

农林牧渔

生猪深度：规模化“跃进”中的周期矛盾与成长机遇

作者：

分析师 吴立 SAC执业证书编号：S1110517010002

分析师 陈潇 SAC执业证书编号：S1110519070002

联系人 陈炼



天风证券

[综合金融服务专家]

行业评级：强于大市（维持评级）

上次评级：强于大市

摘要

1、生猪养殖规模经济是否伪命题？

通过深度复盘中国养殖规模化进程及驱动力，深度拆解成本不同规模养殖户成本；我们预计**养猪具备一定规模经济且趋势不可逆**：养猪集团拥有高门槛的**土地资源**优势、**技术（育种、智能化、饲料配方）禀赋、政策支持**，**抗风险能力强**，规模优势显著；非瘟下相对成本优势削弱，系高杠杆下的三费影响，**养殖现金成本优势**依然存在；在人口老龄化、食品安全趋势下，养猪规模化不可逆转。

2、规模化是否意味着猪周期消失了？

通过复盘美国养猪规模化进程，周期长度和幅度特点；对比中美发展特点。我们预计**猪周期必将存在，或弹性拉大且时间拉长**：对比中美养猪业发展及异同，1) 中国规模化阶段仍处在加速成长阶段，2) 产业链价值分配仍以养殖端为核心、下游屠宰深加工还未出现显著提升附加价值增长。随中国养殖规模化进程推进，下游屠宰深加工发展，**产业链拉长，周期时间或拉长，但周期弹性也会边际提升**。

3、数据失真？数据失灵？

通过200+数据样本调研，交叉验证目前产能真实水平；了解产业心态。目前**数据验证期**，我们倾向认为**短期猪价反弹概率 > 反转概率**；估值性价比高，**长期确定性 > 短期确定性**

4、养猪值得长期投资吗？是 β 还是 α ？

通过生猪板块投资复盘、五维度（量、价、利、资金、估值）个股拆解对比。我们认为**规模化趋势下，循周期锚、择成长锚**：养猪赛道是周期成长属性，周期锚是价格和产能、成长锚是出栏量和成本，**周期是 β 、成长是 α ；当前阶段建议逐步重视 α** 。

标的上：重点是【温氏股份】（成长弹性高，资金储备充足）、【牧原股份】（具有成本优势，成长稳健），其次【新希望】、【天康生物】、【天邦股份】、【唐人神】、【傲农生物】、【巨星农牧】、【中粮家佳康】、【新五丰】、【正邦科技】等。

风险提示：1、国家政策变动风险；2、养殖疫病风险；3、价格波动风险；4、市场系统性风险

目录

一、中国养猪规模化：大势所趋

二、对比中美，看中国的规模化趋势

三、200+样本，交叉验证数据

四、成长机遇：规模化进程中的个股分化



The image shows a close-up of a silver fountain pen lying diagonally across a financial newspaper. The newspaper features several line charts and index names. The 'Straits Times Singapore' chart shows a peak at 1947.46 with a +0.26% change. The 'BSE Sensex India' chart shows a peak at 20932.48 with a +0.38% change. The 'Shenzhen Component' chart shows a peak at 13714.29 with a -0.67% change. The 'Shenzhen B Shares' chart shows a peak at 877.114 with a +0.21% change. The pen is positioned over the 'BSE Sensex India' chart.

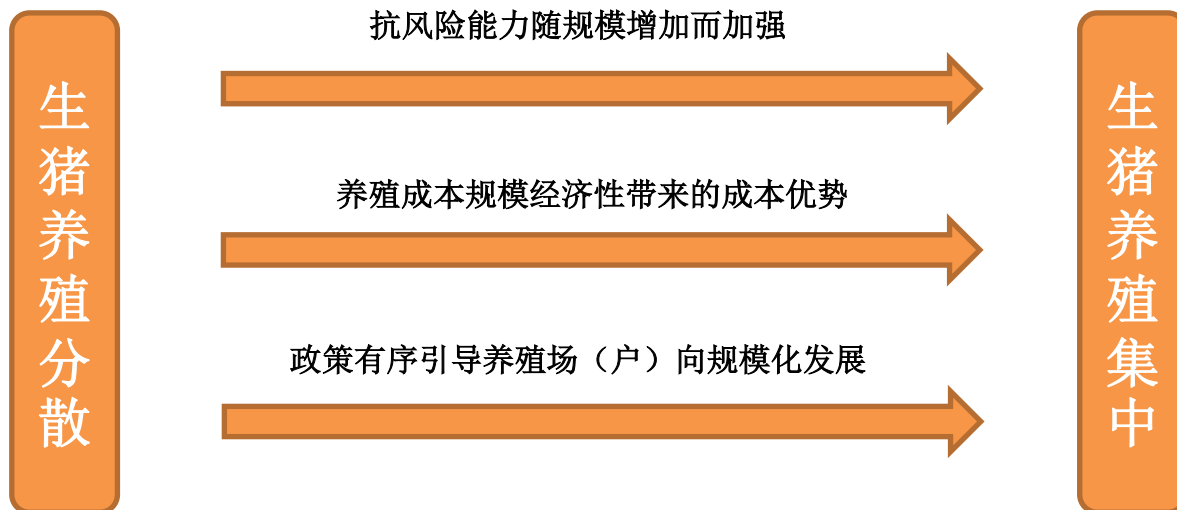
一、中国养猪规模化：大势所趋

养猪规模化：趋势不可逆

➤ 进入21世纪以来，随着我国农村形势的变化，生猪养殖方式开始向规模化、集约化方向发展，散户养殖主体在不断的退出生猪养殖行业，规模化的养殖主体却在逐步的增加。导致生猪养殖行业规模化、集约化发展的“推力”，我们认为可以总结为三大方面：

- 1) 规模化养殖主体的抗风险能力更强，在面对疫情等情况时损失通常是“非致命”的；
 - 2) 规模化的养殖主体的成本更具有优势，能帮助其顺利度过每一轮周期底部面临的挑战；
 - 3) 政策的有序引导客观上也加速了集中度的提升。
- 特别是抗风险能力和政策因素在最近几轮周期中带来集中度的提升促进因素尤其明显。

图：生猪养殖行业由分散逐步向集中演变

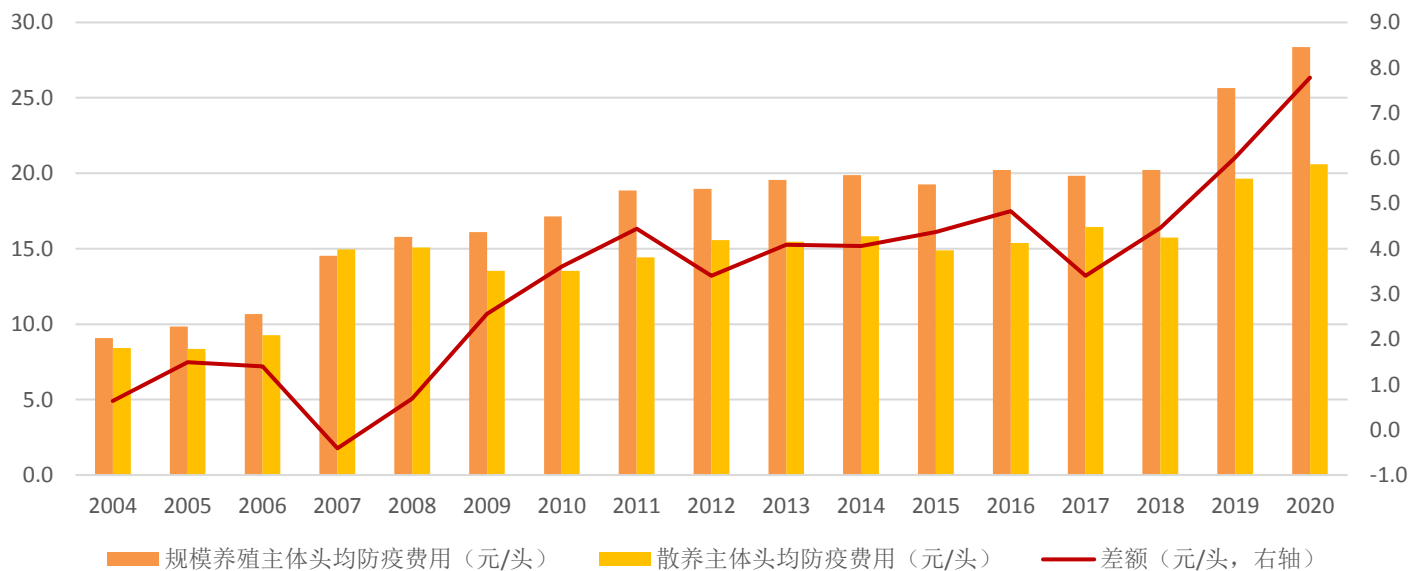


1. 抗风险能力：技术+资金，规模企业优势显著

➢ 规模化养殖主体抗风险能力更强，或是规模化养殖集中度不断提升的原因之一。规模场无论是从费用投入和资金可获得性，还是从管理落实以及产能多点布局合理性等方面上，其表现均优于非规模场，奠定规模化、集约化的提升。

1) 相比于非规模化养殖主体，规模化养殖主体在各项防疫上的投入更高，因此在类似于蓝耳病、口蹄疫以及非瘟等病毒侵袭的情况下，规模化养殖主体的防疫能力更强。从对2004年-2020年每年规模养殖主体和散养主体的头均防疫费用梳理可以看出规模养殖主体的头均防疫费用明显高于散养主体，而且规模养殖主体和散养主体的防疫投入在2010年口蹄疫发生后差距逐步拉大，在本轮非瘟疫情的影响下，防疫费用的差距已经拉大到超7.5元/头。我们认为，规模养殖主体对于防疫费用的不吝投入是能够保证在行业中一次又一次的疫病冲击下，其仍然能屹立不倒的重要因素之一。

图：规模场和散户之间头均防疫费用投入差别

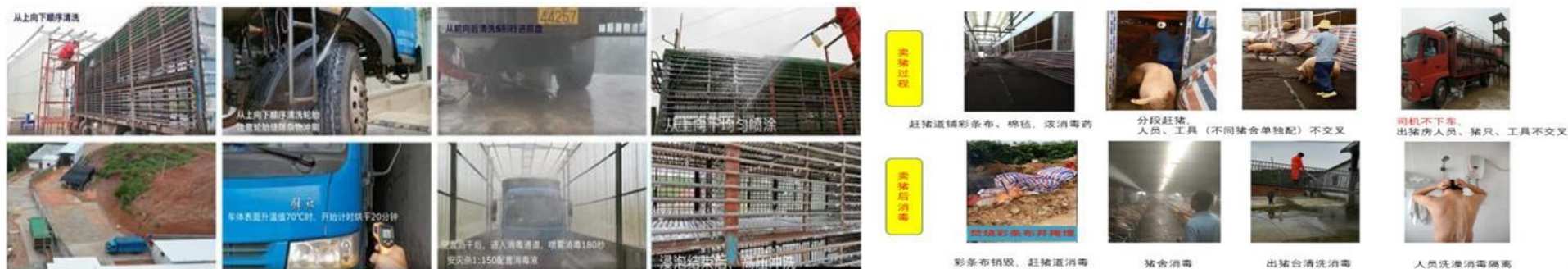


资料来源：wind，天风证券研究所

1. 抗风险能力：技术+资金，规模企业优势显著

2) 防疫费用进一步落实就是管理，特别是在高致病性、高致死率的疫病情况下，费用投入后如何更加规范管理也是重要的因素之一。而在规范化管理上，规模养殖主体在人力和财力上明显会优于非规模场。规模场严格落实的防控管理可以让养殖场受到更小的损失，而管理欠缺的非规模养殖主体会因为失去核心资产（例如，能繁母猪）而在一段时期内无法参与生产，进而可能使得这部分养殖主体被迫退出行业。以非瘟生物安全防控体系为例，需要养殖主体通过繁琐的防控流程来阻断病毒的传播：

- ① 分区、分段生产，阻断疫情传播风险：将猪场划分为生产区、生活区、环保区和隔离区，进行分区管理，相互隔离。生产区又分隔成若干小单元，独立管理，严禁串区串栋。育肥实行同批次投苗、同批次销售，减少与外界接触。
- ② 多重消杀，阻碍外来病毒流入：分别对外来车辆、中转专用车辆进行洗消处理，对所有物资（含饲料、兽药疫苗、生活物资、水源及其他低值易耗品）进行消毒处理，对飞鸟、苍蝇、鼠虫等进行专项防控，杜绝外来传染源。
- ③ 分流通控、全时全方位监控：针对人流、猪流、物资流、车流和污流分管控，建立各自标准化操作流程和关键节点。针对人员管控，做到场外隔离48小时，场内隔离24小时；针对猪流，对场内出猪流程，场外猪只中转等每个细节进行管控，实现标准操作。而且，针对病毒7-14天的潜伏期的特点，猪场在一定周期内对几百个采样点进行监测。



1. 抗风险能力：技术+资金，规模企业优势显著

- 即使同样是规模场，不同规模的场对于疫病防控管理的落实也存在一定差异。从生物安全采取的措施情况来看，养殖规模越大越重视生物安全，采用的生物安全措施越完善：1) 对于小规模场：受场地、资金等方面的限制，采取的生物安全防范措施在规模场中是最简单的，主要通过控制人员往来，场地消毒来实现；2) 对于中等规模场：生物安全水平相比小规模场稍有提升，但引种隔离、合理规划猪场布局等涉及养殖场建设方面的生物安全措施仍然未能得到普遍的采用；3) 对于大规模场：相比于中等规模场生物安全又有一定的提升；4) 对于特大规模场：生物安全防控水平最高，基本实现了对人流、车流的控制，并采取了严格的消毒措施。
- 从上述流程以及需要采取措施的落实情况可以看出，疫病防控无论是在费用投入上还是在精细化管理上都有较高要求，非规模场都很难企及规模场，这也进一步导致规模场的抗风险能力较强，即使在疫情冲击下规模场也能通过较好的防控管理体系减少损失，变相提升了规模场在行业中的集中度。

图：不同规模养殖场（户）生物安全措施采用情况（单位：%）

项目 \ 规模	小规模	中规模	大规模	特大规模
控制人流、车流	86.14	95.45	100.00	100.00
严格消毒	92.08	95.45	95.65	100.00
合理规划猪场布局	48.51	65.15	65.22	94.74
空栏消毒及日常消毒	79.21	75.76	91.30	100.00
引种隔离	49.50	56.06	69.57	89.47
饲料静置和消毒	50.50	56.06	73.91	89.47

资料来源：《养殖规模对生物养殖业高质量发展的影响研究》李鹏程，天风证券研究所

1. 抗风险能力：技术+资金，规模企业优势显著

3) 规模养殖场融资能力强，助力规模养殖主体周期底部扩产，进而提高规模场行业集中度。相比于非规模场，规模场在融资渠道上更加广阔，对于非规模场可能更多的是通过赊销饲料费用以达到间接融资，但对于规模场不仅可以通过赊销饲料费用这种间接方式，还可以通过向银行申请贷款甚至规模场中的上市公司还可以通过一二级市场等多种方式获得直接融资。通过对大部分上市公司近年来已实施的融资情况梳理来看，上市公司为代表的规模场在历史上的下行周期中融资渠道依然通畅，助力其顺利度过周期底部区间，也在一定程度上反映出规模场在一轮一轮周期中集中度不断提升的原因。

图：历史上大部分上市公司融资渠道始终保持通畅



1. 抗风险能力：技术+资金，规模企业优势显著

4) 规模场分散经营，有利于风险分散。相比于非规模场，规模场的布局因其单一地区可用土地受限的原因，其布局更加分散。对于省内布局的规模场，其猪场可能分布于省内的多个村镇地区；对于全国布局的规模场，其猪场可能布局于多个省市地区，例如，唐人神目前的产能就分布在生猪消费带上的湖南、广东、广西、海南等地区。因此，规模场在面临局部地区外界因素冲击时候，例如2020年冬季-2021年春季非瘟疫情在部分地区爆发，规模场可通过分散布局来缓解相关风险对生产经营的影响。但对于非规模场，特别是受到冲击地区非规模场很难通过多点布局来缓解影响，这也是在过往周期中规模场在疫情下仍然能够不断获得集中度提升的重要原因之一。

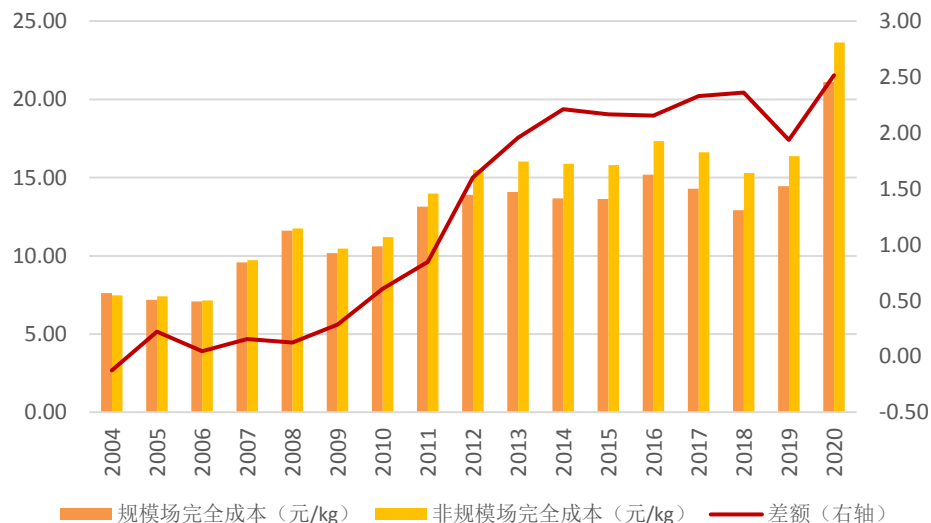
图：部分上市公司全国产能分布情况



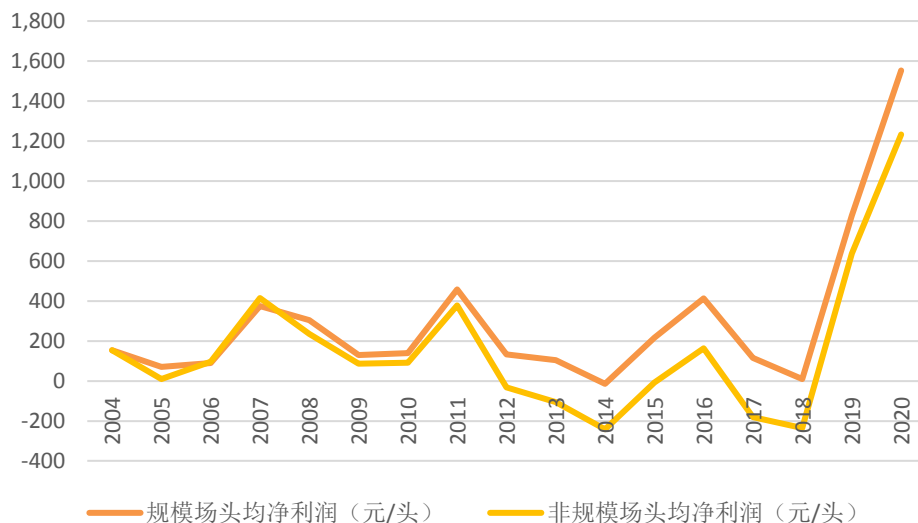
2. 相对成本优势：技术（猪场设计+育种+饲料配方）加持集团企业

- **规模化养殖主体具有成本优势，或也在一定程度上加速集中度的进一步提升。**资本推动型养殖（规模养殖主体）扩张的前提条件是能够获得利润或存在相对成本优势，而规模养殖主体始终保持的成本优势就能刺激规模养殖主体不断的产能扩张，进而提升养殖集中度。
- 根据农产品汇编数据来看，**规模场的养殖成本控制能力始终优于非规模场**，而且优势在2010年前后开始逐步扩大，并在2012年后成本差异逐步拉开至2元/kg。
- **在同等市场销售价格下，不同的成本意味着规模场和非规模场的盈利产生差异。**从过往的周期来看，无论是上行周期还是下行周期，规模场的头均盈利/亏损情况都好于非规模场，因此这在一定程度上刺激了规模场去扩张自身的产能以获得更加丰厚的利润。此外，规模场在融资方面也比非规模场更加容易获得支持，更加容易穿越周期底部区间，进而提升行业中的集中度。

图：规模场VS非规模场成本对比



图：规模场VS非规模场头均净利润对比

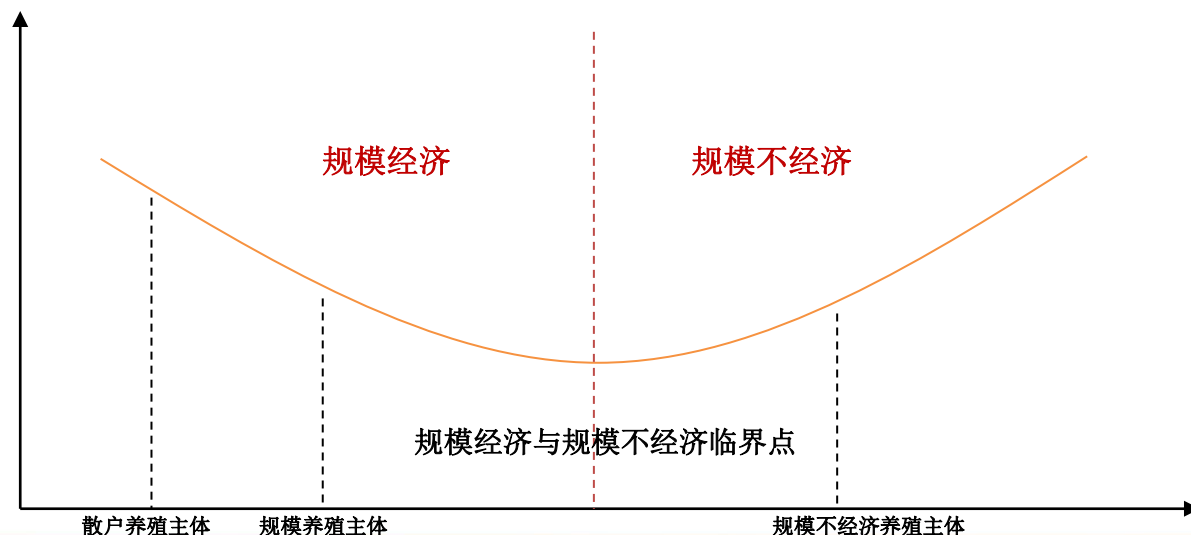


2. 相对成本优势：技术（猪场设计+育种+饲料配方）加持集团企业

1) 规模场成本优势来源于几何?

- 农业生产的规模经济早在1770年英国古典农业经济学家Yung就有所提出，Yung认为将相关生产要素投入维持在合理的比例是实现最大利润的关键，由于小规模农业企业调整生产要素的能力明显弱于资本型大农场，进而大规模生产更加具有竞争优势。而且这一理论不断推广到生猪养殖业上，且先后有大量的数据验证了养殖规模和饲养成本之间存在显著的负向关系。
- **生产要素的降低和议价能力的提高带来了规模化养殖的成本优势。**在Journal of Agricultural & Food Industrial Organization上发表的《A Re-Examination of Multistage Economies in Hog Farming》一文中提及到规模化养殖的成本优势主要来自于生产要素的降低，规模养殖具有议价能力，同时一次性大量采购还能降低其在销售过程中产生的交易费用，进而获得更加廉价的生产要素。此外，国内大量学者也认同并肯定了规模经济的存在，但同时也认为当单体养殖规模过大时，会存在因污水处理困难、疫病防控难度加剧、人员分配不合理等多方面原因导致规模不经济。

图：规模经济与规模不经济示意图



2. 相对成本优势：技术（猪场设计+育种+饲料配方）加持集团企业

1) 规模场成本优势来源于几何？

- 通过对过往年份规模场和非规模场的费用拆分来看，规模场在**人工费用**上具有一定的规模经济性，通过规模化的养殖摊薄以及专业化的人员分工，规模场的单位人工成本获得很好的降低。以2020年为例，规模场的人工费用单位成本就比非规模场低2.89元/kg，且两者差额从2012年后始终保持在2元/kg以上。

表：规模场历年来成本结构拆分情况（元/kg）

年份	仔畜费	饲料费用	防疫费	固定资产折旧	人工费用	其他费用	总成本
2004	2.22	4.30	0.09	0.11	0.56	0.34	7.61
2005	2.04	4.13	0.10	0.09	0.54	0.29	7.19
2006	1.65	4.37	0.10	0.10	0.58	0.30	7.10
2007	3.21	5.17	0.14	0.10	0.61	0.35	9.57
2008	4.38	6.01	0.15	0.10	0.64	0.33	11.62
2009	2.91	6.03	0.15	0.10	0.67	0.30	10.17
2010	2.63	6.59	0.16	0.11	0.80	0.31	10.60
2011	4.23	7.28	0.17	0.11	1.02	0.35	13.14
2012	4.32	7.76	0.17	0.11	1.21	0.34	13.90
2013	3.98	8.09	0.17	0.10	1.39	0.34	14.07
2014	3.49	8.12	0.17	0.11	1.45	0.33	13.67
2015	3.84	7.71	0.16	0.11	1.48	0.33	13.64
2016	5.77	7.29	0.17	0.11	1.50	0.34	15.18
2017	5.14	7.08	0.16	0.11	1.47	0.33	14.30
2018	3.64	7.21	0.16	0.11	1.46	0.34	12.93
2019	4.96	7.26	0.21	0.11	1.49	0.41	14.44
2020	10.91	7.95	0.22	0.12	1.47	0.44	21.11

表：非规模场历年来成本结构拆分情况（元/kg）

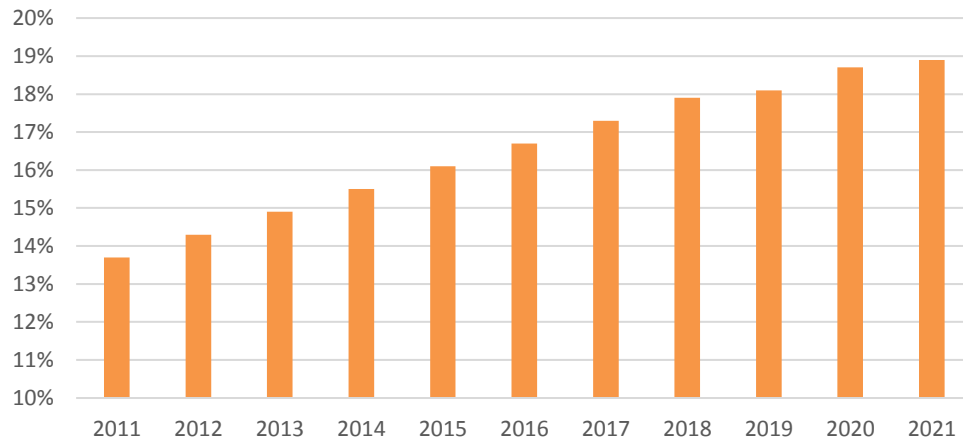
年份	仔畜费	饲料费用	防疫费	固定资产折旧	人工费用	其他费用	总成本
2004	1.89	3.79	0.08	0.07	1.41	0.25	7.48
2005	1.79	3.75	0.08	0.06	1.54	0.19	7.42
2006	1.28	3.91	0.08	0.07	1.60	0.20	7.14
2007	2.79	4.86	0.14	0.07	1.62	0.24	9.73
2008	4.11	5.55	0.13	0.07	1.67	0.21	11.74
2009	2.61	5.68	0.12	0.07	1.75	0.23	10.45
2010	2.31	6.31	0.12	0.07	2.14	0.25	11.21
2011	3.85	7.00	0.13	0.07	2.68	0.26	13.99
2012	3.95	7.55	0.14	0.07	3.52	0.26	15.50
2013	3.51	7.91	0.13	0.08	4.15	0.26	16.03
2014	3.11	8.02	0.14	0.07	4.29	0.25	15.88
2015	3.42	7.55	0.13	0.07	4.40	0.24	15.80
2016	5.41	7.20	0.13	0.07	4.28	0.25	17.33
2017	4.88	7.18	0.14	0.07	4.12	0.25	16.63
2018	3.48	7.30	0.13	0.07	4.07	0.25	15.29
2019	4.59	7.10	0.16	0.07	4.15	0.30	16.38
2020	10.89	7.84	0.17	0.07	4.36	0.29	23.63

2. 相对成本优势：技术（猪场设计+育种+饲料配方）加持集团企业

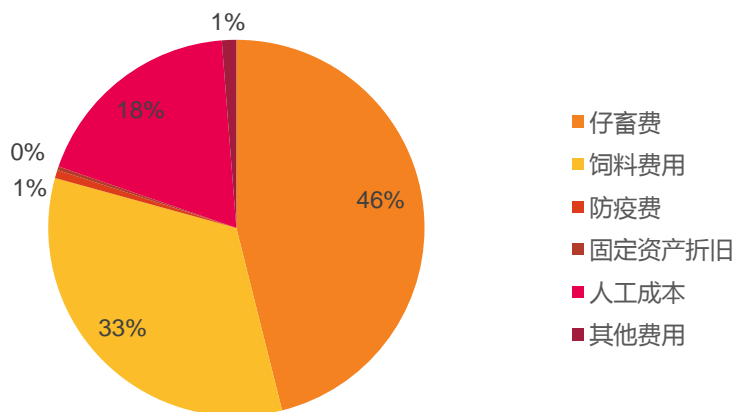
1) 规模场成本优势来源于几何？

- 中国人口的老龄化或是未来发展趋势，截止到2021年，我国60岁以上的老年人占比已经提升至18.90%，相比于2011年的13.70%提升38pct。而且，随着出生人口增长率的不断下降，后续人口老龄化有增加的趋势。随着可获得劳动人口的下降，未来廉价的劳动力可能一去不复返，**增加的劳动力成本对于大量依赖人力的非规模场可能会进一步加大规模场和非规模场的成本差距。以2020年为例，规模场的人工费用单位成本就比非规模场低2.89元/kg，费用占比不到非规模场占比的一半，若后续劳动力成本持续上涨，非规模场或将因更高的成本而被迫退出养殖行业。**

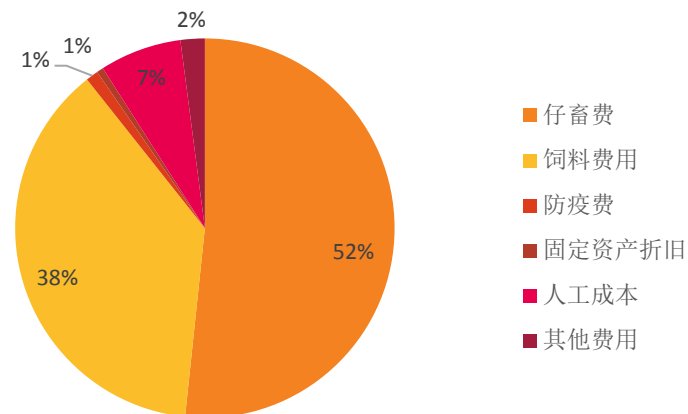
图：我国60岁以上老年人口占比持续提升（%）



图：非规模场人工费用占比高达18%



图：规模场人工费用占比不到非规模场的一半

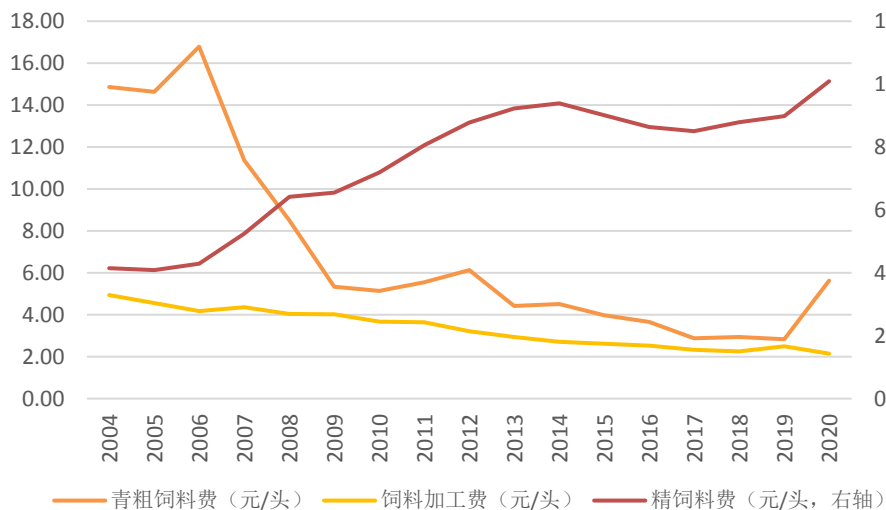


2. 相对成本优势：技术（猪场设计+育种+饲料配方）加持集团企业

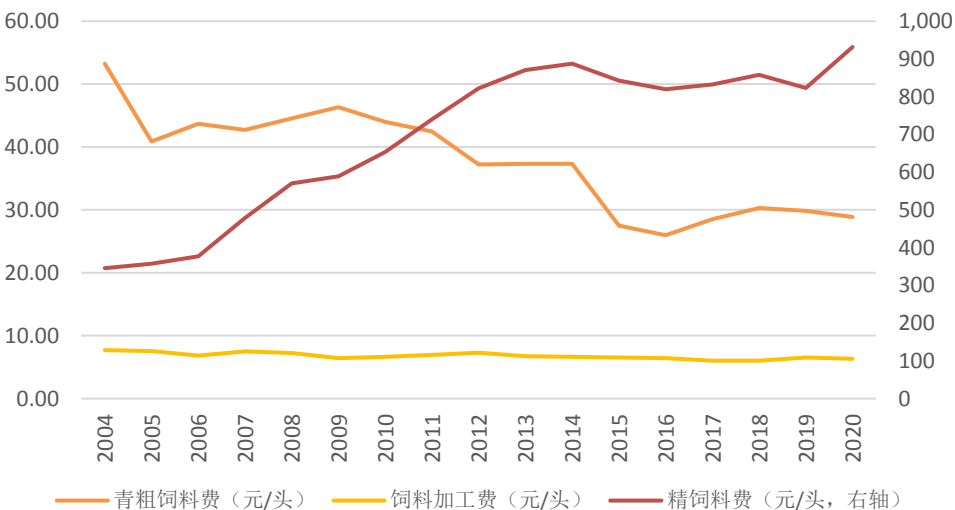
1) 规模场成本优势来源于几何？

- 除上述表格中的人工成本带来的优势，我们认为**在同等情况下**规模场在**饲料采购费用**应该也具有一定的规模化优势。由于规模场，特别是大集团场通常是采取向饲料供应商直接进行集中采购而非通过经销商等代理商进行采购，因此我们认为规模场在饲料采购费用上同样具有规模化优势。
- 但是，从过往各年份全国农产品汇编中推算来看，貌似规模场的饲料成本略高于非规模场。其实，这种差异主要是由于规模场和非规模场喂养饲料结构不同导致的，规模场对于生猪健康、品质以及饲养周期上要求更高（类似于防疫费用的投入上，规模场除必要免疫疫苗外可能还会额外增加部分/全部非必要疫苗以提升猪的抗风险能力），因此在精饲料上的费用开支明显高于非规模场。通常，规模场在精饲料的头均费用要高于非规模场超50元。若在同等条件下，我们预计规模场的饲料费用可能会低于非规模场，或将进一步拉大规模场和非规模场之间的成本差异。

图：规模场饲料费用结构



图：非规模场饲料费用结构

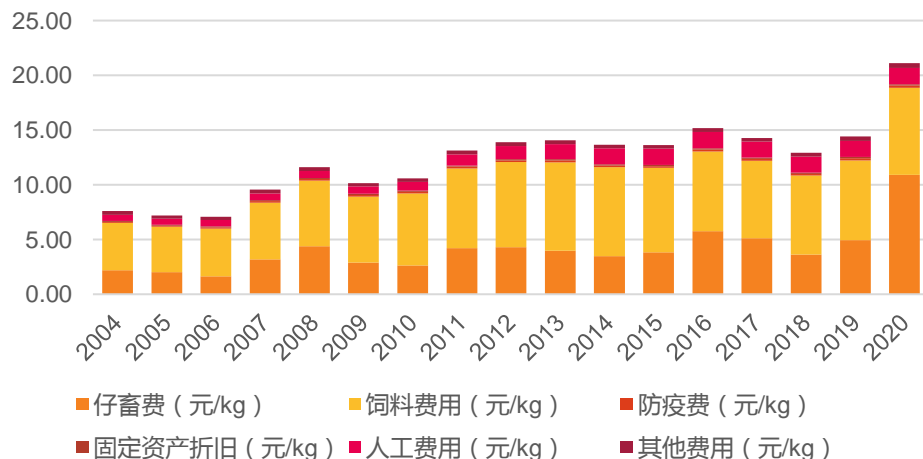


2. 相对成本优势：技术（猪场设计+育种+饲料配方）加持集团企业

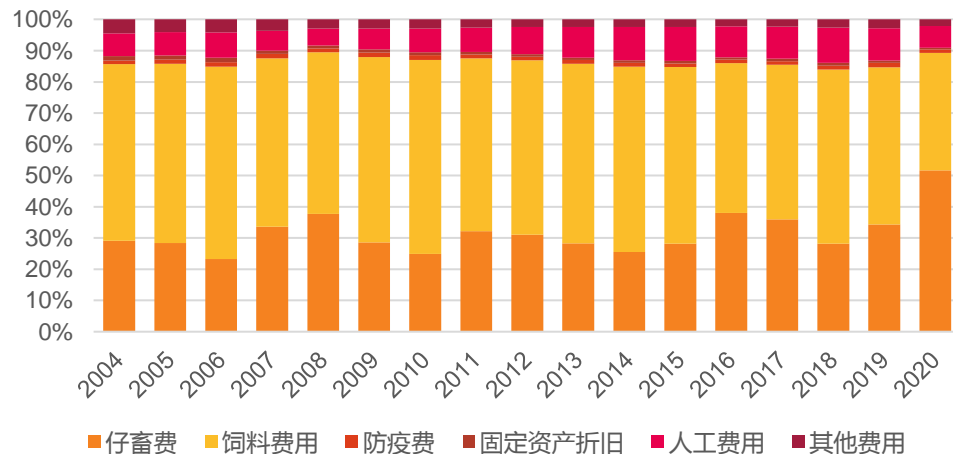
2) 规模场成本优势如何演变？

- 规模场自身横向对比来看，近20年以来生猪养殖成本随养猪人工成本、土地租金、饲料成本等原因不断增长。通过对《全国农产品成本收益资料汇编》数据的拆分来看，该现象尤其明显。在人工费用上，虽然规模场单位支出明显优于非规模场，但其单位费用在不断波动上升，占比也在不断提高，这也反映出人工成本在不断提升。而对于饲料费用变动情况来看，单位饲料成本绝对值呈现波动增长的趋势，而养殖饲料成本占比在非瘟前基本围绕57%波动；非瘟后，特别是2020年因为仔猪单位费用增长，导致饲料费用比例占比有所降低，但绝对值依然处于波动增长趋势。
- 2021年下半年以来，仔猪费用逐步恢复正常，我们预计饲料费用占比和人工费用占比会逐步恢复正常。我们预计未来规模养殖主体的成本仍然可以从三个方面获得改善：**1) 仔猪费用**，随着养殖技术提升，特别是规模越大的养殖主体越容易获得技术提升带来的红利，仔猪费用或有望降低；**2) 饲料费用**，预计中期来看饲料费用很难摆脱波动，但后续转基因落地后，产量增长，原料获得成本也有望获得明显改善；**3) 人工费用**，随着智能化的发展，特别是大规模场目前正在积极布局智能养殖，后续费用也有望获得改善。

图：规模场养殖成本不断提升



图：规模场各项费用占比呈现波动

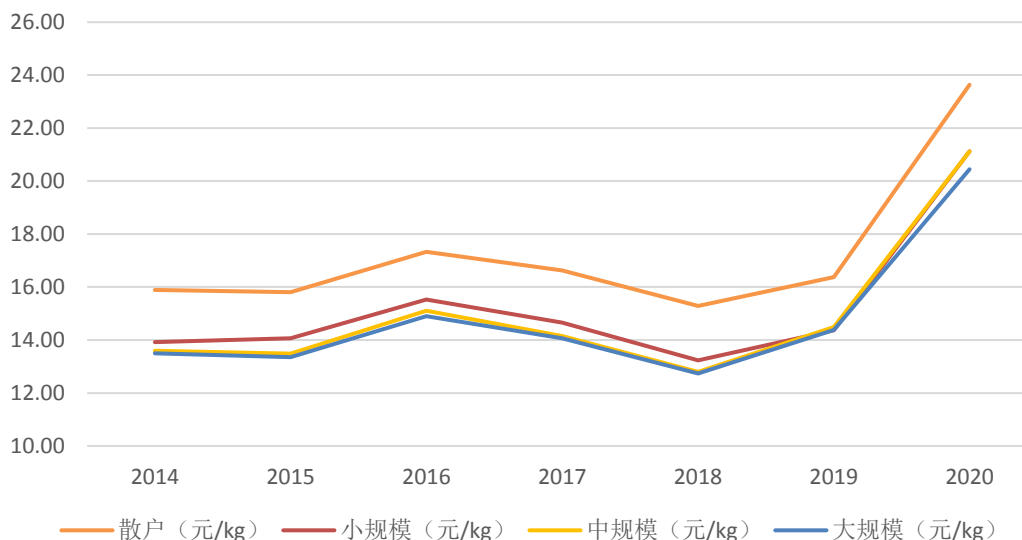


2. 相对成本优势：技术（猪场设计+育种+饲料配方）加持集团企业

3) 规模场成本优势是否后续仍能保持?

- 目前我国生猪养殖整体因集中度较低，我们认为行业中还未达到规模不经济曲线。从全国农产品汇编近几年数据为研究依据来看，规模场和非规模场之间的成本差距仍然较大，且大规模场的成本依然普遍低于其他养殖主体。在规模养殖主体中，**普遍遵循小规模成本 \geq 中等规模场成本 $>$ 大规模场成本**，整体来说，大规模养殖主体成本普遍好于其他养殖主体。
- **我们认为目前我国生猪行业仍然是处在规模经济曲线上**，但不可否认的是确实存在规模企业越大后续投入产出比边际减少的情况，其从散户到小规模场成本下降率曲线明显，而从小规模场到大规模场成本下降率曲线趋缓可以看出。虽说规模养殖主体中随着规模扩大成本改善幅度有边际减少，但在规模经济曲线上，规模企业的**稳定、健康扩张**还是有利于企业成本获得在行业中的相对优势，进而也将加速规模场的集中度未来持续提升的可能性。

图：散户VS不同规模场成本变化情况



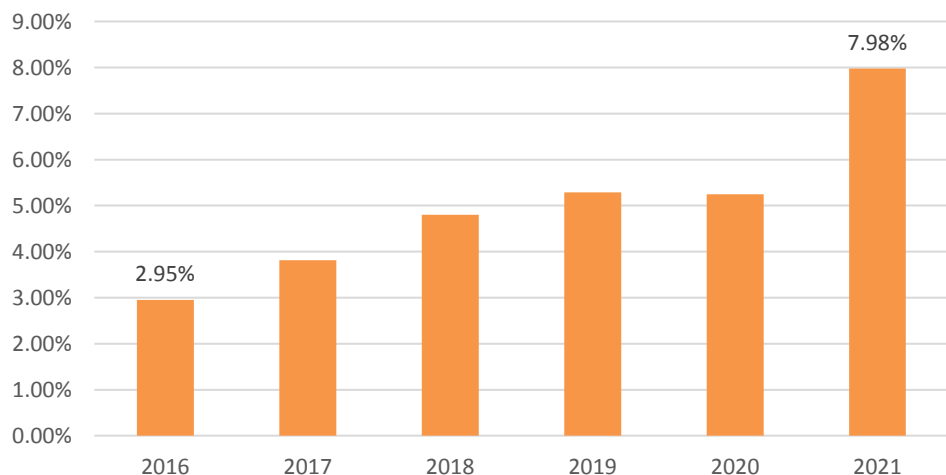
2. 相对成本优势：技术（猪场设计+育种+饲料配方）加持集团企业

3) 规模场成本优势是否后续仍能保持?

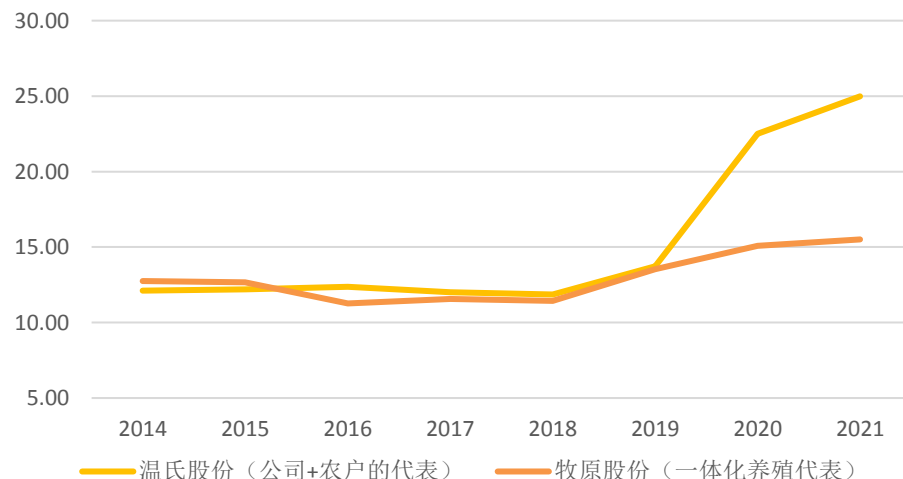
• 但是近年来，特别是非瘟发生以来，部分大规模场的成本开始逐步高于行业中其他养殖主体成本，这是否表明部分大规模场已经步入规模不经济曲线中。我们认为这部分企业只是在发展过程中遇到了波动，但并没有进入规模不经济。可以从两方面去判断：

- ① 首先，这部分企业虽然在行业中出栏量数一数二，但其市占率依然偏低。以牧原和温氏2021年两家公司合计出栏量占我国全国出栏占比情况来看，上述两家企业市占率仅为8%，而对标美国的头部企业例如史密斯·菲尔德仅一家占比在2014年便就达到约15%。因此，从占比情况来看，我国大规模场远远还未达到规模不经济程度；
- ② 其次，例如温氏（公司+农户养殖模式的代表）和牧原（一体化养殖模式的代表）这类企业目前在行业中成本其实在2020年前成本是低于中等规模场和小规模场的，甚至比大规模场的行业平均水平线还要低，因此仅1-2年的成本波动也无法判断这类企业已经进入规模不经济。

图：温氏、牧原CR2变化情况



图：一体化养殖V.S.公司+农户养殖模式成本对比



2. 相对成本优势：技术（猪场设计+育种+饲料配方）加持集团企业

3) 规模场成本优势是否后续仍能保持?

• 我们认为部分头部大规模场的成本异常波动主要受到多方面影响，后续大概率会是逐步趋势回归。对于部分头部大规模场的成本异常我们判断主要来自于几个方面：

- ① 非瘟以来防控成本有所提升，相比于规模较小的养殖主体，规模越大其养殖密度越大，对于非瘟防控就需要越重视。因此，部分大规模场，特别是头部企业对于非瘟的防控措施的投入就更加大，甚至在前期可能存在过度投资的情况，这在一定程度上有抬高养殖成本。随着后续非瘟防控常态化后，头部企业可以通过标准化和简化非必要防控流程来降低相应的头均成本，而且随着生猪出栏量的增多，其头均摊销防疫费用和固定资产折旧摊销费用也会降低。因此，后续部分大规模企业的异常成本或将逐步回归到相应群体的平均线附近，甚至低于平均线；
- ② 2019年非瘟爆发导致猪价飞涨，部分中大规模场利用自身资金便利优势可能存在**产能非理性扩张**和**外购高价仔猪**的情况，因此导致在头均财务费用和仔猪费用上明显高于小规模场和散户。从上市公司的融资情况可窥见一二，在2019-2020年猪价上行期间上市公司融资频率明显高于前期，这或在一定程度上反映出高利润刺激下行业中大规模场的非理性扩张；
- ③ 非理性扩张导致的管理短时间无法跟上。部分大规模场人员随着产能扩张快速增加，使得大量养殖场的厂长、员工都是一些经验较少或者没有经验的年轻人担任，这在一定程度上导致在各项生产和防控的落实存在不到位的情况，进而降低了生产指标和抬高了成本。

3. 产业政策：“看不见的手”有序引导产业规模化健康发展

➤ 生猪产业政策的落地实施客观上促进了中国生猪养殖规模化发展。

- 虽然近年来，我国生猪养殖集中度在不断提升，但分散、小规模和管理粗放的养殖方式在目前仍然还占据生猪行业一定的比例，也在某种程度上导致了猪价近年来的大幅波动。若需要平缓猪价的大幅波动则发展规模化、集约化的养殖以加强生猪供给的稳定性，而政策就是一双“看不见的手”可以加速这一进程。
- 历年来，国家出台了一系列措施来稳定规模养殖场（户）生猪的供给水平，其主要通过**扶持性补贴政策**以及**适当的政策干预**，而政府政策往往存在选择性偏好，生猪养殖补贴政策以及政策干预主要是扶持规模养殖场，**我们认为其政策的实施在客观上可能导致散养户减少。**
- 历年来**补贴政策间接促进规模化发展：**
 - 1) **生猪标准化规模养殖场（小区）建设项目。**从2007年开始，国家专项安排部分中央预算内投资，逐步落实生猪标准化规模养殖场（小区）改扩建项目，对生猪标准化规模养殖场（小区、重点户）分四个档次予以补助；
 - 2) **生猪调出大县奖励。**2007年，国务院发布《关于促进生猪生产发展稳定市场供应的意见》指出，为充分调动地方发展生猪规模化生产的积极性，国家对生猪调出大县（农场）给予适当奖励。2011年，中央财政安排奖励资金32.5亿元，专项用于发展生猪生产和产业化经营；
 - 3) **病死猪无害化处理补助。**2011年，国务院出台的《关于促进生猪生产平稳健康持续发展防止市场供应和价格大幅波动的通知》，决定对标准化规模养殖场（小区）养殖环节病死猪无害化处理进行补助。而当年正处在口蹄疫和仔猪腹泻疫情期间，政府的给予标准化规模场的一定程度的保障也在客观上促进了我国生猪养殖规模化发展；
 - 4) **能繁母猪普惠性补贴，按头数发放，规模越大或越具优势。**能繁母猪是养殖场的核心资产，能繁母猪死亡是养殖场的重大损失，若受到疫病的冲击，养殖场的损失会更加惨重，而能繁母猪保险能够降低母猪死亡带来的风险损失，在一定程度上使得养殖主体可以安心扩张规模，进而让规模化程度不断提升。

3. 产业政策：“看不见的手”有序引导产业规模化健康发展

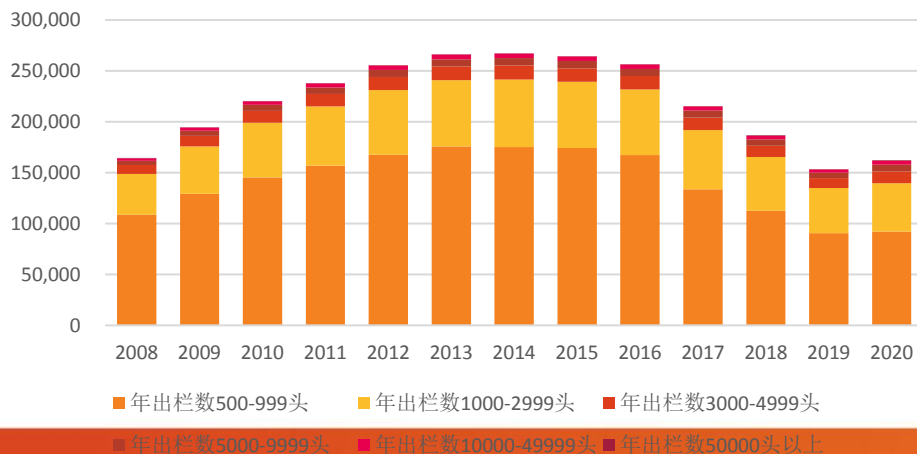
➢ 生猪产业政策的落地实施客观上促进了中国生猪养殖规模化发展。

• 历年来直接的政策干预也同样促进规模化养殖主体的集中度提升：

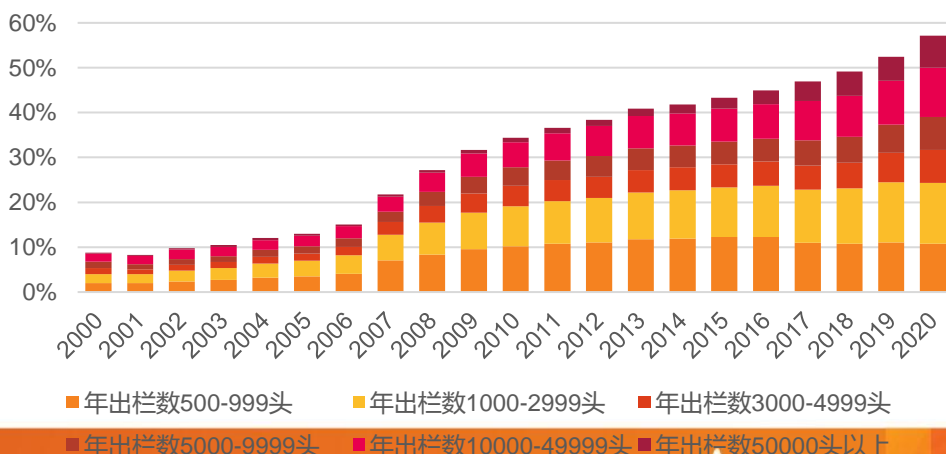
1) 明文规定促进规模化畜禽养殖用地政策，在一定程度上给规模化畜禽养殖企业用地“开绿灯”。我国作为土地资源紧缺型国家，农业用地和其他用地需求一直存在矛盾，因此规模化、集约化的养殖有望成为未来生猪养殖发展的趋势。其实，早在2007年，国土资源部和农业部两部委就已经下发关于《关于促进规模化畜禽养殖有关用地政策的通知》（以下简称通知），其《通知》中提及任何地方不得以新农村建设或整治环境为由禁止或限制规模化畜禽养殖，并且《通知》还要求县（市）、乡（镇）国土资源管理部门积极帮助协调用地选址，对相关手续进行简化，及时提供土地给规模化畜禽养殖。政策出台后到环保政策前，其规模化养殖户的数量在不断增长。

2) 环保政策倒逼非规模化养殖户退出行业，提升养殖规模化、集约化。生猪养殖业对水资源的需求量高、污染大，与环境保护的矛盾日益突出，自2014年起，我国开始实施严格的环保禁养规定，着力提升生猪养殖业的规模化程度，导致大量散养户以及部分的规模场退出市场，其中规模场养殖户中以年出栏500-999头的小规模养殖户退出较多，而规模较大的养殖主体退出比例较少，部分群体甚至逆势增加。

图：不同规模养殖主体户数变化（户）



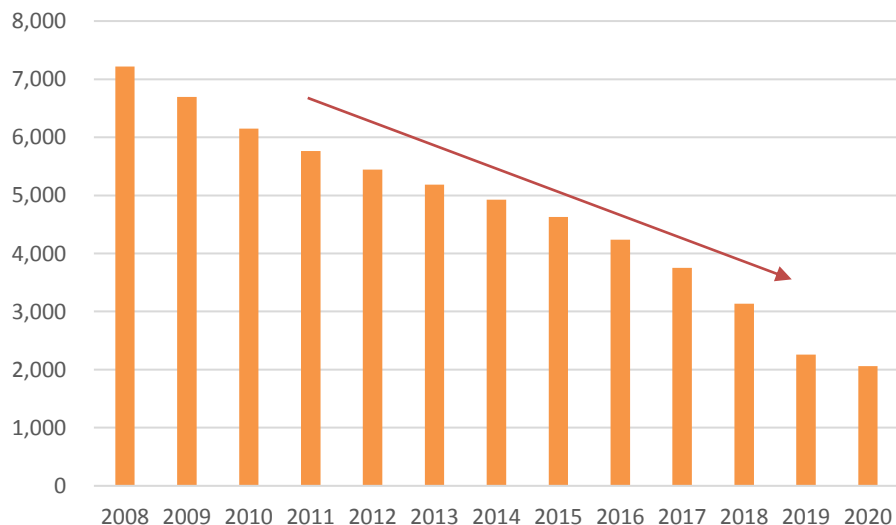
图：不同规模养殖主体出栏量占比变化（%）



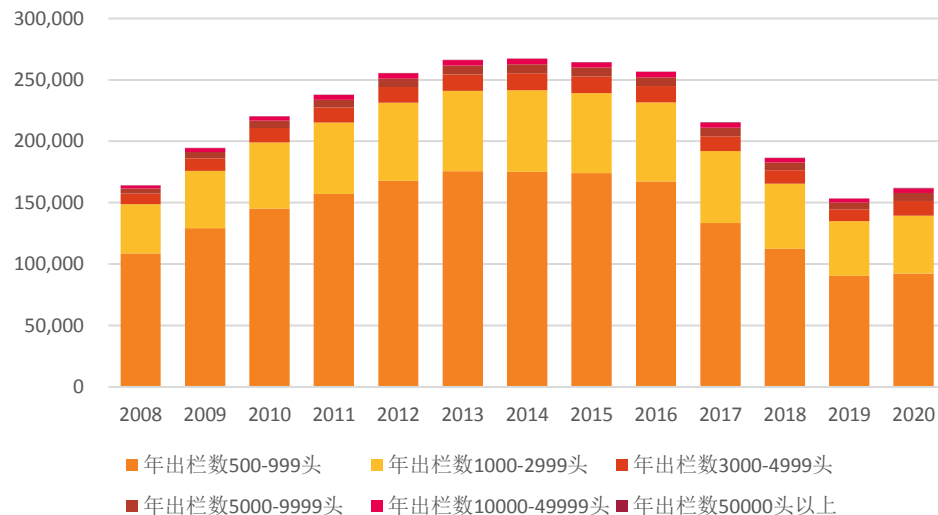
4. 抗风险能力强+成本优势+政策引领→规模化不断提升

- 过去的几轮猪周期行业不断面临外部冲击带来的挑战，比如各类疫病的爆发，各类环保政策的出台等等都对养殖主体的管控能力以及资金安全性提出了极大的考验。而规模养殖主体在面对同样的外部冲击时，因其特有的“抗风险能力+成本管控能力+政策倾向性”等属性使得在行业危机中一次又一次的脱困而出，规模化养殖的集中度在不断提升。
- 从结果来看，我们分为行业养殖户变化情况和行业出栏量占比变化两个维度，均可以证明在规模养殖主体的集中度在逐步提升：
- **行业养殖户数量变化：**若以年出栏500头为规模场划分界限，其2009年开始非规模场的养殖户数一路下降。非规模场养殖主体（年出栏500头以下）数量从2008年的7222万户下降到2020年的2062万户，下降幅度约71%；而同期的规模养殖主体（年出栏500（含）头以上）数量虽然和2008年户数相近，但结构上却发生了很大的变化。

图：非规模养殖场户数变化（万户）

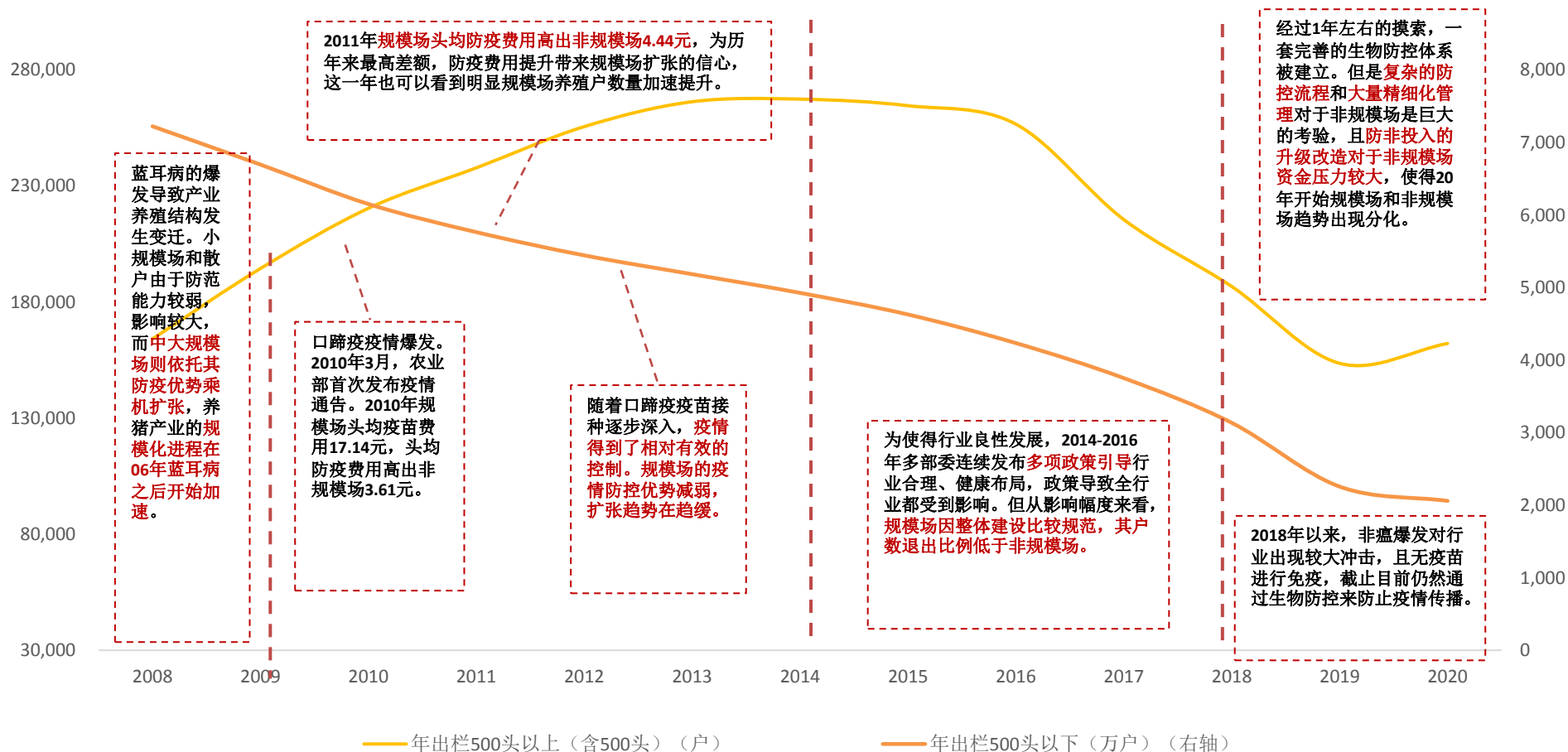


图：不同规模养殖主体户数变化（户）



4. 抗风险能力强+成本优势+政策引领→规模化不断提升

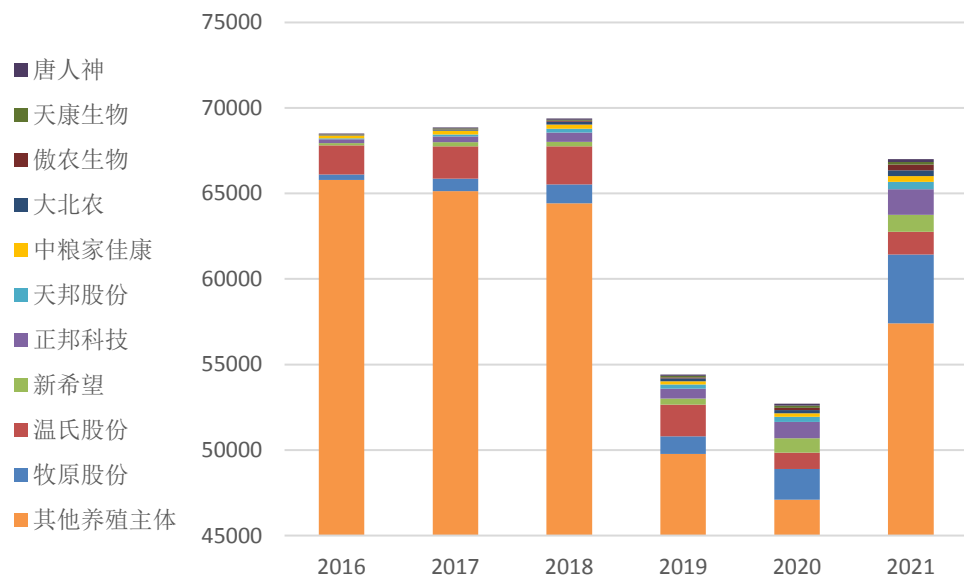
图：2008-2020年规模场和非规模场户数变化情况



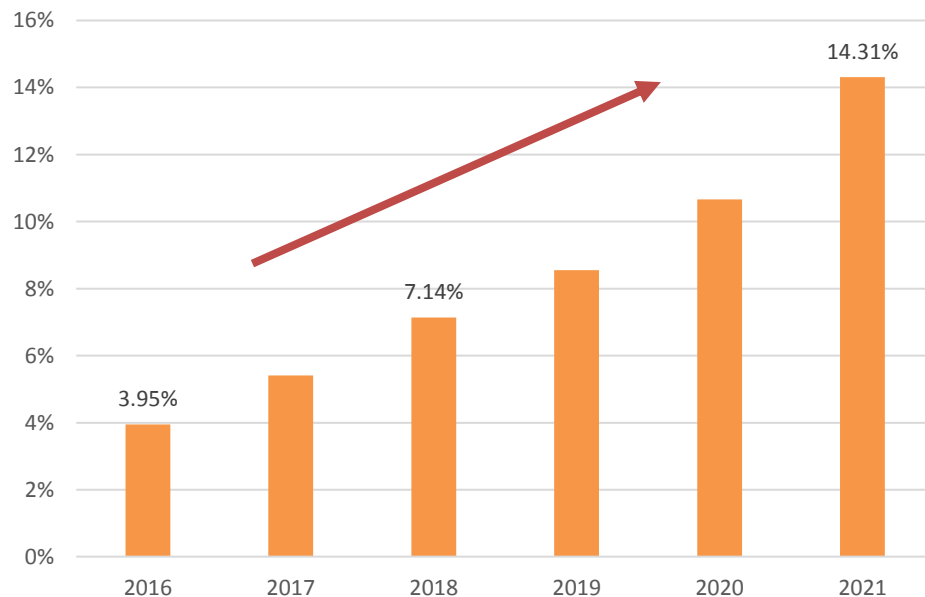
4. 抗风险能力强+成本优势+政策引领→规模化不断提升

- 从前十大养猪上市公司出栏量占比情况来看：头部企业出栏量占比持续提升还可以从CR10进一步获得验证。近5年来，CR10数据持续加速提升，从2016年的仅3.95%加速提升到2021年的14.31%，其年均复合增速已经达到29%。但即使是头部企业在行业中出栏量有较高的增速，其不同企业间增速也出现了不同程度的分化，以牧原为例，出栏量在行业中的市占率从2016年的0.45%快速提升至2021年的6.01%，是行业中集中度提升最明显的企业。我们认为CR10的快速增长离不开规模提升三大要素（抗风险能力强+成本优势+政策引领），从头部企业的身上可以看到这些属性，因此这类企业能够在过去5年中市占率获得快速提升。

图：近5年来CR10出栏量变化情况（万头）



图：近5年来CR10比例不断提升



目录

一、中国养猪规模化：大势所趋

二、对比中美，看中国的规模化趋势

三、200+样本，交叉验证数据

四、成长机遇：规模化进程中的个股分化



二、对比中美，看中国的规模化趋势

复盘美国，窥探中国未来发展路线

➤ 复盘美国规模化进程，可以总结出以下规律：

- 1) 伴随着行业由屠宰端向上游进行整合，行业养殖规模化的提升以及订单式生产的广泛使用使得养殖端提前锁定未来一段时间的生猪供给，其次养殖效率的不断提升弥补了能繁变动所带来的供给周期性波动，**导致周期有所拉长，但周期波幅与周期长度之间并没有必然联系**，周期振幅更多受到外界不可控因素影响，例如疫病等；
- 2) 在美国，生猪产业利润分配是前期养殖占主导，但随着屠宰规模化率先提升且不断向上游整合，**后期下游参与者主导地位越发明显，而养殖端利润保持相对稳定。**

➤ 对于中国未来发展启示：

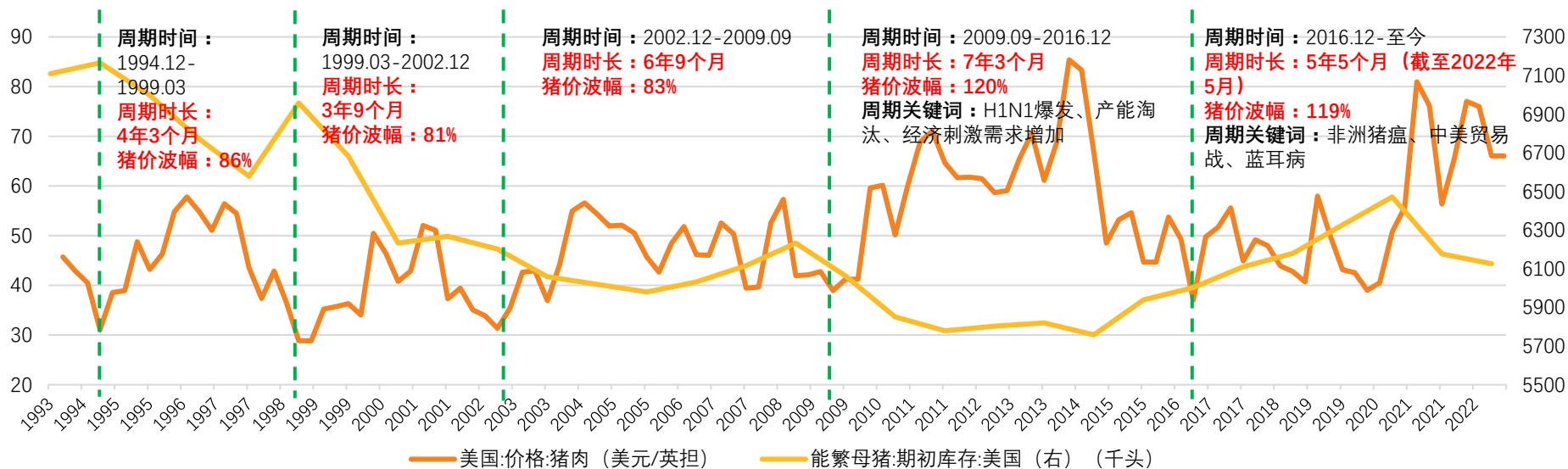
- 1) 中国目前仍处于规模化加速期，区别于美国生猪产业链一样从下游的屠宰往上游整合，**国内中短期或以横向养殖端自我集中为主，长期或为养殖端向下游集中；**
- 2) 伴随着未来规模化程度逐步提升，中国周期或跟随美国周期发展脚步，**周期长度或有所拉长，但周期振幅仍跟疫病等因素有关，因此波幅或很难因规模化提升而得到明显改善；**
- 3) 在利润分配上，由于中国的养殖产业链中短期还是以横向养殖端自我集中为主，然后长期才是向下游集中。所以，我们预计养殖端的话语权或将随着集中度不断提高而增强，**导致未来中国生猪养殖利润端分配中，养殖端或仍然占大头，屠宰或只是养殖端的利润纵向拓展方向，为养殖端提供附加利润贡献。**

1. 美国：20世纪90年代后步入规模化进程

20世纪90年代后，美国生猪养殖进入规模化进程。生猪存栏量逐渐集中于大规模养殖场，中等规模养殖场的存栏比例明显减少。根据美国生猪产业发展历程，养殖规模化进程大致分为两个阶段：

- **1990-2000年：加速期。**这一时期，主要特征是养殖场规模的迅速扩张。得益于终端屠宰规模化进程早于养殖端，屠宰自下而上推动养殖规模化，同时随着订单生产逐步成为主流交易方式，进一步带动养殖端的横向整合。规模在1000头以下的养殖场存栏量占比由1990年的58%减少至2000年的15%。据数据显示，2004-2002年期间猪周期特征明显，周期时间均在4年左右，猪价波幅均在80%左右。
- **2000-至今：成熟期。**这一时期主要特征为行业效率的进一步提升，**规模化进程放缓**。随着行业规模化达到一定水平，行业越发注重养殖技术的革新，行业养殖效率随之提高，规模场由于国家补贴政策及完善的生物安全防控拥有成本优势，市场份额进一步提升，1000头以上规模场存栏量占比由2000年的85%提升至2012的95%。此阶段周期时间长度逐步拉长，而近两轮周期因疫病等因素导致猪价波幅有所放大，波幅在120%左右。

图：美国猪周期



资料来源：wind，天风证券研究所

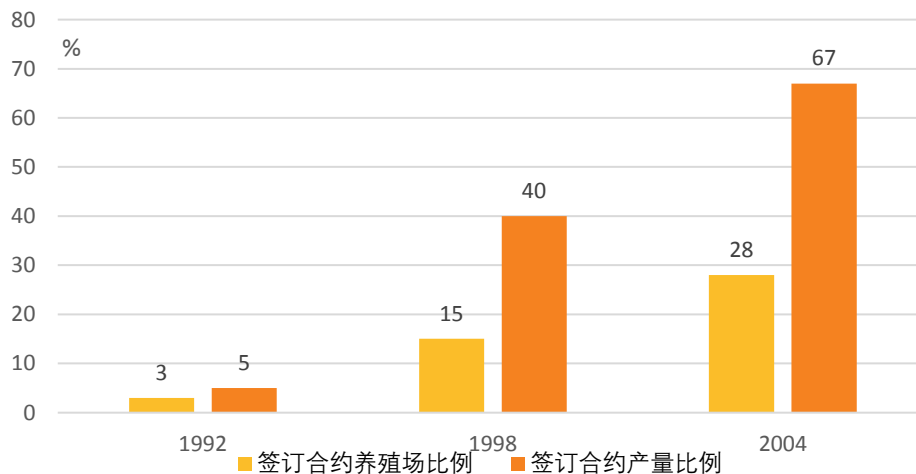
备注：周期猪价波幅=猪价最高点/周期初始猪价-1

1.1 1990-2000年：养殖规模化加速期，产业链价值分配聚集养殖端

1) 生猪销售合约的广泛应用

- 屠宰加工龙头企业为保持成本优势，并且保证生猪采购的货源稳定性和高品质，更愿意向大型养殖场协议采购。从20世纪90年代开始，随着屠宰规模化程度变高，屠宰场对于猪源稳定性及质量有着更高的要求。通过签订合约，养殖场可以解决以下几个问题：（1）考虑到生猪供给存在周期性和季节性，签订合约后屠宰加工厂获得后续稳定的生猪供给；（2）养殖场和屠宰加工厂双方规避价格波动风险；（3）屠宰场与养殖场签订合约只进行一次交易程序即可为屠宰加工厂和生猪养殖场解决短则6个月长则几年的生猪供给和销售，节省大量交易成本；（4）屠宰加工厂签订合约以实现对生猪品质的控制。
- 生猪养殖场和屠宰加工厂签订合约的交易方式逐渐增多。1992年，全美国签订合约的养殖场占比仅为3%，其产量占比为5%。随着订单生产的逐步流行，1998年签订合约的养殖场比例提升至15%。

图：销售合约占比逐年增大

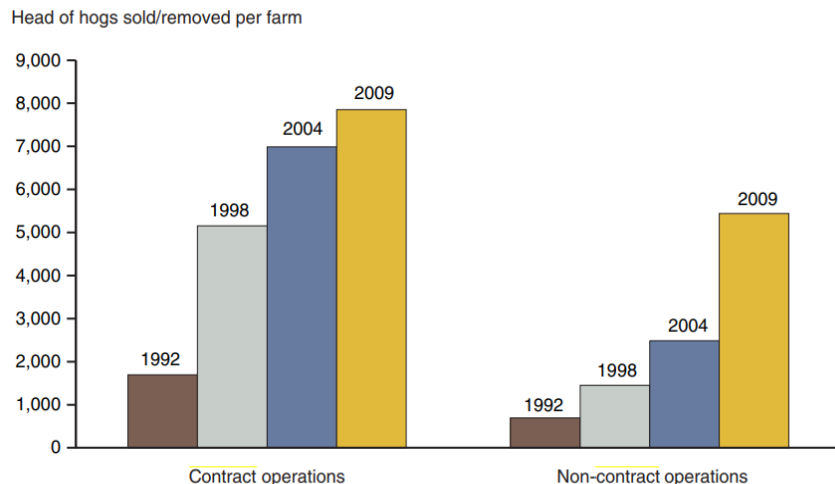


1.1 1990-2000年：养殖规模化加速期，产业链价值分配聚集养殖端

1) 生猪销售合约的广泛应用

- 合同生产更有利于大型猪场的建立和规模化生猪养殖。规模场因为拥有更高规格的防疫设施，其出栏稳定性更强，足以应对季节性和周期性产能波动，其次在肉质上更加注重品质要求。同时随着屠宰的规模化，其对于签约合同的养殖场单点产能要求越高。因此规模场更受屠宰端的青睐。**结构**上来看，出栏量在50万以上的养殖场是合同式生产的主导者，而屠宰加工企业也更倾向于向这类大型养殖场提供合同。2006年，拥有存栏量5万头以下的养猪公司以零售渠道为主，随着规模增大，选择议价合同和自有渠道进行销售的养猪公司增多。存栏量在5-50万头的养猪公司，选择零售渠道销售的比例下降至28%，以团体合同进行销售的比例上升至56%；存栏量50万头以上公司，最主要的销售渠道是议价合同和企业自有渠道，比例分别为89%和42%。规模化企业亦因为解决销售问题而专注于养殖环节，效率随着合理的生产安排提升，市场规模得以进一步扩大。

图：合约生产销售规模远大于非合约生产销售规模



表：2006年现货价格交易猪只占比下降明显

%	1000-3000头	3000-5000头	5000-1万头	1万-5万头	5万-50万头	50万头以上
零售	82	65	67	57	28	32
议价合同	9	16	16	35	38	89
团体合同	10	17	19	21	56	5
企业自有渠道	4	5	9	10	4	42
其他	4	7	7	4	1	5

1.2 2000年-至今：养殖规模化成熟期，产业链延伸提升盈利

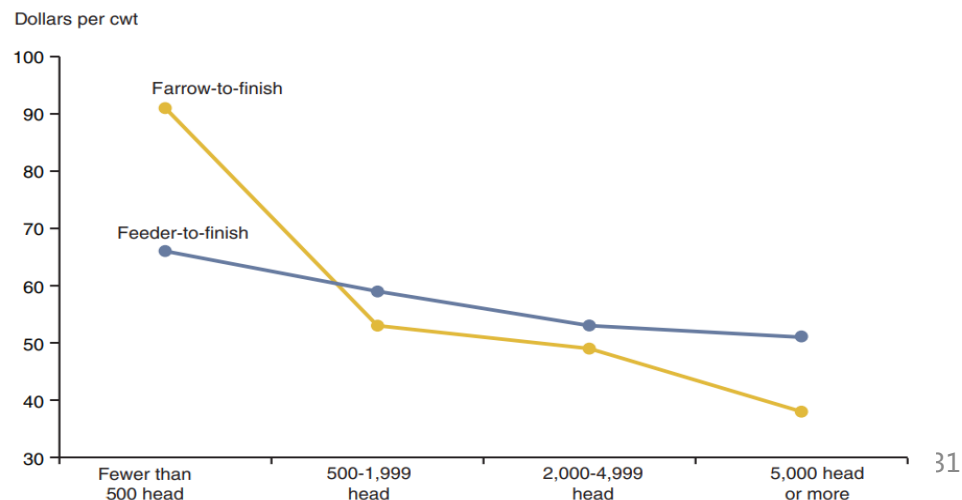
2) 科学饲养，规模养殖场成本优势明显

- 高规格防疫设备和复杂喂养体系需要更多前期资金投入，而这远远超出小规模养殖场资金能力。规模场纷纷升级养殖设备：规模场通过数学建模确定不同阶段猪所需要的温度、通风量等技术参数，全面考虑通风换气或降温要求，通过综合调控通风、降温、加热和智能控制等设施设备形成猪舍气候自动控制系统；越来越多的种公猪站和母猪场开始使用空气过滤系统防止空气传播疫病传入，入口安装双重门，通过负压通风降低病毒经空气传入的风险，排气扇外也安装防止空气回流的装置；母猪耳朵上有独特识别标签，电脑系统读取标签数据，根据每头猪身体状况设置饲料数量。
- 规模场防疫措施更加到位。规模场拥有更科学的养殖体系及更完备的人员完成防疫措施。2009年中，从拥有防鸟设备、防锯齿生物设备的比例来看，5000头以上规模场占比均超过80%，而存栏500头以下拥有防鸟设备的养殖群体占比不超过25%，且其执行申请生物安全计划的比例远远低于规模场。通过新技术和高规格设备的应用，存栏规模越大的猪场生产成本越低。不管是专业育肥还是自繁自养场，尽管其规模越大前期投入越多，但养殖效率提高后对应的完全成本越低。规模养殖场因此获得超额利润，不断填补小规模养殖场退出后留下的市场份额。

表：大型规模场措施到位程度远高于小规模场（%）

规模(头)	<500头	500-1999头	2000-4999头	5000头以上
自繁自养：2009年卫生实践				
猫或牲畜可接触设备	74	71	37	10
防锯齿生物设施	63	84	100	93
防鸟设备	11	39	60	81
运猪车辆清洁及消毒	24	41	60	90
执行生物安全计划	8	16	26	75
育肥：2009年卫生实践				
猫或牲畜可接触设备	59	21	12	14
防锯齿生物设施	66	87	90	95
防鸟设备	25	77	93	86
运猪车辆清洁及消毒	39	64	81	80
执行生物安全计划	13	30	51	73

图：规模场的成本明显低于中小散户



1.2 2000年-至今：养殖规模化成熟期，产业链延伸提升盈利

2) 科学饲养，规模养殖场优势明显

- 养殖的规模化发展也带来了专业化分点式饲养发展。传统养殖场大部分为繁育一体化模式，而规模化养殖场则根据生猪的生长周期，分为繁殖-仔猪哺育-育肥3个阶段专业化分工，采用专业饲料配方和科学养殖技术。2004年，仅4%的500头以下的自繁自养场使用人工授精，但5000头存栏以上自繁自养猪场中人工授精占比高达92%；全进全出的批次化生产中，自繁自养猪场比例从500头以下猪场的14%增加到5000头以上猪场的83%，专业育肥猪场的比例从500头以下的66%增加到5000头以上猪场的92%。规模化养殖场更加注重繁殖与育肥的专业性、科学性和成本控制，因此获得了竞争优势。专业育肥农场在饲料、人工及生产成本等方面效率更高，成本消耗更低。2004年，自繁自养场的生产成本为1.23美元/kg，远高于专业育肥场的0.78元/kg。

表：养殖规模越大，猪场饲养方式越发科学（%）

	500头以下	500-1999头	2000-4999头	5000头以上
自繁自养				
人工授精	4	12	51	92
杂交	11	38	43	73
分阶段喂养	42	53	61	84
全进全出	14	20	54	83
专业育肥				
分阶段喂养	51	60	72	72
全进全出	66	80	86	92

资料来源：USDA，《The Changing Economics of U.S. Hog Production》
Nigel Key、William D. McBride，天风证券研究所

表：专业育肥场的生产效率高于自繁自养场

类别	1992		1998		2004		2009	
	自繁自养	专业育肥	自繁自养	专业育肥	自繁自养	专业育肥	自繁自养	专业育肥
料肉比 (kg/kg)	3.69	3.39	3.31	2.50	3.14	1.90	2.66	1.83
人工效率 (小时/kg)	57.40	45.21	36.58	12.19	27.43	7.62	24.38	6.10
生产成本 (美元/kg)	1.69	1.36	1.41	1.01	1.23	0.78	0.86	0.74

资料来源：USDA，《The Changing Economics of U.S. Hog Production》
Nigel Key、William D. McBride，天风证券研究所

1.2 2000年-至今：养殖规模化成熟期，产业链延伸提升盈利

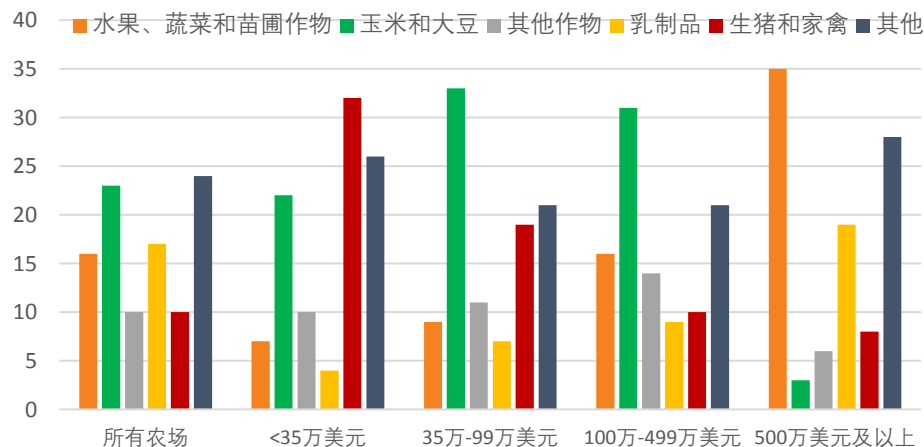
3) 政府补贴玉米种植，助力规模企业发展

- **玉米种植带决定了生猪养殖分布。**由于玉米为饲料的主要成分。因此美国生猪养殖集中的中北部玉米带和南部北卡罗来纳州均是国内重点的玉米生产区域。根据2011年3月数据显示，艾奥瓦州在美国生猪存栏量最多，其生猪存栏量占美国存栏总量约30%，北卡罗来纳州以技术见长，为美国养猪行业排名第二的州，其生猪产量约占美国总产量的14%，往后依次为明尼苏达、伊利诺伊和印第安纳州，前5位生猪生产大州的存栏总量约占美国存栏总量的68%。
- **政府通过巨额补贴降低生产成本，提高生猪养殖业竞争力。**美国政府大量对作为饲料的玉米和大豆生产进行补贴，使其保持较低的市场价格，从而降低了养殖农场主的饲料成本和肉类食品加工企业的采购成本。1995-2005年，美国玉米补贴总额达562亿美元，其间玉米产量提高了28%，价格则降低了32%。据测算，1997-2005年，美国前4大生猪企业从饲料补贴中所节省的成本总计达42.84亿美元（Starmer 和 Wise，2006）。中大规模综合农场更依赖于玉米和大豆所带来的营收，中大规模农场主从美政府得到的补贴远远超出了他们所承受的风险或损失。**政策补贴下，处于玉米种植带的规模企业越发扩大玉米种植面积，对于有机肥的需求增加驱使其不断扩大养殖体量。进一步提高了行业规模化程度。**

表：2011年3月美国各州生猪存栏量情况

州名	存栏量（万头）	排名	存栏占比
艾奥瓦	1890	1	29.6%
北卡罗来纳	860	2	13.5%
明尼苏达	760	3	11.9%
伊利诺斯	440	4	6.9%
印第安纳	360	5	5.6%
内布拉斯加	310	6	4.9%
密苏里	285	7	4.5%
俄克拉荷马	231	8	3.6%
俄亥俄	199	9	3.1%
堪萨斯	181	10	2.8%
美国	6381	-	100.0%

图：2015年农场农产品销售额分布情况（%）

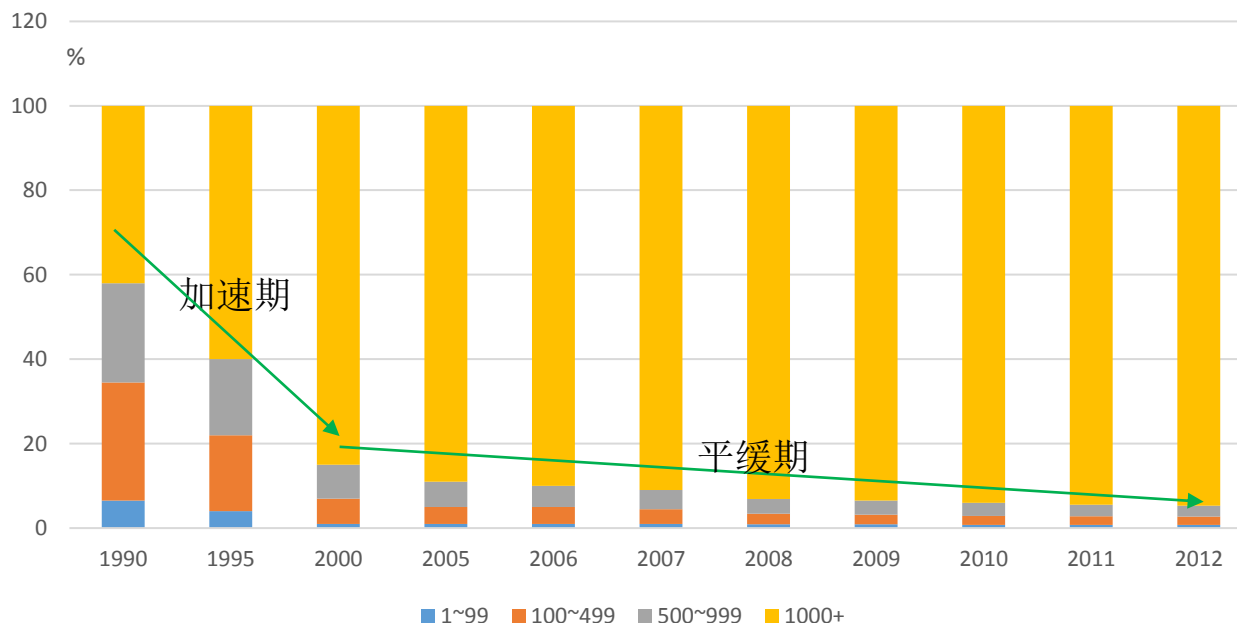


2. 美国规模化特征

规模化趋势持续，目前进入平缓期

- 随着产业的逐步发展，虽然不同发展阶段驱动因素不同，但由于规模生产的经济性，行业处于持续规模化进程中。**1990-2000年期间**，一方面由于屠宰产业向上整合带动行业一体化，另一方面订单生产青睐于规模企业，带动养殖端的横向整合，因此此阶段规模化处于加速期，规模在1000头以下的养殖场存栏量占比由1990年的58%减少至2000年的15%；**2000年-至今**，行业规模化达到一定水平，行业越发注重养殖技术的革新，行业养殖效率随之提高，规模场由于国家补贴政策及完善的生物安全防控拥有成本优势，市场份额进一步提升，1000头以上规模场存栏量占比由2000年的85%提升至2012年的95%，规模化速度大大放缓。

图：美国不同规模猪场存栏量占比

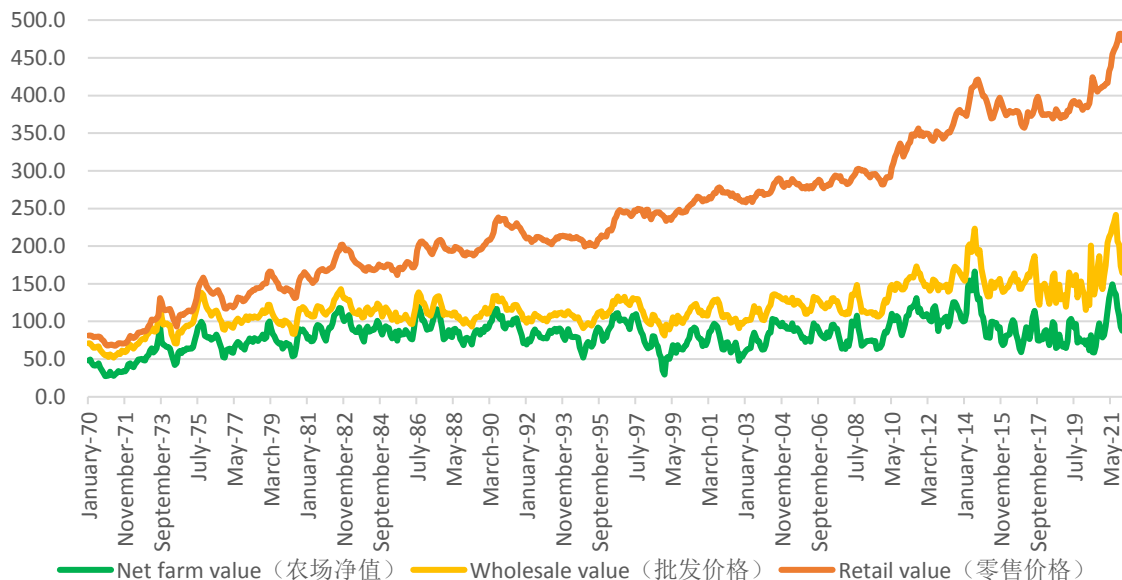


2.1 美国规模化特征：产业链延伸，价值重分配

1) 养殖端规模化稳定，产业链延伸，价值重分配

- 1970-1980：由于美国屠宰端与养殖端均处于较为分散且屠宰端并未向上整合，此时养殖端及屠宰端利润均较为稳定。
- 1980-至今：19世纪以来，美国超市迅猛发展。大规模的超市具有较强的议价能力，出于品质保证和降低成本的考虑，它们更倾向于向大型的屠宰加工企业采购，商超的发展倒逼加工屠宰厂的整合。屠宰端横向整合亦导致行业效率提高，带动行业议价权提升，销售均价有所上涨。且随着屠宰端不断向上游整合，规模化带来行业超额收益，但因为养殖端服务于下游且因订单生产提前锁定价格，作为下游的服务者，行业超额收益主要被下游环节分享。

图：美国产业链销售价格（美分/磅）



2.2 美国规模化特征：周期时间拉长、振幅拉大

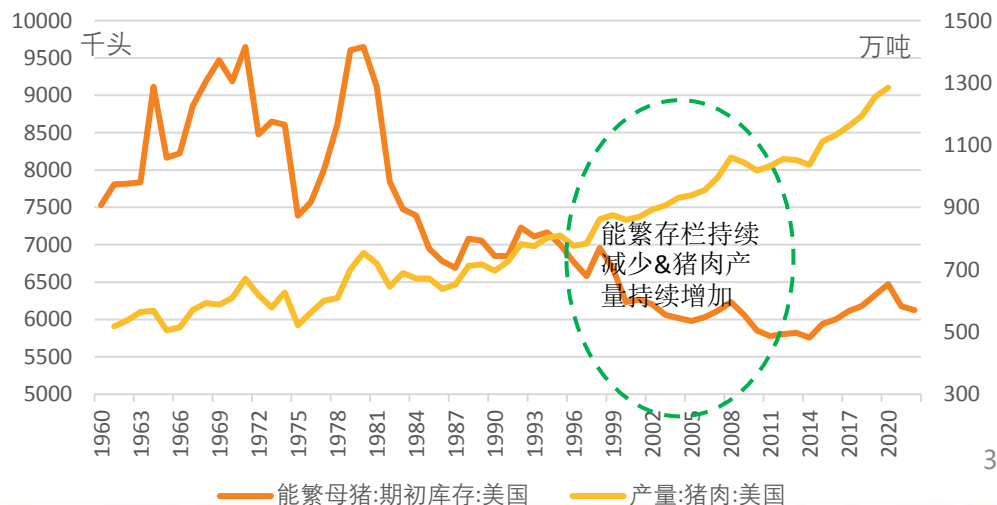
2) 周期长度拉长，猪价振幅拉大

- **美国猪周期长度有所拉长**，周期长度由1994-2000年间的平均4年逐步拉长至5-7年，**原因有下**：（1）产业中屠宰端占主导，因此产业中以产定销为主，即屠宰端根据需求情况制定后续生产计划，并与养殖企业通过合约锁定未来一定时间的供给量，企业因此拥有稳定的业绩预期指导能繁变动，减少盲目扩产及减产现象，除非疫情和政策带来行业供给波动。（2）养殖技术的精进及防疫模式的完善平滑能繁波动所带来的周期性产能起伏，导致在能繁存栏量减少情况下，猪肉产量持续增加。
- **周期波幅**：1994年至2010年间，虽周期长度有所拉长，但由于受到疫病、政策等因素影响较小，周期波动较为稳定，而近两轮周期因为疫病等因素，周期猪价波动明显放大。

图：美国周期时长与波幅

周期	时长	猪价波幅
1994.12-1999.03	4年3个月	86%
1999.03-2002.12	3年9个月	81%
2002.12-2009.09	6年9个月	83%
2009.09-2016.12	7年3个月	120%
2016.12-至今	5年5个月（截至2022年5月）	119%

图：美国能繁存栏与猪肉产量出现背离



3. 中国规模化进程：目前处于美国规模化加速期

中国规模化进程：目前处在养殖端规模化加速期

- **防疫水平的差异导致散户退出严重。**2018年非瘟在我国爆发以后，其对国内生猪产能造成较大影响，同时对于行业的生物安全防控、养殖方式提出新的挑战，散户由于防控措施不标准、资金投入有限、抗风险能力较弱被迫退出市场，非瘟常态化下，规模场资金、防疫方面优势或将持续带动行业横向规模化进程。
- **政策支持规模场发展。**为了引导、规范生猪调运，减少生猪长距离调运；以及加强区域指定通道的规范化管理，国家引导产业规模化发展，深入推进生猪标准化规模养殖。

表：集团企业出栏量增速迅猛（万头）

公司	2021	2022E	2023E	22-23年复合增速
牧原股份	4026	5500	6500	27%
温氏股份	1322	1800	2500	38%
新希望	998	1400	1850	36%
大北农	340	500	700	43%
正邦科技	1493	650	1300	-7%
天康生物	160	220	450	68%
傲农生物	325	600	800	57%
天邦股份	428	500	800	37%
唐人神	154	200	350	51%
巨星农牧	87	150	300	86%
新五丰	44	130	200	113%
金新农	107	130	200	37%

资料来源：wind，天风证券研究所

表：国家政策倾向于产业规模化发展

时间	文件	主要内容
2018.12.11	关于规范生猪及生猪产品调运活动通知	疫区所在县内，符合条件的生猪养殖企业可在本省范围内与屠宰企业实施出栏肥猪“点对点”调运。
2019.6.22	关于加强非洲猪瘟防控工作的意见	加强养猪场(户)防疫监管。深入推进生猪标准化规模养殖，提高养猪场(户)生物安全防范水平，落实关键防控措施。
2020.4.19	黑龙江省农业农村厅生猪调运明白纸	生猪来历不明、存栏异常增加、使用餐厨剩余物饲喂生猪、使用未经国家批准的兽用疫苗、未佩戴耳标、无养殖(防疫)档案或档案记录不全的以及检疫不合格的,不予出具动物检疫合格证明。
2021.4.1	非洲猪瘟防控强化措施指引	除种猪仔猪外，其他活猪原则上不出大区，出大区的活猪必须按规定抽检合格后，经指定路线“点对点”调运。指导养猪场分阶段开展非洲猪瘟净化，创建无疫小区，提升综合防控能力。
2022.5.1	关于进一步加强生猪及生猪产品调运管理的通知	获得国家非洲猪瘟无疫区、无疫小区评估认定的省外生猪养殖企业，办理生猪“点对点”调运备案后，可“点对点”调运屠宰用生猪到广东省。

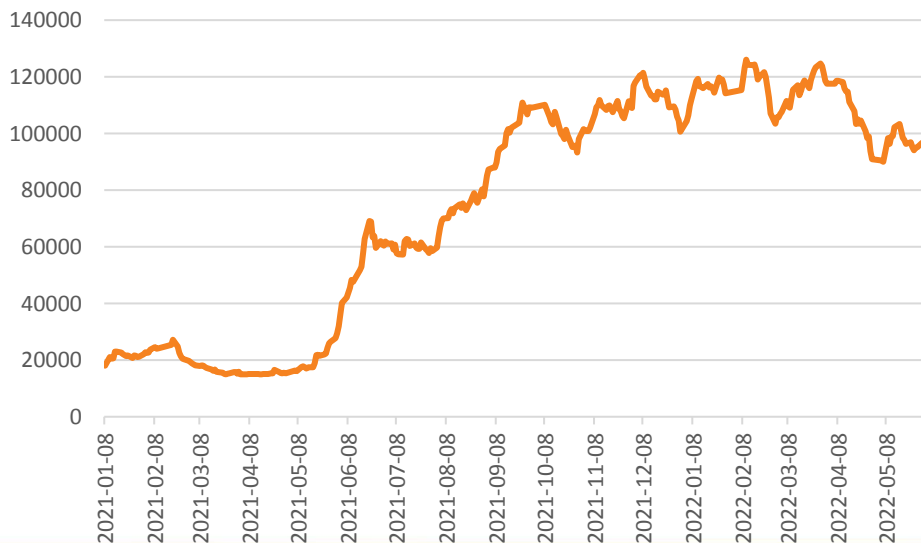
资料来源：农业农村部，中国政府网，天风证券研究所

4. 中国未来周期趋势：周期长度或拉长，猪价振幅亦或拉大

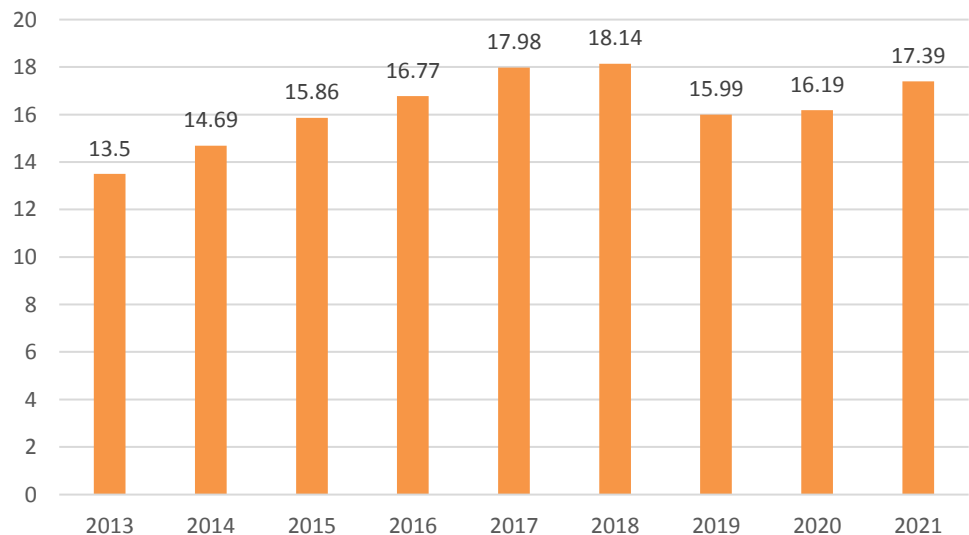
周期趋势：周期长度或缓慢拉长，猪价波幅或拉大

- 随着生猪期货在2021年1月8日上市，行业对于生猪期货的认知和接受程度逐渐变高，期货价格一方面起到了指导生产，预示行情的作用，另一方面通过套保企业能够提前锁定利润，有助于提前安排生产经营，减少产能波动；其次随着非瘟的常态化，非瘟对于生产带来影响有所减少，同时三元比例的缩小亦带来行业生产效率的提升，随着行业生产效率的不断优化，有助于平滑能繁波动带来的供给端的周期波动。因此随着行业规模化，未来行业周期长度或将有所拉长。但由于目前国内未形成美国订单式生产模式，销售端对于生产指导效果有限，因此国内周期平缓进程或慢于美国同期。同时猪价波幅或因为疫病等突发性因素而产生波动，其波幅或难以平抑。

图：中国生猪期货持仓量（手）



图：我国MSY水平

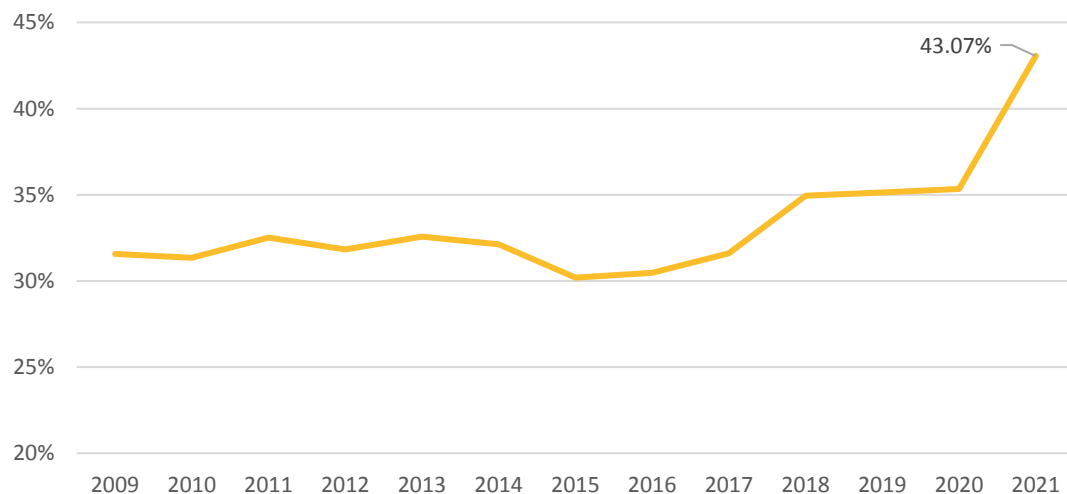


4.中国未来周期趋势：未来有望通过产业链延伸，提升盈利能力

随养殖规模化成熟后，产业链有望纵向延伸，屠宰端盈利能力有望提升

- 养殖企业主动向下游拓展，进行纵向整合。与美国不同的是，国内由于屠宰产能严重过剩，行业整体开工率较低，2021年，全国规模以上定点屠宰企业（年屠宰量2万头以上）的实际屠宰量占中国生猪出栏量的比例仅在40%左右。养殖企业在产业链中占主导地位。后期随着国家政策导向，规模企业或逐步拓展产业链，养殖端向下游屠宰业务发展将带动屠宰规模化向养殖规模化程度逐步靠拢，产业链纵向规模化程度亦有望持续提升。

图：我国规模以上定点屠宰企业屠宰量占比较低

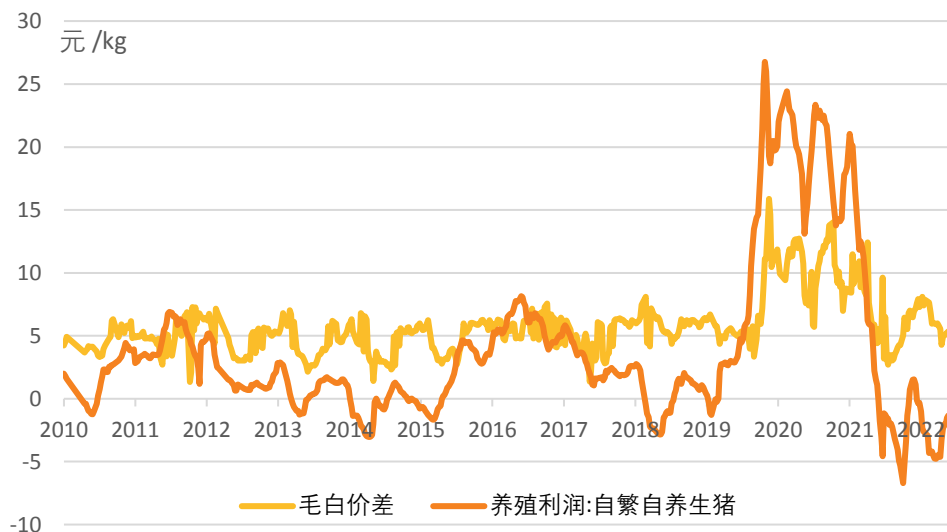


3. 中国规模化进程：未来有望通过产业链延伸，提升盈利能力

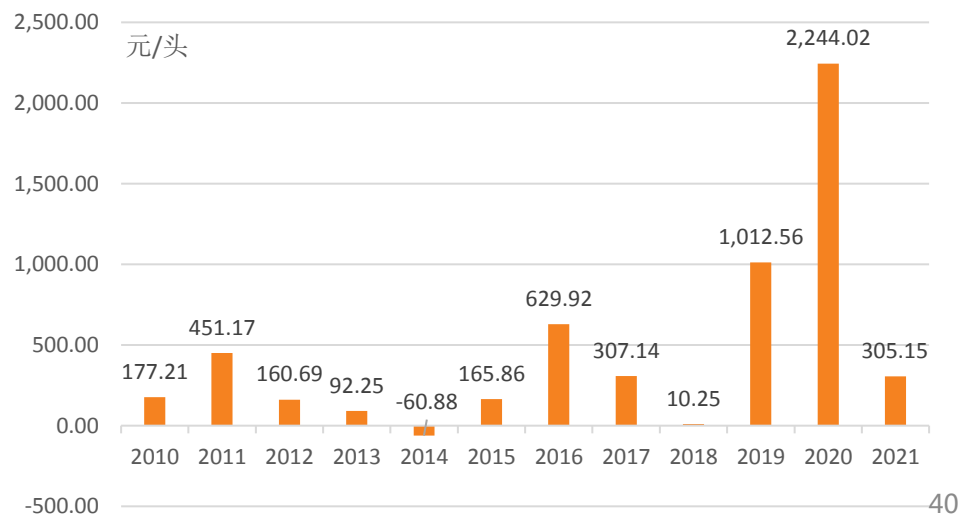
随养殖规模化成熟后，产业链有望纵向延伸，屠宰端盈利能力有望提升

- 养殖端持续向下游整合，或为养殖端提供附加利润。国内产业链中，养殖端处于主导地位（美国产业链中屠宰处于主导地位），从历史数据可以看出，养殖利润波幅远高于屠宰端毛利。一方面，近三轮周期高点头均盈利变大，此外周期平均头均盈利亦由2010年-2014年间的164元/头增长至2015年-2018年间的278元/头。目前行业仍以养殖端为核心、下游屠宰深加工还未出现显著提升附加价值增长。随中国养殖规模化进程推进，养殖端通过不断向下游屠宰端整合实现产业链一体化，带动下游屠宰深加工发展，或为养殖端提供附加利润。

图：养殖端利润波动远大于屠宰端（元/kg）



图：近三轮周期头均盈利呈放大趋势（元/头）



5. 养猪规模化：趋势不可逆，空间长期可观

- **规模企业成本长期仍处于行业领先地位。**长期来看，规模场的养殖成本控制能力始终优于非规模场，而且优势在2010年前后开始逐步扩大，并在2012年后成本差异逐步拉开至2元/kg。虽然本轮周期中由于集团场扩张速度过快带来的摊销成本高、员工工资提高、养殖效率下降引发了规模不经济现象。但随着规模企业外购仔猪、母猪的逐步摊销，目前规模企业养殖成本已回归行业正常水平，且**随着后期稳定生产后的生产效率恢复、饲料采购渠道占优、疫情防控体系优越等方面的逐步凸显，规模企业的成本或将重回行业领先地位。**
- **横向&纵向一体化，规模企业提升空间可期。**美国规模化进程来看，得益于产业链下游的屠宰企业规模化进程较早，带动行业屠宰+养殖的产业一体化发展。俄罗斯规模化进程来看，非瘟的常态化自然淘汰了部分防疫较差的散户，同时政策的规模化导向亦加速了行业规模化进程。对于中国而言，非瘟常态化情况下，防疫水平更高的规模场拥有天然发展优势，同时终端屠宰目前仍处于分散格局，在政府调猪往调肉意识导向下，处于产业链强势地位的养殖端通过整合产业资源，向下游一体化发展空间可观。
- **周期长度或将缓慢拉长，头均盈利仍有增量空间。**未来随着能繁效率不断提升，能繁波动带来的供给波动或将得以平抑，且随着期货的推广使用，一方面指导生产，一方面提前锁定利润，有助于企业合理安排生产、减少产能波动，因此周期长度或将缓慢拉长，但疫病及政策将对供给产生持续干扰，因此周期波幅或难以平抑。而在不断规模化进程中，行业养殖端话语权或将进一步放大，参考美国产业链利润分配情况，屠宰端利润或将保持相对稳定状态，**随中国养殖规模化进程推进，下游屠宰深加工发展，产业链拉长，周期时间或拉长，但周期弹性也会边际提升。**

目录

一、中国养猪规模化：大势所趋

二、对比中美，看中国的规模化趋势

三、200+样本，交叉验证数据

四、成长机遇：规模化进程中的个股分化



三、200+样本, 交叉验证数据

供需分析+问卷调查，交叉验证近期供需情况

➤ 产能去化：生猪产能去化已超半年，预计趋势已成

- 从农业农村部数据来看，截止到2022年4月份，我国定点监测能繁母猪存栏量环比继续下降0.2%，相比于能繁母猪存栏高点的5月份，已持续多月下降，累计去化幅度9%-10%，其体现出产业内去化的趋势已定。从涌益、卓创等机构数据，行业产能去化已达14%-15%或以上。

➤ 供需形势：供给拐点已现，压栏现象重现

- 根据农业农村部数据显示，2021年6月能繁存栏达到周期最高点，2021年7-9月份能繁分别环比下降0.5%/0.9%/1.8%，累计去化已达10个月，因此对应10个月后即2022年4月生猪出栏量达到顶点，随后生猪出栏量便开始趋势性加速减少，供给拐点已在4月份出现，且将迎来至少10个月的供给持续减少期。近期由于行业普遍看好后市猪价，根据问卷调查结果显示，仅有12%的被调研对象认为6月猪价会出现回落，因此行业出现压栏及二次育肥，同时根据涌益咨询数据显示，出栏均重近期出现上涨。

➤ 近期供需分析：压栏&二次育肥不可持续，需求呈季节性改善

- **供给：**假设行业从115kg开始压栏，每日饲料采食量为3.1kg，饲料价格为3.86元/kg，随着体重端不断上涨，猪只生长速度减缓，单日所需保本猪价（饲料成本/日增重）边际增长，当均重达到145-150kg时（累计压栏45天左右），单日所需保本猪价已高达16.90元/kg。若后期继续压栏，对于保本猪价高度诉求越发强烈。**若猪价未能持续上行，长期压栏便不具有性价比；同时目前部分地区标猪价格已高于肥猪价格，肥猪性价比进一步降低。因此压栏行为或不可持续，在需求呈季节性改善基础上，压栏猪只的产能释放或对猪价产生干扰。**

1. 猪周期供需分析

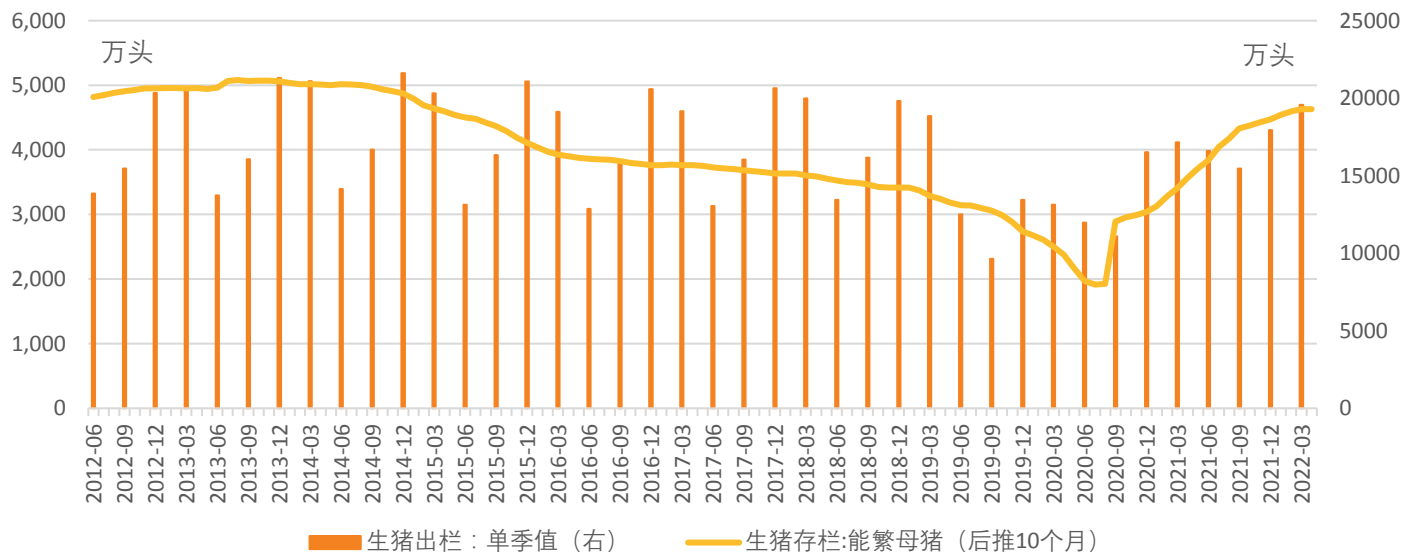
- **长期来看：**长期来看，猪周期价格中枢随着养猪成本的提升而提升，养猪成本的提升与物价水平又有一定关系。从养猪成本结构来看，包括饲料成本、人工成本、动物保健成本、水电费用、固费摊销等，影响成本除了饲料原材料价格波动外，还与养殖效率有关。根据涌益咨询提供的数据来看，全国平均MSY的生产指标水平已经从2013年的13.50提升到2021年的17.39；但对标国外来看，我国 MSY 至少还有10%-20%左右的提升空间。
- **中期来看：**猪周期呈现蛛网模型下的周期性波动，核心是供需分析；受养殖规模化，波动周期或趋于拉长，波动幅度趋于加剧。
- **短期来看：**猪周期呈现出一定的季节性，核心是供给季节性变化，需求季节性的影响减弱。

期限	特征	趋势	决定性因素	核心指标	辅助指标
长期 (跨周期)	趋势性上行	随国内猪肉消费占比下降， 养殖水平提升至极致水平， 波动有可能趋缓	养殖成本	饲料成本、人工成本、动物保健成本；养殖效率	发达国家养殖成本； 蛋白消费结构
			人均收入、蛋白消费习惯	猪肉消费增速；蛋白消费结构占比	
中期 (单周期)	蛛网模型下， 周期性波动	波动周期拉长，波动幅度加 剧	产能	先行指标：二元母猪价格、后备存栏比例、胎龄结构、 能繁母猪淘汰价格等	养殖现金成本； 行业最优成本
			生产效率	同步指标：能繁母猪存栏量、母猪料销量	
			出栏效率	psy；msy	
			库存	出栏体重；出肉率	
				猪肉进口量；收储量；冻肉库存	
短期 (年内)	季节性明显	需求季节性影响变弱，供给 季节性起主导	生猪出栏量	先行指标：新生健仔数、仔猪价格、仔猪料销量； 同步指标：大猪料销量	中大猪存栏比例 二次育肥占比
			出栏体重	猪价预期	
			需求季节性	节假日腌腊、肥猪需求	

2. 供给：能繁母猪决定基本量，体重带来短期波动

- **能繁母猪决定基本量。**母猪妊娠4个月+仔猪出生至标猪出栏6个月，因此当前生猪出栏量基本由10个月以前的能繁存栏量决定。根据农业农村部可以看出，能繁存栏（后推10个月）基本与全国生猪出栏量趋势大概相同。
- **出栏节奏造成短期波动。**由于对于行情的判断或其他因素，养殖群体存在出栏节奏之间的差异：**（1）提前出栏。**将未达标准体重段的猪只提前销售（因为疫病或其他因素），会导致后期产能提前释放，增加当期供给压力，减缓远期供给压力；**（2）压栏or二次育肥：**压栏指将达到标准体重段的猪只延后出栏（因为季节性需求或对后期猪价看好或其他因素），二次育肥指购买养殖户出栏生猪进而继续育肥。两种行为均会导致当期生猪供给减少，而随着后期压栏猪只体重变大，对于远期猪肉供给量压力增大。出栏节奏的变动导致短期生猪出栏周期在1-3个月左右，因此可以看出，全国季度出栏量波动幅度远大于能繁存栏波幅。

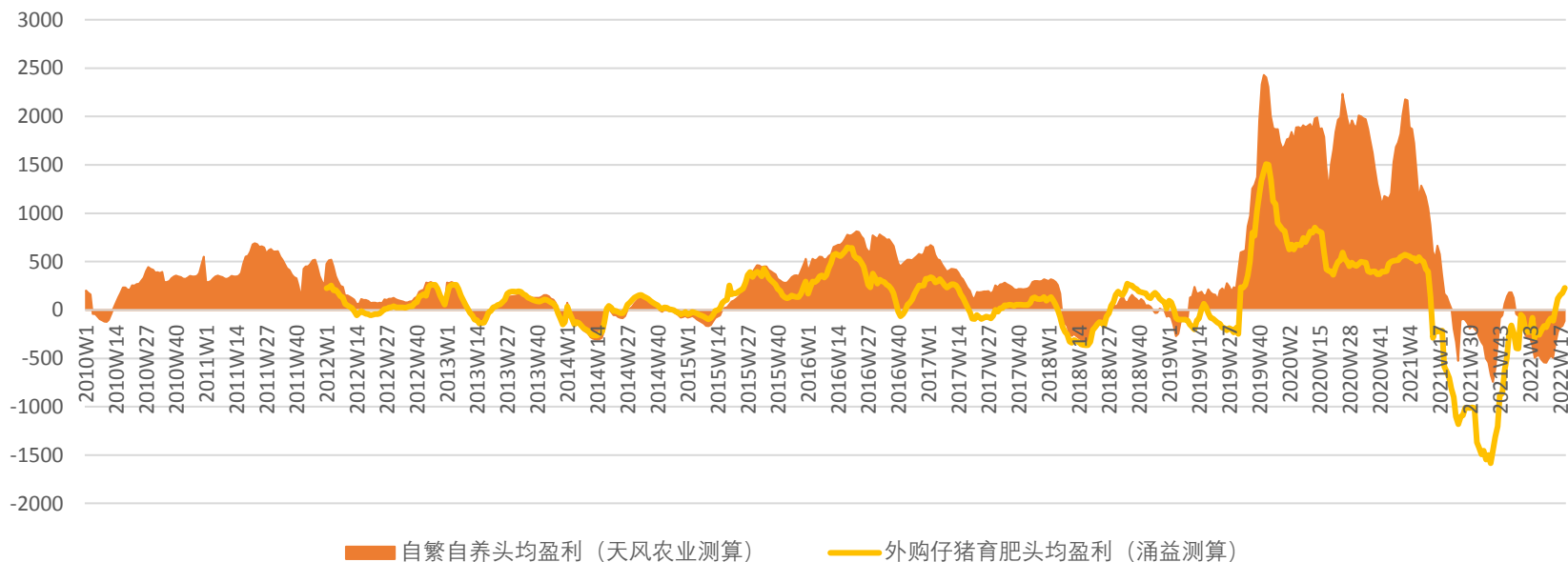
图：能繁存栏与生猪季度出栏量



2.1 供给：能繁母猪主去化阶段已成

- 前期养猪行业深度亏损带动产能快速去化，近期猪价回暖亏损幅度大大减少
- 截止到2022年4月中旬，本轮周期下行阶段养殖亏损已有8个月左右，其中深度亏损月份约有6个月，特别是今年年初以来猪价更是降至12元/kg左右，多数养殖场/户持续亏损现金成本；外购仔猪育肥养户由于前期仔猪外购价格较高，基本从2021年4月份开始亏损，且2021年6月中下旬以来，深度亏损阶段头均亏损基本都在1000元/头以上，在2019-2020年猪价高峰期，这部分外购仔猪育肥的养户头均盈利基本都在500元/头左右，亏损幅度较大；而自繁自养的养殖模式虽前期亏损幅度小于外购仔猪育肥模式，但和历史周期相比其亏损幅度也是相对较大的。
- 4月中旬以来，猪价的持续回暖对行业养殖亏损幅度有明显改善，去化速度放缓，但现阶段行业平均成本仍处于生猪均价以上，行业亏损并未得到根本扭转。

图：养猪盈利情况（元/头）

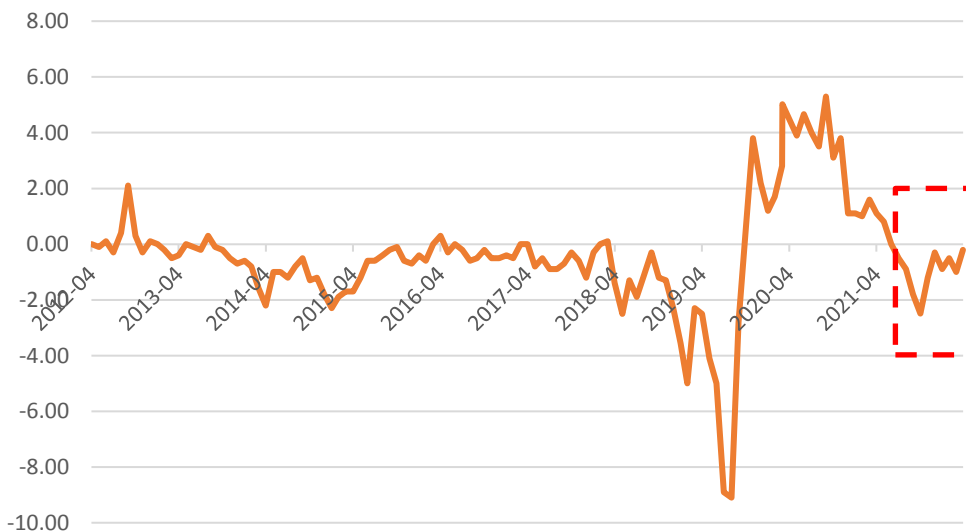


2.1 供给：能繁母猪主去化阶段已成

➢ 生猪产能去化已超半年，预计趋势已成

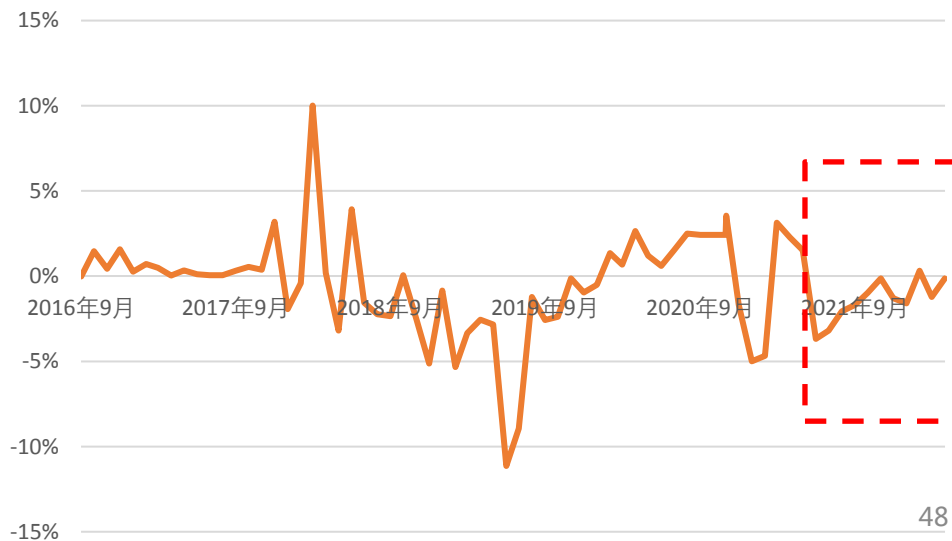
- 从农业农村部数据来看，截止到2022年4月份，我国定点监测能繁母猪存栏量环比继续下降0.2%，相比于能繁母猪存栏高点的5月份，已持续多月下降，累计去化幅度9%-10%，其体现出产业内去化的趋势已定。
- 从涌益、卓创、从天风农业草根调研数据，行业产能去化已达14%-15%或以上。

图：能繁母猪存栏环比变化情况（月度，%，农业农村部）



资料来源：wind；农业农村部；天风证券研究所

图：能繁母猪存栏环比变化情况（月度，%，涌益数据）



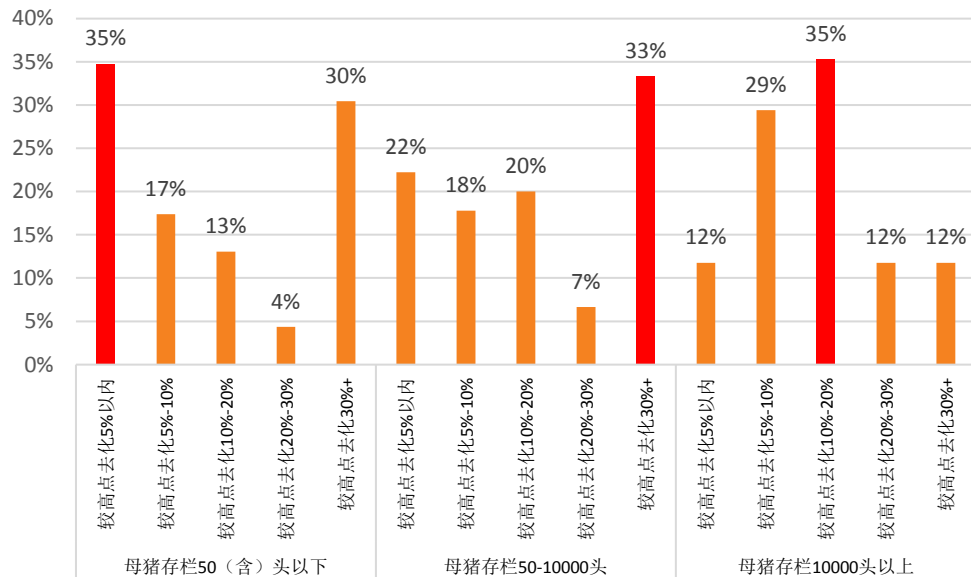
资料来源：涌益数据，天风证券研究所

2.1 供给：200+样本，能繁母猪主去化阶段已成

➢ 根据天风农业问卷调查，实际产能去化有可能超预期

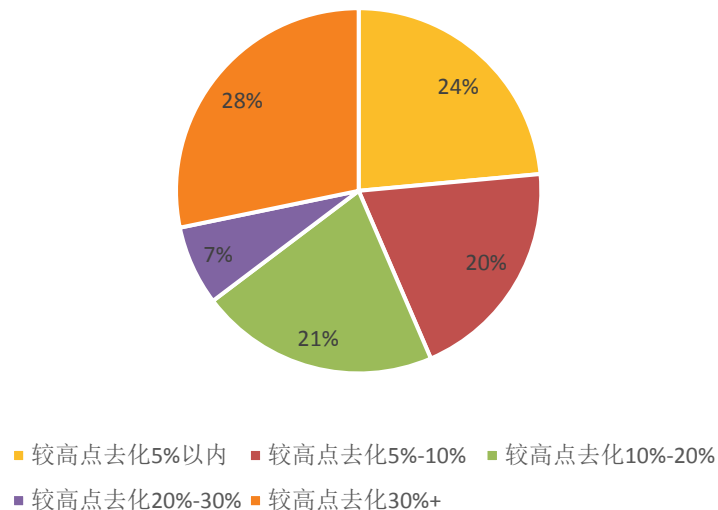
- 为进一步验证行业能繁母猪去化情况，天风农业近期进行200+份调查问卷，其结果显示**56%的养殖户/场反馈能繁母猪较2021年存栏高点去化在10%以上**，**28%的养殖户/场反馈能繁母猪较2021年存栏高点去化在30%以上**。不同养殖群体结构来看，**47%的散户（母猪存栏50（含）头以下）去化幅度在10%以上**，而这一比例在**中等养殖户（母猪存栏50-10000头）、大型规模场（母猪存栏10000头以上）群体放大为60%、59%**。行业去化幅度明显。

图：所调研养猪场/户能繁存栏去化情况



资料来源：天风农业调研问卷整理
样本来自问卷，有效问卷数量达到200+

图：所调研养猪场/户能繁存栏去化情况



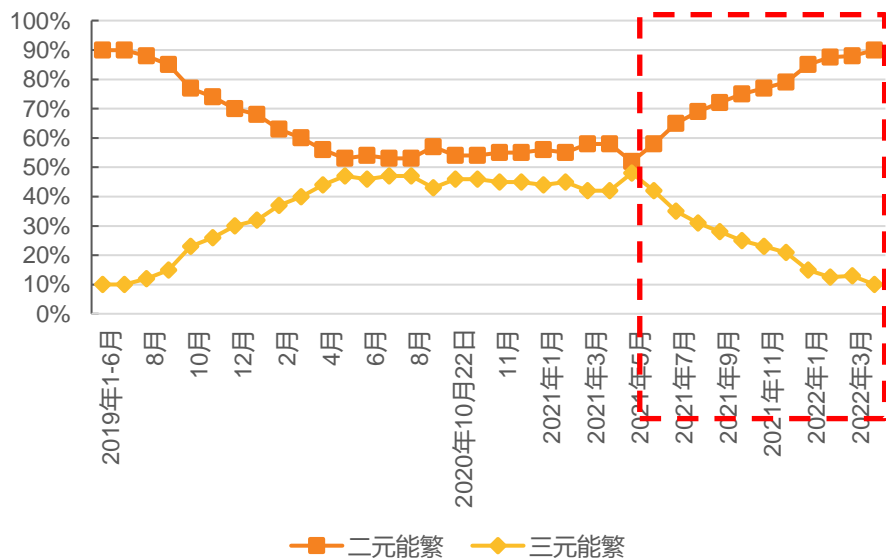
资料来源：天风农业调研问卷整理
样本来自问卷，有效问卷数量达到200+

2.2 供给：MSY边际提升

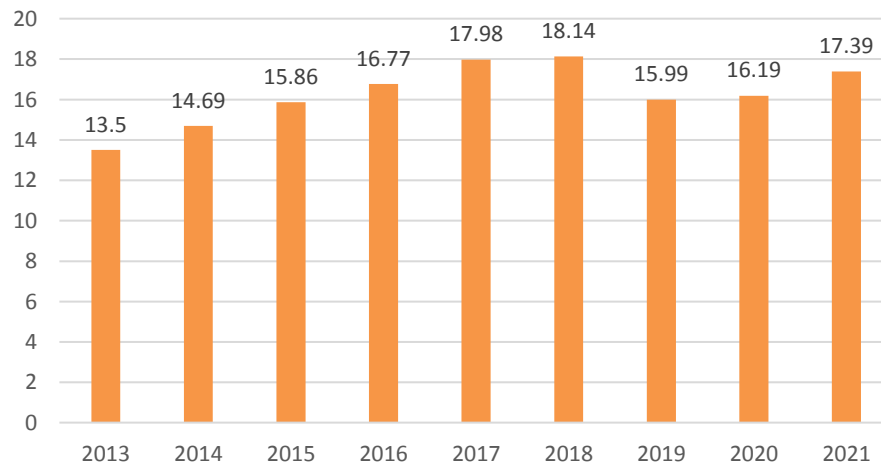
➢ MSY边际提升，但未改变产能去化结果

- **生产效率**，母猪到肥猪之间的生产系数主要由PSY和死亡率决定，即由MSY决定。
- 由于养殖集中度提升带来的行业整体效率的提升，2014年以来我国MSY快速提升。但由于本轮周期中有大量的三元母猪补栏情况存在，可能导致此轮周期中其PSY和MSY两大指标差于以往周期。而且，即使在非瘟前对标国外来看，我国MSY至少还仍有10%-20%左右的提升空间。
- 随着2021年6月以来猪价的明显下降，能繁母猪开始去化，在去化过程中，养户优先淘汰生产效率较低的三元母猪或胎龄较高母猪，在此过程中，能繁母猪中三元母猪占比由高点48%下降至当前10%左右，但从实际MSY提升来看，其对于产能的影响估计小于能繁存栏去化幅度。

图：能繁母猪中三元占比逐步下降



图：我国历年MSY

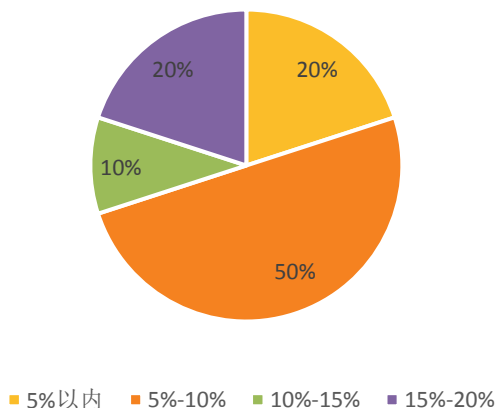


2.3 供给：出栏供给拐点或已现，200+样本反馈，压栏或增加短期造肉压力

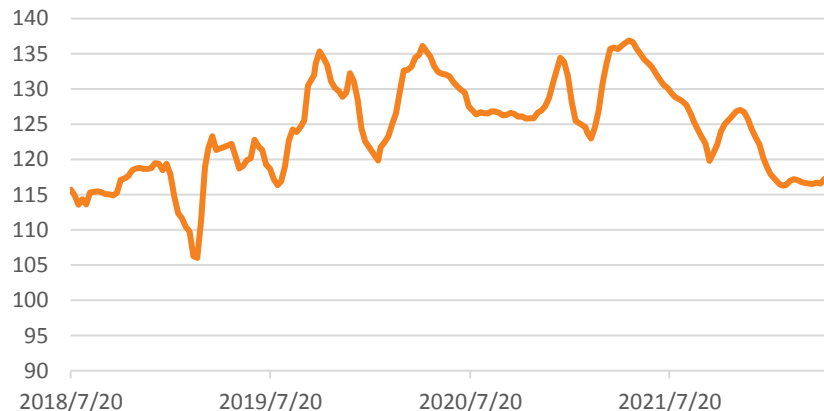
➤ 供给拐点已现，压栏现象重现

- 根据农业农村部数据显示，2021年6月能繁存栏达到周期最高点，2021年7-9月份能繁分别环比下降0.5%/0.9%/1.8%，累计去化已达10个月，因此对应10个月后即2022年4月生猪出栏量达到顶点，随后生猪出栏量便开始趋势性加速减少，供给拐点已在4月份出现，且将迎来至少10个月的供给持续减少期。
- 看好后市猪价，压栏现象重现。由于行业普遍看好后市猪价，根据问卷调查结果显示，仅有12%的被调研对象认为6月猪价会出现回落，因此行业出现压栏及二次育肥，根据涌益咨询数据显示，出栏均重近期出现上涨。

图：所调研出栏猪只二次育肥比例

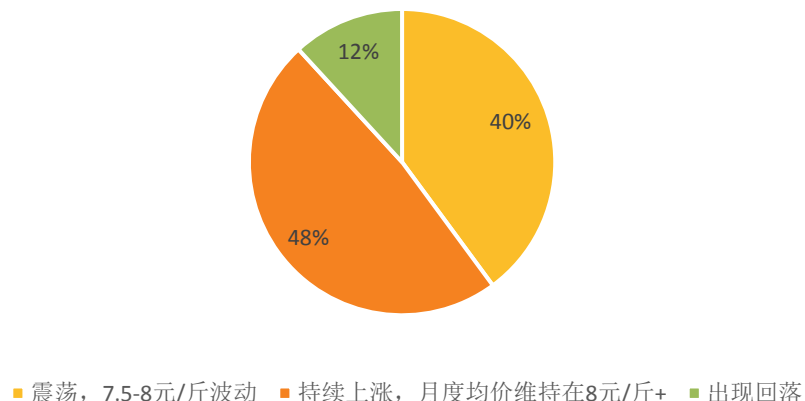


图：商品猪出栏均重 (kg)



资料来源：涌益咨询，天风证券研究所

图：所调研对于6月猪价看法

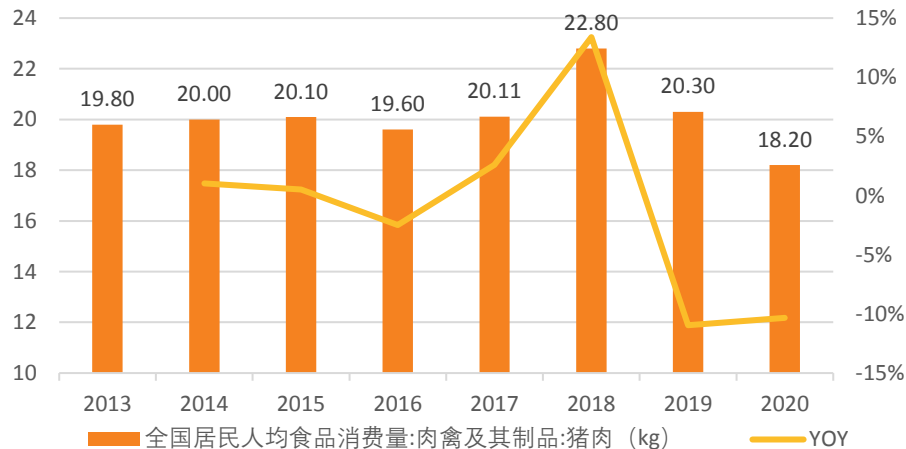


3. 需求：低于往年水平，短期随季节、节日等因素波动

➢ 非瘟&新冠双疫情下，需求或低于往年

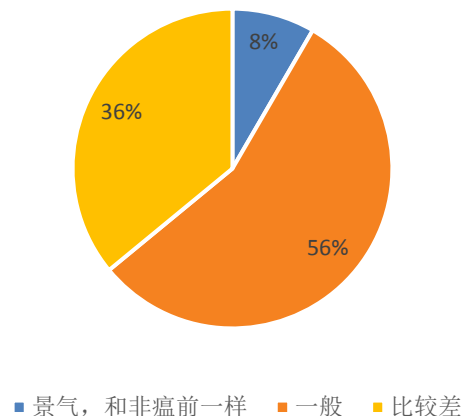
- 由于猪肉在中国肉类蛋白需求中占主要位置，因此以往周期中，居民对于猪肉需求较为稳定，2013-2017年间全国居民人均猪肉消费量在19-20kg之间波动，最大波动幅度不超过3%。
- 近几年，一方面非瘟爆发导致生猪供给量在2019-2021年期间大幅减少，高昂的猪价导致部分猪肉需求被其他肉类蛋白所替代；另一方面，由于新冠疫情常态化，防控措施导致的外出团餐减少，亦对猪肉消费形成负面影响，根据问卷调研结果显示，仅8%的受访者认为现阶段消费已恢复至非瘟前猪肉水平。

图：居民猪肉消费量



资料来源：wind，国家统计局，天风证券研究所

图：所调研居民猪肉消费情况



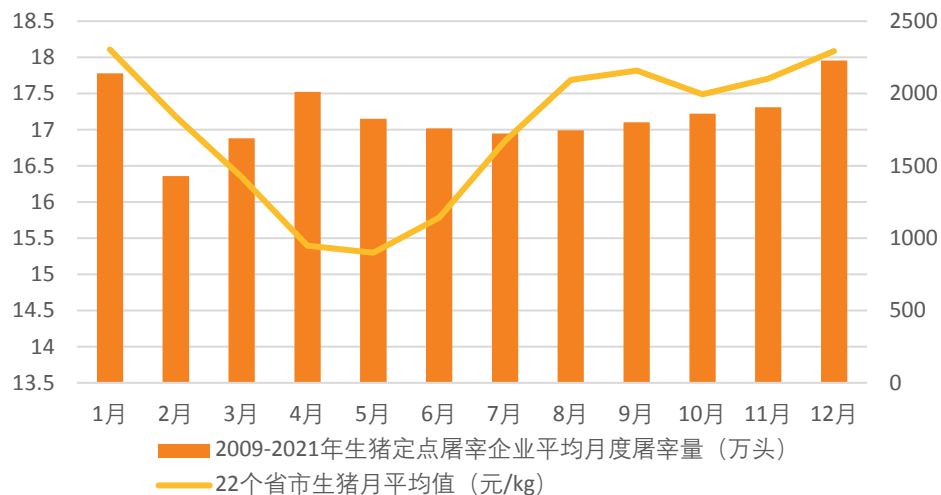
资料来源：天风农业调研问卷整理
样本来自问卷，有效问卷数量达到200+

3. 需求：200+样本反馈需求变化

短期需求呈季节性改善

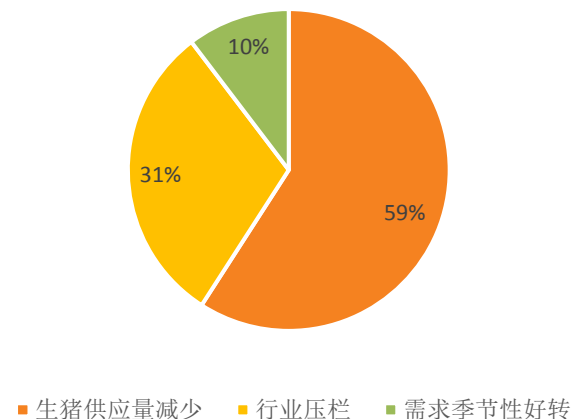
- 虽然目前整体猪肉消费较为低迷，但随着春节腌腊库存的逐步减少，需求呈季节性恢复。根据问卷调查显示，约10%的受访对象表示4-5月猪价上涨是由于需求季节性好转所致。

图：定点屠宰量与生猪均价



资料来源：wind，天风证券研究所

图：所调研4-5月份猪价上涨原因



资料来源：天风农业调研问卷整理
样本来自问卷，有效问卷数量达到200+

4. 供需分析：后延供给压力或于近期释放，需求边际改善

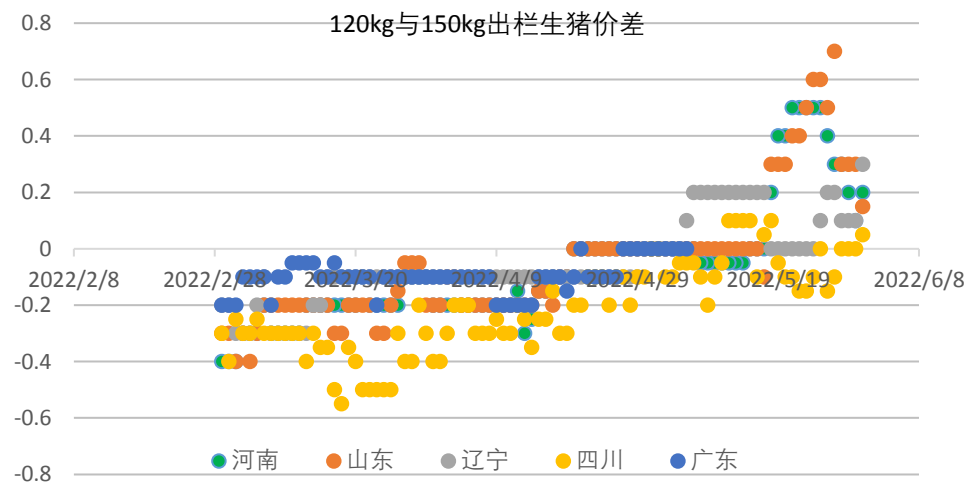
➢ 压栏&二次育肥不可持续，需求呈季节性改善

- **供给：**（1）料肉比非线性增长，压栏半月内具有性价比：由于目前饲料成本高昂，现阶段压栏效率不高。假设行业从115kg开始压栏，每日饲料采食量为3.1kg，饲料价格为3.86元/kg，随着体重端不断上涨，猪只生长速度减缓，单日所需保本猪价（饲料成本/日增重）边际增长，当均重达到145-150kg时（累计压栏45天左右），单日所需保本猪价已高达16.90元/kg。若后期继续压栏，对于保本猪价高度诉求越发强烈。猪价未能持续上行情况下，长期压栏并不具有性价比；（2）标肥价差缩小，肥猪性价比不高：随着春节后腌腊消费大幅减少以及天气转暖，消费端需求转换，消费者由偏好肥猪转为偏好标猪，目前标肥价差已逐步缩小，部分地区120kg生猪均价已高于150kg生猪均价，且随着后期天气加速升温，标猪需求或将得到进一步放大，肥猪性价比或进一步减小。因此压栏行为或不可持续。
- **需求：**虽然整体需求弱于往年，但在新冠疫情边际改善情况下，需求仍呈现季节性恢复。

表：15元/kg猪价下，压栏至135kg以上便不具有性价比

体重段 (kg)	料肉比	用料时间 (天)	累计压栏时间 (天)	日增重 (kg)	日采食量 (kg)	当日保本猪价 (元/kg)
115-120	3.47	5.6	5.6	0.89	3.1	13.40
120-125	3.59	5.8	11.4	0.86	3.1	13.85
125-130	3.71	6.0	17.4	0.84	3.1	14.31
130-135	3.88	6.3	23.7	0.80	3.1	14.98
135-140	4.08	6.6	30.3	0.76	3.1	15.74
140-145	4.24	6.8	37.1	0.73	3.1	16.37
145-150	4.38	7.1	44.2	0.71	3.1	16.90

图：随天气变暖，120kg价格高于150kg生猪价格（元/kg）



目录

一、中国养猪规模化：大势所趋

二、对比中美，看中国的规模化趋势

三、200+样本，交叉验证数据

四、成长机遇：规模化进程中的个股分化



四、成长机遇：规模化进程中的个股分化

1. 成长性：规模化进程中，出栏量个股增速分化

- 从过往5年以来的头部企业出栏量增速情况来看，大部分公司年均复合增速都接近或超过30%，而且从2022-2023年增速预期来看，其预估的年均复合增速也不低，其中出栏量此前基数较低的公司，例如唐人神、天康生物、巨星农牧等预计2022-2023年的年均复合增速有望超过50%。这或在一定程度上也反馈出头部企业对于行业集中度提升前景的预期乐观，加速产能布局，提高公司市场占有率。
- 在出栏量持续提升的大背景下，不同公司的增长幅度也出现了一定的分化。从过去和未来两个角度看：
 - 在过去的维度上，牧原股份、新希望、傲农生物等公司过去5年的年均复合增速均高于行业中CR10过去5年的年均复合增速（27%），或在一定程度上表现出大部分头部企业跨周期成长性属性。

图：近五年来头部企业出栏量年均复合增速情况以及后续复合增速情况（万头）

公司	2017	2018	2019	2020	2021	复合增速	2022E	2023E	22-23年复合增速
牧原股份	724	1101	1025	1812	4026	54%	5500	6500	27%
温氏股份	1904	2230	1852	955	1322	-9%	1800	2500	38%
新希望	240	255	355	829	998	43%	1400	1850	36%
大北农	64	168	164	185	340	52%	500	700	43%
正邦科技	342	554	578	956	1493	45%	650	1300	-7%
天康生物	49	65	84	135	160	35%	220	450	68%
傲农生物	22	42	66	135	325	96%	600	800	57%
天邦股份	101	217	244	308	428	43%	500	800	37%
唐人神	54	68	84	102	154	30%	200	350	51%
巨星农牧				32	87	176%	150	300	86%
新五丰	55	75	64	33	44	-5%	130	200	113%
金新农	37	24	40	80	107	30%	130	200	37%

资料来源：wind，天风证券研究所（上述大北农、傲农生物未剔除少数股东权益）

1. 成长性：规模化进程中，出栏量个股增速分化

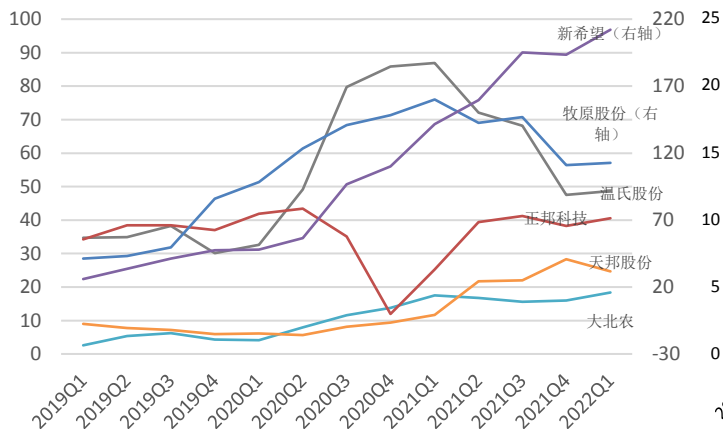
➤ 出栏量未来预期增速的分化往往与前期产能的增减有关，具体落实下来就涉及到主要在建工程、固定资产以及能繁母猪存栏三大指标。

➤ **固定资产&在建工程**：通过梳理2019年以来的在建工程、固定资产等产能指标可以看出，产能增减分化显著。

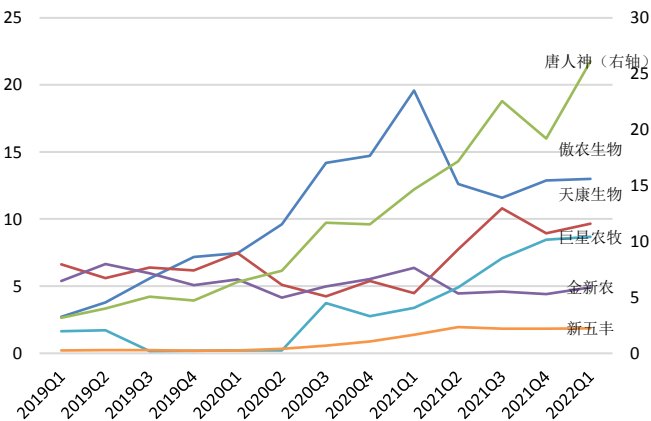
• **第一类**，提前判断猪周期下行风险，提早控制在在建工程支出的“周期老手”，例如温氏股份、牧原股份，基本上都从21Q1开始控制在在建工程支出；

• **第二类**：处在快速扩张期，在建工程持续增长的“成长型”，例如新希望、唐人神、天康生物、巨星农牧，基本都保持了在建工程季度余额的持续性增长。天邦股份基本上从去年年底才开始控制在在建工程开支，也导致22Q1时天邦股份固定资产增加在该类别中较高。

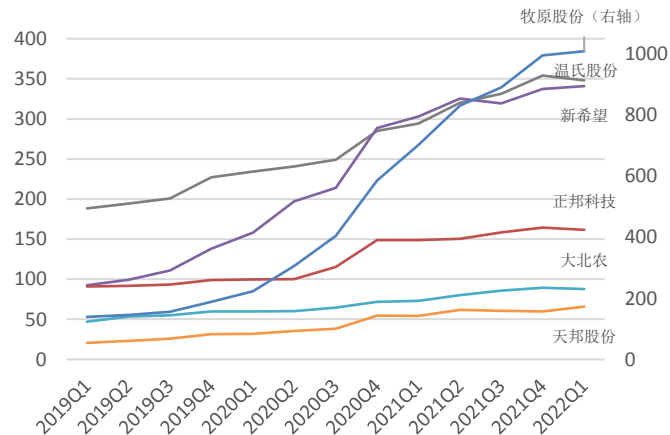
图：年出栏400万头以上公司的在建工程（亿元）



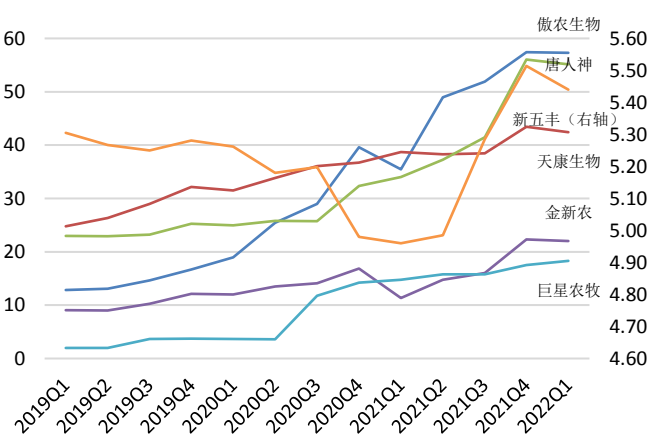
图：年出栏400万头以下公司的在建工程（亿元）



图：年出栏400万头以上公司的固定资产（亿元）



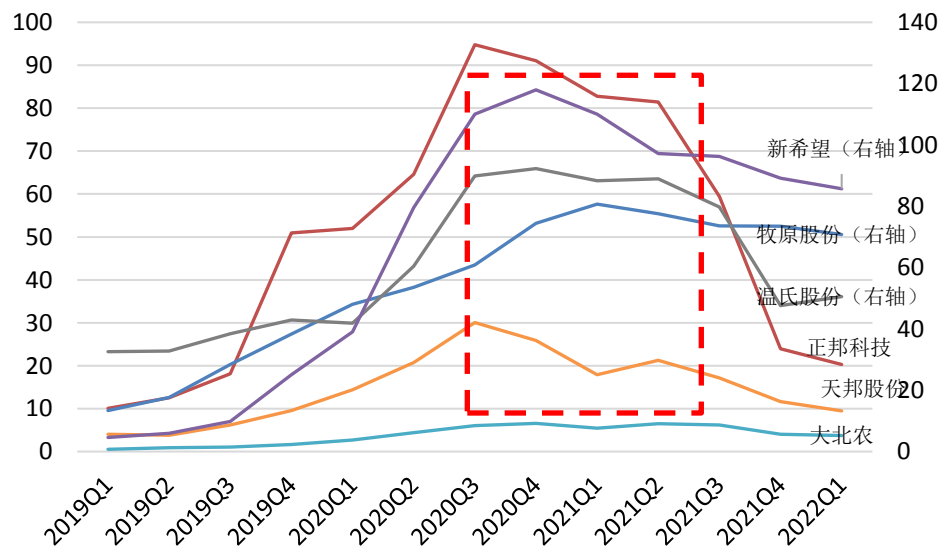
图：年出栏400万头以下公司的固定资产（亿元）



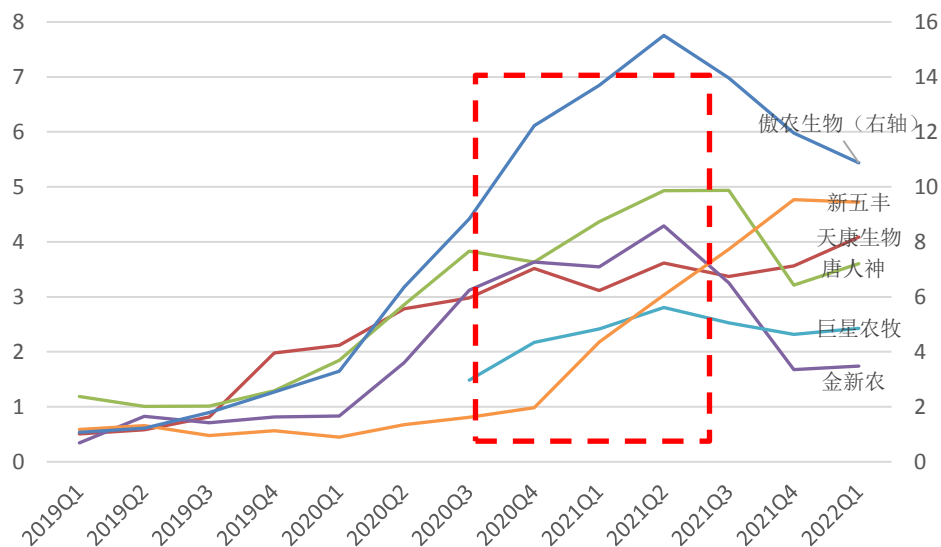
1. 成长性：规模化进程中，出栏量个股增速分化

- 出栏量未来预期增速的分化往往与前期产能的增减有关，具体落实下来就涉及到主要在建工程、固定资产以及能繁母猪存栏三大指标。
- 生产性生物资产：通过对2019年以来各级主要生猪养殖公司分组分析来看，生产性生物资产账面峰值平台期，基本出现在2020Q3-2021Q3，例如温氏、正邦、牧原、大北农、新希望等，主要系2019-2020年在非瘟重创和行业高猪价的推动下，各家公司产能积极扩张，无论是母猪存栏体量还是单头账面价值，均有所提升。之后，2021Q4多家上市公司生产性生物资产账面余额快速下滑，一方面系多家公司主动优化母猪群，淘汰低效母猪，另一方面随前期外购高价能繁去化，单头母猪账面价值也有所回落，第三部分公司计提生产性生物资产减值准备。

图：年出栏400万头以上公司的生产性生物资产（亿元）



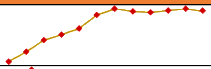

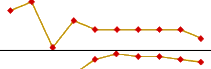
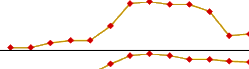
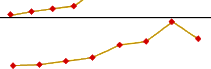
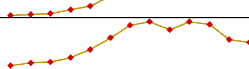
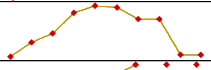
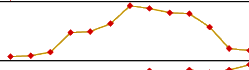
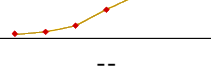
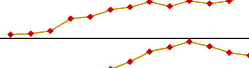
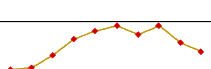
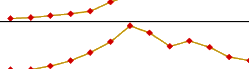
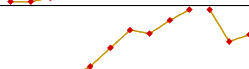
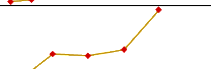
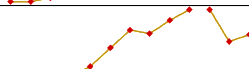
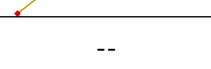

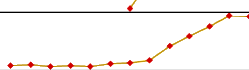
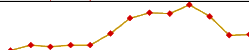
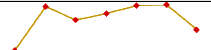
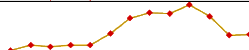
图：年出栏400万头以下公司的生产性生物资产（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

1. 成长性：规模化进程中，出栏量个股增速分化

➢ 在梳理2019年以来的生产性生物资产基础上，需结合能繁实际存栏量。从实际的存栏量变动情况来看，能繁存栏量的变动趋势在一定程度上很好的解释了过去各家生猪养殖企业出栏增速的变化，也能反映未来一段时间出栏量增长情况。例如，从牧原能繁存栏变动情况来看，2019年不到100万头增长到2020年超200万头，进而带来2021年牧原出栏量的大幅上涨。同时，部分企业的存栏下降也会影响后续出栏预期。

公司名称	总结	能繁母猪 (万头)				生产性生物资产 (亿元)			
		2022年3月	2021年3月	同比	能繁趋势	2022年3月	2021年3月	同比	生产性生物资产趋势
牧原股份	维稳, 270-285万头震荡	275	285	-3.3%		70.8	80.7	-12.3%	
温氏股份	维持100-110万头, 年底预计增长至140万头	105	110	-4.5%		50.6	88.3	-42.7%	
新希望	略有减少, 年底预计重回100-110万头	90	110	-18.2%		85.7	110.1	-22.1%	
大北农	三元母猪优化, 能繁有所下降	20	30	-33.3%		3.7	5.5	-31.5%	
正邦科技	降幅较大	38	119	-68.1%		20.3	82.7	-75.4%	
天康生物	维持稳定, 12万头附近震荡	12	12	1.7%		4.1	3.1	31.2%	
傲农生物	年底母猪产能达到40万头	32	--	--	--	10.9	13.7	-20.6%	
天邦股份	缩减, 较21年年底存栏继续下调	28	40	-30.0%		9.5	17.9	-47.0%	
唐人神	维稳, 10-12万头震荡, 自去年开始逐步淘汰了低效母猪、高龄母猪、三元母猪等, 对能繁母猪做了较大幅度的优化	12	--	--		3.6	4.4	-17.5%	
巨星农牧	--	--	--	--	--	2.4	2.4	0.5%	
新五丰	--	--	--	--	--	4.7	2.2	117.0%	
金新农	优化种群, 淘汰低效生产母猪, 能繁有所下降	5.1	6	-15.0%		1.7	3.5	-51.0%	

资料来源: Wind, 天风证券研究所 (备注: 能繁数据空白公司为该公司未公开披露能繁母猪存栏量; 大北农22年3月数据为21年11月份数据, 21年3月数据为2021年1月数据; 天邦股份2021年3月数据为同年4月的数据; 傲农生物2022年3月数据为能繁+后备; 天康生物2021年3月数据为2020年12月底的数据; 唐人神为3月数据为21年10-11月的数据)

1. 成长性：规模化进程中，出栏量个股增速分化

在梳理2019年以来的生产性生物资产基础上，需结合能繁实际存栏量。从实际的存栏量变动情况来看，能繁存栏量的变动趋势在一定程度上很好的解释了过去各家生猪养殖企业出栏增速的变化，也能反映未来一段时间出栏量增长情况。例如，从牧原能繁存栏变动情况来看，2019年不到100万头增长到2020年超200万头，进而带来2021年牧原出栏量的大幅上涨。同时，部分企业的存栏下降也会影响后续出栏预期。

公司名称	能繁存栏	后备母猪存栏	GP&GGP	截止时间点	公司名称	能繁存栏	后备母猪存栏	GP&GGP	截止时间点
牧原股份	260万头	100万头		2022年5月	正邦科技	38万头		10万头	2022年3月底
	275.2万头			2022年3月底		38万头	22万头	10万头	2021年12月底
	283.1万头			2021年12月底		100万头	40万头		2021年9月底
	277万头左右	110-130万头水平		2021年11月底		120万头	70万头	14.5万头	2021年6月底
		100-110万头水平		2021年9月底		119万头	80万头		2021年3月底
	275.6万头	约106万头		2021年6月底		123万头	81万头		2021年1月底
	284.6万头			2021年3月底		110.8万头	91.7万头		2020年10月底
	262.4万头			2020年12月底		75万头	60万头		2020年6月底
	221.6万头			2020年9月底		60万头	48万头	GGP1.7万头左右，GP13万头左右	2020年3月底
	191.1万头	90万头		2020年6月底		母猪存栏119.75万头			2019年12月底
169.6万头			2020年3月底	35万头	30万头		2019年9月底		
128.32万头	约72万头		2019年12月底	90万头	60万头		2022年5月		
近90万头	后备种猪约60万头		2019年9月底	约100万头	约40万头		2021年12月底		
温氏股份	100-110万头			2022年3月	110万头	50万头		2021年11月初	
	约110万头			2021年12月初	大概110万头左右			2021年10-11月	
	约110万头	约40万头		2021年11月中			约20万头	2021年9月底	
	约110万头	约40万头		2021年9月底				2021年6月底	
	约110万头	约50万头		2021年6月底				2021年3月底	
	约110万头	约50万头		2021年3月中	约110万头			2020年12月底	
	约110万头			2020年12月底	119万头	97万头	能繁在10万头+	2020年12月底	
	110-120万头			2020年8月中	约100万头	约80万头	16万头	2020年9月底	
	100多万头	30-40万头	GP在7万头左右	2020年4月底	50万头	20万头	15万头	2020年6月底	
	120-130万头			2019年12月底	40万头	约20万头		2020年3月底	
约有120万头	约有40万头		2019年10月底	30万头	推断大约在25万头		2019年12月底		
种猪存栏共约140万头左右（能繁+后备）			2019年4月中	20万	推断大约在10万头		2019年10月底		
天邦股份	28万头	10万头		2022年Q1			GP接近5.8万头，GGP大约3000头	2019年9月底	
	约33万头			2021年12月底	截至上半年末的种猪存栏有14万头			2019年6月底	
	43万头			2021年10-11月	存栏数8万头，包含了能繁和后备			2019年2月底	
	约38万头			2021年9月底					
	42.89万头			2021年6月底					
	40万头			2021年4月底	12万头			2021年12月底	
	约有35万头			2020年9月底	12万头			2020年11月底	
	约26万头	约66万头		2020年6月底	母猪有9万多头			2019年12月底	
	18.6万头	49.5万头		2020年3月底	4.1万头（不含后备母猪存栏数量）	1.5万头		2019年9月底	
	恢复到17.4万头	14.8万头		2019年12月底	约11万头	约4万头		2021年12月底	
唐人神	约17.8万头			2018年12月底	基础母猪存栏12万头			2021年10-11月	
	约18万头			2018年9月中	推断大约在6.8-6.9万头左右	约2.6万		2020年6月底	
	约16.5万头			2018年3月底	基础母猪6万多头			2019年1月中	
	14万头左右			2017年12月底	预计母猪可以达到6.3万头			2018年年底	
					自有母猪2.7万头，后备母猪1万头			2017年11月初	

2. 价格&盈利能力：梯队分化显著

- 如上述规模化进程所说，规模企业因其具有规模化经济的优势，其成本方面会优于非规模养殖主体。从历史来看，规模企业成本优于非规模养殖主体，且行业中头部的成本甚至能够优于大规模养殖主体。但在非瘟发生后，除牧原股份因为特有的培育体系使得公司快速摆脱影响外，其他养殖企业均或多或少受到内外部各种因素影响，导致养殖完全成本出现快速上涨，其中包括高价仔猪影响和非瘟防控开支影响。异常的扰动导致在近两年规模企业貌似表现出非规模经济性，但我们认为随着异常扰动因素的消失，头部养殖主体的成本优势将逐步回归。

公司名称	完全成本	截止时间点	公司名称	完全成本	截止时间点	公司名称	完全成本	截止时间点
温氏股份	16-17元/公斤	预测2022年目标	牧原股份	阶段性达到13元/公斤	预测2022年目标	新希望	16元/公斤（自产猪苗）	2022年6、7月目标
	低于1月的18元/公斤	2022年3月		15元/公斤左右	2022年3月初		18元/公斤	2022年4月
	低于18元/公斤	2022年1月		16元/公斤左右	2022年1月-2月		18.7元/公斤（包括自育肥和放养成本）	2022年一季度
	22元/公斤	2021年三季度		14.7元/公斤	2021年11月20日		17.9元/公斤（自产猪苗）	2021年12月
	25元/公斤	2021年二季度		15元/公斤左右	2021年9月30日		30元/公斤（外购猪苗）、20元/公斤（自繁仔猪）	2021年三季度
	22-23元/公斤	2020年		15元/公斤	2021年6、7月		15.9元/公斤	2020年四季度
	14.6元/公斤	2019年		16元多/公斤	2021年一季度		14.2元/公斤	2020年三季度
	12元/公斤	2018三季度		15元多/公斤	2020年全年		13.3元/公斤（自繁仔猪）；23.1元/公斤（外购猪苗）	2020年一季度
12元/公斤	2018年3月7日	14-15元/公斤	2020年四季度	13元/公斤（自繁仔猪）；17.3元/公斤（外购猪苗）	2019年全年			
正邦科技	20元/公斤左右	2022年一季度	14元多/公斤	2020年三季度	13.5元/公斤	2019年上半年		
	19.81元/公斤	2021年三季度	超过15元/公斤	2020年一季度	12.3元/公斤	2018年4月8日		
	21.6元/公斤	2021年一季度	13.5-14元/公斤	2019年	16元/公斤以下	预测2022年下半年目标		
	19.6元/公斤	2020年四季度	12元/公斤左右	2018年之前	16+元/公斤	2021年12月		
天邦股份	20.09元/公斤	2020年三季度	16元/公斤左右	预测2022年目标	19元/公斤	2021年11月10日		
	16元/公斤	预测2022年年底目标	18元/公斤左右	2022年一季度	16元/公斤	2022年全年目标		
	全群的全成本20.96元/kg，育肥全成本18.68元/kg（不包括淘汰种猪、仔猪成本）	2022年一季度	15元/公斤左右	2021年三季度	16元/公斤左右	2021年8月2日		
	17元/公斤	2021年年底	14-15元/公斤	2021年6月11日	17.49元/公斤（商品猪成本16.65元/公斤）	2022年一季度		
	20元/公斤以上	2021年三季度	17元/公斤以内	预测2022年目标	19.84元/公斤	2021年全年		
	19元多/公斤	2020年三季度	16元/公斤左右	2021年全年	17.84元/公斤（自繁自养）、27.18元/公斤（公司+农户）	2021年一季度		
11.8/公斤	2018年全年	16-17元/公斤	2021年前三季度					
		16元/公斤（自繁自养）	2020年7月27日					
		11.64元/公斤	2017年8月9日					

3. 资金情况：资金储备不同，可支撑出栏量有所分化

1、资产负债率有所增长，部分企业资金压力仍然较大。

- 从资产负债率指标来看，各家养猪企业在2021年年底和2022Q1的资产负债率相比2020年年底都有较高的增长。虽然各家企业的资产负债率都在增长，但资产负债率结构却有不同，例如温氏股份、新希望以及唐人神长期债务比例较高，因此短期偿债压力预计相比于其他企业较小。除个别企业外，其他剩余的大部分企业的长期负债率占比都维持在20%-30%左右。
- 从对资金情况梳理来看，虽然2022Q1各家现金及现金等价物相比于2021年年底有所减少，但资金也是足够充足的。以当前现金成本进行测算，假设生猪价格悲观维持在14元/kg（头均现金亏损预计100-300元左右），则也足够支撑大部分公司2022年生猪出栏规划目标。**但不可否认的是，确实存在部分企业资金压力较大情况，即使在最乐观情况下（不考虑资本开支等支出），自身资金储备可能也很难支撑今年出栏量预期目标。**

图：主要养殖公司资产负债率及结构情况（%）

公司	资产负债率					长期债务占比
	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q1
牧原股份	48%	53%	58%	61%	65%	18%
温氏股份	47%	56%	62%	64%	66%	56%
新希望	61%	63%	65%	65%	68%	49%
大北农	48%	47%	50%	53%	56%	24%
正邦科技	64%	69%	75%	93%	97%	16%
天康生物	55%	53%	55%	55%	56%	25%
傲农生物	72%	76%	80%	87%	90%	20%
天邦股份	53%	66%	75%	80%	84%	10%
唐人神	42%	48%	54%	58%	61%	46%
巨星农牧	40%	39%	42%	45%	49%	32%
新五丰	54%	58%	67%	59%	63%	22%
金新农	55%	56%	58%	66%	69%	17%

资料来源：wind，天风证券研究所

图：现金及现金等价物情况以及可支撑最大出栏量（亿元、万头）

公司	现金及现金等价物（亿元）		现金成本下资金可支撑最大出栏量（万头）	2022年出栏目标（万头）
	2021	2022Q1		
牧原股份	84.07	106.25	18478	5500
温氏股份	103.15	77.54	13142	1800
新希望	142.93	130.44	6301	1400
大北农	57.27	42.23	2448	500
正邦科技	18.17	7.06	274	650
天康生物	33.12	21.76	946	220
傲农生物	4.44	4.11	179	600
天邦股份	16.49	8.97	301	500
唐人神	13.68	10.51	914	200
巨星农牧	5.09	3.95	687	150
新五丰	8.32	8.04	350	130
金新农	7.46	7.56	248	130

资料来源：wind，天风证券研究所（注：以14元/kg为假定猪价）

3. 资金情况：资金储备不同，可支撑出栏量有所分化

2、多元融资，储备过冬资金。虽然2021年一季度后猪价快速下跌，但通过对主要养殖公司已实施的融资次数及金额的梳理可以看出，大部分公司融资渠道都较为顺畅，融资项目均可通过可转债、定向增发、公司债和中期票据等多种方式实施。即使是在行业从去年年中以来比较困难的时期，新希望、天康生物、巨星农牧以及傲农生物仍然有能力在市场上融到资金，其反映出集团场有较强的融资能力。此外，部分企业在2022Q1公布了后续融资计划，以希望通过在底部区间融资建设产能使得在后续周期上行中产能释放，进一步可能导致出栏增速的后续分化。

图：2021年以来已实施募资情况以及后续仍有募资需求梳理

公司名称	公告时间	融资方式	融资净额（亿元）	融资目的	进度
牧原股份	2022年2月26日	定向增发	50~60	用于补充现金流	股东大会通过
	2021年8月12日	可转债	95.29	用于677.25万头生猪产能&1300万头屠宰产能&补充现金流	已实施
温氏股份	2021年3月25日	可转债	92.22	生猪养殖项目：一体化生猪养殖项目、屠宰场、种猪场项目以及养殖小区项目；禽养殖项目：一体化养殖项目、水禽养殖项目、白羽鸡养殖项目	已实施
正邦科技	2021年1月28日	定向增发	74.78	沾化、涟水、陈庄等地育肥场；恭城县龙虎乡、喀喇沁旗、内江等地母猪场；补充流动资金	已实施
	2022年4月28日	债券	不超过20	拟用于采购农产品等饲料原料、支付农民土地租金或关于乡村振兴领域相关项目的建设、运营、收购和补充公司流动性资金等符合国家法律法规规定的用途。	董事会通过
新希望	2022年1月7日	定向增发	不超过45	用于偿还银行债务	董事会通过
	2021年10月29日	可转债	81.33	义县、黑山、濮阳新六生猪养殖项目；巨野、烟台、濮阳、东营新好生猪养殖项目；施秉新希望生猪养殖项目；偿还银行贷款	已实施
	2021年5月25日	公司债	10	偿还本息债务	已实施
	2021年3月15日	中期票据	20	--	已实施
天康生物	2021年12月23日	定向增发	20.43	甘肃天康农牧科技有限公司42万头仔猪繁育及20万头生猪育肥建设项目；天康生物股份有限公司30万头仔猪繁育及20万头生猪育肥基地建设项目；甘肃天康农牧科技有限公司30万头仔猪繁育及20万头生猪育肥建设项目；补充流动资金	已实施
唐人神	2022年4月12日	定向增发	不超过12.2	东冲、融水县和睦镇芙蓉村、浦北美神等地区养殖项目&补充流动资金	董事会通过
	2021年9月7日	定向增发	15.14	禄丰美神、茶陵县严塘镇十里冲、禄丰美神等地区母猪和全产业链项目	已实施
巨星农牧	2022年4月21日	可转债	10	德昌巨星生猪繁育一体化项目&补充流动资金	已实施
	2021年7月10日	定向增发	9.82	宜宾、古蔺、德昌生猪繁育一体化项目和种猪场项目	已实施
傲农生物	2022年4月22日	定向增发	14.33	15,000头母猪自繁自养猪场项目(一期)；年产18万吨饲料(一期)项目；补充流动资金	已实施
	2021年3月8日	可转债	9.82	长春、滨州、广西等地区种猪繁育基地项目&生猪生态循环养殖小区等；偿还银行贷款	已实施
新五丰	2022年4月29日	非公开发行普通股	总额不超过本次重组中发行股份后买标的资产的交易价格	购买的标的资产为湖南天心种业股份有限公司100%股权和200万元国有独享资本公积、沅江天心种业有限公司48.20%股权、衡东天心种业有限公司39.00%股权、荆州湘牧种业有限公司49.00%股权、临湘天心种业有限公司46.70%股权、湖南天翰牧业发展有限公司100%股权、郴州市下思田农业科技开发有限公司100%股权、新化县久阳农业开发有限公司100%股权、衡东鑫邦牧业发展有限公司100%股权、湖南天勤牧业发展有限公司100%股权、龙山天翰牧业发展有限公司100%股权。	董事会预案
	2021年11月9日	定向增发	10.22	湖南新五丰存栏4.32万头母猪场项目&补充流动资金	已实施

4. 估值：便宜≠安全，兑现度高才是“王道”！

➤ 从估值角度看，当前上市公司市值对应2023年预估出栏量所得的头均市值基本都处于历史周期底部区间，最新上市公司头均市值来看，牧原约4100-4300元/头；温氏、新五丰、傲农生物、大北农、巨星农牧2000-3000元/头左右；新希望、唐人神、金新农1500-2000元/头；天康、天邦、正邦不到1500元/头，多股头均市值处于历史底部区间；从市净率角度看，除正邦科技外，大部分公司也都处于历史底部区间（数据截止6月11日）。

➤ 相关标的为：【温氏股份】（成长弹性高，资金储备充足）、【牧原股份】（具有成本优势，成长稳健），其次【新希望】、【天康生物】、【天邦股份】、【唐人神】、【傲农生物】、【巨星农牧】、【中粮家佳康】、【新五丰】、【正邦科技】等。

证券代码	证券名称	总市值	头均市值(2022出栏, 元/头)	头均市值(2023出栏, 元/头)	历史头均市值区间	PB(当前)	历史PB区间
002714.SZ	牧原股份	2,745	4,991	4,223	3000-22000	5.85	2.86-18.51
300498.SZ	温氏股份	1,171.9	3,733	2,688	3000-20000	4.19	1.75-10.62
000876.SZ	新希望	646.5	2,475	1,873	1900-20000	2.49	1.04-21.76
002385.SZ	大北农	333.4	3,032	2,166	—	3.19	1.34-9.32
002157.SZ	正邦科技	172.4	2,345	1,172	800-12000	47.36	0.95-50.90
002100.SZ	天康生物	129.6	2,254	1,417	1000-15000	1.85	1.22-8.04
603363.SH	傲农生物	131.8	2,780	2,085	800-18000	5.71	1.84-14.53
002124.SZ	天邦股份	111.3	2,225	1,391	900-18000	4.00	1.23-12.59
002567.SZ	唐人神	97.2	3,360	1,920	1500-15000	1.82	0.98-4.37
603477.SH	巨星农牧	110.7	4,712	2,356	—	3.75	1.5-6.2
600975.SH	新五丰	64.6	3,813	2,478	—	3.20	0.99-9.33
002548.SZ	金新农	43.6	2,584	1,679	—	2.97	1.27-10.94

4. 估值：便宜≠安全，兑现度高才是“王道”！

- **但低估值不等于安全性高，辅以历史兑现度判断才是“王道”！**从过往各家企业的生猪出栏兑现度来看，2021年各家上市生猪养殖企业的出栏兑现度情况来看，各家企业兑现度出现分化为两个梯度，较高的兑现度企业能达到90%左右，部分企业还有超额完成现象；较低的兑现度企业基本维持在70%-80%左右。22Q1，各家企业的出栏兑现度都在20%左右，基本符合上半年出栏量40%左右、下半年出栏量60%左右的行业惯例。

年份	实际出栏量 (万头)	规划出栏量 (万头)	规划时间点	兑现度	实际出栏量 (万头)	规划出栏量 (万头)	规划时间点	兑现度	实际出栏量 (万头)	规划出栏量 (万头)	规划时间点	兑现度	实际出栏量 (万头)	规划出栏量 (万头)	规划时间点	兑现度
	温氏股份				牧原股份				正邦科技				大北农			
2023E		2500-2800	天风预估			6500	天风预估			1300	天风预估			700	天风预估	
2022年1-4月	545.05	1700-1800	2022/2/16	30%-32%	2013.8	5000-5600	2022/5/20	36%-40%	334.47	650	天风预估	51%	141.7	500	天风预估	28%
2021	1321.74	1100-1200	2021/11/3	110%-120%	4026.4	4000	2021/11/9	101%	1492.66	2000	2021/4/18	74.60%	340.02	500	2020/11/2	86.20%
		1200	2021/5/27	110.10%		3600-4500	2021/4/30	89%-112%		2500	2020/11/26	59.70%		1000	2019/6/4	43.10%
2020	954.55				1811.5	1750-2000	2020/2/27	91%-104%	955.77	900-1100	2020/4/21	87%-106%	185.04	200	2020/10/26	93%
		2000	2019/9/11	93%		1300-1500	2019/8/28	68%-78%		650-800	2019/4/20	72%-89%		500-600	2019/8/13	31%-37%
2019	1851.66	2400	2019/4/25	77%	1025.33	1000-1100	2019/3/27	93%-103%	578.4				164.18	600	2019/6/4	31%
		2500	2018/11/15	74%										165-175	2019/12/9	94%-100%
2018	2229.7	2200	2018/7/24	101%	1101	1100-1300	2018/2/10	85%-100%	553.99	550-650	2018/4/18	85%-101%	168	200	2019/7/19	82%
2017	1904.17	2210.4	2016/5/17	86%	723.7	600-800	2017/5/5	90%-121%	342.25	320-360	2017/4/11	95%-107%	64.25	70-80	2017/12/21	92%
	天邦股份				天康生物				新希望				唐人神			
2023E		800	天风预估			400-500	天风预估			1850	2022/5/13			350	2022/2/15	
2022年1-4月	138.53	500	2022/4/28	28%	53.57	220	2022/2/7	24%	369.68	1400	2022/2/10	34%	38.34	200	2022/2/15	27%
2021	334.61	400	2021/11/10	107%	160.33	200	2021/4/23	80.20%	997.81	900-1000	2021/9/17	100%-111%		200	2021/4/2	77.10%
		700-800	2020/11/27	54%-61%						1600	2021/2/18	55.70%	154.23			
2020	307.8	300	2020/9/11	103%	134.5	150-180	2020/4/14	75%-90%	829.25	800	2021/4/30	111.30%		260-300	2020/7/31	51%-59%
		350	2020/4/29	88%		200	2019/4/3	67%		2500	2020/9/16	35.60%		100	2020/12/31	102%
2019	243.94	300	2019/4/29	81%	84.27	100	2019/4/26	84%	355	800-1000	2020/2/18	83%-104%	102.44	130-150	2020/4/27	68%-79%
		550-600	2018/5/21	41%-44%		130	2018/12/10	65%		1500	2020/3/31	55%		150	2020/2/27	68%
2018	216.97	230	2018/8/7	94%	64.66	70	2018/4/21	92%	255.37				68.1	300	2019/3/21	34%
		240-260	2018/5/21	83%-90%						350	2017/11/2	73%		100-120	2019/10/12	70%-84%
2017	101.42	260	2018/4/28	84%	48.94	45	2017/4/19	109%	239.96	230-250	2017/11/2	96%-104%	54.4	120	2019/4/17	70%
		100	2016/11/18	101%										160	2019/3/21	53%

资料来源：Wind，天风证券研究所（注：以上兑现度仅表示规划时间点上对应的规划目标和实际出栏量之间的关系，存在后续继续变化的可能性）

结论

核心观点：

1、规模化：行业规模化红利的黄金时期，产业布局正当时！

通过对标美国生猪养殖产业规模化进程，我们认为当前我国生猪养殖仍处在美国养殖规模化的加速时期。近年来规模化生猪养殖主体受益于较强的抗风险能力、集约化带来的成本优势以及政策偏好带来的直接或间接支持，养殖集中度在不断加深提升。未来，对标美国，我们认为养殖集中度仍有从纵向以及横向拓展空间，集中度提升空间大！当前，生猪养殖行业仍处在行业规模化黄金时期，前期规模化进程带来的行业红利期使得整个生猪养殖板块有所获利，但我们认为随着行业集中度后续继续提升，个股在规模化进程中或将出现分化，例如温氏、牧原等历史兑现度较高的企业获奖持续在行业规模化提升进一步获利。

2、与市场观点的同与不同：

1) 规模化后周期波动幅度或难以平抑，但认可周期长度拉长观点。集中化提升后，波动幅度或并不像市场观点所认知的一样能够得到平抑，部分观点认为规模化后企业生产变得更加理性，供给的稳定将有助于周期波幅平滑。但是，我们认为从美国规模化后周期振幅来看并未被减缓，但周期长度却被拉长至5-7年（国内目前周期长度3-4年）。我们认为周期振幅更多受到外界不可控因素影响，例如，疫病等，因此波幅很难因规模化提升而得到明显改善。

2) 中国生猪养殖或发展出具有中国特色的整合路线，而非完全照搬美国整合路径。我们认为中国由于养殖产业链中的上游养殖端集中度较高，话语权较强，因此可能很难像美国生猪产业链一样从下游的屠宰往上游整合。而且，在利润分配上，我们同样认为中国生猪养殖产业会不同于美国。在美国，生猪产业利润分配是前期养殖占主导，后期下游参与者明显占主导，而养殖端利润保持相对稳定。但是，我们认为这个现象很难出现在中国，由于中国的养殖产业链中短期还是以横向养殖端自我集中为主，然后长期才是向下游集中。所以，我们预计养殖端的话语权会随着集中度不断提高而增强，导致未来中国生猪养殖利润端分配中，养殖端或仍占大头，屠宰或只是养殖端的利润纵向拓展方向。

结论

与市场不同的地方：

- 1、在市场数据迷茫期，我们特意从多方渠道上收集200+份调查问卷，形成自己的数据库体系，通过产业链上下游信息交叉验证官方数据及市场逻辑。基于数据来分析，我们判断当前生猪真实产能去化幅度可能高于预期，再次强调猪周期本质不变，前瞻布局生猪养殖板块布局景气逻辑不变。
- 2、与市场观点不同，我们认为随着规模化提升并不一定会减轻周期波动幅度，但认可集中化提升后周期被拉长理论。研究发现随着行业集中度提升，美国周期长度呈现拉长趋势，但波幅跟行业集中度之间并没有必然联系，因此我们推测国内未来周期长度或缓慢拉长，但波幅或难以平抑。
- 3、通过复盘美国规模化进程中屠宰端与养殖端利润增长情况，首次探寻我国产业利润链分配的未来发展趋势：随着养殖端向下游整合，一方面其行业话语权或越发明显，另一方面养殖、屠宰一体化后，屠宰或将更充分服务于养殖端。因此对于屠宰端而言，其难以实现利润增长，而养殖头均盈利或有上涨空间。

投资建议：寻找行业集中度提升背景下的个股分化行情

规模化进程带来的行业红利期使得整个生猪养殖板块有所获利，但我们认为随着行业集中度后续继续提升，个股在规模化进程中或将出现分化。从估值角度看，当前上市公司市值对应2023年预估出栏量所得的头均市值基本都处于历史周期底部区间，其头均市值牧原约4100-4300元/头；温氏、新五丰、傲农生物、大北农、巨星农牧2000-3000元/头左右；新希望、唐人神、金新农1500-2000元/头；天康、天邦、正邦不到1500元/头，多股头均市值处于历史底部区间；从市净率角度看，除正邦科技外，大部分公司也都处于历史底部区间（数据截止6月11日）。但估值的便宜并不意味着安全，其高兑现度才是“王道”，历史上高兑现度的企业有望获得在规模化进程中走出分化行情。

标的上：重点是【温氏股份】（成长弹性高，资金储备充足）、【牧原股份】（具有成本优势，成长稳健），其次【新希望】、【天康生物】、【天邦股份】、【唐人神】、【傲农生物】、【巨星农牧】、【中粮家佳康】、【新五丰】、【正邦科技】等。

风险提示

- 1、**国家政策变动风险。**目前国家把农业和农村放在优先发展的地位，预计将使得农业和农村领域获得更多的国家政策支持 and 资源投入，若国家政策发生变更，或影响农业板块投资。
- 2、**养殖疫病风险。**非洲猪瘟疫情使得生猪养殖产业受到极大影响，产业结构以及猪价都随之变化。养殖企业在非洲猪瘟疫情方面的防疫能力构成其发展壮大基础。
- 3、**价格波动风险。**猪价、农产品价格的波动都会对农业企业的经营产生较大影响。
- 4、**市场系统性风险。**若股票市场整体出现较大波动，也会对农业板块投资产生影响。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS