下载日志已记录，仅供内部参考

关注生猪养殖亏损扩大及厄尔尼诺演变

—— 9月行业动态报告

2026年9月29日

核心观点

- **8月CPI同比+0.8%，农产品贸易逆差基本持平。**8月我国CPI同比+0.8%，其中食品项同比-1.4%，食品中猪肉同比-11.8%；CPI环比+0.4%，其中食品项环比+0.4%，食品中猪肉环比+1.3%。8月我国农产品进口金额为197.61亿美元，同比+7.55%，出口金额为91.73亿美元，同比+13.22%，贸易逆差105.89亿美元，同比-0.54%。

- **9月农业指数表现强于沪深300。**9月农林牧渔指数-2.15%，同期沪深300指数-6.15%。农业各子行业指数均呈现下跌走势，养殖业（-0.82%）跌幅较小，而种植业（-4.87%）、饲料（-4.98%）、动物保健（-5.43%）跌幅较大。

- **生猪养殖：9月养殖亏损扩大，或致产能去化加速。**9月16日生猪出场价为11.14元/kg。9月24日自繁自养、外购仔猪养殖利润分别为-205.66元/头、-117.99元/头。26Q2末能繁母猪存栏3780万头，同比减少263万头（-6.5%），为正常保有量的100.8%。考虑26年月均生猪供应量及年内季节性需求走势，我们认为26Q4猪价或有所反弹表现；另外，基于现有能繁母猪数据等，我们认为27年生猪年度均价上行概率显著。我们建议积极关注成本管控领先、资金面相对健康、估值合理的优秀猪企。

- **宠物食品：8月出口量增显著，均价低位震荡。**8月我国宠物食品出口额9.74亿元，同比+16.73%。其中出口量3.82万吨，同比+29.65%；出口均价25.49元/kg，同比-9.96%。1-8月累计出口额75.21亿元，同比+11.19%。其中出口量为30.06万吨，同比+30.44%；出口均价为25.02元/kg，同比-14.76%。

- **投资建议：**1）我们持续重点强调猪周期运行节奏，基于能繁母猪作用值及养殖效率的考虑，26年猪价同比下行，期间或有所反弹表现；综合考虑政策去产能以及行业亏损幅度增加带来去产能超预期，重点关注成本边际变化显著、资金面良好的优质猪企，推荐牧原股份、温氏股份、德康农牧、天康生物。2）可关注养殖链后周期，推荐饲料龙头海大集团，及动物疫苗相关企业，推荐中牧股份、瑞普生物等。3）考虑黄羽鸡自身供给相对低位，叠加需求端的改善预期，可关注立华股份。4）宠物食品行业处成长过程中，优质企业市占率呈提升趋势，推荐中宠股份、乖宝宠物、佩蒂股份。

- **风险提示：**畜禽价格不达预期的风险，动物疫病的风险，原材料价格波动的风险，政策的风险，自然灾害的风险等。

核心组合

股票代码	股票名称	月涨跌幅（%）	市盈率（TTM）	市值（亿元）
002311.SZ	海大集团	-10.17	21	686
300498.SZ	温氏股份	4.48	-39	992
002891.SZ	中宠股份	-1.07	31	90
300119.SZ	瑞普生物	-4.34	22	77

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

农林牧渔行业

推荐 维持评级

分析师

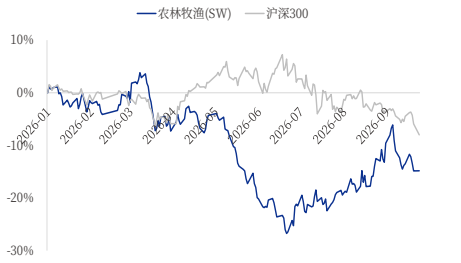
谢芝优

☎：021-68597609

✉：xiezhiyou_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130519020001

相对沪深300表现图 2026-9-28



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

相关研究

1.【银河农业谢芝优】行业动态报告_农林牧渔_生猪自繁自养持续微利，宠食出口量保持增长

2.【银河农业谢芝优】行业动态报告_农林牧渔_农业指数低位运行，2月能繁母猪环比下行

3.【银河农业谢芝优】行业动态报告_农林牧渔_1月行情承压，24年生猪&宠物业绩亮眼

4.【银河农业谢芝优】行业动态报告_农林牧渔_养殖亏损加剧，宠食出口价格环比企稳

5.【银河农业谢芝优】行业动态报告_农林牧渔_关注25年成本优化下的生猪养殖利润弹性

下载日志已记录，仅供内部参考

目录
Catalog

一、 8 月 CPI 同比增长，9 月农业表现强于沪深 300 3

(一) 8 月 CPI 同比+0.8%，农产品贸易逆差基本持平 3
(二) 农业市值占比环比持平，9 月农林牧渔指数下跌 2% 4

二、 9 月生猪养殖亏损幅度扩大或致产能去化加速 6

（一） 生猪养殖：9 月养殖亏损扩大，或致产能去化加速 6
（二） 宠物食品：8 月出口量增显著，均价低位震荡 10
（三） 动物保健：随养殖景气度波动，依靠研发/新品突围 12

三、 厄尔尼诺正在对全球农产品产生显著区域分化 15

（一） 厄尔尼诺本质上是海洋与大气的一场双向耦合 15
（二） 本轮厄尔尼诺或可达“超强”级别，持续至 27 年 16
（三） 厄尔尼诺对全球农产品供给影响呈显著区域分化 18

四、 投资建议及股票池 20

五、 风险提示 21

下载日志已记录，仅供内部参考

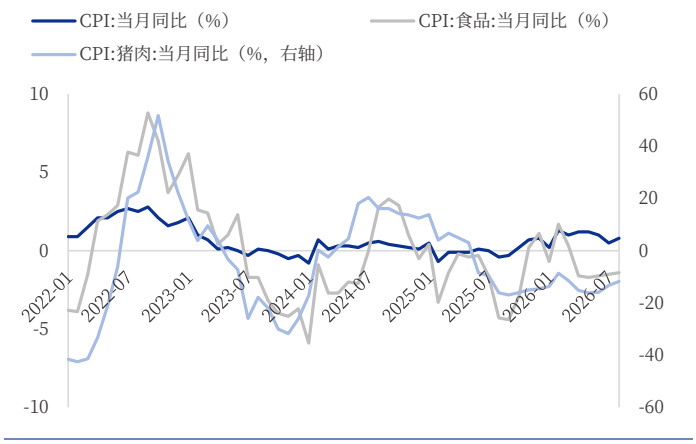
一、8 月 CPI 同比增长，9 月农业表现强于沪深 300

(一) 8 月 CPI 同比+0.8%，农产品贸易逆差基本持平

2026 年 8 月，我国 CPI 同比+0.8%，其中食品项同比-1.4%，食品中猪肉同比-11.8%。从环比来看，8 月 CPI 环比+0.4%，其中食品项环比+0.4%，食品中猪肉环比+1.3%。

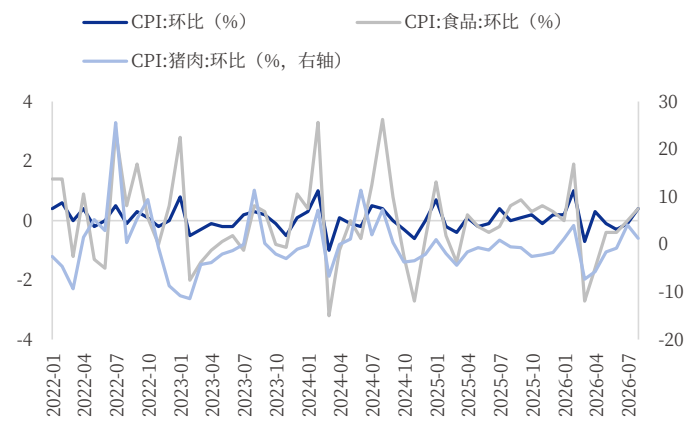
2026 年 8 月，我国农产品进口金额为 197.61 亿美元，同比+7.55%，出口金额为 91.73 亿美元，同比+13.22%，贸易逆差 105.89 亿美元，同比-0.54%。2026 年 1-8 月，我国农产品累计进口金额为 1506.55 亿美元，同比+10.86%，累计出口金额为 712.98 亿美元，同比+8.34%，贸易逆差 793.57 亿美元，同比+13.22%。

图1：2026 年 8 月我国 CPI 同比+0.8%



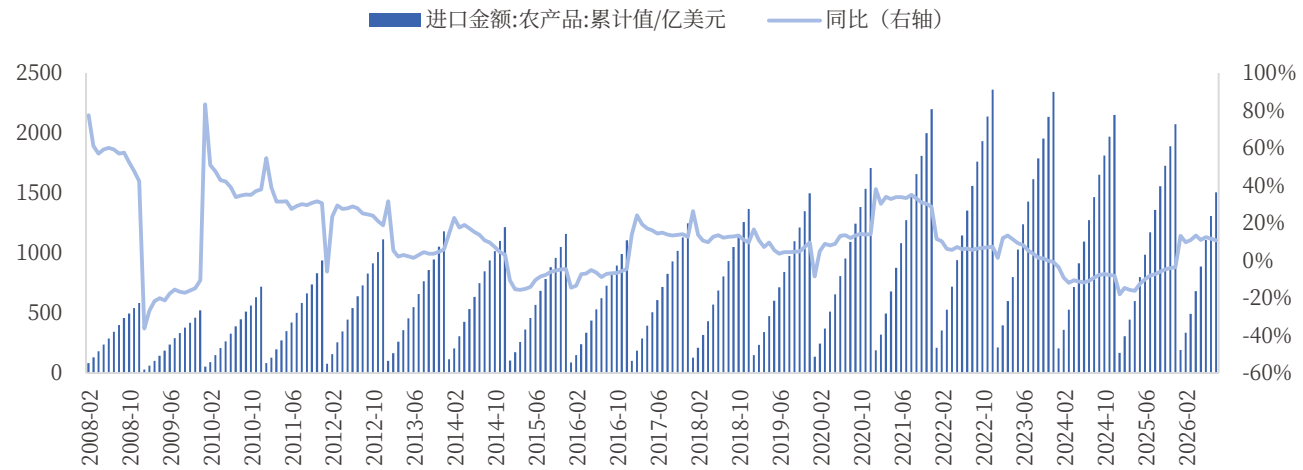
资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图2：2026 年 8 月我国 CPI 环比+0.4%



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图3：2026 年 1-8 月我国农产品累计进口额为 1506.55 亿美元，同比+10.86%



资料来源：海关总署，中国银河证券研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

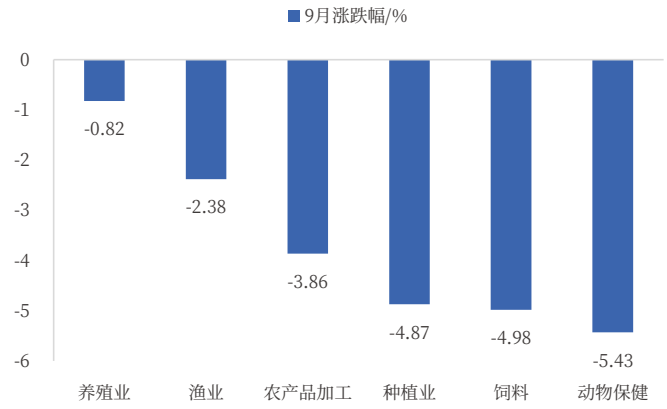
（二）农业市值占比环比持平，9 月农林牧渔指数下跌 2%

据 SW 行业分类，截至 2026 年 9 月 28 日，农林牧渔板块含上市公司 115 家，总市值 12319 亿元，占全部 A 股市值的 1.02%，月度环比基本持平；其中农产品加工、养殖业、种植业、饲料、动物保健分别包含 28 家、22 家、21 家、19 家、12 家，对应市值 2749 亿元、4969 亿元、1520 亿元、2001 亿元和 551 亿元。从市值占比角度来看，养殖业和农产品加工板块居前（40.34%、22.31%）。

26 年 9 月（截至 9 月 28 日），农林牧渔指数-2.15%（以 SW 2021 行业分类为准），同期沪深 300 指数-6.15%，农林牧渔表现强于沪深 300。对比各子行业指数，各子行业均呈现下跌走势，其中养殖业（-0.82%）跌幅较小，而种植业（-4.87%）、饲料（-4.98%）、动物保健（-5.43%）跌幅较大。

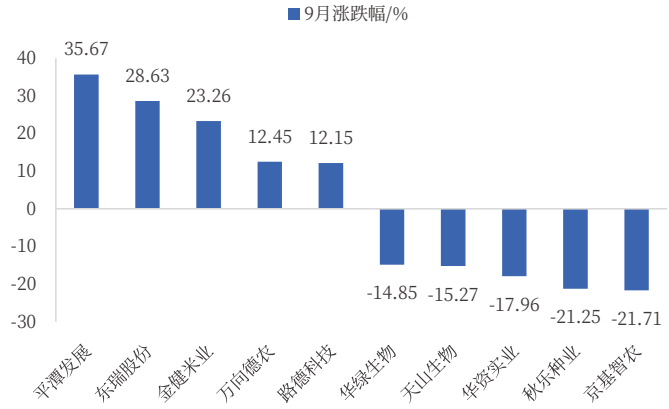
26 年年初至 9 月 28 日，农林牧渔指数-14.84%（以 SW 2021 行业分类为准），同期沪深 300 上涨-6.25%，农林牧渔表现弱于沪深 300。对比各子行业指数，农产品加工、种植业跌幅相对较小，分别为-5.71%、-6.25%，而饲料（-23.75%）、动物保健（-15.83%）表现靠后。

图4：26 年 9 月农林牧渔部分子行业指数涨跌幅情况



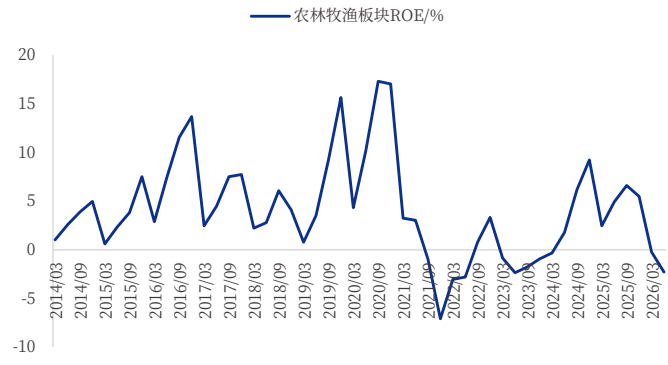
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图5：26 年 9 月农林牧渔个股涨跌幅各前五名情况



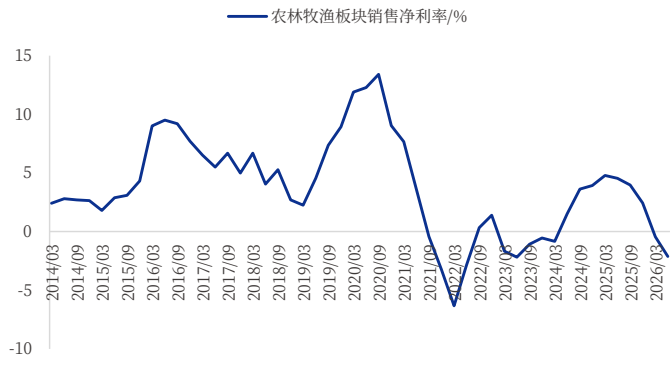
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图6：2014Q1-2026Q2 农林牧渔板块 ROE 情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

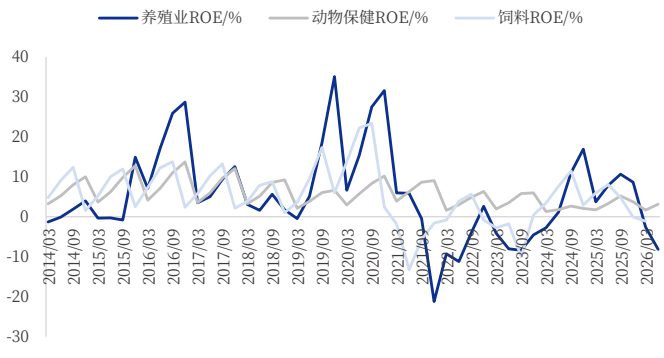
图7：2014Q1-2026Q2 农林牧渔板块销售净利率情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

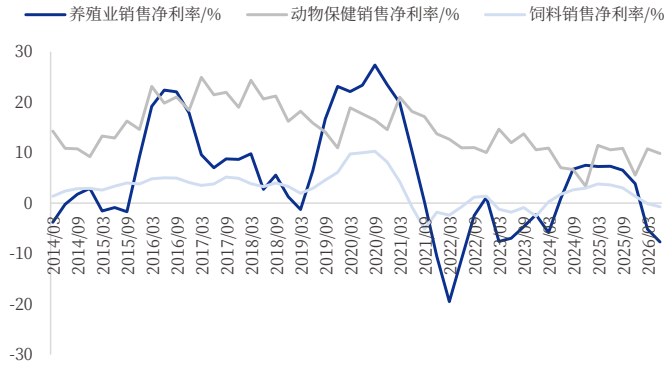
下载日志已记录，仅供内部参考

图8：2014Q1-2026Q2 畜禽养殖、动物保健、饲料 ROE 情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图9：2014Q1-2026Q2 畜禽养殖、动物保健、饲料销售净利率情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

表1：2016-2026 年农林牧渔行业及其子板块畜禽养殖行业 EPS 情况（单位：元）

行业	年份	一季报	中报	三季报	年报
农林牧渔	2016	0.06	0.14	0.20	0.28
	2017	0.07	0.12	0.19	0.17
	2018	0.06	-0.002	0.09	0.05
	2019	0.05	0.14	0.28	0.41
	2020	0.10	0.23	0.39	0.44
	2021	0.12	0.15	0.09	-0.09
	2022	-0.03	-0.002	0.12	0.10
	2023	0.02	-0.01	0.002	-0.06
	2024	0.02	0.05	0.13	0.19
	2025	0.08	0.13	0.18	0.16
	2026	0.02	-0.01		
养殖业	2016	0.16	0.41	0.57	0.63
	2017	0.07	0.06	0.11	0.08
	2018	0.05	-0.47	-0.28	-0.13
	2019	0.17	0.51	1.27	2.07
	2020	0.27	0.52	0.88	0.97
	2021	0.26	0.29	0.10	-0.07
	2022	-0.27	-0.31	-0.04	0.08
	2023	-0.17	-0.34	-0.33	-0.42
	2024	-0.07	0.03	0.35	0.53
	2025	0.13	0.24	0.30	0.15
	2026	-0.18	-0.40		

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

二、9 月生猪养殖亏损幅度扩大或致产能去化加速

农林牧渔行业可分为两大产业链，包括种植产业链和养殖产业链，其中种植产业链包括种业、种植业、农产品加工、林业等子行业，养殖产业链包括畜禽养殖、饲料、疫苗、渔业等子行业。

种植产业链主要围绕技术升级（转基因）、土地改革、效率提升等几方面发展。我国农产品（如玉米、大豆等）成本居高不下，主要原因在于种业技术发展缓慢，核心技术由国际巨头垄断，同时人工成本高企，以及土地规模化程度不够而造成的效率低下，最终反映在成本与价格层面。对于种植产业链来说，未来急需技术与规模化的提升，进而实施精细化管理来提高生产效率。2020 年初以来，我国转基因育种研发节奏加速，23 年开始我国转基因商业化逐步推进。

养殖产业链发展水平高于种植产业链，行业增长较为迅速。从规模化程度、企业集中度、研发实力以及生产效率来说，我国养殖业均处于高速发展时期。在此过程中，行业规范性也在逐步形成，以白羽鸡行业为例，各企业自发形成白羽肉鸡联盟，以期实现供需平衡，产能调节，行业自我治理。在行业快速发展至成熟阶段期间，养殖产业链涌现出一批优质企业，从研发端发力，到管理标准化、精细化，看好未来养殖产业链相关优质企业的长远发展。

（一）生猪养殖：9 月养殖亏损扩大，或致产能去化加速

9 月猪价震荡下行，行业亏损幅度有所扩大。根据国家发改委数据，21Q1-3，猪价从高点 36.33 元/kg，下跌至 12.42 元/kg。21 年十一假期之后，猪价开始触底反弹，最高反弹至 18.75 元/kg，而后再次开始下跌至 22 年 3 月下旬（周度均价为 13.06 元/kg）。22 年 4 月以来猪价震荡上行至 10 月 26 日，生猪价格为 28 元/kg，相比于 3 月低点上涨 114.4%；随后震荡下跌至 2023 年 7 月中旬的 14.11 元/kg，相比于高点跌去 49.61%。7 月下旬后反弹至 8 月 23 日的 17.28 元/kg，振幅约 22%，此后再次震荡下行进入亏损区间。24Q1 我国猪价整体呈现低位震荡状态，4 月以来回升至 15 元/kg 以上，进入上行通道中；8 月中旬达到阶段高点 21.06 元/kg，此后开启震荡下行态势。25 年以来猪价整体呈现震荡下行状态，10 月跌破 12 元/kg，12 月中旬出现阶段低点 11.81 元/kg。

2026 年年初生猪价格经历短期上涨态势，春节后开启持续下跌状态。单看 2 月，由 1 月末的 13.37 元/kg 跌至 2 月末的 11.68 元/kg，随后持续下行。进入 4 月，猪价跌破 10 元/kg，4 月 15 日猪价低点为 9.16 元/kg，随后震荡运行。6 月 24 日猪价为 9.70 元/kg，较 25 年末-21.8%。7 月开启震荡上行态势，8 月 26 日生猪出场价现阶段高点 11.26 元/kg，随后震荡下行至 9 月 16 日 11.14 元/kg。

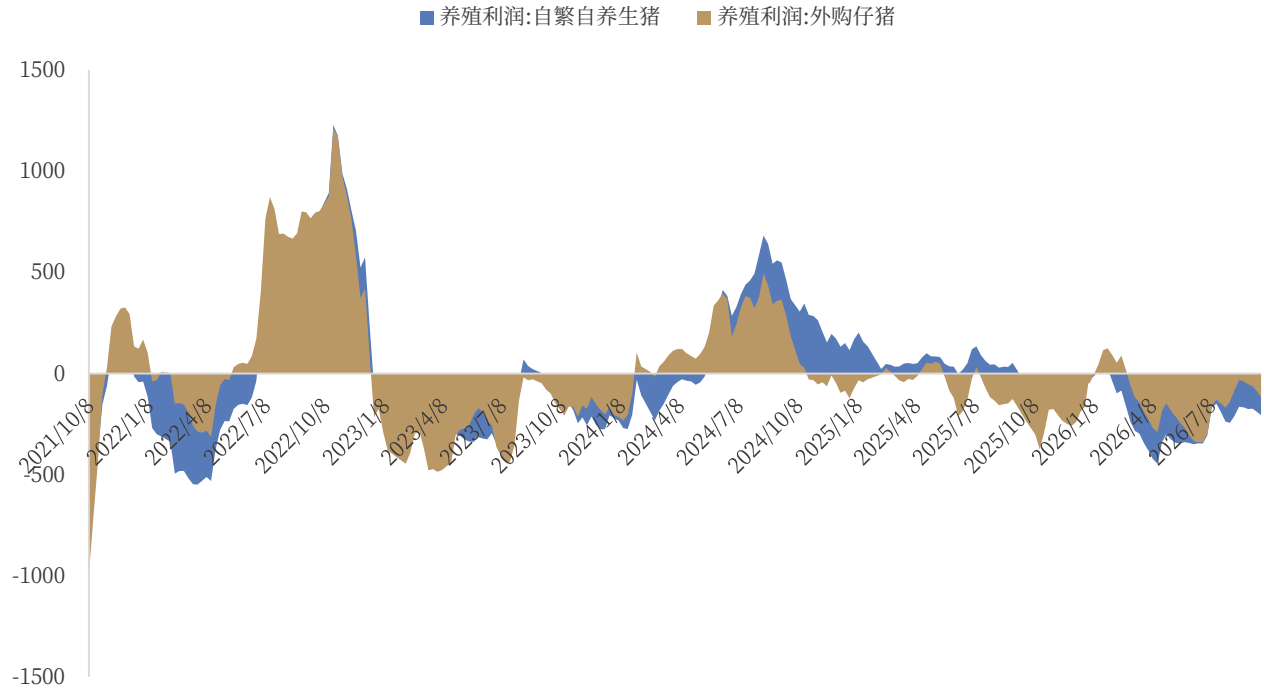
下载日志已记录，仅供内部参考

图10：2018 年至今我国大中城市生猪出厂价变化



资料来源：国家发改委，中国银河证券研究院

图11：2026.9.24 自繁自养、外购仔猪养殖利润分别为-205.66 元/头、-117.99 元/头



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

26Q2 末能繁母猪存栏 3780 万头，季度环比-3.18%。2019 年 12 月我国生猪存栏开启触底恢复趋势，存栏数据开始缓慢增长。而自 21 年 7 月起，能繁母猪存栏开启持续的环比下行趋势，期间有所反复。我们认为能繁母猪存栏环比下行是猪价探底的必要条件。26 年 5 月 14 日农业部对外发布《生猪产能综合调控实施方案（2026 年修订）》，设定全国能繁母猪正常保有量稳定在 3750 万头左右，这是自 2024 年 2 月以来再次下调正常保有量目标。26Q2 末，我国能繁母猪存栏量为 3780 万头，季度环比-3.18%，季度同比-6.5%，相比于上一个高点 4390 万头（22 年 12 月末）去化约 610 万头。我们前期预判 5-6 月亏损持续且显著或将加速产能去化，该数据公布后符合我们的

下载日志已记录，仅供内部参考

去化预判，但依旧呈现超预期去化状态。26Q3 行业亏损持续，但亏损幅度有所收窄，结合政策端去产能推进，我们认为去化依旧持续。

基于能繁母猪作用值、MSY 等指标的观察，我们认为 2024 年生猪年度均价同比上行，且 H2 价格优于 H1 确定性高；上述判断经 24 年猪价运行基本得到验证。关于 2025 年猪价走势，我们延续前述的框架结构，认为 25 年全年均价同比 24 年均价呈现下行走势；头部优秀猪企完全成本持续优化，带来养殖利润的超预期；上述判断亦经过 25 年得到验证。

同样基于产能&效率研究框架，我们认为 26 年能繁母猪方面压力略有放缓，但养殖效率（MSY 等）依旧处于提升状态（增幅相对放缓），使得 26 年整体生猪出栏量仍存在显著提升状态，意味着同期生猪均价同比下行。中短期层面来看，考虑到成本端中饲料价格走势存不确定性，叠加猪价低位震荡，使得养殖场/户处于现金流承压过程中；而供需矛盾依旧尖锐，我们认为亏损持续将带来产能去化超预期，为未来猪价反转弹性奠定基础。

表2：2010-2026 年我国生猪自繁自养月度利润情况（单位：元/头）

年度	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	1,005	1,623	2,485	2,615	2,293
2020	2,477	2,748	2,587	2,269	1,754	2,027	2,575	2,591	2,345	1,694	1,638	2,072
2021	2,294	1,632	1,323	762	258	-275	-175	-291	-559	-480	82	42
2022	-249	-438	-524	-279	-201	-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	75	25	102	37	-7	-168	-122	-148
2026	6	-99	-291	-379	-339	-346	-210	-196				

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

表3：部分养殖企业生猪出栏情况

代码	企业名称	生猪出栏量/万头				
		2021A	2022A	2023A	2024A	2025A
002714	牧原股份	4026.4	6120	6381.6	7160.20	7798.10
300498	温氏股份	1321.7	1791	2626.22	3018.27	4047.69
002100	天康生物	161	203	281.58	302.85	319.02
002567	唐人神	154.2	216	371.26	433.62	533.25
000876	新希望	997.8	1461	1768.24	1652.49	1754.54
002385	大北农	251.15	443.12	604.87	640.13	450.18
002124	天邦食品	428	442.15	711.99	599.16	666.35
603363	傲农生物	324.6	519	585.9	209.84	175.07
002157	正邦科技	1492.7	845	547.85	414.66	853.69

资料来源：各公司公告，中国银河证券研究院（注：大北农 25 年出栏量只包含控股）

表4：生猪养殖行业五力模型分析

上游议价能力	下游议价能力	新进入者威胁	替代品威胁	现有竞争程度
生猪养殖上游为饲料、疫苗、种猪企业，我国大型养殖企业数量较少，而服务企业众多，使得上游议价能力较弱。	生猪养殖下游为屠宰企业，受猪价以及供应量影响，屠宰企业议价能力有变化，一般来说，议价能力较弱。	生猪养殖为重资产行业，新进入者需要投入大量资金以此来打造大规模养殖场，同时需要具备养殖技术、管理等方面的要求，新进入者威胁较小。	生猪养殖替代品可理解为养殖牛羊，但考虑到我国为猪肉消费大国，对牛羊的食用接受程度以及价格接受度有一定差距，因此替代品威胁较小。	生猪养殖行业呈现大行业、小企业特征，未来发展趋势为大型养殖集团的产能扩张，目前来说现有竞争存在于各企业成本控制方面，相互的竞争程度较低。

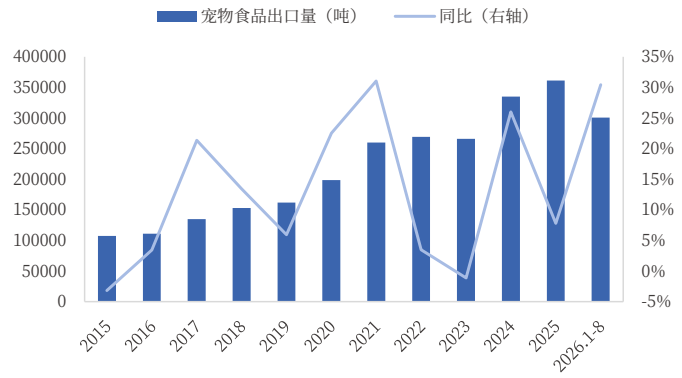
资料来源：中国银河证券研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

（二）宠物食品：8 月出口量增显著，均价低位震荡

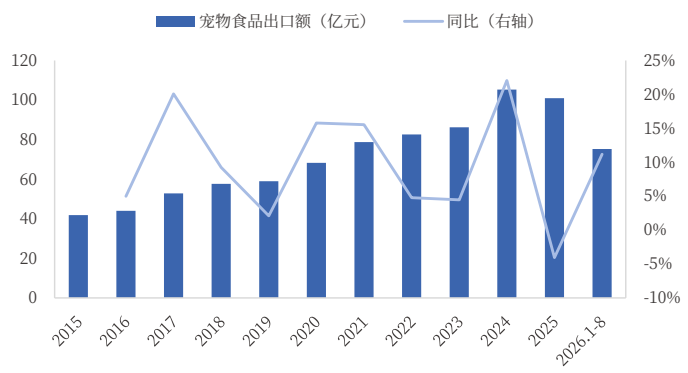
8 月我国宠物食品出口量延续高增，价格低位震荡。我国宠物食品出口端自 23 年 9 月起显著回暖，此后至 25Q1 始终保持较高增速，并主要由出口量的增长贡献。25 年 4 月以来出口量价变化较大，价格压力较显著。进入 26 年，宠物食品出口量增长恢复显著，价格持续承压。26 年 8 月我国宠物食品出口额为 9.74 亿元，同比+16.73%。其中，出口量为 3.82 万吨，同比+29.65%；出口均价为 25.49 元/kg，同比-9.96%。26 年 1-8 月累计出口额为 75.21 亿元，同比+11.19%。量价拆分来看，出口量为 30.06 万吨，同比+30.44%；出口均价为 25.02 元/kg，同比-14.76%。

图12：2015 年至今我国宠物食品（犬猫）出口量情况



资料来源：海关总署，中国银河证券研究院

图13：2015 年至今我国宠物食品（犬猫）出口额及增速

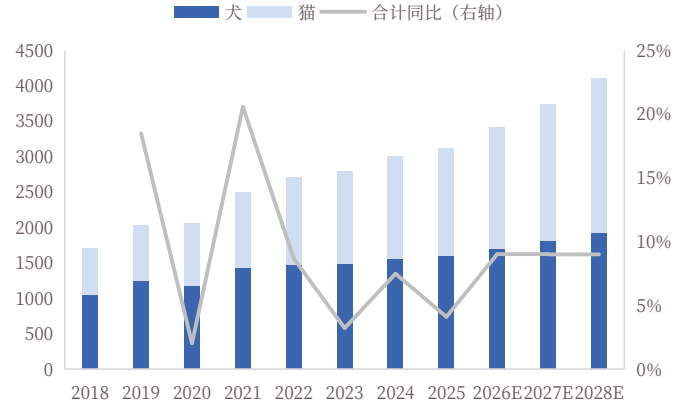


资料来源：海关总署，中国银河证券研究院

25 年我国宠物食品规模同比+6%，宠物主粮占比小幅提升。在科学养宠观念升级下宠物食品渗透率提升，以及宠物数量增加&单只宠物消费水平提升等因素的驱动下，我国宠物市场持续扩容。根据派读宠物白皮书数据，我国宠物市场规模呈快速提升趋势，2025 年城镇宠物犬猫消费市场规模达 3126 亿元，同比+4.1%，2018-2025 年 CAGR 为+9.02%，预计 2028 年市场规模达 4050 亿元。

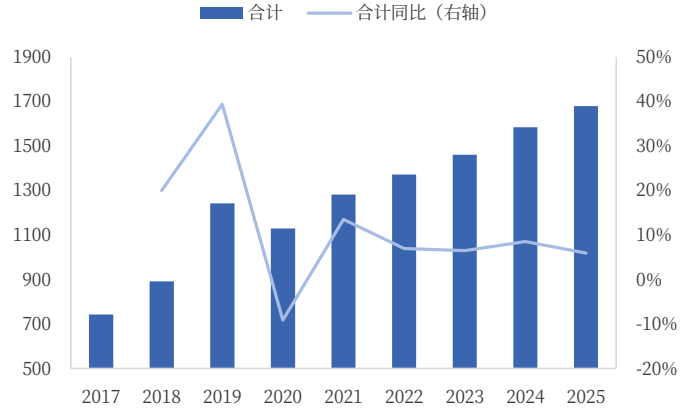
宠物食品作为宠物消费行业重要的细分板块（2025 年市场规模占比达 53.7%），依然处于持续增长阶段。2025 年我国宠物食品市场规模为 1679 亿元，同比+5.9%，2018-2025 年 CAGR 为+9.5%。细分来看，宠物主粮是宠物食品中最主要的消费品类，且增速高于零食、营养品。2025 年我国宠物主粮消费市场规模达 1238 亿元，2017-2025 年 CAGR 为 11.89%，占宠物食品市场的比例自 2017 年的 62.4%提升至 2025 年的 67.8%。2025 年，主粮、零食、营养品份额较 24 年小幅上升。

图14：2018-2028E 中国城镇宠物（犬猫）消费市场规模（亿元）



资料来源：派读宠物《中国宠物行业白皮书》，中国银河证券研究院

图15：2017-2025 年中国宠物食品消费市场规模（亿元）

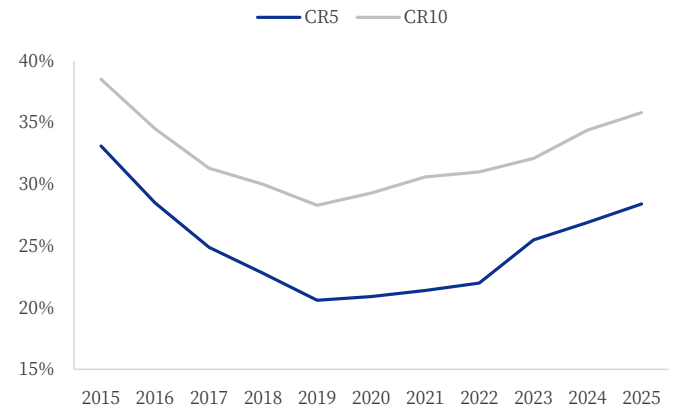


资料来源：派读宠物《中国宠物行业白皮书》，中国银河证券研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

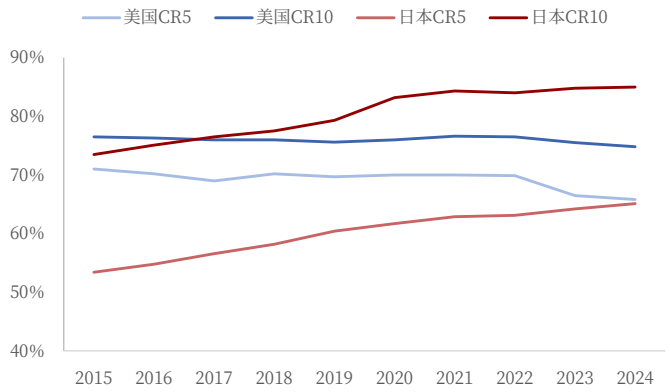
我国宠物食品市场集中度较低，高成长龙头有望推动行业整合。我国宠物食品行业竞争格局相对分散，高端市场主要由进口品牌占据，国产品牌持续发力中。根据欧睿数据，2025 年我国宠物食品市场公司 CR5、CR10 分别为 28.4%、35.8%，远低于美日成熟市场市占率。2025 年我国宠物食品 Top5 中有 2 家进口品牌（玛氏、雀巢），以及 3 家国产品牌（乖宝宠物、中宠股份、吉家宠物）。根据派读宠物白皮书，我国养宠人群在购买犬主粮和猫主粮的品牌偏好上，国产品牌的购买偏好均有显著上升。随着国内宠物主对国产品牌的接受度不断提高，国产龙头企业有望保持较快增长，从而推动行业集中度提升。

图16：2015-2025 年中国宠物食品市场公司集中度



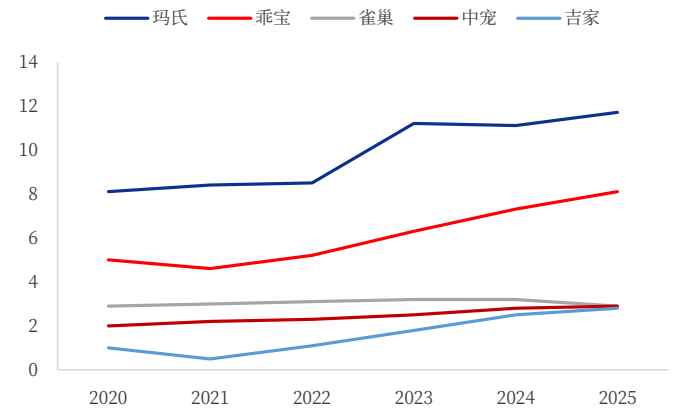
资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院

图17：2015-2024 美日宠物食品行业中公司 CR5 及 CR10 对比



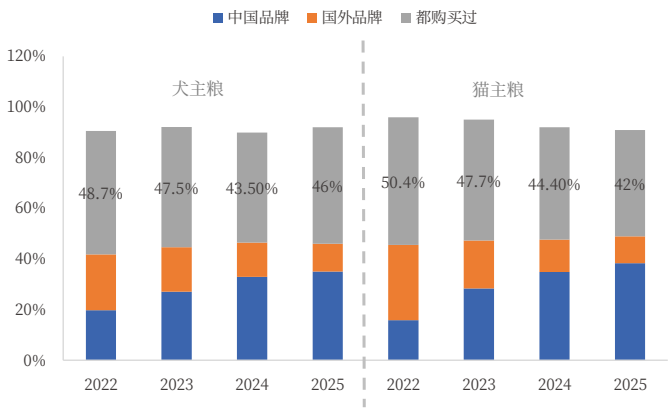
资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院

图18：2020-2025 年中国宠物食品市场中玛氏、乖宝、雀巢、中宠、吉家市占率变化情况



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院

图19：2022-2025 年中国养宠人群购买主粮的品牌偏好变化



资料来源：派读宠物《中国宠物行业白皮书》，中国银河证券研究院

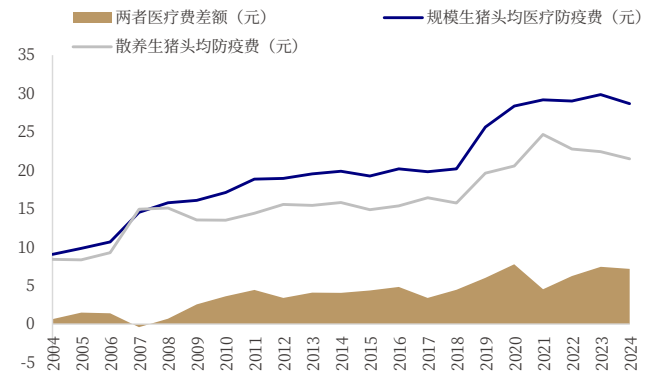
下载日志已记录，仅供内部参考

（三）动物保健：随养殖景气度波动，依靠研发/新品突围

从行业结构来说，动物疫苗属于畜禽养殖后周期行业，主要受益于下游畜禽养殖存栏回升、规模化提升带动渗透率提升这两个逻辑。历史数据表明规模化养殖在医疗防疫费上的花费高于散养模式，2024 年对应数据为 28.69 元/头、21.51 元/头，相差 7.18 元/头，两者差额最大值为 2020 年的 7.78 元/头。在规模化提升的大背景下，疫苗销量亦将随之提升。

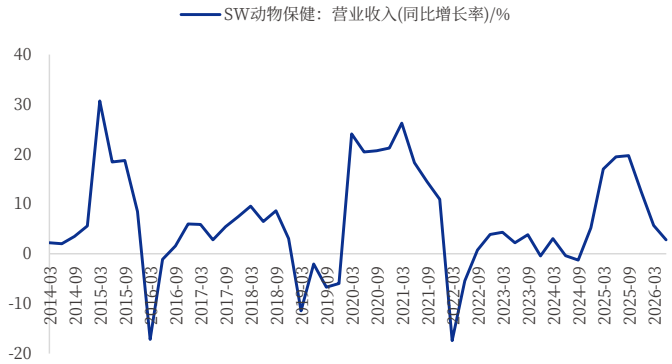
作为后周期行业，疫苗销量受下游养殖业景气度影响。22H1 猪价筑底，疫苗行业收入负增长；随着猪价逐步好转，疫苗行业收入增速三季报开始转正（+0.77%），至 23 年三季报其收入增速为 3.85%，同比显著好转；23Q4 受猪价低迷影响，疫苗行业收入增速再次转负（-0.43%）。24 年整体承压，年度动保行业 ROE 为 2.30%，同比-3.64pct；行业销售净利率 3.71%，同比-6.88pct。随着下游生猪养殖盈利能力好转，动保行业盈利能力有所上行，25 年年报 ROE 为 5.48%，同比+3.44pct；行业销售净利率 8.10%，同比+4.73pct。

图20：2024 年生猪医疗防疫费高位有所回落



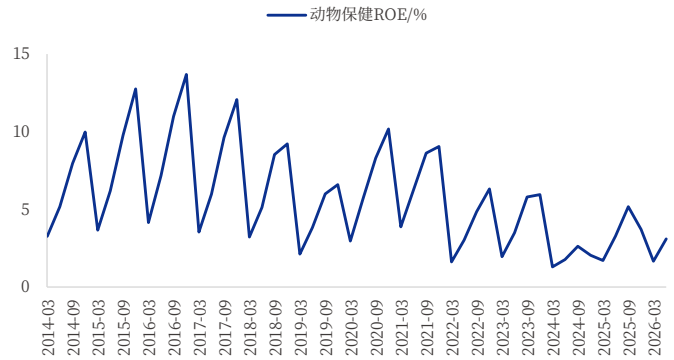
资料来源：全国农产品成本收益资料汇编，中国银河证券研究院

图21：2014Q1-2026Q2 动物保健行业收入增长变动情况



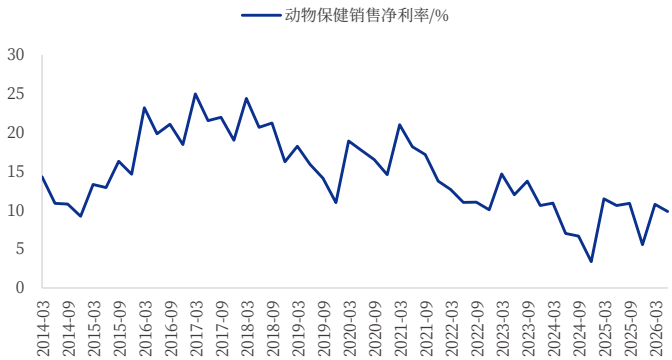
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图22：2014Q1-2026Q2 动物保健行业 ROE 变动情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图23：2014Q1-2026Q2 动物保健行业销售净利率变动情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

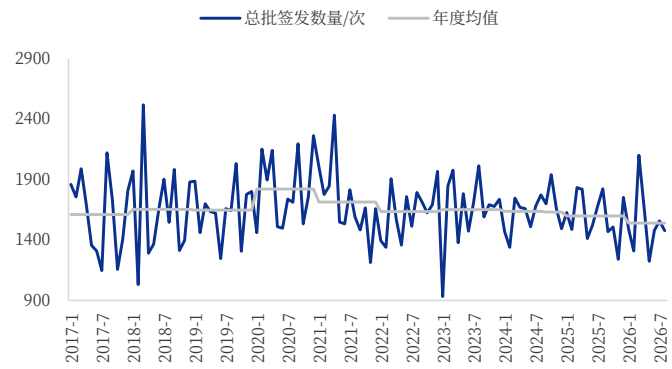
观察疫苗批签发数据，26 年 8 月我国批签发数为 1477 次，同比-19%，环比-5%；26 年 1-8 月批签发数合计为 12307 次，同比-6.74%。观察季度数据，其中 24Q1 为近七年最低点，其余基本处中等偏上。公司层面看，上市疫苗企业批签发变动情况基本与行业保持一致，生物股份、普莱柯、中牧股份、科前生物 23Q1、Q2 环比均呈下行走势。随着 7-8 月猪价低位反弹，疫苗批签发量相对好转，23Q3 上市疫苗企业批签发量季度环比均有上行。随着 23Q4-24Q1 猪价再度低迷，上市疫苗

下载日志已记录，仅供内部参考

企业除中牧股份、天康生物外，其余批签发量均环比下行。自 24Q2-3 猪价进入上行区间，多数上市疫苗企业批签发量环比上行；24Q4 猪鸡震荡下行背景下，疫苗批签发量环比增速显著回落。

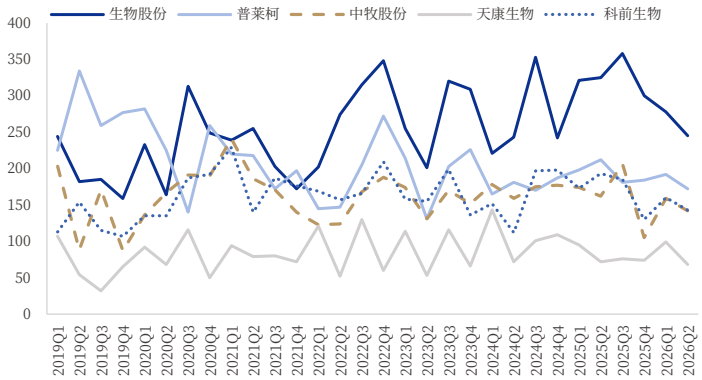
综合来看，动保企业业绩随下游养殖行业景气度波动。研发端来看，多联多价疫苗、mRNA 疫苗或成为未来长期推进方向，为头部疫苗企业实现差异化竞争的核心之一。另外，关注宠物疫苗的国产替代趋势，我国宠物健康行业不断扩容，宠物疫苗国产替代空间巨大。犬、猫用狂犬病灭活疫苗和犬用疫苗的国产替代进展较快。

图24：26 年 8 月我国疫苗批签发量同比-19%



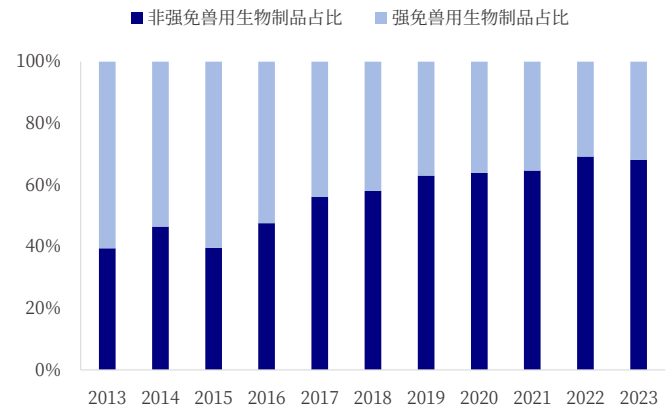
资料来源：国家兽药基础数据库，中国银河证券研究院

图25：2019Q1-2026Q2 上市疫苗企业批签发量（次）



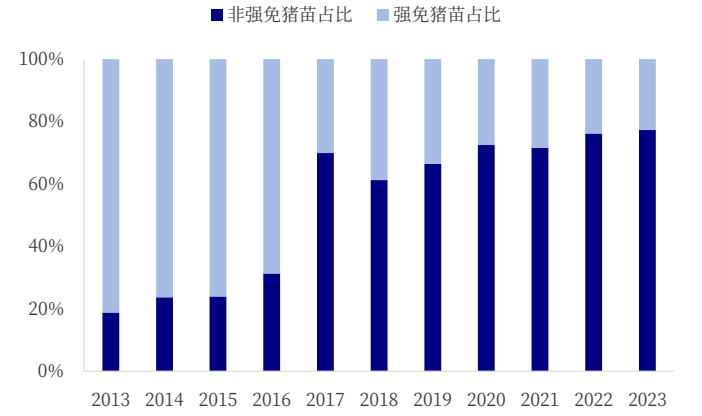
资料来源：国家兽药基础数据库，中国银河证券研究院

图26：2013-2023 年我国强制、非强制免疫生物制品市场占比



资料来源：科前生物公司公告，中国银河证券研究院

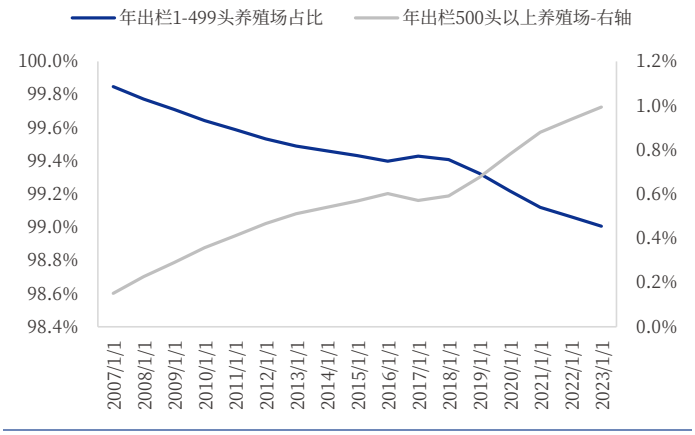
图27：2013-2023 年我国强制、非强制猪苗市场份额对比



资料来源：科前生物公司公告，兽药协会，中国银河证券研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

图28：2003-2023 年我国生猪饲养规模化情况



资料来源：中国畜牧业年鉴，中国银河证券研究院

表5：疫苗行业五力模型分析

上游议价能力	下游议价能力	新进入者威胁	替代品威胁	现有竞争程度
疫苗行业上游为病原微生物生产企业，议价能力较弱。	疫苗行业下游为畜禽养殖行业以及政府，对应产品为市场苗以及招采苗。疫苗企业均努力争取大型养殖集团订单，且通过招投标拿到政府招采苗订单，因此下游议价能力强。	疫苗行业新进入者可理解为新产品批文下发，企业可以生产销售某疫苗产品，对现有竞争格局影响较大，即新进入者威胁大。	市场上一种疫病有对应多种疫苗产品，且随着多联苗、多价苗的上市，对单一产品的替代效应较大。	疫苗行业产品差异较大，以口蹄疫为例，目前有 8 家公司参与竞争，而猪瘟疫苗公司达 20 家以上，综合来说，竞争程度中等。

资料来源：中国银河证券研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

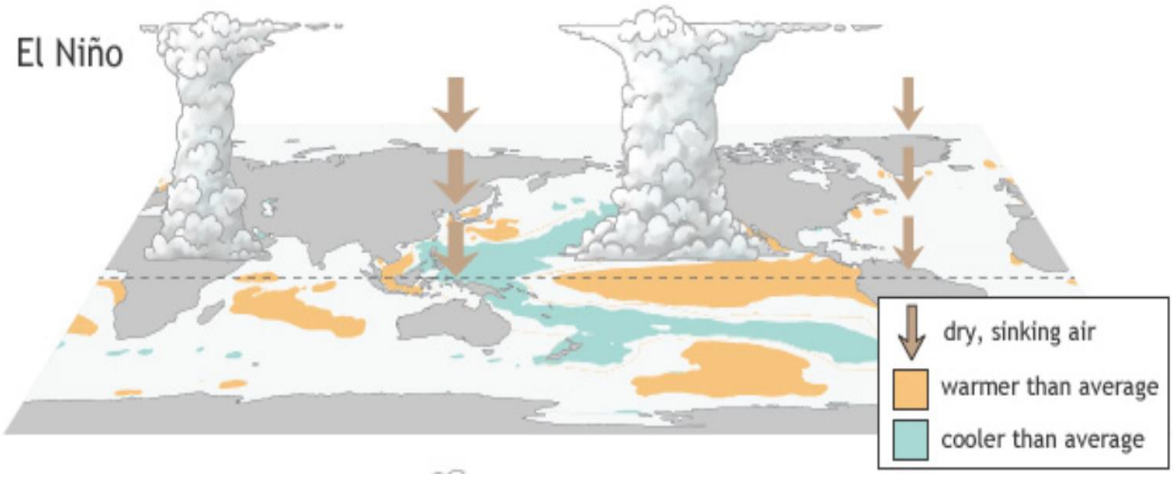
三、厄尔尼诺正在对全球农产品产生显著区域分化

（一）厄尔尼诺本质上是海洋与大气的一场双向耦合

ENSO 是太平洋中的一个自然循环，影响着全球天气，包括澳大利亚各地。该循环分为三个阶段：厄尔尼诺、中性、拉尼娜。中性相是“正常”状态。厄尔尼诺和拉尼娜是周期的对立部分。

厄尔尼诺是赤道太平洋 180 经线以东至秘鲁—厄瓜多尔沿岸海表温度大范围持续异常偏高的现象，本质上是海洋与大气的一场双向耦合。早在 1969 年，挪威气象学家皮耶克尼斯首次用简洁的物理链条解释了这一机制。赤道东太平洋海温升高，东西向海温梯度减小，驱动信风的动力随之减弱；信风减弱又抑制了东太平洋的次表层冷水上翻，使表层海温进一步升高。这是一个推动东太平洋不断升温的正反馈回路。

图29：厄尔尼诺大气环流示意图



资料来源：NCEI，中国银河证券研究院

判定厄尔尼诺的核心指标之一是 NINO3.4 区海温距平指数。按照常用标准，当 NINO3.4 区海温距平指数达到或超过 0.5℃，并且持续 5 个月以上，就可以判定为一次厄尔尼诺事件。实际操作中，为排除短期天气波动，常采用 3 个月滑动平均的 NINO3.4 指数来判断，即连续 5 个月的滑动平均指数≥0.5℃。如果只是单月偏高，或持续时间不足 5 个月，一般只能视为海温偏暖状态，不能直接认定为一次厄尔尼诺事件。厄尔尼诺事件强度分为弱、中等、强、超强：事件在峰值达到或超过 0.5℃但小于 1.3℃定义为弱事件，达到或超过 1.3℃但小于 2.0℃定义为中等事件，达到或超过 2.0℃定义为强事件，达到或超过 2.5℃定义为超强事件。

根据海表温度异常增暖中心的位置，将厄尔尼诺事件分为东部型和中部型，东部型增暖中心位于赤道东太平洋，中部型增暖中心位于赤道中太平洋。《厄尔尼诺/拉尼娜事件判别方法》国家标准 GB/T33666-2017 给出了不同海温的监测分区、检测指数，以及事件判别方法。当 NINO3.4 的 3 个月滑动平均绝对值≥0.5°C，且持续至少 5 个月，即判定为一次厄尔尼诺事件。其中，东部型厄尔尼诺的判别标准为 IEP 连续 3 个月及以上≥0.5°C，中部型厄尔尼诺的判别标准为 ICP 连续 3 个月及以上≥0.5°C.

下载日志已记录，仅供内部参考

表6：热带太平洋海温监测分区及定义

名称	区域	指数及定义
NINO1 区	西经 90°~80°，南纬 5°~10°	I_{NINO1}:NINO1 区海温距平值的平均
NINO2 区	西经 90°~80°，南纬 0°~5°	I_{NINO2}:NINO2 区海温距平值的平均
NINO3 区	西经 150°~90°，南纬 5°~北纬 5°	I_{NINO3}:NINO3 区海温距平值的平均
NINO4 区	西经 160°~150°，南纬 5°~北纬 5°	I_{NINO4}:NINO4 区海温距平值的平均
NINO3.4 区	西经 170°~120°，南纬 5°~北纬 5°	$I_{NINO3.4}$:NINO3.4 区海温距平值的平均
东部型厄尔尼诺指数 IEP		IEP=ININO3-α×ININO4
中部型厄尔尼诺指数 ICP		ICP=ININO4-α×ININO3
		ININO3×ININO3>0 时，α=0.4；ININO3×ININO3≤0 时，α=0

资料来源：AGBM，中国百科网，中国银河证券研究院

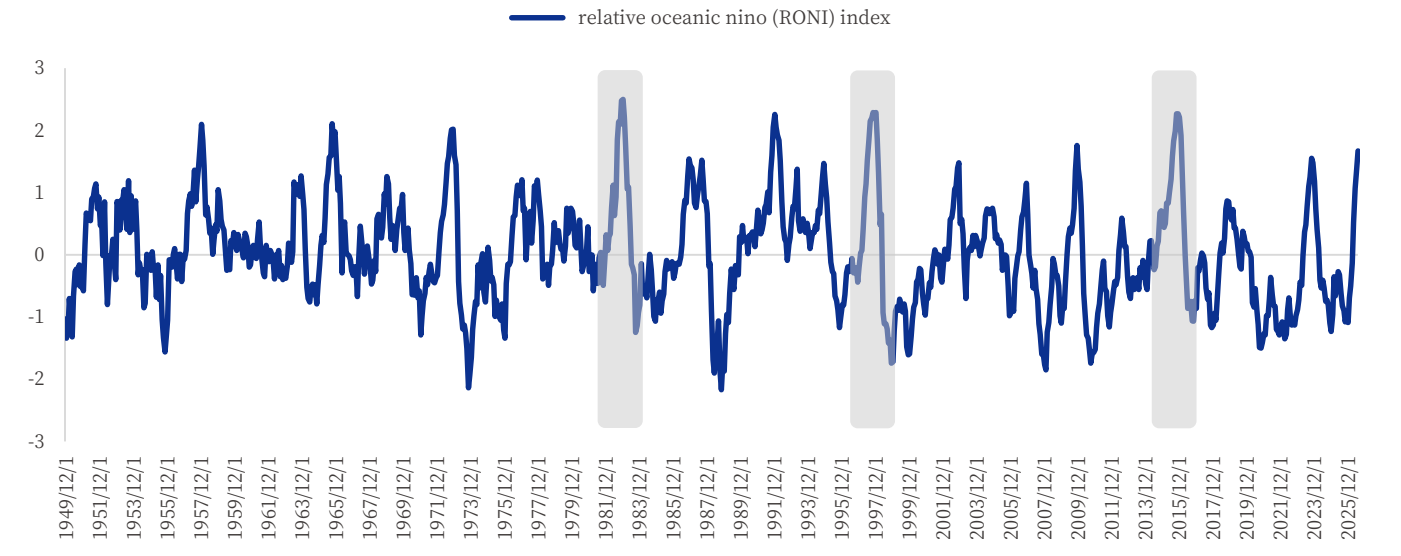
（二）本轮厄尔尼诺或可达“超强”级别，持续至 27 年

国家气候中心最新监测显示，本次厄尔尼诺现象因海温偏暖幅度大，即将达“超强”级别。本次超强厄尔尼诺事件的影响预计持续至 2027 年夏季。

截至 2026 年 8 月中旬，厄尔尼诺现象已完全确立，表现为赤道中东太平洋海表温度异常持续加剧偏高。世界气象组织全球预报中心最新季节预报显示，该事件持续至 2027 年 2 月的可能性极高，接近 100%。预报表明未来数月厄尔尼诺还将进一步增强，本次事件预计年末达到峰值，强度为极强级别。预报周期内不会出现厄尔尼诺-南方涛动中性状态，也不会转向拉尼娜。

用于衡量（5°S-5°N；170°W-120°W）范围内平均海温异常的传统尼诺 3.4 指数，在季节、月度、周度尺度均显著抬升。相对海洋尼诺指数（RONI）进一步证实赤道中东太平洋出现极端厄尔尼诺增暖现象。2026 年 2 月 RONI 仍在-0.7℃附近，5 月转正至+0.5℃，此后逐月抬升，8 月已升至+1.7℃左右，半年内升幅近 2℃，这一上升幅度在 2000 年以来十分罕见。图中黄色阴影标记历史三次超强厄尔尼诺事件。

图30：相对海洋诺尼指数（RONI）



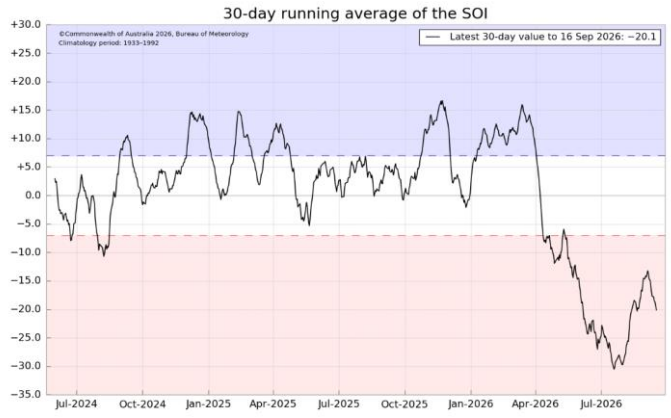
资料来源：NOAA，中国银河证券研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

大气环流特征也充分印证厄尔尼诺已经形成。衡量厄尔尼诺-南方涛动大气分量的南方涛动指数 SOI 表明了太平洋厄尔尼诺或拉尼娜事件的发展和强度。SOI 持续低于-7 通常表示厄尔尼诺现象。这些负值通常伴随着中部和东部热带太平洋持续变暖、太平洋信风强度减弱，以及东澳大利亚和北部大部分地区冬季和春季降雨减少。目前 SOI 呈现显著负值，9 月 16 日数值为-20.1。

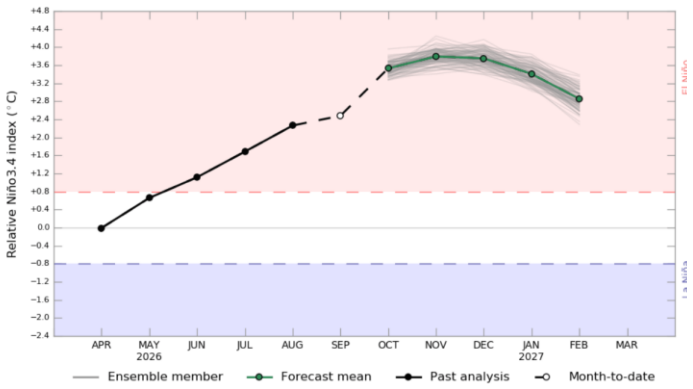
全球海面温度展望显示，Niño3.4 相对指数自 2026 年 4 月起持续攀升，预计在 2026 年 10 月至 12 月达到峰值，预测均值逼近+3.5℃，显著高于+0.8℃的厄尔尼诺阈值，随后在 2027 年初逐步回落。相对 Niño3.4 概率则进一步强化了这一预期，数据显示 2026 年 10 月至 2027 年 2 月期间，Niño3.4 指数处于 0.8℃以上的概率高达 100%。其中，R-Niño3.4 预测值在 2026 年 10 月至 12 月维持在 3.5℃至 3.8℃的极强高位，随后于 2027 年 1 月至 2 月温和回落至 3.4℃和 2.9℃。综合来看，各项指标表明此次厄尔尼诺事件大概率将在 2026 年冬季达到强盛阶段。

图31：2024-2026 年 30 天 SOI 值



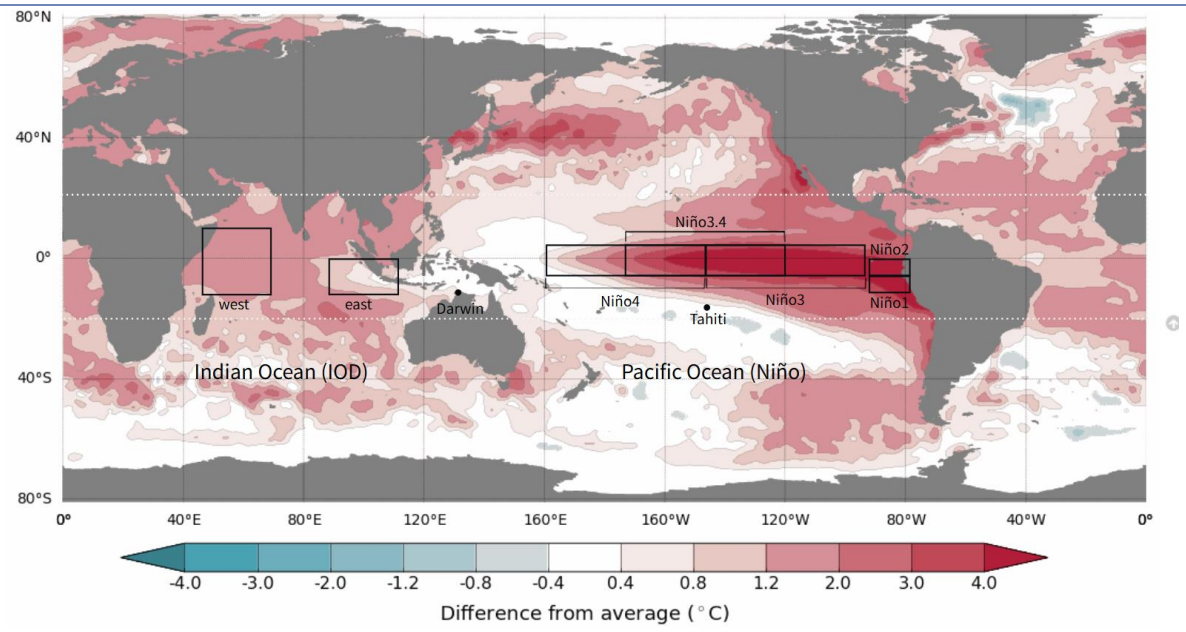
资料来源：AGBM，中国银河证券研究院

图32：2026 年 10-12 月全球海面温度展望



资料来源：AGBM，中国银河证券研究院

图33：2026 年 10-12 月全球海面温度展望



资料来源：AGBM，中国银河证券研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

表7：相对 Niño3.4 概率

月份	2026 年 10	2026 年 11	2026 年 12 月	2027 年 1 月	2027 年 2 月
R-Niño3.4	3.5°C	3.8°C	3.8°C	3.4°C	2.9°C
低于-0.8°C	0%	0%	0%	0%	0%
中立	0%	0%	0%	0%	0%
0.8°C 以上	100%	100%	100%	100%	100%

资料来源：AGBM，中国银河证券研究院

（三）厄尔尼诺对全球农产品供给影响呈显著区域分化

厄尔尼诺通过改变全球大气环流格局，造成不同区域降水、气温发生系统性偏移，进而对全球农林作物的生长、采收产生冲击。需要注意，厄尔尼诺/拉尼娜只会改变各类气候现象发生的概率，每一次事件造成的实际影响都不完全相同。尽管事件强度和全球影响大体存在关联，但部分地区即便面对强度不高的事件，仍有可能遭遇严重灾害。

厄尔尼诺通过重塑全球热带大气环流，使未来 2-3 周全球热带地区呈现“气旋活跃、东旱西涝”的格局：东南亚群岛持续偏干，赤道中东太平洋降水偏多。印度尼西亚、巴布亚新几内亚及周边地区处于降水偏少核心区，局地降水偏少概率超过 80%；加勒比海及邻近地区、非洲中东部局地亦偏干。降水偏多区域主要分布于印度东部—孟加拉湾、西非几内亚湾沿岸及赤道中东太平洋，其中赤道中太平洋局地降水偏多概率超过 80%；巴西东南部及邻近地区后期降水趋于偏多。

偏暖区域主要集中于美国南部和墨西哥部分地区。上述地区气温偏高概率超过 50%，其中墨西哥中部局地超过 65%，其他热带陆地区域未见明显冷暖异常信号。偏暖信号集中于前期，后期明显减弱。

图34：厄尔尼诺全球气温与降水异常影响分布图

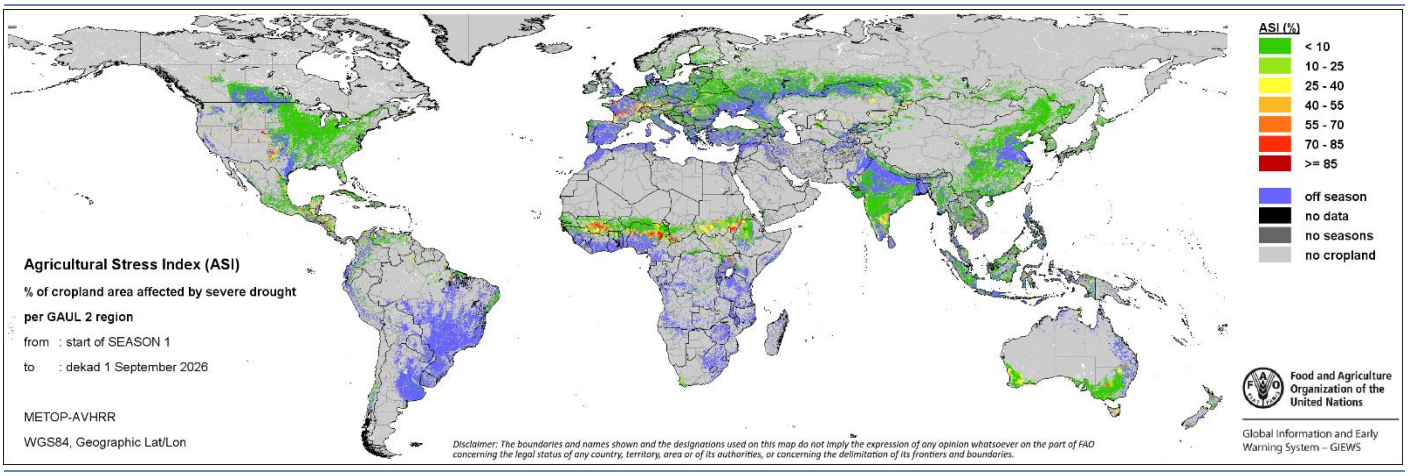


资料来源：USDA，中国银河证券研究院

鉴于世界气象组织（WMO）预测本轮厄尔尼诺强度可能高于常年，粮农组织调取了其农业压力指数系统（ASIS）41 年来的历史卫星图像，追踪并分析了强及极强厄尔尼诺-南方涛动（ENSO）事件可能引发最严重干旱的分布区域。风险最为严峻的地区包括萨赫勒地区、非洲南部、南亚和东南亚、中美洲干旱走廊以及加勒比地区，其中部分农田和牧场未来数月内遭遇干旱的概率超过 50%。

下载日志已记录，仅供内部参考

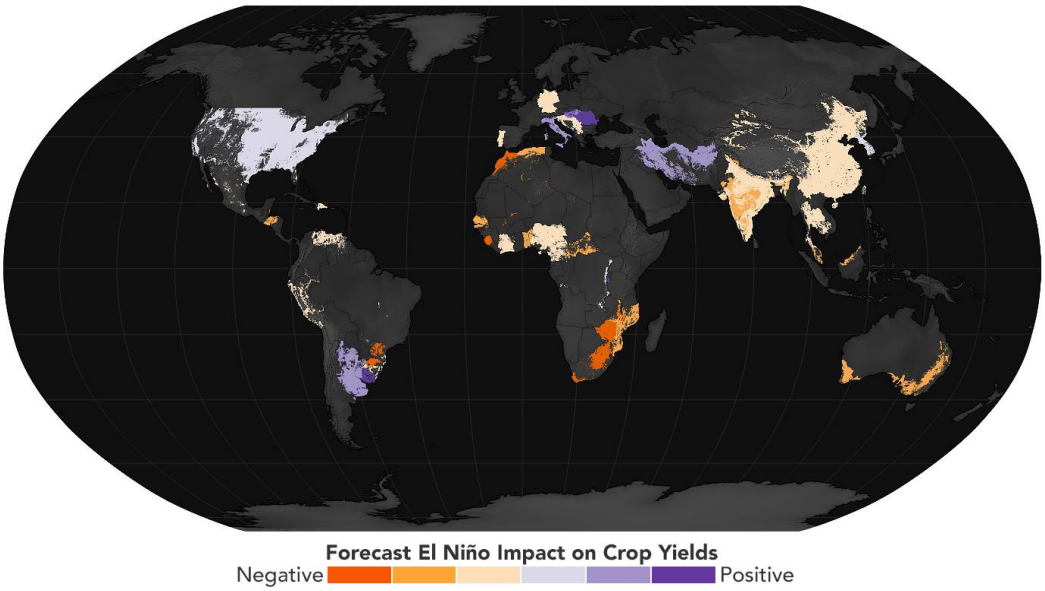
图35：全球农业干旱胁迫指数（ASI）分布图



资料来源：联合国粮食及农业组织，中国银河证券研究院

厄尔尼诺对全球大宗农产品供给的影响呈现明显的区域分化，减产风险主要集中于非洲南部与西北部、印度部分地区、东南亚局部及澳大利亚南部。其中，南部非洲和澳大利亚东南部的负向影响较为突出，相关产区农作物单产面临较大的下行压力；中国大部分产区受到的负向影响相对温和。美国中东部、阿根廷及西亚、中亚部分地区则有望受益，农作物单产具有不同程度的提升潜力。

图36：2023 年厄尔尼诺对关键大宗商品的预计影响



资料来源：NASA，中国银河证券研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

四、投资建议及股票池

农林牧渔行业整体估值处低位水平。1）我们持续重点强调关注猪周期运行节奏，基于能繁母猪作用值以及养殖效率方面的考虑，26 年猪价同比下行，期间或有所反弹表现。综合考虑政策去产能以及行业亏损幅度增加带来去产能超预期，重点关注成本管控领先、资金面良好的优质猪企，推荐牧原股份（002714.SZ）、温氏股份（300498.SZ）、德康农牧（2419.HK）、天康生物（002100.SZ）。2）养殖产业链中的后周期行业，包括饲料龙头海大集团（002311.SZ）；同时重点关注疫苗优质企业中牧股份（600195.SH）、瑞普生物（300119.SZ）等。3）考虑黄羽鸡自身供给端相对低位水平，叠加需求端的改善预期，可关注个股立华股份（300761.SZ）。4）宠物食品行业处成长过程中，优质企业市占率呈提升趋势，推荐中宠股份（002891.SZ）、乖宝宠物（301498.SZ）、佩蒂股份（300673.SZ）。

表8：核心组合推荐（收盘价为 2026 年 9 月 28 日）

名称	代码	收盘价	盈利预测（EPS）		PE		评级
			2026E	2027E	2027E	2027E	
海大集团	002311.SZ	41.38	2.76	4.21	15	10	推荐
温氏股份	300498.SZ	14.91	0.22	1.78	68	8	推荐
中宠股份	002891.SZ	27.81	1.48	1.9	19	15	推荐
瑞普生物	300119.SZ	16.55	1.04	1.30	16	13	推荐

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

五、风险提示

1、畜禽价格走势不达预期的风险：若畜禽价格走势低于预期，养殖企业业绩变化将较大，且一定程度上影响行业预期。

2、动物疫病的风险：若养殖企业遭受非洲猪瘟病毒等相关疫情，造成产能受损，将影响出栏量，进而业绩下降。另外，若发生类似于 H7N9“禽流感”的人感染疫病，造成消费恐慌，将对猪价、禽类价格产生较大负面影响，将严重损害养殖企业盈利。

3、原材料价格波动的风险：玉米、小麦、豆粕等原材料价格波动将会对养殖、饲料等企业的盈利能力带来较大影响。

4、政策的风险：动物疫苗招标政策、品种审核政策的变化等将对动物疫苗企业造成显著影响。

5、自然灾害的风险：极端灾害天气会对农业生产造成巨大负面影响，从而导致农产品价格大幅波动。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1： 2026 年 8 月我国 CPI 同比+0.8% 3
图 2： 2026 年 8 月我国 CPI 环比+0.4% 3
图 3： 2026 年 1-8 月我国农产品累计进口额为 1506.55 亿美元，同比+10.86% 3
图 4： 26 年 9 月农林牧渔部分子行业指数涨跌幅情况 4
图 5： 26 年 9 月农林牧渔个股涨跌幅各前五名情况 4
图 6： 2014Q1-2026Q2 农林牧渔板块 ROE 情况 4
图 7： 2014Q1-2026Q2 农林牧渔板块销售净利率情况 4
图 8： 2014Q1-2026Q2 畜禽养殖、动物保健、饲料 ROE 情况 5
图 9： 2014Q1-2026Q2 畜禽养殖、动物保健、饲料销售净利率情况 5
图 10： 2018 年至今我国大中城市生猪出厂价变化 7
图 11： 2026.9.24 自繁自养、外购仔猪养殖利润分别为-205.66 元/头、-117.99 元/头 7
图 12： 2015 年至今我国宠物食品（犬猫）出口量情况 10
图 13： 2015 年至今我国宠物食品（犬猫）出口额及增速 10
图 14： 2018-2028E 中国城镇宠物（犬猫）消费市场规模（亿元） 10
图 15： 2017-2025 年中国宠物食品消费市场规模（亿元） 10
图 16： 2015-2025 年中国宠物食品市场公司集中度 11
图 17： 2015-2024 美日宠物食品行业中公司 CR5 及 CR10 对比 11
图 18： 2020-2025 年中国宠物食品市场中玛氏、乖宝、雀巢、中宠、吉家市占率变化情况 11
图 19： 2022-2025 年中国养宠人群购买主粮的品牌偏好变化 11
图 20： 2024 年生猪医疗防疫费高位有所回落 12
图 21： 2014Q1-2026Q2 动物保健行业收入增长变动情况 12
图 22： 2014Q1-2026Q2 动物保健行业 ROE 变动情况 12
图 23： 2014Q1-2026Q2 动物保健行业销售净利率变动情况 12
图 24： 26 年 8 月我国疫苗批签发量同比-19% 13
图 25： 2019Q1-2026Q2 上市疫苗企业批签发量（次） 13
图 26： 2013-2023 年我国强制、非强制免疫生物制品市场占比 13
图 27： 2013-2023 年我国强制、非强制猪苗市场份额对比 13
图 28： 2003-2023 年我国生猪饲养规模化情况 14
图 29： 厄尔尼诺大气环流示意图 15
图 30： 相对海洋诺尼指数（RONI） 16
图 31： 2024-2026 年 30 天 SOI 值 17
图 32： 2026 年 10-12 月全球海面温度展望 17
图 33： 2026 年 10-12 月全球海面温度展望 17
图 34： 厄尔尼诺全球气温与降水异常影响分布图 18
图 35： 全球农业干旱胁迫指数（ASI）分布图 19

下载日志已记录，仅供内部参考

图 36： 2023 年厄尔尼诺对关键大宗商品的预计影响..... 19

下载日志已记录，仅供内部参考

表 1： 2016-2026 年农林牧渔行业及其子板块畜禽养殖行业 EPS 情况（单位：元）.....5
表 2： 2010-2026 年我国生猪自繁自养月度利润情况（单位：元/头）.....8
表 3： 部分养殖企业生猪出栏情况.....9
表 4： 生猪养殖行业五力模型分析.....9
表 5： 疫苗行业五力模型分析.....14
表 6： 热带太平洋海温监测分区及定义.....16
表 7： 相对 Niño3.4 概率.....18
表 8： 核心组合推荐（收盘价为 2026 年 9 月 28 日）.....20

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

谢芝优 农业行业首席分析师。南京大学管理学硕士。2015 年起先后供职于西南证券、国泰君安证券从事研究工作，2018 年加入银河证券。曾获 2024 年第十二届 Wind 金牌分析师农林牧渔第 5 名，2024 年第十二届&2022 年第十届 Choice 最佳农林牧渔行业分析师、最佳农林牧渔行业分析师团队，2016 年新财富农林牧渔第 4 名、新财富最具潜力第 1 名、金牛奖农业第 1 名、IAMAC 农业第 3 名、Wind 金牌分析师农业第 1 名团队成员。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：	相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：	相对基准指数涨幅在-5%～10%之间
		回避：	相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐：	相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：	相对基准指数涨幅在 5%～20%之间
		中性：	相对基准指数涨幅在-5%～5%之间
		回避：	相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程 曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：林 程 021-60387901 lincheng_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田 薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚 颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn