投资评级：看好（维持）

证券研究报告|行业专题报告

农林牧渔

2026年1月12日

华源证券 HUAYUAN SECURITIES

2026农业年度策略：回归科技进步与优质企业本身

证券分析师

雷　轶 S1350524110001

冯佳文 S1350524120003

顾　超 S1350524110005

联系人：李冉

请务必仔细阅读正文之后的评级说明和重要声明

摘要

中国农业板块正站在周期底部与技术拐点交汇的关键节点。在宏观经济温和复苏、成本端通胀压力可控的背景下，行业内部正经历一场深刻的结构性调整：一方面，传统产能过剩与资本错配导致大量低效主体持续承压，部分企业已陷入债务与管理双重危机；另一方面，以基因编辑、智能育种、精准饲喂为代表的新一代农业科技加速落地，头部企业凭借研发壁垒、成本优势与资本韧性，不仅穿越周期，更在行业洗牌中主动扩张市占率，推动整个产业链向高效率、高质量、高集中度演进。我们认为，2026年将是农业板块“优胜劣汰”逻辑兑现的关键一年——技术进步重塑成本曲线，资本退潮加速行业出清，而真正具备核心竞争力的龙头企业将脱颖而出，成为穿越周期的核心资产，投资逻辑或应摈弃红利思维，拥抱高质量成长。

1、技术革命加速落地，头部企业引领行业生态重构。生猪头部企业的单位生产成本已稳定处于行业成本曲线最左端，而尾部企业因无法承担技术升级成本，成本差距或将逐步拉大，上市公司主体亦有体现，25H1很多生猪企业全成本降至13元/kg以内，Q3陷入降本瓶颈期（很难降至12元/kg以内），而头部企业成本仍稳步下降。此外，头部企业亦可以通过输出技术方案打造新的成长点（如牧原轻资产出海越南、德康的“平台服务模式”），加速行业集中度提升。2025Q1-Q3，上市猪企出栏量同比增长26%，全国生猪出栏同比仅+2%。

- **头部企业的育种技术优势显性化，拉大与行业的效率差距。生猪领域，**牧原与托佩克于2024年6月合作建设的甘肃种猪核心场，将托佩克的优良种猪资源与自己的二元轮回育种技术紧密结合，提高种猪性能；25年牧原PSY 29头，显著高于行业平均水平。德康自主研发的E系种猪经多年本土化选育与性能优化，在生产实践中展现出显著优势，E系终端父本指标优秀，30-100kg阶段料肉比1.92、日增重达1221克、100kg出栏日龄约124天。温氏依托近四十年的育种积累，已构建覆盖瘦肉型、高繁系、抗病型等多方向的生猪育种体系，旗下中芯种业2024年完成抗蓝耳病（PRRS）基因编辑猪中试评估。**禽领域，**2019年圣农自主培育"圣泽901"，突破白羽肉鸡种源"卡脖子"难题，2023年推出PLUS版本，达到国际领先水平。**水产领域，**海大旗下百容科技，拥有全球领先的种苗研发技术和良种资源储备，在罗非鱼等品种上打破进口种源依赖的“卡脖子”问题，在草鱼、鳊鱼、鲫鱼等传统品种上推陈出新，在黄颡鱼、生鱼等品种上率先实现单性苗种的规模化；2025年“无肌间刺草鱼”已通过审批，有望步入商业化应用。

摘要

- **智能养殖系统正从“可选项”加速转变为“必选项”，成为头部企业构筑成本与管理壁垒的关键支点。而中小养殖户因资金与技术能力受限，难以承担数十万元/场的改造成本，被迫在效率竞赛中掉队。**目前以AI精准饲喂、物联网环境感知、大数据疫病预警为核心的数字化解决方案，已在规模化猪场深度落地，显著提升生产效率，包括人工成本的下降、死淘率下降、单头商品猪饲养周期缩短等等。以温氏为例，其开发的智能巡检机器人能实时监控猪只行为动态，精准识别23 种猪只异常行为，极大提升了养殖效率与管理水平。某智慧猪场通过智能化改造，6000 头能繁母猪仅需25人管理，人均饲养母猪头数提升至250头。

2、蛋白周期低位震荡，结构性涨价聚焦牛肉与乳制品，成本优势成胜负手。

- **2026年预计肉类蛋白进入去产能通道，牛肉、原奶有结构性涨价机会。猪肉方面，**据农业部，截至2025年10月末，能繁母猪存栏为3990万头，环比下降1.1%，同比下降2.1%，但仍高于3900万头的绿色调控区间上限，预计生猪供给压力至少延续至2026Q2。**禽肉方面，**2025年白羽鸡祖代更新量128万套，同比下滑11.3%，但在产父母代存栏处较高位，价格大幅反弹有压力；黄鸡经25Q3深亏，产能有所去化，但需求端受猪肉压制，26年预计景气度一般。牛肉和原奶，经过2+年深度亏损，能繁母牛明显去化，25年均已底部企稳，预计26-27年进入景气上行期.且母牛规模化程度很低，psy=1，补产进度很慢，一旦周期开启，将会迎来较长的盈利周期。
- **成本端方面，预计2026年饲料原料价格温和上行，养殖端承压。**25年豆粕、玉米均价为3171元/吨、2311元/吨，均处于2020年以来的底部。考虑贸易政策、南美天气、美豆种植意向等不确定因素，大宗原材料存在一定上行可能，终端低迷、上游温和上行，预计中游养殖及饲料环节有一定压力，成本曲线左侧的优质龙头阿尔法会更加显著。

3、资本退潮深化，界外资本“退出”，行业预计进入深度洗牌期。

- 2015-2024年上市公司资本支出累计超 4900 亿（有限统计），而今鲜有媒体报道跨界资本进入，界外资本甩卖资产，界内资本停止资本开支。生猪行业蛛网模型一定程度上已经被资本所影响，较长的去产能时间与突击式的暴利季度叠加出现，这对企业的战略制定、卓越运营、投融资等方面提出了极大的考验，外界资本逐步对养猪业更为悲观。目前行业空置率高（涌益显示 2024 年行业栏舍利用率 43%）、固定产能相对足够且租赁成本较低，有能力的企业未必需要拥有重资产的“工厂”，完全可以采取更轻资产的模式向“微笑曲线”两端延伸，从生产型企业向服务型企业升级，产业链的“链主”赋能行业，ROE 水平也有望更高。

风险提示：养殖疫病风险。价格波动风险。下游消费恢复不及预期。自然灾害/病虫害风险。宠物出口汇率波动风险。

主要内容

1. 生猪：周期底部弱势震荡、优秀企业重塑生态
2. 禽：寻找产业链价值的最大化
3. 饲料：景气波动中走向强者恒强，出海是重要亮点
4. 牛：26-27年牛肉、原奶有望联动上行
5. 宠物：内销景气度较好，进入加速集中化阶段；外销部分，关税影响趋稳
6. 种植：技术驱动产业升级
7. 价格值得重点关注的农产品：生猪先抑后扬、鸡蛋底部中枢上移、豆粕底部震荡、玉米逐步回暖

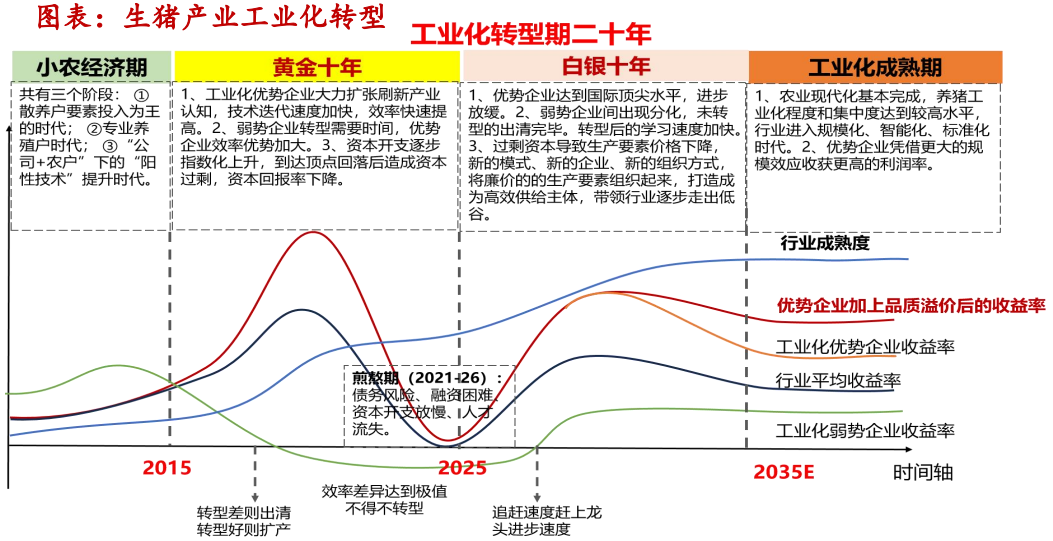
1、生猪：周期底部弱势震荡、优秀企业重塑生态

- 我国农业方面的政策重点已发生重大转变，未来将重点围绕两条主线展开：“保障农民权益与激活企业创新”。行业层面来看，在中国众多万亿市场的横向对比里，生猪行业已是低效、方差较大的那个，产业升级的痛点、难点、卡点仍然很多，金猪十年吸引了无数跨界资本并惨淡出局，足见猪业的真实经营门槛，未来银猪十年的机会或将属于个别新模式的科技驱动型企业，预计在无外界资本进入、界内资本收缩时，或呈现出不易复制的系统性优势。
- 2026年或是周期底部弱势震荡的一年，下半年猪价上行高度或取决于当前的产能去化节奏，在短期猪价弱势的背景下，成本曲线右端企业或面临较大压力，激进资本以及界内经营效率不佳的资本预计将持续退出，而成本曲线左端的优秀企业受益于技术进步加快，经营效率持续提升、盈利表现领先，或可重塑行业生态。
- 回顾2025，展望2026：

- **2025的猪价走势与预期相反，2026或先抑后扬。**2025年春节后淡季不淡，受前期大猪超卖以及二育持续入场支撑，H1价格维持在14元/kg以上，并未出现如市场预期的大跌，且价格波动率明显下降，仅2月价格环比-6%，其余月份价格环比±1%左右；H2猪价下跌超预期，在基础供应增加与消费弱势的压力下，10月猪价环比下跌11%，日度价格出现5年低点接近10元/kg。展望26年，农业部能繁存栏为3990万头（yoy-2%、25年10月），仍处绿色区间的102%分位，26年对应能繁存栏偏多、且产业效率持续提升，目前（2025/12/10）期货端26年最高价的生猪期货2611合约处于13665点，26年合约均价仅12400点，26年价格总体或弱于25年，走势或呈前低后高，波动率依赖于当前产能去化节奏。
- **行业连续盈利长达16月，亏损磨底时间或超三个季度。**行业自24年5月盈利后至25年9月连续盈利16个月，牧原、温氏等企业亦连续6个季度实现盈利，资产负债表修复，截至25Q3（上市猪企）已有5家企业负债率低于50%。行业监管部门在25年5月底实行产能调控政策、指引“控能繁、限体重、限二育”，头部企业积极响应、牧原能繁存栏年内已降低约40万头。然生产效率持续提升，若行业能繁存栏下降平缓，自25Q4开始行业亏损磨底时间或超三个季度。资本衰退仍在持续，2026年或看到界外资本、激进资本持续退出，界内资本也面临更大的压力。
- **周期底部，表现分化，优质企业或继续扩大市占率，引领技术进步的企业有望重塑行业生态。**猪价持续弱势，但技术进步与优质企业处于成本曲线左端，且仍在进步，位于成本曲线右端的企业或陷债务危机、管理危机，或有一次出清让头部企业扩大市占率的机会。**1）企业降本速度分化，盈利表现差异明显。**2025年行业疫病控制愈发完善，上市企业成本持续下降，但进入深水区后，更依赖技术革新与管理深化改革，降本速度出现分化，技术进步与优质企业的成本持续下降，牧原2025年10月成本已降至11.3元/kg，德康成本亦领先于行业其他，但仍有企业成本在13元/kg以上，26年企业盈利分化或更加明显。**2）技术进步加快，头部企业重塑生态。**2025年前三季度行业累计出栏5.3亿头，其中上市企业出栏约1.55亿头，市占率提升至29%，这得益于上市企业的24年能繁增长。25年头部企业能繁增长虽受政策限制，但技术效率持续提升，已有优秀企业PSY上升至30，基因编辑等技术也正加快应用，例如PIC蓝耳基因编辑技术或于26年底应用在国内商业化生产，同时出海、收并购动作持续，如牧原股份、温氏股份、双胞胎越南出海、天康生物拟收购羌都畜牧等。

1、生猪：从“金猪十年”走向“银猪十年”

图表：生猪产业工业化转型

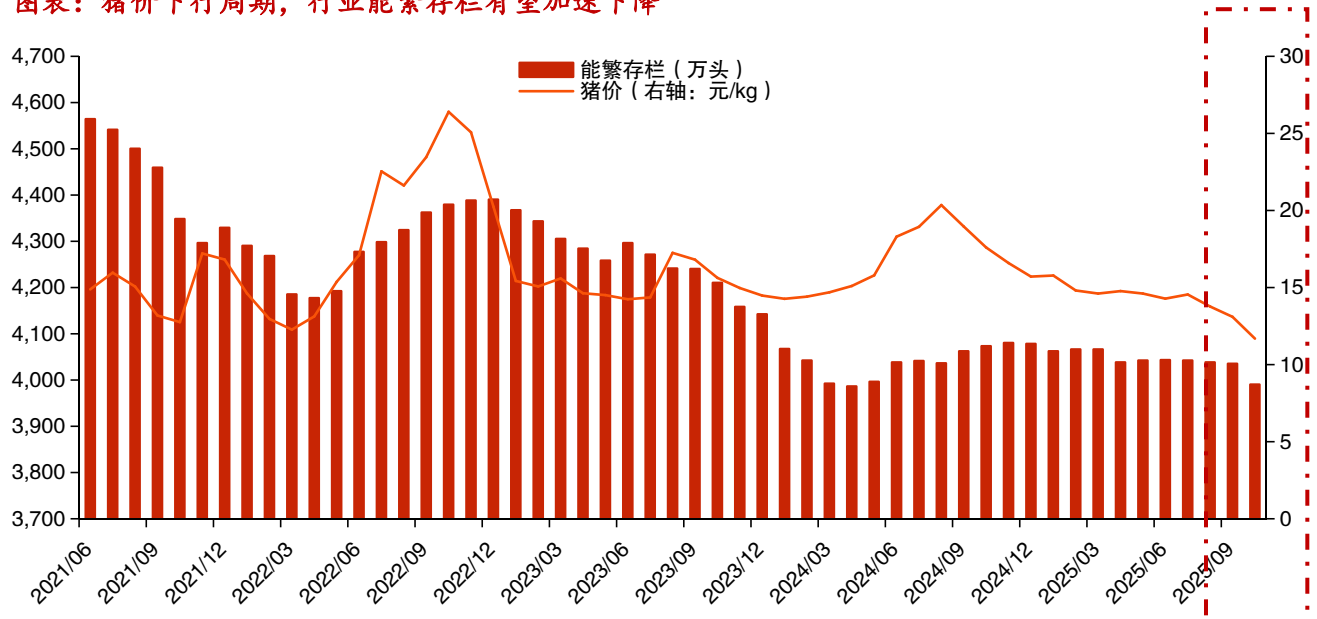


图表：猪企资产负债率多数仍超50%

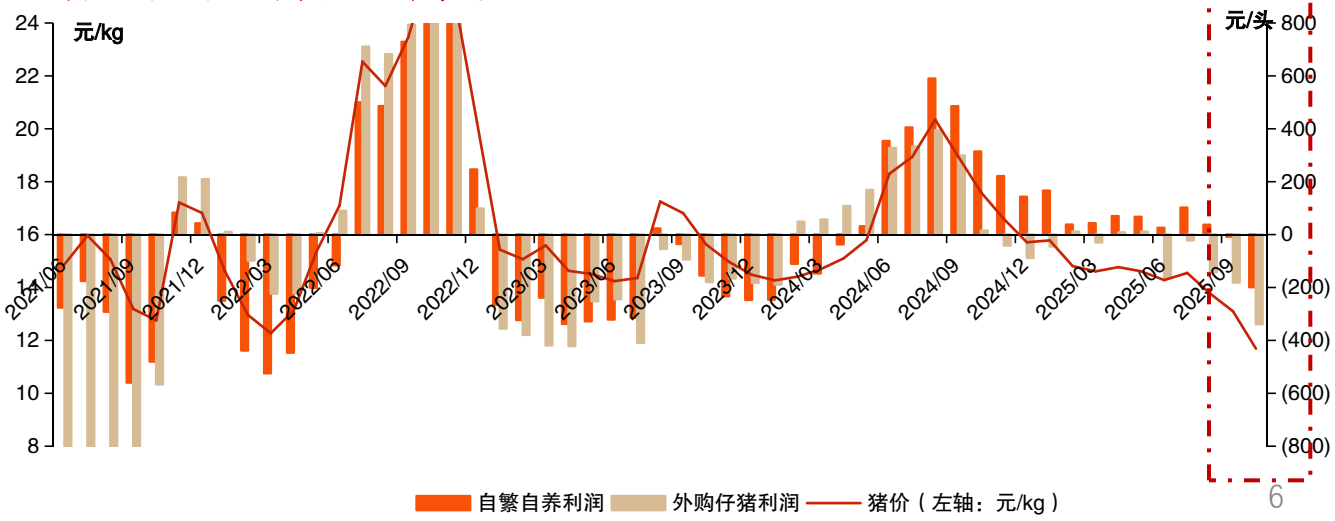
负债率（%）	2020	2021	2022	2023	2024	2025Q1	2025Q2	2025Q3
牧原股份	46.09	61.30	54.36	62.11	58.68	59.20	56.06	55.50
温氏股份	40.88	64.10	56.25	61.41	53.14	51.45	50.57	49.41
新希望	53.06	64.98	68.02	72.28	69.01	69.25	68.78	69.49
中粮家佳康	53.40	52.25	55.08	43.03	52.87		53.15	
正邦科技	58.56	92.60	148.41	53.97	46.42	44.91	45.69	47.50
天邦食品	43.25	79.93	79.61	86.73	72.58	71.79	69.83	70.27
大北农	45.77	52.76	58.28	66.29	63.45	64.42	63.98	64.63
唐人神	42.99	57.88	59.69	64.84	63.35	64.73	64.50	65.51
傲农生物	67.52	87.18	81.61	103.69	67.80	62.76	60.54	58.62
巨星农牧	36.96	44.68	48.85	59.85	61.91	62.88	64.57	66.62
新五丰	32.64	58.74	71.18	74.99	74.00	73.53	72.46	73.22
天康生物	56.34	54.71	50.26	52.75	51.49	51.40	47.03	47.86
华统股份	55.41	70.37	62.29	74.68	72.36	72.30	60.42	60.40
神农集团	21.42	13.03	14.46	26.41	27.39	27.81	26.04	27.07
东瑞股份	31.05	15.62	34.14	42.47	44.13	45.40	44.98	45.21
金新农	50.33	65.75	68.74	74.06	70.37	71.44	72.08	72.86
京基智农	71.92	82.75	84.82	67.78	60.25	58.96	58.33	59.20
罗牛山	49.09	61.34	61.94	63.69	54.77	53.49	53.99	53.93
德康农牧	52.39	73.80	73.76	79.64	62.76		59.86	

资料来源：ifind，各公司公告，农业农村部，华源证券研究所

图表：猪价下行周期，行业能繁存栏有望加速下降



图表：行业亏损或持续达三个季度以上



2、禽：寻找产业链价值的最大化

1）白羽鸡：引种问题常态化，总供给量仍在增长。2025年白羽鸡屠宰量预计88亿羽，同比+3%，微幅增量。

- **2025年产业链整体微利但各环节分配差距大。**上游种源端因进口品牌认可度高、集中度高等带来强话语权与定价权，攫取产业链大部分利润（12月优质品种父母代单月报价60+元/套，利润率70%+），下游单一养殖、屠宰环节因终端餐饮需求不振（鸡肉价格创2018年以来新低），盈利空间有限，2025年全行业屠宰盈利平均-0.21元/羽。
- **产业链纵向延伸、提升"单羽价值量"意义凸显。**白羽鸡产业已经实现规模化，养殖、屠宰单一环节可进行效率改善、做出相对超额的空间十分有限，且产业链上游祖代种源、下游食品均有更强的话语权。2025Q1~3圣农实现扣非归母净利润6.3亿，单羽盈利超1元，而行业单屠宰环节亏损0.2元/羽，圣农的超额优势来源于上游自主育种、下游食品赋能的全产业链优势以及公司本身持续向内挖潜、提质降本。

2）黄羽鸡：25年Q3产业深亏、加速出清；头部企业继续强化定价能力。

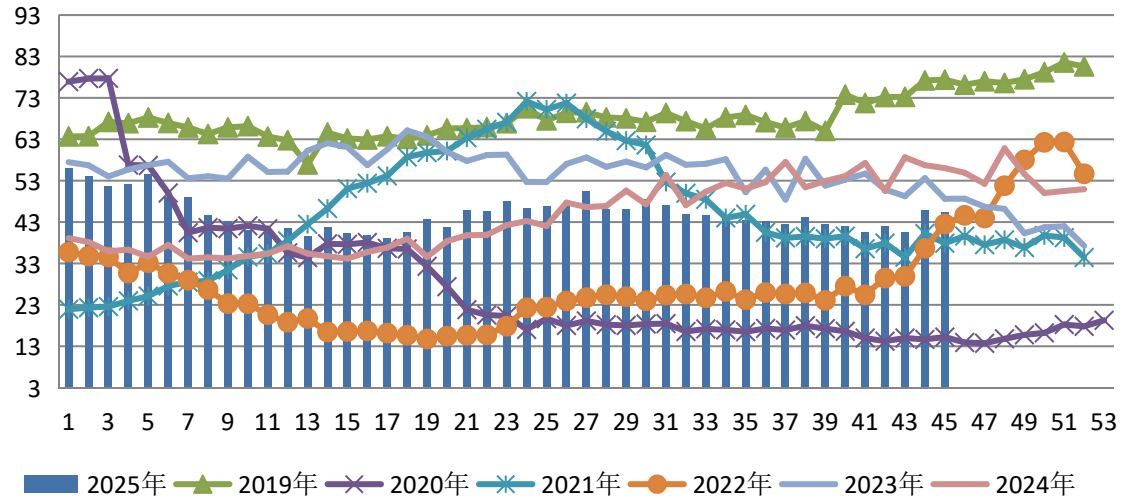
- **2025Q3行业深亏，加速出清。**因24年产业盈利、产能扩张，叠加猪价一般、需求疲弱，Q3行业陷入全面亏损，散户加速出清。
- **市场容量基本稳定在35~40亿只，近几年萎缩明显。龙头份额稳步提升，形成较明显的区域影响力。**2025Q1~3温氏黄羽鸡出栏量9.5亿羽，同比+9%；立华出栏量4.2亿羽，同比+10%，TOP2市占率约50%。黄鸡消费集中在华东、华南，头部依靠资金、技术、管理、品牌以及销售渠道等多方面的优势，产能增长趋势有望延续，中小户仍在退出市场，强者恒强的局面短期或将持续巩固。
- **整合上下游资源、提高产品附加值亦为优质企业当务之急。**如前文，掣肘黄鸡市场发展的原因之一为活禽渠道受限，头部企业除继续抢占中小企业份额之外，仍需进行产业链延伸，完善下游屠宰、食品加工及销售渠道的布局。温氏2025年前三季度生鲜鸡销量为1.6亿只、鲜销比例达17%；立华计划在2025年将肉鸡屠宰产能提升至1.5亿羽（2023年1.2亿羽），品种选育向更适配屠宰分割需求的方向优化。

3）肉鸭：产业链利润分化，鸭毛价格“一枝独秀”；熟食创新为龙头战略布局重点。

- **2025年1-9月，白羽肉鸭产业陷入极为严峻的困局。**鸭苗均价仅为1.8元/羽，相较于2024年大幅下跌52%，致使众多孵化企业利润严重缩水，部分小型孵化场甚至面临倒闭风险；鸭肉价格急剧下滑，降至6600元/吨，逼近2017年的历史低点，屠宰企业库存积压严重。种鸭环节单只亏损0.8元；屠宰端分割鸭、大小白条亏损0.6-1元/羽，全产业链仅半个月短暂盈利，亏损面高达90%，行业整体处于深度寒冬。
- **鸭毛利润成为维持企业盈利的关键因素，占屠宰企业总利润的60%+。**以山东某300万羽/日屠宰厂为例，2025年11月单羽鸭毛收入1.85元，环比增加0.32元，在分割品亏损的情况下，鸭毛收入的增加抵消部分亏损，整体单羽盈利0.15元，结束了连续5个月的亏损。

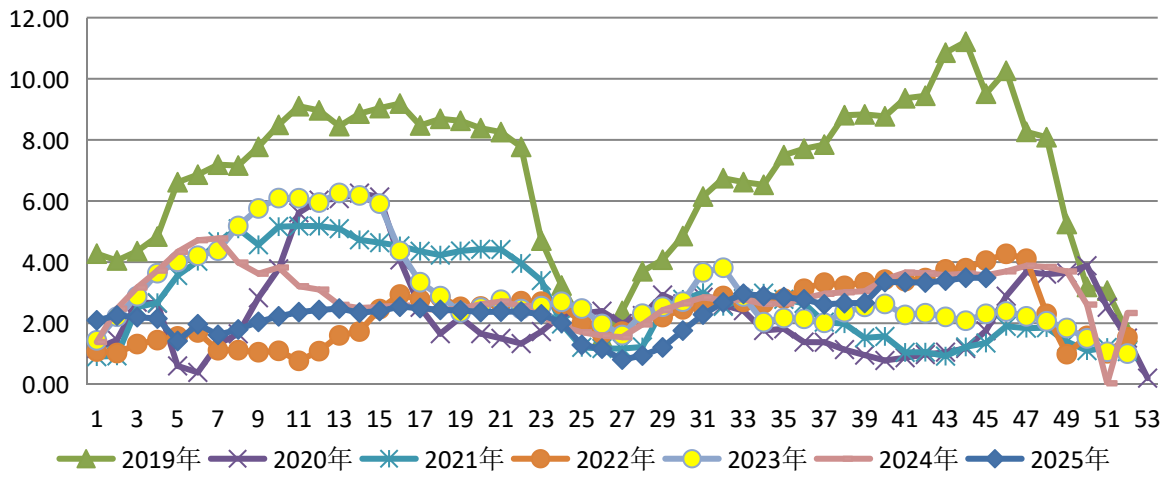
2、禽：寻找产业链价值的最大化

图表：白羽鸡父母代价格（元/套）



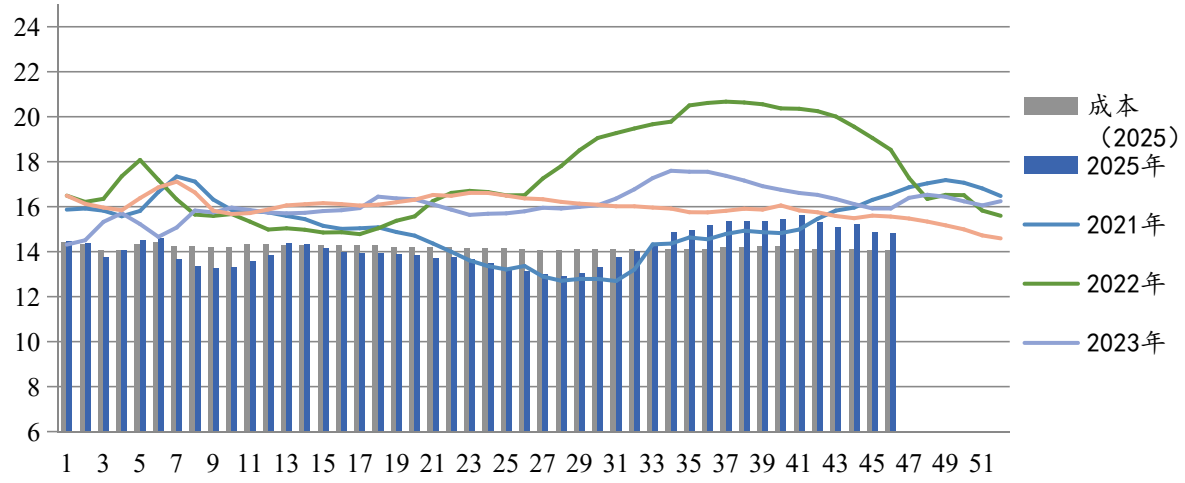
资料来源：中国畜牧业协会，华源证券研究所

图表：白羽鸡商品鸡苗价格（元/羽）



资料来源：中国畜牧业协会，华源证券研究所

图表：黄羽鸡价格（元/公斤，中速鸡）



资料来源：中国畜牧业协会，华源证券研究所

图表：白羽肉鸭产业链利润变化（元/羽）



资料来源：鸭高创咨询公众号，华源证券研究所

3、饲料：景气波动中走向强者恒强，出海是重要亮点

- **2025年水产料行业销量预计同比持平或略有下滑。**25H1水产养殖行情相对景气、投苗积极，但由于2024年越冬存塘量偏低，加上中部地区第三季度持续高温、南部接连遭遇台风、中美关税战等多重因素影响，预计2025年水产料销量同比将基本持平或略下滑。分区域看，预计广东水产料同比增长8-10%，两湖地区下降约12%，江苏下降7-8%，浙江下降约10%，川渝地区下降约10%，华北及东北地区则增长6-7%左右。
- **水产料行业马太效应加强，市场集中度加速提升。**2025年行业市场容量持平或略下滑，但水产料龙头企业强势增量（25h1国内外水产料销量中海大同比+16%、新希望同比+17%、粤海同比+11%），大部分中小企业继续丢失市场份额，甚至量利双双下滑，应收款还在大幅增加（处境比2024年的“量减利增”还要糟糕）。目前已有少量企业的经营陷入难以为继的窘境。
- **预计2026年水产料行业景气度中等，26h1水产料行业同比继续增长，26h2增速需跟踪26h1鱼价及投苗表现，关注行业格局拐点及龙头企业的管理变革带来的超额增长。**预计26年水产品库存介于22、23年超高存塘与25年较低存塘之间，属中等存塘水平（库存并不夸张），鱼价需更多关注餐饮端复苏情况，而餐饮需求预计不会边际更差。海大集团国内资本开支高峰已过、产能利用率提升+内部改革、强化管理+中小企业退出、格局优化，预计国内吨利中枢进入上行通道。

图表：普水类塘口价走势（元/斤）



资料来源：通威农牧公众号，华源证券研究所

图表：特水类塘口价走势（元/斤）

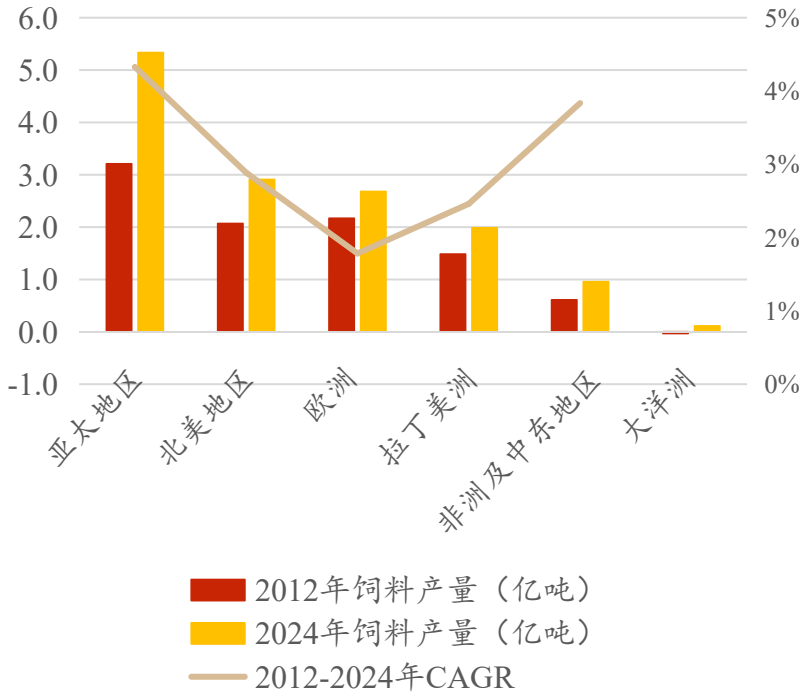


资料来源：通威农牧公众号，华源证券研究所

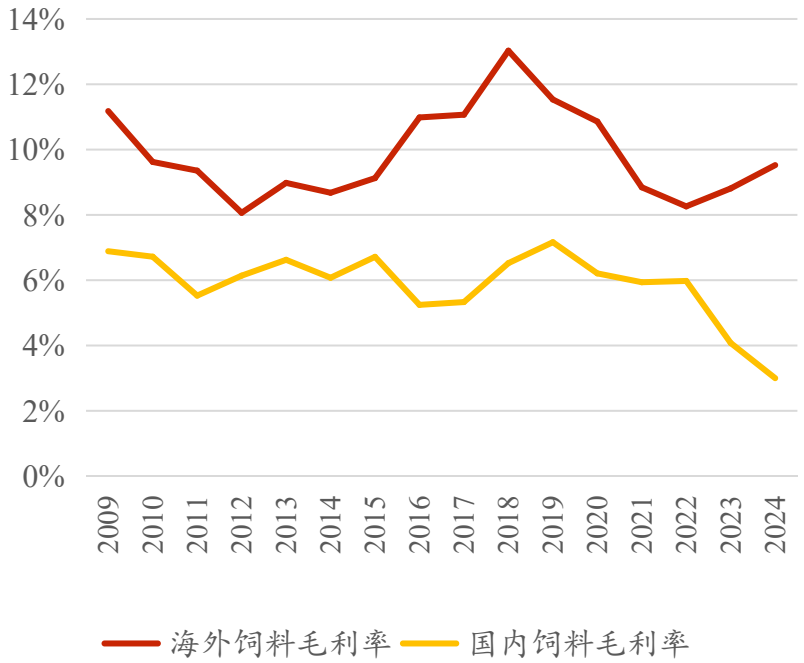
3、饲料：景气波动中走向强者恒强，出海是重要亮点

- **海外饲料市场天花板高于国内：**全球市场14亿吨（2024年），剔除欧美、澳洲、东亚，**中资企业实际可触达的海外容量为5亿吨（VS国内市场3亿吨）。**
- **利润率水平：参考新希望和海大数据，海外饲料业务毛利率比国内高5-10pct。**
- **推荐【海大集团】。中性假设，预计2030年海外利润29亿，5年CAGR=23%；如有收并购项目，增速可能更快。**

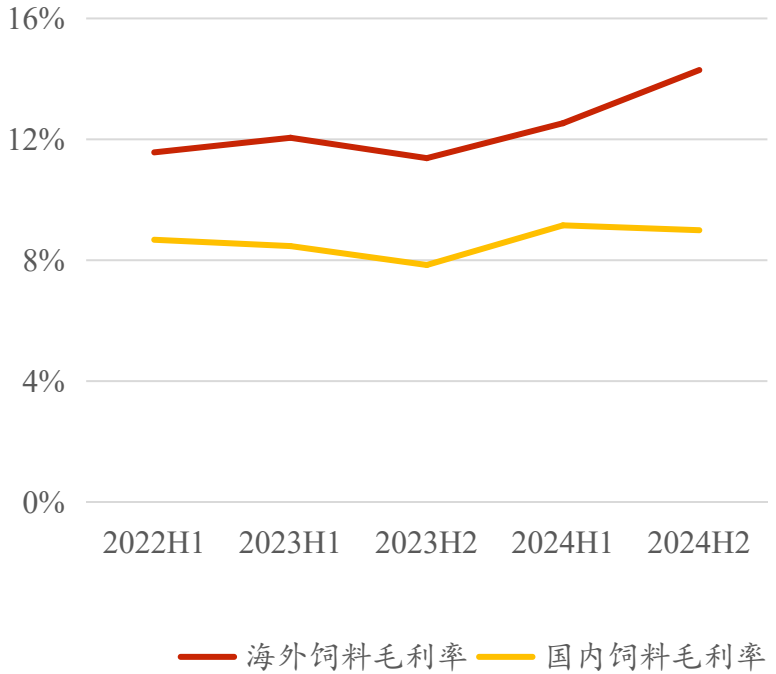
全球各大洲饲料产量（亿吨）



新希望饲料业务毛利率：国内VS海外



海大饲料业务毛利率：国内VS海外



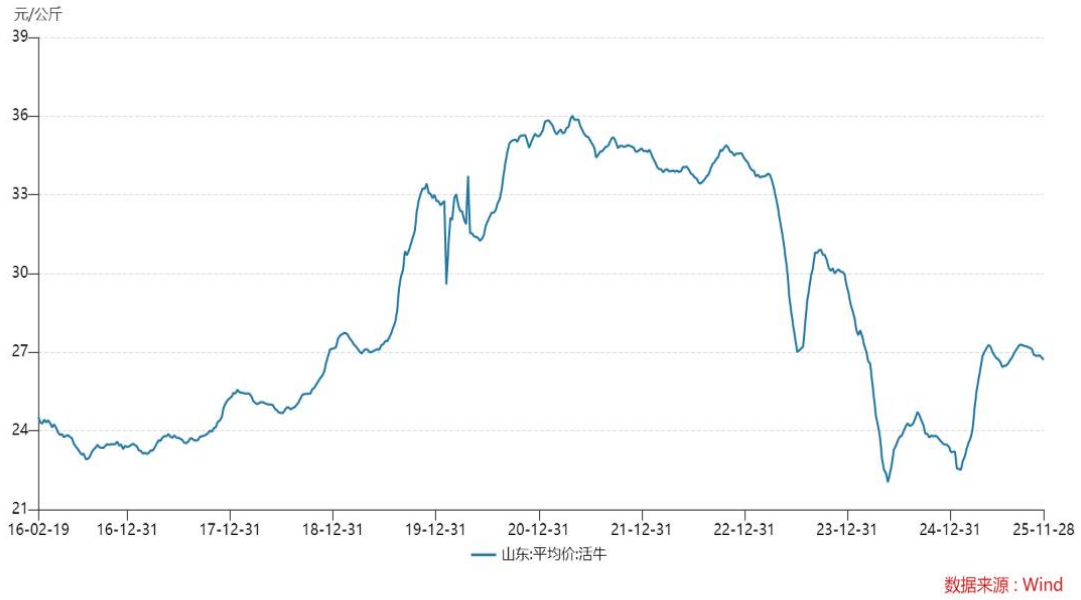
资料来源：奥特奇生物公众号，wind，华源证券研究所

4、牛产业：26-27年牛肉、原奶价格有望联动上行

1）肉牛：基础母牛明显去化，目前处于价格上涨早期阶段。2023年开始，我国牛肉价格持续下跌，25年年初触底，山东活牛价格仅22元/kg，较21年高点下滑近40%；23年7月犊牛养至架子牛阶段的养殖开始陷入亏损，最高亏损达到单头牛1500元，基础母牛逐步去化。且肉牛生产周期长、繁殖效率低，产能下滑需要4~5年时间才可以恢复；一旦周期上行，周期景气持续时间会较长。此外海外整体减产叠加进口价格倒挂，未来进口量受限，预计进一步压缩供给。

2）奶牛：长时间深度亏损下产业持续去化，后备牛持续淘汰；目前奶价底部震荡。本轮原奶价格下跌周期从21Q3开始，23年行业亏损面超60%，24年超80%，25年超90%，亏损已持续2+年。目前原奶价格底部震荡，散奶价格已有回升，预计26-27年奶价企稳缓慢回升。

图表：山东活牛市场价（元/公斤）



资料来源：wind，华源证券研究所

图表：主产区原奶价格（元/公斤）



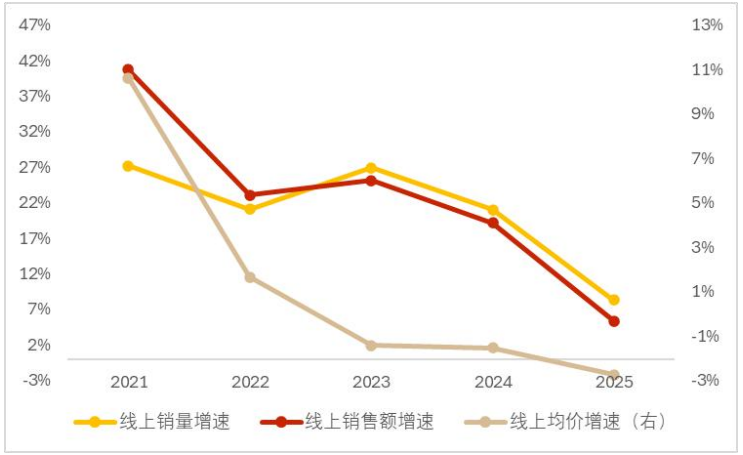
资料来源：wind，华源证券研究所

5、宠物：1）内销景气度较好，进入加速集中化阶段，价格竞争加剧

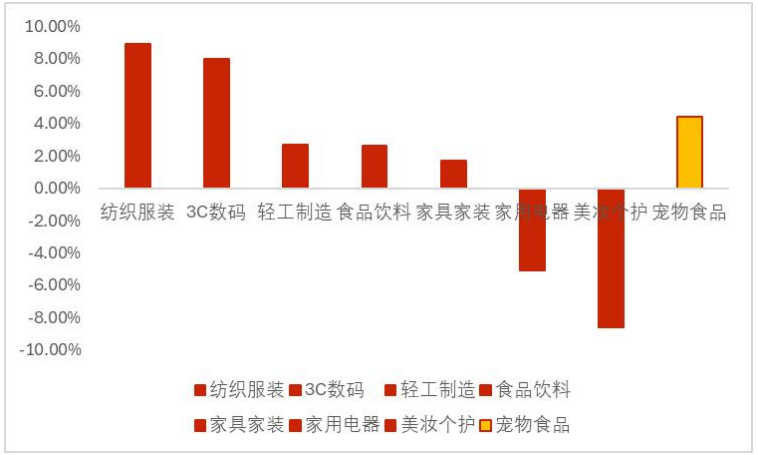
宠物食品行业仍有增长，但价格战激化

- **宠物食品行业线上销售额2025年同比增长5.4%，增速有所放缓，其中均价下滑对整体增速有所拖累。**
- 自2023年开始，宠物食品行业面临产品同质化加剧的问题，品牌纷纷采取价格战策略，导致**产品均价下滑**， 2023-2025年分别下降1.4%、1.5%、2.7%。
- 宠物食品价格战激化：2025年双十一大促宠物食品行业的销售增长依然领先，显示出需求依然旺盛。但宠物食品满减优惠幅度达到19%，位列全部类目之首，较2024年优惠幅度提高4.7PCTs，整体均价下降4.7%。

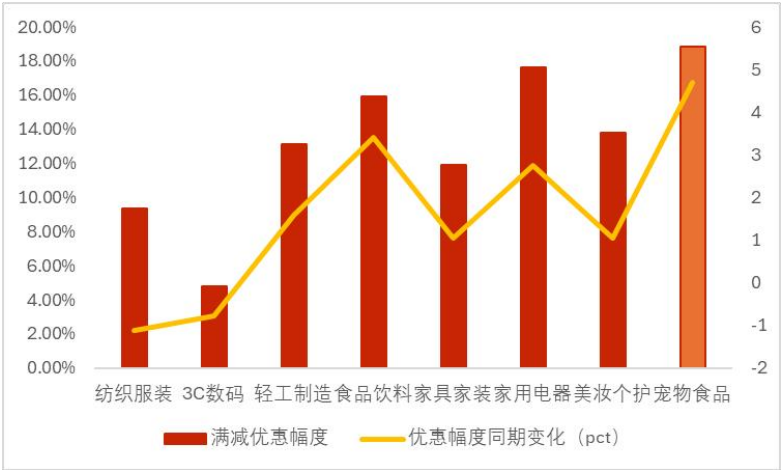
图：线上宠物食品增速



图：2025年双十一前30天内各行业销售额同比增速



图：2025年双十一前30天内各行业折扣情况



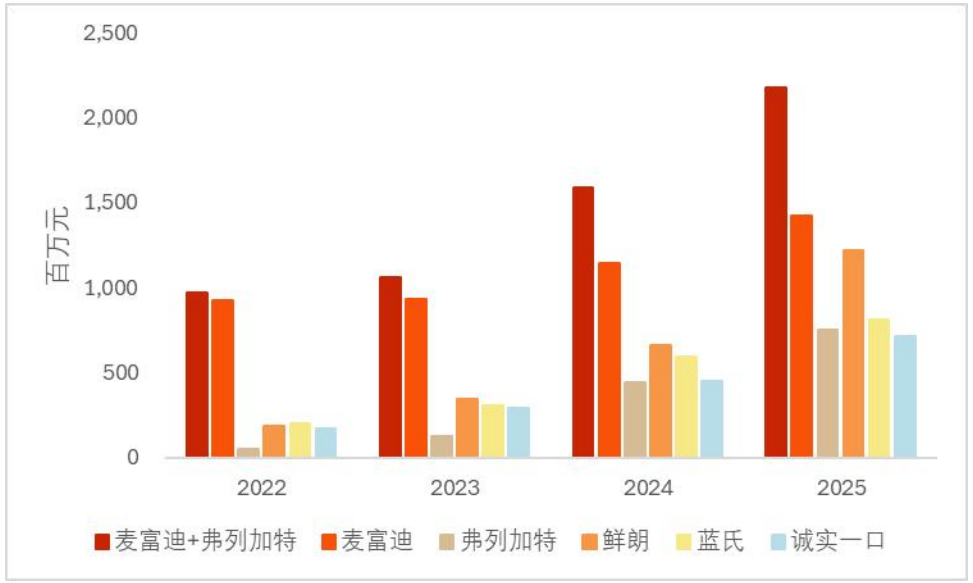
资料来源：燃数科技，华源证券研究所

5、宠物：1）内销景气度较好，进入加速集中化阶段，价格竞争加剧

价格战背后的原因：宠物食品行业格局变化

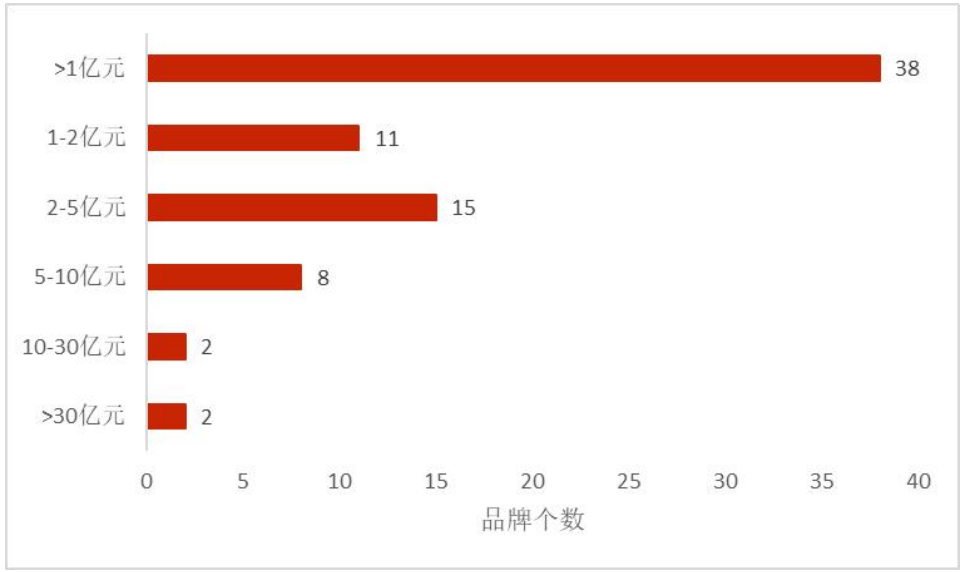
- **目前头部公司销售规模差距缩小，从乖宝绝对领先格局，演变成一超多强格局。**后进者鲜朗、蓝氏、诚实一口抓住了社交媒体红利及产品升级的机会，经过2022-2025的快速成长，销售规模可观，并与乖宝的差距在不断缩小。后进者竞争策略激进，点燃了促销大战。
- **头部品牌与中腰部品牌差距拉大：**随着流量成本攀升，行业ROI整体呈下降趋势，营销门槛上升，中腰部品牌增长承压。2024年大部分品牌销售规模＜1亿，中腰部品牌销售规模1-5亿。

图：宠物头部品牌淘系全平台销售数据



资料来源：炼丹炉，wind，华源证券研究所

图：2024年前38名品牌销售额分布



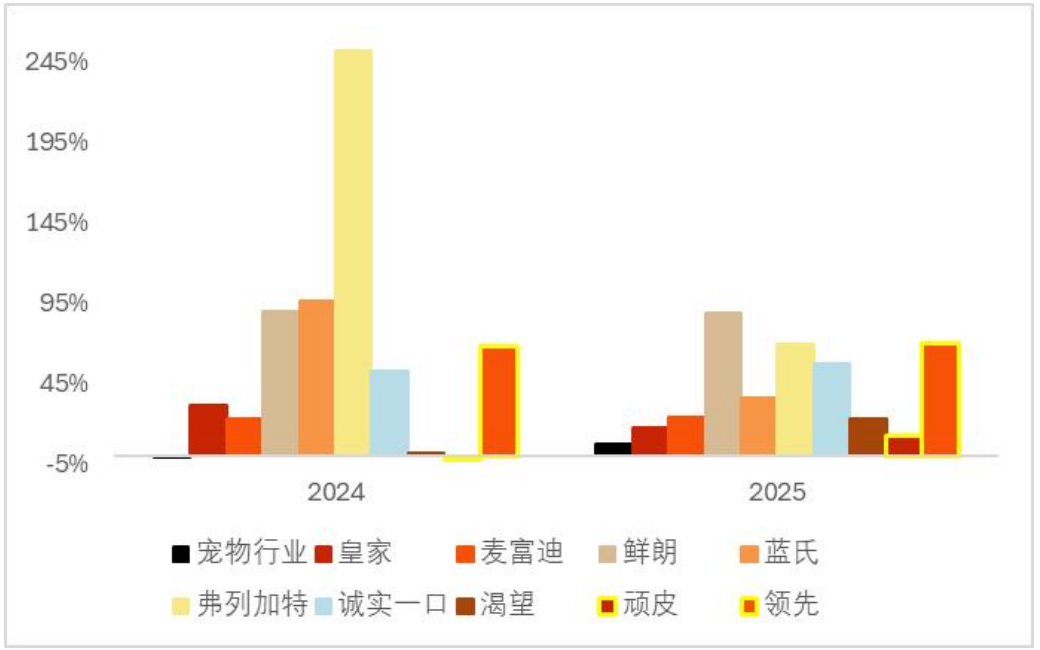
资料来源：欧睿国际，Wind，华源证券研究所

5、宠物：1）内销景气度较好，进入加速集中化阶段，价格竞争加剧

宠物食品行业加速集中化，未来5年或成为龙头角逐的最后窗口期

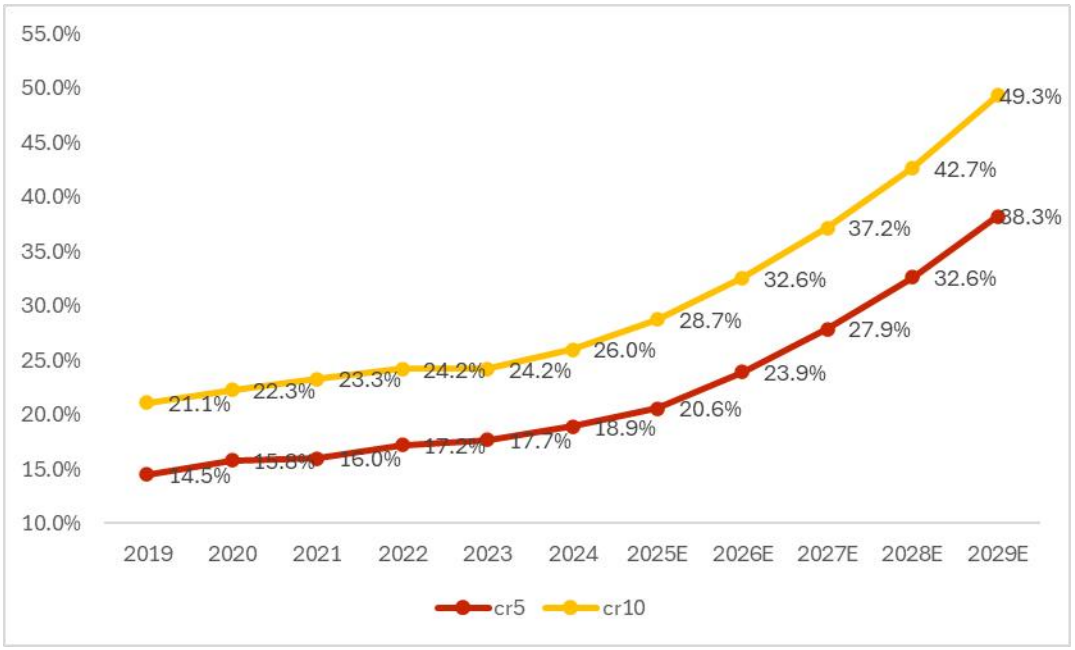
- 宠物主粮行业具有马太效应，因为宠物主粮具有个性化需求低、产品效果短期难以验证、需要长期的消费者心智建设的特点，一旦品牌信赖度建成，理论上是高粘性、高复购的产品。随着行业竞争门槛提高，头部品牌逐渐固化，销售增速远高于行业及中腰部品牌。
- 基于2024年头部品牌的增速及行业增速推演，假设头部品牌年增速20-30%，行业增速6%。行业集中度提升预计将加速，**预计2029年宠物食品品牌集中度CR5或将达到38%，CR10或将达到49%**。行业龙头预计将逐渐走向稳固，**未来5年或是龙头角逐的最后窗口期。**

图：头部宠物品牌淘系平台销售额增速



资料来源：炼丹炉，华源证券研究所

图：中国宠物食品品牌集中度推演



资料来源：欧睿国际，华源证券研究所
注：2025-2029年预测来源于华源证券研究所

5、宠物：2）外销受加税影响景气度下降

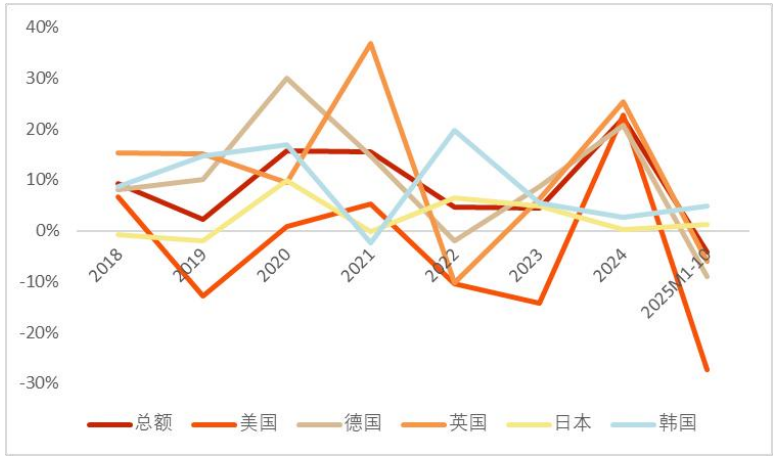
宠物食品出口受加税影响，出口金额下滑

- 2025年4月以来，受中美贸易摩擦加税影响，猫狗食饲料出口金额持续下滑，2025年1-10月累计出口金额同比下滑4.2%，其中对美出口金额累计下滑27.3%。
- 板块公司的外销业务承压：各公司均在积极布局以东南亚为主的海外产能，转移国内出口业务的产地至海外。但由于东南亚地区出口至美国的关税亦有所提升，产品价格或有下调的压力。

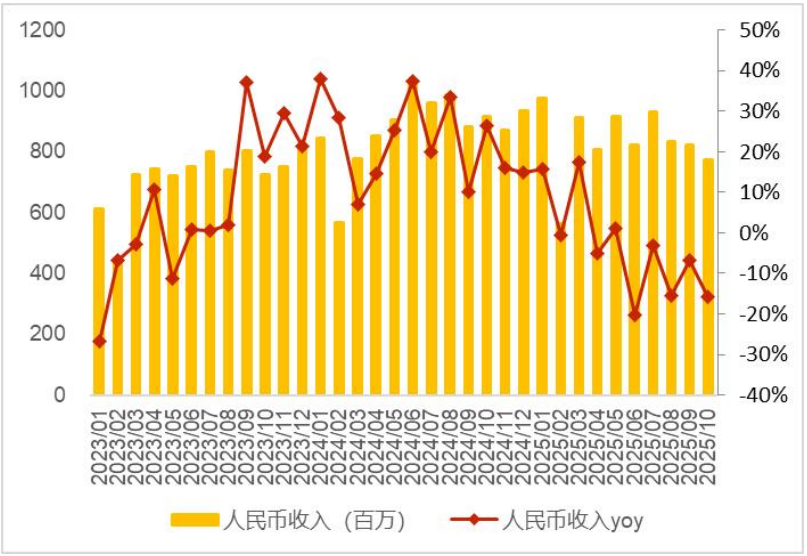
图：猫狗食饲料出口金额



图：猫狗食饲料出口金额增速



图：猫狗食饲料月度出口金额



资料来源：海关总署，华源证券研究所

5、宠物板块年度策略

- 宠物行业内销板块消费韧性强、行业成长空间大，宠物食品市场分散+头部公司相对优势突出，**头部公司马太效应下，有望获得高于行业的增长，**推动行业进入集中化加速的阶段，**预计未来5年是龙头角逐的最后窗口期。**目前处于头部品牌集中化进程完成的前夜，头部公司销售规模差距缩小，**从乖宝绝对领先格局，演变成一超多强格局，竞争阶段性加剧。**预计优势领先的头部品牌将继续维持高增速，但利润率或承压，关注促销的动态变化。
- 中腰部品牌发展乏力，其因产品同质化，资金实力不足，发展面临瓶颈，**外部资本的介入成为了推动中腰部品牌加速发展的重要力量，也给予了背靠上市公司资源的新品牌赶超的机会。**在当前鼓励并购重组的政策背景下，预计未来行业内的并购事件将频繁发生。
- 外销压力减缓：美国加税的冲击在2025Q2开始体现，板块公司经过1年的客户协商调价、业务调整，预计**26H2外销业务将趋于平稳，收入及毛利率企稳，带动板块业绩企稳回升。**
- 国内宠物行业为具有长期增长逻辑的赛道，具有长期布局价值；随着美国加税对板块业绩影响趋于平稳，**预计板块业绩将在26Q2-Q3触底回升。**建议积极关注内外销业务均处于向上阶段的中宠股份，积极转型布局内销业务的源飞宠物、佩蒂股份、依依股份，内销品牌具有长期领先优势的乖宝宠物。

6、种植：技术驱动产业升级

- **2025-玉米、大豆转基因商业化加快发展。**从1996到2024年，全球商业种子市场增长3.5倍，未来10年或维持2.2%年均增长（S&P预测），但驱动力将集中在技术创新而非种植面积。回顾转基因发展历程，安全是重要关键词。保障粮食安全对于中国来说一直是重中之重的大事，2015年“十三五”规划正式提出实施“藏粮于地、藏粮于技”战略。2024年正式进入大豆、玉米转基因技术的商业化元年。2025年，品种审定已从依托传统底盘品种，转向市场主流大品种，标志着产业化进入新阶段，行业竞争逻辑正从"资质博弈"向"品种为王"转变。2025年转基因玉米种植面积约3000万亩，市场渗透率仅4%，预计2026年将加倍扩张至6000万亩左右，后续预计扩张将加快。

- **AI育种技术加速育种进程。**传统育种依赖随机性和试错，智能化育种则通过精确预测来优化育种方案。AI技术正在众多领域推进效率升级甚至是模式革命，在育种领域，AI for Science新的研究范式让育种可以通过 AI 模型快速分析基因与表型之间的关联，预测作物的产量、抗逆性等关键性状，无需再进行大规模田间试错，大幅缩短研究周期，有望帮助我国育种产业实现赶超。例如“小麦种质知识图谱”，就是通过AI挖掘出12个此前未发现的抗倒伏关联基因，为育种提供了全新靶点。

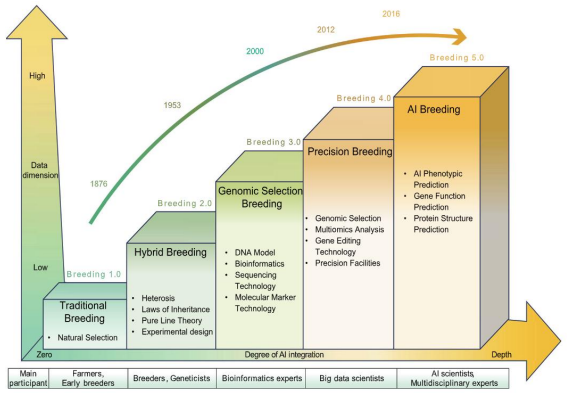
- **新一轮产业大整合趋势或将到来。**美国自1996年放开转基因后，80%的种子企业在随后五年内消失，80%的品种也逐步退出市场。过去种业三轮并购浪潮形成了“种+药”一体化的产业格局，但生物技术的作用愈发明显，尤其是过去“种+药”在运营层面始终缺乏有力的成功案例，“农药+生物技术+种业”的协同战略是国际企业已验证并正在实施的战略。在未来在种业科技与研发竞争要素的重要性愈加突出、市场竞争愈加激烈的情况下，未来十年预计将出现更多并购活动，以推动专业化和价值释放。

- **先正达考虑在港上市，行业变革期资本运作发力。**先正达集团是全球前三的种业公司，市场份额居中国第一，先正达集团通过中种集团间接控股荃银高科，其与先正达下属瑞士先正达、中种集团、金稻种业等在小麦、水稻等领域存在一定业务重叠，集团种子业务架构或有调整。25年11月彭博社报道先正达可能在筹备期进一步梳理资产结构，包括剥离部分非核心或持续亏损业务，最快26年在港发行新股。隆平高科、大北农等巨头资本运作亦频频发力。25年10月13日，继5月中信农业12亿元定增后，隆平高科旗下核心玉米平台——北京联创种业公告拟引入四家战略投资者募资8亿元。

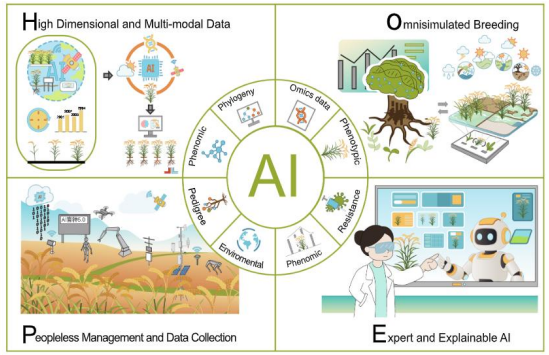
图表：2025-2035全球种子市场预计年化增速2.2%，2035年或达700亿美元（单位：10亿美元）



图表：从经验实践到人工智能驱动范式的作物育种技术演进



图表：面向未来智能农业的 AI 驱动框架



资料来源：《Trends in the Global Seed Market: Role of Scientific Innovations in Value Chain》 S&P Global，《Breeding 5.0: Artificial intelligence (AI)-decoded germplasm foraccelerated crop innovation》 Jiayi Fu等、华源证券研究所

7、价格值得重点关注的农产品：生猪先抑后扬、鸡蛋底部中枢上移、豆粕底部震荡、玉米逐步回暖

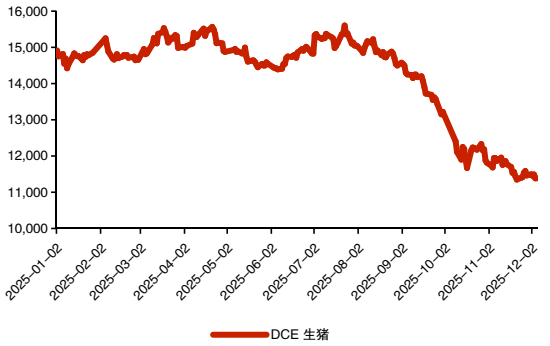
1）生猪先下后上：基于当前产能情况，我们认为2026年猪价现货走势或先抑后扬，整体价格弱势，“抄底式”二育会形成阶段性的超跌反弹，下半年价格高度或依赖于上半年产能去化情况。

2）鸡蛋底部中枢上移。2025年供应偏多致鸡蛋价格“旺季不旺”，利润转负直接加速产能去化，2026年供应收缩预期带动价格中枢上移，同时受淘汰节奏、需求波动等因素影响呈现阶段性差异。

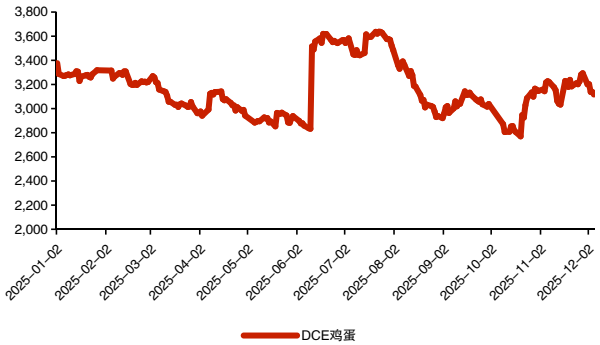
3）豆粕底部震荡。2025年海外供应总体增产压制下，国内豆粕因中美关系博弈产生波段行情。2026年全球豆粕市场延续宽松局面，国内豆粕市场预计呈底部区间震荡行情。在进口温和回升的预期下，国内大豆供应总量充足，需求端受畜禽存栏下降影响，蛋白需求或呈偏弱局面，豆粕价格或底部震荡，但供应节奏受政策影响叠加种植季天气存在不确定性，扰动因素偏多。

4）玉米逐步回暖。USDA预计2026年全球玉米总产量同比增幅4%，国际市场整体偏宽松预期；国内市场新粮增产，但进口量或继续压制在关税配额内，总供应量有望保持微增，总消费量结构分化维持稳定，产需缺口收窄，预计年度结余以平衡状态为主。2025年玉米价格区间震荡，总体均价略有提升，2026年随着国内市场新增供应与华北优质库存的下降，叠加进口补充有限，供需关系或逐步转向紧平衡，价格有望呈阶梯式回升。

图：生猪主连结算价（元/吨）



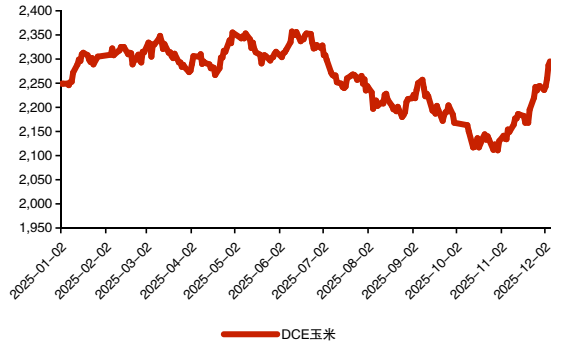
图：鸡蛋主连结算价（元/吨）



图：豆粕主连结算价（元/吨）



图：玉米主连结算价（元/吨）



资料来源：Wind，华源证券研究所

风险提示

- **养殖疫病风险。**非洲猪瘟疫情使得生猪养殖产业受到极大影响，产业结构以及猪价都随之变化。养殖企业在疫病方面的防疫能力构成其发展壮大的基础。
- **价格波动风险。**猪价、农产品价格的波动都会对农业企业的经营产生较大影响。
- **下游消费恢复不及预期。**若未来国内整体餐饮消费疲软，肉类需求量将受到影响。
- **自然灾害/病虫害风险。**农业生产具有周期性和季节性的特征，大田农业及种子生产均属于露天作业，以雨养农业为主，季节性强，对自然条件的敏感度较高，易受自然气候剧变和极端天气影响，抗风险能力较差。
- **宠物出口汇率波动风险。**行业内主要公司海外市场贡献收入占比高，人民币汇率存在较大的波动风险，给行业和公司造成业绩的不确定性。

评级说明和重要声明

证券分析师声明

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

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

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

评级说明和重要声明

信息披露声明

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

投资评级说明

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

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%～20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%～+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

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

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

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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

華源証券

HUAYUAN SECURITIES