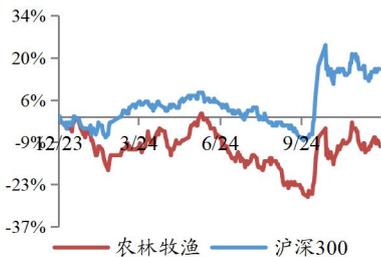


养殖链价格获支撑，宠物行业延续高景气

行业评级：增持

报告日期：2024-12-12

行业指数与沪深300走势比较



分析师：王莺

执业证书号：S0010520070003
邮箱：wangying@hazq.com

分析师：万定宇

执业证书号：S0010524040003
邮箱：wandy@hazq.com

分析师：刘京松

执业证书号：S0010524090001
邮箱：liujs@hazq.com

相关报告

主要观点：

2025年猪价获支撑，降本增效仍是重中之重

补栏积极性持续疲弱，据我们测算，2024年统计局口径的能繁母猪存栏均值较2023年下降约4.5%，2025年猪价获支撑；由于2025年上市猪企成本较2024年下降基本确定，随着生猪出栏量持续增长，2025年主要上市猪企业绩有保障。值得注意的是，生猪产业重组、融资出现转机，正邦科技自重整完成后，能繁母猪存栏快速增加，天邦、傲农重整出现进展，华统股份定增获深交所审核通过，巨星农牧也于近日收到上交所受理定增的公告，降本增效仍将是猪企的重中之重。一、二线龙头猪企估值多处历史低位。我们继续推荐生猪养殖板块，重点推荐温氏股份、牧原股份、神农集团、天康生物。

白羽种鸡性能下降，高致病性禽流感存变数

白羽肉鸡行业的生产能力具有较大弹性，无论是祖代种鸡养殖户，还是父母代种鸡养殖户，都可以通过强制换羽、延迟或提前淘汰来调整生产能力，此外，种鸡品种、鸡病也会影响白羽肉鸡行业的生产能力。2023-2024年白羽祖代更新量维持高位，我们认为，今年以来鸡苗价格上行与种鸡性能变差、鸡病及下游扩产相关，肉鸡和鸡产品价格持续低迷主要是终端需求不振所致。近期，美国、新西兰又相继发生高致病性禽流感，2025年祖代引种存变数，建议继续关注鸡苗相关公司的投资机会。

2025年黄羽鸡行业有望维持正常盈利

2020-2023年，我国黄羽肉鸡祖代种鸡存栏量高位震荡，父母代种鸡存栏量稳步下行；2023年我国黄羽肉鸡父母代种鸡存栏量降至3704.2万套，接近2018年水平。受新冠疫情、产能增加等多重因素影响，2020年黄羽肉鸡养殖效益严重下滑，亏损程度仅次于受到“人感染H7N9疫情”事件冲击的2013年，2021年整体微利，行业持续去产能，2022年，黄羽肉鸡行业景气度明显回升，商品代毛鸡利润达到2.75元/公斤，2023年，受供种持续高位影响，商品代毛鸡亏损0.11元/公斤。2024年第46周（11.11-11.17），黄羽在产祖代存栏145.6万套，处于2021年以来同期最高；黄羽在产父母代存栏1293.3万套，处于2021年以来同期低位；黄羽父母代鸡苗销量114.7万套，高于2022、2023年同期水平；黄羽全国商品代毛鸡均价15.38元/公斤，成本14.86元/公斤，2025年黄羽鸡产业链有望获得正常盈利。

出口持续回暖，国内宠物市场高景气度延续

海外业务方面，2024年我国宠物食品出口订单持续改善，海外客户去库存影响消退，国内宠粮代工企业通过参加国际宠物展会、新品研发推广等途径积极开拓海外市场，预计我国宠物食品出口未来有望维持稳定增长，关税贸易摩擦、汇率波动以及海外宠粮品类升级趋势或将成为影响我国宠物食品出口的主要因素；国内业务方面，2024年我国城镇宠物(犬猫)消费市场规模超3000亿元，同比增长7.5%，国产宠

物食品品牌认可度提升，高性价比偏好以及宠物主对于烘焙粮、风干粮等热门概念的追捧带动国产替代持续推进，头部国产品牌有望凭借供应链优势、产品研发迭代能力以及对电商营销的快速反应能力持续扩大市场份额，我们看好宠物食品赛道长期成长性以及国产品牌替代、品类升级逻辑，建议关注国产宠物食品优势企业乖宝宠物、中宠股份、佩蒂股份。

后周期业绩修复，宠物动保业务有望打开中长期成长空间

从历史经验来看，动保企业业绩相比养殖利润有一定滞后性，下游养殖企业持续盈利后约 1-2 个季度，动保企业业绩会改善。此外，近年来国内宠物市场整体呈稳步增长趋势，2024 年宠物医疗市场份额占 28%，仅次于宠物食品市场，今年以来瑞普、博莱得利、唐山怡安等 7 款国产猫三联疫苗陆续上市，国产替代空间广阔，动保公司有望打开第二增长曲线。近几年动保行业竞争持续加剧，导致动保公司产品议价能力大幅减弱，只能通过降价、促销等方式占领更多市场份额，毛利率水平明显下降，研发高毛利新产品便成为破局的关键，新品上市有望对收入增长、毛利改善形成有力支撑，建议关注瑞普生物、科前生物、回盛生物、普莱柯。

24/25 年中国玉米、大豆价格有望止跌企稳

玉米：据中国农业农村部 2024 年 11 月预测，2024/25 年国内玉米年度结余量 1,036 万吨，较 23/24 年大幅下降 688 万吨，今年以来我国玉米市场供应宽松，国内玉米现期货整体呈现下跌趋势，我们判断，低位风险已经释放，国内玉米价格有望企稳，我们需要关注新季玉米大量上市以及进口量增加等因素。**大豆：**据中国农业农村部 2024 年 11 月预测，2024/25 年国内大豆年度结余量为 40 万吨，较 23/24 年减少 815 万吨。国内大豆主产区收获接近尾声，市场供应充足，中储粮陆续开库收购，对大豆价格形成底部支撑，并提振市场信心。随着下游采购需求被带动，我们预计国产大豆价格将止跌企稳。

风险提示

疫情；猪价下跌；鸡苗价格下跌；疫苗政策变化；产品研发风险；气候变化，自然灾害；汇率波动风险；宠物公司国内市场开拓不达预期风险；宠物公司产能投放不及预期风险；原材料价格波动风险。

推荐公司盈利预测与评级：

公司	EPS (元)			PE			评级
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
温氏股份	1.54	2.32	1.95	11.0	7.3	8.7	买入
牧原股份	3.23	3.53	1.75	12.2	11.2	22.6	买入
神农集团	1.31	2.03	1.57	22.1	14.2	18.4	买入
巨星农牧	1.32	2.10	1.94	14.1	8.9	9.6	买入
海大集团	2.54	2.71	3.07	18.0	16.9	14.9	买入
圣农发展	0.68	0.76	0.83	22.1	19.7	18.1	买入
乖宝宠物	1.50	1.79	2.21	43.5	36.5	29.5	买入
中宠股份	1.21	1.40	1.71	26.3	22.7	18.5	买入
佩蒂股份	0.76	0.84	1.04	21.2	19.1	15.5	买入
科前生物	0.77	0.98	1.17	20.2	15.9	13.3	买入

瑞普生物 1.00 1.27 1.49 20.0 15.8 13.4 买入

资料来源：wind，华安证券研究所（收盘价 2024 年 12 月 9 日）

正文目录

1 2024 农业指数跑输大盘，板块配置居中	8
1.1 农业板块跑输沪深 300 指数 23 个百分点	8
1.2 农业板块略高于标准配置	8
1.3 子板块分化，种植业表现最优	10
2 2025 年猪价获支撑，降本增效仍是重中之重	10
2.1 本轮周期产能恢复不振，生猪产业重组、融资现转机	10
2.1.1 本轮周期产能恢复不振	10
2.1.2 上市猪企成新增产能主力军	12
2.1.3 生猪产业重组、融资现转机	13
2.2 生产效率持续提升，2025 年猪价有支撑	15
2.2.1 生产效率持续提升	15
2.2.2 能繁存栏均值同比下降，2025 年猪价获支撑	17
2.2.3 静待 2024Q4 猪价企稳回升	19
2.3 降本增效仍是重中之重，2025 年猪企出栏仍将上行	22
2.3.1 降本增效仍是重中之重，2024 成本稳步下行	22
2.3.2 2025 年上市猪企出栏仍将上行	22
2.4 估值	24
3 白羽种鸡性能下降，高致病性禽流感存变数	25
3.1 2024 年祖代更新量维持高位，种鸡自繁比重逾 50%	25
3.2 种鸡存栏、父母代销量处 2019 年以来同期高位	27
3.3 白羽鸡产业链价格明显分化	28
3.3.1 父母代、商品代鸡苗价格处近年高位	28
3.3.2 肉鸡、鸡产品价格处近年低位	29
3.4 2025 年投资建议	30
4 2025 年黄羽鸡行业有望维持正常盈利	30
5 宠物行业出口持续回暖，国内市场高景气度延续	32
5.1 外销明显回暖，海外宠物市场有望维持稳健增长	32
5.2 国产替代逻辑持续验证，头部宠粮品牌盈利能力提升	34
6 动保：后周期业绩修复，关注宠物动保增长空间	36
6.1 2024Q3 猪用疫苗景气度回升	36
6.2 2025 年猪价获支撑，动保企业业绩或逐步修复	37
6.3 宠物动保业务有望打开中长期成长空间	38
7 24/25 年中国玉米、大豆价格有望止跌企稳	40
7.1 24/25 年中国玉米结余量大降，国内玉米价格有望止跌企稳	40
7.2 24/25 年中国小麦库消比维持高位，国内小麦价格或底部震荡	41
7.3 24/25 年中国大豆结余量大降，国内大豆价格有望止跌企稳	43

图表目录

图表 1 2024 年初至今农业板块与沪深 300 和中小板综走势比较.....	8
图表 2 2024 年初至今各行业涨跌幅比较（按申万 2021 版分类）.....	8
图表 3 农业行业配置比例对照图.....	9
图表 4 农业 PE 和 PB 走势图（2010 年至今，周）.....	9
图表 5 农业子板块 PE 走势图（2010 年至今，周）.....	9
图表 6 农业子板块 PB 走势图（2010 年至今，周）.....	9
图表 7 畜禽养殖 PE、PB 走势图（2010 年至今，周）.....	9
图表 8 农业股相对中小板估值（2010 年至今，周）.....	10
图表 9 农业股相对沪深 300 估值（2010 年至今，周）.....	10
图表 10 2024 年初以来农业子板块涨跌幅对照图.....	10
图表 11 全国能繁母猪存栏量及环比变化走势图-统计局，万头、%.....	11
图表 12 2024 年 2-10 月涌益咨询能繁母猪存栏环比变化.....	11
图表 13 2022 年 5-10 月涌益咨询能繁母猪存栏环比变化.....	11
图表 14 2024 年 3-10 月上海钢联能繁母猪存栏环比变化.....	12
图表 15 2022 年 5-12 月上海钢联能繁母猪存栏环比变化.....	12
图表 16 20 家上市猪企资产负债率对照表，%.....	12
图表 17 主要上市猪企能繁母猪、后备母猪存栏量对照图，万头.....	13
图表 18 上市猪企股权融资完成规模，亿元.....	14
图表 19 2024 年拟完成股权融资规模列表.....	14
图表 20 三家破产重组生猪养殖公司经营情况列表.....	14
图表 21 温氏股份生猪养殖指标变化表.....	15
图表 22 牧原股份生猪养殖指标变化表.....	15
图表 23 新希望生猪养殖指标变化表.....	15
图表 24 京基智农生猪养殖指标变化表.....	15
图表 25 涌益咨询生猪生产指标对照表.....	16
图表 26 上海钢联生猪生产指标对照表.....	16
图表 27 全国能繁母猪年均存栏量与生猪年度均价对照图.....	17
图表 28 2024 年统计局能繁母猪存栏量估算表，万头.....	18
图表 29 2024 年涌益咨询、上海钢联能繁母猪存栏量估算表，万头.....	18
图表 30 全国生猪出栏量及增速走势图.....	19
图表 31 全国生猪存栏量及增速走势图.....	19
图表 32 全国中大猪存栏量同比、环比变化图.....	19
图表 33 全国生猪定点屠宰企业屠宰量，万头.....	19
图表 34 生猪出栏均重 150 公斤以上出栏占比对照图.....	20
图表 35 20-24 年涌益咨询生猪出栏均重，公斤.....	20
图表 36 猪价、肉猪价比值对照图.....	20
图表 37 毛白价差走势图，元/公斤.....	20
图表 38 2024 年生猪价格走势，元/公斤.....	21

图表 39 2022-2024 年猪价对照图	21
图表 40 175 公斤肥标价差对照图, 元/斤	21
图表 41 二育实际销量占比	21
图表 42 栏舍利用率对照表	21
图表 43 2024 年上市猪企成本对照表, 元/公斤	22
图表 44 2024 年主要上市猪企累计出栏量列表, 万头、%	22
图表 45 2019-2027 年上市猪企出栏量及规划, 万头	23
图表 46 上市猪企资本开支及增速对照表	24
图表 47 主要上市猪企头均市值对照表	24
图表 48 猪价高点年化 PE 敏感性分析	25
图表 49 上市猪企 ROE 对照表, %	25
图表 50 白羽祖代肉种鸡引种及更新走势图	26
图表 51 20-23 年全国祖代白羽分品种更新量, 万套	26
图表 52 05-23 年全国祖代白羽肉雏鸡分品种更新量占比图	26
图表 53 不同白羽肉鸡品种的更新企业列表	27
图表 54 后备祖代种鸡存栏量走势图, 万套	27
图表 55 在产祖代种鸡存栏量走势图, 万套	27
图表 56 后备父母代种鸡存栏量走势图, 万套	27
图表 57 在产父母代种鸡存栏量走势图, 万套	27
图表 58 父母代种鸡苗月均销量对照图 (月), 万套	28
图表 59 父母代种鸡苗周销量对照图 (周), 万套	28
图表 60 父母代年度均价对照图, 元/套	28
图表 61 2018-2024 年父母代鸡苗价格对照图, 元/套	28
图表 62 商品代年度均价对照图, 元/公斤	29
图表 63 2018-2024 年商品代鸡苗价格对照图, 元/套	29
图表 64 肉鸡均价对照图, 元/公斤	29
图表 65 2018-2024 年肉鸡价格对照图, 元/公斤	29
图表 66 鸡产品均价对照图, 元/公斤	30
图表 67 2018-2024 年鸡产品价格对照图, 元/公斤	30
图表 68 全国在产祖代黄羽肉种鸡平均存栏, 万套	31
图表 69 全国在产父母代黄羽肉种鸡平均存栏, 万套	31
图表 70 2011-2023 年黄羽肉毛鸡单只平均盈利, 元	31
图表 71 2023-24 年全国部分黄羽肉毛鸡销售利润, 元/公斤	31
图表 72 监测企业在产祖代黄羽肉种鸡周度存栏, 万套	31
图表 73 全国在产父母代黄羽肉种鸡周度存栏图, 万套	31
图表 74 全国部分商品代毛鸡平均销售价格, 元/公斤	32
图表 75 全国部分商品代鸡苗平均销售价格, 元/羽	32
图表 76 宠物食品海外出口量及同环比变动, 吨、%	32
图表 77 宠物食品海外出口额及同环比变动, 万美元、%	32
图表 78 美国宠物市场销售规模, 亿美元、%	33
图表 79 美国宠物细分市场销售规模, 亿美元	33
图表 80 中国主产区白羽鸡均价, 元/公斤	33
图表 81 美元兑人民币中间价变动	33
图表 82 2015-2024 我国城镇犬猫消费规模, 亿元、%	34

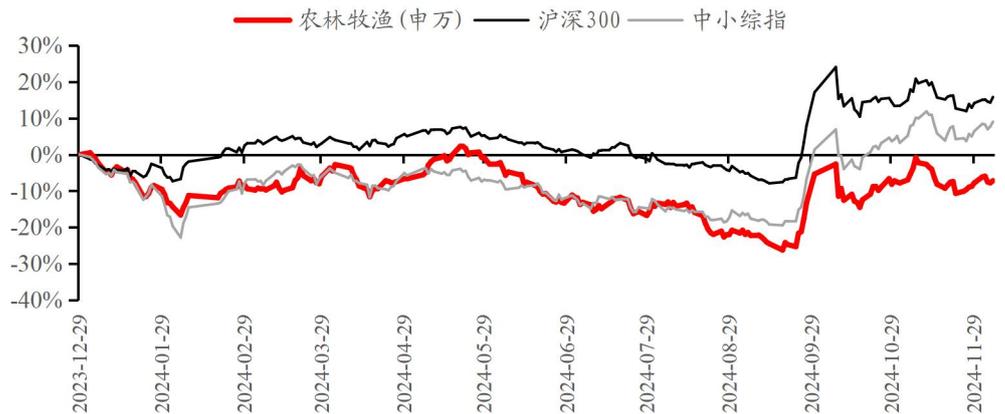
图表 83 2020-2024 我国城镇犬、猫消费规模, 亿元、%	34
图表 84 2018-2024 我国犬猫数量, 万只、%	34
图表 85 2021-2024 我国单只犬猫年均消费, 元、%	34
图表 86 2023 年我国宠物食品品牌市占率 TOP10	35
图表 87 2014-2023 部分国产品牌市占率变化情况, %	35
图表 88 2022-2024 双十一天猫猫狗食品销售 TOP10	35
图表 89 2021-2024 宠物主粮品牌偏好变化, %	35
图表 90 主要宠粮企业国内业务收入变化, 亿元	36
图表 91 主要宠粮企业毛利率变化, %	36
图表 92 2017Q1-2024Q3 主要猪用疫苗批签发数 (单位: 次)	36
图表 93 2017-2024 前 11 月主要猪用疫苗批签发对照图	37
图表 94 2024 年 1-11 月主要猪用疫苗批签发同比增速	37
图表 95 动保公司收入同比和养殖利润对比 (元/头)	37
图表 96 动保公司归母净利润同比和养殖利润对比 (元/头)	37
图表 97 生猪均价与申万动保指数对比 (元/公斤)	38
图表 98 兽药原料价格指数 (VPI)	38
图表 99 2015-2027 年城镇(犬猫)消费市场规模(亿元)	38
图表 100 我国宠物动保市场规模 (单位: 亿元)	38
图表 101 2024 年我国宠物消费结构	39
图表 102 宠物疫苗免疫率	39
图表 103 2024 年前三季度猫三联批签发情况 (单位: 次)	39
图表 104 全球玉米供需平衡表 (单位: 百万吨)	40
图表 105 中国玉米供需平衡表-美国农业部 (单位: 百万吨)	40
图表 106 中国玉米供需平衡表-中国农业农村部 (单位: 万吨)	41
图表 107 CBOT 玉米价格走势图 (美分/蒲式耳)	41
图表 108 中国玉米价格走势图 (元/吨)	41
图表 109 全球小麦供需平衡表 (单位: 百万吨)	42
图表 110 中国小麦供需平衡表 (单位: 百万吨)	42
图表 111 全球小麦期末库存及库销比 (百万吨)	42
图表 112 中国小麦期末库存及库销比 (百万吨)	42
图表 113 CBOT 小麦价格走势图 (美分/蒲式耳)	43
图表 114 中国小麦价格走势图 (元/吨)	43
图表 115 全球大豆供需平衡表 (单位: 百万吨)	43
图表 116 中国大豆供需平衡表-美国农业部 (单位: 百万吨)	43
图表 117 全球大豆期末库存及库销比 (百万吨)	44
图表 118 中国大豆期末库存及库销比 (百万吨)	44
图表 119 中国大豆供需平衡表-中国农业农村部 (单位: 万吨)	44
图表 120 CBOT 大豆价格走势图 (美分/蒲式耳)	45
图表 121 中国大豆价格走势图 (元/吨)	45

1 2024 农业指数跑输大盘，板块配置居中

1.1 农业板块跑输沪深 300 指数 23 个百分点

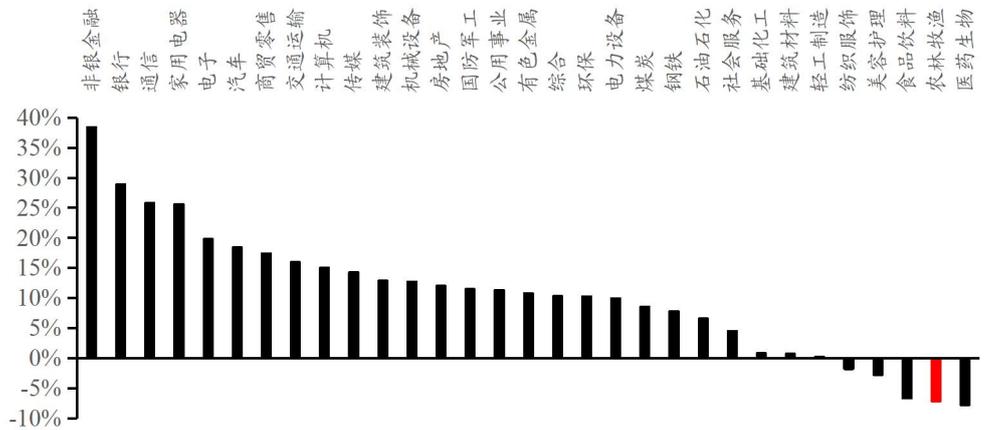
2024 年初至 12 月 6 日，农林牧渔（申万）指数下跌 7.2%，沪深 300 指数上涨 15.8%，中小板综合指数上涨 9.0%，农业板块跑输沪深 300 指数 23.0 个百分点，跑输中小板 16.2 个百分点；农林牧渔在申万 31 个子行业中涨幅排名第 30 位。

图表 1 2024 年初至今农业板块与沪深 300 和中小板综走势比较



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 2 2024 年初至今各行业涨跌幅比较（按申万 2021 版分类）



资料来源：wind，华安证券研究所

1.2 农业板块略高于标准配置

2024 年三季度末，农业行业占股票投资市值比重为 0.78%，环比下降 0.18 个百分点，同比上升 0.04 个百分点，高于标准配置 0.07 个百分点，处于历史平均水平。

图表 3 农业行业配置比例对照图



资料来源: wind, 华安证券研究所

2024 年 12 月 6 日, 农业板块绝对 PE 和绝对 PB 分别为 30.81 倍和 2.57 倍, 2010 年至今, 农业板块绝对 PE 和绝对 PB 的历史均值分别为 115.82 倍和 3.62 倍; 农业板块相对中小板 PE 和 PB 分别为 0.84 倍和 1.02 倍, 历史均值分别为 3.28 倍和 1.09 倍; 农业板块相对沪深 300 PE 和 PB 分别为 2.42 和 1.83 倍, 历史均值分别为 9.56 倍和 2.36 倍。

图表 4 农业 PE 和 PB 走势图 (2010 年至今, 周)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 5 农业子板块 PE 走势图 (2010 年至今, 周)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 6 农业子板块 PB 走势图 (2010 年至今, 周)



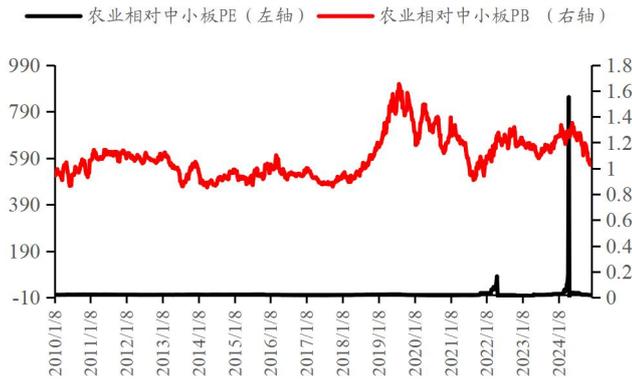
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 7 畜禽养殖 PE、PB 走势图 (2010 年至今, 周)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 8 农业股相对中小板估值 (2010 年至今, 周)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 9 农业股相对沪深 300 估值 (2010 年至今, 周)

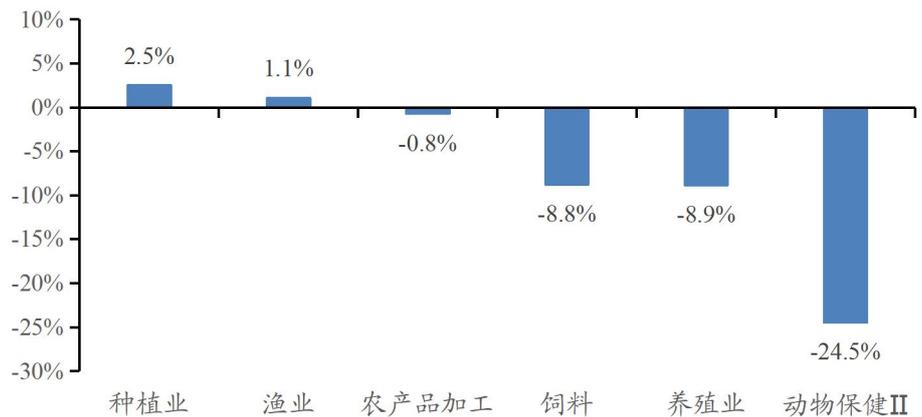


资料来源: wind, 华安证券研究所

1.3 子板块分化, 种植业表现最优

2024 年初至 12 月 6 日, 农业各子板块涨幅从高到低依次为种植业 (2.5%)、渔业 (1.1%)、农产品加工 (-0.8%)、饲料 (-8.8%)、养殖业 (-8.9%)、动物保健 II (-24.5%)。

图表 10 2024 年初以来农业子板块涨跌幅对照图



资料来源: wind, 华安证券研究所

2 2025 年猪价获支撑, 降本增效仍是重中之重

2.1 本轮周期产能恢复不振, 生猪产业重组、融资现转机

2.1.1 本轮周期产能恢复不振

从官方数据看, 2024 年 2 季末、3 季末, 能繁母猪存栏量分别为 4038 万头、4062 万头, 环比分别小幅提升 1.2%、0.6%, 10 月能繁母猪存栏量环比增长 0.3%, 补栏积极性仍然偏弱。

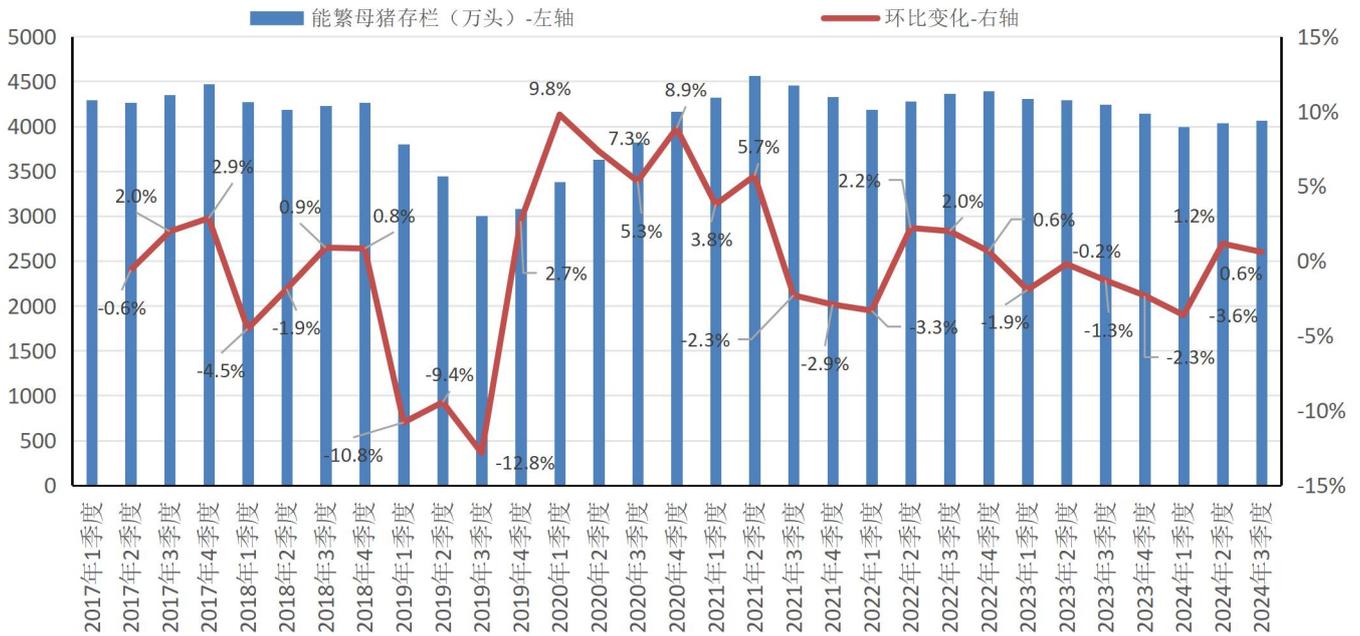
从行业数据看, 2024 年 2-10 月, 涌益咨询能繁母猪存栏量环比分别上升 0.28%、1.57%、0.96%、0.73%、0.61%、1.79%、0.52%、0.6%、0.2%; 2024 年 3-10 月, 上海钢联能繁母猪存栏量环比分别上升 0.22%、0.94%、0.43%、0.37%、1.11%、

0.32%、0.53%、0.39%。对照 2022 年产能恢复期，5-10 月涌益咨询能繁母猪存栏量环比分别上升 1.23%、0.71%、1.79%、1.63%、1.39%、1.73%；5-12 月，上海钢联能繁母猪存栏量环比分别上升 1.86%、1.99%、1.19%、1.73%、1.27%、2.87%、1.17%、0.64%。2024 年以来，生猪产能恢复明显弱于 2022 年。

我们曾在《生猪养殖行业系列报告八：猪价高点值得期待，产能恢复或明显偏弱》中探讨过，2024 年生猪产能回升速度偏慢，与亏损期较长、维持数年的高资产负债率、偏好压栏和二育等多重因素相关，恢复速度需持续跟踪。

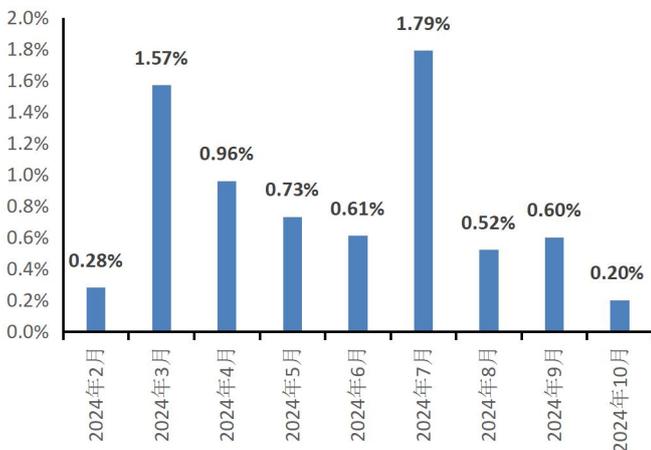
非瘟疫情带来的超高猪价刺激整个产业积极扩产，2021 年末 20 家上市猪企平均资产负债率攀升至 60%，达到 2009 年以来最高水平。截至 2024 年 9 月末，20 家上市猪企平均资产负债率小幅修复，但仍维持 62% 的高位。

图表 11 全国能繁母猪存栏量及环比变化走势图-统计局，万头、%



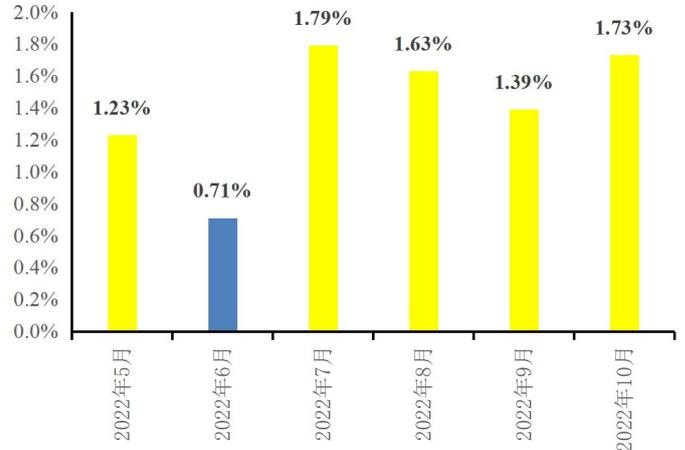
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 12 2024 年 2-10 月涌益咨询能繁母猪存栏环比变化



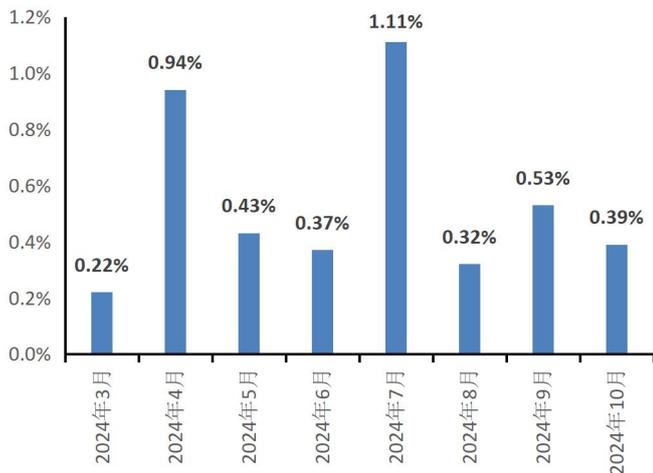
资料来源: 涌益咨询, 华安证券研究所

图表 13 2022 年 5-10 月涌益咨询能繁母猪存栏环比变化



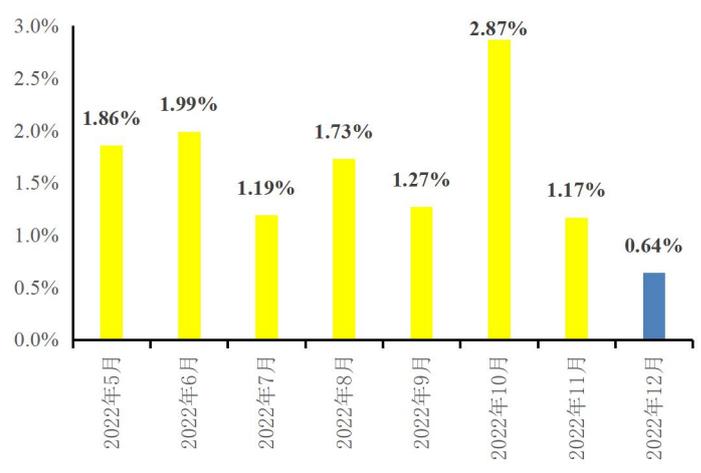
资料来源: 涌益咨询, 华安证券研究所

图表 14 2024 年 3-10 月上海钢联能繁母猪存栏环比变化



资料来源：上海钢联，华安证券研究所

图表 15 2022 年 5-12 月上海钢联能繁母猪存栏环比变化



资料来源：上海钢联，华安证券研究所

图表 16 20 家上市猪企资产负债率对照表，%

	牧原	温氏	天邦	正邦	天康	金新农	新希望	唐人神	傲农	大北农	家佳康	东瑞	正虹	华统	罗牛山	神农	新五丰	巨星	京基	雏鹰(退市)	均值(含雏鹰)	均值(不含雏鹰)
2009	50	46	43	64	57	42	45	58		54			48		33		37		100	44	52	51
2010	54	42	50	57	45	40	46	60		21			53		43		31		103	13	50	47
2011	51	36	55	59	51	14	43	26		24			45	44	50		28		63	24	42	41
2012	52	37	56	70	51	14	41	31		25			50	48	58		34		59	51	45	45
2013	61	47	67	75	40	19	43	34	85	36	89		39	52	58	41	48		64	64	53	53
2014	53	40	67	67	38	17	34	46	77	40	70	62	31	44	57	46	53	65	70	60	51	52
2015	50	30	43	64	37	32	31	32	67	33	64	60	27	47	59	38	33	49	59	54	45	45
2016	56	24	43	49	40	43	32	37	65	34	47	42	29	40	43	32	32	48	58	60	42	43
2017	47	32	31	60	48	47	38	35	62	39	45	47	33	22	41	29	29	41	82	72	42	44
2018	54	34	62	68	61	63	43	39	69	41	53	47	27	34	35	34	27	39	76	88	48	50
2019	40	29	62	68	54	51	49	48	74	39	62	33	18	45	36	27	25	38	63	101	45	48
2020	46	41	43	59	56	50	53	43	68	46	53	31	33	55	49	21	33	37	72	119	47	50
2021	61	64	80	93	55	66	65	58	87	53	52	16	69	70	61	13	59	45	83		60	60
2022	54	56	80	148	50	69	68	60	82	58	55	34	85	62	62	14	71	49	85		65	65
2023	62	61	87	54	53	74	72	65	104	66	45	42	54	75	64	26	75	60	68		64	64
2024.3	64	63	81	50	54	74	74	67	107	68	43	44	52	77	58	30	76	62	66		64	64
2024.6	62	59	78	51	51	74	73	66	109	67	44	44	55	76	54	31	76	62	64		63	63
2024.9	58	55	74	47	50	72	71	65	112	65	44	45	58	74	53	28	74	61	62		62	62

资料来源：wind，华安证券研究所

2.1.2 上市猪企成新增产能主力军

2022 年 12 月-2024 年 6 月，上市猪企的能繁母猪存栏上升主要集中在牧原和温氏，分别增加 48.9 万头、约 35 万头，两家公司累计增加约 83.9 万头；上市猪企的能繁母猪存栏下降主要集中在新希望、正邦、天邦、傲农，其中，新希望、正邦、天邦。

2024 年 6 月末，牧原、温氏的能繁母猪存栏量分别为 330.9 万头、165 万头，较 3 月末分别增加 16.7 万头、10 万头，两家公司合计增加约 26.7 万头，占 Q2 全国新增能繁母猪存栏量 46 万头的 58%。2024 年 9 月末，正邦、神农的能繁母猪存栏量分别为 25.7 万头、11.4 万头，较 6 月末分别增加 4.1 万头、1.6 万头，两家公司合计增加约 5.7 万头，占 Q3 全国新增能繁母猪存栏量 24 万头的 23.8%。

图表 17 主要上市猪企能繁母猪、后备母猪存栏量对照图，万头

		牧原	温氏	新希望	正邦	天邦	家佳康	傲农	大北农	天康	京基	金新农	神农	华统	立华
24.9	能繁	331.6			25.7	25			25-26		10.2		11.4		
	后备				5.85	8.8			约 10		1.5				
	合计				31.55						11.6				
24.7	能繁			73-74			26			14	10.2		10.4	16.5	
	后备										1.6				
	合计										11.7				
24.6	能繁	330.9	约 165	约 73	21.6		25			14			9.8		8
	后备						9+								
	合计								33						
24.3	能繁	314.2	155	72	19.6	22.6	20+		23	14	9.9	6-6.5	9	15	6+
	后备								9		1.5				1~2
	合计										11.4				
23.12	能繁	312.9	155	82			约 20		21.6	14	9.8	5.5	8+	13	6
	后备			接近 50			5-6		8.5		1.4	1.5			
	合计										11.2		近 10		
23.9	能繁	300.9	156	85		32	25~26		<23	14	9.8	5.5	7	14	5+
	后备		60	60			6-7		9+	4	1.5	1.5			
	合计										11.3	7			
23.6	能繁	303.2	152	85				23.48	23	14	9.8	6.1	6.7		5+
	后备		60	60					6-7		1.8	0.9	2.7		近 3
	合计										11.6	7	9.4		
23.3	能繁	285	145	85	22	30	26.3	约 30		14	9.6	6.1~6.2	6.5	13	
	后备		60	60	4		>6			4.2	1.5		2.8		
	合计								33		11.2	7~7.5	9.3		
22.12	能繁	282	130	85	30	35.2	26.3	>31		15	9.4	6~6.5	6.3		
	后备			66			>5			4.5	1.7				
	合计								33		11				

资料来源：公司公告，华安证券研究所

2.1.3 生猪产业重组、融资现转机

2023 年 12 月正邦科技重整执行完毕，2024 年 9 月末，正邦资产负债率已降至 47%。天邦、傲农仍在重整流程中：

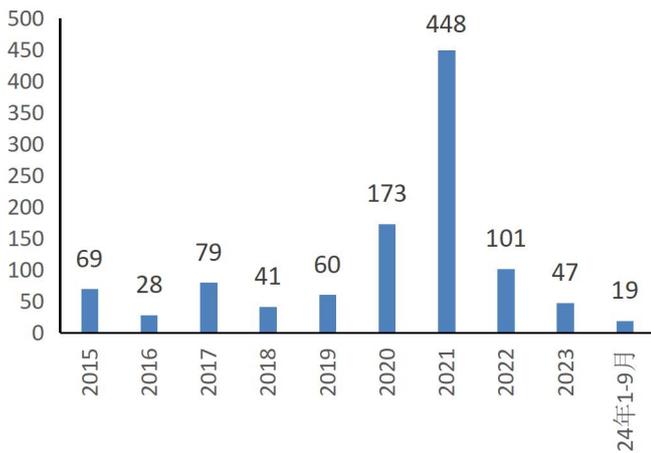
①天邦股份。2024 年 8 月宁波中院决定对天邦食品进行预重整，目前已有 5 家产业投资人及 2 家财务投资人报名参加重整，后续待意向重整投资人及重整方案基本确定后，相关方将签订重整投资协议，待获得证监会和最高法院批准后可正式进入重整程序，2024 年 9 月末，天邦资产负债率降至 74%；

②傲农生物。2024 年 2 月 5 日，漳州中院同意傲农生物启动预重整；11 月 5 日，漳州中院裁定受理傲农生物重整；12 月 4 日，重整计划（草案）发布，以傲农现有总股本为基数，按每 10 股转增 20 股的规模实施资本公积金转增股本，共计转增 1,735,307,884 股，最终转增准确股票数量以中国结算上海分公司实际登记确认

的数量为准，转增股票不向原股东分配，全部用于引入重整投资人以及清偿傲农生物债务。

部分猪企于 2023-2024 年申请股权融资，其中，华统股份已于 2024 年 11 月 20 日获得深交所上市审核中心审核通过，目前仍在等待证监会作出同意注册的决定，巨星农牧于 2024 年 12 月 5 日收到上交所受理公告，尚需上交所审核通过并获得证监会同意注册的决定。

图表 18 上市猪企股权融资完成规模，亿元



图表 19 2024 年拟完成股权融资规模列表

公司	拟融资规模	方案发布时间	股权融资类型
金新农	不超过 3 亿元	2024/4/30	定增
神农集团	2.9 亿	2024/6/6	定增
华统股份	16 亿	2024/8/2	定增
新希望	38 亿	2024/8/3	定增
巨星农牧	8 亿	2024/8/8	定增

资料来源：wind，华安证券研究所

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 20 三家破产重组生猪养殖公司经营情况列表

	天邦	傲农	正邦
破产重整进度	已有 5 家产业投资人及 2 家财务投资人报名参加重整。目前意向投资人正在尽调，预计 11 月中旬提报重整方案。后续待意向重整投资人及重整方案基本确定后，相关方将签订重整投资协议，待获得证监会和最高法院批准后可正式进入重整程序	12 月 4 日，重整计划（草案）发布，以傲农现有总股本为基数，按每 10 股转增 20 股的规模实施资本公积金转增股本，共计转增 1,735,307,884 股，最终转增准确股票数量以中国结算上海分公司为准，转增股票不向原股东分配，全部用于引入重整投资人以及清偿傲农生物债务	2023 年 12 月 15 日，法院裁定正邦科技重整执行完毕，同时裁定子公司正邦养殖及九家关联公司亦重整执行完毕
资产负债率 (%)	2021.12	79.9	92.6
	2022.12	79.6	148.4
	2023.12	86.7	54.0
	2024.3	80.7	50.4
	2024.6	78.4	50.7
	2024.9	73.9	47.1
生产性生物资产 (亿元)	2021.12	11.7	24.0
	2022.12	11.4	9.1
	2023.12	8.6	5.0
	2024.3	7.5	6.0
	2024.6	7.8	7.2

	2024.9	7.4	1.9	8.4
能繁母猪存栏 (万头)	2024.9	25		25.7
	2024.12e	约26		28+
后备母猪存栏 (万头)	2024.9	8.8		5.85
2024年出栏计划(万头)	2024年1-10月生猪出栏量499万头, 同比下降7%; 2024年全年计划出栏600万头		2024年1-9月生猪出栏量188万头, 同比下降62%	2024年1-10月生猪出栏量302万头, 同比下降35%; 其中, 10月出栏量增长至54.36万头
2025年出栏规划(万头)	肥猪400-450, 仔猪200-250			700+ (具体出栏结构将结合市场情况、公司发展情况)

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

2.2 生产效率持续提升, 2025年猪价有支撑

2.2.1 生产效率持续提升

2023年底至2024年初, 北方爆发比较严重的生猪疫情, 主要产能分布在北方的猪企受到影响较大, 目前基本恢复到了2023年生猪疫情前水平。以牧原股份为例, 其全程上市率从2024Q1的76%提升至10月86%, PSY从2024Q1约24头左右提升至10月接近30头。

2024年, 主要布局南方的猪企生产效率稳中有升, 以温氏为例, 肉猪上市率从2023年末92%上升至2024年10月93%, 窝均健仔数从2023年末10.7头上升至2024年10月11.2头。

图表 21 温氏股份生猪养殖指标变化表

	配种分娩率	产保死淘率	窝均健仔数	PSY	肉猪上市率
2023年1月				20以上	
2023年2月	约80%			近21	约93%
2023年3月			10.8	21.5	超92%
2023年5月	约80%			22	92%
2023年7月	83%		10.9	近22	
2023年9月	85%		10.9	22以上	
2023年10月			10.8	22.3	92%
2023Q4	82%		10.7	22.4	92%
2024年3月				约23	92%
2024年4月	约84%	7%-8%	11.2	约23	92%
2024年5月		约7%	11.3	约23	约92%
2024年7月	87%				92%
2024年10月			11.2		93%

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 22 牧原股份生猪养殖指标变化表

	PSY	全程上市率	MSY
2023年2月	27左右	86%左右	
2023年4月	28左右	86%左右	
2023年5月	28左右	86%左右	25左右
2023年7月		87%左右	
2023年8月	28以上	87%以上	
2023年1-9月		86%	
2023年	26.4左右	85%	23.5左右
2023Q4	24左右	82-83%	
2024Q1	24左右	76%	
2024年4月	25-26左右		
2024年5月	26-27	约82.6%	
2024年6月	28+	84%+	
2024年8月		接近85%	
2024年10月	接近30	86%	

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 23 新希望生猪养殖指标变化表

	窝均活仔数(头)	PSY(头)	育肥成活率	料肉比
2023年2月		23左右		
2023Q1	11.1	22左右	85%	超过2.95

图表 24 京基智农生猪养殖指标变化表

	PSY(头)	窝均断奶仔猪数(头)
2023年1月		10.7

2023年5月		23	89%		2023年2月	24.3	
2023Q3	11.5	25	90%		2023Q1	24.0	
2023年11月		24-25	91%		2023年6月	约25	约10.4
2023Q4	10.7	25左右	92%		2023年8月	27.4	
2023年12月	10.8	23.5			2023年9月	约25	
2024Q1		25左右			2023年12月	约26	
2024年4月			92%	2.65	2024年2月	约25	10.8
2024年6月	11.1	25.2	92%	2.64	2024年4月	约25	约11
2024年9月			93%+		2024年5月	约25.5	
					2024年9月	约26	10.7

资料来源：公司公告，华安证券研究所

资料来源：公司公告，华安证券研究所

2022年至2024年1-10月，涌益咨询、上海钢联的生猪生产指标持续提升。

①涌益咨询数据,2022年至2024年前10月,均窝均建仔数同比分别增长4.9%、4.0%和1.4%,配种分娩率同比分别增长0.3%、4.9%和3.8%,断奶成活率同比分别增长1.5%、0.6%和0.8%,育肥出栏存活率同比分别增长-1.8%、0.8%和1.8%,汇总看,生产性能同比分别增长4.9%、10.6%、7.9%;

②上海钢联数据,2022年至2024年前10月,均窝均建仔数同比分别增长4.9%、3.8%和2.9%,配种分娩率同比分别增长0.2%、5.2%和7.6%,育肥出栏存活率同比分别增长-1.8%、1.0%和3.7%,汇总看,生产性能同比分别增长3.3%、10.3%、14.9%。

图表 25 涌益咨询生猪生产指标对照表

	窝均健仔数(头)				配种分娩率				断奶成活率				育肥出栏存活率			
	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024
1月	9.1	9.8	10.6	11.0	72.2%	70.3%	73.9%	73.5%	83.7%	84.8%	86.7%	87.3%	88.9%	84.4%	88.6%	89.3%
2月	9.5	10.3	10.8	11.2	64.3%	65.0%	74.3%	74.2%	84.5%	84.7%	86.0%	87.4%	89.2%	86.1%	87.2%	91.7%
3月	9.8	10.3	10.9	11.2	66.2%	66.1%	74.7%	78.1%	86.2%	85.3%	86.3%	87.4%	89.5%	87.1%	87.1%	91.7%
4月	10.0	10.4	10.9	11.2	69.2%	69.2%	74.9%	78.5%	86.8%	87.7%	87.7%	87.6%	89.7%	89.0%	88.9%	91.8%
5月	10.3	10.5	10.9	11.2	69.6%	70.5%	75.1%	78.6%	87.9%	87.8%	91.0%	89.1%	91.3%	89.9%	90.0%	91.4%
6月	10.4	10.5	11.2	11.2	72.7%	70.2%	74.9%	78.4%	88.2%	88.2%	89.6%	90.0%	91.2%	89.1%	89.9%	91.1%
7月	10.4	10.8	11.2	11.2	73.6%	73.4%	74.7%	77.8%	86.8%	88.5%	89.0%	90.0%	92.7%	89.2%	89.4%	90.6%
8月	10.5	11.0	11.2	11.2	75.8%	73.4%	75.3%	78.0%	87.7%	89.0%	88.6%	90.0%	92.1%	89.4%	91.6%	91.1%
9月	10.4	11.1	11.2	11.2	74.8%	73.2%	75.2%	78.3%	86.7%	89.1%	88.9%	90.1%	92.1%	90.2%	91.4%	91.3%
10月	10.4	11.0	11.2	11.2	72.2%	73.8%	75.1%	78.4%	86.5%	89.6%	88.7%	90.0%	90.2%	90.3%	90.3%	90.6%
11月	10.3	10.9	11.2		69.2%	73.9%	73.8%		85.8%	89.3%	87.8%		89.5%	90.4%	89.0%	
12月	10.2	10.7	11.1		70.7%	73.9%	73.0%		85.2%	87.8%	87.6%		87.6%	90.0%	90.6%	
均值	10.1	10.6	11.0	11.2	70.9%	71.1%	74.6%	77.4%	86.3%	87.6%	88.1%	88.9%	90.3%	88.8%	89.5%	91.1%
均值yoy		4.9%	4.0%	1.4%		0.3%	4.9%	3.8%		1.5%	0.6%	0.8%		-1.8%	0.8%	1.8%

资料来源：涌益咨询，华安证券研究所

图表 26 上海钢联生猪生产指标对照表

	窝均健仔数(头)				配种分娩率(%)				育肥出栏存活率(%)				
	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024	

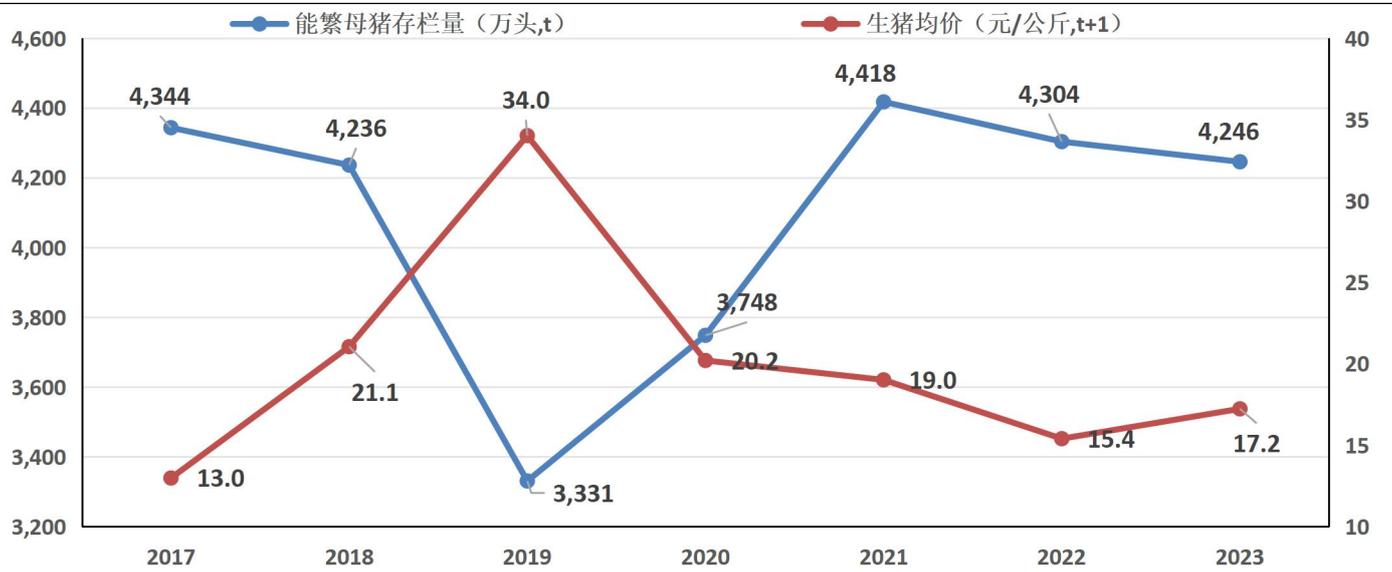
1月	9.1	9.8	10.6	11.1	72.1%	70.4%	73.9%	75.0%	88.9%	84.2%	88.5%	91.0%
2月	9.5	10.2	10.8	11.2	64.3%	65.0%	74.3%	79.3%	89.2%	86.1%	87.1%	92.4%
3月	9.8	10.3	10.8	11.3	66.2%	66.1%	74.7%	80.0%	89.5%	87.0%	87.0%	93.0%
4月	10.0	10.4	10.8	11.3	69.3%	69.2%	74.9%	80.5%	89.6%	89.0%	88.8%	93.1%
5月	10.3	10.5	10.9	11.3	69.7%	70.5%	75.1%	81.1%	91.3%	89.7%	90.0%	93.4%
6月	10.4	10.5	11.2	11.3	72.8%	70.2%	74.9%	81.3%	91.3%	89.2%	89.8%	93.3%
7月	10.3	10.8	11.1	11.3	73.7%	73.4%	74.7%	81.7%	92.7%	89.2%	89.3%	93.3%
8月	10.5	10.9	11.2	11.3	75.7%	73.5%	75.4%	81.7%	92.1%	89.3%	91.6%	93.3%
9月	10.4	11.0	11.1	11.3	74.8%	73.2%	75.3%	81.8%	92.1%	90.2%	91.5%	93.3%
10月	10.4	11.0	11.2	11.4	72.2%	73.8%	75.2%	81.8%	90.1%	90.3%	91.0%	93.3%
11月	10.3	10.8	11.0		69.3%	73.9%	74.6%		89.5%	90.4%	90.5%	
12月	10.1	10.6	11.0		70.8%	73.9%	74.1%		87.4%	90.0%	90.5%	
均值	10.1	10.6	11.0	11.3	70.9%	71.1%	74.7%	80.4%	90.3%	88.7%	89.6%	93.0%
均值 yoy		4.9%	3.8%	2.9%		0.2%	5.2%	7.6%		-1.8%	1.0%	3.7%

资料来源：上海钢联，华安证券研究所

2.2.2 能繁存栏均值同比下降，2025 年猪价获支撑

如图 27 所示，2017-2023 年，全国能繁母猪年均存栏量与 1 年后全国生猪年度均价呈现出高度负相关性，除 2022 年例外，我们认为 2021 年低效母猪占比过高，导致 2022 年养殖生产效率大幅提升带来的数据失真。

图表 27 全国能繁母猪年均存栏量与生猪年度均价对照图



资料来源：wind，猪易通，华安证券研究所

根据统计局数据，我们假设 2024Q4 能繁母猪存栏量环比上升 0.5%-2%，对应 2024 年能繁母猪存栏均值较 2023 年下降 4.4%-4.8%。根据涌益咨询、上海钢联数据，我们假设 2024 年 11-12 月能繁母猪存栏量月环比上升 1%，对应 2024 年能繁母猪存栏均值较 2023 年分别下降 0.56%、2.36%。从年度能繁母猪存栏推断，2025 年生猪价格将获得有力支撑。

图表 28 2024 年统计局能繁母猪存栏量估算表, 万头

	能繁母猪存栏	季环比变化	同比变化		能繁母猪存栏	季环比变化	同比变化
2023年1季度	4305	-1.9%		2023年1季度	4305	-1.9%	
2023年2季度	4296	-0.2%		2023年2季度	4296	-0.2%	
2023年3季度	4240	-1.3%		2023年3季度	4240	-1.3%	
2023年4季度	4142	-2.3%		2023年4季度	4142	-2.3%	
2024年1季度	3992	-3.6%		2024年1季度	3992	-3.6%	
2024年2季度	4038	1.2%		2024年2季度	4038	1.2%	
2024年3季度	4062	0.6%		2024年3季度	4062	0.6%	
2024年4季度(e)	4,082	0.5%		2024年4季度(e)	4,103	1.0%	
2023年	4,246			2023年	4,246		
2024年(e)	4,044		-4.8%	2024年(e)	4,049		-4.6%
	能繁母猪存栏	季环比变化	同比变化		能繁母猪存栏	季环比变化	同比变化
2023年1季度	4305	-1.9%		2023年1季度	4305	-1.9%	
2023年2季度	4296	-0.2%		2023年2季度	4296	-0.2%	
2023年3季度	4240	-1.3%		2023年3季度	4240	-1.3%	
2023年4季度	4142	-2.3%		2023年4季度	4142	-2.3%	
2024年1季度	3992	-3.6%		2024年1季度	3992	-3.6%	
2024年2季度	4038	1.2%		2024年2季度	4038	1.2%	
2024年3季度	4062	0.6%		2024年3季度	4062	0.6%	
2024年4季度(e)	4,123	1.5%		2024年4季度(e)	4,143	2.0%	
2023年	4,246			2023年	4,246		
2024年(e)	4,054		-4.5%	2024年(e)	4,059		-4.4%

资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 29 2024 年涌益咨询、上海钢联能繁母猪存栏量估算表, 万头

涌益咨询			上海钢联		
	能繁母猪存栏量 (万头)	环比增速		能繁母猪存栏量 (万头)	环比增速
2023年1月	114		2023年1月	530	
2023年2月	112	-1.84%	2023年2月	529	-0.21%
2023年3月	110	-1.95%	2023年3月	528	-0.28%
2023年4月	110	0.04%	2023年4月	526	-0.22%
2023年5月	109	-0.93%	2023年5月	526	-0.01%
2023年6月	107	-1.68%	2023年6月	523	-0.57%
2023年7月	106	-0.22%	2023年7月	524	0.01%
2023年8月	107	0.04%	2023年8月	525	0.29%
2023年9月	106	-0.27%	2023年9月	523	-0.41%
2023年10月	105	-0.85%	2023年10月	521	-0.44%
2023年11月	104	-1.57%	2023年11月	511	-1.92%
2023年12月	103	-0.84%	2023年12月	500	-2.09%
2024年1月	102	-0.76%	2024年1月	497	-0.56%
2024年2月	102	0.28%	2024年2月	496	-0.28%
2024年3月	104	1.57%	2024年3月	497	0.22%
2024年4月	105	0.96%	2024年4月	502	0.94%
2024年5月	106	0.73%	2024年5月	504	0.43%
2024年6月	106	0.61%	2024年6月	506	0.37%
2024年7月	108	1.79%	2024年7月	511	1.11%
2024年8月	109	0.52%	2024年8月	513	0.32%
2024年9月	109	0.60%	2024年9月	516	0.53%

2024年10月	110	0.20%	2024年10月	521	0.39%
2024.11e	111	1.00%	2024.11e	526	1.00%
2024.12e	112	1.00%	2024.12e	531	1.00%
2023年	108		2023年	522	
2024年(e)	107	-0.56%	2024年(e)	510	-2.36%

资料来源：涌益咨询，上海钢联，华安证券研究所

2.2.3 静待 2024Q4 猪价企稳回升

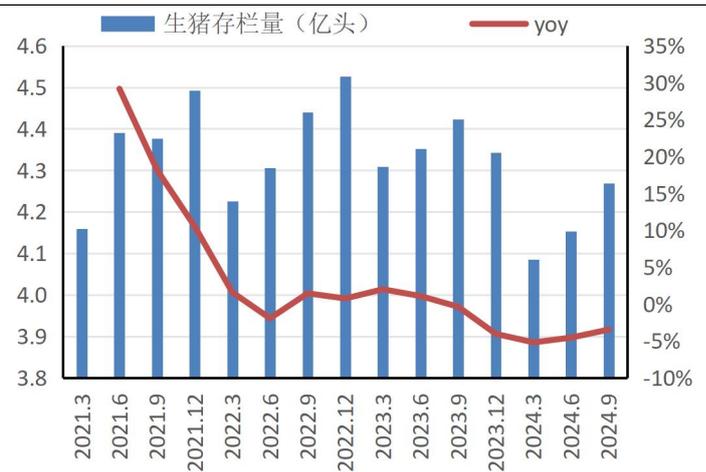
本轮周期 2022 年 12 月-2024 年 4 月累计去化 9.2%，2024 年猪价处于上行周期。2024Q1、Q2、Q3，全国生猪出栏量分别为 1.95 亿头、1.69 亿头、1.56 亿头，同比分别下降 2.2%、4.0%、3.3%；2024 年 1 季末、2 季末、3 季末，全国生猪存栏量分别为 4.09 亿头、4.15 亿头、4.27 亿头，同比分别下降 5.2%、4.6%、3.5%；10 月，全国中大猪存栏量同比下降 3.2%，也预示未来 2-3 个月生猪上市量将较 2023 年同期下降。

图表 30 全国生猪出栏量及增速走势图



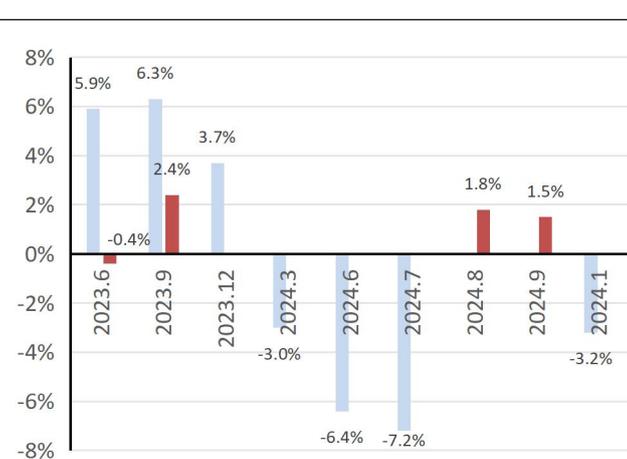
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 31 全国生猪存栏量及增速走势图



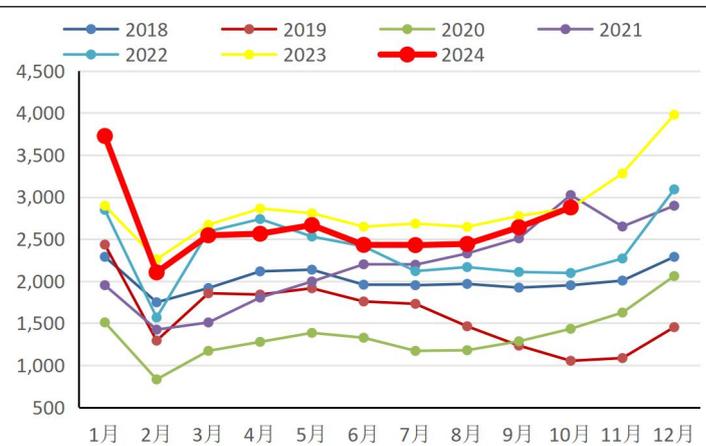
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 32 全国中大猪存栏量同比、环比变化图



资料来源：农业农村部，华安证券研究所

图表 33 全国生猪定点屠宰企业屠宰量，万头



资料来源：wind，华安证券研究所

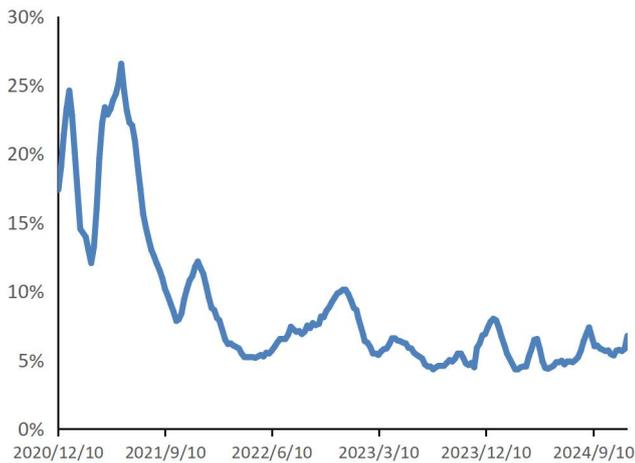
猪易通数据显示，8月11日全国生猪价格达到今年以来的峰值21.17元/公斤，之后猪价呈现震荡下行态势。我们认为，猪价大幅回调是受大体重猪出栏、短期二育不振、天气转凉延后等因素影响：

1、大体重猪出栏。7月下旬开始，150公斤以上生猪出栏占比、生猪出栏均重稳步攀升，8月底均达到峰值7.37%、126.73公斤；11月上旬开始，150公斤以上生猪出栏占比、出栏均重再次攀升，12月5日升至6.76%、128.33公斤；

2、二育积极性持续低迷，8月21日至今全国二育销售量占比趋势性低于去年同期，11月21日-11月30日，全国二育销量占比0.86%，环比下降0.81个百分点，同比下降0.63个百分点。

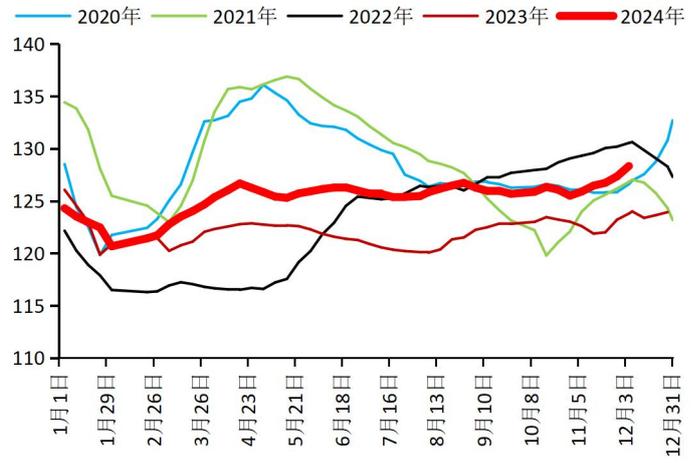
2024年9月下旬以来，肉猪价比值稳定在1.6以上，与2023年同期基本持平；12月5日毛白价差5.09元/公斤，高于去年同期的4.09元/公斤，猪肉消费并未持续走弱；11月30日，育肥栏舍平均利用率周环比下降12.9%，同比下降28.3%，标肥价差维持高位，随着消费旺季的到来，猪价有望企稳回升。

图表 34 生猪出栏均重 150 公斤以上出栏占比对照图



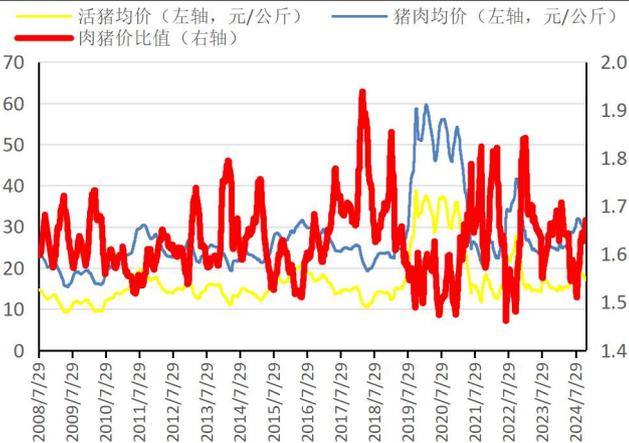
资料来源：涌益咨询，华安证券研究所

图表 35 20-24 年涌益咨询生猪出栏均重，公斤



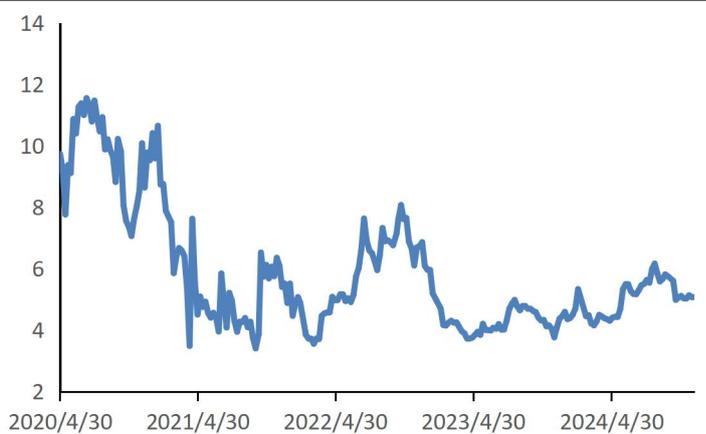
资料来源：涌益咨询，华安证券研究所

图表 36 猪价、肉猪价比值对照图



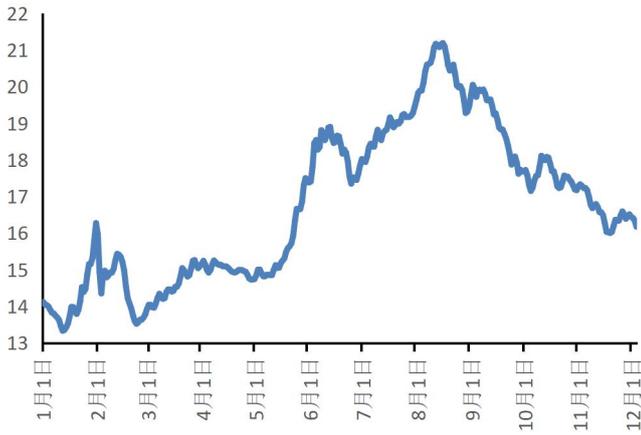
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 37 毛白价差走势图，元/公斤



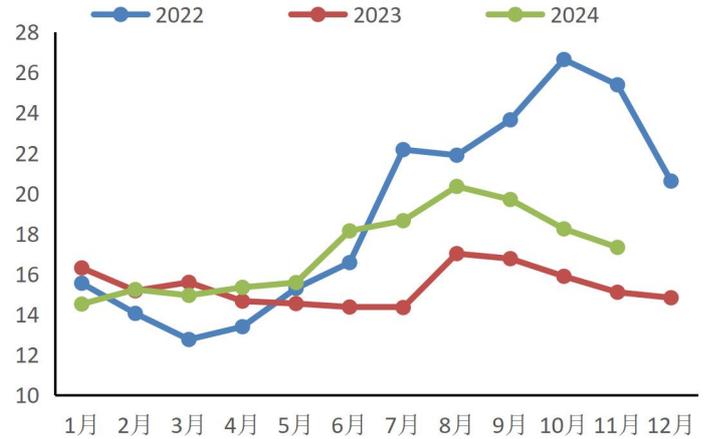
资料来源：涌益咨询，华安证券研究所

图表 38 2024 年生猪价价格走势图，元/公斤



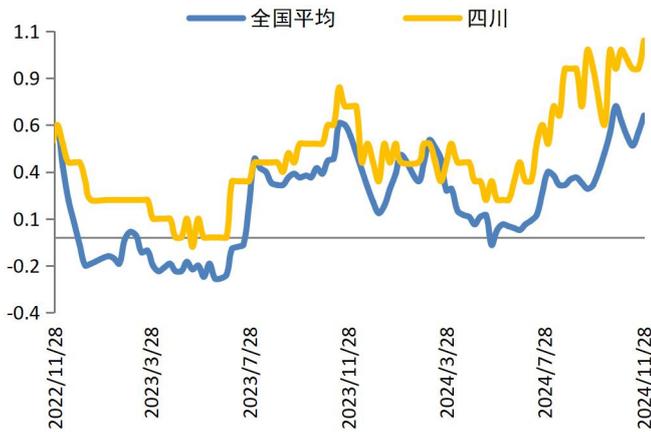
资料来源：猪易通，华安证券研究所

图表 39 2022-2024 年猪价对照图



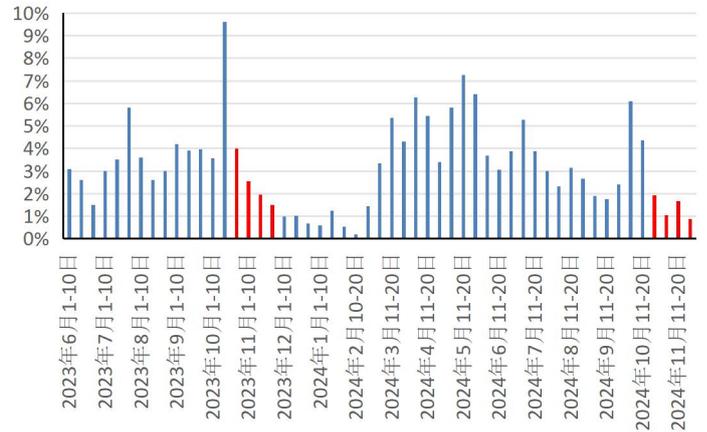
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 40 175 公斤肥标价差对照图，元/斤



资料来源：涌益咨询，华安证券研究所

图表 41 二育实际销量占比



资料来源：涌益咨询，华安证券研究所

图表 42 栏舍利用率对照表

省份	2024年																								2023年								
	1/10	1/20	1/31	2/20	2/29	3/10	3/20	3/31	4/10	4/20	4/30	5/10	5/20	5/31	6/10	6/20	6/30	7/10	7/20	7/31	8/10	8/20	8/31	9/10	9/20	9/30	10/10	10/20	10/31	11/10	11/20	11/30	11/30
黑龙江	43%	36%	30%	25%	27%	35%	40%	48%	49%	52%	45%	50%	60%	68%	68%	60%	65%	76%	85%	83%	78%	73%	62%	56%	50%	47%	59%	67%	68%	54%	52%	46%	61%
吉林	43%	34%	28%	26%	28%	30%	39%	47%	49%	51%	45%	49%	60%	67%	67%	60%	65%	75%	83%	80%	76%	72%	62%	56%	51%	47%	57%	65%	67%	54%	52%	46%	58%
辽宁	45%	36%	30%	24%	28%	34%	40%	49%	52%	54%	47%	52%	65%	73%	73%	65%	68%	80%	88%	85%	81%	76%	65%	60%	53%	49%	60%	68%	69%	56%	53%	45%	61%
河北	35%	29%	23%	18%	20%	26%	34%	37%	46%	47%	42%	45%	56%	65%	63%	58%	67%	75%	78%	76%	74%	72%	62%	56%	48%	45%	56%	66%	68%	55%	52%	41%	54%
河南	36%	28%	22%	19%	21%	25%	33%	39%	45%	48%	41%	44%	53%	64%	61%	55%	63%	71%	75%	73%	70%	65%	56%	51%	47%	44%	57%	68%	69%	53%	49%	40%	52%
山东	35%	30%	25%	24%	26%	33%	42%	47%	55%	53%	48%	54%	61%	72%	70%	61%	70%	80%	90%	87%	83%	79%	68%	61%	54%	51%	60%	71%	73%	56%	54%	45%	55%
江苏	36%	29%	21%	19%	19%	22%	28%	34%	42%	45%	41%	43%	45%	50%	48%	46%	52%	60%	68%	65%	60%	58%	50%	45%	42%	41%	50%	59%	61%	50%	47%	39%	49%
湖北	36%	32%	26%	22%	22%	25%	29%	35%	39%	42%	39%	41%	43%	49%	45%	43%	46%	49%	51%	53%	50%	48%	42%	38%	34%	35%	44%	51%	52%	43%	41%	37%	50%
湖南	35%	31%	28%	23%	23%	25%	30%	36%	39%	42%	38%	40%	42%	49%	46%	44%	47%	50%	52%	53%	50%	48%	43%	39%	35%	36%	45%	51%	53%	43%	41%	37%	56%
江西	36%	32%	30%	25%	26%	31%	36%	40%	45%	47%	44%	47%	56%	66%	63%	61%	68%	76%	81%	80%	74%	70%	58%	52%	47%	44%	55%	66%	65%	50%	48%	41%	58%
福建	30%	26%	24%	20%	20%	22%	24%	28%	29%	30%	28%	30%	33%	36%	34%	32%	34%	36%	38%	40%	35%	34%	29%	25%	24%	23%	29%	36%	37%	33%	31%	28%	45%
广东	37%	33%	29%	24%	26%	29%	33%	36%	37%	39%	37%	38%	44%	41%	38%	36%	38%	41%	43%	43%	42%	41%	36%	35%	30%	28%	36%	40%	42%	39%	42%	38%	45%
广西	38%	33%	30%	25%	28%	31%	36%	38%	40%	43%	39%	40%	46%	42%	40%	37%	40%	44%	47%	50%	48%	46%	42%	40%	35%	32%	43%	45%	44%	42%	45%	39%	46%
四川	43%	37%	27%	23%	25%	28%	33%	36%	40%	42%	39%	41%	43%	47%	45%	44%	46%	48%	50%	53%	50%	47%	41%	38%	35%	36%	43%	46%	44%	39%	37%	34%	61%
贵州	42%	35%	31%	21%	24%	29%	32%	35%	37%	34%	36%	39%	45%	43%	42%	46%	49%	50%	52%	50%	47%	43%	39%	35%	36%	42%	46%	44%	39%	37%	33%	57%	
云南	40%	35%	32%	23%	25%	29%	33%	35%	38%	39%	36%	38%	40%	46%	44%	43%	47%	51%	52%	55%	52%	50%	45%	41%	36%	35%	40%	43%	42%	38%	36%	33%	55%
山西	35%	30%	27%	21%	22%	23%	28%	34%	37%	39%	36%	39%	43%	48%	44%	41%	45%	49%	51%	52%	47%	46%	40%	36%	34%	32%	39%	44%	45%	38%	35%	30%	50%

资料来源：涌益咨询，华安证券研究所

2.3 降本增效仍是重中之重，2025 年猪企出栏仍将上行

2.3.1 降本增效仍是重中之重，2024 成本稳步下行

2024 年，降本增效仍是重中之重，主要上市猪企生猪养殖成本处于下行通道。神农集团、牧原股份、温氏股份的完全成本始终处于第一梯队，2024 年 1-9 月成本降幅超过 1 元/公斤。神农集团育肥猪完全成本从 Q1 逾 14.5 元/公斤降至 Q3 的 13.6 元/公斤，其中，9 月降至 13.4 元/公斤；牧原股份育肥猪完全成本从 1-2 月 15.8 元/公斤降至 Q3 的 13.7 元/公斤；温氏股份肉猪养殖综合成本从 Q1 的 15.2 元/公斤降至 Q3 低于 14 元/公斤。

图表 43 2024 年上市猪企成本对照表，元/公斤

成本类型	2024Q3	2024年9月	2024年8月	2024年7月	1H2024	2024Q2	2024年6月	2024年5月	2024年4月	2024年3月	2024Q1
神农集团 育肥猪完全成本	13.6	13.4	13.8	13.7	14.2	13.9	13.7		14.2		14.5+
牧原 生猪养殖完全成本	13.7		13.7	13.8			14	14.3	14.8	15.1	1-2月15.8
温氏 肉猪养殖综合成本	14-			6.9-7	14.8	14.2	13.8	14.2	14.4	14.8	15.2
天康 生猪养殖完全成本	14.28	13.91	14.32	14.75		15.15		14.88		15.33	15.99
新希望 运营场线出栏肥猪成本	14.5	14.2		14.5		14.6	14.7		14.7	15.3	1月15.8、2月16左右
大北农 育肥猪完全成本		14.7		14.6			较5月略上升	14.7			约15.1
家佳康 育肥猪完全成本	15-			15+			16+			16+	17+
东瑞 运营场线完全成本		16.4	16.6		17.07	16.96		16.8	17.4	16.7	17.2
华统 育肥猪完全成本						16.2	16-				16.4
巨星 育肥猪完全成本/养殖成本	14（完全成本）			12.7（养殖成本）		14.06	12.88（养殖成本）	13.7（养殖成本）			16.1（含德昌）
金新农 商品猪养殖成本		14.2		15.2							15.68
京基智农 育肥猪完全成本		14.59		14.4	14.84	14.4		14.1	14.6	15.36	15.5
立华 育肥猪完全成本	14.6					14.8				16-	17.6
ST天邦 育肥猪完全成本	14.92					15.35					16.72

资料来源：各公司公告，华安证券研究所

2.3.2 2025 年上市猪企出栏仍将上行

2024 年 1-10 月，上市猪企出栏量 1.27 亿头，同比上升 2.8%，上市猪企出栏量（万头）从高到低依次为，牧原股份 5664、温氏股份 2423、新希望 1367、德康牧业 693、天邦食品 499、大北农 493、唐人神 329、正邦 302、中粮家佳康 280、天康 243、华统股份 215、傲农 188、神农集团 187、京基智农 182、金新农 98、立华股份 94、东瑞股份 68、罗牛山 58、正虹科技 6.9；出栏量同比增速从高到低依次为，神农集团 68%、立华股份 38%、京基智农 20%、温氏股份 17%、东瑞股份 24%、金新农 15%、华统股份 15%、牧原股份 9%、唐人神 9%、天康 6%、大北农 6%、新希望-6%、天邦食品-7%、罗牛山-8%、中粮家佳康-30%、正邦-35%、傲农-62%、正虹科技-64%。根据上市猪企能繁母猪存栏量变化和生产效率提升，我们预计 2025 年主要上市猪企出栏量将保持同比正增长。

2025 年上市猪企的成本较 2024 年下降基本确定，随着生猪出栏量持续增长，2025 年主要上市猪企业绩有望获得支撑。

图表 44 2024 年主要上市猪企累计出栏量列表，万头、%

		累计生猪销量（万头）																	
	牧原	温氏	德康	天邦	正邦	天康	金新农	新希望	唐人神	傲农	大北农	家佳康	东瑞	正虹	华统	罗牛山	神农	京基	立华
1 月	1,054	264	78	70	43	23	13	192	33	75	64	35	6	0	24	8	20	17	8
1-2 月		456	128	110	65	39	21	323	60		96	55	10	1	42	12	33	31	11

1-3月	1,601	718	189	151	92	65	33	456	95	96	145	81	17	1.1	66	19	50	46	19
1-4月	2,146	966	259	197	110	89	44	604	126	112	197	106	22	1.6	86	26	67	65	26
1-5月	2,732	1,204	333	252	135	114	53	740	159	126	249	132	29	2.9	113	32	86	88	36
1-6月	3,239	1,437	403	302	159	140	60	869	188	138	285	158	35	3.7	134	38	109	105	43
1-7月	3,855	1,670	473	355	182	162	69	995	217	151	331	190	42	4.1	154	44	129	121	56
1-8月	4,479	1,905	543	407	210	186	79	1,123	247	162	373	218	50	5.1	174	48	146	141	66
1-9月	5,014	2,156	616	450	248	214	89	1,242	279	177	428	248	58	6.0	195	53	166	163	79
1-10月	5,664	2,423	693	499	302	243	98	1,367	329	188	493	280	68	6.9	215	58	187	182	94
累计生猪销量 yoy																			
	牧原	温氏	德康	天邦	正邦	天康	金新农	新希望	唐人神	傲农	大北农	家佳康	东瑞	正虹	华统	罗牛山	神农	京基	立华
1月	19	66		83	-24	46	166	49	41	-18	28	-11	9	-86	46	89	98	28	15
1-2月		29		40	-47	8	12	7	16		-2	-36	-19	-83	21	20	29	15	-26
1-3月	16	28		14	-47	14	20	-3	21	-30	1	-36	-21	-82	23	15	29	12	-19
1-4月	12	25		10	-52	9	23	-4	20	-38	2	-36	-20	-82	17	8	40	19	-4
1-5月	9	23		3	-50	7	15	-4	18	-45	4	-35	-12	-73	21	3	50	26	17
1-6月	7	22		-1	-47	7	10	-3	13	-53	2	-35	-3	-69	16	0	68	24	19
1-7月	7	20		-1	-45	4	12	-4	10	-55	3	-34	2	-68	15	-2	70	20	25
1-8月	8	19		-1	-45	2	10	-4	10	-58	2	-33	9	-67	15	-4	66	19	30
1-9月	7	18		-2	-40	4	14	-5	6	-60	3	-32	15	-66	16	-5	63	21	35
1-10月	9	17		-7	-35	6	15	-6	9	-62	6	-30	24	-64	15	-8	68	20	38

资料来源：各公司公告，华安证券研究所

图表 45 2019-2027 年上市猪企出栏量及规划，万头

	2019	2020	2021	2022	2023	2024.1-10	2024.1-10~yoy	2024e	2025e	2026e	2027e
牧原	1,025	1,812	4,026	6,120	6,382	5,664	9%	6600-7200			
温氏	1,852	955	1,322	1,791	2,626	2,423	17%	3000-3300 (育肥)			
天邦	244	308	428	442	712	499	-7%	600	育肥 400-450, 仔猪 200-250		
正邦	578	956	1,493	845	548	302	-35%		700+		
天康	84	135	160	203	282	243	6%	300-350			
新希望	355	829	998	1,461	1,768	1,367	-6%	1500+	1600-1700		
大北农	163	185	431	443	605	493	6%	600			
家佳康	199	205	344	407	520	280	-30%	350-400			
东瑞			37	52	62	68	24%	80-100	150-160	200	
华统			14	121	230	215	15%	320-350 (屠宰量 500)	屠宰量 550		
巨星				150	267			300-350	育肥猪 400		
新五丰	49	33	77	179	312						
唐人神	84	102	154	216	371	329	9%	450			
金新农			107	126	105	98	15%	120-130			

京基智农				126	185	182	20%	250	300	420	600
神农集团			65	93	152	187	68%	220-230	300-350		500

资料来源：各公司公告，华安证券研究所

图表 46 上市猪企资本开支及增速对照表

资本开支 (亿元)	牧原	温氏	天邦	正邦	天康	金新农	新希望	唐人神	傲农	大北农	东瑞	正虹	华统	罗牛山	神农	新五丰	巨星	京基	合计
2017	63	98	10	41	6	2	25	3	4	11	1	0	1	6	2	0	0	1	276
2018	50	94	17	32	6	5	37	7	6	10	1	0	3	4	2	0	0	1	275
2019	131	124	12	57	14	5	93	8	7	9	1	1	6	2	2	1	0	1	474
2020	461	300	51	103	9	11	343	21	33	24	4	2	16	11	6	2	6	17	1420
2021	359	132	23	65	18	7	174	35	27	24	11	1	22	8	12	3	12	26	959
2022	157	94	11	13	14	4	69	21	15	16	13	0	11	5	8	3	11	19	484
2023	170	98	6	7	10	3	36	11	5	10	9	0	11	2	10	3	10	10	413
2024.1-9	102	66	2	3	5	1	14	4	2	6	5	0	3	2	5	1	8	2	231
YOY (%)	牧原	温氏	天邦	正邦	天康	金新农	新希望	唐人神	傲农	大北农	东瑞	正虹	华统	罗牛山	神农	新五丰	巨星	京基	合计
2018	-20	-4	73	-24	1	98	49	95	29	-7	-35	16	142	-38	-14	-8	38	1	0
2019	160	32	-28	81	128	0	152	22	16	-12	88	16	71	-51	38	63	4	-13	72
2020	251	142	309	81	-31	123	266	153	400	182	255	224	182	489	165	323	1147	1577	200
2021	-22	-56	-54	-37	88	-30	-49	66	-18	-4	151	-28	38	-23	88	19	92	54	-32
2022	-56	-29	-53	-80	-18	-47	-61	-40	-45	-34	15	-65	-49	-40	-32	-10	-5	-26	-50
2023	8	5	-45	-51	-30	-13	-47	-47	-66	-32	-29	-22	-3	-50	25	30	-10	-50	-15
2024.1-9	-27	-8	-30	-26	-26	-35	-51	-55	-45	-15	-38	N.A	-57	-11	-21	-57	-14	-80	-27

资料来源：各公司公告，华安证券研究所

2.4 估值

补栏积极性持续疲弱，据我们测算，2024 年统计局能繁母猪存栏均值较 2023 年下降约 4.5%，2025 年猪价获支撑。由于 2025 年上市猪企成本较 2024 年下降基本确定，随着生猪出栏量持续增长，2025 年主要上市猪企业绩有保障。

值得注意的是，生猪产业重组、融资出现转机，正邦科技自重整完成后，能繁母猪存栏快速增加，天邦、傲农重整出现进展，华统股份定增获深交所审核通过，巨星农牧也于近日收到上交所受理定增的公告，降本增效仍将是猪企的重中之重。

据 2024 年预测生猪出栏量，温氏头均市值 2576 元、牧原 3156 元、巨星农牧 3345 元、华统 2833 元、新希望 2867 元、天康生物 1767 元、中粮家佳康 1760 元，一、二线龙头猪企估值多处历史低位。我们继续推荐生猪养殖板块，重点推荐温氏股份、牧原股份、神农集团、天康生物。

图表 47 主要上市猪企头均市值对照表

		牧原	温氏	天康	新希望	大北农	家佳康	东瑞	华统	巨星	新五丰	唐人神	神农
出栏量 (万头)	2022	6,120	1,791	203	1,461	443	407	52	121	150	179	216	93
	2023	6,382	2,626	282	1,768	605	520	62	230	267	312	371	152

	2024e	7,000	3,300	300	1,500	600	375	80	300	290	400	450	230
头均市值 (2024年出栏量)		3,156	2,576	1,767	2,867	2,067	1,760	5,375	2,833	3,345	2,100	1,733	6,609
总市值(亿元)		2,209	1,150	93	430	199	66	43	85	97	84	78	152

资料来源: wind, 华安证券研究所(收盘价: 2024年12月6日)

图表 48 猪价高点年化 PE 敏感性分析

	2024年出栏量(万头, e)	2025年出栏量(万头, e)	完全成本假设(元/公斤)	生猪均价(元/公斤)-对应业绩(亿)					市值(亿元)	生猪均价(元/公斤)-PE				
				16	16.5	17	17.5	18		16	16.5	17	17.5	18
牧原	7,000	7,500	13.2	252	297	342	387	432	2,209	8.8	7.4	6.5	5.7	5.1
温氏	3,300	3,700	13.4	115	138	160	182	204	1,150	10.0	8.4	7.2	6.3	5.6
天康	300	350	14.5	6	8	11	13	15	93	14.8	11.1	8.9	7.4	6.3
新希望	1,500	1,500	15.0	18	27	36	45	54	430	23.9	15.9	11.9	9.6	8.0
大北农	600	600	14.5	11	14	18	22	25	199	18.4	13.8	11.1	9.2	7.9
家佳康	370	450	14.5	8	11	14	16	19	66	8.1	6.1	4.9	4.1	3.5
东瑞	80	120	16.0	0	3	4	4	5	43	N.A	14.9	11.9	10.0	8.5
华统	300	400	15.0	5	7	10	12	14	85	17.7	11.8	8.9	7.1	5.9
巨星	300	400	14.0	10	12	14	17	19	97	10.1	8.1	6.7	5.8	5.1
金新农	110	110	15.0	1	2	3	3	4	36	27.3	18.2	13.6	10.9	9.1
京基	250	300	14.0	7	9	11	13	14	100	13.9	11.1	9.3	7.9	6.9
神农	220	300	13.5	9	11	13	14	16	152	16.9	14.1	12.1	10.6	9.4

资料来源: wind, 华安证券研究所(收盘价: 2024年12月6日; 对应业绩及PE均根据2025年预期出栏量测算)

图表 49 上市猪企 ROE 对照表, %

	牧原	温氏	德康	天邦	正邦	天康	金新农	新希望	唐人神	傲农	大北农	家佳康	东瑞	正虹	华统	罗牛山	神农	新五丰	巨星	京基
2014	4	20		6	3	12	8	14	5	32	15	(28)	(17)	6	14	3	12	(9)	14	25
2015	27	35		17	14	11	12	12	4	13	11	6	13	1	11	4	21	4	13	33
2016	51	43		30	29	16	10	12	8	21	10	27	44	0	12	3	33	17	15	1
2017	28	22		10	9	15	4	11	10	19	13	10	17	3	11	4	24	4	13	(24)
2018	3	12		(21)	3	10	(18)	8	4	5	5	(13)	2	11	12	10	10	(3)	7	55
2019	35	36	109	4	22	17	9	21	6	4	5	29	58	2	10	1	47	6	5	70
2020	74	17	70	60	45	32	7	16	26	30	19	52	77	6	8	2	65	22	8	35
2021	13	(34)	(55)	(73)	(4,068)	(12)	(46)	(29)	(20)	(74)	(4)	(5)	9	(48)	(12)	(11)	7	(20)	9	15
2022	21	15	22	13		4	1	(6)	2	(50)	1	4	1	(40)	4	2	6	(3)	4	31
2023	(6)	(18)	(40)	(116)	202	(19)	(37)	1	(25)		(23)	(2)	(18)	(47)	(26)	(12)	(9)	(42)	(19)	55
2024.1-9	15	18		46	3	8	2	0	5		2		(2)	(5)	3	8	11	0	8	15
2014年~2024年1-9月	24.1	15.0		(2.1)	(373.9)	8.5	(4.4)	5.5	2.3	0.0	4.8	8.0	16.7	(10.1)	4.2	1.4	20.5	(2.3)	7.0	28.4
2018年~2024年1-9月	22.2	6.4	21.3	(12.4)	(632.2)	5.8	(11.8)	1.7	(0.3)	(17.1)	0.6	10.9	18.1	(17.3)	(0.1)	0.2	19.4	(5.8)	3.1	39.6

资料来源: wind, 华安证券研究所

3 白羽种鸡性能下降, 高致病性禽流感存变数

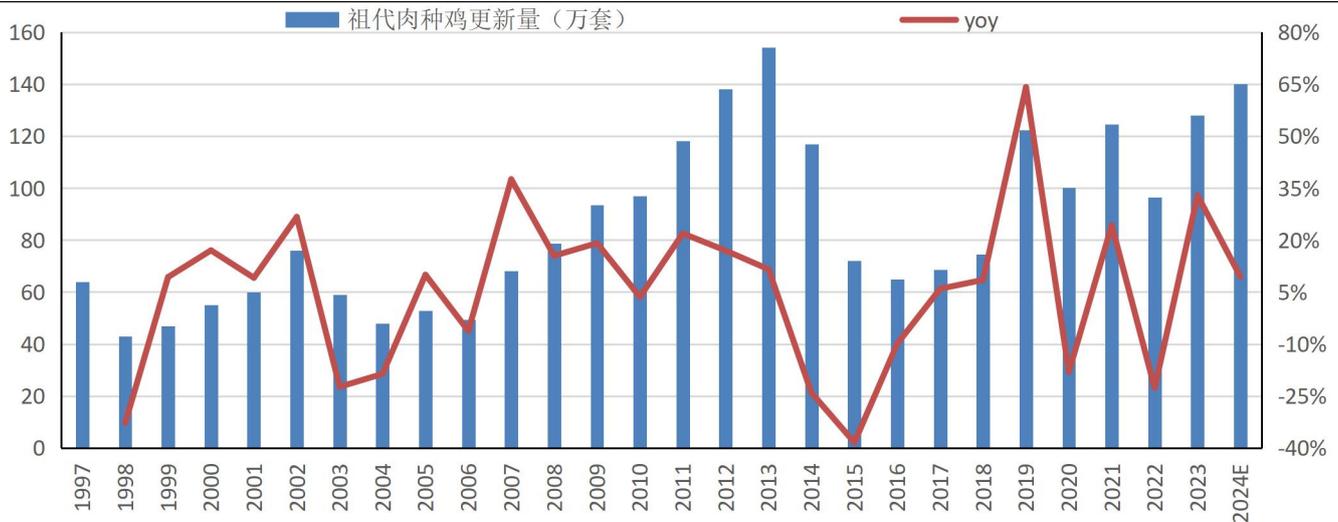
3.1 2024年祖代更新量维持高位, 种鸡自繁比重逾50%

2014年1月我国成立白羽肉鸡联盟, 加强行业源头祖代鸡引种管理, 改变了行业引种的无序状态, 引种量由历史高峰2013年154万套降至2014年118万套。

2015年，美国、法国相继爆发禽流感，我国对两国实施了祖代鸡引种禁令，引种量进一步锐减至72万套。2017年初，波兰、西班牙等地连续爆发高致病性禽流感，导致我国引种禁令再度升级，全年祖代肉种鸡引种及自繁量降至68.71万套。

2018年我国祖代肉种鸡更新量上升至74.54万套，2019年大幅攀升至122.35万套，祖代供过于求。2020年我国祖代肉种鸡更新量100.28万套，同比下降18%，祖代供需平衡；2021年我国祖代肉种鸡更新量124.62万套，同比增长24.3%；2022年因欧美爆发高致病性禽流感，全国白羽祖代更新量下降22.7%至96.34万套；2023年我国祖代更新量127.99万套，同比增长32.9%，祖代再次供过于求。2024年1-10月，我国祖代更新量125.85万套，同比增长17.8%，预计全年更新量超140万套。

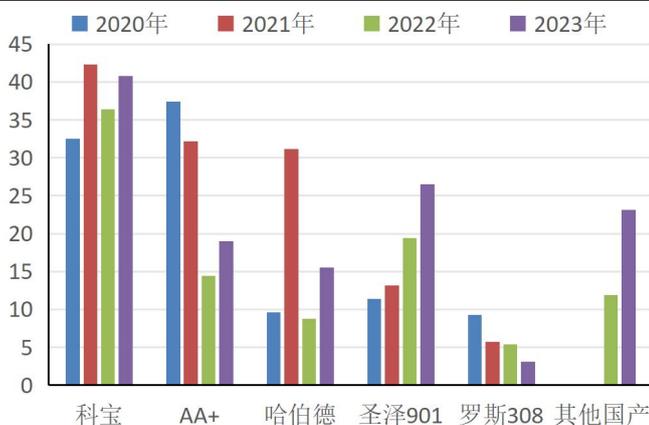
图表 50 白羽祖代肉种鸡引种及更新走势图



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，华安证券研究所

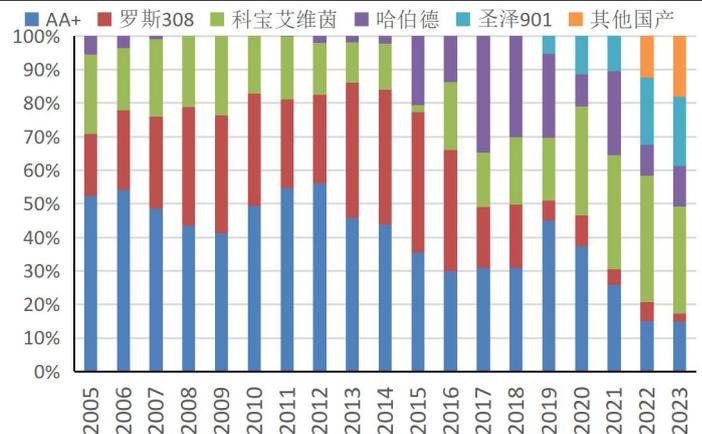
白羽肉鸡的种源垄断已被打破，国产自繁正逐步成为重要供种源，国产种鸡占比从2019年5%（圣泽901占比5%）上升至2023年39%（圣泽901占比21%）。2024年1-10月，祖代更新中，进口56.39万套，占比45%，自繁69.45万套，占比55%。进口品种方面，AA、罗斯、哈伯德利丰引自美国，科宝引自新西兰。

图表 51 20-23年全国祖代白羽分品种更新量，万套



资料来源：中国禽业发展报告，华安证券研究所

图表 52 05-23年全国祖代白羽肉雏鸡分品种更新量占比图



资料来源：中国禽业发展报告，华安证券研究所

图表 53 不同白羽肉鸡品种的更新企业列表

育种公司	品种	更新企业
美国安伟捷育种公司	AA+	哈尔滨鹏达、北京家育、诸城外贸、江苏京海、吉林兴华、长春吉星、鑫鑫树芽、爱拔益加、河北三兴
	罗斯 308	河北飞龙、北京大风
美国科宝公司	科宝爱维茵	滨县伟昌、北京大风、北京家育、湖北科宝
法国哈伯德公司	哈伯德	山东益生
中国圣农发展	圣泽 901	福建圣农

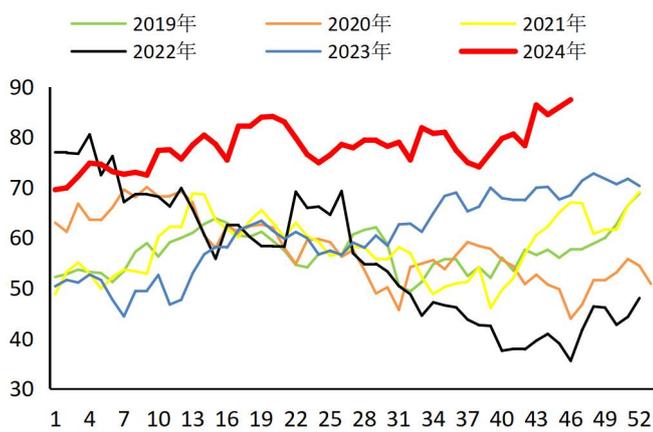
资料来源：饲料行业网，华安证券研究所

3.2 种鸡存栏、父母代销量处 2019 年以来同期高位

2024 年第 47 周（11 月 18 日-11 月 24 日），在产祖代种鸡存栏量 129.59 万套，后备祖代种鸡存栏量 87.8 万套，在产父母代种鸡存栏量 2167.34 万套，后备父母代种鸡存栏量 1709.04 万套，均处于 2019 年以来同期高位。

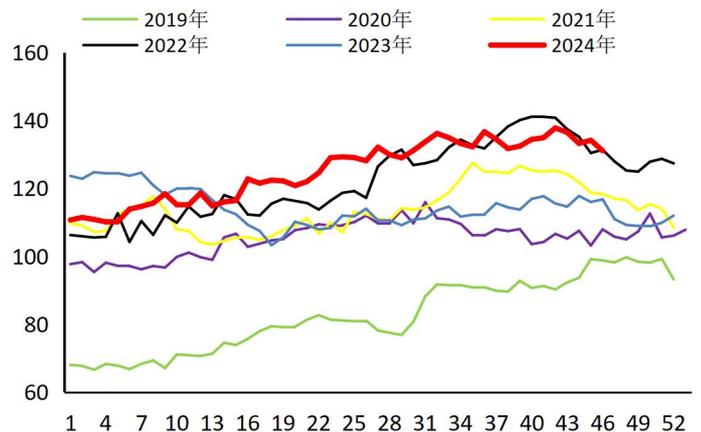
从月度数据看，2024 年 1-10 月父母代鸡苗销量处于 2016 年以来同期高位；从周度数据看，2024 年第 47 周（11 月 18 日-11 月 24 日），父母代鸡苗销量 154.71 万套，处于 2019 年以来同期高位。

图表 54 后备祖代种鸡存栏量走势图，万套



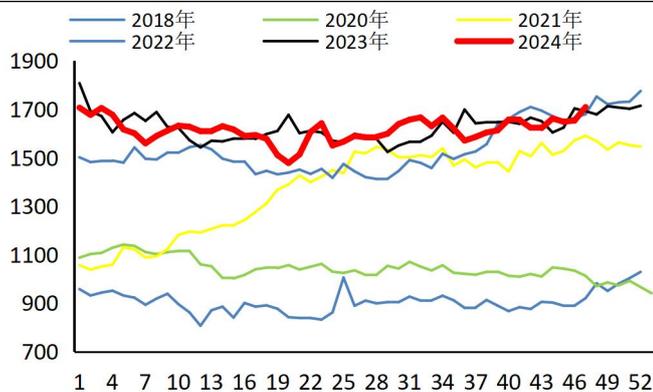
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，华安证券研究所

图表 55 在产祖代种鸡存栏量走势图，万套



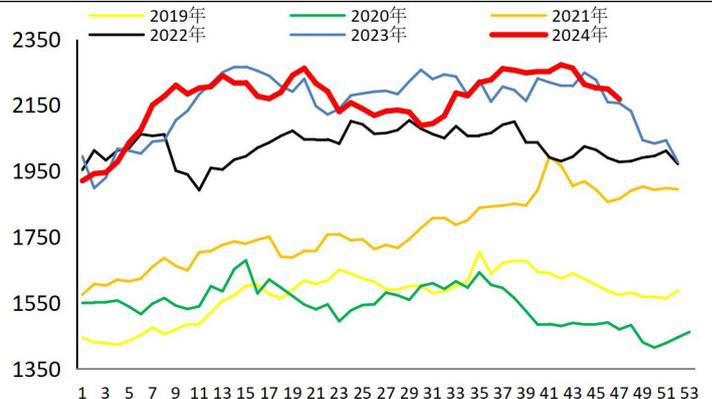
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，华安证券研究所

图表 56 后备父母代种鸡存栏量走势图，万套



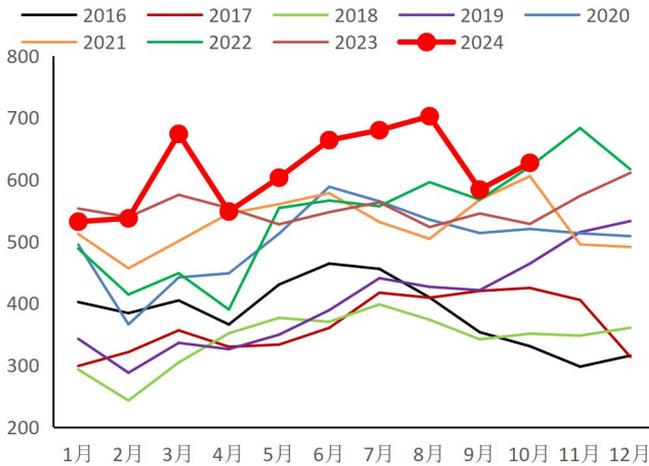
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，华安证券研究所

图表 57 在产父母代种鸡存栏量走势图，万套



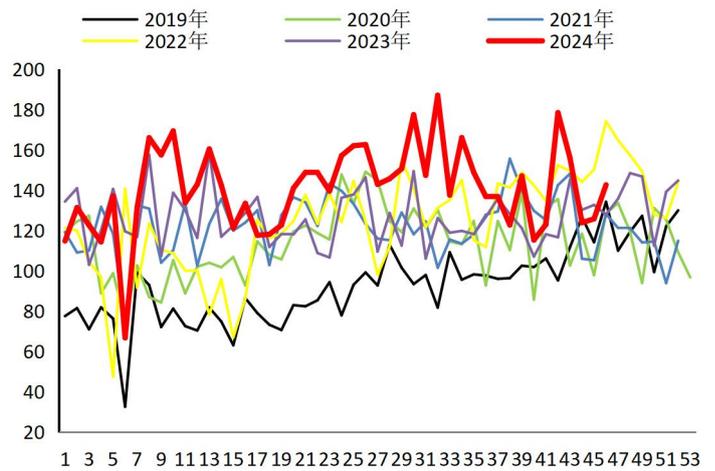
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，华安证券研究所

图表 58 父母代种鸡苗月均销量对照图（月），万套



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，华安证券研究所

图表 59 父母代种鸡苗周销量对照图（周），万套



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，华安证券研究所

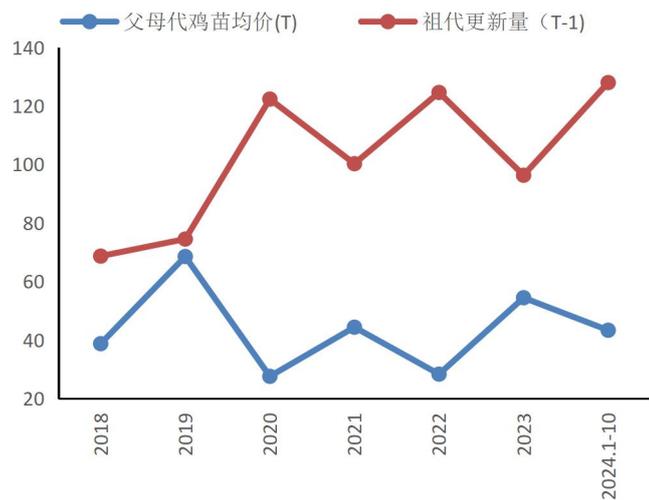
3.3 白羽鸡产业链价格明显分化

3.3.1 父母代、商品代鸡苗价格处近年高位

2024 年以来，父母代鸡苗价格稳步走高，9 月均价 53.61 元/套，已开始超过 2023 年同期水平。2024 年第 47 周（11 月 18 日-11 月 24 日），父母代鸡苗价格 52.25 元/套，同比增长 11.8%。

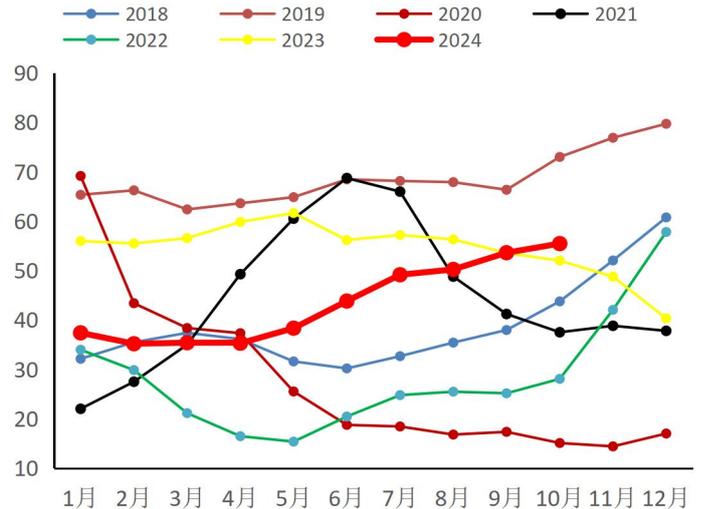
2024 年 7 月以来，商品代鸡苗价格也稳步走高，9 月均价 2.94 元/羽，开始超过 2023 年同期水平。2024 年第 47 周（11 月 18 日-11 月 24 日），商品代鸡苗价格 3.88 元/羽，同比增长 74.5%。

图表 60 父母代年度均价对照图，元/套



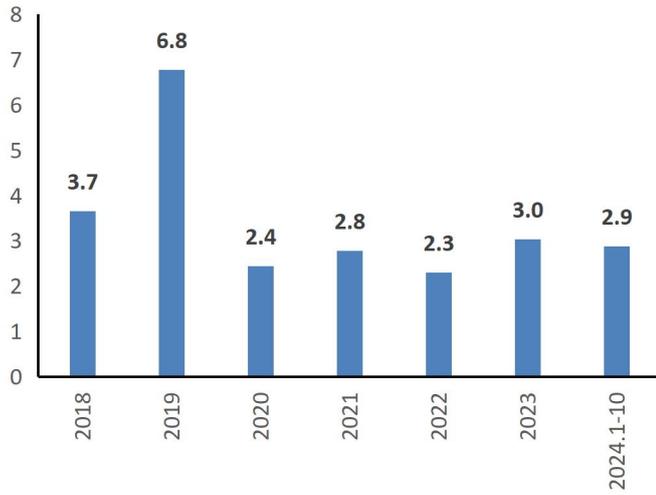
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，华安证券研究所

图表 61 2018-2024 年父母代鸡苗价格对照图，元/套



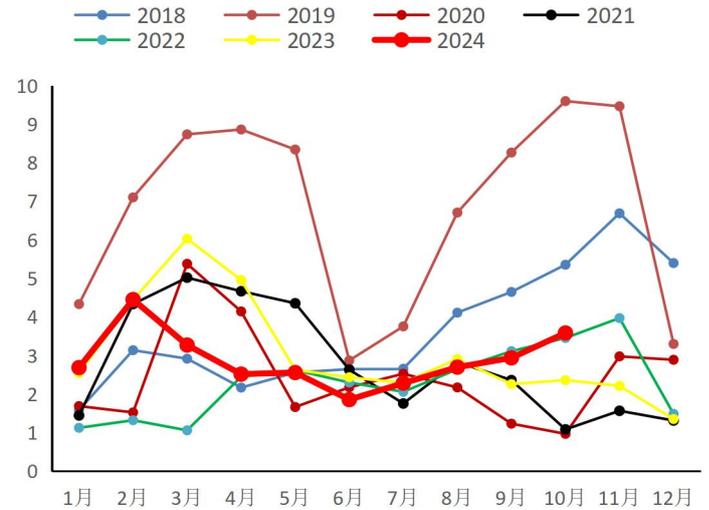
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，华安证券研究所

图表 62 商品代年度均价对照图，元/公斤



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，华安证券研究所

图表 63 2018-2024 年商品代鸡苗价格对照图，元/套

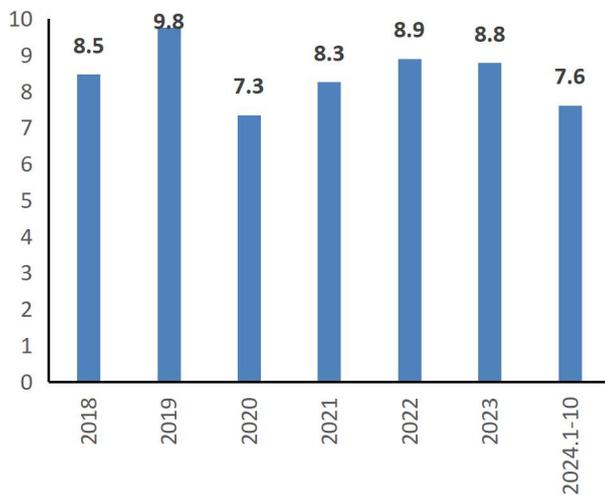


资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，华安证券研究所

3.3.2 肉鸡、鸡产品价格处近年低位

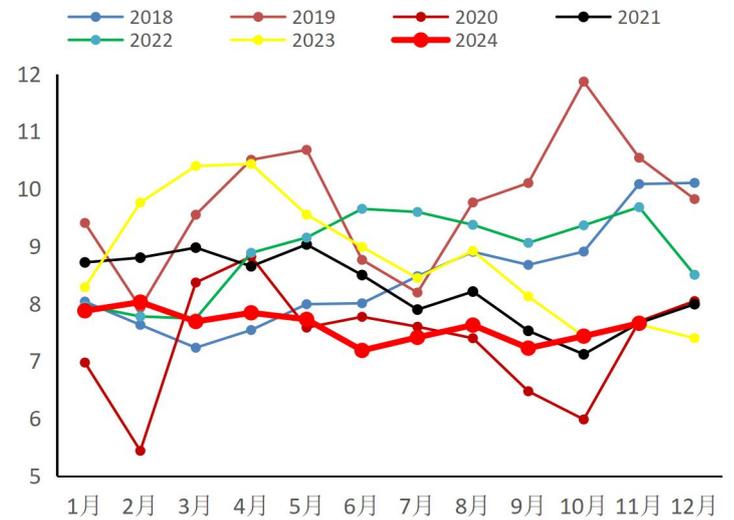
2024 年以来，白羽肉鸡价格、鸡产品价格维持近年同期低位，1-10 月均价分别为 7.6 元/公斤、9.5 元/公斤；2024 年 12 月 6 日，白羽肉鸡价格 7.55 元/公斤，鸡产品价格 9.27 元/公斤，仍处于底部区域。

图表 64 肉鸡均价对照图，元/公斤



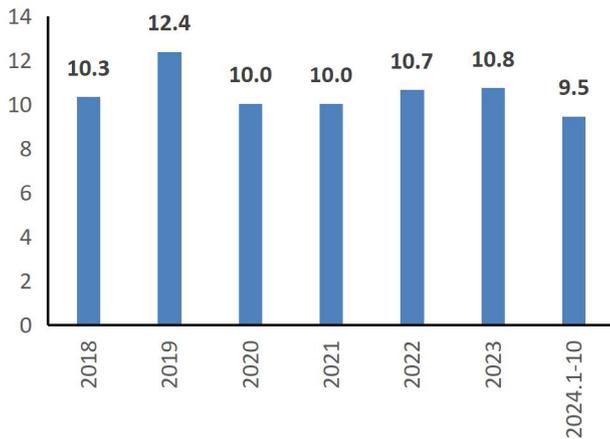
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 65 2018-2024 年内肉鸡价格对照图，元/公斤



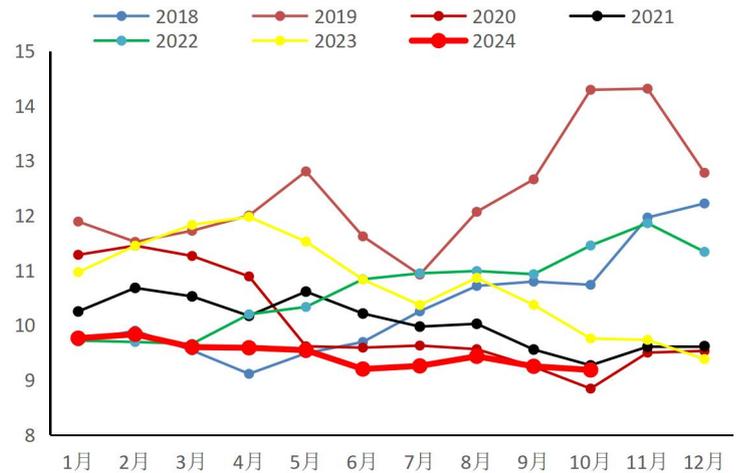
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 66 鸡产品均价对照图，元/公斤



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 67 2018-2024 年鸡产品价格对照图，元/公斤



资料来源：wind，华安证券研究所

3.4 2025 年投资建议

白羽肉鸡行业的生产能力具有较大弹性，无论是祖代种鸡养殖户，还是父母代种鸡养殖户，都可以通过强制换羽、延迟或提前淘汰来调整生产能力，此外，种鸡品种、鸡病也会影响白羽肉鸡行业的生产能力。

2023-2024 年白羽祖代更新量维持高位，我们认为，今年以来鸡苗价格上行与种鸡性能变差、鸡病及下游扩产相关，肉鸡和鸡产品价格持续低迷主要是终端需求不振所致。近期，美国、新西兰又相继发生高致病性禽流感，2025 年祖代引种存变数，建议继续关注鸡苗相关公司的投资机会。

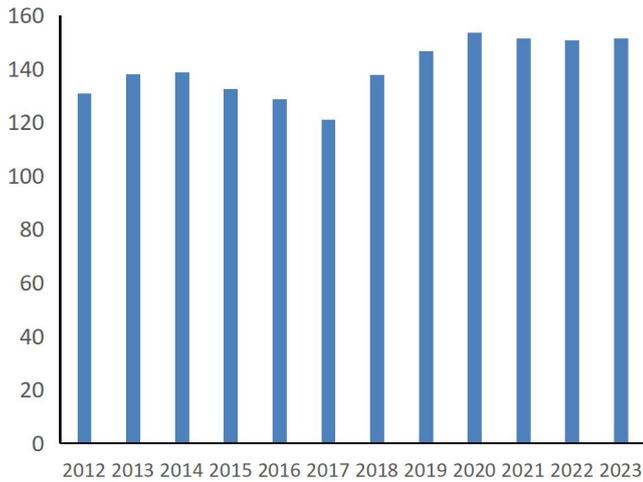
4 2025 年黄羽鸡行业有望维持正常盈利

2012-2020 年，我国黄羽肉鸡祖代种鸡存栏量表现出“先减后增”的走势。2014-2017 年，受“H7N9 流感”和消费市场萎缩等因素影响，黄羽肉鸡市场多次遭受冲击，祖代种鸡存栏量逐年递减；2018-2020 年，行业生产逐步恢复，祖代规模逐年快速增加，2019-2020 年全国在产祖代黄羽肉种鸡平均存栏分别达到 146.61 万套、153.46 万套，全国在产父母代黄羽肉种鸡平均存栏分别达到 4123.33 万套、4302.2 万套，均创出历史新高。

受新冠疫情、产能增加等多重因素影响，2020 年黄羽肉鸡养殖效益严重下滑，亏损程度仅次于受到“人感染 H7N9 疫情”事件冲击的 2013 年，在产祖代存栏也从 2020 年年中开始回落。2020 年黄羽鸡行业整体亏损，2021 年整体微利，行业持续去产能，2022 年，黄羽肉鸡行业景气度明显回升，商品代毛鸡利润达到 2.75 元/羽，2023 年，受供种持续高位影响，商品代毛鸡亏损 0.11 元/羽。

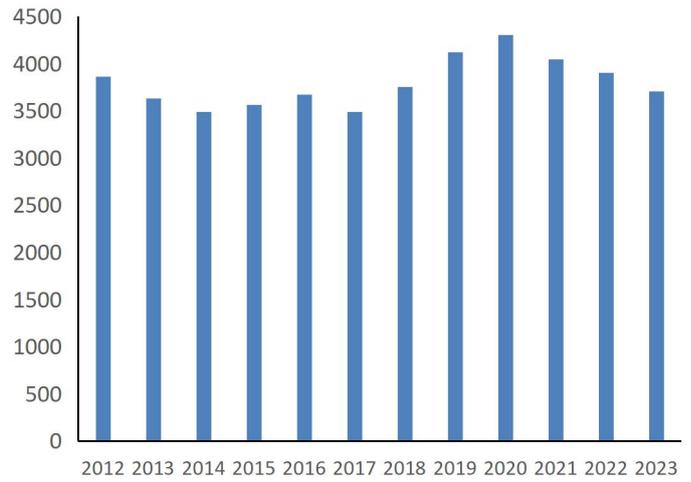
2024 年第 46 周（11.11-11.17），黄羽在产祖代存栏 145.6 万套，处于 2021 年以来同期最高；黄羽在产父母代存栏 1293.3 万套，处于 2021 年以来同期低位；黄羽父母代鸡苗销量 114.7 万套，高于 2022、2023 年同期水平；黄羽全国商品代毛鸡均价 15.38 元/公斤，成本 14.86 元/公斤，2025 年黄羽鸡产业链有望获得正常盈利。

图表 68 全国在产祖代黄羽肉种鸡平均存栏, 万套



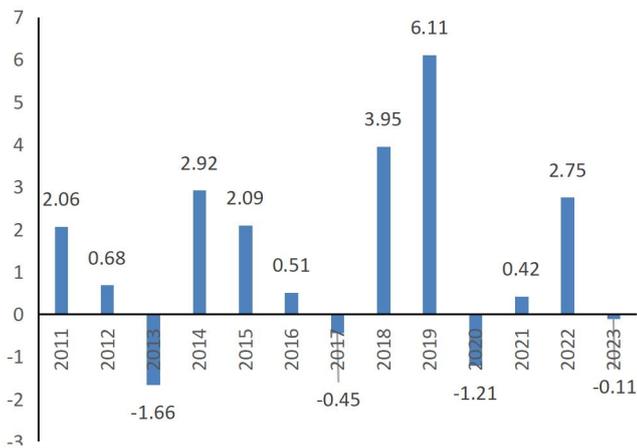
资料来源: 中国畜牧业协会, 华安证券研究所

图表 69 全国在产父母代黄羽肉种鸡平均存栏, 万套



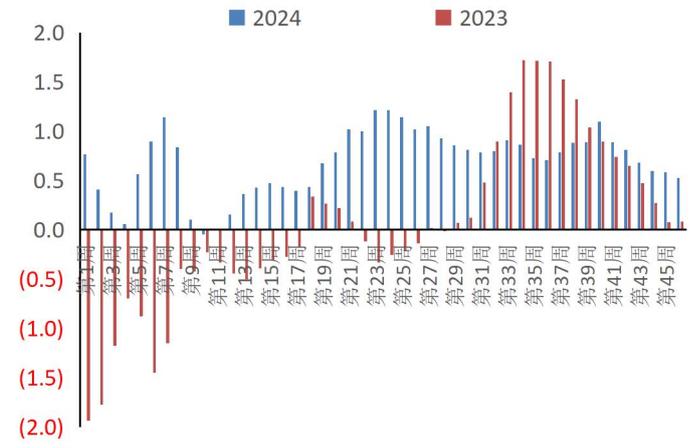
资料来源: 中国畜牧业协会, 华安证券研究所

图表 70 2011-2023 年黄羽肉毛鸡单只平均盈利, 元



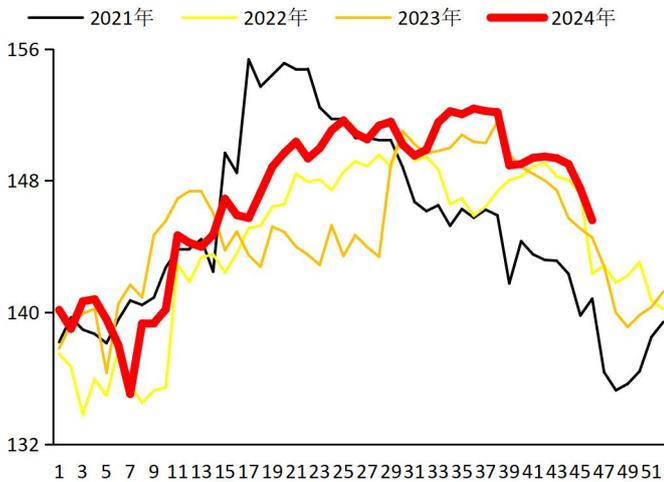
资料来源: 中国畜牧业协会, 华安证券研究所

图表 71 2023-24 年全国部分黄羽肉毛鸡销售利润, 元/公斤



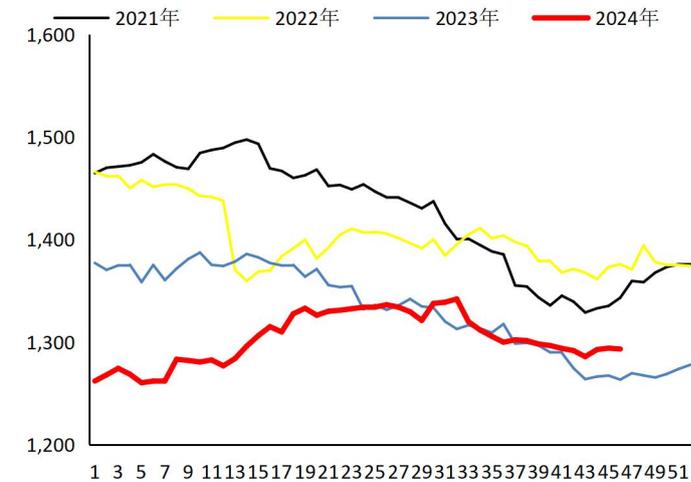
资料来源: 中国畜牧业协会, 华安证券研究所

图表 72 监测企业在产祖代黄羽肉种鸡周度存栏, 万套



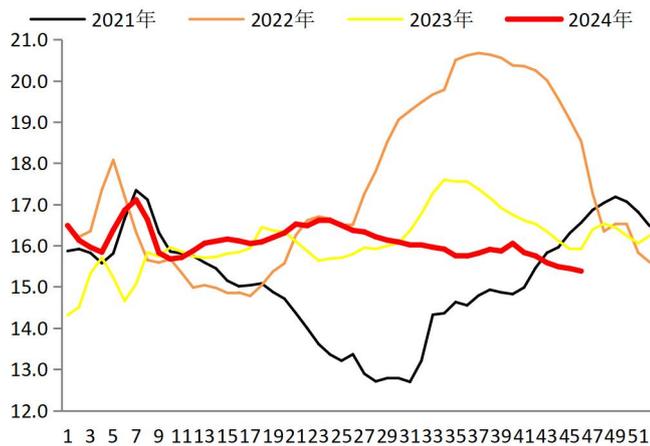
资料来源: 中国畜牧业协会, 华安证券研究所

图表 73 全国在产父母代黄羽肉种鸡周度存栏图, 万套



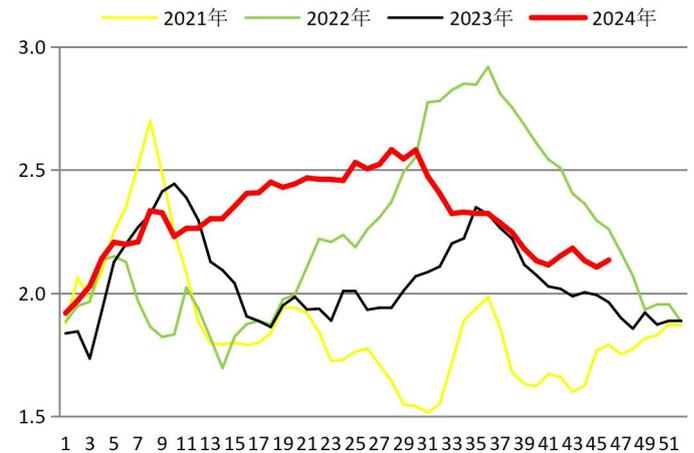
资料来源: 中国畜牧业协会, 华安证券研究所

图表 74 全国部分商品代毛鸡平均销售价格，元/公斤



资料来源：中国畜牧业协会，华安证券研究所

图表 75 全国部分商品代鸡苗平均销售价格，元/羽



资料来源：中国畜牧业协会，华安证券研究所

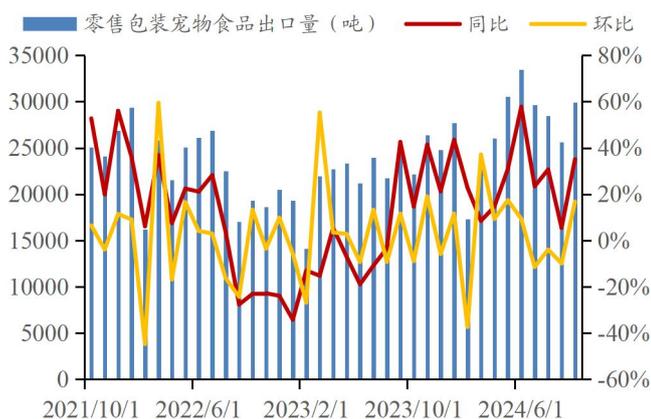
5 宠物行业出口持续回暖，国内市场高景气度延续

5.1 外销明显回暖，海外宠物市场有望维持稳健增长

根据海关总署数据，2024年1-10月我国宠物食品出口量、出口额（美元口径）同比分别增长26.9%和21.7%，低基数影响下出口订单同比修复明显。其中，2024年10月我国宠物食品出口量、出口额（美元口径）同比分别增长35.2%、28.1%，环比分别增长16.8%、4.4%。

海外客户去库存影响消退，国内宠粮代工企业通过参加国际宠物展会、新品研发推广等途径积极开拓海外市场，我国宠物食品出口未来有望保持稳定增长的态势。我们也需密切关注关税贸易摩擦、汇率波动以及海外宠粮品类升级趋势对我国宠物食品出口的影响。

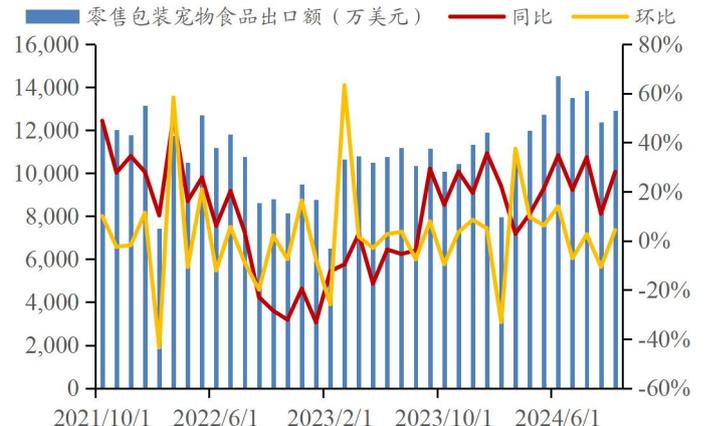
图表 76 宠物食品海外出口量及同环比变动，吨、%



资料来源：海关总署，华安证券研究所

注：以“其他零售包装的狗食或猫食饲料”和“零售包装狗食或猫食饲料的罐头”数据代表

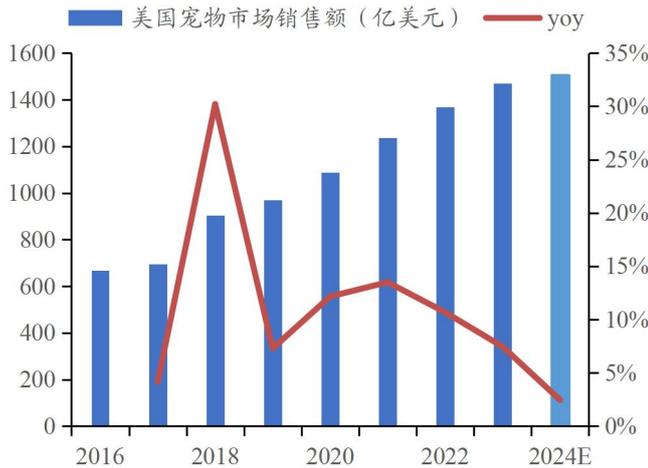
图表 77 宠物食品海外出口额及同环比变动，万美元、%



资料来源：海关总署，华安证券研究所

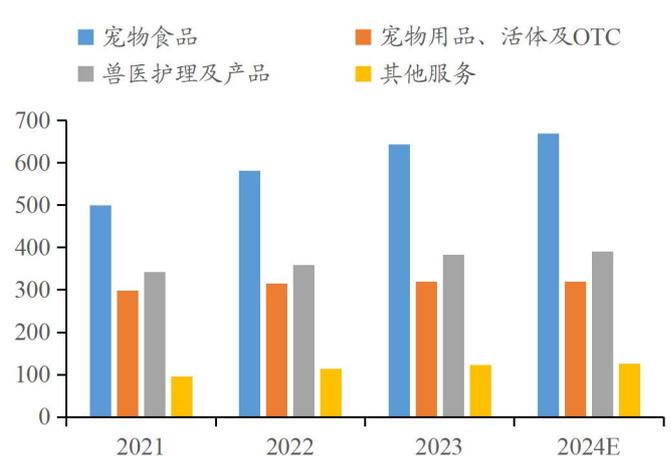
美国宠物行业或维持稳健增长，美国宠物用品协会（APPA）调查报告显示：2023年美国宠物市场销售额1470亿美元，同比增长7.5%，其中，宠物食品销售规模644亿美元，同比增长10.8%，仍是发展最快的细分市场；兽医护理产品销售规模383亿元，同比增长6.7%，宠物用品、活体及OTC药品销售规模320亿元，同比增长1.6%；其他宠物服务销售额123亿元，同比增长7.9%；预计2024年美国宠物行业销售额1506亿元，同比增长2.5%，宠物食品销售额669亿美元，同比增长3.9%。

图表 78 美国宠物市场销售规模，亿美元、%



资料来源：APPA，华安证券研究所

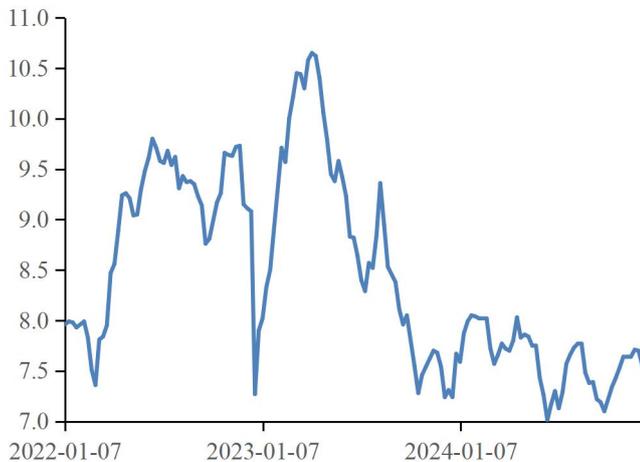
图表 79 美国宠物细分市场销售规模，亿美元



资料来源：APPA，华安证券研究所

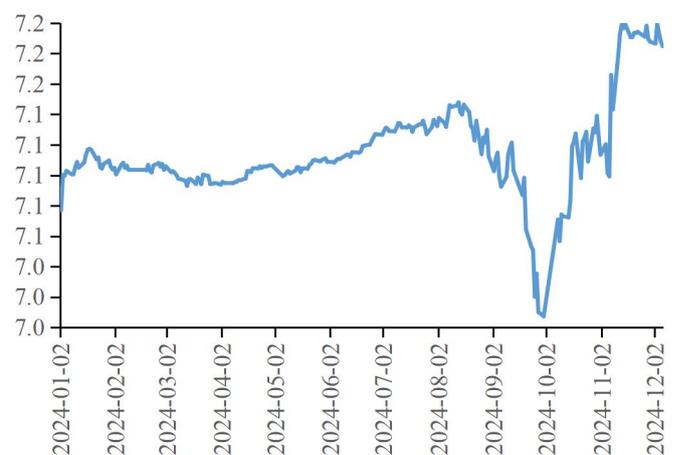
宠物食品出口利润的主要影响因素包括原材料价格波动和汇率波动，2024年以来我国白羽肉鸡毛鸡价格基本维持低位波动，整体价格中枢相较23年有所回落；汇率方面，2024年人民币汇率整体延续承压态势，8月中旬人民币汇率出现短期震荡走强，10月份以来，伴随美元指数持续强势，人民币汇率承压明显。

图表 80 中国主产区白羽鸡均价，元/公斤



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 81 美元兑人民币中间价变动



资料来源：wind，华安证券研究所

5.2 国产替代逻辑持续验证，头部宠粮品牌盈利能力提升

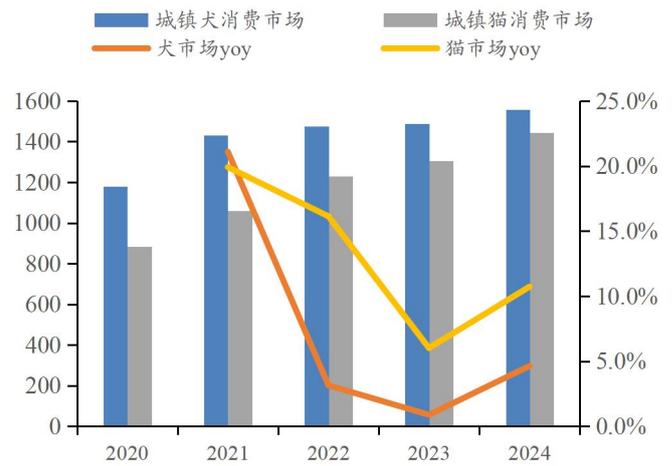
城镇宠物(犬猫)消费市场规模稳中有增，猫经济景气度向上。根据宠物行业白皮书（消费报告）数据，2024年我国城镇宠物(犬猫)消费市场规模达3002亿元，同比增长7.5%，宠物食品消费市场占比52.8%，同比提升0.5个百分点。其中，犬消费市场规模达1557亿元，同比增长4.6%，食品市场份额占比50.1%，同比下滑0.3个百分点；猫消费市场规模1445亿元，同比增长10.7%，食品市场占比55.7%，同比提升1.3个百分点。

图表 82 2015-2024 我国城镇犬猫消费规模，亿元、%



资料来源：宠物行业白皮书、华安证券研究所

图表 83 2020-2024 我国城镇犬、猫消费规模，亿元、%



资料来源：宠物行业白皮书、华安证券研究所

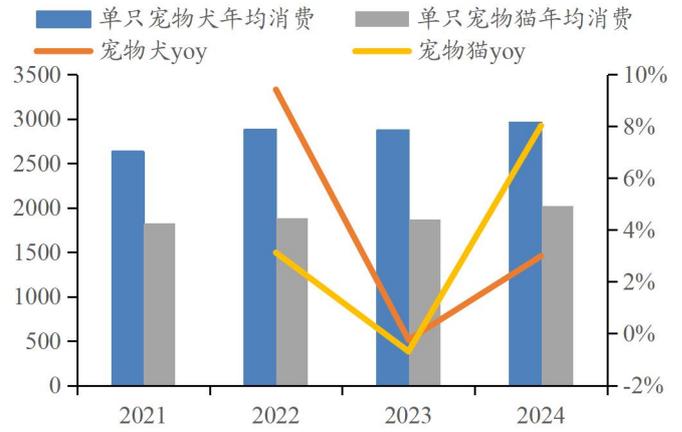
城镇犬猫数量同比微增，单宠年均消费回升带动宠物消费市场扩容。根据中国宠物行业白皮书（消费报告）数据，2024年我国宠物犬数量5258万只，同比增长1.6%，宠物猫数量7153万只，同比增长2.5%，增长趋势延续。2024年单只宠物犬年均消费2961元，同比增长3.0%，单只宠物猫年均消费2020元，同比增长4.9%，宠物行业消费韧性持续显现。

图表 84 2018-2024 我国犬猫数量，万只、%



资料来源：宠物行业白皮书、华安证券研究所

图表 85 2021-2024 我国单只犬猫年均消费，元、%



资料来源：宠物行业白皮书、华安证券研究所

国产替代逻辑持续验证，国产宠物食品品牌认可度提升。高性价比偏好以及消费者对于烘焙粮、风干粮等热门概念的追捧为宠粮国产替代提供了动力。与单纯消费降级不同，追求性价比趋势在一定程度上有助于提升宠物主对于养宠方式的科学认知，趋于理性务实的产品需求反向推动品牌研发创新以及优质产品迭代。

根据欧睿数据,2023年已有3家国产品牌进入我国宠物食品品牌市占率TOP5,头部国产品牌市占率提升趋势明显。2024年双十一期间,6家国产宠物食品品牌进入天猫宠物品牌成交榜TOP10且前五名均为国产品牌。宠物行业白皮书调研数据显示,近年来宠物主对于国产品牌偏好度持续提升,2024年偏好购买国产品牌犬主粮的宠物主占比达32.9%,同比提升5.8个百分点,偏好购买国产品牌猫主粮的宠物主占比达34.8%,同比提升6.5个百分点。

图表 86 2023 年我国宠物食品品牌市占率 TOP10

排名	品牌	市占率
1	皇家	5.8%
2	麦富迪	5.5%
3	顽皮	2.3%
4	伯纳天纯	2.3%
5	冠能	1.6%
6	网易严选	1.4%
7	爱肯拿	1.4%
8	渴望	1.3%
9	比瑞吉	1.2%
10	素力高	1.0%

资料来源: Euromonitor, 华安证券研究所

图表 87 2014-2023 部分国产品牌市占率变化情况, %



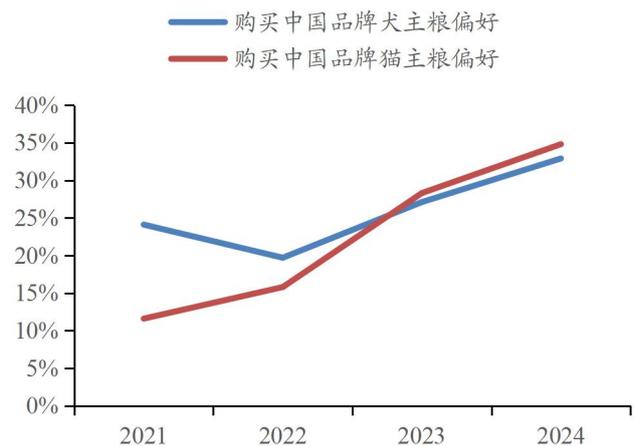
资料来源: Euromonitor, 华安证券研究所

图表 88 2022-2024 双十一天猫猫狗食品销售 TOP10

排名	2022	2023	2024
1	麦富迪	麦富迪	麦富迪
2	皇家	皇家	鲜朗
3	渴望	蓝氏	蓝氏
4	网易严选	诚实一口	弗列加特
5	爱肯拿	鲜朗	诚实一口
6	Instinct	网易严选	皇家
7	ZIWI	Instinct	Instinct
8	阿飞与巴弟	渴望	渴望
9	卫仕	博纳天纯	网易严选
10	蓝氏	素力高	爱肯拿

资料来源: 天猫双十一战报, 华安证券研究所

图表 89 2021-2024 宠物主粮品牌偏好变化, %

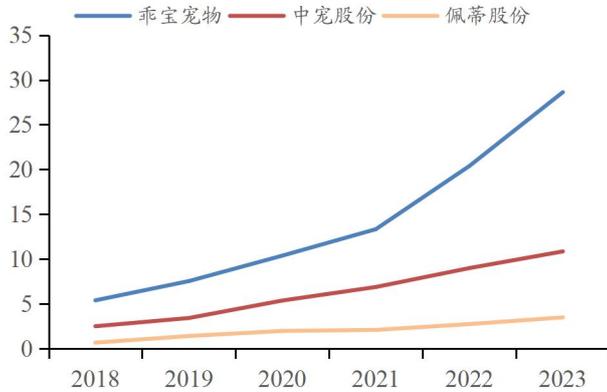


资料来源: 宠物行业白皮书, 华安证券研究所

头部宠物食品上市企业坚持聚焦国内市场战略,品牌高端化建设叠加趋势性火爆产品布局带动自有品牌业务盈利向上,国内业务板块逐渐步入盈利区间,2024年中宠股份境内业务已实现全面盈利,头部国产宠物食品品牌有望凭借供应链优势、

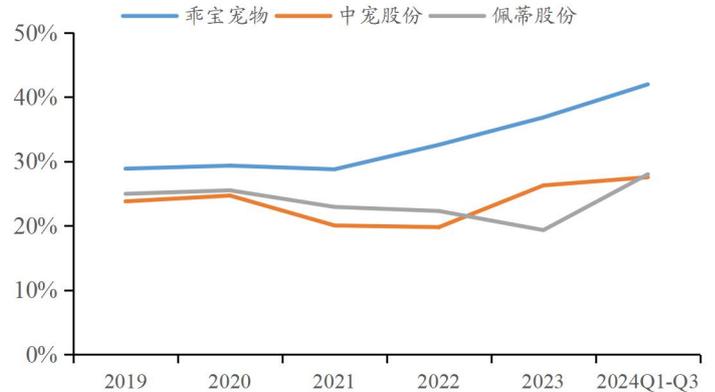
产品研发迭代能力以及对于电商营销的快速反应能力持续抢占市场份额，我们看好宠物食品赛道长期成长性以及国产品牌替代、消费升级逻辑，建议关注国产宠物食品优势企业乖宝宠物、中宠股份、佩蒂股份。

图表 90 主要宠粮企业国内业务收入变化，亿元



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 91 主要宠粮企业毛利率变化，%



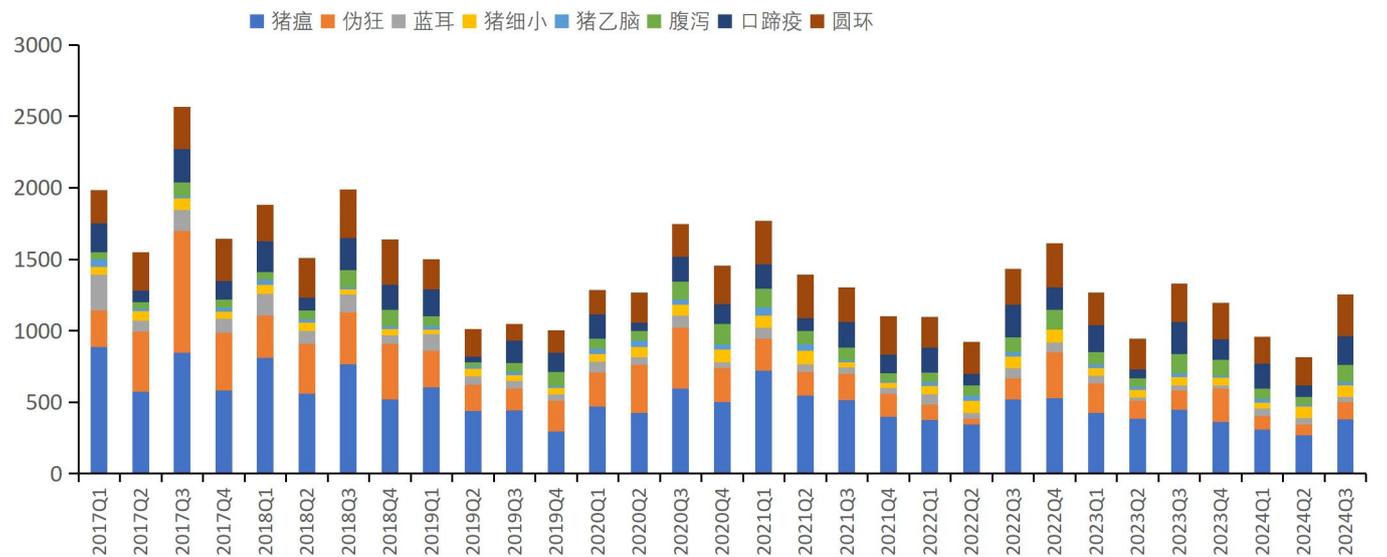
资料来源：wind，华安证券研究所

6 动保：后周期业绩修复，关注宠物动保增长空间

6.1 2024Q3 猪用疫苗景气度回升

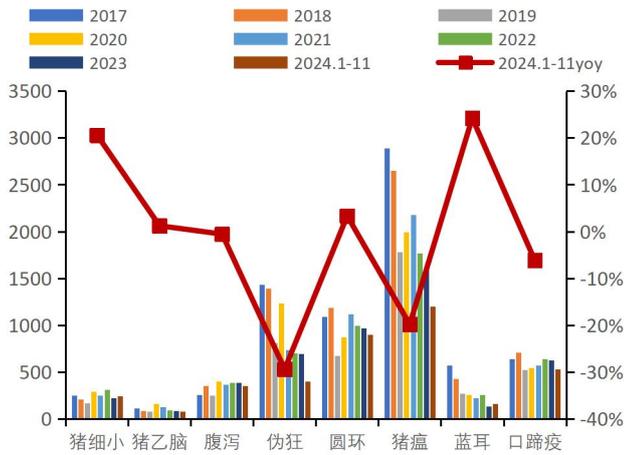
疫苗景气度与猪价高度相关，2024年1-11月，猪用疫苗批签发数同比增速由高到低依次为，高致病性猪蓝耳疫苗24.2%、猪细小病毒疫苗20.6%、猪圆环疫苗3.3%、猪乙型脑炎疫苗1.2%、腹泻苗-0.6%、口蹄疫苗-6.2%、猪瘟疫苗-19.8%、猪伪狂犬疫苗-29.4%。2024年11月，猪用疫苗批签发数同比增速由高到低依次为，高致病性猪蓝耳疫苗71.4%、猪圆环疫苗20.8%、猪细小病毒疫苗20%、腹泻苗3.3%、猪瘟疫苗-5.4%、猪伪狂犬疫苗-25.8%、口蹄疫苗-39.2%。

图表 92 2017Q1-2024Q3 主要猪用疫苗批签发数（单位：次）



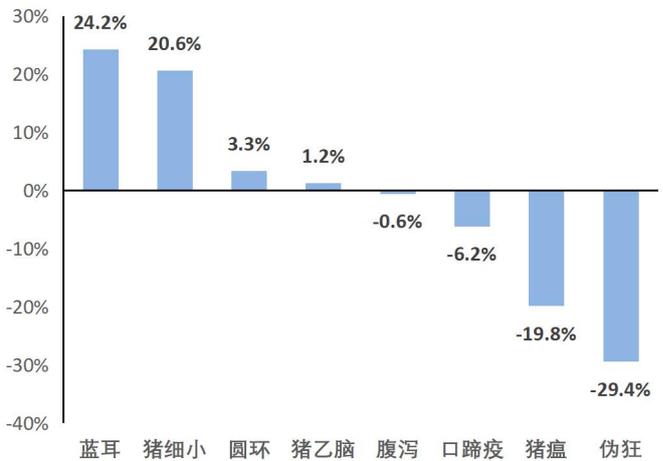
资料来源：国家兽药基础数据库，华安证券研究所

图表 93 2017-2024 前 11 月主要猪用疫苗批签发对照图



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 94 2024 年 1-11 月主要猪用疫苗批签发同比增速



资料来源: wind, 华安证券研究所

6.2 2025 年猪价获支撑，动保企业业绩或逐步修复

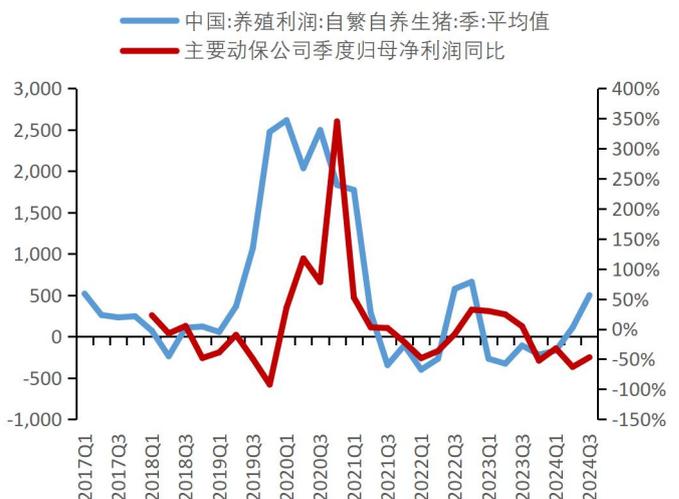
今年二季度以来猪价开始上行，下游养殖端盈利水平、现金流情况均有所改善，Q3 猪价高位运行，下游养殖企业持续盈利，带动兽药需求量逐步回升，三季度动保企业收入和盈利环比开始出现改善迹象。从历史经验来看，动保企业业绩相比养殖利润有一定滞后性，下游养殖企业持续盈利后约 1-2 个季度动保企业业绩会出现明显改善。根据统计局数据，我们假设 2024Q4 能繁母猪存栏量环比上升 0.5%-2%，对应 2024 年能繁母猪存栏均值较 2023 年下降 4.4%-4.8%，从年度能繁母猪存栏推断，2025 年生猪价格将获得支撑。此外，随着 2024 年饲料成本下行，上市猪企生猪养殖成本处于下行通道，头猪净利有望同比上升，动保产品需求量或呈增长态势。成本端，原料药价格 5 月以来持续上行，截至 12 月兽药原料价格指数上涨幅度已经超过 8%，原料药价格持续上行有望带动动保企业原料药业务盈利状况改善。

图表 95 动保公司收入同比和养殖利润对比（元/头）



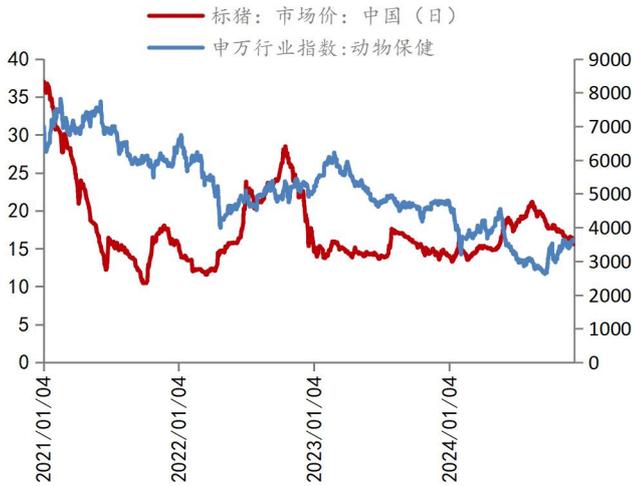
资料来源: wind, 公司公告, 华安证券研究所 注: 动保公司数据来自科前生物、中牧股份、瑞普生物、生物股份、普莱柯和回盛生物。

图表 96 动保公司归母净利润同比和养殖利润对比（元/头）



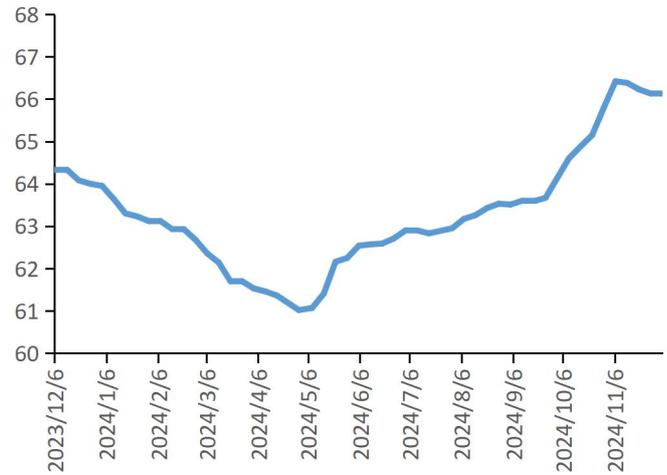
资料来源: wind, 公司公告, 华安证券研究所 注: 动保公司数据来自科前生物、中牧股份、瑞普生物、生物股份、普莱柯和回盛生物。

图表 97 生猪均价与申万动保指数对比 (元/公斤)



资料来源: wind, 上海钢联, 华安证券研究所

图表 98 兽药原料价格指数 (VPI)



资料来源: 中国兽药饲料交易中心, 华安证券研究所

6.3 宠物动保业务有望打开中长期成长空间

近年来国内宠物市场整体呈稳步增长趋势, 2015-2024 年城镇犬猫消费市场年均复合增长率达 13.3%, 2024 年城镇犬猫消费市场规模同比增长 7.5%, 达到 3,002 亿元。从消费结构看, 2024 年宠物医疗市场份额占 28%, 仅次于宠物食品市场 (52.8%), 其中, 宠物疫苗消费 75.1 亿元, 占比 2.5%; 宠物药品消费 291.2 亿元, 占比 9.7%, 较 2023 年消费规模均有一定程度增长。渗透率方面, 2024 年, 宠物药品渗透率 82.9%, 在宠物消费中位列第三, 仅次于主粮和零食; 免疫率方面, 2024 年我国宠物免疫率达到 49.2%, 同比上升 1.3 个百分点。

图表 99 2015-2027 年城镇(犬猫)消费市场规模(亿元)



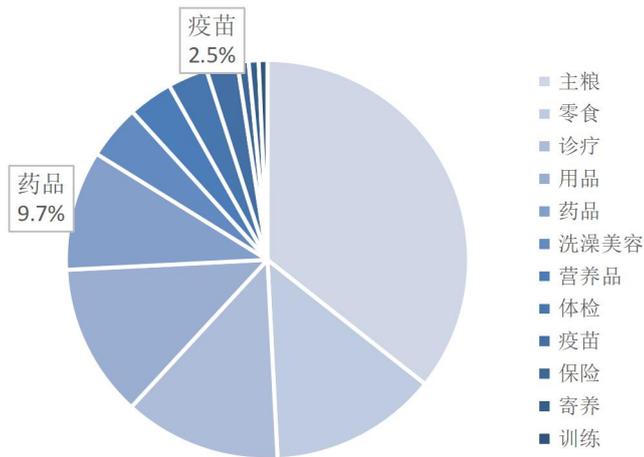
资料来源: 2025 宠物行业白皮书, 华安证券研究所

图表 100 我国宠物动保市场规模 (单位: 亿元)



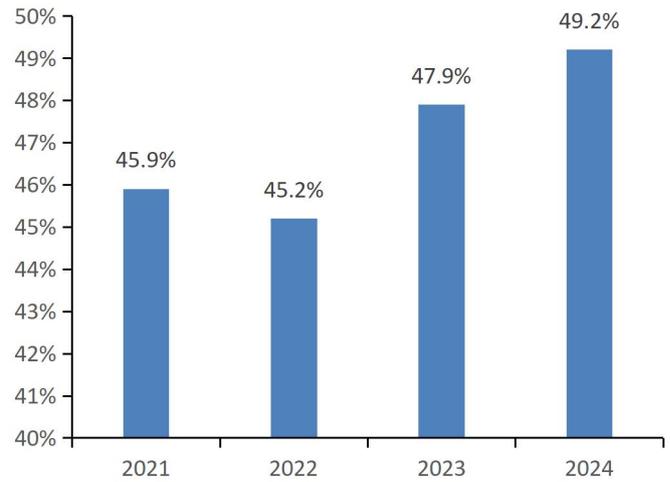
资料来源: 2022-2025 宠物行业白皮书, 华安证券研究所

图表 101 2024 年我国宠物消费结构



资料来源：2025 宠物行业白皮书，华安证券研究所

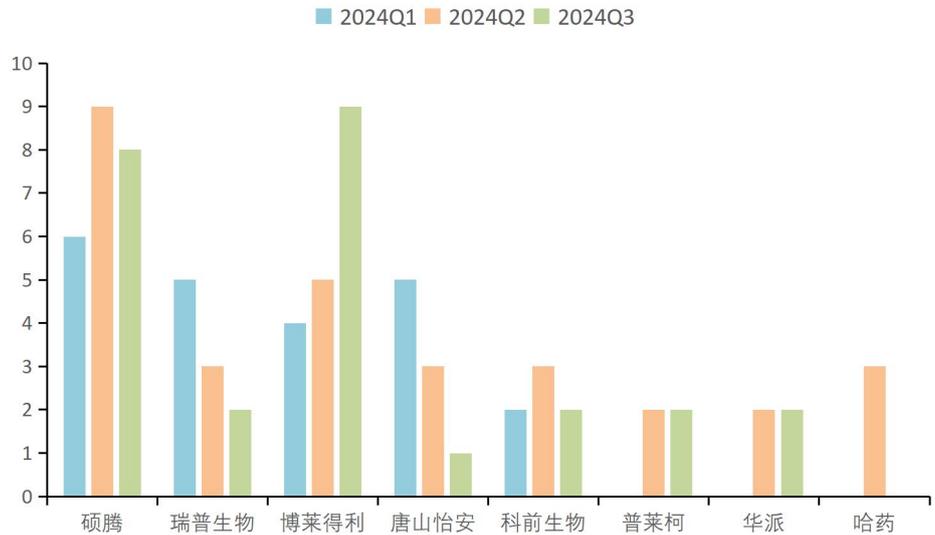
图表 102 宠物疫苗免疫率



资料来源：2022-2025 宠物行业白皮书，华安证券研究所

2024 年，瑞普、博莱得利、唐山怡安等 7 款国产猫三联疫苗陆续上市，打破硕腾公司旗下“妙三多”自 2011 年进入中国以来在国内市场形成的垄断局面。国产猫三联疫苗在毒株匹配程度、价格、渠道等方面具有明显优势，国产替代空间广阔，动保公司有望打开第二增长曲线。

图表 103 2024 年前三季度猫三联批签发情况（单位：次）



资料来源：国家兽药基础数据库，华安证券研究所

近几年动保行业竞争持续加剧，今年上半年下游养殖行业景气度较差，导致动保公司产品议价能力大幅减弱，只能通过降价、促销等方式占领更多市场份额，毛利率水平明显下降。随着养殖行业开始盈利，动保产品需求量逐步回升，但动保企业很难再对现有已降价产品进行提价，研发新产品便成为破局的关键，新品上市有望对收入增长、毛利改善形成有力支撑。今年以来，科前生物获批猪瘟活疫苗（C 株，ST 细胞悬浮培养）、猪伪狂犬病活疫苗（HB-98 株，悬浮培养）等多项新兽药

注册证书，猪圆环-支原体二联灭活疫苗等新品的陆续推出对公司毛利率改善较为明显；瑞普生物取得了新流腺三联灭活疫苗、环孢素内服溶液等多项新兽药注册证书，猫三联疫苗“瑞喵舒”市场表现亮眼，宠物动保业务有望打开公司中长期成长空间，建议关注瑞普生物、科前生物、回盛生物、普莱柯等。

7 24/25 年中国玉米、大豆价格有望止跌企稳

7.1 24/25 年中国玉米结余量大降，国内玉米价格有望止跌企稳

美国农业部 2024 年 11 月预测：2024/25 年，全球玉米产量 12.19 亿吨，较 23/24 年减少 971 万吨，预测值环比增加 221 万吨；消费量 12.29 亿吨，较 23/24 年增加 1,000 万吨，预测值环比增加 616 万吨；期末库存 3.04 亿吨，较 23/24 年减少 1,000 万吨，预测值环比减少 238 万吨；库消比 21.4%，较 23/24 年度下降 0.78 个百分点，较 10 月预测值下降 0.25 个百分点，处于 16/17 年以来最低水平。

图表 104 全球玉米供需平衡表（单位：百万吨）

年份	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24	24/25
期初库存	174.8	209.7	311.5	352.0	341.0	322.4	307.4	292.9	314.02	304.59	314.22
产量	1,016.0	972.2	1,123.4	1,080.1	1,124.9	1,120.1	1,129.4	1,216.1	1,162.99	1,229.11	1,219.40
进口	125.2	139.2	135.6	149.9	164.4	167.7	184.9	184.4	173.39	196.20	183.41
饲料消费	584.7	601.6	656.1	672.4	703.9	716.0	723.9	743.3	735.13	771.18	776.50
全球消费	981.0	968.0	1,084.1	1,090.5	1,144.8	1,136.2	1,144.0	1,198.3	1,172.43	1,219.48	1,229.48
出口	142.2	119.7	160.1	148.2	181.7	172.3	182.7	206.4	180.34	195.65	189.83
期末库存	209.8	213.9	350.8	341.6	321.1	306.4	292.8	310.8	304.59	314.22	304.14
库消比	18.7%	19.7%	28.2%	27.6%	24.2%	23.4%	22.1%	22.1%	22.5%	22.2%	21.4%

资料来源：USDA，华安证券研究所 注：根据美国农业部 2024 年 11 月数据测算

图表 105 中国玉米供需平衡表-美国农业部（单位：百万吨）

年份	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24	24/25
期初库存	81.32	100.47	212.02	223.02	222.53	210.18	200.53	205.70	209.14	206.04	211.29
产量	215.65	224.63	263.61	259.07	257.17	260.78	260.67	272.55	277.20	288.84	292.00
进口	5.52	3.17	2.46	3.46	4.48	7.48	29.51	21.88	18.71	23.41	16.00
饲料消费	140.00	153.50	185.00	187.00	191.00	193.00	203.00	209.00	218.00	225.00	231.00
国内消费	202.00	217.50	255.00	263.00	274.00	278.00	285.00	291.00	299.00	307.00	313.00
出口	0.01	0.00	0.08	0.02	0.02	0.01	0.00	0.00	0.01	0.00	0.02
期末库存	100.47	110.77	223.02	222.53	210.16	200.53	205.70	209.14	206.04	211.29	206.27
库消比	49.7%	50.9%	87.4%	84.6%	76.7%	72.1%	72.2%	71.9%	68.9%	68.8%	65.9%

资料来源：USDA，华安证券研究所 注：根据美国农业部 2024 年 11 月数据测算

中国农业农村部 2024 年 11 月预测：2024/25 年国内玉米产量 2.97 亿吨，进口 1,300 万吨，国内消费量 3.0 亿吨，其中，食用消费 1,000 万吨，饲用消费 1.94 亿吨，工业消费 8,450 万吨，种子用量 196 万吨，年度结余量 1,036 万吨，较 23/24 年下降 688 万吨。

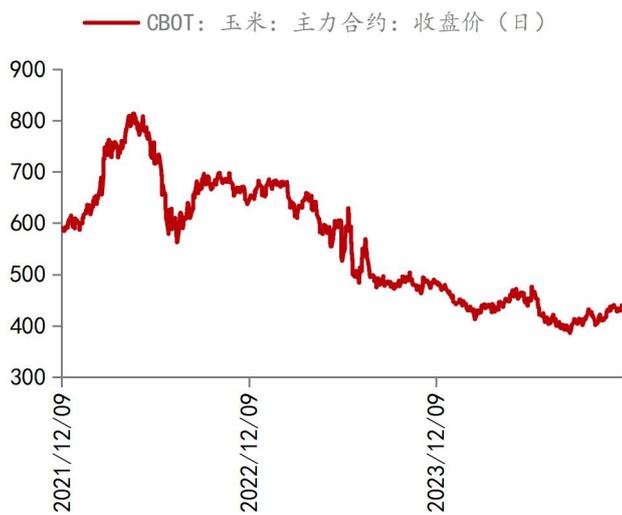
今年以来我国玉米市场供应宽松，国内玉米现货整体呈现下跌趋势，我们判断，低位风险已经释放，国内玉米价格有望企稳，我们需要关注新季玉米大量上市以及进口量增加等因素。

图表 106 中国玉米供需平衡表-中国农业农村部（单位：万吨）

单位：百万吨	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24	24/25
产量	21565	22463	21955	25907	25717	26077	26066	27255	27720	28884	29701
进口	552	552	246	347	448	760	2956	2189	1871	2341	1300
消费	18339	19409	21072	27025	27478	27830	28216	28770	29051	29500	29964
食用消费	752	765	782	935	943	943	955	965	980	991	1000
饲用消费	11256	12101	13303	17200	17100	17400	18000	18600	18800	19100	19350
工业消费	5257	5417	5825	7500	8100	8200	8000	8000	8100	8238	8450
种子用量	169	170	161	190	190	187	187	195	191	193	196
损耗及其他	905	956	1001	1200	1145	1100	1074	1010	980	978	968
出口	1	1	8	2	2	1	0	0	1	1	1
结余变化	3782	3605	1121	-773	-1315	-994	806	674	539	1724	1036

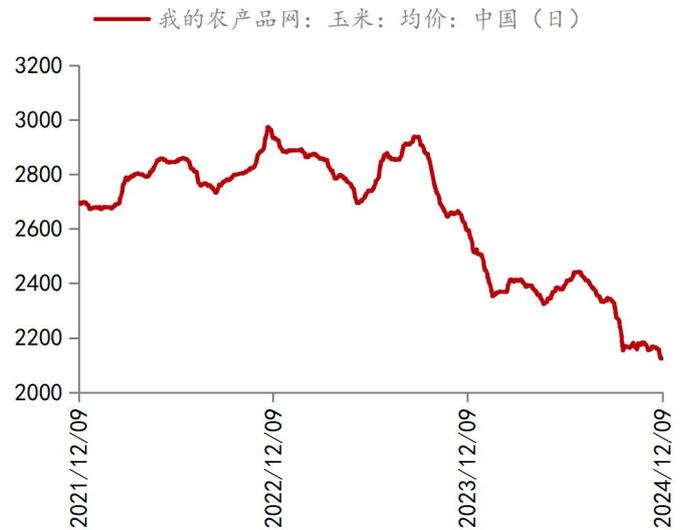
资料来源：中国农业农村信息网，华安证券研究所 注：根据中国农业农村部 2024 年 11 月数据测算

图表 107 CBOT 玉米价格走势（美分/蒲式耳）



资料来源：上海钢联，华安证券研究所

图表 108 中国玉米价格走势（元/吨）



资料来源：上海钢联，华安证券研究所

7.2 24/25 中国小麦库消比维持高位，国内小麦价格或底部震荡

美国农业部 2024 年 11 月预测：2024/25 年，全球小麦产量 7.95 亿吨，较 23/24 年增加 431 万吨，预测值环比增加 65 万吨；2024/25 年，消费量 8.03 亿吨，较 23/24 年度增加 566 万吨，预测值环比增加 87 万吨；期末库存 2.58 亿吨，较 23/24 年度减少 868 万吨，预测值环比减少 15 万吨；库消比 25.3%，较 23/24 年度下降 0.83 个百分点，预测值环比微降 0.01 个百分点，处于 15/16 年以来最低水平。

美国农业部 2024 年 11 月预测：2024/25 年，中国小麦产量 1.4 亿吨，较 23/24 年度增加 341 万吨，预测值环比持平；进口量 1,150 万吨，较 23/24 年度减少 214

万吨，预测值环比减少 50 万吨；国内消费量 1.51 亿吨，较 23/24 年度减少 250 万吨，预测值环比持平；期末库存 1.34 亿吨，较 23/24 年度减少 50 万吨，预测值环比减少 50 万吨；库消比 88.2%，较 23/24 年度上升 1.13 个百分点，预测值环比下降 0.33 个百分点，我国小麦价格或底部震荡。

图表 109 全球小麦供需平衡表 (单位: 百万吨)

年份	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24	24/25
期初库存	194.89	218.69	245.00	262.79	287.18	281.21	299.66	283.67	273.51	273.59	266.25
产量	728.07	735.21	756.40	762.88	731.00	762.37	774.41	780.35	789.56	790.42	794.73
进口	159.07	170.19	179.17	181.04	171.27	188.37	194.80	200.18	213.26	221.83	210.01
饲料消费	131.60	136.55	147.04	146.63	139.25	139.65	163.70	160.69	152.67	158.60	152.90
全球消费	705.38	711.16	739.09	741.98	734.81	746.75	787.74	791.34	789.48	797.75	803.41
出口	164.45	172.84	183.36	182.47	173.67	193.87	203.35	202.76	221.75	221.31	214.67
期末库存	217.58	242.74	262.31	283.69	283.37	296.83	286.33	272.69	273.59	266.25	257.57
库消比	25.0%	27.5%	28.4%	30.7%	31.2%	31.6%	28.9%	27.4%	27.1%	26.1%	25.3%

资料来源: USDA, 华安证券研究所 注: 根据美国农业部 2024 年 11 月数据测算

图表 110 中国小麦供需平衡表 (单位: 百万吨)

年份	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24	24/25
期初库存	65.27	76.11	97.00	114.93	131.20	138.09	150.02	139.12	136.76	138.82	134.50
产量	126.21	130.19	133.27	134.33	131.43	133.60	134.25	136.95	137.72	136.59	140.00
进口	1.93	3.48	4.41	3.94	3.15	5.38	10.62	9.57	13.28	13.64	11.50
饲料消费	16.00	10.50	17.00	17.50	20.00	19.00	45.00	35.00	33.00	37.00	33.00
国内消费	116.50	112.00	119.00	121.00	125.00	126.00	155.00	148.00	148.00	153.50	151.00
出口	0.80	0.73	0.75	1.00	1.01	1.05	0.76	0.88	0.95	1.04	1.00
期末库存	76.11	97.04	114.93	131.20	139.77	150.02	139.12	136.76	138.82	134.50	134.00
库消比	64.9%	86.1%	96.0%	107.5%	110.9%	118.1%	89.3%	91.9%	93.2%	87.0%	88.2%

资料来源: USDA, 华安证券研究所 注: 根据美国农业部 2024 年 11 月数据测算

图表 111 全球小麦期末库存及库销比 (百万吨)



资料来源: USDA, 华安证券研究所 注: 根据美国农业部 2024 年 11 月数据测算

图表 112 中国小麦期末库存及库销比 (百万吨)



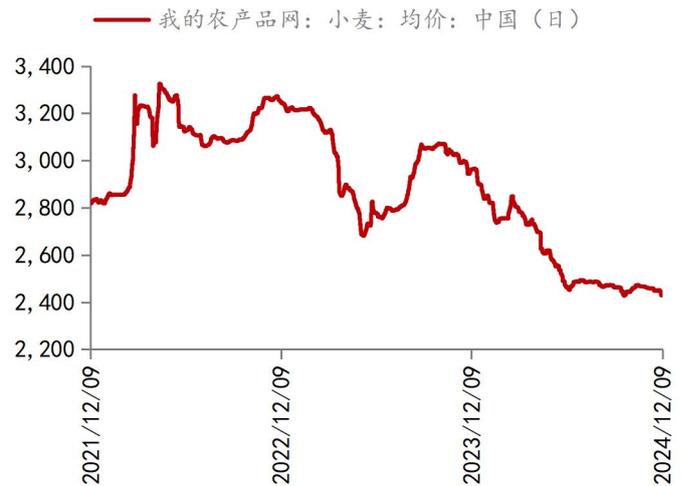
资料来源: USDA, 华安证券研究所 注: 根据美国农业部 2024 年 11 月数据测算

图表 113 CBOT 小麦价格走势图 (美分/蒲式耳)



资料来源：上海钢联，华安证券研究所

图表 114 中国小麦价格走势图 (元/吨)



资料来源：上海钢联，华安证券研究所

7.3 24/25 年中国大豆节余量大降，国内大豆价格有望止跌企稳

美国农业部 2024 年 11 月预测: 2024/25 年, 全球大豆产量 4.25 亿吨, 较 23/24 年增加 3,067 万吨, 预测值环比减少 352 万吨; 2024/25 年, 消费量 4.02 亿吨, 较 23/24 年增加 1,810 万吨, 预测值环比减少 44 万吨; 期末库存 1.32 亿吨, 较 23/24 年增加 1,932 万吨, 预测值环比减少 291 万吨; 库消比 22.6%, 较 23/24 年度上升 2.53 个百分点, 预测值环比下降 0.49 个百分点, 处于 19/20 年以来最高水平。

美国农业部 2024 年 11 月预测: 2024/25 年, 中国大豆产量 2,070 万吨, 较 23/24 年度减少 14 万吨, 预测值环比持平; 进口量 1.09 亿吨, 较 23/24 年度减少 300 万吨, 预测值环比持平; 国内消费量 1.27 亿吨, 较 23/24 年度增加 510 万吨, 预测值环比持平; 期末库存 4,601 万吨, 较 23/24 年度增加 270 万吨, 预测值环比持平; 库消比 36.2%, 较 23/24 年度上升 0.69 个百分点, 预测值环比持平, 处于 00/01 年以来最高水平。

图表 115 全球大豆供需平衡表 (单位: 百万吨)

年份	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24	24/25
期初库存	61.65	77.90	80.41	94.80	100.66	115.24	95.10	98.64	92.64	101.01	112.42
产量	319.60	313.77	349.31	342.09	361.04	339.97	368.60	360.45	378.60	394.73	425.40
进口	124.36	133.33	144.22	153.23	145.88	165.12	165.49	154.47	167.89	177.90	177.91
全球消费	301.85	313.94	330.78	338.03	344.28	358.32	363.97	366.03	366.36	384.18	402.28
出口	126.22	132.56	147.50	153.08	148.83	165.17	164.86	154.43	171.75	177.04	181.71
期末库存	77.53	78.50	95.65	99.02	114.48	96.84	100.35	93.09	101.01	112.42	131.74
库消比	18.1%	17.6%	20.0%	20.2%	23.2%	18.5%	19.0%	17.9%	18.8%	20.0%	22.6%

资料来源: USDA, 华安证券研究所 注: 根据美国农业部 2024 年 11 月数据测算

图表 116 中国大豆供需平衡表-美国农业部 (单位: 百万吨)

年份	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24	24/25
期初库存	13.85	17.01	17.14	20.12	23.06	19.46	24.61	28.86	25.15	32.34	43.31

产量	12.15	11.79	13.64	15.28	15.97	18.09	19.60	16.40	20.28	20.84	20.70
进口	78.35	83.23	93.50	94.10	82.54	98.53	99.74	90.30	104.50	112.00	109.00
国内消费	87.20	95.00	103.50	106.30	102.00	109.20	112.74	110.30	117.50	121.80	126.90
出口	0.14	0.11	0.11	0.13	0.12	0.09	0.07	0.10	0.09	0.07	0.10
期末库存	17.01	16.91	20.66	23.06	19.46	26.79	31.15	25.15	32.34	43.31	46.01
库销比	19.5%	17.8%	19.9%	21.7%	19.1%	24.5%	27.6%	22.8%	27.5%	35.5%	36.2%

资料来源：USDA，华安证券研究所 注：根据美国农业部 2024 年 11 月数据测算

图表 117 全球大豆期末库存及库销比（百万吨）

图表 118 中国大豆期末库存及库销比（百万吨）



资料来源：USDA，华安证券研究所 注：根据美国农业部 2024 年 11 月数据测算

资料来源：USDA，华安证券研究所 注：根据美国农业部 2024 年 11 月数据测算

中国农业农村部 2024 年 11 月预测：2024/25 年国内大豆产量 2,054 万吨，进口 9,460 万吨，国内消费量 1.15 亿吨，其中，食用消费 1,560 万吨，压榨消费 9,490 万吨，种子用量 88 万吨，年度结余量为 40 万吨，较 23/24 年减少 815 万吨。国内大豆主产区收获接近尾声，新豆集中上市，市场供应充足，中储粮陆续开库收购，对大豆价格形成底部支撑，并提振市场信心。随着中粮贸易、九三等龙头企业入市收购，下游采购需求或将被带动，我们预计国产大豆价格将止跌企稳。

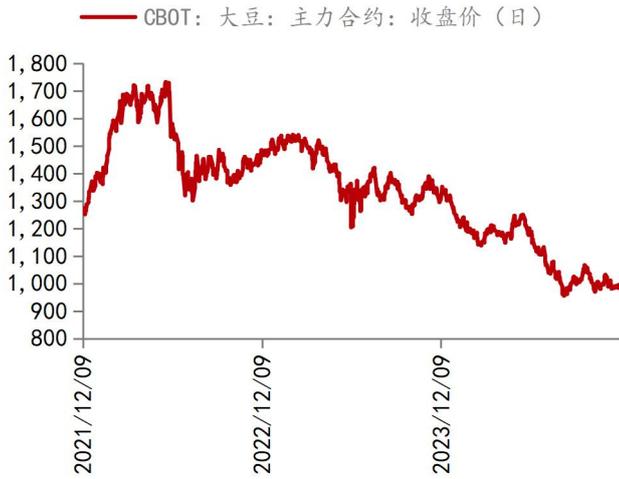
图表 119 中国大豆供需平衡表-中国农业农村部（单位：万吨）

单位：百万吨	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24	24/25
产量	1215	1161	1294	1528	1600	1810	1960	1640	2028	2084	2054
进口	7835	8323	9349	9413	8261	9853	9978	9030	9750	10474	9460
消费	8983	9667	10811	10705	10293	10860	11326	10797	11415	11694	11456
压榨消费	7734	8289	9290	9112	8672	9100	9500	9054	9593	9750	9490
食用消费	915	1035	1118	1204	1253	1380	1420	1355	1432	1535	1560
种子用量	50	54	64	69	78	80	76	88	90	89	88
损耗及其他	284	289	339	320	290	300	330	300	300	320	318
出口	14	12	12	14	12	9	6	10	9	9	18
结余变化	53	-195	-180	222	-444	794	606	-137	354	855	40

资料来源：中国农业农村部信息网，华安证券研究所 注：根据中国农业农村部 2024 年 11 月数据测算

图表 120 CBOT 大豆价格走势（美分/蒲式耳）

图表 121 中国大豆价格走势（元/吨）



资料来源：上海钢联，华安证券研究所

资料来源：wind，华安证券研究所

风险提示：

疫情；猪价下跌；鸡苗价格下跌；疫苗政策变化；产品研发风险；气候变化，自然灾害；汇率波动风险；宠物公司国内市场开拓不达预期风险；宠物公司产能投放不及预期风险；原材料价格波动风险。

分析师与联系人简介

分析师: 王莺, 华安证券农业首席分析师, 2012年水晶球卖方分析师第五名, 2013年金牛奖评选农业行业入围, 2018年天眼农业最佳分析师, 2019年上半年东方财富最佳分析师第二名, 农林牧渔行业 2019年金牛奖最佳行业分析团队奖, 2021年WIND金牌分析师农林牧渔行业第二名, 2022年WIND金牌分析师农林牧渔行业第二名, 2023年WIND金牌分析师农林牧渔行业第五名, 2024年WIND金牌分析师农林牧渔行业第四名。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证, 据此投资, 责任自负。本报告不构成个人投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内, 证券(或行业指数)相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准, 定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%以上;
- 中性—未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%;
- 减持—未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%以上;

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上;
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%;
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%;
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%;
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深300指数。