

目录

01 复盘与综述：重视养殖周期，猪鸡共振迎机遇

02 生猪养殖：猪价趋势上行，业绩弹性可期

03 禽养殖：供给缺口逐步体现，期待猪鸡共振

04 动保：养殖景气回升，关注政策变动

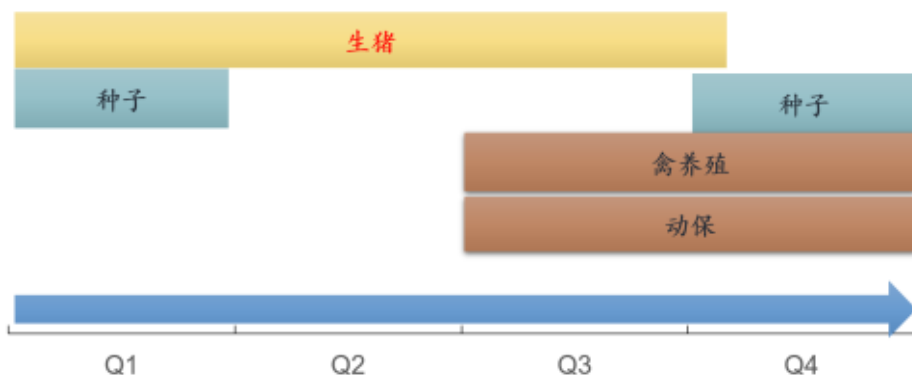
01

复盘与综述：重视养殖周期，
猪鸡共振迎机遇

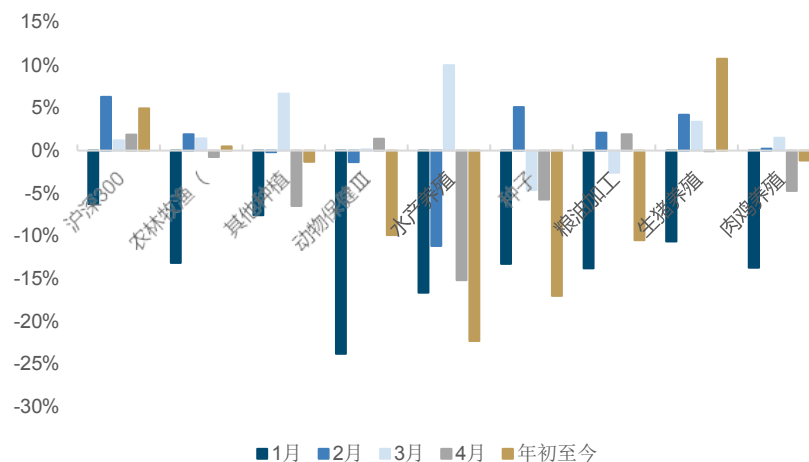
年度策略复盘与分析

- 2024年年度策略我们推荐了以下几个板块：**1. 首推生猪养殖底部反转，其次关注黄羽鸡跟随猪价共振的情况；2. 转基因种子商业化落地；3. 关注动保新品催化，以及养殖周期回暖带来的量价齐升；关注非瘟疫苗商业化落地进程。根据确定性与机会大小：猪>种子>动保>禽养殖；而周期带来的投资机会可贯穿全年，并且给予了板块相应表现较好的时间节点。
- 上半年总结：**农业板块年初至今上涨**0.48%**，跑输大盘；从子版块来看依旧存在亮点，生猪养殖板块表现最好，在1月份跟随大盘调整后整体呈现上行态势，截至目前较年初上涨**10.83%**，跑赢沪深300的**4.97%**，其余子版块均呈现下跌态势。种子板块在2月份政策催化期存在短时行情；动保板块在1月下跌后，随着猪价回暖开始逐步好转。
- 下半年投资策略：**布局禽畜养殖盈利改善，动保后周期业绩触底反弹，以及关注转基因种子商业化推广。

图：2024年农业板块投资日历



图：年初以来大盘以及农业各子板块涨跌幅



核心观点

- **生猪养殖：猪周期反转，布局优质龙头企业。**2023年初以来生猪产能持续去化，截至4月份产能去化约11%（2022年去化不足9%），考虑到产能效率提升速度边际减慢，本轮去化幅度对猪价上行支撑力度更强。23Q4北方疫病使得行业产能加速淘汰，今年一季度以来猪价淡季不淡，后续行业缺口的逐步显现叠加二次育肥滚动入场或加强猪价上涨高度。行业资金压力较大，猪价上行初期难以快速补充产能，本轮周期持续长度可期。周期反转初期建议关注成本领先的养殖龙头：牧原股份、温氏股份；成本持续改善的高成长标的：华统股份、巨星农牧、新五丰；低估值补涨标的：唐人神等。
- **黄羽鸡：产能处于低位，猪鸡共振可期。**黄羽鸡父母代种鸡存栏持续下降，目前已经降低至近年低位，随着供给的收缩，近期黄羽鸡价格中枢有所回升。复盘历史来看，黄羽鸡价格与生猪价格走势关联度较高，黄鸡行业有望受益猪价反转带来的需求边际改善，叠加产能下降的支撑，行业有望迎来景气回升，建议关注立华股份、湘佳股份等。
- **白羽鸡：引种缺口仍待传导，需求好转或拉动产品价格。**2023年下半年海外引种逐步恢复正常，但是祖代鸡存栏水平较2022年已经出现明显下降，前期白羽鸡祖代供给端缺口逐步向下游传导。当前在产父母代存栏量依旧处于高位，上半年仍然面临供给压力，下半年产业链或受益供需改善及猪价上行，建议重点关注父母代鸡苗销量及种鸡淘汰情况，重点关注圣农发展、益生股份等。
- **动保：养殖回暖带动量利齐升，关注非瘟疫苗进度。**年初以来禽畜产品价格回暖，随着下半年猪价的上涨，预计生猪存栏水平逐步回升，带动疫苗需求逐步回暖。此外，非瘟疫苗已经进入了商用落地前的关键实验阶段，非瘟疫苗实现商用落地将显著扩张动保市场空间，中性假设下预计行业扩容超百亿，首批参与生产的企业收入利润有望显著增厚。重点关注标的普莱柯、科前生物、生物股份等。

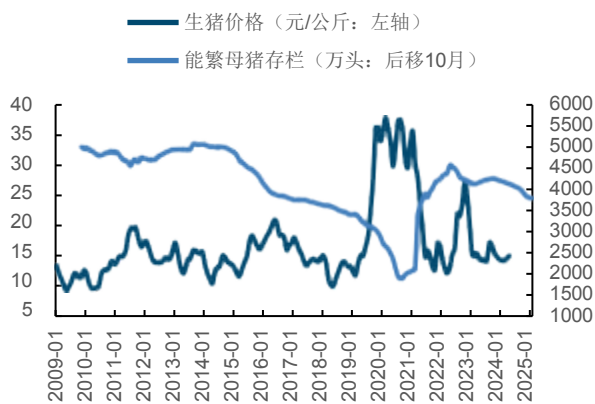
02

生猪养殖：周期底部反转蓄力，左侧布局把握良机

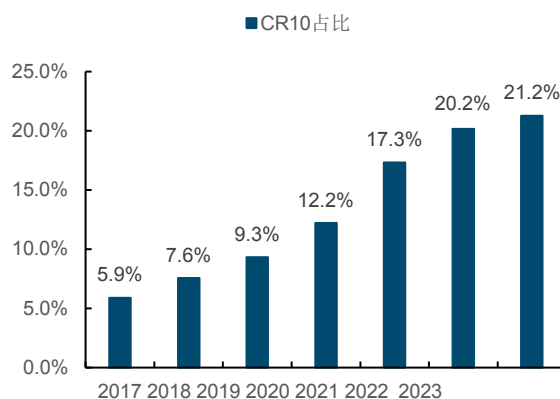
行业产能持续去化，新一轮周期可期

- 生猪养殖行业存在周期性：**生猪生产周期的时滞性使得产能调节滞后于猪价波动，导致生猪价格存在周期性波动，年内生猪出栏量与生猪价格呈现较强的负相关关系，历史上猪周期呈现4年一轮的波动。2023年我国生猪出栏7.27亿头，全年生猪均价仅为15.24元/公斤，行业全年亏损下持续去产能，行业生猪价格中枢连续3年下降。
- 行业此前的非洲猪瘟驱动的超级猪周期带动规模化的提升，我国生猪养殖行业CR10从2017年的6%提升至2023年的21%，规模场占比的提升使得行业整体在亏损下去产能速度略有放缓。2023年10月份之前，行业亏损下整体呈现缓慢去产能的状态，23Q4受到疫病影响，行业产能去化速度出现加快。截至2024M4，行业整体去产能幅度约为11%，与2022年相比去化幅度有所增强，能繁母猪的去化以及疫病对生产效率的影响或使后续供给出现较大缺口。**

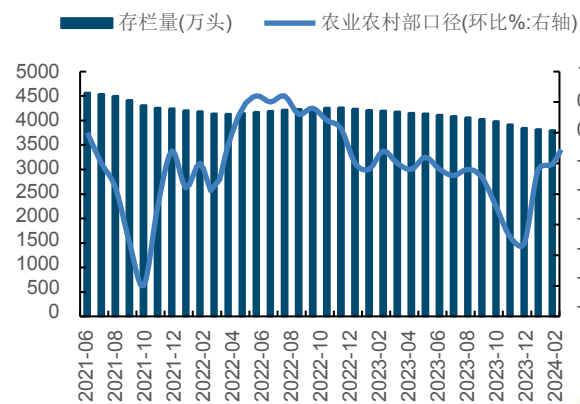
图：能繁母猪存栏与10个月后生猪价格走势



图：行业规模化率持续提升



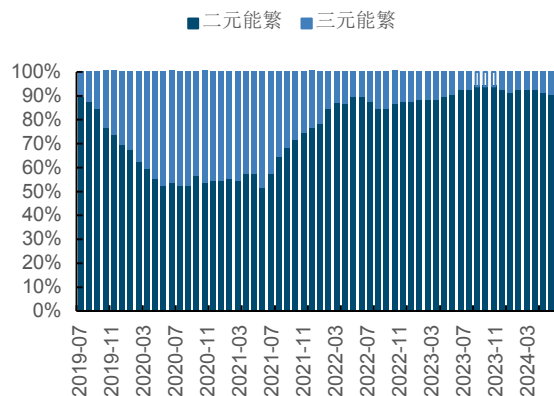
图：能繁母猪存栏持续下降



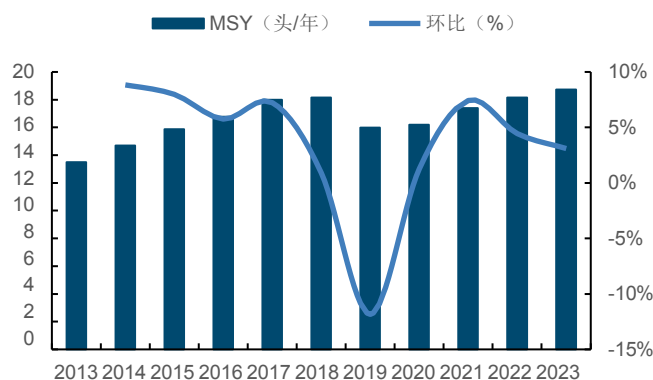
24年供给端预计收缩，猪价预期上行

- 行业边际生产效率提升有限，能繁母猪存栏减少顺利传导：**非洲猪瘟影响下我国母猪供给不足，行业内大量使用低效三元母猪导致生产效率在2019年出现大幅下滑。随着母猪供给的恢复，2020-2022年间我国二元母猪占比大幅提升，2022年4月二元母猪占比已经恢复至正常水平，在此期间行业生产效率也有大幅的提升。2022年以来行业MSY边际增长速度明显放缓，而2023Q4疫病的扰动或导致行业生产效率出现下滑（计算Q1生产效率同比下滑3.8%），对应2024Q3生猪供给出现缺口。
- 2024年预计出栏量减少，全年均价有所提升：**从历史数据来看，生猪全年均价与当年供给量有较大的关联度，在假设生产效率提升1%的背景下，预计2024年全年生猪供给下滑2.8%，接近2022年的水平（全年均价18.91元/公斤），预计全年生猪价格均价有所回升。

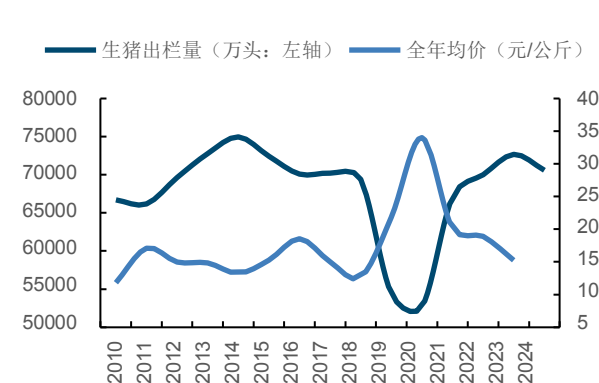
图：2023年初行业高性能母猪占比基本恢复正常



图：行业生产效率边际提升有限



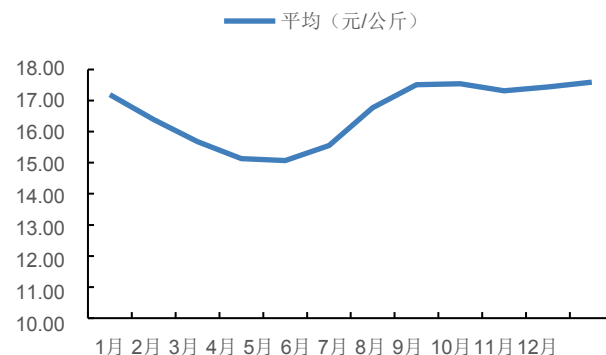
图：预计2024年生猪供给减少



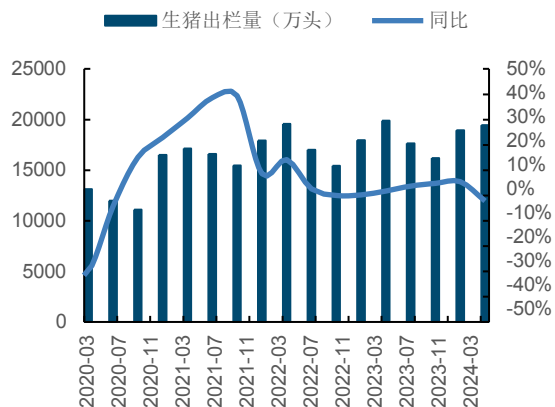
供给缺口逐月扩大，全年猪价前低后高

- 通常生猪的需求在Q3逐渐转旺且在春节前达到高峰，而生猪价格也呈现出季节性趋势，通常下半年猪价优于上半年。
- 根据能繁母猪存栏推算，今年Q1开始我国生猪供给环比逐步下行。24Q1生猪出栏量同比-2.2%，我们认为与去年Q4疫病导致提前出栏相关，在供给缩减的背景下生猪均价已经高于去年同期，猪价呈现淡季不淡。根据产能数据推算，预计供给端同比缩减幅度逐步扩大，下半年生猪价格优于上半年，全年猪价呈现前低后高的态势。

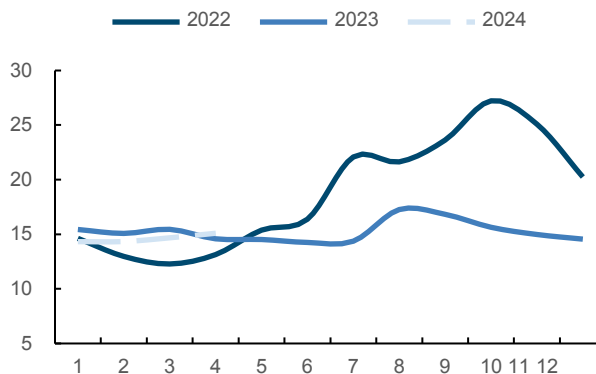
图：生猪价格存在季节性趋势（2006-2023生猪均价）



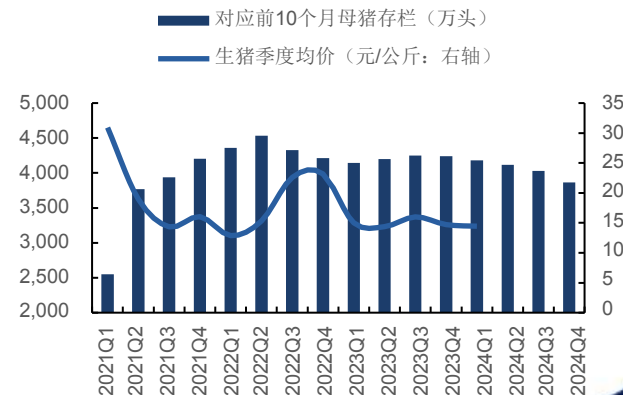
图：2024Q1生猪供给同比-2.2%



图：年初以来生猪价格中枢上行（元/公斤）



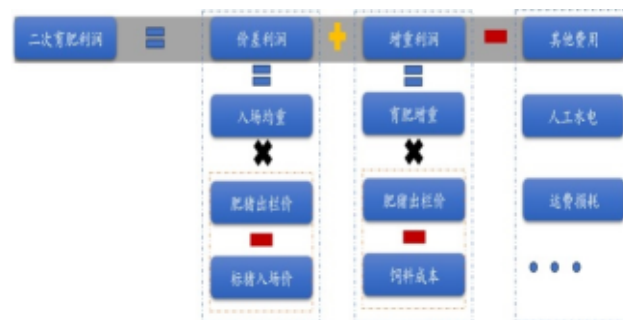
图：预计生猪供给逐季下降



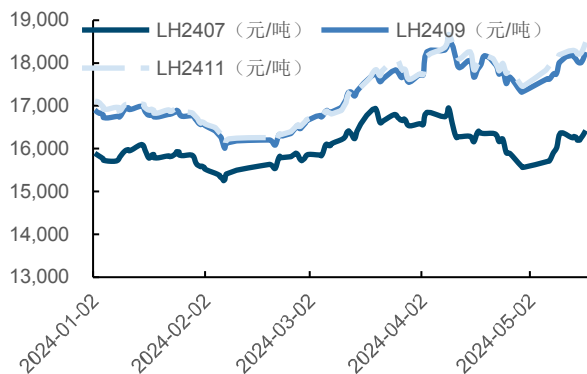
二次育肥强化供需矛盾，猪价高点可期

- 猪价较好预期下，二次育肥养殖户或有增加。二次育肥一般指养殖户购买正常出栏的标猪，通过2-3个月的育肥后再出售以谋求生猪价差与增重带来的利润。养殖户二次育肥的利润来源为低买高卖的价差与增重利润，所以标猪收购价、肥猪出栏价、育肥增重成本（饲料价格&人工）、体重变化与其他费用影响二次育肥的利润。其计算方法可以简化为价差利润+增重利润-其他费用，最核心的利润来源为未来预期价差。
- 目前期货端已经给出了较好的未来价格预期，2409的价格在18元/公斤以上，养殖户以16元/公斤的价格购入二次育肥，预期可以获得300元/头以上的利润。再考虑秋季出栏时期的标肥价差，预期盈利可能增加0.3-1.5元/公斤。此外，行业内目前空栏率较高，大量散户存在空位栏舍可以进行二次育肥，后续二次育肥强度可期。

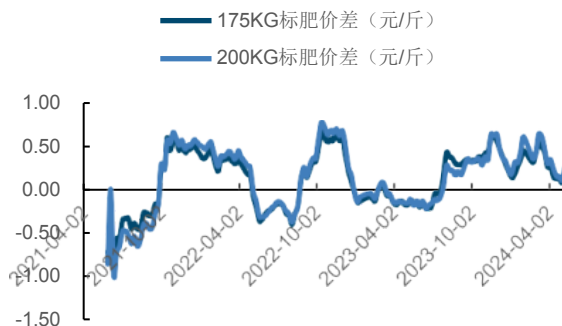
图：二次育肥盈利模型



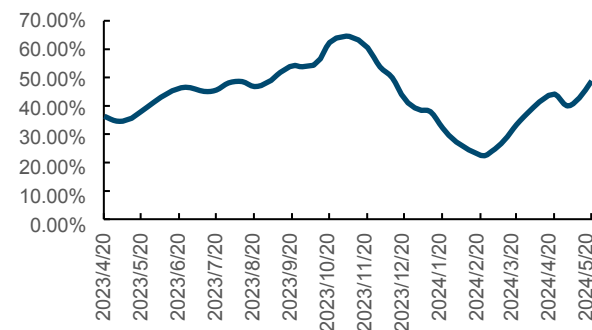
图：期货端给与较好盈利预期



图：标肥价差存在季节性



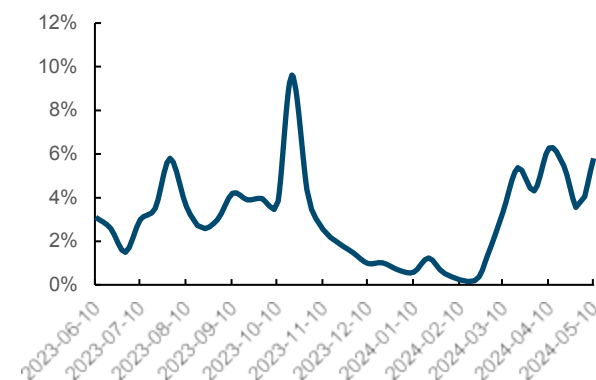
图：行业内空栏率较高



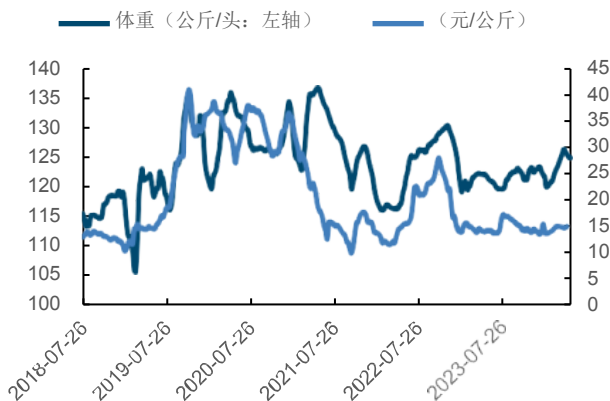
二次育肥强化供需矛盾，猪价高点可期

- 二次育肥的出现通常伴随着短时供给的减少，以及行业内生猪出栏均重的上行。均重上行是累库指标，通常情况下体重上行伴随的是猪价的上涨，而二次育肥加强的过程中生猪价格整体呈现上涨态势。今年由于行业对下半年看涨预期较强且饲料成本较低（造肉成本12.8元/公斤），二次育肥积极性预计强于2023年，在预期指引下预计二次育肥在6-10月的区间内较强，二次育肥的边际增强短期助推猪价上涨。
- 目前行业出栏均重在125公斤左右，虽然高于往年同期，但是距离增重极限仍有较大空间，预计后续二次育肥仍有集中进行的阶段。

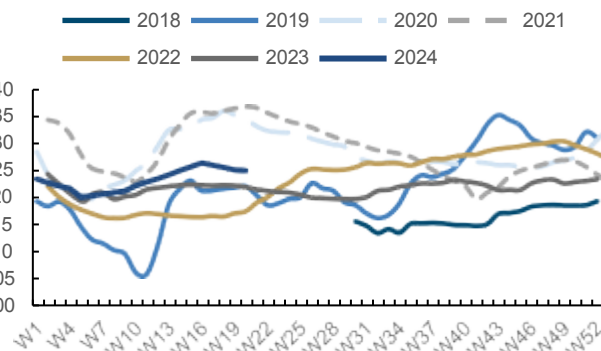
图：二次育肥占出栏生猪的比例



图：体重与生猪价格走势大多时期同频



图：生猪体重仍有较大上升空间（公斤/头）



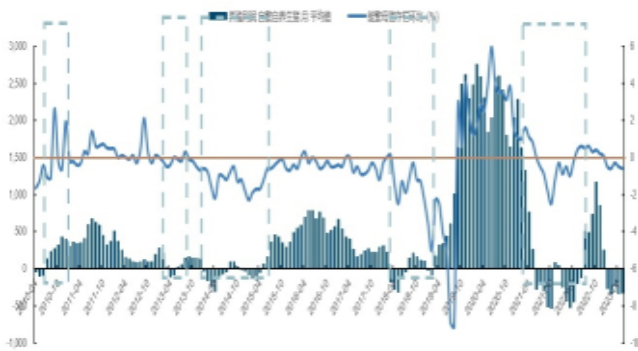
图：饲料价格低位驱动二次育肥（元/吨）



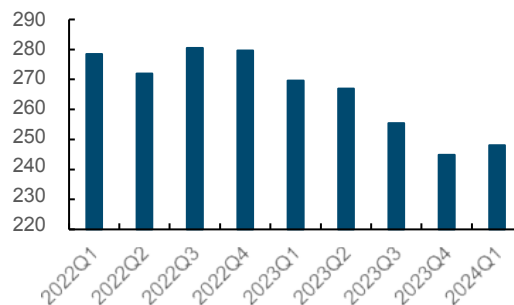
行业资金依旧紧张，产能恢复较慢支撑周期长度

- 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。但是行业整体是盈利状态，所以亏损期的时长与亏损程度弱于盈利期间，历史上恢复盈利的初期/短暂恢复区间并没有出现能繁母猪回正，通常要实现接近一个季度的利润确定猪价上行，行业能繁母猪存栏才开始增长。
- 2022年4月份猪价开始上行，行业在5月份实现盈利，然而行业生产性生物资产总量在Q3才开始环比增加，随着亏损的持续进行，行业生产性生物资产持续下行。【24Q1剔除牧原，行业整体下行】。**从资产负债率的角度来看，高负债下行业实现盈利后会首先主动降低资产负债率，而不是盲目扩张，目前行业平均资产负债率达到了**67%**的历史高点，预计实现盈利后第一时间不会大幅扩张。

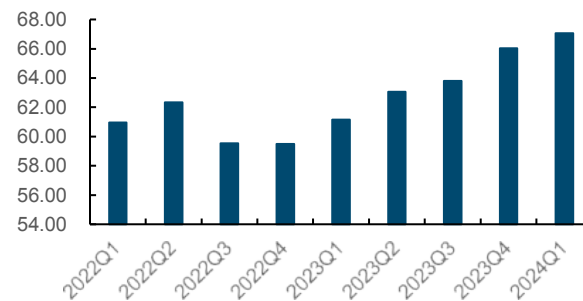
图：出现盈利的第一时间能繁母猪存栏不会增加
(元/头：左轴)



图：主要上市公司生产性生物资产（亿元）



图：主要上市公司资产负债率（%）



周期拐点重点布局，优选低成本高成长标的

- 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）**：低成本快速扩张，成长性的突出使其盈利端持续成长。周期反转初期建议关注成本领先的养殖龙头：牧原股份、温氏股份；成本持续改善的高成长标的：华统股份、巨星农牧、新五丰；低估值补涨标的：唐人神、京基智农等。

图：板块走势与猪价（元/公斤：右轴）走势的关联



图：重点公司出栏量（万头）以及头均市值情况（元/头）

	出栏量						YOY	头均市值	
	2019	2020	2021	2022	2023	2024E		2024	分位数
牧原股份	1025	1812	4026	6120	6382	6900	8%	3806	11.73%
温氏股份	1852	955	1322	1791	2626	3150	20%	3685	13.83%
新希望	355	829	998	1461	1768	1450	-18%	1728	6.62%
正邦科技	578	956	1493	845	548	400	-27%	7462	96.24%
天康生物	84	135	160	203	282	325	15%	2694	11.97%
唐人神	84	102	154	216	371	475	28%	1636	4.54%
新五丰	64	33	40	183	320	500	56%	2310	11.73%
巨星农牧		32	90	153	267	400	50%	4213	16.00%
华统股份			14	121	230	400	74%	3029	12.80%
神农集团	40	41	65	93	152	250	64%	7975	41.38%
京基智农				126	185	280	51%	2643	12.82%
金新农	40	80	107	126	105	120	15%	2387	8.22%
东瑞股份			37	49	62	90	44%	6230	16.67%

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/655213104332011232>