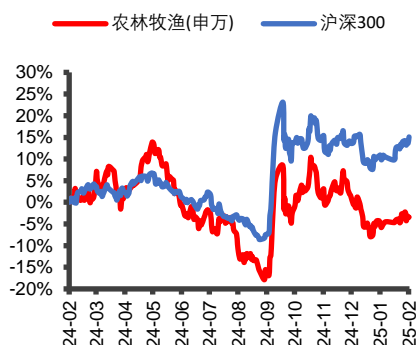


猪价步入下行周期，成本下降仍是重中之重

行业评级：增持

报告日期：2025-2-21

行业指数与沪深 300 走势比较



分析师：王莺

执业证书号：S0010520070003

邮箱：wangying@hazq.com

相关报告

- 1、生猪养殖行业系列报告十一：产能恢复持续偏弱，2025 年猪价获有力支撑 20241116
- 2、生猪养殖行业系列报告十：产能恢复明显偏弱，2025 年猪价获支撑 20240926
- 3、生猪养殖行业系列报告九：产能去化影响逐步显现，产能恢复明显偏弱 20240819

主要观点：

● 产能恢复明显偏慢，产业重组、融资稳步推进

本轮补栏积极性持续偏弱，从统计局数据看，2024Q2-Q4 全国能繁母猪存栏量累计增幅 2.1%，2025 年 1 月全国能繁母猪存栏月环比下降 0.39%。上市猪企已成为新增产能主力军，2024 年 12 月末，牧原、温氏的能繁母猪存栏量分别为 351.2 万头、约 174 万头，较 9 月末分别增加 19.6 万头、6 万头，两家公司合计增加约 25.6 万头，而 Q4 全国新增能繁母猪存栏量仅 16 万头。

生猪产业重组、融资稳步推进。2023 年 12 月正邦科技重整执行完毕，2024 年 9 月末，正邦资产负债率已降至 47%；2024 年 12 月 27 日，傲农投资重整计划执行完毕；天邦食品仍在重整流程。2024 年下半年融资计划陆续取得进展。巨星农牧于 2024 年 12 月 5 日收到上交所受理公告，尚需上交所审核通过并获得证监会同意注册的决定；新希望于 12 月 22 日收到深交所对定增的受理公告，尚需深交所审核通过，并获得证监会同意注册后方可实施；华统股份已于 2025 年 2 月 4 日获得证监会定增批文。

● 多重因素致春节前行情不及预期

本轮周期（2022 年 12 月-2024 年 4 月）累计去化 9.2%，2024 年猪价处于上行周期，生猪价格于 2024 年 8 月 15 日达到峰值 20.92 元/公斤，9 月开始猪价持续低于预期，春节前旺季未再现猪价高点。我们认为，生产效率和生物安全防控能力的提升、2024Q4 生猪出栏量的边际变化，以及出栏均重偏高是猪价未能再现峰值的主要原因，压栏、二次育肥等因素将持续影响猪价的短期行情。

● 2025 年猪价步入下行周期，猪企成本下降仍是重中之重

根据统计局数据，生猪产能从 2024 年第二季度开始缓慢恢复，2024Q2-Q4 能繁母猪存栏量环比分别上升 1.2%、0.6%、0.4%，我们预计 2025 年生猪价格将步入下行周期，成本控制仍是重中之重。牧原和温氏的成本始终处于行业第一梯队：牧原股份育肥猪完全成本从 2024 年 1-2 月 15.8 元/公斤降至 2025 年 1 月约 13.1 元/公斤，在不考虑饲料原材料价格波动的情况下，计划 2025 年阶段性达到 12 元/公斤的成本目标；温氏股份肉猪养殖综合成本从 2024Q1 的 15.2 元/公斤降至 2025 年 1 月 12.8-13.0 元/公斤，并初步制定 2025 年全年平均肉猪养殖综合成本奋斗目标为 13.0 元/公斤。

● 2025 年上市猪企出栏量有望保持增长态势

①牧原股份 2024 年出栏生猪 7,160 万头，2025 年计划保持一定增幅，2024 年末能繁母猪存栏量 351.2 万头，同比增长 12.2%；温氏股份 2024 年出栏育肥猪 3018 万头，2025 年计划出栏育肥猪 3300-3500 万头，2024 年末能繁母猪存栏量约 174 万头，同比增长 12.3%；新希望 2024 年出栏生猪 1652 万头，2025 年计划出栏量 1600-1700 万头，与 2024 年基本持平；②正邦科技 2024 年出栏生猪 415 万头，

随着能繁母猪存栏量的大幅提升和养殖、管理水平提高，计划 2025 年出栏量超过 700 万头；天邦股份 2024 年出栏生猪 599 万头，计划 2025 年出栏量 710 万头（育肥猪 500 万头、仔猪 210 万头）；③随着融资恢复，以及产能释放，华统股份、巨星农牧、神农集团、京基智农等公司 2025 年生猪出栏量有望快速增长。

● 估值及投资建议

生猪产能从 2024 年第二季度开始缓慢恢复，根据统计局数据，2024Q2-Q4 能繁母猪存栏量累计增幅 2.2%，我们预计 2025 年生猪价格将步入下行周期。全国能繁母猪年均存栏量与 1 年后全国生猪年度均价呈现出高度负相关性，2024 年全国能繁母猪年均存栏量同比下降 4.8%，考虑生产效率提升的因素，2025 年猪价虽步入下行周期，但仍将获得一定支撑。猪价下行周期，成本控制将是重中之重，牧原股份和温氏股份的成本始终处于行业第一梯队，2025 年 1 月，牧原股份育肥猪完全成本约 13.1 元/公斤，温氏股份养殖综合成本 12.8-13.0 元/公斤，其他猪企生猪养殖成本均有不同幅度的下降。

目前，生猪养殖板块相对中小综指 PB、生猪养殖板块相对沪深 300PB 均已处于历史低位。根据 2024 年生猪出栏量，牧原股份 2,817 元、温氏头均市值 2,558 元、新希望 2,747 元、天邦 1,035 元、正邦 6,415 元、巨星农牧 3,310 元、神农集团 6,119 元、京基智农 3,728 元、东瑞股份 4,346 元；根据 2025 年生猪预测出栏量，牧原股份 2,521 元、温氏头均市值 2,206 元、新希望 2,752 元、天邦 873 元、正邦 3,800 元、巨星农牧 2,400 元、神农集团 4,149 元、京基智农 2,667 元、东瑞股份 2533 元，一、二线龙头猪企估值多数处于历史低位。建议关注生猪养殖板块，重点推荐温氏股份、牧原股份。

● 风险提示

疫情；猪价下跌幅度超预期；生猪去产能不及预期。

正文目录

1 产能恢复明显偏慢，产业重组、融资稳步推进.....	5
1.1 本轮周期产能恢复明显偏慢.....	5
1.2 上市猪企是新增产能主力军.....	7
1.3 生猪产业重组、融资稳步推进.....	8
2 猪价步入下行期，成本下降仍是重中之重.....	10
2.1 多重因素致春节前行情不及预期.....	10
2.2 2025 年猪价步入下行周期，猪企成本下降仍是重中之重.....	13
3 2025 年上市猪企出栏量有望保持增长态势.....	16
3.1 上市猪企集中度持续提升.....	16
3.2 上市猪企生猪出栏量有望保持增长态势.....	16
4 估值及投资建议.....	17
风险提示:	18

图表目录

图表 1 全国能繁母猪存栏量及环比变化走势图-统计局, 万头、%	5
图表 2 24 年 2 月-25 年 1 月涌益能繁母猪存栏环比变化	6
图表 3 2022 年 5-10 月涌益咨询能繁母猪存栏环比变化	6
图表 4 24 年 3 月-25 年 1 月钢联能繁母猪存栏环比变化	6
图表 5 2022 年 5-12 月上海钢联能繁母猪存栏环比变化	6
图表 6 20 家上市猪企资产负债率对照表, %	7
图表 7 主要上市猪企能繁母猪、后备母猪存栏量对照图, 万头	7
图表 8 上市猪企股权融资完成规模, 亿元	9
图表 9 2025 年拟完成股权融资规模列表	9
图表 10 三家破产重组生猪养殖公司经营情况列表	9
图表 11 2022-2025 年猪价对照图, 元/公斤	11
图表 12 20-25 年涌益咨询生猪出栏均重, 公斤	11
图表 13 生猪出栏均重 150 公斤以上出栏占比对照图	11
图表 14 175 公斤肥标价差对照图, 元/斤	11
图表 15 猪价及肉猪价比值对照图, 元/公斤	11
图表 16 毛白价差走势图, 元/公斤	11
图表 17 2021-2024 年全国生猪季度出栏量对照图, 万头	12
图表 18 全国生猪定点屠宰企业月度屠宰量对照图, 万头	12
图表 19 2021-2024 年全国生猪年出栏量对照图, 亿头	12
图表 20 2021-24 年全国生猪定点屠宰企业年屠宰量, 亿头	12
图表 21 温氏股份生猪养殖指标变化表	12
图表 22 牧原股份生猪养殖指标变化表	12
图表 23 涌益咨询生猪生产指标对照表	13
图表 24 上海钢联生猪生产指标对照表	13
图表 25 统计局能繁母猪存栏量累计变化与猪价最高点(最低点)对照表	14
图表 26 全国能繁母猪年均存栏量与生猪年度均价对照图	14
图表 27 2024-2025 年上市猪企成本对照表, 元/公斤	15
图表 28 2024 年上市猪企出栏量及市占率对照图, 万头、%	16
图表 29 上市猪企出栏规划及能繁母猪存栏对照表, 万头	17
图表 30 主要上市猪企头均市值对照表	18
图表 31 生猪养殖板块相对中小综指 PB	18
图表 32 生猪养殖板块相对沪深 300PB	18

1 产能恢复明显偏慢，产业重组、融资稳步推进

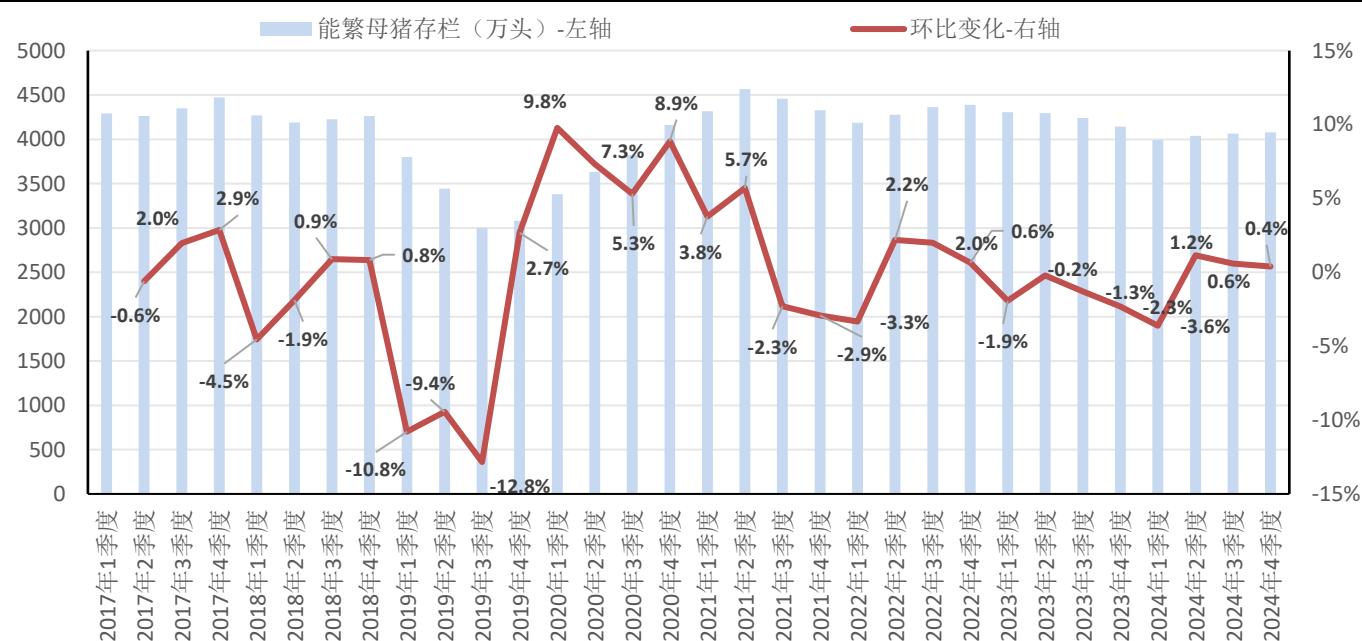
1.1 本轮周期产能恢复明显偏慢

从统计局数据看，2024 年 2 季末、3 季末、4 季末，能繁母猪存栏量分别为 4038 万头、4062 万头、4078 万头，环比分别小幅提升 1.2%、0.6%、0.4%，累计增幅 2.2%，对照 2022 年 Q2-Q4 能繁母猪存栏量累计增幅 4.8%，本轮补栏积极性持续偏弱。2025 年 1 月，全国能繁母猪存栏量 4062 万头，月环比下降 0.39%。

从行业数据看，2024 年 2 月-2025 年 1 月，涌益咨询能繁母猪存栏量环比分别上升 0.28%、1.57%、0.96%、0.73%、0.61%、1.79%、0.52%、0.6%、0.56%、0.34%、1.27%、0.63%，能繁母猪存栏量 1 年累计增幅 9.86%；2024 年 3 月-2025 年 1 月，上海钢联能繁母猪存栏量环比分别上升 0.22%、0.94%、0.43%、0.37%、1.11%、0.32%、0.53%、0.39%、0.36%、0.39%、-0.04%（其中，规模场、中小散能繁母猪存栏量环比分别下降 0.04%和 0.06%），能繁母猪存栏量 11 个月累计增幅 5.02%。

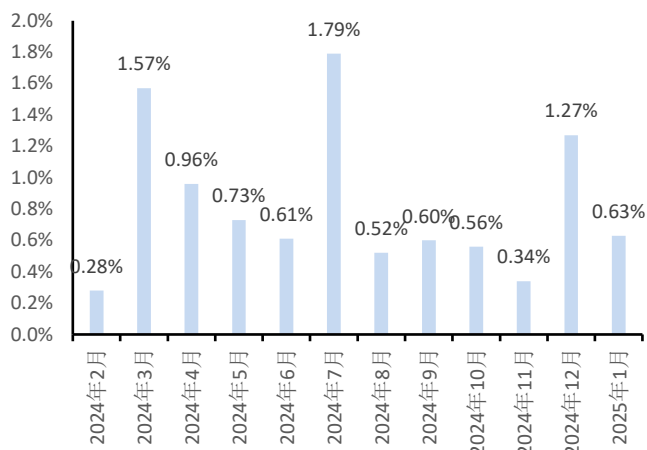
对照 2022 年产能恢复期，2022 年 5-10 月涌益咨询能繁母猪存栏量环比分别上升 1.23%、0.71%、1.79%、1.63%、1.39%、1.73%，累计增幅 8.48%；2022 年 5-12 月，上海钢联能繁母猪存栏量环比分别上升 1.86%、1.99%、1.19%、1.73%、1.27%、2.87%、1.17%、0.64%，累计增幅 12.72%。综合看，2024 年以来，生猪产能恢复速度明显弱于 2022 年。

图表 1 全国能繁母猪存栏量及环比变化走势图-统计局，万头、%



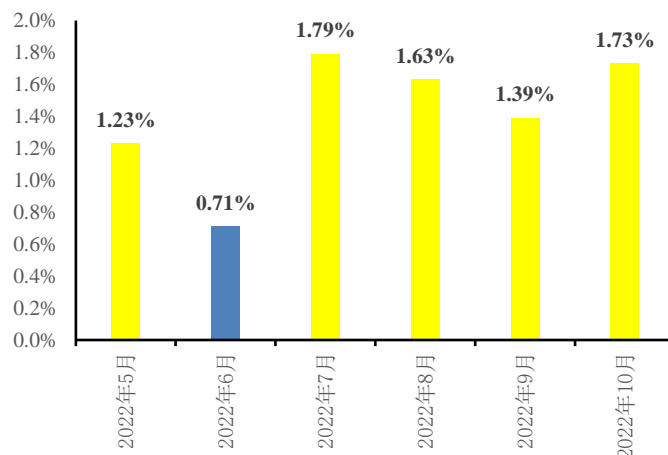
资料来源：涌益咨询，华安证券研究所

图表 2 24 年 2 月-25 年 1 月涌益能繁母猪存栏环比变化



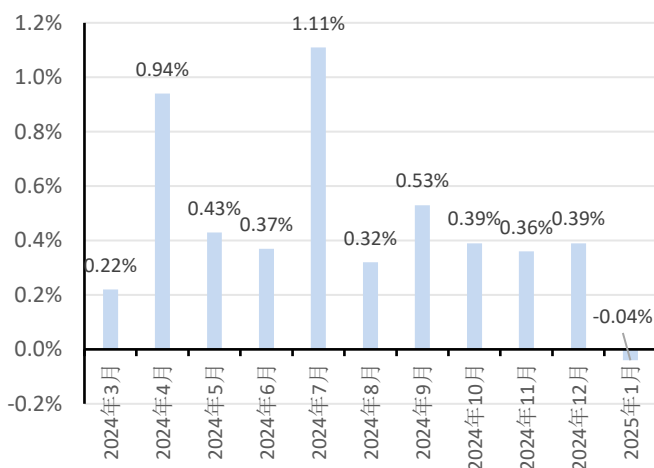
资料来源：涌益咨询，华安证券研究所

图表 3 2022 年 5-10 月涌益咨询能繁母猪存栏环比变化



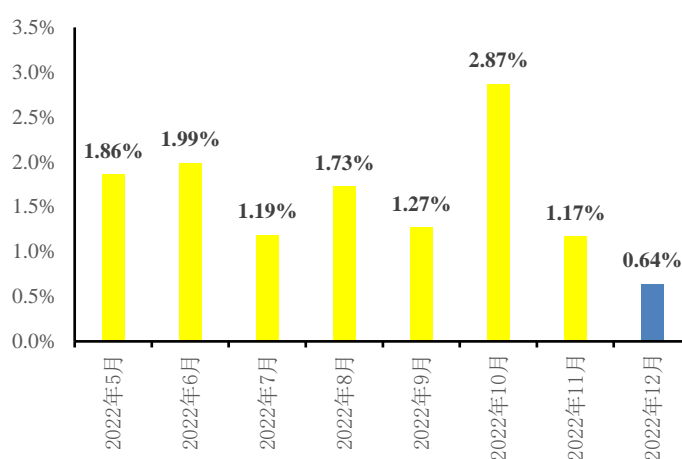
资料来源：涌益咨询，华安证券研究所

图表 4 24 年 3 月-25 年 1 月钢联能繁母猪存栏环比变化



资料来源：上海钢联，华安证券研究所

图表 5 2022 年 5-12 月上海钢联能繁母猪存栏环比变化



资料来源：上海钢联，华安证券研究所

我们曾在《生猪养殖行业系列报告八：猪价高点值得期待，产能恢复或明显偏弱》中探讨过，2024 年以来，生猪产能回升速度偏慢，与亏损期较长、维持数年的高资产负债率、偏好压栏和二育等多重因素相关。

非瘟疫情带来的超高猪价刺激整个产业积极扩产，2021 年末 20 家上市猪企平均资产负债率攀升至 60%，达到 2009 年以来最高水平。截至 2024 年 9 月末，20 家上市猪企平均资产负债率小幅修复，但仍维持 62% 的高位。

图表 6 20 家上市猪企资产负债率对照表，%

	牧原	温氏	天邦	正邦	天康	金新农	新希望	唐人神	傲农	大北农	家佳康	东瑞	正虹	华统	罗牛山	神农	新五丰	巨星	京基	雏鹰 (退市)	均值(含 雏鹰)	均值(不 含雏鹰)
2009	50	46	43	64	57	42	45	58		54			48		33		37		100	44	52	51
2010	54	42	50	57	45	40	46	60		21			53		43		31		103	13	50	47
2011	51	36	55	59	51	14	43	26		24			45	44	50		28		63	24	42	41
2012	52	37	56	70	51	14	41	31		25			50	48	58		34		59	51	45	45
2013	61	47	67	75	40	19	43	34	85	36	89		39	52	58	41	48		64	64	53	53
2014	53	40	67	67	38	17	34	46	77	40	70	62	31	44	57	46	53	65	70	60	51	52
2015	50	30	43	64	37	32	31	32	67	33	64	60	27	47	59	38	33	49	59	54	45	45
2016	56	24	43	49	40	43	32	37	65	34	47	42	29	40	43	32	32	48	58	60	42	43
2017	47	32	31	60	48	47	38	35	62	39	45	47	33	22	41	29	29	41	82	72	42	44
2018	54	34	62	68	61	63	43	39	69	41	53	47	27	34	35	34	27	39	76	88	48	50
2019	40	29	62	68	54	51	49	48	74	39	62	33	18	45	36	27	25	38	63	101	45	48
2020	46	41	43	59	56	50	53	43	68	46	53	31	33	55	49	21	33	37	72	119	47	50
2021	61	64	80	93	55	66	65	58	87	53	52	16	69	70	61	13	59	45	83		60	60
2022	54	56	80	148	50	69	68	60	82	58	55	34	85	62	62	14	71	49	85		65	65
2023	62	61	87	54	53	74	72	65	104	66	45	42	54	75	64	26	75	60	68		64	64
2024.3	64	63	81	50	54	74	74	67	107	68	43	44	52	77	58	30	76	62	66		64	64
2024.6	62	59	78	51	51	74	73	66	109	67	44	44	55	76	54	31	76	62	64		63	63
2024.9	58	55	74	47	50	72	71	65	112	65	44	45	58	74	53	28	74	61	62		62	62

资料来源：wind，华安证券研究所

1.2 上市猪企是新增产能主力军

2022 年 12 月-2024 年 12 月，上市猪企的能繁母猪存栏上升主要集中在牧原和温氏，分别增加 69.2 万头、约 44 万头，两家公司累计增加约 113.2 万头。

上市猪企已成为生猪养殖行业新增产能的主力军：

①2024 年 6 月末，牧原、温氏的能繁母猪存栏量分别为 330.9 万头、165 万头，较 3 月末分别增加 16.7 万头、10 万头，两家公司合计增加约 26.7 万头，占 Q2 全国新增能繁母猪存栏量 46 万头的 58%；

②2024 年 9 月末，正邦、神农的能繁母猪存栏量分别为 25.7 万头、11.4 万头，较 6 月末分别增加 4.1 万头、1.6 万头，两家公司合计增加约 5.7 万头，占 Q3 全国新增能繁母猪存栏量 24 万头的 23.8%；

③2024 年 12 月末，牧原、温氏的能繁母猪存栏量分别为 351.2 万头、约 174 万头，较 9 月末分别增加 19.6 万头、6 万头，两家公司合计增加约 25.6 万头，Q4 全国新增能繁母猪存栏量仅 16 万头。

图表 7 主要上市猪企能繁母猪、后备母猪存栏量对照图，万头

		牧原	温氏	新希望	正邦	天邦	家佳康	傲农	大北农	天康	京基	金新农	神农	华统	立华
24.12	能繁	351.2	约 174			26.18			26-27				12.1		
	后备														
	合计														
24.9	能繁	331.6	约 168		25.7	25			25-26		10.2		11.4		
	后备				5.85	8.8			约 10		1.5				
	合计				31.55						11.6				
24.7	能繁			73-74			26			14	10.2		10.4	16.5	

	后备										1.6				
	合计										11.7				
24.6	能繁	330.9	约 165	约 73	21.6		25			14			9.8		8
	后备						9+								
	合计								33						
24.3	能繁	314.2	155	72	19.6	22.6	20+		23	14	9.9	6-6.5	9	15	6+
	后备								9		1.5				1~2
	合计										11.4				
23.12	能繁	312.9	155	82			约 20		21.6	14	9.8	5.5	8+	13	6
	后备			接近 50			5-6		8.5		1.4	1.5			
	合计										11.2		近 10		
23.9	能繁	300.9	156	85		32	25~26		<23	14	9.8	5.5	7	14	5+
	后备		60	60			6-7		9+	4	1.5	1.5			
	合计										11.3	7			
23.6	能繁	303.2	152	85				23.48	23	14	9.8	6.1	6.7		5+
	后备		60	60					6-7		1.8	0.9	2.7		近 3
	合计										11.6	7	9.4		
23.3	能繁	285	145	85	22	30	26.3	约 30		14	9.6	6.1~6.2	6.5	13	
	后备		60	60	4		>6			4.2	1.5		2.8		
	合计								33		11.2	7~7.5	9.3		
22.12	能繁	282	130	85	30	35.2	26.3	>31		15	9.4	6~6.5	6.3		
	后备			66			>5			4.5	1.7				
	合计								33		11				

资料来源：公司公告，华安证券研究所

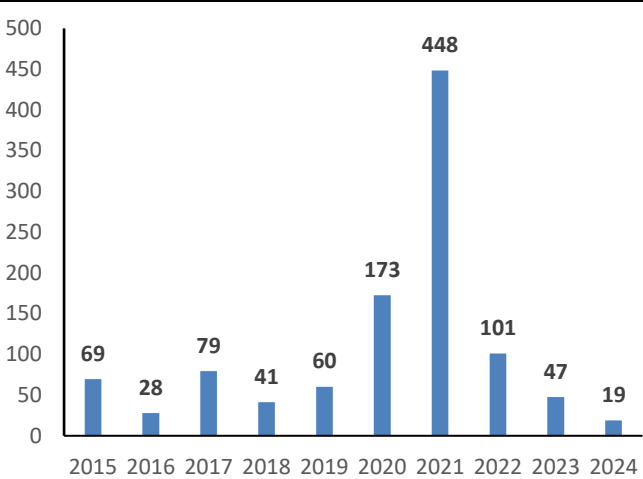
1.3 生猪产业重组、融资稳步推进

2023 年 12 月正邦科技重整执行完毕,2024 年 9 月末,正邦资产负债率已降至 47%。2024 年 12 月 27 日,傲农投资重整计划执行完毕。

天邦食品仍在重整流程。2024 年 8 月,宁波中院决定对天邦食品进行预重整;2024 年 8 月 9 日,宁波中院决定启动天邦食品预重整程序;2025 年 1 月 24 日,天邦食品向宁波中院申请延长三个月预重整期间,2 月 8 日,宁波中院准许天邦食品的延期申请,决定延长天邦食品股份有限公司的预重整期间至 2025 年 5 月 9 日。截止 2024 年 9 月末,天邦食品资产负债率降至 73.9%。

部分上市猪企于 2023、2024 年申请了股权融资,2024 年下半年融资计划陆续获得进展。巨星农牧于 2024 年 12 月 5 日收到上交所受理公告,尚需上交所审核通过并获得证监会同意注册的决定;新希望于 12 月 22 日收到深交所对定增的受理公告,尚需深交所审核通过,并获得证监会同意注册后方可实施;华统股份已于 2025 年 2 月 4 日获得证监会定增批文。

图表 8 上市猪企股权融资完成规模，亿元



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 9 2025 年拟完成股权融资规模列表

公司	拟融资规模	方案发布时间	定增/可转债/可交债	获得批文时间
金新农	不超过 3 亿	2024/4/30	定增	
神农集团	2.9 亿	2024/6/6	定增	
华统股份	16 亿	2023/7/19	定增	2025/2/4
新希望	38 亿	2024/8/3	定增	
巨星农牧	8 亿	2024/8/8	定增	

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 10 三家破产重组生猪养殖公司经营情况列表

		天邦	傲农	正邦
破产重整进度		2024 年 8 月 9 日，宁波中院决定启动天邦食品预重整程序；2025 年 1 月 24 日，天邦食品向宁波中院申请延长三个月预重整期间。 2025 年 2 月 8 日，宁波中院准许天邦食品的延期申请，决定延长天邦食品股份有限公司的预重整期间至 2025 年 5 月 9 日	2024 年 2 月 5 日，漳州中院同意傲农生物启动预重整；11 月 5 日，漳州中院裁定受理傲农生物重整；12 月 4 日，重整计划(草案)发布，以傲农现有总股本为基数，按每 10 股转增 20 股规模实施资本公积金转增股本，共计转增 1,735,307,884 股，转增股票全部用于引入重整投资人以及清偿傲农生物债务；2024 年 12 月 27 日,傲农投资重整计划执行完毕	2023 年 12 月 15 日，法院裁定正邦科技重整执行完毕，同时裁定子公司正邦养殖及九家关联公司亦重整执行完毕
资产负债率 (%)	2021.12	79.9	87.2	92.6
	2022.12	79.6	81.6	148.4
	2023.12	86.7	103.7	54.0
	2024.3	80.7	106.8	50.4
	2024.6	78.4	109.2	50.7
	2024.9	73.9	112.3	47.1
生产性生物资产 (亿元)	2021.12	11.7	12.0	24.0
	2022.12	11.4	11.1	9.1
	2023.12	8.6	2.5	5.0
	2024.3	7.5	2.0	6.0
	2024.6	7.8	1.8	7.2
	2024.9	7.4	1.9	8.4
能繁母猪存栏 (万头)	2024.9	25		25.7
	2024.12e	26.18		28+
2024 年出栏计划 (万头)		2024 年出栏生猪 599.16 万头（其中，仔猪销量 206.34 万头）	209.84	2024 年生猪出栏量 414.66 万头（其中，育肥猪出栏量 199.48 万头，仔猪出栏量 215.2 万头）

2025 年出栏规划（万头）	公司初步计划 2025 年上市育肥猪 500 万头，断奶仔猪 210 万头。具体规划数据以 2024 年年度报告披露的规划为准。	700+（具体的出栏结构将结合具体的市场情况、公司的自身发展情况等进行规划）
-----------------------	--	--

资料来源：公司公告，华安证券研究所

2 猪价步入下行期，成本下降仍是重中之重

2.1 多重因素致春节前行情不及预期

本轮周期（2022 年 12 月-2024 年 4 月）累计去化 9.2%，2024 年猪价处于上行周期，生猪价格于 2024 年 8 月 15 日达到峰值 20.92 元/公斤，9 月开始猪价持续低于预期，春节前旺季未再现猪价高点。

我们认为，生产效率和生物安全防控能力的提升、2024Q4 生猪出栏量的边际变化，以及出栏均重偏高是猪价未能再现峰值的主要原因，压栏、二次育肥等因素将持续影响猪价的短期行情。

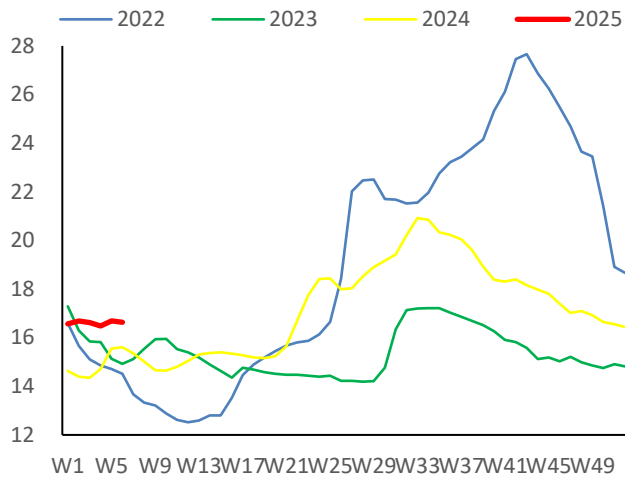
①从消费角度看，2024 年 9 月下旬以来，肉猪价比值稳定在 1.6 以上，与 2023 年同期基本持平，春节前后更是达到 1.7，与 2024 年春节前后基本持平；2025 年春节前、后毛白价差分别为 5.65 元/公斤 6.0 元/公斤，均高于 2022-2024 年同期水平，猪肉消费处于正常水平。

②从生猪出栏量看，2024 年，全国生猪出栏量 7.03 亿头，同比下降 3.3%，全国生猪定点屠宰企业屠宰量 3.38 亿头，同比下降 1.7%。分季度看，2024Q1-Q4 全国生猪出栏量分别为 19,455 万头、16,940 万头、15,635 万头、18,226 万头，同比增速分别为-2.2%、-4.0%、-3.3%、-3.8%；2024Q1-Q4 全国生猪定点屠宰企业屠宰量分别为 8,374 万头、7,660 万头、7,510 万头、10,228 万头，同比增速分别为 7%、-7.9%、-7.3%、1.0%，Q4 屠宰量同比转正，12 月屠宰量同比增速更是达到 4.6%。

③从生猪出栏均重看，2024 年 11 月以来，生猪出栏均重处于 2020 年以来同期偏高水平，150 公斤以上超大体重猪出栏占比在 12 月下旬达到峰值 8.63%，超过 2023 年同期水平。

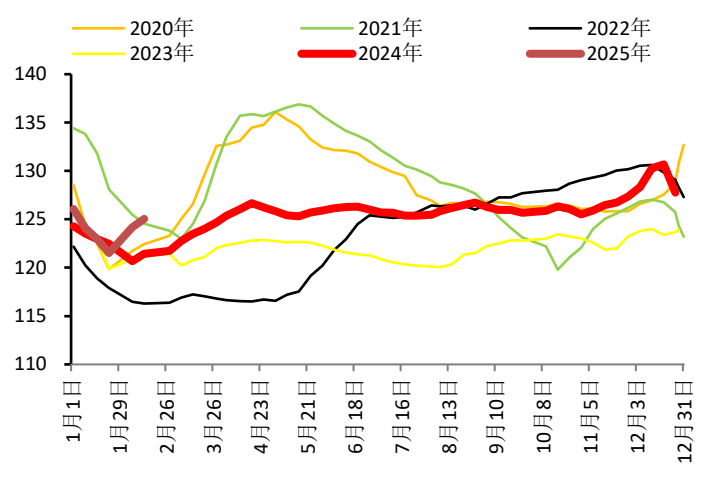
④从生产效率角度看，牧原股份全程上市率从 2024Q1 的 76%提升至 10 月、11 月的 86%，PSY 从 2024Q1 约 24 头左右提升至 10 月接近 30 头；温氏股份肉猪上市率从 2023 年末 92%上升至 2024Q4 逾 93%，窝均健仔数从 2023 年末 10.7 头上升至 2024 年 10 月 11.2 头。2024 年，涌益咨询、上海钢联的生猪生产指标持续提升。i) 涌益咨询，2024 年均窝均建仔数、配种分娩率、断奶成活率、育肥出栏存活率同比分别增长 1.4%、3.8%、1.0%和 1.6%；ii) 上海钢联，2024 年均窝均建仔数、产房存活率、配种分娩率、育肥出栏存活率同比分别增长 3.0%、3.0%、7.9%和 3.7%。

图表 11 2022-2025 年猪价对照图，元/公斤



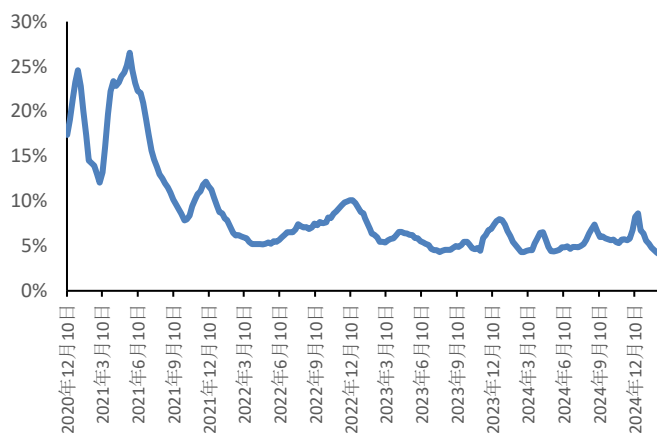
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 12 20-25 年涌益咨询生猪出栏均重，公斤



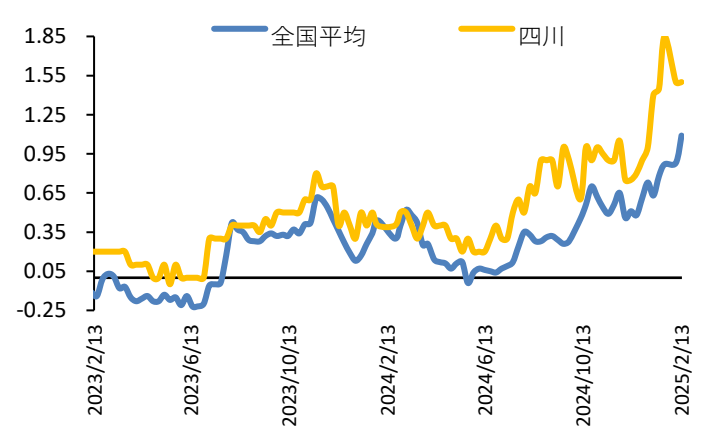
资料来源：涌益咨询，华安证券研究所

图表 13 生猪出栏均重 150 公斤以上出栏占比对照图



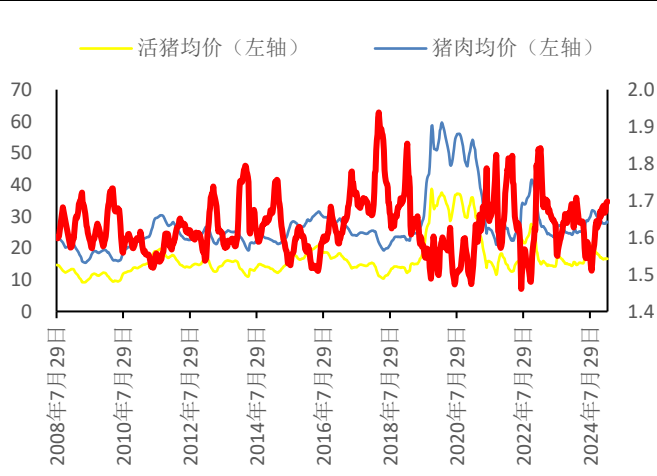
资料来源：涌益咨询，华安证券研究所

图表 14 175 公斤肥标价差对照图，元/斤



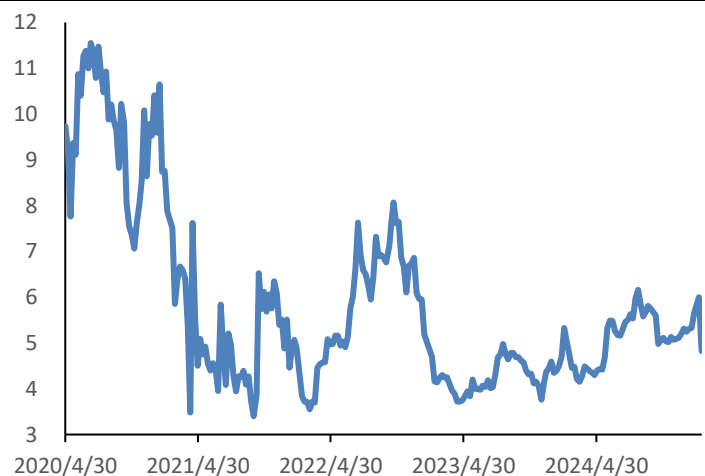
资料来源：涌益咨询，华安证券研究所

图表 15 猪价及肉猪价比值对照图，元/公斤



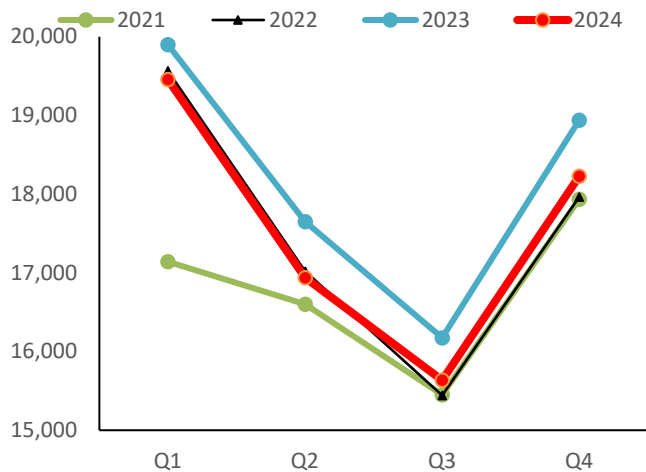
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 16 毛白价差走势图，元/公斤



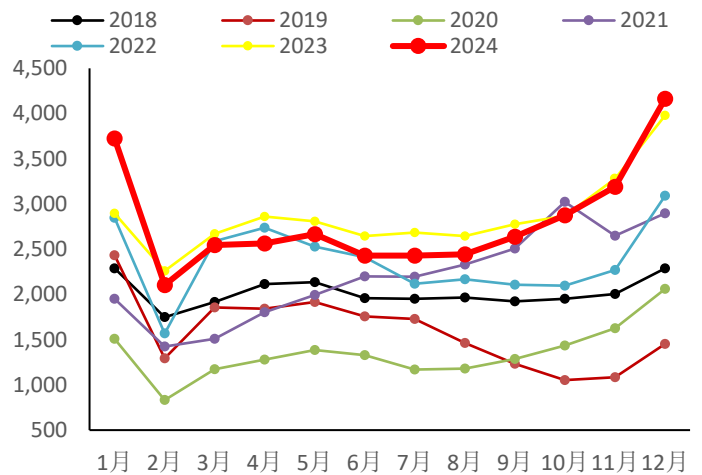
资料来源：涌益咨询，华安证券研究所

图 表 17 2021-2024 年全国生猪季度出栏量对照图, 万头



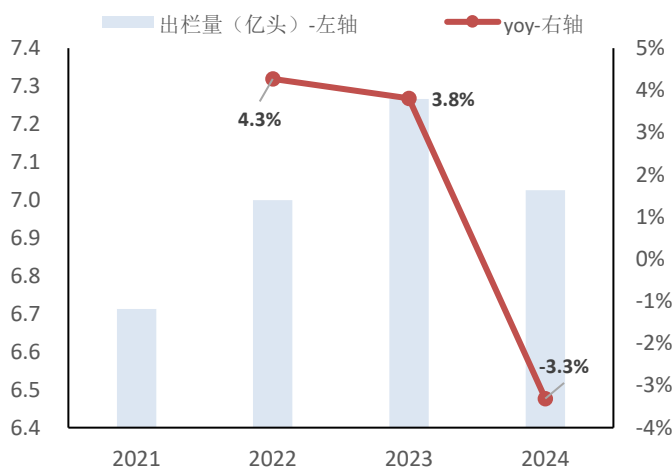
资料来源: wind, 华安证券研究所

图 表 18 全国生猪定点屠宰企业月度屠宰量对照图, 万头



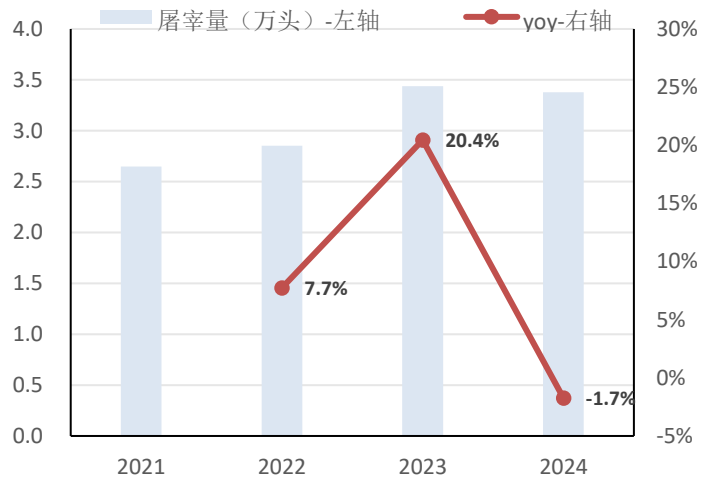
资料来源: wind, 华安证券研究所

图 表 19 2021-2024 年全国生猪年出栏量对照图, 亿头



资料来源: wind, 华安证券研究所

图 表 20 2021-24 年全国生猪定点屠宰企业年屠宰量, 亿头



资料来源: wind, 华安证券研究所

图 表 21 温氏股份生猪养殖指标变化表

	配种分娩率	窝均健仔数	PSY	肉猪上市率
2023 年 1 月			20 以上	
2023 年 2 月	约 80%		近 21	约 93%
2023 年 3 月		10.8	21.5	超 92%
2023 年 5 月	约 80%		22	92%
2023 年 7 月	83%	10.9	近 22	
2023 年 9 月	85%	10.9	22 以上	
2023 年 10 月		10.8	22.3	92%
2023Q4	82%	10.7	22.4	92%
2024 年 3 月			约 23	92%
2024 年 4 月	约 84%	11.2	约 23	92%

图 表 22 牧原股份生猪养殖指标变化表

	PSY	全程上市率	MSY
2023 年 2 月	27 左右	86%左右	
2023 年 4 月	28 左右	86%左右	
2023 年 5 月	28 左右	86%左右	25 左右
2023 年 7 月		87%左右	
2023 年 8 月	28 以上	87%以上	
2023 年 1-9 月		86%	
2023 年	26.4 左右	85%	23.5 左右
2023Q4	24 左右	82-83%	
2024Q1	24 左右	76%	
2024 年 4 月	25-26 左右		
2024 年 5 月	26-27	约 82.6%	

2024 年 5 月		11.3	约 23	约 92%	2024 年 6 月	28+	84%+	
2024 年 7 月	87%			92%	2024 年 8 月		接近 85%	
2024 年 10 月		11.2		93%	2024 年 10 月	接近 30	86%	
2024Q4				93%+	2024 年 11 月	29+	接近 86%	
2025 年 1 月				94%				

资料来源：公司公告，华安证券研究所

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 23 涌益咨询生猪生产指标对照表

	窝均健仔数-涌益咨询					配种分娩率-涌益咨询					断奶成活率-涌益咨询					育肥出栏存活率-涌益咨询				
	2021	2022	2023	2024	2025	2021	2022	2023	2024	2025	2021	2022	2023	2024	2025	2021	2022	2023	2024	2025
1月	9.1	9.8	10.6	11.0	11.2	72.2%	70.3%	73.9%	73.5%	77.3%	83.7%	84.8%	86.7%	87.3%	89.2%	88.9%	84.4%	88.6%	89.3%	89.9%
2月	9.5	10.3	10.8	11.2		64.3%	65.0%	74.3%	74.2%		84.5%	84.7%	86.0%	87.4%		89.2%	86.1%	87.2%	91.7%	
3月	9.8	10.3	10.9	11.2		66.2%	66.1%	74.7%	78.1%		86.2%	85.3%	86.3%	87.4%		89.5%	87.1%	87.1%	91.7%	
4月	10.0	10.4	10.9	11.2		69.2%	69.2%	74.9%	78.5%		86.8%	87.7%	87.7%	87.6%		89.7%	89.0%	88.9%	91.8%	
5月	10.3	10.5	10.9	11.2		69.6%	70.5%	75.1%	78.6%		87.9%	87.8%	91.0%	89.1%		91.3%	89.9%	90.0%	91.4%	
6月	10.4	10.5	11.2	11.2		72.7%	70.2%	74.9%	78.4%		88.2%	88.2%	89.6%	90.0%		91.2%	89.1%	89.9%	91.1%	
7月	10.4	10.8	11.2	11.2		73.6%	73.4%	74.7%	77.8%		86.8%	88.5%	89.0%	90.0%		92.7%	89.2%	89.4%	90.6%	
8月	10.5	11.0	11.2	11.2		75.8%	73.4%	75.3%	78.0%		87.7%	89.0%	88.6%	90.0%		92.1%	89.4%	91.6%	91.1%	
9月	10.4	11.1	11.2	11.2		74.8%	73.2%	75.2%	78.3%		86.7%	89.1%	88.9%	90.1%		92.1%	90.2%	91.4%	91.3%	
10月	10.4	11.0	11.2	11.2		72.2%	73.8%	75.1%	78.4%		86.5%	89.6%	88.7%	90.0%		90.2%	90.3%	90.3%	90.6%	
11月	10.3	10.9	11.2	11.3		69.2%	73.9%	73.8%	77.6%		85.8%	89.3%	87.8%	90.0%		89.5%	90.4%	89.0%	90.9%	
12月	10.2	10.7	11.1	11.2		70.7%	73.9%	73.0%	77.7%		85.2%	87.8%	87.6%	89.8%		87.6%	90.0%	90.6%	89.7%	
均值	10.1	10.6	11.0	11.2	11.2	70.9%	71.1%	74.6%	77.4%	77.3%	86.3%	87.6%	88.1%	89.1%	89.2%	90.3%	88.8%	89.5%	90.9%	89.9%
均值yoy		4.9%	4.0%	1.4%	-0.1%		0.3%	4.9%	3.8%	-0.1%		1.5%	0.6%	1.0%	0.1%		-1.8%	0.8%	1.6%	-1.1%

资料来源：涌益咨询，华安证券研究所

图表 24 上海钢联生猪生产指标对照表

	窝均健仔数（头）					产房存活率（%）					配种分娩率（%）					育肥出栏存活率（%）				
	2021	2022	2023	2024	2025	2021	2022	2023	2024	2025	2021	2022	2023	2024	2025	2021	2022	2023	2024	2025
1月	9.1	9.8	10.6	11.1	11.3	87.5	85.5	88.9	91.2	92.8	72.1	70.4	73.9	75.0	81.8	88.9	84.2	88.5	91.0	93.0
2月	9.5	10.2	10.8	11.2		86.4	86.6	88.8	92.3		64.3	65.0	74.3	79.3		89.2	86.1	87.1	92.4	
3月	9.8	10.3	10.8	11.3		90.0	86.7	89.1	92.5		66.2	66.1	74.7	80.0		89.5	87.0	87.0	93.0	
4月	10.0	10.4	10.8	11.3		91.0	87.4	89.1	92.5		69.3	69.2	74.9	80.5		89.6	89.0	88.8	93.1	
5月	10.3	10.5	10.9	11.3		86.8	87.9	89.2	92.8		69.7	70.5	75.1	81.1		91.3	89.7	90.0	93.4	
6月	10.4	10.5	11.2	11.3		90.4	88.0	90.1	92.8		72.8	70.2	74.9	81.3		91.3	89.2	89.8	93.3	
7月	10.3	10.8	11.1	11.3		89.2	88.4	90.0	93.0		73.7	73.4	74.7	81.7		92.7	89.2	89.3	93.3	
8月	10.5	10.9	11.2	11.3		89.2	89.0	91.1	93.0		75.7	73.5	75.4	81.7		92.1	89.3	91.6	93.3	
9月	10.4	11.0	11.1	11.3		89.9	89.3	91.1	93.0		74.8	73.2	75.3	81.8		92.1	90.2	91.5	93.3	
10月	10.4	11.0	11.2	11.4		90.4	89.5	91.0	93.0		72.2	73.8	75.2	81.8		90.1	90.3	91.0	93.3	
11月	10.3	10.8	11.0	11.4		86.5	89.7	90.5	92.9		69.3	73.9	74.6	81.8		89.5	90.4	90.5	93.2	
12月	10.1	10.6	11.0	11.3		86.5	89.1	90.8	92.8		70.8	73.9	74.1	81.7		87.4	90.0	90.5	93.0	
均值	10.1	10.6	11.0	11.3	11.3	88.6	88.1	90.0	92.6	92.8	70.9	71.1	74.7	80.6	81.8	90.3	88.7	89.6	93.0	93.0
均值yoy		4.9%	3.8%	3.0%	0.2%		-0.6%	2.1%	3.0%	0.2%		0.2%	5.2%	7.9%	1.4%		-1.8%	1.0%	3.7%	0.0%

资料来源：上海钢联，华安证券研究所

2.2 2025 年猪价步入下行周期，猪企成本下降仍是重中之重

根据统计局数据，生猪产能从 2024 年第二季度开始缓慢恢复，2024Q2-Q4 能繁

母猪存栏量环比分别上升 1.2%、0.6%、0.4%，我们预计 2025 年生猪价格将步入下行周期。2025 年 1 月，全国能繁母猪存栏量 4062 万头，月环比下降 0.39%，需继续跟踪产能变化情况。

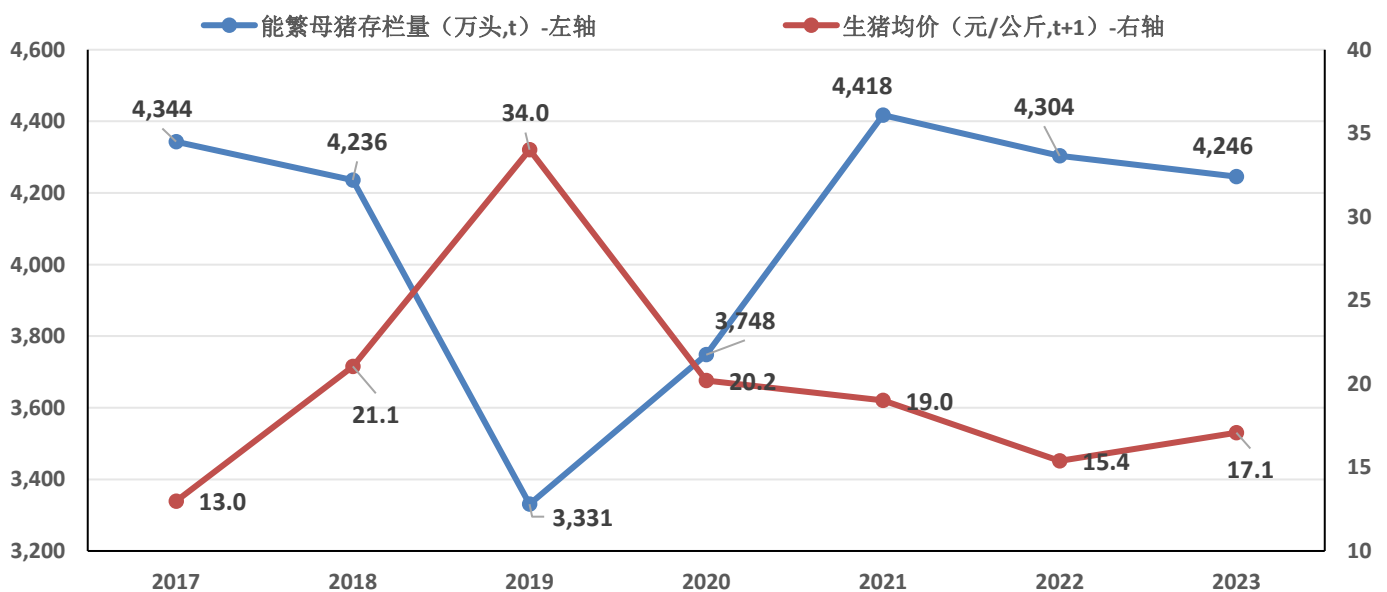
图表 25 统计局能繁母猪存栏量累计变化与猪价最高点（最低点）对照表

阶段	产能变化时间段	统计局-能繁母猪存栏量累计变化	生猪价格最高点/最低点（元/公斤）-周度均价
阶段一	2017.12-2019.9	-32.9%	38.71(2019 年 10 月 30 日)
阶段二	2019.9-2021.6	52.1%	11.54(2021 年 10 月 8 日)
阶段三	2021.6-2022.3	-8.3%	27.66(2022 年 10 月 26 日)
阶段四	2022.3-2022.12	4.9%	14.19(2023 年 7 月 12 日)
阶段五	2022.12-2024.4	-9.2%	20.92(2024 年 8 月 15 日猪价达到峰值 20.92 元/公斤)
阶段六	2024.3-	截止 2024 年 12 月末，累计增加 2.1%	

资料来源：wind，华安证券研究所

如图 26 所示，2017-2023 年，全国能繁母猪年均存栏量与 1 年后全国生猪年度均价呈现出高度负相关性，仅 2022 年例外，我们认为是 2021 年低效母猪占比过高，导致 2022 年养殖生产效率大幅提升带来的数据失真。2024 年，全国能繁母猪年均存栏量 4044 万头，同比下降 4.8%，2025 年猪价虽步入下行周期，但仍将获得支撑。

图表 26 全国能繁母猪年均存栏量与生猪年度均价对照图



资料来源：wind，涌益咨询，华安证券研究所

上市猪企生猪养殖成本处于下行通道，2025 年猪价将步入下行周期，成本控制仍是重中之重。

①牧原和温氏的成本始终处于行业第一梯队。牧原股份育肥猪完全成本从 2024 年 1-2 月 15.8 元/公斤，降至 2025 年 1 月约 13.1 元/公斤，在不考虑饲料原材料价格波动的情况下，计划 2025 年阶段性达到 12 元/公斤的成本目标；温氏股份肉猪养殖综合成本从 2024Q1 的 15.2 元/公斤，降至 2025 年 1 月 12.8-13.0 元/公斤，并初

步制定 2025 年全年平均肉猪养殖综合成本奋斗目标为 13.0 元/公斤；

②神农集团育肥猪完全成本从 2024Q1 逾 14.5 元/公斤，降至 2024Q4 的 13.7 元/公斤；天邦食品育肥猪完全成本从 2024Q1 的 16.72 元/公斤，降至 2024Q4 的 13.93 元/公斤；东瑞股份运营场线完全成本从 2024Q1 的 17.2 元/公斤，降至 2024Q4 的 15.99 元/公斤；

③天康生物育肥猪完全成本从 2024Q1 的 15.99 元/公斤，降至 2024Q3 的 14.28 元/公斤；新希望运营场线完全成本从 2024 年 1 月的 15.8 元/公斤，降至 2024Q3 的 14.5 元/公斤；大北农育肥猪完全成本从 2024Q1 的 15.1 元/公斤，降至 2024Q3 的 14.7 元/公斤；中粮家佳康育肥猪完全成本从 2024Q1 逾 17 元/公斤，降至 2024Q3 低于 15 元/公斤；巨星农牧育肥猪完全成本从 2024Q1 的 16.1 元/公斤，降至 2024Q3 的 14 元/公斤；立华股份育肥猪完全成本从 2024Q1 的 17.6 元/公斤，降至 2024Q3 的 14.6 元/公斤；金新农育肥猪完全成本从 2024Q1 的 15.68 元/公斤，降至 2024 年 9 月 14.2 元/公斤；京基智农育肥猪完全成本从 2024Q1 的 15.5 元/公斤，降至 2024 年 9 月 14.59 元/公斤。

图表 27 2024-2025 年上市猪企成本对照表，元/公斤

	成本类型	25.1	24Q4	24.12	24.11	24.10	24Q3	24.9	24.8	24.7	1H24	24Q2	24.6	24.5	24.4	24.3	24Q1
神农	完全成本		13.7			13.6	13.6	13.4	13.8	13.7	14.2	13.9	13.7		14.2		14.5+
牧原	完全成本	约 13.1				13.3	13.7		13.7	13.8			14	14.3	14.8	15.1	1-2 月 15.8
温氏	综合成本	12.8 -13	14			约 13.4	14-			13.8- 14	14.8	14.2	13.8	14.2	14.4	14.8	15.2
天康	完全成本						14.28	13.91	14.32	14.75		15.15		14.88		15.33	15.99
新希望	运营场线 出栏成本						14.5	14.2		14.5		14.6	14.7		14.7	15.3	1 月 15.8 、2 月 16
大北农	完全成本							14.7		14.6			较 5 月 略上升	14.7			约 15.1
家佳康	完全成本						15-			15+			16+			16+	17+
东瑞	运营场线 完全成本		15.99	15.6				16.4	16.6		17.07	16.96		16.8	17.4	16.7	17.2
华统	完全成本											16.2	16-				16.4
巨星	完全成本 /养殖成本						14 (完全)			12.7 (养殖)		14.06	12.88 (养殖)	13.7 (养殖)			16.1
金新农	养殖成本							14.2		15.2							15.68
京基	完全成本							14.59		14.4	14.84	14.4		14.1	14.6	15.36	15.5
立华	完全成本						14.6					14.8				16-	17.6
天邦	完全成本		13.93	13.45	14.07		14.92					15.35					16.72

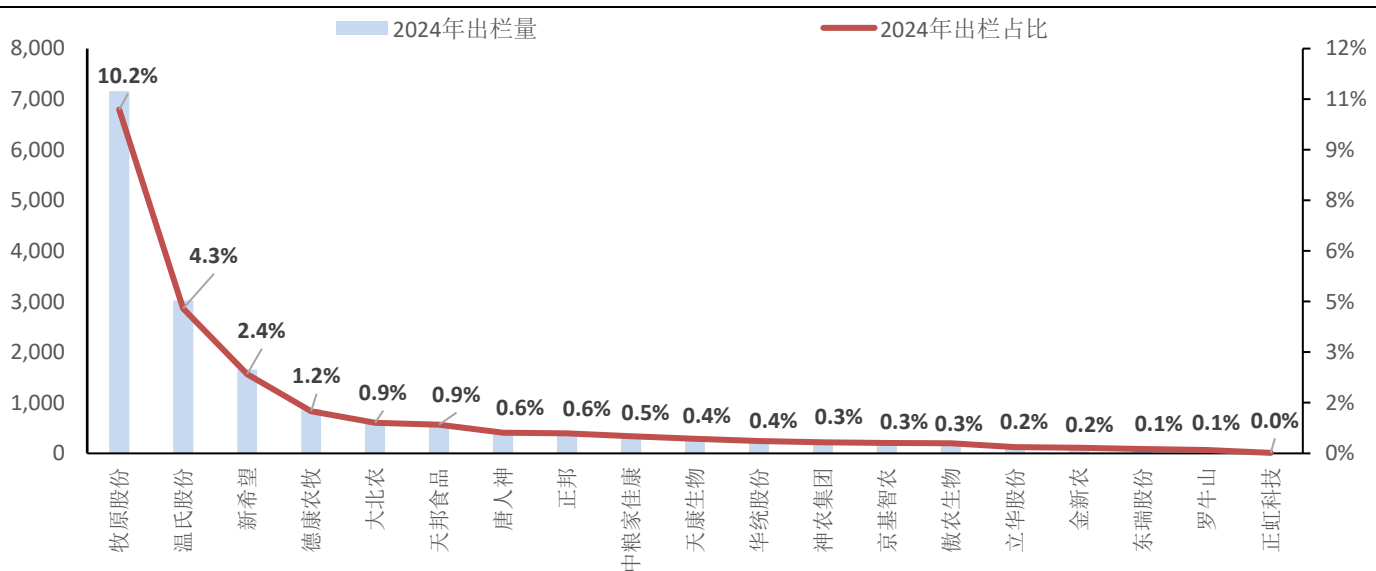
资料来源：公司公告，华安证券研究所

3 2025 年上市猪企出栏量有望保持增长态势

3.1 上市猪企集中度持续提升

2024 年，19 家上市猪企合计生猪出栏量 16,780 万头，占全国生猪出栏量 70,256 万头的比重已达到 23.9%，市占率从高到低依次为，牧原股份 10.2%、温氏股份 4.3%、新希望 2.4%、德康农牧 1.2%、大北农 0.9%、天邦食品 0.9%、唐人神 0.6%、正邦 0.6%、中粮家佳康 0.5%、天康生物 0.4%、华统股份 0.4%、神农集团 0.3%、京基智农 0.3%、傲农生物 0.3%、立华股份 0.2%、金新农 0.2%、东瑞股份 0.1%、罗牛山 0.1%、正虹科技 0.0%。

图表 28 2024 年上市猪企出栏量及市占率对照图，万头、%



资料来源：公司公告，华安证券研究所

3.2 上市猪企生猪出栏量有望保持增长态势

2025 年，上市猪企的出栏规划保持增长态势。

①牧原股份 2024 年出栏生猪 7,160 万头，2025 年计划保持一定增幅，2024 年末能繁母猪存栏量 351.2 万头，同比增长 12.2%；温氏股份 2024 年出栏育肥猪 3018 万头，2025 年计划出栏育肥猪 3300-3500 万头，2024 年末能繁母猪存栏量约 174 万头，同比增长 12.3%；新希望 2024 年出栏生猪 1652 万头，2025 年计划出栏量 1600-1700 万头，与 2024 年基本持平；

②正邦科技 2024 年出栏生猪 415 万头，随着能繁母猪存栏量的大幅提升和养殖、管理水平提高，计划 2025 年出栏量超过 700 万头；天邦股份 2024 年出栏生猪 599 万头，计划 2025 年出栏量 710 万头（育肥猪 500 万头、仔猪 210 万头）；

③随着融资恢复，以及产能释放，华统股份、巨星农牧、神农集团、京基智农等公司 2025 年生猪出栏量有望快速增长。

图表 29 上市猪企出栏规划及能繁母猪存栏对照表，万头

	出栏量（万头）					能繁母猪存栏（万头）		
	2024年	2025年1月	2025e	2026e	2027e	2023.12	2024.12	2025.12e
牧原股份	7,160		2025年销量会有一定幅度增长			312.9	351.2	
温氏股份	3,018	290	3300-3500（仅包含毛猪和鲜品，不含仔猪）			155.0	约174	180.0
新希望	1,652	150	1600-1700			82.0		
德康农牧	878	81						
大北农	640	69				21.6	26-27	
天邦食品	599	44	育肥猪500、断奶仔猪210				26.2	40.0
唐人神	434	46						
正邦科技	415	57	700+					
中粮家佳康	356	45				24.0	27-28	
天康生物	303	30				14.0		
华统股份	256	21				13.0		
巨星农牧		25	育肥猪400					
神农集团	227	23	320-350		500+	8+	12.1	每年新增5万头
京基智农	215	14	300	420	600	9.8		
傲农生物	210	12						
立华股份	130	16				6.0		
金新农	120	12	每年保持一定增速			5.5		
东瑞股份	87	9	150-160	200				
罗牛山	69	4						
正虹科技	11	1						
益生股份	3	0	15					

资料来源：上市公司公告，华安证券研究所

4 估值及投资建议

生猪产能从 2024 年第二季度开始缓慢恢复，根据统计局数据，2024Q2-Q4 能繁母猪存栏量累计增幅 2.2%，我们预计 2025 年生猪价格将步入下行周期。全国能繁母猪年均存栏量与 1 年后全国生猪年度均价呈现出高度负相关性，2024 年全国能繁母猪年均存栏量同比下降 4.8%，考虑生产效率提升的因素，2025 年猪价虽步入下行周期，但仍将获得一定支撑。猪价下行周期，成本控制将是重中之重，牧原股份和温氏股份的成本始终处于行业第一梯队，2025 年 1 月，牧原股份育肥猪完全成本约 13.1 元/公斤，温氏股份养殖综合成本 12.8-13.0 元/公斤，其他猪企生猪养殖成本均有不同幅度的下降。

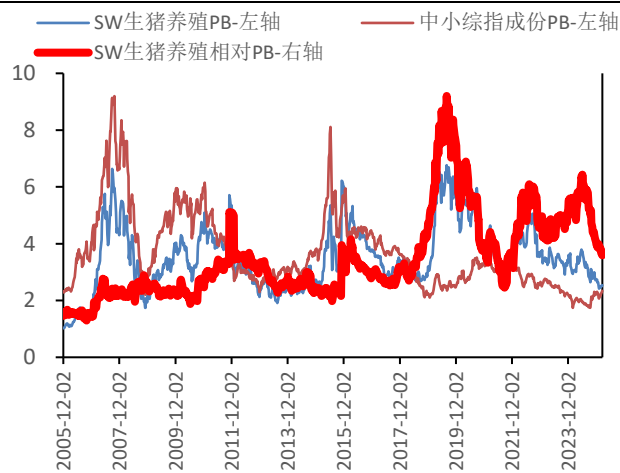
目前，生猪养殖板块相对中小综指 PB、生猪养殖板块相对沪深 300PB 均已处于历史低位。根据 2024 年生猪出栏量，牧原股份 2,817 元、温氏头均市值 2,558 元、新希望 2,747 元、天邦 1,035 元、正邦 6,415 元、巨星农牧 3,310 元、神农集团 6,119 元、京基智农 3,728 元、东瑞股份 4,346 元；根据 2025 年生猪预测出栏量，牧原股份 2,521 元、温氏头均市值 2,206 元、新希望 2,752 元、天邦 873 元、正邦 3,800 元、巨星农牧 2,400 元、神农集团 4,149 元、京基智农 2,667 元、东瑞股份 2533 元，一、二线龙头猪企估值多数处于历史低位。建议关注生猪养殖板块，重点推荐温氏股份、牧原股份。

图表 30 主要上市猪企头均市值对照表

	2024年出栏量（万头）	2025年预期出栏量（万头）	总市值（亿元）	头均市值（对应2024年出栏量）	头均市值（对应2025年出栏量）
牧原股份	7,160	8,000	2,017	2,817	2,521
温氏股份	3,018	3300-3500（不含仔猪）	1,072	2,558	2,206
新希望	1,652	1600-1700	454	2,747	2,752
天邦食品	599	710	62	1,035	873
正邦科技	415	700+	266	6,415	3,800
巨星农牧	约290	育肥猪400	96	3,310	2,400
神农集团	227	320-350	139	6,119	4,149
京基智农	215	300	80	3,728	2,667
东瑞股份	87	150-160	38	4,346	2,533

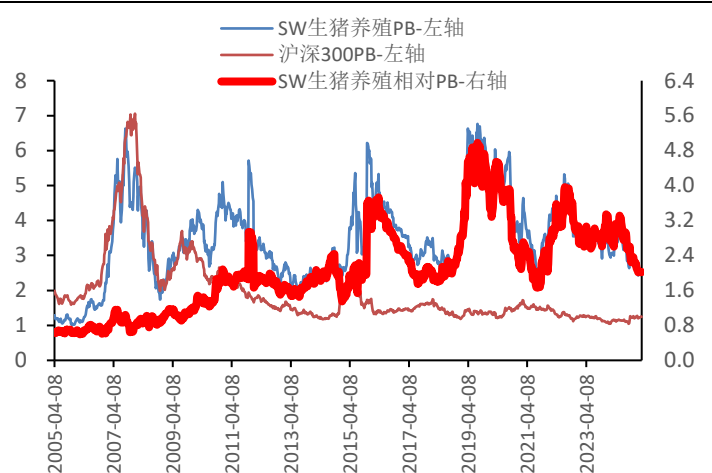
资料来源：wind，华安证券研究所（收盘价：2025 年 2 月 20 日）

图表 31 生猪养殖板块相对中小综指 PB



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 32 生猪养殖板块相对沪深 300PB



资料来源：wind，华安证券研究所

风险提示：

疫情；猪价下跌幅度超预期；生猪去产能不及预期。

分析师与研究助理简介

分析师：王莺，华安证券农业首席分析师，2012 年水晶球卖方分析师第五名，2013 年金牛奖评选农业行业入围，2018 年天眼农业最佳分析师，2019 年上半年东方财富最佳分析师第二名，农林牧渔行业 2019 年金牛奖最佳行业分析团队奖，2021 年 WIND 金牌分析师农林牧渔行业第二名，2022 年 WIND 金牌分析师农林牧渔行业第二名，2023 年 WIND 金牌分析师农林牧渔行业第五名，2024 年 WIND 金牌分析师农林牧渔行业第四名。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。