

欧美生猪行业复盘

以海外生猪产业规模化发展为鉴，如何看待未来养殖与屠宰产业链利润结构演变

优于大市

核心观点

美国生猪产业链复盘：伴随养殖、屠宰规模化发展，养殖个体成本方差依然存在，产业盈利中枢逐步向食品终端下沉。我们对美国生猪产业发展历程复盘后总结的规律如下：1) 行业相对集中度决定产业整合方向，上世纪80年代美国屠宰规模化完成后，自下游向上游进一步推动了养殖环节的规模化进程。2) 2000年起美国养殖规模化进入成熟期，生猪养殖行业整体拉长周期仍实现较好单头平均盈利，1999-2023年单头养殖净利润年化平均接近6.5美元。3) 伴随产业链一体化整合，美国猪肉产业利润中枢自上世纪80年代起由养殖端向食品终端转移，2007年美国猪肉产业链末端终端零售环节相对养殖环节的增值比例达250%。对于一体化企业，上游饲料、养殖定位更倾向于产业配套，而通过下游屠宰加工及零售开发出更多高附加值产品，才是实现猪肉产业链利润增值的核心环节。4) 由于养殖个体间成本方差依然存在，规模效益带来的成本改善边际递减，以及突发的不可控疫病、消费等多种外界因素也容易对生猪供需平衡造成冲击，因此美国猪价宽幅波动依然存在。

丹麦生猪产业链复盘：屠宰合作社模式实现猪肉产业上下游利润共享，高分红使得合作农户盈利得到切实保障。相比我国目前较独立的养殖单环节经营现状，丹麦农户创新型创立屠宰合作社，将生产农产品全部出售交付给合作社，统一屠宰加工后再销售给终端，由此达成养殖屠宰有效协同，同时农户也可共享屠宰利润，农户收益包含日常收购结算和年度分红两部分。全丹麦最大的屠宰加工合作社“丹麦皇冠”2020年以来对合作农户分红比例均超可分配利润总额80%。2010年以来丹麦皇冠每年末对单公斤生猪生产额外补贴基本维持在1丹麦克朗/kg附近。按单头生猪体重120kg测算，预估2019-2023年丹麦屠宰合作社对单头生猪生产年度分红接近150元人民币。由此丹麦屠宰合作社通过稳定高分红，确保了合作农户合理盈利及养殖生产的积极性。

投资建议：优秀养殖及屠宰企业仍有充裕成长空间，有望引领行业未来。参考海外经验，国内养殖管理差距仍较大，管理优秀、成本低的头部市占率仍有充裕提升空间，且有望维持超额盈利。同时，国内养殖、屠宰格局依然分散，兼具养殖、屠宰、肉制品多业务实力的优秀企业有望主导养殖-屠宰产业链整合，打开成长空间。标的方面，养殖板块重点推荐：牧原股份、华统股份、温氏股份、神农集团，关注新五丰、巨星农牧、唐人神、天康生物等，肉制品重点推荐双汇发展。

风险提示：不可控动物疫情引发潜在风险；原材料价格剧烈波动风险。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(百万元)	EPS		PE	
					2024E	2025E	2024E	2025E
002714.SZ	牧原股份	优于大市	38.56	210,744	2.79	4.61	14	8
002840.SZ	华统股份	优于大市	11.40	7,058	1.29	2.88	9	4
300498.SZ	温氏股份	优于大市	17.04	113,366	1.14	2.38	15	7
605296.SH	神农集团	优于大市	28.30	14,859	1.25	2.36	23	12
600975.SH	新五丰	优于大市	5.55	7,000	0.12	0.63	46	9
603477.SH	巨星农牧	优于大市	17.87	9,115	1.45	3.35	12	5
002567.SZ	唐人神	优于大市	4.97	7,122	0.28	0.64	18	8
002100.SZ	天康生物	优于大市	6.51	8,888	0.36	0.74	18	9
000895.SZ	双汇发展	优于大市	23.22	80,449	1.73	1.82	13	13

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究·行业专题

农林牧渔·养殖业

优于大市·维持

证券分析师：鲁家瑞

021-61761016

lujiarui@guosen.com.cn

S0980520110002

证券分析师：李瑞楠

021-60893308

liruinan@guosen.com.cn

S0980523030001

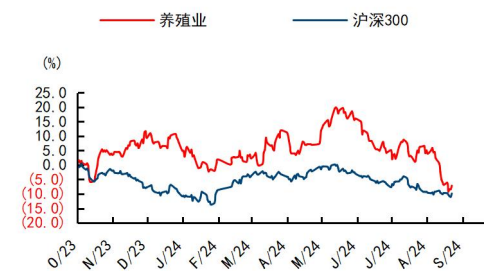
证券分析师：江海航

010-88005306

jianghaihang@guosen.com.cn

S0980524070003

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《农林牧渔行业 2023 年报及 2024 一季报总结-养殖链经营同比承压延续，种植链整体仍有支撑》——2024-05-19

《国信农业-生猪养殖行业投资框架（2024 更新版）》——2024-05-17

《生猪养殖行业点评-政策端加强生猪屠宰环节的非瘟常态化防控，将有利于产业长期健康发展》——2024-03-24

《生猪养殖行业投资四问四答-系列二-看好明年周期反转，养殖布局正当时》——2023-12-05

《农林牧渔行业 2023 三季报总结-养殖报表进一步恶化，部分动保企业表现亮眼》——2023-11-22

内容目录

美国生猪产业链复盘：合同养殖模式催化行业变革，加速屠宰和养殖环节整合	5
生猪养殖规模化历程：2000 年基本完成行业整体规模化，存栏 500 头以上的规模场产能占比达到 94%	5
生猪产业整合推手：屠宰自下游向上游推动养殖规模化，行业相对集中度决定产业整合方向	6
猪周期波动复盘：规模化加速期时间长度仍维持在 3-5 年，波幅有所扩大	8
猪肉产业链盈利复盘：养殖规模化成熟期仍实现较好单头养殖盈利，盈利中枢向屠宰加工等终端环节下移	11
丹麦生猪产业链复盘：屠宰合作社模式实现产业上下游的利润共享，专业化生产确保盈利能力领先	17
屠宰合作社模式兴起：养殖、屠宰全猪肉产业链实现利益绑定	17
产供销一体化经营：重视猪肉产业链末端价值延伸，丹麦合作社年度分红可观	18
专业化提高单头生猪盈利能力：标准化贯穿丹麦从生产加工到流通的猪肉产业链	19
国内启示：头部优秀企业仍有充裕成长空间，屠宰多元化发展有望铸就养殖-屠宰-肉制品一体化的巨头企业	21
我国生猪产业现状：规模养殖产能占比明显提升，但仍处规模化早期向加速期过渡阶段	21
行业发展预判：国内“养殖-屠宰”环节有望持续一体化整合	22
投资把握：右侧关注高质量养殖-屠宰一体化成长标的	23
风险提示	24

图表目录

图 1: 美国养殖规模化进程在 2000 年基本完成	5
图 2: 美国生猪屠宰行业 CR4 在 1992 年达 44%	6
图 3: 美国年屠宰量超 100 万头屠宰场的行业占比 1992 年达 88%	6
图 4: 合同生产推动美国生猪养殖行业的精细化分工, 形成分娩-断奶场、断奶-保育/育成场、保育-出栏场等多种分工模式	7
图 5: 美国育肥专业养户的养殖量占比持续增加, 行业分工精细化程度提升	7
图 6: 美国育肥专业养户中签订生产合同的占比增加更为明显	7
图 7: 美国生猪现货自由贸易比例由 1999 年的 35.8%, 到 2009 年降为 8.1%	8
图 8: 2009 年美国生猪市场不同交易方式下的销售占比 (%)	8
图 9: 美国自 2000 年以来的生猪价格波动情况, 养殖进入规模化成熟期后周期长度拉至 7 年左右	9
图 10: 美国养殖规模化完成后, 能繁存栏和生猪出栏指标开始出现背离	10
图 11: 美国分娩-育肥养殖场生产成本分布情况 (按生产增重规模划分, 单位为美元/百磅)	11
图 12: 美国保育-育肥养殖场生产成本分布情况 (按生产增重规模划分, 单位为美元/百磅)	11
图 13: 美国生猪养殖 1999-2023 年的单头养殖经营利润的年化平均接近 50 美元, 单头净利润年化平均接近 6.5 美元	12
图 14: 美国各类养殖场在 1999-2023 年均实现单头养殖经营正向盈利	12
图 15: 美国一体化养殖场及专业化养殖场在过往不同周期中的养殖经营利润表现	12
图 16: 美国专业化分工养殖场与一体化场、养殖行业整体的养殖经营利润对比	13
图 17: 美国自 1970 年以来生猪农场出厂价值、猪肉批发产品价值、猪肉零售产品价值变化情况对比 (单位: 美分/每磅)	13
图 18: 美国自上世纪 80 年代推行合同养殖后, 猪肉终端零售产品相对农产品的增值幅度开始明显拉大	14
图 19: 美国猪肉批发环节和零售环节相对农产品增值占比变化	14
图 20: 美国猪肉产业增加值 2007 年总计约 520 亿美元, 包括生猪生产 148 亿美元, 屠宰加工及分销 71 亿美元, 终端食品 298 亿美元	15
图 21: 美国猪肉产业链中不同环节占比情况	15
图 22: 史密斯菲尔德 2005-2012 年 ROE (摊薄) 平均水平达 5% 以上	16
图 23: 史密斯菲尔德生鲜肉、包装肉制品、生猪养殖的盈利结构波动情况 (单位: 百万美元)	16
图 24: 丹麦养殖户通过合作社模式, 达成养殖+屠宰全产业链的利益共同体	17
图 25: 丹麦屠宰合作社数量及社员人数历史变化情况	18
图 26: 丹麦屠宰合作社 2020 年以来对合作农户进行分红比例均超过 80%	19
图 27: 屠宰合作社 Danish Crown 每年末对单公斤生猪生产进行额外补贴的水平维持在 1 丹麦克朗/kg 附近	19
图 28: 近五年丹麦屠宰合作社对单头生猪进行的年度分红额预估平均接近 150 元人民币	19
图 29: 目前国内仍处养殖规模化早期阶段	21
图 30: 我国生猪散养户数量自非瘟暴发后下降较快	21
图 31: 2016 年起国内生猪养殖 CR10 快速增长	22

表1：美国 1992 年-2009 年养殖户中使用合同生产的变化情况	7
表2：美国猪周期历史价格波动规律复盘	8
表3：2007 年美国头部猪肉生产商经营收入及市占率情况	16
表4：丹麦政府对养殖参与者设立了较高的准入门槛	20

美国生猪产业链复盘：合同养殖模式催化行业变革，加速屠宰和养殖环节整合

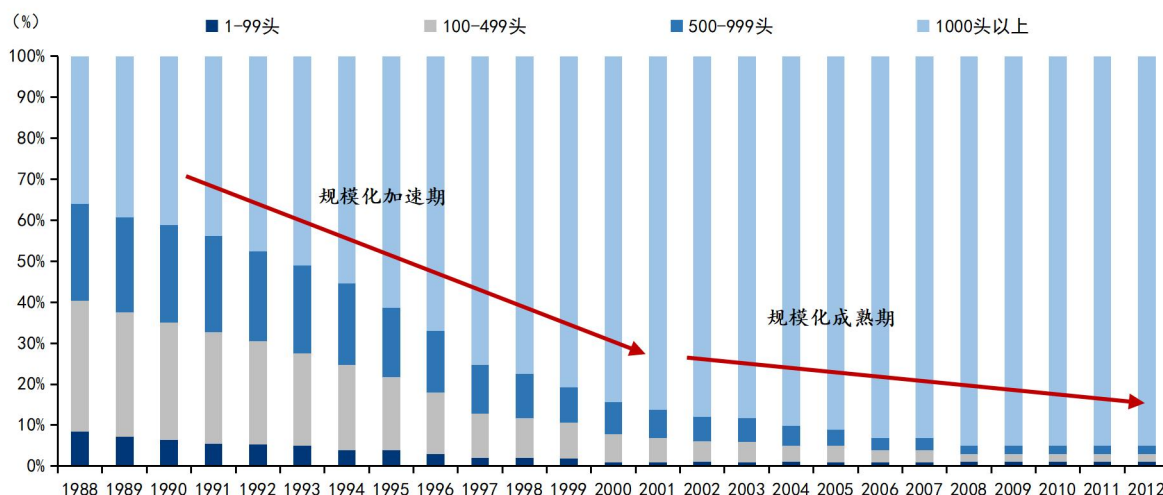
生猪养殖规模化历程：2000 年基本完成行业整体规模化，存栏 500 头以上的规模场产能占比达到 94%

1990 年以前美国生猪养殖规模化进程较为缓慢，1990 年以后开始加速，存栏 500 头以上的规模场产能占比快速提升，至 2000 年基本完成行业整体规模化，随后 21 世纪进入规模化成熟期，头部存栏 5000 头以上的养殖场进一步整合，具体来看美国养殖规模化的历史进程：

1) 规模化加速期（1990-1999 年）：该阶段规模养殖场迅速集中，主要系率先开启规模化进程的屠宰端推行对上游养殖的订单生产制，由此自下而上推动养殖规模化。根据美国农业部统计，存栏 500 头以上的规模场产能占比由 1990 年的 41% 增加至 1999 年的 84%，行业整体规模化基本完成。同时，伴随着规模化集中，养殖效率也大幅提升，带动养殖成本下降。

2) 规模化成熟期（2000 年至今）：虽然行业整体规模化基本完成，2000 年散养户产能占比仅接近 1%，但 2000 年-2006 年规模养殖场的产能结构依然在演变过程当中。尤其是头部存栏 5000 头以上的养殖场仍在快速扩张，该群体产能占比从 2000 年的 66% 增加至 2006 年的 80% 以上，市占率再上新的台阶。此外，行业养殖效率也进一步提升，这主要得益于行业对养殖技术革新的重视程度持续加强，使得料肉比、劳动效率、PSY 等生产指标持续改善。2007 年存栏 1000 头以上的养殖产能占比达 96%，行业已经较为集中，因此 2007 年以后美国的养殖规模化进程开始放缓，行业效率改善幅度也随之收敛。

图1：美国养殖规模化进程在 2000 年基本完成

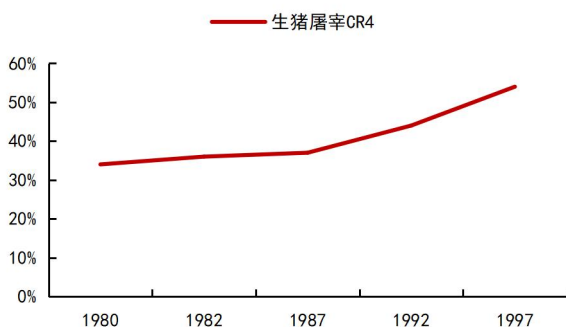


资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

生猪产业整合推手：屠宰自下游向上游推动养殖规模化，行业相对集中度决定产业整合方向

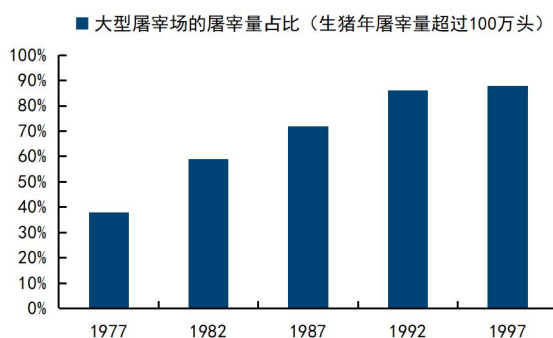
美国大规模屠宰加工企业通过推行“合同生产”模式，加速了向上游整合养殖端的进程。从美国生猪产业链一体化整合的经验来看，我们认为产业链整合的关键在于链条上各环节的相对集中度，以及各环节之间连接网络的复杂程度和流通效率。美国猪肉产品消费偏好冷鲜肉，同时猪肉流通渠道以大型商超为主，且餐饮连锁化程度较高，这二者共同决定了美国的“屠宰-零售”流通环节主要以“大B to 大B”的形式对接，由此美国屠宰环节的规模化进程也早于生猪养殖。20世纪80年代末期，美国生猪屠宰基本完成了规模化进程，美国年屠宰量超100万头屠宰场的行业占比1992年达88%。而屠宰端大规模场起量后，也对原材料供应的质量和稳定性提出更高要求，因此大规模屠宰加工企业通过推行“合同生产”模式，加速了向上游整合养殖端的进程。

图2：美国生猪屠宰行业CR4在1992年达44%



资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

图3：美国年屠宰量超100万头屠宰场的行业占比1992年达88%



资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

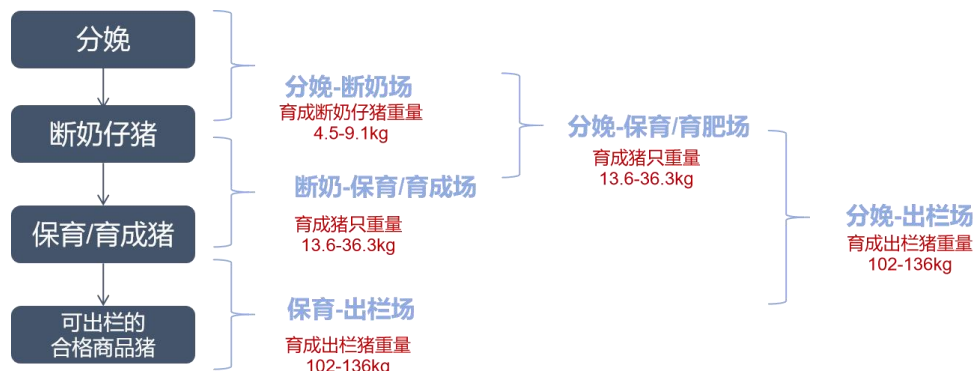
美国猪肉产业在上世纪末兴起的“合同生产”模式主要分为生产合同、销售合同两大类，具体来看：

1) **生产合同**：大型养殖一体化企业/屠宰企业（合同承包商）和养殖场（合同接受方）签订生产合同，并向养殖场支付委托代养费，来扩大上游养殖规模。其中，大型养殖一体化或屠宰企业通常保留生猪的所有权，并负责提供仔猪、饲料、疫苗和相关技术支持；养殖场通常提供猪舍等生产设施和劳动力，并根据合同规定，获得相关养殖服务费用作为回报。

大型养殖企业通过与养殖户签订生产合同的模式实现了更快的规模扩张，从美国“合同生产”模式下的生猪养殖量占比来看，持有生产合同的生猪养殖场数量从上世纪90年代开始快速增加，生产合同涵盖的合计养殖量占比由1992年的5%上涨到1998年的40%，并在2009年进一步增加至71%，其中育肥阶段的养殖场中有近73%都是基于生产合同进行生产。

与此同时，上世纪90年代以后美国1000头以上养殖规模场的存栏量占比也在快速增加。大型养殖企业通过和其他养殖场签订生产合同，减轻了对猪舍等固定资产等资本性投入的负担，从而能够更加灵活地扩大养殖规模，并充分利用规模经济的优势，优化资源配置。美国2000头以上存栏的生猪养殖场占比从1992年不到30%增加到2009年的86%，同时5000头以上存栏的生猪养殖场占比在2009年达到61%。

图4: 合同生产推动美国生猪养殖行业的精细化分工, 形成分娩-断奶场、断奶-保育/育成场、保育-出栏场等多种分工模式



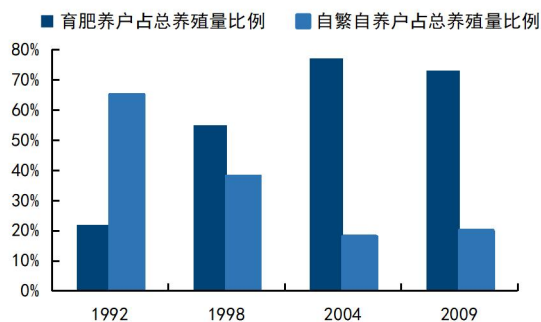
资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理

表1: 美国 1992 年-2009 年养殖户中使用合同生产的变化情况

	1992	1998	2004	2009
专业化育肥养殖户中合同生产占比	22%	62%	73%	79%
专业化育肥养殖户占总全美养殖量比例	22%	55%	77%	73%
分娩-出栏场中合同生产占比	<1%	<1%	<1%	4%
分娩-出栏场占全美总养殖量比例	65%	38%	18%	20%
所有生猪养殖户合同生产占比	5%	40%	67%	71%

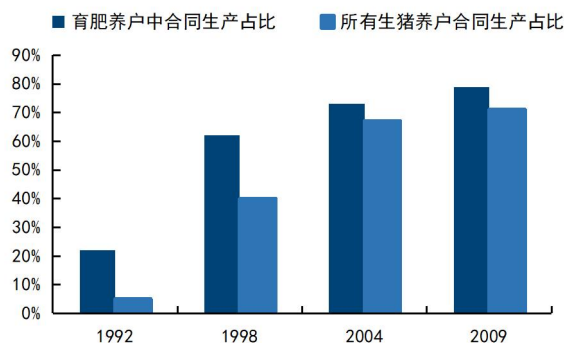
资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理

图5: 美国育肥专业养殖户的养殖量占比持续增加, 行业分工精细化程度提升



资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理

图6: 美国育肥专业养殖户中签订生产合同的占比增加更为明显



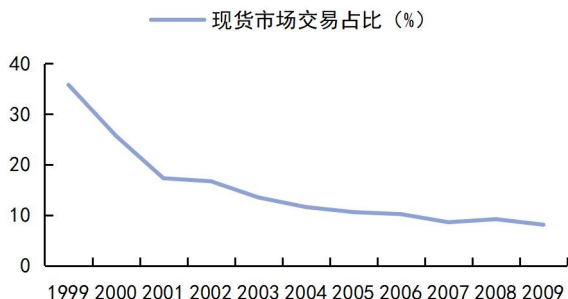
资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理

2) **销售合同**: 屠宰加工企业通过与大型生猪养殖企业签订长期销售合同, 来实现稳定的生猪供给, 相比生产合同, 销售合同通常规定了预期的生猪数量和品质、交付的具体地点和时间, 并将合同价格与猪肉质量进行挂钩, 以确保猪肉品质。上述生产合同中, 大型养殖企业与养殖场合作生产的生猪, 可以通过与屠宰加工企业之间签订的销售合同进行再销售。

在屠宰行业完成相对更高规模化的情况下, 生产合同与销售合同的兴起进一步推进了上游养殖行业的规模化, 以现货交易为主的生猪散养户大量退出, 美国生猪现货自由贸易比例整体保持下降趋势, 由 1999 年的 35.8%, 到 2009 年降为 8.1%。

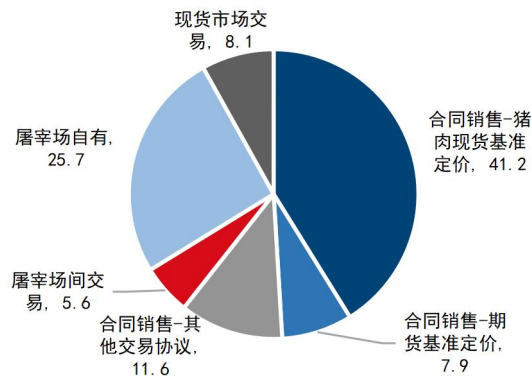
根据美国农业部的数据，2009 年美国生猪市场按销售方式划分，以猪肉现货、期货、或者其他协定为基准定价的合同销售模式占比分别达 41.2%、7.9%、11.6%。

图7: 美国生猪现货自由贸易比例由 1999 年的 35.8%，到 2009 年降为 8.1%



资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理

图8: 2009 年美国生猪市场不同交易方式下的销售占比 (%)



资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理

猪周期波动复盘：规模化加速期时间长度仍维持在 3-5 年，波幅有所扩大

◆ 猪周期长度规律变化：规模化加速期周期长度基本维持在 3-5 年，规模化完成后拉长至 7 年左右

我们对规模化进程中的美国猪周期波动时长规律进行复盘，可以得出 2 个重要结论：

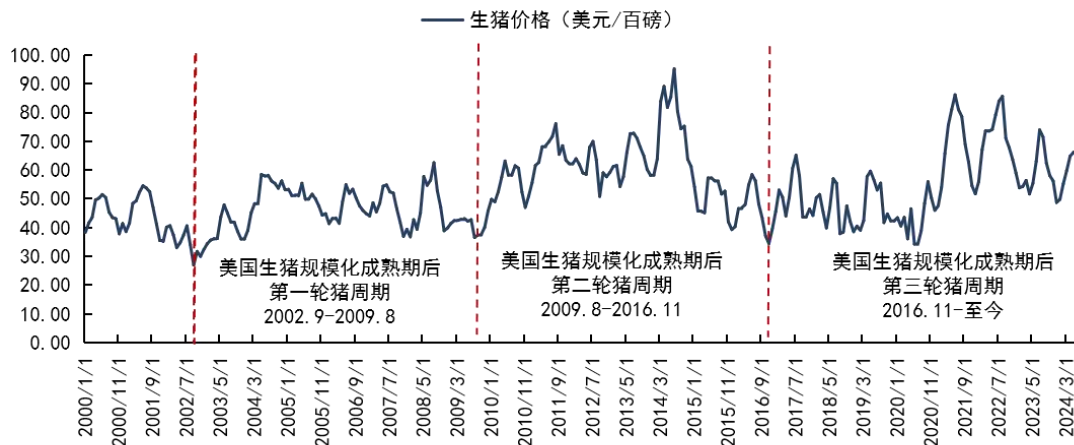
- 1) 对于周期持续时间，在养殖规模化加速期，美国猪价依然保持着明显的周期波动规律，周期长度基本维持在 3-5 年。1980-2002 年，美国共经历了 5 轮猪周期，每轮猪周期持续时间分别为 3.7 年、5 年、6 年、4.2 年、3.8 年，相比 1980 年之前的周期长度略有拉长，但基本维持在 4 年左右的维度。
- 2) 养殖规模化进程完成后，美国的猪周期波动依然存在，但持续时间明显拉长。美国生猪养殖在 2000 年左右基本完成规模化，2002 年至今一共经历了 2 轮完整的猪周期，平均每轮猪周期时间为 7 年左右，周期长度明显拉长，但价格波动仍然明显。

表2: 美国猪周期历史价格波动规律复盘

猪周期阶段	周期持续时间	本阶段截至年对应的 500 头以上规模场存栏占比	价格起点 (美元/cwt)	价格高点 (美元/cwt)	上行周期价格涨幅	下行周期价格跌幅
1974.06-1976.11	2 年 5 个月					
1976.11-1980.4	3 年 5 个月					
1980.4-1983.11	3 年 8 个月		28	61.3	118.93%	63.47%
1983.11-1988.11	5 年	59.6%	37.5	62.1	65.60%	71.55%
1988.11-1994.11	6 年 1 个月	76.0%	36.2	61.2	69.06%	118.57%
1994.11-1998.12	4 年 2 个月	90.0%	30.8	59.7	93.83%	306.12%
1998.12-2002.9	3 年 10 个月	94.0%	26.3	52.2	98.48%	96.98%
2002.9-2009.8	7 年	97.0%	30.8	60.6	96.75%	62.47%
2009.8-2016.11	7 年 4 个月		37.7	93.3	147.48%	139.23%
2016.11 至今	-		34.5	86.2	151.90%	-

资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理

图9: 美国自 2000 年以来的生猪价格波动情况, 养殖进入规模化成熟期后周期长度拉至 7 年左右



资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理

我们认为在美国养殖规模集中度提升后, 主要有以下几方面原因造成了猪周期持续时间长度规律的改变:

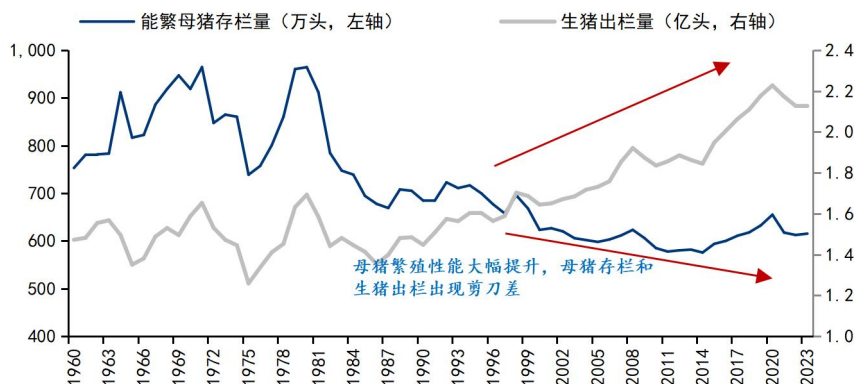
1) **规模场相较散养户进出行业的速度更慢、成本更高, 因此伴随规模化进程加速, 周期长度决定的主导因素也由母猪繁育周期向规模场现金持续周期转变。**规模养殖场与散户较大的一点不同就来源于规模场多为重资产投资, 其进入或退出养殖行业的资金成本与时间成本都比较高。在猪价上行期, 规模养殖场扩产需要经过至少 1 年的猪场建设时间才能补充母猪产能, 因此规模场的补栏速度要慢于散户。而在猪价下行期, 规模养殖群体由于融资能力较农民养殖群体更强, 因此获得资金补充的机会更大, 另外规模场由于投资的沉没成本更高, 在资金链断裂之前, 主动退出市场的意愿不强, 因次规模场的产能淘汰速度普遍也要慢于散户。

综上所述, 当散户为养殖主体时, 由于农户进行产能补充及淘汰较为方便, 猪周期长度主要与母猪产能补充及淘汰的自然生长周期相匹配, 因此传统猪价周期基本也维持在 3-4 年。当养殖规模化完成后, 行业的进入与退出进程更多由企业的现金流持续时间, 而非母猪繁育的生长周期决定, 所以导致猪价波动周期依然存在, 但是周期将被拉长。

2) **合同生产制成为主流交易模式后, 行业生产更加有规律。**美国猪肉产业链中由于屠宰环节完成规模化的时间较早, 因此是由屠宰端占主导地位, 在养殖环节推行了合同制的生产交易模式, 使得养殖企业实现以产定销。屠宰端可以根据需求情况制定后续生产计划, 并与养殖企业通过合约锁定未来一定时间的供给量。因此养殖端拥有稳定的产量规划预期, 在没有疫情或政策干扰的情况下, 减少了盲目的产能扩张及减产行为, 从而一定程度上平滑了行业供给波动。

3) **单位养殖效率的提升弥补了能繁母猪数量减少带来的供给下降。**伴随养殖技术的精进及防疫模式的完善, 行业养殖效率大幅提升, 因此即使在能繁存栏量减少情况下, 猪肉产量依然能持续增加, 平滑了能繁波动带来的周期性产能起伏。总体上, 美国猪肉产业在规模化加速期, 依然拥有 3-5 年的明显周期波动。而当规模化比例提升至 99% 以上以后, 由于规模场进入与退出行业的成本更高、养殖端合同生产制的推广、单位养殖效率的提升, 这三方面因素共同导致养殖行业产能的稳定性加大, 猪周期的持续时间有所拉长。

图10: 美国养殖规模化完成后, 能繁存栏和生猪出栏指标开始出现背离



资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理及测算

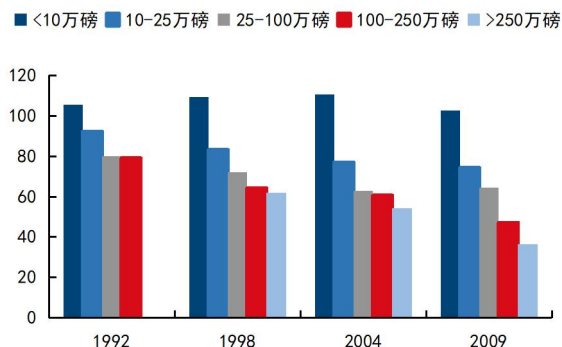
◆ 猪周期波幅规律变化: 规模化加速期波幅有所扩大, 规模化完成后波幅略有收敛

美国养殖规模化加速期呈现出猪价周期波幅扩大的趋势, 养殖规模化成熟期则下行跌幅较之前有所收敛。在 1980 年-2002 年这五轮完整的周期波动中, 周期波幅呈现明显扩大的趋势, 这五轮周期的上行周期的价格涨幅分别为 119%/66%/69%/94%/98%, 下行周期价格跌幅分别为 63%/72%/119%/306%/97%。而在 2002 年至今美国生猪养殖规模化进入成熟期后所经历的两轮完整猪周期中, 上行周期的价格涨幅分别为 96%与 147% (相应下行周期价格跌幅分别为 62%/139%), 新一轮周期 (2016 年 11 月至今) 最大价格涨幅目前也已达 152%。其中, 2009 年至 2016 年这轮周期受到 2013 年美国爆发仔猪腹泻疫情这一外部因素干扰。

美国生猪养殖个体间成本方差依然存在, 规模经济效益带来的成本改善效果边际递减。从美国生猪行业成本分布结构来看, 即使后期美国生猪产业的规模化程度提升, 但养殖群体间管理水平、规模不一使得成本方差依然存在, 因此猪价的定价波动范围仍有足够的涨跌空间。同时, 从养殖场生产规模扩大对成本改善的效果来看, 对于分娩-育肥养殖场及保育-育肥养殖场, 当猪肉生产规模不超过 250 万磅 (对应约 1134 吨) 时, 养殖场单位生产成本受益于生产规模提升实现的下降较为明显, 但当生产规模超过 1134 吨后, 边际效果递减, 尤其对于保育-育肥养殖场, 表明规模经济有利于生猪养殖成本改善, 但当生产规模过分扩大后, 对养殖成本的改善空间亦有限。

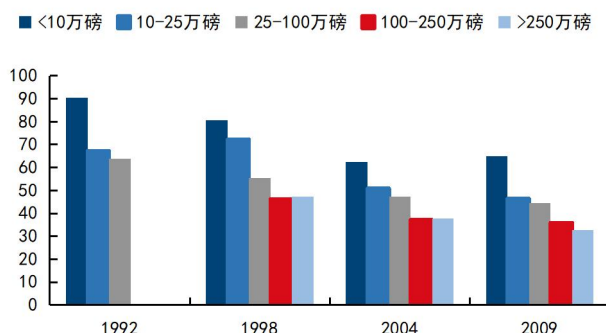
此外, 虽然养殖规模化提升带来了行业生产的规划水平提高, 稳定了能繁母猪的供给, 但是猪价的驱动因素除了能繁母猪的产能波动外, 也包括突发不可控疫病、消费等多种外界因素影响, 只要某一阶段供需缺口达到一定程度, 再叠加规模化产能提升并不能缩短生猪繁育生长的产出时间, 因此美国猪周期仍然符合农产品供需驱动带来的周期波动规律, 如果面对供需缺口, 价格上涨依然拥有充足的动力。

图11: 美国分娩-育肥养殖场生产成本分布情况（按生产增重规模划分，单位为美元/百磅）



资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

图12: 美国保育-育肥养殖场生产成本分布情况（按生产增重规模划分，单位为美元/百磅）



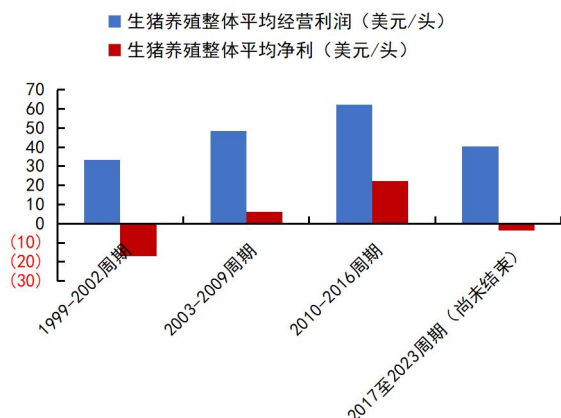
资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理（备注：上述生产成本是养殖运营成本和所有权成本减去保育猪成本，因为保育猪成本不是导致育肥体重边际增加的投入项。）

猪肉产业链盈利复盘：养殖规模化成熟期仍实现较好单头养殖盈利，盈利中枢向屠宰加工等终端环节下移

我们对美国养殖规模化进入成熟期后的生猪单头盈利情况进行测算及复盘后，可以得到两个重要结论：

1) 即使生猪行业进入规模化成熟期，美国养殖户拉长周期来看依然有较为可观的单头养殖盈利。考虑到周期波动的完整性，我们以1999年的上世纪最后一轮猪价周期底部为起点，对1999-2023年美国养殖场的平均单头养殖盈利情况进行测算。从美国养殖行业整体来看，1999-2023年的单头养殖经营利润的年化平均接近50美元，分养殖环节看，分娩-断奶、断奶-保育、保育-育肥等各类专业化养殖场均在1999-2023年实现了单头养殖经营正向利润，分别为18.7、30.4、21.8美元。分养殖周期来看，除了保育-育肥场在1999-2002年这轮周期中略有亏损，单头养殖经营利润亏0.6美元，1999-2023年的其余周期中各类养殖场基本都实现了周期内的正向经营盈利。

图13: 美国生猪养殖 1999-2023 年的单头养殖经营利润的年化平均接近 50 美元, 单头净利润年化平均接近 6.5 美元



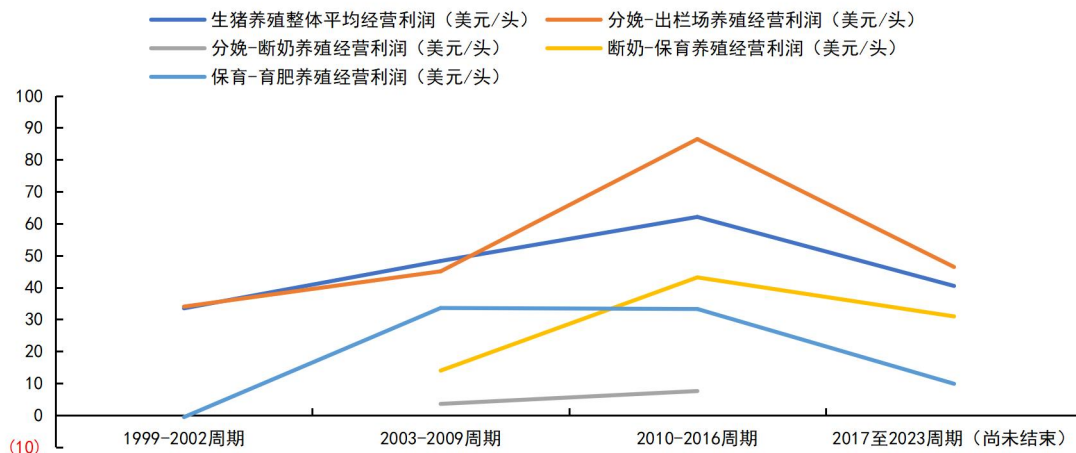
资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理及测算 (养殖经营利润计算公式为“经营利润=农场品生产价值-运营成本”, 养殖净利润计算方式为“净利润=农场品生产价值-完全成本”, 其中, 完全成本包括了饲料、生猪、兽药、燃料、维修、销售费用等养殖直接的运营成本, 及租金、人工、设备折旧等其他间接成本)

图14: 美国各类养殖场在 1999-2023 年均实现单头养殖经营正向盈利



资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理及测算 (由于数据缺失, 分娩-断奶养殖环节、断奶-保育养殖环节的平均利润分别按 2004-2016 年、2004-2023 年平均水平测算, 其余均为 1999-2023 年平均水平)

图15: 美国一体化养殖场及专业化养殖场在过往不同周期中的养殖经营利润表现

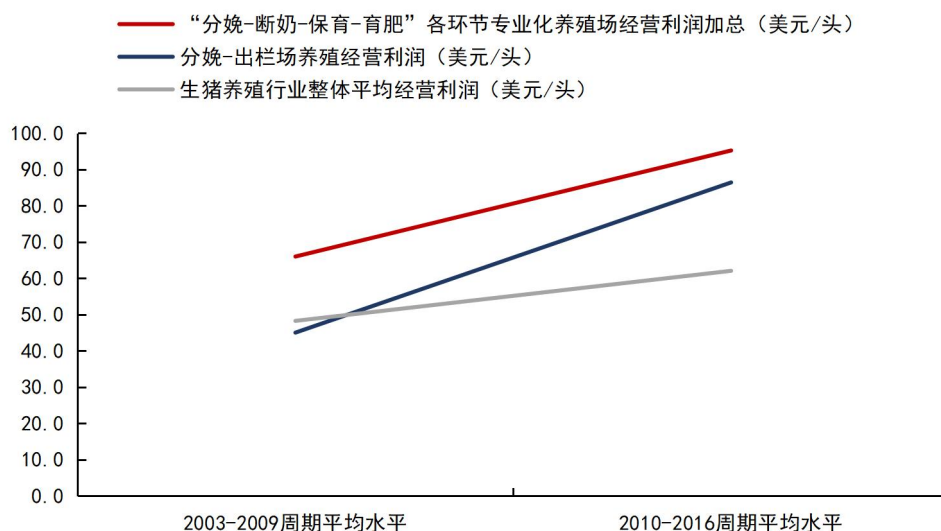


资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理及测算 (养殖经营利润计算方式为“经营利润=农场主产品生产价值-运营成本”, 其中, 运营成本包括饲料、生猪、兽药、燃料、维修、销售费用等养殖直接成本, 但不包括租金、人工、设备折旧等其他间接成本)

2) 养殖环节精细化分工对猪肉养殖链整体的盈利能力产生积极效果。我们将负责断奶、保育、育肥的专业化养殖场的单头平均盈利加总后, 可以发现, 各分环节合计总盈利要明显高于覆盖全环节的分娩-育肥的一体化养殖场盈利、以及生猪养殖行业整体盈利。我们认为专业化分工有望成为未来行业的发展趋势, 养殖户可以结合自身禀赋与资源, 专注于擅长的 1-2 个养殖环节, 有助于养殖管理更加

精细化、养殖技术更加专业化，利于降低单位生产成本，同时养殖户也能够更加灵活调整应对市场的经营策略，也有利于其增强抗风险能力。

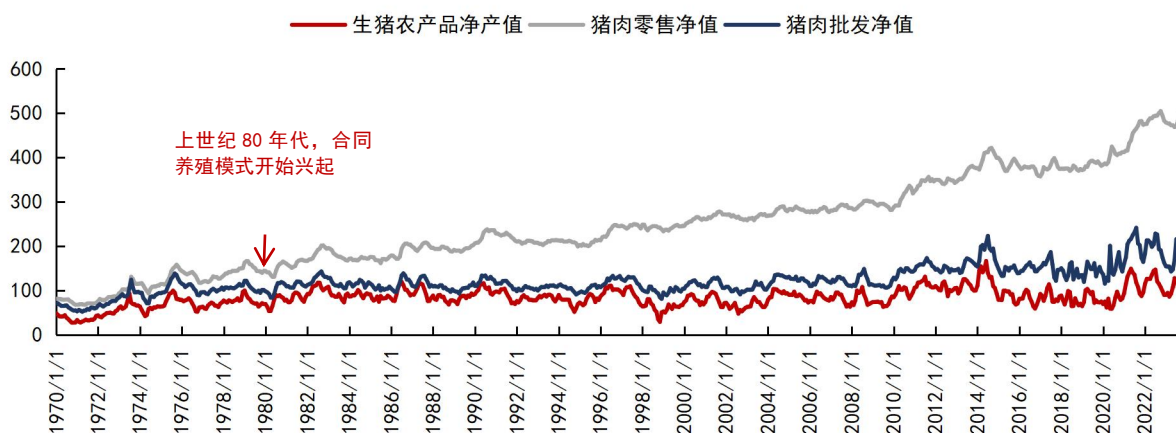
图16: 美国专业化分工养殖场与一体化场、养殖行业整体的养殖经营利润对比



资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理及测算

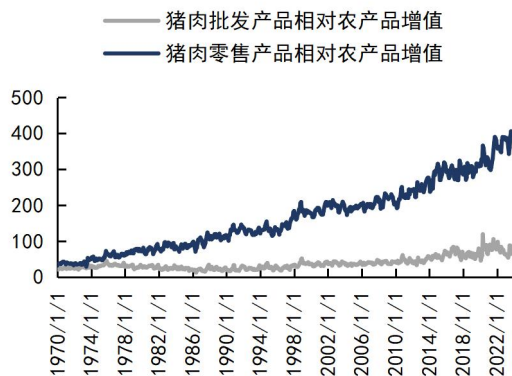
伴随美国猪肉产业链一体化推进，猪肉产业利润中枢由养殖端向食品终端转移。从美国猪肉零售价格（食品杂货店等终端销售价）、猪肉批发价（屠宰场出厂价）、生猪农场价（养殖场出厂价）对比来看，自1980年起合同销售比例开始提升后，猪肉批发产品与生猪农产品价格差距基本保持同频波动，但猪肉零售价格与批发价的差距开始拉大，猪肉产业链利润中枢向下游的屠宰深加工及猪肉零售端转移。

图17: 美国自1970年以来生猪农场出厂价值、猪肉批发产品价值、猪肉零售产品价值变化情况对比（单位：美分/每磅）



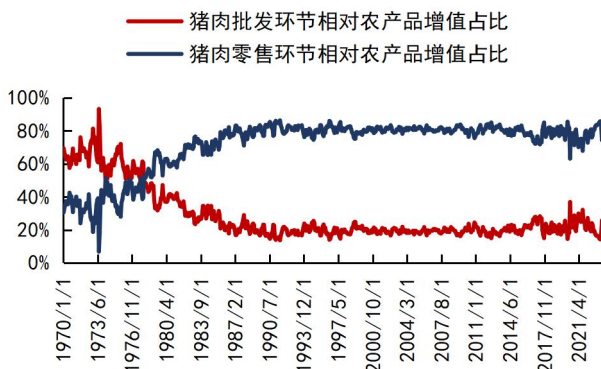
资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

图18: 美国自上世纪 80 年代推行合同养殖后, 猪肉终端零售产品相对农产品的增值幅度开始明显拉大



资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理

图19: 美国猪肉批发环节和零售环节相对农产品增值占比变化



资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理

美国猪肉产业链末端终端零售环节相对养殖产成环节的增值比例在 2007 年达 250%。据 USDA 数据统计及 CGCC 对美国猪肉产业价值链的分析, 2007 年美国猪肉产业整体增加值约 517 亿美元, 其中包括生猪生产增加值 148 亿美元, 屠宰加工及分销增加值 71 亿美元, 终端零售及餐饮服务增加值 298 亿美元, 各子环节占产业链价值比分别达 29%、14%、57%。

具体来看, 猪肉产业价值链的第一环节为生猪生产, 其中包含养殖投入(包括饲料、育种、兽医服务)、以及养殖运营(分娩-保育养猪场、保育-育肥养猪场、分娩-育肥一体化养猪场在全美国生猪市场的占比分别为 5%、77%、18%), 该环节实现了在养殖场将饲料、动保、种猪等生产投入品转变为可销售商品猪的过程。猪肉产业价值链第二环节为屠宰加工及分销, 囊括了屠宰及预加工、深加工、批发分销等部分, 由屠宰场加工后再分销给下游零售商和食品供应公司。猪肉产业价值链第三环节为终端零售及餐饮等, 从消费渠道占比来看, 家庭消费在美国猪肉市场占主导, 消费者主要是在超市零售渠道进行猪肉购买, 因此超市占美国猪肉消费渠道比例最高, 达到 78%, 其次, 餐饮占美国猪肉消费渠道比例为 17%, 食品生产商及企业、学校、医院等食堂占美国猪肉消费渠道比例为 5%。

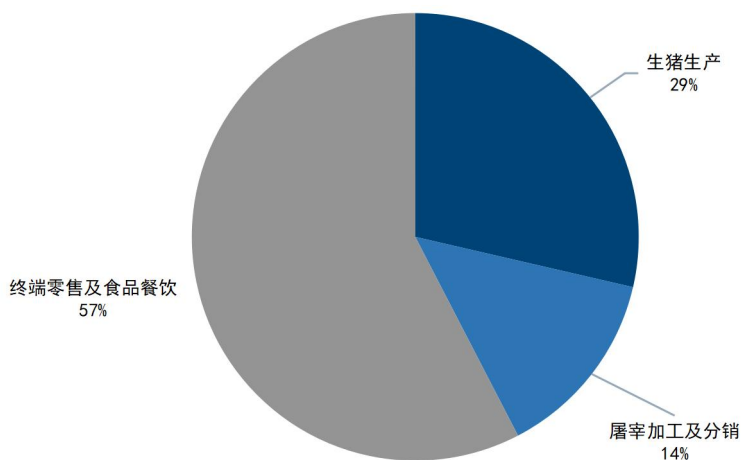
美国猪肉产业链中养殖-屠宰-销售纵向环节一体化整合的推进, 使得美国诞生了不少猪肉产业链一体化的巨头企业。比如美国龙头猪企 Smithfield 业务范围即覆盖猪肉全产业链的三个环节, 包括生猪生产中的育种、饲料生产、养殖运营, 屠宰加工及分销, 以及餐饮服务食品等。泰森食品也覆盖了猪肉全产业链的前两个环节, 包含了饲料生产、养殖运营、屠宰加工及分销等业务。因此对于生猪屠宰食品一体化企业而言, 上游饲料、养殖在全产业链的定位更加倾向于产业配套, 旨在为下游环节提供稳定的原料供应, 而通过下游屠宰深加工及零售开发出更多的高附加值产品, 才是实现猪肉产业链利润增值的核心环节。

图20: 美国猪肉产业增加值 2007 年总计约 520 亿美元, 包括生猪生产 148 亿美元, 屠宰加工及分销 71 亿美元, 终端食品 298 亿美元



资料来源: USDA, CGCC, 国信证券经济研究所整理

图21: 美国猪肉产业链中不同环节占比情况



资料来源: USDA, CGCC, 国信证券经济研究所整理

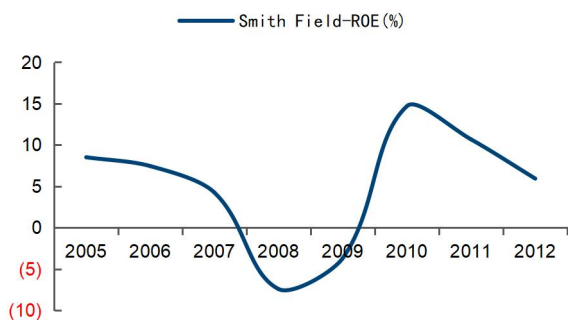
表3: 2007 年美国头部猪肉生产商经营收入及市占率情况

公司名称	营收情况	市场地位
Smithfield	公司整体年收入 114 亿美元, 其中猪肉收入 96 亿美元, 生猪养殖收入 24 亿美元。	Smithfield 是美国 2007 年第一大猪肉生产商, 实现生猪加工量 2670 万头, 美国猪肉产量占比 31%; 能繁母猪存栏占全国比例约 20%; 生猪出栏 1460 万头, 占美国生猪养殖量 17%; 年销售 31 亿磅包装肉制品, 40 亿磅生鲜猪肉。
Tyson Foods	公司整体年收入 269 亿美元。	Tyson Foods 是美国 2007 年第二大猪肉生产商, 能繁母猪存栏占全美国比例约 1%; 美国猪肉产量占比 19%。
JBS Swift & Company	公司整体年收入 91 亿美元, 其中美国猪肉部门销售额 3.69 亿美元。	JBS Swift & Company 美国 2007 年第三大猪肉生产商, 美国猪肉产量占比约 11%。
Excel Fresh Meats (嘉吉子公司)	-	Excel Fresh Meats 是美国 2007 年第四大猪肉生产商, 能繁母猪存栏占全美国比例约 1.7%, 猪肉产量占美国 9%。
Hormel Foods Corporation	公司整体收入 62 亿美元, 冷藏食品板块收入 33 亿美元, 食品杂货板块收入 8.8 亿美元。	Hormel Foods 是美国 2007 年第五大猪肉生产商, 能繁母猪存栏占全美国比例约 1.7%, 猪肉产量占美国 7%。

资料来源: 公司官网, CGOC, 国信证券经济研究所整理

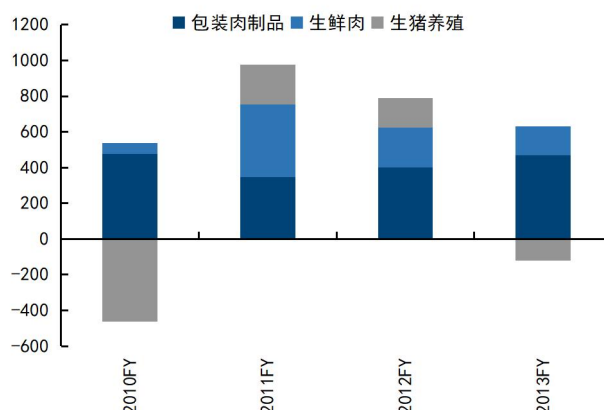
美国头部猪肉生产及加工企业完成产业链一体化整合后, 较产业单环节经营拥有更为稳定的收益。美国生猪产业一体化龙头企业 Smithfield 成立于 1936 年, 其最早以猪肉产品包装加工为主业, 1987 年开始向上游养殖扩张, 建立了第一个生猪养殖场, 后续持续收购整合猪肉、牛肉和畜牧养殖公司, 1998 年成为全美最大的生猪养殖和猪肉加工一体化企业, 2013 年被万洲国际杠杆收购, 2015 年 Smithfield 全年已实现生猪屠宰量 3050 万头, 生猪出栏量 1590 万头。Smithfield 将上游养殖作为一体化整合的战略方向, 通过布局生猪养殖实现屠宰及加工所需肉类原料供应的稳定性及可追溯性。按公司业务拆分利润结构来看, Smithfield 生猪业务盈利随猪价周期影响波动较大, 但得益于对下游屠宰加工及食品终端业务的布局, 公司整体综合利润平滑了猪价周期影响, 仍保持相对稳定。

图22: 史密斯菲尔德 2005-2012 年 ROE (摊薄) 平均水平达 5%以上



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图23: 史密斯菲尔德生鲜肉、包装肉制品、生猪养殖的盈利结构波动情况 (单位: 百万美元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

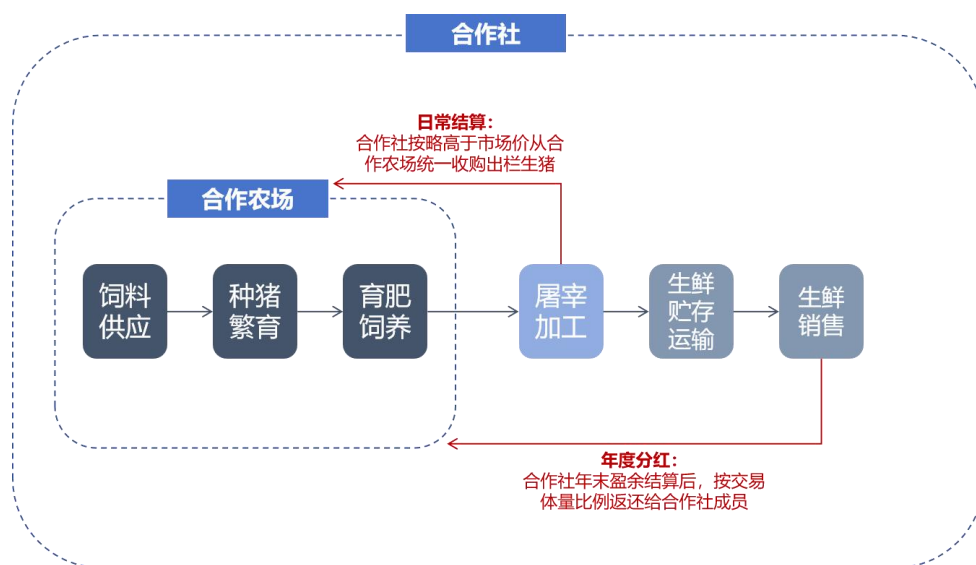
丹麦生猪产业链复盘：屠宰合作社模式实现产业上下游的利润共享，专业化生产确保盈利能力领先

屠宰合作社模式兴起：养殖、屠宰全猪肉产业链实现利益绑定

欧盟生猪产业由于自然资源条件限制了大型规模化养殖发展，因此其创新性地发展了合作社模式，将个体家庭农场有机联结为组织化程度更高的合作社，从而使得多个农场能形成联盟，共享大规模生产集体的优势与资源。丹麦屠宰合作社就是该模式的典型代表。从丹麦猪肉产业发展来看，19世纪养殖行业以家庭农场模式为主，但农场主作为单一个体在农产品销售市场上相对上下游私营企业处于较劣势地位，话语权较弱。为了与产业链其他环节的私营经销商开展竞争，1897年丹麦农场主们发起成立了第一家屠宰合作社，逐步实现了从养殖到肉制品加工的生猪全产业链经营，从而分享猪肉全产业链条的产品附加值。丹麦合作社体系下，农场主的组织化程度实现提升，商业需求与价值实现得到更有力地保障，其可以借助合作社平台向上游购买饲料等生产原料，或者向下游出售农产品，消除了中间商环节对最终利益的分成影响。

在屠宰合作社运营过程中，合作社归社员共同所有，与合作社有购销关系并接受交易合约的家庭农场都可申请成为合作社社员，社员占有的股份比例直接取决于其购销产品数量占全合作社的比例。合作社社员需要将生产的农产品全部出售交付给合作社，进行统一屠宰、加工，再销售给终端消费者，由此达成了养殖和屠宰的有效协同，同时农户也可以共享屠宰环节的产品附加值利润增厚。农户的收益主要分为两大部分，一方面是日常结算，当交付生猪给合作社时，合作社一般会按高于市场均价的水平收购，并给合作农户提供额外津贴以确保生产；另一方面还会有年度分红，年末合作社进行年度盈余结算后，会将整体盈余按交易体量的比例再分配给合作社成员。

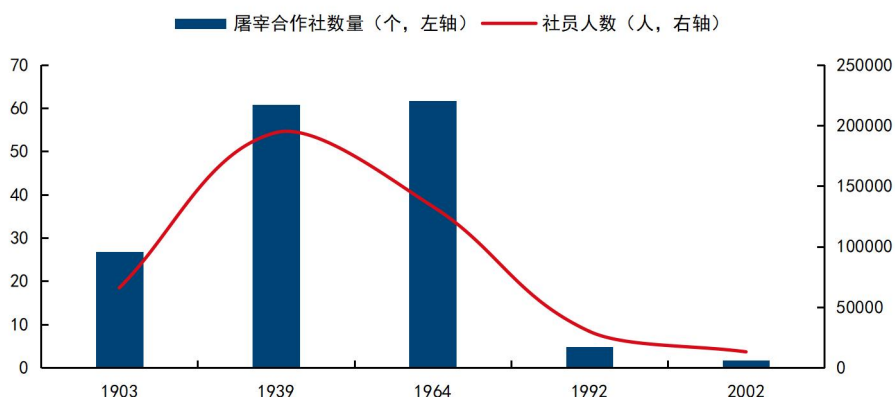
图 24：丹麦养殖户通过合作社模式，达成养殖+屠宰全产业链的利益共同体



资料来源：丹麦养猪和屠宰联合会，国信证券经济研究所整理

基于高效协同的合作体系，丹麦屠宰合作社模式在上世纪实现了快速发展，全丹麦的屠宰合作社数量由 20 世纪初的 27 个逐步增长到 20 世纪 60 年代的 62 个。20 世纪 70 年代丹麦加入欧洲经济共同体，农业规模化生产开始加速，屠宰合作社进入到整合兼并阶段，1970 年丹麦屠宰合作社数量减少到 50 个，直至 1990 年进一步整合为 5 家。2002 年，全丹麦仅余 2 家屠宰合作社，分别是“丹麦皇冠”（Danish Crown）和“迪康”（Tican），覆盖了当时全丹麦超过 90% 的猪肉生产，其中丹麦皇冠市场占比接近 80%，迪康市场占比接近 10%。由此标志着丹麦的猪肉产业链整合基本完成。目前丹麦皇冠已成为欧洲最大的猪肉肉类生产商和主要出口商，也是欧洲五大牛肉生产商之一，与丹麦、瑞典、德国和波兰的农场主合作获取屠宰加工所需的活猪和活牛资源。

图25：丹麦屠宰合作社数量及社员人数历史变化情况

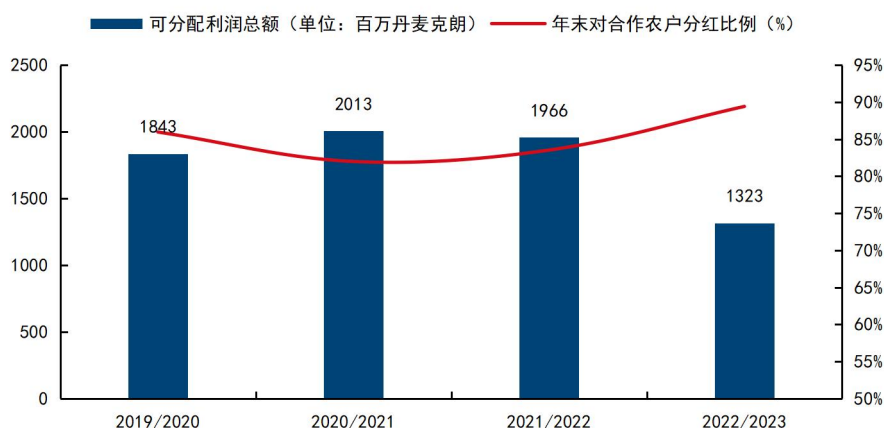


资料来源：丹麦养猪和屠宰联合会，国信证券经济研究所整理

产供销一体化经营：重视猪肉产业链末端价值延伸，丹麦合作社年度分红可观

丹麦屠宰合作社通过猪肉产供销一体化经营，实现了农产品的终端价值提升。相比于中国较为独立的养殖单环节经营，丹麦合作社模式下，农户与市场的直接交易转变为与合作社的内部交易，大大降低了农民参与市场的成本，同时利用深加工和出口实现产业链延伸，提升了农产品的市场价值，并通过年末分红来确保社员分享农产品加工与流通环节所带来的增值收益。以“丹麦皇冠”屠宰和加工合作社为例，其坚持利用集团年度盈余对合作农户按生产数量进行额外补贴，2020年以来对合作农户进行分红比例均超过可分配利润总额的80%，2010年以来丹麦皇冠每年末对单公斤生猪生产进行额外补贴的水平基本维持在1丹麦克朗/kg附近。我们按单头生猪体重120kg来测算，预估2019-2023年丹麦屠宰合作社对单头生猪生产进行的年度分红平均水平接近150元人民币，有效保障了养殖户的合理盈利与生产稳定性。

图26: 丹麦屠宰合作社 2020 年以来对合作农户进行分红比例均超过 80%



资料来源: Danish Crown, 国信证券经济研究所整理及测算

图27: 屠宰合作社 Danish Crown 每年末对单公斤生猪生产进行额外补贴的水平维持在 1 丹麦克朗/kg 附近



资料来源: Danish Crown, 国信证券经济研究所整理

图28: 近五年丹麦屠宰合作社对单头生猪进行的年度分红额预估平均接近 150 元人民币



资料来源: Danish Crown, 国信证券经济研究所整理及预估

专业化提高单头生猪盈利能力：标准化贯穿丹麦从生产加工到流通的猪肉产业链

种猪生产效率领先行业，饲养及屠宰全流程实现高度机械化与自动化。丹麦重视种猪生产技术研发，丹麦国家生猪生产委员会联合养殖场成立了专门从事生猪育种的“丹育公司”，拥有 5 家规模达 500-1200 头基础母猪的顶级种猪场，PSY 已达 31-33 头，种猪性能已位于全球领先水平。生猪饲养环节，养殖场内已实现电脑自动化控制通风、保暖、降温等环境条件，并利用电脑按不同生长阶段控制生猪每日进食量，确保饲喂效率提升。生猪屠宰环节，丹麦实现了现代化生产线的覆盖，由生产线前端接收活猪后，后端即可生产出到精细分割品，各工序及产品流向都可通过自动化系统直接输入到控制中心进行智能化的监控和管理，提高了整个屠宰流程的透明度和可追溯性。

在行业准入门槛上，丹麦政府也对生猪养殖参与者设立了较高的标准要求。农场

主必须满足三个条件：1) 农场主需要拥有自己的土地，而且规定农场主必须通过市场获得土地，同时农场主也必须居住在该农场里，由此确保农场可以由有志于农业的人来进行经营；2) 农场主需要持有行业准入的“绿色证书”，丹麦政府对“绿色证书”的要求较为严格，证书持有人必须先经过 9 到 10 年初等教育以后，再在农学院完成不同难度的三个阶段的农场培训学习及管理课程，才能获得行业准入“绿色证书”，此外该证书也有 36 个月的有效期限限制，到期前 4 个月将进行考核确认是否有资格延长认证期，由此确保农场主经过技术培训，提升养殖经营者的专业素质；3) 单个农场需要控制养殖规模以保护生态环境，丹麦政府严格限定了单个猪场饲养的生猪数量，生产母猪最多不超过 4500 头或者肉猪最多不超过 15000 头。因此，丹麦政府通过严格的养殖行业准入资格管理，有效提升了养殖农场主的专业素质水平，为养殖生产效率提升及确保盈利水平增长奠定良好基础。

表4: 丹麦政府对养殖参与者设立了较高的准入门槛

在丹麦从事养殖的准入条件	具体规定
1) 拥有自己的土地	农场主只能通过市场购买的方式获得农场土地，而不能通过馈赠或继承的方式获得，且必须居住在该农场里。
2) 持有绿色证书	农场主必须在经过 9~10 年的初等教育以后，再在农学院完成以下三个阶段的学习，才能获得“绿色证书”：第一阶段包括 6 个月的农学院课程和 12 个月的指定农场正式培训实习，获得“技术农民证书”；第二阶段追加 18 个月的农场实习和 6 个月的学校课程；第三阶段是为期 18 个月的农场管理课程。农场主必须完成总计 5 年的专业课程学习以及农场实习，并通过严格的全国统一考试，才能获得“绿色证书”。
3) 控制规模	为了保护环境，丹麦政府对养猪规模的控制和管理非常严格。政府对农场主可饲养的生猪数量进行严格限定，每个猪场饲养的生猪数量最多不超过 4500 头生产母猪或 15000 头肉猪。严格的土地获得制度和农场经营资格管理确保了丹麦每一个养猪农场主都具有相当高的素质。

资料来源：《以合作社为核心的丹麦猪肉产业组织体系：组织架构、制度特性与经验借鉴》，国信证券经济研究所整理

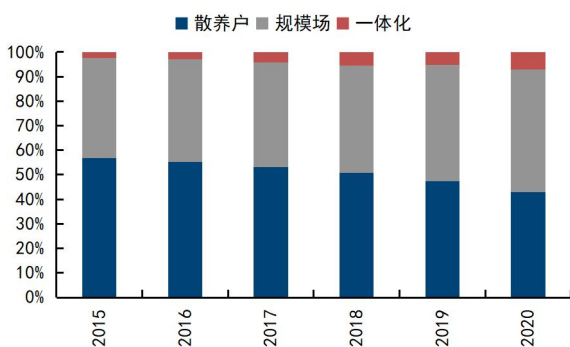
国内启示：头部优秀企业仍有充裕成长空间，屠宰多元化发展有望铸就养殖-屠宰-肉制品一体化的巨头企业

我国生猪产业现状：规模养殖产能占比明显提升，但仍处规模化早期向加速期过渡阶段

非瘟后国内养殖集中度明显提升。2018/2019 年国内首次发现非洲猪瘟疫情后，国内养殖行业也发生了较大的边际变化，行业规模化程度大幅度提升，国内生猪散养户的数量加速下降，这也是本轮猪周期跟以往周期出现的较大不同。从农业农村部统计数据来看，散养户产能占比由 2017 年的 53% 下降到 2020 年的 43%。据农业农村部预计，2023 年国内生猪养殖规模化率超过 68%，相较 2022 年提升约 3%。

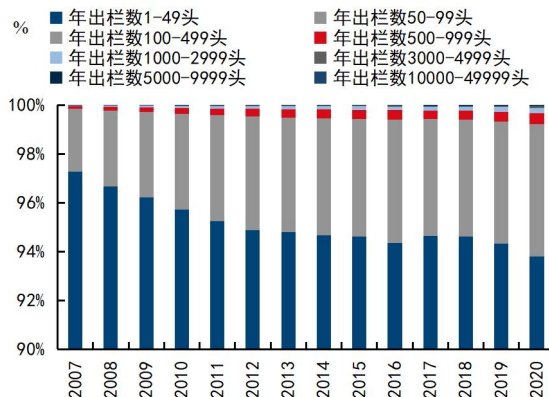
参考美国的养殖规模化进程，我国当前仍然处于规模化早期向加速期过渡的阶段。我们与美国的养殖结构演变历程对比来看，2020 年国内规模场出栏量占比约为 57%，仅相当于美国 1986 年的水平；2020 年国内养殖场头均出栏头数 25 头/户，仅相当于美国 1978 年的水平。考虑到美国在养殖规模化加速期，花了长达 15 年左右才基本完成养殖规模化，规模场出栏占比从 57% 提升至 90% 以上，未来我国养殖规模集中度提升的空间及时间依然充裕。按照 2023 年生猪养殖出栏统计来看，国内养猪产能 CR10 合计占比仅 23%，其中，优秀企业表现出明显的成长性，当前我国生猪竞争格局依然较为分散，未来头部的规模企业仍有较为充裕的市占率成长空间。

图29：目前国内仍处养殖规模化早期阶段



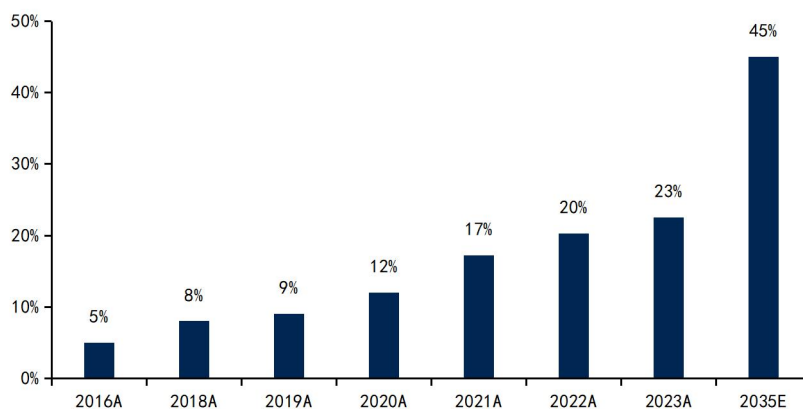
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图30：我国生猪散养户数量自非瘟暴发后下降较快



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预估

图31: 2016年起国内生猪养殖 CR10 快速增长



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理及测算

行业发展预判: 国内“养殖-屠宰”环节有望持续一体化整合

国内龙头养殖或屠宰企业有望进一步主导“养殖-屠宰”一体化整合。参考美国生猪产业链的演绎进程, 我们认为未来国内生猪产业链的发展和美国的相同点在于, 国内生猪产业规模化发展及一体化整合的趋势有望继续延续, 优秀规模养殖和屠宰企业的市占率仍有充裕成长空间。而不同之处在于, 美国屠宰行业规模化完成较早, 是由屠宰企业向上游布局养殖, 主导了生猪产业链的规模化; 而展望国内未来, 目前养殖和屠宰行业的竞争格局均较为分散, 均处于早期规模化阶段, 生猪养殖和屠宰行业也都开始有头部优秀企业崭露头角, 未来头部养殖和屠宰企业都有可能去主导上下游猪肉产业链的一体化整合。

我国养殖及屠宰行业集中度仍较低, 未来养殖规模化发展加速、“运猪”向“运肉”政策转变将有利于推动养殖、屠宰环节一体化整合。我国猪肉消费偏好以热鲜肉为主, 其中, 消费占比较高的家庭及餐饮(连锁化较低)均以菜市场、农贸市场为主要购买渠道。这一流通方式使得屠宰行业的行业规范、管理制度尚不完善, 小型屠宰企业在检验检疫、环保治污、设备购置上投入少且能够规避各项费用, 叠加地方保护导致开工率偏低, 小屠企和私屠滥宰的开工率更高。根据《当前生猪屠宰企业成本调查(刘宏全, 2018)》的数据, 江苏雨润(规模企业)综合屠宰加工经营成本为 1332 元/头, 而小型企业为 1200 元/头。以上原因使得小屠企、私屠滥宰具有顽强的生命力, 由此导致中国的“屠宰-零售”流通环节以“小 B to 小 B”的形式为主。然而 2018 年非瘟后, 疫病防控难度加大提升了行业门槛, 国内生猪养殖企业规模化加速, 头部猪企的行业话语权增强, 此外, 为了有效防控生猪疫病, 产业政策由“运猪”向“运肉”转变, 有望促进冷鲜肉消费占比提升, 屠宰在产业链环节中的重要性有望增强, 以上因素或将共同推动国内“养殖-屠宰”环节的一体化整合。

我国养殖规模企业正加速延伸屠宰布局, 依靠屠宰环节成本优势有望加速扩张。后非瘟疫情时代, 随着检验检测要求的强化, 屠宰行业技术标准趋于统一, 成本差异主要取决于产能利用率的差异。生猪龙头凭借一体化模式和稳定的猪源, 能够保障开工率并减少收购流通环节的费用和损耗(80 元/头左右的成本节约),

降低成本开销。根据农业农村部数据，2021 年全国生猪屠宰产能利用率约 33%左右，但目前牧原与中粮家佳康等猪企建立的屠宰产能利用率可以超过 50%。生猪养殖龙头据此形成比较优势，有望进一步加速屠宰产能的布局。

国内优秀屠宰企业亦在向上游布局养殖，依靠成本优势及渠道布局优势有望进一步增厚产业链综合竞争实力。出于增强产业链协同发展的战略考虑，双汇发展 2020 年非公开发行募资 70 亿元，用于进一步扩大上游肉鸡养殖及生猪养殖产能建设，目前双汇已拥有禽养殖产能约 3 亿羽，生猪养殖产能约 100 万头。此外，华统股份也基于非瘟契机，承担了浙江省生猪保供任务，由此进一步扩大了生猪养殖业务，目前拥有接近 350 万头生猪养殖育肥产能，经测算华统 2024Q2 生猪完全成本接近 16 元/kg，达到行业领先水平。国内头部屠宰企业有下游销售布局优势，且多年行业发展经验也积累了优质的养户资源，未来有望通过养殖产能配套进一步推进养殖-屠宰产业链整合。

国内猪周期依然存在，有管理优势的头部猪企有望维持单位超额利润。单纯展望国内养殖环节的未来趋势，首先我们认为猪周期依然存在，而且预计还会保持较高的活跃度。核心要素是因为生猪作为经济动物，在猪价下行期亏损较大的时候，养户会收紧额外的防疫投入，这个时候往往会可能容易催化大规模的养殖疫情，从而催化产能去化。而且国内生猪养殖体量大、养殖密度高；如果长期养殖盈利不理想，很容易造成养殖管理松散、疾病蔓延的情形，大疫情就会形成大的周期波动。从国内过往几轮周期来看，周期在底部的反转也基本伴随着疫情的催化，这其中也有一定的必然性。

其次，我们认为国内养猪规模企业虽然规模化有提升，但不同规模企业之间，管理水平差距仍然较大，头部管理水平高、成本低的企业市占率依然有很大的提升空间，而且单位的超额利润仍然很明显。伴随着养殖企业逐步向下游屠宰延伸，或者屠宰企业向上游养殖延伸，未来国内很有可能出现全球性领先的养殖、屠宰、肉制品一体化的巨头企业。

投资把握：右侧关注高质量养殖-屠宰一体化成长标的

从周期角度看，本轮猪周期已进入右侧，去年以来的行业产能去化数量足够，看好下半年供需双振带来的板块景气上行。此外，参考海外美国和丹麦的猪肉产业发展经验，国内猪肉产业链单环节横向整合、或上下游环节纵向整合的趋势有望持续，对于管理水平优秀，且拥有单位养殖超额盈利优势的头部企业，或者具备养殖、屠宰、深加工等多元业务发展实力的全能型企业，有望进一步实现规模增长与降本提效。标的方面，养殖板块重点推荐：牧原股份、华统股份、温氏股份、神农集团，关注新五丰、巨星农牧、唐人神、天康生物等，肉制品重点推荐双汇发展。

风险提示

不可控的动物疫情引发的潜在风险

农业畜禽养殖企业主要以规模养殖为主，如果发生不可控的动物疫情可能会造成上市公司的畜禽高死亡率，造成较大损失。

原材料价格剧烈波动带来的不确定性风险

玉米、大豆等饲料原材料的价格波动将直接影响行业养殖成本，如果原材料价格未来一段时间内快速上升，可能将导致企业经营成本上升。

生猪价格剧烈波动带来的不确定性风险

生猪销售价格将直接影响养殖企业终端收入与盈利，如果生猪价格未来一段时间内快速下跌，可能将导致企业经营利润下滑。

附表：相关公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	2024 年 8 月 30 日 收盘价	EPS			PE		
				2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
002714.SZ	牧原股份	优于大市	38.56	-0.79	2.79	4.61	-49	14	8
002840.SZ	华统股份	优于大市	11.40	-0.98	1.29	2.88	-12	9	4
300498.SZ	温氏股份	优于大市	17.04	-0.96	1.14	2.38	-18	15	7
605296.SH	神农集团	优于大市	28.30	-0.76	1.25	2.36	-37	23	12
600975.SH	新五丰	优于大市	5.55	-0.95	0.12	0.63	-6	46	9
603477.SH	巨星农牧	优于大市	17.87	-1.27	1.45	3.35	-14	12	5
002567.SZ	唐人神	优于大市	4.97	-1.06	0.28	0.64	-5	18	8
002100.SZ	天康生物	优于大市	6.51	-1.00	0.36	0.74	-7	18	9
000895.SZ	双汇发展	优于大市	23.22	1.46	1.73	1.82	16	13	13

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032