长江证券 CHANGJIANG SECURITIES

丨证券研究报告丨



行业研究丨深度报告丨农产品

从行业现金情况看本轮猪周期：行业亏损严重，去化加速拐点渐行渐近

请阅读最后评级说明和重要声明

报告要点

本轮猪价下跌的时间和幅度均已接近历史平均水平，资金层面，主要养殖企业在手现金降至历史同期低位，部分龙头经营性净现金流转负，资金压力开始显现。企业虽通过增加借贷、压降资本开支等方式保存在手现金，但后续资金压力仍将逐步累积。节奏上，当前行业仔猪价格环比走弱、体重下降等去化加速拐点信号已出现。政策逐步加码产能调控，行业或于近期迎来产能出清加速。重点推荐成本低、具备现金流优势的德康农牧、牧原股份、温氏股份和神农集团。

分析师及联系人



陈佳

SAC：S0490513080003

SFC：BQT624



顾熀乾

SAC：S0490519060003

SFC：BXT852



黄建霖

SAC：S0490526020001



刘文一

丨证券研究报告丨

2026-07-06

行业研究丨深度报告

投资评级 看好丨维持

农产品

从行业现金情况看本轮猪周期：行业亏损严重，去化加速拐点渐行渐近

本轮猪价下跌的时间和幅度均已接近历史平均水平，资金层面，主要养殖企业在手现金降至历史同期低位，部分龙头经营性净现金流转负，资金压力开始显现。企业虽通过增加借贷、压降资本开支等方式保存在手现金，但后续资金压力仍将逐步累积。节奏上，当前行业仔猪价格环比走弱、体重下降等去化加速拐点信号已出现。政策逐步加码产能调控，行业或于近期迎来产能出清加速。重点推荐成本低、具备现金流优势的德康农牧、牧原股份、温氏股份和神农集团。

猪价积弱难返，周期磨底延续

本轮猪价下跌时长、深度均已达到历史水平。自 2024 年 8 月以来，猪价下跌时长达到 689 天，下跌幅度约 54%，从行业猪价寻底、行业亏损的时长及亏损深度来看均已达到过去猪周期开启反转的平均水平。但从供需情况出发，我们认为短期内猪价难有大幅度反转：需求端，二三季度为猪肉消费淡季，需求难以支撑猪肉价格上行，历史上年中也通常为年内猪肉价格的低点；供给端看，以教保料产量以及能繁母猪存栏推算，我们预计 2026 年全年生猪出栏量同比增长 2%左右，2026 年全年生猪供给偏向宽松，供需格局偏宽松背景下，猪价短期上涨高度有限。

资金压力已现，开源节流难有效果

尽管一季度均价尚未突破猪企平均现金成本，但猪价下滑带来的现金流压力在一季度已经有所体现。截至一季度末主要养殖企业在手现金及等价物降至历史同期低位。猪价下滑带来的资金流入减少也能够通过经营性现金流得到印证，微观上牧原、巨星、神农等龙头继 2023 年一季度猪价低点以来首次出现经营性净现金流净流出。面对现金流压力，养殖企业普遍“开源节流”，以期望穿越周期底部。一方面，养殖企业通过增加借贷的方式补充流动资金，2026 一季度短期借款、长期借款均有所提升；另一方面，企业也通过节降资本开支的方式一定程度缓解资金压力。但总的来说，当前行业现金流紧缺压力仍在持续，继续压降资本开支的空间已经十分有限，增加借贷产生的还本付息压力会随着时间逐步体现。我们判断，即便行业继续互相博弈猪价保持当前低位，我们也能在 2026 年底-2027 年初看到由于资金见底，产能出清加速。

去化加速拐点渐行渐近

当前时点处于周期底部已经比较明确，去化加速拐点渐行渐近。随着行业亏损面扩散，行业相关主管部门逐步加码调控生猪产能，行业政策底已经比较明确。复盘过去几轮周期低点，我们认为，出栏均重的下探、仔猪价格下滑、以及淘汰母猪深度折价等迹象出现时，通常意味着行业底部转向上行通道拐点的到来。当前确实能够看到仔猪价格探底、出栏体重降重等底部信号已经出现，特别是近期仔猪价格再创新低，意味着资金压力已进一步显现，猪企变卖资产补充现金流或已启动。但同时淘汰母猪折扣比例处于相对高位，产能的快速去化尚未开启。我们认为，随着行业资金压力显现，未来会有更多反转信号得到验证，届时或能更加明确猪价上涨开启，考虑 2027 年全年 10 个月前能繁母猪平均 3750 万头情形，参考过往去化幅度与猪价之间的弹性关系，我们认为 2027 年猪价存在回升至 15 元/公斤以上的可能性，看好成本低、具备现金流优势的德康农牧、牧原股份、温氏股份和神农集团在周期底部之后收获业绩增长弹性。

风险提示

1、疫病风险；2、终端猪肉需求下滑风险；3、饲料原材料价格波动风险；4、食品安全事件风险。

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《农业周专题系列十六：仔猪价格再创阶段性新低，生猪养殖周期反转蓄势》2026-06-30
- 《农业周专题系列十五：仔猪价格再度加速下跌，继续重点推荐生猪养殖板块》2026-06-23
- 《肉牛行业专题跟踪报告系列 2：肉牛行业有望迎来 2 年以上盈利大周期》2026-06-16

更多研报请访问
长江研究小程序

目录

行业亏损严重，去化加速拐点渐行渐近 6
猪价积弱难返，周期磨底延续 6
资金压力已现，开源节流难有效果 8
经营现金流入锐减，开源节流以期保存现金 8
开源仅是延缓出清，继续节流空间有限 12
对比历史周期，当前行业接近崩溃边缘 13
去化加速拐点渐行渐近 16
风险提示 19

图表目录

图 1：自 2024 年高点以来猪价下跌超过 689 天，下跌幅度约 54% 6
图 2：2025 年以来自繁自养生猪亏损约 9 个月 7
图 3：2025 年以来外购仔猪育肥亏损超过 1 年 7
图 4：年中通常为年内生猪价格低点 7
图 5：二三季度猪肉平均产量占全年猪肉总产量比重相对较低 7
图 6：以教保料产量推算 2026 年 Q3 累计生猪出栏同比增长 2% 8
图 7：以能繁母猪推算 2026 年全年生猪出栏增长约 2% 8
图 8：样本企业现金及等价物余额处于历史同期最低水平 8
图 9：样本企业平均资产负债率回升至 62% 8
图 10：2026 年一季度样本企业经营性净现金流入 2.2 亿元 9
图 11：2026 年一季度样本企业出栏量同比增加约 6.4% 9
图 12：2026 年一季度筹资活动净现金流入约 132 亿元 10
图 13：2026 年一季度样本企业短期+长期借款余额回升至 1356 亿元 10
图 14：剔除牧原后 2026 一季度样本企业合计 CAPEX 降至 46.7 亿元 11
图 15：截至 2025 年末 CAPEX/折旧摊销降至 1.0 13
图 16：CAPEX/（生产性生物资产+固定资产）处于低位 13
图 17：截至 2022 年 500 头以上规模化场占比提升至 0.98% 14
图 18：2025 年行业 MSY 提升至 21.56 头/年 14
图 19：截至 2026 年一季度末主要上市公司现金储备降至 198 元/头 14
图 20：2023 年 Q3 天邦、正邦、傲农平均资产负债率达 113% 15
图 21：2023 年样本企业现金到期债务比低至 3.4 15
图 22：政策设定 3750 万头调控目标猪价政策底明确 16
图 23：当前时点仍有部分行业反转指标有待验证 17
图 24：公司商品猪出栏均重 17
图 25：2022-2023 年资金紧张时期天邦、正邦仔猪销售比例明显提升 17

表 1：2026 年一季度行业上市公司经营性净现金流同比大幅下滑或转负（单位：亿元） 9
表 2：2026 年一季度多数样本企业短期借款余额同环比提升（单位：亿元） 10

表 3：2026 年一季度多数样本企业长期借款余额同环比提升（单位：亿元）.....11
表 4：2026 年一季度多数养殖企业缩减资本开支（单位：亿元）.....12
表 5：借贷资金压力集中于还本付息期末.....13
表 6：行业存量现金最多能够支撑当前猪价 1.6 年.....15
表 7：2025 年中以来部分区域性规模化养殖企业破产清算案例.....18
表 8：假设 2027 年全年 10 个月前能繁母猪存栏 3750 万头，生猪均价有望超过 15 元/公斤.....18



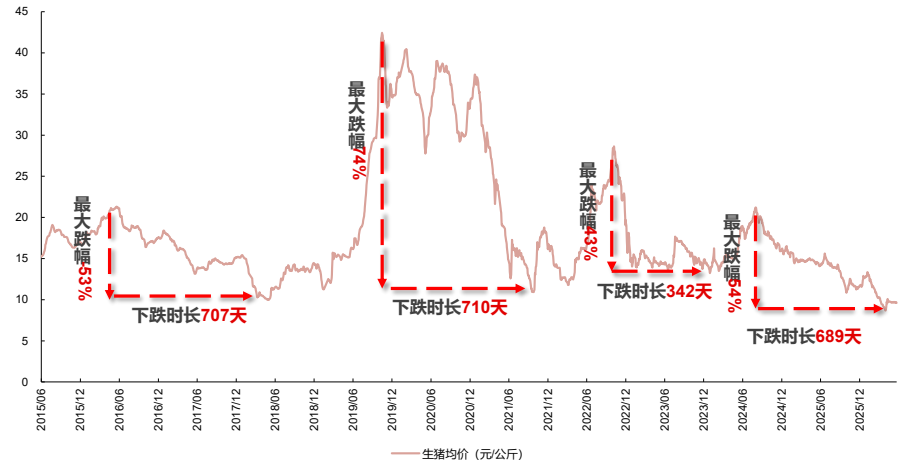
行业亏损严重，去化加速拐点渐行渐近

本轮猪价下跌的时间和幅度均已接近 2015 年以来猪价下跌周期平均水平，资金层面，主要养殖企业在手现金降至历史同期低位，部分龙头经营性净现金流转负，资金压力开始显现。企业虽通过增加借贷、压降资本开支等方式保存在手现金，但后续资金压力仍将逐步累积。节奏上，当前行业仔猪价格环比走弱、体重下降等去化加速拐点信号已出现。政策逐步加码产能调控，行业或于近期迎来产能出清加速。重点推荐成本低、具备现金流优势的德康农牧、牧原股份、温氏股份和神农集团。

猪价积弱难返，周期磨底延续

本轮猪价下跌时长、深度均已达到历史水平。本轮猪价下跌自 2024 年 8 月开始，截至 2026 年 6 月 26 日，全国生猪均价 9.56 元/公斤，自 2024 年 8 月以来，猪价下跌时长达到 689 天，下跌幅度约 54%，从下跌的时长及幅度来看，除 2019-2021 年非洲猪瘟后期以外，均已达到 2015 年以来猪周期结束下跌开启反转的平均水平。

图 1：自 2024 年高点以来猪价下跌超过 689 天，下跌幅度约 54%

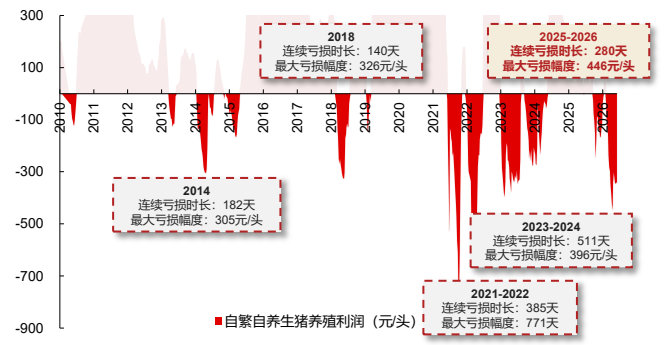


资料来源：iFinD，长江证券研究所，数据截至 2026 年 6 月 26 日

猪价跌破现金成本线，行业亏损压力持续扩大。当前上市生猪养殖企业完全成本普遍在 12 元/公斤以上，现金成本较完全成本低约 1.0–1.5 元/公斤。2025 年四季度以来，猪价持续下行并已跌破部分企业完全成本线，行业利润明显承压；进入 2026 年一季度，猪价进一步探底，亏损面持续扩大，并跌破行业现金成本线，现金流压力显现。

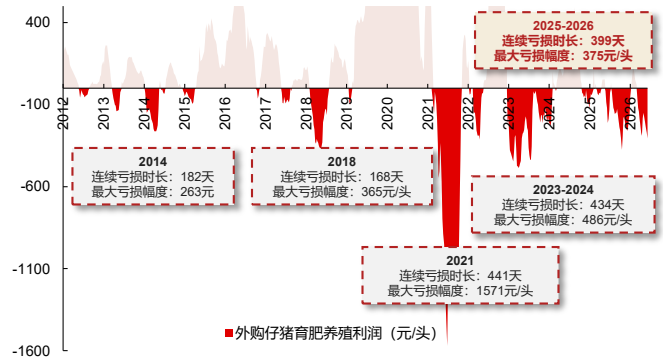
从亏损幅度和亏损周期来看，当前行业亏损程度已接近 2023 年水平。2023 年时，自繁自养、外购仔猪育肥连续亏损时长分别 511、434 天，而自 2025 年 9 月起，截至 2026 年 6 月 26 日，本轮猪周期底部自繁自养连续亏损时长达到 280 天，外购仔猪育肥亏损时长 399 天，亏损时长略短于 2023 年周期底部。从亏损的深度来看，2025 年 9 月至 2026 年 6 月最大自繁自养、外购仔猪育肥最大亏损分别 446、375 元/头，自繁自养亏损程度超过 2023 年时的 396 元/头，外购仔猪育肥亏损程度接近 2023 年时最大亏损 486 元/头。

图 2：2025 年以来自繁自养生猪亏损约 9 个月



资料来源：iFinD，长江证券研究所，截至 2026 年 6 月 26 日

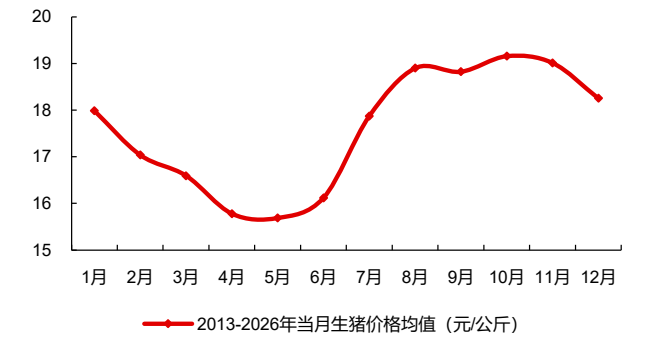
图 3：2025 年以来外购仔猪育肥亏损超过 1 年



资料来源：iFinD，长江证券研究所，截至 2026 年 6 月 26 日

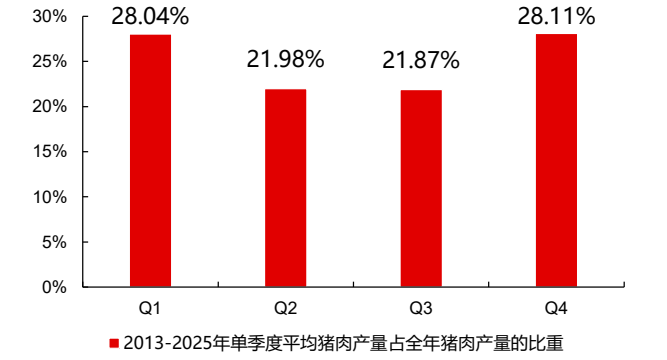
需求季节性低点，近期猪价难有反转表现。尽管猪价已经下探至低位，行业已经历深度亏损，但我们依然认为至少在近期猪价难有反转表现。进入年中，随着天气的转暖以及居民“冰箱冻肉库存”的释放，年中通常处于猪肉消费淡季，猪肉总产量占全年总产量比重相对较低，也通常为年内生猪价格低点。相对较弱的季节性需求难以从需求端支撑猪价产生较大幅度上涨。

图 4：年中通常为年内生猪价格低点



资料来源：iFinD，长江证券研究所

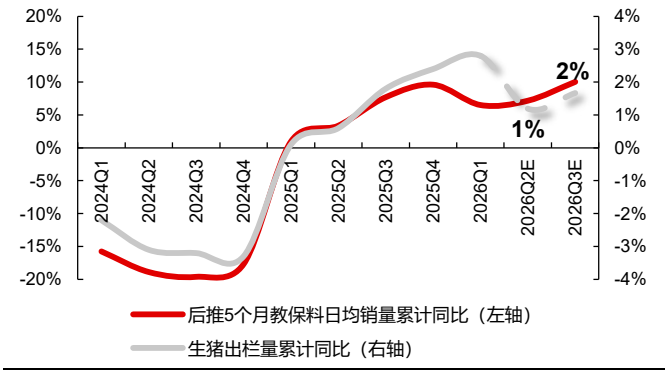
图 5：二三季度猪肉平均产量占全年猪肉总产量比重相对较低



资料来源：iFinD，长江证券研究所

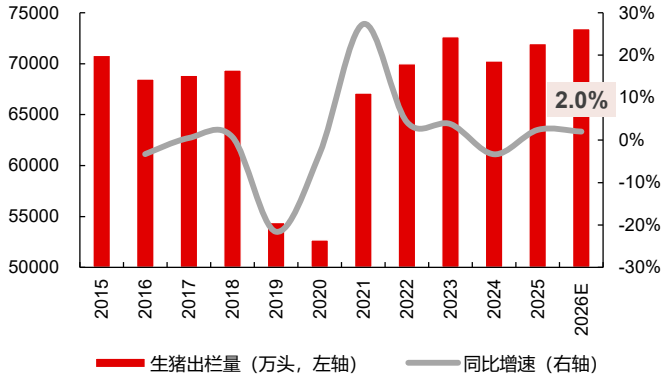
预计 2026 年全年供给均偏向宽松，下半年猪价反转空间有限。从历史教保料产量和 5 个月后生猪出栏量累计同比关系看，教保料产量与 5 个月后生猪出栏量存在较强相关性，并且弹性关系相对稳定。根据教保料产量我们预计到 2026 年三季度末，生猪累计出栏量预计同比增加 2%左右。全年来看，我们以全年 10 个月前全国能繁母猪数量为基础、假设 2026 年全年 MSY 相较 2025 年增长 3%，推算 2026 年全年生猪出栏量预计同比增长 2%左右，全年供给偏宽松。

图 6：以教保料产量推算 2026 年 Q3 累计生猪出栏同比增长 2%



资料来源：涌益咨询，iFinD，长江证券研究所

图 7：以能繁母猪推算 2026 年全年生猪出栏增长约 2%



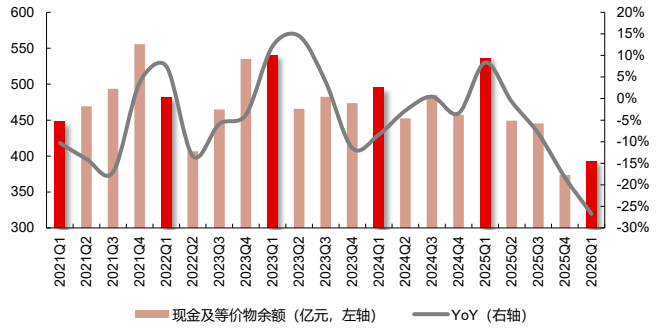
资料来源：农业农村部，国家统计局，iFinD，长江证券研究所

资金压力已现，开源节流难有效果

经营现金流入锐减，开源节流以期保存现金

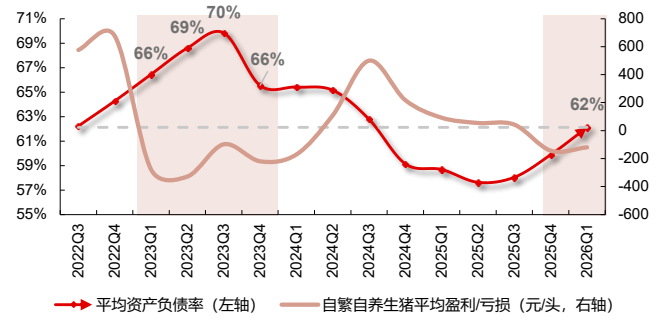
在手现金降至低位，负债率攀升。2026 年一季度猪价单边下跌，全国均价 11.47 元/公斤，同比下滑 24%。尽管一季度均价尚未突破猪企现金成本，但猪价下滑带来的资金压力在一季度已经有所体现。从资产负债表整体看：资产端，截至 2026 年一季度末样本养殖企业[1]现金及等价物余额降至 392.9 亿元，同比下降 27%，为同期存量资金最低水平；负债端，样本企业平均资产负债率回升至 62%，同比上升 3pct，环比提升 2pct。

图 8：样本企业现金及等价物余额处于历史同期最低水平



资料来源：iFinD，长江证券研究所

图 9：样本企业平均资产负债率回升至 62%



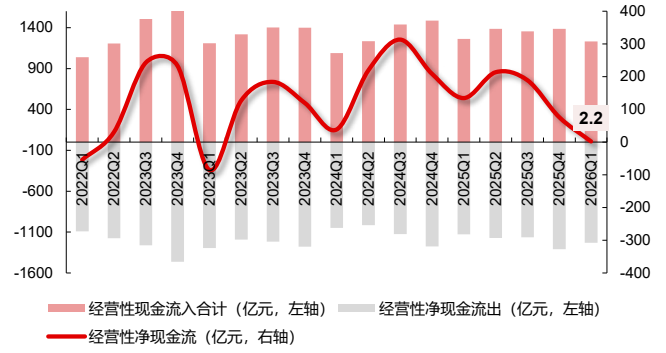
资料来源：iFinD，长江证券研究所

2026 年一季度猪价单边下跌，经营现金流压力初现。猪价的下跌直接冲击养殖企业经营现金流表现，从出栏量和经营活动产生的现金流入量看，2026 年一季度样本企业出栏生猪合计 5131 万头，同比增加 6.4%，而同时经营活动产生的现金流入仅 1232 亿元，同比减少 11%。尽管有饲料等其他业务支撑，养殖企业经营现金流不可避免出现下滑。微观上牧原、巨星、神农等龙头继 2023 年一季度猪价低点以来首次出现单季度经营性现金流净流出，资金压力初现。

[1] 本文“样本企业”指：牧原股份、温氏股份、巨星农牧、神农集团、天康生物、立华股份、正邦科技、京基智农、新希望、天邦食品、华统股份、唐人神、新五丰、东瑞股份、金新农、傲农生物、大北农，下同。

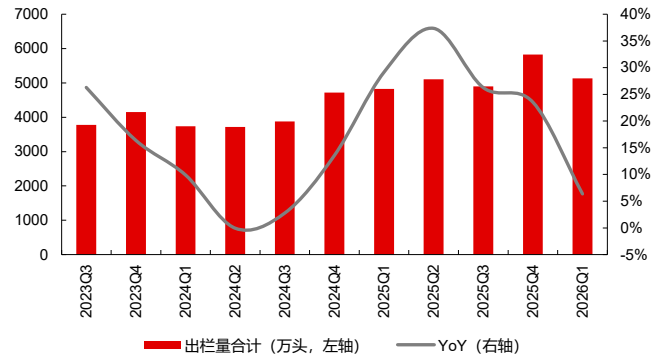
Q2 猪价进一步跌破现金成本，中报现金流压力或有更明显表现。一季度猪价虽然同比大幅下滑，但整体仍处在现金成本以上。但随着猪价进一步下跌，二季度生猪均价突破大多数猪企业现金成本线。2026 年 Q2 全国平均猪价 9.55 元/千克，而行业平均现金成本普遍在 10 元/千克以上，现金流的流出或在中报中有更进一步的体现。

图 10：2026 年一季度样本企业经营性净现金流入 2.2 亿元



资料来源：iFinD，长江证券研究所

图 11：2026 年一季度样本企业出栏量同比增加约 6.4%



资料来源：公司公告，长江证券研究所

表 1：2026 年一季度行业上市公司经营性净现金流同比大幅下滑或转负（单位：亿元）

	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q1 同比	2026Q1 环比
牧原股份	75.1	98.4	112.3	14.8	-9.2	转负	转负
温氏股份	38.2	26.5	17.3	36.1	12.9	-66%	-64%
巨星农牧	2.6	3.4	3.7	2.5	-1.6	转负	转负
神农集团	3.2	2.4	-1.5	4.0	-1.3	转负	转负
天康生物	1.2	14.9	7.3	-19.7	7.3	490%	-137%
立华股份	3.9	1.7	7.8	5.1	3.5	-9%	-30%
正邦科技	-0.6	0.8	2.6	5.5	-2.6	转负	转负
京基智农	0.1	3.0	2.1	0.7	0.5	303%	-29%
新希望	9.7	41.9	26.8	15.4	4.4	-55%	-72%
天邦食品	3.2	1.6	2.0	2.2	1.1	-65%	-49%
华统股份	1.5	2.9	0.7	0.1	-0.3	转负	转负
唐人神	1.2	5.4	1.7	0.8	0.6	-50%	-23%
新五丰	3.4	2.7	2.1	-2.1	-1.4	转负	缩窄
东瑞股份	0.5	0.7	0.1	0.4	0.3	-39%	-13%
金新农	0.4	1.1	-0.8	2.6	-0.3	转负	转负
傲农生物	-3.5	0.3	0.2	4.4	-1.2	收窄	转负
大北农	-5.6	5.8	4.5	3.5	-10.7	扩大	转负
合计	**134.6**	**213.5**	**189.2**	**76.3**	**2.2**	**-98%**	**-97%**

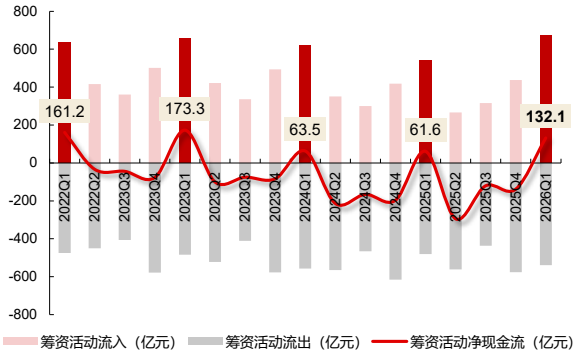
资料来源：iFinD，长江证券研究所

面对现金流压力，养殖企业普遍“开源节流”，以期望穿越周期底部。

多数生猪养殖企业通过增加借贷的方式筹措补充流动资金。一季度恰逢银行信贷额度相对充足时期，虽然养殖业从 2025 年四季度起面临亏损，但在一季度依然可以通过借贷方式补充资金。流量角度，2026 年一季度样本企业产生筹资活动现金流入 671.3 亿元，

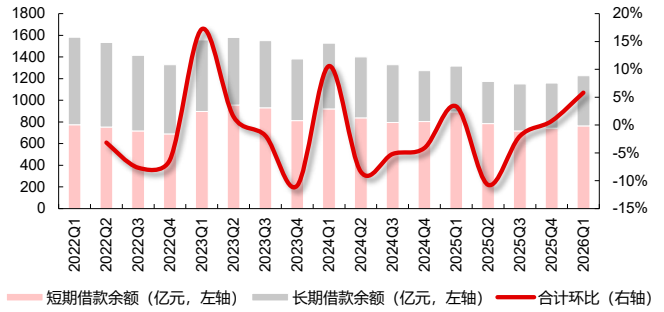
同比增加 23.9%，筹资活动净现金流 132.1 亿元，同比增加 114.5%。存量角度，除了上文提及的资产负债率升至高位以外，也可以通过短期借款、长期借款余额观察生猪养殖企业还款压力情况。截至 2026 年一季度末，样本养殖企业长期+短期借款合计 1356 亿元，同比减少 6.4%，环比增加 5.4%。

图 12：2026 年一季度筹资活动净现金流入约 132 亿元



资料来源：iFinD，长江证券研究所

图 13：2026 年一季度样本企业短期+长期借款余额回升至 1356 亿元



资料来源：Wind，长江证券研究所

表 2：2026 年一季度多数样本企业短期借款余额同环比提升（单位：亿元）

	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q1 同比	2026Q1 环比
牧原股份	523.5	464.1	397.6	411.6	401.7	-23%	-2%
温氏股份	13.8	2.2	0.7	0.7	30.5	121%	3994%
巨星农牧	13.9	13.4	14.2	14.3	16.2	16%	13%
神农集团	2.0	1.3	1.8	1.4	1.7	-13%	22%
天康生物	31.2	20.6	22.3	31.1	28.6	-8%	-8%
立华股份	19.1	23.5	28.8	25.8	31.9	67%	24%
正邦科技	1.7	1.4	1.4	0.1	0.1	-96%	0%
京基智农	4.3	5.3	5.3	5.6	6.6	52%	17%
新希望	190.5	162.0	145.9	149.4	137.1	-28%	-8%
天邦食品	28.8	28.7	30.5	30.9	30.9	7%	0%
华统股份	20.3	20.5	22.8	24.0	27.3	34%	14%
唐人神	8.2	7.6	8.8	10.0	11.1	35%	11%
新五丰	9.6	6.2	9.0	9.8	8.8	-9%	-11%
东瑞股份	8.9	9.2	9.4	9.4	12.2	37%	30%
金新农	16.5	18.0	17.7	18.0	18.5	12%	3%
傲农生物	5.6	4.3	3.7	3.0	3.2	-42%	7%
大北农	84.6	83.4	83.5	85.2	85.3	1%	0%
合计	**982.6**	**871.7**	**803.4**	**830.3**	**851.7**	**-13%**	**3%**

资料来源：iFinD，长江证券研究所

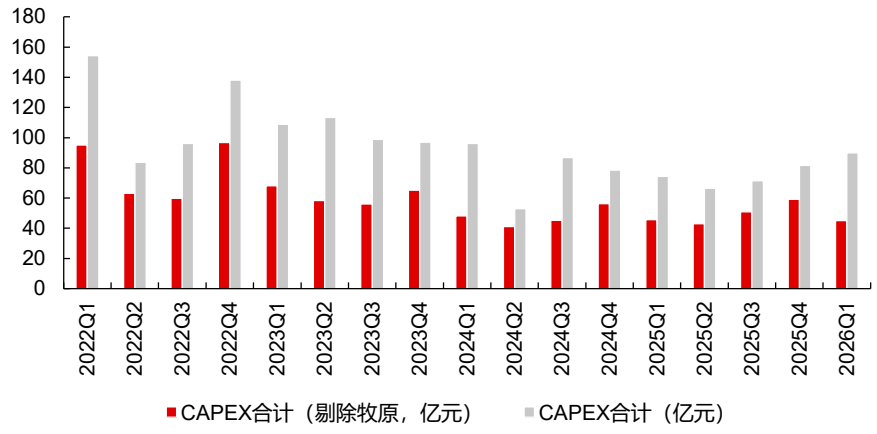
表 3：2026 年一季度多数样本企业长期借款余额同环比提升（单位：亿元）

	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q1 同比	2026Q1 环比
牧原股份	77.8	69.5	79.2	77.3	77.7	0%	1%
温氏股份	22.6	10.0	9.3	8.8	25.3	12%	187%
巨星农牧	2.6	5.5	5.5	7.3	6.7	163%	-8%
神农集团	2.7	2.9	3.3	3.9	4.8	76%	24%
天康生物	19.8	16.3	21.6	18.8	25.5	29%	36%
立华股份	0.5	0.4	0.4	0.4	0.2	-64%	-50%
正邦科技	0.5	0.5	0.5	0.1	0.1	-89%	0%
京基智农	8.7	5.6	6.0	4.8	7.2	-17%	51%
新希望	195.1	199.2	234.0	233.4	244.2	25%	5%
天邦食品	5.4	4.3	4.3	4.2	3.7	-32%	-13%
华统股份	16.6	12.8	12.3	8.7	9.3	-44%	7%
唐人神	40.8	37.6	33.8	30.2	34.0	-17%	13%
新五丰	13.7	11.6	11.1	8.8	14.1	3%	61%
东瑞股份	9.7	9.2	9.0	6.7	8.1	-17%	20%
金新农	7.0	5.6	5.0	4.4	3.2	-54%	-28%
傲农生物	15.1	15.8	15.9	12.8	12.6	-17%	-2%
大北农	27.4	26.2	26.8	26.5	27.8	2%	5%
合计	**466.2**	**433.0**	**478.0**	**457.0**	**504.6**	8%	10%

资料来源：iFinD，长江证券研究所

投资端，企业通过节降资本开支的方式保留资金。从 2026 一季度样本企业资本开支情况看，2026 年一季度样本企业购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金合计 91.6 亿元，同比增加 18%，环比增加 9%，资本开支增加主要系牧原股份改变了支付节奏，于一季度对于工程款进行了集中支付，牧原股份 2026 年一季度购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 44.9 亿元，同比增加 57%，环比增加 100%，剔除牧原股份影响后，其他样本企业 2026 年一季度资本开支同比降低 4%，环比减少 25%。

图 14：剔除牧原后 2026 一季度样本企业合计 CAPEX[2]降至 46.7 亿元



资料来源：iFinD，长江证券研究所

[2] CAPEX 以现金流量表中“购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金”代替，下同。

表 4：2026 年一季度多数养殖企业缩减资本开支（单位：亿元）

	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q1 同比	2026Q1 环比
牧原股份	28.7	23.6	20.6	22.4	44.9	57%	100%
温氏股份	23.9	23.5	27.9	32.0	24.9	4%	-22%
巨星农牧	3.1	2.2	3.8	1.8	1.1	-66%	-40%
神农集团	1.5	2.0	1.2	3.8	1.4	-6%	-64%
天康生物	0.7	1.1	0.6	1.4	0.4	-51%	-74%
立华股份	5.4	4.9	4.4	1.8	4.0	-26%	124%
正邦科技	1.8	1.9	3.1	3.2	3.3	81%	1%
京基智农	0.6	0.4	0.8	0.3	0.3	-42%	3%
新希望	4.8	3.4	5.3	7.9	5.5	16%	-30%
天邦食品	0.6	0.9	1.1	0.6	0.4	-31%	-39%
华统股份	1.1	1.1	1.0	3.3	2.1	89%	-36%
唐人神	0.7	0.9	0.9	0.7	0.7	-1%	4%
新五丰	0.2	0.2	0.0	0.5	0.1	-67%	-84%
东瑞股份	0.9	0.4	0.6	0.4	0.6	-41%	52%
金新农	0.3	0.3	0.3	1.5	0.2	-18%	-84%
傲农生物	0.9	0.4	0.5	0.5	0.4	-54%	-13%
大北农	2.2	1.6	2.0	2.2	1.3	-43%	-42%
CAPEX 合计（剔除牧原，亿元）	48.8	45.0	53.4	61.9	46.7	-4%	-25%
CAPEX 合计（亿元）	77.5	68.6	74.0	84.3	91.6	18%	9%

资料来源：iFinD，长江证券研究所

开源仅是延缓出清，继续节流空间有限

我们认为，落后产能持续借贷“续命”只是延缓了出清的时间，即行业供需关系没有得到有效改善，猪价磨底持续。然而增加借贷一方面会抬升养殖成本，另一方面后期还本付息时面临流动性风险集中爆发风险。以 12.3 元/公斤养殖现金成本，育肥/还款周期 6 个月，育肥至 125kg 出栏的养殖模型为例，假设借贷比例从 50%提升至 60%，育肥成本提升约 3 元/头，并且养殖主体资金压力集中于借款到期时。**我们认为，行业资金压力会随着借款的到期逐步体现，随着资金收紧，行业有望迎来加速产能出清。**

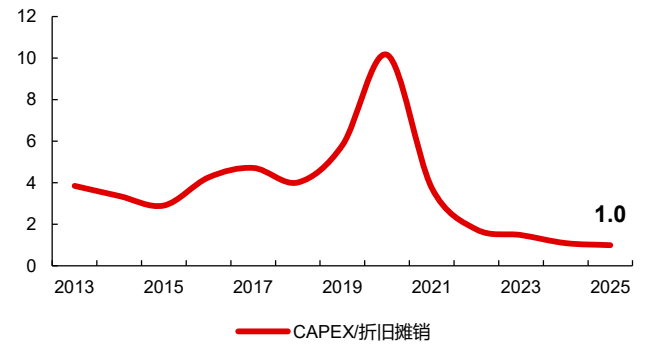
表 5：借贷资金压力集中于还本付息期末

项目	单位	原情景：负债融资 50%	假设负债率提升 10pct 后：负债融资 60%	变化
不含财务费用现金成本	元/公斤	12.3	12.3	
单头均重	公斤	125.0	125.0	
不含财务费用单头现金成本	元	1537.5	1537.5	
假设融资比例	%	50%	60%	
负债融资覆盖金额	元	768.8	922.5	
自有资金支付金额	**元**	**768.8**	**615.0**	**期初自由现金压力减少 154 元/头**
投入期现金流出	**元**	**768.8**	**615.0**	
假设年化利率	%	4%	4%	
假设育肥周期/还款周期	月	6 个月	6 个月	
新增利息支出	**元**	**-**	**3.1**	**新增利息 3 元/头**
到期还本付息现金流出	**元**	**784.1**	**941.0**	**期末现金压力增加 157 元/头**
全周期现金流出	**元**	**1538 元/头+原有利息**	**1538 元+原有利息+3 元**	**增加 3 元**
短期现金压力		**较高**	**较低**	**缓解**
未来偿债压力		**较低**	**较高**	**加大**

资料来源：《全国农产品成本收益资料汇编》，iFinD，长江证券研究所

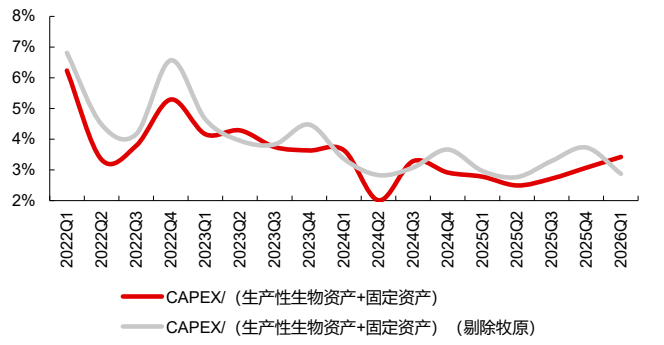
企业继续通过压降资本开支的方式腾挪现金流空间有限。过去一段时间企业通过节约资本开支、停止扩张的方式的确腾挪出了部分现金流，缓解资金压力。但是受制于猪舍维修维护等日常维持性需求，资本开支规模进一步缩减空间比较有限，从 CAPEX/（生产性生物资产+固定资产）以及 CAPEX/折旧摊销两个指标看，当前 CAPEX 比较接近维护支出的最低资本开支规模需求。

图 15：截至 2025 年末 CAPEX/折旧摊销降至 1.0



资料来源：iFinD，长江证券研究所

图 16：CAPEX/（生产性生物资产+固定资产）处于低位



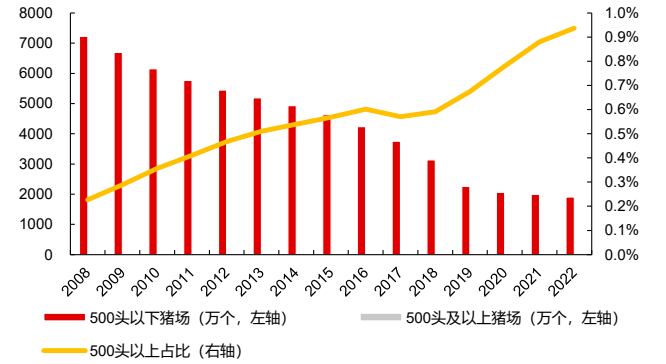
资料来源：iFinD，长江证券研究所

对比历史周期，当前行业接近崩溃边缘

对比历史周期，当前周期与 2023 年更加接近。对比以往周期，我们认为当前周期和 2023 年有一定相似性。规模化程度角度，非瘟前后行业规模化程度发生了较大改变，规模化养殖凭借更好的疫病防控能力和更低的生产成本成为行业主流生产方式，从生猪出栏场数量上看，总数从 2018 年的 3156 万个缩减至 2022 年的 1926 万个，而 500 头以上规模场数量逆势扩张，占比从 2018 年的 0.59%提升至 2022 年的 0.94%。从出栏量规模

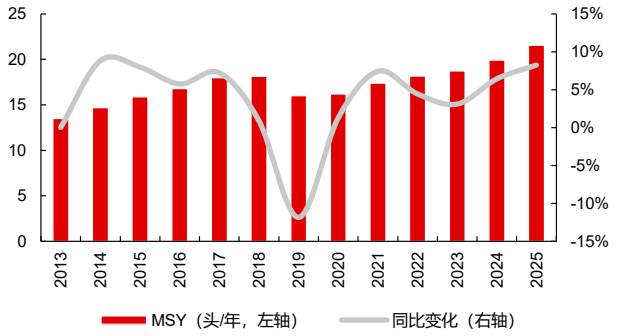
看，养殖规模化进展更为明显，2000 年散养占比超过 90%，2018 年规模化率突破 50%，而 2024 年规模化率超过 70%。随着行业规模化的进展，企业生产经营效率和整体的资金厚度有了一定改变，一方面，规模场整体资金池更厚，拥有更强的抗周期能力，另一方面，规模场繁育技术更加完善，行业 MSY 的提高一定程度上对冲能繁母猪去化效果。因此对比过往周期的角度来看，当前和 2023 年更具可比性。同时，天邦食品、正邦科技以及傲农生物在上一轮周期中因持续的经营压力经历重整，也为我们周期寻底提供了可供参考的样本案例。

图 17：截至 2022 年 500 头以上规模化场占比提升至 0.98%



资料来源：iFinD，长江证券研究所

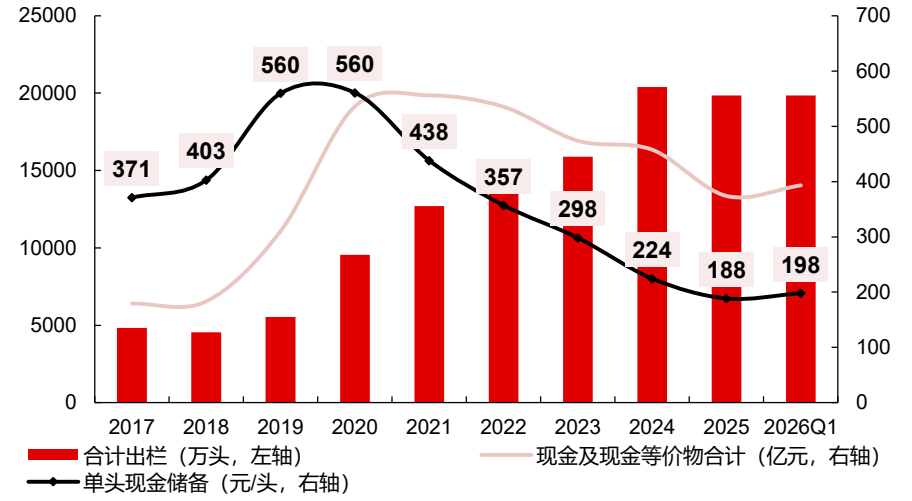
图 18：2025 年行业 MSY 提升至 21.56 头/年



资料来源：涌益咨询，长江证券研究所

单头现金储备降至历史底部，行业抗风险能力较弱。不可否认的是，当前行业确实已经到达了现金储备的底部。我们以样本企业期末现金及等价物/次年出栏量计算行业单头生猪现金储备水平（2026 年一季度单头现金储备为截至 2026 年一季度末的现金及等价物余额/2026 年预计出栏量）。截至 2026 年一季度，行业单头现金储备降至 198 元/头，处于 2017 年以来历史低点，行业整体抗风险能力相对较弱。

图 19：截至 2026 年一季度末主要上市公司现金储备降至 198 元/头

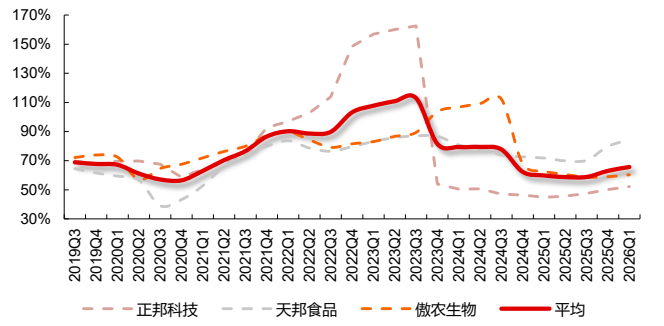


资料来源：iFinD，公司公告，长江证券研究所

从资产负债率等指标也可以看出，当前行业资金压力达到了相对高位，**但是相比于 2023 年触发行业大规模淘汰出清的时刻来说压力尚未到达顶点。**比如，从资产负债率来看，2023 年资金压力最大的时期，2023Q3 天邦食品、正邦科技、傲农生物三家平均资产负债率一度高达 113%，其中正邦科技资产负债率达到 163%的高点。而当前样本企业中

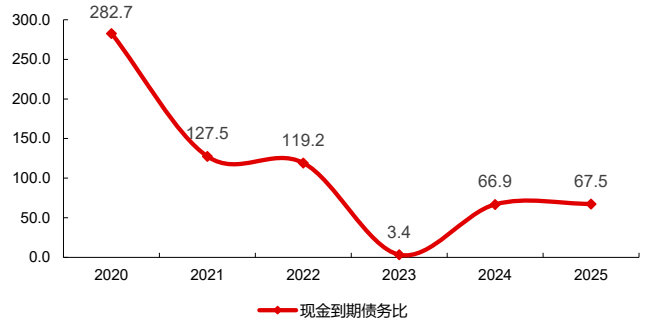
负债率最高的天邦食品截至 2026 年一季度末资产负债率 84%，相对 2023 年时更加可控。从现金情况看，2023 年猪周期低点叠加企业大量借债，现金到期债务比低至 3.4，而 2025 年末现金债务比保持 67.5。

图 20：2023 年 Q3 天邦、正邦、傲农平均资产负债率达 113%



资料来源：iFinD，长江证券研究所

图 21：2023 年样本企业现金到期债务比低至 3.4



资料来源：iFinD，长江证券研究所

我们进一步假设行业维持当前 10 元/公斤左右的平均猪价，以 2026 年一季度末行业现金留存情况来看，最多 1.6 年内行业资金将消耗殆尽。而值得注意的是，当前计算中只考虑了企业生猪出栏亏损对于资金的消耗，对于日常的经营开支、还本付息的现金流并未纳入考量，实际资金池能够支撑的期间只会比 1.6 年更短，因此**我们预计即便行业继续底部博弈延缓出清，2026 年末-2027 年初会是行业资金最为紧张的时候，届时被动出清也会使得落后产能以及资金紧张的养殖主体加速淘汰，推动猪价周期反转。**

表 6：行业存量现金最多能够支撑当前猪价 1.6 年

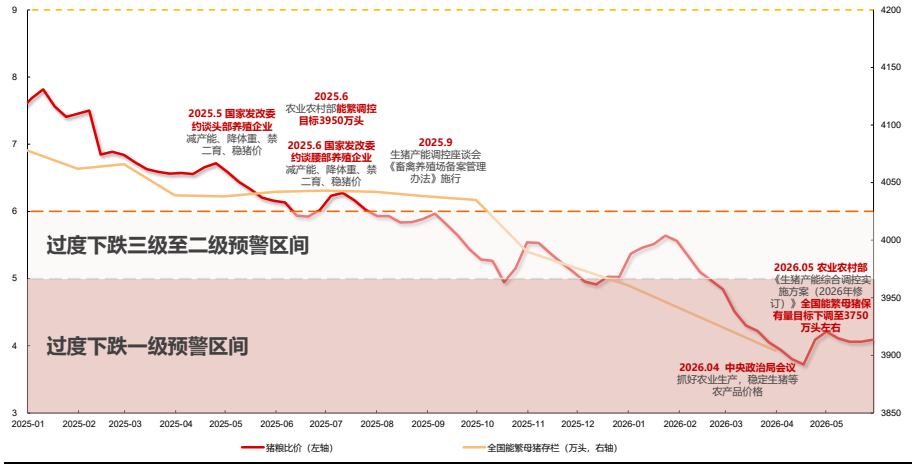
项目	单位	数值
样本企业现金及等价物余额	亿元	393
假设行业上市公司平均成本	元/公斤	12.5
假设行业上市公司平均现金成本	元/公斤	11
假设行业平均现货价	元/公斤	10
平均单头体重	元	125
头均现金亏损	元	125
现有现金支撑出栏量	万头	31436
2026 年预计合计出栏量	万头	19850
对应最长磨底时间	**年**	**1.6**

资料来源：iFinD，公司公告，长江证券研究所

去化加速拐点渐行渐近

3750 万头调控目标明确，政策托底猪价反转。随着猪价的单边下跌，政策不断加码托底猪价。2026 年 5 月 14 日，农业农村部正式发布《生猪产能综合调控实施方案（2026 年修订）》，其中明确：“‘十五五’初期，以满足全国猪肉消费正常需求为基准，设定全国能繁母猪正常保有量稳定在 3750 万头左右”，相较 2026 年 3 月末的能繁母猪存栏 3904 万头继续去化约 4%。5 月 18 日，农业农村部召开生猪产能综合调控部署视频会，后续农业农村部将派出工作组赴生猪主产省份，推动产能调控政策落地见效。随着政策推动行政去产能的落地生效，我们认为当前猪价已经见底，继续向下的可能性不大。

图 22：政策设定 3750 万头调控目标猪价政策底明确



资料来源：iFinD，国家发改委，农业农村部，央广网，长江证券研究所，截至 2026 年 6 月 5 日

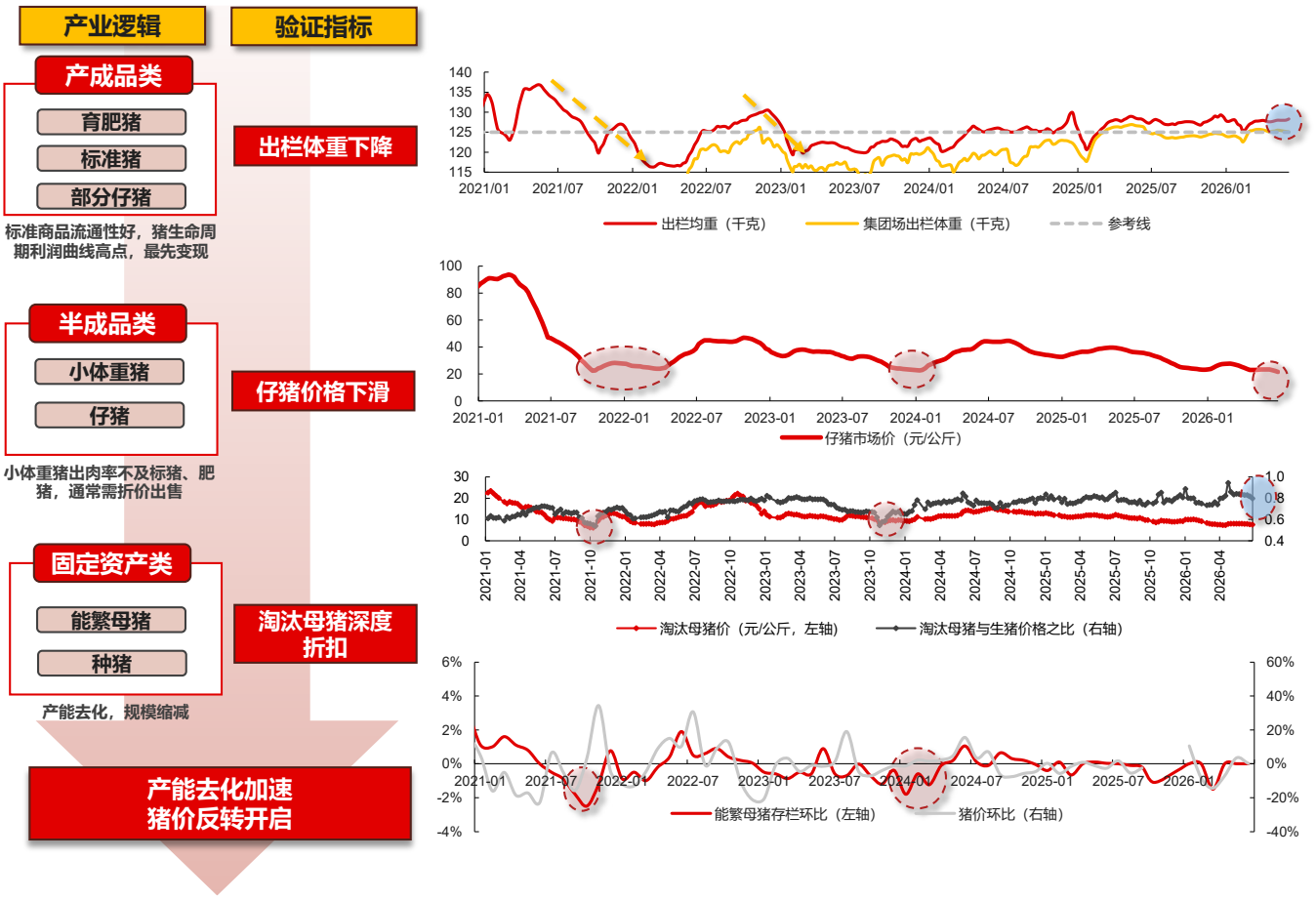
当前行业处在底部区间，随着资金压力加重，猪价拐点渐行渐近。**复盘过去几轮周期低点，我们认为，出栏均重的下探、仔猪价格下滑、以及淘汰母猪深度折价等迹象出现时，通常意味着行业底部拐点的到来。**

从产业逻辑上来说，除了外部资金支持以外，养殖企业主要的资金来源于卖猪收入，需要补充现金流时通常遵循产成品（肥猪、标猪）、半成品（仔猪、小体重猪）、固定资产（母猪、种猪）的出售顺序，尽快变现补充现金流的同时尽量保留未来潜在收益可能。

验证信号上，在猪价反转进入上涨通道时，通常伴随着：1）**出栏体重下滑**：即前期惜售、压栏的养殖户不得不将已经达到出栏目标体重的肥猪、标猪出售换取现金；同时部分资金情况相对更加紧张的养殖户开始出售仔猪、小体重猪。2）**仔猪价格下探：**原本自繁自养的养殖户放弃补栏，主动缩减规模，加速出栏仔猪以快速补充资金。3）**淘汰母猪深度折扣：**经营困难的养殖户开始变卖核心资产（母猪），淘汰母猪供应集中，淘汰母猪/生猪价格深度折扣。

当前行业已经出现了底部反转的信号，一是仔猪价格处于底部并且于近期再度加速下滑，截至 2026 年 6 月 23 日，涌益咨询显示 7 公斤断奶仔猪价仅 157 元/头，再创年内新低，二是能繁母猪从 2025 年 8 月开始连续去化。此外当前出栏体重虽仍处于高位，前期压栏惜售的肥猪并没有完全出清，但已边际上已经出现降重。但仍有更多拐点信号等待验证，比如当前淘汰母猪折扣比例仍处于 0.8 左右的相对高位，母猪的加速出栏变现并没有开启。

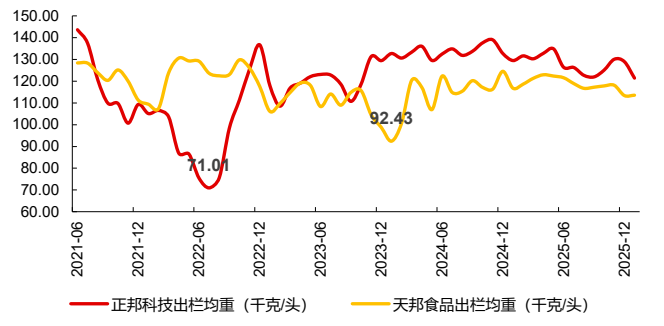
图 23：当前时点仍有部分行业反转指标有待验证



资料来源：iFinD，涌益咨询，长江证券研究所，数据截至 2026 年 6 月 26 日

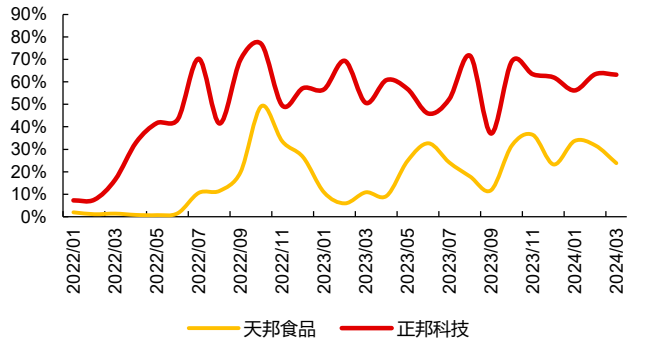
微观数据上，上一轮周期中出局的天邦、傲农等公司也在周期底部的尾声阶段出现了出栏均重的大幅下滑以及仔猪外销比例的迅速攀升。2022 年-2023 年，正邦科技商品猪出栏均重一度下探至 71 千克/头，天邦食品商品猪出栏均重也曾低至 92 千克/头，远低于 120 千克/头左右的标猪通常出栏体重水平。从仔猪销售比例来看，2022-2023 年资金紧张时期天邦食品、正邦科技也曾加快仔猪出栏以快速收回现金，天邦食品、正邦科技在 2022-2023 年间仔猪销售比例最高曾分别达 49%、77%。

图 24：公司商品猪出栏均重



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 25：2022-2023 年资金紧张时期天邦、正邦仔猪销售比例明显提升



资料来源：公司公告，长江证券研究所

更微观的案例层面，已有生猪养殖企业降薪裁员、破产清算的案例出现。据猪场动力网报道，2026 年随着猪价的下跌，部分猪场员工薪资同步下调，工资降幅超过 30%，也有部分养猪场出现薪资拖欠、猪场清场等情形。比如正邦牧业、行大农牧等具备一定规模的区域性养殖企业近期先后破产清算，在微观案例上印证资金压力正迫使更多资金状况欠佳的养殖企业退出，随着磨底的持续，行业或迎来产能去化的加速。

表 7：2025 年中以来部分区域性规模化养殖企业破产清算案例

裁定受理破产清算日期	破产清算案主体	注册资本（万元）	实缴资本（万元）
2025/8/21	沛县正邦牧业有限公司	500	500
2025/9/2	内蒙古龙佳牧业有限公司	2350.94	2350.94
2025/11/6	建德市鑫欣生猪养殖有限公司	6500	6500
2026/3/2	广东行大农牧发展有限公司	1000	1000

资料来源：全国破产重整案件信息网，长江证券研究所

总的来说，多种迹象表明现在仔猪价格也持续下降等多种迹象表明生猪养殖行业已经进入深水区，行业转折点渐行渐近。虽然当前仍有部分验证信号尚未得到满足，但我们认为，随着行业亏损的持续、资金问题逐步积累并显现，更多反转信号将会得到验证。**在养殖主体资金压力逐步紧张、行业持续磨底的当下，我们认为成本更低、具备更厚资金储备、资产负债情况更加健康的头部生猪养殖企业更有望最终熬过行业当下的困境，迈向困境反转后的养殖大周期，重点推荐德康农牧、牧原股份、温氏股份和神农集团。**

展望来看，假设 2027 年全年 10 个月前能繁育母猪存栏对应产能调控目标 3750 万头，同时假设 2027 年 MSY 提升至 19.3，按照过去生猪年度均价对应出栏量弹性关系来看，以假设 2026 年全年 11.50 元/公斤生猪年度均价假设为基数，2027 年生猪出栏均价有望超过 15 元/公斤。

表 8：假设 2027 年全年 10 个月前能繁母猪存栏 3750 万头，生猪均价有望超过 15 元/公斤

	10 个月前能繁均值		MSY	出栏量		出栏体重	生猪年度均价	
	万头	变化幅度	头	万头	变化幅度	公斤	元/公斤	变化幅度
2013	5009	-	15	72768	-	108	14.90	-
2014	4981	-1%	15	74952	3%	109	13.40	-10%
2015	4467	-10%	16	72416	-3%	112	15.40	15%
2016	3870	-13%	18	70074	-3%	115	18.60	21%
2017	3715	-4%	19	70202	0%	117	15.10	-19%
2018	3520	-5%	20	69382	-1%	117	12.70	-16%
2019	3128	-11%	17	54419	-22%	122	21.90	72%
2020	2321	-26%	23	52704	-3%	128	34.10	56%
2021	3789	63%	18	67128	27%	130	19.80	-42%
2022	4391	16%	16	69995	4%	124	18.70	-6%
2023	4307	-2%	17	72662	4%	122	15.10	-19%
2024	4209	-2%	17	70256	-3%	126	16.90	12%
2025	4042	-4%	18	71973	2%	128	13.82	-18%
2026E	4002	-1%	19	76036	6%	128	11.50	-17%
2027E	3750	-6%	19	72375	-5%	125	15.43	34%

资料来源：涌益咨询，iFinD，长江证券研究所

风险提示

1、疫病风险。疫病可预测性较低，如遇突发疫病感染，可能造成存栏生猪生产成绩下降、部分生猪被扑杀，对于养殖企业生产经营产生不利影响。

2、终端猪肉需求下滑风险。生猪供需关系及价格与下游猪肉需求高度相关，如果终端猪肉需求下滑，可能对于生猪价格产生不利影响。

3、饲料原料价格波动风险。饲料原材料价格影响因素较多，如极端天气、运输通道中断等均可能造成饲料原材料价格波动，而饲料在生猪养殖企业经营成本中占比较高，如遇原材料价格大幅波动，可能对于养殖企业业绩产生不利影响。

4、食品安全事件风险。如果下游猪肉产品出现食品安全问题，可能会对相关养殖企业声誉形成不利影响，同时影响生猪产品需求，进而压降养殖企业业绩表现。

根据香港地区相关监管规定及研究报告信息披露要求，现就长江证券国际金融集团有限公司与牧原股份（002714.SZ）的业务关系补充披露如下：

长江证券国际金融集团有限公司作为长江证券股份有限公司在香港设立的子公司，其下属持牌法团在过去十二个月内与报告中所述的公司存在投资银行业务关系。特此提示投资者注意相关潜在利益关联，并建议在阅读研究报告时结合该信息进行独立判断及寻求专业意见。

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	
	看　　好：	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
	中　　性：	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
	看　　淡：	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	
	买　　入：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
	增　　持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%～10%之间
	中　　性：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
	减　　持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	无投资评级：	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

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。

办公地址

上海
Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C /（200080）

武汉
Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C /（430023）

北京
Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C /（100020）

深圳
Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C /（518048）

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。