



猪价景气带动养殖产业链，关注宠物新消费

—— 2024 年农林牧渔行业中期策略

农林牧渔行业首席分析师：谢芝优

农林牧渔行业研究助理：陆思源



猪价景气带动养殖产业链，关注宠物新消费

—— 2024 年农林牧渔行业中期策略

2024 年 6 月 22 日

核心观点

● **2024H1 行情复盘：养殖产业链表现向好，持续关注。**24H1 农林牧渔处于探底后回升过程中。受生猪产能相对高位影响，Q1 猪价持续低迷，养殖产业链表现承压；随着 Q2 猪价逐步好转，养殖相关子行业表现向好。年初至 6 月 21 日农林牧渔指数-10.7%，弱于沪深 300 (+1.9%)，养殖子行业表现居前。

● **2024H2 行业观点：**生猪养殖板块作为农业核心子行业，其景气度好坏对养殖产业链的表现影响较大。基于能繁母猪持续下行带来的产能端相对低位，我们认为下半年猪价存在维持相对高位的基础，且具有更长时间猪价演绎的可能性（2025 年），而非简单的类比 22 年行情走势（22 年 4-10 月）。基于上述假设，我们认为 24H2 养殖产业链及以宠物为代表的新消费为关注重点。

● **2024H2 投资策略：**我们认为 24H2 农业投资机会可围绕猪周期右侧布局、黄羽鸡盈利能力改善、动保后周期演绎以及宠物食品国产化&出口补库展开：

（一）生猪：Q2 猪价进入上行通道，积极布局优势猪企。24 年 4 月以来猪价进入上行通道。短期我们认为 Q3 猪价或延续震荡回升格局，但受二育规模影响，短期波动被加剧；中长期我们认为 24 年生猪年度均价同比上行且 H2 价格优于 H1 确定性高。建议积极把握猪周期右侧机会，在回调时积极布局猪股，重点关注温氏股份、牧原股份、天康生物，积极关注唐人神、德康农牧等。

（二）黄羽鸡：价格潜在弹性&成本下行，盈利提升可期。黄羽鸡父母代产能端压力处于低位；饲料原料价格低位震荡，成本端压力释放；叠加猪价上行可能带动黄鸡价格上行，黄羽鸡板块盈利能力预期上行。头部企业成本优势叠加价格好转，盈利弹性有优势，建议积极关注立华股份。

（三）动保：关注行业β趋势及宠物疫苗国产替代潜力。基于 24 年猪价前低后高的预判，疫苗销量将受益于下游养殖盈利能力改善。叠加宠物疫苗国产替代空间巨大，建议积极关注中牧股份、科前生物、生物股份、普莱柯等。

（四）宠物食品：国产替代大有可为，出口景气助业绩释放。我国宠食市场扩容趋势不改，且随着国产品牌布局完善及新渠道电商增长，国产替代进行中。23 年 9 月起出口市场回暖，海外客户补库存或持续；关注东南亚地区或成我国宠食出口新增长极。建议积极关注乖宝宠物、中宠股份、佩蒂股份等。

● **风险提示：**畜禽价格不达预期的风险，动物疫苗的风险，原材料价格波动的风险，政策的风险，自然灾害的风险等。

重点公司盈利预测与估值

股票代码	股票名称	EPS			PE			投资评级
		2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
002714.SZ	牧原股份	-0.78	2.92	5.40	-53	15	8	推荐
300761.SZ	立华股份	-0.53	1.31	2.49	-40	18	9	推荐
301498.SZ	乖宝宠物	1.07	1.42	1.79	37	39	31	推荐

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

农林牧渔行业

推荐 维持评级

分析师

谢芝优

☎：021-68597609

✉：xiezhijiu_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130519020001

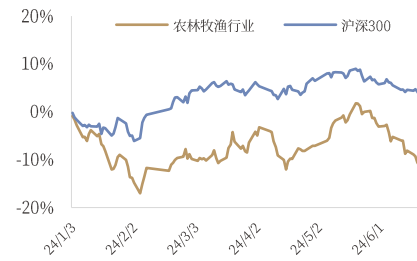
研究助理

陆思源

✉：lusiyuan_yj@chinastock.com.cn

相对沪深 300 表现图

2024-6-21



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

1. 【银河农业谢芝优】年度策略_农林牧渔_直面行业低谷期，静候种养双链之佳音
2. 【银河农业谢芝优】中期策略_农林牧渔行业_关注养殖产业链，布局于周期低谷期
3. 【银河农业谢芝优】行业深度_农林牧渔行业 2023 年度策略：把握白鸡周期，关注转基因产业化进程

目录

Catalog

一、 2024H1 养殖产业链表现向好，持续关注	4
二、 生猪：Q2 猪价进入上行通道，积极布局优势猪企	6
(一) 2024 年度猪价预期上行，H2 优于 H1 确定性高	6
(二) Q2 猪价进入上行通道，Q3 或延续震荡回升格局	8
(三) 从市占率/成本/资金/产能观察上市猪企发展状态	9
(四) 小结：猪价上行过程中的优势猪企布局	11
三、 黄鸡：价格潜在弹性&成本下行，盈利提升可期	13
(一) 黄鸡产能端低位徘徊，价格具备上行潜力	13
(二) 黄鸡消费端扩容，24 年有望迎来猪鸡共舞	15
(三) 小结：看好猪鸡周期共振逻辑下的板块景气提升	18
四、 动保：关注行业 β 趋势及宠物疫苗国产替代潜力	20
(一) 疫苗行业迎市场化大时代，CR10 呈上行走势	20
(二) 下游养殖规模化、盈利性影响疫苗量价走势	22
(三) 宠物疫苗研发持续推进，国产替代加速中	24
(四) 小结：疫苗后周期板块或迎来量利双收局面	27
五、 宠食：国产替代大有可为，出口景气助业绩释放	29
(一) 多因素驱动我国宠物食品行业持续扩容	29
(二) 宠食行业竞争格局分散，国产替代推动行业整合	32
(三) 宠食出口市场回暖，关注东南亚新兴市场机会	36
(四) 小结：内销出口双增长，板块景气持续	39
六、 投资建议	41
七、 风险提示	43

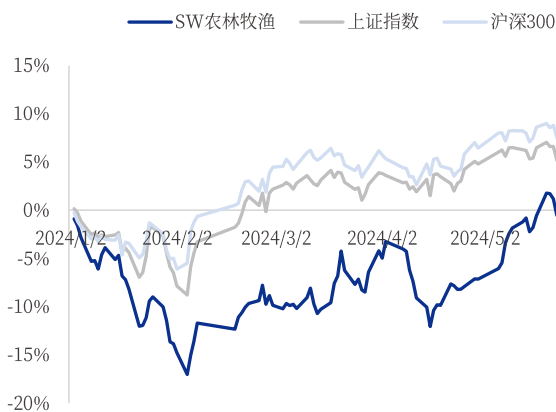
一、2024H1 养殖产业链表现向好，持续关注

2024 上半年农林牧渔整体处于探底后回升过程中，年初至 6 月 21 日农林牧渔行业指数下跌 10.71%；同期沪深 300 上涨 1.88%，农林牧渔表现弱于沪深 300。在申万 31 个一级行业分类中，排名第 16 位。受生猪产能端相对高位影响，24Q1 猪价持续低迷，养殖产业链表现整体承压；而随着 24Q2 猪价逐步好转，养殖产业链相关子行业表现向好。

对比农林牧渔内各子行业指数，养殖业表现居前，年初至 6 月 21 日涨跌幅为-1.71%；渔业、动物保健表现靠后，分别为-36.80%、-30.34%。从个股表现方面看，涨幅居前的有乖宝宠物、神农集团等与新消费以及生猪养殖相关的个股，强调公司自身业绩的增长性以及所在行业的周期状态。

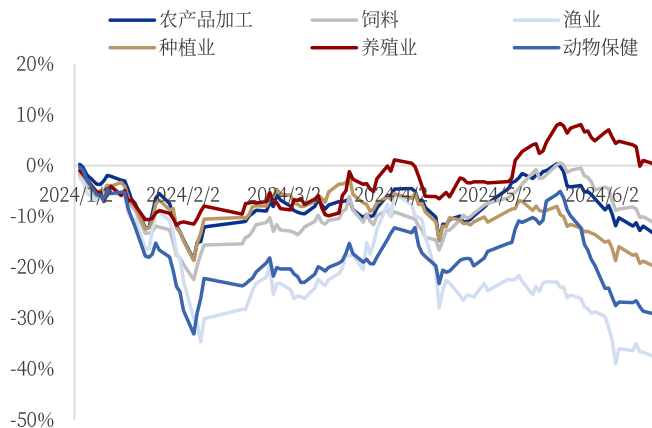
在部分子行业走势向好的背景下，结合农业子行业以周期为主的特性，我们认为应积极把握周期上行期行情，可关注如下几个板块：1) 猪周期经历累计亏损加剧、疫情风险后已实现较大的产能出清，猪价上行通道已打开；2) 黄羽鸡自身供给水平处历史低位，叠加猪价上行预期及成本下行潜力，盈利能力提升可期；3) 动保跟随下游猪周期走势或迎来β层面机会，同时关注新品市场化带来的整体规模增厚；4) 受益于国内宠物渗透率提升、宠均消费力增强等因素，我国宠物食品增长空间大且国产集中度有望进一步提升。

图1：24 年年初至今农林牧渔指数走势



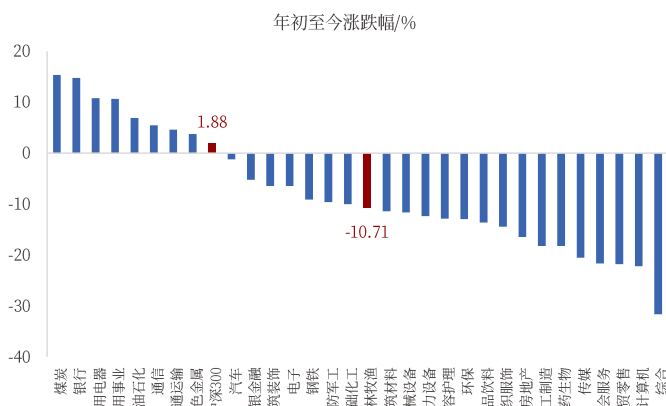
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图2：24 年年初至今农林牧渔部分子行业指数走势



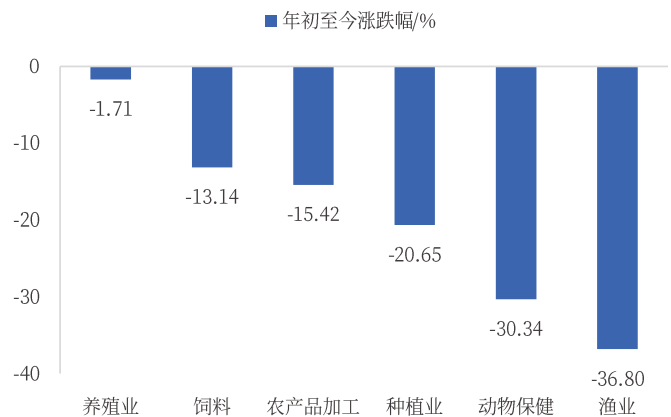
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图3：24 年年初至今农林牧渔指数涨跌幅在 SW 一级行业中居第 16



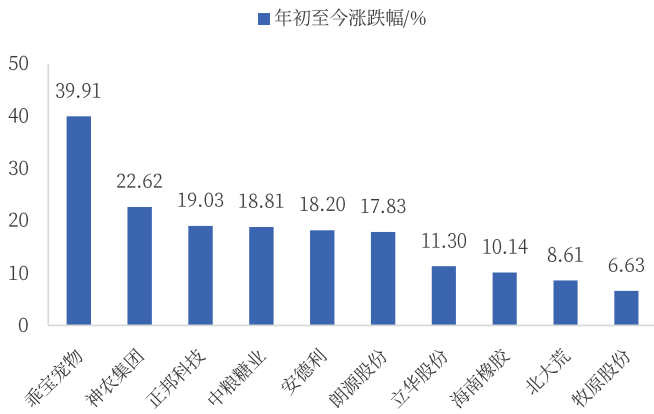
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图4：24 年年初至今农林牧渔部分子行业指数涨跌幅情况



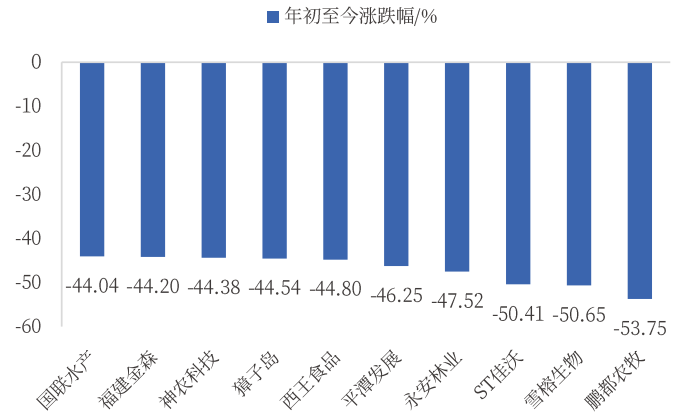
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图5：24年年初至今农业涨幅前十个股



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图6：24年年初至今农业跌幅前十个股



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

二、生猪：Q2 猪价进入上行通道，积极布局优势猪企

2023 年我国生猪价格处于低位运行过程中，年度生猪均价 15.31 元/kg(大中城市)，同比-21.2%，其中 8 月上旬出现年内猪价高点 17.3 元/kg，随后继续震荡下行。24 年以来我国猪价整体呈现低位震荡状态，4 月以来回升至 15 元/kg 以上，进入上行通道中。

23 年全年生猪养殖行业处于去产能状态下，并延续到 24 年 4 月；根据农业部数据，4 月末我国能繁母猪存栏量为 3986 万头（近三年最低点），环比-0.1%，相比于 22 年末（最近的产能高点）去化 404 万头（约-9.2%）。24 年 5 月，我国能繁母猪存栏量略回升至 3996 万头，环比+0.25%。

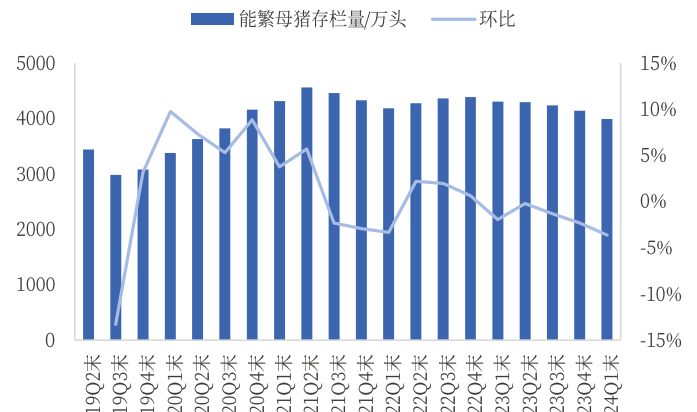
本章主要基于能繁母猪存栏情况、养殖效率变化、仔猪出栏量等方面对猪价短中长期走势做出预判，同时结合上市猪企产能情况、成本边际变化、出栏弹性、估值水平等方面给出投资建议等。

图7：24 年 6 月 5 日我国大中城市生猪出场价达年初以来的高点



资料来源：国家发展和改革委员会，中国银河证券研究院

图8：24Q1 年末我国能繁母猪存栏 3992 万头，季度环比-3.62%



资料来源：农业农村部，国家统计局，中国银河证券研究院

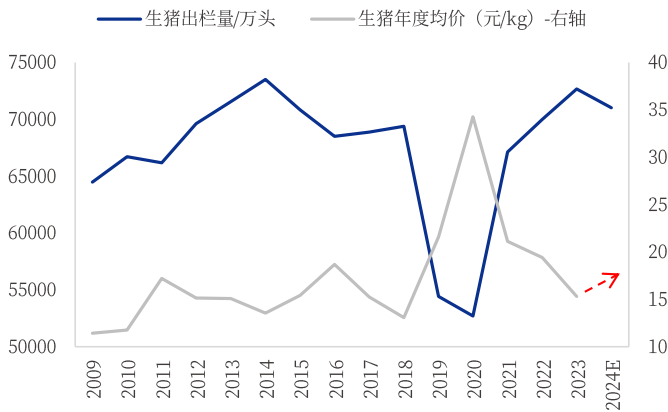
（一）2024 年度猪价预期上行，H2 优于 H1 确定性高

通过观察我国 2009 年以来年度生猪出栏量走势与年度生猪均价的关系，我们发现两者呈现显著反向关系。23 年全年生猪出栏达 7.27 亿头（同比上行 3.81%），对应 23 年生猪年度均价 15.31 元/kg（同比下行 21.14%），两者延续此前的反向关系。因此，关于 2024 年生猪年度猪价变化的预判主要基于同期生猪出栏量的变化情况。关于年度生猪出栏量的测算，我们主要基于作用于当年的能繁母猪存栏量以及 MSY 得出。

1) 2023 年 3 月-24 年 2 月我国能繁母猪存栏量为已知，我们据此估算作用于 24 年的母猪产能同比-93 万头左右。24 年 3-4 月能繁母猪存栏处于持续下行阶段，意味着 25 年的能繁母猪作用值依旧存下行趋势。

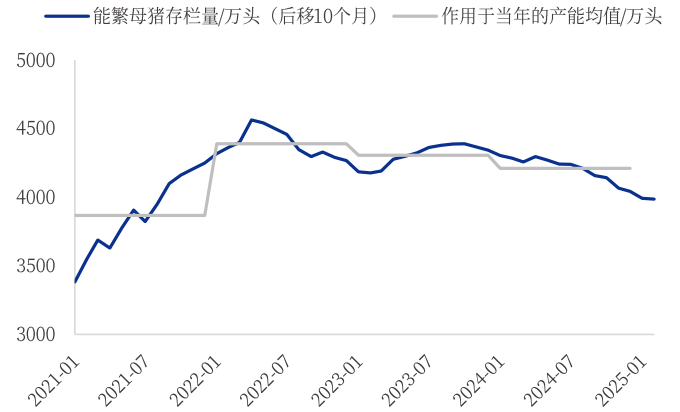
2) 本文所涉及的 MSY 均为我们依据公开数据测算得到，可延续逻辑的一惯性。我们测算得到 23 年我国生猪 MSY 约为 16.87 头，同比+0.93 头。假若 24 年 MSY 同比+0.39 以内，那么 24 年肥猪出栏量同比下行，意味着生猪年度均价同比上行（大于 15.3 元/kg）。综合考虑 23Q4 至 24 年初的生猪疫病等情况，生猪养殖效率受到不同程度的影响（类比 22 年情况，当年 MSY 同比-1.41 头），24 年 MSY 难有大幅提升，因此 24 年肥猪出栏量同比下行确定性高，全年生猪均价同比上行。

图9：2009 年以来我国生猪出栏量与猪价呈显著反向关系



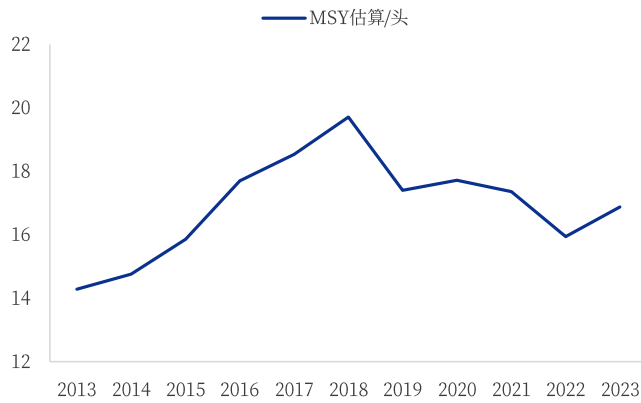
资料来源：国家统计局，国家发展和改革委员会，中国银河证券研究院

图10：2021 年以来作用于当月的能繁母猪量变化



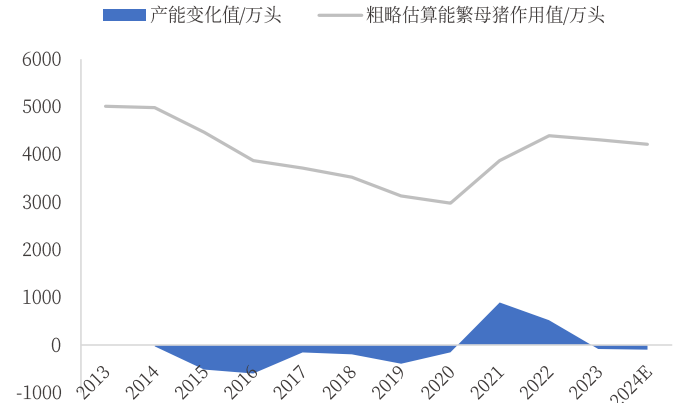
资料来源：国家统计局，农业部，中国银河证券研究院

图11：2013-23 年我国生猪 MSY 值变化情况



资料来源：国家统计局，国家发展和改革委员会，中国银河证券研究院

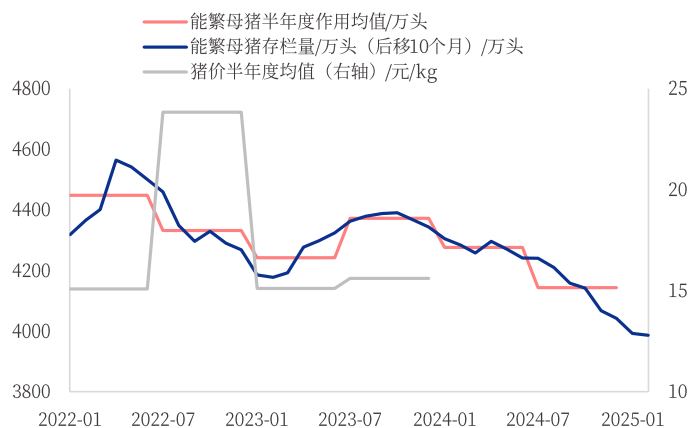
图12：2013 年以来作用于当月的能繁母猪量变化情况



资料来源：国家统计局，农业部，中国银河证券研究院

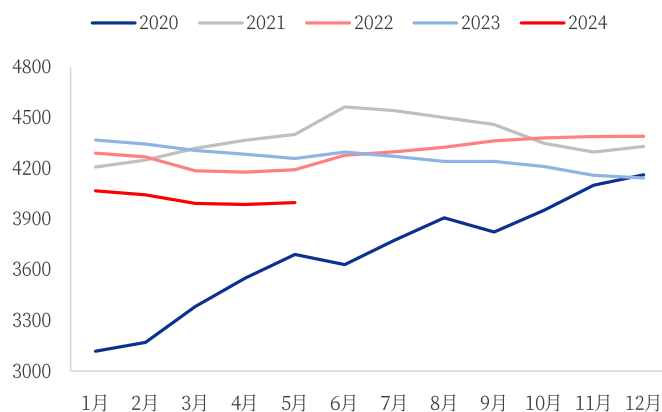
另外，我们沿用能繁母猪作用值的概念观察上下半年的生猪供给与价格情况。从养殖周期角度推算，能繁母猪存栏量基本对应 10 个月以后的生猪出栏情况（暂时不考虑存活率等指标变化）。因此我们将能繁母猪存栏量后移 10 个月估算能繁母猪作用值，得到 24H1、H2 该值分别为 4276 万头、4143 万头，可见 24 年上下半年的产能端相差 130 万头左右，呈现前高后低的供应趋势。同时，观察生猪需求端走势，我们了解受节假日、季节性等因素影响，H2 消费端通常会好于 H1，也就是说呈现前低后高的需求趋势。**综合供需趋势考虑，两者矛盾会逐步加剧，意味着 24H2 生猪均价显著优于 H1 确定性高。**

图13: 2022 年至今能繁母猪半年度作用均值变化



资料来源: 农业农村部, 国家发改委, 中国银河证券研究院

图14: 2020 年至今能繁母猪月度存栏量情况/万头



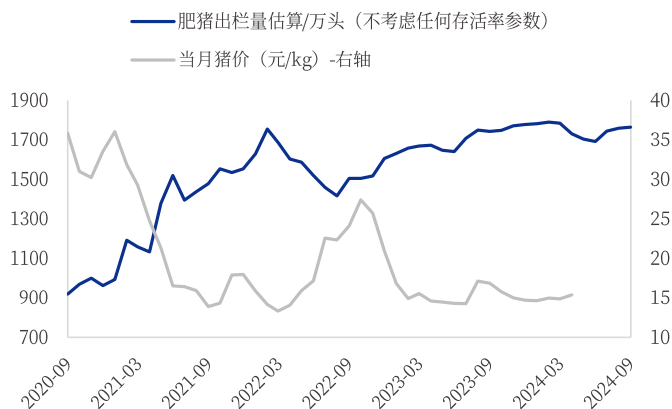
资料来源: Wind, 农业农村部, 中国银河证券研究院

(二) Q2 猪价进入上行通道, Q3 或延续震荡回升格局

从养殖周期角度推算, 仔猪存栏量基本对应 5 个月以后的生猪出栏情况。因此我们将涌益咨询样本下的仔猪存栏量后移 5 个月与生猪月均价格比对, 发现猪价走势基本与之呈负相关关系。无论是否考虑存活率参数, 24 年 3 月均出现肥猪出栏量下行拐点, 4-6 月呈现持续下行状态; 据此我们认为 24Q2 猪价预计呈现震荡上行走势。从现有猪价走势来看 (24 年 4-5 月生猪均价分别为 15.38 元/kg、15.78 元/kg, 环比+3.53%、+2.60%), 符合上述供应与价格走势的判断。我们在猪周期系列报告二十一中强调 6 月猪价或呈现震荡提升趋势, 从已有猪价走势看, 符合该预判。

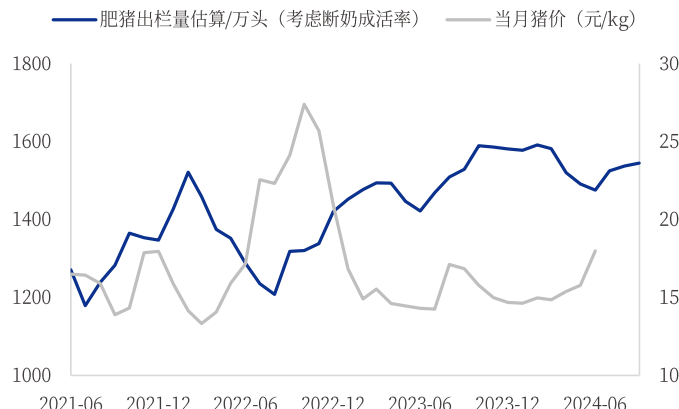
接着, 我们观察 24 年 7-9 月育肥猪出栏量走势, 其呈现逐月回升态势, 但增量逐月减少。考虑夏季通常处于生猪供需紧平衡状态, 期间生猪价格或呈现震荡上行格局。同时需要考虑二次育肥现象对于生猪供给推迟带来的短期猪价波动加剧。

图15: 基于仔猪量推算育肥猪出栏量 (不考虑任何存活率)



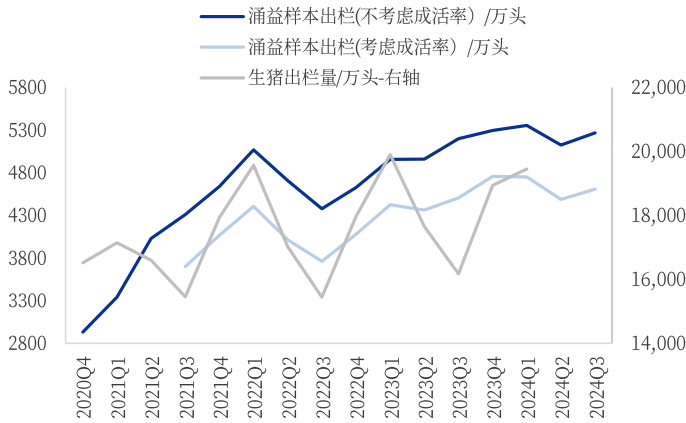
资料来源: 涌益咨询, 中国银河证券研究院

图16: 基于仔猪量推算育肥猪出栏量 (考虑断奶成活率)



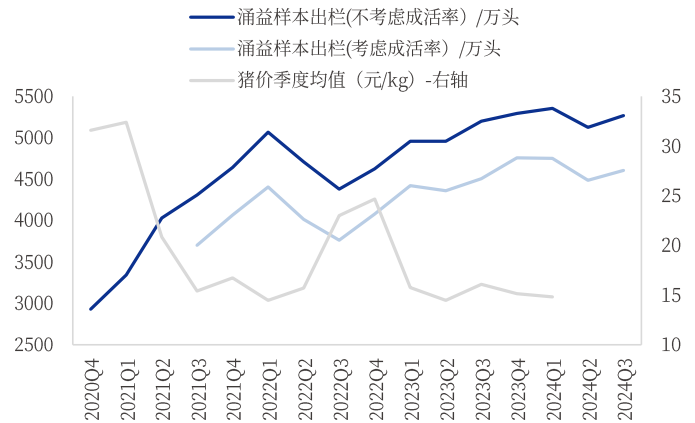
资料来源: 涌益咨询, 中国银河证券研究院

图17: 涌益咨询样本与统计局数据拟合情况 (生猪出栏量)



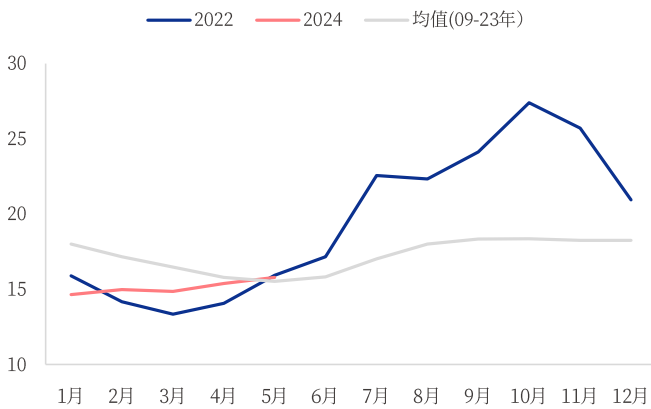
资料来源: 国家统计局, 涌益咨询, 中国银河证券研究院

图18: 季度育肥猪出栏量估算值与季度猪价走势的关系



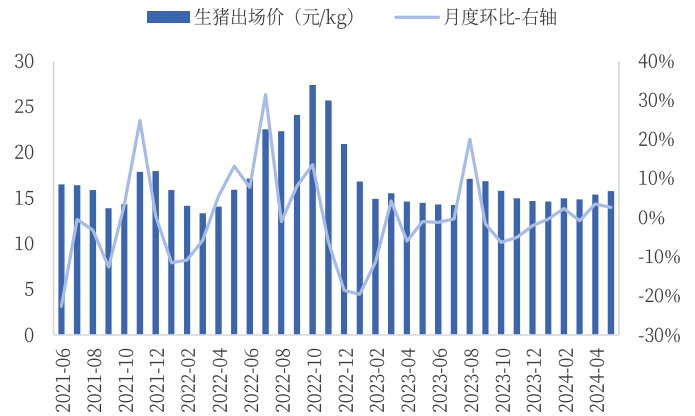
资料来源: 国家发改委, 涌益咨询, 中国银河证券研究院

图19: 部分年份我国生猪价格月度走势 (元/kg)



资料来源: 国家发改委, 中国银河证券研究院

图20: 23年5月生猪出场价为15.78元/kg, 月度环比+2.6%

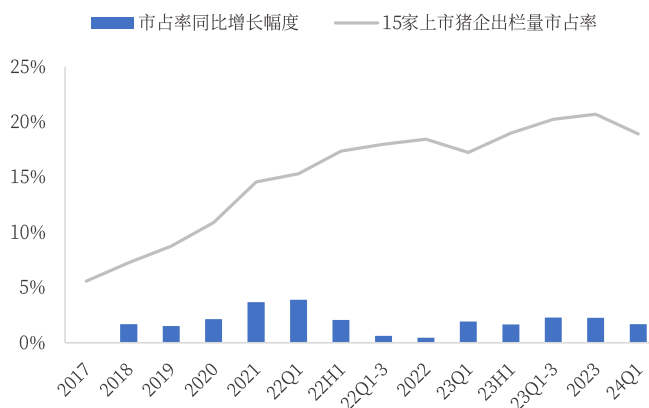


资料来源: 国家发改委, 中国银河证券研究院

(三) 从市占率/成本/资金/产能观察上市猪企发展状态

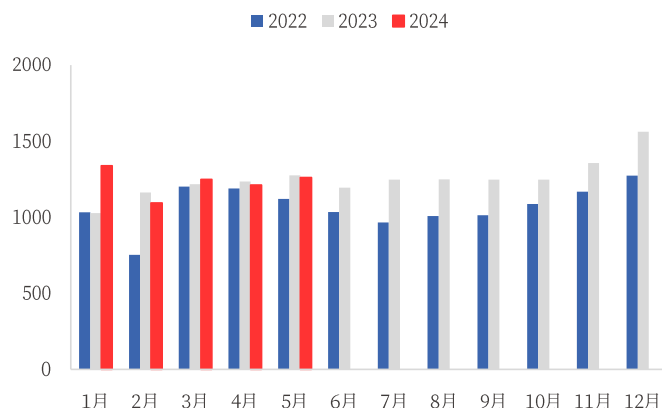
我们通过生猪出栏情况来看我国生猪养殖企业整体的发展现状。24Q1我们统计15家上市猪企出栏生猪合计3677万头, 环比-11.65%, 同比+7.32%。从生猪市占率角度看, 15家上市猪企市占率自2017年的5.57%上涨至23年的20.69%(同比+2.26pct), 创历史新高。尤其是20年以来, 市占率提升幅度扩大, 呈现加速模式。根据国家统计局数据, 2024年一季度我国生猪出栏量为19455万头, 同比-2.23%, 据此我们估算24Q1上市猪企生猪销售市占率为18.9%, 同比23Q1是+1.68pct, 相比于2023年市占率下行1.79pct。我国生猪养殖集中度整体呈现提升状态。

图21: 2017-24Q1 上市猪企生猪出栏市占率变化



资料来源: Wind, 公司公告, 中国银河证券研究院

图22: 2022-24 年上市养殖企业月度生猪销量变化

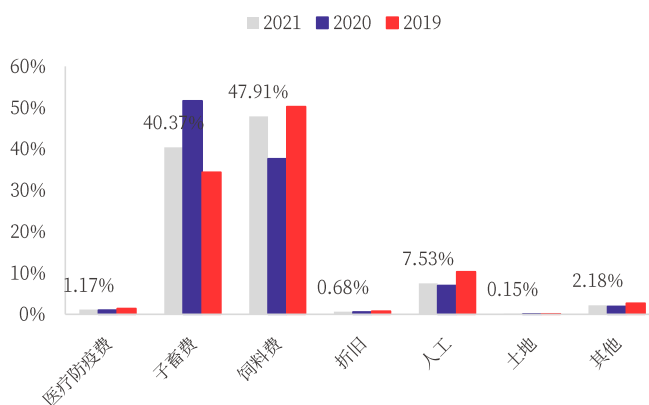


资料来源: Wind, 公司公告, 中国银河证券研究院 (注: 牧原股份 23 年、24 年 1、2 月出栏按各 50% 估算)

其次，观察我国生猪养殖企业具体情况可从三个方面入手，分别为成本端、资金端、产能端。

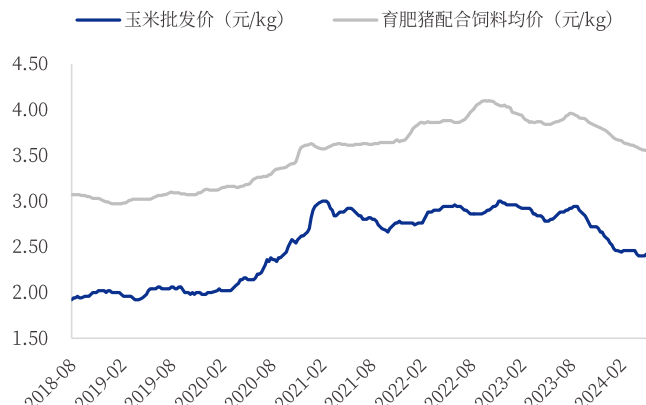
- 从成本端来看，牧原股份、温氏股份、神农集团、天康生物、巨星农牧等均具备较领先的成本优势，主要受益于饲料成本的下行、养殖效率的改善等方面。24 年 5 月末玉米批发价为 2.42 元/kg，相比于最近高点（23 年 9 月初 2.94 元/kg）跌去 17.69%，跌回 20 年价格区间，后续玉米价格或延续低位震荡格局。考虑到养殖成本中饲料费用占据 50% 左右，后续生猪养殖成本仍有改善空间。

图23: 2019-21 年规模生猪养殖总成本结构



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图24: 2018 年至今育肥猪配合料、玉米批发价格走势

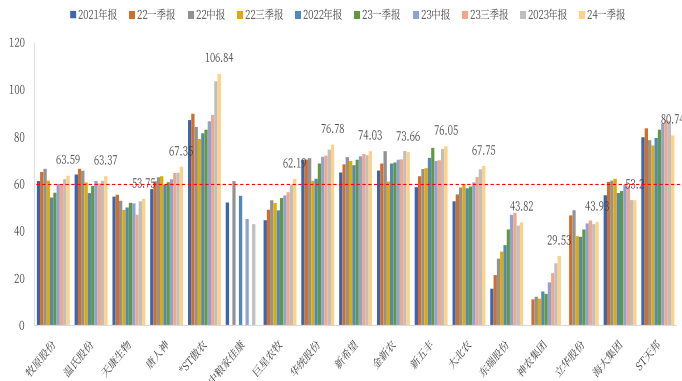


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

- 从资金端来看，2021 年以来大部分猪企呈现负债端压力提升状态，尤其是经历 23Q4 养殖疫情以及猪价低迷的影响，连续两个季度上市猪企资产负债率再度提升显著。我们观察 17 家具备生猪养殖业务的猪企资产负债率情况，并剔除最大值和最小值，得到资产负债率均值约为 63.4%（24 年一季报）；其中低于该均值的猪企包括神农集团、东瑞股份、立华股份、*ST 正邦、海大集团、天康生物、巨星农牧、温氏股份，与均值基本持平的是牧原股份。
- 从产能端来看，22 年以来大部分猪企生产性生物资产呈现震荡下行走势，仅牧原股份、新五丰、神农集团呈现较显著的震荡上行趋势。资产占比方面，仅牧原股份、神农集团基本保持震荡上行状态。从侧面印证猪价低迷背景下养殖企业压力的累积，进而表现出产能去

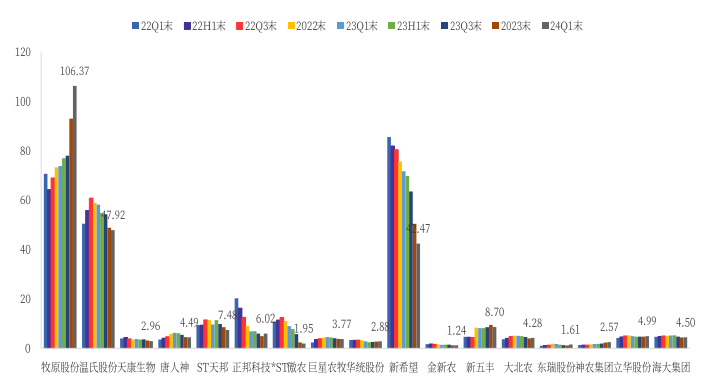
化动作。

图25: 21 年年报-24 年一季报部分上市猪企资产负债率/%



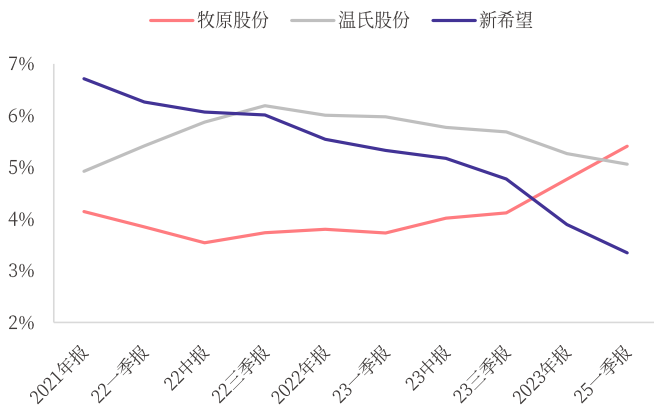
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图26: 22 年一季报-24 年一季报部分上市猪企生产性生物资产/亿元



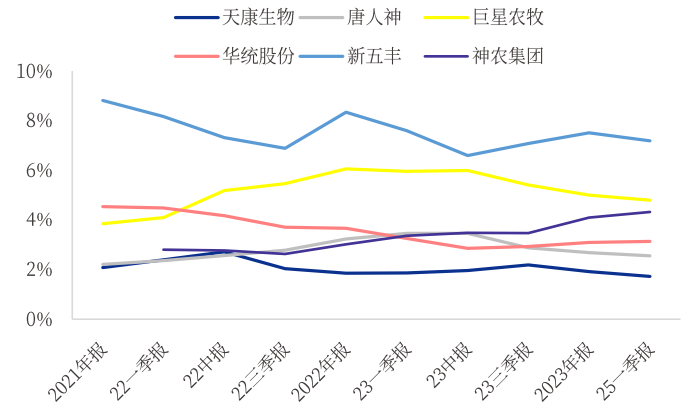
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图27: 21 年年报-24 年一季报头部上市猪企生产性生物资产占比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图28: 21 年年报-24 年一季报部分上市猪企生产性生物资产占比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(四) 小结: 猪价上行过程中的优势猪企布局

基于能繁母猪作用值、MSY 等指标的观察, 我们认为 2024 年生猪年度均价同比上行, 且 H2 价格优于 H1 确定性高。从短期角度来看, 我们考虑仔猪存栏量水平、消费规律走势等, 认为 Q3 猪价或延续震荡回升格局; 但受二次育肥规模的影响, 猪价短期波动会被加剧。

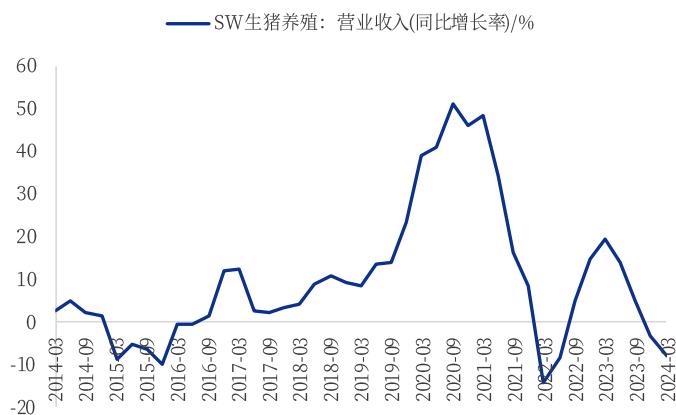
站在当前时点, 生猪价格已处于上行过程中。我们考虑猪企个股时可关注生猪出栏弹性、估值水平、成本边际变化、资金状态等方面。24 年 6 月 21 日 SW 生猪养殖板块 PB 为 3.39 倍, 处于走出底部后的回升过程中。我们建议在短期回调时积极布局生猪养殖板块, “大猪”重点关注温氏股份 (300498.SZ)、牧原股份 (002714.SZ), “小猪”重点关注天康生物 (002100.SZ), 同时可积极关注唐人神 (002567.SZ)、德康农牧 (2419.HK) 等。

图29: 2018 年至今 SW 生猪养殖板块 PB (LYR) 变化



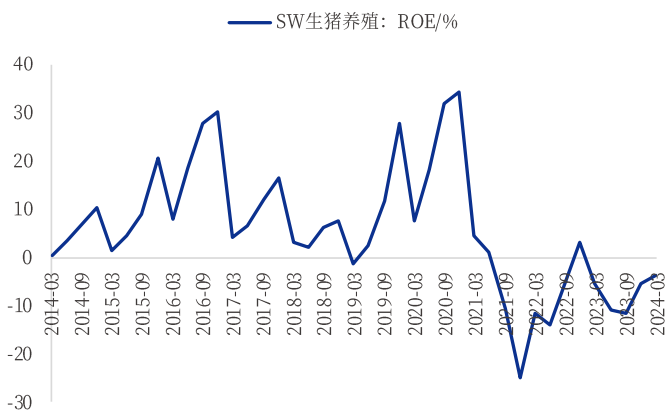
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图30: 2014Q1 至今 SW 生猪养殖行业收入增长变动情况



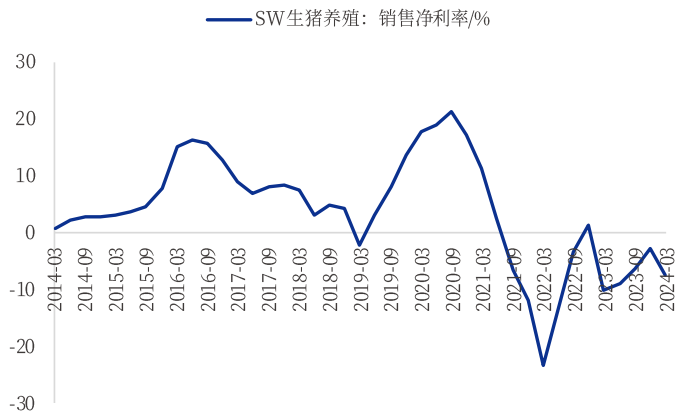
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图31: 2014Q1 至今 SW 生猪养殖行业 ROE (平均) 变动情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图32: 2014Q1 至今 SW 生猪养殖行业销售净利率变动情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

三、黄鸡：价格潜在弹性&成本下行，盈利提升可期

(一) 黄鸡产能端低位徘徊，价格具备上行潜力

1. 父母代产能处历史低位，鸡价弹性可期

根据中国畜牧业信息网数据，从父母代存栏角度看，24年6月2日在产+后备存栏约为2132.52万套，其中在产父母代存栏约为1327.13万套，产能处于18年以来的低位区间；后备父母代存栏约为805.39万套，亦处于刷新历史低位状态，意味着后续在产父母代存栏短期内不存在显著上涨的动力，黄鸡供给端可保持低位状态。

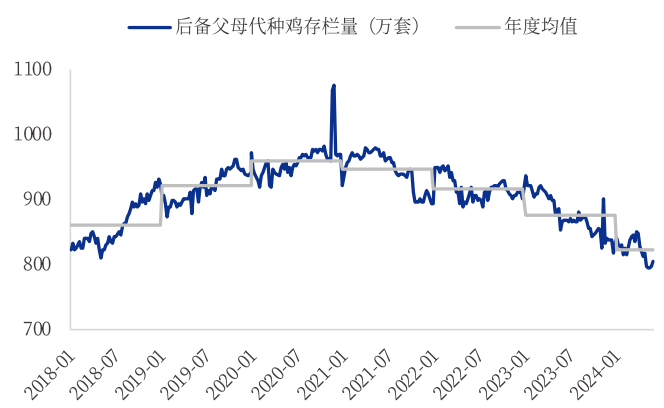
通过养殖节奏推断，我们将当前在产父母代存栏量与8周以后的商品代毛鸡价格进行比对，发现部分时候存在负相关关系；同时我们也需要考虑生猪价格对黄鸡价格的影响（比如22H2期间猪价对黄鸡价格的带动作用）。根据我们前文对2024年猪价的预测，生猪价格存在前低后高的走势，那么对于黄鸡价格亦存在带动作用，叠加考虑供给端历史低位状态，我们看好后市黄鸡价格的弹性。

图33：18年至今我国黄鸡父母代在产存栏情况



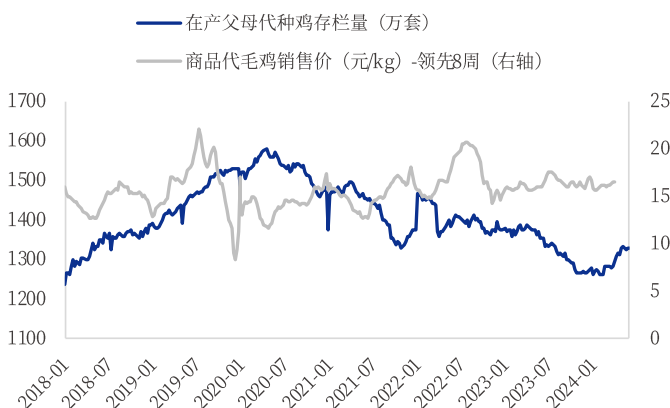
资料来源：中国畜牧业协会，中国银河证券研究院

图34：18年至今我国黄鸡父母代后备存栏情况



资料来源：中国畜牧业协会，中国银河证券研究院

图35：在产父母代存栏量与8周后的商品代毛鸡价格的潜在关系



资料来源：中国畜牧业协会，中国银河证券研究院

2.成本端存下行预期，盈利能力有望提升

24年前16周毛鸡价格同比上行，成本端存下行预期。根据中国畜牧业协会数据，2023年我国黄羽鸡商品代毛鸡均价约为16.1元/kg，同比-7.42%。23年Q1-3商品代毛鸡价格呈震荡上行态势，至8月27日达17.6元/kg，单位盈利为1.72元/kg；随后毛鸡价格震荡下行至24年6月2日的16.43元/kg，单位盈利为0.92元/kg。均值角度来看，24年前22周商品代毛鸡销售均价为16.20元/kg，较23年同期上涨3.61%（协会数据）。

成本层面，23年9月以来上游原材料价格呈高位下行态势，主要原材料玉米批发价自23年9月13日的2.94元/kg高点下行至24年6月12日的2.46元/kg，跌去16.33%；带动肉鸡饲料均价自23年8月30日的4.09元/kg高点下行至24年5月8日的3.49元/kg，跌去14.67%。受饲料价格下行影响，23年黄鸡养殖成本高位震荡略有下行，由年初的16.25元/kg震荡调整至12月31日的15.82元/kg，下行幅度为0.43元/kg，进入24年黄鸡养殖成本小幅震荡下行态势仍持续。

盈利层面，黄羽鸡商品代毛鸡养殖于23年7月中旬以来扭亏为盈，此后基本保持盈利状态。综合考虑黄羽鸡毛鸡价格预期上行叠加成本端压力减小，黄羽鸡盈利能力或将得到显著提升。

图36：18年至今我国玉米批发价走势及年度均值



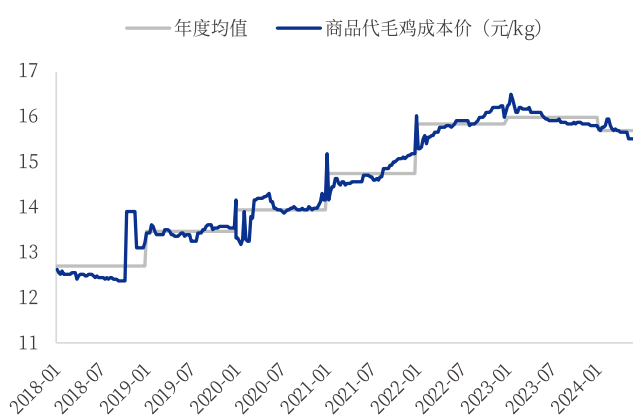
资料来源：国家发改委，中国银河证券研究院

图37：18年至今我国肉鸡饲料价格走势及年度均值



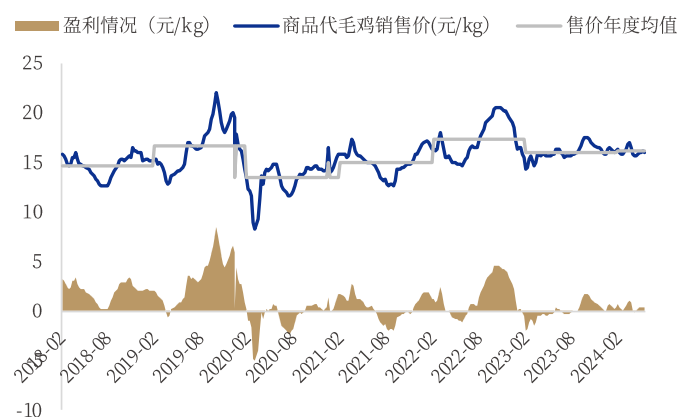
资料来源：国家发改委，中国银河证券研究院

图38：18年至今我国黄鸡商品代毛鸡成本走势及年度均值



资料来源：中国畜牧业协会，中国银河证券研究院

图39：24年6月2日黄鸡价格16.43元/kg，单位盈利0.92元/kg



资料来源：中国畜牧业协会，中国银河证券研究院

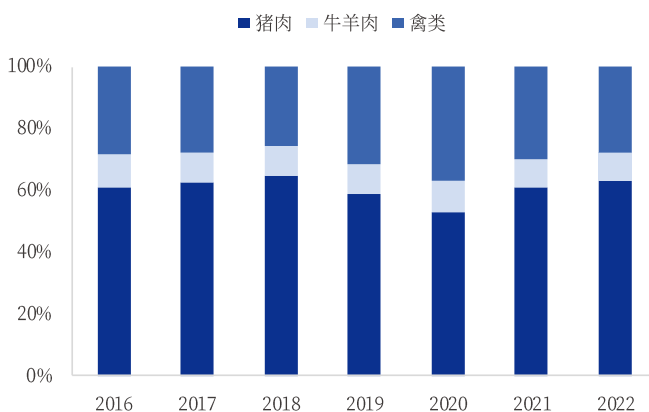
(二) 黄鸡消费端扩容，24 年有望迎来猪鸡共舞

1. 人均禽肉消费量占比震荡，黄鸡消费存扩容预期

2016-2020 年，我国人均禽肉消费量占肉类总消费的比重自 28.4% 提升至 36.9%。2021-2022 年，受新冠疫情影响，禽肉主要消费渠道团膳、快餐等受到较大影响，22 年我国人均禽肉消费量为 11.7kg，占比回落至 27.5%，尚有较大提升空间。

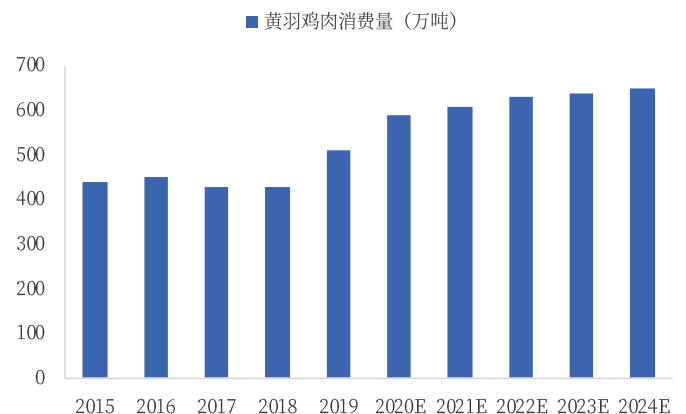
作为我国禽肉消费的重要品种，我国黄羽鸡肉消费总量自 2015 年的 440 万吨提升至 2019 年的 510 万吨，CAGR 为 +3.8%。随着我国经济稳定增长和消费者对低脂肪、高蛋白的肉类偏好，我国黄羽鸡肉市场规模或将稳步扩容。根据弗若斯特沙利文预测，2024 年我国黄羽鸡消费市场规模或可达 650 万吨。

图40：2016-2022 我国居民人均肉类消费结构变化



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

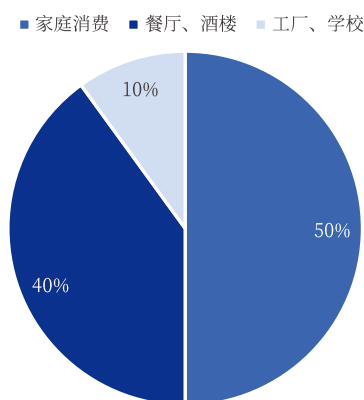
图41：2015-2024E 我国黄羽鸡肉消费量



资料来源：凤祥股份招股书，中国银河证券研究院

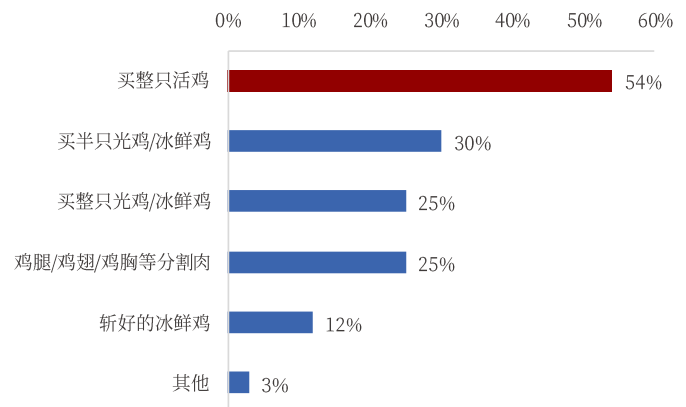
我国黄羽肉鸡消费以家庭消费和餐饮为主，购鸡渠道多元化发展。我国黄羽肉鸡消费中家庭消费占比约 50%，餐厅和酒楼消费占比约 40%，为黄羽肉鸡的主要消费场景。根据新禽况《2017 生鲜鸡消费与国际产业转型调研》，消费者偏好购买整只活鸡（54%），消费渠道以农贸市场（54%）为主。此外，大型超市、附近超市和网上购物已成为黄羽鸡消费的重要渠道，冰鲜鸡也成为黄羽鸡肉消费的主要类型之一。近年来随着电商渠道不断发展，农贸市场活禽交易受限，叠加禽流感、新冠疫情后消费者对食品安全重视程度提高，超市、冰鲜鸡成为更多消费者的选择，带动我国黄羽鸡消费渠道和产品类型多元化发展。

图42：2020 年我国国鸡消费渠道占比



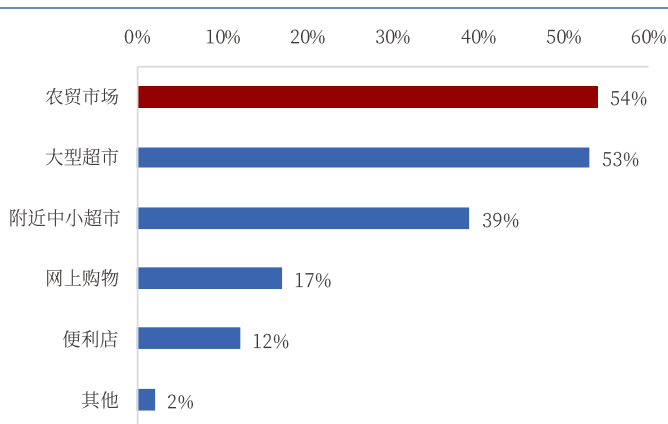
资料来源：新禽况，中国银河证券研究院

图43：2017 年我国消费者习惯买鸡的类型



资料来源：新禽况，中国银河证券研究院

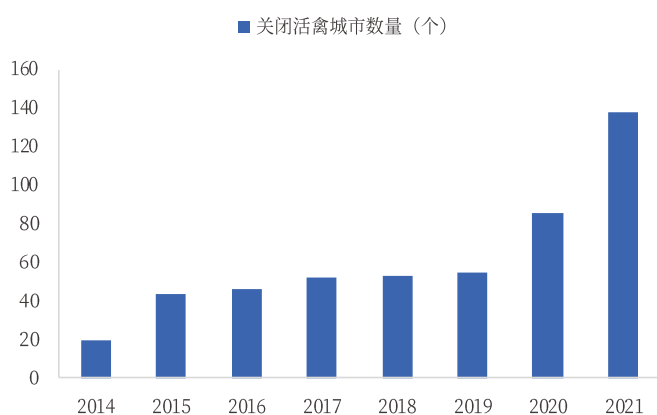
图44：2018年我国消费者主流购鸡渠道



资料来源：新禽况，中国银河证券研究院

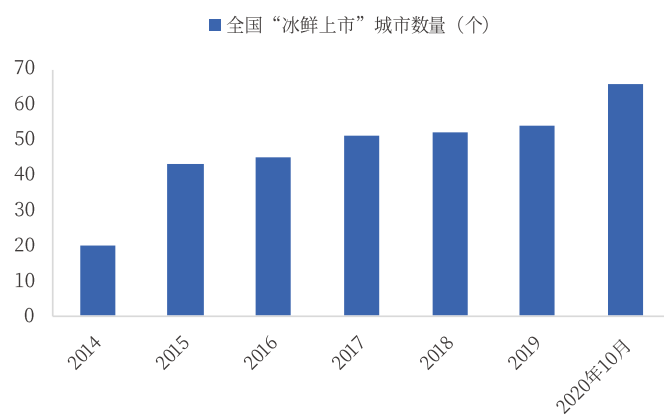
我国黄羽肉鸡消费结构正加速向“冰鲜化”转型。长期以来，我国黄羽鸡加工比例较低，消费以活禽宰杀为主。根据钢联数据，2023年我国黄羽鸡销售方式中，活禽销售依然是最主要的消费方式，占比高达81%，冰鲜销售占比为13%。但由于市场热鲜鸡档口屠宰空间狭小，卫生条件受限，容易滋生细菌，易对食品安全造成影响。受2013年H7N9型禽流感等影响，我国多地政府相继发布政策，限制或关闭活禽市场交易。截至2021年底，全国关闭活禽市场的城市数量超138个。近年叠加新冠疫情的影响，国务院、农业农村部等多部门高度重视禽类生鲜业务食品安全和冷链运输发展，结合线上销售、电商渠道全面铺开，我国黄羽肉鸡产业正加速向“集中屠宰、冷链运输、冰鲜上市”转型。截至2020年10月，全国66个城市实现“冰鲜上市”。根据钢联数据预测，2025年我国冰鲜黄羽鸡市场规模有望达397亿元，市场空间广阔。

图45：2014-2021年全国关闭活禽市场城市数量



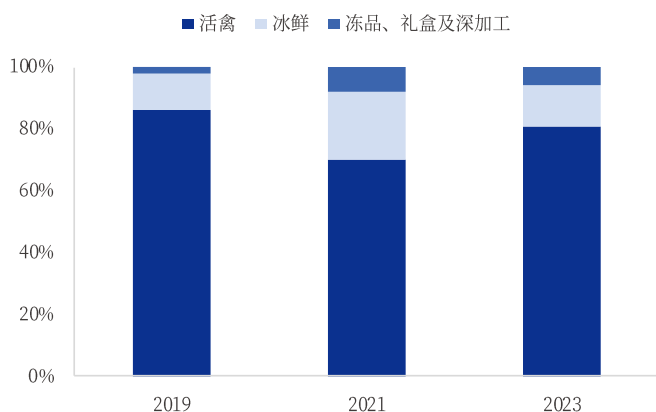
资料来源：新禽况，中国畜禽种业，中国银河证券研究院

图46：2014-2020年10月全国“冰鲜上市”城市数量



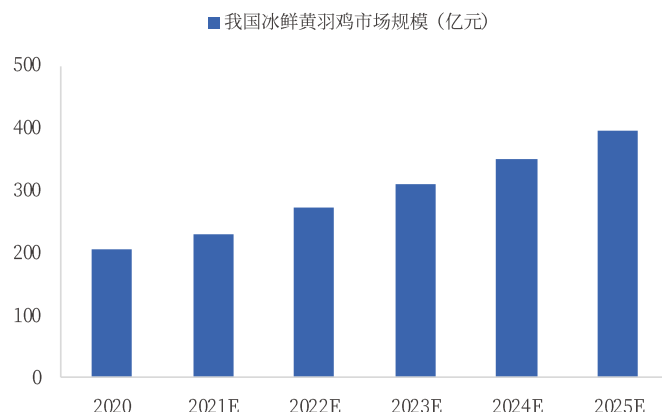
资料来源：上海钢联，中国银河证券研究院

图47: 我国黄羽鸡销售方式结构占比



资料来源: 上海钢联, 中国银河证券研究院

图48: 2020-2025 年我国冰鲜黄羽鸡市场规模及预测



资料来源: 上海钢联, 中国银河证券研究院

表1: 鼓励黄羽鸡销售由活禽向冰鲜转型的相关政策

时间	相关政策
2014.12	广东省人民政府发布《广东省家禽经营管理办法》，规定珠江三角洲各地级以上市区和其他人口密集的地级市市区设活禽经营限制区，区内限制活禽交易。活禽经营限制区内实行活禽集中屠宰、冷链配送、生鲜上市。活禽经营限制区内不得新设立活禽批发市场，现有的活禽批发市场应当按照本省活禽经营市场建设标准进行建设改造。
2015.5	广东省人民政府办公厅发布《广东省开展家禽“集中屠宰、冷链配送、生鲜上市”工作方案》，要求各地抓紧制定出台本地区实施家禽“集中屠宰、冷链配送、生鲜上市”工作方案，划定活禽经营限制区，完成工作部署；积极扶持、帮助家禽产品经营者进一步改善生鲜家禽产品经营环境，大力促进屠宰企业与销售市场对接，鼓励建设生鲜家禽产品集散批发市场。
2017.11	安徽省人民政府办公厅发布《安徽省人民政府办公厅关于促进家禽产业转型升级健康发展的意见》，要求以加快家禽业转型升级为重点，坚持问题导向，按照“规模养殖、集中屠宰、冷链运输、冰鲜上市”的要求，推进家禽业生产稳步发展，突出规模健康养殖、禽产品加工业发展，转变禽产品供应方式，建立安全禽产品经营新模式。
2020.2	国务院发布《国务院应对新型冠状病毒感染肺炎疫情联防联控机制关于压实“菜篮子”市长负责制 做好农产品稳产保供工作的通知》，要求加强活禽交易市场分类管理，统筹谋划禽肉、猪牛羊肉及其他“菜篮子”产品供应，加强产销对接，提升产业链质量，完善配送体系，推行冰鲜和冷冻肉类上市，保障居民消费。
2020.3	福建省发改委等九部门发布《关于促进家禽业高质量发展的实施方案》，要求以加快家禽业转型升级为重点，坚持问题导向，按照“规模养殖、集中屠宰、冷链运输、冰鲜上市”的发展方向，突出规模健康养殖、集中屠宰加工，转变禽产品供应方式，努力构建家禽业高质量发展格局。
2020.3	重庆市人民政府发布《关于进一步规范活禽交易推行集中屠宰加强冷链供应工作的指导意见》，要求做好禽肉市场需求分析，推动禽类规模养殖，进一步完善现有冷链供应能力，完善禽肉生产供应体系，保障市场供应；逐步完善活禽从屠宰到消费全程“无断链”禽肉冷链物流体系，确保禽肉产品安全新鲜和稳定生产。
2021.12	国务院办公厅印发《“十四五”冷链物流发展规划》，要求加快建立畅通高效、安全绿色、智慧便捷、保障有力的现代冷链物流体系，提高冷链物流服务质量效率，有效减少农产品产后损失和食品流通浪费，保障冰鲜黄鸡的运输配送。

资料来源: 中国政府网, 各级政府官网, 农业农村部, 中国银河证券研究院

2. 猪价处于上行通道中，黄羽鸡有望共享景气

猪鸡替代作用下，24H2 猪价上行预期利好黄羽鸡景气上行。由于黄羽鸡和猪肉在下游流通渠道和消费场景上存在一定的重合，因此两者在消费需求上存在替代性，价格走势联动紧密。回顾 2018 年至今黄羽鸡和生猪行情走势，可以发现两者价格走势、盈利走势均呈现明显的正相关性。在猪价高企时，黄羽鸡肉替代性增强，带动鸡肉价格上行；在猪价低迷时，黄羽鸡肉替代性减弱，则更强调自身周期的作用。当前猪价已处于上行通道中，随着后续供需矛盾加剧，24H2 猪价有望震荡上行，总体上 24H2 生猪均价显著优于 H1 的确定性较高。基于此判断，我们认为在猪价上行期，黄

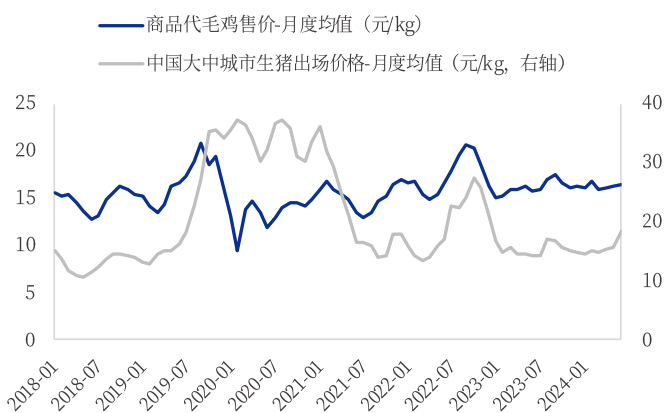
羽鸡肉与猪肉替代性较强，有望与猪价共享景气。

表2: 黄羽鸡肉与猪肉消费存在一定的替代性

类型	出栏日龄 (平均日龄)	平均体重 (kg)	料肉比	主要流通渠道	主要消费场景
白羽鸡	42-48 (45)	2-2.5	1.8	分割品、活禽	西式快餐、预制菜
黄羽鸡	快速型	43-65 (53)	1.8-2.6	活禽、热鲜/冰鲜销售	家庭消费、中式餐饮
	中速型	65-95 (80)	2.6-3		
	慢速型	95+ (95)	2.8-3.2		
猪	180	120-130	2.7	肉制品、分割品	餐饮消费、食品加工

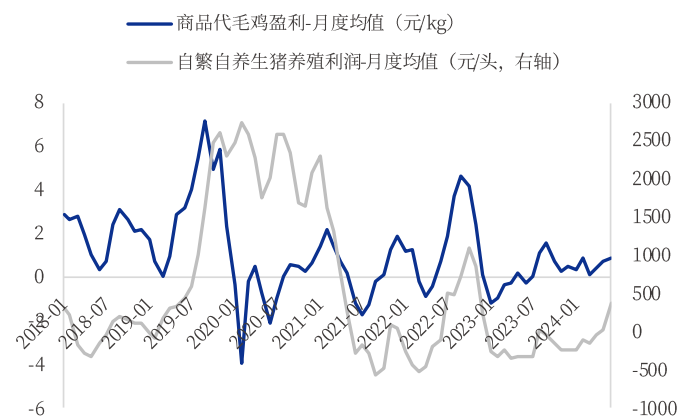
资料来源: 湘佳股份招股说明书, 畜牧兽医网, 中国银河证券研究院

图49: 黄羽鸡商品代毛鸡与生猪价格走势基本呈正相关



资料来源: 国家发改委, 中国畜牧业协会, 中国银河证券研究院

图50: 黄羽鸡商品代毛鸡与自繁自养生猪盈利走势基本呈正相关



资料来源: Wind, 中国畜牧业协会, 中国银河证券研究院

(三) 小结: 看好猪鸡周期共振逻辑下的板块景气提升

本章从产能端和消费端两个角度分析我国黄羽鸡养殖行业景气上行: 1) 产能端来看, 黄羽鸡父母代存栏处于 18 年以来的最低位区间, 且后备父母代存栏亦处于刷新历史低位状态, 意味着黄羽鸡供给端可持续保持低位状态, 利好鸡价上行。叠加成本端存下行预期, 黄羽鸡盈利能力有望显著上行。2) 消费端来看, 黄鸡消费市场存扩容预期, 尤其消费结构正加速向“冰鲜化”转型, 市场空间广阔。另外, 黄羽鸡与猪肉替代性较强, 历史数据表明黄羽鸡与生猪的价格走势及盈利走势均呈现明显的正相关性。受益于 24H2 猪价上行预期判断, 有望迎来猪鸡景气共舞。

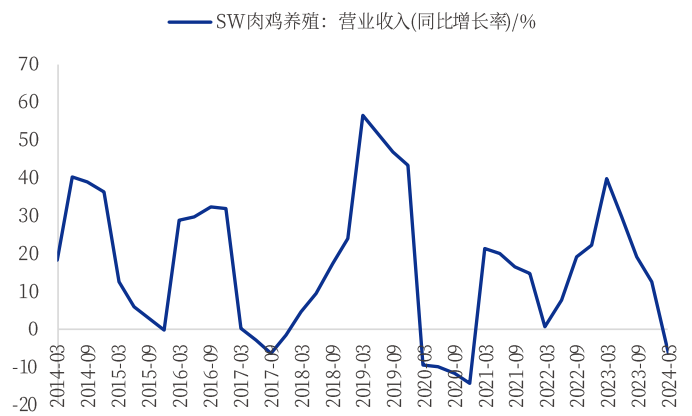
从估值角度看, 24 年 6 月 21 日 SW 肉鸡养殖 PB (LYR) 为 1.90 倍, 处于历史低位区间。头部企业成本优势叠加价格好转, 盈利弹性有优势, 建议积极关注立华股份 (300761.SZ)。

图51: 2018年至今SW肉鸡养殖板块PB(LYR)变化



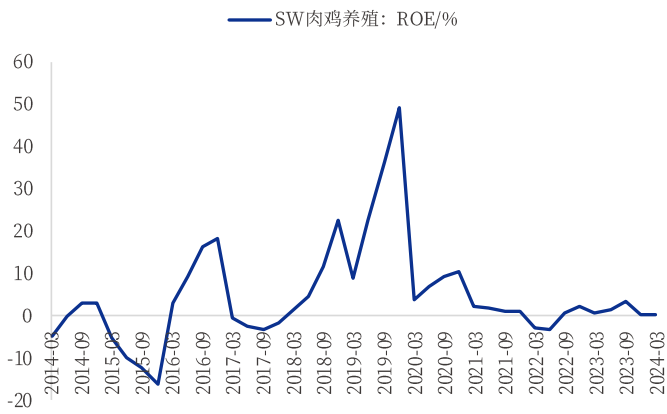
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图52: 2014Q1至今SW肉鸡养殖行业收入增长变动情况



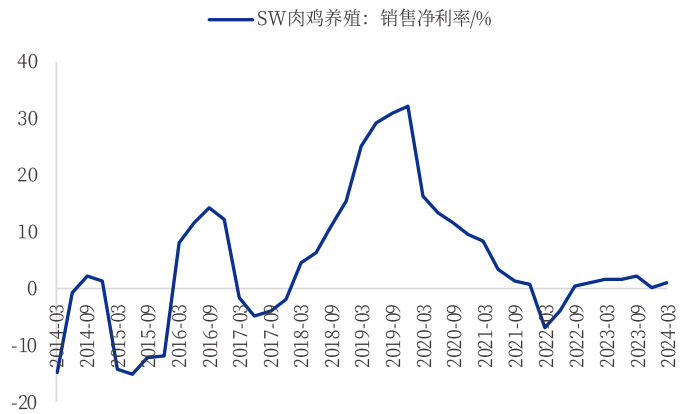
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图53: 2014Q1至今SW肉鸡养殖行业ROE(平均)变动情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图54: 2014Q1至今SW肉鸡养殖行业销售净利率变动情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

四、动保：关注行业β趋势及宠物疫苗国产替代潜力

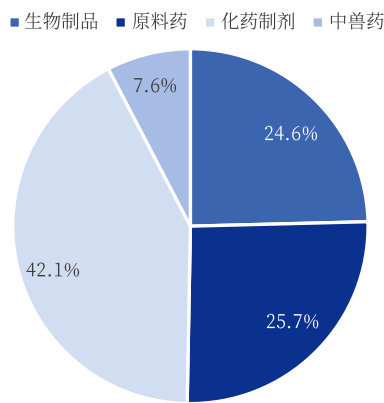
（一）疫苗行业迎市场化大时代，CR10 呈上行走势

1. 动保规模七年 CAGR 超 7%，逐步进入市场化时代

兽药行业分为三大类：兽用生物制品（以疫苗为主）、兽用化药（分为化药制剂、原料药）和中兽药。随着养殖业规模化程度提升，我国动保市场规模稳定增长。根据《兽药产业发展报告》数据，2015-2022 年，我国兽药年销售额从 413.57 亿元增长至 673.45 亿元，CAGR 为+7.2%。其中，兽用生物制品年销售额从 107.08 亿元增长至 165.67 亿元，CAGR 为+6.43%。

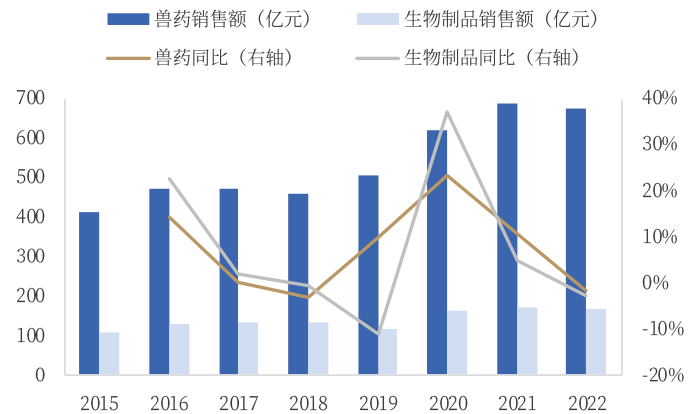
从细分板块结构看，化药制剂是占比最高的类目，2022 年销售额占兽药总销售额的 42.1%。兽用生物制品占比约 24.6%，但其盈利能力较强。2022 年兽用生物制品全行业实现平均毛利率 55.18%，远高于同期化药行业平均毛利率 23.2%。

图55：2022 年我国兽药细分行业销售额占比



资料来源：中国兽药协会《兽药产业发展报告》，中国银河证券研究院

图56：2015-2022 年我国兽药及生物制品销售稳增长

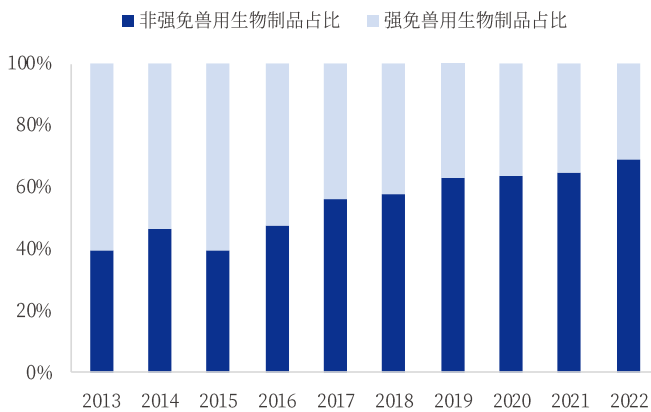


资料来源：中国兽药协会《兽药产业发展报告》，中国银河证券研究院

“政府集采-先打后补-停止集采”各阶段稳步推进，疫苗行业将迎来市场化大时代。2012 年以来，我国积极探索强制免疫疫苗招标采购方式和补贴方式，提出至 2025 年年底前逐步全面取消政府招采苗。根据中国兽药协会数据，非强免兽用生物制品的市场增速明显快于强免兽用生物制品。从占比来看，我国非强免兽用生物制品占比持续提升，自 2013 年的 39.4% 增长至 2022 年的 69.2%。从行业发展的角度看，大力发展市场苗有助于兽用疫苗整体市场规模的进一步扩大。从企业发展的角度看，具备非强免疫苗优势的企业将从中受益，市场苗的增长将是企业业绩增长的核心。

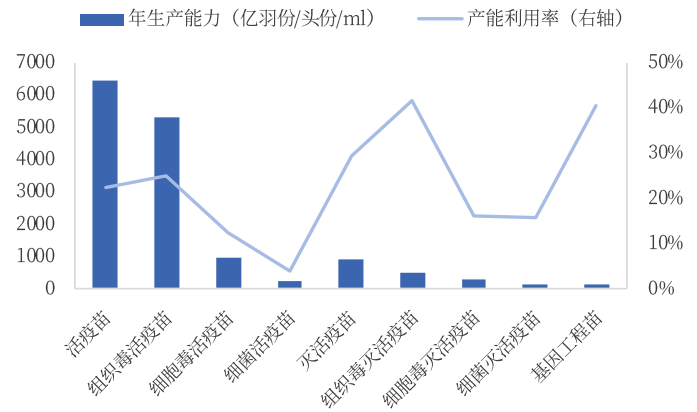
养殖规模化程度+市场苗占比提升背景下，兽用疫苗产能利用率上行可期。从产能端来看，2022 年我国兽用疫苗各种类的产能利用率均处于较低水平，一方面受下游畜禽养殖行情影响，另一方面源于国内兽用疫苗产品同质化背景下的低端产能过剩。未来随着养殖业规模化程度持续提升，以及市场苗的大力发展，市场份额有望进一步向头部集中，低端产能或面临整合，有利于国内兽用疫苗产能利用率提升。

图57：2013-2022 年我国强免、非强免兽用生物制品市场占比



资料来源：科前生物招股说明书、公司年报，中国银河证券研究院

图58：2022 年我国兽用生物制品产能及利用率情况



资料来源：中国兽药协会《兽药产业发展报告》，中国银河证券研究院

表3：我国强制免疫相关政策

时间	政策事件
2007	《兽用生物制品经营管理办法》：实施疫苗强制免疫，由政府统一招标采购并分发
2012	《国家中长期动物疫病防治规划（2012-2020 年）》：积极探索强制免疫疫苗招标采购方式和补贴方式，鼓励大型规模养殖场自行采购疫苗
2016	《关于调整完善动物疫病防控支持政策的通知》：从统一采购到“先打后补”的过渡
2022	《国家动物疫病强制免疫指导意见（2022-2025 年）》：全面推进“先打后补”，提出 2025 年年底逐步全面停止政府招标采购强制免疫疫苗

资料来源：农业农村部，国务院办公厅，财政部等，中国银河证券研究院

表4：我国强制免疫动物疫病种类

病种	范围
高致病性禽流感	全国所有鸡、鸭、鹅、鹌鹑等人工饲养的禽类：进行 H5 亚型和（或）H7 亚型高致病性禽流感免疫
口蹄疫	全国所有牛、羊、骆驼、鹿：进行 O 型和 A 型口蹄疫免疫 全国所有猪：进行 O 型口蹄疫免疫，各地根据评估结果确定是否对猪实施 A 型口蹄疫免疫
小反刍兽疫	全国所有羊
布鲁氏菌病	种畜以外的牛羊
包虫病	内蒙古、四川、西藏、甘肃、青海、宁夏、新疆和新疆生产建设兵团等重点疫区：对羊进行免疫 四川、西藏、青海等省份：可使用 5 倍剂量的羊棘球蚴病基因工程亚单位疫苗开展牦牛免疫

资料来源：农业农村部《国家动物疫病强制免疫指导意见（2022—2025 年）》，中国银河证券研究院

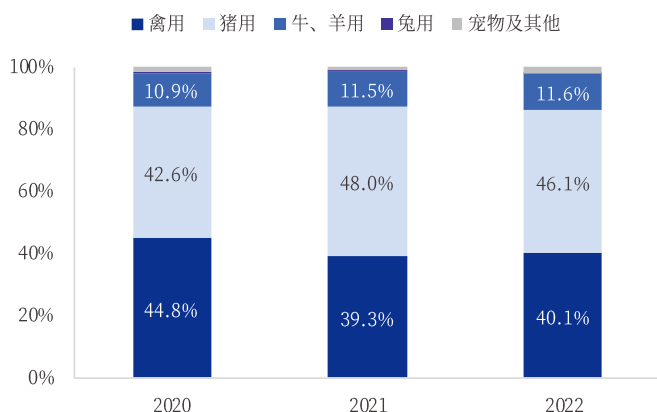
2.非强免猪苗占比达 76%新高，行业集中度提升中

我国兽用疫苗以猪用疫苗和禽用疫苗为主，2022 年合计销售额为 133.79 亿元，占比高达 86.33%；其中猪用疫苗占比 46.13%，同比-1.87pct。随着我国生猪养殖业的规模化、集约化发展，猪用疫苗市场总体呈增长态势，销售额自 2013 年的 44.28 亿元增长至 2022 年的 76.42 亿元，CAGR 为+6.25%。在猪苗销售渠道方面，现存政府采购（对应强制免疫）与市场化销售两种方式。自 2017 年高致病性猪蓝耳病和猪瘟退出国家强制免疫疫病后，针对生猪的强制免疫疫病只剩下口蹄疫，即意味着政府采购占比的下行，非强免猪用疫苗占比提升显著，2022 年该比例提升至 76.1%，同比+4.5pct，达到历史新高。

GMP 新规落地，推动兽药行业集中度提升。2020 年农业农村部发布《兽药生产质量管理规范（2020 年修订）》，在优化结构、提高准入门槛、提高企业生物安全控制要求、完善责任机制等方面做出修改。2022 年 5 月 31 日，新版 GMP 完全实施，凡是没有通过认证的企业都被迫暂停生产。自 2016 年以来，我国兽药生产企业数量整体呈下降趋势，2022 年我国兽药生产企业数量为 1513 家，同比-4.2%。

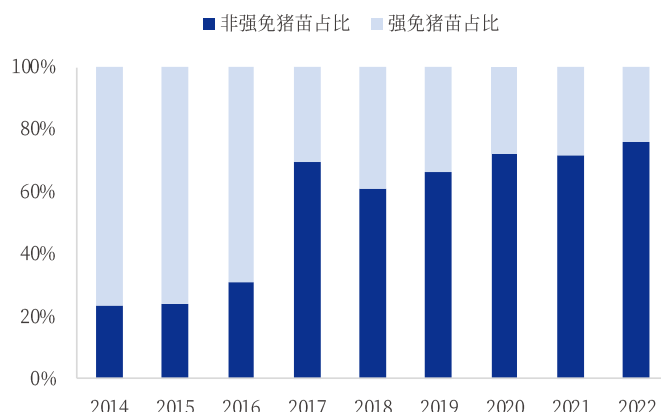
从行业集中度来看，我国兽药行业各细分行业集中度基本呈现上行趋势。其中生物制品行业 CR10 自 2017 年的 36% 提升至 2022 年的 45%，原料药行业 CR10 自 2019 年的 41% 提升至 2022 年的 51%；化药制剂、中药市场 CR10 分别自 2019 年的 23%、28% 提升至 2022 年的 32%、32%。

图59：2020-2022 年我国兽用疫苗销售占比（按适用动物分类）



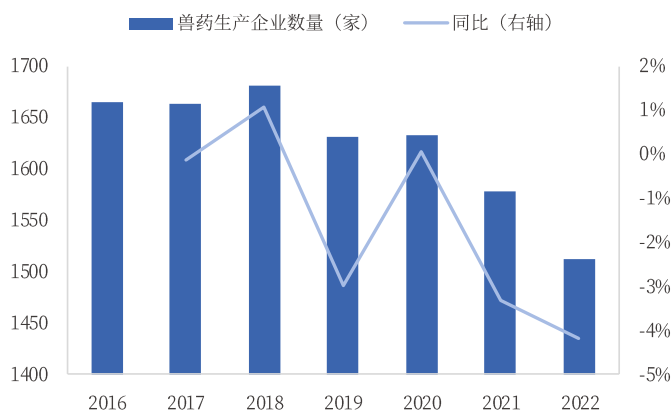
资料来源：中国兽药协会《兽药产业发展报告》，中国银河证券研究院

图60：2013-2022 年我国强免、非强免猪苗市场占比



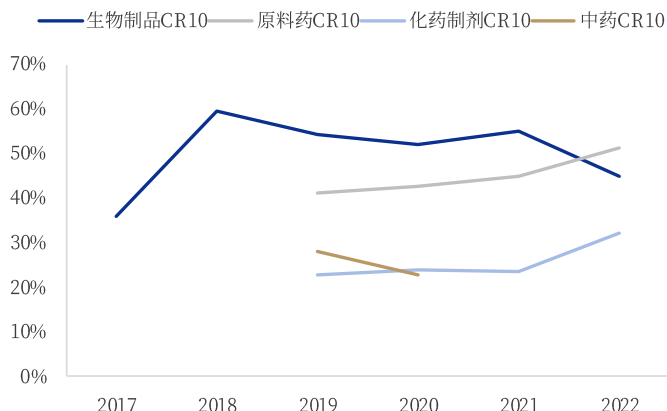
资料来源：科前生物招股说明书、公司年报，中国兽药协会《兽药产业发展报告》，中国银河证券研究院

图61：2016-2022 年我国兽药生产企业数量呈下降趋势



资料来源：中国兽药协会《兽药产业发展报告》，中国银河证券研究院

图62：2017-2022 年我国兽药细分行业集中度 CR10



资料来源：中国兽药协会《兽药产业发展报告》，中国银河证券研究院

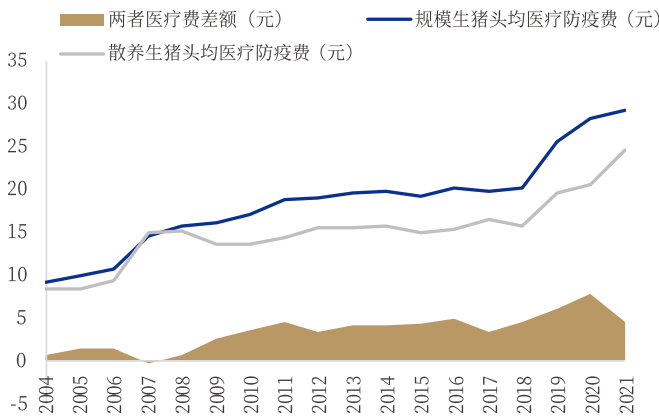
（二）下游养殖规模化、盈利性影响疫苗量价走势

1. 下游养殖行业规模化程度与疫苗规模呈正向关系

2004 年至今规模生猪养殖模式下的医疗防疫费始终高于散养模式，2011-18 年两者差额在 4 元/头左右。随着 18 年非瘟疫情爆发，规模、散养模式下的防疫费分别提高至 2021 年的 29.2 元/头、24.7 元/头，两者差额最大值为 2020 年的 7.8 元/头。基于此，我们可以看到规模生猪养殖防疫费更高，在养殖规模化程度逐步提升的背景下（2003 年以来年出栏数 500 头以上的规模场占比持续提升

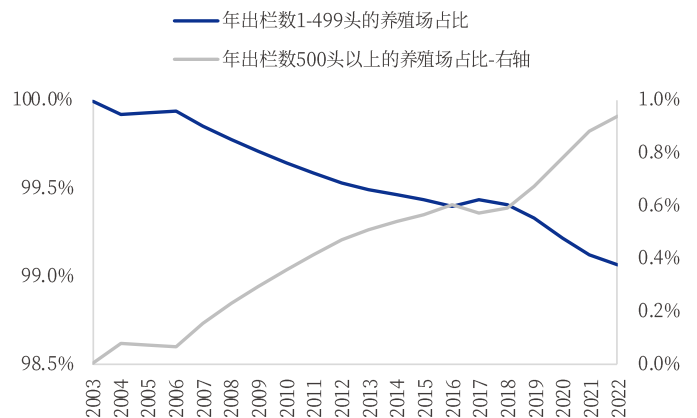
至 22 年的 0.94%)，疫苗市场规模存在提升潜力。对于疫苗企业来说，在现有产品的竞争过程中，需更加强调对规模养殖企业的把握与突破。

图63：2021 年规模养殖生猪头均医疗防疫费 29.2 元



资料来源：全国农产品成本收益资料汇编，中国银河证券研究院

图64：2022 年年出栏 500 头以上养殖场占比提升至 0.94%



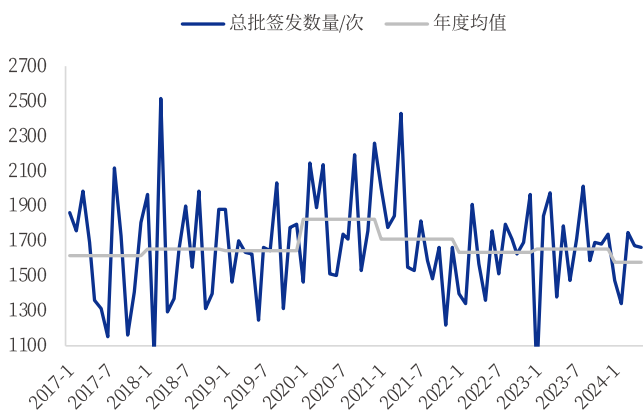
资料来源：中国畜牧兽医年鉴，中国银河证券研究院

2. 下游养殖利润恢复对疫苗销量具备提振作用

作为后周期行业，动物疫苗销量受下游养殖业景气度影响。当猪价上行时，养殖户盈利修复，为了保证养殖利润的获取以及最大化，养殖户将恢复/增加疫苗使用数量及相关品类，从而带动疫苗销量的提升；与此同时养殖户对疫苗价格的敏感性下降，从而带动疫苗毛利率的修复。

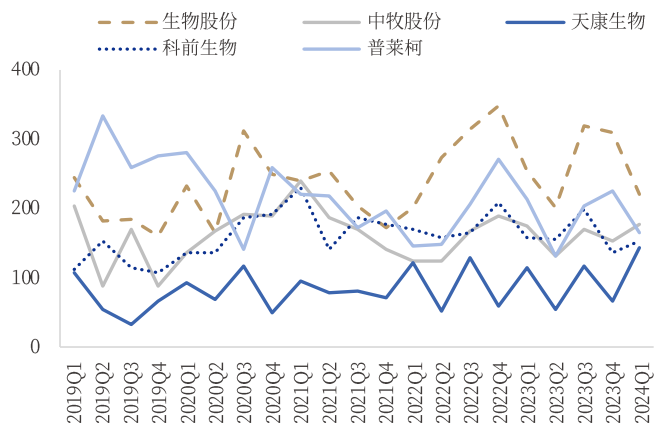
历史复盘发现，1) 月度层面看，猪价领先疫苗签批发量（移动平均 6 个月）4 个月左右。2) 季度层面看，季度批签发次数变化趋势与生猪养殖季度利润变化基本一致；24Q1 我国疫苗签批发量合计 4556 次，同比-4.10%，环比-10.72%，均呈下行趋势；同期头均生猪养殖利润亏损 170.26 元（自繁自养）、27.21 元（外购仔猪）。基于仔猪-肥猪出栏推演，短期考虑育肥猪预期出栏下行走势，6 月猪价或呈现震荡提升趋势。中长期来看，我们前文预判 24 年年度猪价同比上行，且 24H2 生猪均价显著优于 H1 确定性高。据此估测 24H2 疫苗批签发情况同比将有所改善，利好疫苗企业盈利能力提升。

图65：24 年 1-5 月我国疫苗批签发量同比-0.34%



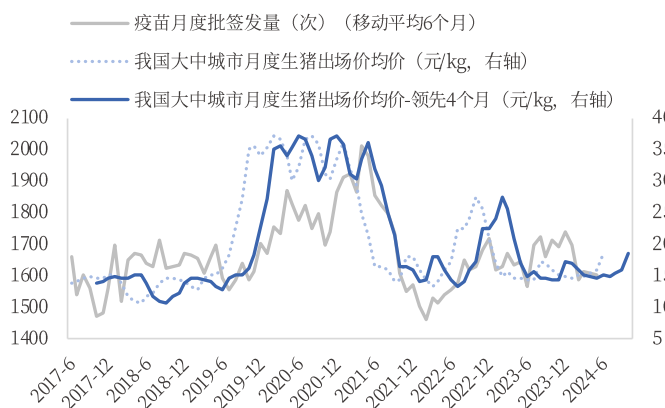
资料来源：国家兽药基础数据库，中国银河证券研究院

图66：2019Q1-2024Q1 上市疫苗企业批签发量（次）



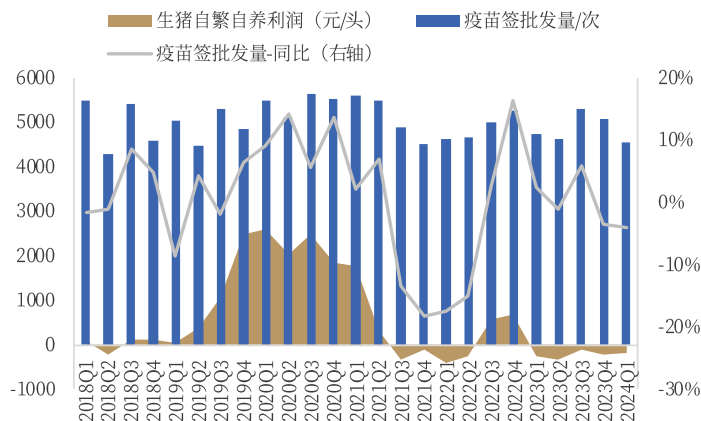
资料来源：国家兽药基础数据库，中国银河证券研究院

图67: 猪价领先疫苗批签发量 4 个月左右



资料来源: 国家发改委, 国家兽药基础数据库, 中国银河证券研究院

图68: 2018Q1-2024Q1 生猪养殖季度利润与疫苗批签发量的关系



资料来源: 国家兽药基础数据库, 国家统计局等, 中国银河证券研究院

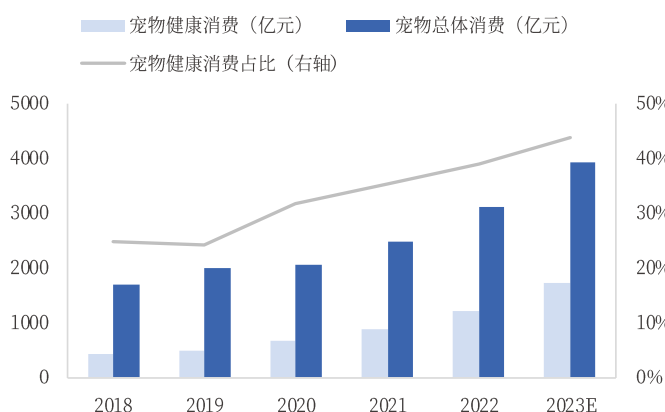
(三) 宠物疫苗研发持续推进, 国产替代加速中

1. 宠物健康市场规模四年 CAGR 超 30%，占比持续提升

22 年我国宠物健康市场规模同比+38%，占比提升至 39%。根据艾瑞咨询，2022 年我国宠物消费行业总体规模达到 3117 亿元，同比+25.2%。细分子行业中，宠物健康占比成为仅次于宠物食品的第二大细分行业。2022 年，宠物健康消费市场规模达 1216 亿元，同比+38%，2018-2022 年 CAGR 为+30.6%；占宠物消费整体市场规模的比重提升至 39%。

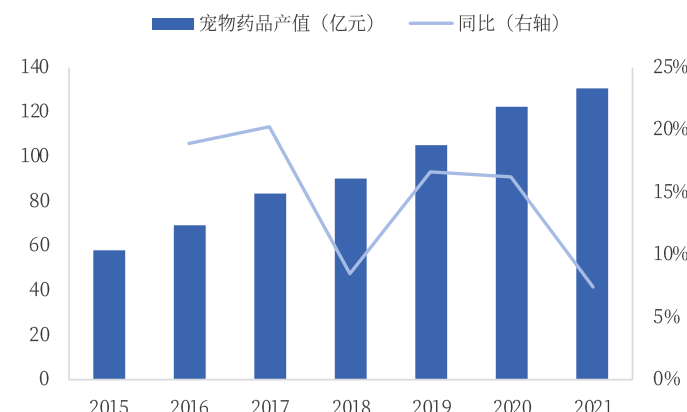
宠物药品六年 CAGR+15%，国产研发需推进。宠物健康的细分行业包括宠物药品（含疫苗）、营养保健品、医疗服务、医疗器械等板块。2015-2021 年，宠物药品由 58 亿产值增长至 131 亿，CAGR 为+14.5%。2010-2022 年我国宠物类新兽药证书共 77 个，整体上注册获批的新药较少。某种程度上意味着我国宠物药品需求是充分的，但行业自给率不足。2020 年以来，我国频繁出台宠物健康相关政策。一方面鼓励宠物药品国产研发创新，另一方面规范兽医行业机构管理和人才建设。

图69: 2018-2022 年宠物健康消费占比不断提升



资料来源: 艾瑞咨询《中国宠物健康消费白皮书》，中国银河证券研究院

图70: 2015-2021 年我国宠物药品市场规模逐步提升



资料来源: 爱宠《2022 中国宠物医疗行业白皮书》，中国银河证券研究院

表5: 政策驱动宠物健康行业规范发展

时间	政策事件	相关内容
2020	农业农村部《人用化学药品转宠物用化学药品注册资料要求》	为解决当前兽医临床上宠物用药短缺问题，推动宠物用化学药品的研发和上市，在保证安全、有效、质量可控的前提下，借鉴相关评审评价办法，制定人用化学药品转宠物用药注册资料要求。

2020	农业农村部《废止的药物饲料添加剂品种增加治疗用途注册资料要求》	加快推进宠物兽药注册工作，进一步合理利用现有药用资源，促进技术创新，更好满足预防、治疗动物疾病需求。
2022	农业农村部《2022—2025年全国官方兽医培训计划》	加强“十四五”时期官方兽医队伍建设，强化官方兽医培训，提升官方兽医队伍依法履职能力和水平，到2025年，国家、省、市、县四级官方兽医培训体系进一步健全完善。
2022	农业农村部《动物诊疗机构管理办法》	加强动物诊疗机构的监督和管理，对其市场经营活动以及动物诊疗行为、设备、人员、场所等各方面进行规范，保障公共卫生安全。

资料来源：艾瑞咨询《中国宠物健康消费白皮书》，中国银河证券研究院

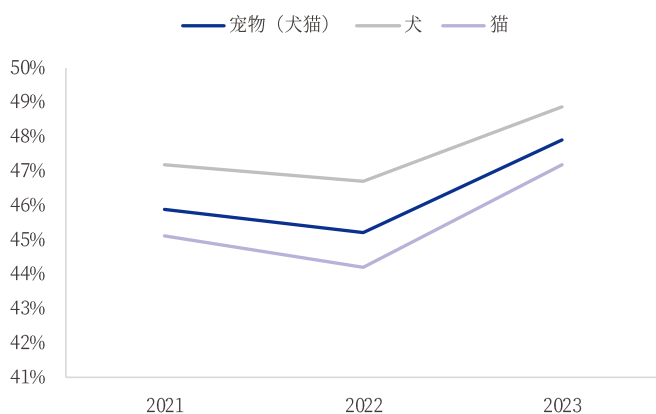
2.我国宠物免疫率较低，消费端以进口苗为主

根据派读宠物数据，2023年我国宠物犬、猫免疫率分别为48.9%和47.2%，且宠物猫主人倾向于在猫幼年时免疫，宠物犬主人倾向于在犬幼年/成年时免疫，中老年宠物犬猫的免疫率均较低。狂犬疫苗接种方面，2023年我国宠物犬接种率达57.1%新高（自2019年起基本保持上行态势），而宠物猫接种率为42.9%，较2021年高点下行6.1pct。根据WHO，一个地区的犬只狂犬病免疫率达到70%以上，就可以建立起有效的免疫屏障，切断狂犬病的传播。对比2017年美国宠物狗的狂犬病免疫率就已超过90%，我国宠物免疫率仍与发达国家有较大差距。整体来看，我国养宠人士防疫意识有提升空间，意味着宠物免疫率有较大提升空间。

我国宠物疫苗市场主要由美国礼来、硕腾、荷兰英特威等外资企业主导。2021-2023年我国宠物疫苗使用率top5品牌均为外资背景，其中硕腾的“妙三多”疫苗处于绝对领先地位。而国产疫苗由于发展时间较短，市场推广及接受度处于提升过程中；目前国内注册产品主要集中在犬用领域（根据中研普华研究院、派读宠物数据等）。

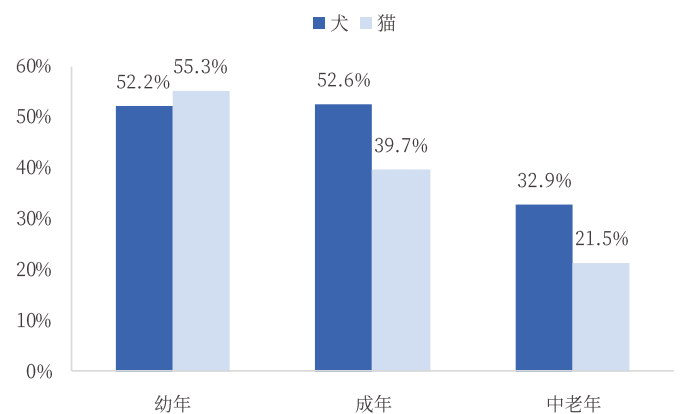
同时我们注意到，在宠物药品方面，不同消费渠道带来的消费倾向差异较大：在诊所渠道，进口药因工艺好、有效成分含量高、副作用小等特点更受青睐；在网购渠道，国产药销量更高，但由于价格低廉，总销售额低于进口药。总体上，我们认为未来随着有竞争力的国产疫苗逐步上市和推广，国产疫苗将实现量价齐升并将由线上向线下渗透。

图71：2021-2023年我国宠物（犬猫）免疫率



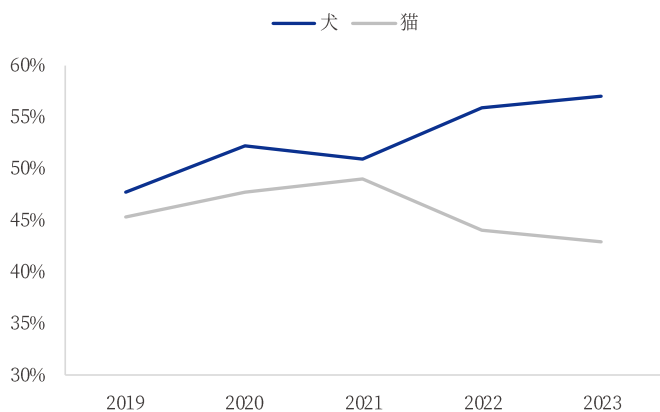
资料来源：派读宠物《中国宠物行业白皮书》，中国银河证券研究院

图72：2023年我国不同年龄段宠物犬猫免疫率



资料来源：派读宠物《中国宠物行业白皮书》，中国银河证券研究院

图73: 2019-2023 年我国宠物犬猫狂犬疫苗接种率



资料来源: 派读宠物《中国宠物行业白皮书》, 中国银河证券研究院

图74: 2021-2023 年我国宠物疫苗品牌使用率 Top5 均为进口品牌

排名	2021年		2022年		2023年	
	品牌	使用率	品牌	使用率	品牌	使用率
1	妙三多	44.6%	妙三多	48.2%	妙三多	49.9%
2	瑞贝康	15.6%	卫佳8	15.4%	卫佳8	16.2%
3	卫佳8	13.7%	瑞贝康	15.2%	瑞比克	13.6%
4	瑞比克	10.5%	瑞比克	6.8%	瑞贝康	8.2%
5	卫佳5	5.9%	宠必威	5.2%	宠必威	5.4%

资料来源: 派读宠物《中国宠物行业白皮书》, 中国银河证券研究院

3.8 款国产猫三联疫苗已通过应急评价, 国产替代存想象空间

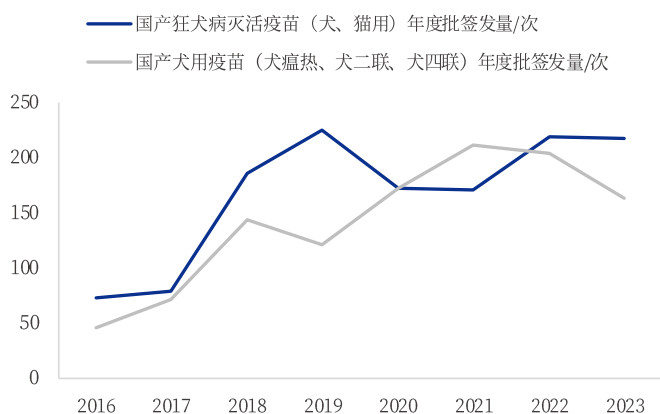
我国宠物疫苗研发处于持续推进过程中。相对成熟的产品主要是国产狂犬病灭活疫苗（犬、猫用），其已有针对 8 种毒株的疫苗，十多家企业上市销售，国产替代进度较快。除此以外：

1) 国产犬用疫苗主要集中在犬瘟热、犬二联、犬四联产品上，有中牧股份、科前生物等 5 家企业销售，自 16 年以来批签发量整体呈上升趋势。但需要注意的是国外已有犬六联、犬八联产品上市，国产疫苗与国外技术上依旧存在差距。

2) 在猫用疫苗方面，2022 年农业农村部为国产猫三联疫苗开通了应急评价通道。自 23 年 8 月以来，我国已有四批次共计 8 款国产猫三联疫苗通过应急评价，涉及 5 家上市公司（瑞普生物、科前生物、普莱柯、中牧股份、生物股份），其中从获批到上市节奏最快的是瑞普生物（23 年 8 月通过应急评价，24 年 1 月获批文号并上市。此外，瑞普生物于 24 年年初与申基生物达成战略合作，未来将联合开发猫四联 mRNA 疫苗）。这意味着此前硕腾旗下的“妙三多”疫苗一家独大的局面被打破（“妙三多”疫苗自 2011 年通过农业部审批进入中国市场，此前一直是国内唯一获得农业部正式批文的猫三联疫苗）。

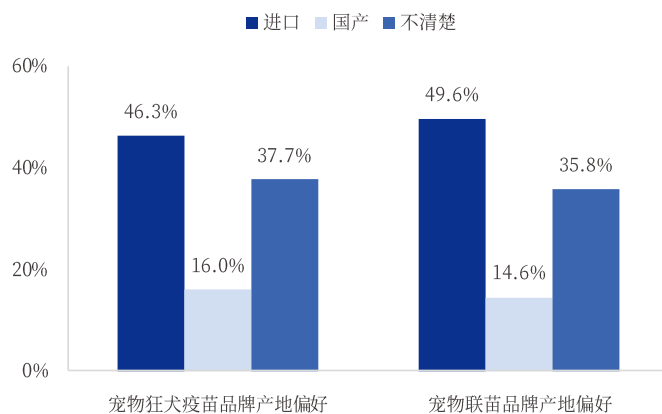
综合来说，我国宠物疫苗国产替代正加速推进中，替代空间巨大（根据《2022 中国宠物医疗行业白皮书》，21 年国内宠物药品产值约 131 亿元）。

图75: 国产犬、猫用疫苗和犬用疫苗签批发量基本呈上升趋势



资料来源: 国家兽药基础数据库, 中国银河证券研究院

图76: 2020 年我国宠物主对宠物疫苗品牌产地的偏好



资料来源: 派读宠物《中国宠物行业白皮书》, 中国银河证券研究院

表6: 我国已有 8 款国产猫三联疫苗通过农业部应急评价

申请企业	疫苗名称	所处阶段
瑞普生物	猫三联 (RPVF0304 株+RPVF0207 株+RPVF0110 株) -瑞喵舒	23 年 8 月通过农业部应急评价, 24 年 1 月获农业部批准文号并上市 > 上市首月销售额近千万元, 24Q1 实现销售额 1200 万元, 终端覆盖 4600 家宠物医院; 截至 5 月底已获批签发超 115 万头份; 预计 24 年营收超 1 亿元
博莱得利生物、中瑞动检生物技术	猫三联 (HBX05 株+BJS01 株+BJH13 株) - 喵倍护	23 年 8 月通过农业部应急评价, 24 年 1 月获农业部批准文号并于 2 月上市 > 上市三个月多发销量超 60 万头份, 6000 多家宠物医院下单
农科院上研所、怡安生物、哈药集团	猫三联 (WX 株+SH14 株+0918 株) - 喵三新、妙多安	23 年 8 月通过农业部应急评价, 怡安生物 24 年 1 月获农业部批准文号并上市; 哈药 24 年 5 月获农业部批准文号并于 6 月上市 > 怡安生物 24 年猫三联疫苗销售目标 1 亿元
华中农业大学、科前生物、云南生物制药、华派生物	猫三联 (WH-2017 株+LZ-2016 株+CS-2016 株) - 科妙优、猫康宁	23 年 11 月通过农业部应急评价
普莱柯、惠中生物、新正好生物	猫三联 (708 株+60 株+64 株) - 喵益哆	23 年 12 月通过农业部应急评价, 24 年 4 月获农业部批准文号并上市
中牧股份	猫三联 (HBJ06 株+CHZ05 株+PSY01 株)	23 年 12 月通过农业部应急评价
西诺生物、爱宠生物、正业生物	猫三联 (VP2 蛋白+CC3 株+CP2 株)	24 年 1 月通过农业部应急评价
辽宁益康、金宇共立	猫三联 (FP/15 株+FH/AS 株+FC/HF 株)	24 年 6 月通过农业部应急评价
青岛动保国家工程技术研究中心、中科拜克生物	猫三联 (FPV03 株+FHV02 株+FCV05 株)	临床试验阶段, 有效期限为 2022.5.17-2024.5.16

资料来源: 农业农村部, 国家兽药基础数据库, 宠业家, Pet Notes 宠物商业研究, 中国医药城, 中国银河证券研究院

(四) 小结: 疫苗后周期板块或迎来量利双收局面

动保市场规模稳增长, 行业集中度提升。在非强免政策驱动下, 疫苗将迎来市场化大时代, 头部疫苗企业将显著受益。同时受益于 24 年猪价前低后高的预判, 动物疫苗销量将受益于下游养殖盈利能力改善, 24H2 疫苗企业或可迎来量利双收的良好局面。另外, 关注宠物疫苗的国产替代趋势: 宠物健康行业不断扩容, 宠物疫苗国产替代空间巨大。犬、猫用狂犬病灭活疫苗和犬用疫苗的国产替代进展较快; 猫三联疫苗已有 8 个通过农业农村部应急评价, 国产替代加速推进中。

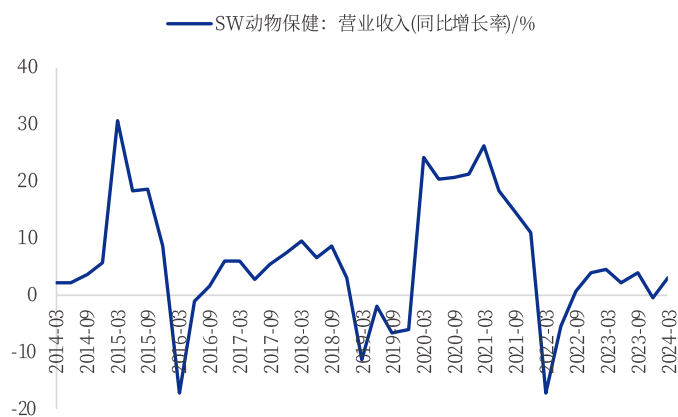
从估值角度看, 24 年 6 月 21 日 SW 动物保健板块 PE (TTM) 为 33.60 倍, 处于历史相对低位区间 (最低位约 24 倍)。我们建议积极关注疫苗品类全面、市场化销售能力突出、研发实力强劲的动保企业, 包括中牧股份 (600195.SH)、科前生物 (688526.SH)、生物股份 (600201.SH)、普莱柯 (603566.SH) 等。

图77: 2018年至今SW动物保健板块PE(TTM,整体法)走势



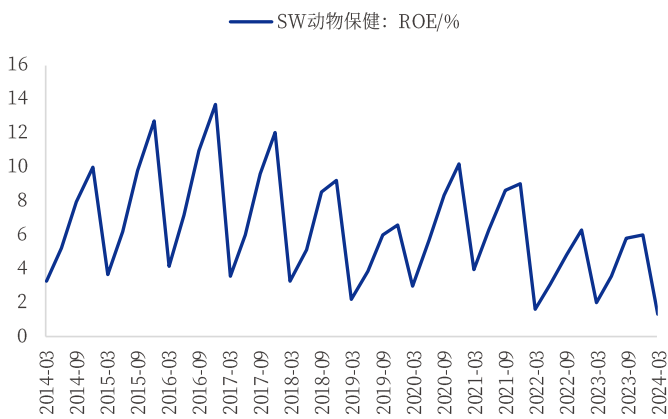
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图78: 2014Q1至今SW动物保健行业收入增长变动情况



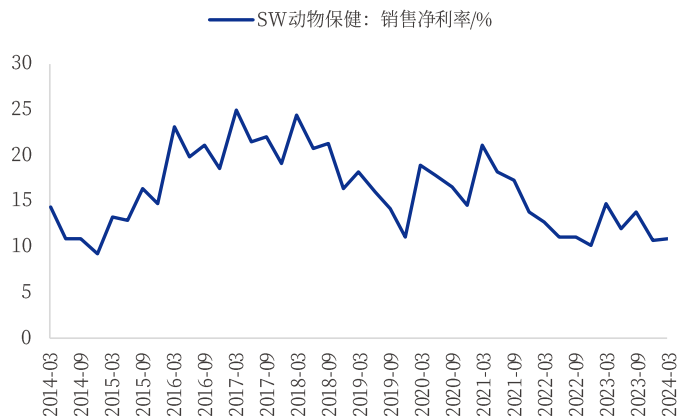
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图79: 2014Q1至今SW动物保健行业ROE(平均)变动情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图80: 2014Q1至今SW动物保健行业销售净利率变动情况



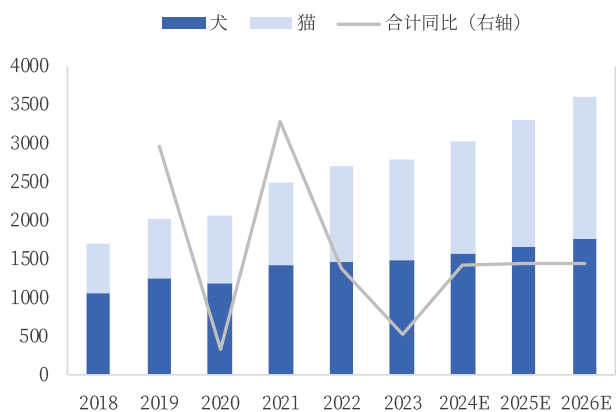
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

五、宠食：国产替代大有可为，出口景气助业绩释放

（一）多因素驱动我国宠物食品行业持续扩容

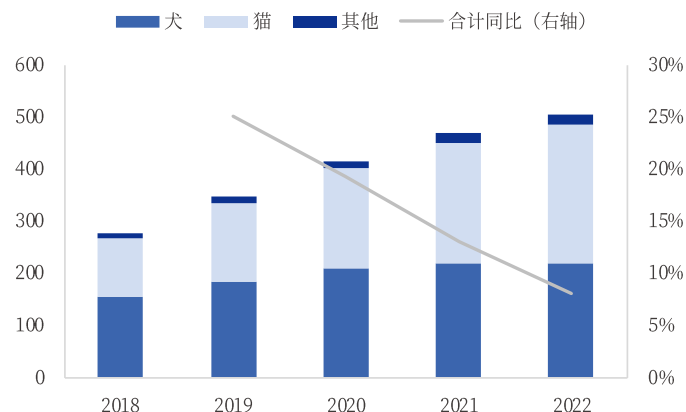
我国宠物食品市场快速增长，未来空间广阔。根据派读宠物数据，我国宠物消费市场规模快速提升，2023 年城镇宠物犬猫消费市场规模达 2793 亿元，同比+3.22%，2018-2023 年 CAGR 为 +10.34%，预计 2026 年市场规模有望增长至 3613 亿元。其中，宠物食品作为宠物消费行业重要的细分板块，依然处于高速增长的前期阶段，未来成长空间广阔。根据巨量算数数据，2022 年我国宠物食品市场规模为 507 亿元，同比+8.10%，2018-2022 年 CAGR 高达+16.21%。具体看驱动宠物食品市场持续扩容的因素，我们认为包括宠物绝对数量的增加、科学养宠观念升级下宠物食品渗透率的提升，以及单只宠物消费水平的提升等。

图81：2018-2026E 中国城镇宠物（犬猫）消费市场规模（亿元）



资料来源：派读宠物《中国宠物行业白皮书》，中国银河证券研究院

图82：2018-2022 年中国宠物食品行业市场规模（亿元）



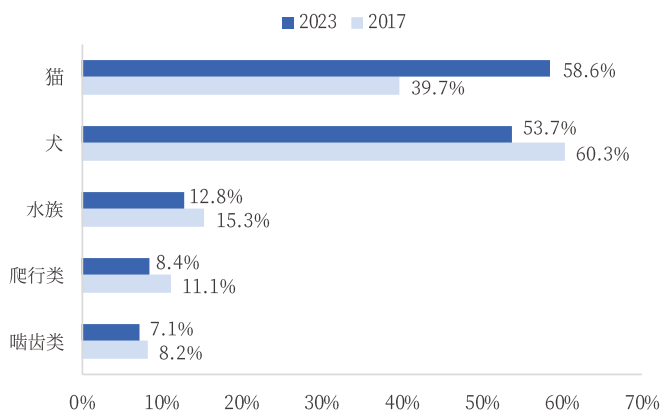
资料来源：巨量算数，欧睿国际 PASSPORT 数据库，中国银河证券研究院

1. 驱动因素一：宠物渗透率提升

我国宠物犬猫数量稳定增长，宠物渗透率提升可期。从养宠结构来看，犬猫依然为我国主要的宠物饲养品种。根据派读宠物数据，2023 年我国宠物犬猫数量合计 1.22 亿只，同比+4.29%，2017-2023 年 CAGR 为+5.64%，呈稳定增长态势。其中宠物猫的增速显著高于宠物犬，2023 年我国宠物猫数量为 6980 万只，同比+6.79%，2017-2023 年 CAGR 高达+10.88%，使得宠物猫饲养占比自 2017 年的 39.7%快速提升至 2023 年的 58.6%；而 2023 年我国宠物犬数量为 5175 万只，2017-2023 年 CAGR 为+0.61%，基本保持稳定，使得宠物犬饲养占比自 2017 年的 60.3%下行至 2023 年的 53.7%。我国宠物主数量同样呈现上行趋势，2023 年我国犬猫主人合计（未去重）数量为 7510 万人，同比+6.63%。

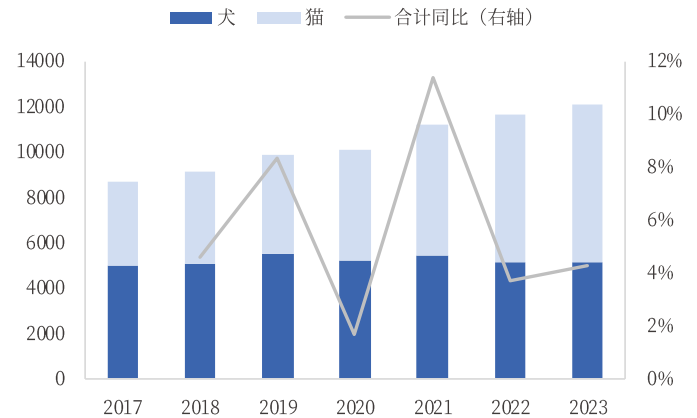
但对标国外成熟市场，我国宠物渗透率仍有较大提升空间。根据尼尔森 IQ 数据，2022 年我国宠物渗透率为 22%，同期美国、澳大利亚、加拿大等成熟市场渗透率均超过 50%，较日本 28%的宠物渗透率亦尚存差距。未来随着我国宠物渗透率提升带动宠物数量增加，将持续推动宠物市场扩容。

图83：2017年与2023年中国养宠结构对比



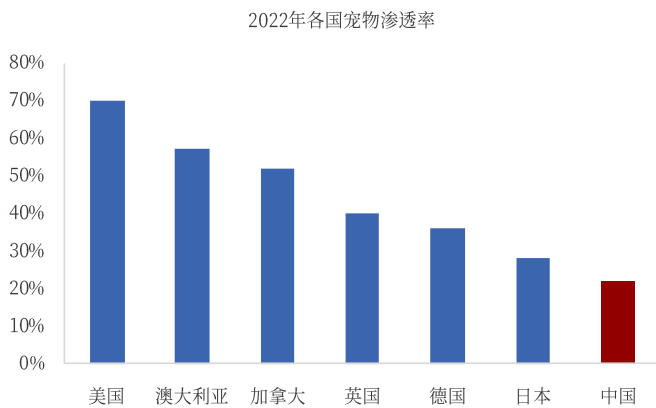
资料来源：派读宠物《中国宠物行业白皮书》，中国银河证券研究院

图84：2017-2023年中国宠物（犬猫）数量（万只）



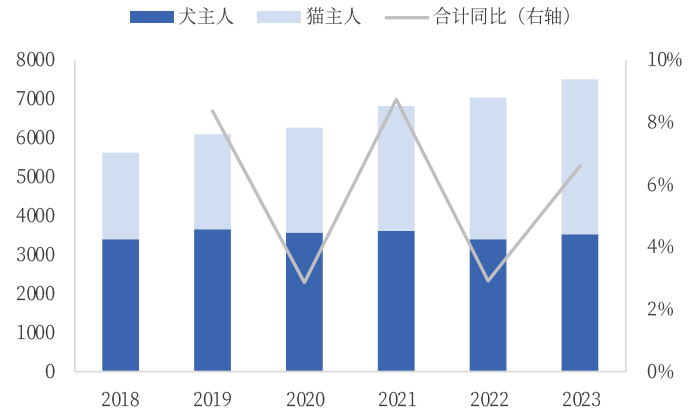
资料来源：派读宠物《中国宠物行业白皮书》，中国银河证券研究院

图85：2022年不同国家宠物渗透率情况



资料来源：尼尔森 IQ《掘金萌宠“它”经济，点燃时代“新”商机》，中国银河证券研究院

图86：2018-2023年中国城镇宠物（犬猫）主数量（万人）

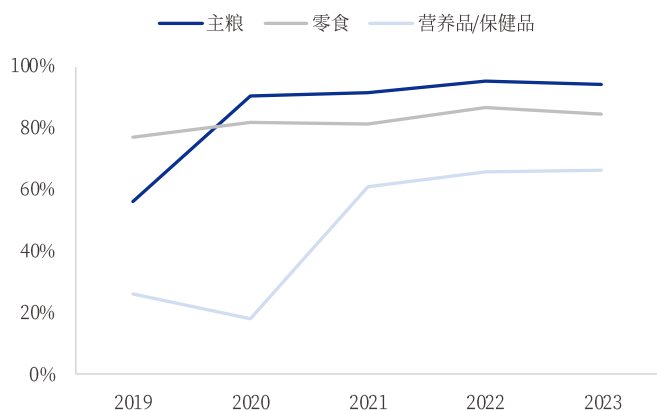


资料来源：派读宠物《中国宠物行业白皮书》，中国银河证券研究院

2.驱动因素二：宠物食品渗透率提升

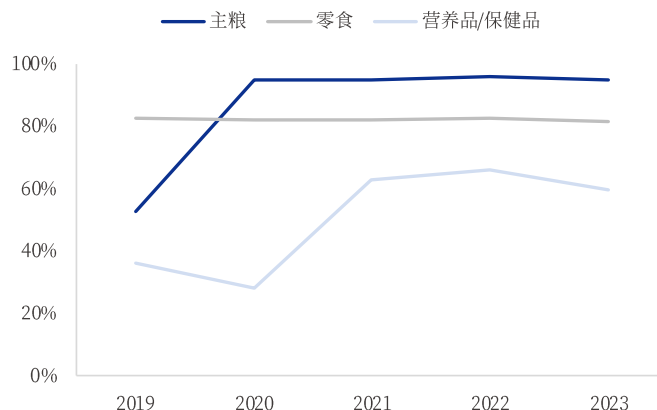
科学养宠观念升级下，我国宠物食品渗透率有望进一步提升。回溯宠物行业的发展历史，从剩饭剩菜到主粮，再到宠物零食、用品与服务是一条必由之路。而宠物食品因其消费频次高、消费门槛相对较低、受众最广等特性或将优先受益。派读宠物的数据也佐证了这一观点，目前我国宠物主粮是渗透率最高的宠物食品品类，宠物犬、猫的主粮渗透率分别自2019年的56.0%、52.5%提升至2023年的94.4%、95.3%；此外，宠物营养保健品的渗透率也呈现快速增长态势。受益于我国宠物主年轻化趋势，以及科学养宠概念的普及深入，宠物主对于宠物食品的营养配方关注度不断提升，有望进一步助推我国宠物食品渗透率的提升。

图87: 2019-2023 年中国宠物犬食品细分品类渗透率



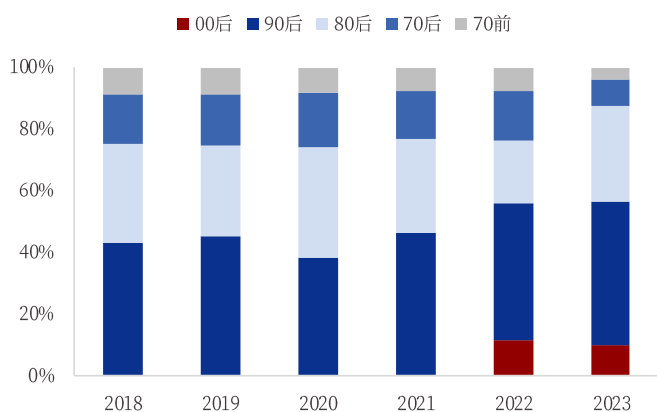
资料来源: 派读宠物《中国宠物行业白皮书》, 中国银河证券研究院

图88: 2019-2023 年中国宠物猫食品细分品类渗透率



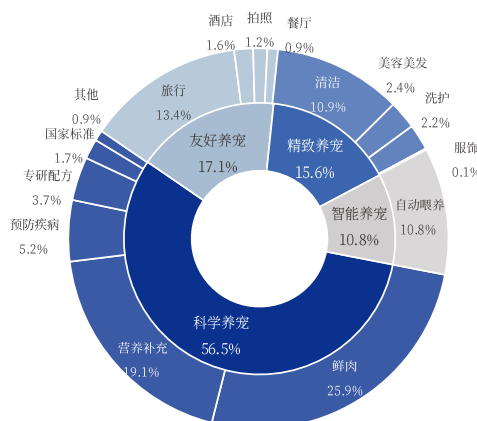
资料来源: 派读宠物《中国宠物行业白皮书》, 中国银河证券研究院

图89: 2018-2023 年中国宠物主年龄分布



资料来源: 派读宠物《中国宠物行业白皮书》, 中国银河证券研究院

图90: 2023 年“科学养宠”在“养宠观念”中提及率高达 56.5%



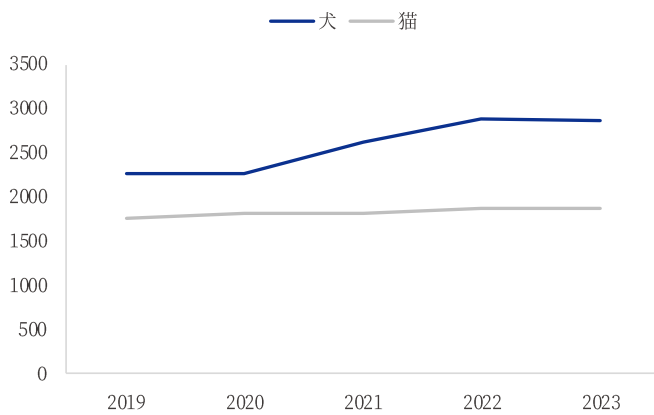
资料来源: 抖音商城&宠业家《抖 in 萌宠计划·养宠趋势报告》, 飞瓜数据, 中国银河证券研究院

3.驱动因素三: 宠均消费力增强

受益于高收入人群占比提升+产品结构高端化升级等, 我国宠均消费力稳步提升。根据派读宠物数据, 2023 年我国单只宠物猫年均消费 1870 元, 同比-0.69%, 2019-2023 年 CAGR 为+1.41%, 基本保持稳定; 2023 年单只宠物犬年均消费 2875 元, 同比-0.24%, 2019-2023 年 CAGR 为+6.14%, 呈较快速增长。其中, 在食品类目支出方面, 根据德勤数据, 我国单只宠物年食品支出自 2017 年的 156 元增长至 2021 年的 273 元, 但仍与成熟市场存在明显差距; 21 年韩国、日本、美国、英国等市场的单只宠物年食品支出均超过 1700 元水平。

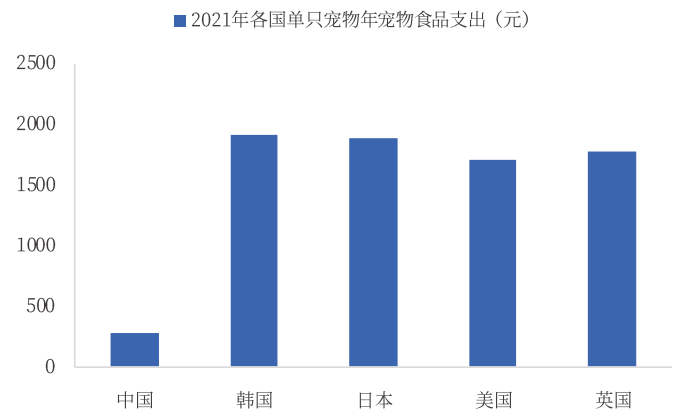
从养宠人群结构变化来看, 高收入人群占比呈明显提升趋势, 成为推动我国宠均消费力提升的重要潜在因素。2020 年我国宠物食品消费中, 高端/超高端产品占比高达 44%, 且呈上行趋势, 考虑叠加消费恢复预期, 我国宠物食品消费市场有望进一步扩容。

图91: 2019-2023 年中国单只宠物（犬猫）年均消费金额（元）



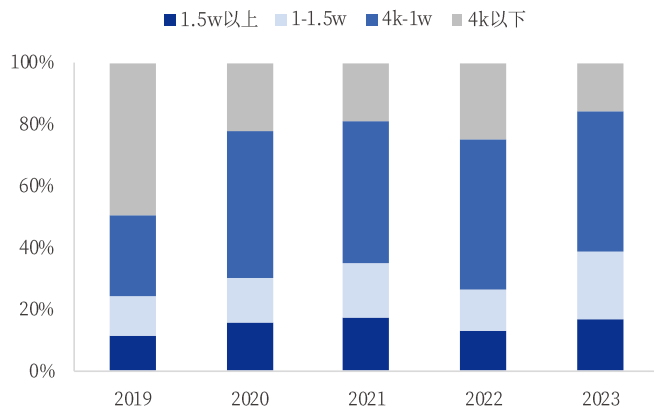
资料来源: 派读宠物《中国宠物行业白皮书》, 中国银河证券研究院

图92: 2021 年不同国家单只宠物年宠物食品支出情况



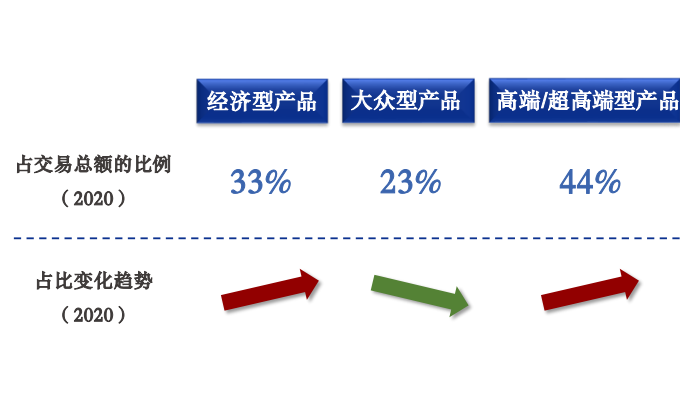
资料来源: 德勤《中国宠物食品行业白皮书 2022》, 中国银河证券研究院
(注: 单只宠物年宠物食品支出=猫狗宠物食品市场规模/宠物猫狗总数)

图93: 2019-2023 年中国宠物主平均月薪分布



资料来源: 派读宠物《中国宠物行业白皮书》, 中国银河证券研究院

图94: 高端/超高端型宠物食品产品占比呈上行趋势



资料来源: 德勤《中国宠物食品行业白皮书 2022》, 中国银河证券研究院

(二) 宠食行业竞争格局分散, 国产替代推动行业整合

国外品牌占据高端市场, 国产品牌持续发力。根据鲜肉含量和产品价格, 我国宠物食品主要分为高端、中端和大众三个类型。高端型宠物食品选用天然、有机食材, 主要由玛氏、雀巢旗下希宝、冠能等国外品牌占领; 中端型注重营养成分科学, 国产品牌的配方强调功能性、更具品牌特色, 市占率持续提升; 大众型主打营养均衡, 满足基础功能, 国产品牌的品牌知名度和市占率较高, 竞争激烈。随着我国宠物食品市场规模不断扩大、线上线下销售渠道逐渐拓宽, 国产品牌不断推出新品或子系列 (如乖宝宠物旗下弗列加特、佩蒂股份旗下爵宴等), 开拓高端市场, 扩大中端市占率, 国产品牌的市场布局逐渐完善。

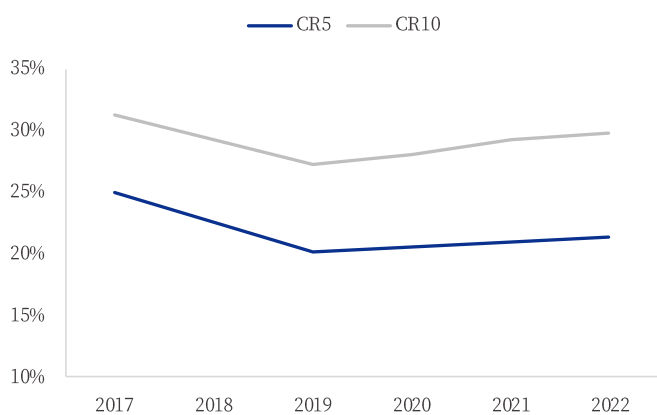
图95: 中国宠物食品行业竞争格局



资料来源: 德勤《中国宠物食品行业白皮书 2022》, 中国银河证券研究院

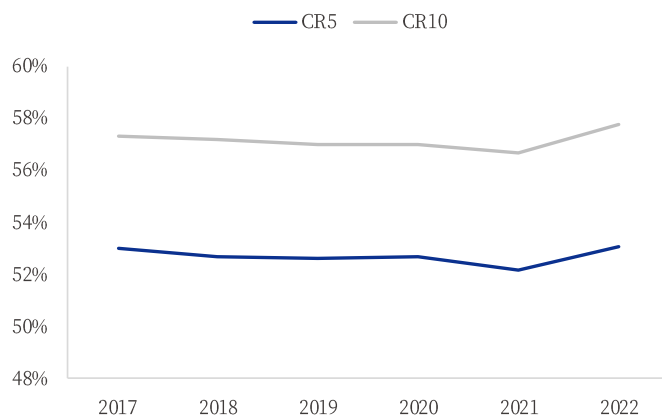
我国宠物食品市场集中度较低，高成长龙头有望推动行业整合。我国宠物食品行业尚处于早期发展阶段，竞争格局相对分散。根据欧睿 passport 数据，2022 年我国宠物食品市场 CR5、CR10 分别为 21%、30%，远低于全球 53%、58% 的水平。2022 年我国宠物食品 Top5 中有 2 家进口品牌（玛氏、雀巢），以及 3 家国产品牌（乖宝宠物、中宠股份、华兴宠物）。随着国内养宠人群对宠物食品国产品牌的接受度不断提高，国产龙头企业有望保持较快增长，推动行业集中度提升。

图96: 2017-2022 年中国宠物食品市场集中度



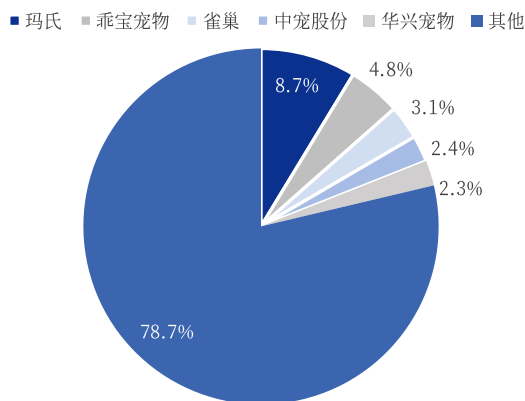
资料来源: 欧睿 passport, 中国银河证券研究院

图97: 2017-2022 年全球宠物食品市场集中度



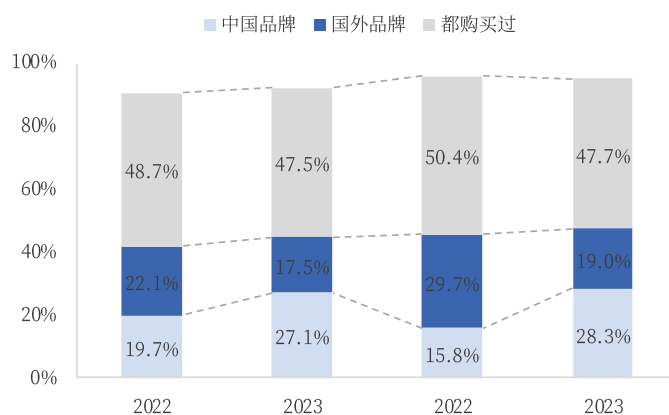
资料来源: 欧睿 passport, 中国银河证券研究院

图98: 2022年中国宠物食品行业 CR5 为 21.3%



资料来源: 欧睿 passport, 中国银河证券研究院

图99: 2022-23年中国养宠人群购买主粮的品牌偏好变化



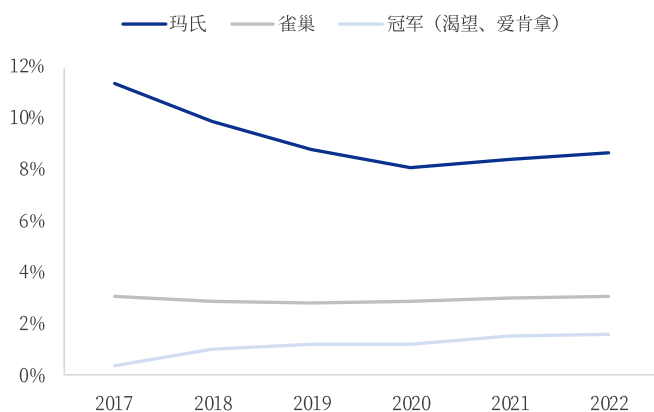
资料来源: 派读宠物《中国宠物行业白皮书》, 中国银河证券研究院

国产替代趋势明显, 乖宝宠物国内营收规模&盈利能力领先同行。具体看各龙头市占率的变化, 在进口品牌中, 2017-2022年玛氏始终保持我国宠物食品 Top1, 但其市占率由 2017 年的 11.4% 下降至 2022 年的 8.7%, 市场份额逐渐被国产品牌瓜分; 雀巢市占率较为稳定, 保持在 3% 左右; 冠军 (旗下品牌有渴望、爱肯拿) 市占率呈提升态势。

国内宠物食品企业多数自海外代工起家, 但近年考虑国外成熟市场需求增长有限、部分国家出口限制政策影响, 以及国内宠物食品行业高成长、潜力较大等因素, 国内企业纷纷发力自有品牌, 抢占国内市场份额。根据欧睿 passport 数据, 国产龙头品牌市占率均有不同程度的提升, 乖宝宠物、中宠股份、华兴宠物市占率分别自 2017 年的 2.6%、1.3%、1.5% 提升至 2022 年的 4.8%、2.4%、2.3%。

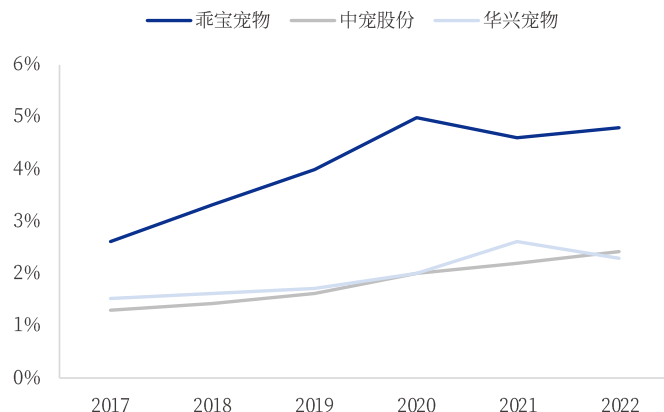
在上市宠食企业中, 乖宝宠物发力自有品牌较早, 国内业务营收规模一骑绝尘, 2023 年实现收入 28.63 亿元 (同比+40.41%), 收入规模远超同行 (23 年同期中宠股份、佩蒂股份、路斯股份国内营收分别为 10.86 亿元、3.50 亿元、2.82 亿元)。同时, 受益于产品结构优化等, 2023 年乖宝宠物国内业务毛利率 39.23%, 同比+0.54%, 处于行业领先地位。

图100: 2017-2022年中国主要进口宠物食品公司市占率变化



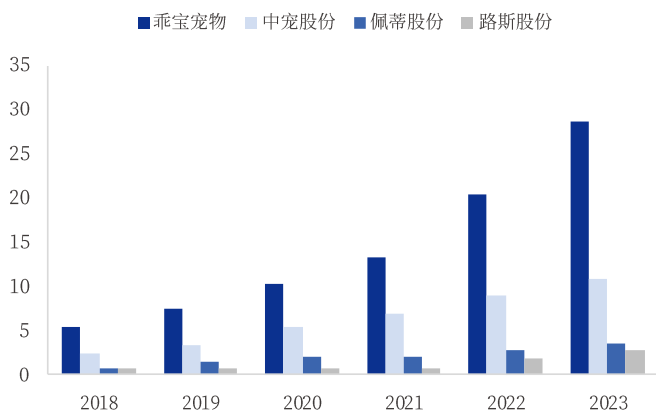
资料来源: 欧睿 passport, 中国银河证券研究院

图101: 2017-2022年中国主要国产宠物食品公司市占率变化



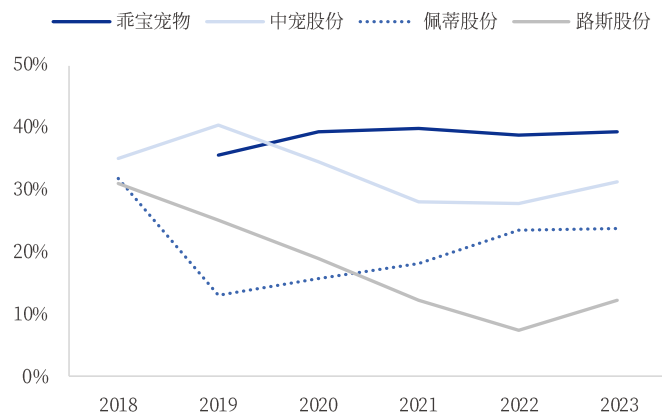
资料来源: 欧睿 passport, 中国银河证券研究院

图102: 2018-2023年我国主要宠物食品上市公司国内营收(亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图103: 2018-2023年我国主要宠物食品上市公司国内毛利率

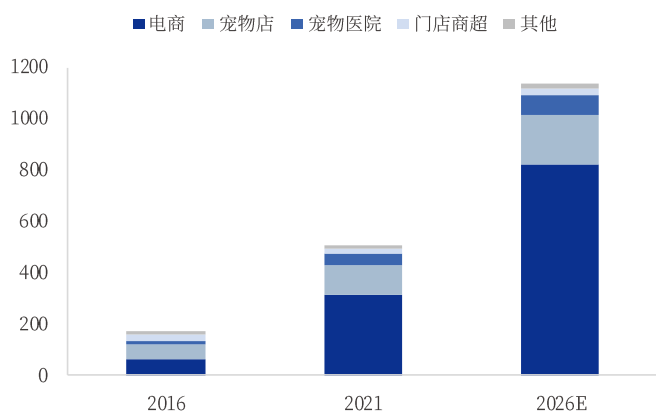


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

抖音等新兴电商平台增速亮眼, 助力宠物食品线上渠道放量。不同于欧美等成熟市场, 我国宠物食品销售以线上渠道为主。根据德勤数据, 2021年我国宠物食品电商渠道市场规模约311亿元, 占比自2016年的38%提升至62%; 预计2026年市场规模有望超820亿元, 占比或达72%。

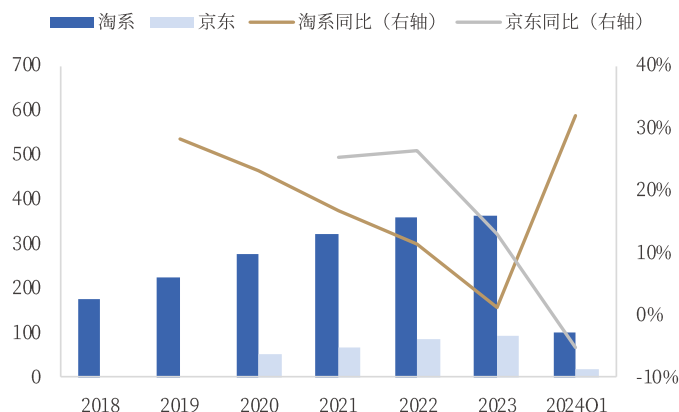
分平台来看, 近年淘系、京东等传统电商平台的宠物食品销售增速有所放缓。根据麦乐多数据, 2023年淘系、京东分别实现成交额363亿元、94.7亿元, 同比+1.1%、+13.0%; 2024Q1淘系、京东分别实现成交额100.9亿元、19亿元, 同比+31.9%、-5.2%。而抖音、拼多多等新兴电商平台销售增速更为亮眼。根据宠物营销界数据, 2023年抖音宠物食品销售额超46亿元, 同比实现翻倍级增长; 2024Q1抖音销售额近20亿元, 同比增长约240%。未来随着电商新渠道、新业态快速发展, 有望助力宠物食品线上销售规模进一步扩大。具体看线上渠道中市场份额领先的品牌, 进口品牌中皇家市占率位居第一, 国产品牌中麦富迪(乖宝宠物旗下品牌) 24Q1在天猫、京东、抖音平台分别排名第1、第2、第1, 市占率达3.1%、5.7%和4.7%, 优势领先。

图104: 不同渠道下中国宠物食品行业市场规模情况(亿元)



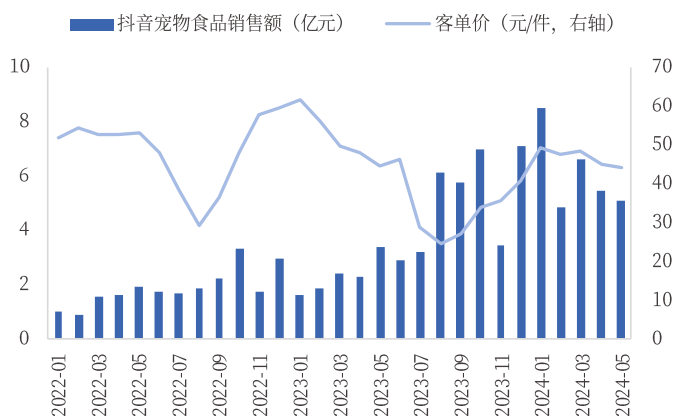
资料来源: 德勤《中国宠物食品行业白皮书2022》, 中国银河证券研究院

图105: 2018-2024Q1淘系、京东宠物食品年度成交额(亿元)



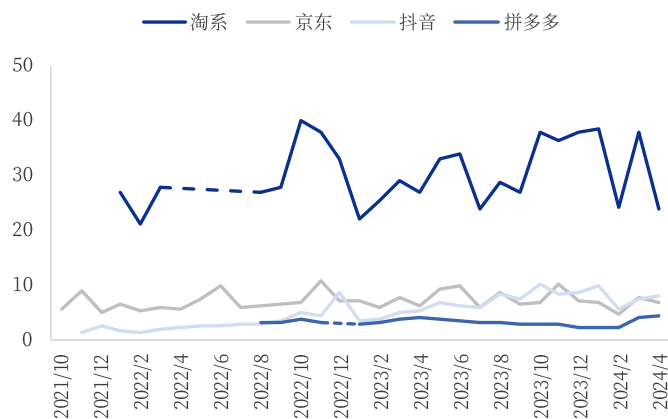
资料来源: 麦乐多 Milestone, 中国银河证券研究院 (注: 淘系指天猫+淘宝)

图106: 2022年至今抖音月度宠物食品销售情况



资料来源: 宠物营销界, 中国银河证券研究院

图107: 2021.10-2024.4 各电商平台宠物食品月度成交额 (亿元)



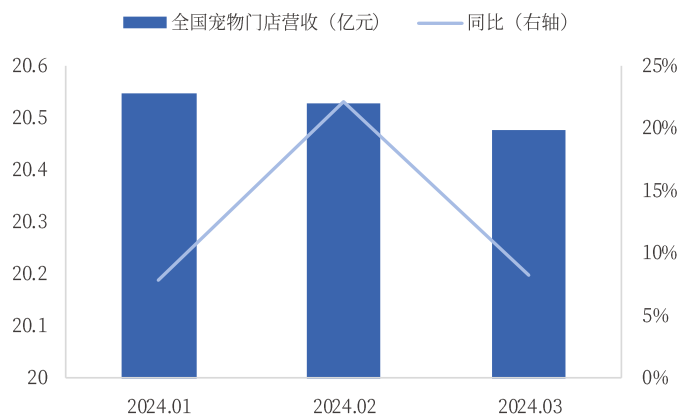
资料来源: 麦乐多 Milestone, 中国银河证券研究院 (注: 淘系指天猫+淘宝)

图108: 2024Q1 各电商平台 Top5 宠物食品品牌情况

排名	天猫				京东				抖音			
	品牌	均价 (元)	市占率		品牌	均价 (元)	市占率		品牌	均价 (元)	市占率	
1	麦富迪	65.9	3.1%		皇家	229.1	7.9%		麦富迪	64	4.7%	
2	皇家	221.9	3.0%		麦富迪	61	5.7%		卫仕	151.4	2.2%	
3	网易严选	65.9	1.8%		网易严选	80	3.5%		喵梵思	45	2.1%	
4	鲜朗	160.4	1.7%		伯纳天纯	201.1	2.1%		蓝氏	87.9	1.6%	
5	凯瑞思	73.5	1.4%		原始猎食渴望	448.8	1.8%		普安特	30.5	1.4%	

资料来源: 宠业家, 魔镜洞察, 中国银河证券研究院

图109: 2024Q1 全国宠物门店营收及同比情况



资料来源: 宠业家, 中国银河证券研究院

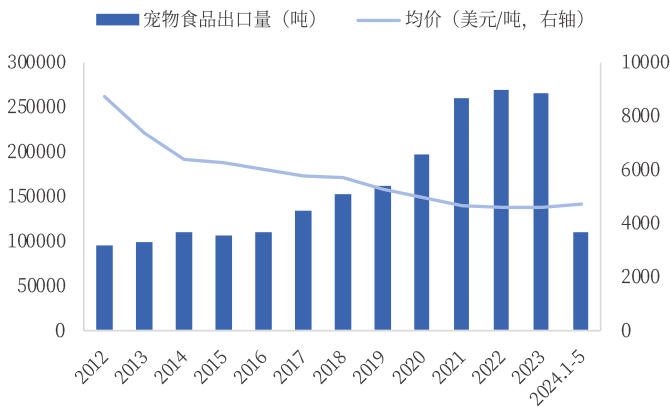
(三) 宠食出口市场回暖, 关注东南亚新兴市场机会

我国宠物食品出口市场显著回暖, 24 年出口景气度或延续。根据海关总署数据, 2023 年我国宠物食品出口量 26.6 万吨, 同比-1.15%; 其中 1-8 月受海外去库存影响, 出口普遍承压, 9 月出口量显著回暖, 此后始终保持较高增速。23 年宠物食品出口均价 3.24 万元/吨, 同比+5.68%。

分品类来看, 非罐头类食品是宠物食品出口回暖的决定性因素, 23 年其出口量为 23.49 万吨, 占比超 88%; 均价 3.5 万元/吨, 显著高于罐头类食品 (23 年均价为 1.33 万元/吨)。进入 2024 年, 我国宠物食品出口增长势头延续, 5 月出口量 3.06 万吨, 同比+30.89% (连续第 9 个月同比增长); 均价 2.96 万元/吨, 同比-4.17%。

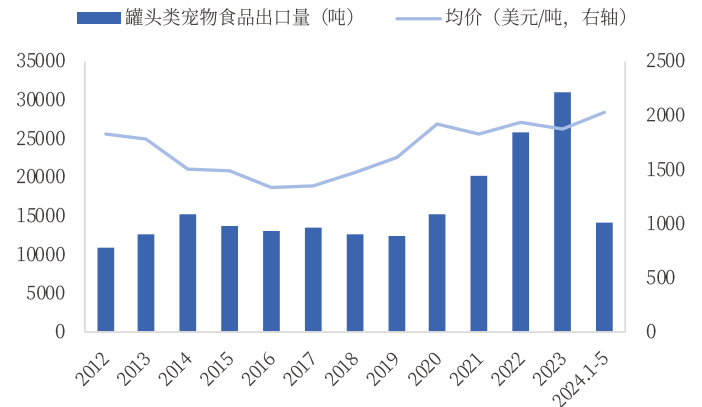
综合来看, 海外客户去库存完成, 需求拐点已现, 补库存将持续。受益于行业整体景气上行, 叠加考虑 23 年前三季度基数较低, 利好出口业务占比较大的宠物食品公司, 如中宠股份、佩蒂股份等。

图110: 2012年至今我国宠物食品出口量价情况



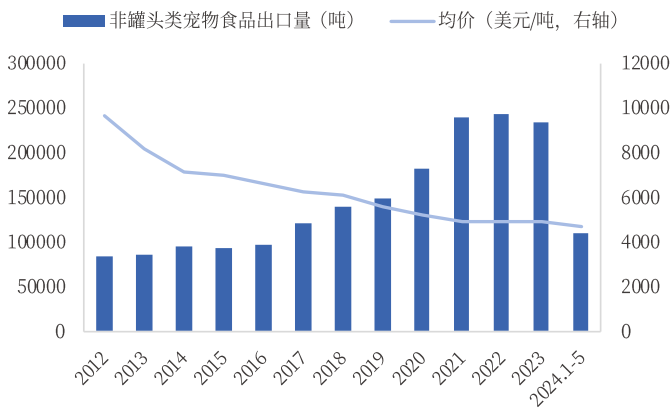
资料来源: 海关总署, 中国银河证券研究院

图111: 2012年至今我国罐头类宠物食品出口量价情况



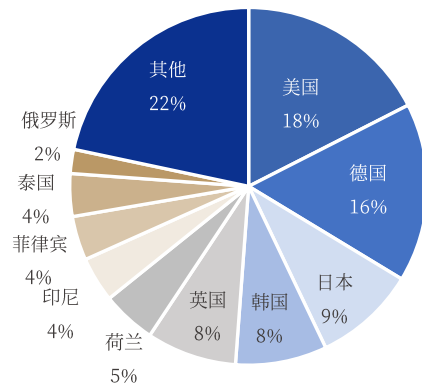
资料来源: 海关总署, 中国银河证券研究院

图112: 2012年至今我国非罐头类宠物食品出口量价情况



资料来源: 海关总署, 中国银河证券研究院

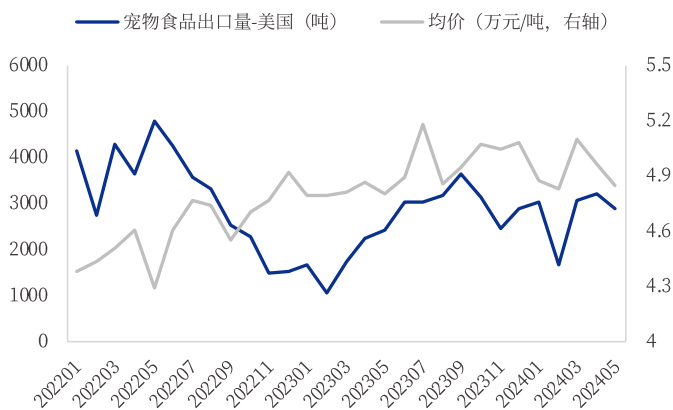
图113: 2023年我国宠物食品出口金额按国家分布



资料来源: 海关总署, 中国银河证券研究院

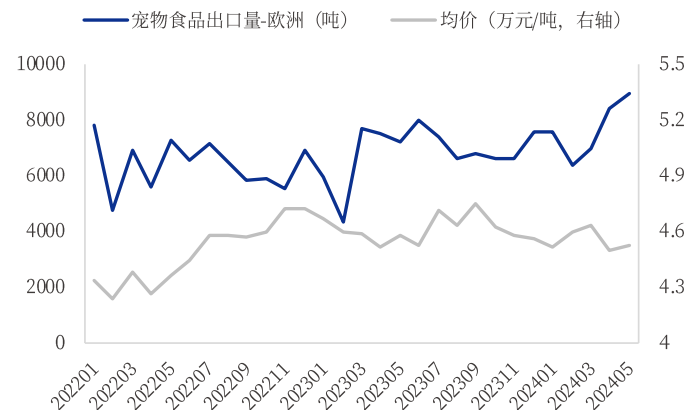
美德日为我国前三大宠物食品出口国家, 24年美国出口恢复情况优于欧洲。根据海关总署数据, 2023年美国、德国、日本为我国前三大宠物食品出口国家, 分别占出口总额的17.5%、16.2%和9.2%。具体看欧美地区出口恢复情况, 2023年我国对美国、欧洲的宠物食品出口量分别为3.05万吨、8.24万吨, 同比-20.89%、+7.27%; 出口均价分别为4.95万元/吨、4.61万元/吨, 同比+8.47%、+2.82%。2024年1-5月我国对美国、欧洲的宠物食品出口量分别为1.39万吨、3.83万吨, 同比+51.85%、+17.10%; 出口均价分别为4.93万元/吨、4.55万元/吨, 同比+2.38%、-0.79%。综合来看, 24年美国市场出口恢复优于欧洲, 利好美国出口市场上份额较高的宠物食品公司, 如乖宝宠物、中宠股份等。

图114: 2022.1-2024.5 我国宠物食品出口美国量价情况



资料来源: 海关总署, 中国银河证券研究院

图115: 2022.1-2024.5 我国宠物食品出口欧洲量价情况

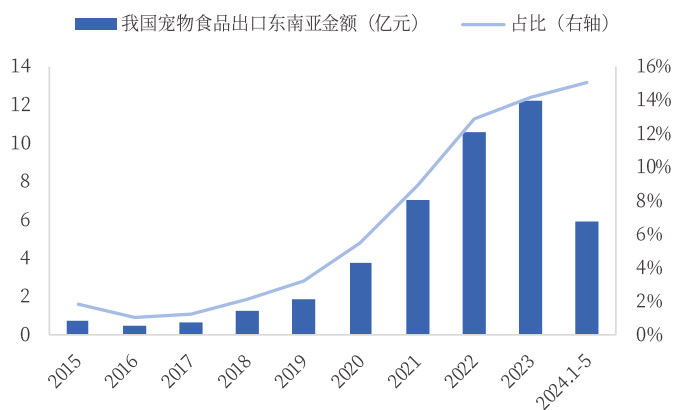


资料来源: 海关总署, 中国银河证券研究院

东南亚地区成为全球宠物行业重要增长极, 我国宠食出口新机遇。东南亚地区宠物行业快速兴起, 呈现高速增长的潜力。根据《2022 全球宠物市场白皮书》数据, 相比于欧美成熟宠物市场每年 5-10%左右趋于平缓的增速, 东南亚地区增速显著领先。2021 年印尼、菲律宾、马来西亚宠物行业 (包括宠物食品和宠物用品) 市场规模增速高达 46.0%、32.1%、16.1% (同期美国增速为 10.5%)。从宠物品种来看, 东南亚地区饲养占比最高的宠物为犬、猫, 整体而言偏爱犬胜过猫; 且地区差异性较大, 比如受宗教禁忌影响, 印尼饲养宠物犬的占比较低等, 因此我国宠食企业出口需考虑因地制宜布局产品。

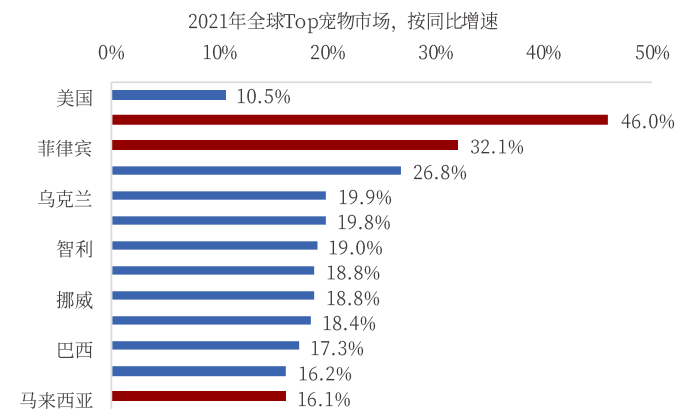
根据海关总署数据, 我国宠物食品出口东南亚金额自 2015 年的 0.78 亿元快速增长至 2023 年的 12.27 亿元, 占比自 1.85%提升至 14.23%。2024 年 1-5 月, 我国宠物食品出口东南亚金额为 5.97 亿元, 同比+23.12%, 占比为 15.13%。未来随着东南亚宠物行业规模快速增长, 或为我国宠物食品出口行业带来新机遇。

图116: 2015-2024 年我国宠物食品出口东南亚金额及占比情况



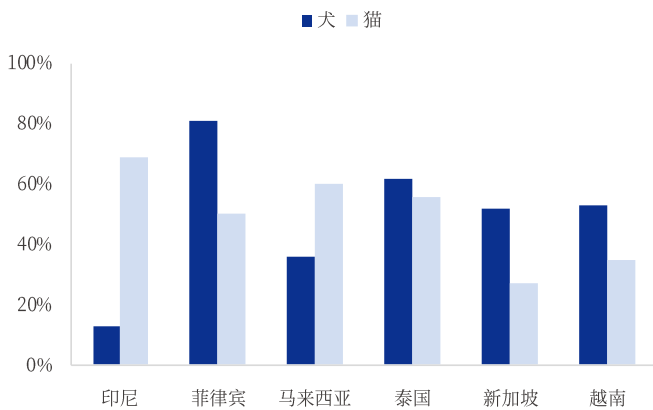
资料来源: 海关总署, 中国银河证券研究院

图117: 东南亚国家宠物行业规模增速亮眼



资料来源: 飞书深诺等《2022 全球宠物市场白皮书》, Euromonitor, Meet Intelligence, 中国银河证券研究院

图118: 2021年东南亚各国养宠率情况



资料来源: 飞书深诺等《2022全球宠物市场白皮书》, Rakuten Insight, Meet Intelligence, 中国银河证券研究院

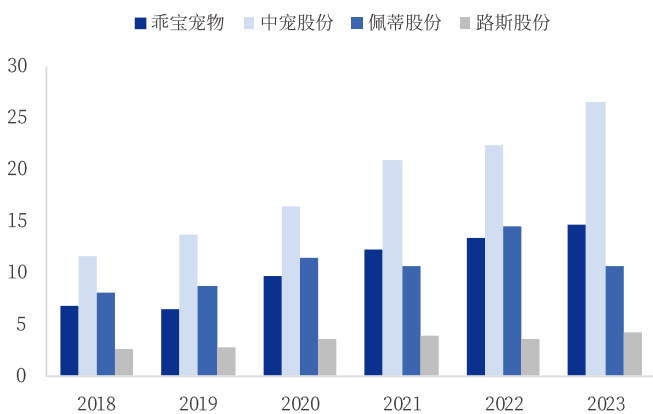
图119: 2017-2021年东南亚各国宠物食品细分市场增长情况

	印尼	菲律宾	马来西亚	泰国	新加坡	越南
猫零食	64.6%	53.5%	34.7%	18.2%	24.5%	0.0%
猫湿粮	25.8%	23.8%	9.4%	10.5%	15.0%	12.9%
猫干粮	33.4%	21.7%	11.5%	13.3%	5.2%	20.7%
狗零食	38.4%	48.5%	7.5%	12.3%	8.0%	0.0%
狗湿粮	17.3%	35.8%	4.8%	7.4%	2.1%	15.0%
狗干粮	29.6%	31.7%	10.5%	7.1%	6.0%	17.0%

资料来源: 飞书深诺等《2022全球宠物市场白皮书》, Euromonitor, Meet Intelligence, 中国银河证券研究院

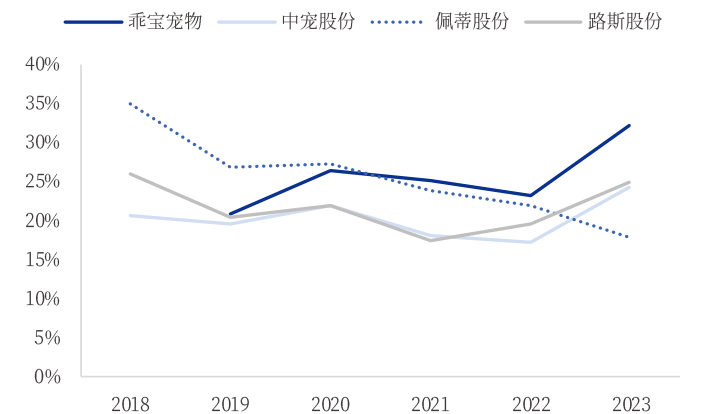
中宠股份国外营收规模第一, 上市宠食企业国外毛利率分化较小。从主要国内宠食上市企业的出口情况来看, 中宠股份以宠物零食出口代工起家, 国外营收规模稳居第一, 2023年实现国外营收26.62亿元, 同比+18.64%, 规模远超同行(23年同期乖宝宠物、佩蒂股份、路斯股份分别实现国外营收14.64亿元、10.62亿元、4.14亿元)。盈利能力方面, 代工业务毛利率通常低于自有品牌业务, 且成本更易受到上游原材料价格波动影响, 上市宠食企业国外毛利率分化较国内更小。2023年国外业务毛利率从高到低依次为乖宝宠物(32.17%)、路斯股份(24.99%)、中宠股份(24.28%)、佩蒂股份(17.90%)。

图120: 2018-2023年我国主要宠物食品上市公司国外营收(亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图121: 2018-2023年我国主要宠物食品上市公司国外毛利率情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(四) 小结: 内销出口双增长, 板块景气持续

本章从内销和出口两个角度分析我国宠物食品行业的增长动能: 1) 内销方面, 我国宠物食品市场仍处于高速增长的早期阶段。受益于宠物数量增加、宠物食品渗透率提升、宠均消费力增强等因素, 市场规模有望持续扩容。我国宠物食品行业集中度较低, 随着国产品牌市场布局逐渐完善, 发力自有品牌抢占市场份额, 国产替代进行中。此外, 抖音等新渠道电商的快速增长助力我国宠物食品线上销售持续放量。2) 出口方面, 23年9月起我国宠物食品出口市场显著回暖, 海外客户补库存或将持续, 利好24年出口景气度延续。同时关注东南亚地区宠物行业快速兴起, 出口占比持续

提升，或打造我国宠物食品出口新增长极。

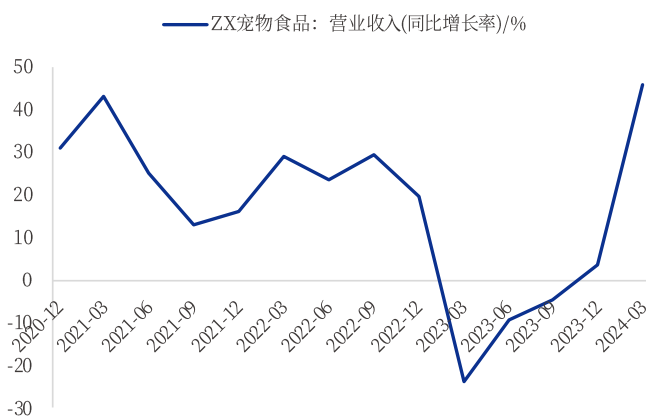
从估值角度看，24年6月21日SW宠物食品PE（TTM）为36.35倍，处于历史相对低位区间，建议积极关注乖宝宠物（301498.SZ）、中宠股份（002891.SZ）、佩蒂股份（300673.SZ）等相关个股。

图122：2018年至今SW宠物食品板块PE（TTM，整体法）走势



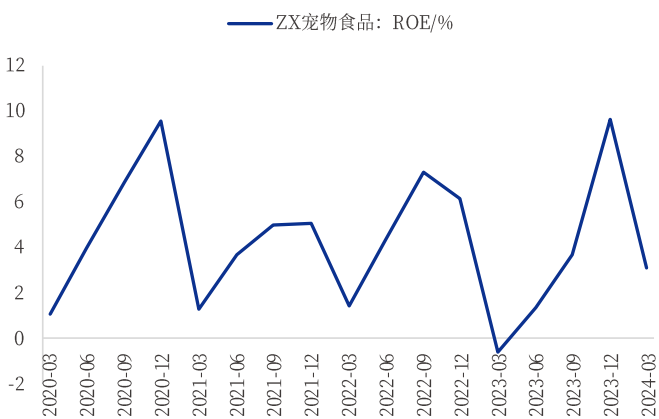
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图123：2020Q4至今ZX宠物食品行业收入增长变动情况



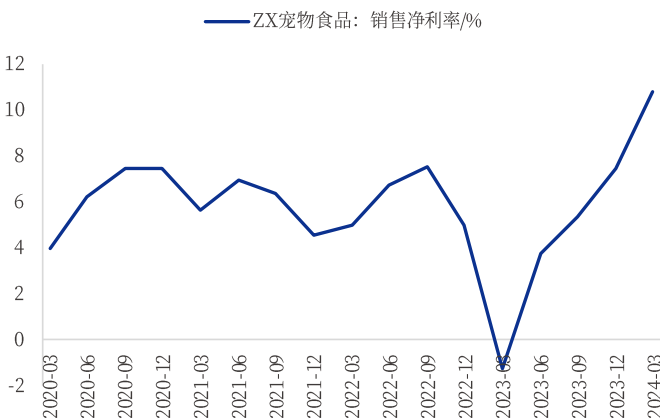
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图124：2020Q1至今ZX宠物食品行业ROE（平均）变动情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图125：2020Q1至今ZX宠物食品行业销售净利率变动情况



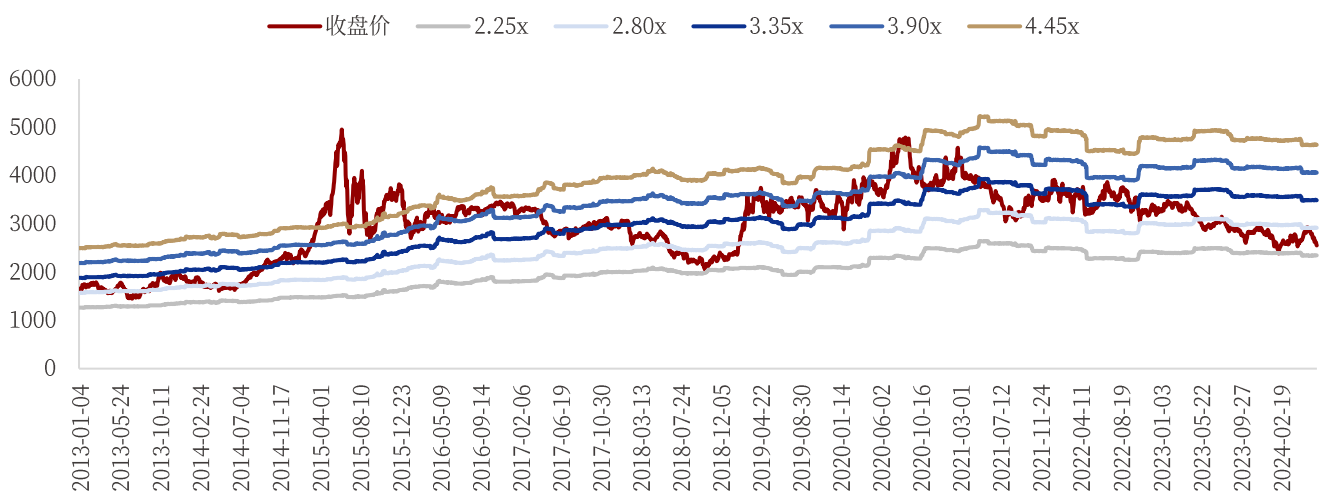
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

六、投资建议

2024 年年初至今，农林牧渔板块估值经历持续探底后回升的过程。从 PB 角度来看，24 年 2 月初，行业整体估值降至 2.3 倍 PB 左右（历史最低位区间）；后续随着大盘行情整体好转以及养殖端周期阶段预期向好等利好因素，农业整体估值震荡回升。关于 2024H2 农业行业的投资机会，我们认为可以围绕猪周期右侧布局、黄羽鸡盈利能力改善、动保后周期演绎以及宠物食品国产化&出口补库展开。

1. 24 年 4 月以来生猪价格进入上行过程中，24H2 猪价均值优于 H1，我们看好后续猪价上行潜力，建议积极把握猪周期右侧机会。综合考虑生猪出栏弹性、估值水平、成本边际变化、资金状态等方面，我们建议在短期回调时积极布局生猪养殖板块，“大猪”重点关注温氏股份(300498.SZ)、牧原股份(002714.SZ)，“小猪”重点关注天康生物(002100.SZ)，同时可积极关注唐人神(002567.SZ)、德康农牧(2419.HK)等。
2. 黄羽鸡父母代产能处于 18 年以来的最低位区间，且后备父母代存栏亦处于刷新历史低位状态，意味着供给端压力处于低位。同时饲料原料价格低位震荡，不构成成本端压力；叠加猪价上行可能带动黄鸡价格上行，黄羽鸡板块盈利能力预期上行。头部企业成本优势叠加价格好转，盈利弹性有优势，建议积极关注立华股份(300761.SZ)。
3. 在非强免政策驱动下，疫苗将迎来市场化大时代，头部疫苗企业将显著受益。同时受益于 24 年猪价前低后高的预判，动物疫苗销量将受益于下游养殖盈利能力改善。另外，宠物健康行业不断扩容，宠物疫苗国产替代空间巨大。我们建议积极关注疫苗品类全面、市场化销售能力突出、研发实力强劲的动保企业，包括中牧股份(600195.SH)、科前生物(688526.SH)、生物股份(600201.SH)、普莱柯(603566.SH)等。
4. 受益于宠物数量增加、宠物食品渗透率提升、宠均消费力增强等因素，我国宠物食品市场规模有望持续扩容。我国宠物食品行业集中度较低，随着国产品牌市场布局逐渐完善以及抖音等新渠道电商的快速增长，国产替代进行中。另外，23 年 9 月起我国宠物食品出口市场显著回暖，海外客户补库存或将持续；同时关注东南亚地区宠物行业快速兴起，出口占比持续提升，或打造我国宠物食品出口新增增长极。建议积极关注国产品牌龙头乖宝宠物(301498.SZ)以及出口占比领先的中宠股份(002891.SZ)、佩蒂股份(300673.SZ)等。

图126: 2013年至今农业板块 PB Bands



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表7: 部分重点公司相关财务指标 (收盘价为 2024 年 6 月 21 日, ROE 为 2024Q1 数据)

公司名称	代码	收盘价 (元)	EPS			PE			ROE (%)	投资评级
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E		
温氏股份	300498.SZ	20.18	-0.96	1.09	2.23	-21	19	9	-3.80	推荐
牧原股份	002714.SZ	43.91	-0.78	2.92	5.40	-53	15	8	-3.84	推荐
海大集团	002311.SZ	47.14	1.65	2.38	3.34	27	20	14	4.36	推荐
天康生物	002100.SZ	7.16	-1.00	0.50	1.21	-9	14	6	0.84	推荐
立华股份	300761.SZ	23.34	-0.53	1.31	2.49	-40	18	9	1.03	推荐
乖宝宠物	301498.SZ	55.70	1.07	1.42	1.79	37	39	31	3.97	推荐
中宠股份	002891.SZ	21.58	0.79	1.10	1.27	33	20	17	2.52	推荐
中牧股份	600195.SH	7.90	0.39	0.47	0.60	30	17	13	1.38	推荐
普莱柯	603566.SH	14.39	0.49	0.65	0.83	46	22	17	1.00	推荐
科前生物	688526.SH	15.5	0.85	1.04	1.26	24	15	12	2.25	推荐
生物股份	600201.SH	7.49	0.25	0.33	0.39	43	23	19	1.95	推荐
粤海饲料	001313.SZ	8.05	0.06	0.24	0.43	147	34	19	-2.10	推荐
佩蒂股份	300673.SZ	13.72	-0.04	0.48	0.60	-304	29	23	2.24	推荐
益生股份	002458.SZ	8.61	0.49	0.86	0.93	22	10	9	2.51	推荐
民和股份	002234.SZ	9.58	-1.11	0.86	1.57	-11	11	6	-1.54	推荐
仙坛股份	002746.SZ	5.77	0.26	0.66	0.90	27	9	6	0.15	推荐
禾丰股份	603609.SH	6.20	-0.50	0.53	1.08	-17	12	6	-1.55	推荐
隆平高科	000998.SZ	10.20	0.15	0.45	0.59	93	23	17	1.37	推荐
登海种业	002041.SZ	8.35	0.29	0.39	0.52	46	21	16	0.84	推荐

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

七、风险提示

1、畜禽价格走势不达预期的风险：若畜禽价格走势低于预期，养殖企业业绩变化将较大，且一定程度上影响行业预期。

2、动物疫病的风险：若养殖企业遭受非洲猪瘟病毒等相关疫情，造成产能受损，将影响出栏量，进而业绩下降。另外，若发生类似于 H7N9 “禽流感”的人感染疫病，造成消费恐慌，将对猪价、禽类价格产生较大负面影响，将严重损害养殖企业盈利。

3、原材料价格波动的风险：玉米、小麦、豆粕等原材料价格波动将会对养殖、饲料等企业的盈利能力带来较大影响。

4、政策的风险：动物疫苗招标政策、品种审核政策的变化等将对动物疫苗企业造成显著影响。

5、自然灾害的风险：极端灾害天气会对农业生产造成巨大负面影响，从而导致农产品价格大幅波动。

图表目录

图 1: 24 年年初至今农林牧渔指数走势	4
图 2: 24 年年初至今农林牧渔部分子行业指数走势	4
图 3: 24 年年初至今农林牧渔指数涨跌幅在 SW 一级行业中居第 16	4
图 4: 24 年年初至今农林牧渔部分子行业指数涨跌幅情况 (%)	4
图 5: 24 年年初至今农业涨幅前十个股	5
图 6: 24 年年初至今农业跌幅前十个股	5
图 7: 24 年 6 月 5 日我国大中城市生猪出场价达年初以来的高点	6
图 8: 24Q1 年末我国能繁母猪存栏 3992 万头, 季度环比-3.62%	6
图 9: 2009 年以来我国生猪出栏量与猪价呈显著反向关系	7
图 10: 2021 年以来作用于当月的能繁母猪量变化	7
图 11: 2013-23 年我国生猪 MSY 值变化情况	7
图 12: 2013 年以来作用于当年的能繁母猪量变化情况	7
图 13: 2022 年至今能繁母猪半年度作用均值变化	8
图 14: 2020 年至今能繁母猪月度存栏量情况/万头	8
图 15: 基于仔猪量推算育肥猪出栏量 (不考虑任何存活率)	8
图 16: 基于仔猪量推算育肥猪出栏量 (考虑断奶成活率)	8
图 17: 涌益咨询样本与统计局数据拟合情况 (生猪出栏量)	9
图 18: 季度育肥猪出栏量估算值与季度猪价走势的关系	9
图 19: 部分年份我国生猪价格月度走势 (元/kg)	9
图 20: 23 年 5 月生猪出场价为 15.78 元/kg, 月度环比+2.6%	9
图 21: 2017-24Q1 上市猪企生猪出栏市占率变化	10
图 22: 2022-24 年上市养殖企业月度生猪销量变化	10
图 23: 2019-21 年规模生猪养殖总成本结构	10
图 24: 2018 年至今育肥猪配合料、玉米批发价格走势	10
图 25: 21 年年报-24 年一季报部分上市猪企资产负债率/%	11
图 26: 22 年一季报-24 年一季报部分上市猪企生产性生物资产/亿元	11
图 27: 21 年年报-24 年一季报头部上市猪企生产性生物资产占比	11
图 28: 21 年年报-24 年一季报部分上市猪企生产性生物资产占比	11
图 29: 2018 年至今 SW 生猪养殖板块 PB (LYR) 变化	12
图 30: 2014Q1 至今 SW 生猪养殖行业收入增长变动情况	12
图 31: 2014Q1 至今 SW 生猪养殖行业 ROE (平均) 变动情况	12
图 32: 2014Q1 至今 SW 生猪养殖行业销售净利率变动情况	12
图 33: 18 年至今我国黄鸡父母代在产存栏情况	13
图 34: 18 年至今我国黄鸡父母代后备存栏情况	13
图 35: 在产父母代存栏量与 8 周后的商品代毛鸡价格的潜在关系	13

图 36: 18 年至今我国玉米批发价走势及年度均值	14
图 37: 18 年至今我国肉鸡饲料价格走势及年度均值	14
图 38: 18 年至今我国黄鸡商品代毛鸡成本走势及年度均值	14
图 39: 24 年 6 月 2 日黄鸡价格 16.43 元/kg, 单位盈利 0.92 元/kg	14
图 40: 2016-2022 我国居民人均肉类消费结构变化	15
图 41: 2015-2024E 我国黄羽鸡肉消费量	15
图 42: 2020 年我国国鸡消费渠道占比	15
图 43: 2017 年我国消费者习惯买鸡的类型	15
图 44: 2018 年我国消费者主流购鸡渠道	16
图 45: 2014-2021 年全国关闭活禽市场城市数量	16
图 46: 2014-2020 年 10 月全国“冰鲜上市”城市数量	16
图 47: 我国黄羽鸡销售方式结构占比	17
图 48: 2020-2025 年我国冰鲜黄羽鸡市场规模及预测	17
图 49: 黄羽鸡商品代毛鸡与生猪价格走势基本呈正相关	18
图 50: 黄羽鸡商品代毛鸡与自繁自养生猪盈利走势基本呈正相关	18
图 51: 2018 年至今 SW 肉鸡养殖板块 PB (LYR) 变化	19
图 52: 2014Q1 至今 SW 肉鸡养殖行业收入增长变动情况	19
图 53: 2014Q1 至今 SW 肉鸡养殖行业 ROE (平均) 变动情况	19
图 54: 2014Q1 至今 SW 肉鸡养殖行业销售净利率变动情况	19
图 55: 2022 年我国兽药细分行业销售额占比	20
图 56: 2015-2022 年我国兽药及生物制品销售稳增长	20
图 57: 2013-2022 年我国强免、非强免兽用生物制品市场占比	21
图 58: 2022 年我国兽用生物制品产能及利用率情况	21
图 59: 2020-2022 年我国兽用疫苗销售占比 (按适用动物分类)	22
图 60: 2013-2022 年我国强免、非强免猪苗市场占比	22
图 61: 2016-2022 年我国兽药生产企业数量呈下降趋势	22
图 62: 2017-2022 年我国兽药细分行业集中度 CR10	22
图 63: 2021 年规模养殖生猪头均医疗防疫费 29.2 元	23
图 64: 2022 年年出栏 500 头以上养殖场占比提升至 0.94%	23
图 65: 24 年 1-5 月我国疫苗批签发量同比-0.34%	23
图 66: 2019Q1-2024Q1 上市疫苗企业批签发量 (次)	23
图 67: 猪价领先疫苗批签发量 4 个月左右	24
图 68: 2018Q1-2024Q1 生猪养殖季度利润与疫苗批签发量的关系	24
图 69: 2018-2022 年宠物健康消费占比不断提升	24
图 70: 2015-2021 年我国宠物药品市场规模逐步提升	24
图 71: 2021-2023 年我国宠物 (犬猫) 免疫率	25
图 72: 2023 年我国不同年龄段宠物犬猫免疫率	25
图 73: 2019-2023 年我国宠物犬猫狂犬疫苗接种率	26

图 74: 2021-2023 年我国宠物疫苗品牌使用率 Top5 均为进口品牌	26
图 75: 国产犬、猫用疫苗和犬用疫苗签批发量基本呈上升趋势	26
图 76: 2020 年我国宠物主对宠物疫苗品牌产地的偏好	26
图 77: 2018 年至今 SW 动物保健板块 PE (TTM, 整体法) 走势	28
图 78: 2014Q1 至今 SW 动物保健行业收入增长变动情况	28
图 79: 2014Q1 至今 SW 动物保健行业 ROE (平均) 变动情况	28
图 80: 2014Q1 至今 SW 动物保健行业销售净利率变动情况	28
图 81: 2018-2026E 中国城镇宠物 (犬猫) 消费市场规模 (亿元)	29
图 82: 2018-2022 年中国宠物食品行业市场规模 (亿元)	29
图 83: 2017 年与 2023 年中国养宠结构对比	30
图 84: 2017-2023 年中国宠物 (犬猫) 数量 (万只)	30
图 85: 2022 年不同国家宠物渗透率情况	30
图 86: 2018-2023 年中国城镇宠物 (犬猫) 主数量 (万人)	30
图 87: 2019-2023 年中国宠物犬食品细分品类渗透率	31
图 88: 2019-2023 年中国宠物猫食品细分品类渗透率	31
图 89: 2018-2023 年中国宠物主年龄分布	31
图 90: 2023 年“科学养宠”在“养宠观念”中提及率高达 56.5%	31
图 91: 2019-2023 年中国单只宠物 (犬猫) 年均消费金额 (元)	32
图 92: 2021 年不同国家单只宠物年宠物食品支出情况	32
图 93: 2019-2023 年中国宠物主平均月薪分布	32
图 94: 高端/超高端型宠物食品产品占比呈上行趋势	32
图 95: 中国宠物食品行业竞争格局	33
图 96: 2017-2022 年中国宠物食品市场集中度	33
图 97: 2017-2022 年全球宠物食品市场集中度	33
图 98: 2022 年中国宠物食品行业 CR5 为 21.3%	34
图 99: 2022-23 年中国养宠人群购买主粮的品牌偏好变化	34
图 100: 2017-2022 年中国主要进口宠物食品公司市占率变化	34
图 101: 2017-2022 年中国主要国产宠物食品公司市占率变化	34
图 102: 2018-2023 年我国主要宠物食品上市公司国内营收 (亿元)	35
图 103: 2018-2023 年我国主要宠物食品上市公司国内毛利率	35
图 104: 不同渠道下中国宠物食品行业市场规模情况 (亿元)	35
图 105: 2018-2024Q1 淘系、京东宠物食品年度成交额 (亿元)	35
图 106: 2022 年至今抖音月度宠物食品销售情况	36
图 107: 2021.10-2024.4 各电商平台宠物食品月度成交额 (亿元)	36
图 108: 2024Q1 各电商平台 Top5 宠物食品品牌情况	36
图 109: 2024Q1 全国宠物门店营收及同比情况	36
图 110: 2012 年至今我国宠物食品出口量价情况	37
图 111: 2012 年至今我国罐头类宠物食品出口量价情况	37

图 112: 2012 年至今我国非罐头类宠物食品出口量价情况.....	37
图 113: 2023 年我国宠物食品出口金额按国家分布	37
图 114: 2022.1-2024.5 我国宠物食品出口美国量价情况	38
图 115: 2022.1-2024.5 我国宠物食品出口欧洲量价情况	38
图 116: 2015-2024 年我国宠物食品出口东南亚金额及占比情况	38
图 117: 东南亚国家宠物行业规模增速亮眼.....	38
图 118: 2021 年东南亚各国养宠率情况.....	39
图 119: 2017-2021 年东南亚各国宠物食品细分市场增长情况	39
图 120: 2018-2023 年我国主要宠物食品上市公司国外营收（亿元）	39
图 121: 2018-2023 年我国主要宠物食品上市公司国外毛利率情况	39
图 122: 2018 年至今 SW 宠物食品板块 PE（TTM，整体法）走势.....	40
图 123: 2020Q4 至今 ZX 宠物食品行业收入增长变动情况	40
图 124: 2020Q1 至今 ZX 宠物食品行业 ROE（平均）变动情况	40
图 125: 2020Q1 至今 ZX 宠物食品行业销售净利率变动情况	40
图 126: 2013 年至今农业板块 PB Bands	41
表 1: 鼓励黄羽鸡销售由活禽向冰鲜转型的相关政策	17
表 2: 黄羽鸡肉与猪肉消费存在一定的替代性.....	18
表 3: 我国强制免疫相关政策	21
表 4: 我国强制免疫动物疫病种类	21
表 5: 政策驱动宠物健康行业规范发展	24
表 6: 我国已有 8 款国产猫三联疫苗通过农业部应急评价	27
表 7: 部分重点公司相关财务指标（收盘价为 2024 年 6 月 21 日，ROE 为 2024Q1 数据）	42

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

谢芝优 农业行业首席分析师。南京大学管理学硕士。2015年起先后供职于西南证券、国泰君安证券从事研究工作，2018年加入银河证券。曾获2022年第十届Choice最佳农林牧渔行业分析师、最佳农林牧渔行业分析师团队，2016年新财富农林牧渔行业第四名、新财富最具潜力第一名、金牛奖农业第一名、IAMAC农业第三名、Wind金牌分析师农业第一名团队成员。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，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，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn