

产能与库存或将延续出清，生猪养殖有望迎来行业拐点

——生猪养殖行业研究

投资要点

- 存栏能繁母猪与存栏生猪或将延续出清，支撑未来猪价上涨
- 1) 中国活猪价格自2023年2月至2024年5月以来一直在15元/公斤左右的相对历史低位反复震荡，已经持续了近15个月的时间。2023年全年的活猪均价约为15.07元/公斤，与牧原股份2023年商品猪全年平均完全成本15.00元/公斤基本持平。与之对应的是申万生猪养殖板块大幅亏损，资产负债率显著升高，弱化了生猪养殖企业补栏意愿，利好产能与库存出清。
- 2) 在猪价反复磨底阶段，申万生猪养殖板块利润大幅下滑，2023年申万生猪养殖板块合计亏损100亿元，2024Q1合计亏损59亿元，与之对应的是能繁母猪存栏量自2023年6月至2024年4月逐渐下降，推动了产能端去化。
- 3) 在活猪价格低位运行阶段（2023年2月至今）能繁母猪和生猪存栏量虽整体而言有所下降，但仍位于历史相对高位，截至2024年3月，中国生猪存栏量为40,850万头，截至2024年5月，中国能繁母猪存栏量为3,996万头，存栏生猪和能繁母猪出清可能未至拐点。受猪价长期低位运行的影响，抗损能力较弱、融资能力不足、成本不具优势的小规模养殖企业和散养农户或逐步清栏退场，生猪养殖行业或迎来周期拐点。
- 4) 截至2023年年末，中国生猪出栏总量为72,662万头，生猪出栏量居前十的上市公司合计出栏量约为14,915万头，占全国生猪总出栏量的比重约为21%，相较2022年略有提升。但就我国生猪养殖业目前情况来看，散养农户仍保有较大基数，行业集中度相对较低。未来随着行业集中度提高，龙头企业将获益于市场份额扩大，周期波动有望更加平滑。

投资建议

建议关注产业链一体化布局，疫病防控能力较强，具备规模优势、成本优势和产业链优势的牧原股份和温氏股份。

风险提示

建议关注饲料价格波动风险、突发大规模疫病风险和生猪价格不及预期的风险。

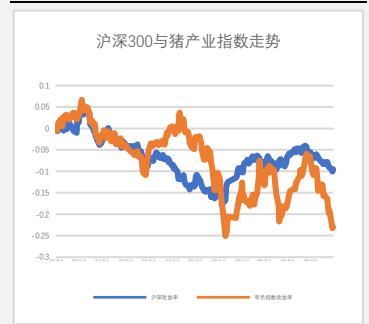
投资评级：看好

分析师：史伟龙

执业登记编号：A0190523050007

shiweilong@yd.com.cn

沪深300与猪产业指数走势



资料来源：wind，源达信息证券研究所

目录

一、猪产业链和猪周期	3
1、生猪养殖是猪产业链中重要一环，包含育种和养殖两个环节.....	3
2、生猪价格呈现周期性特点，对行业有重要影响	3
二、中小散合计产能较大，但抗周期能力较弱	4
1、中小散产能出清，支撑上轮周期猪价反转	4
2、近年来行业集中度有所提升，但小规模养殖户体量依然较大.....	6
三、猪价延续低位震荡，反复磨底推动产能、库存出清	6
1、猪价低位运行，反复磨底，行业盈利整体受损	7
2、猪价磨底，盈利受损，推动资产负债率走高.....	8
3、价格低位震荡阶段的产能、库存或未至拐点，价格走势有待观察	9
4、综合因素推动产能、库存出清，行业拐点或将来临.....	10
五、投资建议	11
1、牧原股份.....	11
2、温氏股份.....	12
六、风险提示	13
分析师声明.....	14

图表目录

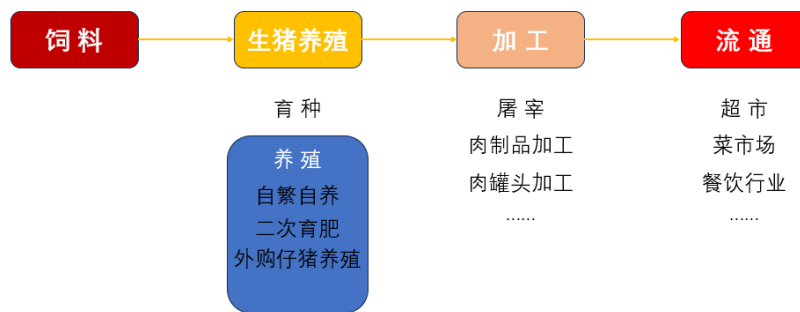
图 1：猪行业产业链.....	3
图 2：猪周期一般循环轨迹	3
图 3：生猪生长周期.....	4
图 4：活猪价格走势（元/公斤）	4
图 5：2014-2018 年间养殖场数量变化结构性占比（%）	5
图 6：中国生猪养殖行业市场集中度（%）	6
图 7：活猪价格（元/公斤）	7
图 8：申万生猪养殖板块净利润（亿元）	7
图 9：活猪价格（元/公斤）与申万生猪板块资产负债率（%）	8
图 10：能繁母猪存栏量（万头）与生猪存栏量（万头）	9
图 11：能繁母猪存栏量（万头）与十个月后猪价（元/公斤）	9
图 12：生猪养殖板块净利润（亿元）和经营净现金流（亿元）	10
图 13：价格磨底阶段能繁母猪存栏量（万头）	10
图 14：价格磨底阶段生猪存栏量（万头）	10
图 15：营业总收入（亿元）	11
图 16：扣非后归属母公司股东的净利润（亿元）	11
图 17：营业总收入（亿元）	12
图 18：扣非后归属母公司股东的净利润（亿元）	12

一、猪产业链和猪周期

1、生猪养殖是猪产业链中重要一环，包含育种和养殖两个环节

生猪养殖为饲料养殖产业链的其中一个环节,主要包括育种和养殖,其上游为饲料相关企业,饲料成本在生猪养殖成本结构中占据相当的比例,对养殖利润有显著影响。其下游主要为加工环节,主要包括宰杀、肉制品加工和肉罐头加工。相关产品最后将流入超市、菜市场、餐饮行业等流通环节被消费者购买食用。

图 1：猪行业产业链

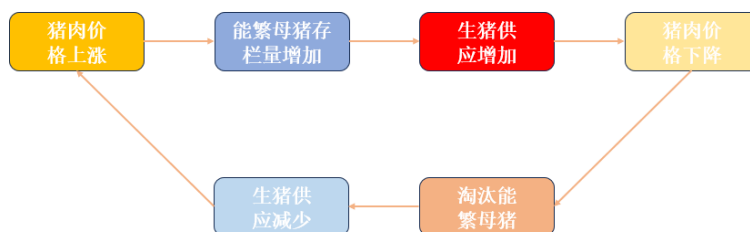


资料来源：源达信息证券研究所

2、生猪价格呈现周期性特点，对行业有重要影响

生猪供需关系的变化具备一定的周期性,导致生猪价格呈现出周期性变化,亦称为“猪周期”,是一种较为典型的经济现象,猪周期的循环轨迹大致表现为猪肉价格上涨导致产能扩张,能繁母猪存栏量大增,进而导致生猪供应增加使猪肉价格下跌,养殖企业淘汰能繁母猪去产能导致生猪供应减少,猪肉价格再度回升的过程。

图 2：猪周期一般循环轨迹



资料来源：源达信息证券研究所

中国生猪养殖行业集中度仍然较低，同时生猪生产周期较长，从母猪怀孕到商品猪出栏大致需要 9-10 个月的时间，二者是猪周期存在的主要成因。因中小散的大基数大体量使大型养殖企业同样需要与周期博弈，通过扩大规模以获取竞争优势，供需错配的发生很难避免，并使周期博弈白热化且很难以协议减产等方式实现跨周期调整的目标。我们认为未来生猪养殖行业周期性还将继续存在，且行业集中度有进一步提升的趋势。

图 3：生猪生长周期



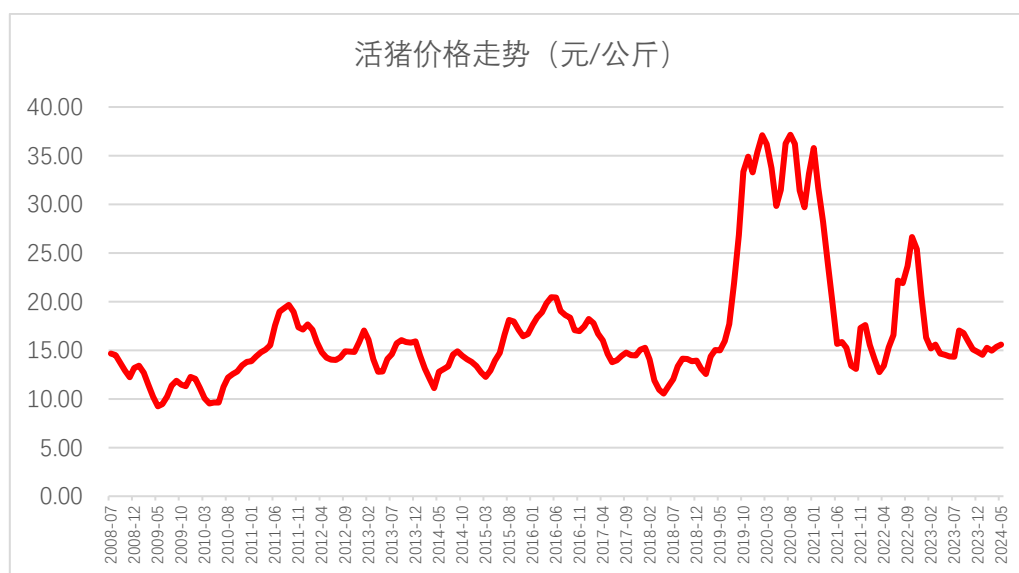
资料来源：源达信息证券研究所

二、中小散合计产能较大，但抗周期能力较弱

1、中小散产能出清，支撑上轮周期猪价反转

据下图显示，2014 年 4 月—2018 年 5 月大致为一个完整猪周期，猪价于 2016 年达到高峰，持续时间约为 4 年。

图 4：活猪价格走势（元/公斤）



资料来源：wind，源达信息证券研究所

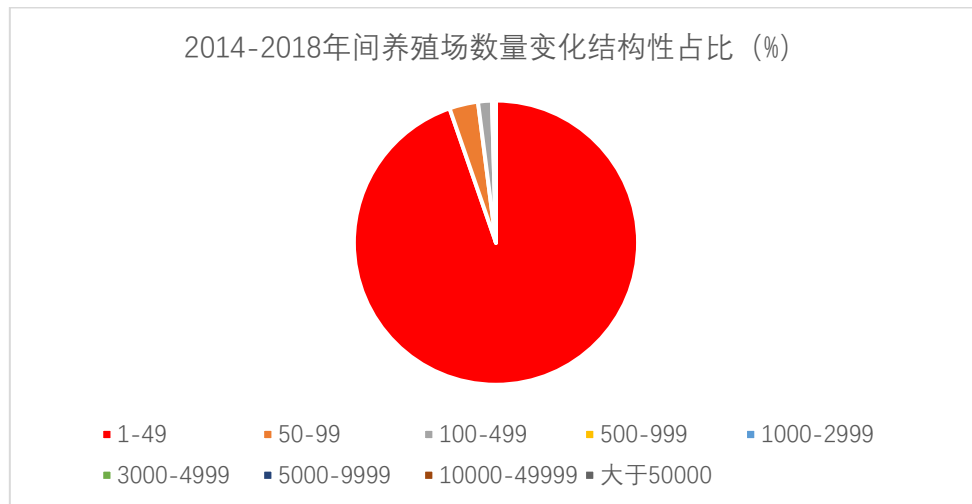
2014 年至 2018 年间，在活猪价格从底部再至底部的过程中，养殖户数从 49,538,635 户减少至 31,559,448 户，合计减少 17,979,187 户，养殖户数同比下降 36%。其中年均出栏规模在 1-49 以及 50-99 规模的小型养殖企业减少数量最多，合计占比最高，达到 98%，不同规模养殖户数变化情况如下所示：

表 1：2014-2018 年不同出栏规模养殖户数变化 (亿元)

年均出栏规模 (户)	1-49	50-99	100-499	500-999	1000-2999	3000-4999	5000-9999	10000-49999	大于 50000
2018	29,862,082	982,969	527,708	112,628	52,770	10,990	6,228	3,630	443
2014	46,889,657	1,571,123	810,448	175,213	66,466	13,672	7,304	4,526	226
变化量 (户)	-17,027,575	-588,154	-282,740	-62,585	-13,696	-2,682	-1,076	-896	217

资料来源：wind，源达信息证券研究所

图 5：2014-2018 年间养殖场数量变化结构性占比 (%)



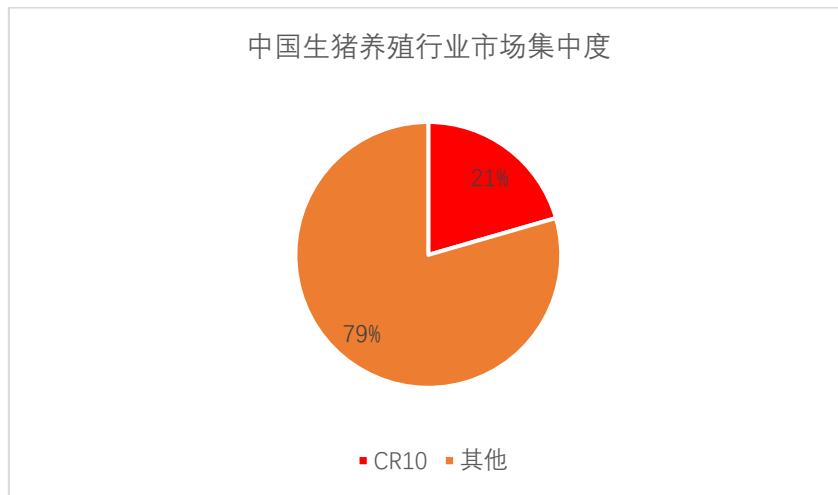
资料来源：wind，源达信息证券研究所

假设年出栏数量为 1-49 头规模的养殖企业的年出栏头数为 25 头，50-99 头规模的养殖企业年出栏数为 75 头。若据所减少的年出栏规模在 1-99 头的养殖户数量粗略测算出清的生猪产量，其合计出清的生猪产量为 46,980 万头，2018 年出栏生猪总数为 69,382 万头，占比达到 68%，该部分产能出清足以支持猪价走强，使周期反转，同时意味着 68% 的生猪产量向更大规模养殖场集中。小规模养殖企业抗损能力较弱，融资能力不足，经营效率和疫病防控能力均不及大型养殖企业，因此更容易在猪价低迷期或重大不利事件发生时清栏退场，同时因该部分群体基数庞大，能够对生猪供应产生重大影响，使猪价反转。

2、近年来行业集中度有所提升，但小规模养殖户体量依然较大

截至 2023 年年末，中国生猪出栏总量为 72,662 万头，生猪出栏量居前十的上市公司合计出栏量约为 14,915 万头，占全国生猪总出栏量的比重约为 21%，相较 2022 年略有提升。但就我国生猪养殖业目前情况来看，散养农户仍保有较大基数，行业集中度相对较低，行业格局未发生根本性改变。相关数据显示至 2022 年年末，中国年出栏量在 1-49 头的养殖户数量仍有 1,800 万户，年出栏量在 50-99 头的养殖户超 69 万户，小规模养殖户对生猪供给具备重大影响。

图 6：中国生猪养殖行业市场集中度 (%)

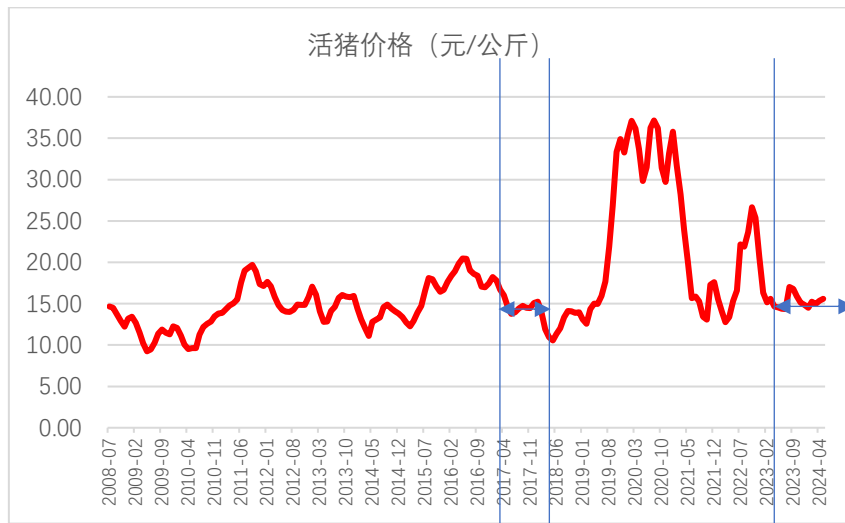


资料来源：wind，源达信息证券研究所

三、猪价延续低位震荡，反复磨底推动产能、库存出清

就上轮周期来看，猪价经历了在某相对低位反复震荡后大幅上行实现周期反转的过程（大致为 2017 年 6 月-2019 年 5 月）。我们认为内在原因或与该低位价格使多数企业持续亏损，最终在现金流压力下纷纷选择降低库存并去化能繁母猪产能，产能端下降的同时短期供给却未见明显萎缩，猪价在低位震荡使行业整体库存降低，并使成本不具优势、融资能力相对偏弱的小型养殖企业和散养农户产能先行出清完毕有关。当前正经历与上述周期类似的过程，中国活猪价格自 2023 年 2 月至 2024 年 5 月以来一直在 15 元/公斤左右的相对历史低位震荡，已经持续了近 15 个月的时间。

图 7: 活猪价格 (元/公斤)



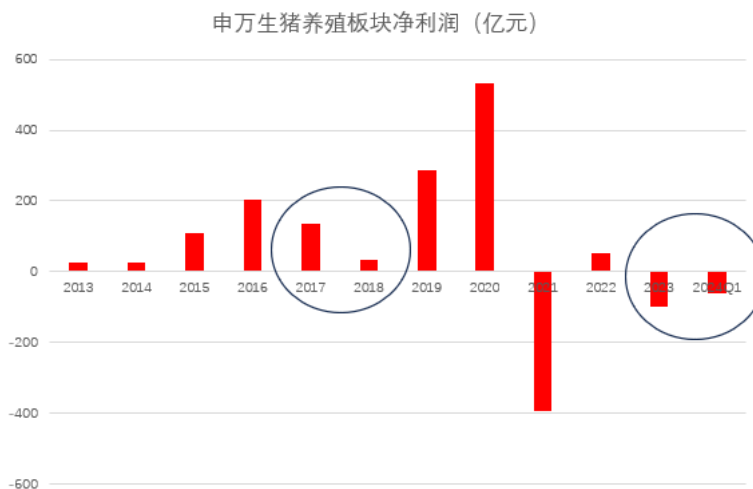
资料来源: wind, 源达信息证券研究所

1、猪价低位运行，反复磨底，行业盈利整体受损

据牧原股份 2023 年年报数据显示,公司 2023 年商品猪全年平均完全成本为 15.00 元/kg, 而 2023 年全年的活猪均价约为 15.07 元/公斤, 与牧原股份 2023 年的平均完全成本基本持平。

牧原股份是生猪养殖行业中的龙头企业,通过一体化产业链布局和现代化智能猪舍投资形成了良好的成本控制能力,低成本亦是公司重要核心竞争力之一。因此当前价格当位于绝大部分生猪养殖行业的成本结构之下,使多数企业维持亏损状态,猪价长期低位运行或推动小规模养殖企业与散养农户逐渐出清。下图中圆圈标注的部分为受两轮周期中猪价延续低位运行影响较大的会计年度,申万生猪养殖板块总体盈利规模出现了大幅下滑。

图 8: 申万生猪养殖板块净利润 (亿元)

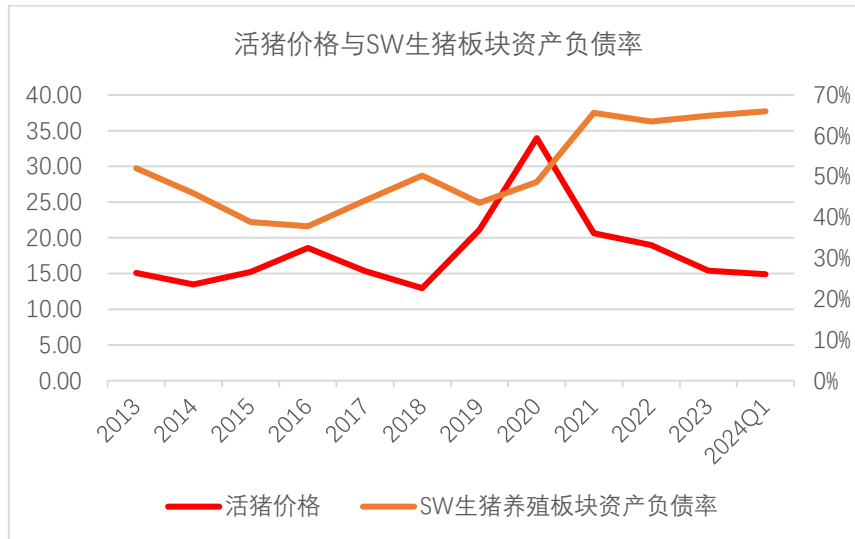


资料来源: wind, 源达信息证券研究所

2、猪价磨底，盈利受损，推动资产负债率走高

猪价长期低位运行，反复磨底阶段亦是生猪养殖企业与周期博弈的白热化阶段。我们发现猪价与申万生猪养殖行业板块的整体资产负债率呈现明显的负向相关关系。而且板块整体资产负债率水平在价格磨底阶段出现上升。资产负债率的上升又进一步加重了相关企业债务偿付的压力，且利息费用增加将对企业利润产生较大不利影响。

图 9：活猪价格（元/公斤）与申万生猪板块资产负债率（%）

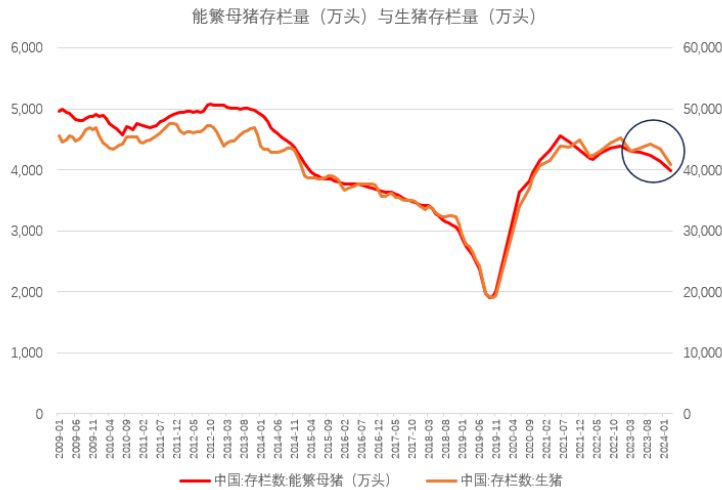


资料来源：wind，源达信息证券研究所

3、价格低位震荡阶段的产能、库存或未至拐点，价格走势有待观察

在价格低位运行阶段（2023年2月至今），能繁母猪和生猪存栏量仍在历史相对高位，截至2024年3月，中国生猪存栏量为40,850万头，截至2024年5月，中国能繁母猪存栏量为3,996万头，库存和产能出清未至拐点，价格并未出现明显上涨预期。

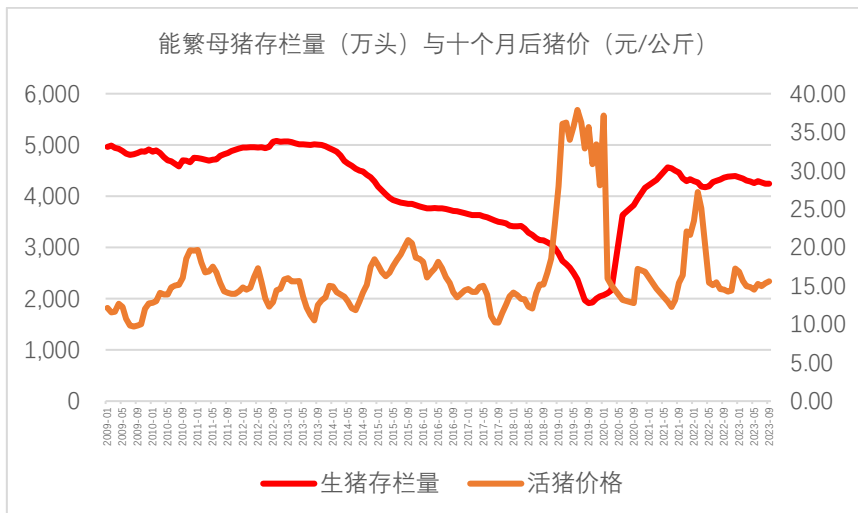
图 10：能繁母猪存栏量（万头）与生猪存栏量（万头）



资料来源：wind，源达信息证券研究所

此外，能繁母猪存栏量与十个月后的猪价大致呈现反向变动的趋势，自2023年6月至2024年4月，能繁母猪存栏量呈小幅下降趋势。自2023年6月的4,296万头逐步下降至2024年4月的3,986万头，合计减少约310万头，同比减少约7%，预计将在一定程度上对2024年下半年猪价起到支撑作用。但2024年5月能繁母猪存栏量出现13个月来的首次上涨，本轮周期或有进一步延长的趋势。

图 11：能繁母猪存栏量（万头）与十个月后猪价（元/公斤）

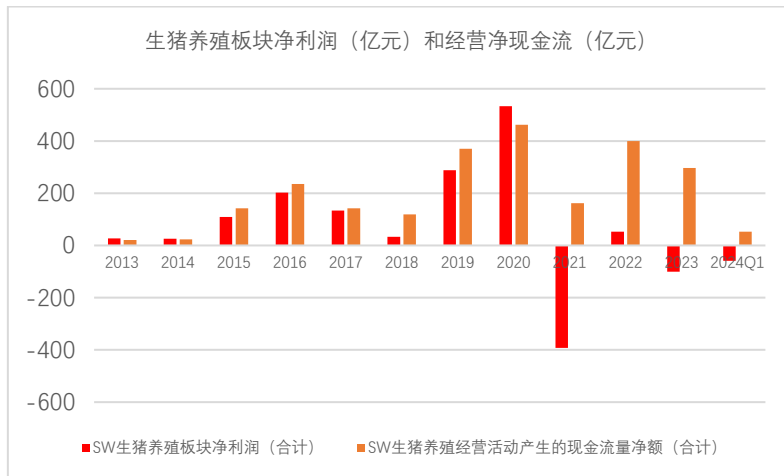


资料来源：wind，源达信息证券研究所

4、综合因素推动产能、库存出清，行业拐点或将来临

在猪价低位运行阶段,生猪养殖企业逐渐出清产能和降低库存以回流资金来满足偿付债务的需要,这或是猪价低迷,经营承压、资产负债率高企等综合因素共同推动的结果。首先我们发现,在猪价反复磨底阶段,申万生猪养殖板块利润大幅下滑,对相关企业,而经营净现金流维持在较高水平,这或是生猪养殖企业在猪价低迷期持续出清存栏生猪和能繁母猪以补充流动资金的结果。

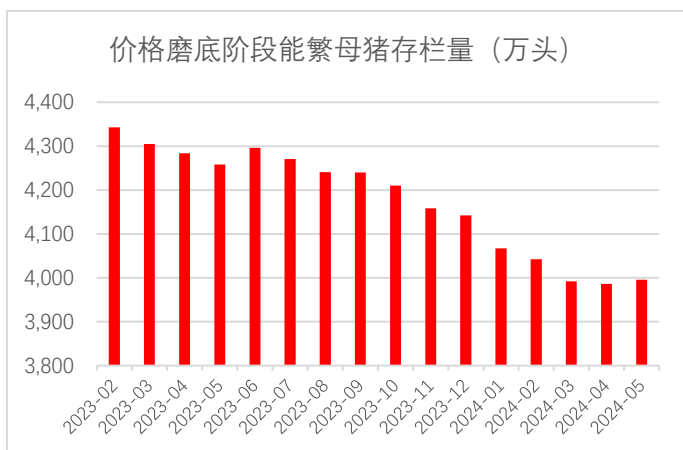
图 12: 生猪养殖板块净利润 (亿元) 和经营净现金流 (亿元)



资料来源: wind, 源达信息证券研究所

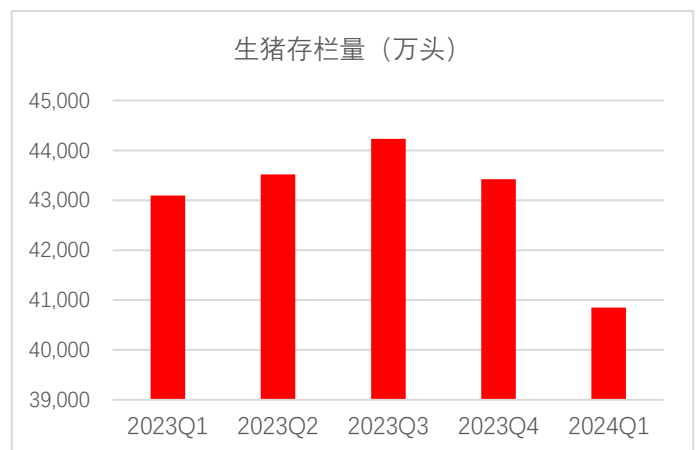
在上述因素的共同作用下,养殖企业的补栏意愿较差,补栏能力受到削弱,库存和产能延续出清态势,能繁母猪和生猪存栏量在猪价反复磨底阶段总体下降。同时该过程对短期供给起到正向促进作用,进而在一定程度上抑制猪价走强,使猪价继续延续低位运行。我们认为未来产能和库存或将出清,受猪价低位运行影响,小规模养殖企业和散养农户或逐步清栏退场并迎来周期拐点。

图 13: 价格磨底阶段能繁母猪存栏量 (万头)



资料来源: wind, 源达信息证券研究所

图 14: 价格磨底阶段生猪存栏量 (万头)



资料来源: wind, 源达信息证券研究所

五、投资建议

1、牧原股份

公司是集饲料加工、生猪育种、种猪扩繁、商品猪饲养、屠宰加工为一体的农业产业化龙头企业，以种猪和商品猪的养殖和销售业务为主，拥有集饲料加工、生猪育种、种猪扩繁、商品猪饲养等多个环节于一体的完整生猪产业链，猪舍和饲喂系统自动化水平较高，具备产业链优势和成本优势。

受生猪价格下行影响，公司 2023 年营业总收入和归母净利润相较 2022 年均有较大程度下滑，但随着产能出清和行业景气度提升，公司业绩有望深度受益于生猪价格上涨。

图 15: 营业总收入 (亿元)

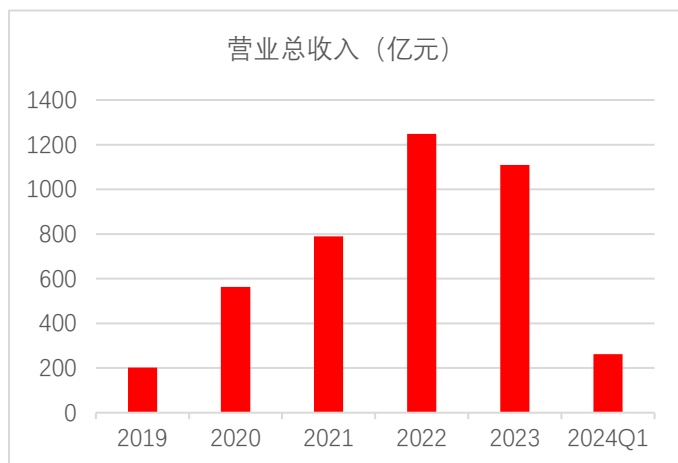
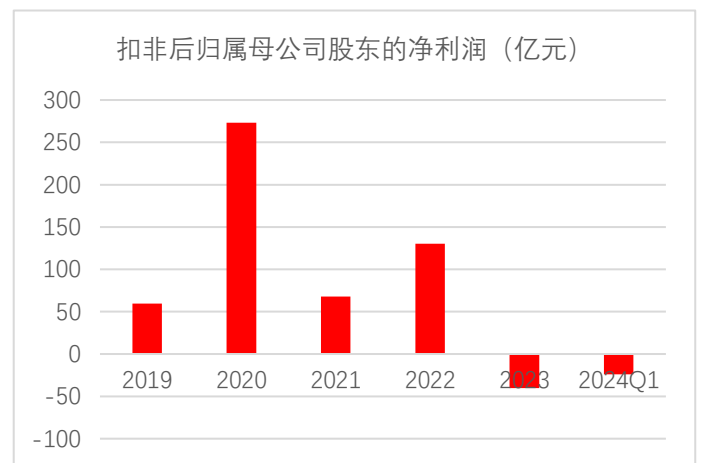


图 16: 扣非后归属母公司股东的净利润 (亿元)



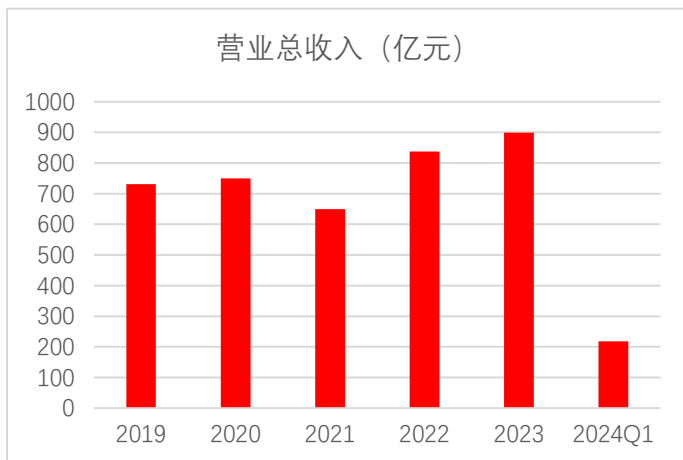
资料来源: wind, 源达信息证券研究所

资料来源: wind, 源达信息证券研究所

2、温氏股份

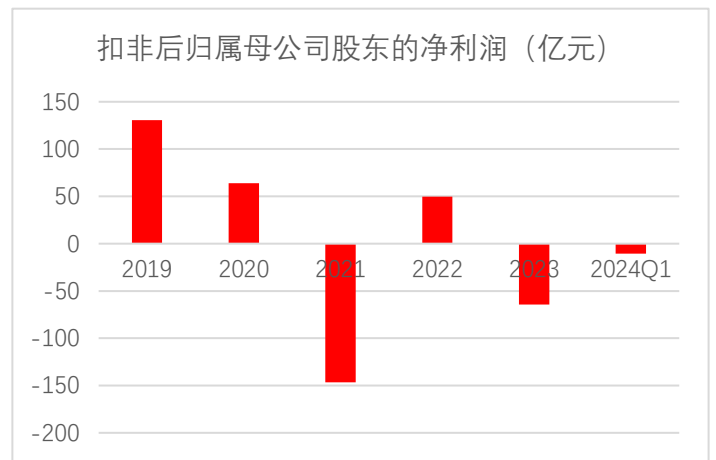
公司以畜禽养殖为主业，其中主要业务为肉猪、肉鸡的养殖和销售，公司建立了完善的疫病防控管理体系，是中国农业产业化重点龙头企业。据 2024 年一季报显示，公司 2024 年一季度实现营业总收入 218.5 亿元，相较去年同期上涨 9.4%，扣非归母净利润虽仍然为负，为-10.5 亿元，但相较 2023 年一季度的-27.8 亿元亏损幅度明显收窄。公司作为生猪养殖行业龙头企业，我们认为公司业绩基本面有望随着行业景气度提升、生猪价格走强得到显著改善并实现规模性盈利。

图 17：营业总收入（亿元）



资料来源：wind，源达信息证券研究所

图 18：扣非后归属母公司股东的净利润（亿元）



资料来源：wind，源达信息证券研究所

六、风险提示

饲料价格波动风险：饲料成本是生猪养殖业的重要成本项，上游饲料价格的不利波动将对生猪养殖企业的利润产生重大影响，建议关注饲料价格波动的风险。

突发大规模疫病风险：突发大规模疫病可能导致下游需求产生不利波动或畜类大面积死亡，导致生猪养殖企业利润受损，建议关注突发大规模疫病的风险。

生猪价格不及预期的风险：生猪价格增长不及预期或导致生猪养殖企业业绩增长不及预期，建议关注生猪价格不及预期的风险。

投资评级说明

行业评级	以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，投资建议的评级标准为：
看好：	行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10%以上
中性：	行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10%~ + 10%以上
看淡：	行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10%以下
公司评级	以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，投资建议的评级标准为：
买入：	相对于恒生沪深 300 指数表现 + 20%以上
增持：	相对于沪深 300 指数表现 + 10%~ + 20%
中性：	相对于沪深 300 指数表现 - 10%~ + 10%之间波动
减持：	相对于沪深 300 指数表现 - 10%以下

办公地址

石家庄

河北省石家庄市长安区跃进路 167 号源达办公楼

上海

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 2306C 室

分析师声明

作者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。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

重要声明

河北源达信息技术股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：911301001043661976。

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供河北源达信息技术股份有限公司（以下简称：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。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估。

本报告仅反映本公司于发布报告当日的判断，在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场。同时，本公司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。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为源达信息证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。