



农林牧渔

从市场三方主体博弈推演生猪养殖行业后续发展趋势

投资要点:

➤ 从资金与成本两方面看市场上三方博弈。

(1) **规模化养殖趋势不可逆，散户市场占比日益减少。**在我国生猪养殖市场中，散户、规模场与集团场共存。目前散户与“规模化猪场”的市场地位已经发生了颠倒，从过去长时间以散户为主体，变为以“规模化猪场”为主体。

(2) **散户与集团场更具竞争优势，规模场两头承压。**我们从资金与成本两方面对散户、规模场、集团场三类市场主体进行分析，认为规模场不具备与集团场相当的资金实力、与散户相当的资金灵活性，在成本方面也不具备与集团场相当的规模效益、与散户相当的低成本构成。三方博弈中，规模场处于两头承压的境地。

➤ 三方博弈关系下后续生猪养殖业如何发展？

我们认为在三方博弈下，未来生猪养殖行业将往两个方向发展，体现在上层集团场推动产业链整合、下层散户和规模场提升精细化程度。

(1) **集团场促进行业集中度提升，且往利润更高的产业链环节延伸。**集团场体量和规模不断扩大，促进行业集中度提升，在生猪养殖环节打下坚持基础后，将积极推进产业链整合，向利润更高的上下游环节拓展。

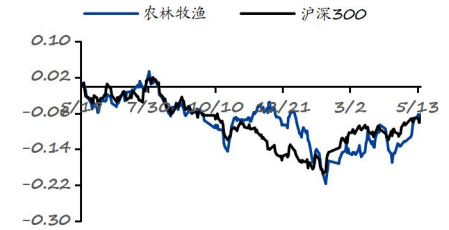
(2) **散户和规模场专注轻资产运营，提升专业化与精细化程度。**行业高度集中化和规模化下，将更追求生产效率的提升，专业分工的福特制能够很好地满足这一需要。散户和规模场在重资产经营方面没有与集团场相当的资金体量支持，因此在行业追求提升生产效率的背景下，可能转向专业化的轻资产运营，只负责专门的母猪培育或生猪育肥环节。其中，规模场由于在市场三方博弈中承压，可能率先探索专业化转型路径。

➤ 风险提示

非瘟疫病不确定性；极端天气不确定性；饲料价格不确定性；猪价不及预期。

强于大市（维持评级）

一年内行业相对大盘走势



团队成员

分析师： 姜倩(S0210523090001)
lq30299@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、长期亏损+常态化疫病从本质推动产能去化，预计8月将迎来猪价明显上升拐点——2024.05.10
- 2、非瘟疫病扰动下猪价“淡季不淡”，重点跟踪后续南方雨季影响——2024.05.04
- 3、对比中美生猪养殖业，寻找同与异——2024.05.03



正文目录

1 从资金与成本两方面看市场上三方博弈	3
1.1 规模化养殖趋势不可逆，散户市场占比日益减少	3
1.2 散户与集团场更具竞争优势，规模场两头承压	4
1.2.1 资金：集团场具备资金实力，散户具备资金灵活性	4
1.2.2 成本：集团场具备规模经济，散户成本构成简单	6
1.2.3 规模场缺乏显著竞争优势，在下行周期或优先转变发展思路	7
2 三方博弈关系下后续生猪养殖业如何发展？	7
2.1 集团场促进行业集中度提升，且往利润更高的产业链环节延伸	8
2.2 散户和规模场专注轻资产运营，提升专业化与精细化程度	8
3 风险提示	9

图表目录

图表 1：出栏数在 500 头以上的养殖场出栏量占比	3
图表 2：2019 年 6 月各规模母猪存栏占比	3
图表 3：各规模母猪存栏占比	4
图表 4：生猪养殖周期	5
图表 5：华统股份“绩溪华统一体化养猪场”建设项目投资情况	5
图表 6：散户收入渠道多样	6
图表 7：生猪养殖成本构成	6
图表 8：生猪养殖利润（元/头）	7
图表 9：上市猪企出栏量占全国出栏量变化	8
图表 10：生猪行业产业链	8
图表 11：2015 年美国各养殖场类型	9
图表 12：生猪养殖行业未来发展趋势	9



1 从资金与成本两方面看市场上三方博弈

1.1 规模化养殖趋势不可逆，散户市场占比日益减少

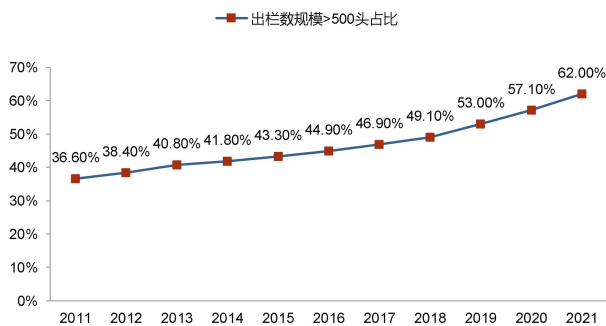
在我国生猪养殖市场中，散户、规模场与集团场共存。农业部定义的“规模化猪场”一般是在年出栏 500 头以上的养殖户，年出栏 500 头以下的养殖户为散户。

“规模化猪场”的范围较宽泛，又可进一步划分为集团猪场、非集团猪场，以下称为集团场和规模场。此外，也存在将母猪存栏在 50 头以下的养殖户定义为散户、母猪存栏在 10000 头以上定义为集团场的划分。

2018 年非瘟疫情后，生猪养殖的规模化程度提升显著，散户市场占比逐渐减小。散户长期占据我国生猪养殖的主体地位，虽然在国家鼓励行业规范发展、现代农业技术兴起等影响下，规模化程度有所提高，但 2018 年之前散户市场占比始终在 50% 以上。2018 年非瘟疫情在国内爆发，给生猪产能造成了重创，风险承受能力弱的散户退出速度加快，出栏数在 500 头以上的猪场市场占比从 2018 年的 49.1% 快速上升至 2021 年的 62%，农业农村部预计 2023 年这一比重将进一步提升至 68%。涌益咨询的调研数据同样显示，2019 年 6 月母猪存栏 50 头以下的存栏占比为 34%，2023 年 12 月已经下降至 12%。

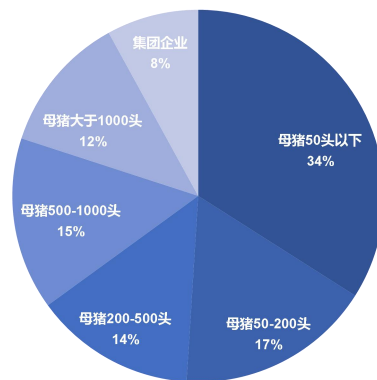
由此可见，目前散户与“规模化猪场”的市场地位已经发生了颠倒，从过去长时间以散户为主体，变为以“规模化猪场”为主体。

图表 1: 出栏数在 500 头以上的养殖场出栏量占比

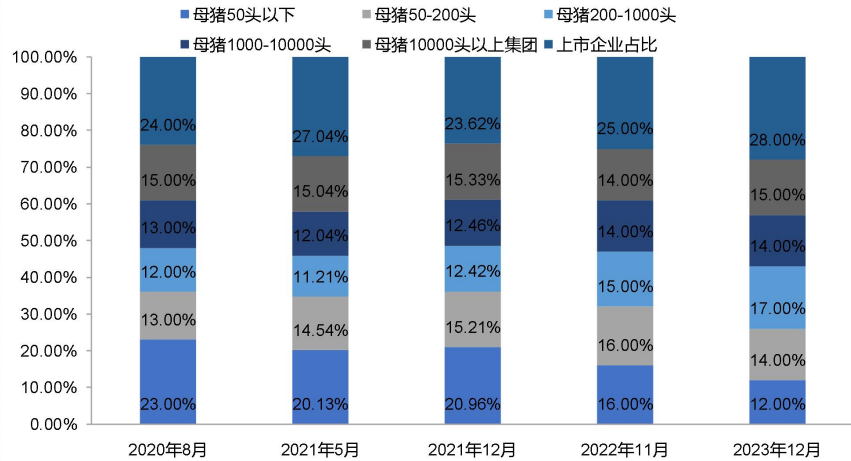


数据来源: Mysteel, 华福证券研究所

图表 2: 2019 年 6 月各规模母猪存栏占比



数据来源: 涌益咨询, 华福证券研究所


图表 3: 各规模母猪存栏占比


数据来源：涌益咨询，华福证券研究所

1.2 散户与集团场更具竞争优势，规模场两头承压

我们从资金与成本两方面对散户、规模场、集团场三类市场主体进行分析，认为规模场不具备与集团场相当的资金实力、与散户相当的资金灵活性，在成本方面也不具备与集团场相当的规模效益、与散户相当的低成本构成。三方博弈中，规模场处于两头承压的境地。

1.2.1 资金：集团场具备资金实力，散户具备资金灵活性

生猪养殖具有重资产、资金周转时间长的特点，对于资金实力要求较高，也需要融资提供流动性支持。生猪养殖前期猪舍、母猪的投入大，从新生母猪到生猪出栏需要大约 18 个月，投资回报期长，中间也需要动保、饲料、人力等现金投入来维持正常生产经营。以华统股份在 2024 年 5 月增发新股募集说明书中的“绩溪华统一体化养猪场”建设项目为例，前期项目建设需要 2 年，总投资 102,639.05 万元，预计年出栏商品猪 35 万头，头均投资为 2932.54 元/头。因此，仅仅依靠自有资金进行生产经营是存在较大困难的，需要融资进行资金周转、补充流动性。

在行业下行周期中，融资实力更为重要。猪价具有周期性，在猪价下行时企业可能会面临亏损和流动性不足的困境，若无足够的资金支持，则需要出清生猪产能以缓解现金流紧缺的状况。但融资能力强的企业，则能够通过各种融资渠道维持正常生产经营，在行业下行时保存产能，在之后的上行周期中凭借规模优势获得更大收益。


图表 4: 生猪养殖周期


数据来源：前瞻产业研究院，华福证券研究所

图表 5: 华统股份“绩溪华统一体化养猪场”建设项目投资情况

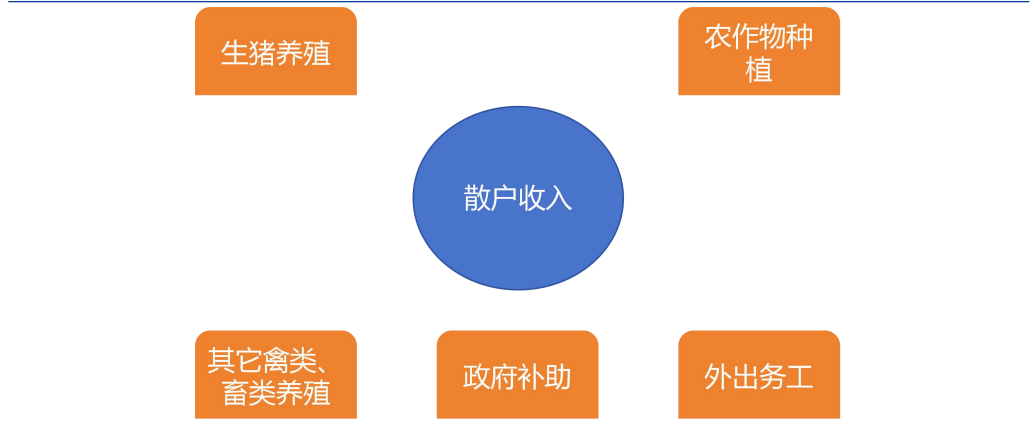
	总投资（万元）	头均投资（元）
1.建设投资		
1.1 设备购置及安装费用		
养殖区域	16,164.91	461.85
养殖其他附属区域	5,443.00	155.51
饲料生产区	4,601.50	131.47
1.2 土建及装修工程费		
养殖区域	48,131.70	1375.19
养殖区其他附属建筑	10,346.89	295.63
室外基础设施建筑	9,267.25	264.78
2.建设工程及其他费用	2,491.80	71.19
3.生产性生物资产	6,192	176.91
合计	102,639.05	2,932.54

数据来源：华统股份公司公告，华福证券研究所

集团场融资能力更强，能够有效解决资金问题。对于非上市养殖企业而言，银行借贷是主要的融资方式，一般只会将能繁母猪作为抵押物。集团场由于产能规模大，能繁母猪数量多，能够获得更多贷款额度。除银行借贷外，集团场也能够凭借高价值的生猪、畜牧机械和相对稳健的经营状况从融资租赁、股权融资、发行债券等丰富的融资渠道获得资金支持，以应对周期变化。

散户具有灵活性，收益来源多样。散户资金体量小，但在生猪养殖方面却更灵活。一方面，资金体量小，对于猪价波动的反应更快，能够在猪周期低估时快速减栏甚至退市，在下一轮猪周期来临时再快速补栏进入。另一方面，我国散户主要还是农民散养，收入来源也更多样，除了生猪养殖收入外，还有其它禽类和畜类的养殖收入，以及农作物种植、外出务工、政府补助等收入。因此，散户能够依据市场行情灵活安排养殖、种植与务工，在周期下行时也能够保证较稳定的总收入。

图表 6: 散户收入渠道多样



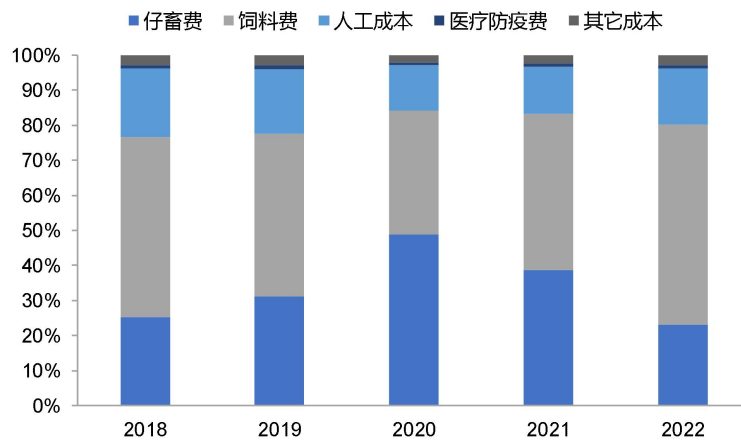
数据来源: 华福证券研究所

规模场在资金实力与资金灵活性方面竞争优势表现不足。除专门的仔猪繁育场外，一般规模场能繁母猪数量有限，能够获得的银行贷款有限，能接触的融资渠道也相对有限。此外，在猪价上涨、经营良好的情况下，规模场会通过借贷加杠杆、扩张产能，资产负债率上升，而在猪价下行、经验亏损的情况下，较高的资产负债率使得规模场更难获得融资支持，不得不出清产能。

1.2.2 成本: 集团场具备规模经济, 散户成本构成简单

生猪养殖成本中，仔畜费、饲料费与人工成本占据了绝对地位。生猪养殖成本大致可以分为仔畜费、饲料费、人工成本、医疗防疫费以及固定资产折旧、管理等其它成本。以 2022 年为例，饲料费占比高达 57%，仔畜费占比 23%，人工成本占比 16%，总共占据了生猪养殖成本的 96%。

图表 7: 生猪养殖成本构成



数据来源: iFinD, 华福证券研究所

集团场能够充分发挥规模经济效应，降低成本。首先，集团场由于体量大，在采购饲料和动保产品时议价能力更强。其次，集团场可以实现猪场的集约化管理，



提高了基础设施等固定投入的利用效率，降低了平均生产成本、提高了生产效率。最后，集团场由于人才聚集，在技术创新方面具备一定优势，能够不断优化改进养殖方式，例如减少疫病传播、降低料肉比、提高产仔率和成活率，使得最终生产成绩更优秀。

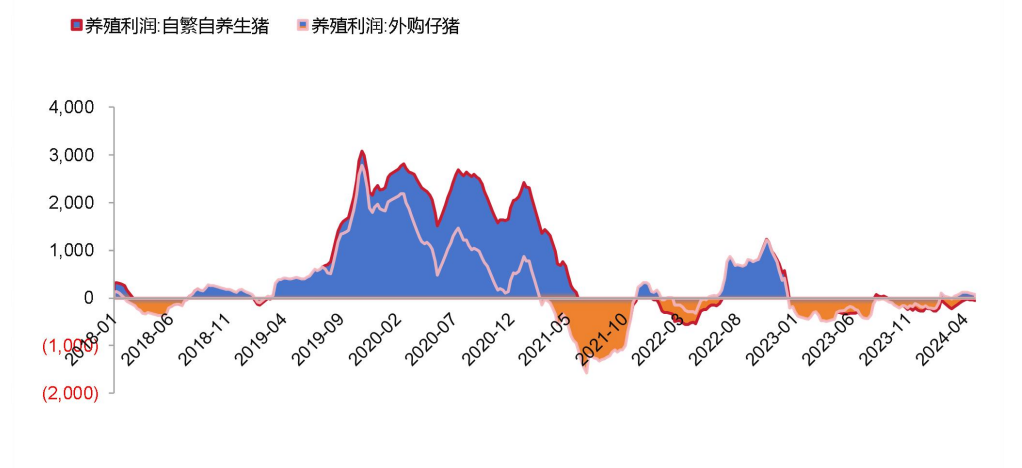
散户成本构成简单，无需考虑人力、栏舍等成本。与“规模化猪场”不同，散户养猪的成本构成相对简单，无需考虑人工和固定资产投入成本。在人工方面，散户多对养殖过程亲力亲为，无需雇佣额外劳动力；在固定资产投入方面，散户可在家内建造简易猪圈，节约了栏舍资金投入。因此对于散户而言，动保和饲料将是主要成本构成。且在饲料方面，散户可以使用自产的谷物或农产品饲养生猪，节约精饲料使用量。

1.2.3 规模场缺乏显著竞争优势，在下行周期或优先转变发展思路

规模场在三方竞争中承压明显。综上，在资金方面，集团场以资金实力、散户以资金灵活性取胜；在成本方面，集团场以高度规模效益、散户以仅考虑动保和饲料成本获胜。在三类市场主体的竞争博弈中，规模场面临着较大压力。

在行业下行周期，规模场或优先发生改变。猪价自 2021 年起进入下行周期，只在 2022 年下半年短暂盈利 6 个月。面对长时间的行业下行压力，我们认为两端承压的规模场或优先发生改变，可能出清产能，或专注养殖中的某个环节，减轻重资产经营的压力，从专业化、精细化角度寻求竞争优势。

图表 8: 生猪养殖利润 (元/头)



数据来源: iFinD, 华福证券研究所

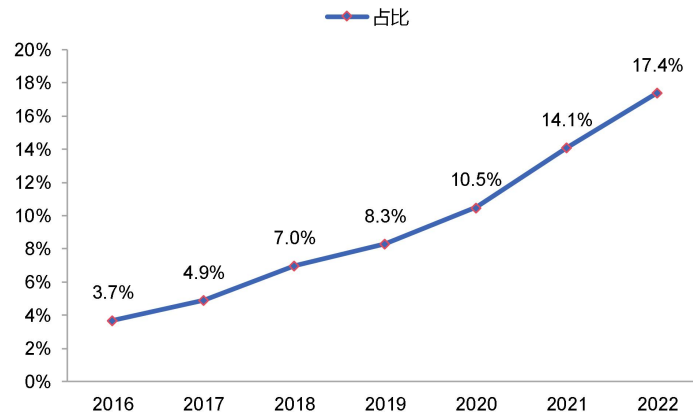
2 三方博弈关系下后续生猪养殖业如何发展?

我们认为在三方博弈下，未来生猪养殖行业将往两个方向发展，体现在上层集团场推动产业链整合、下层散户和规模场提升精细化程度。

2.1 集团场促进行业集中度提升，且往利润更高的产业链环节延伸

集团场体量和规模不断扩大，促进行业集中度提升。在资金实力与规模经济的竞争优势下，集团场在重资产属性的生猪养殖行业中更易实现规模扩张，推动产业集中度的提升。2016年以来，上市猪企出栏量占全国出栏量比重不断提高，从3.7%上升至17.4%，未来这一比例还将持续提升。

图表 9：上市猪企出栏量占全国出栏量变化



数据来源：Mysteel，华福证券研究所

为寻求新的利润增长点，集团场将积极推进产业链整合。集团场在生猪养殖环节打下了坚实基础后，自然地会往利润更高的上游和下游环节拓展。其中上游动保行业的技术难度大、进入门槛高，集团场可能更多往上游饲料和育种、下游屠宰行业拓展，加速一体化进程，推动产业链上下游的整合。

图表 10：生猪行业产业链



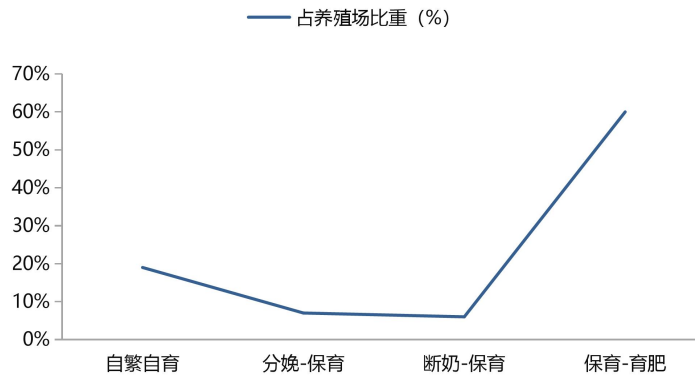
数据来源：智研咨询，华福证券研究所

2.2 散户和规模场专注轻资产运营，提升专业化与精细化程度

行业高度集中化和规模化下，将更追求生产效率的提升，专业分工的福特制能够很好地满足这一需要。福特制是一种大规模生产方式，通过生产线和劳动力的专业化分工，来提高生产效率。以美国为例，目前美国生猪养殖业中专业化分工成为主流，按照生猪生长周期，细化为分娩、断奶、保育、育肥等环节，专业养殖场只

需负责其中的 1-2 个环节，提高了养殖效率。（关于中美生猪养殖业对比的更多解读，详见我们 2024 年 5 月 3 日发布的报告《对比中美生猪养殖业，寻找同与异》。）

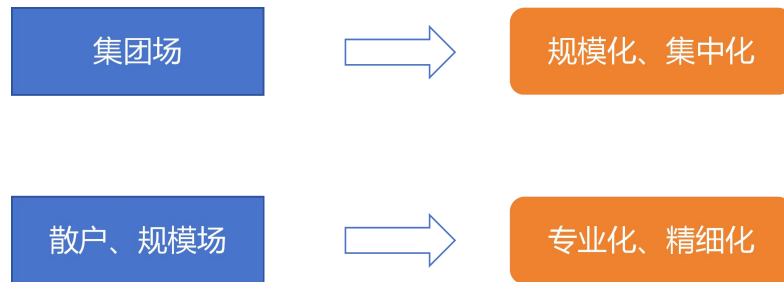
图表 11: 2015 年美国各养殖场类型



数据来源: USDA, 华福证券研究所

散户与规模场后续将往专业化、精细化分工方向发展。散户和规模场在重资产经营方面没有与集团场相当的资金体量支持，因此在行业追求提升生产效率的背景下，可能转向专业化的轻资产运营，只负责专门的母猪培育或生猪育肥环节。其中，规模场由于在市场三方博弈中承压，可能率先探索专业化转型路径。

图表 12: 生猪养殖行业未来发展趋势



数据来源: 华福证券研究所

3 风险提示

非瘟疫病不确定性。非瘟疫病的感染源及感染途径众多，病毒易变异，若发生大规模严重疫病，将给养殖存栏带来极大损失。

极端天气不确定性。受全球气候变暖、厄尔尼诺等因素影响，今年南方暴雨洪涝增多，可能出现极端降雨天气，不利于生猪养殖。

饲料价格不确定性。上游饲料价格存在波动，若饲料价格大幅上涨，将增加养



殖成本，影响生猪养殖的盈利能力。

猪价不及预期。猪价走势会受到多重因素的影响，后续价格存在不确定性，可能面临价格不及预期的风险。



分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

一般声明

华福证券有限责任公司（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，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。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，之后可能会随情况的变化而调整。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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

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。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	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 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；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfys@hfzq.com.cn