

农林牧渔 2025 年 12 月投资策略

牧业大周期反转预计在即，核心推荐港股奶牛养殖标的

优于大市

核心观点

月度重点推荐组合：优然牧业（牧业大周期受益龙头），现代牧业（国内牧业龙头企业）、牧原股份（生猪养殖龙头）。

各细分板块推荐逻辑：1) **肉牛及原奶：**牧业大周期反转预计在即，看好国内肉奶景气共振上行，牧业公司业绩有望迎来高弹性修复。2) **生猪：**头部企业现金流快速好转，并有望转型为红利标的，在全行业产能收缩的背景下，龙头的成本优势有望明显提高，强者恒强。3) **宠物：**宠物作为新消费优质赛道，长期景气受益人口趋势，且国内自主品牌正快速崛起，头部宠食标的中期业绩增长确定性仍较强。4) **饲料：**畜禽养殖工业化加深，产业分工明确，饲料龙头凭借技术和服务优势，有望进一步拉大竞争优势。5) **禽：**供给波动幅度有限，行情有望随需求复苏，龙头企业凭借单位超额收益优势有望实现更高现金流分红回报。

农产品价格跟踪：1) **生猪：**11月末生猪 11.25 元/公斤，月环比-10%，7kg 仔猪价格约 216 元/头，月环比+18%。2) **禽：**11月末白鸡毛鸡价格 7.10 元/千克，环比上涨 1%；雪山草鸡价格为 8.00 元/斤，月环比+7%。3) **鸡蛋：**在产父母代存栏维持增长，供给压力仍大。4) **豆粕：**价格处于历史周期底部，成本中枢支撑较强。5) **玉米：**11月末国内玉米现货 2289 元/吨，较上月末+4%，新粮上市带来边际供应增加，未来收储有望托底。

11月市场行情：渔业/种植板块涨幅领先。2025 年 11 月 SW 农林牧渔指数 1.51%，沪深 300 指数下跌 2.46%，板块跑赢大盘 3.97%。涨幅排名前五的个股依次为平潭发展/中水渔业/*ST 绿康/优然牧业/华资实业。

投资建议：推荐牧业、猪禽龙头、宠物。1) 牧业推荐：优然牧业、现代牧业等。2) 生猪推荐：华统股份、德康农牧、牧原股份、温氏股份、天康生物、神农集团等。3) 宠物推荐：乖宝宠物、中宠股份等。4) 饲料推荐：海大集团等。5) 禽推荐：立华股份、益生股份、圣农发展等。6) 动保推荐：回盛生物等。7) 种植链推荐：海南橡胶、荃银高科、国投丰乐、隆平高科等。

风险提示：恶劣天气带来的风险；不可控动物疫情引发的潜在风险。

重点公司盈利预测及投资评级

| 公司代码 | 公司名称 | 投资评级 | 昨收盘(元) | 总市值(百万元) | EPS | | PE | |
|------------|------|------|--------|----------|-------|-------|-------|-------|
| | | | | | 2025E | 2026E | 2025E | 2026E |
| 9858. HK | 优然牧业 | 优于大市 | 4.22 | 12,728 | 0.17 | 0.59 | 25 | 7 |
| 1117. HK | 现代牧业 | 优于大市 | 1.34 | 8,435 | -0.04 | 0.08 | -34 | 17 |
| 002714. SZ | 牧原股份 | 优于大市 | 48.80 | 266,583 | 3.57 | 3.01 | 14 | 16 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究 · 行业投资策略

农林牧渔

优于大市 · 维持

证券分析师：鲁家瑞

021-61761016

lujiarui@guosen.com.cn

S0980520110002

证券分析师：李瑞楠

021-60893308

liruinan@guosen.com.cn

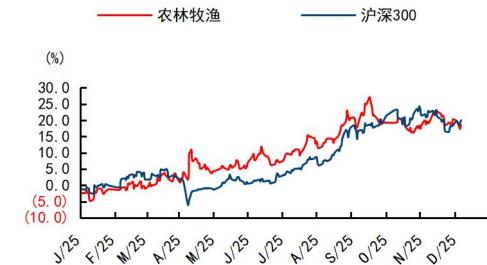
S0980523030001

证券分析师：江海航

jianghaihang@guosen.com.cn

S0980524070003

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《农产品研究跟踪系列报告 (184) -肉牛价格稳步上涨，看好肉奶周期共振反转》——2025-11-30

《美国农业部 (USDA) 月度供需报告数据分析专题-美国牛肉价格预期 2026 年继续上涨，全球大豆期末库存环比调减》——2025-11-26

《农产品研究跟踪系列报告 (183) -生猪行业反内卷有序推进，看好海内外牧业大周期反转》——2025-11-23

《农产品研究跟踪系列报告 (182) -肉牛价格有望持续上涨，奶牛产能或将去化加速》——2025-11-17

《农林牧渔 2026 年度投资策略-掘金牧业景气大周期，把握养殖龙头估值切换》——2025-11-17

内容目录

| | |
|------------------------------------|----|
| 投资建议：牧业周期大反转预计在即，推荐港股奶牛养殖标的 | 5 |
| 养殖：布局牧业大周期反转，关注生猪板块估值修复 | 7 |
| 生猪板块：反内卷支撑长期价格中枢，看好龙头低估值修复 | 7 |
| 禽板块：供给有所增加，看好需求修复 | 8 |
| 牧业板块：2025年肉牛大周期或迎拐点，看好海内外肉奶景气共振上行 | 10 |
| 投资建议：布局牧业大周期反转，看好生猪低估值修复 | 14 |
| 宠物：情绪消费崛起，看好本土龙头成长 | 15 |
| 代工出口：宠物食品出口量环比-3.88%，出口金额环比-5.88% | 15 |
| 自主品牌：双11中高端国牌发力，增速排名表现亮眼 | 15 |
| 投资建议：国牌后发崛起，看好本土龙头发展 | 16 |
| 动保：看好头部集中，关注单品催化 | 17 |
| 受益下游盈利改善，批签发数据维持同比增加 | 17 |
| 投资建议：看好龙头市占率提升，关注大单品催化 | 17 |
| 种植：聚焦具备研发与整合优势的头部企业 | 18 |
| 粮价：饲料粮处于周期底部，有望维持温和修复趋势 | 18 |
| 投资建议：看好种业与种植板块，或迎粮价周期与转基因变革共振 | 19 |
| 农产品：豆粕中长期供需收紧，鸡蛋增产趋势确定 | 20 |
| 豆粕：估值处于历史低位，静待大周期反转 | 20 |
| 鸡蛋：节后季节性需求回落，供给增产趋势明确 | 21 |
| 11月市场行情：渔业/种植板块涨幅领先 | 23 |
| 板块行情 | 23 |
| 个股行情 | 24 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图1: 白羽肉鸡祖代鸡存栏（在产+后备） | 9 |
| 图2: 白羽肉鸡父母代鸡存栏（在产+后备） | 9 |
| 图3: 白羽肉鸡父母代鸡苗价格与销售量 | 9 |
| 图4: 白羽肉鸡商品代鸡苗销售价格与销售量 | 9 |
| 图5: 黄羽肉鸡祖代鸡存栏（在产+后备） | 10 |
| 图6: 黄羽肉鸡父母代鸡存栏（在产+后备） | 10 |
| 图7: 黄羽肉鸡父母代雏鸡销售价格震荡调整 | 10 |
| 图8: 黄羽肉鸡商品代雏鸡销售价格与销售量情况 | 10 |
| 图9: 2024年国内牛肉行情加速回落 | 11 |
| 图10: 2024年国内肉牛养殖陷入深度亏损 | 11 |
| 图11: 截至2025年11月，全球牛肉月均价自底部已累计上涨约60%（美元/kg） | 12 |
| 图12: 2025年巴西出口至美国的冻牛肉量大幅增加 | 12 |
| 图13: 国内原奶价格目前处于现金成本附近 | 12 |
| 图14: USDA预计中国2025年期初奶牛总存栏将重回2019年同期水平 | 13 |
| 图15: 国内仍存在较多的小规模奶牛养殖户 | 13 |
| 图16: 2025年春节后，国内原奶和牛肉价格走势背离明显，历史罕见 | 13 |
| 图17: “肉奶比”在2025年春节后快速攀升至历史高位，后续奶牛淘汰或加速 | 13 |
| 图18: 海外全脂奶粉价格自2023年底部已累计上涨60%+ | 14 |
| 图19: 进口大包粉目前已不具备性价比 | 14 |
| 图20: 国内2025年10月宠食出口量环比-3.88%，同比-2.12% | 15 |
| 图21: 国内2025年10月宠食出口金额环比-5.88%，同比-15.78% | 15 |
| 图22: 2025年10月主要宠食品牌线上GMV同比变化情况 | 15 |
| 图23: 天猫宠物品牌大促期间成交额排名 | 16 |
| 图24: 国内生猪疫苗单月批签发量情况 | 17 |
| 图25: 国内猪细小病毒疫苗单月批签发量情况 | 17 |
| 图26: 国内猪伪狂犬疫苗单月批签发量情况 | 17 |
| 图27: 国内口蹄疫疫苗单月批签发量情况 | 17 |
| 图28: 国内玉米现货价(元/吨)近期筑底反弹 | 18 |
| 图29: 近期国际玉米期货收盘价底部企稳 | 18 |
| 图30: 国产大豆市场价(元/斤)底部支撑较强 | 20 |
| 图31: 美豆期货收盘价受益贸易情绪转好走强 | 20 |
| 图32: 鸡蛋价格近期偏弱运行(元/kg) | 22 |
| 图33: 近期蛋鸡盈利承压明显(元/只) | 22 |
| 图34: 2025年11月SW一级行业指数区间涨跌幅对比(%) | 23 |
| 图35: 2025年11月SW二级行业指数区间涨跌幅对比(%) | 23 |
| 图36: 2025年11月SW三级行业指数区间涨跌幅对比(%) | 23 |

| | |
|---|----|
| 表1： 行业投资观点及大宗农产品观点总结 | 5 |
| 表2： 月度重点推荐组合 | 5 |
| 表3： 生猪基本面数据 | 7 |
| 表4： 白羽肉鸡基本面数据汇总 | 8 |
| 表5： 黄羽肉鸡基本面数据汇总 | 9 |
| 表6： 肉牛基本面数据汇总 | 11 |
| 表7： 玉米基本面数据汇总 | 18 |
| 表8： 全球玉米供需平衡表 | 18 |
| 表9： 中国玉米供需平衡表 | 19 |
| 表10： 大豆、豆粕基本面数据汇总 | 20 |
| 表11： 全球大豆供需平衡表 | 21 |
| 表12： 全球大豆供需平衡表（分国家） | 21 |
| 表13： 鸡蛋基本面数据汇总 | 21 |
| 表14： 农林牧渔板块 2025 年 11 月个股涨跌幅排行榜（截至 11 月 28 日） | 24 |

投资建议：牧业周期大反转预计在即，推荐港股奶牛养殖标的

表1：行业投资观点及大宗农产品观点总结

核心看好细分行业排序：牧业、生猪、宠物。

一、牧业：行业大反转预计在即，核心推荐优然牧业、现代牧业等。

具体逻辑：

- 1、牛肉与牛奶双品种有望反转：国内肉牛产能去化级别或及 2019 年猪周期，2025 年已迎来价格拐点，后续有望持续上涨至 2027 年。国内原奶价格已累计下跌近 4 年，持续亏损带来产能出清压力，同时肉奶比价已至历史高位，后续有望推动奶牛淘汰加快，实现“肉奶共振”。
- 2、国内与国外两个市场协同涨价：海外牛肉价格在主产区减产推动下，已进入上行周期，叠加进口调控，未来国内进口牛肉预计量减价增。原奶进口方面，全球奶粉持续去库，景气重回上行通道，目前进口大包粉已失去性价比，后续在国内产能收缩和进口减量共同推动下，国内原奶供需格局预计改善，价格有望迎来修复。
- 3、对于奶牛养殖企业，原奶行情改善利好主业盈利修复，同时肉牛大周期上行有望明显增厚其奶牛淘汰和犊牛外销收益，肉奶共振背景下同样具备较高业绩修复弹性，推荐：优然牧业、现代牧业等。

二、生猪：弱化周期，强化龙头，核心推荐：华统股份、德康农牧、牧原股份、温氏股份、天康生物、神农集团等。

具体逻辑：

- 1、产业趋势逐步明确，中长期猪价中枢获较强支撑：近期行业反内卷有序推进，当前板块估值处于历史底部位置，看好板块估值修复。
- 2、龙头超额盈利显著，现金分红回报预期可观：当前生猪养殖经营禀赋差异仍较大，低成本标的管理优势明显，资产负债表同步快速修复。部分头部猪企负债规模与资本开支进入收缩阶段，同时中长期预期分红比例提升，未来有望凭借超额现金流实现更高的分红回报，应具有更高估值溢价。
- 3、核心推荐：华统股份、德康农牧、牧原股份、温氏股份、天康生物、神农集团等。

三、宠物：新消费优质赛道，长期看好国产品牌崛起，核心推荐：乖宝宠物、中宠股份等。

具体逻辑：

- 1、宠物作为提供陪伴和情感寄托的重要伙伴，受益国内情绪消费崛起，相关市场长期扩容空间巨大。
- 2、宠食龙头当前聚焦产品升级和直营转化，未来凭借精准渠道红利把握和领先产品迭代能力，有望继续实现作为，强者愈强。
- 3、双 11 头部国牌表现亮眼，中高端品牌成长迅速。头部国牌继续维持霸榜，“国产替代+头部集中+产品升级”趋势明确。
- 3、核心推荐：乖宝宠物、中宠股份等。

四、其他板块重点覆盖标的：

- 1、动保板块：回盛生物等。
- 2、禽板块：立华股份、圣农发展、益生股份等。
- 3、种植：海南橡胶等。

五、大宗农产品重点覆盖品种观点：

- 1、生猪：反内卷有序推进，低成本企业预计仍有较好盈利。
- 2、黄鸡：供给维持底部，有望率先受益内需改善。
- 3、白鸡：供给小幅增加，关注旺季消费修复。
- 4、鸡蛋：短期淡季价格震荡，中期供给压力仍大。
- 5、玉米：价格底部支撑较强，中期供需平衡收紧。
- 6、豆粕：估值处于历史低位，关注北美主产区供需变化。
- 7、油脂：短期供需宽松，中期关注产区政策。
- 8、白糖：短中期供需格局宽松，预计偏弱震荡。
- 9、橡胶：全球供给产量见顶，看好长期景气向上。
- 10、棉花：供给较为充裕，需求尚待修复。

资料来源：国信证券经济研究所整理

表2：月度重点推荐组合

| 行业名称 | 股票名称 | 股票代码 | 投资逻辑 |
|------|------|----------|--|
| 牧业 | 优然牧业 | 9858. HK | 从永续经营来看，公司每年除了外销 400–500 万吨的原奶外，还会销售约 30 万头的淘汰奶牛（其中 11 万大牛，接近 20 万小牛），是牧业大周期的受益龙头。综合考虑未来国内肉奶行情共振上行，结合我们此前发布的深度报告，中性假设公司 2026、2027 年原奶销售均价修复至 4.20、4.30 元/kg，淘汰母牛均价达 14000、18000 元/头，犊牛均价涨至 2600、4000 元/头，我们预计公司未来 2026–2027 两年利润增厚空间累计有望达 60 亿元以上。 |
| 牧业 | 现代牧业 | 1117. HK | 公司原奶业务直接受益原奶销售价格回暖，按中性预期测算，2026/2027 年公司原奶分部盈利有望较 2024 年增厚约 12/17 亿元。另外公允价值计量模式下，原奶行情改善带动牛群公允价值修复预计较 2024 年带来 4 亿元业绩增厚；同时肉牛景气上行有望增加奶牛淘汰和犊牛外销收益，按中性价格预期测算，2026/2027 年有望较 2024 年合计带来约 8/13 亿元业绩增厚。综合来看，原奶业绩修复叠加公允价值调整增益预计在 2026/2027 年将为公司利润带来合计约 24/34 亿元增厚，周期弹性明显。 |

养殖 牧原股份 002714.SZ

牧原股份是国内的生猪养殖龙头，头均超额收益优势显著，是行业确定性的首选标的，后续有望充分受益生猪行业景气延续。2025 年中期分红比例大幅提升，直接现金分红总额达 50.02 亿元，同时通过股份回购实现额外现金分红 11.10 亿元，合计现金分红 61.12 亿元，占归母净利润达 58.04%。当前牧原股份估值处于历史周期底部位置，看好公司未来估值修复空间。

资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

养殖：布局牧业大周期反转，关注生猪板块估值修复

生猪板块：反内卷支撑长期价格中枢，看好龙头低估值修复

11月生猪价格环比下跌、仔猪价格环比反弹。2025年11月30日，生猪价格11.25元/公斤，月环比下跌10%。从供给来看，11月末出栏体重达123.66公斤，月环比+0.34%。需求方面，鲜销率月环比-0.44pct。全国天气转凉后，猪肉进入消费旺季，有望支撑猪价震荡企稳。

中期来看，行业仔猪及母猪补栏保持理性。2025年11月28日7kg仔猪价格约216元/头，月环比+18%。行业母猪补栏保持理性，据农业部监测，2025年10月末能繁母猪存栏达3990万头，为正常保有量（3900万头）的102.3%。

表3：生猪基本面数据

| 短期指标 | | 2025/11/30 | 2025/10/31 | 环比 | 同比 | 数据来源 |
|------|-----------------|------------|------------|----------|----------|--------|
| 价格 | 生猪价格（元/kg） | 11.25 | 12.49 | -9.93% | -31.44% | 钢联数据 |
| | 标肥价差（元/kg） | -0.54 | -0.69 | 21.74% | 3.57% | 钢联数据 |
| | 白条肉价格（元/kg） | 14.74 | 16.15 | -8.73% | -31.63% | 钢联数据 |
| 屠宰 | 月屠宰量（万头） | 444.88 | 438.93 | 1.35% | 17.62% | 钢联数据 |
| | | 2025/11/28 | 2025/10/31 | | | |
| | 鲜销率 | 85.60 | 86.04 | -0.44 | -6.16 | 钢联数据 |
| 出栏 | 库容率 | 18.30 | 18.21 | 0.09 | 1.28 | 钢联数据 |
| | 宰后均重（kg） | 93.33 | 92.31 | 1.10% | 1.56% | 钢联数据 |
| | 出栏均重（kg） | 123.66 | 123.24 | 0.34% | -0.06% | 钢联数据 |
| 存栏 | 样本出栏量（万头） | 2025-11 | 2025-10 | 环比 | 同比 | |
| | 钢联 | 1388.42 | 1426.71 | -2.68% | 13.31% | 钢联数据 |
| | 样本企业计划出栏量（万头） | 12月计划 | 11月实际 | 环比 | 同比 | |
| 存栏 | 钢联 | 1432.80 | 1388.42 | 3.20% | 3.21% | 钢联数据 |
| | 商品猪存栏量（万头） | 2025-10 | 2025-09 | 环比 | 同比 | |
| | 钢联样本 | 3844.62 | 3839.01 | 0.15% | 5.21% | 钢联数据 |
| 饲料 | 90kg以上大猪存栏占比（%） | 37.48 | 37.10 | 1.02% | 5.55% | 钢联数据 |
| | | 2025-10 | 2025-09 | 环比 | 同比 | |
| | 工业饲料产量（万吨） | 2907 | 3036 | -4.25% | 6.02% | 饲料工业协会 |
| 饲料 | 配合饲料产量（万吨） | 2711 | 2824 | -4.00% | 6.02% | 饲料工业协会 |
| | 育肥猪配合饲料价格（元/kg） | 3.25 | 3.26 | -0.31% | -1.52% | 饲料工业协会 |
| | | 10月环比 | 9月环比 | 8月环比 | 7月环比 | |
| 中期指标 | 育肥料销量 | 2.46% | 0.42% | -0.01% | 1.87% | 钢联数据 |
| | | 2025/11/28 | 2025/10/31 | 环比 | 同比 | |
| | 7kg仔猪价格（元/kg） | 215.95 | 182.86 | 18.10% | -45.88% | 钢联数据 |
| 盈利 | 自繁自养利润（元/头） | -141.09 | -24.70 | -471.21% | -138.43% | 钢联数据 |
| | 外购仔猪利润（元/头） | -248.95 | -129.50 | -92.24% | -274.59% | 钢联数据 |
| | | 10月环比 | 9月环比 | 8月环比 | 7月环比 | |
| 饲料 | 仔猪料销量 | 0.42% | -0.01% | -0.15% | -0.45% | 钢联数据 |
| | | 2025/11/28 | 2025/10/31 | 环比 | 同比 | |
| | 二元后备母猪价格（元/头） | 1446.00 | 1515.24 | -4.57% | -11.91% | 钢联数据 |
| 长期指标 | 淘汰母猪价格（元/千克） | 8.53 | 8.97 | -4.91% | -31.49% | 钢联数据 |
| | | 2025/11/28 | 2025/11/7 | 环比 | 同比 | |
| | 15kg仔猪出售毛利（元/头） | -82.37 | -98.26 | 16.17% | -201.65% | 博亚和讯 |
| 存栏 | 能繁母猪存栏（万头） | 2025-10 | 2025-09 | 环比 | 同比 | |
| | 钢联 | 522 | 521 | 0.11% | 0.84% | 钢联数据 |
| | 农业农村部 | 3990.00 | 4035.00 | -1.12% | -2.04% | 农业农村部 |
| 饲料 | | 10月环比 | 9月环比 | 8月环比 | 7月环比 | |
| | 母猪料销量 | -0.01% | -0.15% | -0.45% | 1.21% | 钢联数据 |

资料来源：钢联数据，涌益咨询，博亚和讯，饲料工业协会，国信证券经济研究所整理

禽板块：供给有所增加，看好需求修复

白羽鸡：父母代同比减量且存在结构变化，消费或逐步上移

本月毛鸡价格温和修复。2025年11月30日，鸡苗价格3.29元/羽，月环比下跌4.64%；毛鸡价格7.10元/千克，月环比上涨1.43%。短期来看，消费逐步进入旺季，预计支撑毛鸡价格。种苗端价格有望随下游价格同步改善。中期来看，今年供给侧预计向上恢复但受品种结构变化影响实际增量有所打折，另外需求侧有望受益内需刺激政策及宏观景气改善，当前价格景气具备较大修复空间，头部白鸡企业有望保持较好盈利。

表4：白羽肉鸡基本面数据汇总

| 商品代 | 2025/11/30 | 2025/10/31 | 环比 | 同比 | 数据来源 | |
|---------------|---------------|------------|---------|---------|---------|---------|
| 种蛋价格（元/枚） | 1.87 | 2.20 | -15.00% | -23.98% | 钢联数据 | |
| 鸡苗价格（元/羽） | 3.29 | 3.45 | -4.64% | -28.63% | 钢联数据 | |
| 毛鸡价格（元/kg） | 7.10 | 7.00 | 1.43% | -5.59% | 钢联数据 | |
| 分割品-琵琶腿（元/kg） | 8.20 | 8.60 | -4.65% | -9.89% | 钢联数据 | |
| 分割品-鸡大胸（元/kg） | 7.80 | 7.35 | 6.12% | -6.59% | 钢联数据 | |
| | 2025/11/28 | 2025/10/31 | 环比 | 同比 | 数据来源 | |
| 出苗量（亿羽） | 2.20 | 2.19 | 0.47% | -4.49% | 钢联数据 | |
| 养殖利润（元/羽） | -0.86 | -1.10 | 21.82% | 45.57% | 博亚和讯 | |
| 屠宰开工率（%） | 82.59 | 80.09 | 2.50 | 1.70 | 钢联数据 | |
| 冻品库容率（%） | 89.05 | 81.21 | 7.84 | 4.43 | 钢联数据 | |
| | 2025-05 | 2025-04 | 环比 | 同比 | | |
| 父母代 | 肉大鸡饲料价格（元/kg） | 3.45 | 3.46 | -0.30% | -3.70% | 饲料工业协会 |
| | 2025/6/1 | 2025/5/4 | 环比 | 同比 | | |
| | 在产父母代存栏（万套） | 2373.61 | 2374.27 | -0.03% | 4.97% | 中国畜牧业协会 |
| | 后备父母代存栏（万套） | 1507.97 | 1495.35 | 0.84% | 2.03% | 中国畜牧业协会 |
| | 2025/6/1 | 2025/5/4 | 环比 | 同比 | | |
| | 父母代鸡苗销量（万套） | 149.60 | 144.56 | 3.49% | 6.12% | 中国畜牧业协会 |
| | 父母代鸡苗价格（元/套） | 45.54 | 40.46 | 12.57% | 18.63% | 中国畜牧业协会 |
| 祖代 | 2025/6/1 | 2025/5/4 | 环比 | 同比 | | |
| | 在产祖代存栏（万套） | 147.23 | 149.60 | -1.58% | 21.89% | 中国畜牧业协会 |
| | 后备祖代存栏（万套） | 74.88 | 66.54 | 12.53% | -10.92% | 中国畜牧业协会 |
| | 2025-11 | 2025-10 | 环比 | 同比 | | |
| | 引种及自繁更新总量（万套） | 19.55 | 21.40 | -8.64% | 19.21% | 钢联数据 |

资料来源：钢联数据，博亚和讯，中国畜牧业协会，国信证券经济研究所整理

图1：白羽肉鸡祖代鸡存栏（在产+后备）

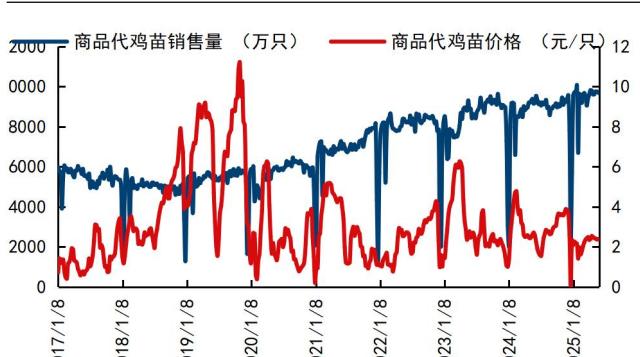

资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，国信证券经济研究所整理

图2：白羽肉鸡父母代鸡存栏（在产+后备）


资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，国信证券经济研究所整理

图3：白羽肉鸡父母代鸡苗价格与销售量


资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，国信证券经济研究所整理

图4：白羽肉鸡商品代鸡苗销售价格与销售量


资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，国信证券经济研究所整理

黄羽鸡：供给维持底部，有望率先受益内需改善

本月毛鸡价格涨跌不一。据新牧网统计，2025年11月28日浙江快大三黄鸡/青脚麻鸡/雪山草鸡斤价分别为4.30 /5.10 /8.00 元，月环比-8.51%/-1.92%/+6.67%。短期黄鸡正处消费旺季，价格预计回暖；中期黄鸡上游补栏谨慎，供给仍处于历史底部位置，同时需求年内有望受益内需刺激政策及宏观景气改善，头部养殖企业有望维持较好盈利表现。

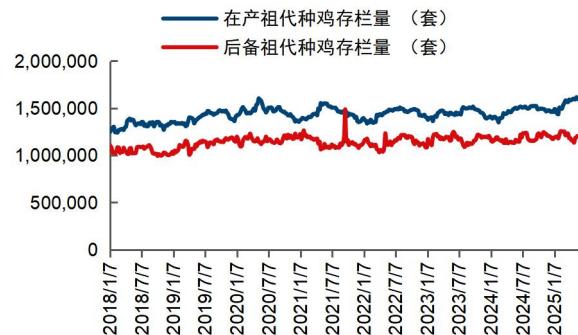
表5：黄羽肉鸡基本面数据汇总

| 价格 | 2025/11/28 | 2025/10/31 | 环比 | 同比 | 数据来源 |
|----------------|------------|------------|--------|---------|---------|
| 浙江:快大三黄鸡（元/斤） | 4.30 | 4.70 | -8.51% | -15.95% | 新牧网 |
| 浙江:青脚麻鸡（元/斤） | 5.10 | 5.20 | -1.92% | -14.91% | 新牧网 |
| 浙江:雪山草鸡（元/斤） | 8.00 | 7.50 | 6.67% | 11.88% | 新牧网 |
| 商品代 | 2025/6/1 | 2025/5/4 | 环比 | 同比 | 数据来源 |
| 商品代毛鸡售价（元/公斤） | 13.85 | 13.95 | -0.70% | -15.95% | 中国畜牧业协会 |
| 商品代雏鸡售价（元/羽） | 2.10 | 2.14 | -1.95% | -14.91% | 中国畜牧业协会 |
| 商品代雏鸡销量（万羽） | 3393.71 | 3288.88 | 3.19% | 11.88% | 中国畜牧业协会 |
| 父母代 | 2025/6/1 | 2025/5/4 | 环比 | 同比 | |
| 在产父母代存栏（万套） | 1395.56 | 1387.83 | 0.56% | 4.84% | 中国畜牧业协会 |
| 后备父母代存栏（万套） | 873.06 | 858.85 | 1.65% | 6.61% | 中国畜牧业协会 |
| 父母代雏鸡销售价格（元/套） | 10.26 | 9.74 | 5.35% | 15.21% | 中国畜牧业协会 |

| 祖代 | 2025/6/1 | 2025/5/4 | 环比 | 同比 |
|------------|----------|----------|--------|---------------|
| 在产祖代存栏（万套） | 158.05 | 159.32 | -0.80% | 5.83% 中国畜牧业协会 |
| 后备祖代存栏（万套） | 119.34 | 118.35 | 0.84% | 3.06% 中国畜牧业协会 |

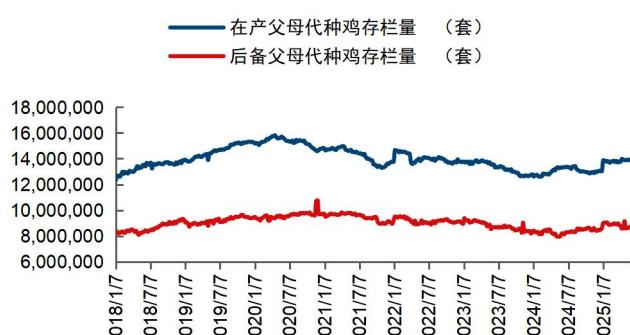
资料来源：新禽况，中国畜牧业协会

图5：黄羽肉鸡祖代鸡存栏（在产+后备）



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，国信证券经济研究所整理

图6：黄羽肉鸡父母代鸡存栏（在产+后备）



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，国信证券经济研究所整理

图7：黄羽肉鸡父母代雏鸡销售价格震荡调整



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，国信证券经济研究所整理

图8：黄羽肉鸡商品代雏鸡销售价格与销售量情况



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，国信证券经济研究所整理

牧业板块：2025年肉牛大周期或迎拐点，看好海内外肉奶景气共振上行

◆ 牛肉行情展望：看好2025年肉牛大周期反转，肉价上涨预计持续到2027年

消费旺季即将到来，国内肉牛行情有望再度上行。据钢联统计，截至2025年11月30日，牛肉市场价为61.06元/kg，月环比-0.05%，同比+21.51%。受国内供给扩张以及进口牛肉冲击影响，2023-2024年国内牛肉产业呈供需过剩局面，牛肉价格自2023年6月连续下跌近20个月，累计跌幅接近25%。出栏方面，去年Q4以来国内肉牛出栏明显加快，体重持续下降；存栏方面，2024年末国内牛存栏结束连续五年增势，同比调减4%以上；产能方面，国内基础母牛自2023年下半年呈调减趋势，且于2024年明显加速。2025年春节后，牛肉价格开始淡季不淡，截至2025年11月末牛肉批发价格较年初累计上涨近11%。

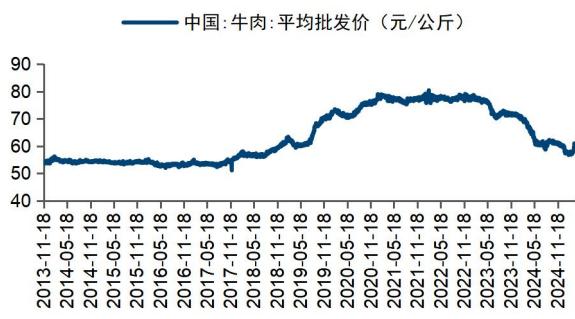
表6：肉牛基本面数据汇总

| 价格 | 2025/12/3 | 2025/11/26 | 环比 | 同比 | |
|------------------|------------|------------|--------|---------|------|
| 全国牛肉主产区平均价（元/公斤） | 61.06 | 61.06 | 0.00% | 21.51% | 钢联数据 |
| 育肥公牛（元/公斤） | 25.20 | 25.20 | 0.00% | 6.33% | 钢联数据 |
| 犊牛（元/公斤） | 33.00 | 33.00 | 0.00% | 36.36% | 钢联数据 |
| 能繁母牛（元/头） | 9600.00 | 9600.00 | 0.00% | 18.03% | 钢联数据 |
| 淘汰母牛（元/公斤） | 19.25 | 19.25 | 0.00% | 19.57% | 钢联数据 |
| 供给 | 2025/11/15 | 2025/11/1 | 环比 | 同比 | |
| 肉牛出栏均重（公斤） | 665.60 | 665.20 | 0.06% | 2.37% | 钢联数据 |
| | 2025/10/31 | 2025/9/30 | 环比 | 同比 | |
| 肉牛存栏（头） | 108990 | 109050 | -0.06% | 1.56% | 钢联数据 |
| 进口 | 2025/7/31 | 2025/6/30 | 环比 | 同比 | |
| 中国牛肉进口均价（元/公斤） | 37.99 | 36.18 | 4.99% | 15.05% | 钢联数据 |
| 中国牛肉进口数量（万吨） | 25.00 | 22.00 | 13.64% | 13.64% | 钢联数据 |
| 需求 | 2025/11/28 | 2025/11/21 | 环比 | 同比 | |
| 近7日肉牛屠宰量（头） | 13563 | 13571 | -0.06% | -10.35% | 钢联数据 |

资料来源：钢联数据，海关总署，国信证券经济研究所整理

深亏驱动去化，国内供给出清级别或及2019年猪周期。供给过剩导致国内牛肉价格自2023年6月份开始累计下跌近20个月，较2023年高点价格的累计最大跌幅接近25%。按畜牧业协会报道口径，截至2024年11月国内出栏肉牛单头亏损高达1600元，且连续8个月亏损超过1000元。考虑到国内肉牛养殖高度分散（90%以上养殖户的养殖规模不足10头），实际养殖成本分布高度离散，部分成本管理能力较差的中尾部养殖户的单头亏损幅度预计更高。

国内肉牛养殖行业类似于20年前的生猪养殖行业，目前国内肉牛养殖仍以散户为主，养殖格局高度分散，养殖环节信息高度不对称，且出栏滞后时间明显长于生猪，因此在长期深亏状态下，行业产能及存栏大概率出现超调情况，供给出清级别或及2019年猪周期。

图9：2024年国内牛肉行情加速回落


资料来源：农业农村部，国信证券经济研究所整理

图10：2024年国内肉牛养殖陷入深度亏损


资料来源：钢联数据，国信证券经济研究所整理

海外牛价景气先行，后续国内进口预计量减价增。在主产区减产，主销区需求强劲带动下，全球牛肉供给趋紧，景气已重回上行趋势。（1）存栏方面，据USDA预测，2025年全球新生牛犊量预计同比-0.60%至2.84亿头，活牛屠宰量预计同比-0.61%至2.46亿头，期末活牛存栏量预计同比-0.96%至9.15亿头。（2）牛肉方面，据USDA预测，受存栏及出栏减少影响，2025年全球牛肉产量预计同比-0.17%至6155万吨；出口量预计同比+0.58%至1307万吨；消费量预计同比+0.32%至6030万吨。（3）价格方面，在供给调减、需求增长带动下，全球牛肉价格已重回上行

趋势。截至 2025 年 11 月，全球牛肉销售均价为 7.51 美元/kg，较 2023 年末低点已累计上涨近 60%。

本轮国内肉牛价格景气启动明显慢于海外市场，受内外景气差影响，2025 年以来巴西出口至中国的牛肉数量环比下滑明显，与出口至美国的情况形成鲜明对比。同时考虑到下半年国内进口调控政策有望落地，我们认为 2025 年国内肉牛市场来自进口牛肉的压力预计明显变小，呈量减价增趋势。

图11：截至 2025 年 11 月，全球牛肉月均价自底部已累计上涨约 60%（美元/kg）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图12：2025 年巴西出口至美国的冻牛肉量大幅增加



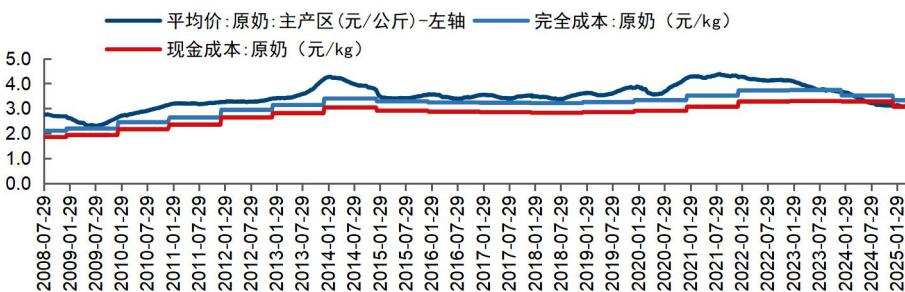
资料来源：钢联数据，国信证券经济研究所整理

综合上述分析，我们认为在国内产能去化以及进口缩量涨价影响下，2025 年国内肉牛供给预计边际趋紧，肉牛大周期有望于 2025 年迎来拐点，牛肉价格后续或维持筑底上行走势。同时考虑到母牛至毛牛出栏通常需要两年以上时间，叠加进口调控，预计后续牛肉涨价景气会一直持续到 2027 年，价格高点有望突破前高。

◆ 原奶行情展望：肉奶共振、进口减量有望推动国内原奶景气修复

2023 年下半年国内原奶价格跌至完全成本以内，此后一直处于亏损状态。2024 年下半年，国内原奶价格加速下滑，最终跌破现金成本。截至 2025 年 11 月 28 日，国内主产区原奶均价为 3.02 元/kg，即使考虑到饲料原料价格下降影响（2025 年成本参考 2020 年成本），目前国内奶牛养殖仍处于现金亏损边缘，成本控制能力弱的小规模养殖户预计仍面临较大的出清压力。参考 USDA 最新预估，2025 年期初我国奶牛总存栏预计将降至 1300 万头，预计较 2024 年期初减少 100 万头，重回 2019 年同期水平。

图13：国内原奶价格目前处于现金成本附近



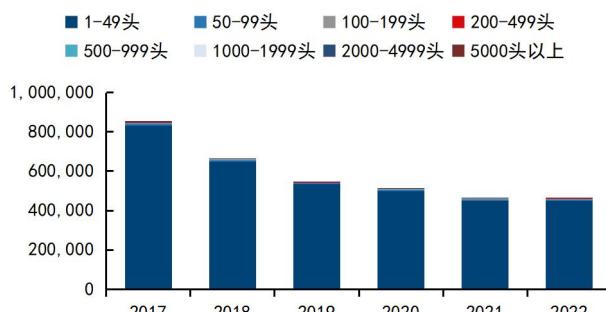
资料来源：农业农村部，全国农产品成本收益资料汇编，国信证券经济研究所整理（注：考虑到 2024 和 2025 年饲料原料价格回落，完全成本分别参考 2021 年和 2020 年水平）

图14: USDA预计中国2025年期初奶牛总存栏将重回2019年同期水平



资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理

图15: 国内仍存在较多的小规模奶牛养殖户

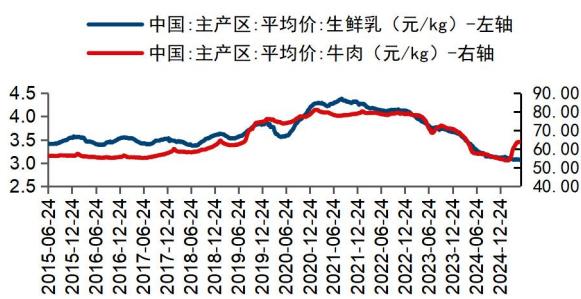


资料来源: 农业农村部, 国信证券经济研究所整理

淘汰奶牛是国内牛肉市场的补充肉源,历史上国内肉奶价格高度联动。一方面,目前国内西门塔尔及相关杂交牛在我国目前肉牛存栏中的占比达60-70%,其可以实现乳肉兼用,即母牛可用于产奶,而公牛除去留种和死淘,主要用于肉牛养殖屠宰;另一方面,国内奶牛淘汰后也会进入肉牛屠宰渠道,成为低价肉源补充。上述特征决定了牛肉和原奶行情的高度相关性,即当肉牛行情相对更好时,奶牛淘汰增加,且乳用母牛比例减少,进而导致原奶供给减少,同步带动原奶行情。

目前国内牛肉价格已重回上行趋势,肉奶比攀升至历史高位,后续“肉奶共振”可期。受前期产能和库存出清影响,国内牛肉价格在2025年春节后淡季不淡,持续上行。2025年以来国内牛肉价格与原奶价格走势明显背离,导致肉奶比快速攀,达到历史新高(最新值20.97,偏离均值2.38)。我们认为,后续国内肉牛大周期有望开启,牛肉价格在2025-2027年或持续保持上行走势,届时有望带动奶牛淘汰节奏加快,同步提振原奶行情。

图16: 2025年春节后,国内原奶和牛肉价格走势背离明显,历史罕见



资料来源: 农业农村部, 国信证券经济研究所整理

图17: “肉奶比”在2025年春节后快速攀升至历史高位,后续奶牛淘汰或加速



资料来源: 农业农村部, 国信证券经济研究所整理

海外奶粉进入去库周期,目前进口大包粉已不具备性价比。受产区减产和海外消费共同驱动,海外大包粉价格自2023年开启反转上行。以全脂奶粉为例,截至2025年5月30日,全球全脂奶粉均价为4173美元/吨,已较2023年最低价格累计上涨64%。而据海关总署统计,2024年4月我国大包粉进口均价已达29.37元

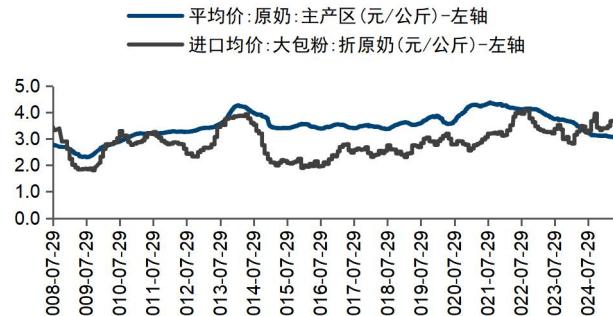
/kg（折原奶价格3.67元/kg），已明显高于国内原奶均价，不具备进口性价比。后续国内大包粉进口预计仍将呈量减价增趋势，进而支撑国内原奶价格景气修复。

图18：海外全脂奶粉价格自2023年底部已累计上涨60%+



资料来源：环球乳业贸易，国信证券经济研究所整理

图19：进口大包粉目前已不具备性价比



资料来源：海关总署，农业农村部，国信证券经济研究所整理

综合上述分析我们认为，国内奶牛产能自2023年中开始去化，结合2年滞后传导推断，后续在产量收缩、肉奶共振和进口大包粉减量涨价共同推动下，国内原奶价格有望在2025年底迎来向上修复。

投资建议：布局牧业大周期反转，看好生猪低估值修复

肉奶景气共振上行，牧业公司业绩有望迎来高弹性修复。核心看好奶牛养殖标的，原奶行情改善利好主业盈利修复，同时肉牛大周期上行有望明显增厚其奶牛淘汰和犊牛外销收益，肉奶共振背景下同样具备较高业绩修复弹性，推荐：优然牧业、现代牧业等。

生猪养殖方面，我们认为官方产能调控会加速头部企业现金流快速好转，并有望转型为红利标的，在全行业产能收缩的背景下，龙头的成本优势有望明显提高，强者恒强，推荐：华统股份、德康农牧、牧原股份、温氏股份、天康生物、神农集团等。禽养殖方面，行情有望随需求复苏，龙头企业单羽盈利领先，推荐：立华股份、圣农发展、益生股份等。饲料方面，畜禽养殖工业化加深，产业分工明确，饲料龙头凭借技术和服务优势，有望进一步拉大竞争优势，推荐：海大集团。

宠物：情绪消费崛起，看好本土龙头成长

代工出口：宠物食品出口量环比-3.88%，出口金额环比-5.88%

根据海关总署统计，2025年10月国内宠物食品出口量为2.93万吨，环比-3.88%，同比-2.12%；出口金额为108.53百万美元，环比-5.88%，同比-15.78%。受中美贸易冲突影响，国内宠物食品出口短期承压。

图20：国内2025年10月宠物食品出口量环比-3.88%，同比-2.12%



资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

图21：国内2025年10月宠物食品出口金额环比-5.88%，同比-15.78%



资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

自主品牌：双11中高端国牌发力，增速排名表现亮眼

大促带动10月大盘表现，头部国产宠食品牌增速亮眼。根据久谦中台统计，2025年10月国内三平台（天猫+京东+抖音）猫狗食品合计销售额同比+19%，其中麦富迪/弗列加特/领先/顽皮/爵宴的合计销售额分别同比+39%/+82%/+194%/+85%/+86%。中高价格带的宠粮消费维持增长，大部分头部品牌单10月销售额增速表现亮眼，明显快于大盘。

图22：2025年10月主要宠食品牌线上GMV同比变化情况

| 宠物食品(三平台) | 2025年10月 | 2025年9月 | 2025年8月 | 2025年7月 | 2025年6月 | 2025年5月 | 2025年4月 | 2025年3月 |
|-----------------|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 大盘 | 18.90% | 3.10% | 13.86% | 4.79% | -5.20% | 17.37% | 15.29% | 22.13% |
| 麦富迪 Myfoodie | 39.11% | 3.90% | 6.93% | 14.76% | -7.38% | 28.42% | 27.55% | 32.20% |
| 弗列加特 Fregate | 81.53% | 85.32% | 64.39% | 76.31% | 178.74% | 146.81% | 105.85% | 95.97% |
| Toptrees | 193.70% | 46.41% | 46.49% | 49.99% | 12.37% | 51.59% | 70.05% | 60.16% |
| 顽皮 Wanpy | 84.65% | 30.01% | 37.26% | 21.79% | -3.43% | 20.35% | 25.37% | 36.29% |
| 爵宴 Meatyway | 85.45% | 12.30% | 26.78% | 56.80% | -11.89% | 14.48% | 3.85% | 36.90% |
| 鲜朗 | 80.70% | 20.92% | 30.98% | 17.24% | 120.74% | 22.25% | 94.47% | 105.53% |
| 蓝氏 Legend Sandy | -4.76% | 31.37% | 47.53% | 70.12% | 13.60% | 46.59% | 52.08% | 35.32% |
| 皇家 Royal Canin | 59.37% | 32.45% | 46.21% | 33.78% | 2.88% | 41.10% | 33.70% | 53.78% |
| 渴望 Orijen | 33.91% | 11.99% | 36.74% | 7.09% | -27.46% | 60.20% | 29.65% | 24.89% |

资料来源：久谦中台，国信证券经济研究所整理（注：三平台包括天猫、京东和抖音）

双十一头部国牌表现亮眼，中高端品牌成长迅速。据星图数据统计，2025年双十一全网宠物食品总销售达94亿元，同比增长59.32%，其中头部国牌排名继续提升。参考各平台战报：（1）天猫TOP5宠物品牌分别为鲜朗/麦富迪/弗列加特/蓝氏/皇家，其中弗列加特排名提升明显，蓝氏/皇家排名则均下降1位；（2）京东猫干粮TOP5品牌分别为皇家/麦富迪/弗列加特/蓝氏/艾肯拿，其中弗列加特排名上升明显；（3）抖音TOP5宠物品牌分别为麦富迪/金故/卫仕/弗列加特/蓝氏，

排名变化不大，麦富迪继续蝉联第一，弗列加特排名维持第4，继续保持快速增长势头。

图23：天猫宠物品牌大促期间成交额排名

| 排名 | 20年双11 | 21年618 | 21年双11 | 22年618 | 22年双11 | 23年618 | 23年双11 | 24年618 | 24年双11 | 25年618 | 25年双11 |
|----|--------------|--------|--------|--------|----------|--------|----------|----------|----------|----------|--------|
| 1 | 麦富迪 | 麦富迪 | 麦富迪 | 麦富迪 | 麦富迪 | 麦富迪 | 麦富迪 | 麦富迪 | 麦富迪 | 鲜朗 | 鲜朗 |
| 2 | 皇家 | 皇家 | 皇家 | 皇家 | 皇家 | 皇家 | 皇家 | 皇家 | 麦富迪 | 麦富迪 | 麦富迪 |
| 3 | etcurean go! | | 渴望 | 渴望 | 渴望 | 网易严选 | 蓝氏 | 蓝氏 | 蓝氏 | 弗列加特 | 弗列加特 |
| 4 | 凯锐思 | 艾肯拿 | 艾肯拿 | 卫仕 | 网易严选 | 渴望 | 诚实一口 | 蓝氏 | 弗列加特 | 皇家 | 蓝氏 |
| 5 | 渴望 | 卫仕 | 卫仕 | 网易严选 | 艾肯拿 | 鲜朗 | 鲜朗 | 网易严选 | 诚实一口 | 弗列加特 | 皇家 |
| 6 | 疯狂的小狗 | 凯锐思 | PIDAN | ZIWI | Instinct | 诚实一口 | 网易严选 | 诚实一口 | 皇家 | 诚实一口 | 诚实一口 |
| 7 | 卫仕 | 疯狂的小狗 | 凯锐思 | ZIWI | ZIWI | 艾肯拿 | Instinct | 渴望 | Instinct | Instinct | 渴望 |
| 8 | 伯纳天纯 | 福来恩 | ZIWI | pidan | 阿飞和巴弟 | 渴望 | 弗列加特 | 渴望 | 渴望 | 许翠花 | 许翠花 |
| 9 | 艾肯拿 | PIDAN | 网易严选 | 江小傲 | 卫仕 | 蓝氏 | 伯纳天纯 | 艾肯拿 | 网易严选 | 爱肯拿 | 网易严选 |
| 10 | 冠能 | 耐威克 | 耐威克 | 艾肯拿 | 蓝氏 | 卫仕 | 素力高 | Instinct | 艾肯拿 | 网易严选 | 爱肯拿 |

资料来源：天猫，国信证券经济研究所整理

投资建议：国牌后发崛起，看好本土龙头发展

我们认为，宠物作为新消费优质赛道，长期景气受益人口趋势，且国内自主品牌正快速崛起，2026年头部宠食标的业绩增长确定性仍较强。重点推荐自主品牌身位领先的乖宝宠物，以及海外产能布局全面、自主品牌加速追赶的中宠股份。

动保：看好头部集中，关注单品催化

受益下游盈利改善，批签发数据维持同比增加

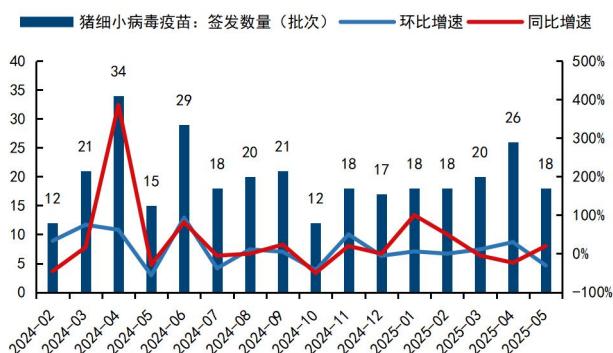
批签发数据 2025 年以来整体同比增加。（1）**生猪疫苗：**2025 年 5 月批签发量环比-24.05%，同比+13.92%；（2）**猪细小疫苗：**2025 年 5 月批签发量环比-30.77%，同比+20.00%；（3）**伪狂犬疫苗：**2025 年 5 月批签发量环比-10.00%，同比+18.42%；（4）**口蹄疫疫苗：**2025 年 5 月批签发量环比-20.00%，同比+26.32%。

图24：国内生猪疫苗单月批签发量情况



资料来源：国家兽药基础数据库，国信证券经济研究所整理

图25：国内猪细小病毒疫苗单月批签发量情况



资料来源：国家兽药基础数据库，国信证券经济研究所整理

图26：国内猪伪狂犬疫苗单月批签发量情况



资料来源：国家兽药基础数据库，国信证券经济研究所整理

图27：国内口蹄疫疫苗单月批签发量情况



资料来源：国家兽药基础数据库，国信证券经济研究所整理

投资建议：看好龙头市占率提升，关注大单品催化

长期，看好龙头市占率提升。从兽药和疫苗两个细分行业来看，我们认为兽药行业更分散，头部企业的成长性更有确定性，尤其是优质公司更能享受下游养殖规模化带来的行业红利；疫苗赛道核心关注新疫苗产品临床进展以及商业化落地情况，从股票的角度去看，短期更偏重主题。综合来看，动保板块核心推荐回盛生物等。

种植：聚焦具备研发与整合优势的头部企业

粮价：饲料粮处于周期底部，有望维持温和修复趋势

玉米：底部支撑较强，中长期供需平衡表收缩

2025年11月28日国内玉米现货价2289元/吨，较上月末上涨3.90%。从供给端来看，国内产区进入新粮上市季，边际供应处于宽松阶段，从需求侧来看，饲料企业补库积极性改善，库存天数环比+15.77%，同比-4.72%。

短期国内从天气条件来看，东北地区、华北北部、黄淮东部天气等利于作物产量形成，但豫陕晋等地的多雨天气影响秋收，预计后期华北西部、黄淮西北部降水仍偏多，连阴雨和农田渍涝风险较高。进入10月后，全国玉米产区陆续进入集中收获期，市场边际供应增加。中长期，今年进口规模大幅下降，目前行业结转库存也处于低位，总体供给增加压力不大。另外考虑到前期玉米收储托底趋势较强，根据农业农村部市场预警专家预计，后期国内储备收购也将适时启动，预计国内玉米价格将以稳为主。

表7：玉米基本面数据汇总

| 价格 | 2025/11/28 | 2025/10/31 | 环比 | 同比 | 数据来源 |
|--------------|------------|------------|--------|---------|------|
| 现货价（元/吨） | 2289.00 | 2203.00 | 3.90% | 5.73% | 钢联数据 |
| 供需 | 2025/11/28 | 2025/10/24 | 环比 | 同比 | |
| 饲料企业库存天数（天） | 27.83 | 24.04 | 15.77% | -4.72% | 钢联数据 |
| | 2025/11/28 | 2025/10/24 | 环比 | 同比 | |
| 深加工企业开工率（%） | 66.03 | 58.61 | 12.66% | -8.57% | 钢联数据 |
| 深加工企业库存量（万吨） | 269.80 | 262.20 | 2.90% | -26.86% | 钢联数据 |
| 深加工企业消耗量（万吨） | 629.03 | 438.60 | 43.42% | -0.66% | 钢联数据 |

资料来源：钢联数据，国信证券经济研究所整理

图28：国内玉米现货价(元/吨)近期筑底反弹



资料来源：中华粮网，国信证券经济研究所整理

图29：近期国际玉米期货收盘价底部企稳



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表8：全球玉米供需平衡表

| 百万吨 | 2022/23 | 2023/24 | 2024/25 (9月预估) | 2024/25 (11月预估) | 2025/26 (9月预估) | 2025/26 (11月预估) |
|-------|---------|---------|-------------------|--------------------|-------------------|--------------------|
| 期初库存 | 314.25 | 305.37 | 315.53 | 315.53 | 284.18 | 291.66 |
| 产量 | 1164.18 | 1231.06 | 1228.91 | 1230.73 | 1,286.58 | 1286.23 |
| 进口 | 173.45 | 198.21 | 182.96 | 183.83 | 193.2 | 191.12 |
| 饲用消费量 | 735.41 | 769.53 | 786.68 | 786.67 | 810.51 | 812.55 |

| | | | | | | |
|------|---------|--------|---------|---------|----------|---------|
| 总使用量 | 1173.66 | 1220.9 | 1260.26 | 1254.61 | 1,289.36 | 1296.54 |
| 出口量 | 180.4 | 192.65 | 193.8 | 188.5 | 201.71 | 203.47 |
| 期末库存 | 304.77 | 315.53 | 284.18 | 291.66 | 281.4 | 281.34 |
| 库销比 | 25.97% | 25.84% | 22.55% | 23.25% | 21.82% | 21.70% |

资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

表9：中国玉米供需平衡表

| 百万吨 | 2022/23 | 2023/24 | 2024/25 (9月预估) | 2024/25 (11月预估) | 2025/26 (9月预估) | 2025/26 (11月预估) |
|-------|---------|---------|-------------------|--------------------|-------------------|--------------------|
| 期初库存 | 314.25 | 305.37 | 315.53 | 315.53 | 284.18 | 291.66 |
| 产量 | 1164.18 | 1231.06 | 1228.91 | 1230.73 | 1,286.58 | 1286.23 |
| 进口 | 173.45 | 198.21 | 182.96 | 183.83 | 193.2 | 191.12 |
| 饲用消费量 | 735.41 | 769.53 | 786.68 | 786.67 | 810.51 | 812.55 |
| 总使用量 | 1173.66 | 1220.9 | 1260.26 | 1254.61 | 1,289.36 | 1296.54 |
| 出口量 | 180.4 | 192.65 | 193.8 | 188.5 | 201.71 | 203.47 |
| 期末库存 | 304.77 | 315.53 | 284.18 | 291.66 | 281.4 | 281.34 |
| 库销比 | 25.97% | 25.84% | 22.55% | 23.25% | 21.82% | 21.70% |

资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

投资建议：看好种业与种植板块，或迎粮价周期与转基因变革共振

从周期角度，种子具有粮价后周期的特性，后续玉米价格有望维持温和上涨，将从周期景气上提振种业。从种业基本面来看，此前种业库存压力较大，已处于周期底部。其次，种业也是自主可控的重要一环，振兴种业也是国家重要战略，2025年中央一号文对种业重视程度亦升温。另外，具备土地资源的种植类上市公司也将受益粮价上涨。

农产品：豆粕中长期供需收紧，鸡蛋增产趋势确定

豆粕：估值处于历史低位，静待大周期反转

2025年11月28日，国内大豆现货价为4014元/吨，月环比+0.45%，同比+0.24%；国内豆粕现货价为3100元/吨，月环比+1.77%，同比+2.99%。短期，国内到港供应充裕，10月30日中美谈判达成一致，贸易乐观情绪支撑美豆市场价格明显上涨，成本传导下利好国内粕价，美豆价格带动国内豆粕价格同步修复。

图30：国产大豆市场价(元/斤)底部支撑较强



资料来源：钢联数据，国信证券经济研究所整理

图31：美豆期货收盘价受益贸易情绪转好走强



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表10：大豆、豆粕基本面数据汇总

| 大豆 | 2025/11/28 | 2025/10/31 | 环比 | 同比 | 数据来源 |
|-------------|------------|------------|--------|--------|------|
| 现货价（元/吨） | 4014.74 | 3996.84 | 0.45% | 0.24% | 汇易网 |
| 库存 | 2025/11/28 | 2025/10/31 | 环比 | 同比 | |
| 港口库存（万吨） | 957.60 | 962.90 | -0.55% | 47.47% | 钢联数据 |
| 油厂库存（万吨） | 684.06 | 665.69 | 2.76% | 48.89% | 钢联数据 |
| 豆粕 | 2025/11/28 | 2025/10/31 | 环比 | 同比 | |
| 现货价（元/吨） | 3100.00 | 3046.00 | 1.77% | 2.99% | 钢联数据 |
| 供给 | 2025/11/28 | 2025/10/24 | 环比 | 同比 | |
| 本周产量（万吨） | 731.39 | 521.57 | 40.23% | 10.92% | 钢联数据 |
| 库存 | 2025/11/28 | 2025/10/31 | 环比 | 同比 | |
| 饲料企业库存天数（天） | 8.17 | 8.02 | 1.87% | 2.38% | 钢联数据 |
| 压榨厂库存（万吨） | 2025/11/28 | 2025/10/31 | 环比 | 同比 | |
| | 108.12 | 102.25 | 5.74% | 58.05% | 钢联数据 |

资料来源：钢联数据，汇易网，生意社，国信证券经济研究所整理

中期来看，USDA11月供需报告预计25/26产季全球玉米产量调减35万吨（约-0.03%）至12.86亿吨；全球玉米总使用量调增334万吨（约+0.26%），最终全球期末库存环比调减6万吨，全球期末库销比环比调减0.12pcts至21.70%。考虑到美豆新季种植面积预期调减，或对应今年秋季产量收缩，中长期美豆供需基本面趋紧。

表11：全球大豆供需平衡表

| 百万吨 | 2022/23 | 2023/24 | 2024/25 (9月预估) | 2024/25 (11月预估) | 2025/26 (9月预估) | 2025/26 (11月预估) |
|------|---------|---------|-------------------|--------------------|-------------------|--------------------|
| 期初库存 | 93.48 | 101.86 | 115.14 | 115.12 | 123.58 | 123.34 |
| 产量 | 378.24 | 396.36 | 424.20 | 427.14 | 425.87 | 421.75 |
| 进口 | 168.56 | 178.28 | 178.17 | 179.14 | 186.21 | 186.41 |
| 压榨量 | 315.6 | 331.19 | 354.51 | 357.79 | 366.63 | 364.98 |
| 总使用量 | 366.7 | 383.55 | 410.45 | 413.04 | 423.89 | 421.54 |
| 出口量 | 171.79 | 177.83 | 183.47 | 185.02 | 187.78 | 187.97 |
| 期末库存 | 101.79 | 115.12 | 123.58 | 123.34 | 123.99 | 121.99 |
| 库销比 | 27.76% | 30.01% | 30.11% | 29.86% | 29.25% | 28.94% |

资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

表12：全球大豆供需平衡表（分国家）

| 2025/26 百万吨 | 期初库存 | 产量 | 进口 | 国内压榨量 | 国内总使用量 | 出口量 | 期末库存 |
|----------------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 全球 | 9月预测 | 123.58 | 425.87 | 186.21 | 366.63 | 423.89 | 187.78 |
| | 11月预测 | 123.34 | 421.75 | 186.41 | 364.98 | 421.54 | 187.97 |
| 美国 | 9月预测 | 8.98 | 117.05 | 0.54 | 69.54 | 72.54 | 45.86 |
| | 11月预测 | 8.61 | 115.75 | 0.54 | 69.54 | 72.53 | 44.5 |
| 阿根廷 | 9月预测 | 24.05 | 48.5 | 7.2 | 42.4 | 49.9 | 6 |
| | 11月预测 | 23.1 | 48.5 | 7.7 | 41 | 48.2 | 8.25 |
| 巴西 | 9月预测 | 36.21 | 175 | 0.35 | 58 | 62.3 | 112 |
| | 11月预测 | 36.81 | 175 | 0.35 | 59 | 63.3 | 112.5 |
| 巴拉圭 | 9月预测 | 0.43 | 11 | 0.02 | 3.1 | 3.3 | 7.7 |
| | 11月预测 | 0.43 | 11 | 0.02 | 3.1 | 3.3 | 0.45 |
| 中国 | 9月预测 | 43.48 | 21 | 112 | 108 | 133 | 0.1 |
| | 11月预测 | 44.49 | 21 | 112 | 108 | 133 | 0.1 |
| 欧盟 27 国+英国 | 9月预测 | 1.88 | 2.77 | 14.3 | 15.3 | 16.82 | 0.3 |
| | 11月预测 | 1.54 | 2.79 | 14.3 | 15.3 | 16.82 | 0.3 |
| 南非 | 9月预测 | 1.2 | 0.42 | 10.9 | 5.91 | 11.31 | 0.02 |
| | 11月预测 | 1.19 | 0.42 | 10.7 | 5.71 | 11.11 | 0.02 |
| 墨西哥 | 9月预测 | 0.54 | 0.25 | 6.7 | 6.8 | 6.89 | 0.01 |
| | 11月预测 | 0.55 | 0.28 | 6.7 | 6.8 | 6.89 | 0.01 |

资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

鸡蛋：节后季节性需求回落，供给增产趋势明确

11月30日，鸡蛋主产区批发均价3.03元/斤，月环比+3.06%，同比-6.19%。短期来看，供给方面，在产父母代存栏贡献充裕供应。需求方面，下旬节日备货预计带动走货改善。

中期来看，后续鸡蛋供应压力仍大，预计鸡蛋市场后续供应将保持充足状态，鸡蛋价格或延续弱势表现。

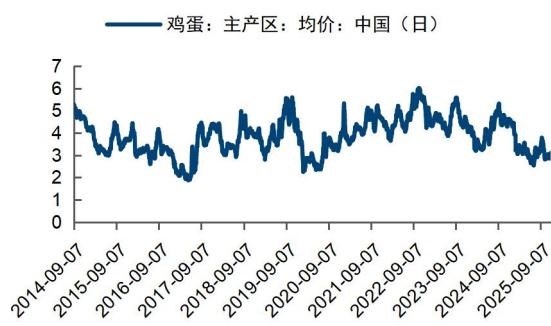
表13：鸡蛋基本面数据汇总

| 价格 | 2025/11/30 | 2025/10/31 | 环比 | 同比 | 数据来源 |
|------------|------------|------------|--------|---------|------|
| 主产区价格（元/斤） | 3.03 | 2.94 | 3.06% | -6.19% | 钢联数据 |
| 主销区价格（元/斤） | 3.04 | 3.02 | 0.66% | -5.30% | 钢联数据 |
| 供应 | 2025/11/28 | 2025/11/21 | 环比 | 同比 | |
| 淘汰鸡出栏量（万只） | 66.90 | 65.07 | 2.81% | 18.09% | 钢联数据 |
| 淘汰鸡日龄（天） | 489.00 | 491.00 | -0.41% | -8.94% | 钢联数据 |
| 需求 | 2025/12/3 | 2025/11/26 | 环比 | 同比 | |
| 北京市场到车量（车） | 62.00 | 65.00 | -4.62% | -1.59% | 钢联数据 |
| 广东市场到车量（车） | 453.00 | 426.00 | 6.34% | -15.33% | 钢联数据 |
| 销区销量（吨） | 6522.73 | 6218.56 | 4.89% | -4.95% | 钢联数据 |

| 库存 | 2025/12/3 | 2025/11/26 | 环比 | 同比 | |
|--------------|-----------|------------|---------|----------|------|
| 生产环节 (天) | 0.97 | 1.06 | -8.49% | -28.15% | 钢联数据 |
| 流通环节 (天) | 1.21 | 1.32 | -8.33% | -31.25% | 钢联数据 |
| 养殖盈利 | 2025/12/2 | 2025/11/25 | 环比 | 同比 | |
| 蛋鸡养殖成本 (元/只) | 132.17 | 131.24 | 0.71% | 3.32% | 钢联数据 |
| 蛋鸡养殖利润 (元/只) | -4.69 | -9.08 | -48.35% | -108.27% | 钢联数据 |

资料来源：钢联数据，禽业分会，国信证券经济研究所整理

图32：鸡蛋价格近期偏弱运行（元/kg）



资料来源：钢联数据，国信证券经济研究所整理

图33：近期蛋鸡盈利承压明显（元/只）



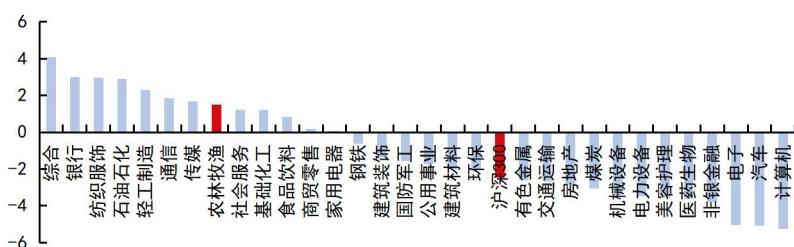
资料来源：钢联数据，国信证券经济研究所整理

11月市场行情：渔业/种植板块涨幅领先

板块行情

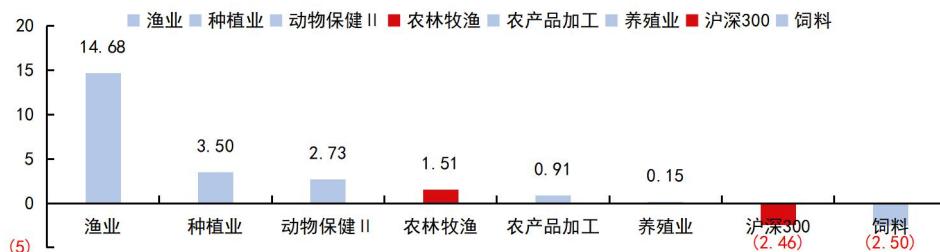
截至 2025 年 11 月 28 日，2025 年 11 月 SW 农林牧渔指数上涨 1.51%，沪深 300 指数下跌 2.46%，板块跑赢大盘 3.97%。分 SW 二级行业指数看，11 月渔业/种植业/动物保健板块涨幅领先，分别为 14.68%/3.50%/2.73%。三级子板块方面，11 月水产养殖/种子/其他农产品加工/动物保健板块涨幅领先，分别为 10.33%/8.29%/5.00%/2.73%。

图 34: 2025 年 11 月 SW 一级行业指数区间涨跌幅对比 (%)



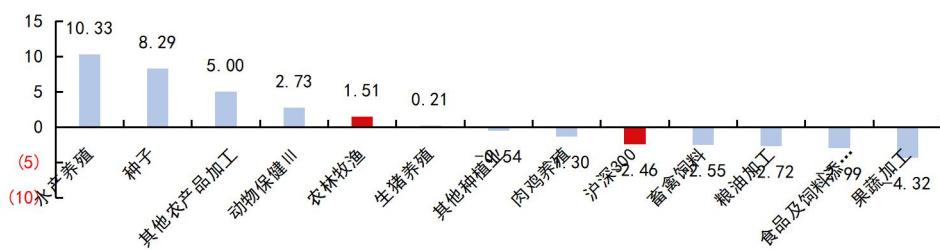
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 35: 2025 年 11 月 SW 二级行业指数区间涨跌幅对比 (%)



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 36: 2025 年 11 月 SW 三级行业指数区间涨跌幅对比 (%)



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

个股行情

截至 2025 年 11 月 28 日，11 月 SW 农林牧渔板块中，涨幅排名前五的个股依次为平潭发展/中水渔业/*ST 绿康/优然牧业/华资实业；跌幅排名前五的个股依次为邦基科技/安德利/大禹生物/申联生物/康农种业。

表 14：农林牧渔板块 2025 年 11 月个股涨跌幅排行榜（截至 11 月 28 日）

| 涨幅前十 证券代码 | 证券简称 | 11.28 收盘价 | 10.31 收盘价 | 月涨跌幅% | 跌幅前十 证券代码 | 证券简称 | 11.28 收盘价 | 10.31 收盘价 | 月涨跌幅% |
|--------------|--------|--------------|--------------|-------|--------------|-------|--------------|--------------|--------|
| 000592.SZ | 平潭发展 | 10.73 | 7.08 | 51.55 | 603151.SH | 邦基科技 | 18.80 | 25.74 | -26.96 |
| 000798.SZ | 中水渔业 | 12.14 | 8.03 | 51.18 | 605198.SH | 安德利 | 38.88 | 46.51 | -16.41 |
| 002868.SZ | *ST 绿康 | 40.74 | 28.44 | 43.25 | 920970.BJ | 大禹生物 | 8.09 | 9.53 | -15.11 |
| 9858.HK | 优然牧业 | 4.36 | 3.24 | 34.57 | 688098.SH | 申联生物 | 9.62 | 11.20 | -14.11 |
| 600191.SH | 华资实业 | 11.54 | 8.73 | 32.19 | 920403.BJ | 康农种业 | 21.18 | 24.24 | -12.62 |
| 300087.SZ | 荃银高科 | 11.50 | 8.85 | 29.94 | 300871.SZ | 回盛生物 | 19.69 | 22.10 | -10.90 |
| 300189.SZ | 神农种业 | 6.00 | 4.86 | 23.46 | 920419.BJ | 路斯股份 | 16.55 | 18.50 | -10.54 |
| 300268.SZ | *ST 佳沃 | 13.79 | 11.26 | 22.47 | 920729.BJ | 永顺生物 | 9.07 | 9.99 | -9.21 |
| 300313.SZ | *ST 天山 | 9.96 | 8.36 | 19.14 | 300175.SZ | ST 朗源 | 5.98 | 6.58 | -9.12 |
| 000663.SZ | 永安林业 | 8.72 | 7.34 | 18.80 | 920964.BJ | 润农节水 | 7.00 | 7.66 | -8.62 |

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

附表：重点公司盈利预测及估值

| 公司代码 | 公司名称 | 投资评级 | 2025年12月3日收盘价(元) | EPS | | | PE | | |
|-----------|------|------|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | | 2024A | 2025E | 2026E | 2024A | 2025E | 2026E |
| 9858.HK | 优然牧业 | 优于大市 | 4.22 | -0.18 | 0.17 | 0.59 | -23 | 25 | 7 |
| 1117.HK | 现代牧业 | 优于大市 | 1.34 | -0.18 | -0.04 | 0.08 | -7 | -34 | 17 |
| 002840.SZ | 华统股份 | 优于大市 | 9.66 | 0.12 | 0.14 | 0.12 | 81 | 69 | 81 |
| 300498.SZ | 温氏股份 | 优于大市 | 17.12 | 1.39 | 1.45 | 1.71 | 12 | 12 | 10 |
| 002714.SZ | 牧原股份 | 优于大市 | 48.80 | 3.3 | 3.57 | 3.01 | 15 | 14 | 16 |
| 2419.HK | 德康农牧 | 优于大市 | 74.00 | 8.48 | 8.87 | 7.74 | 9 | 8 | 10 |
| 603477.SH | 巨星农牧 | 优于大市 | 17.09 | 1.02 | 0.96 | 0.54 | 17 | 18 | 32 |
| 600975.SH | 新五丰 | 优于大市 | 6.04 | 0.03 | 0.03 | 0.03 | 201 | 201 | 201 |
| 002100.SZ | 天康生物 | 优于大市 | 7.01 | 0.44 | 0.55 | 0.46 | 16 | 13 | 15 |
| 605296.SH | 神农集团 | 优于大市 | 27.75 | 1.31 | 1.15 | 1.1 | 21 | 24 | 25 |
| 000895.SZ | 双汇发展 | 优于大市 | 27.30 | 1.44 | 1.53 | 1.62 | 19 | 18 | 17 |
| 002311.SZ | 海大集团 | 优于大市 | 54.78 | 2.71 | 2.64 | 3.02 | 20 | 21 | 18 |
| 300119.SZ | 瑞普生物 | 优于大市 | 19.37 | 0.65 | 0.96 | 1.07 | 30 | 20 | 18 |
| 301498.SZ | 乖宝宠物 | 优于大市 | 68.36 | 1.56 | 1.86 | 2.36 | 44 | 37 | 29 |
| 002891.SZ | 中宠股份 | 优于大市 | 55.49 | 1.34 | 1.5 | 1.64 | 41 | 37 | 34 |
| 601118.SH | 海南橡胶 | 优于大市 | 5.93 | 0.02 | 0.02 | 0.06 | 297 | 297 | 99 |
| 300087.SZ | 荃银高科 | 优于大市 | 11.59 | 0.12 | 0.21 | 0.25 | 97 | 55 | 46 |
| 000998.SZ | 隆平高科 | 优于大市 | 9.63 | 0.09 | 0.15 | 0.36 | 107 | 64 | 27 |
| 000713.SZ | 国投丰乐 | 优于大市 | 6.96 | 0.11 | 0.14 | 0.2 | 63 | 50 | 35 |
| 300761.SZ | 立华股份 | 优于大市 | 19.99 | 1.84 | 1.27 | 1.83 | 11 | 16 | 11 |
| 002458.SZ | 益生股份 | 优于大市 | 8.62 | 0.46 | 0.65 | 0.73 | 19 | 13 | 12 |
| 002299.SZ | 圣农发展 | 优于大市 | 15.98 | 0.59 | 0.76 | 0.97 | 27 | 21 | 16 |
| 300871.SZ | 回盛生物 | 优于大市 | 19.63 | -0.12 | 0.89 | 1.13 | -164 | 22 | 17 |

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

| 投资评级标准 | 类别 | 级别 | 说明 |
|---|------------|------|-----------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数(HSI.HI)作为基准；美国市场以标普500指数(SPX.GI)或纳斯达克指数(IXIC.GI)为基准。 | 股票 投资评级 | 优于大市 | 股价表现优于市场代表性指数10%以上 |
| | | 中性 | 股价表现介于市场代表性指数±10%之间 |
| | | 弱于大市 | 股价表现弱于市场代表性指数10%以上 |
| | | 无评级 | 股价与市场代表性指数相比无明确观点 |
| | 行业 投资评级 | 优于大市 | 行业指数表现优于市场代表性指数10%以上 |
| | | 中性 | 行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间 |
| | | 弱于大市 | 行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上 |

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称

节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032