

## 农林牧渔

2024年11月16日

## 似曾相识燕归来，猪周期特征及节奏把握

——行业深度报告

投资评级：看好（维持）

陈雪丽（分析师）

王高展（联系人）

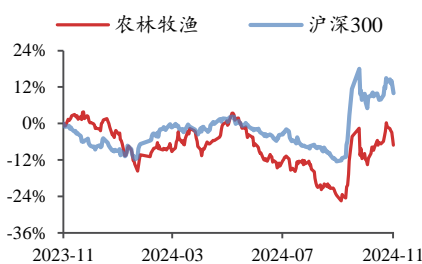
chenxueli@kysec.cn

wanggaozhan@kysec.cn

证书编号：S0790520030001

证书编号：S0790123060055

### 行业走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《生猪景气持续，后周期经营改善—农林牧渔行业 2025 年投资策略》

-2024.11.13

《肥猪溢价收窄，压栏二育对猪价支撑力度边际弱化—行业周报》

-2024.11.10

《2024Q3 生猪养殖业绩修复，宠物高景气延续—行业点评报告》

-2024.11.5

### ● 行业概况：我国生猪养殖市场规模超万亿，行业周期性强易供需错配

从市场规模看，我国猪肉产消世界第一，猪肉产量占全球 49%，猪肉消费量占全球 51%，2023 年我国生猪出栏 7.3 亿头（yoy+3.81%），生猪养殖市场规模达 1.3 万亿元。我国肉类消费趋于多元，但猪肉消费占畜禽肉类消费比重仍高达 58.6%，主导肉类价格走势。生猪养殖行业进入壁垒较低，但非瘟影响下规模化已是大势所趋。同时行业周期性强，供给调整存在滞后性，疫病及政策是加速周期演变的重要因素，后非瘟时代受规模场占比提升及二育投机增多等因素影响，猪周期呈现大波动弱化小波动增多的特点。

### ● 养殖特征：规模化占比提升养殖重心南移，能繁效率提升成本趋势下降

**(1) 养殖结构：**非瘟以来规模场出栏占比提升，2017-2023 年我国生猪出栏 TOP20 市占率由 7% 提升至 28%。非瘟导致散户自繁自养难度加大，行业繁育与育肥分离度提高，规模场更多承担种猪繁育工作，散户更倾向于二次育肥或外购仔猪育肥。**(2) 养殖区域：**北方非瘟防控难度大于南方，非瘟以来生猪养殖重心南移，南北价差收窄。**(3) 能繁母猪：**非瘟导致种猪群受损，行业 2020-2021 年大量引种海外原种猪对原有受损种猪群进行更替，高性能二元母猪占比持续提升，2023 年我国母猪生产效率已恢复超非瘟前水平。**(4) 资金状况：**2024 年猪价中枢上移，行业资金状况改善，但前期亏损偏大且对 2025 年猪价预期悲观背景下，行业产能扩张偏谨慎。**(5) 养殖成本：**饲料及仔畜成本占生猪养殖成本 80% 以上，饲料价格回落+养殖水平提升仔猪成本下降驱动生猪养殖成本下降。长期看高成本落后产能持续去化，散户易忽略隐性成本故产能难以去化，中型猪场及成本控制不佳的大型猪场或为去化主体。**(6) 猪价扰动：**猪价受非瘟及二育扰动较大，非瘟推升阶段养殖成本且加速周期演变，二育加剧短期猪价波动。

### ● 猪价研判：2024Q4 旺季仍有支撑，2025H1 供给恢复猪价承压

据我们测算，2024Q4 猪肉消费旺季供给低于 2023Q4，且 9-10 月集团场及二育生猪出栏加速，供给压力持续释放，当前市场大猪供给偏紧对猪价形成支撑，2024Q4 天气转凉猪肉消费增加叠加我国宏观政策持续发力提振经济及消费信心，猪价有供需双重支撑但中枢预计会逐步下移。而 2025H1 生猪供给逐步恢复且春节后步入猪肉消费淡季，猪价或进一步承压下行。

### ● 投资建议：周期往复，把握生猪投资关键变盘点

我们通过对猪周期复盘，发现非瘟冲击下的能繁加速去化期及周期反转初期是生猪板块投资的黄金时间，该阶段生猪板块投资逻辑持续强化，板块处相对低位，期间涨幅可观。本轮猪周期提前博弈，对猪周期反转初期能繁环比增加容忍度降低，生猪板块当前处相对低位，估值有望随宏观预期好转修复，龙头高业绩兑现高分红投资价值显现。推荐标的：温氏股份、牧原股份、巨星农牧、华统股份、新希望；受益标的：神农集团、天康生物、京基智农、唐人神等。

### ● 风险提示：动物疫病风险，饲料价格异常波动，测算误差风险等。

## 目 录

1、 行业概况：我国生猪养殖市场规模超万亿，行业周期性易供需错配.....	5
1.1、 我国生猪养殖市场规模超万亿，猪肉主导国内肉类价格趋势.....	5
1.2、 生猪养殖行业进入壁垒低，规模化为大势所趋.....	9
1.3、 生猪养殖周期性，后非瘟时代大波动弱化小波动增多.....	10
2、 养殖特征：规模化占比提升养殖重心南移，能繁效率提升成本趋势下降.....	11
2.1、 养殖结构：规模场占比提升，非瘟风险下养殖分工细化.....	11
2.2、 养殖区域：生猪养殖重心南移，南北价差收窄.....	12
2.3、 能繁母猪：引种更替种猪效率提升，去化缓慢补栏亦谨慎.....	13
2.4、 资金状况：2024 年生猪养殖盈利改善但扩张谨慎.....	15
2.5、 养殖成本：饲料降价+养殖水平提升驱动成本下降，长期看中型猪场或为去化主体.....	16
3、 猪价扰动：非瘟扰动常在，二育加剧短期波动.....	19
3.1、 非瘟扰动常在推升养殖成本，冬季非瘟高发加速周期演变.....	19
3.2、 二育加剧短期猪价波动，低饲料成本下二育存在持续入场动力.....	21
4、 猪价研判：2024Q4 旺季仍有支撑，2025H1 供给恢复猪价承压.....	22
4.1、 9-10 月生猪供给压力持续释放，2024Q4 需求旺季猪价仍有支撑.....	22
4.2、 肥猪溢价收缩对压栏及二育驱动减弱，Q4 旺季终端需求有支撑.....	24
4.3、 2024Q4 生猪需求旺季供给仍偏紧，2025H1 供给恢复猪价或承压.....	25
5、 投资建议：周期往复，把握生猪投资关键变盘点.....	27
6、 风险提示.....	29

## 图表目录

图 1： 2023 年我国猪肉产量占全球 49%（万吨）.....	5
图 2： 2023 年我国猪肉消费量超 5800 万吨，居世界第一.....	5
图 3： 2023 年我国生猪出栏 7.3 亿头，同比+3.81%.....	5
图 4： 2023 年我国生猪市场规模达 1.3 万亿元.....	5
图 5： 我国猪肉产量远高于其他畜禽肉类产量（万吨）.....	6
图 6： 2023 年我国猪肉占畜禽肉类消费比重达 58.6%.....	6
图 7： 2023 年末我国活牛存栏 1.05 亿头，同比+2.87%.....	6
图 8： 2023 年末我国活羊存栏 3.22 亿头，同比-1.21%.....	6
图 9： 2024 年活牛羊价格下行幅度较大（元/公斤）.....	7
图 10： 牛羊肉价格虽下行但仍远高于猪价（元/公斤）.....	7
图 11： 猪鸡价格具有较强正相关性.....	7
图 12： 预计 2024Q4 鸡肉供给同比收缩（万套）.....	7
图 13： Q4 消费旺季猪肉鸡蛋价格均有望相对高位运行.....	8
图 14： 渐入 Q4 消费旺季，鸡蛋价格有支撑（元/斤）.....	8
图 15： 2024 年 10 月以来天气影响渐退，蔬菜价格回落.....	8
图 16： 2024 年 10 月寿光蔬菜价格指数高于 2023 年同期.....	8
图 17： 鸡蛋价格与流通环节库存可用天数负相关.....	9
图 18： 鸡蛋流通环节库存可用天数恢复向上.....	9
图 19： 蛋鸡存栏处相对高位或对 2025 年蛋价形成压制.....	9
图 20： 2024 年 10 月蛋鸡存栏高于 2023 年同期（亿羽）.....	9

图 21: 我国生猪养殖竞争格局分散, 散户存量仍偏大.....	10
图 22: 我国生猪规模化养殖率提升为大势所驱.....	10
图 23: 从能繁母猪存栏到商品猪出栏需 10 个月.....	10
图 24: 生猪养殖生产周期较长, 供给调整存在滞后性.....	10
图 25: 后非瘟时代猪价大波动弱化小波动增多.....	11
图 26: 2023 年我国生猪出栏 TOP20 市占率提升至 28%.....	11
图 27: 集团场生猪出栏呈增长态势.....	11
图 28: 非瘟导致散户自繁自养难度加大.....	12
图 29: 受非瘟影响, 中小散户母猪养殖量下降.....	12
图 30: 生猪养殖重心向南转移, 南北生猪价差趋于收窄(元/公斤).....	13
图 31: 2020-2021 年行业大量进行原种猪引种(头).....	13
图 32: 2022 年我国高性能二元母猪占比已恢复至非瘟前.....	13
图 33: 2023 年我国母猪生产效率已恢复超非瘟前(头).....	14
图 34: 后备母猪供给充足, 价格相对稳定(元/头).....	14
图 35: 2023M1-2024M4 能繁去化去化幅度达 9.2%.....	14
图 36: 2024 年 9 月我国能繁存栏 4062 万头, 补栏谨慎.....	14
图 37: 2024Q1-Q3 生猪板块资本开支同比下降(亿元).....	15
图 38: 2024Q1-Q3 猪价上行, 生猪板块利润改善(亿元).....	15
图 39: 2024Q1-Q3 行业现金流改善(亿元).....	15
图 40: 2024Q3 行业资产负债率小幅下降至 62%.....	15
图 41: 规模猪场养殖成本中饲料及仔猪成本占 80% 以上.....	16
图 42: 饲料及仔猪价格回落共驱养殖成本下降(元/公斤).....	16
图 43: 2024 年前三季度我国生猪完全成本降至 14.6 元/公斤.....	16
图 44: 2024Q3 我国生猪饲料价格降至 3.17 元/公斤.....	17
图 45: 畜禽饲料中玉米豆粕原料构成占比达 80%.....	17
图 46: 玉米豆粕价格自 2022 年以来趋势下行.....	17
图 47: 玉米大豆供给压力偏大, 价格有望低位运行.....	17
图 48: 非瘟以来我国生猪养殖窝均活仔数不断提升(头).....	17
图 49: 我国生猪养殖水平较美国仍有较大提升空间(头).....	17
图 50: 2022 年规模养殖完全成本低于散养(元/公斤).....	18
图 51: 人工成本高是散养成本高于规模养殖的核心原因(元/公斤).....	18
图 52: 散户仅考虑显性成本下, 其成本低于中大规模养殖场(元/公斤).....	18
图 53: 非瘟病毒结构复杂, 疫苗研发难度大.....	19
图 54: 受非瘟影响, 牧原股份生猪头均药品及疫苗费用自 2020 年以来逐年抬升.....	19
图 55: 可通过淘汰母猪价格比值及小体重猪出栏占比跟踪非瘟严重程度.....	20
图 56: 2022 年以来二育投机增多, 既对猪价托底亦加剧短期猪价波动.....	21
图 57: 截至 2024 年 10 月 30 日, 全国生猪饲料均价下降至 3.07 元/公斤.....	21
图 58: 涌益样本 10 月屠宰量达 459.62 万头, 环比+4.86%.....	22
图 59: 11 月规模场计划出栏较 10 月实际出栏+1.68%.....	22
图 60: 猪价中枢下移但底部仍有支撑(元/公斤).....	23
图 61: 2024Q4 旺季已至, 屠宰量季度环比上行(万头).....	23
图 62: 2024H2 以来 150kg 以上肥猪出栏占比同比提高.....	23
图 63: 2024 年 10 月 90-150kg 生猪出栏占比同比提高.....	23
图 64: My steel 样本生猪存栏中 90kg 以下居多.....	24
图 65: 2024M10 行业 140kg 以上生猪存栏占比偏低.....	24

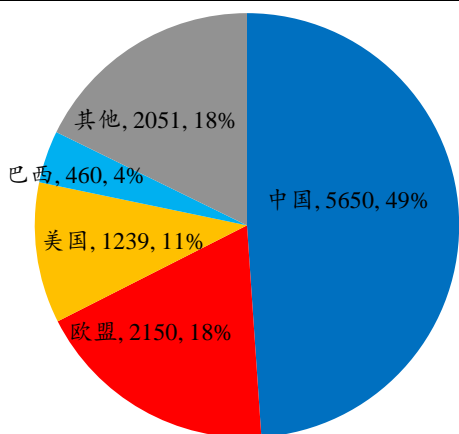
图 66: 2024 年生猪出栏均重高于 2023 年同期(公斤/头).....	24
图 67: 肥猪溢价驱动养户压栏及二育进场 (元/公斤) .....	24
图 68: 2024 年 10 月中旬以来二育进场比例环比下降.....	25
图 69: 二育栏舍利用率升至 55%, 对猪价支撑边际弱化 .....	25
图 70: 2024 年 10 月毛白价差高于 2023 年同期(元/公斤).....	25
图 71: 冻品低位但未到入库时点, 对猪价影响有限.....	25
图 72: 2024Q4 生猪出栏对应前期能繁存栏处相对低位.....	26
图 73: 2024Q4 生猪出栏对应配种率处相对低位.....	26
图 74: 2024Q4 生猪出栏对应配种分娩率处相对高位.....	26
图 75: 2024 年 7-9 月生猪出栏对应窝均健仔数下行 .....	26
图 76: 母猪胎次由 3 胎抬升至 4 胎时配种分娩率提升.....	26
图 77: 母猪生产胎次越过生产高峰导致窝均活仔数下降.....	26
图 78: 2024Q4 生猪供给同比收缩, 2025H1 供给恢复.....	27
图 79: 2024Q4 猪肉供给同比收缩, 猪价短期仍有支撑.....	27
图 80: 能繁去化加速及周期上行初期是生猪板块投资的黄金时间.....	27
图 81: 2024 年 8 月生猪板块市值跌至 2021 年以来低点.....	28
图 82: 涌益及钢联能繁存栏于 2024 年 2-3 月环比转正 .....	28
图 83: 生猪板块市净率处近年来相对低位.....	28
图 84: 生猪板块优质标的低位投资价值显现 (元/股) .....	28
表 1: 非瘟以来南方地区生猪养殖量提升, 逐步由生猪销区变为产区 (万头) .....	12
表 2: 非瘟显著抬升我国生猪养殖成本 .....	20
表 3: 低增重成本强化二育行为, 二育出猪成本低于抓猪成本 (元/公斤) .....	22
表 4: 重点推荐公司盈利预测与估值 (收盘价截至 2024 年 11 月 15 日) .....	29

## 1、行业概况：我国生猪养殖市场规模超万亿，行业周期性强 易供需错配

### 1.1、我国生猪养殖市场规模超万亿，猪肉主导国内肉类价格趋势

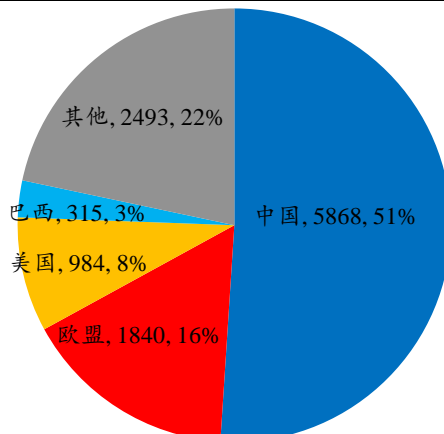
我国猪肉产销世界第一，生猪养殖市场规模超万亿。USDA口径下2023年我国猪肉产量5650万吨（占全球49%），猪肉消费量5868万吨（占全球51%），我国猪肉产量及消费量均居世界第一且远高于欧盟及美国（2023年欧盟、美国产量占比分别为18.61%、10.73%）。从市场规模看，2023年我国生猪出栏7.3亿头(yoy+3.81%)，全年生猪均价15.0元/公斤。我们根据猪价、出栏量及均重测算，2023年我国生猪养殖市场规模达1.3万亿元，基于猪肉消费习惯，我国生猪养殖市场规模有望常年维持在万亿元以上。

图1：2023年我国猪肉产量占全球49%（万吨）



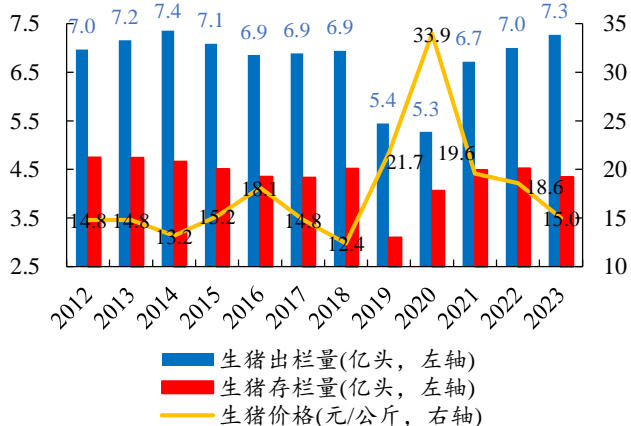
数据来源：USDA、张海峰《2023年全球生猪产业发展情况及2024年的趋势》、开源证券研究所

图2：2023年我国猪肉消费量超5800万吨，居世界第一



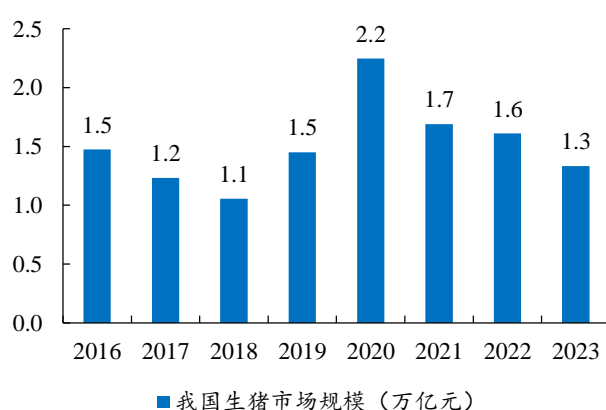
数据来源：USDA、张海峰《2023年全球生猪产业发展情况及2024年的趋势》、开源证券研究所

图3：2023年我国生猪出栏7.3亿头，同比+3.81%



数据来源：Wind、开源证券研究所

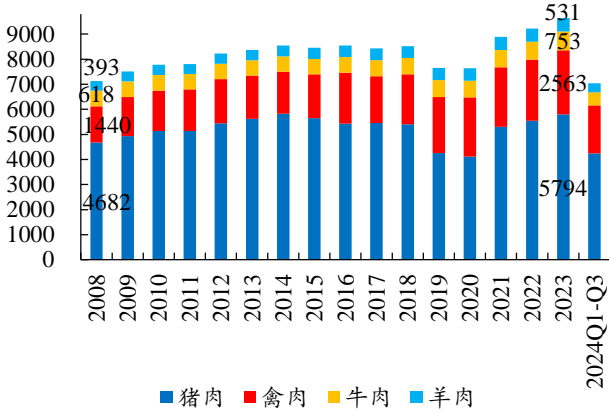
图4：2023年我国生猪市场规模达1.3万亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

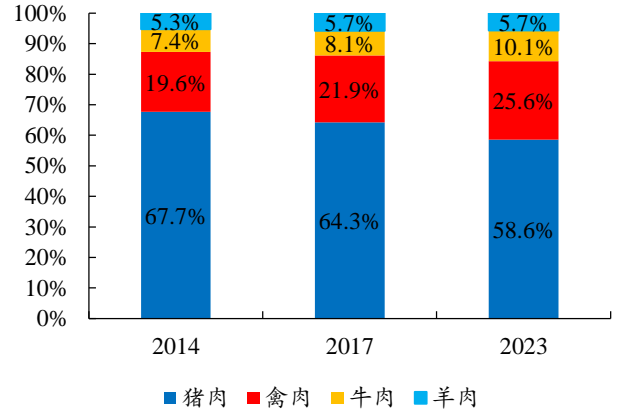
我国肉类消费趋于多元，猪肉仍占主导。2023 年我国畜禽肉类产量合计 9641 万吨（同比+4.49%），其中猪/禽/牛/羊肉产量分别 5794/2563/753/531 万吨，同比分别 +4.6%/+4.9%/+4.8%/+1.2%。2024 前三季度我国畜禽肉类产量合计 7044 万吨（同比 +1.00%），其中猪/禽/牛/羊肉产量分别同比-1.4%/+6.4%/+4.6%/-2.2%，肉类供给呈增长态势。从表观消费占比看，2014-2023 年我国猪肉消费占比呈下降趋势，禽肉及牛肉消费占比呈上升趋势，肉类消费多元化，但 2023 年猪肉消费占比仍高达 58.6%，对肉类价格趋势起主导作用。

图5：我国猪肉产量远高于其他畜禽肉类产量（万吨）



数据来源：Wind、开源证券研究所

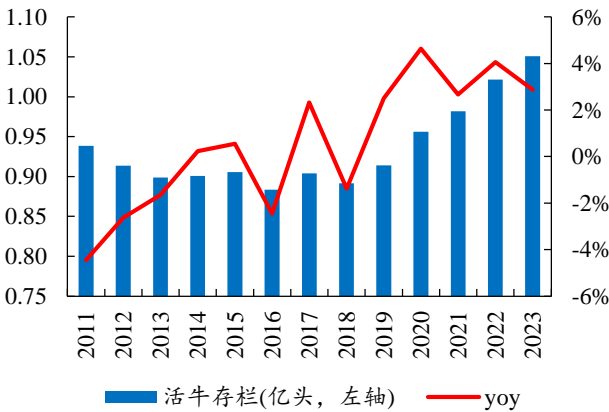
图6：2023 年我国猪肉占畜禽肉类消费比重达 58.6%



数据来源：Wind、My steel、中国政府网、开源证券研究所

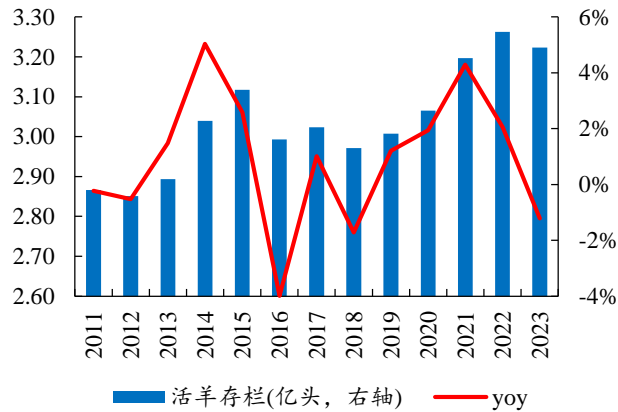
牛羊肉价格下行但仍远高于猪价，对猪价压制有限。2023 年末我国活牛存栏 1.05 亿头（同比+2.87%），活羊存栏 3.22 亿头（同比-1.21%），均处近年来相对高位。受牛羊存栏高位影响，2024 年以来牛羊肉价格下行。截至 2024 年 10 月末，猪肉/牛肉/羊肉价格分别为 24.72/61.11/58.66 元/公斤，猪肉与牛羊肉价差远大于生猪与活牛羊价差主要系牛羊屠宰规模化程度不高，缺乏屠宰手导致牛羊肉价格偏高。当前牛羊肉价格仍远高于猪肉，牛羊肉价格下行对猪价压制有限。

图7：2023 年末我国活牛存栏 1.05 亿头，同比+2.87%



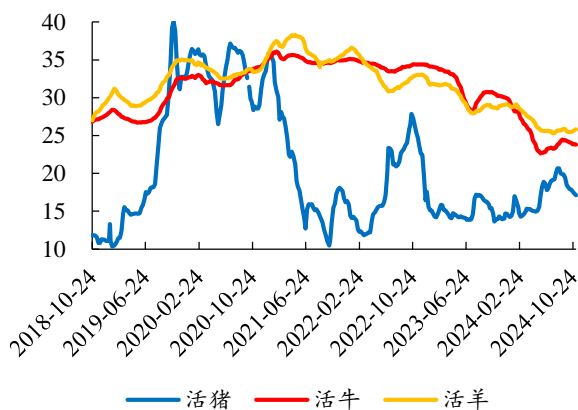
数据来源：My steel、开源证券研究所

图8：2023 年末我国活羊存栏 3.22 亿头，同比-1.21%



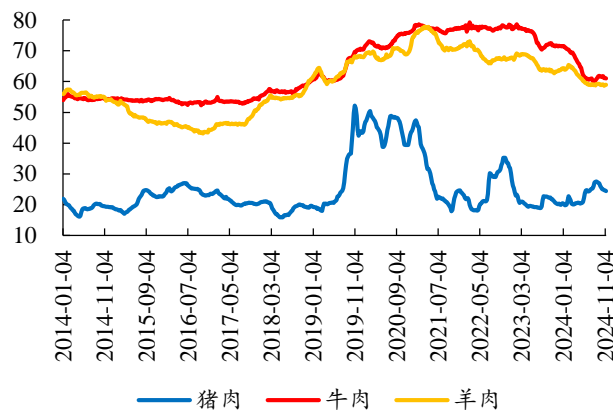
数据来源：My steel、开源证券研究所

图9：2024年活牛羊价格下行幅度较大（元/公斤）



数据来源：Wind、开源证券研究所

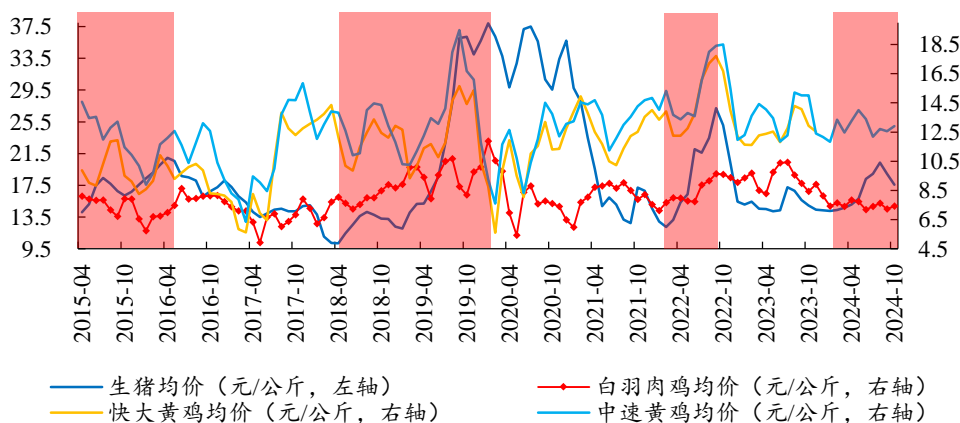
图10：牛羊肉价格虽下行但仍远高于猪价（元/公斤）



数据来源：Wind、开源证券研究所

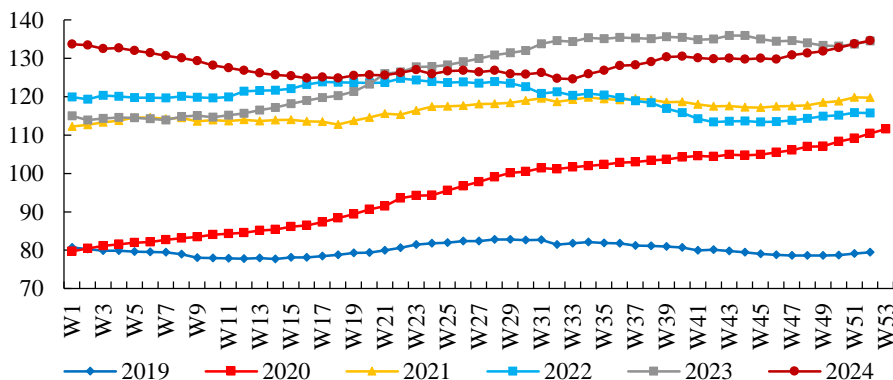
**2024Q4 肉类消费旺季鸡肉供给同比收缩，猪鸡有望共振向上。**我国猪肉、鸡肉在下游流通渠道及消费场景方面存在较多重合，比价效应及替代效应使猪鸡价格具有较强正相关性。据我们测算，2024Q4 白羽肉鸡供给低于 2023Q4，2024Q4 肉类消费旺季，猪肉鸡肉价格有望共振相对高位运行。

图11：猪鸡价格具有较强正相关性



数据来源：Wind、涌益咨询、开源证券研究所

图12：预计 2024Q4 鸡肉供给同比收缩（万套）

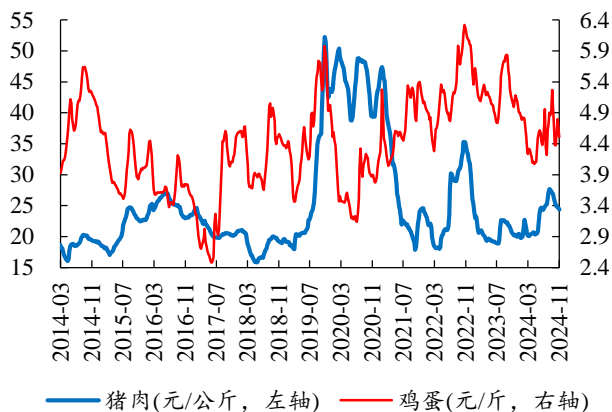


数据来源：中国畜牧业协会禽业分会、开源证券研究所

注：数据为当期商品代鸡苗供给对应 42 周父母代鸡苗销量移动平均值

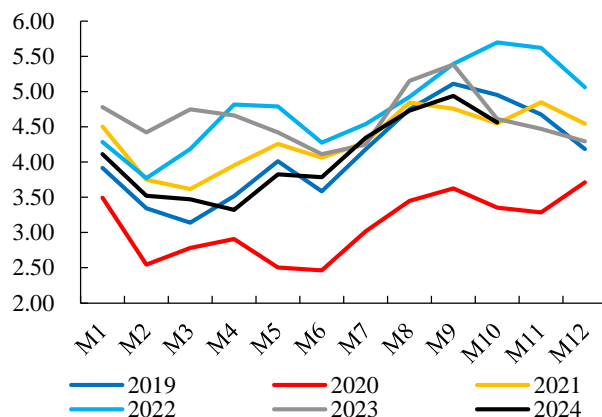
鸡蛋产能高位库存恢复，旺季蛋价下行对 2024Q4 猪价压制有限。鸡蛋作为低成本优质蛋白对猪肉具有一定替代作用，供给端，2024 年 10 月我国蛋鸡存栏 12.04 亿羽，处近年来相对高位，鸡蛋流通环节库存恢复叠加 2024 年 10 月以来蔬菜价格回落，蛋价承压下行。Q4 为肉蛋消费旺季，蛋价下行空间有限，对 2024Q4 猪价负面影响有限。

图13: Q4 消费旺季猪肉鸡蛋价格均有望相对高位运行



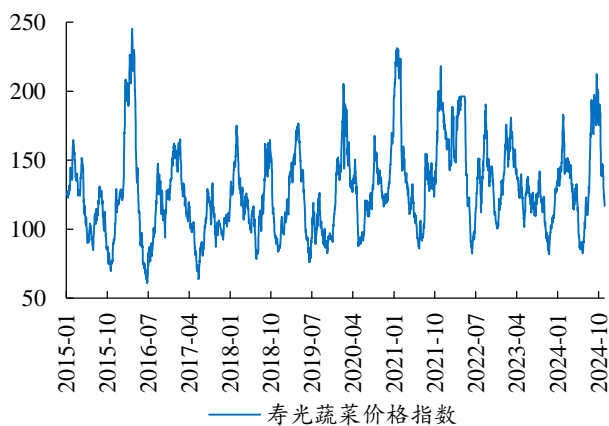
数据来源: Wind、My steel、开源证券研究所

图14: 渐入 Q4 消费旺季, 鸡蛋价格有支撑 (元/斤)



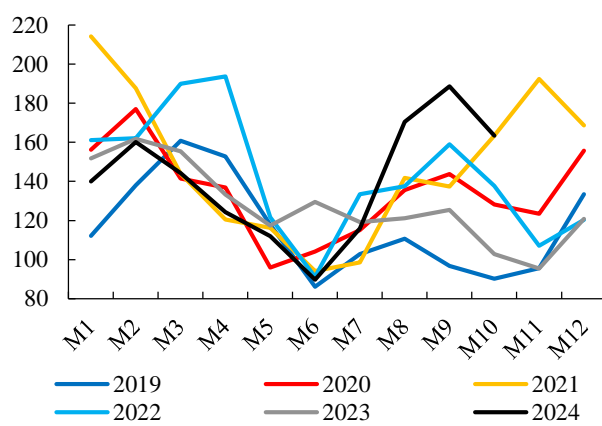
数据来源: My steel、开源证券研究所

图15: 2024 年 10 月以来天气影响渐退, 蔬菜价格回落



数据来源: My steel、开源证券研究所

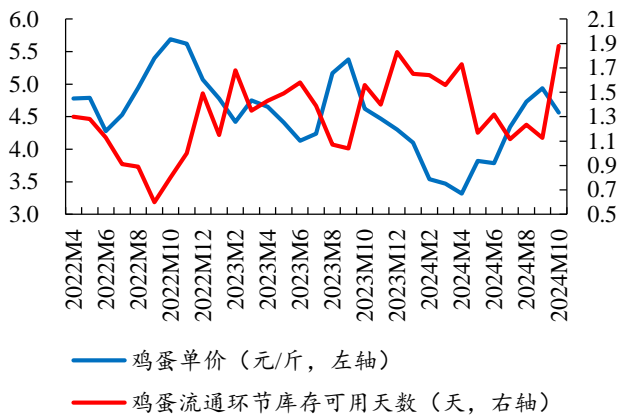
图16: 2024 年 10 月寿光蔬菜价格指数高于 2023 年同期



数据来源: My steel、开源证券研究所

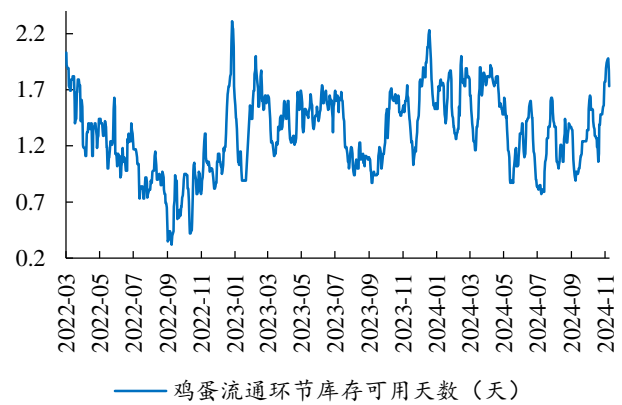


图17: 鸡蛋价格与流通环节库存可用天数负相关



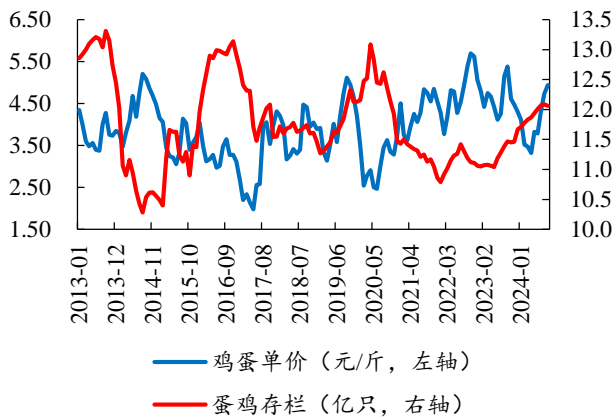
数据来源: My steel、开源证券研究所

图18: 鸡蛋流通环节库存可用天数恢复向上



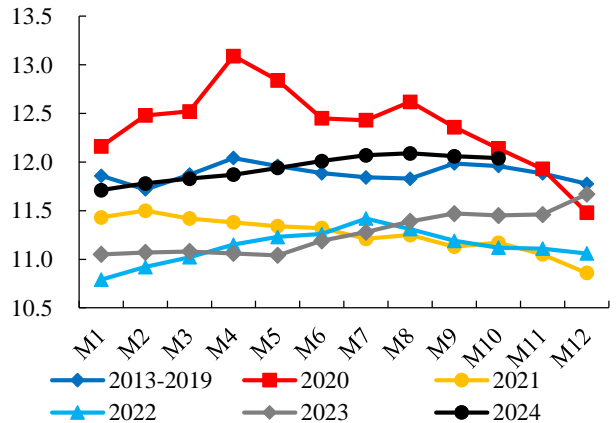
数据来源: My steel、开源证券研究所

图19: 蛋鸡存栏处相对高位或对2025年蛋价形成压制



数据来源: My steel、开源证券研究所

图20: 2024年10月蛋鸡存栏高于2023年同期(亿羽)

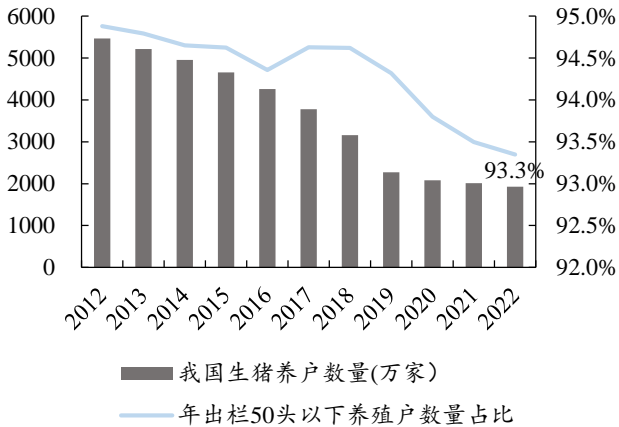


数据来源: My steel、开源证券研究所

## 1.2、生猪养殖行业进入壁垒低，规模化为大势所趋

行业进入壁垒低，但非瘟影响下规模化已是大势所趋。生猪养殖进入壁垒低，竞争格局分散,2022年我国生猪年出栏50头以下的养户数量仍占行业总数的93.3%。受非瘟影响散户养殖难度加大，规模化占比提升，农业农村部预计2023年我国规模化养殖率超68%，2030年规模化养殖率目标为83%，非瘟之下规模化养殖占比提升已是大势所趋。

图21：我国生猪养殖竞争格局分散，散户存量仍偏大



数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：我国生猪规模化养殖率提升为大势所驱



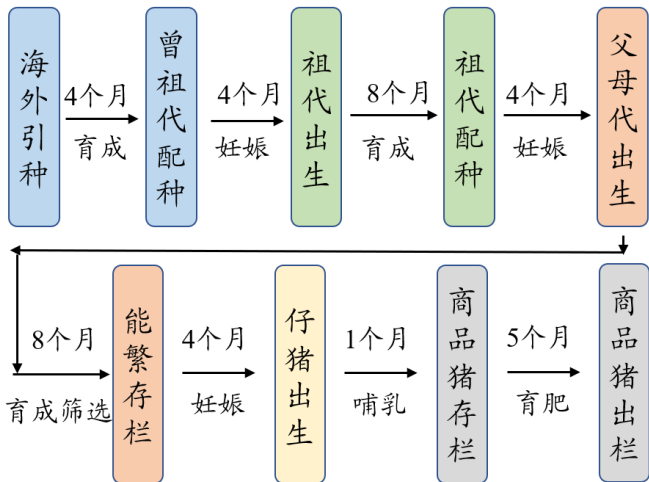
数据来源：农业农村部、开源证券研究所

注：养殖规模化率=年出栏500头以上规模养殖场出栏数/出栏总数

### 1.3、生猪养殖周期性，后非瘟时代大波动弱化小波动增多

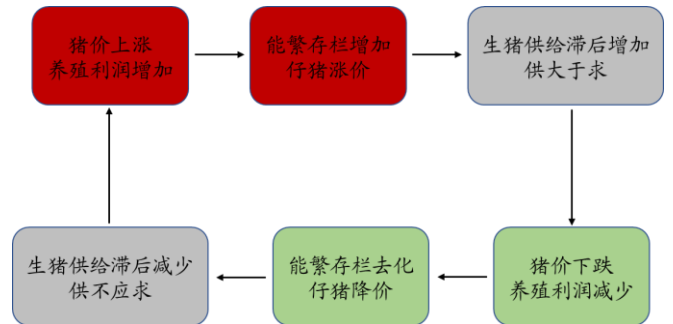
行业周期性强，易供需错配产能超调。猪周期成因是供需错配产能超调并遵循蛛网模型循环往复，商品猪生产周期较长，母猪出生8个月后达到可配种状态，首次受孕后即由后备母猪转为能繁母猪，从能繁母猪存栏到商品猪出栏一般需再经历10个月，因此生猪供给调整存在滞后性，进而造成产能超调供需错配，即形成“猪价上涨利润增加→能繁增加仔猪涨价→生猪供给滞后增加→猪价下跌利润减少→能繁淘汰仔猪降价→生猪供给滞后减少→猪价上涨利润增加”的周期循环。

图23：从能繁母猪存栏到商品猪出栏需10个月



资料来源：开源证券研究所

图24：生猪养殖生产周期较长，供给调整存在滞后性

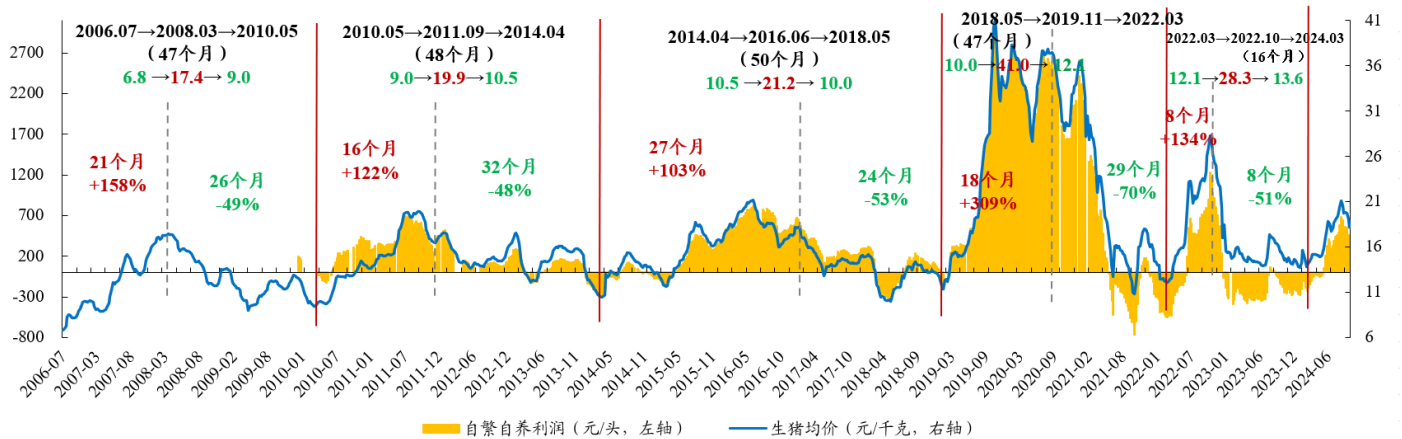


资料来源：开源证券研究所

疫病及政策是加速周期演变的重要因素，后非瘟时代猪价大波动弱化小波动增多。2006年6月的猪蓝耳病、2010年底的仔猪腹泻、2015年的“水十条”以及2018年8月的非瘟均带来周期演变加速。后非瘟时代猪价高点下移波幅收窄主要系行业非瘟防控能力增强及规模场占比提升，生猪供给产能恢复较快，而小周期波动增多主要系二次育肥投机增多扰动及散户受互联网信息传播的羊群效应。行业磨底时间加长，盈利期缩短，行业更多时间处于盈亏平衡或亏损的磨底状态，生猪养殖难度

加大。

图25：后非瘟时代猪价大波动弱化小波动增多



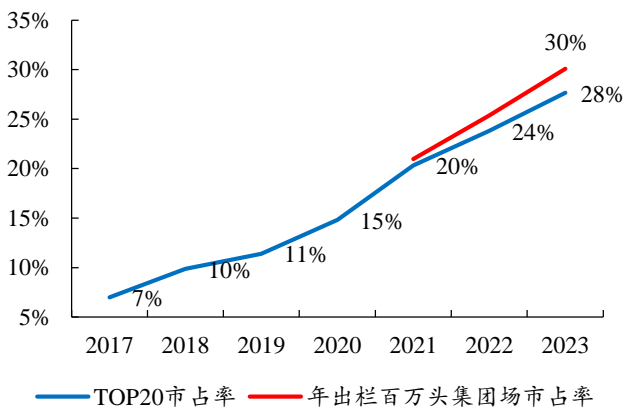
数据来源：Wind、涌益咨询、开源证券研究所

## 2、养殖特征：规模化占比提升养殖重心南移，能繁效率提升成本趋势下降

### 2.1、养殖结构：规模场占比提升，非瘟风险下养殖分工细化

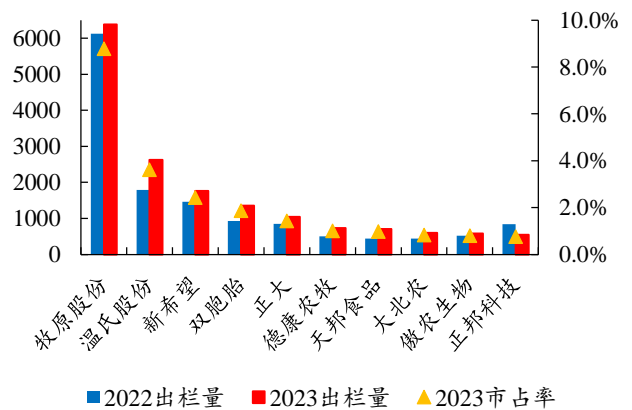
非瘟以来规模场出栏占比提升，行业集中度仍有较大提升空间。2017-2023年我国生猪出栏TOP20市占率由7%提升至28%，2023年年出栏百万头集团场市占率达30%。行业整体呈现一超多强竞争格局，牧原股份生猪出栏占比8.8%，居行业第一。非瘟影响下集团增量散户逐步退出，集团场生猪出栏市占率有望持续抬升。

图26：2023年我国生猪出栏TOP20市占率提升至28%



数据来源：Wind、中国猪业高层交流论坛、开源证券研究所

图27：集团场生猪出栏呈增长态势

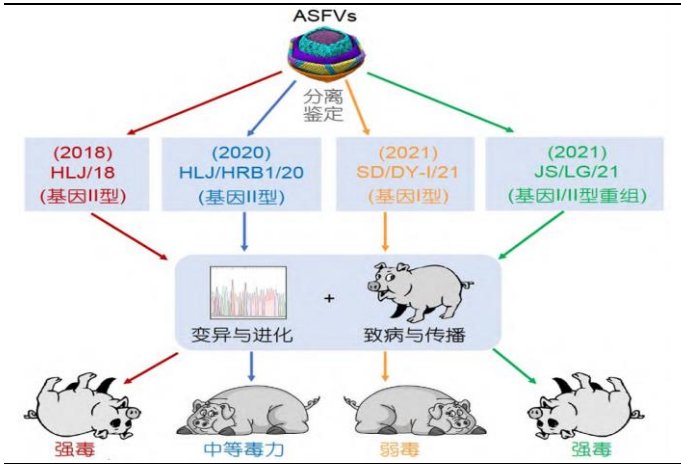


数据来源：Wind、中国猪业高层交流论坛、开源证券研究所

非瘟导致散户自繁自养难度加大，行业繁育与育肥分离度提高。非瘟毒株持续变异，弱毒流行导致猪群感染期初难以检测出，检测出已处相对晚期，对生猪养殖防疫提出更高要求，散户防疫水平偏低，猪场非瘟发生概率大且易导致整场清群。散户为降低养殖风险故减少自繁自养，更倾向于二次育肥或外购仔猪育肥；规模场

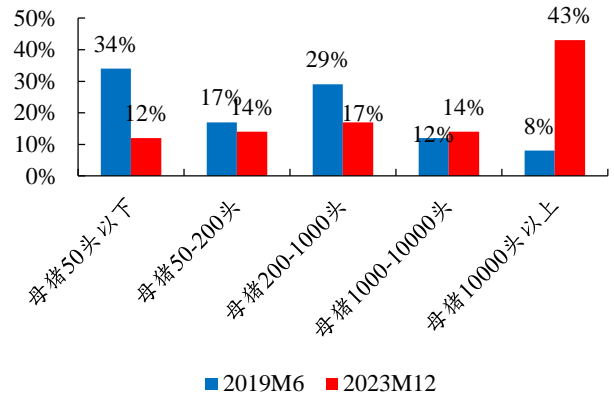
防疫水平高，更多承担种猪繁育工作，行业繁育与育肥分离度提高。行业二次育肥或外购仔猪增多同时也导致猪价受补栏情绪影响阶段性波动变大。

图28：非瘟导致散户自繁自养难度加大



资料来源：张振江等《中国非洲猪瘟研究进展》

图29：受非瘟影响，中小散户母猪养殖量下降



数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

## 2.2、养殖区域：生猪养殖重心南移，南北价差收窄

养殖区域新特点：南方养殖难度小由销区变为产区，北方养殖难度大猪价与南方差距缩小。从区域看，北方冬季非瘟严重，南方雨季非瘟严重，北方整体非瘟较南方更严重。非瘟以来，南方地区生猪养殖量及密度持续提升，逐步由生猪销区变为产区，北方生猪养殖难度大，养殖量占全国比重趋势下行。生猪养殖重心向南转移，南北生猪价差趋于收窄，北方甚至阶段性缺猪进而引领猪价上涨。

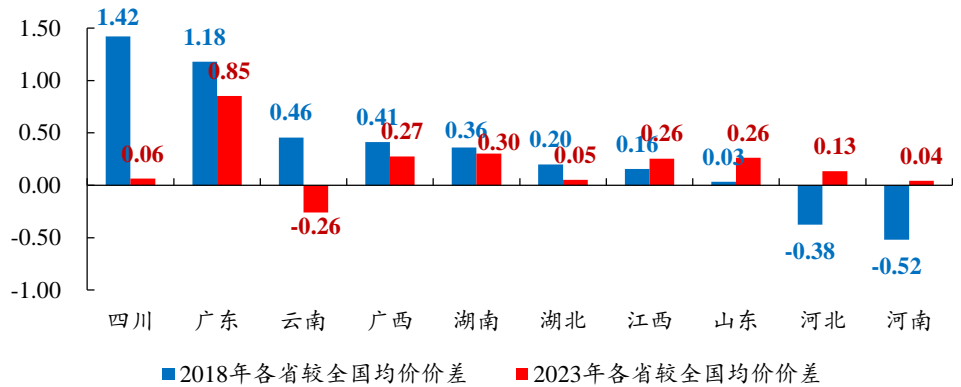
表1：非瘟以来南方地区生猪养殖量提升，逐步由生猪销区变为产区（万头）

2023		2017			
省份	出栏量	出栏占比	省份	出栏量	出栏占比
四川	6663	9.17%	四川	6579	9.55%
湖南	6286	8.65%	河南	6220	9.03%
河南	6102	8.40%	湖南	6116	8.88%
山东	4660	6.41%	山东	4700	6.83%
云南	4627	6.37%	湖北	4300	6.24%
湖北	4439	6.11%	河北	3571	5.19%
广东	3794	5.22%	广东	3501	5.08%
河北	3648	5.02%	云南	3459	5.02%
广西	3517	4.84%	广西	3355	4.87%
江西	3144	4.33%	江西	3181	4.62%

数据来源：国家统计局、中国畜牧业公众号、开源证券研究所；

注：标红省份 2023 年出栏量及出栏占比较 2017 年均提升，标绿则相反

图30：生猪养殖重心向南转移，南北生猪价差趋于收窄（元/公斤）

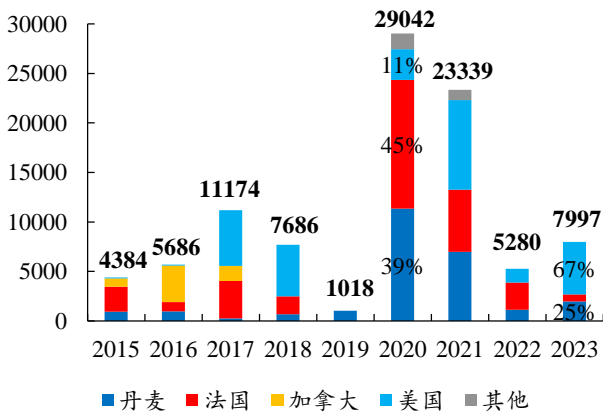


数据来源：Wind、涌益咨询、开源证券研究所

### 2.3、能繁母猪：引种更替种猪效率提升，去化缓慢补栏亦谨慎

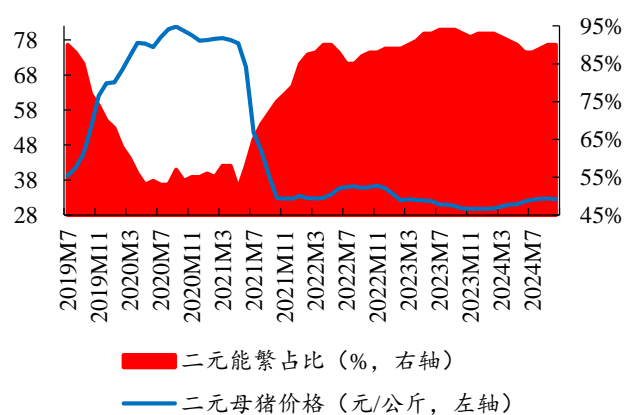
非瘟损失后的引种高峰已过，高性能种猪替代低效母猪，生产效率提升母猪价格平稳。受非瘟影响，2019年我国能繁母猪损失严重，行业2020-2021年大量引种海外原种猪对原有受损种猪群进行更替，高性能二元母猪占比持续提升，至2022年我国高性能二元母猪占比已恢复至非瘟前。受益于高性能种猪更替及非瘟防控水平提高，2023年我国母猪生产效率已恢复超非瘟前水平。同时散户养殖偏好改变，自繁自养需求减少，因此二元母猪供给相对充足价格波动远低于生猪及仔猪价格波动。

图31：2020-2021年行业大量进行原种猪引种（头）



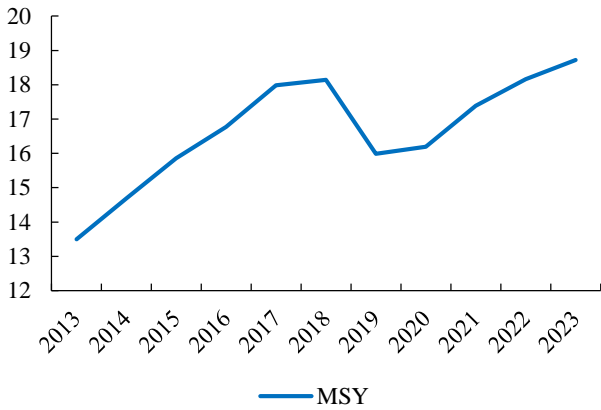
数据来源：海关总署、开源证券研究所

图32：2022年我国高性能二元母猪占比已恢复至非瘟前



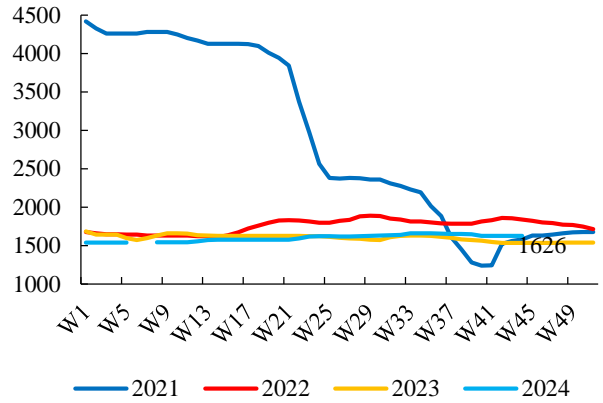
数据来源：Wind、涌益咨询、开源证券研究所

图33：2023年我国母猪生产效率已恢复超非瘟前（头）



数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

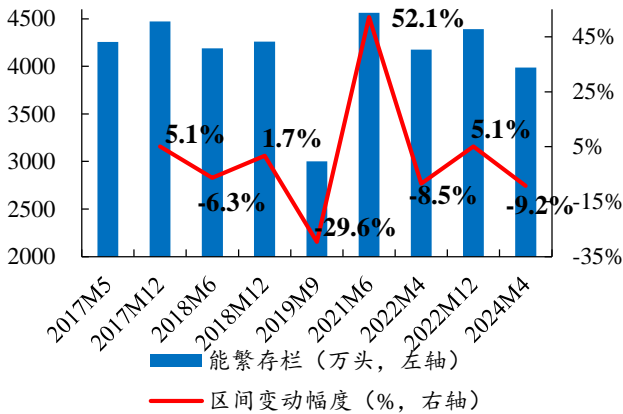
图34：后备母猪供给充足，价格相对稳定（元/头）



数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

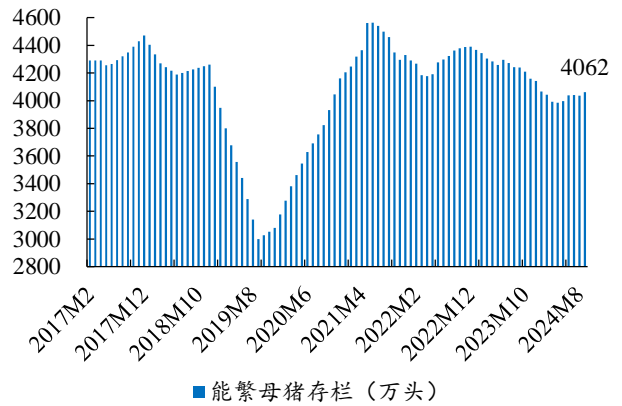
**规模场占比提升致能繁去化缓慢，冬季非瘟高发能繁补栏谨慎。**据农业农村部数据,2023M1-2024M4我国能繁存栏历时16个月去化约9.2%(上轮2021M6-2022M4历时11个月去化约8.5%)。本轮能繁去化受规模场占比提升影响去化缓慢,但去化幅度已超上轮周期。从能繁补栏节奏看,2024Q4补栏能繁对应2025Q3猪价上行期生猪出栏,但受资金及冬季非瘟影响,行业能繁补栏偏谨慎。据农业农村部,2024年9月我国能繁存栏4062万头(环比+0.6%),能繁补栏缓慢或对2025年猪价形成支撑。

图35：2023M1-2024M4能繁去化去化幅度达9.2%



数据来源：农业农村部、开源证券研究所

图36：2024年9月我国能繁存栏4062万头，补栏谨慎

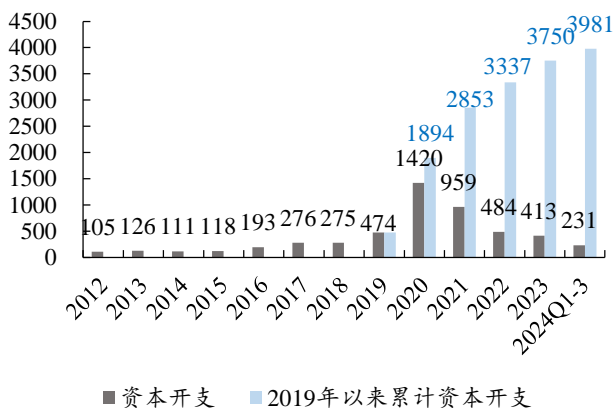


数据来源：农业农村部、开源证券研究所

## 2.4、资金状况：2024 年生猪养殖盈利改善但扩张谨慎

2024 年猪价中枢上移，生猪养殖盈利改善但扩张谨慎。我们以 18 家头部生猪养殖上市公司为样本，受益于 2024 年猪价中枢上移，2024Q1-Q3 生猪板块实现归母净利润 205 亿元，同比扭亏 401 亿元，2024Q3 行业资产负债率下降至 62%，资金压力有所缓解，但前期亏损偏大且对 2025 年预期悲观背景下，行业产能扩张偏谨慎，2024Q1-Q3 生猪板块资本开支 231 亿元，同比-27.40%。

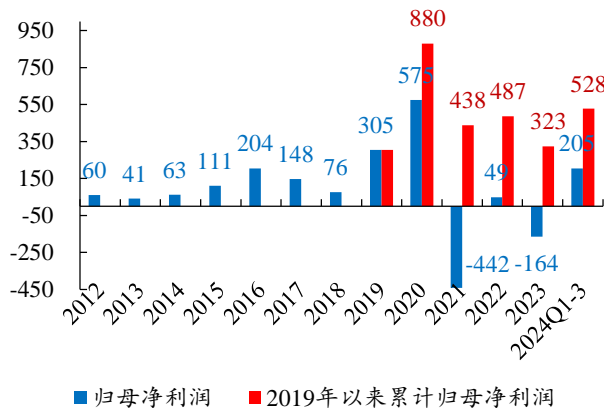
图37：2024Q1-Q3 生猪板块资本开支同比下降（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：样本为我国 18 家头部上市猪企，累计区间为 2019~2024Q1-Q3

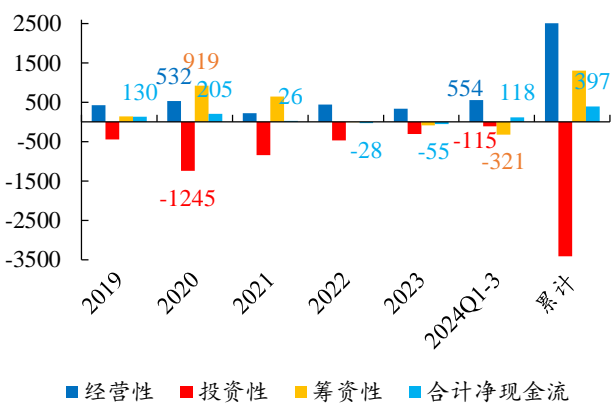
图38：2024Q1-Q3 猪价上行，生猪板块利润改善(亿元)



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：样本为我国 18 家头部上市猪企，累计区间为 2019~2024Q1-Q3

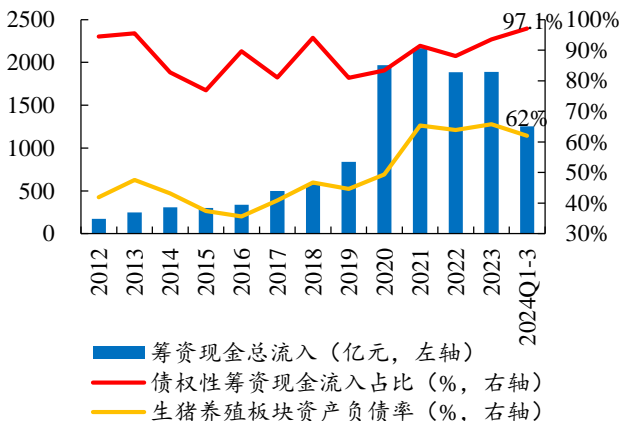
图39：2024Q1-Q3 行业现金流改善(亿元)



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：样本为我国 18 家头部上市猪企，累计区间为 2019~2024Q1-Q3

图40：2024Q3 行业资产负债率小幅下降至 62%



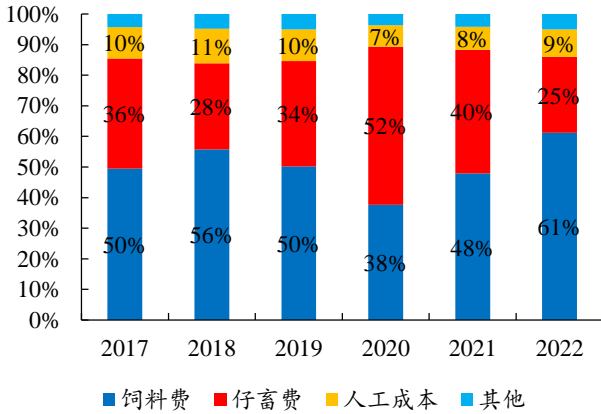
数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

注：样本为我国 18 家头部上市猪企，累计区间为 2019~2024Q1-Q3

## 2.5、养殖成本：饲料降价+养殖水平提升驱动成本下降，长期看中型猪场或为去化主体

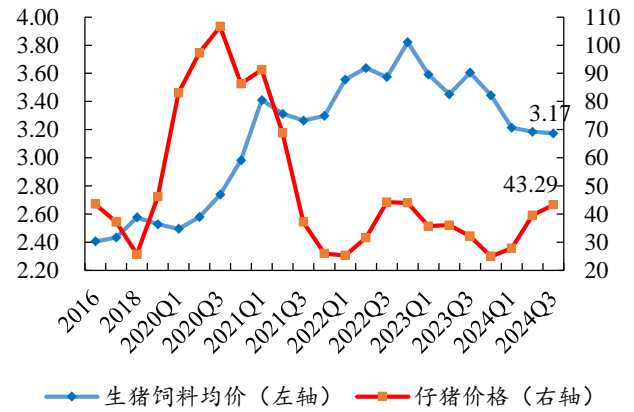
饲料及仔猪成本占生猪养殖成本 80%以上，饲料价格回落+养殖水平提升驱动成本下降。饲料及仔猪成本构成我国生猪养殖核心成本，2022 年我国规模猪场生猪完全成本中饲料成本占 61%，仔猪成本占 25%。2020 年受非瘟影响，仔猪成本占比一度高达 52%，而后能繁存栏恢复仔猪成本下行叠加饲料价格回落，驱动生猪养殖成本下降，据涌益咨询，2024 年前三季度我国生猪完全成本降至 14.6 元/公斤。

图41：规模猪场养殖成本中饲料及仔猪成本占 80%以上



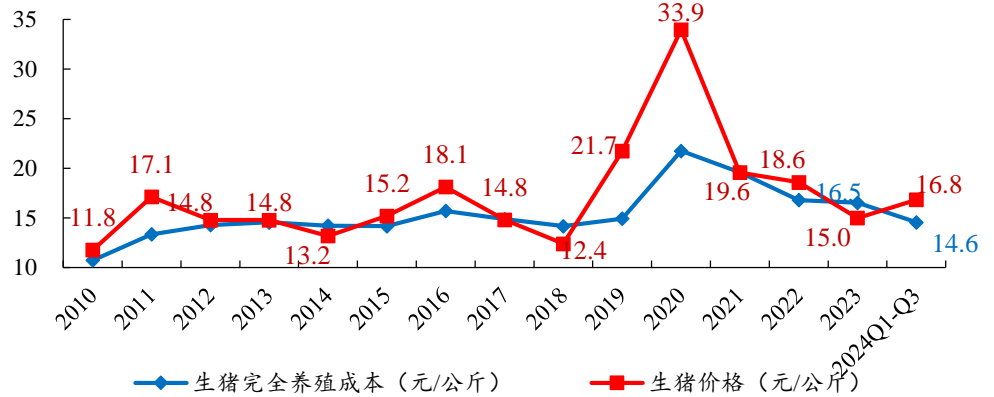
数据来源：Wind、开源证券研究所

图42：饲料及仔猪价格回落共驱养殖成本下降(元/公斤)



数据来源：Wind、开源证券研究所

图43：2024 年前三季度我国生猪完全成本降至 14.6 元/公斤

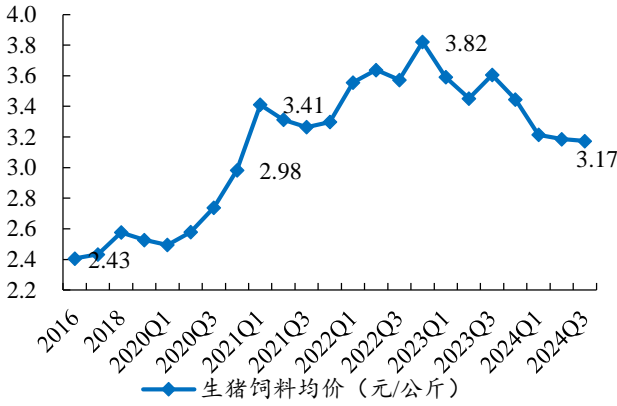


数据来源：Wind、涌益咨询、开源证券研究所

原料供给充足饲料价格低位运行，养殖水平提高仔猪成本仍有下降空间。2024Q3 我国生猪饲料价格降至 3.17 元/公斤，降至 2021 年以来低位。畜禽饲料构成中玉米豆粕合计占比达 80%，玉米大豆丰产预期下，预计 2024Q4 玉米豆粕价格仍将低位运行，2025 年玉米豆粕或受美国降息、中国经济复苏及生猪存栏增加影响，价格震荡上行。仔猪成本看，非瘟以来我国生猪养殖窝均活仔数不断提升，但较美国仍有差距，仔猪成本仍有进一步下降空间。

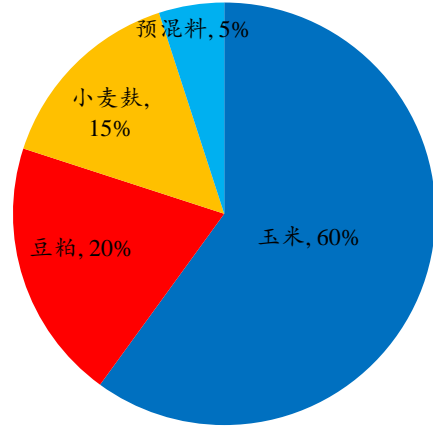


图44: 2024Q3 我国生猪饲料价格降至 3.17 元/公斤



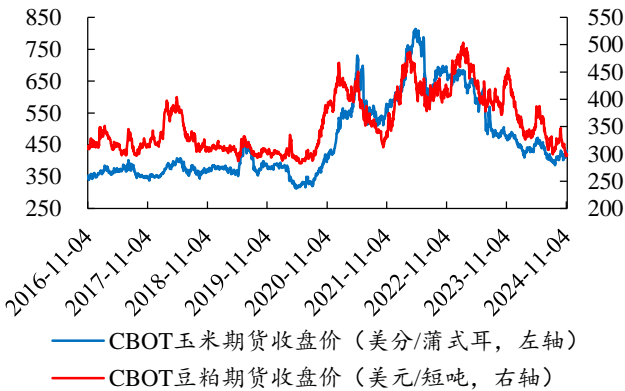
数据来源: Wind、开源证券研究所

图45: 畜禽饲料中玉米豆粕原料构成占比达 80%



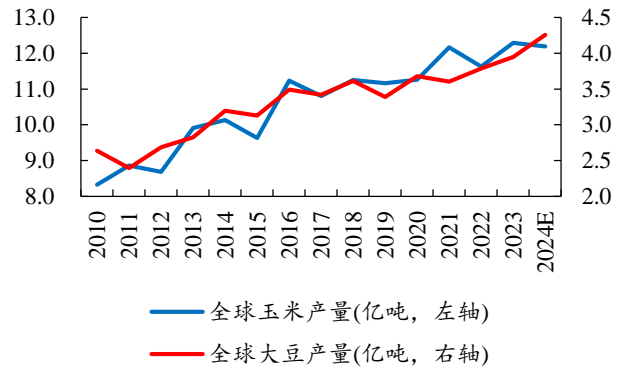
数据来源: 华经产业研究院、开源证券研究所

图46: 玉米豆粕价格自 2022 年以来趋势下行



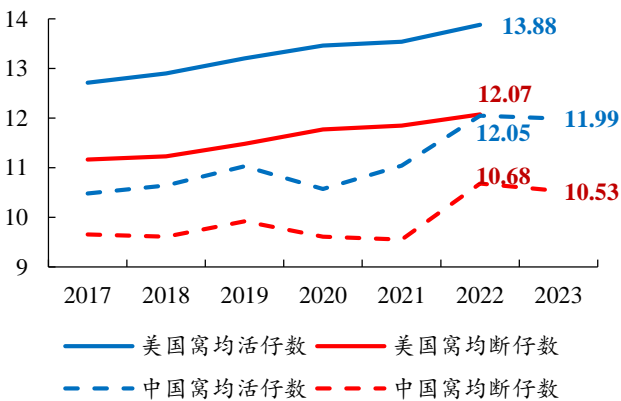
数据来源: Wind、开源证券研究所

图47: 玉米大豆供给压力偏大, 价格有望低位运行



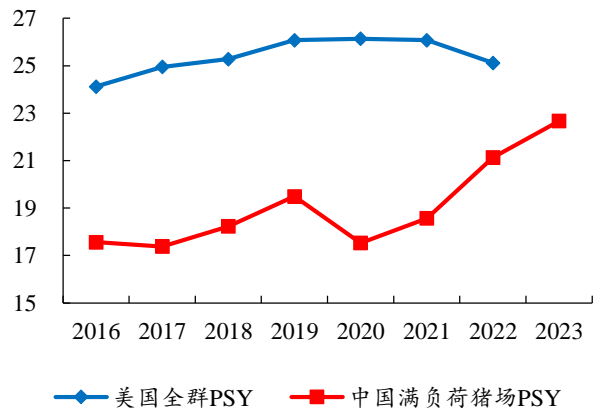
数据来源: Wind、开源证券研究所

图48: 非瘟以来我国生猪养殖窝均活仔数不断提升 (头)



数据来源: 微猪科技公众号、开源证券研究所; 注: 满负荷口径

图49: 我国生猪养殖水平较美国仍有较大提升空间 (头)

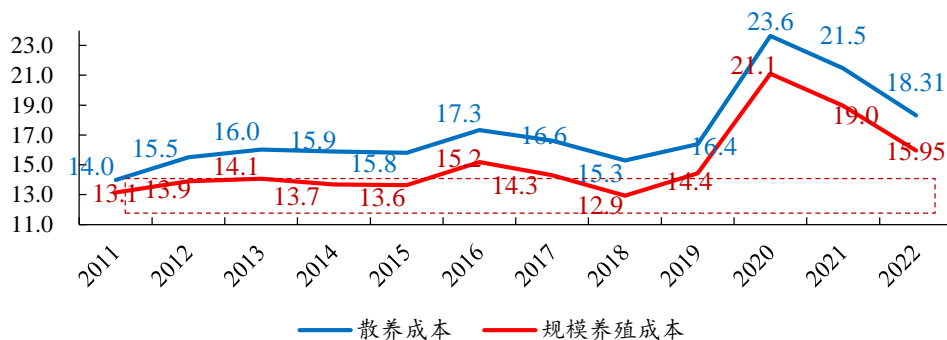


数据来源: 微猪科技公众号、开源证券研究所

**分规模养殖成本差异: 规模养殖完全成本低于散养, 但散户并非核心去化主体。**

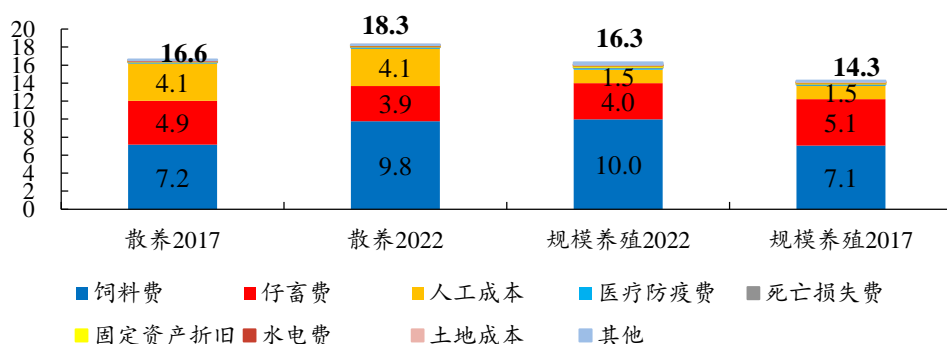
我们对 2011 年以来生猪规模养殖及散养完全成本进行回溯比较, 发现规模养殖完全成本始终低于散养。从细分成本看, 非瘟以来生猪养殖仔畜成本增幅最大, 而人工成本高是散养成本高于规模养殖的核心原因。规模养殖完全成本低于散养, 行业产能去化理论应是散户在去产能, 但 2022 年我国生猪年出栏 50 头以下的养户占比仍高达 93.3%。

图50：2022年规模养殖完全成本低于散养（元/公斤）



数据来源：Wind、《全国农产品成本收益资料汇编》、开源证券研究所

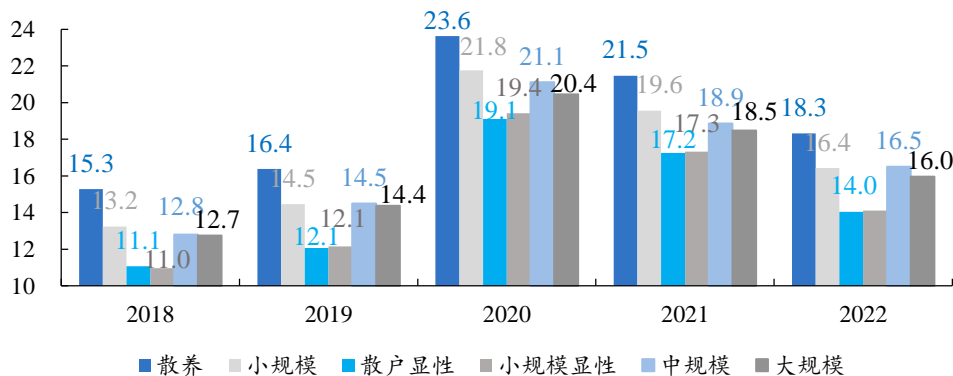
图51：人工成本高是散养成本高于规模养殖的核心原因（元/公斤）



数据来源：Wind、《全国农产品成本收益资料汇编》、开源证券研究所

散户易忽略隐性成本故产能难以去化，长期看中型猪场及成本控制不佳的大型猪场或为去化主体。散养及小规模生猪养殖体量小，主体是农户，其在成本核算时一般只考虑饲料、仔畜、防疫、水电等显性成本，而忽视人工、折旧等隐性成本。散户仅考虑显性成本下，其成本低于中大规模养殖场，因此在竞争中散户难以被去化（除非环保政策进一步收紧）。而中大规模养殖场无法忽视隐性成本，且中型养殖场成本高于、融资能力低于大型养殖场，因此是最易被去化的主体。未来产能去化或主要是中型养殖场及成本控制不佳的大型养殖场。

图52：散户仅考虑显性成本下，其成本低于中大规模养殖场（元/公斤）



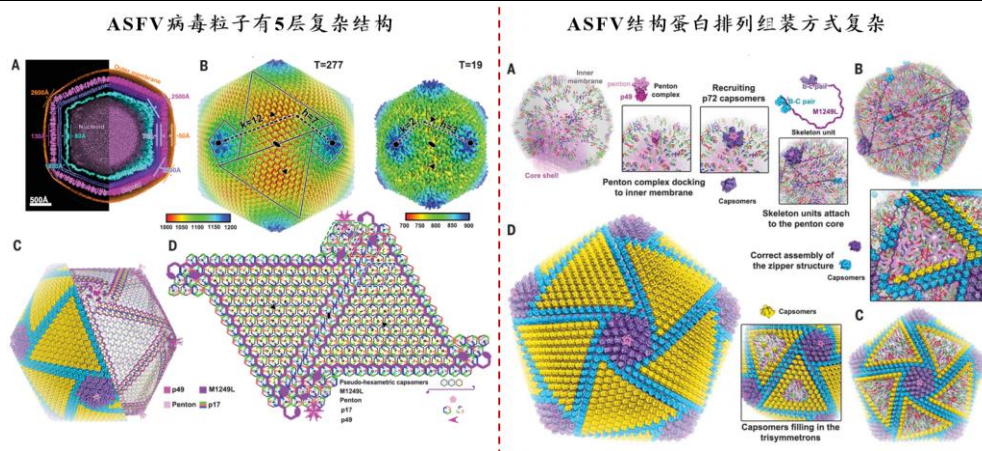
数据来源：Wind、《全国农产品成本收益资料汇编》、开源证券研究所

### 3、猪价扰动：非瘟扰动常在，二育加剧短期波动

#### 3.1、非瘟扰动常在推升养殖成本，冬季非瘟高发加速周期演变

非瘟病毒结构复杂，疫苗研发难度大。非瘟病毒（ASFV）是一种具有高传染性和致命性的双链 DNA 病毒，猪是其唯一自然宿主。病毒平均直径 260 纳米，呈正二十面体，特有 5 层复杂结构（外膜、衣壳、双层内膜、核心壳层和基因组）。病毒颗粒包含 3 万余个蛋白亚基，病毒基因组可编码 150 种以上蛋白，其中功能未知蛋白超 50%，部分未知功能蛋白可参与病毒免疫逃逸。ASFV 结构复杂叠加基因组庞大导致非瘟病毒致病机制研究及疫苗研发难度较大。

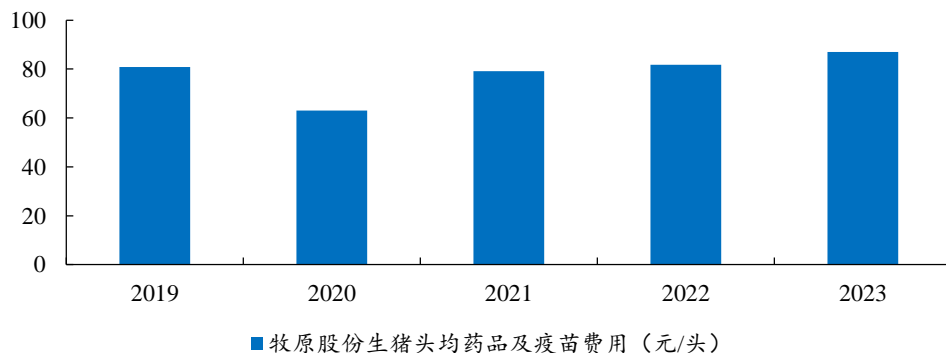
图53：非瘟病毒结构复杂，疫苗研发难度大



资料来源：Nan Wang et al 《Architecture of African swine fever virus and implications for viral assembly》

非瘟显著抬升我国生猪养殖成本，短期难有有效疫苗防控。非瘟病毒易传播、体外存活时间久，且近年来毒株变异趋于多元，防控难度加大。当前非瘟防控形势仍严峻，非瘟对生猪养殖成本抬升影响是综合的，除医疗防疫费用增加外，非瘟还导致猪场死淘率及料肉比提升、母猪生产效率下降。据《全国农产品成本收益资料汇编》，2010-2018 年我国规模场生猪平均完全成本 13.49 元/公斤，2022 年 16.30 元/公斤，剔除饲料价格影响，我们测算由非瘟导致的生猪完全成本上升 0.74 元/公斤（生猪均重假设 125 公斤/头，对应头均成本提升 93 元）。

图54：受非瘟影响，牧原股份生猪头均药品及疫苗费用自 2020 年以来逐年抬升



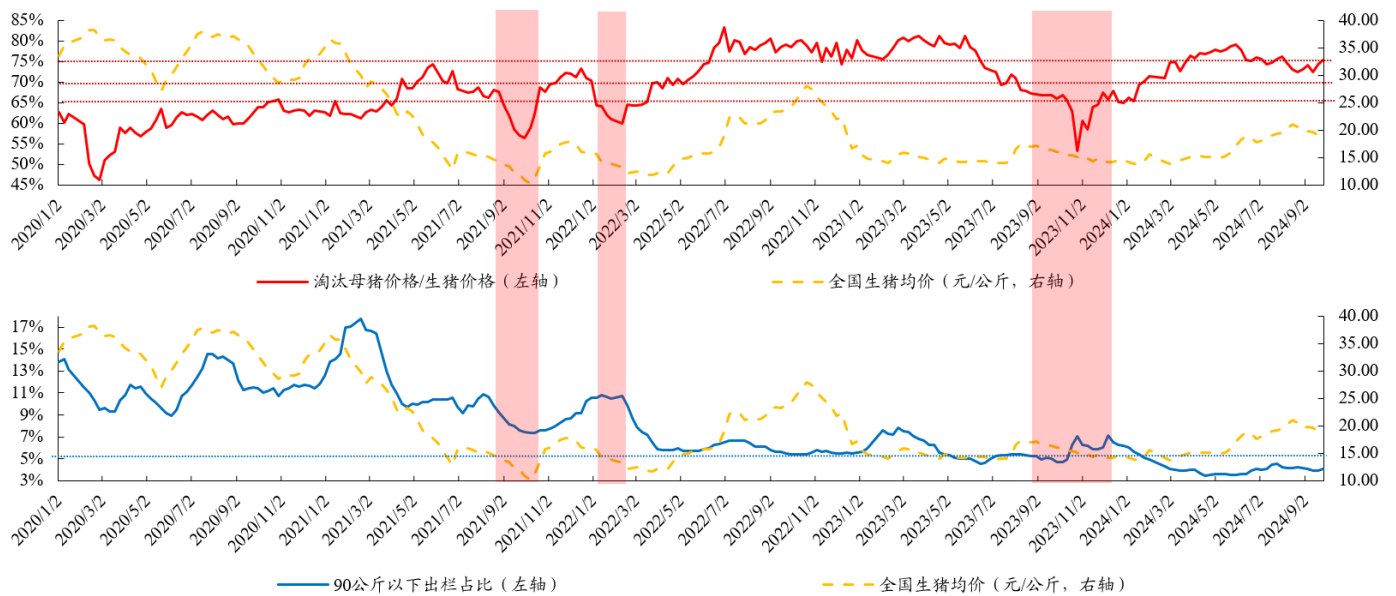
数据来源：牧原股份公司公告、开源证券研究所

**表2：非瘟显著抬升我国生猪养殖成本**

	规模养殖	散养
2010-2018 完全成本（元/公斤）	13.49	15.29
2022 完全成本（元/公斤）	16.30	18.31
2010-2018 饲料单价（元/公斤）	3.09	3.09
2022 饲料单价（元/公斤）	3.89	3.89
料肉比	2.6	2.6
<b>2022 完全成本较非瘟前变动（元/公斤）</b>	<b>2.80</b>	<b>3.02</b>
——饲料价格变动对成本影响（元/公斤）	2.06	2.06
——非瘟对成本影响（元/公斤）	0.74	0.96
出栏均重假设（公斤/头）	125	125
非瘟导致头均成本增加（元）	93	119

数据来源：Wind、开源证券研究所

北方冬季/南方雨季非瘟易高发，可通过淘汰母猪价格比值及小体重猪出栏占比进行跟踪。非瘟发生与区域、地形、养殖密度及气候均有关系。从区域及季节看，北方冬季非瘟高发（10月至次年2月），南方雨季非瘟高发（6-8月），北方因地势平坦且冬季非瘟防控难度更大，因此冬季北方非瘟严重程度强于南方雨季，2021年以来多次非瘟引起的能繁加速去化均发生于冬季北方。非瘟严重程度可通过淘汰母猪与生猪价格比值（反映母猪超淘）及90公斤以下生猪出栏占比（反映异常出栏）进行跟踪，淘汰母猪价格比值偏低及小体重猪出栏偏高时段多为非瘟高发时段。

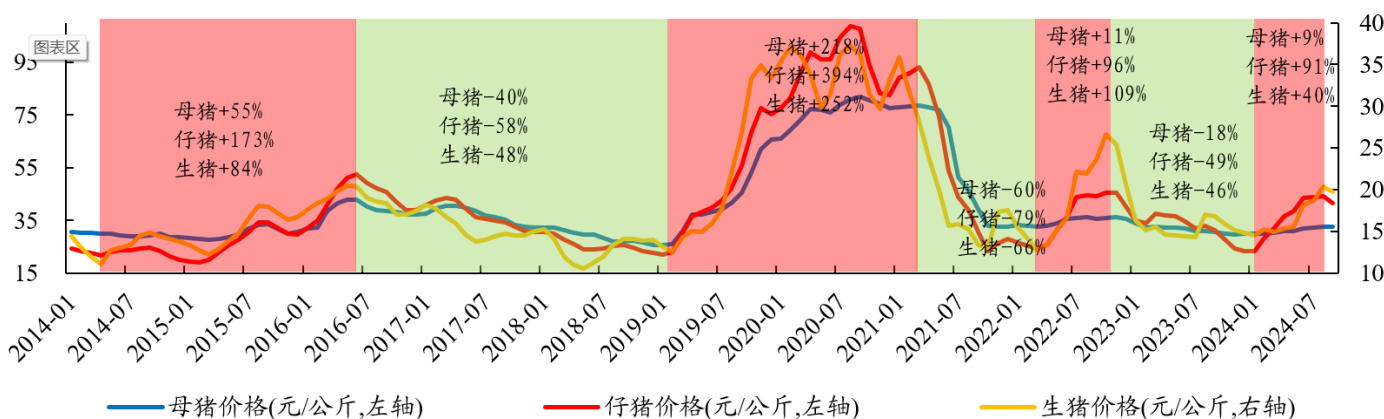
**图55：可通过淘汰母猪价格比值及小体重猪出栏占比跟踪非瘟严重程度**


数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

## 3.2、二育加剧短期猪价波动，低饲料成本下二育存在持续入场动力

2022年以来二育投机增多，既对猪价托底亦加剧短期猪价波动。非瘟导致行业自繁自养难度加大，2022年以来生猪仔猪价格大幅波动下，母猪价格持续低位运行或与母猪供应充足及养户偏好短期快速获利有关。从养殖节奏看，从补栏后备母猪到生猪出栏共14个月，从配种能繁母猪到生猪出栏需10个月，而补栏断奶仔猪到生猪出栏需5个月、二次育肥补栏标猪到肥猪出栏数周至数月均可。因此对于中小规模养殖场或散户来说，二育承担风险小且盈利“短平快”，因此2022年以来行业二育投机比例提升，二育按行为可分低价进场及追涨，追涨居多。因此二育低位进场对猪价形成托底，二育追涨进场则导致短期供需矛盾加剧、猪肉供给增量后移，猪价易快涨快跌。

图56：2022年以来二育投机增多，既对猪价托底亦加剧短期猪价波动



数据来源：Wind、开源证券研究所

低饲料成本下二育存在持续入场动力。截至2024年10月30日，全国生猪饲料均价下降至3.07元/公斤，二育主流入场抓猪体重假设为110kg，出栏均重假设为150kg，阶段料肉比约3.4，则期间增重成本不足11元/公斤。假设抓猪均价为17元/公斤，则养至150kg对应二育出栏完全成本为15.59元/公斤。冬季猪肉消费偏好肥猪叠加低饲料成本驱动，二育存在持续入场动力。

图57：截至2024年10月30日，全国生猪饲料均价下降至3.07元/公斤



数据来源：Wind、开源证券研究所

表3：低增重成本强化二育行为，二育出栏成本低于抓猪成本（元/公斤）

	二育出栏均重（公斤）							
	120	125	130	135	140	145	150	
二育 抓猪价格 (元/公斤)	14.00	14.05	13.90	13.75	13.65	13.56	13.47	13.39
	14.50	14.51	14.34	14.17	14.06	13.95	13.85	13.76
	15.00	14.97	14.78	14.60	14.47	14.34	14.23	14.12
	15.50	15.43	15.22	15.02	14.87	14.74	14.61	14.49
	16.00	15.89	15.66	15.44	15.28	15.13	14.99	14.86
	16.50	16.34	16.10	15.87	15.69	15.52	15.37	15.22
	17.00	16.80	16.54	16.29	16.09	15.91	15.75	15.59
	17.50	17.26	16.98	16.71	16.50	16.31	16.13	15.96
	18.00	17.72	17.42	17.14	16.91	16.70	16.51	16.32
	18.50	18.18	17.86	17.56	17.32	17.09	16.89	16.69
	19.00	18.64	18.30	17.98	17.72	17.49	17.26	17.06

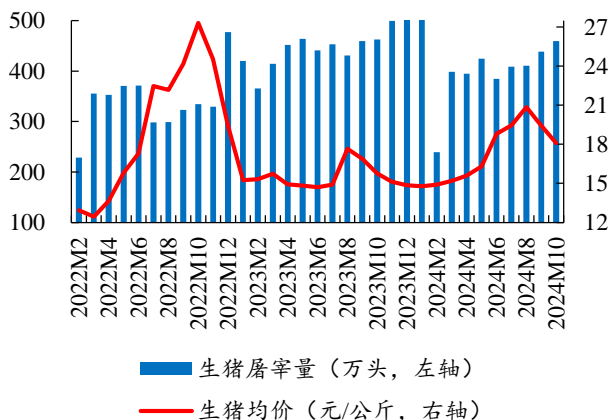
数据来源：Wind、涌益咨询、开源证券研究所；注：假设二育抓猪均重为 110 公斤

## 4、猪价研判：2024Q4 旺季仍有支撑，2025H1 供给恢复猪价承压

### 4.1、9-10 月生猪供给压力持续释放，2024Q4 需求旺季猪价仍有支撑

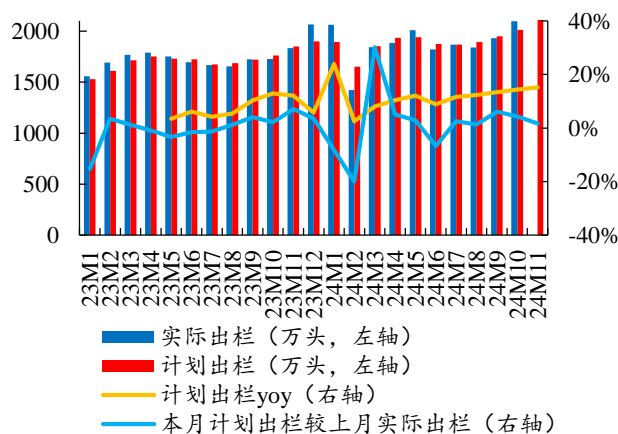
9-10 月生猪出栏增量猪价下行，供给压力持续释放。据涌益咨询，2024 年 10 月全国生猪销售均价 17.60 元/公斤，环比-7.17%，同比+15.27%。涌益监控样本 10 月屠宰量达 459.62 万头，环比+4.86%，同比-0.61%。9-10 月集团场及二育户生猪出栏加速，规模场 10 月生猪出栏完成率达 104.2%，供给压力持续释放。涌益样本 11 月规模场计划出栏较 10 月实际出栏+1.68%，受供给压力前置释放影响，2024Q4 生猪供给逐步恢复但预计仍偏紧，叠加天气转凉猪肉消费增加及我国宏观政策持续发力提振经济及消费信心，2024Q4 猪价中枢下移但仍有支撑。

图58：涌益样本 10 月屠宰量达 459.62 万头，环比+4.86%



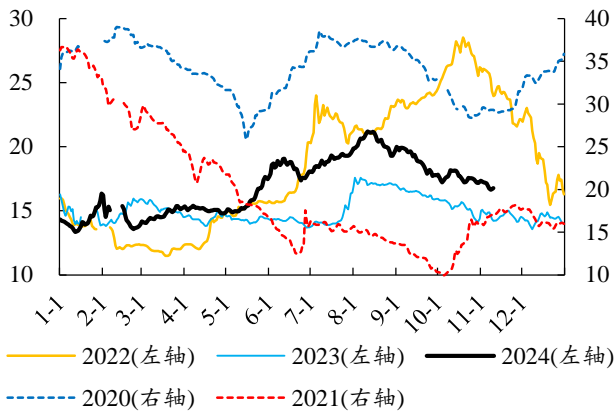
数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

图59：11 月规模场计划出栏较 10 月实际出栏+1.68%



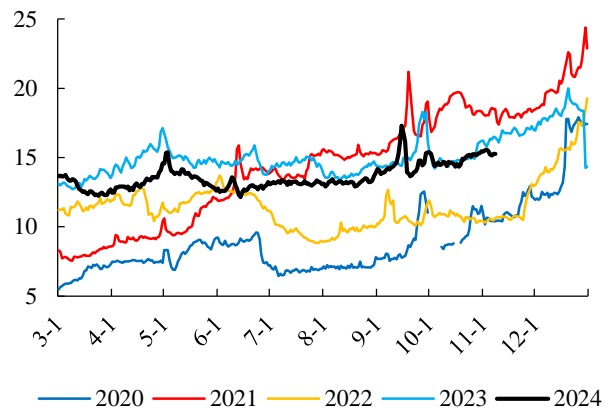
数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

图60: 猪价中枢下移但底部仍有支撑(元/公斤)



数据来源: 涌益咨询、开源证券研究所

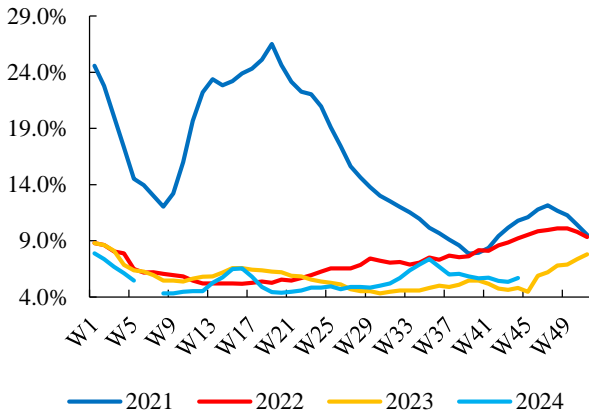
图61: 2024Q4 旺季已至, 屠宰量季度环比上行(万头)



数据来源: 涌益咨询、开源证券研究所

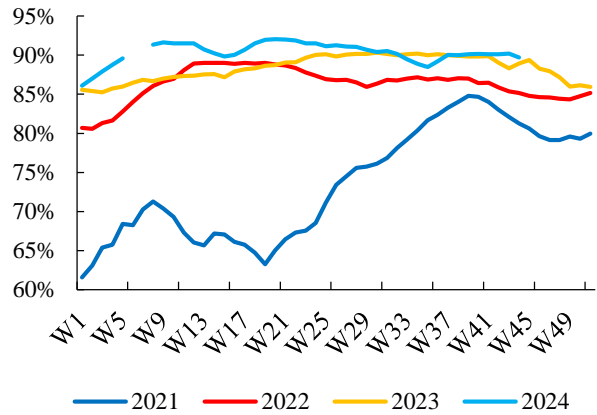
**存出栏结构: 中大猪持续出栏中, 2024Q4 肥猪存栏占比偏低对猪价形成支撑。**  
截至 2024 年 11 月 7 日, 涌益样本生猪出栏结构中 150kg 以上占比 5.69%, 90-150kg 占比 89.71%, 均高于 2023 年同期。从 My steel 样本生猪月度存栏结构看, 10 月行业 7-49kg、50-89kg、90-140kg、140kg 以上生猪存栏占比分别为 34.2%、30.3%、34.5%、1.0%, 分别同比+0.4pct、+0.9pct、-0.2pct、-1.1pct。市场大体重肥猪持续理性出栏, 140kg 以上大体重肥猪存栏占比低于 2021 年以来同期, 肥猪存栏占比偏低对猪价形成支撑。

图62: 2024H2 以来 150kg 以上肥猪出栏占比同比提高



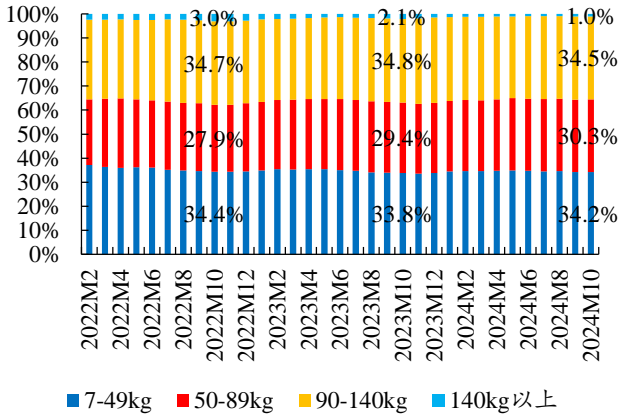
数据来源: 涌益咨询、开源证券研究所

图63: 2024 年 10 月 90-150kg 生猪出栏占比同比提高



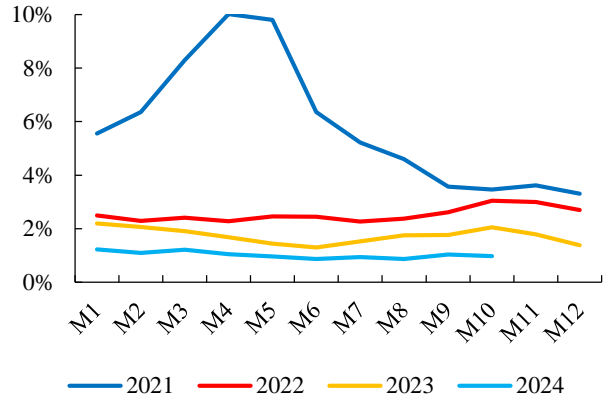
数据来源: 涌益咨询、开源证券研究所

图64: My steel 样本生猪存栏中 90kg 以下居多



数据来源: My steel、开源证券研究所

图65: 2024M10 行业 140kg 以上生猪存栏占比偏低

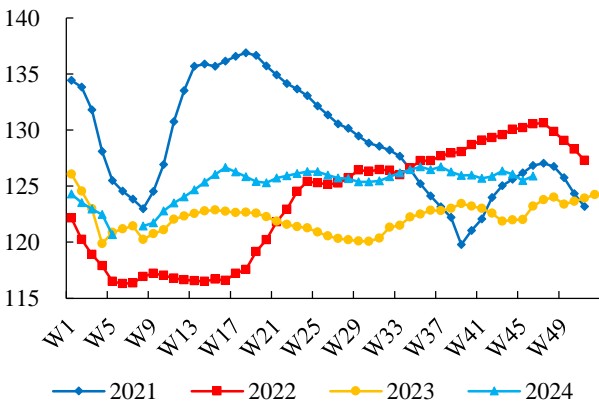


数据来源: My steel、开源证券研究所

## 4.2、肥猪溢价收缩对压栏及二育驱动减弱，Q4 旺季终端需求有支撑

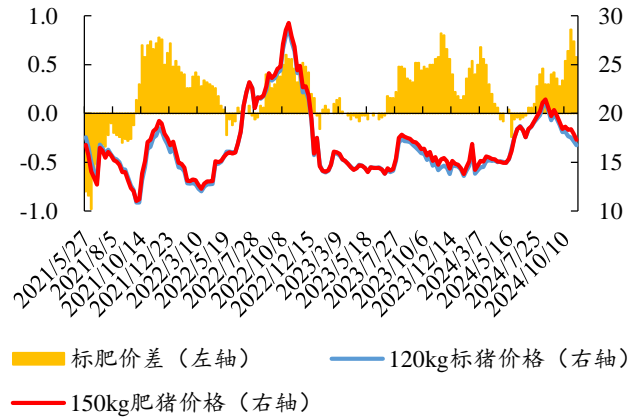
肥猪溢价收窄，压栏二育对猪价支撑力度边际弱化。据涌益咨询，截至 2024 年 11 月 7 日，150kg 肥猪较 120kg 标猪溢价 0.58 元/公斤（周环比-0.16 元/公斤）。涌益样本生猪出栏均重 125.90 公斤/头（周环比+0.40 公斤/头，同比+2.69 公斤/头）。Q4 为肥猪消费旺季，肥猪溢价仍在但受肥猪供给逐步恢复影响，溢价已边际收窄。2024 年 10 月 20-31 日行业销至二育生猪占实际销量比重降至 1.92%，从养殖节奏看，年内最后一轮二育进场（博弈冬至行情）已接近尾声且二育栏舍利用率已提升至 55%，后市压栏二育对猪价支撑力度边际弱化。

图66: 2024 年生猪出栏均重高于 2023 年同期(公斤/头)



数据来源: 涌益咨询、开源证券研究所

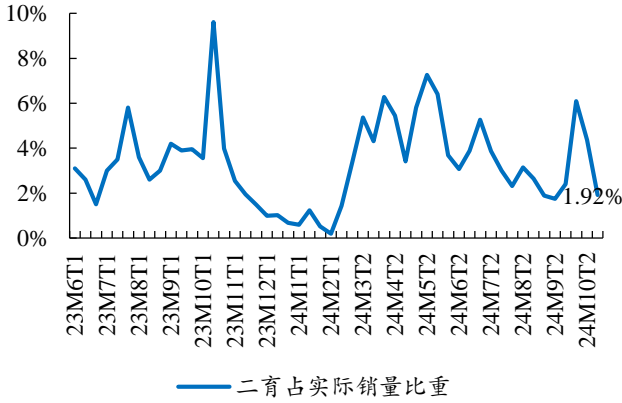
图67: 肥猪溢价驱动养户压栏及二育进场 (元/公斤)



数据来源: 涌益咨询、开源证券研究所

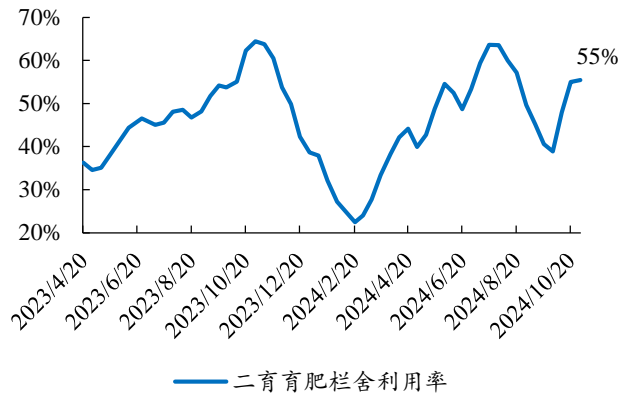


图68：2024年10月中旬以来二育进场比例环比下降



数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

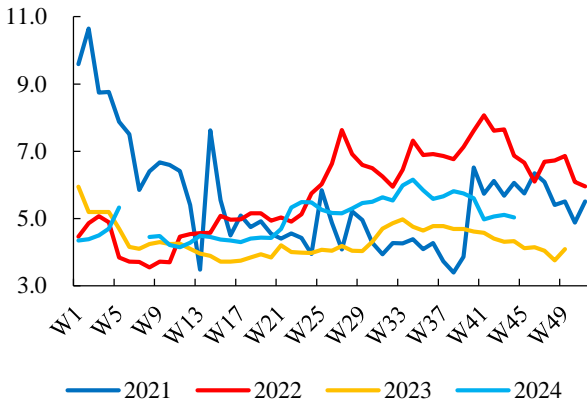
图69：二育栏舍利用率升至55%，对猪价支撑边际弱化



数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

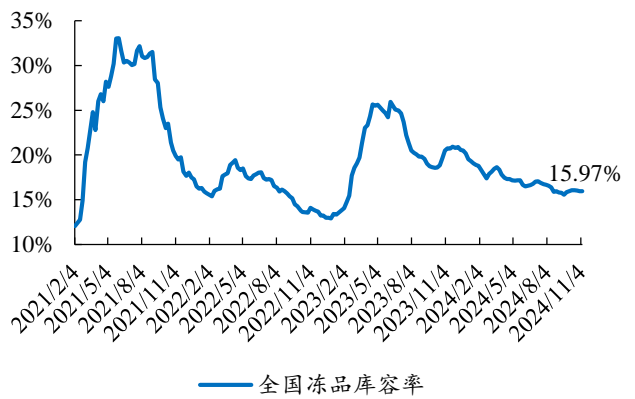
猪肉消费旺季需求端有承接，冻品低位但未到入库时点，对猪价影响有限。截至2024年10月31日，涌益监控样本毛白价差5.11元/公斤，较9月末-0.64元/公斤，但仍高于2023年同期，Q4猪肉消费旺季终端需求有支撑。截至2024年11月7日全国冻品库容率为15.97%，冻品库容率仍处相对低位，但当前猪价对于冻品入库来说仍偏高（14元/公斤左右冻品入库增量），因此冻品对2024Q4猪价影响或有限。

图70：2024年10月毛白价差高于2023年同期(元/公斤)



数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

图71：冻品低位但未到入库时点，对猪价影响有限

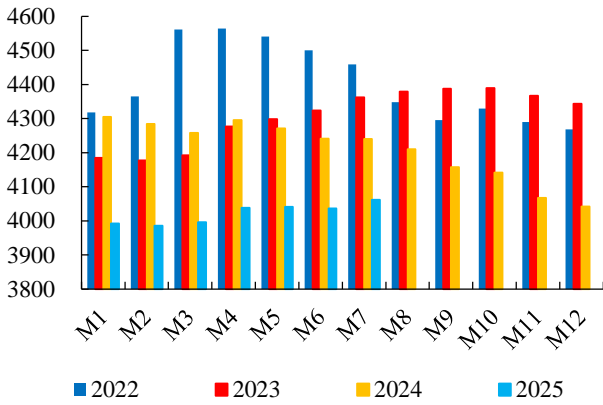


数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

### 4.3、2024Q4 生猪需求旺季供给仍偏紧，2025H1 供给恢复猪价或承压

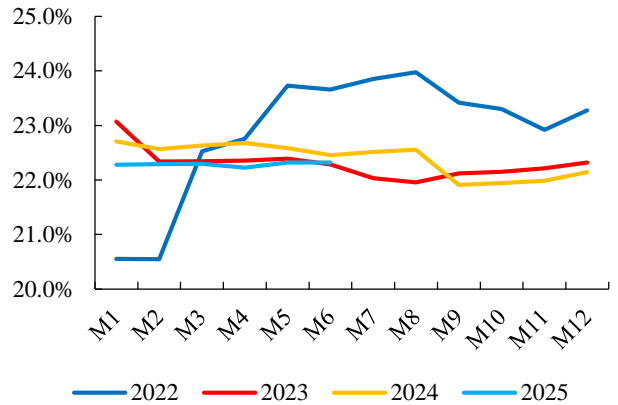
**2024Q4 猪肉供给测算：对应能繁存栏及配种率下降，而配种分娩率及窝均活仔数处相对高位。生猪供给受能繁存栏及生产性能共同影响，**(1) **能繁存栏：**据农业农村部，2024Q4 生猪出栏对应前期能繁存栏较 2023Q4 收缩约 6.48%。(2) **配种率：**受 2023 年冬季非瘟及持续亏损资金紧张影响，2024Q4 各月对应配种率低于 2022 及 2023Q4。(3) **配种分娩率及窝均活仔数：**2022 年以来母猪整体生产性能提升，但 2023 年 9-11 月北方非瘟疫情对母猪生产性能影响或体现在 2024 年。此外 2024 年 2 月末以来猪价淡季不淡，淘汰母猪减少导致母猪生产胎次提升从而提高配种分娩率、降低窝均活仔数。我们结合涌益数据和微猪科技数据综合推算，2024Q4 母猪配种分娩率较 2023Q4 提升，窝均活仔数下行主要影响 2024Q3 生猪出栏。

图72：2024Q4 生猪出栏对应前期能繁存栏处相对低位



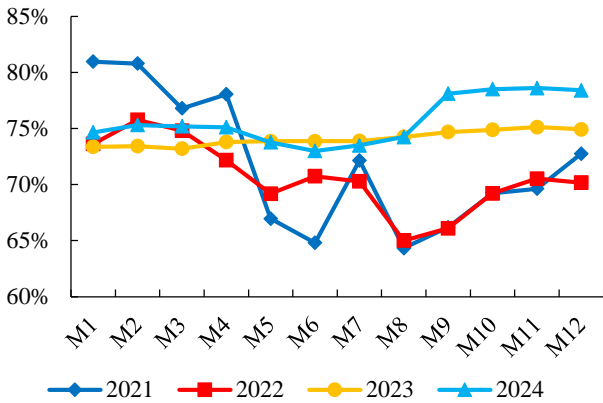
数据来源：Wind、开源证券研究所

图73：2024Q4 生猪出栏对应配种率处相对低位



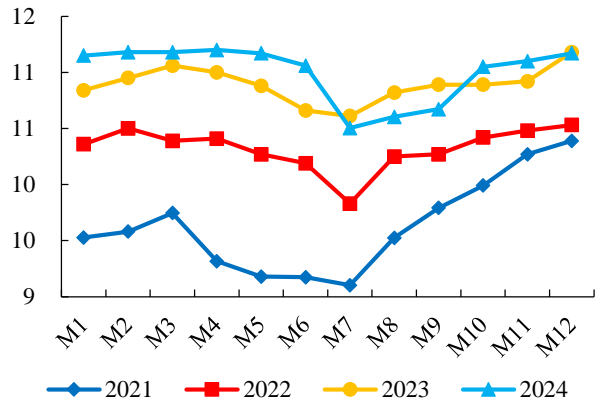
数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

图74：2024Q4 生猪出栏对应配种分娩率处相对高位



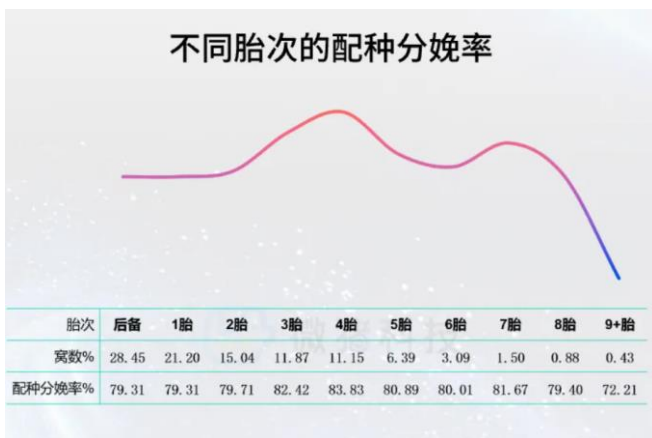
数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

图75：2024 年 7-9 月生猪出栏对应窝均健仔数下行



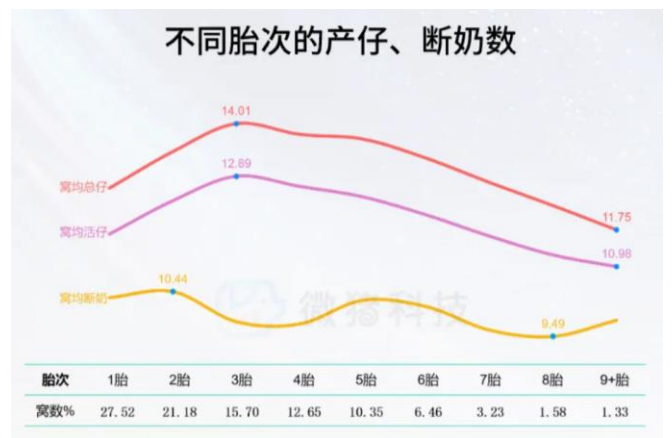
数据来源：涌益咨询、微猪科技公众号、开源证券研究所

图76：母猪胎次由 3 胎抬升至 4 胎时配种分娩率提升



数据来源：微猪科技公众号、开源证券研究所

图77：母猪生产胎次超过生产高峰导致窝均活仔数下降



数据来源：微猪科技公众号、开源证券研究所

2024Q4 生猪需求旺季供给仍偏紧，2025H1 供给恢复猪价或承压。我们结合能繁母猪存栏及各项生产指标对 2024 年各月生猪及猪肉供给进行测算并与 2023 同期进行对比，发现 2024Q4 能繁存栏及配种率下降对生猪供给影响强于母猪生产性能提升，2024Q4 生猪及考虑出栏均重抬升后的猪肉供给均低于 2023Q4，2024Q4 猪肉需求旺季生猪供给仍偏紧，猪价有支撑。2025H1 生猪供给逐步恢复且春节后步入猪肉消费淡季，猪价或承压下行。

图78：2024Q4 生猪供给同比收缩，2025H1 供给恢复

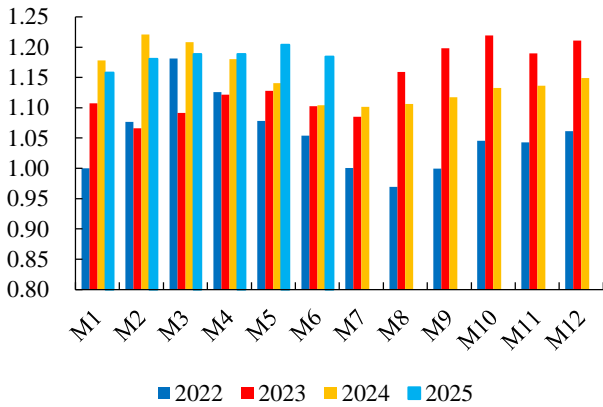
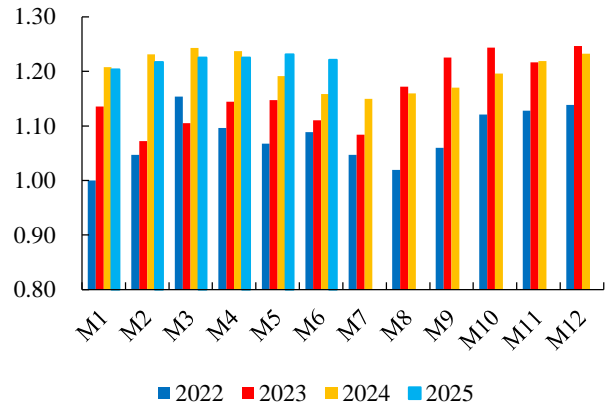


图79：2024Q4 猪肉供给同比收缩，猪价短期仍有支撑



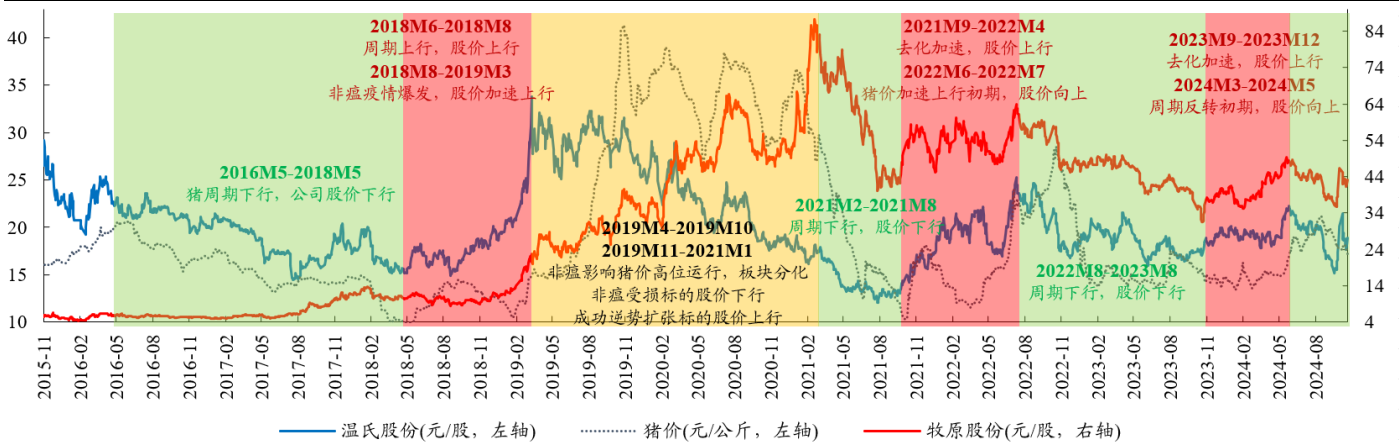
数据来源：Wind、涌益咨询、开源证券研究所；注：月度生猪供给为能繁等各项生产指标的理论推算值，以 2022M1 为单位 1

数据来源：Wind、涌益咨询、开源证券研究所；注：月度猪肉供给为能繁等各项生产指标的理论推算值，以 2022M1 为单位 1

### 5、投资建议：周期往复，把握生猪投资关键变盘点

生猪板块投资的黄金时间：能繁去化加速及周期上行初期。通过对猪周期复盘，我们发现非瘟冲击下的能繁加速去化期及周期反转初期是生猪板块投资的黄金时间，该阶段生猪板块投资逻辑持续强化，期间涨幅可观。如 2021M9-2022M7 的去化加速及周期反转阶段、2023M9-2023M12 非瘟驱动的行业能繁加速去化阶段、2024M3-2024M5 周期反转初期。

图80：能繁去化加速及周期上行初期是生猪板块投资的黄金时间

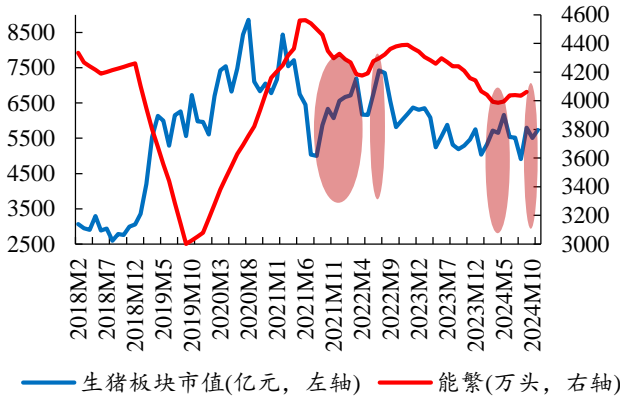


数据来源：Wind、开源证券研究所

本轮猪周期提前博弈，对猪周期反转初期能繁环比增加容忍度降低。回顾 2021 年以来猪周期运行及生猪板块市值表现，市场能够容忍周期反转初期的能繁转正。

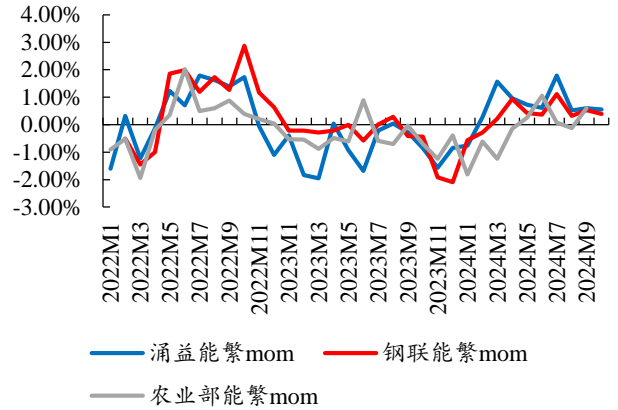
而本轮周期,2024年2月涌益样本能繁存栏环比转正,钢联样本3月能繁环比转正,农业农村部统计口径能繁5月转正。2024年1月产业已开始大量对能繁母猪进行配种。生猪板块市值见顶在5月,而后持续下跌,至2024年8月板块市值跌至2021年以来低点,由此可见本轮市场对猪周期反转初期的能繁存栏环比转正同样有所容忍,但容忍度下降且进行提前博弈,2024年7-8月猪价上行至年内高点,生猪板块市值反而创年内新低。

图81: 2024年8月生猪板块市值跌至2021年以来低点



数据来源: Wind、开源证券研究所

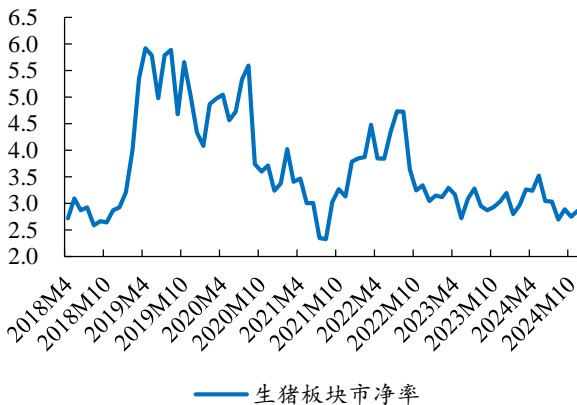
图82: 涌益及钢联能繁存栏于2024年2-3月环比转正



数据来源: Wind、涌益咨询、My steel、开源证券研究所

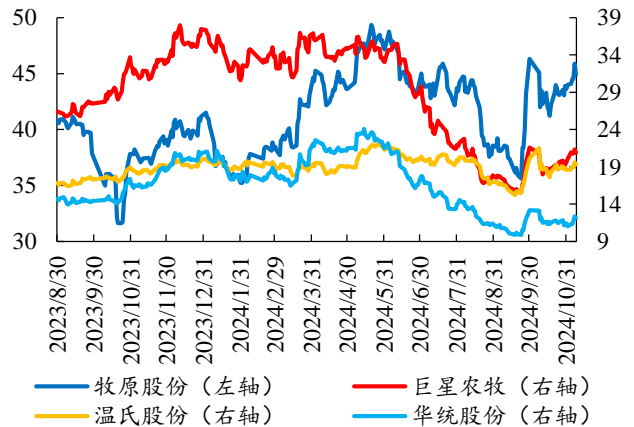
生猪板块当前处相对低位,估值有望随宏观预期好转修复,龙头高业绩兑现高分红投资价值显现。当前生猪板块估值处近年来相对低位,具备上涨先行条件。9月以来我国宏观政策持续加码,对资本市场、宏观经济及居民消费进行强力支持,宏观预期好转背景下,生猪板块估值有望修复。行业龙头成本优势显著,出栏稳步增长,2024年业绩有望高兑现,具备高分红预期,投资价值显现。推荐标的:温氏股份、牧原股份、巨星农牧、华统股份、新希望;受益标的:神农集团、天康生物、京基智农、唐人神等。

图83: 生猪板块市净率处近年来相对低位



数据来源: Wind、开源证券研究所

图84: 生猪板块优质标的低位投资价值显现(元/股)



数据来源: Wind、开源证券研究所

**表4：重点推荐公司盈利预测与估值（收盘价截至 2024 年 11 月 16 日）**

公司代码	公司名称	评级	收盘价（元）	EPS（元）				PE			
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
300498.SZ	温氏股份	买入	18.03	-0.96	1.92	1.74	1.42	-18.8	9.4	10.4	12.7
002714.SZ	牧原股份	买入	42.14	-0.78	3.45	2.90	2.52	-54.0	12.2	14.6	16.7
603477.SH	巨星农牧	买入	19.92	-1.27	1.30	1.72	2.28	-15.7	15.3	11.6	8.7
002840.SZ	华统股份	买入	12.19	-0.98	0.44	0.26	0.34	-12.4	27.7	46.9	35.9

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：各公司 EPS 均为开源证券研究所预测值

## 6、风险提示

动物疫病风险：发生动物疫病造成生猪异常死亡影响生猪养殖利润；

饲料原料价格异常波动：饲料原料价格异常波动导致生猪养殖成本难控；

测算误差风险：全国能繁存栏及第三方机构等生猪行业数据统计本身存在一定误差，根据已有行业数据进行供给推算存在一定误差风险。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn