

行业深度

农林牧渔

宠物食品恰逢其盛，转基因种子翻开农业新篇章

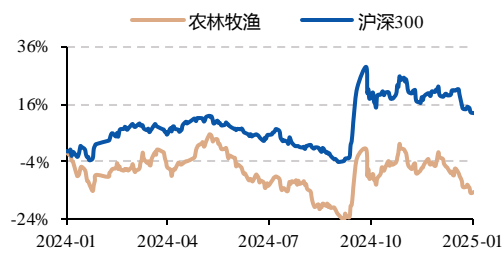
农林牧渔行业 2025 年度策略

2025 年 01 月 13 日

评级 同步大市

评级变动: 维持

行业涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
农林牧渔	-13.83	-5.01	-14.04
沪深 300	-7.60	-4.24	13.35

刘敏 分析师

执业证书编号:S0530520010001  
liumin83@hncshasing.com

相关报告

1 农林牧渔行业 2024 年 12 月月报:11 月生猪均价中枢下移, 宠物食品景气向好 2024-12-06

重点股票	2023A		2024E		2025E		评级
	EPS (元)	PE (倍)	EPS (元)	PE (倍)	EPS (元)	PE (倍)	
牧原股份	-0.78	-46.45	3.16	11.47	3.65	9.94	增持
温氏股份	-0.96	-16.45	1.59	9.92	1.61	9.82	增持
乖宝宠物	1.07	76.88	1.50	55.12	1.86	44.42	增持
中宠股份	0.79	42.06	1.22	27.41	1.34	24.83	增持

资料来源: Wind, 财信证券

投资要点:

- 市场回顾及行业估值水平: 据 Wind 数据统计, 2024 年初以来 (截至 2024 年 12 月 26 日), 农林牧渔指数、生猪养殖指数分别下跌 11.34%、11.35%, 同期沪深 300 指数上涨 16.22%, 农林牧渔行业指数跑输沪深 300 指数 27.56 个百分点。截至 2024 年 12 月 26 日, 农林牧渔板块 PE 为 22.88x, 较全 A 市盈率水平低 1.30x; 农林牧渔板块 PB 为 2.06x, 较全 A 市净率水平低 0.31x。
- 维持农林牧渔行业“同步大市”评级。农林牧渔行业总体估值具有安全边际, 预计优质猪企 2025 年仍将保持盈利状态, 长期角度来看, 行业龙头企业的竞争优势有望进一步得到加强; 白羽肉鸡养殖有望随宏观经济回暖业绩边际改善; 后周期板块饲料、动保随生猪存栏逐步修复情况下, 2025 年业绩有望得到修复; 在国家粮食安全政策支持下建议给予种子行业积极关注; 内外销共振驱动下宠物食品有望保持良好发展势头。
- 2025 年农林牧渔板块主要投资机会预计将聚焦以下三条主线: 1、绩优成长股主线方面, 宠物食品板块业绩预计将维持强劲态势, 建议关注乖宝宠物、中宠股份、佩蒂股份等。2、低估值、行业景气度边际改善主线方面, 建议关注后周期板块饲料、动保及白羽鸡板块。动保板块 2024Q3 业绩初现修复, 2025 年生猪存栏恢复有望带动后周期饲料及动保板块景气持续修复, 建议关注头部企业的市场份额的提升及业绩修复动态; 2025 年宏观经济转暖带动下白羽鸡消费需求预计将得到修复, 白羽鸡肉产品价格有望边际改善, 关注白羽肉鸡板块底部高弹性机会。标的方面, 建议关注海大集团、生物股份、科前生物、普瑞生物、圣农发展、益生股份等。3、政策支持主线方面, 关注种业板块。转基因种子商业化进程持续推进, 央国企并购重组推动下, 头部种企有望做大做强。标的方面, 建议关注科研实力领先、具备转基因先发优势的优质种子企业大北农、隆平高科、登海种业、丰乐种业、荃银高科。
- 风险提示: 畜禽疫病大范围爆发风险, 畜禽市场价格波动风险, 需求不及预期风险, 原料价格波动风险, 极端自然灾害/虫害风险, 贸易摩擦风险等。

## 内容目录

<b>1 市场回顾</b> .....	<b>4</b>
1.1 行情回顾.....	4
1.2 业绩回顾.....	5
1.3 行业估值.....	6
<b>2 生猪养殖</b> .....	<b>8</b>
2.1 生猪价格 2024 年走势分析.....	8
2.2 生猪养殖成本及利润分析.....	11
2.3 生猪养殖板块投资建议.....	12
<b>3 禽类养殖</b> .....	<b>13</b>
3.1 白羽肉鸡价格趋势分析.....	13
3.2 白羽鸡养殖板块投资建议.....	14
<b>4 饲料</b> .....	<b>15</b>
4.1 饲料行业需求有望好转.....	15
4.2 饲料行业原料风险将更大.....	16
4.3 饲料板块投资建议.....	16
<b>5 动保</b> .....	<b>17</b>
5.1 兽药行业发展基本情况.....	17
5.2 兽药行业监管持续加强.....	17
5.3 兽药行业集中度有望提升.....	18
5.4 动保板块投资建议.....	18
<b>6 种业</b> .....	<b>19</b>
6.1 种业产业发展基本概况.....	19
6.2 种业行业集中度有较大提升空间.....	21
6.3 生物育种发展空间广阔.....	22
6.4 种业板块投资建议.....	23
<b>7 宠物食品</b> .....	<b>23</b>
7.1 宠物食品行业发展基本概况及趋势.....	23
7.2 宠物食品板块投资建议.....	26
<b>8 农林牧渔板块投资建议及投资主线</b> .....	<b>26</b>
<b>9 风险提示</b> .....	<b>27</b>

## 图表目录

图 1：农林牧渔指数、生猪养殖指数 2024 年以来累计涨跌幅（截至 2024 年 12 月 26 日）.....	4
图 2：农林牧渔细分子行业 2024 年涨跌幅情况（截至 2024 年 12 月 26 日）.....	5
图 3：细分子行业 2024 年前三季度营收表现.....	6
图 4：细分子行业 2024 年前三季度归母净利润表现.....	6
图 5：农林牧渔行业 PE、PB 估值走势图（截至 2024 年 12 月 26 日）.....	7
图 6：细分子行业 PE 估值（截至 2024 年 12 月 26 日）.....	8
图 7：细分子行业 PB 估值（截至 2024 年 12 月 26 日）.....	8
图 8：能繁母猪存栏量与外三元生猪价格走势图.....	9

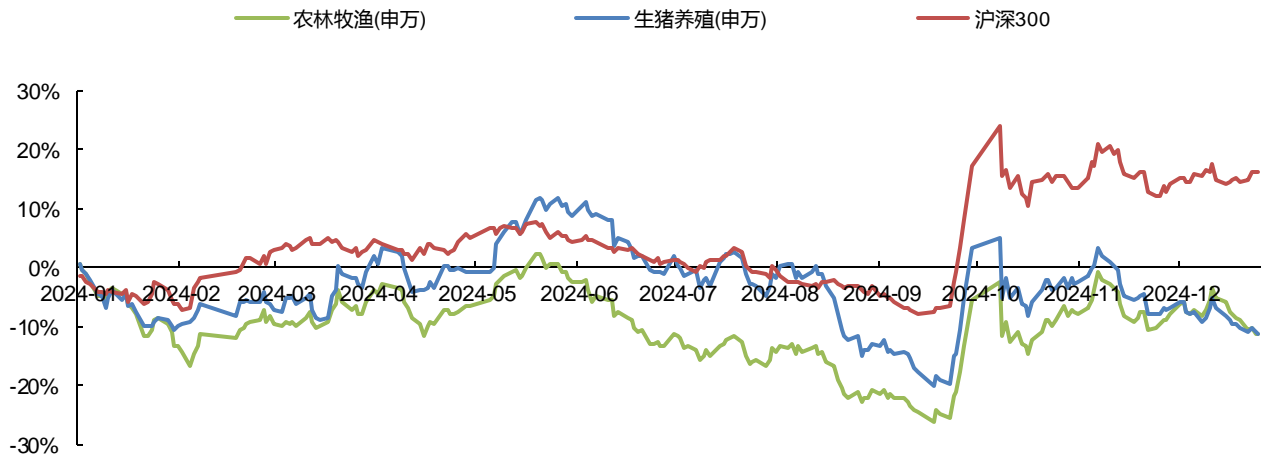
图 9: 2007-2022 年不同规模养殖场数量构成及户均出栏量走势图.....	10
图 10: 17 家上市猪企平均资产负债率走势图.....	11
图 11: 17 家上市猪企历年合计资本开支情况.....	11
图 12: 全国生猪屠宰量走势图.....	11
图 13: 全国猪肉冻品库容率走势图.....	11
图 14: 生猪饲料原料价格及育肥猪配合饲料价格走势图.....	12
图 15: 生猪 PSY (每头母猪每年提供的断奶仔猪头数) 走势图.....	12
图 16: 白羽鸡祖代种鸡更新量及同比变化.....	14
图 17: 中国主产区白羽肉鸡价格及肉鸡苗价格走势图.....	14
图 18: 2013-2024 年饲料工业总产量及同比变化 (2024 年数据截至三季度末).....	15
图 19: 2024 年前三季度各类饲料产量及同比变化.....	15
图 20: 中国城镇养猫、养犬数量走势图.....	25
图 21: 中国养宠主人年龄结构变化.....	25
图 22: 我国结婚登记数量趋势图.....	25
图 23: 宠物消费市场规模及宠物食品消费规模走势图.....	25
表 1: 各细分子行业 2024 年前三季度主要财务指标.....	6
表 2: 中国转基因农作物审批流程.....	21

## 1 市场回顾

### 1.1 行情回顾

据 Wind 数据统计，2024 年初以来（截至 2024 年 12 月 26 日），农林牧渔指数、生猪养殖指数分别下跌 11.34%、11.35%，同期沪深 300 指数上涨 16.22%，农林牧渔行业指数跑输沪深 300 指数 27.56 个百分点。2024 年农林牧渔行业指数走势来看，一季度处于较为低迷状态，随着 4 月能繁母猪去化完成、猪价开始上涨，生猪养殖指数得到了提振，市场情绪有所改善，农林牧渔行业指数开始震荡上行，但持续时间不达 2 个月，5 月中旬左右生猪养殖指数及农林牧渔指数均下探，直至 9 月 24 日金融新政支持下，A 股市场情绪显著改善，推动生猪养殖指数及农林牧渔指数再次上行，随后两指数 10 月同步震荡运行，于 2024 年 11 月初左右开始调整向下运行。

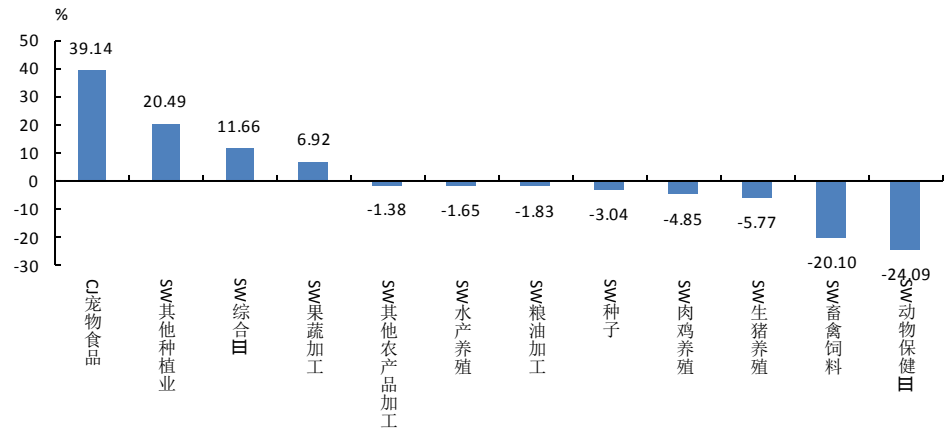
图 1：农林牧渔指数、生猪养殖指数 2024 年以来累计涨跌幅（截至 2024 年 12 月 26 日）



资料来源：Wind、财信证券

子行业 2024 年涨跌幅（截至 2024 年 12 月 26 日）来看，据 Wind 数据统计，宠物食品(39.14%)、其他种植业(20.49%)、综合Ⅲ(11.66%)涨幅居前，动物保健Ⅲ(-24.09%)、畜禽饲料(-20.10%)、生猪养殖(-5.77%)涨跌幅排名靠后。

图 2：农林牧渔细分子行业 2024 年涨跌幅情况（截至 2024 年 12 月 26 日）

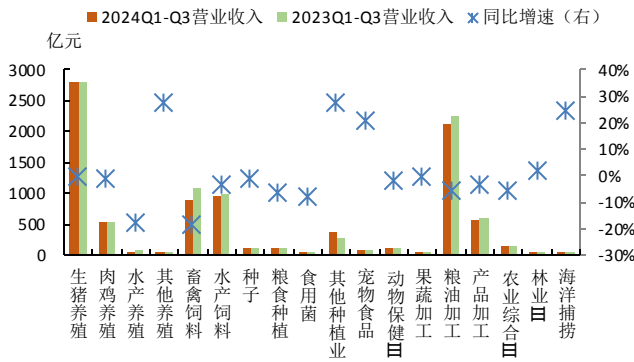


资料来源：Wind、财信证券

## 1.2 业绩回顾

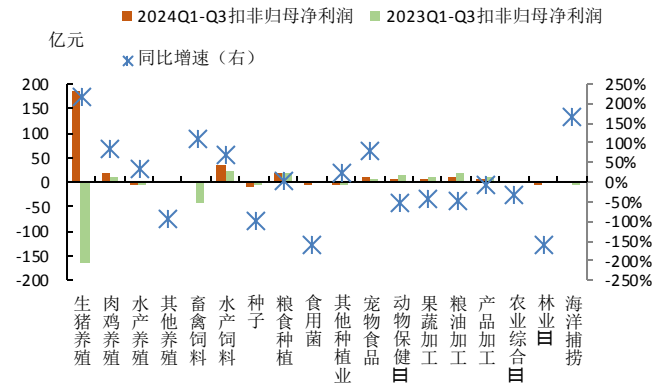
据 Wind 数据统计，2024 年前三季度生猪养殖板块（申万三级子行业，共计 10 家）共实现营业收入 2795.90 亿元，同比基本持平，略下滑 0.45%，扣非归母净利润 185.80 亿元，同比大幅扭亏，2023 年前三季度扣非归母净利润合计为-166.24 亿元。2024 年 4 月以来，受猪价上涨以及成本端改善影响，前三季度上市猪企经营性现金流明显改善，带动资产负债率环比回落，2024Q3 末上市猪企资产负债率平均值为 56.56%，而 2023Q3 末、2023Q4 末资产负债率分别为 70.28%、60.39%。肉鸡养殖板块 2024 前三季度营收合计 529.75 亿元，同比-1.45%，扣非归母净利润 18.44 亿元，同比+81.18%。板块毛利率显著提升，2024 前三季度肉鸡养殖企业毛利率 10.64%，同比+2.37pts。2024 前三季度种业板块营收合计 115.63 亿元，同比-0.96%，扣非归母净利润合计亏损 10.20 亿元，同比增亏 102.58%。畜禽饲料上市企业 2024 年前三季度合计营收 878.08 亿元，同比-18.66%，合计扣非归母净利润 2.97 亿元，同比扭亏为盈变动幅度为 107.26%。畜禽饲料板块毛利率改善，2024 年前三季度毛利率 9.60%，同比+5.02pts。水产饲料板块上市企业 2024 年前三季度合计营收 959.41 亿元，同比-3.59%，扣非归母净利润显著改善，2024 年前三季度扣非归母净利润合计 34.80 亿元，同比+64.58%。动保板块 2024 年前三季度实现营收合计 120.54 亿元，同比-2.18%，扣非归母净利润 6.19 亿元，同比-54.42%。宠物食品业绩同比实现大增，宠物食品上市公司 2024 年前三季度合计营收 87.58 亿元，同比+20.93%，扣非归母净利润 8.94 亿元，同比+79.09%，前三季度板块毛利率 33.37%，同比+4.85pts。

图 3：细分子行业 2024 年前三季度营收表现



资料来源：Wind、财信证券

图 4：细分子行业 2024 年前三季度归母净利润表现



资料来源：Wind、财信证券

表 1：各细分子行业 2024 年前三季度主要财务指标

子行业	营收		扣非归母		毛利率	变动	资产负债率	变动	资本开支	
	(亿元)	同比	净利润(亿元)	同比					(亿元)	同比
生猪养殖	2796	-0.4%	185.8	211.8%	13.5%	11.5%	56.6%	-13.7%	207	-24.2%
肉鸡养殖	530	-1.4%	18.4	81.2%	10.6%	2.4%	48.2%	2.5%	47	8.6%
水产养殖	59	-17.8%	-1.4	30.3%	14.3%	0.8%	60.1%	0.6%	5	85.1%
其他养殖	46	27.3%	0.0	-98.3%	9.6%	-7.4%	56.7%	5.2%	2	-66.7%
畜禽饲料	878	-18.7%	3.0	107.3%	9.6%	5.0%	57.9%	6.4%	24	-34.4%
水产饲料	959	-3.6%	34.8	64.6%	11.2%	2.4%	56.2%	-2.0%	27	-16.1%
种子	116	-1.0%	-10.2	-102.6%	18.6%	-0.7%	43.8%	-0.6%	13	58.9%
粮食种植	118	-6.3%	17.6	0.8%	22.8%	1.8%	38.7%	-1.0%	7	11.1%
食用菌	38	-8.2%	-1.1	-163.1%	9.3%	-7.9%	39.2%	3.1%	7	-34.2%
其他种植业	369	27.8%	-4.9	19.5%	4.1%	-0.1%	57.6%	4.6%	9	6.7%
宠物食品	88	20.9%	8.9	79.1%	33.4%	4.8%	27.2%	-0.7%	9	53.7%
动物保健 III	121	-2.2%	6.2	-54.4%	34.2%	-4.1%	28.1%	1.7%	12	-39.4%
果蔬加工	58	-0.5%	4.9	-46.3%	14.6%	-6.5%	36.3%	-2.0%	4	-30.7%
粮油加工	2115	-6.0%	9.6	-49.6%	5.4%	0.2%	40.5%	-4.5%	60	-29.2%
产品加工	570	-3.2%	7.8	-9.6%	9.1%	0.1%	46.0%	-1.5%	20	-1.3%
农业综合 III	149	-6.1%	0.7	-36.8%	8.4%	0.6%	56.4%	5.5%	2	-64.0%
林业 III	18	1.9%	-0.7	-160.8%	11.3%	-7.0%	49.5%	-1.1%	1	-85.8%
海洋捕捞	50	24.6%	0.2	161.8%	11.8%	0.6%	52.8%	0.9%	3	133.8%

资料来源：Wind、财信证券

### 1.3 行业估值

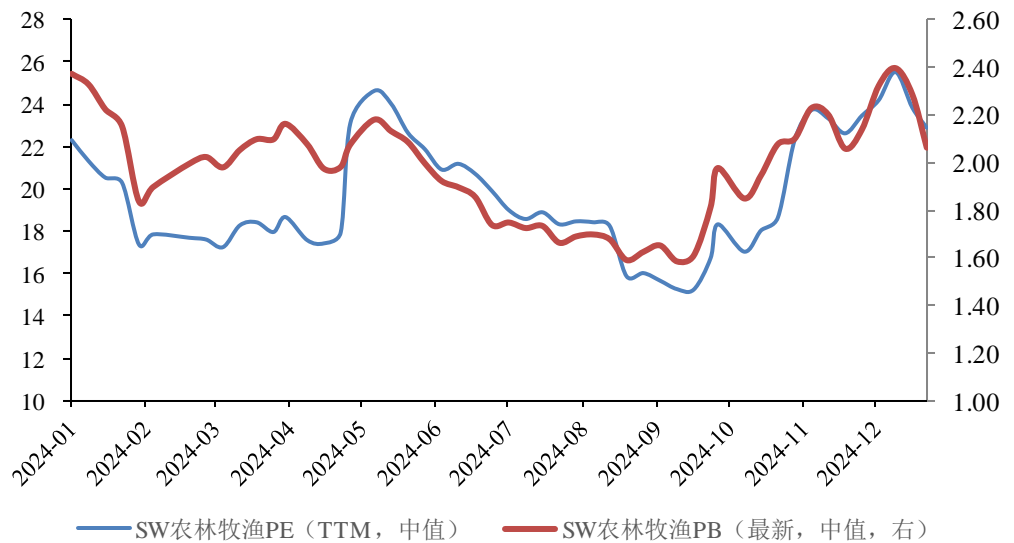
据 Wind 数据，截至 2024 年 12 月 26 日，农林牧渔板块 PE(TTM, 中值, 下同) 为 22.88x, 较全 A 市盈率水平低 1.30x; 农林牧渔板块 PB(MRQ, 中值, 下同) 为 2.06x,

较全 A 市净率水平低 0.31x。

纵向对比来看，据 Wind 数据统计，农林牧渔板块 PE 估值水平位于历史（自 2000 年以来，下同）后 12.97%分位，农林牧渔板块 PB 估值水平位于历史后 12.18%分位。

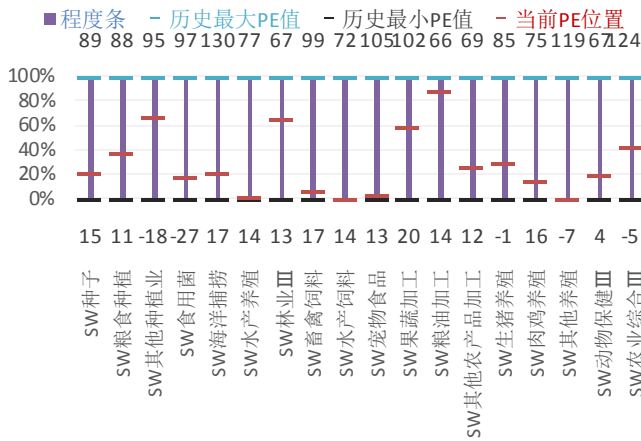
细分板块来看，据 Wind 数据统计，禽畜养殖板块中，生猪养殖子板块 PE 为 17.11x，位于历史后 29.91%分位，PB 为 2.47x，位于历史后 24.45%分位；肉鸡养殖子板块 PE 为 4.87x，位于历史后 14.56%分位，PB 为 1.82x，位于历史后 1.90%分位。后周期板块中，畜禽饲料板块 PE 为 -16.31x，位于历史后 6.33%分位，PB 为 1.39x，位于历史后 2.14%分位；动物保健 PE 为 29.11x，位于历史后 20.09%分位，PB 为 1.81x，位于历史后 7.20%分位。种植板块中，种子子板块 PE 为 37.96x，位于历史后 21.20%分位，PB 为 3.75x，位于历史后 45.17%分位；粮食种植子板块 PE 为 20.60x，位于历史后 38.13%分位，PB 为 2.62x，位于历史后 34.65%分位。渔业板块中，海洋捕捞子板块 PE 为 -4.07x，位于历史后 20.97%分位，PB 为 3.26x，位于历史后 43.99%分位；水产养殖子板块 PE 为 -37.78x，位于历史后 1.19%分位，PB 为 2.24x，位于历史后 30.93%分位。水产饲料子板块 PE 为 -112.19x，位于历史后 0.26%分位，PB 为 2.67x，位于历史后 6.61%分位。宠物食品子板块 PE 为 26.28x，位于历史后 2.89%分位，PB 为 3.33x，位于历史后 35.43%分位。

图 5：农林牧渔行业 PE、PB 估值走势图（截至 2024 年 12 月 26 日）



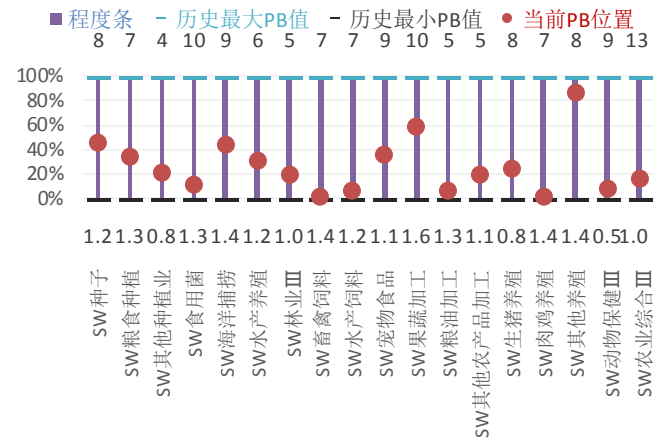
资料来源：Wind、财信证券

图 6：细分子行业 PE 估值（截至 2024 年 12 月 26 日）



资料来源：Wind、财信证券

图 7：细分子行业 PB 估值（截至 2024 年 12 月 26 日）



资料来源：Wind、财信证券

## 2 生猪养殖

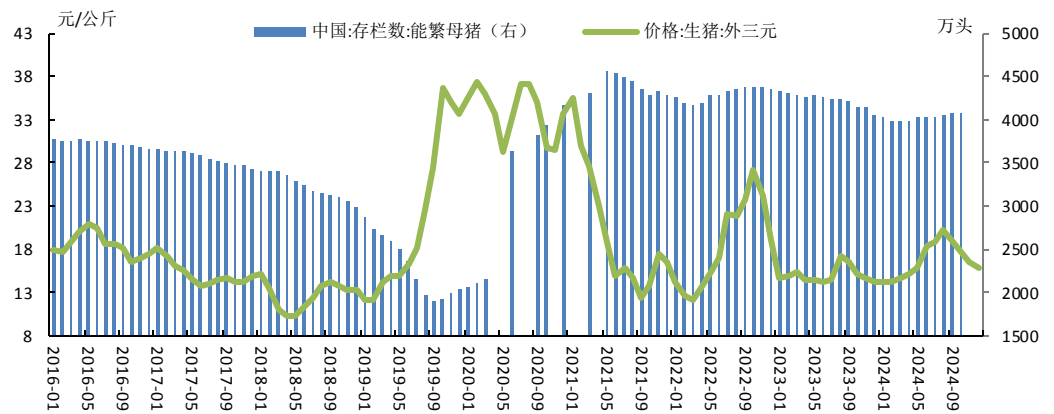
### 2.1 生猪价格 2024 年走势分析

2023 年冬季非瘟疫情风险显著增加，华北地区各阶段生猪出现大量紧急出栏，导致 2024 年 1-5 月生猪供应量显著减少。2024 年 4 月，能繁母猪存栏量触及底部，伴随供给偏紧的压力，猪价自 5 月起开始反弹。由于大量母猪紧急淘汰，加之 2023 年冬季的两次大幅降温，以及仔猪养殖持续亏损，仔猪供应量下降进一步影响了 2024 年 6-8 月生猪的供应量。2024 年前 8 个月，生猪供应偏紧，尽管猪肉需求有所下降，猪价整体仍持续走高。据 Datayes 数据，至 8 月中，全国猪价上涨至 21 元/公斤，随后猪价开始回落。国庆节前，市场对四季度猪价保持较高预期，猪价经历波动下跌后再度反弹。进入 10 月中旬后，猪价转为阴跌，据 Datayes 数据，12 月 4 日全国猪价跌破 16 元/公斤，市场情绪趋于悲观，四季度看涨情绪减弱，价格处于弱势运行态势。

生猪产能去化方面，本轮猪周期能繁母猪存栏量自 2023 年 1 月开始进入下行通道，据 Wind 数据测算，到 2024 年 4 月，能繁母猪存栏量累计下降了 9.2%。与非瘟前的三轮猪周期(2010-2022 年)比较来看，呈现出产能调整深度收窄、猪价波动幅度降低、周期持续时间缩短等特征。据 Wind 数据测算，非瘟后的 2022-2024 年的猪周期中，全国能繁母猪产能去化幅度也只有 8.5%。



图 8：能繁母猪存栏量与外三元生猪价格走势



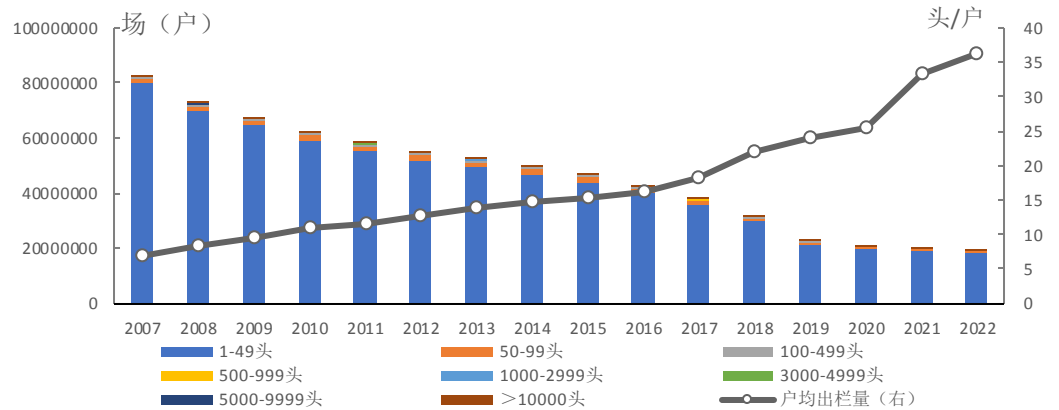
资料来源：Datayes、Wind、财信证券

近两轮猪周期中，产能去化幅度较小，这一现象主要与规模化养殖的趋势加强有关。自非洲猪瘟爆发以来，防疫能力较弱的小规模养殖户逐步被淘汰，生猪养殖逐渐向规模化发展。根据《中国畜牧兽医年鉴》统计数据，2018-2022 年，50 头以下的散户养殖场数量持续减少，5 年降幅达 49.66%。与此同时，年出栏 3000 头以上的规模养殖场数量不断增长，增幅为 29.53%。这一趋势表明，小规模养殖场逐渐退出市场，大规模养殖场逐步成为行业主力。

回顾历史，行业集中度呈持续上升趋势，过去 10 年市场份额快速向头部上市猪企集中。上市猪企凭借融资优势、土地审批支持以及人才储备等资源，得以迅速扩大产能，进一步加速了行业集中度的提升。据 Wind 数据测算，2023 年上市公司出栏量 CR3、CR10 分别为 14.83%、19.87%，2024 年前三季度集中度继续提升，CR3、CR10 分别为 16.17%、20.34%。

规模化养殖背景下，由于规模场退出市场不如散养户灵活，且对周期底部风险的抵御能力明显增强，导致产能去化幅度收窄。产能去化幅度收窄，意味着供需矛盾相对温和，价格波动幅度自然收窄。压栏和二次育肥等投机行为的增多将加快猪价运行到目标价位，加之波幅收窄的共同作用，周期持续时间缩短。由此来看，未来生猪价格可能更多受消费变化影响，呈现季节性波动的特征。在没有外力因素的扰动下，预计母猪产能去化幅度放缓的趋势可能会持续存在。

图 9：2007-2022 年不同规模养殖场数量构成及户均出栏量走势图



资料来源：Wind、《中国畜牧兽医年鉴》、《中国农业年鉴》、财信证券

2024 年，中国生猪市场供给端的变化主要受资金压力和规模化养殖下的谨慎补栏行为两大因素的影响，生猪产能恢复进程缓慢。

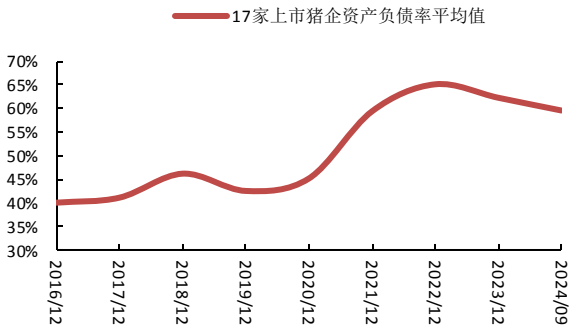
首先，资金压力是影响养殖场补栏行为的关键因素。近年来，生猪养殖行业整体面临较大的资金压力，尤其是在猪价波动较大的背景下，许多养殖企业的资金状况较为紧张。补栏需要大量资金投入，包括饲料、设施、人工成本等方面的支出，而市场的不确定性使得许多养殖户在资金链紧张的情况下，选择推迟或缩减补栏计划。资金实力和现金流状况直接决定了养殖户是否具备足够的能力进行补栏。

历史经验来看，行业的合理资产负债率通常在 40% 至 50% 之间。2018 年之前，主要上市猪企的资产负债率大多维持在这一区间，只有像牧原股份、正邦科技、天邦食品等扩张较快的企业，资产负债率曾阶段性突破 50%。自 2018 年起，上市猪企抓住政策窗口期，积极加大举债扩张产能。与此同时，猪价长期低迷，据 Wind 数据统计，2022 年末、2023 年末 17 家上市猪企资产负债率平均值分别位于 65.25%、62.25% 的高位水平，2024 年 Q3 末虽有下降，仍处于 59.56% 的高位。

另一方面，规模化养殖的加速和市场预期的谨慎使得补栏行为更加谨慎，养殖户的补栏意愿很大程度上受猪价波动预期的影响。近年来，随着非洲猪瘟的影响逐渐消退，规模化养殖趋势日益明显，许多中大型养殖企业在产能恢复时更加注重精准调控和风险控制，避免盲目扩张。非瘟后的猪周期猪价波动放缓情况下，养殖户对未来市场的判断趋于谨慎，导致补栏行为更为保守。

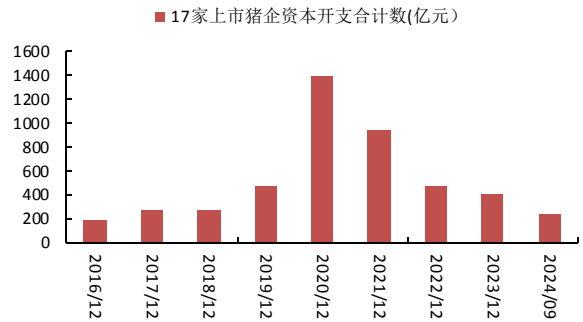
总体来看，生猪市场供给端的变化反映了养殖场在资金压力、规模化养殖的加速和市场预期多重因素驱动下，补栏行为趋于谨慎，本轮猪周期产能恢复速度较为缓慢。未来，随着规模化养殖的进一步推进，养殖企业在恢复产能时会更加注重资金和风险管理，生猪市场供给端波动趋缓的趋势或将延续。

图 10：17 家上市猪企平均资产负债率走势图



资料来源：Wind、财信证券

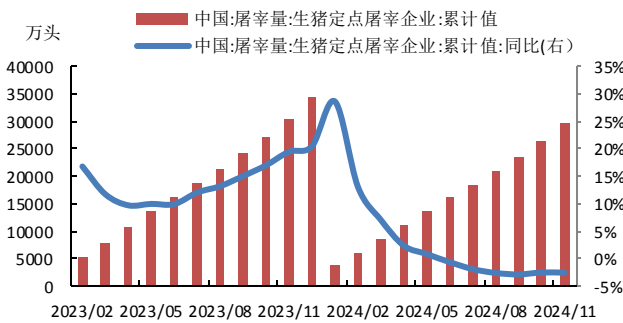
图 11：17 家上市猪企历年合计资本开支情况



资料来源：Wind、财信证券

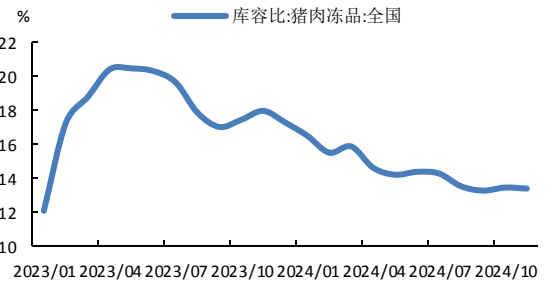
需求端方面，猪肉需求长期趋于稳定，2024 年屠宰量情况对比 2023 年来看，稍微弱于 2023 年，据 Wind 数据，截至 2024 年 11 月末，全国生猪定点屠宰企业生猪屠宰量为 2.96 亿头，同比下滑 2.57%。2024 年全国重点屠宰企业冻品库容率呈震荡递减的变化趋势，从年初的 17.27% 下滑至 11 月末的 13.37%，企业延续冻品库存的去化节奏，缓解了一定的库存压力。

图 12：全国生猪屠宰量走势图



资料来源：Wind、财信证券

图 13：全国猪肉冻品库容率走势图



资料来源：Datayes、财信证券

## 2.2 生猪养殖成本及利润分析

随着养殖技术的不断进步，能繁母猪的繁育效率得到显著提升。同时，管理水平的提高和饲料成本的降低，也使得生猪养殖的整体成本得到了有效控制。

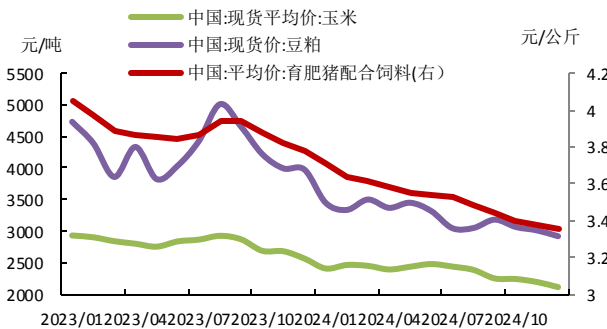
在成本端，一方面，饲料成本持续下降，大幅度降低了生猪养殖的饲料支出。饲料成本是生猪养殖成本中最主要的部分，通常在总成本中占比达 60%-80%。2024 年以来，玉米和豆粕等主要饲料原料价格持续回落带动下，生猪饲料价格持续下降，对养殖利润构成利好。据 Wind 统计，截至 2024 年 12 月 19 日，育肥猪配合饲料较 2023 年底下降

11.1%。另一方面，仔猪价格的波动对外购仔猪养殖利润构成较大影响。2024 年一季度仔猪价格大涨，一定程度上削减了三季度中后期外购仔猪养殖的利润。根据 Wind 数据，8 月猪价高点出栏的生猪中，外购仔猪养殖利润达到 490 元/头左右，自繁自养养殖利润达到 680 元/头左右。

2024 年前 8 个月猪价稳步上涨，养殖利润良好改善了养殖主体现金流，二育、压栏情况较多。8 月中随着年后断奶仔猪育肥体重达到或超过标重可陆续出栏，8 月下旬生猪可供出栏增加，但消费需求仍偏弱，猪价开始走低，据 Datayes 数据，12 月 4 日全国猪价跌破 16 元/公斤后，猪价（截至 12 月 26 日）在 15~16 元/公斤波动，只要不过度压栏，自繁自养仍会获得一定的养殖利润。

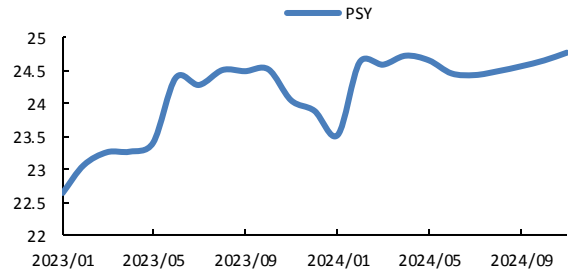
整个 2024 年，除了 1 月出现阶段性亏损外，绝大部分时间都处于正向利润状态。特别是第二季度末和第三季度，生猪养殖利润丰厚，上市猪企的现金流得到明显改善，资产负债率也有所下降，规模占比进一步提升。

图 14: 生猪饲料原料价格及育肥猪配合饲料价格走势图



数据来源: Wind、财信证券

图 15: 生猪 PSY (每头母猪每年提供的断奶仔猪头数) 走势图



资料来源: Datayes、财信证券

预计 2025 年猪价降幅空间有限，低成本生猪养殖企业将能够保持较好的盈利水平。上市猪企养殖成本来看，优质猪企包括牧原股份、温氏股份及神农集团均具备行业成本优势。其中，牧原股份的成本优势来源于低饲料成本和管理技术的优化；温氏的成本优势得益于其种猪优势和轻资产的养殖模式；神农集团的成本优势来源于其种猪生产效率、轻资产的养殖模式以及自有产能利用率的提升。

### 2.3 生猪养殖板块投资建议

随着规模化养殖的推进下行业集中度显著提升，本轮生猪养殖产能去化进程放缓、去化幅度收窄。随着能繁母猪存栏量调整深度的收窄，加上压栏和二次育肥等投机行为将导致短期内价格暴涨暴跌，所以在无重大疫情等外力影响情况下，猪价方面将呈现波动收窄、涨跌速度或将加快、周期持续时间“长度”缩短的现象。根据历史经验，猪周期投资最好的投资时点通常出现在能繁母猪产能去化的拐点阶段，关键在于对生猪产能预期的逆转。

当前生猪产能处于缓慢恢复阶段，鉴于产能恢复的速度较慢，预计 2025 年生猪供应的增长将相对有限，这将导致猪价调整空间也相对有限。因此，我们对于 2025 年的猪价持谨慎乐观的态度，预计优质猪企在 2025 年仍将维持盈利状态。长期来看，随着养殖技术水平的进步，能繁母猪的繁殖效率将显著提高，意味着生产相同数量的仔猪所需的母猪存栏量将更少，能繁母猪的存栏量将面临一定的压力，产能过剩可能成为行业需要面对的问题。然而，优质产能在行业内仍将保持效率优势，生猪养殖成本预计将继续下降。具体而言，优质猪企管理水平、组织效率方面提升作用下，优质猪企 PSY（每头能繁母猪每年出栏仔猪数）有望保持提升，在该趋势下养殖成本仍有进一步下降的空间。由于优质产能的效率优势在行业内得以保持，优质猪企有望实现超行业平均的盈利水平。综上所述，从长期角度来看，行业龙头企业的竞争优势有望进一步得到加强。

此外，另一个值得关注的重要趋势是，在规模化养殖的大背景下，行业格局的变化趋于稳定，龙头企业的优势更加稳固，这意味着他们有望成为稳定的生息资产。在生猪板块中，头部企业如牧原股份、温氏股份等，不仅保持了较高的业绩水平，而且在盈利释放同时注重股东回报。随着行业资产负债表的逐步修复，优质企业现金流预计将得到显著改善，并且这些企业将更加重视向股东的回报，未来，生猪养殖行业投资模式或将从传统的“猪周期”投资模式过渡到更加注重长期稳定回报的长周期投资模式。

股价层面，当前股价已经反映了较悲观的周期预期，后期建议关注板块猪价演绎、能繁存栏演绎、疫病防治情况、优质猪企盈利兑现等。据 Wind 数据，截至 2024 年 12 月 26 日，生猪板块 PE、PB 估值分别位于历史后 29.91%、24.45% 分位，表明生猪板块估值处于历史偏低水平。建议关注具有成本优势、盈利兑现能力强且未来可能具有高分红价值的个股，包括牧原股份、温氏股份等。

## 3 禽类养殖

### 3.1 白羽肉鸡价格趋势分析

白羽鸡祖代种鸡更新量自 2022 年以来引种受阻后已逐步恢复。2022 年，受海外禽流感、疫情等多重因素影响，祖代白羽肉鸡引种量骤降。据《2023 年我国肉鸡产业形势分析、未来展望与对策建议》（辛翔飞、郑麦青等）数据，2022 年更新量仅 96.3 万套（包括国外引种量及国内自繁量两部分，下同），同比下滑 22.71%。2023 年白羽鸡祖代种鸡更新 128 万套，同比增加 32.92%。根据畜牧产业经济观察公众号数据，2024 年 1-11 月祖代种鸡更新量为 138.2 万套，同比增加 19.10%。预计 2024 年祖代种鸡更新量将达到 140 万套左右，处于 2014 年以来的高位。

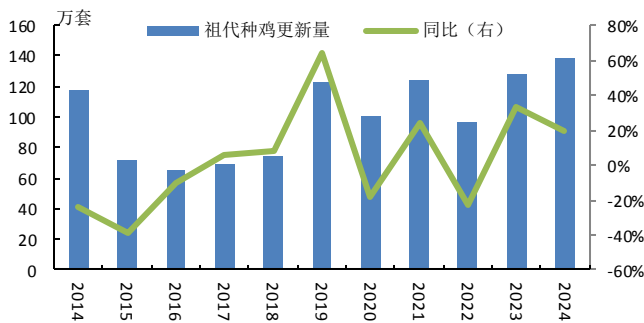
虽然目前白羽肉鸡产能位于历史高位，但祖代存量对整个产业链会存在长周期影响。从产业链的传导来看，对父母代鸡苗供应量的影响区间约 6~15 个月，对商品代鸡苗供应量的影响区间为 12~29 个月，对商品代毛鸡供应量的影响区间约 14~31 个月。2024

年，祖代种鸡引种量已传导到商品代鸡苗。

2024年，上游父母代和商品代苗价相对坚挺，下游鸡产品价格持续低迷，导致下游养殖和屠宰企业盈利微薄，甚至出现阶段性亏损，而上游种鸡企业的盈利则较为可观。此前祖代种鸡引种量减少的影响逐渐显现。自2024年下半年以来，公司商品代鸡苗价格逐月上涨，销售单价较去年同期大幅提升，父母代鸡苗生产盈利也随之扩大。根据畜牧产业经济观察公众号数据，截至2024年11月，父母代鸡苗销售均价为56元/套，同比上涨14.8%。根据Wind数据，截至2024年11月，全国主产区商品代鸡苗价格4.27元/羽，较去年同期上涨86.49%。

2024年末，受突如其来的禽流感影响，导致12月引种暂停，且对2025年引种产生利空影响，或将导致2025年祖代种鸡的引种量同比减少。此外，由于部分国产品种祖代种鸡企业父母代推广效果未达预期，2025年祖代白羽肉鸡总更新量或下降。根据肉鸡繁育周期的规律，预计从2026年二季度开始，商品代毛鸡的供应量可能会出现阶段性减少，但考虑到种鸡换羽操作的影响，出栏量减少阶段或后移，同时供应量波幅或较为平缓。

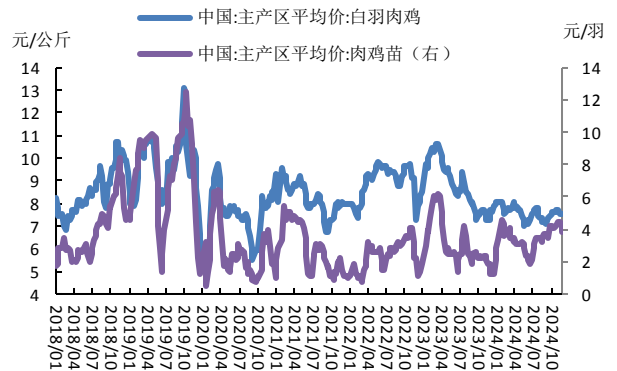
图 16：白羽鸡祖代种鸡更新量及同比变化



资料来源：《2023年我国肉鸡产业形势分析、未来展望与对策建议》（辛翔飞、郑麦青等）、畜牧产业经济观察公众号、财信证券

注：2024年祖代种鸡更新量为2024年1-11月数据。

图 17：中国主产区白羽肉鸡价格及肉鸡苗价格走势



资料来源：Wind、财信证券

### 3.2 白羽鸡养殖板块投资建议

受2022年进口种鸡供应紧张的影响，2024年，祖代白羽种鸡引种的紧张局势已传导至商品代鸡苗市场，使商品代鸡苗价格持续高位。自2024年下半年以来，商品代鸡苗价格呈上涨态势，销售单价较去年同期大幅提升。然而，白羽肉鸡价格全年保持低位震荡，或与肉鸡供给充足、鸡肉消费需求偏弱有关。在父母代种鸡产能充足的情况下，未来白羽肉鸡供应可能依旧充足。2025年关注需求端的改善。白羽鸡的主要消费场景包括团膳、工厂和快餐等，与宏观经济活动密切相关。若2025年宏观经济活动更加活跃，白羽鸡产品的消费需求有望进一步增加。随着宏观经济的回暖，预计对白羽肉鸡价格形成支撑，白羽肉鸡价格有望实现边际改善。对于2025年供应链各环节利润，预计将进一步分化，

我们预计商品代毛鸡环节将保持相对稳定，而父母代种鸡和商品代鸡苗环节的盈利前景向好。目前，禽类养殖板块估值处于历史较低水平，据 Wind 数据，截至 2024 年 12 月 26 日，肉鸡养殖板块 PE、PB 分别位于历史后 14.56%、1.90% 分位，建议把握底部高弹性机会，建议投资者考虑左侧布局。标的方面，建议关注全产业链覆盖的白羽肉鸡加工企业圣农发展、白羽鸡种源龙头企业益生股份等。

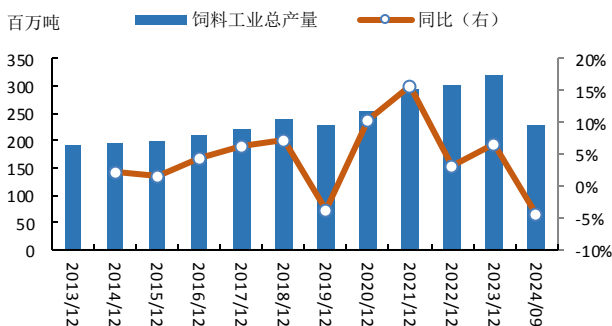
## 4 饲料

### 4.1 饲料行业需求有望好转

近年来，随着我国畜牧养殖业的规模化迅速发展，我国饲料工业发展迅速，根据中国饲料杂志社微信公众号数据及中国饲料工业协会数据，饲料工业总产量持续增长，由 2014 年的 1.97 亿吨增长至 2023 年的 3.22 亿吨，年复合增速达到 5.61%。2023 年 4 季度北方地区生猪疫情严重，该地区大量生猪及母猪紧急出栏，降低了 2024 年上半年生猪存栏量，饲料工业协会公布的 2024 年前三季度饲料产量为 2.28 亿吨，较 2023 年同期下降 4.3%。饲料品类来看，主要为猪料及禽料，2024 年前三季度猪料、禽料分别占比 44.89%、40.99%。

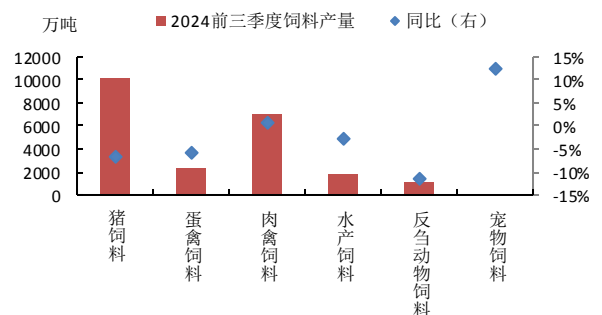
2024 年，饲料原料价格整体呈现下降趋势，养殖利润显著改善，尤其是蛋鸡和生猪养殖领域。基于能繁母猪存栏量恢复，2025 年上半年生猪存栏量预计较 2024 年同期高，因此，2025 年上半年生猪饲料需求预计将好于 2024 年同期。蛋鸡方面，持续较高的养殖利润以及种源优化将为蛋鸡饲料需求提供有力保障。水产方面，经历了 2023 年严重亏损后，2024 年进行了养殖结构、技术等方面的产业调整，2025 年预计将有效果显现，行业整体有望好转。总体来看，生猪养殖产能有望恢复，蛋鸡饲料需求稳定，水产饲料有望向好，预计至少 2025 年饲料需求将高于 2024 年。

图 18：2013-2024 年饲料工业总产量及同比变化（2024 年数据截至三季度末）



资料来源：中国饲料杂志社微信公众号、中国饲料工业协会、财信证券

图 19：2024 年前三季度各类饲料产量及同比变化



资料来源：中国饲料工业协会、财信证券

## 4.2 饲料行业原料风险将更大

展望 2025 年，随着特朗普竞选成功并将 2025 年 1 月重返白宫，全球贸易不确定性风险预计将增加，预计 2025 年饲料需求向好，但原料风险更大。玉米价格方面，2024 年玉米成本下降主要得益于地租价格的走低，随着玉米产区价格跌至完全成本附近，为确保种植户的基础种植收益并解决卖粮难问题，我国启动了玉米临时收储政策。同时，2025 年饲料需求增加，或对玉米价格有支撑。

在蛋白类原料方面，我国饲料大豆依赖进口，美国为我国大豆进口的第二大来源国，其政策变动对我国饲料原料市场影响深远。例如 2018 年 3 月，特朗普对中国发动贸易战，尽管美国大豆期货价格并未出现明显上涨，随后半年左右国内豆粕大幅上涨，原因在于贸易战影响下国内大豆进口的不确定性风险加大，而豆粕不耐存储。预计 2025 年饲料需求增加情况下，豆粕价格走强的概率增加。

## 4.3 饲料板块投资建议

猪饲料产量具有明显的后周期性特征，营业收入增速拐点通常相对猪价拐点滞后一年左右，预计 2025 年销量将持续回升。猪价维持在相对高位，加之生猪存栏量的逐步恢复，有助于推动饲料需求的增长。由于 2024 年饲料原料价格的下行导致饲料单价下行，营业收入增速和猪价 12 个月前瞻指标的趋势出现了背离。展望未来，玉米大豆供给充足，饲料原料价格有望保持在较低水平，这将对饲料行业的利润构成支撑。我们预计，2025 年饲料行业销售量和收入有望持续修复。

水产饲料方面，普水鱼养殖逐步实现盈利，未来价格有望保持稳定，对虾等相关中高档水产品消费需求有望持续增长，水产饲料有望走出阶段性底部。

长期来看，龙头公司凭借自身丰富的产品结构和优质的服务水平，与规模养殖场建立深层次的联系，有望持续扩大市场份额。同时，由于规模采购成本优势突出，龙头饲料企业在原料采购中的议价能力更加凸显。此外，凭借产品、技术、管理、服务的优势，龙头饲料企业有望通过加速在东南亚、南美、非洲等地的布局，打造第二成长曲线。

据 Wind 数据，截至 2024 年 12 月 26 日，畜禽饲料板块 PE、PB 估值分别位于历史后 6.33%、2.14%分位，水产饲料板块 PE 位于历史后 0.26%分位，PB 位于历史后 6.61%分位，均处于历史底部区间，后周期逻辑下饲料需求有望增长，饲料板块业绩有望边际改善，建议重视饲料板块作为后周期品种的布局机会。标的方面，建议关注国内饲料龙头海大集团。



## 5 动保

### 5.1 兽药行业发展基本情况

近年来，我国畜牧业的快速发展、政府对动物疫病防控的重视以及养殖户防疫意识的增强，共同推动了兽药需求的持续增长。据《中国畜牧兽医年鉴 2023》数据，2022 年我国兽药市场销售规模达 673.45 亿元，2019-2022 年兽药销售额年复合增速为 10.06%。国内兽药市场中，兽用生物制品、兽用化学药品（主要为原料药，含较少兽用中药）占比分别约为 25%、75%，2022 年兽用生物制品销售规模达 166.37 亿元，兽用化学药品销售规模达 507.08 亿元。兽用生物制品中 95% 以上由兽用疫苗构成，据生物股份公告数据，2022 年全行业兽用疫苗销售额 165.67 亿元，占全行业兽用生物制品销售额的 99.6%。

在重要的生物制品领域，目前市面上的兽用疫苗包括灭活疫苗、减毒活疫苗、亚单位疫苗、DNA 疫苗等，主要以家畜与家禽的减毒活疫苗和灭活疫苗为主。据申联生物 2024 年半年报信息，2022 年兽用灭活疫苗、减毒活疫苗市场规模分别为 90.97 亿元、49.22 亿元，占生物制品总市场规模分别 54.91%、29.71%。从应用领域来看，猪用生物制品和禽用生物制品合计规模占兽用生物制品规模比重达 80% 以上。据申联生物 2024 年半年报数据，2022 年，全行业猪用疫苗和禽用疫苗销售额合计为 142.89 亿元，占兽用生物制品销售额的 85.89%。具体来看，禽占 40%，猪占 45.9%，牛、羊占 11.6%。

随着生猪养殖业规模化、集约化的发展趋势，我国猪用疫苗销售额快速增长。根据科前生物 2024 年半年报数据，我国猪用疫苗销售额由 2016 年的 50.11 亿元增长至 2022 年的 71.17 亿元，年复合增速达 6.02%。另一个显著特点是非强制免疫兽用生物制品市场增长明显快于国家强制免疫兽用生物制品。根据科前生物 2024 年半年报数据，2015 年后，非强制免疫兽用生物制品市场占比逐步提高，由 2015 年 40% 提升至 2022 年 69.16%。

### 5.2 兽药行业监管持续加强

从政策层面分析，政府对兽药行业的监管力度持续加强。随着各项政策法规的深入实施，行业将朝着更加规范有序的方向发展。从长远来看，对于促进整个行业的稳定和健康发展具有积极意义。

随着市场需求增多，我国兽药企业积极研发，新兽药数量波动上升。根据国家兽药基础数据库数据统计，2018 年以来，我国每年新兽药批准数量均超 70 个，2023 年批准新兽药 76 个，2024 年(截至 12 月 3 日)新注册兽药 82 个，将创下 2018 年以来的新高。显示出行业的创新活力有所增强。2024 年新兽药产品类别以三类为主，达到 46 个，占比 56.1%，五类和二类均为 13 个，分别占比 15.9%、15.9%，三类中以疫苗和诊断制品为主，合计 25 个。

根据国家兽药基础数据库统计，2024 年国内新兽药产品中，生物制品类 35 个（包括疫苗产品 26 个和诊断制品 9 个），化学药品 35 个，生物制品与化学药品各占 42.7%，中

兽药类 12 个。化学药品产品以预防和治疗犬、猪、鸡和牛疾病为主，而中兽药产品以治疗和预防犬和鸡的清热解毒药为主，这与当前养殖业的需求和发展趋势相契合。

在产品市场领域，生物制品将继续成为市场关注的焦点，随着养殖业对疫病防控的重视程度的不断提升，疫苗产品的需求预计将持续稳定增长。在化学药品领域，用于预防和治疗常见畜禽疾病的药物仍将占据主要市场额。

### 5.3 兽药行业集中度有望提升

我国兽药企业数量众多，但主要以微型企业和中小型企业为主。自 2006 年，国家强制实施兽药 GMP 以来，大量中小兽药企业退出市场，企业数量急剧减少，兽药行业正在由成长期向成熟期过渡。纵观我国兽药行业，行业集中度正逐步提升，据《中国畜牧兽医年鉴》数据，兽药企业总数量由 2014 年的 1841 家减少至 2022 年的 1513 家。随着市场竞争的加剧、行业壁垒的提高、审核严格性的加强，预计未来行业市场化发展的趋势进一步强化。参考国外兽药行业的发展历程，我国兽药行业大型企业的规模效应及品牌效应会日益显著，并购整合将成为兽用疫苗行业未来的发展趋势。

据中联股份 2024 年半年报数据，截至 2022 年底，兽用生物制品行业大型企业有 30 家，占兽用生物制品企业总数的 19.74%，其实现的营业收入为 127.48 亿元，占有兽用生物制品生产企业的 76.95%；中型企业有 71 家，占兽用生物制品企业总数的 46.71%，其实现的营业收入为 37.83 亿元，占有兽用生物制品生产企业的 22.83%；小微型企业有 51 家，占兽用生物制品企业总数的 33.55%，其实现的营业收入为 0.36 亿元，占有兽用生物制品生产企业的 0.22%。2022 年度销售额排名前十的企业兽用生物制品销售额合计为 74.65 亿元，占生物制品总销售额的 45.06%，集中度较低。2022 年，我国猪用生物制品总销售额为 76.42 亿元，销售额排名前 10 位的企业销售额为 44.22 亿元，占猪用生物制品总销售额的 57.86%。上市公司情况来看，据 Wind 数据统计，2022 年生物股份、中牧股份 2022 年兽用生物制品领域市场份额排名前二，分别为 8.7%、7.3%，瑞普生物、科前生物、普莱柯 2022 年市场份额分别为 6.2%、5.9%、5.1%。

据生物股份在 2024 年 6 月 13 日《发行人和保荐人关于金字生物技术股份有限公司向特定对象发行股票的审核中心意见落实函的回复》披露，截至 2022 年底，兽用化药行业大型企业有 58 家，占兽用化药企业总数的 4.26%；中型企业有 695 家，占兽用化药企业总数的 51.07%；小型企业有 467 家，占兽用化药企业总数的 34.31%；微型企业有 141 家，占兽用化药企业总数的 10.36%。上市公司情况来看，据 Wind 数据统计，2022 年中牧股份、瑞普生物兽用化药行业市场份额分别为 2.8%、2.0%，排名靠前，此外，回盛生物、普莱柯 2022 年兽用化药行业市场份额分别为 1.8%、0.7%。

### 5.4 动保板块投资建议

目前，动保行业正经历行业低迷期，市场竞争日趋激烈，企业在产业链中的议价能力显著减弱，产品同质化现象严重，导致单品价格整体处于下降趋势，盈利能力也随之

下降。从后周期视角来看，动保板块利润受到猪价和生猪存栏的共同影响，与猪价、生猪存栏呈正相关关系。考虑到后期生猪存栏量将逐步恢复，预计动保企业业绩有望逐步修复。

历史经验表明，新的大单品的出现往往能够带动数家企业或者整个板块的快速成长机会，业绩实现快速增长，建议重点关注非瘟疫苗研发进展。据 2024 年生物股份半年报披露，其研究的非洲猪瘟亚单位疫苗显著的安全性和有效性在 P3 实验室得到多次验证，已于 2023 年提交农业农村部进入效力评价阶段。根据普莱柯 2022 年 2 月 18 日在投资者关系活动中对非洲猪瘟亚单位疫苗出厂价的预测，我们假设每针 25 元，每头猪 2 针，按照稳态出栏量 6.5 亿头生猪计算，则市场空间 325 亿元，假如市场渗透率 30%，则非洲猪瘟疫苗有望实现年 98 亿元销售收入。

企业业绩方面，随着市场竞争的加剧，企业的分化可能会更加明显。具有较强研发实力、产品质量过硬、市场渠道广泛的企业有望在竞争中脱颖而出，实现业绩的增长。而那些创新能力不足、产品同质化严重的企业可能会面临更大的挑战。行业头部集中趋势有望加强，一方面养殖规模化发展下，头部动保企业的市场份额有望增长；另一方面，强免市场化的推进、非瘟疫苗的研发以及宠物用药的进口替代，将为头部企业的成长带来利好。

在生猪存栏逐步恢复下，行业需求有望触底回升，行业业绩有望逐步修复。建议关注非洲猪瘟疫苗等新产品的上市，新的大单品将带来增量市场，有望带动相关企业的业绩快速增长。研发实力强的企业在开发新药品或差异化的药品、提高药品安全性和有效性等方面更具有优势，将构筑更强的竞争力和品牌影响力。据 Wind 数据，截至 2024 年 12 月 26 日，动保板块 PE、PB 估值分别处于历史后 20.09%、7.20%分位，建议关注研发实力强的企业包括生物股份、科前生物、普瑞生物等。

## 6 种业

### 6.1 种业产业发展基本概况

种业被誉为农业发展的“芯片”，在国家战略中占据着举足轻重的地位。据中国政府网消息，党的二十大报告对健全新型举国体制、坚决打赢关键核心技术攻坚战提出新部署新要求，并同时指出“深入实施种业振兴行动”、“确保中国人的饭碗牢牢端在自己手中”。据农业农村部消息，2024 年中央一号文件再次提到“加快推进种业振兴行动、加大种源关键核心技术攻关、加快选育推广生产急需的自主优良品种、推动生物育种产业化扩面提速”。近年来中央农村工作会议多次强调种业振兴，据农业农村部消息，2024 年中央工作会议提出要推进农业科技力量协同攻关，加快科技成果大面积推广应用，因地制宜发展农业新质生产力。

我国种子市场是一个存量竞争市场，短期增长空间并不大。据中国农药工业协会微信公众号信息，2024 年 11 月举办的第二十一届全国种子双交会发布了我国农作物种业企

业发展情况分析，会上表明我国农作物种子市场规模首次突破 1500 亿元，达到 1563 亿元，其中，四大作物占比达到 60%，包括玉米 30%，水稻 15%，小麦 15%，大豆 4%。据《2023 年中国农作物种业发展报告》数据显示，我国 2022 年种子行业市场规模达 1332.36 亿元，较 2021 年增加 51.80 亿元，增幅为 4.05%。我国种业市场增速明显高于世界其他主要农业生产地区，增长潜力较大。截至目前，我国种子市场已发展成为仅次于美国的全球第二大市场。

在国际种子市场快速变革和种业科技竞争加剧的背景下，美国无疑站在了全球转基因作物研发和商业化种植的前沿。1996 年美国作为最早采用转基因技术的国家，拉开了全球转基因作物种植与应用的序幕，随后，转基因作物种植面积呈现出迅猛增长的态势。据农业农村部官网披露，2023 年，全球转基因作物种植面积 2.063 亿公顷，同比增长 1.9%，较 1996 年增加了 121 倍，约占全球总耕地面积的 13.38%，累计种植面积超 34 亿公顷。目前已有 32 种转基因作物批准进行商业化种植，包括大豆、棉花、油菜、玉米、烟草、马铃薯、番茄等，据统计，2023 年全球 72.4% 的大豆、34% 的玉米、76% 的棉花、24% 的油菜都为转基因产品。转基因品种种植面积占比前三的品种分别为大豆、玉米、棉花，种植面积最大的国家为美国、巴西、阿根廷，2023 年种植面积分别为 7469 万公顷、6692 万公顷、2500 万公顷。

中国转基因育种研究起步于 20 世纪 80 年代中期，经历了从起步、创新、保守到审慎推广，最终步入快速发展的五个阶段。目前，我国转基因育种处于 2019 年以来的快速发展阶段，中国转基因育种领域取得了显著进展。2021 年，我国在科研试验田启动了转基因玉米、大豆产业化试点种植，2023 年试点范围扩展到河北、内蒙古、吉林、四川、云南 5 个省区 20 个县，并在甘肃省玉米制种基地安排制种。

中国转基因农作物的审批流程是一个全面且细致的过程，涉及从研发到销售的多个环节。国内转基因种子研发商需要获得农业农村部的生物安全证书才能在中国将新产品商业化。在获得生物安全证书（生产应用）后，研发商需要向国家农作物品种审定委员会或农业农村部种业管理司申请植物新品种审定。完成品种审定后，可以在品种审定证书指定的生态区内商业化种植该产品。根据中国《种子法》，国家对稻、小麦、玉米、棉花、大豆五种主要农作物实行品种审定制度。根据农业农村部 2022 年发布的《主要农作物品种审定办法》规定，申请转基因主要农作物（不含棉花）品种审定的，应当直接向国家农作物品种审定委员会提出申请。

转基因种子的性状研发获取安全证书的过程就包括实验室研究→中间试验→环境释放→生产性试验→核发安全证书，整个过程可能要经历 8-10 年。要进入商业化种植要获得国家品种审定，整个流程包括提交新品种申请材料→品种生产试验→获得品种审定证书→销售。

**表 2：中国转基因农作物审批流程**

流程步骤	说明
研发实验研究	项目启动开展研发实验相关工作
中间试验（1-2 年）	按要求开展中间试验阶段工作，时长 1 至 2 年
环境释放试验（1-2 年）	在前序基础上进行环境释放试验，周期为 1 至 2 年
生产试验（约 3 年）	开展生产试验，大概耗时 3 年时间
转基因生物安全证书	基于前面试验情况，申请获取转基因生物安全证书
提交新品种申请材料	将符合要求的新品种申请材料进行提交
生产试验（约 1 年）	进行生产试验，此次为 1 年时间
获得品种审定证书	通过相关审核，获得品种审定证书
销售	由取得种子生产经营许可证的种企进行销售

资料来源：《农业转基因生物安全管理条例》、《种子法》、《主要农作物品种审定办法》、财信证券

2020 年 1 月，农业农村部发布了 2019 年农业转基因生物安全证书(生产应用) 批准清单，大北农、杭州瑞丰分别获批转基因抗虫耐除草剂玉米“DBN9936”、“瑞丰 125”在北方春玉米区生产应用的安全证书，上海交通大学获批“大豆 SHZD3201” 在南方大豆区生产应用的安全证书。这是十年以来，中国再次批准主粮领域转基因安全证书，标志着中国主粮领域转基因研发和推广种植进入一个新的时代。2020 年以来，农业农村部全面修订并完善了涉及转基因作物安全评价、品种审定、新品种保护、产品标别等相关法律法规，为更多转基因性状安全证书发放提供了法律依据。据农业农村部官网公告信息统计，自 2019 年 12 月至 2024 年 12 月 26 日，已有 29 个转基因性状获得转基因生物安全证书，其中，玉米 20 个，大豆 6 个，水稻 2 个，小麦 1 个。

农业农村部 2023 年 8 月在答记者问中表示，从试点效果来看，转基因玉米、大豆抗虫、耐除草剂性状表现突出，对草地贪夜蛾等鳞翅目害虫的防治效果在 90% 以上，除草效果在 95% 以上；转基因玉米、大豆可增产 5.6%-11.6%。2023 年 10 月 17 日，农业农村部官网公示首批转基因玉米、大豆品种审定名单，其中包括 37 个转基因玉米品种和 14 个转基因大豆品种，这 51 个品种于 2023 年 12 月 7 日公告全部通过审定。2023 年 12 月 25 日，农业农村部颁发全国首批转基因经营许可证，联创种业、登海种业等 26 家种企获批，转基因玉米种子正式进入销售环节。2024 年 10 月 22 日，农业农村部公示第二批转基因玉米、大豆品种审定通过名单，包括 27 个转基因玉米品种和 3 个转基因大豆品种。目前，已有 64 个转基因玉米品种、17 个转基因大豆品种通过品种审定。

## 6.2 种业行业集中度有较大提升空间

中国种业市场目前呈现出集中度低、竞争格局相对分散的特征。与发达国家相比，我国种业市场主要由中小企业构成，产业布局分散，行业集中度不高。据中国农药工业协会微信公众号信息，2023 年，我国有农作物种子持证企业 9841 家，其中正常生产经营企业 8721 家。据《2023 年中国农作物种业发展报告》数据，截至 2022 年末，全国实际

开展经营活动的持有效种子生产经营许可证的种企数量 8159 家，但总资产 10 亿元以上的种企仅有 35 家，占比不足 0.50%，1 亿元以上种企数量也仅有 532 家，占比 6.52%，行业整体呈现出企业数量众多、规模普遍较小、市场竞争激烈的特点。2022 年中国种业市场共实现商品种子销售收入 854.53 亿元，其中种子销售收入排名前五的种企商品种子销售额合计 111.55 亿元，占比 10.50%，与海外巨头相比仍有较大差距，市场份额占比较小，市场集中度偏低。

回顾全球种业发展历程，兼并重组是种企做大做强的必由之路。近年来，全球大型种子企业通过一系列并购活动，促进了行业的整合发展。全球种业市场主要由拜耳、科迪华、先正达和巴斯夫等大型农业科技集团主导，市场集中度极高。相比之下，中国种子企业数量多、规模小。根据全球种业发展趋势，关键的种业创新要素，包括种质资源、尖端技术和杰出人才，将越来越多地集中于行业领先的种子企业，这将逐步引领整个种业向并购和整合的方向发展。特别是在特朗普当选后，粮食价格不确定性增加，在央企并购重组推动下，头部种业公司有望获得提升自身实力的新机遇。

目前，以隆平高科为代表的“中信系”、以先正达为代表的“中化系”已正式登上世界种业舞台，先正达稳居世界种企第三，隆平高科多次入围前十。种业“中信系”的隆平高科多年来透过兼并重组扩大业务规模。根据隆平高科公告信息梳理，2022 年，隆平高科完成对广西恒茂 20% 股权、久龙种业 70% 股权的收购，并与央企基金、中国农科院生物所相关团队等单位联合设立北京国丰（持股 10%）。2023 年 2 月，隆平高科完成对福建科力种业 51% 股权的收购。2023 年 10 月，隆平高科现金收购隆平发展合计 13.67% 股份已过户至公司名下，公司对隆平发展持股比例更新为 49.42%，实现对隆平发展控股并纳入合并报表范围。这一系列收购相关动作支持下，隆平高科加速整合国内外业务，实现种业全球化布局。“中化系”的重要代表是先正达旗下的中国种子集团、荃银高科，2023 年荃银高科收购河北新纪元种业 67.9% 股权，并在 2023 年半年报中将新纪元纳入合并报表范围。值得关注的是，在中国种业的竞争版图里，“国投系”也强势诞生。根据丰乐种业《关于控股股东股份转让事项完成过户登记暨控股股东和实际控制人发生变更的公告》，2024 年 4 月，国投集团旗下全资子公司国投种业完成丰乐种业 20% 股权收购，完成股份过户登记，丰乐种业控股股东变更为国投种业，国务院国资委将成为丰乐种业的实控人。

### 6.3 生物育种发展空间广阔

生物育种方面，参考国际成熟做法，一般以转基因种子+除草剂的业务模式，是以种子企业为主导的销售模式，以“技术包”的形式提供给农民。转基因单亩性状的收费标准方面，转基因玉米种子增量市场销售收入在性状公司、种子公司、渠道三者之间进行分配，从而形成产业链各自领域的市场销售增加值。根据大北农 2022 年 10 月 28 日投资者关系记录表，参考国际惯例，在以农民每亩增加 200 元以上的基础上收取 10%-20% 的费用，大概每亩 20-25 元，性状公司以 40% 比例分配该费用，则大概每亩 8-10 元。转基因玉米种子市场空间包含种子提价后的市场空间和性状收费两部分，转基因玉米种子终端销售价格相对同品种非转基因种子一般会有溢价，此外，转基因玉米种子渗透率一定程

度上决定了转基因玉米种子的销售量。

2023 年为中国转基因玉米商业化元年，据大北农 2024 年 1 月 15 日投资者关系记录表，国外美国、巴西、阿根廷经验来看，在转基因完全商业化的背景下，转基因品种在 3-5 年后渗透率大概为 85%。保守、中性、乐观条件下，我们做出以下假设和测算，假设在转基因玉米渗透率提高至稳态、且溢价率稳定情况下，转基因玉米种子终局渗透率为 70%、80%、90%，转基因性状费分别为 5 元/亩、8 元/亩、10 元/亩，转基因种子价格提价率分别为 20%、30%、40%，经测算得到转基因性状费空间分别为 23.1 亿元、42.24 亿元、59.4 亿元，转基因玉米种业市场规模分别达到 333 亿元、412 亿元、499 亿元，玉米种业市场规模将分别比原来（未推广转基因条件下）增加 55 亿元、95 亿元、143 亿元的市场空间。

转基因趋势下，我们预计性状企业更愿意与信用好、实力强、品种大的种子企业进行合作。一些实力较弱的小企业或无自主品种的企业，因无法获得转基因性状公司合作，面临无转基因玉米品种上市的尴尬，甚至被迫退出市场；而实力较强的种子企业竞争优势更加明显，市场占有率有望显著提升。

## 6.4 种业板块投资建议

在全球极端天气事件频发、地缘格局震荡导致粮价波动加剧的背景下，我国粮食进口量的持续增加使得掌握种源变得尤为关键，种子是确保国家粮食安全的根基。国内转基因种子商业化进程已经启动，种业振兴配套政策正持续完善。特朗普当选后，粮食价格不确定性增加，而在央企并购重组推动下，头部种业公司有望获得提升自身实力的新机遇，建议关注种业公司的并购动态。随着转基因商业化稳步推进，短期内，建议关注转基因玉米 2025 年的推广进展及种业公司的并购动态；长期来看，行业竞争格局的变化和相关公司业绩的同步增长值得关注。建议关注科研实力领先、具备转基因先发优势的优质种子企业大北农、隆平高科、登海种业、丰乐种业、荃银高科等。

## 7 宠物食品

### 7.1 宠物食品行业发展基本概况及趋势

与美国、日本、德国等发达国家相比，中国宠物行业发展起步较晚，但随着经济发展、人口结构变化宠物行业近年来快速发展。2010 年以来，随着我国经济稳步增长，据中国政府网消息，2019 年我国人均 GDP 突破 1 万美元大关，加之人口老龄化等人口结构的变迁以及社会资本的持续流入，我国宠物行业迎来了快速发展的黄金时期。随着城市化进程和社会现代化进程的加快，城市的快节奏生活将催生更多宠物陪伴需求，城市的

生活环境也促进了居民养宠渗透的提升。

横向比较来看，我国养宠渗透率较低。根据《中国宠物行业发展指数报告（2023）》，2022年中国养犬、养猫的家庭渗透率均不到20%，与加拿大、美国、俄罗斯以及欧洲等国家相比，有着巨大的成长空间。阿根廷2022年的养犬家庭渗透率在70%以上，巴西的养犬家庭渗透率为51.5%，世界养猫家庭渗透率最高的国家是加拿大，养猫渗透率约40%左右，美国、俄罗斯和法国家庭养猫的占比均在30%以上。与世界主要国家相比，中国的养宠渗透率还有较大提升空间。

“猫经济”发展更为迅速。分猫犬来看，中国宠物行业增长动能已从“犬经济”向“猫经济”逐步过渡，“猫经济”发展更为迅速。随着养宠规模总量的增加，人们在饲养猫犬的倾向上发生了转变，养犬数量下降，养猫数量上升。根据《中国宠物行业白皮书（消费报告）》，从2018-2024年的城镇猫犬饲养量来看，养犬数量较为平稳，在5000万只-5800万只之间波动，2021年、2022年波动较大，分别为5806万只、5119万只，同比分别+11.2%、-11.8%，2024年养犬数量为5258万只，同比增长1.6%；养猫数量来看，近年来稳步增长，2018年养猫数量仅为4064万只，2022年则达到6536万只，超过养犬数量1417万只，2024年养猫数量达到7153万只，同比增长2.5%。

宠物猫犬饲养数量变化对宠物行业的产品服务也产生了影响。养猫数量的增多会使得养猫相关的产品服务需求成为主流；同时，猫的食量和活动量均较小，宠物食品、宠物用品的包装和设计等方面也会据此做出调整。

从养宠需求来看，银发族和单身青年的养宠需求强烈。根据《2023年度国家老龄事业发展公报》，2023年末，中国人口老龄化程度进一步加深，60周岁以上老年人口数量占比达到21.1%，同比增加1.3个百分点。老年人对于陪伴的需求更加强烈，养宠需求也更加旺盛。人口结构变化引发的社会环境和思想观念变化都助力了宠物行业的发展。同时，新时代的单身青年也更愿意养个“毛孩子”。近年来，随着社会观念和人们生活方式的变化，单身人群占总人口的比重持续增长。据wind数据，自2013年达到1346.9万对的最高峰后，中国结婚登记人数连续9年下降，至2022年已跌破700万对大关，2023年略有回升至768.21万对，2024年前三季度结婚登记474.7万对，同比下滑16.57%。近年来晚婚现象日益普遍，各年龄段人群未婚率普遍上升。单身人群往往拥有较强的消费实力，且悦己消费的支出比例较高。在单身经济的推动下，宠物作为情感寄托的角色得到了进一步探索和利用，吸引了越来越多的单身人士加入养宠行列，“吸猫撸狗”已成为很多单身青年日常生活的一个重要组成部分。

宠主年龄分布来看，年轻宠主占比持续提升、老年宠主占比下滑是趋势。根据《中国宠物行业白皮书》，00后宠主占比持续攀升并赶超80后宠主，2024年00后宠主占比为25.6%，较2023年上升15.5个百分点，90后宠主仍是主力军，90后、80后宠主占比分别为41.2%、25.5%，70后、70前宠主占比持续下降，2024年合计占比仅6.7%。

综合以上宠物猫犬饲养数量变化趋势发生的原因及宠主年轻化的趋势，我们认为养猫潮流兴起的主要原因有三点。首先，由于宠物犬需要更多陪伴和关注，而当下忙碌的

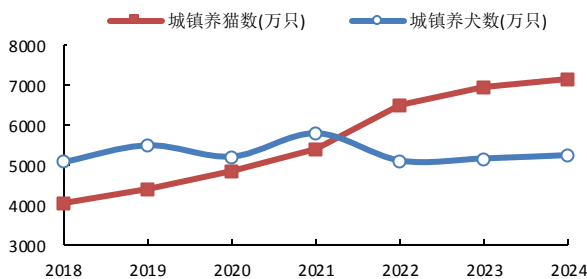


养宠白领或年轻人因工作压力大而难以抽出时间遛狗或与宠物犬互动，因此他们更倾向于选择需要较少陪伴的猫作为宠物；其次，与宠物犬相比，宠物猫占用的空间较小，且领地意识较弱，这使得猫更容易照顾和安置；最后，近年来涉及宠物犬的负面报道增加，导致对饲养宠物犬的限制更为严格，社会舆论也对大型犬类的安全持保留态度。

我国宠物食品国内市场正经历蓬勃的发展期，消费潜力较大。随着对宠物养护意识的不断增强和消费水平的显著提高，宠物食品市场在国内正迅速崛起，逐渐成为国内消费市场的一个亮点。根据《中国宠物行业白皮书（消费报告）》，2024年宠物市场消费规模达3002亿元，2019-2024年复合增速达到9.85%。宠物消费市场中食品消费占比过半，2024年宠物食品消费规模达1585亿元，2019-2024年复合增速快于宠物消费市场，达到10.10%。

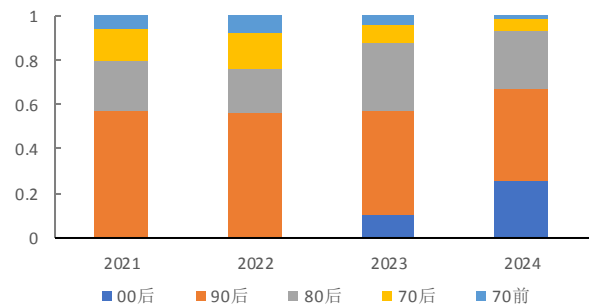
国内宠物企业不断崛起加之“国潮”驱动下中国年轻消费者对国产品牌好感度持续攀升，国内宠物品牌在中国宠物市场的份额正在稳步攀升。国内企业开始崛起，宠物产业链也日益完善。根据《中国宠物行业白皮书（消费报告）》，2024年宠物主粮方面，国外品牌皇家使用率第一，国产品牌麦富迪使用率位列第二，此外使用率前十五中有不少其他国内品牌，如蓝氏、网易天成、诚实一口、伯纳天纯、疯狂小狗等。国产猫犬零食中国产品牌麦富迪均位于第一。

图 20：中国城镇养猫、养犬数量走势图



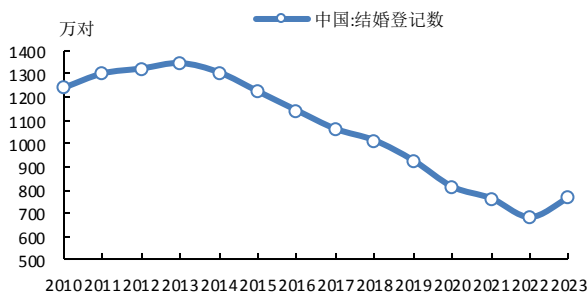
资料来源：《中国宠物行业白皮书（消费报告）》、财信证券

图 21：中国养宠主人年龄结构变化



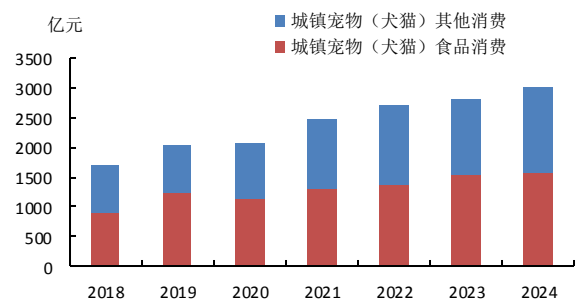
资料来源：《中国宠物行业白皮书（消费报告）》、财信证券

图 22：我国结婚登记数量趋势图



资料来源：Wind、财信证券

图 23：宠物消费市场规模及宠物食品消费规模走势图



资料来源：《中国宠物行业白皮书（消费报告）》、财信证券

## 7.2 宠物食品板块投资建议

### 境外收入波动预计将趋于稳定，国产品牌强势崛起

海外市场：境外收入波动预计将趋于稳定。海外市场方面，近年来，中宠股份、佩蒂股份积极将产能向国外转移，通过在海外多地建厂等方式扩大产能，同时，一定程度上缓解关税和库存周期等因素的影响，海外业务的利润稳定性得到提升。

国内市场：宠物食品国货品牌强势崛起。随着年轻一代养宠意识的不断深化以及单身经济、“猫经济”的兴起，国内宠物渗透率有望持续提升，再加上宠物食品行业的不断成熟和消费者对宠物食品品质要求的提升等因素驱动下，未来宠物食品行业消费规模有望持续增长。国货品牌发展趋势来看，国货品牌实力不断增强，龙头企业在国内市场的盈利能力得到释放，未来空间可期。自 2018 年以来，乖宝宠物、中宠股份、佩蒂股份等企业聚焦国内市场，持续加大品牌建设的投入，国货品牌麦富迪、顽皮、爵宴等品牌引领国产品牌突破重围，凭借出色的品牌影响力，国内业务的收入和占比持续增长。国产品牌业务的盈利能力远超代工业务，预计随着未来国内业务利润的不断释放，龙头企业的盈利能力将进一步增强。

综上所述，国内宠物食品行业发展空间有望持续扩大，加之海外收入趋于稳定以及宠物食品国货品牌强势崛起等内外因素，国内宠物食品公司业绩有望保持良好发展势头，有望充分受益内外销共振从而带来业绩的显著提升。标的方面，建议关注国内宠物食品公司乖宝宠物、中宠股份、佩蒂股份等。

## 8 农林牧渔板块投资建议及投资主线

维持农林牧渔行业“同步大市”评级。农林牧渔行业总体估值具有安全边际，预计优质猪企 2025 年仍将保持盈利状态，长期角度来看，行业龙头企业的竞争优势有望进一步得到加强；白羽肉鸡养殖有望随宏观经济回暖业绩边际改善；后周期板块饲料、动保随生猪存栏逐步修复情况下，2025 年业绩有望得到修复；在国家粮食安全政策支持下建议给予种子行业积极关注；内外销共振驱动下宠物食品有望保持良好发展势头。

综合来看，2025 年农林牧渔板块主要投资机会预计将聚焦以下三条主线：1、绩优成长股主线方面，宠物食品板块业绩预计将维持强劲态势，建议关注乖宝宠物、中宠股份、佩蒂股份等。2、低估值、行业景气度边际改善主线方面，建议关注后周期板块饲料、动保及白羽鸡板块。动保板块 2024Q3 业绩初现修复，2025 年生猪存栏恢复有望带动后周期饲料及动保板块景气持续修复，建议关注头部企业的市场份额的提升及业绩修复动态；2025 年宏观经济转暖带动下白羽鸡消费需求预计将得到修复，白羽鸡肉产品价格有望边际改善，关注白羽肉鸡板块底部高弹性机会。标的方面，建议关注海大集团、生物

股份、科前生物、普瑞生物、圣农发展、益生股份等。3、政策支持主线方面，关注种业板块。转基因种子商业化进程持续推进，央国企并购重组推动下，头部种企有望做大做强。标的方面，建议关注科研实力领先、具备转基因先发优势的优质种子企业大北农、隆平高科、登海种业、丰乐种业、荃银高科。

## 9 风险提示

**生猪养殖：**生猪疫病大范围爆发风险，生猪市场价格波动风险，需求不及预期风险，饲料原料价格上涨风险等；

**禽类养殖：**禽类疫病大范围爆发风险，需求不及预期风险，畜禽产品市场价格波动风险，饲料原料价格上涨风险等；

**饲料：**下游生猪存栏恢复不及预期，产品推广销售不及预期风险，海外市场政治风险，市场竞争加剧风险，饲料原料价格上涨风险等；

**动保：**动物疫苗及兽药临床试验结果不确定性，商业化推广不及预期风险等；

**种业：**极端自然灾害/虫害影响农作物产量风险，贸易摩擦、地缘冲突风险，新品种研发和推广不及预期风险，产业政策变化等风险；

**宠物食品：**全球贸易摩擦加剧的风险，海外需求不及预期风险，原料价格波动风险，产能扩张不及预期风险等。

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	买入	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	增持	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	持有	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	卖出	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券股份有限公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438