仅供内部参考，请勿外传

申万宏源研究 SWS RESEARCH

2026 年 09 月 24 日

看好

周期筑底，静待拐点

——农林牧渔 2026 年中报业绩总结

证券分析师
盛瀚 A0230522080006
shenghan@swsresearch.com
朱珺逸 A0230521080004
zhujy@swsresearch.com
胡静航 A0230524090002
hujh@swsresearch.com
联系人
盛瀚 A0230522080006
shenghan@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

本期投资提示：

- **2026H1 农林牧渔板块合计营收同比小幅下滑，合计归母净利润大幅亏损。**样本共覆盖 116 家公司，2026H1 合计实现营收 6165.1 亿元，同比-1%，合计归母净利润-123.8 亿元，由盈转亏，同比-145%，子行业景气分化。**2026Q2 板块业绩进一步下滑，亏损加剧。**单二季度，板块上市公司合计实现营业收入 3103.8 亿元，同比-5%，环比+1%，合计实现归母净利润-111.6 亿元，亏损幅度较 Q1 进一步扩大。
- **生猪养殖：26H1 猪价大幅下跌，板块业绩由盈转亏；深度亏损下资金压力显现，产能去化加快。**虽然 26H1 多数猪企出栏量仍保持增长（12 家上市猪企合计出栏生猪 8628.8 万头，同比+4.1%），饲料成本低位与养殖效率提升推动成本继续优化（涌益样本规模场户平均养殖成本 12.26 元/公斤，同比-7.9%）；但前期产能高位叠加生产效率提升，行业供给过剩下猪价大幅下跌（26H1 全国外三元生猪均价 10.41 元/公斤，同比-29.7%，创近 20 年新低）。板块上市公司 26H1 合计实现营业收入 2067.6 亿元，同比-8.5%；归母净亏损 189.1 亿元，同比大幅转亏。值得注意的是，持续亏损下猪企现金流与偿债压力加大，经营性现金流呈现净流出，14 家上市猪企短期借款已增至 843 亿元。产能调减持续推进：上市猪企生产性生物资产合计同比-1.2%，固定资产环比-0.9%。
- **肉鸡养殖：盈利分化，白鸡延续温和复苏，黄鸡景气明显回落。**2026 年上半年，由于 1-5 月末从国外引种，上半年祖代种鸡累计更新量为 50.18 万套，同比-9.3%。祖代在产种鸡、父母代雏鸡、商品代雏鸡供应量分别同比+12.6%、+22.4%、-5.2%。得益于供给端的结构性收缩与需求端的平稳增长，2026 年上半年白羽肉鸡产业链各环节产品价格同比均上涨（父母代鸡苗、商品代鸡苗、毛鸡、鸡肉价格分别上涨 10.7%/35%/3.3%/1.9%）。主要产品量价齐升，2026H1 白羽鸡行业五家上市公司共实现营业收入 178.5 亿元，同比+19.5%（2025 年 H1 同比+0.6%）；实现归母净利润 9.2 亿元，同比+7.4%。2026H1 黄鸡价格持续低迷，Q2 进一步下跌。2026H1 黄鸡销售均价为 11.5 元/kg，同比-6.8%。上市企业与由盈转亏，26H1 黄鸡企业共实现营业收入 114.4 亿元，同比+9.1%，实现归母净利润-0.8 亿元
- **宠物食品：外销受关税汇率拖累，内销营收维持快速增长。**2026H1 4 家宠物食品公司合计实现营业收入 80.5 亿元，同比+18.9%，实现归母净利润 3.7 亿元，同比-46.9%。**（1）外销：受加关税影响，2026H1 中国宠物食品对美出口额同比大幅下滑。**据海关总署，26H1 中国宠物食品对美出口额为 5.8 亿元，同比-21.1%，对美出口量为 1.2 万吨，同比-18.0%，出口均价同比-3.8%。受海外客户结构差异及客户下单节奏影响，26H1 四家宠物食品公司海外业务营收增速出现分化：中宠股份、路斯股份实现快速增长，乖宝宠物、佩蒂股份出现下滑。**（2）内销：26H1 宠物食品行业线上 GMV 稳定增长，三家上市公司自有品牌表现分化，中宠股份增长迅速，市占率提升。**据久谦咨询数据，2026H1 宠物食品天猫淘宝、京东、抖音线上合计 GMV 为 157.9 亿元，同比+5.6%。三家上市公司自有品牌增速分化，中宠股份市占率明显提升，乖宝宠物、佩蒂股份市占率小幅回落。
- **动物保健：26H1 下游养殖深度亏损，疫苗需求承压；板块收入仍增但盈利下滑。**据国家兽药基础数据库数据，2026H1 全国兽用疫苗合计批签发 9842 批次，同比-7.6%；其中 2026Q1、Q2 分别批签发 4619、5223 批次，同比分别为-18%、+4%，Q2 边际改善。下游养殖亏损及现金流压力压制疫苗使用需求，同时生物制品增值税率上调、行业竞争加剧及产品价格下降进一步挤压盈利能力：2026H1 动物保健板块 9 家上市公司合计实现营业收入 90.7 亿元，同比+5.4%；实现归母净利润 8.8 亿元，同比-11.6%。
- **种业：粮价触底回升，种企业绩分化。**26H1 粮食企稳回升，受业务结构差异影响，种企业绩分化。种业板块，我们选取隆平高科、登海种业、ST 荃银、康农种业 4 家公司进行分析。2026H1，4 家公司共实现营业收入 34.3 亿元，同比-14.7%，共实现归母净利润-2.6 亿元，同比-63.3%。以销售玉米种子为主的登海种业、康农种业 26H1 营收、利润均同比高增。隆平高科、ST 荃银受到海内外行业库存压力以及自身经营变化的影响，业绩有所承压。
- **风险提示：**畜禽价格大幅下跌；上市公司出栏量不及预期；农产品价格大幅波动等。

仅供内部参考，请勿外传

投资案件

结论和投资分析意见

生猪养殖：26H1 猪价低迷养殖深度亏损，产能去化显著加快，行业拐点逐步临近；头部猪股配置价值显著提升。建议关注**德康农牧、天康生物、牧原股份、温氏股份**等。

肉鸡养殖：白羽肉鸡延续温和复苏的趋势，企业盈利继续转好，建议关注全产业链龙头，关注**圣农发展**。黄羽肉鸡供需再平衡完成后，盈利有望率先出现拐点，建议关注**立华股份**。

宠物食品：宠物食品行业景气度中长期向好，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：26H1 下游养殖亏损压制传统疫苗需求，后续关注动保企业盈利改善拐点。同时密切跟踪潜力新品种如口蹄疫疫苗，以及合成生物技术突破下相关上市公司的业务布局进展。建议关注**瑞普生物、生物股份**等。

种业：粮价逐步企稳回升，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**登海种业，康农种业，隆平高科。**

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。从上半年的基本面走势来看，猪价的低点预计在二季度已经出现，鸡肉价格跟随需求的季度性变化而波动，但全年有望同比温和复苏，下半年有望延续这样的趋势。伴随养殖业的底部逐步清晰，养殖配套环节的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，种子企业在库存压力继续消化后，业绩有望迎来拐点。宠物食品内销收入端依然维持相对景气，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，经历了持续超过两年的调整后，养殖业景气度低点已现，2026 年末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。

仅供内部参考，请勿外传

目录

1．农林牧渔板块上市公司 2026 年中报业绩综述 8
1.1 26H1 农业板块营收、归母净利润同比均下降 8
1.2 2026Q2 农业板块营收环比微增，归母净利润同环比均下降 8
2. 重点子行业 2026 中报业绩回顾及投资策略 10
2.1 生猪养殖：26H1 猪价深跌业绩承压，资金压力加大，产能去化提速中 10
2.2 肉鸡养殖：盈利分化，白鸡延续温和复苏，黄鸡景气明显回落 17
2.2.1 白羽肉鸡：源头供应趋紧，行业盈利继续温和回升 17
2.2.2 黄羽肉鸡：26H1 景气回落，行业盈利承压 21
2.3 宠物食品：外销受关税汇率拖累，内销营收维持稳步增长 23
2.4 动物保健：传统疫苗需求低迷，税率调整影响业绩，企业盈利仍待修复 31
2.5 种业：粮价触底回升，种企业绩分化 33
3. 风险提示 37

仅供内部参考，请勿外传

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：原料价格低位运行驱动饲料成本延续稳定态势 11
图 4：2026H1 母猪生产效率与养殖效率继续提升 11
图 5：2026H1 养殖场户成本表现继续优化 12
图 6：全国外三元生猪均价 12
图 7：2025Q1-3 能繁母猪存栏维持高位水平 13
图 8：2025Q1-3 母猪生产效率继续抬升 13
图 9：2026H1 全国生猪出栏 37246 万头，同比增长 1.7% 13
图 10：2026H1 自繁自养与外购仔猪养殖大幅亏损 13
图 11：养殖场户处于亏损或盈亏平衡的时长已超 12 个月 13
图 12：主要上市猪企头均盈利比较一览（剔除减值） 14
图 13：猪企资产、信用减值损失计提与冲回一览 14
图 14：2026 上半年猪企经营性净现金流为负 15
图 15：2026Q2 短期借款环比增加 15
图 16：猪企季度生产性生物资产变化一览 15
图 17：26 年上半年主要猪企生产性生物资产同比变化 15
图 18：2018-2026H1 上市猪企资本开支一览 16
图 19：上市猪企合计在建工程一览 16
图 20：上市猪企合计固定资产一览 16
图 21：前期新生仔猪数环比持平，绝对量维持高位 17
图 22：预计 2026Q3 生猪出栏量同比增加 17
图 23：2026 年上半年白羽肉鸡产业链各环节供应量同比变动 18
图 24：2026 年 H1 白羽肉鸡产业链各环节价格同比变动 18
图 25：2025 年-26H1 白羽肉鸡祖代种鸡月度更新量 18
图 26：2026H1 全国祖代白羽肉鸡更新量同比 -9.3% 18
图 27：白羽肉鸡行业整体营业收入变动情况 19

仅供内部参考，请勿外传

图 28：白羽肉鸡行业整体归母净利润变动情况 19
图 29：五家白羽鸡上市公司产业链分布情况及 2026 年 H1 业绩变动 19
图 30：白羽肉鸡行业毛利率变动情况 20
图 31：白羽肉鸡行业净利率变动情况 20
图 32：白羽肉鸡行业 ROE（加权）变动情况 20
图 33：白羽肉鸡行业整体固定资产变动情况 20
图 34：白羽肉鸡行业整体在建工程变动情况 20
图 35：立华股份月度肉鸡销售价格 21
图 36：黄羽肉鸡公司营业收入变动情况 21
图 37：黄羽肉鸡公司归母净利润变动情况 21
图 38：黄羽肉鸡行业毛利率变动情况 22
图 39：黄羽肉鸡行业净利率变动情况 22
图 40：黄羽肉鸡行业 ROE 变动情况 22
图 41：黄羽肉鸡行业整体固定资产变动情况 22
图 42：黄羽肉鸡行业整体在建工程变动情况 22
图 43：26H1 宠物食品板块营收同比+18.9% 23
图 44：26H1 宠物食品板块归母净利润同比-46.9% 23
图 45：2017 年-2026H1 中国宠物食品出口金额 24
图 46：2017 年-2026H1 中国宠物食品出口量 24
图 47：26H1 中国宠物食品出口国分布（按出口额） 24
图 48：中国宠物食品对美出口额及占比 25
图 49：中国宠物食品对美出口量及占比 25
图 50：4 家宠物食品公司境外业务营收及同比增速 25
图 51：白羽肉鸡屠宰企业全产全销价格 26
图 52：麦富迪旗下核心系列 27
图 53：康弗旗下产品 27
图 54：中宠股份核心产品矩阵 28
图 55：佩蒂股份旗下品牌主粮产品矩阵 28
图 56：2017 年-2026H1 四家宠物食品公司毛利率 29
图 57：2017 年-2026H1 四家宠物食品公司净利率 29

仅供内部参考，请勿外传

图 58：2017 年-2026H1 宠物食品公司汇兑损益 29
图 59：美元兑人民币汇率（中间价） 29
图 60：宠物食品公司销售费用率 30
图 61：宠物食品公司财务费用率 30
图 62：宠物食品公司研发费用率 30
图 63：宠物食品公司管理费用率 30
图 64：兽用疫苗季度批签发量一览 31
图 65：动物保健板块上市公司合计营业收入 31
图 66：动物保健板块上市公司合计归母净利润 31
图 67：5 家动物保健公司毛利率 32
图 68：5 家动物保健公司净利率 32
图 69：5 家动物保健公司资产负债率 32
图 70：5 家动物保健公司 ROE 32
图 71：2016 年-2026H1 种业上市公司营业收入 33
图 72：2016 年-2026H1 种业上市公司归母净利润 33
图 73：26H1 玉米、小麦现货价格分别同比+6.1%、+4.6% 34
图 74：4 家种业营收结构（2026 H1） 34
图 75：2016 年-2026H1 四家种企毛利率 34
图 76：2016 年-2026H1 四家种企玉米种业毛利率 34
图 77：2016 年-2026H1 四家种企净利率 35
图 78：2016 年-2026H1 四家种企销售费用率 35
图 79： 2016 年-2026H1 四家种企管理费用率 35
图 80：2016 年-2026H1 四家种企财务费用率 36
图 81：2016 年-2026H1 四家种企研发费用率 36

表 1：申万农林牧渔 2026H1 子行业合计营业收入和归母净利润与同比增速 8
表 2：申万农林牧渔 26Q2 子行业合计营业收入与同比环比增速 9
表 3：申万农林牧渔 26Q2 子行业合计归母净利润与同比环比增速 9
表 4：上市猪企 2026H1 生猪出栏量一览（单位：万头） 10
表 5：2025Q4-2026Q2 上市猪企资产负债率一览 14

仅供内部参考，请勿外传

表 6：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（%） 26
表 7：四家种业上市公司营业收入及归母净利润 34
表 8：重点公司估值表 37

仅供内部参考，请勿外传

1．农林牧渔板块上市公司 2026 年中报业绩综述

1.1 26H1 农业板块营收、归母净利润同比均下降

2026H1 农林牧渔板块合计营收同比小幅下滑（-1%），合计归母净利润-123.8 亿元，由盈转亏，同比-145%，子行业景气分化。样本共覆盖 116 家公司，2026H1 合计实现营收 6165.1 亿元，同比-1%，农林牧渔各子行业收入同比增速排序前三：饲料（+7%）、农业综合（+6%）、动物保健（+2%）。116 家公司合计实现归母净利润-123.8 亿元，同比-145%。各子行业归母净利润同比增速排序前三：渔业（+136%）、林业（+30%）、农产品加工（+9%）。

表 1：申万农林牧渔 2026H1 子行业合计营业收入和归母净利润与同比增速

行业	营业收入（亿元）			归属母公司净利润（亿元）		
	2025H1	2026H1	yoy	2025H1	2026H1	yoy
农林牧渔	**6233.1**	**6165.1**	***-1%***	**275.3**	**-123.8**	***-145%***
1、种植业	**474.7**	**427.4**	***-10%***	**15.8**	**5.8**	***-63%***
——种子	90.5	95.7	*6%*	-0.8	-1.1	*-32%*
——种植	361.9	302.0	*-17%*	17.3	4.2	*-76%*
——食用菌	22.3	29.6	*33%*	-0.7	2.7	*470%*
2、养殖业	**2410.1**	**2283.6**	***-5%***	**171.6**	**-172.5**	***-200%***
——生猪养殖	2046.7	1867.8	*-9%*	161.6	-180.9	*-212%*
——肉鸡养殖	336.9	384.1	*14%*	10.0	8.5	*-15%*
——其他养殖	26.4	31.6	*19%*	0.1	-0.1	*-196%*
3、饲料	**1352.0**	**1442.0**	***7%***	**45.2**	**-8.0**	***-118%***
4、动物保健	**96.2**	**98.6**	***2%***	**9.7**	**8.9**	***-9%***
5、农产品加工	**1725.4**	**1735.0**	***1%***	**37.1**	**40.6**	***9%***
6、渔业	**65.6**	**66.7**	***2%***	**-3.9**	**1.4**	***136%***
7、林业	**10.5**	**7.3**	***-30%***	**-1.5**	**-1.0**	***30%***
8、农业综合	**98.5**	**104.5**	***6%***	**1.3**	**1.0**	***-19%***

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 2026Q2 农业板块营收环比微增，归母净利润同环比均下降

116 家上市公司 26Q2 合计实现营业收入 3103.8 亿元，同比-5%，环比+1%，合计实现归母净利润-111.6 亿元，同比-184%，环比-815%，营收增速排序前三的子行业为：渔业（+8%）、农业综合（+6%）、饲料（+3%），归母净利润增速排名前三的子行业为：渔业（+148%）、林业（+30%）、农业综合（+14%）。

仅供内部参考，请勿外传

表 2：申万农林牧渔 26Q2 子行业合计营业收入与同比环比增速

行业	营业收入（亿元）				
	25Q2	26Q1	26Q2	yoy	环比
农林牧渔	**3265.9**	**3061.4**	**3103.8**	***-5%***	***1%***
1、种植业	**253.0**	**211.9**	**215.5**	***-15%***	***2%***
——种子	37.8	47.7	48.1	*27%*	*1%*
——种植	204.9	147.1	154.9	*-24%*	*5%*
——食用菌	10.3	17.1	12.5	*21%*	*-27%*
2、养殖业	**1264.2**	**1142.1**	**1141.5**	***-10%***	***0%***
——生猪养殖	1071.6	947.1	920.7	*-14%*	*-3%*
——肉鸡养殖	176.8	182.4	201.7	*14%*	*11%*
——其他养殖	15.9	12.5	19.1	*20%*	*52%*
3、饲料	**740.6**	**678.1**	**764.0**	***3%***	***13%***
4、动物保健	**50.2**	**48.5**	**50.1**	***0%***	***3%***
5、农产品加工	**861.1**	**903.0**	**832.0**	***-3%***	***-8%***
6、渔业	**35.5**	**28.5**	**38.3**	***8%***	***34%***
7、林业	**6.3**	**3.4**	**4.0**	***-37%***	***18%***
8、农业综合	**55.0**	**46.0**	**58.4**	***6%***	***27%***

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 3：申万农林牧渔 26Q2 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）				
	25Q2	26Q1	26Q2	yoy	环比
农林牧渔	**132.9**	**-12.2**	**-111.6**	***-184%***	***-815%***
1、种植业	**1.6**	**17.5**	**-11.7**	***-831%***	***-167%***
——种子	-2.2	-0.4	-0.7	*70%*	*-56%*
——种植	5.1	13.4	-9.2	*-280%*	*-169%*
——食用菌	-1.4	4.6	-1.9	*-37%*	*-141%*
2、养殖业	**90.4**	**-57.4**	**-115.1**	***-227%***	***-101%***
——生猪养殖	84.2	-62.8	-118.0	*-240%*	*-88%*
——肉鸡养殖	6.2	5.3	3.1	*-49%*	*-41%*
——其他养殖	0.0	0.1	-0.2	*-30547%*	*-265%*
3、饲料	**23.7**	**-0.4**	**-7.6**	***-132%***	***-1782%***
4、动物保健	**4.7**	**4.7**	**4.1**	***-12%***	***-13%***
5、农产品加工	**17.0**	**23.5**	**17.1**	***0%***	***-27%***
6、渔业	**-3.99**	**-0.5**	**1.91**	***148%***	***486%***
7、林业	**-0.9**	**-0.4**	**-0.7**	***30%***	***-79%***
8、农业综合	**0.3**	**0.7**	**0.4**	***14%***	***-42%***

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%）

仅供内部参考，请勿外传

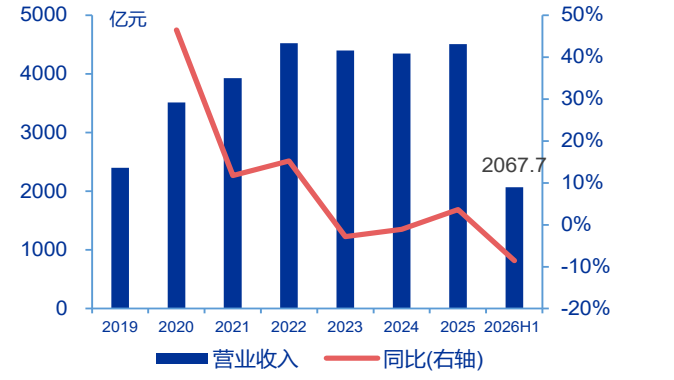
2. 重点子行业 2026 中报业绩回顾及投资策略

2.1 生猪养殖：26H1 猪价深跌业绩承压，资金压力加大，产能去化提速中

2026 年上半年，生猪养殖板块上市公司营业收入同比下滑 8.5%，归母净利润同比大幅转亏。2026H1，生猪养殖板块 12 家上市公司合计实现营业收入 2067.7 亿元，同比—8.5%。猪价同比大幅下跌导致企业陷入亏损：板块上市公司合计实现归母净亏损 189.1 亿元，同比大幅转亏（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）。

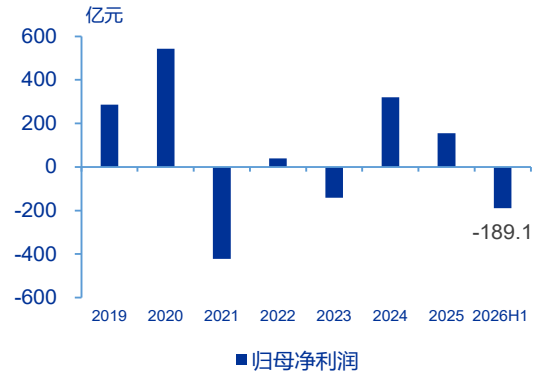
具体来看，牧原股份 2026H1 实现归母净亏损 60.78 亿元；温氏股份、新希望、巨星农牧、神农集团 2026H1 分别实现归母净亏损 43.66、17.02、8.38、8.09 亿元。

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

实际上，2026 上半年多数上市猪企生猪出栏量同比仍有增长。2026H1，涉及生猪养殖业务的上市公司（包括牧原股份、温氏股份、巨星农牧等 12 家企业）合计出栏生猪 8628.8 万头，同比+4.1%。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 3861.5、1780.8、710.6 万头，同比+0.6%、-0.7%、-15.9%。

部分中小猪企延续了较快的出栏增速：正邦科技、天邦股份、天康生物分别出栏生猪 558.2、388.8、184.8 万头，同比增速分别为 56.1%、31.4%、21.0%（天康生物 6 月出栏量含羌都农牧并表影响）。

表 4：上市猪企 2026H1 生猪出栏量一览（单位：万头）

	2025H1	2026H1	同比	2026E	出栏完成进度
牧原股份	3839.4	3861.5	0.6%	7800	49.5%
温氏股份	1793.2	1780.8	-0.7%	3700	48.1%
巨星农牧	191.0	224.8	17.7%	460	48.9%
神农集团	154.0	172.4	12.0%	350	49.3%
天康生物	152.8	184.8	21.0%	408	45.3%

仅供内部参考，请勿外传

新五丰	243.3	276.0	13.4%	500	55.2%
唐人神	259.4	272.2	4.9%	500	54.4%
新希望	844.9	710.6	-15.9%	1600	44.4%
天邦股份	295.8	388.8	31.4%	600	64.8%
正邦科技	357.7	558.2	56.1%	800	69.8%
傲农生物	78.3	110.1	40.5%	250	44.0%
东瑞股份	76.5	88.6	15.8%	160	55.4%
合计	**8286.3**	**8628.8**	**4.1%**	**17128.0**	**50.4%**

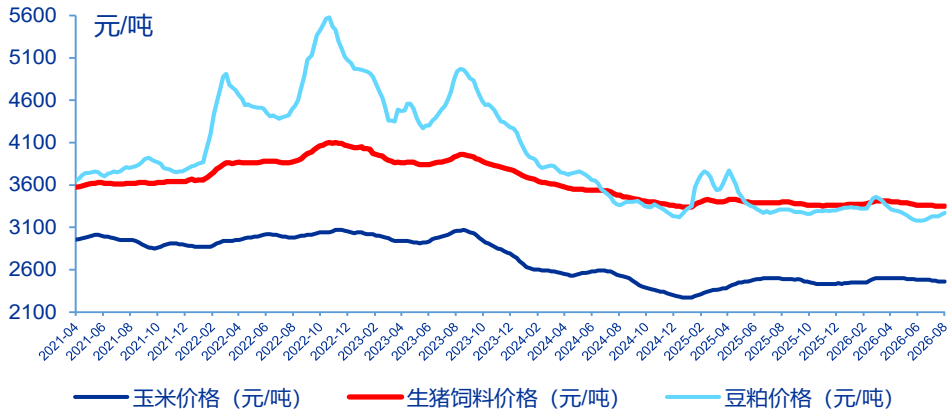
资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：牧原股份出栏量数据不包含仔猪销售量。

同时，2026上半年饲料原料价格维持低位，养殖效率持续提升，养殖场户成本表现仍呈现显著优化趋势。

①2026H1 饲料原料价格整体平稳。2026 年上半年，饲料主要原料产品玉米和豆粕的全国平均价分别为 2475、3321 元/吨，同比+4.8%、-5.4%。猪料价格保持稳定：2026 年上半年育肥猪配合饲料均价为 3385 元/吨，同比-0.2%。

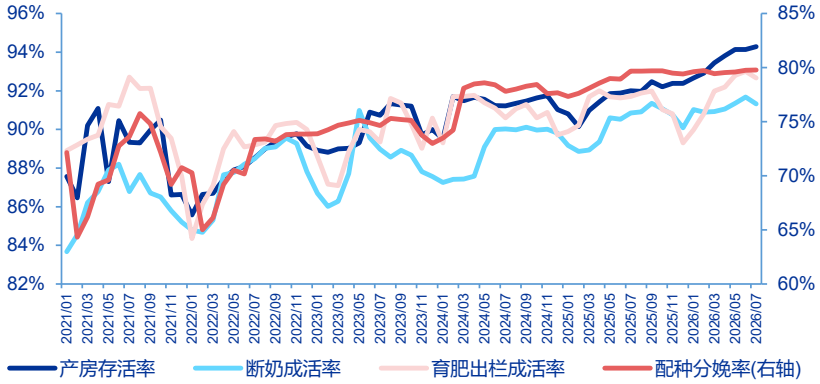
图 3：原料价格低位运行驱动饲料成本延续稳定态势



资料来源：Wind，申万宏源研究

②养殖效率持续提升。2026年上半年，养殖场户生产效率仍在继续优化提升。据涌益咨询数据，2026H1 重点跟踪的种猪场与育肥场相关效率指标——产房存活率、配种分娩率、断奶成活率、育肥出栏成活率分别为93.5%、79.6%、91.2%、91.8%，同比分别提升2.3、1.4、1.6、0.6pcts。

图 4：2026H1 母猪生产效率与养殖效率继续提升

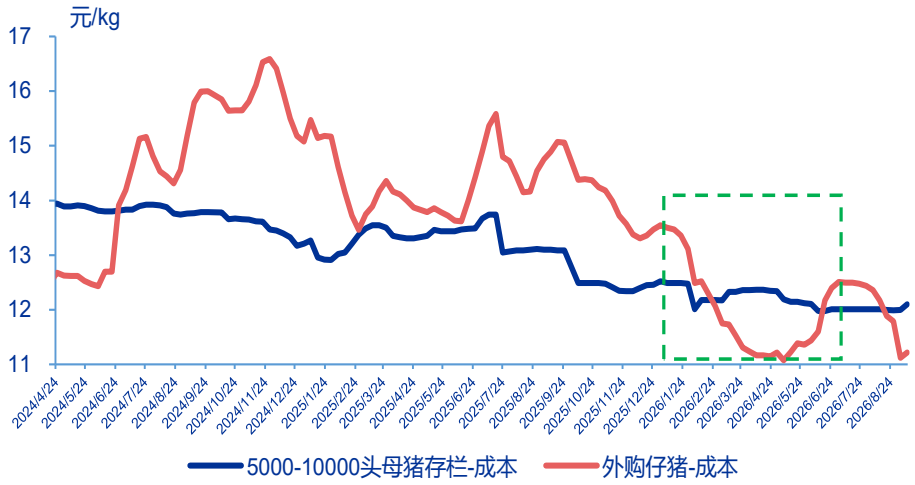


资料来源：涌益咨询，申万宏源研究

仅供内部参考，请勿外传

因此，养殖场户成本表现仍处优化和下降趋势中：从行业平均成本看，根据涌益咨询，2026 年上半年样本规模场户（5000-10000 头母猪存栏）平均养殖成本为 12.26 元/公斤，同比下降 7.9%。

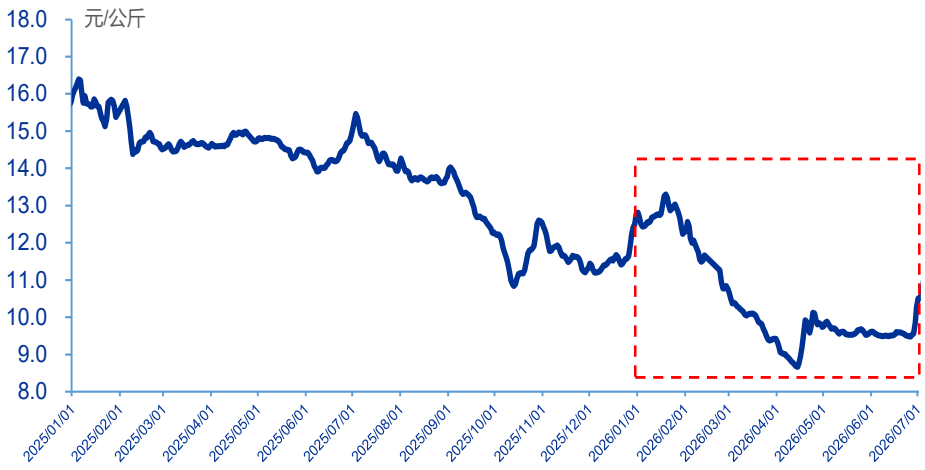
图 5：2026H1 养殖场户成本表现继续优化



资料来源：涌益咨询，申万宏源研究

但不可否认的是，2026 年上半年生猪养殖行业景气低迷，猪价同比大幅下跌。根据涌益咨询数据显示，2026H1 全国外三元生猪均价 10.41 元/kg，同比大幅下跌 29.7%。

图 6：全国外三元生猪均价

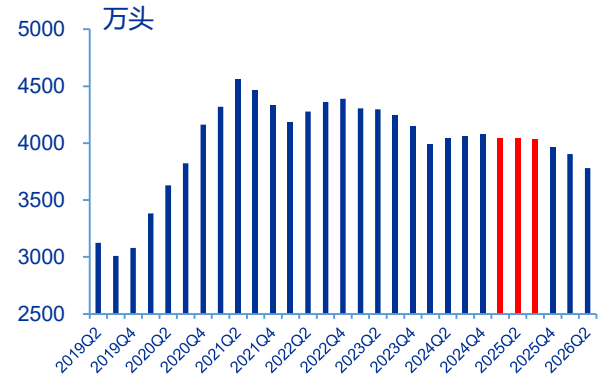


资料来源：涌益咨询，申万宏源研究

猪价表现低迷主要系前期高位产能带来的充裕供给所致，生产效率提升放大了供给过剩效应。前期能繁母猪延续高位震荡：2025Q1-3 能繁母猪存栏分别为 4039、4043、4035 万头。母猪生产效率上升加剧供给过剩：2025Q1-3 窝均健仔数、产房存活率（涌益咨询数据）分别提升 0.07 头，0.26pcts。

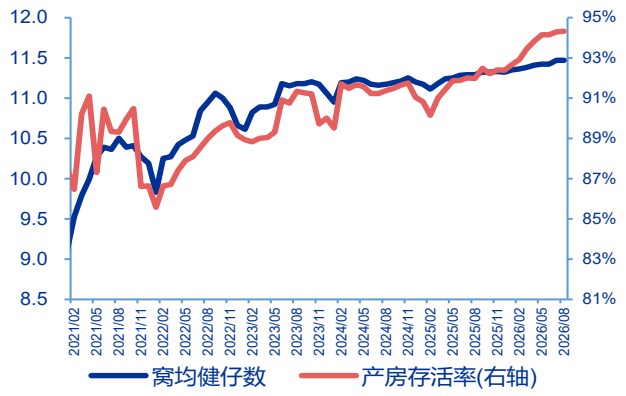
仅供内部参考，请勿外传

图 7：2025Q1-3 能繁母猪存栏维持高位水平



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

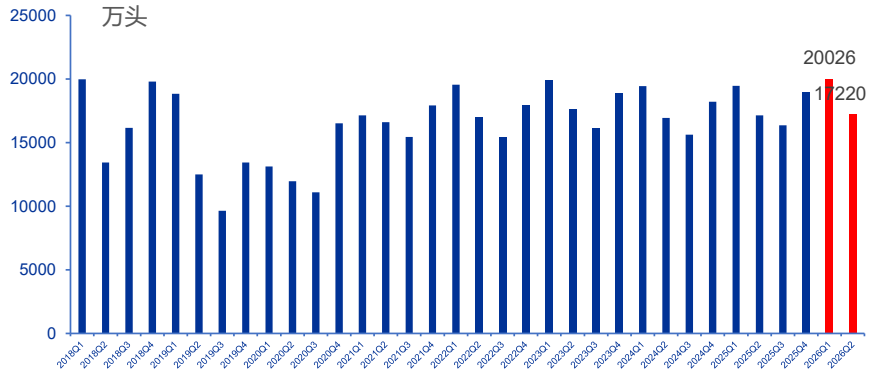
图 8：2025Q1-3 母猪生产效率继续抬升



资料来源：涌益咨询，申万宏源研究

2026 年上半年生猪出栏量同比增加。根据国家统计局数据显示，2026H1 全国生猪出栏量为 37246 万头，同比+1.7%。其中，2026Q1、Q2 分别出栏生猪 20026、17220 万头，同比分别增长 2.8%、0.4%.

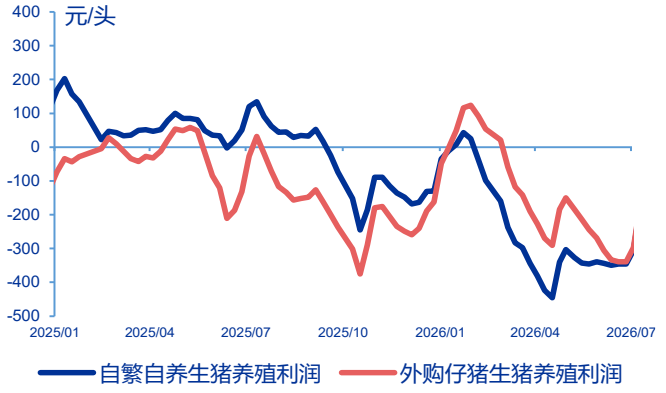
图 9：2026H1 全国生猪出栏 37246 万头，同比增长 1.7%



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

猪价低迷，2026H1 养殖场户陷入大幅亏损：根据 Wind 数据，2026H1 自繁自养与外购仔猪亏损分别为 243、138 元/头，同比大幅转亏；其中 2026Q2 自繁自养与外购仔猪分别亏损 356、258 元/头。 自 2025 年 9 月转亏后，养殖场户处于亏损或盈亏平衡的时长已超过 12 个月。

图 10：2026H1 自繁自养与外购仔猪养殖大幅亏损



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 11：养殖场户处于亏损或盈亏平衡的时长已超 12 个月

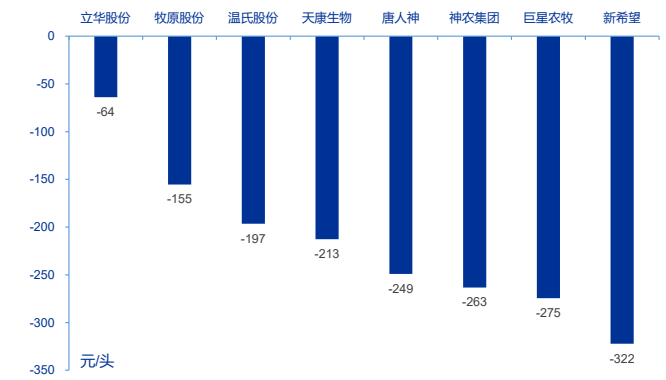
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2011	300	352	333	346	403	597	670	620	578	440	320	361
2012	503	367	245	151	130	89	80	86	118	94	92	184
2013	281	209	7	-107	-78	17	48	140	162	134	134	130
2014	-31	-155	-241	-301	-107	-65	-36	88	89	19	-7	-32
2015	-78	-128	-152	-53	58	155	358	454	423	344	289	351
2016	486	539	578	688	779	780	676	758	678	470	513	565
2017	658	536	426	392	254	160	187	238	262	214	218	286
2018	304	214	-176	-279	-318	-140	-35	139	205	162	112	103
2019	-23	-76	171	321	337	438	599	1005	1623	2485	2615	2293
2020	2477	2748	2587	2269	1754	2027	2575	2591	2345	1694	1638	2072
2021	2294	1632	1323	762	258	-275	-175	-291	-559	-480	82	42
2022	-249	-438	-524	-446	-200	-116	500	485	728	1099	853	246
2023	-264	-322	-238	-337	-327	-321	-313	23	-35	-154	-233	-247
2024	-246	-110	-146	-36	31	353	405	589	485	314	221	143
2025	166	37	42	69	67	25	102	37	-7	-168	-122	-125
2026	6	-95	-291	-379	-332	-346	-210	-196				

资料来源：Wind，申万宏源研究

仅供内部参考，请勿外传

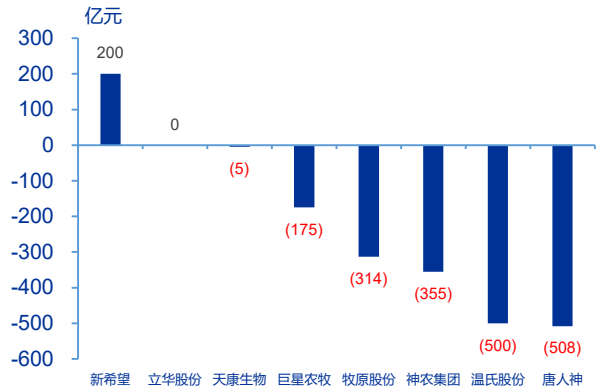
而从上市猪企端看，2026H1 猪企亏损幅度有所分化。从头均亏损水平来看，我们测算牧原股份、温氏股份、巨星农牧、神农集团头均亏损分别约为 155、197、275、263 元/头，参考行业平均亏损水平（243元/头）来看，不同企业亏损幅度呈现显著差异。成本表现是导致盈利水平呈现差异的主要原因。

图 12：主要上市猪企头均盈利比较一览（剔除减值）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 13：猪企资产、信用减值损失计提与冲回一览



资料来源：公司公告，申万宏源研究（注：计提统计为负数，冲回为正数）

而从财务表现看，由于上半年普遍亏损严重，现金流压力显著，中报多数上市猪企资产负债率有所上行。

具体来看，牧原股份、温氏股份、神农集团、巨星农牧、新希望 2026Q2 资产负债率分别为 54.2%、58.9%、40.7%、69.4%、70.7%，季度环比变化分别为+3.4pcts、+5.8cts、+6.8pcts、-0.4pcts、-0.1pcts。

表 5：2025Q4-2026Q2 上市猪企资产负债率一览

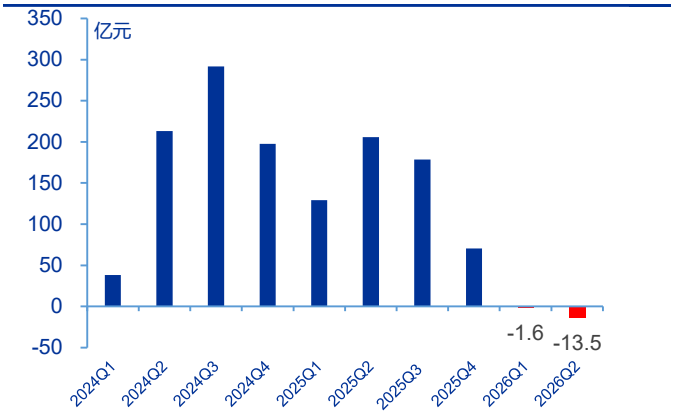
公司	2025Q4	2026Q1	2026Q2	2026Q2 较 2026Q1 变化
神农集团	29.5%	34.0%	40.7%	6.8%
正邦科技	50.1%	52.3%	53.5%	1.2%
东瑞股份	46.7%	51.0%	52.9%	1.9%
天康生物	50.9%	53.2%	55.6%	2.3%
温氏股份	49.8%	53.1%	58.9%	5.8%
牧原股份	54.2%	50.7%	54.2%	3.4%
傲农生物	59.0%	60.3%	62.1%	1.7%
巨星农牧	67.3%	69.8%	69.4%	-0.4%
大北农	67.0%	68.2%	69.9%	1.7%
唐人神	66.4%	69.6%	71.1%	1.5%
新希望	69.9%	70.8%	70.7%	-0.1%
金新农	75.7%	78.8%	81.5%	2.7%
天邦食品	79.8%	84.3%	91.2%	6.9%
新五丰	78.3%	81.3%	84.2%	2.9%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

仅供内部参考，请勿外传

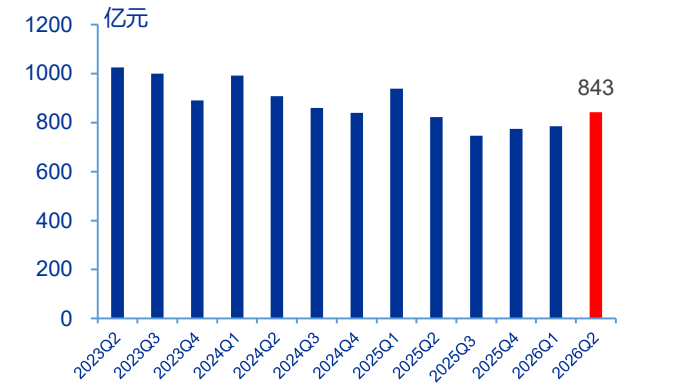
二季度经营性净现金流流出增加，上市猪企短期借款增加，现金流压力显著上升。从现金流情况看，受猪价低迷经营亏损影响，2026 年上半年上市猪企经营性现金流自 2023Q1 以来首次呈现净流出态势，14 家生猪企业仅 3 家单 Q2 经营性净现金流呈现流入状态。**短期借款继续增加：**2025Q3 以来，14 家上市猪企短期借款环比持续增加，截止 2026Q2 规模已增加至 843 亿元。

图 14：2026 上半年猪企经营性净现金流为负



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 15：2026Q2 短期借款环比增加



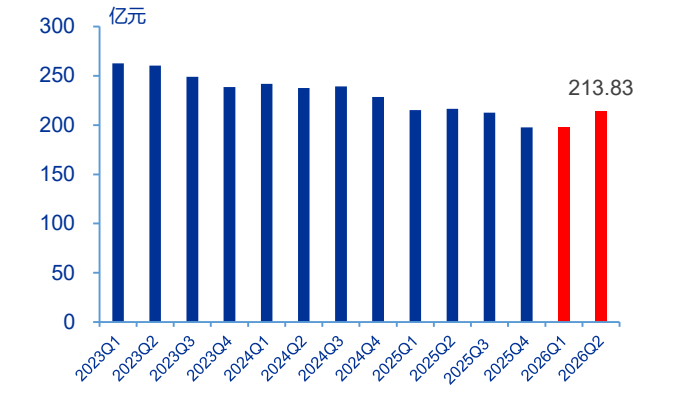
资料来源：公司公告，申万宏源研究

2026 年上半年，猪企继续调减产能，产能规模与结构有所调整。

①生产性生物资产。2026 年上半年，多数猪企根据政策指引进一步合理调减产能，上市猪企生产性生物资产合计 213.83 亿元，同比-1.25%。

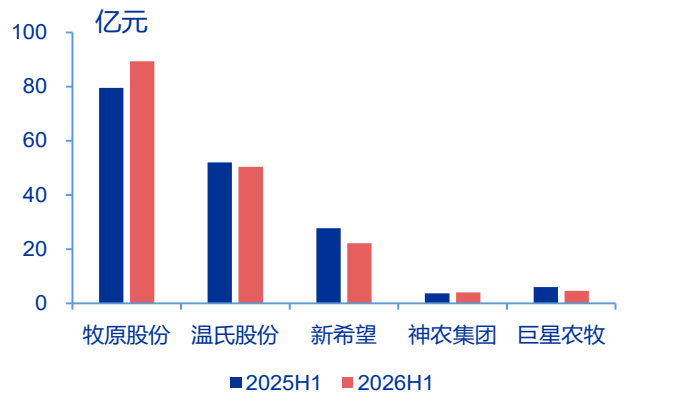
企业间经营决策有所不同。以牧原为例，近期公司进行生产工艺创新，从乳猪段开始挑选后备，进入后备猪群进行健康管理，替换淘汰现有母猪，实现疾病净化，提升母猪的健康水平和性能。在财务特征上体现为公司生产性生物资产季度环比一定程度的增加。

图 16：猪企季度生产性生物资产变化一览



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 17：26 年上半年主要猪企生产性生物资产同比变化



资料来源：公司公告，申万宏源研究

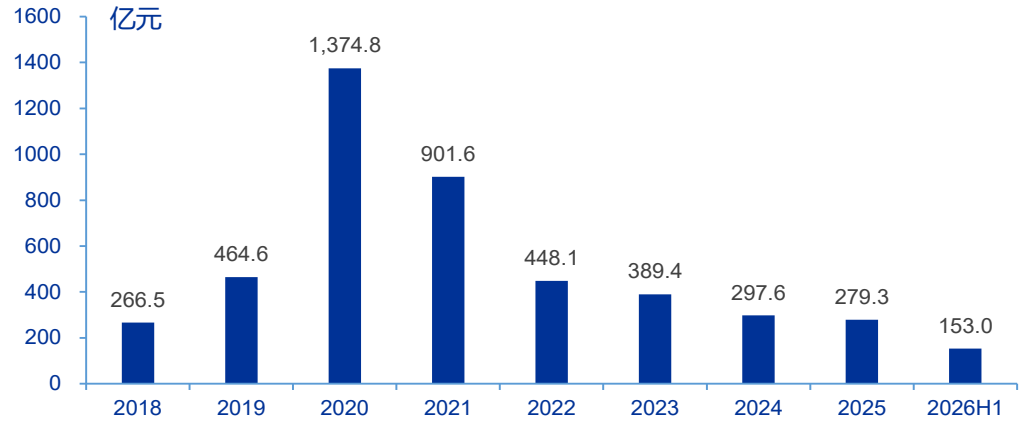
仅供内部参考，请勿外传

②固定资产、在建工程与资本开支。

上市猪企固定资产规模庞大，当前整体规模基本稳中有降：截止 2026 年中，14 家猪企合计固定资产 2359 亿元，环比-0.9%。折旧规模持续大于新增转固，行业存量产能延续自然收缩。

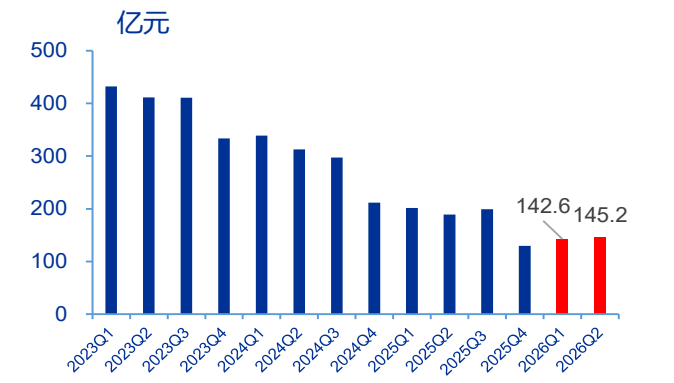
资本开支出现边际回暖。2026 年上半年 14 家猪企资本开支合计 153.0 亿元，同比增加 15.3%，增量几乎全部来自头部企业——牧原股份（65.2 亿元，同比 +24.8%）、温氏股份（56.8 亿元，同比 +19.7%）两家合计贡献增量的绝大部分；多数企业仍在压降产能建设投入。

图 18：2018-2026H1 上市猪企资本开支一览



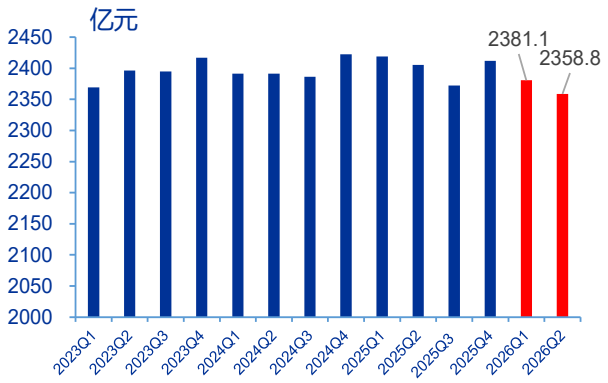
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 19：上市猪企合计在建工程一览



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 20：上市猪企合计固定资产一览



资料来源：公司公告，申万宏源研究

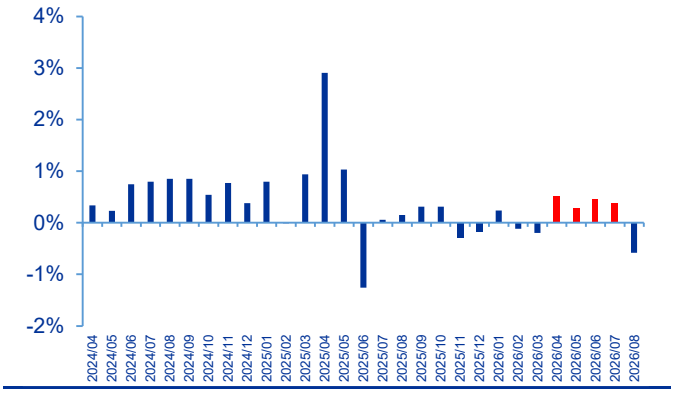
展望后市，结合前期产能与市场库存综合判断，我们预计后续猪价难有陡峭上行，行业不存在全面盈利的供给支撑。同时，需要关注后续活体、冻品库存的集中释放对供给的压力。

仅供内部参考，请勿外传

据涌益咨询数据显示，2026Q1-2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 2026Q3-4 生猪出栏仍将延续较高水平。叠加前期压栏二育等行为形成的活体库存，与冻品库存集中释放带来的供给压力增量，预计后续猪价延续低迷态势。

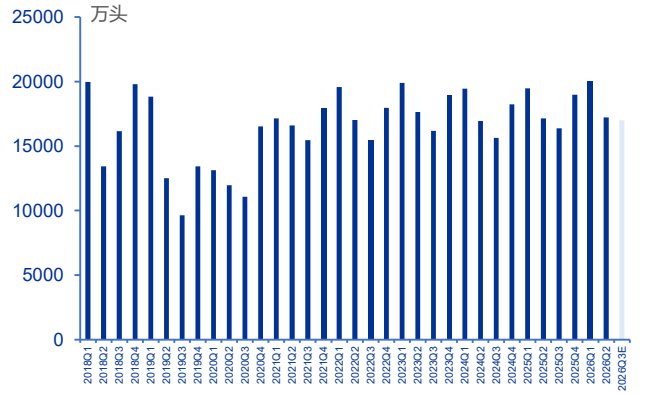
外部限制下产能难增，又有内生因素驱动，共同催化行业产能淘汰。重视新一轮周期弹性。

图 21：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 22：预计 2026Q3 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：外部限制下产能难增，养殖持续亏损催化行业产能加速淘汰。重视新一轮周期弹性，周期拐点逐步临近，头部猪股配置性价比显著提升，价格弹性伴随产能去化进一步累积，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、立华股份、天康生物、神农集团、温氏股份。**

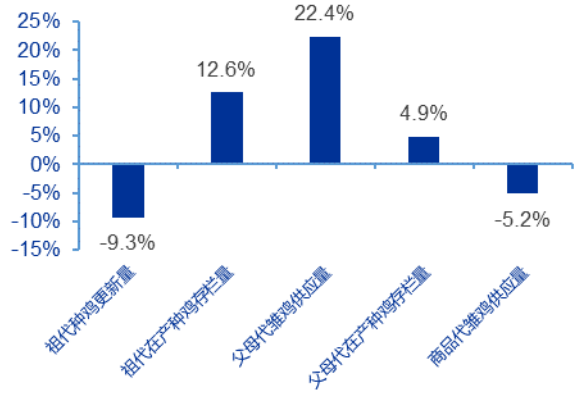
2.2 肉鸡养殖：盈利分化，白鸡延续温和复苏，黄鸡景气明显回落

2.2.1 白羽肉鸡：源头供应趋紧，行业盈利继续温和回升

26H1 白羽肉鸡产业链量价总结：根据畜牧业协会禽业分会的数据，由于 2026 年 1-5 月未从国外引种，上半年祖代种鸡更新量有所下降。1-6 月祖代种鸡累计更新量为 50.18 万套，同比-9.3%，在连续增长后，阶段性出现下滑。但祖代种鸡存栏仍保持惯性增长，产业链整体供给依然偏充裕。祖代在产种鸡、父母代雏鸡、商品代雏鸡供应量分别同比+12.6%、+22.4%、-5.2%。商品代鸡苗出现阶段性供给缩量。得益于供给端的结构性收缩与需求端的平稳增长，2026 年上半年白羽肉鸡产业链各环节产品价格同比均上涨（父母代鸡苗、商品代鸡苗、毛鸡、鸡肉价格分别上涨 10.7%/35%/3.3%/1.9%）。

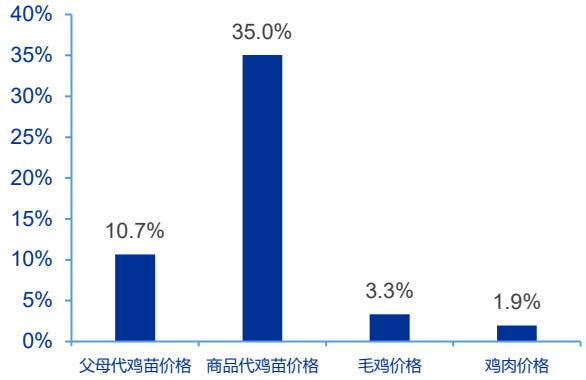
仅供内部参考，请勿外传

图 23：2026 年上半年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

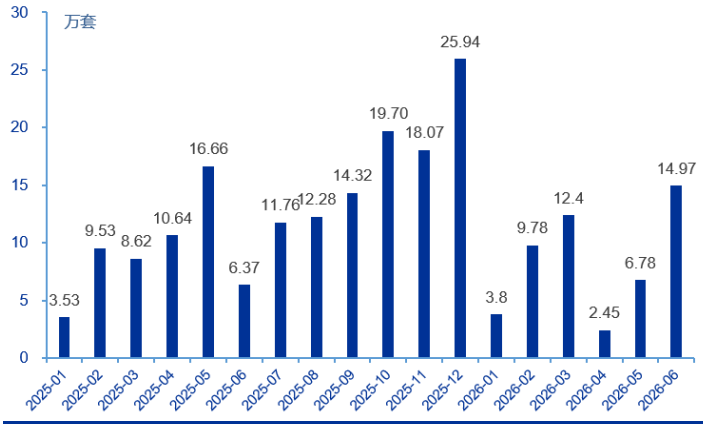
图 24：2026 年 H1 白羽肉鸡产业链各环节价格同比变动



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，申万宏源研究

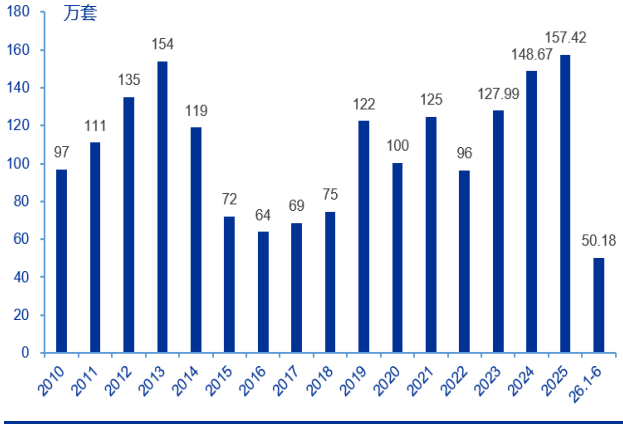
25 年进口种鸡保持增长，26H1 进口受限，整体种鸡供应缩减。在海外引种连续受限两年后（2022-2023），2024 年引种恢复，2025 年得以延续。2025 年全年国内祖代白羽肉鸡更新量达到 157.4 万套，创下近十年新高。2026 年 H1 海外进口再次受限，但国产种鸡补位明显，1-6 月全国合计祖代更新量 50.2 万套，整体降幅有限，同比-9.3%。

图 25：2025 年-26H1 白羽肉鸡祖代种鸡月度更新量



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，申万宏源研究

图 26：2026H1 全国祖代白羽肉鸡更新量同比-9.3%

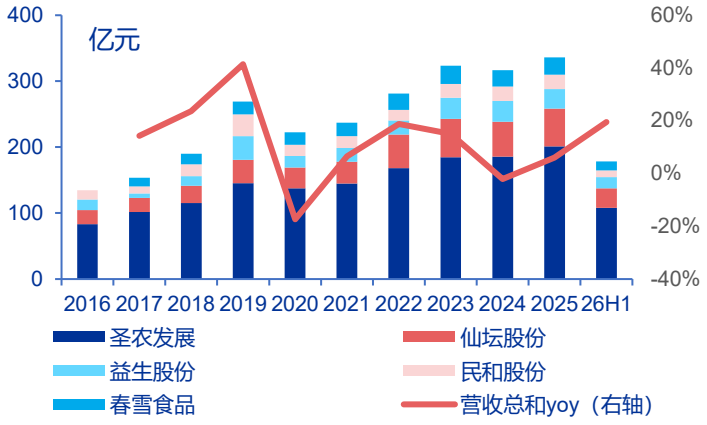


资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，申万宏源研究

得益于销量增长带动营收扩张，但养殖成本压力显现、产品价格承压，2026 年 H1 白羽鸡行业上市公司整体营收实现较快增长，利润小幅上行。2026 年 H1 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 178.5 亿元，同比+19.5%（2025 年 H1 同比+0.6%）；实现归母净利润 9.2 亿元，同比+7.4%。26Q2 五家上市公司共实现营业收入 94.7 亿元，同比+18.0%，实现归母净利润 5.5 亿元，同比-24.4%。

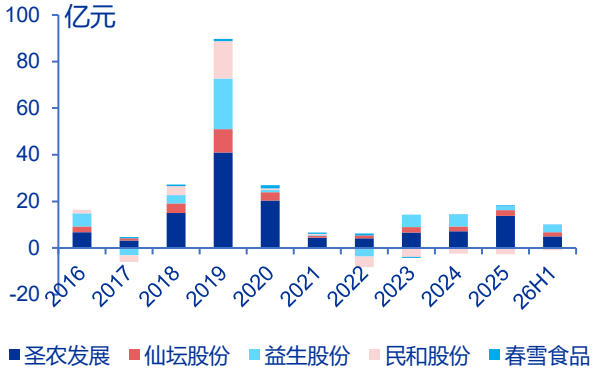
仅供内部参考，请勿外传

图 27：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

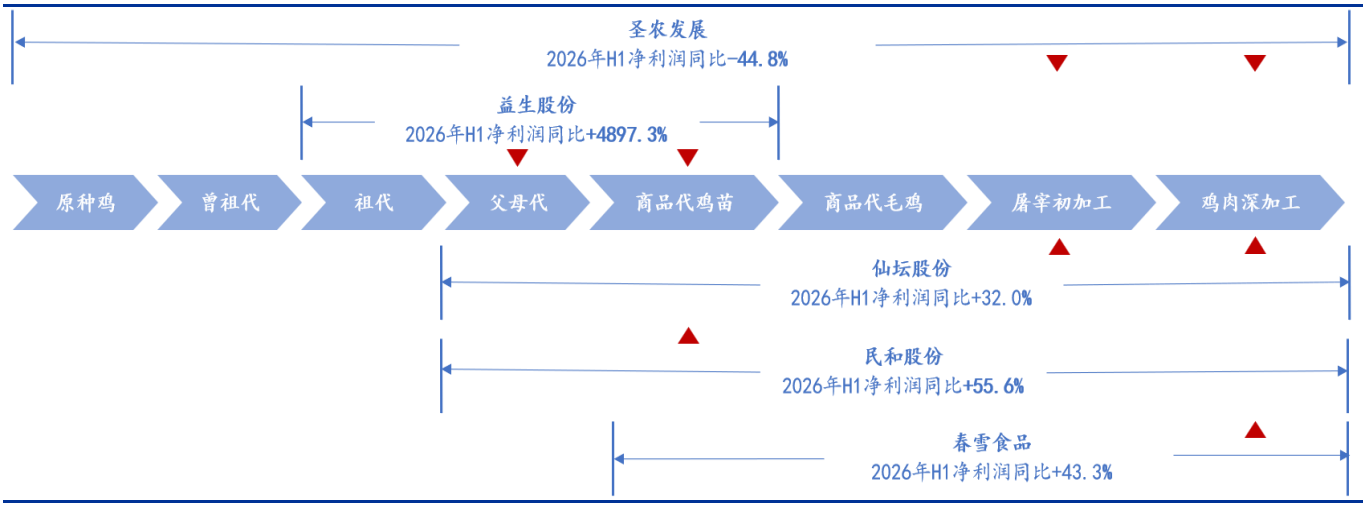
图 28：白羽肉鸡行业整体归母净利润变动情况



资料来源：iFinD，申万宏源研究

2026 年 H1 白羽肉鸡整体业绩表现较好，上游企业业绩相对占优。得益于祖代种鸡引种受限的缺口兑现，上游种鸡环节景气度大幅抬升，益生股份 2026 年 H1 净利润同比大幅增长 4897.3%，上游种鸡企业盈利实现爆发式增长。下游各环节企业利润也有不同程度的回升（圣农发展 26H1 扣非归母净利润同比+39.5%）。

图 29：五家白羽鸡上市公司产业链分布情况及 2026 年 H1 业绩变动

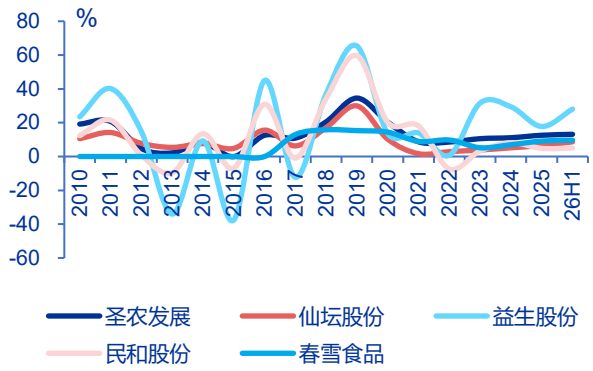


资料来源：iFinD，申万宏源研究（注：▵为核心业务）

从盈利能力来看，26 年 H1 益生股份、民和股份毛利率分别为 28.0%和 5.0%，净利率分别为 18.2%和-9.7%，ROE 分别为 6.9%和-5.5%。圣农发展、仙坛股份、春雪食品毛利率分别为 13.1%、8.7%、9.7%，净利率分别为 4.7%、6.2%、1.5%。**从产能扩张情况来看，**26 年 H1 五家公司在建工程合计为 7.0 亿元，同比+0.6%。

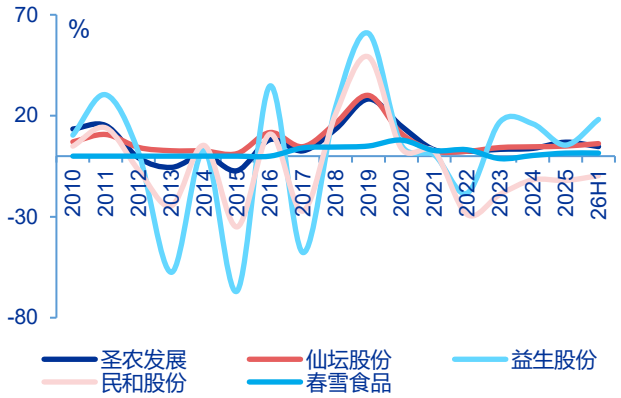
仅供内部参考，请勿外传

图 30：白羽肉鸡行业毛利率变动情况



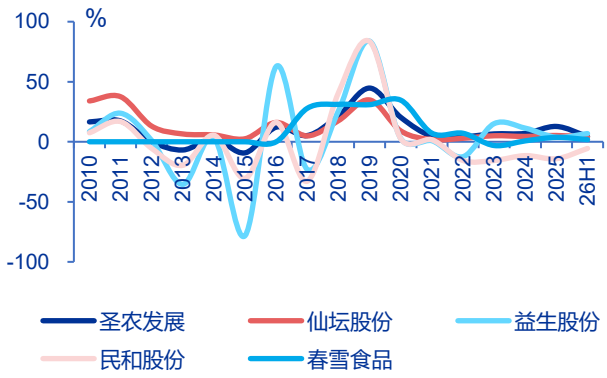
资料来源：iFinD，申万宏源研究

图 31：白羽肉鸡行业净利率变动情况



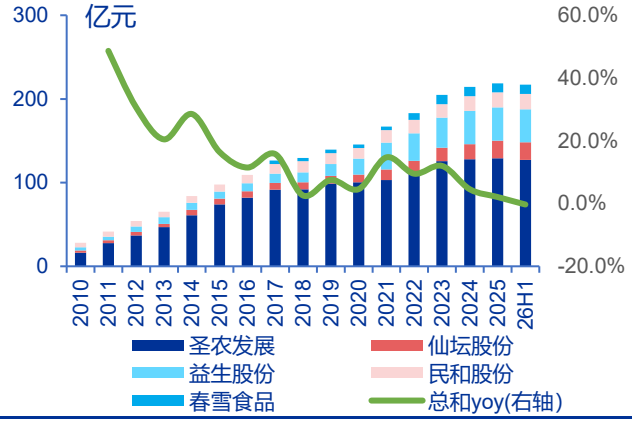
资料来源：iFinD，申万宏源研究

图 32：白羽肉鸡行业 ROE（加权）变动情况



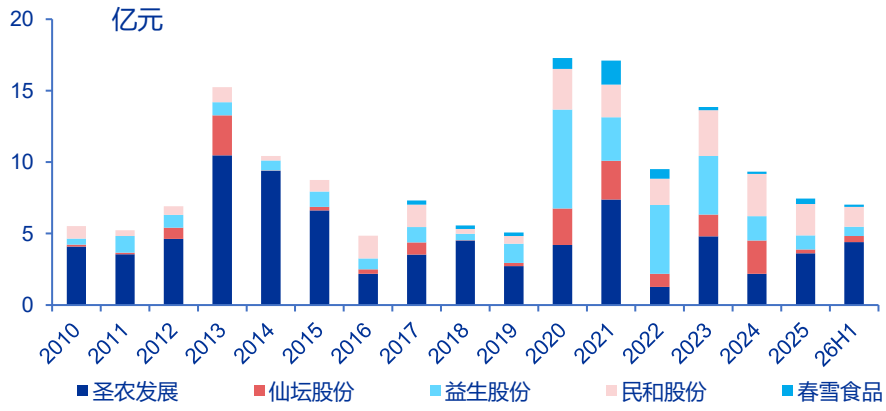
资料来源：iFinD，申万宏源研究

图 33：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 34：白羽肉鸡行业整体在建工程变动情况



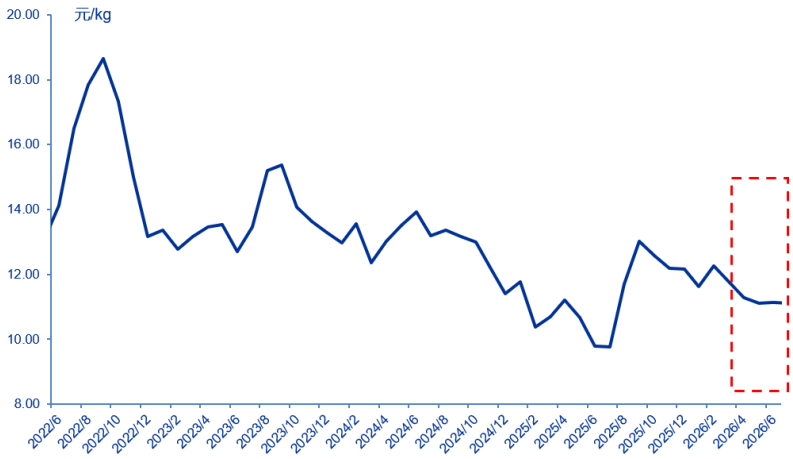
资料来源：iFinD，申万宏源研究

仅供内部参考，请勿外传

2.2.2 黄羽肉鸡：26H1 景气回落，行业盈利承压

2026H1 黄羽肉鸡价格延续偏弱运行，26Q2 价格进一步走弱。从黄羽肉鸡行业本轮价格周期来看，2024 年回升、行业产能有所恢复，2025 年再次承压，产能有所收缩。从 2026 年上半年来看，虽供应压力较小，但在生猪价格历史性底部的阶段，黄羽肉鸡价格也受到明显压制。26H1 持续低迷，Q2 进一步走弱。参考立华股份月度销售简报，2026 年 H1 公司肉鸡销售均价为 11.53 元/kg，同比-6.8%；26Q2 肉鸡销售均价为 11.17 元/kg，同比-5.5%。

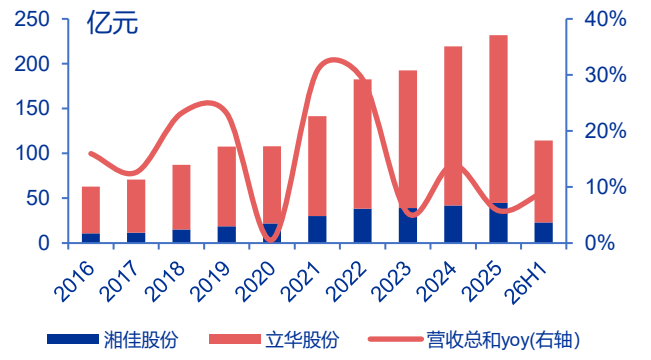
图 35：立华股份月度肉鸡销售价格



资料来源：公司公告，申万宏源研究

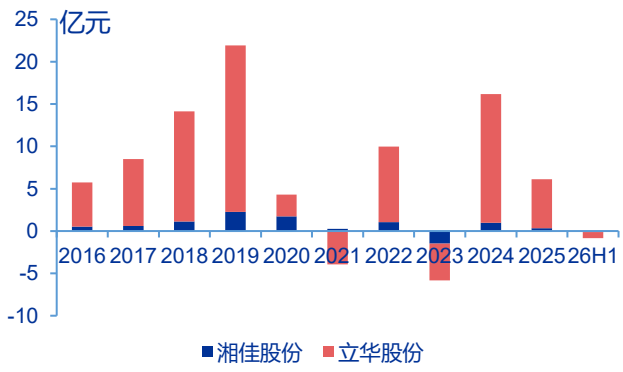
鸡价下行，其他业务（主要是生猪养殖）景气亦有所下滑，黄鸡行业上市公司业绩承压。2026H1 黄鸡盈利大幅下降，其他业务仍产生明显拖累。2026H1，立华股份、湘佳股份共实现营业收入 114.4 亿元，同比+9.1%，实现归母净利润-0.8 亿元，同比-154.3%。2026 年二季度，两家上市公司合计实现营收 57.2 亿元，同比+7.4%，实现归母净利润-2.5 亿元，同比-196%。

图 36：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

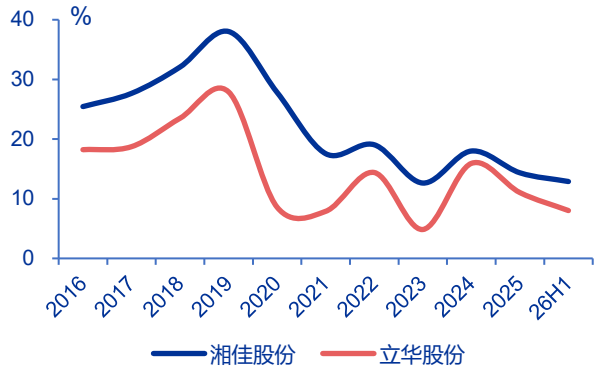
图 37：黄羽肉鸡公司归母净利润变动情况



资料来源：iFinD，申万宏源研究

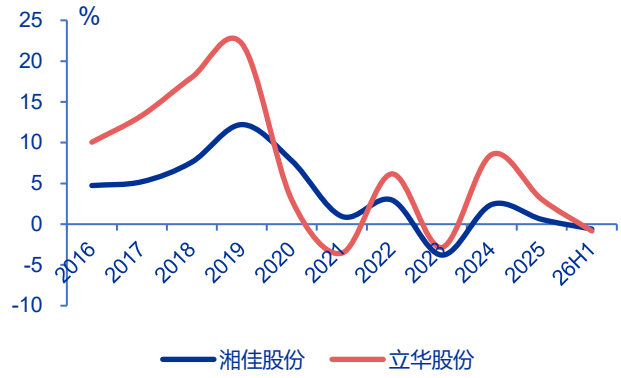
仅供内部参考，请勿外传

图 38：黄羽肉鸡行业毛利率变动情况



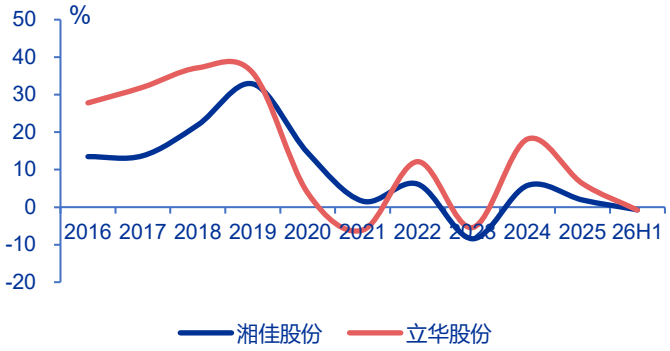
资料来源：iFinD，申万宏源研究

图 39：黄羽肉鸡行业净利率变动情况



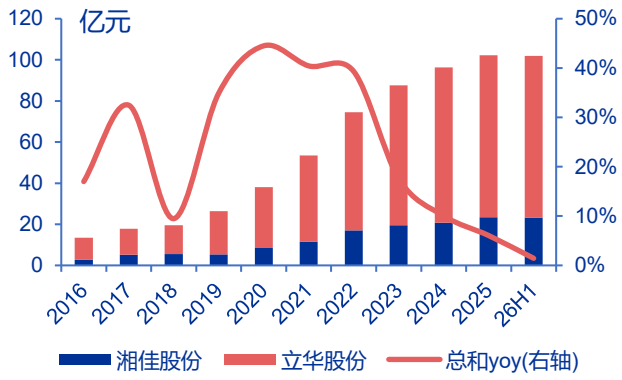
资料来源：iFinD，申万宏源研究

图 40：黄羽肉鸡行业 ROE 变动情况



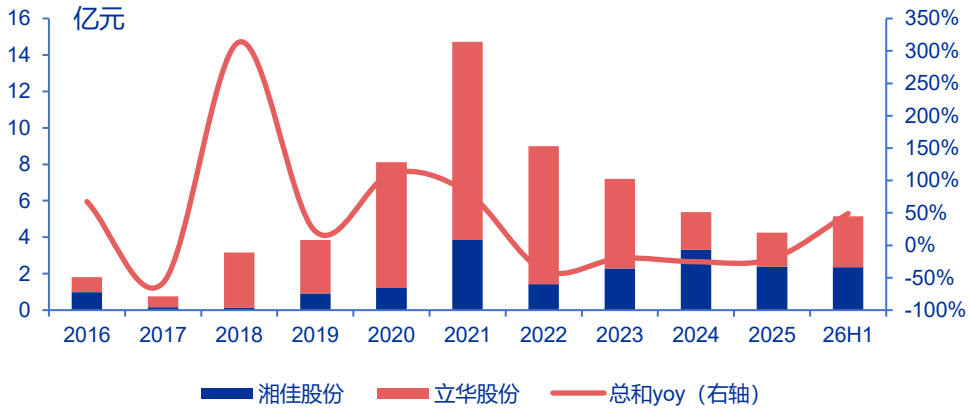
资料来源：iFinD，申万宏源研究

图 41：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 42：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，过去三年行业盈利整体延续了温和复苏的态势，随着国产品种渗透率逐步提升，行业供给预期逐步平稳。当前行业盈利水平

仅供内部参考，请勿外传

仍处在周期底部，行业平均盈利水平维持在盈亏平衡线上下，优秀上市公司凭借自身产业链延伸和规模效应的优势维持利润的增长。向后展望，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。我们看好白羽肉鸡行业盈利继续回升，建议关注**圣农发展。**

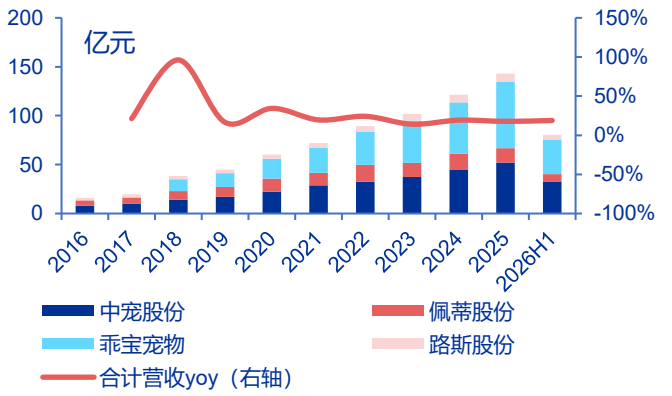
黄羽肉鸡：随着黄鸡需求端的逐步企稳，猪肉价格对其的压制有望明显减弱。在2025-2026H1 陷入亏损之后，由于更短的供给周期，黄鸡有望率先实现景气反转。建议关注**立华股份。**

2.3 宠物食品：外销受关税汇率拖累，内销营收维持稳步增长

26H1 宠物食品公司营收维持稳步增长，但受加关税及汇率波动影响，利润同比下滑。2026H1 4 家宠物食品公司合计实现营业收入 80.5 亿元，同比+18.9%，实现归母净利润 3.7 亿元，同比-46.9%。中宠股份、佩蒂股份、乖宝宠物、路斯股份分别实现营业收入 32.8、7.3、35.4、4.9 亿元，同比分别+34.9%、+1.0%、+10.0%、+26.2%。分别实现归母净利润 1.3、0.2、1.9、0.2 亿元，同比分别-37.6%、-69.3%、-49.6%、-18.6%。

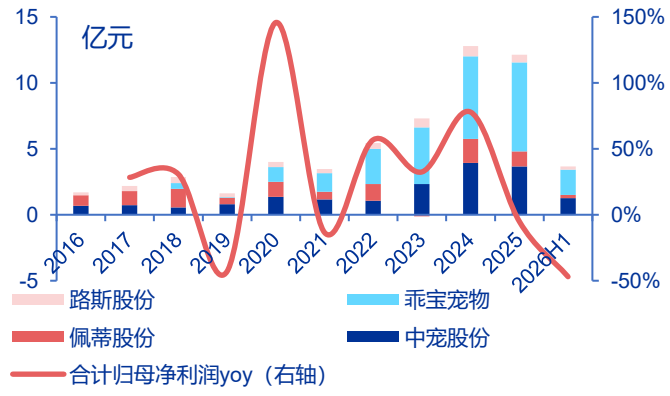
26Q2 关税及汇率影响仍在，同时原材料价格上涨，宠物食品公司利润同比下滑幅度加大。26Q2 4 家宠物食品公司合计实现营业收入 43.0 亿元，同比+17.0%，实现归母净利润 1.5 亿元，同比-57.5%。中宠、佩蒂、乖宝、路斯分别实现营业收入 17.5、3.8、19.0、2.7 亿元，同比分别+31.3%、-3.7%、+9.1%、+31.9%，分别实现归母净利润 0.5、0.2、0.7、0.1 亿元，同比分别-52.2%、-71.4%、-61.4%、+3.6%。

图 43：26H1 宠物食品板块营收同比+18.9%



资料来源：Ifind，申万宏源研究

图 44：26H1 宠物食品板块归母净利润同比-46.9%

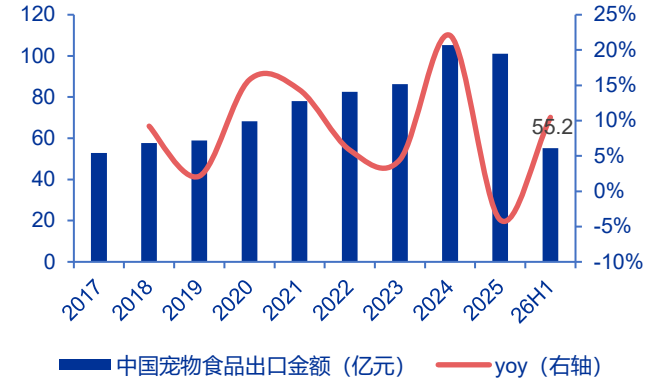


资料来源：Ifind，申万宏源研究

仅供内部参考，请勿外传

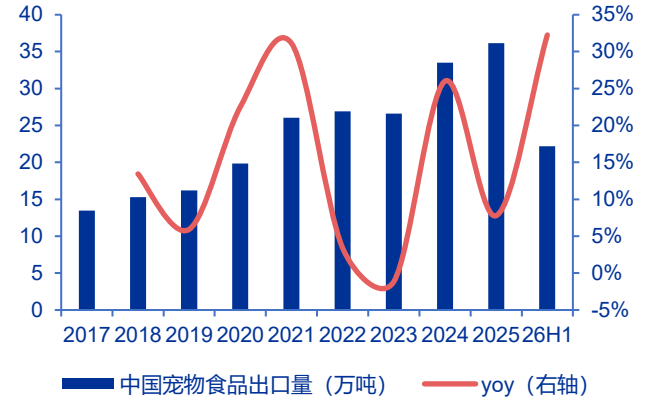
（1）外销：受加关税影响，2026H1 中国宠物食品对美出口额同比大幅下滑。据海关总署，2026H1 中国宠物食品出口总额为 55.2 亿元，同比+10.5%，出口量为 22.2 万吨，同比+32.3%。分国家看，对德国、英国出口额同比大幅提升（德国+18.6%、英国+18.7%），对美国出口同比大幅下降，26H1 对美出口额为 5.8 亿元，同比-21.1%，对美出口量为 1.2 万吨，同比-18.0%，出口均价同比-3.8%。

图 45：2017 年-2026H1 中国宠物食品出口金额



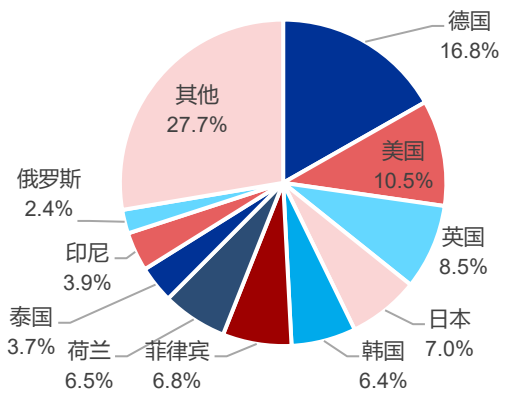
资料来源：海关总署，申万宏源研究

图 46：2017 年-2026H1 中国宠物食品出口量



资料来源：海关总署，申万宏源研究

图 47：26H1 中国宠物食品出口国分布（按出口额）

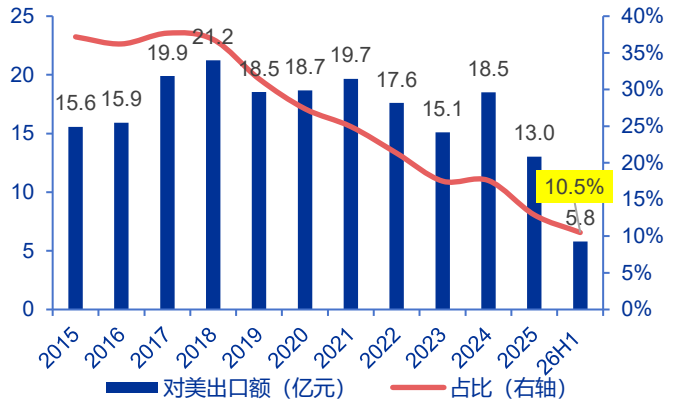


资料来源：海关总署，申万宏源研究

26Q2 中国宠物食品对美出口额、出口量、出口均价同比均小幅提升。26Q2 中国宠物食品出口额为 29.8 亿元，同比+17.1%，出口量为 11.9 万吨，同比+38.8%。其中，对美出口额为 3.1 亿元，同比+0.6%，对美出口量为 0.6 万吨，同比+0.002%，出口均价同比+0.6%。

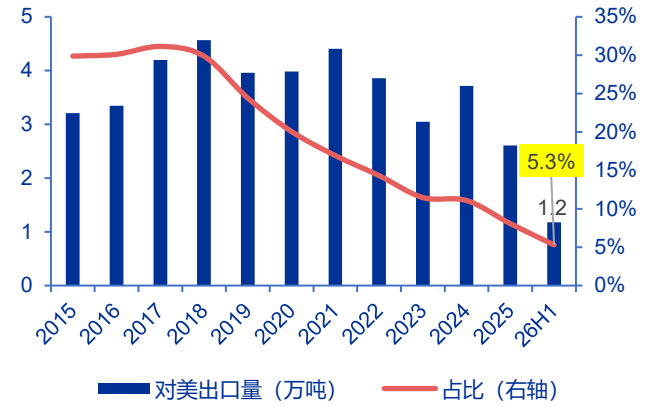
仅供内部参考，请勿外传

图 48：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

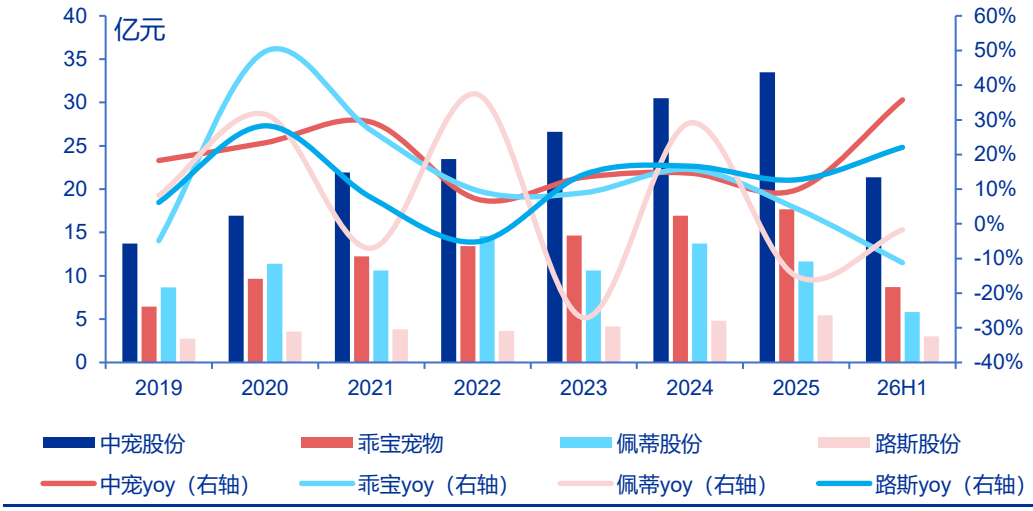
图 49：中国宠物食品对美出口量及占比



资料来源：海关总署，申万宏源研究

受海外客户结构差异及客户下单节奏影响，26H1 四家宠物食品公司海外业务营收增速出现分化：中宠股份、路斯股份实现快速增长，乖宝宠物、佩蒂股份出现下滑。乖宝、中宠、佩蒂境外业务主要以对美出口为主，受加关税及汇率影响，乖宝、佩蒂 26H1 境外业务营收增速放缓，中宠股份由于客户下单节奏提前，且北美工厂不直接受加关税影响，故 26H1 境外业务营收实现快速增长（同比+36%）。路斯股份境外业务主要以对欧洲出口为主，26 年欧洲市场需求稳步增长，故 26H1 公司境外业务营收同比+22%。

图 50：4 家宠物食品公司境外业务营收及同比增速

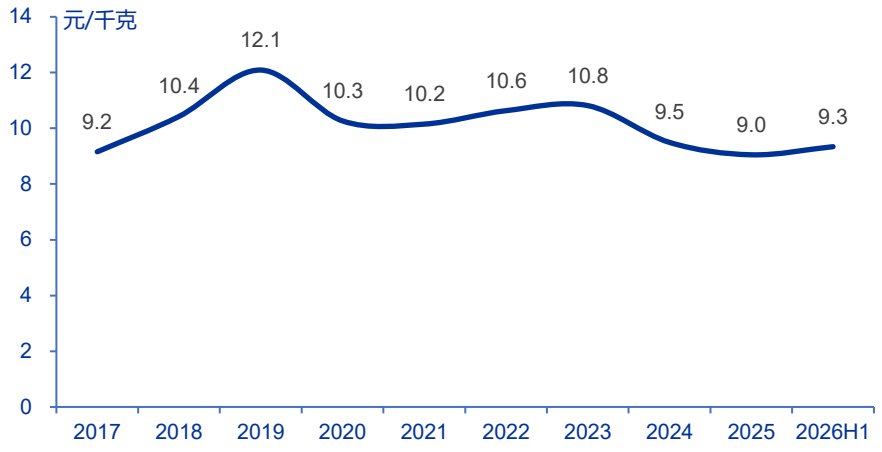


资料来源：公司公告，申万宏源研究（注：26H1 乖宝、佩蒂境外业务营收及 yoy 为预测值）

原材料价格上涨，拖累宠物食品公司毛利率。据中国畜牧业协会，26H1 白羽肉鸡全产全销价格同比+1.9%，26Q1 白羽肉鸡全产全销价格同比+2.4%，26Q2 价格环比小幅下降，同比仍增长 1.5%。26H1 乖宝宠物、中宠股份、佩蒂股份、路斯股份的毛利率分别为 40.1%、25.9%、28.4%、20.1%，同比-2.7pct、-5.5pct、-3.6pct、-0.8pct。

仅供内部参考，请勿外传

图 51：白羽肉鸡屠宰企业全产全销价格



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，申万宏源研究

（2）内销：26H1 宠物食品行业线上 GMV 稳定增长，三家上市公司自有品牌表现分化，中宠股份增长迅速，市占率提升。据久谦咨询数据，2026H1 宠物食品天猫淘宝、京东、抖音线上合计 GMV 为 157.9 亿元，同比+5.6%。三家上市公司自有品牌增速分化，中宠股份市占率明显提升，乖宝宠物、佩蒂股份市占率小幅回落。2026H1 乖宝、中宠、佩蒂线上 GMV 分别同比+2%、+49%、-13%，市占率分别为 10.5%、3.0%、0.5%，同比分别-0.4pct、+0.9pct、-0.1pct。

表 6：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（%）

	品牌	2021	2022	2023	2024	2025	26H1
乖宝宠物	麦富迪	13%	46%	22%	16%	15%	2%
	弗列加特	671%	867%	183%	137%	94%	-5%
	佰萃粮	-1%	-23%	34%	41%	53%	45%
	藻趣	11%	36%	36%	-2%	17%	-18%
	合计	**12%**	**45%**	**33%**	**31%**	**35%**	**2%**
	市占率	***6.7%***	***7.3%***	***8.3%***	***9.5%***	***11.6%***	***10.5%***
中宠股份	顽皮	20%	36%	-15%	-1%	31%	63%
	zeal	30%	10%	30%	58%	-3%	6%
	领先	-8%	38%	116%	72%	62%	49%
	合计	**17%**	**33%**	**8%**	**27%**	**36%**	**49%**
	市占率	***2.0%***	***2.0%***	***1.9%***	***2.1%***	***2.6%***	***3.0%***
佩蒂股份	爵宴	248%	715%	93%	43%	25%	-11%
	好适嘉	92%	340%	-10%	-44%	-34%	-51%
	合计	**145%**	**520%**	**55%**	**24%**	**19%**	**-13%**
	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%***	***6%***

资料来源：久谦咨询，申万宏源研究

乖宝宠物：麦富迪品牌升级，弗列加特布局功能粮。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，品牌聚焦三大核心系列：霸弗系列（旗舰系列）、羊奶肉系列（以幼猫为核心宣传点）、原生鲜肉粮系列（真鲜肉、高营养、

仅供内部参考，请勿外传

漏油率低）。3 月弗列加特召开新品发布会，发布三款主粮新品，分别为体态控制成猫粮、英短专用成/幼猫粮、布偶专用成/幼猫粮，在聚焦精准喂养的同时，布局功能粮领域。

图 52：麦富迪旗下核心系列



资料来源：天猫，申万宏源研究

26 年 5 月，乖宝宠物首次推出处方粮品牌康弗，标志着公司正式布局处方粮领域。产品覆盖康复、肠道、泌尿、低脂、低敏五大系列，犬猫均覆盖，主粮、湿粮搭配，致力于为用户提供从诊断到疾病管理到长期喂养的全套方案。

图 53：康弗旗下产品



资料来源：宠物行业白皮书，申万宏源研究

中宠股份：顽皮产品矩阵日益丰富，领先逐步进行高端化升级。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，产品覆盖犬猫，及幼/成/老多阶段，推出功能粮新品——美毛护肠成猫烘焙粮。领先品牌相继推出高端系列蓬蓬系列、壮壮系列，分别聚焦美毛、养护肠胃，逐步完善功能粮布局，提高产品价格带。

仅供内部参考，请勿外传

图 54：中宠股份核心产品矩阵



资料来源：天猫，申万宏源研究

佩蒂股份：新西兰自主生产主粮开始进入国内销售，主粮布局日益丰富。2026 年公司新西兰工厂产能逐步爬坡，自主生产主粮产品，新设两个主粮品牌，分别为 Vivaland 和 smart balance。

图 55：佩蒂股份旗下品牌主粮产品矩阵

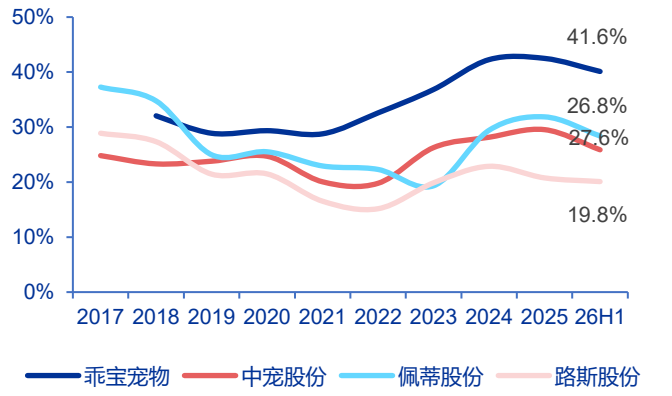


资料来源：天猫，申万宏源研究

受加原材料价格上涨、关税、汇率影响，2026H1 宠物食品公司毛利率和净利率均同比下降。据中国畜牧业协会，26H1 白羽肉鸡全产全销价格同比+1.9%，26Q1 白羽肉鸡全产全销价格同比+2.4%，26Q2 价格环比小幅下降，同比仍增长 1.5%。原材料价格上涨致使毛利率下降，2026H1 乖宝宠物、中宠股份、佩蒂股份、路斯股份的毛利率分别为 40.1%、25.9%、28.4%、20.1%，同比-2.7pct、-5.5pct、-3.6pct、-0.8pct。26Q2 毛利率分别为 38.8%、25.1%、29.1%、20.3%，同比分别为-5.0pct、-5.9pct、-5.7pct、+0.2pct。

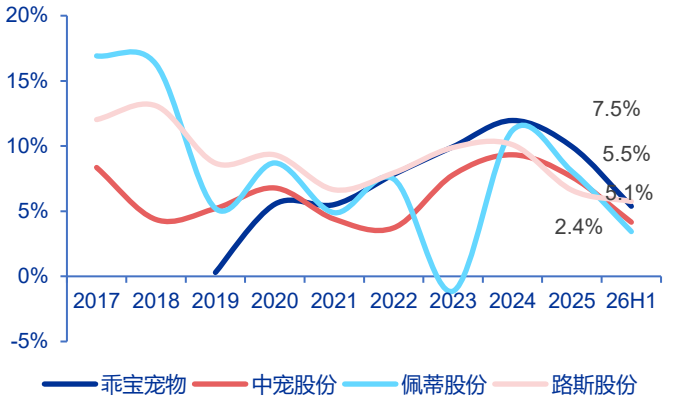
仅供内部参考，请勿外传

图 56：2017 年-2026H1 四家宠物食品公司毛利率



资料来源：Ifind，申万宏源研究

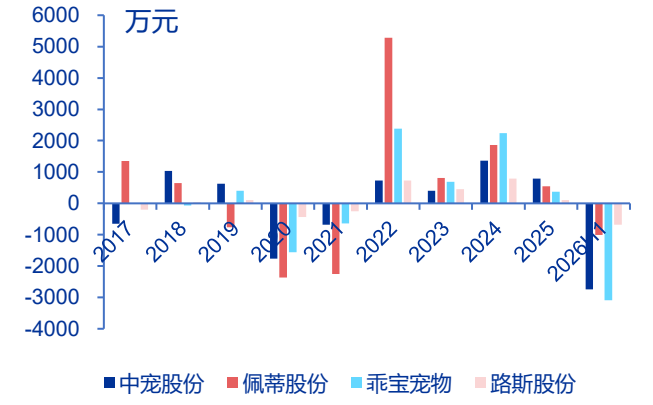
图 57：2017 年-2026H1 四家宠物食品公司净利率



资料来源：Ifind，申万宏源研究

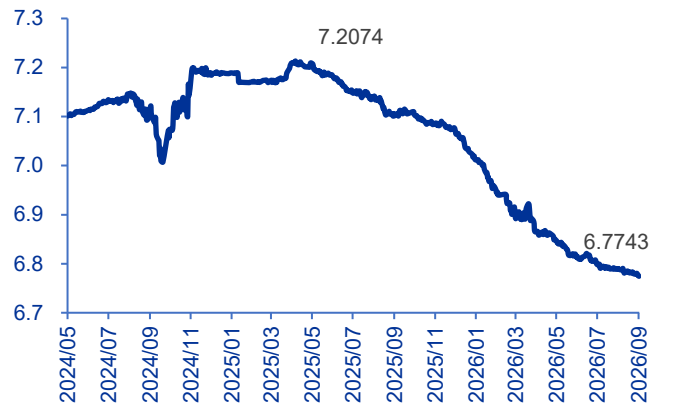
2026H1 人民币兑美元持续升值，几家公司均产生不同程度的汇兑亏损，同时销售费用投放力度加大，净利率均同比下降。2026H1 乖宝、中宠、佩蒂、路斯的净利率分别为 5.4%、4.2%、3.4%、5.7%，同比-6.4pct、-5.0pct、-7.6pct、-1.2pct。26Q2 净利率分别为 3.5%、3.3%、4.4%、5.9%，同比分别为-6.5pct、-5.8pct、-9.8pct、+0.2%。

图 58：2017 年-2026H1 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 59：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：

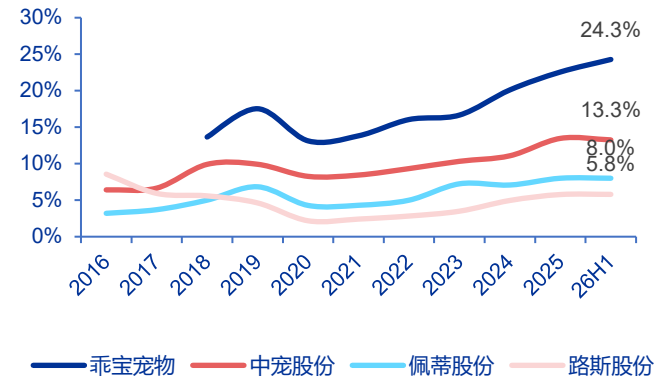
（1）销售费用率：宠物食品企业销售费用投放力度整体加大。2026H1 乖宝宠物、中宠股份、佩蒂股份、路斯股份销售费用分别为 8.6、4.3、0.6、0.3 亿元，同比分别+26.4%、+46.3%、+5.6%、+29.7%，销售费用率分别为 24.3%、13.3%、8.0%、5.8%，同比分别+3.2pct、+1.0pct、+0.4pct、+0.2pct。26Q2 乖宝宠物、中宠股份、佩蒂股份、路斯股份销售费用分别为 5.0、2.4、0.3、0.2 亿元，同比分别+19.1%、+40.4%、+11.0%、+23.6%，销售费用率分别为 26.1%、13.8%、8.1%、5.7%，同比分别+2.2pct、+0.9pct、+1.1pct、-0.4pct。

（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。26H1 人民币兑美元持续升值，4 家宠物食品企业产生不同幅度的汇兑亏损。2026H1 乖宝宠物、中宠股份、佩蒂股份、路斯股份分别实现汇兑亏损 3095.5 万元、2741.9 万元、1005.3 万元、683.9 万元。财务费用率分别为+1.0%、+1.0%、+3.1%、+1.2%，同比分

仅供内部参考，请勿外传

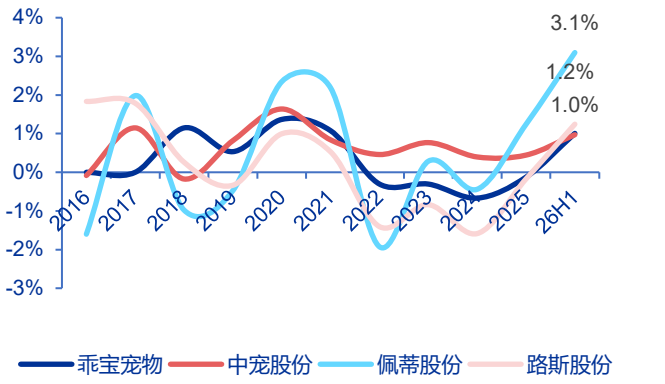
别+1.4pct、+0.9pct、+3.6pct、+1.9pct。26Q2 乖宝宠物、中宠股份、佩蒂股份、路斯股份财务费用率分别为 0.9%、0.9%、2.5%、1.2%，同比分别+1.2pct、+1.0pct、+3.2pct、+1.6pct。

图 60：宠物食品公司销售费用率



资料来源：Ifind，申万宏源研究

图 61：宠物食品公司财务费用率

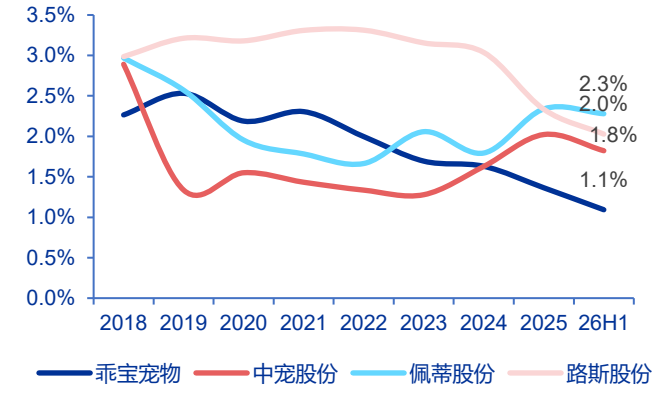


资料来源：Ifind，申万宏源研究

（3）管理费用率：2026H1 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%、4.4%、9.1%和 3.8%，同比分别+0.4pct、-1.7pct、+0.6pct 和-0.7pct。26Q2 乖宝宠物、中宠股份、佩蒂股份、路斯股份管理费用率分别为 5.1%、4.2%、9.4%和 3.9%，同比分别-0.6pct，-1.8pct、+1.5pct 和-0.6pct。

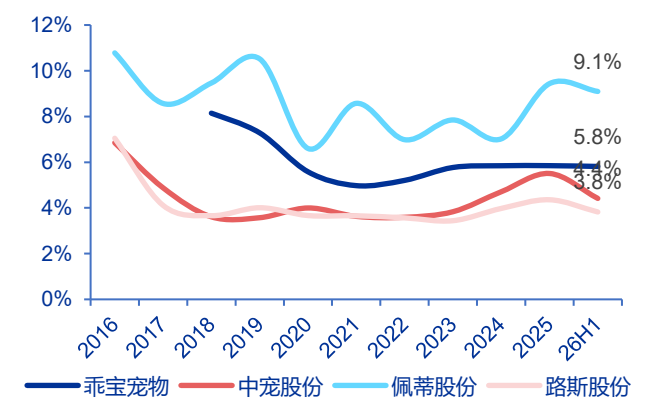
（4）研发费用率：2026H1 乖宝宠物、中宠股份、佩蒂股份、路斯股份研发费用率分别为 1.1%、1.8%、2.3%和 2.0%，同比分别-0.4pct、-0.1pct、+0.4pct 和-0.4pct。26Q2 乖宝宠物、中宠股份、佩蒂股份、路斯股份研发费用率分别为 1.2%、1.5%、2.3%和 2.2%，同比分别-0.4pct、-0.2pct、+0.3pct、+0.1pct。

图 62：宠物食品公司研发费用率



资料来源：Ifind，申万宏源研究

图 63：宠物食品公司管理费用率



资料来源：Ifind，申万宏源研究

投资分析意见：宠物食品行业景气度中长期向好，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，

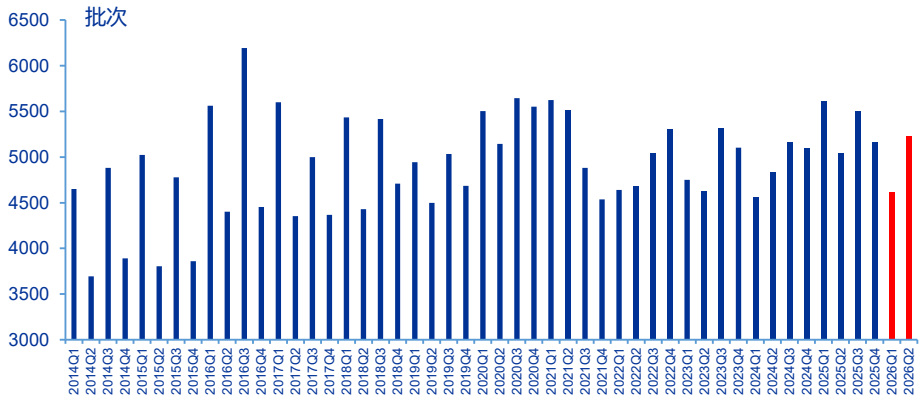
仅供内部参考，请勿外传

消费者认可度明显提升。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。**

2.4 动物保健：传统疫苗需求低迷，税率调整影响业绩，企业盈利仍待修复

2026 上半年，下游养殖大幅亏损，养殖场户现金流压力显著上升，影响疫苗（特别是非强制免疫品种）使用，批签发量有所下降。2026 年上半年兽用疫苗合计批签发 9842 批次，同比-7.6%；分季度来看，2026Q1-2 兽用疫苗分别签发 4619、5223 批，同比分别为-18%、+4%。

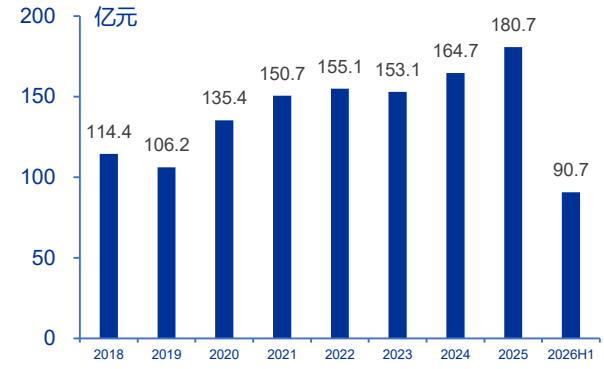
图 64：兽用疫苗季度批签发量一览



资料来源：国家兽药基础数据库，申万宏源研究

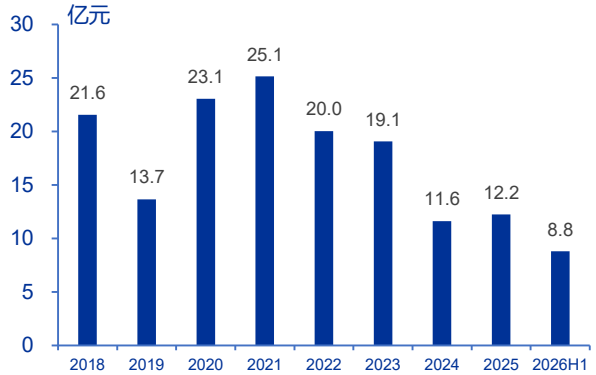
动物保健板块上市公司（此处包括 9 家动物保健企业）**2026 上半年营业收入同比增长 5.4%，但归母净利润同比有所下滑：**主要系上半年生物制品增值税适用税率上调，加之下游养殖亏损影响疫苗产品需求，动保产品销售承压所致；动保企业单品盈利能力也受到压制。2026 年上半年动物保健板块上市公司合计实现营业收入 90.7 亿元，同比+5.4%；实现归母净利润 8.8 亿元，同比下滑 11.6%。

图 65：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 66：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

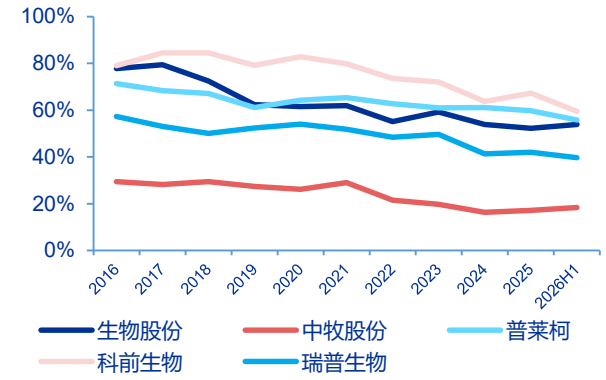
仅供内部参考，请勿外传

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，2026H1 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 7.47、2.01、3.43、3.47、6.76 亿元，同比分别为 25.5%、-22.4%、-14.4%、-24.8%、-1.6%。下游景气低迷，猪用疫苗销售量下降拖累收入增速；同时 2026 年起生物制品增值税统一上调至 13%税率计征，影响相关上市公司收入。

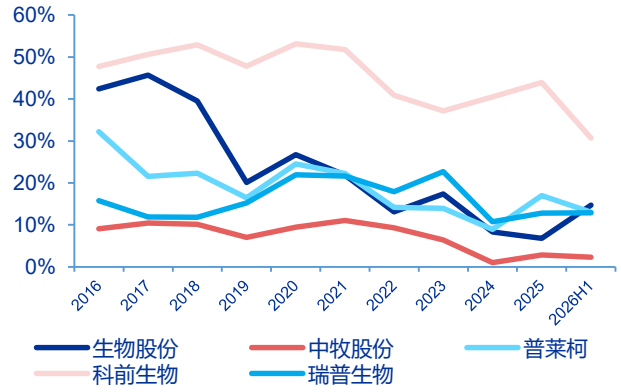
盈利能力方面，2026 年半年报生物股份、中牧股份、普莱柯、科前生物、瑞普生物毛利率分别为 54%、18%、56%、59%、40%，同比+1.7pcts、+1.2pcts、-4.0pcts、-7.9pcts、-2.3pcts；净利率分别为 15%、2%、13%、31%、13%。毛利率下降主要系行业竞争加剧，疫苗销售价格下降所影响；2026H1 部分企业（如生物股份）因产品销售结构与费用率改善，净利率有所上升。

图 67：5 家动物保健公司毛利率



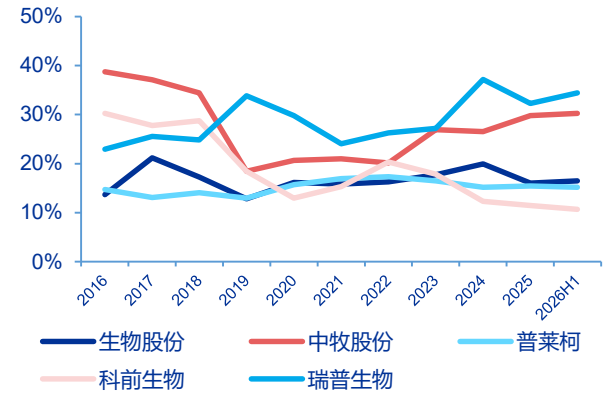
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 68：5 家动物保健公司净利率



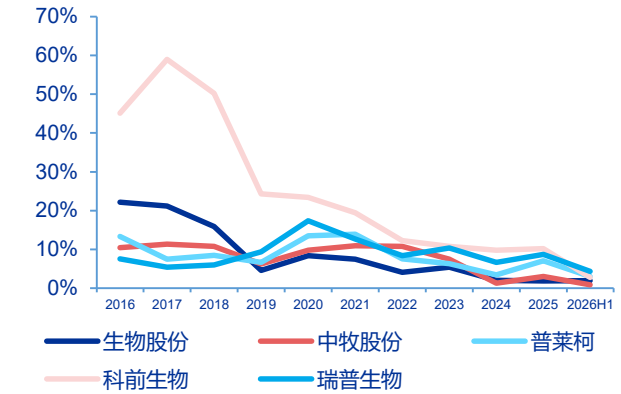
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 69：5 家动物保健公司资产负债率



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 70：5 家动物保健公司 ROE



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，重视行业新病种疫苗与合成生物新技术方向的未来潜力增量。后续下游养殖行业景气复苏将提振动保产品需求，关注动保企业盈利改善。同时，重视潜力新品种与新技术方向有望带来的行业增量，如口蹄疫输入病

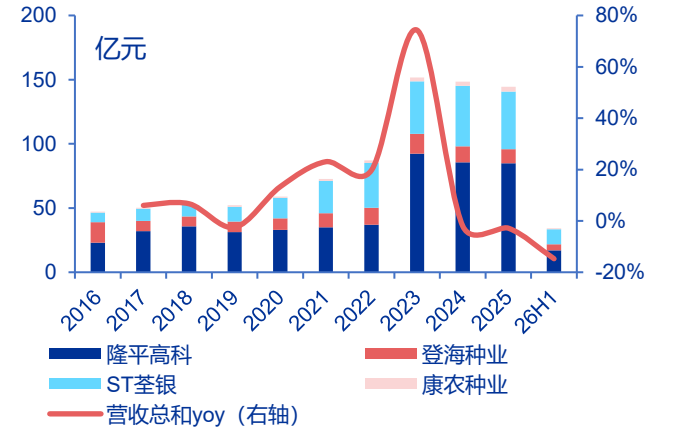
仅供内部参考，请勿外传

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的兽药应急批准文号，未来将带来销售业绩增量；同时，合成生物技术突破与相关业务的提前布局有望在未来为相关动保企业提供显著的收入增量来源。关注**瑞普生物、生物股份**等。

2.5 种业：粮价触底回升，种企业绩分化

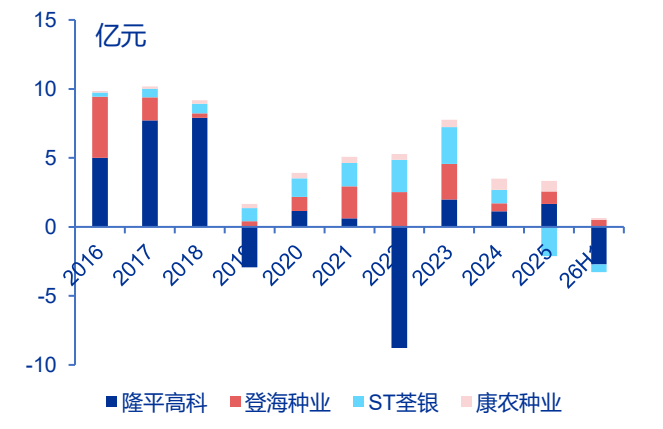
26H1 粮食企稳回升，受业务结构差异影响，种企业绩分化。种业板块，我们选取隆平高科、登海种业、ST 荃银、康农种业 4 家公司进行分析。2026H1，4 家公司共实现营业收入 34.3 亿元，同比-14.7%，共实现归母净利润-2.6 亿元，同比-63.3%。**以销售玉米种子为主的登海种业、康农种业 26H1 营收、利润均同比高增**，分别实现营业收入 4.7、0.7 亿元，同比+27.0%、+48.3%，分别实现归母净利润 0.5、0.2 亿元，同比+41.0%、+72.9%。**隆平高科** 26H1 实现营业收入 17.1 亿元，同比-21.1%，主要系国内种子行业库存高企，产品售价承压，公司主动开展产品结构优化，加大去库存消化力度，故境内种子销量、售价回落；同时，海外地区受极端天气冲击造成播种周期失衡，叠加国际油价波动推高农资成本，农户种植意愿下降，境外玉米种子销售收入同比下滑。26H1 实现归母净利润-2.7 亿元，同比-66.4%，主要系财务费用同比大幅增加（25H1 境外子公司贷款受汇率波动影响，形成汇兑收益，26H1 公司主动实施外汇风险管控，锁定外汇风险敞口，汇兑损益回归合理区间）。**ST 荃银** 26H1 实现营业收入 11.8 亿元，同比-17.9%（主要系公司有序压降订单粮食及青贮饲料等业务规模，26H1 该业务收入规模同比-44.35%），实现归母净利润-0.6 亿元，同比-34.1%，主要系本期收到的政府补贴及投资收益同比减少。

图 71：2016 年-2026H1 种业上市公司营业收入



资料来源：Ifind，申万宏源研究

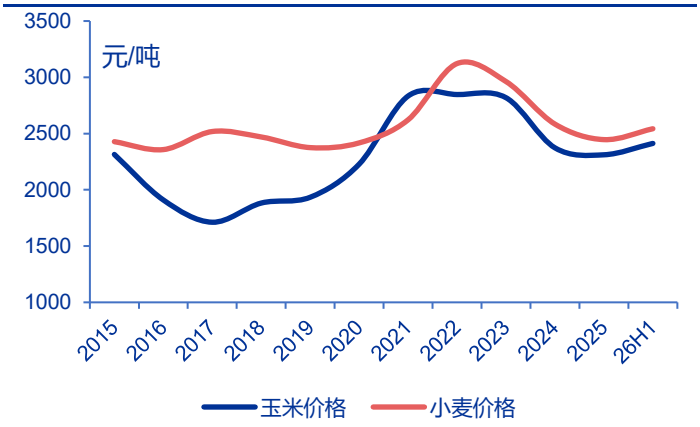
图 72：2016 年-2026H1 种业上市公司归母净利润



资料来源：Ifind，申万宏源研究

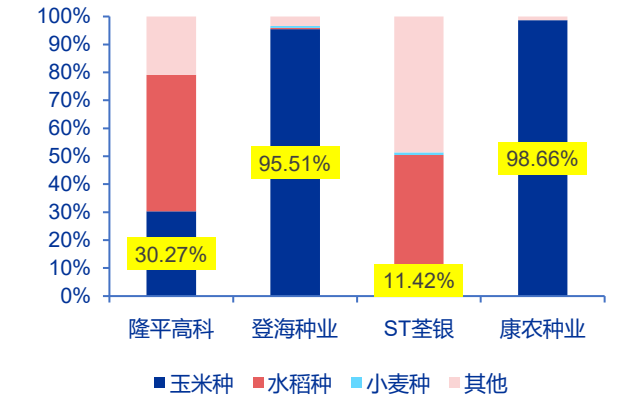
仅供内部参考，请勿外传

图 73：26H1 玉米、小麦现货价格分别同比+6.1%、+4.6%



资料来源：Ifind，申万宏源研究

图 74：4 家种业营收结构（2026 H1）



资料来源：Ifind，申万宏源研究

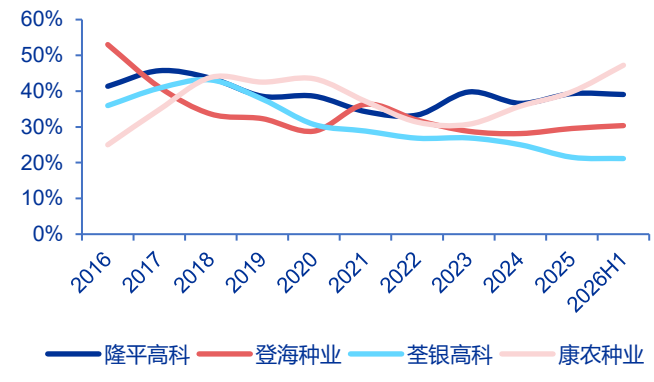
表 7：四家种业上市公司营业收入及归母净利润

亿元	营业收入						归母净利润					
	25H1	26H1	同比	25Q2	26Q2	同比	25H1	26H1	同比	25Q2	26Q2	同比
隆平高科	21.7	17.1	-21.1%	7.6	8.0	5.9%	-1.64	-2.73	-66.4%	-1.62	-1.42	12.3%
登海种业	3.7	4.7	27.0%	2.1	2.0	-1.2%	0.35	0.50	41.0%	0.11	0.16	50.1%
ST 荃银	14.4	11.8	-17.9%	6.0	4.8	-19.8%	-0.41	-0.55	-34.1%	-0.44	-0.67	-53.5%
康农种业	0.5	0.7	48.3%	0.2	0.3	31.2%	0.09	0.15	72.9%	0.10	0.08	-21.3%

资料来源：Ifind，申万宏源研究

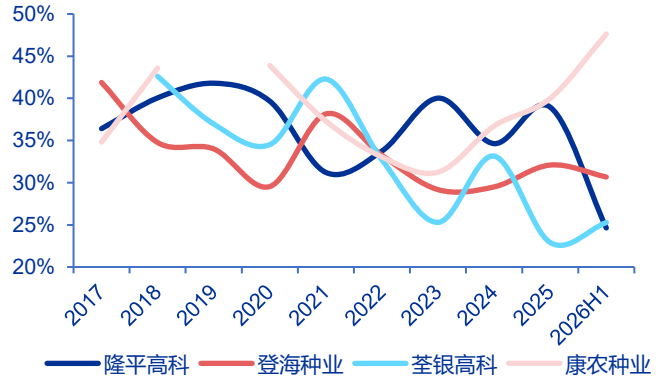
盈利能力方面：（1）毛利率：2026H1 隆平高科、登海种业、ST 荃银、康农种业毛利率分别为 39.1%、30.4%、21.1%、47.2%，同比+2.8pct、+2.6pct、+7.5pct、+7.8pct，其中玉米种业毛利率分别为 24.6%、30.7%、25.3%、47.6%，同比-0.9pct、+1.6pct、+1.8pct、+7.2pct。26Q2 四家公司毛利率分别为 43.4%、28.1%、22.9%、51.1%，同比+14.9pct、+2.7pct、+9.1pct、-9.2pct。

图 75：2016 年-2026H1 四家种企毛利率



资料来源：Ifind，申万宏源研究

图 76：2016 年-2026H1 四家种企玉米种业毛利率



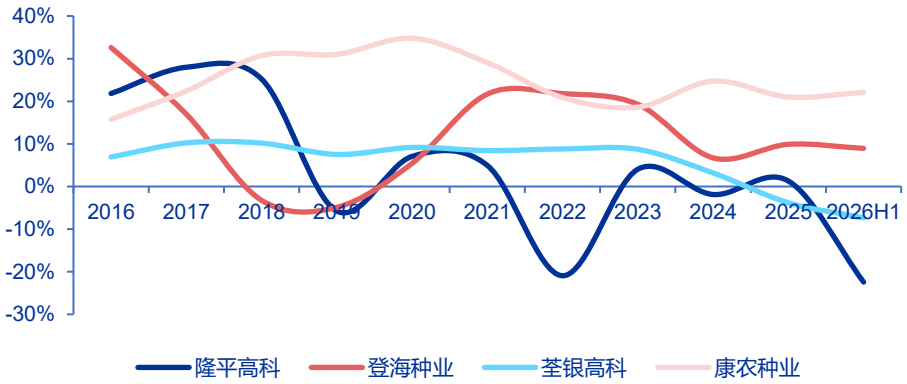
资料来源：Ifind，申万宏源研究

（2）净利率：2026H1 隆平高科、登海种业、ST 荃银、康农种业净利率分别为-22.4%、8.9%、-7.3%、22.1%，同比-11.4pct、+0.3pct、-2.0pct、+3.1pct。26Q2 四家

仅供内部参考，请勿外传

种企净利率分别为-23.5%、2.2%、-17.3%、26.6%，同比+12.2pct、-0.3pct、-7.4pct、-17.8pct。

图 77：2016 年-2026H1 四家种企净利率



资料来源：Ifind，申万宏源研究

期间费用率：

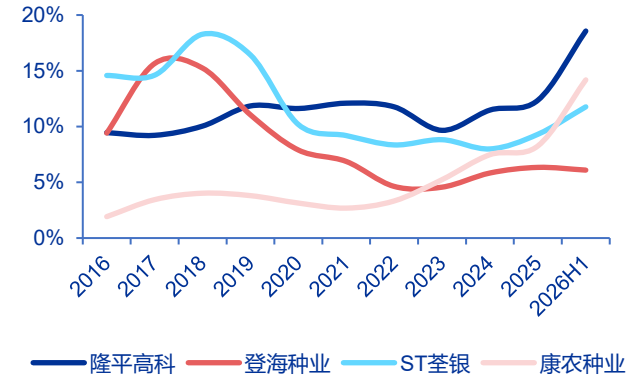
①销售费用率：2026H1 隆平高科、登海种业、ST 荃银、康农种业销售费用率分别为 18.6%、6.1%、11.8%、14.2%，同比+4.1pct、-1.9pct、+2.2pct、-3.1pct。26Q2 分别为 16.1%、6.3%、16.0%、16.1%，同比-2.9pct、-1.4pct、+3.0pct、-6.8pct。

②管理费用率：2026H1 四家公司管理费用率分别为 21.9%、12.2%、8.8%、9.4%，同比+4.6pct、-0.3pct、+1.5pct、-2.8pct。26Q2 分别为 26.2%、14.2%、10.9%、12.9%，同比+8.3pct、+4.6pct、+2.1pct、-1.0pct。

③财务费用率：2026H1 四家公司财务费用率分别为 10.0%、-3.7%、2.7%、-0.3%，同比+10.7pct、+1.1pct、+0.7pct、+0.5pct。26Q2 分别为 11.3%、-4.0%、2.9%、-0.7%，同比+5.9pct、+0.2pct、-0.1pct、-0.3pct。

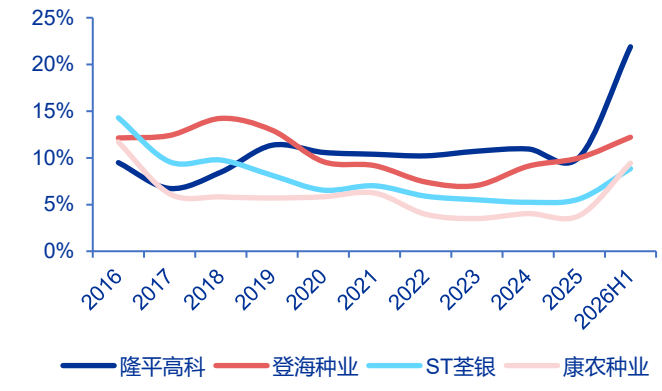
④研发费用率：2026H1 隆平高科、登海种业、ST 荃银、康农种业研发费用率分别为 14.7%、7.0%、4.1%、8.0%，同比+2.8pct、-4.4pct、+1.4pct、-2.3pct。26Q2 分别为 15.8%、7.8%、5.3%、11.9%，同比-2.4pct、-6.0pct、+1.3pct、-0.5pct。

图 78：2016 年-2026H1 四家种企销售费用率



资料来源：Ifind，申万宏源研究

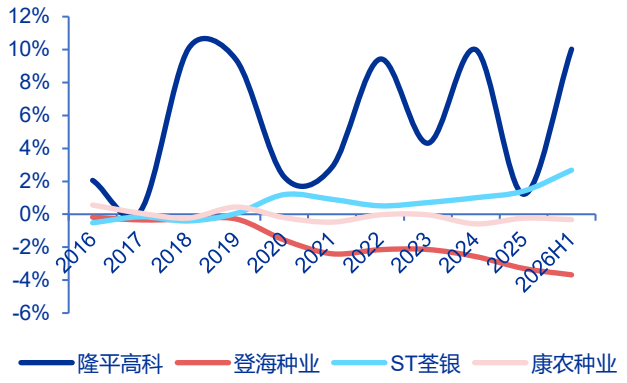
图 79： 2016 年-2026H1 四家种企管理费用率



资料来源：Ifind，申万宏源研究

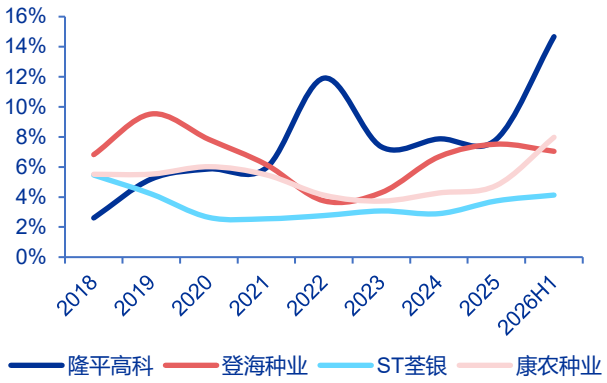
仅供内部参考，请勿外传

图 80：2016 年-2026H1 四家种企财务费用率



资料来源：Ifind，申万宏源研究

图 81：2016 年-2026H1 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：粮价逐步企稳回升，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，粮价逐步企稳回升，种业作为粮食后周期，种子价格亦有望止跌回升。与此同时，转基因商业化持续推进，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：**登海种业，康农种业，隆平高科。**

仅供内部参考，请勿外传

表 8：重点公司估值表

证券代码	证券简称	2026/9/23		EPS（元/股）			PE		
		收盘价(元)	总市值（亿元）	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E
生猪养殖									
002714	牧原股份	41.4	2363	2.84	1.00	4.04	15	41	10
300498	温氏股份	14.8	984	0.79	(0.20)	1.58	19	/	9
002100	天康生物	7.7	106	0.15	(0.02)	0.63	50	/	12
2419	德康农牧	48.5	188	3.69	(1.28)	10.95	13	/	4
禽养殖									
002299	圣农发展	15.9	198	1.11	1.13	1.66	14	14	10
300761	立华股份	20.7	176	0.69	0.81	2.10	30	25	10
宠物食品									
301498	乖宝宠物	40.1	161	1.68	1.98	2.42	24	20	17
002891	中宠股份	28.4	92	1.20	1.44	1.83	24	20	16
300673	佩蒂股份	15.0	37	0.46	0.66	0.76	32	23	20
动物保健									
300119	瑞普生物	17.1	80	0.86	0.94	1.00	20	18	17
600201	生物股份	11.8	129	0.09	0.21	0.30	131	55	39
种业									
000998	隆平高科	8.9	131	0.11	0.26	0.28	79	34	32
002041	登海种业	10.2	90	0.10	0.17	0.19	98	60	54
920403	康农种业	20.3	22	0.76	0.99	1.18	27	21	17

资料来源：Ifind，Wind，申万宏源研究（注：温氏股份、天康生物、德康农牧、立华股份、乖宝宠物、佩蒂股份、瑞普生物、生物股份、隆平高科、登海种业、康农种业采用 wind 一致性预期，其余公司采用申万预测；德康农牧收盘价及总市值已用 9 月 23 日汇率（1：0.8602）换算为人民币。）

3. 风险提示

畜禽价格大幅下跌。畜禽产品为养殖企业的主要收入与利润来源，而产品价格受到市场供需、养殖疫病等因素的影响，变动较为频繁，波动幅度较大。若畜禽产品价格大幅下跌，相关上市公司盈利将受到明显挤压，甚至面临亏损的风险，将显著影响最终的投资收益。

上市公司出栏量不及预期。畜禽养殖业为农业行业主要领域，生猪或肉鸡出栏量将显著影响上市公司实际业绩，若上市公司畜禽产品实际出栏量不及预期，将大幅影响其业绩表现与实际投资收益。

农产品价格大幅波动。玉米、大豆、小麦等农产品是畜禽养殖上市企业、饲料企业与农产品加工企业的主要原材料，大宗农产品价格受到气候、自然灾害、全球供需、政策调控、关税等多种因素的影响而产生波动。若农产品价格出现大幅波动，将对上市公司的盈利能力产生较为明显的影响。

仅供内部参考，请勿外传

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@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.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”）在中华人民共和国内地（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。