

养殖板块分析框架

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

报告要点

本文旨在分析生猪养殖板块绝对收益及超额收益的驱动逻辑。

摘要：

养殖板块特征：行业利润集中在养殖和销售环节，其中生猪养殖的消费量和市值占比最大。猪肉股股价超额由业绩驱动，并与生猪价格一起呈现周期性波动。由于消费需求刚性、周期性明确，行业防御性强，适合在大盘下行、风险偏好下降时避险配置。

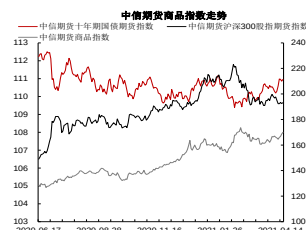
生猪养殖的驱动逻辑：业绩围绕生猪量价博弈，由供给端主导，核心驱动力是养殖利润。由于市场对存栏等数据的统计样本质量存疑，因此我们试图从量价上寻找有效指标。通过回溯历史数据，并和超额收益底部做时间上领先滞后对比，我们发现：1) 利润、猪价、CPI 猪肉分项、能繁母猪存栏环比和原料成本对股价有领先的指引价值，且变化趋势和量级的重要性大于绝对数值；2) 猪价上涨需经扩产和资本开支向现金流传导，因此现金流净额等财报指标是滞后确认，无需过度关注；3) 资金面、产业面中观数据对拐点预判有指引效果，如期货价格、公募基金重仓比例、母猪结构、出栏特点和库容比。

生猪养殖景气度编制：以生猪价格、能繁存栏环比变化（后移9个月）、玉米现货价格构建景气度指标，并选取2015年1月起的数据，绝对收益择时策略年化收益率为5.5%，相对收益择时策略年化收益率为10.8%，增厚效果可达3.1%，指标可准确指引在指数下跌期空仓避险。参考指标显示，自2022年3月起景气度已连续4个月上行。

风险因素：1) 行业驱动逻辑变化

跟踪信号	指标	关联性	领先/同步/滞后	与超额相关系数	更新频率
利润	养殖利润	养殖利润上行，景气度上行	领先	0.64	周度
价	生猪价格	猪价上涨，景气度上行	领先	0.71	周度
价	CPI 猪肉分项	CPI 上行，价格上涨	领先	0.24	月度
量	生猪出栏量	出栏量同比下降，猪价上涨	同步，披露期滞后	-0.41	季度
量	能繁母猪存栏	能繁母猪存栏环比增速降到0，利润底部拐点	同步	-0.81	月度
价	原料成本	玉米涨价，猪价上行；豆粕涨价，猪价下行	领先	0.06 -0.27	日度
价	猪粮比价	变动趋势和猪价一致	同步	0.71	周度
资金面	期货价格	变动趋势和猪价一致	同步略领先	0.40	日度
资金面	基金重仓	猪价拐点出现后，资金追涨杀跌	领先，披露期滞后	0.64	季度
资金面	现金流净额	变动趋势和猪价一致，底部融资多	滞后	0.56	季度
辅助	三元母猪占比	三元母猪存栏顶部确认猪价拐点	滞后		月度
辅助	淘汰母猪价格	变动趋势和猪价一致	同步		周度
辅助	淘汰胎龄	猪价下跌，淘汰胎龄缩短	滞后		月度
辅助	出栏日龄、均重	猪价下跌，日龄和均重下降	下跌时同步，上涨时滞后		月度
辅助	库容比	猪价下行，库容比上升	同步		周度

重要提示：本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。



权益策略团队

研究员：
姜沁
021-60812986
jiangqin@citicsf.com
从业资格号 F3005640
投资咨询号 Z0012407

康遵禹
010-58135949
kangzunyu@citicsf.com
从业资格号 F03090802
投资咨询号 Z0016853

目 录

摘要：.....	1
一、养殖行业特征.....	4
二、行业驱动逻辑.....	6
三、景气度编制及择时.....	17
免责声明.....	19

图目录

图表 1： 养殖行业产业链	4
图表 2： 养殖行业利润分布	4
图表 3： 2020 年全国居民禽肉类消费结构	4
图表 4： 农产品（长江）一级行业市值占比	4
图表 5： 行业超额收益与营收同比	5
图表 6： 行业超额收益与生猪价格	5
图表 7： 猪周期	5
图表 8： 历史猪周期时长	5
图表 9： 行业超额与中证 800	6
图表 10： 放大 2021 年 9 月-2022 年 6 月	6
图表 11： Top10 猪企平均毛利率与养殖利润	6
图表 12： Top10 猪企合计营收同比与养殖利润	6
图表 13： 牧原股份生猪销售收入增速与自繁自养养殖利润	7
图表 14： 温氏股份生猪销售收入增速与外购仔猪养殖利润	7
图表 15： Top10 猪企合计营收与猪价	7
图表 16： Top10 猪企合计营收同比与猪价	7
图表 17： Top10 猪企合计营收同比与 CPI 猪肉分项同比	8
图表 18： 行业超额与 CPI 猪肉分项同比	8
图表 19： 居民人均猪肉消费量	8
图表 20： 生猪价格与生猪出栏同比	8
图表 21： 生猪出栏同比与生猪存栏同比	9
图表 22： 生猪存栏与养殖利润	9
图表 23： 能繁母猪对应 10 个月后生猪出栏	9
图表 24： 能繁母猪环比变化（滞后 10 个月）与养殖利润	9
图表 25： 能繁母猪存栏结构	10
图表 26： 猪价与三元母猪存栏量	10
图表 27： 猪价和淘汰母猪价格	10
图表 28： 猪价和淘汰胎龄	10
图表 29： 猪价与出栏日龄	11
图表 30： 养殖利润与出栏日龄	11

图表 31:	猪价与出栏均重	11
图表 32:	猪价与温氏股份商品猪销售均重	11
图表 33:	猪价和库容比	12
图表 34:	养殖利润和库容比	12
图表 35:	饲料费占生猪养殖完全成本的比例	12
图表 36:	猪价和玉米现货价	12
图表 37:	猪价和豆粕现货价	13
图表 38:	养殖利润与猪粮比价	13
图表 39:	猪周期内猪企资产负债表特征	13
图表 40:	猪价与资本开支增速	13
图表 41:	猪价与经营现金流增速	14
图表 42:	猪价与固定资产增速	14
图表 43:	生猪期货和现货价格走势	14
图表 44:	猪价现货和期货见底时间	14
图表 45:	行业超额与期货主力合约收盘价	15
图表 46:	期货主力合约收盘价与养殖利润	15
图表 47:	猪价与基金重仓市值比例	15
图表 48:	猪价与重仓总市值	15
图表 49:	行业超额与基金重仓市值比例	16
图表 50:	行业超额与重仓总市值	16
图表 51:	行业超额与总现金流净额	16
图表 52:	猪价与总现金流净额	16
图表 53:	头部猪企在周期底部的融资情况	16
图表 54:	有效驱动因子总结	17
图表 55:	生猪养殖拟合景气度与营收增速	18
图表 56:	生猪养殖拟合景气度与超额收益	18
图表 57:	生猪养殖景气度择时	18
图表 58:	生猪养殖景气度超额择时	18

一、养殖行业特征

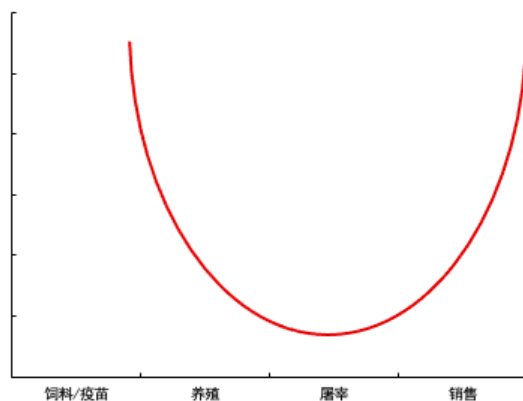
（一）最大权重是生猪养殖

养殖产业链分为饲料/疫苗-养殖-屠宰-销售，行业价值链呈“U”型分布，利润集中在产业链两端，其中上游的养殖对行业波动影响最大。从居民肉类消费结构和上市公司市值看，生猪养殖占比最大。

图表 1： 养殖行业产业链



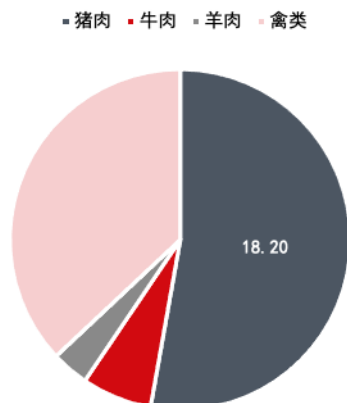
图表 2： 养殖行业利润分布



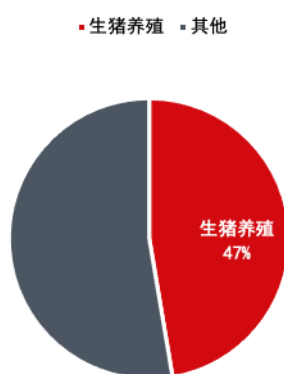
资料来源：中信期货研究所

资料来源：中信期货研究所

图表 3： 2020 年全国居民禽肉类消费结构



图表 4： 农产品（长江）一级行业市值占比



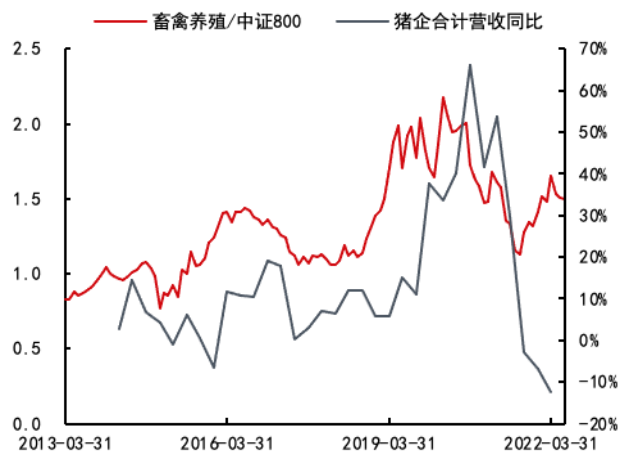
资料来源：Wind 中信期货研究所

资料来源：Wind 中信期货研究所

（二）股价和超额由业绩驱动

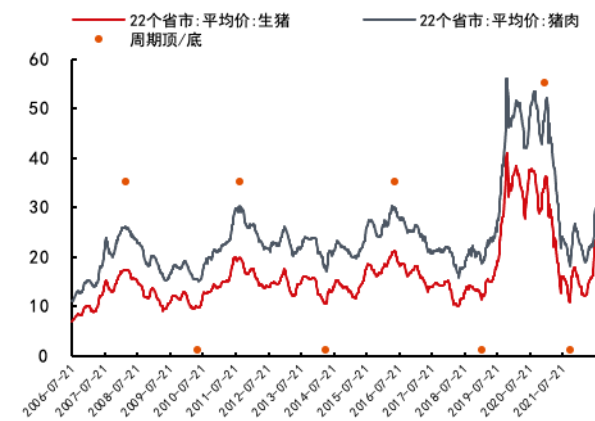
生猪养殖股的股价超额和公司营收高度联动，并与生猪价格一起呈现周期性波动。猪周期平均3-5年一轮，表象为生猪和猪肉价格的涨跌，实质为生猪产能的去化与扩张。过去7轮猪周期的总长度不断延长，主要因下行时长的中枢抬升。2018年以来大量资金进入行业，规模化养殖存栏量扩大，加杠杆扩张易，去产能难，导致上涨节奏快，下跌持续久。

图表 5： 行业超额收益与营收同比



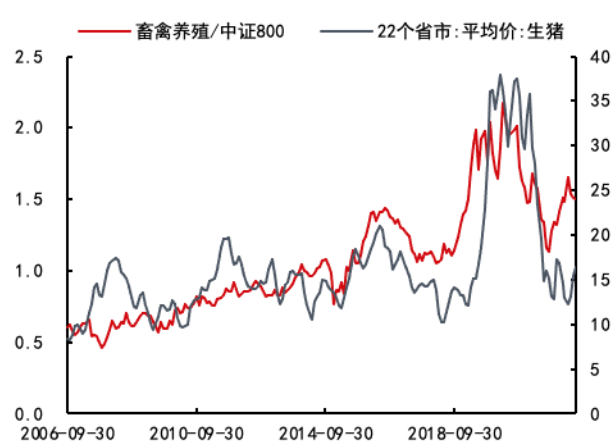
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 7： 猪周期



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 6： 行业超额收益与生猪价格



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 8： 历史猪周期时长

周期	周期长度（月）	上行时间	下行时间
1993-1996	35.7	20.3	16.0
1996-1999	36.5	17.3	19.8
1999-2002	36.6	14.7	21.9
2002-2006	47.8	28.1	19.7
2006-2010	47.1	20.5	26.6
2010-2014	47.4	15.6	31.7
2014-2018	58.3	25.9	32.4
2018-		23.6	

资料来源：中信期货研究所

（三）强防御性

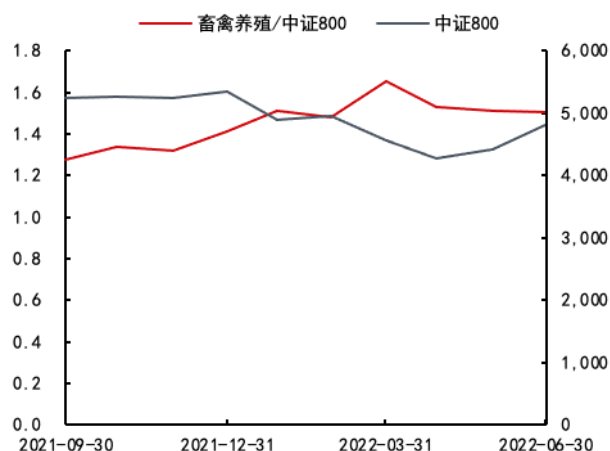
猪肉消费需求相对刚性，受经济周期波动影响较小，表现在股价上是超额与大盘和风险偏好走势相反。由于猪周期趋势的高确定性，在猪价底部确立后，资金会“抢跑”流入，以博取确定性收益。当大盘下行、风险偏好下降时，该趋势尤为突出，推动行业超额逆市上涨。最典型的是 2021 年 9 月后的一段行情：自 2005 年至今，行业超额与中证 800 的相关系数为 0.58；而 2021 年 9 月 13 日行业超额前低反弹以来，该相关系数为-0.78。

图表 9：行业超额与中证 800



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 10：放大 2021 年 9 月-2022 年 6 月



资料来源：Wind 中信期货研究所

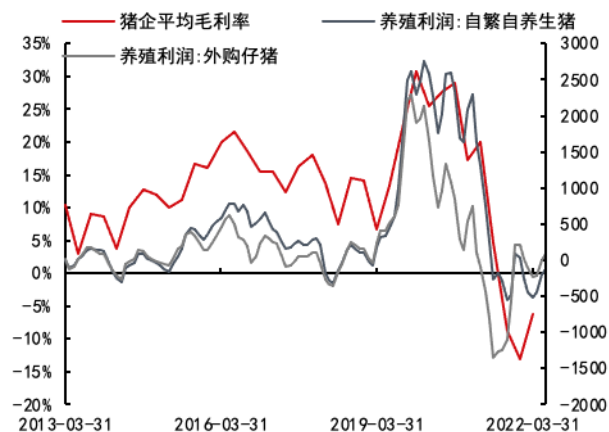
二、行业驱动逻辑

鉴于市场对行业特征的研究比较充分，我们重点讨论生猪养殖板块业绩和股价的驱动逻辑。市场对存栏等数据的统计样本质量存疑，因此我们试图从量价上寻找有效的辅助指标，且关注趋势大于绝对数值，以判断猪价的拐点，准确定位所处的猪周期位置，捕捉超额机会。

（一）核心因素：养殖利润驱动量价周期性波动

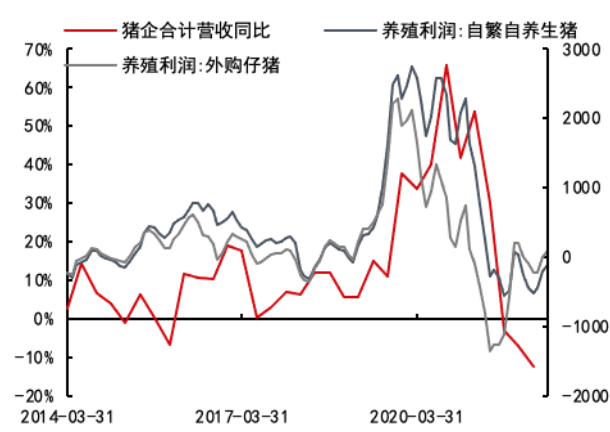
当养殖利润转正时，猪企毛利率上行，加大出栏以获取利润最大化，带动营收同比增长。受报告期和决策的时滞影响，养殖利润指标领先营收增速 3-11 个月见顶/底，而行业超额滞后时间稍短，晚于利润 1-5 个月见顶，显示资本市场反应预期变化的速度比产业调整快。分养殖模式看，自繁自养利润与该模式代表性猪企的业绩增速及股价超额联动性强于外购仔猪模式，因前者的上市公司少、业务更单一集中，而外购仔猪类猪企数量多，股价还受到饲料等其他多样化业务的干扰。

图表 11：Top10 猪企平均毛利率与养殖利润



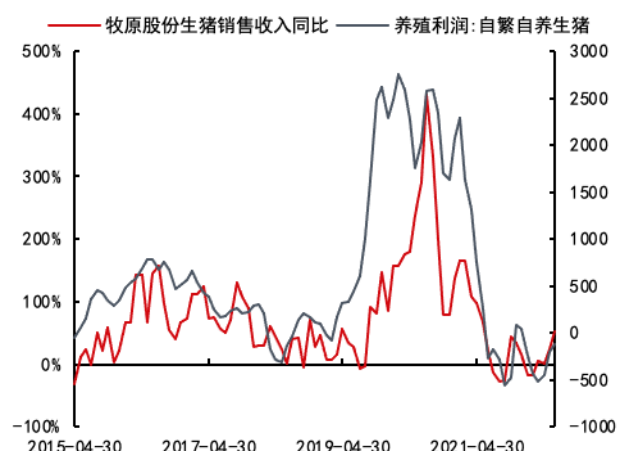
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 12：Top10 猪企合计营收同比与养殖利润



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 13：牧原股份生猪销售收入增速与自繁自养养殖利润



资料来源：公司公告 Wind 中信期货研究所

图表 14：温氏股份生猪销售收入增速与外购仔猪养殖利润

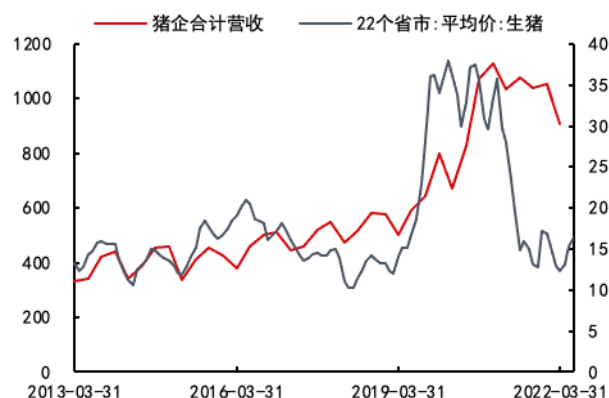


资料来源：公司公告 Wind 中信期货研究所

(二) 直接因素：猪价和 CPI 同步驱动

拆分养殖利润，价格端生猪价格同步影响猪企营收，基本同向波动，猪价周期底部和营收增速底部吻合或领先 1 个月，顶部猪价领先营收 7-14 个月。原因是：1) 季报披露时间滞后；2) 周期顶部企业加大销售，该趋势会延伸到猪价筑顶和下跌初期；3) 2016 年-2019 年猪价和收入走势背离，因行业加杠杆，出栏规模持续扩大，抵消价格下降的影响。

图表 15：Top10 猪企合计营收与猪价



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 16：Top10 猪企合计营收同比与猪价



资料来源：Wind 中信期货研究所

猪价的相对升降也影响 CPI。高猪价增加企业营收，同时刺激供应量增长，带动量价提升。受披露频率影响，CPI 同比指标领先营收 2-7 个月见顶/底。高价和高营收支撑下，行业超额增长和 CPI 上行期基本吻合，2015 年后同步趋势显著，得益于 2015 年后上市猪企出栏量提升，行业集中度年均提高 2 个百分点，上市企业业绩影响加强。

图表 17: Top10 猪企合计营收同比与 CPI 猪肉分项同比



资料来源: Wind 中信期货研究所

图表 18: 行业超额与 CPI 猪肉分项同比

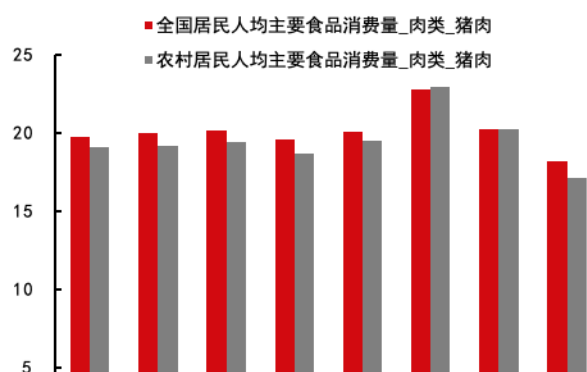


资料来源: Wind 中信期货研究所

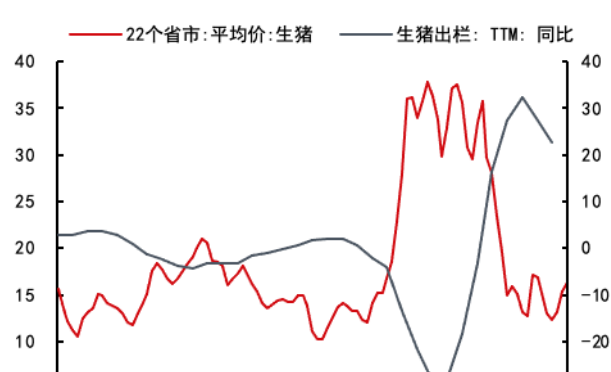
(三) 直接因素: 供应量驱动价格, 顺产业链传导

量的方面, 周期性波动表现在供给端而非需求端, 因猪肉是刚需消费肉类, 终端需求分散且相对稳定, 2019、2020 年消费量减少分别受到高猪价的挤出效应和新冠疫情的影响。由此生猪出栏直接决定猪价, 并和行业超额反向, 出栏量低点一般对应猪价和超额高点, 同步性较强。正常年份里, 出栏量同比下降预示着供给收缩、供不应求和涨价的可能, 预示业绩拐点。

图表 19: 居民人均猪肉消费量



图表 20: 生猪价格与生猪出栏同比



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_44560

