

养殖业

超级猪周期能否再现？

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

吴立 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517010002
wuli1@tfzq.com

陈潇 分析师
SAC 执业证书编号: S1110519070002
chenx@tfzq.com

黄建霖 分析师
SAC 执业证书编号: S1110524100003
huangjianlin@tfzq.com

陈炼 联系人
chenlian@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 聚源数据

相关报告

- 《养殖业-行业点评:25年1-2月祖代进口量为零,益生股份首批法国引种落地》2025-03-06
- 《养殖业-行业点评:布局预期差,重视低估值,继续重点推荐生猪养殖板块!》2025-02-18
- 《养殖业-行业点评:白鸡引种有望进一步收窄!》2022-12-07

1、复盘：近两轮周期去化幅度足够，复产进程快拖累行业盈利

复盘来看,历史上的猪周期通常3-5年演绎一轮,而自18年行业经历非瘟后,猪周期有所变形,每轮周期演绎时长均较非瘟前有所缩短。分析其核心原因,我们认为主要是:

1) 产能去化: 去化幅度决定猪价上行高度,过去两轮周期去化幅度足够。近两轮官方能繁去化幅度均约10%,且在22、24年周期上行期间,自繁自养头均盈利分别实现1228.39元/头和681.76元/头(周度),基本与非瘟前头均盈利水平持平或好于非瘟前。

2) 产能复产: 复产进度决定下行速度,过去两轮复产进程快拖累行业盈利。①猪舍: 由于过去三年因非瘟带来的行业高盈利吸引了产业内&产业外资本大量的涌入导致大量猪舍投产,使得在近两轮周期复产的过程中,即无需等待栏舍的建设(通常建设周期在1-2年),直接可投苗进行生产;②母猪: 行业生产效率的提升弥补了产能缺口,20-21年的大量种猪进口不仅大幅提升了母猪的生产效率,同时也储备了较为充足的后备母猪产能,使得后非瘟时代复产的代价较低。

2、展望：产能去化概率较大，复产难度较前两轮大幅提升

结合行业产能变化的三要素,即猪舍、母猪和流动资金,我们可以预测到非瘟后的红利或已基本结束,猪周期有望逐步回归常态,蛛网模型仍将继续演绎。

1) 产能去化: 24年虽猪价上涨带动行业盈利,但猪企盈利资金多数用于降负债,截至24Q3末,资产负债率在历史周期中仍处在较高水平,后续猪企或仍有降负债的需求;从账面现金来看,24Q3末与24Q1末并无增长,且规模猪企25年整体出栏量同比仍在增长,若行业再度进入亏损,资金承受能力或弱于22-23年;同时猪价供强需弱,行业或再度进入亏损状态,产能去化概率大。

2) 产能复产: ①猪舍: 目前行业的猪舍产能利用率已经处于合理区间,行业top20猪企产能利用率已提升至81%(截至24年年底),且考虑到疫情、行情、资金等综合影响因素,进一步提升空间较为有限。因此,若需继续扩张,新周期或需新一轮资本开支,复产面临资金&1年以上建设周期需求,客观延缓复产速度。②母猪: 优质后备母猪供应或边际减少,20-21年进口的种猪产能释放高峰已过,且随着在产种猪逐步进入高胎龄,生产效率难有持续提升,后续仍需要通过种猪进口、母猪扩繁的方式获得产能扩张,对应复产时间相比非瘟后的红利时期或被拉长。③壁垒提升: 非瘟后的行业壁垒有所提升,养殖的难度、资本开支(e.g.加装空气过滤系统)投入均较非瘟前发生较大变化,相应的复产难度有所加大。

3、投资建议:

重视生猪板块低估值、预期差! 在25年猪价持续低位&成本或难有下降甚至抬升&疫情或有所干扰情况下,后续产能去化容易程度及复产难度或再度提升,产能长期仍有望波动去化。估值目前处在相对低位,生猪板块价值凸显。从2024年头均市值看,多股估值处在历史相对底部区间,头均市值或仍有显著上涨空间。标的上,养殖龙头首推**温氏股份**、**牧原股份**、其次建议关注**新希望**;弹性标的建议关注:**华统股份**、**神农集团**、**天康生物**、**巨星农牧**、**唐人神**、**德康农牧**、**新五丰**等。

风险提示: 养殖疫病风险、价格波动风险、市场系统性风险、测算具有一定主观性、出栏量不及预期风险。

内容目录

1. 近两轮周期去化幅度足以，复产进程快拖累行业盈利	4
1.1. 历史猪周期 3-5 年为一轮周期，非瘟后猪价上行时间大幅缩窄	4
1.2. 去化幅度决定猪价上行高度，复产进度决定猪价下行速度	5
1.3. 后非瘟时代复产代价小，生产效率提升弥补产能缺口	6
1.3.1. 产能去化：资金压力历史高位，去化幅度充足	6
1.3.2. 产能复产：现成猪舍节约资金&建设时间，种猪效率提升加大杠杆	7
1.3.2.1. 大量固定资产投产，节约资本开支&建设周期	7
1.3.2.2. 20-21 年大量种猪进口，母猪产能实现量增效升	8
2. 本轮产能去化概率较大，复产难度较前两轮大幅提升	9
2.1. 产能去化：资金压力未有改善，产能去化概率大	9
2.1.1. 资产负债率仍处高位，现金储备同比改善有限	9
2.1.2. 行业或再度步入亏损，产能去化概率较大	10
2.2. 产能复产：资本开支&效率瓶颈&壁垒提升，行业复产难度大幅提升	11
2.2.1. 猪舍产能利用率提升空间有限，新周期或需新一轮资本开支	11
2.2.2. 优质种猪供应或边际减少，生产效率难有持续提升	12
2.2.2.1. 进口种猪产能释放的后备母猪高峰已过	12
2.2.2.2. 在产种猪或逐步进入高胎龄，psy 或难有持续提升	12
2.2.3. 行业壁垒提升，复产难度加大	13
2.2.3.1. 非瘟长期共存，养殖难度大幅提升	13
2.2.3.2. 防疫难度加大，固定资产大幅增加	14
3. 投资建议	16
4. 风险提示	17

图表目录

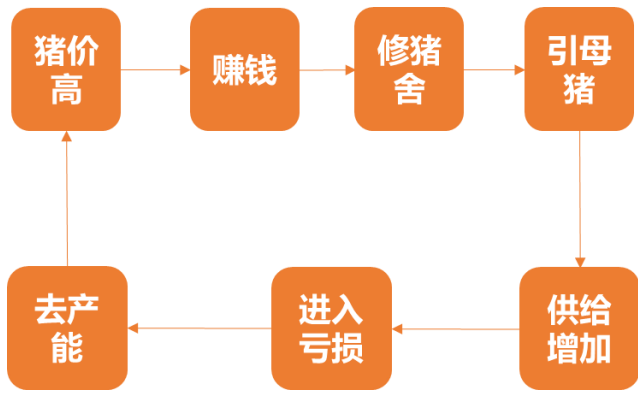
图 1：非瘟前复产顺序	4
图 2：非瘟后复产顺序	4
图 3：历史猪周期复盘	4
图 4：行业自繁自养头均盈利（元/头）	5
图 5：蛛网模型	5
图 6：行业产能变动决策图	5
图 7：不同年份生猪出栏占比（%）	5
图 8：产能去化充足，头均盈利与非瘟前无较大出入	6
图 9：近 10 年部分猪企资本开支	7
图 10：top20 集团平均产能利用率	7
图 11：进口种猪数量（头）	8
图 12：扩繁金字塔	8
图 13：二元&三元母猪比例（%）	9
图 14：行业 psy 及 msy 水平	9

图 15: 猪企平均资产负债率 (%)	10
图 16: 猪企现金储备情况	10
图 17: 小猪 (50kg 以下) 月度存栏 (头)	11
图 18: 2009-2024 年月度平均猪价 (元/kg)	11
图 19: 2007-2023 年月度仔猪均价 (元/头)	11
图 20: 仔猪价格 (元/头)	11
图 21: 曾祖代托繁时间周期	12
图 22: 后备母猪/基础母猪存栏量	12
图 23: 不同胎次对母猪繁殖性能的影响	13
图 24: 散户防疫费用非瘟前后变化情况	13
图 25: 散户人工费用非瘟前后变化情况	13
图 26: 存活率对于养殖成本影响的弹性测算	14
图 27: 33 家养猪企业空气过滤系统启用年份	15
图 28: 全国各地畜禽业水污染物排放 BOD5 限值对比图 (mg/L)	16
表 1: 资产负债率 (%)	7
表 2: 猪企短债比例	10
表 3: 募投项目投资总额及建设周期	12
表 4: 牧原股份非瘟前后项目头均栏位建设费用对比	14
表 5: 头均市值表	16

1. 近两轮周期去化幅度足以，复产进程快拖累行业盈利

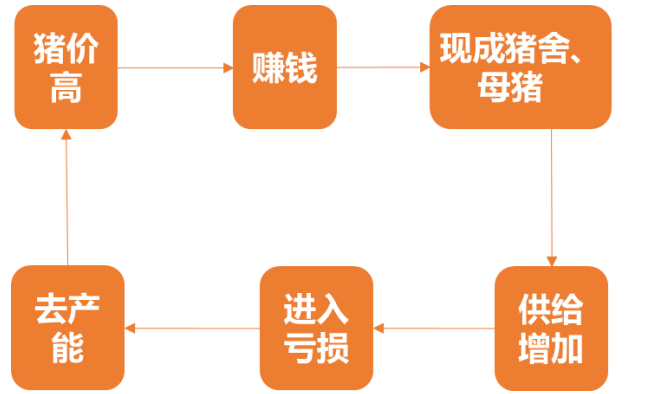
过去三年因非瘟带来行业高盈利，产业内&产业外资本大量涌入导致修建大量猪舍且逐步投产，在复产过程中闲置猪舍得以快速使用（节约了资本开支和建设周期）、后备优质母猪供应源源不断且生产效率边际提升（节约了外购母猪费用且放大了产能释放杠杆）且猪企陷入成本陷阱（提高产能利用率才能降成本），导致产能呈现去化难和恢复快的特征，猪周期呈现猪价高→赚钱→现有猪舍和后备母猪产能→产能逐步释放的特点，大大缩短了景气周期。

图 1：非瘟前复产顺序



资料来源：天风证券研究所

图 2：非瘟后复产顺序



资料来源：天风证券研究所

1.1. 历史猪周期 3-5 年为一轮周期，非瘟后猪价上行时间大幅缩窄

将猪价连续上行作为猪周期开启的信号，一轮完整的猪周期将经历猪价上行阶段、猪价下行阶段、二次探底阶段。以 2006 年-2018 年的三轮周期为例，每轮周期均存在阶段性疫病或者政策影响的扰动，导致猪价出现不同幅度的波动。从上行期来看，猪价上行时长均为 1-2 年之内，下行时长存在较大出入，时间长度在 1-2.5 年不等，二次探底时长较为接近，均在 10 个月左右。虽下行时长导致每轮猪周期时长存在差异，但整体仍在 3-5 年之内波动。而自 2018 年行业经历非瘟之后，猪周期或有所变形，呈现上行时长短、二次探底时间长特点，猪价高点持续时间短进而导致行业盈利水平大幅收窄。2022/2024 年猪价上行期分别为 5/4 个月，上行时远远低于以往周期的 1-2 年；2022/2024 年行业平均盈利 162 和 170 元/头，盈利水平远低于此前周期高点的年化盈利水平（2016/2019 年分别为 630 和 1013 元/头）。

图 3：历史猪周期复盘



资料来源：涌益咨询，wind，猪易网，天风证券研究所

图 4：行业自繁自养头均盈利（元/头）

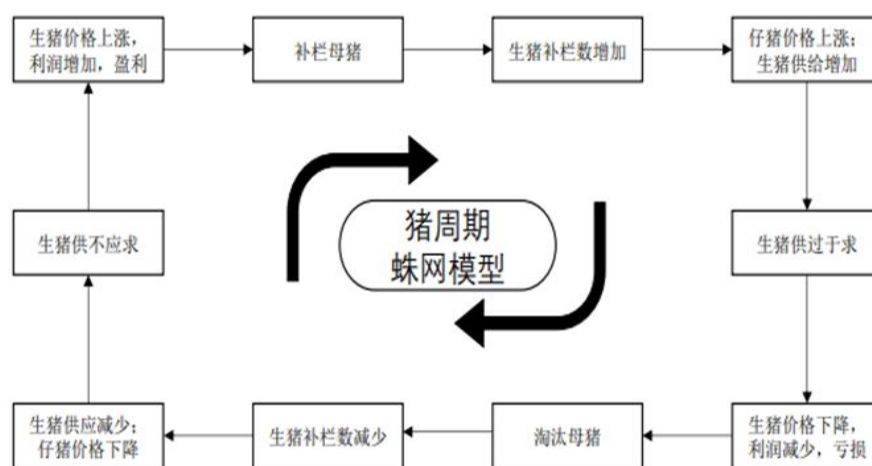


资料来源：wind，天风证券研究所

1.2. 去化幅度决定猪价上行高度，复产进度决定猪价下行速度

国内生猪养殖行业集中度仍较为分散，中小散养户由于资金情况以及对于周期的认知情况，由当期猪价高低决定产能增减，且生猪需要较长自然生长周期，若在短期内出现供求不平衡或价格大幅波动将导致行业出现波动：毛猪、肉制品价格上涨→养殖景气、高收益→带动补栏、增产→存量增加，逐渐供应充足，价格下降→供过于求，养殖亏损→补栏减少，存栏下降→供应从平稳到不足，价格回升，形成猪周期。

图 5：蛛网模型

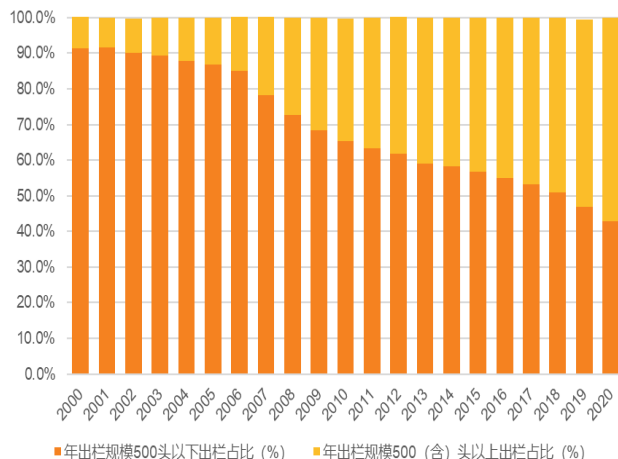
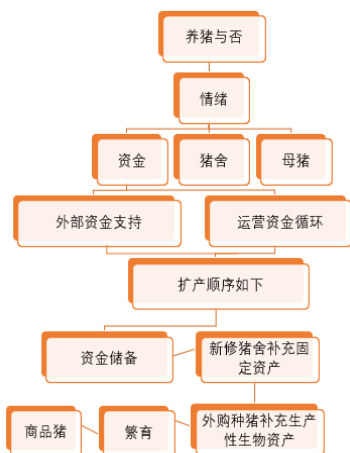
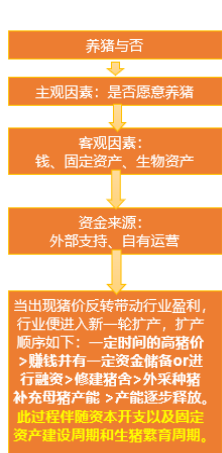


资料来源：扬翔招股说明书，天风证券研究所

因此当出现猪价反转带动行业盈利，行业规模场便进入新一轮扩产，扩产顺序如下：一定时间的高猪价→赚钱并有一定资金储备 or 进行融资→修建猪舍→外采种猪补充母猪产能→产能逐步释放。此过程伴随资本开支以及固定资产投资周期和生猪繁育周期。一般猪舍建设周期在 1 年左右，再考虑到引种所带来的时间成本，因而带动猪价上行期在 1-2 年之间。而后随着产能的逐步释放行业便进入猪价下行阶段。

图 6：行业产能变动决策图

图 7：不同年份生猪出栏占比（%）



资料来源：天风证券研究所

资料来源：涌益咨询，天风证券研究所

1.3. 后非瘟时代复产代价小，生产效率提升弥补产能缺口

行业的产能变动主要取决于三个客观因素：流动资金（用于猪场建设、引进种猪、日常饲料支出以及其他现金成本）、猪舍（固定资产投资，先行于母猪）、母猪（鉴于母猪存在自然的性能衰退周期，需持续不断地引进种猪以维持效率）。过去三年因非瘟导致大量猪舍投产，在复产过程中闲置猪舍得以快速使用（节约了资本开支和建设周期）、后备优质母猪供应源源不断且生产效率边际提升（节约了外购母猪费用且放大了产能释放杠杆）且猪企被成本悖论所绑架（提高产能利用率才能降成本），导致产能呈现去化难和恢复快的特征，猪周期呈现猪价景气期大幅缩窄的特征。

1.3.1. 产能去化：资金压力历史高位，去化幅度充足

非瘟后的两轮周期中的产能去化幅度足够。针对近两轮周期的变化，市场上有观点认为是因为产能去化不足导致猪周期的变形。然而，通过头均盈利的变化情况去观察产能变化情况，实际情况与市场认知有所出入。在 22、24 年周期上行期间，我们可以观测到其猪价涨幅和头均盈利水平并不低于非瘟前，自繁自养头均盈利分别实现了 1228.39 元/头和 681.76 元/头（周度），基本与非瘟前头均盈利水平持平或好于非瘟前；猪价上行期间的涨幅其也基本与非瘟前无异。因此，在猪价和头均盈利与非瘟前并无较大出入的情况下，其一定能验证出过往两轮周期中，产能是去化充足的，周期的变形与产能去化无关。

图 8：产能去化充足，头均盈利与非瘟前无较大出入



资料来源：wind、涌益咨询，天风证券研究所

提高产能利用率以降低折旧摊销费用。对新场来说，固定资产折旧和财务分摊在成本占比

非常重，折旧大概达到 0.4-0.5 元/斤，财务成本占比 0.25 元/斤。如果不能满产，这个成本比重会进一步加剧，以设计年出栏 24 万头猪场为例，如果没有满产，年出栏只有 20-21 万头，那么固定资产折旧和财务分摊的费用，平均到育肥成本大概增加 0.15-0.25 元/斤。因此在亏损严重&资金短缺情况下，行业不得不进行复产，带动现阶段行业资产负债率处于历史高位。

表 1：资产负债率 (%)

证券简称	24Q3	24Q2	24Q1	23Q4	23Q3	23Q2	23Q1	22Q4	22Q3	22Q2	22Q1	21Q4	21Q3	21Q2	21Q1
牧原股份	58.4	61.8	63.6	62.1	59.7	60.1	56.4	54.4	61.5	66.5	65.2	61.3	57.8	53.1	48.1
温氏股份	54.9	58.6	63.4	61.4	60.3	61.3	59.2	56.2	60.7	65.7	66.5	64.1	61.7	56.5	46.6
新希望	70.9	72.6	74.0	72.3	72.8	71.8	70.4	68.0	69.9	71.5	68.4	65.0	64.8	62.9	60.6
ST 天邦	73.8	78.4	80.7	86.7	87.0	85.8	83.1	79.6	76.4	78.7	83.7	79.9	74.5	66.2	52.8
德康农牧	--	74.1	--	79.6	--	--	--	73.8	--	--	--	73.8	--	--	--
*ST 傲农	112.3	109.2	106.8	103.7	89.4	86.7	83.1	81.6	79.2	84.3	89.9	87.2	80.0	76.4	72.0
唐人神	65.1	65.9	67.3	64.8	64.8	62.1	60.8	59.7	63.4	63.0	61.1	57.9	54.4	48.2	42.1
大北农	65.3	67.3	67.8	66.3	63.0	60.7	59.0	58.3	60.1	58.5	55.6	52.8	49.6	47.0	47.6
新五丰	74.3	76.3	76.0	75.0	70.2	69.8	75.4	71.2	66.8	66.4	63.4	58.7	66.6	57.7	54.2
天康生物	49.9	51.1	53.7	52.8	47.1	51.8	52.1	50.3	49.1	53.0	55.5	54.7	54.8	52.7	54.7
巨星农牧	60.8	62.3	62.2	59.9	56.6	55.2	54.1	48.9	52.0	53.2	49.2	44.7	42.0	39.3	39.9
华统股份	74.4	76.0	76.8	74.7	72.1	71.6	68.8	62.3	61.4	71.0	70.5	70.4	64.4	61.5	60.1
京基智农	62.3	64.1	66.5	67.8	73.8	73.4	71.6	84.8	88.8	88.9	84.0	82.7	79.2	70.6	65.0
神农集团	27.7	30.8	29.5	26.4	22.3	18.4	13.5	14.5	11.4	12.2	11.1	13.0	11.5	10.9	17.1
金新农	72.2	73.6	73.7	74.1	70.5	70.4	69.2	68.7	61.1	74.0	68.8	65.7	58.4	55.8	55.1

资料来源：wind，天风证券研究所

1.3.2. 产能复产：现成猪舍节约资金&建设时间，种猪效率提升加大杠杆

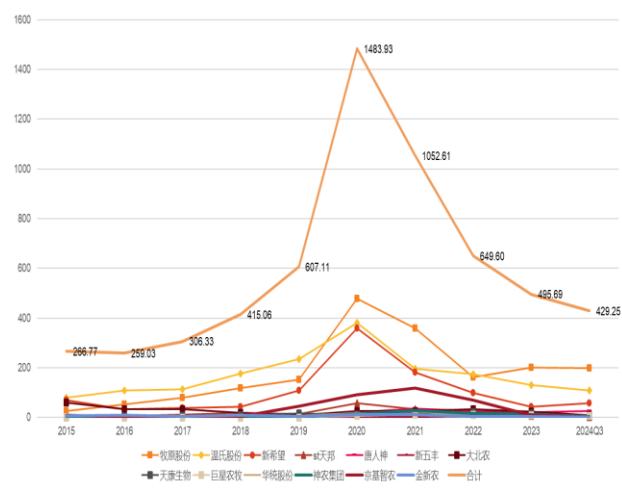
复产进度决定下行速度，过去两轮复产进程快拖累行业盈利。①猪舍：由于过去三年因非瘟带来的行业高盈利吸引了产业内&产业外资本大量的涌入导致大量猪舍投产，使得在近两轮周期复产的过程中，即无需等待栏舍的建设（通常建设周期在 1-2 年），直接可投苗进行生产；②母猪：行业生产效率的提升弥补了产能缺口，20-21 年的大量种猪进口不仅大幅提升了母猪的生产效率，同时也储备了较为充足的后备母猪产能，使得后非瘟时代复产的代价较低。

1.3.2.1. 大量固定资产投资，节约资本开支&建设周期

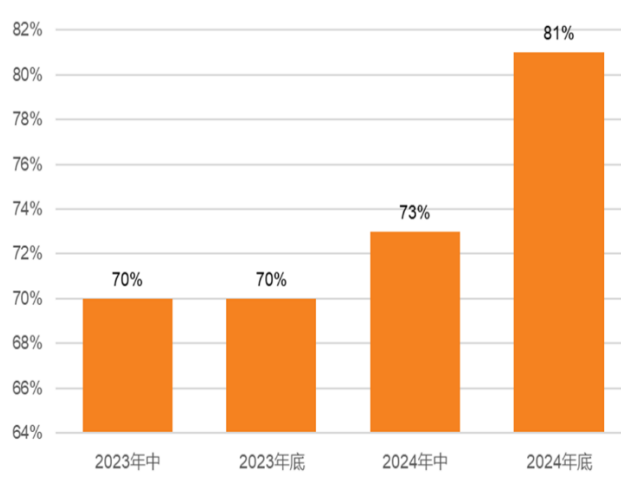
得益于 19-20 年的超级猪周期，猪企在 20-21 年大量融资进行大额资本开支（2020 年部分猪企资本开支总额接近 1500 亿元，且后续资本开支迅速减少），猪舍行业平均建设周期大概 12 个月，因此 20-21 年期间的资本开支在 21 年之后逐步兑现为猪舍产能，鉴于猪企在 21 年步入亏损后放缓扩张进度，猪舍产能严重过剩。因此过去三年并不用新增大额资本开支去修建产能，只需要逐步提高产能利用率便能实现出栏量的持续增长，节约了资本开支和猪舍修建时间。行业 top20 猪企产能利用率由 23 年中的 70%逐步提升至 2024 年底的 81%。

图 9：近 10 年部分猪企资本开支

图 10：top20 集团平均产能利用率



资料来源: wind, 天风证券研究所

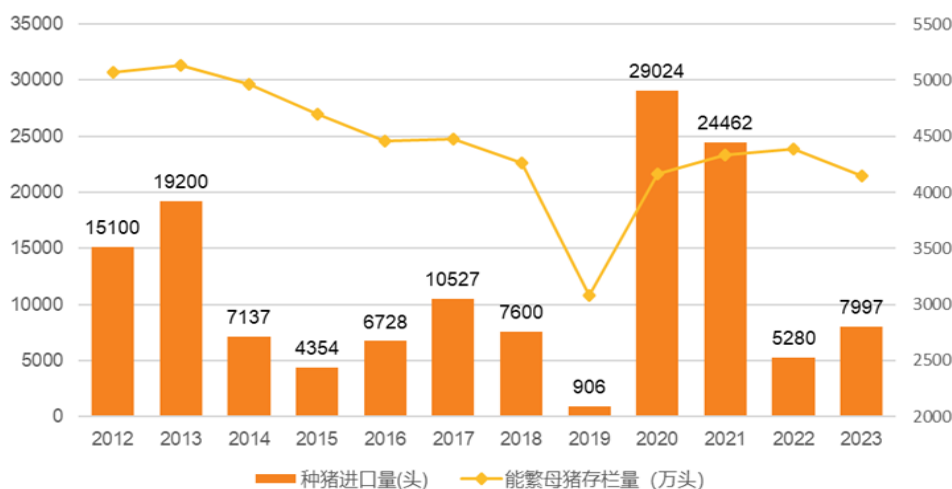


资料来源: 新猪派公众号, 天风证券研究所 (截止至 2025 年 1 月)

1.3.2.2. 20-21 年大量种猪进口，母猪产能实现量增效升

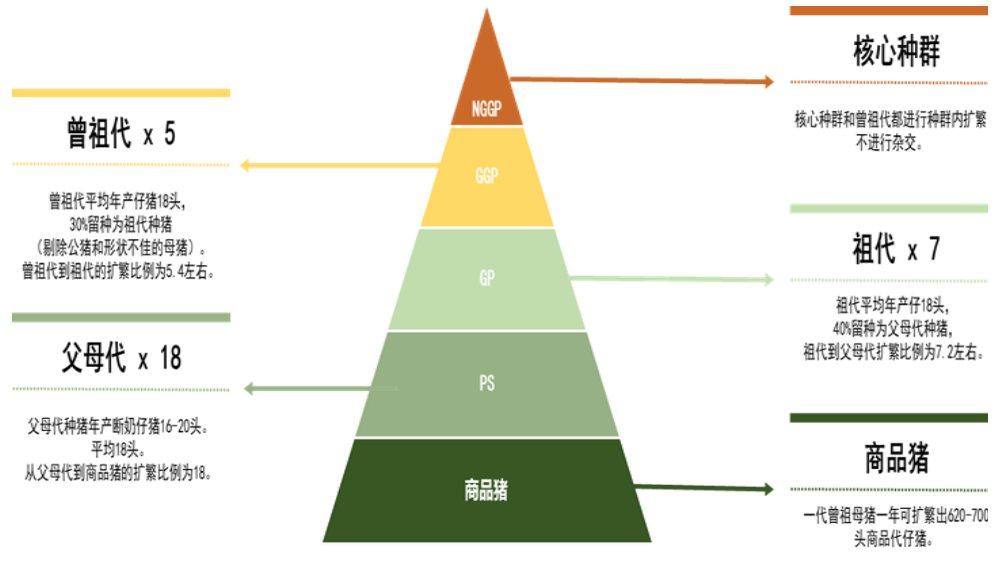
优质种猪供应充足。若以正常三元商品猪繁育流程来看，一般情况下，1 头曾祖代母猪年产 5.4 头祖代母猪，1 头祖代母猪年产 7.2 头父母代母猪，1 头父母代母猪年产 16-22 头商品代仔猪。一头曾祖代年可扩繁 620-700 头商品代仔猪。因此 2020-2021 年合计进口的 5.35 万头种猪（多为曾祖代）合计能带来约 624 万头父母代种猪（假设使用 3 年）。

图 11: 进口种猪数量(头)



资料来源: 中国农业国际合作促进会公众号, 海关总署, 天风证券研究所

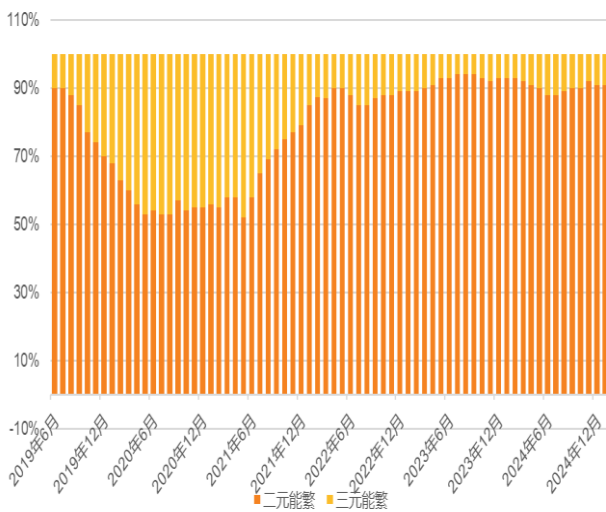
图 12: 扩繁金字塔



资料来源：新猪派公众号，天风证券研究所

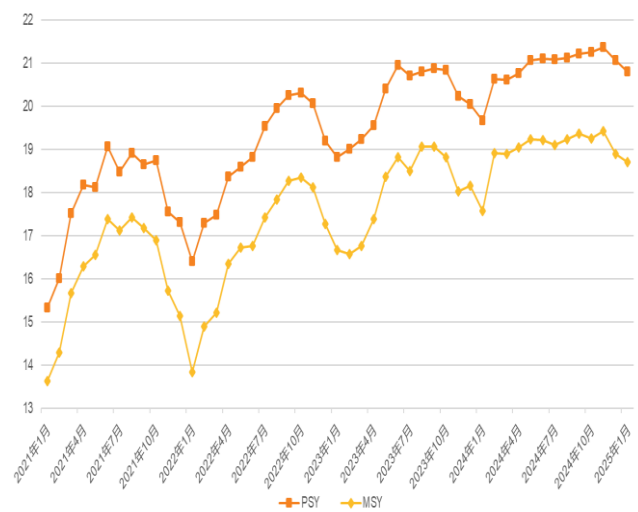
生产效率持续提升。非瘟期间国内种猪大量损失，三元母猪盛行，因此行业生产效率大幅降低，而随着进口种猪资源逐步释放，高淘高补下，优质二元种猪逐步替代低效三元种猪，行业 psy 及 msy 在近几年持续提升，根据涌益咨询数据，行业 psy 由 21 年 1 月的 15.3 提升至 2025 年 1 月的 20.8，提升幅度达到 36%。

图 13：二元&三元母猪比例 (%)



资料来源：涌益咨询，天风证券研究所

图 14：行业 psy 及 msy 水平



资料来源：涌益咨询，天风证券研究所

2. 本轮产能去化概率较大，复产难度较前两轮大幅提升

随着行业产能利用率逐步恢复至正常状态（后续有意愿扩张猪企仍需新建产能）、进口优质种猪释放高峰逐步兑现（后续种猪供应量逐步减少&生产效率边际下滑）、资金情况未有明显好转（24 年盈利所得偿还贷款，账上现金仍旧有限），猪周期或将回归至蛛网模型（猪价高→赚钱→储备一定资金→花钱修猪舍→花钱外购种猪→产能逐步释放）。

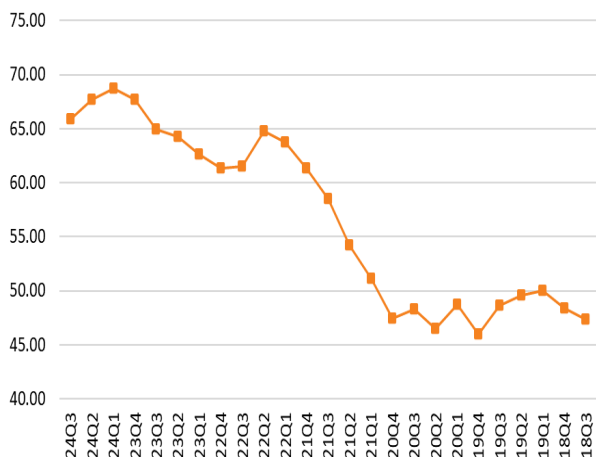
2.1. 产能去化：资金压力未有改善，产能去化概率大

2.1.1. 资产负债率仍处高位，现金储备同比改善有限

24 年猪价上涨带动行业盈利，但猪企盈利资金多数用于偿还债务，主要猪企平均资产负债率由 24Q1 的 68.72% 下降至 24Q3 的 65.87%。但从主要猪企现金储备来看，24Q3 账上现金

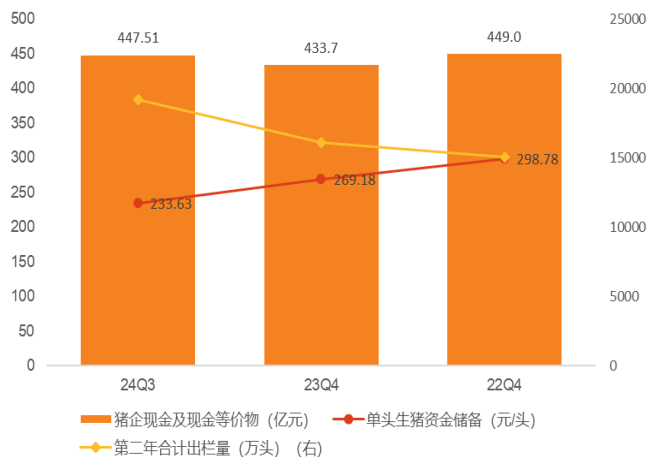
及现金等价物较 24Q1 并无增长，且因为规模猪企 25 年整体出栏量同比仍在增长，用年底账上现金除以第二年预期出栏量表示单头生猪现金储备，25 年单头生猪现金储备为 234 元/头（鉴于 24 年年末数据为披露，用 24Q3 数据替代），低于 24 和 23 年的 269 元/头和 299 元/头，因此若行业再度进入亏损，资金承受能力或弱于 22-23 年。

图 15：猪企平均资产负债率（%）



资料来源：wind，天风证券研究所（备注：此处猪企包括：牧原股份、温氏股份、新希望、st 天邦、唐人神、大北农、新五丰、天康生物、巨星农牧、华统股份、京基智农、神农集团、st 傲农、金新农）

图 16：猪企现金储备情况



资料来源：wind，天风证券研究所（备注：此处猪企包括：牧原股份、温氏股份、新希望、st 天邦、唐人神、大北农、新五丰、天康生物、巨星农牧、华统股份、京基智农、神农集团、st 傲农、金新农）

短债偿还压力仍旧较大，24Q3 猪企平均短债比例为 15%，较 2021-2022 年的 11-12% 的短债比例大幅提升，仅次于 23 年底和 18 年底的 16%。

表 2：猪企短债比例

证券简称	2024Q3	2023	2022	2021	2020	2019	2018
牧原股份	21.9%	24.0%	15.1%	12.6%	13.5%	8.0%	15.8%
温氏股份	2.9%	2.7%	1.1%	1.8%	5.0%	3.2%	3.3%
新希望	16.0%	11.2%	9.8%	11.4%	9.5%	21.2%	17.3%
ST 天邦	18.4%	15.8%	13.0%	14.0%	8.7%	27.2%	27.8%
*ST 傲农	30.4%	28.1%	21.3%	21.4%	22.3%	24.4%	28.0%
唐人神	5.4%	6.5%	6.1%	3.6%	10.9%	20.7%	11.8%
大北农	25.5%	27.8%	20.7%	18.3%	17.0%	14.0%	13.5%
新五丰	9.5%	14.7%	6.4%	13.2%	17.0%	6.1%	1.8%
天康生物	15.0%	19.8%	16.6%	23.3%	30.3%	24.3%	31.4%
巨星农牧	10.5%	14.9%	7.1%	11.9%	16.0%	17.7%	18.0%
华统股份	23.7%	22.0%	16.1%	18.5%	14.3%	23.5%	9.0%
京基智农	3.7%	3.2%	1.3%	0.4%	0.7%	0.7%	2.4%
神农集团	2.5%	5.9%	0.0%	0.6%	4.1%	5.1%	8.2%
金新农	25.6%	23.9%	18.6%	16.9%	14.8%	18.0%	30.1%
平均值	15%	16%	11%	12%	13%	15%	16%

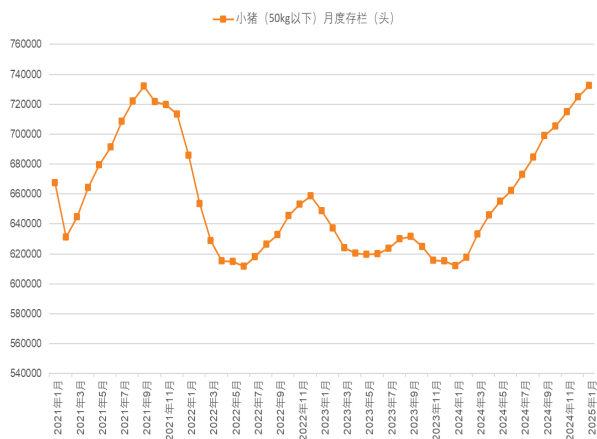
资料来源：wind，天风证券研究所

2.1.2. 行业或再度步入亏损，产能去化概率较大

生猪价格来看，根据涌益咨询数据显示，小猪（50kg 以下）月度存栏（头）处于近几年高峰，对应今年上半年供应压力较大。需求端来看，二季度为全年猪价低点。截止 2025 年 3 月 20 日，全国生猪均价为 14.65 元/kg，对应行业自繁自养头均盈利约 49 元/头。因

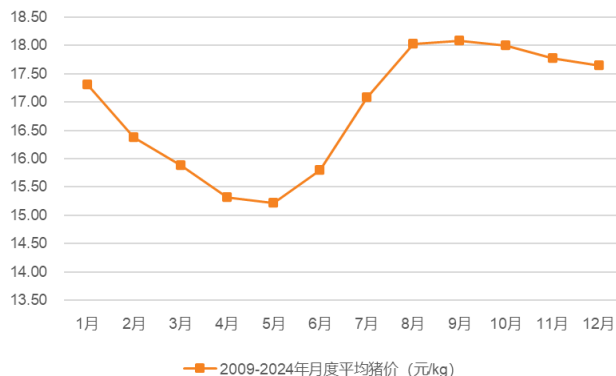
此随着后续猪价季节性回落，行业或再度进入亏损状态。

图 17：小猪（50kg 以下）月度存栏（头）



资料来源：涌益咨询，天风证券研究所

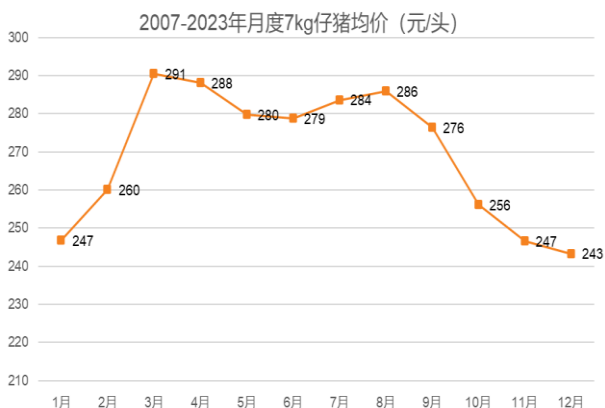
图 18：2009-2024 年月度平均猪价（元/kg）



资料来源：wind，天风证券研究所

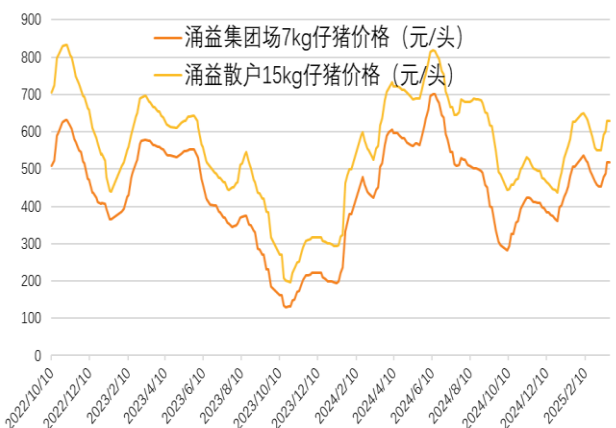
补栏意愿减少，仔猪或季节性回落。截止 2025 年 3 月 21 日，7kg 外销仔猪售价为 517 元/头，根据 2007-2023 年仔猪月度价格来看，未来几个月或将呈现趋势性回落状态，我们认为，未来几个月，外销仔猪利润或进一步缩窄甚至进入亏损状态。

图 19：2007-2023 年月度仔猪均价（元/头）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 20：仔猪价格（元/头）



资料来源：涌益咨询，天风证券研究所

2.2. 产能复产：资本开支&效率瓶颈&壁垒提升，行业复产难度大幅提升

考虑到行业资本开支&效率瓶颈&壁垒提升，行业复产难度大幅提升。①猪舍：目前行业的猪舍产能利用率已经处于合理区间，行业 top20 猪企产能利用率已提升至 81%（截至 24 年年底），且考虑到疫情、行情、资金等综合影响因素，进一步提升空间较为有限。因此，若需继续扩张，新周期或需新一轮资本开支，复产面临资金&1 年以上建设周期需求，客观延缓复产速度。②母猪：优质后备母猪供应或边际减少，20-21 年进口的种猪产能释放高峰已过，且随着在产种猪逐步进入高胎龄，生产效率难有持续提升，后续仍需要通过种猪进口、母猪扩繁的方式获得产能扩张，对应复产时间相比非瘟后的红利时期或被拉长。③壁垒提升：非瘟后的行业壁垒有所提升，养殖的难度、资本开支（e.g. 加装空气过滤系统）投入均较非瘟前发生较大变化，相应的复产难度有所加大。

2.2.1. 猪舍产能利用率提升空间有限，新周期或需新一轮资本开支

一方面因为疫情、行情、资金、水平的综合影响，许多猪场都做不到满产。考虑到疫情与养殖密度关联度较高，因此在现阶段疫情仍存情况下，行业产能利用率难以达到 100%。鉴于 24Q4 行业整体产能利用率已达到 81%，且今年随着出栏量的进一步增长，产能利用率

或再度提升，行业整体产能利用率持续向上提升空间有限。

已经闲置的产能仍存但部分已经烂尾（根据《中国经济周刊》报道仅江西省就有上百个‘烂尾’猪场项目），**主流扩产企业仍选择新建猪场**。据新猪派统计，2024 年以来集团猪企建成肉猪产能 362 万头，总投资超 90 亿元，共计 14 家猪场项目投产，1 家开工，新五丰、华统股份等也在扩张养殖规模。已经闲置的生产线如要重新回收利用，必须重新改造并且做设备运维。因为老旧或者技术落后可能需要推倒重建。改造这些老旧猪舍的成本并不低，甚至可能比自建新场更高，**因此，已建好猪场虽然性价比高（节约建设周期和资本开支），但出于生物安全防控及养殖模式考虑，主流扩张企业仍新建猪场。因此复产周期被动拉长（资金需求增加&建设周期较长）。**

表 3：募投项目投资总额及建设周期

项目名称	出栏体量	投资总额	建设周期
神农集团 红河弥勒神农畜牧有限公司五山乡年出栏 24 万头优质仔猪扩繁基地建设项目	年出栏 24 万头优质仔猪	1.5 亿元	1 年
巨星农牧 夹江巨星甘江种猪场建设项目	可存栏种猪 1.00 万头，通过紧密型“公司+农户”的模式最终实现年出栏肥猪 25.00 万头。	2.70 亿元	1 年
华统股份 绩溪华统一体化养猪场项目	预计实现年出栏商品猪 35 万头	10.26 亿元	2 年
华统股份 莲都华统核心种猪场项目	实现年出栏种猪 2.9 万头，仔猪 5 万头，商品猪 1.1 万头的生产规模	3.04 亿元	2 年

资料来源：wind，各公司公告，天风证券研究所

2.2.2. 优质种猪供应或边际减少，生产效率难有持续提升

2.2.2.1. 进口种猪产能释放的后备母猪高峰已过

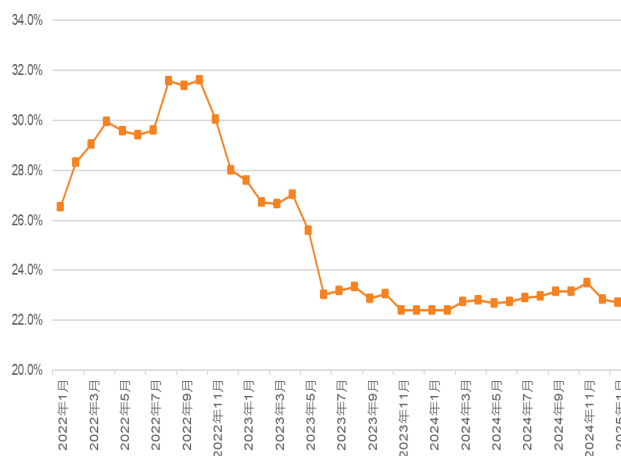
鉴于 20-21 年间进口种猪数量较多，从曾祖代开始计算到二元后备母猪时间周期约为 2 年，因此 22 年进口种猪资源便逐步释放，考虑到进口种猪一般用 2.5-3 年，因此 22-25 年便为进口种猪其数量释放的最高峰。国内后备母猪/基础母猪存栏量的比例自 22 年以来便持续回落，对应后备供应数量边际减少。

图 21：曾祖代托繁时间周期



资料来源：涌益咨询，天风证券研究所

图 22：后备母猪/基础母猪存栏量



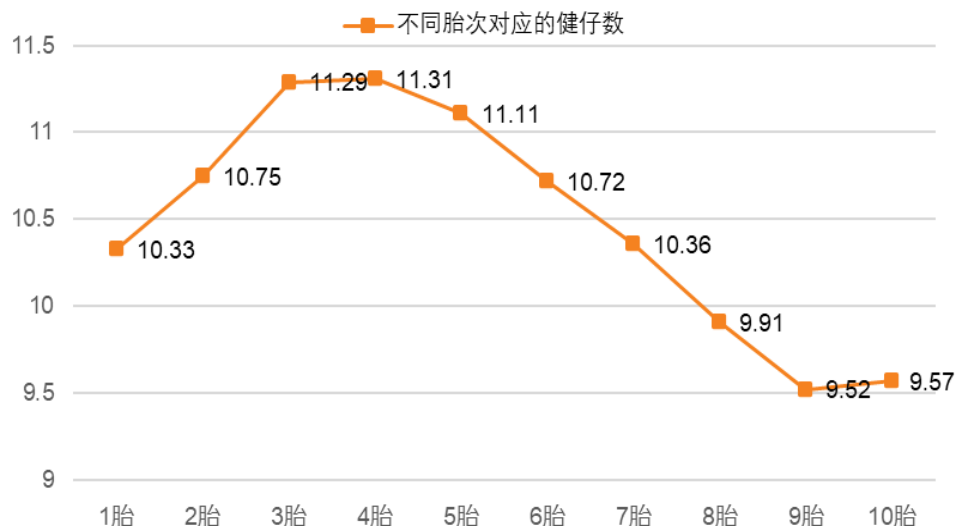
资料来源：涌益咨询，天风证券研究所

2.2.2.2. 在产种猪或逐步进入高胎龄，psy 或难有持续提升

不同胎次分娩的总仔数、活仔数、健仔数、出生窝重数呈现从第 1 胎开始逐渐上升又下降

的趋势。第3胎出生的总仔数、活仔数、健仔数最多，第4胎出生的健仔数最多，7胎及以上胎次4个性状显著低于其他胎次。随着种猪胎龄的提升，行业生产效率高峰逐步兑现，后续种猪性能或呈现边际下降状态。鉴于2020-2021年进口的种猪产能在22-23年大量释放，且1年后逐步进入最高产状态，即对应23-24年。而随着胎龄的逐步增长，繁殖性能或呈现边际下降趋势。因此在排除管理及疫情方面干扰的情况下，行业生产效率或随着胎龄的进一步增长而难有提升。

图 23：不同胎次对母猪繁殖性能的影响



资料来源：季节、胎次等影响母猪繁殖性能的因素分析_刘军宝，天风证券研究所

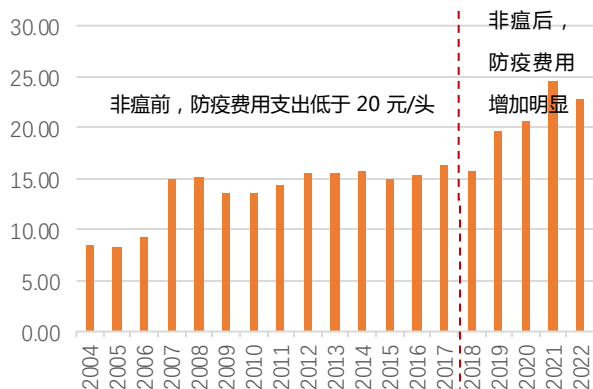
2.2.3. 行业壁垒提升，复产难度加大

2.2.3.1. 非瘟长期共存，养殖难度大幅提升

进入后非瘟时代后，养猪的难度、开支相较于非瘟前均发生大幅变化。

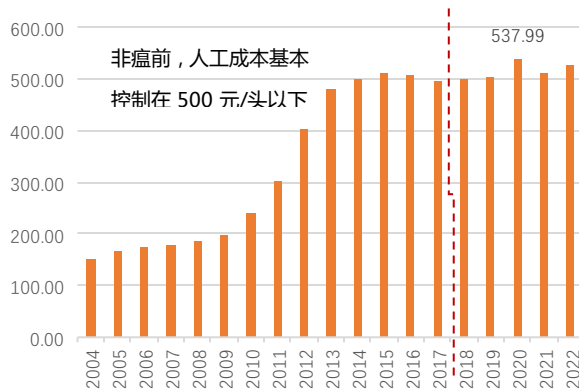
首先是难度上，由于当前的非瘟尚未有特效药防治，因此当前防非更多依赖于“物理防控”，这就导致养猪人员的工作强度有所增加。通过全国农产品成本收益资料汇编数据来看，非瘟后养殖户在防疫费和人工费用上的投入均较前有所增加，其中在防疫费用支出上，在非瘟前，散户的头均防疫费用从未超过20元/头，然而非瘟后，其散户的防疫费用从未低于20元/头。另外，在人工成本上，虽然过去数年中人工费用一直在涨，但其人工成本基本控制在500元/头以下，但在非瘟后，随着养殖难度的增加，散户的要求回报率有所增加，人工成本基本很难低于500元/头。因此，无论是防疫费用的支出变化还是人工成本上的变化，我们认为均可间接说明非瘟后养猪的难度是有所提升。

图 24：散户防疫费用非瘟前后变化情况



资料来源：全国农产品成本收益资料汇编，天风证券研究所

图 25：散户人工费用非瘟前后变化情况



资料来源：全国农产品成本收益资料汇编，天风证券研究所

不仅如此，由于受到非瘟扰动影响，其养猪的存活率等指标也会受到影响，从而导致生产成本的增加。在假设其他条件都不变的理想情况下，通过我们测算，仅育肥存活率 2% 的上下波动将会影响约 0.3 元/kg 左右的成本变动。而实际上，由于非瘟疫情的扰动，不仅仅是育肥阶段的存活率会发生变化，同时仔猪阶段的存活率、料肉比等多项指标也会随之变动，所以非瘟疫情的影响导致的实际成本变动是远大于我们的测算结果。因此，养殖难度的增加也推动了散户要求获得更多的风险补偿收益。

图 26：存活率对于养殖成本影响的弹性测算

断奶仔猪成本/存活率	86%	88%	90%	92%
300	13.47	13.16	12.87	12.59
350	13.96	13.64	13.33	13.04
400	14.44	14.11	13.80	13.50
450	14.92	14.58	14.26	13.95

资料来源：涌益咨询，天风证券研究所（备注：此处弹性测算过程中，假设以下数据保持不变：①体重 120kg；②料肉比 2.6；③饲料费用 3.2 元/kg；④育肥环节的头均费用 150 元）

2.2.3.2. 防疫难度加大，固定资产大幅增加

一方面在栏舍建设成本上非瘟后由于“物理防非”的需求，致使在头均栏位的建设费用上是要高出非瘟前有所增加；另一方面，非瘟后许多猪场引入空气过滤系统等设备，也进一步抬升了猪场的固定资产投资。为了防止不同养殖公司在建设费用上有不同的议价能力，我们选取同一家公司非瘟前后的头均栏位费用进行对比。例如，牧原股份，在非瘟前，头均栏位费的建设成本大约在 1000 元/头左右，但非瘟后，头均栏位建设费用提升至约 1300 元/头，头均建设成本高出约 30%。而对于散户来说，因为在产能建设上不具备集团场的规模优势和资金优势，因此线性外推可预测出散户的头均栏位建设费用更高。

表 4：牧原股份非瘟前后项目头均栏位建设费用对比

非瘟前项目	募投资项目投资总额（万元）	对应产能（万头）	平均头均建设费用（元/头）
通许牧原第一期	53,954	52	1037.57
商水牧原第一期	42,601	45	946.69
西华牧原第一期	28,034	27.5	1019.41
太康牧原第一期	18,487	25	739.47
闻喜牧原第一期	16,515	20	825.76
扶沟牧原第一期	19,090	20	954.50
正阳牧原第一期	18,893	18	1049.63
合计	197,574	208	952.16
非瘟后项目	募投资项目投资总额（万元）	对应产能（万头）	平均头均建设费用（元/头）
固镇生猪养殖建设项目	18,600	15	1239.97
右江生猪养殖建设项目	26,439	18	1468.85
大安生猪养殖建设项目	25,040	20	1252.00
双辽生猪养殖建设项目	80,741	65	1242.17
内乡综合体生猪养殖建设项目	300,000	210	1428.57
代县生猪养殖建设项目	12,193	10	1219.30
洪洞生猪养殖建设项目	18,880	15	1258.69
万荣生猪养殖建设项目	44,860	37	1212.42
新绛生猪养殖建设项目	23,939	20	1196.94

内黄生猪养殖建设项目	78,245	65	1203.77
清丰生猪养殖建设项目	22,953	18.75	1224.15
柘城生猪养殖建设项目	18,033	14.5	1243.68
西平生猪养殖建设项目	13,549	11	1231.76
海州生猪养殖建设项目	29,476	20	1473.78
射阳生猪养殖建设项目	23,371	20	1168.57
金湖生猪养殖建设项目	7,424	6	1237.32
汝州生猪养殖建设项目	9,734	8	1216.77
乐安生猪养殖建设项目	14,970	10	1496.99
康平生猪养殖建设项目	44,760	36	1243.34
洪泽生猪养殖建设项目	28,685	20	1434.26
即墨生猪养殖建设项目	9,677	8	1209.69
科右中旗生猪养殖建设项目	14,204	12	1183.67
睢宁生猪养殖建设项目	21,182	18	1176.76
合计	886,956	677	1309.64

资料来源：牧原股份 2016 年度非公开发行股票预案(第四次修订稿)、公开发行可转换公司债券预案(第二次修订稿)，天风证券研究所

此外，相比于非瘟前，非瘟后许多额外设备的投入也增加了固定资产的开支，例如很多猪场加装了空气过滤系统，其次是污染物排放标准趋严带来的额外支出。首先是空气过滤系统，据新猪派调研，TOP52 猪企中有 33 家已经装配空滤系统，数量占比达 63%；从时间节点来看，33 家装配空配空滤系统的养猪企业中，有 27 家是在非瘟爆发后的 2019 年开始使用空滤系统，其中 2023 年达到 8 家企业之多，占 33 家的比重接近五分之一。而对于散户来说，虽然空气过滤系统覆盖率可能不如规模场大，但考虑到防非的必要性，特别是散户聚集较多的北方区域，仍有许多散户群体在猪场加装了空气过滤系统。对于这类散户群体来说，即使使用投资最低的季节性空气过滤系统，折算到每头母猪其投资额在 150-300 元左右，折算到育肥上单头存栏投资金额也在 20-40 元。

图 27：33 家养猪企业空气过滤系统启用年份



资料来源：新猪派公众号，天风证券研究所

其次是后非瘟时代，中国养猪格局剧变，各地推动畜牧养殖环保标准严格化已成为常态，粪污治理将直接关系到猪场存续。据新猪派调研，四川、福建等五地已在拟定新标中，新标之下，是更为苛刻的污水排放标准。其中，江苏 2021 年新标草案，BOD5 限值为 20mg/L，仅为原来的 2/15，这也意味着要投入更高的环保治理成本，特别对于散户来说，如果需要满足新标准，其在猪场的改造上可能需要有更大的支出(主要由于前期在猪场建设的时候，

散户通常遵循标准下限，反观规模场由于体量较大，对环保设施建设投入要更大一些)。

图 28：全国各地畜禽业水污染物排放 BOD5 限值对比图 (mg/L)



资料来源：新猪派公众号，天风证券研究所

总结来说，无论是在防非当中的人员费用投入的增加还是防非当中固定资产投入的增加，其都导致了行业壁垒的客观提升，复产难度较非瘟前大幅增加。

3. 投资建议

重视生猪板块低估值、预期差！在 25 年猪价持续低位&成本或难有下降甚至抬升&疫情或有所干扰情况下，后续产能去化容易程度及复产难度或再度提升，产能长期仍有望波动去化。估值目前处在相对低位，生猪板块价值凸显。从 2025 年头均市值看，多股估值处在历史相对底部区间，头均市值或仍有显著上涨空间。标的上，养殖龙头首推温氏股份、牧原股份、其次建议关注新希望；弹性标的建议关注：华统股份、神农集团、天康生物、巨星农牧、唐人神、德康农牧、新五丰等。

表 5：头均市值表

公司	出栏情况 (万头)		资金情况		估值情况		
	2024A	同比增速	2025E	同比增速	24Q3 资产负债率	25E 头均市值 (元/头)	历史头均市值区间
牧原股份	7,160	12%	8500	19%	58%	2,481	2300-12000
温氏股份	3,018	15%	3500	16%	55%	1,737	1600-9000
新希望	1,652	-7%	1800	9%	71%	1,262	900-11000
德康农牧	878	24%	1100	25%	74%	885	—
ST 天邦	599	-16%	710	18%	112%	973	700-7000
唐人神	434	17%	525	21%	65%	976	700-8000
新五丰	425	33%	500	18%	65%	1,282	700-9000
大北农	352	6%	380	8%	74%	1,151	—
天康生物	303	7%	370	22%	50%	1,240	750-9000
巨星农牧	275	3%	400	46%	61%	1,816	1300-9000
华统股份	242	5%	340	41%	74%	1,169	1000-12000

神农集团	227	49%	330	45%	62%	4,294	3700-22000
京基智农	215	16%	300	40%	28%	2,240	2000-14000
金新农	120	14%	150	25%	72%	1,389	1300-11000

资料来源：wind，天风证券研究所（备注：数据截止至 2025 年 3 月 25 日）

4. 风险提示

- 1、养殖疫病风险。非洲猪瘟疫情使得生猪养殖产业受到极大影响，产业结构以及猪价都随之变化。养殖企业在疫病方面的防疫能力构成其发展壮大的基础。
- 2、价格波动风险。猪价、农产品价格的波动都会对农业企业的经营产生较大影响。
- 3、市场系统性风险。若股票市场整体出现较大波动，也会对农业板块投资产生影响。
- 4、测算具有一定的主观性。测算结果可能受到测算者经验、判断、假设条件及所用数据准确性等多种因素的影响，务必充分考虑其局限性，并结合实际情况进行综合分析和判断。
- 5、出栏量不及预期风险。若因疫情变化、国家政策变化或价格变动等因素的影响，导致养殖企业扩张节奏发生变化，从而养殖企业未来的生猪出栏量不达预期。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com