

● 证券研究报告 ●

周期底部蓄力，畜牧养殖指数价值凸显

中证畜牧养殖产业指数投资价值分析

证券分析师：盛瀚 A0230522080006
朱珺逸 A0230521080004
马骏 A0230511040011

2026.4.24



主要内容

1. 畜牧养殖产业链介绍
2. 畜牧养殖产业投资价值分析
3. 猪周期运行规律与投资节奏复盘
4. 畜牧养殖指数构成与特征

1.1 畜牧养殖业：上承大宗农产品，下接终端消费需求

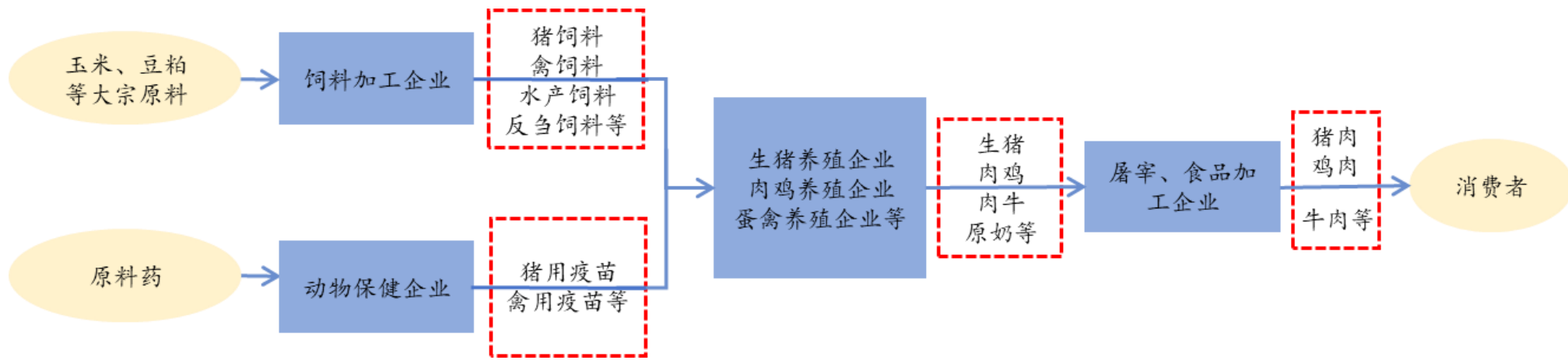
■ 畜牧养殖：大农业的最重要组成部分

- 畜牧养殖行业，是指利用畜禽等被人驯化的动物，通过人工饲养、繁殖，使其将饲料、牧草等植物能转变为动物能，以取得肉、蛋、奶、羊毛、皮张等畜产品的生产部门。畜牧养殖是大农业的重要组成部分，与种植业、林业、渔业共同构成了现代农业的基础。

■ 广义畜牧养殖产业链：由上游养殖服务、中游养殖、下游屠宰加工共同构成

- 畜牧养殖的狭义定义仅包含中游养殖环节，而在广义的养殖产业投资中，上游的养殖配套服务（主要为饲料、动物疫苗）与下游的屠宰和食品加工环节，也均纳入到投资的考量之中。

中国畜牧养殖产业链示意图



资料来源：申万宏源研究

1.2 畜牧养殖：产值近4万亿，规模稳步增长，结构持续优化

■ 中国畜牧养殖业：肉类产量破亿吨，规模稳步增长

- 参考国家统计局数据，2025年中国猪、牛、羊、禽肉总产量首次突破1亿吨大关，达到1.0072亿吨，同比+4.2%。过去5年，中国肉类产量保持稳步增长，2020-2025年从7639万吨增长至1.0072亿吨，年复合增速约5.7%。

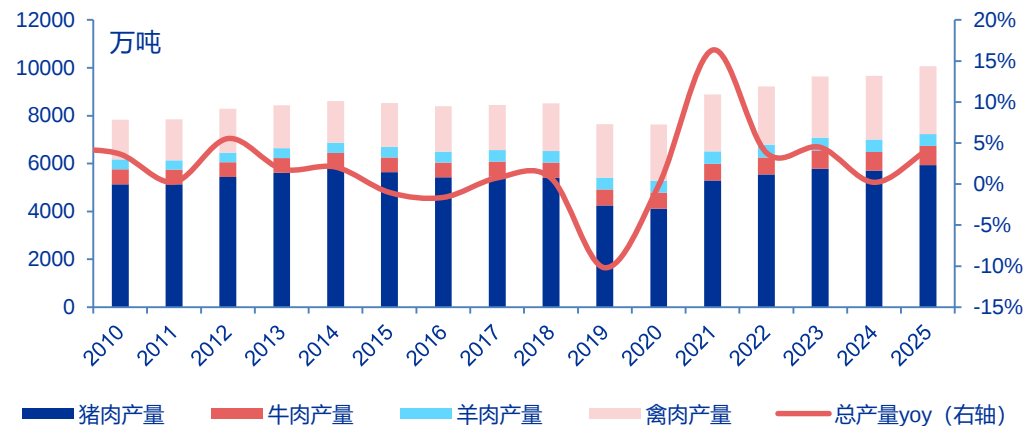
■ 猪肉占据主导地位，禽肉为增速最快品种：

- 2025年全年，中国猪肉产量5938万吨，创历史新高，占肉类产量的60%，为绝对主导品种。禽肉产量为2837万吨，为增速最快的品种。牛肉、羊肉占比较低，合计占比在15%以下，但近年来随着居民消费升级的需求，呈现出稳步提升的趋势。

■ 产值随肉类价格波动而变化，近五年中枢水平接近4万亿规模：

- 据农业农村部统计数据，2024年中国畜牧业产值达到38726.5亿元，占农业总产值的约25%，并为国民营养贡献了超过40%的膳食蛋白。

中国历年主要肉类产量变动情况



中国畜牧业历年产值变化及同比变化

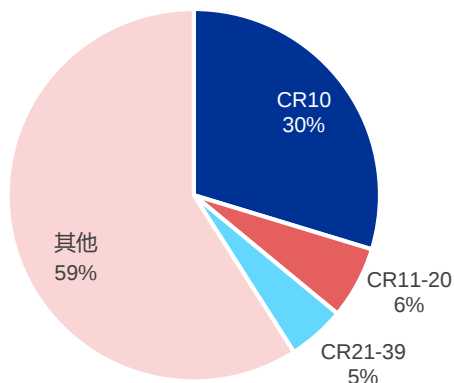


数据来源：Wind，国家统计局，中国畜牧兽医年鉴，申万宏源研究

1.3 畜牧养殖：生猪养殖企业竞争格局一览

- 规模化程度持续提升，前30强猪企生猪出栏量近40%。参考中国猪业高层论坛的统计，2025年生猪出栏量前十的企业共出栏生猪2.14亿头，市占率约30%；前30名企业合计生猪出栏量2.8亿头，占全国生猪出栏量7.2亿头的39%。
- 2025年生猪出栏量在100万头以上的大型企业达39家，同比增长2家，合计生猪出栏市占率约41%，共有6家猪企年生猪出栏量在1000万头以上。行业头部化特征愈发明显，前二十家养殖企业中有13家为AH股上市公司。

2025年中国养猪企业集中度



数据来源：猪业高层交流论坛，申万宏源研究

2025年中国养猪巨头排行榜

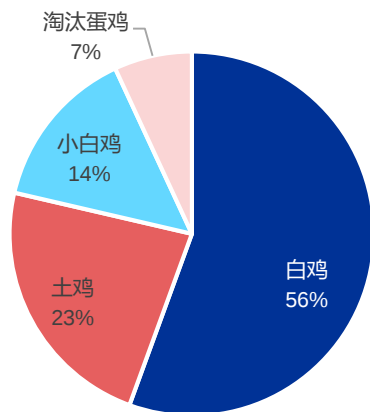
序号	公司名称	生猪出栏量（万头）	市占率
1	牧原股份 *	7798	10.8%
2	温氏股份 *	4048	5.6%
3	双胞胎	2643	3.7%
4	新希望 *	1755	2.4%
5	正大股份	1277	1.8%
6	德康农牧	1083	1.5%
7	正邦科技 *	854	1.2%
8	天邦食品 *	666	0.9%
9	海大集团 *	650	0.9%
10	中粮家佳康	603	0.8%
CR10		21377	29.7%
11	扬翔股份	589	0.8%
12	新五丰 *	542	0.8%
13	唐人神 *	533	0.7%
14	桂垦牧业	505	0.7%
15	力源宝科技	460	0.6%
16	巨星农牧 *	458	0.6%
17	大北农 *	450	0.6%
18	大象农牧	342	0.5%
19	东方希望	320	0.4%
20	天康生物 *	319	0.4%
CR20		25895	36.0%
CR30		28273	39.3%

注：标粗者为上市企业，标星号为畜牧养殖指数样本股

1.4 畜牧养殖：肉鸡养殖企业竞争格局一览

- **品种多样，肉鸡养殖规模化程度较高，但集中度尚有提升空间。**据新禽况调研，2024年中国肉鸡出栏量为155.6亿只，同比+11%。其中，白羽肉鸡占比55%，为主导品种；黄羽肉鸡占比降至23%；其余品种为小白鸡（14.5%）与淘汰蛋鸡（6.9%）。
- 参考《2024全球禽业洞察》的中国肉鸡企业50强榜单，温氏、禾丰、圣农、正大、立华位列前五，合计的肉鸡出栏（屠宰）量约36亿羽，市占率约23%。相较于生猪养殖，肉鸡养殖头部企业的证券化程度相对较低，前20家企业中有8家上市企业。

2024年全国各品种肉鸡产量占比



2025年中国肉鸡养殖排行榜

序号	企业名称	肉鸡出栏量/屠宰量 (万只)	黄羽肉鸡	白羽肉鸡	"817" 肉鸡 / 小型	市占率 (%)
1	温氏股份 *	118300	✓	✓	✓	7.6%
2	禾丰股份 *	81000		✓		5.2%
3	圣农发展 *	68000		✓		4.4%
4	正大集团	46000		✓		3.0%
5	立华股份 *	45700	✓			2.9%
6	新盛集团	36000		✓		2.3%
7	新希望 *	38900		✓		2.5%
8	吴明集团	30000		✓		1.9%
9	太合集团	27000		✓		1.7%
10	益客食品 *	26000		✓		1.7%
CR10		516900				33.2%
11	耘垦牧业	30000		✓		1.9%
12	仙坛股份 *	22200		✓		1.4%
13	森盛食品	24000			✓	1.5%
14	超和食品	23000		✓		1.5%
15	大象农牧	20000		✓		1.3%
16	双汇发展	20000		✓		1.3%
17	玖兴农牧	20000		✓		1.3%
18	凤祥股份	17300		✓		1.1%
19	奥祥禽业	16000			✓	1.0%
20	德信集团	12000			✓	0.8%
CR20		721400				46.4%

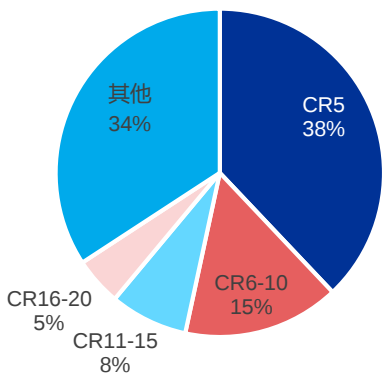
数据来源：新禽况，申万宏源研究

注：标粗者为上市企业，标星号为畜牧养殖指数样本股

1.5 畜牧养殖：饲料加工企业竞争格局一览

- 饲企集中度明显高于养殖环节，7家头部企业年产超过千万吨，占全国饲料总产量的46%。2025年，全国工业饲料总产量超过3.4亿吨，同比+8.6%。在激烈的市场竞争中，饲料行业由于偏制造业属性，规模化优势与标准化程度均高于养殖环节，因此发展出了更高的行业集中度。据新牧网统计，2025年国内TOP20的饲企饲料总产量超2.2亿吨，占全国饲料总产量的65%。其中，共有7家企业年产超千万吨，CR7市占率达到47%，呈现出极高的市场集中度。前20家饲料中，有10家AH股上市企业。

2025年饲料企业集中度



数据来源：新牧网，申万宏源研究

2025年中国饲料企业产销量排名 TOP20

排名	企业	预估饲料产销量 (万吨)	市占率
1	海大集团 *	3200	9.4%
2	新希望六和 *	2900	8.5%
3	牧原食品 *	2700	7.9%
4	双胞胎集团	2200	6.5%
5	温氏股份 *	1900	5.6%
6	力源集团	1650	4.9%
7	正大 (中国)	1300	3.8%
8	禾丰食品 *	950	2.8%
9	通威农发	700	2.1%
10	唐人神 *	650	1.9%
CR10		18150	53.4%
11	大北农 *	650	1.9%
12	万洲国际	580	1.7%
13	东方希望	500	1.5%
14	亚太中慧	480	1.4%
15	南宝集团	400	1.2%
16	立华股份 *	380	1.1%
17	安佑集团	320	0.9%
18	华西希望	320	0.9%
19	山东布恩	300	0.9%
20	天康生物 *	290	0.9%
CR20		22370	65.8%

注：标粗者为上市企业，标星号者为畜牧养殖指数样本股

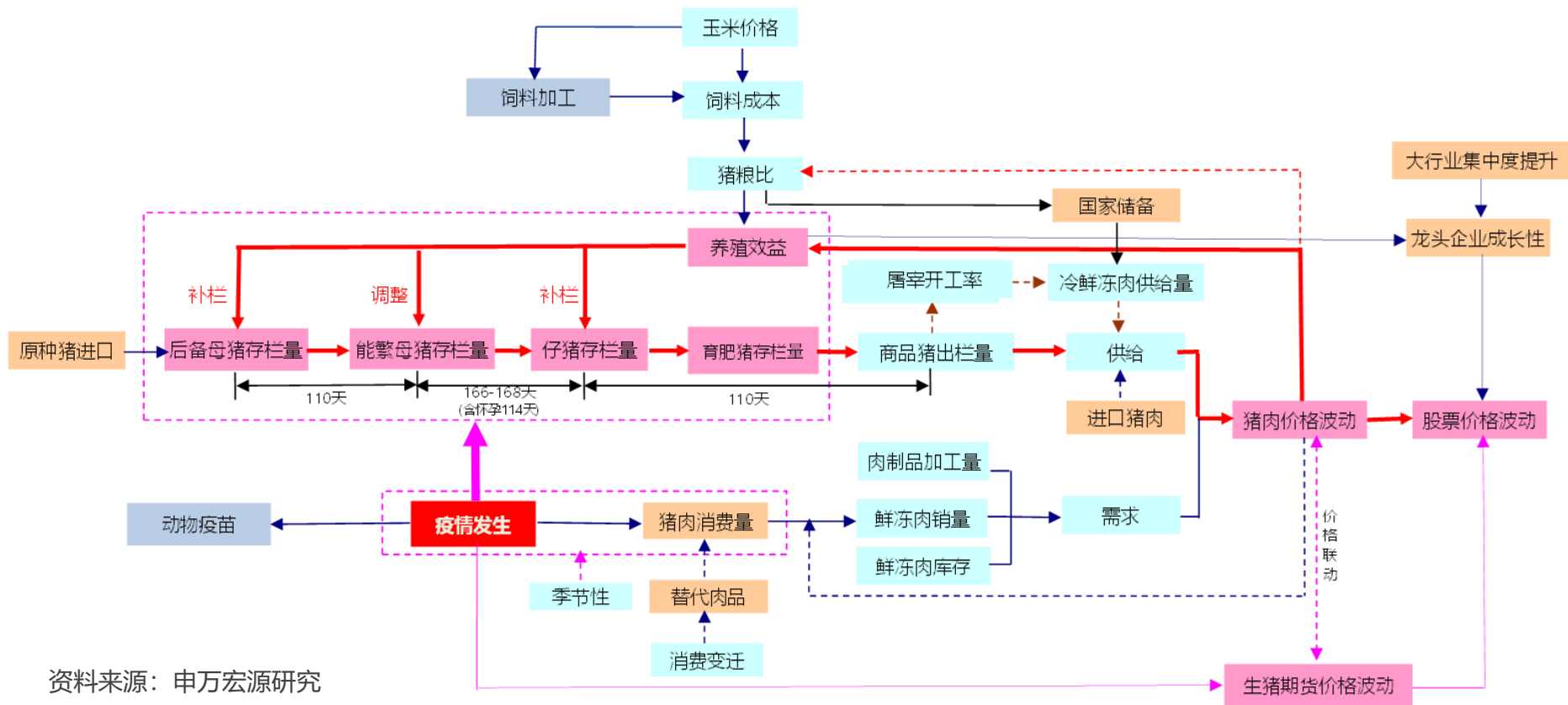
主要内容

1. 畜牧养殖产业链介绍
2. 畜牧养殖产业投资价值分析
3. 猪周期运行规律与投资节奏复盘
4. 畜牧养殖指数构成与特征

2.1 生猪养殖：供求新时代，周期新变化

- 价格的本质：依然由供给与需求决定。
- 生产、消费等产业链环节博弈性增强。

中国生猪（猪肉）价格波动分析逻辑框架

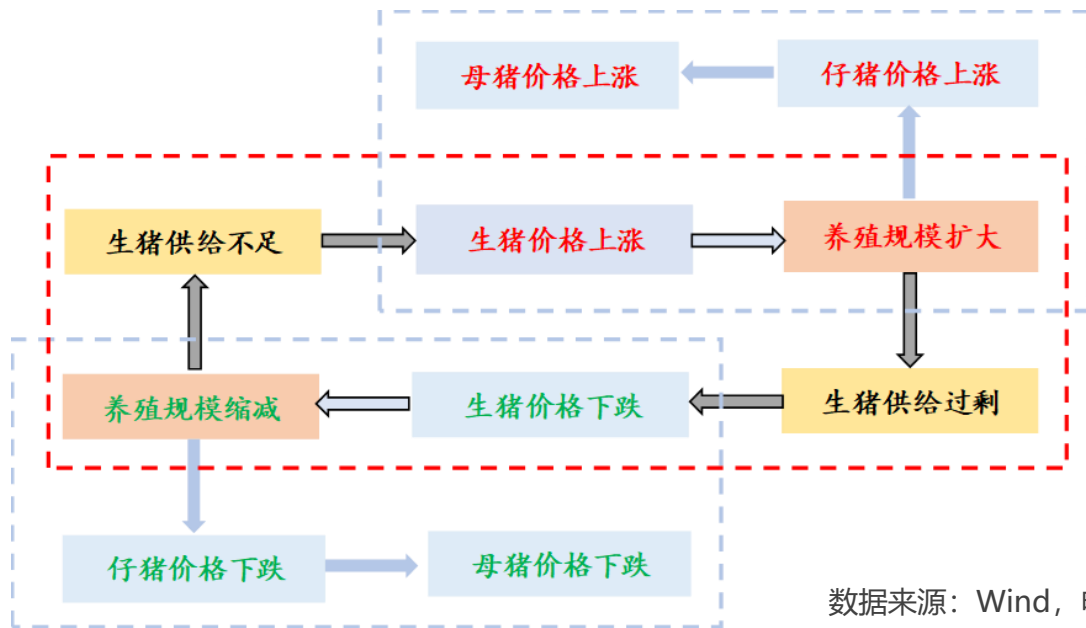


资料来源：申万宏源研究

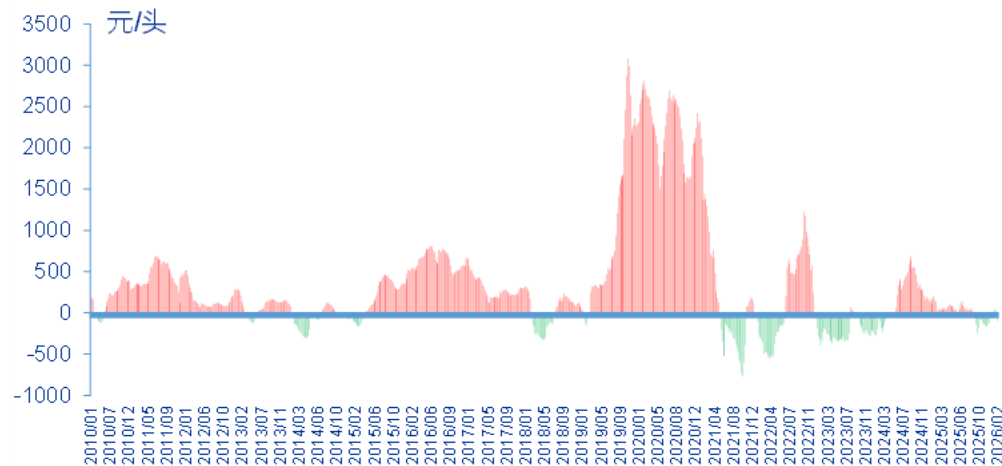
2.1.1 生猪养殖：“蛛网模型”——产能与价格的周期性波动

- **“蛛网”模型**：产业玩家基于当前猪价和养殖盈利预测未来行情和盈利水平，并在当前做出决策，影响未来行业的供给。
在不发生重大疫情的情况下，生猪养殖规模增减更多地由生猪价格水平所引导，表现为“少-涨-多-跌”周期性交替。
- **本质是产能（能繁母猪存栏）的波动引致的供给（生猪出栏量）波动**
- **影响产能波动的主要因素：①内生——养殖盈利；②外生——动物疫情、政策等。**
 - （1）行业去产能主要由生猪养殖亏损导致，重大疫情&环保政策也会致使产能去化。
 - （2）而产能增长主因养殖盈利改善，或预期未来盈利有所增加所驱动

生猪价格波动具有周期性，符合蛛网模型



养殖盈利变化是产能波动的重要驱动因素



数据来源：Wind，申万宏源研究

2.1.2 生猪养殖：供给充裕，猪价磨底，养殖亏损加剧

■ 2026年生猪供给惯性释放：

- 据涌益数据，25Q1/Q2仔猪出生量环比分别增长1.6%/3.8%，Q3维持高位，Q4延续增长（环比+0.3%）。据畜牧业协会，25Q1-Q3新生仔猪数逐季环比增长1.5%/2.4%/2.4%；Q4仅小幅下滑。从前期平稳的能繁母猪存栏推算，26Q1仔猪供应依然充裕，预计2026年生猪供给仍将面临较大压力。

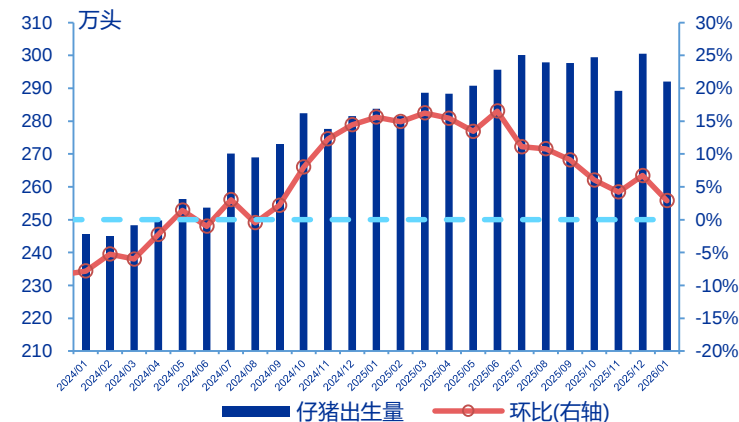
■ 2026H1猪价或筑底：

- 预计未来1-2个季度猪价将筑底，消费淡季将出现本轮周期价格低点。参考能繁母猪产能波动节奏（影响10个月以后生猪供给），预计26H1生猪供应仍将逐步释放。Q2为传统消费淡季，猪价震荡探底是大概率事件，或出现本轮周期猪价低点。

■ 行业亏损或进一步加剧：

- 截至2月末，行业自繁自养生猪头均亏损在100元/头左右，部分养殖群体开始亏现金流（猪价低于其现金成本），未来1-2个季度亏损或进一步加深。

前期仔猪出生量逐季环比增加



2.1.3 生猪养殖：养殖亏损，产能去化正当时，布局周期反转

■ 仔猪补栏旺季渐入尾声，预计仔猪养殖也将陷入亏损

- 当前仔猪均价约470元/头；预计后续伴随着补栏需求回落，价格将有所下跌，仔猪养殖陷入亏损（当前仔猪养殖平均成本在390元/头左右）。

■ 肥猪、仔猪养殖共同亏损，驱动产能去化加速

- 本轮能繁母猪产能自2024年4月起开始恢复，2025年上半年维持窄幅波动。2025年8月起开始缓慢去化，截至2026年1月去化幅度约2%；预计后续产能调减将加速。

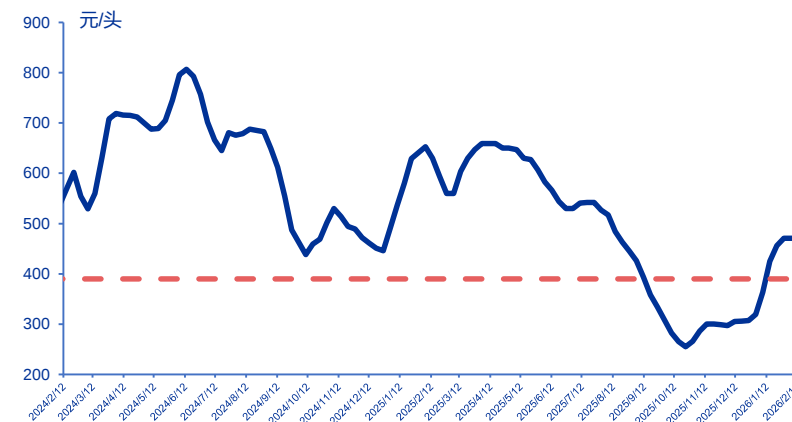
■ 未来供应收缩路径清晰

- 农业农村部数据显示，能繁母猪存栏自2025年8月起已开始实质性下降。鉴于商品猪从能繁配种到出栏的完整生产周期约为10个月，当前的去化行为将影响2026年中期及以后的市场供应，形成明确的供应收缩预期。

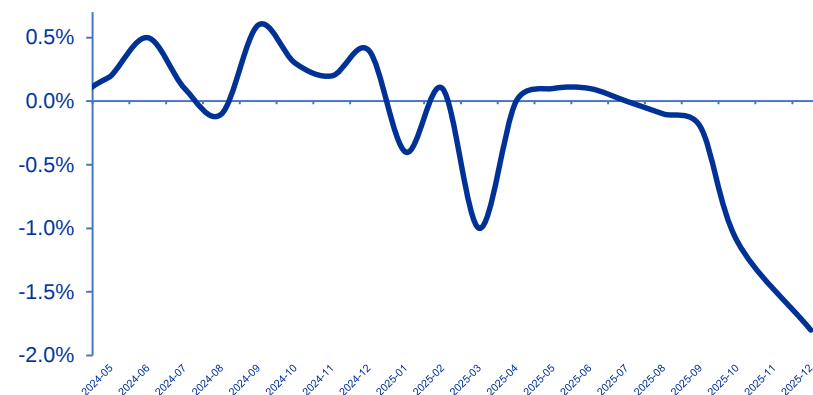
■ 左侧布局生猪养殖周期反转

- 产能持续调减去化，正为新一轮猪周期的价格反转奠定了坚实的基本面基础。参考21和23年周期底部的演绎节奏，板块左侧投资有望提前开启。

仔猪价格与盈利



农业农村部能繁母猪环比变化



数据来源：农业农村部，Wind，申万宏源研究

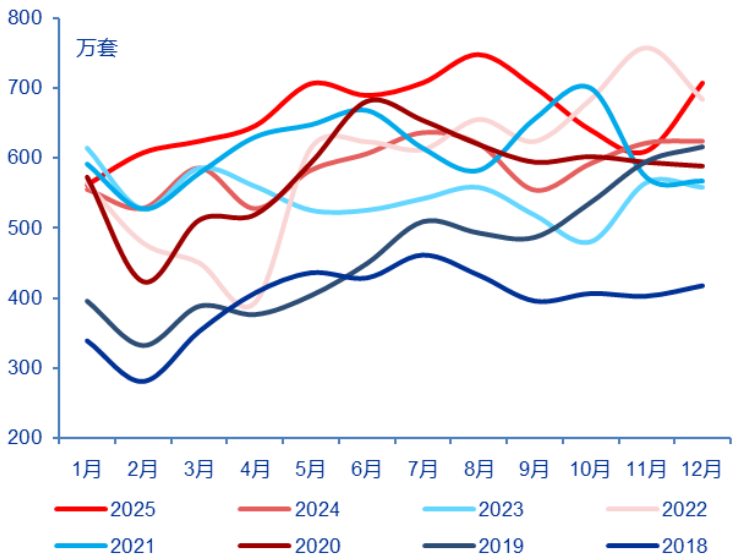
2.2 肉鸡养殖：引种量增速下滑，2026年供给端增长预计放缓

- **祖代种鸡更新量小幅增长，海外禽流感疫情再次扰动引种预期。**
 - 参考畜牧业协会禽业分会的数据，2025年全年，中国白羽肉鸡祖代种鸡更新量为157.4万套，同比+4.9%，增速有所放缓（2024年同比+17.3%），从节奏上看，呈现出明显前低后高的趋势，预计受此影响，2026年上半年的鸡肉供应增速将明显放缓。2025年12月底，法国爆发H5N1高致病禽流感，自法国引种暂时中断；考虑到自美国引种尚未恢复，预计2026年上半年白羽肉鸡祖代种鸡引种量将出现明显下滑。
- **父母代种鸡销售量开始下滑，行业供给压力顶峰或已过去。**
 - 据钢联农产品统计，2025年全年全国白羽肉鸡父母代鸡苗销售量为7950.3万套，同比+13.1%，其中2025年第四季度父母代鸡苗销售量为1958万套，环比-9.2%，同比+6.6%。预计2024年引种高位对应的父母带种鸡供应顶峰已过，2026年将逐步转化为商品代肉鸡供给量的止增回落。

2023-2025年中国白羽肉鸡祖代种鸡引种量

引种时间	2023年		2024年		2025年	
	单月	累计	单月	累计	单月	累计
1月	8.6	8.6	11.1	11.1	3.5	3.5
2月	7.6	16.2	9.8	20.9	9.5	13.1
3月	13.5	29.7	16.5	37.4	8.6	21.7
4月	11.1	40.7	17.5	54.9	10.6	32.3
5月	9.8	50.6	10.0	65.0	16.7	49.0
6月	9.4	60.0	6.1	71.0	6.4	55.4
7月	9.1	69.0	10.8	81.9	11.8	67.1
8月	20.7	89.8	11.9	93.8	12.3	79.4
9月	9.4	99.2	9.0	102.8	14.3	93.7
10月	7.6	106.8	23.1	125.9	19.7	113.4
11月	9.3	116.1	12.4	138.2	18.1	131.5
月	.	.	.	.	.	.

白羽肉鸡父母代鸡苗销售量



全国历年白羽肉鸡屠宰量变动情况



数据来源：上海钢联，畜牧业协会禽业分会，申万宏源研究

2.2 肉鸡养殖：鸡肉价格低位震荡，消费回暖有望带动盈利回升

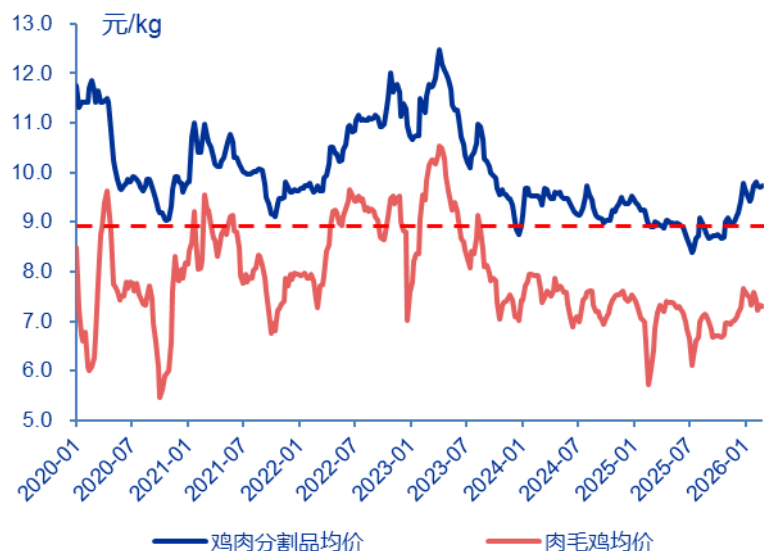
■ 毛鸡与鸡肉价格均处于十年最低水平，全产业链盈利连续5年处在盈亏平衡线附近。

- 2025年前三季度，鸡肉与毛鸡价格继续震荡下跌，截至2025年Q3，鸡肉价格跌破9元/kg，创下近十年最低水平。2025年末至2026年初小幅回升，自底部上涨约10%。从头部全产业链企业（从种鸡育种到鸡肉销售）的单羽盈利已连续5年低于1元/羽，行业整体处在盈亏平衡线附近。

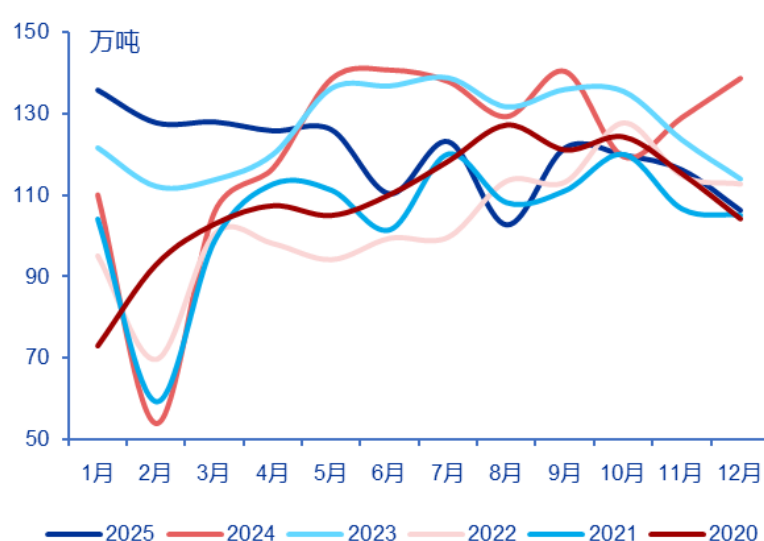
■ 供给矛盾弱化后，看好需求回暖拉动鸡肉价格回升，肉鸡养殖、屠宰企业盈利转好。

- 参考钢联农产品的统计，2025年全年国内白鸡表观消费量为1443.2万吨，同比-1.2%，（2024年同比-4%），降幅有所收窄。在餐饮与团餐需求经历23-24年的连续下滑后，2025年已有所企稳。展望2026年，随着宏观经济的企稳，餐饮与团餐作为顺周期弹性较强的消费渠道，也是鸡肉最重要的需求场景，有望逐步复苏。叠加供应端增长的放缓，鸡肉价格有望在2026年走出低谷，产业链盈利底部回升。

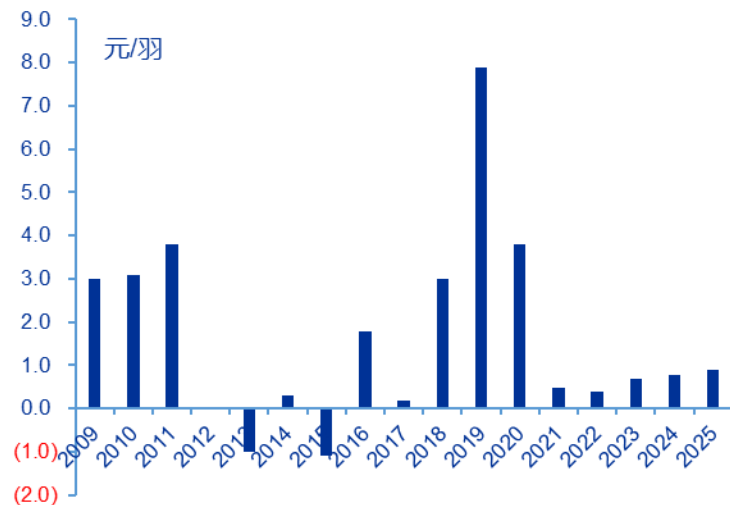
鸡肉分割品和白羽肉毛鸡销售均价



2020-2025年白鸡月度表观消费量



白羽肉鸡历年全产业链单位盈利情况

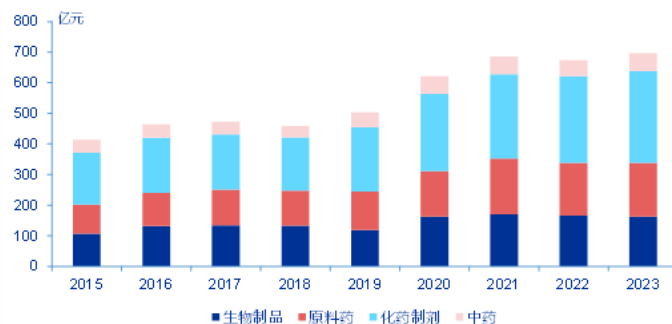


数据来源：上海钢联，Wind，畜牧业协会禽业分会，申万宏源研究

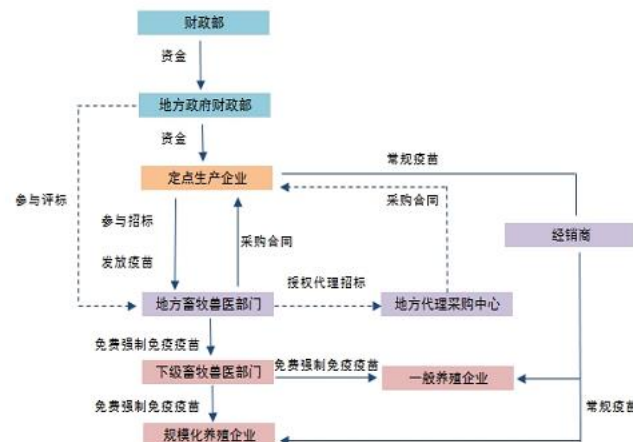
2.3 动物保健：后周期受益养殖景气，关注新产品扩容

- **动物保健**：产品主要分为兽用生物制品、兽用化学药品及中兽药。**需求受下游养殖规模与防疫程序影响，市场整体规模不大**：2023年销售额697亿元。**行业壁垒较高**：企业需要行政许可、产品文号、流通许可等。
- 近年来行业需求增量有限，疫苗与化药制剂产能冗余，产能利用率较低：2023年全国片剂生产能力为469.06万片/年，年产量为78.81万片，产能利用率仅为16.80%（兽药产业发展报告）。
- **产品同质化，企业面临激烈竞争**：2023年共有1620家兽药企业，其中化学药品企业1443家；合计持有的兽药产品批准文号超过8万个，产品同质化的情况较为普遍。
- **主要投资逻辑**：**布局后周期业绩回升**——下游养殖盈利改善下的动保产品量价齐升；**把握成长性增量**——新的大单品上市（如2013年生物股份口疫苗市场苗、非洲猪瘟疫苗）或者产品迭代更新（新毒株、新免疫方式、新产品路径）、产品出海销售等。

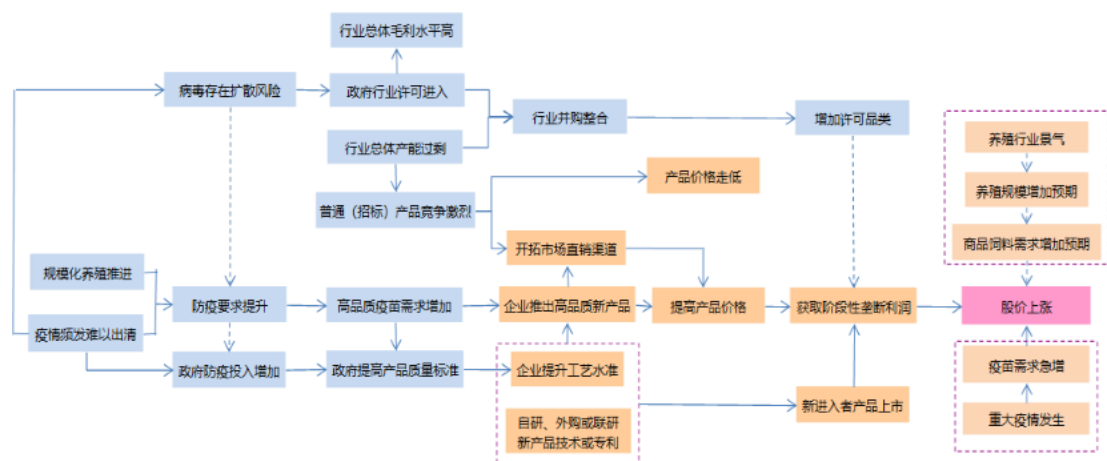
中国兽药细分市场规模



中国兽用生物制品生产销售体系



中国动物疫苗行业分析框架



数据来源：中国兽药发展报告，申万宏源研究

2.4 饲料：养殖存栏回升带动饲料销量增长，原料价格低位支撑盈利水平

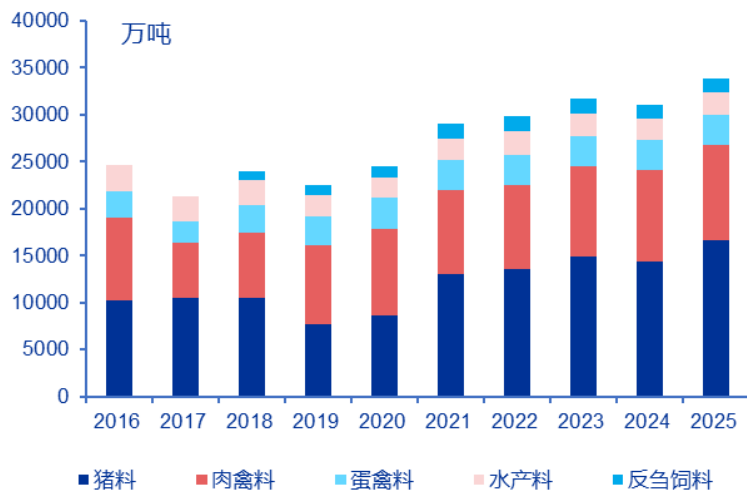
■ 2025年全国工业饲料总产量回升，在畜禽存栏高位、水产价格恢复的基础上，预计2026年增长趋势延续。

- 由于2023年养殖深度亏损，养殖产能与畜禽存栏出现明显去化，2024年是中国饲料需求明显下滑，是饲料行业经营较为较难的一年。这种趋势在2025年得到扭转，2025年全国工业饲料总产量为3.42亿吨，创历史新高；同比+8.6%，增速创2021年后新高。展望2026年，畜禽产量预计再创新高，同时反刍动物、水产价格底部回升的趋势明确，均有望带动饲料需求继续增长，但整体产销增速预计较2025年将有所放缓。

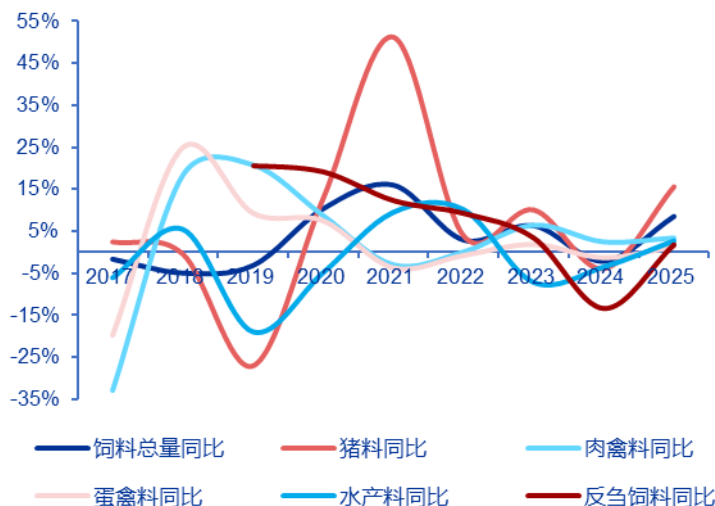
■ 原料价格仍处在周期底部区域，26H1饲企成本端压力预计较小，后续需关注大宗商品涨价传导情况。

- 玉米、豆粕等主要饲料原材料的价格，仍处在周期底部区域。仅从产能与供给角度看，预计2026年全球大宗农产品和粮食的供应依然充裕，不具备供需大幅反转的基础，饲料企业成本端压力较小，盈利仍有保障。但需关注成本端（主要是农化、农资用品）变动带来的粮食涨价预期。

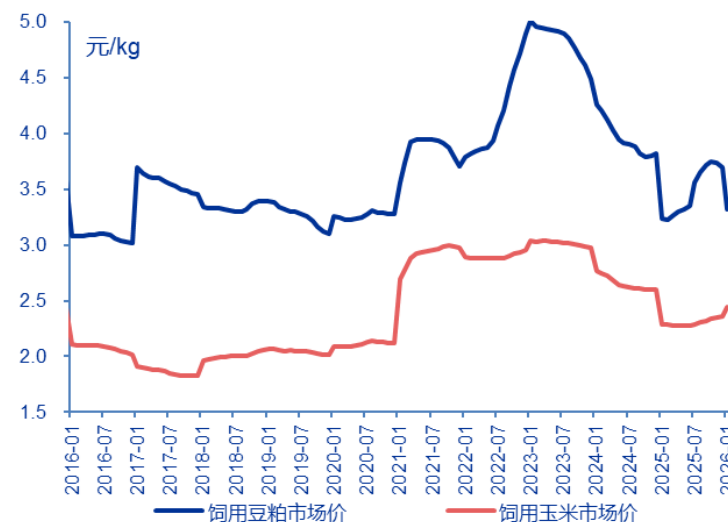
中国历年工业饲料产量变动情况



各饲料品种年度同比变动情况



饲用玉米与豆粕价格走势



数据来源：中国饲料工业协会，申万宏源研究

主要内容

1. 畜牧养殖产业链介绍
2. 畜牧养殖产业投资价值分析
3. 猪周期运行规律与投资节奏复盘
4. 畜牧养殖指数构成与特征

3.1 “猪周期”的外在轮回——3-4年价格涨跌轮回，外生因素为主导变量



■ 2002年之后，中国已经历6轮猪周期，一轮周期的时长普遍在3-4年左右。后“非瘟时代”猪周期时长有缩短趋势。

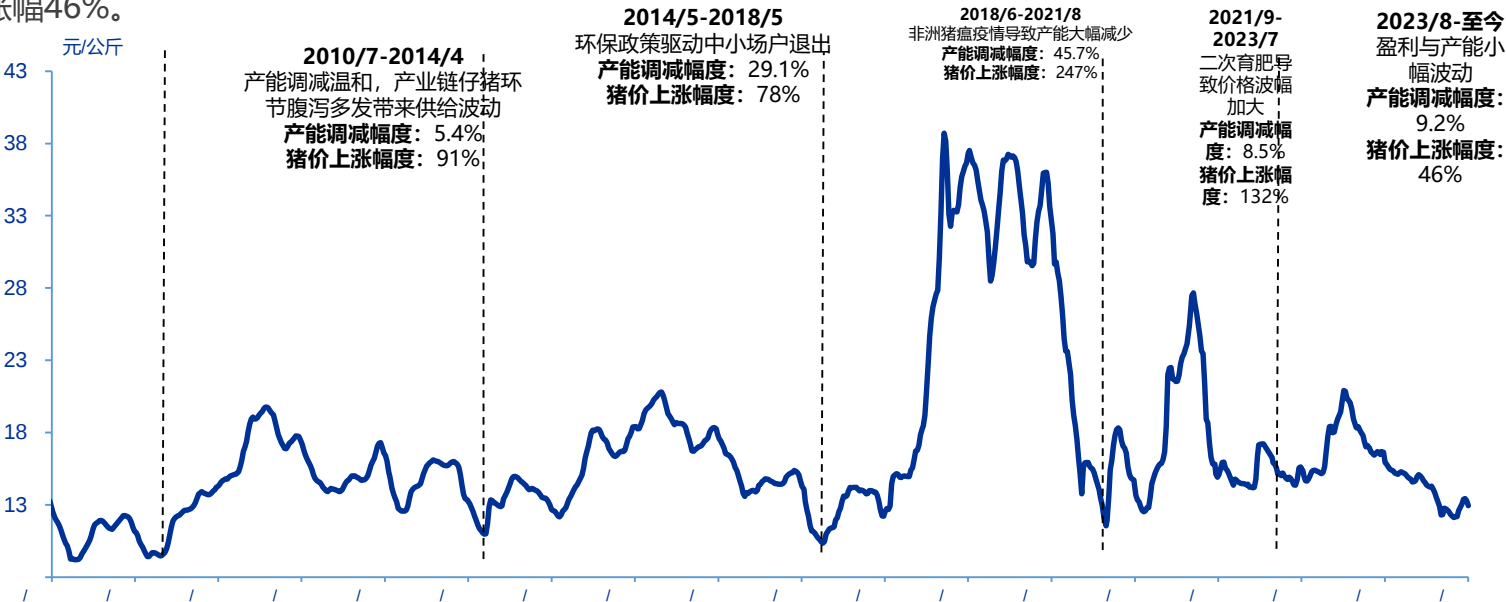
■ 几轮典型周期回顾：

- 1、2006-2010：周期时长47个月，期间猪价最大涨幅189%；
- 2、2010-2014：周期时长46个月，期间猪价最大涨幅91%；
- 3、2014-2018：周期时长48个月，期间猪价最大涨幅78%；
- 4、2018-2021：周期时长37个月，期间猪价最大涨幅247%；
- 5、2021-2023：周期时长22个月，期间猪价最大涨幅132%；
- 6、2023-至今：周期时长26个月，期间猪价最大涨幅46%。

历轮“猪周期”复盘

		开始时间	结束时间	持续时间	产能调减（猪价波动）引发因素	前期产能调减幅度	期间猪价最大涨幅
前“非瘟”时期	第一轮	2002年6月	2006年6月	48	季节性价格波动下的生产调节	-	-
	第二轮	2006年7月	2010年6月	47	蓝耳病	-	189%
	第三轮	2010年7月	2014年4月	46	仔猪腹泻	5.4%	91%
	第四轮	2014年5月	2018年5月	48	环保拆迁	29.1%	78%
非洲猪瘟“周期”	第五轮	2018年6月	2021年8月	37	非洲猪瘟	45.7%	247%
后“非瘟”时期	第六轮	2021年9月	2023年7月	22	二次育肥	8.5%	132%
	第七轮	2023年8月	至今	26	养殖盈利，压栏、二次育肥、政策等	9.2%	46%

不考虑外生黑天鹅事件，周期产能波动幅度在10%以内



资料来源：农业农村部，申万宏源研究

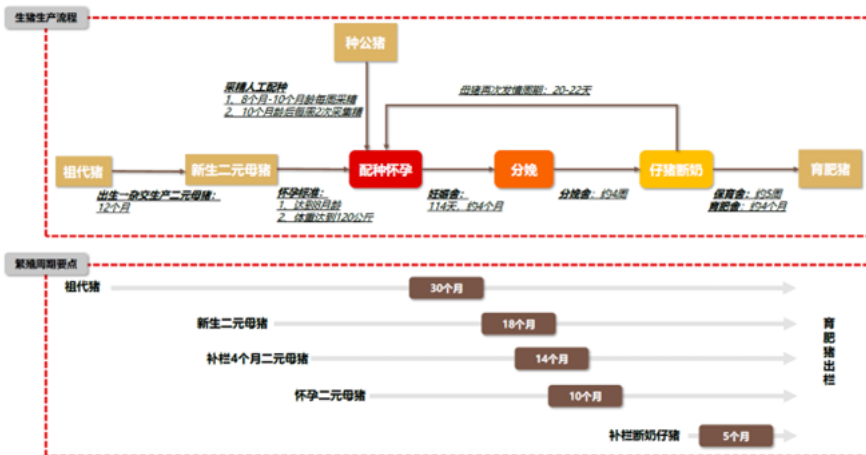
■ 生猪养殖的“刚性”生产周期决定了猪周期的时长基础，价格信号与盈利变化下的产能调整节奏变化改变了周期演绎的时长。

- ①后备母猪需饲养8个月达到可繁殖状态；能繁母猪妊娠期大约4个月；仔猪出生后大约经历5-6个月完成育肥出栏。因此从后备母猪补栏到肥猪出栏大约需要18个月时间，生物特性决定的猪周期时长不短于36个月。
- ②养殖群体的变化使得产能调节节奏加快：散户产能调节相对滞后；规模化提升后，后备母猪充足，且产业主体博弈加剧，通过增加/降低配种比例来调节产能，通过二次育肥/压栏来调节库存，最终使得周期演绎速度变快、时长变短；

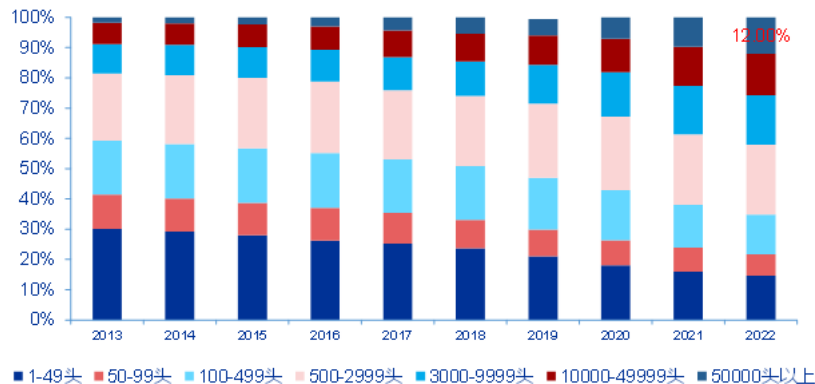
- **产能恢复速度加快，周期磨底时间拉长。**

■ **产能恢复速度加快，周期磨底时间拉长。**

生猪养殖的生产周期



中国生猪养殖行业规模化进程各出栏规模主体占比情况



猪周期上行时间缩短，下行周期拉长

		开始时间	上行时间 月	下行时间 月
前“非瘟”时期	第一轮	2002年6月	27	21
	第二轮	2006年7月	22	25
	第三轮	2010年7月	16	30
	第四轮	2014年5月	25	23
非洲猪瘟“周期”	第五轮	2018年6月	21	16
后“非瘟”时期	第六轮	2021年9月	13	17
	第七轮	2023年8月	13	(至今16)

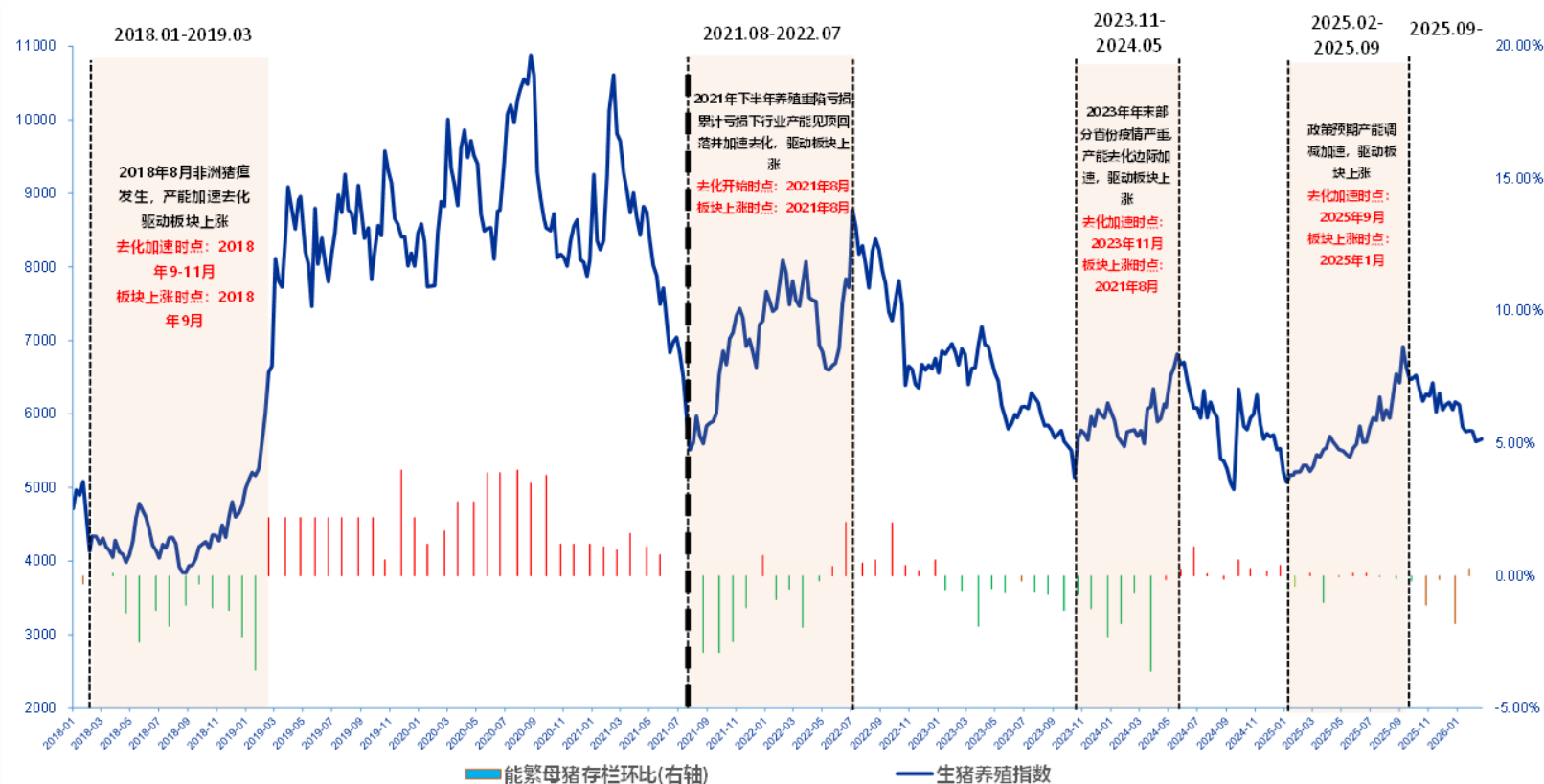
数据来源：农业农村部，申万宏源研究

3.3 投资节奏①：产能去化带来板块上涨主升浪

■ 复盘主要四轮板块上涨“主升浪”来看，通常与产能大幅去化（或加速去化）密切相关：

- ①2018年8月，非洲猪瘟疫情发生；9月伊始，能繁母猪存栏开启加速去化，驱动板块加速上涨；
- ②2021年8月伊始，供给恢复猪价下跌，养殖场户重陷亏损；产能见顶回落开启加速调减，驱动板块触底上涨；
- ③2023年末，部分省份疫情严重，叠加养殖亏损加剧，产能去化加速，板块股价自11月开始触底回升；
- ④2025年，在“反内卷”指导思想下，市场预计产能扩张放缓、能繁母猪存栏加速调减；板块股价延续1月以来的上行态势，于4-5月左右加速上行。

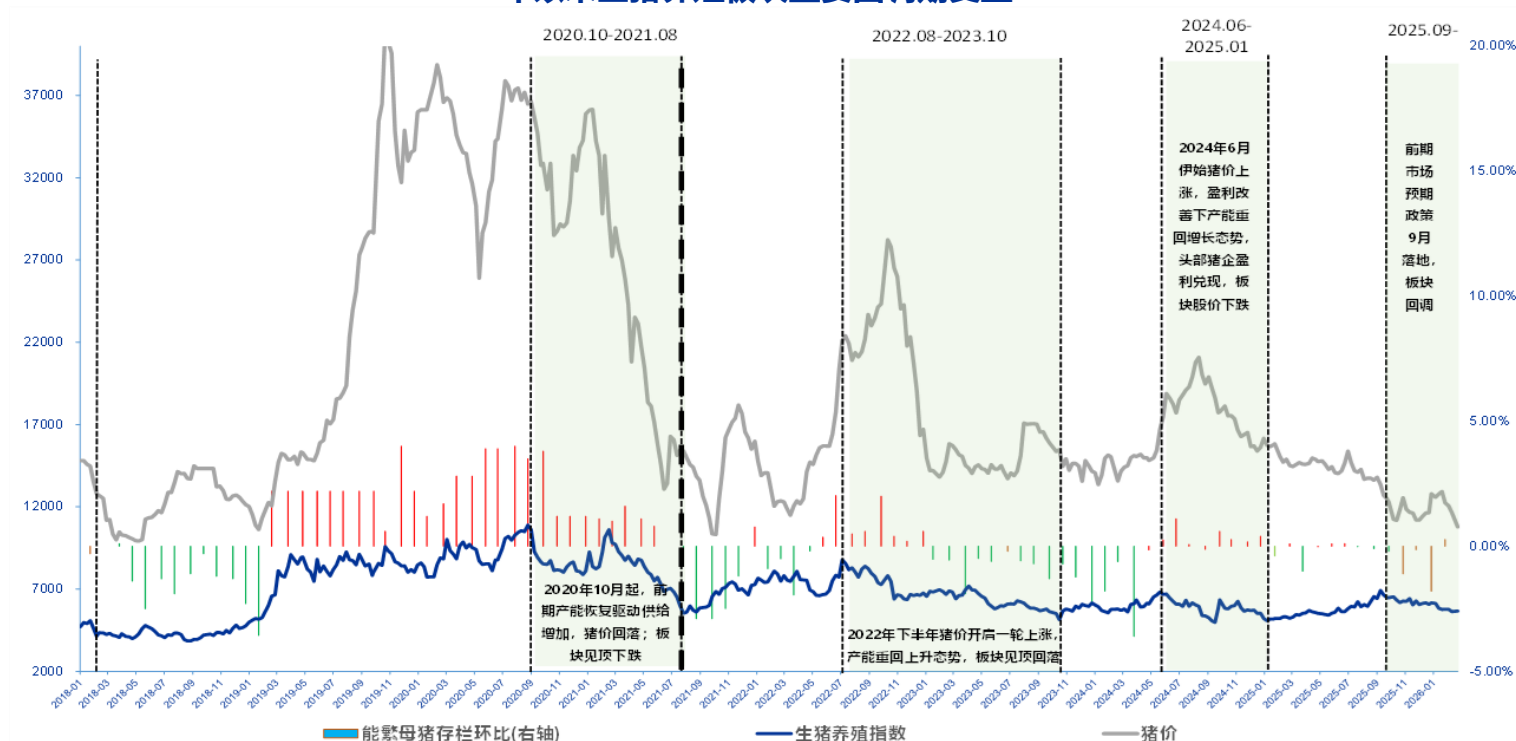
2018年以来生猪养殖板块主要上涨期复盘



3.3 投资节奏②：猪价上涨-产能恢复则是兑现交易的窗口

- 猪价上涨头部猪股利润兑现、产能恢复增长则是驱动板块回落的主要因素。
- 2020年后，板块于右侧产能增加阶段通常出现不同程度的下跌和回调。
- ✓ ①2020年10月，头部猪企利润兑现，前期高盈利期带来的产能恢复逐步体现于市场供给的增加，猪价高点回落驱动板块下跌；
- ✓ ②2022年7月伊始，猪价上涨盈利改善下产能重回上升态势，板块见顶回落；
- ✓ ③2024年6月，猪价触底反弹开启上涨，能繁母猪存栏环比开始回升，板块股价因而下跌；
- ✓ ④2025年，前期预期的产能去化交易渐入尾声，板块内部兑现交易增加。

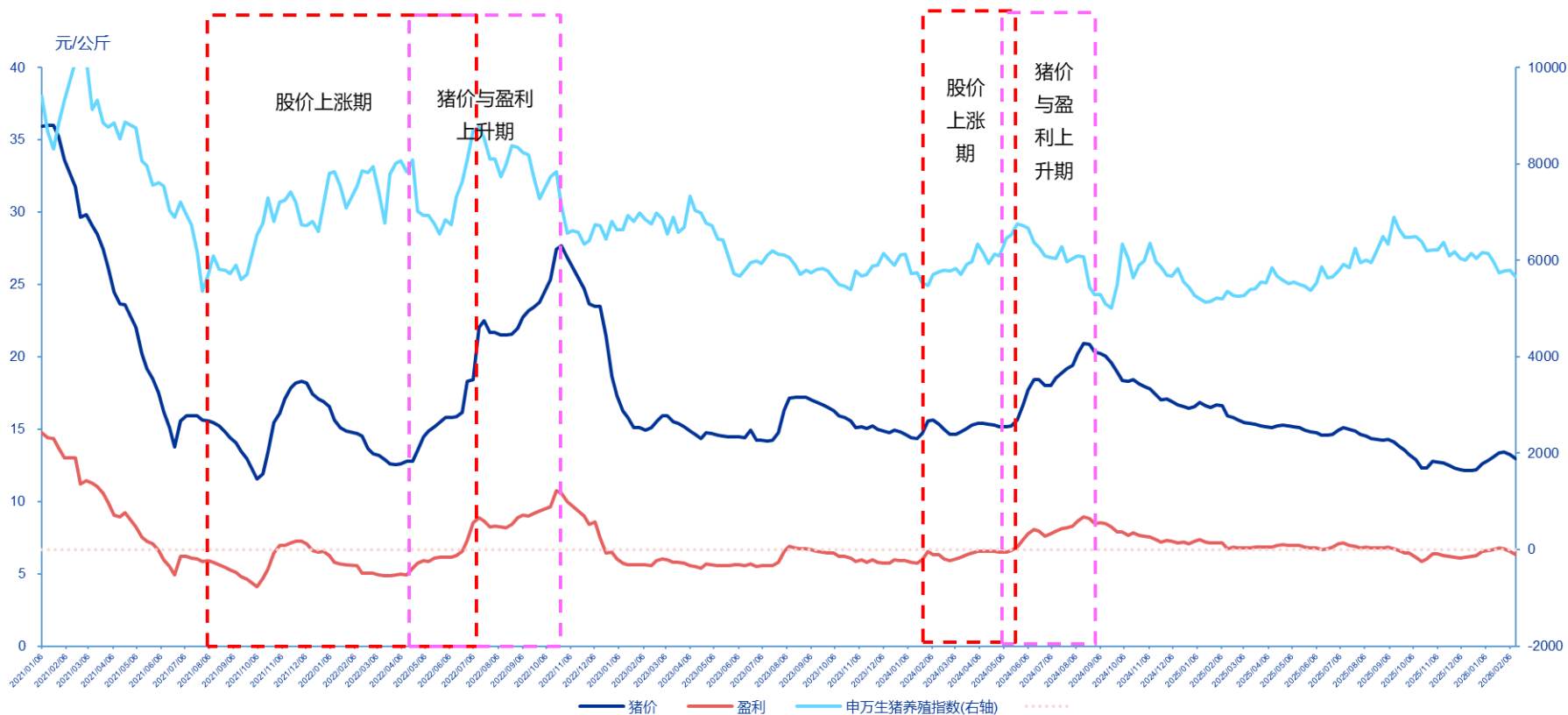
2018年以来生猪养殖板块主要回调期复盘



3.4 关键指标①：猪价与盈利

- 猪价与养殖盈利是不可忽视的板块重要关注指标。
- 猪企股价的本质是未来自由现金流的折现。因此，板块投资交易的核心窗口在于预期未来猪价上涨、猪企盈利改善兑现的时点
- 复盘2021年以来的板块表现可以看到，股价上涨期通常早于猪价上涨与养殖盈利兑现。

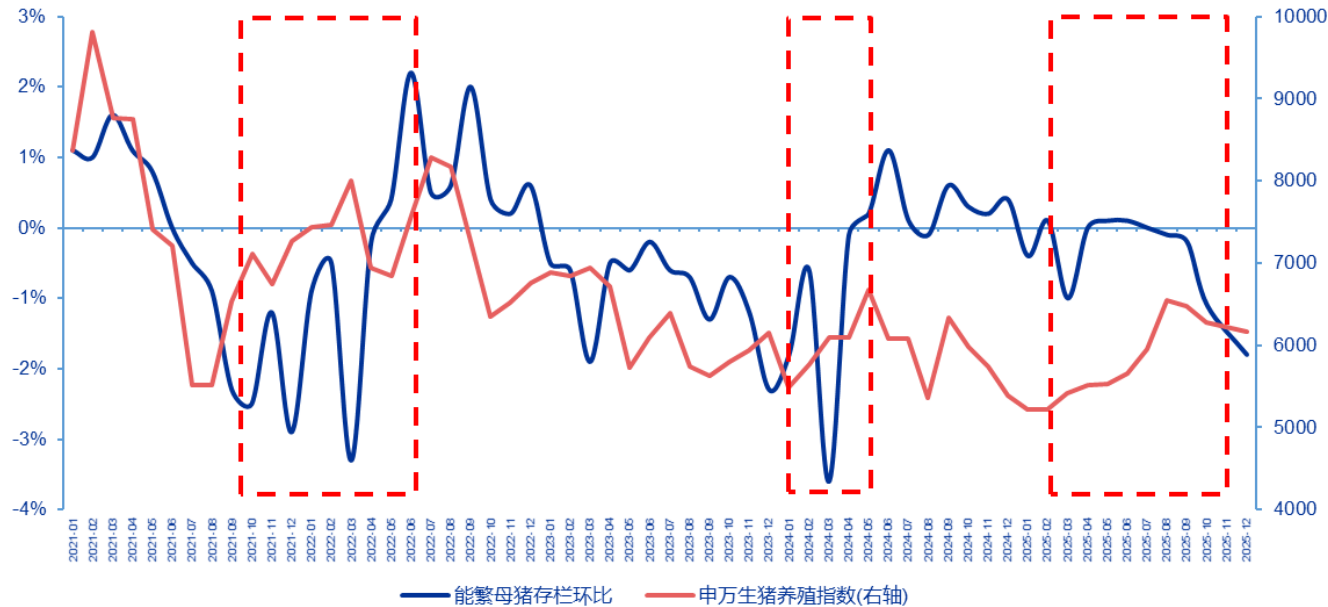
板块股价上涨通常早于猪价与盈利上行期



3.4 关键指标②：能繁母猪存栏

- 而指引未来价格重心的决定因素是供给，关注指标则进一步提前。能繁母猪存栏是另一指引年度周期、价格拐点与板块行情启动的重要且有效的指标。从两个典型例子看：
- **2021年周期：**去化加速触发行情：在2021年的周期中，能繁母猪存栏自7月开始进入去化通道，并于8-9月期间加速下滑。随着市场对产能加速调减后的供应减少-猪价上涨预期开始发酵，9月开始生猪养殖指数开启一波显著上涨。
 - **2023年周期：**平稳去化累积后的行情：在2023年的周期中，能繁存栏自1月开始去化，但节奏相对平缓。当能繁母猪存栏绝对值再次下探至4000万头以下时（2024Q1），市场对未来猪价表现的预期进一步提升，板块出现显著反弹。指标的领先性在此轮中更为突出。

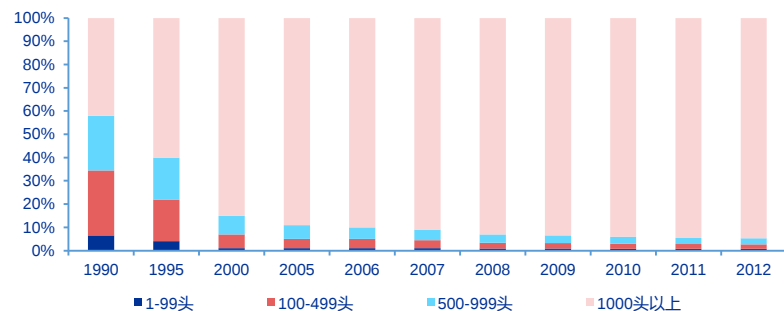
能繁母猪存栏环比与生猪养殖指数变化关联性



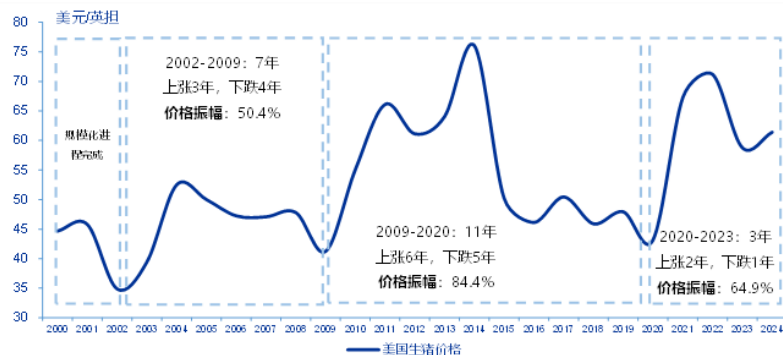
3.5 他山之石——规模化完成的猪周期何去何从？

- **美国：价格周期拉长，波动幅度较大。** 价格周期延长至8年左右，2002至今三轮周期平均价格振幅67%。
 - 主要原因：出口持续增加，产能长时间增长；规模化水平提升和产业组织结构优化延长生产周期。生产变化：分段式养殖、合同生产
- **德国：价格周期短，波动幅度较小。** 价格周期2-4年，2000至今六轮周期平均价格振幅23%。
 - 主要原因：产能波幅减小。养殖区域化布局、欧盟范围内生产分工，帮助养殖户基于市场形势及时调整养殖规模。

美国生猪养殖存栏结构



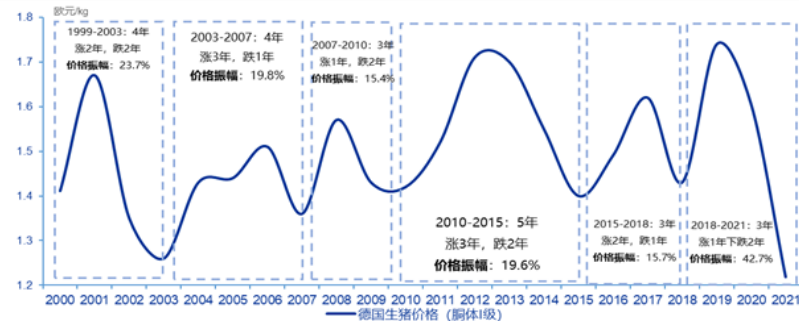
养殖规模化推进后美国生猪价格周期长，振幅大



德国养猪场单场平均生猪存栏增加，增速放缓



养殖规模化推进后德国生猪价格周期短，振幅小



数据来源：德国统计局，Wind，美国农业部，申万宏源研究

3.6 板块尚处估值低位，关注优质龙头价值重估

- **周期底部，估值低位：多数猪企估值水平已跌至较低位置。**
- 从当前猪企的头均市值估值水平看，已显著低于22-25年头均市值平均水平；当前上市猪企PB平均分位数也已下降至15%以内。
- **优质猪企盈利中枢和稳定性均将提升，有望取得显著优于行业整体的财务表现，迎来价值重估。**

主要生猪养殖上市猪企平均PB位于2017年以来的较低水平



主要生猪养殖上市公司历史头均市值与当前估值水平一览

元/头	2022	2023	2024	2025	2026E	22-25年均值	25Q4完全成本 (元/kg)	PB分位数
巨星农牧	7618	5403	4696	2084	2193	4950	12.2	27%
新五丰	3472	3431	2230	1164	1214	2574	13.8	14%
温氏股份	5775	3546	3192	2056	2176	3642	12.0	19%
牧原股份	4745	3699	3197	2847	3014	3622	11.4	6%
天康生物	5371	2829	2114	2213	1475	3131	12.3	11%
唐人神	3877	2131	1433	838	873	2070	13.3	8%
神农集团	14099	7663	6965	4543	4700	8318	12.2	18%
新希望	3299	1890	1347	1143	1179	1920	12.0	13%

数据来源：Wind，公司公告，申万宏源研究

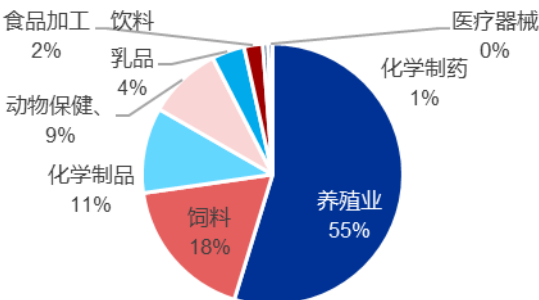
主要内容

1. 畜牧养殖产业链介绍
2. 畜牧养殖产业投资价值分析
3. 猪周期运行规律与投资节奏复盘
4. 畜牧养殖指数构成与特征

4.1 中证畜牧养殖产业指数 (931946)

- 中证畜牧养殖产业指数 (931946, 简称: 畜牧养殖) 基日为2021年12月31日, 发布日期为2023年7月28日, 包含50个成分股; 采用权重因子以使**畜牧产品、动物保健与育种、饲料**行业的单个样本权重不超过**15%**, **肉制品、乳制品**行业单个样本权重不超过 **3%**且合计权重不超过 10%, 前五大样本合计权重不超过 60%。
- 指数主要聚焦于养殖 (55%)、饲料 (18%)、化学制品 (11%)、动物保健 (9%), 权重股分布较为集中, 前5大权重股累计权重为49.3%, 前10大为67.3%, 前20大为83.2%。前五大权重股分别为温氏股份 (15.4%)、牧原股份 (13.7%)、海大集团 (8.7%)、正邦科技 (5.7%)、梅花生物 (5.7%)。

指数行业分布-SW二级行业



指数行业分布-SW三级行业

SW三级行业	权重2026/3/31
生猪养殖	45.20%
食品及饲料添加剂	10.58%
水产饲料	9.87%
动物保健Ⅲ	9.13%
肉鸡养殖	8.83%
畜禽饲料	8.11%
乳品	4.06%
肉制品	2.32%
其他养殖	0.70%
原料药	0.66%
医疗耗材	.%

数据来源: Wind, 申万宏源研究, 2026/3/31

指数权重股 (前25) -截至2026年3月31日

权重排名	代码	简称	权重	畜牧养殖累计权重
1	300498.SZ	温氏股份	15.45%	15.45%
2	002714.SZ	牧原股份	13.69%	29.13%
3	002311.SZ	海大集团	8.73%	37.86%
4	002157.SZ	正邦科技	5.73%	43.60%
5	600873.SH	梅花生物	5.73%	49.32%
6	000876.SZ	新希望	4.71%	54.03%
7	600201.SH	生物股份	4.08%	58.11%
8	002385.SZ	大北农	3.47%	61.58%
9	600887.SH	伊利股份	2.90%	64.48%
10	002299.SZ	圣农发展	2.80%	67.29%
11	300761.SZ	立华股份	2.10%	69.39%
12	002100.SZ	天康生物	2.03%	71.42%
13	600866.SH	星湖科技	1.81%	73.23%
14	000735.SZ	罗牛山	1.57%	74.80%
15	002458.SZ	益生股份	1.52%	76.32%
16	002567.SZ	唐人神	1.47%	77.79%
17	000895.SZ	双汇发展	1.47%	79.26%
18	002124.SZ	天邦食品	1.34%	80.60%
19	600299.SH	安迪苏	1.33%	81.93%
20	300119.SZ	瑞普生物	1.24%	83.17%
21	603477.SH	巨星农牧	1.23%	84.39%
22	603668.SH	天马科技	1.14%	85.53%
23	002562.SZ	兄弟科技	1.06%	86.60%
24	600975.SH	新五丰	1.02%	87.62%
25	600195.SH	中牧股份	0.96%	88.59%

数据来源: Wind, 申万宏源研究

4.2 指数权重股分析

- 畜牧养殖指数与中证畜牧指数均聚焦于养殖、饲料、动物保健环节。得益于15%的权重上限，畜牧养殖指数中温氏股份、牧原股份等代表性**生猪养殖龙头**、海大集团等**饲料龙头**权重相对更高。
- 农牧渔指数权重股则包含了北大荒、隆平高科等种植业公司，农牧主题指数样本中包含盐湖股份、藏格矿业等能源金属证券标的，纯粹性有限。生物育种的权重股则聚集于种植业，与同类指数差异度较高。

同类主题指数权重股对比

畜牧养殖 (931946.CSI)			中证畜牧 (930707.CSI)			农牧主题 (931778.CSI)			农牧渔 (930910.CSI)			生物育种 (931776.CSI)		
代码	简称	权重%	代码	简称	权重%	代码	简称	权重%	代码	简称	权重%	代码	简称	权重%
300498.SZ	温氏股份	15.45	300498.SZ	温氏股份	10.18	000792.SZ	盐湖股份	6.65	300498.SZ	温氏股份	15.15	000998.SZ	隆平高科	14.28
002714.SZ	牧原股份	13.69	002311.SZ	海大集团	9.54	000893.SZ	亚钾国际	6.00	002714.SZ	牧原股份	13.42	300189.SZ	神农种业	9.13
002311.SZ	海大集团	8.73	002714.SZ	牧原股份	9.02	000408.SZ	藏格矿业	5.33	002311.SZ	海大集团	7.73	601952.SH	苏垦农发	7.06
002157.SZ	正邦科技	5.73	002157.SZ	正邦科技	7.80	600141.SH	兴发集团	5.11	002157.SZ	正邦科技	4.20	600313.SH	农发种业	6.87
600873.SH	梅花生物	5.73	600873.SH	梅花生物	7.79	300498.SZ	温氏股份	4.57	600873.SH	梅花生物	4.19	300087.SZ	荃银高科	6.72
000876.SZ	新希望	4.71	000876.SZ	新希望	6.40	002311.SZ	海大集团	4.28	000876.SZ	新希望	3.44	300498.SZ	温氏股份	5.02
600201.SH	生物股份	4.08	600201.SH	生物股份	5.55	002157.SZ	正邦科技	4.09	600201.SH	生物股份	2.99	002311.SZ	海大集团	4.71
002385.SZ	大北农	3.47	002385.SZ	大北农	4.72	600873.SH	梅花生物	4.09	002385.SZ	大北农	2.54	002041.SZ	登海种业	4.62
600887.SH	伊利股份	2.90	002299.SZ	圣农发展	3.81	002714.SZ	牧原股份	4.05	600598.SH	北大荒	2.22	002714.SZ	牧原股份	4.45
002299.SZ	圣农发展	2.80	300761.SZ	立华股份	2.86	000876.SZ	新希望	3.36	000998.SZ	隆平高科	2.17	000713.SZ	国投丰乐	3.92

数据来源：Wind，申万宏源研究，权重数据均截止//

4.3 指数子行业分析

畜牧养殖指数以生猪养殖（45.2%）为绝对核心，聚焦生猪产业链；**中证畜牧指数**以生猪养殖（41.1%）为主，同时配置食品及饲料添加剂（14.4%）、肉鸡养殖（11.3%）等多个子行业；**农牧主题指数**行业分布更分散，生猪养殖、钾肥、农药等权重接近，覆盖更广；**农牧渔指数**以生猪养殖（40.70%）为主，兼顾水产饲料、食品及饲料添加剂等；**生物育种指数**则以种子（52.6%）绝对主导，聚焦种业赛道。

同类主题指数行业分布对比-SW三级行业

畜牧养殖（931946.CSI）		中证畜牧（930707.CSI）		农牧主题（931778.CSI）		农牧渔（930910.CSI）		生物育种（931776.CSI）	
SW三级行业	权重%	SW三级行业	权重%	SW三级行业	权重%	SW三级行业	权重%	SW三级行业	权重%
生猪养殖	45.20	生猪养殖	41.05	生猪养殖	19.35	生猪养殖	40.71	种子	52.58
食品及饲料添加剂	10.58	食品及饲料添加剂	14.39	钾肥	15.13	水产饲料	8.56	生猪养殖	20.25
水产饲料	9.87	肉鸡养殖	11.32	农药	13.71	食品及饲料添加剂	8.32	粮食种植	7.06
动物保健Ⅲ	9.13	水产饲料	11.10	磷肥及磷化工	8.27	种子	7.03	畜禽饲料	5.95
肉鸡养殖	8.83	动物保健Ⅲ	10.64	食品及饲料添加剂	7.09	动物保健Ⅲ	6.68	肉鸡养殖	5.78
畜禽饲料	8.11	畜禽饲料	10.55	肉鸡养殖	5.39	肉鸡养殖	6.46	水产饲料	5.68
乳品	4.06	其他养殖	0.95	锂	5.33	畜禽饲料	5.94	其他种植业	2.10
肉制品	2.32			复合肥	5.11	其他种植业	4.54	其他养殖	0.60
其他养殖	0.70			畜禽饲料	4.98	粮食种植	3.26		
原料药	0.66			动物保健Ⅲ	4.48	其他农产品加工	2.59		
医疗耗材	0.54			水产饲料	4.28	水产养殖	1.30		
				种子	3.78	果蔬加工	1.00		
				化学制剂	1.51	食用菌	0.82		
				氮肥	0.60	粮油加工	0.72		
				农用机械	0.51	其他养殖	0.51		
				其他养殖	0.50	原料药	0.48		
						医疗耗材	0.40		
						海洋捕捞	0.35		
						预加工食品	.		

数据来源：Wind，申万宏源研究，权重数据均截止2026/3/31

4.4 畜牧养殖指数的核心推荐理由

■ 卡位周期底部，布局胜率较高

- 当前生猪养殖行业已进入深度亏损去产能阶段，从周期投资视角看，当下正是静待产能收缩兑现为价格弹性的理想时点。

■ 聚焦上游高纯度赛道，工具属性卓越

- 指数成分股中，畜禽养殖、饲料及动保等上游核心环节权重合计超92%，食品加工等下游环节占比不足8%，能纯粹、高效地反映畜牧养殖产业景气度变化。

■ 兼顾龙头代表与周期弹性

- 指数纳入了牧原、温氏、海大等全产业链龙头，同时通过15%的个股权重上限设计，在确保行业代表性的同时，保留了充足的周期beta弹性。

■ 顺应产业长期趋势，分享结构性机遇

- 畜牧养殖行业正加速向工业化、标准化演进，头部企业凭借成本与技术优势持续提升市占率，指数作为一篮子龙头组合，是分享“强者恒强”结构性机遇的理想载体。

5 风险提示

- **生猪、肉鸡价格持续低迷。**生猪及肉鸡价格为衡量畜禽养殖板块周期性的重要指标，价格持续低迷可能带来股价的持续磨底。
- **宠物食品自主品牌销售不及预期。**宠物食品上市公司国内自主品牌销售情况为市场主要关注点，目前行业竞争仍然较为激烈，头部品牌市占率仍然偏低，若自有品牌销售不及预期，可能会对公司估值产生影响。
- **养殖疫情爆发。**非洲猪瘟、禽流感等养殖疫情爆发往往是行业内重大黑天鹅事件，对畜禽价格会产生重要影响。
- 本报告对于指数的研究分析均基于历史公开信息，可能受指数样本股的变化而产生一定的分析偏差；此外，指数未来表现受宏观环境、市场波动、风格转换等多重因素影响，存在定波动风险；本报告不涉及证券投资基金评价业务，不涉及对基金产品的推荐，亦不涉及对任何指数样本股的推荐。

信息披露
 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、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,并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过compliance@swsresearch.com索取有关披露资料或登录www.swsresearch.com信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhyse.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhyse.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhyse.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhyse.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhyse.com
华南创新团队	邵景丽	0755-82579627	shaojingli@swhyse.com

A股投资评级说明

证券的投资评级：
 以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：
 买入（Buy）：相对强于市场表现20%以上；
 增持（Outperform）：相对强于市场表现5%～20%；
 中性（Neutral）：相对市场表现在-5%～+5%之间波动；
 减持（Underperform）：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：
 以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：
 看好（Overweight）：行业超越整体市场表现；
 中性（Neutral）：行业与整体市场表现基本持平；
 看淡（Underweight）：行业弱于整体市场表现。
 本报告采用的基准指数：沪深300指数

港股投资评级说明

证券的投资评级：
 以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：
 买入（BUY）：股价预计将上涨20%以上；
 增持（Outperform）：股价预计将上涨10-20%；
 持有（Hold）：股价变动幅度预计在-10%和+10%之间；
 减持（Underperform）：股价预计将下跌10-20%；
 卖出（SELL）：股价预计将下跌20%以上。

行业的投资评级：
 以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：
 看好（Overweight）：行业超越整体市场表现；
 中性（Neutral）：行业与整体市场表现基本持平；
 看淡（Underweight）：行业弱于整体市场表现。
 本报告采用的基准指数：恒生中国企业指数（HSCEI）

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。

有信仰 敢担当 守正创新 追求卓越

上海申银万国证券研究所有限公司
(隶属于申万宏源证券有限公司)

盛 瀚 shenhan@swsresearch.com
朱珺逸 zhujiy @swsresearch.com
马 骏 majun@swsresearch.com



申万宏源研究微信订阅号



申万宏源研究微信服务号