

2025农业中期策略报告

分析师：张子阳

执业编号：S1130524120008

2025/6/25

01 核心观点：重视涨价品种，看好生猪行业盈利提升

02 牧业：产能缺口传导，新一轮周期上行开启

03 生猪养殖：重视供给侧变化，周期助力产能下降

04 禽养殖：供应相对充足，静待消费回暖

05 后周期粮食：需求驱动盈利好转，粮价底部静待回升

01 核心观点

核心观点：重视涨价品种，看好生猪行业盈利提升

- 农业投资建议关注以下几条主线：1. 追寻涨价品种驱动板块盈利好转，例如肉牛、原粮等产品价格的上涨；2. 政策供给端改革驱动养殖板块周期进程加速，以及产能平稳后行业平均利润的提升；3. 养殖后周期需求：下游养殖端绝对存量的好转驱动销量回升。4. 外部环境扰动下的避险需求。
- 牧业：肉牛价格拐点向上，奶牛周期底部企稳。2023年中肉牛养殖开始陷入亏损阶段，行业整体去化幅度预计超过10%，行业产能的去化逐步传导至终端供给，春节后肉牛犊牛与母牛价格已经开始上涨，看好肉牛大周期。奶价自2021年中开始见顶回落，行业自2024年开始去产能，长期亏损下2025H2产能去化有望加速，在产能持续下降的背景下预计2026年奶价开始上行。
- 生猪养殖：重视供给侧政策，布局优质龙头企业。2025年生猪养殖行业处于下行微利阶段且供给前低后高，预计下半年行业有望出现亏损去产能，而供给侧改革驱动行业主动去产能，中期看行业产能有望维持在较低位置从而提升龙头企业中枢盈利水平。
- 肉禽养殖：供给存在阶段扰动，静待需求好转。黄羽鸡：年初以来黄鸡价格表现疲软，目前整体产能处于低位且需求端出现筑底回升，随着需求端的好转行业有望迎来景气回升。白羽鸡：当前在产父母代存栏量依旧处于高位，整体供给端较为充足，静待上游引种缺口传导。
- 养殖后周期&农产品：养殖回暖带动销量提升，龙头积极布局谋发展。目前生猪、肉鸡存栏高位，肉/奶牛与水产养殖景气回升，看好饲料景气度上行。农产品：外部环境频繁扰动，粮价有望景气回升。从粮食价格来看今年有望为筑底的年份，同时中美关系、天气扰动、海外地缘冲突均有望成为粮价上涨的驱动。

02 牧业

肉牛：全球牛价景气上行，国内牛价拐点向上

- 全球牛肉价格自2022年开始见顶回落，经历2年的价格调整后重新开始上行，根据世界银行数据，全球牛肉价格5月份价格达到6.62美金/公斤，同比+13%，已经突破2022年牛肉价格的高点。本轮牛价的上涨主要系过去几年天气、养殖利润扰动，全球牛存栏量出现下滑。
- 中国牛价于2021年见顶后持续震荡，2023年中开始大幅下跌导致行业亏损，行业开始逐步去产能；肉牛配种到出栏周期2年以上，对应今年下半年供给端开始逐步减量，而上游牛犊涨价和进口产品的价格上涨带动看涨情绪使得牛肉价格年初以来开始上涨。

图：全球牛肉价格自24年初开始上涨（美元/千克）



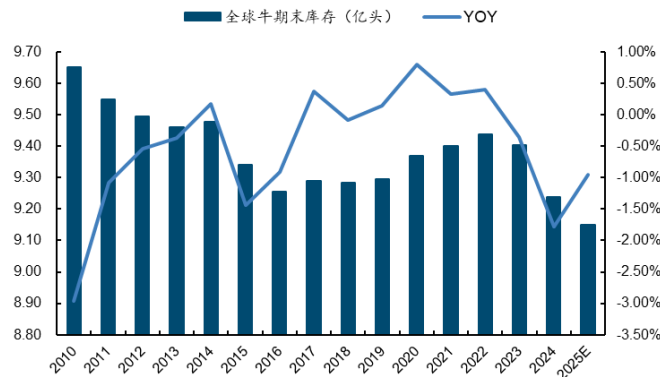
图：中国牛肉价格24年中开始触底回暖（元/公斤）



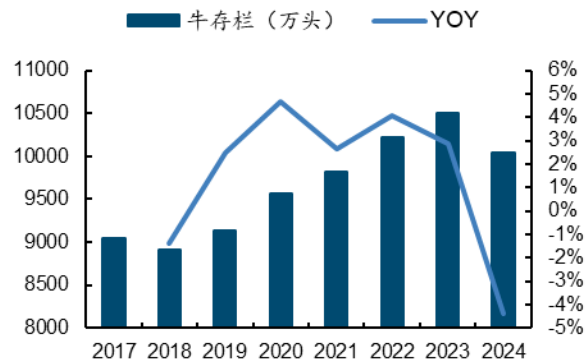
肉牛：全球牛价景气上行，国内牛价拐点向上

- **全球层面：**2025年全球牛肉供给整体缩量，一方面因为此前天气和低价影响，主产区存栏量出现下滑且在2024年存在一定程度超卖；消费区因为通货膨胀、需求拉动等因素的影响，欧洲、美国价格已经领先2022年；预计全球价格依旧维持上涨趋势。
- **国内端：**经历2年的亏损期，2024年全国牛存栏10047万头（包含肉牛和奶牛），同比-4.4%，而根据畜牧业协会统计2024年1-11月新生犊牛数量同比降幅超过8%，预计国内供给端存在一定的缺口且会在今年下半年逐步体现。

图：全球牛存栏连续2年减少



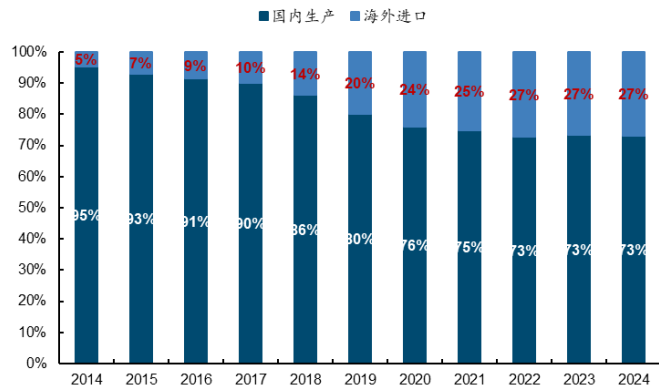
图：2024年中国牛存栏明显减少



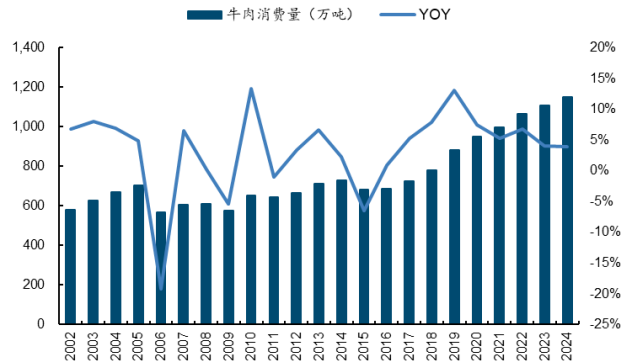
肉牛：需求持续增长，供给端或出现缩量

- 我国牛肉消费总量持续增长，牛肉作为优质的动物蛋白来源，在我国肉类消费总量占比中持续提升，截至2024年我国消费1152万吨牛肉，同比增长3.84%。
- 由于肉牛养殖周期较长，此前我国养殖端增长速度难以满足日益增长的消费需求，牛肉进口成为我国供给端的重要来源之一，截至2024年牛肉进口占我国总供给量的27%。
- 由于国内肉牛存栏出现下滑，我们预计肉牛产能下滑幅度超10%，而进口端受政策等因素扰动，2025年M1-5我国牛肉进口量已经下滑11.5%，后续随着肉牛调查结果仍有下降空间，预计我国牛肉供给端出现较大幅度下滑，利好国内牛肉价格上涨。

图：国产与进口占比



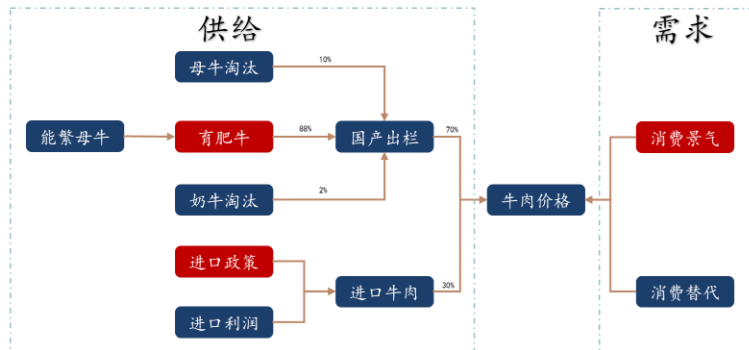
图：牛肉消费变化趋势



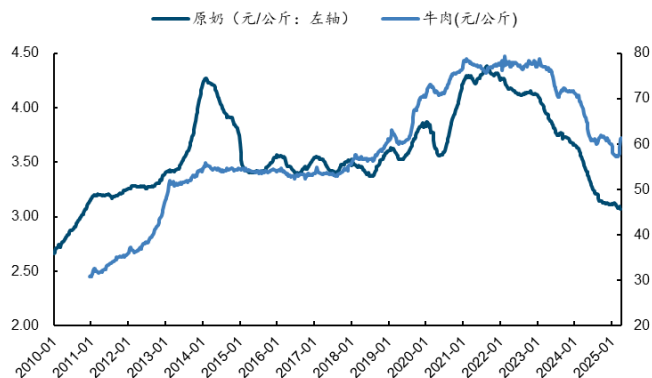
牛肉价格于牛奶价格存在一定的联动性

- 由于牛的生产低效率，所以肉牛/奶牛的淘汰对供给端存在一定的影响。母牛和奶牛淘汰对牛肉价格存在一定影响，且我国杂交肉牛可以少量产出牛奶实现肉奶两用，所以在肉牛产量较大的背景下牛奶产量也会相应提升，反之亦然，肉牛价格和奶牛价格存在一定的联动性。
- 从历史数据来看，牛肉价格和牛奶价格存在较强的关联性，目前牛奶和牛肉价格处于低迷期，肉牛和奶牛存栏均处于下降期，预计未来两者有望实现共振上行。

图：牛肉供需分析框架



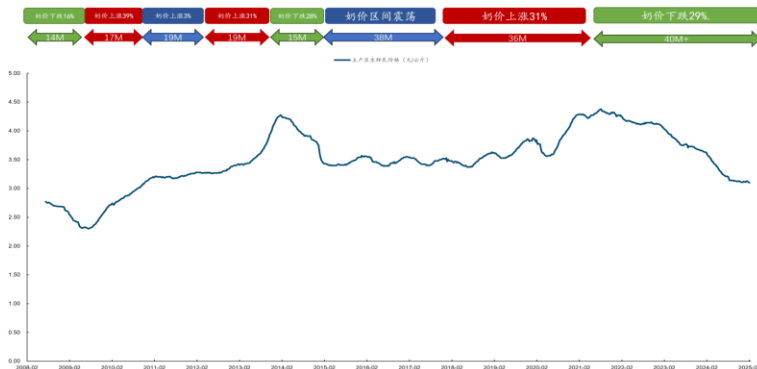
图：奶价与牛肉价格存在一定的关联性



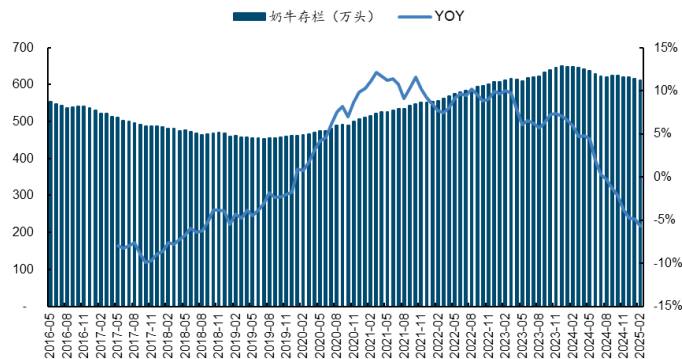
奶牛：原奶价格下行近4年，本轮周期拐点可期

- 我国原奶价格自2021年中开始下跌，随着牛奶价格的持续下跌行业产能自2024年开始趋势下降。截至6月13日全国生鲜乳平均价为3.04元/公斤，同比-7.88%，散奶价格在2元/公斤左右的位置，行业亏损面超过90%。
- 亏损下行业产能持续去化，目前饲料成本仍有扰动，行业现金流持续恶化，进入Q3后牧场需要大量资金提前储备饲料，高资金需求下或加速行业产能去化。
- 目前我国牛奶价格下跌速度趋缓，说明整体供需情况有所改善，若下半年行业产能进一步去化，预计明年奶价有望开启上行。

图：原奶价格周期长度5年左右



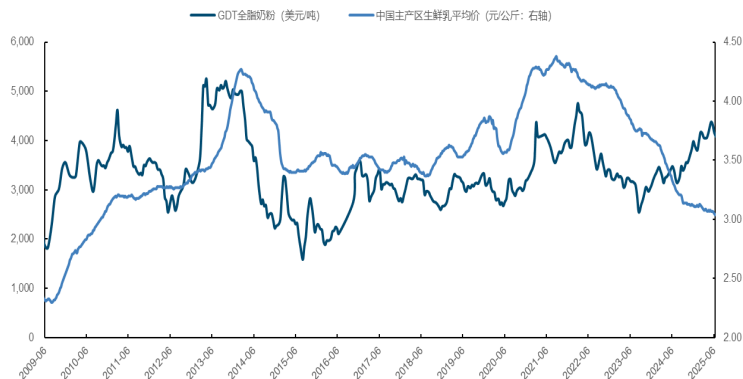
图：奶牛存栏数据



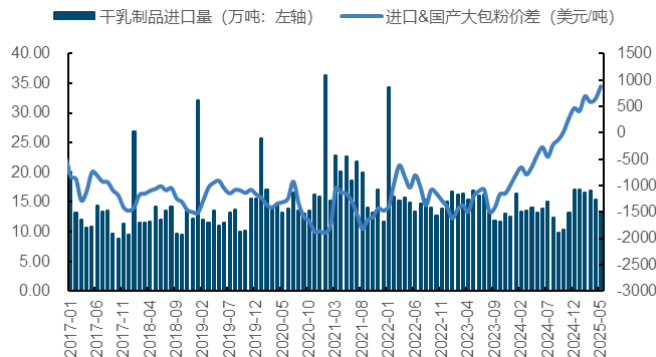
奶牛：奶牛存栏加速去化，新一轮周期可期

- 随着我国牛奶价格的下跌，进口大包粉性价比逐步减弱，预计未来我国乳制品进口量存在一定的下降空间从而拉动国内乳制品消费需求；同时政策端无论是终端促消费、学生奶、生育补贴等，均有利于终端消费回暖从而带动奶价上涨。
- 投资建议：我们预计随着供给端产能去化的逐步传导，原奶价格在25H2有望企稳回升；肉牛方面近期犊牛与活牛价格已经出现上涨，预计新一轮肉牛周期有望开启，板块景气度有望拐点向上。建议关注：优然牧业、现代牧业、光明肉业等。

图：国内外奶价趋势对比



图：进口大包粉性价比低

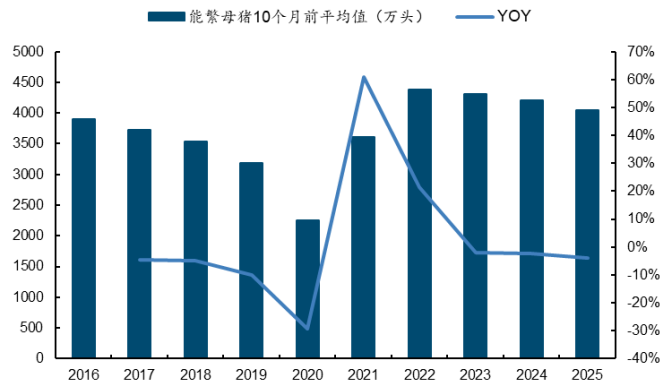


02 生猪养殖

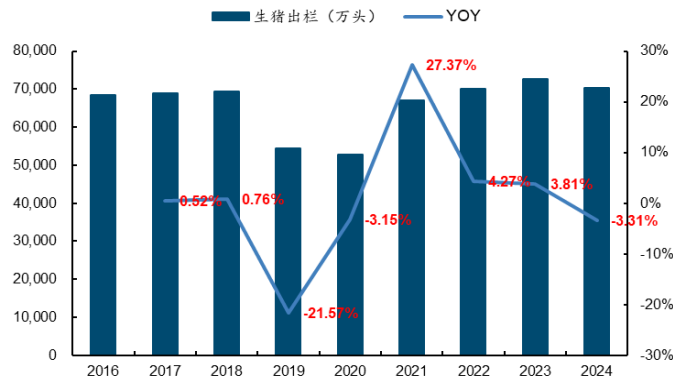
生猪养殖：25年生猪供给增加，预计养殖利润缩窄

- 2025年供给同比增加，行业养殖盈利收窄。2024年我国生猪出栏7.03亿头，同比-3.3%，行业整体实现较好盈利，虽然根据能繁母猪存栏年化推算供给同比-3.97%，但是考虑行业生产效率的变化，预计2025生猪供给有所增加，行业整体保持微利状态。
- 2023Q4北方区域动物疫病较为严重，从而使得仔猪供给在2024Q3存在较大缺口，当期生猪价格存在较大涨幅。2024年初至今整体疫病较为平稳，生猪生产效率预计边际回升增加供给，2024年全国生猪均价为16.8元/公斤，考虑供给量的增加以及成本中枢的下移，我们预计全年生猪均价14.5元/公斤左右。

图：根据能繁母猪推算2025年供给小幅下滑



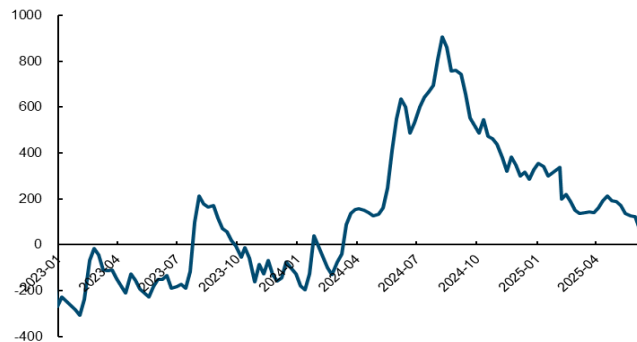
图：生产效率扰动最终出栏数量



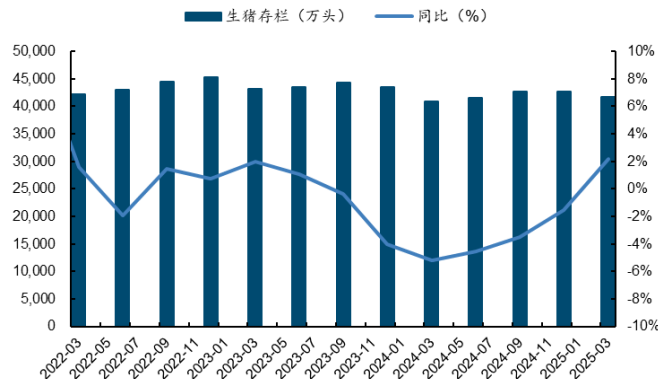
生猪养殖：生猪供给逐步增加，养殖利润持续收窄

- 生猪供给预计逐季增加，下半年价格存在压力。2025Q1生猪存栏4.17亿头，同比+2.2%；生猪出栏1.95亿头，同比+0.1%；生猪均价为15.13元/公斤，同比+4.64%，养殖利润则扭亏为盈，随着生猪供给的逐季增加，下半年生猪价格或持续承压。
- 受益于成本红利，年初养殖利润表现较好。根据涌益咨询数据，2025Q1自繁自养平均利润为237元/头，去年同期亏损64元/头；2025年初至6月12日自繁自养平均利润为192元/头，去年同期为98元/头。

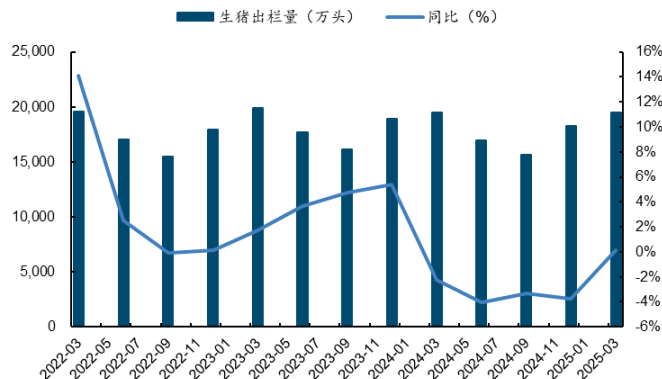
图：行业自繁自养利润持续缩窄（元/头）



图：2025Q1生猪存栏同比回升，后续供给增加



图：2025Q1出栏量与去年同期基本持平



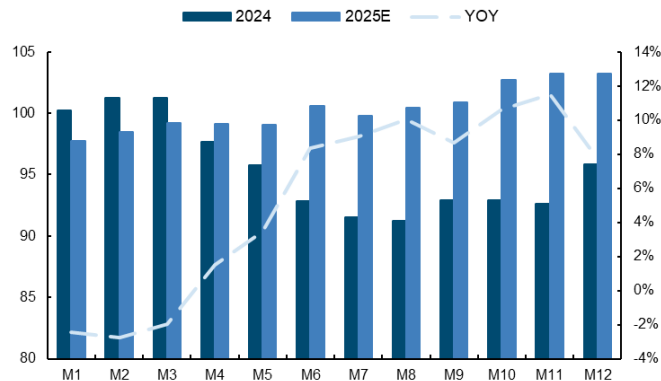
生猪养殖：供给端持续增加，下半年供给同比承压

- 2024年随着生猪养殖盈利的好转，能繁母猪存栏自24年5月开始环比回升，对应今年生猪供给端逐月提升，但是由于前期市场的悲观预期，能繁母猪整体提升有限，但是养殖效率的提升依旧使得仔猪供给在今年下半年同比明显增加。

图：4月份能繁母猪存栏4038万头，同比+1.3%



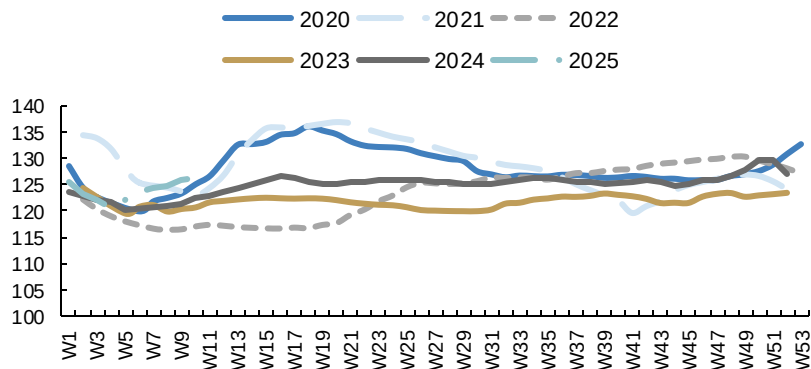
图：2025年下半年供给量预计同比增加（根据仔猪拟合供给强度）



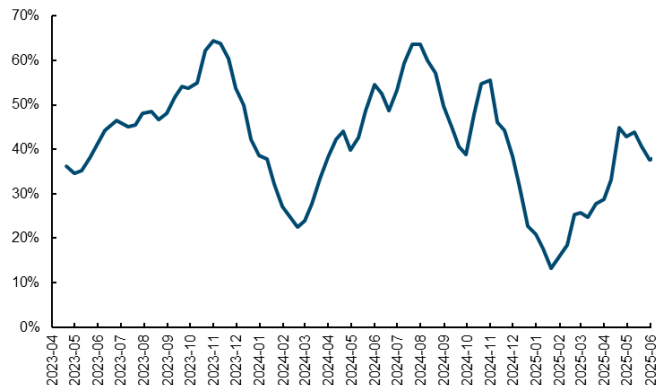
生猪养殖：上半年压栏&累库使得供给后移

- 养殖结构的差异和二次育肥的参与使得过去几年Q3生猪价格表现较优，今年春节后淡季不淡使得行业对下半年猪价存在一定预期，行业压栏增重领先往年同期，从年初的123.32KG增重至6月中的128.28KG，近期降重后依旧领先去年2.2KG，同出栏量下肉量供给+2%。
- 育肥猪栏舍利用率来看，今年5月中前利用率提升速度快于往年同期，近期在政策引导下有所下降。

图：行业均重处于历史较高位置（公斤）



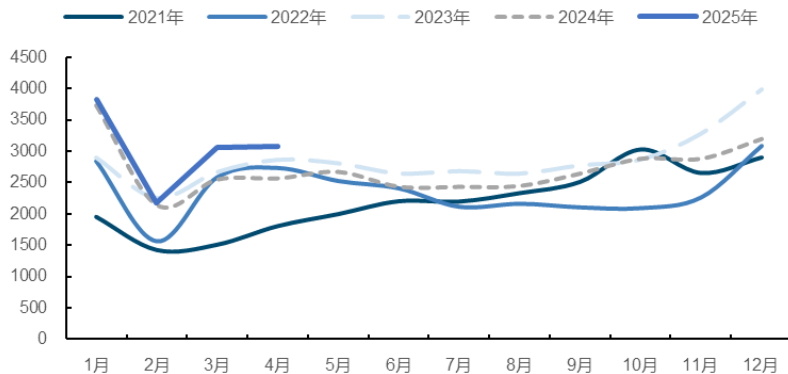
图：育肥猪栏舍利用率



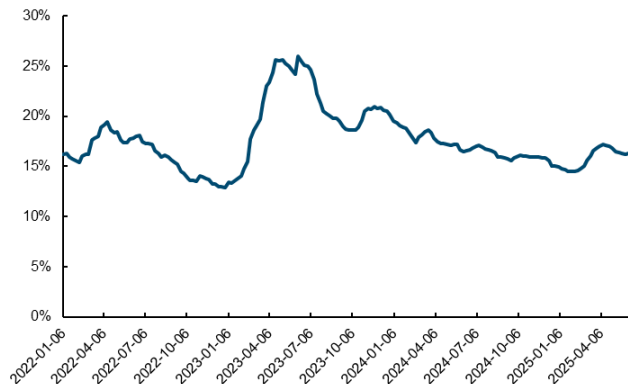
生猪养殖：上半年压栏&累库使得供给后移

- 由于屠宰竞争加剧、上半年收储、消费端好转等因素影响，3-4月份屠宰量同比增长约20%，在生猪供给持平略增的背景下，屠宰量大幅提升，养殖利润有所好转。
- 上半年冻品库容率底部回升，但是由于悲观预期整体提振幅度有限，目前全行业冻品库存处于较低位置，后续主动入库有限。
- 短期猪价：累库见顶，猪价短期去库下跌。
- 中期猪价：供给量持续增加，下跌过程中存在季节性累库反弹。
- 利润演绎：高方差，行业平均13.5元/公斤，目前尚未亏损，14元部分企业亏损；头部企业处于安全位置。

图：生猪屠宰量（万头）



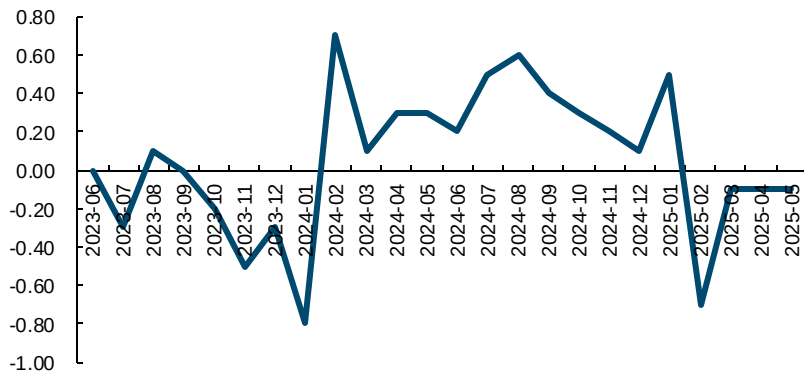
图：冻品库容率



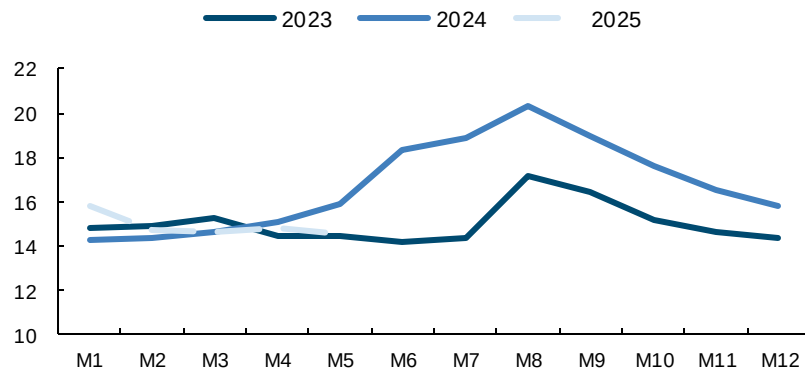
生猪养殖：重视行业产能调控，看好行业中期盈利提升

- 近几个月CPI表现存在一定的压力，2025年3-5月CPI分别同比-0.1%/-0.1%/-0.1%，CPI表现较弱主要系能源与食品端价格造成的压力，而生猪价格从历史表现来看与CPI存在较强的关联性，推动生猪价格的回升对CPI表现存在积极影响。
- 2024年生猪价格自5月份开始明显上涨，而今年在供给端同比提升的背景下，生猪价格后续表现或存在压力从而对CPI造成拖累，通过控制生猪供给的方式或能有效拉动CPI表现。根据财联社消息，5月底相关部门对头部企业开会要求：1. 控制能繁母猪数量；2. 控制出栏体重在120KG以内；3. 限制二次育肥并且进行监控等。以上等行为对后续生猪供给的节奏和总量存在指导意义，中期来看若产能可以保持稳定，生猪有望维持较好价格。

图：CPI同比表现存在压力（%）



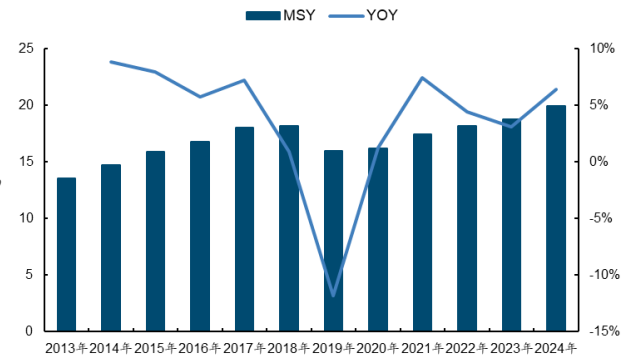
图：2024生猪价格表现较好（元/公斤）



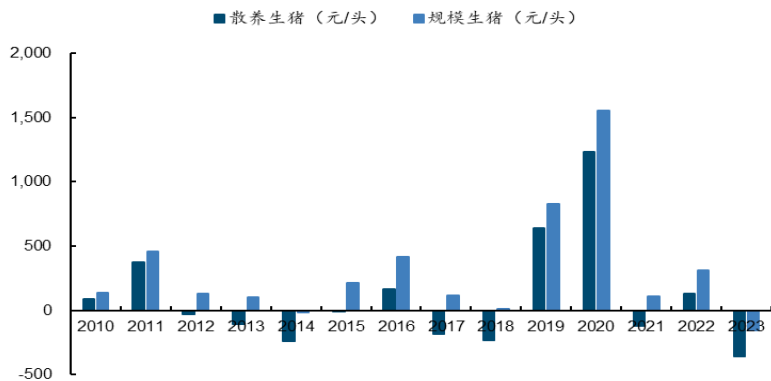
生猪养殖：重视行业产能变动，看好行业中期盈利提升

- 产能调控可能通过环保、信贷规模等角度入手。
- 环保：2013年我国开始进行环保调控，2016-2018 年国内生猪养殖进入环保禁养高峰期。环保监管趋严要求下，直接倒逼环保不达标产能被动出清。上一轮环保中能繁母猪存栏持续下降，环保手段有效清退产能，行业盈利周期拉长，但是整体行业效率的提升使得盈利的弹性表现不如能繁母猪下降趋势。
- 信贷：目前行业平均负债率较高，资金的限制或使得整体产能控制在合理区间。

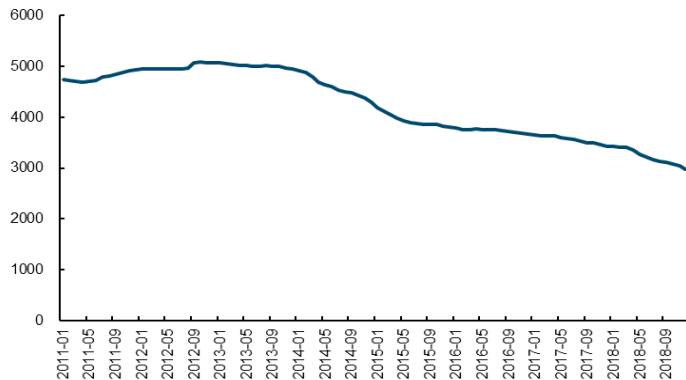
图：行业生产效率变化趋势



图：行业平均盈利情况



图：2011-2018年能繁母猪存栏变化（万头）



生猪养殖：周期往复，重视投资节点

- 通过对猪周期复盘，能繁母猪加速去化期和猪价上张初期是板块实现较好盈利阶段。周期+成长是生猪养殖行业投资的核心逻辑。**Beta（周期）**：左侧买产能去化-右侧买价格提升，越来越左侧参与，本质还是猪股的盈利预期以及兑现。**Alpha（成长）**：低成本优质扩张，成长性的突出使其盈利端持续成长。优秀的企业可以实现超额收益下的快速扩张。
- 板块估值处于底部，国内角度看供给侧改革和利润挤压驱动新一轮去产能周期，中期在调控下养殖利润中枢有望抬升；海外来看环境充满不确定性，低估值板块资产存在较好避险属性。建议关注：牧原股份、德康农牧、温氏股份、巨星农牧、立华股份、神农集团等。

图：猪价与板块走势

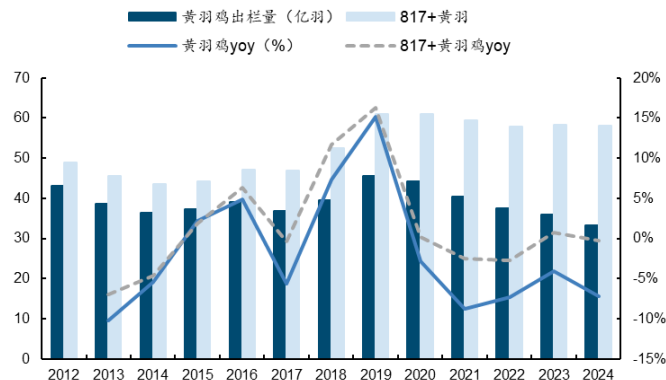


03 肉禽养殖

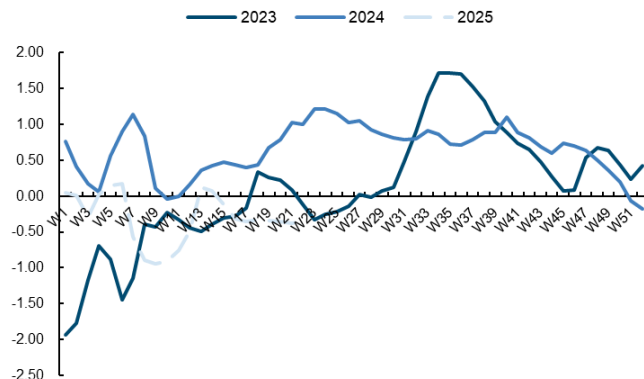
黄羽鸡：市场容量逐步企稳，产能逐步回升

- 黄羽鸡：终端市场逐步企稳，中小企业持续出清。2019年以来，黄羽鸡年出栏量持续下行，2024年黄羽鸡出栏约33.4亿羽，同比-7.18%，大量黄羽鸡快速鸡被肉杂鸡替代，目前来看市场容量逐步企稳，中/慢速鸡难以被替代。
- 2024年由于饲料价格的快速下降，黄羽鸡养殖行业实现较好利润，而在高利润刺激下，去年下半年头部企业持续增产，年初以来行业整体陷入亏损状态。

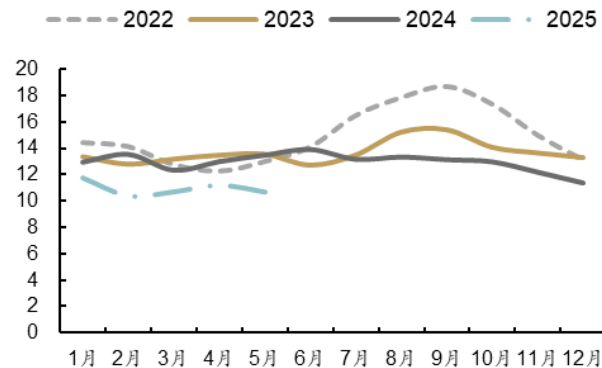
图：黄羽鸡市场容量逐步平稳



图：黄羽鸡养殖利润（元/公斤）



图：黄羽鸡价格表现疲软（立华股份销售价（元/公斤））



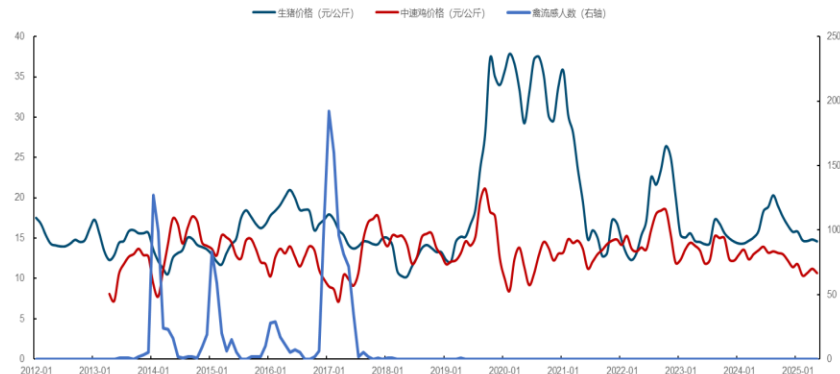
黄羽鸡：产能持续调减，静待消费回暖

- 黄鸡养殖周期较短，去年年底行业开始陷入亏损阶段，行业产能开始逐步减少，但是根据产能周期推断短期供给端依旧存在压力；同时从历史价格走势来看，黄鸡价格与生猪价格存在较高关联度。目前行业双寡头格局逐步形成，温氏与立华两家企业在出栏量与养殖成本上行业领先，在规模效应逐步凸显的背景下，两者市占率有望持续提升。建议关注：立华股份、温氏股份。

图：在产父母代存栏今年有所回升

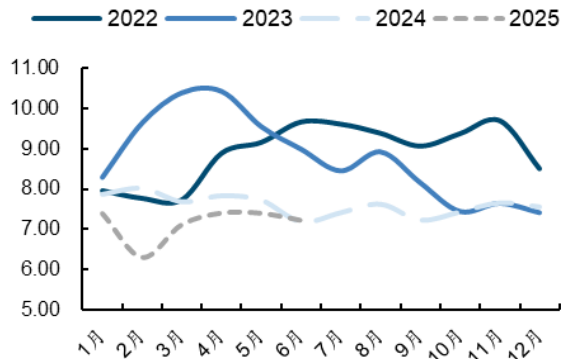


图：黄羽鸡价格与生猪价格关联度较高

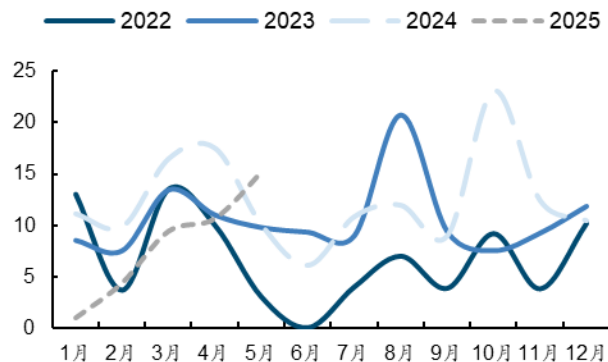


- 白羽鸡：产能供给较为充足，静待需求回暖。2024年祖代鸡更新量处于历史高位，2025年初受海外疫病影响导致引种量下滑，但是逐月来看影响减弱，预计今年供给端相对充足。在供给充足的背景下年初以来白羽鸡价格基本保持平稳，行业实现微利状态，全产业链企业存在明显优势。

图：白鸡价格底部企稳（元/公斤）



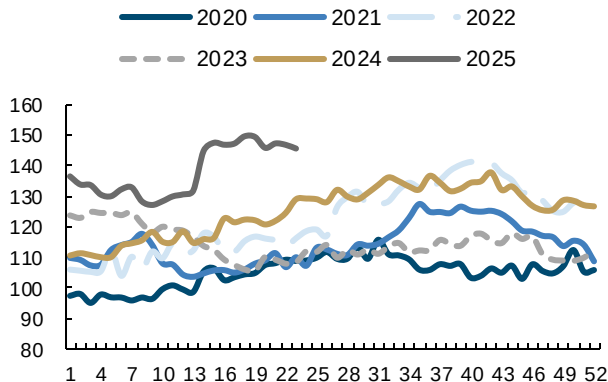
图：祖代鸡更新量存在扰动



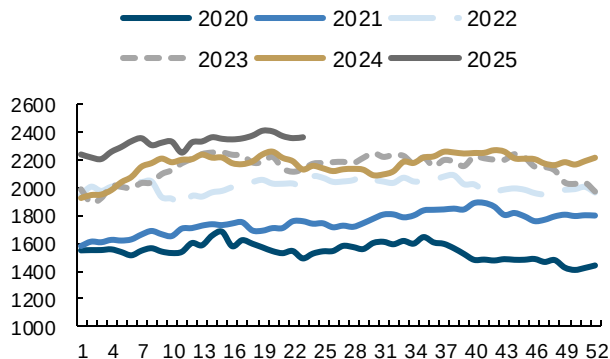
白羽鸡：供给相对充足，静待消费回暖

- 白羽鸡作为优质蛋白来源，中长期需求量持续上行，随着消费端的回暖，以及国产种鸡的逐步替代和效率提升，看好全产业链布局公司利润中长期提升。建议关注：圣农发展等。

图：在产祖代鸡处于历史高位（万套）



图：在产父母代鸡处于历史高位（万套）

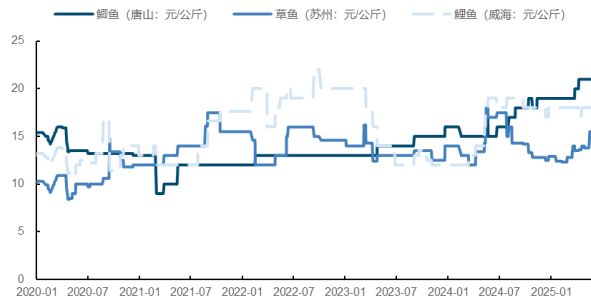


04 后周期&粮食

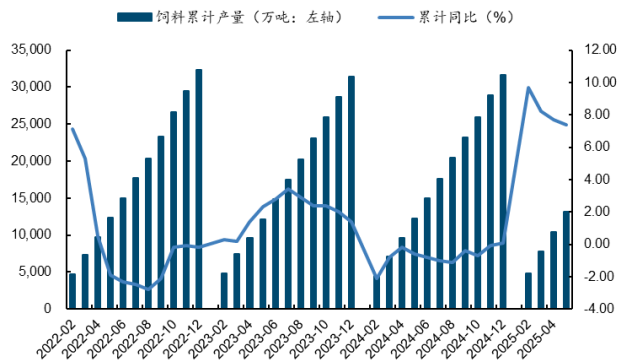
饲料：销量同比增长，价格有望企稳回升

- 饲料总量同比回升，存栏回升驱动景气向好。2025年生猪存栏回升，叠加养殖利润表现较好，预计猪料仍有持续增长空间；同时肉牛、水产景气回升，细分板块饲料景气度上行。建议关注：海大集团、禾丰股份等。

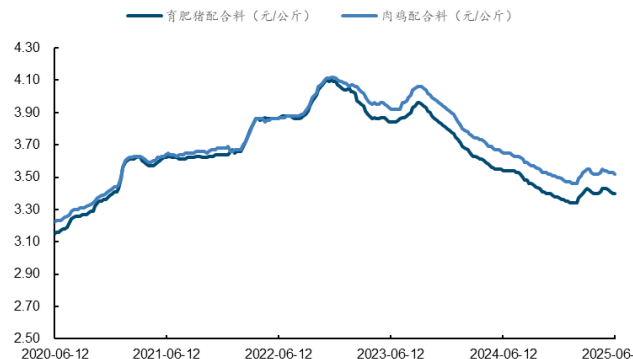
图：水产品价格上涨



图：饲料产量明显回升



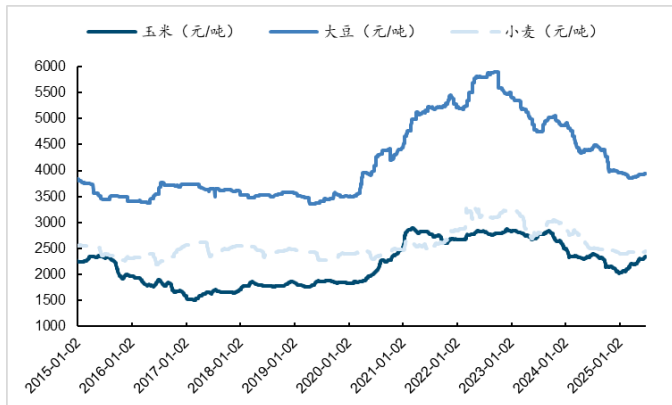
图：饲料价格底部企稳



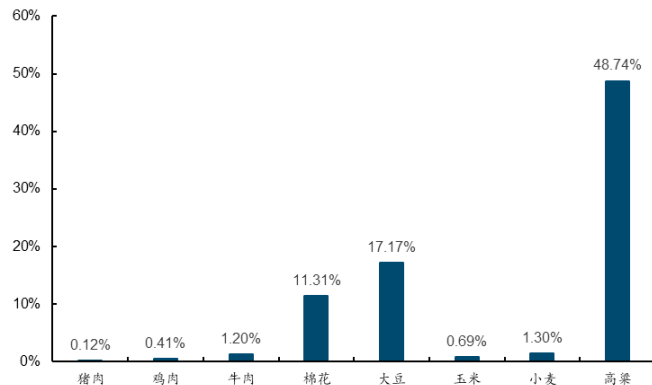
原粮：价格底部企稳，外部扰动下或出现涨价行情

- 在外部环境仍有不确定性的背景下，粮食安全和农产品保供依旧是重要议题。中美若因贸易摩擦减少大豆进口，或提升国内大豆成本中枢，建议重视美豆生长情况以及中美关税问题。
- 目前大豆、玉米、小麦等主要农作物价格经过一段时间的回落后已经处于底部区间，小麦价格存在政策托底，同时在天气扰动下产量仍有不确定性，预计玉米、小麦价格有望底部回升。
- 在粮食价格处于底部的背景下，外部环境天气、农作物周期、国际关系等因素都可能成为粮食价格上涨的驱动因素，同时在养殖体量较大的背景下，原粮需求存在较强支撑，建议关注粮食价格变动趋势。

图：整体价格向下空间有限



图：我国部分农产品进口依赖度



风险提示：

生猪价格不及预期：养殖企业盈利受猪价影响较大，猪价下跌幅度影响产能波动。

农产品价格大幅波动：饲料成本在生猪养殖中占比较大，原材料价格上涨会使得利润承压。

动物疫病风险：动物疫病爆发会使得行业出现较大程度亏损。

政策落地不及预期：政策端对供给端或存在监管不严等问题。

特别声明

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

获取更多研究服务，欢迎访问国金研究小程序



最新研报

会议路演

研究专题