

# 拨云见日

## ——农业板块2025半年报业绩综述

行业评级：看好

2025年9月15日

分析师 钟凯锋

邮箱 zhongkaifeng@stocke.com.cn

证书编号 S1230524050002

分析师 张心怡

邮箱 zhangxinyi@stocke.com.cn

证书编号 S1230524020002

## 1、生猪板块：短期猪价虽承压，降本增效驱动业绩改善

- 投资建议：此前政策核心是抗通缩，未来重心或将逐步切换至反内卷，若反内卷政策趋严，本质上是对行业“无效扩张”的清算。此时成本优势即生存权：牧原、温氏等头部企业凭借效率壁垒，在政策约束下仍能维持较高头均盈利。推荐低成本、确定性强的龙头：【牧原股份】【温氏股份】；重点关注成本控制优异、成长性高的小猪企：【神农集团】【巨星农牧】【德康农牧】。
- 风险提示：猪价不及预期、动物疫病大规模爆发、原材料价格大幅波动。

## 2、肉牛板块：周期底部回升，优质牧企淘牛收益弹性有望充分兑现

- 牛价反弹刚起步，短期压力不改长期向上趋势；近期上山牛下山使市场供给相对充足，供给增而补栏少，市场仍“重育肥、轻繁育”，优质犊牛占比低，且交易市场口蹄疫严重，进一步抑制犊牛补栏意愿，明年或仍存在700公斤以上大牛缺乏的情况。随牛价长期向上，牧业公司淘牛收入弹性有望充分兑现，建议关注：淘牛高收益、原奶成长高弹性的【优然牧业】、【现代牧业】，以及布局高品质肉牛业务，受益牛价上周弹性更大的【中国圣牧】。
- 风险提示：极端天气频发。饲料价格大幅波动，下游需求不及预期。

## 3、动保板块：基本面企稳回暖，重视宠物业务发展

- 投资建议：在下游养殖回暖、行业基本面逐步修复的过程中，头部企业将展现更大的增速，同时宠物疫苗的快速放量将为各企业估值抬升提供助力。推荐优先受益于生猪养殖盈利回升带动、且宠物业务板块布局完善的【瑞普生物】，以及高端猪用市场苗为主的【科前生物】，将在新一轮周期复苏中展现较大弹性；此外，建议关注拥有较强竞争实力的龙头企业【生物股份】、【中牧股份】、【普莱柯】。
- 风险提示：下游养殖景气度不及预期，新品上市进度不及预期。

## 4、种业板块：周期承压下行，强者恒强

- 投资建议：种子市场现在已经从‘量’变为‘质’的竞争，优质的品种才是种企业的核心竞争力，资源整合、兼并重组是当前种业的一大趋势，种企集中度也有望进一步实现提升。同时，转基因种子经过一年的试点销售，展现了较为优秀的表现，拥有优秀品种储备的企业优先获益。在我国进口依赖度持续增加的背景下，掌握种源才能支撑国家粮食安全，种业将从周期估值切换到成长估值，重点关注性状储备领先的【大北农】和优秀品种储备领先【隆平高科】，建议关注【登海种业】和【国投丰乐】，以及优秀品种储备丰富的【康农种业】和【神农种业】。
- 风险提示：政策落地不及预期，农产品价格大幅波动，自然灾害影响。

01

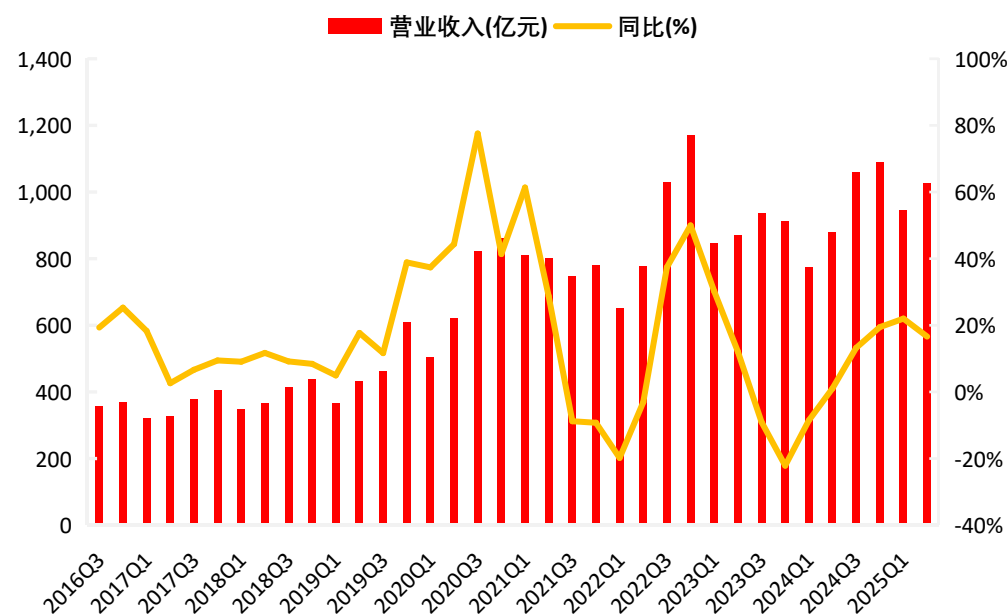
生豬

## 业绩同环比改善明显。

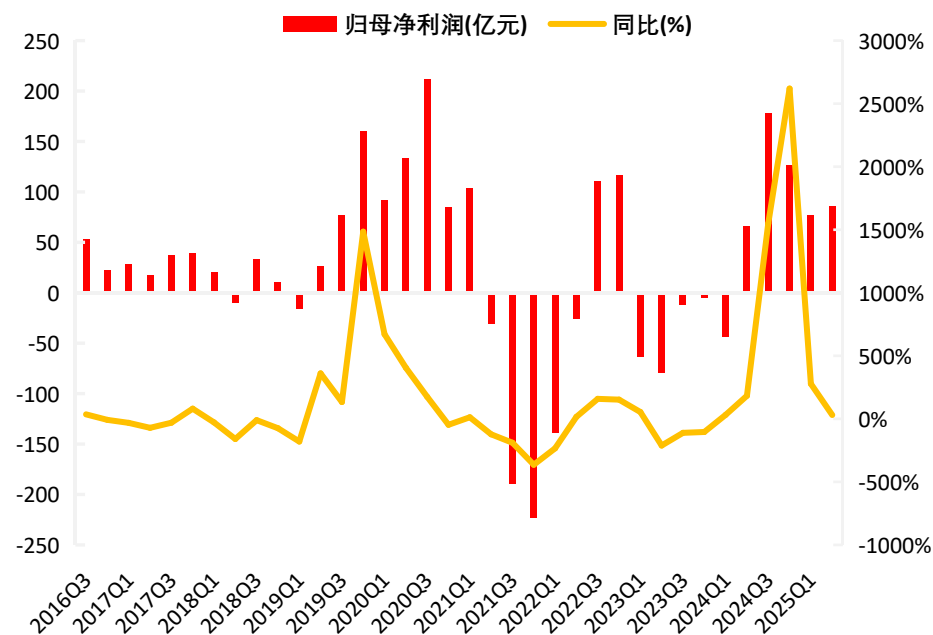
15家猪企25H1实现营收1969.80亿元，同比增长19%；实现归母净利润163.29亿元，同比增长625%。

其中，25Q2实现营收1025.23亿元，同比增长16.61%，环比增长8.54%；实现归母净利润86.22亿元，同比增长30.81%，环比增长11.88%。

图：15家上市猪企单季度合计营业收入



图：15家上市猪企单季度合计归母净利润



# 利润表：猪价短期承压，降本增效带动25H1板块业绩改善

从个股来看，上市猪企25H1盈利表现整体改善，部分猪企利润实现同比数倍乃至数10倍的增长。

| 企业   | 营业收入 (亿元) |         |        |         |        | 归母净利润 (亿元) |           |        |         |         |
|------|-----------|---------|--------|---------|--------|------------|-----------|--------|---------|---------|
|      | 2025H1    | 同比      | 2025Q2 | 同比      | 环比     | 2025H1     | 同比        | 2025Q2 | 同比      | 环比      |
| 牧原股份 | 764.63    | 34.46%  | 404.02 | 32.06%  | 12.04% | 105.30     | 1169.77%  | 60.39  | 88.24%  | 34.47%  |
| 温氏股份 | 498.52    | 6.66%   | 255.34 | 2.56%   | 5.00%  | 34.75      | 161.77%   | 14.73  | -42.53% | -26.39% |
| ST天邦 | 46.93     | 8.69%   | 22.50  | -0.79%  | -7.92% | 3.52       | -58.14%   | 2.25   | -5.15%  | 77.32%  |
| 大北农  | 135.59    | 3.55%   | 66.94  | 4.80%   | -2.49% | 2.35       | 250.93%   | 1.01   | 88.53%  | -24.84% |
| 傲农生物 | 39.57     | -15.01% | 21.74  | -3.29%  | 21.91% | 3.61       | 166.81%   | 1.42   | 157.46% | -34.73% |
| 唐人神  | 124.68    | 15.05%  | 64.94  | 9.02%   | 8.72%  | -0.60      | -1386.75% | 0.17   | -91.53% | 122.23% |
| 天康生物 | 88.47     | 10.68%  | 46.66  | 10.68%  | 11.63% | 3.38       | 22.27%    | 1.90   | -14.59% | 28.35%  |
| 金新农  | 23.76     | 10.38%  | 12.07  | 9.58%   | 3.34%  | -0.24      | 43.74%    | 0.02   | -77.90% | 108.81% |
| 巨星农牧 | 37.17     | 66.49%  | 20.72  | 61.34%  | 25.92% | 1.81       | 504.12%   | 0.52   | -44.66% | -60.22% |
| 华统股份 | 42.44     | 1.89%   | 21.65  | -0.19%  | 4.11%  | 0.76       | 163.98%   | 0.42   | 9.75%   | 22.70%  |
| 新五丰  | 36.88     | 14.08%  | 18.25  | 1.20%   | -2.09% | 0.45       | 118.32%   | 0.26   | 248.69% | 30.55%  |
| 东瑞股份 | 10.95     | 72.30%  | 6.00   | 68.93%  | 21.41% | 0.03       | 103.02%   | 0.09   | 132.89% | 259.75% |
| 神农集团 | 27.98     | 12.16%  | 13.26  | -6.10%  | -9.90% | 3.88       | 212.65%   | 1.59   | 24.63%  | -30.48% |
| 正邦科技 | 68.38     | 112.17% | 38.36  | 115.36% | 27.75% | 2.02       | 258.18%   | 0.31   | 139.46% | -81.80% |
| 京基智农 | 23.87     | -11.61% | 12.79  | -11.36% | 15.38% | 2.26       | -3.97%    | 1.14   | -37.09% | 1.82%   |

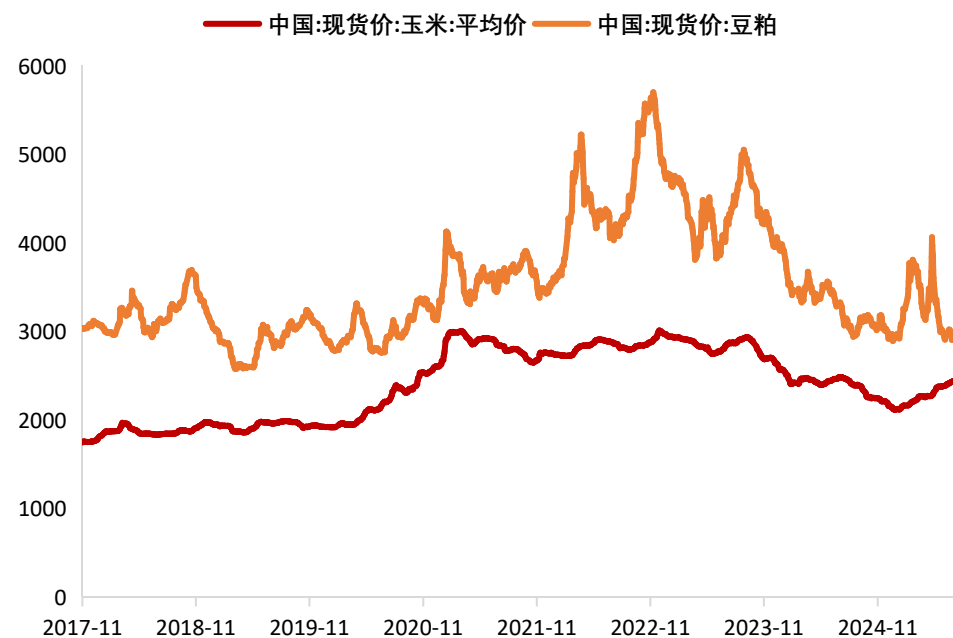
**降本增效是板块盈利改善的主要原因。**

猪价2025年持续震荡下跌，2025年6月最低跌至13.96元/公斤；此外，主要饲料原料玉米、豆粕价格整体低位震荡，行业饲料成本同比下降。猪价虽持续承压，但头部上市猪企依托育种进展、健康管理、人员赋能等持续实现降本增效，带动盈利水平改善。

**图：猪价走势（元/公斤）**



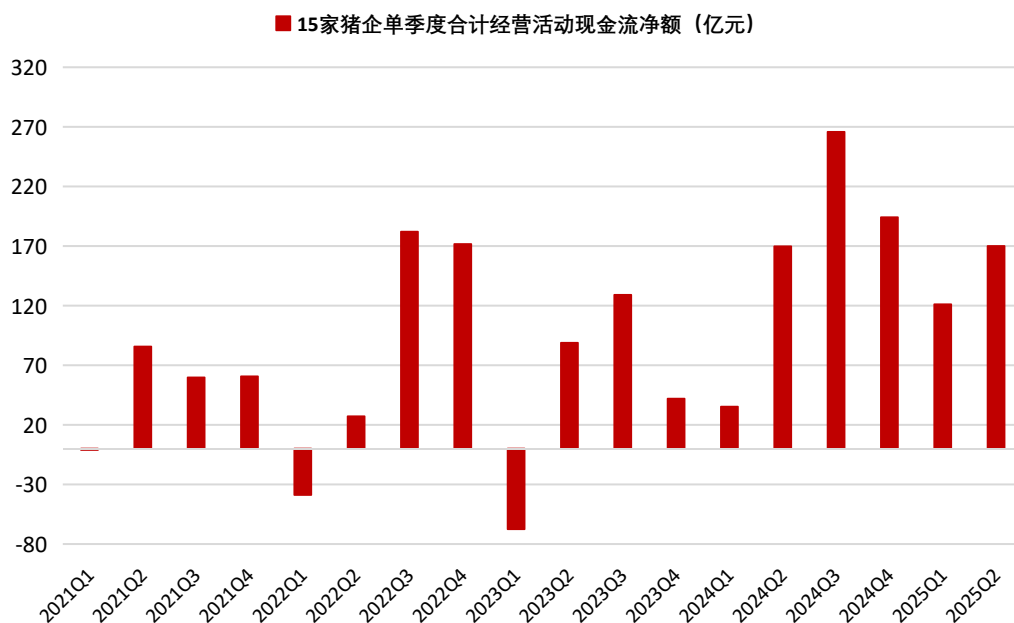
**图：饲料原料价格（元/公斤）**



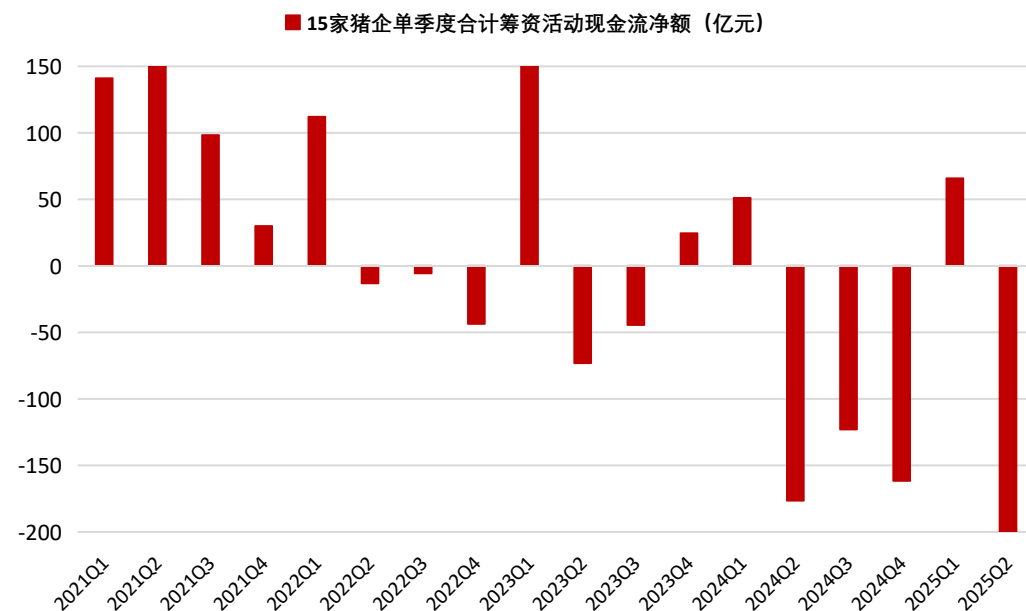
**经营活动现金流：**受市场供需等因素综合影响，15家猪企25H1经营性现金流净额290.99亿元，同比增加86.14亿元，其中25Q2经营性现金流净额169.94亿元，同比增加0.26亿元，环比增加48.90亿元。

**筹资活动现金流：**由于猪价低位导致企业现金流承压以及产能调控政策下猪企融资难度加大，猪企筹资活动现金流净额快速下降。15家猪企25H1筹资活动现金流净额-181.80亿元，同比下降56.39亿元，其中25Q2筹资活动现金流净额-247.55亿元，同比下降71.09亿元，环比下降313.30亿元。

**图：15家猪企单季度合计经营活动现金流净额**



**图：15家猪企单季度合计筹资活动现金流净额**

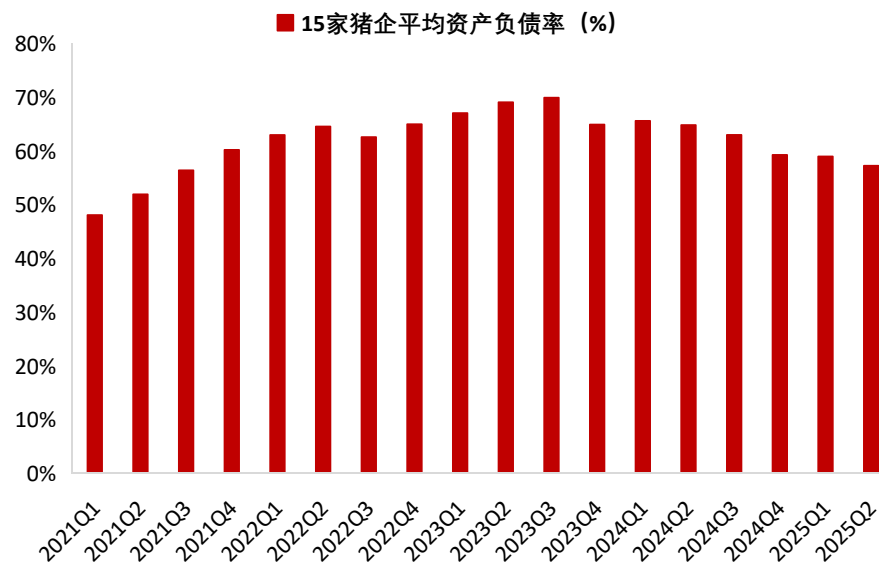


**资产负债率环比继续降低：**15家猪企25Q2末平均资产负债率为57.14%，环比2025Q1末下降1.73pcts，同比2024Q2末下降7.57pcts，但个体间分化明显，部分猪企负债率环比仍在继续上升。

对比历史，当前板块资产负债率依然处于相对高位，未来降负债或是猪企资金规划中重要的一环。

图：15家猪企资产负债率对比

图：15家猪企平均资产负债率



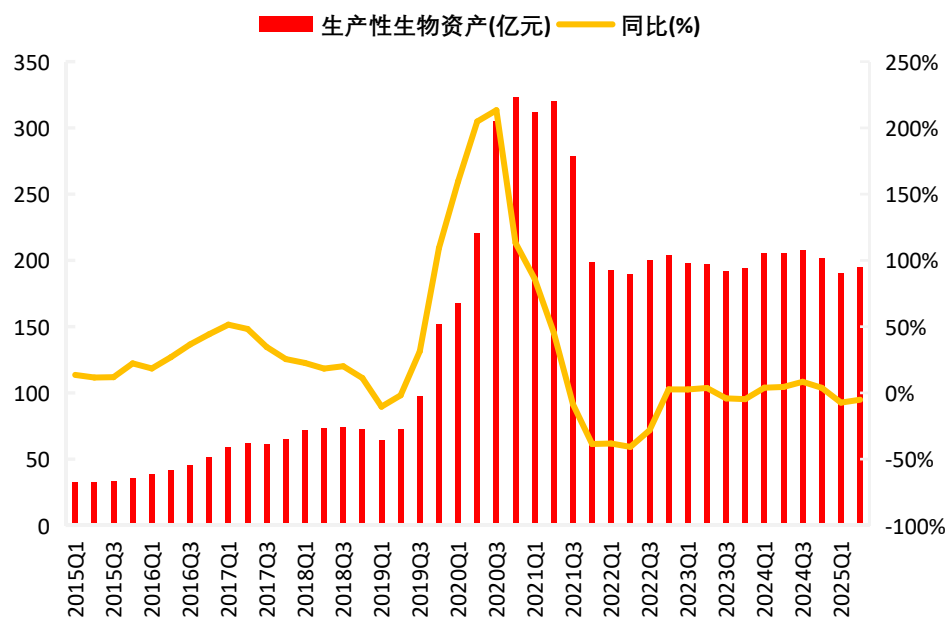
|       | 2023Q2  | 2023Q3  | 2023Q4  | 2024Q1  | 2024Q2  | 2024Q3  | 2024Q4 | 2025Q1 | 2025Q2        | 环比      | 同比      |
|-------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|--------|---------------|---------|---------|
| 牧原股份  | 60.06%  | 59.65%  | 62.11%  | 63.59%  | 61.81%  | 58.38%  | 58.68% | 59.20% | <b>56.06%</b> | -3.14%  | -5.75%  |
| 温氏股份  | 61.32%  | 60.31%  | 61.41%  | 63.37%  | 58.95%  | 54.86%  | 53.14% | 51.45% | <b>50.57%</b> | -0.88%  | -8.38%  |
| ST天邦  | 85.78%  | 87.03%  | 86.73%  | 80.74%  | 78.40%  | 73.85%  | 72.58% | 71.79% | <b>69.83%</b> | -1.96%  | -8.57%  |
| 大北农   | 60.71%  | 63.00%  | 66.29%  | 67.75%  | 67.31%  | 65.29%  | 63.45% | 64.42% | <b>63.98%</b> | -0.44%  | -3.33%  |
| *ST傲农 | 86.72%  | 89.41%  | 103.69% | 106.84% | 109.21% | 112.27% | 67.80% | 62.76% | <b>60.54%</b> | -2.22%  | -48.67% |
| 唐人神   | 62.07%  | 64.75%  | 64.84%  | 67.35%  | 65.92%  | 65.10%  | 63.35% | 64.73% | <b>64.50%</b> | -0.23%  | -1.42%  |
| 天康生物  | 51.84%  | 47.06%  | 52.75%  | 53.75%  | 51.05%  | 49.89%  | 51.49% | 51.40% | <b>47.03%</b> | -4.37%  | -4.02%  |
| 金新农   | 70.36%  | 70.53%  | 74.06%  | 73.66%  | 73.55%  | 72.22%  | 70.37% | 71.44% | <b>72.08%</b> | 0.64%   | -1.47%  |
| 巨星农牧  | 55.17%  | 56.59%  | 59.85%  | 62.19%  | 62.25%  | 60.81%  | 61.91% | 62.88% | <b>64.57%</b> | 1.69%   | 2.32%   |
| 华统股份  | 71.59%  | 72.11%  | 74.68%  | 76.78%  | 76.04%  | 74.42%  | 72.36% | 72.30% | <b>60.42%</b> | -11.88% | -15.62% |
| 新五丰   | 69.82%  | 70.15%  | 74.99%  | 76.05%  | 76.32%  | 74.33%  | 74.00% | 73.53% | <b>72.46%</b> | -1.07%  | -3.86%  |
| 东瑞股份  | 46.97%  | 47.82%  | 42.47%  | 43.82%  | 44.27%  | 44.69%  | 44.13% | 45.40% | <b>44.98%</b> | -0.42%  | 0.71%   |
| 神农集团  | 18.35%  | 22.27%  | 26.41%  | 29.53%  | 30.78%  | 27.72%  | 27.39% | 27.81% | <b>26.04%</b> | -1.77%  | -4.74%  |
| 正邦科技  | 160.10% | 162.61% | 53.97%  | 50.43%  | 50.67%  | 47.05%  | 46.42% | 44.91% | <b>45.69%</b> | 0.78%   | -4.98%  |
| 京基智农  | 73.42%  | 73.78%  | 67.78%  | 66.47%  | 64.10%  | 62.26%  | 60.25% | 58.96% | <b>58.33%</b> | -0.63%  | -5.77%  |

**生产性生物资产稳定：**15家猪企25H1末合计生产性生物资产为195.23亿元，同比2024H1末减少10.63亿元。

**能繁母猪波动变化：**受生猪产能调控政策影响，头部企业积极响应“减母猪、控二育、降体重”政策，牧原、温氏等企业调整产能结构，优化种猪品系。整体看，上市猪企能繁母猪存栏较为稳定，变化受政策、市场供需和企业战略共同影响，头部企业通过灵活调整产能，应对行业周期波动。

表：部分上市猪企能繁母猪存栏变化（万头）

图：15家猪企单季度合计生产性生物资产



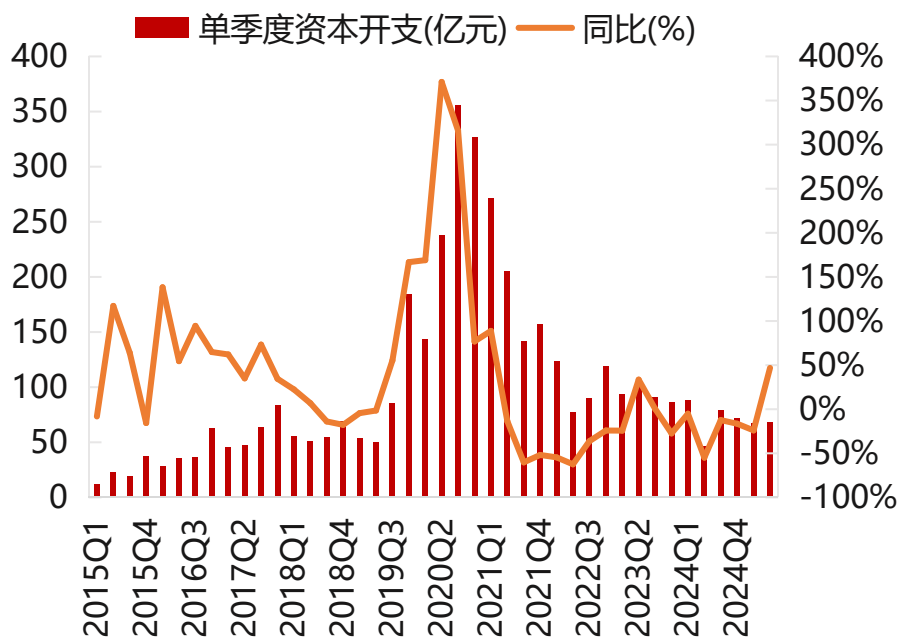
| 能繁母猪 | 2023Q1 | 2023Q2 | 2023Q3 | 2023Q4 | 2024Q1 | 2024Q2 | 2024Q3 | 2024Q4 | 2025Q1 | 2025Q2       |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------------|
| 牧原股份 | 284.6  | 303.2  | 300.9  | 312.9  | 314.2  | 330.9  | 331.6  | 351.2  | 348.5  | <b>343.1</b> |
| 温氏股份 | 145.0  | 150.0  | 156.0  | 155.0  | 155.0  | 165.0  | 165.0  | 174.0  | 185.0  | <b>185.0</b> |
| 天邦食品 | 30.0   | 31.9   | 39.0   | 26.0   | 22.6   | 24.5   | 25.0   | 26.2   | 26.2   |              |
| 大北农  | 23.0   | 23.0   | 25.0   | 21.0   | 21.6   | 24.0   | 26.0   | 27.0   | 28.0   |              |
| 唐人神  | 17.0   | 17.0   | 17.0   | 15.0   | 16.0   | 16.0   | 16.0   |        |        |              |
| 天康生物 | 14.0   | 14.0   | 14.0   | 14.0   | 14.0   | 14.0   | 14.0   | 14.0   |        |              |
| 金新农  | 6.2    | 7.0    | 6.1    | 5.5    | 5.5    | 5.5    | 5.5    |        |        |              |
| 巨星农牧 | 11.5   | 12.5   | 11.9   | 11.0   | 11.2   | 13.0   | 14.5   | 18.0   | 17.6   | <b>18.0+</b> |
| 华统股份 | 13.0   | 12.0   | 12.0   | 14.5   | 15.0   | 15.0   | 15.0   | 15.0   |        |              |
| 新五丰  | 18.0   | 19.8   | 20.0   | 21.0   | 21.0   | 23.3   | 24.0   | 25.3   |        | <b>25.8</b>  |
| 东瑞股份 | 6.6    | 4.0    | 4.5    | 4.5    | 5.0    | 6.3    | 7.3    | 7.6    | 8.7    | <b>9.5</b>   |
| 神农集团 | 6.5    | 7.0    | 7.0    | 8.5    | 8.5    | 9.8    | 11.4   | 12.0   | 12.8   | <b>13.6</b>  |
| 京基智农 | 9.6    | 9.8    | 9.8    | 9.8    | 9.8    | 10.0   | 10.2   | 11.6   | 10.4   | <b>10.4</b>  |

**资本开支：**2022年之后，行业资本开支规模明显缩减，“降本增效”成为行业主旋律，“生产指标提升、饲料配方优化、疫病防控净化、加强人员管理”成为高频词汇，生猪养殖由“增量”向“提质”转变。

15家猪企25H1合计资本开支127.55亿元，同比下降7.52亿元，其中，25Q2合计资本开支60.26亿元，环比下降7.03亿元，同比增加13.73亿元。

表：15家猪企资本开支对比（亿元）

图：15家猪企单季度合计资本开支



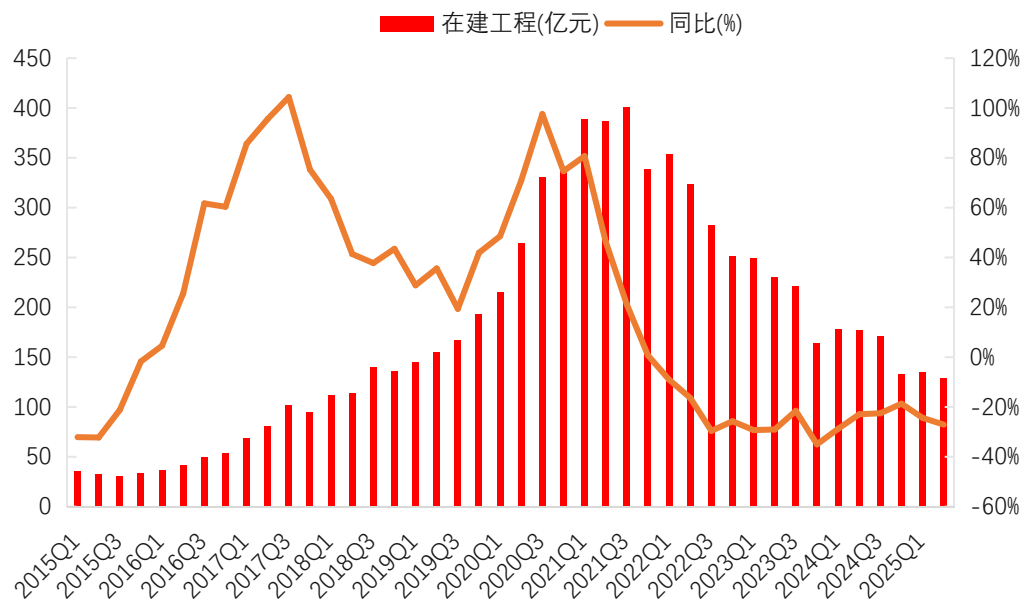
|       | 2023Q3 | 2023Q4 | 2024Q1 | 2024Q2 | 2024Q3 | 2024Q4 | 2025Q1 | 2025Q2       | 同比    | 环比    |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------------|-------|-------|
| 牧原股份  | 42.88  | 31.74  | 48.12  | 11.88  | 41.65  | 22.16  | 28.67  | <b>23.59</b> | 11.71 | -5.08 |
| 温氏股份  | 25.64  | 26.61  | 22.23  | 20.24  | 23.23  | 25.65  | 23.91  | <b>23.52</b> | 3.28  | -0.39 |
| ST天邦  | 0.71   | 3.00   | 1.36   | 0.17   | 0.54   | 1.08   | 0.55   | <b>0.85</b>  | 0.68  | 0.30  |
| 大北农   | 2.43   | 2.98   | 2.27   | 1.75   | 2.34   | 2.28   | 2.24   | <b>1.63</b>  | -0.12 | -0.61 |
| *ST傲农 | 0.90   | 0.95   | 1.38   | 0.37   | 0.58   | 0.30   | 0.90   | <b>0.42</b>  | 0.05  | -0.48 |
| 唐人神   | 2.35   | 2.96   | 1.41   | 0.84   | 1.43   | 0.16   | 0.74   | <b>0.94</b>  | 0.10  | 0.20  |
| 天康生物  | 2.67   | 2.79   | 2.01   | 3.01   | 0.32   | 0.93   | 0.72   | <b>1.07</b>  | -1.94 | 0.35  |
| 金新农   | 0.52   | 1.43   | 0.44   | 0.32   | 0.51   | 1.56   | 0.30   | <b>0.28</b>  | -0.04 | -0.02 |
| 巨星农牧  | 2.53   | 1.29   | 2.67   | 2.62   | 2.29   | 2.85   | 3.12   | <b>2.15</b>  | -0.47 | -0.97 |
| 华统股份  | 1.90   | 3.32   | 1.86   | 0.69   | 0.79   | 5.51   | 1.12   | <b>1.05</b>  | 0.36  | -0.07 |
| 新五丰   | 1.22   | 0.33   | 0.36   | 0.47   | 0.49   | 0.08   | 0.22   | <b>0.15</b>  | -0.32 | -0.08 |
| 东瑞股份  | 1.93   | 1.32   | 1.78   | 1.37   | 1.76   | 0.95   | 0.95   | <b>0.37</b>  | -1.00 | -0.58 |
| 神农集团  | 1.25   | 3.68   | 1.87   | 1.42   | 1.69   | 4.83   | 1.47   | <b>1.96</b>  | 0.55  | 0.50  |
| 正邦科技  | 3.25   | 3.16   | 0.08   | 1.06   | 1.31   | 3.28   | 1.81   | <b>1.92</b>  | 0.86  | 0.10  |
| 京基智农  | 0.64   | 1.02   | 0.68   | 0.33   | 0.68   | 0.72   | 0.56   | <b>0.37</b>  | 0.04  | -0.19 |

资料来源：Wind、浙商证券研究所

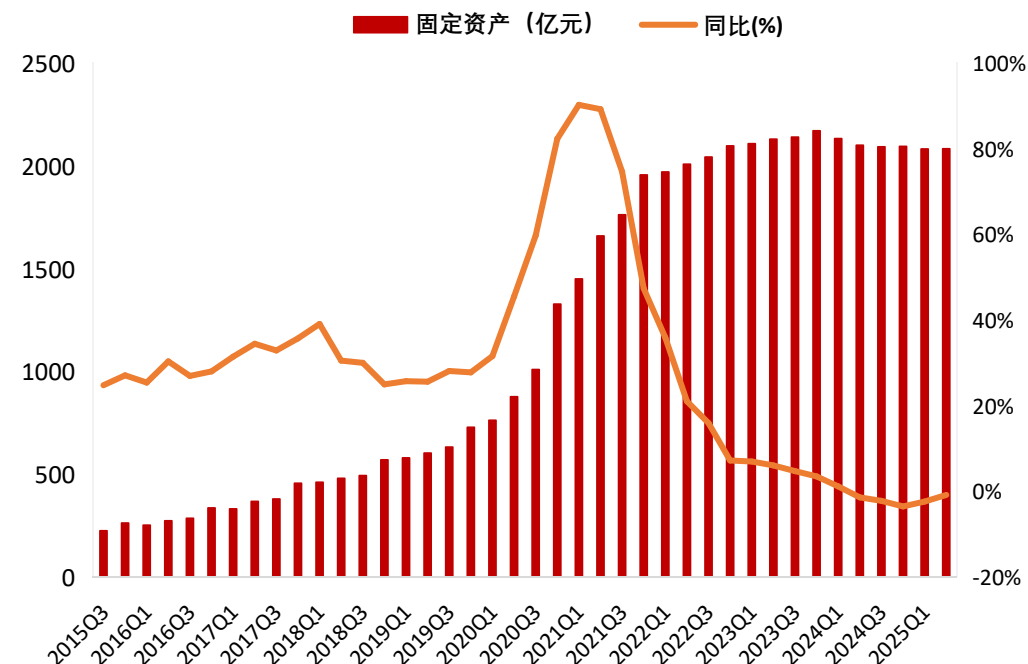
**在建工程：** 15家猪企25H1末合计在建工程129.16亿元，同比减少47.96亿元，环比减少5.41亿元。

**固定资产：** 15家猪企25H1末合计固定资产2064.64亿元，同比减少34.07亿元，环比减少28.40亿元。

图：15家猪企在建工程变化



图：15家猪企固定资产变化



此前政策核心是抗通缩，未来重心或将逐步切换至反内卷，若反内卷政策趋严，本质上是对行业“无效扩张”的清算。此时成本优势即生存权：牧原、温氏等头部企业凭借效率壁垒，在政策约束下仍能维持较高头均盈利。

推荐低成本、确定性强的龙头：**【牧原股份】【温氏股份】**；

重点关注成本控制优异、成长性高的小猪企：**【神农集团】【巨星农牧】【德康农牧】**。

- 1、猪价不及预期。**若猪价大幅低于预期，甚至可能跌破企业养殖成本线，企业将面临亏损和资金链断裂的风险。
- 2、动物疫病大规模爆发。**一旦大规模爆发非洲猪瘟、口蹄疫、高致病性禽流感类的高致死率疫病，可能导致国内畜牧产业严重受损，企业生产性生物资产将蒙受损失。
- 3、原材料价格大幅波动。**原材料成本占养殖成本的主要组成部分，若玉米、豆粕等原材料价格大幅波动将直接影响到企业盈利能力。

02

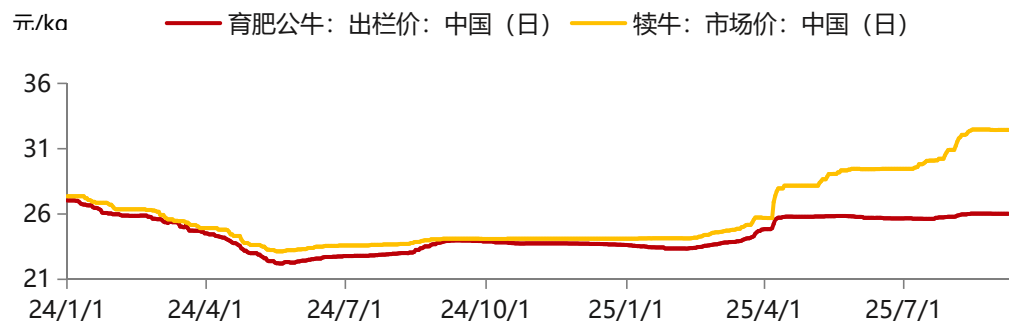
肉牛

2025年上半年，肉牛周期整体呈底部回弹趋势。

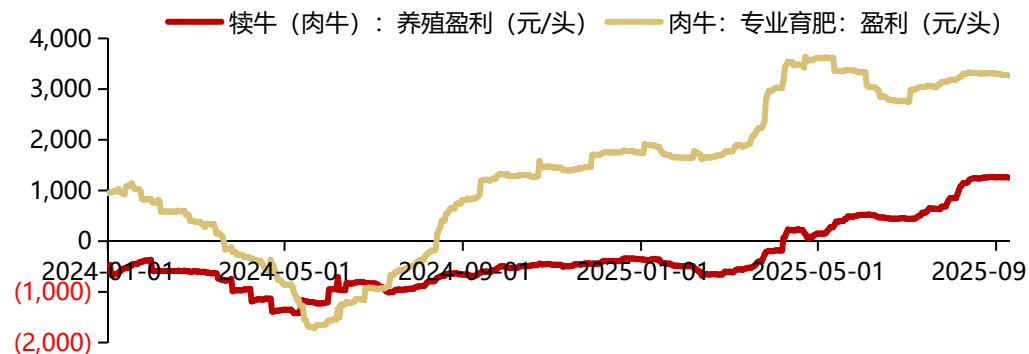
从活畜价格看，2025年2月中旬起活牛价格大幅上涨，截至9月8日，育肥公牛、犊牛、淘汰母牛价格较年初分别上涨2.39、8.33、3.18元/kg，养殖盈利随之回升。

从牛肉价格看，2025年3月中下旬起牛肉批发均价持续回升，截至9月8日，牛肉批发均价较年初上涨8.6%。

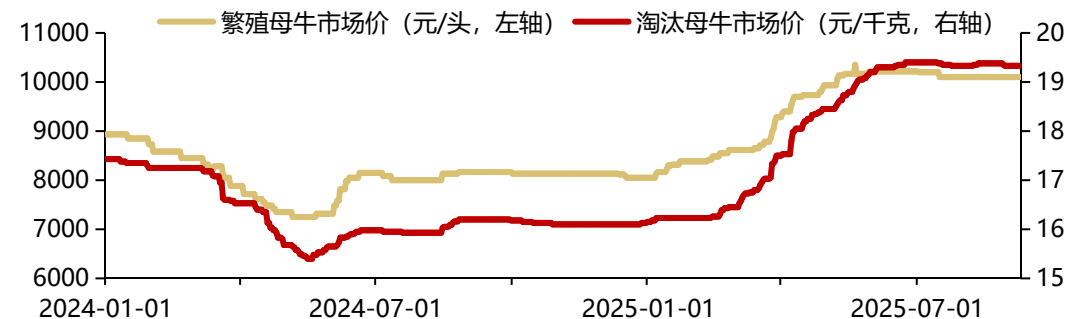
**图：2024年起我国育肥公牛和犊牛价格走势（元/kg）**



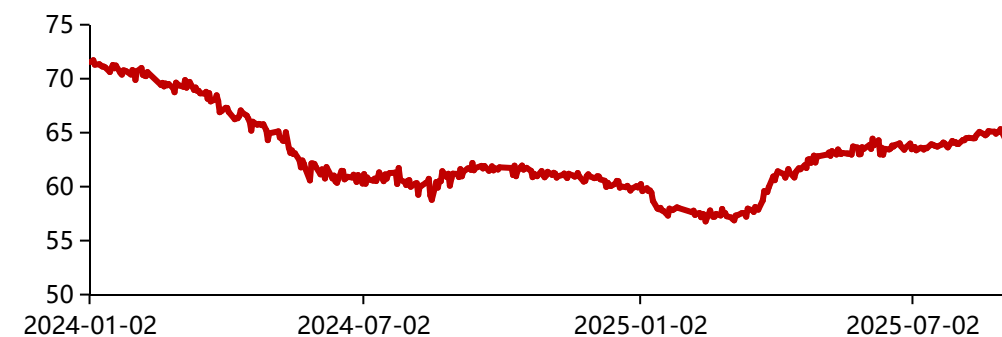
**图：2024年起我国犊牛、肉牛专业育肥养殖盈利变化（元/头）**



**图：2024年起我国繁殖母牛、淘汰母牛价格走势**



**图：2024年起我国牛肉批发均价变化（元/kg）**



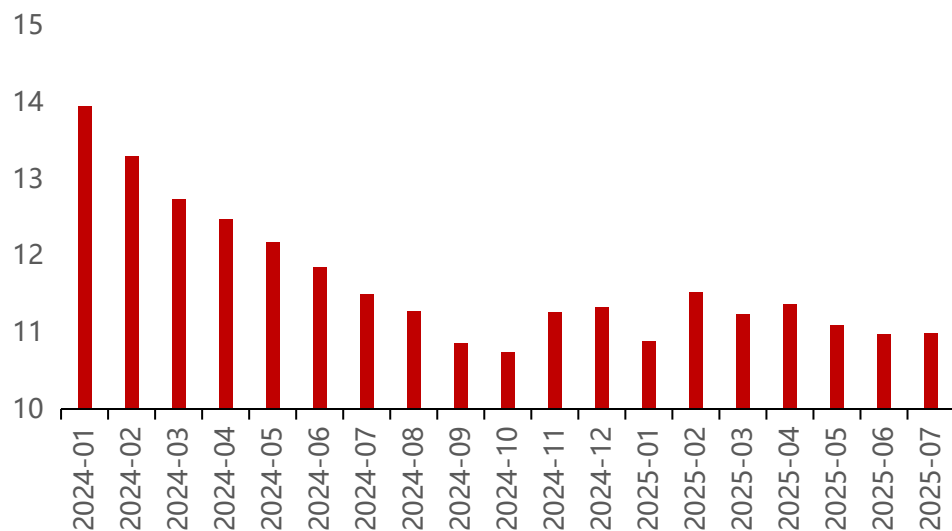
肉牛周期底部回升主要受益于供给去化、进口冲击缓解、需求支撑。

**供给端**，受进口低价牛肉冲击、供给过剩影响，国内肉牛价格在2023年初开始走低，延续亏损下行业产能深度出清，截至2025年7月，我国肉牛存栏量下降至11万头，较2024年初下降2.95万头。

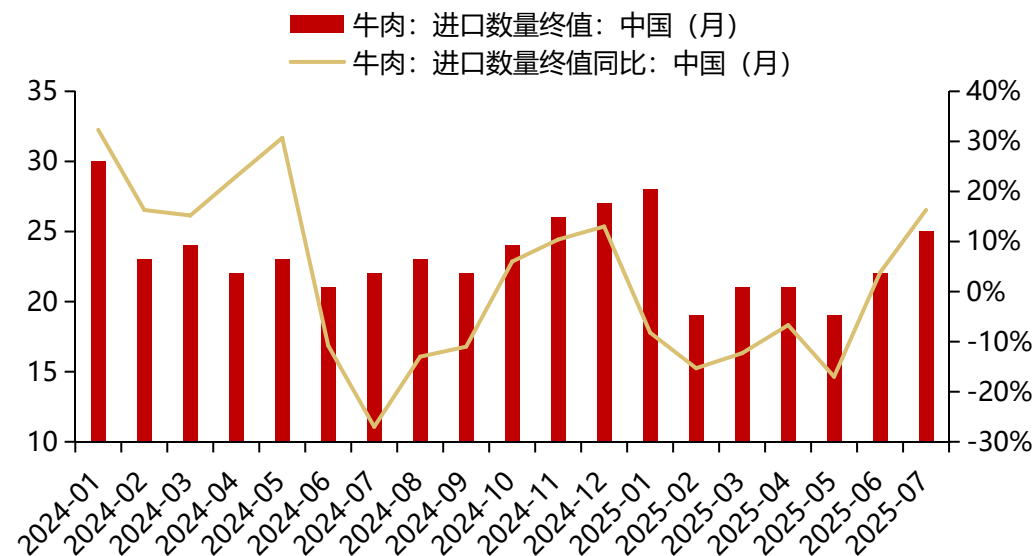
**进口端**，进口牛肉冲击在海外供给收紧、国内政策趋严的背景下有望得到一定缓解。

**需求端**，牛肉“蛋白升级”趋势不可逆，经济波动不改长期成长性。

图：2024年起我国肉牛存栏变化（万头）



图：2024年起我国牛肉进口量与同比变化



肉牛周期回暖下，优质牧业企业有望充分受益：一方面，肉牛周期上行有望通过供给关系影响带动原奶周期回暖，另一方面，牛价上行下牧业企业淘牛业务具备高业绩弹性。

2025H1头部牧业企业原奶单产水平持续提升，同时饲养成本持续下降，牛群结构进一步优化，但受原奶价格仍下降影响，牧业公司上半年泌乳牛单头账面价值继续下调。

**表：头部牧业企业25H1业绩**

|      | 营业收入 (亿元) |        | 归母净利润 (亿元) |        | 毛利率 (%) |           |
|------|-----------|--------|------------|--------|---------|-----------|
|      | 25H1      | 同比 (%) | 25H1       | 同比 (%) | 25H1    | 同比 (pcts) |
| 优然牧业 | 102.8422  | 2%     | -2.9657    | 10%    | 5.9%    | -1.4%     |
| 现代牧业 | 60.7252   | -6%    | -9.1347    | -300%  | 3.8%    | -0.4%     |
| 中国圣牧 | 16.1080   | 5%     | -0.4832    | 66%    | 25.3%   | -1.2%     |

**表：头部牧业企业原奶业务经营成绩持续改善**

| 公司名称 | 销量 (万吨) | 价格 (元/公斤) | 成本          |                | 营收 (百万元) | 毛利率    | 年化单产 (吨/头) | 单头泌乳牛账面价值变动 (元/头) |
|------|---------|-----------|-------------|----------------|----------|--------|------------|-------------------|
|      |         |           | 销售成本 (元/公斤) | 其中：饲料成本 (元/公斤) |          |        |            |                   |
| 优然牧业 | 203.97  | 3.87      | 2.52        | 1.91           | 7895.65  | 30.00% | 12.9       | -1548.01          |
| 现代牧业 | 154.17  | 3.29      | 2.32        | 1.79           | 5068.88  | 26.40% | 13.2       | -5816.09          |
| 中国圣牧 | 37.30   | 3.87      | 2.89        | 2.33           | 1444.27  | 25.30% | 12.27      | -2046.27          |

牛价反弹刚起步，短期压力不改长期向上趋势；近期上山牛下山使市场供给相对充足，供给增而补栏少，市场仍“重育肥、轻繁育”，优质犊牛占比低，且交易市场口蹄疫严重，进一步抑制犊牛补栏意愿，明年或仍存在 700 公斤以上大牛缺乏的情况。

随牛价长期向上，牧业公司淘牛收入弹性有望充分兑现，建议关注：淘牛高收益、原奶成长高弹性的【**优然牧业**】、【**现代牧业**】，以及布局高品质肉牛业务，受益牛价上周弹性更大的【**中国圣牧**】。

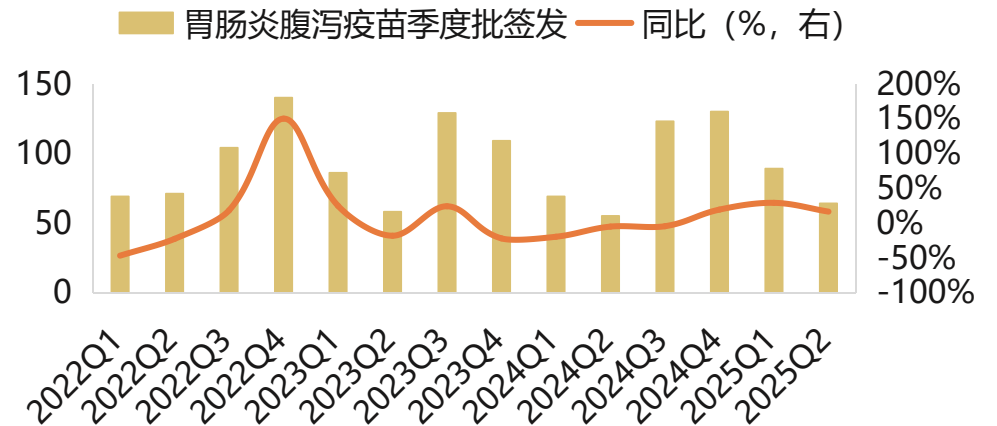
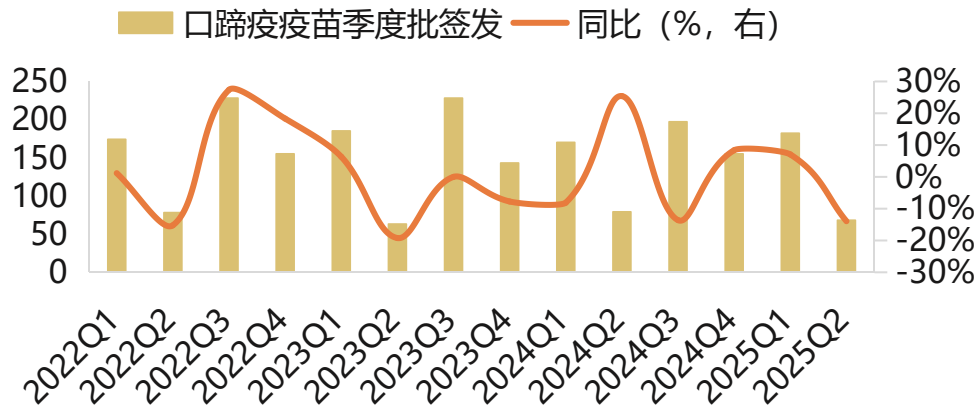
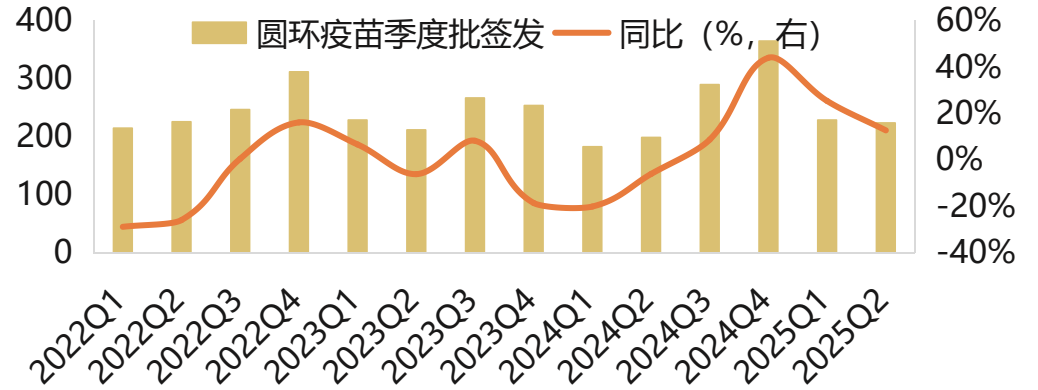
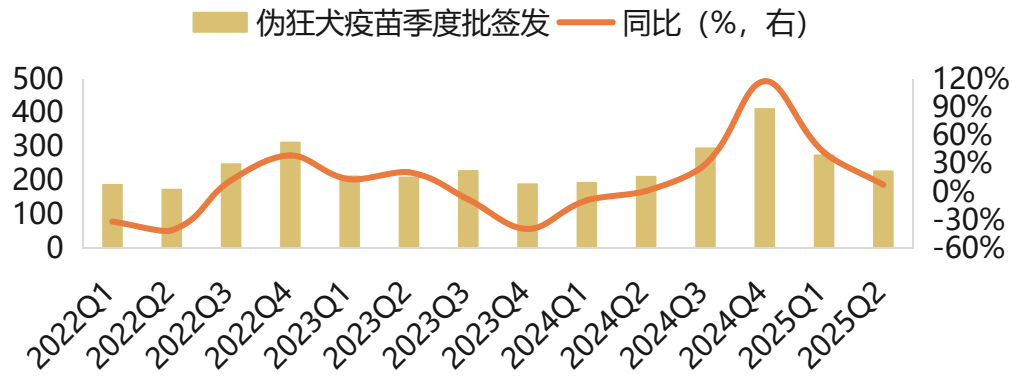
- 1、极端天气频发。**极端天气如厄尔尼诺、拉尼娜等频发，持续干旱会导致草场面积萎缩，进而导致相关肉牛养殖企业经营受损。
- 2、饲料价格大幅波动。**玉米、豆粕等构成肉牛行业重要的上游饲料，因贸易摩擦加剧或导致价格大幅波动，对肉牛养殖行业形成冲击。
- 3、下游需求不及预期。**如牛肉销售不及预期，或导致行业亏损加剧，同时养殖户加速淘汰母牛，行业产能受损。

03

动保

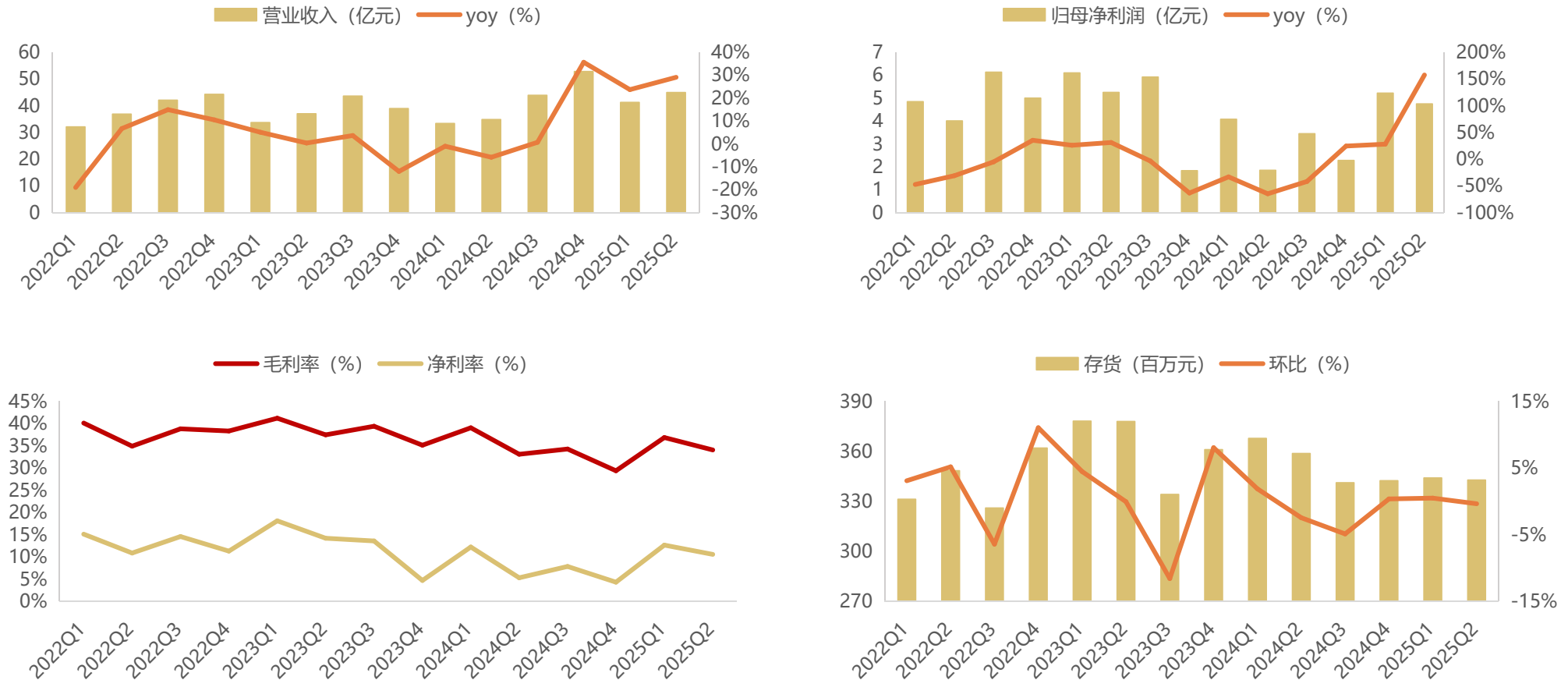
随着24年下半年下游养殖场开始有利润累积，常规猪用疫苗批签发大幅好转，25Q2伪狂犬疫苗批签发同比-5%、圆环系列疫苗同比+13%，口蹄疫疫苗同比-14%、腹泻系列疫苗同比+16%。

图：2022Q1~2025Q2各类疫苗批签发数据（次）



从上市企业的财务数据来看，2025年上半年板块整体收入、利润同比均实现增长，净利率改善，**下游对动保产品的需求正在逐步恢复，且创新驱动有望打破同质化竞争。**

**图：2022Q1~2025Q2动保板块整体财务数据**



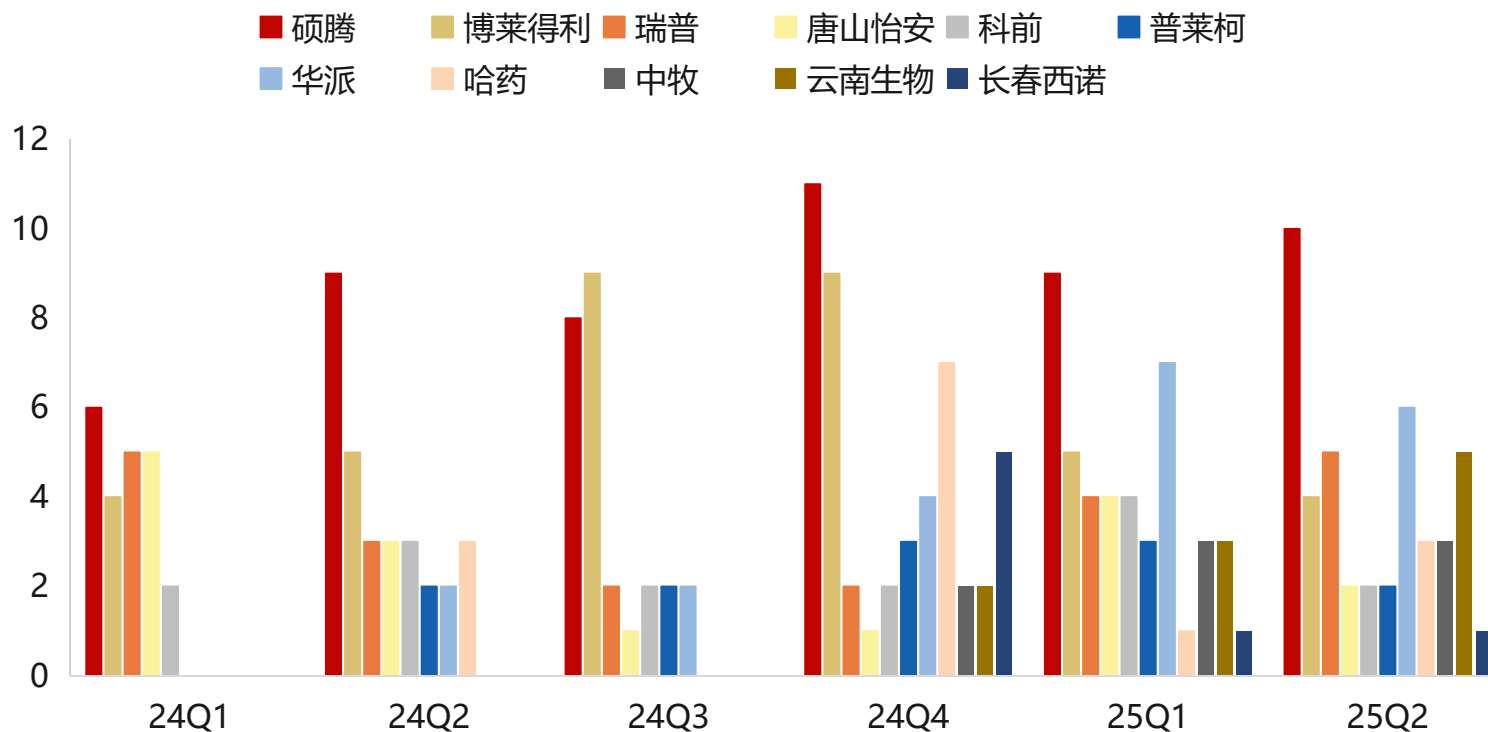
从个股情况来看，以市场化疫苗产品、集团客户渠道为主的公司25H1展现了超预期的业绩恢复，而经销渠道占比较多的公司业绩表现仍然较弱，主要原因在于随着生猪养殖盈利恢复稳定，集团养殖场的需求回升好于中小散养殖户。

图：动保板块重点个股2025H1业绩

|           |      | 收入(亿元)       |        | 归母净利润(亿元)   |         | 毛利率(%)        |          |
|-----------|------|--------------|--------|-------------|---------|---------------|----------|
|           |      | 2025H1       | 同比(%)  | 2025H1      | 同比(%)   | 2025H1        | 同比(pcts) |
| 002688.SZ | 金河生物 | <b>13.90</b> | 30.45% | <b>1.38</b> | 51.52%  | <b>34.55%</b> | 1.25%    |
| 300119.SZ | 瑞普生物 | <b>17.08</b> | 20.53% | <b>2.57</b> | 57.59%  | <b>42.06%</b> | -6.46%   |
| 300871.SZ | 回盛生物 | <b>8.22</b>  | 88.45% | <b>1.17</b> | 325.88% | <b>27.56%</b> | 8.53%    |
| 600195.SH | 中牧股份 | <b>27.93</b> | 12.63% | <b>0.82</b> | 30.19%  | <b>17.20%</b> | -0.64%   |
| 600201.SH | 生物股份 | <b>6.20</b>  | 1.28%  | <b>0.60</b> | -50.84% | <b>52.24%</b> | -5.68%   |
| 603566.SH | 普莱柯  | <b>5.59</b>  | 15.79% | <b>1.16</b> | 57.12%  | <b>59.76%</b> | -3.42%   |
| 688526.SH | 科前生物 | <b>4.87</b>  | 21.67% | <b>2.20</b> | 44.09%  | <b>67.28%</b> | 4.05%    |

**国产宠物疫苗玩家增多，国产替代开始全面提速。**目前国内的宠物疫苗消费以进口品牌为主，尤其是高端市场几乎被硕腾、英特威、勃林格等海外品牌占据。随着中国宠物行业规模增长，越来越多的国内动保企业开始对宠物疫苗产品布局，2023年国产猫三联批签发仅有硕腾一家，2025H1，华派、博莱得利、瑞普批签发数量占比分别达15%、10%、10%。

**图：2024年以来猫三联批签发次数（次）**



在下游养殖回暖、行业基本面逐步修复的过程中，头部企业将展现更大的增速，同时宠物疫苗的快速放量将为各企业估值抬升提供助力。

推荐优先受益于生猪养殖盈利回升带动、且宠物业务板块布局完善的【瑞普生物】，以及高端猪用市场苗为主的【科前生物】，将在新一轮周期复苏中展现较大弹性；

此外，建议关注拥有较强竞争实力的龙头企业【生物股份】、【中牧股份】、【普莱柯】。

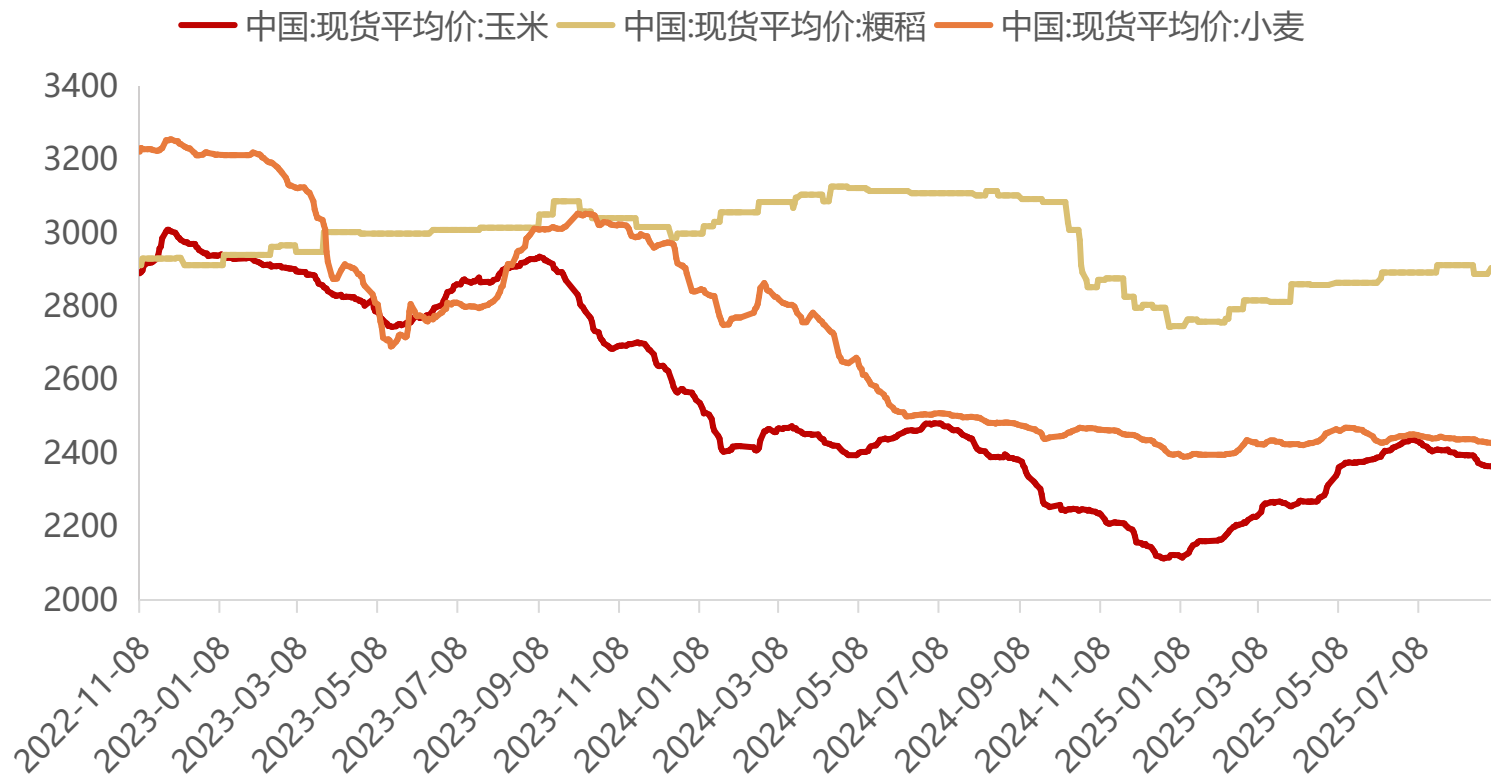
- 1、下游养殖景气度不及预期。**动保企业业绩与生猪养殖业景气程度高度相关，若猪周期反弹程度不及预期，上游业绩增速或将有所放缓。
- 2、新品上市进度不及预期。**动保企业的长期发展依赖于新品的研发，若新产品无法顺利取得新兽药注册证书并上市销售，将使得头部企业市占率提升不达预期。

04

种业

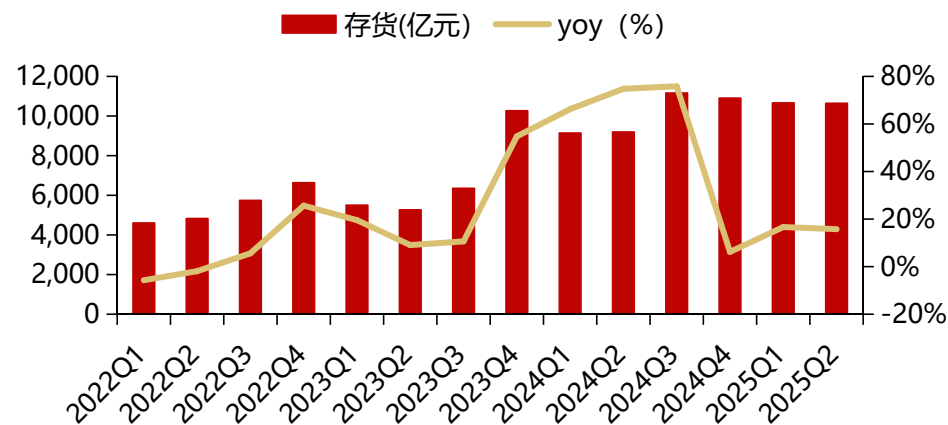
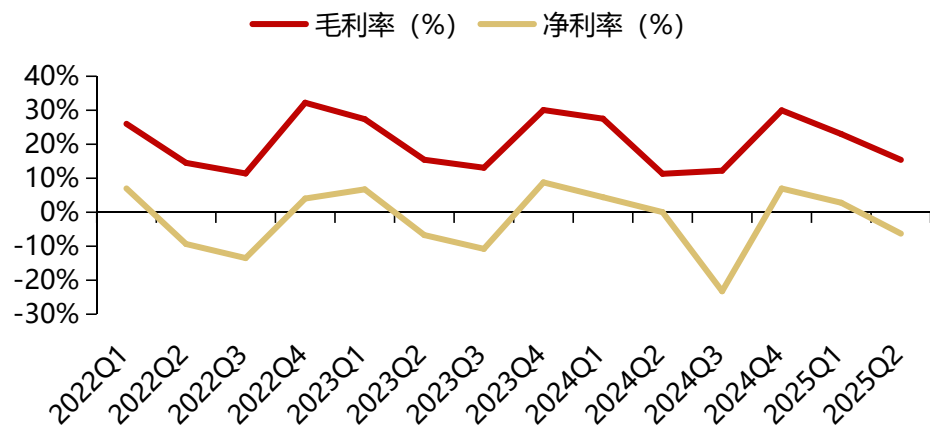
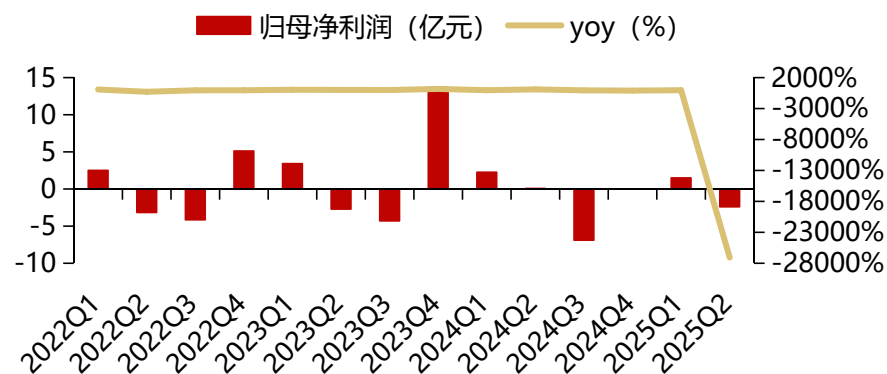
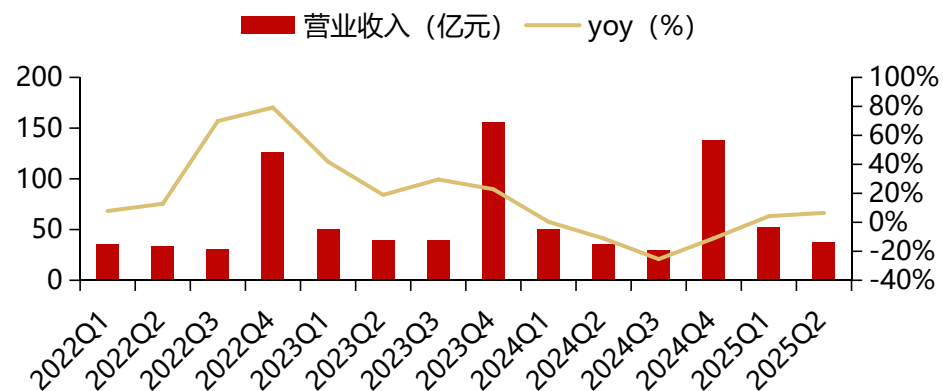
国内三大主粮商品粮价格稳中有升，2025Q2玉米、小麦和稻米价格同比分别下跌3.5%、6.4%和7.9%，环比分别上涨6.9%、1.4%和3.0%。玉米价格上行主要受益于进口量同比大幅减少，同时受养殖利润驱动，饲用需求良好。

图：我国三大主粮市场价（元/吨）



**2025年上半年种业板块竞争压力仍大。**受玉米种子市场供大于求、去库存压力大、品种更新迭代节奏加快、市场竞争加剧等因素影响，板块整体收入基本持平，归母净利润受低基数影响同比降幅较大，毛利率和净利率有所下滑，存货仍处于高位。

图：2022Q1~2025Q2种业板块整体财务数据



**龙头种企维持增势。**随着政策支持和行业整合，种子行业的集中度逐步提高，龙头企业市场份额扩大。

毛利率分化：部分企业如隆平高科等毛利率依然维持增长，而登海种业、荃银高科等则出现毛利率下降的情况，反映出行业内部竞争加剧。

**图：种业板块重点个股2025H1业绩**

|                | 收入(亿元) |         | 归母净利润(亿元) |          | 合同负债(亿元) |         | 毛利率(%) |          |
|----------------|--------|---------|-----------|----------|----------|---------|--------|----------|
|                | 2025H1 | 同比(%)   | 2025H1    | 同比(%)    | 2025H1   | 同比(%)   | 2025H1 | 同比(pcts) |
| 000998.SZ 隆平高科 | 21.66  | -16.11% | -1.64     | -247.26% | 16.22    | -0.90%  | 36.29% | 4.56%    |
| 002041.SZ 登海种业 | 3.69   | -9.41%  | 0.35      | -33.42%  | 2.64     | -18.36% | 27.72% | 2.34%    |
| 300087.SZ 荃银高科 | 14.36  | 1.81%   | -0.41     | -85.85%  | 6.89     | -15.11% | 13.62% | -3.97%   |
| 000713.SZ 国投丰乐 | 11.50  | -13.42% | -0.28     | -25.44%  | 3.07     | -19.27% | 10.67% | 0.01%    |
| 300189.SZ 神农种业 | 0.87   | 38.66%  | -0.14     | 6.69%    | 0.13     | -50.99% | 30.23% | -0.58%   |
| 837403.BJ 康农种业 | 0.46   | -2.68%  | 0.09      | 12.22%   | 1.09     | 410.44% | 39.46% | 13.47%   |
| 600354.SH 敦煌种业 | 7.18   | 21.63%  | 0.54      | 73.43%   | 1.26     | 10.41%  | 40.61% | 3.99%    |

种子市场现在已经从‘量’变为从‘质’的竞争，优质的品种才是种子企业的核心竞争力，资源整合、兼并重组是当前种业的一大趋势，种企集中度也有望进一步实现提升。同时，转基因种子经过一年的试点销售，展现了较为优秀的表现，拥有优秀品种储备的企业优先获益。

在我国进口依赖度持续增加的背景下，掌握种源才能支撑国家粮食安全，种业将从周期估值切换到成长估值，重点关注性状储备领先的【大北农】和优秀品种储备领先【隆平高科】，建议关注【登海种业】和【国投丰乐】，以及优秀品种储备丰富的【康农种业】和【神农种业】。

- 1、政策落地不及预期。**转基因生物育种商业化种植还需经过品种审定的流程，政策推进的快慢影响到性状公司和种子企业的业绩预测。
- 2、农产品价格大幅波动。**农产品价格大幅波动直接影响到农民种植积极性，若商品粮价格大幅下跌，将导致种企销售下滑。
- 3、自然灾害影响。**农作物种植可能受到拉尼娜、洪水、高温、干旱等自然灾害的影响，影响粮食产量。

## 行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当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、财务状况和特定需求。对依据或者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。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>