

生猪养殖投资框架

分析师：张子阳

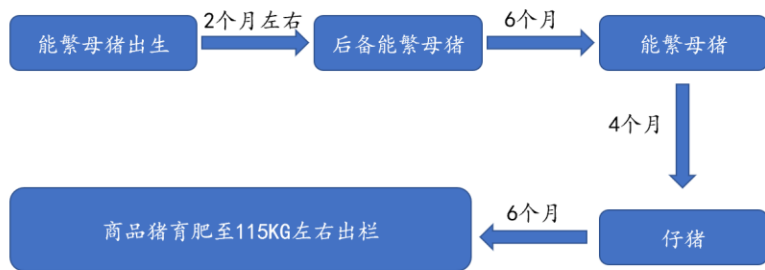
执业编号：S1130524120008

2025/5/12

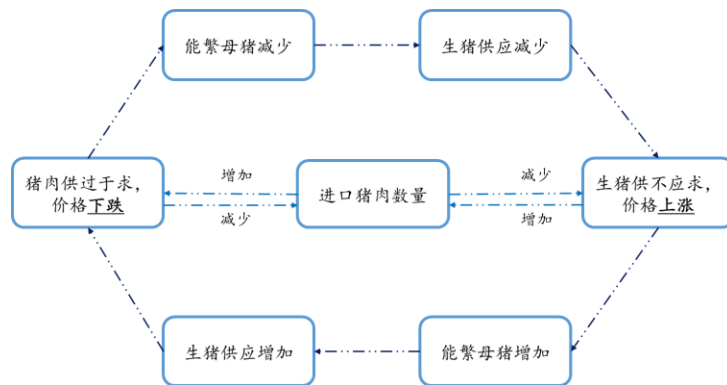
初识猪周期：生产特性与决策性时滞决定周期长存

- 生产特性：生猪的生长速度无法加快，从能繁母猪配种开始生产需要10个月的时间，通过后备时间更长；而市面上补充后备母猪为50-80KG，需要饲养至120KG以上才可以开始配种，猪价指导生产，盈利增产/亏损减产，现今亦然如此而养殖户在决策上存在一定的时滞性，
- 时滞性的来源：
 1. 对后市的预期（预期乐观↑/悲观↓）
 2. 养殖户手中的资金(宽松↑/紧张↓)
- 以上特点使得盈利情况指引未来产能方向，亏损时间越长产能去化越充分，非瘟前每一轮周期上行多在2年左右。

图：生猪养殖周期示意图

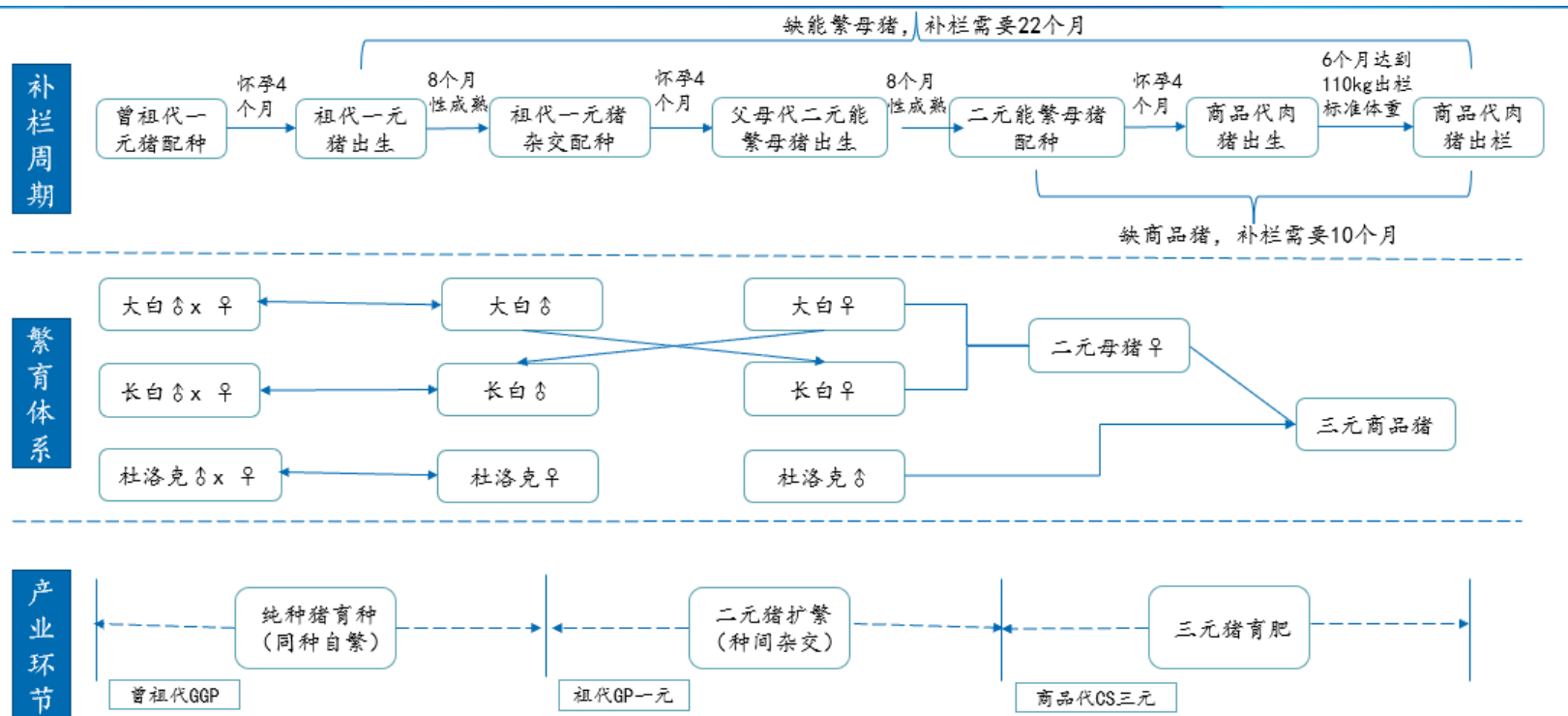


图：猪价指引产能导致周期往复



生猪繁育体系展示

图：生猪繁育体系示意图



周期复盘：周期波动明显，具有规律性

- 2006年以来经历4轮猪周期且呈现较好的规律性：
- 由于生产周期不可缩短，上行与下行年份合计长度约4年，上行和下行各2年且价格上涨多在Q2。
- 猪价弹性充足，从底部到顶部实现价格翻倍以上，周期平均行业实现盈利且猪价中枢上移。
- 通常底部形成W形态，价格磨底后再启动。

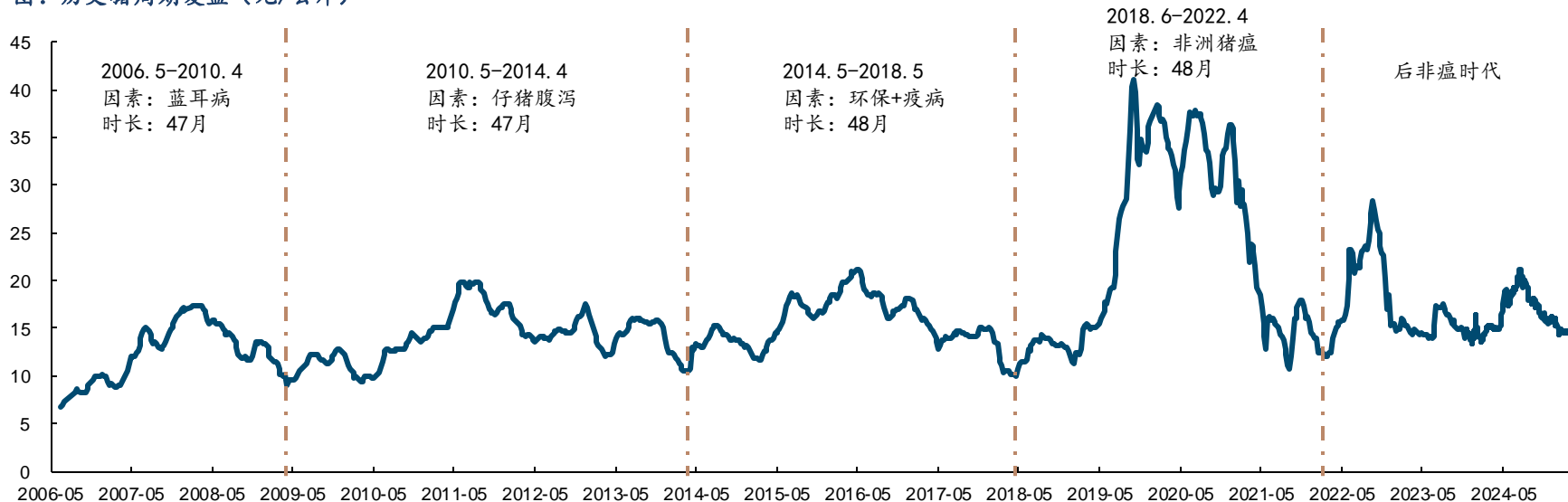
图：历史猪周期总结（元/公斤）

	周期跨度	上行区间	下行区间	波动幅度		
				最高价	最低价	波动幅度
第一轮	2006/5-2010/4	2006/5-2008/3 (22个月)	2008/4-2010/4 (25个月)	17.45	6.76	157%
第二轮	2010/5-2014/4	2010/5-2011/9 (16个月)	2011/9-2014/4 (31个月)	19.92	9.08	119%
第三轮	2014/5-2018/5	2014/5-2016/6 (25个月)	2016/6-2018/5 (23个月)	21.2	10.01	112%
第四轮	2018/6-2022/4	2018/6-2020/8 (26个月)	2020/9-2022/4 (20个月)	40.98	10.01	309%
后非瘟时代	2022/5-2023/3	2022/5-2022/10 (5个月)	2022/11-2024/3 (16个月)	28.32	12.12	134%
	2023/4-至今	2024/4-2024/9 4个月	2024/10-至今	21.19	13.55	56%

周期复盘：周期波动明显，具有规律性

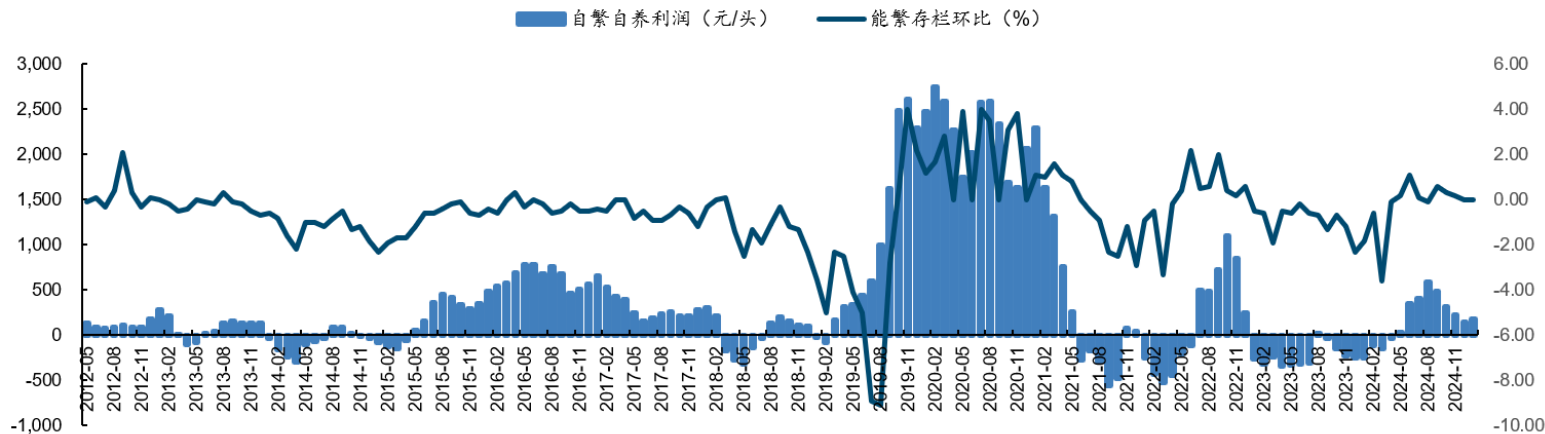
- 非洲猪瘟后猪价已经出现过2轮价格快速上涨并回落的过程，且两轮上行时长分别为5个月和4个月，2022年的下行时长仅有16个月。
- 我们认为有多个因素导致此现象出现：行业生产效率的提升、疫病的扰动、上一轮大周期资本开支的影响、规模化的提升、行业的分工行为等。猪周期发生了变化但是周期依旧存在。

图：历史猪周期复盘（元/公斤）



利润指导生产行为：产能变化与当期利润正相关

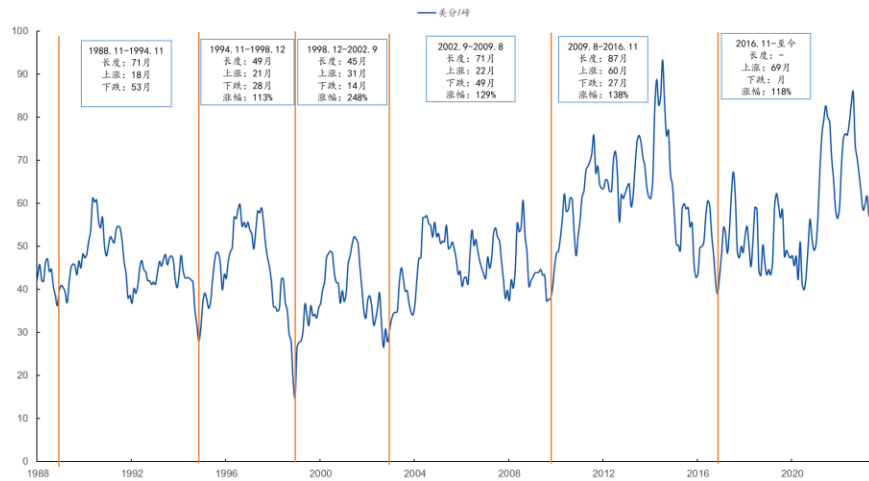
- 能繁母猪存栏量的环比变化跟随利润和利润预期波动：历史上出现亏损能繁母猪环比减少，而去化速度则与行业的资金情况相关，亏损时间越长使得能繁母猪去化幅度越深。
- 集团企业对行情的前瞻性较好，可能会出现周期底部扩产行为，此外亏损期抗压能力优于散户。



他山之石：规模化程度仍有提升空间，行业周期犹存

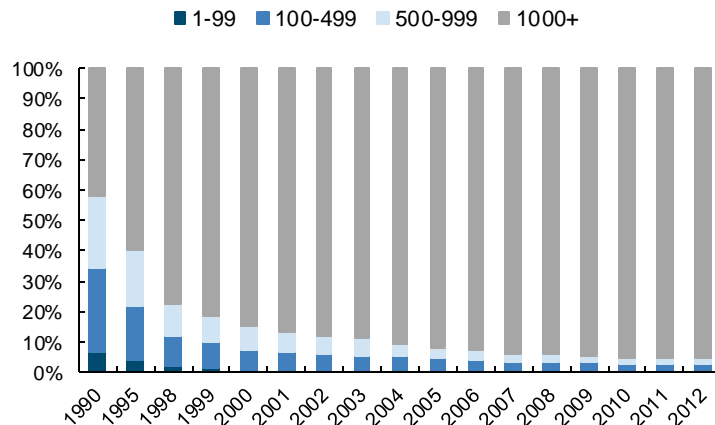
- 从美国猪周期表现来看，行业加速规模化进程中猪周期长度可能被拉长，但是整体价格波动幅度依旧较高。主要系规模化使得行业生产更加理性，目前我国依旧处于加速规模化的过程中。

图：美国猪周期走势



数据来源：I find, USDA, 国金证券研究所

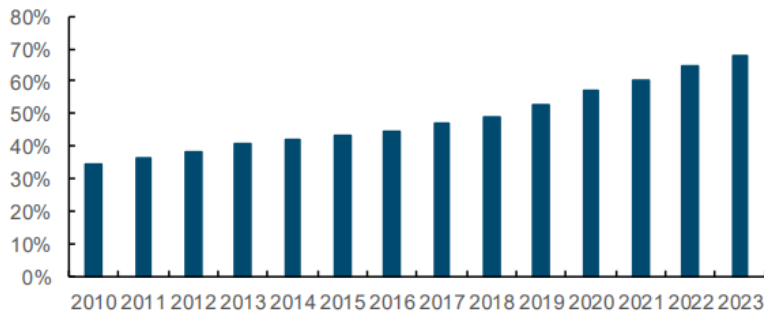
图：美国生猪养殖规模化水平（单户养殖存栏/头）



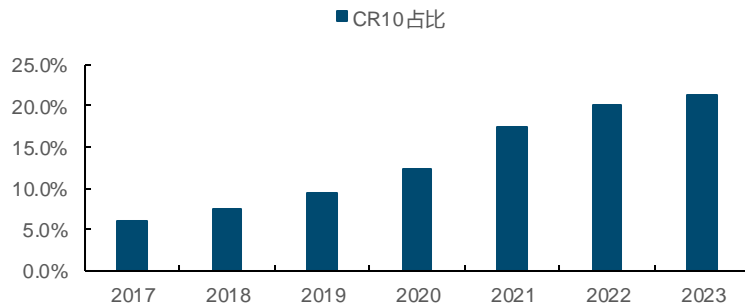
规模化使得生产相对理性，行业预期指导产能

- 2023年前十大养殖场能繁母猪占比20%+，预计2024年占比持续提升，同时饲料公司代养的入场使得行业分工加强。
- 上一轮周期中大量涌入的养殖场中，仍然存在大量高成本/融资能力较差的企业，亏损下企业依旧存在出清逻辑。

图：生猪养殖规模化程度



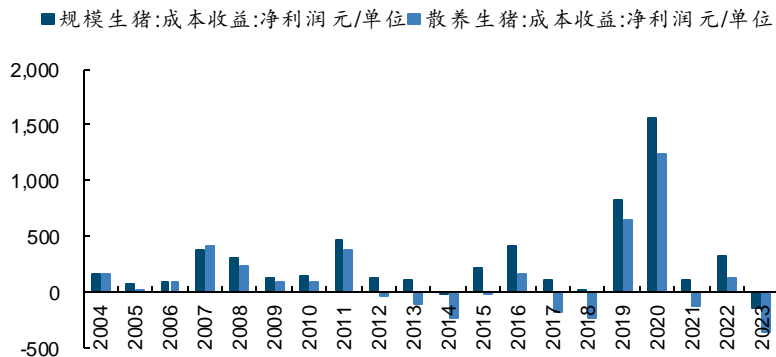
图：行业CR10占比



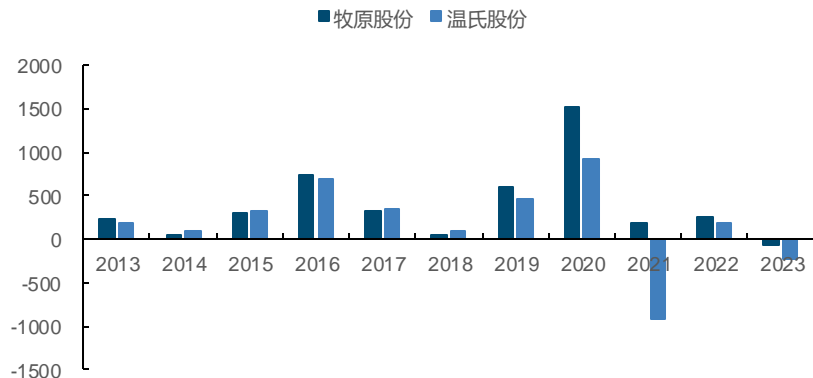
行业盈利情况：拉平周期来看行业整体实现较好盈利

- 周期高点行业规模化企业盈利水平400多元/头（不算超级猪周期也有如此表现）优质企业单头利润存在超额；
- 平均盈利：一轮周期行业平均盈利250元/头左右，头部企业存在超额。

图：行业平均盈利情况



图：优秀企业历史盈利情况



间接验证：产业链数据、价格验证等

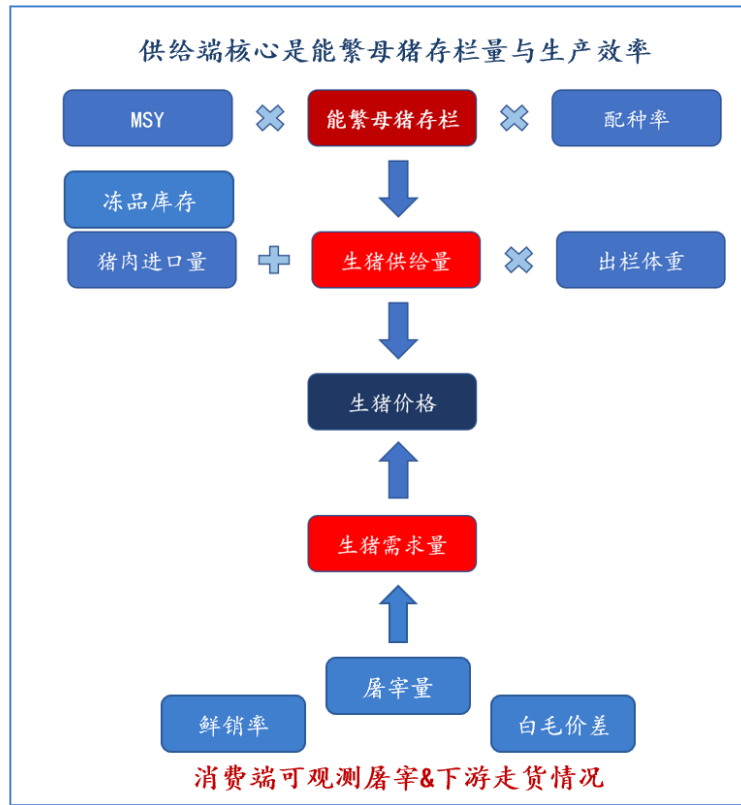
结论：直接数据指引趋势，产业链数据辅助验证

原因：真实性问题，本质是样本问题和统计方式问题，生猪数据收集相对困难，同时涉及到动态生产、政绩打分等因素。间接数据比如饲料、动保疫苗等数据量较大，可以侧面验证变化趋势，而价格则是锚定供需最重要的因素。

前置指标：母猪相关&仔猪相关&存栏相关&疫苗相关

同步指标：猪价&冻品库存&体重&鲜销率

滞后指标： 月度屠宰量&育肥料&出栏量

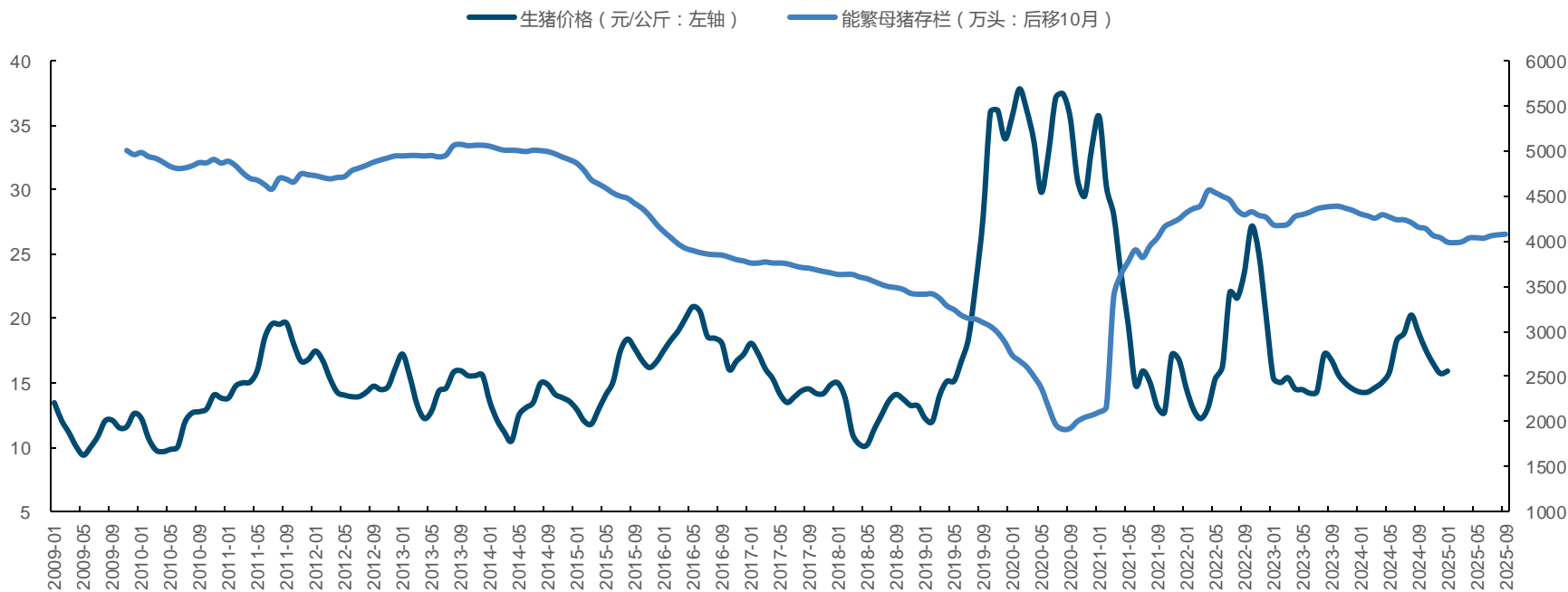


指标类型	指标	名称
直接数据	量	能繁母猪存栏量、新生仔猪数量、生猪出栏量等
间接数据	价格	生猪价格、仔猪价格、二元母猪价格、淘汰母猪价格、白毛价差、标肥价差等
间接数据	产业链上下游数据	屠宰量、饲料数据、疫苗数据等

前置指标判断产能：能繁母猪

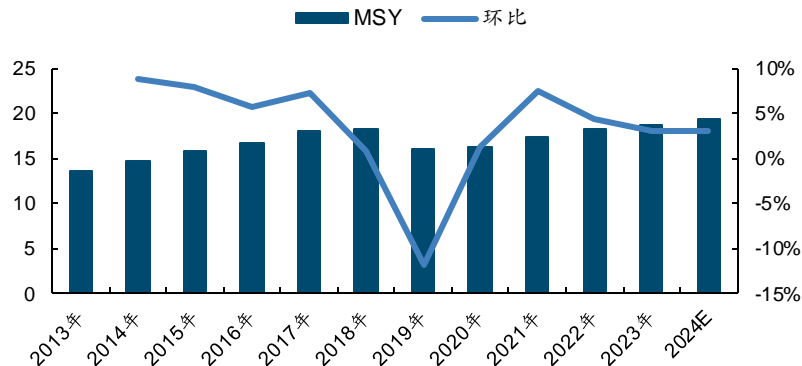
- 猪的生产周期决定了补充产能需要至少需要10个月左右的时间，所以观测能繁母猪存栏的数据可以大致判断未来的产能&猪价表现，前移10月与猪价表现有比较好的对照。此前认为产能去化约10%即可对应一轮较为不错的猪周期，目前因为生产效率/疫病波动等因素，能繁母猪指标在一定程度上相关性减弱。

图：能繁母猪存栏和猪价的对应关系

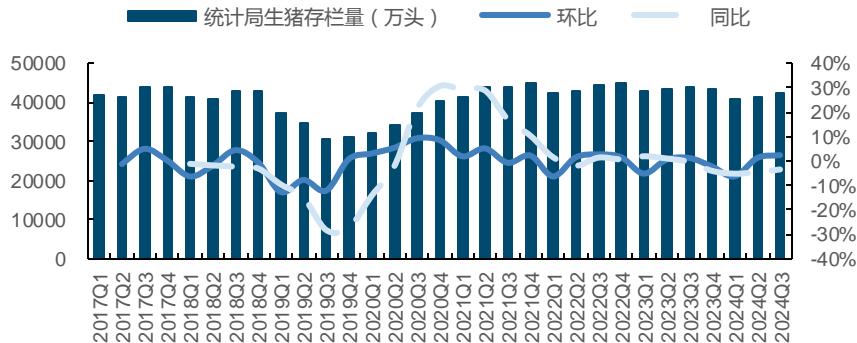


前置指标判断产能：仔猪数量、生产效率、饲料产量

图：行业生产效率变化趋势



图：统计局生猪存栏反应猪的存量

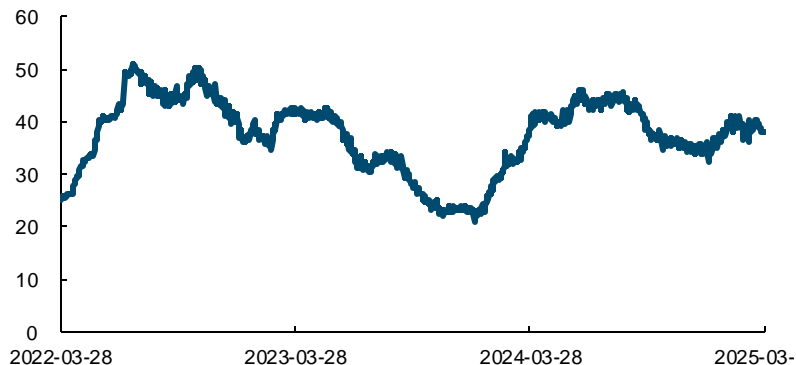


- 由于我国平均PSY在22左右的水平，而发达国家已经到了25-30的水平，我国生猪养殖生产效率持续提升。
- 此外，由于季节性温度/疫病等，月度之间生产效率也会受到影响，春秋天生产效率高，夏冬生产效率低；疫病也会扰动仔猪生产情况，从现阶段的数据来看，【仔猪】变化趋势相对6个月猪价产能指引有效性更强，但是前瞻性低于能繁母猪存栏，同时【生猪存栏量】也可以用来判断未来供给变化趋势。
- 此外，【母猪料】、【仔猪料】、【育肥料】等饲料数据也可以用来判断趋势变化。

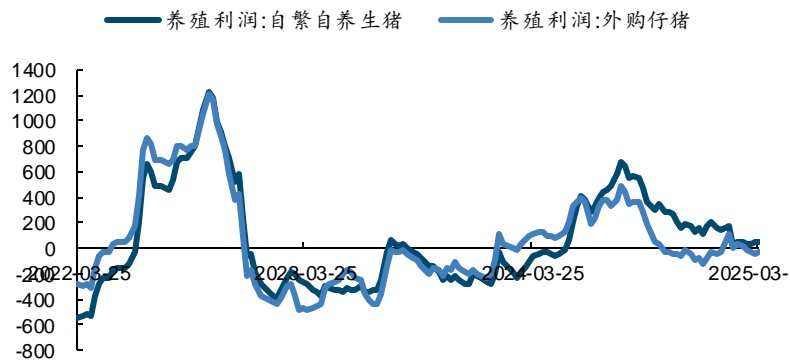
前置指标判断产能：生猪产品价格本身

- 猪价和养殖利润是有效预判存栏变化的前置指标，亏损即驱动去产能，盈利即驱动扩产。
- 仔猪价格：补栏需求的反应，考虑饲料成本可以计算大家对5-6个月之后猪价的预期。

图：仔猪销售价格



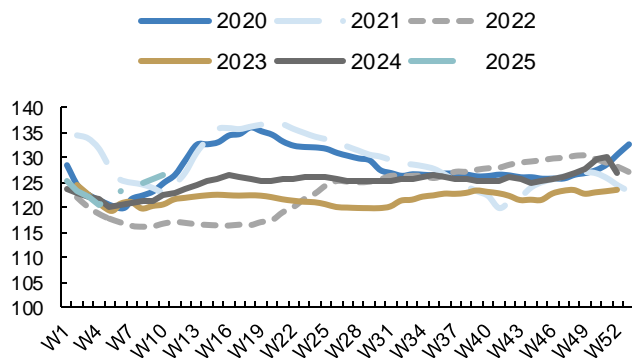
图：生猪养殖利润（元/头）



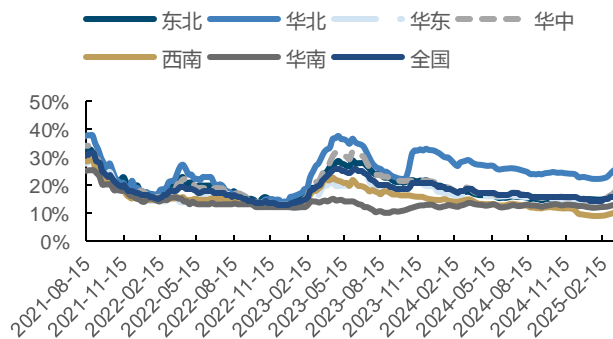
同步指标角度：体重&库存&标肥价差

- 生猪体重：反应短期饲养亿元和行业库存水平，通常上涨为累库，下跌为去库；反应大家对未来的猪价预期、季节性、疫病情况等。
- 标肥价差：影响压栏积极性，考虑季节性需求和存栏结构，标肥价差走阔有利于猪的压栏和猪价上涨。
- 冻品库存：虽然占比较小，但是反应屠宰行业预期以及冻品对供给的影响。

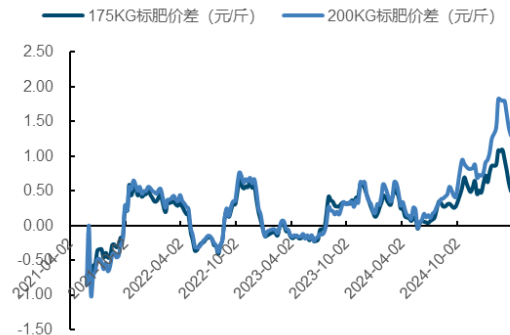
图：生猪出栏体重（公斤）



图：冻品库存

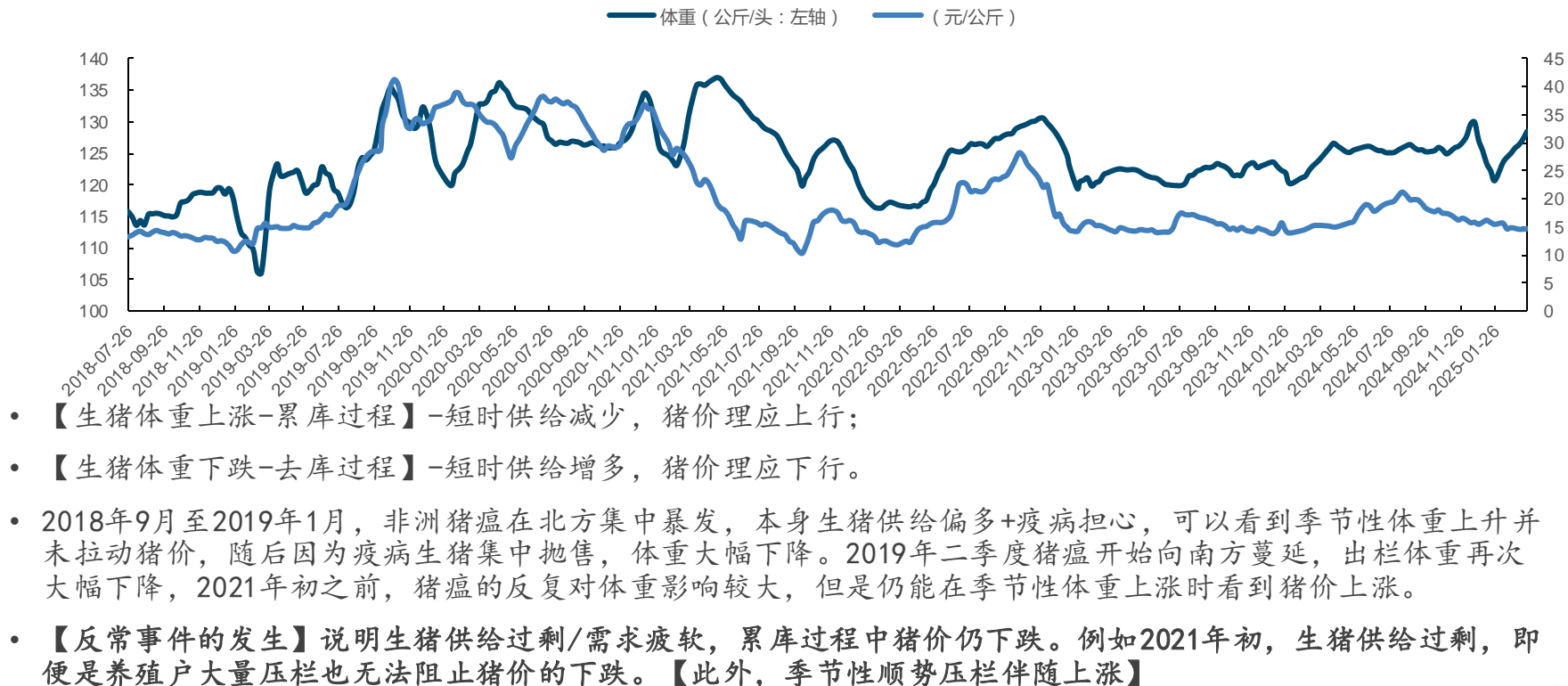


图：标肥价差



出栏均重 VS 生猪均价

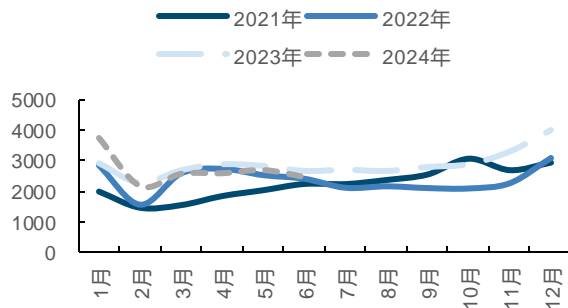
猪价多数时间体重与猪价同频，累库过程中猪价上涨；若供给充足，体重上涨猪价不涨



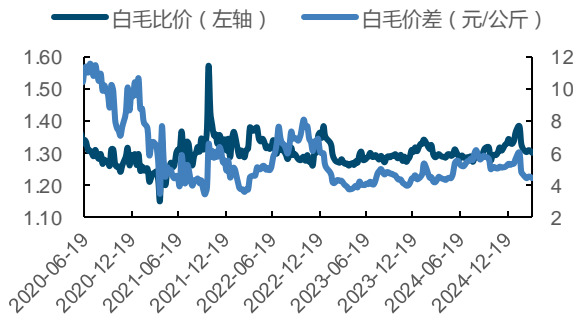
同步指标角度：屠宰量&白毛价差&鲜销率

- 屠宰量：是供给指标也是消费指标，结合生猪价格来看；
- 白毛价差：反映下游消费承接能力；
- 鲜销率：反映下游消费能力以及屠宰场库存累积情况。

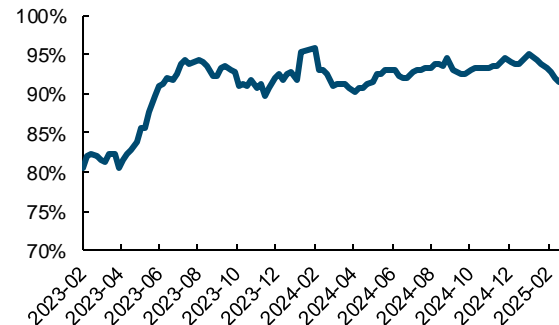
图：行业屠宰量（万头）



图：白毛价差&比价



图：鲜销率 (%)



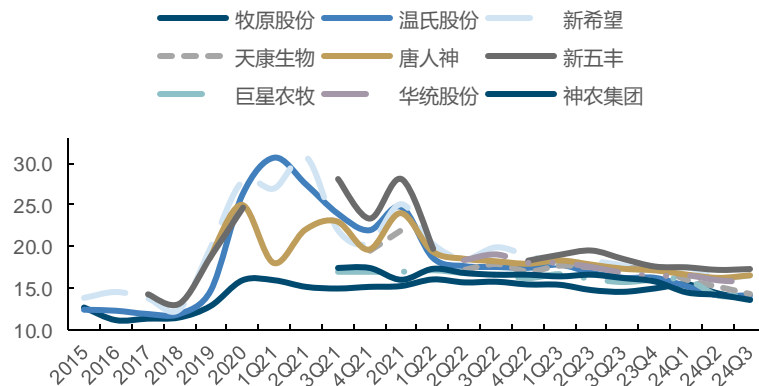
企业跟踪情况：成长性、成本、资金状况

- 出栏量变化：规模化程度依旧，上市猪企依旧存在较高成长空间。
- 资金、固定资产、生产性生物资产：资金与负债率情况决定了公司扩张时的资本开支以及行业下行期的经营安全性；固定资产&生产性生物资产存量决定了未来的成长性。
- 成本优势：行业成本方差较大，优质企业存在超额利润并且更优可能脱颖而出。养殖成本是公司管理、生产设计、种源表现等多方位协同的表现。

图：公司出栏增速出现分化

出栏量	出栏情况（万头）				
	2022	2023	2024	2023Y0Y	2024Y0Y
牧原股份	6120	6382	7160	4.3%	12.2%
温氏股份	1791	2626	3018	46.6%	14.9%
新希望	1461	1768	1652	21.0%	-6.5%
德康农牧	543	708	877	30.3%	23.9%
天康生物	203	282	303	38.9%	7.4%
唐人神	216	371	434	71.9%	16.9%
大北农	500	605	640	21.0%	5.8%
天邦食品	442	712	599	61.0%	-15.8%
中粮家佳康	410	520	356	26.7%	-31.5%
新五丰	183	320	425	74.9%	32.8%
巨星农牧	153	267	275	74.5%	3.0%
华统股份	121	230	256	90.3%	11.0%
神农集团	93	152	227	63.7%	49.4%
京基智农	126	185	215	46.8%	16.2%
东瑞股份	49	62	87	27.4%	39.3%

图：行业成本方差犹存（元/公斤）



周期往复，重视投资节点

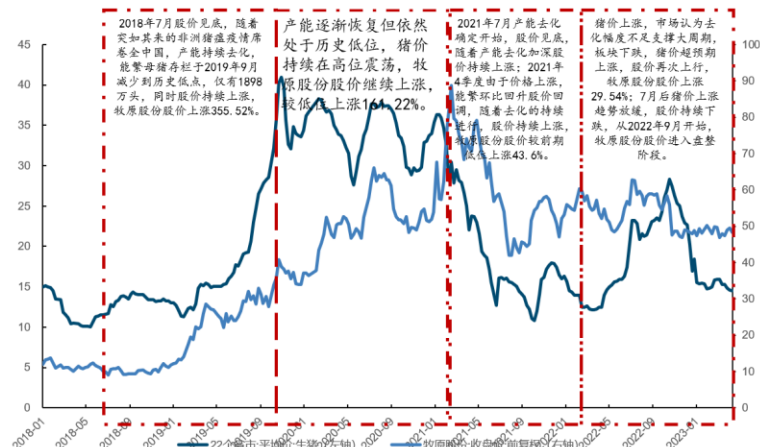
- 通过对猪周期复盘，能繁母猪加速去化期和猪价上张初期是板块实现较好盈利阶段。周期+成长是生猪养殖行业投资的核心逻辑。
- Beta（周期）：左侧买产能去化-右侧买价格提升，越来越左侧参与，本质还是猪股的盈利预期以及兑现。
- Alpha（成长）：低成本优质扩张，成长性的突出使其盈利端持续成长。优秀的企业可以实现超额收益下的快速扩张。

图：猪价与板块走势



数据来源：I find，公司公告，国金证券研究所

图：2018-2023年牧原股份股价复盘



风险提示：

生猪价格不及预期：养殖企业盈利受猪价影响较大，猪价下跌使得盈利不及预期。

农产品价格大幅波动：饲料成本在生猪养殖中占比较大，原材料价格上涨会使得利润承压。

动物疫病风险：动物疫病爆发会使得行业出现较大程度亏损。

政策落地不及预期：转基因作物商业化进程延缓使得行业整合速度变慢。

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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。

获取更多研究服务，欢迎访问国金研究小程序



最新研报

会议路演

研究专题