

生猪养殖行业再次去化，中国宠物粮黄金时代已来

行业评级：增持

报告日期：2025-12-2

行业指数与沪深 300 走势比较



分析师：王莺

执业证书号：S0010520070003

邮箱：wangying@hazq.com

分析师：万定宇

执业证书号：S0010524040003

邮箱：wandy@hazq.com

主要观点：

生猪养殖再次去化，头部猪企探索成长新方向

2025 年 7 月生猪养殖行业开始步入去产能阶段，10 月末全国能繁母猪存栏量降至 4000 万头以下，产能去化明显提速。根据全国能繁母猪存栏量推算，2026 年上半年猪价仍处于下行周期，根据全国新生仔猪数推算，按照正常出栏节奏，2026 年春节后猪价将面临较大下行压力。我们判断，随着生猪养殖业全面亏损叠加官方调控政策持续落地，生猪行业去产能有望明显提速。在国内产能扩张受限的大背景下，头部猪企已开始探索新增长点，牧原积极开拓海外市场，温氏多元化经营生猪业务，优先推进肉鸡业务出海。我们综合考虑估值、ROE、养殖成本，重点推荐牧原股份、温氏股份、天康生物、立华股份。

预计 2026 年白羽鸡产业链价格温和上行，黄羽鸡盈利相对平淡

①2024 年我国白羽祖代更新量 150.07 万套，处于严重供过于求的状态；我们预计 2025 年祖代更新量会降至 120 万套左右，处于供需宽松状态。目前，在产种鸡存栏、父母代销量均处于 2019 年以来同期高位，但后备种鸡存栏已处于 2023 年以来同期低位，我们预计 2026 年白羽肉鸡产业链价格有望温和上行，建议重点关注业绩持续超预期的圣农发展。②从黄羽种源情况看，在产父母代种鸡存栏已连续 4 年呈现持续减少趋势，2024 年进一步跌破自 2018 年以来的最低值。鉴于 2024 年市场释放出的积极信号，2025 年在产父母代种鸡规模反弹，高于 2023-2024 年同期水平，在产祖代种鸡存栏规模仍处于历史最高，我们预计 2026 年黄羽鸡产业链盈利相对平淡。

中国粮黄金时代已来，头部上市宠物食品公司竞争力稳步攀升

欧睿国际数据显示：2024 年宠物食品 TOP5 品牌中，国产品牌占 3 席，宠物食品 TOP3 品牌中，国产品牌占 2 席，麦富迪持续两年成为我国宠物食品 TOP1 品牌，“中国粮”的黄金时代已然到来。头部上市宠物食品公司积极发展国内市场，顺应高端化、国产化、线上化趋势，在提升产品质量的同时，不断打磨打造新品的能力，通过持续的销售费用和研发费用投入，陆续实现境内业务盈利。乖宝宠物在头部上市宠物食品公司中最早实现境内业务盈利，中宠股份于 2024 年实现境内业务盈利，2025 年境内业务盈利进一步提升，佩蒂股份境内业务仍处于小幅亏损状态。2025 年 1-10 月，麦富迪、弗列加特、顽皮、领先、爵宴电商三平台销售额同比+14.9%、+110.6%、+28.3%、+69%、+47.8%，随着费用投入和品牌力的不断提升，头部公司市占率有望稳步提升，我们继续推荐乖宝宠物、中宠股份，建议关注佩蒂股份。

动保：静待业绩修复，宠物动保业务有望打开中长期成长空间

从历史经验来看，动保企业业绩相比养殖利润有一定滞后性，下游养殖企业持续盈利后约 1-2 个季度，动保企业业绩会出现明显改善，2H2026 猪价有望回暖，动保企业业绩或逐步修复。此外，近年来国内宠物市场整体呈稳步增长趋势，2024 年宠物医疗市场份额占 28%，

仅次于宠物食品市场，2024年以来多款国产猫三联疫苗陆续上市，国产猫三联疫苗在毒株匹配程度、价格、渠道等方面具有明显优势，2025年各企业猫三联疫苗销售均取得一定成绩，打开动保公司第二增长曲线。近几年动保行业竞争持续加剧，产品同质化严重，今年猪价整体较为低迷，叠加大型养殖集团普遍采取较为激进的成本管控策略，导致猪用疫苗需求量下滑，研发新产品、开辟新业务便成为动保企业破局的关键，建议关注瑞普生物、科前生物、回盛生物、普莱柯。

1H2026 我国肉牛价格有望加速上行，建议关注牛产业链

2020-2023年新冠疫情造成我国消费需求下降，供给过快增长导致2020-2022年肉牛价格出现滞涨，2023年牛肉价格开启了二十年以来的第一轮大跌。2023-2025年，我国能繁母牛持续去化，2025年9月末我国牛存栏已降至9,932万头，较2023年末累计下降5.5%，为牛价大涨奠定基础。牛属于单胎动物，且养殖周期漫长，从能繁母牛怀孕到育成牛出栏需要约28个月，我们推算，2026年上半年我国肉牛价格将开始加速上行，在牛肉进口政策相对平稳的情况下，本轮牛价上涨有望持续至2028年，建议关注牛产业链。

风险提示

疫情；政策调整；自然灾害；汇率波动风险；原材料价格波动风险；宠物公司国内市场开拓不达预期风险。

推荐公司盈利预测与评级：

| 公司 | EPS(元) | | | PE | | | 评级 |
|------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|----|
| | 2025E | 2026E | 2027E | 2025E | 2026E | 2027E | |
| 温氏股份 | 1.01 | 1.63 | 2.1 | 17.4 | 10.8 | 8.4 | 买入 |
| 牧原股份 | 3.08 | 4.28 | 6.01 | 16.1 | 11.6 | 8.3 | 买入 |
| 天康生物 | 0.33 | 0.54 | 0.67 | 21.7 | 13.2 | 10.7 | 买入 |
| 立华股份 | 0.53 | 1.85 | 1.99 | 38.9 | 11.2 | 10.4 | 买入 |
| 海大集团 | 3.01 | 3.49 | 3.74 | 18.3 | 15.8 | 14.8 | 买入 |
| 圣农发展 | 1.14 | 1.1 | 1.21 | 14.1 | 14.6 | 13.3 | 买入 |
| 乖宝宠物 | 1.73 | 2.23 | 2.54 | 40.2 | 31.2 | 27.4 | 买入 |
| 中宠股份 | 1.51 | 1.91 | 2.57 | 37.4 | 29.5 | 22.0 | 买入 |
| 佩蒂股份 | 0.65 | 0.80 | 0.97 | 28.0 | 22.8 | 18.8 | 买入 |
| 科前生物 | 0.93 | 1.18 | 1.33 | 17.0 | 13.4 | 11.9 | 买入 |
| 瑞普生物 | 0.95 | 1.10 | 1.27 | 20.9 | 18.1 | 15.6 | 买入 |

资料来源：wind，华安证券研究所（收盘价截至2025年12月1日）

正文目录

| | |
|--|-----------|
| 1 2025 农业指数跑赢大盘，板块配置居中 | 7 |
| 1.1 农业板块跑赢沪深 300 指数 3.15 个百分点 | 7 |
| 1.2 农业板块略低于标准配置 | 8 |
| 1.3 子板块分化，动物保健表现最优 | 9 |
| 2 生猪养殖再次去化，头部猪企探索成长新方向 | 10 |
| 2.1 生猪养殖业再次去产能 | 10 |
| 2.2 生猪产能调控政策稳步推进 | 11 |
| 2.3 生猪产能去化有望提速 | 13 |
| 2.3.1 预计 1H2026 猪价仍处于下行周期 | 13 |
| 2.3.2 生猪产能去化有望提速 | 15 |
| 2.4 降本增效仍是重中之重，头部猪企探索成长新方向 | 16 |
| 2.4.1 2025 成本整体下行，预计 2026 出栏增速明显放缓 | 16 |
| 2.4.2 头部猪企探索成长新方向 | 19 |
| 2.5 重点推荐牧原、温氏、天康、立华 | 20 |
| 3 预计 2026 年白羽鸡产业链价格温和上行 | 21 |
| 3.1 预计 2025 年祖代更新量约 120 万套 | 21 |
| 3.2 在产种鸡存栏、父母代销量处 2019 年以来同期高位 | 22 |
| 3.3 2025 年白羽鸡产业链价格低迷 | 23 |
| 3.3.1 父母代价格处于 2023 年以来偏低水平 | 23 |
| 3.3.2 商品代价格处于 2018 年以来低位 | 24 |
| 3.4 预计 2026 年白羽鸡产业链价格温和上行 | 25 |
| 4 预计 2026 年黄羽鸡盈利相对平淡 | 26 |
| 5 中国粮黄金时代已来，宠企竞争力稳步攀升 | 28 |
| 5.1 全球宠物食品市场稳健增长 | 28 |
| 5.2 中国粮黄金时代已来，头部上市宠企品牌力稳步攀升 | 29 |
| 5.2.1 国内市场稳步增长，中国粮黄金时代已来 | 29 |
| 5.2.2 主要上市宠物食品品牌电商销售额同比高增 | 31 |
| 5.2.3 重点推荐乖宝宠物、中宠股份 | 33 |
| 6 动保：静待业绩修复，关注宠物动保增长潜力 | 34 |
| 6.1 2H2026 猪价有望回暖，动保企业业绩或逐步修复 | 34 |
| 6.2 宠物动保业务有望打开中长期成长空间 | 36 |
| 7 1H2026 我国肉牛价格有望加速上行 | 38 |
| 7.1 牛属于单胎动物，且繁育时间长 | 38 |
| 7.2 2023 年开启肉牛行业剧烈去产能 | 38 |
| 7.3 牛存栏下降成为牛价大涨先行指标 | 39 |
| 7.4 1H2026 我国肉牛价格有望开始加速上行 | 40 |
| 风险提示： | 41 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图表 1 2025 年初至 11 月 28 日农业板块与沪深 300 和中小板综走势比较..... | 7 |
| 图表 2 2025 年初至 11 月 28 日各行业涨跌幅比较..... | 7 |
| 图表 3 农业行业配置比例对照图 | 8 |
| 图表 4 农业 PE 和 PB 走势图（2010 年至 2025.11.28） | 8 |
| 图表 5 农业子板块 PE 走势图（2010 年至 2025.11.28） | 8 |
| 图表 6 农业子板块 PB 走势图（2010 年至 2025.11.28） | 9 |
| 图表 7 畜禽养殖 PE、PB 走势图（2010 年至 2025.11.28） | 9 |
| 图表 8 农业股相对中小板估值（2010 年至 2025.11.28） | 9 |
| 图表 9 农业股相对沪深 300 估值（2010 年至 2025.11.28） | 9 |
| 图表 10 2025 年年初以来农业子板块涨跌幅对照图 | 10 |
| 图表 11 1995-2025 年生猪价格月度走势图，元/公斤 | 10 |
| 图表 12 中国生猪价格波动周期列表 | 11 |
| 图表 13 统计局能繁母猪存栏量变化与猪价最高点（最低点）对照表 | 11 |
| 图表 14 2025 年全国能繁母猪存栏量走势图，万头 | 12 |
| 图表 15 2024-2025 年生猪出栏均重走势图，公斤/头 | 12 |
| 图表 16 2024-2025 年二次育肥销售占比，元/公斤 | 12 |
| 图表 17 2024-2025 年 17 省份二育平均栏舍利用率对照图 | 12 |
| 图表 18 2025 年 11 月猪业发展大会主要演讲内容 | 13 |
| 图表 19 2022-2025 年全国能繁母猪月度存栏及环比变化 | 14 |
| 图表 20 2023-2025 年生猪定点屠宰企业屠宰量，万头 | 14 |
| 图表 21 2023-2025 年全国生猪单季出栏量，万头 | 14 |
| 图表 22 2023-2025 年季末全国生猪存栏量，万头 | 14 |
| 图表 23 猪价、肉猪价比值对照图 | 15 |
| 图表 24 毛白价差走势图，元/公斤 | 15 |
| 图表 25 2022-2025 年猪价对照图，元/公斤 | 15 |
| 图表 26 全国中大猪存栏量同比、环比变化图 | 15 |
| 图表 27 自繁自养生猪养殖利润，元/头 | 16 |
| 图表 28 猪粮比价（大中城市）走势图 | 16 |
| 图表 29 外购仔猪育肥头均盈利，元 | 16 |
| 图表 30 2024-2025 年 15 公斤仔猪价格走势图，元/头 | 16 |
| 图表 31 2024 年上市猪企成本对照表，元/公斤 | 17 |
| 图表 32 主要上市猪企累计出栏量及同比增速，万头 | 18 |
| 图表 33 上市猪企出栏量、能繁母猪存栏及出栏规划，万头 | 19 |
| 图表 34 上市猪企资本开支及增速对照表 | 19 |
| 图表 35 主要上市猪企头均市值对照表 | 20 |
| 图表 36 上市猪企 ROE 对照表，% | 21 |
| 图表 37 白羽祖代肉种鸡引种及更新走势图 | 22 |
| 图表 38 后备祖代种鸡周度存栏量走势图，万套 | 22 |
| 图表 39 在产祖代种鸡周度存栏量走势图，万套 | 22 |
| 图表 40 全国后备父母代种鸡周度存栏量走势图，万套 | 23 |
| 图表 41 全国在产父母代种鸡周度存栏量走势图，万套 | 23 |

| | |
|---|----|
| 图表 42 父母代种鸡苗月均销量对照图(月), 万套..... | 23 |
| 图表 43 父母代种鸡苗周度销量对照图, 万套..... | 23 |
| 图表 44 父母代鸡苗年度均价和祖代更新量对照图, 元/套..... | 24 |
| 图表 45 2018-2025 年父母代鸡苗价格对照图, 元/套 | 24 |
| 图表 46 商品代鸡苗年度均价对照图, 元/公斤 | 24 |
| 图表 47 2018-2025 年商品代鸡苗价格对照图, 元/套 | 24 |
| 图表 48 白羽肉鸡年度均价对照图, 元/公斤 | 25 |
| 图表 49 2018-2025 年白羽肉鸡价格对照图, 元/公斤 | 25 |
| 图表 50 鸡产品年度均价对照图, 元/公斤 | 25 |
| 图表 51 2018-2025 年鸡产品价格对照图, 元/公斤 | 25 |
| 图表 52 全国在产祖代黄羽肉种鸡平均存栏及同比增速..... | 26 |
| 图表 53 全国在产父母代黄羽肉种鸡平均存栏及同比增速..... | 26 |
| 图表 54 2011-2024 年黄羽肉毛鸡单只平均盈利, 元 | 26 |
| 图表 55 23-25 年全国部分黄羽肉毛鸡销售周利润, 元/公斤 | 26 |
| 图表 56 监测企业在产祖代黄羽肉种鸡周度存栏, 万套 | 27 |
| 图表 57 全国在产父母代黄羽肉种鸡周度存栏图, 万套 | 27 |
| 图表 58 全国部分商品代毛鸡平均销售价格, 元/公斤 | 27 |
| 图表 59 全国部分商品代鸡苗平均销售价格, 元/羽 | 27 |
| 图表 60 美国宠物市场销售规模及增速, 亿美元、% | 28 |
| 图表 61 美国宠物食品行业销售额及增速, 亿美元、% | 28 |
| 图表 62 美国宠物细分市场销售规模, 亿美元 | 28 |
| 图表 63 美国各类养宠家庭数量及占比对照图 | 28 |
| 图表 64 欧洲各国宠物犬数量及占比对照图, 万只、% | 29 |
| 图表 65 欧洲各国宠物猫数量及占比对照图, 万只、% | 29 |
| 图表 66 2015-2024 我国城镇犬猫消费规模, 亿元、% | 30 |
| 图表 67 2020-2024 我国城镇犬、猫消费规模, 亿元、% | 30 |
| 图表 68 2018-2024 我国犬猫数量, 万只、% | 30 |
| 图表 69 2021-2024 我国单只犬猫年均消费, 元、% | 30 |
| 图表 70 2024 年我国宠物食品品牌市占率 TOP10 | 30 |
| 图表 71 2015-2024 部分宠物食品品牌市占率变化情况, % | 30 |
| 图表 72 2025 年主要上市宠物食品公司三平台(天猫、京东、抖音)猫狗食品电商数据 | 31 |
| 图表 73 2025 年非上市宠物食品公司三平台(天猫、京东、抖音)猫狗食品电商数据 | 32 |
| 图表 74 主要宠物食品上市公司销售费用支出对照表 | 33 |
| 图表 75 主要宠物食品公司国内业务收入, 百万元 | 34 |
| 图表 76 主要宠物食品公司国内业务毛利率, % | 34 |
| 图表 77 主要宠物食品公司净利率, % | 34 |
| 图表 78 主要宠物食品公司 ROE, % | 34 |
| 图表 79 2017Q1-2025Q3 主要猪用疫苗批签发数(单位: 次) | 35 |
| 图表 80 2017-2025 前 10 月主要猪用疫苗批签发对照图 | 35 |
| 图表 81 2025 年 1-10 月主要猪用疫苗批签发同比增速 | 35 |
| 图表 82 动保公司收入同比和养殖利润对比(元/头) | 36 |
| 图表 83 动保公司归母净利润同比和养殖利润对比(元/头) | 36 |
| 图表 84 2015-2024 年城镇(犬猫)消费市场规模(亿元) | 36 |
| 图表 85 我国宠物动保市场规模(单位: 亿元) | 36 |

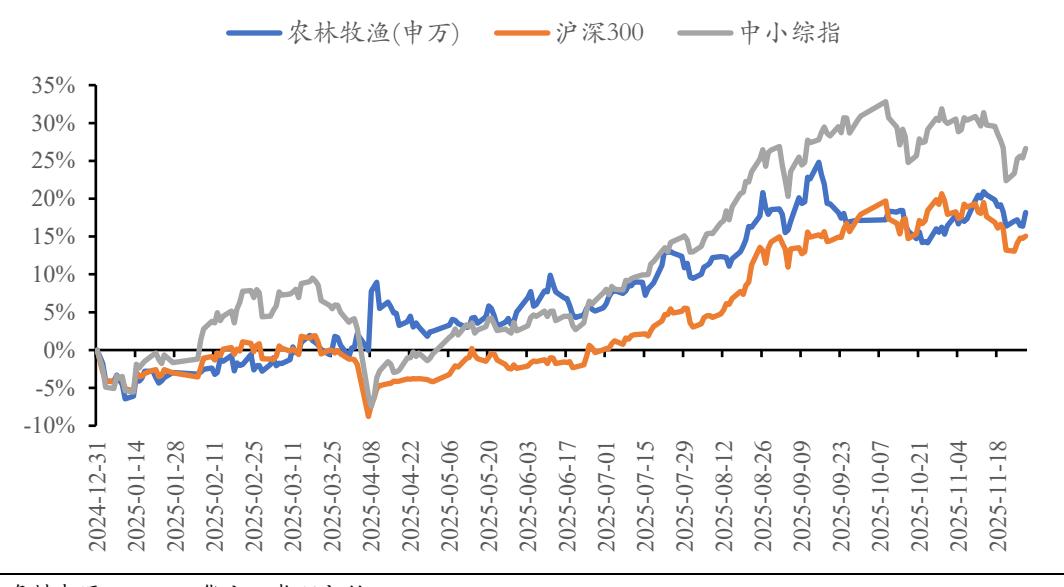
| | |
|--|----|
| 图表 86 2024 年我国宠物消费结构..... | 37 |
| 图表 87 宠物疫苗免疫率..... | 37 |
| 图表 88 中国肉牛育成图..... | 38 |
| 图表 89 2019-2024 年中国牛肉产量、进口量对照表..... | 39 |
| 图表 90 活牛（中等）集贸市场价格走势图，元/公斤..... | 39 |
| 图表 91 犊牛、架子牛、育肥牛价格对照表..... | 39 |
| 图表 92 2024-2025 年全国肉牛养殖盈利走势图，元/头 | 39 |
| 图表 93 牛肉（去骨统肉）集贸市场价格（元/公斤）..... | 40 |
| 图表 94 牛年末存栏量及同比增速走势图..... | 40 |
| 图表 95 牛季末存栏同比增速走势图..... | 40 |
| 图表 96 牛季末存栏量走势图，万头..... | 40 |
| 图表 97 商务部对进口牛肉进行保障措施立案调查列表..... | 40 |
| 图表 98 牛肉（去骨统肉）集贸市场价格图，元/公斤 | 41 |
| 图表 99 活牛集贸市场价格图，元/公斤..... | 41 |

1 2025 农业指数跑赢大盘，板块配置居中

1.1 农业板块跑赢沪深 300 指数 3.15 个百分点

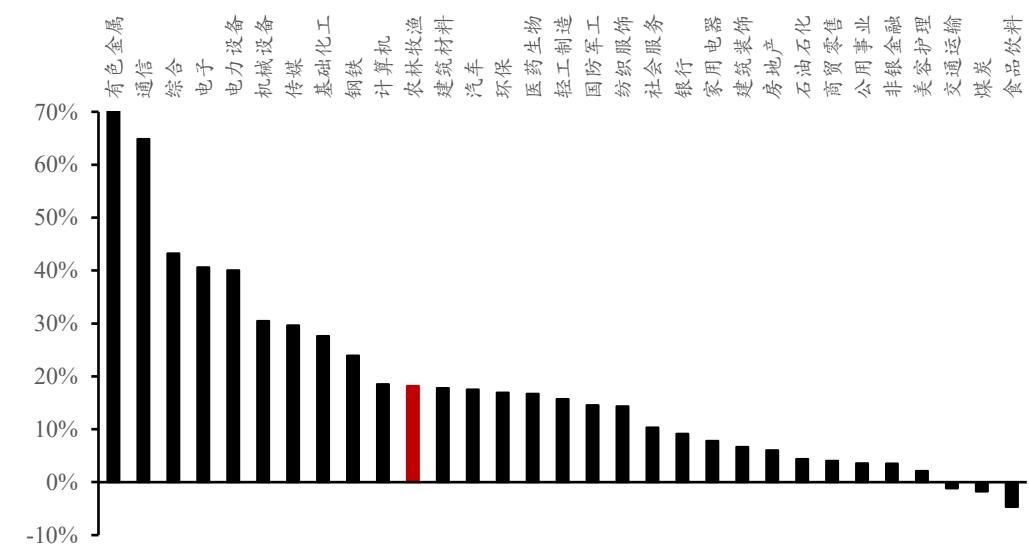
2025 年初至 11 月 28 日，农林牧渔（申万）指数+18.19%，沪深 300 指数+15.04%，中小板综指数+26.64%，农业板块跑赢沪深 300 指数 3.15 个百分点，跑输中小板 8.45 个百分点；农林牧渔在申万 31 个子行业中涨幅排名第 11 位。

图表 1 2025 年初至 11 月 28 日农业板块与沪深 300 和中小板综走势比较



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 2 2025 年初至 11 月 28 日各行业涨跌幅比较

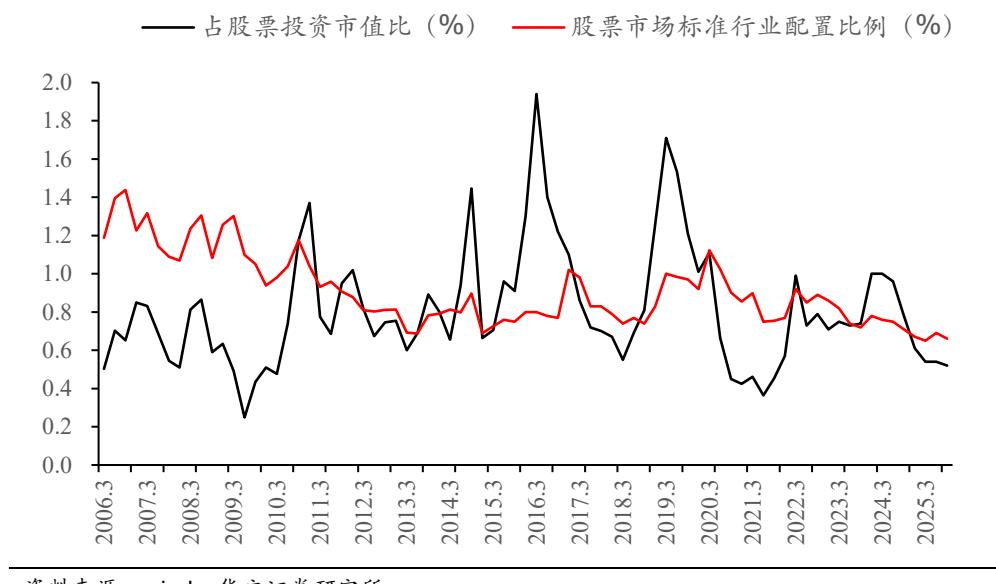


资料来源：wind，华安证券研究所

1.2 农业板块略低于标准配置

2025年三季末，农业行业占股票投资市值比重为0.52%，环比-0.02pct，同比-0.26pct，低于标准配置0.14个百分点，处于历史平均水平。

图表3 农业行业配置比例对照图



资料来源：wind, 华安证券研究所

2025年11月28日，农业板块绝对PE和绝对PB分别为25.6倍和2.9倍，2010年至今农业板块绝对PE和绝对PB的历史均值分别为110.0倍和3.6倍；农业板块相对中小板PE和PB分别为0.6倍和1.0倍，历史均值分别为3.1倍和1.1倍；农业板块相对沪深300PE和PB分别为1.8和1.9倍，历史均值分别为9.2倍和2.3倍。

图表4 农业PE和PB走势图（2010年至2025.11.28）



图表5 农业子板块PE走势图（2010年至2025.11.28）



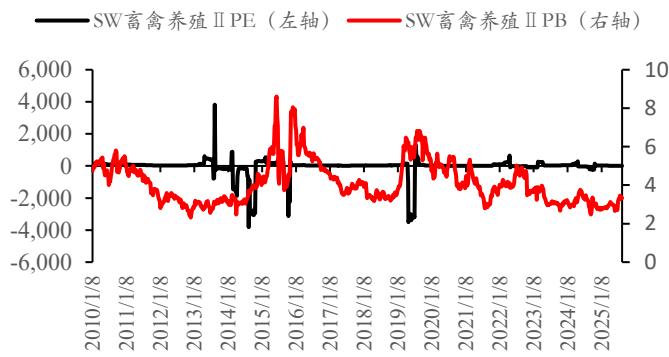
资料来源：wind, 华安证券研究所

资料来源：wind, 华安证券研究所

图表 6 农业子板块 PB 走势图（2010 年至 2025.11.28）



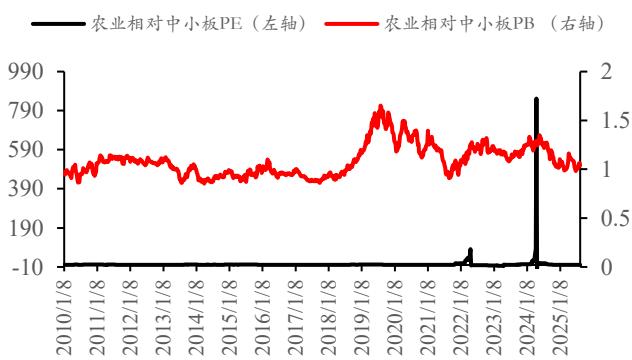
图表 7 畜禽养殖 PE、PB 走势图（2010 年至 2025.11.28）



资料来源：wind，华安证券研究所

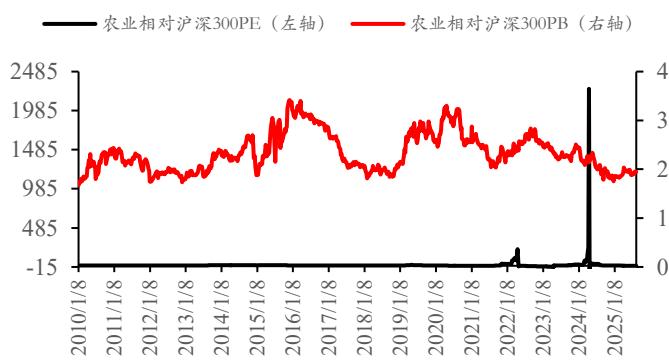
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 8 农业股相对中小板估值（2010 年至 2025.11.28）



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 9 农业股相对沪深 300 估值（2010 年至 2025.11.28）

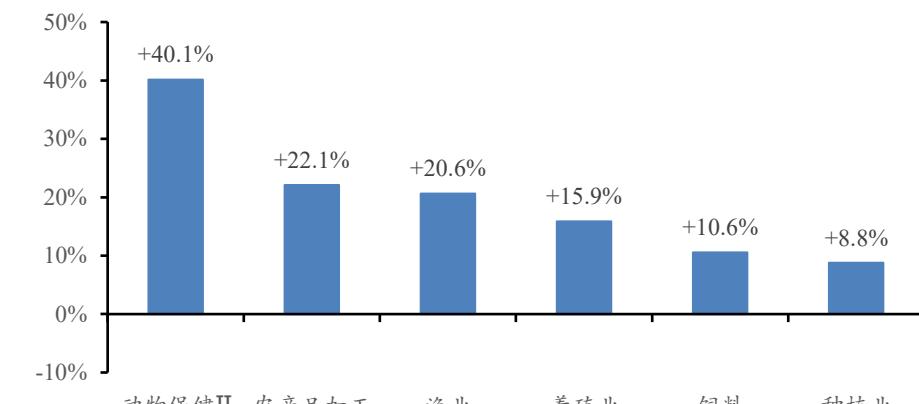


资料来源：wind，华安证券研究所

1.3 子板块分化，动物保健表现最优

2025 年初至 11 月 28 日，农业各子板块涨幅从高到低依次为动物保健 II (+40.1%)、农产品加工 (+22.1%)、渔业 (+20.6%)、养殖业 (+15.9%)、饲料 (+10.6%)、种植业 (+8.8%)。

图表 10 2025 年年初以来农业子板块涨跌幅对照图



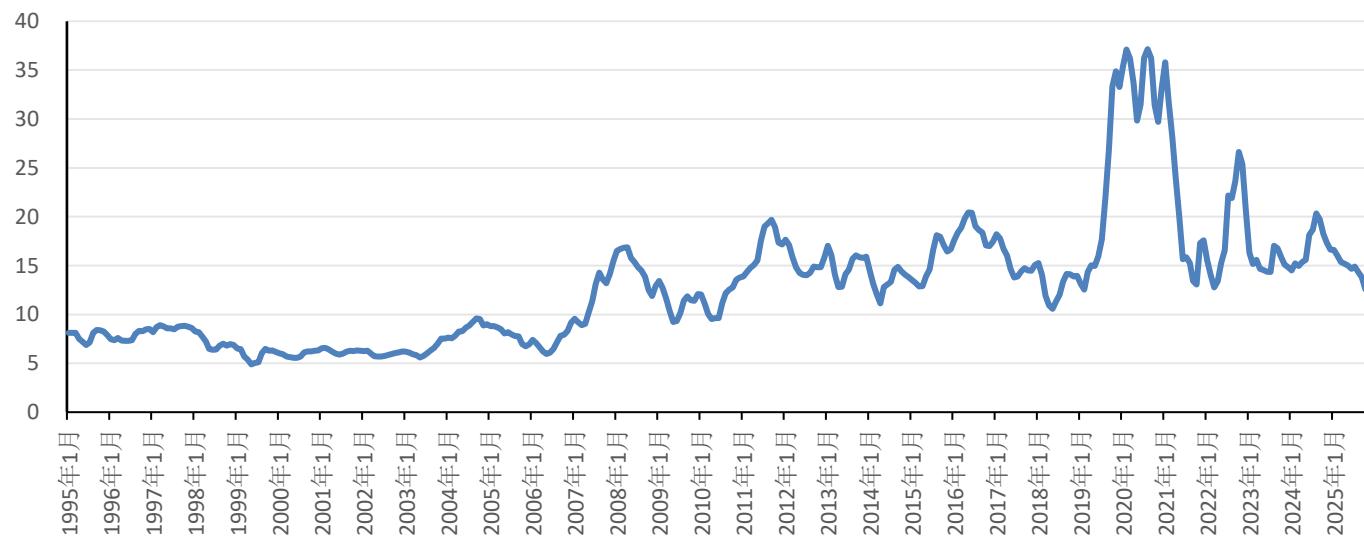
资料来源：wind，华安证券研究所

2 生猪养殖再次去化，头部猪企探索成长新方向

2.1 生猪养殖业再次去产能

1995 年 1 月至 2022 年 10 月，我国生猪养殖行业经历了七轮完整周期，最短 36 个月，最长 49 个月，猪价波动周期 3-4 年。其中，最大一波上涨出现在 2018 年 5 月至 2022 年 3 月，最大涨幅 251.5%，由非瘟疫情引发。2022 年 3 月，生猪养殖业进入第八轮周期，目前处于第八轮猪周期中的下行周期。

图表 11 1995-2025 年生猪价格月度走势图，元/公斤



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 12 中国生猪价格波动周期列表

| | 完整周期 | 上升阶段 | 下降阶段 | 完整周期 | 上升周期 | 下降周期 | 严重疫病 | 生猪价格(元/公斤) | | |
|-----|---------------|----------------|----------------|------|------|------|------|------------|-------|---------|
| | | | | | | | | 最高点 | 最低点 | 最大涨幅 |
| 周期一 | 1995/6-1999/5 | 1995/6-1997/10 | 1997/10-1999/5 | 47个月 | 28个月 | 19个月 | | 8.83 | 6.88 | |
| 周期二 | 1999/5-2003/5 | 1999/5-2001/12 | 2001/2-2003/5 | 48个月 | 21个月 | 27个月 | | 6.57 | 4.89 | |
| 周期三 | 2003/5-2006/5 | 2003/5-2004/9 | 2004/9-2006/5 | 36个月 | 16个月 | 20个月 | 非典 | 9.66 | 5.78 | 97.55% |
| 周期四 | 2006/5-2010/4 | 2006/5-2008/4 | 2008/4-2010/4 | 47个月 | 23个月 | 24个月 | 蓝耳病 | 16.87 | 5.96 | 191.87% |
| 周期五 | 2010/4-2014/4 | 2010/4-2011/9 | 2011/9-2014/4 | 48个月 | 17个月 | 31个月 | 口蹄疫 | 19.68 | 9.53 | 230.20% |
| 周期六 | 2014/4-2018/5 | 2014/4-2016/5 | 2016/5-2018/5 | 49个月 | 25个月 | 24个月 | | 20.45 | 10.57 | 114.59% |
| 周期七 | 2018/5-2022/3 | 2018/5-2021/1 | 2021/1-2022/3 | 46个月 | 32个月 | 14个月 | 非瘟 | 37.15 | 12.76 | 251.47% |
| 周期八 | 2022/3-至今 | 2022/3-2022/10 | 2022/10-至今 | | 10个月 | | | 26.64 | | 108.78% |

资料来源：中国畜牧业信息网，农业部，华安证券研究所

回顾能繁母猪存栏量变化与猪价最高点/最低点：

① 2017年12月-2019年9月，统计局公布的能繁母猪存栏量下降32.9%，2019年10月30日猪价达到峰值38.71元/公斤；2019年9月-2021年6月，能繁母猪存栏量大增52.1%，2021年10月8日猪价跌至最低点11.54元/公斤；2021年6月-2022年3月累计去化8.3%，受产能去化、延迟配种、二育等多重因素影响，猪价于2022年10月26日达到峰值27.66元/公斤；2022年3月-2022年12月，能繁母猪存栏量小幅上升4.9%，2023年7月12日猪价跌至低点14.19元/公斤；2022年12月-2024年3月累计去化9.1%，2024年8月15日猪价达到峰值20.92元/公斤。

② 2024年3月-2025年6月累计上升仅1.3%，2025年10月16日猪价跌至阶段性低点12.3元/公斤，2025年7月至今，生猪养殖行业再次去产能。

图表 13 统计局能繁母猪存栏量变化与猪价最高点（最低点）对照表

| 产能变化时间段 | 能繁母猪存栏量(统计局) | | | 猪价高点/低点(元/公斤)- 农业农村部周度均价 |
|----------------|--------------|---------|--------|-----------------------------|
| | 期初(万头) | 期末(万头) | 波幅 | |
| 2017.12-2019.9 | 4,472 | 3,000 | -32.9% | 38.71(2019年10月30日) |
| 2019.9-2021.6 | 3,000 | 4,564 | 52.1% | 11.54(2021年10月8日) |
| 2021.6-2022.3 | 4,564 | 4,185 | -8.3% | 27.66(2022年10月26日) |
| 2022.3-2022.12 | 4,185 | 4,390 | 4.9% | 14.19(2023年7月12日) |
| 2022.12-2024.3 | 4,390 | 3,992 | -9.1% | 20.92(2024年8月15日) |
| 2024.3-2025.6 | 3,992 | 4,043 | 1.3% | 12.3(2025年10月16日)短期低点 |
| 2025.6-至今 | 4,043 | 低于4,000 | -1% | |

资料来源：农业农村部，涌益咨询，华安证券研究所

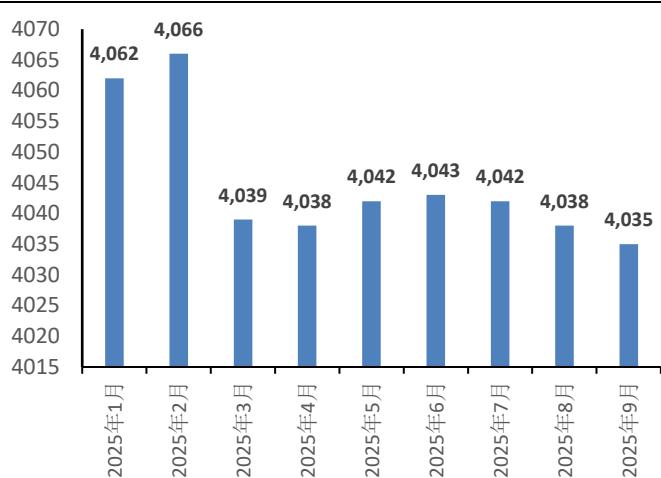
2.2 生猪产能调控政策稳步推进

2025年5-8月，发改委释放稳定猪价信号，要求国内大型集团猪企停止增加能繁母猪存栏，出栏体重控制在120kg，且不鼓励二育销售。

9月，农业部畜牧兽医局会同国家发改委价格司召开生猪产能调控企业座谈会，主要举措包括：25家头部猪企需于近期上报减产计划，年内减少能繁母猪存栏100万头；各省份也需要调减能繁母猪，省份调减任务与头部企业产能调减任务有重合。本次会议较前几次明显加码。

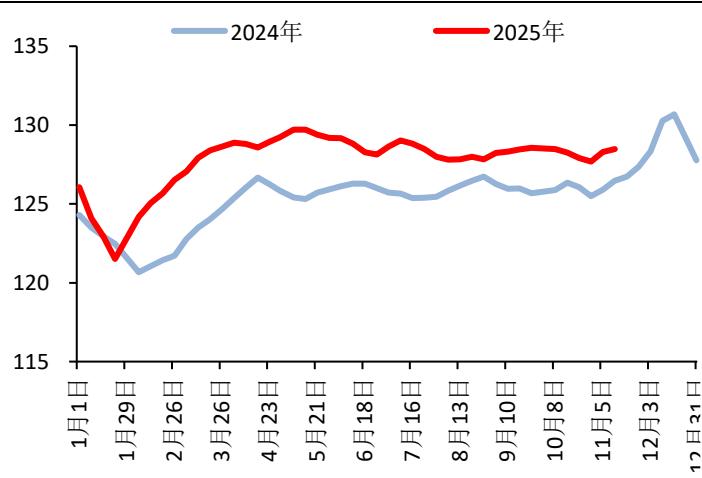
截至9月末，全国能繁母猪存栏量4,035万头，较4月末仅下降3万头，政策影响有望在Q4逐步显现，2025年10月末，能繁母猪存栏量降至4000万头以内。出栏均重持续高于2024年同期，6月以来生猪均重始终稳定在127.69公斤以上；二次育肥销售占比维持相对低位，10-11月17省份平均栏舍利用率出现快速反弹。

图表 14 2025年全国能繁母猪存栏量走势图，万头



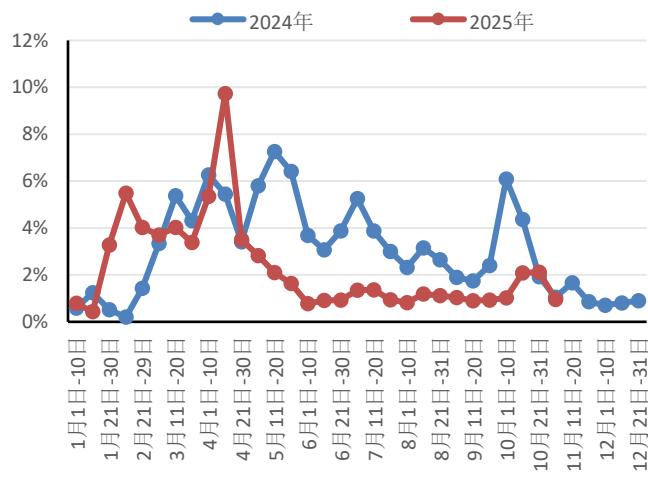
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 15 2024-2025年生猪出栏均重走势图，公斤/头



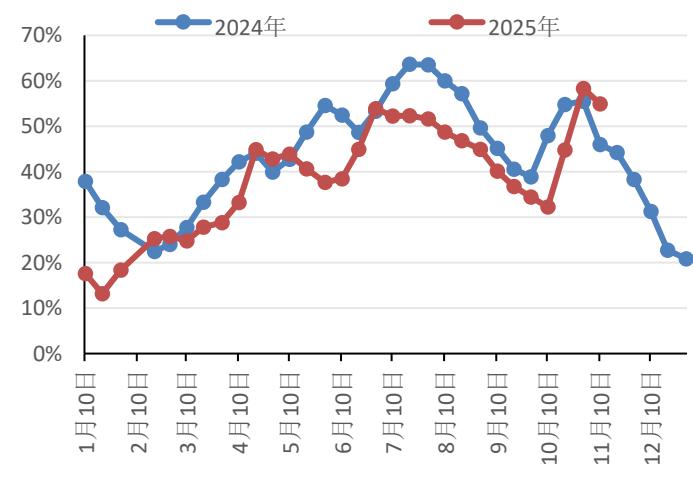
资料来源：涌益咨询，华安证券研究所

图表 16 2024-2025年二次育肥销售占比，元/公斤



资料来源：涌益咨询，华安证券研究所

图表 17 2024-2025年17省份二育平均栏舍利用率对照图



资料来源：涌益咨询，华安证券研究所

11月2日，2025年生猪产业发展大会在云浮举办，中国畜牧业协会会长蔡辉益、全国政协委员&农业农村部原副部长马有祥、农业农村部畜牧兽医局监测信息处

三级调研员林湛榔等多位领导发表演讲。本次会议提出“提质增效”、“积极探索符合市场规律的产能调控方式”、“稳住生猪产能，保证生猪供应”等重要观点。我们认为，政策端将更精准有效地进行生猪产能调控，兼具价格调控责任和保供责任。

11月18-19日，农业农村部在安徽蚌埠召开稳定畜牧业生产工作推进会，会议强调，要加快落实生猪产能综合调控。

图表 18 2025 年 11 月猪业发展大会主要演讲内容

| 演讲人 | 内容 |
|---|--|
| 中国畜牧业协会会长蔡辉益 | 需落实农业农村部产能调控要求，走高质量发展路 |
| | 大企业必须要发挥带头作用，中小企业也要跟随，不要逆势扩张； |
| | 要积极探索符合市场规律的产能调控方式； |
| 广东省委农办主任 广东省农业农村厅党组书记、厅长 广东省乡村振兴局局长 刘棕会 | 稳住生猪产能，保证生猪供应。鼓励企业逆周期调节机制，增强产业韧性和抗风险能力 |
| | 强化科技创新驱动，推进科技创新和产业创新深度融合。 |
| 全国政协委员、农业农村部原副部长 马有祥 | 产业调控将更加精准有效 |
| | 整体上遵循市场规则，产能调控的目标是保供 |
| | 大企业给政府做些配合，长远看对行业是有利的；小户退出是必然，是历史规律。 |
| 农业农村部畜牧兽医局监测信息处 三级研究员 林湛榔 | 生猪产能调控措施 2.0 阶段（2025 起）：推动 100 万头能繁母猪调减任务，分解至各省实施。 |

资料来源：2025年生猪产业发展大会，华安证券研究所

2.3 生猪产能去化有望提速

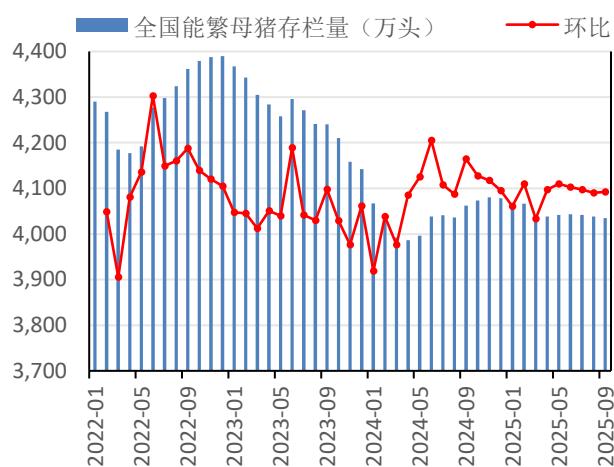
2.3.1 预计 1H2026 猪价仍处于下行周期

2022年12月-2024年4月，生猪养殖行业累计去化9.2%，2024年生猪出栏量、存栏量、屠宰量均低于2023年，对应猪价处于上行周期。

2024年5月-2025年6月，生猪产能窄幅波动，累计增幅仅1.4%。2025Q1-Q3，全国生猪出栏量分别为1.95亿头、1.71亿头、1.64亿头，同比分别+0.1%、+1.2%、+4.7%；2025Q1-Q3，全国生猪定点屠宰企业屠宰量分别为9,056万头、9,299万头、10,100万头，同比分别+8.1%、+21.4%、+34.5%；2025年1季末-3季末，全国生猪存栏量分别为4.17亿头、4.24亿头、4.37亿头，同比分别+2.2%、+2.2%、+2.3%。受产能提升和生产效率提升的双重影响，2025年生猪价格持续回落，根据能繁母猪存栏量推算，2026年上半年猪价仍处于下行周期。

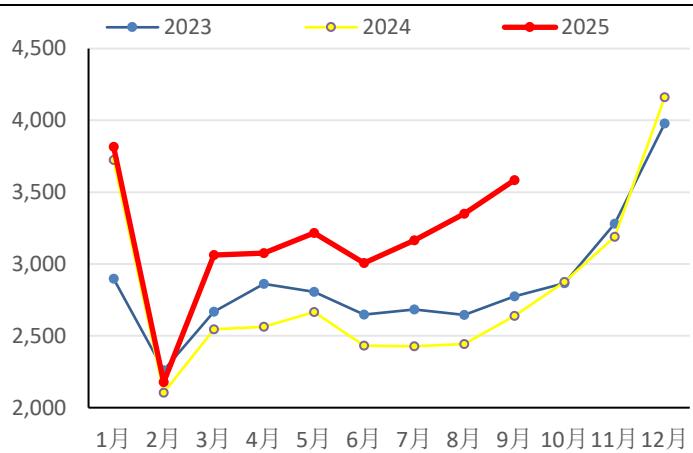
从新生仔猪数看，2024年12月-2025年5月全国新生仔猪数量同比增长9.9%，对应2025年6-11月生猪出栏将逐渐增多。目前，全国新生仔猪数同比增长6.6%，环比增长0.3%，按照正常的出栏节奏，明年春节后猪价将面临较大的下行压力。

图表 19 2022-2025 年全国能繁母猪月度存栏及环比变化



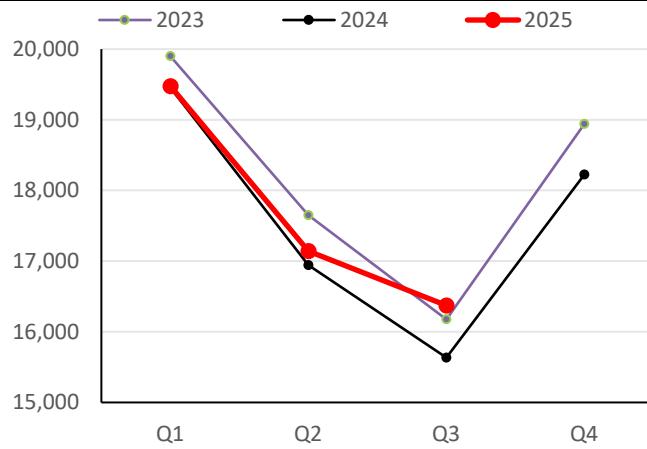
资料来源：涌益咨询，华安证券研究所

图表 20 2023-2025 年生猪定点屠宰企业屠宰量，万头



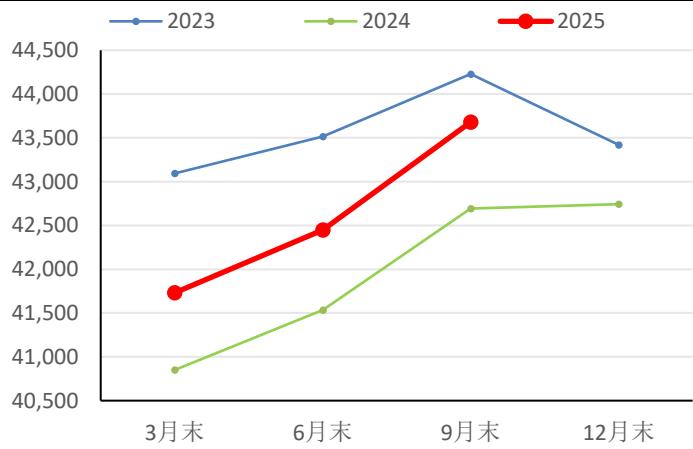
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 21 2023-2025 年全国生猪单季出栏量，万头



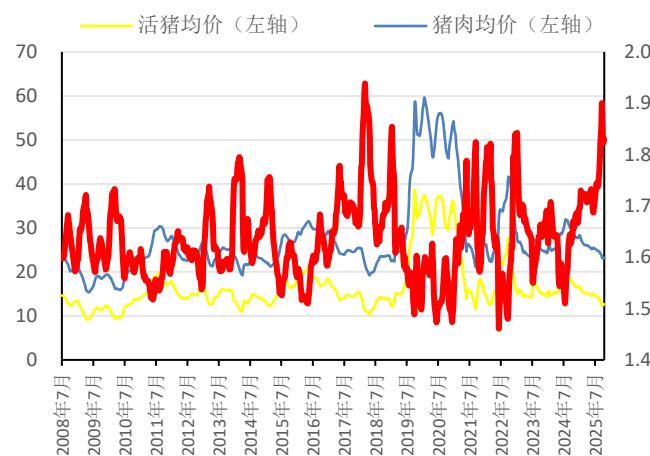
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 22 2023-2025 年季末全国生猪存栏量，万头



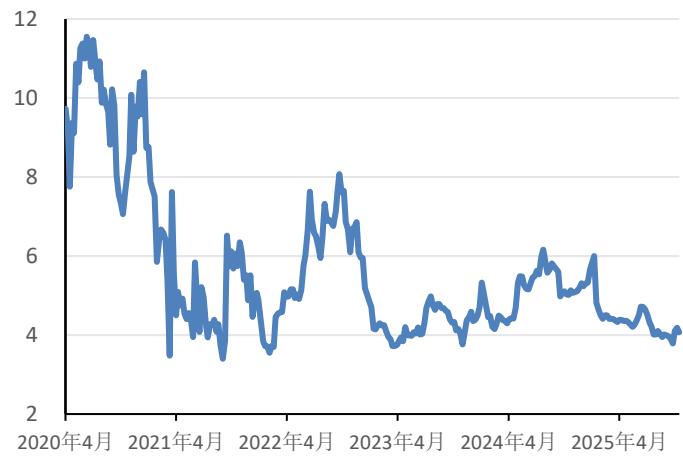
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 23 猪价、肉猪价比值对照图



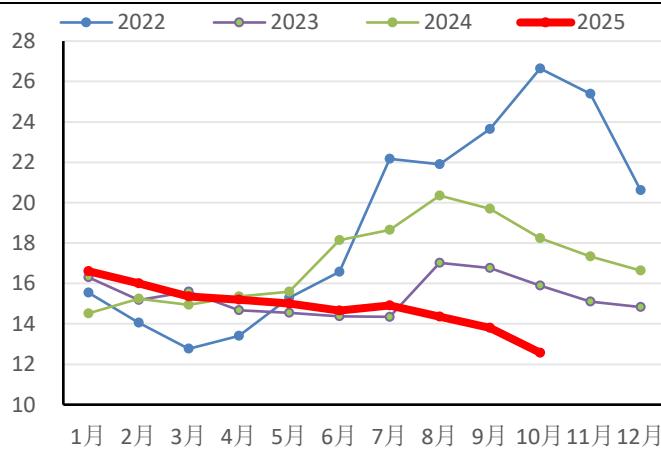
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 24 毛白价差走势图，元/公斤



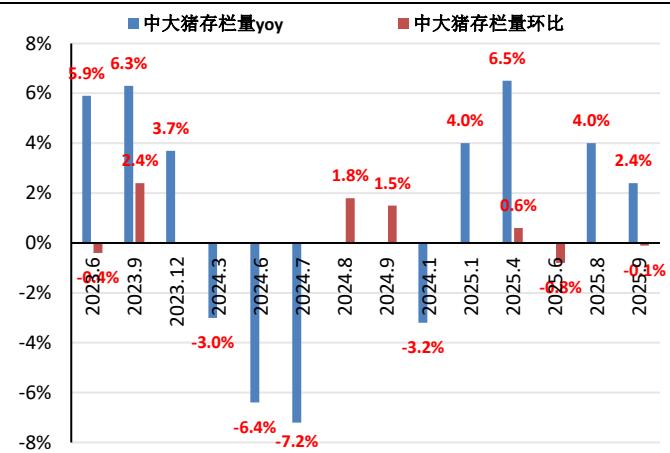
资料来源：涌益咨询，华安证券研究所

图表 25 2022-2025 年猪价对照图，元/公斤



资料来源：猪易通，华安证券研究所

图表 26 全国中大猪存栏量同比、环比变化图

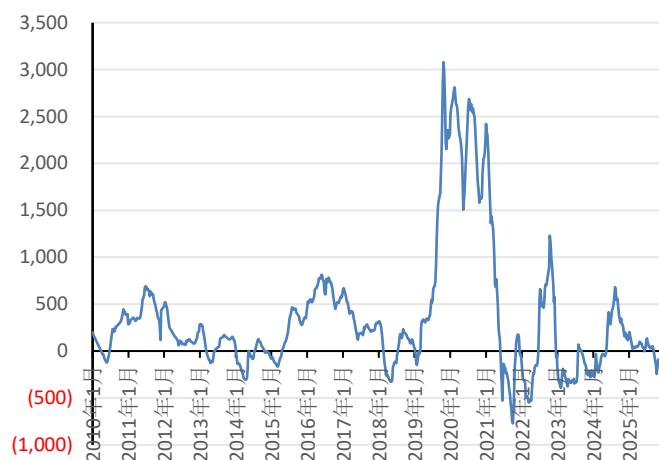


资料来源：wind，华安证券研究所

2.3.2 生猪产能去化有望提速

生猪养殖行业持续亏损：i) 自繁自养已连续 10 周亏损，本周五自繁自养头均亏损 148 元；ii) 仔猪销售继续亏损；iii) 外购仔猪育肥已连续亏损 5 个月，本周五外购仔猪育肥头均亏损达到 270 元。

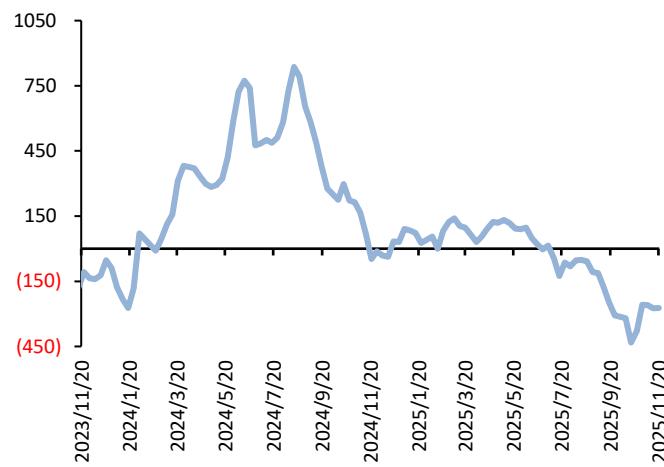
2025 年 7 月开始，生猪养殖行业步入去产能阶段，Q3 统计局能繁母猪存栏量累计下降 9 万头，10 月末全国能繁母猪存栏量降至 4000 万头以下，较 9 月末降幅逾 35 万头，10 月产能去化明显提速。我们判断，随着生猪养殖业全面亏损叠加调控政策持续落实，生猪行业去产能有望明显提速。

图表 27 自繁自养生猪养殖利润，元/头


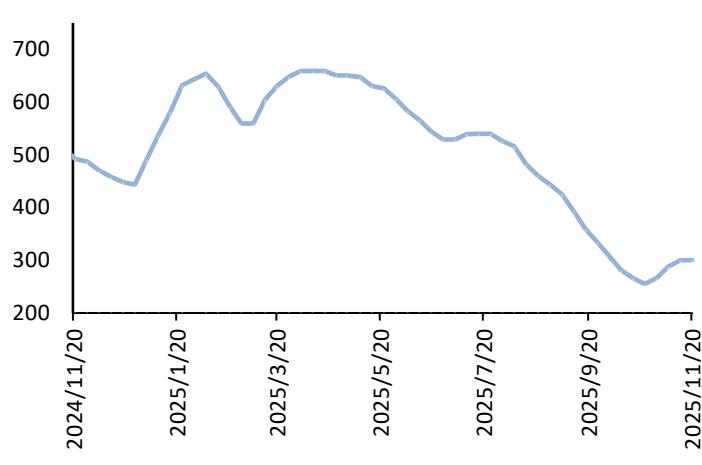
资料来源：wind, 华安证券研究所

图表 28 猪粮比价（大中城市）走势图


资料来源：wind, 华安证券研究所

图表 29 外购仔猪育肥头均盈利，元


资料来源：涌益咨询, 华安证券研究所

图表 30 2024-2025 年 15 公斤仔猪价格走势图，元/头


资料来源：涌益咨询, 华安证券研究所

2.4 降本增效仍是重中之重，头部猪企探索成长新方向

2.4.1 2025 成本整体下行，预计 2026 出栏增速明显放缓

2025 年，降本增效仍是重中之重，主要上市猪企生猪养殖成本处于下行通道。牧原股份的完全成本明显低于其他猪企，10 月已降至 11.3 元/公斤，较 1 月下降 1.8 元/公斤。德康农牧、温氏股份、神农集团、立华股份的完全成本稳定在第二梯队；天康生物、大北农等公司的成本也已逐步降至 13 元/公斤以内。

图表 31 2024 年上市猪企成本对照表, 元/公斤

| | 成本类型 | 2025年10月 | 2025Q3 | 2025年9月 | 2025年8月 | 2025年7月 | 1H2025 | 2025Q2 | 2025年6月 | 2025年5月 | 2025年4月 | 2025Q1 | 2025年3月 | 2025年2月 | 2025年1月 |
|------|--------------|----------|--------|---------|-----------|---------|--------|--------|---------|---------|---------|-----------|-------------|---------|-----------|
| 神农集团 | 育肥猪完全成本 | | | 12.5 | | | 12.4 | | | | 12.3 | 12.4 | | 12.4 | 13 |
| 牧原 | 生猪养殖完全成本 | 11.3 | | 11.6 | | 11.8 | | | 12.1- | 12.2 | 12.4 | | 12.5 | | 13.1 |
| 温氏 | 肉猪养殖综合成本 | 12.2 | | | 12.2-12.4 | | 12.4 | | | | 12 | 12.6-12.8 | | | 12.8-13.0 |
| 天康 | 生猪养殖综合成本 | | 12.78 | | | 13 | 13 | | | | 13 | 13.01 | 13- | 13.12 | 13- |
| 新希望 | 运营场线出栏肥猪成本 | 12.5 | 12.9 | 12.7 | | | | 13 | | 12.9 | 13 | 13.3 | | | |
| 大北农 | 育肥猪完全成本 | 12.6 | | | | | | | 12.7 | | 13- | | 12.9 | | |
| 家佳康 | 育肥猪完全成本 | | | | | | | 14- | | | 14- | | | | |
| 东瑞 | 运营场线完全成本 | | | 14.4 | | | 15 | 14.7 | | | | 15.4 | 15 | | |
| 华统 | 育肥猪完全成本 | | | | | | | | | | | | 13.9 | | |
| 巨星 | 育肥猪完全成本/养殖成本 | | | | | | 13.44 | | | | | | | | 13.5 |
| 金新农 | 商品猪养殖成本 | 13.26 | | | | 13.37 | 14.13 | | | | | 14.15 | | | |
| 京基智农 | 育肥猪完全成本 | | | | | 13.3 | | | | | | | 13(不含总部费用分) | | |
| 立华 | 育肥猪完全成本 | | 12.6 | 12.3 | | | 12.8 | | 12.3 | | | | | | |
| 天邦 | 育肥猪完全成本 | | | | | | | | | | | 13.62 | | | |
| 德康农牧 | 育肥猪完全成本 | | 11.9 | 12.3 | | | 12.4 | | | | | | | | |

资料来源：各公司公告，华安证券研究所

2025 年 1-10 月，20 家上市猪企出栏量 16,221 万头，同比增长 26%，出栏量（万头）从高到低依次为，牧原 6440(仅商品猪出栏量)、温氏 3156、新希望 1417、德康农牧 865、正邦 664、天邦食品 532、中粮家佳康 491、唐人神 438、大北农（控股公司）362、巨星农牧 339、天康生物 259、神农集团 245、华统股份 212、京基智农 191、立华股份 170、傲农生物 143、东瑞 122、金新农 109、罗牛山 56、正虹科技 11；出栏量同比增速从高到低依次为，正邦 120%、立华股份 81%、东瑞 79%、中粮家佳康 75%、巨星农牧 60%、正虹科技 57%、唐人神 33%、神农集团 31%、温氏 30%、大北农 28%、牧原 25%、德康农牧 25%、金新农 11%、天邦食品 7%、天康生物 6%、京基智农 5%、新希望 4%、华统股份-2%、罗牛山-3%、傲农生物-24%。

今年 5 月发改委、农业部开始发布生猪产能调控政策。我们根据产能历史数据、减产政策逐步落实，以及生产效率的持续提升，预计 2026 年上市猪企整体出栏量同比温和上行，增幅将明显低于 2025 年水平。

图表 32 主要上市猪企累计出栏量及同比增速，万头

| | 累计生猪出栏量(万头) | | | | | | | | | | |
|------------|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|
| | 2024年12月 | 2025年1月 | 2025年2月 | 2025年3月 | 2025年4月 | 2025年5月 | 2025年6月 | 2025年7月 | 2025年8月 | 2025年9月 | 2025年10月 |
| 牧原股份(商品猪) | 6,548 | 1,146 | 1,840 | 2,497 | 3,138 | 3,839 | 4,475 | 5,175 | 5,732 | 6,440 | |
| 温氏股份 | 3,018 | 290 | 550 | 859 | 1,177 | 1,492 | 1,793 | 2,110 | 2,434 | 2,767 | 3,156 |
| 新希望 | 1,652 | 150 | 264 | 419 | 579 | 712 | 845 | 975 | 1,109 | 1,248 | 1,417 |
| 德康农牧 | 878 | 81 | 159 | 250 | 343 | 430 | 512 | 590 | 671 | 755 | 865 |
| 大北农(控股公司) | 359 | 38 | 67 | 105 | 138 | 177 | 215 | 244 | 279 | 316 | 362 |
| 天邦食品 | 599 | 44 | 94 | 148 | 195 | 245 | 296 | 349 | 402 | 464 | 532 |
| 唐人神 | 434 | 46 | 86 | 126 | 170 | 218 | 259 | 295 | 335 | 376 | 438 |
| 正邦 | 415 | 57 | 102 | 165 | 226 | 290 | 358 | 427 | 494 | 573 | 664 |
| 中粮家佳康 | 356 | 45 | 98 | 146 | 193 | 247 | 290 | 336 | 385 | 432 | 491 |
| 天康生物 | 303 | 30 | 56 | 81 | 106 | 129 | 153 | 175 | 202 | 228 | 259 |
| 华统股份 | 256 | 21 | 43 | 66 | 87 | 107 | 127 | 147 | 167 | 187 | 212 |
| 巨星农牧 | | 25 | 49 | 83 | 116 | 149 | 191 | 223 | 258 | 293 | 339 |
| 神农集团 | 227 | 23 | 51 | 86 | 109 | 132 | 154 | 171 | 188 | 211 | 245 |
| 京基智农 | 215 | 14 | 30 | 49 | 68 | 89 | 106 | 127 | 146 | 168 | 191 |
| 傲农生物 | 210 | 12 | 22 | 35 | 48 | 64 | 78 | 93 | 108 | 124 | 143 |
| 立华股份 | 130 | 16 | 34 | 48 | 65 | 78 | 95 | 110 | 130 | 151 | 170 |
| 金新农 | 120 | 12 | 21 | 33 | 44 | 52 | 63 | 71 | 82 | 93 | 109 |
| 东瑞股份 | 87 | 9 | 19 | 31 | 48 | 64 | 77 | 89 | 98 | 108 | 122 |
| 罗牛山 | 69 | 4 | 9 | 14 | 21 | 27 | 32 | 37 | 43 | 49 | 56 |
| 正虹科技 | 11 | 1 | 1 | 2 | 3 | 4 | 6 | 8 | 10 | 10 | 11 |
| 益生股份 | 3 | 0 | 1 | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 |
| 累计生猪出栏量yoy | | | | | | | | | | | |
| 牧原股份(商品猪) | 5% | 11% | 20% | 27% | 28% | 32% | 29% | 29% | 27% | 25% | |
| 温氏股份 | 15% | 10% | 21% | 20% | 22% | 24% | 25% | 26% | 28% | 28% | 30% |
| 新希望 | -7% | -13% | -13% | -8% | -4% | -4% | -3% | -2% | -1% | 1% | 4% |
| 德康农牧 | | 3% | 25% | 32% | 32% | 29% | 27% | 25% | 24% | 23% | 25% |
| 大北农(控股公司) | -2% | 4% | 18% | 21% | 17% | 17% | 24% | 22% | 25% | 26% | 28% |
| 天邦食品 | -16% | -38% | -14% | -2% | -1% | -3% | -2% | -1% | -1% | 3% | 7% |
| 唐人神 | 17% | 40% | 43% | 33% | 34% | 37% | 38% | 36% | 36% | 35% | 33% |
| 正邦 | -24% | 33% | 57% | 79% | 104% | 114% | 125% | 135% | 136% | 131% | 120% |
| 中粮家佳康 | -32% | 29% | 77% | 80% | 83% | 87% | 83% | 77% | 77% | 74% | 75% |
| 天康生物 | 8% | 28% | 43% | 25% | 19% | 12% | 9% | 8% | 8% | 6% | 6% |
| 华统股份 | 11% | -9% | 3% | 1% | 1% | -5% | -5% | -5% | -4% | -4% | -2% |
| 巨星农牧 | | 0% | 22% | 49% | 64% | 63% | 68% | 64% | 62% | 59% | 60% |
| 神农集团 | 49% | 17% | 56% | 73% | 63% | 54% | 41% | 33% | 28% | 27% | 31% |
| 京基智农 | 16% | -19% | -2% | 7% | -3% | 1% | 2% | 5% | 3% | 3% | 5% |
| 傲农生物 | -64% | -78% | -71% | -63% | -57% | -49% | -43% | -39% | -34% | -30% | -24% |
| 立华股份 | 52% | 105% | 196% | 150% | 148% | 119% | 118% | 96% | 98% | 90% | 81% |
| 金新农 | 15% | -11% | 1% | 0% | 0% | -2% | 6% | 3% | 3% | 5% | 11% |
| 东瑞股份 | 40% | 58% | 86% | 88% | 119% | 120% | 116% | 111% | 97% | 86% | 79% |
| 罗牛山 | -11% | -29% | -25% | -26% | -20% | -18% | -16% | -14% | -12% | -8% | -3% |
| 正虹科技 | -50% | 105% | 36% | 56% | 73% | 25% | 71% | 93% | 87% | 73% | 57% |
| 益生股份 | 806% | -61% | 162% | 344% | 445% | 320% | 355% | 418% | 364% | 382% | 311% |

资料来源：公司销售月报，华安证券研究所

图表 33 上市猪企出栏量、能繁母猪存栏及出栏规划，万头

| | 生猪出栏量(万头) | | | 能繁殖母猪存栏量(万头) | | | | | | 2026年出栏目标(万头) |
|-----------|-----------|------------|---|--------------|----------|---------------|--------------|---------|----------|--|
| | 2024年 | 2025年1-10月 | 2025年出栏目标 | 2024年9月 | 2024年12月 | 2025年3月 | 2025年6月 | 2025年9月 | 2025年底目标 | |
| 牧原股份(育肥猪) | 6,548 | 6,440 | 2025年商品猪、仔猪规划出栏量7200-7800万头、1200-1450万头 | 331.6 | 351.2 | 348.5 | 343.1 | 330.5 | 330 | |
| 温氏股份 | 3,018 | 3,156 | 3300-3500(仅包含毛猪和鲜品,不含仔猪) | 168 | 174 | 185 | 185 | | | |
| 新希望 | 1,652 | 1,417 | 1600-1700 | | 76 | | | | | |
| 德康农牧 | 878 | 865 | | | | | | | | |
| 大北农 | 640 | | 800 26-27(基母+后备35-36万头) | 26-27 | | 28(基母+后备35万头) | 37(7月末基母+后备) | | | |
| 大北农(控股公司) | | 362 | | | | | 23(基母+后备) | | | |
| 天邦食品 | 599 | 532 | 育肥猪500、断奶仔猪210 | 25 | 26.18 | 26.2 | | | | |
| 唐人神 | 434 | 438 | 500-550 | | | | | | | |
| 正邦科技 | 415 | 664 | 700+ | 25.7 | | | | | | |
| 中粮家佳康 | 356 | 491 | 500+ | | | | | | | |
| 天康生物 | 303 | 259 | 330 | 14 | 14 | 14 | 14 | | | 国家要求减少能繁母猪存栏3%,公司预计减少4000头左右 |
| 华统股份 | 256 | 212 | 出栏目标300-330;屠宰目标600 | | | | | | | |
| 巨星农牧 | 276 | 339 | 育肥猪400+ | | | 28+(基母+后备) | | | | |
| 神农集团 | 227 | 245 | 320-350 | 11.4 | 12.1 | 12.8 | 13.6 | | | |
| 京基智农 | 215 | 191 | 250 | 10.2 | | 10.4 | | | | |
| 傲农生物 | 210 | 143 | | | | | | | | |
| 立华股份(育肥) | 130 | 170 | 育肥猪200 | | | 近10 | | | | |
| 金新农 | 120 | 109 | 130 | | | | | | | |
| 东瑞股份 | 87 | 122 | 150-160 | 7.3 | 7.6 | 8.7 | | | | 2025年公司代养板块出栏约6万头,2026年、2027年出栏目标25万头、50万头 |

资料来源：各公司公告，华安证券研究所

图表 34 上市猪企资本开支及增速对照表

| 亿元 | 牧原 | 温氏 | 德康 | 天邦 | 正邦 | 天康 | 金新农 | 新希望 | 唐人神 | 傲农 | 大北农 | 家佳康 | 东瑞 | 正虹 | 华统 | 罗牛山 | 神农 | 新五丰 | 巨星 | 京基 | 合计 |
|----------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|------|------|------|
| 2017 | 63 | 98 | | 10 | 41 | 6 | 2 | 25 | 3 | 4 | 11 | 10 | 1 | 0 | 1 | 6 | 2 | 0 | 0 | 1 | 286 |
| 2018 | 50 | 94 | 3 | 17 | 32 | 6 | 5 | 37 | 7 | 6 | 10 | 13 | 1 | 0 | 3 | 4 | 2 | 0 | 0 | 1 | 292 |
| 2019 | 131 | 124 | 6 | 12 | 57 | 14 | 5 | 93 | 8 | 7 | 9 | 10 | 1 | 1 | 6 | 2 | 2 | 1 | 0 | 1 | 490 |
| 2020 | 461 | 300 | 29 | 51 | 103 | 9 | 11 | 343 | 21 | 33 | 24 | 17 | 4 | 2 | 16 | 11 | 6 | 2 | 6 | 17 | 1467 |
| 2021 | 359 | 132 | 22 | 23 | 65 | 18 | 7 | 174 | 35 | 27 | 24 | 15 | 11 | 1 | 22 | 8 | 12 | 3 | 12 | 26 | 996 |
| 2022 | 157 | 94 | 10 | 11 | 13 | 14 | 4 | 69 | 21 | 15 | 16 | 10 | 13 | 0 | 11 | 5 | 8 | 3 | 11 | 19 | 504 |
| 2023 | 170 | 98 | 11 | 6 | 7 | 10 | 3 | 36 | 11 | 5 | 10 | 10 | 9 | 0 | 11 | 2 | 10 | 3 | 10 | 10 | 434 |
| 2024 | 124 | 91 | 8 | 3 | 6 | 6 | 3 | 22 | 4 | 3 | 9 | 25 | 6 | 0 | 9 | 2 | 10 | 1 | 10 | 2 | 344 |
| 1H2025 | 52 | 47 | 6 | 1 | 4 | 2 | 1 | 8 | 2 | 1 | 4 | 9 | 1 | 0 | 2 | 1 | 3 | 0 | 5 | 1 | 152 |
| 2025.1-9 | 73 | 75 | | 2 | 7 | 2 | 1 | 13 | 3 | 2 | 6 | | 2 | 0 | 3 | 2 | 5 | 0 | 9 | 2 | |
| YOY | 牧原 | 温氏 | 德康 | 天邦 | 正邦 | 天康 | 金新农 | 新希望 | 唐人神 | 傲农 | 大北农 | 家佳康 | 东瑞 | 正虹 | 华统 | 罗牛山 | 神农 | 新五丰 | 巨星 | 京基 | 合计 |
| 2018 | -20 | -4 | | 73 | -24 | 1 | 98 | 49 | 95 | 29 | -7 | 37 | -35 | 16 | 142 | -38 | -14 | -8 | 38 | 1 | 2 |
| 2019 | 160 | 32 | 108 | -28 | 81 | 128 | 0 | 152 | 22 | 16 | -12 | -28 | 88 | 16 | 71 | -51 | 38 | 63 | 4 | -13 | 68 |
| 2020 | 251 | 142 | 355 | 309 | 81 | -31 | 123 | 266 | 153 | 400 | 182 | 77 | 255 | 224 | 182 | 489 | 165 | 323 | 1147 | 1577 | 199 |
| 2021 | -22 | -56 | -24 | -54 | -37 | 88 | -30 | -49 | 66 | -18 | -4 | -15 | 151 | -28 | 38 | -23 | 88 | 19 | 92 | 54 | -32 |
| 2022 | -56 | -29 | -55 | -53 | -80 | -18 | -47 | -61 | -40 | -45 | -34 | -33 | 15 | -65 | -49 | -40 | -32 | -10 | -5 | -26 | -49 |
| 2023 | 8 | 5 | 11 | -45 | -51 | -30 | -13 | -47 | -47 | -66 | -32 | 0 | -29 | -22 | -3 | -50 | 25 | 30 | -10 | -50 | -14 |
| 2024 | -27 | -48 | -29 | -56 | -35 | -71 | -80 | -63 | -56 | -50 | -55 | -62 | -77 | N.A | -75 | -59 | -65 | -74 | -49 | -61 | -56 |
| 1H2025 | -13 | 12 | 112 | -8 | 227 | -64 | -24 | -17 | -25 | -25 | -4 | 80 | -58 | -14 | -15 | -10 | 4 | -55 | 0 | -8 | -1 |
| 2025.1-9 | -28 | 15 | | 19 | 178 | -54 | -33 | -5 | -30 | -21 | -7 | | -62 | 71 | -6 | -12 | -7 | -69 | 20 | 2 | -10 |

资料来源：各公司公告，华安证券研究所

2.4.2 头部猪企探索成长新方向

在国内产能扩张受限的大背景下，头部猪企已开始积极寻找新的成长方向。

①牧原积极开拓海外市场。

今年上半年，牧原开始积极关注并开拓海外市场。3月，牧原设立越南牧原有限公司，5月向香港联交所递交H股发行并上市的申请。牧原计划利用多年积累的各项技术优势、成本管控和环保治理经验等，充分把握海外市场的发展机遇，推动公司业务实现进一步增长。牧原也把香港联交所上市作为推进全球化战略的重要一步，重新梳理投资价值，引入更多国际、长期投资者，进一步优化股东结构，提升公司治理水平。

近期，牧原与BAF越南农业股份公司签署合作协议，双方将合作在越南建设并运营楼房养殖项目。与海外合作伙伴共同在当地落地项目会是牧原未来几年海外资本开支方向，具体量级将根据海外业务进展确定，但相比于国内的资本开支，预计将处于较低水平。

②温氏多元化经营生猪业务，优先推进肉鸡业务出海

温氏提出优化出栏结构，实现多元化经营。仔猪业务方面，打造最好养、最好卖的仔猪，未来计划仔猪销量占到生猪总销售5%-10%。黑猪业务方面，长远目标是打造“中国第一黑猪品牌”，力争未来黑猪出栏占比达到5%左右。温氏自2017年启动大黑猪培育项目，历经8年选育完成6个世代，培育的黑猪品系具备“高生产效率、大骨架、肉质好”等三大核心优势，与白猪相比，黑猪肉质风味更优，产品溢价能力更强。

温氏董事会也明确了出海方向并成立探索团队。依托于动保、农牧装备和环保等相关业务多年出海积累的经验与渠道，优先推进肉鸡业务出海，再逐步将猪业、鸭业推向海外市场，挖掘国际增长空间。

2.5 重点推荐牧原、温氏、天康、立华

据2025年生猪预测出栏量，牧原股份头均市值3,080元、温氏股份2,580元、新希望2,570元、德康农牧2,442元、天康生物2,829元、立华股份1150元、天邦845元、正邦4,014元、巨星2,250元、神农4,448元、京基2,400元、东瑞2,667元，猪企估值多处于历史低位。

对照短期、长期ROE，牧原持续领先上市猪企，神农股份、温氏股份、天康生物、立华股份表现较好。

综合考虑估值、ROE、养殖成本，我们重点推荐牧原股份、温氏股份、天康生物、立华股份，建议关注神农集团。

图表35 主要上市猪企头均市值对照表

| | 2024年出栏量(万头) | 2025年预期出栏量(万头) | 总市值(亿元) | 头均市值(对应2025年出栏量) |
|------|--------------|-----------------|---------|------------------|
| 牧原股份 | 7,160 | 9,000 | 2,772 | 3,080 |
| 温氏股份 | 3,018 | 3300-3500(不含仔猪) | 1,203 | 2,580 |
| 新希望 | 1,652 | 1600-1700 | 424 | 2,570 |
| 天邦食品 | 599 | 710 | 60 | 845 |
| 正邦科技 | 415 | 700+ | 281 | 4,014 |
| 巨星农牧 | 276 | 育肥猪400 | 90 | 2,250 |
| 神农集团 | 227 | 320-350 | 149 | 4,448 |
| 京基智农 | 215 | 300 | 72 | 2,400 |
| 东瑞股份 | 87 | 150-160 | 40 | 2,667 |
| 德康农牧 | | 1100 | 269 | 2,442 |

| | | | | |
|------|-----|-----|-----|-------|
| 天康生物 | 303 | 350 | 99 | 2,829 |
| 立华股份 | 130 | 200 | 173 | 1,150 |

资料来源：wind，华安证券研究所（收盘价：2025年11月28日）

图表 36 上市猪企 ROE 对照表，%

| | 牧原 | 温氏 | 德康 | 天邦 | 正邦 | 天康 | 金新农 | 新希望 | 唐人神 | 傲农 | 大北农 | 家佳康 | 东瑞 | 正虹 | 华统 | 罗牛山 | 神农 | 新五丰 | 巨星 | 立华 |
|-----------------|------|------|------|--------|---------|------|--------|------|-------|--------|------|------|------|--------|------|-------|------|-------|------|------|
| 2014 | 4 | 20 | | 6 | 3 | 12 | 8 | 14 | 5 | 32 | 15 | (28) | (17) | 6 | 14 | 3 | 12 | (9) | 14 | 44 |
| 2015 | 27 | 35 | | 17 | 14 | 11 | 12 | 12 | 4 | 13 | 11 | 6 | 13 | 1 | 11 | 4 | 21 | 4 | 13 | 33 |
| 2016 | 51 | 43 | | 30 | 29 | 16 | 10 | 12 | 8 | 21 | 10 | 27 | 44 | 0 | 12 | 3 | 33 | 17 | 15 | 28 |
| 2017 | 28 | 22 | | 10 | 9 | 15 | 4 | 11 | 10 | 19 | 13 | 10 | 17 | 3 | 11 | 4 | 24 | 4 | 13 | 32 |
| 2018 | 3 | 12 | 22 | (21) | 3 | 10 | (18) | 8 | 4 | 5 | 5 | (13) | 2 | 11 | 12 | 10 | 10 | (3) | 7 | 37 |
| 2019 | 35 | 36 | 64 | 4 | 22 | 17 | 9 | 21 | 6 | 4 | 5 | 29 | 58 | 2 | 10 | 1 | 47 | 6 | 5 | 34 |
| 2020 | 74 | 17 | 51 | 60 | 45 | 32 | 7 | 16 | 26 | 30 | 19 | 52 | 77 | 6 | 8 | 2 | 65 | 22 | 8 | 4 |
| 2021 | 13 | (34) | (75) | (73) | (4,068) | (12) | (46) | (29) | (20) | (74) | (4) | (5) | 9 | (48) | (12) | (11) | 7 | (20) | 9 | (6) |
| 2022 | 21 | 15 | 20 | 13 | | 4 | 1 | (6) | 2 | (50) | 1 | 4 | 1 | (40) | 4 | 2 | 6 | (3) | 4 | 13 |
| 2023 | (6) | (18) | (45) | (116) | 202 | (19) | (37) | 1 | (25) | | (23) | (2) | (18) | (47) | (26) | (12) | (9) | (42) | (19) | (5) |
| 2024 | 25 | 23 | 48 | 50 | 2 | 9 | 2 | 2 | 6 | | 4 | 6 | (2) | (17) | 3 | 6 | 15 | 1 | 16 | 18 |
| 1H2025 | 13.8 | 8.3 | 13.7 | 9.1 | 1.7 | 4.7 | (1.6) | 2.9 | (1.0) | 12.5 | 2.7 | 3.3 | 0.1 | (2.2) | 3.1 | (0.1) | 7.8 | 1.5 | 5.4 | 1.6 |
| 2014年~1H2025 | 24.1 | 14.8 | | (0.9) | (339.9) | 8.2 | (4.2) | 5.4 | 2.2 | 1.3 | 4.8 | | 15.4 | (10.3) | 4.2 | 1.1 | 19.8 | (1.9) | 7.5 | 19.4 |
| 2018年~1H2025 | 22.4 | 7.2 | 12.3 | (9.3) | (541.8) | 5.7 | (10.5) | 2.0 | (0.2) | (12.1) | 1.1 | 9.3 | 15.9 | (16.8) | 0.4 | (0.1) | 18.5 | (4.7) | 4.3 | 11.9 |
| 2025.1~9 | 19.3 | 12.4 | | 6.8 | 0.1 | 5.8 | (6.4) | 2.9 | (6.4) | 14.0 | 3.0 | | 0.3 | (2.9) | 2.9 | 0.1 | 9.3 | (0.4) | 3.3 | 3.1 |
| 2014年~2025年1~9月 | 24.5 | 15.2 | | (1.1) | (311.7) | 8.3 | (4.6) | 5.4 | 1.7 | 1.2 | 4.9 | | 15.4 | (10.4) | 4.2 | 1.1 | 19.9 | (2.0) | 7.3 | 19.5 |
| 2018年~2025年1~9月 | 37.5 | 7.1 | | (11.9) | (632.3) | 5.9 | (11.8) | 1.8 | (0.1) | (17.1) | 0.9 | | 18.2 | (18.9) | 0.0 | (0.1) | 20.0 | (5.6) | 4.2 | 13.4 |

资料来源：wind，华安证券研究所

3 预计 2026 年白羽鸡产业链价格温和上行

3.1 预计 2025 年祖代更新量约 120 万套

2014年1月我国成立白羽肉鸡联盟，加强行业源头祖代鸡引种管理，改变了行业引种的无序状态，引种量由历史高峰2013年154万套降至2014年118万套。

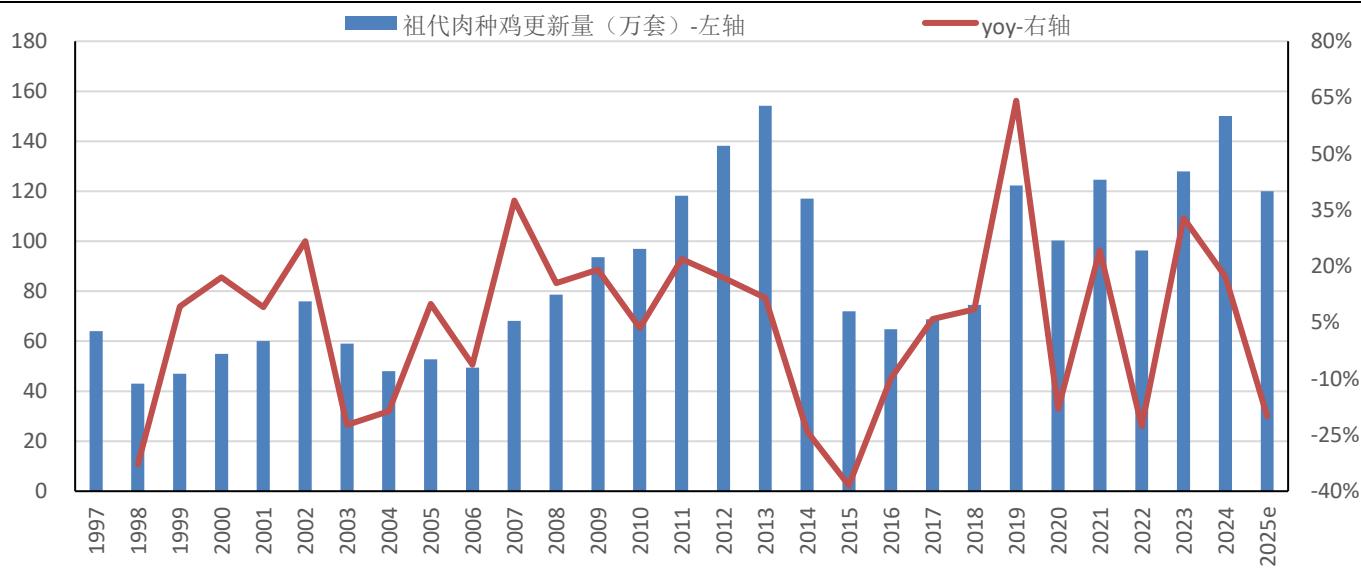
2015年，美国、法国相继爆发禽流感，我国对两国实施了祖代鸡引种禁令，引种量进一步锐减至72万套。2017年初，波兰、西班牙等地连续爆发高致病性禽流感，导致我国引种禁令再度升级，全年祖代肉种鸡引种及自繁量降至68.71万套。

2018年我国祖代肉种鸡更新量上升至74.54万套，2019年大幅攀升至122.35万套，祖代供过于求；2020年祖代更新量100.28万套，同比-18%，祖代供需平衡；2021年祖代更新量124.62万套，同比+24.3%。

2022年欧美再次爆发高致病性禽流感，全国白羽祖代更新量-22.7%至96.34万套；2023年祖代更新量127.99万套，同比+32.9%，祖代再次供过于求；2024年，我国祖代更新量150.07万套，同比+17.3%。

受美国、新西兰爆发高致病性禽流感影响，2024年12月-2025年2月我国祖代引种处于暂停状态，2025年3月开始从法国引种。2025年1-10月，我国白羽祖代更新量107.21万套，同比-14.8%，其中，进口占比45.6%，自繁占比54.4%，我们预计2025年祖代更新量在120万套左右，处于供需宽松状态。

图表 37 白羽祖代肉种鸡引种及更新走势图



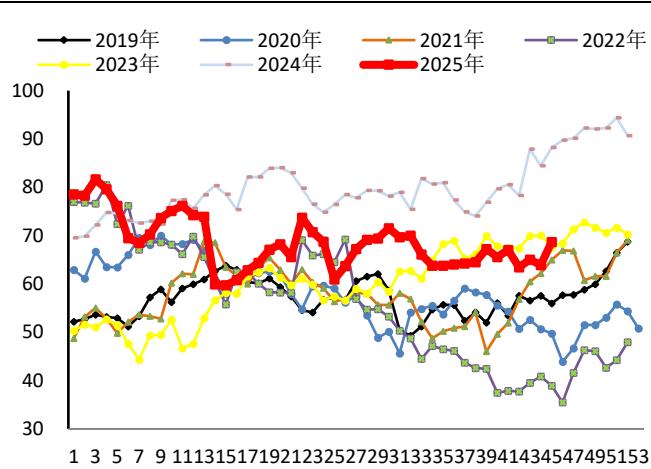
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，华安证券研究所

3.2 在产种鸡存栏、父母代销量处 2019 年以来同期高位

2025年第45周(11月3日-11月9日)：在产祖代种鸡存栏量137.51万套，在产父母代种鸡存栏量2188.74万套，均处于2019年以来同期高位；后备祖代种鸡存栏量68.7万套，后备父母代种鸡存栏量1518.97万套，均处于2023年以来同期低位。

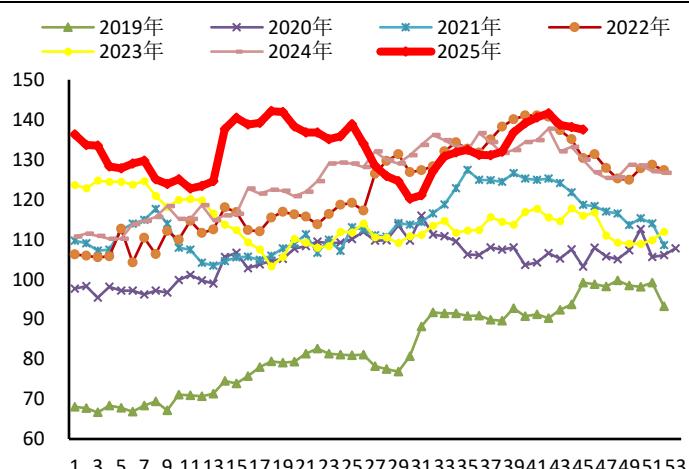
从月度数据看，2025年1-10月父母代鸡苗销量处于2016年以来同期高位；从周度数据看，2025年第45周(11月3日-11月9日)，父母代鸡苗销量158.84万套，同比+26%，处于2019年以来同期高位。

图表 38 后备祖代种鸡周度存栏量走势图，万套



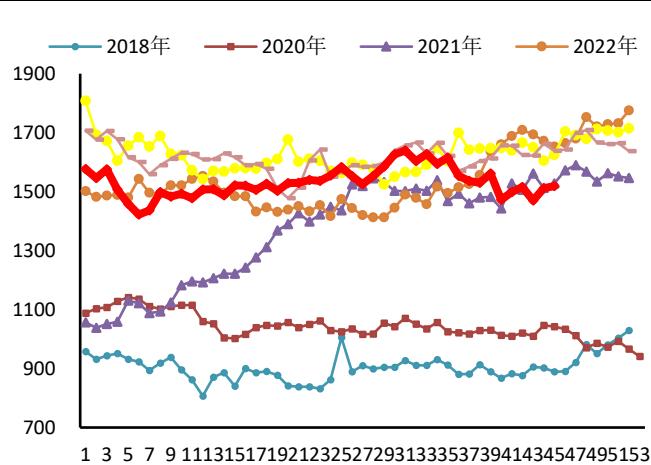
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，华安证券研究所

图表 39 在产祖代种鸡周度存栏量走势图，万套



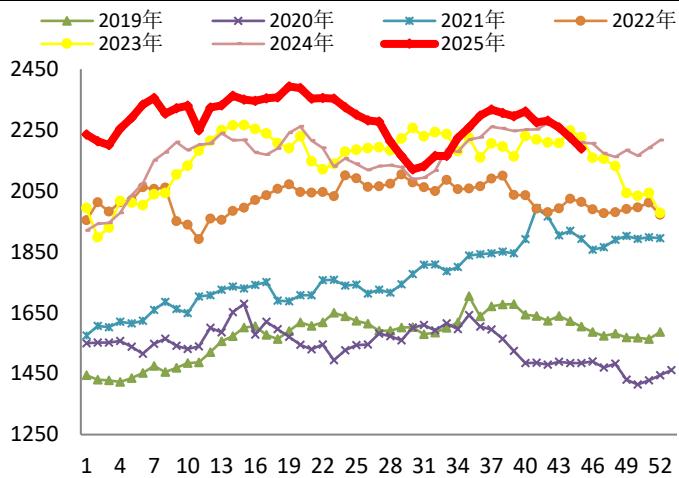
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，华安证券研究所

图表 40 全国后备父母代种鸡周度存栏量走势图，万套



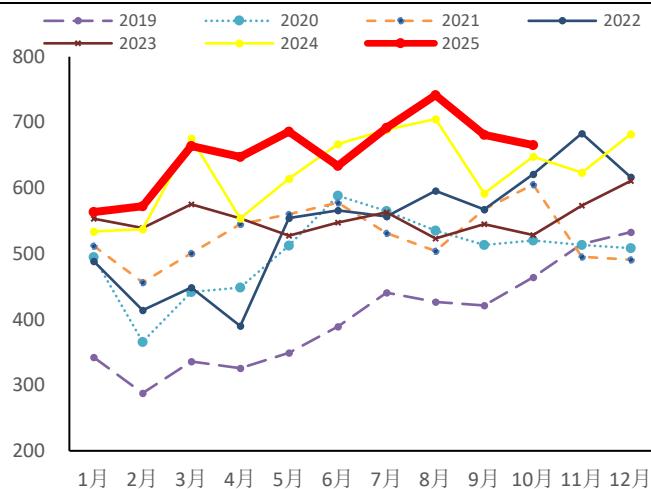
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，华安证券研究所

图表 41 全国在产父母代种鸡周度存栏量走势图，万套



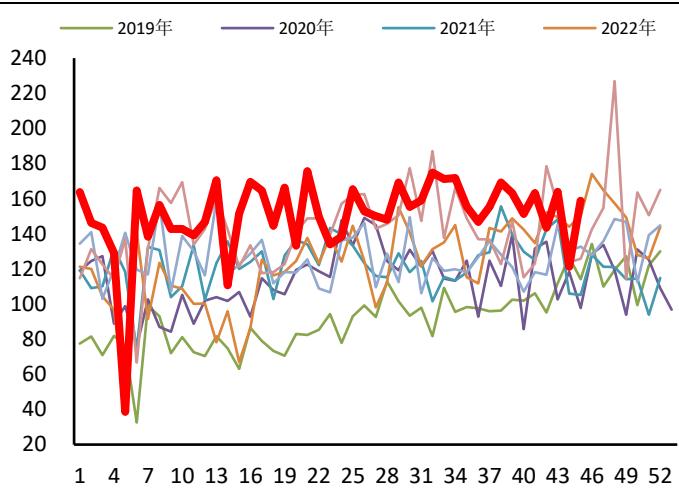
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，华安证券研究所

图表 42 父母代种鸡苗月均销量对照图（月），万套



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，华安证券研究所

图表 43 父母代种鸡苗周度销量对照图，万套



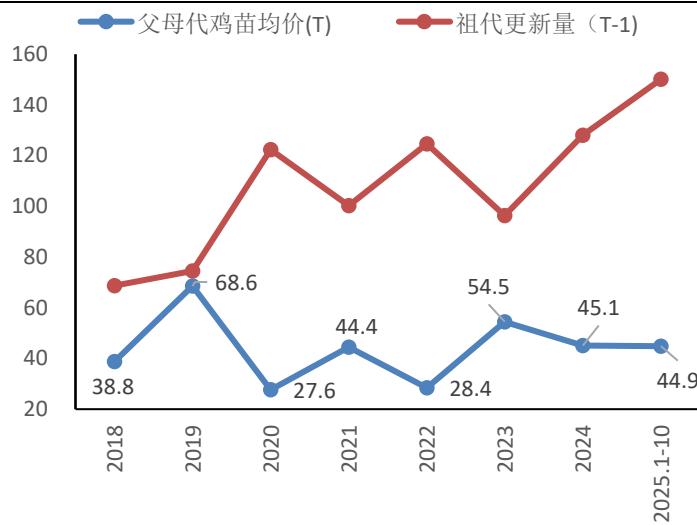
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，华安证券研究所

3.3 2025 年白羽鸡产业链价格低迷

3.3.1 父母代价格处于 2023 年以来偏低水平

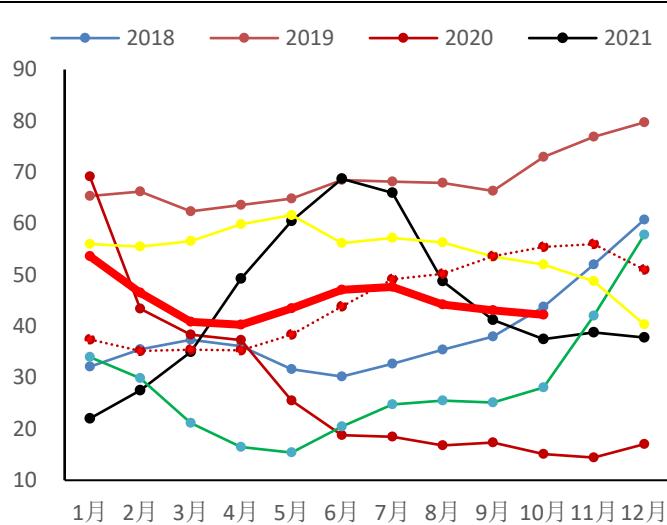
受白羽祖代更新量偏高影响，2025 年父母代鸡苗价格整体处于 2023 年以来低位，2023-2024 年父母代鸡苗均价 54.5 元/套、45.1 元/套，2025 年 1-10 月均价 44.9 元/套。2025 年第 45 周（11 月 3 日-11 月 9 日），父母代鸡苗价格 45.3 元/套，同比-19%。

图表 44 父母代鸡苗年度均价和祖代更新量对照图, 元/套



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，华安证券研究所

图表 45 2018-2025 年父母代鸡苗价格对照图, 元/套



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，华安证券研究所

3.3.2 商品代价格处于 2018 年以来低位

2025 年, 商品代鸡苗、毛鸡和鸡产品价格整体处于 2018 年以来低位。

2025 年 1-10 月, 全国商品代鸡苗均价 2.3 元/羽, 与 2022 年持平, 处于 2018 年以来最低水平。2025 年第 45 周 (11 月 3 日-11 月 9 日), 商品代鸡苗价格 3.49 元/羽, 同比-2%。

2025 年 1-10 月, 全国白羽鸡均价 7 元/公斤, 处于 2018 年以来最低水平。

2025 年第 45 周 (11 月 3 日-11 月 9 日), 白羽鸡价格 8.97 元/羽, 同比-4%。

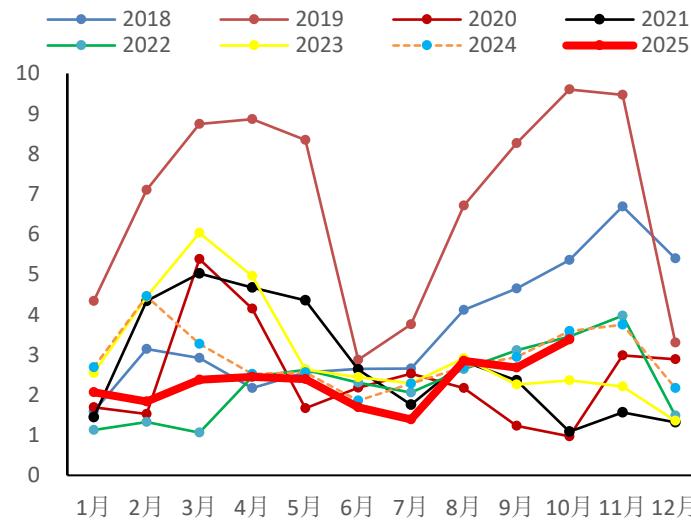
2025 年 1-10 月, 全国白羽鸡产品价格 8.8 元/公斤, 处于 2018 年以来最低水平。2025 年 11 月 21 日, 鸡产品价格 8.9 元/公斤, 同比-4.3%, 仍处于底部区域。

图表 46 商品代鸡苗年度均价对照图, 元/公斤



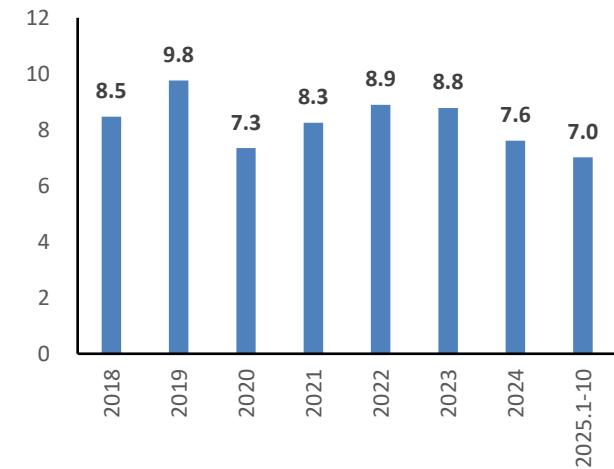
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，华安证券研究所

图表 47 2018-2025 年商品代鸡苗价格对照图, 元/套



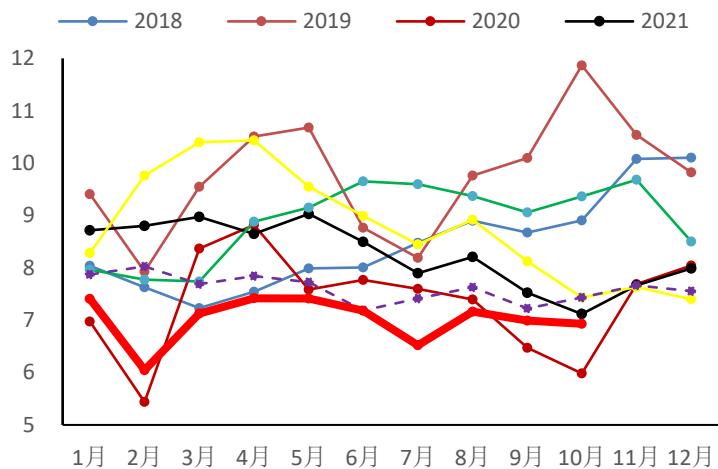
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，华安证券研究所

图表 48 白羽肉鸡年度均价对照图, 元/公斤



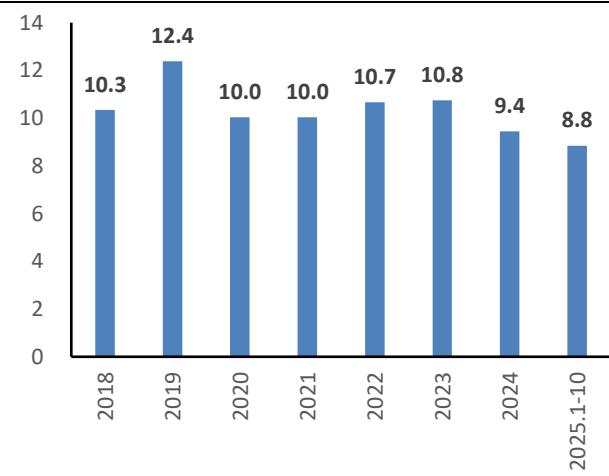
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 49 2018-2025 年白羽肉鸡价格对照图, 元/公斤



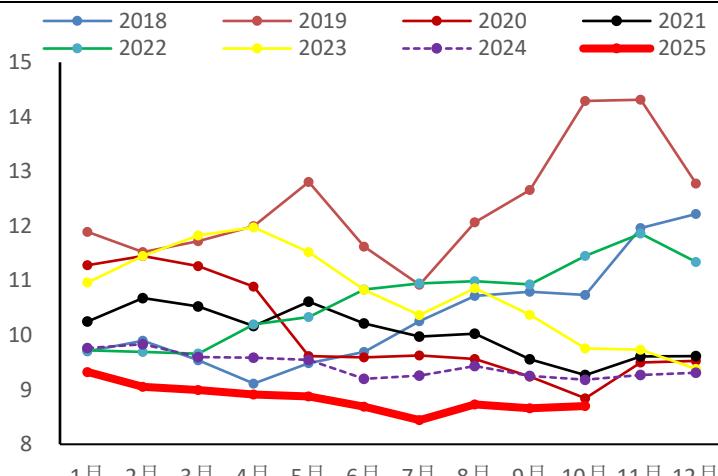
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 50 鸡产品年度均价对照图, 元/公斤



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 51 2018-2025 年鸡产品价格对照图, 元/公斤



资料来源: wind, 华安证券研究所

3.4 预计 2026 年白羽鸡产业链价格温和上行

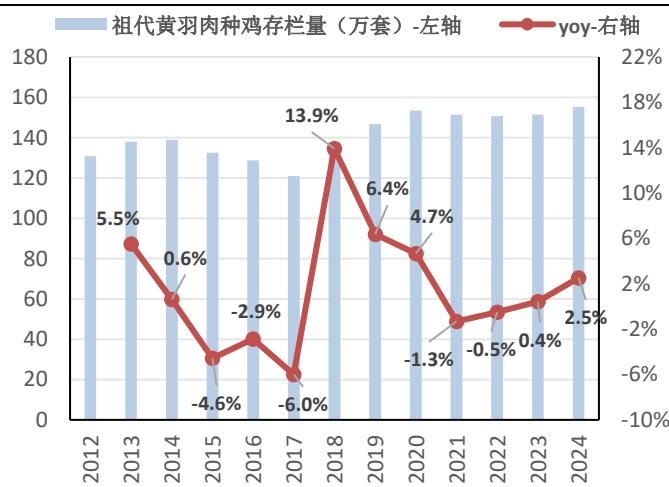
2024 年我国祖代更新量 150.07 万套, 处于严重供过于求; 我们预计 2025 年祖代更新量会降至 120 万套左右, 处于供需宽松状态。目前, 在产种鸡存栏、父母代销量均处于 2019 年以来同期高位, 但后备种鸡存栏已处于 2023 年以来同期低位, 我们预计 2026 年白羽肉鸡产业链价格有望温和上行, 建议重点关注业绩持续超预期的圣农发展。

4 预计 2026 年黄羽鸡盈利相对平淡

2012-2020 年，我国黄羽肉鸡祖代种鸡存栏量表现出“先减后增”的走势。2014-2017 年，受“H7N9 流感”和消费市场萎缩等因素影响，黄羽肉鸡市场多次遭受冲击，祖代种鸡存栏量逐年递减；2018-2020 年，行业生产逐步恢复，祖代规模逐年快速增长，2019-2020 年全国在产祖代黄羽肉种鸡平均存栏分别达到 146.61 万套、153.46 万套，全国在产父母代黄羽肉种鸡平均存栏分别达到 4123.33 万套、4302.2 万套，均创出历史新高。

受新冠疫情、产能增加等多重因素影响，2020 年黄羽肉鸡养殖效益严重下滑，亏损程度仅次于受到“人感染 H7N9 疫情”事件冲击的 2013 年，在产祖代存栏也从 2020 年年中开始回落。2020 年黄羽鸡行业整体亏损，2021 年整体微利，行业持续去产能，2022 年，黄羽肉鸡行业景气度明显回升，商品代毛鸡利润达到 2.75 元/羽，2023 年，受供种持续高位影响，商品代毛鸡亏损 0.11 元/羽；2024 年，年均商品代肉雏鸡盈利 0.3 元/羽，年均商品代黄羽肉毛鸡盈利 1.29 元。

图表 52 全国在产祖代黄羽肉种鸡平均存栏及同比增速



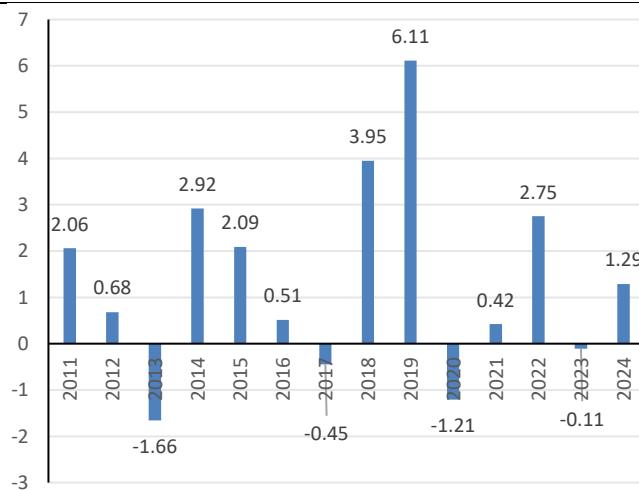
资料来源：中国禽业发展报告 2024，华安证券研究所

图表 53 全国在产父母代黄羽肉种鸡平均存栏及同比增速



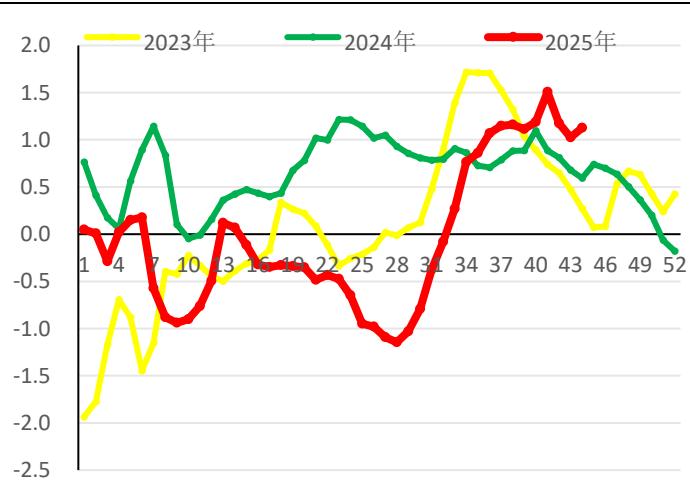
资料来源：中国禽业发展报告 2024，华安证券研究所

图表 54 2011-2024 年黄羽肉毛鸡单只平均盈利，元



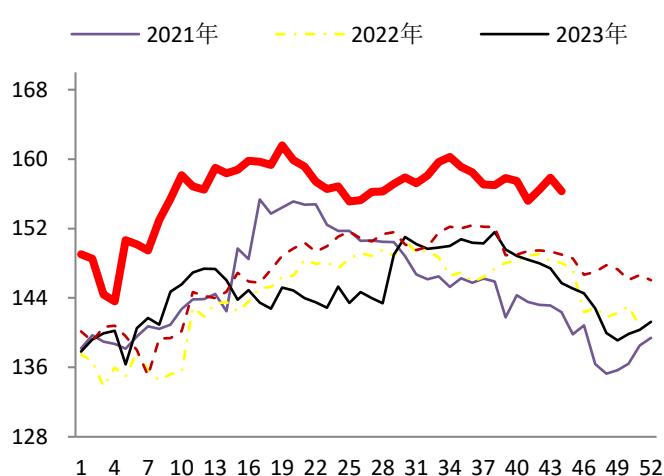
资料来源：中国禽业发展报告 2024，华安证券研究所

图表 55 23-25 年全国部分黄羽肉毛鸡销售周利润，元/公斤

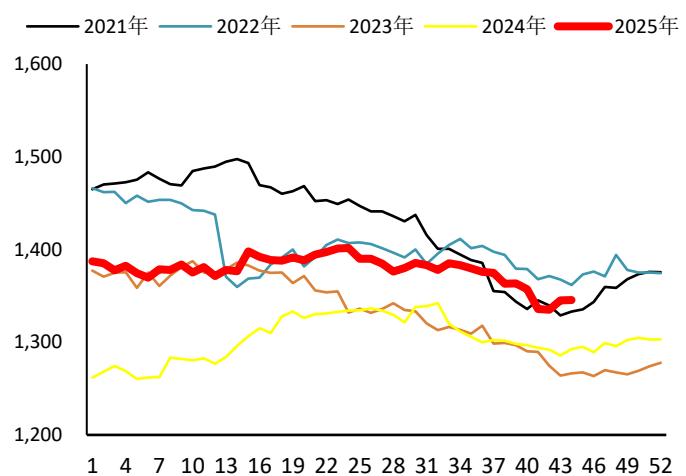


资料来源：中国畜牧业协会，华安证券研究所

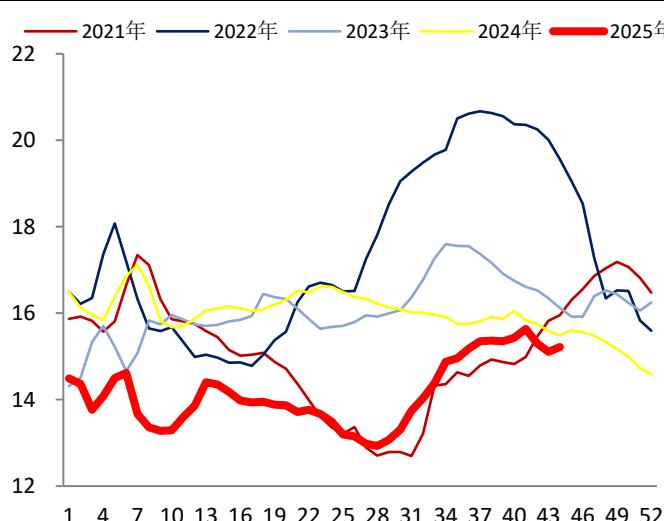
从种源情况看，在产父母代种鸡存栏已连续4年呈现持续减少趋势，2024年进一步跌破自2018年以来的最低值。鉴于2024年市场释放出的积极信号，2025年在产父母代种鸡规模反弹，高于2023-2024年同期水平，在产祖代种鸡存栏规模仍处于历史最高，我们预计2026年黄羽鸡产业链盈利相对平淡。

图表 56 监测企业在产祖代黄羽肉种鸡周度存栏，万套


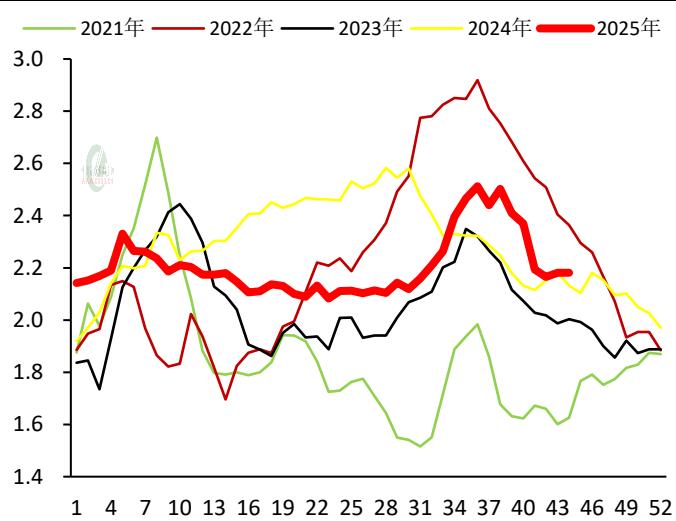
资料来源：中国畜牧业协会，华安证券研究所

图表 57 全国在产父母代黄羽肉种鸡周度存栏图，万套


资料来源：中国畜牧业协会，华安证券研究所

图表 58 全国部分商品代毛鸡平均销售价格，元/公斤


资料来源：中国畜牧业协会，华安证券研究所

图表 59 全国部分商品代鸡苗平均销售价格，元/羽


资料来源：中国畜牧业协会，华安证券研究所

5 中国粮黄金时代已来，宠企竞争力稳步攀升

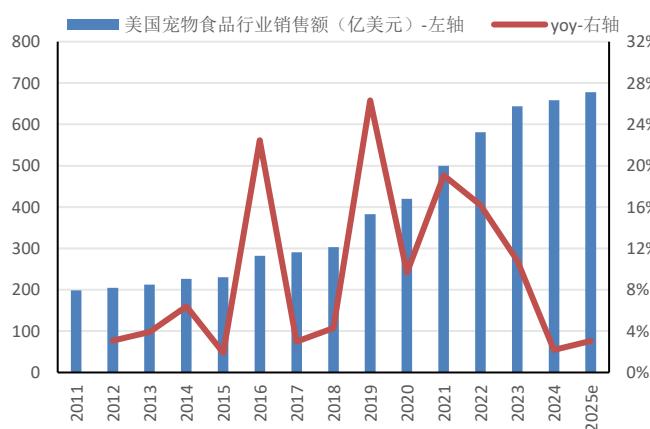
5.1 全球宠物食品市场稳健增长

欧睿国际数据显示：2024年全球宠物护理行业零售总额2073.79亿美元，同比增速超4%；行业增长主要由宠物食品驱动，2025-2030年狗干粮零售总额预期增长17.7%，猫干粮预期增长20.5%、猫湿粮预期增长20.4%、狗零食预期增长18.8%、狗湿粮预期增长14.1%。

美国宠物行业保持稳健增长。美国宠物用品协会(APPA)调查报告显示：2024年美国宠物市场销售额1519亿美元，同比+3.3%；其中，宠物食品销售规模658亿美元，同比+2.2%，增速较2019-2023年明显放缓，兽医护理产品销售规模398亿元，同比+3.9%，宠物用品、活体及OTC药品销售规模333亿元，同比+4.1%；其他宠物服务销售额130亿元，同比+5.7%。

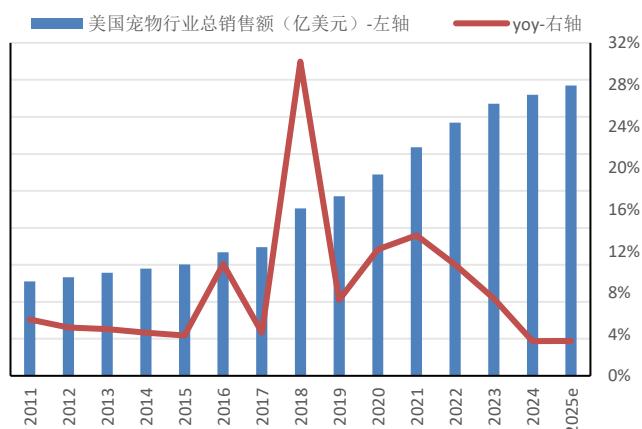
美国宠物用品协会(APPA)调查报告预计：2025年美国宠物市场销售额1570亿美元，同比+3.4%；其中，宠物食品销售规模678亿美元，同比+3.0%，兽医护理产品销售规模414亿元，同比+4.0%，宠物用品、活体及OTC药品销售规模343亿元，同比+3.0%，其他宠物服务销售额135亿元，同比+3.8%。

图表 60 美国宠物市场销售规模及增速，亿美元、%



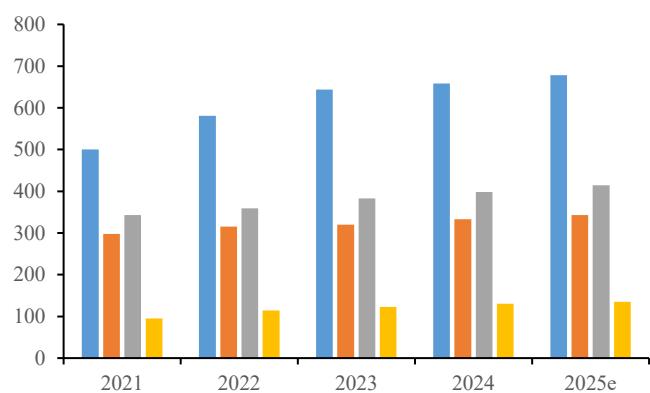
资料来源：APPA，华安证券研究所

图表 61 美国宠物食品行业销售额及增速，亿美元、%



资料来源：APPA，华安证券研究所

图表 62 美国宠物细分市场销售规模，亿美元



资料来源：APPA，华安证券研究所

图表 63 美国各类养宠家庭数量及占比对照图



资料来源：APPA，华安证券研究所

欧洲宠物食品协会(FEDIAF)2025年度报告显示：2024年，欧洲养宠家庭达1.39亿户，占家庭总数的49%；2024年，欧洲宠物食品市场规模293亿欧元，同比+9%，年产量910万吨，宠物相关服务和配件市场规模246亿欧元，同比+9%；欧洲宠物食品企业数量逾400家，宠物食品工厂数量逾500家。

2024年，狗粮产量占比58%(湿粮占比30%、干粮占比61%、零食占比9%)，猫粮产量占比35%(湿粮占比60%，干粮占比36%，零食占比3%)；按价值计算，狗粮占比47%(湿粮占比26%、干粮占比50%、零食占比24%)，猫粮占39%(湿粮占比60%、干粮占比30%、零食占比10%)。

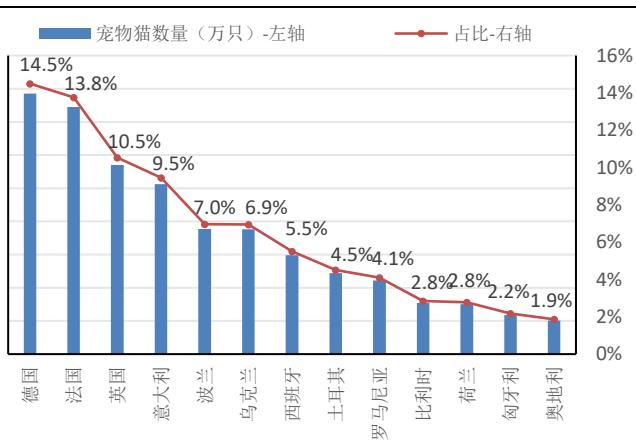
需要注意的是，FEDIAF2025年度报告所覆盖的欧洲国家范围已有所调整，俄罗斯不再纳入统计，同时新增一批此前未包含的国家，以确保数据覆盖整个欧盟、欧洲经济区及欧洲委员会其他大部分成员国，本份报告已经涵盖48个欧洲委员会成员国中的41个。

图表64 欧洲各国宠物犬数量及占比对照图，万只、%



资料来源：FEDIAF，华安证券研究所

图表65 欧洲各国宠物猫数量及占比对照图，万只、%



资料来源：FEDIAF，华安证券研究所

5.2 中国粮黄金时代已来，头部上市宠企品牌力稳步攀升

5.2.1 国内市场稳步增长，中国粮黄金时代已来

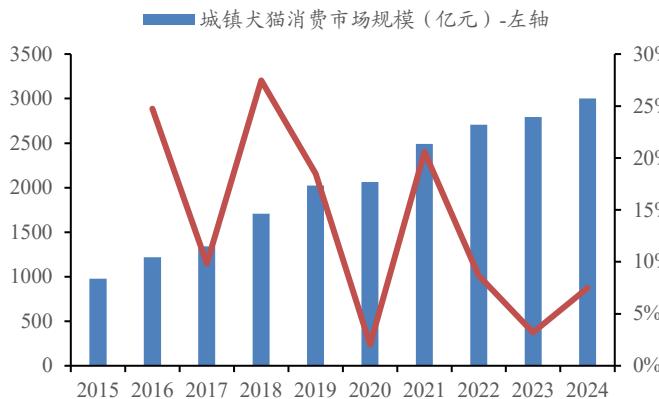
城镇宠物(犬猫)消费市场规模稳中有增，猫经济景气度向上。宠物行业白皮书(消费报告)数据显示：

①2024年，我国城镇宠物(犬猫)消费市场规模3,002亿元，同比+7.5%，宠物食品消费市场占比52.8%，同比+0.5pct。其中，犬消费市场规模1,557亿元，同比+4.6%，食品市场占比50.1%，同比-0.3pct；猫消费市场规模1,445亿元，同比+10.7%，食品市场占比55.7%，同比+1.3pct。

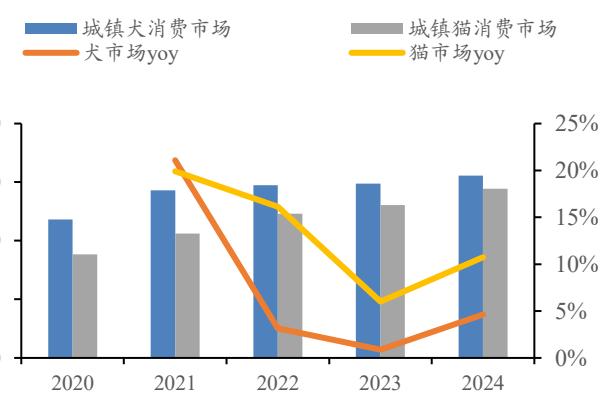
②城镇犬猫数量同比微增，单宠年均消费回升带动宠物消费市场扩容。2024年，我国宠物犬数量5,258万只，同比+1.6%，宠物猫数量7,153万只，同比+2.5%，增长趋势延续。2024年，单只宠物犬年均消费2,961元，同比+3.0%，单只宠物猫年均消费2,020元，同比+4.9%。

头部企业积极推行品牌化与高端化战略，不断扩大市场份额，国产替代趋势日益显著。欧睿国际数据显示：2024年宠物食品TOP5品牌中，国产品牌占3席，宠物食品TOP3品牌中，国产品牌占2席，麦富迪持续两年成为我国宠物食品TOP1品牌，“中国粮”的黄金时代已然到来。

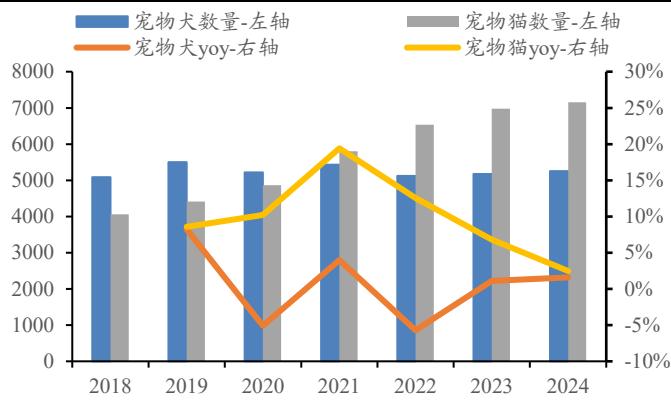
宠物行业白皮书数据显示，近年来宠物主对于国产品牌偏好度持续提升，2024年偏好购买国产品牌犬主粮的宠物主占比达32.9%，同比提升5.8个百分点，偏好购买国产品牌猫主粮的宠物主占比达34.8%，同比提升6.5个百分点。

图表 66 2015-2024 我国城镇犬猫消费规模，亿元、%


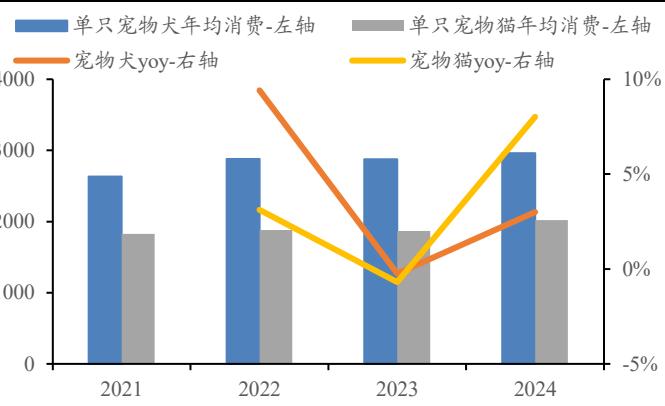
资料来源：宠物行业白皮书、华安证券研究所

图表 67 2020-2024 我国城镇犬、猫消费规模，亿元、%


资料来源：宠物行业白皮书、华安证券研究所

图表 68 2018-2024 我国犬猫数量，万只、%


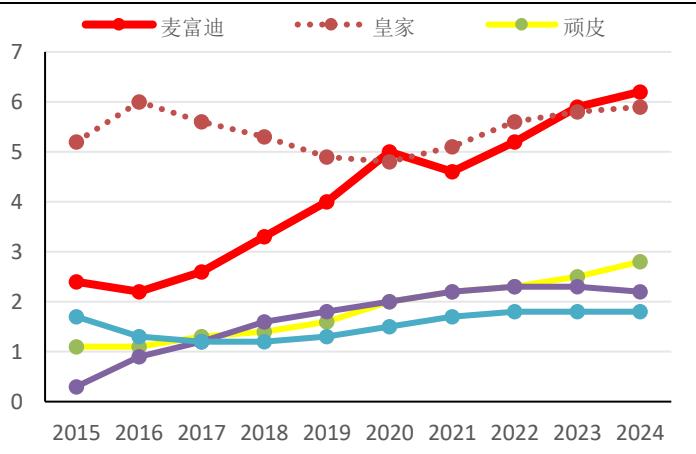
资料来源：宠物行业白皮书、华安证券研究所

图表 69 2021-2024 我国单只犬猫年均消费，元、%


资料来源：宠物行业白皮书、华安证券研究所

图表 70 2024 年我国宠物食品品牌市占率 TOP10

| 排名 | 品牌 | 英文名 | 市占率 |
|----|------|--------------|------|
| 1 | 麦富迪 | Myfoods | 6.2% |
| 2 | 皇家 | Royal Canin | 5.9% |
| 3 | 顽皮 | Wanpy | 2.8% |
| 4 | 博纳天纯 | Pure&Nature | 2.2% |
| 5 | 冠能 | Pro Plan | 1.8% |
| 6 | 蓝氏 | Legend Sandy | 1.8% |
| 7 | 网易严选 | Yanxuan | 1.6% |
| 8 | 爱肯拿 | Acana | 1.4% |
| 9 | 渴望 | Orijen | 1.2% |
| 10 | 天然百利 | Instinct | 1.1% |

图表 71 2015-2024 部分宠物食品品牌市占率变化情况，%


资料来源：Euromonitor, 华安证券研究所

资料来源：Euromonitor, 华安证券研究所

5.2.2 主要上市宠物食品品牌电商销售额同比高增

2025年10月，猫狗食品三平台（天猫、京东、抖音）销售额同比+19.1%；2025Q1-Q3，猫狗食品三平台（天猫、京东、抖音）销售额同比+18.5%、+9.5%、+5.5%。

2025年1-10月，麦富迪、弗列加特、顽皮、领先、爵宴销售额同比+14.9%、+110.6%、+28.3%、+69%、+47.8%。2025年1-10月，乖宝旗下品牌麦富迪、弗列加特三平台（天猫、京东、抖音）销售额同比+14.9%、+110.6%；中宠旗下品牌顽皮、领先、Zeal三平台（天猫、京东、抖音）销售额同比+28.3%、+69%、-8%；佩蒂旗下品牌爵宴三平台（天猫、京东、抖音）销售额同比+47.8%。

2025年1-10月，皇家、蓝氏、鲜朗、诚实一口销售额同比+39.4%、+33%、+60.4%、+44.6%。2025年1-10月，皇家三平台（天猫、京东、抖音）销售额同比+39.4%，蓝氏销售额同比+33%，网易严选销售额同比-10.6%，诚实一口销售额同比+44.6%，鲜朗销售额同比+60.4%，渴望销售额同比+25%，博纳天纯销售额同比-3.2%，冠能销售额同比+0.8%，凯锐思销售额同比-7%，疯狂小狗销售额同比+6.1%，阿飞和巴弟销售额同比-17.1%，比瑞吉销售额同比-16.5%。

图表 72 2025年主要上市宠物食品公司三平台（天猫、京东、抖音）猫狗食品电商数据

| | | 202501 | 202502 | 202503 | 202504 | 202505 | 202506 | 202507 | 202508 | 202509 | 202510 | 2025Q1 | 2025Q2 | 2025Q3 | 2025.1-10 |
|----|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-----------|
| 乖宝 | 麦富迪 | | | | | | | | | | | | | | |
| | 销量(万件) | 244 | 238 | 295 | 277 | 346 | 281 | 268 | 312 | 327 | 445 | 777 | 905 | 907 | 3,034 |
| | 销量yoy | -0.6% | 29.3% | 10.8% | 9.3% | 12.8% | -9.2% | 7.0% | 25.3% | 18.9% | 28.6% | 11.7% | 3.9% | 17.1% | 12.4% |
| | 销售额(亿元) | 1.6 | 1.4 | 1.9 | 1.8 | 2.1 | 1.7 | 1.5 | 1.6 | 1.7 | 3.1 | 4.9 | 5.6 | 4.8 | 18.4 |
| | 销售额yoy | 16.2% | 35.9% | 27.9% | 21.4% | 18.4% | -11.8% | 6.3% | 4.3% | 1.8% | 37.0% | 25.8% | 8.0% | 4.0% | 14.9% |
| | 均价(元/件) | 68 | 59 | 65 | 66 | 62 | 63 | 57 | 52 | 53 | 69 | 63 | 62 | 52 | 61 |
| | 弗列加特 | | | | | | | | | | | | | | |
| | 销量(万件) | 83 | 100 | 112 | 97 | 122 | 113 | 100 | 125 | 137 | 207 | 295 | 332 | 362 | 1,196 |
| | 销量yoy | 197.0% | 319.4% | 130.6% | 152.8% | 198.0% | 210.3% | 104.0% | 83.7% | 101.9% | 51.3% | 194.0% | 186.9% | 95.8% | 122.3% |
| | 销售额(万元) | 5,992 | 5,645 | 7,612 | 6,744 | 9,800 | 13,306 | 5,564 | 7,079 | 7,437 | 23,788 | 19,249 | 29,850 | 20,080 | 92,968 |
| 中宠 | 销售额yoy | 170.9% | 208.7% | 97.7% | 107.9% | 143.2% | 184.7% | 80.3% | 58.9% | 85.3% | 86.6% | 143.9% | 149.9% | 73.8% | 110.6% |
| | 均价 | 72 | 56 | 68 | 69 | 80 | 118 | 55 | 57 | 54 | 115 | 65 | 90 | 55 | 78 |
| | 顽皮 | | | | | | | | | | | | | | |
| | 销量(万件) | 33 | 30 | 43 | 44 | 54 | 49 | 59 | 83 | 80 | 101 | 107 | 147 | 222 | 577 |
| | yoy | -22.8% | -0.2% | 12.5% | 27.0% | 7.8% | -6.5% | 59.9% | 90.2% | 67.1% | 87.6% | -4.5% | 7.2% | 72.9% | 33.7% |
| | 销售额(万元) | 1,880 | 1,580 | 2,510 | 2,441 | 2,890 | 2,720 | 2,343 | 2,915 | 3,059 | 5,912 | 5,970 | 8,052 | 8,316 | 28,250 |
| | yoy | -2.6% | 12.0% | 36.4% | 25.4% | 20.4% | -3.2% | 22.1% | 33.7% | 30.0% | 83.5% | 15.2% | 12.5% | 28.9% | 28.3% |
| | 均价(元/件) | 57 | 52 | 58 | 55 | 54 | 56 | 40 | 35 | 38 | 58 | 56 | 55 | 38 | 49 |
| | 领先 | | | | | | | | | | | | | | |
| | 销量(万件) | 25 | 20 | 31 | 32 | 50 | 43 | 41 | 58 | 72 | 92 | 77 | 125 | 171 | 465 |
| 佩蒂 | yoy | -4.4% | -3.3% | 5.9% | 14.7% | 17.2% | 15.2% | 22.3% | 47.1% | 85.5% | 133.4% | -0.1% | 15.8% | 53.1% | 38.1% |
| | 销售额(万元) | 2,019 | 1,241 | 2,422 | 2,157 | 3,695 | 2,498 | 2,179 | 2,630 | 2,492 | 8,037 | 5,682 | 8,351 | 7,301 | 29,372 |
| | yoy | 76.2% | 32.1% | 56.6% | 67.8% | 49.8% | 11.9% | 51.1% | 41.9% | 47.6% | 194.3% | 56.4% | 39.5% | 46.5% | 69.0% |
| | 均价(元/件) | 80 | 61 | 78 | 68 | 73 | 58 | 54 | 45 | 35 | 87 | 74 | 67 | 43 | 63 |
| | zeal | | | | | | | | | | | | | | |
| | 销量(万件) | 11 | 9 | 11 | 10 | 11 | 13 | 10 | 11 | 11 | 20 | 31 | 34 | 33 | 118 |
| | yoy | 27.5% | 11.8% | -4.7% | 0.8% | -18.1% | 12.5% | 5.8% | 4.5% | -9.2% | 14.0% | 10.0% | -2.6% | -0.2% | 3.6% |
| | 销售额(万元) | 661 | 480 | 741 | 699 | 872 | 896 | 557 | 611 | 669 | 1,634 | 1,882 | 2,467 | 1,837 | 7,820 |
| | yoy | 16.8% | 2.5% | 6.1% | -22.4% | -32.7% | -5.2% | -21.3% | -19.7% | -11.4% | 22.2% | 8.6% | -21.5% | -17.4% | -8.0% |
| | 均价(元/件) | 60 | 54 | 69 | 68 | 80 | 69 | 55 | 53 | 60 | 80 | 62 | 72 | 56 | 66 |
| 爵宴 | 爵宴 | | | | | | | | | | | | | | |
| | 销量(万件) | 20 | 18 | 23 | 19 | 31 | 19 | 19 | 21 | 22 | 33 | 61 | 70 | 63 | 227 |
| | 销量yoy | 103.4% | 116.7% | 61.5% | 43.9% | 56.8% | -2.8% | 54.3% | 13.6% | 14.7% | 54.8% | 88.2% | 31.3% | 24.0% | 43.7% |
| | 销售额(万元) | 1,797 | 1,155 | 1,532 | 1,145 | 2,284 | 1,171 | 1,164 | 1,299 | 1,216 | 3,791 | 4,484 | 4,601 | 3,679 | 16,555 |
| | yoy | 156.6% | 77.7% | 38.3% | 5.0% | 15.7% | -9.9% | 60.1% | 27.2% | 12.3% | 144.9% | 82.4% | 5.4% | 30.0% | 47.8% |
| 佩蒂 | 均价(元/件) | 92 | 64 | 66 | 60 | 73 | 61 | 60 | 61 | 54 | 114 | 74 | 66 | 58 | 73 |

资料来源：久谦，华安证券研究所

图表 73 2025 年非上市宠物食品公司三平台（天猫、京东、抖音）猫狗食品电商数据

| | 202501 | 202502 | 202503 | 202504 | 202505 | 202506 | 202507 | 202508 | 202509 | 202510 | 2025Q1 | 2025Q2 | 2025Q3 | 2025.1-10 |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|------------------|
| 销量(万件) | 89 | 70 | 90 | 93 | 148 | 108 | 92 | 117 | 120 | 185 | 250 | 349 | 329 | 1,112 |
| 销量yoy | 41.6% | 54.3% | 52.7% | 49.7% | 80.1% | 23.9% | 57.4% | 59.7% | 52.5% | 73.6% | 49.0% | 50.8% | 56.4% | 55.4% |
| 销售额(亿元) | 1.7 | 1.2 | 1.8 | 1.8 | 2.5 | 1.8 | 1.5 | 1.7 | 2.0 | 3.2 | 4.7 | 6.0 | 5.1 | 19.0 |
| 销售额yoy | 38.8% | 42.3% | 58.8% | 36.6% | 46.9% | 7.4% | 40.6% | 28.2% | 32.5% | 61.2% | 46.7% | 30.0% | 33.2% | 39.4% |
| 价格(元/件) | 192 | 175 | 194 | 189 | 167 | 162 | 159 | 143 | 163 | 173 | 188 | 172 | 155 | 170 |
| 蓝氏 | 202501 | 202502 | 202503 | 202504 | 202505 | 202506 | 202507 | 202508 | 202509 | 202510 | 2025Q1 | 2025Q2 | 2025Q3 | 2025.1-10 |
| 销量(万件) | 109 | 107 | 131 | 162 | 201 | 168 | 177 | 177 | 151 | 215 | 346 | 532 | 505 | 1,599 |
| 销量yoy | 31.7% | 49.3% | 25.5% | 68.3% | 64.8% | 62.9% | 105.0% | 81.5% | 55.5% | 67.6% | 34.1% | 65.3% | 79.7% | 61.5% |
| 销售额(万元) | 6,967 | 6,619 | 8,012 | 8,141 | 14,909 | 8,301 | 7,701 | 7,972 | 8,301 | 12,855 | 21,597 | 31,352 | 23,974 | 89,777 |
| 销售额yoy | 45.2% | 54.2% | 35.4% | 52.3% | 47.3% | 13.8% | 72.7% | 45.1% | 32.8% | -4.8% | 43.9% | 37.7% | 47.9% | 33.0% |
| 价格(元/件) | 64 | 62 | 61 | 50 | 74 | 49 | 43 | 45 | 55 | 60 | 62 | 59 | 47 | 56 |
| 网易严选 | 202501 | 202502 | 202503 | 202504 | 202505 | 202506 | 202507 | 202508 | 202509 | 202510 | 2025Q1 | 2025Q2 | 2025Q3 | 2025.1-10 |
| 销量(万件) | 86 | 83 | 104 | 105 | 143 | 116 | 99 | 113 | 138 | 201 | 273 | 363 | 349 | 1,186 |
| 销量yoy | -7.6% | -2.4% | -7.0% | 13.4% | 22.1% | -0.3% | 26.2% | 32.9% | 27.2% | 65.5% | -5.9% | 11.6% | 28.7% | 17.7% |
| 销售额(万元) | 7,650 | 5,764 | 7,992 | 7,203 | 9,558 | 8,276 | 5,375 | 6,713 | 6,816 | 11,646 | 21,406 | 25,037 | 18,904 | 76,993 |
| 销售额yoy | -9.3% | -9.6% | -5.8% | -16.1% | -13.7% | -19.5% | -7.7% | -2.6% | -6.1% | -10.1% | -8.1% | -16.4% | -5.3% | -10.6% |
| 价格(元/件) | 89 | 70 | 77 | 69 | 67 | 72 | 54 | 60 | 50 | 58 | 78 | 69 | 54 | 65 |
| 诚实一口 | 202501 | 202502 | 202503 | 202504 | 202505 | 202506 | 202507 | 202508 | 202509 | 202510 | 2025Q1 | 2025Q2 | 2025Q3 | 2025.1-10 |
| 销量(万件) | 81 | 80 | 88 | 104 | 146 | 120 | 96 | 107 | 128 | 139 | 249 | 371 | 331 | 1,089 |
| 销量yoy | 139.3% | 182.0% | 45.4% | 71.8% | 81.4% | 92.5% | 97.3% | 61.3% | 55.1% | 53.9% | 102.9% | 81.9% | 67.6% | 77.4% |
| 销售额(万元) | 7,318 | 5,173 | 6,493 | 7,071 | 12,835 | 7,855 | 5,894 | 6,880 | 9,834 | 18,985 | 27,761 | 19,575 | 76,155 | |
| 销售额yoy | 123.5% | 71.6% | 82.9% | 51.4% | 36.0% | 33.3% | 64.9% | 33.2% | 11.5% | 23.3% | 93.0% | 38.8% | 31.9% | 44.6% |
| 价格(元/件) | 91 | 64 | 74 | 68 | 88 | 65 | 61 | 64 | 53 | 71 | 76 | 75 | 59 | 70 |
| 鲜朗 | 202501 | 202502 | 202503 | 202504 | 202505 | 202506 | 202507 | 202508 | 202509 | 202510 | 2025Q1 | 2025Q2 | 2025Q3 | 2025.1-10 |
| 销量(万件) | 44 | 49 | 66 | 68 | 83 | 88 | 72 | 94 | 96 | 114 | 159 | 240 | 263 | 776 |
| 销量yoy | 45.5% | 83.7% | 70.2% | 82.0% | 56.8% | 81.2% | 76.6% | 116.6% | 107.4% | 94.1% | 66.1% | 72.1% | 100.8% | 82.6% |
| 销售额(万元) | 5,686 | 5,415 | 10,251 | 9,344 | 9,926 | 15,539 | 5,590 | 6,921 | 6,778 | 13,911 | 21,352 | 34,810 | 19,289 | 89,362 |
| 销售额yoy | 47.8% | 58.1% | 105.5% | 94.5% | 22.3% | 121.1% | 17.9% | 27.3% | 20.9% | 80.6% | 74.2% | 74.5% | 22.2% | 60.4% |
| 价格(元/件) | 128 | 111 | 156 | 137 | 119 | 176 | 77 | 74 | 70 | 122 | 134 | 145 | 73 | 115 |
| 渴望 | 202501 | 202502 | 202503 | 202504 | 202505 | 202506 | 202507 | 202508 | 202509 | 202510 | 2025Q1 | 2025Q2 | 2025Q3 | 2025.1-10 |
| 销量(万件) | 10 | 8 | 10 | 9 | 19 | 12 | 8 | 12 | 11 | 25 | 28 | 40 | 31 | 125 |
| 销量yoy | 5.3% | 9.1% | 6.7% | 21.6% | 48.8% | -18.7% | 21.2% | 26.8% | 30.3% | 42.6% | 6.8% | 15.0% | 26.6% | 20.3% |
| 销售额(万元) | 5,255 | 4,141 | 6,121 | 5,645 | 11,218 | 5,600 | 3,563 | 5,985 | 5,461 | 13,360 | 15,516 | 22,463 | 15,009 | 66,348 |
| 销售额yoy | 15.9% | 28.2% | 31.0% | 34.5% | 71.3% | -24.5% | 25.7% | 23.0% | 12.0% | 35.1% | 24.8% | 23.7% | 19.3% | 25.0% |
| 价格(元/件) | 515 | 530 | 587 | 616 | 584 | 476 | 468 | 483 | 475 | 545 | 546 | 560 | 477 | 533 |
| 伯纳天纯 | 202501 | 202502 | 202503 | 202504 | 202505 | 202506 | 202507 | 202508 | 202509 | 202510 | 2025Q1 | 2025Q2 | 2025Q3 | 2025.1-10 |
| 销量(万件) | 26 | 19 | 27 | 26 | 41 | 31 | 31 | 33 | 32 | 55 | 72 | 98 | 97 | 322 |
| 销量yoy | 9.8% | 20.3% | 13.3% | 23.4% | 28.4% | -2.3% | 73.2% | 43.3% | 36.0% | 35.7% | 13.7% | 15.8% | 49.0% | 27.0% |
| 销售额(万元) | 5,045 | 3,174 | 5,185 | 4,574 | 6,731 | 4,878 | 3,949 | 4,183 | 4,159 | 9,231 | 13,405 | 16,183 | 12,292 | 51,111 |
| 销售额yoy | 4.7% | -1.6% | 7.5% | -1.9% | -8.4% | -27.3% | 8.6% | 0.3% | -8.5% | 3.9% | 4.2% | -13.5% | -0.5% | -3.2% |
| 价格(元/件) | 196 | 168 | 189 | 174 | 163 | 159 | 125 | 125 | 130 | 167 | 186 | 165 | 127 | 159 |
| 冠能 | 202501 | 202502 | 202503 | 202504 | 202505 | 202506 | 202507 | 202508 | 202509 | 202510 | 2025Q1 | 2025Q2 | 2025Q3 | 2025.1-10 |
| 销量(万件) | 20 | 17 | 17 | 16 | 30 | 21 | 19 | 33 | 35 | 44 | 55 | 67 | 87 | 252 |
| 销量yoy | 36.8% | 97.4% | 23.2% | 2.4% | 38.3% | -22.4% | 14.4% | 120.2% | 99.5% | 44.5% | 45.9% | 4.4% | 77.3% | 39.5% |
| 销售额(万元) | 3,756 | 2,942 | 3,592 | 3,233 | 5,322 | 3,580 | 2,740 | 4,707 | 3,596 | 5,288 | 10,290 | 12,135 | 11,042 | 38,755 |
| 销售额yoy | 10.3% | 34.4% | 9.2% | -8.5% | 21.6% | -28.7% | -20.2% | 49.0% | -4.9% | -15.8% | 15.8% | -6.1% | 6.5% | 0.8% |
| 价格(元/件) | 187 | 170 | 207 | 204 | 175 | 174 | 146 | 143 | 102 | 120 | 188 | 182 | 127 | 154 |
| 凯锐思Keres | 202501 | 202502 | 202503 | 202504 | 202505 | 202506 | 202507 | 202508 | 202509 | 202510 | 2025Q1 | 2025Q2 | 2025Q3 | 2025.1-10 |
| 销量(万件) | 54 | 42 | 50 | 49 | 55 | 49 | 53 | 47 | 55 | 75 | 147 | 153 | 155 | 530 |
| 销量yoy | 14.3% | 15.6% | -0.8% | -7.3% | -9.0% | -21.4% | -0.8% | -11.4% | -6.5% | 21.7% | 9.0% | -12.9% | -6.3% | -1.4% |
| 销售额(万元) | 3,643 | 2,821 | 3,900 | 3,982 | 3,670 | 3,260 | 3,274 | 3,180 | 3,467 | 4,688 | 10,364 | 10,912 | 9,920 | 35,884 |
| 销售额yoy | 5.2% | 14.2% | 21.0% | 4.9% | -11.3% | -32.9% | -9.3% | -20.4% | -20.0% | -0.6% | 13.2% | -14.7% | -16.9% | -7.0% |
| 价格(元/件) | 67 | 67 | 78 | 82 | 67 | 66 | 62 | 67 | 63 | 62 | 71 | 71 | 64 | 68 |
| 疯狂小狗 | 202501 | 202502 | 202503 | 202504 | 202505 | 202506 | 202507 | 202508 | 202509 | 202510 | 2025Q1 | 2025Q2 | 2025Q3 | 2025.1-10 |
| 销量(万件) | 77 | 68 | 84 | 93 | 99 | 80 | 80 | 78 | 92 | 81 | 229 | 272 | 250 | 832 |
| 销量yoy | 17.8% | 22.6% | 11.2% | 31.3% | 18.7% | -7.6% | -6.0% | -0.5% | 9.8% | -5.5% | 16.6% | 12.9% | 1.1% | 8.0% |
| 销售额(万元) | 3,444 | 2,749 | 3,861 | 3,847 | 3,883 | 2,978 | 2,635 | 2,780 | 2,857 | 3,405 | 10,055 | 10,708 | 8,271 | 32,438 |
| 销售额yoy | 19.0% | 15.7% | 36.2% | 49.7% | 24.8% | -16.2% | -5.7% | -8.4% | -21.2% | -9.7% | 24.0% | 16.0% | -12.5% | 6.1% |
| 价格(元/件) | 45 | 40 | 46 | 41 | 39 | 37 | 33 | 35 | 31 | 42 | 44 | 39 | 33 | 39 |
| 阿飞和巴弟 | 202501 | 202502 | 202503 | 202504 | 202505 | 202506 | 202507 | 202508 | 202509 | 202510 | 2025Q1 | 2025Q2 | 2025Q3 | 2025.1-10 |
| 销量(件) | 38 | 52 | 33 | 29 | 39 | 26 | 27 | 36 | 38 | 58 | 123 | 95 | 101 | 377 |
| 销量yoy | -0.2% | 57.5% | -37.1% | -55.8% | -34.5% | -44.2% | -32.8% | -12.8% | -28.6% | 14.5% | -0.7% | -45.3% | -25.1% | -22.0% |
| 销售额(元) | 2,552 | 2,536 | 2,508 | 2,289 | 2,867 | 2,132 | 1,511 | 1,904 | 1,943 | 3,560 | 7,596 | 7,288 | 5,358 | 23,803 |
| 销售额yoy | -0.7% | 18.1% | -14.9% | -13.2% | -20.6% | -30.1% | -25.0% | -24.0% | -37.2% | -13.7% | -0.9% | -21.6% | -29.6% | -17.1% |
| 价格(元/件) | 67 | 49 | 76 | 78 | 73 | 81 | 56 | 53 | 50 | 62 | 62 | 77 | 53 | 63 |
| 比瑞吉 | 202501 | 202502 | 202503 | 202504 | 202505 | 202506 | 202507 | 202508 | 202509 | 202510 | 2025Q1 | 2025Q2 | 2025Q3 | 2025.1-10 |
| 销量(万件) | 7 | 5 | 7 | 6 | 8 | 6 | 4 | 8 | 6 | 11 | 20 | 20 | 19 | 69 |
| 销量yoy | 12.9% | 23.2% | 12.8% | 2.3% | -0.4% | -40.9% | -34.7% | 9.4% | 1.7% | 10.5% | 15.4% | -16.5% | -7.8% | -2.5% |
| 销售额(万元) | 818 | 551 | 925 | 757 | 994 | 674 | 555 | 854 | 725 | 1,213 | 2,294 | 2,424 | 2,135 | 8,066 |
| 销售额yoy | -9.4% | -6.0% | 0.5% | -14.8% | -17.3% | -50.3% | -21.7% | 8.6% | -13.3% | -17.4% | -4.8% | -29.7% | -8.5% | -16.5% |
| 价格(元/件) | 109 | 105 | 131 | 131 | 124 | 117 | 124 | 110 | 112 | 108 | 116 | 124 | 114 | 116 |

资料来源：久谦，华安证券研究所

5.2.3 重点推荐乖宝宠物、中宠股份

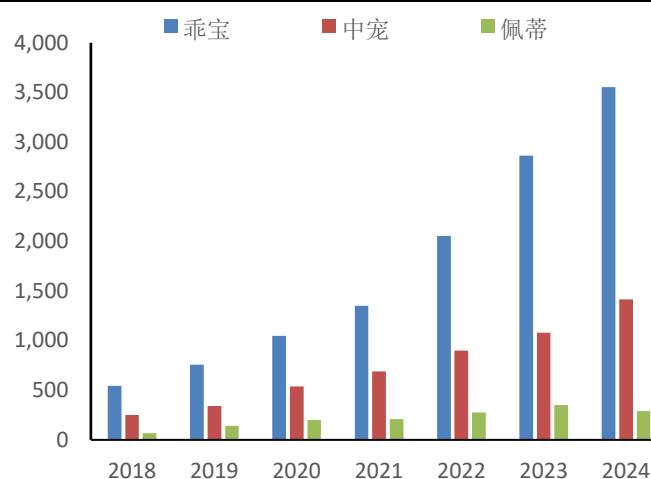
头部上市宠物食品公司积极发展国内市场，顺应高端化、国产化、线上化趋势，在提升产品质量同时，不断打磨打造新品能力，通过持续的销售费用和研发费用投入，陆续实现境内业务盈利。乖宝宠物在头部上市宠物食品公司中最早实现境内业务盈利，中宠股份于2024年实现境内业务盈利，2025年境内业务盈利进一步提升，佩蒂股份境内业务仍处于小幅亏损状态。随着费用投入和品牌力的不断提升，头部公司市占率有望稳步提升，我们继续推荐乖宝宠物、中宠股份，建议关注佩蒂股份。

图表 74 主要宠物食品上市公司销售费用支出对照表

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025Q1 | 1H2025 | 2025Q3 |
|---------------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 乖宝宠物 | | | | | | | | | |
| 销售费用 | 246 | 264 | 356 | 545 | 721 | 1,055 | 264 | 680 | 354 |
| yoy | | | 7.5% | 34.7% | 53.2% | 32.2% | 46.3% | 38.8% | 47.3% |
| 销售费用率 | 17.5% | 13.1% | 13.8% | 16.0% | 16.7% | 20.1% | 17.8% | 21.1% | 23.3% |
| 业务宣传费 | 79 | 124 | 173 | 259 | 366 | 560 | | 371 | |
| 销售服务费 | 38 | 50 | 76 | 139 | 186 | 279 | | 183 | |
| 职工薪酬 | 45 | 58 | 67 | 86 | 98 | 139 | | 78 | |
| yoy | | | | | | | | | |
| 业务宣传费 | | 57% | 39% | 49% | 42% | 53% | | 54% | |
| 销售服务费 | | 30% | 52% | 83% | 35% | 50% | | 46% | |
| 职工薪酬 | | 31% | 14% | 30% | 14% | 41% | | 23% | |
| 中宠股份 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025Q1 | 1H2025 | 2025Q3 |
| 销售费用 | 170 | 184 | 243 | 303 | 387 | 495 | 125 | 297 | 165 |
| yoy | 21.6% | 8.4% | 31.9% | 24.5% | 27.7% | 27.9% | 37.7% | 35.8% | 44.0% |
| 销售费用率 | 9.9% | 8.3% | 8.4% | 9.3% | 10.3% | 11.1% | 11.4% | 12.2% | 11.5% |
| 中宠销售费用/乖宝销售费用 | 69.2% | 69.8% | 68.4% | 55.6% | 53.7% | 46.9% | 47.6% | 43.7% | 46.6% |
| 职工薪酬 | 39 | 46 | 58 | 65 | 70 | 80 | | 47 | |
| 业务宣传费及销售服务费 | 70 | 116 | 162 | 213 | 285 | 377 | | 223 | |
| yoy | | | | | | | | | |
| 职工薪酬 | 66% | 16% | 27% | 11% | 8% | 15% | | 20% | |
| 业务宣传费及销售服务费 | 10% | 66% | 39% | 32% | 34% | 32% | | 40% | |
| 佩蒂股份 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025Q1 | 1H2025 | 2025Q3 |
| 销售费用 | 69 | 57 | 55 | 87 | 102 | 117 | 28 | 56 | 30 |
| yoy | 58.3% | -16.7% | -4.7% | 58.4% | 18.0% | 14.9% | 56.2% | 9.6% | 19.1% |
| 销售费用率 | 6.8% | 4.3% | 4.3% | 5.0% | 7.2% | 7.1% | 8.4% | 7.7% | 8.2% |
| 佩蒂销售费用/乖宝销售费用 | 28.0% | 21.7% | 15.4% | 15.9% | 14.2% | 11.1% | 10.6% | 8.2% | 8.4% |
| 职工薪酬 | 12 | 20 | 23 | 32 | 35 | 39 | | 19 | |
| 广告与业务宣传费 | 19 | 29 | 24 | 43 | 54 | 62 | | 31 | |
| yoy | | | | | | | | | |
| 职工薪酬 | 57% | 74% | 16% | 36% | 9% | 13% | | 5% | |
| 广告与业务宣传费 | 135% | 55% | -19% | 83% | 24% | 16% | | 38% | |

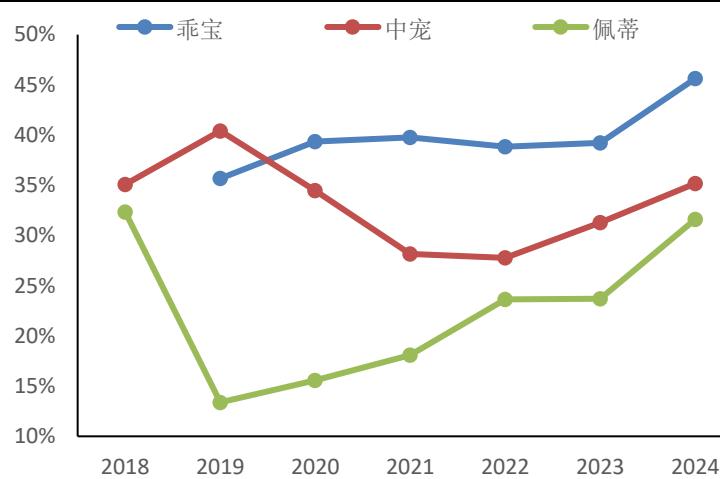
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 75 主要宠物食品公司国内业务收入，百万元



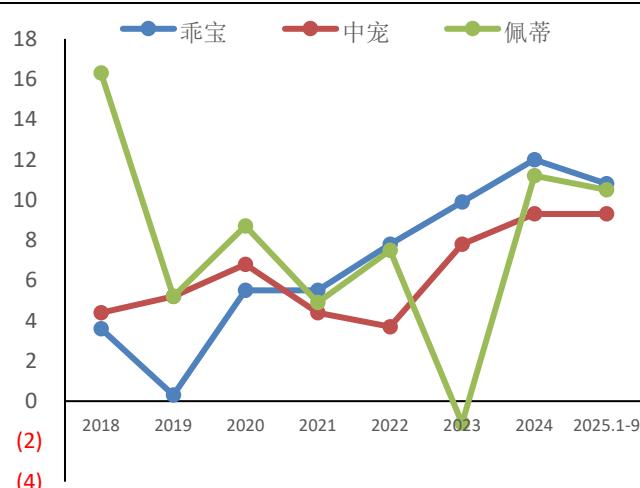
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 76 主要宠物食品公司国内业务毛利率，%



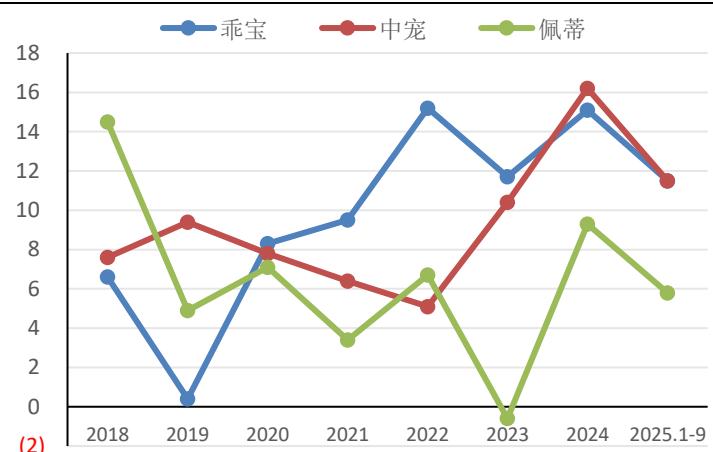
资料来源：公司公告，wind，华安证券研究所

图表 77 主要宠物食品公司净利润率，%



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 78 主要宠物食品公司 ROE，%



资料来源：wind，华安证券研究所

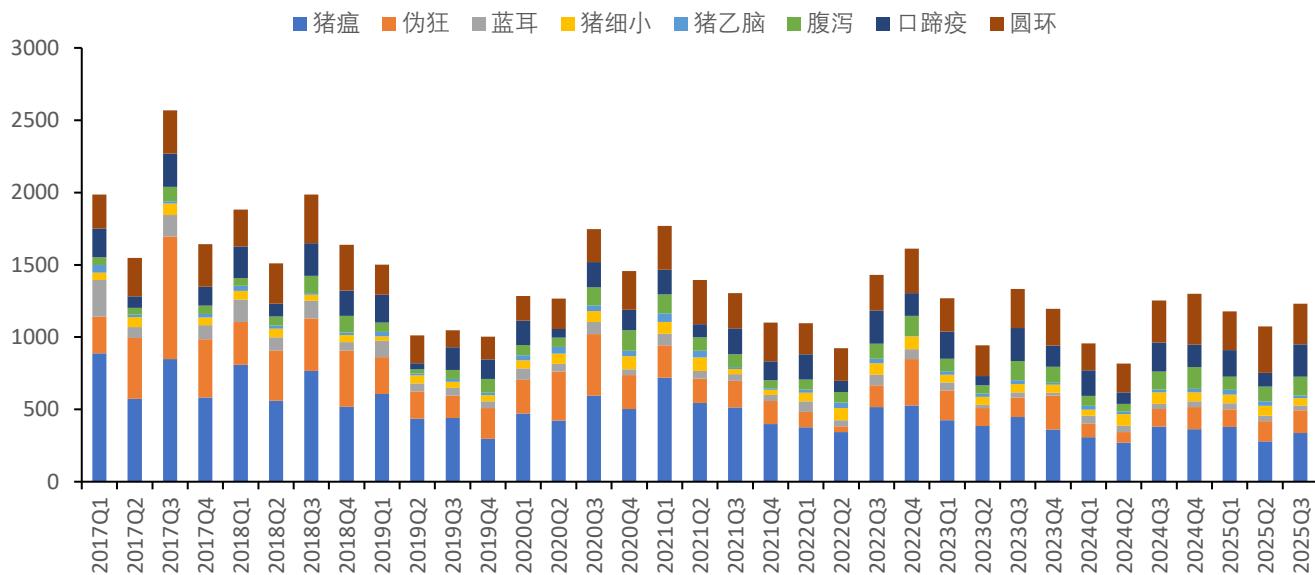
6 动保：静待业绩修复，关注宠物动保增长潜力

6.1 2H2026 猪价有望回暖，动保企业业绩或逐步修复

2025 年 1-10 月，猪用疫苗批签发数同比增速由高到低依次为，猪伪狂犬疫苗 +24.8%、猪乙型脑炎疫苗 +18.9%、猪圆环疫苗 +17.7%、腹泻苗 +15.9%、口蹄疫苗 +6.0%、猪瘟疫苗 -0.7%、猪细小病毒疫苗 -12.3%、高致病性猪蓝耳疫苗 -20.4%。

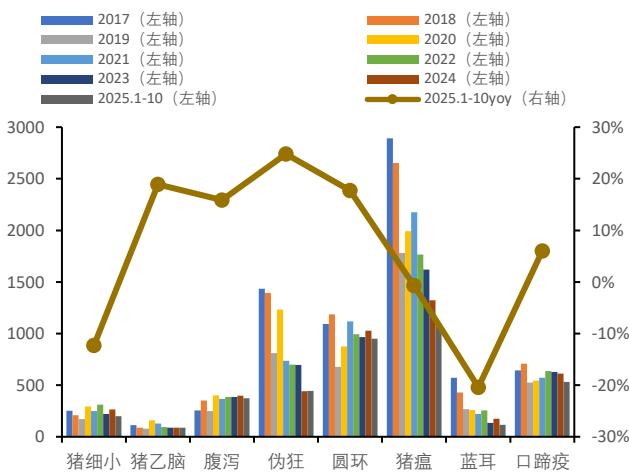
2025 年 10 月，猪用疫苗批签发数同比增速由高到低依次为，猪细小病毒疫苗 -26.9%、猪瘟疫苗 -32.8%、腹泻苗 -33.8%、口蹄疫苗 -35.6%、猪乙型脑炎疫苗 -36.4%、猪圆环疫苗 -38.6%、猪伪狂犬疫苗 -61.5%、高致病性猪蓝耳疫苗 -69.2%。

图表 79 2017Q1-2025Q3 主要猪用疫苗批签发数 (单位: 次)



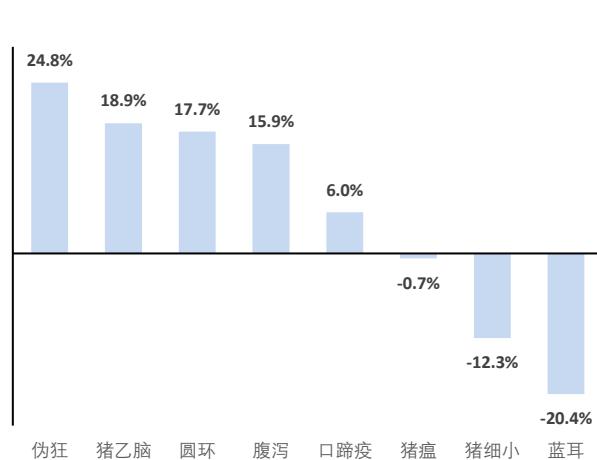
资料来源：国家兽药基础数据库，华安证券研究所

图表 80 2017-2025 前 10 月主要猪用疫苗批签发对照图



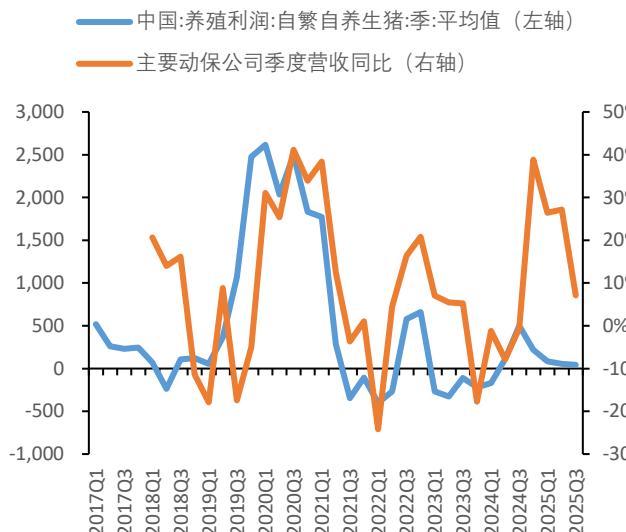
资料来源：国家兽药基础数据库，华安证券研究所

图表 81 2025 年 1-10 月主要猪用疫苗批签发同比增速

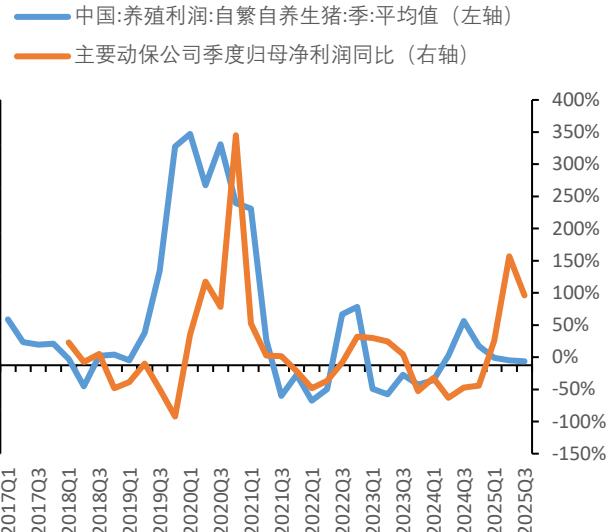


资料来源：国家兽药基础数据库，华安证券研究所

从历史经验来看，动保企业业绩相比养殖利润有一定滞后性，下游养殖企业持续盈利后约1-2个季度动保企业业绩会出现明显改善。2025年7月开始，生猪养殖行业步入去产能阶段，据统计局数据，2025Q3能繁母猪存栏量累计下降9万头，10月末全国能繁母猪存栏量降至4000万头以下，随着生猪养殖业全面亏损叠加调控政策持续落实，生猪行业去产能有望明显提速。从年度能繁母猪存栏推断，2026年下半年生猪价格有望逐步回暖，此外，上市猪企生猪养殖成本处于下行通道，头猪净利有望逐步上升，动保产品需求量或呈增长态势。

图表 82 动保公司收入同比和养殖利润对比 (元/头)


资料来源: wind, 公司公告, 华安证券研究所 注: 动保公司数据来自科前生物、中牧股份、瑞普生物、生物股份、普莱柯和回盛生物。

图表 83 动保公司归母净利同比和养殖利润对比 (元/头)


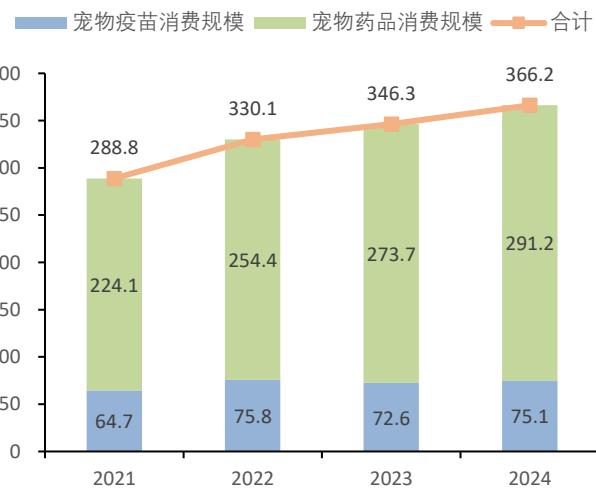
资料来源: wind, 公司公告, 华安证券研究所 注: 动保公司数据来自科前生物、中牧股份、瑞普生物、生物股份、普莱柯和回盛生物。

6.2 宠物动保业务有望打开中长期成长空间

近年来国内宠物市场整体呈稳步增长趋势，2015-2024年城镇犬猫消费市场年均复合增长率达13.3%，2024年城镇犬猫消费市场规模同比增长7.5%，达到3,002亿元。从消费结构看，2024年宠物医疗市场份额占28%，仅次于宠物食品市场(52.8%)，其中，宠物疫苗消费75.1亿元，占比2.5%；宠物药品消费291.2亿元，占比9.7%，较2023年消费规模均有一定幅度增长。渗透率方面，2024年，宠物药品渗透率82.9%，在宠物消费中位列第三，仅次于主粮和零食；免疫率方面，2024年我国宠物免疫率达到49.2%，同比上升1.3个百分点。

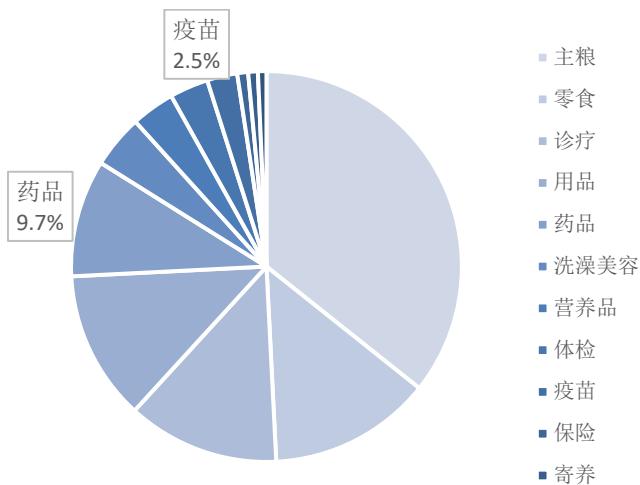
图表 84 2015-2024 年城镇(犬猫)消费市场规模(亿元)


资料来源: 2025宠物行业白皮书, 华安证券研究所

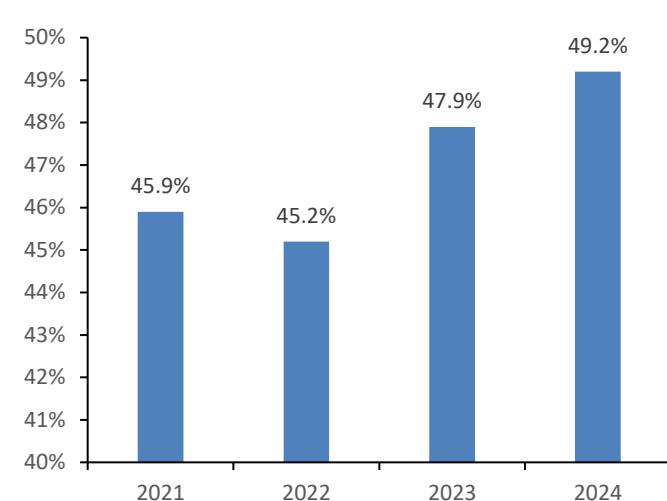
图表 85 我国宠物动保市场规模 (单位: 亿元)


资料来源: 2022-2025宠物行业白皮书, 华安证券研究所

图表 86 2024 年我国宠物消费结构



图表 87 宠物疫苗免疫率



资料来源：2025 宠物行业白皮书，华安证券研究所

资料来源：2022-2025 宠物行业白皮书，华安证券研究所

2024 年，瑞普、博莱得利、唐山怡安等多款国产猫三联疫苗陆续上市，打破硕腾公司旗下“妙三多”自 2011 年进入中国以来在国内市场形成的垄断局面。国产猫三联疫苗在毒株匹配程度、价格、渠道等方面具有明显优势，国产替代空间广阔，2025 年各企业猫三联疫苗销售均取得了一定的成绩，打开动保公司第二增长曲线。此外，其他宠物疫苗的研发也在积极布局，瑞普生物在推进猫四联 mRNA 疫苗、猫传腹 mRNA 疫苗、犬四联疫苗等新产品的研发；科前生物的猫鼻气管炎活疫苗(WHR 株)已获得临床批件，犬、猫狂犬病灭活疫苗(SAD-tOG 株)目前正在临床试验。

近几年动保行业竞争持续加剧，产品同质化严重，今年猪价整体较为低迷，叠加大型养殖集团普遍采取较为激进的成本管控策略，导致猪用疫苗需求量下滑，研发新产品、开辟新业务便成为动保企业破局的关键，新品上市有望对收入增长、毛利改善形成有力支撑。

科前生物上半年获得包括国家一类新药“牛支原体活疫苗(HB150 株)”在内的 4 项新兽药注册证书，三季度取得国家一类新药“猪塞内卡病毒病灭活疫苗(HB16 株，悬浮培养)”新兽药注册证书，截至三季度末，公司已取得 58 项新兽药注册证书。此外，科前生物积极布局反刍动物疫苗，拓展牛羊疫苗产品线，上半年牛巴氏杆菌灭活疫苗、山羊痘活疫苗已获得生产文号，公司在奶牛和肉牛市场构建核心竞争力，以提升多元化经营能力。

瑞普生物今年新上市了“超比欣”、“妙普净”两款宠物驱虫药、宠物保健品“酶球儿”以及猫干扰素，公司获得新流法腺四联灭活疫苗等 4 项新兽药注册证书，取得农业农村部核发的猪流行性腹泻病毒 mRNA 疫苗(RPS1903)临床试验批件，为全球首个食品动物用 mRNA 疫苗临床批件，三季度公司另有鸡新城疫、传染性支气管炎二联耐热保护剂活疫苗，禽腺病毒(1 群，4 型)蛋黄抗体，重组猫干扰素ω等 7 项新产品获批，覆盖生物制品、化药、抗体等多品类，进一步完善公司在宠物及经济动物医药领域的产业链。

此外，动保公司开始积极开辟新业务，科前生物围绕国家饲用蛋白减量替代重大战略，与农业微生物资源发掘与利用全国重点实验室开展紧密合作，在利用黑水虻与微生物联合转化畜禽粪便及餐余垃圾生产昆虫蛋白领域，进行了规模化养殖工艺、自动化养殖设备的研制探索，初步形成了一套黑水虻规模化转化农业有机废弃

物的系统解决方案。瑞普生物投资 6.79 亿元建设微生物蛋白项目，积极布局新型优质替代蛋白赛道，推动公司从动保领域领导者向更广阔的优质蛋白解决方案提供者延伸，实现业务的战略拓展与升级，为公司高质量发展贡献新动能。建议关注瑞普生物、科前生物、回盛生物、普莱柯等。

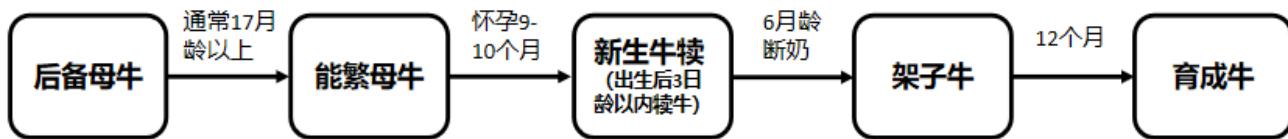
7.1H2026 我国肉牛价格有望加速上行

7.1 牛属于单胎动物，且繁育时间长

牛属于单胎动物，牛在自然状态下妊娠双胎的概率仅不到 1%。双犊牛出生后遗传力较低、体弱多病，成活率较低且易发生夭折。而母牛产双胎后，身体伤害较大，流产概率高，且生产时极易出现难产，产后易出现瘫痪等问题。作为一种遗传率较低的性状之一，想通过现有的选种或选育技术提高牛的繁殖能力颇为艰难；

一般母牛达到 17 月龄以上，若后备母牛饲养管理合理，骨骼发育标准，如果 14-18 月龄的母牛体重达到成年体重的 65%-75% 也可以配种。按照中国肉牛育成规律：从能繁母牛怀孕到育成牛出栏，通常需要 27-28 个月；从补栏新生母牛到育成牛出栏，通常需要 44 个月以上。

图表 88 中国肉牛育成图



资料来源：《浅谈能繁母牛繁育与饲养技术》，《肉牛科学养殖技术》，华安证券研究所

7.2 2023 年开启肉牛行业剧烈去产能

2020-2023 年新冠疫情造成我国消费需求下降，与此同时，我国牛肉产量同比增速分别达到 0.8%、3.7%、3.0%、4.8%，牛肉进口量同比增速分别达到 27.6%、10.1%、15.3%、1.8%。供给过快增长导致 2020-2022 年肉牛价格出现滞涨，2023 年牛肉价格开启了二十年以来的第一轮大跌。

2023 年 3 月中旬开始，国内育肥牛价格开始持续下跌。2023 年 6 月全国育肥牛平均价格 25.39 元/kg，跌至 2017 年 11 月以来价格最低点；250 公斤公犊牛价格从 2023 年初 1.1 万元逐步降至 6000 元，250 公斤母犊牛价格从 1 万元逐步降至 4500 元。活牛市场价格低迷诱发了繁育母牛被养殖户规模性弃养抛售宰杀，同期成年繁育母牛市场价格跌至 16-24 元/kg，较 2020 年跌幅约达 55%；

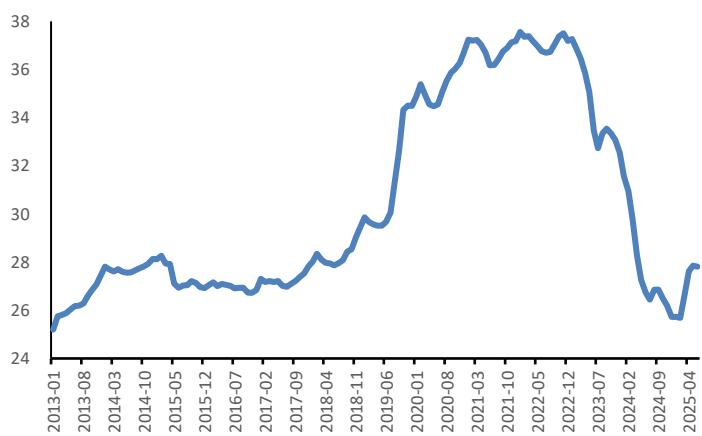
2023 年 12 月末，全国能繁母牛存栏量同比下降 1.9%；2023 年新生犊牛数同比下降 1.4%，2024 年 1-11 月新生牛犊同比累计下降逾 8%。

图表 89 2019-2024 年中国牛肉产量、进口量对照表

| | 牛肉产量(万吨) | 牛肉进口量(万吨) | 牛肉产量yoy | 牛肉进口量yoy |
|------|----------|-----------|---------|----------|
| 2019 | 667.3 | 166.0 | | |
| 2020 | 672.4 | 211.8 | 0.8% | 27.6% |
| 2021 | 697.5 | 233.3 | 3.7% | 10.1% |
| 2022 | 718.3 | 269.0 | 3.0% | 15.3% |
| 2023 | 753.0 | 273.7 | 4.8% | 1.8% |
| 2024 | 779.1 | 287.0 | 3.5% | 4.8% |

资料来源：wind，华安证券研究所

图表 90 活牛（中等）集贸市场价格走势图，元/公斤



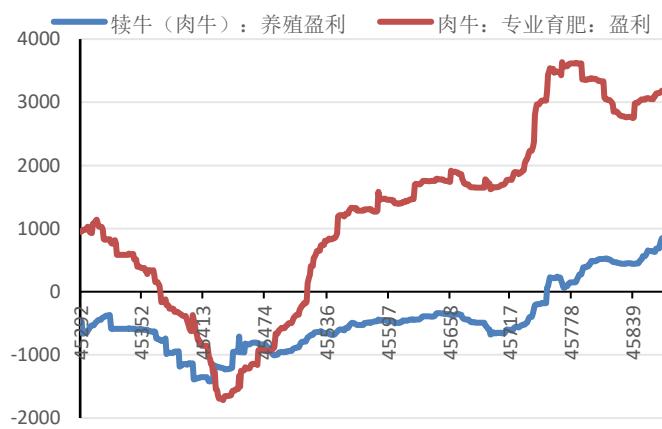
资料来源：国家统计局，华安证券研究所

图表 91 犊牛、架子牛、育肥牛价格对照表

| 价格 | 200kg犊牛 | 300-500kg架子牛 | 育肥牛 |
|------|--|---------------|-----------|
| | 年末 | 年末 | 年均 |
| 2018 | | 全年30-34 | 28-30 |
| 2019 | 优质断奶公犊牛全年主流价格区间50-60 | 全年主流价格区间36-42 | 30.5-34.2 |
| 2020 | 56-66（平均61） | 44-52（平均48） | 34.04 |
| 2021 | 36-46（平均41） | 30-40（平均35） | 35.54 |
| 2022 | 30-42（平均36） | 28-36（平均32） | 35.1 |
| 2023 | 250kg公犊牛：从年初1.1万元降至0.6万元；250kg母犊牛：从年初1万元降至0.45万元 | | 30.02 |
| 2024 | | | 27.76 |

资料来源：我国肉牛产业发展回顾与展望，华安证券研究所

图表 92 2024-2025 年全国肉牛养殖盈利走势图，元/头



资料来源：上海钢联，华安证券研究所

7.3 牛存栏下降成为牛价大涨先行指标

牛存栏下降一直以为是牛价大涨的先行指标：

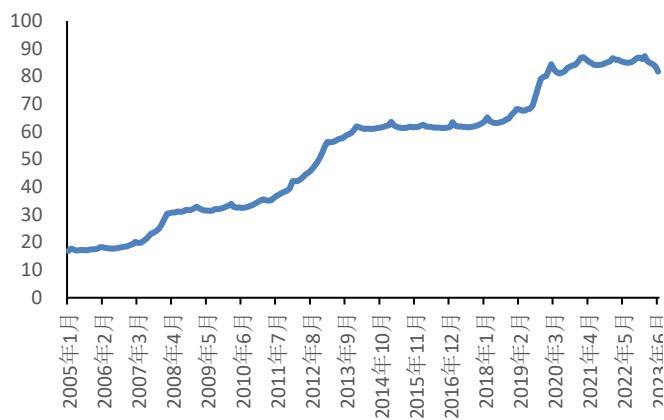
①2006-2008 年牛期末存栏同比分别下降 4%、1%、3%，2007 年 1 月-2008 年 12 月牛价大涨 67%；

②2010-2013 年牛期末存栏同比分别下降 2%、4%、3%、2%，2012 年 1 月-2013 年 12 月牛价大涨 44%；

③2018 年牛期末存栏下降 1%，2019 年 1 月-2020 年 2 月牛价大涨 24%。我们认为这一波牛价大涨，主要是非瘟疫情造成猪肉严重供不应求所引发的。

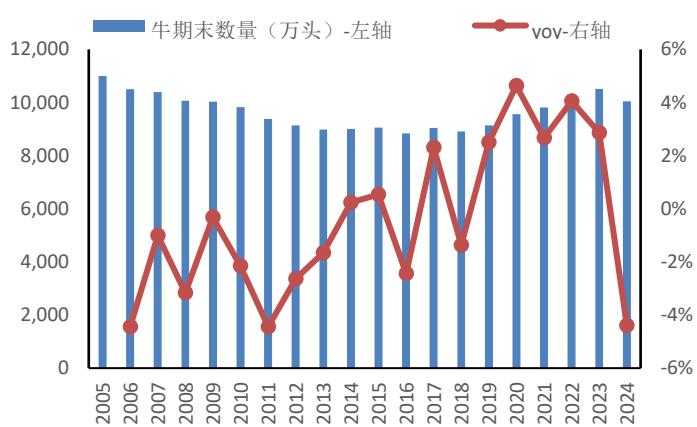
2024 年 6 月，我国牛期末存栏量同比开始由升转降。2024 年 6 月、2024 年 12 月、2025 年 3 月、2025 年 6 月、2025 年 9 月，牛期末存栏量同比分别-2.9%、-4.4%、-3.5%、-2.1% 和-2.4%。2025 年 9 月末，牛存栏量 9,932 万头，较 2023 年末已累计下降 5.5%。

图表 93 牛肉(去骨统肉)集贸市场价格(元/公斤)



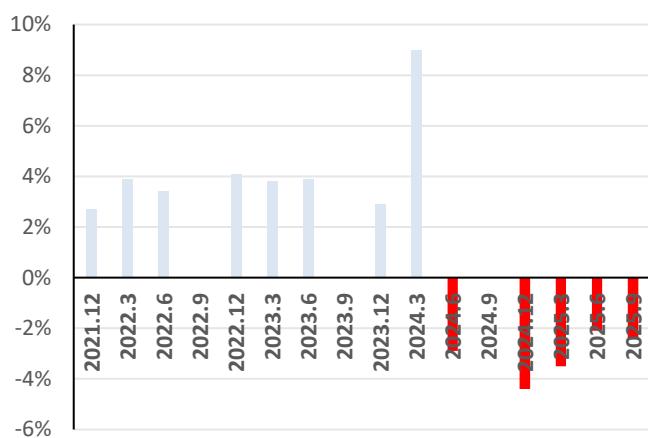
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 94 牛年末存栏量及同比增速走势图



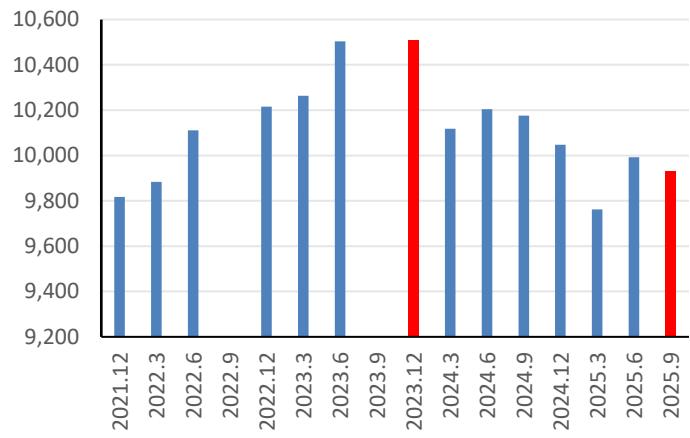
资料来源: 国家统计局, 华安证券研究所

图表 95 牛季末存栏同比增速走势图



资料来源: 国家统计局, 华安证券研究所

图表 96 牛季末存栏量走势图, 万头



资料来源: 国家统计局, 华安证券研究所

7.4 1H2026 我国肉牛价格有望开始加速上行

2023-2025 年, 我国能繁母牛持续去化, 2025 年 9 月末我国牛存栏已降至 9,932 万头, 较 2023 年末累计下降 5.5%, 为牛价大涨奠定基础。牛属于单胎动物, 且养殖周期漫长, 从能繁母牛怀孕到育成牛出栏需要约 28 个月, 我们推算, 2026 年上半年我国肉牛价格将开始加速上行, 在牛肉进口政策相对平稳的情况下, 本轮牛价上涨有望持续至 2028 年, 建议关注牛产业链。

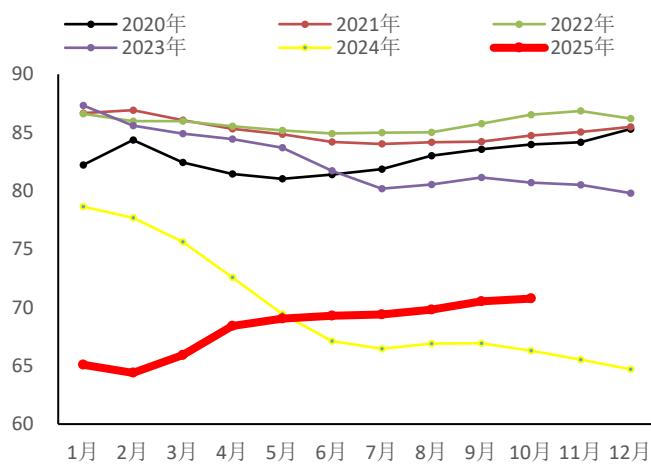
图表 97 商务部对进口牛肉进行保障措施立案调查列表

| 事件 | 内容 |
|---------------------------------------|---|
| 商务部自 2024 年 12 月 27 日起对进口牛肉进行保障措施立案调查 | 商务部于 2024 年 11 月 22 日收到中国畜牧业协会、吉林省畜牧业协会、辽宁省畜牧业协会、贵州省牛羊产业协会、四川省畜牧业协会、河北省畜牧业协会、内蒙古畜牧业协会、山东省畜牧协会、河南省肉牛产业协会、新疆维吾尔自治区畜牧兽医学会代表国内牛肉产业正式提交的《中华人民共和国牛肉产业保障措施调查申请书》, 申请人请求对进口牛肉进行保障措施调查 |

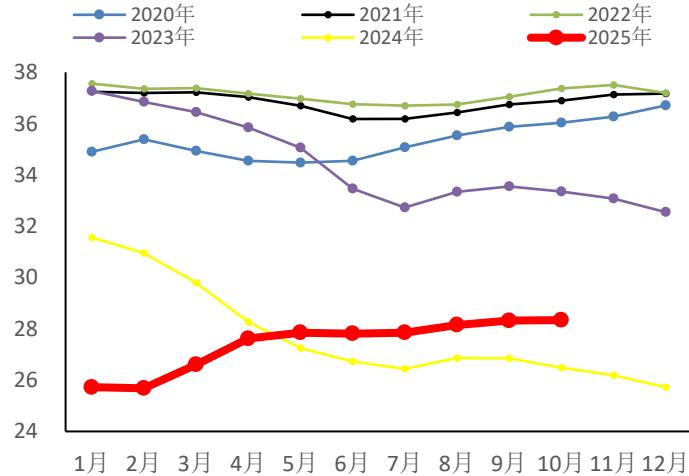
| | |
|------------------------|---|
| | 申请书主张：牛肉进口数量在 2019 年至 2024 年上半年急剧增长，2023 年比 2019 年增长 64.93%，2024 年上半年比 2019 年上半年增长 106.28%；2019 年至 2024 年上半年，申请调查产品进口数量占中国市场份额由 20.55% 上升至 30.90%，相对于中国总产量的比例由 24.87% 上升至 43.87%；牛肉进口数量的急剧增长对中国国内产业造成冲击，中国国内产业受到严重损害，且申请调查产品进口数量的增加与中国国内产业受到的严重损害之间存在因果关系 |
| | 根据上述审查结果，依据《中华人民共和国保障措施条例》第三条规定，商务部决定自 2024 年 12 月 27 日起对进口牛肉进行保障措施立案调查，通常 8 个月内结束调查，特殊情况下可适当延长 |
| 进口牛肉保障措施调查听证会 | 本次听证会的内容为本案公共利益、产品范围、进口产品数量增加、严重损害（严重损害威胁）及二者之间因果关系的确定 |
| 商务部公布延长对进口牛肉保障措施调查期限决定 | 由于调查工作量大，案情复杂，调查机关决定根据中国法律及世贸组织规则，将本案调查期限延长 3 个月至 2025 年 11 月 26 日；鉴于本案情况复杂，商务部决定将本案的调查期限再次延长至 2026 年 1 月 26 日。 牛肉保障措施立案后，商务部依照法定程序开展调查，通过问卷、听证会、实地调查等方式收集证据材料，广泛听取各利害关系方意见，确保调查程序客观公正。该案受到各方广泛关注，出口国家和地区的政府、行业协会、生产商以及国内产业协会、养殖户和进口商等提交了大量数据和文字材料，调查机关正在全面审查各方意见和材料，依法审慎评估本案是否达到法定实施保障措施的条件 |

资料来源：商务部，华安证券研究所

图表 98 牛肉（去骨统肉）集贸市场价格图，元/公斤



图表 99 活牛集贸市场价格图，元/公斤



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

资料来源：国家统计局，华安证券研究所

风险提示：

疫情；政策调整；自然灾害；汇率波动风险；原材料价格波动风险；宠物公司国内市场开拓不达预期风险。

分析师与联系人简介

分析师: 王莺, 华安证券农业首席分析师, 2012 年水晶球卖方分析师第五名, 2013 年金牛奖评选农业行业入围, 2018 年天眼农业最佳分析师, 2019 年上半年东方财富最佳分析师第二名, 农林牧渔行业 2019 年金牛奖最佳行业分析团队奖, 2021 年 WIND 金牌分析师农林牧渔行业第二名, 2022 年 WIND 金牌分析师农林牧渔行业第二名, 2023 年 WIND 金牌分析师农林牧渔行业第五名, 2024 年 WIND 金牌分析师农林牧渔行业第四名。

重要声明

分析师声明

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, 以勤勉的执业态度、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, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证, 据此投资, 责任自负。本报告不构成个人投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准, 定义如下:

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上;

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上;

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;

无评级—因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, 致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。