



# 农林牧渔行业研究

买入（维持评级）

行业深度研究

证券研究报告

食品饮料组

分析师：刘宸倩（执业 S1130519110005）

liuchengqian@gjzq.com.cn

## 深度解析二次育肥 下半年猪价可期

### 摘要

非洲猪瘟常态化之后，大量养殖户为了降低疫病风险开始参与二次育肥，二次育肥的强弱已经在一定程度上影响年内猪价走势，成为生猪价格分析不可忽视的重要因素。本报告深入分析了二次育肥在当前生猪养殖行业中的发展态势、对生猪价格长短期的影响、影响二次育肥行为的因素，同时提供了跟踪二次育肥的方法论并结合市场现状给出具体的投资建议。

**二次育肥行为的底层逻辑是盈利，盈利预期是二次育肥的驱动因素。**非瘟常态化之后行业内养殖风险增加，二次育肥是中小养殖户在此背景下使用的风险较小，节奏较快的投机行为，主要指养殖户在低猪价时购入标猪进行饲养，等到猪价较好时售卖出去。二次育肥的利润由价差与增重利润两部分组成，饲料成本、价格预期、标肥价差、季节性因素等都会影响二次育肥的强弱，而二次育肥的强弱又反作用于短期价格趋势。从目前期货远期合约给出的价格指引来看，市场对后市猪价具有较好预期，给二次育肥入场留有丰厚利润，预计二次育肥在近期逐步增强。

**二次育肥跟踪指标相对滞后，重点关注出栏体重。**行业内可以有效跟踪二次育肥体量的指标有限，通常我们可以通过生猪出栏均重判断二次育肥已经发生的强度，因为二次育肥发生后最直观的体现便是生猪出栏体重的增加。屠宰量与育肥猪饲料产量走势也可以进行后验，如果两项数据方向出现较大程度的背离便证明二次育肥的强度较大，但是这些数据存在一定的滞后性，只能说明二次育肥已经发生的强弱，并不能反映预期的情况。当下的生猪价格与未来价格预期是有效监测二次育肥情绪强弱的指标，此外三方机构提供的出栏生猪中流向二次育肥的比例也可以在一定程度上监测二次育肥的强弱。

**二次育肥导致短时供给后移，看好下半年猪价上涨。**从历史生猪均价与出栏均重的数据来看，多数时间出栏均重的变动方向与生猪均价的变动方向一致，即累库过程中短时供给减少，生猪价格应当上行。去年4季度北方疫病影响下行业整体存栏有所下降，行业内大肥猪存栏有所下降，直到目前肥猪依旧较标猪存在价格优势，叠加年初以来行业出栏均重的持续增加使得生猪价格中枢自年初以来持续抬升。近期生猪出栏均重略有下滑，但是在去库过程中生猪价格依旧较为坚挺，目前生猪出栏均重已经下降至125.08公斤/头，较去年同期高3.06公斤/头；生猪宰后均重为91.59公斤/头，低于去年同期水平。虽然前期二次育肥的出栏和北方集团场的降重对短时猪价上涨或存在一定的压力，但是期货端指引下下半年仍有较好利润、生猪出栏均重仍有较大上升空间、标肥价差推动养殖户养肥猪等因素或使得二次育肥积极性有所提升。目前生猪价格处于上涨的临界点，随着去库压力的逐步减小，二次育肥的积极性逐渐提升，生猪价格有望迎来趋势上行。

### 投资建议与估值

当根据能繁母猪存栏量推算，4月份前后生猪供给同比开始低于去年同期且下降幅度逐步扩大，预计随着降重的影响逐步弱化，供给端的缺口逐步体现，生猪价格有望持续上涨且在下半年给出不错的利润。生猪产能已经去化15个月之久，生猪产能已经处于2021年以来的低位，猪周期有望在下半年迎来反转，随着周期反转时间渐近，建议积极布局生猪板块的投资机会，建议优选成本端控制优秀且能持续扩张的优质企业。建议关注：牧原股份、温氏股份、华统股份、唐人神、巨星农牧等。

### 风险提示

猪价不及预期、动物疫病风险、原材料价格波动风险。



## 内容目录

二次育肥：产业结构发生变化，投机行为影响猪价节奏.....	4
1.1 养殖结构变化催生二次育肥，猪价预期引导二次育肥行为.....	4
1.2 二次育肥后移供给，短时猪价或偏强.....	6
1.3 猪价预期上行，二次育肥积极性或有所提升.....	7
二、如何跟踪二次育肥进程.....	9
2.1 二次育肥直接影响生猪出栏均重.....	9
2.2 二次育肥影响上下游数据的变化趋势.....	10
投资建议：猪价上涨在即，重视猪周期右侧投资机会.....	11
风险提示.....	13

## 图表目录

图表 1： 养殖结构逐步向规模场集中.....	4
图表 2： 超级猪周期下散户进行短期行为（元/公斤）.....	4
图表 3： 二次育肥利润算法.....	4
图表 4： 我国生猪价格存在季节性走势.....	5
图表 5： 生猪标肥价差存在季节性.....	5
图表 6： 饲料原料价格开始下行.....	5
图表 7： 饲料价格走势（元/公斤）.....	5
图表 8： 生猪各阶段料肉比与生长情况.....	6
图表 9： 气温与生猪出栏均重走势的关联.....	6
图表 10： 假定条件下二次育肥对月度供给量的影响.....	7
图表 11： 生猪价格与能繁存栏的关系.....	8
图表 12： 近三年生猪月均价走势（元/公斤）.....	8
图表 13： 生猪期货下半年给出较好利润预期.....	8
图表 14： 二次育肥成本（元/公斤）.....	9
图表 15： 150KG 二次育肥盈利情况（元/公斤）.....	9
图表 16： 二次育肥利润敏感性分析.....	9
图表 17： 生猪出栏均重（公斤/头）.....	10
图表 18： 生猪出栏均重与肥猪比例同频.....	10
图表 19： 育肥猪饲料产量与定点屠宰量环比走势.....	11
图表 20： 二次育肥占销售比例（%）.....	11
图表 21： 全年生猪出栏量与均价呈现反比关系.....	12



图表 22: 预计 24 年生猪价格前低后高.....	12
图表 23: 生猪出栏均重多数时间与猪价同向.....	12
图表 24: 标肥价差驱动体重上涨.....	13
图表 25: 16 省宰后均重 (公斤/头).....	13

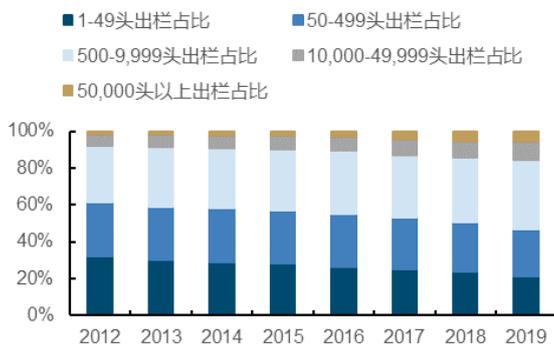


## 二次育肥：产业结构发生变化，投机行为影响猪价节奏

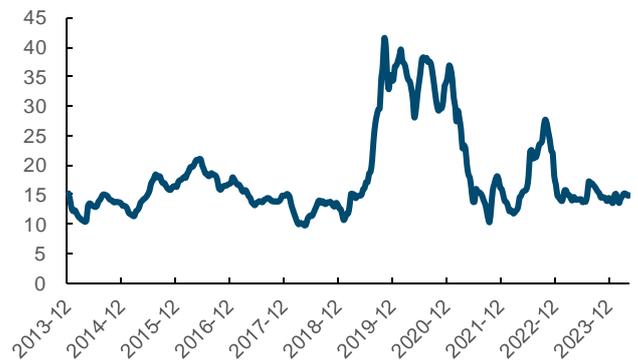
### 1.1 养殖结构变化催生二次育肥，猪价预期引导二次育肥行为

自 2018 年非洲猪瘟进入中国之后，生猪养殖疫病风险大幅增加，散养户由于防疫能力较弱，参与从母猪端开始的自繁自养与外购仔猪育肥的风险度增加，一旦遭受疫病便会出现大额损失。而在此前的“超级猪周期”中，大量散养户受疫病影响损失了能繁母猪，重新购买母猪饲养需要较长的繁育周期，而外购较轻体重的肥猪饲养一段时间后出售不仅疫病风险小，也可以享受高猪价带来的丰厚利润，所以大量中小养殖户开始二次育肥。非洲猪瘟疫情常态化后，散养户补充母猪的积极性下降，大量养殖主体转向专业育肥，二次育肥也变成了一种常规的养殖模式，二次育肥成为短期影响猪价波动的重要因素并且在 2022 年成为猪价大幅上涨的推手之一。

图表1：养殖结构逐步向规模场集中



图表2：超级猪周期下散户进行短期行为（元/公斤）



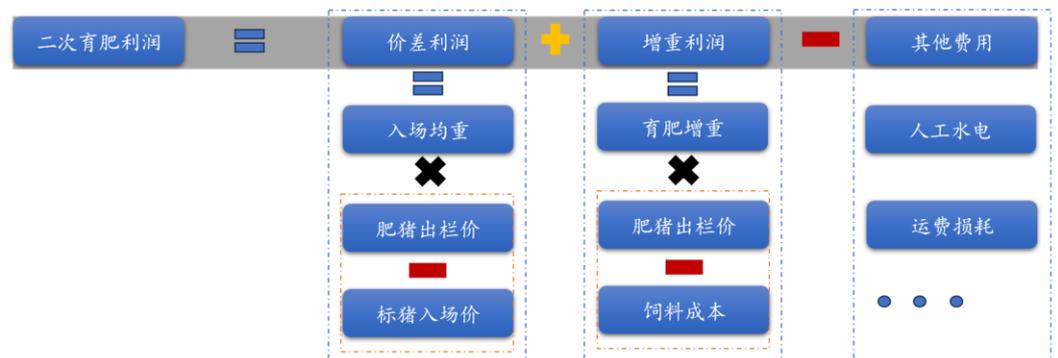
来源：《畜牧兽医年鉴》，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

二次育肥一般指养殖户购买正常出栏的标猪，通过 2-3 个月的育肥后再出售以谋求生猪价差与增重带来的利润；随着养殖结构的变化与养殖户操作灵活度的增加，养殖户目前进行二次育肥的体重范围有所扩大，二次育肥进行的时间也会随行就市，二次育肥饲养时间主要集中在 1-3 个月之间。二次育肥相较自繁自养（10 月以上）与外购仔猪育肥（6 月左右）的时间周期更短，育肥猪饲喂管理也相对简单，因此目前行业内的中小养殖主体多参与二次育肥的投机机会。养殖户二次育肥的利润来源为低买高卖的价差与增重利润，所以标猪收购价、肥猪出栏价、育肥增重成本（饲料价格&人工）、体重变化与其他费用影响二次育肥的利润。其计算方法可以简化为：

$$\begin{aligned} \text{二次育肥利润} &= \text{出栏价} * \text{出栏均重} - \text{入场价} * \text{入场均重} - \text{育肥增重} * \text{饲料成本} - \text{其他} \\ &= \text{入场均重} * (\text{出栏价} - \text{入场价}) + \text{育肥增重} * (\text{出栏价} - \text{饲料成本}) - \text{其他} \\ &= \text{价差利润} + \text{增重利润} - \text{其他费用} \end{aligned}$$

图表3：二次育肥利润算法



来源：国金证券研究所绘制

我们想要跟踪二次育肥，就要知道哪些因素可能会影响到二次育肥的积极性，前文已

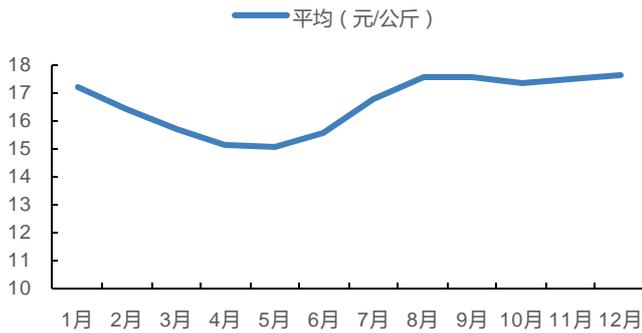


经提到二次育肥主体的目的是获取利润,根据以上公式我们可知未来几个月价格的预期和养殖成本会较大幅度影响当下时间节点二次育肥的积极性,所以我们主要围绕预期销售价格、标肥价差、养殖成本等潜在影响因素探讨对二次育肥的影响:

**价格端关注预期价格&标肥价差。**根据历史经验来看,生猪价格均价下半年好于上半年且在 Q2 出现年内低点,养殖户倾向于低买高卖,所以通常会在消费旺季前进行二次育肥并且在猪价高点出售,养殖户对猪价的预期会影响二次育肥的时机。此外,标肥价差也会影响二次育肥的行情,因为二次育肥出栏时通常重量在 130 公斤以上,所以行业内存在标肥价差的时候通常刺激养殖户进行压栏与二次育肥,而标肥价差的季节性走势使得养殖户喜欢在秋冬季出栏。综上所述,二次育肥多集中在 Q2/Q3 进行,这样可以确保生猪出栏时的生猪价格大概率处在年内较高位置,同时销售时肥猪的市场需求情况较好。

图表4: 我国生猪价格存在季节性走势

图表5: 生猪标肥价差存在季节性



来源: Wind, 国金证券研究所



来源: 涌益咨询, 国金证券研究所

**成本端关注饲料价格&料肉比。**影响养殖户二次育肥决策的除了有预期销售价格,还有决定增重利润的养殖成本。生猪养殖的成本主要由饲料、动保、人工、折旧、能源等因素组成,其中饲料成本占比通常在 60%以上且是成本中波动幅度最大的单项。通常养殖户购回肥猪进行二次育肥时,只需要承担饲料、人工、能源、折旧和运输成本,所以饲料成本在很大程度上影响二次育肥的积极性。当饲料成本比较低的时候,二次育肥增重成本的相对获利空间就更大,养殖户进场二次育肥的积极性就会更高。

过去几年受到宏观环境、地缘政治、极端天气等多因素的扰动,我国玉米、豆粕等农产品价格出现了较大幅度的上涨,尤其是 2020 年地缘政治事件大幅推升了饲料原料价格。饲料价格处于高位使得生猪养殖成本大幅提升,若生猪价格不能预期到较大幅度的上升,二次育肥的积极性就会受到打击。随着 2023 年 9 月猪饲料价格开始逐步回落,养殖户造肉成本出现较大幅度的下降,目前猪饲料价格大约为 3.2 元/公斤左右,以 4:1 的料肉比计算造肉成本约为 12.8 元/公斤,低于当前生猪价格,有利于二次育肥的积极性提升。

图表6: 饲料原料价格开始下行

图表7: 饲料价格走势 (元/公斤)



来源: Wind, 国金证券研究所



来源: Wind, 国金证券研究所

料肉比指的是饲养生猪增加 1 公斤所需的饲料量,生猪在不同的体重段料肉比存在差异,我国生猪通常饲养至 115KG 左右可以获得最优的料肉比,随着生猪体重的上升,饲料转化为生猪体重的效用边际递减,料肉比会随着生猪体重的增加而增加,所以二次育肥对



饲料价格的敏感度也比较高。除了生猪的成长阶段，温度、品种、天气、饲料配方等都会对生猪养殖的效率产生一定的影响。通常来讲春秋天即 25 度左右最适合生猪生长，温度过高或者过低都会影响生猪生长效率并且在运输途中产生较多的损耗，所以在炎炎夏日养殖户并不一定会长期压栏，而会根据生猪的生长情况、价格预期等灵活调整出栏时间。

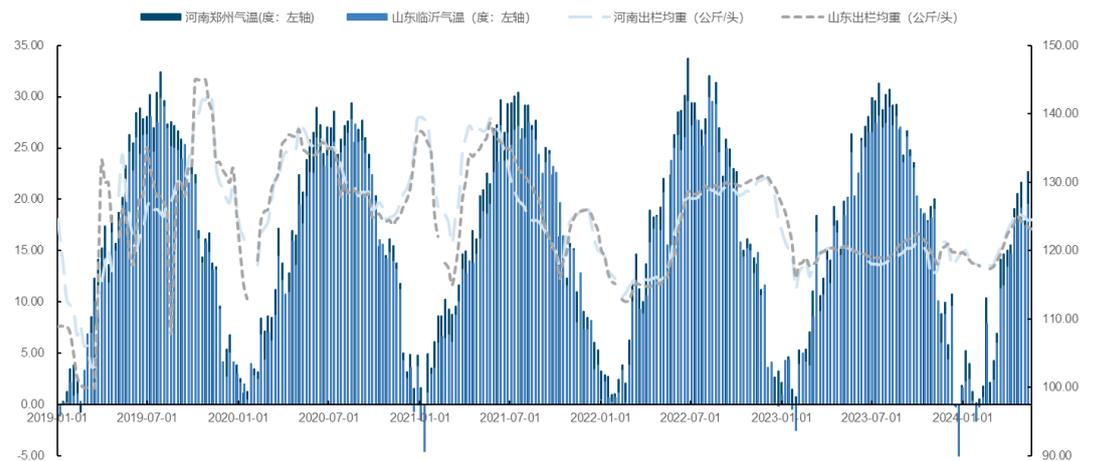
图表8: 生猪各阶段料肉比与生长情况

实验天数	14	28	43	58	76	88	98	118	133	148	156
体重(kg)	74.4	86.8	99.8	111.5	124.8	133.5	140.6	154.4	164.5	174.5	179.8
增重(kg)	12.3	12.4	13	11.7	13.3	8.7	7.1	13.8	10.1	10	5.3
饲喂天数	14	14	15	15	18	12	10	20	15	15	8
日均增重(kg)	0.88	0.89	0.87	0.78	0.74	0.73	0.71	0.69	0.67	0.67	0.66
日采食量(kg)	2.7	3	3.2	3.3	3.5	3.5	3.5	3.75	3.75	3.75	3.8
阶段采食量(kg)	37.8	42	48	49.5	63	42	35	75	56.25	56.25	30
累计采食量(kg)	37.8	79.8	127.8	177.3	240.3	282.3	317.3	392.3	448.55	504.8	534.8
料肉比	3.07	3.39	3.69	4.23	4.74	4.83	4.93	5.43	5.57	5.63	5.66
累计料肉比	3.07	3.23	3.39	3.59	3.83	3.95	4.04	4.25	4.38	4.49	4.54
饲料成本(元/kg)	3.08	3.08	3.08	3.08	3.08	3.08	3.08	3.08	3.08	3.08	3.08
千克重成本(元)	9.47	10.43	11.37	13.03	14.59	14.87	15.18	16.74	17.15	17.33	17.43
累计千克重成本(元)	9.47	9.95	10.44	11.05	11.8	12.18	12.45	13.09	13.49	13.83	13.99

来源:《生猪最佳屠宰上市体重与饲料配方研究应用》, 国金证券研究所

由于压栏与二次育肥会导致生猪出栏均重有所上升,所以我们可以通过出栏均重与气温的关系来判断高温是否对二次育肥产生一定的影响。从 2019 年河南、山东的平均气温与生猪出栏均重对比来看,每年气温最高的 7 月份前后,如果生猪出栏均重过高,的确会在高温环境下出现一定程度的降重,即次育肥行为边际减弱。但是在猪价预期上涨或者生猪均重并不过分重的时候,高温天气下生猪出栏均重仍有边际上升的趋势,比如 2022 年温度最高的几天生猪出栏均重仍在增加。以上情况证明:炎热天气会对二次育肥造成一定的影响,但是核心因素依旧是盈利预期,如果二次育肥预期存在盈利,天气因素对二次育肥的积极性影响有限。

图表9: 气温与生猪出栏均重走势的关联



来源: 涌益咨询, 上海御象, 国金证券研究所

综上所述,影响二次育肥的主要因素是预期盈利,而预期盈利受未来价格预期、标肥价差、饲料成本等因素的影响,考虑到猪价、标肥价差、生猪的生长效率均受季节性因素的影响,二次育肥也呈现出较为明显的季节性特点。虽然二次育肥具有一定的季节性特点,但是本质还是养殖主体的投机行为,当价格预期上涨且饲料成本较低时,二次育肥的积极性较强。

1.2 二次育肥后移供给, 短时猪价或偏强

二次育肥短期内截流了部分向市场供应的生猪,使得猪肉供给短时出现缺口,然而放



大了未来 2 个月后生猪供给的数量，且由于生猪体重的不断增长，整体供应量较此前略有增加。由于二次育肥的数量规模难以跟踪，我们结合历史情况和合理假设建立了量化模型来分析二次育肥对生猪供应的影响。核心假设：1. 全年供给量逐月环比参考 2023 年行业产能变化趋势，首月生猪供给量为 6000 万头；2. 行业平均出栏均重 115KG，屠宰出肉率为 70%；3. 二次育肥行为从 3 月份开始进行，根据涌益咨询数据，去年下半年平均二次育肥比例为 3.16%，10 月份单周出现过接近 10% 的比例；我们认为在猪价上行期二次育肥积极性较去年有所提升，我们假设 3-9 月二次育肥的比例分别为 3%、5%、8%、10%、10%、8%、5%，算数平均数全年约有 4.11% 比例的肥猪参与二次育肥。4. 当年生产与二次育肥猪均在年内出售，不会影响第二年的供给。

图表10：假定条件下二次育肥对月度供给量的影响

	未二次育肥	二次育肥至 150KG		二次育肥至 180KG	
	供肉量 (万吨)	供肉量 (万吨)	供给变化	供肉量 (万吨)	供给变化
1 月	483	483	0.00%	483	0.00%
2 月	481	481	0.00%	481	0.00%
3 月	478	463	-3.00%	463	-3.00%
4 月	476	452	-5.00%	452	-5.00%
5 月	473	454	-4.05%	435	-8.00%
6 月	470	454	-3.39%	445	-5.22%
7 月	467	469	0.57%	457	-2.02%
8 月	463	488	5.22%	486	4.78%
9 月	458	496	8.30%	508	11.05%
10 月	450	498	10.74%	523	16.23%
11 月	442	472	6.76%	500	13.13%
12 月	439	439	0.00%	475	8.16%
合计	5579	5649	1.25%	5709	2.33%

来源：国金证券研究所测算

从测算来看，二次育肥对短期供应的波动造成的影响比较大，且单月二次育肥比例越高，产生的缺口就越大；但是随着二次育肥的滚动进行和前面压栏肥猪的出栏，如果二次育肥占比不能持续边际扩大，3 个月后因二次育肥产生的供给缺口就会减少。而从全年维度来看，二次育肥对整体猪肉的供应主要源自于体重的增加，年化来看对整体猪肉供给影响较小，在我们全年假设有 4.11% 的生猪比例参与二次育肥至 180KG，对整体供给量的增加也仅有 2.33%。二次育肥更多的还是助推短期猪价，难以影响整体的供需格局。

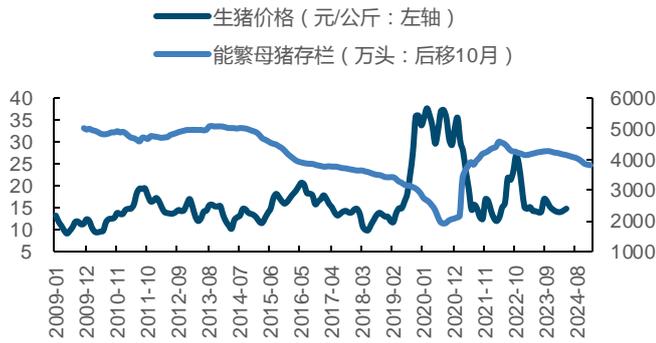
### 1.3 猪价预期上行，二次育肥积极性或有所提升

2023 年全年生猪均价仅为 15.24 元/公斤，是生猪行业近 10 年首次出现全年均价低于行业平均成本的情况，在持续亏损的背景下 2023 年全年生猪产能去化呈现加速态势。根据农业农村部数据，24Q1 生猪行业产能已经连续 15 个月发生调减，整体去化幅度已经达到约 11% 的水平；根据国家统计局数据，24Q1 末我国能繁母猪存栏 3992 万头，较 2022 年末下滑约 9%，是我国自 2021 年以来能繁母猪存栏的最小值。

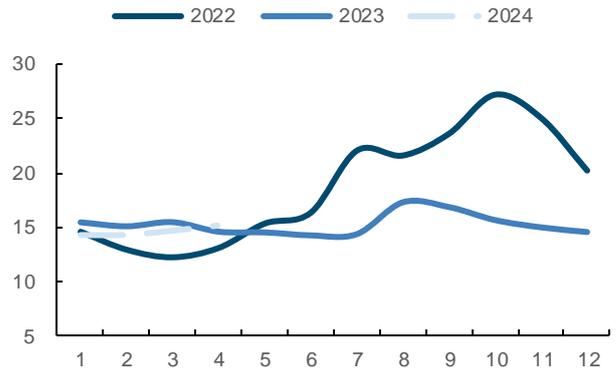
生猪需求具有季节性变化趋势，通常来讲下半年需求端呈现逐步好转的态势，而根据历史能繁母猪存栏与滞后 10 个月的猪价走势来看，能繁母猪存栏量与 10 个月之后生猪价格存在负相关关系。我国能繁母猪存栏自 23 年初的持续下降预示着如果单纯从能繁母猪存栏推算，今年生猪供给端逐月开始下行，而 4 月份开始根据能繁母猪角度推算，供给端开始同比低于去年同期，且下半年供给缺口逐步放大。今年 1-4 月生猪月均价逐步抬升，4 月份全国生猪均价已经高于去年同期，后续随着供需矛盾的逐步显现，生猪价格有望趋势性上行。



图表11：生猪价格与能繁存栏的关系



图表12：近三年生猪月均价走势（元/公斤）



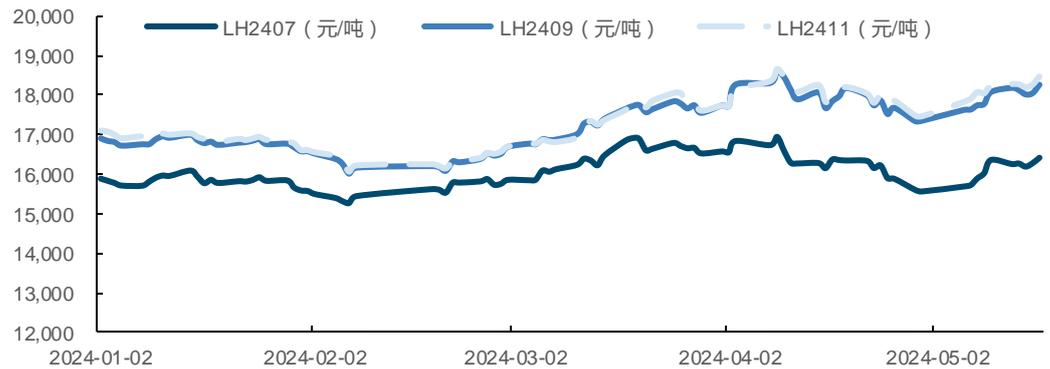
来源：农业农村部，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

生猪期货价格可以在一定程度上反应出产业对未来猪价预期，截至5月17日，LH2407、LH2409与LH2411的价格分别为16420元/吨、18255元/吨与18485元/吨，均高于目前全国生猪15元/公斤出头的均价，盘面给予较为丰厚的价差利润，养殖户在存在涨价预期的背景下入场动机增强。此外，现在购买110KG标猪进行二次育肥2个月后达到150KG，届时标肥价差有望开始逐步走阔，肥猪价格的上涨或带给养殖户更多利润。根据涌益咨询数据，由于2023年生猪价格较为低迷，所以二次育肥在大部分时间处于亏损状态，但是在去年6-8月份进行二次育肥以及年底进行二次育肥的群体依旧有不错的利润，考虑到今年行业内对下半年猪价的看好，二次育肥或在5月底逐步开始启动。

饲料价格自去年9月份以来持续下行，二次育肥的造肉成本低于去年同期的水平。根据我们的测算，目前以16元/公斤的价格买入110KG的标猪入场，其他损耗为0.4元/公斤，在不考虑成活率且饲料价格维持在3.2元/公斤的水平下饲养至150KG，养殖户有望获得200元/头以上的利润；如果生猪价格可以达到期货指引的18元/公斤以上，单头养殖利润有望超过400元。二次育肥相较外购仔猪与自繁自养的饲养时间周期更短，投入资金更少，可以在短时间内兑现下半年猪价预期的利润，今年在散户存栏率较低背景下，二次育肥积极性或较强。

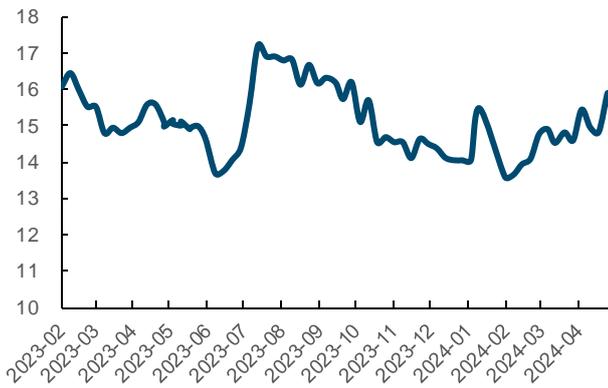
图表13：生猪期货下半年给出较好利润预期



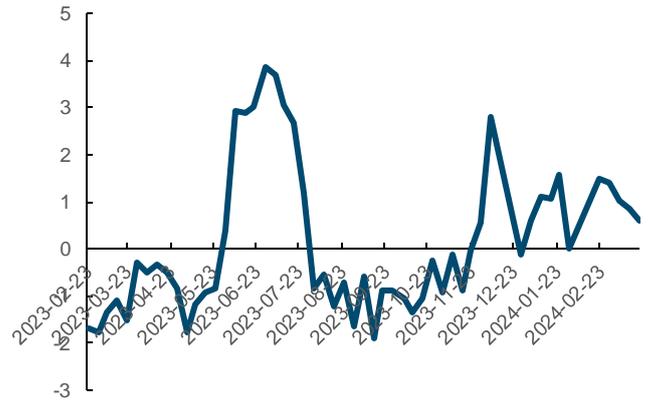
来源：Wind，国金证券研究所



图表14: 二次育肥成本 (元/公斤)



图表15: 150KG 二次育肥盈利情况 (元/公斤)



来源: 涌益咨询, 国金证券研究所 (110KG 标猪, 未考虑成活率与其他费用)

来源: 涌益咨询, 国金证券研究所 (根据当时采购成本假设 2 月后出栏计算)

图表16: 二次育肥利润敏感性分析

利润 (元/头)		预期猪价 (元/公斤)						
		16	16.5	17	17.5	18	18.5	19
标肥价差 (元/公斤)	0.1	-29	46	121	196	271	346	421
	0.2	-14	61	136	211	286	361	436
	0.3	1	76	151	226	301	376	451
	0.4	16	91	166	241	316	391	466
	0.5	31	106	181	256	331	406	481
	0.6	46	121	196	271	346	421	496
	0.7	61	136	211	286	361	436	511

来源: 国金证券研究所测算 (注: 使用《生猪最佳屠宰上市体重与饲料配方研究应用》中不同体重阶段需要的料肉比与饲料量推算)

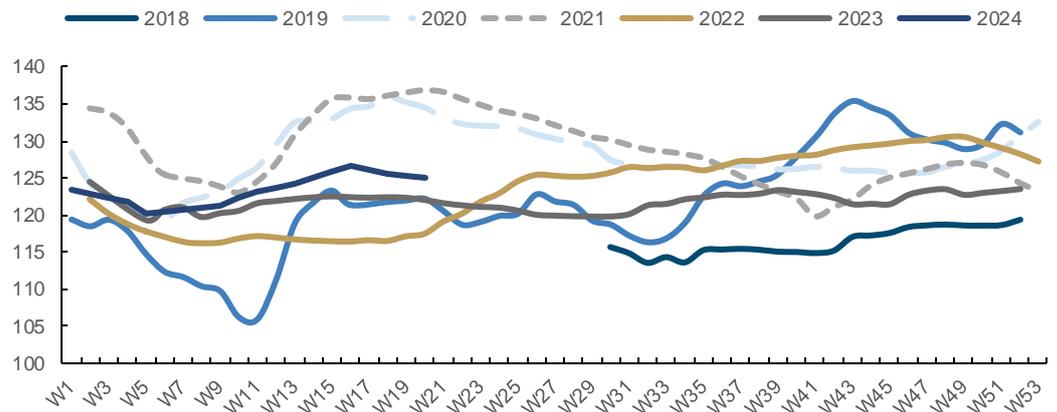
## 二、如何跟踪二次育肥进程

### 2.1 二次育肥直接影响生猪出栏均重

二次育肥是指将标猪继续饲养至更大体重再出栏, 导致的直接结果就是生猪出栏均重的变化。从数据中我们可以发现生猪历史均重多在 100-140 公斤之间浮动, 每年的年底生猪出栏均重会偏大一些, 这与我们前面提到的标肥价差与生猪消费趋势存在一定的关联。以 2022 年行业内集中二次育肥现象为例, 我们可以看到二季度 150KG 以上肥猪出栏比例并未明显提升, 但是生猪出栏均重明显攀升, 行业内二次育肥现象明显增加, 推动体重上涨。到了 2022 年四季度, 生猪出栏均重达到高峰时伴随着 150 公斤以上肥猪出栏比例也到达高峰, 我们发现体重达到高峰反映了行业内肥猪集中出栏的现象, 从而可以倒推行业此前二次育肥的强度。虽然均重与肥猪出栏比例更多反应的是结果, 但是在行业内出现二次育肥现象的时候, 出栏均重不可避免的会逐步上行, 该指标可以用来观察趋势。

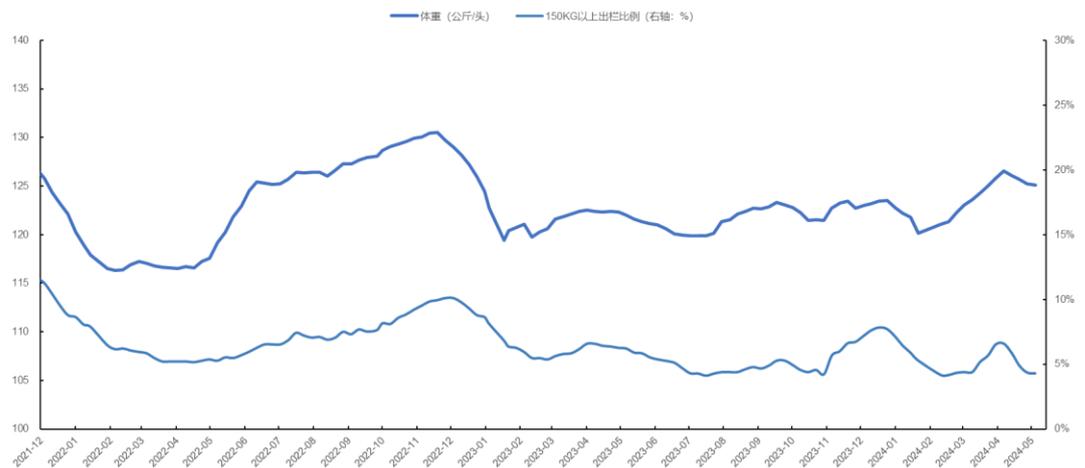


图表17: 生猪出栏均重 (公斤/头)



来源: 涌益咨询, 国金证券研究所

图表18: 生猪出栏均重与肥猪比例同频



来源: 涌益咨询, 国金证券研究所

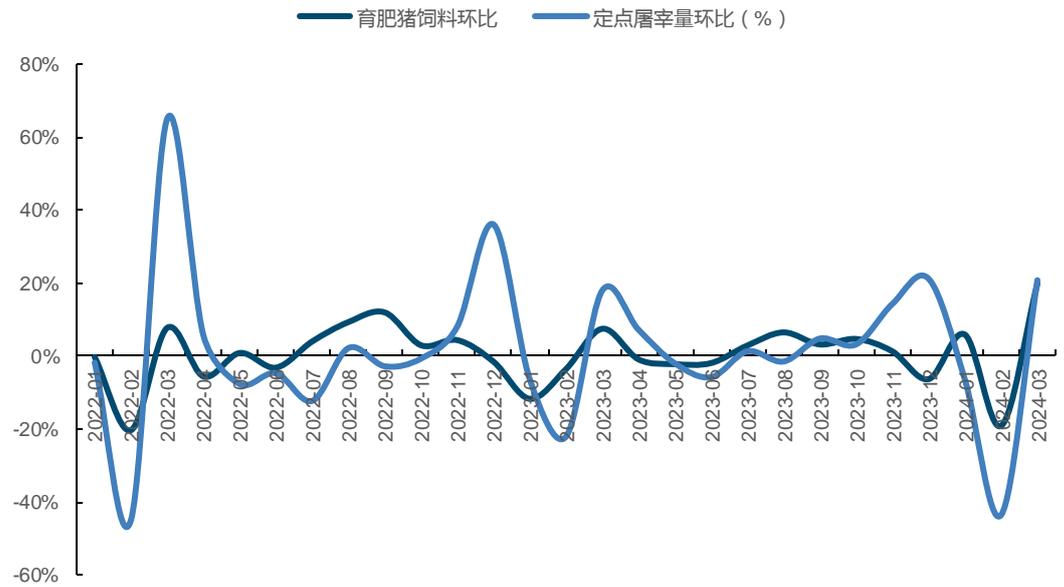
## 2.2 二次育肥影响上下游数据的变化趋势

虽然我们难以直接观测二次育肥的体量,但是我们可以通过上下游数据的趋势变化来大致判断二次育肥的体量。生猪出栏只有两个流向,要么是进入屠宰场宰杀后卖肉,要么就流入二次育肥再次饲养,其中的统计数据便是屠宰量与饲料消耗量。正常情况下屠宰量应该与产能变动方向同频,即育肥猪料消耗量应该与屠宰量同向变动,如果理论上产能环比变化的幅度与屠宰量环比变化存在较大背离,则说明部分出栏肥猪进入二次育肥环节。

由于生猪消费存在较强的季节性波动,所以我们可以观察到春节前后屠宰量会有比较大的波动,而二次育肥体量的变化也对四季度屠宰量造成一定量的影响。对比2022年以及2023年育肥猪饲料与屠宰量环比变化趋势来看,2022年7月份后育肥猪饲料产量环比出现较大幅度的增长,而屠宰量整体呈现持平略降的情况;而2023年两者环比变化幅度则相对比较贴近。对比这两年同期的生猪出栏均重也可以看到,2022年7-11月生猪出栏均重从125公斤增长至130公斤左右,而2023年同期则是从119公斤增长至121公斤,二次育肥强度明显小于2022年同期。然而饲料与屠宰数据的频率为月度,相比均重数据更加滞后,因此可以用来验证是否出现二次育肥,但是不能作为前置指标。



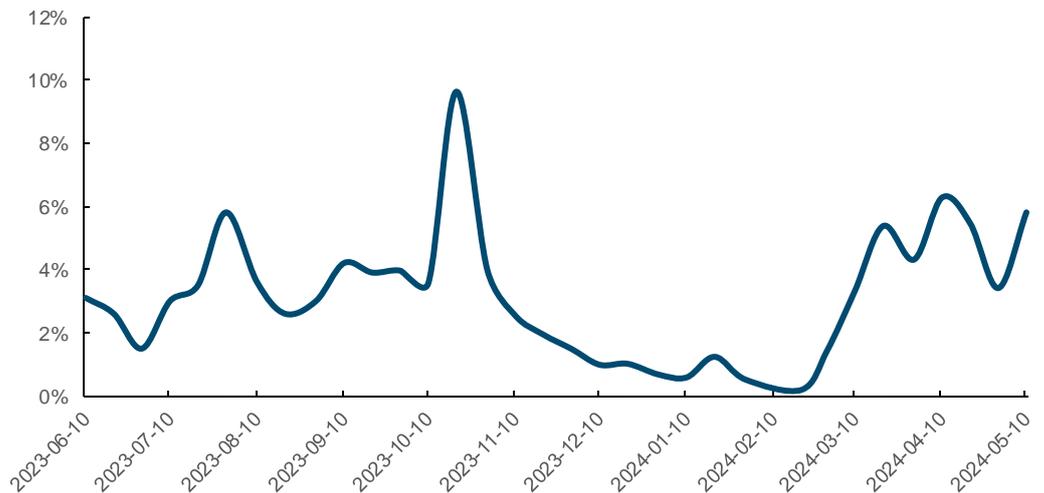
图表19：育肥猪饲料产量与定点屠宰量环比走势



来源：饲料工业协会，农业农村部，国金证券研究所

另外一个可用指标是二次育肥占生猪实际销量的比例，该比例越高则说明近期二次育肥情绪较强，短期内供给有所减少。除了观察此指标外，还可以关注中小体重标猪的价格，如果中小标猪价格明显强于肥猪/标猪，则说明二次育肥入场积极性较高。从二育占实际销量的数据来看，今年3月份以来二次育肥的参与度有所增加，五一节后二次育肥占比在大幅下跌后回升至 5.80%，但是明显低于去年 10 月份的比例，预计后续二次育肥比例有望增加。

图表20：二次育肥占销售比例 (%)



来源：涌益咨询，国金证券研究所

### 投资建议：猪价上涨在即，重视猪周期右侧投资机会

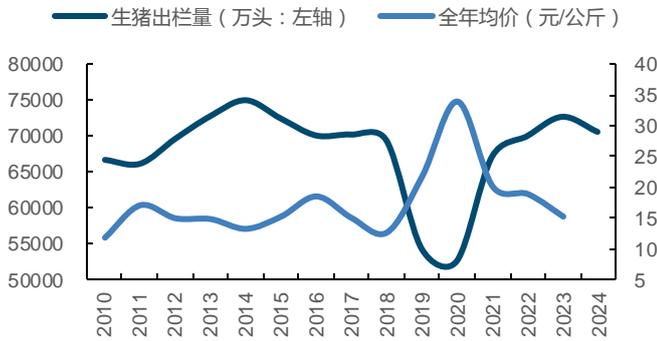
在假设 2024 年生产效率与前一年基本持平的情况下，预计 2024 年生猪出栏量位于 2022 与 2023 年之间，2022 与 2023 年生猪全年均价分别为 18.91 元/公斤与 15.24 元/公斤（月均价算术平均数），预计全年均价处于此范围内。根据国家统计局数据 24Q1 生猪出栏 1.95 亿头，同比下滑 2.23%，根据农业农村能繁母猪存栏数据计算得到 24Q1 生产效率较去年同期有所下滑，我们认为是去年 Q4 北方疫病使得行业生产效率略有波动，预计对下半年生猪供给或存在持续扰动。自 24 年 4 月份之后，对应 10 个月之前能繁母猪存栏开



始同比转负，虽然生猪均重、二次育肥等行为或对短期供给造成影响，但是考虑到供给端的持续下降以及前期疫病对产能的影响，预计下半年猪价存在显著向上动力。

图表21：全年生猪出栏量与均价呈现反比关系

图表22：预计24年生猪价格前低后高



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

在猪价相对乐观预期下，预计累库有望助推后续猪价上涨。从历史生猪均价与出栏均重的数据来看，多数时间出栏均重的变动方向与生猪均价的变动方向一致，即累库过程中短时供给减少，生猪价格应当上行。2018年9月至2019年1月，非洲猪瘟在北方集中爆发，受到疫病影响可以看到季节性体重上升并未拉动猪价，反而因为疫病生猪集中抛售导致体重大幅下降。2019年二季度猪瘟开始向南方蔓延，生猪出栏体重再次大幅下降。2021年初由于供给过剩，行业内大幅压栏也未能改变猪价向下的颓势，但是当均重下降至121公斤左右开始累重，我们看到猪价同频上涨。如果不是生猪供给严重过剩，正常情况下累库过程中猪价逐步上涨，而去库过程中猪价出现回调。

图表23：生猪出栏均重多数时间与猪价同向



来源：涌益咨询，国金证券研究所

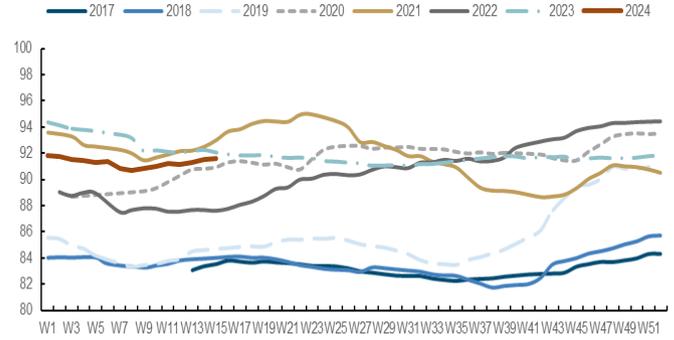
去年4季度北方疫病影响下行业整体存栏有所下降，行业内大肥猪存栏有所下降，直到目前肥猪依旧较标猪存在价格优势，叠加年初以来行业出栏均重的持续增加使得生猪价格中枢自年初以来持续抬升。近期生猪出栏均重略有下滑，但是在去库过程中生猪价格依旧较为坚挺，目前生猪出栏均重已经下降至125.08公斤/头，较去年同期高3.06公斤/头；生猪宰后均重为91.59公斤/头，低于去年同期水平。虽然前期二次育肥的出栏和北方集团场的降重对短时猪价上涨或存在一定的压力，但是行业内对下半年看涨信心充足、生猪出栏均重仍有较大上升空间、标肥价差推动养殖户养肥猪等因素或使得二次育肥积极性有所提升。目前生猪价格处于上涨的临界点，随着去库压力的逐步减小，二次育肥的积极性逐渐提升，生猪价格有望迎来趋势上行。



图表24: 标肥价差驱动体重上涨



图表25: 16省宰后均重(公斤/头)



来源: 涌益咨询, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

根据能繁母猪存栏量推算, 4月份前后生猪供给同比开始低于去年同期且下降幅度逐步扩大, 预计随着降重的影响逐步弱化, 供给端的缺口逐步体现, 生猪价格有望持续上涨且在下半年给出不错的利润。目前行业内有能力大量补充产能的主体较少, 4月份在生猪价格回暖的状态下行业产能持续去化, 在行业高负债的背景下, 行业产能有望持续去化, 从而拉长本轮周期持续的时间。生猪产能已经去化15个月之久, 生猪产能已经处于2021年以来的低位, 猪周期有望在下半年迎来反转, 随着周期反转时间渐近, 建议积极布局生猪板块的投资机会, 建议优选成本端控制优秀且能持续扩张的优质企业。大型养殖企业建议关注: 牧原股份、温氏股份等; 中小规模养殖企业建议关注: 华统股份、唐人神、巨星农牧、新五丰等。

### 风险提示

- 猪价不及预期——数据统计有误导致猪价推演出现错误;
- 动物疫病爆发——动物疫病爆发将使养殖行业大额亏损;
- 原材料价格波动——饲料原料价格上涨影响养殖企业盈利能力。



**行业投资评级的说明：**

- 买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
- 中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究