

猪价下行拖累盈利，龙头饲企表现亮眼

农林牧渔行业 2025 年报以及 26Q1 总结

26Q1，受猪价深跌影响，上市猪企陷入全面亏损，周期向上蓄势，“低成本+”猪企现金流或继续改善、内在价值提升。黄鸡父母代存栏降至低位，看好景气延续。龙头饲企份额继续提升，海外市场维持高增。周期底部蓄势，建议把握龙头猪企内在价值提升以及龙头饲企海外扩张打开成长空间。

- **生猪养殖：猪价底部下探，周期向上蓄势。** 26Q1，受猪价深跌影响，上市猪企陷入全面亏损，18家上市猪企合计亏损71.5亿元，同比转亏、环比减亏。但行业成本方差仍大，优质猪企成本优势进一步扩大。上市猪企经营性现金流环比转负，资本开支维持在低位水平，资产负债率高位小幅抬升。行业深亏 & 产能调控加码双管齐下，预计母猪去产能提速，或进一步抬升27年猪价中枢，“低成本+”猪企现金流或继续改善、内在价值提升。
- **禽养殖：25年板块显著改善，26Q1禽企表现优异。** 2025年禽养殖板块营收同比+8%，扣非净利润同比减亏。26Q1禽养殖板块营收同比+12%；扣非净利润同比-8%。**1) 白羽鸡：**年初以来进口种源更新量整体承压，预计26年父母代种鸡的景气度较高，后续也将影响商品代鸡苗的供给。看好种禽端景气。**2) 黄羽鸡：**当前父母代种鸡存栏已降至历史偏低水平，再加之2025年行业亏损半年以上，供给收缩为后续鸡价上涨奠定基础。25Q4起黄鸡进入景气上行通道，鸡价显著回暖，看好26年黄鸡高景气延续。
- **后周期：行业强者恒强，龙头海外维持高增。** 饲料方面，26Q1，受猪价深跌影响，生猪亏损拖累报表盈利，9家饲企合计亏损9.8亿元，同比转亏、环比减亏。展望26Q2，水产料景气度或季节性回暖，龙头饲企凭借采购以及配方优势，有望取得市占率的持续提升。此外，龙头饲企海外扩张或打开成长空间。**动保方面，**26Q1，行业竞争压力仍大，同时受增税影响，6家动保公司实现盈利4.1亿元，同比-11%。具备产品力的动保公司盈利有望率先回升。
- **种子：看好玉米种业景气修复，关注极端气候催化。** 2025年种业板块景气改善，26Q1整体承压。国内玉米种子库存高企，预计2026年玉米制种面积或有下滑，玉米种子连续3年去库，判断玉米种业供需格局有望改善；转基因玉米/大豆已进入全国常规化种植阶段，行业或加速向头部集中。水稻种业自2024年起进入去库存阶段，部分优质品种结构性供应偏紧。整体看，种业政策底已夯实，行业长期向好方向确定。厄尔尼诺衰减期区域灾害频发，抗逆品种需求上升，优质优价空间打开；重点推荐研发型龙头。
- **投资建议：猪价向上蓄势，饲企出海打开成长空间。** 生猪养殖，行业深亏 & 产能调控加码双管齐下，预计母猪去产能提速，或进一步抬升27年猪价中枢，“低成本+”猪企现金流或继续改善、内在价值提升。**重点推荐牧原股份、温氏股份，建议关注神农集团、德康农牧、巨星农牧、天康生物、东瑞股份、中粮家佳康等。** 禽养殖，进口种源更新量整体承压，看好种禽端景气；黄鸡父母代产能降至历史偏低水平，看好黄鸡高景气延续，**重点推荐圣农发展、立华股份。** 后周期，龙头饲企份额持续提升，海外扩张或打开成长空间。**重点推荐海大集团、科前生物，建议关注生物股份、瑞普生物等。**
- **风险提示：农产品价格上涨不及预期；上市公司销量/成本不及预期；突发大规模不可控疫病；重大食品安全事件；政策扰动等。**

推荐（维持）

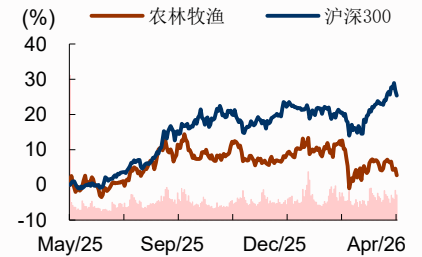
消费品/农林牧渔

行业规模

		占比%
股票家数（只）	89	1.7
总市值（十亿元）	1064.9	0.9
流通市值（十亿元）	933.5	0.9

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-3.3	-8.7	4.5
相对表现	-7.0	-13.7	-19.9



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《USDA 月度供需报告点评 202605 一新季全球粮食供应趋紧，看好国际粮价抬升》2026-05-14
- 2、《禽养殖 2026 年 4 月跟踪报告—饲料成本上涨，养殖端仍有微利》2026-05-14
- 3、《农林牧渔行业 2026Q1 公募基金持仓分析—农业持仓市值环比继续下降，板块显著低配》2026-04-29

施腾 S1090522080002  
 shiteng@cmschina.com.cn  
 李秋燕 S1090521070001  
 liqiuyan@cmschina.com.cn

## 正文目录

一、生猪养殖：猪价底部下探，周期向上蓄势.....	5
1、经营回顾：猪价底部下探，上市猪企全面亏损.....	5
2、财报分析：上市猪企全面亏损，资产负债率维持高位.....	6
二、禽养殖：25 年板块显著改善，26Q1 禽企表现优异.....	11
1、回顾：25 年下半年起景气修复，26Q1 表现亮眼.....	12
2、展望：白鸡种禽景气有望回升，看好黄鸡盈利释放.....	13
三、后周期（饲料、动保）：行业强者恒强，龙头海外维持高增.....	15
1、饲料：原料价格整体平稳，龙头份额持续提升.....	15
2、动保：26Q1 盈利承压，关注新品表现.....	17
四、种业：看好玉米种业景气修复，关注极端气候催化.....	18
1、回顾：水稻及玉米种业景气分化，板块整体承压.....	19
五、投资建议：猪价向上蓄势，饲企出海打开成长空间.....	20
六、风险提示.....	20

## 图表目录

图 1：2016-2026 年，全国猪价季度走势图.....	5
图 2：2021-2026 年，全国仔猪价格季度走势图.....	5
图 3：2013-2026 年，全国生猪均价走势图.....	5
图 4：2021 年以来全国以及龙头猪企出栏量季度变化情况.....	6
图 5：2021 年以来龙头猪企季度出栏量以及市占率情况.....	6
图 6：2018 年以来主要上市猪企的季度收入及其同比变化.....	8
图 7：2018 年以来主要上市猪企的季度盈利及其同比变化.....	8
图 8：2018 年以来主要上市猪企的季度现金流情况.....	8
图 9：2024 年以来龙头猪企的现金流情况.....	8
图 10：2019 年以来主要上市猪企资产负债率情况.....	9
图 11：2026Q1 主要上市猪企资产负债率情况.....	9
图 12：2020 年以来上市猪企的季度生产性生物资产变化.....	9
图 13：2020 年以来主要上市猪企的季度固定资产 YOY.....	10
图 14：2020 年以来主要上市猪企的季度在建工程 YOY.....	10

图 15: 2020 年以来主要上市猪企的季度资本开支 YOY .....	10
图 16: 2021 年以来各方统计的能繁母猪存栏月度环比变化 .....	11
图 17: 国家统计局统计的能繁母猪存栏季度环比变化 .....	11
图 18: 2010 年以来行业养殖利润变化情况 .....	11
图 19: 商品猪出栏均重变化情况 .....	11
图 20: 监测样本二次育肥占比变化 .....	11
图 21: 监测样本淘汰母猪价格变化 .....	11
图 22: 白羽鸡企业苗鸡价格走势参考 .....	13
图 23: 上市公司鸡肉价格走势参考 .....	13
图 24: 黄羽鸡上市企业鸡价走势 .....	14
图 25: 国内黄羽鸡价格走势参考 .....	14
图 26: 白羽鸡价格和鸡产品价格走势 .....	14
图 27: 苗鸡和毛鸡养殖利润走势 .....	14
图 28: 白羽鸡祖代种鸡存栏 (单位: 万套) .....	14
图 29: 白羽鸡父母代种鸡存栏 (单位: 万套) .....	14
图 30: 2011-2026 年, 玉米/豆粕现货价走势图 .....	15
图 31: 2015-2026 年, 生猪/肉鸡料均价走势图 .....	15
图 32: 18Q1 至 26Q1 动保上市公司收入及同比变化情况 .....	18
图 33: 18Q1 至 26Q1 动保上市公司盈利及同比变化情况 .....	18
图 34: 18Q1 至 26Q1 动保上市公司毛利率及同比变化情况 .....	18
表 1: 2025 年, 主要上市猪企收入及盈利情况 .....	7
表 2: 26Q1, 主要上市猪企收入及盈利情况 .....	7
表 3: 2025 年及 2026Q1 禽板块营收及扣非净利润表现情况 .....	12
表 4: 主要禽养殖企业毛利率表现 .....	13
表 5: 主要禽养殖企业净利率变化情况 .....	13
表 6: 2025 年主要饲料企业收入、利润情况 .....	16
表 7: 2026Q1 主要饲料企业经营情况 .....	16
表 8: 2025 年动保企业经营情况 .....	17
表 9: 26Q1 动保企业经营情况 .....	17
表 10: 2025 年及 2026Q1 种业板块营收及扣非净利润表现情况 .....	19
表 11: 主要种业企业毛利率表现 .....	19

表 12: 主要种业企业净利率变化情况 .....20

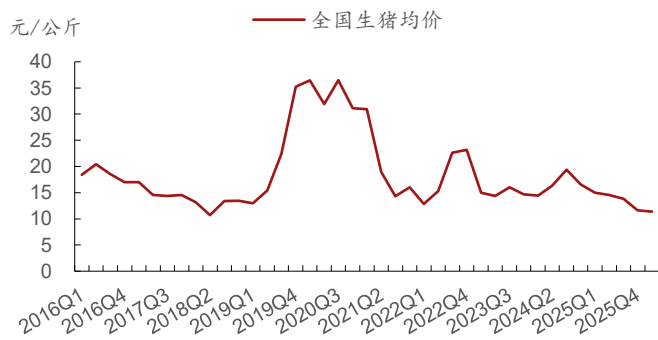
## 一、生猪养殖：猪价底部下探，周期向上蓄势

### 1、经营回顾：猪价底部下探，上市猪企全面亏损

**猪价：25 年猪价前高后低，26Q1 猪价继续下行。**24 年母猪产能恢复逐步向生猪供给端传导，猪价整体呈现下行趋势，受春节前行业库存出清较为彻底以及节后压栏影响，上半年猪价表现淡季不淡，但随着供给端的持续增长以及前期压栏的逐步释放，猪价稳步下行。进入 26Q1，受春节前行业库存未明显出清、行业生产效率提升以及节后需求淡季影响，生猪供给压力仍大，猪价延续下行趋势。

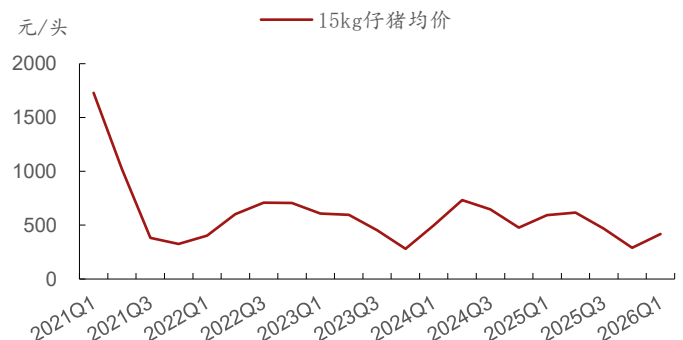
1) 肥猪价格：根据博雅和讯数据，2025 年，全国生猪均价 13.8 元/公斤，同比-18%。26Q1，全国生猪均价 11.4 元/公斤，同比-24%、环比-2.0%。2) 仔猪价格：根据博雅和讯数据，2025 年，全国 15kg 仔猪均价 492 元/头，同比-17%。26Q1，全国 15kg 仔猪均价 419 元/头，同比-29%、环比+45%，主要系补栏旺季所致。

图 1：2016-2026 年，全国猪价季度走势图



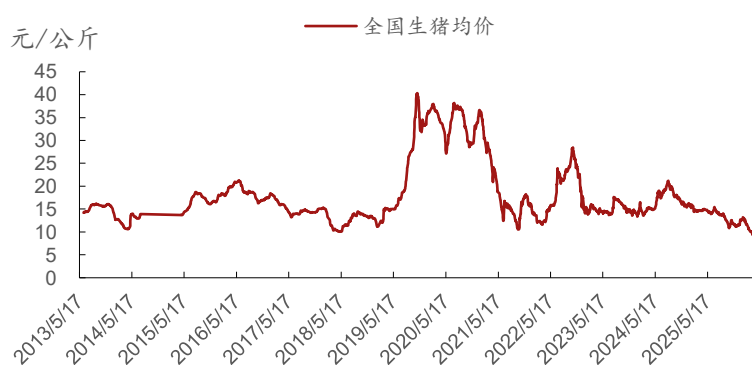
资料来源：博亚和讯，招商证券

图 2：2021-2026 年，全国仔猪价格季度走势图



资料来源：博亚和讯，招商证券

图 3：2013-2026 年，全国生猪均价走势图



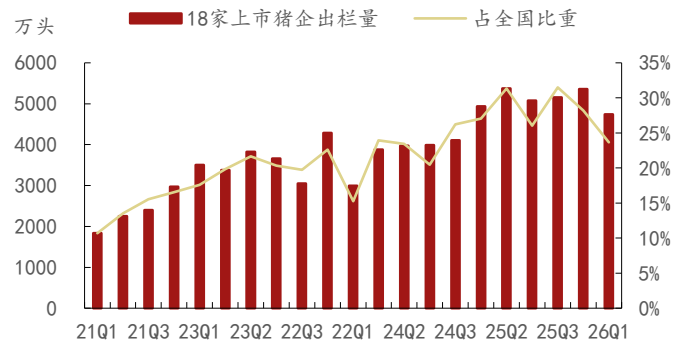
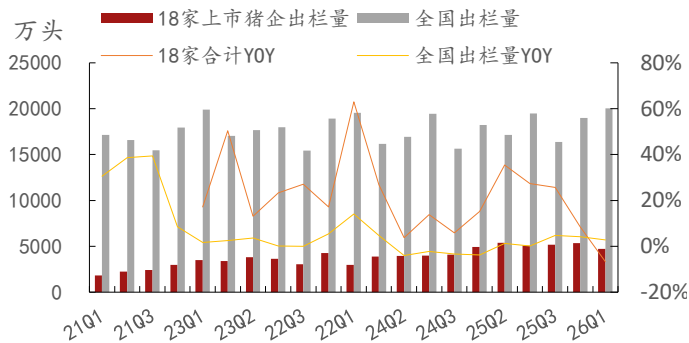
资料来源：博亚和讯，招商证券

**出栏量：生猪供给仍较宽松，上市猪企产能仍处释放期。**1) 从国家统计局的数据来看，2025 年，全国生猪出栏 7.20 亿头，同比增长 2.4%。26Q1，全国生猪出栏 2.00 亿头，同比+2.8%、环比+5.5%。2) 从上市公司出栏量来看，2025 年，18 家上市猪企合计出栏生猪 2.10 亿头，同比+23%。26Q1，18 家上市猪企合计出栏生猪 4736 万头，同比-6.7%、环比-12%，主要系统口径有所调整所

致。整体来看，上市猪企产能仍处释放期，16家上市猪企出栏同比实现正增长、仅2家上市猪企出栏同比转负。18家上市猪企出栏量占全国生猪出栏量的比重提升至2025年的28%。

图 4：2021 年以来全国以及龙头猪企出栏量季度变化情况

图 5：2021 年以来龙头猪企季度出栏量以及市占率情况



资料来源：国家统计局、公司公告，招商证券。注：样本公司包括牧原股份、温氏股份、新希望、德康农牧、大北农、天邦食品、唐人神、新五丰、正邦科技、中粮家佳康、天康生物、巨星农牧、华统股份、神农集团、京基智农、傲农生物、金新农、东瑞股份。

资料来源：国家统计局、公司公告，招商证券。注：样本公司包括牧原股份、温氏股份、新希望、德康农牧、大北农、天邦食品、唐人神、新五丰、正邦科技、中粮家佳康、天康生物、巨星农牧、华统股份、神农集团、京基智农、傲农生物、金新农、东瑞股份。

## 2、财报分析：上市猪企全面亏损，资产负债率维持高位

**营业收入：26Q1 营收同比-2.6%。**2025年，猪价同比下跌18%，但受上市猪企出栏同比明显提升影响，18家上市猪企收入端仍有所增长，合计实现营业收入5393亿元，同比增长3.3%。26Q1，猪价同比下跌24%，拖累猪企收入下滑，18家上市猪企合计实现营业收入1158亿元，同比-2.6%、环比-5.8%。其中，正邦科技（+25%）、傲农生物（+24%）、东瑞股份（+26%）同比增速超20%。

**盈利：26Q1 归母净利润同比转亏。**2025年，猪价前高后低、整体呈现下行趋势，但受益于行业生产效率显著提升，上市猪企成本端明显改善，但仍呈现显著分化，主要上市猪企仍实现一定盈利，18家上市猪企合计实现盈利153亿元，同比-59%。26Q1，受猪价下跌影响，行业进入全面亏损，但上市猪企成本方差较大，成本控制能力较强的头部猪企头均亏损幅度显著小于行业平均水平，18家上市猪企合计实现亏损75.1亿元，同比转亏、环比减亏。



表 1: 2025 年, 主要上市猪企收入及盈利情况

	2025 年经营情况						
	出栏量	出栏量 YOY	收入	收入 YOY	毛利率	盈利	盈利 YOY
牧原股份	7798	8.9%	1441	4.5%	18%	155	-13%
温氏股份	4048	34%	1039	-1.7%	11%	52.7	-43%
新希望	1755	6.2%	1069	3.7%	6.3%	-17.8	转亏
德康农牧	1083	23%	232	3.1%	14%	14.3	-65%
正邦科技	854	106%	148	67%	8.0%	-5.5	转亏
天邦食品	666	11%	86.9	-9.9%	8.6%	-13.1	转亏
中粮家佳康	603	69%	186	14%	1.8%	-7.5	转亏
新五丰	542	28%	72.6	3.0%	1.0%	-8.8	转亏
唐人神	533	23%	242	-0.5%	4.1%	-11.9	转亏
巨星农牧	458	66%	80.0	32%	7.3%	0.3	-94%
大北农	450	-30%	291	1.2%	13%	-6.4	转亏
天康生物	319	5.3%	170	-1.1%	10%	2.1	-65%
神农集团	307	35%	53.5	-4.2%	16%	3.4	-51%
华统股份	261	2.1%	80.7	-11%	4.5%	-1.4	转亏
京基智农	231	7.8%	48.7	-18%	14%	1.5	-79%
傲农生物	175	-17%	84.7	-3.3%	6.3%	0.8	-87%
东瑞股份	148	69%	21.3	40%	12%	-1.6	增亏
金新农	148	23%	47.5	4.0%	4.8%	-2.9	转亏
<b>合计</b>	<b>20380</b>	<b>18%</b>	<b>5393</b>	<b>3.3%</b>	<b>11%</b>	<b>153</b>	<b>-59%</b>

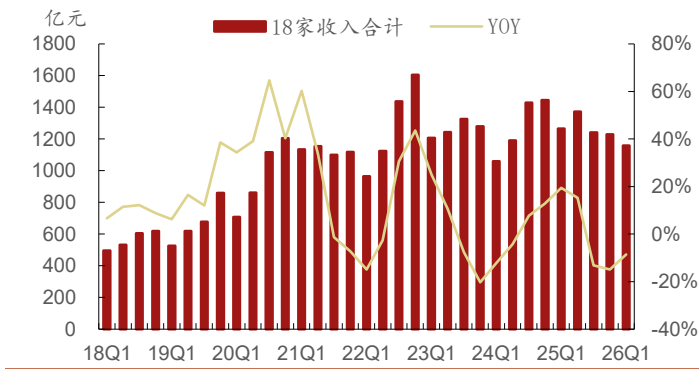
资料来源: 公司公告, 招商证券。注: 单位: 亿元、万头

表 2: 26Q1, 主要上市猪企收入及盈利情况

	26Q1 经营情况									
	出栏量	同比	环比	收入	收入 YOY	收入环比	毛利率	盈利	盈利 YOY	盈利环比
牧原股份	1836	-19%	-11%	299	-17%	-7.6%	5.2%	-12.1	转亏	转亏
温氏股份	934	8.7%	-11%	245	0.3%	-13%	2.7%	-10.7	转亏	转亏
新希望	270	-36%	-37%	273	12%	3.6%	5.2%	-9.0	转亏	减亏
德康农牧	273	9.6%	-11%	-	-	-	-	-	-	-
正邦科技	262	59%	-6.5%	37.6	25%	-9.1%	3.9%	-4.1	转亏	减亏
天邦食品	112	-24%	-9.7%	18.7	-23%	-5.1%	7.1%	-7.1	转亏	减亏
中粮家佳康	152	3.9%	-5.7%	-	-	-	-	-	-	-
新五丰	82.0	-35%	18%	15.6	-16%	-16%	2.7%	-3.8	转亏	减亏
唐人神	120	-5.1%	-19%	53.8	-10%	-4.5%	1.9%	-6.3	增亏	减亏
巨星农牧	116	39%	-30%	19.3	17%	-18%	-3.8%	-3.6	转亏	增亏
大北农	135	29%	0.8%	71.9	4.7%	-14%	9.8%	-1.7	转亏	减亏
天康生物	89.9	11%	-1.0%	39.2	-6.3%	16%	3.9%	-1.6	转亏	减亏
神农集团	81.7	-5.0%	-0.7%	13.2	-10%	-7.5%	-3.2%	-6.5	转亏	增亏
华统股份	87.7	32%	19%	18.6	-10%	-6.0%	-2.4%	-2.4	转亏	增亏
京基智农	57.7	18%	-0.4%	11.8	6.9%	-1.4%	-3.2%	-2.3	转亏	增亏
傲农生物	50.0	42%	-1.9%	22.1	24%	3.1%	4.3%	-0.1	转亏	减亏
东瑞股份	47.9	54%	21%	6.2	26%	16%	-2.0%	-1.9	增亏	增亏
金新农	27.6	-17%	3.2%	13.1	13%	9.1%	-2.1%	-1.8	增亏	减亏
<b>合计</b>	<b>4736</b>	<b>-6.7%</b>	<b>-12%</b>	<b>1139</b>	<b>-4.2%</b>	<b>-5.5%</b>	<b>4.3%</b>	<b>-71.5</b>	<b>转亏</b>	<b>减亏</b>

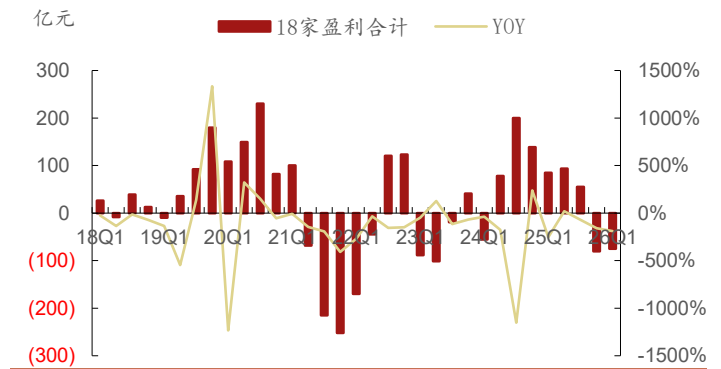
资料来源: 公司公告, 招商证券。注: 单位: 亿元、万头

图 6：2018 年以来主要上市猪企的季度收入及其同比变化



资料来源：公司公告、招商证券。注：样本公司包括牧原股份、温氏股份、新希望、德康农牧、大北农、天邦食品、唐人神、新五丰、正邦科技、中粮家佳康、天康生物、巨星农牧、华统股份、神农集团、京基智农、傲农生物、金新农、东瑞股份。

图 7：2018 年以来主要上市猪企的季度盈利及其同比变化

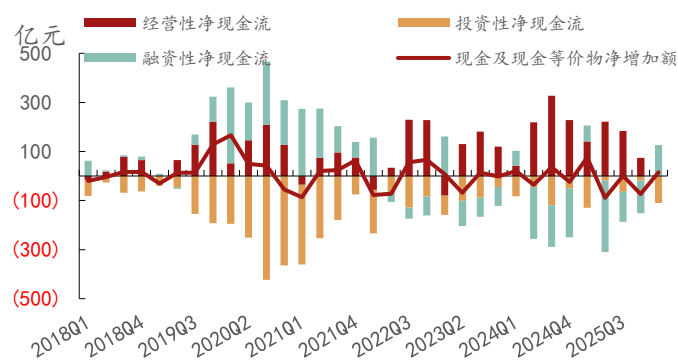


资料来源：公司公告、招商证券。注：样本公司包括牧原股份、温氏股份、新希望、德康农牧、大北农、天邦食品、唐人神、新五丰、正邦科技、中粮家佳康、天康生物、巨星农牧、华统股份、神农集团、京基智农、傲农生物、金新农、东瑞股份。

**经营性现金流环比转负，资产负债率维持高位。**整体来看，26Q1，受猪价深跌影响，主要上市猪企经营性现金流整体呈现净流出趋势，成本控制能力较强的龙头猪企经营性现金流表现明显更佳，同时头部猪企资本开支维持在较低水平，上市猪企资产负债率保持基本稳定。具体来看：

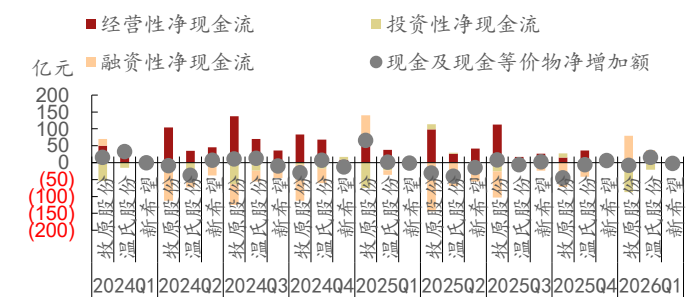
**1) 经营性现金流环比转负。**整体来看，26Q1，受猪价下跌影响，主要上市猪企经营性现金流呈现净流出趋势，但成本控制能力较强的龙头猪企经营性现金流现状明显更优。经营性现金流方面，26Q1，18 家上市猪企实现经营性现金净流入 1.34 亿元，连续 11 个季度实现净流入后首次转负。投资性现金流方面，26Q1，18 家上市猪企投资性现金净流出 109 亿元，环比 25Q4 的 18.1 亿元有所扩大。融资性现金流方面，26Q1，18 家上市猪企融资性现金流净额 127 亿元，主要系牧原股份港股 IPO 所致。

图 8：2018 年以来主要上市猪企的季度现金流情况



资料来源：公司公告、招商证券。注：样本公司包括牧原股份、温氏股份、新希望、德康农牧、大北农、天邦食品、唐人神、新五丰、正邦科技、中粮家佳康、天康生物、巨星农牧、华统股份、神农集团、京基智农、傲农生物、金新农、东瑞股份。

图 9：2024 年以来龙头猪企的现金流情况

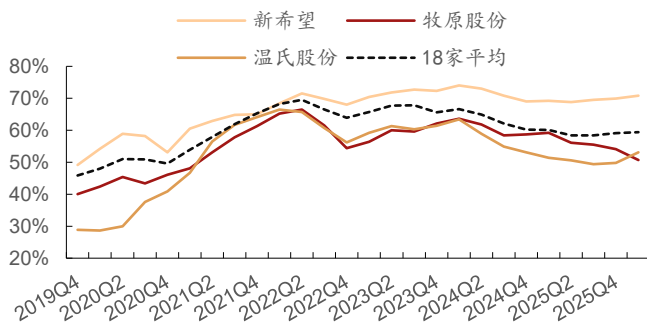


资料来源：公司公告、招商证券

**2) 资产负债率维持高位：**26Q1，猪价整体下行，行业陷入全面亏损，上市猪企资产负债率整体维持高位、但分化较为明显。截至 26Q1 末，18 家上市猪企平均资产负债率 59%，环比提升 0.3 个百分点。其中，牧原股份环比下降 3.4 个百分点至 51%。值得注意的是，截至报告期末，主要上市猪企资产负债率仍处于历史较高水平，天邦食品（84%）、新五丰（81%）、金新农（79%）、新希望（71%）

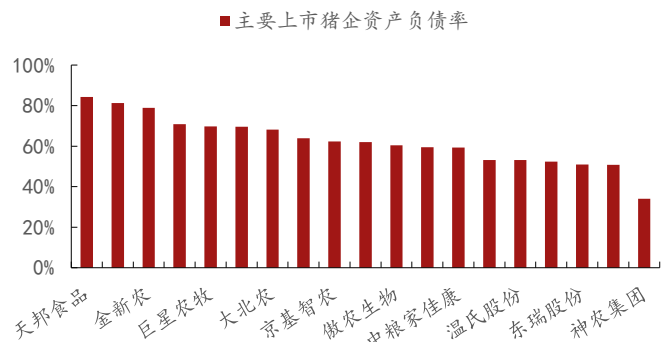
资产负债率均维持在 70% 以上，仅神农集团（34%）1 家上市猪企资产负债率维持在 50% 以下。

图 10：2019 年以来主要上市猪企资产负债率情况



资料来源：公司公告、招商证券。注：样本公司包括牧原股份、温氏股份、新希望、德康农牧、大北农、天邦食品、唐人神、新五丰、正邦科技、中粮家佳康、天康生物、巨星农牧、华统股份、神农集团、京基智农、傲农生物、金新农、东瑞股份。

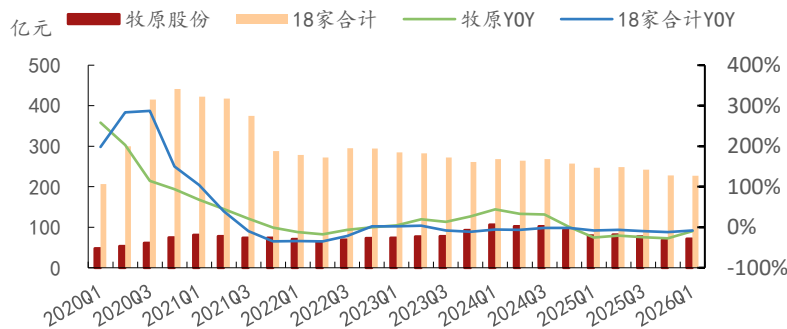
图 11：2026Q1 主要上市猪企资产负债率情况



资料来源：公司公告、招商证券

**生产性生物资产同比回落。**截至 26Q1 末，18 家上市猪企生产性生物资产合计 227 亿元，同比-8.1%、环比-0.2%，主要系：1）反内卷背景下，头部猪企主动配合调减母猪产能；2）种猪生产效率提升、母猪账面价值下降影响。从同比变化来看，温氏股份（+4.0%）、大北农（+18%）、唐人神（+23%）、正邦科技（+4.1%）、天康生物（+12%）、神农集团（+5.3%）、傲农生物（+23%）同比实现增长；新希望（-35%）、天邦食品（-27%）、东瑞股份（-18%）同比降幅超过 15%。

图 12：2020 年以来上市猪企的季度生产性生物资产变化

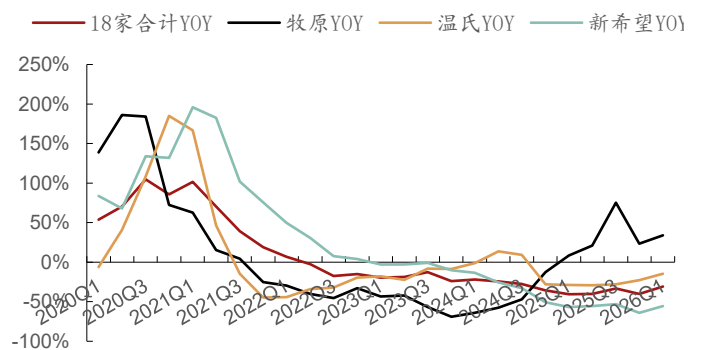
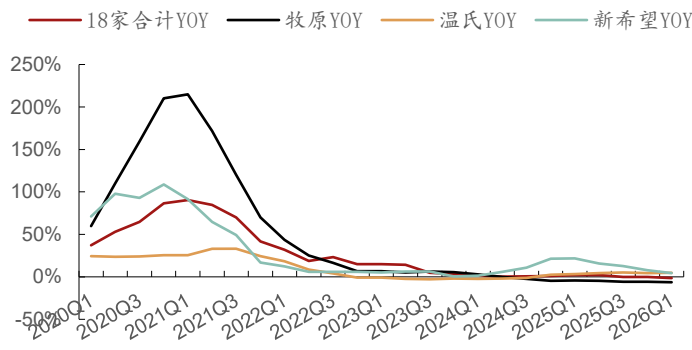


资料来源：公司公告、招商证券。注：样本公司包括牧原股份、温氏股份、新希望、德康农牧、大北农、天邦食品、唐人神、新五丰、正邦科技、中粮家佳康、天康生物、巨星农牧、华统股份、神农集团、京基智农、傲农生物、金新农、东瑞股份。

**固定资产增速转负，在建工程降幅收窄。**固定资产方面，截至 26Q1 末，18 家上市猪企固定资产合计 2709 亿元，同比-1.5%、环比-1.2%。其中，正邦科技（+15%）、神农集团（+6.1%）固定资产同比增速超 5%。在建工程方面，截至 26Q1 末，18 家上市猪企在建工程合计 147 亿元，同比降幅收窄至 31%、环比增长 10%，其中，牧原股份（+34%）、天康生物（+16%）、京基智农（+10%）同比增速超 10%。

图 13: 2020 年以来主要上市猪企的季度固定资产 YOY

图 14: 2020 年以来主要上市猪企的季度在建工程 YOY

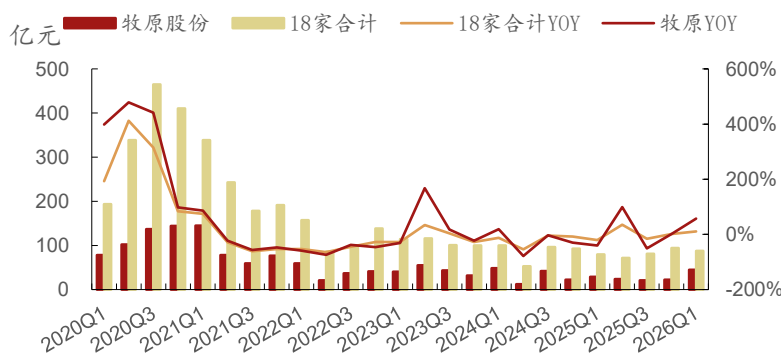


资料来源：公司公告、招商证券。注：样本公司包括牧原股份、温氏股份、新希望、德康农牧、大北农、天邦食品、唐人神、新五丰、正邦科技、中粮家佳康、天康生物、巨星农牧、华统股份、神农集团、京基智农、傲农生物、金新农、东瑞股份。

资料来源：公司公告、招商证券。注：样本公司包括牧原股份、温氏股份、新希望、德康农牧、大北农、天邦食品、唐人神、新五丰、正邦科技、中粮家佳康、天康生物、巨星农牧、华统股份、神农集团、京基智农、傲农生物、金新农、东瑞股份。

**资本开支维持低位。**受现金流偏紧影响，上市猪企仍维持较低的资本开支水平，26Q1，18 家上市猪企资本开支 88 亿元，同比+10%、环比-7.0%，继续保持近年来的低位水平，主要系头部猪企资本开支恢复性增长所致。其中，牧原股份（+57%）、新希望（+16%）、正邦科技（+81%）、华统股份（+89%）资本开支同比增幅超过 10%。

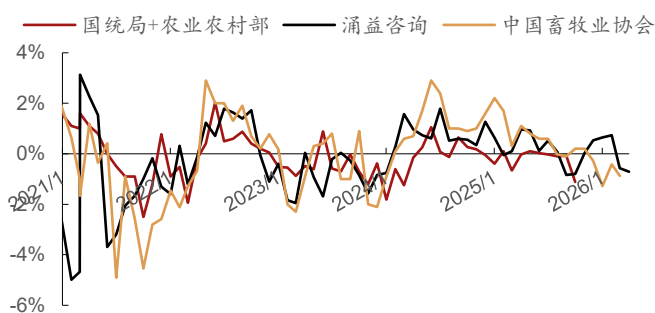
图 15: 2020 年以来主要上市猪企的季度资本开支 YOY



资料来源：公司公告、招商证券。注：样本公司包括牧原股份、温氏股份、新希望、德康农牧、大北农、天邦食品、唐人神、新五丰、正邦科技、中粮家佳康、天康生物、巨星农牧、华统股份、神农集团、京基智农、傲农生物、金新农、东瑞股份。

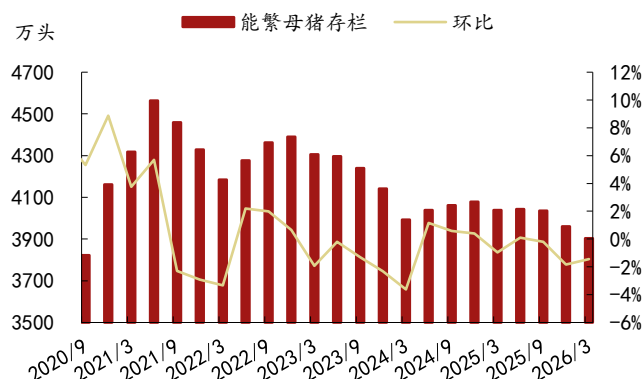
**母猪产能去化或提速，优选“低成本+”龙头。**从行业层面来看，一方面，当前行业陷入全面深度现金亏损状态，自 25 年 9 月起，行业已累计亏损 7 个月，随着行业亏损的时间拉长，预计产业端逐步进入实质性去产能阶段。另一方面，26 年 4 月政治局会议强调稳定生猪价格，农业农村部成立生猪产业监测预警专家咨询委员会，并将能繁母猪正常保有量从 3900 万头下调至 3750 万头，生猪产能调控加码或进一步加速母猪产能去化。**从公司层面来看**，根据上市猪企 26Q1 业绩来看，行业养殖成本方差仍大，优质龙头猪企成本优势继续领先，资产负债率稳步下降，内在价值显著提升。标的选择方面，我们重点推荐成本优势明显、现金流表现优异的牧原股份、温氏股份，建议关注神农集团、德康农牧、巨星农牧、天康生物、东瑞股份、中粮家佳康等。

图 16: 2021 年以来各方统计的能繁母猪存栏月度环比变化



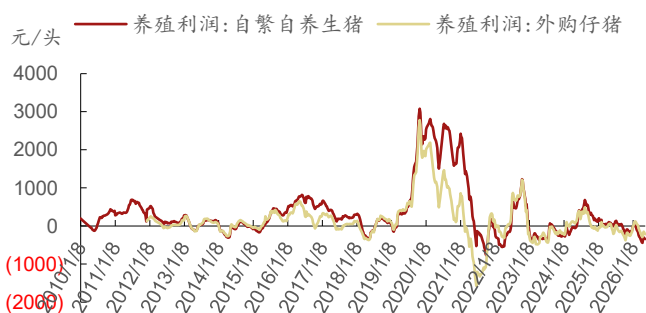
资料来源: 农业农村部、涌益咨询、中国畜牧业协会, 招商证券

图 17: 国家统计局统计的能繁母猪存栏季度环比变化



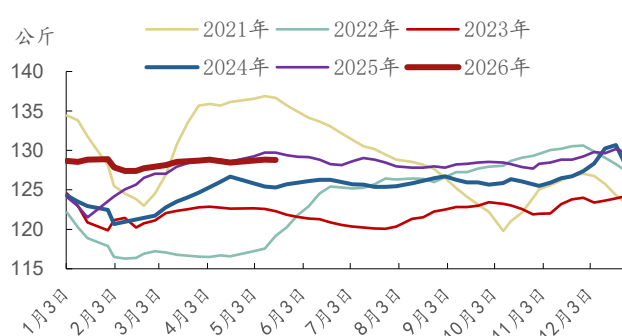
资料来源: 国家统计局, 招商证券

图 18: 2010 年以来行业养殖利润变化情况



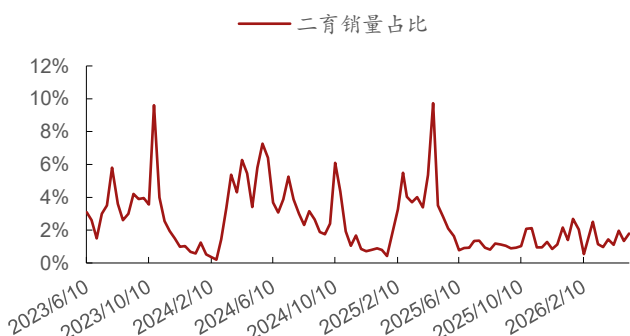
资料来源: 博亚和讯, 招商证券

图 19: 商品猪出栏均重变化情况



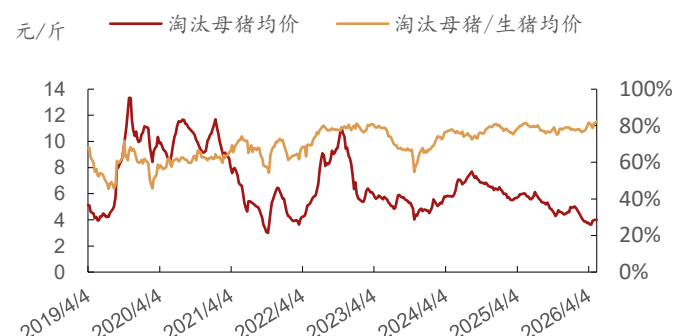
资料来源: 涌益咨询, 招商证券

图 20: 监测样本二次育肥占比变化



资料来源: 涌益咨询, 招商证券

图 21: 监测样本淘汰母猪价格变化



资料来源: 博亚和讯、涌益咨询, 招商证券

## 二、禽养殖: 25 年板块显著改善, 26Q1 禽企表现优异

2025 年禽板块显著改善, 26Q1 禽企表现优异。2025 年禽养殖板块营收合计同

比增加 8%，扣非净利润同比减亏；其中单四季度合计营收同比下滑 0.5%，扣非净利润同比下滑 58%。26Q1 禽养殖板块营收合计同比-2%；扣非净利润同比下滑 8%。

表 3：2025 年及 2026Q1 禽板块营收及扣非净利润表现情况

单位：亿元	营收规模及增速				扣非净利润规模			
	2025A	2026Q1	2025A	2026Q1	2025A	2026Q1	2025A	2026Q1
益生股份	29.5	7.8	-6%	-20%	1.70	1.03	-66%	813%
民和股份	21.6	4.7	0%	-20%	-2.87	-0.70	-9%	5%
圣农发展	200.9	51.6	8%	7%	8.45	2.64	22%	55%
仙坛股份	57.7	13.1	9%	-12%	2.17	0.69	35%	61%
禾丰股份	357.6	89.3	10%	5%	-0.75	0.07	-122%	-94%
湘佳股份	44.7	11.4	6%	-7%	0.17	0.12	-85%	-52%
立华股份	187.3	45.9	6%	-9%	6.06	1.43	-60%	-22%
晓鸣股份	12.2	2.6	26%	-21%	0.78	-0.23	130%	-124%
合计	912	226	8%	-2%	15.71	5.05	-49%	-8%

资料来源：wind，公司公告，招商证券

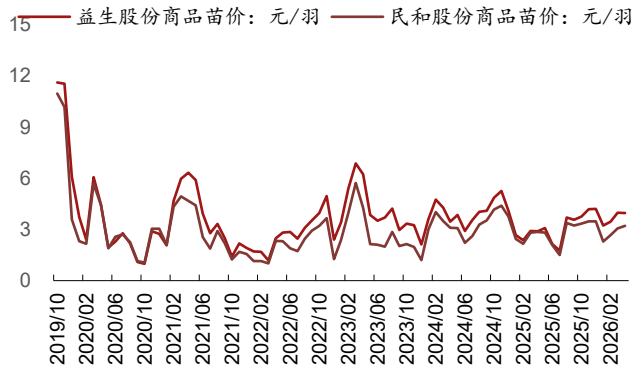
## 1、回顾：25 年下半年起景气修复，26Q1 表现亮眼

**2025 年禽板块收入逐季度增长，养殖成本改善驱动利润显著修复。（1）白羽鸡：**

2025 年主产区鸡苗均价为 2.85 元/羽，同比下滑 15.6%；鸡产品均价 8858 元/吨，同比下滑 6%；毛鸡均价约 7.09 元/千克，同比下滑 6.7%。从产业链来看，2025 年全行业白羽鸡供应仍呈增量，全年行业屠宰 92.86 亿只（yoy+6.4%），对应鸡价及养殖利润均有下滑，养殖端亏损幅度较上年显著收窄。从上市公司经营表现来看，2025 年 3 月行业引种逐步恢复，受终端鸡肉价格低位运行等多重因素影响，2025 年白羽鸡苗上半年整体承压，下半年逐步回暖，上游企业业绩稳中略有下滑；中下游企业扎实推进降本增效、综合养殖成本较上年大幅下降，同时不断优化产品结构，盈利能力显著提升。（2）黄羽鸡：以浙江区域黄羽鸡价格为例，2025 年雪山草鸡均价 7.34 元/斤，同比-9%；快大鸡均价 4.68 元/斤，同比-8%。2025 年黄羽鸡价格低迷，行业经历了长达半年以上的亏损，自四季度起景气向上；头部企业养殖效率持续提升，自 25 年 9 月起羽均盈利迎来大幅改善，立华、温氏等黄羽鸡业务均实现较好的年度盈利。

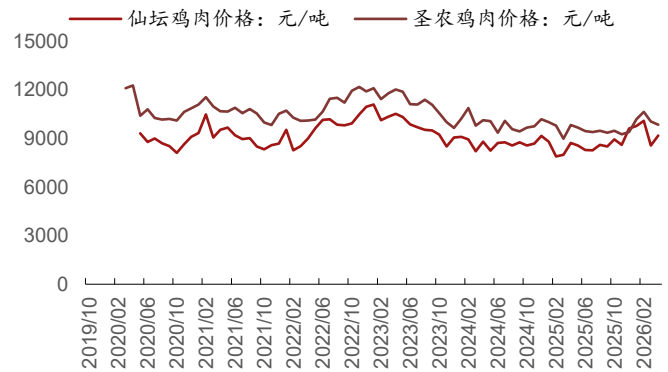
**26Q1 禽板块盈利表现亮眼。**一季度禽板块表现亮眼，部分禽企业绩下滑主要是因为兼营生猪养殖业务，拖累盈利表现。（1）白羽鸡：2026Q1 主产区鸡苗均价为 2.69 元/羽，同比增加 5%；鸡产品 9210 元/吨，同比增加 1%；毛鸡均价约 7.46 元/千克，同比增加 8%。26Q1 禽产业链景气度整体好于上年同期，板块盈利能力有显著提升。（2）黄羽鸡：2026Q1 雪山草鸡均价 6.63 元/斤，同比+2%；快大鸡均价 4.89 元/斤，同比-0.3%。上年同期黄羽鸡行业整体陷入亏损，26Q1 禽板块景气度显著修复，板块盈利大幅改善；但部分养殖企业因为兼营生猪养殖业务，业绩表现受猪板块拖累明显。

图 22: 白羽鸡企业苗鸡价格走势参考



资料来源：上市公司公告、招商证券

图 23: 上市公司鸡肉价格走势参考



资料来源：上市公司公告、招商证券

表 4: 主要禽养殖企业毛利率表现

	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026Q1
益生股份	14%	14%	1%	32%	29%	18%	23%
民和股份	20%	18%	--	3%	8%	5%	--
圣农发展	20%	9%	9%	11%	11%	13%	14%
仙坛股份	10%	2%	3%	4%	5%	7%	9%
禾丰股份	9%	5%	6%	4%	6%	6%	7%
湘佳股份	28%	18%	19%	13%	18%	14%	15%
立华股份	9%	8%	14%	5%	16%	11%	11%
晓鸣股份	27%	22%	13%	1%	16%	22%	2%
合计	13%	8%	8%	7%	11%	9%	10%

资料来源：wind，公司公告，招商证券

表 5: 主要禽养殖企业净利率变化情况

	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026Q1
益生股份	6%	1%	-18%	17%	16%	5%	13%
民和股份	4%	2%	-29%	-19%	-12%	-12%	-15%
圣农发展	15%	3%	2%	3%	4%	7%	5%
仙坛股份	11%	3%	2%	4%	5%	5%	6%
禾丰股份	6%	0%	2%	-2%	1%	0%	0%
湘佳股份	8%	1%	3%	-4%	2%	1%	1%
立华股份	3%	-4%	6%	-3%	9%	3%	3%
晓鸣股份	9%	11%	1%	-19%	5%	7%	-9%
合计	8%	1%	2%	0%	4%	2%	2%

资料来源：wind，公司公告，招商证券

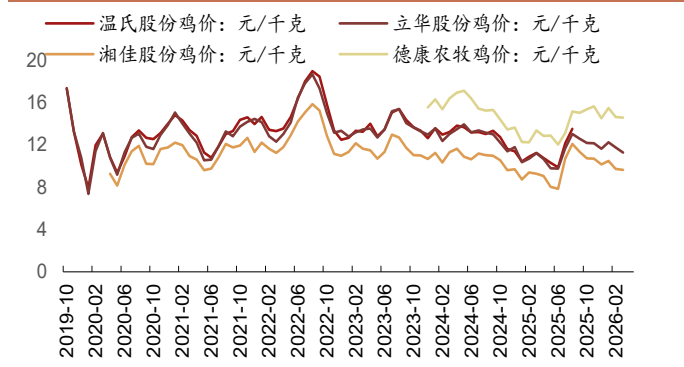
## 2、展望：白鸡种禽景气有望回升，看好黄鸡盈利释放

**白羽鸡：**一季度进口种源更新量承压，看好种禽端景气。2024 年 12 月我国祖代白羽肉鸡海外种鸡引种中断，直到 2025 年 3 月益生打通了法国引种新渠道；但 2025 年中国白羽肉鸡祖代进口量同比下降超过 10%，同时伴随着国内父母代种鸡性能亦有下降。另外受 25 年 11~12 月法国种鸡主产区曼恩-卢瓦尔省和阿摩尔滨海省禽流感的影响，安伟捷旗下品种在 26Q1 断供，科宝品种更新量同比下滑，进口种源更新量整体承压，一季度父母代价格表现优异，预计 2026 年优质父母代鸡苗将维持较高景气，并将传导至下游。另外 2025 年年中鸡价低迷时，

行业已出现提前淘汰父母代种鸡的现象，后续也将影响 2026 年商品代肉鸡苗的供给。看好种禽端景气。

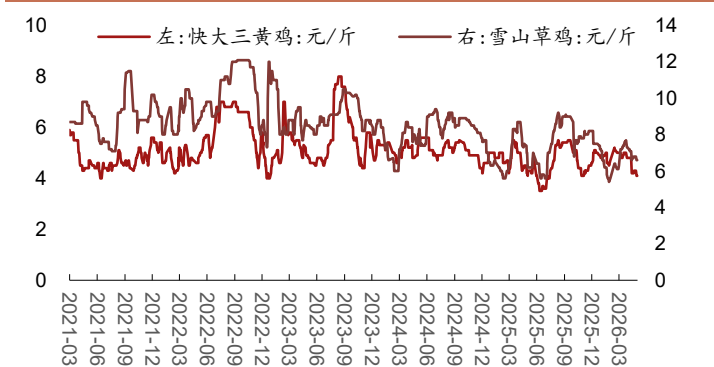
**黄羽鸡：鸡价回暖后有望大幅释放盈利弹性。** 25Q4 起黄鸡进入景气上行通道，鸡价显著回暖，优质企业迎量价齐升。当前黄羽肉鸡出栏成本已回落至低位，估计温氏黄羽鸡近月出栏成本已降至 5.7 元/斤左右，立华黄羽鸡近月出栏成本或已降至 5.5~5.6 元/斤左右；估算 26Q1 优质企业羽均盈利或在 1~2 元左右。看好头部企业盈利释放，重点推荐立华股份、德康农牧。

图 24：黄羽鸡上市企业鸡价走势



资料来源：公司公告、招商证券

图 25：国内黄羽鸡价格走势参考



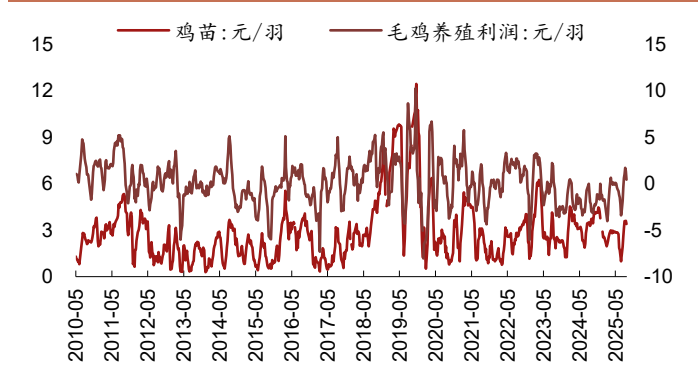
资料来源：Wind、招商证券

图 26：白羽鸡价格和鸡产品价格走势



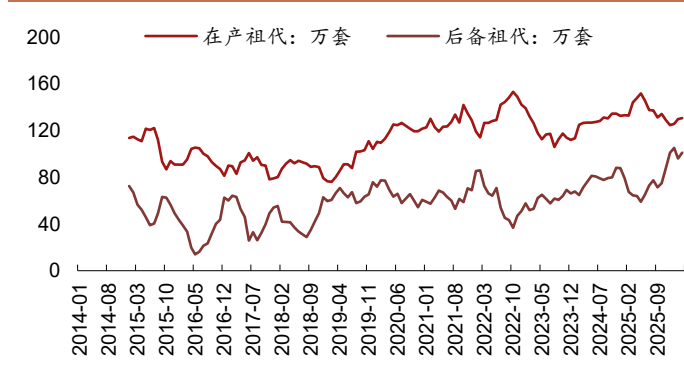
资料来源：博亚和讯、招商证券

图 27：苗鸡和毛鸡养殖利润走势



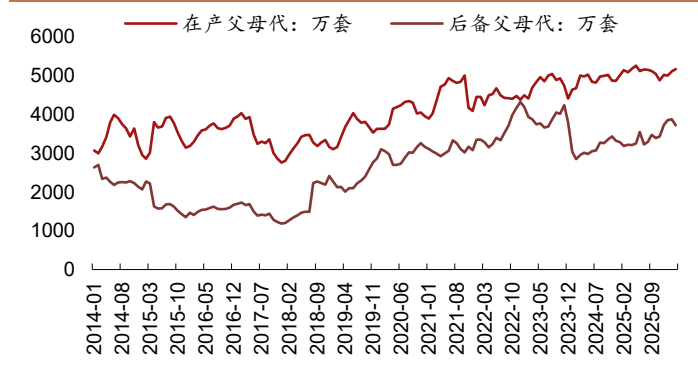
资料来源：博亚和讯、招商证券

图 28：白羽鸡祖代种鸡存栏（单位：万套）



资料来源：mysteel，招商证券

图 29：白羽鸡父母代种鸡存栏（单位：万套）



资料来源：mysteel，招商证券

白鸡种禽端景气向好，2026 年黄鸡或释放盈利。1) 白羽鸡：2025 年我国祖代

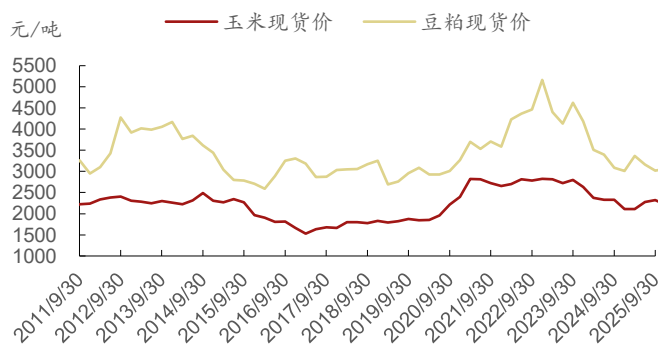
种鸡进口量同比下降超过 10%，再加上 2025 年 11~12 月法国种鸡主产区曼恩-卢瓦尔省和阿摩尔滨海省发生禽流感，年初以来进口种源更新量整体承压，一季度父母代价格表现优异，预计 26 年父母代种鸡的景气度较高，后续也将影响商品代鸡苗的供给。看好种禽端景气。重点推荐圣农发展。2) **黄羽鸡**：当前父母代种鸡存栏已降至历史偏低位水平，再加之 2025 年行业亏损半年以上，供给收缩为后续鸡价上涨奠定基础。25Q4 起黄鸡进入景气上行通道，鸡价显著回暖，优质企业迎量价齐升，羽均盈利表现优异。看好 26 年黄鸡高景气延续，重点推荐立华股份、德康农牧。

### 三、后周期（饲料、动保）：行业强者恒强，龙头海外维持高增

#### 1、饲料：原料价格整体平稳，龙头份额持续提升

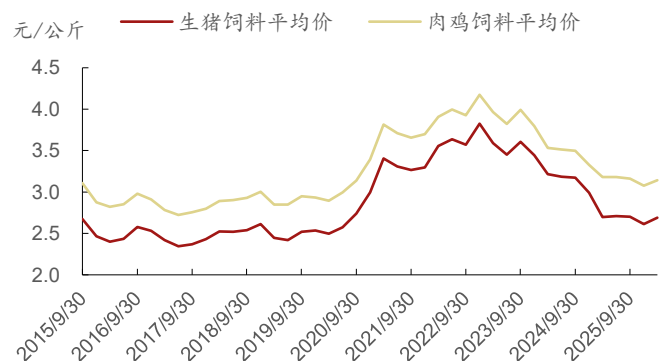
原料价格整体平稳，鱼粉价格明显上涨。2025 年，玉米、豆粕等饲料原料价格稳中有降，玉米、豆粕价格均价分别为 2228 元/吨、3152 元/吨，同比变化分别为 -2.5%、-3.1%。生猪、肉鸡料均价分别为 2.68 元/公斤、3.15 元/公斤，同比变化分别为 -15%、-9.2%。26Q1，受油价上涨影响，玉米、豆粕等饲料原料价格中枢抬升，玉米、豆粕价格均价分别为 2286 元/吨、3215 元/吨，同比变化分别为 +8.4%、-4.4%。生猪、肉鸡料均价分别为 2.69 元/公斤、3.18 元/公斤，同比变化分别为 -0.2%、-1.1%。此外，2025-26Q1，鱼粉价格分别为 11661 元/吨、14302 元/吨，同比变化分别为 -2.5%、36%。

图 30：2011-2026 年，玉米/豆粕现货价走势图



资料来源：Wind，招商证券

图 31：2015-2026 年，生猪/肉鸡料均价走势图



资料来源：国家发改委，招商证券

饲料需求回暖，生猪亏损拖累报表盈利。收入方面，2025 年，饲料价格有所下行，但饲料各品类需求均有所回升，9 家主要上市公司实现收入 3501 亿元，同比增长 6.6%。其中，海大集团(+12%)、禾丰股份(+9.9%)、粤海饲料(+9.8%)同比增速超 5%。盈利方面，9 家主要上市公司合计盈利 3.4 亿元，同比-95%，主要系猪价下行拖累报表盈利所致。其中，海大集团实现归母净利润 42.8 亿元，同比-5.0%。毛利率方面，9 家主要上市公司毛利率为 8.2%，同比下降 1.2 个百

分点。

**饲料产量同比回暖，头部企业份额提升。** 1) 从行业饲料产量上来看，根据中国饲料工业协会数据，2025 年，全国工业饲料产量 3.42 亿吨，同比增长 8.6%。其中，猪料 1.66 亿吨，同比增长 16%；蛋禽饲料 3282 万吨，同比增长 1.4%；肉禽料 1.01 亿吨，同比增长 3.5%；反刍料 1476 万吨，同比+1.8%；水产料 2323 万吨，同比+2.7%；宠物料 188 万吨，同比+18%。26Q1，全国工业饲料产量 8158 万吨，同比+5.8%。2) 从上市公司饲料销量上来看，2025 年，海大集团、新希望等饲料龙头仍维持较高增速，海大集团实现饲料外销量 2986 万吨，同比+22%，其中禽料、猪料、水产料销量分别为 1470 万吨(+16%)、770 万吨(+37%)、696 万吨(+19%)；新希望实现饲料外销量 2451 万吨，同比+16%，其中禽料、猪料、水产料销量分别为 1657 万吨(+13%)、533 万吨(+26%)、197 万吨(+17%)。

表 6: 2025 年主要饲料企业收入、利润情况

	收入	YOY	毛利率	盈利	YOY
海大集团	1285	12%	10%	42.8	-5.0%
新希望	1069	3.7%	6.3%	-17.8	转亏
唐人神	242	-0.5%	4.1%	-11.9	转亏
大北农	291	1.2%	13%	-6.4	转亏
禾丰股份	358	9.9%	5.8%	0.5	-85%
傲农生物	84.7	-3.3%	6.3%	0.8	-87%
天马科技	60.0	2.5%	7.3%	-1.8	转亏
粤海饲料	64.9	9.8%	9.5%	0.2	扭亏
金新农	47.5	4.0%	4.8%	-2.9	转亏
合计	3501	6.6%	8.2%	3.4	-95%

资料来源：公司公告，招商证券。注：单位：亿元

表 7: 2026Q1 主要饲料企业经营情况

	2026Q1 经营情况								
	收入	YOY	环比	毛利率	同比	环比	盈利	YOY	环比
海大集团	290	13%	-10%	9.9%	-2.7%	2.0%	8.9	-31%	543%
新希望	273	12%	3.6%	5.2%	-3.2%	2.3%	-9.0	转亏	减亏
唐人神	53.8	-10%	-4.5%	1.9%	-3.7%	3.8%	-6.3	增亏	减亏
大北农	71.9	4.7%	-14%	9.8%	-4.0%	-1.9%	-1.7	转亏	减亏
禾丰股份	89.3	16%	16%	7.4%	0.0%	1.6%	0.1	-93%	扭亏
傲农生物	22.1	24%	3.1%	4.3%	-4.2%	1.4%	-0.1	转亏	转亏
天马科技	15.5	3.5%	3.4%	8.4%	-0.6%	10%	0.1	-61%	扭亏
粤海饲料	15.3	64%	2.6%	11%	2.4%	3.4%	0.1	扭亏	扭亏
金新农	13.1	13%	9.1%	-2.1%	-9.6%	-1.1%	-1.8	转亏	减亏
合计	844	11%	-2.8%	7.3%	-2.7%	-2.7%	-9.8	转亏	减亏

资料来源：公司公告，招商证券。注：单位：亿元

**国内价值 & 海外成长，持续推荐海大集团。** 2025 年，生猪养殖和禽养殖板块存栏逐步恢复，带动畜禽料需求明显修复，下游水产养殖端景气度回升提振水产料需求。饲料需求整体呈现恢复趋势。对于海大集团而言：**国内方面**，公司凭借高性价比产品以及全流程服务体系打造强大的竞争壁垒，有望取得市占率的稳步提升。同时，公司国内资本开支高峰期已过，饲料销量增长或带动单吨折旧明显

改善，带动盈利释放，价值属性凸显。海外方面，海外饲料空间更为广阔，公司在国内激烈的竞争环境中已形成较强竞争力，有望将国内成熟的竞争范式复制到海外市场，打开成长空间。继续重点推荐海大集团。

## 2、动保：26Q1 盈利承压，关注新品表现

**26Q1 收入同比增长 7.8%：**2025 年，6 家动保板块上市公司合计实现营业收入 147 亿元，同比增长 8.8%。其中，生物股份（+11%）、瑞普生物（+11%）、回盛生物（+40%）同比增速超 10%。26Q1，6 家动保板块上市公司合计实现营业收入 36.2 亿元，同比增长 7.8%、环比下滑 6.6%。其中，中牧股份（+20%）、瑞普生物（+0.5%）、回盛生物（+15%）同比实现正增长。

**26Q1 盈利同比下滑 11%：**2025 年，6 家动保板块上市公司合计实现盈利 15.3 亿元，同比增长 63%。其中，中牧股份（+142%）、瑞普生物（+33%）、普莱柯（+99%）、回盛生物（+1356%）同比增速超 10%。26Q1，6 家动保板块上市公司合计实现盈利 4.1 亿元，同比下滑 11%、环比增长 323%。其中，生物股份（+5.4%）、回盛生物（+75%）同比实现正增长。

表 8：2025 年动保企业经营情况

	2025 年经营情况					
	收入	收入 YOY	毛利率	同比	盈利	盈利 YOY
生物股份	14.0	11%	54%	-0.3%	1.0	-8.1%
科前生物	9.5	0.8%	67%	3.2%	4.2	9.5%
中牧股份	62.0	3.1%	18%	1.2%	1.7	142%
瑞普生物	34.0	11%	41%	-0.1%	4.0	33%
普莱柯	10.9	4.5%	60%	-1.2%	1.8	99%
回盛生物	16.8	40%	31%	15%	2.5	1356%
合计	147	8.8%	34%	2.0%	15.3	63%

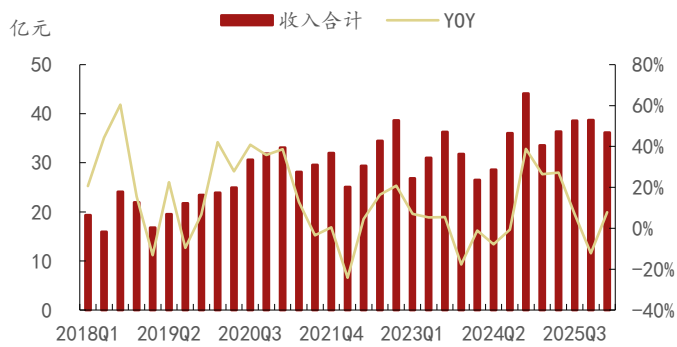
资料来源：公司公告，招商证券。单位：亿元

表 9：26Q1 动保企业经营情况

	26Q1 经营情况								
	收入	收入 YOY	收入 环比	毛利率	同比	环比	盈利	盈利 YOY	盈利 环比
生物股份	3.5	-1.5%	-2.1%	53%	-1.0%	1.0%	0.8	5.4%	232%
科前生物	2.3	-7.2%	7.4%	64%	-1.9%	-3.0%	0.8	-27%	-2.1%
中牧股份	15.1	20%	-14%	19%	-0.6%	0.3%	0.2	-62%	145%
瑞普生物	8.3	0.5%	-3.3%	40%	-1.5%	0.6%	1.1	-7.1%	182%
普莱柯	2.5	-11%	-6.6%	55%	-4.8%	-3.2%	0.4	-23%	46%
回盛生物	4.6	15%	8.7%	36%	11%	-0.3%	0.8	75%	19%
合计	36.2	7.8%	-6.6%	34%	-1.4%	0.9%	4.1	-11%	323%

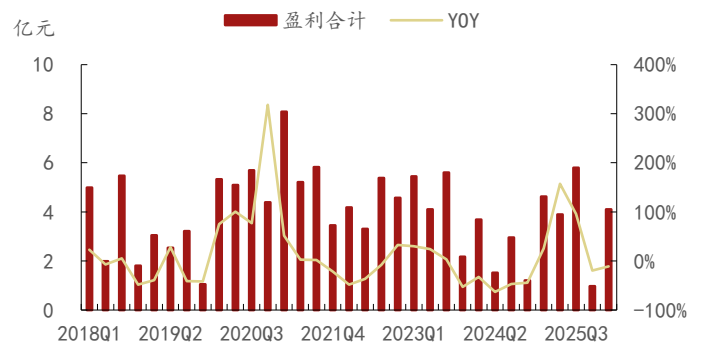
资料来源：公司公告，招商证券

图 32: 18Q1 至 26Q1 动保上市公司收入及同比变化情况



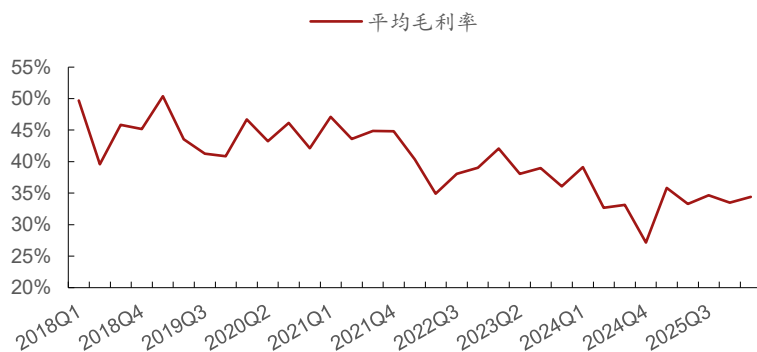
资料来源：公司公告、招商证券。注：样本公司包括生物股份、科前生物、中牧股份、瑞普生物、普莱柯、回盛生物。

图 33: 18Q1 至 26Q1 动保上市公司盈利及同比变化情况



资料来源：公司公告、招商证券。注：样本公司包括生物股份、科前生物、中牧股份、瑞普生物、普莱柯、回盛生物。

图 34: 18Q1 至 26Q1 动保上市公司毛利率及同比变化情况



资料来源：公司公告、招商证券。注：样本公司包括生物股份、科前生物、中牧股份、瑞普生物、普莱柯、回盛生物。

**26Q1 盈利仍承压，关注新品表现。**2025 年，受下游养殖端景气度低迷拖累，动保需求整体承压，行业竞争依然激烈，但具备产品力优势的动保公司经营仍展现较强韧性。展望未来，具备产品力的动保公司盈利有望率先回升。标的选择方面，重点推荐科前生物，建议关注生物股份、瑞普生物等。

## 四、种业：看好玉米种业景气修复，关注极端气候催化

**2025 年种业板块景气改善，26Q1 整体承压。**2025 年种业板块营收合计同比+2%，扣非净利润同比减亏；其中单四季度合计营收同比增加 2.4%，扣非净利润同比增加 1.6%。26Q1 种业板块营收合计同比下滑 65%，扣非净利润同比增亏。

表 10：2025 年及 2026Q1 种业板块营收及扣非净利润表现情况

单位：亿	营收规模及增速				扣非净利润规模及增速			
	2025A	2026Q1	2025A	2026Q1	2025A	2026Q1	2025A	2026Q1
国投丰乐	29.0	4.9	-1%	-60%	0.67	-0.20	29%	-127%
隆平高科	84.8	9.1	-1%	-84%	0.77	-1.43	127%	7%
登海种业	11.0	2.6	-12%	-60%	0.20	0.24	183%	-84%
荃银高科	44.9	7.0	-5%	-74%	-3.07	-0.04	-642%	-143%
神农种业	2.5	0.3	59%	-17%	0.04	-0.04	109%	-107%
农发种业	66.5	16.5	20%	-35%	0.20	0.05	173%	-81%
万向德农	2.0	0.5	-42%	-30%	0.03	0.01	-93%	-100%
敦煌种业	11.6	6.2	0%	34%	0.22	0.46	-35%	292%
种子板块	<b>252</b>	<b>47</b>	<b>2%</b>	<b>-65%</b>	<b>-0.94</b>	<b>-0.96</b>	<b>52%</b>	<b>-115%</b>

资料来源：wind，公司公告，招商证券

## 1、回顾：水稻及玉米种业景气分化，板块整体承压

**2025 年水稻及玉米种业景气分化，转基因推广提速。**2025 年国内种子行业仍然面临着高库存、同质化严重的市场竞争环境，导致主要品种销售价格下行、利润率略有下降；但仍呈现出结构性分化、优胜劣汰的发展特征。其中 1) 水稻种业来看，隆平在强化高产优质、绿色低镉优势的同时，加快补齐早熟中稻、南方粳稻等品类，全年利润创下新高；荃银通过优化产品结构、强化成本管控，水稻种子利润率整体稳定。2) 玉米种业来看，则由于行业供种量过剩而普遍承压，仅有部分抗逆性好的耐密品种受农户青睐。另外，转基因玉米/大豆产业化全面提速，贡献新的增长引擎。

**26Q1 种业行业整体承压。**一季度虽然玉米价格有所回升，但国内市场玉米种子行业去库存形势依旧严峻，玉米种子销售价格承压，国内玉米种子企业一季报表现整体承压；水稻种业整体稳健。另外，因行业竞争激烈，种企营销投入增加也是利润率下滑的重要原因之一。

表 11：主要种业企业毛利率表现

	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026Q1
国投丰乐	15%	14%	13%	13%	16%	16%	14%
隆平高科	39%	34%	33%	40%	37%	39%	35%
登海种业	29%	36%	32%	29%	28%	30%	32%
荃银高科	31%	29%	27%	27%	25%	22%	20%
神农种业	30%	30%	32%	36%	38%	35%	42%
农发种业	7%	10%	11%	8%	8%	7%	5%
万向德农	48%	50%	48%	35%	27%	27%	28%
敦煌种业	14%	21%	24%	28%	32%	37%	44%
合计	<b>22%</b>	<b>23%</b>	<b>22%</b>	<b>25%</b>	<b>25%</b>	<b>24%</b>	<b>21%</b>

资料来源：wind，公司公告，招商证券

表 12: 主要种业企业净利率变化情况

	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026Q1
国投丰乐	2%	7%	2%	1%	2%	2%	-4%
隆平高科	7%	5%	-21%	4%	-2%	1%	-21%
登海种业	5%	22%	22%	19%	7%	10%	14%
荃银高科	9%	8%	9%	9%	3%	-4%	0%
神农种业	-94%	-38%	-33%	-20%	-33%	47%	-17%
农发种业	1%	2%	6%	3%	2%	2%	2%
万向德农	26%	19%	34%	23%	17%	3%	3%
敦煌种业	3%	5%	6%	8%	10%	12%	25%
合计	4%	6%	1%	5%	1%	2%	0%

资料来源: wind, 公司公告, 招商证券

**看好国内种业中长期发展前景。玉米种业方面:** 1) 地缘冲突叠加极端气候影响下, 全球农作物生产成本及单产水平或均面临一定挑战, 看好 2026 年国内外粮价中枢抬升。2) 国内玉米种子库存高企, 预计 2026 年玉米制种面积或有下滑, 玉米种子连续 3 年去库, 判断玉米种业供需格局有望改善; 3) 转基因玉米/大豆已进入全国常规化种植阶段, 行业或加速向头部集中。**水稻种业方面,** 行业自 2024 年起进入去库存阶段, 部分优质品种结构性供应偏紧。整体看, 种业政策底已夯实, 行业长期向好方向确定。厄尔尼诺衰减期区域灾害频发, 抗逆品种需求上升, 优质优价空间打开; 重点推荐研发型龙头种企。

## 五、投资建议: 猪价向上蓄势, 饲企出海打开成长空间

**生猪养殖,** 行业深亏 & 产能调控加码双管齐下, 预计母猪去产能提速, 或进一步抬升 27 年猪价中枢, “低成本+”猪企现金流或继续改善、内在价值提升。**重点推荐牧原股份、温氏股份, 建议关注神农集团、德康农牧、巨星农牧、天康生物、东瑞股份、中粮家佳康等。禽养殖,** 进口种源更新量整体承压, 看好种禽端景气; 黄鸡父母代产能降至历史偏低水平, 看好黄鸡高景气延续, **重点推荐圣农发展、立华股份。后周期,** 龙头饲企份额持续提升, 海外扩张或打开成长空间。**重点推荐海大集团、科前生物, 建议关注生物股份、瑞普生物等。**

## 六、风险提示

- 1、农产品价格上涨不达预期;
- 2、上市公司销量及成本表现不及预期;

- 3、突发大规模不可控疫病；
- 4、动物疾病如禽流感等的爆发致使肉鸡需求恢复不达预期；
- 5、政策扰动等；
- 6、不可预见性的极端气候及地质灾害发生影响农业生产；
- 7、重大食品安全事件。

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。