

生猪价格走弱，巴西爆发禽流感

投资评级：看好（维持）

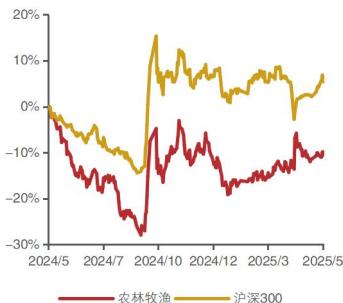
证券分析师

雷轶
SAC: S1350524110001
leiyyi@huayuanstock.com冯佳文
SAC: S1350524120003
fengjiawen@huayuanstock.com
顾超
SAC: S1350524110005
guchao@huayuanstock.com

联系人

李冉
liran02@huayuanstock.com

板块表现：



投资要点：

➤ 生猪：猪价短期维持震荡，4月第三方产能震荡略增。

本周涌益数据最新猪价为14.58元/kg，出栏均重为129.71kg，15kg仔猪报价630元/头，175kg标肥价差降至0.36元/kg。近期二育入场情绪谨慎，猪价展现弱势，短期猪价或维持震荡；中长期看全年总体供给偏多，猪价弱势较为确定。产能方面，3月统计局全国能繁母猪存栏量4039万头，同比增长1.2%，环比24年底降0.96%，但仍接近105%的产能调控绿色合理区间。第三方机构涌益4月数据显示能繁存栏环比+0.4%，同比增5.21%（上月数值-0.25%），主要因部分中型规模母猪场布局扩产，计划根据下半年卖仔猪或明年自繁自养卖育肥猪灵活操作。当前猪价仍有盈利，行业产能或维持震荡，后续饲料原料价格仍有不确定性，若出现持续深度亏损，产能或进入去化区间。

摒弃周期思维、回归财务表现本身。从行业与周期视角看，猪价预测的难度越来越大，而不同企业的经营效率差异仍十分明显，投资应从“周期思维”向“优质优价”转化。对应到股价层面，当前生猪板块市场关注度较低，且板块估值处于相对低位，成本领先企业在2025年盈利确定性较强，建议重点关注优质生猪养殖龙头牧原股份、温氏股份、德康农牧等。

➤ 肉鸡：巴西爆发禽流感，关注25年种源向上弹性。

全球最大鸡肉出口国巴西爆发商业养殖场禽流感，或触发贸易禁令，助推国内鸡肉价格回暖。毛鸡价格触底反弹，鸡苗价格连续回暖。5月19日烟台鸡苗报价3元/羽，环比-3.23%，同比-9.09%；毛鸡价格7.4元/公斤，环比-0.8%，同比-3.39%。终端鸡肉价格表现一般，种禽（父母代）盈利较好，侧面验证行业种鸡质量问题逐步凸显。

产业链话语权向种源端集中或为新常态。目前各品种父母代价差较大，优质、紧俏的进口种源较长时间或仍为产业“宠儿”，叠加2020年后下游养殖、屠宰产能扩建较多，产业链利润向上游集中短期难改变。

2条主线关注ROE改善且有持续性的标的。①优质进口种源龙头，因产业链环节、品种等要素存在超额利润，重点关注益生股份；②全产业链龙头，养殖盈利不受上游挤压，下游食品资产优质，重点关注圣农发展。

➤ 饲料：重点推荐海大集团，现金流拐点+海外高增长。

鱼价上涨+饲料跌价、24年水产养殖盈利有所改善；饲料销量恢复滞后养殖端景气改善、预计25年水产料需求弹性复苏。本周鱼价表现较好，普水中草鱼、鲫鱼、鲤鱼、罗非鱼同比+11%/+10%/-9%/-27%，环比+3.7%/+9.0%/+0%/-2.5%，特水中叉尾、生鱼、加州鲈、白对虾同比+22%/+9%/+35%/+5%，环比

-0.9%/+1%/+18.5%/-13.0%。

国内资本疯狂扩张期已结束、龙头进入现金流稳定回流的制造业新阶段。22、23年上游大宗高启+终端养殖行情萎靡+饲料价格战，中小料企存活艰难、有所出清。龙头产能布局完成，资本开支进入下行周期，可凭借自身成本、配方、服务、资金等优势提升市占率，现金流状况改善。

关注国内自由现金流拐点出现、海外贡献高利润增量的龙头，重点推荐海大集团。

➤ **宠物：长坡厚雪、持续增长的好赛道，关注自主品牌放量。**

2025年4月宠物行业淘系销售数据显示，猫主粮、狗主粮销售额分别为8.1亿元、3.8亿元；同比-4.7%、-6.2%。猫零食、狗零食销售额分别为2.2亿元、1.1亿元；同比-17.2%、-3.9%。受3月大促影响，4月销售平淡，各品牌销售有所回落。外资品牌因加税因素，市场形成提价预期，囤货拉动4月销售。

分品牌销售额同比：【乖宝】麦富迪+28%，弗列加特+57%。【中宠】顽皮-3.5%，领先-5.6%，Zeal-28%。【佩蒂】爵宴+34%。【路斯】-20.8%。

4月排名：【乖宝】麦富迪：猫粮#2 (↑3)，犬粮#2 (↓1)，猫零食#1 (→)，狗零食#1 (→)。弗列加特：猫粮#5 (↓3)，猫零食#34 (↓3)。

【中宠】顽皮：猫粮#27 (↑5)，猫零食#3 (↑2)，狗零食#5 (↑1)。领先：猫粮#35 (↓14)，猫零食#13 (→)。Zeal：犬零食#8 (↓4)。

【佩蒂】爵宴：犬零食#3 (↓1)。【路斯】：猫零食#42 (↓5)，狗零食#12 (↓1)。

关注自主品牌表现优秀、业绩持续高增的乖宝，海外市场表现良好、自主品牌表现崛起的中宠等。

➤ **农产品：关税反制或助力价格上涨**

农产品以内循环为主，产业逻辑相对最不受关税影响，进口减少有望助力农产品价格从低位开始上涨。我国谷物自给率超九成，受部分美国进口依赖品种影响，农产品价格可能整体会上行，且在粮食价格整体低位情况下，农民收入问题引起重视，需要价格上涨以提升农民积极性。4月农业农村部中国大宗农产品供需形势分析显示，考虑到本年度以来玉米进口量保持低位，将2024/2025年度玉米进口量预测值下调至700万吨，大豆进口量维持不变。总体看，关税制裁影响有限，农产品进口替代来源充足，但玉米、大豆等产品价格处于历史底部，同时采购节奏或有变化，供需平衡边际改善，价格中枢抬升趋势有望延续。

- **投资建议：**农业作为国之根本，是少有的“国内供应不足、过去几年处于价格下降、资产价格底部并有资本退出”的行业，我们认为“对抗型资产溢价”+“产业逻辑相对独立且通顺”+“保护农民收入需要”+“板块估值整体处于历史低位”等多重属性使得板块配置价值明显上升，本次农业股的上涨或经历三个阶段：情绪刺激→产业逻辑演绎→周期上行带动EPS、PE双击，目前或处于第二阶段早期。
- **风险提示。**养殖产品价格波动风险、突发大规模不可控疫病、重大食品安全事件、宏观经济系统性风险、极端气候灾害导致农作物大规模减产推升粮价。

内容目录

1. 板块观点	6
1.1. 生猪	6
1.2. 肉禽	6
1.3. 饲料	6
1.4. 宠物	7
1.5. 农产品	8
2. 市场与价格情况	9
2.1. 行情表现	9
2.2. 行业新闻	11
2.3. 价格表现	13
3. 风险提示	18

图表目录

图表 1: 2025 年 4 月淘宝、天猫宠物品牌销售数据	8
图表 2: 2025 年 4 月淘宝、天猫宠物类目销售情况	8
图表 3: 沪深 300 指数收于 3889 点	9
图表 4: 沪深 300 的 PE/PB 为 12.65/1.24	9
图表 5: 农业指数收于 2621 点	9
图表 6: 农业 PE/PB 为 16.77/2.29	9
图表 7: 申万一级行业指数一周涨跌幅	10
图表 8: 农林牧渔细分板块一周涨跌幅	10
图表 9: 养殖业收于 2847 点	10
图表 10: 宠物食品收于 2392 点	10
图表 11: 饲料收于 4630 点	11
图表 12: 种植业收于 2411 点	11
图表 13: 水产收于 734 点	11
图表 14: 动保收于 4092 点	11
图表 15: 生猪/仔猪/猪肉价格	13
图表 16: 二元母猪价格	13
图表 17: 自繁自养利润为 81 元/头	13
图表 18: 外购仔猪养殖利润为 48 元/头	13
图表 19: 统计局一季度末生猪存栏 41731 万头 (单位: 万头)	14
图表 20: 3 月行业能繁母猪存栏 4039 万头 (单位: 万头)	14
图表 21: 冻品库存为 14.01%	14
图表 22: 屠宰企业开工率 (月度) 为 35.74%	14
图表 23: 3 月猪肉进口 9 万吨	14
图表 24: 香港生猪供应量与价格情况	15
图表 25: 烟台毛鸡价格报 3.7 元/斤	15
图表 26: 烟台苗鸡价格报 3.0 元/羽	15
图表 27: 白羽鸡孵化场利润为 0.21 元/羽	15
图表 28: 在产祖代种鸡存栏量	15
图表 29: 在产父母代种鸡存栏量	16

图表 30: 商品代鸡苗销售量	16
图表 31: 国内玉米价格报 2375 元/吨	16
图表 32: 国际玉米价格报 443 美分/蒲式耳	16
图表 33: 国内小麦价格报 2469 元/吨	16
图表 34: 国际小麦价格报 525 美分/蒲式耳	16
图表 35: 国内豆粕价格报 2988 元/吨	17
图表 36: 国际豆粕价格报 292 美元/短吨	17
图表 37: 天然橡胶结算价为 14905 元/吨	17
图表 38: 郑商所棉花结算价为 13415 元/吨	17
图表 39: 国内白砂糖结算价为 5859 元/吨	17
图表 40: 国际原糖结算价为 17.56 美分/磅	17

1. 板块观点

1.1. 生猪

本周涌益数据最新猪价为 14.58 元/kg，出栏均重为 129.71kg，15Kg 仔猪报价 630 元/头，175kg 标肥价差降至 0.36 元/kg。近期二育入场情绪谨慎，猪价展现弱势，短期猪价或维持震荡；中长期看全年总体供给偏多，猪价弱势较为确定。产能方面，3 月统计局全国能繁母猪存栏量 4039 万头，同比增长 1.2%，环比 24 年底降 0.96%，但仍接近 105% 的产能调控绿色合理区间。第三方机构涌益 4 月数据显示能繁存栏环比+0.4%，同比增 5.21%（上月数值-0.25%），主要因部分中型规模母猪场布局扩产，计划根据下半年卖仔猪或明年自繁自养卖育肥猪灵活操作。当前猪价仍有盈利，行业产能或维持震荡，后续饲料原料价格仍有不确定性，若出现持续深度亏损，产能或进入去化区间。

摒弃周期思维、回归财务表现本身。从行业与周期视角看，猪价预测的难度越来越大，而不同企业的经营效率差异仍十分明显，投资应从“周期思维”向“优质优价”转化。对应到股价层面，当前生猪板块市场关注度较低，且板块估值处于相对低位，成本领先企业在 2025 年盈利确定性较强，建议重点关注优质生猪养殖龙头牧原股份、温氏股份等。

1.2. 肉禽

全球最大鸡肉出口国巴西爆发商业养殖场禽流感，或触发贸易禁令，助推国内鸡肉价格回暖。毛鸡价格触底反弹，鸡苗价格连续回暖。5 月 19 日烟台鸡苗报价 3 元/羽，环比-3.23%，同比-9.09%；毛鸡价格 7.4 元/公斤，环比-0.8%，同比-3.39%。终端鸡肉价格表现一般，种禽（父母代）盈利较好，侧面验证行业种鸡质量问题逐步凸显。

产业链话语权向种源端集中或为新常态。目前各品种父母代价差较大，优质、紧俏的进口种源较长时间或仍为产业“宠儿”，叠加 2020 年后下游养殖、屠宰产能扩建较多，产业链利润向上游集中短期难改变。

2 条主线关注 ROE 改善且有持续性的标的。①优质进口种源龙头，因产业链环节、品种等要素存在超额利润，重点关注益生股份；②全产业链龙头，养殖盈利不受上游挤压，下游食品资产优质，重点关注圣农发展。

1.3. 饲料

鱼价上涨+饲料跌价、24 年水产养殖盈利有所改善；饲料销量恢复滞后养殖端景气改善、预计 25 年水产料需求弹性复苏。本周鱼价表现较好，普水中草鱼、鲫鱼、鲤鱼、罗非鱼同比+11%/+10%/-9%/-27%，环比+3.7%/+9.0%/+0%/-2.5%，特水中叉尾、生鱼、加州鲈、白对虾同比+22%/+9%/+35%/+5%，环比-0.9%/+1%/+18.5%/-13.0%。

国内资本疯狂扩张期已结束、龙头进入现金流稳定回流的制造业新阶段。22、23 年上游大宗高启+终端养殖行情萎靡+饲料价格战，中小料企存活艰难、有所出清。龙头产能布局完成，资本开支进入下行周期，可凭借自身成本、配方、服务、资金等优势持续提升市占率，现金流状况改善。

关注国内自由现金流拐点出现、海外贡献高利润增量的龙头，重点推荐海大集团。

1.4. 宠物

2025年4月宠物行业淘系销售数据更新：猫主粮、狗主粮销售额分别为8.1亿元、3.8亿元；同比-4.7%、-6.2%。猫零食、狗零食销售额分别为2.2亿元、1.1亿元；同比-17.2%、-3.9%。受3月大促影响，4月销售平淡，各品牌销售有所回落。外资品牌因加税因素，市场形成提价预期，国货拉动4月销售。

分品牌销售额同比：

【乖宝】麦富迪+28%，弗列加特+57%。【中宠】顽皮-3.5%，领先-5.6%，Zeal-28%。

【佩蒂】爵宴+34%。【路斯】-20.8%。

4月排名：

【乖宝】麦富迪：猫粮#2 (↑3)，犬粮#2 (↓1)，猫零食#1 (→)，狗零食#1 (→)。
弗列加特：猫粮#5 (↓3)，猫零食#34 (↓3)。

【中宠】顽皮：猫粮#27 (↑5)，猫零食#3 (↑2)，狗零食#5 (↑1)。领先：猫粮#35 (↓14)，猫零食#13 (→)。Zeal：犬零食#8 (↓4)。

【佩蒂】爵宴：犬零食#3 (↓1)。

【路斯】：猫零食#42 (↓5)，狗零食#12 (↓1)。

关注自主品牌表现优秀、业绩持续高增的乖宝，海外市场表现良好、自主品牌表现崛起的中宠等。

图表 1: 2025 年 4 月淘宝、天猫宠物品牌销售数据

品牌	猫粮排名		狗粮排名		猫零食排名		狗零食排名		总体销售额同比增速	
	2504	变化	2504	变化	2504	变化	2504	变化	2504	2503
麦富迪	2	3	2	-1	1	0	1	0	27.94%	41.20%
弗列加特	5	-3	-	-	34	-3	-	-	57.22%	143.88%
领先	35	-14	-	-	13	0	-	-	-5.58%	70.22%
顽皮	27	5	-	-	3	2	5	1	-3.47%	-2.86%
ZEAL	-	-	-	-	-	-	8	-4	-28.05%	-4.94%
爵宴	-	-	-	-	-	-	3	-1	34.24%	57.30%
路斯	-	-	-	-	42	-5	12	-1	-20.81%	3.58%
皇家	1	0	1	1	-	-	-	-	9.85%	22.11%
鲜朗	3	0	4	-1	-	-	-	-	31.57%	39.13%
诚实一口	7	-3	13	-3	12	5	-	-	13.74%	76.80%
蓝氏	6	0	15	-3	6	2	-	-	3.21%	37.55%
原始猎食渴望	4	3	7	1	-	-	-	-	41.73%	14.31%
网易严选	10	-2	12	2	2	2	-	-	-19.35%	4.69%
天然百利	8	1	-	-	-	-	-	-	746.19%	928.24%
爱肯拿	9	1	5	1	-	-	-	-	24.98%	16.30%
卫仕	17	-6	48	-26	33	-15	-	-	-23.15%	37.81%
素力高	12	0	-	-	-	-	-	-	-27.23%	-5.54%
江小傲	15	-2	-	-	16	-1	-	-	-32.85%	-1.39%
冠能	11	3	14	2	-	-	-	-	-2.25%	-9.69%
阿飞和巴弟	16	-1	-	-	10	-4	-	-	-34.17%	-4.45%

资料来源：炼丹炉，华源证券研究所

注：排名“-”为下降，“+”为上升

图表 2: 2025 年 4 月淘宝、天猫宠物类目销售情况

	销售额(元)		同比增速	
	4月	3月	4月	3月
宠物食品及用品	4,148,529,806	3,578,181,886	-5.63%	-21.78%
猫粮	807,657,623	795,042,207	-4.68%	-21.37%
狗粮	383,889,857	400,809,834	-6.19%	-12.56%
猫零食	221,127,088	270,806,209	-17.15%	-3.99%
狗零食	106,440,718	99,218,215	-3.89%	-14.92%

资料来源：炼丹炉，华源证券研究所

1.5. 农产品

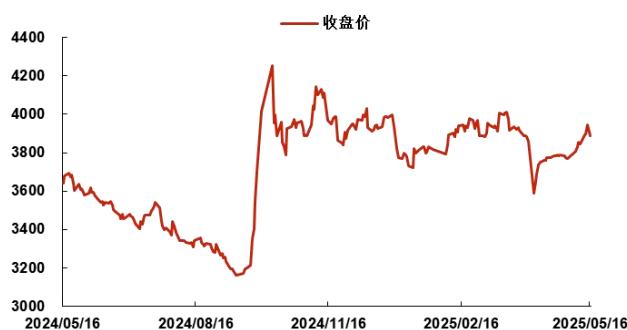
农产品以内循环为主，产业逻辑相对最不受关税影响，进口减少有望助力农产品价格从低位开始上涨。我国谷物自给率超九成，受部分美国进口依赖品种影响，农产品价格可能整体会趋势上行，且在粮食价格整体低位情况下，农民收入问题引起重视，需要价格上涨以提升农民积极性。4月农业农村部中国大宗农产品供需形势分析显示，考虑到本年度以来玉米进口量保持低位，将2024/2025年度玉米进口量预测值下调至700万吨，大豆进口量维持不变。总体看，关税制裁影响有限，农产品进口替代来源充足，但玉米、大豆等产品价格处于历史底部，同时采购节奏或有变化，供需平衡表边际改善，价格中枢抬升趋势有望延续。

2. 市场与价格情况

2.1. 行情表现

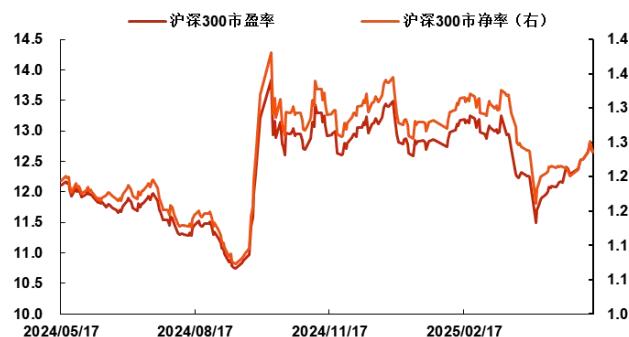
本周 (05.12–05.18) 沪深 300 指数收于 3889, 相比上周升 1.12%。农林牧渔 II (申万) 指数收于 2621, 相比上周升 0.05%, 其中宠物食品 (+10.93%) 表现最好。

图表 3: 沪深 300 指数收于 3889 点



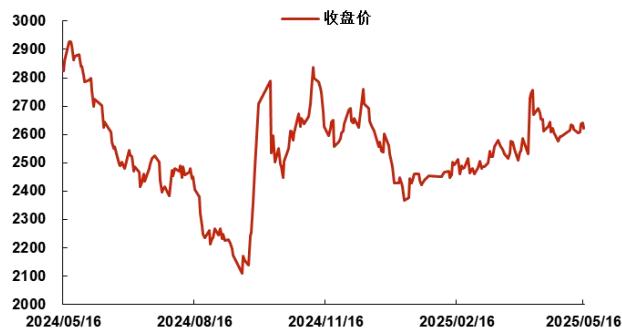
资料来源: iFind, 华源证券研究所

图表 4: 沪深 300 的 PE/PB 为 12.65/1.24



资料来源: iFind, 华源证券研究所

图表 5: 农业指数收于 2621 点

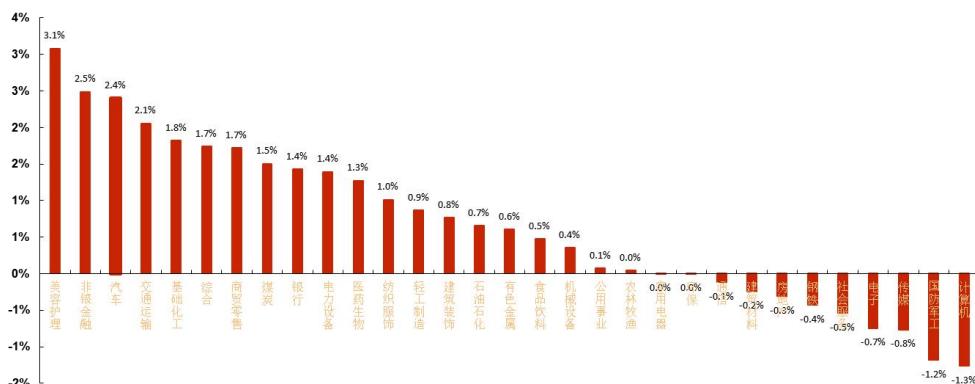


资料来源: iFind, 华源证券研究所

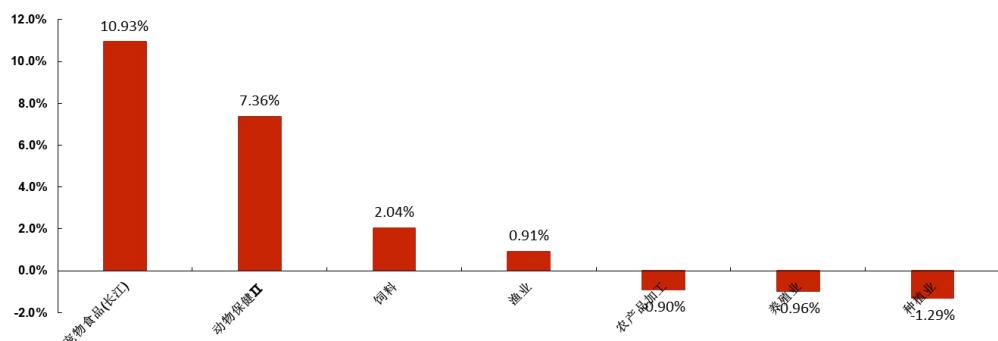
图表 6: 农业 PE/PB 为 16.77/2.29



资料来源: iFind, 华源证券研究所

图表 7：申万一级行业指数一周涨跌幅


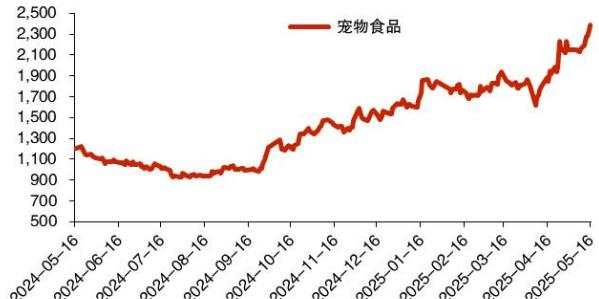
资料来源：iFind, 华源证券研究所

图表 8：农林牧渔细分板块一周涨跌幅


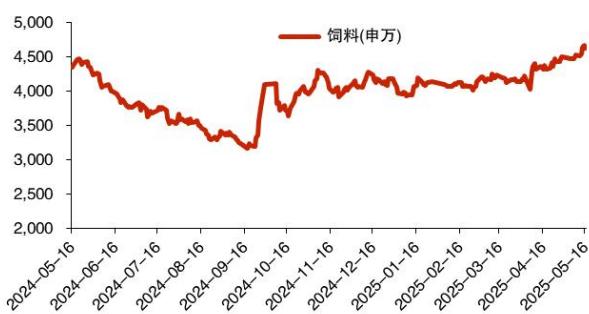
资料来源：iFind, 华源证券研究所

图表 9：养殖业收于 2847 点


资料来源：iFind, 华源证券研究所

图表 10：宠物食品收于 2392 点


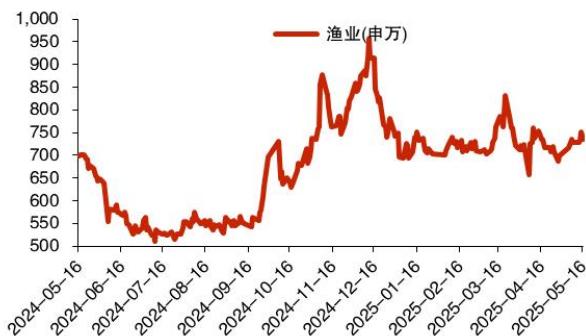
资料来源：iFind, 华源证券研究所

图表 11: 饲料收于 4630 点


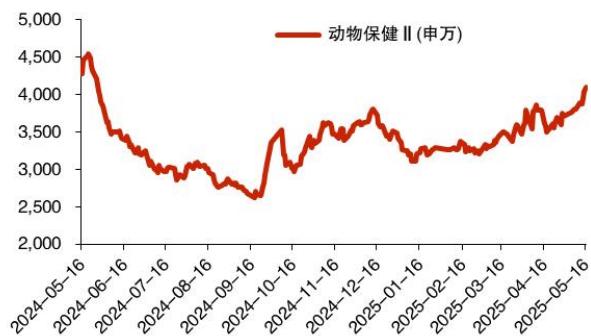
资料来源: iFind, 华源证券研究所

图表 12: 种植业收于 2411 点


资料来源: iFind, 华源证券研究所

图表 13: 水产收于 734 点


资料来源: iFind, 华源证券研究所

图表 14: 动保收于 4092 点


资料来源: iFind, 华源证券研究所

2.2. 行业新闻

1) 全球最大家禽出口国巴西确认爆发禽流感疫情

5月16日晚间，巴西农业部周五发布声明表示出现首例发生在商业农场的禽流感疫情。此次事件可能引发贸易禁令。

巴西是全球最大家禽出口国。2024年，巴西鸡肉出口额达100亿美元，约占全球贸易额的35%，其中大部分由BRF和JBS SA销售，销往约150个国家。中国是巴西鸡肉出口的最大市场，全年进口56.22万吨鸡肉。（来源：微信公众号《国际畜牧网》）

2) 秋粮收购 3.45 亿吨 旺季收购圆满收官

国家粮食和物资储备局最新发布，截至 2025 年 4 月底，2024 年度秋粮旺季收购圆满收官，累计收购秋粮 3.45 亿吨，为近年来较高水平。

秋粮收购占全年粮食收购量的四分之三左右，是全年粮食收购工作的重中之重。秋粮上市后，国家有关部门统筹市场化收购和政策性收储，加强市场监测分析，强化预期引导，多措并举畅通农民售粮渠道，秋粮收购市场活跃、进度较快、价格回升向好。新季夏粮上市在即，国家粮食和物资储备局将同有关部门持续加大工作力度，一手抓市场化收购，充分激发市场活力；一手抓政策性收储，稳市场稳预期，推动粮食价格保持在合理水平。（来源：微信公众号《粮油市场报》）

3) 干旱侵袭！麦穗干瘪抢收，多地农田 “喊渴”

据中央气象台网站消息，中央气象台 5 月 15 日 18 时继续发布气象干旱黄色预警。近日，受降水量不足等多重因素影响，我国多地出现旱情。陕西、河南、甘肃东部等地存在中度及以上气象干旱。其中，陕西西南部和河南西南部等地特旱。

今年以来，受“拉尼娜”状态影响，全国降水量较常年同期偏少近三成。河南作为我国小麦第一主产区，4 月以来干旱发展迅速。据 5 月 12 日河南省 2025 年全国防灾减灾日新闻发布会消息，至 4 月 19 日，全省 40% 的县（市）出现重度以上气象干旱。

这次干旱在部分省份具有一定极端性。今年 1 月以来，广西和江苏平均干旱日数均为 1961 年以来历史同期最多。当前正值小麦生产关键期，春灌是保障夏粮乃至全年粮食和重要农产品稳产保供的关键。气象部门预计，5 月底至 6 月初，华北西南部、华中北部、西北地区东部等旱区降水将偏多，气象干旱状况将逐步缓解。（来源：微信公众号《种子天下》）

4) 山东益生股份第五批祖代鸡顺利抵华

益生股份祖代场再传喜讯，2025 年 5 月 14 日、16 日公司又顺利从法国引进本月第二批、本年度第五批利丰祖代白羽肉种鸡 18000 套，该批种鸡从北京首都国际机场顺利入境并入住公司威海文登祖代肉种鸡场，为公司的发展提供强有力的种源支撑。

此次引进的这批利丰祖代种鸡，预计将形成年产超百万套父母代种鸡的繁育能力，通过“祖代-父母代-商品代”三级繁育体系，预计未来可为市场稳定供应 1.3 亿余只优质商品肉鸡，这将对保障民生“菜篮子”工程产生积极影响。（来源：微信公众号《益生股份》）

5) 宠物血液公司获得千万元融资

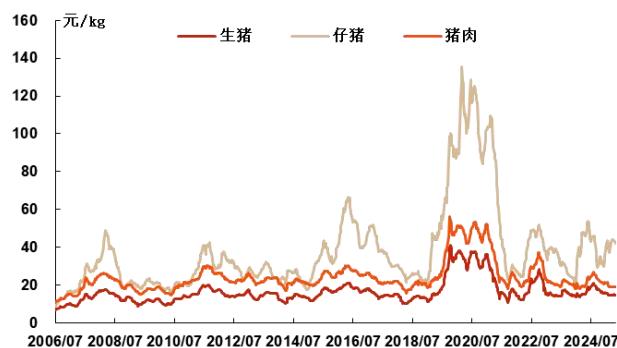
近日，国宠血液技术（江西）有限公司宣布完成千万元级天使轮融资，由上海汉维生物医药领投，土能集团跟投，黎曼猜想担任独家财务顾问。

中国宠物产业近年来迅猛发展。2023 年中国宠物医疗市场规模已达 735 亿元，伴随宠物数量突破 1 亿只，消费支出持续攀升。从基础诊疗到复杂手术、急危重症监护，宠物医疗需求日益多元化。然而，在许多高难度救治场景中，血液及血液制品的供应成为关键瓶颈。

成立于 2025 年 2 月 7 日的国宠血液技术（江西）有限公司，瞄准了这一行业痛点。该公司截至目前成立不到 4 个月即获资本青睐。其核心业务聚焦宠物全血、成分血及血液衍生产品的研发、生产，以及紧急用血服务。（来源：微信公众号《宠经说》）

2.3. 价格表现

图表 15：生猪/仔猪/猪肉价格



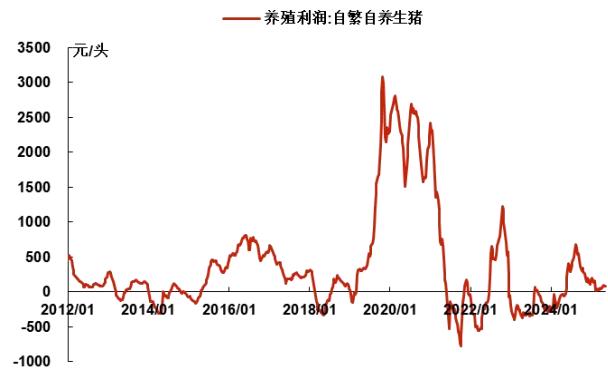
资料来源：iFind，华源证券研究所

图表 16：二元母猪价格



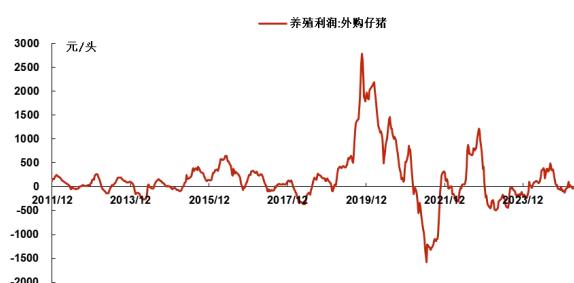
资料来源：iFind，华源证券研究所

图表 17：自繁自养利润为 81 元/头



资料来源：iFind，华源证券研究所

图表 18：外购仔猪养殖利润为 48 元/头



资料来源：iFind，华源证券研究所

图表 19：统计局一季度末生猪存栏 41731 万头（单位：万头）



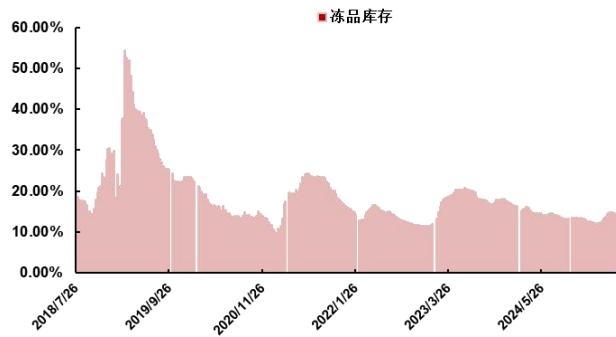
资料来源：iFind，华源证券研究所

图表 20：3 月行业能繁母猪存栏 4039 万头（单位：万头）



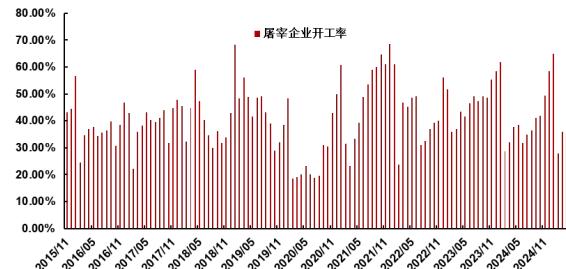
资料来源：iFind，华源证券研究所

图表 21：冻品库存为 14.01%



资料来源：iFind，华源证券研究所

图表 22：屠宰企业开工率（月度）为 35.74%



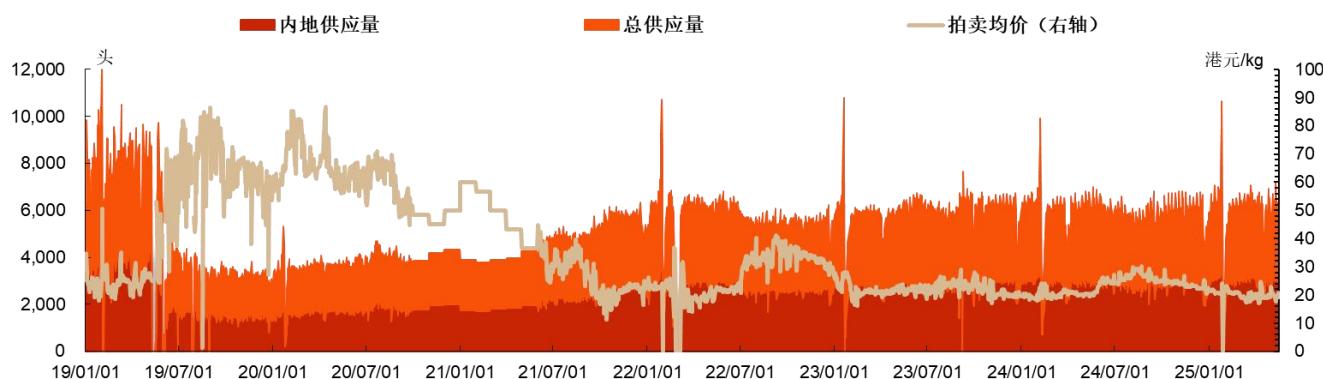
资料来源：iFind，华源证券研究所

图表 23：3 月猪肉进口 9 万吨



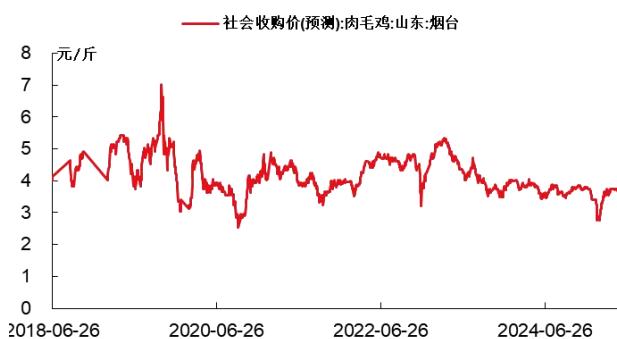
资料来源：iFind，华源证券研究所

图表 24：香港生猪供应量与价格情况



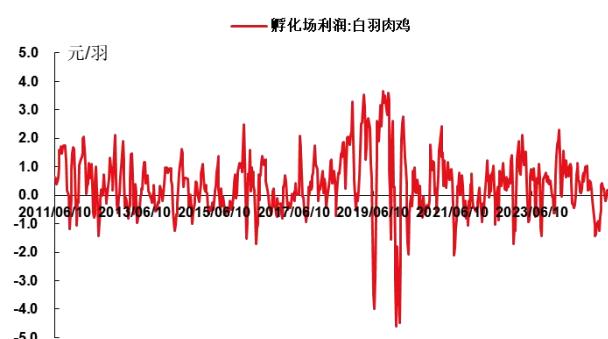
资料来源：香港食物环境卫生署，华源证券研究所

图表 25：烟台毛鸡价格报 3.7 元/斤



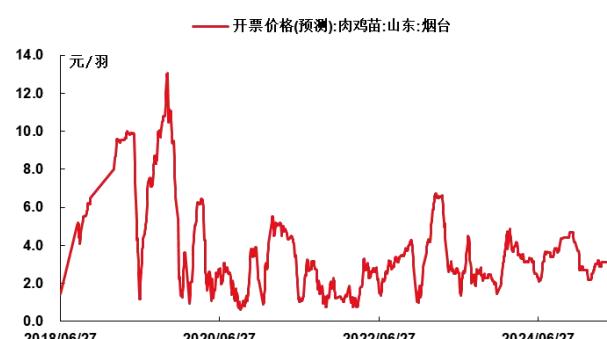
资料来源：iFind，华源证券研究所

图表 27：白羽鸡孵化场利润为 0.21 元/羽



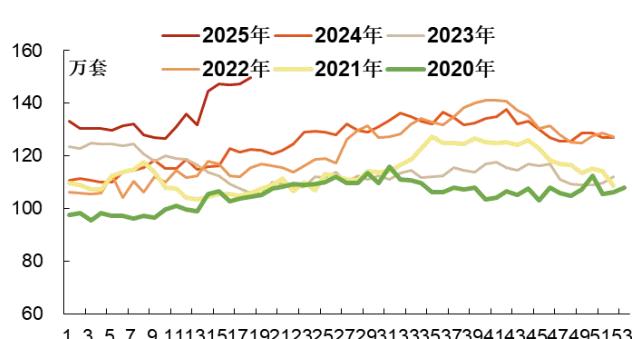
资料来源：iFind，华源证券研究所

图表 26：烟台苗鸡价格报 3.0 元/羽

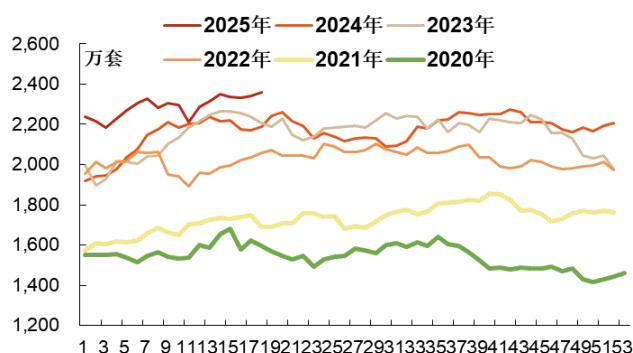


资料来源：iFind，华源证券研究所

图表 28：在产祖代种鸡存栏量



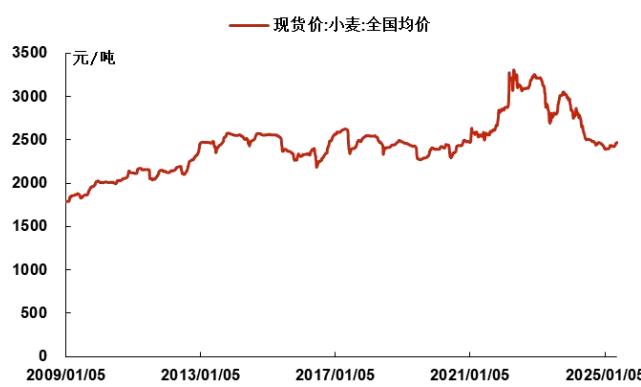
资料来源：畜牧业协会，华源证券研究所（横轴为周）

图表 29：在产父母代种鸡存栏量


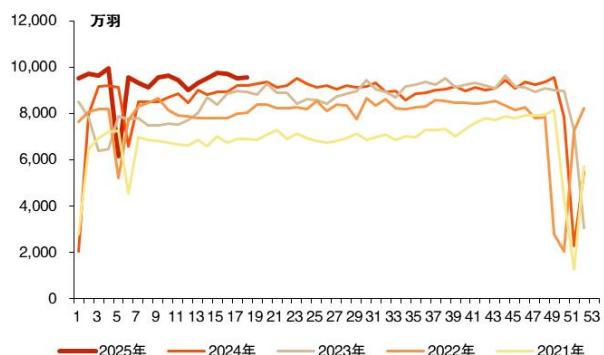
资料来源：畜牧业协会，华源证券研究所（横轴为周）

图表 31：国内玉米价格报 2375 元/吨

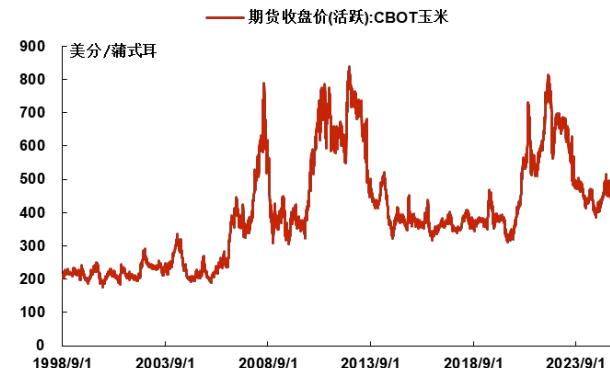

资料来源：iFind，华源证券研究所

图表 33：国内小麦价格报 2469 元/吨


资料来源：iFind，华源证券研究所

图表 30：商品代鸡苗销售量


资料来源：畜牧业协会，华源证券研究所（横轴为周）

图表 32：国际玉米价格报 443 美分/蒲式耳


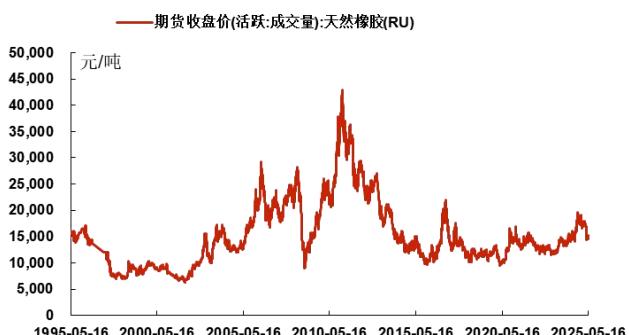
资料来源：iFind，华源证券研究所

图表 34：国际小麦价格报 525 美分/蒲式耳

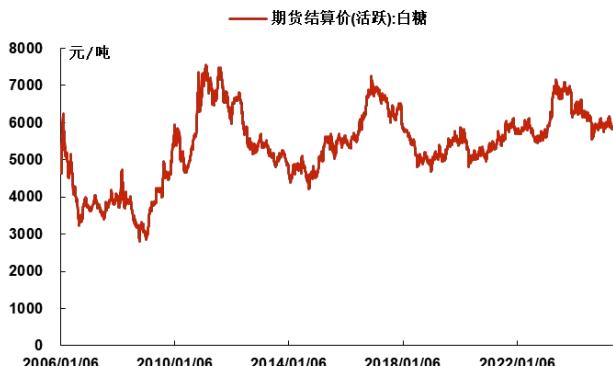

资料来源：iFind，华源证券研究所

图表 35：国内豆粕价格报 2988 元/吨

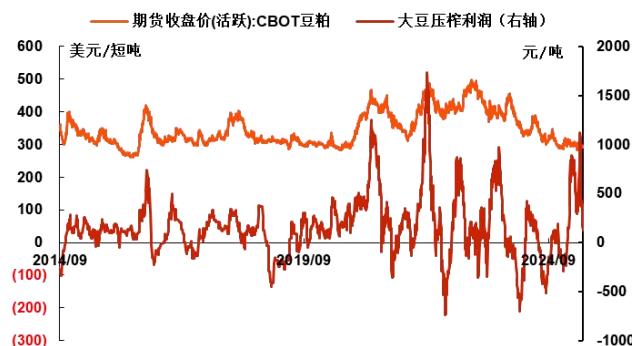

资料来源：iFind，华源证券研究所

图表 37：天然橡胶结算价为 14905 元/吨


资料来源：iFind，华源证券研究所

图表 39：国内白砂糖结算价为 5859 元/吨


资料来源：iFind，华源证券研究所

图表 36：国际豆粕价格报 292 美元/短吨


资料来源：iFind，华源证券研究所

图表 38：郑商所棉花结算价为 13415 元/吨


资料来源：iFind，华源证券研究所

图表 40：国际原糖结算价为 17.56 美分/磅


资料来源：iFind，华源证券研究所

3. 风险提示

养殖产品价格波动风险：生猪、肉鸡养殖行业经历了周期波动，其最低点皆跌破企业成本线。若价格长期跌破企业成本线，将会对企业现金流和正常运营造成较大影响，严重可导致企业破产。

突发大规模不可控疫病：生物疫病防疫永远是养殖企业工作的重点，一旦企业遭遇大规模不可控疾病，将会使企业生物性资产蒙受较大损失，对企业可持续经营造成较大影响。

重大食品安全事件：和生物疫病一样，食品安全是企业质量把控的重中之重，一旦出现食品安全事件，特别是经过媒体曝光放大，将会对企业信誉产生严重影响，动摇企业生存基石。

宏观经济系统性风险：宏观经济系统性风险将会在供需两端对企业造成影响，特别是需求端的萎靡将直接导致企业倒闭潮。

极端气候灾害导致农作物大规模减产推升粮价：养殖成本中，饲料占比 60%，玉米、豆粕、小麦等是饲料的主要构成，若极端气候灾害导致农作物大规模减产推升粮价将大大增加企业养殖成本，如果这种成本不能顺畅传导至下游，将导致企业业绩下滑，甚至危及企业日常经营。

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，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本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存 在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数。