下载日志已记录，仅供内部参考

新希望（000876.SZ）

生猪优化饲料出海，农牧龙头穿越周期

新希望：国内农牧龙头，四十余载深耕饲料与养殖。公司创立于 1982 年，历经四十余年发展，成长为覆盖饲料、养殖、肉品加工等全产业链的跨国农牧巨头。近年来公司主动调整战略，转让禽产业与食品深加工板块控股权，全面聚焦饲料和生猪养殖两大核心主业。**1）公司业务：饲料为基石，养猪为引擎。**2025 年公司饲料收入 760.19 亿元，占总营收 71.14%；猪产业收入 285.29 亿元，占 26.70%。**2）股权结构稳定，治理清晰。**公司控股股东为新希望集团，实际控制人刘永好先生，董事长刘畅女士，建立了层级分明、职责清晰的公司治理架构。

生猪养殖：核心引擎，周期底部锻造成本护城河。2025 年公司出栏生猪 1755 万头，居行业前列。**1）完全成本持续下行，生产指标全面优化：**正常运营场线完全成本从 2025 年全年的 12.84 元/公斤逐季降至 2026 年一季度的 12.22 元/公斤，2026 年目标再降 1 元/公斤，生产指标全面优化，PSY 达 26 头。**2）产能主动收缩，现金流充裕支撑穿越底部：**受猪价下跌及生物资产减值影响，2025 年板块亏损 23.3 亿元，但公司通过主动收缩产能（能繁母猪降至 75 万头以下）与充裕的经营性现金流（2025 年经营现金流 93.8 亿元），为穿越周期底部提供了坚实保障。

饲料业务：压舱石作用凸显，量利双增逆势增长。公司 2025 年国内外饲料总销量达 2974 万吨，同比增长 15%，占全国总产量 8.7%，稳居行业第一梯队。**1）行业地位：规模领先，市占率持续提升。**公司在国内饲料行业多年保持规模前列，覆盖猪禽饲料全品类，渠道布局广泛。**2）增长驱动：国内上规模、海外拓空间。**国内市场销量增幅持续跑赢行业大盘，2025 年禽料 1687 万吨（+13%）、猪料 1020 万吨（+18%）、水产料 197 万吨（+17%）、反刍料 53 万吨（+20%）；海外饲料销量达 638 万吨，同比增长 21%。

投资建议：公司生猪业务成本持续下行，生产指标全面优化，公司饲料业务量利双增，我们预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 2.51/25.3/28.99 亿元，同比增长分别为 114.1%/908.2%/14.6%，对应 2027 年 PE 为 10.8 倍，我们选取可比公司平均估值为 17.54X，公司 27 年估值远低于行业平均估值，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：畜禽价格波动风险、动物疫病及自然灾害风险、饲料原料价格波动风险、环保政策风险、汇率波动风险、市场竞争加剧风险等。

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	103,063	106,856	115,327	128,888	139,765
增长率 yoy（%）	-27.3	3.7	7.9	11.8	8.4
归母净利润（百万元）	474	-1,784	251	2,530	2,899
增长率 yoy（%）	90.1	-476.8	114.1	908.2	14.6
EPS 最新摊薄（元/股）	0.11	-0.40	0.06	0.56	0.64
净资产收益率（%）	1.8	-8.0	1.1	9.9	10.2
P/E（倍）	57.8	—	109.1	10.8	9.4
P/B（倍）	1.1	1.2	1.2	1.1	1.0

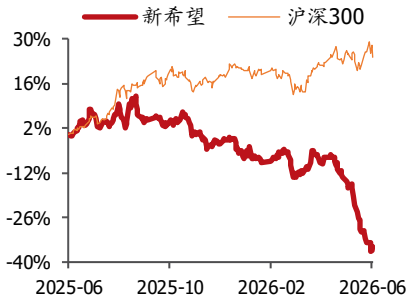
资料来源：Wind，国盛证券研究所　注：股价为 2026 年 06 月 26 日收盘价

买入（首次）

股票信息

行业	养殖业
06 月 26 日收盘价（元）	6.08
总市值（百万元）	27,376.87
总股本（百万股）	4,502.78
其中自由流通股（%）	99.94
30 日日均成交量（百万股）	33.51

股价走势



作者

分析师　张斌梅
执业证书编号：S0680523070007
邮箱：zhangbinmei@gszq.com
分析师　沈嘉妍
执业证书编号：S0680524040001
邮箱：shenjiayan@gszq.com

相关研究

下载日志已记录，仅供内部参考

财务报表和主要财务比率

资产负债表（百万元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	22306	21308	22450	26437	31516
现金	8699	8627	8986	11799	15789
应收票据及应收账款	1119	1310	1390	1535	1648
其他应收款	983	544	631	696	746
预付账款	565	534	538	587	634
存货	10732	10093	10715	11639	12527
其他流动资产	208	201	191	181	171
非流动资产	95608	92925	92716	92321	91891
长期投资	30453	31599	31599	31599	31599
固定资产	43476	46844	47086	47132	47246
无形资产	1540	1467	1378	1289	1199
其他非流动资产	20138	13015	12653	12301	11847
资产总计	117914	114233	115166	118759	123407
流动负债	47135	43702	43845	44747	46430
短期借款	17742	14940	14940	14940	14940
应付票据及应付账款	11710	12213	11962	12065	13030
其他流动负债	17684	16548	16943	17742	18460
非流动负债	34233	36141	36168	36276	36284
长期借款	20764	23344	23444	23544	23544
其他非流动负债	13469		12724	12732	12740
负债合计	81368	79843	80013	81023	82714
少数股东权益	10888	12190	12195	12247	12306
股本	4526	4503	4503	4503	4503
资本公积	5203	5242	5242	5242	5242
留存收益	13494	11532	11742	14272	17171
归属母公司股东权益	25657	22200	22959	25489	28388
负债和股东权益	117914	114233	115166	118759	123407

现金流量表（百万元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	9127	9378	4362	7080	8794
净利润	202	-1754	256	2582	2958
折旧摊销	3764	3865	3377	3675	4010
财务费用	2125	2079	1150	1153	1155
投资损失	-1618	-944	-238	-312	-273
营运资金变动	3928	4598	-600	-361	504
其他经营现金流	725	1535	416	344	440
投资活动现金流	-1087	-1551	-3273	-3222	-3657
资本支出	-1906	-1920	-3470	-3524	-3920
长期投资	3432	-42	-10	-10	-10
其他投资现金流	-2613	412	207	312	273
筹资活动现金流	-9368	-8259	-688	-1045	-1147
短期借款	3247	-2801	0	0	0
长期借款	-4870	2581	100	100	0
普通股增加	-20	-23	0	0	0
资本公积增加	-771	39	0	0	0
其他筹资现金流	-6954	-8054	-788	-1145	-1147
现金净增加额	-1385	-474	359	2814	3990

利润表（百万元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	103063	106856	115327	128888	139765
营业成本	96256	100241	107654	117390	126774
营业税金及附加	172	192	231	258	280
营业费用	1260	1288	1499	1676	1817
管理费用	3756	3762	4267	4769	5171
研发费用	250	191	288	322	349
财务费用	1804	1972	978	973	919
资产减值损失	-23	-863	-70	-70	-70
其他收益	128	126	108	117	127
公允价值变动收益	0	15	0	0	0
投资净收益	1618	944	238	312	273
资产处置收益	-118	-293	0	0	0
营业利润	1000	-937	636	3809	4735
营业外收入	113	94	80	77	80
营业外支出	629	312	350	300	400
利润总额	483	-1156	366	3586	4415
所得税	282	599	110	1004	1457
净利润	202	-1754	256	2582	2958
少数股东损益	-272	30	5	52	59
归属母公司净利润	474	-1784	251	2530	2899
EBITDA	5199	4913	4721	8234	9344
EPS（元/股）	0.11	-0.40	0.06	0.56	0.64

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	-27.3	3.7	7.9	11.8	8.4
营业利润(%)	233.0	-193.7	167.8	499.1	24.3
归属母公司净利润(%)	90.1	-476.8	114.1	908.2	14.6
获利能力					
毛利率(%)	6.7	6.3	6.7	8.9	9.3
净利率(%)	0.5	-1.7	0.2	2.0	2.1
ROE(%)	1.8	-8.0	1.1	9.9	10.2
ROIC(%)	0.6	1.7	1.0	3.4	3.6
偿债能力					
资产负债率(%)	69.0	69.9	69.5	68.2	67.0
净负债比率(%)	144.2	144.2	140.0	123.2	104.5
流动比率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.7
速动比率	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.9	1.0	1.1	1.2
应收账款周转率	92.0	105.9	106.9	110.0	109.1
应付账款周转率	10.5	14.2	16.3	17.1	17.0
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.11	-0.40	0.06	0.56	0.64
每股经营现金流(最新摊薄)	2.03	2.08	0.97	1.57	1.95
每股净资产(最新摊薄)	5.70	4.93	5.10	5.66	6.30
估值比率					
P/E	57.8	—	109.1	10.8	9.4
P/B	1.1	1.2	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	18.0	18.5	16.2	9.0	7.5

资料来源：Wind，国盛证券研究所　注：股价为 2026 年 06 月 26 日收盘价

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

一、公司概况：聚焦农牧，双轮驱动 5
1、发展历程：四十余载深耕，聚焦饲料与养猪 5
2、股权结构：清晰集中，治理稳定 5
3、业务结构：饲料为基石，养猪为引擎 6
二、行业分析：周期磨底，龙头优势凸显 9
1、生猪养殖：猪价十年新低，供给宽松延续 9
2、饲料行业：总量稳步增长，集中度持续提升 12
三、生猪业务：核心引擎，周期底部锻造成本护城河 15
1、产能规模位居前列，自养比例持续提升 15
2、完全成本持续下行，核心指标全面优化 16
3、产能主动收缩，现金流充裕支撑穿越底部 17
四、饲料业务：压舱石作用凸显，量利双增逆势增长 19
1、量利双增，贡献稳定现金流 19
2、行业地位：规模领先，持续增长 19
3、增长驱动：国内上规模、海外拓空间 20
五、盈利预测与投资建议 23
风险提示 25

图表目录

图表 1：公司发展历程 5
图表 2：公司股权结构 6
图表 3：2025 年公司营业收入构成及占比 7
图表 4：公司营业收入及同比 7
图表 5：公司归母净利润及同比 7
图表 6：公司期间费用率情况 8
图表 7：猪周期生猪价格走势（元/公斤） 9
图表 8：全国生猪进入深度亏损（元/头） 10
图表 9：自繁自养与外购仔猪养殖利润率走势（%） 10
图表 10：母猪 PSY 水平（头） 10
图表 11：集团、散户出栏权重 10
图表 12：20 强猪企出栏占比 11
图表 13：养殖场 PSY 平均值（头） 11
图表 14：能繁母猪存栏高位（左：万头，右：%） 11
图表 15：仔猪价格同比变化和毛利走势（左：元/头，右：%） 11
图表 16：猪粮比向下突破 5:1 12
图表 17：猪粮比预警等级划分 12
图表 18：历史猪价与政策节点图 12
图表 19：我国饲料行业总产值和总营业收入 13
图表 20：我国饲料行业总产量 13
图表 21：我国饲料行业分品种产量占比 13
图表 22：饲料年产 10 万吨以上企业数和产量占比 14
图表 23：饲料年产 100 万吨以上企业集团数和产量占比 14
图表 24：2025 年我国饲料行业总体 CR10 约 53% 14
图表 25：2025 年我国饲料行业总体 CR7 约 46% 14
图表 26：公司猪产业营业收入及同比 15
图表 27：公司猪产业营业收入构成 15
图表 28：公司猪产业毛利率变化 15
图表 29：公司生猪出栏数量构成及同比变化 16
图表 30：公司生猪养殖模式结构 16

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 31: 公司生猪养殖与屠宰业务商业模式 16
图表 32: 公司出栏肥猪完全成本逐季下降 17
图表 33: 公司平均断奶成本逐年下降 17
图表 34: 公司生猪生产指标全面优化 17
图表 35: 公司生产性生物资产持续下降 18
图表 36: 公司经营活动现金流情况 18
图表 37: 公司资产负债率高位趋稳 18
图表 38: 公司饲料营业收入及同比 19
图表 39: 公司饲料毛利率变化趋势 19
图表 40: 公司饲料业务国内市场竞争地位 20
图表 41: 2025 年公司各料种销量占比 20
图表 42: 公司饲料产业链 20
图表 43: 2025 年公司各料种销量同比大幅增长 21
图表 44: 公司饲料产业吨费用 21
图表 45: 公司海外饲料销量目标 21
图表 46: 公司海外业务布局 22
图表 47: 海外饲料业务核心竞争力 22
图表 48: 收入拆分（亿元） 23
图表 49: 可比公司估值 24

下载日志已记录，仅供内部参考

一、公司概况：聚焦农牧，双轮驱动

1、发展历程：四十余载深耕，聚焦饲料与养猪

饲料、养殖、肉品加工全产业链农牧龙头，近年战略聚焦饲料与生猪两大核心主业。公司创立于 1982 年，历经四十余年发展，已成长为业务遍布全球的农牧巨头。2023 年底公司主动调整战略，转让禽产业与食品深加工板块控股权，全面聚焦双主业。

转型发展阶段（2012—2022 年）：聚焦养殖端与消费端。2013 年，董事会换届，董事长一职交由刘永好女儿刘畅担任，公司启动“打强养殖端和消费端”的战略转型。2018 年，新希望六和启动组织变革，从区域片联向业务 BU 转变。

战略调整阶段（2023 年至今）：转让禽产业与食品深加工，聚焦饲料和生猪核心主业。2023 年 12 月，公司与中国牧工商集团有限公司签署《股权转让协议》，将旗下子公司山东中新食品集团有限公司 51%股权出售给中牧集团。同期，公司将旗下德阳新希望六和食品有限公司 67%股权转让给海南晟宸投资有限公司。

图表1：公司发展历程



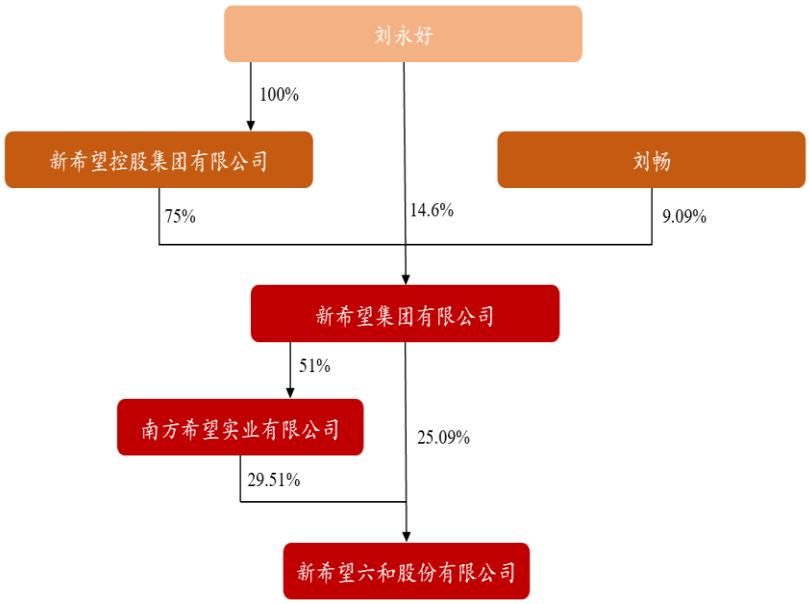
资料来源：公司官网、公司公告、国盛证券研究所

2、股权结构：清晰集中，治理稳定

公司控股股东为新希望集团。截至 2026 年 3 月 30 日，新希望集团直接持有新希望六和 25.09%的股份，通过南方希望间接持有新希望六和 29.51%的股份。**公司实际控制人为刘永好先生。**刘永好先生直接持有控股股东新希望集团 14.60%股份，通过新希望控股集团间接持有控股股东新希望集团有限公司 75.00%的股份，合计持有控股股东新希望集团有限公司 89.60%的股份，系公司的实际控制人。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表2：公司股权结构



资料来源：wind、国盛证券研究所

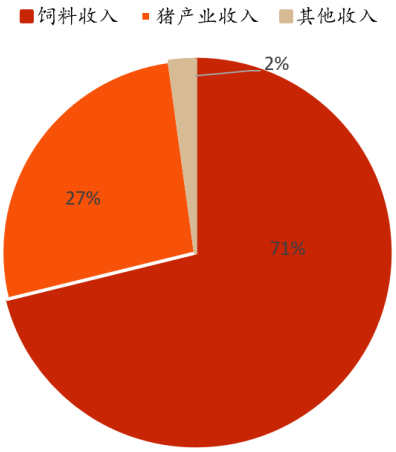
3、业务结构：饲料为基石，养猪为引擎

公司已构建起覆盖原料采购、饲料生产、良种繁育、现代养殖、食品加工到终端消费的全产业链闭环，各环节协同效应显著。采购端实施大宗原料全球采购，年采购原粮及加工产品 2000 万吨，2025 年销量达 2974 万吨，养殖端 2025 年出栏生猪 1755 万头。

随着公司战略调整，饲料和生猪成为两大业务核心。2025 年饲料收入 760.19 亿元，占营业收入比重为 71.14%，猪产业收入 285.29 亿元，占营业收入比重为 26.70%。公司以饲料业务为基石，生猪养殖与屠宰业务为引擎，紧抓行业周期变化机遇，坚定推进各项经营战略落地。饲料业务坚持“上规模、调结构、提效率”核心思路，国内市场持续强化竞争力、优化运营效率，海外市场加快产能布局与市场拓展，实现全年量利双增；生猪养殖业务坚定推进从“养好”猪向养“好猪”的战略升级，持续强化疫病防控、精细化生产管理与育种遗传改良，实现养殖成本全年稳步下行。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表3：2025 年公司营业收入构成及占比

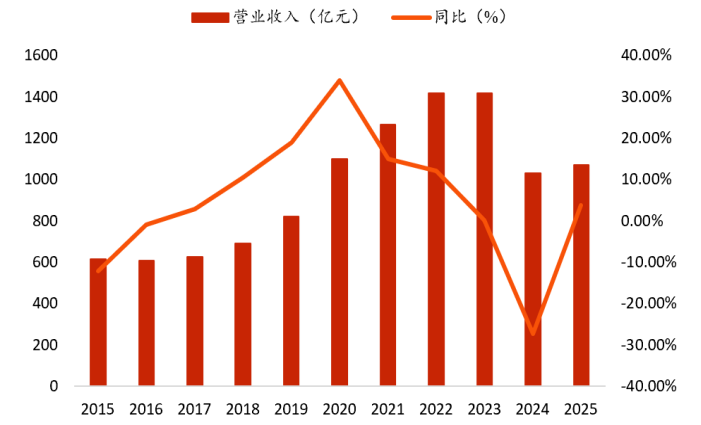


资料来源：公司年报、国盛证券研究所

公司营收规模稳步增长，业绩受猪价下跌等影响波动。公司营收规模稳步上涨，2018-2023 年收入复合增速达到 15.46%，2025 年，公司实现营业收入 1068.56 亿元，同比上年有小幅增长，但受四季度猪价超预期下跌、生物资产计提与固定资产清退等一次性因素影响，全年业绩由盈转亏。剔除上述一次性因素影响，公司核心主业仍稳定运行，饲料业务盈利贡献稳步提升，生猪养殖业务成本大幅改善，具备撑过周期底部的坚实基础和坚定信心。

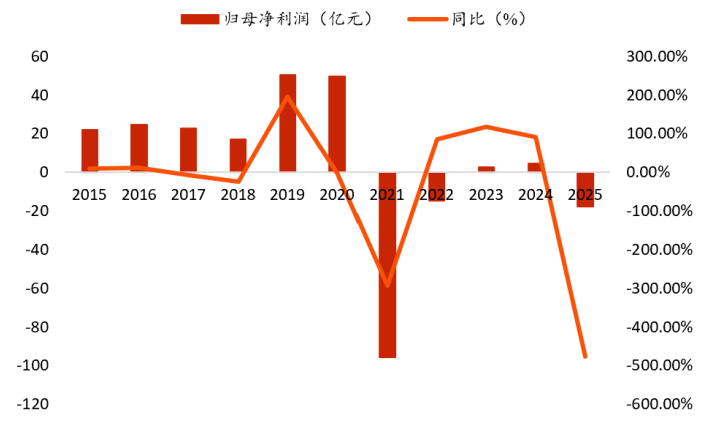
期间费用率稳中有降，降本增效战略持续推进。2025 年公司期间费用率为 6.75%，较上年同期下降 0.11pct，费用管控效果持续显现。分项来看，销售费用/营业收入为 1.21%，较上年同期下降 0.01pct，管理费用/营业收入为 3.52%，较上年同期下降 0.12pct，研发费用/营业收入较上年同期有所下降。

图表4：公司营业收入及同比



资料来源：ifind、公司公告，国盛证券研究所

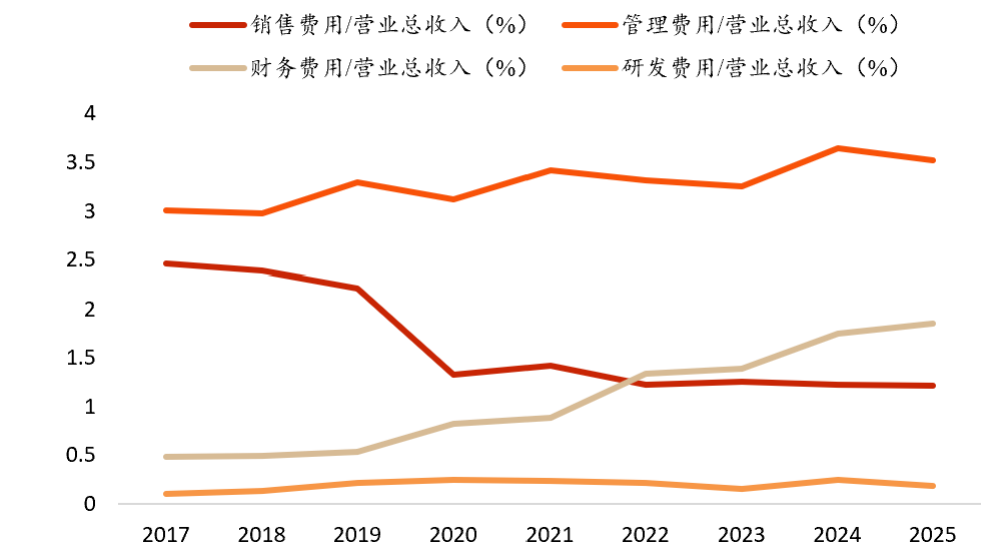
图表5：公司归母净利润及同比



资料来源：ifind、公司公告，国盛证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

图表6：公司期间费用率情况



资料来源：同花顺 i

下载日志已记录，仅供内部参考

二、行业分析：周期磨底，龙头优势凸显

1、生猪养殖：猪价十年新低，供给宽松延续

生猪价格低位震荡，突破近十年新低。从全国外三元生猪市场价走势来看，2015 年至今我国生猪市场共经历四轮完整周期，价格中枢呈现逐级下移态势。2024 年 2 月至今处于第四个周期，价格中枢进一步下移至 14.82 元/公斤，当前价格已跌破 8.82 元/公斤，创近十年周期低点，显著低于历史常规底部区间，行业平均养殖成本线以下运行时间持续拉长，规模养殖企业普遍陷入持续亏损状态。此周期呈现出“低中枢、弱弹性、长低迷”的核心特征，行业盈利修复难度显著加大。

图表7：猪周期生猪价格走势（元/公斤）



资料来源：同花顺 i

本轮猪周期全行业亏损幅度较深、持续时间超预期：1）单头亏损创近十年新高，行业亏损时长占比近半。2026 年 4 月 15 日，全国生猪单头亏损额扩大至-576.82 元/头，创近十年历史新高，显著高于前几轮周期的底部亏损水平。同时本轮周期（阶段Ⅳ）中，行业处于亏损状态的时段占比已达 46%，且亏损趋势仍在延续，低价运行时长拉长。**2）主流养殖模式盈利恶化。**自养与外购仔猪两大主流养殖模式利润率同步急速下跌，截至 4 月 17 日，自繁自养生猪养殖利润率降至-28.56%，外购仔猪养殖利润率进一步下探至-43.87%，表明行业内不同成本梯队的养殖主体均已陷入亏损，中小散户及外购仔猪模式的生存压力尤为突出。

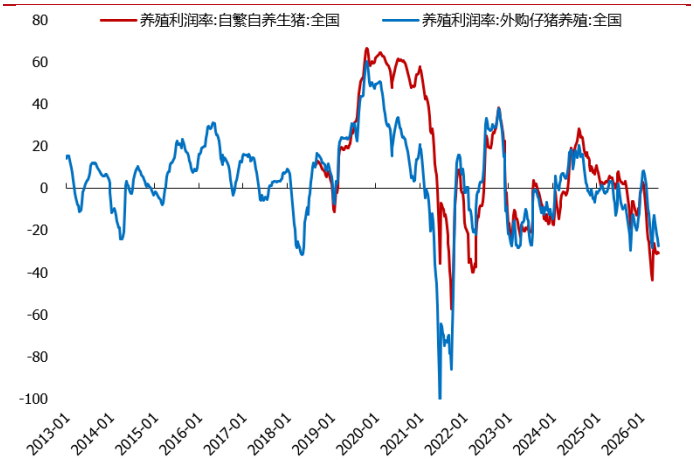
下载日志已记录，仅供内部参考

图表8：全国生猪进入深度亏损（元/头）



资料来源：同花顺 i

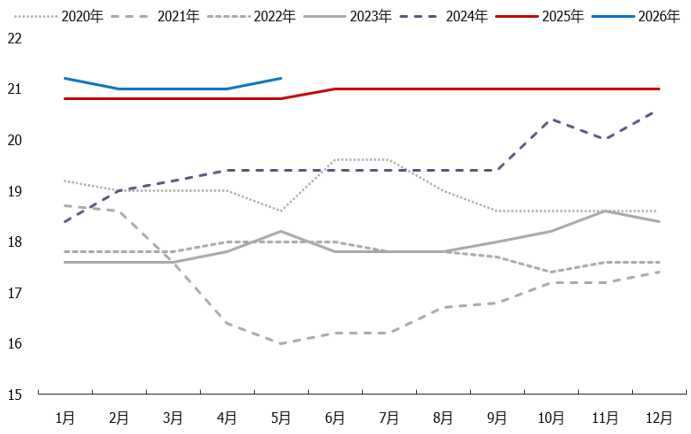
图表9：自繁自养与外购仔猪养殖利润率走势（%）



资料来源：同花顺 i

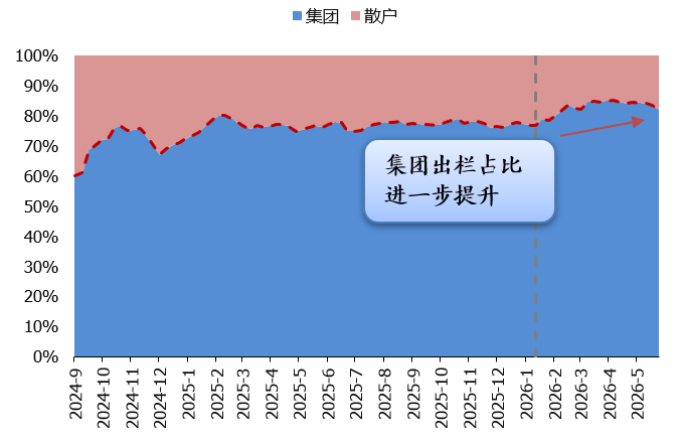
生猪养殖效率的系统性提升，是本轮周期供给过剩的核心支撑。近几年我国能繁母猪 PSY 水平（每头母猪年提供断奶仔猪数）呈现逐年稳步上升态势。2025 年 PSY 已突破 21 头，2026 年一月达到最高点 21.2 头，较 2020 年提升约 2 头，较近几年最低点提升超 5 头。这一提升源于行业结构升级与技术进步的双重驱动：1）行业集中度快速提升，2026 年 4 月集团场出栏占比突破 85%，20 强猪企出栏占比从 2018 年的 9.87%攀升至 2025 年的 35.98%。2）头部养殖场凭借育种改良（如基因组选择育种、二胎综合征分子标记选育）、设施智能化与生物安全体系升级，养殖效率显著领先，2025 年最高 10%养殖场 PSY 已达 31.54 头，较行业平均高出 29.6%。

图表10：母猪 PSY 水平（头）



资料来源：同花顺 i

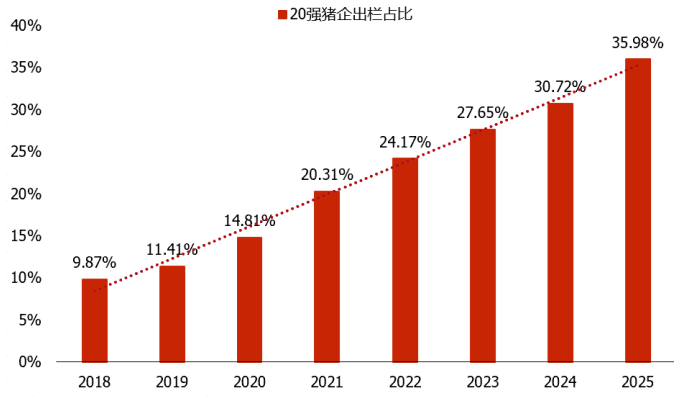
图表11：集团、散户出栏权重



资料来源：涌益咨询数据库，国盛证券研究所

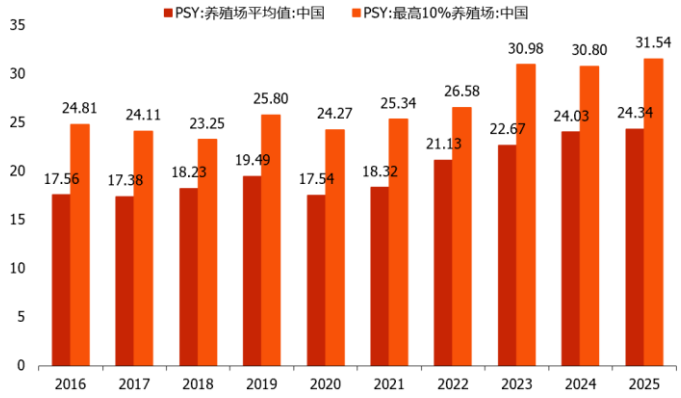
下载日志已记录，仅供内部参考

图表12：20 强猪企出栏占比



资料来源：猪业高层交流论坛公众号，同花顺 i

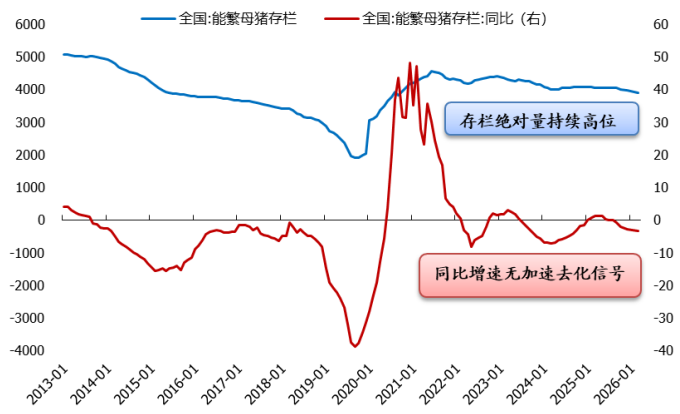
图表13：养殖场 PSY 平均值（头）



资料来源：同花顺 i

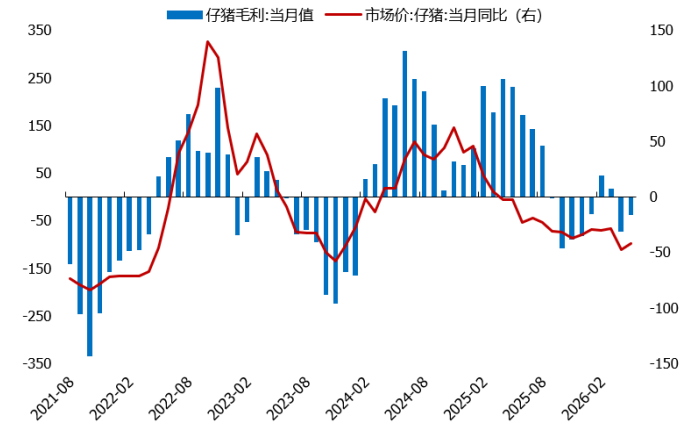
能繁母猪量质双升，仔猪供给过剩。前期能繁母猪存栏绝对量维持在 4000 万头左右的历史高位，26 年一季度，能繁母猪存栏绝对量降至 3904 万头，但同比增速仍未出现加速去化信号；叠加行业养殖效率系统性提升，同等存栏对应的仔猪供给量显著增加，导致前期仔猪供应过剩、价格同比大幅下跌，仔猪毛利转负，养殖户补栏意愿低迷。

图表14：能繁母猪存栏高位（左：万头，右：%）



资料来源：同花顺 i

图表15：仔猪价格同比变化和毛利走势（左：元/头，右：%）



资料来源：同花顺 i

逆周期调控政策持续加码，生猪产能去化已传导至供给端。当前全国猪粮比最低已跌至 3.79，不仅大幅低于 6:1 的行业盈亏平衡点，更突破国家发改委设定的<5:1 过度下跌一级预警阈值。本轮调控从 2024 年下调能繁母猪目标起步，逐步升级至强监管干预与全面托底，形成了覆盖产能、资金、价格的完整政策组合拳。农业农村部数据显示，2026 年一季度全国能繁母猪存栏降至 3904 万头，同比下降 3.3%，已连续 9 个月环比回落，接近调控目标区间。更具先行意义的是，3 月全国新生仔猪数量同比出现 17 个月来首次下降，按照 10-12 个月的周期传导规律，2026 年下半年生猪出栏量将进入趋势性回落通道，行业供给过剩压力将得到实质性缓解。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表16：猪粮比向下突破 5:1



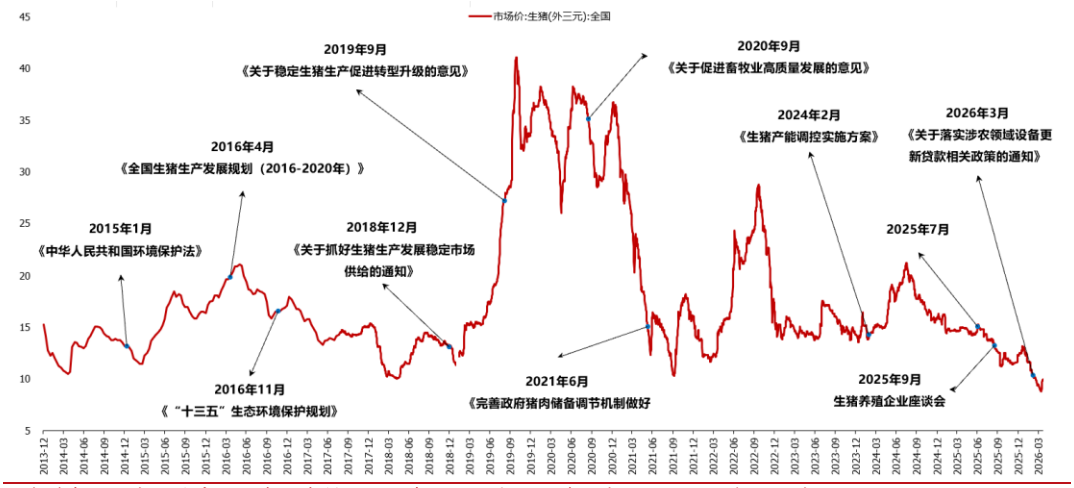
资料来源：同花顺 i

图表17：猪粮比预警等级划分

预警等级	猪粮比	政策应对
过度下跌一级预警	<5: 1	启动中央+地方联动收储，必要时加大收储规模
过度下跌二级预警	5: 1-6: 1	视情况启动地方收储，引导市场预期
过度下跌三级预警	<6: 1	不启动临时储备收储
过度上涨三级预警	>9: 1	不启动投放储备肉
过度上涨二级预警	10: 1-12: 1	视情况启动投放储备肉，平抑价格
过度上涨一级预警	>12: 1	启动中央+地方联动放储，加大投放力度

资料来源：国家发改委，国盛证券研究所

图表18：历史猪价与政策节点图



资料来源：中国政府网，农业农村部，国务院，国家发改委，中国畜牧业协会，同花顺 i 研究所

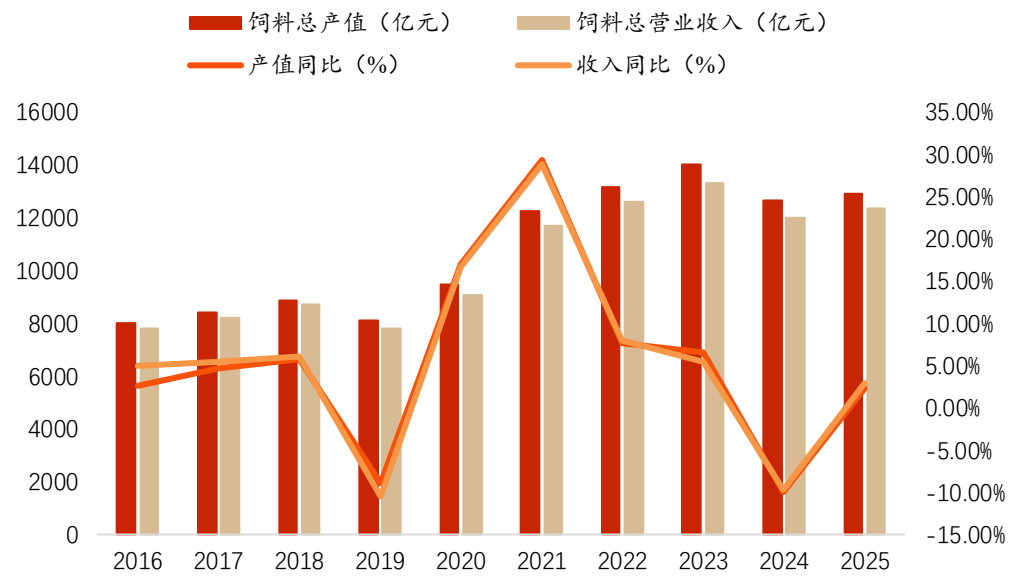
2、饲料行业：总量稳步增长，集中度持续提升

我国饲料行业总产值由 12900.6 亿元，2015-2025 年 CAGR 超过 5%。回顾近十年来我国饲料行业规模的发展，总体呈现稳步增长的态势，但 2019 年和 2024 年出现两次明显下滑。2019 年受非洲猪瘟疫情冲击，生猪产能锐减，总产值同比下降 9.0%至 8088 亿元，营业收入下降 10.5%。2024 年因下游养殖盈利低迷、畜产品价格走低，总产值同比下降 10.0%至 12621 亿元，营业收入下降 9.8%，此后行业迅速恢复，2025 年饲料总产量 34225 万吨，同比增长了 8.6%。

在平稳增长的总量之下，不同动物种类饲料因为长、中、短周期的不同影响，呈现出不同的增长态势。近年来的变化态势最为典型的是猪料，其产量曾因重大生猪疫病在 2019、2020 年明显下降，但又在 2021 年以后随着下游养猪规模化、集中化而连续大幅提升。肉禽料也随着下游养殖的规模化、集中化在近几年有明显增长。**从 2015 年到 2025 年各大类品种的 CAGR 看，猪料 7.1%、肉禽料 6.2%都高于总产量的增长率 5.5%，水产料 2.1%、蛋禽料 0.8%、反刍料 5.3%则低于总产量的增长率。**

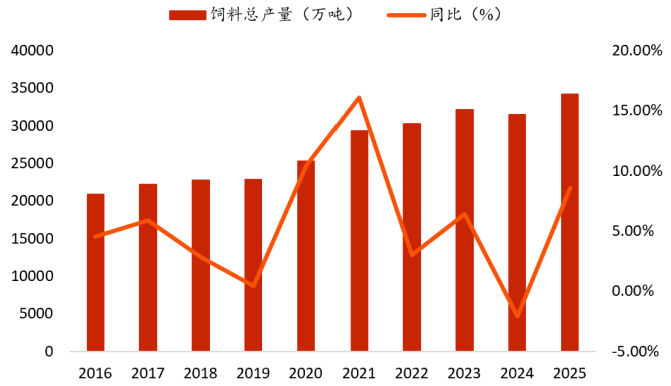
下载日志已记录，仅供内部参考

图表19：我国饲料行业总产值和总营业收入



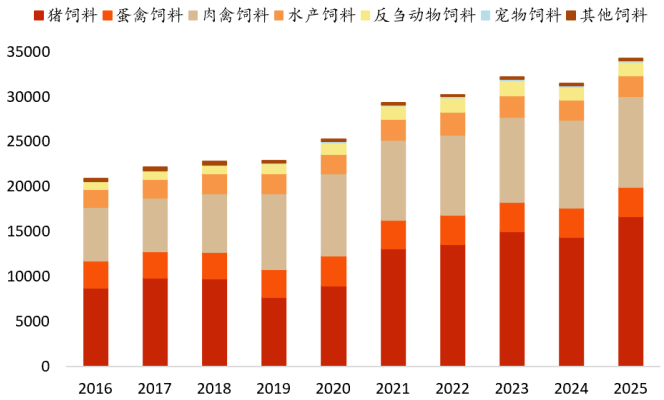
资料来源：中国饲料工业协会、国盛证券研究所

图表20：我国饲料行业总产量



资料来源：中国饲料工业协会，国盛证券研究所

图表21：我国饲料行业分品种产量占比

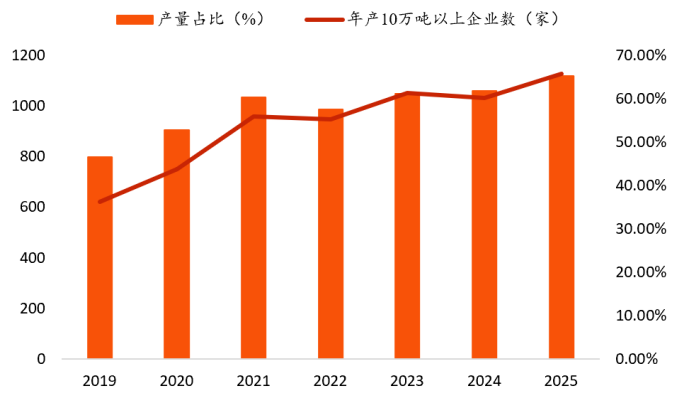


资料来源：中国饲料工业协会，国盛证券研究所

伴随着行业总量的稳步增长，企业的单厂规模、企业集团的整体规模、头部企业的集中程度都在提高。2019 年，全国 10 万吨以上规模厂家只有 621 家，其合计饲料产量占全国总产量 46.6%；2025 年，10 万吨以上规模厂家增长至 1127 家，其合计饲料产量占全国总产量的比例上升至 65.2%。单厂年产量超过 50 万吨的饲料厂达到 17 家，较上年增加 6 家。年产量超过 1000 万吨的企业集团维持在 7 家。2025 年国内销量前 10 家饲料企业的总销量约占全国饲料总产量的 53%，其中前 7 家头部饲料企业的总销量占全国总产量的比例约为 46%。竞争优势不足、经营不善的中小饲企或整合重组，或退出市场，大企业由于综合实力较强，在竞争中优势越来越明显。

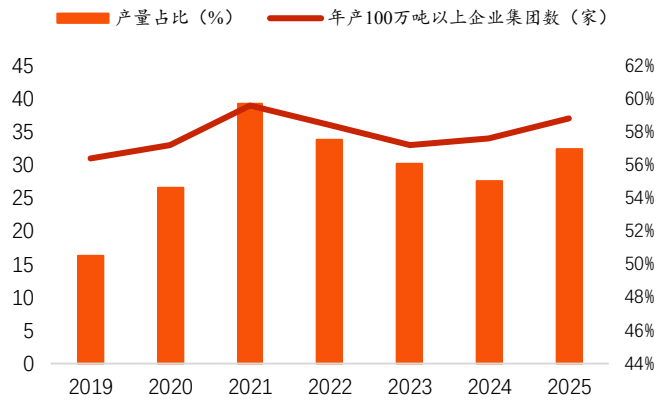
下载日志已记录，仅供内部参考

图表22：饲料年产 10 万吨以上企业数和产量占比



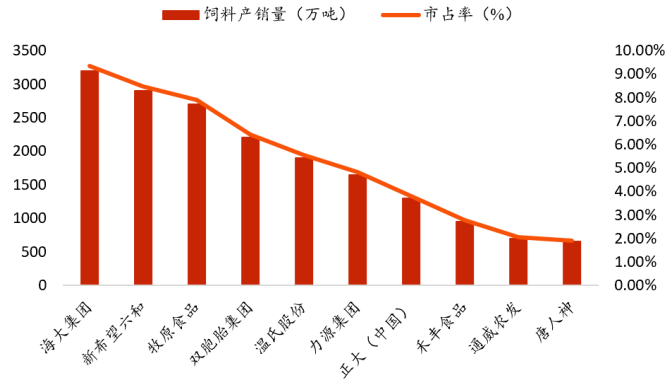
资料来源：中国饲料工业协会，国盛证券研究所

图表23：饲料年产 100 万吨以上企业集团数和产量占比



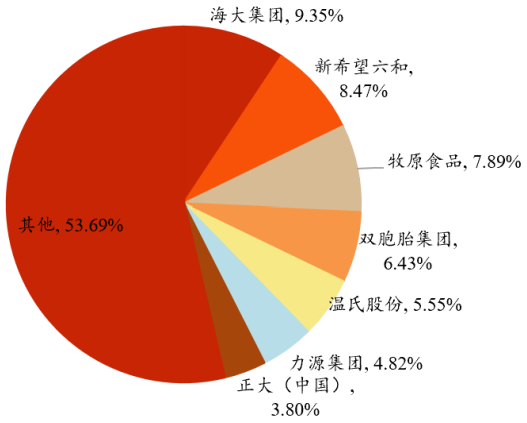
资料来源：中国饲料工业协会，国盛证券研究所

图表24：2025 年我国饲料行业总体 CR10 约 53%



资料来源：新牧网，国盛证券研究所

图表25：2025 年我国饲料行业总体 CR7 约 46%



资料来源：新牧网，国盛证券研究所

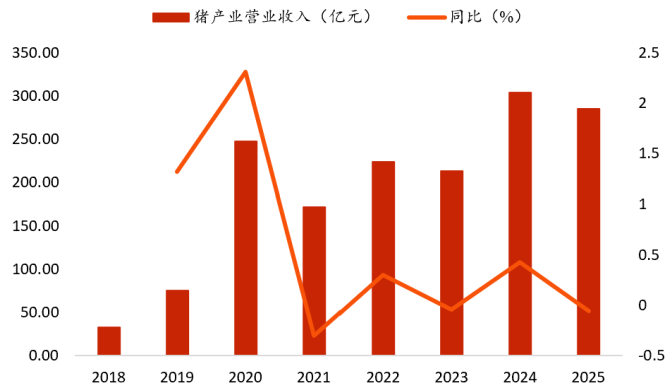
下载日志已记录，仅供内部参考

三、生猪业务：核心引擎，周期底部锻造成本护城河

1、产能规模位居前列，自养比例持续提升

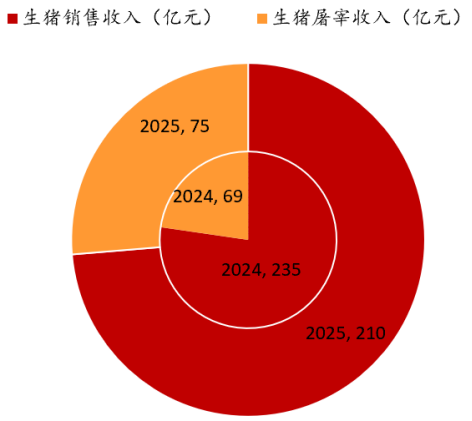
2025 年公司猪产业收入 285 亿元，受猪价下跌拖累同比下降 6.15%。生猪销售收入 209.92 亿元，屠宰及深加工收入 75.37 亿元。成本端，正常运营场线完全成本 12.84 元/公斤，同比下降 1.69 元/公斤。板块毛利率为 8%，虽维持正毛利但因出栏规模较大叠加减值影响，全年亏损 23.3 亿元。

图表26：公司猪产业营业收入及同比



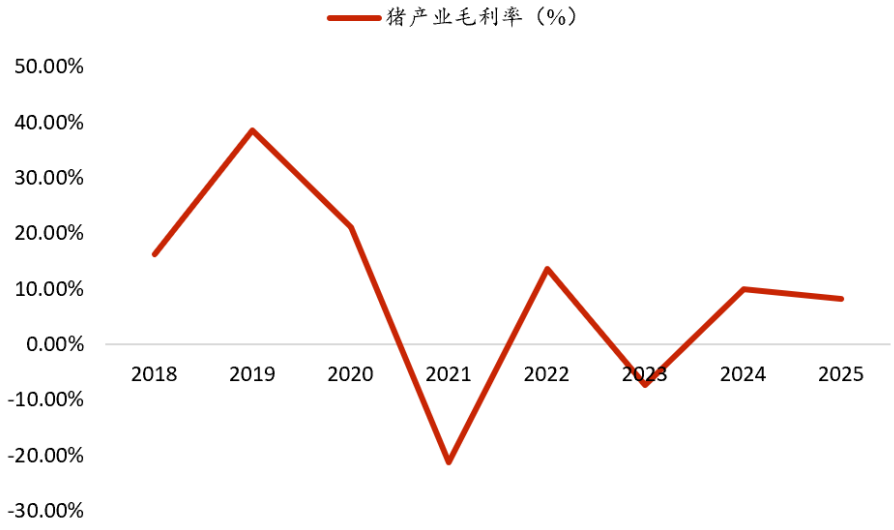
资料来源：公司年报、国盛证券研究所

图表27：公司猪产业营业收入构成



资料来源：公司年报、国盛证券研究所

图表28：公司猪产业毛利率变化



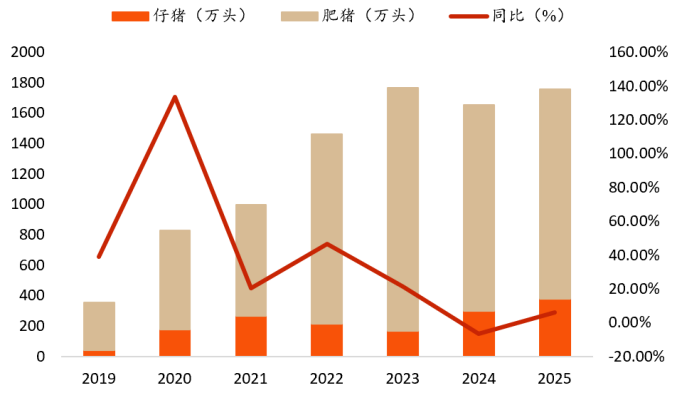
资料来源：公司年报、wind、国盛证券研究所

2025 年公司出栏生猪 1755 万头，其中仔猪 375.52 万头、肥猪 1,379.02 万头，截至 2026 年初，能繁母猪存栏已降至 74 万头，积极响应国家产能调控政策。

养殖模式上，公司采取“公司+农户”合作放养为主、一体化自育肥为辅的混合经营模式，2025 年自养比例已升至 38%。2023 年自养与放养存栏比例约为 30:70，2025 年自养比例提升 8 个百分点至 38%。公司规划未来两种模式更趋均衡，以增强对养殖环节的管控力。

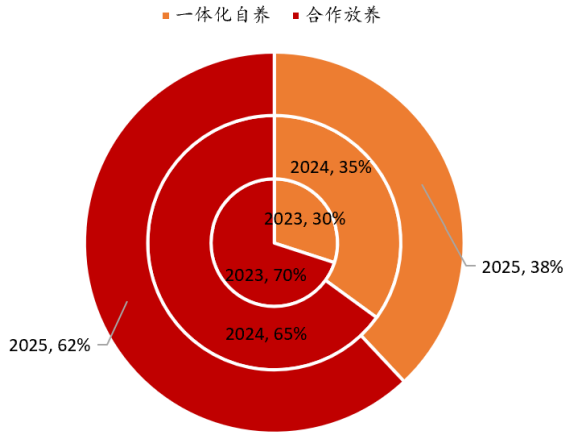
下载日志已记录，仅供内部参考

图表29：公司生猪出栏数量构成及同比变化



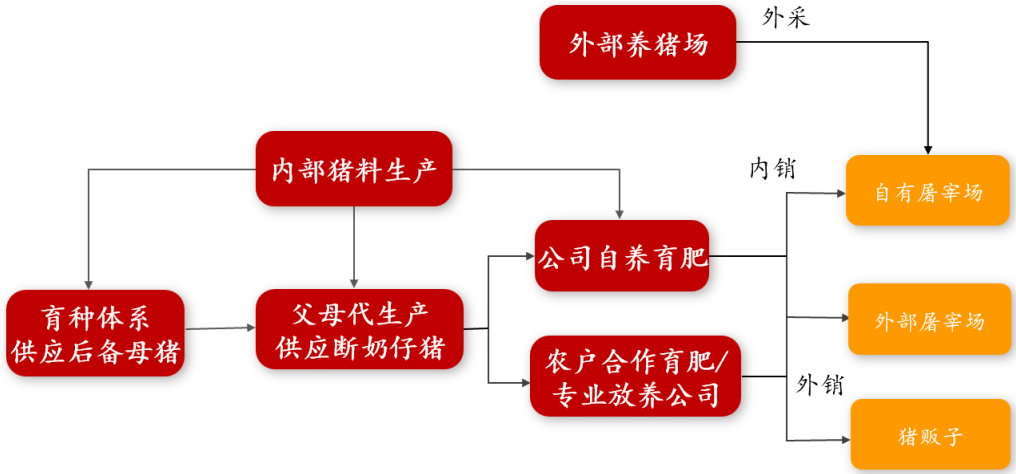
资料来源：公司年报、国盛证券研究所

图表30：公司生猪养殖模式结构



资料来源：公司年报、国盛证券研究所

图表31：公司生猪养殖与屠宰业务商业模式



资料来源：公司 2025 年年报、国盛证券研究所

2、完全成本持续下行，核心指标全面优化

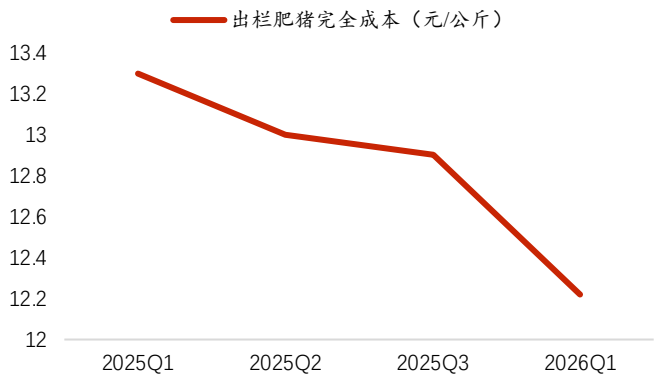
成本持续下行是公司当前最核心的竞争优势。2025 年正常运营场线完全成本 12.84 元/公斤，同比下降 1.69 元/公斤，2026Q1 进一步降至 12.22 元/公斤。公司 2026 年目标再降 1 元/公斤、挑战降 1.5 元/公斤。

成本下行的支撑来自核心生产指标的全面优化。2025 年全年平均 PSY 接近 26 头（较上年增加 1.2 头）、窝均断奶数 11.4 头（较上年增加 0.6 头）、育肥成活率 94%（较上年提高 2pct）。断奶成本同步下降，2025 年平均断奶成本 251 元/头，同比下降 40 元/头，从源头降低了育肥环节的仔猪采购成本。

同时也来自于持续的精细化管理与技术赋能。公司在育种端迭代升级自主知识产权的生产管理软件与 Huge BLUP 多性状计算引擎；在养殖端推进料塔称重、无针注射、智能 B 超仪等设备覆盖，上线养猪 AI 助手辅助一线决策；在管理端推动养殖全流程数字化，以科技赋能降本。

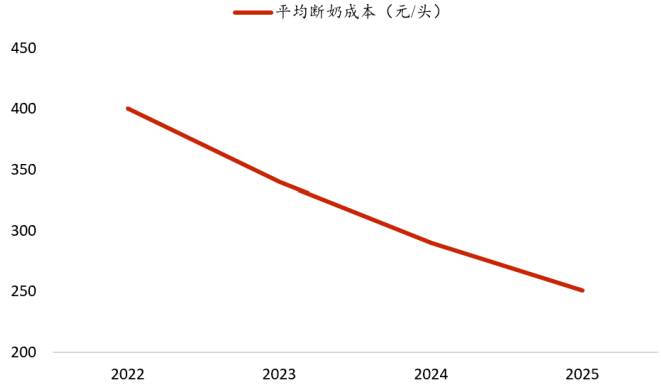
下载日志已记录，仅供内部参考

图表32：公司出栏肥猪完全成本逐季下降



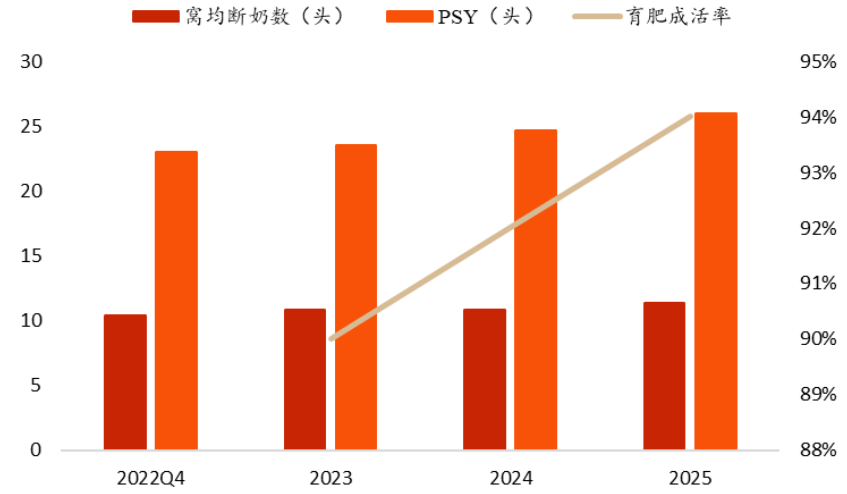
资料来源：公司年报、国盛证券研究所

图表33：公司平均断奶成本逐年下降



资料来源：公司年报、国盛证券研究所

图表34：公司生猪生产指标全面优化



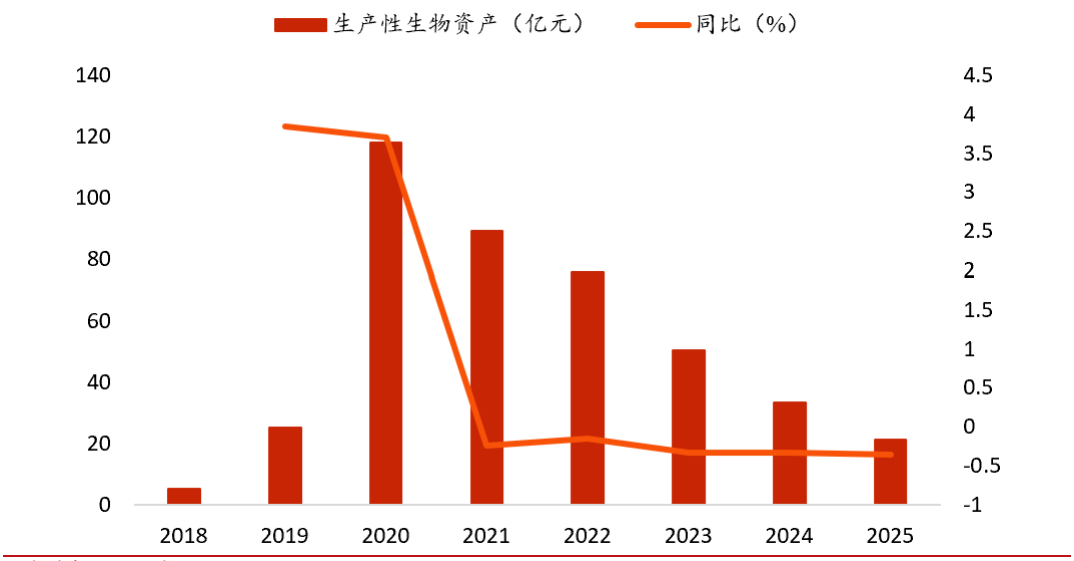
资料来源：公司公告、国盛证券研究所

3、产能主动收缩，现金流充裕支撑穿越底部

生产性生物资产持续压降，公司产能已前瞻性收缩。从 2021 年约 90 亿元下降至 2025 年的 21.22 亿元，与行业产能去化方向高度一致，为后续供需格局改善奠定产能基础。

下载日志已记录，仅供内部参考

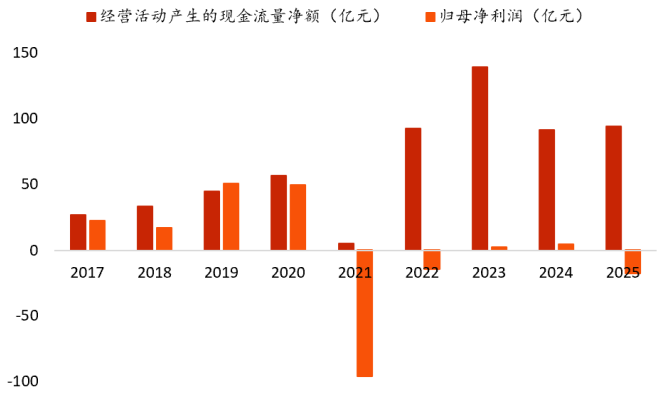
图表35：公司生产性生物资产持续下降



资料来源：同花顺 i

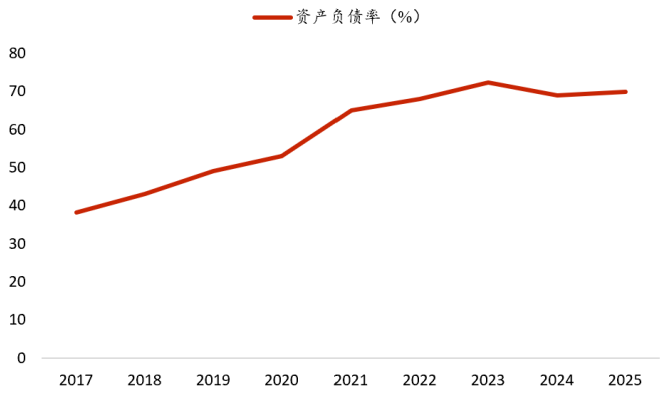
充裕的经营性现金流是公司穿越周期底部的核心保障。2025 年经营活动现金净流入 93.78 亿元，远高于同期净利润，在产能去化推进、供给拐点到来时，公司凭借 12.2 元/公斤的成本优势与充裕现金流，有望率先受益于猪价回暖。

图表36：公司经营活动现金流情况



资料来源：同花顺 i

图表37：公司资产负债率高位趋稳



资料来源：同花顺 i



下载日志已记录，仅供内部参考

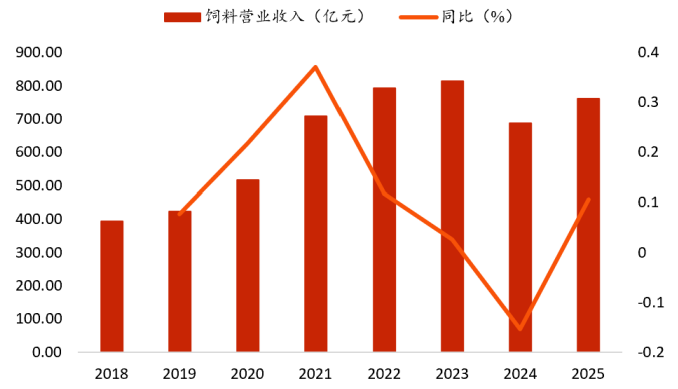
四、饲料业务：压舱石作用凸显，量利双增逆势增长

1、量利双增，贡献稳定现金流

饲料业务仍是公司业绩的核心业务。2025 年，在量价齐升推动下，饲料业务全年营业收入 760.19 亿元，同比增长 10.66%，占总营收比重从 66.66%提升至 71.14%。利润方面，饲料业务全年归母净利润 11.7 亿元，同比增长 20%；2026 年第一季度盈利 3 亿元，同比增长 30%，延续良好增长态势。

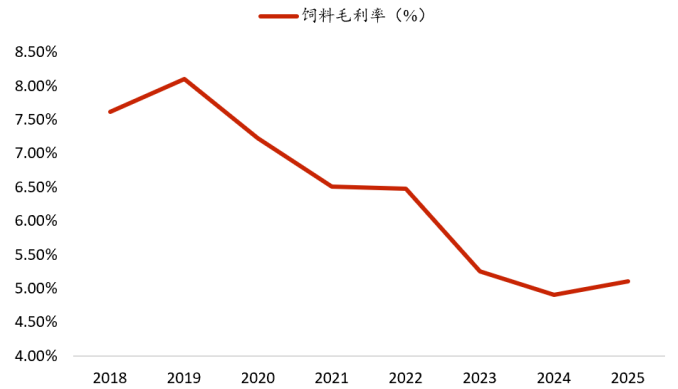
2025 年全年饲料业务毛利率为 5.10%，同比提升 0.20 个百分点，在原料价格上行背景下实现逆势增长，体现了公司强大的成本管控能力。上半年毛利率为 5.38%，略高于全年水平，但全年仍保持改善趋势。2025 年公司经营性现金流净额达 93.78 亿元，远高于同期净利润，彰显主营“造血”能力的强劲。

图表38：公司饲料营业收入及同比



资料来源：公司年报、国盛证券研究所

图表39：公司饲料毛利率变化趋势



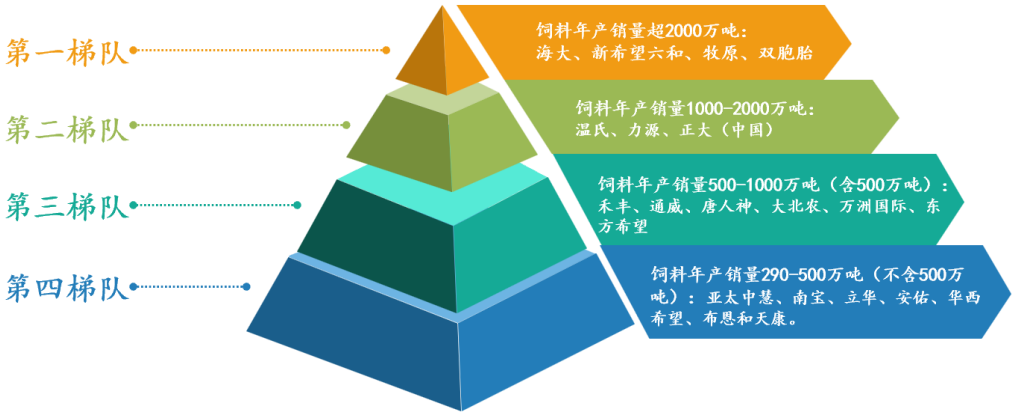
资料来源：公司年报、国盛证券研究所

2、行业地位：规模领先，持续增长

2025 年公司饲料业务延续强劲增长态势，国内外饲料总销量合计达 2974 万吨，同比增长 15%，占全国总产量 8.7%，稳居饲料行业前列。公司已构建覆盖禽料、猪料、水产料、反刍料等全品类的产品矩阵。**产品按营养成分分为预混料、浓缩料和配合料**，其中预混料与浓缩料既供内部也对外销售；**按饲喂动物覆盖所有主要料种**，猪料除外部销售外同时供应下游合同养殖户与内部猪场，禽料、水产料、反刍料主要面向外部市场。销售渠道方面，公司兼顾规模养殖场直供与经销商网络，实现对中小养殖户的广泛覆盖。

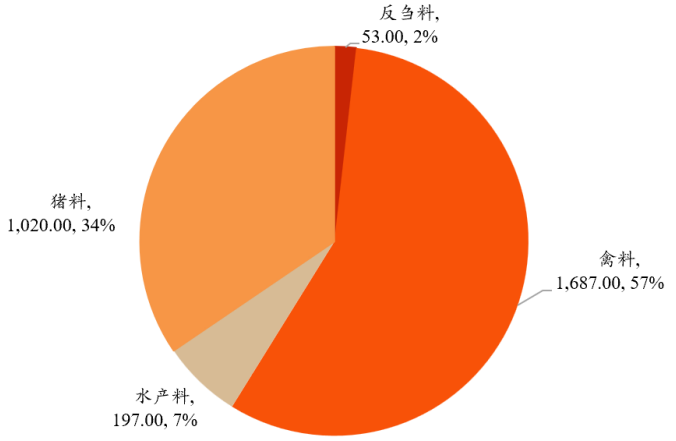
下载日志已记录，仅供内部参考

图表40：公司饲料业务国内市场竞争地位



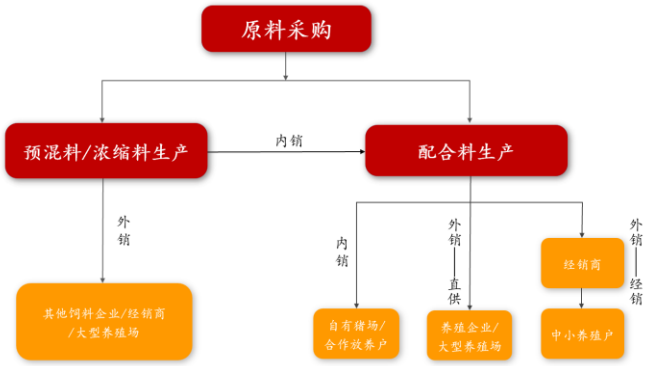
资料来源：新牧网、国盛证券研究所

图表41：2025 年公司各料种销量占比



资料来源：同花顺 i

图表42：公司饲料产业链



资料来源：公司 2025 年年报、国盛证券研究所

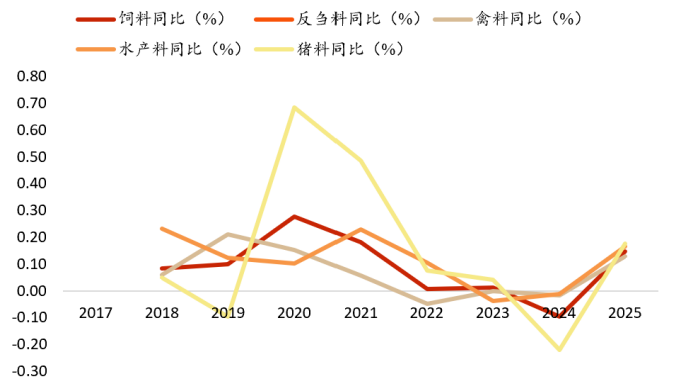
3、增长驱动：国内上规模、海外拓空间

公司饲料业务坚定贯彻有效规模提升下的专业化发展战略，紧抓市场需求变化，持续深化“上规模、调结构、提效率”核心举措，国内市场销量增幅持续跑赢行业大盘。分料种看，2025 年禽料 1,687 万吨，同比增长 13%；猪料 1,020 万吨（其中外销 533 万吨）同比增长 18%，紧抓生猪存栏恢复机遇加大育肥料客户开发力度；水产料 197 万吨，同比增长 17%，聚焦特水料赛道实现组织与产品升级；反刍料 53 万吨，同比增长 20%，在行业产能去化背景下实现逆势增长。

经营效率方面，公司通过提升单厂负荷率、减少低效产能及亏损单元，持续推进降本增效。2025 年全年饲料吨费用同比下降 100 元以上，同时优化库存管理，将存货周转天数压缩至 12 天，有效对冲了原料价格上行的成本压力。

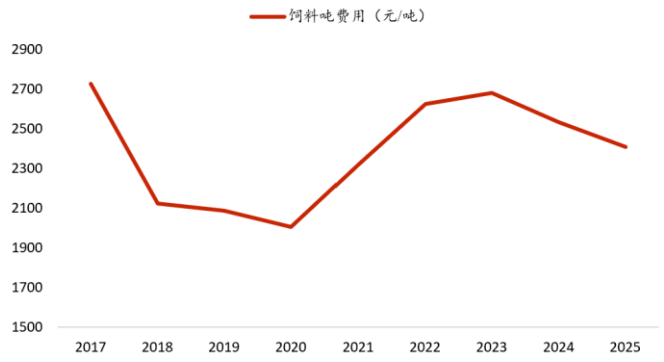
下载日志已记录，仅供内部参考

图表43：2025 年公司各料种销量同比大幅增长



资料来源：同花顺 i

图表44：公司饲料产业吨费用



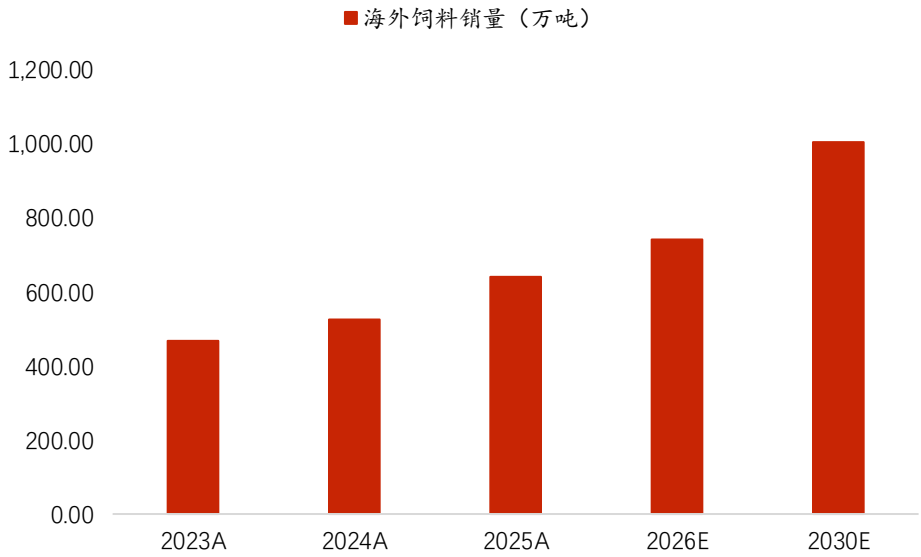
资料来源：公司年报、国盛证券研究所

公司海外饲料销量呈现快速增长态势。2024 年全年海外市场饲料总销量达到 525 万吨，较 2023 年增长了 57 万吨；2025 年全年海外饲料销量达到 638 万吨，同比增长 22%，延续高速增长势头。公司在海外深耕已有 20 余年，国际化发展始于 1999 年在越南设立第一家饲料厂，经过长期布局与优化，公司在海外已经形成了清晰的梯次市场，以印尼、越南、埃及为核心国家，以孟加拉、菲律宾、缅甸为重点国家。

公司在海外持续推进产能扩张。截至 2025 年，部分国家产能利用率已接近或超过 100%，个别国家甚至达到 120%左右。公司围绕越南、印尼、孟加拉国、埃及等共建“一带一路”国家和已深耕的市场持续发力。此外，公司海外饲料销量目标清晰：2026 年计划在 2025 年基础上实现“破百万吨”销量增长，到 2030 年前后实现海外饲料销量 1000 万吨。

公司在海外已构建多维竞争壁垒：产能布局上，在 15 个国家和地区设立 60 余家分子公司，降低采购运输成本并规避贸易壁垒；协同上，将国内“饲料—养殖—加工”成熟经验输出海外，提供定制化产品与服务；技术上，将国内配方优势结合当地原料特点优化成本；渠道上，依托“经销商+直销”双网络形成品牌与渠道壁垒；风控上，通过本地化团队与金融工具对冲汇率及地缘风险。

图表45：公司海外饲料销量目标



资料来源：公司公告、国盛证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

图表46：公司海外业务布局



资料来源：公司官网、国盛证券研究所

图表47：海外饲料业务核心竞争力

核心竞争力	具体情况介绍
全球化产能布局与本地化运营优势	公司在东南亚、南亚等新兴市场建立了密集的产能网络。在 15 个国家和地区经营着 60 多家分子公司，主要在印尼、越南、埃及、孟加拉、菲律宾、缅甸等国家设立饲料工厂，直接利用当地农业资源降低采购和运输成本，同时规避贸易壁垒。
全产业链协同能力	公司依托国内成熟的“饲料-养殖-屠宰加工”产业链经验，向海外客户提供定制化饲料产品和技术服务，凭借着卓越的饲料产品力、优质的配套服务、产业上下游种苗和动保等领域的协同，增强客户黏性。
技术研发与产品创新力	公司将国内的配方技术优势输入海外，针对不同地区养殖品种开发差异化配方，结合当地原料供应特点优化成本结构，使得整体生产成本保持领先。
品牌与渠道资源壁垒	公司凭借国内农牧龙头地位及 40 年行业积淀，在海外市场（尤其是华侨聚集区）具有一定的品牌认知度。通过“经销商+直销”双渠道网络覆盖中小型养殖户与规模化农场。同时，公司长期参与投资“一带一路”国家的农业项目，获得东道国政府的肯定和政策支持。
风险管理与合规能力	面对海外市场的汇率波动、地缘政治等风险，公司使用海外本地化团队加金融工具对冲的机制，通过外汇期货、原料期货锁定成本，降低汇率波动对净利润的影响。

资料来源：公司 2025 年年报、国盛证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

五、盈利预测与投资建议

营收拆分：按照行业来分，公司主营业务分为饲料和猪产业两大类。

1）饲料行业：近几年公司持续深化“上规模、调结构、提效率”核心举措，聚焦国内市场，加速海外市场拓展。故我们预计饲料收入保持高增，2026-2028 年销量同比增长分别为 15%/10%/8%，收入同比分别为 17%/11%/8%。

2）猪产业：根据当前公司现有产能规模和降本增效情况，我们假设 2026-2028 年公司生猪出栏规模为 1755/1875/2075 万头，行业产能去化，我们假设 2026-2028 年公司生猪销售均价分别为 13/14/14 元/公斤，2026-2028 年猪产业收入同比预计分别为-16%/14%/11%。

预计 2026-2028 年总收入分别为 1153.27/1288.88/1397.65 亿元，同比增长分别为 7.93%/11.76%/8.44%，毛利率分别为 6.65%/8.92%/9.29%。

费用：由于生猪销量持平或增速较慢，公司费用率有所提升，预计 2026-2028 年公司销售费用率维持 1.3%水平、管理费用率维持 3.7%水平、研发费用率预估在 0.25%水平。

图表48：收入拆分（亿元）

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
饲料						
收入	812.79	686.98	760.19	890.69	992.16	1071.54
销量	2099.66	2096.63	2451.00	2818.65	3100.52	3348.56
价格	3871.05	3276.58	3101.55	3160.00	3200.00	3200.00
成本	770.15	653.30	721.42	845.60	930.15	1004.57
毛利	42.64	33.68	38.77	45.10	62.01	66.97
毛利率(%)	5.25	4.90	5.10	5.06	6.25	6.25
猪产业						
收入	213.02	303.98	285.29	239.48	273.63	303.03
出栏量	1768.24	1652.49	1754.55	1754.55	1875.00	2075.00
商品猪均价	14.62	16.44	13.59	13.00	14.00	14.00
成本	228.46	273.68	262.01	212.94	225.75	245.18
毛利	-15.44	30.30	23.27	26.54	47.88	57.85
毛利率(%)	-7.25	9.97	8.16	11.08	17.50	19.09
其他主营业务						
收入	9.57	39.67	23.09	23.09	23.09	23.09
成本	6.85	34.52	18.00	18.00	18.00	18.00
毛利	2.73	5.15	5.09	5.09	5.09	5.09
毛利率(%)	28.47	12.97	22.04	22.04	22.04	22.04
总计						
总收入	1417.03	1030.63	1068.57	1153.27	1288.88	1397.65
总成本	1378.06	961.50	1001.43	1076.54	1173.90	1267.74
总毛利	38.97	69.13	67.13	76.73	114.98	129.91
总毛利率	2.75%	6.71%	6.28%	6.65%	8.92%	9.29%

资料来源：wind、公司公告、国盛证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

综上，我们预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 2.51/25.3/28.99 亿元，同比增长分别为 114.1%/908.2%/14.6%，对应 2027 年 PE 为 10.8 倍；我们选取与公司业务相似的可比公司，均有生猪业务和饲料业务，2027 年行业可比公司平均估值为 17.54X，公司 27 年估值远低于行业平均估值，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表49：可比公司估值

	股价	EPS(元)				PE（x）			
	2026/6/26	2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
神农集团	27.23	0.65	0.38	1.88	2.02	41.89	72.30	14.49	13.51
正邦科技	2.78	-0.06	0.01	0.07	0.13	-47.04	441.27	38.72	20.64
天康生物	5.83	0.15	0.06	0.61	0.72	38.87	96.20	9.63	8.07
唐人神	3.23	-0.83	-0.34	0.44	0.49	-3.89	-9.43	7.31	
								17.54	9.76

资料来源：wind，国盛证券研究所（2026-2028 年盈利预测来自 Wind 一致预期）

下载日志已记录，仅供内部参考

风险提示

畜禽价格波动风险。生猪价格波动将直接影响公司整体盈利水平，若未来猪价持续低位运行，或影响公司养猪业务业绩。

动物疫病及自然灾害风险。重大生猪疫病（如非洲猪瘟）可能导致养殖动物死亡、产量下降，同时影响消费者心理，冲击下游需求。此外，洪涝、雪灾等极端天气也可能损坏生产设施，并推高饲料原料价格，增加运营成本。

饲料原料价格波动风险。豆粕、玉米等原料价格受国际贸易、地缘冲突、产区收成等多重因素影响，原料价格大幅上涨将直接推高饲料及养殖业务成本，压缩利润空间。

环保政策风险。环保法规日趋严格，养殖场环保投入持续增加，部分不达标的落后产能面临退出压力，可能影响公司饲料销量和生猪收购来源，同时也增加了公司自身的环保运营成本。

汇率波动风险。公司海外业务规模持续扩大，境外原料采购、产品销售及投资涉及跨境资金往来。人民币汇率波动不仅影响出口产品价格，也可能产生较大汇兑损益，对公司经营业绩造成扰动。

市场竞争加剧风险。饲料及生猪养殖行业集中度持续提升，头部企业之间的竞争日趋激烈。同时，海外市场面临新兴经济体低成本产能的冲击，若公司不能持续保持成本与效率优势，市场份额和盈利能力可能受到侵蚀。

下载日志已记录，仅供内部参考

免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京
地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
邮编：100077
邮箱：gsresearch@gszq.com

上海
地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
邮编：200120
电话：021-38124100
邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌
地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳
地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com