

农林牧渔

2024年11月25日

生猪景气持续，后周期经营改善

——行业投资策略

投资评级：看好（维持）

陈雪丽（分析师）

王高展（联系人）

朱本伦（联系人）

chenxueli@kysec.cn

wanggaozhan@kysec.cn

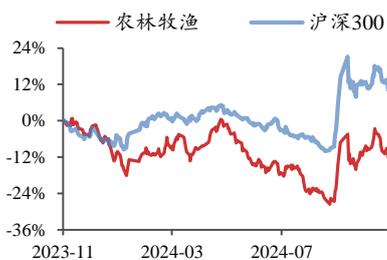
zhubenlun@kysec.cn

证书编号：S0790520030001

证书编号：S0790123060055

证书编号：S0790124060020

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《惜售情绪驱动猪价小幅上行，二育补栏节奏稳健—行业周报》-2024.11.24

《11月USDA农产品报告上调全球玉米、小麦、水稻产量，下调全球大豆产量—行业点评报告》-2024.11.18

《双11宠物食品销售高增，降温或对猪价形成支撑—行业周报》-2024.11.17

● 生猪景气持续，白鸡旺季供给偏紧

生猪：景气持续，把握猪周期特征及节奏。2023年我国生猪养殖市场规模达1.3万亿元，行业周期性强易供需错配，后非瘟时代猪价大波动弱化小波动增多。生猪养殖呈规模场占比提升、养殖重心南移、生产效率提升、落后产能长期持续去化的特点。2024Q4旺季生猪供给仍偏紧，生猪景气延续。当前生猪板块处相对低位，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。

白鸡：旺季供给偏紧，白鸡低位配置价值显现。供给端，预计2024Q4旺季白羽肉鸡供给仍同比收缩，白羽肉鸡价格中枢抬升。需求端，白鸡消费韧性十足，长期趋势向上。宏观经济回暖，白鸡投资逻辑边际改善。推荐标的：圣农发展、禾丰股份等；受益标的：益生股份等

● 后周期：业绩边际改善，饲料海外布局突破，动保反刍宠物苗持续景气成长

2024Q2以来生猪存栏逐步恢复，猪价相对高位运行，饲料及动保经营边际改善。饲料板块，海外饲料蓝海市场高增长，饲料龙头加速海外布局突破。推荐标的：海大集团、新希望等。动保板块，猪苗禽苗经营边际改善，反刍疫苗景气度有支撑市场持续扩容，宠物苗蓝海市场空间广阔国产品牌强势崛起。推荐标的：生物股份、科前生物、普莱柯；受益标的：瑞普生物、中牧股份。

● 种子：转基因种子扩面提速，头部种企有望突围

在政策引导背景下，种子行业长期呈大品种化趋势，竞争格局有望逐步优化，头部种企品种优势或将进一步放大。转基因种子研发难度大、技术门槛高，头部种企具备研发优势，随转基因种子推广扩面提速，未来行业马太效应或将更加显著。推荐具备转基因技术优势的大北农，基本面边际改善的隆平高科，国内玉米传统育种技术龙头企业登海种业。

● 宠物：外销回暖叠加内销高增，宠物食品进入利润释放期

内销方面，原材料价格回落扩大盈利空间，国内养宠人数增长驱动宠物食品市场扩容，品牌化、龙头化趋势下头部企业有望受益于竞争格局优化。外销方面，各公司有望凭借优质产品提升欧美市场渗透率，并持续开拓东南亚等新兴市场驱动订单增长。看好国货崛起及出口回暖背景下的国内宠食龙头，推荐乖宝宠物、中宠股份、佩蒂股份。

● 风险提示：动物疫病风险，产能去化不及预期，原材料价格风险，灾害天气风险等。

图 11: 2020-2021 年行业大量进行原种猪引种 (头)	10
图 12: 2022 年我国高性能二元母猪占比已恢复至非瘟前	10
图 13: 22023M1-2024M4 能繁去化去化幅度达 9.2%	11
图 14: 2024 年 9 月我国能繁存栏 4062 万头, 补栏谨慎	11
图 15: 2024Q1-Q3 生猪板块归母净利润扭亏 (亿元)	11
图 16: 2024Q1-Q3 生猪板块资本开支同比收缩 (亿元)	11
图 17: 2024Q1-Q3 我国生猪完全成本下降(元/公斤)	12
图 18: 散户显性成本低于中型猪场完全成本 (元/公斤)	12
图 19: 涌益样本 10 月屠宰量达 459.62 万头, 环比+4.86%	12
图 20: 2024 年 9 月以来猪价中枢下移但底部仍有支撑(元/公斤)	12
图 21: 2024 年 7 月以来行业 150kg 以上肥猪出栏占比高于 2023 年同期	13
图 22: 2024 年 10 月行业 140kg 以上生猪存栏占比低于 2023 年同期	13
图 23: 肥猪溢价驱动养户压栏及二育进场 (元/公斤)	13
图 24: 2024 年 10 月中旬以来二育进场比例环比下降	13
图 25: 2024 年 10 月毛白价差高于 2023 年同期(元/公斤)	14
图 26: 冻品低位但未到入库时点, 对猪价影响有限	14
图 27: 2024Q4 生猪供给同比收缩, 2025H1 供给恢复	14
图 28: 2024Q4 猪肉供给同比收缩, 猪价短期仍有支撑	14
图 29: 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	15
图 30: 2024 年 8 月生猪板块市值跌至 2021 年以来低点	15
图 31: 涌益及钢联样本能繁存栏于 2024 年 2-3 月环比转正	15
图 32: 生猪板块市净率处近年来相对低位	16
图 33: 生猪板块优质标的低位投资价值显现 (元/股)	16
图 34: 预计 2024 全年我国白羽鸡祖代更新量达 130 万头, 供给充足	16
图 35: 2024Q1-Q3 白羽祖代鸡国产品种占比下降至 33%	16
图 36: 预计 2024Q4 白羽肉鸡供给仍低于 2023 年同期 (万套)	17
图 37: 2024Q4 白羽肉鸡苗及肉鸡价格已开启上行	17
图 38: 白羽肉鸡占我国肉鸡总出栏比重最大	17
图 39: 白鸡需求韧性好, 出栏长期趋势向上	17
图 40: 2023 年白羽肉鸡下游消费渠道中餐饮快餐占比 31%	18
图 41: 下游西式快餐等市场扩容驱动下, 白羽鸡需求承接良好	18
图 42: 2024 年 9 月社会消费品零售总额当月同比+3.20%	18
图 43: 需求旺季供给偏紧, 白鸡低位逻辑边际改善	18
图 44: 2010-2023 年我国饲料产量由 1.62 亿吨提升至 3.22 亿吨	19
图 45: 2023 年猪料及禽料合计占我国饲料产量 86%	19
图 46: 2024Q2 以来生猪存栏逐步恢复	19
图 47: 我国猪饲料产量自 2024 年 6 月环比恢复增长	19
图 48: 2024 年 10 月末, 玉米豆粕价格已降至 2021 年初水平	20
图 49: 预计 2024 年全球玉米、大豆产量处近年来相对高位	20
图 50: 2024 年越南水产饲料需求旺盛, 产量高于 2023 年同期	20
图 51: 2024 年 1-10 月越南动物饲料产量同比+24.92%	20
图 52: 印尼碾米、面粉和动物饲料生产者价格指数趋势向上	21
图 53: 海大集团加速饲料业务海外布局, 销量快速提升	21
图 54: 饲料板块估值处相对低位	21
图 55: 海大集团等优质标的低位配置价格显现 (元/股)	21

图 56: 2023 年我国兽药市场规模达 696.51 亿元.....	22
图 57: 2023 年我国兽用疫苗规模达同比+0.25%.....	22
图 58: 猪、禽生物制品占兽用生物制品合计超 80%.....	23
图 59: 反刍及宠物兽用生物制品市场规模增长 (亿元).....	23
图 60: 猪用强免苗占猪用疫苗比重持续下降.....	23
图 61: 免苗中猪、禽、反刍市场规模接近 (亿元).....	23
图 62: 2023 年我国猪用疫苗市场规模降至 69.95 亿元.....	24
图 63: 2023 年我国猪用疫苗 CR10 提升至 58.14%.....	24
图 64: 非瘟病毒结构复杂, 疫苗研发难度大.....	24
图 65: 2023 年我国禽苗市场规模达 60.29 亿元.....	25
图 66: 我国蛋鸡存栏及商品代白羽鸡苗销量处相对高位.....	25
图 67: 2023 年我国牛羊存栏居相对高位.....	25
图 68: 我反刍疫病人畜共患品种多、养户重视程度高.....	25
图 69: 2023 年我国反刍苗市场规模达 21.99 亿元.....	26
图 70: 2022 年我国反刍生物制品 CR4 达 63.68%.....	26
图 71: 2023 年肉牛养殖规模化率仅 37%.....	26
图 72: 规模场防疫理念成熟, 防疫费用投入高于散养.....	26
图 73: 2023 年我国宠物消费市场规模达 2793 亿元.....	27
图 74: 宠物消费结构看, 宠物疫苗占比 2.6%.....	27
图 75: 我国城镇家养猫犬数量持续上行.....	27
图 76: 宠物健康观念深化, 宠物疫苗免疫率趋势上行.....	27
图 77: 进口宠物苗品牌在国内市场仍占主导地位.....	28
图 78: 国产品牌宠物苗批签发占比正强势崛起.....	28
图 79: 动保板块业绩有望随猪价相对高位运行改善.....	28
图 80: 动保板块当前估值处相对低位, 具备配置价值.....	28
图 81: 高温干旱天气致欧盟玉米产量下滑.....	29
图 82: 2022 年 6 月起, CBOT 玉米价格震荡下行.....	29
图 83: 国内玉米期货价格已降至近 3 年较低水平.....	29
图 84: 2022 年 6 月以来 CBOT 大豆价格持续下跌.....	30
图 85: 2022 年 10 月起, 国内豆价震荡下行.....	30
图 86: 2024 年小麦最低收购价为 2360 元/吨.....	31
图 87: 麦价已跌至最低收购价附近, 预计后续下跌空间不大.....	31
图 88: 2024 年 7 月起水稻价格下跌.....	31
图 89: 近 10 年稻谷、小麦、大豆等农产品播种面积稳定.....	34
图 90: 国内玉米、大豆等农产品消费量呈增加趋势.....	34
图 91: 美国玉米种子单产水平逐步提升.....	36
图 92: 美国转基因玉米推广前期渗透率高速提升.....	37
图 93: 美国转基因玉米种子溢价率最高达 69.06%.....	37
图 94: 预计 2025-2028 年全球宠物食品市场规模 CAGR 为 5.46%.....	37
图 95: 预计 2025-2028 年中国宠物食品市场规模 CAGR 为 9.64%.....	38
图 96: 国内头部品牌双 11 表现靓丽.....	40
图 97: 2024 年 4 月起, 美国宠物食品通胀压力缓解.....	41
图 98: 通胀压力缓解后, 宠物食品出口维持高增长.....	41

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.....	9
--	---

表 2: 10 月 USDA 报告预计 2024/2025 年全球玉米库消比为 25.06%	29
表 3: 10 月 USDA 报告预计 2024/2025 年中国玉米库消比为 66.88%	30
表 4: 10 月 USDA 报告预计 2024/2025 年全球大豆库消比为 33.44%	30
表 5: 10 月 USDA 报告预计 2024/2025 年中国大豆库消比为 36.26%	31
表 6: 10 月 USDA 报告预计 2024/2025 年中国水稻库消比为 71.58%	32
表 7: 国家持续出台政策优化市场格局	32
表 8: 2023 年杂交水稻全国推广面积前 10 大品种, 隆平高科占据 7 席	33
表 9: 2023 年杂交水稻全国推广面积前 10 大品种, MY73 跃升至全国第一	33
表 10: 中国转基因玉米种子市场规模有望超 500 亿元	34
表 11: 多家种企已布局转基因玉米种子	35
表 12: 2022 年中国/全球宠物食品品牌 CR10 为 24.0%/31.0%	38
表 13: 2022 年中国/全球宠物食品公司 CR10 为 29.8%/57.8%	39
表 14: 多家宠物公司成立产业基金	39
表 15: 头部宠物食品品牌线上销售增速亮眼	40
表 16: 2024 年乖宝宠物推出 3 年股权激励计划	41
表 17: 2024 年中宠股份推出 3 年股权激励计划	42
表 18: 重点推荐公司盈利预测与估值 (收盘价截至 2024 年 11 月 25 日)	43

1、核心观点：生猪景气持续，后周期经营改善

生猪：景气持续，把握猪周期特征及节奏。2023年我国生猪养殖市场规模达1.3万亿元，行业周期性强易供需错配，后非瘟时代猪价大波动弱化小波动增多。生猪养殖呈规模场占比提升、养殖重心南移、生产效率提升、落后产能长期持续去化的特点。2024Q4旺季生猪供给仍偏紧，生猪景气延续。当前生猪板块处相对低位，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。

白鸡：旺季供给偏紧，白鸡低位配置价值显现。供给端，预计2024Q4旺季白羽肉鸡供给仍同比收缩，白羽肉鸡价格中枢抬升。需求端，白鸡消费韧性十足，长期趋势向上。宏观经济回暖，白鸡投资逻辑边际改善。推荐标的：圣农发展、禾丰股份等；受益标的：益生股份等。

动保：业绩边际改善，饲料海外布局突破，动保反刍宠物苗持续景气成长。2024Q2以来生猪存栏逐步恢复，猪价相对高位运行，饲料及动保经营边际改善。饲料板块，海外饲料蓝海市场高增长，饲料龙头加速海外布局突破。推荐标的：海大集团、新希望等。动保板块，猪苗禽苗经营边际改善，反刍疫苗景气度有支撑市场持续扩容，宠物苗蓝海市场空间广阔国产品牌强势崛起。推荐标的：生物股份、科前生物、普莱柯；受益标的：瑞普生物、中牧股份。

种子：转基因种子扩面提速，头部种企有望突围。传统种子方面，在政策引导背景下，种子行业长期呈大品种化趋势，竞争格局有望逐步优化，头部种企品种优势或将进一步放大。转基因种子方面，转基因种子研发难度大、技术门槛高，头部种企具备研发优势，随转基因种子推广扩面提速，行业马太效应或将更加显著。种业振兴配套政策不断完善，行业龙头企业有望率先受益，推荐具备转基因技术优势的大北农；基本面边际改善的隆平高科；国内玉米传统育种技术龙头企业登海种业。

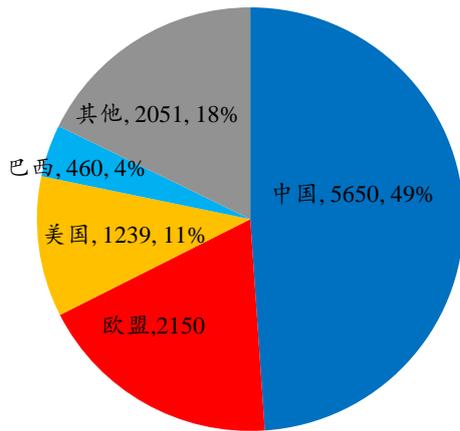
宠物：外销回暖叠加内销高增，宠物食品进入利润释放期。内销方面，短期看，鸡肉等原材料价格高位回落扩大公司盈利空间。中期看，国内养宠人数增长驱动宠物食品市场扩容，各公司产能释放恰好匹配需求增长。长期看，品牌化、龙头化趋势下行业内或将掀起并购浪潮，资金雄厚、前瞻布局产业基金的头部企业有望受益于竞争格局优化，逐步提升市场份额。外销方面，海外通胀压力基本缓解，海运受限等负面因素已经消除，各公司有望凭借优质产品提升欧美市场渗透率，并持续开拓东南亚等新兴市场驱动订单增长。看好国货崛起及出口回暖背景下的国内宠食龙头，推荐乖宝宠物、中宠股份、佩蒂股份。

2、生猪：景气持续，把握猪周期特征及节奏

2.1、我国生猪养殖市场规模超万亿，行业周期性强易供需错配

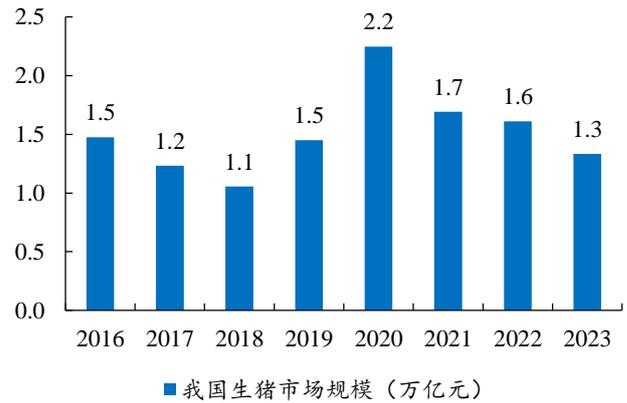
我国猪肉产消世界第一，生猪养殖市场规模超万亿。USDA口径下2023年我国猪肉产量5650万吨（占全球49%），猪肉消费量5868万吨（占全球51%），我国猪肉产量及消费量均据世界第一且远高于欧盟及美国（2023年欧盟、美国产量占比分别为18.61%、10.73%）。2023年我国生猪出栏7.3亿头（yoy+3.81%），我们根据猪价、出栏量及均重测算，2023年我国生猪养殖市场规模达1.3万亿元，基于猪肉消费习惯，我国生猪养殖市场规模有望常年维持在万亿元以上。

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

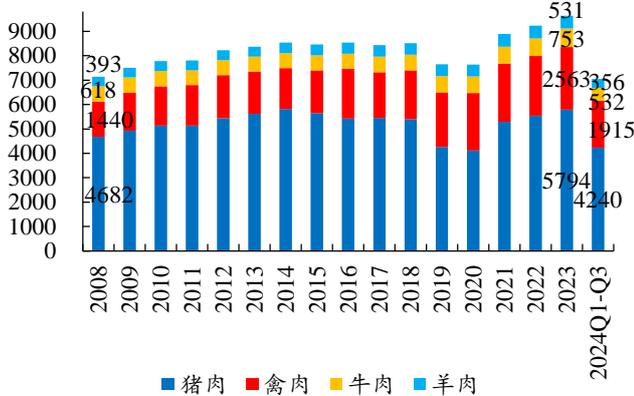
图2: 2023年我国生猪市场规模达1.3万亿元



数据来源: Wind、开源证券研究所

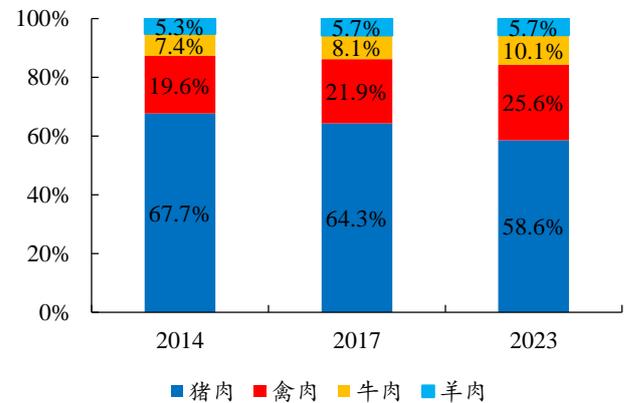
我国肉类消费趋于多元, 猪肉仍占主导。2024 前三季度我国畜禽肉类产量合计7044万吨(同比+1.00%), 其中猪/禽/牛/羊肉产量分别同比-1.4%/+6.4%/+4.6%/-2.2%, 肉类供给呈增长态势。从表观消费占比看, 2014-2023 年猪肉消费占比呈下降趋势, 禽肉及牛肉消费占比呈上升趋势, 肉类消费多元化, 但2023 年猪肉消费占比仍高达58.6%, 对肉类价格趋势起主导作用。

图3: 我国猪肉产量远高于其他畜禽肉类产量 (万吨)



数据来源: Wind、中国政府网、国家统计局、开源证券研究所

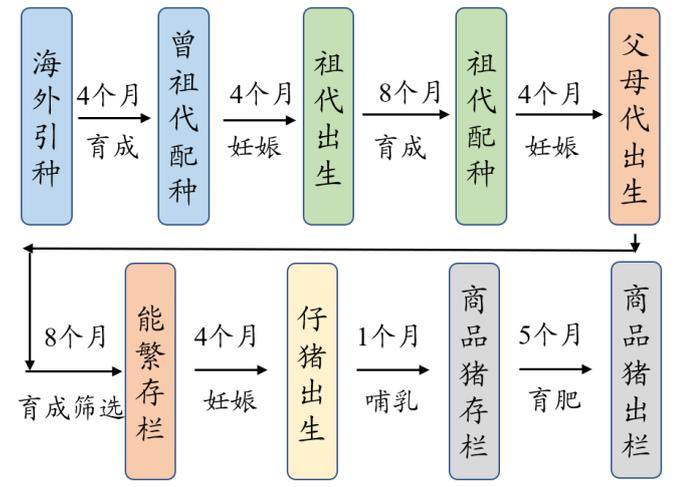
图4: 2023年我国猪肉占畜禽肉类消费比重达58.6%



数据来源: Wind、Mysteel、中国政府网、国家统计局、开源证券研究所

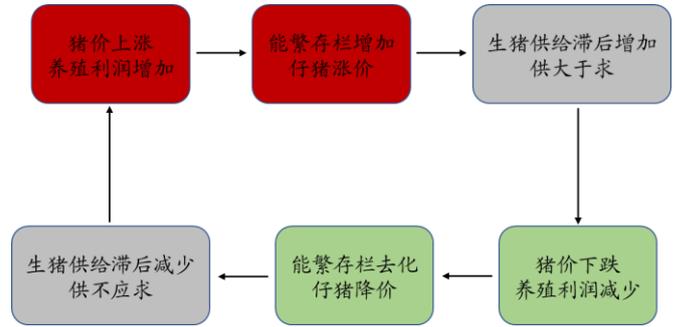
行业周期性强, 易供需错配产能超调。猪周期成因是供需错配产能超调并遵循蛛网模型循环往复, 商品猪生产周期较长, 母猪出生8 个月后达到可配种状态, 首次受孕后即由后备母猪转为能繁母猪, 从能繁母猪存栏到商品猪出栏一般需再经历10 个月, 因此生猪供给调整存在滞后性, 进而造成产能超调供需错配, 即形成“猪价上涨利润增加→能繁增加仔猪涨价→生猪供给滞后增加→猪价下跌利润减少→能繁淘汰仔猪降价→生猪供给滞后减少→猪价上涨利润增加”的周期循环。

图5：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

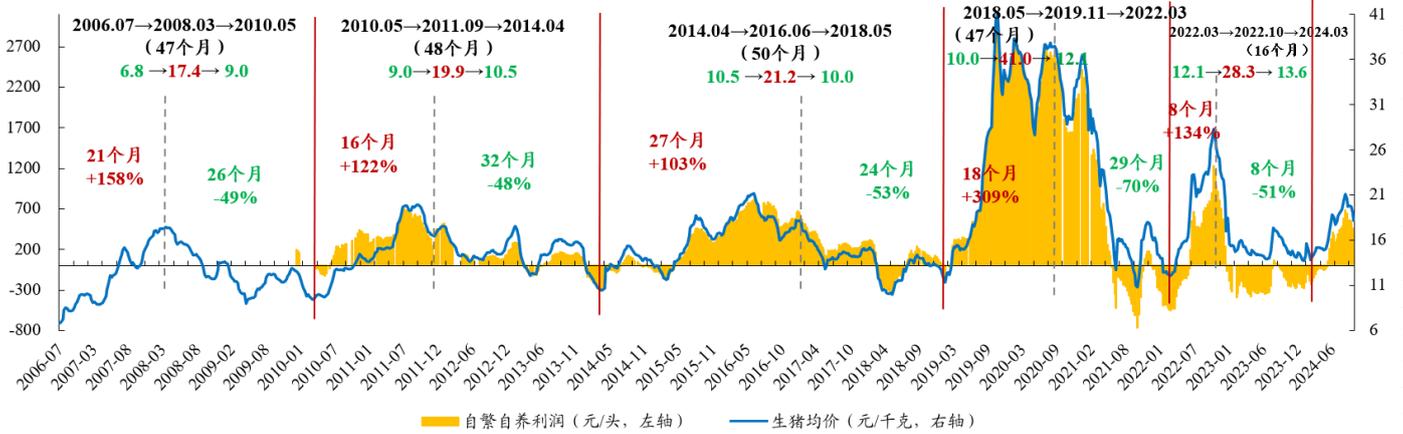
图6：生猪养殖生产周期较长，供给调整存在滞后性



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7：后非瘟时代猪价大波动弱化小波动增多

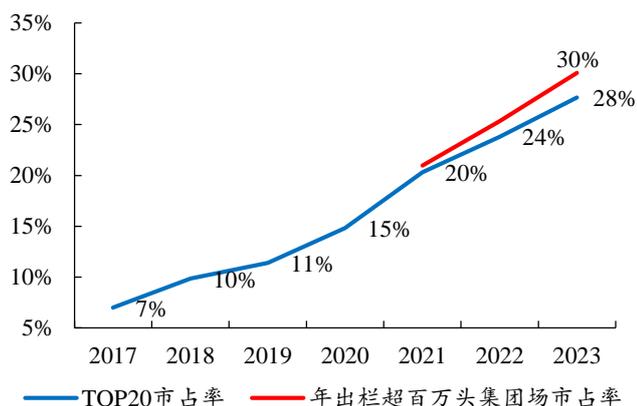


数据来源：Wind、涌益咨询、开源证券研究所

2.2、养殖特征：规模化占比提升养殖重心南移，能繁效率提升成本下降

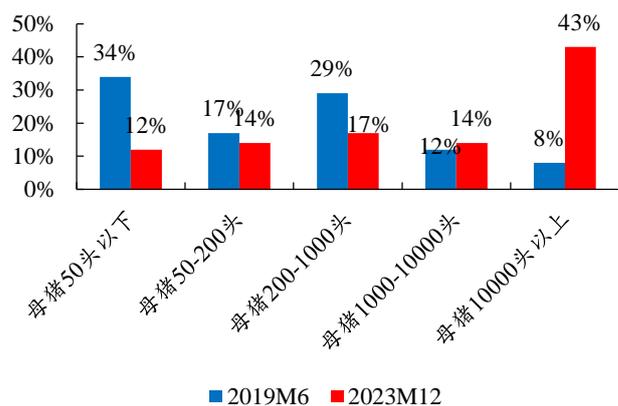
养殖结构：规模场占比提升，非瘟风险下养殖分工细化。非瘟影响下集团增量散户逐步退出，2017-2023年我国生猪出栏TOP20市占率由7%提升至28%。非瘟毒株持续变异，弱毒流行导致猪群感染期初难以检测出，散户自繁自养难度加大，散户为降低养殖风险故减少自繁自养，更倾向于二次育肥或外购仔猪育肥。规模场防疫水平高，更多承担种猪繁育工作，行业繁育与育肥分离度提高。行业二次育肥或外购仔猪增多同时也导致猪价受补栏情绪影响阶段性波动变大。

图8：2023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9：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

养殖区域：生猪养殖重心南移，南北价差收窄。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。

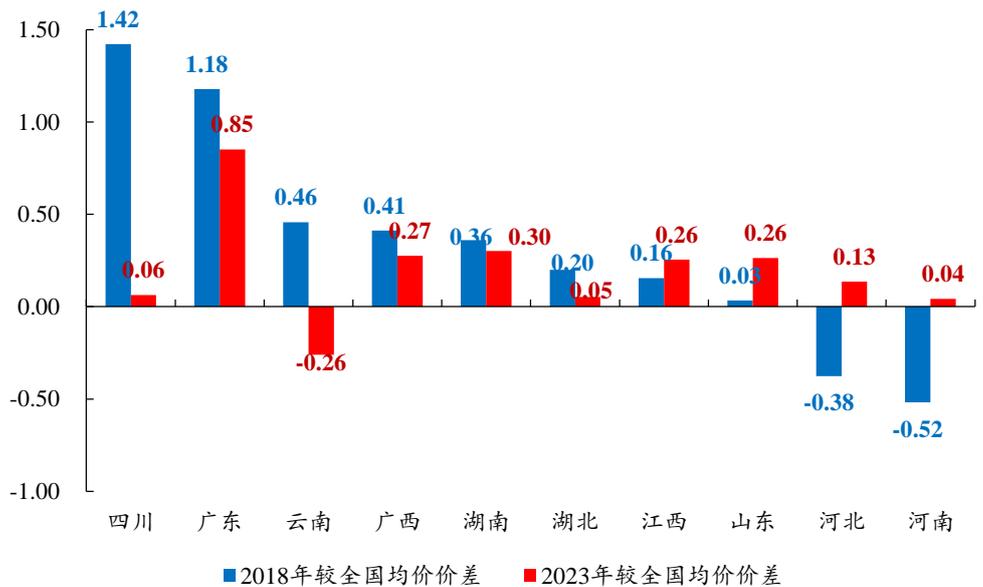
表1：非瘟以来南方地区生猪养殖量提升，逐步由生猪销区变为产区

省份	2023		省份	2017	
	出栏量 (万头)	出栏占比		出栏量 (万头)	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、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

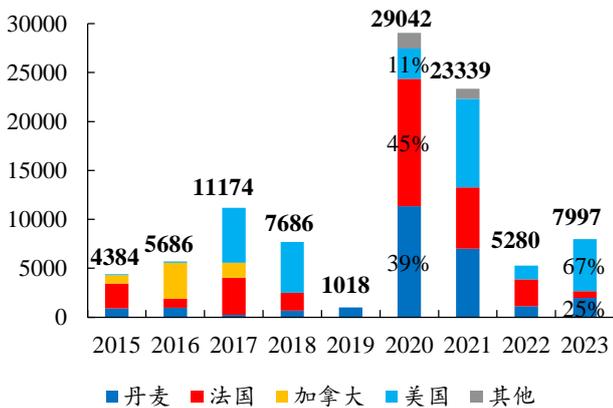
图10：生猪养殖重心向南转移，南北生猪价差趋于收窄（元/公斤）



数据来源：Wind、涌益咨询、开源证券研究所

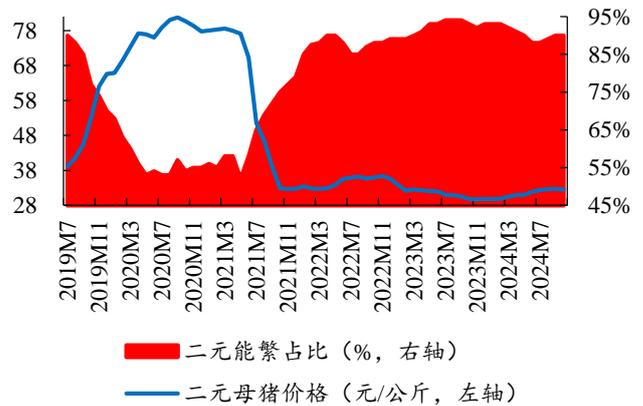
能繁母猪：引种更替种猪效率提升，去化缓慢补栏亦谨慎。受非瘟影响，2019年我国能繁母猪损失严重，行业2020-2021年大量引种海外原种猪对原有受损种猪群进行更替，高性能二元母猪占比持续提升，至2022年我国高性能二元母猪占比已恢复至非瘟前。受益于高性能种猪更替及非瘟防控水平提高，2023年我国母猪生产效率已恢复超非瘟前水平。同时散户养殖偏好改变，自繁自养需求减少，因此二元母猪供给相对充足价格波动远低于生猪及仔猪价格波动。

图11：2020-2021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

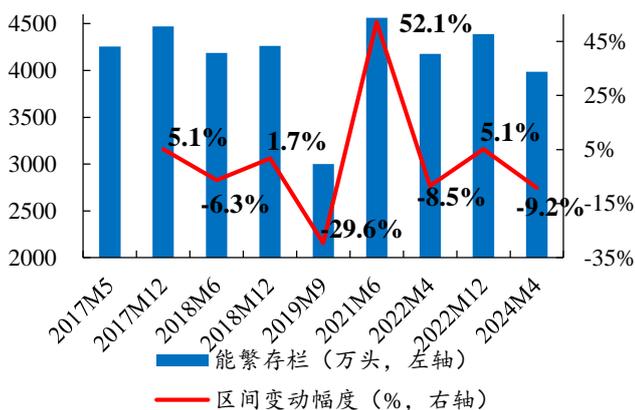
图12：2022年我国高性能二元母猪占比已恢复至非瘟前



数据来源：Wind、涌益咨询、开源证券研究所

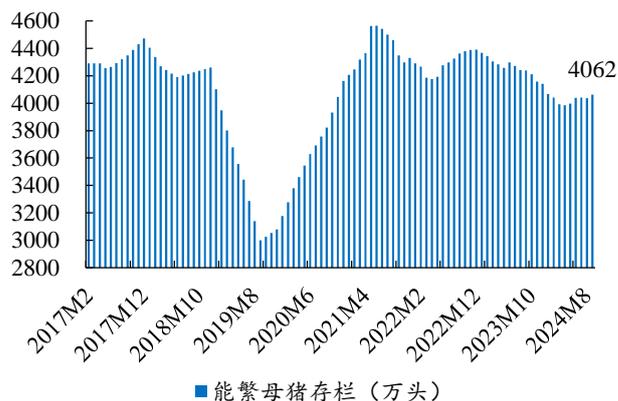
规模场占比提升致能繁去化缓慢，冬季非瘟高发能繁补栏谨慎。据农业农村部数据，2023M1-2024M4我国能繁存栏历时16个月去化约9.2%（上轮2021M6-2022M4历时11个月去化约8.5%）。本轮能繁去化受规模场占比提升影响去化缓慢，但去化幅度已超上轮周期。从能繁补栏节奏看，2024Q4补栏能繁对应2025Q3猪价上行期生猪出栏，但受资金及冬季非瘟影响，行业能繁补栏偏谨慎。据农业农村部，2024年9月我国能繁存栏4062万头（环比+0.6%），能繁补栏缓慢对2025年猪价形成支撑。

图13: 22023M1-2024M4 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14: 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

资金状况: 2024 年猪价中枢上移, 生猪养殖盈利改善但扩张谨慎。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%。

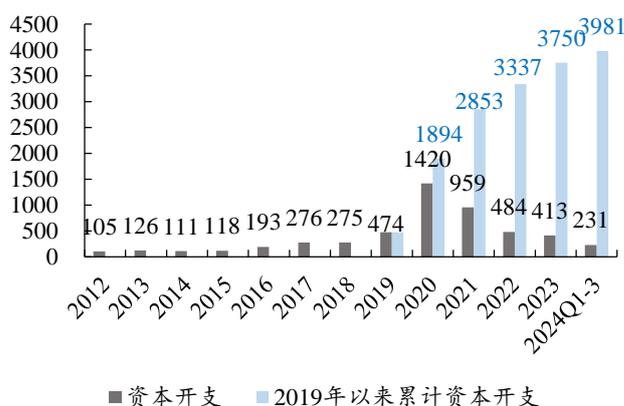
图15: 2024Q1-Q3 生猪板块归母净利润扭亏 (亿元)



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16: 2024Q1-Q3 生猪板块资本开支同比收缩 (亿元)

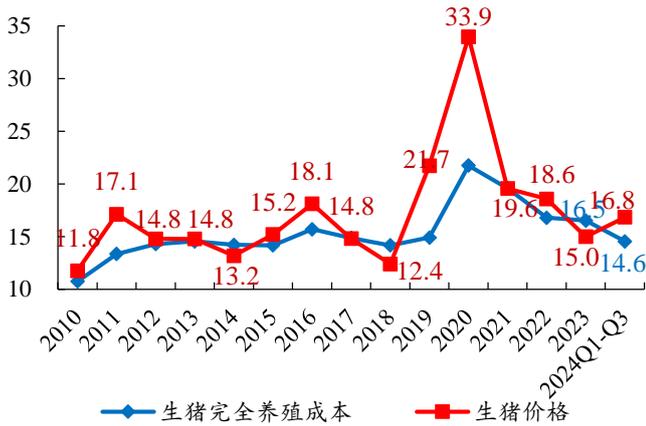


数据来源: Wind、开源证券研究所

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

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。2023 年以来饲料价格回落, 2024Q3 我国生猪饲料价格 3.17 元/公斤, 降至 2021 年以来低位, 叠加行业生产效率提升仔猪成本下降, 行业生猪养殖成本下降。长期看, 行业落后产能去化为大势所驱, 散户易忽略隐性成本故产能难以去化, 中型养殖场成本高于、融资能力低于大型养殖场且无法忽视隐性成本, 故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。

图17: 2024Q1-Q3 我国生猪完全成本下降(元/公斤)



数据来源: Wind、涌益咨询、开源证券研究所

图18: 散户显性成本低于中型猪场完全成本 (元/公斤)

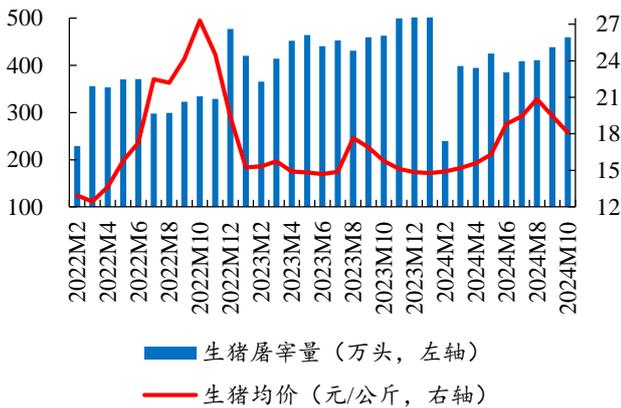


数据来源: Wind、《全国农产品成本收益资料汇编》、开源证券研究所; 注: 散养/小/中/大规模生猪养殖量区间 0-30/30-100/100-1000/1000 头以上

2.3、猪价研判: 2024Q4 旺季仍有支撑, 2025H1 供给恢复猪价或承压

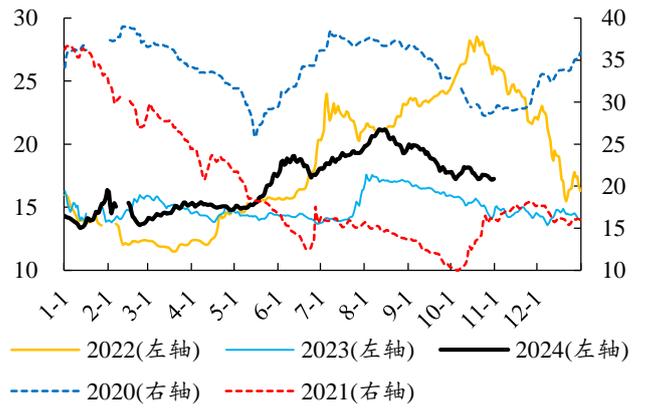
9-10 月生猪出栏增量猪价下行, 供给压力持续释放。据涌益咨询, 2024 年 10 月全国生猪销售均价 17.60 元/公斤, 环比-7.17%, 同比+15.27%。涌益监控样本 10 月屠宰量达 459.62 万头, 环比+4.86%, 同比-0.61%。9-10 月集团场及二育户生猪出栏加速, 规模场 10 月生猪出栏完成率达 104.2%。受供给压力前置释放影响, 2024Q4 生猪供给逐步恢复但预计仍偏紧, 叠加天气转凉猪肉消费增加及我国宏观政策持续发力提振经济及消费信心, 2024Q4 猪价中枢下移但仍有支撑。

图19: 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

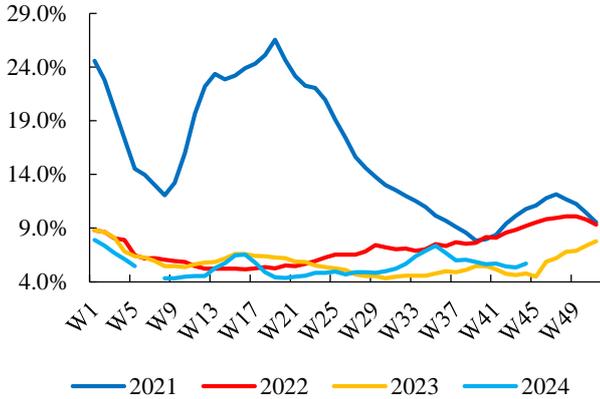
图20: 2024 年 9 月以来猪价中枢下移但底部仍有支撑(元/公斤)



数据来源: 涌益咨询、开源证券研究所

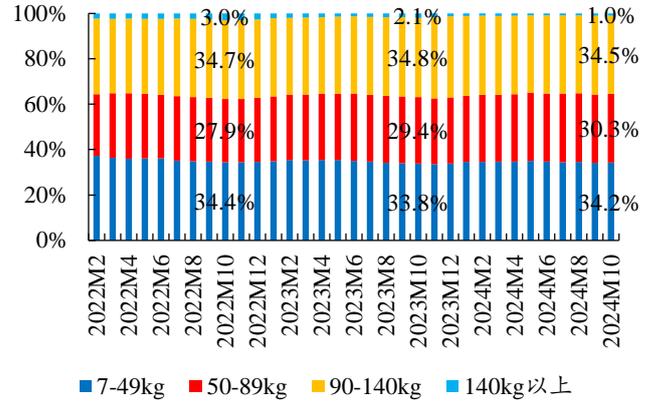
存出栏结构: 中大猪持续出栏中, 2024Q4 肥猪存栏占比偏低对猪价形成支撑。截至 2024 年 11 月 7 日, 涌益样本生猪出栏结构中 150kg 以上占比 5.69%, 90-150kg 占比 89.71%, 均高于 2023 年同期。从 Mysteel 样本生猪月度存栏结构看, 10 月行业 7-49kg、50-89kg、90-140kg、140kg 以上生猪存栏占比分别为 34.2%、30.3%、34.5%、1.0%, 分别同比+0.4pct、+0.9pct、-0.2pct、-1.1pct。市场大体重肥猪持续理性出栏, 140kg 以上大体重肥猪存栏占比低于 2021 年以来同期,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

图21：2024年7月以来行业150kg以上肥猪出栏占比高于2023年同期



数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

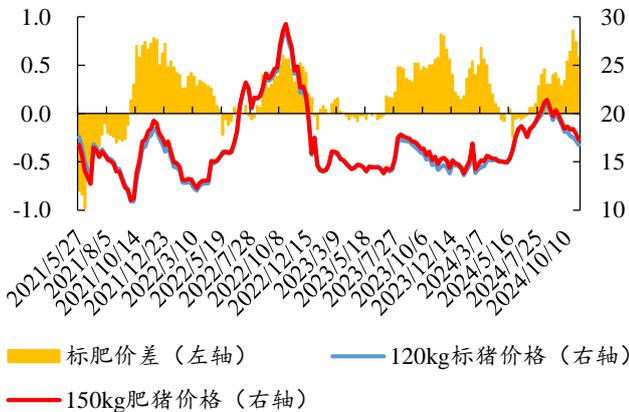
图22：2024年10月行业140kg以上生猪存栏占比低于2023年同期



数据来源：Mysteel、开源证券研究所

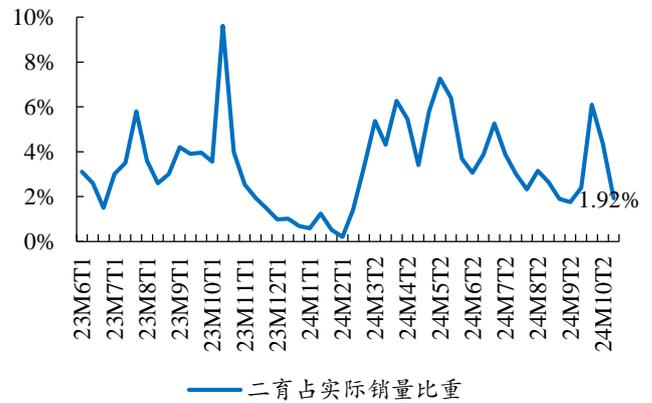
肥猪溢价收窄，压栏二育对猪价支撑力度边际弱化。据涌益咨询，截至2024年11月7日，150kg肥猪较120kg标猪溢价0.58元/公斤（周环比-0.16元/公斤），Q4为肥猪消费旺季，肥猪溢价仍在但受肥猪供给逐步恢复影响，溢价已边际收窄。2024年10月20-31日行业销至二育生猪占实际销量比重降至1.92%，从养殖节奏看，年内最后一轮二育进场（博弈冬至行情）已接近尾声且二育栏舍利用率已提升至55%，后市压栏二育对猪价支撑力度边际弱化。

图23：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

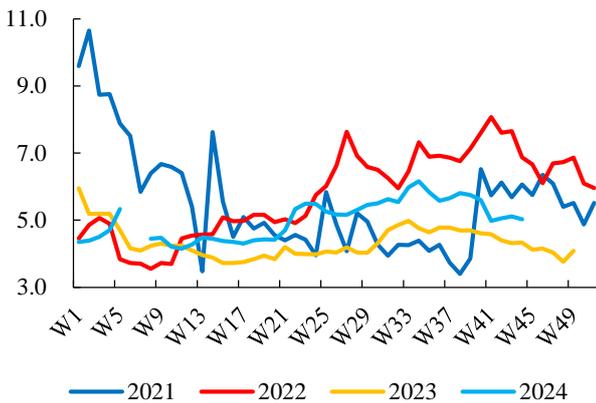
图24：2024年10月中旬以来二育进场比例环比下降



数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

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，因此冻品对2024Q4猪价影响或有限。

图25: 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

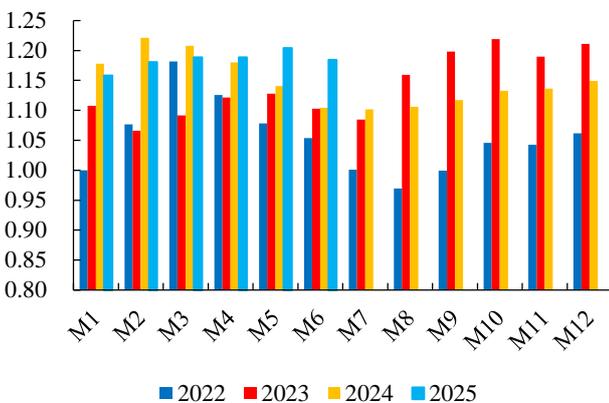
图26: 冻品低位但未到入库时点, 对猪价影响有限



数据来源: 涌益咨询、开源证券研究所

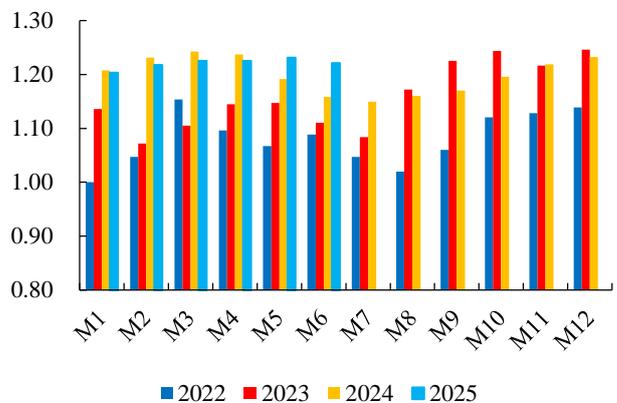
2024Q4 生猪需求旺季供给仍偏紧, 2025H1 供给恢复猪价或承压。我们结合能繁母猪存栏及各项生产指标对 2024 年各月生猪及猪肉供给进行测算并与 2023 同期进行对比, 发现 2024Q4 能繁存栏及配种率下降对生猪供给影响强于母猪生产性能提升, 2024Q4 生猪及考虑出栏均重抬升后的猪肉供给均低于 2023Q4, 2024Q4 猪肉需求旺季生猪供给仍偏紧, 猪价有支撑。预计 2025H1 生猪供给逐步恢复且春节后步入猪肉消费淡季, 猪价或承压下行。

图27: 2024Q4 生猪供给同比收缩, 2025H1 供给恢复



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存栏结合各项生产指标的理论推算值, 以 2022M1 为 1 进行标准化处理

图28: 2024Q4 猪肉供给同比收缩, 猪价短期仍有支撑

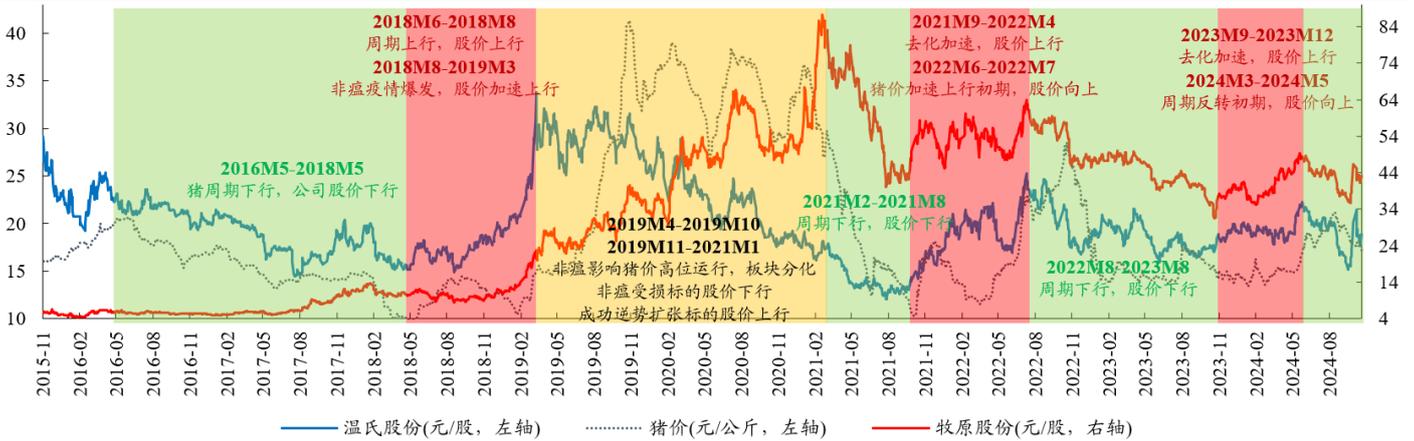


数据来源: Wind、涌益咨询、开源证券研究所; 注: 月度猪肉供给为能繁存栏结合各项生产指标的理论推算值, 以 2022M1 为 1 进行标准化处理

2.4、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29：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

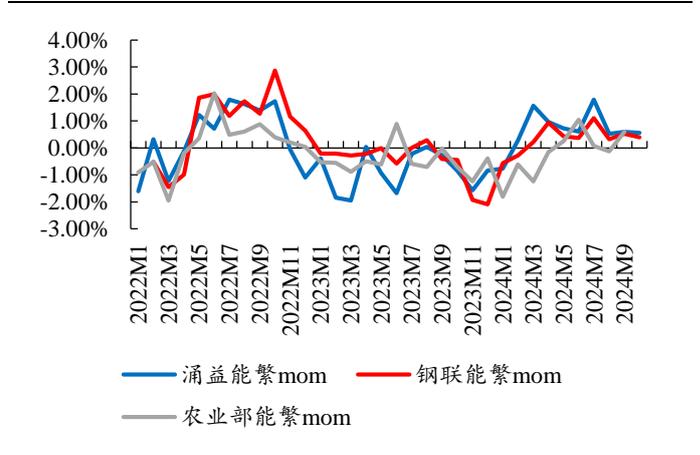
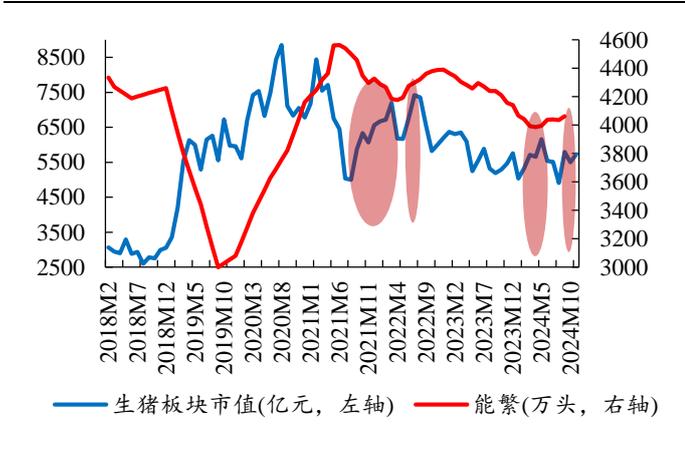


资料来源：Wind、开源证券研究所

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。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，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月猪价上行创年内高点，生猪板块市值反而创年内新低。

图30：2024年8月生猪板块市值跌至2021年以来低点

图31：涌益及钢联样本能繁存栏于2024年2-3月环比转正



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、涌益咨询、Mysteel、开源证券研究所

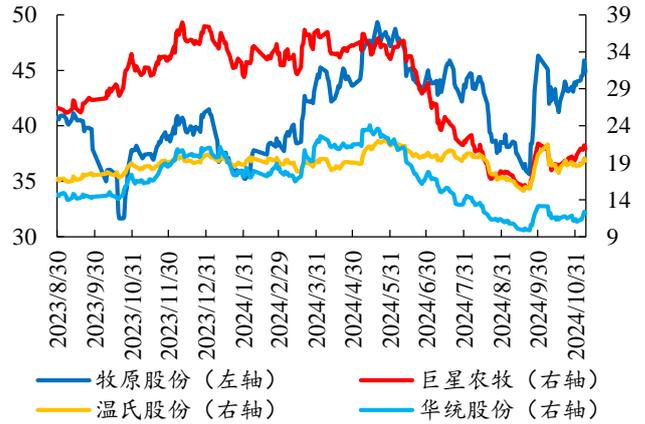
生猪板块当前处相对低位，估值有望随宏观预期好转修复，龙头高业绩兑现高分红投资价值显现。当前生猪板块估值处2018年来相对低位，具备上涨先行条件。9月以来我国宏观政策持续加码，对资本市场、宏观经济及居民消费进行强力支持，宏观预期好转背景下，生猪板块估值有望修复。行业龙头成本优势显著出栏稳步增长，2024年业绩有望高兑现具备高分红预期，投资价值显现。推荐标的：温氏股份、牧原股份、巨星农牧、华统股份、新希望；受益标的：神农集团、天康生物、京基智农、唐人神等。

图32：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33：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

3、白鸡：旺季供给偏紧，白鸡低位配置价值显现

3.1、白羽鸡祖代引种恢复，2024Q4 旺季白羽肉鸡供给仍偏紧

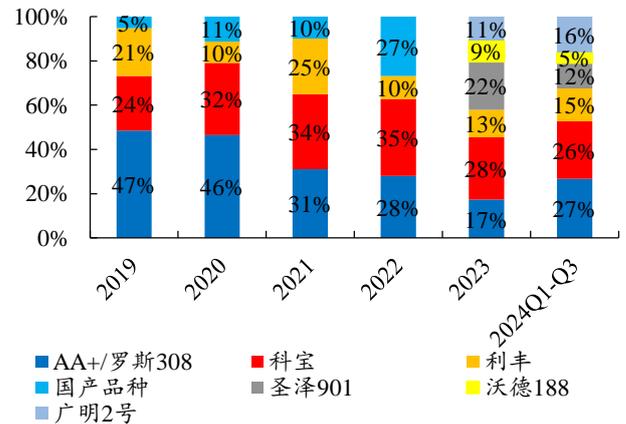
海外禽流感疫情影响渐退，我国白羽鸡祖代引种恢复。2022年5-12月海外禽流感致我国白羽鸡祖代引种受阻，国产种鸡趋势替代，2023年我国白羽鸡祖代更新量达128万套，其中圣泽901在内的国产品种占比达42%。2024年白羽鸡海外引种恢复，2024Q1-Q3祖代更新量达102.76万套，其中国产品种占比下降至33%，预计2024全年我国白羽鸡祖代更新量达130万套，祖代产能供给充足。

图34：预计2024全年我国白羽鸡祖代更新量达130万头，供给充足



数据来源：中国畜牧业协会禽业分会、开源证券研究所

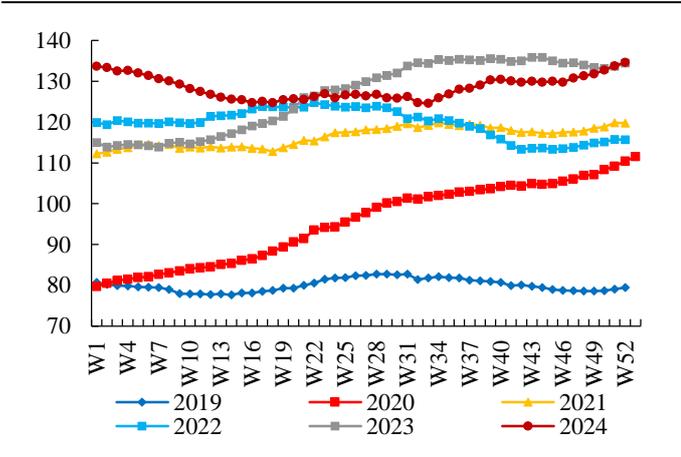
图35：2024Q1-Q3白羽祖代鸡国产品种占比下降至33%



数据来源：中国畜牧业协会禽业分会、Mysteel、开源证券研究所

2024Q4 旺季白羽肉鸡供给仍同比收缩，白羽肉鸡价格中枢抬升。据我们测算，2024Q4白羽肉鸡供给仍低于2023年同期，Q4为肉类消费旺季，白羽肉鸡供给仍偏紧对白鸡价格形成支撑。截至2024年10月末，我国白羽肉鸡苗价格4.09元/羽，同比+75.54%，白羽肉鸡价格7.53元/公斤，同比+0.94%，白羽肉鸡苗价格先行上涨高于2023年同期，2024Q4肉鸡价格上行有支撑。

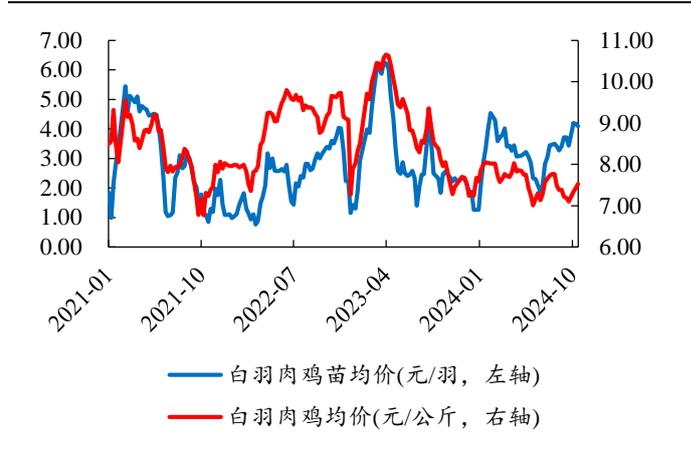
图36: 预计 2024Q4 白羽肉鸡供给仍低于 2023 年同期 (万套)



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

图37: 2024Q4 白羽肉鸡苗及肉鸡价格已开启上行



数据来源: Wind、开源证券研究所

3.2、白鸡消费韧性十足，长期趋势向上

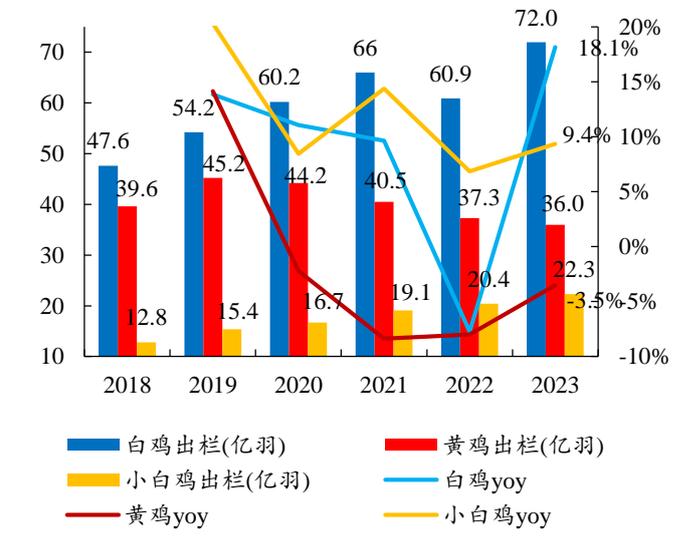
白鸡消费韧性十足，长期趋势向上。表观消费看，我国禽肉消费占畜禽肉类比重由 2014 年 19.6% 提升至 2023 年 25.6%。我国肉鸡消费主要包括白羽鸡、黄羽鸡和肉杂鸡，2023 年我国肉鸡出栏量增达 130.22 亿只，白羽肉鸡占比达 55.25%。2020 年以来我国生猪供给逐步恢复背景下，白鸡出栏仍呈增长态势。

图38: 白羽肉鸡占我国肉鸡总出栏比重最大

品种	白羽鸡	黄羽鸡	肉杂鸡
			
出栏量 (亿羽)	71.95	35.95	22.32
出栏占比 (%)	55.25%	27.61%	17.14%
养殖周期 (天)	38-42	60/90/120	42
出栏均重 (公斤)	2.0-2.5	2.0	1.5
料肉比	1.7:1	2.5:1	1.7:1
品种来源	美国	中国	中国
国内主产区	东北、华东、华中、华南等	广东、广西、江苏等	山东、福建、广东等
特征	<ul style="list-style-type: none"> 生长速度快、体型大，鸡肉含水量高，适合西式烹饪（油炸等）； 以分割品销售为主 	<ul style="list-style-type: none"> 脂肪均匀，肉质紧实细滑，适合中式烹饪（煲汤、白切等）； 以活鸡或鲜销为主； 	<ul style="list-style-type: none"> 为白鸡父系与蛋鸡母系杂交品种，生长速度快，体型偏小； 以宰后整鸡销售为主；

资料来源: 中国畜牧业协会禽业分会、开源证券研究所

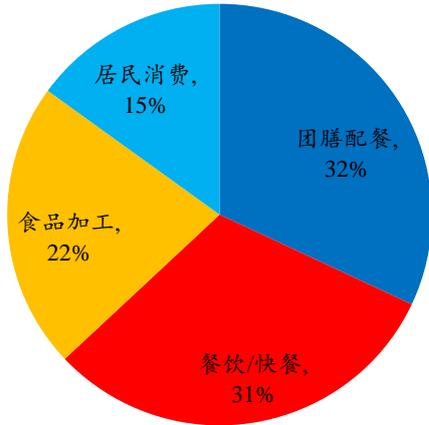
图39: 白鸡需求韧性好，出栏长期趋势向上



数据来源: 郑麦青等《肉鸡种业发展现状》、开源证券研究所

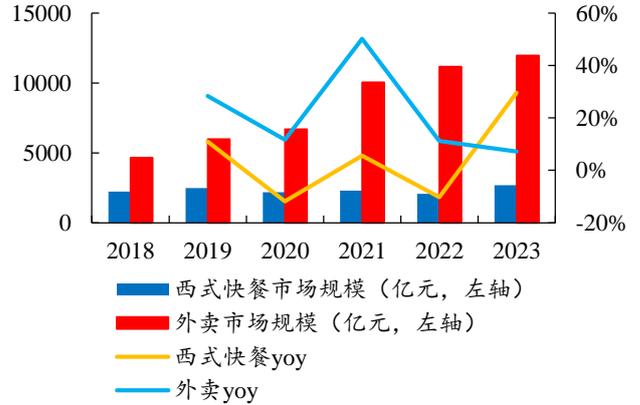
下游西式快餐等扩容驱动下，白羽鸡需求承接良好。据 Mysteel，2023 年白羽肉鸡下游消费渠道中团膳配餐/餐饮快餐/食品价格/居民消费占比分别为 32%/31%/22%/15%。白羽鸡为低成本优质蛋白多用于西式快餐及外卖，2023 年我国西式快餐/外卖市场规模分别达 2680/11966 亿元，分别同比+29.6%/+7.2%。下游西式快餐等白羽鸡主消费渠道市场规模持续提升，白羽鸡下游需求有承接。

图40: 2023 年白羽肉鸡下游消费渠道中餐饮快餐占比 31%



数据来源: Mysteel、开源证券研究所

图41: 下游西式快餐等市场扩容驱动下, 白羽鸡需求承接良好

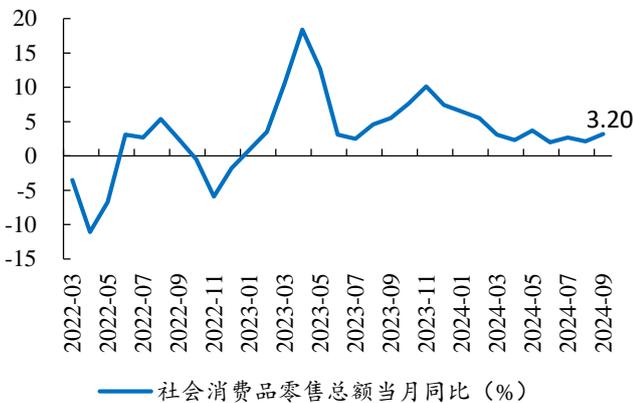


数据来源: 红餐网公众号、开源证券研究所

3.3、需求旺季供给偏紧叠加宏观经济回暖, 白鸡低位逻辑边际改善

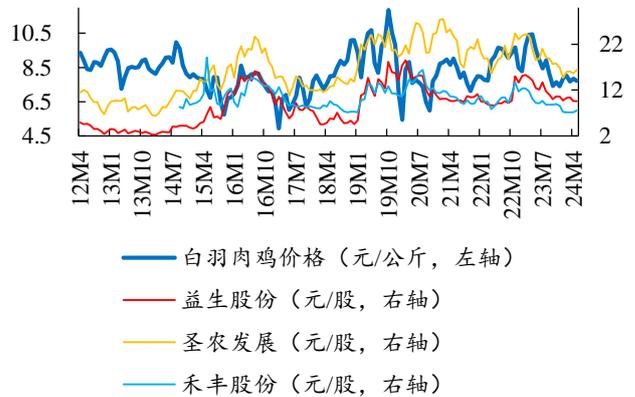
宏观经济回暖, 白鸡投资逻辑边际改善。据国家统计局, 2024 年 9 月社会消费品零售总额当月同比+3.20% (增速月环比+1.1pct), 服务业生产指数当月同比 5.10% (增速月环比+0.5pct)。2024 年 9 月以来我国宏观政策持续加码, 对宏观经济及居民消费进行支持, 需求旺季供给偏紧叠加宏观政策催化, 白鸡低位逻辑边际改善。推荐标的: 圣农发展、禾丰股份等; 受益标的: 益生股份等。

图42: 2024 年 9 月社会消费品零售总额当月同比+3.20%



数据来源: Wind、开源证券研究所

图43: 需求旺季供给偏紧, 白鸡低位逻辑边际改善



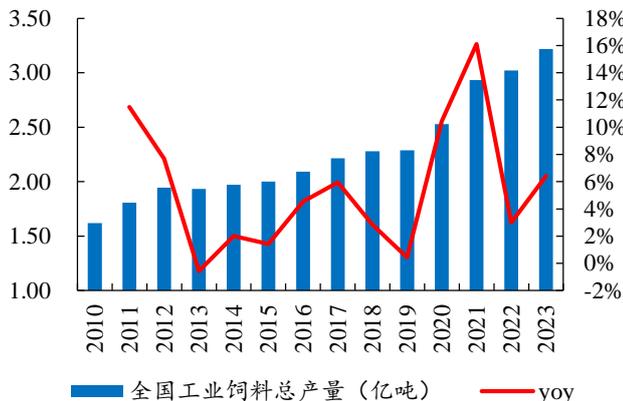
数据来源: Wind、开源证券研究所

4、饲料: 后周期受益, 海外布局突破

4.1、我国饲料总产值超 1.4 万亿元, 生猪存栏渐恢复饲料产量修复向上

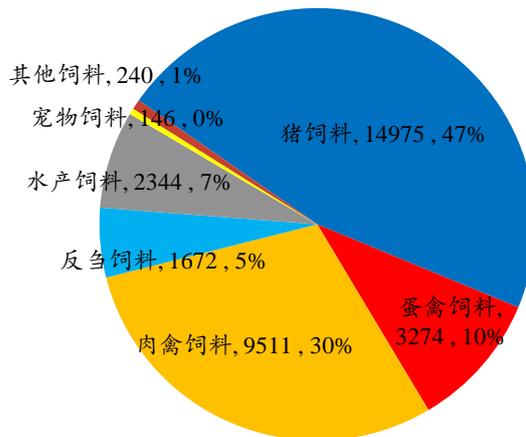
我国饲料总产量稳步增长, 2023 年总产值超 1.4 万亿元。2010-2023 年我国饲料产量由 1.62 亿吨提升至 3.22 亿吨, 总产值由 0.49 万亿元提升至 1.40 万亿元, 期间 CAGR 分别达 5.42%、8.36%, 饲料产量及总产值均实现稳定增长。细分品类看, 猪料及禽料合计产量占比达 86%, 猪/蛋禽/肉禽/反刍/水产/宠物饲料销量分别同比 +10.1%/+2.0%/+6.6%/+3.4%/-4.9%/+18.2%。

图44：2010-2023 年我国饲料产量由 1.62 亿吨提升至 3.22 亿吨



数据来源：中国饲料工业协会官网、开源证券研究所

图45：2023 年猪料及禽料合计占我国饲料产量 86%



数据来源：中国饲料工业协会官网、开源证券研究所

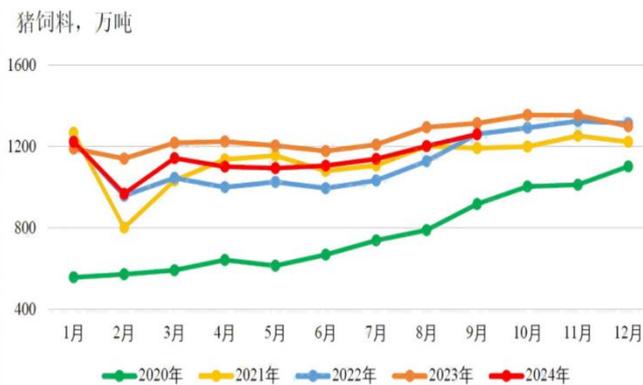
生猪存栏逐步恢复，饲料产量修复向上。受非瘟及养殖亏损影响，2024Q1 我国生猪存栏降至 4.09 亿头，达 2021Q1 以来低位，受生猪产能回调等因素影响，2024 前三季度我国饲料产量 2.28 亿吨 (yoy-4.3%)，其中猪/蛋禽/肉禽/反刍/水产/宠物饲料销量分别同比-6.8%/-5.9%/+0.5%/-2.8%/-11.4%/+12.4%。2024Q2 以来生猪存栏逐步恢复，猪饲料产量月环比恢复增长。

图46：2024Q2 以来生猪存栏逐步恢复



数据来源：Wind、开源证券研究所

图47：我国猪饲料产量自 2024 年 6 月环比恢复增长

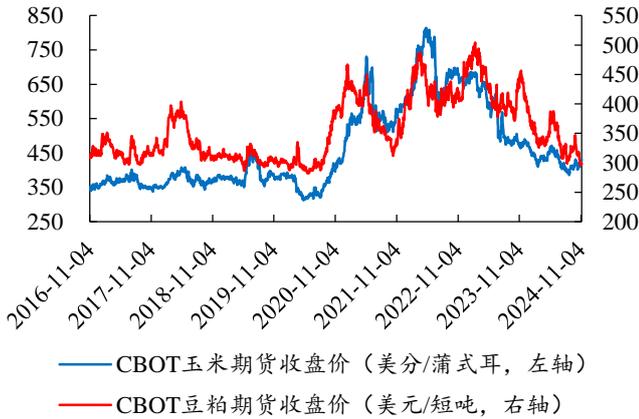


资料来源：中国饲料工业协会官网

4.2、全球玉米大豆供给充足，饲料成本压力小

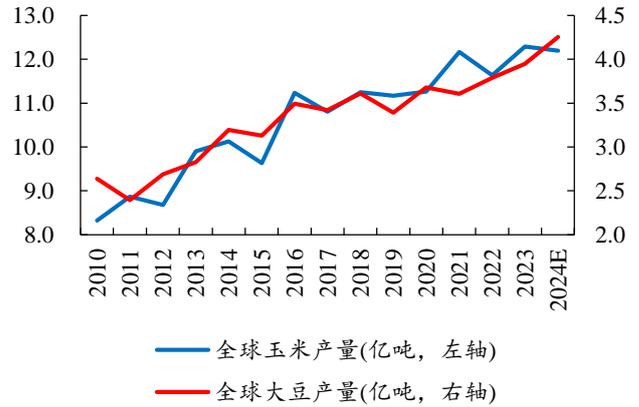
全球玉米大豆供给充足，低原料成本对饲料利润形成支撑。据 USDA，预计 2024 年全球玉米、大豆产量分别达 12.19、4.25 亿吨，均处近年来相对高位，2024 年 10 月末，玉米豆粕价格已降至 2021 年初水平，玉米大豆供给充足，饲料原料价格有望延续低位运行态势，对饲料利润形成支撑。

图48：2024年10月末，玉米豆粕价格已降至2021年初水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

图49：预计2024年全球玉米、大豆产量处近年来相对高位

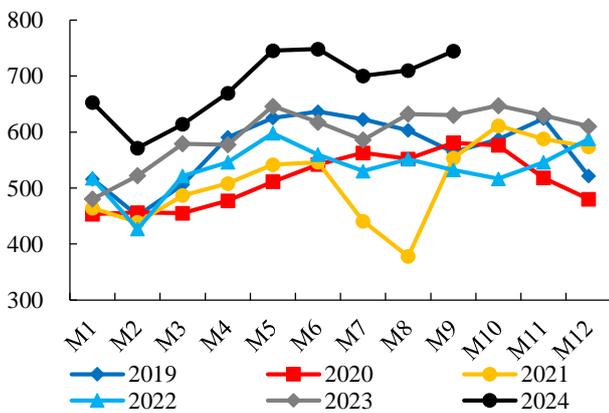


数据来源：Wind、开源证券研究所

4.3、海外饲料蓝海市场高增长，饲料龙头加速海外布局突破

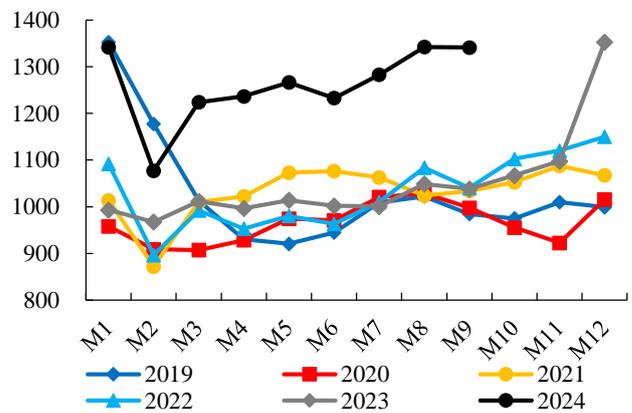
海外饲料蓝海市场高增长。国内饲料竞争加剧，饲料企业纷纷向海外扩张，当地建厂生产销售，包括东南亚地区（越南、印尼、马来西亚等）、非洲地区（埃及等）、南美地区（厄瓜多尔等）。海外饲料蓝海市场竞争压力小，饲料需求旺盛，以越南为例，2024年1-10月越南水产/动物饲料产量分别为688.05/1266.46万吨，同比分别+16.24%/+24.92%，保持高增长态势。

图50：2024年越南水产饲料需求旺盛，产量高于2023年同期



数据来源：Wind、开源证券研究所

图51：2024年1-10月越南动物饲料产量同比+24.92%



数据来源：Wind、开源证券研究所

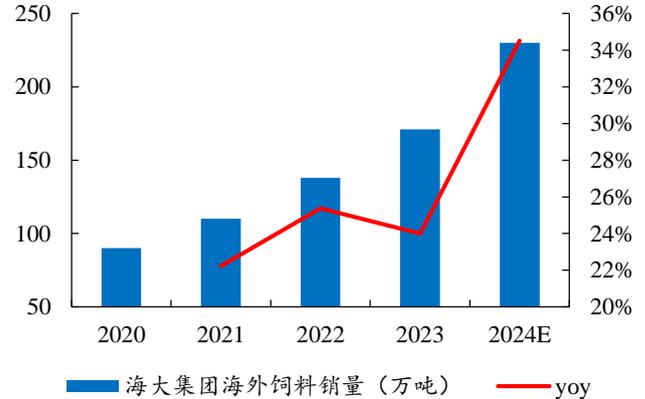
海外饲料需求强劲支撑价格上行，饲料龙头加速海外布局突破。东南亚、非洲及南美新兴市场国家经济快速发展，饲料需求强劲，印尼碾米、面粉和动物饲料生产者价格指数自2010年以来稳步上行，2023年达193.92，同比+15.16%。饲料龙头顺势加速海外布局突破，海大集团预计2024年海外饲料销量230万吨，2020-2024年CAGR达26.44%。

图52：印尼碾米、面粉和动物饲料生产者价格指数趋势向上



数据来源：Wind、开源证券研究所

图53：海大集团加速饲料业务海外布局，销量快速提升

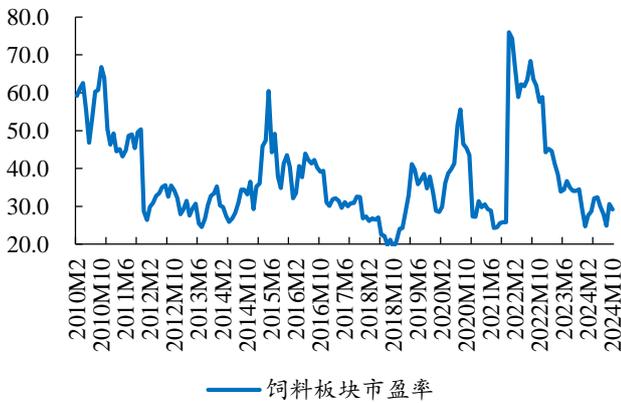


数据来源：海大集团公司公告、开源证券研究所

4.4、饲料板块估值低位，后周期配置价值显现

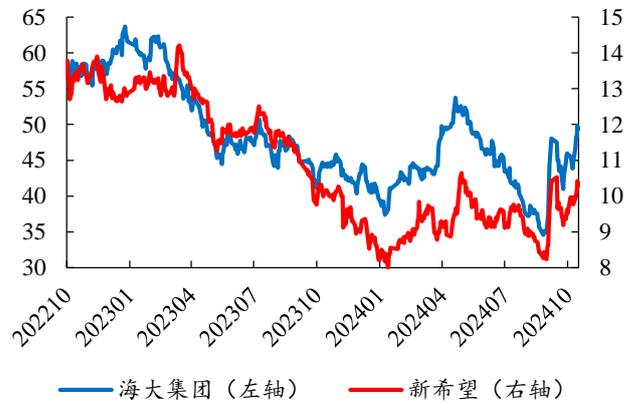
饲料板块估值处相对低位，后周期业绩改善配置价值显现。2024Q4 猪价相对高位运行叠加生猪存栏逐步恢复，饲料需求向上叠加饲料原料价格低位运行，饲料板块业绩边际改善，当前饲料板块处相对低位，配置价值显现。推荐标的：海大集团、新希望，受益标的：邦基科技。

图54：饲料板块估值处相对低位



数据来源：Wind、开源证券研究所

图55：海大集团等优质标的低位配置价格显现 (元/股)



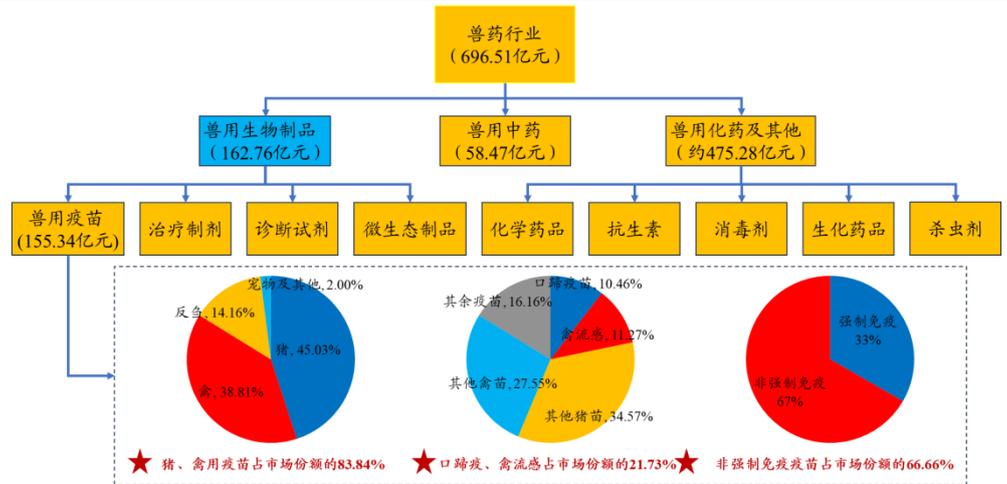
数据来源：Wind、开源证券研究所

5、动保：猪苗禽苗边际改善，反刍宠物苗持续景气

5.1、我国兽用疫苗市场规模超 150 亿，反刍宠物苗市场规模快速增长

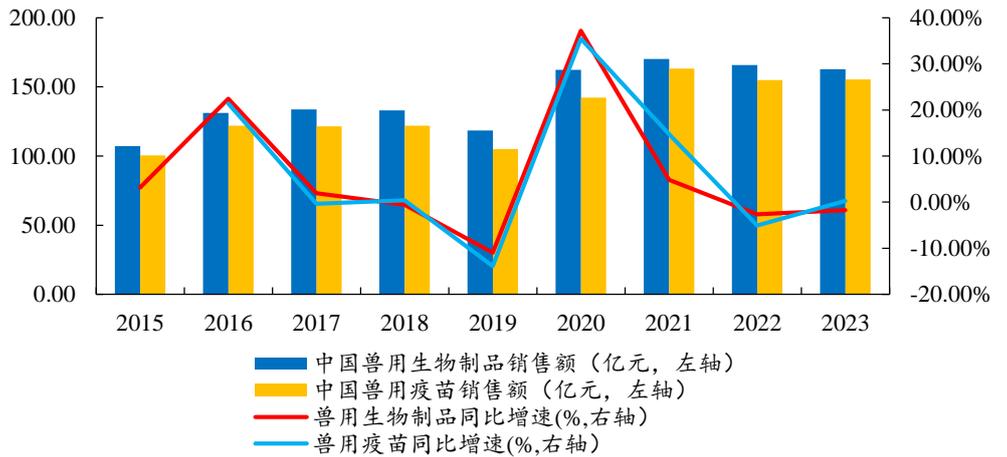
我国兽用疫苗市场规模超 150 亿，2015 以来 CAGR 达 5.61%。据中国兽药协会数据，2023 年我国兽药市场规模达 696.51 亿元，其中兽用生物制品规模达 162.76 亿元（同比-1.76%），兽用生物制品 95%由兽用疫苗构成，2023 年我国兽用疫苗规模达 155.34 亿元，同比+0.25%。2015-2023 兽用疫苗市场规模 CAGR 达 5.61%。

图56：2023年我国兽药市场规模达696.51亿元



数据来源：中国兽药协会《兽药产业发展报告》、开源证券研究所

图57：2023年我国通用疫苗规模达同比+0.25%



数据来源：中国兽药协会《兽药产业发展报告》、开源证券研究所

猪禽用生物制品占通用生物制品市场规模比重超80%，反刍宠物用生物制品市场规模快速增长。从市场规模看，2023年猪/禽/反刍/宠物及其他用生物制品市场规模分别为71.54/64.02/22.52/4.68亿元，占比分别为43.95%/39.33%/13.84%/2.88%，猪禽用生物制品市场规模占比超80%，反刍及宠物兽用生物制品蓝海市场景气度高，2023年市场规模分别同比+16.93%、+32.95%。

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/915022234323012004>