

24Q1 猪肉行业跟踪：拨云见日，至暗已过



易碧归 分析师

Email:yibigui@lczq.com

证书:S1320523020003

投资要点:

猪肉产业链景气度持续提升，建议关注生猪养殖企业的业绩改善机会。截至24年4月25日，生猪养殖板块近6月涨幅达24.2%，相对上证A股有15%以上超额收益。产业链上游的饲料与种猪市场平稳发展，生猪养殖的成本压力有所缓解，暂无超预期动物疫病影响；下游屠宰旺季暂歇，但经济复苏持续，猪肉价格有望企稳回升；中游生猪养殖行业至暗时刻已过，在养殖成本下降和出栏价格上涨的双驱动下，可期业绩改善。

经过近一年的市场博弈，时间积蓄合力，猪周期上行趋势未变。上行周期时点推后一年，主因是受供给端市场内部博弈（详情可参考2023.4.21行业深度报告）、规模化养殖优势显现，需求端消费复苏偏缓，可替代品价格下行的影响。但前期猪价已两次触底，在政策支持与行业周期驱动下，24Q2-Q3猪肉价格企稳回升或为大概率事件，新一轮猪周期上行趋势未变，市场共识得以凝聚。

7-8月为历轮周期上行时点，猪周期板块行情有望提前开启。观测猪周期的供给和养殖业绩可以发现，能繁母猪存栏减少已带动生猪存栏减少，猪粮比价回归绿色区间，规模养殖净利润转正，秋冬消费旺季来临前，供给减少将成为主要的稳价支撑。我们认为，生猪养殖企业有望在今年上半年继续估值修复，下半年开启基本面修复，共推生猪养殖板块行情持续。

投资建议：整体来看，生猪价格有望在存栏减少趋势中企稳回升，生猪销量有望在猪肉消费淡季后环比改善，生猪养殖成本有望在饲料和种猪价格下行与规模养殖效率提升中进一步优化。建议持续关注生猪养殖板块受益于猪肉价格上涨、规模化养殖成本优势明显的牧原股份、温氏股份、巨星农牧。

风险提示：关注经济复苏偏缓超预期、猪瘟等疫病影响超预期、生猪价格波动过大带来的市场情绪变化超预期、玉米、豆粕等原材料等成本过高影响养殖景气度、一致预期下行业出现超预期博弈等风险。

投资评级：看好（维持）

市场表现



相关报告

猪肉：分拆产业全景，探解“周期”之谜
2023.05.10

目 录

1. 猪肉产业链近况：拨云见日，景气度提升	4
1.1 上游动态：饲料与种猪市场平稳发展，综合养殖成本降低	4
1.2 中游动态：生猪存栏去化加速，养殖利润恢复在即	4
1.3 下游动态：屠宰旺季暂歇，经济复苏持续，价格有望企稳	5
2. 生猪养殖企业近况：至暗已过，业绩改善可期	6
3. 投资建议：时间积蓄合力，估值与基本面修复共推行情	7
4. 风险提示	8

图表目录

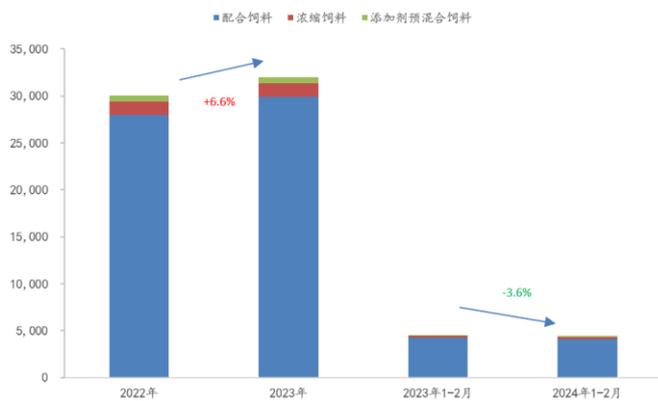
图 1	饲料产量开始减少 (万吨)	4
图 2	饲料价格自高位回落 (元/公斤)	4
图 3	种猪市场需求偏弱	4
图 4	能繁母猪存栏或将持续下行	4
图 5	生猪存栏去化加速 (万头)	5
图 6	养殖利润恢复在即 (元/头)	5
图 7	屠宰旺季暂歇	6
图 8	猪肉价格低位企稳 (元/公斤)	6
图 9	生猪养殖板块表现渐强	7
图 10	全国肉类市场价格变动 (元/公斤)	7
图 11	猪周期的供给观测指标	8
图 12	猪周期的养殖业绩观测指标	8
图 13	猪肉价格筑底回升或将开启猪周期板块行情	8
表 1	2023 年国家冻猪肉收储	5
表 2	A 股 SW 生猪养殖行业个股对比 (截至 2024/4/25)	6

1. 猪肉产业链近况：拨云见日，景气度提升

1.1 上游动态：饲料与种猪市场平稳发展，综合养殖成本降低

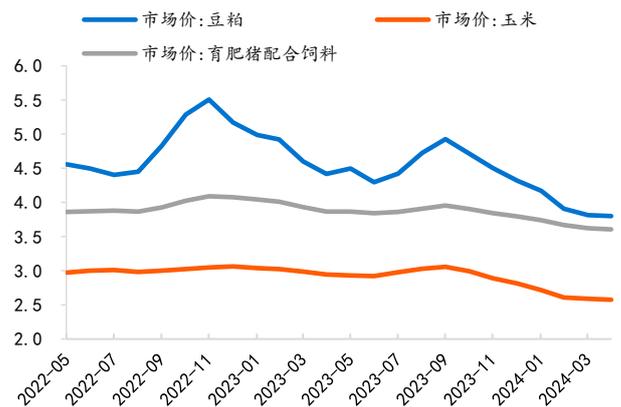
饲料产量与价格双双下降，缓解生猪养殖环节成本压力。2024年1-2月，全国工业饲料产量4437万吨，同比减少3.6%；育肥猪配合饲料月均价格为3.53元/公斤，同比下降7.8%；育肥猪浓缩饲料月均价格5.35元/公斤，同比下降8.1%。饲料产量与价格双降一方面是因为玉米、豆粕等原材料成本下行，饲料加工的材料成本下降；另一方面，生猪存栏量于2023年9月达高点后开启下行阶段，饲料需求减少。

图1 饲料产量开始减少（万吨）



资料来源：中国饲料工业协会，联储证券研究院

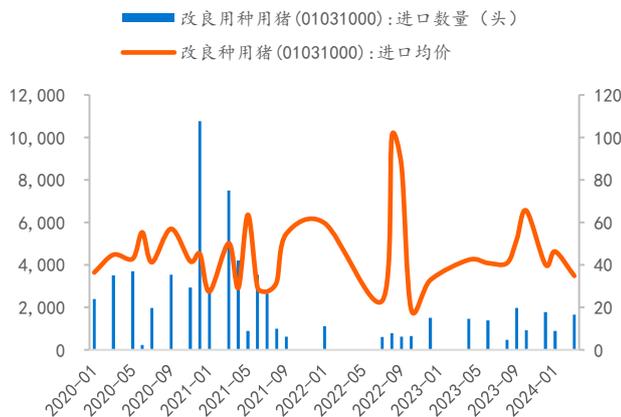
图2 饲料价格自高位回落（元/公斤）



资料来源：农业农村部，联储证券研究院

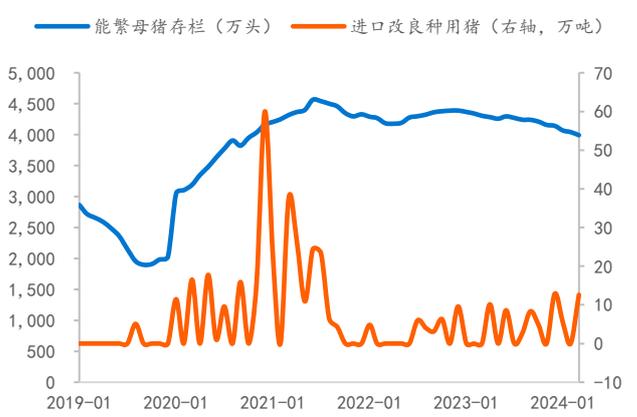
改良用种猪进口量低位震荡，能繁母猪存栏或将持续下行。2023年10月-2024年3月共进口改良用种猪5248头，环比减少46头；进口均价从65.54美元/千克下降至34.81美元/千克。种猪进口市场相对低迷，可能原因一是生猪养殖企业前期亏损较多，现金流压力较大，补充种猪再生产的积极性不高；二是我国种猪自给率在90%以上，生猪种源自控是国家战略要求，进口依赖减少是长期趋势。种猪进口量低位震荡侧面反映出目前生猪养殖企业补栏意愿不强，能繁母猪存栏减少或将持续。

图3 种猪市场需求偏弱



资料来源：中国饲料工业协会，联储证券研究院

图4 能繁母猪存栏或将持续下行



资料来源：农业农村部，联储证券研究院

1.2 中游动态：生猪存栏去化加速，养殖利润恢复在即

2023年冻猪肉收储工作结束，猪粮比价进入绿色区间。2023年中央共进行了三批

冻猪肉储备收储工作，计划收储量较历年偏低，占全国猪肉消费量比重较小，因此对市场影响方面，提振信心作用多于实际干预。伴随 2024 年 2-3 月猪粮比价均稳在 6 以上，进入绿色区间，国家收储工作或告一段落。

表1 2023 年国家冻猪肉收储

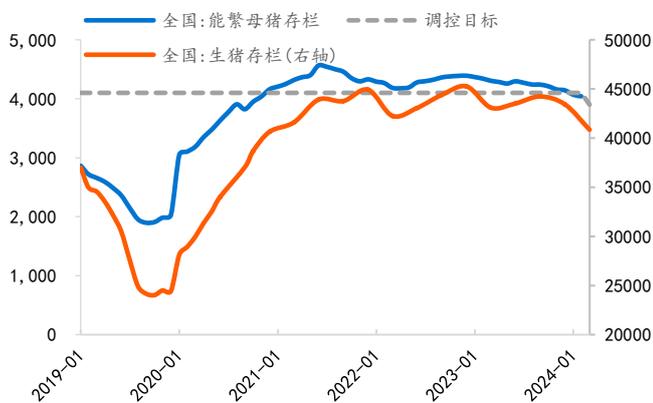
时间	收储数量	收储当月的猪粮比价
2月24日	7100吨	5.17
7月14日	2万吨	5.06
11月28日	1万吨	5.48

数据来源：同花顺，中国政府网，联储证券研究院

能繁母猪正常保有量下调，加速生猪存栏去化。“农业农村部 3 月 1 日正式宣布：将全国能繁母猪保有量从 4100 万头调整为 3900 万头，并且将能繁母猪存栏量正常波动（绿色区域）下限从正常保有量的 95% 调整至 92%”。能繁母猪存栏的调控目标下调有助于加速生猪养殖市场的存栏去化，24Q1 全国生猪存栏 40.85 千万头，环比下降 5.92%，降速明显加快。2 月能繁母猪存栏 4042 万头，延续 9 个月持续下行，距正常保有量下限 3588 万头还有相对充足的去化空间。

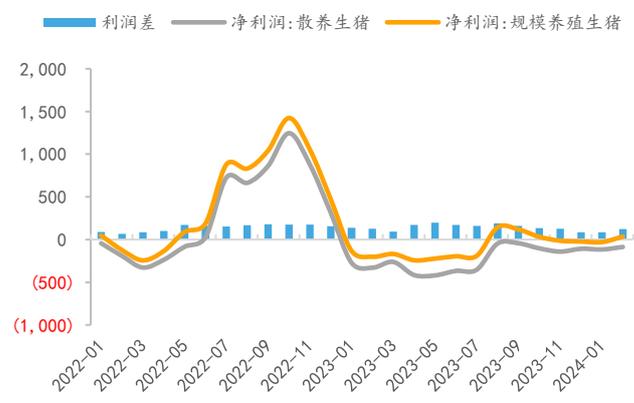
企业养殖利润恢复在即，规模养殖生猪净利润转正。2024 年 2 月，规模养殖生猪净利润为 35 元/头，散养生猪为 -87 元/头，23 年同期分别为 -202 元、-330 元，净利润同比改善较大，规模化养殖扭亏为盈的同时存栏去化加速，显示市场景气度提升较多，规模化养殖企业多为主动存栏调控，而非被动抛售出栏。

图5 生猪存栏去化加速（万头）



资料来源：同花顺，联储证券研究院

图6 养殖利润恢复在即（元/头）



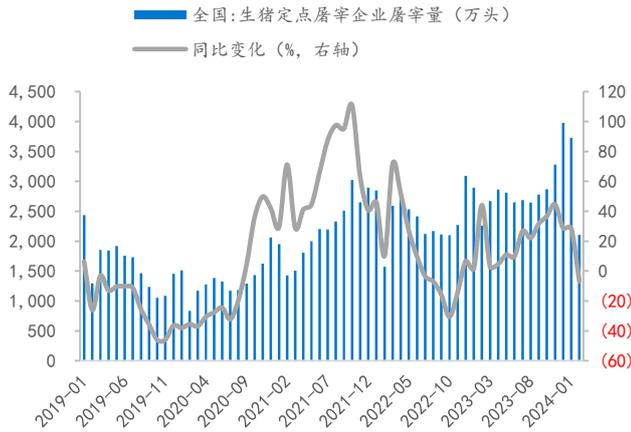
资料来源：农业农村部，联储证券研究院

1.3 下游动态：屠宰旺季暂歇，经济复苏持续，价格有望企稳

屠宰旺季暂歇，短期猪肉消费可能回落。在春节前腌腊需求带动下，屠宰市场旺季到来，23 年 11 月-24 年 1 月全国生猪定点屠宰企业月均屠宰量达 3661 万头，2 月屠宰量同比、环比均减少，分别为 -6.9%、-43.5%，猪肉-生猪价差相对稳定。夏季将至，猪肉消费或有一定回落，在猪肉供应相对充足的情况下，短期猪肉价格低位震荡可能性较大。

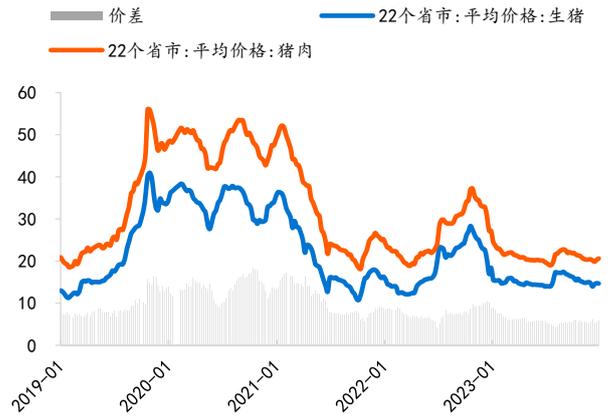
经济复苏持续，猪肉价格有望在下半年企稳回升。一方面，周期性因素影响开始显现，能繁母猪与生猪存栏减少将缓解市场供需矛盾，促使猪肉价格回归合理水平；另一方面，2024 年《政府工作报告》中提出，今年发展主要预期目标之一是居民消费价格涨幅 3% 左右，反映了对居民消费的关注和支持。猪肉价格作为居民消费价格重要组成部分，有望在近一年多的低位震荡后，伴随经济持续复苏迎来企稳回升。

图7 屠宰旺季暂歇



资料来源：中国饲料工业协会，联储证券研究院

图8 猪肉价格低位企稳（元/公斤）



资料来源：农业农村部，联储证券研究院

2. 生猪养殖企业近况：至暗已过，业绩改善可期

2023年养殖企业基本无盈利，周期下行波及全行业。从24年各生猪养殖企业的业绩表现来看，除神农集团实现盈利外，其他公司经营均有不同程度的亏损，但神农集团中畜牧养殖业务的营业利润也仅五千万，其中20%的生猪内销自身的屠宰公司，由此看，猪价下行已经波及了全行业。

至暗时刻已过，生猪养殖业绩改善可期。一方面，生猪养殖企业扩产能速度放缓，经营重点转向调结构、提效率，部分企业增加融资以抵御行业寒冬；另一方面，全产业链布局的生猪养殖企业有穿越猪周期下行的优势，在上游饲料和下游屠宰业务有产能扩张举措的企业有望进一步提升自身的抗风险能力。我们认为，后续在猪肉供给持续收缩、需求恢复的市场环境下，猪肉价格上涨和养殖成本下降有望对养殖企业业绩改善提供双重支撑。

表2 A股SW生猪养殖行业个股对比（截至2024/4/25）

证券简称	总市值 (亿元)	2023扣非净利 (亿元)	2023生猪销量 (万头)	2024产能规模 (万头)	最新生猪养殖成本 (元/kg)
牧原股份 (002714.SZ)	2421	预计亏损 37-45	6381.6	8000	15.80
温氏股份 (300498.SZ)	1278	亏损 64.5	2626	155-165 (能繁母猪)	15.60
新希望 (000876.SZ)	415	亏损 45	1768	80 (能繁母猪)	16.7
*ST正邦 (002157.SZ)	259	预计亏损 50-70	547.85	-	-
神农集团 (605296.SH)	195	39.73 (其中养殖 盈利约 5 千万)	152.04	250 (能繁 13)	14.7
巨星农牧 (603477.SH)	174	亏损 5.5	267.37	-	14.68
新五丰 (600975.SH)	109	亏损 12	311.51	-	-
天邦食品 (002124.SZ)	58	预计亏损 26.5- 29.5	711.99	-	-
罗牛山 (000735.SZ)	53	预计亏损 3-3.8	77.92	-	-
东瑞股份 (001201.SZ)	52	预计亏损 4.9-5.5	62.45	150 (能繁 4.6)	17.8

数据来源：同花顺，联储证券研究院整理

3. 投资建议：时间积蓄合力，估值与基本面修复共推行情

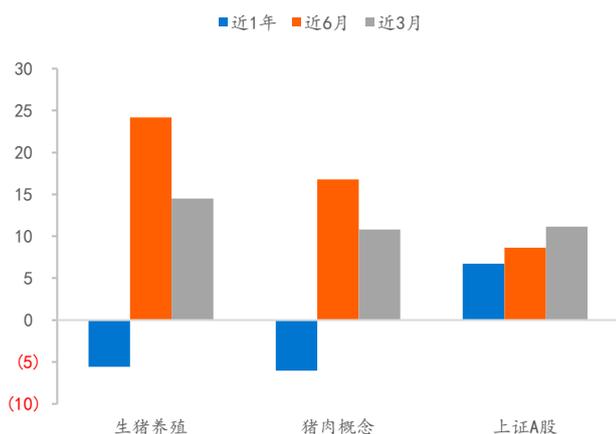
存栏去化复合预期，周期逻辑不断验证。在 2023.4.21 发布的《猪肉：分拆产业全景，探解“周期”之谜》行业报告中对于猪周期时点判断：“生猪出栏量预计出现下行拐点的时间预计在 2023 年 9 月到 2024 年 3 月之间，结合猪肉消费旺季下半年开启，预计 2023 年四季度初生猪产能开始去化，猪肉价格开启上行阶段，春节前后产能去化加速”，回顾市场来看，生猪存栏量确在 23 年 9 月左右筑顶后开始下行，猪肉价格短期有抬升，生猪养殖板块也有一定表现，截至报告发布日，近 6 月涨幅达 24.2%，相对上证 A 股有 15% 以上的超额收益，周期逻辑仍然影响着猪肉产业链。

经过近一年的市场博弈，时间积蓄合力。上行周期时点推后一年的主要原因在于：供给方面，猪周期影响要素中市场内部博弈的影响较大（详述可参考 2023.4.21 行业深度报告），二次育肥、惜售情绪在周期上行前更为浓厚，且规模化养殖企业的资金实力和养殖效率提高，自然去化的时间拉长；需求方面，可能是因为消费复苏偏缓，餐饮恢复前慢后快，且牛羊肉价格持续下行，23 年平均价格均同比下降 3 元/公斤，一定程度上影响了猪肉消费需求。但前期猪价已两次触底，在政策支持与行业周期驱动下，24Q2-Q3 猪肉价格企稳回升或为大概率事件，新一轮猪周期上行趋势未变，市场共识得以凝聚。

7-8 月为历轮周期上行时点，猪周期板块行情有望提前开启。观测猪周期的供给和养殖业绩可以发现，能繁母猪存栏减少已带动生猪存栏减少，猪粮比价回归绿色区间，规模养殖净利润转正，秋冬消费旺季来临前，供给减少将成为主要的稳价支撑。我们认为，生猪养殖企业有望在今年上半年继续估值修复，下半年开启基本面修复，共推生猪养殖板块行情持续。

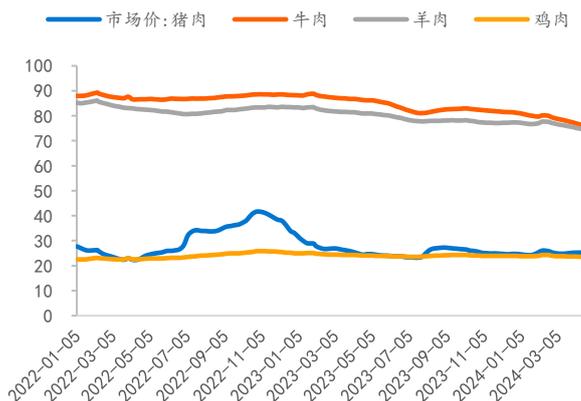
整体来看，生猪价格有望在存栏减少趋势中企稳回升，生猪销量有望在猪肉消费淡季后环比改善，生猪养殖成本有望在饲料和种猪价格下行与规模养殖效率提升中进一步优化。建议持续关注生猪养殖板块受益于猪肉价格上涨、规模化养殖成本优势明显的牧原股份、温氏股份、巨星农牧。

图9 生猪养殖板块表现渐强



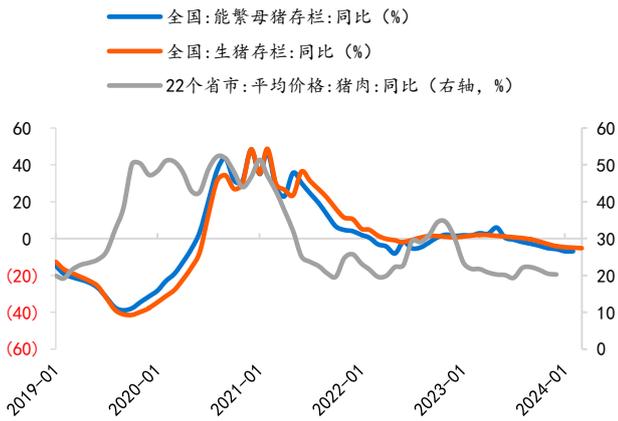
资料来源：同花顺，联储证券研究院

图10 全国肉类市场价格变动（元/公斤）



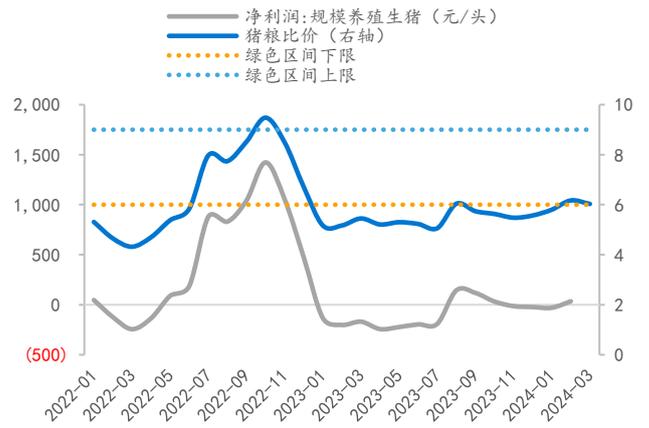
资料来源：Wind，联储证券研究院

图11 猪周期的供给观测指标



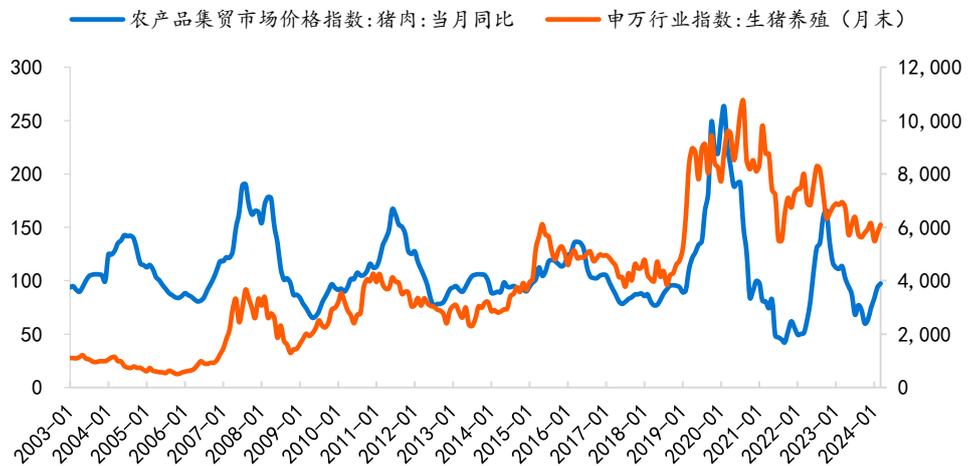
资料来源：Wind，联储证券研究院

图12 猪周期的养殖业绩观测指标



资料来源：Wind，联储证券研究院

图13 猪肉价格筑底回升或将开启猪周期板块行情



资料来源：Wind，联储证券研究院

4. 风险提示

关注经济复苏偏缓超预期、猪瘟等疫病影响超预期、生猪价格波动过大带来的市场情绪变化超预期、玉米、豆粕等原材料等成本过高影响养殖景气度、一致预期下行业出现超预期博弈等风险。

免责声明

联储证券股份有限公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“联储证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“联储证券研究院”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~10%之间
		中性	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	看好	相对表现优于市场
		中性	相对表现与市场持平
		看淡	相对表现弱于市场

联储证券研究院

青岛

地址：山东省青岛市崂山区香港东路195号8号楼11、15F
 邮编：266100

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴环路1366号富士康大厦9-10F
 邮编：200120

北京

地址：北京市朝阳区安定路5号院中建财富国际中心27F
 邮编：100029

深圳

地址：广东省深圳市南山区沙河街道深云路2号侨城一号广场28-30F
 邮编：518000