

农林牧渔

农业行业 2026 中期策略

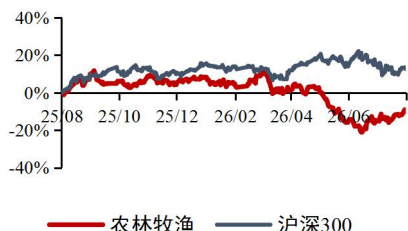
同步大市-A(维持)

关注生猪产能去化和饲料整合出海

2026 年 8 月 12 日

行业研究/行业中期策略

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
300761.SZ	立华股份	增持-A
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】生猪价格低位震荡，持续关注产能去化-农业行业周报
(260803-260809) 2026.8.10

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：

➢ 大部分生猪上市企业 2026 年 1 季度末的资产负债率环比出现进一步上升，且仍有部分企业的负债率处在历史较高位置。生猪养殖行业整体降负债和修复资产负债表的任务尚未完成。2026 年 6 月底的能繁母猪存栏量已经下降至 3780 万头，为 2022 年以来的新低，同时已经接近《生猪产能综合调控实施方案（2026 年修订）》设定的 3750 万头左右的正常保有量。如果行业继续亏损和现金流趋紧，或进一步驱动市场化去产能，有望为下一轮生猪价格上涨周期奠定基础，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、立华股份、神农集团、巨星农牧等生猪养殖股。

➢ 在行业整合和原料涨价的大背景下，市场份额有望加速往头部企业集中，建议关注海大集团的机会：（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）鱼粉等原料价格上涨给中小饲料企业带来较大的成本压力，海大集团有望凭借自身的规模和研发优势加快拓展市场份额；（3）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；（4）公司目前估值处于历史底部区域，安全边际较高。

➢ 禽肉供给总体较为充裕，肉鸡产业内部出现一定程度的结构分化，白羽肉鸡行业规模扩张，供给较为宽松，行业仍存压力；黄羽肉鸡行业由于在 2025 年经历了行情低迷和产能去化，今年价格同比去年有所回升。周期配置的角度，在周期低位，低估值和具有成本优势的头部企业在配置上或具有良好的风险收益比和吸引力，建议关注立华股份、圣农发展。

➢ 养宠渗透率提高叠加消费升级趋势，宠物行业仍有望保持增长。2026 年，国产厂商积极进行品牌升级、通过科研驱动品牌心智，同时在食品功能、工艺上实现迭代升级，高端化趋势明显，进入新的发展阶段。国际市场则呈现结构性增长态势，美欧猫湿粮弹性高，狗粮略显压力，虽面临关税政策、汇率波动，美国宠食进口需求并未缩减，26Q1 我国出口已有复苏，随着海外产能陆续落地，代工业务收入和毛利率有望边际修复。进入新发展阶段，宠物食品企业竞争持续，持续进行营销、研发、供应链投入，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

生猪养殖板块：行业持续亏损，静待产能进一步去化.....	4
年初以来国内生猪价格整体低迷，行业持续亏损.....	4
2026H2 行业或仍存压力，产能去化仍有空间.....	5
财务约束之下，现金流趋紧或进一步驱动市场化去产能.....	7
母猪产能生产效率曲线的斜率或趋缓.....	9
建议关注生猪板块的估值修复.....	12
家禽养殖板块：关注低估值和具有成本优势的头部企业.....	13
禽肉供给总体较为充裕，产业内部结构分化.....	13
关注低估值和具有成本优势的头部企业.....	15
饲料动保板块：关注头部优质企业的国内份额增长和出海扩张.....	17
2026H1 行业产量温和增长，水产料和猪料为增长主力.....	17
饲料上游大宗原料价格局部回升，结构分化.....	19
关注头部优质企业的国内份额增长和出海扩张.....	22
宠物板块：盈利能力短期承压，看好高端化趋势.....	24
品牌纷纷战略升级，主粮功能化趋势明显.....	24
自主品牌营销加码，国产商盈利能力承压.....	28
全球需求结构化增长，中国出口 26Q1 复苏.....	31
投资建议.....	35
风险提示.....	36

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：我国能繁母猪月度存栏量（万头）.....	6
图 7：生猪生产时间周期.....	6
图 8：当期猪价和 10 个月前能繁母猪存量的对应关系.....	7
图 9：生猪养殖上市公司单季度净利润趋势.....	8
图 10：生猪养殖上市公司 2019 年以来的累计净利润.....	8
图 11：2019 年以来生猪养殖上市公司资产负债率趋势.....	9
图 12：当年猪肉产量和前 1 年母猪存栏量的对应关系.....	10
图 13：我国和美国 PSY 历史走势.....	10
图 14：2017-2021 年国内能繁母猪群体结构占比.....	11
图 15：中国生猪行业前 20 强市场份额变化趋势.....	11
图 16：中国生猪养殖企业排名及其市场份额.....	11
图 17：2006 年以来我国各轮猪周期概况.....	12
图 18：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 19：我国祖代白羽肉种鸡历史更新数量（万套）.....	14

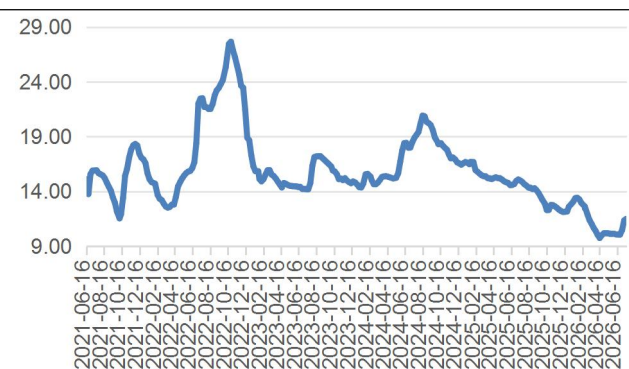
图 20: 我国祖代黄羽肉种鸡存栏量 (万套)	14
图 21: 我国鸡肉平均价 (元/公斤)	14
图 22: 我国白羽肉鸡主产区平均价 (元/公斤)	14
图 23: 立华股份毛鸡销售价格 (元/公斤)	15
图 24: 温氏股份毛鸡销售价格 (元/公斤)	15
图 25: 家禽养殖上市公司当年累计归属净利润趋势	15
图 26: 立华股份正处于业绩周期和 PB 估值周期的底部区域	16
图 27: 圣农发展正处于业绩周期和 PB 估值周期的底部区域	17
图 28: 全国工业饲料产量和增速	18
图 29: 2022-2025 年饲料产销量前 20 强	18
图 30: 2025 年我国饲料企业产销量和企业数量	19
图 31: 2025 年我国不同产销规模饲料企业的份额	19
图 32: 全球和中国玉米供需平衡表	20
图 33: 全球和中国大豆供需平衡表	20
图 34: 全球和中国小麦供需平衡表	21
图 35: 国内玉米现货价 (元/公斤)	21
图 36: 鱼粉国际现货价 (美元/吨)	21
图 37: 国内小麦现货价 (元/吨)	22
图 38: 国内豆粕现货价 (元/吨)	22
图 39: 海大集团历史年度饲料销量 (万吨)	22
图 40: 海大集团市盈率历史走势	22
图 41: 全球各地区的饲料产量 (亿吨, 2025 年)	23
图 42: 全球主要饲料品种的产量 (亿吨, 2025 年)	23
图 43: 2025 年前 10 大饲料生产国	23
图 44: 饲料动保上市公司单季度净利润趋势	24
图 45: 猫主粮升级路径表现为“工艺更鲜、肉源更野、功能更专”	27
图 46: 狗主粮同样在工艺、肉源、功能三大维度上实现跃升	27
图 47: 618 购物节, 高端宠物粮强势增长	28
图 48: 抖音渠道维持高增长	29
图 49: 行业销售费用率逐年增长 (%)	30
图 50: 业务宣传&销售服务费是销售费用核心支出项	30
图 51: 近 5 年宠物食品公司毛利率整体上升 (%)	31
图 52: 2026Q1 行业多数公司毛销差承压 (%)	31
图 53: 雀巢宠物食品业务保持增长态势	32
图 54: Hill's 收入稳定增长	32
图 55: 2026Q1, 我国宠物食品出口金额恢复增长	33
图 56: 2025 年美国从泰国进口宠食规模占比达 43%	34
图 57: ITC 积极拓张湿粮细分市场	34
图 58: 重点公司盈利预测、估值与评级	36
表 1: 2026 年上半年宠食新品汇总	25
表 2: 2026 年 618 各平台宠物食品品牌榜	29

生猪养殖板块：行业持续亏损，静待产能进一步去化

年初以来国内生猪价格整体低迷，行业持续亏损

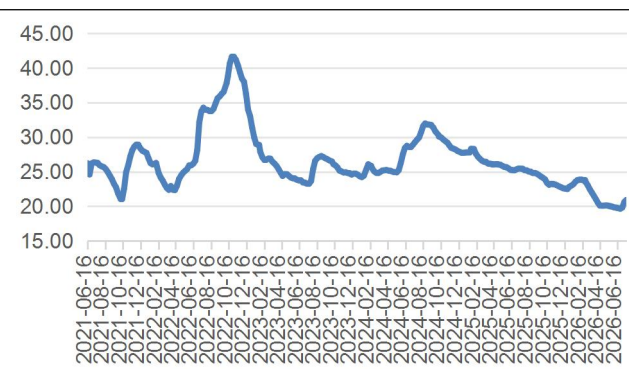
年初以来，国内生猪价格总体延续了 2025 年底的惯性趋势，在经历了春犍犍大幅反弹后，进一步走低。生猪养殖行业在 1 季度先是获取了短暂的盈利，随后即转入亏损，单季度行业自繁自养平均单头亏损约 116 元。进入 2 季度，国内生猪均价在 10 元/公斤的低位持续徘徊，单季度行业自繁自养平均单头亏损约 350 元，亏损幅度环比 1 季度明显扩大。进入 7 月，生猪价格有所反弹，但行业整体仍处于亏损区域。

图 1：国内生猪价格走势（单位：元/公斤）



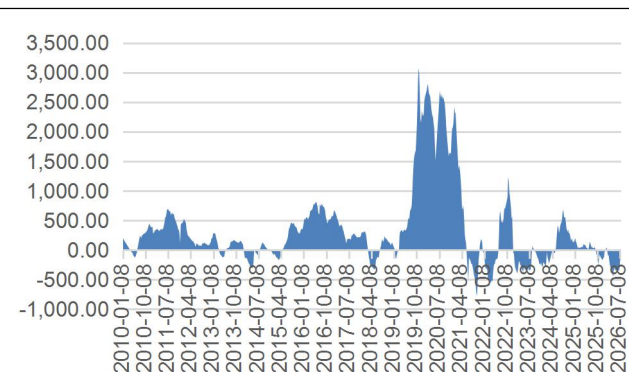
资料来源：Wind、山西证券研究所

图 2：国内猪肉价格走势（单位：元/公斤）



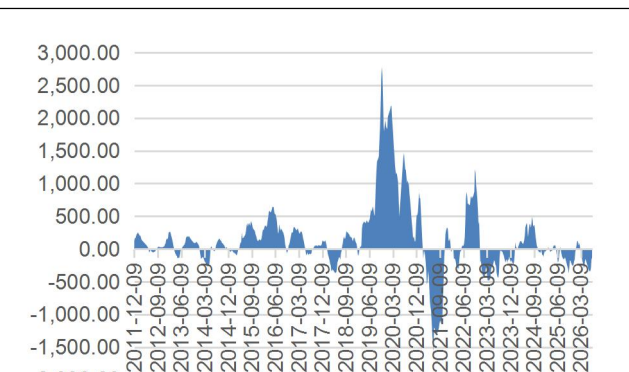
资料来源：Wind、山西证券研究所

图 3：自繁自养的生猪养殖利润（元/头）



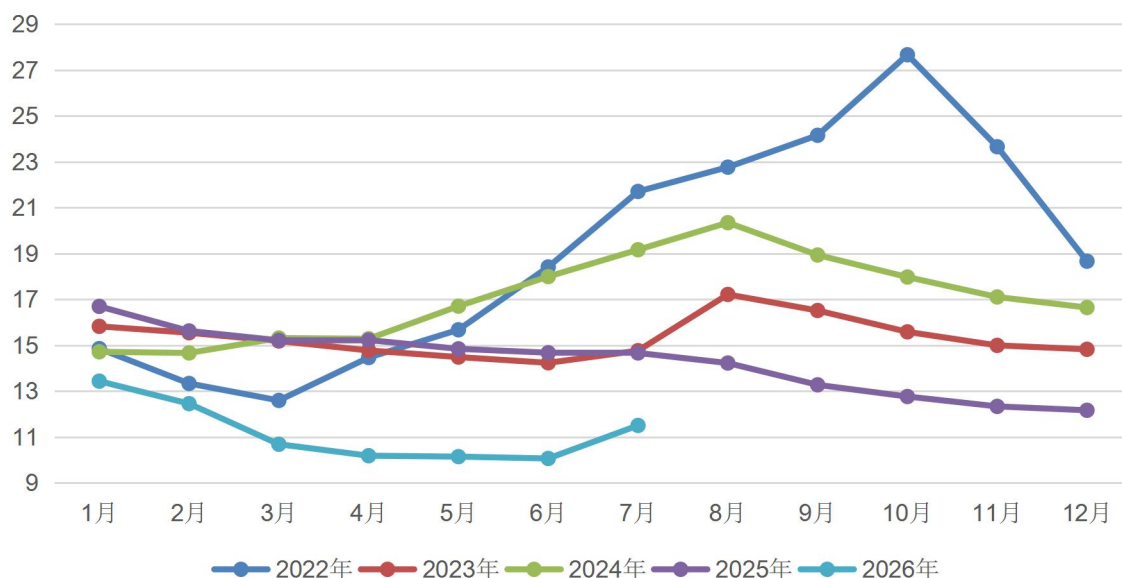
资料来源：Wind、山西证券研究所

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

图 5：我国月度生猪价格（元/公斤）

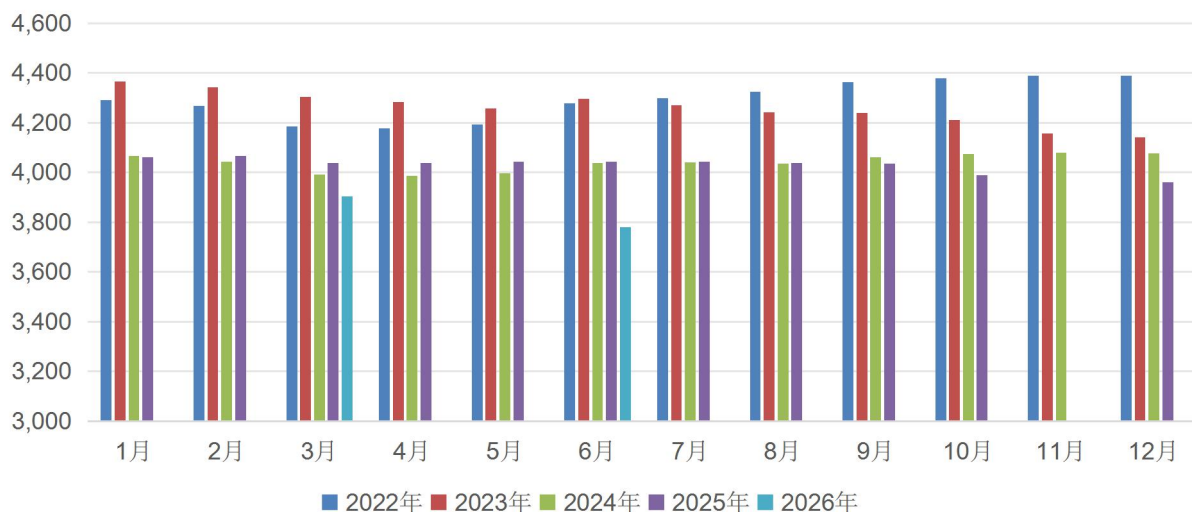


资料来源：Wind、山西证券研究所

2026H2 行业或仍存压力，产能去化仍有空间

在产能方面，农业农村部 2026 年 5 月印发《生猪产能综合调控实施方案（2026 年修订）》。十五五”初期，设定全国能繁母猪正常保有量稳定在 3750 万头左右。之后，将根据生猪生产效率和猪肉消费量等变化情况，动态调整全国能繁母猪正常保有量目标。2025 年底、2026 年 1 季度末、2 季度末国内能繁母猪存栏量分别为 3961 万头、3904 万头和 3780 万头，呈现出逐渐下降的趋势。从季度环比的角度看，在今年行业持续亏损的压力下，2 季度末的能繁母猪存栏量环比 1 季度末下降约 124 万头，环比降幅约为 3.18%，比 1 季度末的环比降幅 1.44%有所扩大。

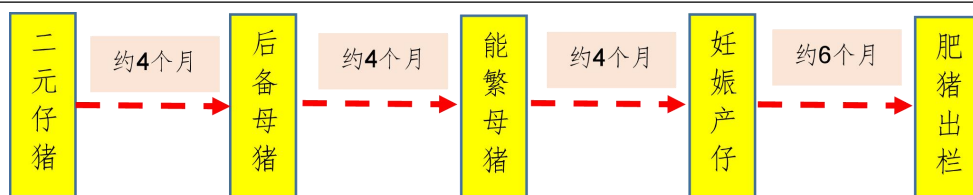
图 6：我国能繁母猪月度存栏量（万头）



资料来源：Wind、国家统计局、山西证券研究所

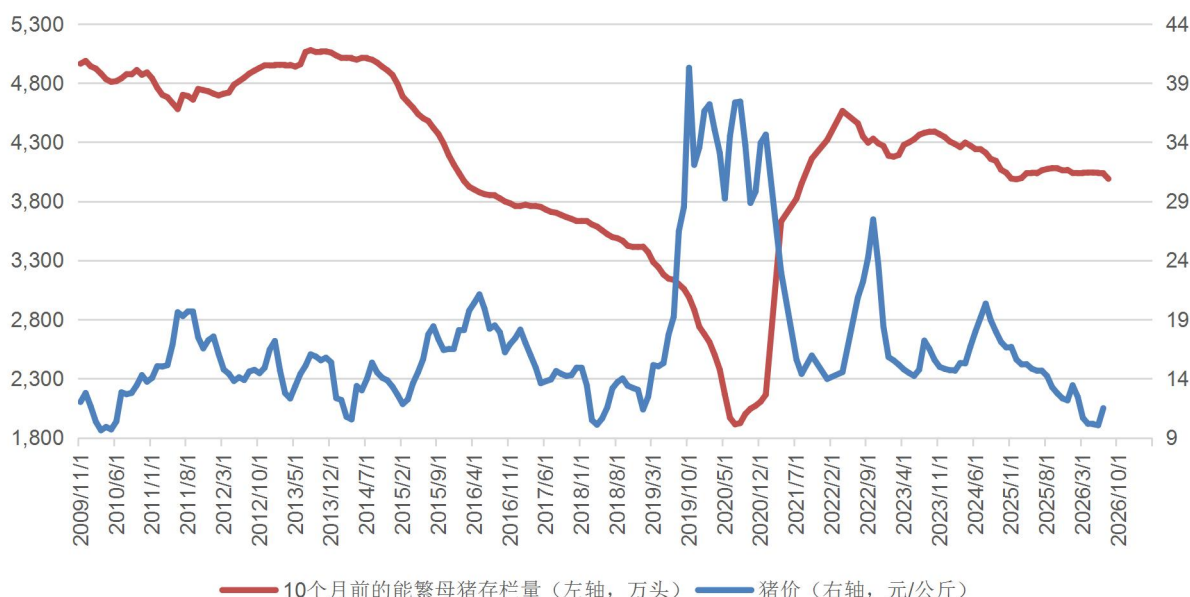
2025 年国内生猪行业的能繁母猪存栏量呈现前高后低的走势。从生产周期来看，2026 年上半年供给压力要大于下半年。根据国家统计局的披露，2026 年上半年，全国猪牛羊禽肉产量 5050 万吨，同比增长 4.3%。其中，猪肉产量 3119 万吨，同比增长 3.3%，全国生猪出栏 37246 万头，同比增长 1.7%，增速比 1 季度回落 1.1 个百分点。由于 2025 年全年能繁母猪存栏量的降幅相对较小，综合考虑年初以来的消费需求，我们认为 2026 年生猪行业的盈亏状态可能与 2023 年较为相似，生猪行业在 2026 年下半年或仍存压力，市场化去产能仍有空间。

图 7：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 8：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

财务约束之下，现金流趋紧或进一步驱动市场化去产能

从猪价波动和盈亏周期的角度来看，生猪养殖行业在 2024 年 2 季度进入盈利区间后，持续到 2025 年 3 季度，接着从 2025 年 4 季度再次滑入亏损区间并持续到现在。以上市公司为例，2025 年 4 季度，除了个别成本管理出色的头部养殖企业略有盈利以外，其余大部分企业均出现亏损。2026 年 1 季度，由于猪价持续低迷，成本控制出色的头部企业也难敌猪价低迷，出现亏损。我们在这里做了一项统计，如果以“非洲猪瘟”疫情带来猪价上涨的 2019 年作为起点，截止 2026 年 1 季度末，累计净利润为正的企业数量并不多，大部分是累计负利润。也就是说，大部分生猪养殖上市公司并没有从这次超级猪周期里获益，反而是受损。反映在资产负债率指标上，较多企业 2026 年 1 季度末的资产负债率环比出现进一步上升，且仍有部分企业的负债率处在历史较高位置。因此，总体而言，生猪养殖行业整体降负债和修复资产负债表的任务尚未完成。如果行业继续亏损和现金流趋紧，或进一步驱动市场化去产能。

图 9：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)	2023-12-31	2024-03-31	2024-06-30	2024-09-30	2024-12-31	2025-03-31	2025-06-30	2025-09-30	2025-12-31	2026-03-31
牧原股份	-2420.95	-2378.91	3208.20	9651.78	7400.19	4491.10	6038.96	4248.85	707.99	-1214.84
温氏股份	-1859.85	-1236.02	2563.40	5081.01	2822.04	2001.41	1473.23	1781.20	10.58	-1070.08
神农集团	-184.16	-3.57	127.51	356.31	206.56	228.60	158.91	74.06	-122.61	-648.35
巨星农牧	-302.53	-138.05	93.20	304.33	259.07	129.65	51.58	-74.02	-76.86	-356.42
新希望	4106.70	-1934.42	716.94	1370.73	320.34	444.69	310.18	5.13	-2544.34	-897.71
正邦科技	11347.24	-48.80	-78.69	428.16	-84.27	170.61	31.05	-193.40	-554.70	-414.34
天康生物	-858.93	54.06	222.62	288.94	39.43	148.14	190.15	73.46	-201.11	-163.28
新五丰	-454.01	-254.31	7.35	248.19	38.09	19.62	25.61	-58.40	-863.28	-376.95
唐人神	-615.07	-197.51	202.17	249.06	101.70	-77.05	17.13	-304.93	-822.18	-625.38
东瑞股份	-100.45	-83.05	-27.00	33.07	11.33	-5.56	8.88	8.15	-171.98	-188.56
华统股份	-246.58	-157.30	38.24	172.48	19.62	34.20	41.97	-5.16	-207.03	-240.58
金新农	-351.41	-52.06	10.27	69.65	2.29	-25.78	2.27	-70.71	-198.43	-184.65
傲农生物	-2360.93	-292.02	-247.99	-278.98	1398.33	218.31	142.50	53.13	-336.31	-13.33
天邦食品	-1317.55	603.73	237.32	500.36	117.12	126.94	225.10	-92.49	-1568.84	-707.46

资料来源：Wind、山西证券研究所

图 10：生猪养殖上市公司 2019 年以来的累计净利润

归母净利润 (百万元)	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年1季度	累计值 (百万元)
牧原股份	6114.36	27451.42	6903.78	13266.16	-4263.28	17881.26	15486.89	-1214.84	81625.75
温氏股份	13967.20	7425.87	-13404.36	5289.01	-6389.66	9230.42	5266.42	-1070.08	20314.81
神农集团	469.08	1137.92	245.29	255.38	-401.28	686.82	338.96	-648.35	2083.82
天康生物	644.49	1720.41	-685.96	280.74	-1363.32	605.05	210.63	-163.28	1248.77
东瑞股份	261.87	681.29	211.58	42.91	-516.09	-65.65	-160.51	-188.56	266.84
巨星农牧	39.51	127.68	258.98	158.09	-645.29	518.55	30.34	-356.42	131.44
大北农	513.29	1955.72	-440.34	55.60	-2173.89	345.77	-641.52	-174.90	-560.26
华统股份	131.65	135.10	-192.46	87.74	-604.86	73.04	-136.02	-240.58	-746.39
金新农	140.53	132.25	-989.10	19.84	-659.87	30.16	-292.65	-184.65	-1803.49
新五丰	63.30	282.72	-280.26	-76.00	-1203.42	39.32	-876.44	-376.95	-2427.73
唐人神	202.36	950.34	-1147.41	135.07	-1525.91	355.42	-1187.04	-625.38	-2842.56
新希望	5042.00	4944.19	-9590.87	-1460.61	249.20	473.60	-1784.35	-897.71	-3024.55
天邦股份	100.40	3244.99	-4461.80	489.45	-2883.41	1458.53	-1309.29	-707.46	-4068.59
傲农生物	29.16	572.99	-1519.87	-1039.03	-3650.82	579.35	77.62	-13.33	-4963.94
正邦科技	1647.05	5744.14	-18818.82	-13387.15	8528.71	216.40	-546.43	-414.34	-17030.44

资料来源：Wind、山西证券研究所

图 11：2019 年以来生猪养殖上市公司资产负债率趋势

资产负债率	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年1季度
天邦股份	61.53%	43.25%	79.93%	79.61%	86.73%	72.58%	79.84%	84.31%
新五丰	24.70%	32.64%	58.74%	71.18%	74.99%	74.00%	78.30%	81.27%
金新农	50.68%	50.33%	65.75%	68.74%	74.06%	70.37%	75.68%	78.83%
新希望	49.16%	53.06%	64.98%	68.02%	72.28%	69.01%	69.89%	70.85%
巨星农牧	38.35%	36.96%	44.68%	48.85%	59.85%	61.91%	67.29%	69.79%
唐人神	47.81%	42.99%	57.88%	59.69%	64.84%	63.35%	66.43%	69.64%
大北农	39.36%	45.77%	52.76%	58.28%	66.29%	63.45%	66.96%	68.19%
华统股份	44.91%	55.41%	70.37%	62.29%	74.68%	72.36%	61.43%	63.81%
傲农生物	73.92%	67.52%	87.18%	81.61%	103.69%	67.80%	59.05%	60.35%
天康生物	53.70%	56.34%	54.71%	50.26%	52.75%	51.49%	50.91%	53.21%
温氏股份	28.90%	40.88%	64.10%	56.25%	61.41%	53.14%	49.82%	53.14%
正邦科技	67.65%	58.56%	92.60%	148.41%	53.97%	46.42%	50.11%	52.28%
东瑞股份	33.25%	31.05%	15.62%	34.14%	42.47%	44.13%	46.68%	50.99%
牧原股份	40.04%	46.09%	61.30%	54.36%	62.11%	58.68%	54.15%	50.73%
神农集团	27.19%	21.42%	13.03%	14.46%	26.41%	27.39%	29.53%	33.98%
平均	45.41%	45.49%	58.91%	63.74%	65.10%	59.74%	60.40%	62.76%

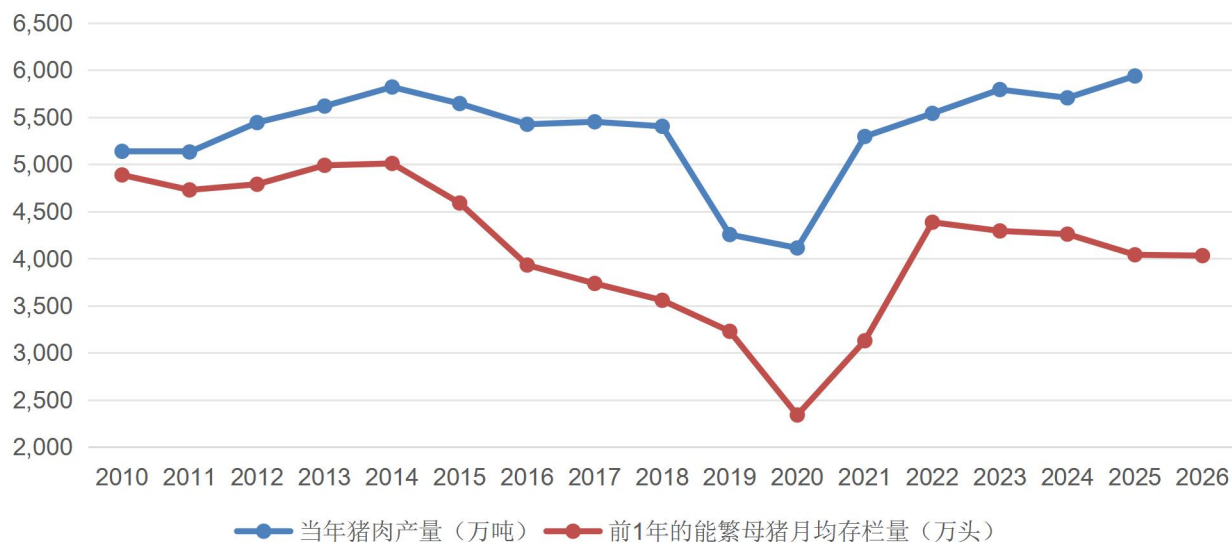
资料来源：Wind、山西证券研究所

母猪产能生产效率曲线的斜率或趋缓

2023 年之前，国内能繁母猪存栏量和猪肉供给量的同向变动关系较为明显。2023 年以来，两者的关系则出现较为明显的变化，在能繁母猪存栏量下降的同时更多是看到猪肉供给量反而增加。主要的原因在于产能效率的提升抵消了产能绝对数量的下降，并带来总产量增长。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，由于后者投入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）大型企业前期投入的高效母猪产能

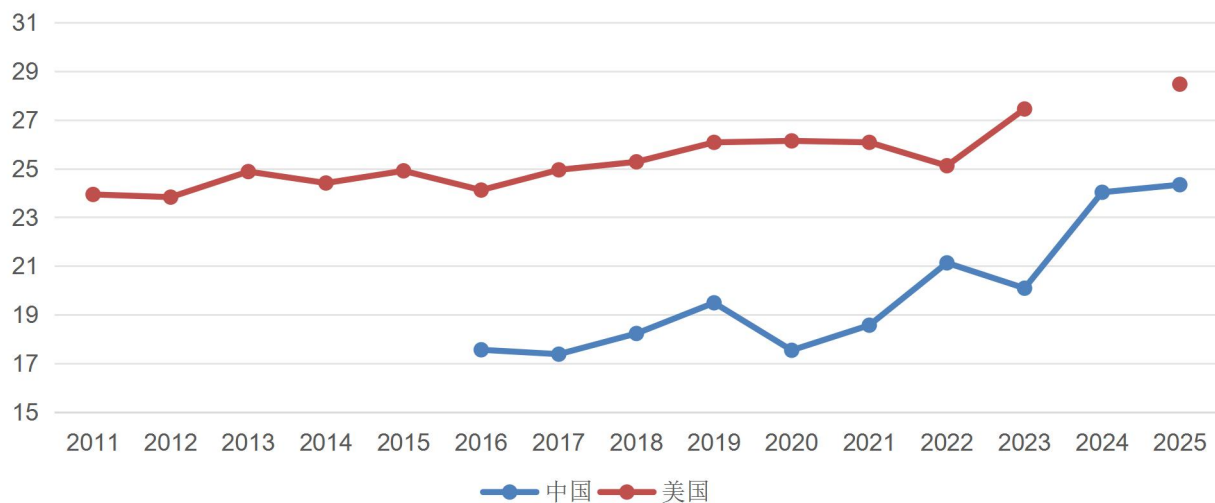
逐渐释放后，其对效率变化的影响开始边际减弱。

图 12：当年猪肉产量和前 1 年母猪存栏量的对应关系



资料来源：Wind、山西证券研究所

图 13：我国和美国 PSY 历史走势



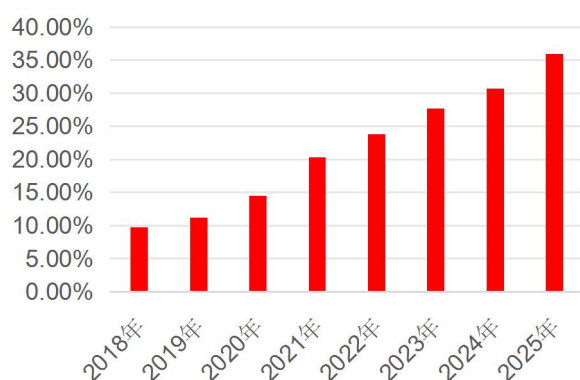
资料来源：微猪科技、山西证券研究所

图 14：2017-2021 年国内能繁母猪群体结构占比



资料来源：新牧网、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：中国生猪养殖企业排名及其市场份额

规模排名	公司	2025年 生猪出栏量 (万头)	市场 份额	公司	2024年 生猪出栏量 (万头)	市场 份额	公司	2023年 生猪出栏量 (万头)	市场 份额	公司	2022年 生猪出栏量 (万头)	市场 份额
1	牧原	7798	10.83%	牧原	7160	10.19%	牧原	6382	8.78%	牧原	6120	8.74%
2	温氏	4048	5.62%	温氏	3018	4.30%	温氏	2626	3.61%	温氏	1791	2.56%
3	双胞胎	2643	3.67%	双胞胎	1770	2.52%	新希望	1768	2.43%	新希望	1461	2.09%
4	新希望	1755	2.44%	新希望	1652	2.35%	双胞胎	1352	1.86%	双胞胎	933	1.33%
5	正大	1277	1.77%	正大	1107	1.58%	正大	1043	1.44%	正大	850	1.21%
6	德康	1083	1.50%	德康	878	1.25%	德康	730	1.00%	正邦	845	1.21%
7	正邦	854	1.19%	大北农	640	0.91%	天邦	712	0.98%	傲农	519	0.74%
8	天邦	666	0.93%	天邦食品	599	0.85%	大北农	605	0.83%	德康	500	0.71%
9	海大	650	0.90%	新五丰	580	0.83%	傲农	586	0.81%	扬翔	480	0.69%
10	中粮家佳康	603	0.84%	海大	577	0.82%	正邦	548	0.75%	大北农	443	0.63%
11	扬翔	589	0.82%	扬翔	486	0.69%	中粮家佳康	520	0.72%	天邦	442	0.63%
12	新五丰	542	0.75%	桂垦牧业	435	0.62%	扬翔	482	0.66%	中粮	410	0.59%
13	唐人神	533	0.74%	唐人神	434	0.62%	海大	460	0.63%	海大	320	0.46%
14	桂垦牧业	505	0.70%	正邦	415	0.59%	桂垦牧业	420	0.58%	桂垦牧业	304	0.43%
15	力源	460	0.64%	中粮家佳康	356	0.51%	新五丰	400	0.55%	大象	266	0.38%
16	巨星农牧	458	0.64%	力源	350	0.50%	唐人神	371	0.51%	唐人神	216	0.31%
17	大北农	450	0.63%	天康	303	0.43%	大象	292	0.40%	天康	203	0.29%
18	大象	342	0.48%	巨星农牧	275	0.39%	天康	282	0.39%	新五丰	183	0.26%
19	东方希望	320	0.44%	天康	275	0.39%	巨星	270	0.37%	广西力源	195	0.28%
20	天康	319	0.44%	环山	270	0.38%	广西力源	268	0.37%	佳和	170	0.24%
	前20强合计	25895	35.98%	前20强合计	21580	30.72%	前20强合计	20117	27.69%	前20强合计	16651	23.79%
	行业总量	71973		行业总量	70256		行业总量	72662		行业总量	69995	

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

建议关注生猪板块的估值修复

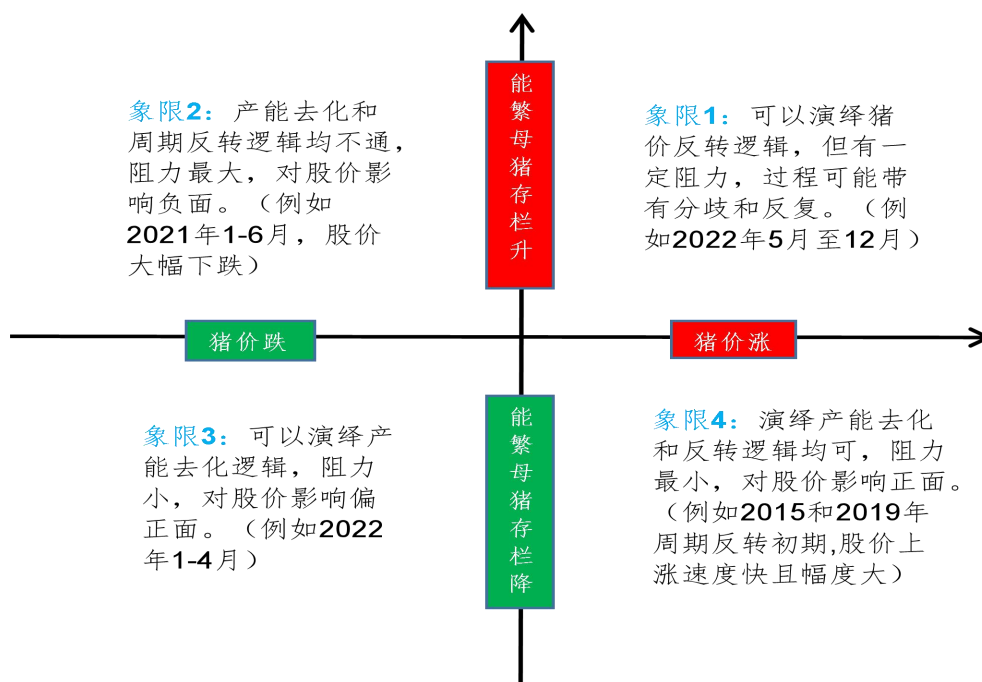
2026 年 6 月底的能繁母猪存栏量已经下降至 3780 万头，为 2022 年以来的新低，同时已经接近《生猪产能综合调控实施方案（2026 年修订）》设定的 3750 万头左右正常保有量。如果后续行业继续亏损和进一步实现市场化去产能，则有望为下一轮生猪价格上涨周期奠定良好的基础，生猪养殖行业基本面和估值有望得到修复，建议关注温氏股份、立华股份、神农集团、巨星农牧等生猪养殖股。

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：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



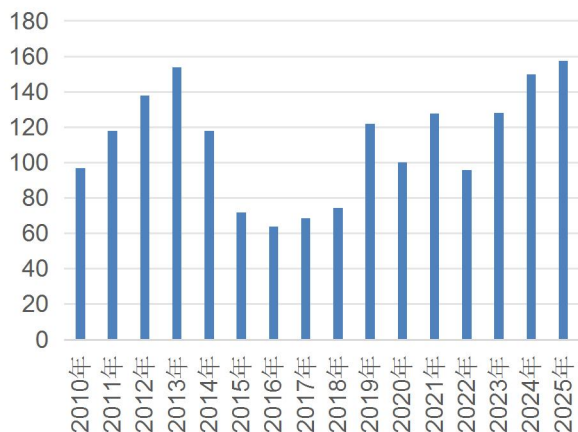
资料来源：山西证券研究所

家禽养殖板块：关注低估值和具有成本优势的头部企业

禽肉供给总体较为充裕，产业内部结构分化

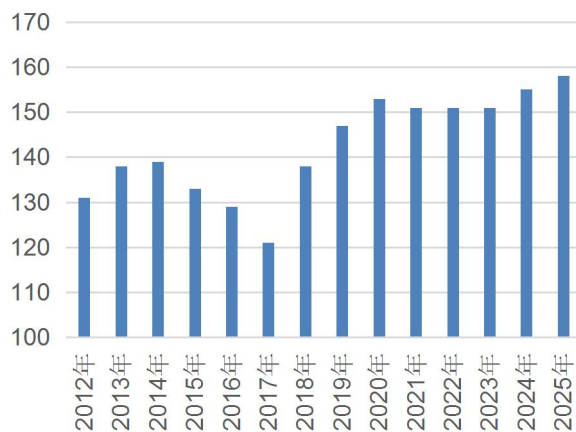
根据国家统计局披露，2026 年上半年全国家禽出栏 87.6 亿只，同比增长 7.7%；禽肉产量 1390 万吨，同比增长 9.4%；禽蛋产量 1690 万吨，同比下降 2.2%；2 季度末全国家禽存栏 63.5 亿只，同比增长 0.2%。2026 年初以来，国内家禽养殖行业总体供给较为充裕。与此同时，肉鸡产业内部出现一定程度的结构分化，白羽肉鸡行业规模扩张，供给较为宽松，行业仍存压力；黄羽肉鸡行业由于在 2025 年经历了行情低迷和产能去化，今年价格同比去年有所回升。

图 19：我国祖代白羽肉种鸡历史更新数量（万套）



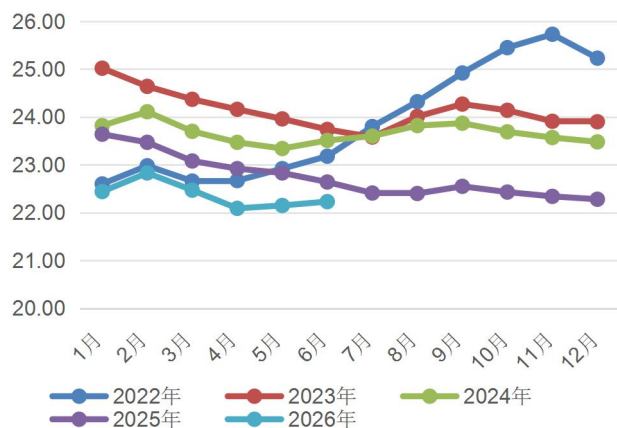
资料来源：中国畜牧杂志、山西证券研究所

图 20：我国祖代黄羽肉种鸡存栏量（万套）



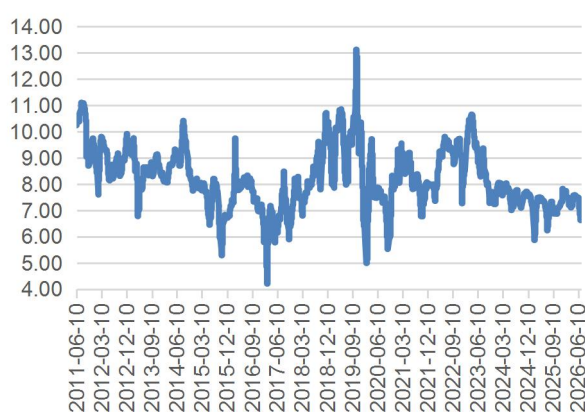
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会、《中国禽业发展报告》、中国畜牧杂志、山西证券研究所

图 21：我国鸡肉平均价（元/公斤）



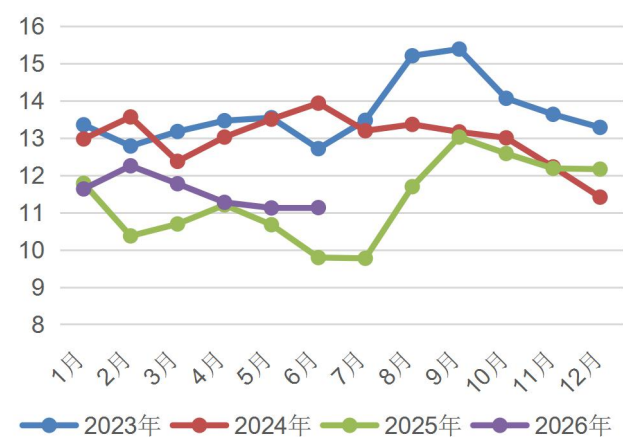
资料来源：Wind、山西证券研究所

图 22：我国白羽肉鸡主产区平均价（元/公斤）



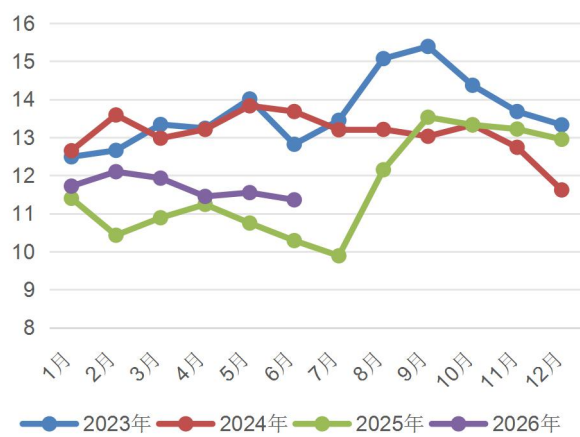
资料来源：Wind、山西证券研究所

图 23：立华股份毛鸡销售价格（元/公斤）



资料来源：Wind、山西证券研究所

图 24：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 25：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)	2023-06-30	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	2025-12-31	2026-03-31
温氏股份	-4688.74	-4529.81	-6389.66	-1236.02	1327.38	6408.38	9230.42	2001.41	3474.64	5255.84	5266.42	-1070.08
圣农发展	426.39	739.56	664.27	-61.92	102.05	382.71	724.27	147.55	910.25	1158.92	1380.06	252.92
立华股份	-591.59	-284.71	-437.41	80.03	574.60	1160.80	1520.96	206.06	148.80	287.11	577.79	154.85
益生股份	564.92	683.62	540.79	109.34	182.95	300.54	503.82	-13.17	6.16	31.79	165.42	103.25
仙坛股份	203.28	266.81	225.91	7.02	30.76	111.97	206.15	48.02	136.73	193.12	243.02	66.28
民和股份	-39.90	-118.05	-386.32	-34.91	-185.69	-217.23	-249.13	-71.03	-214.49	-230.35	-268.51	-67.51
湘佳股份	-83.51	-55.72	-147.15	-19.41	14.60	88.99	98.10	34.54	5.85	22.35	32.95	15.66
晓鸣股份	-35.92	-79.77	-154.77	-9.88	-29.17	-8.54	44.81	99.03	184.72	183.06	84.72	-22.72
华英农业	13.45	16.01	-31.84	1.12	17.95	32.80	32.36	-11.92	-20.63	-32.23	-59.90	-15.09

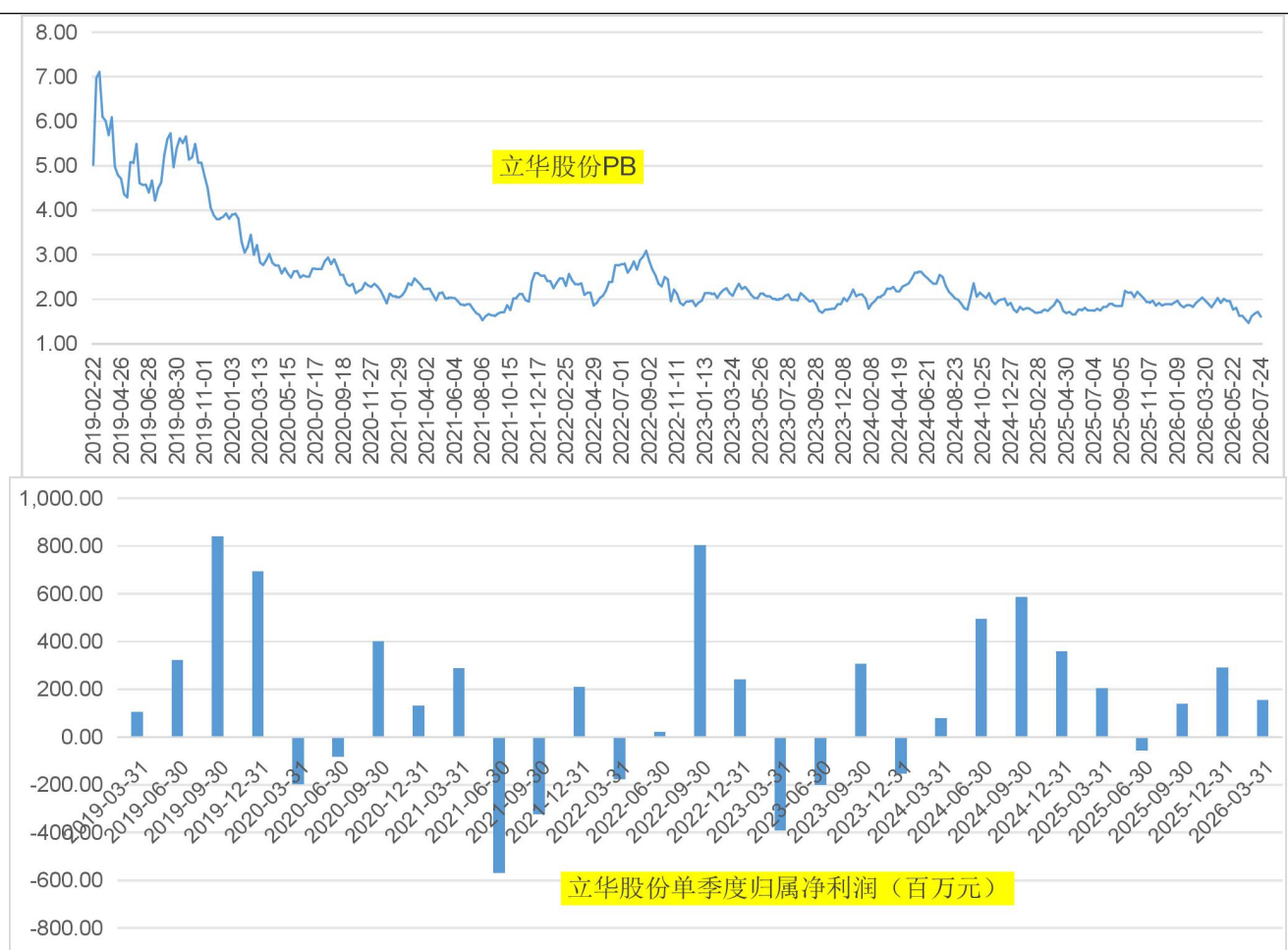
资料来源：Wind、山西证券研究所

关注低估值和具有成本优势的头部企业

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。（1）立华股份是国内黄羽肉鸡行业龙头企业之一，养殖规模和成本优势明显，处于行

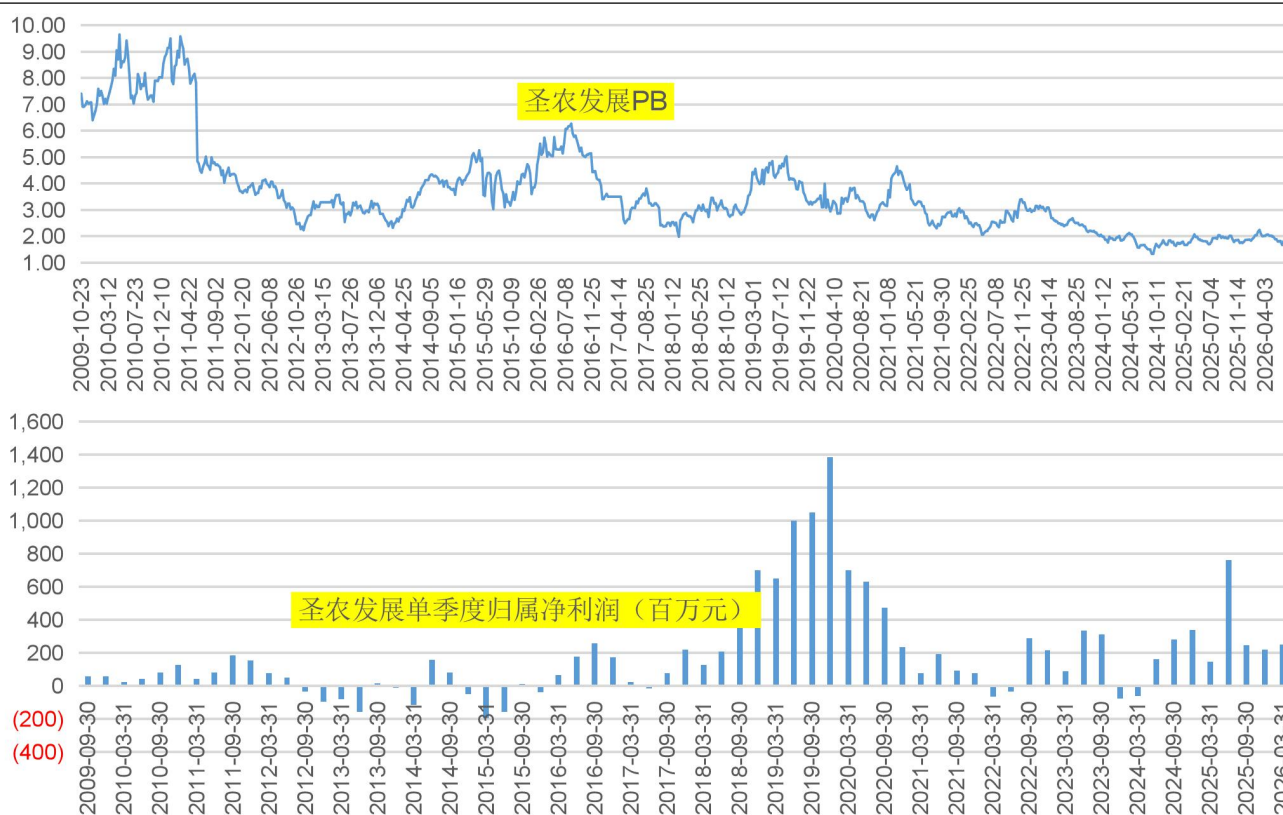
业第一梯队。与此同时，公司的生猪养殖业务生产管理进步明显，规模和效率均明显提升，养殖成本进入行业领先梯队。公司黄鸡生猪双翼发展的互补模式持续得到巩固和强化，当前 PB 估值处于历史底部。（2）圣农发展的种鸡业务稳步推进，市场认可度不断提升；肉鸡饲养加工降本增效管控优势突出，造肉成本有效下降；在渠道方面，公司产品在 C 端、餐饮等高价渠道上的占比不断提升，收入结构不断优化。公司全产业链运营优势使得其具有较强的经营韧性，当前处于业绩周期和 PB 估值的底部区域，具备较好的配置价值。

图 26：立华股份正处于业绩周期和 PB 估值周期的底部区域



资料来源：Wind、山西证券研究所

图 27：圣农发展正处于业绩周期和 PB 估值周期的底部区域



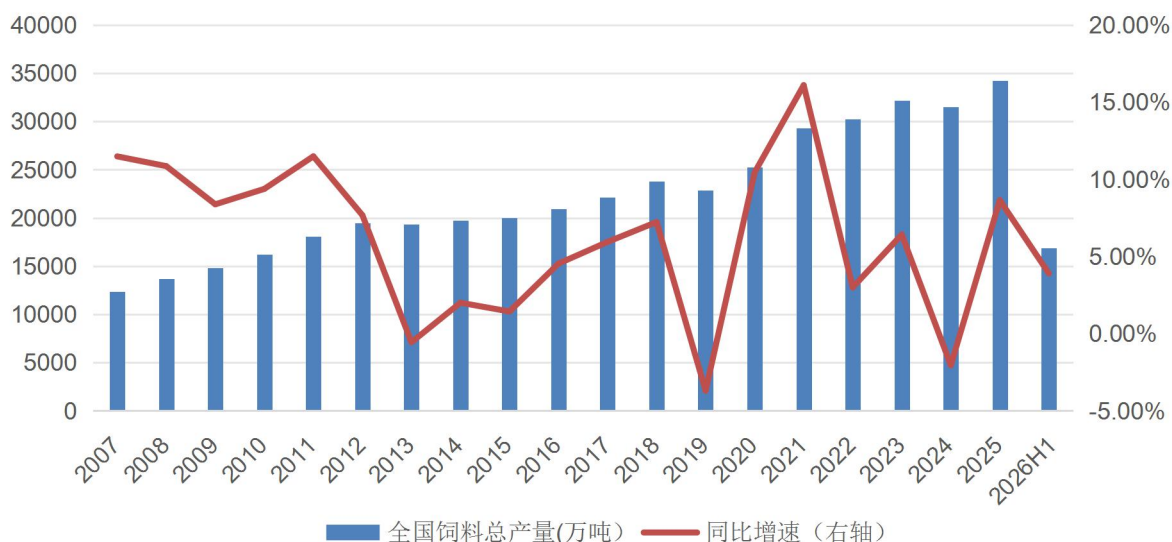
资料来源：Wind、山西证券研究所

饲料动保板块：关注头部优质企业的国内份额增长和出海扩张

2026H1 行业产量温和增长，水产料和猪料为增长主力

根据中国饲料工业协会披露的数据，2026 年上半年，全国工业饲料总产量 16850 万吨，同比增长 3.9%。其中，配合饲料产量 15798 万吨，同比增长 4.3%；浓缩饲料、添加剂预混合饲料产量分别为 597 万吨、345 万吨，同比分别下降 5.7%、2.1%。分品种看，上半年猪饲料产量 8353 万吨，同比增长 7.9%；蛋禽饲料产量 1490 万吨，同比下降 10.4%；肉禽饲料产量 4962 万吨，同比下降 0.4%；水产饲料产量 1110 万吨，同比增长 17.4%；反刍动物饲料产量 720 万吨，同比增长 3.6%。

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 29：2022-2025 年饲料产销量前 20 强

2025年			2024年			2023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	3208	1	海大集团	2650	1	新希望	2876
2	新希望六和	2974	2	新希望	2596	2	海大集团	2440
3	牧原股份	2764	3	牧原股份	2532	3	牧原股份	2300
4	双胞胎集团	2200	4	温氏股份	1939	4	温氏股份	1500+
5	温氏股份	2150	5	双胞胎集团	1550	5	双胞胎集团	1366
6	力源集团	1658	6	力源集团	1450	6	力源集团	1250
7	正大股份	1307	7	正大	1300	7	正大	1218
8	禾丰股份	674	8	禾丰股份	928	8	禾丰股份	902
9	通威股份	653	9	通威股份	687	9	大北农	770
10	唐人神	650	10	唐人神	628	10	通威股份	741
11	大北农	555	11	大北农	541	11	唐人神	708
12	立华	413	12	中粮饲料	380	12	万州国际	525
13	东方希望	402	13	立华股份	380	13	东方希望	480
14	南宝饲料	400	14	亚太中慧	350	14	中粮饲料	400
15	亚太中慧	380	15	山东布恩	350	15	亚太中慧	390
16	中粮饲料	370	16	南宝饲料	340	16	南宝饲料	320
17	安佑集团	320	17	东方希望	325	17	安佑集团	300
18	特驱集团	310	18	安佑集团	320	18	特驱集团	300
19	天康生物	289	19	特驱集团	310	19	布恩集团	290
20	扬翔股份	287	20	天康生物	283	20	天康生物	280
合计		21964	合计		19839	合计		19356
前20市占率		64.17%	前20市占率		62.97%	前20市占率		60.18%

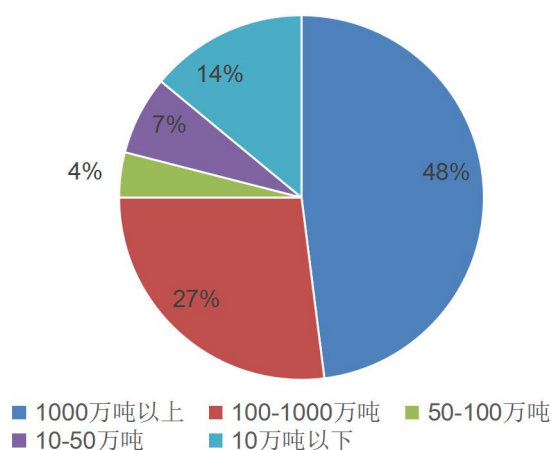
资料来源：新猪派、山西证券研究所

图 30：2025 年我国饲料企业产销量和企业数量

产销量	企业数量（家）
1000万吨以上	7
100-1000万吨	30
50-100万吨	17
10-50万吨	1127
10万吨以下	4843

资料来源：新猪派、山西证券研究所

图 31：2025 年我国不同产销规模饲料企业的份额



资料来源：新猪派、山西证券研究所

饲料上游大宗原料价格局部回升，结构分化

2026 年初以来，饲料上游部分大宗原料价格出现不同程度的回升。2026 年上半年，玉米和小麦现货平均价格同比分别温和上涨 4.81%和 4.59%，豆粕现货平均价格同比下跌 5.95%，鱼粉国际现货价同比上涨 42.97%。从整体供需格局来看，玉米、小麦和豆粕等原料价格尚缺乏大幅上涨的基本面支撑，整体温和回升或是全年主基调。在今年厄尔尼诺气候大环境下，受秘鲁新季捕捞滞后和禁捕政策的影响，鱼粉市场供应端持续偏紧，从而助推国际鱼粉价格上涨。鱼粉价格上涨给下游水产饲料行业整体带了成本压力的同时，也有利于头部企业凭借规模和研发优势，进一步从中小饲料企业中获取更多的市场份额。

图 32：全球和中国玉米供需平衡表

全球玉米	单位	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26E	2026/27E
期初库存	百万吨	340.97	322.37	307.42	292.94	314.25	305.36	313.87	296.21	298.67
产量	百万吨	1,124.92	1,119.68	1,129.42	1,215.93	1,164.18	1231.13	1233.92	1327.70	1297.09
进口	百万吨	164.42	167.76	184.86	184.45	173.45	197.6	186.15	196.73	204.00
饲料消费	百万吨	703.88	715.65	723.87	743.16	735.41	769.93	783.97	825.49	833.08
国内消费总计	百万吨	1,144.82	1,135.57	1,144.01	1,198.37	1,173.66	1221.24	1251.58	1325.24	1320.49
出口	百万吨	181.71	172.33	182.70	206.64	180.40	192.65	187.48	220.66	209.88
期末库存	百万吨	321.07	306.48	292.83	310.50	304.77	315.25	296.21	298.67	275.26
库存消费比	%	28.05%	26.99%	25.60%	25.91%	25.97%	25.81%	23.67%	22.54%	20.85%
中国玉米	单位	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26E	2026/27E
期初库存	百万吨	222.53	210.18	200.53	205.70	209.14	206.02	211.19	191.93	177.15
产量	百万吨	257.17	260.78	260.67	272.55	277.20	288.84	294.92	301.24	307.00
进口	百万吨	4.48	7.58	29.51	21.88	18.71	23.33	1.82	5.00	6.00
饲料消费	百万吨	191.00	193.00	203.00	209.00	218.00	225	234.00	239.00	243.00
国内消费总计	百万吨	274.00	278.00	285.00	291.00	299.00	307	316.00	321.00	325.00
出口	百万吨	0.02	0.01	0.00	0.00	0.01	0	0.00	0.02	0.02
期末库存	百万吨	210.16	200.53	205.70	209.14	206.04	211.19	191.93	177.15	165.13
库存消费比	%	76.70%	72.13%	72.18%	71.87%	68.91%	68.79%	60.74%	55.19%	50.81%

资料来源：USDA、山西证券研究所

图 33：全球和中国大豆供需平衡表

全球大豆	单位	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26E	2026/27E
期初库存	百万吨	100.66	114.10	95.10	100.27	93.48	101.82	115.10	125.93	125.33
产量	百万吨	361.04	339.89	368.60	360.41	378.24	396.4	428.05	429.46	441.70
进口	百万吨	145.88	164.97	165.49	155.51	168.56	178.54	179.15	186.34	189.27
压榨量	百万吨	298.53	312.48	315.82	314.50	315.60	331.25	359.14	372.49	384.17
国内消费总计	百万吨	344.28	358.40	363.97	363.94	366.70	383.87	412.03	429.33	441.72
出口	百万吨	148.83	165.06	164.86	154.22	171.79	177.76	184.33	187.08	190.41
期末库存	百万吨	114.48	95.49	100.35	98.03	101.79	115.13	125.93	125.33	124.17
库存消费比	%	33.25%	26.64%	27.57%	26.94%	27.76%	29.99%	30.56%	29.19%	28.11%
中国大豆	单位	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26E	2026/27E
期初库存	百万吨	23.06	19.46	24.61	30.86	25.15	32.34	43.31	44.49	44.37
产量	百万吨	15.97	18.10	19.60	16.40	20.28	20.84	20.65	20.90	21.00
进口	百万吨	82.54	98.53	99.74	90.50	104.50	112	108.00	113.00	115.00
压榨量	百万吨	85.00	91.50	93.00	87.90	96.00	99	103.50	109.00	111.00
国内消费总计	百万吨	102.00	109.20	112.74	108.40	117.50	121.8	127.40	133.90	136.00
出口	百万吨	0.12	0.09	0.07	0.10	0.09	0.07	0.07	0.12	0.10
期末库存	百万吨	19.46	26.80	31.15	29.25	32.34	43.31	44.49	44.37	44.27
库存消费比	%	19.08%	24.54%	27.63%	26.98%	27.52%	35.56%	34.92%	33.14%	32.55%

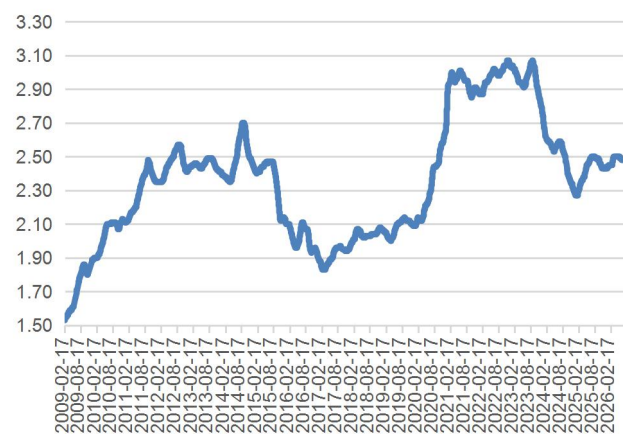
资料来源：USDA、山西证券研究所

图 34：全球和中国小麦供需平衡表

全球小麦	单位	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26E	2026/27E
期初库存	百万吨	287.18	280.69	299.66	283.86	275.35	274.69	270.08	259.88	279.04
产量	百万吨	731.00	762.21	774.41	780.05	790.45	791.53	799.68	843.77	819.97
进口	百万吨	171.27	188.17	194.80	199.93	212.96	223.23	200.94	222.01	208.17
饲料消费	百万吨	139.25	139.19	163.70	160.19	153.02	159.14	157.32	169.31	162.26
国内消费总计	百万吨	734.81	747.40	787.74	791.16	790.38	796.58	809.88	824.61	826.16
出口	百万吨	173.67	194.33	203.35	202.77	221.94	222.23	210.54	227.08	213.05
期末库存	百万吨	283.37	295.50	286.33	272.75	275.42	269.65	259.88	279.04	272.84
库存消费比	%	38.56%	39.54%	36.35%	34.47%	34.85%	33.85%	32.09%	33.84%	33.03%
中国小麦	单位	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26E	2026/27E
期初库存	百万吨	131.20	138.09	150.02	139.12	136.76	138.82	134.52	127.78	122.65
产量	百万吨	131.43	133.60	134.25	136.95	137.72	136.59	140.1	140.07	141.00
进口	百万吨	3.15	5.38	10.62	9.57	13.28	13.63	4.17	5.8	6.00
饲料消费	百万吨	20.00	19.00	45.00	35.00	33.00	37	33	33	31.00
国内消费总计	百万吨	125.00	126.00	155.00	148.00	148.00	153.5	150	150	148.00
出口	百万吨	1.01	1.05	0.76	0.88	0.95	1.01	1.02	1	1.00
期末库存	百万吨	139.77	150.02	139.12	136.76	138.82	134.52	127.78	122.65	120.65
库存消费比	%	111.82%	119.06%	89.75%	92.41%	93.80%	87.64%	85.19%	81.77%	81.52%

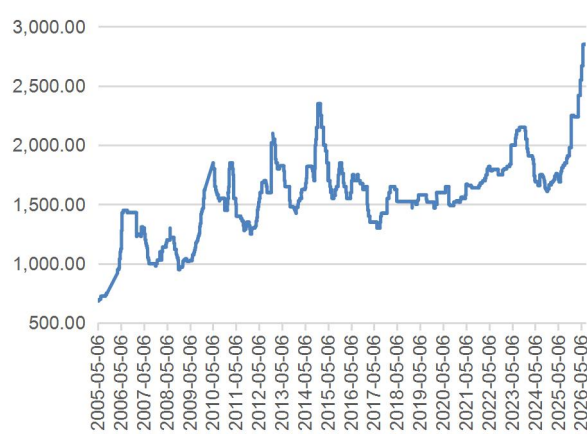
资料来源：USDA、山西证券研究所

图 35：国内玉米现货价（元/公斤）



资料来源：Wind、山西证券研究所

图 36：鱼粉国际现货价（美元/吨）



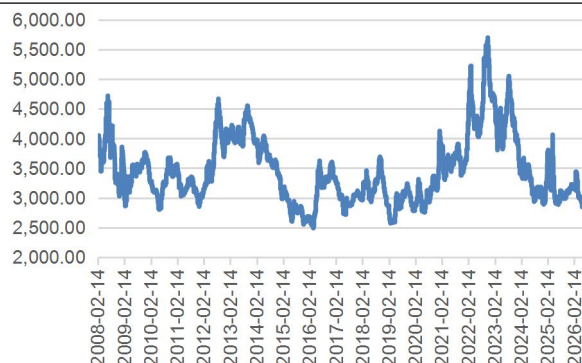
资料来源：Wind、山西证券研究所

图 37：国内小麦现货价（元/吨）



资料来源：Wind、山西证券研究所

图 38：国内豆粕现货价（元/吨）

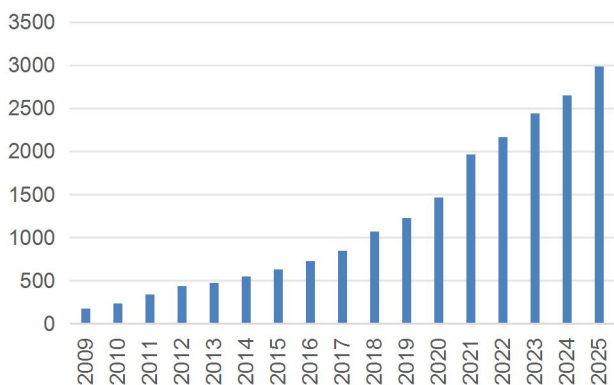


资料来源：Wind、山西证券研究所

关注头部优质企业的国内增长和出海扩张

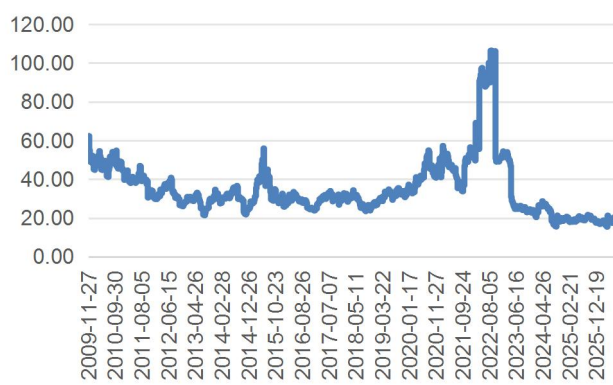
在行业整合和原料涨价的大背景下，市场份额有望加速往头部企业集中，建议关注海大集团的机会：（1）饲料行业的竞争已经从单纯的产品竞争逐渐进入到产业链价值的竞争，海大集团凭借高效的内部管理、有效的业务激励、以及突出的产业链服务优势，国内市场份额得到持续提升；（2）鱼粉等原料价格上涨给中小饲料企业带来较大的成本压力，海大集团有望凭借自身的规模和研发优势加快拓展市场份额；（3）亚非拉地区饲料业务的市场容量大，仍属一片“蓝海”，公司海外饲料业务有望延续高增长高毛利趋势，成为业绩的又一个增长点；（4）公司目前估值处于历史底部区域，安全边际较高。

图 39：海大集团历史年度饲料销量（万吨）



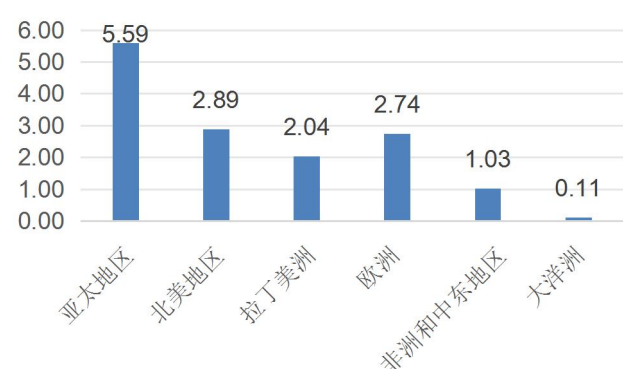
资料来源：2009-2025 公司年报、山西证券研究所

图 40：海大集团市盈率历史走势



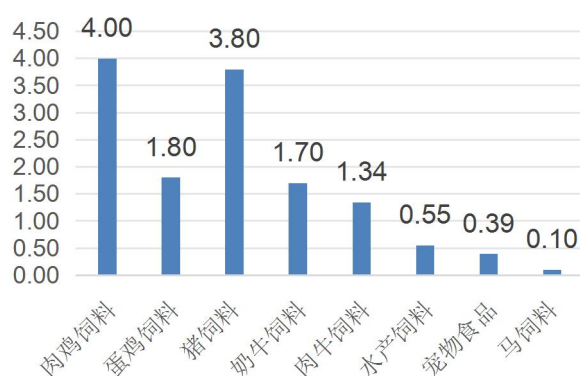
资料来源：Wind、山西证券研究所

图 41：全球各地区的饲料产量（亿吨，2025 年）



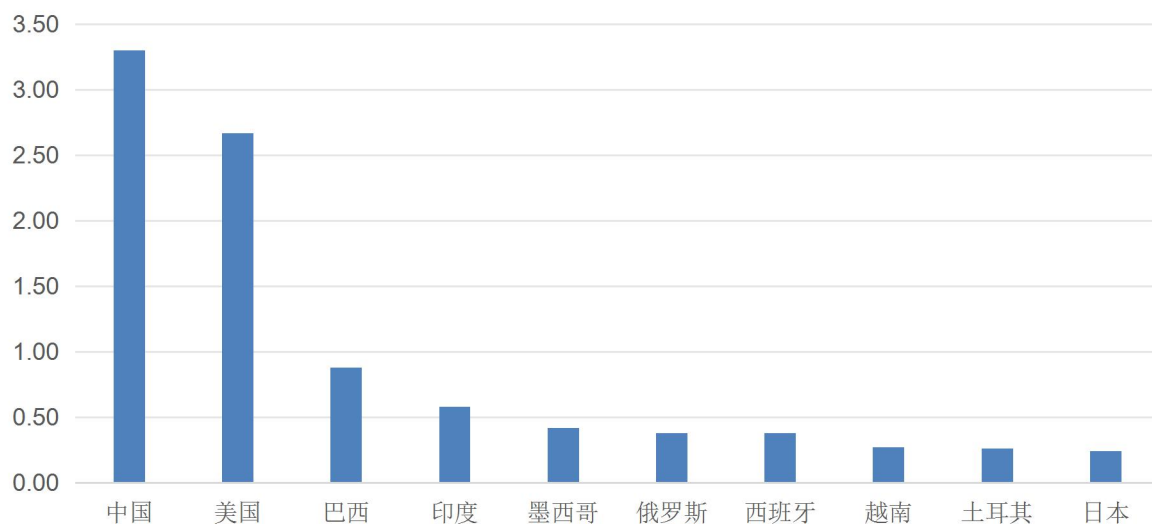
资料来源：奥特奇生物、山西证券研究所

图 42：全球主要饲料品种的产量（亿吨，2025 年）



资料来源：奥特奇生物、山西证券研究所

图 43：2025 年前 10 大饲料生产国



资料来源：奥特奇生物、山西证券研究所

图 44：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)	2023-12-31	2024-03-31	2024-06-30	2024-09-30	2024-12-31	2025-03-31	2025-06-30	2025-09-30	2025-12-31	2026-03-31
海大集团	489.68	860.69	1264.35	1498.77	880.17	1282.35	1356.19	1503.89	137.90	887.12
粤海饲料	56.33	-56.16	8.18	-19.43	-17.98	-24.67	28.23	22.63	-8.40	11.26
邦基科技	16.02	20.33	3.10	19.27	7.43	28.00	36.45	41.71	4.69	4.04
普莱柯	-4.59	27.31	46.64	32.33	-13.47	52.91	63.27	40.95	27.86	40.73
金河生物	-16.61	45.14	45.88	22.74	-13.56	51.12	86.80	1.15	-111.51	62.30
瑞普生物	179.24	87.57	71.57	85.60	55.99	115.98	140.54	105.78	38.21	107.78
蔚蓝生物	25.38	12.72	16.63	11.50	21.79	9.58	17.14	35.06	8.03	17.87
中牧股份	6.09	76.53	-13.72	19.00	-10.92	64.01	17.75	143.59	-54.04	24.18
生物股份	-4.68	105.59	17.33	46.62	-60.56	76.48	-16.06	100.89	-61.20	80.64
科前生物	38.51	87.23	65.38	107.99	121.75	108.24	111.66	117.90	80.93	79.24
回盛生物	1.90	-16.41	-35.47	4.22	27.50	44.50	72.68	70.72	65.25	77.67
申联生物	-5.61	-2.21	-32.30	20.38	-30.62	-3.02	-9.85	13.15	-20.77	-1.73
合计	781.69	1248.34	1457.56	1848.99	967.53	1805.47	1904.81	2197.43	106.94	1391.10

资料来源：Wind、山西证券研究所

宠物板块：盈利能力短期承压，看好高端化趋势

品牌纷纷战略升级，主粮功能化趋势明显

2026 年来，多家宠食品牌官宣品牌战略升级，科研驱动品牌心智突围；同时摆脱低价内卷，锚定高端化方向。麦富迪（乖宝宠物）发布“解码天性，更懂犬猫”全新品牌主张，确立“更懂犬猫天性的营养专家”全新定位，依托 WarmData 犬猫天性研究大数据中心，构建“数据主权”竞争壁垒；领先（中宠股份），正式确立“科学预防专家”的全新定位，并发布核心沟通口号“怕猫猫生病，选领先”，旨在通过体系化的能力建设，将“科学预防”从理念转化为可信任、可验证的用户承诺；爵宴（佩蒂股份），从宠物喂养升级为宠物生命健康状态呵护，提出全新品牌理念 “Better Life for Health”，界定“宠物的长久健康=天然膳食×摇尾生活”，认为宠物健康不



仅依赖食材配方，更需要科学膳食与愉悦生活状态相辅相成；冠能（雀巢普瑞纳），品牌理念焕新“冠能先锋营养，滋养非凡生命力”，明确三大战略方向，即坚守原创科研、强化品质管控、简喂科学方案，适配中国养宠人群认知。

梳理各宠食品牌在 2026 年上半年发布的新品，可以发现以下特点：1、精准化，按生命阶段、健康状态分阶/分类；2、功能化，聚焦免疫、肠胃、美毛、泌尿、关节等具体健康问题；3、科学化，强调临床实证、医研合作、数据驱动。宠食品牌正从提供基础营养，全面转向提供基于科学研究的个性化健康解决方案。

表 1：2026 年上半年宠食新品汇总

品牌	新产品名称	产品定位	核心功能/特点
冠能 (雀巢普瑞纳)	免疫加护系列 (含 5 款主食猫罐头、2 款犬猫干粮)	首款日常营养湿粮，定位“科学喂养‘干湿搭配’新篇章”，成为“多场景科学营养解决方案提供者”。	1. 三重免疫保护：通过β-葡聚糖（激发抵抗力）、维生素 E（提升自御力）、Omega-3 脂肪酸（强化保护力）构建免疫屏障。 2. 干湿搭配：倡导科学喂养方式，湿粮支持泌尿健康、消化率高，干粮方便喂食、有助口腔健康。
皇家 (玛氏)	离乳期奶糕罐头、成猫心脏全价处方粮	覆盖全生命周期，针对特定生命阶段和疾病期提供专业营养支持。	1. 离乳期奶糕罐头：专为 1-4 月龄幼宠设计，超细腻肉泥易进食，添加专研成分提升自护力。 2. 成猫心脏全价处方粮：针对肥厚型心肌病患猫，旨在延缓疾病进展、提高生活质量。
希宝（玛氏）	全价成猫主食猫条	拓展湿粮主食化场景	顺应湿粮主食化趋势，将猫条这一传统零食形态升级为全价主食，拓展科学喂养场景。
爱肯拿 (玛氏)	双拼倍护猫粮 Nutra-Duo 系列	-	主打泌尿日常养护。
渴望（玛氏）	超浓系列主食罐	-	以浓鲜肉泥质地覆盖成猫、幼猫需求，兼顾美毛与消化吸收。
弗列加特 (乖宝)	体态管理配方烘焙猫粮	科学体重管理猫粮，避免传统“硬饿”导致的肌肉流失。	三重能量管理：精准分离甘油三酯以从源头减少脂肪摄入；科学添加甘油二酯帮助减少脂肪堆积，同时搭配 L-肉碱，帮助猫咪消耗多余脂肪，协同降低体脂；结合膳食纤维增强饱腹感。
弗列加特 (乖宝)	品种专研烘焙猫粮（布偶/英短）	首款针对特定品种猫遗传特质与健康需求的专属猫粮。	1、布偶品种烘焙猫粮：针对布偶高发的“玻璃胃”与美毛护肤的需求，将部分大分子蛋白定向重组为小分子短肽，降低消化负担，并针对性添加磷虾油。 2、英短品种烘焙猫粮：针对英短猫特有的“易胖体质”及潜在的肥厚型心肌病风险，通过高鲜肉、中低脂肪的配方设计，配合支链氨基酸促进肌肉合成，并针对性添加有益于心脏健康的支持成分。
麦富迪 (乖宝)	奶弗幼猫粮（奶糕粮）	“天生免疫营养，科学延续母乳”，专为 1-4 月龄离乳期幼猫设计。	1. 三重母乳营养：20%生羊乳+45%鲜肉实现奶肉协同；添加天然免疫蛋白因子与 3 大专利母乳自护菌；采用超微乳化微粒技术提升吸收率。 2. 科研背书：联合中国海洋大学成立行业首个犬猫母乳营养研究院，深化幼宠起点营养研究。
康弗（乖宝）	全新处方粮品	宠物临床营养，定位“营	1. 医研食协同：深度融合营养学与宠物临床医学，提出“教育赋能+

品牌	新产品名称	产品定位	核心功能/特点
宝)	牌，康复、肠道、泌尿、低脂、低过敏五大系列	养介入医疗”，旨在成为兽医师的可靠后盾。	专业产品+临床工具”三位一体方案。 2. Vet Meta+™技术：基于 Warm Data 大数据，围绕生病犬猫器官的“吸收—转化—修复”进行分子级营养调控。 3. GMP 生产线：在超级工厂内按药品洁净度标准建立独立处方粮生产线。
领先（中宠）	“免疫双屏障”系列（蓬蓬猫粮、壮壮猫粮）	“科学预防”，推动宠物健康管理逐步向主动预防升级。	“蓬蓬粮”专注外部屏障（皮毛健康），创新提出“屏障型美毛”理念，“屏障型美毛”更强调通过系统营养支持皮肤免疫与屏障防御能力，帮助猫咪健康；“壮壮粮”专注内部屏障（肠道健康），针对猫咪软便、不长肉等常见问题专项研发，首创专利益生菌护肠体系。
爵宴（佩蒂股份）	全价风干幼犬粮、季节限定冻干鲜花饼、全新全价犬主食冻干	品牌升级至“Better Life for Health”，从喂养升级为生命健康状态呵护。	1、全价风干幼犬粮：采用轻薄 4mm 粮体设计，搭配低温风干工艺，加入 0 乳糖奶源及天然果蔬成分，适配幼犬消化特点； 2、季节限定冻干鲜花饼：采用高占比肉基底，搭配羊奶与食用花瓣、养生食材，适配猫狗食用需求； 3、全新全价犬主食冻干：采用无谷无抗配方，粗蛋白含量超 40%，均衡果蔬配比，并以独立小包装优化储存与喂食便利性。
凯锐思（耀目宠物集团）	6 阶金爪烘焙猫粮（全系列）	“6 阶营养·更懂喂养”，主打全生命周期分阶精准营养，旨在终结“一粮通吃”。	1. 6 阶精准划分：针对离乳期、幼年期、青春期、成熟期、初老期、高龄期 6 个阶段设计专属配方。 2. 独立配方体系：6 个阶段均采用独立研发的专属配方，而非同一套基础配方调整参数。全系列以 90%高鲜肉含量为统一基底，在肉源组合、功能成分与专利菌株配置上实现全面差异化。 3. 高鲜肉基底：全系列采用 90%高鲜肉含量，搭配 Uptake 吸收技术（酶解预消化+低温烘焙）。"

资料来源：宠业家公众号，中国经济网，中国商务新闻网，中国新闻网，上海徐汇区人民政府网站，中宠股份官网，新浪网，证券日报之声，麦富迪官网，宠物行业白皮书公众号，消费日报网，山西证券研究所

根据《2026 抖音电商宠物新品趋势白皮书》，猫/犬主粮在工艺、肉源、功能三大维度上实现跃升，相关搜索指数和内容曝光指数显著增长。在工艺升级方面，低温烘焙、冷鲜粮、酶解技术等正逐步替代传统高温膨化；在肉源方面，兔肉、乳鸽、鹿肉等稀有蛋白源成为新宠；在功能方向上，猫的美毛、肠胃、免疫、泌尿四大健康管理功能已成为标配，犬主粮则围绕关节、口腔、肠胃、老年、体重、品种、泪痕等七大方向做精准添加。

图 45：猫主粮升级路径表现为“工艺更鲜、肉源更野、功能更专”



资料来源：宠业家公众号，《2026 抖音电商宠物新品趋势白皮书》，山西证券研究所

图 46：狗主粮同样在工艺、肉源、功能三大维度上实现跃升



资料来源：宠业家公众号，《2026 抖音电商宠物新品趋势白皮书》，山西证券研究所

今年 618 购物节，宠物功能粮、冻干粮等显著增长。（1）京东宠物：美毛/肠道健康/关节养护功能宠粮成交额同比+82%，老年粮+79%，猫湿粮+103%，处方粮+60%；（2）天猫国际宠物：猫冻干粮同比+180%，犬猫风干/烘焙粮+100%，猫湿粮/主食罐同比+80%。（3）皇家处方粮出现在天猫的狗主粮 TOP10，体现了极强的结构信号，宠物慢病喂养需求释放，头部成熟处方粮品牌壁垒高。

图 47：618 购物节，高端宠物粮强势增长

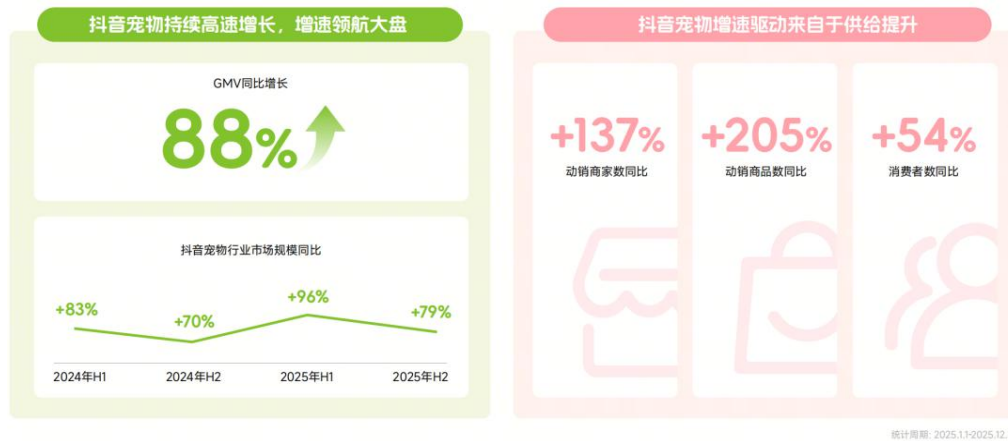


资料来源：京东宠物，宠业家公众号，山西证券研究所

自主品牌营销加码，国产商盈利能力承压

当前宠物食品行业仍处在激烈竞争中，以抖音平台为例，宠食企业将抖音作为新品牌、新产品推广的主要阵地，抖音宠物销售持续高增长，背后正对应了供给端的增加。2025 年，抖音宠物 GMV 同比增长 88%，从供给端来看，动销商家数量同比增长 137%、动销商品数量增长 205%，而同期的消费者数量增速为 54%，低于供给端的增长。

图 48：抖音渠道维持高增长



统计周期：2025.1-2025.12.31

资料来源：宠业家公众号，《2026 抖音电商宠物新品趋势白皮书》，山西证券研究所

观察 618 购物节宠物食品销售排名，尚未出现赢家通吃的局面，在不同的电商平台以及不同的主粮品类中，仍存在竞争分化以及新锐品牌的成长。（1）狗猫食品整体：天猫和抖音 TOP10 品牌有所分化，抖音国产品牌更多（海外品牌仅皇家、排名第 9，天猫有 3 家海外品牌）、新锐品牌更多（如金故、卫仕、宽幅，分别排名第 2、第 3、第 7，并未出现在京东和天猫 TOP10）；TOP3 品牌两家平台并无重合，TOP5 有 3 家共同品牌，TOP10 则有 7 家重合。（2）天猫和京东分别披露狗/猫食品 TOP10：京东平台海外品牌多于天猫平台，猫食品中海外品牌多于狗食品；猫食品较狗食品更集中，猫食品有 7 家品牌均出现在天猫和京东 TOP10，狗食品有 5 家共同品牌；（3）仅有少数品牌在天猫/抖音/京东的犬/猫食品 TOP10 均榜上有名，包括皇家、麦富迪、蓝氏。

表 2：2026 年 618 各平台宠物食品品牌榜

猫狗食品品牌榜		猫食品/主粮品牌		狗食品/主粮品牌	
天猫	抖音	京东猫食品	天猫猫主粮	京东狗食品	天猫狗主粮
鲜朗	麦富迪	皇家	鲜朗	皇家	伯纳天纯
皇家	金故	麦富迪	皇家	伯纳天纯	鲜朗
蓝氏	卫仕	蓝氏	蓝氏	麦富迪	皇家
麦富迪	蓝氏	Orijen	弗列加特	疯狂小狗	麦富迪
弗列加特	鲜朗	网易严选	Orijen	Orijen	蓝氏
诚实一口	弗列加特	弗列加特	麦富迪	蓝氏	纯福
Orijen	宽幅	爱肯拿	诚实一口	爱肯拿	爱肯拿

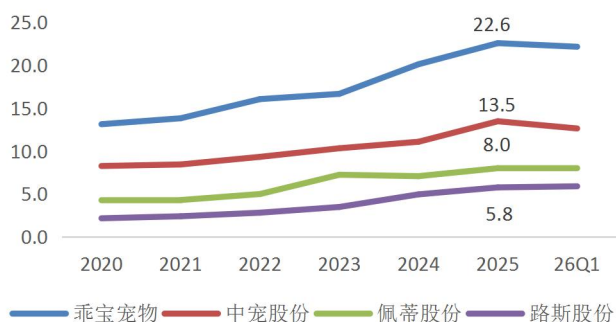
猫狗食品品牌榜		猫食品/主粮品牌		狗食品/主粮品牌	
网易严选	伯纳天纯	领先	网易严选	网易严选	汪爸爸
爱肯拿	皇家	冠能	天然百利	冠能	皇家处方粮
伯纳天纯	诚实一口	素力高	Toptrees	比乐	诚实一口

资料来源：宠业家公众号，宠经说公众号，京东宠物公众号，山西证券研究所

宠食企业为打响自有自主品牌、抢占用户心智，持续加码市场投放。整体而言，宠食上市公司销售费用率近年来逐年增长，且分化特征显著：行业头部企业销售费用率基数更高，增速也快于中小同行，部分头部公司销售费用率已超 20%。拆分销售费用内部结构可知，业务宣传费用和销售服务费是两大核心支出项，合计占销售费用比重连续 2 年超过 50%，头部企业该两项费用占比则接近 80%。其中，业务宣传费主要用于国内业务拓展，包括电商平台线上推广费用和代言赞助等品宣费用；销售服务费主要为电商平台服务佣金等。一方面，自有品牌建设驱动营销投放持续扩容，另一方面，线上渠道扩张也推高平台服务相关成本。

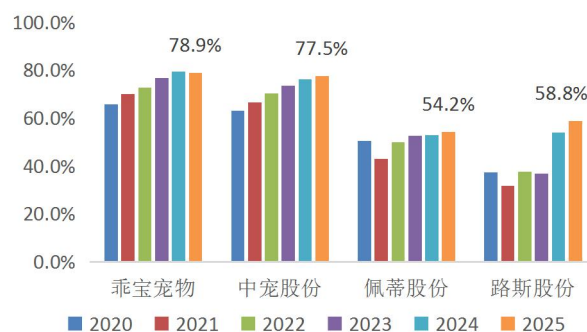
从盈利能力来看，当前宠物食品公司毛销差普遍承压。一方面营销兑现为产品高端化结构改善，规模经济降低单位成本，有利于提升毛利率；另一方面，销售等费用增加会对盈利能力造成挤压。我们跟踪毛销差指标（即毛利率-销售费用率），评估产品毛利扣除获客、品牌、渠道营销成本后的盈利缓冲空间，对定价权和营销投放效率进行综合考量。2020-2026Q1，一方面销售费用率保持稳定增长，另一方面毛利率还受到原材料成本、关税、汇率等压制，毛销差经历了下滑（2020-2022 年，毛利率下滑、销售费用率提升）→上升（2023-2024 年，毛利率上升快于销售费用率）→承压（2025 年至今，毛利率下滑或者毛利率上升慢于销售费用率），2025-2026Q1 行业多数公司毛销差承压。

图 49：行业销售费用率逐年增长（%）



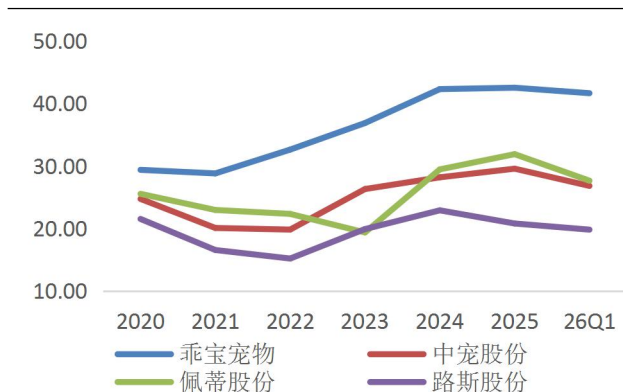
资料来源：wind，上市公司年报，山西证券研究所

图 50：业务宣传&销售服务费是销售费用核心支出项



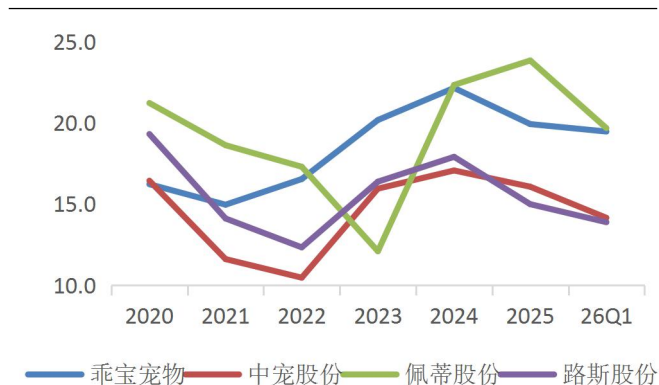
资料来源：wind，上市公司年报，山西证券研究所

图 51：近 5 年宠物食品公司毛利率整体上升（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 52：2026Q1 行业多数公司毛销差承压（%）



资料来源：wind，山西证券研究所（毛销差=毛利率-销售费用率）

头部品牌看重行业长期成长空间，坚定进行投入；营销方式上，客户资产精细化运营更为关键。养宠渗透叠加消费升级趋势，宠物行业仍有望保持增长。以乖宝宠物为例，公司指出，在结构升级的关键期，高质量市占率仍为当前发展的核心目标，短期增加营销、研发、资本开支等投入，本质是为了实现新一轮增长。

从营销投放方式来看，当前宠物食品企业的品牌矩阵仍在拓宽，功能粮、处方粮等产品持续推出，在品牌培育期，营销费用增长难以避免，但是投放精细化、客户资产运营仍是必要抓手。比如在抖音降低达播比例，提高自播占比；加强内容质量，替代部分纯付费流量；建设并完善私域/会员体系，把首购用户沉淀到会员体系，长期靠品牌资产和会员复购驱动，而复购主要取决于产品稳定性等。

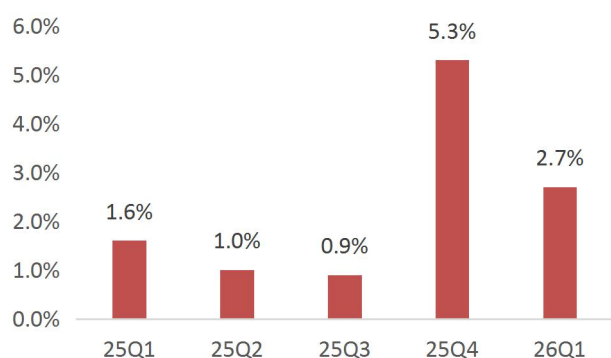
全球需求结构化增长，中国出口 26Q1 复苏

从全球宠物食品市场来看，需求仍在增长，但是结构有所分化。我们观察全球龙头公司可发现，猫粮相对犬粮更有弹性，从品类来看，美欧湿粮需求增长，高端处方粮持续受到青睐。美欧市场猫湿粮需求强劲。雀巢宠物食品业务在 2025 年和 2026Q1 均实现正增长（剔除汇率、并购等因素影响），Organic growth 分别为 2.2%和 2.7%，且增长主要是由 Real internal growth（销量因素）驱动，分别为 2.6%和 1.7%。从需求端来看，美国和欧洲猫湿粮市场均有强劲增

长,狗粮相对疲软;从供给端来看,公司 25Q4 美国产能释放,25Q4 宠物业务 Real internal growth 达到 5.4%。

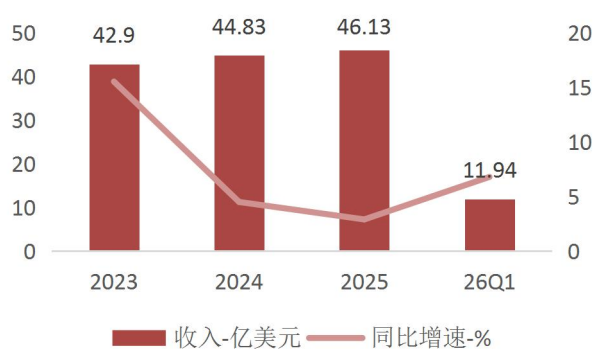
高端处方粮市场仍然保持增长。高露洁旗下 Hill's 是全球宠物处方粮领导品牌,公司聚焦高端处方粮和保健粮,收购 Prime100 补充鲜粮布局,并且剥离代工业务。根据公司 2025Q4 业绩会,处方粮仍是公司宠物食品业务增长主要驱动,市场份额提升,成为推动整体利润和毛利率的关键驱动力。26Q1, Hill's 收入增长 6.7%, 主要是价格增长和汇率正贡献所致, 分别为 3.8%和 2.7%, Organic growth 达到 2.1%主要是由处方粮和保健粮贡献。

图 53: 雀巢宠物食品业务保持增长态势



资料来源:雀巢官网,山西证券研究所

图 54: Hill's 收入稳定增长



资料来源:wind,山西证券研究所

从宠物食品行业进出口贸易来看,根据 Trade Map, 2026Q1, 我国宠物食品出口金额累计 3.6 亿美元,同比增长约 6%。从区域结构来看,(1) 欧洲:我国宠物食品出口规模最大的区域,出口金额同比增长 12%,规模占比达 45%。其中,德国、英国、荷兰出口金额同比分别增长 14%、17%、53%,德国是我国宠物食品出口金额最高的国家。(2) 亚洲:出口金额同比增长 20%,规模占比 38%。其中,对日、韩出口金额小幅下滑约 4%、5%;对东南亚国家出口大幅增长,其中菲律宾、印尼、泰国出口金额同比分别增长 43%、30%、28%。(3) 美洲:出口金额同比继续下滑约 28%,规模占比下滑至 14%,其中对美国出口金额同比下滑约 35%,美国仍是出口规模排名第二的国家。

图 55：2026Q1，我国宠物食品出口金额恢复增长

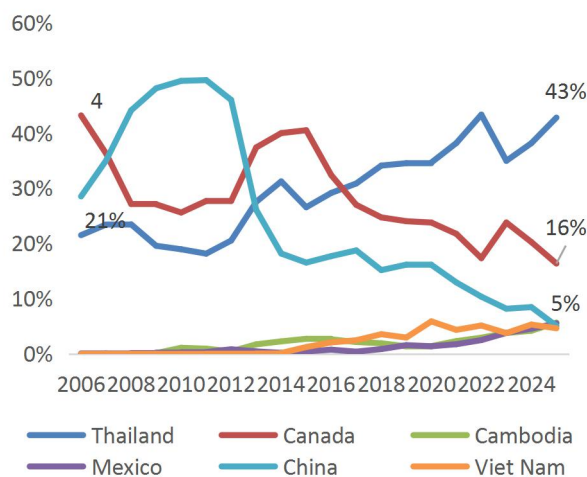


资料来源：Trade Map，山西证券研究所

美国作为全球宠物食品最大的市场，2025 年关税政策波动后，其进口总额仍维持增势，泰国占比第一。根据 Trade Map，2025 年美国宠物食品进口规模同比增长约 9%，其中从泰国进口规模最高，占比高达 43%，进口规模同比增长约 22%；从柬埔寨进口规模排第三，占比约 6%，规模同比增长约 47%。26Q1，美国宠物食品进口规模同比增长 2%，其中泰国、柬埔寨进口规模同比分别增长 3%、144%，规模占比分别为 41%、10%。

泰国宠物食品头部代工企业 ITC，深耕美洲区域湿粮出口。FY 2025，ITC 美洲地区收入贡献约为 58%（FY2024 贡献为 50%），美洲区销售额同比增长约 17.8%、销量同比增长约 27.4%，即使在关税政策变动下仍实现新客户扩张。从公司品类扩张来看，ITC 供应了美国湿粮市场进口量的 30%左右，在 flake（薄片罐）领域建立领先优势，并积极拓展 chunk&pate（大块肉&慕斯肉泥）湿粮。

图 56：2025 年美国从泰国进口宠食规模占比达 43%



资料来源：Trade map，山西证券研究所

图 57：ITC 积极拓张湿粮细分市场

Chunk & Pate opportunities in the U.S.



来源：ITC 官网，Chewy，山西证券研究所

国产宠食公司加快全球化布局，海外产能落地。对于中国宠食代工企业而言，美欧出口占比高，品类上以宠物零食为主。一方面，关税政策波动，影响出口收入规模；另一方面，产销分离加上汇率波动，影响出口业务毛利率。因此全球化产能布局，成为国产宠食公司出海的重要战略。

（1）乖宝宠物：目前泰国产能合计达 2.4 万吨，并计划于 2026 年启动第四期、预计增加产能 5 万吨；新西兰项目计划投资 9.5 亿元，建设周期 5 年，总目标产能 5 万吨，聚焦冻干、湿粮和保健品等高端品类，一期计划投资 3.5 亿元，预计 2027 年达产。

（2）中宠股份：美国第二工厂正有序推进资质认证及属地审批流程，预计今年 Q2 至 Q3 逐步落地，北美本地化产能布局进一步完善。

（3）佩蒂股份：公司在温州、泰州、越南、柬埔寨和新西兰建有大规模的生产基地，新西兰工厂目前已经完成多款产品的进口备案，并在天猫国际设立了两家品牌旗舰店，目前有少量几款狗食品在售，定位在中端到高端的产品线。预计工厂端产能利用率进入 30%-40%区间即可实现盈利，中期内即可贡献利润。

（4）路斯股份：柬埔寨工厂一期年产 3000 吨宠物食品项目已投入使用，二期年产 7500 吨宠物食品项目整体建设工作稳步推进。一期项目产能利用率稳步提升，该项目主要面向美国市场开展业务。

投资建议

在资产负债率指标方面，较多企业 2026 年 1 季度末的资产负债率环比出现进一步上升，且仍有部分企业的负债率处在历史较高位置。生猪养殖行业整体降负债和修复资产负债表的任务尚未完成。2026 年 6 月底的能繁母猪存栏量已经下降至 3780 万头，为 2022 年以来的新低，同时已经接近《生猪产能综合调控实施方案（2026 年修订）》设定的 3750 万头左右正常保有量。如果行业继续亏损和现金流趋紧，或进一步驱动市场化去产能，则有望为下一轮生猪价格上涨周期奠定良好的基础，生猪养殖行业基本面和估值有望得到修复，建议**美盛盩**、**立华股份**、**神农集团**、**巨星农牧**等生猪养殖股。

在行业整合和原料涨价的大背景下，市场份额有望加速往头部企业集中，建议关注**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）鱼粉等原料价格上涨给中小饲料企业带来较大的成本压力，海大集团有望凭借自身的规模和研发优势加快拓展市场份额；（3）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；（4）公司目前估值处于历史底部区域，安全边际较高。

禽肉供给总体较为充裕，肉鸡产业内部出现一定程度的结构分化，白羽肉鸡行业规模扩张，供给较为宽松，行业仍存压力；黄羽肉鸡行业由于在 2025 年经历了行情低迷和产能去化，今年价格同比去年有所回升。周期配置的角度，在周期低位，低估值和具有成本优势的头部企业在配置上或具有良好的风险收益比和吸引力，建议关注**立华股份**、**圣农发展**。

养宠渗透率提高叠加消费升级趋势，宠物行业仍有望保持增长。2026 年，国产厂商积极进行品牌升级、通过科研驱动品牌心智，同时在食品功能、工艺上实现迭代升级，高端化趋势明显，进入新的发展阶段。国际市场则呈现结构性增长态势，美欧猫湿粮弹性高，狗粮略显压力，虽面临关税政策、汇率波动，美国宠食进口需求并未缩减，26Q1 我国出口已有复苏，随着海外产能陆续落地，代工业务收入和毛利率有望边际修复。进入新发展阶段，宠物食品企业竞争持续，持续进行营销、研发、供应链投入，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 58：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
		2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	
002311	海大集团	4,280	4,912	6,520	2.60	2.99	3.96	18	16	12	买入-A
002299	圣农发展	1,380	1,449	1,754	1.11	1.17	1.41	15	15	12	买入-B
300498	温氏股份	5,266	2,277	8,503	0.79	0.34	1.28	17	41	11	买入-B
300761	立华股份	578	929	1,536	0.69	1.11	1.83	28	17	10	增持-A
301498	乖宝宠物	673	749	908	1.68	1.87	2.27	26	23	19	增持-A
002891	中宠股份	365	440	559	1.13	1.37	1.74	28	23	18	增持-A
605296	神农集团	339	116	748	0.65	0.22	1.43	48	143	22	增持-B
603477	巨星农牧	30	13	695	0.06	0.03	1.36	255	509	11	增持-B

资料来源：Wind、山西证券研究所，股价取 2026 年 8 月 11 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。本报告清晰准确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： 预计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

