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

猪周期十年复盘：从成长主导到成本竞争，从外求发展到内修提质

请阅读最后评级说明和重要声明

报告要点

2014 年以来，生猪行业历经环保去化、非瘟周期与集团场成本逐底三轮周期，市场定价主线由规模成长切换至成本竞争力。环保与非瘟两轮冲击驱动猪价大幅波动，同时行业规模化率从 2014 年 42%提升至 2025 年 73%；本轮周期转为低振幅、长磨底的新形态，成本优势取代成长性成为企业盈亏分界与估值锚点，高成本主体加速出清。展望未来，并购、出海与产业链延伸或成为主要成长路径，行业底部有望逐步抬升，我们看好成本领先、现金流稳健的头部企业穿越周期，实现份额估值的双升，重点推荐德康农牧、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



顾煜乾

SAC：S0490519060003

SFC：BXT852



黄建霖

SAC：S0490526020001

| 证券研究报告 |

2026-10-16

行业研究 | 深度报告

投资评级 看好 | 维持

农产品

猪周期十年复盘：从成长主导到成本竞争，从外求发展到内修提质

2014 年以来，生猪行业历经环保去化、非瘟周期与集团场成本逐底三轮周期，市场定价主线由规模成长切换至成本竞争力。环保与非瘟两轮冲击驱动猪价大幅波动，同时行业规模化率从 2014 年 42%提升至 2025 年 73%；本轮周期转为低振幅、长磨底的新形态，成本优势取代成长性成为企业盈亏分界与估值锚点，高成本主体加速出清。展望未来，并购、出海与产业链延伸或成为主要成长路径，行业底部有望逐步抬升，我们看好成本领先、现金流稳健的头部企业穿越周期，实现份额估值的双升，重点推荐德康农牧、牧原股份、温氏股份和神农集团。

2014-2018 年：环保主导产能去化

2014-2018 年为环保政策主导的典型四年周期。《畜禽规模养殖污染防治条例》、新《环保法》等法规相继施行，禁养区拆迁与“南猪北养”推动落后产能出清，能繁母猪累计去化近四成，叠加棚改货币化拉动需求，猪价于 2016 年 6 月涨至 20.80 元/公斤，涨幅近 90%。暴利驱动头部合规企业资本开支大举扩张，散户加速退出、规模养殖比重升至 49.1%，效率提升下“减产能不减出栏”使供给修复领先于能繁回升，猪价转入主跌通道，2018 年最低跌至 10.47 元/公斤。此间牧原以自繁自养模式、温氏凭“公司+家庭农场”稳健成长，形成了两种特色鲜明的养殖模式。

2018-2021 年：非瘟疫情主导周期

2018 年 3 月非洲猪瘟传入成为行业史上最严重“黑天鹅”，疫病影响使能繁母猪降至 1913 万头、去化幅度创历史新高，三元留种致效率下滑、供给修复滞后，猪价最高涨超 40 元/公斤。高猪价掩盖了成本上行，头均利润一度突破 2000 元；暴利预期叠加稳产保供政策下的宽松融资，催生 2019-2021 年全行业集中扩产，资本开支占营收比重超过 44%、资产负债率突破 60%。产能越过均衡后猪价转入深跌，正邦、天邦、傲农等高杠杆主体加速出清；牧原凭自繁自养与二元回交率先复产并独享超额收益。截至 2021 年末规模化率 62%，竞争主线切换为成本管控。

2022-2026 年：集团场成本竞争

非瘟出清后周期明显缩短，呈现低振幅、长磨底、高频短波段的新特征，本轮下行已历时 42 个月，传统四年周期规律失效。产业链分工深化为“种猪集中化、育肥分散化”，集团场凭种源与防疫优势将完全成本降至 12 元/公斤左右，产能去化呈“散户快、大厂稳”的非对称格局，二育、压栏高频化放大短期波动。2026 年二季度样本猪企合计预亏约 116 亿元，猪价持续位于现金成本以下，产能进一步出清可期；二育拉动反弹但空间有限，全年出栏预计仍增 2%左右，2026 年全年预计行业亏损幅度或刷新历史新高。此外，基于华西种猪的国产化创“中芯一号”家猪基因育种芯片育种效率超过欧美主流芯片 22%，华系种猪的推广有望进一步提升行业育种效率。

未来：并购、出海或为主要成长路径，周期底部有望抬升

长期来看，需求端受人口老龄化与消费结构升级影响，人均猪肉消费量或趋稳甚至下降。中短期维度需求主要呈季节性波动，周期核心变量仍在供给端。政策端能繁母猪调控目标 3750 万头，总量约束下并购整合或取代内生扩建成为主要成长模式。头部企业向屠宰及食品加工延伸，以产业链利润内部调节平滑养殖盈利波动，抗周期能力有望增强；牧原等携资本与管理优势出海东南亚，出海将成为决定猪企业绩上限的核心看点，行业周期底部亦有望逐步抬升。

风险提示

1、需求不及预期风险；2、动物疫病风险；3、政策调控风险；4、原材料价格波动风险。

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《农业周专题系列二十六：旺季逐步证伪，预期与现实倒逼产能加速去化》2026-10-01
- 《农业周专题系列二十五：猪价旺季不旺，产能去化周期进一步拉长》2026-09-28
- 《农林牧渔 2026 年中报综述：养殖行业资金持续趋紧，看好深度去化后周期反转》2026-09-24

更多研报请访问
长江研究小程序

目录

猪周期十年复盘：从成长主导到成本竞争，从外求发展到内修提质 6
2014-2018 年：环保主导产能去化 6
2018-2021 年：非瘟疫情主导周期 11
2022-2026 年：集团场成本竞争 18
未来：并购、出海或为主要成长路径 21
风险提示 24

图表目录

图 1：非瘟后养殖指数和猪价趋同性越来越明显 6
图 2：“环保”趋严贯穿 2014-2018 年周期 7
图 3：2014-2018 年能繁母猪累计去化 39% 8
图 4：2014-2016 年猪价涨幅 90% 8
图 5：2016 年行业归母净利润达到高位 8
图 6：2016 年行业销售净利率及 ROE 达到高位 8
图 7：2016 年起样本企业逐步加大资本开支 9
图 8：2016 年起行业平均资产负债率回升 9
图 9：散养和规模场养殖成本差拉大 9
图 10：规模场出栏占比逐渐提升 9
图 11：中小产能去化后行业生产成绩逐步提升 10
图 12：能繁母猪尚未回正但生猪出栏已经开启修复 10
图 13：年中消费淡季开启下跌 10
图 14：2016-2018 年猪价下跌 50% 10
图 15：出栏量增长主导牧原股份股价提升 10
图 16：牧原股份筹资规模 11
图 17：牧原股份生猪出栏量 11
图 18：温氏股份筹资规模 11
图 19：温氏股份出栏量 11
图 20：非瘟爆发以及趋稳主导 2018-2021 年猪周期 12
图 21：非瘟导致能繁母猪去化 40% 12
图 22：由于非瘟集中出栏，2019 年屠宰量偏高 13
图 23：淘汰母猪折扣率最低至 0.43 13
图 24：二元母猪断档，生产效率下滑 13
图 25：出栏修复晚于能繁母猪回升 14
图 26：2018-2019 年猪价涨幅超过 274% 14
图 27：2019-2020 年受公共卫生事件影响人均猪肉消费量明显下滑 14
图 28：2018-2021 年牧原股份生猪头均营业成本构成（单位：元/头） 15
图 29：2018-2021 年牧原股份头均折旧 15
图 30：2018-2021 年主要上市公司单季度归母净利润 16
图 31：2018-2022 年主要上市公司平均销售净利率及 ROE 16

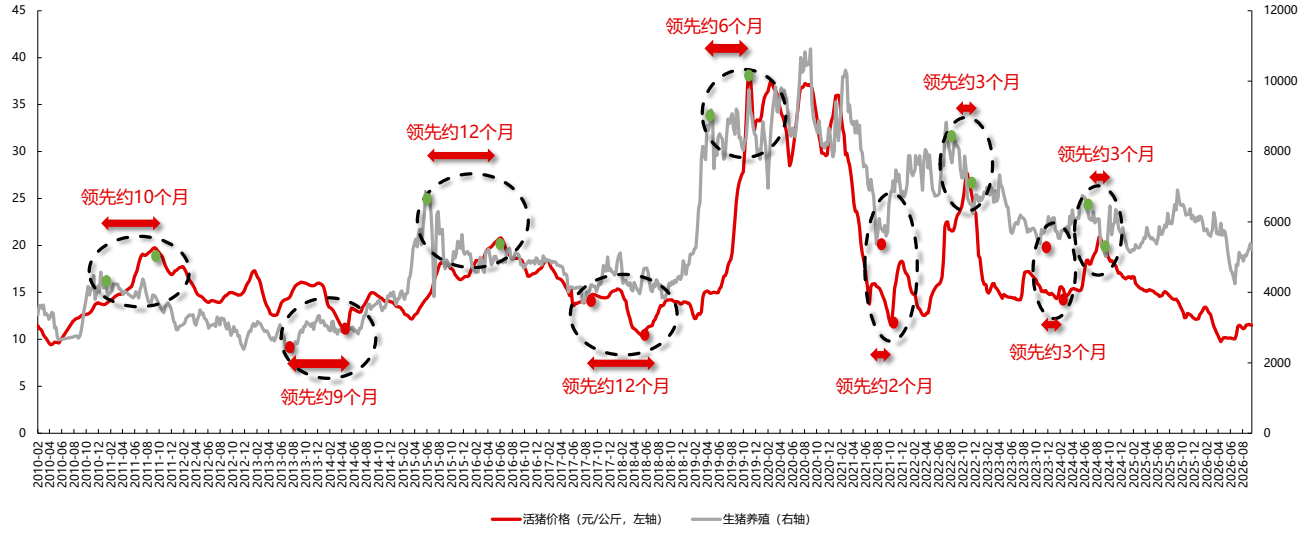
图 32：非瘟期间行业资本开支明显增加 16
图 33：企业平均资产负债率持续提升 16
图 34：牧原股份二元轮回体系示意图 17
图 35：生猪供给逐步修复 17
图 36：随着生猪供给修复猪价从高位快速回落 17
图 37：随着猪价下跌，牧原股份获得超额收益 18
图 38：非瘟后行业 MSY 修复至超过非瘟前水平 19
图 39：截至 2024 年行业平均成本接近非瘟前水平 19
图 40：2022 年以来行业已经历三轮短期猪价行情 20
图 41：二育是 2025 年前影响猪价短期波动的重要因素 20
图 42：2022-2026 年中主要上市公司单季度归母净利润 20
图 43：2022-2026Q2 主要上市公司平均销售净利率及 ROE 20
图 44：教保料产量推算 2026 年前三季度生猪出栏量增长 2% 20
图 45：能繁母猪存栏推算 2026 年生猪出栏量增长 2%左右 20
图 46：巨星农牧出栏量快速增长 21
图 47：高成长推动巨星农牧曾获得较高超额收益 21
图 48：2024 年猪肉消费量再度下滑 21
图 49：年中通常为猪肉需求低点也通常为猪价低点 21

表 1：2014-2018 年主要生猪养殖环保政策及法律法规 7
表 2：2019-2020 年稳产保供政策 15
表 3：邦基科技及天康生物并购案例 22
表 4：《全国畜牧兽医行业发展“十五五”规划》主要内容 22
表 5：“中芯一号”推广效果 23

猪周期十年复盘：从成长主导到成本竞争，从外求发展到内修提质

2014 年以来，生猪行业历经环保去化、非瘟周期与集团场成本逐底三轮周期，市场定价主线由规模成长切换至成本竞争力。环保与非瘟两轮冲击驱动猪价大幅波动，同时行业规模化率从 2014 年 42%提升至 2025 年 73%；本轮周期转为低振幅、长磨底的新形态，成本优势取代成长性成为企业盈亏分界与估值锚点，高成本主体加速出清。展望未来，并购、出海与产业链延伸或成为主要成长路径，行业底部有望逐步抬升，我们看好成本领先、现金流稳健的头部企业穿越周期，实现份额估值的双升，重点推荐德康农牧、牧原股份、温氏股份和神农集团。

图 1：非瘟后养殖指数和猪价趋同性越来越明显

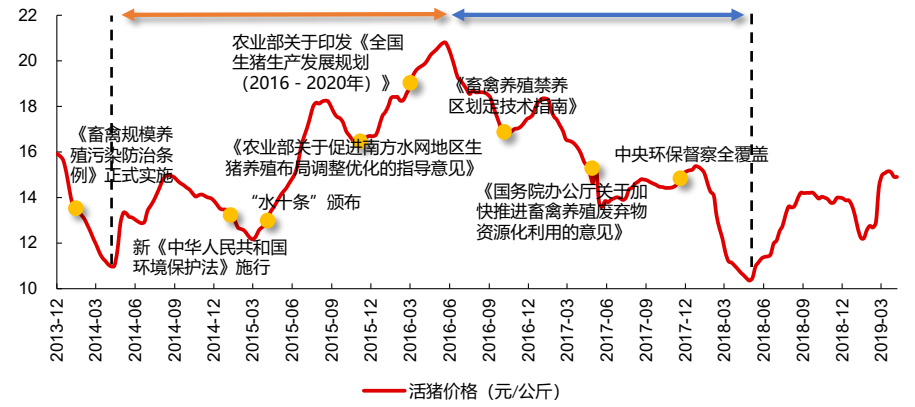


资料来源：iFinD，长江证券研究所

2014-2018 年：环保主导产能去化

最近一轮四年猪周期，环保主导产能去化。2014-2018 年期间环保政策不断加码，主导落后产能去化出清，在 2014-2016 年间，产能去化形成的供给缺口推动猪价主升浪。而随着产能去化的持续深入以及养殖利润高企带来的投资回报预期，头部合规企业开始大幅增加资本开支以扩建产能。虽然行业能繁母猪仍处于去化通道中，但到 2016-2018 年后，头部养殖企业市占率提升带来的养殖效率增长弥补了供给缺口，生猪出栏量回升先于能繁母猪，猪价进入下跌区间。

图 2：“环保”趋严贯穿 2014-2018 年周期



资料来源：iFinD，国务院，长江证券研究所

猪肉国储叠加养殖户压栏开启 2014 年短期行情。2014 年春节后，猪肉消费进入传统淡季，养殖端对于猪价持续下跌的担忧引发集中抛售压栏大猪，2014 年 4 月农业农村部监测活猪均价最低 10.97 元/公斤。5 月后，猪肉国储启动叠加养殖户压栏，猪价短期反弹，2014 年下半年最高涨至 14.98 元/公斤。

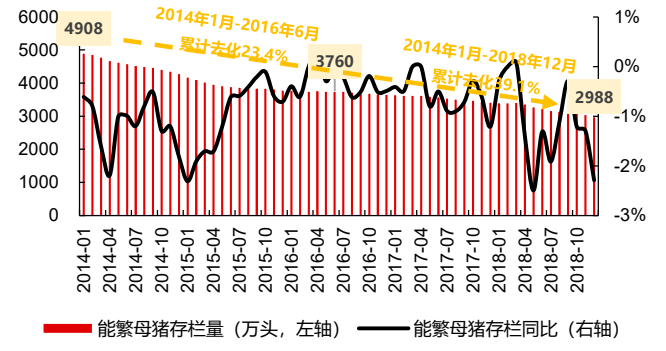
新环保法规出台，尾部不合规养殖主体逐步退出。系列环保法案的施行带来了 2014-2018 年产能的逐步去化，《畜禽规模养殖污染防治条例》于 2014 年 1 月 1 日正式施行，2015 年 1 月 1 日起新《中华人民共和国环境保护法》施行，要求畜禽养殖场、养殖小区等的选址、建设和管理应符合法律法规，并必须对畜禽粪便、尸体和污水等废弃物进行科学处置。随着环保整治力度增强，不达标养殖户逐步退出，能繁母猪存栏量从 2014 年末的约 4908 万头逐步降低，到 2016 年 6 月猪价高点时，能繁母猪存栏量已经减至 3760 万头，累计去化达到 23.4%。由于能繁母猪存栏的去化，生猪供给逐步收紧，生猪存栏量由 2013 年末 45731 万头降低至 2016 年中的 37634 万头。需求端，2015 年棚改货币化刺激经济有所回升，一定程度上拉动猪肉消费增长。**产能去化叠加需求回升，生猪最高于 2016 年 6 月涨至 20.80 元/公斤，较最低点上涨 89.61%。**

表 1：2014-2018 年主要生猪养殖环保政策及法律法规

施行/发布时间	政策/法律法规名称	主要内容摘要
2014 年 1 月 1 日	《畜禽规模养殖污染防治条例》	我国首部专门针对畜禽养殖污染防治的行政法规。明确了禁养区划定原则，要求养殖场建设环保设施并确保正常使用，对违规行为设定了法律责任，奠定了行业环保监管的基础。
2015 年 1 月 1 日	《中华人民共和国环境保护法》（修订）	确立了“按日计罚”、查封扣押等更具威慑力的执法手段，大幅提高了环境违法成本，推动了包括畜禽养殖在内的各行业环保合规。
2015 年 4 月	《水污染防治行动计划》（“水十条”）	明确要求 2017 年底前，依法关闭或搬迁禁养区内的畜禽养殖场和养殖专业户，并推动养殖废弃物资源化利用，是导致 2016-2017 年大规模禁养区拆迁的直接政策依据。
2015 年 11 月	《关于促进南方水网地区生猪养殖布局调整优化的指导意见》	针对南方水网地区，提出“控制养殖总量、实施减量饲养”，引导生猪养殖向环境容量大的粮食主产区转移（即“南猪北养”），是产业布局调整的关键政策。
2016 年 4 月	《全国生猪生产发展规划（2016-2020 年）》	将全国划分为重点发展区、约束发展区、潜力增长区和适度发展区，从规划层面明确了不同区域的生猪生产布局和环保要求，引导产能有序转移。
2016 年 10 月	《畜禽养殖禁养区划定技术指南》	规范了禁养区的划定范围和技术方法，防止地方随意扩大禁养区，为各地科学划定禁养区提供了技术依据，加速了禁养区内养殖场的关闭搬迁工作。
2017 年 5 月	《国务院办公厅关于加快推进畜禽养殖废弃物资源化利用的意见》	提出了“源头减量、过程控制、末端利用”的治理路径，设定了具体的利用率目标（如到 2020 年利用率达到 75%以上），推动养殖废弃物资源化利用，标志着政策从“关停拆迁”转向“治理与利用”并重。

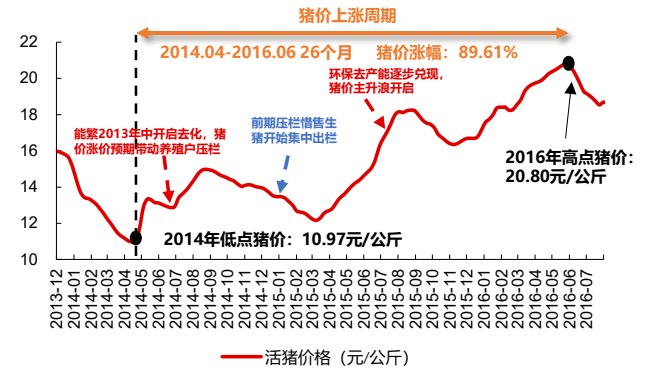
资料来源：国务院，长江证券研究所

图 3：2014-2018 年能繁母猪累计去化 39%



资料来源：iFinD，农业农村部，长江证券研究所

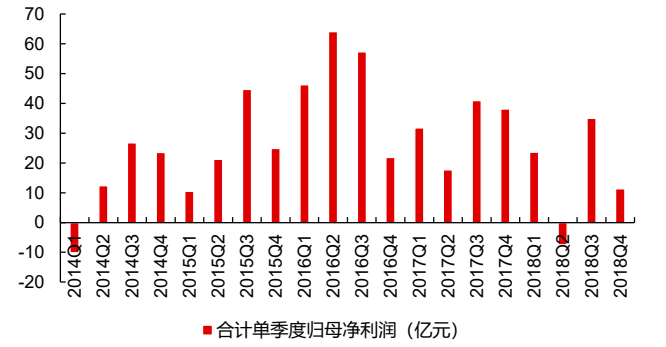
图 4：2014-2016 年猪价涨幅 90%



资料来源：iFinD，生意社，长江证券研究所

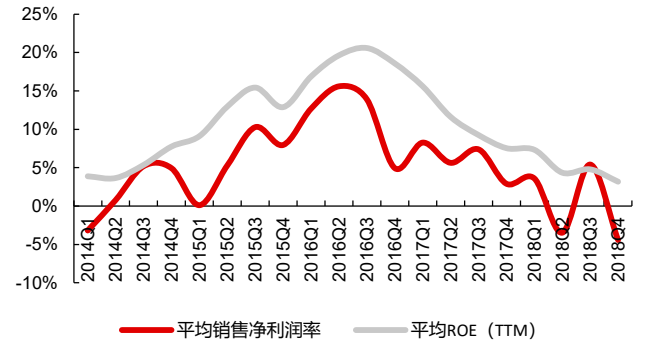
养殖利润率高企推动头部养殖企业产能扩张。2016 年随着猪价的上涨，样本上市养殖企业[1]在 2016 年 Q2 单季度销售净利润率升至 16%。随着利润高点而来的是头部企业资本开支的扩张和资产负债率的上行，2017Q4 样本企业资本开支占营收比重最高达到 18.5%，与此同时板块资产负债率 2016 年触底后逐步回升。随着环保检查的趋严，尾部不合规产能退出，以上市公司为代表的头部合规环保企业加紧投入资本开支进行产能建设，最终导致虽然行业整体产能持续出清，但头部养殖企业高效产能逆势增长，行业生产成绩提升使得生猪供给量先于能繁母猪存栏量形成修复。

图 5：2016 年行业归母净利润达到高位



资料来源：iFinD，长江证券研究所

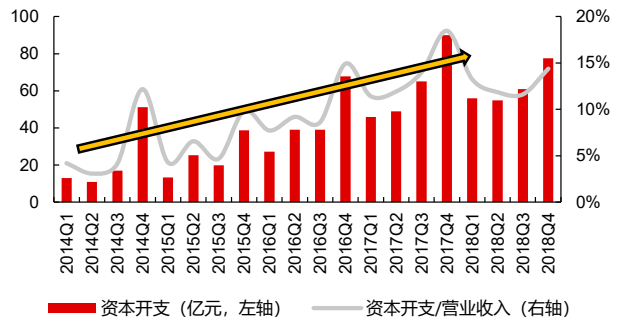
图 6：2016 年行业销售净利率及 ROE 达到高位



资料来源：iFinD，长江证券研究所

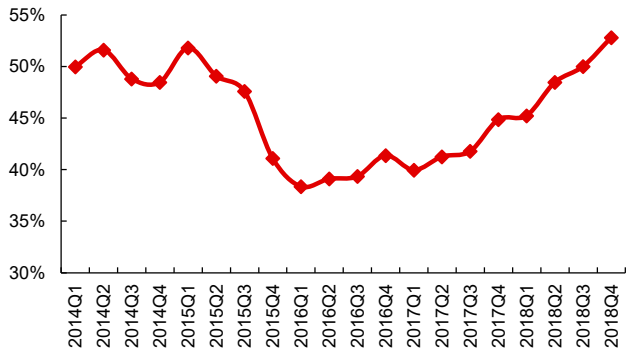
[1] “样本上市养殖企业”指牧原股份、温氏股份、天康生物、正邦科技、京基智农、新希望、天邦食品、唐人神、新五丰、金新农，下同

图 7：2016 年起样本企业逐步加大资本开支



资料来源：iFinD，长江证券研究所

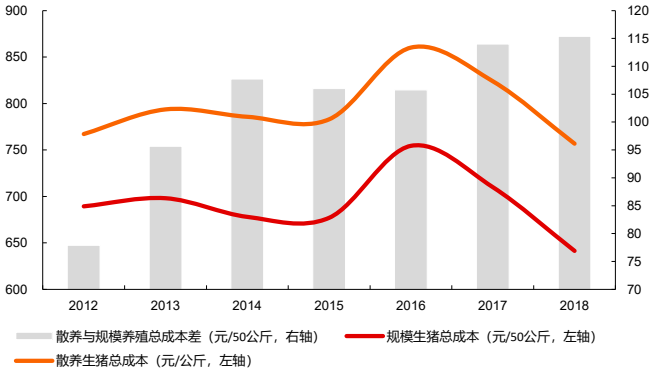
图 8：2016 年起行业平均资产负债率回升



资料来源：iFinD，长江证券研究所

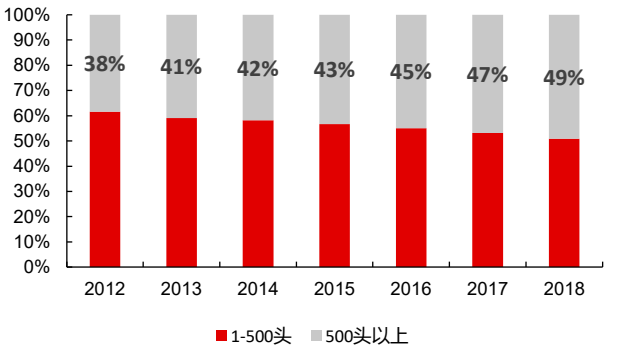
2014 年-2018 年周期是最近一次典型的四年周期。“四年周期”形成的逻辑在于，当市场中散养户占比较高主导产能时，散养户比较依赖当期价格做出补栏或者减产的决定，规模调整比较灵活，并且行动方向比较一致。随着环保政策的落地推进，规模场的成本优势逐渐凸显，生猪生产逐步从散户主导过渡到规模场主导。规模化养殖主体投入的环保固定资本开支可以摊薄到更多生猪，规模场凭借更强的规模优势快速崛起。2014 年-2018 年，年出栏 50 头以下散养户场数从 4689.0 万户降低至 2986.2 万户，降低约 36.3%；年出栏 500 头以上规模养殖主体出栏比重从 41.8%提升至 49.1%。

图 9：散养和规模场养殖成本差拉大



资料来源：iFinD，长江证券研究所

图 10：规模场出栏占比逐渐提升

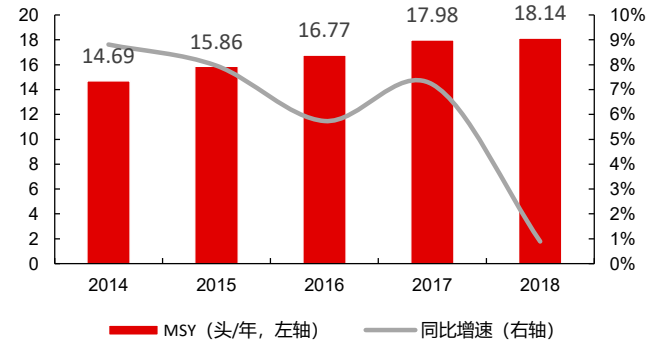


资料来源：中国畜牧兽医年鉴，农业农村部，长江证券研究所

养殖效率提升，“减产能不减出栏”开始显现。环保政策推进仍在持续，能繁母猪存栏数量持续下降，但环保政策主要目标调整主体已经在 2014-2015 年得到清理，环保去产能速度趋缓。环保清理后，留下的规模场相对养殖管理水平更高，其市占率的提升也拉高了行业 MSY 及 PSY 水平，生产效率提升使得即便能繁母猪减少但是生猪实际供给已经开始修复，“减产能不减出栏”开始显现。供给趋于宽松恰逢 2016 年中传统消费淡季，猪价开启第一波回调。此后生猪出栏量于 2017 年开启修复，供给端充裕使得猪价进入主跌通道。猪价由 2016 年 20.80 元/公斤高点降至 2018 年最低 10.47 元/公斤水平。

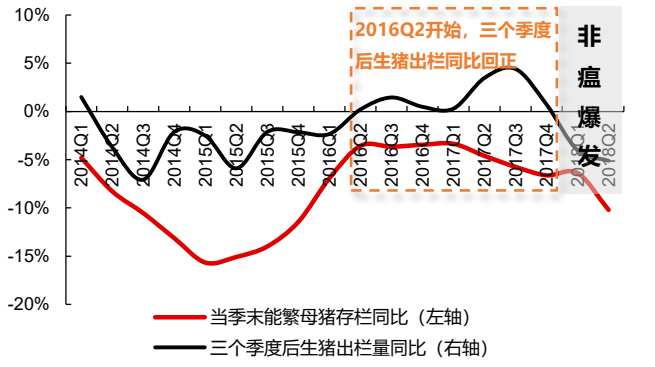


图 11：中小产能去化后行业生产成绩逐步提升



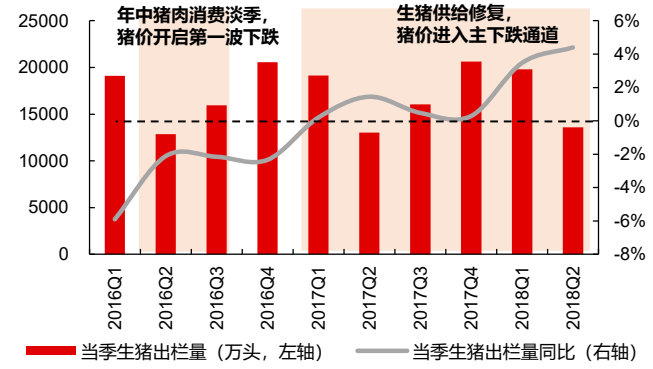
资料来源：涌益咨询，长江证券研究所

图 12：能繁母猪尚未回正但生猪出栏已经开启修复



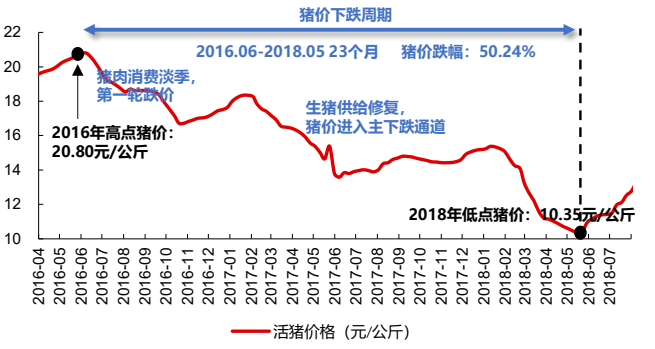
资料来源：iFinD，长江证券研究所

图 13：年中消费淡季开启下跌



资料来源：iFinD，长江证券研究所

图 14：2016-2018 年猪价下跌 50%

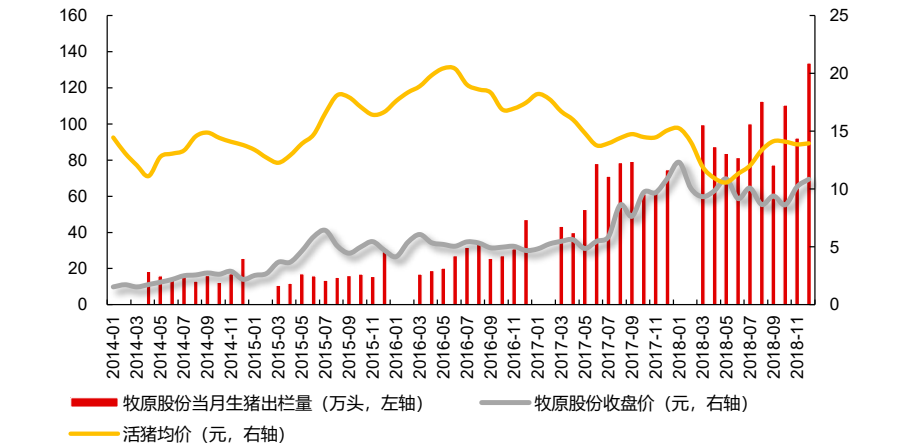


资料来源：iFinD，长江证券研究所

2014-2018 年牧原股份以成长为主题，生猪出栏量的增长是期间股价上涨的最主要因素。

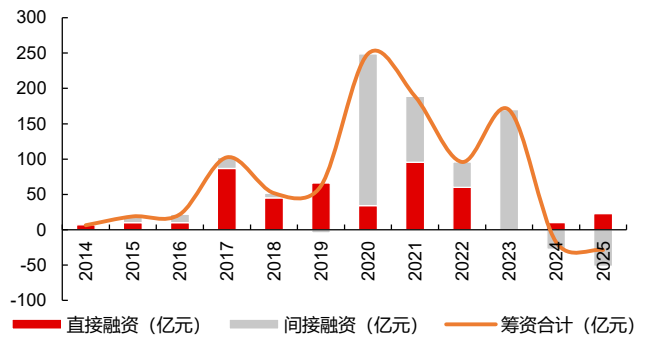
2014-2018 年间，牧原股份采取了高频、大规模且多元化的融资策略，累计筹资 201.5 亿元，支撑了其重资产“一体化自养”模式下的高速成长，实现了产能产量迅速提升。2014 年牧原股份年出栏量仅 185.9 万头，到 2018 年增长至 1101 万头，年复合增长率达到 56%，实现了近 5 倍扩张。规模成长是期间牧原股份股价上涨最主要的因素，即便猪价于 2016 年中开启回落，牧原股份依然能够收获绝对收益。

图 15：出栏量增长主导牧原股份股价提升



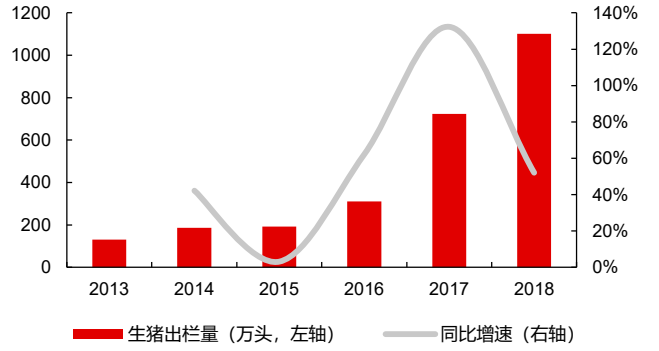
资料来源：iFinD，公司公告，长江证券研究所，注：公司《销售简报》1-2 月合并报告累计销量，不单独披露 1-2 月分月销量

图 16：牧原股份筹资规模



资料来源：iFinD，长江证券研究所

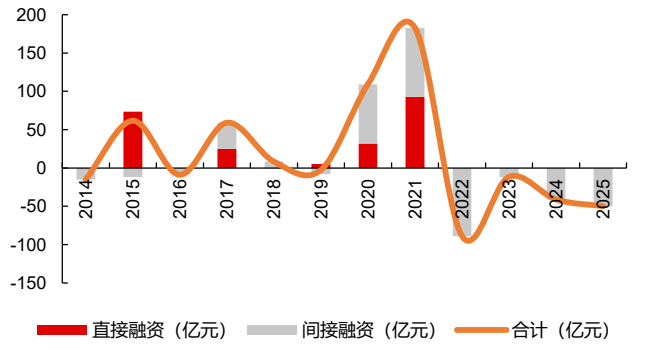
图 17：牧原股份生猪出栏量



资料来源：公司公告，长江证券研究所

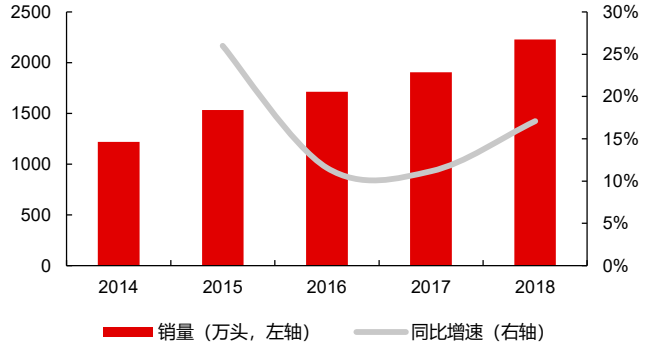
温氏股份依托“公司+家庭农场”轻资产运营模式，通过控制育种、饲料等核心环节并将育肥环节外包给合作农户，大幅降低了固定资产投入与扩张门槛。2014-2018 年间，公司主要依靠充沛的内生现金流实现稳健扩张，在有效分散环保与土地风险的同时，以行业领先的成本优势稳固了其市场龙头地位。出栏量由 2014 年的 1218 万头增长至 2018 年的 2230 万头。

图 18：温氏股份筹资规模



资料来源：iFinD，长江证券研究所

图 19：温氏股份出栏量



资料来源：公司公告，长江证券研究所

2014-2018 年期间产能及猪价变化的核心主线是“环保”。2014-2016 年随着产能去化迎来了一波上涨行情，而也是由于产能去化，成本及资金占优的规模化养殖集团市占率逐步提高，行业整体生产效率的提升弥补了能繁淘汰的缺口，供给转宽松造成了 2016-2018 年的猪价下跌。该阶段形成了两种特色鲜明的养殖模式，在这一时期均实现了较快的发展，期间股价的核心催化剂是成长，尤其是低成本下的快速成长。

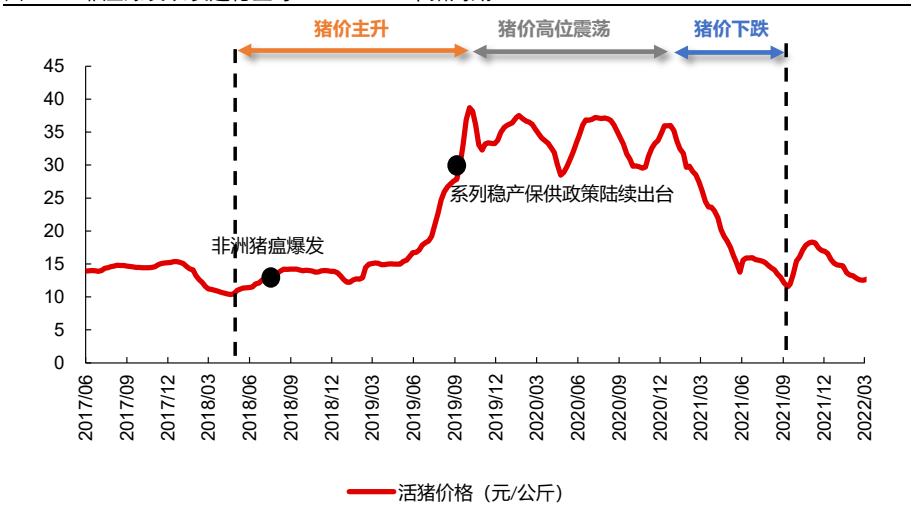
2018-2021 年：非瘟疫情主导周期

本轮猪周期时间约 3 年，与以往不同的是：1）本轮猪周期主要由事件和政策驱动；2）本轮周期上涨和下跌斜率均比较陡峭，并且伴随有明显的高位震荡时期。

经历前期环保政策压力后，至 2018 年非瘟传入前生猪产能已经经历了长时间去化，非瘟疫病传入前，由于前期产能去化的兑现，猪价已然开启温和上涨。2018 年 8 月非洲猪瘟疫情传入沈阳，成为我国生猪养殖行业史上最严重的“黑天鹅”事件。由于当时缺乏有效疫苗与成熟防控经验，非瘟期间不仅能繁母猪存栏量由于感染疫病而出现下跌，同时也引发养殖户集中抛售，产能短时间快速去化开启了 2018-2021 年猪周期的序幕。为保障民生防止猪价进一步上涨，《关于稳定生猪生产促进转型升级的意见》、《加快生猪

生产恢复发展三年行动方案》等稳产保供政策相继出台，储备肉开始投入市场，在保供政策支撑下，虽然产能缺口仍存在，但猪价保持在高位震荡。此后随着非瘟疫病趋于平稳，生猪生产恢复，猪价于 2020 年末开启下跌。

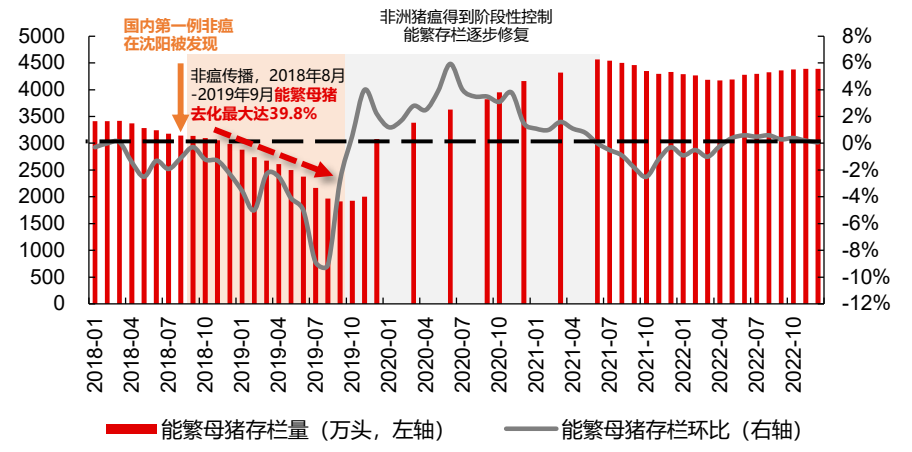
图 20：非瘟爆发以及趋稳主导 2018-2021 年猪周期



资料来源：iFinD，长江证券研究所

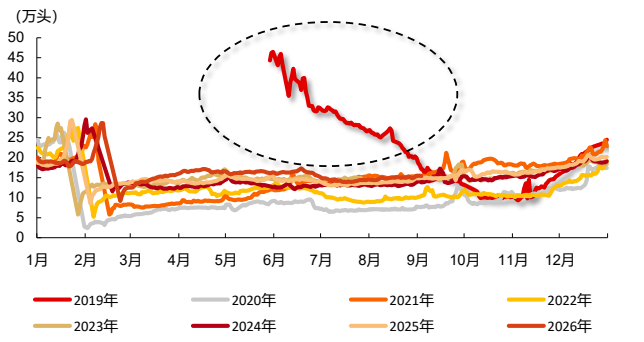
非瘟冲击使得行业产能短期快速下滑形成供给缺口。疫情从两方面影响行业供给，一是使得当期快速下滑。由于没有有效的非瘟防控手段，部分能繁母猪感染疫病后发病死亡。同时养殖户为了减少损失，许多猪场即便没有发生疫情，也选择主动将生猪低价出售，在非瘟期间，大量怀孕母猪、后备母猪提前淘汰。受非洲猪瘟疫情冲击，能繁母猪存栏连续 14 个月环比下行，自 2018 年 7 月约 3180 万头降至 2019 年 9 月约 1913 万头，累计去化幅度接近 40%。

图 21：非瘟导致能繁母猪去化 40%



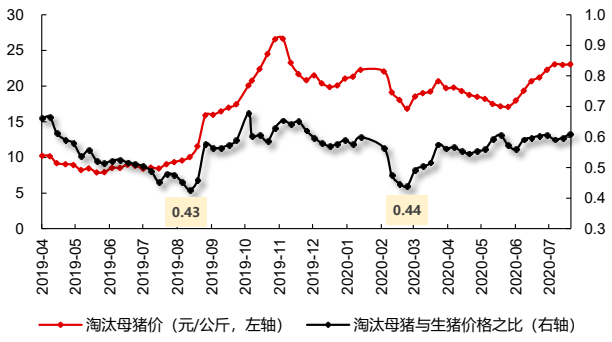
资料来源：iFinD，长江证券研究所

图 22：由于非瘟集中出栏，2019 年屠宰量偏高



资料来源：涌益咨询，长江证券研究所

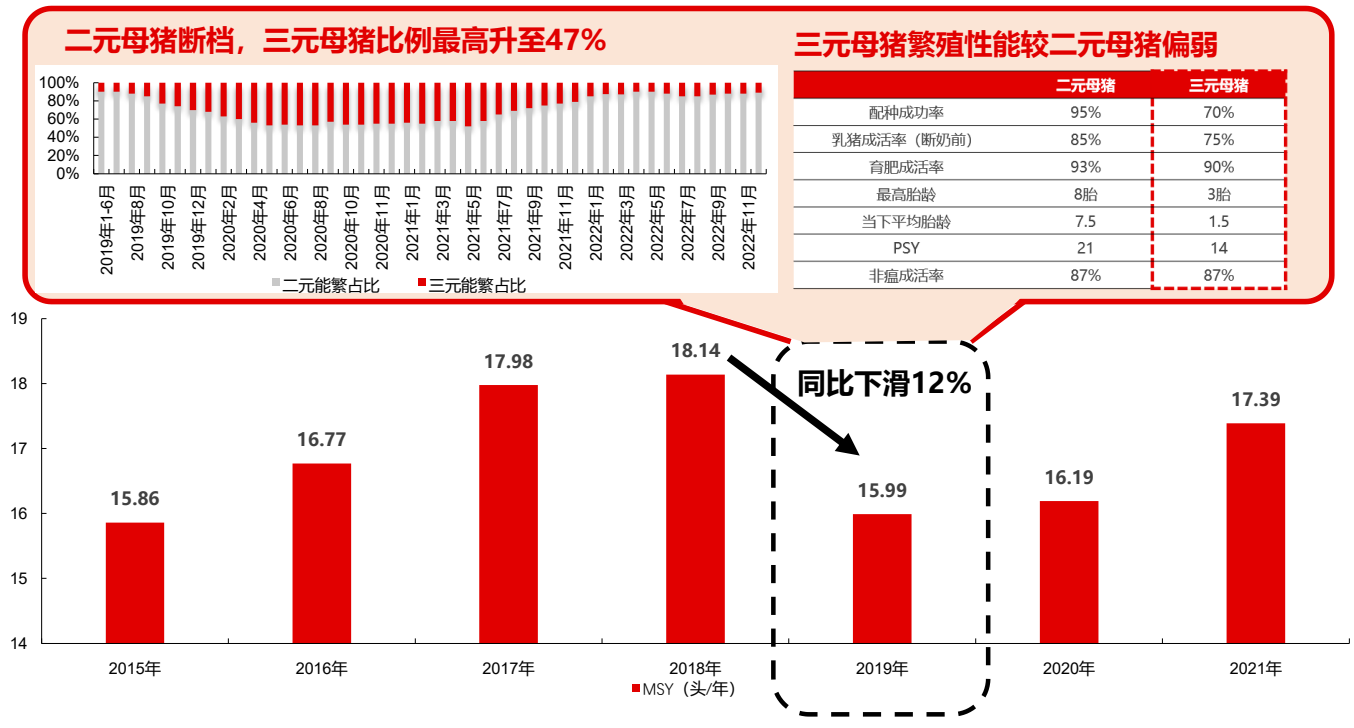
图 23：淘汰母猪折扣率最低至 0.43



资料来源：涌益咨询，长江证券研究所

非瘟也通过能繁存栏结构改变拉低行业生产效率，进而使得供给收紧。非瘟期间二元母猪引种和调运大范围受阻，三元母猪占比快速提升。与二元猪相比，三元猪的主要性能优势主要体现在出肉率和料肉比等商品代核心指标，但在产仔率等繁殖性能方面远低于二元母猪，因此 MSY 以及 PSY 在非洲猪瘟期间快速下滑，涌益咨询数据显示，2019 年行业平均 MSY15.99 头/年，同比 2018 年下降 12%。

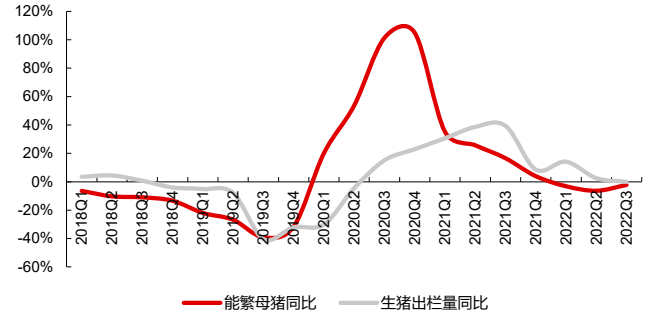
图 24：二元母猪断档，生产效率下滑



资料来源：涌益咨询，长江证券研究所

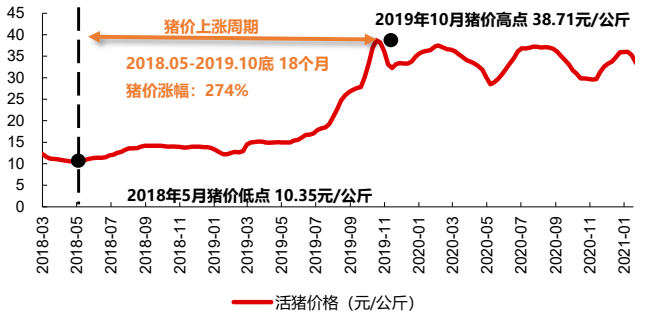
能繁结构改变使得生猪供给修复慢于能繁母猪回升。虽然能繁母猪存栏从 2020Q1 开始同比回正，但由于生产成绩的下降以及从母猪怀孕到育肥猪出栏之间 10 个月的时间迟滞，生猪供给缺口依然存在，2019 年生猪出栏量同比下滑 21.57%，直到 2020 年中生猪出栏供给同比增速才开启修复。供给紧张格局下，猪价开启主升浪，2018 年 5 月-2019 年 10 月底猪价涨幅达到 274%，最高价超过 40 元/公斤。

图 25：出栏修复晚于能繁母猪回升



资料来源：iFinD，长江证券研究所

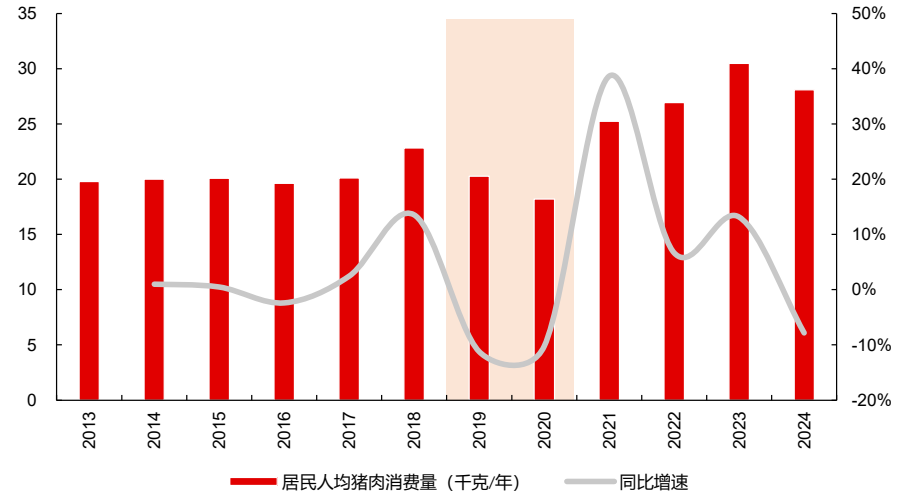
图 26：2018-2019 年猪价涨幅超过 274%



资料来源：iFinD，长江证券研究所

供给集中释放叠加需求端转弱，猪价高位震荡。2020 年初，前期受公共卫生事件影响受阻的物流逐渐恢复，养殖户积压大体重猪集中出栏，叠加年后消费淡季，猪价重启下跌。公共卫生事件对于猪肉需求产生了一定的负面影响，防疫管控限制餐饮、宴席等猪肉核心消费渠道，猪肉需求出现减少,需求阶段性转弱，人均猪肉消费量从 2018 年 22.83kg 回落至 2020 年 18.20kg，累计下降约 20.3%。供给集中放量叠加需求收缩，压制猪价进一步上行空间。猪价阶段下跌后，养殖端惜售情绪高涨。养殖端惜售和终端需求疲软之间博弈，猪价高位震荡。

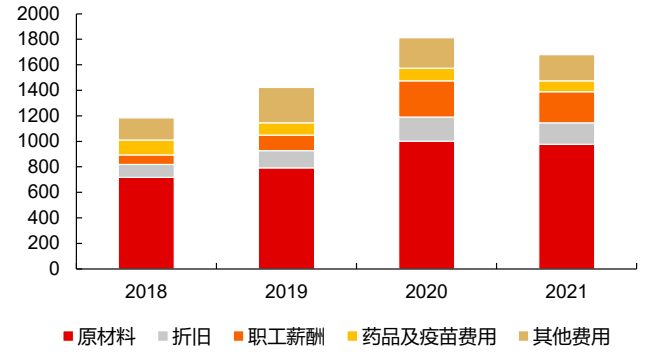
图 27：2019-2020 年受公共卫生事件影响人均猪肉消费量明显下滑



资料来源：iFinD，长江证券研究所

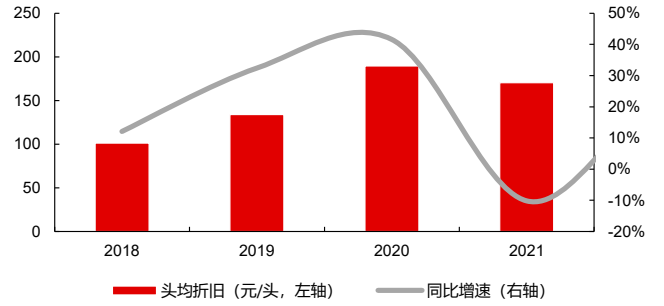
非瘟推高防疫设备投入，行业养殖成本高增。2020 年生猪完全成本相较 2018 年疫情前上涨超过 8.3 元/公斤，涨幅约 59%。非瘟期间成本上涨因素多元，扑杀、因疫病死亡、提前出栏等原因拉低全程育肥存活率，抬高单头养殖成本；防疫设备投入带来的额外资产折旧，以牧原股份为例，按照生猪养殖业务中折旧成本/当年销售量计算，头均折旧从 2018 年的 101 元/头升至 2020 年的 190 元/头，按照 120 公斤/头体重计算，由于折旧带来的单头成本提升约 0.7 元/公斤。

图 28：2018-2021 年牧原股份生猪头均营业成本构成（单位：元/头）



资料来源：公司公告，长江证券研究所，注：以生猪业务营业成本构成/当前出栏量计算

图 29：2018-2021 年牧原股份头均折旧



资料来源：公司公告，长江证券研究所，注：以营业成本构成中生猪业务折旧项目总额/当年出栏量计算

猪价高涨掩盖成本抬升，行业头均利润最高超过 2000 元/头。高涨的利润推高生猪养殖企业补栏热情，高位的猪价使得全社会对于产能修复的需求迫切，带来了宽松的融资环境。生猪养殖企业头均市值亦一度推高至 20000 元/头。公司债、中期票据、短期融资券等债务工具发行利率较低。牧原股份在 2019-2021 年频繁发行中期票据和超短期融资券。国家“保供稳价”政策鼓励规模化养殖，叠加猪价高企的暴利预期，银行信贷也积极支持猪企扩张。

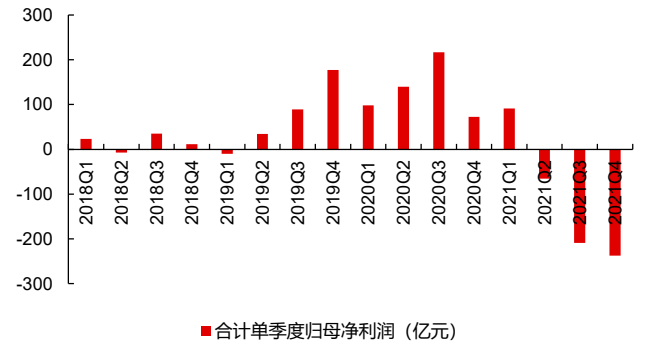
表 2：2019-2020 年稳产保供政策

时间	核心政策	文件名称	关键内容
2019 年 9 月	稳定生猪生产促进转型升级纲领性文件	国务院办公厅《关于稳定生猪生产促进转型升级的意见》	1.种猪场和规模养猪场贷款贴息政策延长 2.支持 2020 年底前新建 / 改扩建猪场 3.建立规模猪场信息备案与生产报告制度 4.严格落实中央和地方冻猪肉储备任务
2019 年 12 月	生猪生产恢复三年行动方案	农业农村部《加快生猪生产恢复发展三年行动方案》	2020 年底产能基本恢复到接近正常年份水平；2021 年恢复正常
2019 年 12 月	中央冻猪肉第四批投放	华商储备商品管理中心《关于中央储备冻猪肉投放竞价交易有关事项的通知》	投放 4 万吨储备肉，解决元旦、春节期间的猪肉供应问题，进而平抑猪肉价格
2020 年 1 月	2020 年中央一号文件生猪政策	中共中央国务院《关于抓好 "三农" 领域重点工作确保如期实现全面小康的意见》	落实“菜篮子”市长负责制，确保 2020 年底生猪产能基本恢复到接近正常年份水平

资料来源：国务院，21 财经，央视新闻，长江证券研究所

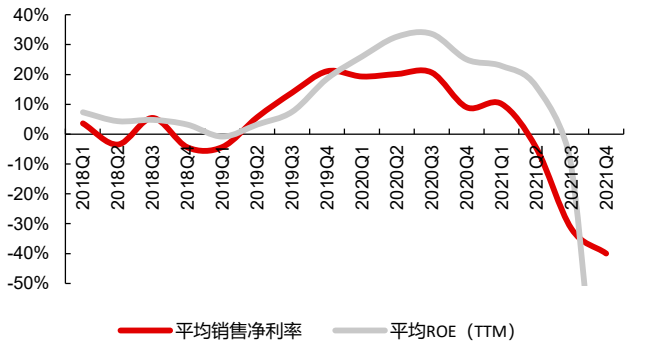
利润高企驱动上市猪企大规模扩产，行业供给格局逐步转向宽松。2019 年底至 2021 年，持续丰厚的养殖利润促使猪企密集投建产能，单季度资本开支峰值达 438.39 亿元，占当季营收的 44.40%；高强度扩张叠加债务融资，行业平均资产负债率两年内上行近 20 个百分点至 68.29%，扩张节奏相对激进。在高强度资本开支的推动下，行业产能快速回升并超出均衡水平，并沿养殖周期滞后传导、集中转化为出栏供给，行业供给由前期紧缺转为阶段性过剩，猪价见顶回落，本轮周期转入下行。

图 30：2018-2021 年主要上市公司单季度归母净利润



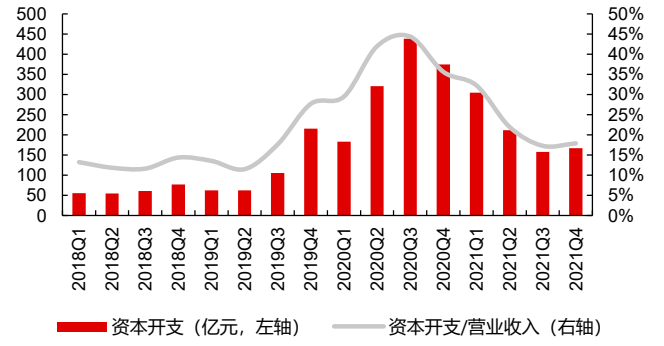
资料来源：iFinD，长江证券研究所

图 31：2018-2022 年主要上市公司平均销售净利率及 ROE



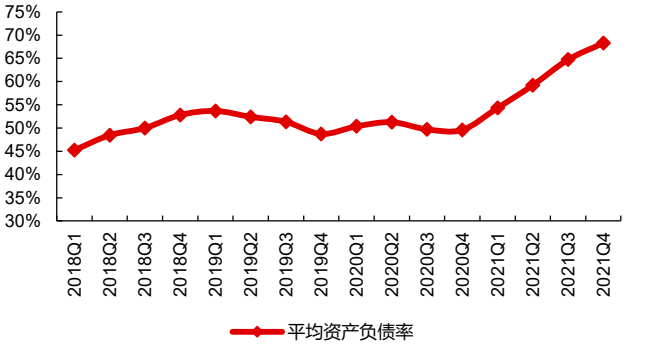
资料来源：iFinD，长江证券研究所

图 32：非瘟期间行业资本开支明显增加



资料来源：iFinD，长江证券研究所

图 33：企业平均资产负债率持续提升



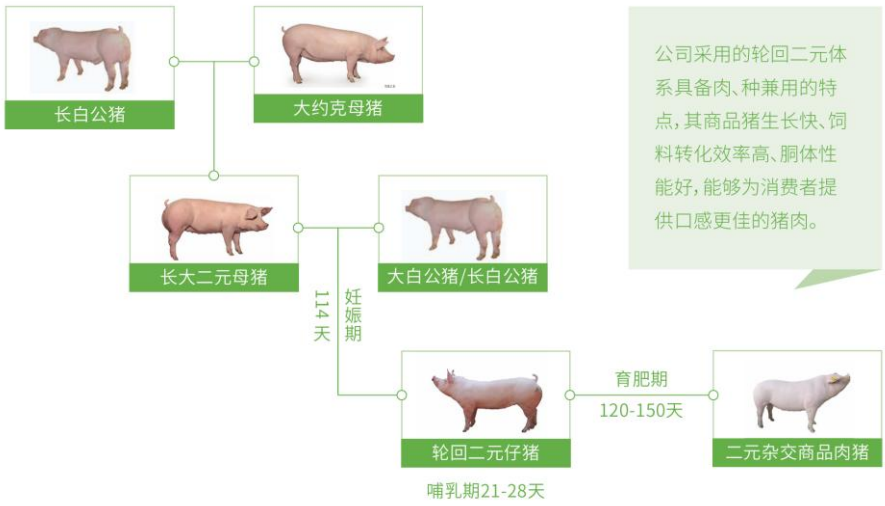
资料来源：iFinD，长江证券研究所

正邦科技、傲农生物、天邦食品不断加码扩张计划。融资结构上，部分养殖企业依赖短期债务（短融券、银行短贷）来支撑长期的固定资产投入。由于高速扩张，且外购了大量高价母猪等资产，导致部分养殖企业完全成本高达 20 元/公斤甚至更高。在猪价下跌通道中，前期快速扩建产能的企业陷入持续资金流出，企业资金流动性紧张持续。

自繁自养凭借优秀的疫病控制能力率先恢复生产。2018 年非洲猪瘟爆发后，行业面临的最大痛点是生物安全防控。“公司+农户”模式，由于合作农户分散、防疫水平参差不齐，在非瘟时易发生传播，导致产能被动去化，同时复产较慢。而以牧原为代表的自繁自养模式凭借更强的疫病管控能力首先实现了对非瘟的有效控制，生产成绩率先出现回升。自繁自养模式虽然前期投入大，但在疫情面前展现了更高的可控性。牧原能够在厂区内实施严格的封控、洗消和隔离，将非瘟造成的损失控制在较低水平。

牧原股份独有的“二元回交”解决种猪短缺问题。二元轮回技术让牧原的商品代母猪可以直接留种做种猪，大大缩短了种群扩繁周期。当 2020-2021 年全行业等待国外引种、慢慢扩繁时，牧原已经迅速将大量商品猪转为能繁母猪。在 2020-2021 年行业复产阶段，牧原拥有了全行业最快的产能恢复速度，抢占市场空缺。

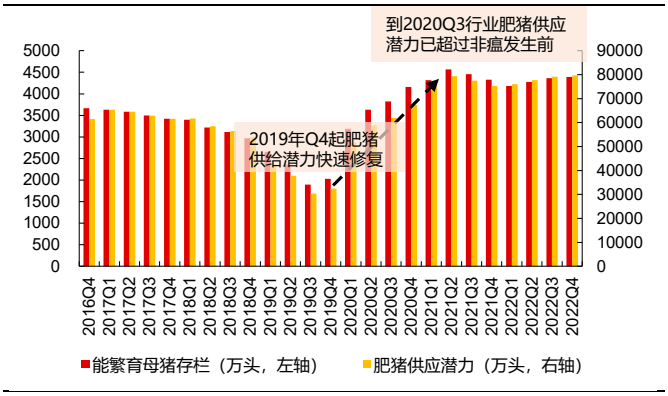
图 34：牧原股份二元轮回体系示意图



资料来源：牧原股份《2020 年社会责任报告》，长江证券研究所

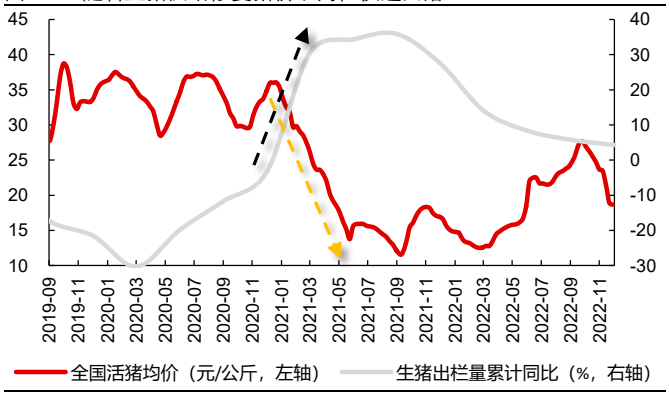
能繁持续补栏叠加生产效率修复，生猪供给潜力已超越非瘟前水平。非瘟后高猪价驱动行业快速补栏，自 2019 年 10 月至 2021 年 6 月能繁母猪存栏连续回升 21 个月；按能繁母猪存栏量×当年 MSY 推算，到 2020Q3 生猪理论供给量即已超过 2018 年非瘟疫情前水平，但补栏进程并未就此止步。供给缺口闭合并未抑制龙头扩产冲动，为抢占非瘟后释放的市场空间，各龙头企业延续快速扩张，高强度资本开支叠加债务融资，为部分养殖企业后续爆发财务危机埋下伏笔。

图 35：生猪供给逐步修复



资料来源：涌益咨询，农业农村部，长江证券研究所，注：肥猪供应潜力当季前能繁母猪存栏×当年 MSY 估算

图 36：随着生猪供给修复猪价从高位快速回落



资料来源：iFinD，长江证券研究所

成长故事的终章，成本故事的序幕。2018-2021 年猪股定价主线经历了从 β 到 α 的三阶段切换：

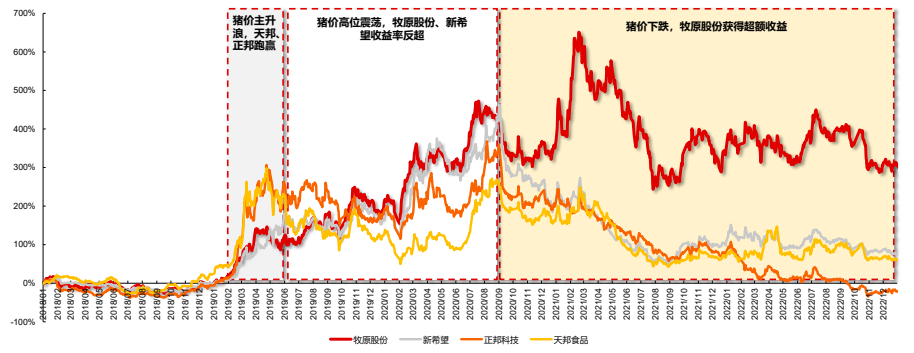
第一阶段（2019 年）：缺猪驱动 β 行情，市场定价成长弹性。非瘟造成供给缺口，猪价单边上行，行业 β 行情下市场主定价"缺猪"背景下的养殖主体成长性——天邦、正邦采取较为激进的扩张策略，通过大量外购仔猪以及“公司+农户”模式快速上量抢占市占率；叠加两者彼时体量基数较小，业绩对猪价的弹性显著高于龙头，股价涨幅领跑板块。

第二阶段（2019 年中-2021 年初）：利润见顶预期发酵，市场转向定价成本与确定性。随着生猪产能修复的开启，猪价高位震荡、利润天花板逐步显现，市场定价因子由收入

端切换至成本端——牧原凭借自繁自养模式在非瘟背景下展现出极强的防疫与成本优势，率先受益于定价切换；新希望虽养殖成本不占优势，但凭借饲料龙头的资金实力，融资能力显著优于行业，且市场给予其“从饲料切入养殖、打造第二成长曲线”的成长股定价。

第三阶段（2021 年二季度起）：猪价快速回落，牧原凭成本优势走出独立行情。2021 年二季度猪价开始快速回落，行业进入全面亏损阶段，正邦、天邦、新希望 2021 年归母净利润分别-188 亿元、-45 亿元、-96 亿元；牧原凭借“全自养、全链条”模式在养殖效率和生物安全上的优势，即便猪价下行仍将完全成本控制在行业第一梯队，2021 年逆势实现归母净利润 69 亿元，成为头部猪企中少数盈利的公司，股价走出独立行情。

图 37：随着猪价下跌，牧原股份获得超额收益



资料来源：iFinD，长江证券研究所，注：以 2018 年 1 月 2 日收盘价（前复权）为基准计算累计收益率

非洲猪瘟主导的周期是生猪养殖行业竞争范式的分水岭。非瘟系统性抬升防疫与生物安全门槛，资金与防疫能力较弱的散户被动退出；而高猪价催生的超额利润又吸引产业资本加速涌入，规模化率由约 2018 年的约 49%提升至 2021 年的 62%，行业完成从散户主导向集团化养殖的结构转变。规模场资金雄厚、扩产决策集中，叠加生产效率持续修复，产能恢复超出非瘟前水平，猪价步入下行周期并跌破行业平均完全成本。同时，随着人口增长的放缓以及老龄化率的提升，行业整体规模逐渐见顶，行业竞争主线由规模扩张切换至成本管控，成本方差决定盈亏分化，高成本产能开启出清。

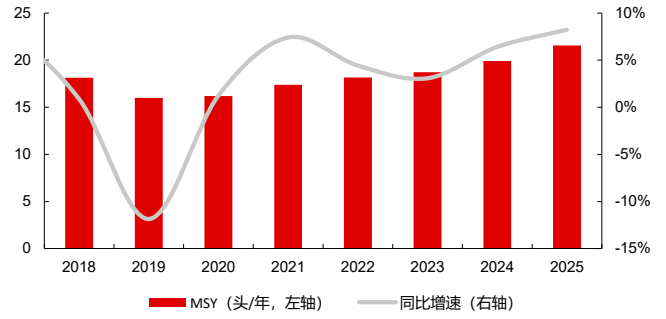
2022-2026 年：集团场成本竞争

非瘟疫情出清后，2022 年以来生猪产业链分工深化，周期运行范式随之调整：

产业端，集团场凭借种源、防疫与资本壁垒，在种猪环节话语权持续提升。2022 年 12 月至 2025 年 9 月，20 家大型猪企能繁母猪存栏由 804.1 万头增至 973.6 万头，占全国比重由 18.3%升至 24.1%，PSY 优势（牧原、温氏分别为 29 头、27 头，行业平均 22.2 头）进一步固化其上游地位。散户与中型场受资金与防疫门槛约束，向仔猪育肥、二次育肥等短周期环节集中。行业形成“种猪集中化、育肥分散化”的分工格局。

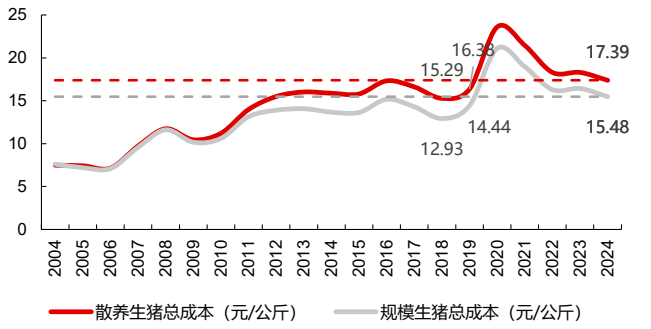
随着非洲猪瘟疫情进入常态化阶段，行业进入种群修复与效率修复阶段。非瘟常态化后，行业加速二元母猪种群补充，头部企业全面完成二元种群替换，育种基因改良红利逐步兑现，种群结构较非瘟期间显著优化。智能饲喂、精准环控等养殖技术普及，推动生产效率修复，上市企业平均 PSY 提升至 26-28 头，部分标杆达 30 头国际水准。效率修复逐步消化防疫成本增量，生猪成本逐步向非瘟前水平收敛，当前生猪养殖成本已接近非瘟前水平。

图 38：非瘟后行业 MSY 修复至超过非瘟前水平



资料来源：涌益咨询，长江证券研究所

图 39：截至 2024 年行业平均成本接近非瘟前水平



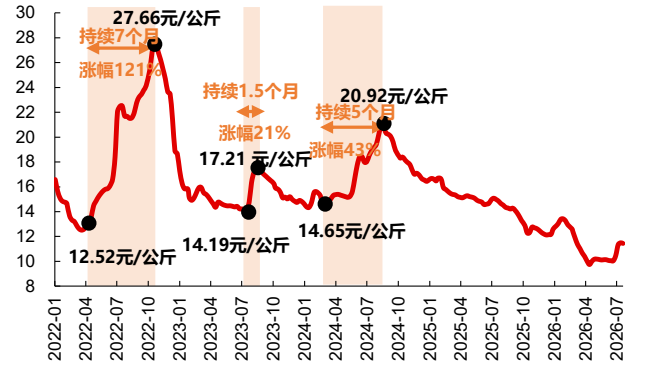
资料来源：iFinD，长江证券研究所

非瘟后，生猪价格呈现小周期波动频率加快、涨跌速度加快的特征，2022 年以来，猪价已多次经历阶段性反弹与回落，短期行情相比非瘟前波动加剧。随着行业规模化程度提升、生产效率改善以及市场信息透明度提高，养殖主体对价格和预期的反应更加同步，压栏、二次育肥等行为对短期供给节奏的扰动明显增强，从而使猪价更容易出现阶段性急涨急跌：

- 2021 年下半年产能去化为 2022 年中期供给收紧奠定基础，市场预期和二育提前入场则推动猪价在 2022 年 3 月提前反应。随着猪价上涨，养殖户压栏惜售和二次育肥补栏增加，短期商品猪上市量进一步下降，形成“价格上涨—看涨预期增强—压栏及二育增加—当期供应收缩—价格进一步上涨”的正反馈，推动猪价在较短时间内快速上行。
- 2023 年中，猪价经历了半年左右的磨底之后，养殖端惜售挺价叠加二育入场活跃推动猪价形成短期行情。2023 年 8 月全国活猪均价涨至 17.02 元/公斤，环比 7 月上涨约 19%。
- 2024 年生猪行情亦受二育入场驱动，涌益咨询二育栏舍利用率自 2024 年 2 月平均 23.24%的低点至 2024 年 7 月提升至当月平均 62.20%。在能繁母猪持续去化的背景下，二育入场放大短期行情波动，2024 年 1 月至 8 月全国活猪均价累计涨幅 40.2%。

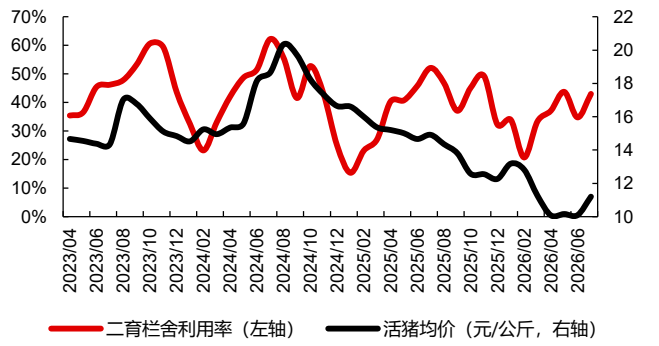
猪价周期转向低振幅、长磨底、高频短波段。成本端，集团场完全成本 12 元/公斤左右，低于行业平均，且现金流韧性较强，在猪价底部主动去化动力弱、被动出清能力强的特征明显，产能去化呈“散户产能变化快、大厂产能稳”的非对称格局；叠加 PSY 提升对冲母猪去化效果，供给弹性整体收敛。同时，二育、压栏等短周期行为高频，周期内价格波段加快、单波振幅收窄。值得注意的是，“周期拉长”与“节奏加快”在非瘟后并存：单轮完整周期因磨底期延长而拉长，周期内价格波段则因二育、压栏等短周期行为的高频化而加快且波动弹性放大。

图 40：2022 年以来行业已经历三轮短期猪价行情



资料来源：iFinD，长江证券研究所

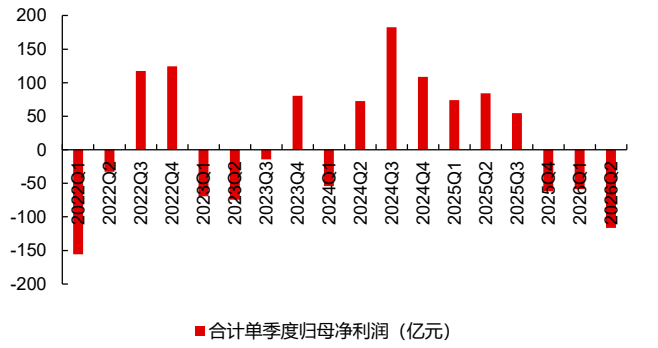
图 41：二育是 2025 年前影响猪价短期波动的重要因素



资料来源：涌益咨询，iFinD，长江证券研究所

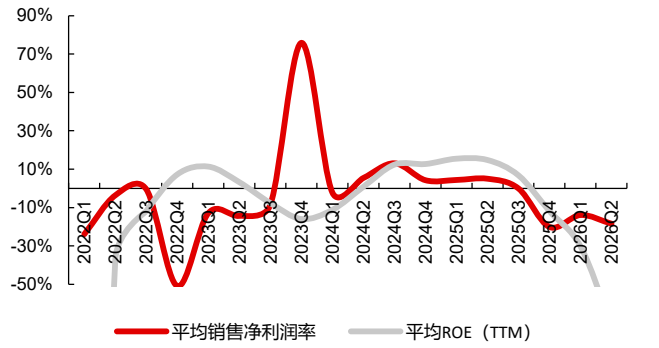
猪价持续磨底，产能持续出清可期。以牧原股份等 13 家生猪养殖企业盈利/亏损情况看，2026 年二季度样本预计合计亏损 116 亿元，且行业均价持续位于养殖企业现金成本线以下，二季度现金流进一步流出，生猪产能进一步出清可期。

图 42：2022-2026 年中主要上市公司单季度归母净利润



资料来源：iFinD，长江证券研究所

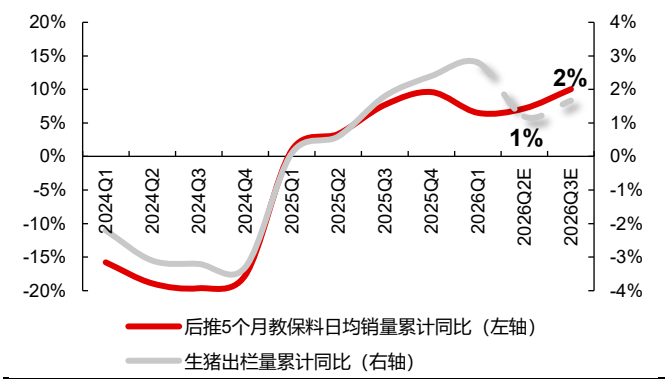
图 43：2022-2026Q2 主要上市公司平均销售净利率及 ROE



资料来源：iFinD，长江证券研究所

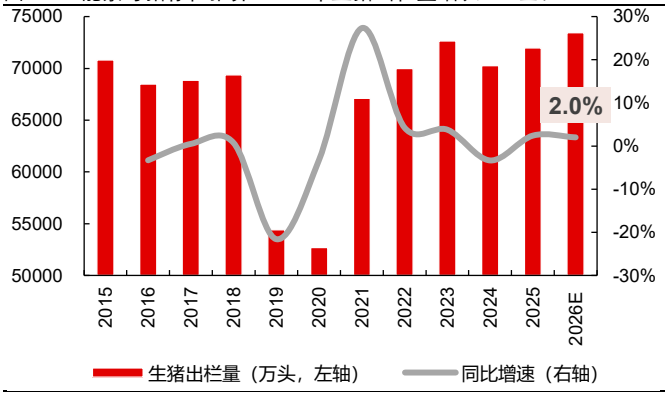
二育进场拉动猪价反弹，但猪价上涨空间有限。2026 年 6 月以来猪价迎来一波反弹，我们认为主要动力是二育进场拉动猪价短期反弹叠加去年 9 月产能开启去化的兑现。但随着从育肥猪实际存栏表现来看，2026 年整体育肥猪出栏量预计增长 2%左右，供需依然偏向宽松，供需关系支撑的价格反弹空间有限，随着年中需求淡季的到来，预计价格再次回落，导致现金流进一步流出。后续仍有较大产能去化可能性。

图 44：教保料产量推算 2026 年前三季度生猪出栏量增长 2%



资料来源：涌益咨询，iFinD，长江证券研究所

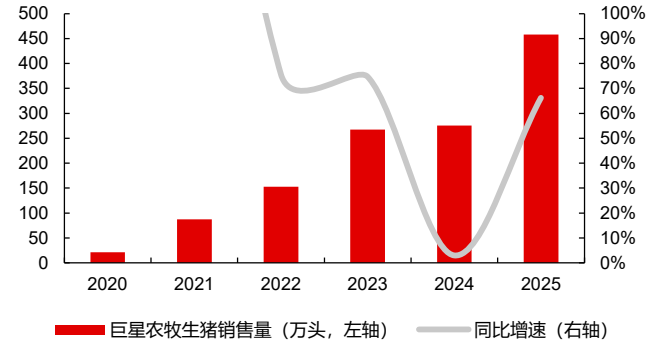
图 45：能繁母猪存栏推算 2026 年生猪出栏量增长 2%左右



资料来源：农业农村部，国家统计局，iFinD，长江证券研究所

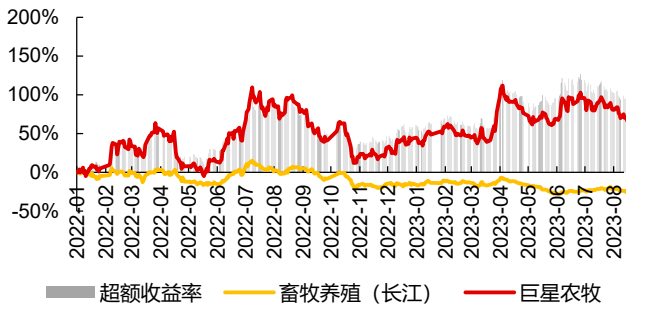
巨星农牧是本轮周期逻辑转变的典型样本，其行情演绎完整呈现从"定价成长"向"定价成本"的切换。生产成绩层面，巨星农牧引进加拿大、美国等地的优质种猪，并与国际养猪巨头 PIC 深度战略合作，育种指标长期处于国内领先水平。成长兑现层面，重组后产能建设驱动出栏高增。公司于 2020 年完成重大资产重组，随后密集投入产能建设，2020-2025 年生猪出栏量 5 年复合增速达 84.7%，高成长使得巨星在板块内斩获显著超额收益。

图 46：巨星农牧出栏量快速增长



资料来源：iFinD，长江证券研究所

图 47：高成长推动巨星农牧曾获得较高超额收益

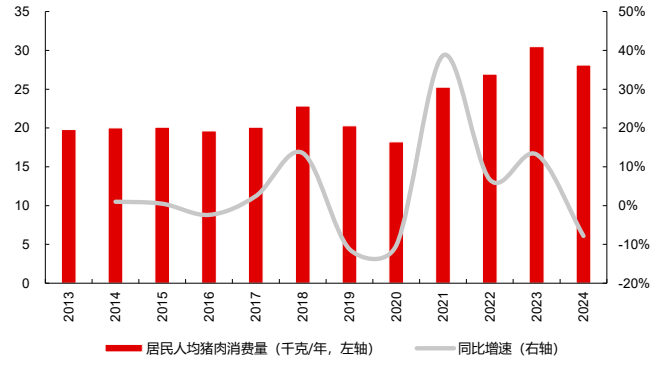


资料来源：iFinD，长江证券研究所

未来：并购、出海或为主要成长路径

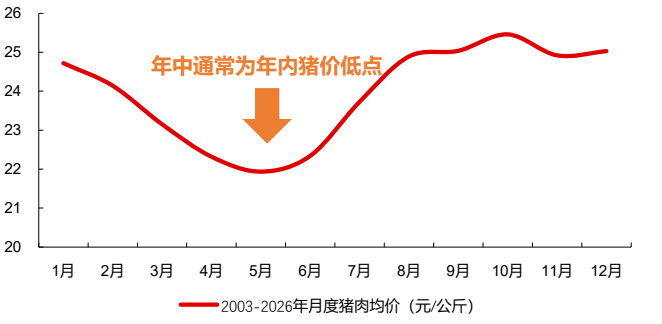
随着人口老龄化和消费结构升级，猪肉消费需求近年可能减少。截至 2024 年，人均猪肉消费量 28.10 千克/年，相比 2023 年同比下降 7.8%。长期来看，随着人口老龄化的进展以及消费结构的升级，未来猪肉消费需求可能持续处于稳定甚至下降通道中。但需求端的变化更偏向多年长期，年内需求端主要是季节性需求的变化，年中通常为猪肉需求的低点，猪价通常偏低，而年末、节假日的猪肉需求较高，通常也为猪屠宰量以及猪价的高点。影响猪周期的主要供给因素仍是供给端的变化。

图 48：2024 年猪肉消费量再度下滑



资料来源：iFinD，长江证券研究所

图 49：年中通常为猪肉需求低点也通常为猪价低点



资料来源：iFinD，长江证券研究所

政策设定全社会能繁母猪产能上限。《生猪产能综合调控实施方案（2026 年修订）》设定能繁母猪存栏目标下调至 3750 万头，在 MSY 持续提高，生产技术不断增强的背景下，能繁母猪存栏大幅度放开的概率不大，行业整体供给受限制或成为新常态，因此在现有总体产能范围内并购扩张而不是内生扩建或成为主要的成长模式。

表 3：邦基科技及天康生物并购案例

时间	上市公司主体	被收购方	目标公司经营情况
2025 年 6 月	邦基科技	山东北溪农牧、瑞东伟力农牧等 7 家养猪企业	收购标的主要位于山东、上海等地。其中瑞东农牧（山东）预计 2030 年底前达到母猪存栏量 5 万头和年出栏商品猪 100 万头
2025 年 12 月	天康生物	新疆芜都畜牧科技有限公司	能繁母猪存栏约 7 万头，2024 年出栏生猪 136 万头，2025 年出栏量预计超过 150 万头。按照对赌协议，芜都 2026-2028 年出栏量规划分别 150 万头、158 万头、161 万头。

资料来源：公司公告，长江证券研究所，注：邦基科技收购已于 2025 年 11 月终止

产业链上下游延伸，盈利模式从周期走向稳定。随着牧原股份等头部养殖企业向下游屠宰及食品加工环节延伸，生猪行业的商业模式或从周期走向稳定。企业内部的养殖产能能够与下游屠宰需求实现更精准的匹配，有效规避传统周期中盈利波动。全产业链布局改变了单一业务对猪价的依赖，在猪价下行周期，上游养殖环节虽然面临亏损压力，但低廉的猪价能够降低下游屠宰业务的原料成本，屠宰环节利润的提升可以对冲养殖环节的亏损，从而在公司整体报表上实现利润的内部调节。未来具备全产业链能力的公司，其周期底部的财务表现或将不再是大幅亏损，而是趋于盈亏平衡或微利状态，企业的抗周期能力将有望增强。

出海或为未来企业新看点。相比之下，东南亚等地区对猪肉消费需求巨大，但本土养殖端存在缺口。以越南为例，尽管其畜牧业发展较快，但每年仍需大量进口肉类，供需缺口为中国猪企提供了广阔的市场。我国生猪养殖行业经过多年的现代化迭代，已经形成了完整的管理产业链。

以牧原为例，公司计划将约 60%的港股上市募集资金用于海外业务拓展，重点布局越南等东南亚市场。2025 年 9 月，牧原与越南 BAF 农业股份公司（BAF Vietnam）结成战略合作伙伴，在越南西宁省建设并运营高科技楼房养殖项目。配套建设年产 60 万吨的饲料厂，建成达产后，预计年存栏母猪 6.4 万头，每年可提供优质商品猪 160 万头。随着牧原等头部企业的海外新建产能陆续投产见效，市场空间天花板抬升将持续验证，并成为决定未来猪企业绩上限的核心看点之一。

2026 年 9 月 4 日，农业农村部印发《全国畜牧兽医行业发展“十五五”规划》，提出以“稳产、提质、增效”为目标，建立覆盖养殖场备案、能繁母猪保有量、头部企业和大型养殖场的分级产能调控机制，并将调控进一步延伸至育肥猪体重、二次育肥和屠宰环节，同时规范大型养殖企业经营行为、强化联农带农及金融环保风险监管。我们认为，未来生猪行业供给管理有望由总量调控转向产能与产量综合调控，行业无序扩张和供给大幅波动或将有所缓解，具备成本、现金流和稳健经营优势的养殖龙头有望获得更稳定的盈利表现。

表 4：《全国畜牧兽医行业发展“十五五”规划》主要内容

维度	主要内容
规模化目标	截至 2025 年畜禽养殖规模化率 76.9%，计划到 2030 年提升至 82%；截至 2025 年规模以上生猪屠宰厂（场）数量占比 45%，计划到 2030 年提升到 50%
产能监测预警体系	全面落实养殖场基础生产信息备案管理制度，对养殖场实行全国统一赋码。强化对“公司+农户”养殖模式全口径监测
全国产能目标	根据供需形势变化，动态调整全国能繁母猪正常保有量目标，引导生猪市场供需适配

分级联动产能调控	将能繁母猪存栏 10 万头以上的头部企业、能繁母猪存栏 500 头以上的大型养殖场分别纳入部级和省级生猪产能调控范围
丰富调控工具	引导养殖场户、屠宰企业合理调整育肥猪体重，规范二次育肥行为；引导养殖场户动态调整生猪配种周期和弱仔淘汰力度

资料来源：农业农村部，长江证券研究所

华系种猪后来居上，行业育种效率有望进一步提升。经过多年选育，华系种猪顶端核心群已达 22 个，主要性能全面超过国际引进品种在我国表现出的最好水平，实现了我国核心种源从 80%依赖进口到 5%资源性引进的突破，打破了国外种猪长期垄断格局。国产“中芯一号”家猪基因育种芯片，育种效率超过欧美主流芯片 7%-22%，检测价格从国外芯片的 1200 元降至 100 元，据测算，该芯片的推广应用使全国生猪企业每年节省约 75 亿元的基因专利费，行业养殖成本有望进一步降低。

表 5：“中芯一号”推广效果

维度	推广前（痛点）	推广后（成效）
种源依赖	核心原种 80%以上进口，芯片被国外垄断，"引种—退化—再引种"循环	选育出华系种猪顶端核心群 22 个，核心性能超越进口品种在我国的最好水平。核心种源进口依赖度从 80%降至 5%的资源性引进，实现种源高度自主可控
数据安全	基因数据外流跨国公司，种质数据安全无法自主把控	全国产闭环，51,368 位点覆盖 7 大类性状，含 81 个亚洲特有地方品种位点；实现了数据本地化和计算国产化，保障国家种质资源数据安全
专利检测成本	检测成本 1200 元/头，每个专利位点 1-8 美元	100 元/头（降 90%+），12 项专利免费，每年为我国生猪产业省去 75 亿元的专利费
育种效率	传统方式需等猪生长，耗时 4-5 个月	全球最大种质库（21.58 万份），育种值准确性比当前主流芯片提升 7%-22%，选种时间压缩至 14 日龄
生产水平	行业 PSY、MSY 分别约 20 头、18 头，料肉比 3.0	部分细分应用品种 PSY 达到 32 头以上，料肉比低至 2.24

资料来源：中国教育报，新猪派，南方财经，江西农业大学，江西学习平台，新牧网，中国农网，江西省农业农村厅，智慧农业生物育种，猪好多网，中国农村科技，长江证券研究所

复盘三轮周期，生猪养殖的市场定价主线已由规模成长切换至成本竞争力，成长叙事在高猪价、深缺口的阶段性窗口反复回归，而每一轮价格回落，都在放大成本方差对盈亏分化的作用。展望未来，需求趋稳、能繁调控锁定产能上限、周期呈低振幅长磨底形态，价格弹性带来的超额收益空间整体收窄，成本管控或将取代产能扩张成为最主要的 Alpha 来源。完全成本的持续领先与现金流的稳健性，决定企业在漫长磨底中的生存资格与份额获取能力，高成本主体或将加速淡出生猪养殖业务，出清与集中度提升的本质即是行业成本曲线的持续重排。重排完成后，行业格局有望向头部主导、集中度稳步提升的寡头结构演进，周期底部系统性抬升、盈利波动显著收敛，最终或形成“份额向头部集中、周期属性弱化”的产业新格局。我们坚定看好成本领先、现金流稳健的头部企业穿越周期，实现份额与估值的双重抬升。

风险提示

1、需求不及预期风险。人口老龄化与消费结构升级背景下，若猪肉消费量下滑速度超预期，或禽肉、水产等替代蛋白加速分流，猪肉需求中枢下移将压制猪价上行空间，延缓行业供需再平衡与周期底部抬升进程。

2、动物疫病风险。非洲猪瘟等重大动物疫病若再度大规模暴发，将冲击养殖端生产稳定性与仔猪、种猪调运体系，引发集中出栏与产能被动去化，加剧猪价波动，并推升防疫成本与死亡损耗，拖累企业生产成绩与盈利水平。

3、政策调控风险。生猪产能调控方案、环保法规及储备肉投放等政策若进一步收紧或调整，可能改变行业产能释放节奏；能繁母猪保有量目标、禁养区管理等政策变化亦将影响企业扩产与布局规划。

4、原材料价格波动风险。玉米、豆粕等主要饲料原料价格若大幅上行，将抬升养殖完全成本，侵蚀企业成本领先优势与头均盈利，尤其对成本管控能力偏弱的主体冲击显著，加剧行业内盈亏分化。

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(02714.HK)、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：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；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。