

农林牧渔行业 2024 年度投资策略

投资建议： 强于大市（维持）
上次建议： 强于大市

养殖周期静待反转，转基因推动市场扩容

相对大盘走势



23 年回顾：板块业绩分化，机构持仓维持低配

年初至 12 月 8 日农林牧渔板块跌幅 12.76%，跑输沪深 300 指数（下跌 12.20%），在申万一级行业中排名第 19，当前板块估值分位数在申万行业中排名靠前。农林牧渔业绩增速高于沪深 300 的个位数增长，但盈利能力明显下滑。农林牧渔主动基金重仓比例维持下降趋势，子行业中养殖业配置比例和市值比例最高。

生猪养殖：产能去化有望加速，静待周期反转

我们认为，24 年生猪供需紧平衡，24H1 出栏明显高于 24H2，猪价呈前低后高。9 月中大猪存栏同比 6.3%，新生仔猪 4-9 月同比增长 5.9%，叠加冻品库存同期高位，24 年春节前供应较大，猪价旺季反弹或有限。23Q3 上市企业资产负债率新高，经营压力明显。低猪价持续+行业现金流趋紧+冬季猪病反复，产能加速去化有望持续。

种业种植：转基因落地在即，集中度有望提升

23/24 年种植季玉米饲用需求提升，工业需求维持稳定，需求量小幅提升，在转基因种子有望逐步落地推广的背景下，供给产量有望提升，整体维持供需平衡，价格有望维持震荡。转基因种子品种在 23 年 12 月份通过审批，24 年有望落地，转基因种子价格、单产效率高于普通杂交品种，参考海外种业市场，转基因落地，市场集中度有望迅速提升，国内种业市场有望快速扩容。

宠物行业：行业持续扩容，国产替代逐步兑现

人口老龄化，家庭规模小型化，单身人口增加进一步推动养宠需求，国内市场国产替代逻辑逐步显现，海外代工市场海外订单恢复带动公司业绩改善。由于国内多数宠物公司多以海外代工业务起家，23 年上半年因宠物海外市场库存积压丢失订单，业绩出现短期下滑，自进入 23 年下半年以来，订单逐步恢复，海外业务已形成支撑，24 年多数公司海外业务业绩有望快速增长。

投资建议：首推猪周期反转，把握种子和宠物成长机会

生猪：当前进入养殖股产能去化带动股价上涨的阶段，把握板块左侧布局时机。结合出栏量弹性、养殖成本和现金流安全，推荐温氏股份、牧原股份、新五丰、天康生物，建议关注巨星农牧、华统股份。

种子：转基因种子 24 年有望落地，行业集中度预计提升，国内种业格局有望改善。推荐隆平高科、登海种业，建议关注大北农、荃银高科。

宠物：行业扩容下国产替代加速，国内市场自主品牌已形成品牌效应，在国产替代的进程中品牌建设优秀的企业有望享受行业红利。推荐乖宝宠物、中宠股份、佩蒂股份。

风险提示：极端天气及病虫害风险；存货减值风险；动物疫病风险；价格波动风险

重点推荐标的

简称	EPS			PE			CAGR-3	评级
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E		
温氏股份	-0.35	1.02	1.43	-56.6	19.7	14.1	21.48%	买入
天康生物	-0.47	0.90	0.72	-18.6	9.8	12.2	48.07%	买入
中宠股份	0.76	0.96	1.22	34.7	27.5	21.5	50.33%	买入
乖宝宠物	0.90	1.11	1.41	44.0	35.7	28.3	32.13%	买入

数据来源：公司公告，iFinD，国联证券研究所预测，股价取 2023 年 12 月 29 日收盘价

作者

分析师：陈安宇
执业证书编号：S0590523080004
邮箱：chenay@glsc.com.cn

联系人：涂雅晴
邮箱：tuyq@glsc.com.cn

相关报告

1、《农林牧渔：复盘非瘟周期不同阶段中养殖股走势》2023.12.03
2、《农林牧渔：生猪产能去化有望加速 USDA 报告利空美豆美玉米》2023.11.12

正文目录

1. 23 年回顾：板块业绩分化，机构持仓维持低配	4
1.1 受猪周期波动影响，板块业绩分化	4
1.2 机构低配延续，养殖业持仓最高	6
2. 生猪养殖：产能去化有望加速，静待周期反转	8
2.1 24 年供需紧平衡，猪价预计前低后高	8
2.2 产业格局新变化，周期拐点渐行渐近	8
2.3 产能去化加速在即，把握板块配置机会.....	11
3. 种业种植：转基因落地在即，集中度进一步提升	16
3.1 种业竞争格局分散，未来提升空间广阔.....	16
3.2 饲用需求提升，玉米产量有望提升	17
3.3 转基因品种过审，商业化带动行业扩容.....	23
4. 宠物行业：行业持续扩容，国产替代逐步兑现	25
4.1 我国宠物市场仍处发展初期	25
4.2 宠物经济逐步实现国产替代	27
4.3 宠主结构变化推动市场增长	28
5. 投资策略：首推猪周期反转，关注种子和宠物成长机会	31
5.1 生猪：养殖周期反转，把握左侧布局机会.....	31
5.2 种子：转基因落地在即，种业景气度持续.....	32
5.3 宠物：国产替代加速，自主品牌享受红利.....	32
6. 风险提示	32

图表目录

图表 1：年初至今全 A 行业涨跌幅	4
图表 2：年初至今农业细分板块涨跌幅	4
图表 3：农业年初至今分板块走势	4
图表 4：农业年初至今涨幅前十个股 (%)	4
图表 5：板块横向 PE (TTM) 对比.....	5
图表 6：农林牧渔与沪深 300 营收增速对比 (%)	5
图表 7：农林牧渔与沪深 300 归母净利润增速对比 (%)	5
图表 8：农林牧渔子行业营收增速对比 (%)	6
图表 9：农林牧渔子行业归母净利润增速对比 (%)	6
图表 10：农林牧渔基金重仓比例和持仓市值 (%)	6
图表 11：子行业市值占农林牧渔市值比重 (%)	6
图表 12：23Q3 农林牧渔重仓配置比例 (%) 环比变动情况	7
图表 13：农林牧渔前十大重仓股市值 (亿元)	7
图表 14：2024 年供需测算假设表	8
图表 15：农业部能繁母猪存栏	8
图表 16：涌益咨询能繁存栏数据	8
图表 17：国内生猪行业 cr20 快速提升	9
图表 18：不同年出栏规模的养殖场数量变化	9
图表 19：2022 年二次育肥回溯	9
图表 20：历年猪价变化和周期表现	10
图表 21：2023 年 VS2021 年：下行周期利润和能繁存栏变化	10
图表 22：2023 年猪粮比处于盈亏平衡线 6:1 以下	11
图表 23：2023 年自繁自养全年亏损	11
图表 24：2023 年 10 月以来，淘汰母猪价/生猪价快速回落至 2021 年低位	11

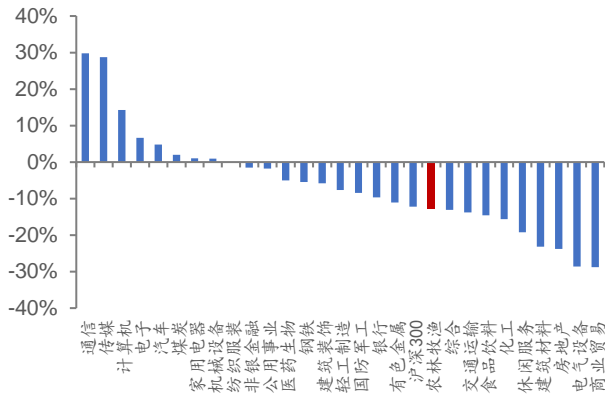
图表 25:	农业部能繁存栏及环比	12
图表 26:	二元母猪和三元母猪效率分化明显	12
图表 27:	2022 年 6 月起二元能繁比例恢复正常	13
图表 28:	2021 年以来生产效率逐步提升	13
图表 29:	多样本数据显示 10 月以来能繁存栏去化加速	14
图表 30:	90kg 以下出栏占比	14
图表 31:	样本企业冻品库容率	14
图表 32:	15 家代表上市猪企业资产负债率情况	15
图表 33:	23Q3 上市猪企资产负债率均值达到新高	15
图表 34:	2020 年以来上市猪企生产性生物资产呈下降趋势	15
图表 35:	2023 年上市猪企固定资产情况	15
图表 36:	2021 年以来上市猪企在建工程呈下降趋势	15
图表 37:	主要农作物种子市场规模中国 (亿元)	16
图表 38:	全球和中国种子企业 CR5	16
图表 39:	转基因作物种植面积 (百万公顷)	17
图表 40:	2023 年 1 月以来能繁母猪持续去化	17
图表 41:	生猪存栏仍维持高位	17
图表 42:	国内玉米替代品价格 (元/吨)	18
图表 43:	进口玉米替代品价格	18
图表 44:	替代品进口数量重量	18
图表 45:	玉米淀粉企业开机率 (%)	19
图表 46:	燃料乙醇产量 (百万加仑)	19
图表 47:	现货价:乙醇 (元/吨)	19
图表 48:	玉米播种面积与单产	20
图表 49:	玉米供需平衡表	20
图表 50:	2022 年玉米种子销售额	21
图表 51:	大豆播种面积与单产	22
图表 52:	大豆支持政策	22
图表 53:	转基因种子公示品种	23
图表 54:	转基因种子规模	25
图表 55:	中国宠物食品市场规模及增速 (亿元、%)	26
图表 56:	宠物市场规模及增长率 (亿元, %)	26
图表 57:	城镇宠主 (犬猫) 消费市场规模 (亿元)	26
图表 58:	宠物食品 CR5 市占率	26
图表 59:	城镇宠主 (犬猫) 数量及增长率 (万人, %)	27
图表 60:	单宠人均消费及增长率 (元, %)	27
图表 61:	猫主粮品牌使用率 TOP20 (%)	27
图表 62:	猫零食品牌使用率 TOP20 (%)	27
图表 63:	犬主粮品牌使用率 TOP20 (%)	28
图表 64:	犬零食品牌使用率 TOP20 (%)	28
图表 65:	单只犬年均消费 (元)	29
图表 66:	单只猫年均消费 (元)	29
图表 67:	宠物主月收入分布 (%)	29
图表 68:	宠物主数量变化 (万人)	30
图表 69:	中国:总人口:65 岁及以上 (万人)	30
图表 70:	我国结婚登记 (万对)	30
图表 71:	2022 年宠物角色认知 (%)	31
图表 72:	宠物主养宠原因 (%)	31
图表 73:	宠物细分品类渗透率 (%)	31
图表 74:	宠物 (犬猫) 消费结构变化 (%)	31

1. 23 年回顾：板块业绩分化，机构持仓维持低配

1.1 受猪周期波动影响，板块业绩分化

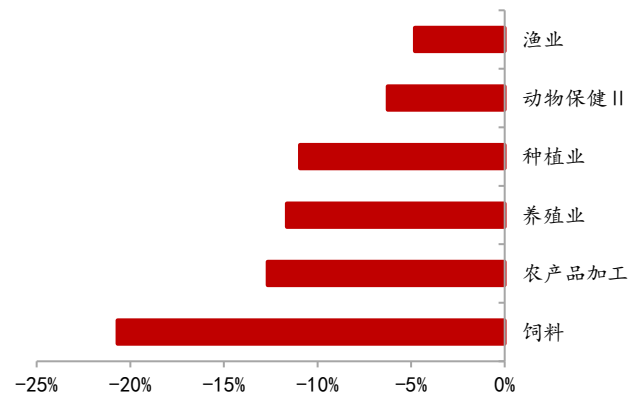
2023 年农林牧渔行业市场表现相对较弱。年初至 12 月 8 日农林牧渔板块跌幅 12.76%，跑输沪深 300 指数（下跌 12.20%），在申万一级行业中排名第 19。年初至 12 月 8 日子板块中渔业（-4.79%）和动物保健（-6.25%）表现最好。饲料（-20.68%）、农产品加工（-12.66%）表现相对较弱。个股方面，万辰集团（185.88%）、ST 天山（74.68%）、新五丰（73.84%）、路斯股份（72.40%）、秋乐种业（68.57%）涨幅分列前五。

图表1：年初至今全 A 行业涨跌幅



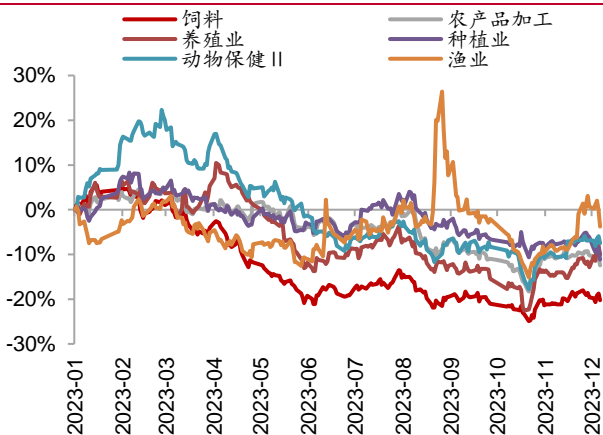
资料来源：iFind，国联证券研究所（截止日期：2023 年 12 月 8 日）

图表2：年初至今农业细分板块涨跌幅



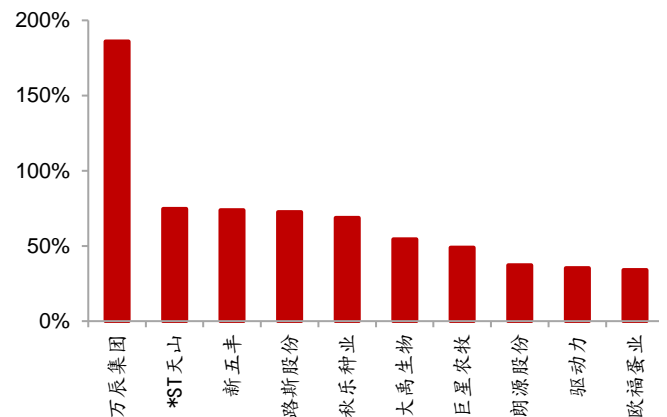
资料来源：iFind，国联证券研究所（截止日期：2023 年 12 月 8 日）

图表3：农业年初至今分板块走势



资料来源：iFind，国联证券研究所（截止日期：2023 年 12 月 8 日）

图表4：农业年初至今涨幅前十个股（%）



资料来源：iFind，国联证券研究所（截止日期：2023 年 12 月 8 日）

跨行业比较，农林牧渔板块估值分位数排名靠前。横向比较各行业估值水平，农林牧渔板块估值相对较高，处于 2004-2023 年估值分位数为 42.80%，较全市场排名第 6。

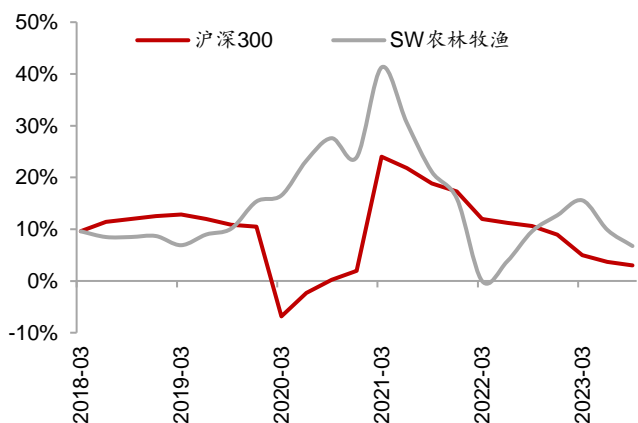
图表5：板块横向 PE (TTM) 对比

板块	市盈率 (TTM)	均值	市盈率分位数	板块	市盈率 (TTM)	均值	市盈率分位数
SW计算机	47.80	44.35	66.60%	SW公用事业	18.54	22.39	23.80%
SW基础化工	20.43	20.54	61.90%	SW轻工制造	21.08	30.35	19.00%
SW钢铁	16.42	21.60	57.10%	SW交通运输	11.96	19.59	19.00%
SW汽车	21.93	23.00	57.10%	SW传媒	26.70	42.38	19.00%
SW电子	38.52	40.70	52.30%	SW煤炭	8.86	16.68	19.00%
SW农林牧渔	33.74	38.52	42.80%	SW有色金属	15.95	37.45	14.20%
SW建筑材料	15.69	22.17	38.00%	SW家用电器	13.13	20.71	14.20%
SW机械设备	25.29	31.59	38.00%	SW纺织服装	18.20	25.54	14.20%
SW非银金融	17.62	30.57	33.30%	SW通信	18.09	36.69	14.20%
SW综合	35.41	41.85	33.30%	SW美容护理	25.95	40.04	14.20%
SW国防军工	46.79	58.55	33.30%	SW银行	4.58	10.89	9.50%
SW医药生物	28.23	34.89	28.50%	SW电力设备	16.46	36.59	9.50%
SW房地产	11.19	19.39	28.50%	SW石油石化	8.84	18.62	9.50%
SW商贸零售	21.42	29.15	28.50%	SW建筑装饰	7.11	17.84	4.70%
SW社会服务	34.42	48.03	28.50%	SW环保	17.74	30.62	4.70%
SW食品饮料	25.33	34.93	23.80%				

资料来源：iFind，国联证券研究所（截止日期：2023年12月8日，时间范围：2004-2023年）

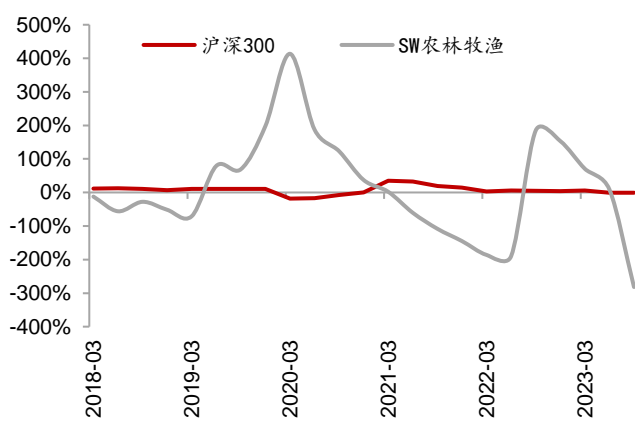
农林牧渔板块营收及归母净利润增速均高于沪深 300。2023 年前三季度，农林牧渔营收同比增速 6.75%，归母净利润增速-281.84%，业绩增速高于沪深 300 的个数增长，盈利能力明显下滑。

图表6：农林牧渔与沪深 300 营收增速对比 (%)



资料来源：iFind，国联证券研究所

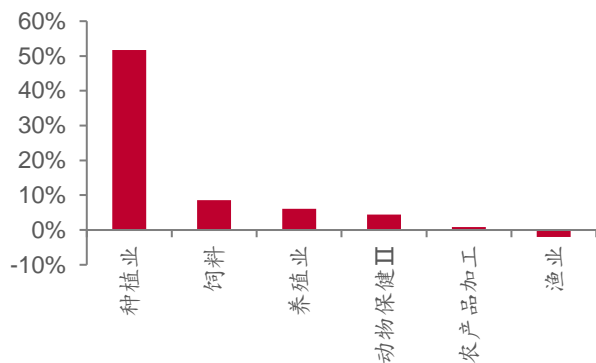
图表7：农林牧渔与沪深 300 归母净利润增速对比 (%)



资料来源：iFind，国联证券研究所

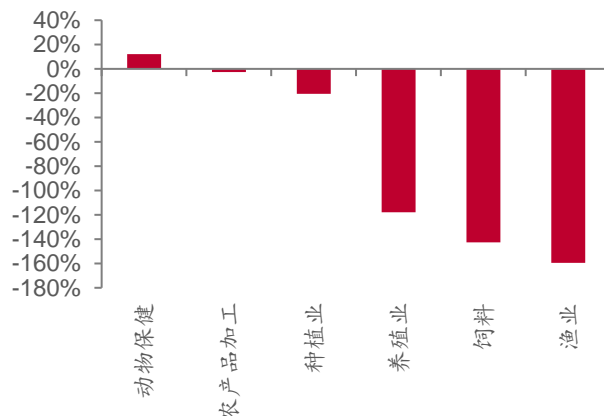
子行业业绩表现分化，种植业表现最优。2023 年前三季度种植业营收增速 51.73%，领先子行业，净利润增速-20.62%，表现不佳。其他子行业中各个板块表现分化，其中渔业营收同比-1.97%，利润同比-159.60%；动物保健 II 营收同比+4.44%，利润同比+12.01%；农产品加工营收同比+0.83%，利润同比-2.62%；养殖业营收同比+6.05%，利润同比-118.03%；饲料营收同比+8.59%，利润同比-142.63%。

图表8：农林牧渔子行业营收增速对比（%）



资料来源：iFind，国联证券研究所

图表9：农林牧渔子行业归母净利润增速对比（%）



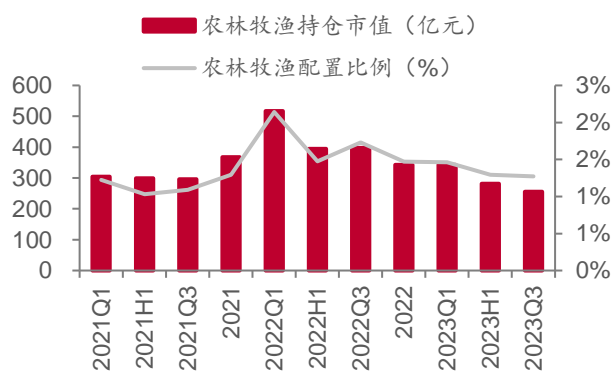
资料来源：iFind，国联证券研究所

1.2 机构低配延续，养殖业持仓最高

农林牧渔主动基金重仓比例维持下降趋势。23Q3 主动型基金（普通股票型、偏股混合型、平衡混合型和增强指数型基金）重仓市值比例环比 23H1 继续下降，即 1.27%，较 23Q2（1.29%）下滑 0.02pct，较 22 年底（1.47%）下滑 0.2pct。

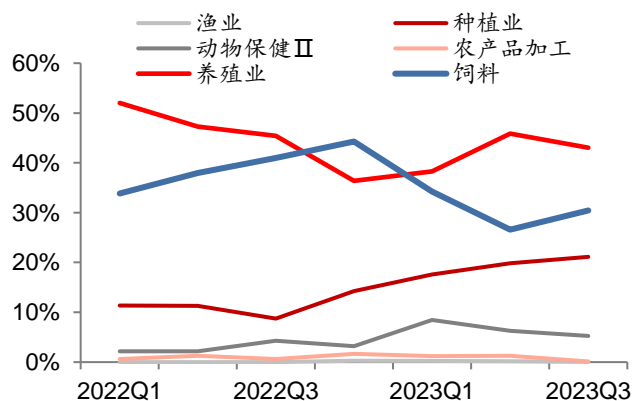
2023 年子行业中养殖业配置比例和市值比例最高。养殖业重仓市值比例在 23Q3 达到 0.55%，较 23Q2 减少 0.04pct，较 22 年底增加 0.01pct。其余子行业表现分化，其中饲料环比增长最多，23Q3（0.39%）较 23Q2（0.34%）增加 0.05pct。23Q3 养殖业市值比例达到 43.00%，其次是饲料（30.42%）、种植业（21.13%）、动物保健 II（5.23%）、农产品加工（0.14%）和渔业（0.07%）。

图表10：农林牧渔基金重仓比例和持仓市值（%）



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表11：子行业市值占农林牧渔市值比重（%）

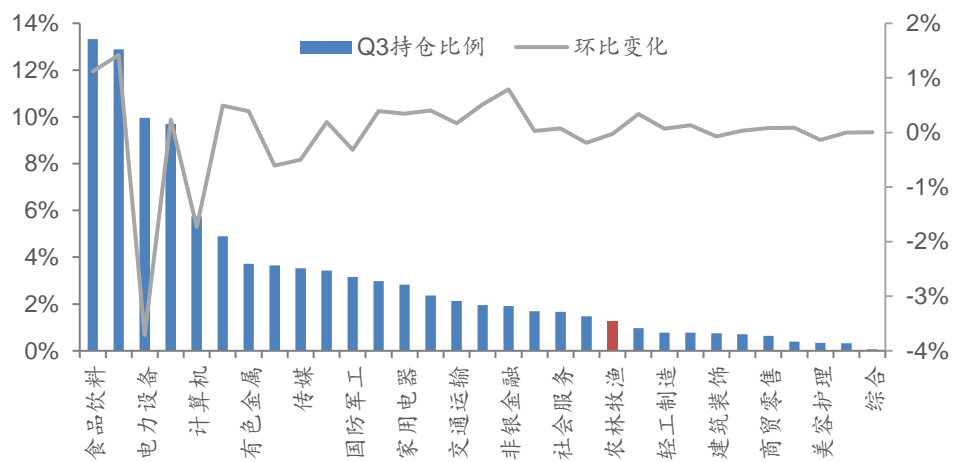


资料来源：Wind，国联证券研究所

跨行业比较，农林牧渔基金重仓比例行业第二十一，较二季度排名下滑 1 位。23Q3 农林牧渔重仓配置比例为 1.27%，环比减少 0.02pct，重仓市值为 255.39 亿元，环比减少 25.94 亿元。

农林牧渔第一重仓股是海大集团，养殖业为基金配置意愿最高的子行业。2023Q3，海大集团配置市值达到 59.30 亿元，占流通市值的 7.88%，系农林牧渔板块中最受基金青睐的个股。前十大重仓股中，有 5 只（温氏股份、牧原股份、巨星农牧、圣农发展、立华股份）来自养殖业，养殖业为基金配置意愿最高的子行业。

图表12：23Q3 农林牧渔重仓配置比例（%）环比变动情况



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表13：农林牧渔前十大重仓股市值（亿元）

股票代码	股票简称	配置市值 (亿元)	占流通市值比例 (%)	环比 2023Q2 市值变化 (亿元)	所属行业
002311.SZ	海大集团	59.30	7.88%	0.22	饲料
300498.SZ	温氏股份	33.74	2.92%	-15.21	养殖业
002714.SZ	牧原股份	33.42	1.61%	-0.15	养殖业
000998.SZ	隆平高科	28.71	14.54%	0.15	种植业
603477.SH	巨星农牧	14.35	10.32%	-8.36	养殖业
002299.SZ	圣农发展	13.49	5.65%	4.43	养殖业
002385.SZ	大北农	12.41	4.44%	3.65	饲料
300087.SZ	荃银高科	10.80	11.48%	-0.99	种植业
002041.SZ	登海种业	7.61	6.08%	-1.09	种植业
300761.SZ	立华股份	7.57	5.35%	2.50	养殖业

资料来源：Wind，国联证券研究所

2. 生猪养殖：产能去化有望加速，静待周期反转

2.1 24 年供需紧平衡，猪价预计前低后高

从供给侧来评估年度的供需状态，猪肉主要供给= MSY*10 个月前的能繁母猪存栏*出栏体重*出肉率。采用 10 个月前的能繁存栏平均值，即 23 年 3 月至 24 年 2 月存栏数据来推算 24 年全年的出栏量。我们预计，中性假设条件下，24 年出栏同比分别减少 2.27%，生猪供需呈现紧平衡，全年均价水平较 23 年有望提升，预计达到 16.6 元/公斤左右。根据涌益数据，仔猪存栏拐点在 23 年 10 月，理论出栏在 24 年 4 月后开始增加，供应压力前高后低。结合年内的消费季节性，春节后往往是年内需求最差，猪价预计呈现前低后高的格局。春节前腌腊灌肠需求好转带动猪价上涨，价格高点有望出现 24 年 Q4。

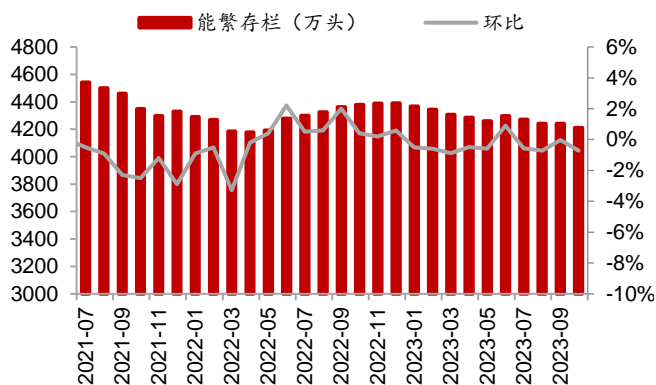
图表 14：2024 年供需测算假设表

年度	前三季度猪肉产量 (万吨)	yoy	前三季度猪价均值 (元/公斤)	yoy
2021	3917		22.00	
2022	4150	5.95%	17.81	-19.05%
2023	4301	3.64%	15.39	-13.59%
2024E	—	-2.27%	16.62	10.00%

注：因 23 年全年产量数据未出，参考前三季度历史数据，对比 21-23 年产量增幅对应价格变化。我们认为，中性假设前提下 24 年同比-2.27%，猪价预计提升 8%，即 16.62 元/公斤

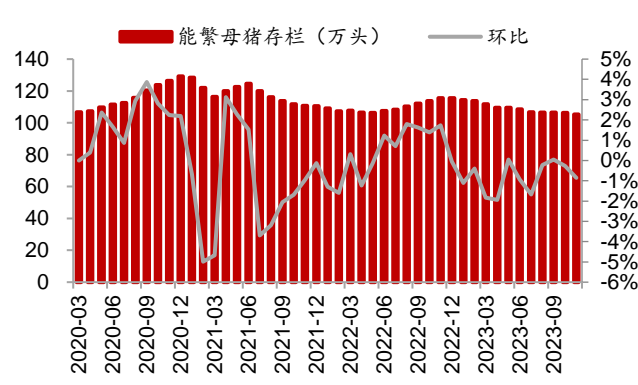
资料来源：ifind，国联证券研究所

图表 15：农业部能繁母猪存栏



资料来源：农业农村部，国联证券研究所

图表 16：涌益咨询能繁存栏数据



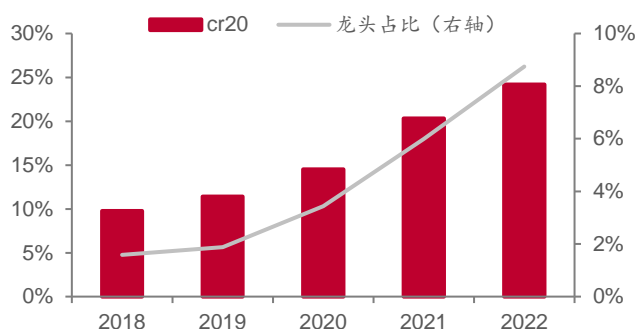
资料来源：涌益咨询，国联证券研究所

2.2 产业格局新变化，周期拐点渐行渐近

疫情加速散户出清，行业规模化快速提升。2018 年非瘟疫情以后，生物防控压力抬升养殖门槛，散户（年出栏低于 500 头的养殖场）数量明显减少。同时，2019-2020 年高盈利驱动产业快速补充母猪，回交或三元留种盛行，行业规模化程度提升明显，2018 年至 2022 年行业 CR20 从 9.76%至 24.17%，其中龙头企业市占率由 1.59%

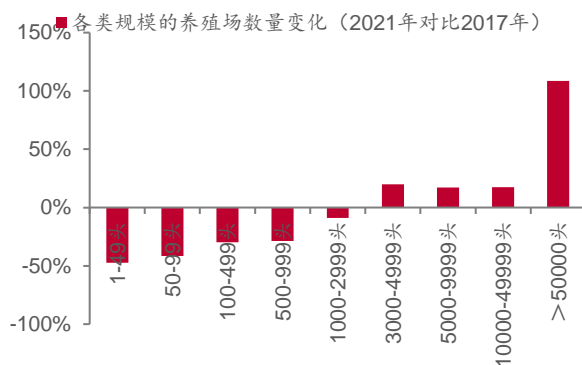
提升至 8.74%。参考美国等成熟市场，国内规模化进程仍有较大的空间。

图表 17: 国内生猪行业 cr20 快速提升



资料来源：中国猪业高层交流论坛，国联证券研究所

图表 18: 不同年出栏规模的养殖场数量变化



资料来源：Wind，国联证券研究所

短周期生产比例增加，散户母猪产能进一步下降。生产周期较正常三元商品猪缩短。2021 年以来，生猪行业经历了长达 3 年的亏损，其间猪病频发扰动，养殖户生物安全风险提高，部分自繁自养散户转向外购仔猪育肥，养殖周期缩短至 5-6 月。2022 年内猪价大幅波动，二次育肥群体比例明显增加。散户转向短周期的育肥阶段，母猪产能更多地集中在规模企业中。

图表 19: 2022 年二次育肥回溯

2022 年二次育肥	时间	猪价 (元/公斤)	增重 (公斤)	二育成本 (元/公斤)
亏损	5-6 月	15.30	100-150	15.40
	9-10 月	23.66	120-170	22.00
风险点	短期提振 1-2 个月，但对后期大猪存栏增加并集中释放风险高，增加猪价波动			
群体变化	小散户+有资金实力的调运商		散户+有资金实力的调运商+中型规模场 +外购仔猪育肥户	

资料来源：涌益咨询，国联证券研究所

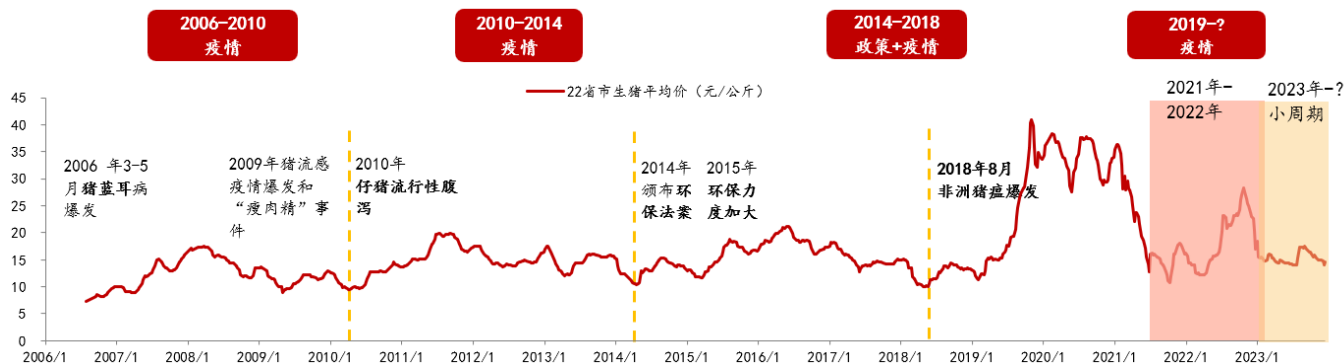
猪周期 3-4 年一轮，疫情和政策是历史猪周期的主要影响因素。2021 年以来猪周期脱离历史规律：2021 年下半年开始的去产能到 2022 年 4 月开始的周期反转，猪周期似乎 2 年一轮，猪价年内波动加大，导致行业内对于周期的是否存在提出怀疑。

我们认为利润驱动下猪周期仍然存在，大周期嵌套小周期运行。近几年周期异常追根溯源是 2019-2020 年的暴利周期，行业快速积累利润和吸引外来资本流入，同时猪价打破以往 20 元/公斤的天花板。超级盈利期后行业面对无序扩张的产能，需要更长时间的出清。我们将 2021 年以来的猪价的波动分两个划分进行讨论：

1) 大周期：以猪价波动来划分，2018 年至今仍处于非瘟周期，以 2019 年为上行期的起点，2021 年至今仍处于大周期的下行阶段。周期反转仍未出现，行业经历连续 3 年的亏损期，仍在消化前期积累的产能。

2) 小周期: 以母猪产能来划分, 2021年6月-2022年12月, 经历一轮产能从去化到恢复的完整周期。2023年1月开启新一轮产能去化。

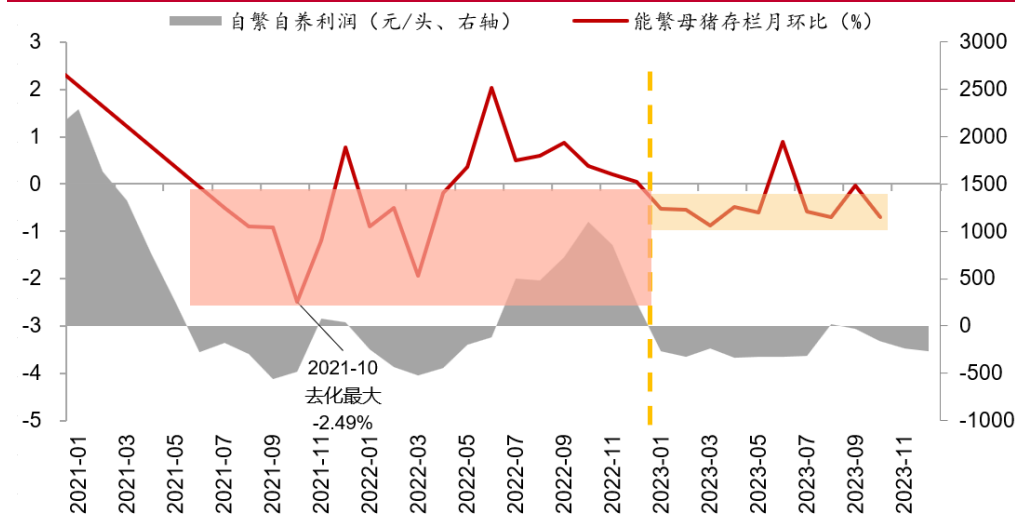
图表20: 历年猪价变化和周期表现



资料来源: Wind, 国联证券研究所

2023年 vs 2021年: 亏损持续时间更长, 但产能去化速度更慢。2021年6月行业开始全面亏损, 4个月后去化速度达到周期高点。2023年1月至今产能去化速度并未达到21年单月最高去化水平。上半年去化不及预期的主要原因是上半年仔猪价格维持高位, 产业链仔猪养殖阶段仍有利润, 导致行业出清速度较慢。

图表21: 2023年 VS 2021年: 下行周期利润和能繁存栏变化

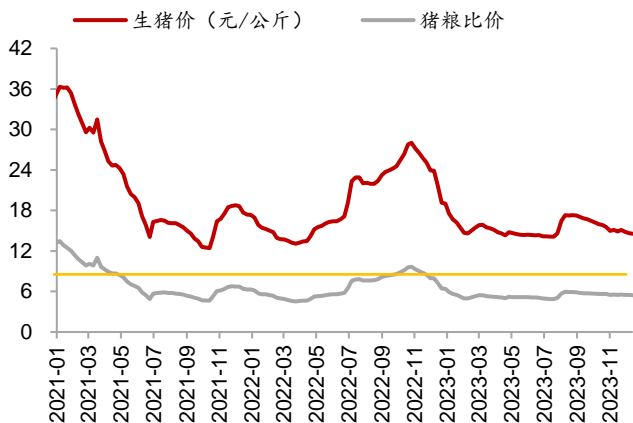


资料来源: Wind, 国联证券研究所

行业底部已现, 产能去化加速在即。回溯过去周期变化, 我们发现产能去化加速往往伴随以下特征: **1) 行业深度亏损:** 可以通过猪粮比或自繁自养利润表现。猪粮比6:1是养殖的盈亏平衡点, 2023年全年猪粮比维持在6以下, 行业面临全面亏损。从自利润来看, 仅8月达到22元/头的微利, 全年维持自繁自养亏损水平。**2) 仔猪价低于成本:** 仔猪价格开始崩盘, 甚至出现有价无市。仔猪价格自6月以来开始快速下跌, 截止2023年12月8日, 15kg仔猪价316元/头, 较6月高点下降51%。**2) 淘汰母猪量高位且去化淘汰加速:** 可以通过淘汰母猪价/生猪价比值来判断, 比值越

低说明淘汰母猪积极性明显增加。10月以来，该比值快速回落，接近2021年10月产能去化最高峰。

图表22：2023年猪粮比处于盈亏平衡线6:1以下



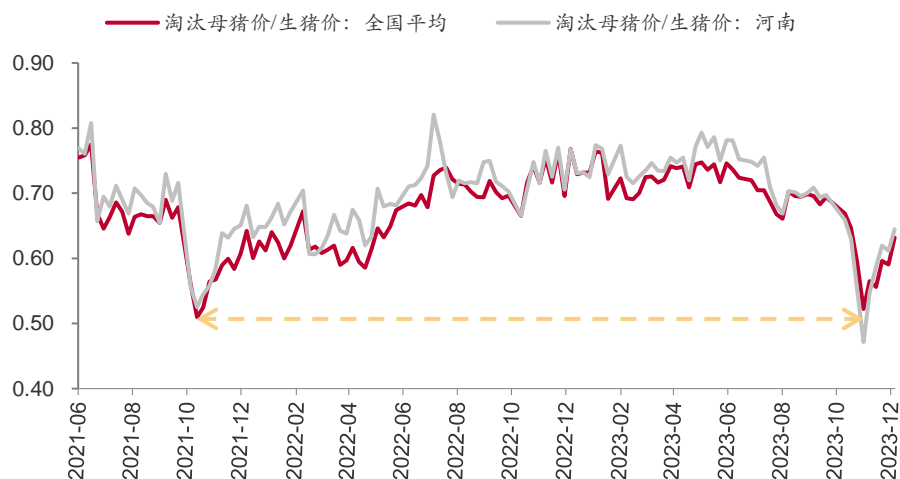
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表23：2023年自繁自养全年亏损



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表24：2023年10月以来，淘汰母猪价/生猪价快速回落至2021年低位

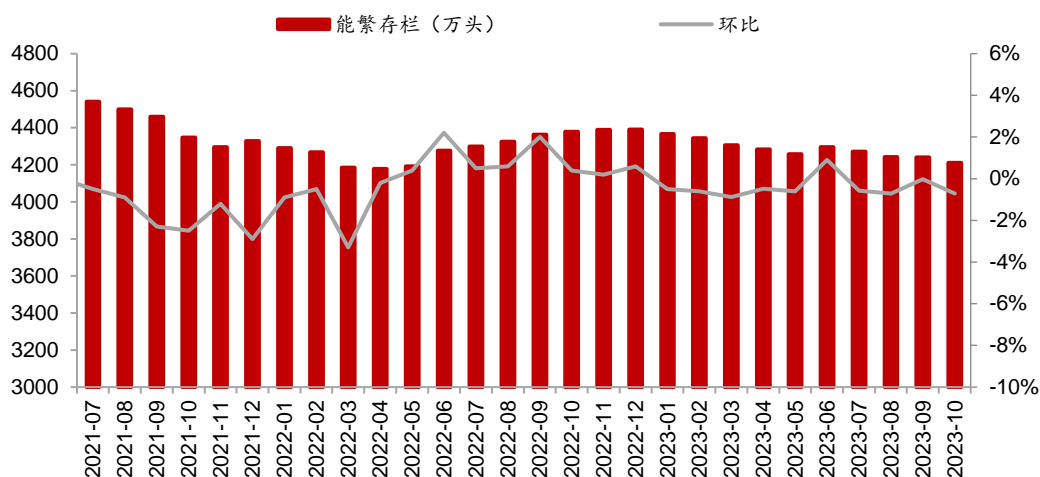


资料来源：钢联数据，国联证券研究所

2.3 产能去化加速在即，把握板块配置机会

能繁高位&效率提升，猪价弱景气持续。2023年猪价下行育肥阶段亏损但仔猪阶段盈利，母猪养殖仍有盈利，产能去化幅度偏缓。截止10月能繁母猪存栏较2022年高点下降幅度为4.10%（农业农村部口径）。根据生猪生产周期规律，能繁存栏及仔猪存栏量分别对应10个月和5个月以后的生猪出栏量。由于能繁母猪需配种、分娩、育肥等阶段的存活率影响实际出栏，仔猪存栏能够更为准确地判断中期供应。据农业农村部监测，从新生仔猪数量看，今年4—9月份全国新生仔猪量同比增长5.9%，这些仔猪将在未来6个月内将陆续出栏，预示着至少到明年一季度之前，猪肉市场供应较为充足。

图表25：农业部能繁存栏及环比



资料来源：Wind，国联证券研究所

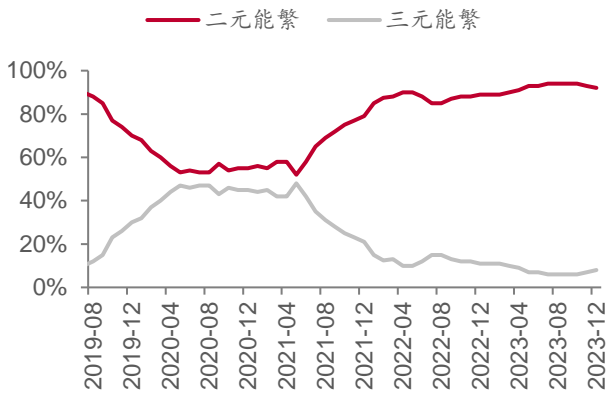
2023 年效率兑现窗口期，2024 年效率提升放缓。非瘟周期由于产能大幅去化，三元留种增加。2021 年下行期母猪产能优先淘汰低效三元，2022 年 6 月二元母猪占比回到非瘟前水平，因此种群性能优化带动 MSY 提升明显，2023 年出栏的商品猪来自高效母猪的比例大幅提升，因此全年供应增幅明显高于前期产能增量。展望 2024 年，由于前期低效产能已经回到 10%以内，下降空间较小，而后效率提升来源于育种体系的升级换代以及进口原种猪的数量，由于 22-23 年行业处于亏损，进口种猪较 20-21 年明显下降，预计 2023-2025 年 msy 增速开始放缓，效率快速提升兑现期主要在 2023 年，2024 年以后效率提升对出栏量影响放缓。

图表26：二元母猪和三元母猪效率分化明显

指标	二元母猪	三元母猪
配种成功率	95%	70%
乳猪成活率 (断奶前)	85%	75%
育肥成活率	93%	90%
最高胎龄	8 胎	3 胎
当下平均胎龄	7.5	1.5
PSY	21	14
非瘟成活率	87%	87%

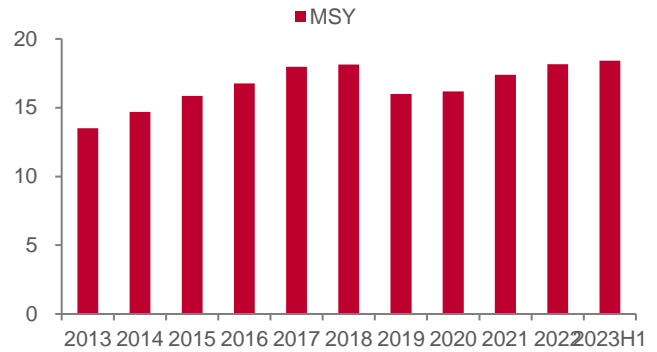
资料来源：涌益咨询，国联证券研究所

图表27：2022年6月起二元能繁比例恢复正常



资料来源：涌益咨询，国联证券研究所

图表28：2021年以来生产效率逐步提升

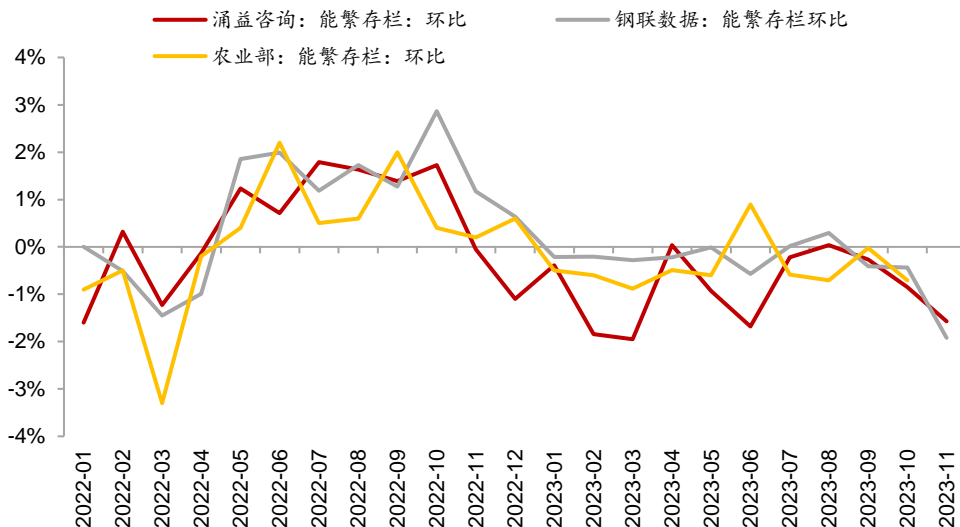


资料来源：涌益咨询，国联证券研究所

连续两个月能繁存栏降幅扩大，去化周期预计持续至明年上半年。猪价反弹并不改变产能去化趋势，对比2021年10月前后猪价出现反弹，母猪淘汰却达到年度最高。8月猪价反弹不改去化趋势，农业部能繁母猪存栏9-10月均维持下降趋势，且10月幅度扩大，三方数据趋势相同。10月、11月能繁母猪存栏去化速度明显加快，我们预计产能去化加速趋势有望持续。主要原因有：

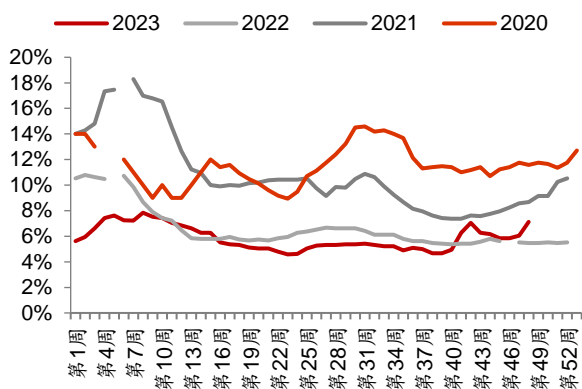
- 1) **节前猪价反弹有限**：农业部数据显示，9月份全国规模猪场的中大猪存栏量同比增长6.3%、环比增长2.4%。供应充裕叠加冻品库存高位，整体趋势向下并未迎来真正的反转。我们认为年前猪价反弹高度和持续性应客观看待，反弹有限后或继续重回下行通道。
- 2) **仔猪价预计持续下降**：6月以来仔猪价快速下跌，春节前仔猪销售冷淡，仔猪价低迷带动母猪淘汰加速。近3年猪价盈利周期远低于亏损周期，2024春节后猪价预期悲观，母猪产能出清有望进一步加速。
- 3) **冬季北方猪病再现**：据涌益咨询了解，11月份90公斤以下小体重猪整体出栏占比为6.03%，较10月份增加0.29pct。11月份整体猪病偏严重，其中北方受气温下降影响情况更甚，小体重猪抛售增加，小体重猪占比会仍偏大。

图表29：多样本数据显示 10 月以来能繁存栏去化加速



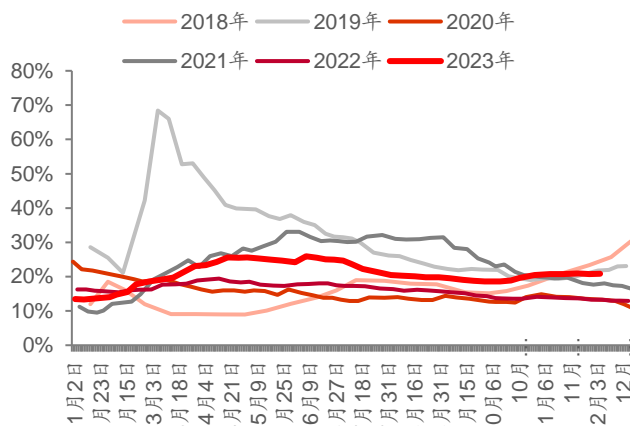
资料来源：涌益咨询，国联证券研究所

图表30：90kg 以下出栏占比



资料来源：涌益咨询，国联证券研究所

图表31：样本企业冻品库容率



资料来源：涌益咨询，国联证券研究所

集团企业快速扩张难以维持，资产负债表修复较慢。选取 15 家代表上市猪企(如图 32)，2023Q3 末 15 家上市企业资产负债率均值达到 70.46%，环比增加 0.76pct，同比增加 7.33pct，达到历史新高水平。生产性生物资产(代表能繁母猪产能)2023Q3 环比下降 4.26%，同比下降 8.67%。自 2021 年 6 月以来，行业自繁自养利润仅 7 个月，远远低于正常周期。猪价持续在成本线以下运行，企业资产负债表修复较为缓慢，上市企业经营压力较大，企业依靠资金优势快速扩张的模式或难以持续，若低猪价持续，母猪产能下降预计出现明显加速。

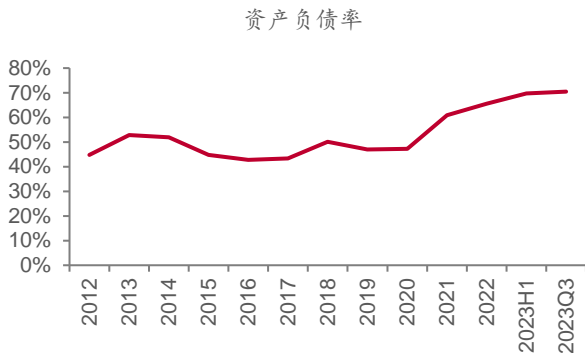
总结来说，当下供需矛盾仍然存在，猪价旺季反弹有限，低猪价预计持续至明年上半年，深亏损+猪病+现金流紧张，产能去化的逻辑加强，当前进入养殖股产能去化带动股价上涨的第一阶段，建议把握板块左侧布局时机。

图表32：15家代表上市猪企业资产负债率情况

公司简称	资产负债率，%			同比, pct	环比, pct
	22Q3	23Q2	23Q3		
牧原股份	61.47	60.06	59.65	-1.81	1.41
温氏股份	60.72	61.32	60.31	-0.41	-0.59
新希望	69.86	71.79	72.76	2.90	-1.93
天邦食品	76.45	85.78	87.03	10.58	-9.33
*ST正邦	113.82	160.10	162.61	48.79	-46.28
傲农生物	79.16	86.72	89.41	10.25	-7.55
巨星农牧	52.00	55.17	56.59	4.59	-3.17
华统股份	61.43	71.59	72.11	10.68	-10.16
唐人神	63.38	62.07	64.75	1.37	1.31
天康生物	49.08	51.84	47.06	-2.02	-2.76
新五丰	66.77	69.82	70.15	3.38	-3.05
京基智农	88.83	73.42	73.78	-15.06	15.41
金新农	61.08	70.36	70.53	9.45	-9.28
东瑞股份	31.35	46.97	47.82	16.47	-15.62
神农集团	11.41	18.35	22.27	10.86	-6.94
平均值	63.12	69.69	70.46	7.33	-6.57

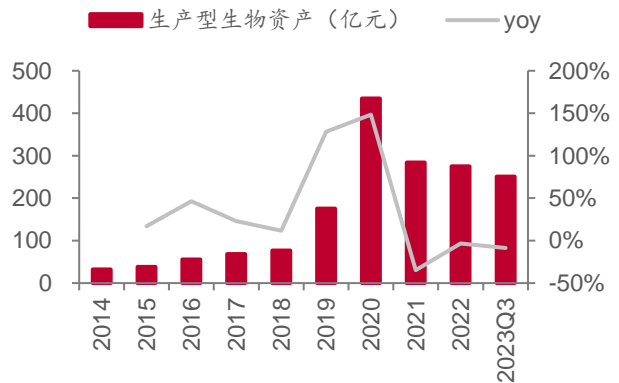
资料来源：涌益咨询，国联证券研究所

图表33：23Q3上市猪企资产负债率均值达到新高



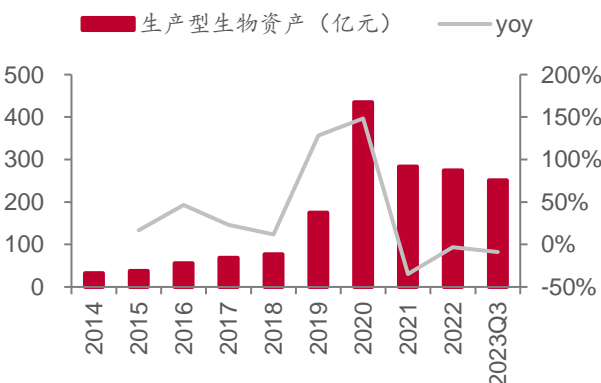
资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表34：2020年以来上市猪企生产性生物资产呈下降趋势



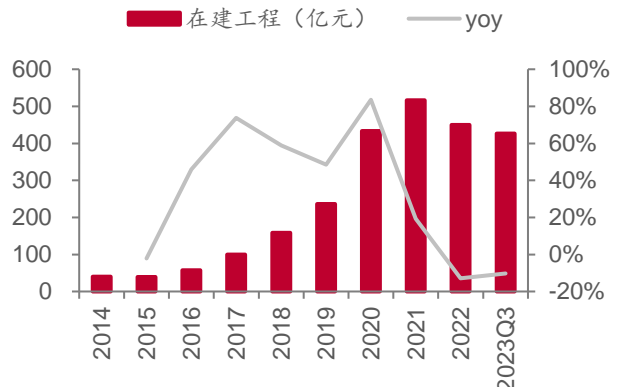
资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表35：2023年上市猪企固定资产情况



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表36：2021年以来上市猪企在建工程呈下降趋势



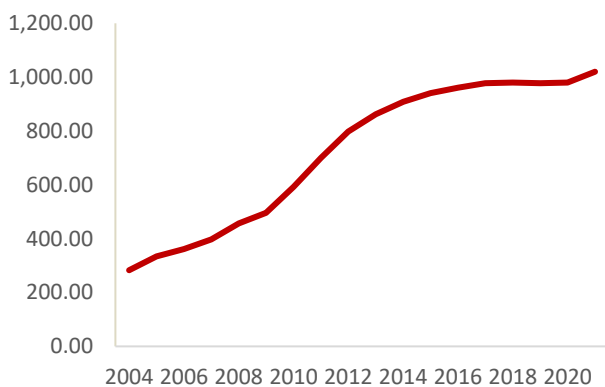
资料来源：公司公告，国联证券研究所

3. 种业种植：转基因落地在即，集中度进一步提升

3.1 种业竞争格局分散，未来提升空间广阔

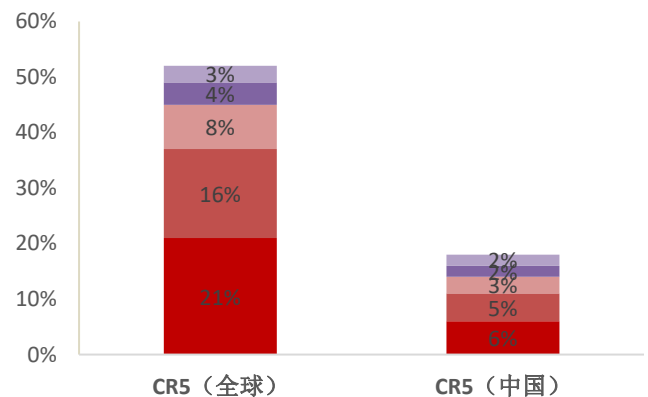
我国种子市场规模增速放缓，市场集中度较国外市场相对有限，未来有望逐步提升。我国主要农作物种子市场规模从 2004 年的 282.83 亿元增长到 2021 年的 1020.15 亿元，CAGR 达 7.84%，2017-2021 年 CAGR 为 1.06%，整体市场增速放缓。与国外发达市场相比，我国种业市场集中度较低，根据先正达招股说明书中数据，2021 年全球种子市场 CR5 高达 52%，而我国 CR5 仅为 18%，国内市场 CR5 分别为先正达、隆平、北大荒、江苏大华、登海；国际种业市场 CR5 分别为拜耳、科迪华、先正达、巴斯夫和利马格兰。转基因种子性状在与种业公司传统种子绑定后，除生产效率提升及农药使用率下降外，亦可快速提升市场销量，因此我们认为在转基因落地背景下，种业市场集中度有望进一步提升。

图表37：主要农作物种子市场规模中国（亿元）



资料来源：ifind，国联证券研究所

图表38：全球和中国种子企业 CR5

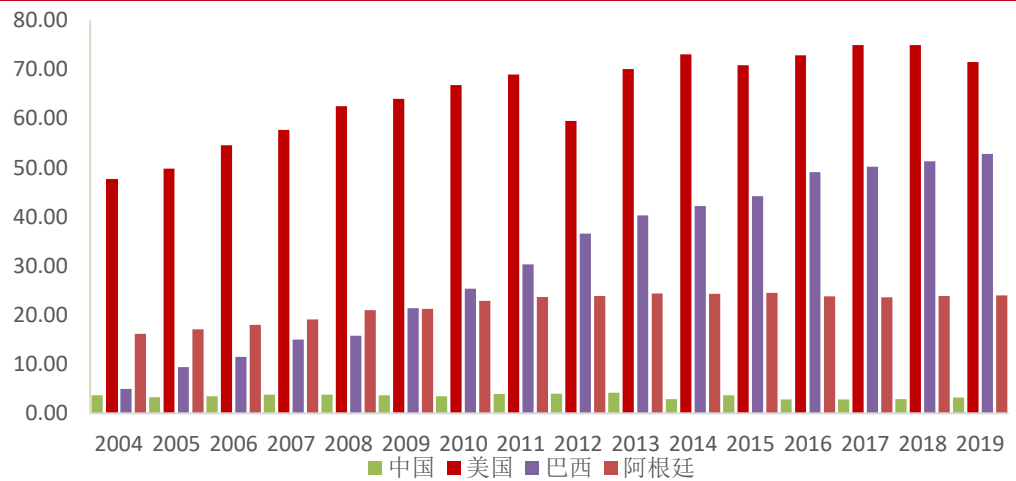


资料来源：先正达招股说明书，国联证券研究所

我国转基因作物面积与国际相比较低，存在较大提升空间。与美国、巴西、阿根廷等国际农业大国相比，我国转基因作物种植面积较低，现主要种植品种为转基因棉花，国际农业大国转基因作物主要为玉米及大豆，我国目前处于起步探索阶段，未来市场空间广阔。

过去五年中，我国平均 86% 的大豆和 4% 的玉米需依赖进口，且 2020 年来，我国玉米进口量开始快速增长，进口依赖度持续增加。目前转基因育种的研究方向主要集中在商业价值较高的抗虫、抗病和抗除草剂这几个方面。未来通过转基因培育高产、优质、多抗和高效的新品种，将有效提高玉米、大豆自给率，从而带动行业规模扩容。

图表39：转基因作物种植面积（百万公顷）

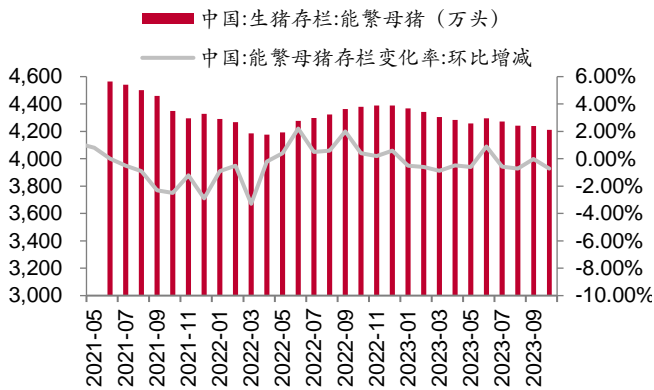


资料来源：ifind，国联证券研究所

3.2 饲用需求提升，玉米产量有望提升

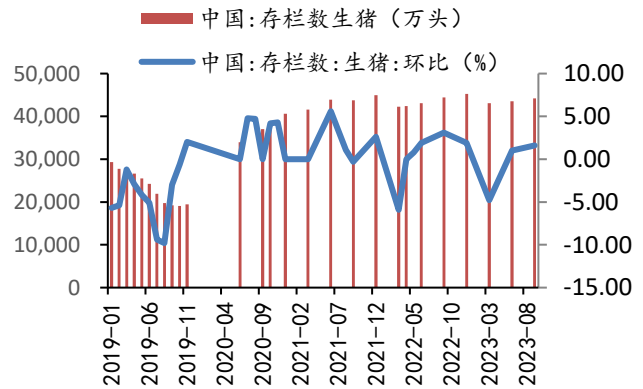
生猪存栏维持高位，玉米饲用需求仍维持较高水平。截止23年9月，中国生猪存栏数为4.42亿头，生猪存栏水平维持高位。由于能繁母猪数量自23年1月份开始去化，去化速度较慢，用能繁母猪数量推算未来出栏量，24年上半年供给仍较为充足，玉米为饲料中能量饲料主要来源，玉米饲用需求24年有望维持高位。

图表40：2023年1月以来能繁母猪持续去化



资料来源：ifind，国联证券研究所

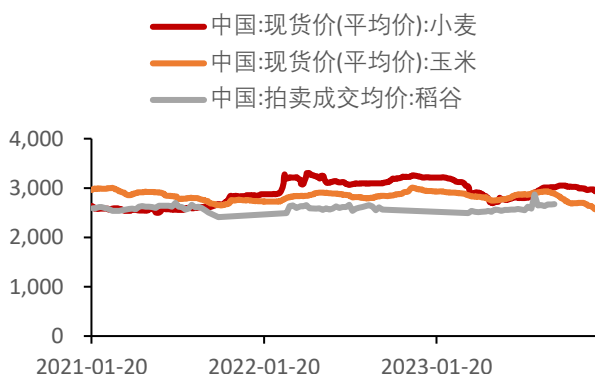
图表41：生猪存栏仍维持高位



资料来源：ifind，国联证券研究所

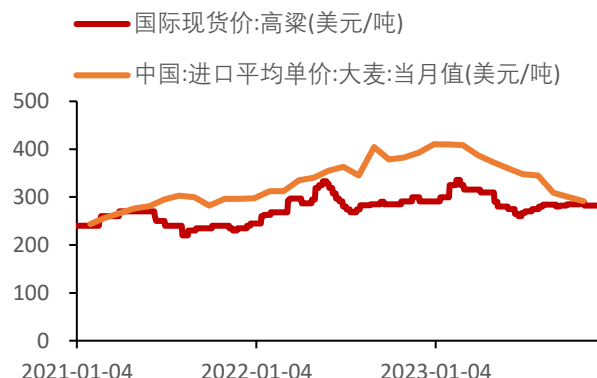
替代品价格仍处高位，玉米能量饲料需求有望提升。根据wind数据，截止2023年12月6日，玉米国内饲料替代品小麦价格为2963.61元/吨，玉米价格为2643.29元/吨，替代品价格高于玉米，玉米有望逐步回归饲料中能量饲料主位。从进口国外替代品上看，大麦与高粱价格虽低于玉米价格，但进口数量有限。2023年前三季度全国工业饲料产量为23264万吨，前三季度小麦、大麦、高粱进口数量分别为1017/722/366万吨，在进口数量有限的背景下，玉米能量饲料主位有望恢复，从而带动玉米需求提升。

图表42: 国内玉米替代产品价格(元/吨)



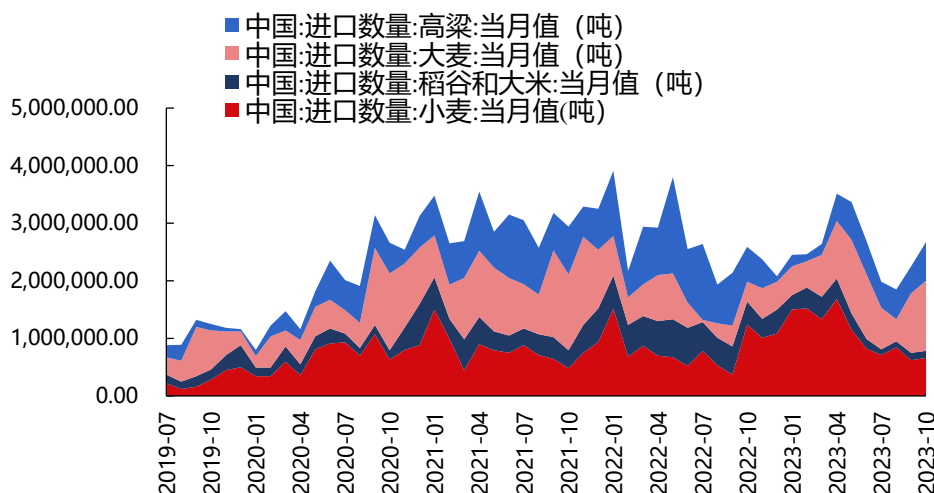
资料来源: ifind, 国联证券研究所

图表43: 进口玉米替代产品价格



资料来源: ifind, 国联证券研究所

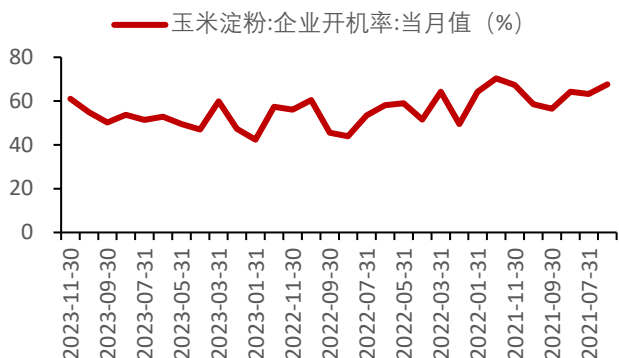
图表44: 替代品进口数量重量



资料来源: ifind, 国联证券研究所

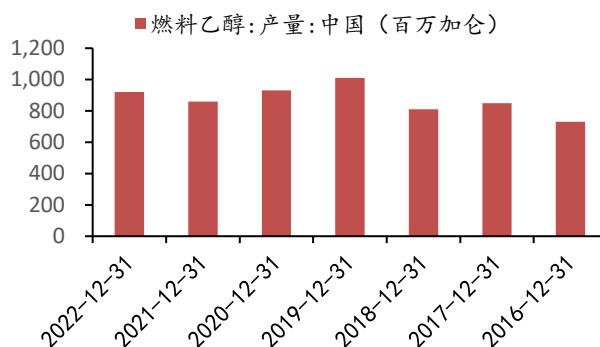
玉米工业需求变化有限, 基本维持稳定。在玉米工业需求方面, 玉米淀粉需求主要为深加工, 酒精, 添加剂消费需求。淀粉加工方面, 截止 2023 年 11 月 30 日, 玉米淀粉企业开工率为 61.01%, 玉米淀粉近年来长期维持 60% 开工率左右, 需求较为稳定。酒精(乙醇)价格进入四季度以来出现小幅下降, 产量自 19 年达到高点后逐步下降, 玉米工业需求整体平稳。

图表45: 玉米淀粉企业开机率 (%)



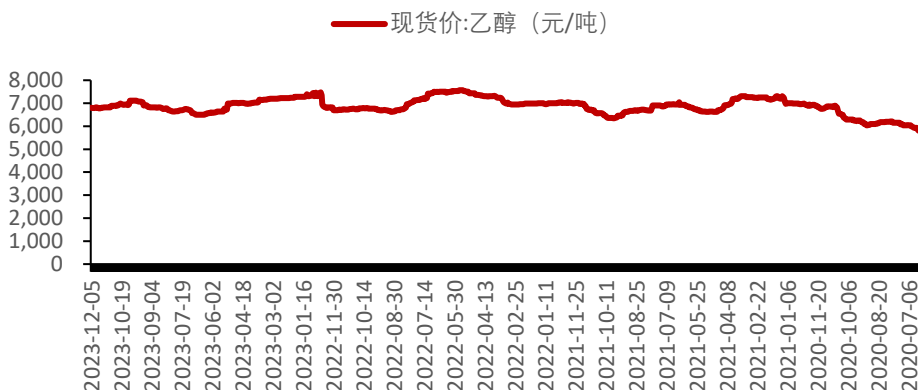
资料来源: ifind, 国联证券研究所

图表46: 燃料乙醇产量 (百万加仑)



资料来源: ifind, 国联证券研究所

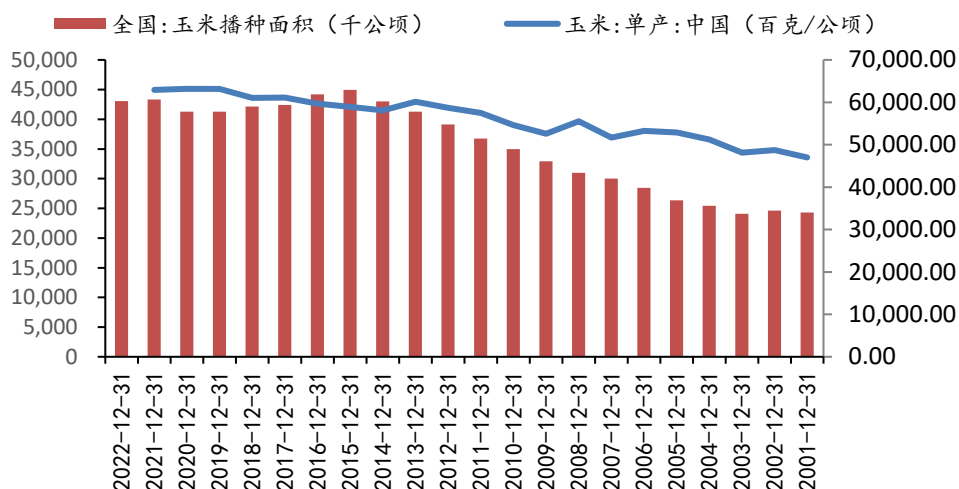
图表47: 现货价: 乙醇 (元/吨)



资料来源: ifind, 国联证券研究所

全国玉米播种面积与单产维持稳定, 转基因落地有望推动产量。中国玉米播种面积与单产近年来维持稳定, 自进入 2014 年以来, 国内玉米播种面积长期维持 43000 千公顷左右, 自进入 2019 年以来单产维持在 63000 百克/公顷, 国内供给量较为稳定。2024 年转基因玉米种子有望落地, 转基因玉米产量高于传统杂交玉米品种, 2024 年玉米单产有望快速提升。

图表48：玉米播种面积与单产



资料来源: ifind, 国联证券研究所

进口玉米价格低于国内, 或压制国内玉米价格, 但国内转基因玉米落地在即, 总体产量有望提升。美国玉米丰收创下新纪录, 国际供给充足, 截止 2023 年 11 月, 国内玉米产区批发均价为 2744 元/吨, 进口玉米到岸税后价为 2682 元/吨, 国内外玉米仍有部分价差, 如果进口玉米价格低于国内玉米价格太多, 进口玉米数量将会大幅提高, 或将抑制国内玉米价格的上涨空间。

玉米盈余未来有望扩大, 价格有望维持稳定。需求端看, 2023/24 种植季玉米饲用需求增长, 工业需求维持稳定, 总需求同比略有提升。供给端看, 国内产量有望受转基因落地推广提升, 进口或出现小幅下降。2023/24 种植季玉米, 在供给与需求同步提升的背景下, 我们预计后市玉米价格将维持震荡。

图表49：玉米供需平衡表

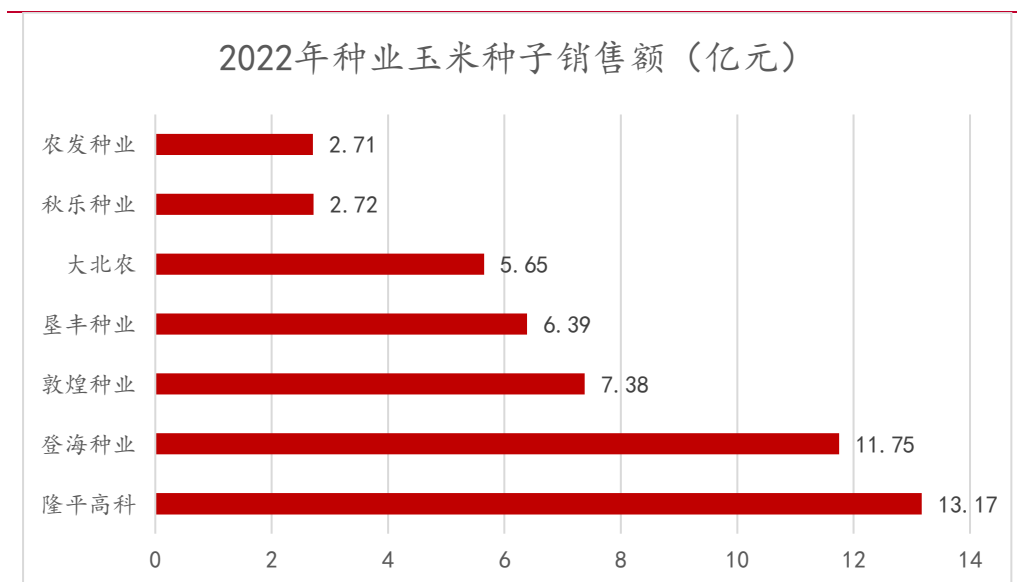
中国玉米供需平衡表				
	2021/22	2022/23 (11月估计)	2023/24 (10月预测)	2023/24 (11月预测)
千公顷 (1000hectares)				
播种面积	43324	43,070.00	43,870.00	43,870.00
收获面积	43324	43,070.00	43,870.00	43,870.00
公斤/公顷 (kgperhectare)				
单产	6291	6,436.00	6,570.00	6,570.00
万吨 (10000tons)				
产量	27255	27,720.00	28,823.00	28,823.00
进口	2189	1,872.00	1,750.00	1,750.00
消费	28770	29051	29500	29500
食用消费	965	980.00	991.00	991.00
饲用消费	18600	18,800.00	19,100.00	19,100.00
工业消费	8000	8,100.00	8,238.00	8,238.00
种子用量	195	191.00	193.00	193.00
损耗及其它	1010	980.00	978.00	978.00
出口	0	1	1	1

结余变化	674	540	1072	1072
元/吨 (yuan per ton)				
国内玉米产区批发均价	2641	2,744.00	2400-2600	2400-2600
进口玉米到岸税后均价	2876	2,682.00	2400-2600	2400-2600

资料来源: ifind, 国联证券研究所

玉米种子市场格局分散, 龙头有望快速提升市占率。玉米种子国内市场近 300 亿元左右, 作为国内玉米种子销售龙头, 隆平高科 2022 年销售额仅为 13.17 亿元, 市占率不足 5%, 玉米种子行业格局较为分散, 与国外成熟市场相比, 我国种业市场集中度仍有较高提升空间, 随着转基因种子销售落地, 在转基因种子绑定销售推动下, 玉米种子市场集中度有望快速提升。

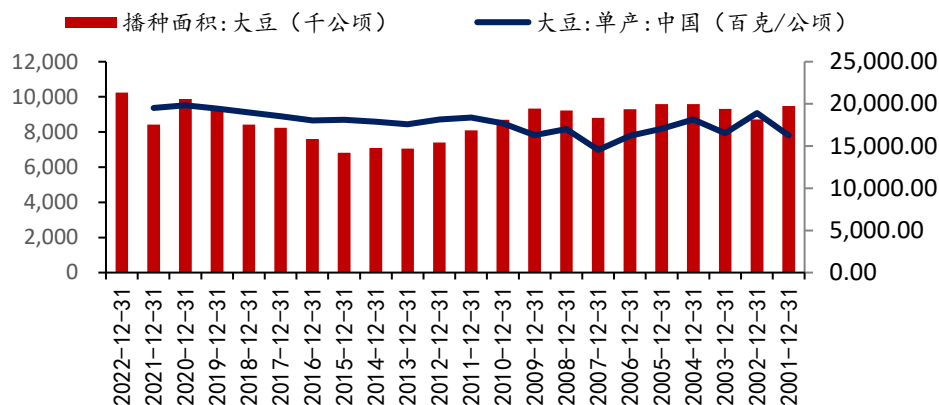
图表50: 2022 年玉米种子销售额



资料来源: ifind, 公司公告, 国联证券研究所

国内大豆对外依存度较高, 国家政策大力支持大豆生产。国内大豆播种面积与单产效率持续提升, 2022 年大豆播种面积 10243.74 千公顷, 创多年来新高。21 年大豆单产为 19521 百克/公顷, 近年来大豆单产长期维持 19000 百克/公顷高产水平, 单产水平较 2015 年之前有明显提升。但我国大豆对国外依存度较高, 仍需大量进口, 国家颁布多项政策支持国内大豆生产, 以减少大豆贸易逆差额度。2023 年 2 月, 农业农村部一号文件颁布, 深入推进国家大豆和油料产能提升工程; 将大豆、油料面积下达各省份, 并纳入粮食安全党政同责考核内容。2023 年 3 月, 农业农村部颁布大豆生产一揽子支持政策, 以支持国内大豆生产。现阶段, 已有 5 个转基因大豆品种进行公示, 未来随着转基因种子落地, 大豆单产效率有望进一步提升。

图表51：大豆播种面积与单产



资料来源: ifind, 国联证券研究所

图表52：大豆支持政策

2023 年大豆支持政策			
时间	机构/部门	事件	内容
2023/3/16	农业农村部	2023 年大豆生产一揽子支持政策	完善玉米大豆生产者补贴政策，增加补贴总额，调高大豆补贴标准；加大产粮大县奖励力度，引导大豆主产区发展大豆生产；加快组织大豆收储，加大收储力度，发挥市场引导作用；积极引导中储粮集团、中粮集团等国有大型企业及规模以上大豆加工企业，与主产区市县对接做好大豆产销衔接；压紧压实地方责任，明确 2023 年大豆生产目标，并纳入省级党委和政府落实耕地保护和粮食安全党政同责考核……
2023/3/15	农业农村部	农业农村部党组书记、部长唐仁健主持召开部党组会议	要强化大豆政策支持，全力稳定东北大豆种植面积，尽可能扩大新疆棉豆轮作和西南、黄淮海地区大豆玉米带状复合种植，系统抓好大豆大面积提单产，确保面积稳定、产量提升。
2023/2/23	财政部	全国财政工作会议	进一步完善玉米和大豆生产者补贴
2023/2/21	农业农村部	农业农村部一号文件	加力扩种大豆油料。深入推进国家大豆和油料产能提升工程。将大豆、油料面积下达各省份，并纳入粮食安全党政同责考核内容。千方百计稳定大豆面积、力争有所增加。合理设定玉米大豆生产者补贴标准，实施好大豆完全成本保险和种植收入保险试点，在东北地区大力推广粮豆轮作、适度开展稻改豆等。稳定西北地区大豆玉米带状复合种植实施规模，扩大西南、黄淮海和长江中下游地区推广面积。在新疆次宜棉区推广棉豆轮作，发展小麦大豆隔年轮作。稳步开发盐碱地、整治撂荒地种植大豆。

2023/2/13	中共中央国务院	中央一号文件	加力扩种大豆油料。深入推进大豆和油料产能提升工程。扎实推进大豆玉米带状复合种植，支持东北、黄淮海地区开展粮豆轮作。稳步开发利用盐碱地种植大豆。完善玉米大豆生产者补贴，实施好大豆完全成本保险和种植收入保险试点。
-----------	---------	--------	--

资料来源：政府官网，国联证券研究所

3.3 转基因品种过审，商业化带动行业扩容

农业部通过品种涵盖转基因玉米 37 个，转基因大豆 14 个。转基因玉米中，性状所有者上看，大北农 22 个，隆平高科参股公司杭州瑞丰 9 个，中国农大 4 个，中种 2 个；从品种看，隆平 8 个，中种 4 个，大北农 3 个，登海 2 个，丰乐 1 个。转基因大豆中，性状所有者上看，大北农 5 个，中国农业科学院作物科学研究所 9 个；从品种看，大北农 5 个品种，其余为不同科学研究所持有。

转基因玉米中，性状主要集中在四家公司；转基因大豆中，性状主要集中在大北农和科研研究所。性状端公司参与数量较少，转基因种子审批周期较长，拥有性状的公司有望凭先发优势抢占市场，快速提升市占率。转基因玉米中分别存在抗虫、抗除草剂和抗虫+抗除草剂三种主要性状，其中中种集团品种先达 901ZL，转基因性状包含最多：抗亚洲玉米螟、粘虫、棉铃虫、草地贪夜蛾，耐草甘膦、草铵膦除草剂，增产效果最为明显：2022 年生产试验平均亩产 624 千克，比对照增产 10.2%。在未来，转基因性状表现优异的公司有望凭此快速提升营收净利。

图表53：转基因种子公示品种

品种	公司	初审通过品种	适宜区域
转基因玉米	北京联创种业有限公司	抗虫耐除草剂玉米裕丰 303D	北方春玉米区
		抗虫耐除草剂玉米中科玉 505D	北方春玉米区
		抗虫耐除草剂玉米嘉禧 100D	北方春玉米区
		抗虫玉米中科玉 505R	北方春玉米区、黄淮海夏玉米区
		抗虫玉米裕丰 303R	北方春玉米区
		耐除草剂玉米裕丰 303H	北方春玉米区
	北京丰度高科种业有限公司	抗虫耐除草剂玉米郑单 958D	北方春玉米区
		抗虫玉米农华 803D	北方春玉米区
	河北巡天农业科技有限公司	抗虫玉米农大 372R	黄淮海夏玉米区、北方春玉米区

山西中农赛博种业股份有限公司	抗虫玉米郑单 958K	黄淮海夏玉米区、北方春玉米区
山西大丰种业有限公司	抗虫耐除草剂玉米大丰 30F	北方春玉米区
内蒙古利禾农业科技发展有限公司	抗虫耐除草剂玉米利禾 1D	北方春玉米区
内蒙古巴彦淖尔市科河种业有限公司	抗虫耐除草剂玉米科河 699D	北方春玉米区
辽宁东亚种业有限公司	抗虫耐除草剂玉米东单 1331D	北方春玉米区
	抗虫玉米东单 1331K	北方春玉米区
辽宁宏硕种业科技有限公司	抗虫耐除草剂玉米宏硕 899SK	北方春玉米区
吉林省鸿翔农业集团鸿翔种业有限公司	抗虫玉米翔玉 998HZ	北方春玉米区
	抗虫玉米优迪 919HZ	北方春玉米区
吉林云天化种业科技有限公司	抗虫玉米天育 108Z	北方春玉米区
吉林省宏兴种业有限公司	抗虫耐除草剂玉米增玉 1572KK	北方春玉米区
山东登海种业股份有限公司	抗虫耐除草剂玉米登海 605D	北方春玉米区
	抗虫耐除草剂玉米登海 533D	黄淮海夏玉米区
河南富吉泰种业有限公司	抗虫玉米郑单 958GK	北方春玉米区
河南金苑种业股份有限公司	抗虫玉米金苑玉 177K	北方春玉米区
河南省现代种业有限公司	抗虫玉米京科 986GE	北方春玉米区
湖北康农种业股份有限公司	抗虫耐除草剂玉米康农 20065KK	西南玉米区、南方玉米区
湖北惠民农业科技有限公司	抗虫玉米惠民 207R	北方春玉米区
中国种子集团有限公司	抗虫耐除草剂玉米远科 105WG	北方春玉米区
	抗虫耐除草剂玉米远科 105D	北方春玉米区
	抗虫耐除草剂玉米和育 187D	北方春玉米区
	抗虫耐除草剂玉米先达 901ZL	西南玉米区、南方玉米区
四川同路农业科技有限责任公司	抗虫耐除草剂玉米铁 391K	北方春玉米区
云南大天种业有限公司、北京大北农生物技术有限公司	抗虫耐除草剂玉米罗单 566DT	西南玉米区

	甘肃五谷种业股份有限公司	抗虫耐除草剂玉米五谷 3861KK	西南玉米区
转基因大豆	北京大北农生物技术有限公司	耐除草剂大豆脉育 526	北方春大豆区
		耐除草剂大豆脉育 503	北方春大豆区
		耐除草剂大豆脉育 511	北方春大豆区
		耐除草剂大豆脉育 579	北方春大豆区
		耐除草剂大豆脉育 565	北方春大豆区

资料来源：农业农村部，国联证券研究所

转基因种子价格及渗透率逐步提升从而带动行业扩容。转基因种子转基因玉米市场规模上面，我国玉米种植面积近 6 亿亩，我们假设非转基因玉米种子售价为 40 元/亩，转基因种子溢价率为 40%~70%，渗透率最终达到 90%，转基因玉米市场规模有望达到 303~369 亿元。行业扩容在即，性状储备充足的公司有望享受行业红利。

图表54：转基因种子规模

转基因玉米种子市场规模（亿元）						
	10.00%	20.00%	30.00%	50.00%	90.00%	100.00%
140.00%	33.768	67.54	101.30	168.84	303.912	337.68
150.00%	36.18	72.36	108.54	180.90	325.62	361.8
160.00%	38.592	77.18	115.78	192.96	347.328	385.92
170.00%	41.004	82.01	123.01	205.02	369.036	410.04
180.00%	43.416	86.83	130.25	217.08	390.744	434.16
190.00%	45.828	91.66	137.48	229.14	412.452	458.28
200.00%	48.24	96.48	144.72	241.20	434.16	482.4

资料来源：ifind，国联证券研究所测算，横轴为转基因玉米渗透率，纵轴为转基因种子溢价率

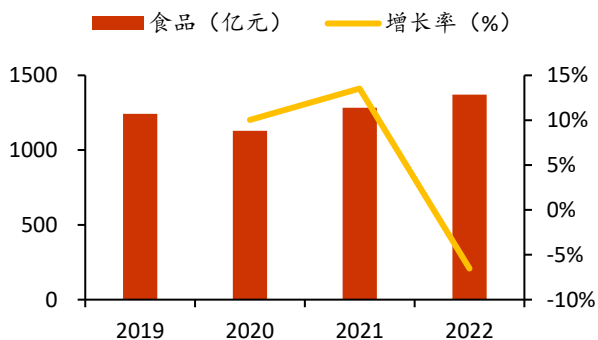
4. 宠物行业：行业持续扩容，国产替代逐步兑现

4.1 我国宠物市场仍处发展初期

2019-2022 年，中国宠物食品市场规模由 1242.74 亿元增长到 1371.94 亿元。中国宠物食品市场具有刚需和高复购的特性，由于养宠渗透率较低，与国际市场相比规模较小，未来随着市场的逐步恢复，中国宠物食品市场有望恢复高速增长。

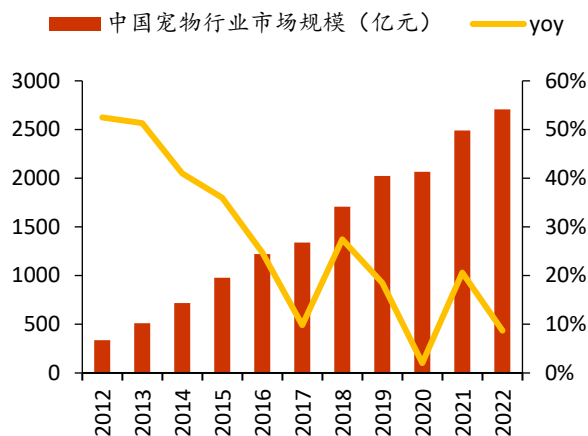
宠物消费市场规模持续增长，宠物行业快速发展。2019-2022 年，城镇宠物犬消费市场规模从 2024 亿元增至 2706 亿元，CAGR 达 10.16%。相比发达国家和地区，我国城镇宠物消费市场起步较晚，但中国市场潜在增长规模较大，成长空间广阔。

图表55: 中国宠物食品市场规模及增速 (亿元、%)



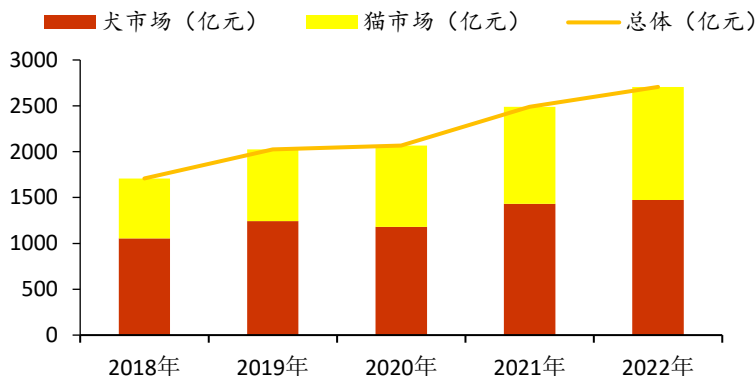
资料来源: 宠物行业白皮书, 国联证券研究所

图表56: 宠物市场规模及增长率 (亿元, %)



资料来源: 宠物行业白皮书, 国联证券研究所

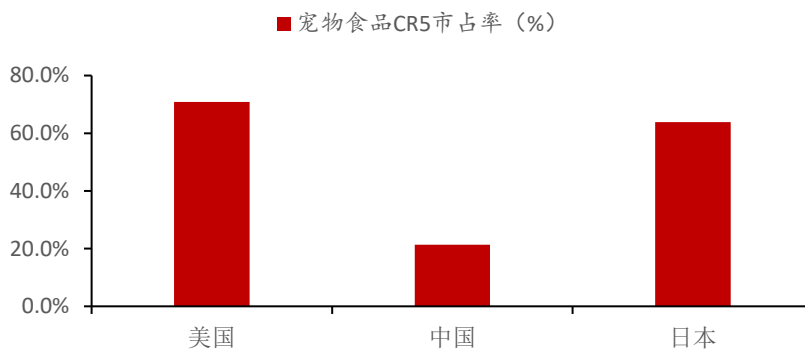
图表57: 城镇宠主 (犬猫) 消费市场规模 (亿元)



资料来源: 宠物行业白皮书, 国联证券研究所

中长期角度分析, 中国宠物食品渗透率较低, 增长空间广阔。2022 年美国宠物食品市场 CR5 渗透率高达 70.8%, 日本宠物食品市场 CR5 渗透率高达 63.8%, 多年以来维持稳定, 市场已开拓成熟。同期中国宠物食品市场渗透率仅为 21.3%, 我国与发达国家相比渗透率有较大提升空间, 未来宠物食品发展空间广阔。

图表58: 宠物食品 CR5 市占率

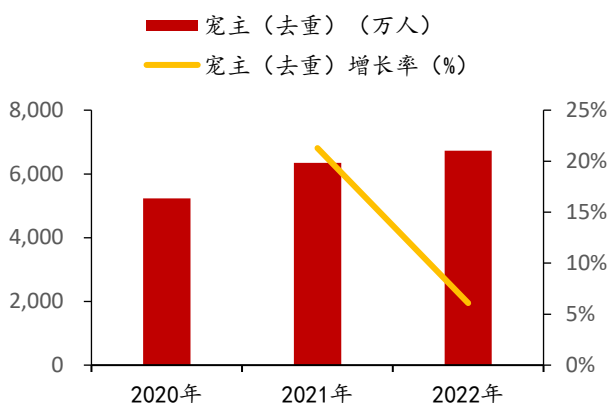


资料来源: 欧睿国际, 国联证券研究所

宠主数量与单宠人均消费提升支撑行业空间未来增长。据 2022 年宠物行业白皮书

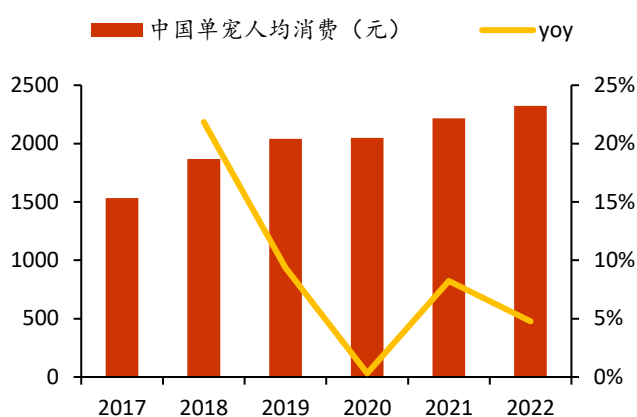
书数据,2020-2022年,城镇宠主数量从5230万人增长至6729万人,CAGR达13.43%;2017-2022年,单宠人均消费从1532元增长至2322元,CAGR达8.67%。宠物市场规模由宠主数量与单宠人均消费所组成,两项数据现阶段均维持较高增速,宠物市场长坡厚雪,未来增长空间广阔。

图表59: 城镇宠主(犬猫)数量及增长率(万人,%)



资料来源: 宠物行业白皮书, 国联证券研究所

图表60: 单宠人均消费及增长率(元,%)

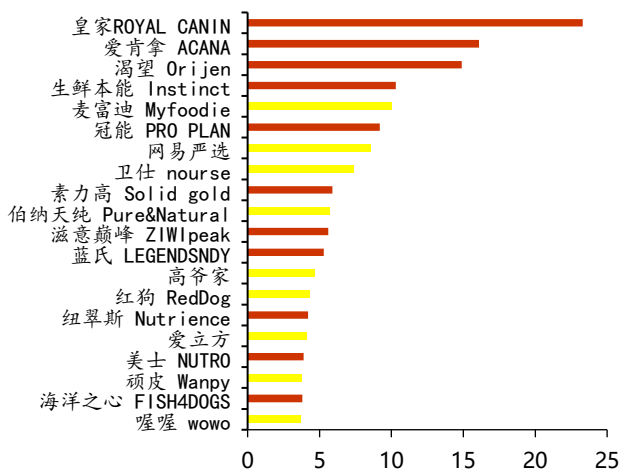


资料来源: 宠物行业白皮书, 国联证券研究所

4.2 宠物经济逐步实现国产替代

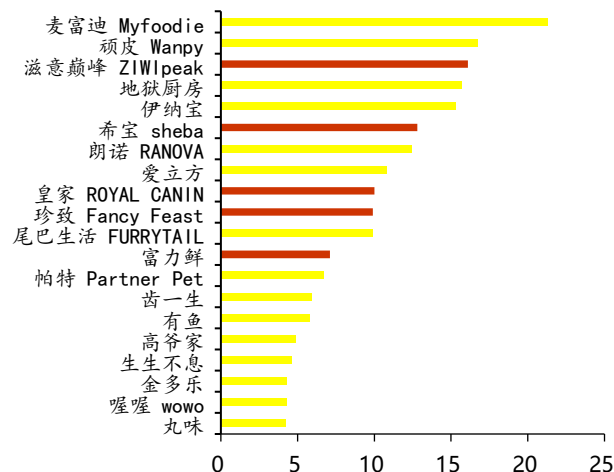
猫零食国产品牌占比较高,猫主粮国外品牌仍占主导,自主品牌猫食品领域有望实现高端化替代。根据2022年宠物行业白皮书,猫主粮品牌使用率中,国产品牌麦富迪、网易严选、卫仕、伯纳天纯进入前十,国外品牌皇家、爱肯拿、渴望占据前三。猫零食品牌使用率前20中,国外品牌仅滋益巅峰、希宝、皇家、富力鲜挤进前20。我国猫食品市场中,猫主粮仍以海外品牌为主导,猫零食类别中主要以国产品牌为主,现阶段新增宠主主要为年轻宠主,年轻宠主中自主品牌认可度较高,可接受自主品牌高溢价,未来自主品牌猫食品领域有望实现高端化替代。

图表61: 猫主粮品牌使用率 TOP20 (%)



资料来源: 宠物行业白皮书, 国联证券研究所

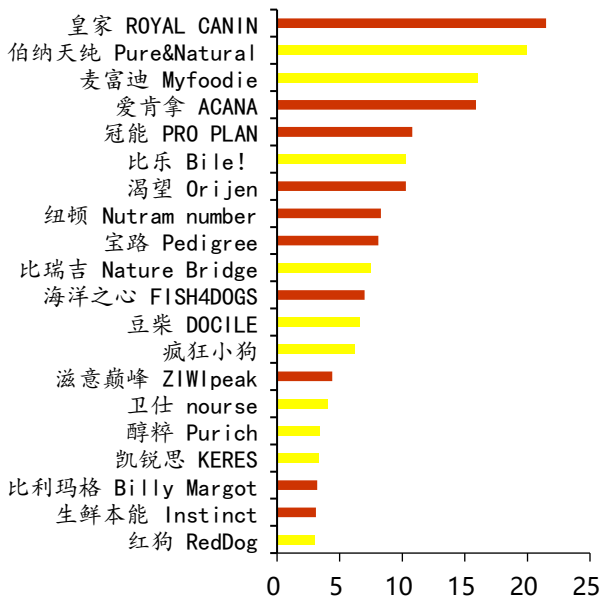
图表62: 猫零食品牌使用率 TOP20 (%)



资料来源: 宠物行业白皮书, 国联证券研究所

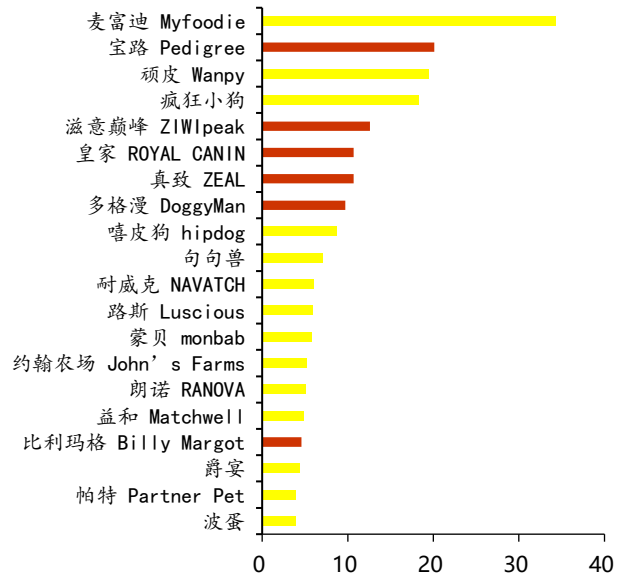
犬类市场国产品牌占比使用率较高，主粮领域有望实现国产高端化替代。根据2022年宠物行业白皮书，犬主粮品牌使用率中国产品牌伯纳天纯、麦富迪、比乐、比瑞吉进入前十，十至二十位中国产品牌占比较高，犬主粮市场中，国产品牌与海外品牌分庭抗争。主粮领域中，海外品牌皇家、爱肯拿认可度较高，在市场为中为高质量代名词。随着自主品牌形象逐步提升，品控质量获得大量宠主认可，犬主粮领域有望实现高端化替代。

图表63：犬主粮品牌使用率 TOP20 (%)



资料来源：宠物行业白皮书，国联证券研究所

图表64：犬零食品牌使用率 TOP20 (%)

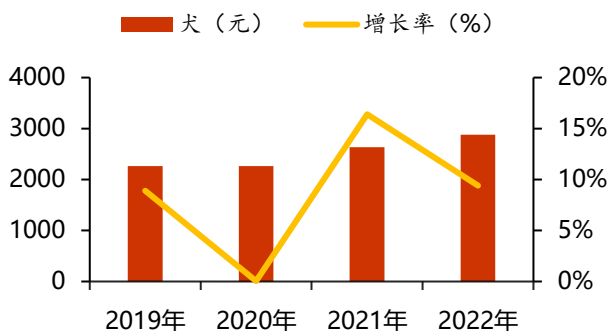


资料来源：宠物行业白皮书，国联证券研究所

4.3 宠主结构变化推动市场增长

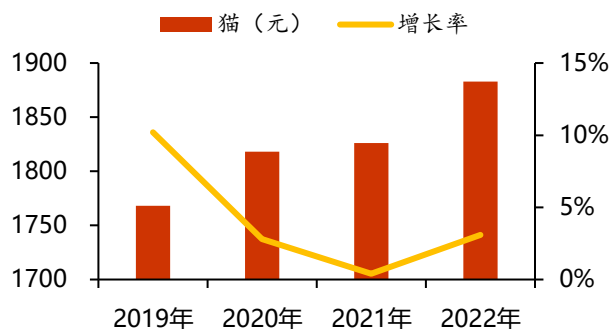
宠物主收入带动宠物经济增长。2019年-2022年月收入在4000元以下的宠物主比例由49.6%降至24.17%，月收入在10000元以上的宠物主比例由24.2%增至26.6%。随着宠物主收入的持续提升，宠物消费前景广阔。2019-2022年，单只犬年均消费从2261元增加到2882元，单只猫年均消费从1768元增加到1883元。单只犬消费出现快速增长，而单只猫消费增速放缓，主要原因是由于新增猫主人多为年轻宠主，消费能力相对较低，未来随着养猫时长的增加与收入的提升，未来单只猫消费存在快速增长的潜力。

图表65：单只犬年均消费（元）



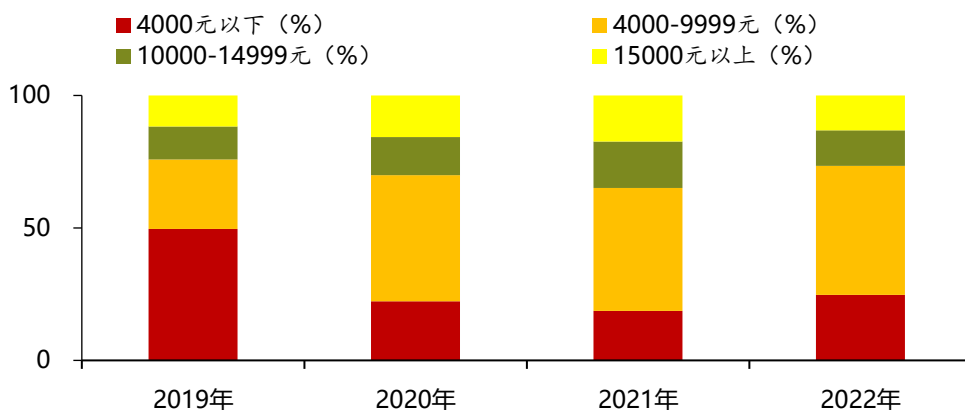
资料来源：宠物行业白皮书，国联证券研究所

图表66：单只猫年均消费（元）



资料来源：宠物行业白皮书，国联证券研究所

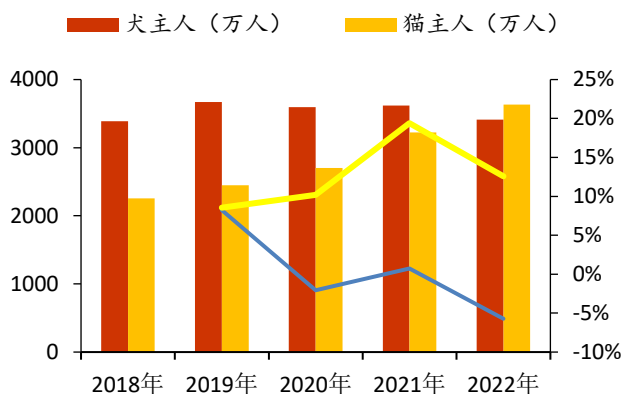
图表67：宠物主月收入分布（%）



资料来源：宠物行业白皮书，国联证券研究所

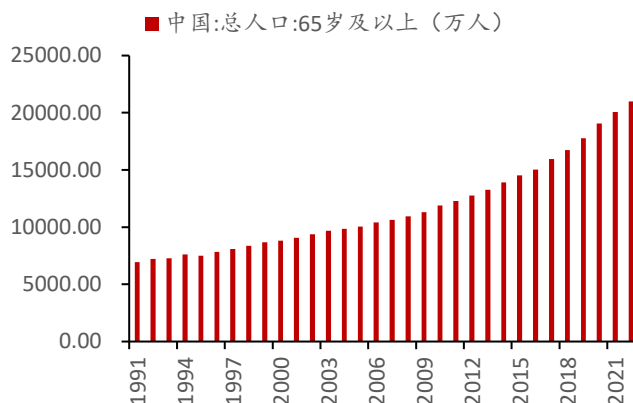
宠主结构变化扩容宠物市场。2018-2022年，宠物主数量从5648万人增加到7043万人，CAGR达5.67%。老龄化程度加深，家庭结构呈单身化趋势，陪伴需求提升，有望催动宠物饲养数量增加。中国65岁以上人口从2007年的1.06亿人上升至2022年的2.10亿人，饲养宠物成为老年人情感寄托的重要方式，这类人群对于宠物的需求逐渐提升。中国结婚登记比例自2010年的1241万对下降至2022年的764万对，孤独经济崛起，宠物可以满足单身人群对于陪伴和精神寄托的需求。

图表68: 宠物主数量变化 (万人)



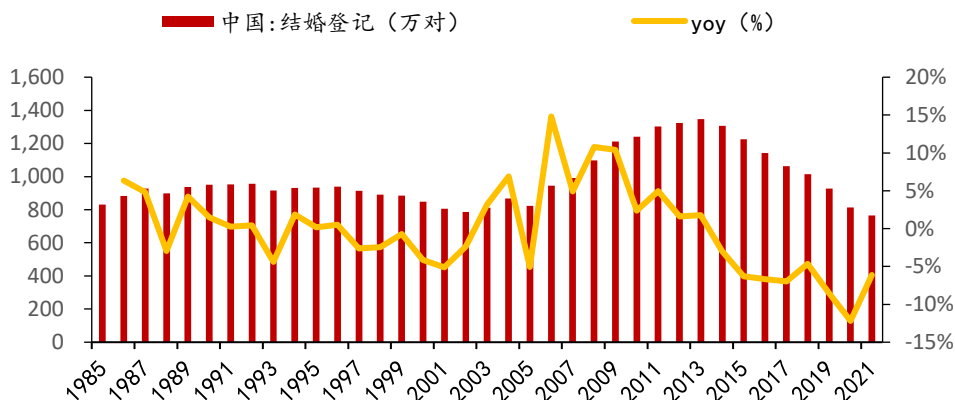
资料来源: 中国宠物行业白皮书, 中国宠物消费报告, 国联证券研究所

图表69: 中国:总人口:65岁及以上 (万人)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

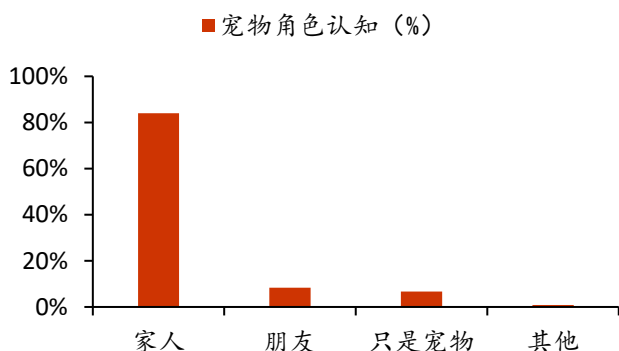
图表70: 我国结婚登记 (万对)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

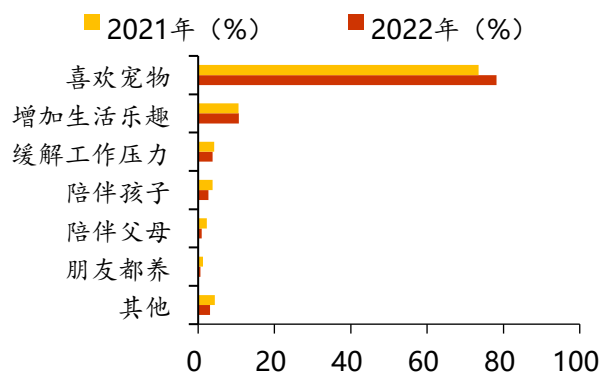
宠物角色逐渐转变,“陪伴”功能凸显。据2022年中国宠物行业白皮书数据,养宠原因集中在“自己和家人喜欢宠物”,占比为78.2%,前2-5的养宠原因,均与陪伴相关。同时,宠物角色“拟人化”。2022年宠物角色认知表中将宠物看作是家人的比例分别为84.00%,将宠物看作是朋友的比例为8.4%。随着人们收入和受教育程度的提高,人们的养宠方式和认知情况也有所改善,对宠物的情感需求进一步增强了宠物经济的进步。

图表71：2022年宠物角色认知（%）



资料来源：中国宠物行业白皮书，中国宠物消费报告，国联证券研究所

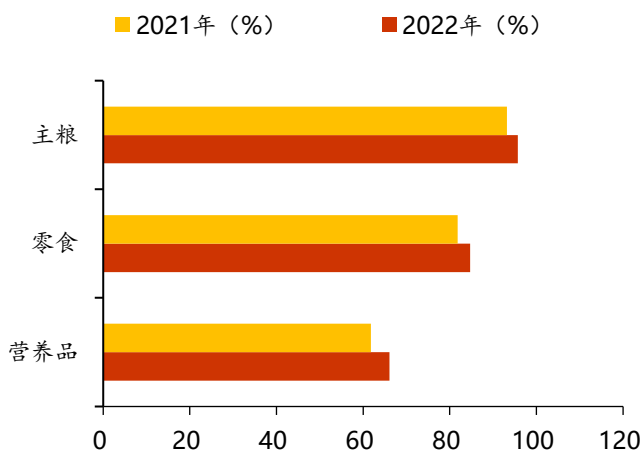
图表72：宠物主养宠原因（%）



资料来源：中国宠物行业白皮书，中国宠物消费报告，国联证券研究所

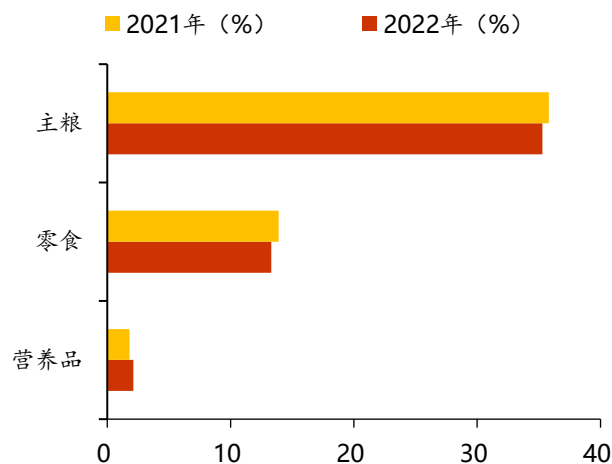
宠物食品渗透率持续提升，主粮仍为最大市场。据2022年中国宠物行业白皮书数据,2022年宠物食品领域中主粮、零食、营养品渗透率分别为95.7%/84.7%/66.1%，较2021年分别提升2.5/2.9/4.3pct，渗透率的逐步提升带动宠物食品市场扩容。2022年，主粮、零食、营养品整体宠物市场消费占比分别为35.3%/13.3%/2.1%，较上年分别变动-0.5/-0.6/0.3pct，从细分结构上看，营养品占比略有提升，但主粮为食品市场中最大细分市场。

图表73：宠物细分品类渗透率（%）



资料来源：宠物行业白皮书，中国宠物消费报告，国联证券研究所

图表74：宠物（犬猫）消费结构变化（%）



资料来源：宠物行业白皮书，中国宠物消费报告，国联证券研究所

5. 投资策略：首推猪周期反转，关注种子和宠物成长机会

5.1 生猪：养殖周期反转，把握左侧布局机会

猪价旺季反弹有限，低猪价预计持续至明年上半年，深亏损+疫情+现金流紧张，产能去化的逻辑加强，当前进入养殖股产能去化带动股价上涨的第一阶段，也是养殖板块投资的黄金阶段，建议把握板块左侧布局时机。生猪养殖行业近三年产业亏损时

间远高于利润周期，猪价大幅波动下行业资金压力已有显现，目前生猪养殖企业头均估值处于历史低位。结合公司出栏量弹性和生猪养殖成本看未来公司的成长性，以及考虑到现金流安全两点，推荐整合优质种猪资产，出栏能力或显著提升的【新五丰】；推荐现金储备充足，全产业链布局的【天康生物】；推荐养殖成本优异，下游屠宰端拓展增收净利的【牧原股份】；肉猪与黄鸡双龙头，成本稳步下降的【温氏股份】；建议关注种源优势显著，生产管理效率突出的【巨星农牧】；建议关注浙江屠宰龙头，出栏增速前列的【华统股份】。

5.2 种子：转基因落地在即，种业景气度持续

23/24 种植季玉米饲用需求提升，工业需求维持稳定，需求量小幅提升，在转基因种子有望逐步落地推广的背景下，供给产量有望提升，整体维持供需平衡，价格有望维持震荡。转基因种子品种在 23 年 12 月份通过审批，24 年有望落地，转基因种子价格、单产效率高于普通杂交品种，参考海外种业市场，转基因落地，市场集中度有望迅速提升，国内种业市场有望快速扩容。推荐国内杂交育种龙头，超前卡位转基因赛道，渠道优势显著的隆平高科、五代大品种引领玉米种子发展方向，有望把握转基因玉米机遇的【登海种业】、建议关注转基因技术领先，大北农生物转基因玉米扩区面积最广的【大北农】、建议关注种子品种优质，有望借力先正达先进技术、管理经验实现弯道超车的【荃银高科】。

5.3 宠物：国产替代加速，自主品牌享受红利

人口老龄化，家庭规模小型化，单身人口增加进一步推动养宠需求，国内市场国产替代逻辑逐步显现，海外代工市场海外订单恢复带动公司业绩改善。由于国内多数宠物公司多以海外代工业务起家，23 年上半年因宠物海外市场库存积压丢失订单，业绩出现短期下滑，自进入 23 年下半年以来，订单逐步恢复，海外业务已形成支撑，24 年多数公司海外业务业绩有望快速增长。国内市场自主品牌已形成品牌效应，在国产替代的进程中品牌建设优秀的企业有望享受行业红利。推荐营销定位精准、子品牌麦富迪多类目销售第一的【乖宝宠物】；多品牌矩阵建立，海内外协同发展的【中宠股份】；国内品牌建设完善，业绩逐步兑现的【佩蒂股份】。

6. 风险提示

4.1 极端天气及病虫害风险

如在制种关键时期，制种集中的甘肃、新疆等制种集中区域出现异常干旱、洪涝等极端气候现象，将直接影响种子的产量和质量。

4.2 存货减值风险

受行业周期性供需变化、突发疫情等因素影响，肉鸡、生猪价格波动较为明显。若肉鸡、生猪价格出现大幅下滑，导致公司期末存货可变现净值下降，公司可能面临存货减值的风险。

4.3 动物疫病风险

一旦发生动物疫病，可能引发公司畜禽产品发生死亡或被迫捕杀，生产成绩下降，消费需求下降等风险，公司可能因此生产成本上升、产品积压、销售价格和销量下降等，导致公司面临经营效益下滑的风险。

4.4 价格波动风险

如果“鸡周期”、“猪周期”进入低谷期，产品市场价格下滑，则公司将面临销售收入下降的风险，公司的经营业绩可能出现下滑甚至亏损。同时，畜禽养殖行业也受原材料价格波动风险的影响，生产经营所需主要原材料的产量和价格受到自然天气、市场情况等不可控因素的影响较大，若主要原材料价格出现大幅上涨波动，将会影响公司的盈利能力。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、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。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼
无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼
 电话：0510-85187583

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇二座25楼
深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心大厦45楼