

2026 年 05 月 25 日

养殖景气分化，宠物食品业绩承压

——农林牧渔 2025 年报&2026 年一季报总结

看好

证券分析师

盛瀚 A0230522080006
shenghan@swsresearch.com

研究支持

朱珺逸 A0230521080004
zhujy@swsresearch.com
胡静航 A0230524090002
hujh@swsresearch.com

联系人

朱珺逸 A0230521080004
zhujy@swsresearch.com

本期投资提示：

- **2025 年农林牧渔板块合计营收同比小幅增长，合计利润同比降低，子行业景气分化。**样本共覆盖 116 家公司，2025 年合计实现营收 12967 亿元，同比+2%，农林牧渔各子行业收入同比增速排序前三：动物保健（+13%）、饲料（+9%）、养殖业（+4%）。116 家公司合计实现归母净利润 308.1 亿元，同比-38%。各子行业归母净利润同比增速排序前三：动物保健（+208%）、种植业（+25%）、农产品加工（+7%）。
- **生猪养殖：25 年猪价下跌，多数猪企归母净利润同比回落；26Q1 行业性亏损下业绩进一步承压。**虽然 2025 年部分头部企业延续出栏量增，成本下降态势，但前期产能增长叠加养殖效率提升下行业供给增加，猪价同比下跌（2025 年全国外三元生猪均价 13.74 元/kg，同比-17.9%），猪企业绩下滑：2025 年生猪养殖板块上市公司合计实现营业收入 4282 亿元，同比+4%；归母净利润 163.6 亿元，同比-47%。26Q1 供给压力进一步加大，行业景气低迷，猪价低位运行（外三元生猪均价 11.41 元/公斤，同比-24%），猪企业绩大幅下滑，且均不同程度计提资产减值与信用减值损失，进一步拖累业绩表现。值得注意的是，大幅亏损下多数猪企资金压力加大，产能规模持续调减中。预计后续行业产能去化提速启动。
- **肉鸡养殖：业绩分化，白鸡下游盈利温和复苏，黄鸡景气大幅回落。**2025 年全年，白鸡供给再创新高，产品价格小幅走弱，但得益于成本端的明显改善，下游企业业绩均明显回升。2025 年白鸡行业上市公司共实现营业收入 336.1 亿元，同比+6.1%，实现归母净利润 15.6 亿元，同比+30.7%。26Q1 五家上市公司共实现营业收入 83.8 亿元，同比+21.3%，实现归母净利润 3.6 亿元，同比+196.7%。黄羽肉鸡行业在经历了 2024 年的景气回升后，25 年再次陷入低迷，25Q4-26Q1 有所转好。2025 年全年，黄鸡企业共实现归母净利润 6.1 亿元，同比-62.3%。2026 年一季度，实现归母净利润 1.7 亿元，同比-29.1%。
- **宠物食品：外销受关税汇率拖累，内销营收维持稳步增长。**2025 年 4 家宠物食品公司合计实现营业收入 143.0 亿元，同比+17.7%，实现归母净利润 12.1 亿元，同比-5.1%。**（1）外销：受加关税影响，25-26Q1 中国宠物食品对美出口额同比大幅下滑。**据海关总署，25 年中国宠物食品对美出口额为 13 亿元，同比-29.7%，26Q1 为 2.7 亿元，同比-36.5%。乖宝、中宠、佩蒂境外业务主要以对美出口为主，受加关税影响，25 年境外业务营收增速整体放缓。**（2）内销：25 年头部品牌仍实现快速增长，三家上市公司市占率继续提升。**据久谦咨询，25 年宠物食品天猫淘宝、京东、抖音线上合计 GMV 为 306.4 亿元，同比+10.5%。三家上市公司自有品牌市占率继续增长：25 年乖宝、中宠、佩蒂线上 GMV 分别同比+35%、+36%、+19%，市占率分别为 10.3%、2.6%、0.6%，同比+2.1pct、+0.5pct、+0.05pct。
- **动物保健：25 年下游养殖存栏增加，疫苗销售复苏；26Q1 下游亏损压制疫苗需求。**2025 年全年兽用疫苗合计批签发 21315 批次，同比+8.51%。2025 年动物保健板块业绩同比增长，主要系前三季度养殖盈利可观，加之部分企业新产品销售布局加快共同驱动：板块上市公司业绩合计实现营业收入 180.7 亿元，同比+9.7%；实现归母净利润 12.2 亿元，同比+5.4%。26Q1 下游养殖景气低迷，动保产品销售承压，板块上市公司经营业绩表现不佳：板块上市公司合计实现营业收入 44.7 亿元，同比+8.4%；实现归母净利润 4.8 亿元，同比-8.4%。
- **种业：粮价触底回升，受库存影响，种企业绩分化。**25 年种业行业竞争依然较为激烈，库存高企背景下，头部种企继续计提存货跌价损失，但业绩表现分化。分公司看，25 年隆平高科、登海种业存货跌价损失明显下降，分别计提 3.12 亿元、0.39 亿元，同比-17%、-69%，25 年归母净利润亦同比上升，分别实现归母净利润 1.7、0.9 亿元，同比+45.6%、+61.9%。康农种业 25 年计提存货跌价损失 0.19 亿元，同比 24 年增加 0.15 亿元，实现归母净利润 0.8 亿元，同比-8.1%。荃银高科 25 年共计计提资产减值损失 2.79 亿元，同比+1.5 亿，其中，存货跌价损失 1.69 亿元，商誉减值损失 1.01 亿元，故 2025 年公司实现归母净利润-2.1 亿元，同比-317.9%。
- **风险提示：**畜禽价格大幅下跌；上市公司实际出栏/产量不及预期；养殖疫情发生等。



申万宏源研究微信服务号

投资案件

结论和投资分析意见

生猪养殖：猪价持续低迷，预计产能去化开始明显提速，周期反转的预期正不断夯实。建议关注**牧原股份、德康农牧、温氏股份**。

肉鸡养殖：鸡肉价格有望继续温和复苏，养殖成本稳定的情况下，看好企业盈利继续兑现。建议关注**圣农发展、立华股份、益生股份、仙坛股份**。

宠物食品：宠物食品消费依旧景气，看好行业集中度提升，头部企业市占率及盈利能力提升。建议关注**乖宝宠物、中宠股份、佩蒂股份**。

动物保健：关注动保企业盈利拐点。同时密切关注潜力新品种，如口蹄疫南非 I 型疫苗新产品推出，宠物动保新品类拓展等。关注**科前生物、瑞普生物、生物股份**等。

种业：粮价逐步企稳，转基因商业化稳步推进，头部种企市占率、盈利能力有望逐步提升。建议关注**隆平高科、登海种业、康农种业**。

原因与逻辑

2025 年农业行业景气趋势性下行，2026 年有望筑底反转。猪价的绝对低点预计在二季度出现，鸡肉价格季度间或有波动，但全年有望同比温和复苏。伴随养殖业的底部逐步清晰，养殖配套环节也将逐步走出景气低点。种植业方面，伴随油价中枢的上抬，替代需求和种植成本支撑有望共同助推大宗农产品走出周期底部。宠物食品内销依然景气，外销的波动和利润率的波动影响有望逐步收敛。

有别于大众的认识

2026 年农业板块整体价格景气筑底，企业业绩难以出现大幅度回升，市场判断板块投资价值有限。我们认为，经历了持续近两年的调整后，养殖业景气度低点已现，2026 年有望出现大周期拐点，板块投资机会有望先于基本面拐点出现，因此我们重点推荐左侧关注农业板块的投资机会。

目录

1. 农林牧渔板块上市公司 2025 年报与 2026 年一季报业绩综述	8
1.1 25 年农业板块合计营收同比+2%，归母净利润同比-38%.....	8
1.2 2026Q1 农业板块合计营收同比+3%，环比-9%，归母净利润同比-109%，环比+81%.....	9
2. 重点子行业 2025 年报与 2026 年一季报业绩回顾暨投资策略	10
2.1 生猪养殖：养殖持续亏损，资金压力加大，产能扩张放缓	10
2.2 肉鸡养殖：白鸡景气大幅回落，黄鸡盈利有所回升	18
2.2.1 白羽肉鸡：全产业链景气下滑，降本增效，下游企业盈利回升	18
2.2.2 黄羽肉鸡：25 年景气回落，行业盈利承压，26Q1 有所回升	21
2.3 饲料：存栏恢复，销量高增，毛利率有所回落	23
2.4 宠物食品：外销受关税汇率拖累，内销营收维持稳步增长	25
2.5 动物保健：2025 年疫苗销售复苏，2026Q1 下游养殖亏损压制疫苗需求	32
2.6 种业：粮价触底回升，受库存影响，种企业绩分化	34

图表目录

图 1：生猪养殖板块上市公司合计营业收入一览	10
图 2：生猪养殖板块上市公司合计归母净利润一览	10
图 3：原料价格延续下跌趋势驱动饲料成本下降	11
图 4：养殖场户养殖成本继续显著下降	12
图 5：2025 年猪价逐季回落，同比显著下跌	12
图 6：2024Q2-2024Q4 能繁母猪存栏增加	13
图 7：2025 年生猪出栏量同比增加	13
图 8：2025 年养殖盈利显著下滑，Q3 伊始养殖场户陷入亏损	13
图 9：2026Q1 生猪养殖板块营业收入	14
图 10：2026Q1 生猪养殖板块归母净利润	14
图 11：2026Q1 生猪养殖企业头均盈利水平一览	14
图 12：上市猪企 2026 年一季度资产减值与信用减值损失计提一览	15
图 13：2025Q3 以来，上市猪企短期借款环比增加	16
图 14：经营性净现金流首次转负	16
图 15：上市猪企生产性生物资产一览	16
图 16：上市猪企固定资产一览	16
图 17：上市猪企在建工程一览	16
图 18：上市猪企资本开支一览	16
图 19：前期新生仔猪数环比持平，绝对量维持高位	17
图 20：预计 2026Q2 生猪出栏量同比增加	17
图 21：2025 白羽肉鸡产业链各环节供应量同比变动	18
图 22：2025 白羽肉鸡产业链各环节价格同比变动	18
图 23：2025 年白羽肉鸡祖代种鸡月度更新量	18
图 24：2025 全国祖代白羽肉鸡更新量同比+5.9%	18
图 25：白羽肉鸡行业整体营业收入变动情况	19
图 26：白羽肉鸡行业整体归母净利润变动情况	19
图 27：五家白羽鸡上市公司产业链分布情况及 2025 年业绩变动	19

图 28：白羽肉鸡行业毛利率变动情况	20
图 29：白羽肉鸡行业净利率变动情况	20
图 30：白羽肉鸡行业 ROE（加权）变动情况	20
图 31：白羽肉鸡行业整体固定资产变动情况	20
图 32：白羽肉鸡行业整体在建工程变动情况	20
图 33：立华股份月度肉鸡销售价格	21
图 34：黄羽肉鸡公司营业收入变动情况	21
图 35：黄羽肉鸡公司归母净利润变动情况	21
图 36：黄羽肉鸡行业毛利率变动情况	22
图 37：黄羽肉鸡行业净利率变动情况	22
图 38：黄羽肉鸡行业 ROE 变动情况	22
图 39：黄羽肉鸡行业整体固定资产变动情况	22
图 40：黄羽肉鸡行业整体在建工程变动情况	22
图 41：2016-2025 年中国饲料产量变动情况	23
图 42：2017-2025 年各类饲料产量变动情况	23
图 43：2021-2025 年育肥猪饲料价格	23
图 44：2021-2025 年肉大鸡饲料价格	23
图 45：2021-2025 年蛋鸡饲料价格	24
图 46：2021-2025 年鲤鱼成鱼饲料价格	24
图 47：各企业饲料业务毛利率变动情况	24
图 48：饲料板块整体营业收入变动情况	25
图 49：饲料板块整体归母净利润变动情况	25
图 50：2025 年宠物食品板块营收同比+17.7%	25
图 51：2025 年宠物食品板块归母净利润同比-5.1%	25
图 52：2017 年-2026Q1 中国宠物食品出口金额	26
图 53：2017 年-2026Q1 中国宠物食品出口量	26
图 54：中国宠物食品对美出口额及占比	26
图 55：中国宠物食品对美出口量及占比	26
图 56：4 家宠物食品公司境外业务营收及同比增速	27
图 57：乖宝宠物 26 年新品推出情况	28

图 58：中宠股份核心产品矩阵.....	28
图 59：佩蒂股份 26 年新品推出情况	29
图 60：2017 年-2026Q1 四家宠物食品公司毛利率	29
图 61：2017 年-2026Q1 四家宠物食品公司净利率	29
图 62：四家宠物食品公司中国大陆业务毛利率	30
图 63：四家宠物食品公司国外业务毛利率	30
图 64：2017-2025 年宠物食品公司汇兑损益.....	30
图 65：美元兑人民币汇率（中间价）	30
图 66：宠物食品公司销售费用率	31
图 67：宠物食品公司财务费用率	31
图 68：宠物食品公司研发费用率	31
图 69：宠物食品公司管理费用率	31
图 70：兽用疫苗季度批签发量一览.....	32
图 71：动物保健板块上市公司合计营业收入.....	33
图 72：动物保健板块上市公司合计归母净利润	33
图 73：5 家动物保健公司毛利率.....	33
图 74：5 家动物保健公司净利率.....	33
图 75：5 家动物保健公司资产负债率.....	33
图 76：5 家动物保健公司 ROE.....	33
图 77：2016 年-2026Q1 种业上市公司营业收入	34
图 78：2016 年-2026Q1 种业上市公司归母净利润	34
图 79：2015-2026 年玉米、小麦价格	35
图 80：24Q1-26Q1 玉米、小麦价格	35
图 81：4 家种业营收结构（2025 年）	35
图 82：4 家种企存货跌价损失	35
图 83：2016 年-2026Q1 四家种企毛利率	36
图 84：2016 年-2025 年四家种企玉米种业毛利率	36
图 85：2016 年-2026Q1 四家种企净利率	36
图 86：2016 年-2026Q1 四家种企销售费用率	37
图 87：2016 年-2026Q1 四家种企管理费用率	37

图 88：2016 年-2026Q1 四家种企财务费用率	37
图 89：2016 年-2026Q1 四家种企研发费用率	37
表 1：申万农林牧渔 2025 子行业合计营业收入与同比增速	8
表 2：申万农林牧渔 2025 子行业合计归母净利润与同比增速	8
表 3：申万农林牧渔 26Q1 子行业合计营业收入与同比环比增速	9
表 4：申万农林牧渔 26Q1 子行业合计归母净利润与同比环比增速	9
表 5：上市猪企生猪出栏量一览（单位：万头）	11
表 6：上市猪企资产负债率一览	15
表 7：乖宝宠物、中宠股份、佩蒂股份自有品牌线上 GMV 增速及市占率	27
表 8：2024 年-2026Q1 四家种业上市公司营业收入及归母净利润	36
表 9：农林牧渔重点公司估值表	39

1. 农林牧渔板块上市公司 2025 年报与 2026 年一季报业绩综述

1.1 25 年农业板块合计营收同比+2%，归母净利润同比-38%

2025 年农林牧渔板块合计营收同比小幅增长，合计利润同比降低，子行业景气分化。样本共覆盖 116 家公司，2025 年合计实现营收 12967 亿元，同比+2%，农林牧渔各子行业收入同比增速排序前三：动物保健（+13%）、饲料（+9%）、养殖业（+4%）。116 家公司合计实现归母净利润 308.1 亿元，同比-38%。各子行业归母净利润同比增速排序前三：动物保健（+208%）、种植业（+25%）、农产品加工（+7%）。

表 1：申万农林牧渔 2025 子行业合计营业收入与同比增速

行业	营业收入 (亿元)					
	2024	2025	yoy	24Q4	25Q4	yoy
农林牧渔	12673	12967	2%	3504	3348	-4%
1、种植业	1016	1035	2%	337	360	7%
——种子	254	259	2%	138	141	2%
——种植	710	721	2%	185	201	9%
——食用菌	52	54	5%	14	17	27%
2、养殖业	4736	4912	4%	1316	1248	-5%
——生猪养殖	3948	4101	4%	1103	1022	-7%
——肉鸡养殖	729	744	2%	199	205	3%
——其他养殖	59	68	16%	13	22	65%
3、饲料	2627	2871	9%	700	712	2%
4、动物保健	178	200	13%	59	53	-11%
5、农产品加工	3735	3598	-4%	987	886	-10%
6、渔业	147	131	-11%	38	32	-16%
7、林业	25	20	-20%	6	5	-21%
8、农业综合	210	199	-5%	61	52	-15%

资料来源：ifind，申万宏源研究（注：增速公式统一采用增长率 = （本期 - 上期） / 上期绝对值*100%）

表 2：申万农林牧渔 2025 子行业合计归母净利润与同比增速

行业	归属母公司净利润 (亿元)					
	2024	2025	yoy	24Q4	25Q4	yoy
农林牧渔	496.6	308.1	-38%	162.0	-64.4	-140%
1、种植业	25.1	31.3	25%	11.7	17.6	50%
——种子	5.7	4.4	-22%	10.4	12.2	17%
——种植	24.1	21.9	-9%	5.4	2.1	-60%
——食用菌	-4.6	5.0	207%	-4.1	3.2	177%
2、养殖业	342.5	185.5	-46%	119.8	-47.5	-140%
——生猪养殖	312.9	166.5	-47%	109.9	-52.8	-148%
——肉鸡养殖	29.5	19.4	-34%	9.9	5.8	-42%

——其他养殖	0.2	-0.3	-266%	0.0	-0.4	-1905%
3、饲料	78.7	36.0	-54%	28.5	-25.0	-188%
4、动物保健	4.6	14.3	208%	-3.2	-1.3	60%
5、农产品加工	54.1	57.7	7%	15.8	2.3	-85%
6、渔业	-8.4	-14.5	-72%	-7.8	-7.6	3%
7、林业	-2.6	-4.4	-68%	-2.1	-2.2	-5%
8、农业综合	2.6	2.3	-12%	-0.7	-0.8	-9%

资料来源：ifind，申万宏源研究（注：增速公式统一采用增长率 = (本期 - 上期) / 上期绝对值 * 100%）

1.2 2026Q1 农业板块合计营收同比+3%，环比-9%，归母净利润同比-109%，环比+81%

116 家上市公司 26Q1 合计实现营业收入 3061.4 亿元，同比+3%，环比-9%。营收增速排序前三的子行业为：饲料（+11%）、农产品综合（+6%）、动物保健（+5%），归母净利润增速排名靠前的子行业包括：种植业（+24%）、农产品加工（+17%）等。

表 3：申万农林牧渔 26Q1 子行业合计营业收入与同比环比增速

行业	营业收入（亿元）				
	25Q1	25Q4	26Q1	yoy	环比
农林牧渔	2967.2	3347.7	3061.4	3%	-9%
1、种植业	221.7	359.9	211.9	-4%	-41%
——种子	52.7	141.5	47.7	-10%	-66%
——种植	157.0	201.1	147.1	-6%	-27%
——食用菌	12.0	17.3	17.1	43%	-1%
2、养殖业	1145.8	1248.3	1142.1	0%	-9%
——生猪养殖	975.1	1021.9	947.1	-3%	-7%
——肉鸡养殖	160.1	204.7	182.4	14%	-11%
——其他养殖	10.6	21.7	12.5	18%	-42%
3、饲料	611.5	711.5	678.1	11%	-5%
4、动物保健	46.0	52.5	48.5	5%	-8%
5、农产品加工	864.3	886.4	903.0	4%	2%
6、渔业	30.1	32.0	28.5	-5%	-11%
7、林业	4.2	5.1	3.4	-19%	-34%
8、农业综合	43.6	51.9	46.0	6%	-11%

资料来源：ifind，申万宏源研究（注：增速公式统一采用增长率 = (本期 - 上期) / 上期绝对值 * 100%）

表 4：申万农林牧渔 26Q1 子行业合计归母净利润与同比环比增速

行业	归属母公司净利润（亿元）				
	25Q1	25Q4	26Q1	yoy	环比
农林牧渔	142.4	-64.4	-12.2	-109%	81%
1、种植业	14.1	17.6	17.5	24%	0%
——种子	1.3	12.2	-0.4	-131%	-103%

——种植	12.2	2.1	13.4	10%	522%
——食用菌	0.6	3.2	4.6	623%	43%
2、养殖业	81.3	-47.5	-57.4	-171%	-21%
——生猪养殖	77.4	-52.8	-62.8	-181%	-19%
——肉鸡养殖	3.8	5.8	5.3	41%	-8%
——其他养殖	0.1	-0.4	0.1	49%	126%
3、饲料	21.4	-25.0	-0.4	-102%	98%
4、动物保健	5.0	-1.3	4.7	-5%	476%
5、农产品加工	20.0	2.3	23.5	17%	925%
6、渔业	0.04	-7.6	-0.5	-1209%	93%
7、林业	-0.5	-2.2	-0.4	29%	83%
8、农业综合	1.0	-0.8	0.7	-30%	188%

资料来源：ifind，申万宏源研究（注：增速公式统一采用增长率 = （本期 - 上期） / 上期绝对值 * 100%）

2. 重点子行业 2025 年报与 2026 年一季报业绩回顾暨投资策略

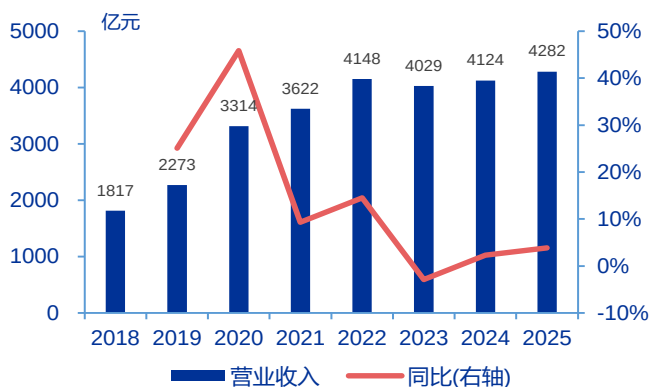
2.1 生猪养殖：养殖持续亏损，资金压力加大，产能扩张放缓

2025 年生猪养殖板块上市公司营业收入同比小幅增长，归母净利润同比大幅下滑。

2025 年，生猪养殖板块 12 家上市公司合计实现营业收入 4282 亿元，同比+4%；但量增价减，猪价同比下跌，多数企业盈利同比显著下滑：板块上市公司合计实现归母净利润 164 亿元，同比-47%（注：本段及后文图表若无特殊说明，采用主要涉及生猪业务的上市猪企统计数据合计计算，与前文行业合计统计表口径有差异）。

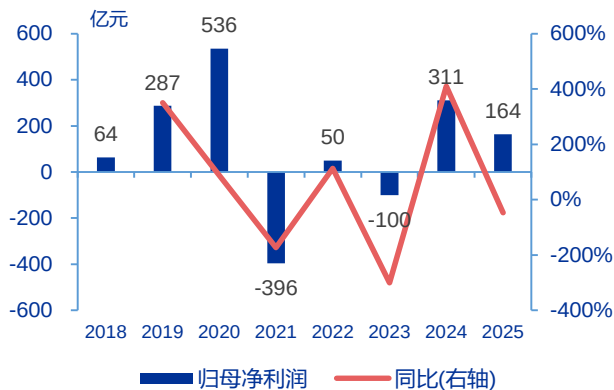
具体来看，牧原股份 2025 年实现归母净利润 154.9 亿元，同比-13%；温氏股份、新希望、新五丰、巨星农牧、神农集团 2025 年分别实现归母净利润 52.7、-17.8、-8.8、0.3、3.4 亿元，同比分别为-43%、-477%、-2329%、-94%、-51%。

图 1：生猪养殖板块上市公司合计营业收入一览



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 2：生猪养殖板块上市公司合计归母净利润一览



资料来源：公司公告，申万宏源研究

2025 年多数上市猪企生猪出栏量实现同比增长。2025 年，涉及生猪养殖业务的上市公司（包括牧原股份、温氏股份等 14 家企业）合计出栏生猪 1.82 亿头，同比+16.9%。其中，牧原股份（仅统计商品猪）、温氏股份、新希望分别出栏生猪 7798、4048、1755 万头，同比+8.9%、+34.1%、+6.2%。部分中小猪企延续了较快的出栏增长速度：正邦科技、东瑞股份、巨星农牧、神农集团分别出栏生猪 854、148、458、307 万头，同比+105.9%、+69.0%、+66.3%、+35.3%。

表 5：上市猪企生猪出栏量一览（单位：万头）

	2021	2022	2023	2024	2025	2025 同比
牧原股份	4026	6120	6382	7160	7798	8.9%
温氏股份	1322	1791	2626	3018	4048	34.1%
新希望	998	1461	1768	1653	1755	6.2%
大北农	431	443	605	640	450	-29.7%
天邦食品	428	442	712	599	666	11.2%
傲农生物	325	519	586	210	175	-16.6%
正邦科技	1493	845	548	415	854	105.9%
唐人神	154	216	371	434	533	23.0%
天康生物	160	203	282	303	319	5.3%
金新农	107	126	105	120	148	22.8%
东瑞股份	37	52	63	87	148	69.0%
巨星农牧	87	153	267	276	458	66.3%
神农集团	65	93	152	227	307	35.3%
新五丰	39	179	320	425	542	27.6%
合计	9672	12642	14786	15566	18201	16.9%

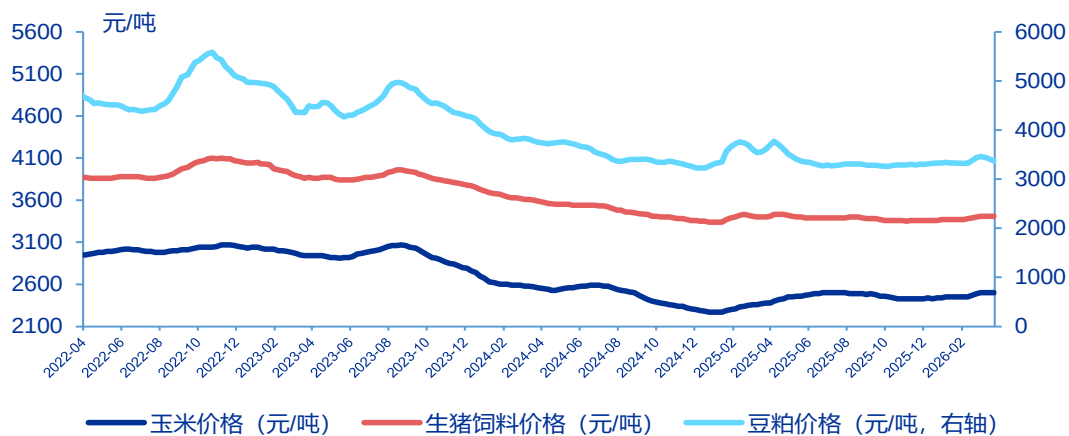
资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：牧原股份 2025 年出栏数据不包含仔猪销售量。

原料价格回落、养殖效率提升继续带来了养殖成本优化与下降：

①**饲料原料价格回落。**2025 年，全国玉米和豆粕平均价格分别为 2417 元/吨、3399 元/吨（参考 Wind 数据），同比-4.3%、-6.2%；原料价格下跌驱动猪料价格回落，2025 年育肥猪用饲料均价为 3385 元/吨，同比下跌 4.2%。

图 3：原料价格延续下跌趋势驱动饲料成本下降

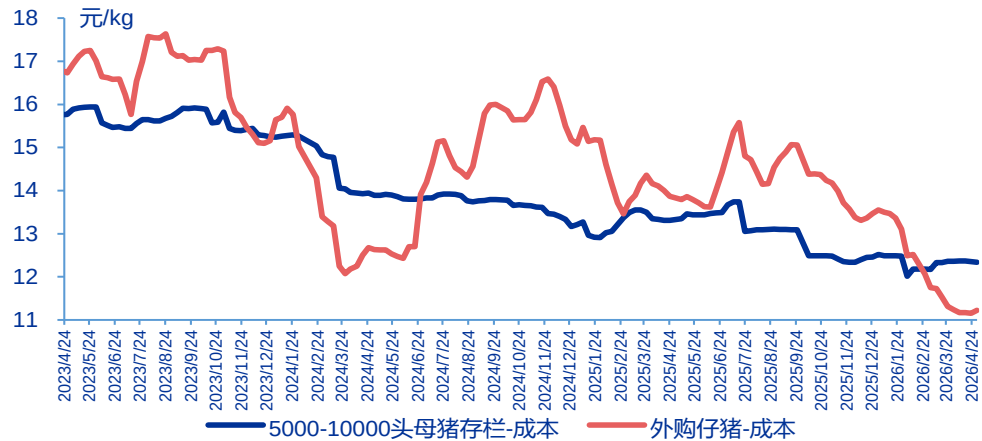


资料来源：Wind，申万宏源研究

②**养殖效率实现进一步改善**。以牧原股份为例，2025 年年初至今各项生产指标稳步提升：截止 2026 年 1-2 月，生猪全程成活率在 83%-84%，PSY 在 28 左右，肥猪日增重在 860g 左右，全程料肉比 2.7 左右。

养殖成本因此实现显著优化和下降：从行业平均成本看，根据涌益咨询，2025 年样本规模场户（5000-10000 头母猪存栏）平均养殖成本为 13.08 元/公斤，同比下降 6.63%。

图 4：养殖场户养殖成本继续显著下降



资料来源：涌益咨询，申万宏源研究

但猪价同比显著下跌，导致相关企业业绩大幅下滑。据涌益咨询数据显示，2025 年全国外三元生猪均价 13.74 元/kg，同比-17.9%。且从趋势看，呈现逐季下跌态势：2025Q1-Q4 生猪均价分别为 15.06、14.55、13.81、11.66 元/kg。

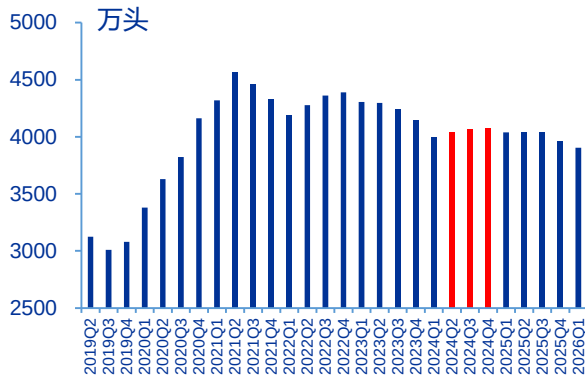
图 5：2025 年猪价逐季回落，同比显著下跌



资料来源：涌益咨询，申万宏源研究

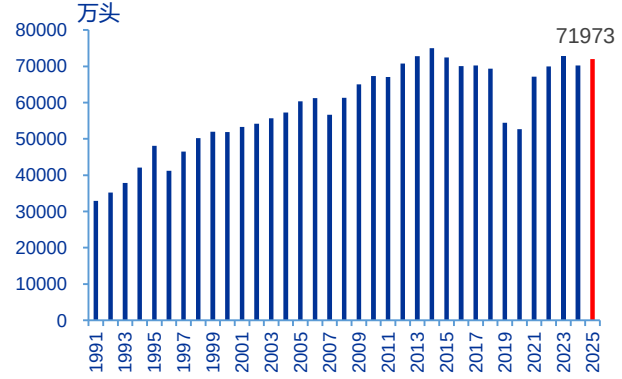
猪价下跌主要源于供给的显著增加，前期能繁母猪存栏增加与养殖效率提升是主因：2024Q2-2024Q4 能繁母猪存栏分别为 4038、4062、4078 万头，环比分别增加 1.15%、0.59%、0.39%。**生猪出栏量同比有所增长**：根据国家统计局数据显示，2025 年全国生猪出栏量为 71973 万头，同比+2.4%。

图 6：2024Q2-2024Q4 能繁母猪存栏增加



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

图 7：2025 年生猪出栏量同比增加



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

行业养殖主体盈利大幅收窄，25Q3-Q4 伊始养殖场户普遍陷入亏损境地。根据 Wind 数据，全年自繁自养与外购仔猪盈利分别为 9.53、-106.22 元/头，同比大幅下降；其中，2025Q4 自繁自养与外购仔猪分别亏损 145.98、238.51 元/头。

图 8：2025 年养殖盈利显著下滑，Q3 伊始养殖场户陷入亏损

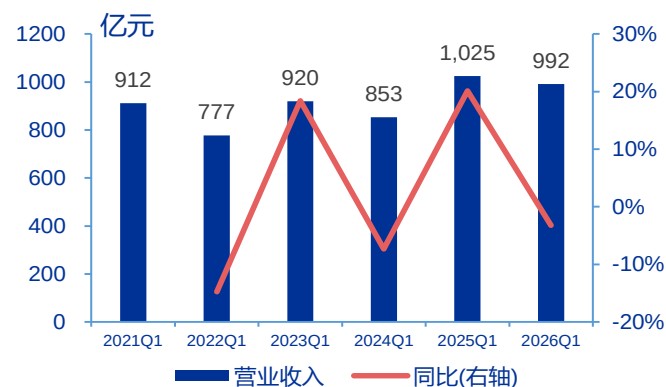


资料来源：Wind，申万宏源研究

供给过剩，2026Q1 猪价大幅下跌。前期产能增加惯性传导至终端供给，出栏体重高企加剧供给冗余；适逢春节后猪肉消费淡季，二次育肥等底部承托又显不足，26Q1 行业景气低迷，猪价低位运行：全国外三元生猪均价 11.41 元/公斤，同比-24%。**养殖主体成本表现面临波折，延续亏损态势：**2026Q1 自繁自养养殖平均亏损为 119.12 元/头。

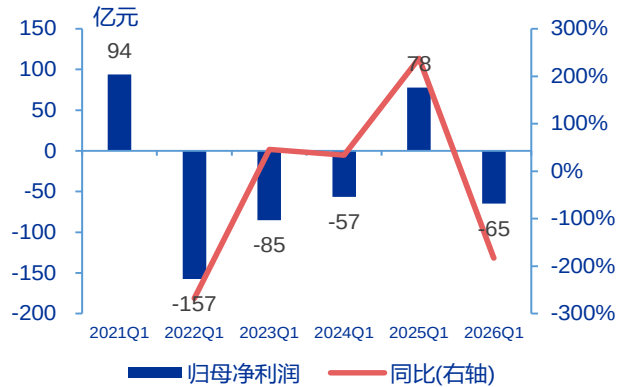
亏损加剧，2026 年一季度上市猪企业绩大幅下滑：2026Q1 生猪养殖板块上市公司实现营业收入 991.8 亿元，同比-3%；实现归母净利润-64.7 亿元，同比显著转盈为亏。

图 9：2026Q1 生猪养殖板块营业收入



资料来源：公司公告，申万宏源研究

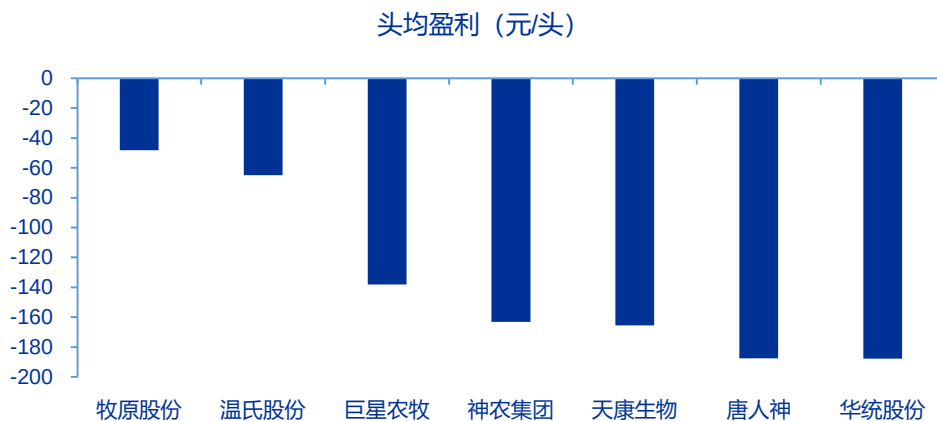
图 10：2026Q1 生猪养殖板块归母净利润



资料来源：公司公告，申万宏源研究

因养殖成本差异，猪企 2026Q1 呈现不同程度亏损。从头均亏损水平来看，测算牧原股份、温氏股份、巨星农牧、神农集团头均亏损分别约为 48、65、138、163 元/头，不同企业较行业平均盈利水平（2026Q1 自繁自养养殖平均亏损为 119.12 元/头）优势呈显著差异。

图 11：2026Q1 生猪养殖企业头均盈利水平一览

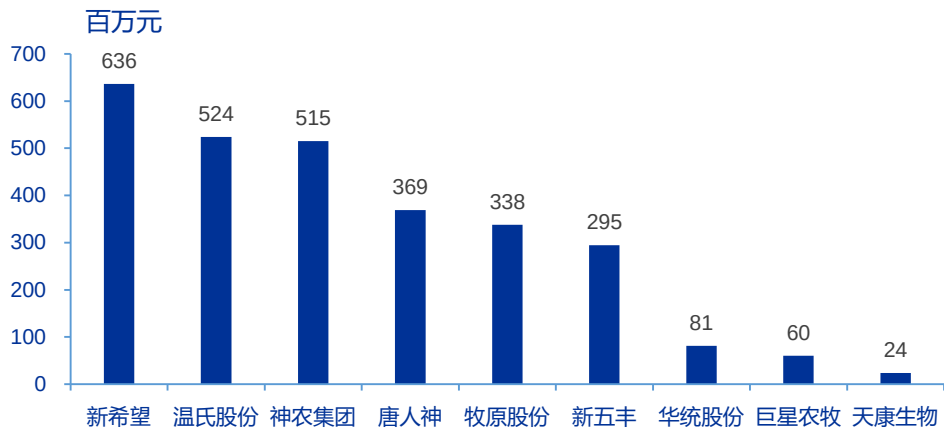


资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：采用净利润加回减值损失做简单测算。

因 2026 一季度末猪价表现低迷，多数猪企不同程度计提资产减值与信用减值损失。平均计提规模约 170 元/头，进一步拖累 2026Q1 业绩表现。但值得注意的是，未来若销售时猪价上涨，可变现净值高于成本，则可进行减值转回。

图 12：上市猪企 2026 年一季度资产减值与信用减值损失计提一览



资料来源：公司公告，申万宏源研究

资金压力加大，上市猪企资产负债率升高。养殖亏损下，多数猪企为做资金准备，借款增加下杠杆水平抬升，资产负债率上升。

具体来看，牧原股份、温氏股份、神农集团、巨星农牧、新希望 2026Q1 资产负债率分别为 50.7%、53.1%、34.0%、69.8%、70.8%，季度环比变化分别为 -3.4pcts、+3.3pcts、+4.4pcts、+2.5pcts、+1.0pcts。

表 6：上市猪企资产负债率一览

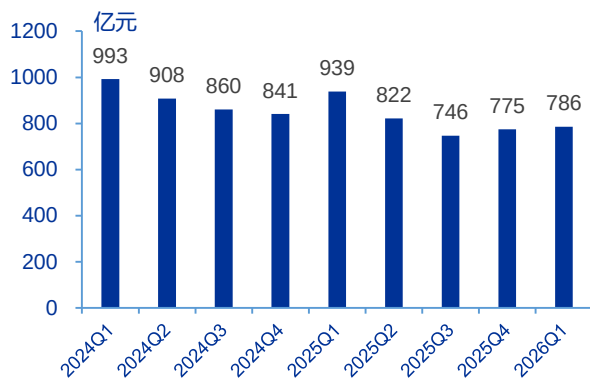
	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q1 较 2025Q4 变化
神农集团	27.1%	29.5%	34.0%	4.4%
正邦科技	47.5%	50.1%	52.3%	2.2%
东瑞股份	45.2%	46.7%	51.0%	4.3%
天康生物	47.9%	50.9%	53.2%	2.3%
温氏股份	49.4%	49.8%	53.1%	3.3%
牧原股份	55.5%	54.2%	50.7%	-3.4%
傲农生物	58.6%	59.0%	60.3%	1.3%
巨星农牧	66.6%	67.3%	69.8%	2.5%
大北农	64.6%	67.0%	68.2%	1.2%
唐人神	65.5%	66.4%	69.6%	3.2%
新希望	69.5%	69.9%	70.8%	1.0%
金新农	72.9%	75.7%	78.8%	3.2%
天邦食品	70.3%	79.8%	84.3%	4.5%
新五丰	73.2%	78.3%	81.3%	3.0%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

短期借款增加，经营性现金流净额大幅减少。2025Q3 以来，14 家上市猪企短期借款环比持续增加，截止 2026Q1 规模已增加至 786 亿元。

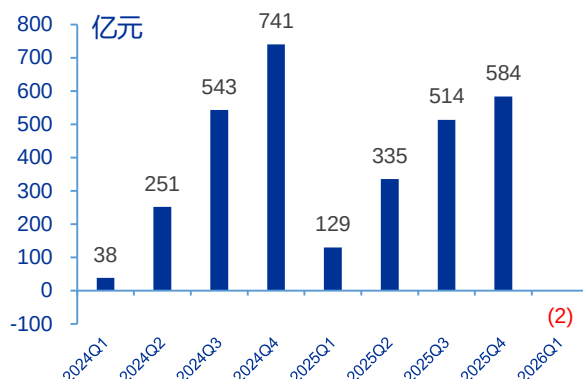
从经营性现金流情况来看，2026Q1 上市猪企呈现流出状态，为 2024Q1 以来首次。14 家上市猪企有 8 家企业经营性净现金流为负，也体现出猪企当前较为严重的现金流压力。

图 13：2025Q3 以来，上市猪企短期借款环比增加



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 14：经营性净现金流首次转负



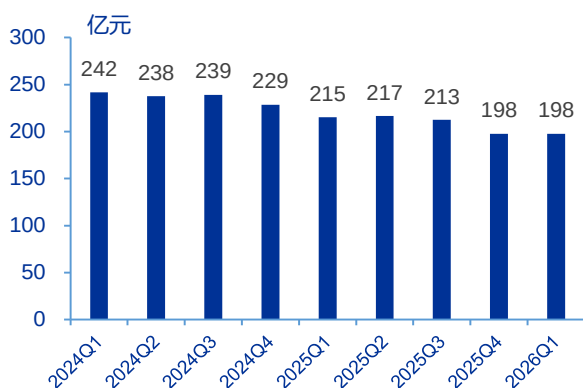
资料来源：公司公告，申万宏源研究

产能受政策影响扩张受限，规模有所下降。

①**生产性生物资产**。政策指引猪企合理调减产能，猪企生产性生物资产于 2025Q4-2026Q1 继续减少。14 家猪企 2025 年生产性生物资产合计 197.78 亿元，同比-13.5%，环比-7.0%，较行业产能调减幅度更大（2025 年末能繁母猪同比减少 2.87%）；2026Q1 猪企生产性生物资产合计 197.79 亿元，同比-8.1%，环比基本持平。

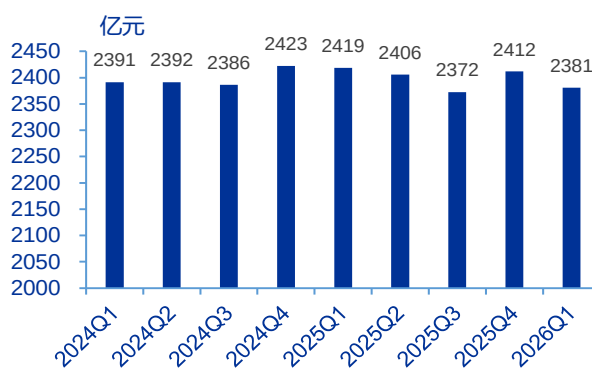
②**固定资产、在建工程与资本开支**。猪企固定资产规模庞大，当前基本稳定。截止 2025 年末，14 家猪企固定资产合计 2412 亿元，2026Q1 进一步下降至 2381 亿元，环比-1.56%。扩张渐止，资本开支也有所减少：2025 年全年上市猪企资本开支合计 279.3 亿元，同比降幅为 6.14%；2025 年底在建工程合计 129.8 亿元，同比大幅减少 35.6%。

图 15：上市猪企生产性生物资产一览



资料来源：公司公告，申万宏源研究

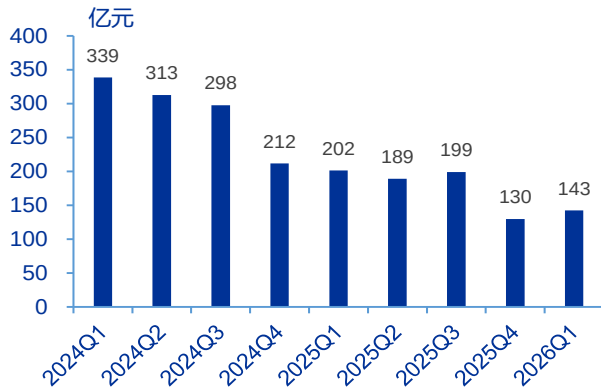
图 16：上市猪企固定资产一览



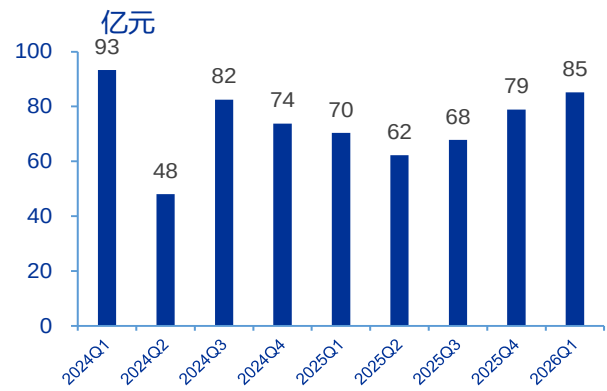
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 17：上市猪企在建工程一览

图 18：上市猪企资本开支一览



资料来源：公司公告，申万宏源研究



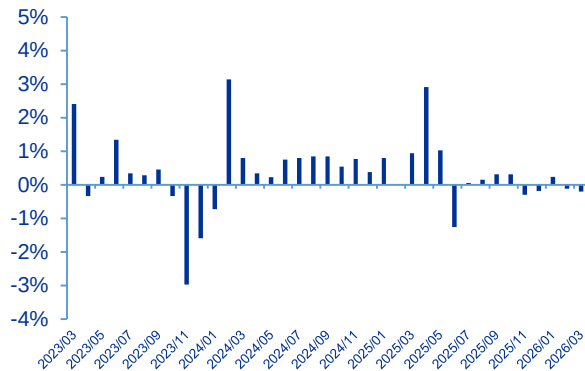
资料来源：公司公告，申万宏源研究

展望后市，2026Q2 大概率为本轮猪周期的供应顶部区域，猪价低迷探底，行业性亏损持续。

据涌益咨询数据显示，2025Q2 以来新生仔猪数基本维持稳定较高水平，参考 5-6 个月的育肥时间，预计 2026Q2 生猪出栏仍将明显增长，预计后续猪价延续低迷态势。

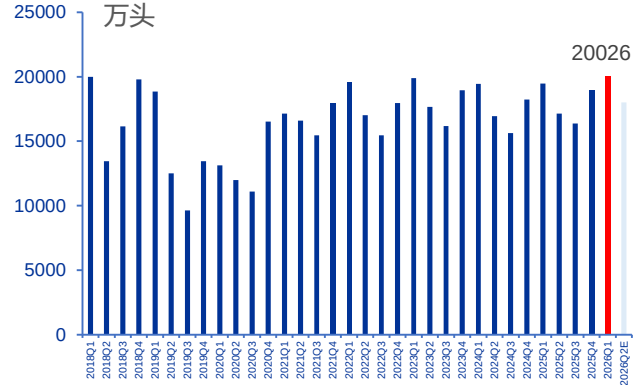
猪价探底、仔猪陷入亏损、淘汰母猪价格下跌、能繁母猪存栏明显去化均是后续 1-3 个月值得期待的强左侧催化。

图 19：前期新生仔猪数环比持平，绝对量维持高位



资料来源：涌益咨询，申万宏源研究

图 20：预计 2026Q2 生猪出栏量同比增加



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

投资分析意见：猪价持续低迷，旺季仔猪养殖亏损加剧，生猪养殖行业正处至暗时刻，预计产能去化开始明显提速，周期反转的预期正不断夯实；板块左侧投资逻辑顺畅，继续看好生猪养殖板块投资机会。建议关注**牧原股份、德康农牧、温氏股份**。

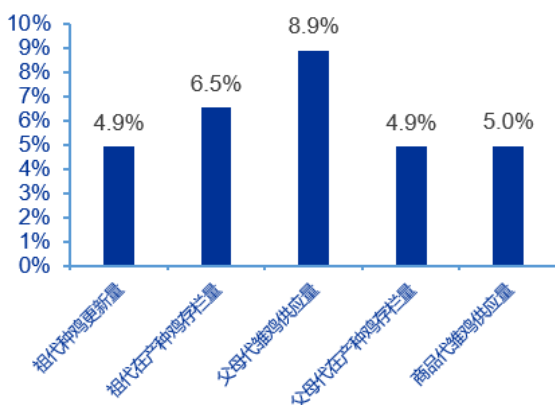
2.2 肉鸡养殖：白鸡景气大幅回落，黄鸡盈利有所回升

2.2.1 白羽肉鸡：全产业链景气下滑，降本增效，下游企业盈利回升

2025 年白羽肉鸡产业链量价总结：源头供种充裕，种鸡存栏再创新高，各环节产品价格均有所走弱。

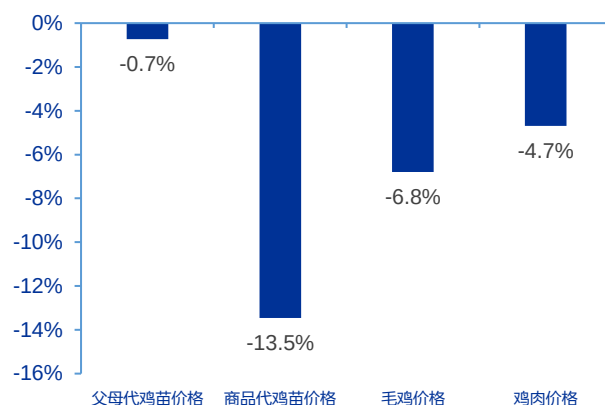
根据畜牧业协会禽业分会的数据，在海外引种明显恢复以及国产种鸡继续渗透的基础之上，全国祖代种鸡供给继续保持增长：2025 年全年，全国白羽肉鸡祖代种鸡更新量约 157.4 万套，同比+5.9%，其中进口占比 40%，国内自繁占比 60%，进口品种均从法国引进。产业链整体供给充裕，祖代在产种鸡、父母代雏鸡、商品代雏鸡供应量均明显增长（同比分别+6.5%/+8.9%/+5.0%），全年产业链各环节产品价格同比均出现不同程度的下跌（父母代鸡苗、商品代鸡苗、毛鸡、鸡肉价格分别下跌 0.7%/14%/7%/5%）。

图 21：2025 白羽肉鸡产业链各环节供应量同比变动



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，申万宏源研究

图 22：2025 白羽肉鸡产业链各环节价格同比变动



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，申万宏源研究

25 年进口种鸡保持增长，26Q1 进口受限，但整体种鸡供应仍维持增长。在海外引种连续受限两年后（2022-2023），2024 年引种恢复，2025 年得以延续。海外种鸡供应明显恢复，全年国内祖代白羽肉鸡更新量达到 157.4 万套，创下近十年新高。2026 年一季度海外进口受限，但国产种鸡补位明显，1-3 月全国合计祖代更新量约 26 万套，较之 2025 年同期水平明显上升，同比增长 19.8%。

图 23：2025 年白羽肉鸡祖代种鸡月度更新量

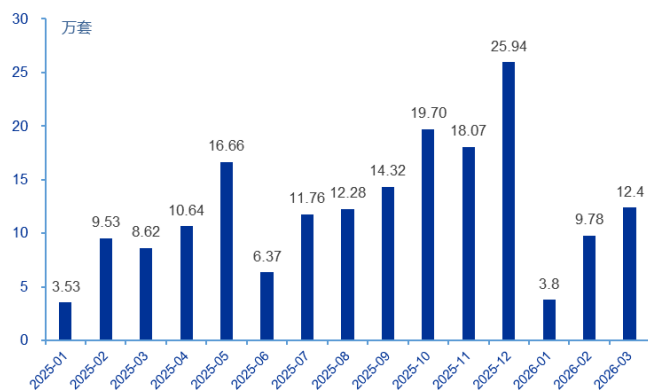
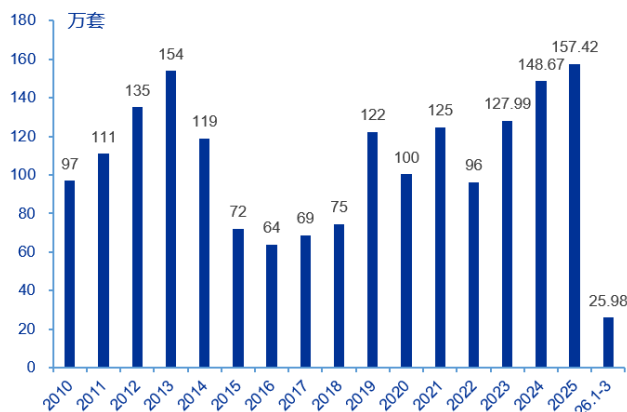


图 24：2025 全国祖代白羽肉鸡更新量同比+5.9%



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，申万宏源研究

资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，申万宏源研究

得益于销量的增长与养殖成本的改善，尽管产品价格有所下跌，但 2025 年白鸡行业上市公司整体营收恢复增长，利润保持回升，26Q1 得以延续。2025 年白羽鸡行业五家上市公司（圣农发展、仙坛股份、益生股份、民和股份、春雪食品）共实现营业收入 336.1 亿元，同比+6.1%（2024 年同比下滑 2.1%）；实现归母净利润 15.6 亿元，同比+30.7%。26Q1 五家上市公司共实现营业收入 83.8 亿元，同比+21.3%，实现归母净利润 3.6 亿元，同比+196.7%。

图 25：白羽肉鸡行业整体营业收入变动情况



资料来源：iFinD，申万宏源研究

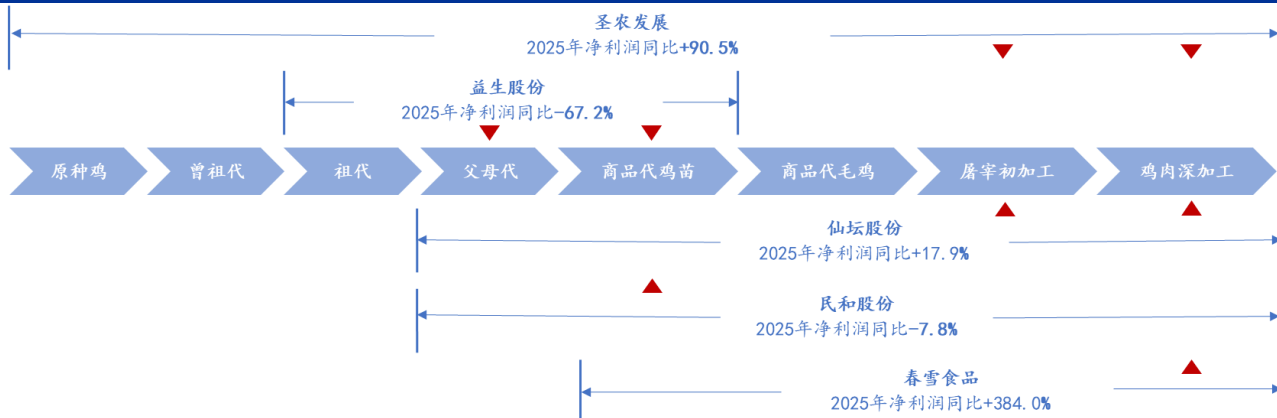
图 26：白羽肉鸡行业整体归母净利润变动情况



资料来源：iFinD，申万宏源研究

2025 年白羽肉鸡行业上市公司业绩分化明显，下游企业相对占优。由于 22-23 年行业引种受限，因此 23-24 年父母代种鸡与商品代鸡苗的价格整体相对景气，上游企业受益明显。而 2025 年在引种恢复的基础之上，该种趋势有所拐头，上游企业益生股份实现归母净利润 1.7 亿元，业绩大幅下滑 67.2%。主营养殖与屠宰环节的仙坛股份，因成本改善幅度优于鸡肉价格的下滑，整体盈利保持回升，业绩上升 17.9%。而全产业链企业圣农发展，在周期下行期韧性凸显。而主营商品代鸡苗销售与鸡肉深加工的春雪食品，业绩大幅回升。

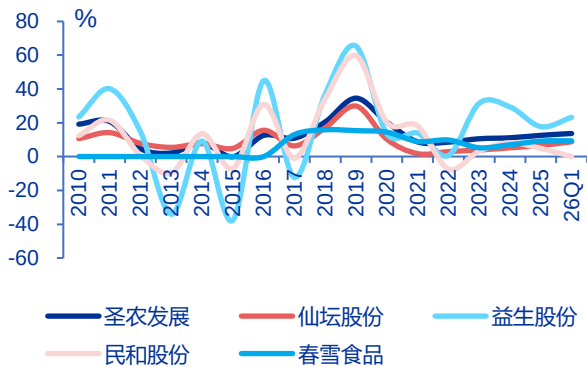
图 27：五家白羽鸡上市公司产业链分布情况及 2025 年业绩变动



资料来源：iFinD，申万宏源研究（注：△为核心业务）

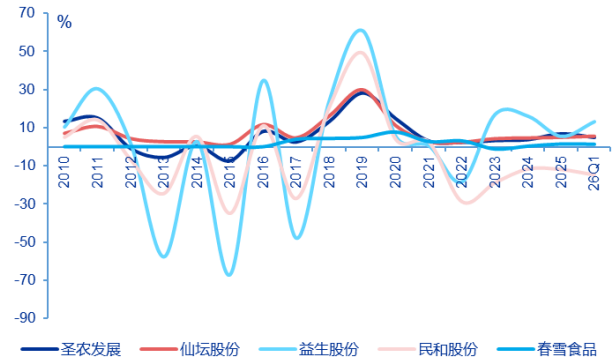
从盈利能力来看，25 年益生股份、民和股份毛利率分别为 17.8%和 4.8%，净利率分别为 5.5%和-12.0%，ROE 分别为 3.8%和-14.1%。圣农发展、仙坛股份、春雪食品毛利率分别为 12.6%、6.5%、9.1%，净利率分别为 6.9%、5.0%、1.5%。从产能扩张情况来看，2025 年五家公司在建工程合计为 7.4 亿元，同比-20.2%。

图 28：白羽肉鸡行业毛利率变动情况



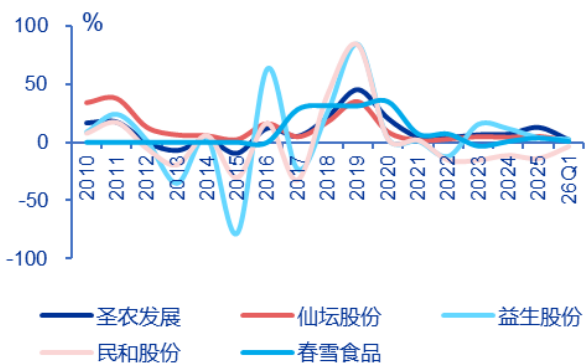
资料来源：iFinD，申万宏源研究

图 29：白羽肉鸡行业净利率变动情况



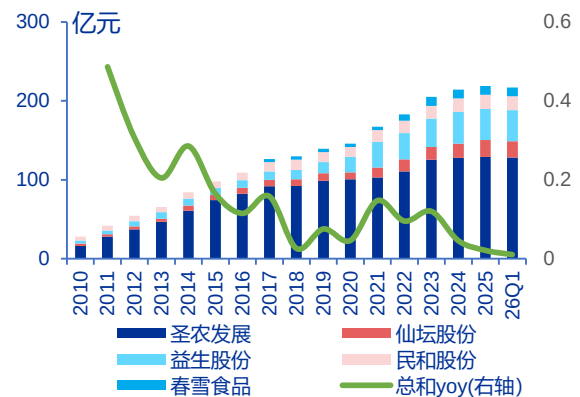
资料来源：iFinD，申万宏源研究

图 30：白羽肉鸡行业 ROE（加权）变动情况



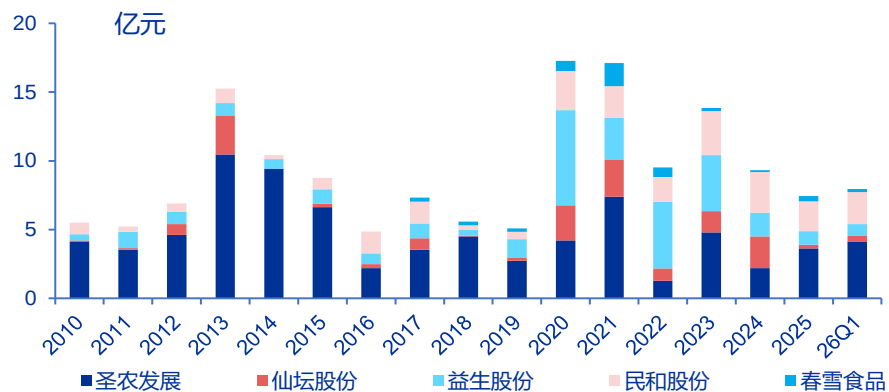
资料来源：iFinD，申万宏源研究

图 31：白羽肉鸡行业整体固定资产变动情况



资料来源：iFinD，申万宏源研究

图 32：白羽肉鸡行业整体在建工程变动情况

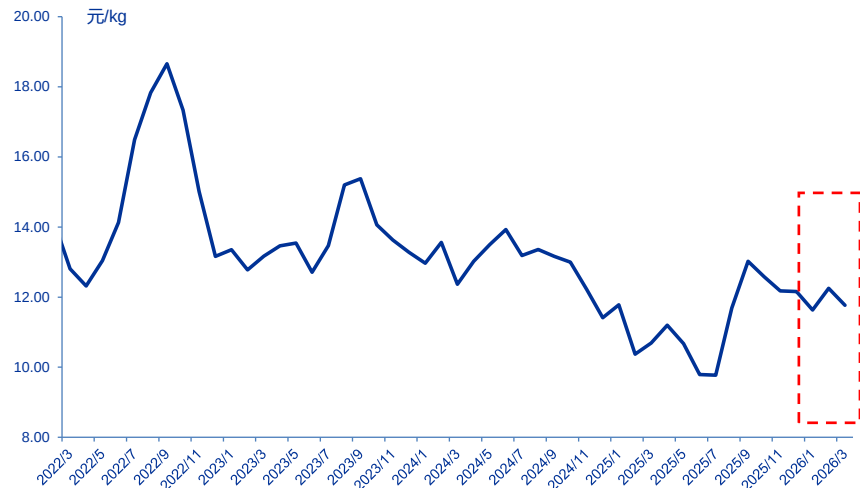


资料来源：iFinD，申万宏源研究

2.2.2 黄羽肉鸡：25 年景气回落，行业盈利承压，26Q1 有所回升

2025 年黄羽肉鸡价格同比下跌，26Q1 小幅上涨。2024 年黄鸡价格回升，行业产能有所恢复，2025 年虽需求企稳，但供给充裕的背景下，产品价格仍出现明显下跌。伴随 Q2-Q3 的旺季不旺，行业再次步入产能收缩的区间，25Q4-26Q1 黄鸡价格有所回暖。参考立华股份月度销售简报，2025 年公司肉鸡销售均价为 11.40 元/kg，同比-11.9%；26Q1 肉鸡销售均价为 11.87 元/kg，同比+7.9%。

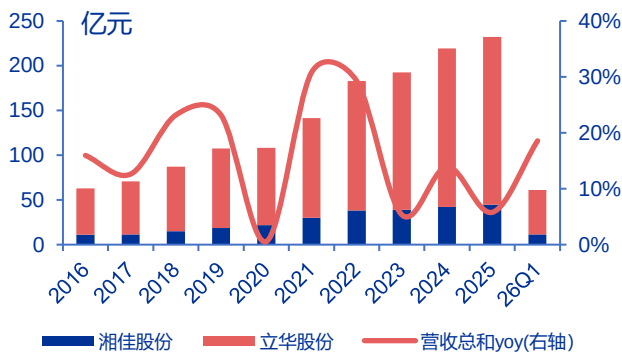
图 33：立华股份月度肉鸡销售价格



资料来源：公司公告，申万宏源研究

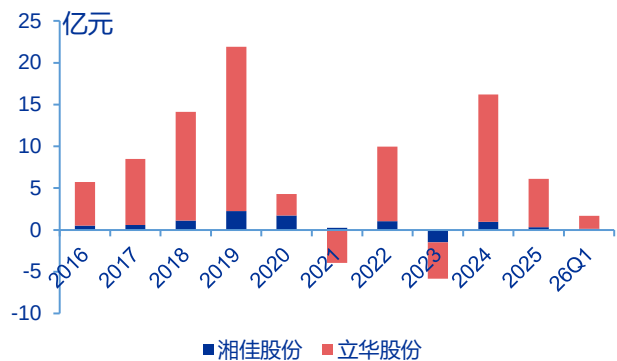
鸡价下行，其他业务（主要是生猪养殖）景气亦有所下滑，黄鸡行业上市公司业绩承压。2026 年一季度黄鸡盈利有所改善，其他业务仍产生明显拖累。2025 年全年，立华股份、湘佳股份共实现营业收入 232.0 亿元，同比+5.8%，实现归母净利润 6.1 亿元，同比-62.3%。2026 年一季度，两家上市公司合计实现营收 61.2 亿元，同比+18.6%，实现归母净利润 1.7 亿元，同比-29.1%。

图 34：黄羽肉鸡公司营业收入变动情况



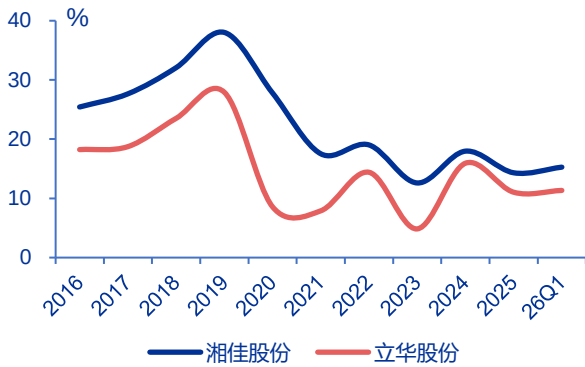
资料来源：iFinD，申万宏源研究

图 35：黄羽肉鸡公司归母净利润变动情况



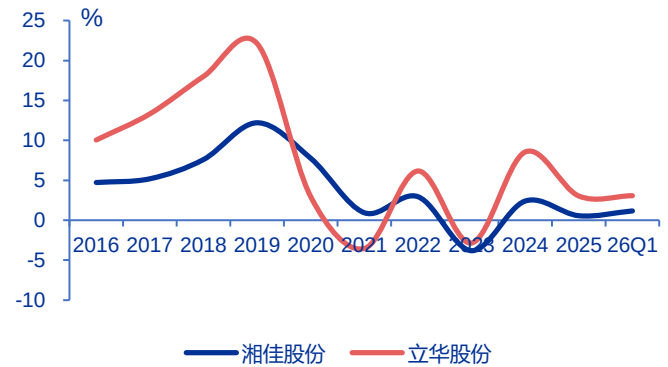
资料来源：iFinD，申万宏源研究

图 36：黄羽肉鸡行业毛利率变动情况



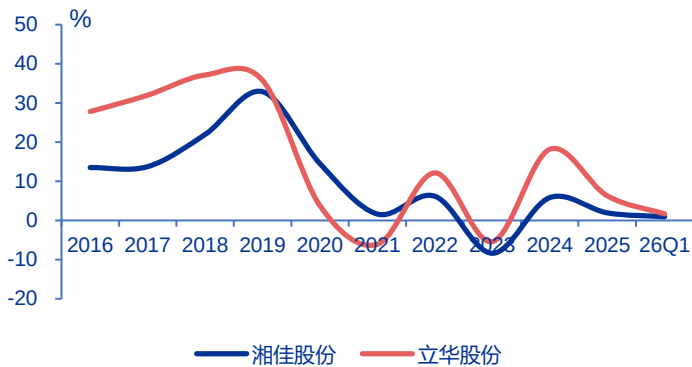
资料来源：iFinD，申万宏源研究

图 37：黄羽肉鸡行业净利率变动情况



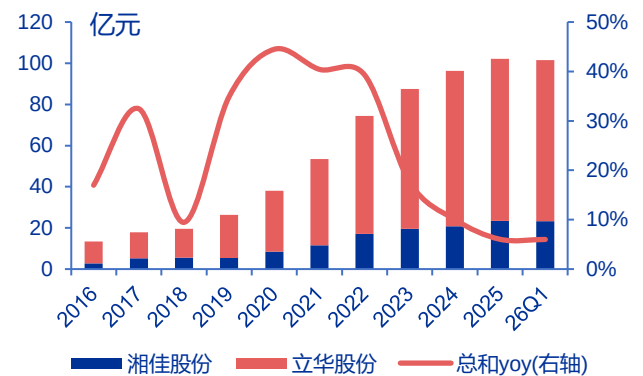
资料来源：iFinD，申万宏源研究

图 38：黄羽肉鸡行业 ROE 变动情况



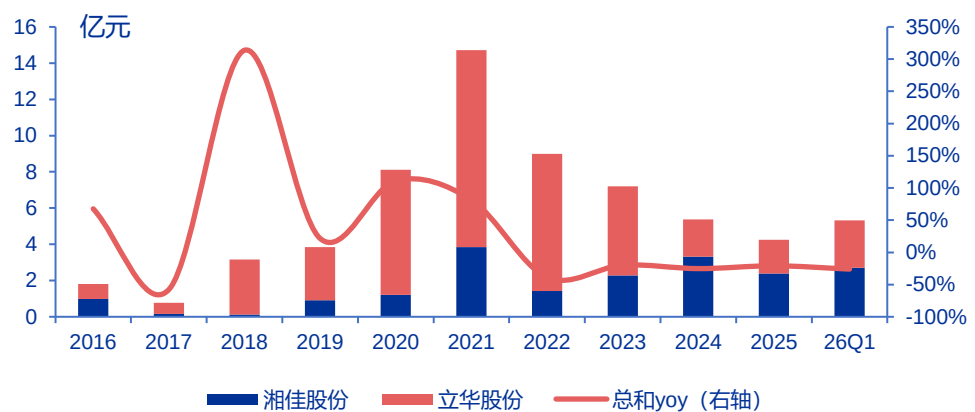
资料来源：iFinD，申万宏源研究

图 39：黄羽肉鸡行业整体固定资产变动情况



资料来源：iFinD，申万宏源研究

图 40：黄羽肉鸡行业整体在建工程变动情况



资料来源：iFinD，申万宏源研究

投资分析意见：白羽肉鸡：在行业供给持续偏充裕的产业背景下，24-25 年白鸡产业链整体盈利处于温和复苏的通道当中，展望 2026 年，由于海外引种的阶段性缺位，整体供给扩张的速度预计将有所放缓。同时从需求端看，餐饮和团餐均有望止跌企稳，同时出

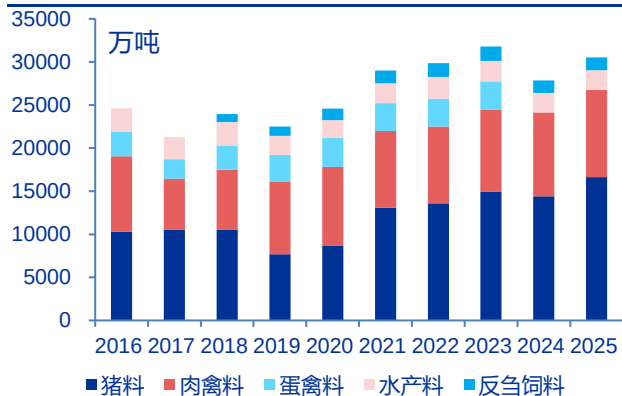
口端继续向好的背景下，白鸡消费大概率边际向好。我们仍看好白鸡产业链整体景气和复苏。建议关注**圣农发展、益生股份、仙坛股份**。

黄羽肉鸡：随着黄鸡需求端的逐步企稳，供需再平衡基本完成，猪肉价格对其的压制在明显减弱，在 2025 年共同陷入亏损之后，由于更短的供给周期，黄鸡有望率先实现景气反转。建议关注**立华股份**。

2.3 饲料：存栏恢复，销量高增，毛利率有所回落

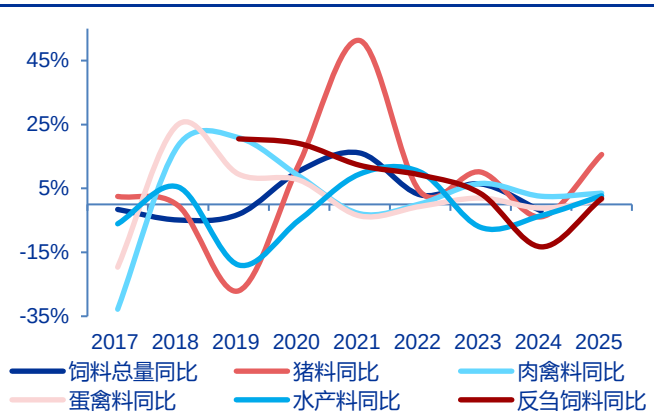
2025 年全年全国饲料产销回升，猪料大幅增长，反刍料触底回升，宠物饲料维持较高增长。根据中国饲料工业协会数据，2025 年全国工业饲料总产量为 34225 万吨，同比+8.6%。其中，猪饲料产量 16639.4 万吨，同比+15.6%；肉禽饲料产量 10097.7 万吨，同比+3.5%；反刍动物饲料产量 1475.8 万吨，同比+1.8%；水产饲料产量 2323.1 万吨，同比+2.7%；宠物饲料产量 188.4 万吨，同比+17.9%。

图 41：2016-2025 年中国饲料产量变动情况



资料来源：中国饲料工业协会，申万宏源研究

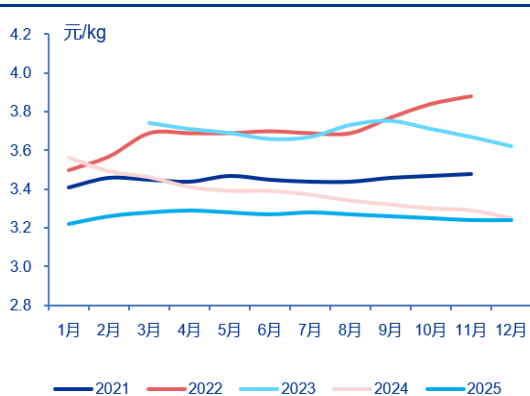
图 42：2017-2025 年各类饲料产量变动情况



资料来源：中国饲料工业协会，申万宏源研究

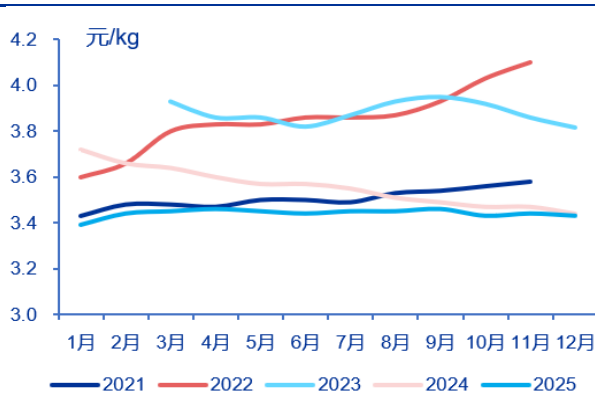
原材料价格继续走低，主要饲料价格均创近五年新低。由于玉米、豆粕等原材料价格的继续走低，2025 年饲料销售价格整体继续下行，除水产料外，猪料、禽料价格均创 2021 年以来新低。

图 43：2021-2025 年育肥猪饲料价格



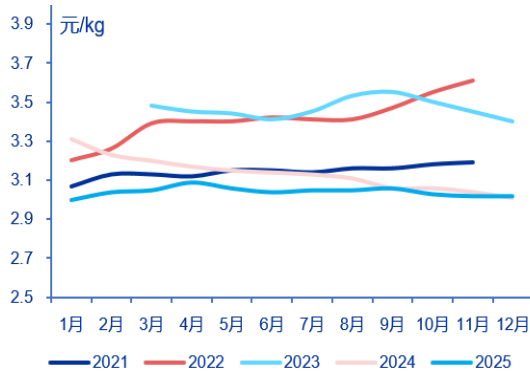
资料来源：中国饲料工业协会，申万宏源研究

图 44：2021-2025 年肉大鸡饲料价格



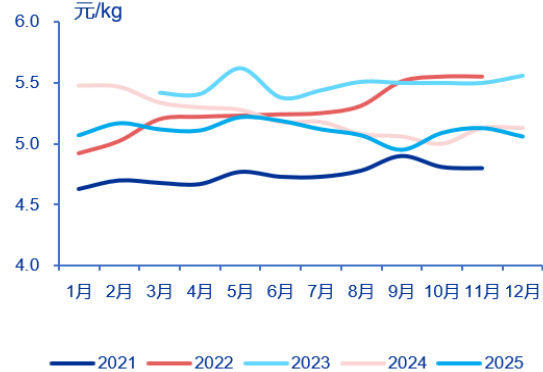
资料来源：中国饲料工业协会，申万宏源研究

图 45：2021-2025 年蛋鸡饲料价格



资料来源：中国饲料工业协会，申万宏源研究

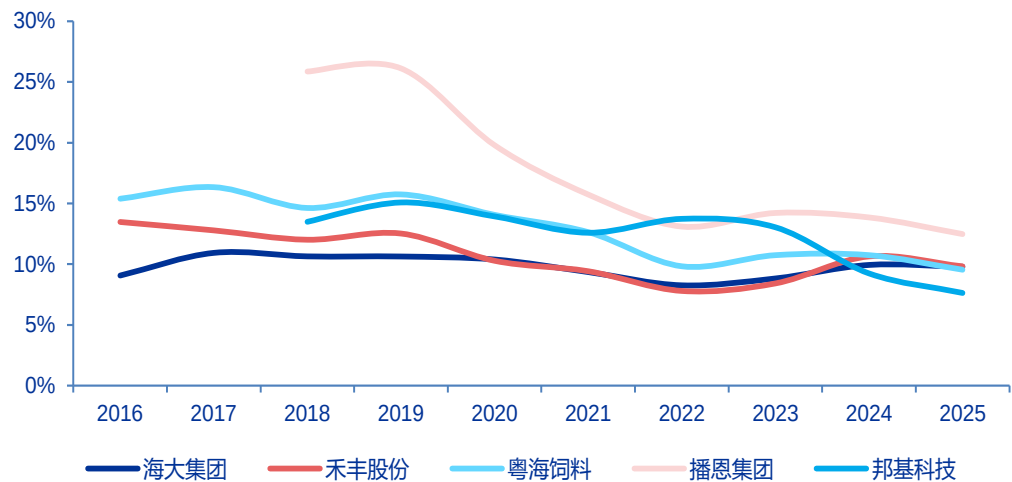
图 46：2021-2025 年鲤鱼成鱼饲料价格



资料来源：中国饲料工业协会，申万宏源研究

养殖景气偏弱，饲料业务毛利率整体回落。由于行业竞争格局并未有明显改善，同时下游养殖景气持续下行，2025 年饲料行业毛利率水平整体承压下行。在我们汇总的五家上市公司中，除海大集团毛利率表现相对稳健外（25 年毛利率 9.8%，同比仅-0.15pct），其余四家企业 25 年饲料业务毛利率均出现不同程度下滑，按降幅从小到大排名为禾丰股份（-0.82pct）、粤海饲料（-1.20pct）、播恩集团（-1.37pct），邦基科技毛利率水平下滑幅度最大，同比回落 1.61 个百分点。

图 47：各企业饲料业务毛利率变动情况



资料来源：公司公告，申万宏源研究

饲料业务营收稳步增长，饲企整体盈利加速回落。考虑到多数饲料企业纷纷进入生猪养殖领域，我们优化样本后的饲料板块涵盖五家上市公司：海大集团、播恩集团、禾丰股份、粤海饲料和邦基科技。2025 年饲料板块实现营业收入 1309.6 亿元，同比+14.2%；实现归母净利润 44.42 亿元，同比-7.7%。26Q1 饲料板块实现归母净利润 9.20 亿元，同比-52.0%。

图 48：饲料板块整体营业收入变动情况

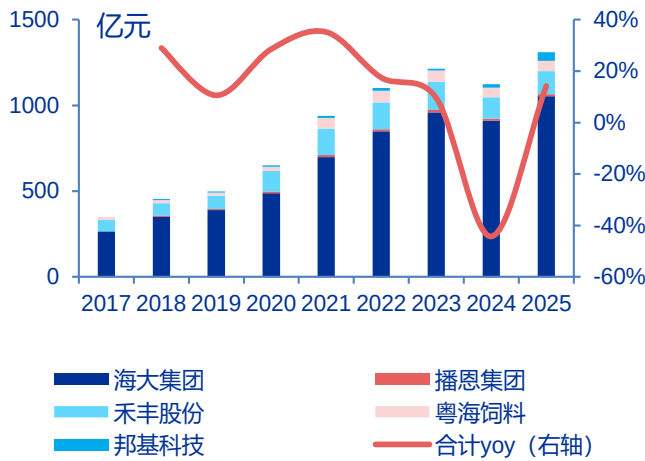
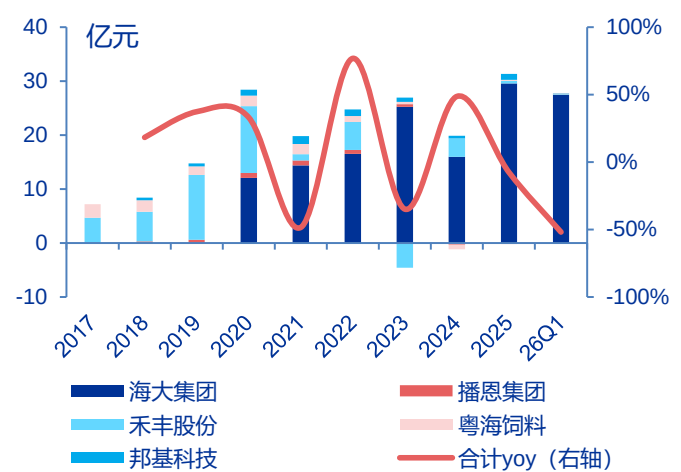


图 49：饲料板块整体归母净利润变动情况



2.4 宠物食品：外销受关税汇率拖累，内销营收维持稳步增长

2025 年宠物食品公司营收整体增长，但受加关税影响，利润整体下滑。2025 年 4 家宠物食品公司合计实现营业收入 143.0 亿元，同比+17.7%，实现归母净利润 12.1 亿元，同比-5.1%。中宠股份、佩蒂股份、乖宝宠物、路斯股份分别实现营业收入 52.2、14.5、67.7、8.6 亿元，同比分别+16.9%、-12.7%、+29.1%、+10.5%。分别实现归母净利润 3.7、1.2、6.7、0.6 亿元，同比分别-7.3%、-36.5%、+7.8%、-22.8%。其中，25Q4 4 家宠物食品公司合计实现营业收入 39.9 亿元，同比+17.8%，实现归母净利润 2.1 亿元，同比-33.6%。中宠、佩蒂、乖宝、路斯分别实现营业收入 13.6、3.6、20.3、2.4 亿元，同比分别+6.7%、+7.0%、+29.1%、+18.5%，分别实现归母净利润 0.3、0.02、1.6、0.1 亿元，同比分别-71.6%、-92.4%、+3.8%、-28.3%。

26Q1 宠物食品板块营收继续同比增长，但利润同比大幅下滑。26Q1 4 家宠物食品公司合计实现营业收入 37.5 亿元，同比+21.1%，实现归母净利润 2.2 亿元，同比-35.6%。中宠、佩蒂、乖宝、路斯分别实现营业收入 15.3、3.5、16.4、2.2 亿元，同比分别+39.2%、+6.7%、+11.1%、+19.7%，分别实现归母净利润 0.7、0.1、1.2、0.1 亿元，同比分别-19.8%、-63.7%、-39.5%、-37.2%。

图 50：2025 年宠物食品板块营收同比+17.7%

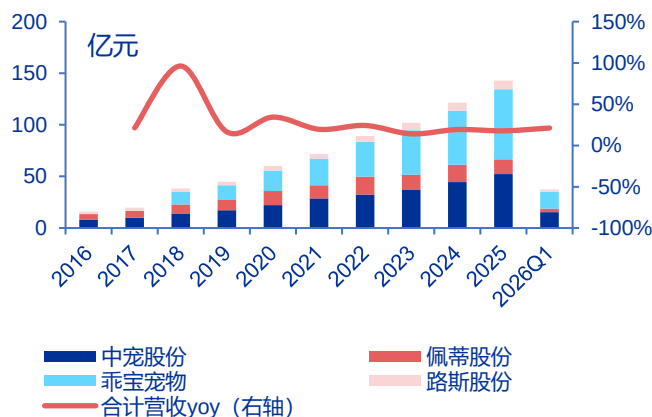
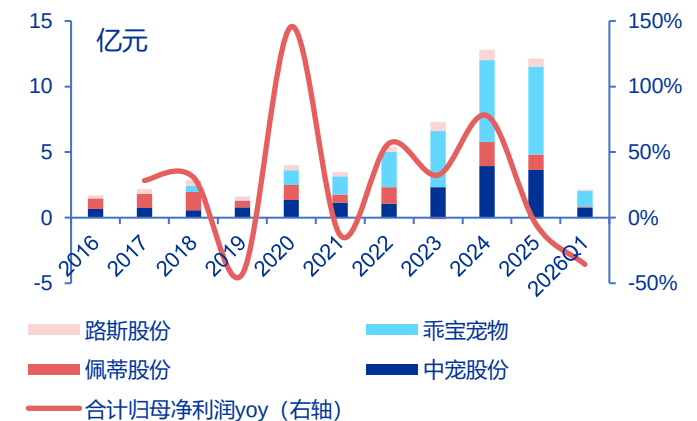


图 51：2025 年宠物食品板块归母净利润同比-5.1%

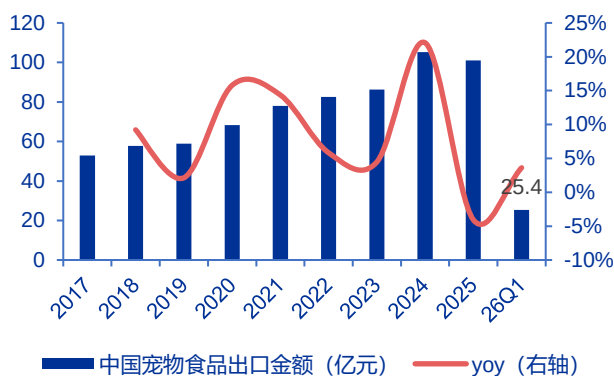


资料来源：Ifind，申万宏源研究

资料来源：Ifind，申万宏源研究

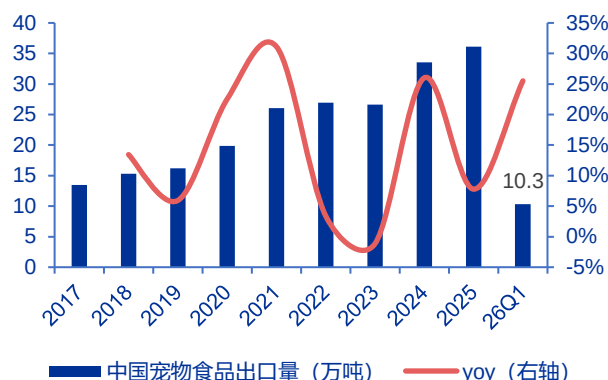
(1) 外销：受加关税影响，2025 年及 26Q1 中国宠物食品对美出口额同比大幅下滑。据海关总署，2025 年中国宠物食品出口总额为 101.0 亿元，同比-4.1%，出口量为 36.1 万吨，同比+7.8%。其中，对美出口额为 13.0 亿元，同比-29.7%，对美出口量为 2.6 万吨，同比-29.7%。26Q1 中国宠物食品出口额为 25.4 亿元，同比+3.6%，出口量为 10.3 万吨，同比+25.5%。其中，对美出口额为 2.7 亿元，同比-36.5%，对美出口量为 0.6 万吨，占比 5.5%。

图 52：2017 年-2026Q1 中国宠物食品出口金额



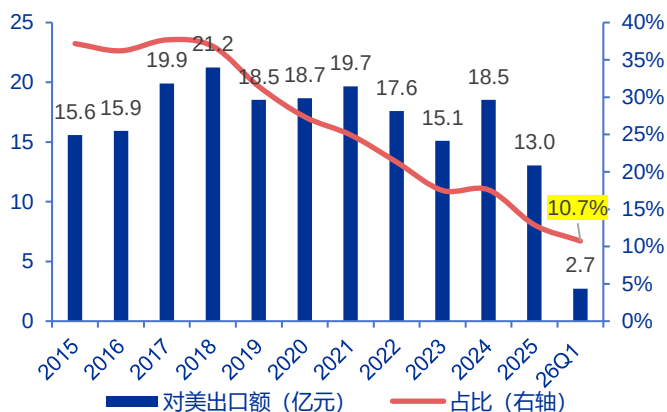
资料来源：海关总署，申万宏源研究

图 53：2017 年-2026Q1 中国宠物食品出口量



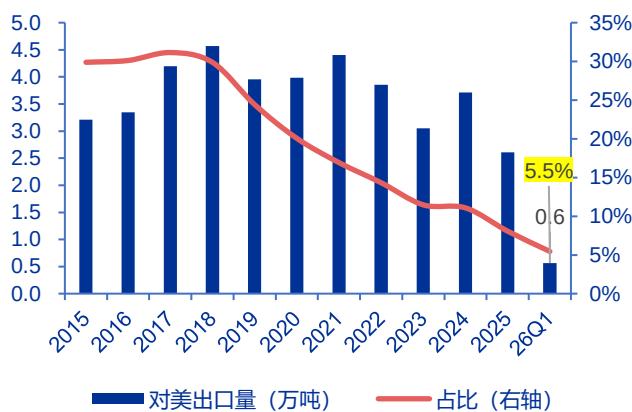
资料来源：海关总署，申万宏源研究

图 54：中国宠物食品对美出口额及占比



资料来源：海关总署，申万宏源研究

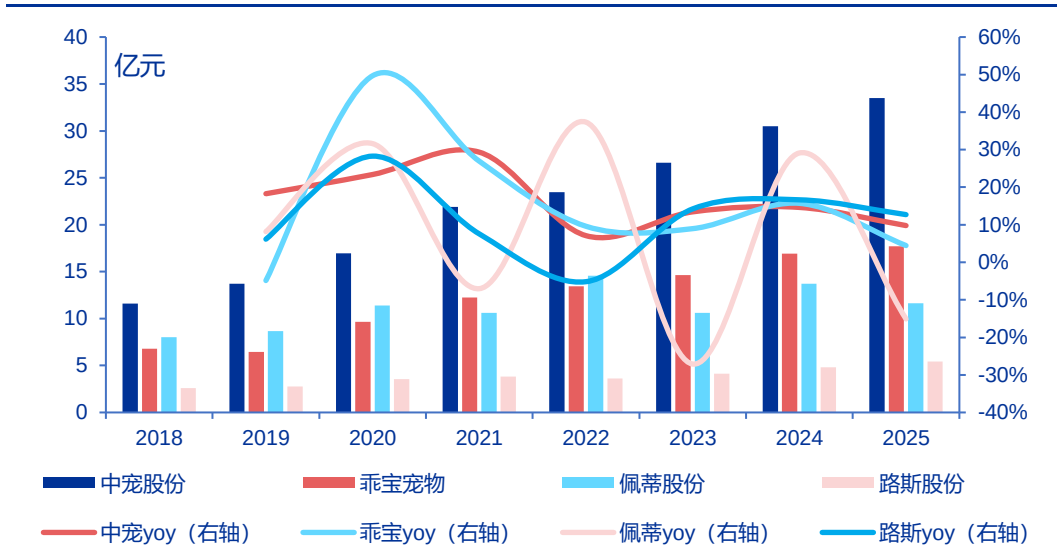
图 55：中国宠物食品对美出口量及占比



资料来源：海关总署，申万宏源研究

乖宝、中宠、佩蒂境外业务主要以对美出口为主，受加关税影响，2025 年境外业务营收增速整体放缓。中宠、乖宝、佩蒂 2025 年分别实现境外业务营收 33.5、17.7、11.6 亿元，同比+9.8%、+4.5%、-15.1%。2024 年境外业务营收增速分别为+14.6%、+15.7%、+29.1%。

图 56：4 家宠物食品公司境外业务营收及同比增速



资料来源：公司公告，申万宏源研究

(2) 内销：25 年头部品牌仍实现快速增长，三家上市公司市占率继续提升。据久谦咨询数据，2025 年宠物食品天猫淘宝、京东、抖音线上合计 GMV 为 306.4 亿元，同比 +10.5%。三家上市公司自有品牌市占率继续增长。2025 年乖宝、中宠、佩蒂线上 GMV 分别同比 +35%、+36%、+19%，市占率分别为 11.6%、2.6%、0.6%，同比 +2.1pct、+0.5pct、+0.05pct。26Q1 三家上市公司自有品牌增速分化：乖宝、中宠、佩蒂 26Q1 线上 GMV 分别同比 +9%、+52%、-21%。

表 7：乖宝宠物、中宠股份、佩蒂股份自有品牌线上 GMV 增速及市占率

亿元	品牌	2021	2022	2023	2024	2025	26Q1
乖宝宠物	麦富迪	13%	46%	22%	16%	15%	5%
	弗列加特	671%	867%	183%	137%	94%	8%
	佰萃粮	-1%	-23%	34%	41%	53%	76%
	藻趣	11%	36%	36%	-2%	17%	-18%
	合计	12%	45%	33%	31%	35%	9%
	市占率	6.7%	7.3%	8.3%	9.5%	11.6%	10.7%
中宠股份	顽皮	20%	36%	-15%	-1%	31%	72%
	zeal	30%	10%	30%	58%	-3%	22%
	领先	-8%	38%	116%	72%	62%	39%
	合计	17%	33%	8%	27%	36%	52%
	市占率	2.0%	2.0%	1.9%	2.1%	2.6%	2.7%
佩蒂股份	爵宴	248%	715%	93%	43%	25%	-20%
	好适嘉	92%	340%	-10%	-44%	-34%	-40%
	合计	145%	520%	55%	24%	19%	-21%
	市占率	0.1%	0.4%	0.5%	0.6%	0.6%	0.5%
宠物食品行业		24%	33%	17%	14%	10%	11%

资料来源：久谦咨询，申万宏源研究

①**乖宝宠物：麦富迪品牌升级，弗列加特召开新品发布会。**26年3月，麦富迪品牌战略全面升级，发布“解码天性，更懂犬猫”的全新品牌主张。3月弗列加特召开新品发布会，发布三款主粮新品及《鲜肉精准营养红皮书》。

图 57：乖宝宠物 26 年新品推出情况

乖宝宠物-麦富迪					乖宝宠物-弗列加特	
双拼系列					弗列加特英短专用成/幼猫粮	
牛肉蓝莓双拼全期犬粮 2.0（通用型/小型全成犬粮）→3.0  2026 33元/kg→38元/kg  2026 38元/kg  2026 38元/kg					 2026.02 89元/kg	
原生鲜肉犬粮  2026.02 31元/kg 原生鲜肉猫粮  2026.02 46元/kg 乐活冻干粮-鸡肉  2026.01 36元/kg 乐活冻干粮-鸭肉  2026.01 36元/kg 花胶膨膨罐  2026 4.5元/罐					弗列加特布偶专用成/幼猫粮	
					 2026.02 89元/kg	
					减脂鲜肉主食猫粮	
					 2026.02 89元/kg	

资料来源：天猫，申万宏源研究

②**中宠股份：顽皮举办产品升级发布会，领先继续推新。**26年4月顽皮举办“世界品质 中国顽皮”产品升级全球发布会，顽皮小金盾系列升级至 2.0 版本。领先推出新系列——蓬蓬系列。

图 58：中宠股份核心产品矩阵

Wanpy						ZEAL zeal帝王鲑猫罐
小金盾成猫粮 2.0	小金盾幼猫粮 2.0	烘焙粮 2.0 (美毛+养护肠胃)	7岁+烘焙全价成猫粮	小金盾犬粮	帝王鲑成幼猫高营养天然风干粮	
 2026.03 47元/kg	 2026.03 53元/kg	 2026.03 67元/kg	 2026.03 73元/kg	 2026.03 46元/kg	 2025.08 400元/kg	
TOPTREES 领先						
鲜肉烘焙猫粮 (三文鱼)	低温鲜肉烘焙幼犬粮	低温鲜肉烘焙犬粮	全价鲜肉烘焙犬粮 (羊奶鸡)	蓬蓬袋烘焙猫粮		
 2025.02 93元/kg	 2025.03 79元/kg	 2025.05 53元/kg	 2025.07 66元/kg	 2026 93元/kg	 2025.08 23元/罐85g	

资料来源：天猫，申万宏源研究

③佩蒂股份：爵宴继续推新零食，新西兰主粮开始上线。2026 年新西兰工厂生产的主粮自有品牌——vivaland 上线天猫国际。

图 59：佩蒂股份 26 年新品推出情况

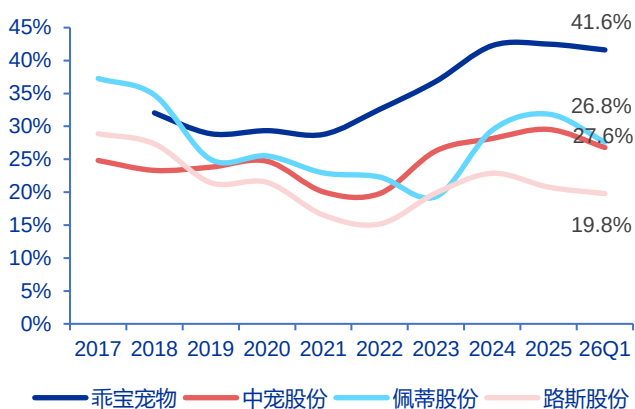
佩蒂股份——爵宴/好适嘉					Vivaland
爵宴小马冻干	冻干厚切猪蛋	冻干鸭肉苦菊卷	冻干厚切牛肝粒	冻干厚切鸡肝粒	牧场草饲羊肉配方犬粮
					
2026	2026.03	2026.03	2026.03	2026.03	2026.03
28元/包	16.3元/包	16.3元/包	12.9元/包	12.9元/包	99元/kg
冻干厚切蛋黄粒	6拼冻干桶	全价低脂猫罐头 (椰子鸡口味)		犬用脆脆薯片	草饲牛肉帝王鲑配方犬粮
					
2026.03	2026.03	2026.01		2026.02	2026.03
12.9元/包	78元/盒	6.9元/罐		10元/罐	99元/kg

资料来源：天猫，申万宏源研究

受加关税、汇率影响，2025 年宠物食品公司毛利率提升幅度放缓，净利率均同比下降。

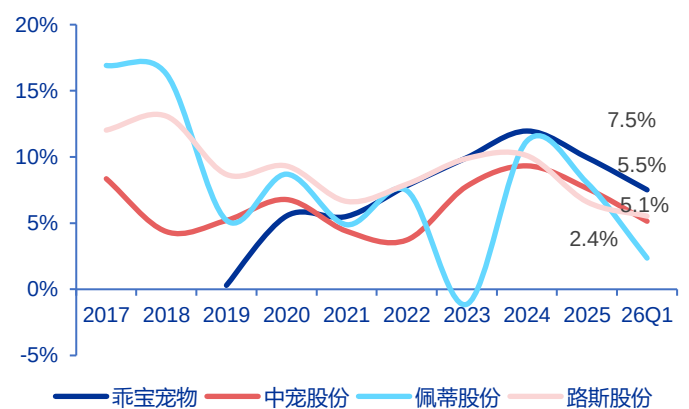
2025 年乖宝宠物、中宠股份、佩蒂股份、路斯股份的毛利率分别为 42.5%、29.5%、31.9%、20.8%，同比+0.2pct、+1.4pct、+2.4pct、-2.1pct。其中，乖宝、中宠、佩蒂、路斯境外业务毛利率分别为 32.2%、24.3%、31.8%、24.8%，同比-3.0pct、-0.6pct、+2.8pct、-3.2pct。25 年 4 月起，人民币兑美元持续升值，几家公司均产生不同程度的汇兑亏损，同时销售费用投放力度加大，净利率均同比下降。2025 年乖宝、中宠、佩蒂、路斯的净利率分别为 10.0%、7.6%、8.1%、6.6%，同比-2.0pct、-1.7pct、-3.1pct、-3.5pct。25Q4 乖宝宠物、中宠股份、佩蒂股份、路斯股份的毛利率分别为 41.7%、26.7%、31.2%、22.4%，同比分别为-1.2pct、-3.0pct、-3.8pct、-0.2pct。净利率分别为 7.9%、2.8%、0.6%、6.5%，同比分别为-2.0pct、-6.1pct、-8.2pct、-2.4pct。

图 60：2017 年-2026Q1 四家宠物食品公司毛利率



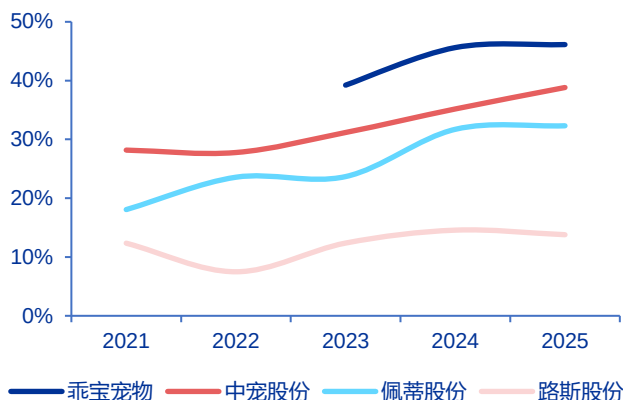
资料来源：Ifind，申万宏源研究

图 61：2017 年-2026Q1 四家宠物食品公司净利率



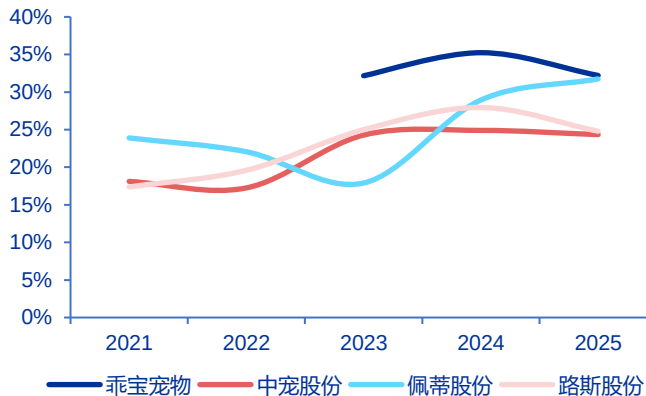
资料来源：Ifind，申万宏源研究

图 62： 四家宠物食品公司中国大陆业务毛利率



资料来源：Ifind，申万宏源研究

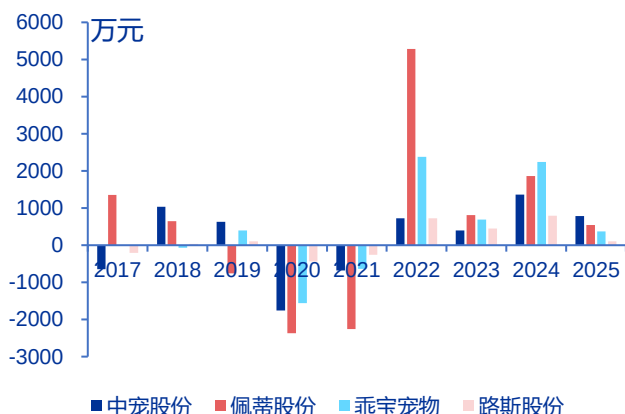
图 63： 四家宠物食品公司国外业务毛利率



资料来源：Ifind，申万宏源研究

26Q1 延续 25 年趋势，受加关税及汇率影响，大部分宠物食品公司毛利率均同比下滑，仅有乖宝宠物实现小幅上涨（主要系国内自有品牌业务毛利率提升）。26Q1 乖宝、中宠、佩蒂、路斯毛利率分别为 41.6%、26.8%、27.6%、19.8%，同比分别+0.1pct、-5.1pct、-1.0pct、-1.9pct。除汇率影响外，26Q1 宠物食品公司继续加大销售费用投放力度，净利率均同比下降。乖宝、中宠、佩蒂、路斯净利率分别为 7.5%、5.1%、2.4%、5.5%，同比分别-6.3pct、-4.2pct、-4.7pct、-2.7pct。

图 64： 2017-2025 年宠物食品公司汇兑损益



资料来源：公司公告，申万宏源研究（注：正值为汇兑收益，负值为汇兑亏损）

图 65： 美元兑人民币汇率（中间价）



资料来源：Ifind，申万宏源研究

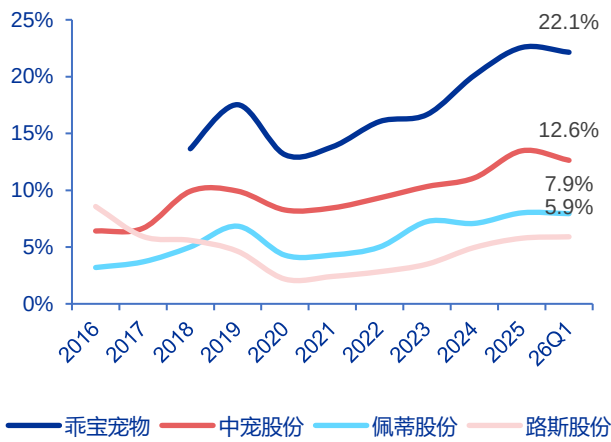
期间费用率：

（1）销售费用率：宠物食品企业销售费用投放力度整体加大。2025 年乖宝宠物、中宠股份、佩蒂股份、路斯股份销售费用分别为 15.3、7.0、1.2、0.5 亿元，同比分别+44.8%、+42.1%、-1.2%、+28.5%，销售费用率分别为 22.6%、13.5%、8.0%、5.8%，同比分别+2.5pct、+2.4pct、+0.9pct、+0.8pct。26Q1 乖宝宠物、中宠股份、佩蒂股份、路斯股份销售费用分别为 3.6、1.9、0.3、0.1 亿元，同比分别+38.1%、+54.5%、+0.2%、+37.8%，销售费用率分别为 22.1%、12.6%、7.9%、5.9%，同比分别+4.3pct、+1.2pct、-0.5pct、+0.8pct。

(2) 财务费用率：受人民币兑美元升值影响，宠物食品企业财务费用率均有所提升。

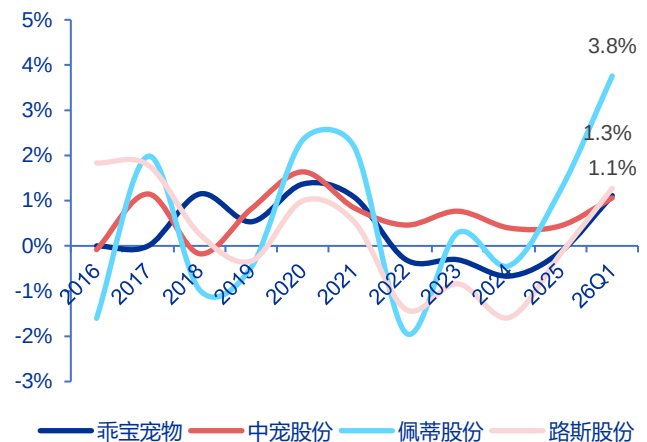
25 年 1~4 月，人民币兑美元小幅贬值，4 月起，人民币兑美元持续升值，虽然 25 年全年，4 家宠物食品企业仍然产生汇兑收益，但同比 24 年大幅减少。2025 年乖宝宠物、中宠股份、佩蒂股份、路斯股份分别实现汇兑收益 369.0 万元、787.0 万元、546.0 万元、106.5 万元，同比-579 万元、-1312 万元、-1870 万元、-686 万元。2025 年乖宝宠物、中宠股份、佩蒂股份、路斯股份财务费用率分别为-0.1%、0.4%、1.2%和-0.2%，同比分别+0.5pct、+0.05pct、+1.7pct、+1.4pct。26Q1 乖宝宠物、中宠股份、佩蒂股份、路斯股份财务费用率分别为 1.1%、1.1%、3.8%、1.3%，同比分别+1.6pct、+0.7pct、+4.0pct、+2.4pct。

图 66：宠物食品公司销售费用率



资料来源：Ifind，申万宏源研究

图 67：宠物食品公司财务费用率

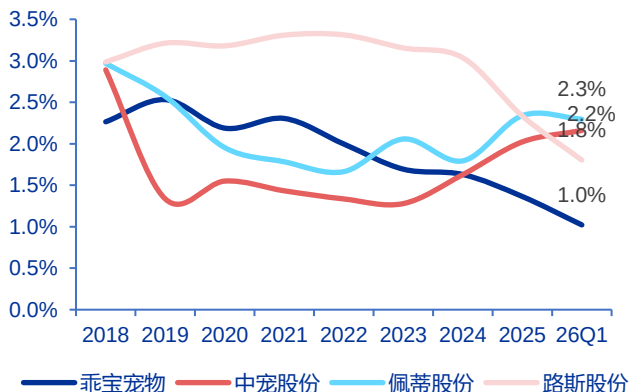


资料来源：Ifind，申万宏源研究

(3) 管理费用率：2025 年乖宝宠物、中宠股份、佩蒂股份、路斯股份管理费用率分别为 5.8%、5.5%、9.4%和 4.4%，同比分别+0.0pct、+0.8pct、+2.4pct 和+0.4pct。26Q1 乖宝宠物、中宠股份、佩蒂股份、路斯股份管理费用率分别为 6.6%、4.7%、8.7%和 3.7%，同比分别+1.6pct、-1.5pct、-0.6pct 和-0.8pct。

(4) 研发费用率：2025 年乖宝宠物、中宠股份、佩蒂股份、路斯股份研发费用率分别为 1.4%、2.0%、2.3%和 2.3%，同比分别-0.3pct、+0.4pct、+0.5pct 和-0.7pct。26Q1 乖宝宠物、中宠股份、佩蒂股份、路斯股份研发费用率分别为 1.0%、2.2%、2.3%和 1.8%，同比分别-0.4pct、+0.04pct、+0.5pct、-1.0pct。

图 68：宠物食品公司研发费用率



资料来源：Ifind，申万宏源研究

资料来源：Ifind，申万宏源研究

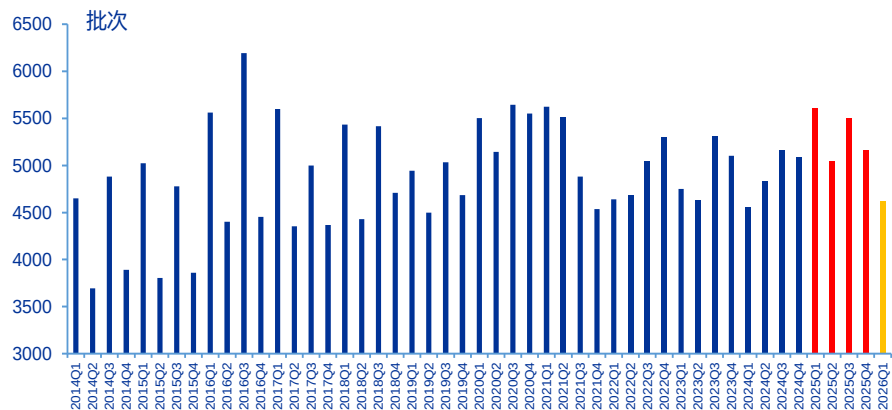
投资分析意见：宠物食品消费依旧景气，看好行业集中度提升，头部企业市占率及盈利能力提升。中国宠物食品行业仍处于较快增长阶段，头部国产品牌历经 5-10 年积累，凭借优质供应链、快速产品迭代、多元化营销等多方面优势，品牌力开始彰显，消费者认可度明显提升，市占率持续提升。与此同时，中小品牌弯道超车难度加剧，增速放缓。看好行业集中度提升，头部企业在竞争格局优化后，盈利能力逐步上行。建议关注**乖宝宠物、中宠股份、佩蒂股份**。

2.5 动物保健：2025 年疫苗销售复苏，2026Q1 下游养殖亏损压制疫苗需求

2025 年下游养殖存栏增加，疫苗销售复苏，销量有所增长。合计来看，2025 年全年兽用疫苗合计批签发 21315 批次，同比+8.51%；分季度来看，2025Q1-4 兽用疫苗分别签发 5605、5043、5505、5162 批，同比分别为+23%、+4%、+7%、+1%。2025Q4 下游养殖盈利大幅回落，养殖场户现金流压力显著加大，疫苗使用量受影响下批签发量环比显著减少。

2026Q1 养殖场户亏损严重，压制疫苗需求。根据国家兽药基础数据库批签发数据，2026Q1 兽用疫苗批签发数同环比分别减少 18%，11%。

图 70：兽用疫苗季度批签发量一览

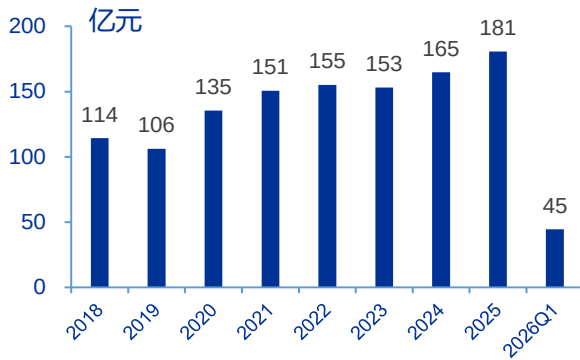


资料来源：国家兽药基础数据库，申万宏源研究

动物保健板块上市公司（此处包括 9 家动物保健企业）**2025 年业绩同比有所增长，主要系前三季度养殖盈利可观，加之部分企业新产品销售布局加快共同驱动。**2025 年动物保健板块上市公司合计实现营业收入 180.7 亿元，同比+9.7%；实现归母净利润 12.2 亿元，同比+5.4%。

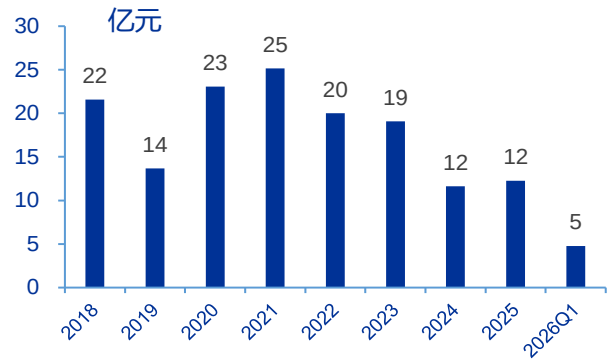
2026Q1 下游养殖景气低迷，动保产品销售承压，板块上市企业经营业绩表现不佳。上市公司合计实现营业收入 44.7 亿元，同比+8.4%；实现归母净利润 4.8 亿元，同比-8.4%。

图 71：动物保健板块上市公司合计营业收入



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 72：动物保健板块上市公司合计归母净利润



资料来源：公司公告，申万宏源研究

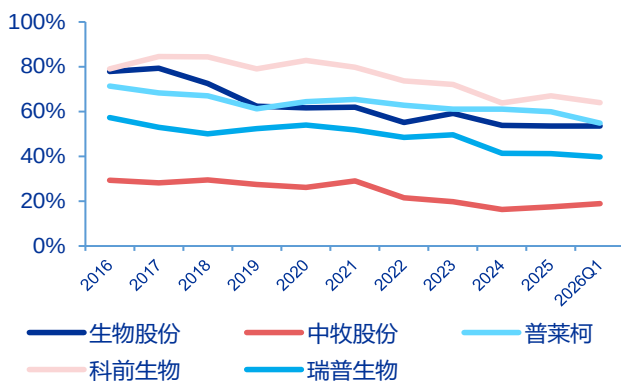
我们选取生物股份、中牧股份、普莱柯、科前生物、瑞普生物五家典型动物保健企业进行分析。

收入方面，2025年生物股份、中牧股份、普莱柯、科前生物、瑞普生物兽用生物制品业务收入分别为 12.94、9.21、7.64、8.90、14.75 亿元，同比分别为+9.2%、-9.3%、-2.0%、-0.6%、+11.4%。猪用疫苗销售量下降拖累部分公司收入增速，部分主营其他疫苗品类的企业收入有所增长。

2026Q1 多数企业因下游需求低迷，猪用疫苗销售收入同比下滑；但部分企业凭借兽用化药业务突破，实现了收入的逆势增长。2026Q1 生物股份、中牧股份、普莱柯、科前生物、瑞普生物收入同比增速分别为-1.5%、19.9%、-10.5%、-7.2%、0.5%。

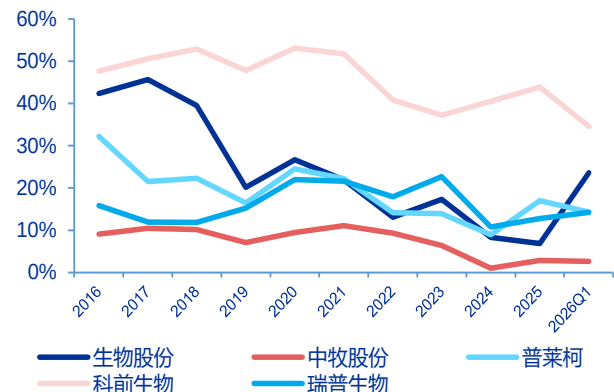
盈利能力方面，2025年生物股份、中牧股份、普莱柯、科前生物、瑞普生物毛利率分别为 54%、18%、60%、67%、41%，同比-0.3pcts、+1.2pcts、-1.2pcts、+3.2pcts、-0.1pcts；净利率分别为 7%、3%、17%、44%、13%。毛利率下降主要系疫苗销售价格下降所影响；2026Q1 部分企业因费用率改善，净利率呈现显著上升态势。

图 73：5 家动物保健公司毛利率



资料来源：公司公告，申万宏源研究

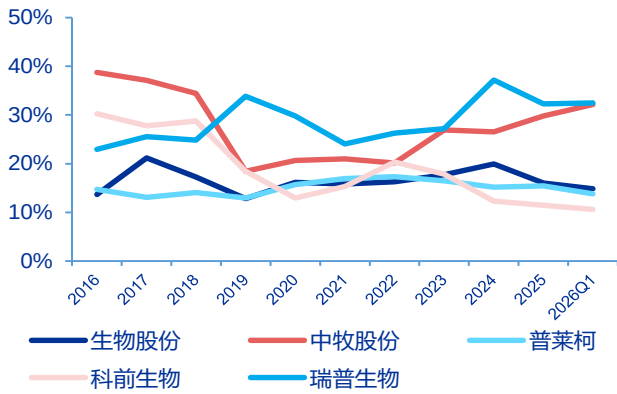
图 74：5 家动物保健公司净利率



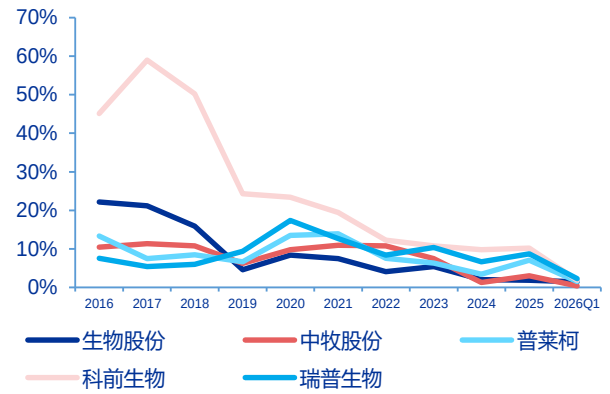
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 75：5 家动物保健公司资产负债率

图 76：5 家动物保健公司 ROE



资料来源：公司公告，申万宏源研究



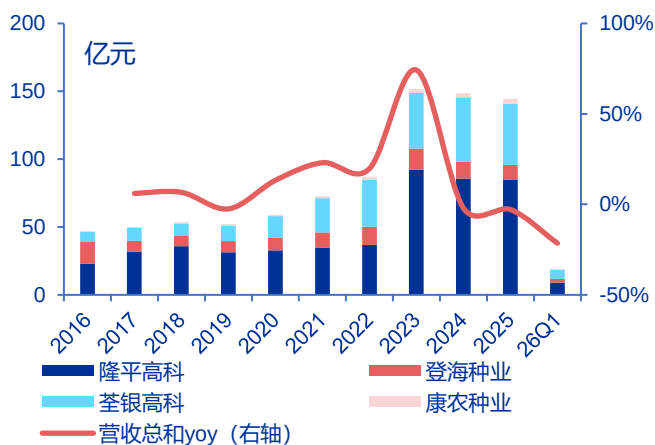
资料来源：公司公告，申万宏源研究

投资分析意见：关注下游盈利对疫苗需求的影响，重视行业新病种与企业新产品的未来潜力增量。下游养殖行业景气后续复苏将提振动保产品需求，关注动保企业盈利延续改善。同时，密切关注潜力新品种有望带来的行业增量，如口蹄疫输入病例增加，部分企业获得了口蹄疫南非 I 型亚单位与灭活疫苗生产文号，未来将带来销售业绩增量。此外，宠物动保作为具备显著增量的市场，当前已有部分国产产品陆续问世，关注宠物动保产品国产替代下的投资机会。关注科前生物、瑞普生物、生物股份等。

2.6 种业：粮价触底回升，受库存影响，种企业绩分化

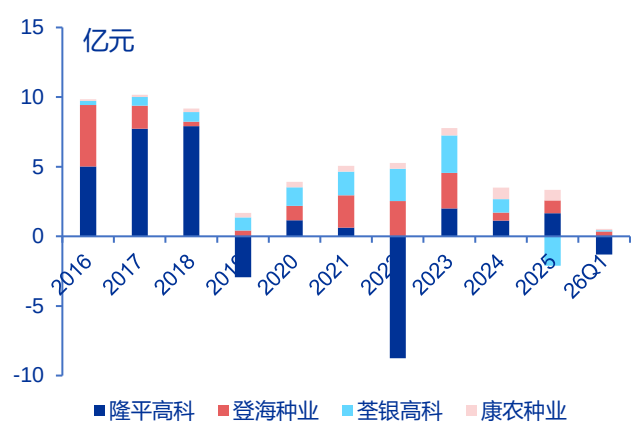
2025 年粮价基本触底，受计提存货跌价损失影响，种企业绩分化。种业板块，我们选取隆平高科、登海种业、荃银高科、康农种业 4 家公司进行分析。2025 年，4 家公司共实现营业收入 144.4 亿元，同比-2.8%，共实现归母净利润 1.2 亿元，同比-65.2%。隆平高科、登海种业、荃银高科、康农种业分别实现营业收入 84.8、11.0、44.9、3.6 亿元，同比-1.0%、-11.5%、-4.6%、+7.4%。

图 77：2016 年-2026Q1 种业上市公司营业收入



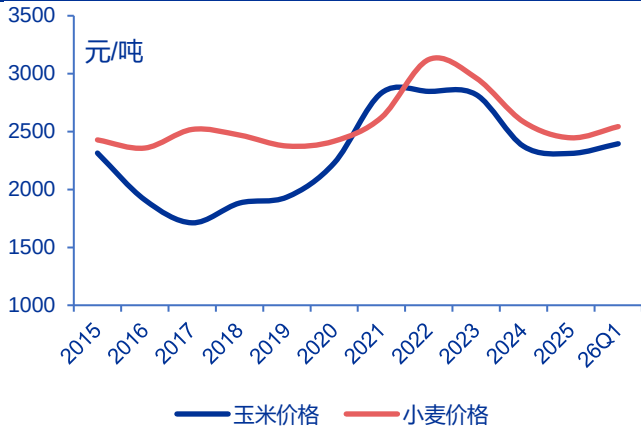
资料来源：Ifind，申万宏源研究

图 78：2016 年-2026Q1 种业上市公司归母净利润



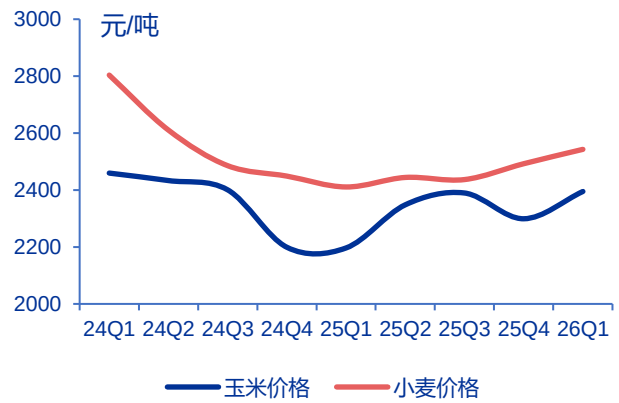
资料来源：Ifind，申万宏源研究

图 79：2015-2026 年玉米、小麦价格



资料来源：Ifind，申万宏源研究

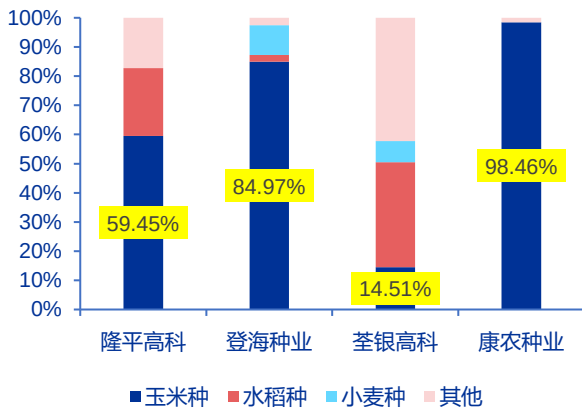
图 80：24Q1-26Q1 玉米、小麦价格



资料来源：Ifind，申万宏源研究

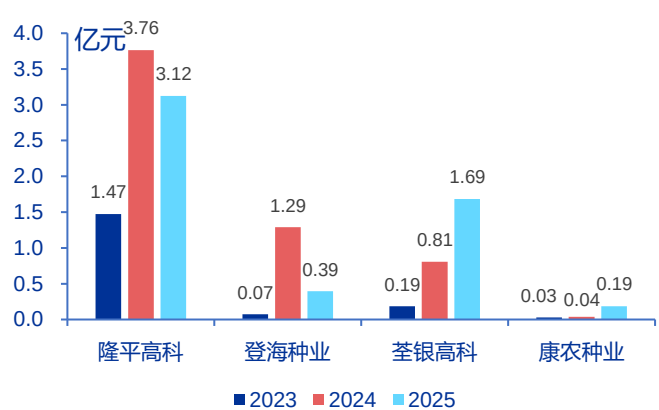
2025 年种业仍处于库存消化阶段，行业竞争依然较为激烈，库存高企的背景下，头部种企继续计提了一定的存货跌价损失，但业绩表现出现分化。分公司看，2025 年，隆平高科、登海种业的存货跌价损失明显下降，分别计提 3.12 亿元、0.39 亿元，同比-17%、-69%，2025 年归母净利润亦同比上升，分别实现归母净利润 1.7、0.9 亿元，同比+45.6%、+61.9%。康农种业 2025 年计提存货跌价损失 0.19 亿元，同比 24 年增加 0.15 亿元，实现归母净利润 0.8 亿元，同比-8.1%。荃银高科 2025 年共计提资产减值损失 2.79 亿元，同比 +1.5 亿，其中，存货跌价损失 1.69 亿元，商誉减值损失 1.01 亿元，故 2025 年公司实现归母净利润-2.1 亿元，同比 -317.9%。

图 81：4 家种业营收结构 (2025 年)



资料来源：Ifind，申万宏源研究

图 82：4 家种企存货跌价损失



资料来源：Ifind，申万宏源研究

26Q1 粮价企稳回升，部分种企业绩恢复性增长。26Q1 玉米、小麦现货价格同比上升，分别同比+9.0%、+5.5%，农户种植积极性有所恢复，种子价格基本止跌。2026Q1 四家公司共实现营业收入 19.1 亿元，同比-21.5%，实现归母净利润-0.8 亿元，同比-428.5%。隆平高科、登海种业、荃银高科、康农种业分别实现营业收入 9.1、2.6、7.0、0.4 亿元，同比-35.6%、+62.7%、-16.6%、+63.5%，分别实现归母净利润-1.31、0.34、0.11、0.07 亿元。其中隆平亏损幅度加大，主要系巴西出现极端天气，种子播种窗口错期，导致玉米种子销量下降；同时，26 年一季度境外子公司汇兑收益同比大幅减少也是拖累业绩表现的重要因素。

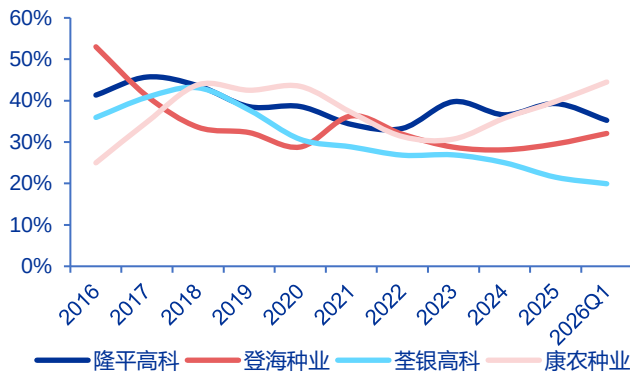
表 8：2024 年-2026Q1 四家种业上市公司营业收入及归母净利润

亿元	营业收入						归母净利润					
	2024	2025	同比	26Q1	25Q1	同比	2024	2025	同比	26Q1	25Q1	同比
隆平高科	85.7	84.8	-1.0%	9.1	14.1	-35.6%	1.1	1.7	45.6%	-1.31	-0.02	-6145.6%
登海种业	12.5	11.0	-11.5%	2.6	1.6	62.7%	0.6	0.9	61.9%	0.34	0.25	37.2%
荃银高科	47.1	44.9	-4.6%	7.0	8.4	-16.6%	1.0	-2.1	-317.9%	0.11	0.02	418.3%
康农种业	3.4	3.6	7.4%	0.4	0.2	63.5%	0.8	0.8	-8.1%	0.07	-0.01	944.1%

资料来源：Ifind，申万宏源研究

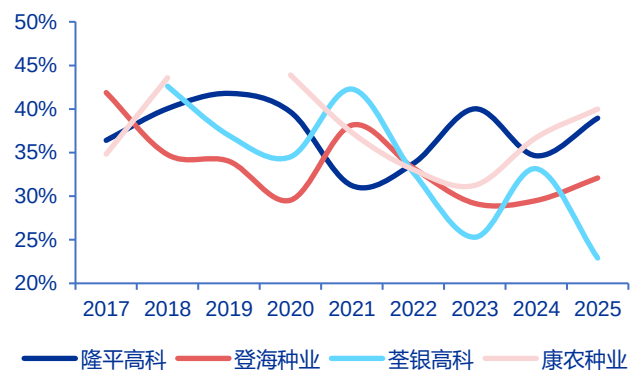
盈利能力方面：（1）毛利率：2025 年隆平高科、登海种业、荃银高科、康农种业毛利率分别为 39.3%、29.6%、21.5%、39.8%，同比+2.7pct、+1.4pct、-3.5pct、+4.0pct，其中玉米种业毛利率分别为 39.0%、32.1%、22.9%、40.0%，同比+4.3pct、+2.6pct、-10.3pct、+3.3pct。26Q1 四家公司毛利率分别为 35.3%、32.1%、19.9%、44.5%，同比-5.2pct、+1.4pct、+6.5pct、+23.5pct。

图 83：2016 年-2026Q1 四家种企毛利率



资料来源：Ifind，申万宏源研究

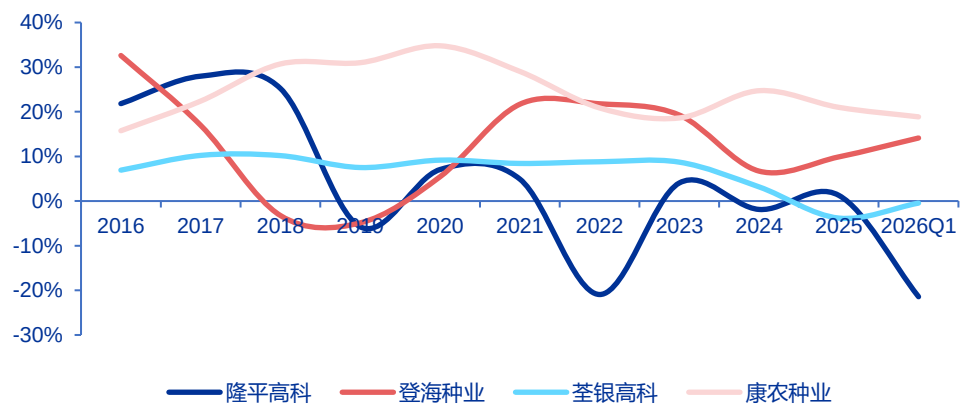
图 84：2016 年-2025 年四家种企玉米种业毛利率



资料来源：Ifind，申万宏源研究

（2）净利率：2025 年隆平高科、登海种业、荃银高科、康农种业净利率分别为 1.3%、9.9%、-3.8%、21.0%，同比+3.2pct、+3.2pct、-7.0pct、-3.7pct。26Q1 四家种企净利率分别为-21.4%、14.1%、-0.5%、18.9%，同比-23.7pct、-2.3pct、+1.6pct、+22.5pct。

图 85：2016 年-2026Q1 四家种企净利率



资料来源：Ifind，申万宏源研究

期间费用率：

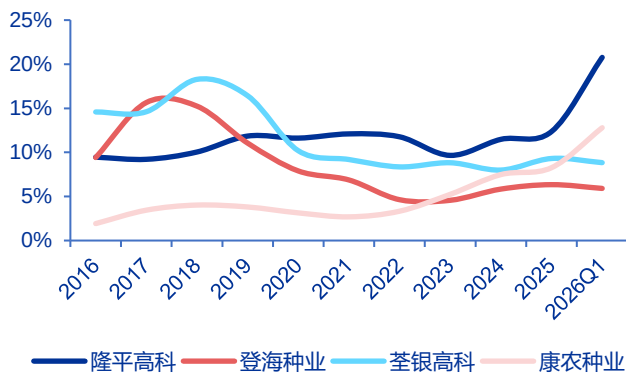
①**销售费用率**：2025年隆平高科、登海种业、荃银高科、康农种业销售费用率分别为12.4%、6.3%、9.3%、8.3%，同比+0.9pct、+0.5pct、+1.3pct、+0.8pct。26Q1分别为20.8%、5.9%、8.8%、12.8%，同比+8.7pct、-2.5pct、+1.7pct、+0.5pct。

②**管理费用率**：2025年四家公司管理费用率分别为10.1%、10.0%、5.6%、3.8%，同比-0.9pct、+0.9pct、+0.4pct、-0.2pct。26Q1分别为18.1%、10.6%、7.4%、6.9%，同比+1.2pct、-5.5pct、+1.2pct、-3.8pct。

③**财务费用率**：2025年四家公司财务费用率分别为1.2%、-3.3%、1.4%、-0.2%，同比-8.8pct、-0.7pct、+0.4pct、+0.3pct。26Q1分别为8.9%、-3.4%、2.5%、-0.04%，同比+12.8pct、+2.1pct、+1.3pct、+1.2pct。

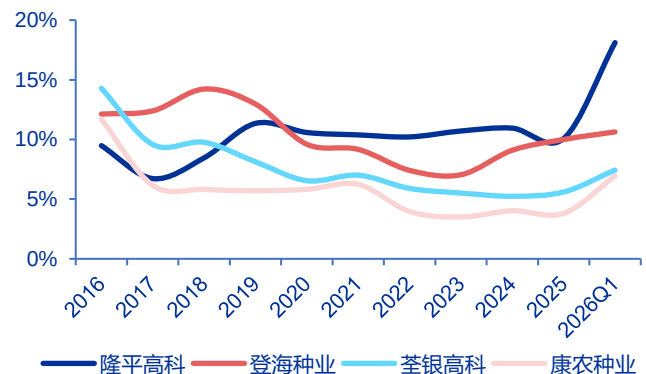
④**研发费用率**：2025年隆平高科、登海种业、荃银高科、康农种业研发费用率分别为7.8%、7.5%、3.7%、4.8%，同比-0.02pct、+0.8pct、+0.8pct、+0.5pct。26Q1分别为13.7%、6.5%、3.3%、5.2%，同比+5.3pct、-2.1pct、+1.5pct、-3.2pct。

图 86：2016 年-2026Q1 四家种企销售费用率



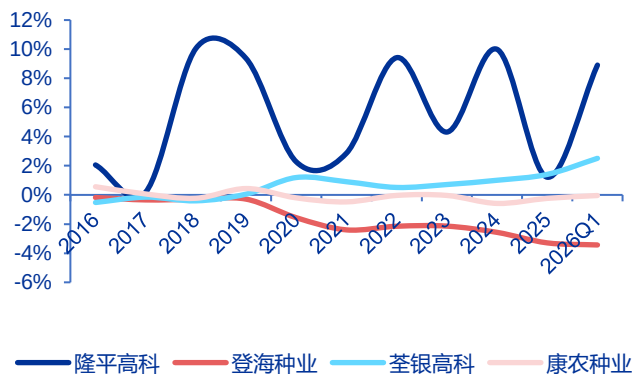
资料来源：Ifind，申万宏源研究

图 87：2016 年-2026Q1 四家种企管理费用率



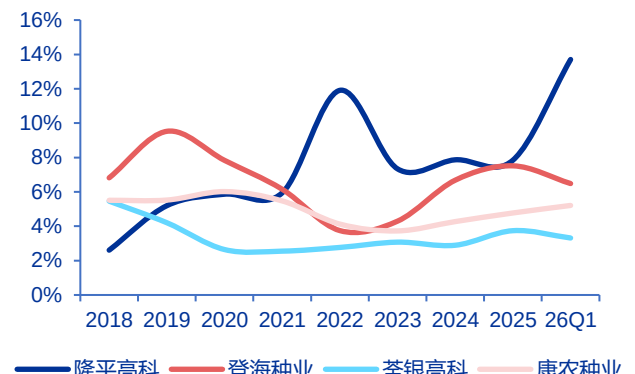
资料来源：Ifind，申万宏源研究

图 88：2016 年-2026Q1 四家种企财务费用率



资料来源：Ifind，申万宏源研究

图 89：2016 年-2026Q1 四家种企研发费用率



资料来源：Ifind，申万宏源研究

投资分析意见：粮价逐步企稳，转基因商业化稳步推进，头部种企市占率、盈利能力有望逐步提升。2023-2025 年粮价连续 3 年下行，2026 年随着供需格局逐步改善，粮价有

望逐步企稳回升。2025年转基因玉米商业化销售继续稳步推进，隆平高科、登海种业品种审定数量位居行业前列，龙头种企先发优势突出，随着转基因玉米渗透率的提高，龙头种企有望凭借研发优势、品种储备、营销实力逐步提升市占率。建议关注：**隆平高科，登海种业，康农种业**。

3. 风险提示

(1) 畜禽价格大幅下跌。生猪及肉鸡价格为衡量畜禽养殖板块周期性的重要指标，价格大幅下跌可能影响股价表现。

(2) 上市公司实际出栏/产量不及预期。销售/出栏量是衡量养殖、饲料等行业企业经营表现的重要指标。若出栏量、产量低于预期会影响相关上市公司业绩表现。

(3) 养殖疫情发生。非洲猪瘟、禽流感等养殖疫情爆发往往是行业内重大黑天鹅事件，对畜禽价格会产生重要影响。

表 9：农林牧渔重点公司估值表

证券代码	证券简称	2026/5/25		EPS (元/股)			PE		
		收盘价(元)	总市值 (亿元)	2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E
生猪养殖									
002714	牧原股份	38.8	2217	2.84	1.00	4.04	14	39	10
300498	温氏股份	13.8	917	0.79	0.41	1.79	17	33	8
603477	巨星农牧	16.7	87	0.06	0.07	1.65	280	238	10
605296	神农集团	28.1	147	0.65	0.38	1.88	43	75	15
002100	天康生物	7.0	95	0.15	0.19	0.62	45	38	11
2419.HK	德康农牧	53.1	206	0.07	3.55	13.47	746	15	4
禽养殖									
002299	圣农发展	17.1	212	1.11	1.05	1.38	15	16	12
002746	仙坛股份	6.1	53	0.28	0.41	0.45	22	15	14
002458	益生股份	8.3	118	0.15	0.44	0.53	55	19	16
300761	立华股份	20.0	168	0.69	1.26	2.07	29	16	10
牧业									
1117.HK	现代牧业	1.1	90	(0.14)	0.09	0.20	/	12	6
9858.HK	优然牧业	3.1	128	(0.10)	0.35	0.64	/	9	5
饲料业									
002311	海大集团	45.7	752	2.57	2.94	3.87	18	16	12
宠物食品									
301498	乖宝宠物	45.9	184	1.68	1.98	2.42	27	23	19
002891	中宠股份	30.0	97	1.20	1.44	1.83	25	21	16
300673	佩蒂股份	15.0	37	0.46	0.66	0.76	32	23	20
动物保健									
688526	科前生物	14.2	66	0.90	0.94	1.00	16	15	14
603566	普莱柯	11.1	39	0.53	0.55	0.62	21	20	18
300119	瑞普生物	16.5	77	0.86	0.99	1.22	19	17	14
600201	生物股份	12.9	143	0.09	0.32	0.47	143	40	27
种植业									
601952	苏垦农发	8.6	118	0.40	0.47	0.52	22	18	17
600598	北大荒	15.2	269	0.66	0.70	0.74	23	22	21
种业									
000998	隆平高科	8.4	124	0.11	0.26	0.28	75	32	30
002041	登海种业	8.8	78	0.10	0.17	0.19	85	52	46
920403	康农种业	21.6	21	0.76	1.11	1.32	28	19	16
农产品									
002215	诺普信	9.4	94	0.65	1.09	1.36	14	9	7
002772	众兴菌业	14.6	55	0.85	1.09	1.22	17	13	12
300970	华绿生物	31.3	38	0.90	2.24	3.04	35	14	10

资料来源：Wind，申万宏源研究（注：温氏股份、神农集团、天康生物、德康农牧、圣农发展、仙坛股份、益生股份、立华股份、现代牧业、海大集团、普莱柯、苏垦农发、北大荒、诺普信、众兴菌业、华绿生物、瑞普生物、生物股份、康农种业采用 wind 一致性预期，其余公司采用申万预测；港股公司收盘价单位为港元/股，总市值单位为亿港元，EPS 单位为港元/股）

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

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”) 在中华人民共和国境内 (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。客户应当认识到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，本公司接受客户的后续问询。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真实性、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。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。本公司强烈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。

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。