下载日期已评定，仅供内部参考

证 券 研 究 报 告

以史为鉴，看2026年猪周期新变化

——生猪养殖行业新周期系列报告之二

证券分析师：朱珺逸 A0230521080004

2026.6.29

SWS RESEARCH

下载日志已记录，仅供内部参考

内容提要

- **复盘2023年周期磨底期，对2026年产能去化与板块配置机会研判有何指引？**本报告为生猪养殖行业新周期系列报告之二。通过复盘2023年周期磨底历程，系统对比其与当前2026年的行业基本面与结构变化，我们认为产能加速去化势在必行，建议重视板块历史底部的配置机会。
- **2026年上半年行业景气深度探底，板块表现低迷。**26H1是周期筑底之年，猪价震荡探底并创20年新低，养殖端持续深度亏损，亏损时长已超9个月。前期高位能繁母猪存栏叠加生产效率提升，导致供给过剩矛盾尖锐。4月末中央政治局会议明确“稳定生猪价格”确立政策底，但5-6月猪价仅维持9-10元/公斤低位震荡，困境反转尚待动能累积。板块表现同样低迷，截至6月23日生猪养殖指数年内下跌约28.6%，拖累农林牧渔板块表现。
- **同为底部磨底之年，2023年对当前的周期研判具有一定的参考意义。**2023年全年外三元生猪均价约15.0元/公斤，同比下跌19.3%。核心矛盾在于产能过剩带来的供给增加：2022年能繁母猪存栏持续高于4100万头正常保有量，2023年生猪出栏达7.27亿头，创历史新高。养殖效率跃升，压栏增重与二次育肥形成的活体库存与冻品库存共同放大供给压力。消费端则受后疫情时代结构性疲软影响，人均猪肉消费量见顶回落，传统旺季价格支撑乏力。股价层面全年呈现“强预期、弱现实”的博弈格局，直至年末养殖亏损加剧叠加部分省份疫情，产能去化加速，方触发板块于10月后触底回升。
- **复盘来看，2023与2026年的共性特征不可忽视，也有结构性差异值得分析。**两轮周期均处于周期下行磨底阶段，核心因为均为前期产能充裕导致的供给过剩。但2026年行业有诸多差异性特征：①消费端总量进一步收缩，且猪肉消费结构正处于中长期的趋势变化中；②养殖效率提升，对冲能繁母猪收缩效应，拉长周期底部时长；③成本中枢系统性下移，行业平均完全成本优化22%左右，头部企业降本幅度更大；④竞争格局寡头化，2025年CR10进一步提升至29.7%。头部企业凭借低成本与强融资能力维持产能，中小主体加速退出；⑤养殖主体财务压力分化，头部企业韧性突出，杠杆水平与债务期限结构改善；但尾部产能杠杆高企，行业分化显著；⑥政策干预主动化，市场工具成熟中。2026年政策下调能繁母猪正常保有量，强化逆周期调节；同时生猪期货深度融入产业经营，成为产能规划与出栏节奏的重要预判依据。

下载日志已记录，仅供内部参考

内容提要

- **产能加速去化势在必行。**我们认为当前产能去化已具备充分的内外部条件。内生层面，商品猪与仔猪双重亏损持续侵蚀现金流，7kg仔猪价格已跌破成本线，种猪场陷入亏损；淘汰母猪均价与折扣比例下行，直观印证市场悲观预期与低效母猪淘汰提速。外生层面，5月农业农村部颁布《生猪产能综合调控实施方案（2026年修订）》，将调控目标从“稳总量”转向“稳周期、优结构、提质量”，下调正常保有量并建立分级预警机制；产能综合调控部署视频会进一步明确要求大型养殖企业带头压减产能、严控二次育肥、淘汰弱仔猪。**产业端已现加速出清信号**：部分企业暂停扩张项目、处置低效资产，甚至发生主体破产清算。数据显示，3-5月淘汰母猪屠宰量同比增长16.2%，能繁母猪存栏自2025Q2高点已调减3.4%，虽仍低于历史周期平均去化幅度，但去化趋势明确，当前周期向上动能正持续累积。
- **投资分析意见：重视产能去化下的板块低估值配置机会。**板块当前估值（PB与头均市值）已处于16年以来的底部区间，安全边际显著，建议重视板块低估值配置机会。
- **核心推荐标的：**牧原股份、德康农牧、温氏股份、神农集团、天康生物等。
- **风险提示：**生猪产能去化不及预期导致周期拐点延迟；猪肉价格持续低迷致使上市公司财务风险累积；饲料原料价格大幅波动挤压养殖利润；非洲猪瘟等重大疫病爆发风险等。

下载日志已记录，仅供内部参考

主要内容

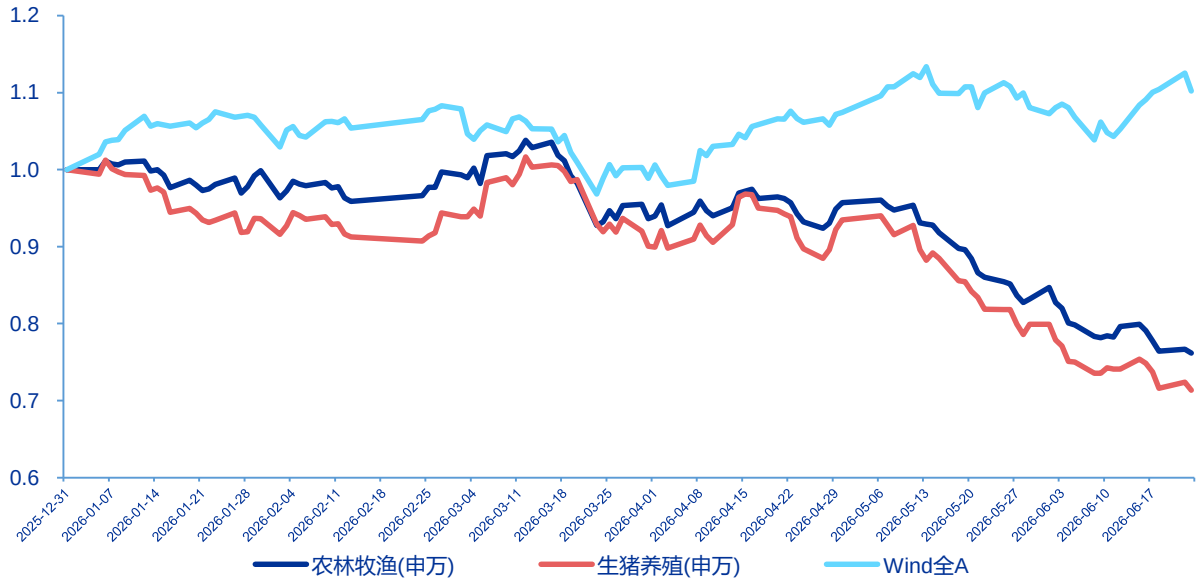
1. 2026年：又一轮周期下行时
2. 上一轮下行周期-2023年的启示
3. 2026年与2023年的相同与不同？
4. 旧经验，新判断——产能加速去化势在必行
5. 投资分析意见

下载日志已记录，仅供内部参考

1.1 2026年生猪养殖板块指数大幅下跌

- **2026年上半年农林牧渔板块市场表现低迷：**截止2026年6月26日绝对收益-26.4%，位居31个申万一级子行业中第29位。
- **生猪养殖板块相对农业板块下跌幅度更大：**从板块内部来看，生猪养殖板块是拖累整体农林牧渔板块表现的主要因素。截止6月23日下跌约28.6%；相对整体板块跌幅达4.8%。
- 4-6月期间，生猪养殖板块经历深度回调，自阶段性高点累计回落18.9%，阶段性风险集中释放。
- **核心矛盾交织：①供需矛盾突出，行业景气度持续低迷；②产能去化进程缓慢，困境反转交易逻辑落空。**

生猪养殖指数拖累2026年农林牧渔板块指数表现

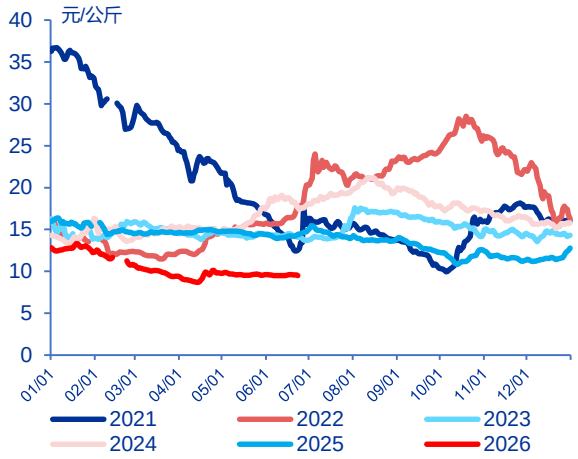


下载日志已记录，仅供内部参考

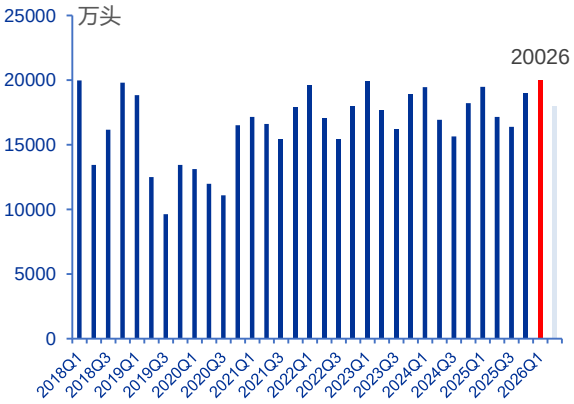
1.2 2026H1行业景气低迷，猪价创20年新低

- **基本面看，2026年行业景气低迷，困境反转尚待动能累积。**
- **上半年猪价震荡探底，创多年新低。**据涌益咨询，截止6月23日，全国外三元生猪均价9.51元/kg；猪价于4月中旬触及20年新低水平，后小幅回升，延续低位震荡。
- **原因：前期高位产能带来充裕供给，生产效率提升放大供给过剩效应。**①前期产能趋稳：25Q1-Q4能繁母猪存栏4039/4043/4035/3961万头，延续高位震荡；②生产效率提升：产房存活率、窝均健仔数等指标仍在优化；**实际供给能力进一步放大，终端供给过剩**：26Q1全国生猪出栏2.00亿头，同比+2.8%；猪肉产量1669万吨，同比+4.2%。
- **全行业深度亏损。**截止6月中旬，自繁自养与外购仔猪养殖平均亏损346/340元/头；养殖场户持续深亏，亏损时长已超过9个月。

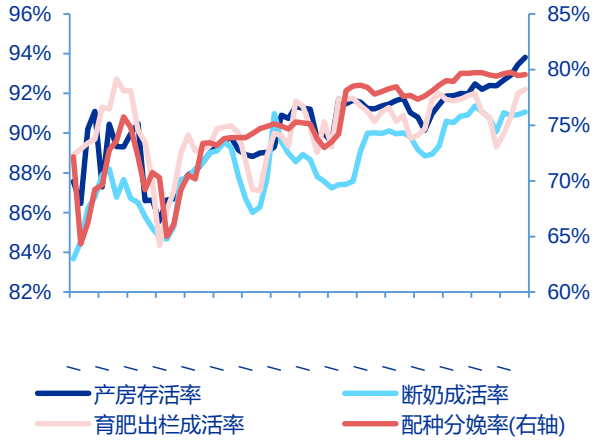
2026年生猪价格创20年新低



2026H1生猪出栏量同比增加2.8%



母猪生产效率指标提升



养殖场户亏损加剧，持续时长已超9个月

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2011	300	352	333	346	403	597	670	620	578	440	320	361
2012	503	367	245	151	130	89	80	86	118	94	92	184
2013	281	209	7	-107	-78	17	48	140	162	134	134	130
2014	-31	-155	-241	-301	-107	-65	-36	88	89	19	-7	-32
2015	-78	-128	-152	-53	58	155	358	454	423	344	289	351
2016	486	539	578	688	779	780	676	758	678	470	513	565
2017	658	536	426	392	254	160	187	238	262	214	218	286
2018	304	214	-176	-279	-318	-140	-35	139	205	162	112	103
2019	-23	-76	171	321	337	438	599	1005	1623	2485	2615	2293
2020	2477	2748	2587	2269	1754	2027	2575	2591	2345	1694	1638	2072
2021	2294	1632	1323	762	258	-275	-175	-291	-559	-480	82	42
2022	-249	-438	-524	-446	-200	-116	500	485	728	1099	853	246
2023	-264	-322	-238	-337	-327	-321	-313	23	-35	-154	-233	-247
2024	-246	-110	-146	-36	31	353	405	589	485	314	221	143
2026	6	-99	-291	-379	-339	-346						

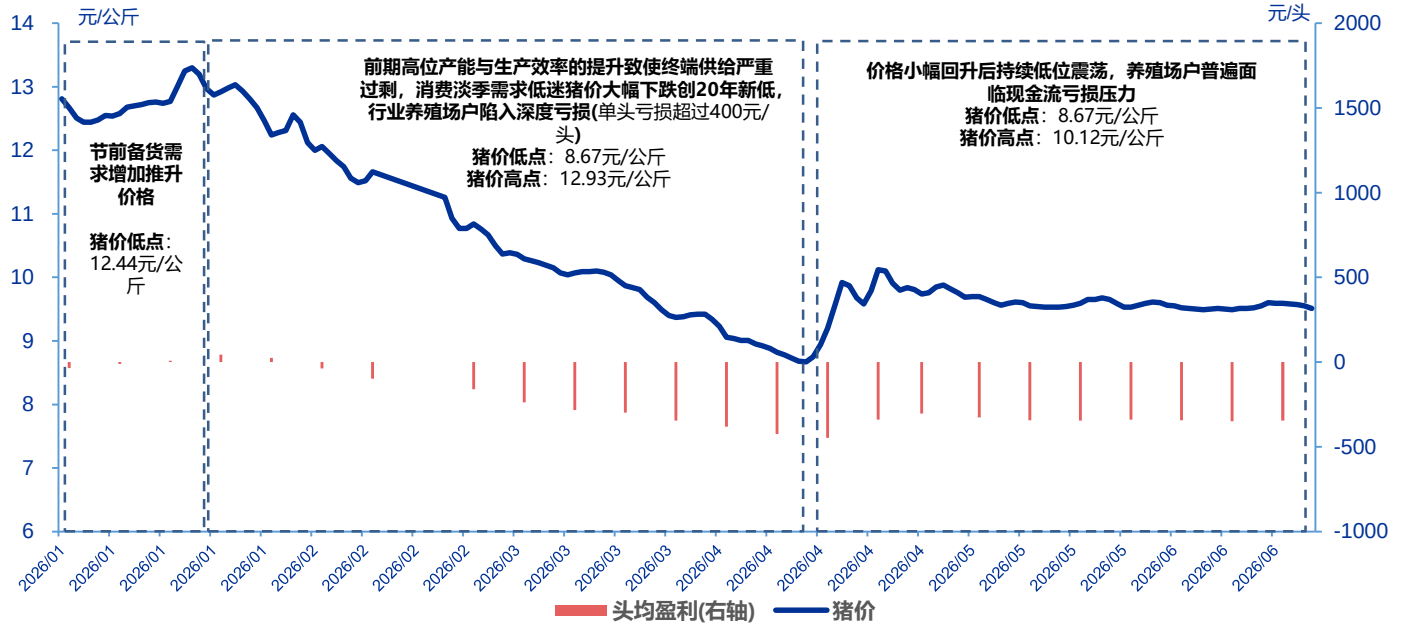
资料来源：Wind，国家统计局，涌益咨询，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

1.3 2026年猪价走势复盘：供应过剩下的深度探底

- **2026年复盘：景气深度探底，政策托底信号确立。**
- **2026年以来，周期延续下行，猪价震荡探底并创20年新低：**据涌益咨询，1-5月均价10.58元/kg，同比-29.0%；猪价于4月中旬触及20年新低水平后小幅反弹，当前维持低位震荡。
- **分阶段来看：①1-3月：供强需弱，加速下跌。**春节后商品猪供应进入季节性高峰，叠加淡季需求低迷，猪价自年初高点（13.30元/公斤）加速下跌。4月初猪价跌至8.67元/公斤，创下20年新低；
- **②4月：政策托底，企稳回升。**前期猪价继续下探；月末中央政治局会议（4.28）明确“稳定生猪价格”，确立政策底。压栏惜售情绪升温，二次育肥入场增加，猪价企稳小幅反弹；
- **③5月-6月：博弈加剧，低位震荡。**猪价呈窄幅震荡（区间9-10元/公斤）；养殖端延续深度亏损，自繁自养头均亏损约340元。

2026年猪价走势与盈利水平复盘



资料来源：Wind，涌益咨询，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

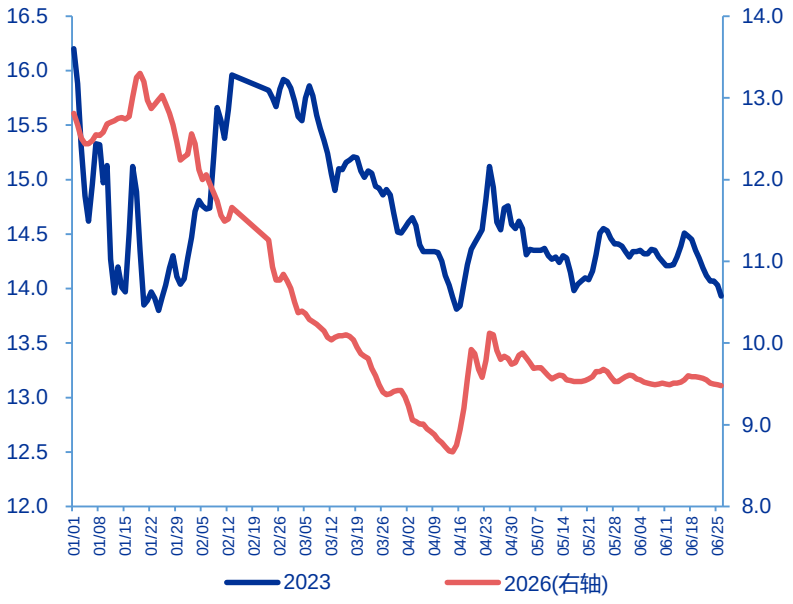
1.4 周期复盘：新一轮周期底部筑底进行时

- **非洲猪瘟之后，生猪养殖行业共经历2轮周期：**产能平均去化幅度8.8%，期间猪价最大涨幅平均为84%。
- **当前正处第七轮猪周期的下行阶段。**当前磨底时间已超此前所有周期。
- 以史鉴今，作为**前一轮周期下行期**的**2023年**（2022年10月-2024年4月为第六轮猪周期下行期），其对研判当前周期节奏与板块投资是否有可借鉴之处？

历轮“猪周期” 复盘

		开始时间	结束时间	上行时间	下行时间	产能调减引发因素	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	27	21	季节性价格波动下的生产调节	-	68.0%
	第二轮	2006年7月	2010年6月	22	25	蓝耳病	-	163.0%
	第三轮	2010年7月	2014年4月	16	30	仔猪腹泻	5.4%	90.6%
	第四轮	2014年5月	2018年5月	25	23	环保拆迁	29.1%	78.1%
非洲猪瘟“周期”	第五轮	2018年6月	2022年4月	13	15	非洲猪瘟疫情	40.3%	247.2%
后“非瘟”时期	第六轮	2022年4月	2024年4月	6	18	深度亏损，主动淘汰低效母猪、二次育肥等	8.5%	132.2%
	第七轮	2024年4月	至今	5	-	养殖盈利，压栏、二次育肥、政策等	9.2%	36.1%

2023年与2026年1-6月同期猪价对比（单位：元/公斤）



下载日志已记录，仅供内部参考

主要内容

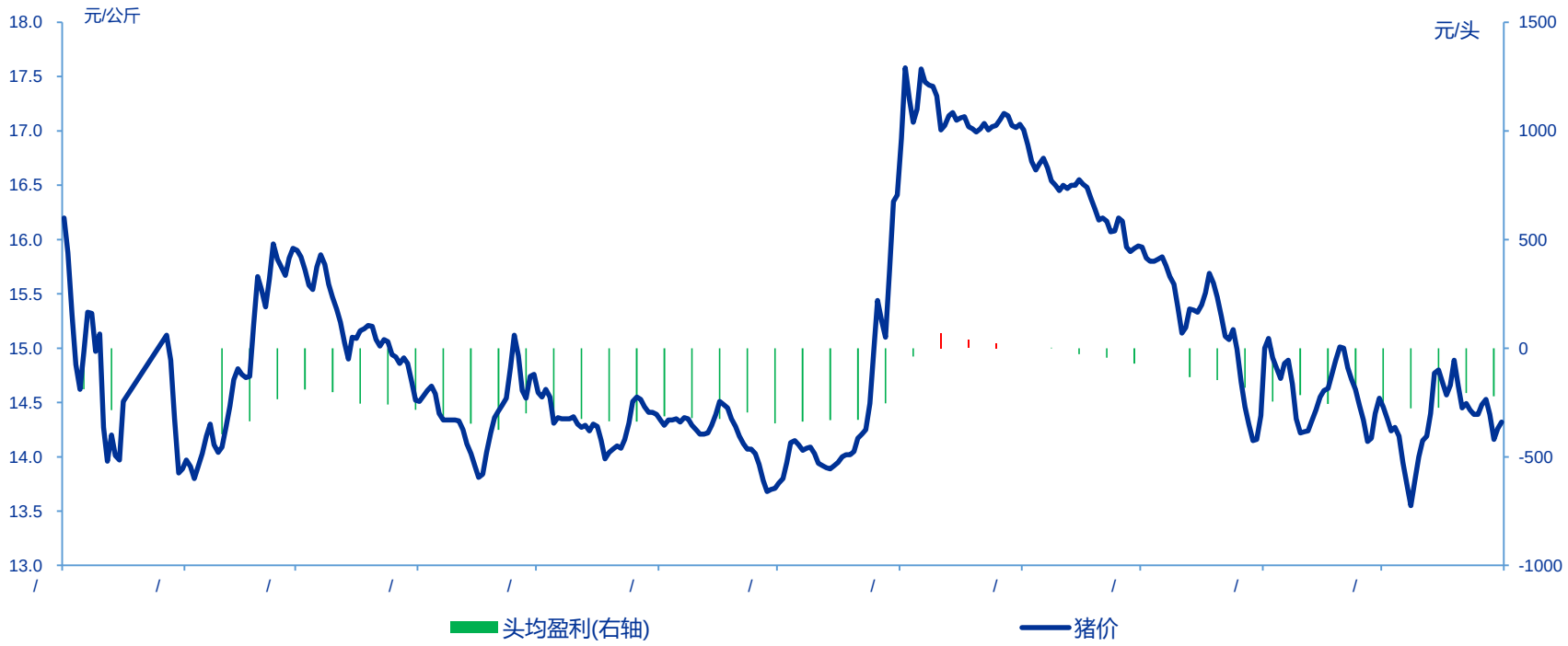
1. 2026年：又一轮周期下行时
2. 上一轮下行周期-2023年的启示
3. 2026年与2023年的相同与不同？
4. 旧经验，新判断——产能加速去化势在必行
5. 投资分析意见

下载日志已记录，仅供内部参考

2.1 2023年——周期底部的镜像与启示

- **我们认为：**2023年的行业周期特征对当前及未来走势研判具重要参考意义。
- **整体来看：2023年是生猪行业漫长而惨烈的磨底之年。产能过剩构成核心矛盾，叠加产业端非理性扩张与终端消费疲软，共同放大了周期低谷的下行深度。**
- 具体来看，2023年是国内生猪价格在周期底部震荡摩擦的典型年份。全年外三元生猪均价约为15.0元/公斤，同比下跌19.3%。全年多数时间的价格低于养殖场户成本线，行业进入全面亏损。从价格运行轨迹看，呈现“M”型抵抗下跌态势，季节性规律被巨大的供给压力扭曲。

2023年猪价与盈利水平

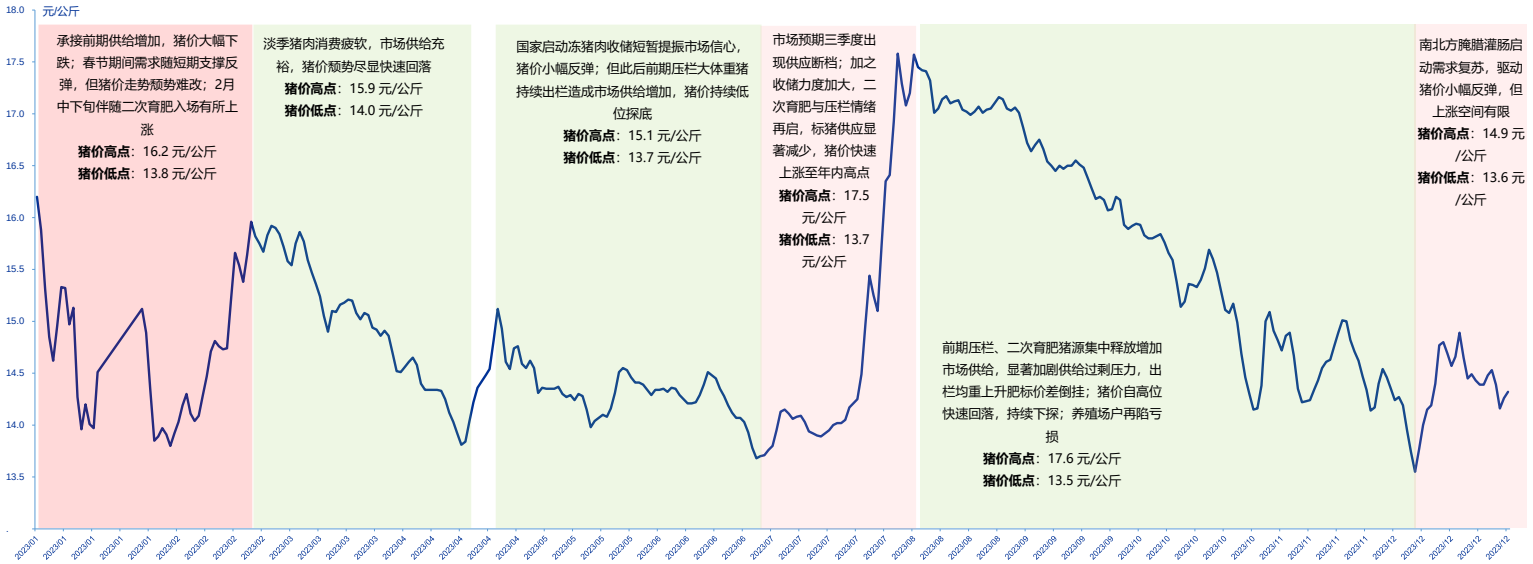


下载日志已记录，仅供内部参考

2.2 2023年——猪价走势详细复盘与原因分析

- **供需失衡，2023年猪价整体呈现低迷态势。复盘各个阶段来看：**
- **①第一阶段（1月）：惯性下跌，开年遇冷。**承接前期供给增加，猪价迅速回落；春节期间需求虽有短暂支撑，但难改颓势。
- **②第二阶段（2月-4月）：磨底中的绝望。**节后消费进入传统淡季，猪价在14-15元/公斤的狭窄区间内震荡。期间国家启动中央冻猪肉储备收储，短暂提振市场信心，猪价出现半个月的反弹，但随即因大体重猪的持续出栏，市场供给压力陡增。
- **③第三阶段（5月-7月）：收储与情绪共振下的短暂高潮。**猪粮比价持续处于过度下跌一级预警区间，收储力度加大。叠加市场预期三季度供应断档驱动涨价，二次育肥与压栏情绪卷土重来，导致标猪被截留形成收储与情绪下的“人造短缺” 。猪价在7月底一度冲高至17.5元/公斤的年内高点。
- **④第四阶段（8月-12月）：供给洪峰，旺季不旺。**前期压栏及二次育肥的猪源在8月后集中释放，市场供给大幅增加。生猪出栏均重持续攀升至年内高位，市场标猪与肥猪价差倒挂。尽管中秋国庆及此后腌腊季中终端需求有所回暖，但在绝对供给过剩面前杯水车薪。猪价从8月初的高位一路阴跌，四季度低位震荡弱势运行，传统消费旺季并未带来预期的价格大幅上涨。

2023年猪价走势溯因详细复盘

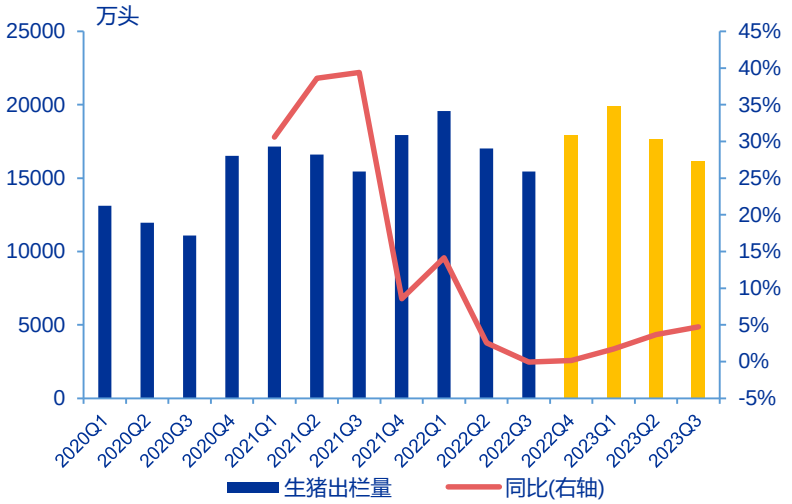


下载日志已记录，仅供内部参考

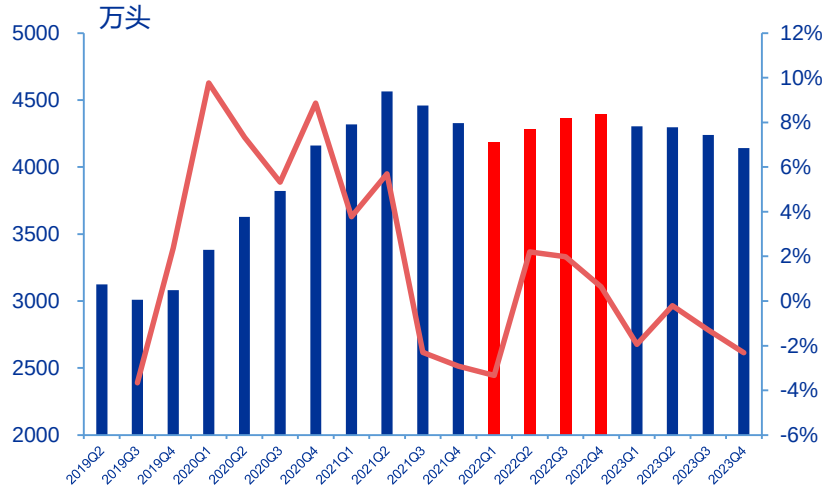
2.3.1 基本面溯因——供给端：产能充裕与效率提升的双重挤压①

- **供给过剩是2023年猪价持续低迷的核心矛盾。**2023年全国生猪出栏7.27亿头，同比+3.8%，创非洲猪瘟疫情后的历史新高。
- **产能充裕供给过剩的深层根源。前期能繁母猪存栏位居高位，2022Q2起产能呈逐季增加态势**：2022Q1-Q4能繁母猪存栏分别为4185/4277/4362/4390万头，环比分别-3.3%/2.2%/2.0%/0.6%；2022年末能繁母猪存栏（4390万头）超出正常保有量上限（4100万头）约7%。
- **产能惯性释放，新生仔猪数持续增加。**2022Q3-2023Q2仔猪出生量分别环比增加8.2%/1.9%/2.2%/3.2%（涌益咨询）。

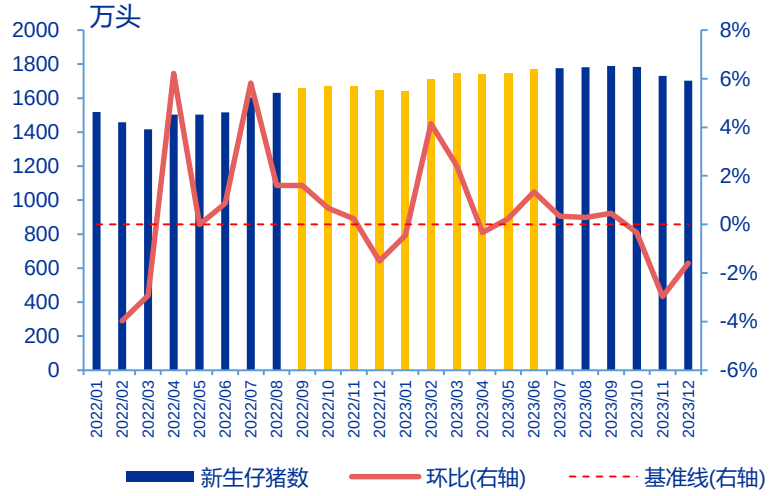
2023年生猪出栏量同比大幅增加



2022年能繁母猪存栏环比持续增加



新生仔猪数呈趋势性增加态势



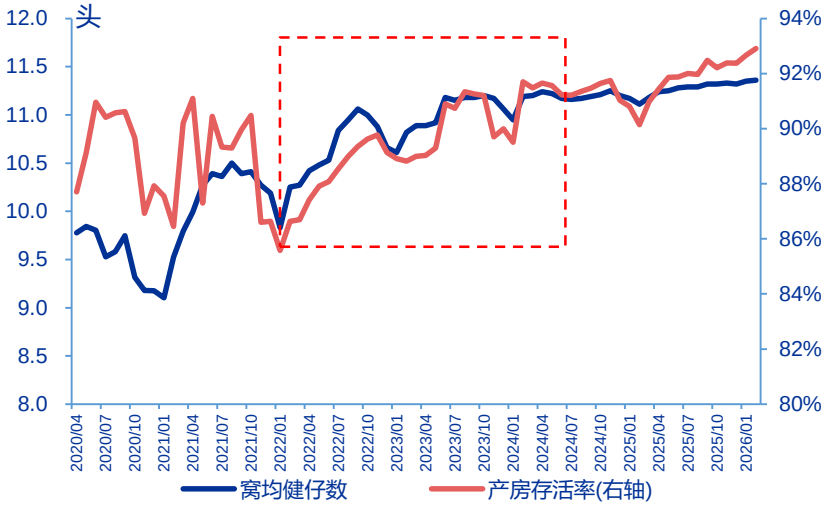
资料来源：Wind，国家统计局，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

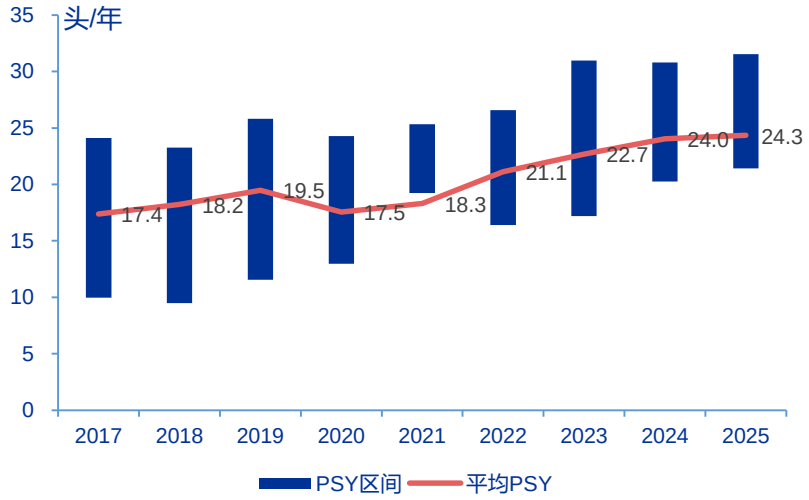
2.3.2 基本面溯因——供给端：产能充裕与效率提升的双重挤压②

- **生产效率跃升放大供给压力：**根据农业农村部数据，行业平均PSY从2021年的18.3头提升至21.1头。在能繁母猪存栏高位运行的背景下，生产效率系统性改善进一步加剧市场供给压力。
- **效率提升源于技术升级与种群迭代共同作用。**2019-2020年非洲猪瘟冲击导致二元母猪严重短缺，行业被迫大量使用三元母猪留种，导致2020-2021年整体繁殖效率偏低。2022年以来，随着二元母猪的全面回补和品种改良，母猪群PSY实现大幅提升。
- **规模化进程推进效率提升。**规模养殖企业凭借技术与资金优势持续释放高效产能。

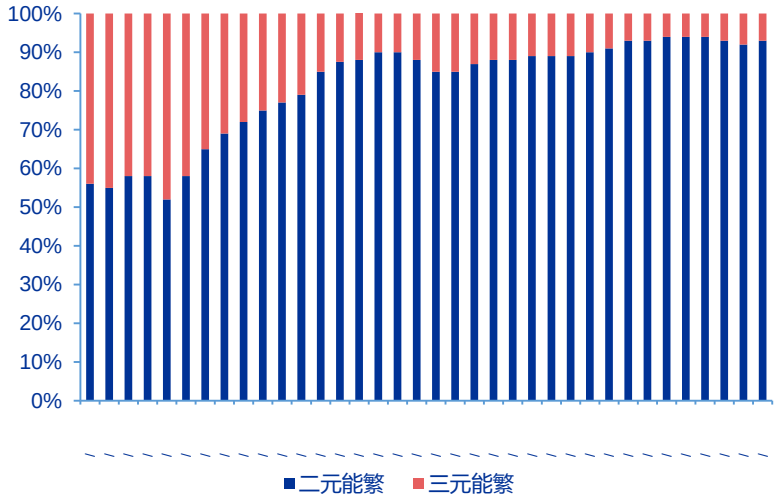
2022年以来母猪生产效率显著提升



2021-2022年PSY（母猪年提供断奶仔猪数）显著提升



二元替换三元种猪是效率提升的主要驱动



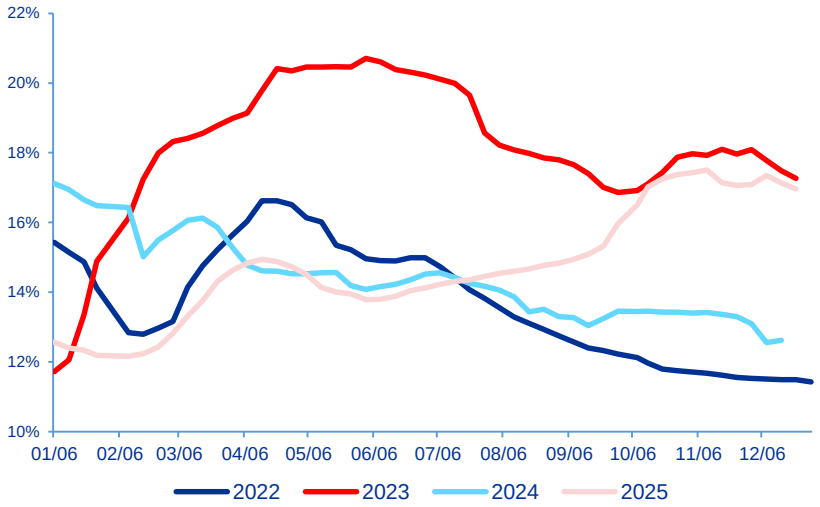
资料来源：涌益咨询，农业农村部，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

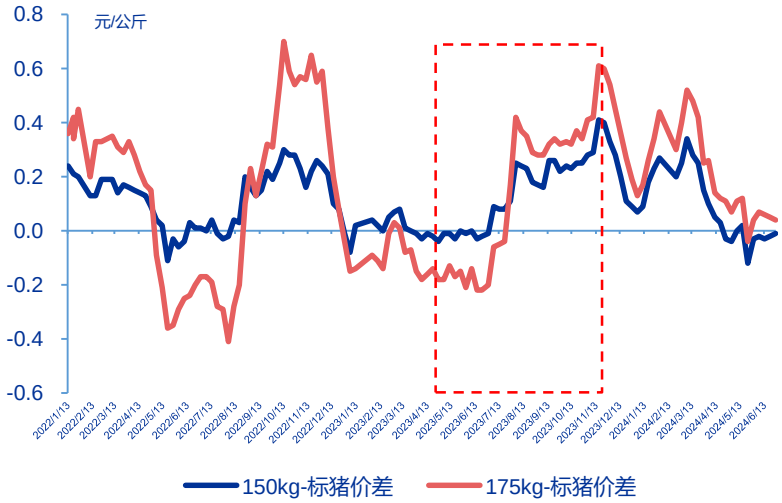
2.3.3 基本面溯因——供给端：压栏、二次育肥与冻品累积的高压库存

- **养殖户压栏惜售，参与二次育肥博弈行情；活体库存与冻品库存叠加加剧短期供给压力。**
- **①压栏增重：**养殖场户在亏损状态下倾向于延迟出栏、提高体重以摊薄成本，导致出栏均重维持高位，进一步放大单头猪肉供应量；
- **②二次育肥：**部分养殖户在低价期购入标猪进行二次育肥，期待旺季价格反弹，这实际上是将库存从"标猪"转化为"大猪"，加剧了后期集中出栏的踩踏风险。
- **冻品库存压力加剧供应过剩。**屠宰端被动积压，全年冻品库容率最高达20.7%，远超上年同期；形成“双库存”压力。鲜冻价格倒挂。

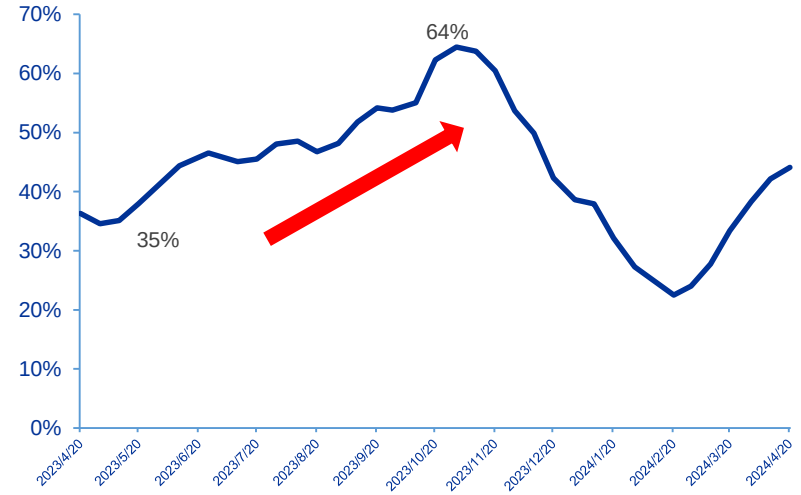
2023年冻品库存规模（库容率）持续走高



标肥价差是重要的二育驱动力



2023.4-2023.11 二次育肥栏舍利用率持续上行

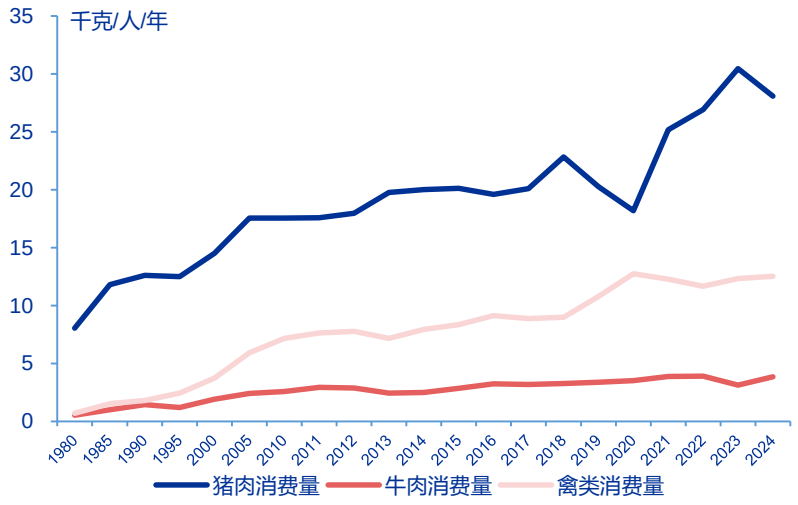


下载日志已记录，仅供内部参考

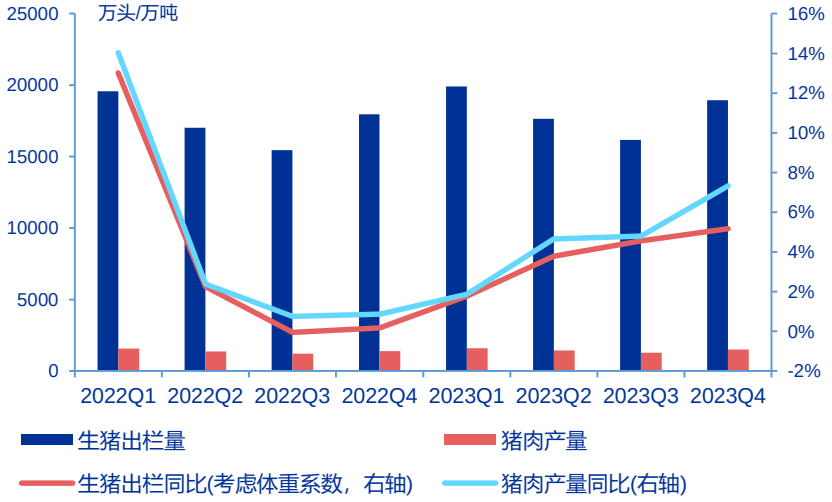
2.3.4 基本面溯因——消费端：后疫情时代的猪肉消费结构性疲软

- **短期来看，2023年终端猪肉消费复苏乏力，供强需弱格局凸显：**2023年猪肉产量5794万吨，同比增长4.6%；供给增速（含出栏及体重增量）仍高于表观消费增速，实际需求疲软态势明确。2023年12月重点屠宰企业屠宰量已达到近五年的最高峰，但终端承接力明显不足。
- **中长期看，猪肉消费总量增长已现瓶颈，肉类消费结构持续变迁：**受健康饮食观念影响，肉类特别是猪肉在日常餐桌膳食配比中逐渐减少：与非洲猪瘟疫情前相比，肉类消费中的猪肉占比已下降至60%左右（2023年）；人均年度猪肉消费量亦同比减少，行业长期需求支撑边际走弱。

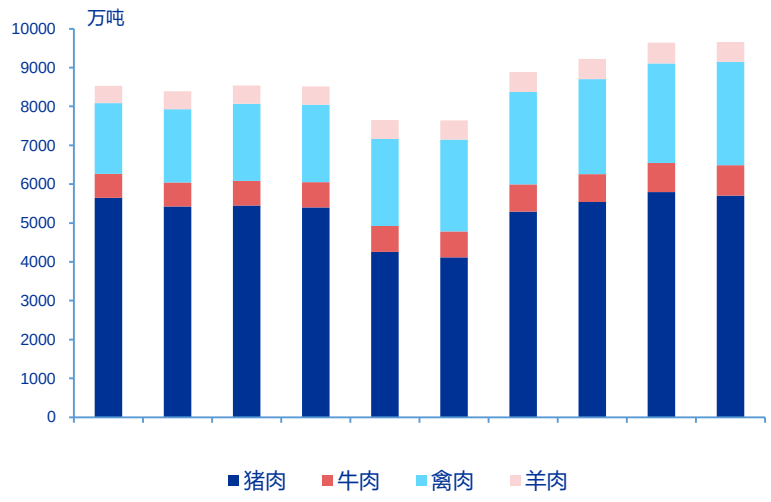
人均猪肉消费量见顶回落



猪肉消费增量相对较少



肉类消费中的猪肉占比稳中有降



资料来源：国家统计局，农业农村部，申万宏源研究

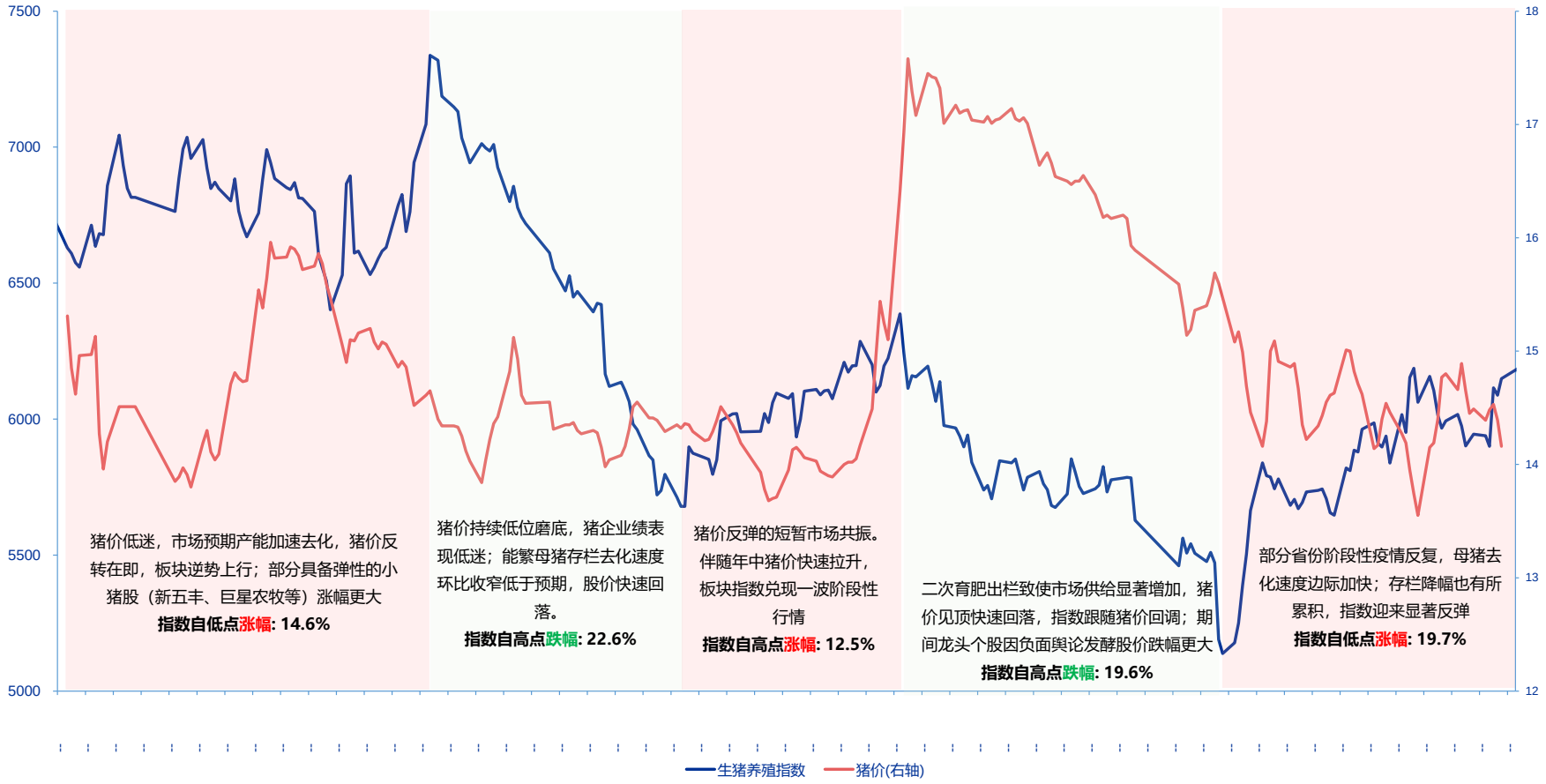
下载日志已记录，仅供内部参考

2.4 2023年股价复盘-“强预期，弱现实”下的交易博弈

复盘回顾2023年生猪养殖指数走势，我们能收获什么经验?

全年来看，申万生猪养殖指数振幅达42.8%，主要呈现“**震荡持稳-阶段性下行-再度探底-企稳反弹**”的走势。具体复盘来看：

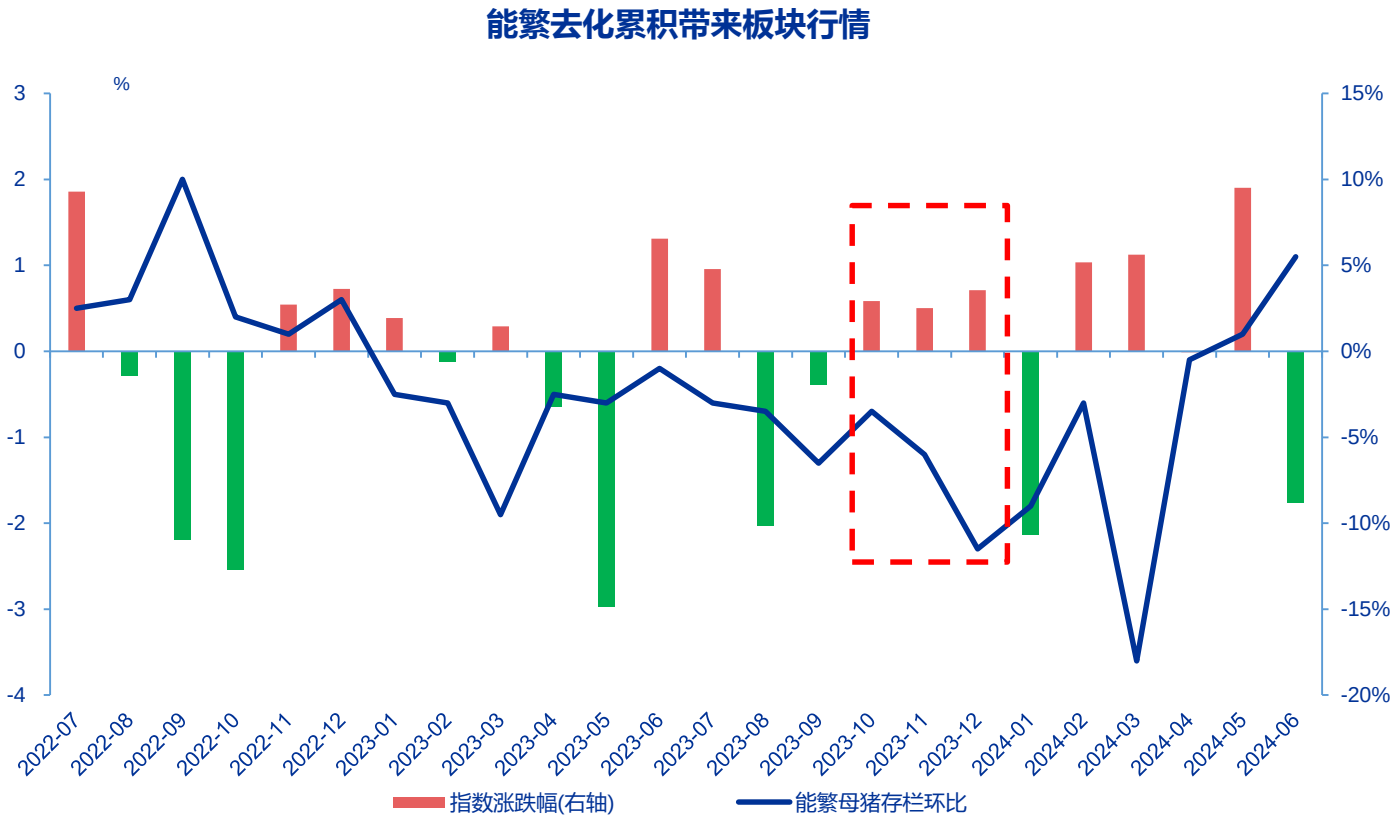
生猪养殖板块2023年行情复盘



下载日志已记录，仅供内部参考

2.5 板块上涨源于产能去化的累积驱动

- **复盘板块上涨的主要“主升浪”来看，通常与产能大幅去化（或加速去化）密切相关**
- 2023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10月开始触底回升：2023年10-12月生猪养殖板块月度分别上涨2.9%、2.5%、3.6%。



资料来源：Wind，农业农村部，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

主要内容

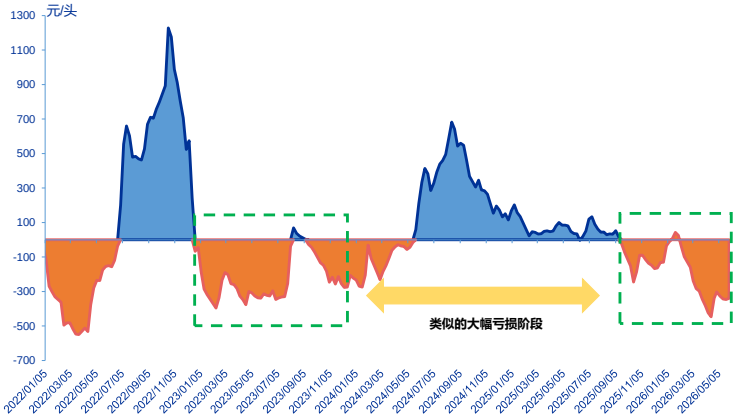
1. 2026年：又一轮周期下行时
2. 上一轮下行周期-2023年的启示
3. 2026年与2023年的相同与不同？
4. 旧经验，新判断——产能加速去化势在必行
5. 投资分析意见

下载日志已记录，仅供内部参考

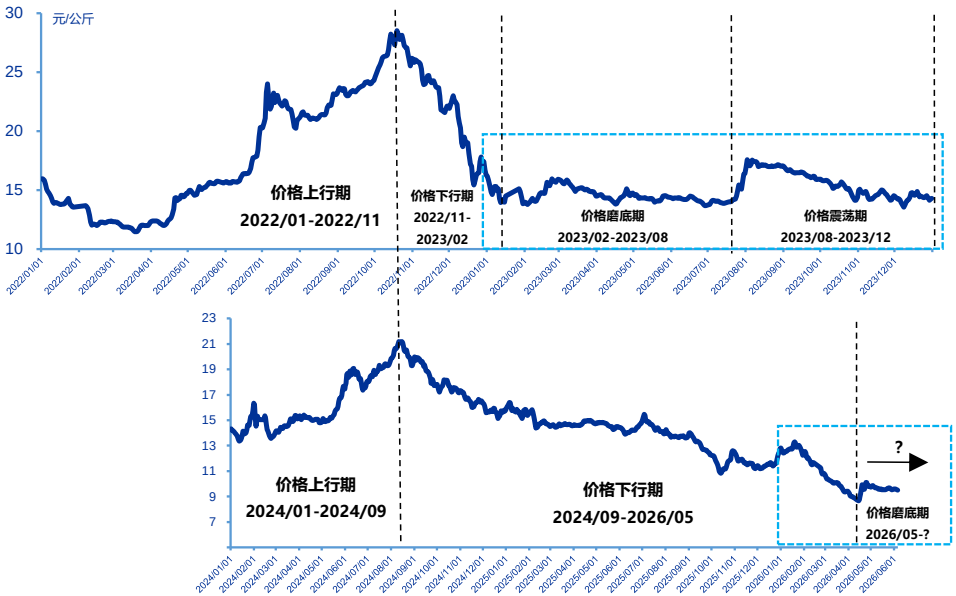
3.1.1 2023-2026：周期位置、阶段与时长的共性

- **2023年与2026年同处一轮上涨周期后的下行磨底阶段，核心驱动均为前期产能过剩。**
- **前期产能过剩是两轮周期下行磨底的实质原因。**能繁母猪存栏高于合理区间：2022Q1-Q4平均能繁母猪存栏4304万头，高于正常保有量水平（4100万头）5.0%。
- **两轮周期底部特征高度相似：**均面临供需宽松、猪价低迷、养殖端深度亏损的困境。

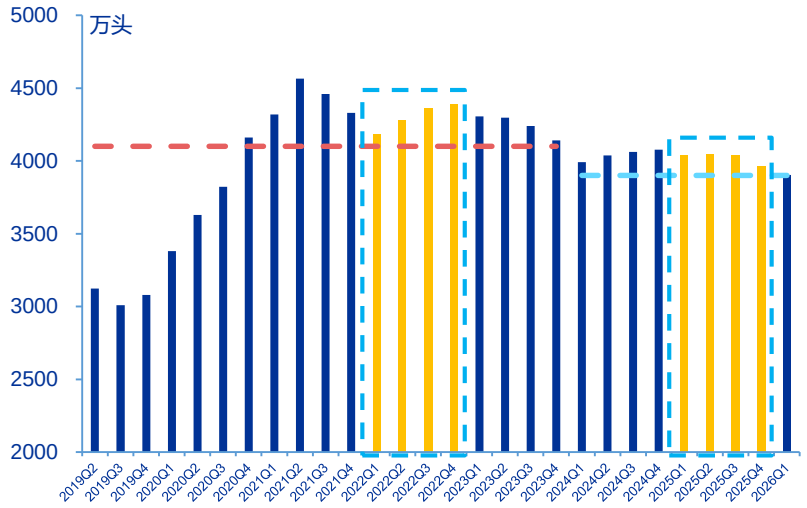
2023-2026：类似的周期底部亏损特征



2026年与2023年同属周期下行探底阶段



两轮周期的基础产能均高于合理水平

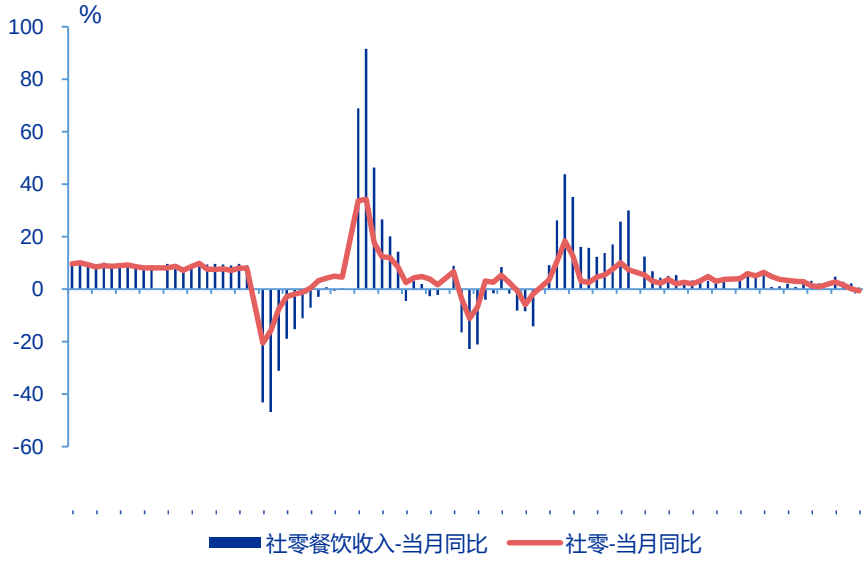


下载日志已记录，仅供内部参考

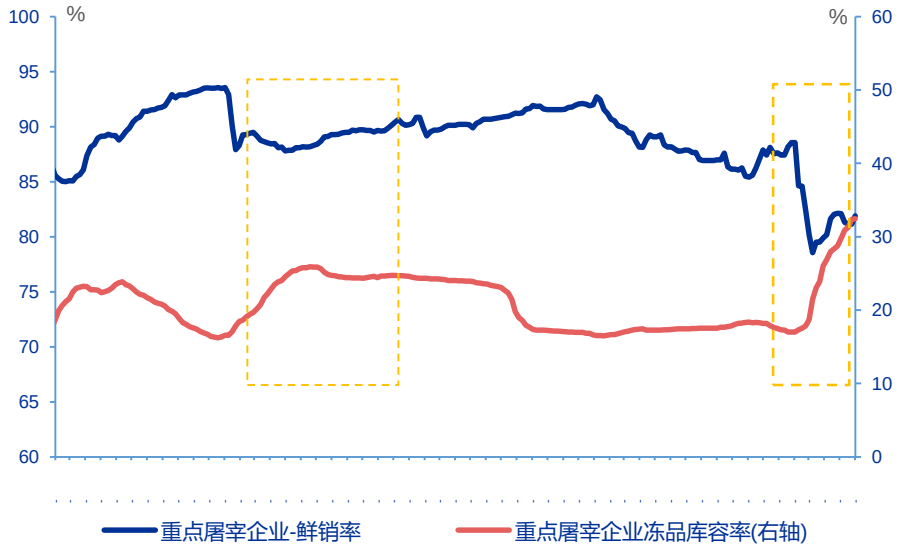
3.2.1 不同点①：猪肉消费需求与结构的趋势性变化

- **与2023年相比，2026年生猪产业呈现诸多结构性差异，正深刻重塑猪周期运行特征。**
- **总量层面，猪肉消费"趋势性收缩"仍在延续。**主要系人均户内消费下降、户外餐饮明显回落，叠加人口下降的共同效应。2026年猪肉消费的总量增长进一步放缓，边际降幅比2023年更大（国务院发展研究中心农村经济研究部副部长-程郁）。
- **而消费结构上看，鲜品消费占比自2023年以来持续下移。**从屠宰企业鲜销比例的数据看，2022-2023年下游销售中鲜肉占比仍在90%左右；而2026年占比下降至80%。
- 屠宰产能的持续过剩倒逼企业调整产品结构，热鲜需求萎缩促使冻品库存被动抬升。2023年屠宰企业平均冻肉库容率在25%左右，当前已升至30%以上。冻品占比提升对应下游B端加工需求扩张。
- 因其储存周期长、销售节奏可控，实质上转化为"滞后供给"，进一步加剧了供需错配程度。

餐饮消费意愿的下降影响猪肉需求



屠企猪肉鲜销率与冻品库容率的劈叉反应了消费总量与结构的深刻变化

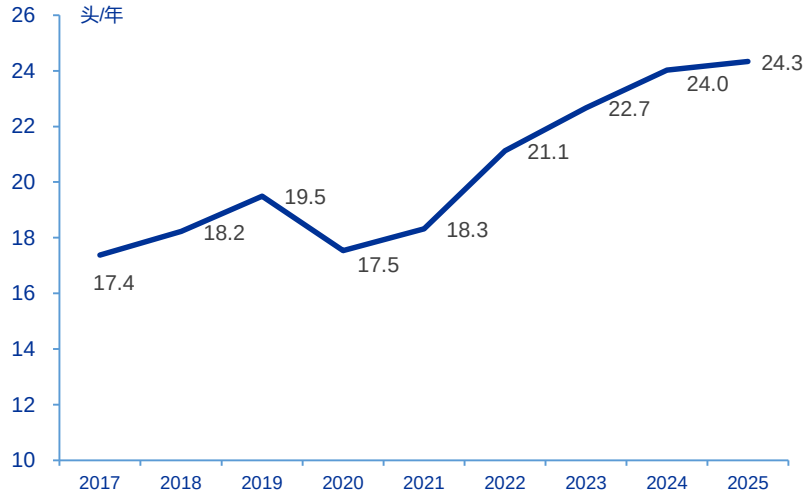


下载日志已记录，仅供内部参考

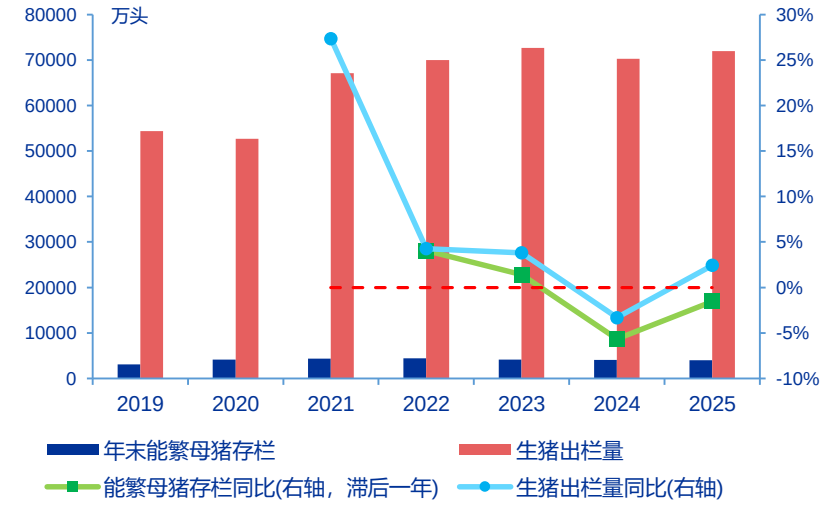
3.2.2 不同点②：养殖效率革命，乘数效应推升供给弹性

- **而改变23年与26年周期另一核心变量在于**：养殖效率跃升对产能去化形成显著对冲，供给收缩速度远慢于历史周期，行业持续处于供过于求状态。
- **产能前期快速扩张，叠加生产效率提升导致供给持续放量。**PSY显著提高：行业平均PSY从2023年的22.7头升至2025年的24.3头，头部企业水平更高。这主要受益于育种体系升级、大批次化生产、同期发情及早期断奶等繁殖技术迭代，叠加严格的疫病防控与环境控制，仔猪成活率大幅提高，进一步推升PSY。
- **单体产能效率提升直接对冲存栏下降效应**：假设年出栏7亿头出栏量不变，若假设MSY从21提升至22，对应减少约150万头能繁母猪需求。产能收缩效应的传导被效率部分平抑，供给收缩速度趋于平缓，周期底部时间拉长。

2020年以来全国平均PSY大幅上升



生产效率提升减弱能繁母猪收缩效应



注：根据生猪生产周期，前一年末能繁母猪存栏影响后一年出栏量；故数据做滞后处理

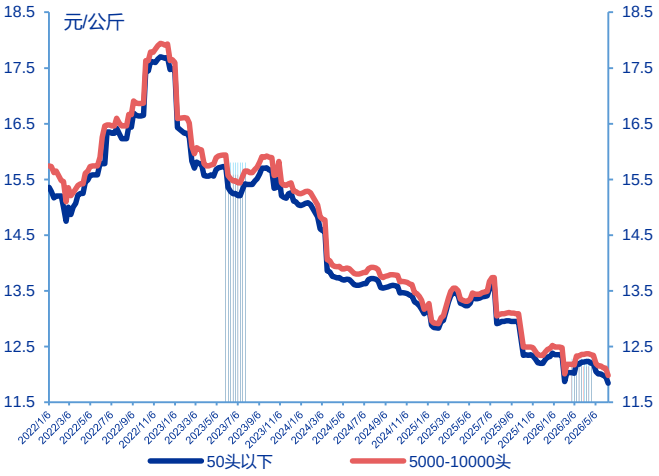
资料来源：国家统计局，农业农村部，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

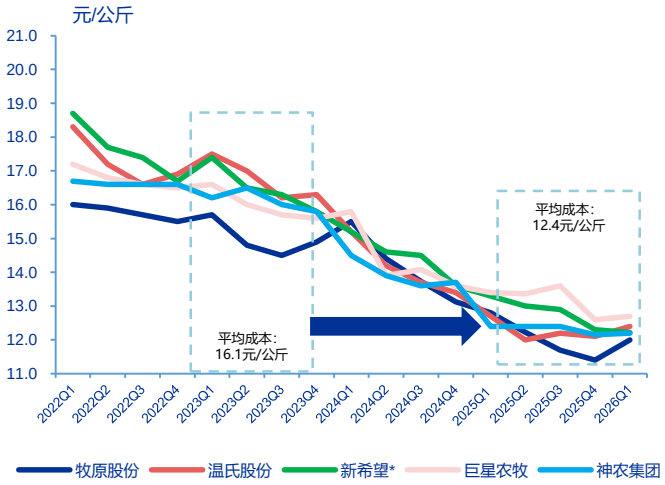
3.2.3 不同点③：养殖成本中枢的系统性优化

- **2023至2026年，行业养殖成本中枢显著下移。**据涌益咨询数据显示，50头以上散户与5000-10000头母猪群体2023年全年平均完全成本成本约15.58、15.80元/公斤；而2026年行业平均成本优化至12.50元/公斤左右。
- **从“被动承压”到“主动优化”：**前期头部企业成本受到饲料原料价格波动、折旧摊销等因素的影响，养殖成本表现承压。2024-2025年以来，头部企业主动优化育种、饲料配方与养殖过程管理水平，养殖完全成本水平从14-15元/公斤下降至12-13元/公斤；2026年，头部企业完全成本进一步下探至12.0元/公斤左右。
- **成本下降的核心来源**：**饲料、育种与管理体系的深度融合。**体现在生产效率的系统性提升（PSY、存活率等）。同时，规模化扩张与产业链纵向整合的协同效应持续显现，固定成本摊薄叠加盈利稳定性增强，共同构筑成本护城河。

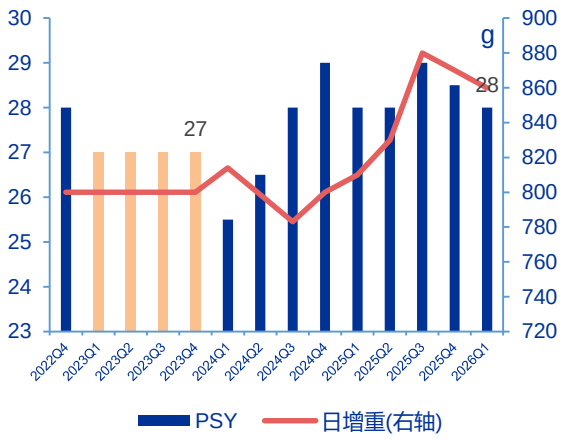
行业主体养殖成本普遍下降



上市猪企成本优化幅度更大



牧原2026年养殖生产效率较2023年显著提升



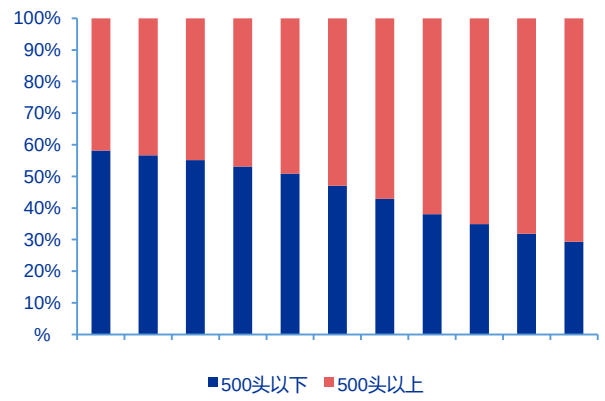
资料来源：涌益咨询，公司公告，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

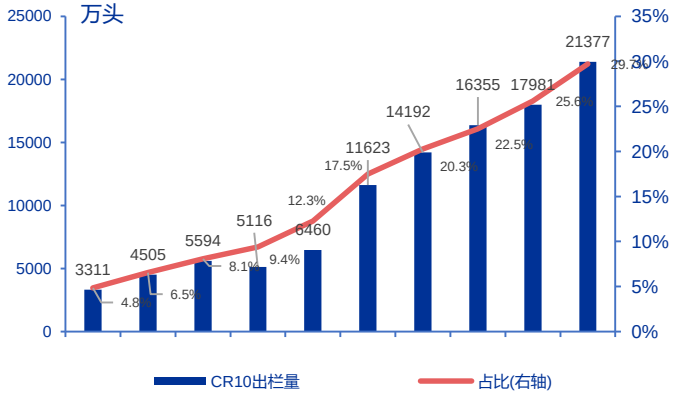
3.2.4 不同点④：行业竞争格局与养殖主体业务布局的变化

- **2023年是行业集中化趋势的加速阶段，而当前行业寡头竞争格局已经形成，行业集中度进一步提升。**2023年前三大养猪企业出栏量首次突破1亿头，头部企业市场份额显著提升，CR10达到22.5%。而2025年CR10进一步提升至29.7%。
- **前期中小养殖场户因资金、环保、疫病防控压力等原因加速退出市场。**头部企业凭借资金、技术优势扩大产能，通过一体化模式降低成本，挤压中小养殖户生存空间：年出栏500头以上小散户数量大幅减少，占比下降：2023年占比31.9%，至2024年进一步下降至29.3%。
- **规模化企业在低谷期的产能韧性更强**：头部企业即使亏损，也能凭借低成本、强现金流和融资能力维持产能，甚至以淘汰低效产能（调整配种等方式）替代全面退出。充足的后备种猪储备加快了产能变化的响应速度。
- **产业链分工趋势明晰：**2024年以来，产业链环节布局较此前发生重大变化。分工布局逐渐明确：中小养殖场户主要从事中下游育肥（或二次育肥）环节，生产周期偏短；规模养殖企业与规模场从事产能端生产。

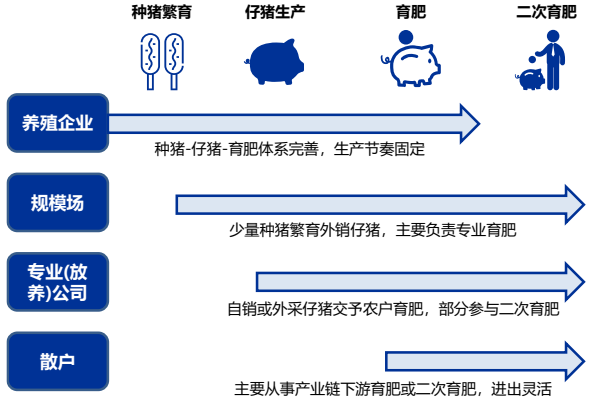
年出栏500头以上养殖主体市占率持续提升



生猪养殖行业前十大合计出栏量占比显著提高



养殖场户产业链分工进一步明确

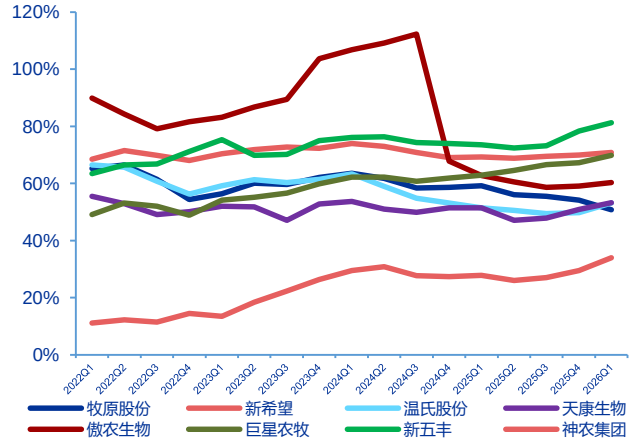


下载日志已记录，仅供内部参考

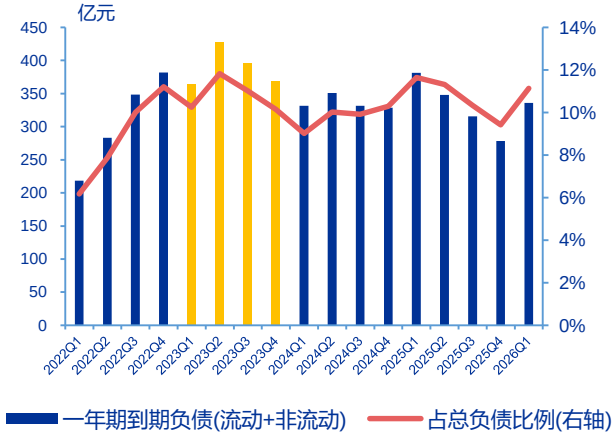
3.2.5 不同点⑤：企业财务韧性与抗风险能力的演进

- **2023年与2026年同处周期底部，行业均面临亏损面扩大、财务压力加剧的共性挑战，但杠杆水平与主体信用资质的分化显著加深。**2023年行业平均资产负债率位居历史高位（62%）；养殖产能以重资产为主，轻资产运营能力弱，资产周转效率低；2026年头部企业杠杆较前期有所下降：但尾部产能杠杆较高，行业分化加剧。
- **头部企业从被动承受周期波动，转向主动构建周期“防御体系”。** 债务期限结构改善，短期债务占比下降。
- **资产质量：从“全面恶化”到“显著分化”。**2026年头部企业资产质量提升（淘汰低效产能，聚焦核心区域）；部分中小尾部猪企杠杆仍高企，资产端仍面临减值计提风险。。
- **现金流表现：**2023年经营现金流仍呈净流入，但扩产未止投资现金流出显著，企业依赖外部融资填补资金缺口；2026年运营效率提升部分对冲了猪价低迷带来的亏损压力，但行业整体现金储备规模仍低于2023年同期水平。
- **融资与资产市场工具：**2023年融资渠道较为单一（银行贷款等），股权融资受限；2026年股权融资突破（牧原港股上市等），债务工具创新（绿色债券、乡村振兴债等低成本品种置换高息债务）为头部企业带来新增资金来源，**行业分化严重。**

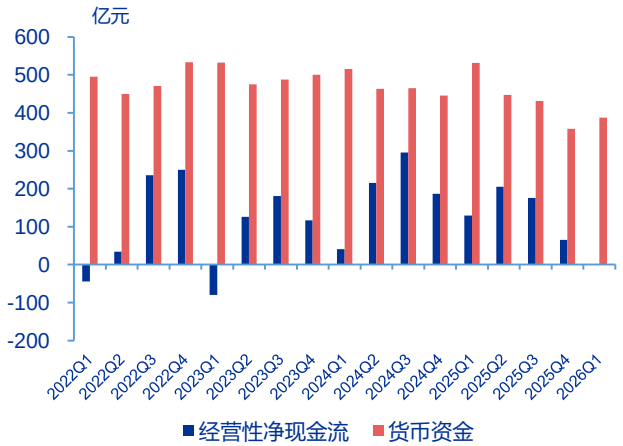
生猪养殖上市猪企资产负债率情况一览



2026年猪企短期债务规模与占比较2023年下降



上市猪企经营性现金流与货币资金合计一览



资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

3.2.6 不同点⑥：政策干预与市场工具的成熟度差异（1）政策

- **政策工具成熟化：由“被动调控” 转向“主动治理”**
- **2023年：聚焦“长期调母猪，短期调肥猪”。**目标“稳产保供”；主要依赖能繁母猪存栏量单一指标，对中间环节（仔猪）缺乏有效监测；同时，政策工具主要以信息发布、窗口指导为主，强制约束力较为缺乏。重点依赖市场调节，主要通过信息发布稳定市场预期。
- **2026年：精细化、多举措并举的全周期监测管理。**更强调“避免过度供给挤压利润”，目标从“保数量”转向“保均衡”。同时强化行政约束（对未履行产能调减承诺的企业移出调控场名单），协同环保政策实施。重点监管头部企业，进行年度生产备案，并建立分级联动机制。

生猪产能调控实施方案的持续调整反应出政策精细化，响应前置化，约束刚性化的特征

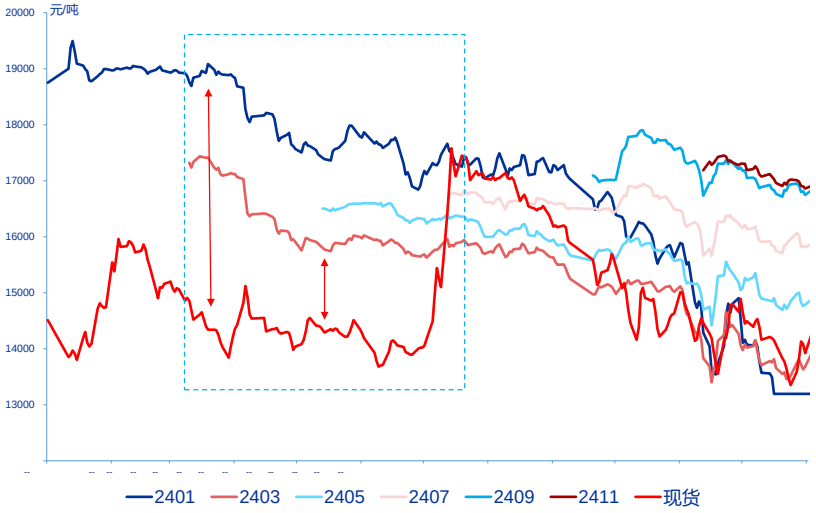
年份	相关政策	发布时间	具体要求
2021	生猪产能调控实施方案（暂行）	2021/09	以稳定能繁母猪存栏量为目标，设定能繁母猪正常保有量稳定在4100万头左右，绿色产能区间为95%-105%左右
2024	生猪产能调控实施方案（2024年修订）	2024/03	调整能繁母猪正常保有量至3900万头，绿色调控区间为正常保有量的92%—105%
2026	生猪产能调控实施方案（2026年修订）	2026/05	正常保有量目标下调至3750万头左右，适当收紧调控区间

下载日志已记录，仅供内部参考

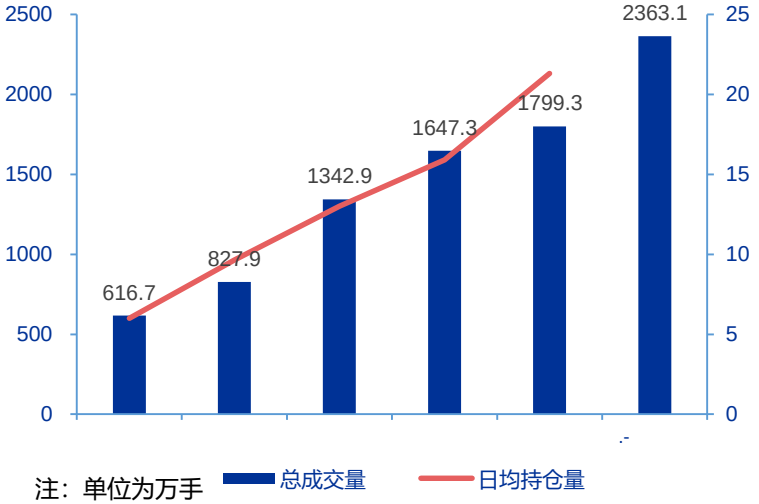
3.2.6 不同点⑥：政策干预与市场工具的成熟度差异（2）期货

- **从2023到2026，生猪期货功能定位实现快速跃迁**：由初步的风险对冲工具，逐步升级为产业周期的“稳定器”与政策调控的“信号锚”。
- **2023：价格判断与生产决策的辅助性参考。**期货对现货的指引作用较弱，仅少数头部企业参考期货价格调整出栏节奏；头部企业试探性参与期货交易，套保比例较低。2023年生猪期货总成交量1342.9万手，日均持仓量13.0万手；规模排名前20的生猪养殖企业中有15家参与生猪期货交易，产业参与尚处培育期。
- **2026：产能规划与出栏节奏的预判性依据。**当前养殖企业普遍将远月合约价格作为产能规划的核心参考指标；期现基差动态灵活调整出栏节奏。当期货升水且基差合理时，适度延长养殖周期以等待更优出栏窗口；当期货贴水时，优先安排现货出栏并通过期货对冲锁定利润。产业参与度大幅提升：出栏量超百万头的32家养殖企业中，24家已参与交易、交割或成为期货交割库；全市场产业客户超3000家，期货工具已深度融入产业经营决策。

2023年生猪远月期货升水现货，给予养殖场户套保空间



2023至今生猪期货交易量逐年大幅增长



资料来源：Wind，大连商品交易所，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

主要内容

1. 2026年：又一轮周期下行时
2. 上一轮下行周期-2023年的启示
3. 2026年与2023年的相同与不同？
4. 旧经验，新判断——产能加速去化势在必行
5. 投资分析意见

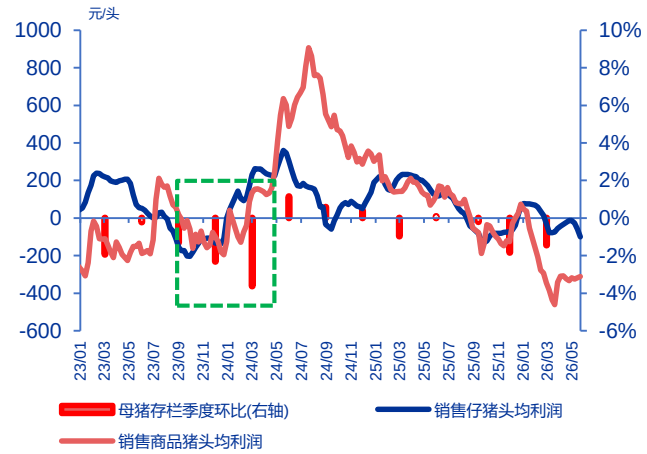
SWS RESEARCH

下载日志已记录，仅供内部参考

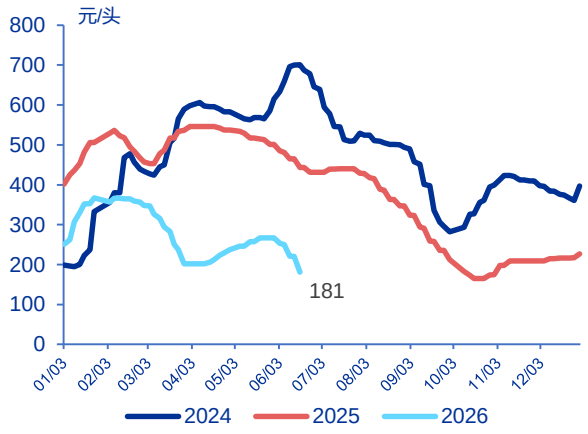
4.11 回归周期本质：产能的加速去化已势在必行①内生

- **猪周期的本质仍是能繁母猪产能的周期变动。**回溯历轮周期，猪周期的表观表现为猪价的周期波动，本质是产能（能繁母猪存栏）变动以及因此导致的商品猪出栏量变动。
- **当前行业深陷亏损泥潭，养殖场户现金流持续承压，构成产能去化的“内生”驱动力：**截至6月19日，自繁自养头均亏损346元，外购仔猪头均亏损339元，猪价持续低于养殖场户现金成本。
- **现实亏损与预期低迷交织，仔猪价格击穿成本线**：下游盈利预期悲观，补栏需求萎缩叠加仔猪供给增加，价格显著回落：截至6月17日，7kg仔猪均价181元/头，跌破仔猪成本水平（260-280元/头），种猪场陷入亏损。
- **双重亏损持续累积，倒逼产能加速出清。**商品猪当前的亏损现实与低迷预期，叠加逐步累积的资金压力是推动母猪产能加快淘汰的重要推手；而仔猪亏损亦会倒逼养殖场加速淘汰低效母猪，甚而淘汰低胎龄种猪回笼资金。
- **淘汰母猪价格下跌，直观反映市场悲观预期，印证产能去化提速趋势。**截止6月12日，全国淘汰母猪均价3.81元/斤；当前高胎龄淘母折扣比例在80%左右。

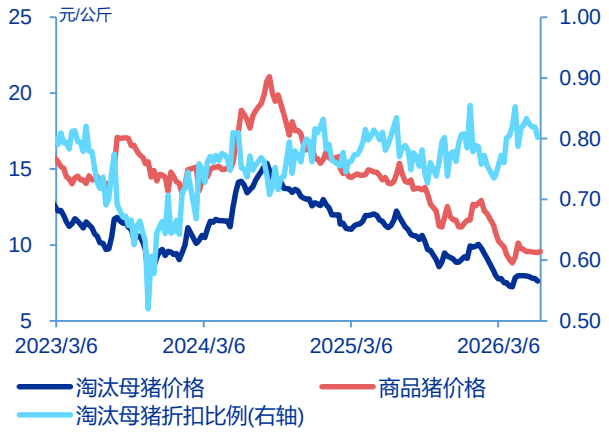
仔猪、肥猪共同亏损催化产能去化加速



仔猪价格持续下跌，跌破成本线水平



淘汰母猪价格与折扣比例



下载日志已记录，仅供内部参考

4.12 回归周期本质：产能的加速去化已势在必行②外生

- **政策端释放精准调控生猪产能的积极信号，是产能加速的“外生”助力：**5月，农业农村部颁布《生猪产能综合调控实施方案（2026年修订）》，从**“稳总量”**转向**“稳周期、优结构、提质量”**。**新增扩张和盲目补栏受到更强约束，且加强事前预警：**政策强调通过窗口指导、补贴调节、风险预警等方式，引导淘汰低效母猪，防止大起大落。
- 主要措施包括：**①下调全国能繁母猪正常保有量至3750万头**（系2024年2月以来再次下调）；
- **②优化能繁母猪存栏区域划分**：**绿色**(正常保有量92%-103%)、**黄色**(正常保有量103%-106%或88%-92%)、**红色**(>正常保有量106%或<正常保有量88%)，采取相应调控措施；
- **③注重逆周期调节。**引导养殖场户通过调整母猪配种和淘汰计划、调整仔猪补栏计划及调节育肥猪出栏体重等方式综合调控生猪与猪肉供应量；
- **④加强监测预警**，细化实施方案（分解指标至各省市），强化政策协同。

生猪产能综合调控实施方案要求（2026年修订）



注：括号内百分比为全国能繁母猪存栏量相对于正常保有量的比例区间

下载日志已记录，仅供内部参考

4.2 关注政策端对行业产能调减的进一步指引

- **生猪产能综合调控部署视频会(5.18)明确产能调控相关工作。**①**产能调控**：修订省级实施方案，严控新增产能；②**监测预警**：强化监测预警引导，督促生产经营主体履行数据报送义务，健全权威信息发布机制；③**疫病防控**：强化监测流调和应急处置；④**全产业链升级**：引导屠宰企业开展精细分割、精深加工。派出7个工作组赴生猪主产省份，推动各项工作落地见效。
- **农业农村部、国家发展改革委召开强化生猪产能综合调控座谈会，指导地方和企业开展常态化精准调控。**与会者主要为部分生猪主产省份和大型生猪养殖企业。会议继续强调大型生猪养殖企业要积极响应号召，提高生产统计监测数据报送质量，**带头压减生猪产能和产量，带头严控二次育肥，带头淘汰弱仔猪，带头降低出栏体重。**相关主产省份要加强各环节监管和监测信息共享，强化穿透式管理；**抓紧修订落实省级产能调控方案**，更好形成政策合力，继续实质性压减产能。
- **关注省级产能调控方案的落实。**6月10日山东省印发《山东省生猪产能综合调控实施方案（2026年修订）》。**设定全省能繁母猪保有量稳定在248万头左右**（25年266万头，下调6.7%）；设定全省规模猪场（年出栏500头以上）保有量稳定在1.05万个以上。并将能繁母猪存栏变动分为绿色、黄色、红色3个区域分类采取调控措施。

2026年生猪产能调控相关会议与政策梳理

时间	会议主题/政策	有关部门	主要内容
2026年3月	生猪养殖企业座谈会	发改委、农业农村部	启动中央冻猪肉储备收储，有序调减能繁母猪存栏，合理控制出栏量
2026年5月	生猪产能调控实施方案（2026年修订）	农业农村部	设定全国能繁母猪正常保有量稳定在3750万头左右，设定全国规模猪场保有量，适当收紧能繁母猪存栏调控区间，建立产能分级联动调控机制
2026年5月	生猪产能综合调控部署视频会	农业农村部	多措并举压减产能，强化监测预警引导，抓好生猪疫病防控，推动全产业链转型升级等
年月	强化生猪产能综合调控座谈会	农业农村部、发改委	要求大型企业带头压减生猪产能和产量，带头次育肥，带头淘汰弱仔猪，带头降低出栏体重，抓紧修订落实省级产能调控方案

资料来源：农业农村部，发改委，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

4.3 重视产业端去产能信号，行业出清提速中

- **行业景气低迷，重视产能去化加速信号：**前期规模化扩张积累的财务压力逐步显现。市场中出现项目暂缓、资产盘活、主体清算等多元经营行为，行业产能出清进程提速。
- **资金压力下企业经营行为调整。**近期行业中已出现部分养殖企业资金压力迫近临界点的信号。包括：
- **①项目暂缓与产能收缩。**如新五丰暂停部分扩张项目、处置低效资产；益生股份战略性退出生猪业务转向禽类等。
- **②资产盘活与剥离：**企业通过出售低效养殖场、处置闲置资产回笼资金。资产剥离不仅优化资源配置，更直接减少在产产能。
- **③养殖主体清算与退出：**中小散户及部分抗风险能力弱的中型规模场，因资金链断裂正出现被迫退出现象。如广东行大农牧等企业破产清算等。

行大农牧破产清算获受理

广东省广州市中级人民法院

公　　告

（2026）粤01破93-1号

本院根据王某的申请于2026年3月2日裁定受理广东行大农牧发展有限公司破产清算一案，并于2026年3月17日指定广东天地正（广州）律师事务所担任广东行大农牧发展有限公司

上市猪企资产负债率一览

	2025Q3	2025Q4	2026Q1
神农集团	27.1%	29.5%	34.0%
牧原股份	55.5%	54.2%	50.7%
东瑞股份	45.2%	46.7%	51.0%
温氏股份	49.4%	49.8%	53.1%
天康生物	47.9%	50.9%	53.2%
傲农生物	58.6%	59.0%	60.3%
大北农	64.6%	67.0%	68.2%
唐人神	65.5%	66.4%	69.6%
巨星农牧	66.6%	67.3%	69.8%
新希望	69.5%	69.9%	70.8%
金新农	72.9%	75.7%	78.8%
新五丰	.%	.%	.%
天邦食品	70.3%	79.8%	84.3%

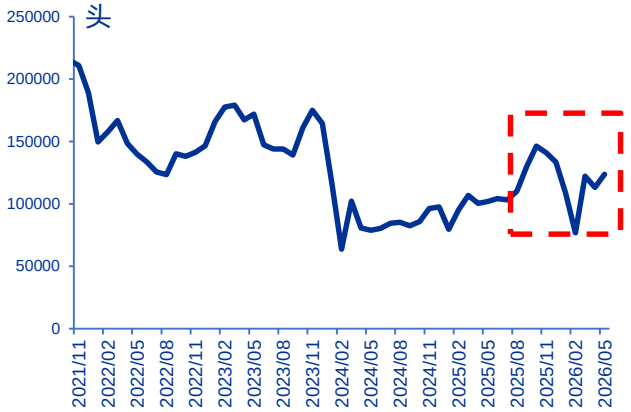
资料来源：公司公告，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

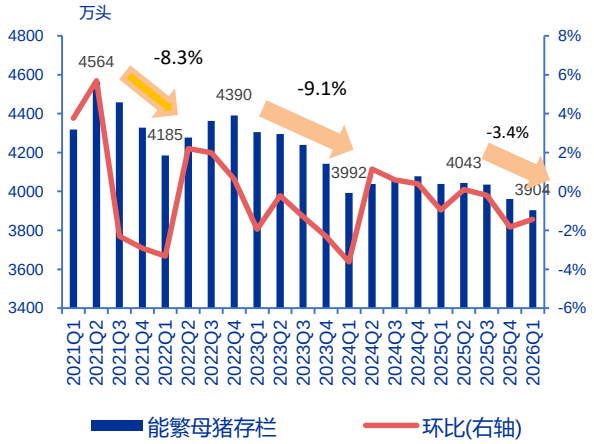
4.4 母猪产能去化加速，周期向上动能持续累积

- **基本面驱动叠加政策方向性导向明确，低效母猪产能淘汰正在加速。**从产能淘汰量看，淘母屠宰量同比增加：四省份淘汰母猪屠宰厂3-5月屠宰量分别为12.21、11.33、12.38万头，同比增幅分别为14.3%、12.8%、21.6%。
- **产能去化仍处起步阶段，调减趋势有望延续。**从多口径数据看，能繁母猪存栏见顶于25年8月左右（25Q3），自高点至今降幅在1.0%-4.1%不等，仍略低于“后非瘟”时期的前两轮周期。以历史经验看，产能自高点调减约8%-9%左右，可指引未来猪价自低点较为可观的涨幅。
- **产能波折中调减，去化幅度的进一步积累将带来新一轮周期反转。**

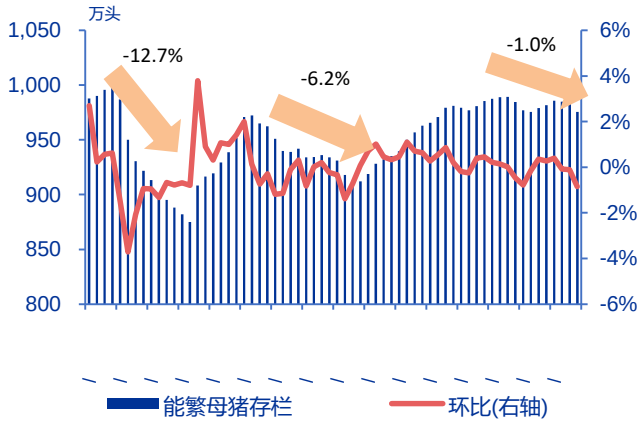
淘汰母猪屠宰量增加



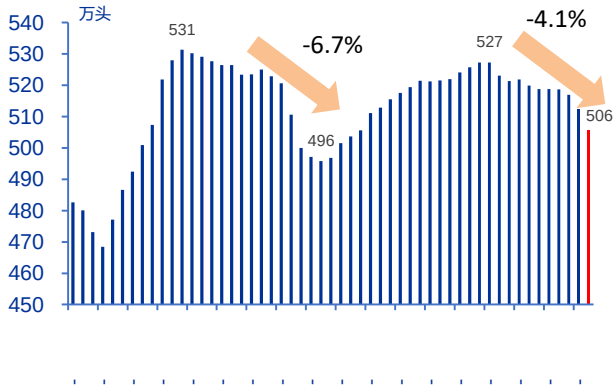
能繁母猪存栏（国家统计局）



能繁母猪存栏（涌益咨询）



能繁母猪存栏（上海钢联）



资料来源：涌益咨询，国家统计局，上海钢联，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

主要内容

1. 2026年：又一轮周期下行时
2. 上一轮下行周期-2023年的启示
3. 2026年与2023年的相同与不同？
4. 旧经验，新判断——产能加速去化势在必行
5. 投资分析意见

SWS RESEARCH

下载日志已记录，仅供内部参考

5. 投资分析意见：再现2023年布局逻辑，重视低估值配置机会！

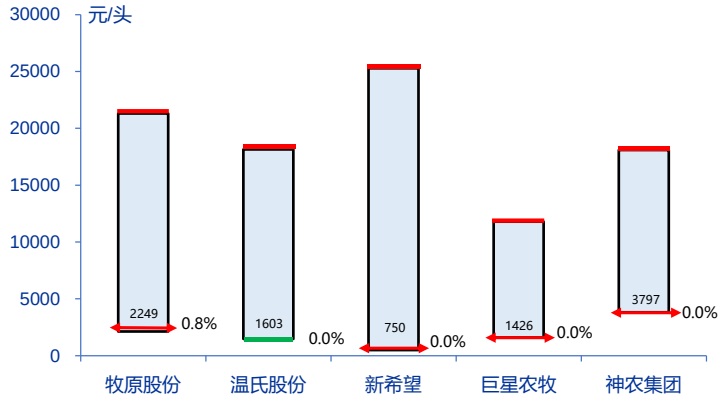
- **板块估值当前已处于2016年以来较低水平。**龙头猪企当前估值已接近或低于16年以来的最低水平，安全边际显著。
- **参考2023年，建议重视板块当前配置机会。**我们认为，行业规模化率的提升仅影响去产能斜率，未改变趋势。板块有望重现 2023 年末配置逻辑：猪价涨跌均将对板块交易形成正向催化：进可博弈猪价变化拐点，退可把握进一步的深度去化机会。
- **重点关注养殖成本优势突出，经营与财务表现稳健的头部猪企。**核心推荐牧原股份、德康农牧、温氏股份。

上市猪企头均市值、养殖成本与资产负债率比较一览（6月26日）

上市公司	头均市值						养殖完全成本
	2022	2023	2024	2025	2022-2025年均值	2026E	
牧原股份	4745	3699	3197	3132	3693	2249	11.7
温氏股份	5775	3546	3192	2337	3712	1603	11.8
新希望	3299	1890	1347	1219	1939	750	12.0
德康农牧	-	-	-	-	-	957	11.9
唐人神	3877	2131	1433	870	2078	756	12.7
新五丰	3472	3431	2230	1192	2581	770	14.0
巨星农牧	7618	5403	4696	2323	5010	1426	12.7
天康生物	5479	2872	2378	1921	3162	1078	12.3
神农集团	15174	8321	7646	5077	9055	3797	11.9
立华股份	6639	4704	4200	2145	4422	1494	12.0
东瑞股份	13070	7971	4822	2359	7056	1286	14.0
金新农							.

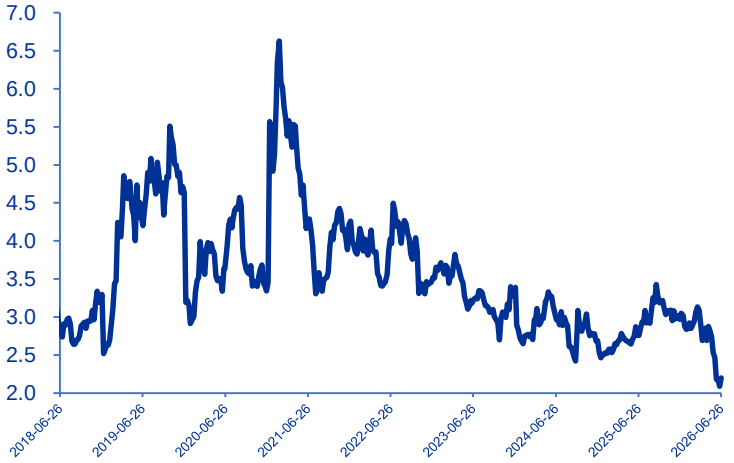
注：头均市值单位为元/头；养殖完全成本单位为元/公斤。

上市猪企头均市值估值已处于2016年以来最低水平



注：红绿线分别对应2016年以来上市猪企头均市值上下限；箭头为当前头均市值水平。市值参考6月26日收盘水平。

生猪养殖板块PB估值已处极低水平



下载日志已记录，仅供内部参考

6. 盈利预测与估值

证券代码	证券简称	2026/6/26		EPS（元/股）			PE		
		收盘价(元)	总市值（亿元/亿港元）	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E
002714	牧原股份	33.6	1912	2.84	1.00	4.04	12	34	8
300498	温氏股份	12.2	809	0.79	0.41	1.79	15	29	7
603477	巨星农牧	13.2	69	0.06	0.07	1.65	222	189	8
605296	神农集团	27.2	143	0.65	0.38	1.88	42	72	14
002100	天康生物	5.8	80	0.15	0.12	0.65	38	47	9
2419	德康农牧	39.6	154	3.69	3.55	9.42	9	10	4

资料来源：Wind，申万宏源研究
注：德康农牧、温氏股份、神农集团、天康生物、采用Wind一致性预期，德康农牧为港股，市值单位为港币，盈利预测单位为人民币

下载日志已记录，仅供内部参考

7. 风险提示

生猪产能去化不及预期，猪肉价格持续低迷

若生猪产能去化缓慢，去化周期拉长，对于本轮猪周期拐点和未来上行期弹性的判断会发生明显变化。若猪价持续磨底，周期拐点迟迟无法到来，相关上市公司的财务风险会逐步积累，将显著影响其业绩与股价表现。

饲料原料价格波动的风险

饲料成本占养殖总成本的60%以上，玉米、豆粕等原料价格受气候灾害、国际贸易、粮食库存等因素影响显著。若玉米等农产品价格大幅上涨将挤压养殖利润，企业成本控制难度将加大，尤其对成本控制能力较弱的中小企业影响更甚。

疫病发生的风险

疫病是生猪养殖的核心风险之一。非洲猪瘟、猪瘟、口蹄疫等传染病具有高致死率、传播快的特点，一旦爆发可能导致存栏量骤减、养殖成本激增，甚至影响供应链稳定性。尽管当前养殖场户生物安全体系逐步完善，但部分养殖主体防疫薄弱可能引发疫情反复，造成不可估量的风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

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@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com

股票投资评级说明

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。

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。

本报告采用的基准指数 ：沪深300指数（A股）、恒生中国企业指数（H股）、纳斯达克指数（美股）

下载日志已记录，仅供内部参考

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。

下载日志已记录，仅供内部参考

有信仰 敢担当
守正创新 追求卓越

申万宏源研究微信订阅号

申万宏源研究微信服务号

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)

朱珺逸
zhujy@swsresearch.com