



围绕养殖产业链，展望效率与成长

—— 2025 年农林牧渔行业年度策略

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



围绕养殖产业链，展望效率与成长

—— 2025 年农林牧渔行业年度策略

2024 年 12 月 26 日

核心观点

● **2024 年行情复盘：**24 年农业走势承压，估值持续低位。年初至 12 月 13 日 SW 农林牧渔下跌 5.34%，弱于沪深 300（同期上涨 14.63%）。子行业中，渔业、种植业涨幅居前，动物保健、养殖业表现靠后。个股涨幅居前的有宠物、种业等相关个股，强调公司自身业绩的增长性以及所在行业的周期状态。

● **2025 年行业观点：**在政策强调“大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求”的背景下，需求端的提振存在助力，一方面是在供给相对平稳运行的基础上，价格或存在超预期走势；另一方面是提振成长板块的进一步发力。

● **2025 年投资策略：**我们认为 25 年农业投资机会依旧可围绕养殖产业链展开：

（一）生猪养殖：精细化管理贡献利润弹性。我们预期 25 年生猪出栏率大概同比略有提升，意味着猪价或同比下行；年内生猪价格波动性低于 24 年水平。受饲料原料价格低位、养殖效率提升等支撑，优秀猪企成本持续优化，25 年利润贡献或可持续。行业竞争已进入精细化管理竞争阶段，我们重点推荐“大猪企”牧原股份、温氏股份，“中小猪企”天康生物、神农集团等。

（二）肉鸡养殖：需求提振为主导的利润潜力。1) 黄羽鸡：产能历史低位，假若消费需求复苏，价格或将迎来新一轮上涨。建议关注立华股份，其成本优势叠加价格好转潜力，存在业绩弹性。2) 白羽鸡：我们从祖代海外引种受阻、国内自繁计划下行两方面判断 25 年我国白鸡上游祖代更新量或收缩。建议关注产业链上游企业的利润表现，重点关注益生股份。

（三）宠物食品：成长选题下的优质赛道。1) 24 年我国宠食出口景气度向好，25 年或可延续。除美国方面关注加征关税的潜在影响，其余地区出海外部环境良好。龙头出海正向产能&品牌出海转变，或为新突破点。2) 国内宠食市场是成长优势板块，国产品牌崛起，市占率提升。新渠道电商的快速增长助力线上销售放量。建议积极关注乖宝宠物、佩蒂股份、中宠股份等相关个股。

（四）动物保健：优质单品取胜时代来临。行业处转型过程中，多联多价疫苗、mRNA 疫苗为研发端长期推进方向。宠物疫苗国产化替代正式展开。建议积极关注科前生物、瑞普生物、生物股份、中牧股份、普莱柯等相关个股。

● **风险提示：**畜禽价格不达预期的风险，动物疫病的风险，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
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
002714.SZ	牧原股份	2.92	5.40	2.05	14	7	20	推荐
301498.SZ	乖宝宠物	1.42	1.79	2.12	49	39	33	推荐
300761.SZ	立华股份	1.31	2.49	1.06	16	9	20	推荐

资料来源：Wind，中国银河证券研究院（注：收盘价为 2024 年 12 月 13 日）

农林牧渔行业

推荐 维持评级

分析师

谢芝优

☎：021-68597609

✉：xiezhijou_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130519020001

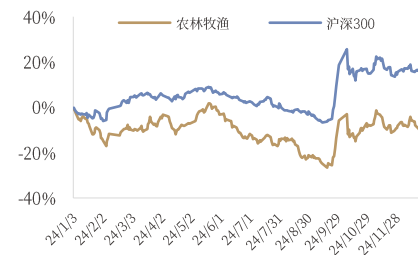
研究助理

陆思源

✉：lusiyuan_yj@chinastock.com.cn

相对沪深 300 表现图

2024-12-25



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

- 【银河农业谢芝优】中期策略_农林牧渔_猪价景气带动养殖产业链，关注宠物新消费
- 【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
- 【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

目录

Catalog

一、 24 年农林牧渔行情承压，25 年展望效率与成长	4
二、 生猪养殖：精细化管理贡献利润弹性	6
(一) 基于产能&效率框架的猪价预判	6
(二) 养殖成本优化背景下的利润弹性	9
(三) 小结：价格均衡&成本优化下的利润保持	10
三、 肉鸡养殖：需求提振为主导的利润潜力	13
(一) 黄羽鸡：供需格局优化助力养殖盈利持续	13
(二) 白羽鸡：关注海外禽流感催化的景气潜力	16
(三) 小结：促消费与引种受限，板块估值低位	20
四、 宠物食品：成长选题下的优质赛道	22
(一) 成长：国内宠食扩容持续，线上平台助力市占率提升	22
(二) 基石：出口恢复稳增长，龙头瞄准产能&品牌出海	25
(三) 小结：内销出口双增，板块景气持续	31
五、 动物保健：优质单品取胜时代来临	32
(一) 转折点：25 年或将迎来市场化大时代	32
(二) 突破口：宠物疫苗国产替代加速中	34
(三) 小结：β平稳叠加单品增量，优选动保个股	40
六、 投资建议	41
七、 风险提示	43

一、24 年农林牧渔行情承压，25 年展望效率与成长

2024 年农林牧渔行业整体处于震荡下行状态，年初至 12 月 13 日农林牧渔行业指数下跌 5.34%；同期沪深 300 上涨 14.63%，农林牧渔表现弱于沪深 300。在 SW 31 个一级行业分类中，排名第 30 位。对比农林牧渔内各子行业指数，渔业、种植业涨幅居前，年初至 12 月 13 日涨幅分别为 5.55%、3.95%；动物保健、养殖业表现靠后，年初至 12 月 13 日分别下跌 20.69%、8.27%。从个股表现方面看，涨幅居前的有宠物、种业等相关个股，强调公司自身业绩的增长性以及所在行业的周期状态。

关于 2025 年农林牧渔行业投资关注点，我们认为依旧可围绕养殖产业链展开。在国家政策强调“大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求”的背景下，需求端的提振存在助力，一方面是在供给相对平稳运行的基础上，价格或存在超预期走势；另一方面是提振成长板块的进一步发力。相关板块包括：**1) 生猪养殖**：我们预期 25 年生猪出栏或略有提升，但整体保持平稳，猪价同比有下行。若考虑国内需求提振的潜在助力，价格或有超预期可能。**2) 肉鸡养殖**：黄羽鸡产能历史低位，假若消费需求复苏，其价格或将迎来新一轮上涨。**3) 宠物食品**：行业处于扩容趋势中，国产品牌崛起，市占率提升。**4) 动物保健**：行业处转型过程中，经济动物疫苗面临技术、产品升级，宠物疫苗国产化替代正式展开。

图1：24 年年初至 12 月 13 日 SW 农林牧渔指数走势



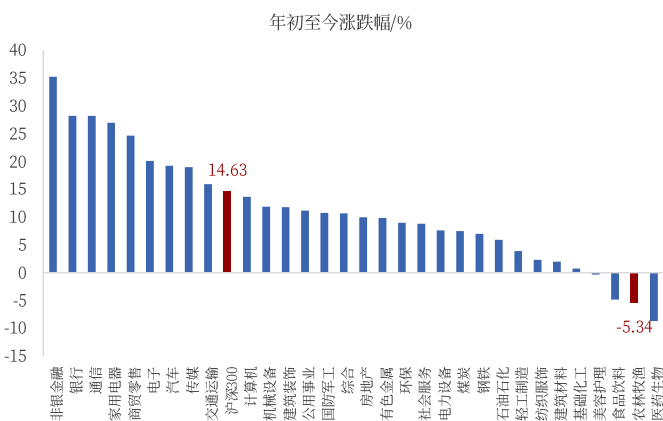
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图2：24 年年初至 12 月 13 日 SW 农林牧渔部分子行业指数走势



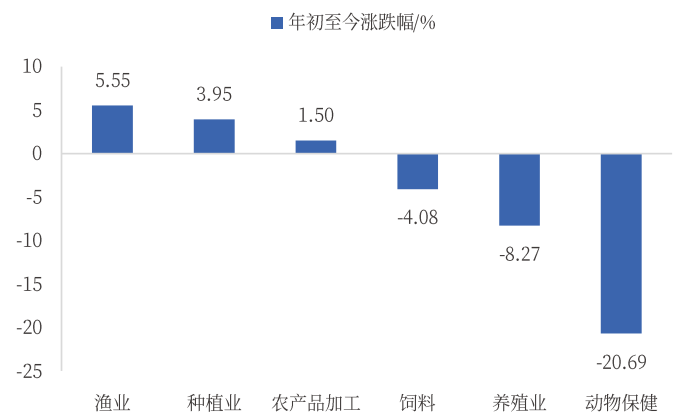
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图3：24 年年初至 12 月 13 日 SW 农林牧渔涨跌幅排名第 30 位



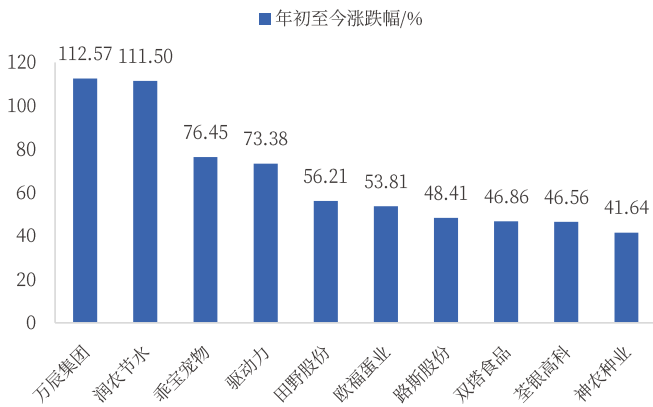
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图4：24 年年初至 12 月 13 日 SW 农林牧渔部分子行业涨跌幅情况



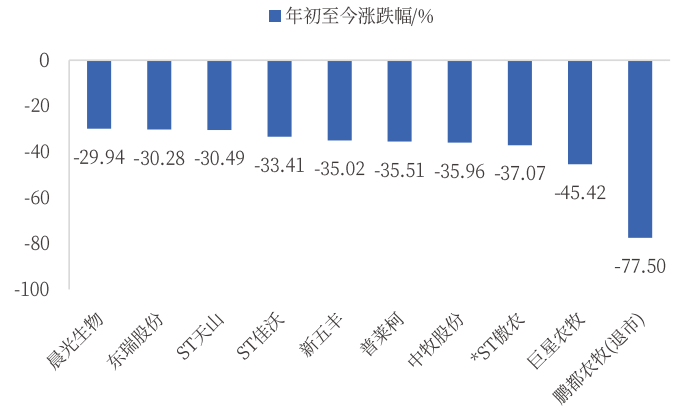
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图5: 24年年初至12月13日农林牧渔涨幅前十个股



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图6: 24年年初至12月13日农林牧渔跌幅前十个股



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

二、生猪养殖：精细化管理贡献利润弹性

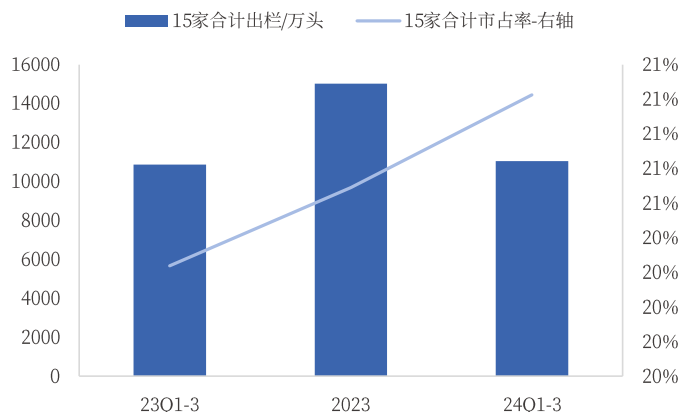
2024 年年初至 12 月 13 日 SW 生猪养殖指数下跌 7.02%。期间受益于去产能逻辑以及猪价上行预期，2-5 月行业指数震荡上行，幅度约为+30%；后受宏观因素影响，指数回调 15%左右后震荡至 8 月中旬，期间猪价震荡上行。8 月中旬猪价见顶后震荡下行，SW 生猪养殖指数持续下跌至 9 月下旬，随后受宏观政策提振有所回升。从基本面来看，大部分猪企自 24Q2 开始实现扭亏为盈，24Q1-3 上市猪企（15 家）生猪出栏市占率为 21.23%，同比+0.99pct，市占率创新高。

图7：24 年年初至 12 月 13 日 SW 生猪养殖指数走势



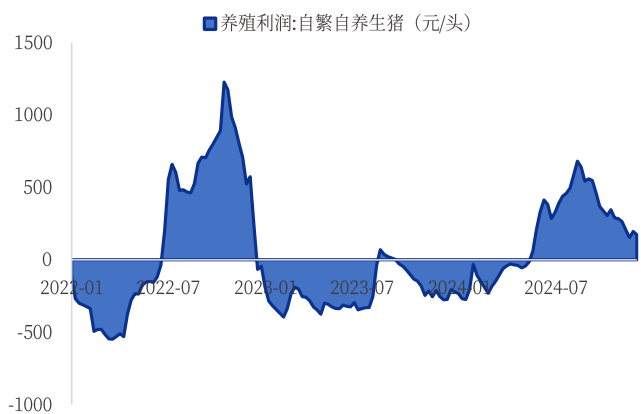
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图8：24 年前三季度 15 家上市猪企出栏市占率 21.23%，同比+1pct



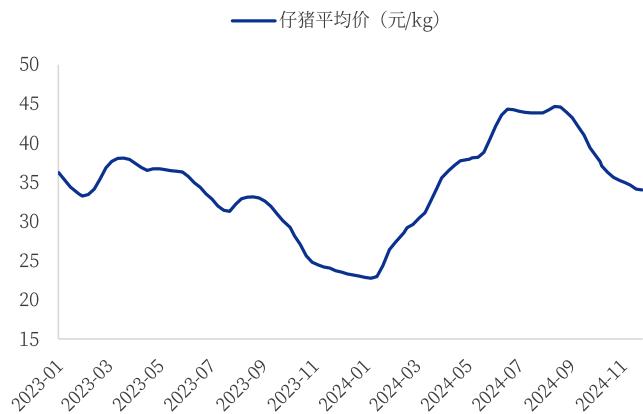
资料来源：Wind, 公司公告等, 中国银河证券研究院

图9：2022 年至 24 年 12 月初自繁自养生猪养殖利润



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图10：2023 年至 24 年 11 月底仔猪价格走势

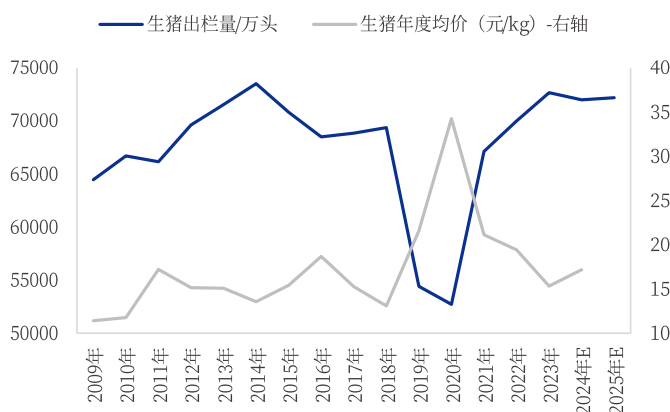


资料来源：农业农村部, 中国银河证券研究院

(一) 基于产能&效率框架的猪价预判

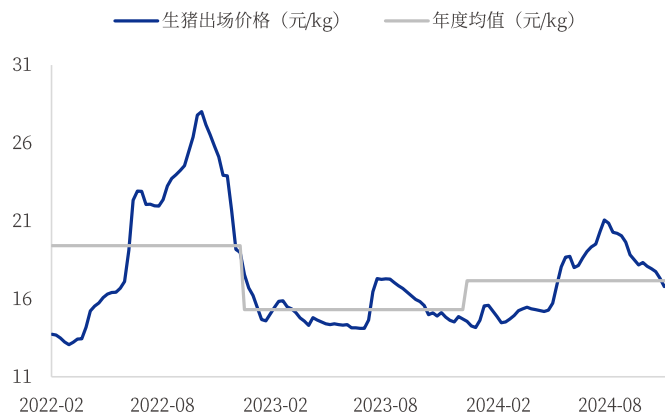
关于猪周期运行规律的体现，我们始终认为价格是反应一切供需关系的最终结果。在讨论 2025 年猪价预期走势之前，我们回顾以往年度生猪均价与生猪出栏量之间的关系，发现 2009-2023 年两者呈现显著反向关系。基于此，我们将探讨猪价走势推演到探讨生猪出栏量（回顾 2024 年度策略报告，我们对猪价的预判与现实走势基本保持一致）。生猪出栏量主要由产能及养殖效率决定，本节将对这两部分展开充分讨论。

图11: 生猪出栏量与生猪年度均价的走势关系



资料来源: 国家统计局, 农业部, 国家发改委, 中国银河证券研究院

图12: 2024年1-11月我国大中城市生猪出场均价 17.17元/kg



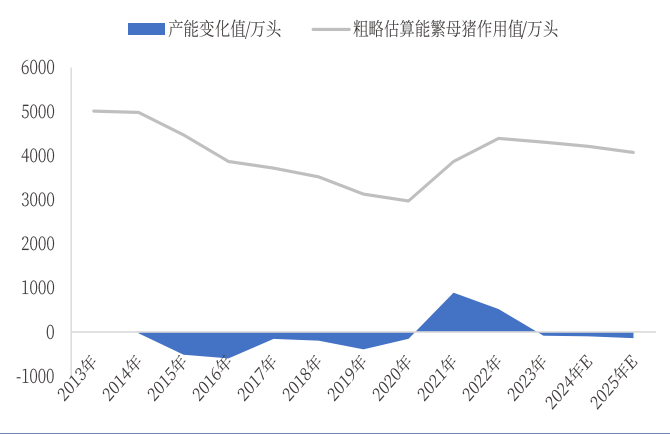
资料来源: 国家发改委, 中国银河证券研究院

1.25 年能繁母猪作用压力部分释放

在探讨产能时, 我们通常把能繁母猪存栏量作为核心指标。叠加考虑生猪养殖全周期约为 10 个月, 那么当前能繁母猪存栏量水平预示着 10 个月以后的育肥猪出栏量水平的相对位置 (还有其他影响因素)。基于上述关系, 我们将后移 10 个月的能繁母猪存栏量作为对应月份的能繁母猪作用值, 得到 2022 年该值为近九年最高点, 随后持续下行, 23、24 年同比-83 万头、-97 万头, 产能波动幅度显著小于以往年份。基于 24 年 3 月以来已知的能繁母猪月度存栏数, 我们可以推断 25 年 1-8 月能繁母猪作用均值约为 4028 万头。25 年 9-12 月能繁母猪作用值取决于 24 年 11 月-25 年 2 月能繁母猪存栏数情况。

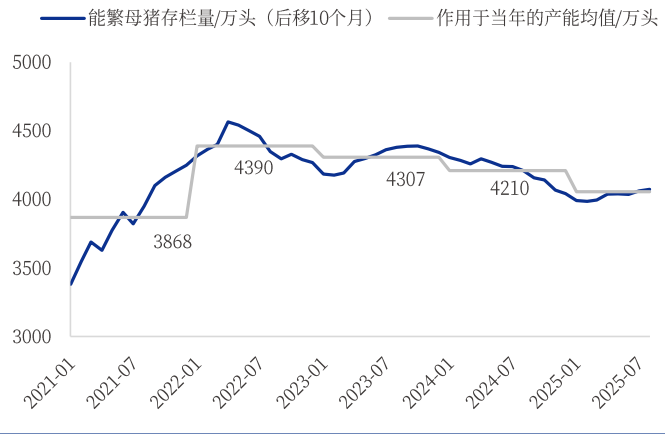
关于剩余 4 个月的产能走势预判, 我们基于今年增产节奏来估算。24 年 5 月开始能繁母猪存栏量月度环比转正, 5-10 月月均增产 15 万头 (为历史增产水平的最低位), 同期为 24 年利润高位区间 (自繁自养月均利润 363 元/头), 意味着即便今年利润可观, 增产依旧十分谨慎。基于这样的基调, 猪价已于 24 年 9 月开始震荡回落, 利润收缩, 我们判断增产将更为谨慎。假设这四个月月均增产维持 15 万头 (中性悲观预期), 那么 25 年能繁母猪作用均值预计为 4056 万头, 同比-154 万头, 降幅显著扩大。

图13: 2013-2025E 能繁母猪作用值及变化情况



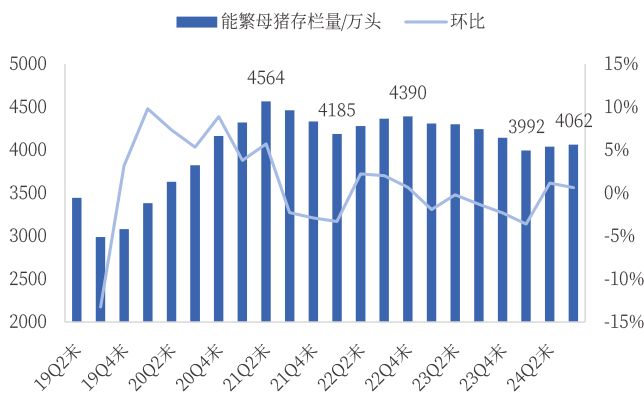
资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院

图14: 2021-2025年8月能繁母猪作用值月度与年度走势



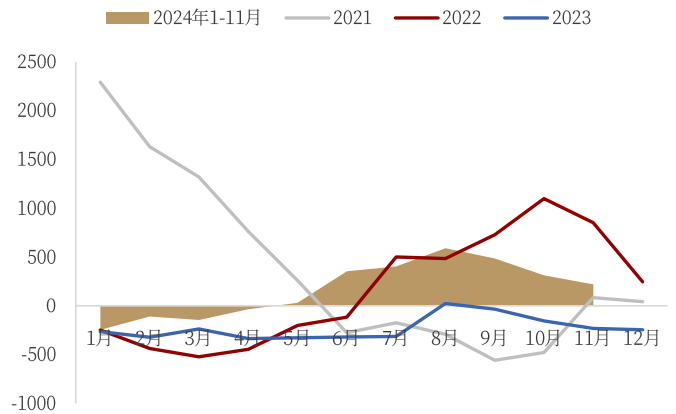
资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院

图15: 19Q2末-24Q3末我国能繁母猪存栏量及其环比



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院

图16: 2021-24年11月自繁自养生猪养殖利润月均走势(元/头)



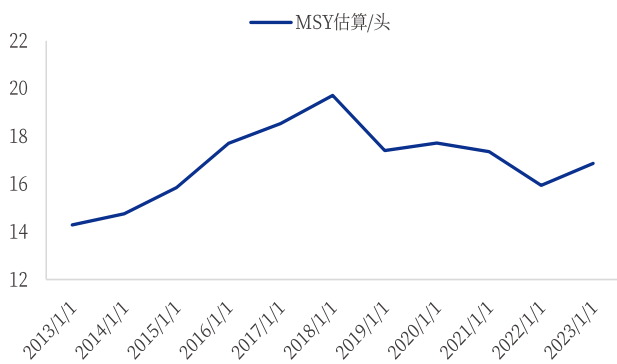
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

2. 养殖效率呈提升趋势, 疫病为扰动项

在预测 2025 年猪价时, 养殖效率的走势成为核心要素, 增长多少直接决定了年度猪价的同比方向。我们将国家统计局的生猪年度出栏量除以对应年度的能繁母猪作用值, 即可得到 2013-23 年的 MSY 情况。2018 年为历史上养殖效率最高点, 随后受非洲猪瘟疫情的影响, 震荡下行到 22 年(该年比较特殊, 多因素导致效率低点), 后续随着防疫措施的提升, 养殖效率缓慢提升, 但依旧受到疫情状态的扰动。

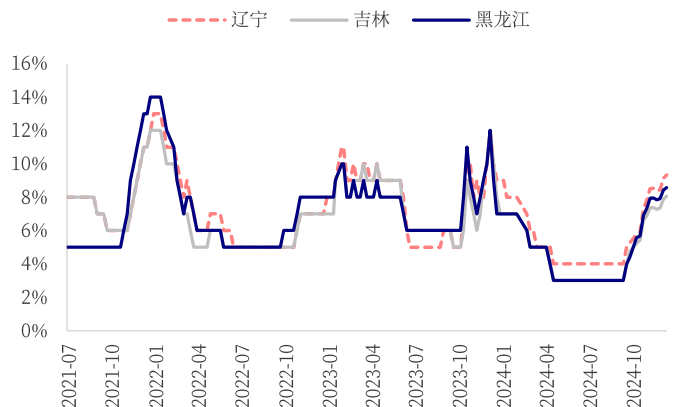
观察 25 年 MSY 情况需要重点跟踪 24 年冬季疫病发展状态, 我们通过 90kg 以下生猪出栏占比作为观察指标。今年 9 月下旬开始东北地区率先降温, 随之东北三省 90kg 以下生猪出栏占比开始提升, 至 12 月 12 日该值提升至 8.7%, 提升幅度为 4.7pct。随着全国各地陆续降温影响, 各省份疫情状态亦可逐步显现。

图17: 2013-23 年我国生猪 MSY 估算



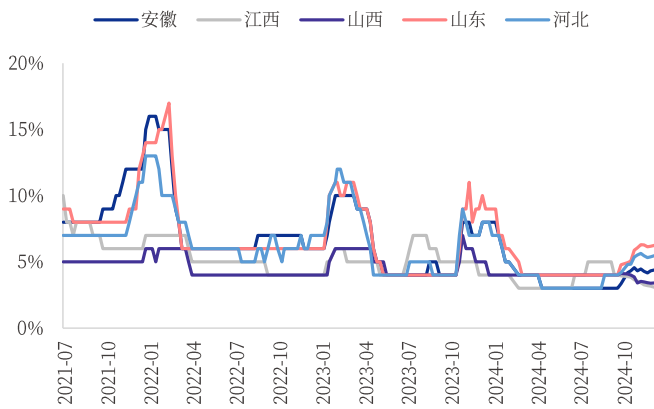
资料来源: 国家统计局, 农业部, 中国银河证券研究院

图18: 东北三省 90kg 以下出栏占比情况



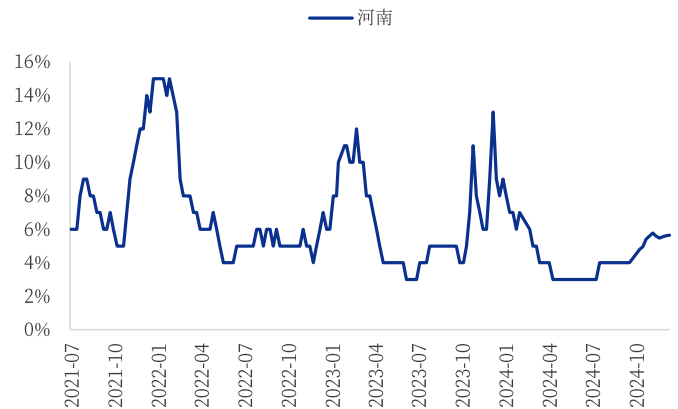
资料来源: 涌益咨询, 中国银河证券研究院

图19: 山东等五省 90kg 以下出栏占比情况



资料来源: 涌益咨询, 中国银河证券研究院

图20: 河南省 90kg 以下出栏占比情况



资料来源: 涌益咨询, 中国银河证券研究院

此外,除了外部疫情的不可控因素,内部养殖效率的提升是影响 MSY 高低的关键之一。通过对头部猪企的成活率等指标进行观察,21-24 年随着母猪性能、养殖环境、管理经验、规模程度等方面的变化,作为头部领先企业的牧原股份亦经历了一定程度的全程成活率波动,且尚未完全回归到非瘟疫情前水平。

因此综合考虑 24 年冬季疫情情况以及猪企养殖状态等方面,我们认为 25 年 MSY 具备提升趋势,但依旧低于非瘟前两年的 MSY 水平,我们中性假设 25 年 MSY 在 17.7-17.9 头之间出现。

结论: 根据前文我们对 25 年能繁母猪作用值以及 MSY 的假设,可以得到 25 年生猪出栏量潜在范围,结合出栏量与猪价的走势关系,我们估算 25 年全年生猪均价在 15.3-17 元/kg 之间出现(中性假设);如果 MSY 在 17.9 头以上,那么生猪年度均值或将低于 15.3 元/kg。

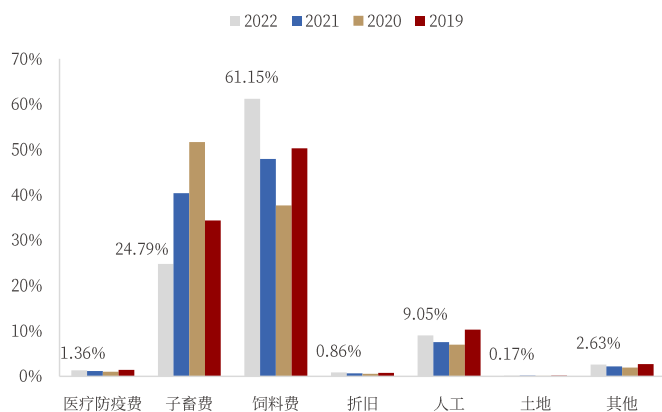
(二) 养殖成本优化背景下的利润弹性

根据《全国农产品成本收益资料汇编》,2022 年规模生猪养殖总成本中饲料费占比达 61.2%,我们拉长 19 年来看,饲料费占比均值约为 55%,因此其成为影响养殖成本的核心因素之一。饲料中玉米为核心构成原材料,其价格走势影响饲料价格变动。2024 年年初至 11 月底,玉米批发价由 2.58 元/kg 震荡下行至 2.2 元/kg,降幅约 14.7%;同期育肥猪配合饲料均价由 3.77 元/kg 震荡下行至 3.38 元/kg,降幅约 10.3%。

从年度层面观察玉米价格走势,2024 年玉米现货价整体呈现震荡下跌态势,其中 24H1 基本保持区间波动状态,24 年 7 月开始呈现持续下跌状态,24 年年初至 12 月 12 日均价约为 2386 元/吨(向 2020 年水平靠近),同比-15.71%。关于 2025 年玉米价格走势,我们基本判断呈现震荡上行态势,或于 25Q3 出现年内高点,其年度均价约在 2300-2350 元/吨之间出现,同比 24 年依旧为下行状态。因此,虽然 25 年预期玉米价格上行,但整体价格均值依旧是低位且下行状态,对养殖成本端不构成压力。

对于头部优秀猪企来说,2025 年将依旧是利润丰厚之年,生猪均价维持均衡,养殖成本达到阶段低位,利润空间可观。因此,在这样的背景下,生猪养殖企业已经进入到精细化管理、产业链赋能等内生管理方面的全方位提升阶段,从而实现超额收益。

图21: 2022 年规模养殖饲料费占比达 61%



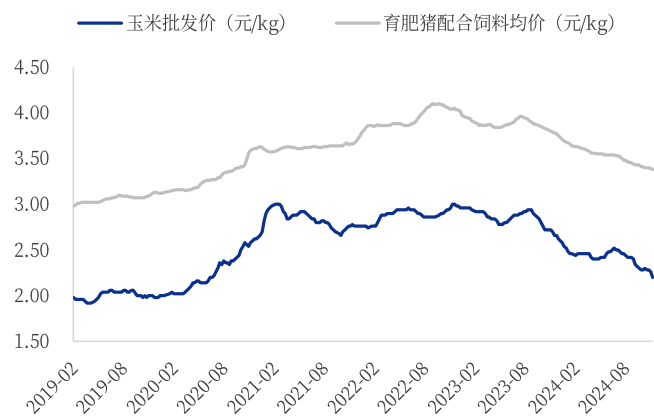
资料来源:《全国农产品成本收益资料汇编》, 中国银河证券研究院

图22: 2024 年年初-12 月 12 日玉米现货价格均值为 2386 元/吨



资料来源: 汇易网, 中国银河证券研究院

图23: 育肥猪配合料价格下行至 20 年 12 月水平

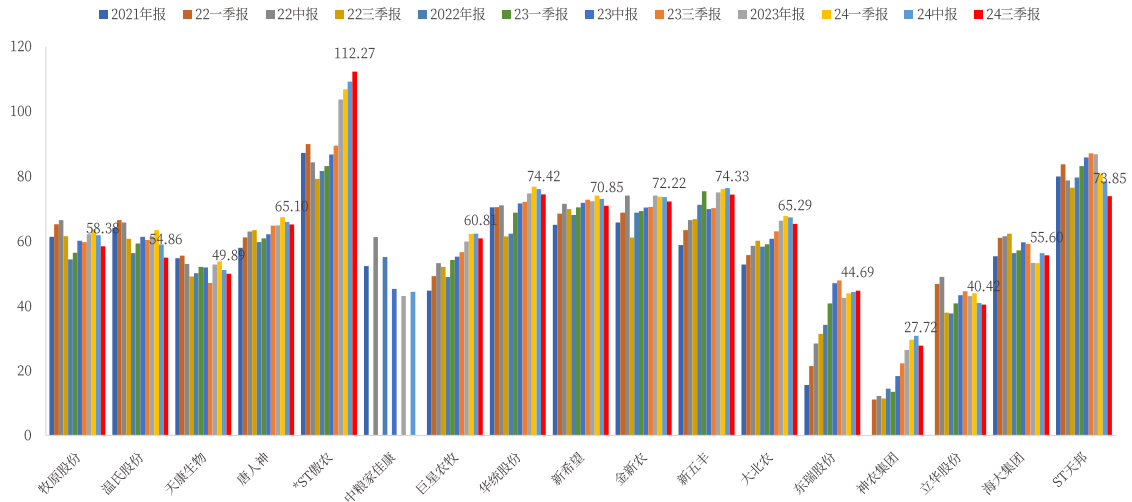


资料来源: 国家发改委, 农业部, 中国银河证券研究院

(三) 小结: 价格均衡&成本优化下的利润保持

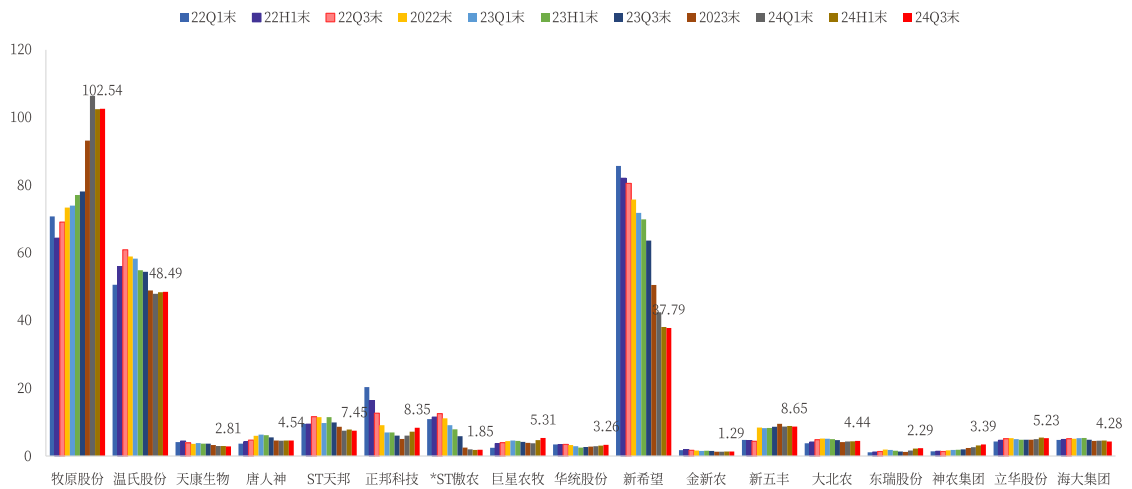
基于我们的猪周期研究框架, 我们认为 25 年能繁母猪方面压力有所放缓, 但养殖效率 (MSY 等) 存较快提升可能, 使得 25 年整体生猪出栏量大概率同比提升, 意味着同期生猪均价同比下行。但受饲料原料价格均值低位、养殖效率提升等支撑, 优秀猪企成本优化速度提升, 25 年优秀猪企利润将依旧可观。行业竞争已进入到精细化管理竞争阶段, 叠加考虑生猪养殖行业估值低位, 我们重点推荐“大猪企”牧原股份(002714.SZ)、温氏股份(300498.SZ), “中小猪企”天康生物(002100.SZ)、神农集团 (605296.SH) 及板块内相关猪企。

图24: 24年三季报 17家上市猪企资产负债率均值为61.63%，剔除正邦为62.54%，同比提升，环比好转



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图25: 24年三季报 17家上市猪企合计生产性生物资产252亿，环比略增，同比下行近10亿



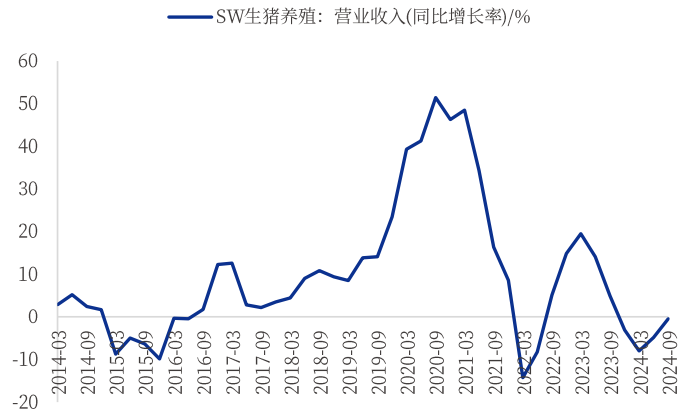
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图26: 2018年至12月13日 SW生猪养殖板块PB (LYR) 变化



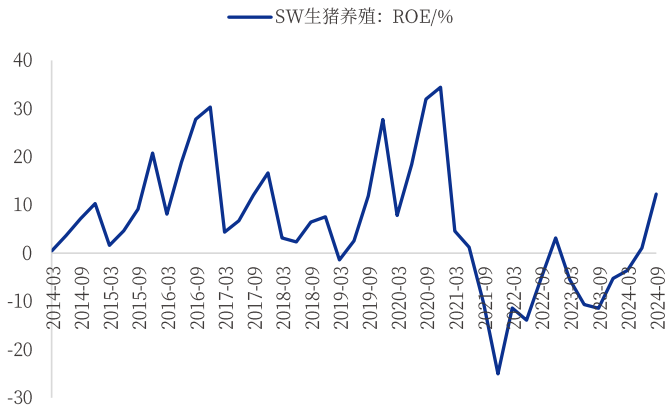
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图27: 2014Q1至24Q3 SW生猪养殖行业收入增长变动情况



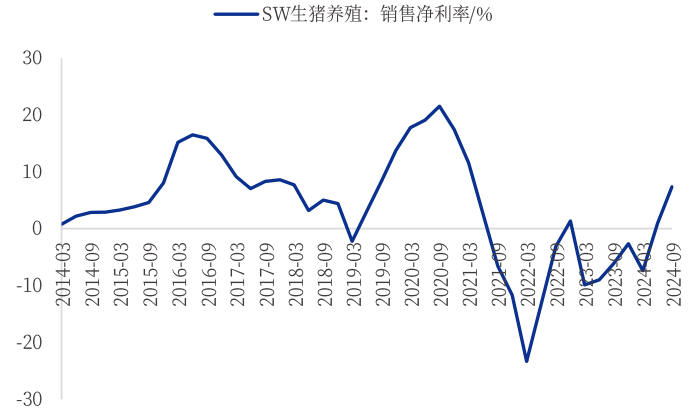
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图28: 2014Q1至24Q3 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29: 2014Q1至24Q3 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

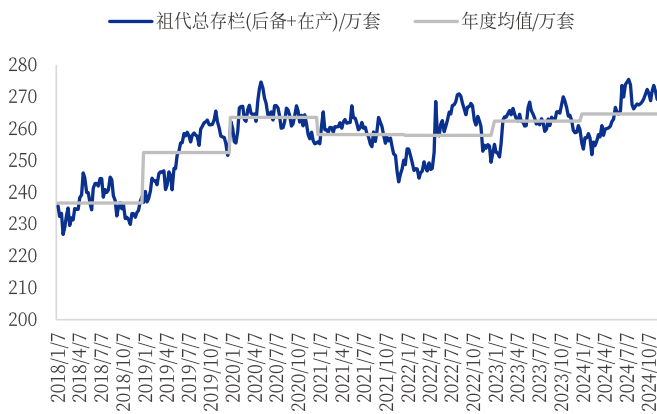
三、肉鸡养殖：需求提振为主导的利润潜力

(一) 黄羽鸡：产需格局优化助力养殖盈利持续

1. 父母代产能低位叠加消费端扩容预期，鸡价弹性可期

黄鸡父母代产能低位徘徊，价格存在上行潜力。根据中国畜牧业协会禽业分会数据，2024年我国黄鸡父母代总存栏水平呈现低位震荡上行走势，但仍处于18年以来的低位区间。24年11月17日黄鸡在产+后备存栏约为2144.6万套，其中在产父母代存栏约为1293.3万套，在低位水平徘徊；后备父母代存栏约为851.3万套，同样为历史相对低位状态，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，黄鸡供给端或可持续保持低位状态。

图30：18年至今我国黄鸡祖代总存栏情况



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，中国银河证券研究院

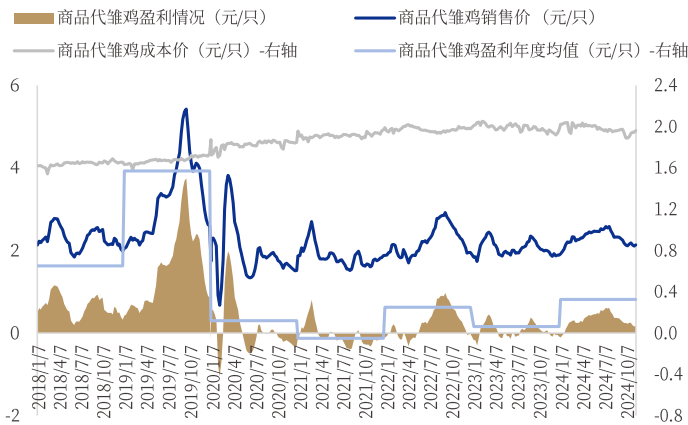
图31：18年至今我国黄鸡父母代存栏情况



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，中国银河证券研究院

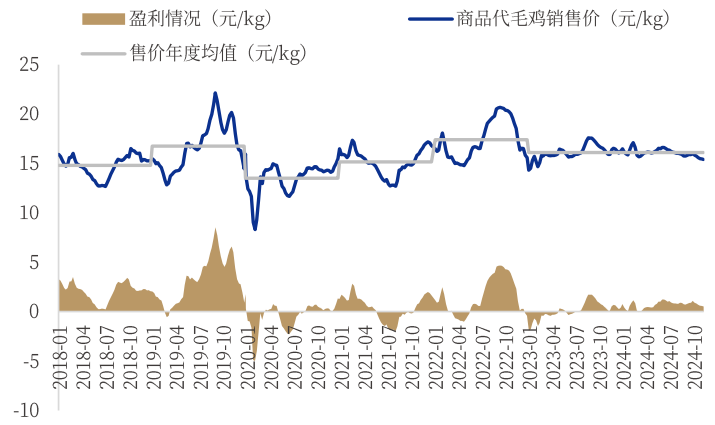
24年黄鸡养殖盈利持续，存进一步提升空间。利润层面，从商品代鸡苗角度看，其在20H2后以亏损居多，仅在21Q1期间有短暂的盈利，一定程度上表明当时行业产能过剩/需求端较弱的状态；直到22年5月下旬后逐步改善，约有7个月的盈利持续时间；至22年12月商品代鸡苗再次进入亏损状态，此后盈亏互现，未有较持续的盈利区间；2024年1月28日起商品代鸡苗扭亏为盈，此后始终保持盈利状态，11月17日鸡苗价格为2.13元/只，单只盈利为0.17元。从商品代毛鸡角度看，商品代毛鸡自23年7月中旬扭亏为盈以来，此后基本保持盈利状态，尤其24年3月后毛鸡利润显著上行，24年11月17日毛鸡价格为15.38元/kg，单位盈利为0.52元/kg。综合考虑潜在消费提振预期之下的黄鸡价格上行叠加成本端压力减小，盈利能力或可实现进一步提升。

图32: 24.11.17 黄鸡鸡苗价格 2.13 元/只, 单只盈利 0.17 元



资料来源: 中国畜牧业协会禽业分会, 中国银河证券研究院

图33: 24.11.17 黄鸡毛鸡价格 15.38 元/kg, 单位盈利 0.52 元/kg

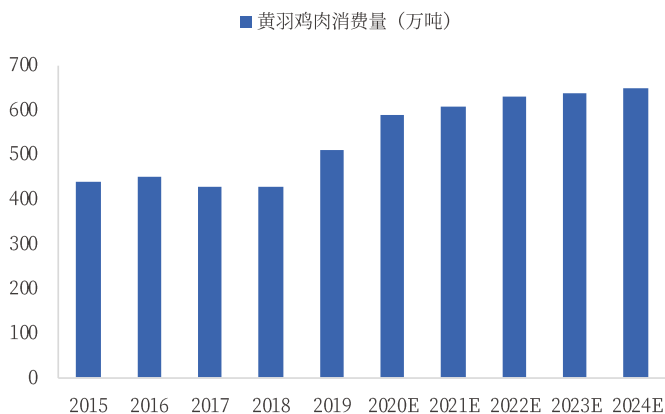


资料来源: 中国畜牧业协会禽业分会, 中国银河证券研究院

家庭消费、餐饮渠道恢复，叠加冰鲜化加速转型，助力我国黄鸡消费市场稳步扩容。消费端层面，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%。尽管近年小白鸡品种的增长或对黄鸡的快速型品种存在一定的替代，但随着我国经济的稳定增长、消费者对低脂肪高蛋白肉类的偏好，以及新冠疫情后家庭消费、餐饮等渠道的恢复，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达650万吨。

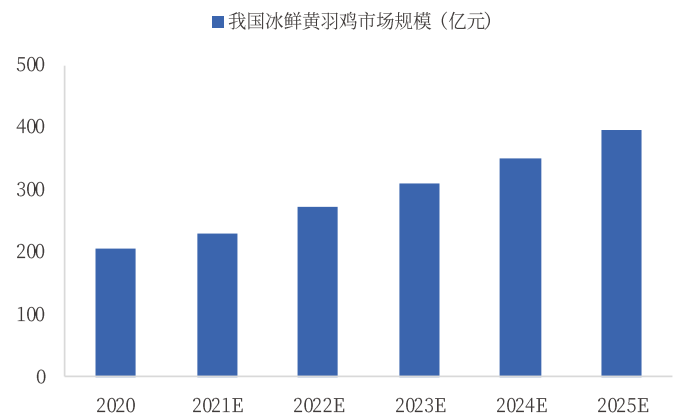
此外，从消费结构来看，长期以来，我国黄羽鸡加工比例较低，消费以活禽宰杀为主。根据钢联数据，23年我国黄羽鸡销售方式中，活禽销售依然是最主要的消费方式，占比高达81%，冰鲜销售占比为13%。但由于市场热鲜鸡档口屠宰空间狭小、卫生条件受限，易对食品安全造成影响。受2013年H7N9型禽流感等影响，我国多地政府相继发布政策，限制或关闭活禽市场交易。同时伴随着电商渠道的不断发展，我国黄鸡产业正加速向“集中屠宰、冷链运输、冰鲜上市”转型，带动黄鸡消费渠道和产品类型多元化发展。根据钢联数据预测，2025年我国冰鲜黄鸡市场规模有望达397亿元，市场空间广阔，冰鲜化的加速转型或成为我国黄鸡消费市场扩容的另一大推手。

图34: 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

图35: 2020-2025 年我国冰鲜黄羽鸡市场规模及预测

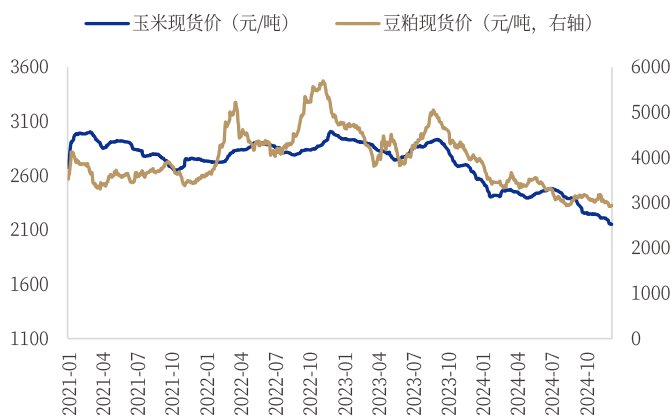


资料来源: 上海钢联, 中国银河证券研究院

2. 饲料原料价格下行，利好养殖盈利能力提升

玉米、豆粕价格持续下跌，助力黄鸡养殖企业成本端压力释放。在黄鸡养殖成本中，饲料成本占比通常为 70-75%，其余 15-20%为养殖成本（包括疫苗药品、农户养殖费用和管理费用等）。而受国际大宗商品价格下跌等因素影响，23Q4 以来黄鸡饲料主要原材料（玉米、豆粕）价格均呈现持续下行的走势，饲料高成本压力持续释放。从我国黄鸡养殖 Top2 企业的养殖完全成本来看，23 年以来温氏、立华黄鸡养殖完全成本均有显著下降。24 年 10 月温氏的黄羽鸡完全成本约 5.7 元/斤，自高点下行约 21%；24 年 9 月立华的斤鸡养殖完全成本约 5.9 元，自高点下行约 19%。未来在饲料原料价格低位和养殖端生产成绩进步的共同驱动下，我国黄鸡养殖企业成本或有进一步下降空间，利好盈利能力提升。

图36：2023Q4 以来饲料原材料价格呈下行走势



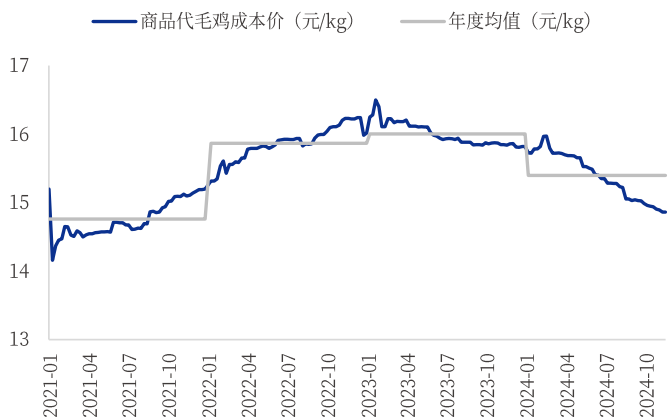
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图37：2022 年开始肉鸡饲料价格呈现震荡下行走势



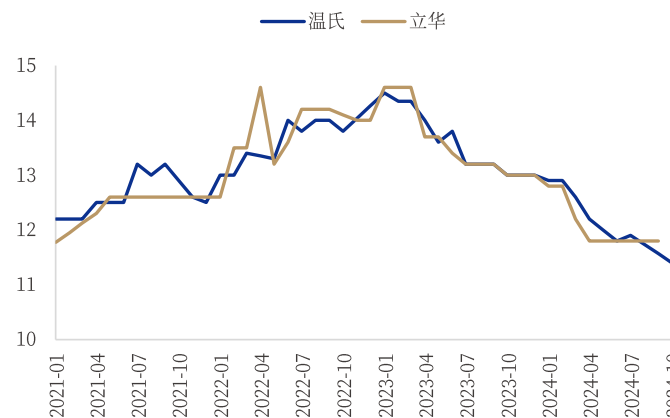
资料来源：国家发改委，中国银河证券研究院

图38：2021 年至今黄鸡商品代毛鸡成本价走势



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，中国银河证券研究院

图39：2021 年至今温氏、立华黄鸡养殖完全成本（元/kg）



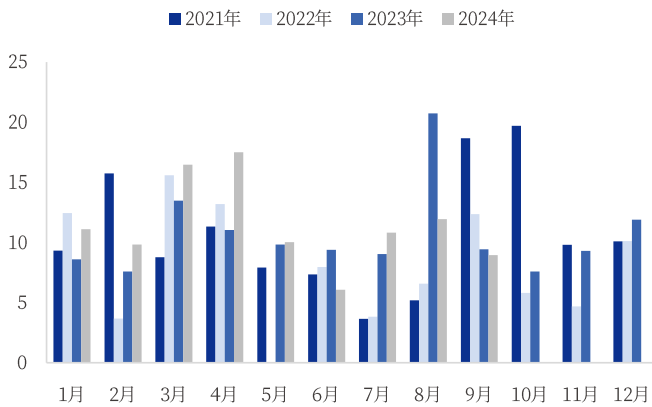
资料来源：温氏股份、立华股份公司公告，中国银河证券研究院

(二) 白羽鸡：关注海外禽流感催化的景气潜力

1. 美国引种州禽流感再爆发，祖代更新量或将受限

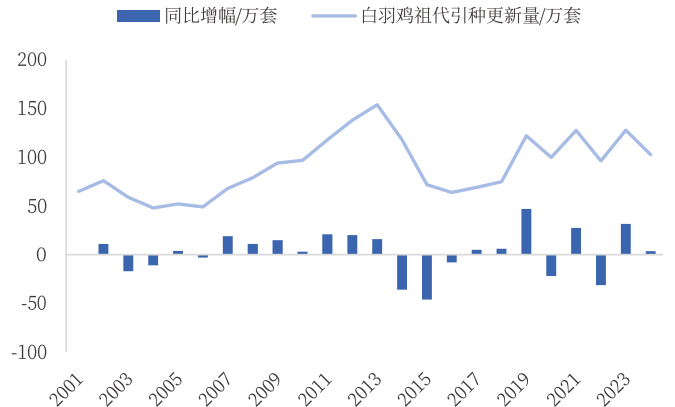
24Q1-3 白鸡祖代更新 103 万套，当前祖代产能较充足。根据中国畜牧业协会禽业分会数据，23 年全年我国祖代更新量为 128 万套(同比+31.65 万套)，其中进口占比 32%，国产自繁占比 68%，祖代更新量充裕有余；24 年 1-9 月我国祖代更新 102.76 万套，引种节奏正常，其中进口占比 45%，国产自繁占比 55%。从当前我国祖代鸡的存栏水平来看，11 月 17 日祖代种鸡总存栏量（后备+在产）约 218.42 万套，其中在产祖代存栏 131 万套，产能较充足。

图40：2021-2024 年月度白羽鸡祖代引种更新量情况（万套）



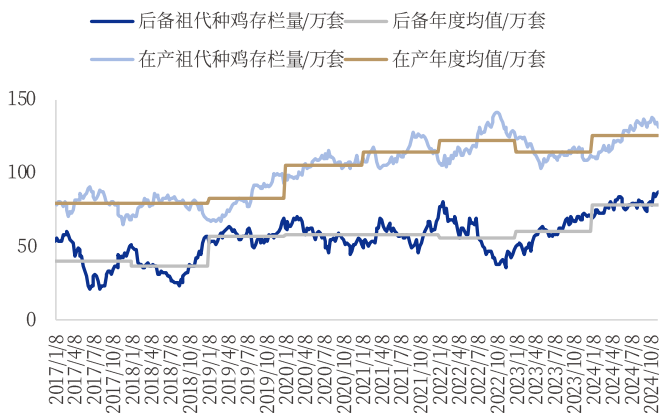
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，中国银河证券研究院

图41：2001-2024 年白羽鸡祖代引种更新量情况



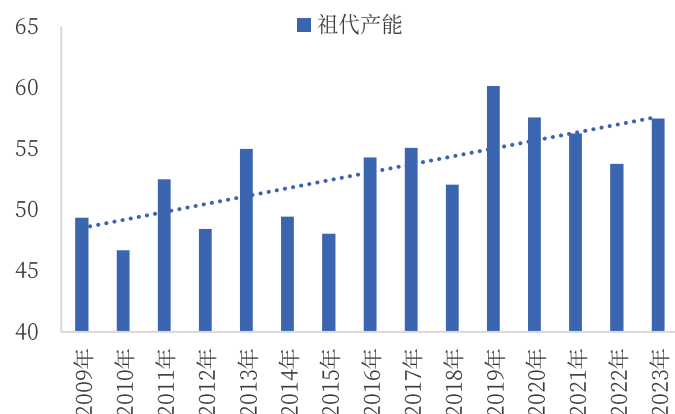
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，中国银河证券研究院

图42：17 年至今白羽鸡祖代存栏情况（在产、后备）



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，中国银河证券研究院

图43：2009-2023 年白羽鸡祖代产能



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，中国银河证券研究院

受海外禽流感影响，25 年我国祖代进口引种量或减少。我国白鸡祖代引种品种主要是美国的 AA+、罗斯 308、利丰品种，新西兰的科宝品种，以及国产自繁品种（圣泽 901、广明 2 号、沃德 188）。根据博亚和讯数据，24 年 1-11 月我国白鸡祖代更新量中，美国、新西兰引种占比分别为 44.8%和 2.4%，而国内科宝自繁+国产品种自繁合计占比为 52.8%。海外引种渠道方面，我国目前祖代种鸡可引种的国家来源有 4 个：美国、新西兰、法国、西班牙。具体来看，

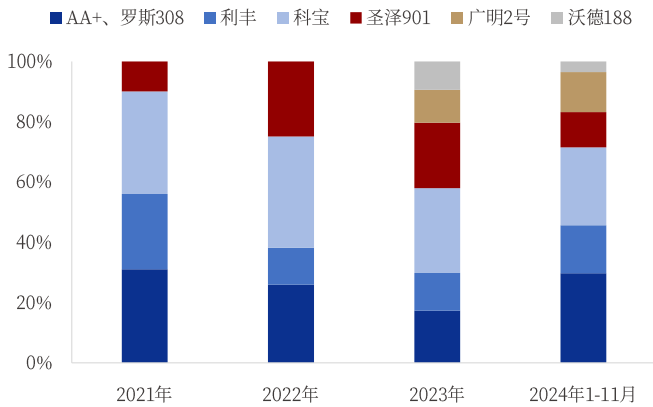
(1) 美国：12 月初美国唯一引种州俄克拉荷马州爆发禽流感。根据卓创资讯，美国方面现已主动停止供种，12 月原计划引种的 6 批祖代鸡均取消。根据我国海关总署规定，当一国或地区发生

禽流感疫情，我国禁止直接或间接从该地进口禽类及产品入境。根据行业经验，涉疫区 3-6 个月无新增病例才可能恢复引种，因此短期内俄克拉荷马州引种或断档，预计影响至少将持续至 25Q1。而其他引种州方面，阿拉巴马州、密西西比州、田纳西州最新病例发生时间分别为 23 年 12 月 12 日、23 年 3 月 6 日、24 年 11 月 29 日，复关时间均尚不确定。

(2) **新西兰**：12 月初新西兰首次发现 H7N6 亚型禽流感病例，我国海关总署已于 12 月 2 日公告停止来自新西兰的禽类及相关产品的进口。

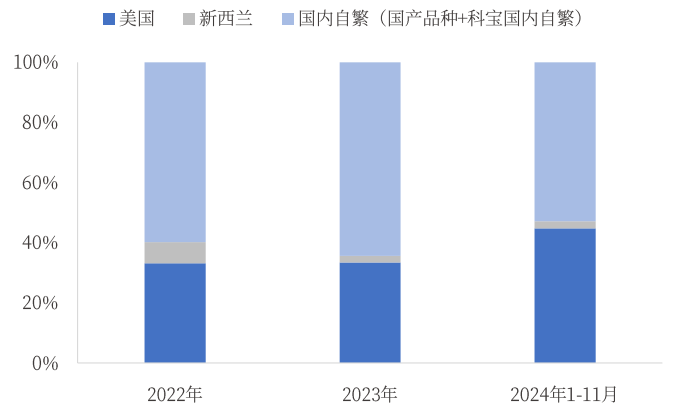
(3) **法国、西班牙**：可供种量尚不确定。

图44：2021 年至今我国白鸡祖代更新品种占比



资料来源：上海钢联，中国银河证券研究院

图45：2022 年至今我国白鸡祖代更新品种国家来源



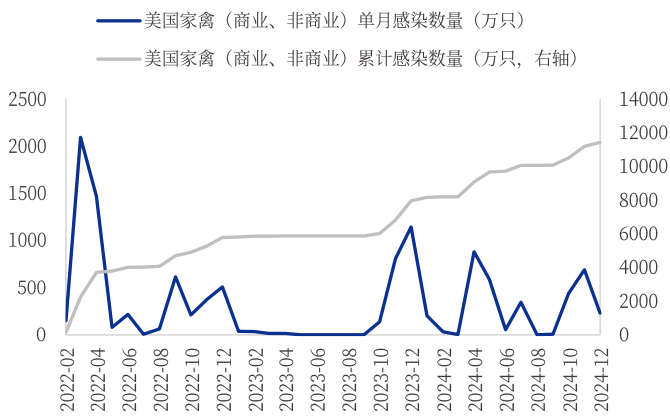
资料来源：博亚和讯，中国银河证券研究院

表1：2023 年以来美国四大供种州家禽感染禽流感病例情况

State	County	Outbreak Date	Flock Type	Birds Affected (只)
Alabama	Etowah	2023/12/12	WOAH Non-Poultry	80
	Marshall	2023/11/2	Commercial Broiler Breeder Pullets	47900
	Chilton	2023/10/27	Commercial Upland Gamebird Producer	306500
Mississippi	Monroe	2023/3/16	WOAH Non-Poultry	30
	Copiah	2023/2/17	WOAH Poultry	50
	Leake	2023/2/7	Commercial Broiler Production	89800
Tennessee	Gibson	2024/11/29	Commercial Broiler Breeder	37700
	Lincoln	2023/10/31	WOAH Non-Poultry	100
	Weakley	2023/1/20	Commercial Broiler Production	267800
Oklahoma	Adair	2024/12/3	Commercial Broiler Breeder	51600
	Roger Mills	2024/11/21	WOAH Non-Poultry	0
	Garfield	2023/12/27	WOAH Non-Poultry	30
	Grady	2023/11/2	WOAH Non-Poultry	120
	Wagoner	2023/10/31	WOAH Non-Poultry	50
	Carter	2023/10/16	WOAH Non-Poultry	80

资料来源：USDA，中国银河证券研究院（注：数据截至 2024.12.5）

图46: 2022.2-2024.12 美国家禽感染禽流感数量变化



资料来源: USDA, 中国银河证券研究院 (注: 数据截至2024.12.5)

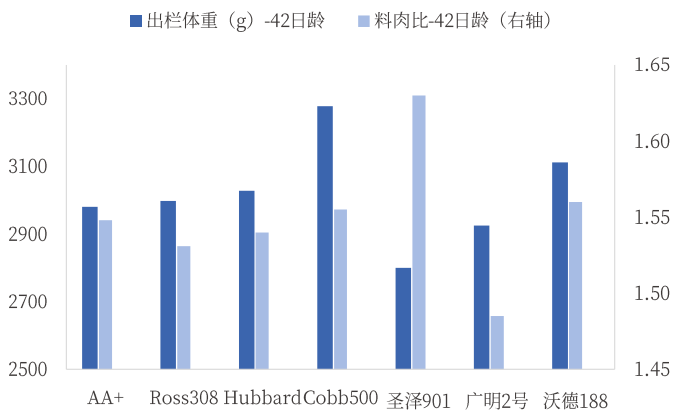
国产品种与进口品种性能差距尚存, 国内养殖端对进口品种仍有较高依赖度。2021年, 我国三大自繁快大型白羽鸡品种(圣泽901、广明2号、沃德188)通过审定, 此后国产品种占比呈提升趋势, 其在祖代更新量中的占比自2021年的10%快速提升至2023年的42%, 但2024年推广情况和市场认可度不及预期, 占比回落至24年1-11月的29%。原因主要在于: 虽然国产品种与进口品种的父母代生产性能差距不大, 但从商品代生长性能指标来看, 国产品种(主要是圣泽901)的毛鸡料肉比明显高于进口品种, 且料肉比指标的稳定性略差。因此国内父母代种鸡厂仍然更倾向于采购安伟捷系列种鸡苗。根据卓创资讯, 24年国产品种与安伟捷系列父母代鸡苗的成交价差年内呈扩大趋势, 由19.5元/套提升至45.75元/套; 25年三个国产品种祖代更新计划总量或同比减少。

表2: 白羽鸡海外品种与国产品种父母代生产性能对比

性能指标	AA+	罗斯 308	科宝 500	哈伯德	利丰	圣泽 901
入舍母鸡产蛋总数 (颗)	189.6	185.2	183.4	182.9	185.1	180-190
种蛋合格率	95.3%	96.4%	96.9%	95.7%	96.1%	95-97%
入舍母鸡产雏数 (只)	154.6	152.2	150	148	150.3	150-160
高峰产蛋率	88.50%	86.90%	86%	/	88.4%	87.5%
成活率 (育雏育成期)	95-96%	95-96%	93.2%	/	≥96%	96%
成活率 (产蛋期)	92%	92%	/	/	≥92%	92%

资料来源: 爱拔益加、科宝、益生股份公司官网, 圣泽901公众号, 中国银河证券研究院

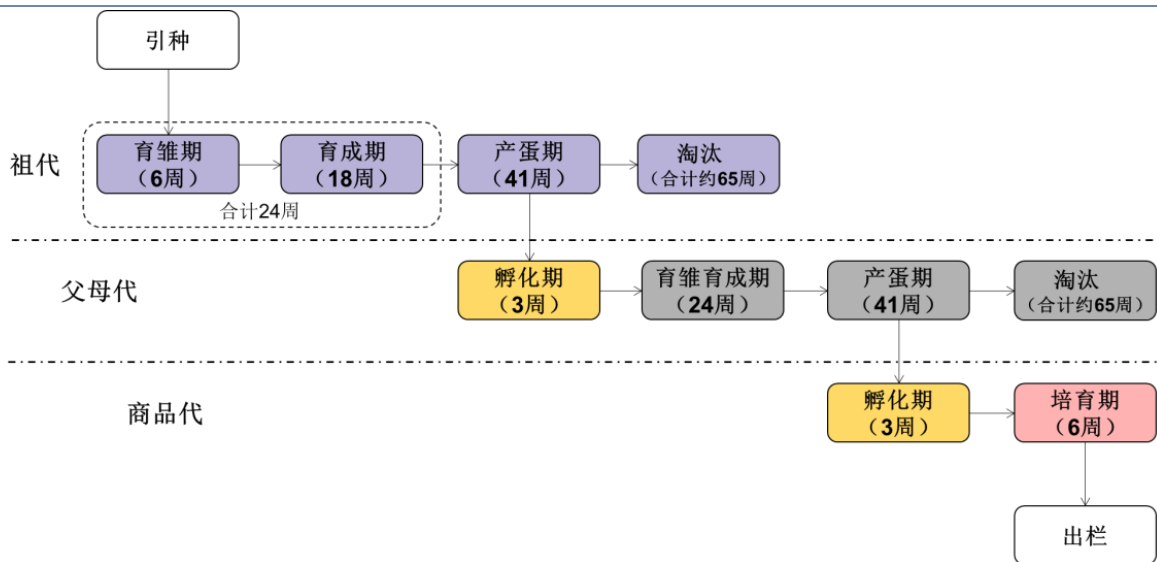
图47: 白羽鸡海外品种与国产品种商品代生长性能对比



资料来源: 爱拔益加、哈伯德、科宝公司官网, 山西省农业农村厅, 中国银河证券研究院

综合来看, 若 2025 年白鸡祖代海外引种受禽流感影响发生断档, 同时国产品种由于市场认可度不及预期而下调祖代更新量计划, 那么我国白鸡上游产能更新量或将受限。根据养殖产业链的逐步传导, 从祖代引种传导至商品代毛鸡出栏通常需要 60 周 (14 个月) 左右, 因此上游产能收缩或将对 2026 年的毛鸡供应量产生较大影响 (不考虑换羽影响), 行业景气周期有望上行, 利好后续鸡价走势。

图48: 白羽鸡养殖周期



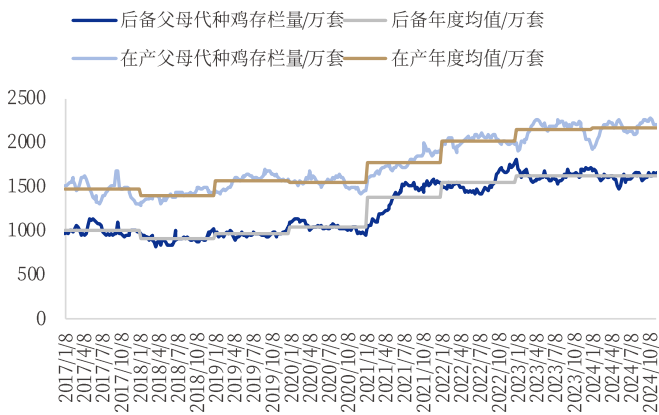
资料来源: 中国畜牧业协会禽业分会, 中国银河证券研究院

2. 产能波动沿养殖链传导带来价格潜在上行预期

父母代存栏历史高位, 静待供给拐点到来。根据协会数据, 24 年 11 月 17 日我国白鸡父母代总存栏 (后备+在产) 3852 万套, 其中在产父母代存栏 2199 万套, 处 17 年以来的高位区间。根据我们对于 25 年祖代海外引种+国内自繁下行的判断, 随着养殖链的传导, 父母代存栏亦将迎来产能拐点, 理论推演为 26Q1, 但考虑到存在换羽可能, 或导致拐点时间向后推迟。父母代价格层面, 受祖代海外引种受限的影响, 22H2 后父母代鸡苗价格持续攀升, 价格最高点达 65.13 元/套 (23 年 5 月初); 24 年父母代鸡苗价格呈上行走势, 至 11 月 17 日达 54.9 元/套。随着上游产能收缩的传导,

叠加国内养殖端对进口品种仍有偏好和依赖，我们预计 25 年父母代鸡苗价格（尤其是进口安伟捷系列）将继续维持高位，利好种鸡企业盈利增厚。

图49: 17 年至今白羽鸡父母代存栏情况（在产、后备）



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，中国银河证券研究院

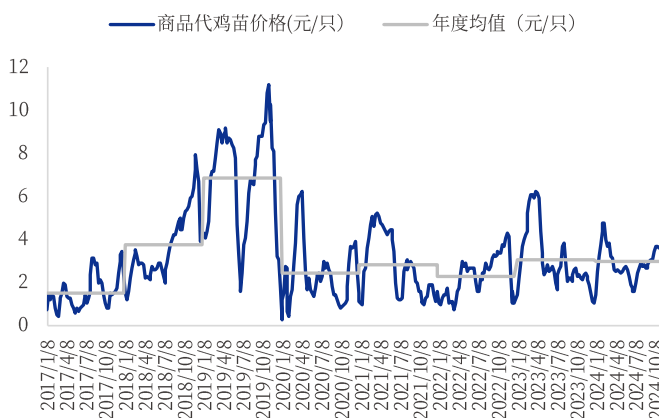
图50: 预计 25 年父母代鸡苗价格维持高位运行



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，中国银河证券研究院

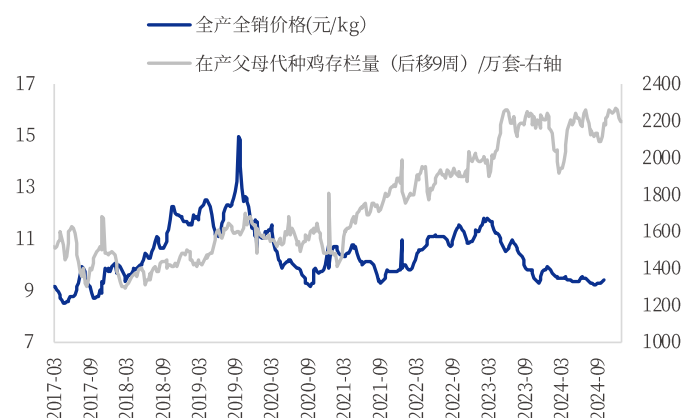
26Q2 或将迎来毛鸡供应拐点，利好鸡价上行。2023 年年初以来，商品代鸡苗价格持续上行，23 年 4 月 9 日鸡苗价格为 6.18 元/羽，为近两年高位。24 年 1 月以来，苗价迅速回升至 2 月 18 日高点达 4.78 元/羽，此后震荡下行；7 月以来受季节性周期影响，鸡苗价格拐头向上，根据博亚和讯数据，山东烟台鸡苗价格至 11 月达到 4.7 元/羽的阶段性高点；由于春节期间毛鸡停止出栏，目前 12 月国内各大鸡场基本均已进入停孵期，鸡苗价格出现回落（12 月 12 日为 4.15 元/羽）。从养殖链的传导来看，在没有换羽等其他变量影响的情况下，上游祖代产能收缩传导至商品代毛鸡供应拐点理论上为 26Q2，届时将带来鸡价上行及养殖端盈利提升。

图51: 17 年至今白羽鸡商品代鸡苗价格走势



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，中国银河证券研究院

图52: 在产父母代种鸡存栏量与鸡价的潜在关系



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，中国银河证券研究院

（三）小结：促消费与引种受限，板块估值低位

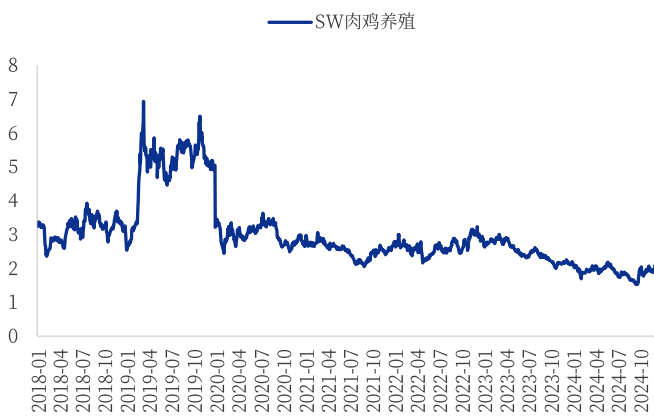
（1）黄羽鸡：本章从产需格局优化和成本端压力释放两个角度分析我国黄羽鸡养殖行业景气情况：产需端来看，我国黄羽鸡在产父母代存栏在 18 年以来的低位区间徘徊，后备父母代存栏同样为历史相对低位状态，意味着后续黄鸡供给端或可持续保持低位状态，产能端对价格不构成主要

压力。同时在冰鲜化加速转型的驱动下以及在我国促销费的各项政策提振下，我国黄鸡消费市场存稳步扩容趋势。成本端来看，饲料原料（玉米、豆粕）价格自 23Q4 以来持续下行，助力饲料高成本压力持续释放，叠加养殖端生产成绩的进步，我国黄羽鸡养殖企业盈利能力有望进一步上行。个股方面，头部企业成本优势叠加价格好转，盈利弹性有优势，建议关注立华股份（300761.SZ）。

(2) 白羽鸡：我们从祖代海外引种受阻、国内自繁计划下行两方面判断 25 年我国白鸡上游祖代更新量或有收缩。一方面，12 月初美国唯一引种州俄克拉荷马州、新西兰相继爆发禽流感，美国方面已主动停止供种，新西兰方面引种已暂停，预计影响至少将持续至 25Q1，而美国其他供种州复关时间及法国/西班牙可供种能力尚不确定。另一方面，由于国产白鸡品种商品代性能较进口品种差距尚存，24 年推广情况和市场认可度不及预期，25 年三个国产品种祖代更新计划总量或同比减少。随着养殖产业链的逐步传导，26Q2 毛鸡供应量或将迎来拐点（考虑存在换羽可能，或导致拐点时间向后推迟），利好后续鸡价走势及相关企业盈利上行，建议进行板块性关注。

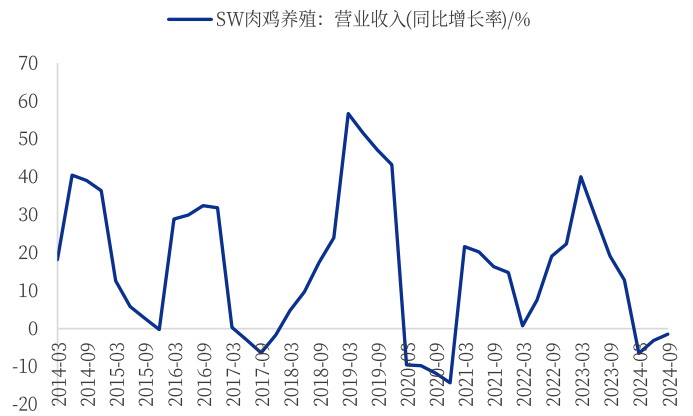
从估值角度看，24 年 12 月 13 日 SW 肉鸡养殖 PB (LYR) 为 2.09 倍，处于历史低位区间，建议积极关注立华股份（300761.SZ）、益生股份（002458.SZ）等相关个股。

图53：18年至24年12月13日SW肉鸡养殖板块PB(LYR)变化



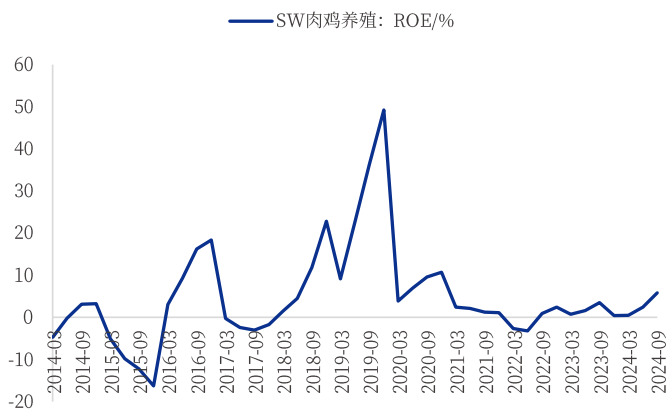
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图54：2014Q1至24Q3SW肉鸡养殖行业收入增长变动情况



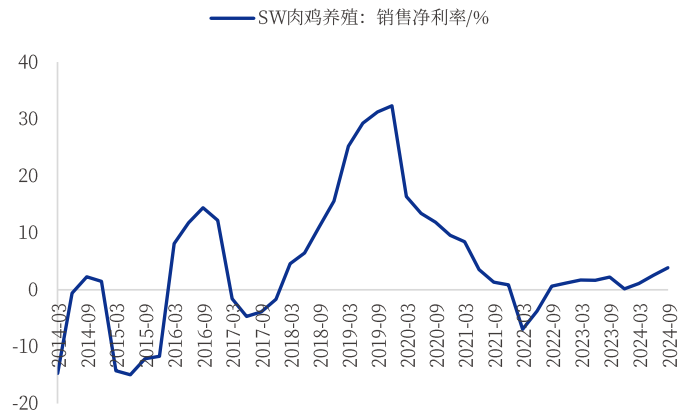
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图55：2014Q1至24Q3SW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56：2014Q1至24Q3SW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

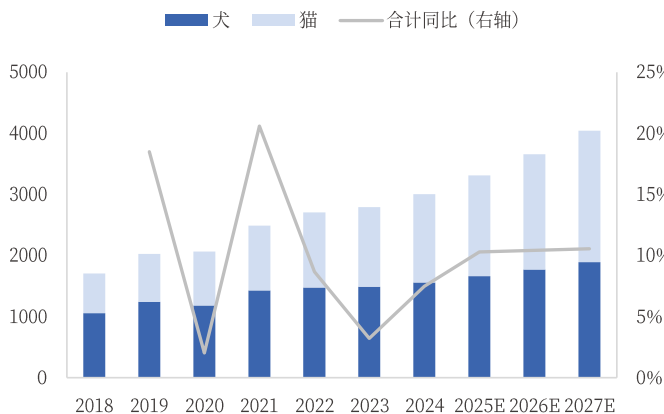
四、宠物食品：成长选题下的优质赛道

（一）成长：国内宠食扩容持续，线上平台助力市占率提升

24 年我国宠物食品规模同比+7.5%，宠物主粮占比 68%。在科学养宠观念升级下宠物食品渗透率提升，以及宠物数量增加&单只宠物消费水平提升等因素的驱动下，我国宠物市场持续扩容。根据派读宠物白皮书数据，我国宠物市场规模呈快速提升趋势，2024 年城镇宠物犬猫消费市场规模达 3002 亿元，同比+7.5%，2018-2024 年 CAGR 为 9.9%，预计 2027 年市场规模有望超 4000 亿元。

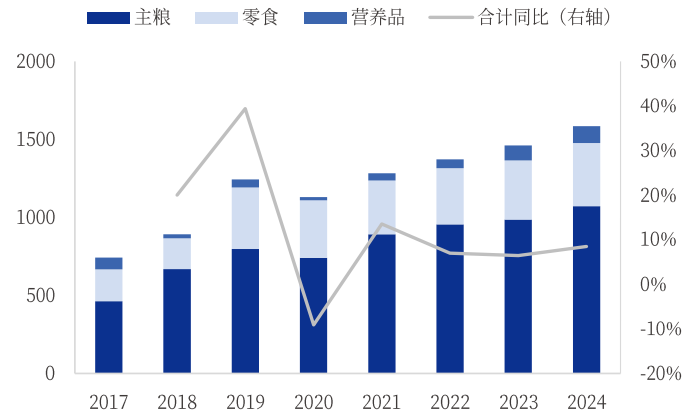
宠物食品作为宠物消费行业重要的细分板块（2024 年市场规模占比达 52.8%），依然处于快速增长的早期阶段，未来成长空间广阔。2024 年我国宠物食品市场规模为 1585 亿元，同比+8.5%，2017-2024 年 CAGR 为 11.4%。细分来看，宠物主粮是宠物食品中最主要的消费品类，且增速高于零食、营养品。2024 年我国宠物主粮消费市场规模达 1072 亿元，2017-2024 年 CAGR 为 12.7%，占宠物食品市场的比例自 2017 年的 62.4%提升至 2024 年的 67.6%。

图57：2018-2027E 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

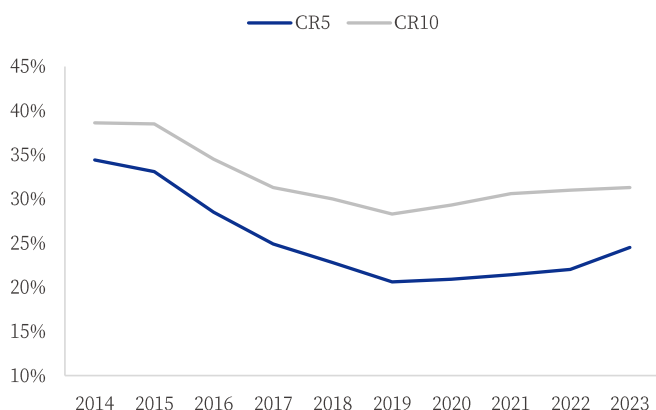
图58：2017-2024 年中国宠物食品消费市场规模（亿元）



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

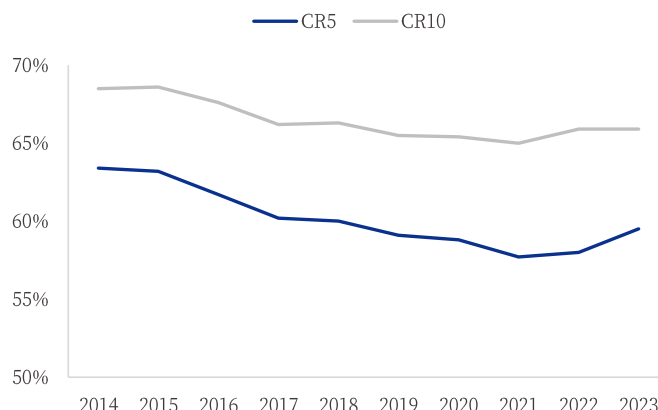
我国宠物食品市场集中度较低，高成长龙头有望推动行业整合。我国宠物食品行业尚处于早期发展阶段，竞争格局相对分散，高端市场主要由进口品牌占据，国产品牌持续发力中。根据欧睿数据，2023 年我国宠物食品市场 CR5、CR10 分别为 25%、31%，远低于全球 60%、66%的水平。2023 年我国宠物食品 Top5 中有 2 家进口品牌（玛氏、雀巢），以及 3 家国产品牌（乖宝宠物、依蕴宠物、中宠股份）。根据派读宠物白皮书，我国养宠人群在购买犬主粮和猫主粮的品牌偏好上，国产品牌在购买偏好均有显著上升。随着国内宠物主对国产品牌的接受度不断提高，国产龙头企业有望保持较快增长，从而推动行业集中度提升。

图59: 2014-2023 年中国宠物食品市场集中度



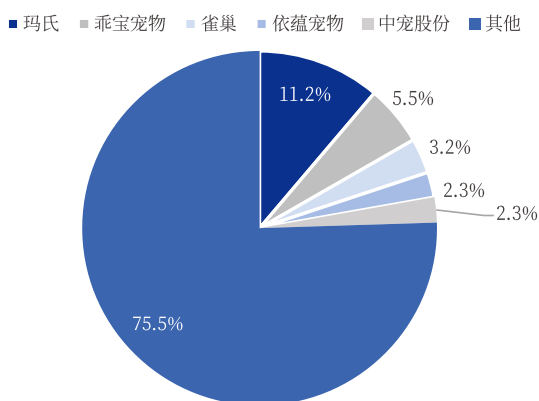
资料来源: 欧睿 passport, 中国银河证券研究院

图60: 2014-2023 年全球宠物食品市场集中度



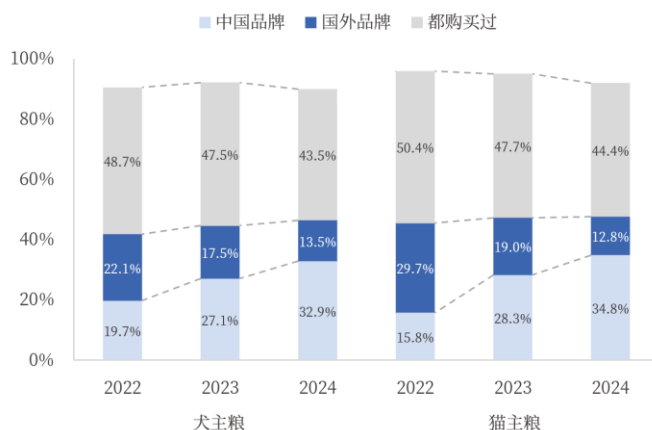
资料来源: 欧睿 passport, 中国银河证券研究院

图61: 2023 年中国宠物食品行业 CR5 为 24.5%



资料来源: 欧睿 passport, 中国银河证券研究院

图62: 2022-2024 年中国养宠人群购买主粮的品牌偏好变化



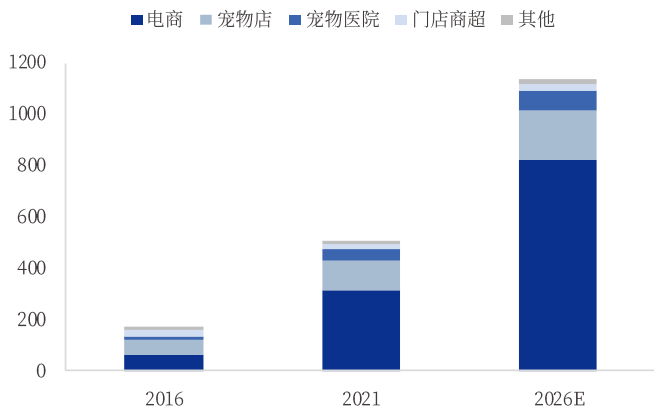
资料来源: 派读宠物《中国宠物行业白皮书》, 中国银河证券研究院

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, 23 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%; 24Q1-3 淘系、京东分别实现成交额 232.6 亿元、71.7 亿元, 同比+6.1%、+8.0%。相比之下, 新兴电商平台销售增速更为亮眼, 24Q1-3 抖音、拼多多分别实现成交额 78.6 亿元、55.1 亿元, 同比+48.9%、+82.8%。新兴电商平台的增长很大程度上受益于直播渠道的快速增长, 例如 24Q1-3 抖音平台 78.6 亿元的成交额中 38 亿元来自于直播渠道, 占比超 48%, 同比有 36% 的较大增幅。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。

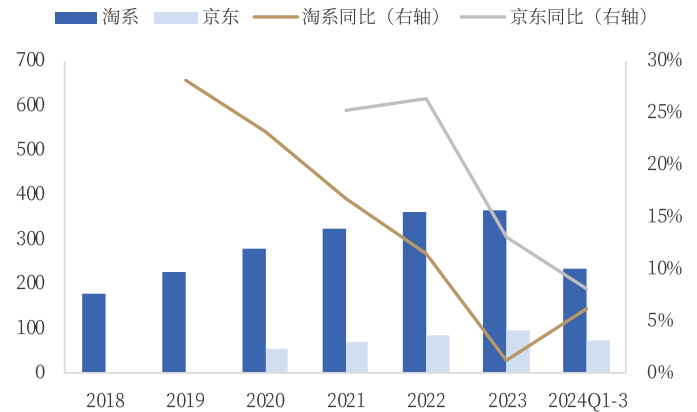
24 年双 11 宠物食品全网销售额维持较快增长, 同比+23%。根据星图数据, 2024 年双 11 全网销售总额达 14418 亿元, 同比+26.6%。宠物食品方面, 全网销售额达 59 亿元, 同比+22.9%, 9 个品牌成交破亿, 前 5 名被国产品牌包揽。其中乖宝宠物旗下麦富迪品牌继续霸榜第一; 弗列加特全网销售额突破 2 亿, 同比+190%, 增速亮眼。

图63: 不同渠道下中国宠物食品行业市场规模情况 (亿元)



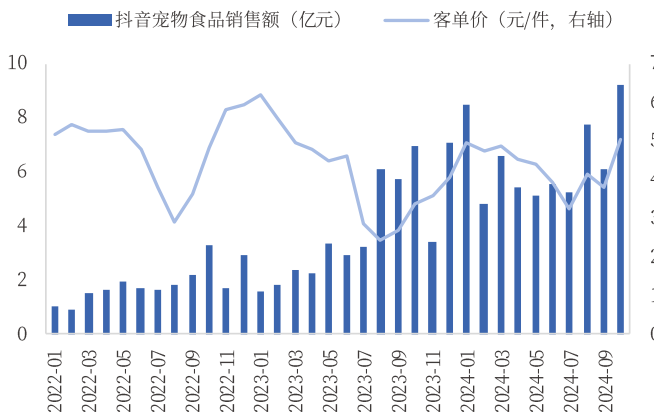
资料来源: 德勤《中国宠物食品行业白皮书 2022》, 中国银河证券研究院

图64: 2018-2024Q1-3 淘系、京东宠物食品年度成交额 (亿元)



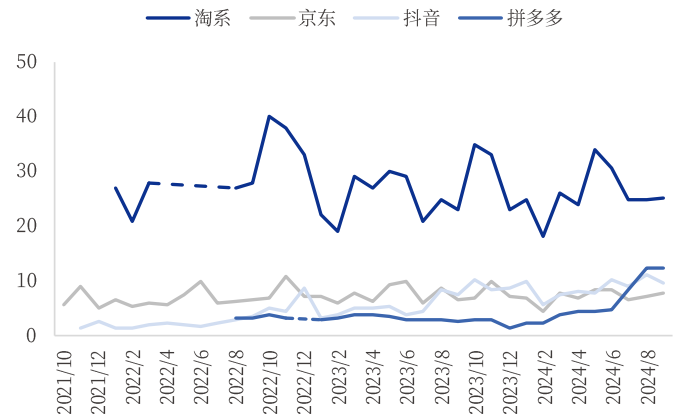
资料来源: 麦乐多 Milestone, 中国银河证券研究院 (注: 淘系指天猫+淘宝)

图65: 2022 年至今抖音月度宠物食品销售情况



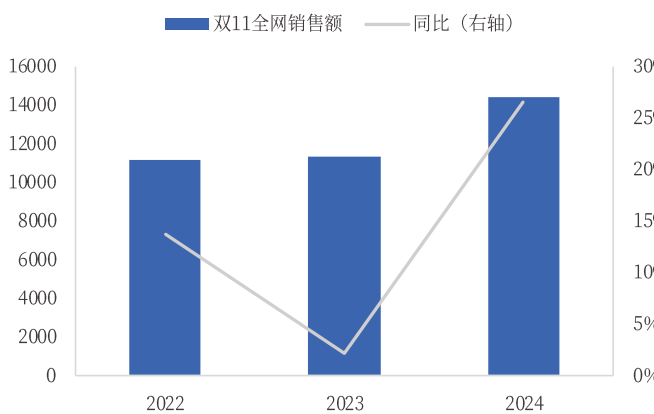
资料来源: 宠物营销界, 中国银河证券研究院

图66: 2021.10-2024.9 各电商平台宠物食品月度成交额 (亿元)



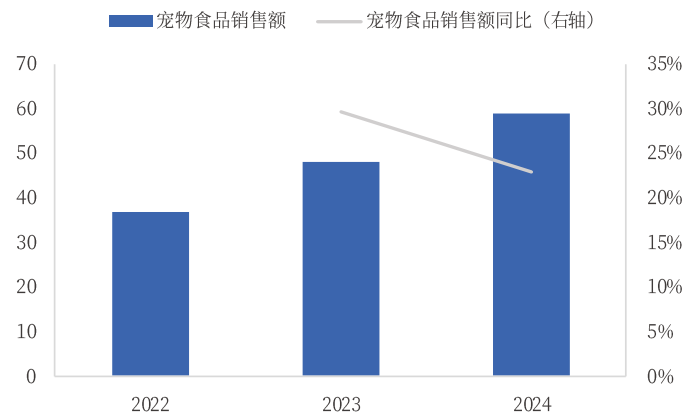
资料来源: 麦乐多 Milestone, 中国银河证券研究院 (注: 淘系指天猫+淘宝)

图67: 2022-2024 年双 11 全网销售额及增速 (亿元)



资料来源: 星图数据, 中国银河证券研究院

图68: 2022-2024 年双 11 宠物食品全网销售额及增速 (亿元)



资料来源: 星图数据, 中国银河证券研究院

(二) 基石：出口恢复稳增长，龙头瞄准产能&品牌出海

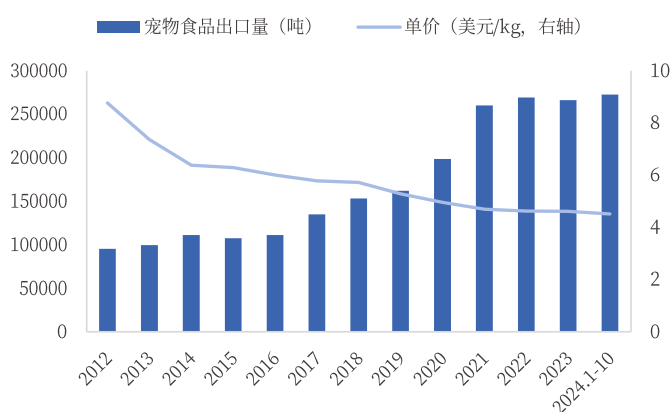
1.24 年宠食出口数据修复，25 年或可稳健增长

我国作为全球宠物食品主要出口国之一，出口端已恢复稳增长态势。根据海关总署数据，2023 年我国宠物食品出口金额为 86.26 亿元，同比+4.46%。具体看量价表现，23 年出口量为 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为 32.4 元/kg，同比+5.68%，年内月度价格波动较为稳定。

进入 2024 年，我国宠物食品出口景气度持续。10 月出口金额 9.16 亿元，同比+26.4%，环比+3.8%；出口量 3 万吨，同比+35.2%（自 23 年 9 月起连续第 14 个月实现同比增长），环比+16.8%；出口均价 30.6 元/kg，同比-6.5%。24 年 1-10 月累计出口金额 87.26 亿元，同比+23.5%；出口量 27.25 万吨，同比+26.8%；出口均价 32 元/kg，同比-2.6%。

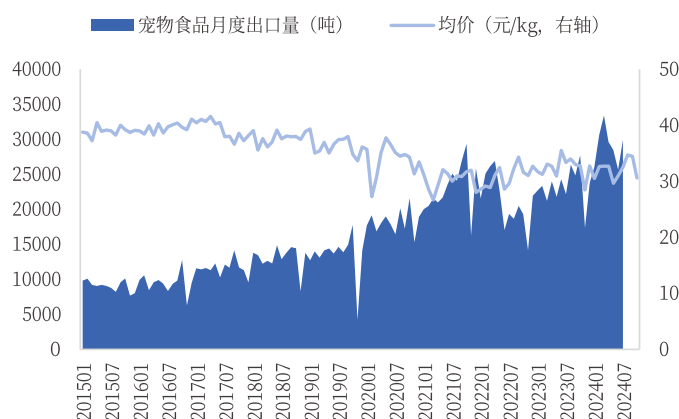
综合来看，受益于行业整体景气上行，叠加考虑 23 年前三季度基数较低，利好出口业务占比较大的宠物食品公司的 24 年业绩增长，如中宠股份、佩蒂股份等。

图69：2012 年至今我国宠物食品（犬猫）年度出口量价情况



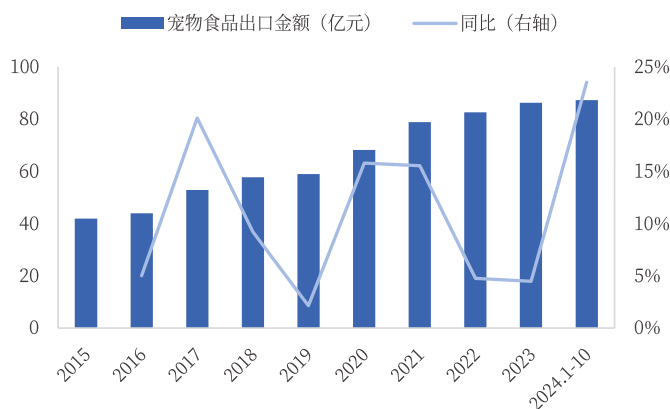
资料来源：海关总署，中国银河证券研究院（注：出口为离岸口径）

图70：2015 年至今我国宠物食品（犬猫）月度出口量价情况



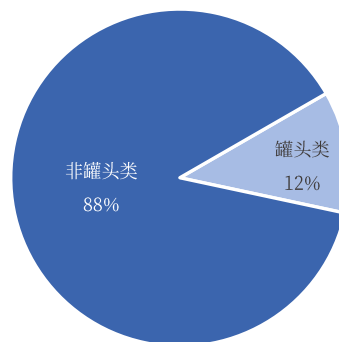
资料来源：海关总署，中国银河证券研究院（注：出口为离岸口径）

图71：2015 年至今我国宠物食品（犬猫）出口金额及增速



资料来源：海关总署，中国银河证券研究院（注：出口为离岸口径）

图72：2023 年我国宠物食品（犬猫）出口量品类结构



资料来源：海关总署，中国银河证券研究院（注：出口为离岸口径）

24 年美欧出口市场均有较好恢复，东南亚成为重要增长极。根据海关总署数据，从我国宠物食品主要出口地区的变化来看，

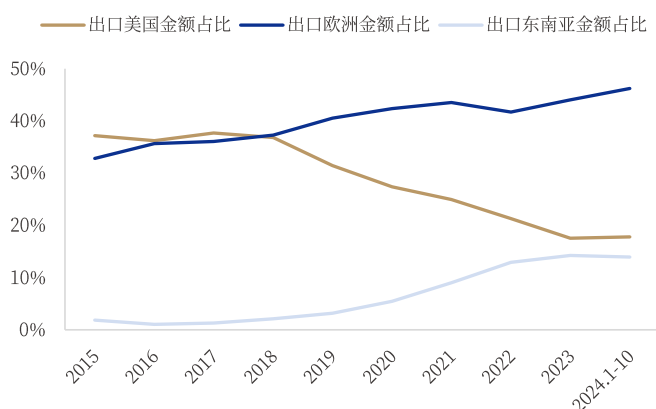
(1) 美国：受中美贸易摩擦影响，2018 年美国开始对中国出口的宠物食品加征 10% 的关税，并于 2019 年上升至 25%，导致我国宠物食品出口美国规模回落较多。2023 年出口量为 3.05 万吨，相比于 2018 年下降 33.3%；出口额为 15.1 亿元，相比于 2018 年下降 28.9%；出口额占我国宠物食品总出口额比例自 2018 年的 36.82% 下降至 2023 年的 17.51%。24 年 1-10 月我国宠物食品出口至美国累计为 3.12 万吨，同比+23.8%；均价 49.8 元/kg，同比+1.1%。后续美国出口市场方面需关注特朗普政府对中国商品加征关税的影响，或导致抢出口现象以及我国出口订单向其他地区转移等情况。

(2) 欧洲：随着对中国宠物食品的认可度逐渐提高，我国宠物食品出口规模保持较快增长态势。2023 年我国宠物食品出口欧洲量为 8.24 万吨，2015-2023 年 CAGR 达 12.34%；出口额占比自 2015 年的 32.83% 提升至 2023 年的 44.73%。24 年 1-10 月累计出口量 8.91 万吨，同比+30.6%；均价 45.2 元/kg，同比-2.1%。

(3) 东南亚：东南亚作为全球宠物行业重要新兴市场，或为我国宠物食品出口新机遇。相比欧美等成熟宠物市场，东南亚地区对于宠物食品进口资质要求更低，进入门槛和关税政策具备优势，同时其本国宠物市场增长较快、集中度较低，利于我国宠物食品出口企业布局市场、抢占份额。2023 年我国宠物食品出口东南亚体量为 9.8 万吨，2015-2023 年 CAGR 高达 47.65%，保持高速增长趋势；24 年 1-10 月累计出口量为 10.08 万吨，同比+31%；其出口额占比自 2015 年的 1.85% 大幅提升至 2023 年的 14.23%。

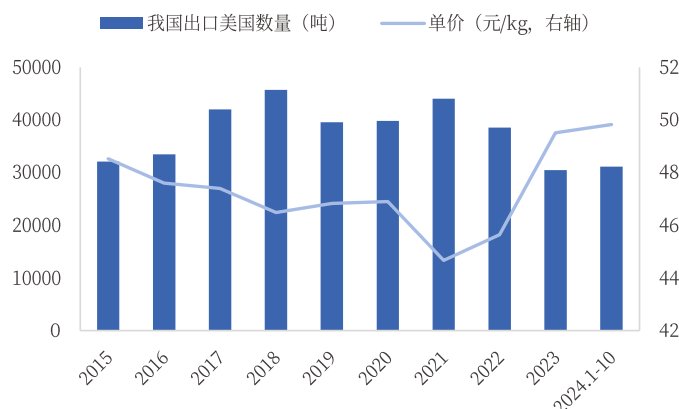
除美国需关注加征关税的潜在影响，其他地区出海外部政策环境整体良好。我国积极参与其他多边、双边和区域合作机制，为中企出海营造了良好的外部环境。2022 年由东盟 10 国、中国、日本、韩国、澳大利亚和新西兰共同签订的多边贸易协定《区域全面经济伙伴关系协定》（RCEP）如期生效。中国加入 RCEP 后，中资企业不仅在与缔约国贸易中享受更低的关税，协调的原产地规则还将提升企业出海的便利程度，例如 2023 年我国宠物食品出口额最高的两大东南亚国家印尼、菲律宾现已实现宠物食品进口零关税。

图73：2015 年至今我国宠物食品（犬猫）主要出口地的出口额占比



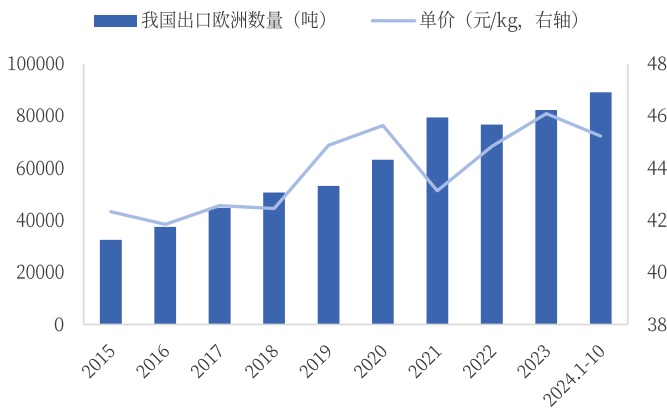
资料来源：海关总署，中国银河证券研究院（注：出口为离岸口径）

图74：2015 年至今我国宠物食品（犬猫）出口美国量价情况



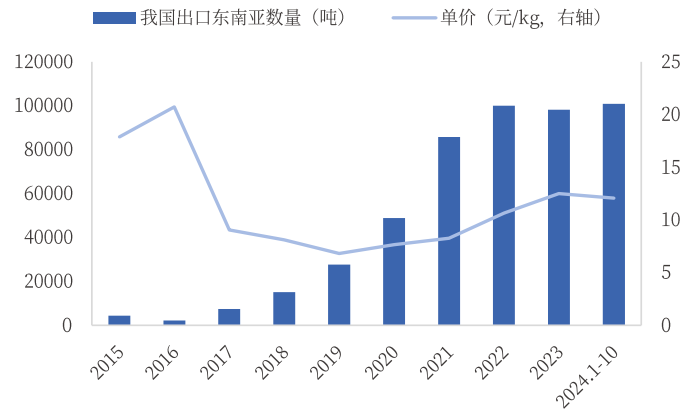
资料来源：海关总署，中国银河证券研究院（注：出口为离岸口径）

图75: 2015 年至今我国宠物食品（犬猫）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 (注: 出口为离岸口径)

图76: 2015 年至今我国宠物食品（犬猫）出口东南亚量价情况

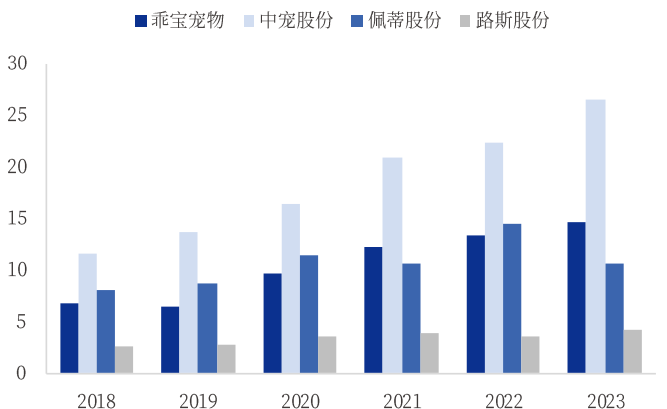


资料来源: 海关总署, 中国银河证券研究院 (注: 出口为离岸口径)

2.突破口: 龙头出海模式从“产品出海”转变为“产能&品牌出海”

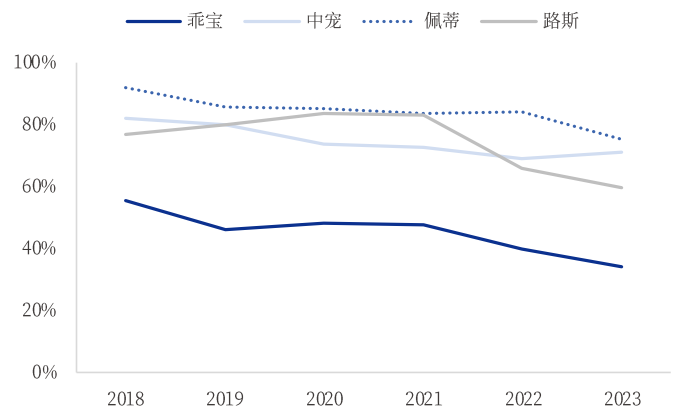
我国宠食出口企业多以欧美宠物零食代工起家，中宠国外收入规模稳居第一。通过观察我国宠食上市企业的出口情况，中宠股份以宠物零食出口代工起家，国外营收规模稳居第一，23 年实现国外营收 26.62 亿元，同比+18.64%，规模远超同行（23 年同期乖宝宠物、佩蒂股份、路斯股份分别实现国外营收 14.64 亿元、10.62 亿元、4.14 亿元）。从国外营收占比来看，23 年佩蒂股份、中宠股份、路斯股份占比分别为 75%、71%、59%，其国外业务贡献公司主要收入；而乖宝宠物由于国内自有品牌起步较早，其国外营收占比自 2018 年的 56% 降至 2023 年的 34%。盈利能力方面，代工业务毛利率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，上市宠食企业国外业务毛利率分化较其国内部分更小。23 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77: 2018-2023 年我国主要宠物食品上市公司国外营收（亿元）



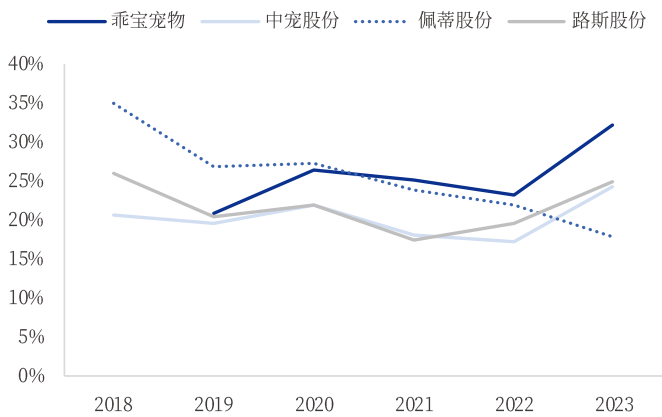
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图78: 2018-2023 年我国主要宠物食品上市公司国外营收占比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图79: 2018-2023年我国主要宠物食品上市公司国外毛利率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

目前我国宠食出口龙头出海模式正逐步由纯粹的“产品出海”向“产能&品牌出海”转变。

品牌出海方面，在国内宠物行业竞争加剧、物流成本降低、跨境电商平台快速发展等背景下，我国宠物食品企业纷纷开始布局自有品牌出海之路，寻求业绩新增长点。相比 OEM/ODM 出口代工业务，自有品牌因其更高的品牌价值，通常拥有更高的毛利率。而相比国外本土企业，我国宠物食品自有品牌出海具备以下优势：（1）价格优势，国内产品出海价格相对更低；（2）供应链优势，国内产品供应决策链反应更迅速；（3）产品优势，相比国外宠物企业研发周期长，我国产品更新迭代更快，创新性强，更能针对不同市场需求形成差异化产品策略。

从我国主要宠物食品上市公司的自有品牌出海情况来看，（1）乖宝宠物于 2021 年收购 Waggin' Train 作为海外自有品牌运营，公司海外自有品牌收入自 2021 年的近 1 亿元增长至 2022 年的近 3 亿元，实现快速增长；单价水平方面，Waggin' Train 延续收购时的产品定价，其销售单价远高于 OEM/ODM 业务和国内自有品牌业务，也因此拥有较高的毛利率水平。（2）中宠股份的自主品牌顽皮、ZEAL、GREAT JACK'S 已销往全球 68 个国家和地区，根据发展中国家、发达国家市场不同定位进行布局。（3）佩蒂股份同样重视自有品牌出海业务的发展，其自有品牌已在加拿大沃尔玛和欧洲部分商超等零售渠道有销售。

表3: 我国主要宠物食品上市公司出海模式

公司	国外营收占比 (2023 年)	主要地区布局	出海模式
乖宝宠物	34%	美国为主	<ul style="list-style-type: none"> 出口代工业务: 国外客户包括大型零售商、品牌运营商和贸易代理商等（第一大客户为沃尔玛，2023 年公司 top5 客户销售额占比为 30.6%）。公司 OEM/ODM 业务按以销定产的方式生产，产品主要销往欧美、日韩等国外市场，其中北美占比最高；国外代工业务的品类全部为零食，产能部分由泰国生产基地提供，部分由国内代工出口。 品牌出海业务: 2021 年收购 Waggin' Train（原雀巢集团下的美国知名宠物食品品牌）作为公司国外自有品牌运营，渠道主要以商超模式（以沃尔玛及其下属的 Sam's Club、BJs Wholesale Club 等大型零售连锁商超为主）销售，经销占比较小。2022 年公司国外自有品牌销售收入接近 3 亿元。
中宠股份	71%	美国、欧盟、日韩、中东等	<ul style="list-style-type: none"> 出口代工业务: 国外主要客户为当地拥有品牌的宠物食品经销商，少数客户为当地宠物用品零售商（主要客户有品谱、Globalinx Pet、Armitages 等，2023 年公司 top5 客户销售额占比为

			<p>45.26%)。公司按照客户订单生产 OEM/ODM 产品贴牌进入当地市场，目前公司销往国外客户的产品由国内工厂及海外工厂共同生产，单个市场波动或贸易战对公司的影响有限。</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 品牌出海业务：公司自主品牌 Wanpy 顽皮、新西兰 ZEAL 真致、GREAT JACK'S 等销往全球 68 个国家和地区。其中高端品牌 ZEAL 在主要发达国家如美国、加拿大、新西兰、澳大利亚等均有强势的增长；中高端品牌顽皮在发达国家和发展中国家均有广泛的受众群体；2023 年 6 月，ZEAL 和 GREAT JACK'S 正式进驻加拿大 156 家 PetSmart 门店。
佩蒂股份	75%	美国为主	<ul style="list-style-type: none"> ● 出口代工业务：公司与众多国际知名的品牌商、渠道商、零售商等建立了密切的合作关系，形成了一定的渠道壁垒（第一大客户为品谱，2023 年公司 top5 客户销售额占比为 72.59%，客户集中度高）。公司在海外市场主要采用 ODM 模式，主要按以销定产的方式生产。 ● 品牌出海业务：目前公司自有品牌爵宴已在加拿大沃尔玛和欧洲部分商超等零售渠道销售。

资料来源：各公司公告，中国银河证券研究院

产能出海方面，近年来我国宠物食品企业多以收购和自建工厂的方式增加海外产能布局，其中东南亚和新西兰是备受青睐的地区。一方面，2018 年起美国对中国产宠物食品加征关税，而其他绝大多数国家仍享受零关税待遇，中企通过产能出海能够很大程度上避免中美贸易摩擦的影响。另一方面，东南亚和新西兰等热门产能出海目的地具备其独特的成本、税收、技术等优势。具体来看：

- **泰国：**国际宠食龙头玛氏、雀巢，以及国内乖宝宠物等企业都在泰国设立了工厂。
在泰国投资建厂的主要优势在于：（1）原材料（如鸡肉、鱼肉等）供应充足；（2）劳动力成本较低；（3）税收优惠，一方面受益于 RCEP 协定规定泰国从中国或其他东盟国家进口原材料或辅料享受零关税，另一方面泰国生产的宠物食品在其本国销售或出口无需加征 7% 的增值税；（4）宠物食品生产项目可申请 BOI 许可证，其允许外资 100% 持股，且若获批将可享受进口关税和企业所得税豁免等待遇。
- **越南：**佩蒂股份在越南拥有好嚼、德信、巴啦啦 3 个工厂，其 1.5 万吨零食产能已经满产。
在越南投资建厂的主要优势在于：（1）越南劳动力成本相比其他东南亚国家仍具有优势；（2）税收优惠，一方面受益于 RCEP 协定的税收优惠，另一方面越南的企业所得税率为 20%（低于我国的 25%），且工业园中的企业前两年可免税，之后四年可减半缴税；（3）越南是全球十大天然橡胶生产国之一，对咬胶产品的生产具有靠近原材料产地的优势。
- **柬埔寨：**近年我国宠企相继在柬埔寨投资建厂，例如中宠股份 2019 年收购柬埔寨工厂 49% 股权，2020 年投产，拥有 6000 吨肉质零食产能；佩蒂股份用 19 年定增募集资金投入柬埔寨工厂项目，拥有 1.12 万吨零食产能，目前产能处于爬坡阶段；源飞宠物在柬埔寨建立两大生产基地并于 2020H2 投产，主要用于生产宠物食品和用品；路斯股份对柬埔寨合资公司路恒宠物增资以建设年产 7500 吨宠物食品项目，其中一期项目已建成并进入试生产，可新增宠物零食年产能 3000 吨，二期项目正开展生产车间、辐照车间、研发中心及其他附属设施的建设，达产后预计新增宠物零食年产能 7500 吨。
在柬埔寨生产宠物产品的优势主要在于：（1）人力成本低，且年轻劳动力占比高；（2）税收优惠，一方面受益于 RCEP 协定的税收优惠，另一方面美国、欧盟、日本等 28 个国家或地区给予柬埔寨普惠制待遇（GSP），符合条件的产品可以免除配额和关税进入欧美市场，柬埔寨商品享有欧盟无限制零关税优惠政策，加拿大免征进口关税等优惠；（3）宠物食品生产所属的农工业及加工业是柬埔寨鼓励投资领域，对外资与内资基本给予同等待遇。
- **新西兰：**新西兰同样是近年我国宠企产能出海的热门目的地，例如中宠股份 2021 年收购新西兰 PFNZ 工厂（旗下拥有 ZEAL 品牌），其 8000 吨湿粮产能已满产；新增产能方面，

中宠于 2018 年收购新西兰 NPTC，并由其实施“年产 2 万吨宠物湿粮新西兰项目”，未来项目建成投产后将显著增加公司海外产能。佩蒂股份于 2018 年收购新西兰 Alpine 工厂，其 2000 吨零食产能已满产；“年产 4 万吨高品质宠物干粮项目”24 年 3 月投产并进入规模化量产，大大增强公司主粮生产能力；新增产能方面，“年产 3 万吨高品质宠物湿粮项目”在建设中，预计 25 年底达到预定可使用状态。

在新西兰投资建厂的逻辑与东南亚迥异，其主要优势在于：（1）新西兰是全球重要的高端宠食出口国，对于食品安全监管非常严格，在全球范围内拥有较高的认可度；（2）新西兰是全球重要的畜牧业国家，以牛羊为主，具有丰富的高品质、高性价比和高鲜肉含量的天然原材料；（3）新西兰营商环境宽松，同时中新双方投资互动环境良好（2017 年 3 月，中新两国政府签订《关于加强“一带一路”倡议合作的安排备忘录》，2021 年 1 月，两国政府正式签署了《关于升级的议定书》），为中企在新西兰投资建厂提供了有力保障。

表4: 我国主要宠物食品上市公司国外产能

公司	生产基地	投产及资金情况	产能
乖宝宠物	泰国生产基地	2017 年投产	9750 吨零食 (2022 年)
中宠股份	美国工厂	2015 年投产, 已满产	零食
	加拿大工厂	2018 年投产, 2019 年增加风干粮生产线	零食+风干粮
	柬埔寨工厂	2019 年收购 49% 股权, 2020 年投产	6000 吨肉质零食
	新西兰 PFNZ 工厂	2021 年收购 (旗下拥有 ZEAL 品牌), 已满产	8000 吨湿粮
	新西兰 NPTC (新增产能)	2018 年收购 NPTC “年产 2 万吨宠物湿粮新西兰项目”由 NPTC 实施, 拟投入 2020 年定增募 2 万吨湿粮 集资金 2.3 亿元、自有/自筹资金 0.48 亿元	
	美国第二工厂 (新增产能)	拟投入自有/自筹资金不超过 6000 万美元	1.2 万吨烘干/冻干类零食
佩蒂股份	越南工厂 (好嚼、德信、巴啦啦)	主要以 ODM 模式面向北美市场, 已满产	1.5 万吨零食 (5000 吨畜皮咬胶、3000 吨植物咬胶、5000 吨动植物混合咬胶、2000 吨营养肉质零食)
	柬埔寨工厂	“年产 9200 吨宠物休闲食品新建项目”投入 19 年定增募集资金, 2021 年投产, 产能爬坡中; 2022 年追加“年产 2000 吨宠物休闲食品扩建项目”	1.12 万吨零食 (6000 吨湿粮、3000 吨咬胶、200 吨保健品)
	新西兰 -- Alpine 工厂	2018 年收购, 已满产	2000 吨零食
	新西兰 -- 年产 4 万吨高品质宠物干粮项目	投入 2019 年定增募集资金, 24 年 3 月投产并进入规模化量产	4 万吨膨化主粮
	新西兰 -- 年产 3 万吨高品质宠物湿粮项目 (新增产能)	项目计划总投资 2.88 亿元, 其中拟投入 2021 年可转债募集资金 2.37 亿元。 2021H2 开始建设, 计划达到预定可使用状态日期自 2023 年底延后 2 年至 2025 年底	3 万吨湿粮

资料来源: 各公司公告, 中国银河证券研究院

(三) 小结：内销出口双增，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快速增长的早期阶段，市场规模有望持续扩容。从竞争格局来看，目前行业集中度仍较低，随着国产宠食企业发力自有品牌抢占市场份额，国产替代持续进行中。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，海外客户库存和需求已恢复正常，24年出口景气度延续。除美国方面需关注特朗普政府对中国商品加征关税的潜在影响，其余地区出海外部政策整体良好。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。我国龙头企业出海模式正从纯粹的“产品出海”向“产能&品牌出海”转变，或为出海方面的新突破点。

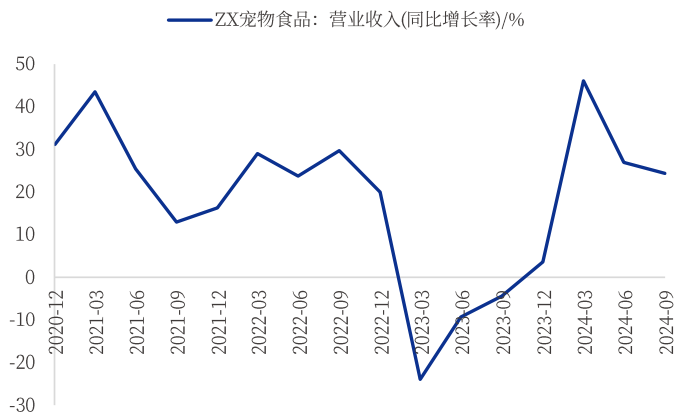
从估值角度看，24年12月13日SW宠物食品PE(TTM)为37.55倍，处于低位区间，建议积极关注乖宝宠物(301498.SZ)、佩蒂股份(300673.SZ)、中宠股份(002891.SZ)等相关个股。

图80：2018年至24年12月13日SW宠物食品板块PE(TTM, 整体法)走势



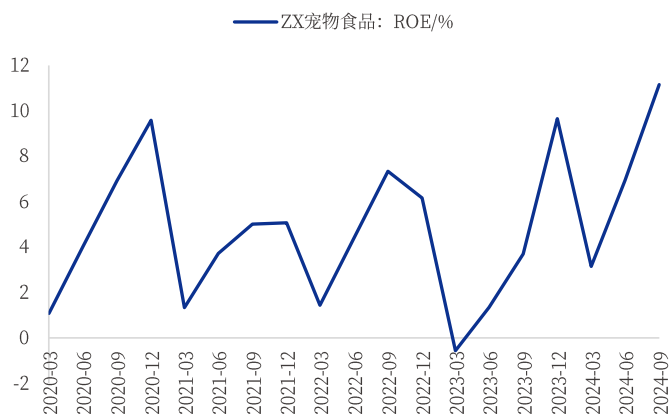
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图81：2020Q4-2024Q3 ZX宠物食品行业收入增长变动情况



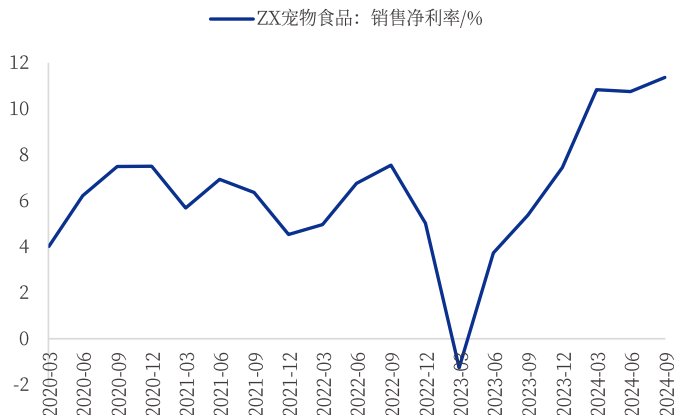
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图82：2020Q1-2024Q3 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83：2020Q1-2024Q3 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

五、动物保健：优质单品取胜时代来临

（一）转折点：25 年或将迎来市场化大时代

“政府集采-先打后补-停止集采”各阶段稳步推进，25 年动保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。猪瘟与蓝耳病疫苗退出政府招采目录、“先打后补”政策实施都表明动物疫苗市场化的趋势。2021 年，农业农村部提到至 2025 年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，同时助推动保企业投入研发，创新市场化大单品。

表5：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 年年底前逐步全面停止政府招采强制免疫疫苗

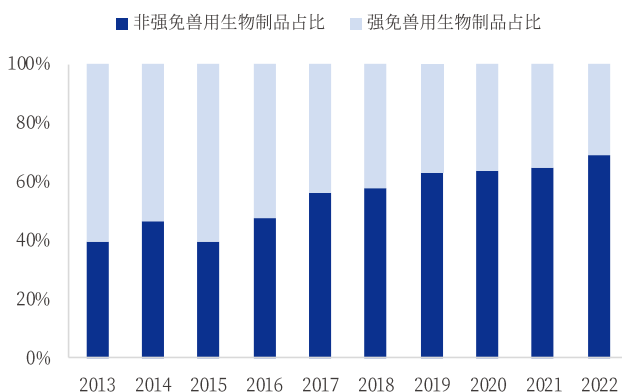
资料来源：农业农村部，国务院办公厅，财政部等，中国银河证券研究院

表6：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

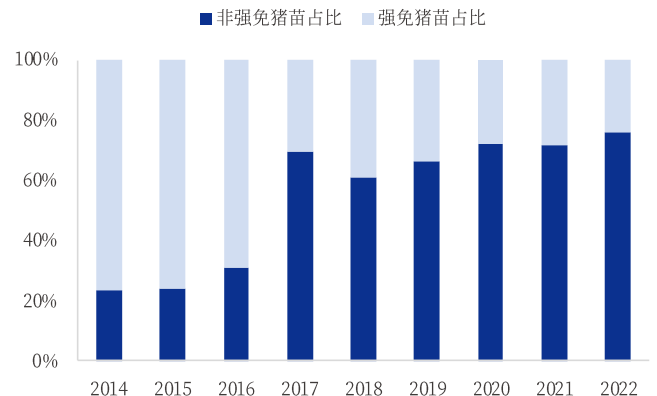
资料来源：农业农村部《国家动物疫病强制免疫指导意见（2022—2025 年）》，中国银河证券研究院

图84：2013-2022 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、年报，中国兽药协会，中国银河证券研究院

图85：2013-2022 年我国强免、非强免猪苗市场占比

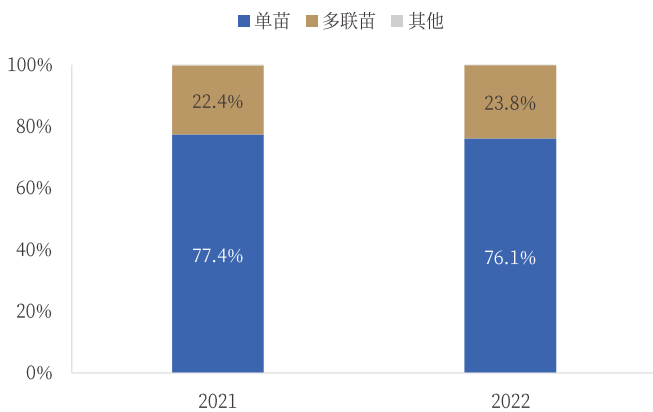


资料来源：科前生物招股说明书、年报，中国兽药协会，中国银河证券研究院

多联多价疫苗、mRNA 疫苗为研发端长期推进方向。在市场化时代到来的背景下，产品研发的**前瞻性、独特性、排他性**将成为公司业绩增长的核心动力之一。目前我国动物疫苗仍以单苗为主，多联多价苗相对较少。根据中国兽药协会数据，2022 年我国猪苗、禽苗销量中单苗占比分别为 76.1% 和 53.8%。相比单苗，多联多价苗具有“一针多防”的优势，可减少免疫次数，一方面有利于降低动物的应激反应，另一方面便于疫苗企业节约成本，因此多联多价苗已成为目前我国动保企业重点研发方向。从需求端来看，对于多联多价苗的偏好已在销量上有所体现。以猪苗为例，2022 年猪苗中多联苗销量为 16.5 亿头份/亿 ml，占比自 2021 年的 22.4% 提升至 23.8%。重要单品研发方面，科前生物已通过多联多价技术平台取得部分研究成果，如猪瘟疫狂二联活疫苗及二联亚单位灭活疫苗，解决了猪瘟疫苗难以与其他疫苗混用的问题。其中，猪瘟伪狂二联亚单位灭活疫苗处于新兽药注册阶段，二联活疫苗处于复核检验阶段。

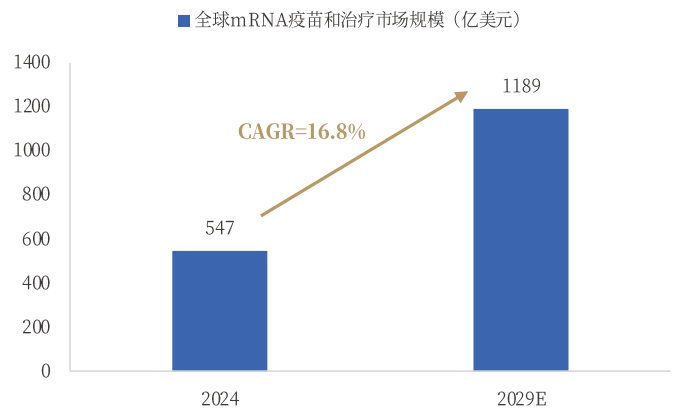
此外，随着 mRNA 技术平台在用人疫苗领域得到验证，兽用 mRNA 疫苗或成为下一个蓝海市场。mRNA 在兽用疫苗领域具有治疗非洲猪瘟、猪流行性腹泻病毒、口蹄疫病毒、牛结节性皮肤病病毒等疾病的潜力。国内兽用 mRNA 疫苗研发尚处于起步阶段，部分疫苗企业已开始抢先布局该赛道，例如 23 年 4 月苏州科锐迈德与申联生物签订动物 mRNA 疫苗及药物合作项目、23 年 12 月蓝鹊生物宣布与金宇生物合作研发非瘟 mRNA 疫苗、24 年 1 月江苏申基与瑞普生物签署猫 HCPC 四联 mRNA 疫苗合作开发协议等。

图86: 2022 年我国猪苗销量中多联苗占比同比+1.4pct



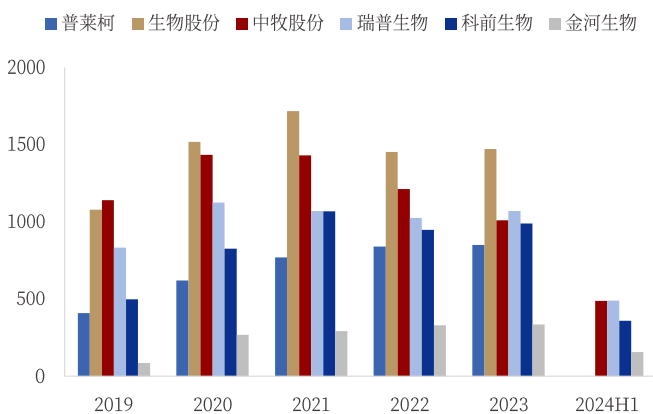
资料来源: 中国兽药协会, 中国银河证券研究院

图87: 2029 年全球 mRNA 疫苗和治疗市场规模有望达 1189 亿美元



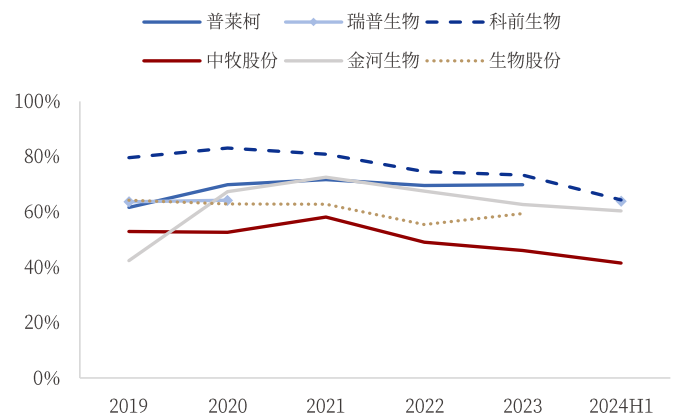
资料来源: Mordor Intelligence, 中国银河证券研究院

图88: 2019-2024H1 部分上市动保企业兽用疫苗收入 (百万元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院 (注: 普莱柯、科前生物疫苗收入为猪苗+禽苗收入)

图89: 2019-2024H1 部分上市动保企业兽用疫苗毛利率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

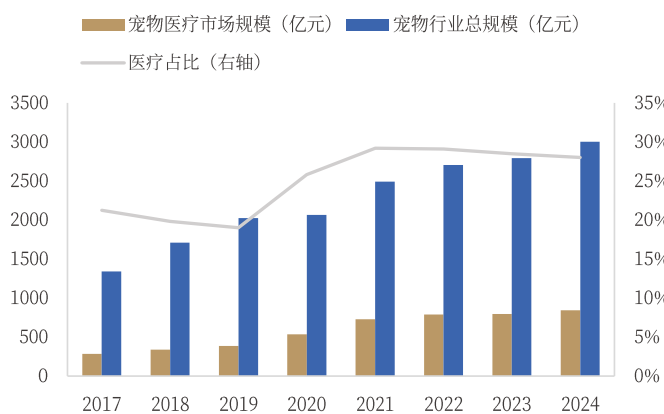
(二) 突破口：宠物疫苗国产替代加速中

1. 国内宠物医疗市场持续扩容，药品增速亮眼

我国宠物医疗市场规模稳定增长，24年占比为28%。根据派读宠物白皮书，2024年我国宠物医疗消费行业规模达到841亿元，同比+5.6%，2017-2024年CAGR高达16.7%，占宠物行业总规模的比例自2017年的21.2%提升至2024年的28%。在我国宠物医疗市场后续增长空间方面，我们认为可以从量、价两方面拆分来看。

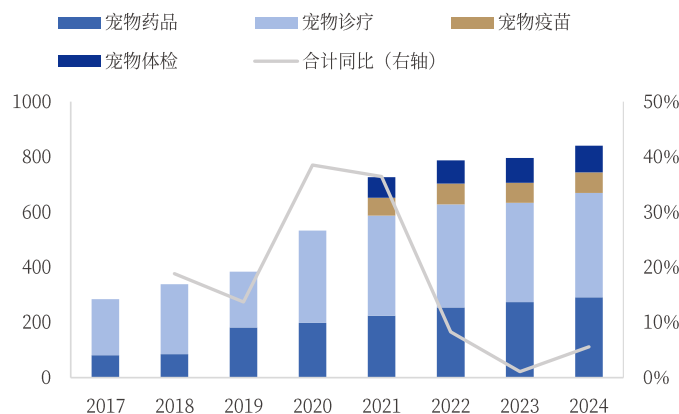
宠物药品细分市场增速较快，国产研发需推进。从子行业来看，宠物医疗市场包括诊疗、药品、疫苗、体检等细分行业。其中，诊疗为宠物医疗消费第一大细分市场，2024年市场规模达378亿元，2017-2024年CAGR为9.3%，呈稳定增长态势。药品为宠物医疗消费第二大细分市场，2024年市场规模为291亿元，2017-2024年CAGR达19.9%。2021-2024H1我国犬猫新兽药产品注册数量共70个，整体上注册获批的新药偏少，某种程度上意味着我国宠物药品需求较为充分，但行业自给率有所不足。从犬猫新兽药产品的占比来看，自2021年的10.8%持续提升至2024H1的40%，可见我国对宠物药品创新的重视度处于提升过程中。疫苗作为第三大细分市场，2024年市场规模为75亿元，尚有较大提升空间。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90：宠物医疗消费占比呈提升趋势



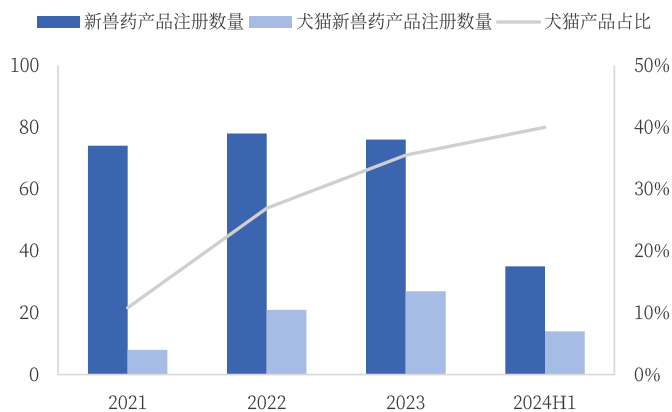
资料来源：派读宠物《中国宠物行业白皮书》，中国银河证券研究院

图91：2017-2024年中国宠物医疗消费市场规模及增速（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92：犬猫新兽药产品注册占比呈提升趋势



资料来源：农业农村部，中国银河证券研究院

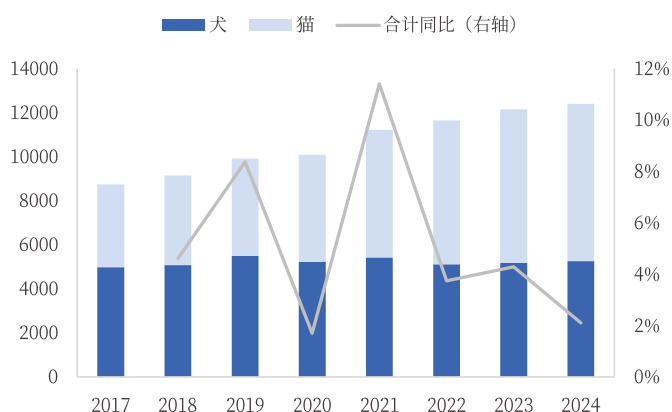
2.量：宠物数量持续增加，免疫率提升空间较大

我国宠物医疗市场后续增长空间一方面来自于量的提升，包括宠物数量增加、免疫率提升等。

(1) 从宠物绝对数量的增长来看，犬猫为我国主要的宠物饲养品种，2024年我国宠物犬猫数量合计1.24亿只，同比+2.1%，2017-2024年CAGR为5.1%，呈稳定增长态势，其中宠物猫的增速高于宠物犬。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，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。观察历史上美国独居比例与宠物渗透率之间的潜在正相关关系、及日本老龄化率与宠物渗透率之间的潜在正相关关系，我们认为未来随着我国宠物渗透率提升带动宠物数量增加，将持续推动宠物消费总体市场、乃至宠物医疗市场扩容。

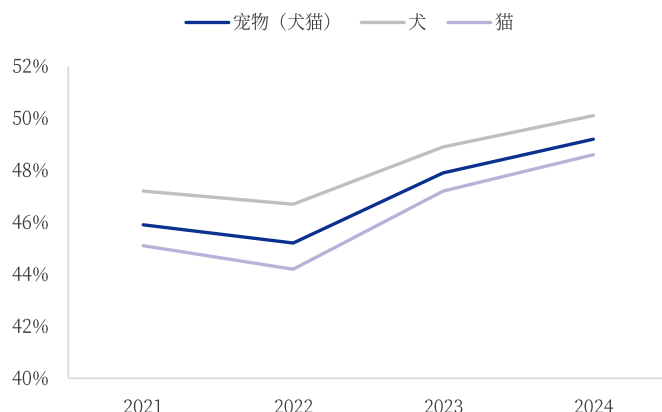
(2) 根据派读宠物数据，2024年我国宠物犬、猫免疫率分别为50.1%和48.6%，且宠物猫主人倾向于在猫幼年时免疫，宠物犬主人倾向于在犬幼年/成年/中年阶段免疫，老年宠物犬猫的免疫率均较低。以狂犬疫苗接种为例，2024年我国宠物犬接种率达61.4%新高（自2019年起基本保持上行态势），而宠物猫接种率为38.6%，较2021年高点下行10.4pct。根据WHO，一个地区的犬只狂犬病免疫率达到70%以上，就可以建立起有效的免疫屏障，切断狂犬病的传播。对比2017年美国宠物狗的狂犬病免疫率就已超过90%，我国宠物免疫率仍与发达国家有较大差距。整体来看，我国养宠人士防疫意识有提升空间，意味着宠物免疫率有较大提升空间。

图93：2017-2024年中国宠物（犬猫）数量（万只）



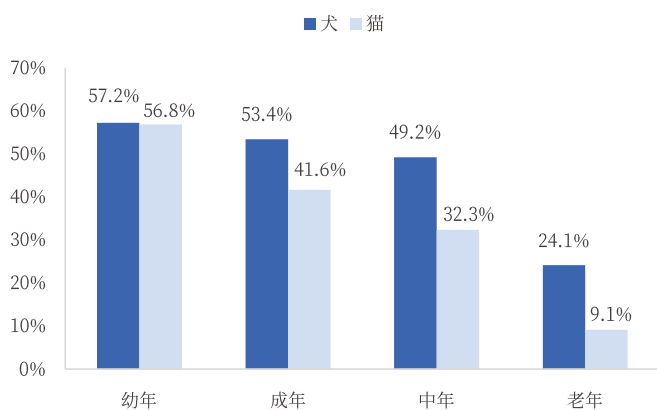
资料来源：派读宠物《中国宠物行业白皮书》，中国银河证券研究院

图94：2021-2024年我国宠物（犬猫）免疫率



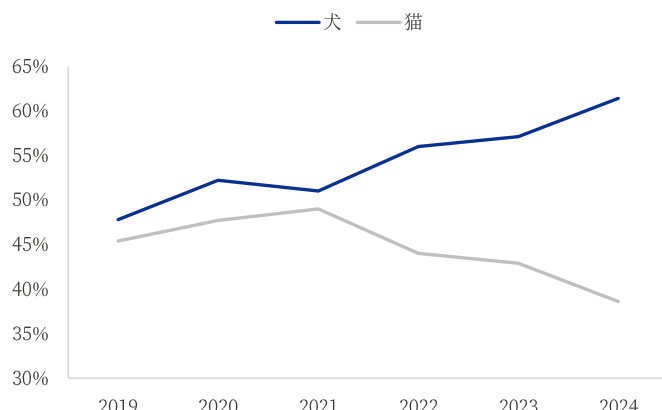
资料来源：派读宠物《中国宠物行业白皮书》，中国银河证券研究院

图95：2024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96：2019-2024年我国宠物（犬猫）狂犬疫苗接种率

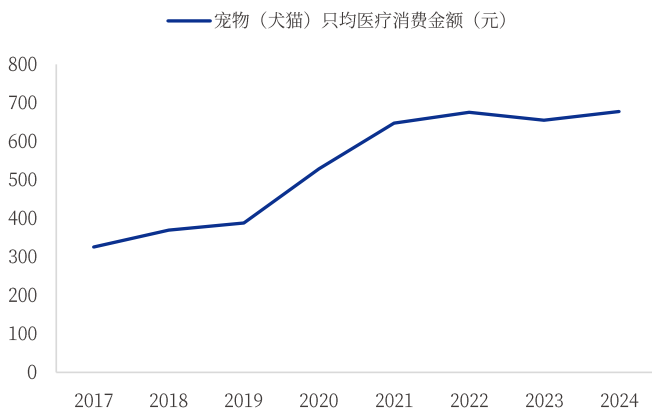


资料来源：派读宠物《中国宠物行业白皮书》，中国银河证券研究院

3.价：单只宠物医疗消费持续提升，且消费水平远高于经济动物

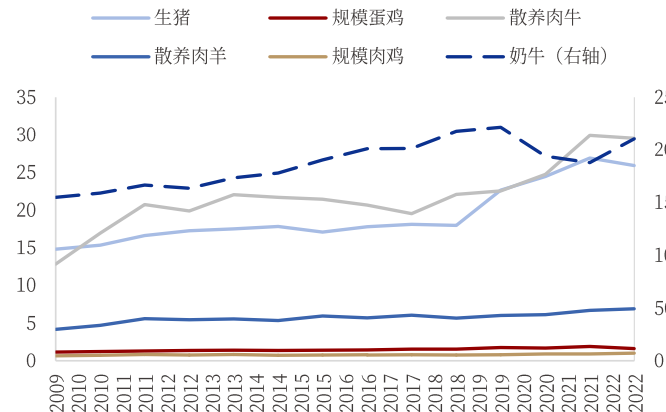
我国宠物医疗市场后续增长空间的另一个驱动因素或来自于医疗消费价格的高昂及其带来的盈利优势。从纵向变化来看，根据派读宠物白皮书，2024年我国宠物（犬猫）只均医疗消费额约677元，同比+3.4%，2017-2024年CAGR高达11%。随着宠物主对宠物健康重视度的日益提升，单只宠物医疗消费额呈现持续上行趋势，助力我国宠物医疗市场进一步扩容。而从横向对比来看，相比畜禽等经济动物，宠物诊疗费、疫苗及药品定价等均存在盈利优势。2022年我国主要经济动物中，只均医疗防疫费最高的奶牛为210元，其余畜禽只均医疗防疫费均在30元以下，而同期单只宠物年医疗消费676元，差距显著。宠物医疗消费的高定价带来毛利率优势，或将成为相关企业盈利增厚的新突破点。

图97：2017-2024年我国宠物（犬猫）只均医疗消费金额（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（注：宠物医疗消费包括宠物药品、诊疗、疫苗、体检）

图98：2009-2022年我国畜禽只均医疗防疫费（元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

4.我国宠物疫苗市场由外资主导，国产疫苗有望优势突破

我国宠物疫苗市场目前仍主要由美国礼来、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，且目前国内注册产品主要集中在犬用领域。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。

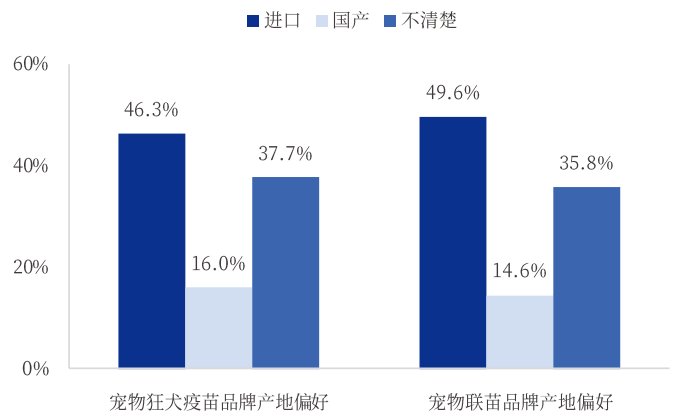
在宠物药品方面，不同消费渠道带来的消费倾向差异较大：在诊所渠道，进口药因工艺好、有效成分含量高、副作用小等特点更受青睐；而在网购渠道，国产药销量更高，但由于价格低廉，总销售额低于进口药。

图99: 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

图100: 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

宠物疫苗国产替代正加速推进中, 替代空间巨大。我国相对成熟的宠物疫苗产品主要是国产犬大病灭活疫苗(犬、猫用), 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)。

价格方面, **从医院订货价来看, 目前进口和国产猫三联疫苗价格差距不大**, 且同样为有效期2年、首年免疫次数2次。根据Gangtise投研, 24年4月期间, 硕腾“妙三多”疫苗的终端零售价为160元, 医院订货价为45元; 而国产猫三联疫苗给医院的订货价对标“妙三多”, 基本在30-40元区间(其中博莱得利“喵倍护”为36元、普莱柯“喵益哆”为30-38元、怡安生物“喵三新”稍微便宜一些); 国产猫三联疫苗给经销商的订货价在20-30元左右。销售情况方面, **目前已上市的国产猫三联疫苗产品已开始逐步贡献业绩**, 从上市较早的第一梯队瑞普生物“瑞喵舒”、博莱得利“喵倍护”、怡安生物“喵三新”产品来看, 均已有较好的销售表现。例如“瑞喵舒”、“喵倍护”目前销量均已突破100万头份, “喵三新”24年销售额有望向亿元目标迈进等。

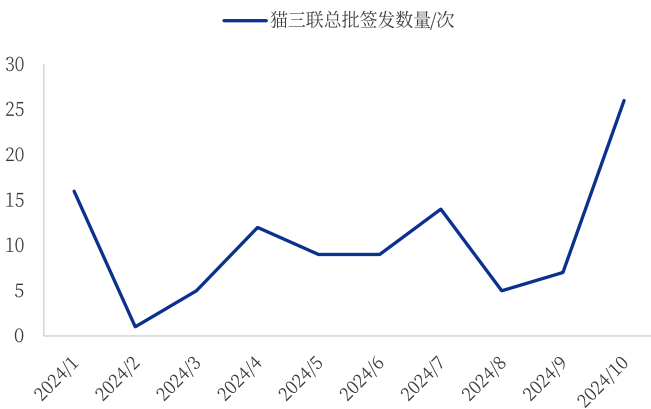
表7: 我国已有8款国产猫三联疫苗通过农业部应急评价

疫苗名称	申请企业	通过应急评价时间	不良反应	商品名	销售情况
猫三联灭活疫苗 (RPVF0304株 + RPVF0207株 + RPVF0110株)	瑞普生物	2023.8	一般无可见的不良反应。如出现过敏反应, 可用肾上腺素之类药物进行脱敏治疗	瑞喵舒	24年1月获农业部批准文号并上市。24Q1销量超50万头份, 销售额达1200万元, 临床接种超11万头份; 24H1销量突破100万头份。
猫三联灭活疫苗 (HBX05)	博莱得利生物、中瑞动	2023.8	一般无明显的不良反	喵倍护 (博莱得利)	24年1月获农业部批准文号, 2月上市。

株+BJS01 株+BJH13 株)	检生物技术		应; 接种后偶有出现过敏反应, 应立即注射脱敏剂		上市三个月多发货量超 60 万头份; 截止 8 月 15 日销量为 102 万头份。
猫三联灭活疫苗 (WX 株+SH14 株+0918 株)	农科院上研所、怡安生物、哈药集团	2023.8	一般无可见不良反应	喵三新 (怡安生物)	24 年 1 月获农业部批准文号并上市。 24 年猫三联销售额目标 1 亿元。
				妙多安 (哈药集团)	24 年 5 月获农业部批准文号, 6 月上市。
猫三联灭活疫苗 (WH-2017 株+LZ-2016 株+CS-2016 株)	华中农业大学、科前生物、云南生物制药、华派生物	2023.11	一般无可见不良反应	科妙优 (科前生物)	24 年 5 月上市。
				猫康宁 (华派生物)	24 年 5 月上市。
				海妙哆 (云南生物制药)	
猫三联灭活疫苗 (708 株+60 株+64 株)	普莱柯、惠中生物、新正好生物	2023.12	一般无可见不良反应	喵益哆 (惠中生物)	24 年 4 月获农业部批准文号并上市。
猫三联灭活疫苗 (HBJ06 株+CHZ05 株+PSY01 株)	中牧股份	2023.12	一般无可见不良反应	喵倍利	24 年 9 月获农业部批准文号, 10 月上市。
猫三联灭活疫苗 (VP2 蛋白+CC3 株+CP2 株)	西诺生物、爱宠生物、正业生物	2024.1	暂无无可见不良反应	诺米加	24 年 10 月获农业部批准文号并上市。
猫三联灭活疫苗 (FP/15 株+FH/AS 株+FC/HF 株)	辽宁益康、金宇共立	2024.6	一般无可见不良反应		

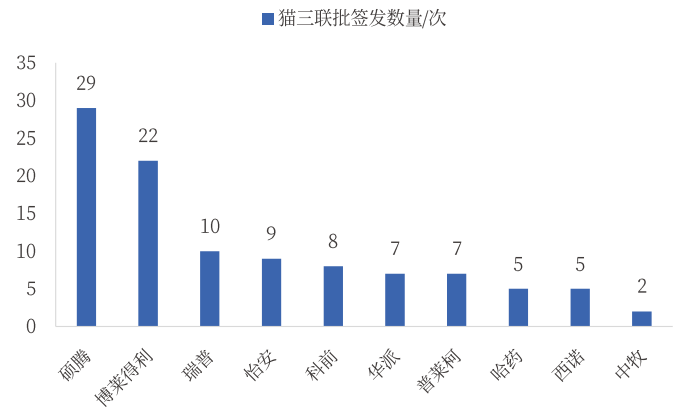
资料来源: 农业农村部, 国家兽药基础数据库, 宠业家, 宠经说, Pet Notes 宠物商业研究, 中国医药城, 兽医首选, 中国银河证券研究院

图101: 2024.1-10 我国猫三联疫苗批签发量共计 104 次



资料来源: 国家兽药基础数据库, 中国银河证券研究院

图102: 2024.1-10 我国猫三联疫苗各企业批签发量



资料来源: 国家兽药基础数据库, 中国银河证券研究院

相比进口疫苗, 国产疫苗的本土毒株、渠道推广等优势或助力国产替代优势突破。具体来看,

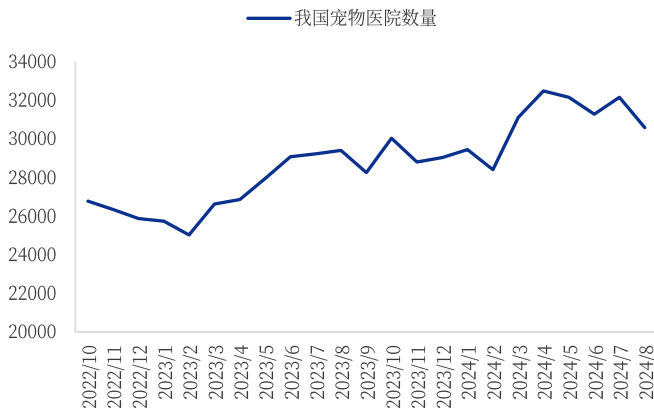
(1) **毒株优势:** 以猫三联疫苗为例, 硕腾“妙三多”疫苗由于是全球范围内使用的猫三联疫苗, 对于我国本土的毒株预防作用或存偏弱的可能; 而国产疫苗通常因其选用本土毒株, 对于我国猫疫病的针对性或更强。例如瑞普生物“瑞喵舒”优选国内流行毒株, 与国内流行毒株同源性高、免疫保护效果好, 能够达到接种后不发病、不排毒、不带毒/带毒时间短的保护效果, 其中 FCV (猫杯状病毒) RPVF0207 株可交叉保护经典株和高致死型株, 交叉保护能力强; 博莱得利“喵倍护”、科前生物“科妙优”、普莱柯“喵益哆”等疫苗产品均选取我国近年的本土强势流行毒株, 提高了疫苗毒株和流行毒株的匹配度。

(2) **渠道优势:** 我国宠物医院市场集中度较低, 瑞派宠物医院作为行业龙头渠道优势显著, 瑞普生物有望与之进一步发挥协同效应。我国宠物医院市场参与者主要有大型连锁宠物医院、小型连锁宠物医院以及单体机构, 目前行业竞争激烈, 市场格局较为分散。根据前瞻产业研究院, 2022

年我国宠物医院市场 CR10 为 15.4%，CR2 为 11.8%（其中新瑞鹏、瑞派市占率分别为 8.3% 和 3.5%）。瑞普生物作为瑞派宠物医院的重要早期发起人，自 2015 年起多次增持瑞派，目前持股比例为 8.93%，为第三大股东。24 年 11 月，瑞普生物发布公告拟收购中瑞华普 15% 的股权（中瑞华普主要资产为瑞派宠物医院 17.52% 股权），有助于进一步整合供应链资源、深化协同效应、拓展宠物医疗和药品销售渠道等。

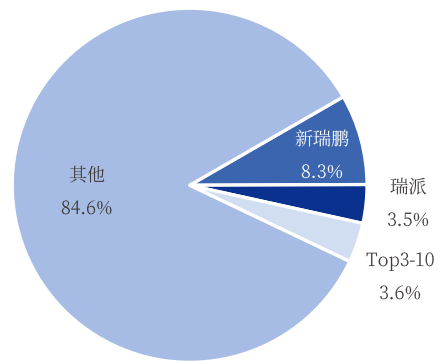
目前瑞派宠物医院拥有超过 600 家宠物连锁医院，遍布全国 27 个省（直辖市）、70 余座城市，拥有 7000 余名员工（其中职业兽医师 1800 余人），年接诊量超 300 万例；旗下中瑞供应链平台覆盖全国 7000 家宠物医院（含瑞派宠物医院）、3400 家宠物店，为其提供境内外宠物医疗药品、疫苗、诊疗器械等医疗相关产品的代理及统一采购供应。2023 年瑞派宠物医院实现收入 19.62 亿元，2015-2023 年 CAGR 高达 62.9%，24Q1-3 实现收入 17.12 亿元，处于高速增长阶段。而瑞普生物的宠物药品和疫苗覆盖医院门店近 6000 家（其中瑞派宠物医院覆盖超 500 家，覆盖率超 90%）；猫三联疫苗产品于 23 年 8 月首批获批并于 24Q1 上市，打破猫三联的国外垄断。随着瑞普生物与瑞派宠物医院合作的进一步深入，瑞普生物的渠道、品牌、供应链等优势有望得到加强，或将助力猫三联等疫苗产品的加速推广。

图103: 我国宠物医院数量已超 3 万家



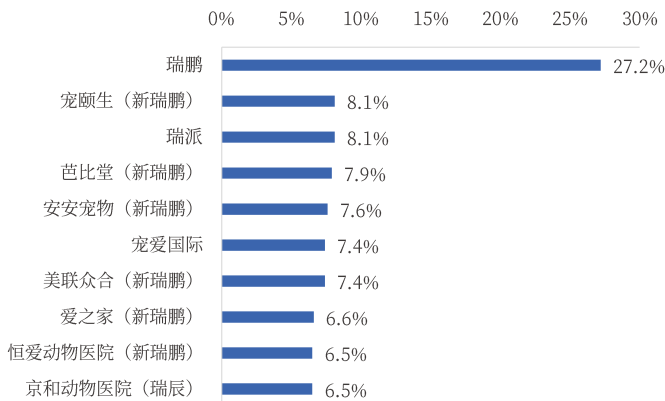
资料来源: 艾瑞咨询《2024 年中国宠物行业研究报告》，中国银河证券研究院

图104: 2022 年我国宠物医院市场格局



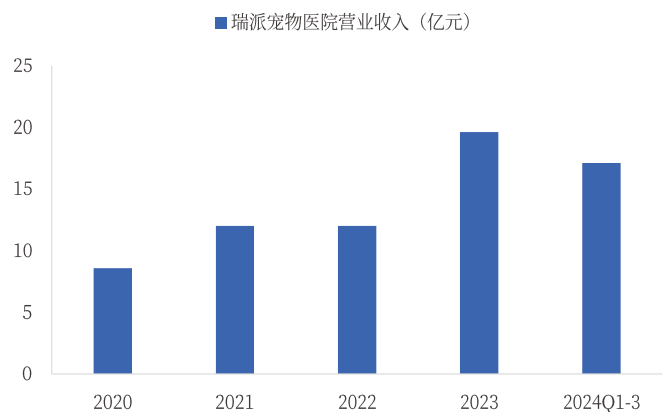
资料来源: 前瞻产业研究院，中国银河证券研究院

图105: 2024 年我国宠物医院使用率 Top10



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106: 2020 年至 24Q1-3 瑞派宠物医院营收情况



资料来源: 瑞普生物公司公告，中国银河证券研究院

(三) 小结：β平稳叠加单品增量，优选动保个股

作为养殖后周期行业，动保企业业绩随下游养殖行业景气度波动。在非强免政策驱动下，25年动物疫苗将迎来市场化大时代，未来市场苗的增长将是企业业绩增长的核心，头部疫苗企业将显著受益。研发端来看，多联多价疫苗、mRNA疫苗或成为未来长期推进方向，为头部疫苗企业实现差异化竞争的核心之一。另外，关注宠物疫苗的国产替代趋势，我国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，已上市产品开始贡献业绩，本土毒株优势、渠道推广优势等或助推国产替代进程的加速。

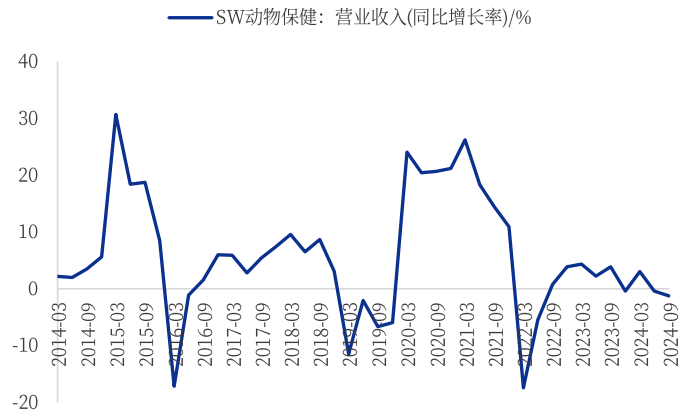
个股方面，建议积极关注研发实力强劲、市场化销售能力突出的动保领先企业，包括科前生物（688526.SH）、瑞普生物（300119.SZ）、生物股份（600201.SH）、中牧股份（600195.SH）、普莱柯（603566.SH）等。

图107：2018年至24年12月13日SW动物保健板块PE（TTM，整体法）走势



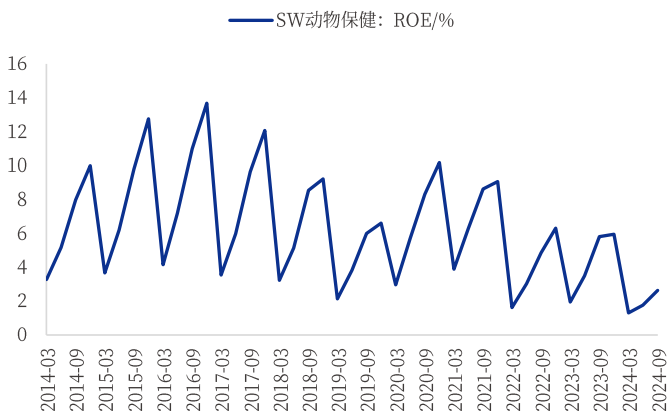
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图108：2014Q1至24Q3 SW动物保健行业收入增长变动情况



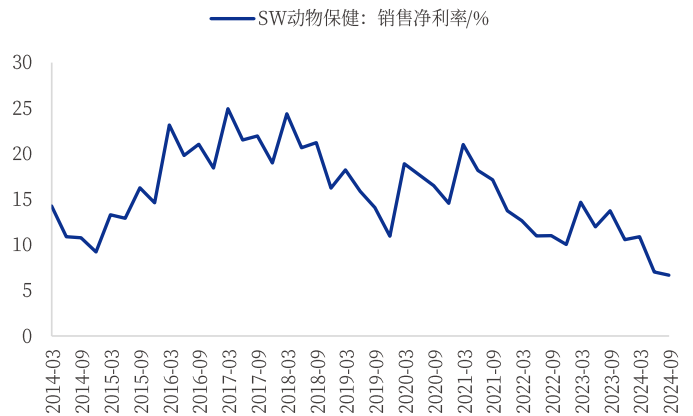
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图109：2014Q1至24Q3 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110：2014Q1至24Q3 SW动物保健行业销售净利率变动情况



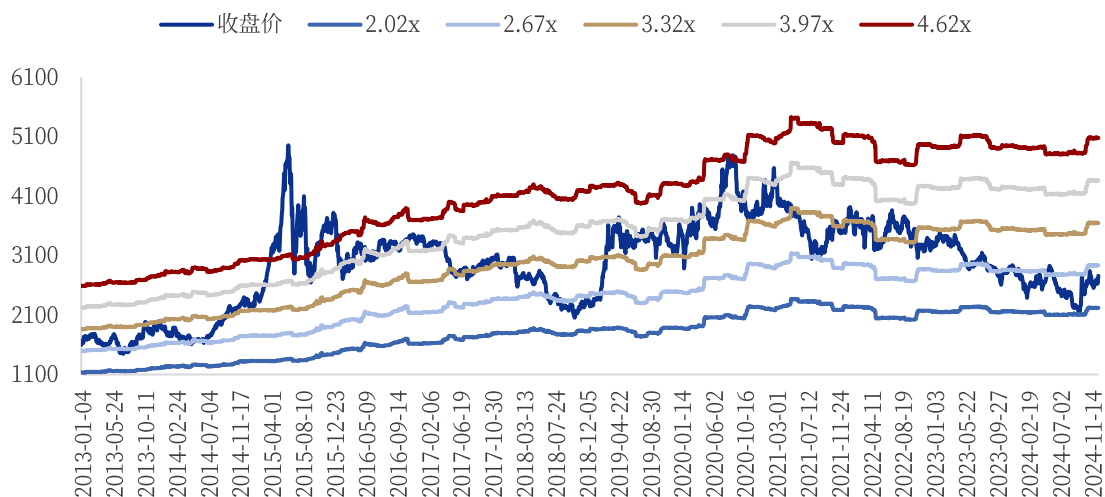
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

六、投资建议

2024 年农业走势承压，估值持续处于低位区间。关于 2025 年农业行业的投资机会，我们可以围绕养殖产业链展开：

- 生猪养殖：**基于我方猪周期的产能&效率研究框架，我们认为 25 年能繁母猪作用值方面压力有所放缓，但养殖效率（MSY 等）存较快提升可能，使得 25 年整体生猪出栏量大概率同比提升，意味着同期生猪均价或将同比下行；25 年年内生猪价格波动性低于 24 年水平。受饲料原料价格均值低位、养殖效率提升等支撑，优秀猪企成本持续优化，其 25 年利润贡献或可持续。行业竞争已进入到精细化管理竞争阶段，叠加考虑生猪养殖行业估值低位，我们重点推荐“大猪企”牧原股份（002714.SZ）、温氏股份（300498.SZ），“中小猪企”天康生物（002100.SZ）、神农集团（605296.SH）及板块内相关猪企。
- 肉鸡养殖：**
 - 黄羽鸡：**我国黄羽鸡父母代存栏在 2018 年以来的低位区间徘徊，产能端对价格不构成主要压力。在冰鲜化加速转型的驱动以及在我国促销费的各项政策提振下，黄鸡消费市场存稳步扩容趋势。25 年饲料原料价格均值低位叠加养殖端生产成绩进步，黄鸡养殖企业盈利能力具备上行潜力。个股方面，建议关注立华股份（300761.SZ），其成本优势叠加价格好转潜力，存在业绩弹性。
 - 白羽鸡：**我们从祖代海外引种受阻、国内自繁计划下行两方面判断 25 年我国白鸡上游祖代更新量或有收缩。对于 25 年投资机会来说，关注产业链上游企业的利润表现，重点关注益生股份（002458.SZ）。
- 宠物食品：**我国宠物食品出口作为企业业绩的基石，24 年出口景气度向好，25 年或可延续。除美国方面需关注特朗普政府对中国商品加征关税的潜在影响，其余地区出海外部政策整体良好。同时关注东南亚地区宠物行业快速兴起，或成为我国宠物食品出口的新增长极；我国龙头企业出海模式向“产能&品牌出海”转变，或为出海方面的新突破点。宠食国内市场是成长优势板块。我国宠物食品市场仍处于快速增长的早期阶段，市场规模有望持续扩容。从竞争格局来看，目前行业集中度仍较低，随着国产宠食企业发力、自有品牌抢占市场份额，国产替代持续进行中。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。个股方面，积极关注乖宝宠物（301498.SZ）、佩蒂股份（300673.SZ）、中宠股份（002891.SZ）等相关个股。
- 动物保健：**作为养殖后周期行业，动保企业业绩随下游养殖行业景气度波动。在政策驱动下，25 年动物疫苗将迎来市场化大时代，未来市场苗的增长将是企业业绩增长的核心，头部疫苗企业将显著受益。多联多价疫苗、mRNA 疫苗或成为未来长期推进方向，为头部疫苗企业实现差异化竞争的核心之一。另外，宠物疫苗的国产替代为中短期的业绩突破口之一。我国犬、猫用狂犬病灭活疫苗和犬用疫苗的国产替代进展较快；国产猫三联疫苗已有 8 个产品通过农业农村部应急评价，已上市产品开始贡献业绩，本土毒株优势、渠道推广优势等将助推国产替代进程的加速。个股方面，建议积极关注潜在优势单品突出、市场化销售能力突出的动保领先企业，包括科前生物（688526.SH）、瑞普生物（300119.SZ）、生物股份（600201.SH）、中牧股份（600195.SH）、普莱柯（603566.SH）等。

图111: 2013年至24年12月13日 SW 农林牧渔 PB Bands



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表8: 部分重点公司相关财务指标 (收盘价为2024年12月13日, ROE为2024Q3数据)

公司名称	代码	收盘价 (元)	EPS			PE			ROE (%)	投资评级
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E		
牧原股份	002714.SZ	40.34	2.92	5.40	2.05	14	7	20	15.52	推荐
温氏股份	300498.SZ	17.44	1.42	2.11	1.35	12	8	13	17.72	推荐
天康生物	002100.SZ	6.95	0.50	1.21	0.77	14	6	9	8.47	推荐
神农集团	605296.SH	29.36	1.40	2.87	1.91	21	10	15	10.79	推荐
立华股份	300761.SZ	21.20	1.31	2.49	1.06	16	9	20	14.18	推荐
益生股份	002458.SZ	10.35	0.62	0.64	0.60	17	16	17	6.78	推荐
乖宝宠物	301498.SZ	69.74	1.42	1.79	2.12	49	39	33	12.14	推荐
佩蒂股份	300673.SZ	17.90	0.75	0.87	1.06	24	21	17	8.09	推荐
中宠股份	002891.SZ	33.80	1.10	1.27	1.54	31	27	22	12.03	推荐
科前生物	688526.SH	15.43	1.04	1.26	1.45	15	12	11	6.78	推荐
瑞普生物	300119.SZ	20.05	0.93	1.14	1.30	22	18	15	5.41	推荐
普莱柯	603566.SH	14.22	0.65	0.83	0.91	22	17	16	3.96	推荐
中牧股份	600195.SH	7.47	0.47	0.60	0.67	16	12	11	1.49	推荐
生物股份	600201.SH	7.84	0.33	0.39	0.46	24	20	17	3.14	推荐
海大集团	002311.SZ	49.36	2.38	3.34	2.99	21	15	17	17.32	推荐

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院 (注: 瑞普生物 24-26E EPS为Wind一致预期)

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 12 月 13 日 SW 农林牧渔指数走势.....	4
图 2: 24 年年初至 12 月 13 日 SW 农林牧渔部分子行业指数走势.....	4
图 3: 24 年年初至 12 月 13 日 SW 农林牧渔涨跌幅排名第 30 位.....	4
图 4: 24 年年初至 12 月 13 日 SW 农林牧渔部分子行业涨跌幅情况.....	4
图 5: 24 年年初至 12 月 13 日农林牧渔涨幅前十个股.....	5
图 6: 24 年年初至 12 月 13 日农林牧渔跌幅前十个股.....	5
图 7: 24 年年初至 12 月 13 日 SW 生猪养殖指数走势.....	6
图 8: 24 年前三季度 15 家上市猪企出栏市占率 21.23%，同比+1pct.....	6
图 9: 2022 年至 24 年 12 月初自繁自养生猪养殖利润.....	6
图 10: 2023 年至 24 年 11 月底仔猪价格走势.....	6
图 11: 生猪出栏量与生猪年度均价的走势关系.....	7
图 12: 2024 年 1-11 月我国大中城市生猪出场均价 17.17 元/kg.....	7
图 13: 2013-2025E 能繁母猪作用值及变化情况.....	7
图 14: 2021-2025 年 8 月能繁母猪作用值月度与年度走势.....	7
图 15: 19Q2 末-24Q3 末我国能繁母猪存栏量及其环比.....	8
图 16: 2021-24 年 11 月自繁自养生猪养殖利润月均走势（元/头）.....	8
图 17: 2013-23 年我国生猪 MSY 估算.....	8
图 18: 东北三省 90kg 以下出栏占比情况.....	8
图 19: 山东等五省 90kg 以下出栏占比情况.....	9
图 20: 河南省 90kg 以下出栏占比情况.....	9
图 21: 2022 年规模养殖饲料费占比达 61%.....	10
图 22: 2024 年年初-12 月 12 日玉米现货价格均值为 2386 元/吨.....	10
图 23: 育肥猪配合料价格下行至 20 年 12 月水平.....	10
图 24: 24 年三季报 17 家上市猪企资产负债率均值为 61.63%，剔除正邦为 62.54%，同比提升，环比好转.....	11
图 25: 24 年三季报 17 家上市猪企合计生产性生物资产 252 亿，环比略增，同比下行近 10 亿.....	11
图 26: 2018 年至 12 月 13 日 SW 生猪养殖板块 PB（LYR）变化.....	11
图 27: 2014Q1 至 24Q3 SW 生猪养殖行业收入增长变动情况.....	11
图 28: 2014Q1 至 24Q3 SW 生猪养殖行业 ROE（平均）变动情况.....	12
图 29: 2014Q1 至 24Q3 SW 生猪养殖行业销售净利率变动情况.....	12
图 30: 18 年至今我国黄鸡祖代总存栏情况.....	13
图 31: 18 年至今我国黄鸡父母代存栏情况.....	13
图 32: 24.11.17 黄鸡鸡苗价格 2.13 元/只，单只盈利 0.17 元.....	14
图 33: 24.11.17 黄鸡毛鸡价格 15.38 元/kg，单位盈利 0.52 元/kg.....	14
图 34: 2015-2024E 我国黄羽鸡肉消费量.....	14
图 35: 2020-2025 年我国冰鲜黄羽鸡市场规模及预测.....	14

图 36: 2023Q4 以来饲料原材料价格呈下行走势.....	15
图 37: 2022 年开始肉鸡饲料价格呈现震荡下行走势.....	15
图 38: 2021 年至今黄鸡商品代毛鸡成本价走势.....	15
图 39: 2021 年至今温氏、立华黄鸡养殖完全成本 (元/kg)	15
图 40: 2021-2024 年月度白羽鸡祖代引种更新量情况 (万套)	16
图 41: 2001-2024 年白羽鸡祖代引种更新量情况	16
图 42: 17 年至今白羽鸡祖代存栏情况 (在产、后备)	16
图 43: 2009-2023 年白羽鸡祖代产能.....	16
图 44: 2021 年至今我国白鸡祖代更新品种占比.....	17
图 45: 2022 年至今我国白鸡祖代更新品种国家来源.....	17
图 46: 2022.2-2024.12 美国禽感染禽流感数量变化	18
图 47: 白羽鸡海外品种与国产品种商品代生长性能对比.....	19
图 48: 白羽鸡养殖周期	19
图 49: 17 年至今白羽鸡父母代存栏情况 (在产、后备)	20
图 50: 预计 25 年父母代鸡苗价格维持高位运行	20
图 51: 17 年至今白羽鸡商品代鸡苗价格走势	20
图 52: 在产父母代种鸡存栏量与鸡价的潜在关系	20
图 53: 18 年至 24 年 12 月 13 日 SW 肉鸡养殖板块 PB (LYR) 变化.....	21
图 54: 2014Q1 至 24Q3 SW 肉鸡养殖行业收入增长变动情况.....	21
图 55: 2014Q1 至 24Q3 SW 肉鸡养殖行业 ROE (平均) 变动情况.....	21
图 56: 2014Q1 至 24Q3 SW 肉鸡养殖行业销售净利率变动情况.....	21
图 57: 2018-2027E 中国城镇宠物 (犬猫) 消费市场规模 (亿元)	22
图 58: 2017-2024 年中国宠物食品消费市场规模 (亿元)	22
图 59: 2014-2023 年中国宠物食品市场集中度	23
图 60: 2014-2023 年全球宠物食品市场集中度	23
图 61: 2023 年中国宠物食品行业 CR5 为 24.5%	23
图 62: 2022-2024 年中国养宠人群购买主粮的品牌偏好变化.....	23
图 63: 不同渠道下中国宠物食品行业市场规模情况 (亿元)	24
图 64: 2018-2024Q1-3 淘系、京东宠物食品年度成交额 (亿元)	24
图 65: 2022 年至今抖音月度宠物食品销售情况.....	24
图 66: 2021.10-2024.9 各电商平台宠物食品月度成交额 (亿元)	24
图 67: 2022-2024 年双 11 全网销售额及增速 (亿元)	24
图 68: 2022-2024 年双 11 宠物食品全网销售额及增速 (亿元)	24
图 69: 2012 年至今我国宠物食品 (犬猫) 年度出口量价情况.....	25
图 70: 2015 年至今我国宠物食品 (犬猫) 月度出口量价情况.....	25
图 71: 2015 年至今我国宠物食品 (犬猫) 出口金额及增速	25
图 72: 2023 年我国宠物食品 (犬猫) 出口量品类结构	25
图 73: 2015 年至今我国宠物食品 (犬猫) 主要出口地的出口额占比.....	26

图 74: 2015 年至今我国宠物食品（犬猫）出口美国量价情况	26
图 75: 2015 年至今我国宠物食品（犬猫）出口欧洲量价情况	27
图 76: 2015 年至今我国宠物食品（犬猫）出口东南亚量价情况	27
图 77: 2018-2023 年我国主要宠物食品上市公司国外营收（亿元）	27
图 78: 2018-2023 年我国主要宠物食品上市公司国外营收占比	27
图 79: 2018-2023 年我国主要宠物食品上市公司国外毛利率	28
图 80: 2018 年至 24 年 12 月 13 日 SW 宠物食品板块 PE（TTM，整体法）走势	31
图 81: 2020Q4-2024Q3 ZX 宠物食品行业收入增长变动情况	31
图 82: 2020Q1-2024Q3 ZX 宠物食品行业 ROE（平均）变动情况	31
图 83: 2020Q1-2024Q3 ZX 宠物食品行业销售净利率变动情况	31
图 84: 2013-2022 年我国强免、非强免兽用生物制品市场占比	32
图 85: 2013-2022 年我国强免、非强免猪苗市场占比	32
图 86: 2022 年我国猪苗销量中多联苗占比同比+1.4pct	33
图 87: 2029 年全球 mRNA 疫苗和治疗市场规模有望达 1189 亿美元	33
图 88: 2019-2024H1 部分上市动保企业兽用疫苗收入（百万元）	33
图 89: 2019-2024H1 部分上市动保企业兽用疫苗毛利率	33
图 90: 宠物医疗消费占比呈提升趋势	34
图 91: 2017-2024 年中国宠物医疗消费市场规模及增速（亿元）	34
图 92: 犬猫新兽药产品注册占比呈提升趋势	34
图 93: 2017-2024 年中国宠物（犬猫）数量（万只）	35
图 94: 2021-2024 年我国宠物（犬猫）免疫率	35
图 95: 2024 年我国不同年龄段宠物（犬猫）免疫率	35
图 96: 2019-2024 年我国宠物（犬猫）狂犬疫苗接种率	35
图 97: 2017-2024 年我国宠物（犬猫）只均医疗消费金额（元）	36
图 98: 2009-2022 年我国畜禽只均医疗防疫费（元）	36
图 99: 2021-2023 年我国宠物疫苗品牌使用率 Top5 均为进口品牌	37
图 100: 2020 年我国宠物主对宠物疫苗品牌产地的偏好	37
图 101: 2024.1-10 我国猫三联疫苗批签发量共计 104 次	38
图 102: 2024.1-10 我国猫三联疫苗各企业批签发量	38
图 103: 我国宠物医院数量已超 3 万家	39
图 104: 2022 年我国宠物医院市场格局	39
图 105: 2024 年我国宠物医院使用率 Top10	39
图 106: 2020 年至 24Q1-3 瑞派宠物医院营收情况	39
图 107: 2018 年至 24 年 12 月 13 日 SW 动物保健板块 PE（TTM，整体法）走势	40
图 108: 2014Q1 至 24Q3 SW 动物保健行业收入增长变动情况	40
图 109: 2014Q1 至 24Q3 SW 动物保健行业 ROE（平均）变动情况	40
图 110: 2014Q1 至 24Q3 SW 动物保健行业销售净利率变动情况	40
图 111: 2013 年至 24 年 12 月 13 日 SW 农林牧渔 PB Bands	42

表 1: 2023 年以来美国四大供种州家禽感染禽流感病例情况.....	17
表 2: 白羽鸡海外品种与国产品种父母代生产性能对比	18
表 3: 我国主要宠物食品上市公司出海模式.....	28
表 4: 我国主要宠物食品上市公司国外产能.....	30
表 5: 我国强制免疫相关政策.....	32
表 6: 我国强制免疫动物疫病种类	32
表 7: 我国已有 8 款国产猫三联疫苗通过农业部应急评价	37
表 8: 部分重点公司相关财务指标（收盘价为 2024 年 12 月 13 日，ROE 为 2024Q3 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2024年第十二届Wind金牌分析师农林牧渔第5名，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年新财富农林牧渔第4名、新财富最具潜力第1名、金牛奖农业第1名、IAMAC农业第3名、Wind金牌分析师农业第1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，并不构成对客户的具体投资建议，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	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

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

公司网址：www.chinastock.com.cn