



生猪养殖行业研究框架研究： 一文读懂养猪：周期再认知 估值重定义



报告摘要：

基本猪周期在楔形区间波动，泛周期是非正常周期。不同于市场普遍认为猪周期持续 3-4 年的观点，我们认为基本猪周期是在上边界为合理利润水平线、下边界为边际成本线的楔形区间内波动。在楔形区间内，生猪养殖行业可以通过调整生猪出栏体重、母猪产仔频次来实现猪肉供需相对均衡。而只有当出现诸如生猪疫情、政策影响、大面积破产等外部因素时，能繁母猪存栏才会降至均衡范围以下，从而推动猪价突破楔形区间上行。与此同时，生猪养殖行业会提高留种率以尽快补栏能繁母猪，从补栏后备母猪到生猪出栏耗时 13 个月，此时猪价大概率见顶。

产能去化进度缓慢，产业升级逻辑被打乱。自 2021 年 6 月生猪养殖行业开始去产能以来，能繁母猪存栏仅下降 8.3%。并且 MSY 和生猪出栏体重均同比大幅下降，意味着当前生猪产能并未得到完全利用。产能去化缓慢主要原因包括：1) 上市公司过快扩张致成本高企，打乱了产能淘汰的规律；2) 母猪种群结构优化，产仔效率提升抵消了存栏下降的影响；3) 行业对于未来猪价预期过于乐观，宁愿承受短期损失而非去产能。

猪价年内反弹持续，明年年初再次探底。当前猪周期产能快速出清阶段基本结束，在供需边际改善支撑下，猪价反弹趋势有望持续至年末。但目前猪肉供需的相对均衡更多是通过大幅降低母猪产仔频次和生猪出栏体重来实现的，这将限制猪价涨幅，我们判断年内猪价高点在 18 元/公斤上下。而随着母猪种群不断优化、母猪产仔频次加快，行业整体 MSY 预计将

见底回升，明年春节前后猪价或再次探底。

剩余收益估值模型更适用于生猪养殖企业。相比于头均市值法过分强调了企业估值与出栏量的正相关性，导致过去 2 年上市公司过快扩张产能，进入规模不经济区间。我们认为剩余收益估值模型不仅兼顾了出栏量和养殖成本，并且估值过程中不需要对未来生猪价格进行预测，大大提升了估值的准确性。

投资建议：2023 年行业或将面临最终洗牌，只有具有核心竞争优势的公司才能穿越周期，实现“剩者为王”。对于一家优秀的生猪养殖企业而言，其核心目标不应是调整产能去迎合猪周期的节奏，而是在降本增效的基础上扩张规模。尤其在行业低迷的背景下，企业更应将重心放在提高养殖技术和管理水平从而降低成本，并且确保现金流的安全性。建议重点关注成本具有明显优势且融资能力颇强的牧原股份，以及成本下降明显且在手现金充裕的温氏股份。

风险提示：饲料原料成本波动风险、疫病风险、融资环境恶化

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_41760

