

## 农林牧渔

## 农业行业 2026 年度策略

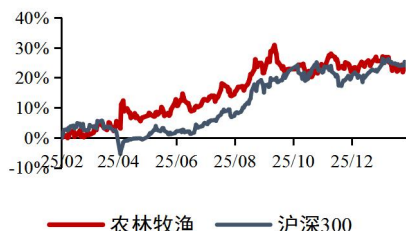
## 同步大市-A(维持)

## 养殖筑底去化，饲料整合加速

2026 年 2 月 2 日

行业研究/行业年度策略

## 农林牧渔板块近一年市场表现



资料来源：常闻

首选股票		评级
002311.SZ	海大集团	买入-A
300498.SZ	温氏股份	买入-B
002299.SZ	圣农发展	买入-B
301498.SZ	乖宝宠物	增持-A
002891.SZ	中宠股份	增持-A
605296.SH	神农集团	增持-B
603477.SH	巨星农牧	增持-B

## 相关报告：

【山证农林牧渔】猪价近期旺季活跃，旺季后或仍承压-【山证农业】行业周报（260119-260125） 2026.1.27

【山证宠物食品】行业发展前景广，升级转型谋突围-【山证农业】宠物食品系列专题一 2026.1.23

## 分析师：

陈振志

执业登记编码：S0760522030004

邮箱：chenzhenzhi@sxzq.com

徐风

执业登记编码：S0760519110003

邮箱：xufeng@sxzq.com

## 投资要点：

➢ 饲料行业的竞争已经从单纯的产品竞争逐渐进入到产业链价值的竞争，行业加速整合，市场份额进一步往具有研发优势、规模优势、产业链配套服务优势等头部企业集中。在行业整合的大趋势下，我们看好海大集团的机会：

（1）公司凭借高效的内部管理、有效的业务激励、以及突出的产业链服务优势，国内市场份额得到持续提升；（2）亚非拉地区饲料业务的市场容量大，仍属一片“蓝海”，公司海外饲料业务有望延续高增长高毛利趋势，成为业绩的又一个增长点；（3）公司目前估值处于历史底部区域，具有较高的安全边际。

➢ 生猪行业在 2026 年上半年或将承压，但同时也是产能去化较好的时间窗口。由于行业整体降负债和修复资产负债表的任务尚未完成，如果行业价格持续低迷，或进一步助力市场化去产能。在生猪产业“反内卷”政策的引导下，政策调控下的产能去化也同步推进。此外，以 PSY 为代表的母猪产能生产效率曲线的斜率或阶段性趋缓。2026 年可能会出现 2021 年以来第三次幅度较为明显的产能去化，生猪养殖行业基本面和估值有望得到修复，建议关注温氏股份、神农集团、巨星农牧等生猪养殖股。

➢ 家禽养殖行业整体供给仍较为宽松，行业价格周期的回升或更多取决于需求的恢复程度。与此同时，具有从种苗端到食品端产业链优势的头部企业或将表现出更强的经营韧性。从周期配置的角度，在周期低位，低估值和低预期的品种在配置上或具有良好的风险收益比，建议关注圣农发展：公司种鸡业务稳步推进，市场认可度不断提升；肉鸡饲养加工降本增效，成本管控优势突出，造肉成本有效下降；渠道方面，公司产品在 C 端、餐饮等高价值渠道上的占比不断提升，收入结构不断优化；当前处于 PB 估值的底部区域。

➢ 养宠渗透率提高叠加消费升级，宠物行业仍有望延续良好的发展趋势。与此同时，由于海外出口不确定性提高，一方面国内宠物食品厂商可能会加快全球产业链布局，另一方面国内市场竞争或更趋于激烈。国产品牌凭借线上渠道优势弯道超车，其重点仍然是抢夺客户心智，继续扩大品牌市场份额。随着大量行业新进入者的涌现和流量成本的攀升，传统电商营销边际贡献或放缓，仅靠单一的营销已无法构建持久的品牌护城河，品牌之间的竞争将从重营销逐渐转向重研发和供应链。建议关注自有品牌领先的乖宝宠物和全球产业布局领先的中宠股份。

**风险提示：**养殖疫情风险；自然灾害风险；饲料原料价格波动风险；食品安全风险；汇率波动风险。



## 目录

<b>生猪养殖板块：或迎来新一轮产能去化</b> .....	<b>4</b>
2025 年国内生猪价格在供需的双重压力之下逐渐走低.....	4
2026H1 行业或阶段承压，同时也是产能去化的窗口期.....	7
行业资产负债表修复尚未完成，财务约束或进一步助力产能去化.....	8
母猪产能生产效率曲线的斜率或趋缓.....	10
2021 年以来的第三轮产能去化或开启，建议关注生猪板块的估值修复.....	12
<b>家禽养殖板块：周期低位，关注全产业链优势的头部企业</b> .....	<b>14</b>
周期低位，具有全产业链优势的头部企业彰显经营韧性.....	14
关注估值低位的全产业链优势企业.....	16
<b>饲料动保板块：继续看好头部优质企业的份额增长</b> .....	<b>18</b>
2025 年行业整体温和回升.....	18
饲料上游大宗原料价格大多处于周期低位.....	19
在行业整合的趋势下，继续看好头部优质企业的份额增长.....	22
<b>宠物板块：国产崛起，竞争突围</b> .....	<b>24</b>
2025 年宠物市场量价齐升，延续增势.....	24
宠物消费升级，“专宠专用”需求增加.....	25
线上仍为核心渠道，国产品牌霸榜.....	26
出口表现分化，国产商升级供应链.....	28
<b>投资建议</b> .....	<b>29</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>30</b>

## 图表目录

图 1：国内生猪价格走势（单位：元/公斤）.....	4
图 2：国内猪肉价格走势（单位：元/公斤）.....	4
图 3：自繁自养的生猪养殖利润（元/头）.....	4
图 4：外购仔猪的生猪养殖利润（元/头）.....	4
图 5：我国月度生猪价格（元/公斤）.....	5
图 6：2016 年以来各地仔猪价格走势（元/公斤）.....	6
图 7：我国能繁母猪月度存栏量（万头）.....	6
图 8：生猪生产时间周期.....	7
图 9：当期猪价和 10 个月前能繁母猪存量的对应关系.....	7
图 10：生猪养殖上市公司单季度净利润趋势.....	8
图 11：生猪养殖上市公司 2023Q1 到 2025Q3 盈亏周期情况.....	9
图 12：2024Q1 以来生猪养殖上市公司资产负债率趋势.....	9
图 13：我国和美国 PSY 历史走势.....	10
图 14：中国生猪养殖企业排名及其市场份额.....	11
图 15：中国生猪行业前 20 强市场份额变化趋势.....	11
图 16：中国生猪行业前 20 强总份额年度变化值和变动幅度.....	11
图 17：2006 年以来我国各轮猪周期概况.....	12
图 18：国内能繁母猪月度存栏量环比变动情况.....	13



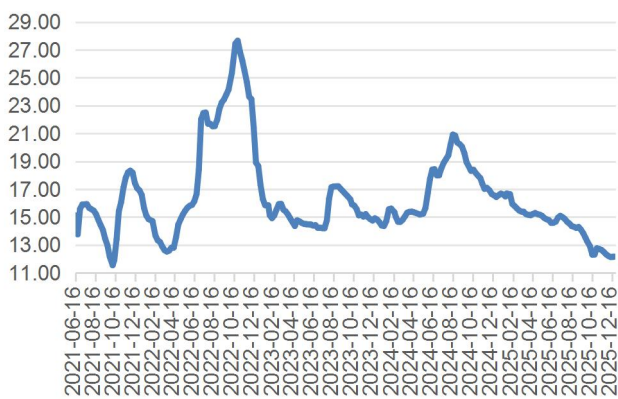
图 19: 能繁母猪产能和猪价走势组合的 4 个象限, 及其可能对应的逻辑演绎.....	13
图 20: 我国祖代白羽肉种鸡历史更新数量 (万套) .....	14
图 21: 我国祖代黄羽肉种鸡存栏量 (万套) .....	14
图 22: 我国鸡肉平均价 (元/公斤) .....	15
图 23: 我国白羽肉鸡主产区平均价 (元/公斤) .....	15
图 24: 立华股份毛鸡销售价格 (元/公斤) .....	15
图 25: 温氏股份毛鸡销售价格 (元/公斤) .....	15
图 26: 家禽养殖上市公司当年累计归属净利润趋势.....	16
图 27: 圣农发展正处于业绩周期和 PB 估值周期的底部区域.....	17
图 28: 全国工业饲料产量和增速.....	18
图 29: 2022-2024 年饲料产销量前 20 强.....	19
图 30: 全球和中国玉米供需平衡表.....	20
图 31: 全球和中国大豆供需平衡表.....	20
图 32: 全球和中国小麦供需平衡表.....	21
图 33: 国内玉米现货价 (元/公斤) .....	21
图 34: 鱼粉国际现货价 (美元/吨) .....	21
图 35: 国内小麦现货价 (元/吨) .....	22
图 36: 国内豆粕现货价 (元/吨) .....	22
图 37: 海大集团历史年度饲料销量 (万吨) .....	22
图 38: 海大集团市盈率历史走势.....	22
图 39: 全球各地区的饲料产量 (亿吨, 2024 年) .....	23
图 40: 全球主要饲料品种的产量 (亿吨, 2024 年) .....	23
图 41: 饲料动保上市公司单季度净利润趋势.....	23
图 42: 我国犬、猫数量保持增长.....	24
图 43: 我国犬、猫单只消费突破新高.....	24
图 44: 我国城镇犬、猫消费市场有望维持增长 (亿元) .....	25
图 45: 高端宠物食品消费占比持续走高.....	26
图 46: 宠主购买宠物产品消费渠道偏好 (%) .....	26
图 47: 2025 年前 10 月, 我国宠物食品出口表现分化 (出口金额: 千美元) .....	28
图 48: 重点公司盈利预测、估值与评级.....	30
表 1: 2025 年双 11 宠物品牌战报.....	27

## 生猪养殖板块：或迎来新一轮产能去化

### 2025 年国内生猪价格在供需的双重压力之下逐渐走低

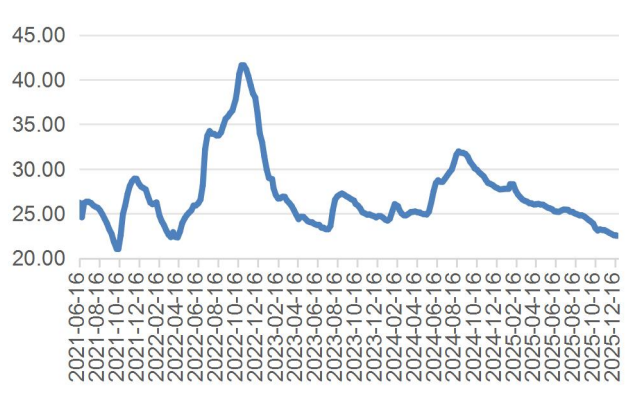
2025 年，国内生猪价格以 16-17 元/公斤开局，自繁自养生猪行业平均单头盈利在 100-200 元。在供给过剩和需求不振的双重影响之下，此后价格逐渐走低，并于 9 月中旬开始进入行业亏损区域。截止 2025 年底，国内生猪价格回调至约 12 元/公斤，自繁自养生猪行业平均单头亏损在 100-200 元。

图 1：国内生猪价格走势（单位：元/公斤）



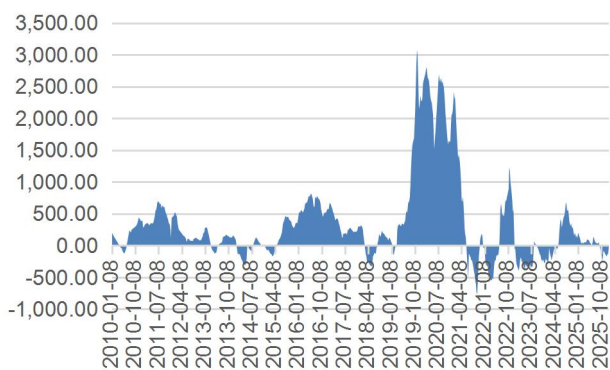
资料来源：Wind、山西证券研究所

图 2：国内猪肉价格走势（单位：元/公斤）



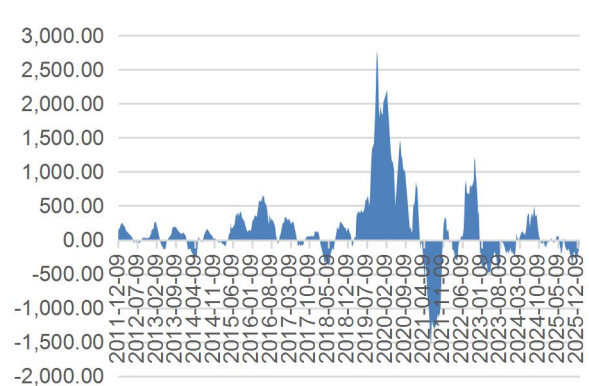
资料来源：Wind、山西证券研究所

图 3：自繁自养的生猪养殖利润（元/头）



资料来源：Wind、山西证券研究所

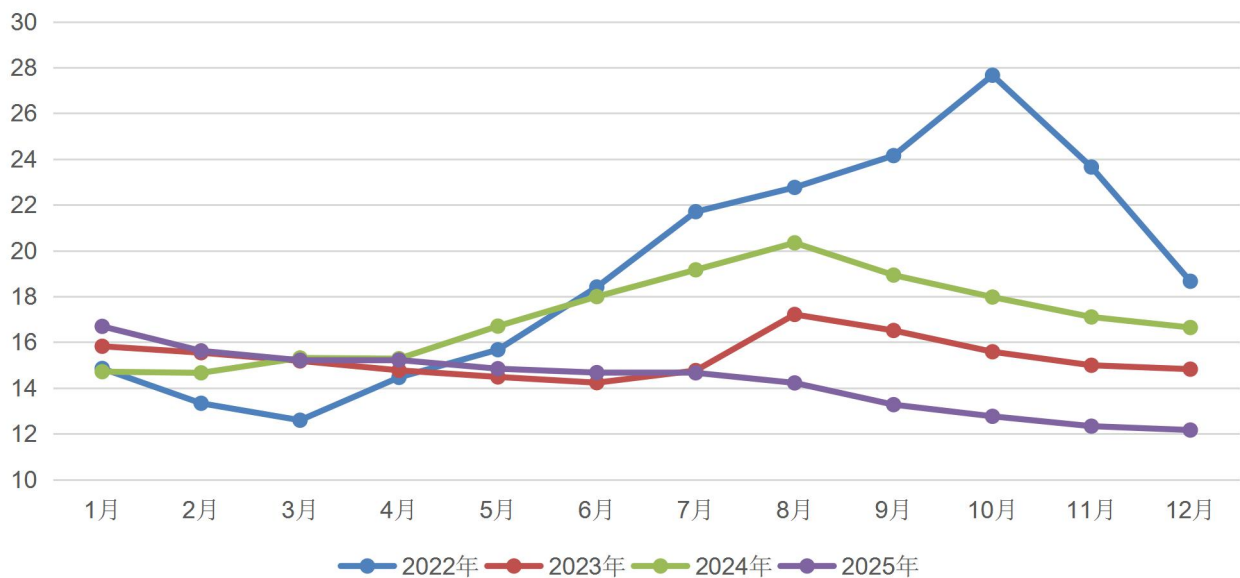
图 4：外购仔猪的生猪养殖利润（元/头）



资料来源：Wind、山西证券研究所

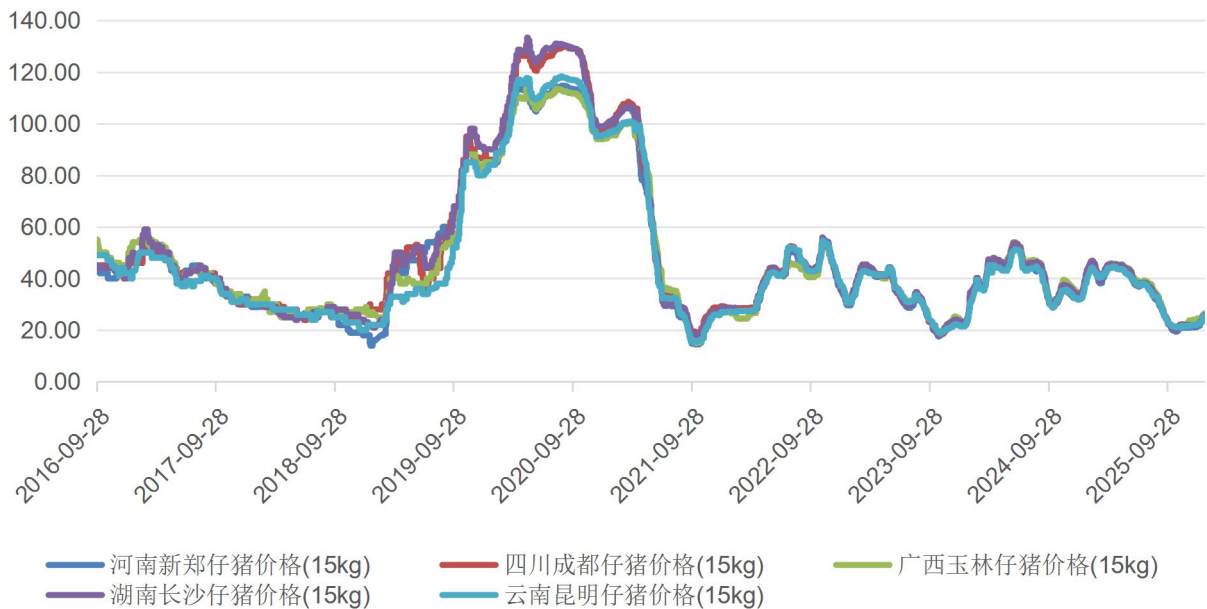
2022年以来，猪价在此前的3年里，每年在季节性旺季和二次育肥进场的阶段均有一波较为明显的价格上涨。2025年在供需压力和二次育肥调控政策的影响之下，猪价的阶段性反弹较为微弱，总体呈现逐渐走低趋势。在产能方面，2025年前3季度的能繁母猪产能仅有小幅下降。从9月中旬开始，国内生猪自繁自养再次进入行业亏损区域，与此同时仔猪价格也跌回过去10年的周期底部，在育肥和仔猪销售两端价格压力之下，行业的市场化去产能再次启动。此外，在生猪产业“反内卷”政策的引导下，政策调控下的产能去化也同步推进。在上述两重因素叠加的影响之下，国内能繁母猪存栏量在经历过前几个月的缓慢下降后从10月开始出现加速去化的迹象。

图 5：我国月度生猪价格（元/公斤）



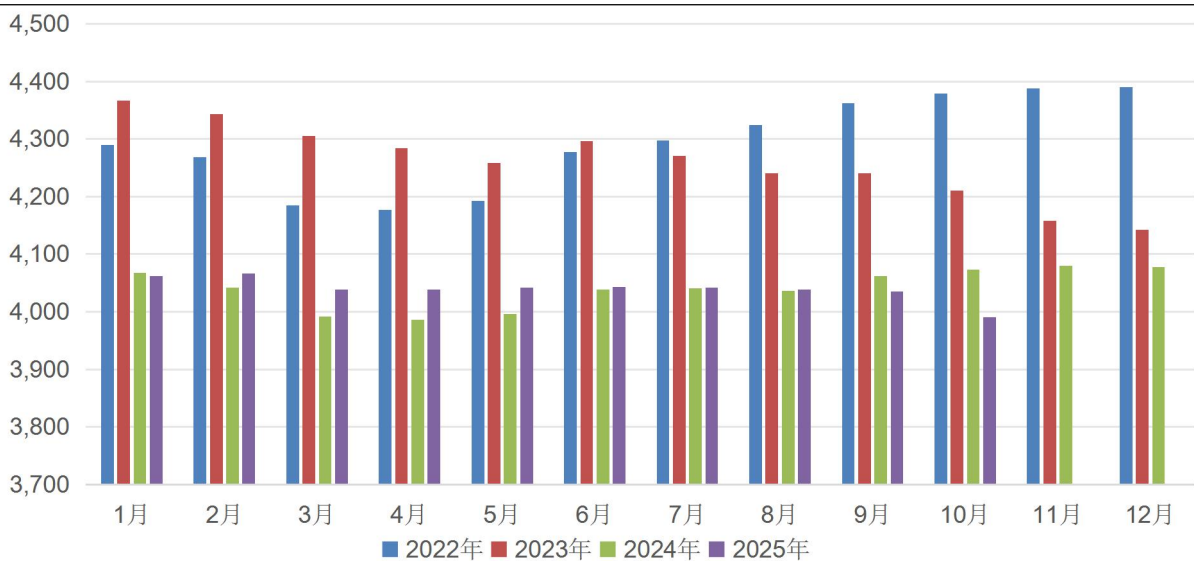
资料来源：Wind、山西证券研究所

图 6：2016 年以来各地仔猪价格走势（元/公斤）



资料来源：Wind、山西证券研究所

图 7：我国能繁母猪月度存栏量（万头）

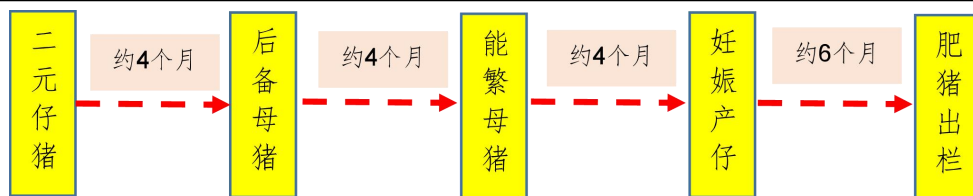


资料来源：Wind、山西证券研究所

## 2026H1 行业或阶段承压，同时也是产能去化的窗口期

2025 年国内生猪行业的能繁母猪存栏量呈现前高后低的走势。从生产周期来看，2026 年供给压力主要集中在上半年。与此同时，上半年春节后的这个时间是传统的行业淡季，需求和价格往往较低。因此，生猪行业在 2026 年上半年或将阶段承压，但同时也是产能去化较好的时间窗口期。

图 8：生猪生产时间周期



资料来源：中国畜牧业协会、山西证券研究所

图 9：当期猪价和 10 个月前能繁母猪存量的对应关系



资料来源：Wind、山西证券研究所

## 行业资产负债表修复尚未完成，财务约束或进一步助力产能去化

从猪价波动和盈亏周期的角度来看，刚刚结束的这轮生猪行业盈利期始于 2024 年 2 季度，持续到 2025 年 3 季度，大致一共持续了 6 个季度。上一轮行业亏损期始于 2023 年 1 季度，持续到 2024 年 1 季度，大致一共持续了 5 个季度。以上市公司为例，虽然生猪行业刚经历了 6 个季度的盈利期，但是仍有不少企业在这段时期的盈利尚不能完全弥补上一个亏损期的业绩亏损，两个时期的累计利润为负值。反映在资产负债率指标上，虽然有部分企业的资产负债率有明显下降，但仍有部分企业的负债率仍处在较高位置。因此，总体而言，行业整体降负债和修复资产负债表的任务尚未完成。在此时，如果行业持续处于亏损期，或进一步助力市场化去产能。

图 10：生猪养殖上市公司单季度净利润趋势

单季度归属于母 公司股东的利润 (百万元)	2022-03-31	2022-06-30	2022-09-30	2022-12-31	2023-03-31	2023-06-30	2023-09-30	2023-12-31	2024-03-31	2024-06-30	2024-09-30	2024-12-31	2025-03-31	2025-06-30	2025-09-30
牧原股份	-5180.23	-1503.37	8195.89	11753.86	-1198.05	-1581.16	936.89	-2420.95	-2378.91	3208.20	9651.78	7400.19	4491.10	6038.96	4248.85
温氏股份	-3763.30	239.78	4209.06	4603.47	-2749.10	-1939.64	158.93	-1859.85	-1236.02	2563.40	5081.01	2822.04	2001.41	1473.23	1781.20
神农集团	-150.01	27.24	154.65	223.50	-105.87	-157.95	46.70	-184.16	-3.57	127.51	356.31	206.56	228.60	158.91	74.06
巨星农牧	-311.13	47.17	167.15	254.89	-205.58	-142.74	5.55	-302.53	-138.05	93.20	304.33	259.07	129.65	51.58	-74.02
新希望	-2879.19	-1260.56	1433.07	1246.06	-1685.74	-1296.91	-874.85	4106.70	-1934.42	716.94	1370.73	320.34	444.69	310.18	5.13
正邦科技	-2433.28	-1852.38	-3358.24	-5743.25	-1178.64	-815.31	-824.58	11347.24	-48.80	-78.69	428.16	-84.27	170.61	31.05	-193.40
天康生物	-69.61	-27.87	355.44	22.79	-14.28	-433.01	-57.09	-858.93	54.06	222.62	288.94	39.43	148.14	190.15	73.46
新五丰	-112.08	-64.61	24.90	75.80	-226.35	-387.89	-135.16	-454.01	-254.31	7.35	248.19	38.09	19.62	25.61	-58.40
唐人神	-149.20	9.47	173.96	100.84	-340.18	-323.85	-246.81	-615.07	-197.51	202.17	249.06	101.70	-77.05	17.13	-304.93
东瑞股份	-32.23	-26.86	64.04	37.96	-190.88	-139.24	-85.53	-100.45	-83.05	-27.00	33.07	11.33	-5.56	8.88	8.15
华统股份	-87.89	28.81	104.45	42.38	-104.58	-251.79	-1.91	-246.58	-157.30	38.24	172.48	19.62	34.20	41.97	-5.16
金新农	-148.56	-36.05	146.40	58.05	-99.05	-138.80	-70.60	-351.41	-52.06	10.27	69.65	2.29	-25.78	2.27	-70.71
傲农生物	-351.68	-325.06	104.03	-466.31	-179.71	-629.61	-480.56	-2360.93	-292.02	-247.99	-278.98	1398.33	218.31	142.50	53.13
天邦食品	-673.65	1256.87	416.80	-510.58	-663.78	-592.54	-309.53	-1317.55	603.73	237.32	500.36	117.12	126.94	225.10	-92.49

资料来源：Wind、山西证券研究所

图 11: 生猪养殖上市公司 2023Q1 到 2025Q3 盈亏周期情况

单季度归属净利润(百万元)	2023-03-31	2023-06-30	2023-09-30	2023-12-31	2024-03-31	2023Q1-2024Q1利润合计	单季度归属净利润(百万元)	2024-06-30	2024-09-30	2024-12-31	2025-03-31	2025-06-30	2025-09-30	2024Q2-2025Q3利润合计		2023Q1-2025Q3盈亏合计
牧原股份	-1198.05	-1581.16	936.89	-2420.95	-2378.91	-6642.19	牧原股份	3208.20	9651.78	7400.19	4491.10	6038.96	4248.85	35039.08	牧原股份	28396.88
温氏股份	-2749.10	-1939.64	158.93	-1859.85	-1236.02	-7625.68	温氏股份	2563.40	5081.01	2822.04	2001.41	1473.23	1781.20	15722.27	温氏股份	8096.59
神农集团	-105.87	-157.95	46.70	-184.16	-3.57	-404.84	神农集团	127.51	356.31	206.56	228.60	158.91	74.06	1151.96	神农集团	747.12
巨星农牧	-205.58	-142.74	5.55	-302.53	-138.05	-783.34	巨星农牧	93.20	304.33	259.07	129.65	51.58	-74.02	763.80	巨星农牧	-19.54
新希望	-1685.74	-1296.91	-874.85	4106.70	-1934.42	-1685.22	新希望	716.94	1370.73	320.34	444.69	310.18	5.13	3168.01	新希望	1482.78
正邦科技	-1178.64	-815.31	-824.58	11347.24	-48.80	8479.91	正邦科技	-78.69	428.16	-84.27	170.61	31.05	-193.40	273.47	正邦科技	8753.38
天康生物	-14.28	-433.01	-57.09	-858.93	54.06	-1309.25	天康生物	222.62	288.94	39.43	148.14	190.15	73.46	962.74	天康生物	-346.51
新五丰	-226.35	-387.89	-135.16	-454.01	-254.31	-1457.73	新五丰	7.35	248.19	38.09	19.62	25.61	-58.40	280.46	新五丰	-1177.27
唐人神	-340.18	-323.85	-246.81	-615.07	-197.51	-1723.43	唐人神	202.17	249.06	101.70	-77.05	17.13	-304.93	188.07	唐人神	-1535.36
东瑞股份	-190.88	-139.24	-85.53	-100.45	-83.05	-599.14	东瑞股份	-27.00	33.07	11.33	-5.56	8.88	8.15	28.87	东瑞股份	-570.27
华统股份	-104.58	-251.79	-1.91	-246.58	-157.30	-762.15	华统股份	38.24	172.48	19.62	34.20	41.97	-5.16	301.35	华统股份	-460.80
金新农	-99.05	-138.80	-70.60	-351.41	-52.06	-711.92	金新农	10.27	69.65	2.29	-25.78	2.27	-70.71	-12.01	金新农	-723.93
傲农生物	-179.71	-629.61	-480.56	-2360.93	-292.02	-3942.84	傲农生物	-247.99	-278.98	1398.33	218.31	142.50	53.13	1285.30	傲农生物	-2657.54
天邦食品	-663.78	-592.54	-309.53	-1317.55	603.73	-2279.67	天邦食品	237.32	500.36	117.12	126.94	225.10	-92.49	1114.35	天邦食品	-1165.32

资料来源: Wind、山西证券研究所

图 12: 2024Q1 以来生猪养殖上市公司资产负债率趋势

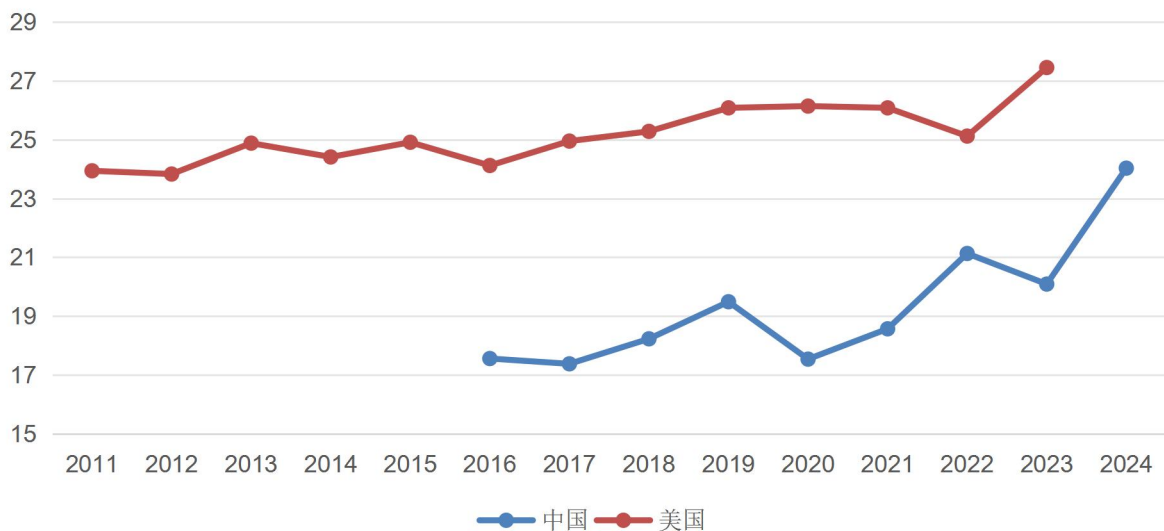
资产负债率	2024-03-31	2024-06-30	2024-09-30	2024-12-31	2025-03-31	2025-06-30	2025-09-30
新五丰	76.05%	76.32%	74.33%	74.00%	73.53%	72.46%	73.22%
金新农	73.66%	73.55%	72.22%	70.37%	71.44%	72.08%	72.86%
天邦食品	80.74%	78.40%	73.85%	72.58%	71.79%	69.83%	70.27%
新希望	74.03%	72.99%	70.85%	69.01%	69.25%	68.78%	69.49%
巨星农牧	62.19%	62.25%	60.81%	61.91%	62.88%	64.57%	66.62%
唐人神	67.35%	65.92%	65.10%	63.35%	64.73%	64.50%	65.51%
大北农	67.75%	67.31%	65.29%	63.45%	64.42%	63.98%	64.63%
华统股份	76.77%	76.04%	74.42%	72.36%	72.30%	60.42%	60.40%
傲农生物	106.84%	109.21%	112.27%	67.80%	62.76%	60.54%	58.62%
牧原股份	63.59%	61.81%	58.38%	58.68%	59.20%	56.06%	55.50%
温氏股份	63.37%	58.95%	54.86%	53.14%	51.45%	50.57%	49.41%
天康生物	53.75%	51.05%	49.89%	51.49%	51.40%	47.03%	47.86%
正邦科技	50.43%	50.67%	47.05%	46.42%	44.91%	45.69%	47.50%
东瑞股份	43.82%	44.27%	44.69%	44.13%	45.40%	44.98%	45.21%
神农集团	29.53%	30.78%	27.72%	27.39%	27.81%	26.04%	27.07%

资料来源: Wind、山西证券研究所

## 母猪产能生产效率曲线的斜率或趋缓

2020 年以来，以 PSY 为代表的国内能繁母猪生产效率大致经历了两个阶段的明显提升。第一个提升阶段是 2020-2022 年，这个阶段生产效率提升的主要驱动因素是国内生猪产能逐渐从“非洲猪瘟”疫情中恢复，三元母猪逐渐退出，二元母猪逐渐回补，从而驱动行业平均生产效率出现回升，这是带有修复性质的回升。第二个提升阶段是 2023 年以来的提升，这个阶段生产效率提升的主要驱动因素是产业结构的变化，中小养殖户退出，大型养殖企业的市场份额明显提升，由于后者具备更为优质高效的母猪产能，从而驱动行业平均生产效率再次出现明显提升。在目前时点，我们认为以 PSY 为代表的母猪产能生产效率曲线的斜率或阶段性趋缓，主要原因在于：（1）经历过去几年的产业升级和效率提升后，国内行业平均 PSY 的基数已经明显提升且收窄了与欧美先进水平的差距，后续边际增速或趋缓；（2）在宏观政策调控和中微观财务约束之下，市场份额往头部流动的速度亦或趋缓。

图 13：我国和美国 PSY 历史走势



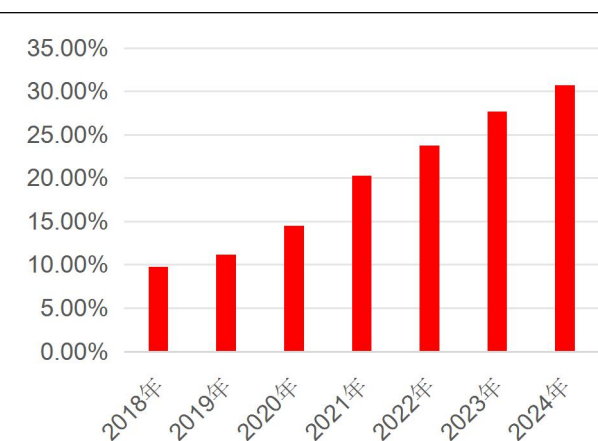
资料来源：微猪科技、山西证券研究所

图 14：中国生猪养殖企业排名及其市场份额

规模排名	2024年			2023年			2022年			2021年		
	公司	生猪出栏量(万头)	市场份额	公司	生猪出栏量(万头)	市场份额	公司	生猪出栏量(万头)	市场份额	公司	生猪出栏量(万头)	市场份额
1	牧原	7160	10.19%	牧原	6382	8.78%	牧原	6120	8.74%	牧原	4026	6.00%
2	温氏	3018	4.30%	温氏	2626	3.61%	温氏	1791	2.56%	正邦	1493	2.22%
3	双胞胎	1770	2.52%	新希望	1768	2.43%	新希望	1461	2.09%	温氏	1322	1.97%
4	新希望	1652	2.35%	双胞胎	1352	1.86%	双胞胎	933	1.33%	双胞胎	1165	1.74%
5	正大	1107	1.58%	正大	1043	1.44%	正大	850	1.21%	新希望	998	1.49%
6	德康	878	1.25%	德康	730	1.00%	正邦	845	1.21%	正大	800	1.19%
7	大北农	640	0.91%	天邦	712	0.98%	傲农	519	0.74%	德康	560	0.83%
8	天邦食品	599	0.85%	大北农	605	0.83%	德康	500	0.71%	大北农	431	0.64%
9	新五丰	580	0.83%	傲农	586	0.81%	扬翔	480	0.69%	天邦	428	0.64%
10	海大	577	0.82%	正邦	548	0.75%	大北农	443	0.63%	扬翔	400	0.60%
11	扬翔	486	0.69%	中粮家佳康	520	0.72%	天邦	442	0.63%	傲农	325	0.48%
12	桂垦牧业	435	0.62%	扬翔	482	0.66%	中粮	410	0.59%	中粮	313	0.47%
13	唐人神	434	0.62%	海大	460	0.63%	海大	320	0.46%	大象	263	0.39%
14	正邦	415	0.59%	桂垦牧业	420	0.58%	桂垦牧业	304	0.43%	海大	197	0.29%
15	中粮家佳康	356	0.51%	新五丰	400	0.55%	大象	266	0.38%	佳和	178	0.27%
16	力源	350	0.50%	唐人神	371	0.51%	唐人神	216	0.31%	天康	160	0.24%
17	天康	303	0.43%	大象	292	0.40%	天康	203	0.29%	唐人神	154	0.23%
18	巨星农牧	275	0.39%	天康	282	0.39%	新五丰	183	0.26%	广西力源	152	0.23%
19	大象	275	0.39%	巨星	270	0.37%	广西力源	195	0.28%	桂垦牧业	140	0.21%
20	环山	270	0.38%	广西力源	268	0.37%	佳和	170	0.24%	辽宁禾丰	130	0.19%
	前20强合计	21580	30.72%	前20强合计	20117	27.69%	前20强合计	16651	23.79%	前20强合计	13635	20.31%
	行业总量	70256		行业总量	72662		行业总量	69995		行业总量	67128	

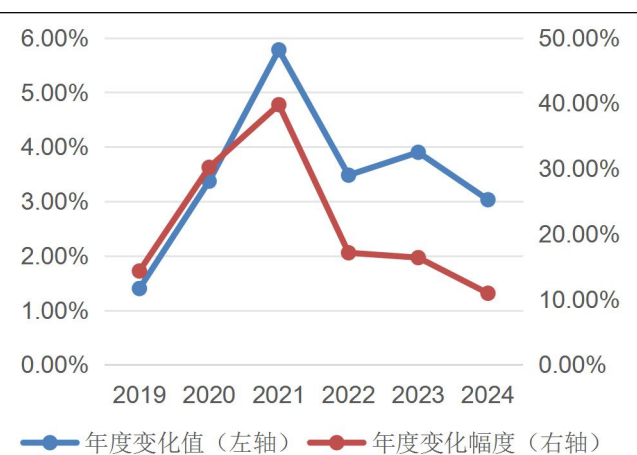
资料来源：猪业高层交流论坛、wind、海大集团 2023 年报、新五丰 2022 年报、山西证券研究所

图 15：中国生猪行业前 20 强市场份额变化趋势



资料来源：猪业高层交流论坛、wind、海大集团 2023 年报、新五丰 2022 年报、山西证券研究所

图 16：中国生猪行业前 20 强总份额年度变化值和变动幅度

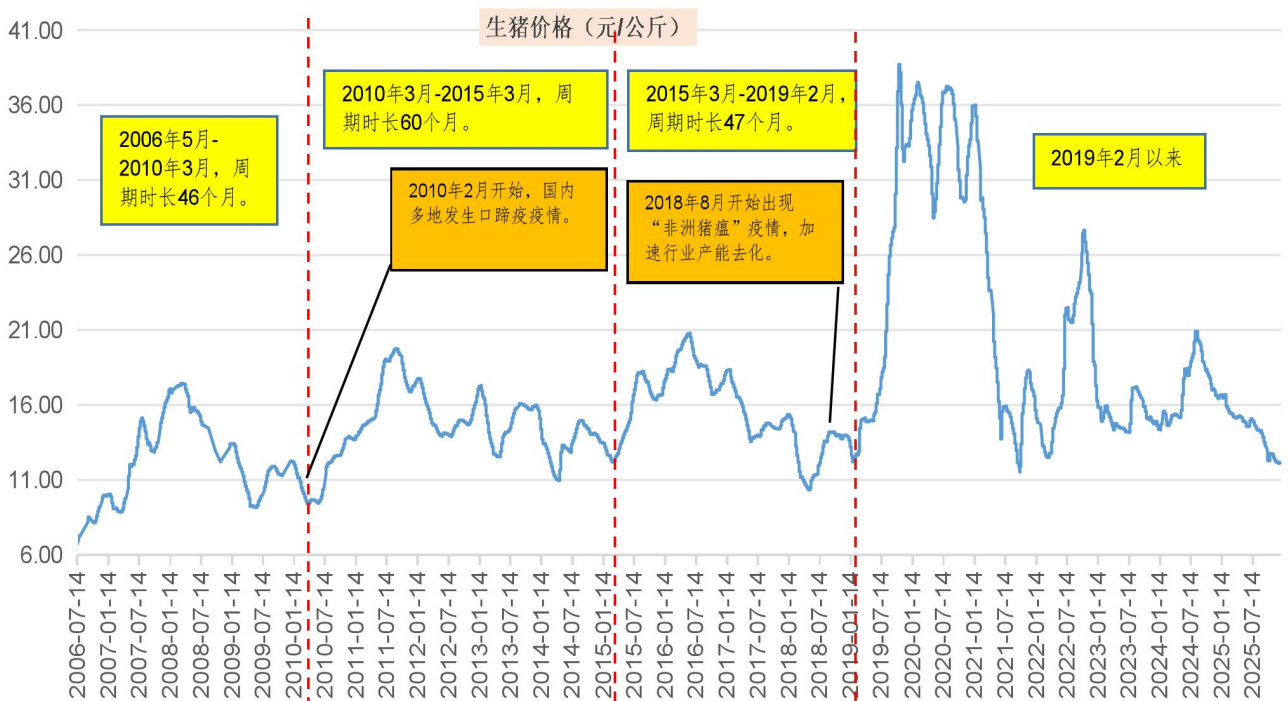


资料来源：猪业高层交流论坛、wind、海大集团 2023 年报、新五丰 2022 年报、山西证券研究所

## 2021 年以来的第三轮产能去化或开启，建议关注生猪板块的估值修复

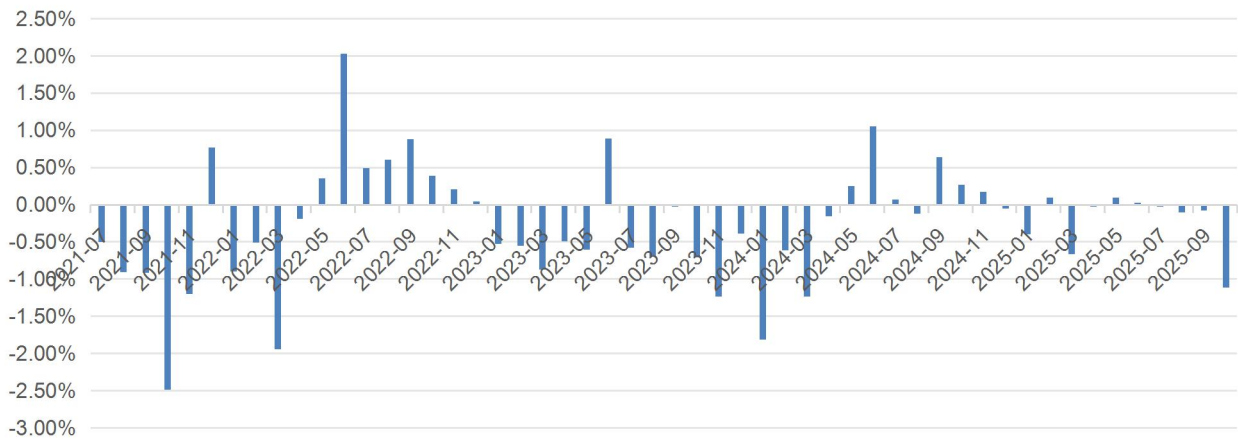
生猪养殖行业市场化去产能再次启动。此外，在生猪产业“反内卷”政策的引导下，政策调控下的产能去化也同步推进。在上述两重因素叠加的影响之下，国内能繁母猪存栏量在经历过前几个月的缓慢下降后开始出现加速去化的趋势。我们认为行业在上半年的猪价淡季里有望保持产能去化的趋势，生猪养殖行业基本面和估值有望得到修复，建议关注温氏股份、神农集团、巨星农牧等生猪养殖股。

图 17：2006 年以来我国各轮猪周期概况



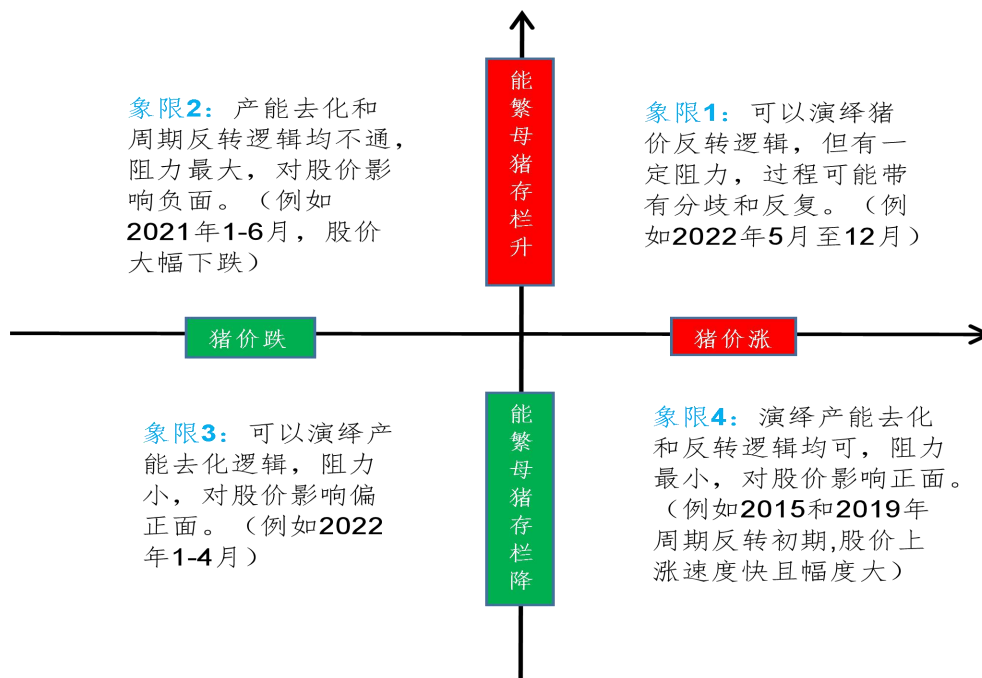
资料来源：Wind、山西证券研究所

图 18：国内能繁母猪月度存栏量环比变动情况



资料来源：Wind、山西证券研究所

图 19：能繁母猪产能和猪价走势组合的 4 个象限，及其可能对应的逻辑演绎



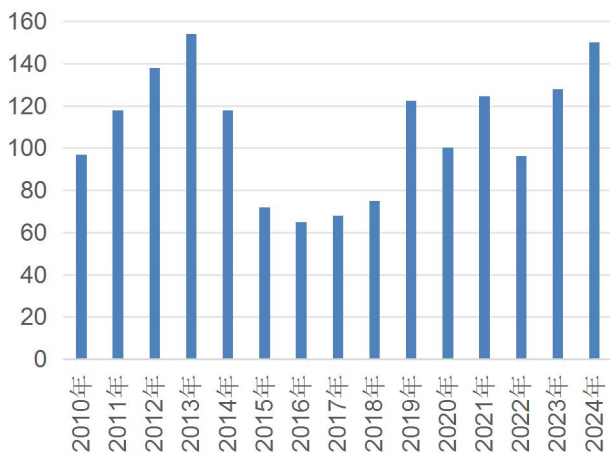
资料来源：山西证券研究所

## 家禽养殖板块：周期低位，关注全产业链优势的头部企业

### 周期低位，具有全产业链优势的头部企业彰显经营韧性

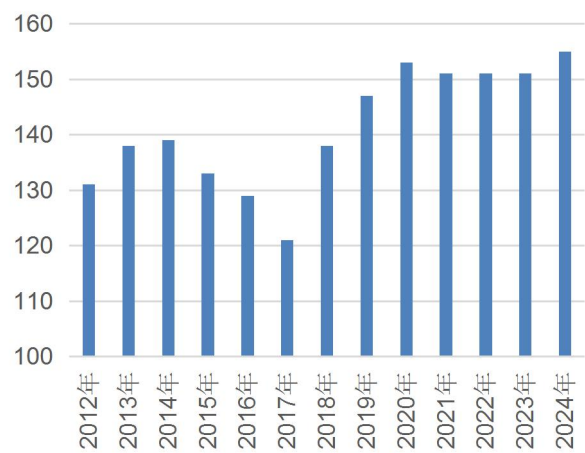
2025 年国内家禽养殖行业总体供给较为充裕，需求较为平淡，未能带动行业价格走出低谷。其中，黄羽肉鸡 2025 年上半年的价格水平同比 2023 年和 2024 年均有明显下滑，行业阶段性承压。虽然价格此后在下半年有所反弹，但全年禽肉价格运行总体仍然偏弱。在此行业大背景下，部分头部企业通过加强内部管理、充分挖掘种鸡孵化、肉鸡养殖、屠宰加工、食品端等产业链各环节潜力等举措来实现降本增效，应对磨期。展望 2026 年，行业整体供给预计仍较为宽松，行业价格周期的回升或更多取决于需求的恢复程度。与此同时，具有从种苗端到食品端产业链优势的头部企业或将表现出更强的经营韧性。

图 20：我国祖代白羽肉种鸡历史更新数量（万套）



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会、《中国禽业发展报告》、山西证券研究所

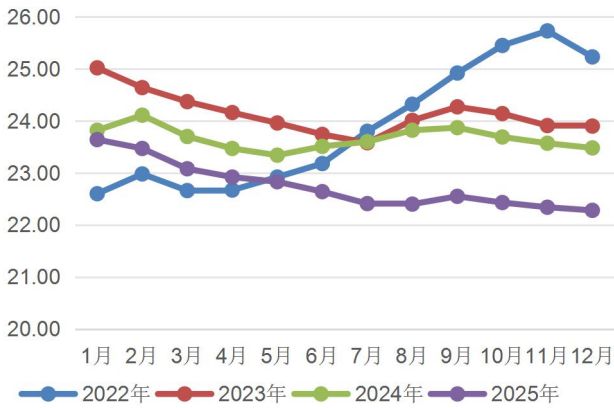
图 21：我国祖代黄羽肉种鸡存栏量（万套）



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会、《中国禽业发展报告》、山西证券研究所

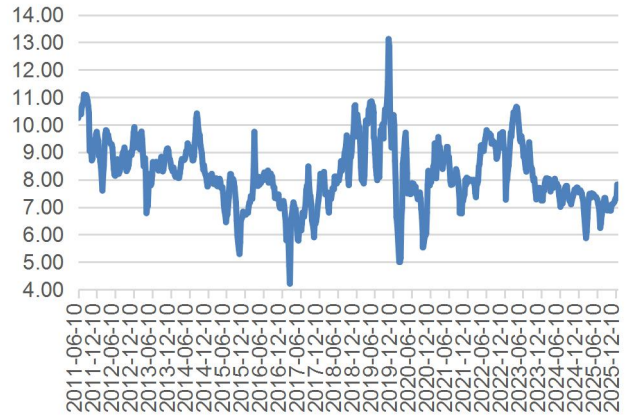


图 22：我国鸡肉平均价（元/公斤）



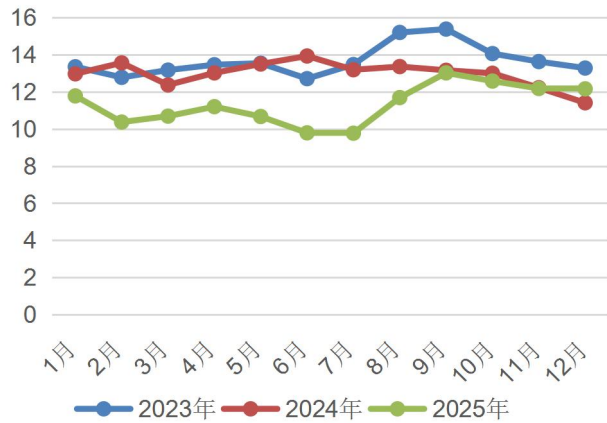
资料来源：Wind、山西证券研究所

图 23：我国白羽肉鸡主产区平均价（元/公斤）



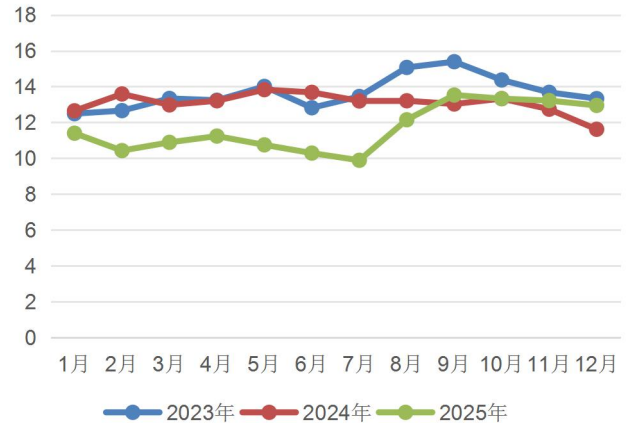
资料来源：Wind、山西证券研究所

图 24：立华股份毛鸡销售价格（元/公斤）



资料来源：山西证券研究所

图 25：温氏股份毛鸡销售价格（元/公斤）



资料来源：Wind、山西证券研究所

图 26：家禽养殖上市公司当年累计归属净利润趋势

当年累计归属净利润 (百万元)	2023-03-31	2023-06-30	2023-09-30	2023-12-31	2024-03-31	2024-06-30	2024-09-30	2024-12-31	2025-03-31	2025-06-30	2025-09-30
温氏股份	-2749.10	-4688.74	-4529.81	-6389.66	-1236.02	1327.38	6408.38	9230.42	2001.41	3474.64	5255.84
圣农发展	89.45	426.39	739.56	664.27	-61.92	102.05	382.71	724.27	147.55	910.25	1158.92
立华股份	-390.93	-591.59	-284.71	-437.41	80.03	574.60	1160.80	1520.96	206.06	148.80	287.11
益生股份	313.83	564.92	683.62	540.79	109.34	182.95	300.54	503.82	-13.17	6.16	31.79
仙坛股份	92.05	203.28	266.81	225.91	7.02	30.76	111.97	206.15	48.02	136.73	193.12
民和股份	56.86	-39.90	-118.05	-386.32	-34.91	-185.69	-217.23	-249.13	-71.03	-214.49	-230.35
湘佳股份	-28.25	-83.51	-55.72	-147.15	-19.41	14.60	88.99	98.10	34.54	5.85	22.35
晓鸣股份	-11.10	-35.92	-79.77	-154.77	-9.88	-29.17	-8.54	44.81	99.03	184.72	183.06
华英农业	4.79	13.45	16.01	-31.84	1.12	17.95	32.80	32.36	-11.92	-20.63	-32.23

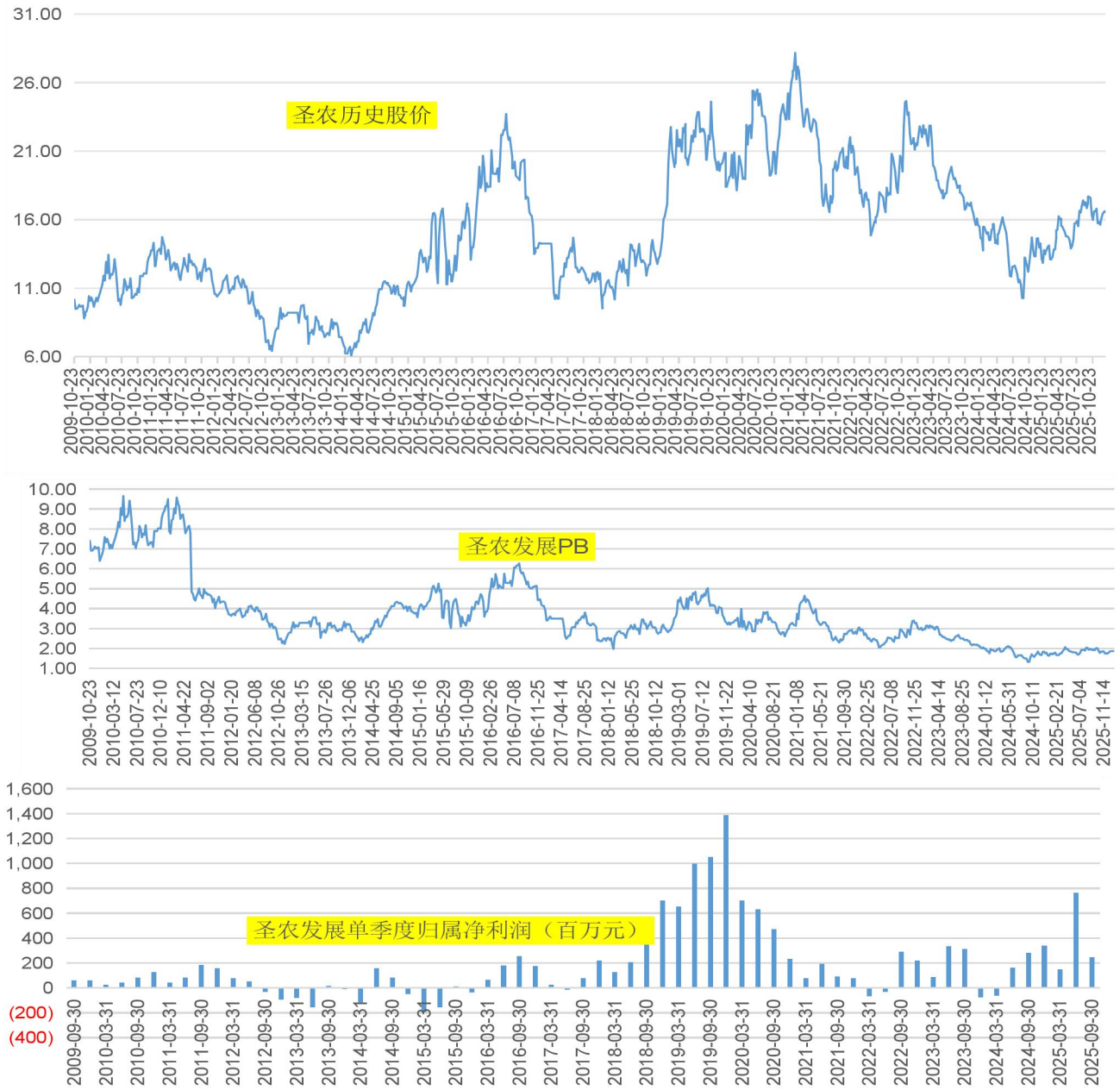
资料来源：Wind、山西证券研究所

## 关注估值低位的全产业链优势企业

从周期配置的角度，在周期低位，低估值和低预期的品种在配置上或具有良好的风险收益比和吸引力。圣农发展的种鸡业务稳步推进，市场认可度不断提升；肉鸡饲养加工降本增效，成本管控优势突出，造肉成本有效下降；在渠道方面，公司产品在 C 端、餐饮等高价值渠道上的占比不断提升，收入结构不断优化。公司全产业链运营优势使得其具有较强的经营韧性，当前处于业绩周期和 PB 估值的底部区域，具备较好的配置价值。



图 27：圣农发展正处于业绩周期和 PB 估值周期的底部区域



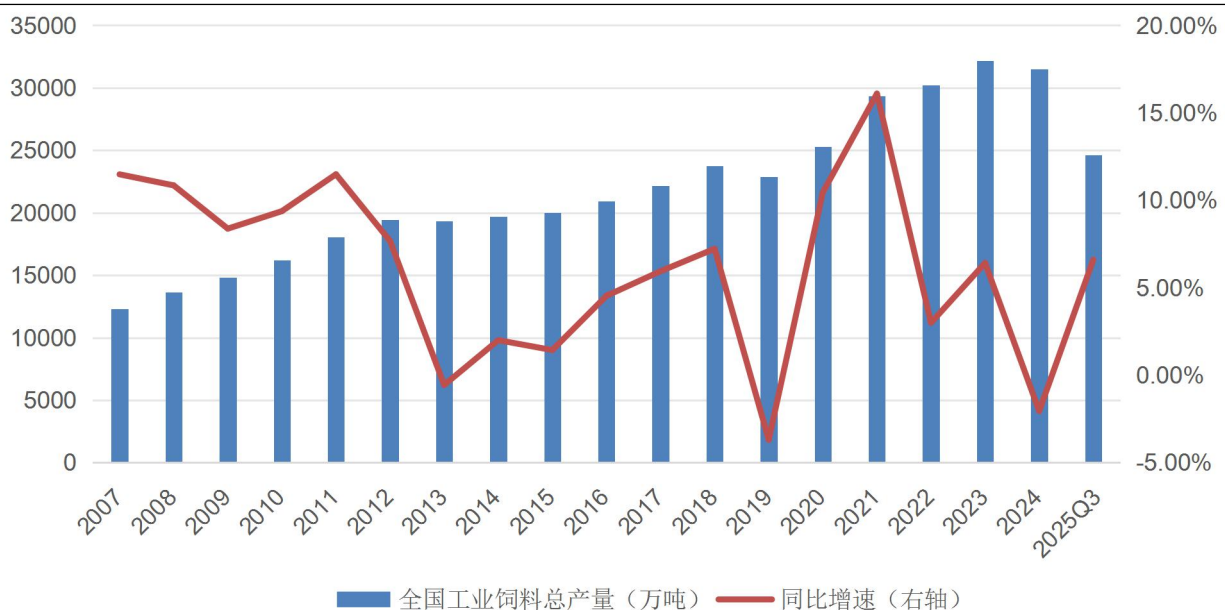
资料来源：Wind、山西证券研究所

## 饲料动保板块：继续看好头部优质企业的份额增长

### 2025 年行业整体温和回升

根据中国饲料工业协会披露的数据，2025 年前 3 季度，全国工业饲料总产量 24653 万吨，同比增长 6.6%。其中，配合饲料、浓缩饲料、添加剂预混合饲料产量分别为 23029 万吨、954 万吨、536 万吨，同比分别增长 6.8%、0.2%、7.5%。2025 年 10 月和 11 月的全国工业饲料产量分别为 2907 万吨和 2873 万吨，同比分别增长 3.6%和 2.7%。受下游大养殖结构性修复和同比基数影响，饲料行业在 2025 年整体呈现温和回升的态势。在行业总量增速放缓的大背景下，饲料行业竞争趋于激烈，市场竞争已经从单纯的产品竞争逐渐进入到产业链价值的竞争。行业整合持续加速，市场份额进一步往具有技术研发优势、规模化优势、产业链配套优势、服务体系优势等头部企业集中。

图 28：全国工业饲料产量和增速



资料来源：中国饲料工业协会、农业农村部畜牧兽医局、山西证券研究所

图 29：2022-2024 年饲料产销量前 20 强

2024年			2023年			2022年		
排名	企业简称	饲料产/销量 (万吨)	排名	企业简称	饲料产/销量 (万吨)	排名	企业简称	饲料产/销量 (万吨)
1	海大集团	2650	1	新希望	2876	1	新希望	2842
2	新希望	2596	2	海大集团	2440	2	海大集团	2165
3	牧原股份	2532	3	牧原股份	2300	3	牧原股份	2037
4	温氏股份	1939	4	温氏股份	1500+	4	温氏股份	1238
5	双胞胎集团	1550	5	双胞胎集团	1366	5	双胞胎集团	1180
6	力源集团	1450	6	力源集团	1250	6	正大	1130
7	正大	1300	7	正大	1218	7	力源集团	1100
8	禾丰股份	928	8	禾丰股份	902	8	禾丰股份	800
9	通威股份	687	9	大北农	770	9	通威股份	719
10	唐人神	628	10	通威股份	741	10	唐人神	617
11	大北农	541	11	唐人神	708	11	大北农	532
12	中粮饲料	380	12	万州国际	525	12	东方希望	430
13	立华股份	380	13	东方希望	480	13	铁骑力士	400
14	亚太中慧	350	14	中粮饲料	400	14	亚太中慧	380
15	山东布恩	350	15	亚太中慧	390	15	布恩集团	360
16	南宝饲料	340	16	南宝饲料	320	16	安佑集团	360
17	东方希望	325	17	安佑集团	300	17	南宝集团	345
18	安佑集团	320	18	特驱集团	300	18	傲农生物	297
19	特驱集团	310	19	布恩集团	290	19	圣农集团 (E)	290
20	天康生物	283	20	天康生物	280	20	扬翔股份	260
	合计	19839		合计	19356		合计	17482
	前20市占率	62.97%		前20市占率	60.18%		前20市占率	57.84%

资料来源：新猪派、山西证券研究所

## 饲料上游大宗原料价格大多处于周期低位

2025 年，饲料行业上游的大宗原料供给总体仍较为宽松，玉米、小麦、豆粕等原料价格在经历过 2024 年的大幅回调后总体仍在周期低位震荡运行，从而没有给下游的饲料养殖环节带来原料成本压力。展望 2026 年，从整体供需格局来看，上游大宗原料价格仍缺乏大幅上涨的基本面支持，后续或仍在周期低位震荡运行。

图 30：全球和中国玉米供需平衡表

全球玉米	单位	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25E	2025/26E
期初库存	百万吨	351.96	340.97	322.37	307.42	292.94	314.25	305.36	315.42	294.70
产量	百万吨	1,080.10	1,124.92	1,119.68	1,129.42	1,215.93	1164.18	1230.71	1230.86	1296.01
进口	百万吨	149.93	164.42	167.76	184.86	184.45	173.45	197.62	186.10	190.22
饲料消费	百万吨	672.36	703.88	715.65	723.87	743.16	735.41	769.45	787.52	813.24
国内消费总计	百万吨	1,090.45	1,144.82	1,135.57	1,144.01	1,198.37	1173.66	1220.65	1251.59	1299.80
出口	百万吨	148.24	181.71	172.33	182.70	206.64	180.4	192.65	186.64	205.11
期末库存	百万吨	341.60	321.07	306.48	292.83	310.50	304.77	315.42	294.70	290.91
库存消费比	%	31.33%	28.05%	26.99%	25.60%	25.91%	25.97%	25.84%	23.55%	22.38%
中国玉米	单位	2017/18	2018/19E	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25E	2025/26E
期初库存	百万吨	223.02	222.53	210.18	200.53	205.70	209.14	206.02	211.19	191.93
产量	百万吨	259.07	257.17	260.78	260.67	272.55	277.2	288.84	294.92	301.24
进口	百万吨	3.46	4.48	7.58	29.51	21.88	18.71	23.33	1.82	8.00
饲料消费	百万吨	187.00	191.00	193.00	203.00	209.00	218	225.00	234.00	239.00
国内消费总计	百万吨	263.00	274.00	278.00	285.00	291.00	299	307.00	316.00	321.00
出口	百万吨	0.02	0.02	0.01	0.00	0.00	0.01	0.00	0.00	0.02
期末库存	百万吨	222.53	210.16	200.53	205.70	209.14	206.04	211.19	191.93	180.15
库存消费比	%	84.61%	76.70%	72.13%	72.18%	71.87%	68.91%	68.79%	60.74%	56.12%

资料来源：USDA、山西证券研究所

图 31：全球和中国大豆供需平衡表

全球大豆	单位	2017/18	2018/19E	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25E	2025/26E
期初库存	百万吨	94.83	100.66	114.10	95.10	100.27	93.48	101.78	115.08	123.40
产量	百万吨	342.09	361.04	339.89	368.60	360.41	378.24	396.35	427.15	425.68
进口	百万吨	153.26	145.88	164.97	165.49	155.51	168.56	178.42	179.37	186.04
压榨量	百万吨	294.64	298.53	312.48	315.82	314.50	315.6	331.16	358.69	366.43
国内消费总计	百万吨	338.07	344.28	358.40	363.97	363.94	366.7	383.64	413.51	423.14
出口	百万吨	153.07	148.83	165.06	164.86	154.22	171.79	177.84	184.70	187.57
期末库存	百万吨	99.05	114.48	95.49	100.35	98.03	101.79	115.08	123.4	124.41
库存消费比	%	29.30%	33.25%	26.64%	27.57%	26.94%	27.76%	30.00%	29.84%	29.40%
中国大豆	单位	2017/18	2018/19E	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25E	2025/26E
期初库存	百万吨	20.12	23.06	19.46	24.61	30.86	25.15	32.34	43.31	44.49
产量	百万吨	15.28	15.97	18.10	19.60	16.40	20.28	20.84	20.65	20.90
进口	百万吨	94.10	82.54	98.53	99.74	90.50	104.5	112.00	108.00	112.00
压榨量	百万吨	90.00	85.00	91.50	93.00	87.90	96	99.00	103.50	108.00
国内消费总计	百万吨	106.30	102.00	109.20	112.74	108.40	117.5	121.80	127.40	132.90
出口	百万吨	0.13	0.12	0.09	0.07	0.10	0.09	0.07	0.07	0.10
期末库存	百万吨	23.06	19.46	26.80	31.15	29.25	32.34	43.31	44.49	44.39
库存消费比	%	21.69%	19.08%	24.54%	27.63%	26.98%	27.52%	35.56%	34.92%	33.40%

资料来源：USDA、山西证券研究所

图 32：全球和中国小麦供需平衡表

全球小麦	单位	2017/18	2018/19E	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25E	2025/26E
期初库存	百万吨	262.70	287.18	280.69	299.66	283.86	275.35	274.65	270.05	260
产量	百万吨	762.88	731.00	762.21	774.41	780.05	790.45	792.35	800.81	842.17
进口	百万吨	180.86	171.27	188.17	194.80	199.93	212.96	223.24	200.3	215.54
饲料消费	百万吨	146.52	139.25	139.19	163.70	160.19	153.02	159.24	157.08	165.44
国内消费总计	百万吨	742.05	734.81	747.40	787.74	791.16	790.38	796.96	810.86	823.91
出口	百万吨	182.47	173.67	194.33	203.35	202.77	221.94	222.24	210.49	219.76
期末库存	百万吨	283.53	283.37	295.50	286.33	272.75	275.42	270.05	260	278.25
库存消费比	%	38.21%	38.56%	39.54%	36.35%	34.47%	34.85%	33.89%	32.06%	33.77%
中国小麦	单位	2017/18	2018/19E	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25E	2025/26E
期初库存	百万吨	114.93	131.20	138.09	150.02	139.12	136.76	138.82	134.52	127.78
产量	百万吨	134.33	131.43	133.60	134.25	136.95	137.72	136.59	140.1	140.07
进口	百万吨	3.94	3.15	5.38	10.62	9.57	13.28	13.63	4.17	6.00
饲料消费	百万吨	17.50	20.00	19.00	45.00	35.00	33	37	33	31.00
国内消费总计	百万吨	121.00	125.00	126.00	155.00	148.00	148	153.5	150	148.00
出口	百万吨	1.00	1.01	1.05	0.76	0.88	0.95	1.01	1.02	1.00
期末库存	百万吨	131.20	139.77	150.02	139.12	136.76	138.82	134.52	127.78	124.85
库存消费比	%	108.43%	111.82%	119.06%	89.75%	92.41%	93.80%	87.64%	85.19%	84.36%

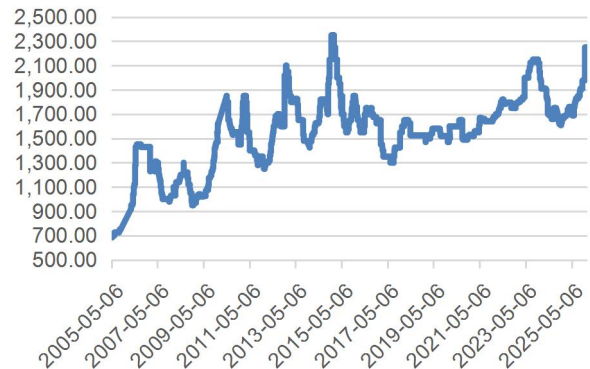
资料来源：USDA、山西证券研究所

图 33：国内玉米现货价（元/公斤）



资料来源：Wind、山西证券研究所

图 34：鱼粉国际现货价（美元/吨）



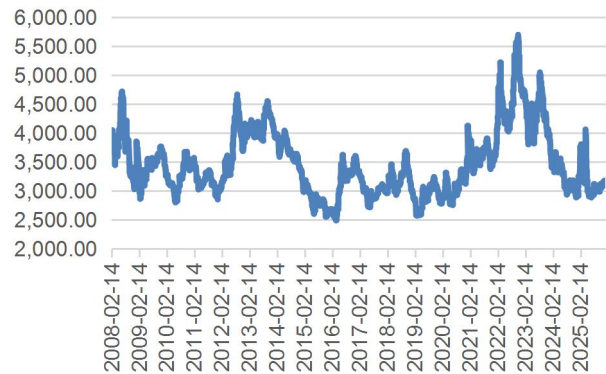
资料来源：Wind、山西证券研究所

图 35：国内小麦现货价（元/吨）



资料来源：Wind、山西证券研究所

图 36：国内豆粕现货价（元/吨）

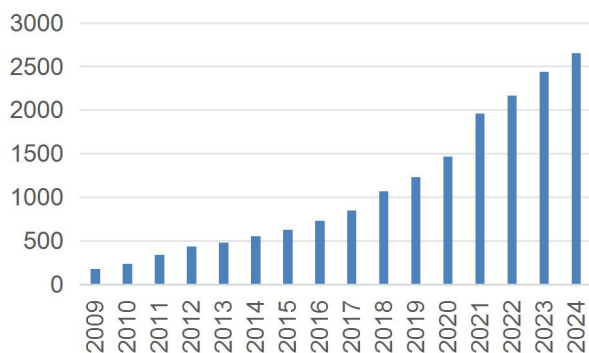


资料来源：Wind、山西证券研究所

## 在行业整合的趋势下，继续看好头部优质企业的份额增长

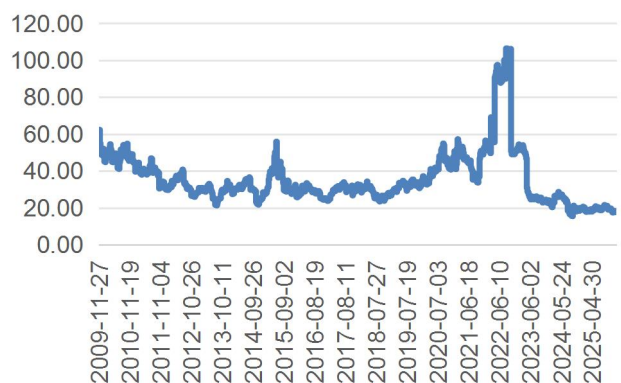
在行业整合的趋势下，市场份额或加速往头部企业集中，我们看好海大集团的机会：（1）饲料行业的竞争已经从单纯的产品竞争逐渐进入到产业链价值的竞争，海大集团凭借高效的内部管理、有效的业务激励、以及突出的产业链服务优势，国内市场份额得到持续提升；（2）亚非拉地区饲料业务的市场容量大，仍属一片“蓝海”，公司海外饲料业务有望延续高增长高毛利趋势，成为业绩的又一个增长点；（3）公司目前估值处于历史底部区域，安全边际较高。

图 37：海大集团历史年度饲料销量（万吨）



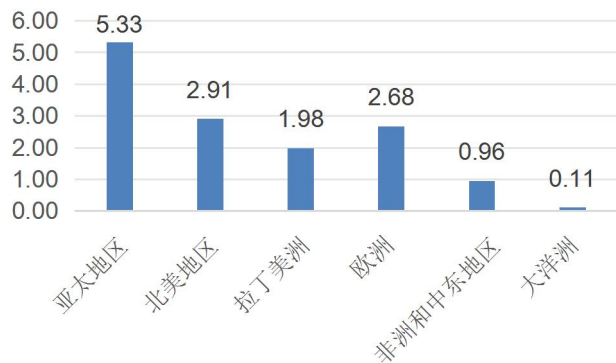
资料来源：2009-2024 公司年报、山西证券研究所

图 38：海大集团市盈率历史走势



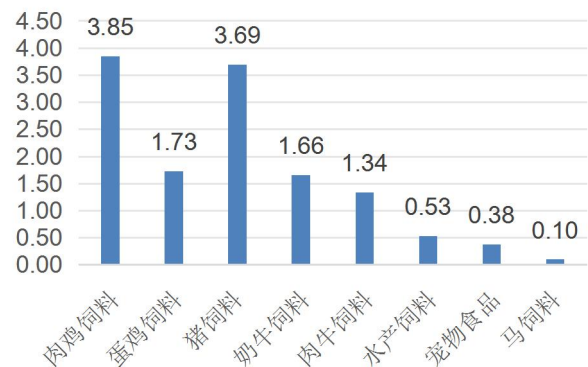
资料来源：Wind、山西证券研究所

图 39：全球各地区的饲料产量（亿吨，2024 年）



资料来源：奥特奇生物、山西证券研究所

图 40：全球主要饲料品种的产量（亿吨，2024 年）



资料来源：奥特奇生物、山西证券研究所

图 41：饲料动保上市公司单季度净利润趋势

单季度归属于母公司股东的利润 (百万元)	2023-03-31	2023-06-30	2023-09-30	2023-12-31	2024-03-31	2024-06-30	2024-09-30	2024-12-31	2025-03-31	2025-06-30	2025-09-30
海大集团	407.91	692.27	1151.39	489.68	860.69	1264.35	1498.77	880.17	1282.35	1356.19	1503.89
粤海饲料	-48.54	13.55	19.80	56.33	-56.16	8.18	-19.43	-17.98	-24.67	28.23	22.63
邦基科技	23.40	21.11	23.36	16.02	20.33	3.10	19.27	7.43	28.00	36.45	41.71
普莱柯	65.46	52.04	61.61	-4.59	27.31	46.64	32.33	-13.47	52.91	63.27	40.95
金河生物	36.92	52.44	13.71	-16.61	45.14	45.88	22.74	-13.56	51.12	86.80	1.15
瑞普生物	80.82	97.45	95.43	179.24	87.57	71.57	85.60	55.99	115.98	140.54	105.78
蔚蓝生物	10.56	20.91	23.85	25.38	12.72	16.63	11.50	21.79	9.58	17.14	35.06
中牧股份	140.50	128.47	127.99	6.09	76.53	-13.72	19.00	-10.92	64.01	17.75	143.59
生物股份	106.71	27.72	153.88	-4.68	105.59	17.33	46.62	-60.56	76.48	-16.06	100.89
科前生物	135.54	103.63	118.26	38.51	87.23	65.38	107.99	121.75	108.24	111.66	117.90
回盛生物	14.86	1.04	-1.02	1.90	-16.41	-35.47	4.22	27.50	44.50	72.68	70.72
申联生物	15.87	-5.94	27.19	-5.61	-2.21	-32.30	20.38	-30.62	-3.02	-9.85	13.15
合计	990.00	1204.69	1815.46	781.69	1248.34	1457.56	1848.99	967.53	1805.47	1904.81	2197.43

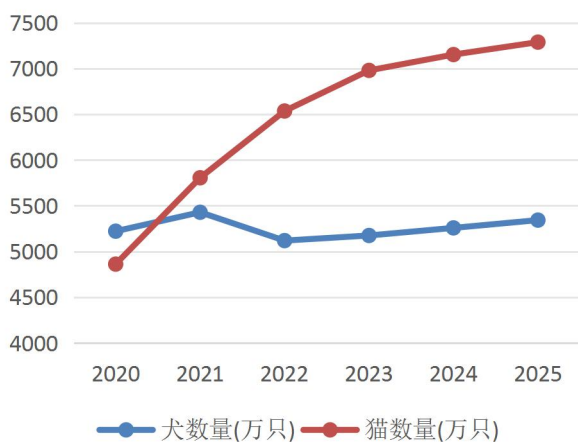
资料来源：Wind、山西证券研究所

## 宠物板块：国产崛起，竞争突围

### 2025 年宠物市场量价齐升，延续增势

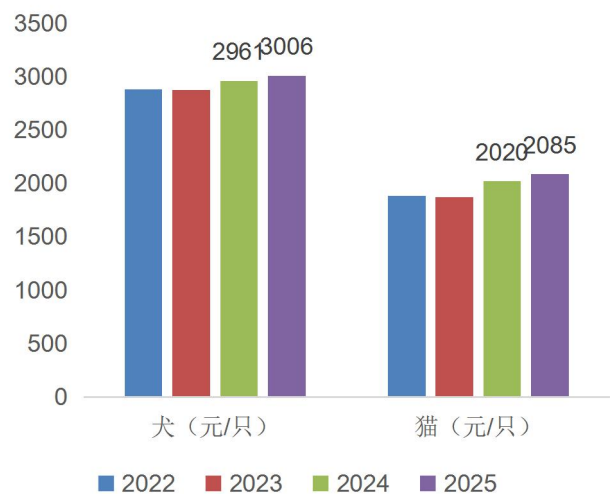
宠物数量增长，单宠消费升级，带动宠物市场扩容。根据《中国宠物行业白皮书》，2025 年城镇犬猫整体市场规模 3126 亿元，同比+4.1%，其中犬、猫市场分别为 1606 亿元/1520 亿元，同比分别+3.2%/+5.2%。拆分量价来看，城镇犬、猫数量分别为 5343 万只/7289 万只，同比分别+1.6%/+1.9%；犬、猫单只消费规模分别 3006 元/2085 元，均破新高，同比分别+1.5%/+3.2%。从消费结构看，宠物食品占比 53.7%/yoy+0.8pct，其市场规模达到 1678.7 亿元/yoy+5.7%，食品增速高于宠物消费大盘约 1.6pct。从食品细分结构来看，主粮、零食、营养品同比均有小幅上升。此外，白皮书预测，2026 年猫消费市场将超过犬；2028 年，城镇犬、猫市场总体有望突破 4000 亿元。

图 42：我国犬、猫数量保持增长



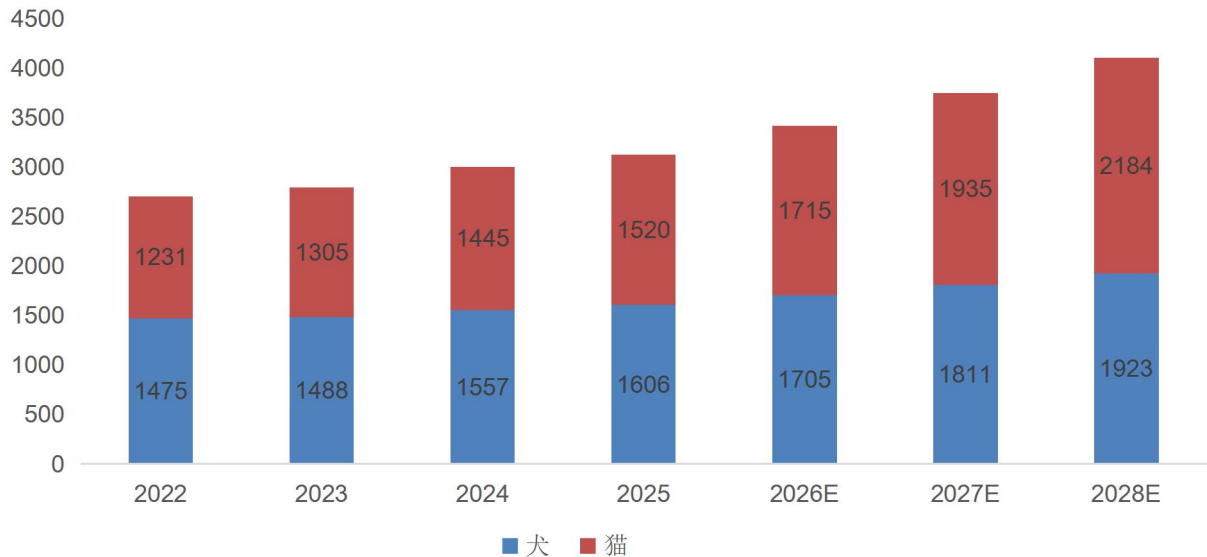
资料来源：宠物行业白皮书，山西证券研究所

图 43：我国犬、猫单只消费突破新高



资料来源：宠物行业白皮书，山西证券研究所

图 44：我国城镇犬、猫消费市场有望维持增长（亿元）

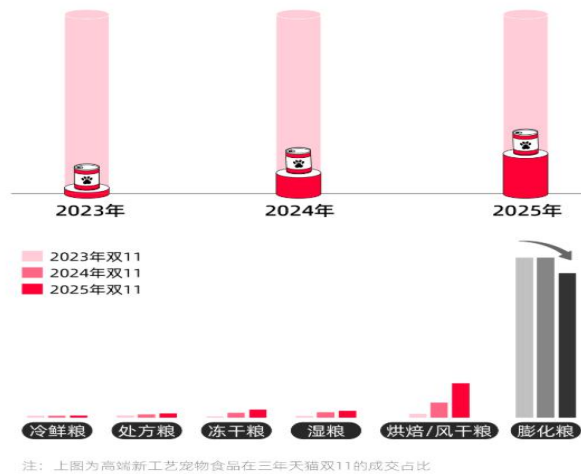


资料来源：宠物行业白皮书，山西证券研究所

## 宠物消费升级，“专宠专用”需求增加

养宠从“基础喂养”迈入“精致养宠”新阶段，高端宠物食品消费占比持续走高，“专宠专用”需求增加。宠物“消费升级”不仅是总体消费规模的提升，而且是消费结构的本质变化，宠物主对更高品质、更健康、更精细化、更具情感价值和科技含量的产品与服务产生了系统性的偏好转移。天猫发布的《2025 天猫双 11 宠物消费报告》指出，以湿粮、烘焙粮、冷鲜粮、冻干粮、处方粮等为代表的高端新工艺宠物食品，在天猫平台的消费占比持续走高，主食结构从吃饱走向吃好。此外，养宠趋于“个性化”，特定年龄、特定品种、特定体型的需求各有侧重，比如老年犬关注关节健康、慢性病预防、消化吸收等，皇家发布了柯基专用品种粮，“颜值型”宠物则对美毛、泪痕管理等提出要求。

图 45：高端宠物食品消费占比持续走高

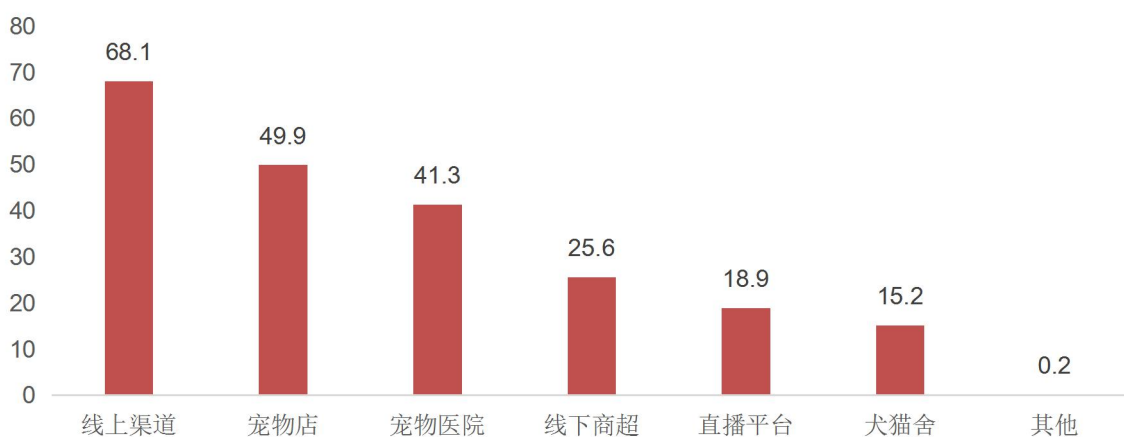


资料来源：第一财经，天猫《2025 天猫双 11 宠物消费报告》，山西证券研究所（注：2025 双 11 统计时间为 20251015-20251031）

## 线上仍为核心渠道，国产品牌霸榜

电商和社交媒体红利为品牌提供了（相较线下）低成本的获客渠道，许多品牌将主要资源投入营销，快速拓展市场。2024 年，我国宠主在宠物产品消费渠道的选择中，线上渠道偏好比例接近 70%，渠道极为分散，为大量国产中小品牌提供了生存土壤。

图 46：宠主购买宠物产品消费渠道偏好（%）



资料来源：《中国宠物行业白皮书》2025，山西证券研究所

电商大促仍是宠物食品品牌的重要战场之一，在 2025 年购物节仍保持高增速。2025 年双 11 期间，乖宝集团销售额破 10 亿元，蓝氏超 2.8 亿元，高爷家 x 许翠花、领先等品牌均突破亿元。

表 1：2025 年双 11 宠物品牌战报

公司	品牌/产品	销售额-亿元	同比	排名
乖宝	集团	10+	44%	-
	麦富迪	6.88	35%	天猫宠物食品总榜第二、狗主粮、狗零食、猫零食细分榜单第一；抖音宠物食品榜单第一；京东宠物食品榜、狗干粮、猫干粮榜单第二，以及狗湿粮&狗零食、猫湿粮&猫零食榜单第一；拼多多宠物食品类目榜单第一。
	BARF 霸弗	1.48	79%	
	奶弗	0.29	384%	
	弗列加特	3.35	51%	天猫宠物食品总榜第三，猫主粮细分榜第二；抖音宠物食品榜单第四；京东宠物食品榜单第七。
蓝氏	全品牌	2.8		
高爷家	高爷家 x 许翠花	2+	120%	许翠花天猫猫砂类目、宠物用品类目、猫狗用品店铺、猫狗用品品牌多榜第一。
中宠	领先	1+	100%	
	其中：烘焙猫粮全周期		170%	
佩蒂	佩蒂 X 爵宴	0.55	30%	MeatyWay 爵宴狗零食位列天猫猫狗食品、狗零食品牌榜第一；京东狗食品品类排行榜第一、抖音狗食品人气榜第一。

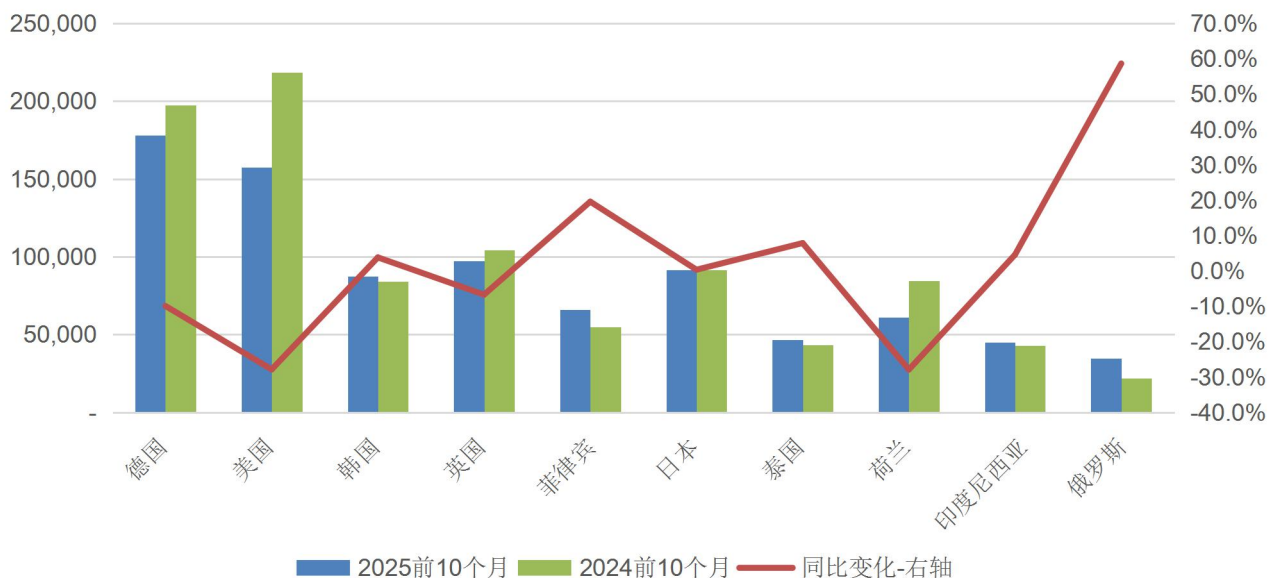
资料来源：宠业家公众号，山西证券研究所

另一方面，营销成本攀升，研发和供应链成为竞争着力点。行业高景气度下，仍有大量新进入者，随着流量成本攀升，传统电商营销边际贡献或放缓，仅靠营销无法构建持久的品牌护城河，需要将资源更多地向研发和供应链倾斜，实现“产品创新”和“品牌沟通”双轮驱动。以头部企业乖宝宠物为例，2025 年前三季度，公司销售费用超 10 亿元/yoy+48.9%，高于收入增速（29.0%），销售费用率达到 21.8%；同时公司的研发费用也在持续增长，公司下设聊城、上海和泰国研发中心，积极投身于犬猫基础研究，建立了宠物营养研究中心，开展产品适口性和营养性测试工作，实现产品、技术双平台高效转化。

## 出口表现分化，国产商升级供应链

出口表现分化，欧美下滑，东南亚国家增长。根据 Trade Map，2025 年前 10 个月，我国宠物食品出口同比下滑约 5.0%。(1)美国：同比下滑最多达 27.9%（出口金额排名下滑 1 位至第 2），其中 4-10 月合计同比下滑 40.6%。(2)欧洲国家：德国、英国、荷兰同比分别-9.9%、-6.7%、-27.9%，排名分别为第 1、3、7，排名分别前进 1 位、持平、下滑 2 位。(3)东南亚国家：同比增长，菲律宾、泰国、印度尼西亚同比分别+19.6%、7.9%、4.6%，排名分别为第 6、8、9，排名分别前进 1 位、持平、持平。(4)韩国、日本同比分别+3.8%、0.3%，排名分别为第 5、4，同比前进 1 位、持平。

图 47：2025 年前 10 月，我国宠物食品出口表现分化（出口金额：千美元）



资料来源：Trade Map，山西证券研究所

海外不确定增加，国内厂商积极布局海外产能，以及上游高端原料。(1)中宠股份：在全球范围内建成超 22 间现代化生产基地（海外 8 间+国内 14 间），在美国、加拿大、墨西哥、新西兰、柬埔寨等地区均设有工厂。北美市场是公司最大的销售市场，公司在美国、加拿大、墨西哥三国工厂协同运营；2025 年，加拿大工厂第二条生产线顺利建成，墨西哥工厂亦同步完成建设；按照规划，2026 年美国第二工厂也将建成，产能布局完毕后，将显著提升公司在北美区域的即时产能与市场响应效率，将进一步巩固公司在北美核心市场的生产规模。(2)乖宝宠物：2025

年 11 月 24 日，公司新西兰工厂启动，面向高端宠物食品供应；11 月 25 日，公司与全球磷虾领导者、挪威阿克磷虾公司签署全球战略协议，从供应链伙伴迈向研发合作与品牌共建。

展望 2026 年，养宠渗透率提高叠加消费升级趋势，宠物行业仍有望延续良好的发展趋势。与此同时，我们认为，由于海外出口不确定性提高，一方面国内宠物食品厂商可能会加快全球产业链布局，另一方面国内市场竞争或更趋于激烈。国产品牌凭借线上渠道优势弯道超车，其重点仍然是抢夺客户心智，继续扩大品牌市场份额。随着大量行业新进入者的涌现和流量成本的攀升，传统电商营销边际贡献或放缓，仅靠单一的营销已无法构建持久的品牌护城河，品牌之间的竞争将从重营销逐渐转向重研发和供应链。建议关注自有品牌领先的乖宝宠物和全球产业布局领先的中宠股份。

## 投资建议

饲料行业的竞争已经从单纯的产品竞争逐渐进入到产业链价值的竞争，行业加速整合，市场份额进一步往具有研发优势、规模优势、产业链配套服务优势等头部企业集中。在行业整合的大趋势下，我们看好海大集团的机会：（1）公司凭借高效的内部管理、有效的业务激励、以及突出的产业链服务优势，国内市场份额得到持续提升；（2）亚非拉地区饲料业务的市场容量大，仍属一片“蓝海”，公司海外饲料业务有望延续高增长高毛利趋势，成为业绩的又一个增长点；（3）公司目前估值处于历史底部区域，具有较高的安全边际。

生猪行业在 2026 年上半年或将承压，但同时也是产能去化较好的时间窗口。由于行业整体降负债和修复资产负债表的任务尚未完成，如果行业价格持续低迷，或进一步助力市场化去产能。在生猪产业“反内卷”政策的引导下，政策调控下的产能去化也同步推进。此外，以 PSY 为代表的母猪产能生产效率曲线的斜率或阶段性趋缓。2026 年可能会出现 2021 年以来第三次幅度较为明显的产能去化，生猪养殖行业基本面和估值有望得到修复，建议关注温氏股份、神农集团、巨星农牧等生猪养殖股。

家禽养殖行业整体供给仍较为宽松，行业价格周期的回升或更多取决于需求的恢复程度。与此同时，具有从种苗端到食品端产业链优势的头部企业或将表现出更强的经营韧性。从周期配置的角度，在周期低位，低估值和低预期的品种在配置上或具有良好的风险收益比，建议关注圣农发展：公司种鸡业务稳步推进，市场认可度不断提升；肉鸡饲养加工降本增效，成本管控优势突出，造肉成本有效下降；渠道方面，公司产品在 C 端、餐饮等高价值渠道上的占比不

断提升，收入结构不断优化；当前处于 PB 估值的底部区域。

养宠渗透率提高叠加消费升级，宠物行业仍有望延续良好的发展趋势。与此同时，由于海外出口不确定性提高，一方面国内宠物食品厂商可能会加快全球产业链布局，另一方面国内市场竞争或更趋于激烈。国产品牌凭借线上渠道优势弯道超车，其重点仍然是抢夺客户心智，继续扩大品牌市场份额。随着大量行业新进入者的涌现和流量成本的攀升，传统电商营销边际贡献或放缓，仅靠单一的营销已无法构建持久的品牌护城河，品牌之间的竞争将从重营销逐渐转向重研发和供应链。建议关注自有品牌领先的乖宝宠物和全球产业布局领先的中宠股份。

图 48：重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	归属净利润（百万元）			EPS(元)			PE			评级
		2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	
002311	海大集团	4,504	5,337	6,240	2.71	3.21	3.75	19	16	14	买入-A
002299	圣农发展	724	1,253	1,403	0.58	1.01	1.13	30	17	15	买入-B
300498	温氏股份	9,230	5,388	6,594	1.39	0.81	0.99	11	19	16	买入-B
301498	乖宝宠物	625	750	990	1.56	1.87	2.47	43	36	27	增持-A
002891	中宠股份	394	464	555	1.29	1.52	1.82	39	33	27	增持-A
605296	神农集团	687	346	511	1.31	0.66	0.97	22	43	30	增持-B
603477	巨星农牧	519	161	444	1.02	0.32	0.87	17	55	20	增持-B

资料来源：Wind、山西证券研究所，股价取 2026 年 1 月 30 日收盘价

## 风险提示

因畜禽养殖疫情和自然灾害导致养殖存栏出现损失的风险；极端天气和自然灾害导致养殖基地受损，从而影响生产和出栏的风险；昆虫灾害、干旱洪涝等自然灾害导致玉米大豆等原料供给减少和饲料原料涨价的风险；企业因管理不当导致出现食品安全的风险；汇率波动风险；产品销售不及预期的风险；全球贸易摩擦加剧的风险；海外竞争加剧导致部分公司全球化战略推进受阻的风险。

### 分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

### 评级体系：

#### ——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

#### ——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

#### ——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 波动率大于相对基准指数。

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：

#### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市南山区科苑南路 2700 号  
华润金融大厦 23 楼

#### 北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

