

生猪行业的“余粮”与“风浪”

现金流支撑韧性及估值方法

投资评级：推荐（维持）

报告日期：2026年05月21日

- 分析师：姜倩
- SAC编号：S1050524070002

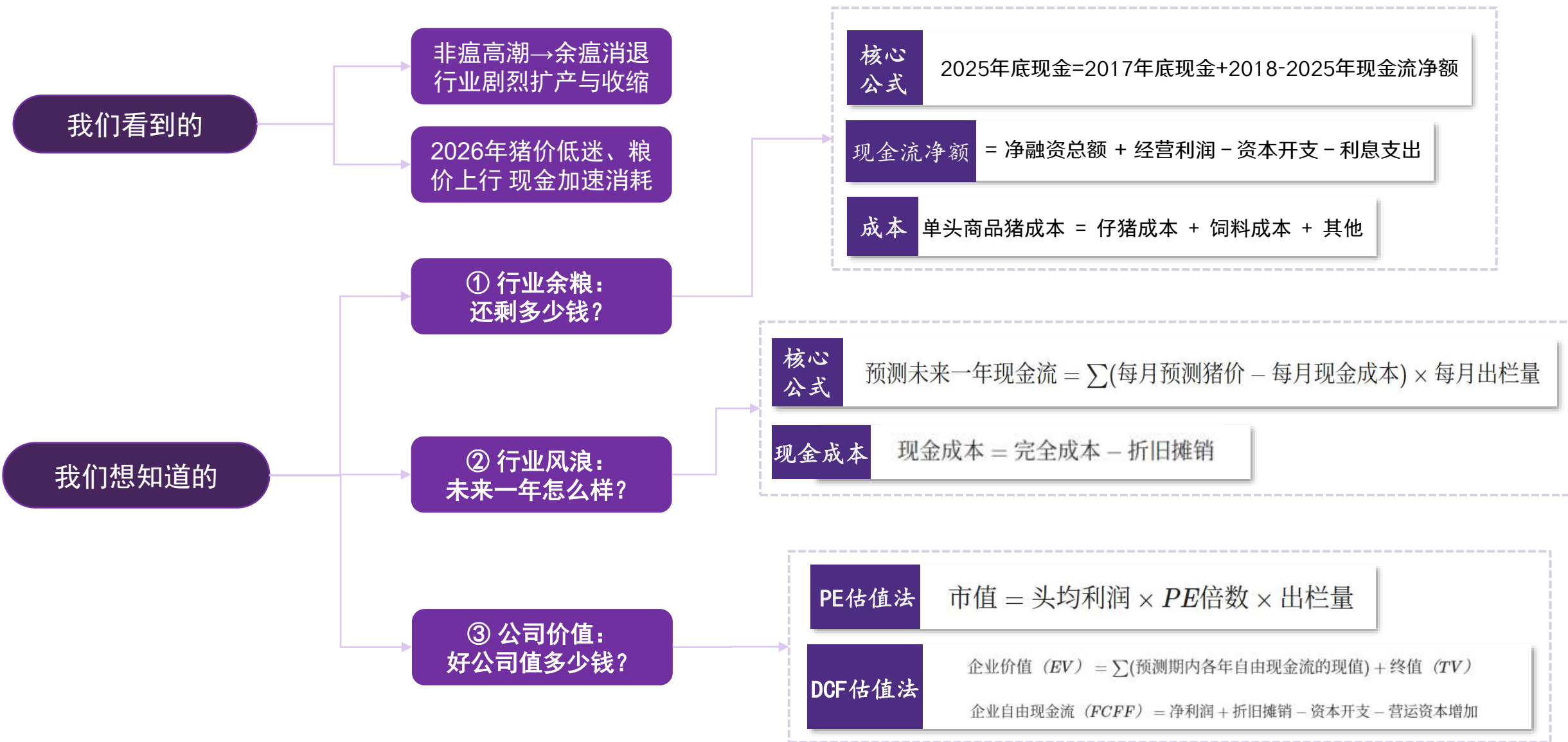
研究创造价值

目录

CONTENTS

1. 历史情况：18 -25行业现金留存水平
2. 未来预测：猪价成本变动与现金流压力
3. 公司估值：估值方法的选取逻辑与依据

生猪行业的“余粮”与“风浪”



核心公式

$$2025\text{年底现金} = 2017\text{年底现金} + 2018\sim 2025\text{年现金流净额}$$

模型起点

2017年底

累计现金流净额计算

2018--2025

时间起点

- 2017年底
- 2018年8月国内爆发非洲猪瘟。2017年底可作为行业“正常态”的初始资金水位，便于财务口径的统一。

初始值设定

- 选取行业内主要的上市公司作为样本。
- 计算这些公司的现金水平（包括货币资金及其他高流动性资产）。
- 利用样本公司数据，按一定比例或逻辑推导出整个行业的初始现金总量。

公式

$$\text{现金流净额} = \text{净融资总额} + \text{经营利润} - \text{资本开支} - \text{利息支出}$$

资金流入



净融资总额

- + 股权融资
- + 债权融资（银行贷款）
- + 发债融资（企业债、公司债等）
- 当年偿还的本金

经营利润

$$\text{公式} \quad (\text{每公斤售价} - \text{每公斤成本}) \times \text{月销售量(公斤)}$$

- 每公斤售价从公司财报中提取
- 每公斤成本拆分将在“成本模型”中详细展开
- 月销售量即为月出栏量，从公司财报中提取

资金流出



资本开支

- + 构建固定资产、无形资产等的支出
- 处置固定资产、子公司获得的收益

利息支出

- 路径一：
从公司财务报表的“财务费用”项下取“利息支出”数据。
- 路径二：

$$\text{公式} \quad \text{长期贷款} \times \text{长期利率} + \text{短期贷款} \times \text{短期利率}$$

公式 单头商品猪成本 = 仔猪成本 + 饲料成本 + 其他

▶ **仔猪成本** = 平摊母猪买卖价 + 平摊母猪饲料价

单头仔猪的平摊母猪买卖价

公式

$$\frac{\text{当月二元母猪价格} - \text{当月淘汰母猪价格}}{\text{母猪年均产胎次数} \times \text{窝均存活仔猪数} \times \text{母猪寿命}}$$

单头仔猪的平摊母猪饲料价

公式

$$\frac{\text{母猪饲料量} \times \text{六月前饲料单价} + \text{其他成本}}{\text{母猪年均产胎次数} \times \text{窝均存活仔猪数}}$$

其他成本

- ▶ 包括人工、疫苗、水电、折旧等，按月进行估算

▶ **饲料成本** = 保育期饲料成本 + 育肥期饲料成本

保育期

7kg >>> 30kg

- ▶ 基本价格相对固定，比起拆分，总量估计更为准确

育肥期

30kg >>> 当月肥猪出栏体重

饲料成本

$$\text{加权饲料价格} \times \text{料肉比} \times (\text{当月肥猪出栏体重} - 35\text{公斤})$$

- ▶ 饲料配方相对明确，其中玉米占比约65%，豆粕约占20%

饲料单价

$$= (\text{玉米价格} \times 0.65) + (\text{豆粕价格} \times 0.20) + \text{其他原料价格}$$

- ▶ 育肥期时间跨度约为4个月
- ▶ 经推算，当月出栏商品猪加权饲料价格为：

加权价格

$$= P(T-3) \times 10\% + P(T-2) \times 20\% + P(T-1) \times 30\% + P(T) \times 40\%$$

- ▶ 其中，P(T-3) 为三月前饲料单价，其余类同

2.未来预测：猪价成本变动与现金流压力

核心
公式

预测未来一年现金流 = $\sum(\text{每月预测猪价} - \text{每月现金成本}) \times \text{每月出栏量}$

猪价预测

找历史规律

$$\text{猪价} = f\left(\frac{\text{供给}}{\text{需求}}\right)$$

供给：以历史周期中能繁母猪去化比例表征供给端变化；**需求**：以月度需求表征季节性消费差异；**拟合**“供给/需求”与猪价的历史对应关系，形成预测公式

看现在供需

输入当前能繁去化率与月度需求

推未来猪价

将当前去化比例代入公式，得出未来猪价高点，结合季节性规律分摊至每月，得出未来逐月预测猪价。

现金成本估测

公式

现金成本 = 完全成本 - 折旧摊销

仔猪成本 + 饲料成本 + 人工疫苗 + 折旧摊销 + 利息

折旧摊销是建设期已发生的资本支出，会计上分期确认，但当期并不构成实际现金流出。实际上只要**猪价高于现金成本**，经营活动产生的现金流入就能覆盖当期所有刚性支出，主体**具备持续经营的基本条件**；若猪价跌破现金成本，则意味着日常经营本身已无法自我维持，需要消耗存量现金或依赖外部输血，产能去化的压力将显著上升。

出栏量估计

- **每月出栏量**：根据每月能繁母猪存栏量，按生猪约10个月的生产周期，逐月推演未来各月出栏供给。
- **校准**：同时参考历史数据，对出栏节奏进行校准，匹配春节前旺季、节后淡季、夏秋季回升的行业规律，形成未来10个月的逐月出栏量预测。

加总12个月，就是行业未来一年的现金流净额。
行业**大概率处于净流出的失血状态**，结合行业现有资金水位，可测算行业现金承压时长。

PE估值法 市值 = 头均利润 × PE倍数 × 出栏量

行业中枢

合理头均利润：约为200元/头

利润率10%是合理的

上限：完全竞争约束

养猪产品同质化，没有品牌溢价。如果利润率太高大量资本会涌入扩张，供给一多，猪价回落，利润被摊薄。

下限：风险补偿必须

养猪有疫病风险、技术门槛、生物资产减值风险。银行贷款利率有3-4个点，如果养猪利润率不高于这个数，没人愿意冒险。所以必须给一个风险溢价，让回报能覆盖养殖风险。

头均利润约为200元

一头出栏猪体重125公斤，长期猪价中枢约15元/公斤

一头猪销售额 = $125 \times 15 \approx 2000$ 元

合理利润率10% 头均利润 = $2000 \times 10\% = 200$ 元

PE倍数：中枢约为10倍

PE倍数：中枢为10倍

在成熟稳定的行业中，PE与利润率存在对应关系：10%的利润水平，对应10倍PE是合理的估值中枢。

预期出栏量

预期依据：

- 公司当前能繁母猪存栏规模
- 在建猪场产能释放节奏
- 公司公开的出栏规划目标

公司分化

头均利润

成本比行业低→头均利润更高
成本比行业高→头均利润更低甚至亏损。

PE倍数

PE的高低，本质上反映的是市场对企业未来出栏增长的提前定价。出栏增速越快，企业规模扩张越快，市场愿意为其成长确定性提前给予估值溢价。

出栏量

主要取决于对公司未来产能扩张的预期。

头均利润反映的是成本控制能力，PE倍数反映的是成长性预期，出栏量反映的是规模。
PE估值法将三者统一转化为一个可横向比较的市值结果，是行业最直观的定价工具。

DCF估值法

企业价值 (EV) = \sum (预测期内各年自由现金流的现值) + 终值 (TV)
企业自由现金流 (FCFF) = 净利润 + 折旧摊销 - 资本开支 - 营运资本增加

重置成本估值法

不予采用

DCF估值法核心思想：关注“长期现金流创造能力”，而非单一年度利润

养猪行业折旧体量大、资本开支剧烈、且生物资产及饲料占用营运资金多。DCF法通过剔除折旧等非现金项目、完整纳入资本支出与营运资本变动，真实反映企业可自由支配的真金白银与长期投资价值。

- FCF = 0 → 造血能力刚好覆盖刚性支出，是维持生存的最低警戒线
- FCF < 0 → 绝对值代表在此状态下消耗存量现金的速度，直接决定还能撑多久

净利润

净利润 = (预测猪价 - 完全成本) × 预测出栏量

折旧摊销

建猪场、买设备时已经花掉的资本支出，会计上分期从利润中扣除，但当期的折旧额并不对应任何实际的现金流出。要还原真实的现金状况，必须将折旧摊销全额加回。

资本开支

为了维持现有规模或实现扩张，必须重新投入的长期资金。养猪行业的资本开支主要集中在三块：

- 新建/扩建猪场
- 设备购置与更新
- 后备种猪引进

估值偏低

- 以牧原股份为例，其年出栏约7800万头左右的猪，按一头猪1500元的行业重置成本计算，估值约1200亿元。
- 这一结果虽然略高于公司生产性生物资产与固定资产约1100亿元的账面价值，但远低于当前市场给予的2300亿以上估值
- 重置成本估值法未能反映公司作为行业龙头持续盈利、年出栏近8000万头的真实价值，故不采用

- (1) **猪价波动风险**：本报告基于历史周期规律与当前能繁母猪去化率推算，若实际猪价走势偏离假设，将影响结论的可靠性。
- (2) **原材料价格风险**：饲料成本中玉米、豆粕价格受国际农产品供需、贸易政策及天气等因素影响较大。若粮价上行幅度过高，将显著压缩养殖利润，加速行业现金消耗。
- (3) **动物疫病风险**：重大疫病的爆发具有不可预见性，可能造成产能大幅去化或区域封锁，对出栏量、养殖成本及行业竞争格局产生剧烈冲击。
- (4) **模型数据来源风险**：本报告中行业现金水位、成本结构等测算数据主要来源于上市猪企公开财报的加总推演，样本覆盖度与行业真实情况可能存在偏差；部分数据口径因公司披露标准不一而需经调整处理，存在一定的主观判断空间。
- (5) **计算精确度风险**：报告中现金流公式、成本模型及估值测算涉及多项参数假设与近似处理，不应被视为对具体公司财务数据的替代。
- (6) **假设变动风险**：报告中的预测基于当前已知的能繁存栏、出栏规划及成本结构等前提条件，上述变量随行业景气与政策环境变化可能发生较快的调整，模型结论的时效性有限。

娄倩：农业轻纺首席分析师，中山大学学士，北京大学硕士，拥有10年从业经历，具备实体、一级、一级半、二级市场经验，擅长产业链视角和草根一线，2024年7月入职华鑫证券研究所，覆盖农业轻纺板块，从全产业链角度深耕生猪、宠物、运动研究。

证券分析师承诺

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	>20%
2	增持	10%—20%
3	中性	-10%—10%
4	卖出	<-10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	>10%
2	中性	-10%—10%
3	回避	<-10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深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；美国市场以道琼斯指数为基准。



华鑫证券

CHINA FORTUNE SECURITIES

研 究 创 造 价 值