

➤ **当下是囚徒困境与羊群效应并存的新周期。**非洲猪瘟之后，行业经历了快速的规模化和产业化进程，引出了猪周期新常态下的两大核心问题：**一是过去以利润导向的去产能逻辑是否还成立？**养殖个体为了熬过周期底部一方面通过满负荷生产摊薄固定资产折旧造成市场长期供应过剩，另一方面提升单位管理水平实现规模效应，体现在行业内部养殖成本与盈利能力方差仍然在扩大，意味着个体之间管理能力的差异应当是非常显著的，这决定了产能淘汰的长期路径应当是通过漫长而残酷的效率竞争。**二是养殖个体的行为是否变得更理性？**在行业集中度提升、信息来源丰富的今天，羊群效应并没有出现减弱。一方面，大部分人对远期的判断还是在通过历史进行线性外推。另一方面，养殖体量较大的集团甚至在区域范围内有一定的价格影响力，越来越多的中小厂愿意跟随大厂的节奏，产业内部短期生产决策非常容易趋同，这就导致我们看到每一次的一致预期破灭后，市场都会进入另一个极端的状态。

➤ **深度解析短期生产决策的季节性与预期性规律。**我们这里说生产决策分为两个层面：**①库存的调整：**包括生猪活体库存以及冻品库存。新常态下，库存波动与利润预期高度正相关，价格会对体重的异常变化进行纠偏，这种生产行为的调整使得以往猪价前低后高的季节性规律彻底被打破。标-肥价差倒挂只是影响这一决策其中一个因素，关键取决于产业对未来的价格走向和增重利润预期。**②仔猪的补栏：**最近几年仔猪与生猪价格背离的频次明显增加。首先，行业集中度提升后仔猪的交易市场越来越向集团场聚集，使得头部企业有一定的议价权。其次，生猪价格反映的是当下的供需，而仔猪价格实际上反映的是对6个月后的预期，与库存体重一样可视为产业中短期情绪的风向标，本质上都来自于产业内部的博弈与预期的“内卷”。

➤ **产能去化初见成果，2024年价格重心上移。**根据新生仔猪数与仔猪料的数据，2024年上半年供应压力环比逐月减轻但是依然处于同期相对高位，6月开始供应同比显著下降。而2024年下半年伴随能繁母猪存栏量2023年10月开始加速下降，育肥猪出栏量继续减少，由此猪价2024年大概率供应前高后低，价格前低后高。若二次育肥因看好后市继续选择提前入场，导致体重库存过早累积，在淡季没有消费需求以及冻品支撑的情况下，价格有一定概率会向下调整。因此我们预计2024年上半年价格上涨启动时间节点会早于市场预期，但涨跌或有反复。而下半年猪价正式进入上行通道后关注是否会再次出现情绪过旺而过度压栏，造成需求无法承接而价格回落的情况。

➤ **2024年是本轮周期的关键转折点：**①新周期下产业的行为决策已经不完全取决于当下利润引导，能繁母猪正常保有量的向下调整有助于强化产业对于“产能仍然宽松”的认知；最近几年猪价急涨急跌的“前车之鉴”，产业对2024年猪价上涨的高度和持续性分歧较大，因此我们认为养殖户在进行补栏决策时相较于2022年会更加趋于理性，甚至不排除猪价上涨过程中依然有减产行为的存在。②散户受疫病的影响会继续延续出清的态势，且这一部分产能未来难以回归。③本轮周期主线为去杠杆化带来的产能出清，高成本、高杠杆的个体仍然面临退出的压力。过去利用债务杠杆扩产能的养殖主体亏损期面临更大的跨周期现金流管理压力。④由于本轮母猪生产效能提升边际已经到达瓶颈，未来能繁母猪减量对猪价的传导将会更顺畅。

➤ **投资建议：**2024年，我们认为无论是从生猪养殖行业还是从整个猪周期的角度来说，都迎来了重大的转折点。在周期的新常态下，当前的利润将不是驱动养殖个体行为决策的唯一因素，行业内的各种类型的主体都更加受预期引导的影响。从行业的角度看，这是一个强者恒强、弱者加速出局的时代；从周期的角度看，这是一个曙光初现，产能优化不会停止的时代。过去市场单一以出栏成长性论估值的方法需要修正，个股在长周期中的盈利能力才是其产能和出栏量是否能够兑现的必要前提。标的的推荐顺序上，我们推荐成本领跑行业的**牧原股份**、业务均衡多元的**温氏股份**，以及低成本、高增速逻辑持续兑现的企业包括**巨星农牧**、**华统股份**，最后是资产负债表相对健康/资金储备充足的**天康生物**、**新五丰**和**唐人神**，建议关注**神农集团**。

➤ **风险提示：**动物疫病风险，原材料价格波动风险，猪价反弹不及预期。

## 推荐

维持评级



分析师 徐菁

执业证书：S0100523120004

邮箱：xujing@mszq.com

## 相关研究

- 1.农林牧渔行业周报：春节期间海外农产品价格多数下跌；节后猪价如预期回落-2024/02/19
- 2.白羽肉鸡行业点评：白羽肉鸡苗价格上涨超预期，供应减量有望形成支撑-2024/02/05
- 3.农林牧渔行业周报：猪价反弹乏力；转基因生物安全证书发放-2024/01/22
- 4.农林牧渔行业周报：生猪进入需求真空期；俄克拉荷马州引种恢复-2024/01/08
- 5.农林牧渔行业周报：猪价依然震荡偏弱，年底供应压力仍存-2023/11/27

# 目录

<b>1 我们的方法论：效率竞争时代，预期引导决策</b> .....	<b>3</b>
1.1 当下是囚徒困境与羊群效应并存的新周期.....	3
1.2 短期生产决策的季节性与预期性规律.....	4
<b>2 我们的判断：曙光初现，周期迎来重要转折</b> .....	<b>9</b>
2.1 产能去化初见成果，2024 年价格重心上移.....	9
2.2 2024 年是本轮周期的关键转折点.....	11
<b>3 投资建议</b> .....	<b>16</b>
<b>4 风险提示</b> .....	<b>17</b>
<b>插图目录</b> .....	<b>18</b>
<b>表格目录</b> .....	<b>18</b>

# 1 我们的方法论：效率竞争时代，预期引导决策

## 1.1 当下是囚徒困境与羊群效应并存的新周期

非洲猪瘟之后，国内生猪养殖行业无论从养殖结构还是养殖习惯都与疫情前发生了巨大的变化。行业经历了无前例的快速的规模化和产业化进程，集团场加杠杆逆势扩张，快速挤出养殖条件与养殖水平较差的中小散户。一方面，规模化提升的背景下，当前猪价的波动率依然巨大，同时我们过去传统的分析方法去推演猪价几乎失效；另一方面，规模企业深陷囚徒困境之中，行业整体亏损期不断拉长，2021年下半年至今自繁自养盈利周期共计仅34周。以上两点实际上引出了猪周期新常态下的两大核心问题：

**第一个问题是，过去以利润导向的去产能逻辑是否还成立，即触发猪周期的核心驱动是否有变化？** 生猪市场的囚徒困境是指在养殖个体在猪价低迷的状态下为了保持市场份额互相僵持迟迟不去产能，导致周期底部延长的现象。僵持时间决定猪周期的长短，而僵持的资本是“现金流”。基本逻辑是：谁的单位成本低→谁就能减少亏损的幅度→谁就能有更多的现金流→谁就能熬的更久→谁就能熬到别人完成去产能→谁就能熬到下一波养猪红利的出现。对于前期已经投入了大量固定资产的规模厂而言，单位成本的降低途径无非两种，**一是保证满负荷生产摊薄成本，二是提升单位管理水平，实现规模效应。**

在这两种降本增效的路径中，前者提高产能利用率反而加剧了生猪供应的过剩；后者则是养殖个体通过不断优化能繁母猪结构（品种、胎龄等）、提升疫病防控能力等方式实现。但即使如此，行业内部养殖成本与盈利能力方差仍然在扩大，**意味着个体之间管理能力的差异应当是非常显著的，这也决定了产能淘汰的长期路径应当是通过漫长而残酷的效率竞争。**

表1：样本内上市猪企 22Q1-23Q4 头均盈利/亏损情况（元/头）

	牧原股份	温氏股份	新希望	神农集团	天邦食品	唐人神	东瑞股份	傲农生物	正邦科技
22Q1	-375	-935	-779	-782	-671	-585	-256	-336	-1003
22Q2	-86	60	-400	10	1170	-137	-230	-251	-766
22Q3	588	954	470	651	411	177	528	75	-1544
22Q4	736	839	264	693	-384	35	243	-318	-4028
23Q1	-87	-491	-358	-371	-500	-529	-909	-130	-683
23Q2	-96	-313	-303	-575	-341	-456	-890	-409	-646
23Q3	56	24	-215	49	-202	-331	-620	-317	-718
23Q4	-116	-202	-216	-399	-409	-475	-535	-1255	-1627

资料来源：ifind，民生证券研究院整理

**第二个问题是养殖个体的行为是否变得更理性，或者说规模化是否能够提供更稳定的供给？**在散养户为主导的市场中，由于散养户之间相互信息不对称、缺乏独立判断的能力，容易出现盲目从众的非理性行为，导致供给出现较大的波动。然而在行业集中度提升、信息来源丰富的今天，这种羊群效应并没有出现减弱。我们认为原因有两点：一方面，由于生产的分散性，样本覆盖面有限，且大多数指标都是后验指标，因此**大部分人对远期的判断还是在通过历史进行线性外推**。另一方面，由于头部企业有能力在全国进行养殖布局，相对来说更有信息优势，养殖体量较大的集团甚至在区域范围内有一定的价格影响力，越来越多的中小厂愿意跟随大厂的节奏，**产业内部短期生产决策非常容易趋同**。

**当一致预期形成后，往往最终会形成超预期的结果：**

1) 2021 年的上半年，时长和高度双双创历史记录的超级猪周期给人景气度不会很快结束的错觉，误判后市的主动压栏和供应过剩的被动压栏一起，最终造成猪价踩踏式下跌；

2) 2021 年下半年市场笼罩在一片阴霾中，产业对 2022 年的猪价相当悲观，Q4 恐慌性的集中去产能，2022 年反而出现了猪价超预期的大幅上涨；

3) 2022 年 Q3 乐观情绪过旺带来了生猪的过度压栏，叠加停产停工影响，猪价在一片看涨声中快速回落；

4) 尽管猪价大幅下跌，但 2022 年猪价的高波动率让产业对 2023 年的猪价再次充满期待，屠宰场 2023 年上半年逢低价进行冻品入库，二次育肥群体逢低入场抄底，产能去化缓慢，生怕错过下半年的旺季涨价行情，造成全年供给的持续过剩。

**我们看到每一次的一致预期破灭后，市场都会进入另一个极端的状态。**这也就是为什么 23 年 Q4 开始母猪产能去化出现了明显的提速，旺季需求的缺失就是压倒产业信心的最后一根稻草。

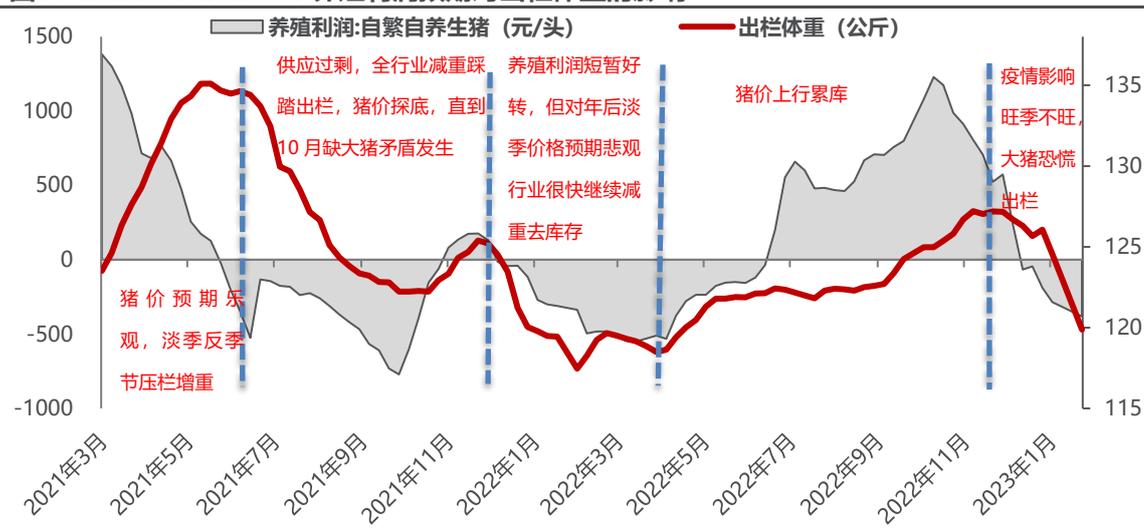
## 1.2 短期生产决策的季节性与预期性规律

在传统的分析框架中，能繁母猪是判断中长期猪价的最核心的指标，即通过当前的能繁母猪存栏去判断 10 个月后的生猪供应量和猪价。但是随着行业生产模式的丰富（包括三元商转母、二元回交）、生产效率的提高和短期生产决策变化，只看能繁母猪绝对数量的变化去进行推演在时间和空间上都会出现很大的误差。

我们这里说的养殖户的生产决策分为两个层面：**首先最直观的是库存的调整，包括生猪活体库存（即出栏体重）以及冻品库存。**根据卓创咨询的数据，2021 年至今生猪出栏体重最低至 117kg，最高达到 135kg，也就是说通过体重调整带来的供应弹性超过 10%。**传统情况下，活体库存的波动受需求淡季和生猪自身生长特性的影响具备季节性。**天气降温后猪只的生长速度加快，加上年底腌腊偏好大肥猪，四季度体重一般都会趋于上行；而临近过年和过年后一段时间产业则会加快出栏、降低大猪存栏比例，规避消费淡季的跌价风险和天气转暖后的疫病传播风险。同样，冻品通常也是选择上半年淡季入库、下半年旺季出库。

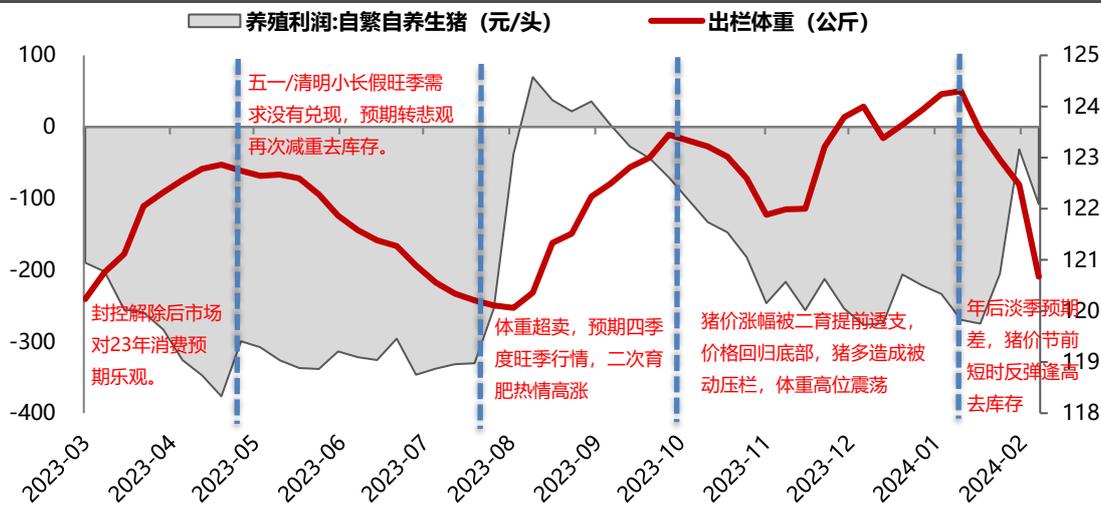
**新常态下，库存波动与利润预期高度正相关。**市场预期乐观时压栏增重，价格上涨会提前启动，如果这个过程本身就伴随供应的减量（比如 22 年 Q2 母猪产能去化兑现），则会形成【供应减量-压栏-供应进一步减量】的正反馈，进一步放大价格的涨幅。但如果这种预期本身存在误判（比如 21 年 Q1 低估了产能的恢复），或者情绪过热进入非理性的状态（比如 22 年 Q4 猪价见顶后体重仍在上行），那么体重带来的边际增量很快会超出需求能够承接的范围，则会对价格形成负反馈，市场预期也从乐观转向悲观，产业进入减重去库存周期，直到体重低到市场形成新的供需平衡。**价格会对体重的异常变化进行纠偏，这种生产行为的调整使得以往猪价前低后高的季节性规律彻底被打破。**

图1：2021.01-2023.01 养殖利润预期对出栏体重的影响



资料来源：ifind，民生证券研究院

图2：2023.03-2024.02 养殖利润预期对出栏体重的影响



资料来源：ifind，民生证券研究院

判断产业会执行何种生产决策，我们过去常用的方法是观察标-肥价差的方向。标-肥价差越大，表明肥猪供过于求，市场出栏压力大；相反标-肥价差倒挂程度越大，表示肥猪供不足需，刺激产业压栏增重；当标肥价差出现正负切换时，往往也是产业情绪的拐点。

受我国居民冬天腌腊消费习惯的影响，通常夏天标猪比肥猪贵，秋冬肥猪比标猪贵。但就在最近两年，肥猪长时间比标猪贵似乎成为了一个新常态，这是出栏体重相对稳定的集团场在行业中所占比重上升的结果，“缺肥猪”的结构性矛盾给了二次育肥群体赚价差的钱的机会。需要注意的是，理性的生产决策下，“缺肥猪”的结构性矛盾相对于“猪多还是猪少”的核心矛盾应当处于次要地位。换句话说，标-肥价差倒挂只是影响产业决策的一个因素，关键还是取决于产业对未来的价格走向和增重利润预期。

我们以 23 年 Q4 为例，当时肥猪较标猪价格已高出 0.5 元/kg，按照标猪 14 元/公斤，采购标猪体重 120 公斤，料肉比 4，饲料价格 4 元/公斤计算，增重 30 公斤后肥猪出栏成本为  $(14 \times 120 + 4 \times 30 \times 4) / 150 = 14.4$  元/公斤，也就是说未来一个月肥猪价格至少要在 14.4 元以上增重才有利可图，如果考虑到死亡率损失这个成本还会更高。在国庆长假需求缺失的背景下，市场对旺季的预期降低，若大猪集中出栏需求无法承接还存在跌价风险，所以产业增重的动力不足。

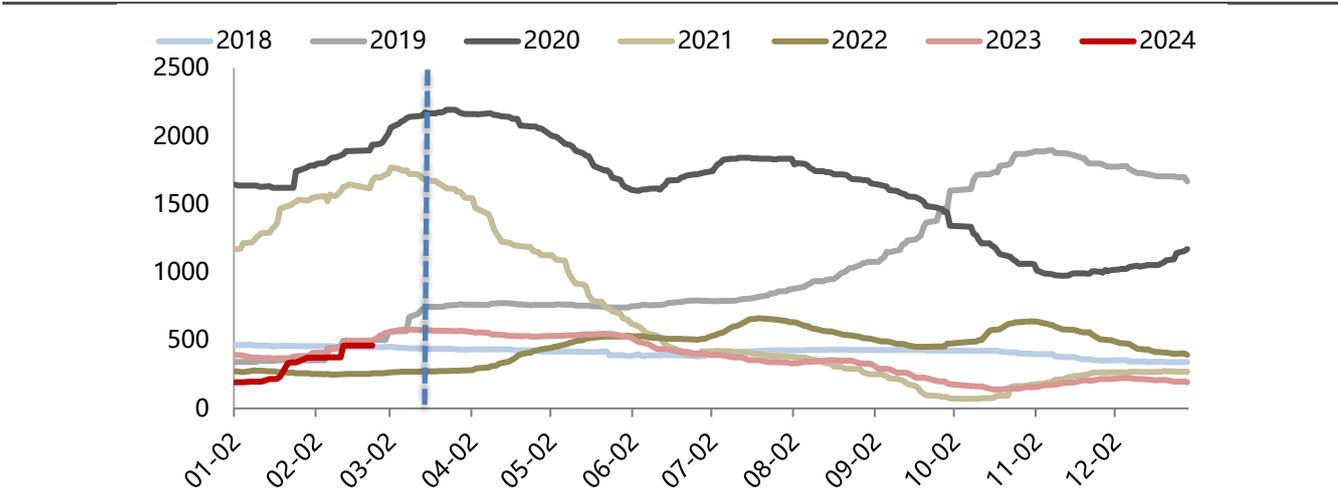
图3：2023.03-2024.02 养殖利润预期对出栏体重的调整



资料来源：wind，民生证券研究院

生产决策的第二个层面体现在养殖生产环节。如果时间拉长来看，仔猪与育肥猪的价格走势趋势上大体是一致的，不过通常春节后的仔猪价格表现要比育肥猪相对更坚挺，偶尔还会出现一定幅度的背离。从需求的角度来说，养殖户一般在春节后的淡季补栏仔猪，才能赶在下半年旺季出栏；从供给的角度来说，冬季仔猪存活率较低。因此，一般春天仔猪价格都会比较坚挺。

图4：2018-2024 年仔猪价格季节性波动规律（元/头）



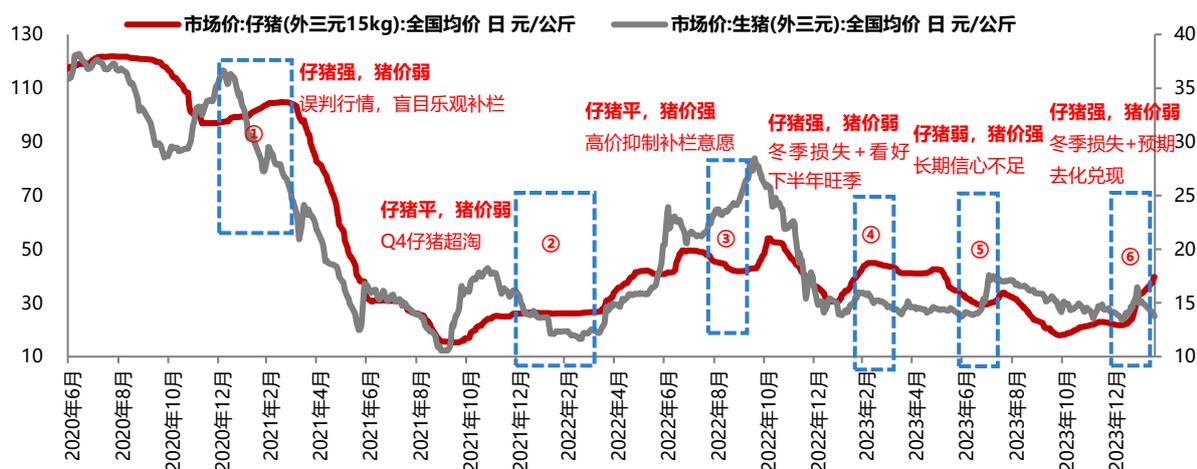
资料来源：wind，民生证券研究院（注：截至2024年2月22日）

最近几年，仔猪价格的波动与生猪价格背离的频次明显增加。我们认为有两点原因，首先是行业集中度提升后仔猪的交易市场越来越向集团场聚集，使得头部企业有一定的议价权。其次，生猪价格反映的是当下的供需，而仔猪价格实际上反映的是对6个月后的预期，与库存体重一样可视为产业中短期情绪的风向标，本质上都来自于产业内部的博弈与预期的“内卷”。当行业对于未来预期悲观时，这时即使猪价出现阶段性反弹行情，也很难提振产

业的补栏情绪；当产业预期乐观（特别是当仔猪价格能够给出育肥增重利润时），哪怕现阶段猪价下行，补栏情绪也不一定会很差。

从近期的情况来看，2月7kg仔猪均价418.4元/头，环比+62.7%，在经过这个冬天非瘟疫情造成超卖、农业农村部官方数据显示母猪产能去化加速后，产业的预期已经开始转向乐观，但从仔猪价格超过450元/头后基本有价无市可以看出，行业整体对本轮价格上涨高度仍然偏谨慎。

图5：2022.06至今仔猪与生猪价格的走势（元/公斤）



资料来源：wind，民生证券研究院

表2：不同仔猪采购成本下对应6个月育肥期后的出栏成本

仔猪采购成本 (元/头)	预计出栏成本 (元/公斤)	考虑育肥阶段成活率 (元/公斤)
250	13.4	14.9
300	13.8	15.3
350	14.2	15.8
400	14.6	16.3
450	15.1	16.7
500	15.5	17.2
550	15.9	17.6
600	16.3	18.1

资料来源：ifind，民生证券研究院测算（假设仔猪体重7公斤，标猪体重120公斤，饲料成本4元/公斤，料肉比为3，平均成活率为90%）

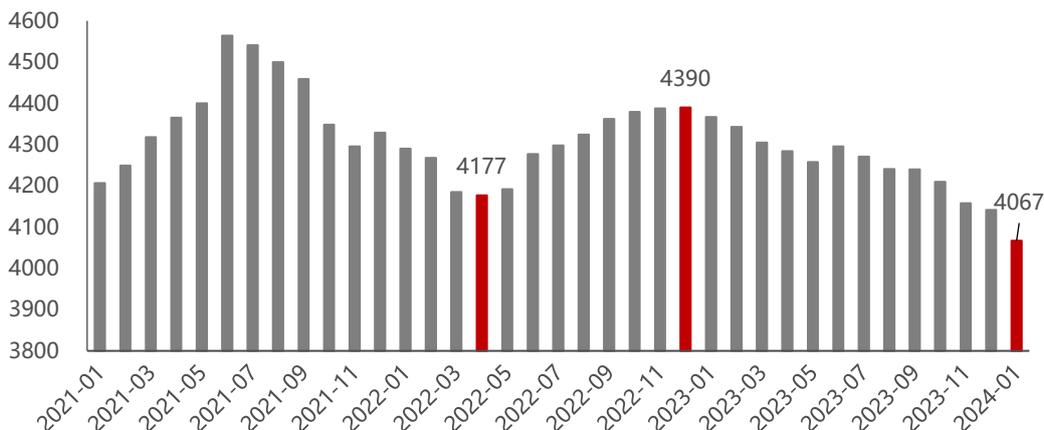
## 2 我们的判断：曙光初现，周期迎来重要转折

### 2.1 产能去化初见成果，2024 年价格重心上移

自 2023 年 1 月全国进入去产能周期以来，截至 2024 年 1 月，全国能繁母猪存栏量已经降至 4067 万头，自 2022 年 12 月高点已累计下降 7.4%，甚至较 2022 年时的最低存栏量要少 110 万头。2024 年 3 月 1 日，农业部正式下调能繁母猪的正常保有量，从 4100 万头下调至 3900 万头，意味着本轮产能出清还有空间。

十四五期间，农业农村部提出以正常年份全国猪肉产量在 5500 万吨（对应生猪出栏量 7 亿头左右）时的生产数据为参照，计算得到能繁母猪正常保有量为 4100 万头。在这个标准下，我们可以计算得到行业平均 MSY 为 17 头。但 2022 年母猪产能下降到 4100 万头后，后期供应并没有出现相对应的缩减，此次保有量的下调我们可以视为行业平均生产效率 MSY 已经上升到了 18 头。

图6：全国能繁母猪存栏量（万头）

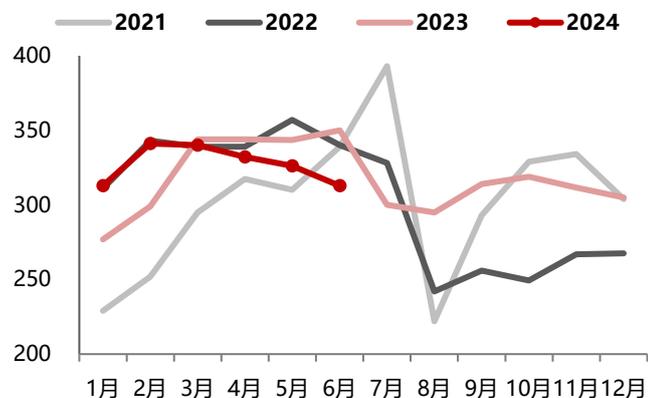


资料来源：涌益咨询，民生证券研究院

**我们预计 2024 年猪价大体趋势上与 2022 年类似。**我们发现仔猪出生量（或替代指标仔猪料）能够对 6 个月后的猪价做较好的解释，本轮仔猪的减量是从 2023 年 10 月开始的，主要是因为冬季母猪的生产效率与仔猪的存活率都阶段性受到了影响。根据新生仔猪数与仔猪料的数据，仔猪供应减量对应 6 个月后就就是 2024 年 4 月开始育肥猪出栏量下滑，整体来看 2024 年上半年供应压力环比逐月减轻但是依然处于同期相对高位，6 月开始供应同比显著下降。而 2024 年下半年猪价则看前期母猪的出清力度，伴随能繁母猪存栏量 10 月开始加速下降，对应下半年育肥猪出栏量继续减少，由此猪价 2024 年大概率供应前高后低，价格前低后高。但是由于 2023 年整体产能去化幅度弱于 2021 年，由此我们预计 2024 年均价高于 2023 年（15.3 元

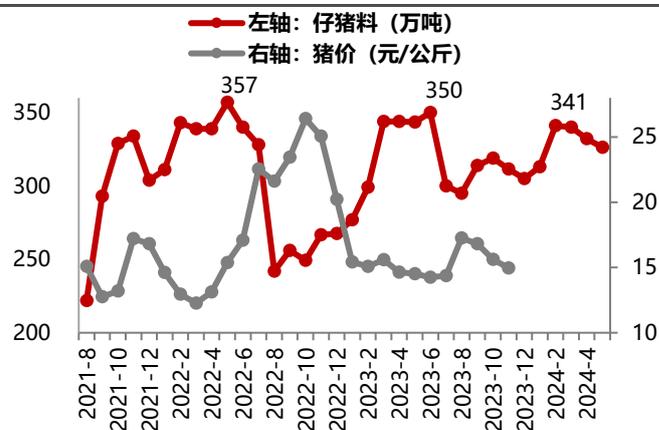
/kg) 但低于 2022 年 (18.7 元/kg)。

图7: 仔猪料供应量 (万吨) 后移 6 个月对生猪的供应量的指引



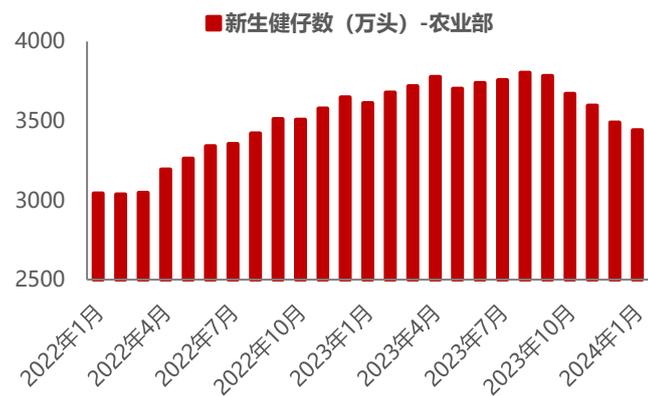
资料来源: 饲料工业协会, 民生证券研究院预测 (注: 图片为根据现有仔猪料供应量作为 6 个月后生猪供应量的指引)

图8: 仔猪料供应量与 6 个月后猪价的对对应关系



资料来源: 饲料工业协会, 民生证券研究院

图9: 新生仔猪数环比逐月下降



资料来源: 农业农村部, 民生证券研究院

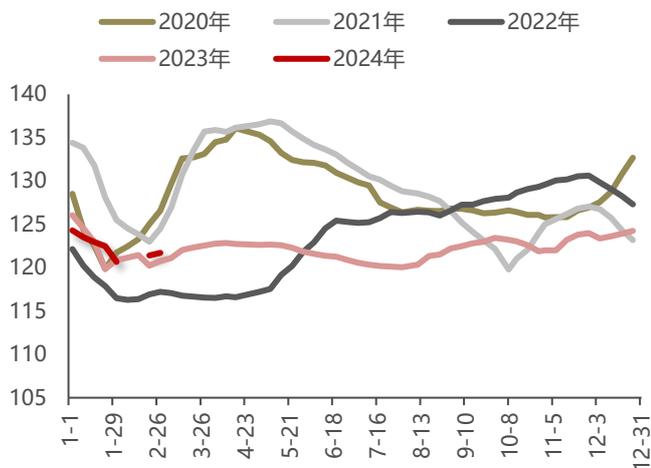
图10: 冬季母猪生产效率下滑



资料来源: 涌益咨询, 民生证券研究院

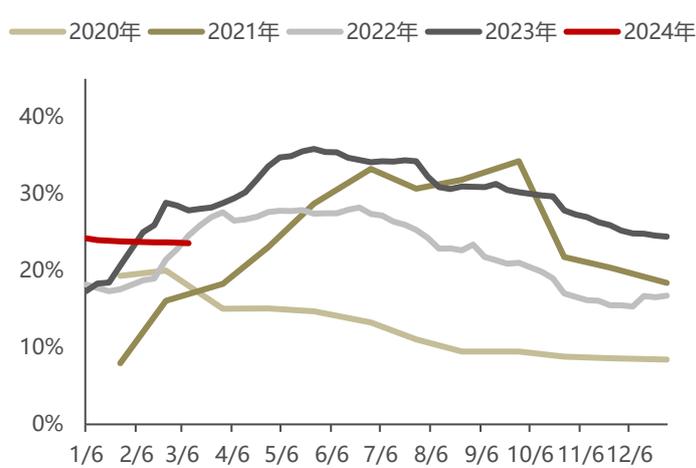
**产业预期对价格的阶段性扰动将继续存在。** 屠宰冻品与二次育肥群体在生猪市场的角色类似, 当猪价明显低于现金成本时对市场都有一定“托底”的作用, 区别是冻品库存保存时间很长。2023 年初, 屠宰场对猪价误判, 屠宰场淡季进行冻品入库托住了猪价的底部, 但由于下半年涨价预期没有兑现, 冻品严重滞销, 因此 2024 年上半年屠宰场参与积极性不高。但即使在这种情况下, 节后猪价表现依然比此前市场预期要坚挺, 意味着 2024 年的“托底方”的角色从屠宰场变成了二次育肥群体。若二次育肥因看好后市继续选择提前入场, 导致体重库存过早累积, 在淡季没有消费需求以及冻品支撑的情况下, 价格有一定概率会向下调整。因此我们预计 2024 年上半年价格上涨启动时间节点会早于市场预期, 但涨跌或有反复。而 2024 年下半年猪价正式进入上行通道后关注是否会再次出现情绪过旺而过度压栏, 造成需求无法承接而价格回落的情况。

图11: 生猪出栏体重 (公斤)



资料来源: 涌益咨询, 民生证券研究院 (注: 截至 2024 年 2 月 29 日)

图12: 屠宰冻品库容率 (%)



资料来源: 卓创资讯, 民生证券研究院 (注: 截至 2024 年 2 月 29 日)

## 2.2 2024 年是本轮周期的关键转折点

2022 年猪价走出了一轮波澜壮阔的上涨行情, 猪价最高时达到 28 元/kg, 但行业全年整体实际盈利时间仅仅不过 24 周, 景气时长远远不如以往周期, 因此我们认为 2022 年是猪价下行周期的一次“异常”波动, 并且从年度数据看, 2020 年是本轮周期的高点, 18/19/20 年三年上行周期 (年均价 12.7/21.9/34.1 元/kg), 21/22/23 年三年下行周期 (年均价 20.3/18.7/15.3 元/kg), 周期规律并没有被打破。当然这种异动形成的背景我们也在前文中有所表述, 这与非洲猪瘟过后养殖产业内部的结构变迁、生产效率提升、短期生产决策的预期性和一致性增强都有关。与 2022 年不同的是, 我们认为 2024 年才是景气上行周期真正的转折点, 具体原因如下:

图13: 2007-2023 年以来生猪年度均价走势

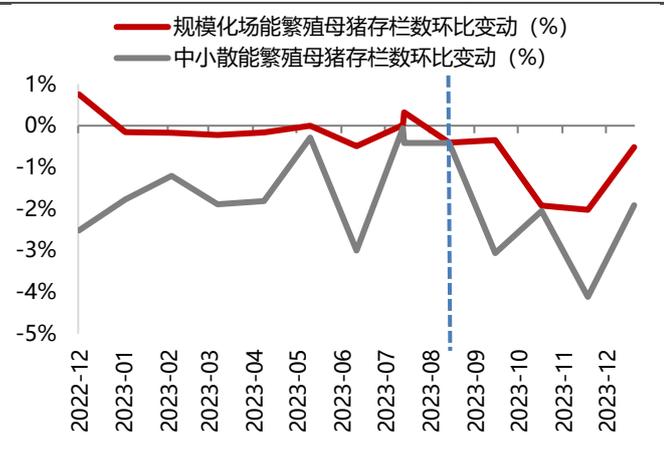


资料来源: ifind, 民生证券研究院

首先，如前所述，新周期下产业的行为决策已经不完全取决于当下利润引导，同时也很大程度上受到预期的影响，下行周期产能未必一开始就能够加速去化，上行周期产能也未必会加速增长。我们认为此次能繁母猪正常保有量的向下调整有助于引导养殖行业的预期，在 2024 年行业本身对猪价高度就谨慎乐观的基础上，强化产业对于“产能仍然宽松”的认知；从预期的角度来说，最近几年猪价急涨急跌的“前车之鉴”，产业对 2024 年猪价上涨的高度和持续性分歧较大，因此我们认为养殖户在进行补栏决策时相较于 2022 年会更加趋于理性，甚至不排除猪价上涨过程中依然有减产能行为的存在。

其次，散户受疫病的影响会继续延续出清的态势，且这一部分产能未来难以回归。中小散户由于没有固定资产折旧摊销，理论上讲养殖成本相较于规模场成本应该更有优势，但是在这两年里，我们看到散户仍然是产能去化的主力军。根据 mysteel 钢联的数据，2023 年 1 月-2024 年 1 月期间，中小散母猪产能累积下降 20%，规模场累计下降仅 6%，我们认为低价不是中小散出清的核心原因，疫病防控难才是，特别是对于每年冬天疫病高发的东北、华北和华中地区。规模养殖场有实力对猪场的软、硬件设施做大量资金投入，并能够通过规模化生产将这部分成本进行摊薄，这种趋势未来在行业里将长期存在。

图14：散户的母猪去化速度明显高于规模场



资料来源：mysteel，民生证券研究院

图15：牧原股份楼房猪舍内部图



资料来源：牧原股份公司官网，民生证券研究院

再次，本轮周期主线为去杠杆化带来的产能出清，高成本、高杠杆的个体仍然面临退出的压力。一方面，之所以体感上我们认为近年来产能去化缓慢，是因为效率差的个体因为在景气周期中沉淀了大量的现金使得效率淘汰这一路径传导得并不顺畅。伴随行业的长期供应过剩，对于低效率、高成本的养殖个体来说，高的产能利用率在猪价低迷时就等同于现金流的加速枯竭，想要持续经营就必须抛售库存补充流动资金，但抛售育肥猪价低亏损、抛售母猪降低产能利用率又会进一步推升成本，陷入恶性循环。

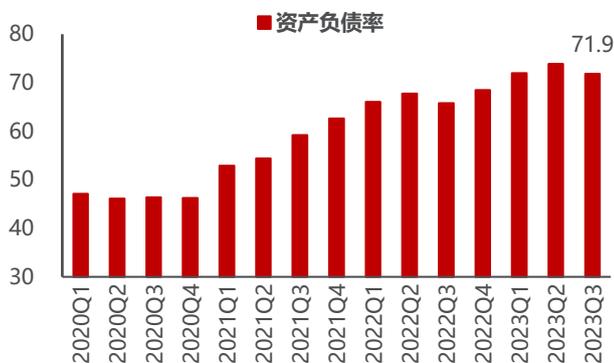
另一方面，过去利用债务杠杆扩产能的养殖主体亏损期面临更大的跨周期现金流管理压力。上市猪企的融资扩张主要集中在 2020-2022 年这三年期间，截至 2023 年 Q3，样本内 15 家生猪养殖企业平均资产负债率为 71.9%，同比+6.1PCT；其中超过 80%的企业包括\*ST 正邦/天邦食品/傲农生物，介于 70%~80%之间的包括新希望/新五丰/华统股份/金新农；行业平均有息负债率从 2017 年 46.2%攀升至 58.7%。负债规模与有息负债占比的提升造成了较大的偿债压力，截至 2022 年，上市猪企用于偿还债务所支付的现金是货币资金 2.83 倍。当前融资环境收紧，且下行周期中猪企再融资能力受企业自身盈利能力与财务结构的影响更加显著，企业寄希望于通过不断定增等方式补充现金流、改善自身资产负债结构绝非长久之计。极端状态下，为了回流现金流，高杠杆企业最终将被迫走上卖母猪/卖非猪资产/卖猪场的道路，上述链式反应在 2021-2023 年期间上市公司中已经发生。

**表3：2021 至今上市猪企资产转让出售情况汇总**

公司名称	公告日期	转让股权/固定资产	交易总额	交易方
天邦食品	2021/9/10	出售水产饲料业务	10.8 亿元	通威股份
	2021/9/21	出售猪料子公司部分股权	1.91 亿元	通威股份
	2022/6/20	出售史记生物 51%股权	10.2 亿元	三亚史记
	2023/2/17	出售含山汉世伟食品有限公司 100%股权	4269.79 万元	史记生物
	2024/2/25	出让史记生物不超过 30%的股权	16.5 亿元	通威农业
正邦科技	2022/8/21	转让江西正农通网络科技有限公司 100%股权	1.77 亿元	正邦集团
	2022/8/30	拟转让全资子公司广安正邦旗下位于四川省广安市的岳池同兴育肥猪场资产（含土地及地上建筑物、构筑物、设备设施等）	3805.96 万元	增鑫科技
	2022/10/25	拟出售控股子公司蕲春正邦、孝感正邦、浠水正邦、淮南正邦、贾汪正邦全部股权	5.39 亿元	湖北粮食
	2022/11/25	拟转让全资子公司来宾正邦旗下位于广西省来宾市的来宾六道母猪养殖场资产（含土地使用权及地上建筑物、构筑物、设备设施等）	2.68 亿元	双胞胎
新希望	2022/8/21	转让江西正农通网络科技有限公司 100%股权	1.77 亿元	正邦集团
	2022/12/27	白羽肉禽业务引进战略投资者，转让中新食品 51%的股权	27 亿元	中牧集团
	2023/12/15	拟转让公司旗下食品深加工业务的运营主体，即北京新希望持有的德阳新希望 67%的股权	15 亿元	海南晟宸
傲农生物	2023/4/20	拟将六和生物及其控股子公司持有的川渝地区 7 个猪场项目公司出售	13.17 亿元	兴新鑫农牧
	2022/11/26	拟将持有的福建益昕葆 90%股权转让	1.1 亿	傲农投资
	2023/3/17	公司全资子公司福建傲农畜牧投资有限公司拟转让持有的厦门兹富佑农业科技 51%股权	7700.65 万元	恒佑新创投资、鑫佑康投资
	2023/10/20	公司拟转让持有的傲芯生物 51%股权	7.48 亿元	漳州鸿枫农业科技
	2023/12/8	拟转让曲阳傲农农业开发有限公司等 8 家子公司的部分股权	8 元	傲农投资
金新农	2024/1/10	拟转让持有的国贸傲农 49%股权	5219.79 万元	厦门国贸
	2022/3/5	转让公司持有的控股子公司华扬药业 51%股权	1.53 亿元	孙慧女士
正虹科技	2023/4/1	出售下属孙公司天种农业 100%股权；出售下属孙公司天种实 100%股权	1.58 亿元	武汉中和
	2023/3/31	拟以公开挂牌交易方式对外转让位于长沙市芙蓉区车站北路 289 号梦泽园 01 栋 107 号 B 栋 14 套住宅用途房地产及 A 栋 2 个地下车位	处置收益约 1700 万元	
	2021/11/29	拟处置位于长沙市芙蓉区车站北路 289 号梦泽园 01 栋 107 号 B 栋 14 套住宅用途房地产及 A 栋 3 个地下车位（编号 20、32、35）	处置收益约 3000 万元	
温氏股份	2023/5/25	拟转让控股子公司温氏乳业 35%的股权	4.375 亿元	筠诚控股

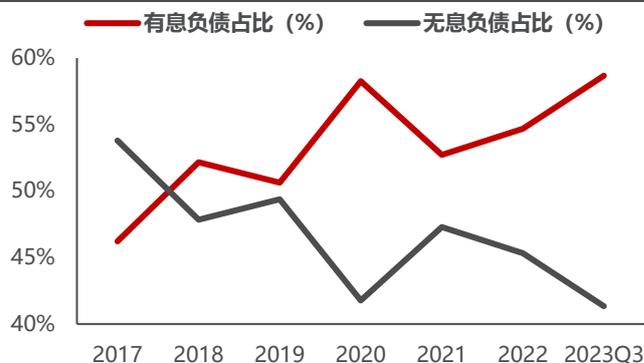
资料来源：ifind，民生证券研究院整理

图16: 上市猪企平均资产负债率 (%)



资料来源: ifind, 民生证券研究院

图17: 上市猪企有息负债与无息负债的占比



资料来源: ifind, 民生证券研究院

图18: 上市猪企偿还债务所支付的现金/货币资金



资料来源: ifind, 民生证券研究院

图19: 上市猪企筹资活动现金流量净额 (亿元)



资料来源: ifind, 民生证券研究院

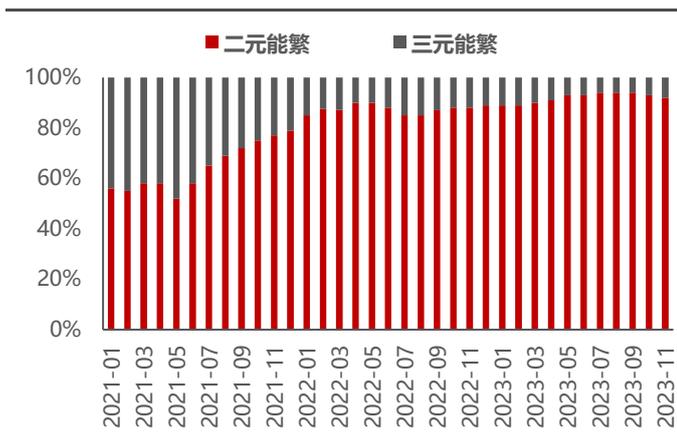
最后, 由于母猪生产效能提升边际已经到达瓶颈, 未来能繁母猪减量对猪价的传导将会更顺畅。从生产效率的角度看能繁母猪对远期供应指引的偏差, 实际上主要来自于最近几年行业为降本增效而引发的两轮生产方式的变革:

1) 2021 年二元母猪供应恢复, 产业通过低效三元母猪向高效二元母猪的置换提升了行业整体的生产效率, 造成后期生猪供应量与前期母猪存栏量的第一次背离;

2) 2022 年下半年行业开始进入降本增效的高质量发展阶段, 由于后备母猪充足, 产业执行高补高淘的策略, 母猪胎次从 6-8 胎下降至 3-4 胎, 以维持母猪较高的性能与效率, 这导致了生猪供应量与母猪存栏量的第二次背离。

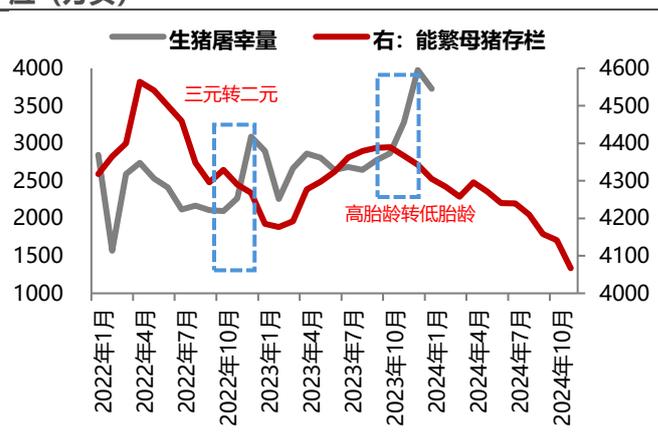
向后看，行业生产效率经过这两轮快速增长后，未来继续提升的边际空间已经非常有限，母猪产能加速去化对生猪出栏量的影响未来传导将更加顺畅。

图20：二元母猪与三元母猪的比例



资料来源：涌益咨询，民生证券研究院

图21：生猪屠宰量与后置 10 个月能繁母猪存栏量的对应 (万头)



资料来源：农业农村部，民生证券研究院预测 (注：图片为根据现有能繁母猪存栏量作为 10 个月后生猪屠宰量的指引)

### 3 投资建议

2024年，我们认为无论是从生猪养殖行业还是从整个猪周期的角度来说，都迎来了重大的转折点。在周期的新常态下，当前的利润将不是驱动养殖个体行为决策的唯一因素，行业内的各种类型的主体都更加受预期引导的影响。从行业的角度看，这是一个强者恒强、弱者加速出局的时代；从周期的角度看，这是一个曙光初现，产能优化不会停止的时代。过去市场单一以出栏成长性论估值的方法需要修正，个股在长周期中的盈利能力才是其产能和出栏量是否能够兑现的必要前提。

标的的推荐顺序上，我们推荐成本领跑行业的**牧原股份**、业务均衡多元的**温氏股份**，以及低成本、高增速逻辑持续兑现的企业包括**巨星农牧**和**华统股份**，最后是资产负债表相对健康/资金储备充足的天康生物、**新五丰**和**唐人神**，建议关注**神农集团**。

**表4：生猪养殖行业重点关注个股**

证券代码	证券简称	股价 (元)	EPS			PE			评级
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
002714.SZ	牧原股份	39.00	2.43	-0.17	2.40	16	-	16	推荐
300498.SZ	温氏股份	19.41	0.80	-0.58	0.63	24	-	31	推荐
603477.SH	巨星农牧	34.04	0.31	0.17	1.07	110	200	32	推荐
002567.SZ	唐人神	5.97	0.10	0.34	0.95	60	18	6	推荐
002100.SZ	天康生物	7.34	0.22	0.67	1.12	33	11	7	推荐
600975.SH	新五丰	9.49	-0.07	0.42	1.15	-	23	8	推荐
605296.SH	神农集团	28.43	0.49	-0.45	0.73	58	-	39	-

资料来源：ifind，民生证券研究院预测；

(注：股价为2024年3月5日收盘价；未覆盖公司数据采用ifind一致预期)

## 4 风险提示

**1) 动物疫病风险。**春季是动物疫病的高发期，非洲猪瘟在低温环境下仍有反复的可能，一旦出现大规模疫病，会直接导致母猪死亡，生猪出栏量大幅下滑，造成公司业绩不及预期。

**2) 原材料价格波动风险。**如果遭遇偶发因素引起的极端恶劣天气，会导致农产品产量下降，公司采购小麦、玉米、豆粕和谷物等原材料的价格提升，造成养殖成本上升。

**3) 猪价反弹不及预期。**如果生猪供给始终维持高位，猪价长时间处于成本线以下，公司盈利能力或不及预期。

## 插图目录

图 1: 2021.01-2023.01 养殖利润预期对出栏体重的影响 .....	5
图 2: 2023.03-2024.02 养殖利润预期对出栏体重的影响 .....	6
图 3: 2023.03-2024.02 养殖利润预期对出栏体重的调整 .....	7
图 4: 2018-2024 年仔猪价格季节性波动规律 (元/头) .....	7
图 5: 2022.06 至今仔猪与生猪价格的走势 (元/公斤) .....	8
图 6: 全国能繁母猪存栏量 (万头) .....	9
图 7: 仔猪料供应量 (万吨) 后移 6 个月对生猪的供应量的指引 .....	10
图 8: 仔猪料供应量与 6 个月后猪价的对对应关系 .....	10
图 9: 新生仔猪数环比逐月下降 .....	10
图 10: 冬季母猪生产效率下滑 .....	10
图 11: 生猪出栏体重 (公斤) .....	11
图 12: 屠宰冻品库容率 (%) .....	11
图 13: 2007-2023 年以来生猪年度均价走势 .....	11
图 14: 散户的母猪去化速度明显高于规模场 .....	12
图 15: 牧原股份楼房猪舍内部图 .....	12
图 16: 上市猪企平均资产负债率 (%) .....	14
图 17: 上市猪企有息负债与无息负债的占比 .....	14
图 18: 上市猪企偿还债务所支付的现金/货币资金 .....	14
图 19: 上市猪企筹资活动现金流量净额 (亿元) .....	14
图 20: 二元母猪与三元母猪的比例 .....	15
图 21: 生猪屠宰量与后置 10 个月能繁母猪存栏量的对应 (万头) .....	15

## 表格目录

表 1: 样本内上市猪企 22Q1-23Q4 头均盈利/亏损情况 (元/头) .....	3
表 2: 不同仔猪采购成本下对应 6 个月育肥期后的出栏成本 .....	8
表 3: 2021 至今上市猪企资产转让出售情况汇总 .....	13
表 4: 生猪养殖行业重点关注个股 .....	16

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026