

农林牧渔

投资建议： 强于大市（维持）

上次建议： 强于大市

如何看待本轮猪周期变化？

➤ 供求关系下的猪周期

生猪价格遵循最基本的供需理论，由于猪肉需求年度之间相对稳定，供应弹性大于需求弹性，形成以供给侧主导的周期性变化。产能变化跟随猪价同步变化。由于散户的养殖投入规模小，进出市场相对容易，养殖利润波动下散户容易追涨杀跌，加剧了行业产能的增减，而生猪产能变动（母猪存栏）到产能兑现（商品猪出栏）存在滞后性，形成供需错配的循环。

➤ 历史的猪周期回溯表现

生猪养殖行业存在明显的周期性现象，一般3-4年为一次完整的猪周期。2006年以来共经历的4轮完整的猪周期，疫情和政策是历史猪周期的主要影响因素。例如，2006年蓝耳病，2014年环保政策拆迁，2018年的非洲猪瘟。持续时间较长的疫情会严重影响生猪供给，环保政策趋严造成散户的加速退出，造成供应大幅缩减，从而带来猪价的周期性变化。

➤ 猪周期的规律和启示

1) 以往周期猪价中枢逐步抬升，主要是由于近20年来人工、土地、饲料原料等价格持续上升，导致养殖成本增加，从而推动猪价长期趋势向上。
 2) 猪周期呈现牛短熊长，上行期一般维持1.5-2年，且往往短于下行期。
 3) 从历史周期来看，几乎每一轮的价格低位都在4-5月的需求淡季；猪周期反转前往往会经历3-5个月的深度亏损。

➤ 目前正处于猪周期上行阶段

首先明确猪价上涨的中长期逻辑是供应短缺，2023年冬季疫情损失导致供应减少的逻辑逐渐兑现。价格反映当下真实供需状态，3月猪价淡季不淡，5月底猪价快速上涨至行业平均成本以上。考虑今年二育群体相对理性，且以滚动操作为主，对猪价向上运行过程的扰动相对可控。长期来看，前期产能调减将逐步致后市供应呈现减量态势，叠加下半年生猪消费逐渐提升，综合来看猪价有望继续上行。

➤ 投资建议：把握生猪养殖板块右侧投资行情

从历史右侧板块投资节奏看，无非关心生猪市场行情拐点（或已显现）和高度（持续性）。考虑过去一年多产能去化一直延续，目前看右侧行情仍有空间。个股而言，关注重点应落脚在兑现度，包括出栏量兑现和养殖成绩改善，重点把握仍处历史中枢估值分位数以下标的。推荐牧原股份、温氏股份、巨星农牧、神农集团、唐人神、新五丰、天康生物等；同时推荐后周期动保及饲料板块，如海大集团等。

风险提示：发生疫病的风险，生猪价格长期处于低位，原材料价格波动的风险。

相对大盘走势



作者

分析师：王明琦

执业证书编号：S0590524040003

邮箱：wmq@glsc.com.cn

联系人：涂雅晴

邮箱：tuyq@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《农林牧渔：如何看待4月能繁母猪存栏变动情况？》2024.05.15
- 2、《农林牧渔：水产养殖景气上行，重视水产链投资机会》2024.05.15

正文目录

1. 如何看待历史猪周期?	3
1.1 历史猪周期回溯和变化	3
1.2 猪周期的规律和启示	4
2. 如何看待本轮猪周期?	6
2.1 目前处于猪价上行期	6
2.2 猪价高点有望突破 20 元/kg	7
3. 投资建议:把握生猪养殖板块右侧投资行情	8
4. 风险提示	9

图表目录

图表 1: 生猪繁育周期	3
图表 2: 历年猪价变化和周期表现	4
图表 3: 历史猪周期划分	5
图表 4: 不同产能去化幅度对应猪价变化	5
图表 5: 2009 年以来的猪粮比价	6
图表 6: 2018 年以来猪价变化和周期划分 (元/kg)	7
图表 7: 全国商品猪出栏均价 (元/kg)	7
图表 8: 能繁母猪存栏量 (万头)	8

1. 如何看待历史猪周期？

生猪价格遵循最基本的供需理论，决策到产能兑现时滞导致供需错配的循环。由于猪肉需求年度之间相对稳定，供应弹性大于需求弹性，形成以供给侧主导的周期性变化。产能变化跟随猪价同步变化。由于散户的养殖投入规模小，进出市场相对容易，养殖利润波动下散户容易追涨杀跌，加剧了行业产能的增减，而生猪产能变动（母猪存栏）到产能兑现（商品猪出栏）存在滞后性，形成供需错配的循环。

举例来说，猪价上涨高利润刺激养殖户补栏后备母猪，4 个月后才能开始配种，妊娠分娩需 4 个月得到断奶仔猪，仔猪育肥 6 个月出栏，整个过程需要大约 18 个月（见图 1）。当生猪出栏增加后供过于求导致猪价下跌，养殖户开始淘汰母猪，同理需大约 18 个月产能出清。这一过程就是 3-4 年一轮的猪周期理论基础。

图表1：生猪繁育周期



资料来源：国联证券研究所

1.1 历史猪周期回溯和变化

生猪养殖行业存在明显的周期性现象，一般 3-4 年为一次完整的猪周期。2006 年以来共经历的 4 轮完整的猪周期，疫情和政策是历史猪周期的主要影响因素。例如 2006 年蓝耳病，2014 年环保政策拆迁，2018 年的非洲猪瘟。

(1) 2006-2010 年：疫情是主要因素。产能供给先下滑后上升。2006 年猪“蓝耳病”影响行业供给下滑同时价格上涨，2009 年初受“瘦肉精”和“甲型 H1N1 流感”影响，猪价继续出现大幅下挫。

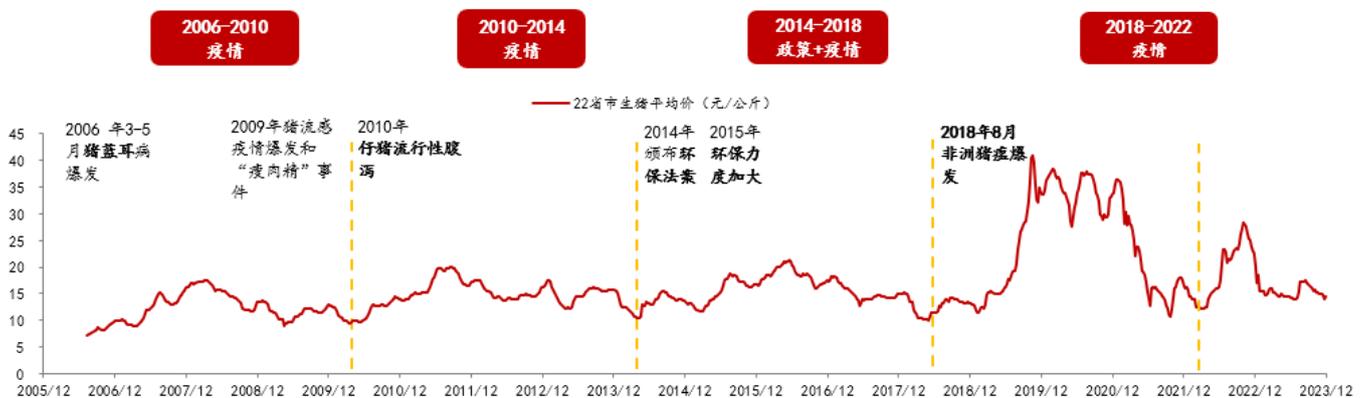
(2) 2010-2014 年：疫情是主要因素。随着猪肉价格低于行业生产成本，行业快速去产能使得能繁母猪存栏量下跌；同时叠加 2010 年冬季发生仔猪流行性腹泻，生猪出栏量迅速下滑，导致猪肉价格在 2011 年 8 月达到峰值；此后，大量养殖户扩产，能繁母猪存栏量达到 2012 年 10 月的历史高点，猪肉随之进入长达 2 年半的下跌通道。

(3) 2014-2018 年：政策是主要因素，产能减少。猪肉价格在 2015 年初出现

季节性波动后，于 2015 年 3 月开始上涨。猪肉价格在 2016 年到达周期性高点后呈现波动下降趋势，下降幅度远超以往年份。主要系环保去产能导致禁养、限养区域内散养户将能繁母猪出售给其他规模化企业并抛售手中存栏生猪，导致生猪存栏量下滑且市场供应量增长。

(4) 2018-2022 年：疫情是主要因素，2018 年 8 月的非洲猪瘟发生，疫情由北往南发展，产能去化幅度达到历史之最。20 年年底母猪存栏基本恢复，21 年 1 月进入下行周期，6 月开始全面亏损驱动母猪产能淘汰，22 年 4 月现货底部上涨进入新一轮新周期上行期。

图表2：历年猪价变化和周期表现



资料来源：Wind，国联证券研究所

1.2 猪周期的规律和启示

从过去 4 轮完整的周期下，可以发现猪周期的规律，以及探究其变化背后的原因。

1、猪价中枢逐步抬升。主要是由于近 20 年来人工、土地、饲料原料等价格持续上升，导致养殖成本增加，从而推动猪价长期趋势向上。

2、猪周期呈现牛短熊长。上行期一般维持 1.5-2 年，且往往短于下行期。猪周期呈现牛短熊长主要原因是补栏和淘汰对猪价变化反应不同。上行期补栏速度是决定盈利机会，通常能跟随猪价上涨趋势补栏。而猪价从高价开始回落的前期，养殖仍有利润的阶段养殖户仍会选择继续扩张，直至猪价回落至成本以下造成亏损才会开始刺激产能去化，母猪存栏回升往往滞后猪价开始下跌，导致下行期一般长于上行期。

图表3：历史猪周期划分

	时间	月数	上行期	月数	下行期	月数
周期一	1995/6-1999/5	47	1995/6-1997/10	28	1997/10-1999/5	19
周期二	1999/5-2003/5	48	1999/5-2001/12	21	2001/2-2003/5	27
周期三	2003/5-2006/5	36	2003/5-2004/9	16	2004/9-2006/5	20
周期四	2006/5-2010/4	47	2006/5-2008/4	23	2008/4-2010/4	24
周期五	2010/4-2014/4	48	2010/4-2011/9	17	2011/9-2014/4	21
周期六	2014/4-2018/5	49	2014/4-2016/5	25	2016/5-2018/5	24
周期七	2018/5-2022/4	47	2018/5-2020/1	22	2020/1-2022/4	15

资料来源：Wind，国联证券研究所

3、猪周期见底反转的特点：

1) 猪价见底通常出现在 4-5 月份。从历史周期来看，几乎每一轮的价格低点都在 4-5 月出现。主要原因是猪肉需求在一年中呈现季节性特点。全年消费最旺是 11 月至春节前，国庆中秋双节的 9-10 月次之，最淡季是春节后的 3-5 月，6-8 月次之，需求从 9 月开始回暖。

2) 猪周期反转前往往会经历 3-5 个月的深度亏损。猪粮比是一种利润指标，是指生猪价格与玉米价格的比值，也是政府调控猪价的主要预警指标。国家在猪粮比低于 6:1 时一般会通过收储的方式进行供需调节。当猪粮比低于 6 视为亏损状态，2006 年以来，四轮周期反转前都经历 5 个月左右的亏损期，且往往在上半年的需求淡季出现。

4、猪价对于供应变化弹性极大。由于猪肉需求年度之间相对稳定，供应弹性大于需求弹性。由于根据过去猪价回溯，我们发现，产能去化幅度 10% 左右，对应到猪价底部到高点弹性超过 100%。2022 年周期产能去化幅度与 2010 年周期相似，或因为二次育肥等投机因素导致猪价波动幅度增加，2022 年猪价底部到高点变化幅度超过 160%。

图表4：不同产能去化幅度对应猪价变化

	时间	猪价最低点 (元/kg)	猪价最高点 (元/kg)	产能去化幅度	猪价变化幅度
周期一	2010/4-2014/4	9.48	19.92	8.2%	110%
周期二	2018/5-2021/6	10.01	40.98	44%	309%
周期三	2021/6-2022/12	10.78	28.32	8.5%	163%

资料来源：Wind，国联证券研究所

图表5：2009年以来的猪粮比价



资料来源：Wind，国联证券研究所

2. 如何看待本轮猪周期？

2.1 目前处于猪价上行期

我们认为利润驱动下猪周期仍然存在，大周期嵌套小周期运行。近几年周期异常追根溯源是 2019-2020 年的暴利周期，行业快速积累利润和吸引外来资本流入，同时猪价打破以往 20 元/公斤的天花板。超级盈利期后行业面对无序扩张的产能，需要更长时间的出清。我们将 2021 年以来的猪价的波动进行讨论：

1) 大周期：以猪价波动来划分，2018 年至今仍处于非瘟周期，以 2019 年为上行期的起点，2021 年至今仍处于大周期的下行阶段。周期反转仍未出现，行业经历连续 3 年的亏损期，仍在消化前期积累的产能。

2) 小周期：以母猪产能来划分，2021 年 6 月-2022 年 12 月，经历一轮产能从去化到恢复的完整周期。2023 年 1 月开启新一轮产能去化，至 2024 年 4 月，能繁母猪存栏已经累计去化 9.2%。

图表6：2018年以来猪价变化和周期划分（元/kg）



资料来源：Wind，国联证券研究所

目前正处于猪周期上行期。首先明确猪价上涨的中长期逻辑是供应短缺，2023年冬季疫情损失导致供应减少的逻辑逐渐兑现。价格反映当下真实供需状态，3月猪价淡季不淡，5月底生猪出栏价快速上涨至17.11元/kg，达到行业平均成本线以上。考虑今年二次育肥群体相对理性，且以滚动操作为主，对猪价向上运行过程的扰动相对可控。猪价回调程度有限。长期来看，前期产能调减将逐步致后市供应呈现减量态势，叠加下半年生猪消费逐渐提升，综合来看猪价有望继续上行。

图表7：全国商品猪出栏均价（元/kg）



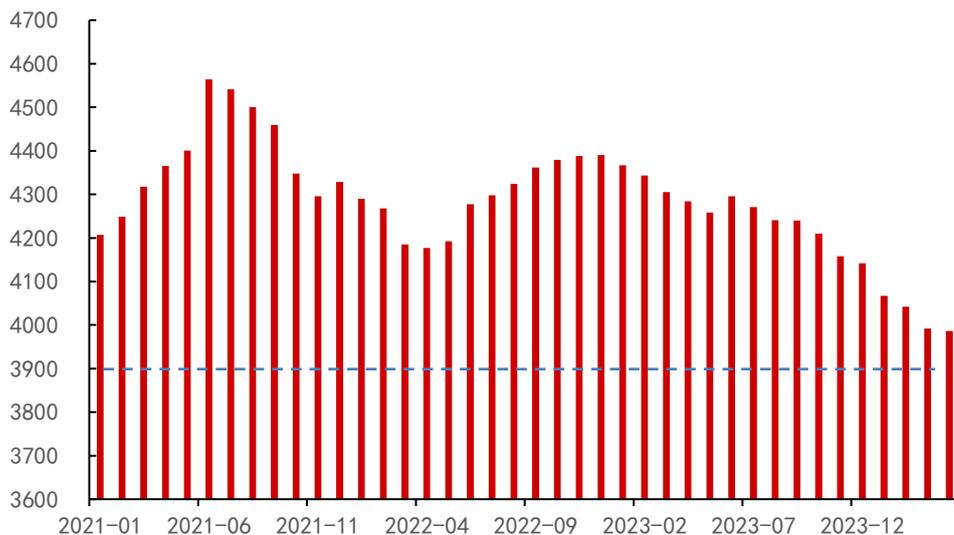
资料来源：涌益咨询，国联证券研究所

2.2 猪价高点有望突破 20 元/kg

本轮周期猪价高点可期。能繁母猪存栏连续下降超过一年，2024年4月国家统计局/农业农村部能繁母猪存栏3986万头，较2022年12月高点下降9.2%，产能调减幅度足以支撑猪周期反转。2023/2024年度产能去化幅度较2021/2022年度更高，考虑到养殖效率提升等因素，我们预计猪价高点较低点（13元/kg）反弹60-70%，即本轮猪价高点有望超过20元/kg。

后续能繁存栏或处于稳定微增态势。①当前 7kg 仔猪销售均价超 500 元/头，在行业普遍断奶仔猪成本线以上，仔猪销售有较好利润；②考虑养殖端对后市猪价预期乐观，叠加饲料成本较前期高点有一定回落，育肥猪养殖有望逐步恢复盈利；③当前猪病情况相对稳定，展望后市，除非南方雨季导致疫病传播严重，否则猪病对产能的减损影响在边际弱化。综合来看，仔猪销售盈利+后市猪价预期乐观，下半年能繁母猪存栏或呈现稳定微增态势。

图表8：能繁母猪存栏量（万头）



资料来源：国家统计局，农业农村部，国联证券研究所

3. 投资建议：把握生猪养殖板块右侧投资行情

复盘 2021 年以来猪股右侧行情，猪价上涨过程伴随股价较强表现。①2021 年 9 月 22 日-2021 年 11 月 15 日期间，肥猪价涨 79%，仔猪价涨 141%，生猪养殖申万（前复权）涨 32%。②2022 年 5 月 22 日-2022 年 7 月 13 日期间，肥猪价涨 54%，仔猪价涨 24%，生猪养殖申万（前复权）涨 38%。

历史数据看，能繁母猪存栏去化 10%则后期猪价低点回升幅度约 80%-100%，2024 年 4 月国家统计局/农业农村部能繁母猪存栏 3986 万头，较 2022 年 12 月高点下降 9.2%，2024H2 猪价回暖或可期。

生猪养殖“信心指数”拐点或已现，重视板块右侧投资机会，把握兑现度高和估值低的标的。从中期维度看，仔猪价格于去年底触底回升、春节后育肥猪价“淡季不淡”、猪病影响边际转弱、饲料端成本持续下降，养殖端“信心指数”正逐步回升，表明板块右侧行情的到来。

从历史上右侧板块投资节奏看，无非关心生猪市场行情拐点（或已显现）和高度（持续性）。考虑过去一年多产能去化一直在延续，当前养殖端资金状况尚未恢

复且即将到来的雨季对南方猪病防控亦有压力，目前看右侧行情仍有空间。对于个股而言，关注的重点应落脚在兑现度。这其中包括养殖企业出栏量的兑现和养殖成绩的改善，重点把握仍处于历史中枢估值分位数以下的标的。

投资建议：推荐牧原股份、温氏股份、巨星农牧、神农集团、唐人神、新五丰、天康生物等；同时推荐后周期动保及饲料板块，如海大集团等。

4. 风险提示

(1) 发生疫病的风险：生猪养殖过程中发生的疫病，主要有非洲猪瘟、蓝耳病、猪瘟、猪呼吸道病、猪流行性腹泻、猪伪狂犬病等。发生疾病传播会给行业及公司带来重大经营风险，一是疫病的发生将导致生猪的死亡，直接导致生猪产量的降低；二是疫病的大规模发生与流行，易影响消费者心理，导致市场需求萎缩、产品价格下降，对生猪销售产生不利影响。

(2) 生猪价格长期处于低位：商品猪市场价格的周期性波动导致生猪养殖行业的毛利率呈现周期性波动，公司的毛利率也呈现与行业基本一致的波动趋势。未来，若生猪销售价格出现大幅下降或上涨幅度低于成本上涨幅度，或者公司生猪出栏规模增加幅度低于价格下降幅度，则公司存在业绩难以保持持续增长，甚至大幅下降、亏损的风险。

(3) 原材料价格波动的风险：总体来看，由于各项营业成本构成变动幅度存在差异，过去几年小麦、玉米和豆粕等主要原材料成本合计占生猪养殖营业成本的比例约在 55%-65%，因此，上述大宗农产品价格波动对养殖公司的主营业务成本、净利润均会产生较大影响。

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。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及/或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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及/或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。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街 208 号中粮置地广场 A 塔 4 楼

上海：上海浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇一座 37 楼

无锡：江苏省无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 12 楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 1 期 13 楼

电话：0510-85187583