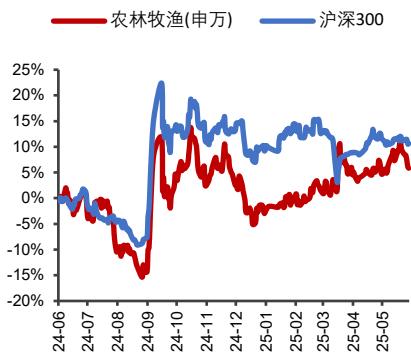


## 生猪政策预计严格落实，25-26年猪价有望超预期

### 行业评级：增持

报告日期：2025-6-23

### 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十二：猪价步入下行周期，成本下降仍是重中之重  
20250221
2. 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
3. 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

### 主要观点：

#### ● 产能恢复明显偏慢，猪价处于下行周期

从统计局数据看，2024年2季末、3季末、4季末、2025年1季末，能繁母猪存栏量分别为4038万头、4062万头、4078万头、4039万头，环比分别小幅提升1.2%、0.6%、0.4%、-1.0%，累计增幅1.2%，本轮补栏积极性持续偏弱。2025年4月，农业部能繁母猪存栏量环比不变。2025年生猪价格步入下行周期，2025年第23周，全国生猪均价14.78元/公斤，同比下降16.7%，较年初下降10.8%。

#### ● 2025年生猪均重明显偏高，二次育肥已成行业常态

2025年生猪均重明显偏高。涌益咨询(6.13-6.19)：全国出栏生猪均重128.28公斤，周环比下降0.54公斤，处于2022年以来最高水平，较2022-2024年同期分别高2.87、7.01公斤、2.29公斤。从公布均重的上市猪企数据看，2025年生猪出栏均重整体上升。二次育肥已成为生猪养殖行业常规操作。2023年6-12月，二育销量占实际生猪销量比重在0.68%-9.61%之间波动；2024年，二育销量占实际销量比重在0.2%-7.26%之间波动。2025年4月11日-20日，二育销量占实际销量比重达到阶段性高点9.73%。

#### ● 发改委政策具持续性，2025-2026年猪价有望超预期

发改委要求大型集团猪企停止增加能繁母猪存栏、出栏体重控制在120kg、不鼓励销售二育猪。我们判断，由于生猪价格正处于下行周期，且能繁母猪存栏量减少传导至商品猪需要10-12个月时间，发改委在2026年上半年之前基本不会修正生猪政策。①大型集团猪企产能受限，全国能繁母猪存栏量有望步入下行通道。2024Q4，牧原、温氏合计增加能繁母猪存栏25.6万头，全国仅新增16万头；2025Q1，温氏新增能繁母猪存栏11万头，而全国下降39万头。随着大型集团猪企产能扩张受限，全国能繁母猪存栏量有望步入下行通道，大型集团企业也将更多聚焦于种群优化、提升PSY等生产效率指标；②体重有望步入下降通道；③预计二次育肥销售将减少。

随着政策的严格持续落实，我们预计生猪均重和二育体量均会逐步下行，猪价短期承压，随着生猪均重回归正常，二育体量降至低位，生猪价格逐步企稳回升。由于大型集团企业扩张受控，行业能繁母猪存栏量有望呈现下降趋势，2026生猪出栏量或同比下降，再考虑到生猪均重或低于2025年，2026年生猪价格、盈利水平有望超过2025年。

#### ● 上市猪企基本面持续改善

2025年，上市猪企的出栏规划整体保持增长态势。2025年1-5月，20家上市猪企出栏量8699万头，同比增长31%。

2025年，上市猪企养殖成本继续下行。牧原、温氏、神农的成本处于行业第一梯队。牧原育肥猪完全成本从2025年1月13.1元/公斤，降至5月12.2元/公斤；温氏肉猪养殖综合成本从2025年1月12.8-13.0元/公斤，降至4月12.0元/公斤；神农集团的育肥猪完全成本从

2025年1月13.0元/公斤降至4月12.3元/公斤。

#### ● 估值及投资建议

2025年猪价步入下行通道，但由于产能增幅小，2025年生猪养殖行业有望获得正常盈利。随着发改委政策的落实，2026年生猪价格有望超预期，成本控制优秀的公司有望获得超额收益。

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2025年生猪预测出栏量，牧原股份头均市值2,539元、温氏头均市值2,374元、新希望2,558元、天邦901元、正邦3,571元、巨星农牧2,650元、神农集团5,075元、京基智农2,767元、东瑞股份2,600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；生猪去产能不及预期；猪价下跌超预期。

## 正文目录

1 产能恢复明显偏慢，猪价处于下行周期 .....	5
1.1 本轮周期产能恢复明显偏慢 .....	5
1.2 2025 年猪价处于下行周期 .....	6
2 2025 年生猪均重明显偏高，二育已成行业常态 .....	7
2.1 2025 年生猪均重明显偏高 .....	7
2.2 二次育肥已成行业常态 .....	8
3 发改委政策具持续性，猪价有望超预期 .....	9
3.1 预计发改委政策具持续性 .....	9
3.2 2025-2026 年猪价有望超预期 .....	10
4 上市猪企基本面持续改善 .....	11
4.1 2025 年上市猪企出栏规划稳步增长 .....	11
4.2 2025 年 1-5 月，上市猪企出栏量同比增长 31% .....	12
4.3 上市猪企成本处下行通道 .....	14
5 估值及投资建议 .....	15
风险提示： .....	16

# 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 5 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 5 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 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	6
图表 7 2025 年生猪价格走势图, 元/公斤	7
图表 8 2022-2025 年生猪价格月度对照图, 元/公斤	7
图表 9 2020-2025 年生猪出栏均重对照图, 公斤	7
图表 10 150 公斤以上生猪出栏占比对照图	7
图表 11 大北农控股公司生猪出栏均重走势图, 公斤	8
图表 12 大北农参股公司生猪出栏均重走势图, 公斤	8
图表 13 正邦科技生猪出栏均重走势图, 公斤	8
图表 14 立华股份生猪出栏均重走势图, 公斤	8
图表 15 二育销量占实际销量比重走势图	9
图表 16 正邦科技生猪出栏均重走势图, 公斤	9
图表 17 立华股份生猪出栏均重走势图, 公斤	9
图表 18 主要上市猪企能繁母猪、后备母猪存栏量对照图, 万头	10
图表 19 上市猪企出栏规划及能繁母猪存栏对照表, 万头	11
图表 20 主要上市猪企月度销量及同比增速, 万头	13
图表 21 主要上市猪企累计出栏量及同比增速, 万头	14
图表 22 2024-2025 年上市猪企成本对照表, 元/公斤	15
图表 23 主要上市猪企头均市值对照表	15
图表 24 生猪养殖板块相对中小综指 PB	16
图表 25 生猪养殖板块相对沪深 300PB	16

# 1 产能恢复明显偏慢，猪价处于下行周期

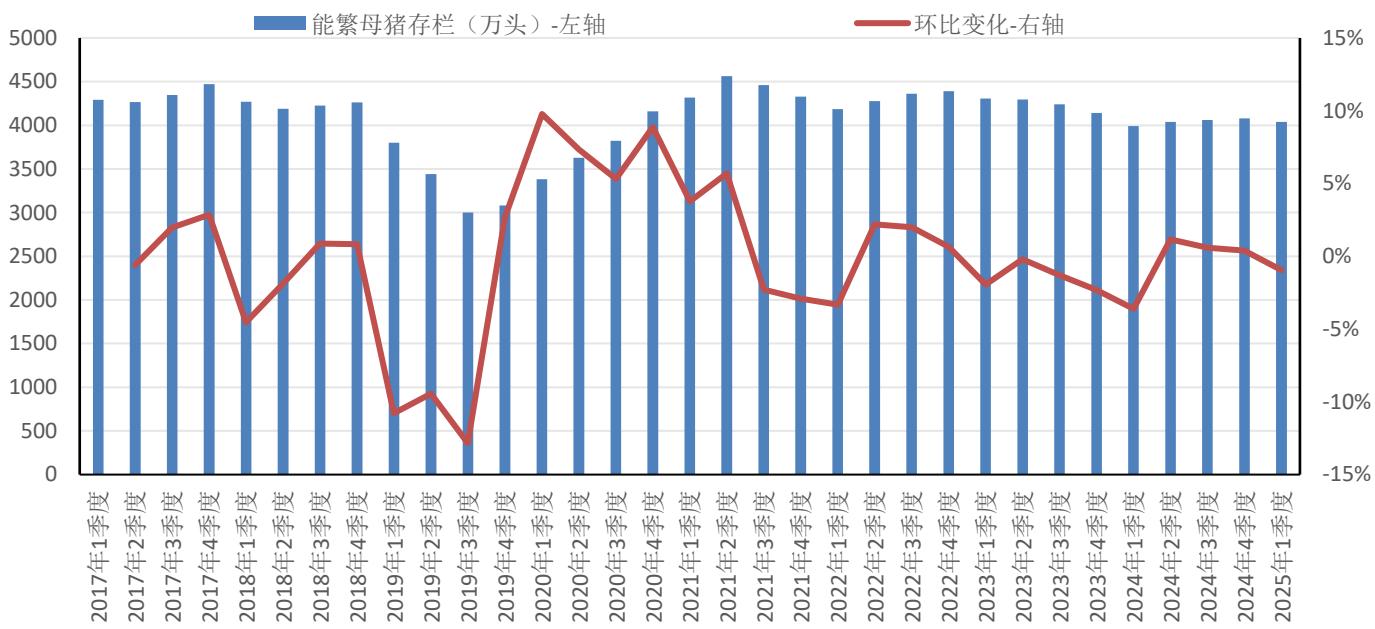
## 1.1 本轮周期产能恢复明显偏慢

从统计局数据看，2024年2季末、3季末、4季末、2025年1季末，能繁母猪存栏量分别为4038万头、4062万头、4078万头、4039万头，环比分别小幅提升1.2%、0.6%、0.4%、-1.0%，累计增幅1.2%，本轮补栏积极性持续偏弱。2025年4月，农业部能繁母猪存栏量环比不变。

从行业数据看，2024年2月-2025年5月，涌益咨询能繁母猪存栏量累计增幅11.79%；2024年3月-2025年5月，上海钢联能繁母猪存栏量累计增幅5.9%。

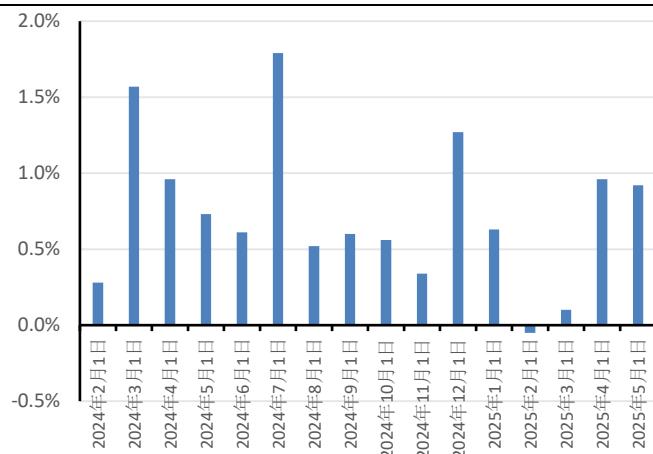
对照2022年产能恢复期，2022年5-10月涌益咨询能繁母猪存栏量环比分别上升1.23%、0.71%、1.79%、1.63%、1.39%、1.73%，累计增幅8.48%；2022年5-12月，上海钢联能繁母猪存栏量环比分别上升1.86%、1.99%、1.19%、1.73%、1.27%、2.87%、1.17%、0.64%，累计增幅12.72%。综合看，2024年以来，生猪产能恢复速度明显弱于2022年。

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、%



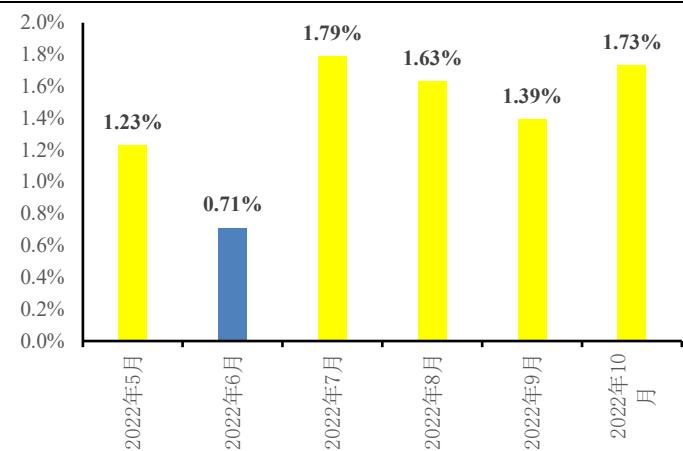
资料来源：涌益咨询，华安证券研究所

图表 2 24 年 2 月-25 年 5 月涌益能繁母猪存栏环比变化



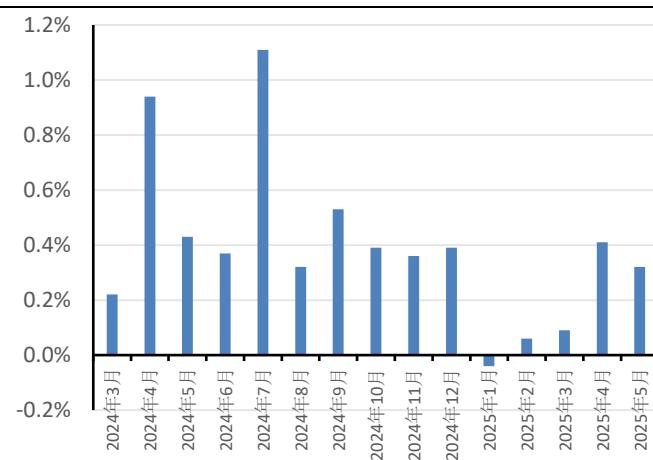
资料来源：涌益咨询，华安证券研究所

图表 3 2022 年 5-10 月涌益咨询能繁母猪存栏环比变化



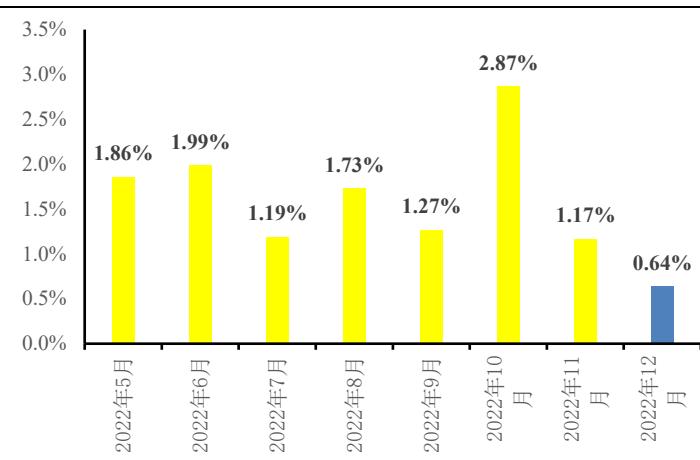
资料来源：涌益咨询，华安证券研究所

图表 4 24 年 3 月-25 年 5 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

## 1.2 2025 年猪价处于下行周期

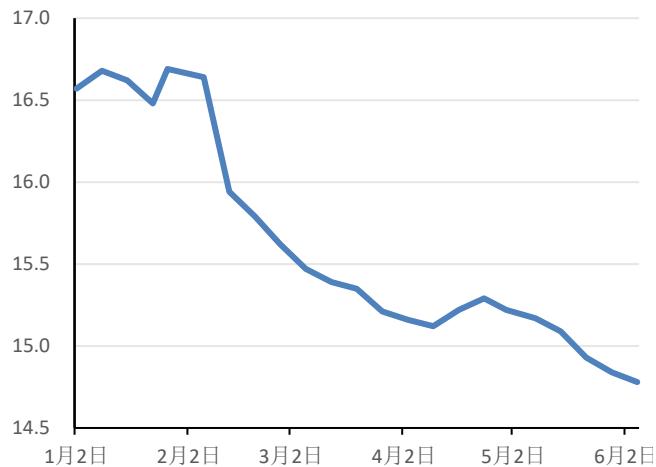
根据统计局数据，生猪产能从 2024 年第二季度开始缓慢恢复，2024Q2-Q4 能繁母猪存栏量环比分别上升 1.2%、0.6%、0.4%，2025 年生猪价格步入下行周期。2025 年第 23 周，全国生猪均价 14.78 元/公斤，同比下降 16.7%，较年初下降 10.8%。

图表 6 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	2024.4-	1.2%	

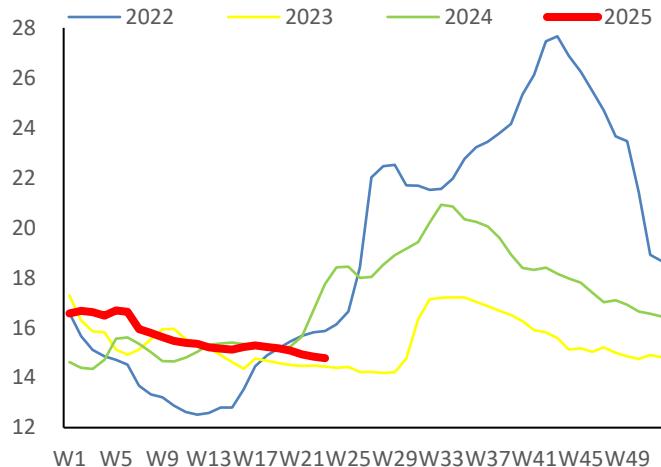
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 7 2025 年生猪价格走势图, 元/公斤



资料来源: 猪易通, 华安证券研究所

图表 8 2022-2025 年生猪价格月度对照图, 元/公斤



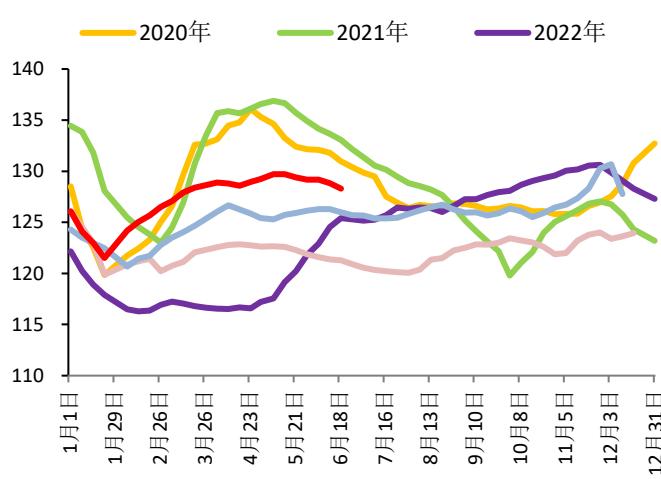
资料来源: Wind, 华安证券研究所

## 2 2025 年生猪均重明显偏高, 二育已成行业常态

### 2.1 2025 年生猪均重明显偏高

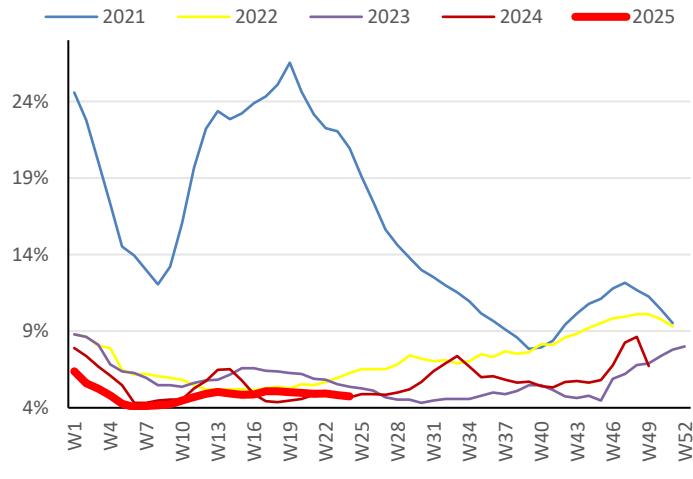
涌益咨询(6.13-6.19): 全国出栏生猪均重 128.28 公斤, 周环比下降 0.54 公斤, 处于 2022 年以来最高水平, 较 2022-2024 年同期分别高 2.87、7.01 公斤、2.29 公斤; 150kg 以上生猪出栏占比 4.74%, 周环比下降 0.08 个百分点, 处于 2022 年以来最低水平。由此可见, 2025 年生猪出栏均重普遍提升, 但超大体重猪占比下降。

图表 9 2020-2025 年生猪出栏均重对照图, 公斤



资料来源: 涌益咨询, 华安证券研究所

图表 10 150 公斤以上生猪出栏占比对照图



资料来源: 涌益咨询, 华安证券研究所

从公布均重的上市猪企数据看, 2025 年生猪出栏均重整体上升。

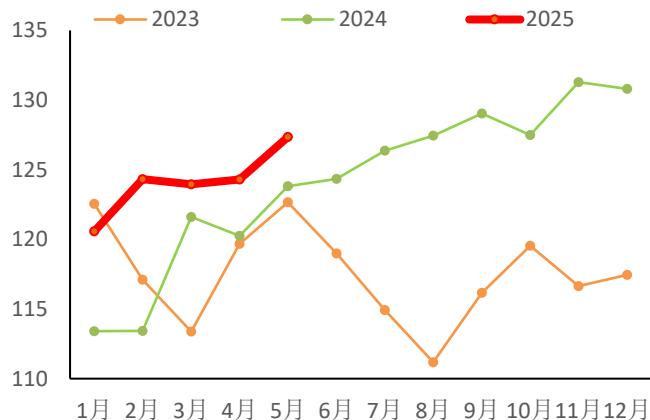
① 大北农控股公司的生猪出栏均重处于 2023 年以来同期最高水平, 2025 年 5 月出栏均重达到 127.36 公斤, 较 2023、2024 年同期分别增长 4.7 公斤、3.54 公斤;

② 大北农参股公司的生猪出栏均重处于 2023 年以来高位，2025 年 5 月出栏均重达到 126.37 公斤，较 2023、2024 年同期分别增长 18.45 公斤、3.32 公斤；

③ 正邦科技的生猪出栏均重处于 2021 年以来高位，2025 年 5 月出栏均重达到 134.9 公斤，较 2022-2024 年同期分别增长 48.29 公斤、12.78 公斤、5.36 公斤，仅低于 2021 年同期；

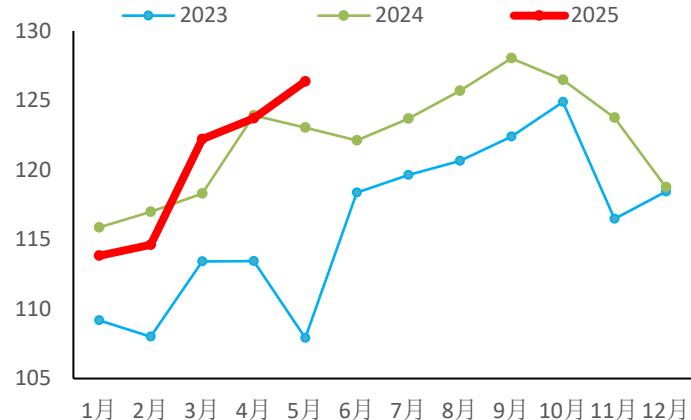
④ 立华股份的生猪出栏均重处于 2021 年以来高位，2025 年 5 月出栏均重达到 126.9 公斤，较 2021-2024 年同期分别增长 3.4 公斤、6.3 公斤、8.9 公斤、0.5 公斤。

图表 11 大北农控股公司生猪出栏均重走势图，公斤



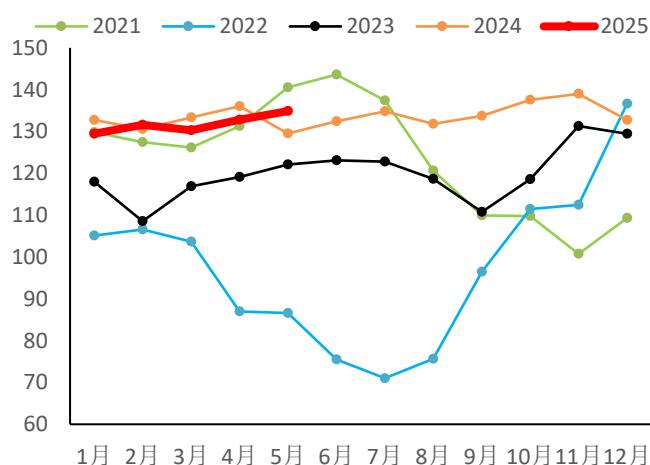
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 12 大北农参股公司生猪出栏均重走势图，公斤



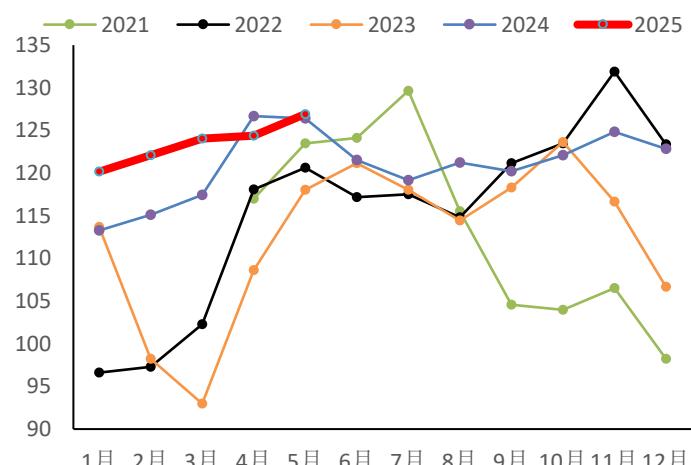
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 13 正邦科技生猪出栏均重走势图，公斤



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 14 立华股份生猪出栏均重走势图，公斤

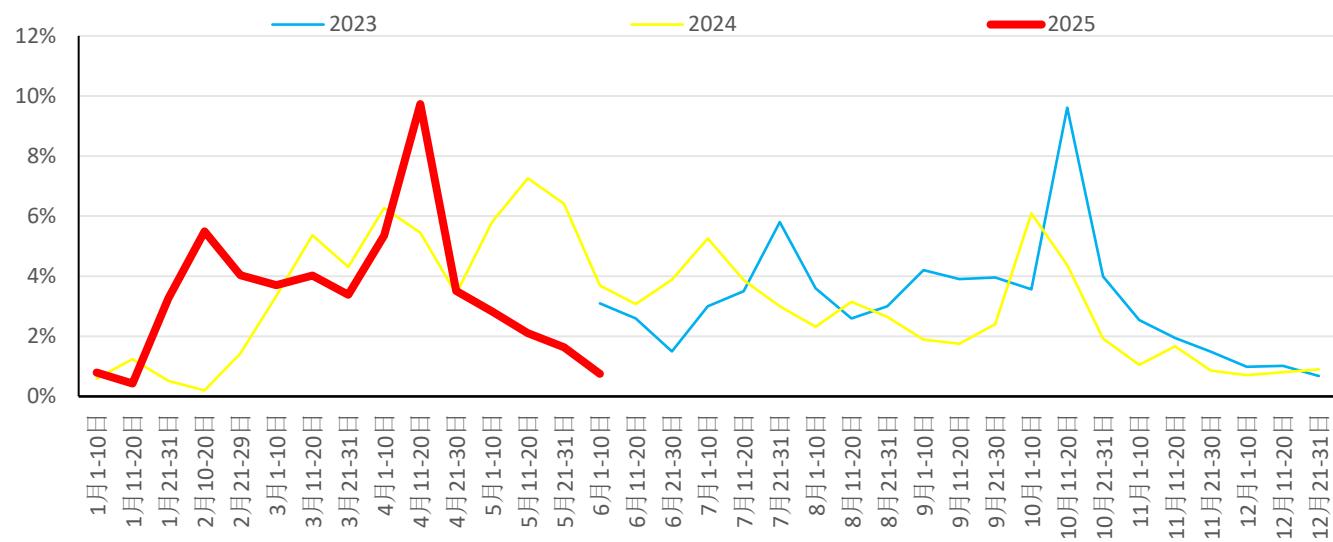


资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 2.2 二次育肥已成行业常态

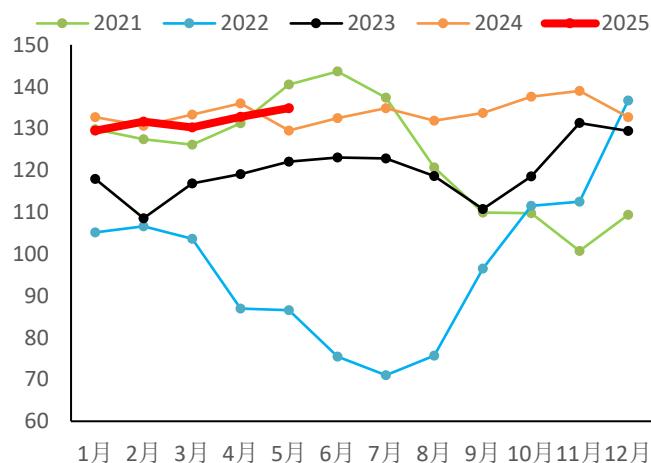
二次育肥已成为生猪养殖行业常规操作。2023 年 6-12 月，二育销量占实际生猪销量比重在 0.68%-9.61% 之间波动；2024 年，二育销量占实际销量比重在 0.2%-7.26% 之间波动。2025 年 4 月 11 日-20 日，二育销量占实际销量比重达到阶段性高点 9.73%。

图表 15 二育销量占实际销量比重走势图



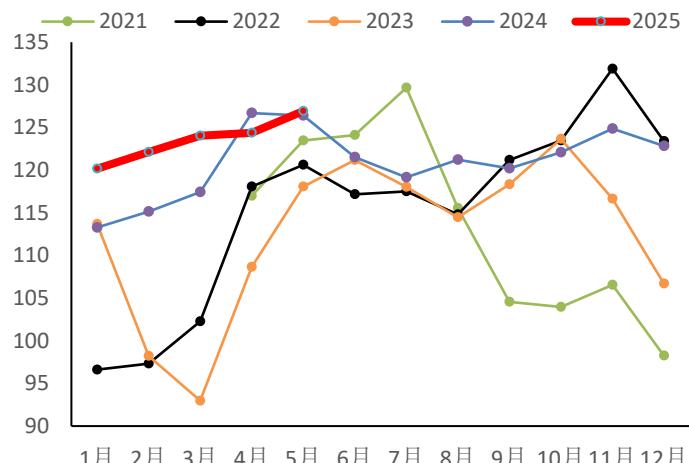
资料来源：涌益咨询，华安证券研究所

图表 16 正邦科技生猪出栏均重走势图，公斤



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 17 立华股份生猪出栏均重走势图，公斤



资料来源：公司公告，华安证券研究所

### 3 发改委政策具持续性，猪价有望超预期

#### 3.1 预计发改委政策具持续性

近日，发改委通知国内大型集团猪企，要求停止增加能繁母猪存栏、出栏体重控制在 120kg、不鼓励向二次育肥销售，希望生猪价格稳定运行。

我们判断，由于生猪价格正处于下行周期，且能繁母猪存栏量减少传导至商品猪需要 10-12 个月时间，发改委在 2026 年上半年之前基本不会修正生猪政策。

##### 1、大型集团猪企产能受限，全国能繁母猪存栏量有望步入下行通道

① 2024 年 12 月末，牧原、温氏的能繁母猪存栏量分别为 351.2 万头、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，2024Q4全国新增能繁母猪存栏量仅16万头。若剔除牧原、温氏，24Q4全国能繁母猪存栏量下降。

② 2025年3月末，温氏的能繁母猪存栏量185万头，较2024年末增加约11万头，2025Q1全国能繁母猪存栏量下降39万头。

综上，大型集团猪企若产能扩张受限，全国能繁母猪存栏量有望步入下行通道。大型集团企业也将更多聚焦于种群优化、提升PSY等生产效率指标。

图表 18 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	东瑞
25.3	能繁	348.5	185			26.2	28		28		10.4		12.8		近10	8.7
	后备										1.3					1.3
	合计								35+		11.6	约7.3				10
24.12	能繁	351.2	约174	76		26.18			26-27	14			约12.1			7.6
	后备															
	合计						34.5									
24.9	能繁	331.6	约168		25.7	25			25-26	14	10.2		11.4			7.3
	后备				5.85	8.8			约10		1.5					2.2
	合计				31.55						11.6					
24.7	能繁		约165	约74			26			14	10.2		10.4	16.5		
	后备										1.6					
	合计										11.7					
24.6	能繁	330.9	164-165	约73	21.63		25			14			9.8		8	6.2
	后备						9+									2
	合计								33							8.2
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								32		11.4					

资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 2、体重有望步入下降通道

2025年出栏均重明显偏高。随着政策落实，出栏均重预计将逐步回落至正常水平，2026年生猪均重有望低于2025年同期。

## 3、二次育肥销售减少

由于发改委不鼓励集团销售二育，部分头部猪企已明确不向二育客户销售，部分省份也对二育管控较严。二育管控也有助于行业出栏体重下降，并提升价格预判准确度。

## 3.2 2025-2026年猪价有望超预期

统计局&农业部数据，2024年4月-2025年4月，全国能繁母猪存栏量累计上

升 1.3%，2025 年猪价步入下行通道，但由于产能增幅小，2025 年生猪养殖行业有望获得正常盈利。

随着发改委政策的严格持续落实，我们预计生猪均重和二育体量均会逐步下行，猪价短期承压，随着生猪均重回归正常，二育体量降至低位，生猪价格逐步企稳回升。由于大型集团企业扩张受控，行业能繁母猪存栏量有望呈现下降趋势，2026 生猪出栏量或同比下行，再考虑到生猪均重或低于 2025 年，2026 年生猪价格有望超预期，生猪养殖行业盈利有望超过 2025 年。

## 4 上市猪企基本面持续改善

### 4.1 2025 年上市猪企出栏规划稳步增长

2025 年，上市猪企的出栏规划整体保持增长态势。

①牧原股份 2024 年出栏生猪 7,160 万头，2025 年商品猪计划出栏 7200-7800 万头、仔猪计划出栏 800-1200 万头；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；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大北农 2024 年出栏生猪 640 万头，2025 年商品猪计划出栏 800 万头；天邦 2024 年出栏生猪 599 万头，计划 2025 年育肥猪出栏量 500 万头、仔猪 210 万头；正邦科技 2024 年出栏生猪 415 万头，计划 2025 年出栏量超过 700 万头；唐人神 2024 年出栏生猪 434 万头，2025 年计划出栏生猪 500-550 万头；

③中粮家佳康 2024 年出栏生猪 356 万头，2025 年计划出栏量超过 500 万头；天康生物 2024 年出栏生猪 303 万头，计划 2025 年育肥猪出栏量 350-400 万头；华统股份 2024 年出栏生猪 256 万头，计划 2025 年出栏量 300-330 万头；京基智农 2024 年出栏生猪 215 万头，2025 年计划出栏生猪 250 万头。

图表 19 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）				
	2024 年	2025 年 1-5 月	2025e	2026e	2027e
牧原股份	7,160	3,854	2025 年商品猪、仔猪规划出栏量 7200-7800 万头、800-1200 万头		
温氏股份	3,018	1,492	3300-3500（仅包含毛猪和鲜品，不含仔猪）		
新希望	1,652	712	1600-1700		
大北农	640	317	800		
天邦食品	599	245	育肥猪 500、断奶仔猪 210		
唐人神	434	218	500-550		
正邦科技	415	290	700+		
中粮家佳康	356	247	500+		
天康生物	303	129	350-400		
华统股份	256	107	出栏目标 300-330；屠宰目标 600		
巨星农牧	276	149	育肥猪 400+		
神农集团	227	132	320-350		500+

京基智农	215	89	250	420	600
立华股份	130	78	育肥猪 200		中期 300
金新农	120	52	130		
东瑞股份	87	64	150-160	200	
益生股份	3	3	15		

资料来源：上市公司公告，华安证券研究所

## 4.2 2025年1-5月，上市猪企出栏量同比增长31%

2025年1-5月，20家上市猪企出栏量8699万头，同比增长31%，出栏量（万头）从高到低依次为，牧原3854、温氏1492、新希望712、德康农牧430、大北农317、正邦科技290、中粮家佳康247、天邦245、唐人神218、巨星农牧149、神农集团132、天康生物129、华统股份107、京基智农89、立华78、东瑞64、傲农生物64、金新农52、罗牛山27、正虹科技4；出栏量同比增速从高到低依次为，东瑞120%、立华119%、正邦科技114%、中粮家佳康87%、巨星农牧72%、神农集团54%、牧原41%、唐人神37%、德康农牧29%、大北农27%、正虹科技25%、温氏24%、天康生物12%、京基智农1%、金新农-2%、天邦-3%、新希望-4%、华统股份-5%、罗牛山-18%、傲农生物-49%。

2025年5月，20家上市猪企出栏量1781万头，同比增长30%，出栏量（万头）从高到低依次为，牧原股份777、温氏316、新希望133、德康农牧87、大北农73、正邦64、中粮家佳康54、天邦50、唐人神48、巨星农牧33、天康生物23、神农集团23、京基智农21、华统股份20、东瑞16、傲农生物16、立华13、金新农8、罗牛山6、正虹科技1；出栏量同比增速从高到低依次为，正邦科技158%、东瑞122%、中粮家佳康103%、巨星农牧62%、唐人神48%、大北农40%、立华36%、牧原股份33%、温氏33%、神农集团24%、德康农牧18%、傲农生物9%、新希望-2%、金新农-2%、京基智农-9%、天邦-10%、天康生物-10%、罗牛山-10%、华统股份-27%、正虹科技-35%。

**图表 20 主要上市猪企月度销量及同比增速, 万头**

	单月生猪出栏量 (万头)																	
	2024年1月	2024年2月	2024年3月	2024年4月	2024年5月	2024年6月	2024年7月	2024年8月	2024年9月	2024年10月	2024年11月	2024年12月	2025年1月	2025年2月	2025年3月	2025年4月	2025年5月	
牧原股份	1,054	547	545	586	507	616	624	536	650	638	858	1,372	894	811	777			
温氏股份	264	192	262	248	238	233	232	235	251	267	291	304	290	260	310	318	316	
新希望	172	131	153	148	137	129	126	128	119	125	126	159	150	114	155	160	133	
德康农牧	78	49	62	70	74	70	70	73	77	89	95	81	79	90	93	87		
大北农	64	33	49	52	52	36	47	42	54	65	71	77	69	48	67	60	73	
天邦食品	70	40	41	46	56	50	53	52	44	48	46	54	44	51	54	47	50	
唐人神	33	27	35	32	33	29	29	30	32	50	50	55	46	40	40	44	48	
正邦	43	22	27	18	25	24	23	28	38	54	53	59	57	45	63	61	64	
中粮家佳康	35	20	26	24	27	26	31	28	31	32	33	43	45	53	48	47	54	
天康生物	23	16	26	24	25	26	22	24	28	28	29	32	30	26	25	24	23	
华统股份	24	18	24	20	27	21	20	20	21	20	21	21	21	22	23	21	20	
巨星农牧	21	15	15	15									25	24	34	33	33	
神农集团	20	13	17	17	19	24	20	17	20	20	19	21	23	28	35	23	23	
京基智农	17	14	15	19	23	17	16	20	23	18	13	20	14	16	19	19	21	
傲农生物	75		21	16	14	12	13	12	15	11	9	13	12	10	13	13	16	
立华股份	8	4	8	7	9	8	12	10	13	15	17	19	16	18	14	17	13	
金新农	13	8	12	11	10	7	9	10	9	10	9	13	12	9	12	11	8	
东瑞股份	6	5	6	5	7	6	7	8	8	10	8	11	9	10	12	17	16	
罗牛山	8	4	7	7	6	5	6	5	5	5	5	7	4	5	7	6		
正虹科技	0	0	0	1	1	0	1	1	1	1	3	1	0	1	1	1	1	
益生股份	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	1	0	1	0	3		
单月生猪出栏量yoy																		
牧原股份	19%		9%	2%	2%	-5%	8%	10%	0%	33%	21%	29%	30%	63%	49%	33%		
温氏股份	66%	-1%	26%	18%	14%	17%	9%	10%	11%	12%	13%	2%	10%	35%	18%	28%	33%	
新希望	34%	-24%	-10%	-6%	-5%	2%	-9%	-3%	-13%	-15%	-25%	8%	-13%	-13%	2%	8%	-2%	
德康农牧													3%	61%	46%	34%	18%	
大北农	28%	-33%	8%	4%	15%	-9%	1%	-7%	9%	38%	2%	6%	9%	46%	36%	36%	40%	
天邦食品	83%	0%	-25%	0%	-16%	-20%	4%	-3%	-10%	-39%	-48%	-36%	-38%	27%	31%	3%	-10%	
唐人神	41%	-5%	30%	18%	11%	-6%	-11%	10%	-15%	30%	46%	54%	40%	46%	17%	38%	48%	
正邦	-24%	-67%	-44%	-68%	-41%	-14%	-29%	-43%	-14%	13%	32%	30%	33%	104%	87%	236%	158%	
中粮家佳康	-11%	-56%	-37%	-36%	-29%	-38%	-29%	-25%	-22%	-16%	-22%	-43%	29%	161%	87%	93%	103%	
天康生物	46%	-22%	23%	-2%	-1%	8%	-13%	-7%	19%	23%	16%	13%	28%	65%	0%	2%	-10%	
华统股份	46%	0%	26%	0%	39%	-7%	6%	22%	21%	9%	-3%	-10%	-9%	19%	-4%	3%	-27%	
巨星农牧	112%	-7%	42%	70%	77%	112%	47%	22%	22%	74%	19%	63%	17%	115%	106%	33%	24%	
神农集团	28%	2%	5%	43%	53%	13%	1%	12%	32%	12%	-13%	10%	-19%	21%	23%	-3%	-9%	
京基智农		-55%	-64%	-71%	-81%	-72%	-74%	-76%	-76%	-79%	-76%	-78%	-46%	-38%	-14%	9%		
傲农生物	15%	-58%	-6%	84%	225%	26%	52%	66%	72%	56%	117%	94%	105%	398%	84%	141%	36%	
立华股份	166%	-44%	37%	32%	-12%	-17%	32%	-3%	61%	27%	-2%	26%	-11%	1%	-1%	-2%		
金新农	9%	-38%	-24%	-17%	29%	70%	51%	64%	80%	128%	91%	227%	58%	120%	91%	215%	122%	
东瑞股份	89%	-30%	7%	-6%	-13%	-15%	-12%	-24%	-14%	-31%	-41%	-5%	-50%	23%	-27%	-4%	-10%	
罗牛山	-86%	-78%	-80%	-81%	-39%	-33%	-76%	-37%	-58%	-48%	-53%	322%	103%	0%	100%	109%	-35%	
正虹科技	3213%	97%	120%	-63%	526%	1329%	533%	3111%	698%	568%	397%	53109%	-61%	8944%	1084%	11548%	207%	
单月生猪出栏量-环比变化																		
牧原股份			0%	8%	-14%	22%	1%	-14%	21%	-2%	34%				-9%	-4%		
温氏股份		-27%	36%	-5%	-4%	-2%	0%	1%	7%	6%	9%	5%	-5%	-10%	19%	3%	-1%	
新希望		-24%	17%	-3%	-7%	-6%	-2%	1%	-7%	5%	0%	26%	-6%	-24%	36%	3%	-16%	
德康农牧		-37%	26%	13%	6%	-5%	0%	1%	4%	5%	16%	7%	-15%	-2%	14%	4%	-7%	
大北农		-49%	50%	6%	0%	-31%	30%	-10%	30%	20%	8%	9%	-9%	-32%	41%	-10%	21%	
天邦食品		-43%	2%	11%	22%	-11%	7%	-2%	-16%	11%	-4%	17%	-19%	16%	5%	-12%	6%	
唐人神		-17%	28%	-9%	4%	-10%	-3%	6%	6%	55%	0%	12%	-17%	-13%	2%	7%	11%	
正邦		-49%	23%	-33%	36%	-4%	-3%	20%	37%	43%	-2%	11%	-4%	-21%	39%	-3%	5%	
中粮家佳康		-42%	26%	-5%	9%	-1%	19%	-11%	9%	5%	2%	30%	5%	18%	-10%	-2%	14%	
天康生物		-33%	66%	-7%	6%	2%	-15%	8%	18%	1%	0%	10%	-5%	-13%	-1%	-4%	-6%	
华统股份		-22%	28%	-15%	35%	-24%	-2%	-1%	4%	-4%	0%	4%	3%	2%	4%	-9%	-4%	
巨星农牧														-4%	41%	-3%	0%	
神农集团		-33%	30%	0%	10%	26%	-16%	-12%	15%	2%	-5%	9%	8%	24%	25%	-35%	2%	
京基智农		-21%	11%	26%	19%	-27%	-2%	23%	15%	-20%	-27%	48%	-29%	18%	14%	0%	11%	
傲农生物				-27%	-8%	-17%	6%	-6%	24%	-25%	-16%	38%	-3%	-21%	35%	1%	18%	
立华股份		-55%	121%	-11%	34%	-17%	59%	-19%	31%	11%	17%	11%	-14%	9%	-18%	17%	-24%	
金新农		-42%	57%	-13%	-10%	-31%	42%	8%	-6%	4%	-5%	36%	-5%	-21%	29%	-11%	-24%	
东瑞股份		-21%	37%	-14%	29%	-9%	4%	19%	7%	17%	-17%	38%	-19%	11%	19%	42%	-9%	
罗牛山		-49%	86%	-8%	-5%	-16%	4%	-15%	4%	-8%	4%	40%	-41%	25%	11%	20%	-10%	
正虹科技		-3%	-3%	51%	145%	-41%	-45%	145%	-13%	-2%	-42%	533%	-76%	-70%	209%	58%	-25%	
益生股份		-97%	895%	-95%	12083%	-51%	-68%	425%	-24%	191%	-42%	60%	-83%	484%	30%	-55%	739%	

资料来源：公司公告，华安证券研究所

**图表 21 主要上市猪企累计出栏量及同比增速, 万头**

	累计生猪出栏量(万头)																		
	2024年1月	2024年2月	2024年3月	2024年4月	2024年5月	2024年6月	2024年7月	2024年8月	2024年9月	2024年10月	2024年11月	2024年12月	2025年1月	2025年2月	2025年3月	2025年4月	2025年5月		
牧原股份	1,054		1,601	2,146	2,732	3,239	3,855	4,479	5,014	5,664	6,303	7,160	1,372	2,266	3,077	3,854			
温氏股份	264	456	718	966	1,204	1,437	1,670	1,905	2,156	2,423	2,714	3,018	290	550	859	1,177	1,492		
新希望	192	323	456	604	740	869	995	1,123	1,242	1,367	1,493	1,652	150	264	419	579	712		
德康农牧	78	128	189	259	333	403	473	543	616	693	783	878	81	159	250	343	430		
大北农	64	96	145	197	249	285	331	373	428	493	563	640	69	117	184	244	317		
天邦食品	70	110	151	197	252	302	355	407	450	499	545	599	44	94	148	195	245		
唐人神	33	60	95	126	159	188	217	247	279	329	378	434	46	86	126	170	218		
正邦	43	65	92	110	135	159	182	210	248	302	355	415	57	102	165	226	290		
中粮家佳康	35	55	81	106	132	158	190	218	248	280	313	356	45	98	146	193	247		
天康生物	23	39	65	89	114	140	162	186	214	243	271	303	30	56	81	106	129		
华统股份	24	42	66	86	113	134	154	174	195	215	235	256	21	43	66	87	107		
巨星农牧	21	36	51	66									25	49	83	116	149		
神农集团	20	33	50	67	86	109	129	146	166	187	206	227	23	51	86	109	132		
京基智农	17	31	46	65	88	105	121	141	163	182	195	215	14	30	49	68	89		
傲农生物	75		96	112	126	138	151	162	177	188	197	210	12	22	35	48	64		
立华股份	8	11	19	26	36	43	56	66	79	94	111	130	16	34	48	65	78		
金新农	13	21	33	44	53	60	69	79	89	98	108	120	12	21	33	44	52		
东瑞股份	6	10	17	22	29	35	42	50	58	68	76	87	9	19	31	48	64		
罗牛山	8	12	19	26	32	38	44	48	53	58	62	69	4	9	14	21	27		
正虹科技	0	1	1	2	3	4	4	5	6	7	7	11	1	1	2	3	4		
益生股份	0	0	0	0	1	1	1	1	1	2	2	3	0	1	1	2	3		
累计生猪出栏量yoy																			
	2024年1月	2024年2月	2024年3月	2024年4月	2024年5月	2024年6月	2024年7月	2024年8月	2024年9月	2024年10月	2024年11月	2024年12月	2025年1月	2025年2月	2025年3月	2025年4月	2025年5月		
牧原股份	19%		16%	12%	9%	7%	7%	8%	7%	9%	10%	12%	30%	42%	43%	41%			
温氏股份	66%	29%	28%	25%	23%	22%	20%	19%	18%	17%	17%	15%	10%	21%	20%	22%	24%		
新希望	34%	7%	-3%	-4%	-4%	-3%	-4%	-4%	-5%	-6%	-8%	-7%	-13%	-8%	-4%	-4%			
德康农牧													3%	25%	32%	32%	29%		
大北农	28%	-2%	1%	2%	4%	2%	3%	2%	3%	6%	6%	6%	9%	22%	27%	24%	27%		
天邦食品	83%	40%	14%	10%	3%	-1%	-1%	-1%	-2%	-7%	-13%	-16%	-38%	-14%	-2%	-1%	-3%		
唐人神	41%	16%	21%	20%	18%	13%	10%	10%	6%	9%	13%	17%	40%	43%	33%	34%	37%		
正邦	-24%	-47%	-47%	-52%	-50%	-47%	-45%	-45%	-40%	-35%	-29%	-24%	33%	57%	79%	104%	114%		
中粮家佳康	-11%	-36%	-36%	-36%	-35%	-35%	-34%	-33%	-32%	-30%	-30%	-32%	29%	77%	80%	83%	87%		
天康生物	46%	8%	14%	9%	7%	7%	4%	2%	4%	6%	7%	8%	28%	43%	25%	19%	12%		
华统股份	46%	21%	23%	17%	21%	16%	15%	15%	16%	15%	13%	11%	-9%	3%	1%	1%	-5%		
巨星农牧													23%	38%	63%	75%	72%		
神农集团	112%	40%	41%	47%	53%	63%	60%	54%	50%	52%	48%	49%	17%	56%	73%	63%	54%		
京基智农	28%	15%	12%	19%	26%	24%	20%	19%	21%	20%	17%	16%	-19%	-2%	7%	-3%	1%		
傲农生物	-18%	-30%	-38%	-45%	-53%	-55%	-58%	-60%	-62%	-63%	-64%	-78%	-71%	-63%	-57%	-49%			
立华股份	15%	-26%	-19%	-4%	17%	19%	25%	30%	35%	38%	46%	52%	105%	196%	150%	148%	119%		
金新农	166%	12%	20%	23%	15%	10%	12%	10%	14%	15%	14%	15%	-11%	1%	0%	-2%			
东瑞股份	9%	-19%	-21%	-20%	-12%	-3%	2%	9%	15%	24%	29%	40%	58%	86%	88%	119%	120%		
罗牛山	89%	20%	15%	8%	3%	0%	-2%	-4%	-5%	-8%	-12%	-11%	-29%	-25%	-26%	-20%	-18%		
正虹科技	-86%	-83%	-82%	-82%	-73%	-69%	-68%	-67%	-66%	-64%	-64%	-50%	105%	36%	56%	73%	25%		
益生股份	3213%	2281%	710%	580%	551%	632%	625%	793%	777%	699%	632%	806%	-61%	162%	344%	445%	320%		
商品猪销售价格(元/公斤)																			
	2024年1月	2024年2月	2024年3月	2024年4月	2024年5月	2024年6月	2024年7月	2024年8月	2024年9月	2024年10月	2024年11月	2024年12月	2025年1月	2025年2月	2025年3月	2025年4月	2025年5月		
牧原股份	13.8	14.2	14.8	15.5	17.7	18.3	19.7	18.7	17.2	16.2	15.3	14.8	14.3	14.7	14.5				
温氏股份	13.8	14.3	14.7	15.2	15.8	18.1	19.0	20.5	19.1	17.6	16.7	15.9	15.8	15.0	14.9	14.7			
新希望	13.3	13.9	14.3	15.1	15.4	18.1	18.8	20.1	18.8	17.4	16.5	15.5	15.4	14.6	14.6	14.7	14.6		
德康农牧	13.4	14.0	15.0	15.2	15.8	18.0	18.8	20.2	19.1	17.7	16.8	16.7	16.1	15.3	14.9	14.8	14.6		
大北农	13.7	13.8	14.4	14.8	15.7	18.1	18.7	20.1	18.7	17.4	16.3	15.5	15.3	14.1	14.4	14.6	14.4		
天邦食品	12.9	13.5	14.6	15.2	15.9	18.5	18.9	19.8	18.8	17.2	16.5	15.7	15.7	14.0	14.7	14.8	14.6		
唐人神													15.7	14.8	14.53	14.44	14.26		
正邦	13.5	13.3	13.9	13.8	15.1	17.6	18.5	19.7	18.6	17.7	16.5	16.0	15.3	14.4	14.8	14.4	14.4		
中粮家佳康	14.2	14.5	14.7	15.3	16.0	18.5	18.9	20.3	19.2	17.5	16.4	15.5	15.4	14.3	14.4	14.9	14.6		
天康生物	13.1	13.3	13.7	14.5	14.9	17.0	17.6	19.0	18.0	16.9	15.8	14.8	14.8	13.5	13.7	14.3	14.0		
华统股份	13.8	14.3	14.7	15.2	15.9	18.5	18.9	19.8	18.8	17.2	16.5	15.7	15.7	15.0	14.8	14.8	14.8		
巨星农牧													15.7	14.8	14.53	14.44	14.26		
神农集团	13.1	13.0	14.0	14.6	15.0	17.4	18.7	19.8	18.5	17.5	16.7	15.6	15.2	14.8	14.8	14.7	14.4		
京基智农	13.5	13.2	14.5	15.2	15.7	18.3	19.8	20.9	19.1	18.0	17.3	16.1	16.0	15.4	15.3	15.2	14.9		
傲农生物																			
立华股份	14.1	14.7	15.1	15.5	16.4	18.8	19.3	20.5	19.5	17.8	16.8	16.0	16.1	15.1	14.7	15.1	14.9		
金新农	13.5	14.1	14.8	15.4	16.2	18.3	19.3	20.2	19.0	18.1	17.1	15.4	15.4	15.1	15.0	15.1	14.9		
东瑞股份	15.4	16.0	16.0	16.8	16.9	20.1	20.4	21.7	20.2	19.2	18.3	17.3	16.5	15.9	15.4	15.8	15.6		
罗牛山																			
正虹科技																			
益生股份																			

资料来源：公司公告，华安证券研究所

### 4.3 上市猪企成本处下行通道

近年来，猪企成本处于下降通道，2025年上市猪企养殖成本继续下行。

①牧原、温氏、神农的成本处于行业第一梯队。牧原育肥猪完全成本从2025年1月13.1元/公斤，降至5月12.2元/公斤；温氏肉猪养殖综合成本从2025年1月12.8-13.0元/公斤，降至4月12.0元/公斤；神农集团的育肥猪完全成本从2025年1月13.0元/公斤降至4月12.3元/公斤；

②天康生物育肥猪完全成本 2025 年 4 月 13 元/公斤，与 1 月基本持平；新希望运营场线完全成本从 2024Q4 的 13.6 元/公斤降至 5 月的 12.9 元/公斤；东瑞运营场线完全成本从 2024Q4 的 15.99 元/公斤，降至 2025Q1 的 15.4 元/公斤；天邦育肥猪完全成本从 2024Q4 的 13.93 元/公斤，降至 2025Q1 的 13.62 元/公斤。

图表 22 2024-2025 年上市猪企成本对照表，元/公斤

	成本类型	2025 年 5 月	2025 年 4 月	2025Q1	2025 年 3 月	2025 年 2 月	2025 年 1 月	2024Q4	2024Q3
神农集团	育肥猪完全成本		12.3	12.4		12.4	13	13.7	13.6
牧原	生猪养殖完全成本	12.2	12.4		12.5		约 13.1		13.7
温氏	肉猪养殖综合成本		6	6.3-6.4			6.4-6.5	7	14-
天康	生猪养殖完全成本		13	13.01	13-	13.12	13-		14.28
新希望	运营场线出栏肥猪成本	12.9	13	13.3				13.6	14.5
大北农	育肥猪完全成本		13-		12.9				
家佳康	育肥猪完全成本		14-						15-
东瑞	运营场线完全成本			15.4	15			15.99	
华统	育肥猪完全成本				13.9				
巨星	育肥猪完全成本/养殖成本						6.75-/6.13		14
金新农	商品猪养殖成本			14.15					
天邦	育肥猪完全成本			13.62				13.93	14.92

资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 5 估值及投资建议

2025 年猪价步入下行通道，但由于产能增幅小，2025 年生猪养殖行业有望获得正常盈利。随着发改委政策的落实，2026 年生猪价格有望超预期，成本控制优秀的公司有望获得超额收益。

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 2025 年生猪预测出栏量，牧原股份头均市值 2,539 元、温氏 2,374 元、新希望 2,558 元、天邦 901 元、正邦 3,571 元、巨星农牧 2,650 元、神农集团 5,075 元、京基智农 2,767 元、东瑞股份 2,600 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。

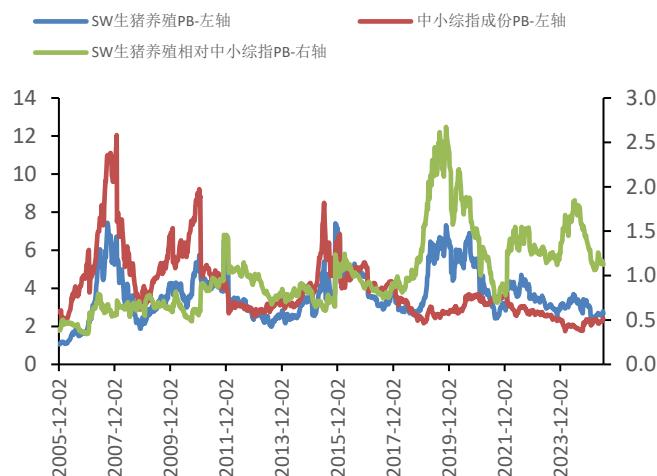
图表 23 主要上市猪企头均市值对照表

	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 2025 年出栏量）
牧原股份	7,160	9,000	2,285	2,539
温氏股份	3,018	3300-3500（不含仔猪）	1,131	2,374
新希望	1,652	1600-1700	422	2,558
天邦食品	599	710	64	901
正邦科技	415	700+	250	3,571
巨星农牧	276	育肥猪 400	106	2,650
神农集团	227	320-350	170	5,075

京基智农	215	300	83	2,767
东瑞股份	87	150-160	39	2,600

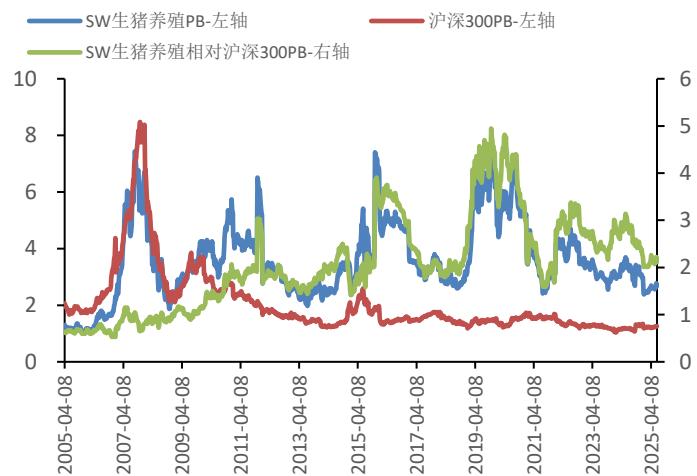
资料来源: wind, 华安证券研究所 (收盘价: 2025年6月20日)

图表 24 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 25 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; 生猪去产能不及预期; 猪价下跌超预期。

## 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阅。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述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起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形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。