

证券研究报告|行业投资策略

农林牧渔

行业评级 强于大市（维持评级）

2024年12月31日



# 农林牧渔行业2025年投资策略：

## 景气延续，布局龙头

**证券分析师：**

赵雅斐 执业证书编号：S0210524050004

申钰雯 执业证书编号：S0210524090002

- **生猪板块：看好25年优质猪企盈利持续性。**2024年前期去产能兑现，供给收缩，周期反转，养殖盈利高景气。展望后市，短期来看供给端较为宽松，需求端进入消费旺季，供需两旺情况下猪价或震荡运行。长期来看，当前行业整体扩产谨慎，能繁母猪存栏回升缓慢（24M5-10官方口径全国能繁仅回升2.2%），25年猪价预计回落，但幅度或有限。优质企业成本有望持续下降，盈利仍具韧性。当前行业呈现“行业盈利中枢下移、周期短期波动加剧、竞争格局趋于稳定”的特点，生猪养殖板块建议关注3类投资机会：（1）低成本享超额收益的龙头企业：在长期猪周期盈利中枢下移背景下，具备低成本优势的优质龙头仍有望获得可观的超额利润，资本开支收窄背景下，股东回报有望提升，具备长期配置价值。建议关注牧原股份、温氏股份。（2）低成本高成长猪企：在行业整体扩产步伐放缓背景下，具备低成本优势，能够高质量扩张的企业将具备较强的成长潜力。建议关注巨星农牧、神农集团、华统股份、京基智农、新五丰。（3）重组预期、经营状况持续改善的企业：建议关注正邦科技。
- **白鸡板块：引种受限再次加剧，上游景气周期有望延长。**本轮白鸡周期由2022年海外禽流感引发的引种断档开始，逐渐向下游各节点形成产能/价格传导。“航班限制+禽流感”疫情影响下，2022年祖代更新量同比下滑近25%。去化逐级传导，供给减量已有体现。父母代方面，2023年至2024年11月美国维持“仅一州”可引种状态，进口优质父母代鸡苗供给紧缺，结构性缺口驱动父母代价格景气上行。商品代方面，商品代鸡苗价格三季度至今超预期上涨，源于引种受限影响下供给偏紧+季节性补栏需求提升。近期美国俄克拉荷马州、新西兰再现禽流感疫情，海外引种受阻加剧，进口优质父母代供给或直接受影响，预计短期内父母代价格维持高位，上游景气周期有望延长，后续需关注引种受限持续性。建议关注益生股份（白羽种禽龙头，有望持续受益上游红利），圣农发展（种源自主可控，引种受阻下自研品种推广有望加速）。
- **黄鸡板块：产能处于低位，关注需求改善情况。**行业在产父母代存栏处于2019年以来底部，产能去化较为充分，关注消费端改善情况。头部企业养殖水平高位稳定，成本稳中有降，有望持续实现盈利，建议关注立华股份（黄鸡成本管控优秀，盈利能力领先）、温氏股份（黄鸡养殖龙头，养殖成本稳中有降）。
- **饲料板块：生猪存栏回升&水产行情回暖，饲料需求景气向上。**24年5月起全国能繁母猪存栏逐步回升，未来全国生猪存栏有望延续增长趋势，猪料需求有望持续修复。2024年多种水产价格中枢有所上移，叠加饲料成本下降，行业养殖利润有所恢复，支撑后续投苗积极性，水产饲料需求有望稳中有增。同时随国家多项重磅政策支持经济稳增长，随消费复苏，餐饮消费需求有望增长，有望进一步提振水产品价格，利好水产料需求修复。建议关注海大集团（25年猪料、水产料行业景气或修复，公司饲料布局海外，有望继续贡献业绩增量）。
- **宠物食品板块：宠物消费韧性十足，景气持续向上。**海外客户去库存结束，国内出口业务重回增长，国内2024年宠物消费规模首破3000亿元，头部企业自有品牌快速成长，海内外增量值得期待。建议关注乖宝宠物、佩蒂股份、中宠股份等。
- **风险提示：**动物疫病发生、大宗商品价格波动、自然灾害、国产品牌推广不及预期、消费复苏不及预期等风险。

- 01生猪：周期演绎新变化，关注三条投资主线
- 02白鸡：海外引种再次受限，上游景气周期有望延长
- 03黄鸡：产能处于低位，关注需求复苏情况
- 04饲料：生猪存栏回升&水产行情回暖，饲料需求有望恢复
- 05宠物：海外业务重回稳健增长，国内市场有望快速发展
- 06风险提示

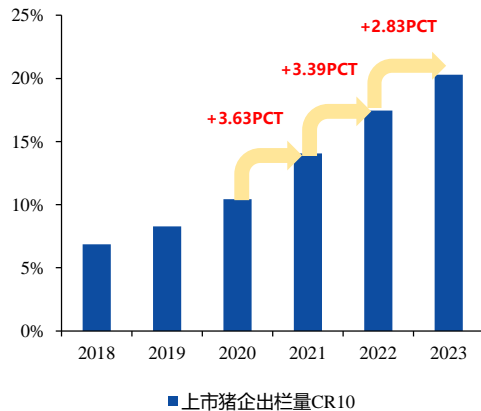
## 01 生猪行业：

周期演绎新变化，关注三条投资主线

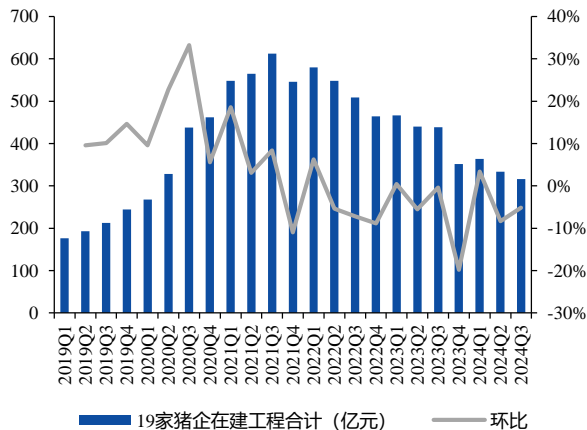
# 1.1 周期特征：竞争格局渐趋稳定，养殖专业化分工加速

- 集中度持续提升，但增速或放缓，行业格局趋于稳定。
- 2018年以来非洲猪瘟引发的行业暴利吸引大量资金涌入市场，龙头企业凭借卓越的经营与管理能力，在出栏量高速增长的同时，保持出色的成本控制，持续提升市场份额，实现跨周期发展。高额利润驱动下，行业产能快速恢复，供给过剩导致猪价进入下行周期。然而，部分企业扩张速度过快，同时养殖成本居高不下，猪价下跌后养殖持续亏损、负债高企，部分猪企进入重整或申请重整阶段。当前行业经历过前期长期亏损后，资金情况紧张、叠加再融资环境收紧，集团场扩张步伐显著放缓，上市公司在建工程整体下降，固定资产增速放缓。
- 与此对应，自2018年非洲猪瘟爆发后，行业扩张加速，随产能释放，2020年后前十大上市猪企出栏量市场份额显著提升，2023年，行业CR10达到20.29%，同比+2.83pct，规模化率预计达68%，同比+3pct。展望未来，考虑到资本投入已大幅下降，未来规模化/集中度的提升速度预计也将放缓。

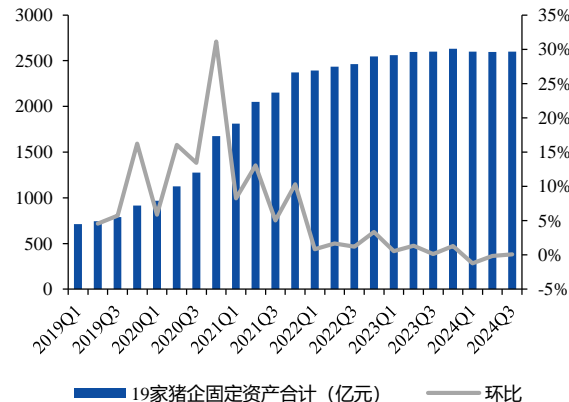
图：CR10持续提升但增速有所放缓



图：19家上市猪企在建工程合计 (亿元)



图：19家上市猪企固定资产合计 (亿元)

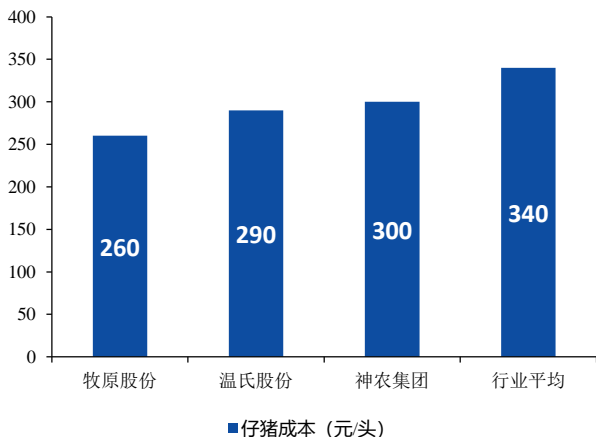


# 1.1 周期特征：竞争格局渐趋稳定，养殖专业化分工加速

## ➤ 各主体向自身优势环节发力，养殖专业化分工加速。

- 集团场种猪端优势显著。**集团场在种猪品系和疫情防控优势显著，仔猪成本领先，例如牧原股份、温氏股份、神农集团断奶仔猪成本分别为260元/头（24年10月）、290元/头（24年10月）和300元/头（24年9月），明显低于行业自繁自养平均水平340元/头。牧原股份推出“仔猪固定价格销售方案”，优惠叠加后明年的仔猪销售均价可能低于340元/头，或对行业内专业销售仔猪的企业产生影响。
- 散养户育肥端优势明显。**散养户因为防疫能力不足，面临较大的疫情风险，同时生猪价格波动较大，不愿意承担价格波动风险。而育肥端散养户不计人力和折旧等成本，且饲料可自配，育肥成本优势明显。为规避风险、放大优势同时增强灵活性，前期自繁自养的散养户多转向专业仔猪育肥或二次育肥。

图：头部企业仔猪成本明显低于行业平均水平



表：牧原仔猪销售方案（全年固定价格）

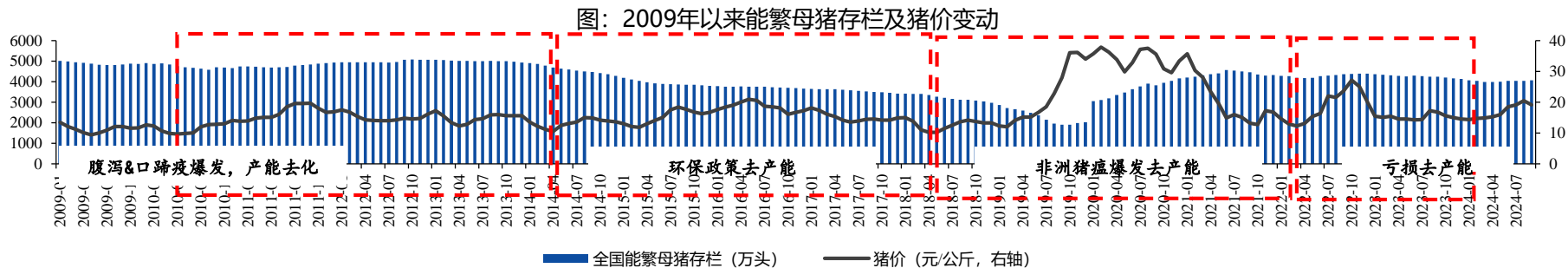
范围	省份	6kg定价 (元/头)	6kg全年定 价(元/头)	6kg上下半年分别 定价(元/头)	
		2024年9 月-2025年 2月	2025年全年	2025年 1月 -2025 年6月	2025年7 月 -2025年 12月
大区1	广东、广西、江西、湖北、山东、河南、河北、安徽、江苏、山西、陕西	370	400	470	370
大区2	云南、贵州、四川、甘肃、黑龙江、吉林、辽宁、内蒙古		380	450	350

表：牧原仔猪销售方案（量大价优，预定享优惠）

全年预定量(万头)	头均优惠(元)	大区1 6kg全年 定价(元)	大区1优 惠后 全年定价 (元)	大区2 6kg全年 定价(元)	大区2优 惠后 全年定价 (元)
200以上	50	400	350	380	330
180-200	40		360		340
150-180	35		365		345
130-150	25		370		350
100-130	20		380		360
50-100	15		385		365
20-50	10		390		370
20以下	5		395		375

# 1.1 周期特征：行业平均盈利中枢下降，猪价短期波动加剧

- **催化因素变化：**在非洲猪瘟前，行业每轮周期持续时长约4年，呈现较为稳定的周期性波动规律。2018年非洲猪瘟爆发后，能繁母猪存栏大幅下降，行业迎来超级猪周期，猪价月均价超过37元/公斤。非瘟后随常态化防控各项措施持续落实，疫情风险下降，猪周期由“疫病、环保等外力驱动产能被动去化”切换至“亏损导致产能主动去化”。
- **行业平均盈利水平缩窄：**在规模化程度提高的背景下，集团场周期底部抵抗风险能力较强，产能调控能力增强，主动去产能较困难，导致行业产能去化幅度缩小，行业平均盈利中枢下降。与过去几轮“猪周期”20%+/40%+的产能去化幅度相比，2022-2024年周期产能去化幅度有所收窄，对应盈利时长缩短、完整周期盈利水平有所下降，如第四轮猪周期全周期自繁自养单头盈利9元，低于历史周期水平。



图：历史周期复盘

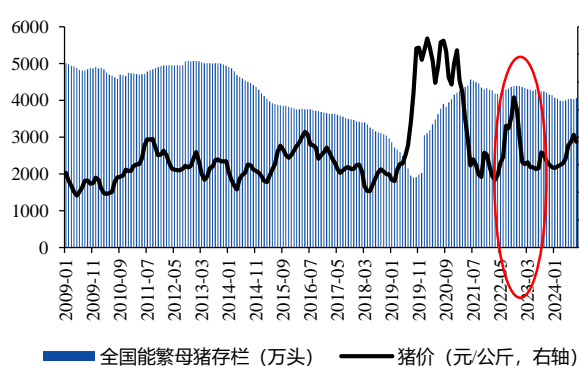
	第一轮		第二轮		第三轮		第四轮		第五轮
	上涨	下跌	上涨	下跌	上涨	下跌	上涨	下跌	
	2010.4-2011.9	2011.9-2014.4	2014.4-2016.5	2016.5-2018.5	2018.5-2019.11	2019.11-2022.3	2022.3-2022.10	2022.10-2024.3	2024.3至今
猪价高点 (元/公斤)	19.68	19.68	20.97	20.97	36.23	36.23	27.21	27.21	20.46
猪价低点 (元/公斤)	9.70	10.52	10.52	10.22	10.22	12.27	12.27	14.41	14.41
猪价涨幅/跌幅	103%	-47%	99%	-51%	255%	-66%	122%	-47%	42%
盈利时长 (月)	40		37		34		7		
平均盈利水平 (元/头)	262		392		1353		571		
亏损时长 (月)	9		12		12		15		
平均亏损水平 (元/头)	-127		-119		-273		-244		
全周期盈利水平 (元/头)	191		266		929		9		
对应前期产能变动	2009年2月至2010年8月, 能繁降幅 <b>-8.16%</b>	2010年8月至2012年10月, 能繁增幅 <b>+10.87%</b>	2012年10月至2015年9月, 能繁降幅 <b>-24.14%</b>	--	2017年7月至2019年10月, 能繁降幅 <b>-46.29%</b>	2019年10月至2021年6月, 能繁增幅 <b>+139.08%</b>	2021年6月至2022年4月, 能繁降幅 <b>-8.48%</b>	2022年4月至2022年12月, 能繁增幅 <b>+5.10%</b>	2022年12月至2024年4月, 能繁降幅 <b>-9.20%</b>

资料来源：iFind，华福证券研究所（注：上表统计行业盈利/亏损水平为行业自繁自养养殖利润）

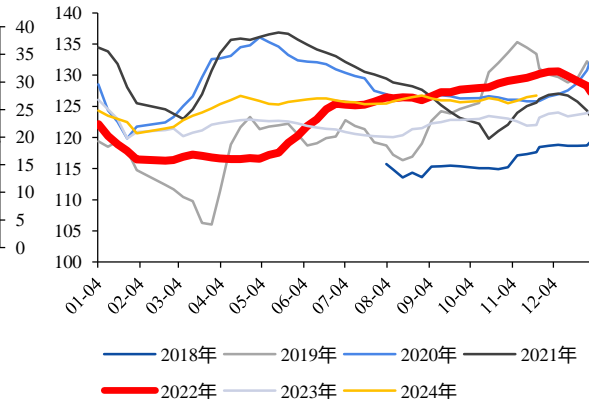
# 1.1 周期特征：行业平均盈利中枢下降，猪价短期波动加剧

- **一致预期、二次育肥现象增多，造成猪价急涨急跌。**
  - **自媒体时代引导一致预期，易出现情绪性压栏/恐慌性出栏：**自媒体时代加速信息传播，容易放大市场情绪，一致性压栏/出栏行为增多，造成短期内供求失衡，价格急涨急跌。
  - **二直群体涌现：**二次育肥是指养殖户购买正常出栏的标猪进行再次育肥，视行情择机出栏获得收益，具有灵活性高、持续时间短、收效快等特点。非洲猪瘟疫情给养猪业带来严峻挑战，特别是对防控不力、损失严重的猪场，二次育肥成为他们规避疫情风险、减少损失的重要策略之一，也促使这一群体逐渐壮大。二次育肥延长了饲养周期从而增加单头猪出栏体重，导致短期内出栏人为减少的同时供给后置，加剧了猪价的短期波动。
- **22年猪周期短期波动加剧。**2022年由于市场对后市预期乐观，养殖户在5-7月时出现了一致性、持续的压栏增重，导致实际出栏减少，叠加22年6月后二次育肥现象增多，助推猪价由22年3月的12元/公斤快速拉涨22年10月的27+元/公斤，猪价涨幅121.74%。随后养殖端集中出栏，猪价从22年10月的27+元/公斤快速下跌至23年3月的15元/公斤，猪价跌幅-43.24%。

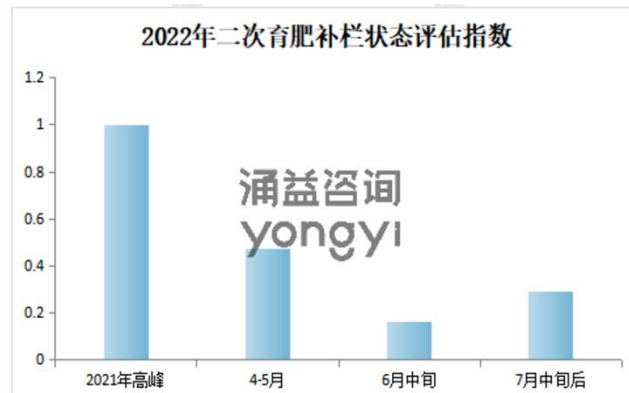
图：2022年猪价波动较大



图：行业生猪出栏均重（公斤）在22年5-7月出现明显上涨



图：2022年二次育肥补栏评估指数



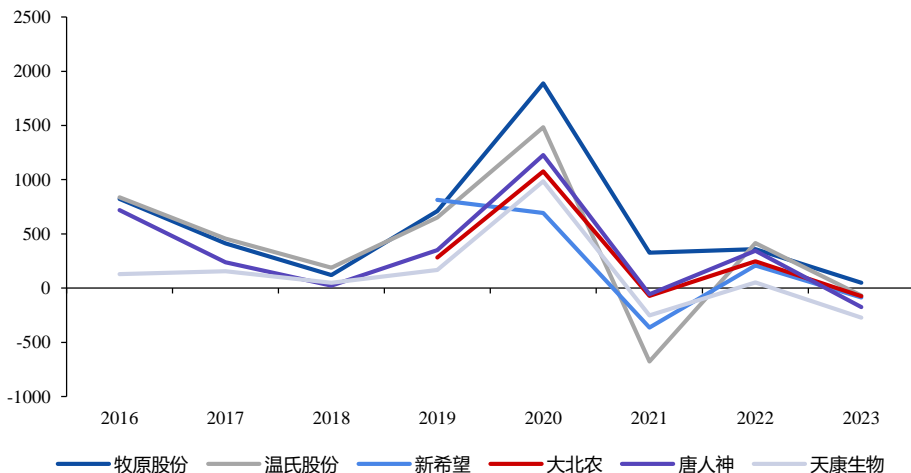


# 1.1 周期特征：成本方差持续存在，低成本为企业核心竞争力

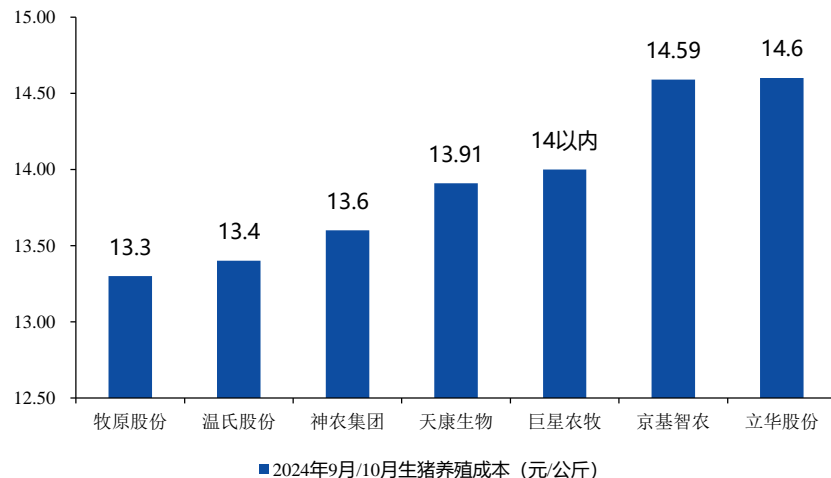
## ➤ 成本方差持续存在，低成本为核心竞争力。

- 成本控制能力为猪企最核心竞争力，是高质量成长的基础，由于个体经营管理能力存在差异，行业养殖成本方差明显，体现在2020年行业高景气时期，上市猪企头均养殖毛利差可达1198元/头。2023年猪价整体低迷，低成本公司头均毛利仍为正数，高成本企业已进入亏损状态。
- 2024年，尽管饲料原料价格的下降使得上市猪企的养殖成本普遍下降，但由于各企业在生产技术和效率上的差异，成本差异依然存在。截至2024年10月/9月，牧原股份、温氏股份、神农集团、天康生物和巨星农牧的养殖成本已降至14元/公斤以下，京基智农和立华股份的养殖成本处于14至15元/公斤区间。

图：各家公司生猪头均毛利（元/头）差异较明显



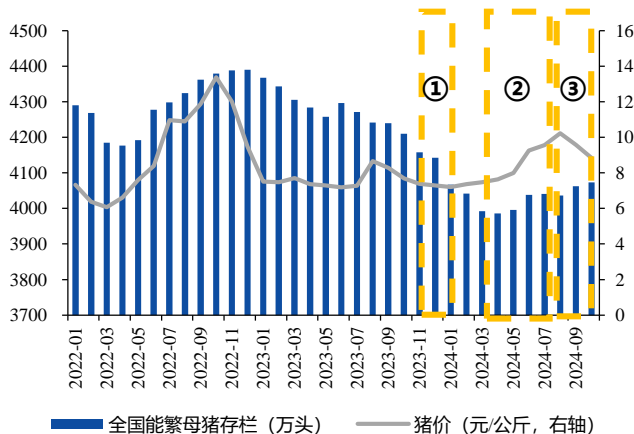
图：各家公司近期养殖成本水平



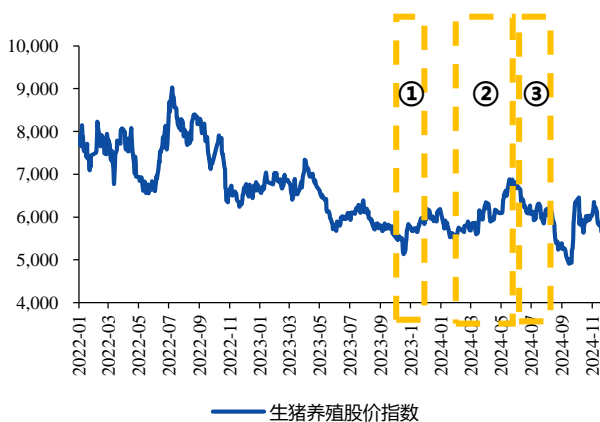
## 1.2 板块回顾：周期反转，盈利兑现

- **周期反转，盈利兑现。** 2023年初以来猪价低迷，2022年12月至2024年4月产能去化幅度达9.2%，随去产能传导，生猪供给逐步收缩，2024Q2/3全国生猪出栏量环比-12.93%/-7.70%。2024Q2起猪价加速上涨，8月生猪月均价涨至阶段性高位20.46元/公斤，月环比+7.01%。9月以来规模企业出栏环比增量，叠加散户和二育群体积极出栏，猪价回落。养殖盈利亦随猪价回暖提升显著，体现在2024Q1-3牧原股份、温氏股份实现归母净利润104.81、64.08亿元，同比扭亏为盈。
- **2023年四季度以来生猪养殖板块股价演绎以下逻辑：**
  - 第一阶段：2023年10-12月亏损叠加猪病影响，产能去化加速，板块股价上涨。
  - 第二阶段：2024Q2猪价从底部加速上涨，板块交易逻辑由“产能去化”切换为“周期反转、猪价上涨”。
  - 第三阶段：2024年5月全国能繁存栏环比转正，市场对未来周期上行趋势预期减弱，远月价格悲观情况下，板块股价5月见顶后下跌。

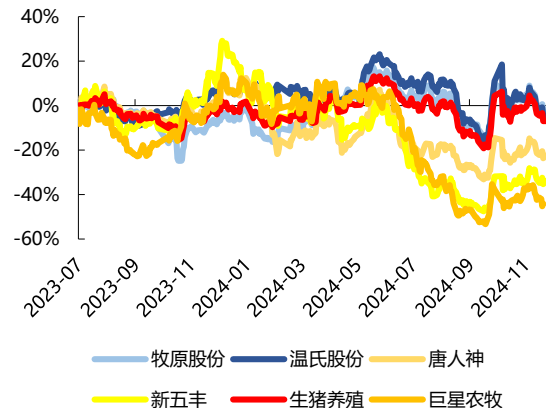
图：全国能繁母猪存栏及猪价



图：生猪养殖板块股价指数



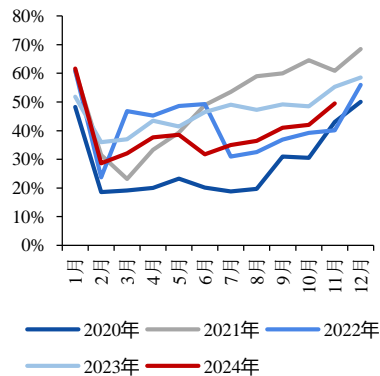
图：部分上市公司股价相对涨跌幅



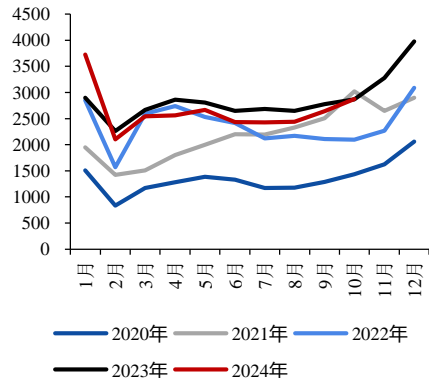
# 1.3 猪价研判：短期供需两旺，猪价或震荡运行

- **需求端：季节性消费旺季来临。**进入四季度宰量呈现上升趋势，10月农业部定点屠企屠宰量2876万头，月环比+8.9%。11月涌益样本屠企日均宰量月环比+7.38%。随气温进一步下降，腌腊、灌肠迎来高峰，南北方多地屠企订单量提升，屠宰量趋势性增长，冬至前一周（12月14-20日）屠企日均宰量19.51万头，周环比+9.56%。
- **供给端：**
  - **年底供应预计较为宽松。**涌益/钢联/卓创资讯统计样本企业12月出栏计划量环比+5.36%/+3.22%/+5.06%，叠加25年1月春节假期导致生猪可销售天数缩短，养殖端供应或有前置表现，猪源整体充裕。
  - **近期二育出栏积极性较强。**2024年12月1日-11日二育销量占比为0.71%，较前十天-0.15pct。截至12月11日，17省份育肥栏舍利用率均值为31.29%，较前十日降低7.06pct。进入12月二育出栏意愿增强，栏舍利用率下降。
- **整体来看，生猪短期面临供应增加，需求进入季节性旺季的情况，猪价或震荡运行。**

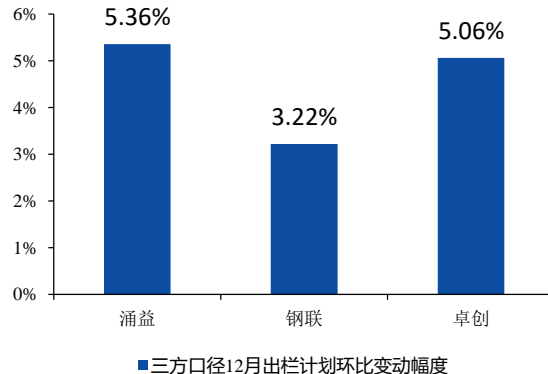
图：全国屠宰企业平均开工率



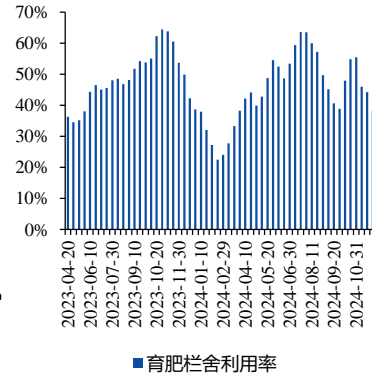
图：农业农村部定点屠企宰量（万头）



图：三方口径12月出栏计划环比增幅



图：二次育肥栏舍利用率



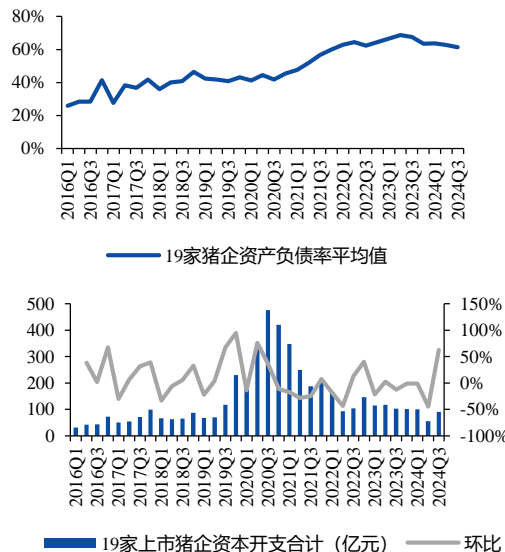
# 1.3 猪价研判：25年优质猪企盈利仍具韧性

➤ **产能回补缓慢，25年优质猪企盈利有望持续。**梳理本轮周期各口径能繁，我们发现第三方样本能繁回升幅度较大（第三方公司样本多集中在规模场），但从最大的全国样本点来看，增幅仅有2.2%，体现出行业整体增产缓慢、补栏主力在集团场。从集团场市场资金状况来看，本轮周期自2024年5月起养殖全面盈利，但由于前期亏损时间较长，资金情况依然紧张，上市公司2024Q3负债率虽边际改善但仍处于近10年的历史高位。企业扩产意愿下降，盈利后首要目标为“降负债、稳经营”。目前行业整体资本开支已回归到非洲猪瘟超级周期前的理性水平，19家上市猪企2024Q3资本开支总计90.44亿元，同比-12.33亿元，处于2020年以来的较低水平。2024年5月起全国能繁母猪存栏回升，对应明年生猪供给增多，2025年猪价中枢预计下移，但由于产能回补缓慢，猪价跌幅或有限，低成本猪企盈利有望持续。

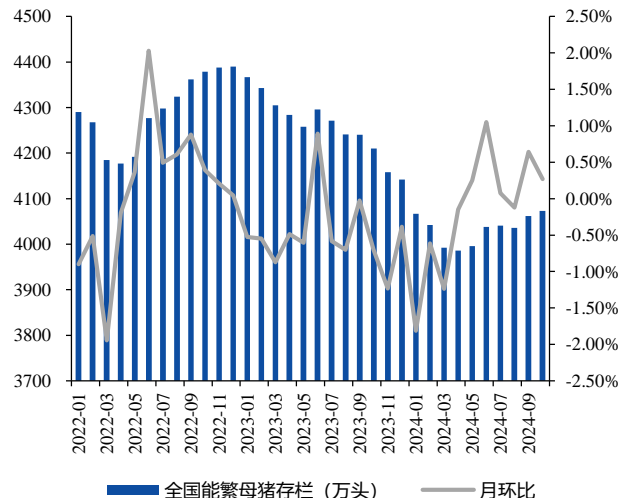
表：四大口径能繁月度环比变动

	官方 (全国口径)	样本口径		
		涌益	钢联	卓创资讯
本轮能繁 累计回升	2.18%	7.86%	4.16%	13.61%
本轮能繁 累计去化	-9.20%	-11.73%	-11.73%	-7.25%
2024-10	0.27%	0.56%	0.39%	0.96%
2024-09	0.64%	0.60%	0.53%	-0.18%
2024-08	-0.12%	0.52%	0.32%	0.82%
2024-07	0.07%	1.96%	1.11%	2.38%
2024-06	1.05%	0.61%	0.37%	3.39%
2024-05	0.25%	0.73%	0.43%	0.71%
2024-04	-0.15%	0.96%	0.94%	3.60%
2024-03	-1.24%	1.57%	0.22%	1.25%
2024-02	-0.61%	0.28%	-0.28%	-0.10%
2024-01	-1.81%	-0.76%	-0.56%	-0.90%

图：19家上市猪企资产负债率均值、资本开支合计（亿元）



图：全国能繁母猪存栏



## 1.4 关注三条投资主线，聚焦“低成本、高成长、基本面改善”标的

- **当前行业呈现“行业盈利中枢下移、周期短期波动加剧、竞争格局趋于稳定”的特点，生猪养殖板块建议关注3类投资机会：**
  - **低成本享超额收益的龙头企业：**在长期周期盈利中枢下移背景下，具备低成本优势的优质龙头仍有望获得可观的超额利润，资本开支收窄背景下，股东分红有望提升，具备长期配置价值。建议关注牧原股份（低成本优势长期领跑行业）、温氏股份（黄鸡业务稳健，生猪成本处于行业第一梯队）。
  - **高成长猪企：**由于产业对25年价格预期悲观，当下补栏速度缓慢，未来高成长性猪企数量预计减少，具备低成本优势，能够高质量扩张的企业具备较强的成长潜力。建议关注巨星农牧、神农集团、华统股份、京基智农、新五丰。
  - **重组预期、经营状况持续改善的企业。**建议关注正邦科技（重整计划执行完毕，凭借股东的强大实力，饲料和生猪业务重新步入正轨）。

图：各家公司近期养殖成本水平（元/公斤）

公司	披露口径	2024-04	2024-05	2024-06	2024-07	2024-08	2024-09	2024-10
牧原股份	完全成本	14.8	14.3	14	13.8	13.7	低于13.7	13.3
温氏股份	综合成本	14.4	14.2		13.8-14	低于13.8		13.4
新希望	运营场线出栏成本		14.7	14.5		14.6	14.2	14.2
神农集团	完全成本	14.2			13.7		13.4	13.6
天康生物	完全成本		14.88		14.75	14.32	13.91	13.87
巨星农牧	完全成本			14以内	14以内			14以内
京基智农	完全成本	14.6		14.5	14.4		14.59	
立华股份	完全成本	14.8			14.6			

图：上市猪企出栏情况（万头）

公司	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	24年出栏增速	25年出栏增速
牧原股份	4026.3	6120.1	6381.6	6600-7200		8.1%	
温氏股份	1321.7	1790.9	2626.2	3000-3300		19.9%	
新希望	997.8	1461.4	1768.2	1500		-15.2%	
巨星农牧	87.1	153.0	267.4				
新五丰	39.0	178.7	311.5				
神农集团	65.4	92.9	152.0	220-230	320-350	48.0%	48.89%
华统股份	13.7	120.5	230.3				
天康生物	160.3	202.7	281.6	300		6.5%	
京基智农	13.2	126.4	184.5		300		
唐人神	154.2	215.8	371.3				
立华股份	41.3	56.4	85.5	120		40.3%	
东瑞股份	36.8	52.0	62.5	80-100	150-160	44.1%	72.22%

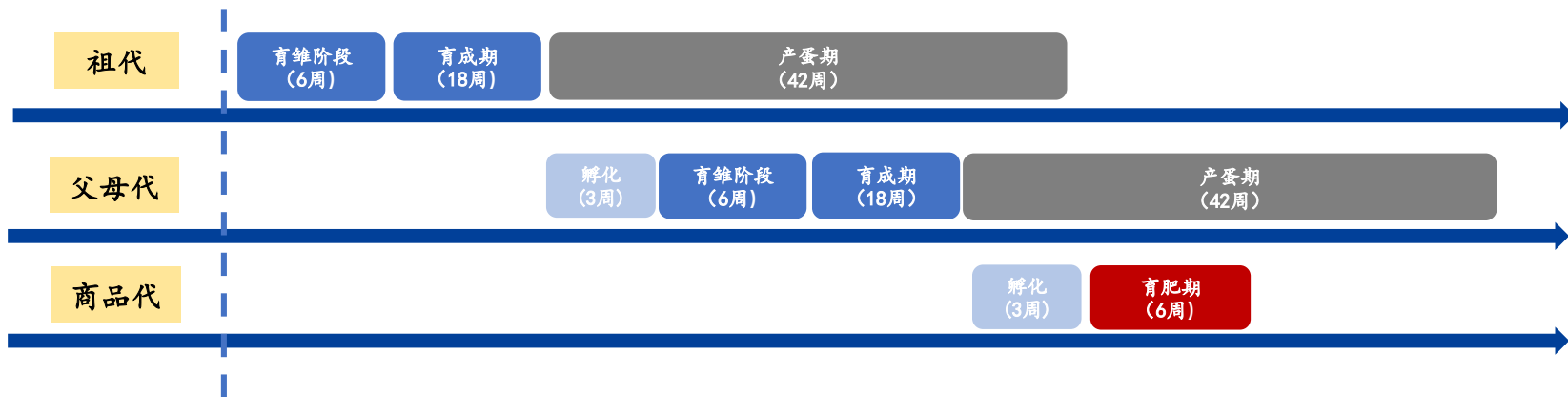
## 02白鸡行业：

海外引种再次受限，上游景气周期有望延长

# 核心逻辑：由引种断档引发，逐步向下游各节点形成产能/价格传导

- **白羽鸡产业链传导：涵盖三个代际，跨度最短需14个月。第一代是祖代种鸡**，按照设计的品种间进行杂交、产蛋，用于孵化繁育父母代种鸡，长期依赖海外引种。**第二代是父母代种鸡**：按照设计的品系间进行杂交，产蛋，用于孵化繁育商品鸡的种鸡。**第三代是商品代肉鸡**：是指经屠宰提供鸡肉的商品鸡。目前世界范围内的原种鸡种源主要控制于国外少数几家育种公司手中，我国养殖企业在祖代肉种鸡引种方面对国外供应商存在依赖。按白羽肉鸡生长周期推算，从引进祖代种鸡雏开始到商品代肉鸡出栏，最短需要60周（14个月）左右的时间。
- **本轮白鸡周期由2022年海外禽流感引发的引种断档开始，逐渐向下游各节点形成产能/价格传导。**“航班限制+禽流感”疫情影响下，2022年祖代更新量同比下滑近25%。从祖代来讲，22年5月至今海外引种持续受限，国内自繁品种推广一定程度上弥补了缺口，2023-2024年祖代总更新量增长，但或存在由于品种结构变化/多次换羽等引发的效率下降问题。从父母代来讲，22年5月祖代引种受阻，已在23H2传导至在产父母代存栏大幅下降（较23H2最高点去化12%），24年整体有所回升。从商品代来讲，商品代的减量在24H1已有所体现，24Q3供给环比增幅有限。

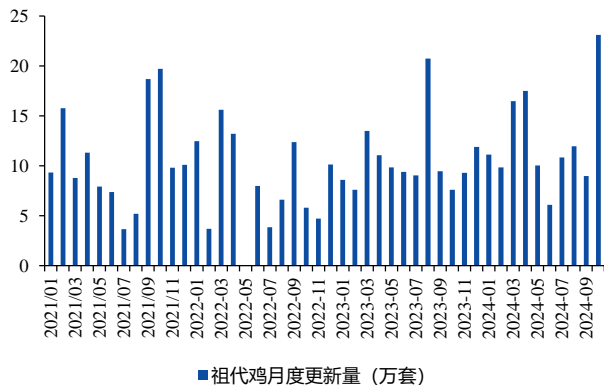
图：白羽肉鸡产业链传导



## 2.1 海外禽流感疫情再现，祖代引种受限加剧

- **22年祖代更新量大幅下滑，23年至今美国维持“仅一州可引种”状态。**受美国禽流感和航班熔断影响，2022年祖代引种大幅减少，2022年全国祖代更新96.34万套，同比-24.51%。2023年1-10月阿拉巴马州为美国唯一供种州，11月阿拉巴马州商业场因暴发禽流感疫情而封关，12月开放俄克拉荷马州，2023年白羽鸡祖代总体更新量127.99万套，其中海外引种量41万套。从品种结构上来看，2023年祖代更新量中AA/罗斯、利丰合计占29.79%，国产品种合计42.06%。与2022年1-10月相比，2023年国产品种占比增长15.20pct。2024年海外引种量有所恢复，2024年1-10月我国祖代更新量125.85万套，其中进口56.39万套。
- **24年美国俄克拉荷马州、新西兰再现禽流感疫情，引种受限加剧。**根据USDA，2024年11月29日、12月3日，美国田纳西州、俄克拉荷马州商业场相继暴发禽流感疫情。根据钢联数据，12月2日，新西兰一家养鸡场检测发现高致病性禽流感，目前我国对新西兰禽类及相关产品的进口已经停止。自2023年起，美国俄克拉荷马州、新西兰为我国白鸡海外重要引种来源，引进品种分别为安伟捷、科宝。此次美国、新西兰商业养殖场相继暴发禽流感疫情，我国白鸡祖代种鸡海外引种受限加剧。

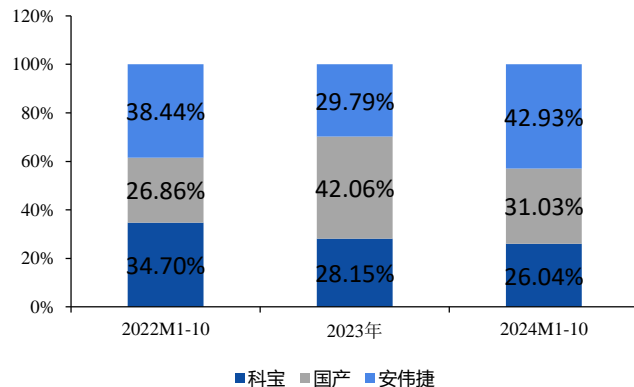
图：白鸡祖代月度更新量（协会）



表：美国各引种州商业场禽流感发生日期

美国州名	最近一次商业场禽流感发生日期
Oklahoma	2024/12/3
Tennessee	2024/11/29
Alabama	2023/11/2
Mississippi	2023/2/7
Tennessee	2023/1/20

图：祖代更新各品种占比（钢联）

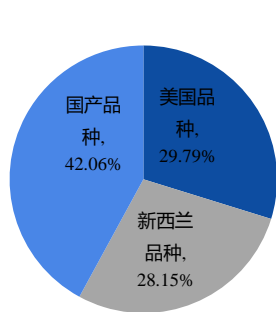




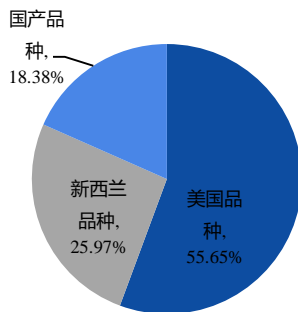
## 2.2 去化逐级传导，供给减量已有体现——父母代结构性缺口

- **父母代：进口优质父母代供给偏紧，结构性缺口驱动父母代价格景气上行。**
- **价格：**今年以来父母代鸡苗价格整体呈现上涨趋势，主要系进口品种父母代鸡苗供给偏紧以及种禽场盈利后补栏积极性提升。23年祖代更新量中美品种占30%、新西兰品种占28%、国产品种占42%。反观24年父母代鸡苗销量占比，24年1-10月美国品种占比56%、新西兰品种占比26%、国产品种占比18%。祖代与父母代结构差异较大，体现出市场对于进口品种父母代鸡苗的需求量较高，进口品种引领行业价格站上高位。此外，商品代鸡苗价格较为坚挺，加之饲料价格下降导致养殖成本降低，父母代种禽场盈利，补栏积极性随之提高，这也推动了父母代鸡苗价格的上涨。根据中国畜牧业协会数据，2024年11月17日当周行业平均父母代鸡苗均价54.91元/套，较年初39.11元/套上涨明显。
- **价差：**因引种仍受限，进口品种父母代鸡苗供给偏紧，2024年10月受市场认可度高的“AA和罗斯”品种报价在75-80元/套，利丰报价70元/套，科宝报价60元/套。而国产品种由于仍在推广期、且性能与进口品种存在一定差异，其报价在25-35元/套左右。

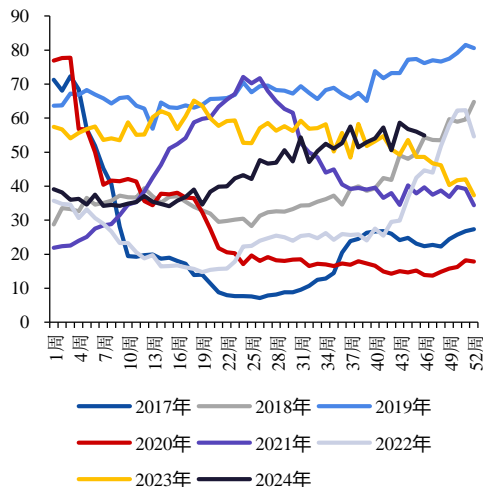
图：2023年白鸡祖代更新品种占比



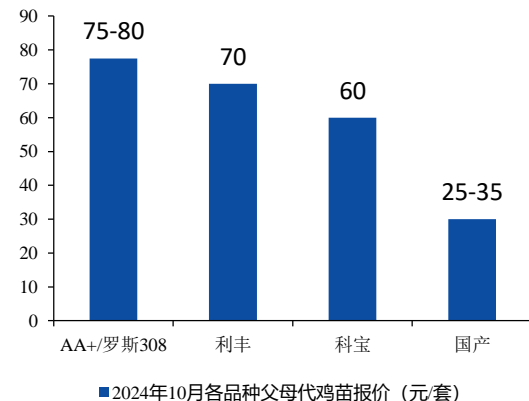
图：2024M1-10白鸡父母代鸡苗销售占比



图：行业平均父母代鸡苗价格（元/套）



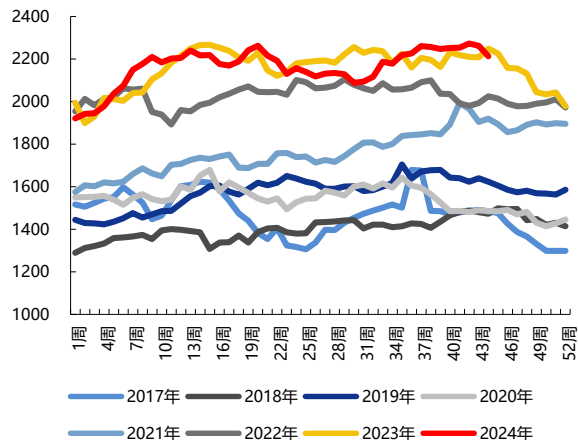
图：各品种父母代鸡苗报价（元/套）



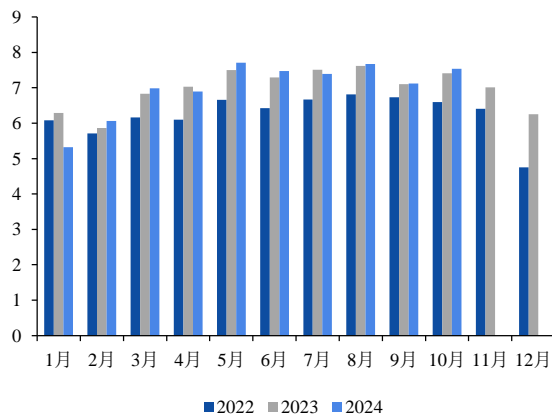
## 2.2 去化逐级传导，供给减量已有体现——商品代供给减量有所体现

- **2024年商品代供给减量已有所体现。**23年11月至24年初在产父母代存栏大幅下降。根据在产父母代到商品代苗传导周期（1个月左右），商品代鸡苗在24Q1减量，鸡苗价格24年1-2月快速上涨。3月-6月随苗量逐步恢复，苗价有所回调，但在毛鸡价格低迷的情况下，鸡苗价格仍高于23年全年均价，反映出鸡苗供需缺口的存在。从样本企业验证，益生股份24H1鸡苗销量2.77亿羽，同比-15.55%。从更大规模样本来看，钢联32家样本企业24H1鸡苗出苗量合计12.76亿羽，同比-0.77%，协会推算全国24H1鸡苗销量40.45亿羽，同比-0.87%。随在产父母代存栏回升，二三季度商品代鸡苗供给整体呈现增长趋势，协会推算24Q3全国商品代鸡苗累计销量合计22.19亿羽，季度环比+0.50%，同比-0.20%。
- **商品代鸡苗价格三季度至今超预期上涨，源于供给增幅有限+季节性补栏需求提升。**需求端，从9月份至春节前可出栏“三批鸡”，养殖端存在季节性的补栏需求。供给端，协会推算全国鸡苗销量24Q3环比Q2仅增0.5%，或种鸡质量问题影响鸡苗供给。供紧需宽，三季度在下游毛鸡价格低位震荡时，鸡苗价格持续攀升，从7月5日的1.88元/羽上涨至11月22日的4.47元/羽，涨幅达138%。

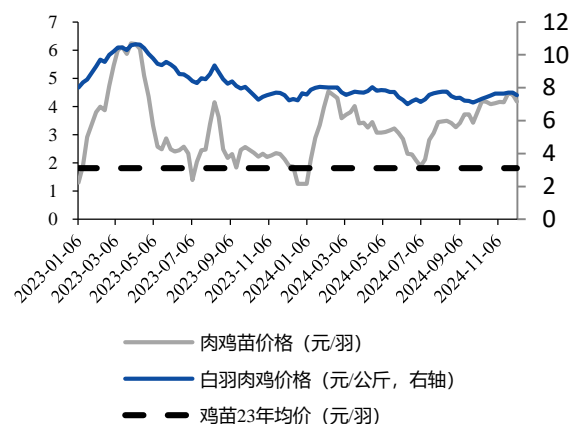
图：全国部分在产父母代存栏（万套，协会）



图：全国商品代鸡苗销量（亿羽，协会）



图：白羽肉鸡及鸡苗价格走势

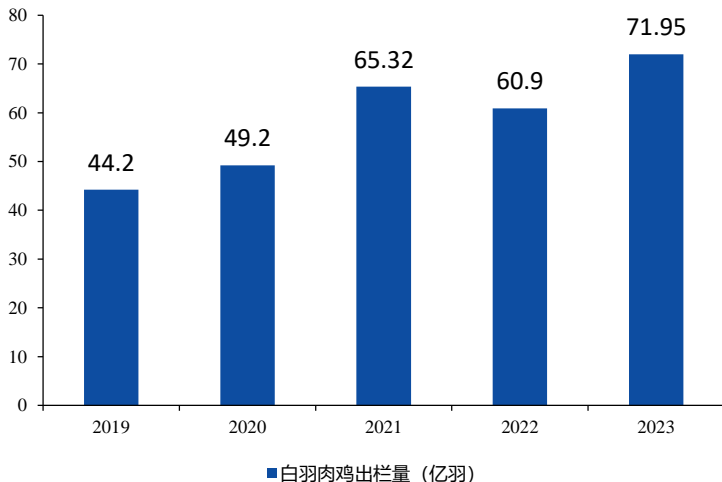


## 2.3 白鸡消费总量持续扩容，消费占比有所提升

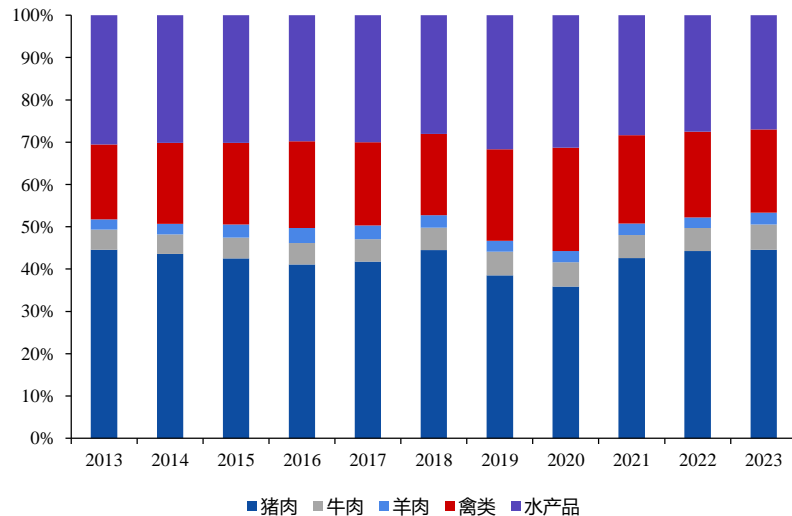
### ➤ 白羽肉鸡消费总量扩容，消费占比提升。

- 白羽肉鸡节粮节地优势突出，是最具性价比的蛋白质源。与猪肉、牛肉和羊肉相比，鸡肉具有较大的成本优势，有望对其他肉类形成替代。同时鸡肉具有“一高三低”的营养特点，符合健康的饮食理念，随着健康的消费理念日渐深入人心，鸡肉消费逐渐增长，养殖屠宰产能持续扩充。根据卓创资讯，2023年我国白鸡出栏量达71.95亿羽，同比+18%，较2019年+63%。从消费结构上来看，2013年至2023年，我国城镇居民人均主要肉类消费量中禽肉的比重由17.69%增至19.64%。

图：白羽肉鸡出栏量（亿羽）



图：禽肉消费占比整体提升



## 2.4 上游景气周期有望延长，下游关注需求复苏力度

### ➤ 投资建议：

- **1) 父母代：**当前美国唯一引种州发生禽流感，海外引种再次受限，进口优质父母代供给直接受影响，预计短期内父母代价格维持高位，上游景气周期有望延长，后续需关注引种受限持续性。
- **2) 商品代：**24年祖代更新量增长，2025年商品代鸡苗供给预计增多，全年供给或较为宽松。2024年下半年央行提出多项重磅政策，支持经济稳增长，随着社会消费整体稳步回升，餐饮消费需求有望增长，对肉类食品的消费场景也将增多，若消费回升力度较大，有望支撑毛鸡价格回暖。
- 建议关注益生股份（白羽种禽龙头，有望持续受益上游红利），圣农发展（全产业链布局，种源自主可控，国产替代有望加速）。

表：白鸡行业上市公司的产业链布局范围

公司	祖代种鸡	父母代鸡苗	商品代鸡苗	商品代毛鸡	生食分割品	熟食加工品
益生股份	√	√	√			
民和股份		√	√	√	√	√
圣农发展	√	√	√	√	√	√
仙坛股份		√	√	√	√	√
禾丰股份		√	√	√	√	√
益客食品		√	√	√	√	√
春雪食品			√	√	√	√

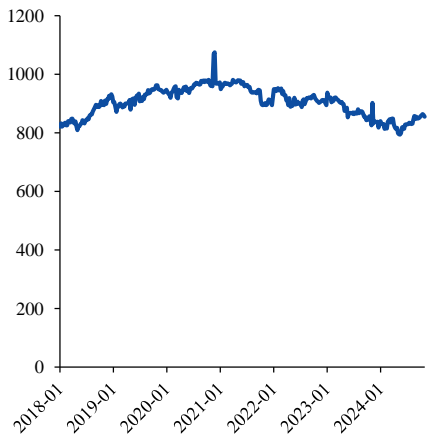
## 03黄鸡行业：

产能处于低位，关注需求复苏情况

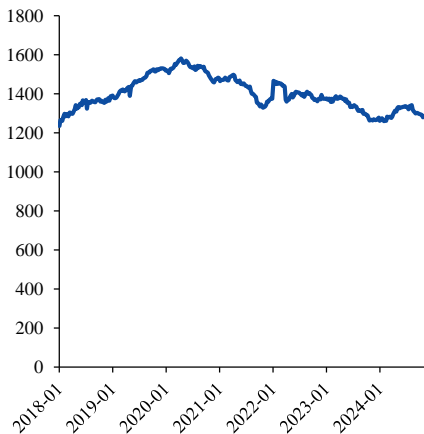
## 3.1 产能去化较为充分，处于历史底部位置

- **在产父母代存栏处于2019年以来底部。**2018-2019年在非洲猪瘟影响下，生猪供应量下降，禽肉对猪肉的替代性效应显现，黄羽肉鸡行业景气度大幅提升。高额盈利驱动下，行业产能扩张，祖代、父母代存栏持续增长，肉鸡供给增加。2020年2月新冠疫情暴发，活禽销售市场大量关闭，黄羽鸡消费不振，叠加产能过剩，鸡价高位回落。2021年生猪产能恢复，猪价进入下行通道，进一步抑制禽肉对猪肉的替代效应，2020-2021年黄羽鸡价格低位震荡，养殖处于亏损或微利状态，行业产能去化显著。截至2024年11月3日，行业在产父母代存栏1,287万套，处于2019年以来底部。

图：全国部分后备父母代肉种鸡存栏量 (万套)



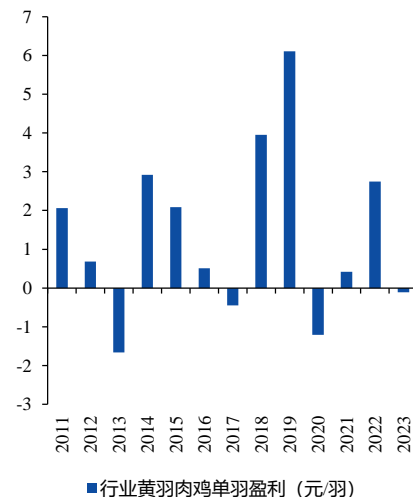
图：全国部分在产父母代肉种鸡存栏量 (万套)



图：黄鸡价格



图：行业黄羽肉鸡单羽盈利



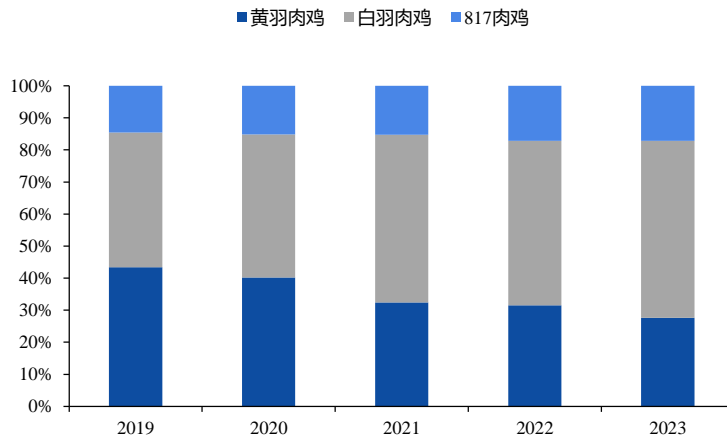
## 3.2 “小型肉鸡替代+活禽禁售” 压制需求，消费边际改善可期

- **“活禽禁售+小型肉鸡替代”，对黄鸡消费产生一定抑制。**1) 活禽禁售：2018年非洲猪瘟暴发，生猪产能大幅下滑，鸡肉替代性需求相应增长，2019年黄羽鸡出栏量增至46亿羽。2020年新冠疫情暴发，活禽禁售政策推行，黄鸡销售渠道缩减，叠加猪价高位回落抑制黄鸡替代性需求，黄羽肉鸡出栏量连续4年下滑至2023年的35.95亿羽。2) 小型肉鸡替代：由于817型肉鸡的市场价格较低，且屠宰后的胴体与黄羽肉鸡相似，因此817毛鸡能够在一定程度上替代部分快大型黄羽肉鸡。
- **随市场对冰鲜鸡接受度提高、经济环境好转，黄鸡消费有望边际改善。**黄羽鸡作为传统的肉类消费品，在中国饮食文化中占有特殊地位，部分地区黄羽鸡“现宰现杀”的消费习惯长期存在，使得黄羽鸡的活禽需求具有一定的底部支撑。未来随着消费者对生鲜鸡接受度的提高、经济大环境的好转，整体消费需求有望边际改善。

图：2018-2023年黄羽肉鸡出栏量

年份	黄羽肉鸡出栏量 (亿羽)	黄羽肉鸡行业单羽盈利 (元/羽)
2019	45.59	6.11
2020	44.32	-1.21
2021	40.42	0.42
2022	37.46	2.75
2023	35.95	-0.11

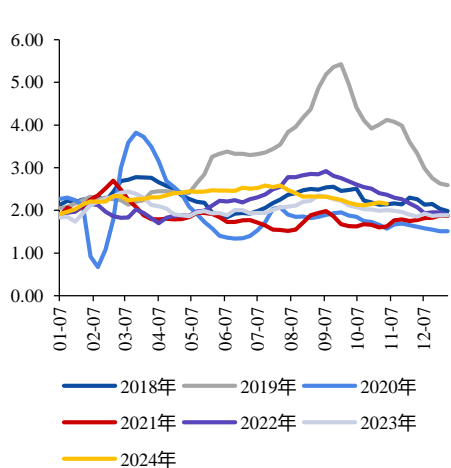
图：2019-2023年各类肉鸡出栏占比



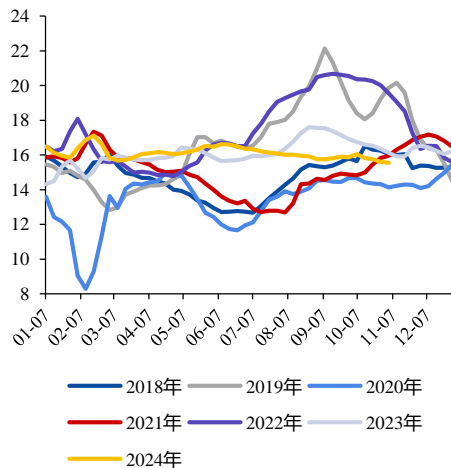
### 3.3 产能处于历史低位，关注消费端改善情况

- **黄鸡价格24H1景气提升，24Q3旺季不旺。1) 24H1:** 供给端，协会数据统计显示，24年上半年黄羽肉鸡商品代鸡苗销量同比-9.5%，对应毛鸡供应减少。需求端，5月以来，五一假期等因素对市场需求有所提振，叠加猪价上行鸡肉替代性需求提升，黄鸡消费有所回暖。供给减量+猪价上涨催化，黄鸡价格景气提升，2024H1商品代肉鸡均价16.26元/公斤，同比+3.9%。**2) 24Q3:** 24年上半年商品代鸡苗价格整体上行，上游补栏积极性提升，3-6月在产父母代存栏回升，导致24Q3商品代毛鸡供给增多。三季度本应是黄鸡消费旺季，但由于高温及多雨等天气影响农贸消费，终端走货不佳。供需需紧，黄鸡价格回落，根据协会数据，24Q3黄羽肉鸡均价15.98元/公斤，季度环比-2.0%。
- **投资建议:** 行业在产父母代存栏处于2019年以来底部，产能去化较为充分，关注消费端改善情况。头部企业养殖水平优异，成本稳中有降，有望持续实现盈利，建议关注立华股份（黄鸡成本管控优秀，盈利能力领先）、温氏股份（黄羽肉鸡养殖龙头，市占率稳步提升，养殖成本持续优化）。

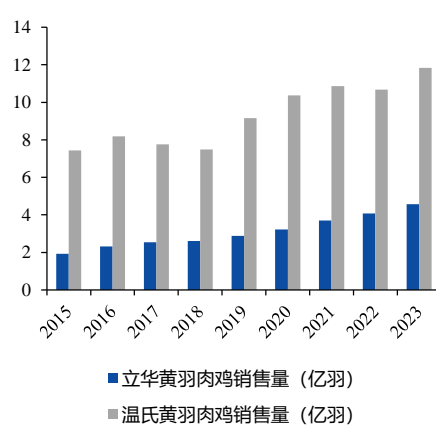
图：全国商品代雏鸡价格走势（元/羽）



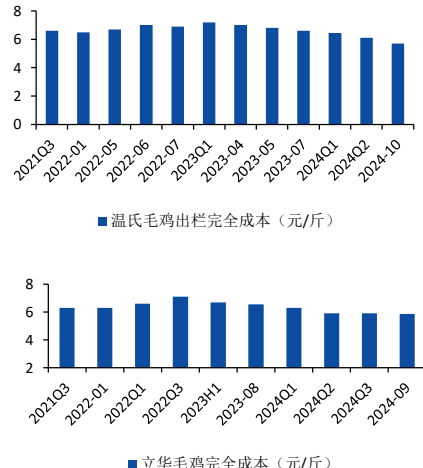
图：全国商品代毛鸡价格走势（元/公斤）



图：温氏、立华黄鸡出栏量



图：温氏、立华黄鸡养殖成本





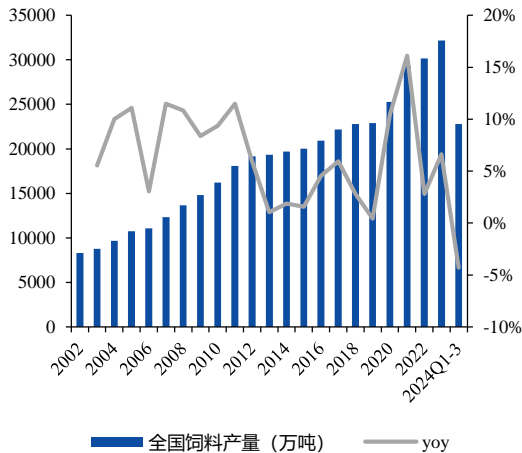
## 04饲料行业：

生猪存栏回升&水产行情回暖，饲料需求有望恢复

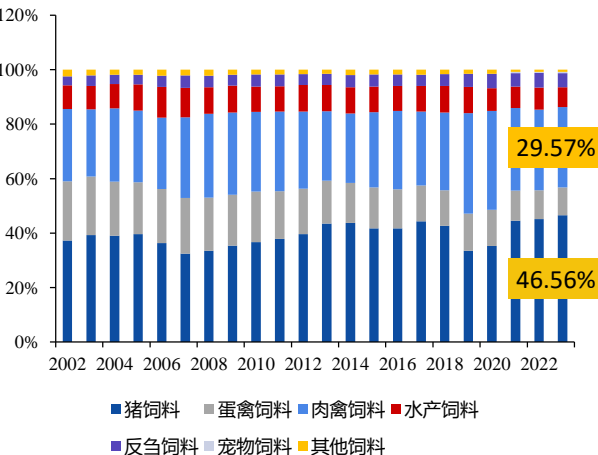
## 4.1 饲料产量高位回落，猪料、水产料下滑较明显

- **2024年前三季度饲料产量高位回落。**受生猪产能回调和畜禽产品消费不及预期等因素影响，饲料行业产量同比下降。2024年前三季度，全国工业饲料总产量22787万吨，同比下降4.3%。分品种来看，2024年前三季度生猪、蛋禽、水产、反刍饲料产量均出现下降，分别同比-6.8%/-5.9%/-2.8%/-11.4%。分品种来看，**1) 猪料：**前期产能去化传导，截至2024Q3，全国生猪存栏量4.27亿头，同比-3.47%，猪饲料需求下降，2024前三季度猪饲料产量1.02亿吨，同比-6.8%。**2) 肉禽：**肉禽产能居于高位，饲料需求小幅增长，2024前三季度肉禽饲料产量7053万吨，同比+0.50%。**3) 水产料：**水产养殖经过较长时间亏损周期，产能有不同程度去化，草鱼、罗非、生鱼、加州鲈等存塘减少，饲料需求同比下降，2024前三季度水产饲料产量1859万吨，同比-2.80%。

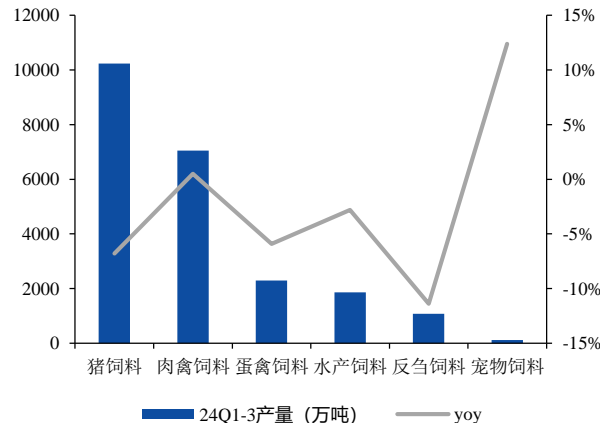
图：全国饲料产量变动趋势



图：全国饲料产量分品种构成



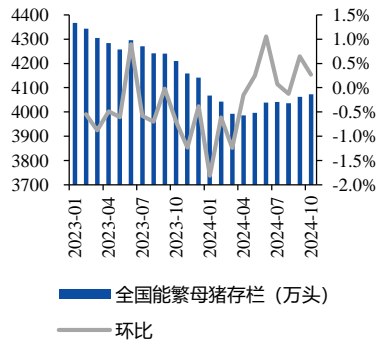
图：分品类饲料产量变动趋势



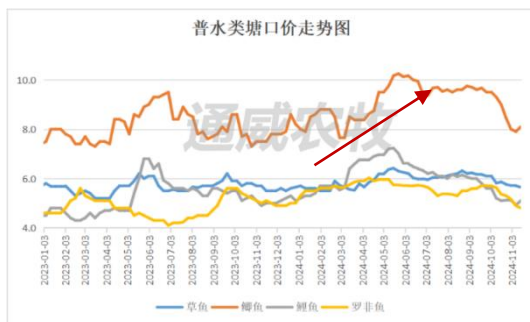
## 4.2 生猪存栏回升&水产行情回暖，饲料需求有望回暖

- 看好生猪存栏回升&水产行情回暖下，饲料需求恢复。
  - 1) 猪料：截至2024Q3，全国生猪存栏量4.27亿头，环比Q2+2.80%。2024年5月起全国能繁母猪存栏逐步回升，截至2024年10月全国能繁母猪存栏已累计回升2.18%，未来全国生猪存栏有望延续增长趋势，猪料需求有望持续修复。
  - 2) 肉禽料：对白羽肉鸡来说，当前在产父母代存栏处于历史中高位水平，2025年商品代供给预计宽松。对黄羽肉鸡来说，当前行业产能处于历史低位。整体来看未来肉禽饲料需求或稳中有增。
  - 3) 水产料：受2022-2023年水产行情长期低迷和极端天气影响，行业存塘量下降，支撑2024年春节后水产品价格逐渐回暖，2024年下半年水产价格稳中走弱主要系新鱼出塘，供给增多所致。整体来看，2024年多种水产价格中枢有所上移，叠加鱼粉、豆粕价格下跌带动饲料成本下降，行业养殖利润有所恢复，支撑后续投苗积极性，水产饲料需求或稳中有增。此外，水产品中特种鱼消费渠道受餐饮景气度影响较大，随消费复苏，餐饮消费需求有望增长，有望进一步提振水产品价格，利好水产料需求修复。
- 投资建议：建议关注海大集团（25年猪料、水产料行业景气或修复，公司饲料布局海外，有望继续贡献业绩增量）。

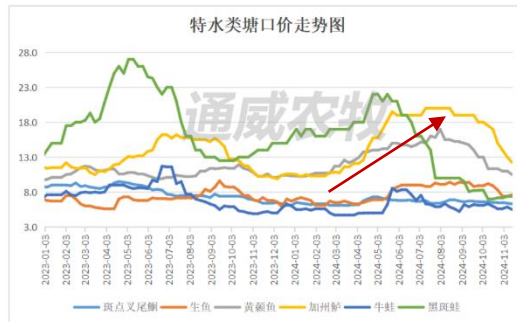
图：全国能繁母猪存栏



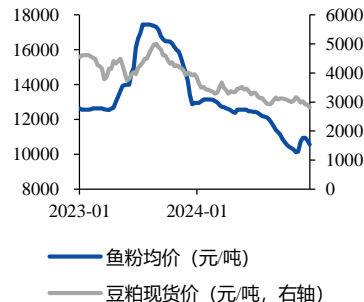
图：普水鱼塘口价走势 (元/斤)



图：特水鱼塘口价走势 (元/斤)



图：鱼粉、豆粕价格走势



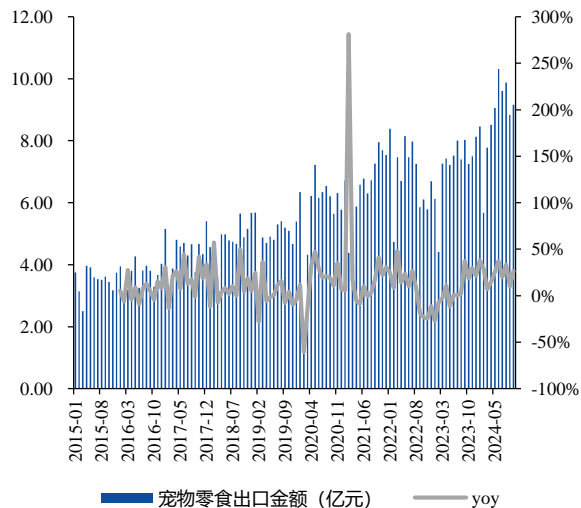
## 05宠物行业：

海外业务重回稳健增长，国内市场有望快速发展

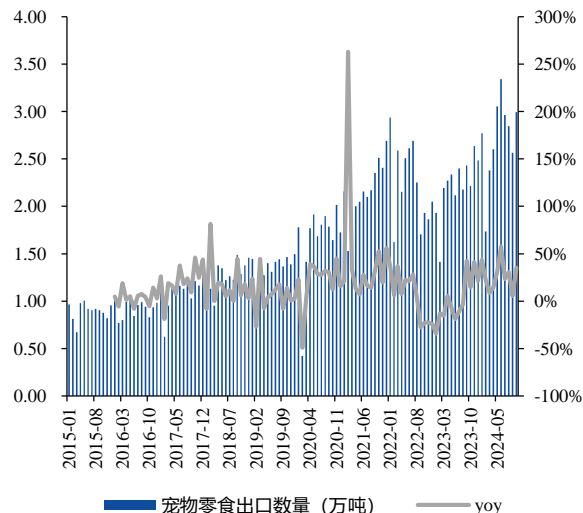
## 5.1 海外：去库存结束，国内出口重回增长

- **海外客户库存陆续消化完成，国内出口业务重回增长。**海外客户去库存陆续结束，2024年1-10月我国宠物食品出口量27.25万吨，同比+26.86%，出口金额87.26亿元，同比+23.54%。其中10月我国宠物食品出口量2.99万吨，环比+16.75%，出口金额9.16亿元，环比+3.77%。从上市公司业绩表现来看，2024H1中宠股份、佩蒂股份、天元宠物、源飞宠物分别实现境外收入13.39、6.88、5.55、4.71亿元，同比+15.99%、+87.79%、+6.53%、+16.87%。

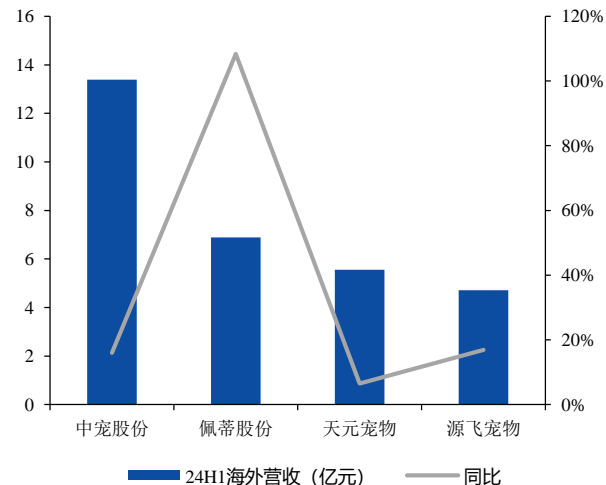
图：中国宠物食品出口金额及同比变动



图：中国宠物食品出口数量及同比变动



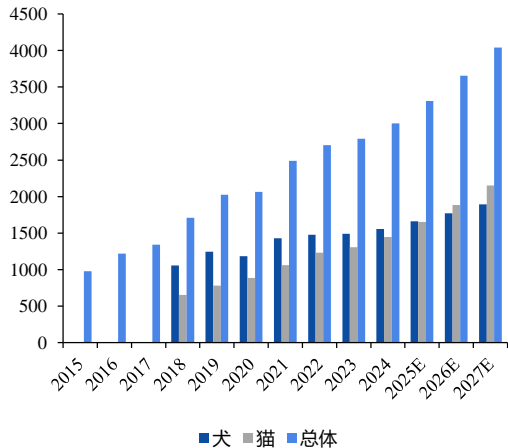
图：2024H1部分宠物公司海外业务营收及同比变动



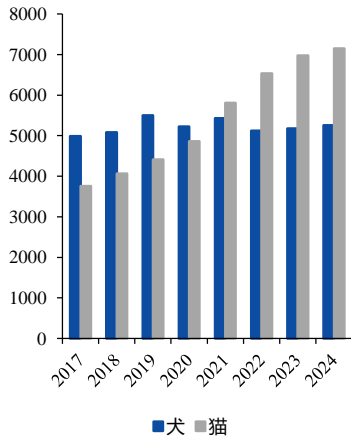
## 5.2 国内：景气向上，市场规模破3000亿元

- **宠物：消费规模破3000亿。**根据《2025年中国宠物行业白皮书》（转引自“中国兽医协会”公众号），2024年我国城镇（犬+猫）消费市场规模增长7.5%，达到3002亿元。其中，犬消费市场规模达到1557亿元，同比增长4.6%；猫消费市场规模达到1445亿元，同比增长10.7%。2024年宠物数量为12411万只，同比+2.1%。其中，宠物犬数量为5258万只，同比+1.6%，宠物猫数量为7153万只，同比+2.5%。
- 从消费结构来看，宠物食品仍为宠物消费的主要组成部分，2024年宠物食品占比52.8%（宠物主粮35.7%、宠物零食13.5%、宠物营养品3.6%），同比+0.5pct，宠物用品占比12.4%，同比-0.1pct。
- 从人均消费来看，宠主年均消费金额继续提升，2024年单只宠物犬年均消费2961元，同比+3.0%。单只宠物猫年均消费2020元，同比+4.9%。

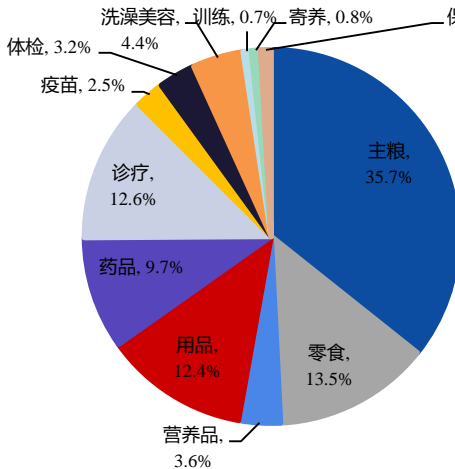
图：中国宠物市场消费规模（亿元）



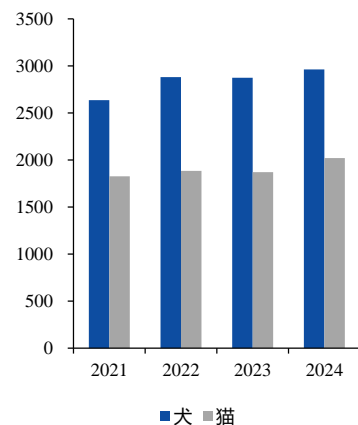
图：中国宠物犬、猫数量（万只）



图：2024年中国宠物市场结构



图：中国宠物单只消费金额（元）



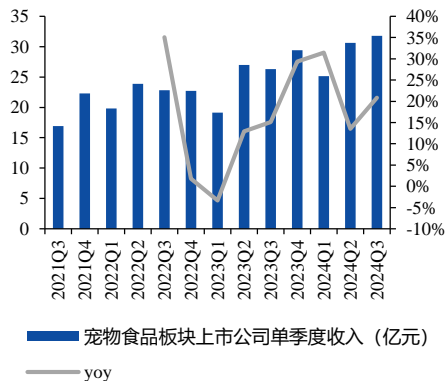
## 5.3 自有品牌快速成长，上市公司业绩亮眼

- 国产品牌快速成长，24年双十一表现突出。**根据《2025年中国宠物行业白皮书》（转引自“中国兽医协会”公众号），2024年32.9%/34.8%的犬/猫主人只购买中国品牌，占比同比+5.8pct/+6.5pct，宠主对中国品牌的偏好度大幅上升，国产品牌在24年双十一表现较为突出。根据宠业家数据，2024年天猫双十一全周期品牌销售榜中前十品牌分别是麦富迪、鲜朗、蓝氏、弗列加特、诚实一口、皇家、百利、网易严选、渴望、爱肯拿，其中前五均为国产品牌，麦富迪连续数年排行第一。外资品牌排名有所下滑，2024年双十一皇家、渴望排名分别下滑4、1名至第6名、第9名。
- 上市公司2024年前三季度业绩表现亮眼。**海外业务重回正轨，叠加国内业务快速增长，2024年前三季度宠物食品板块业绩超预期。同时原材料鸡肉、鸭肉价格处于低位，成本端压力较小，美元兑人民币汇率上行亦增厚利润表现。2024Q3，中宠股份、佩蒂股份、路斯股份、乖宝宠物四家宠物食品上市公司合计实现营业收入31.78亿元，同比/环比+21%/+4%，实现归母净利润3.83亿元，同比/环比+79%/+18%，销售净利率均值12.07%，同比/环比+4pct/+1pct。
- 投资建议：**宠物食品海外客户订单已恢复正常，未来海外出口有望稳步增长，国内自有品牌加速成长，海内外增量值得期待。建议关注乖宝宠物、佩蒂股份、中宠股份等。

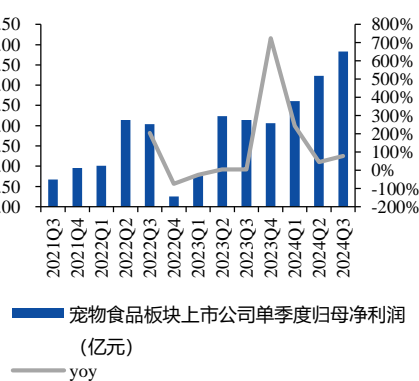
图：天猫双十一品牌销售榜  
(蓝色为国产品牌)

2022年	2023年	2024年
麦富迪	麦富迪	麦富迪
皇家	皇家	鲜朗
渴望	蓝氏	蓝氏
网易严选	网易严选	弗列加特
卫仕	诚实一口	诚实一口
爱肯拿	鲜朗	皇家
PIDAN	百利	百利
百利	渴望	网易严选
ZIWI	伯纳天纯	渴望
阿飞和巴弟	卫仕	爱肯拿

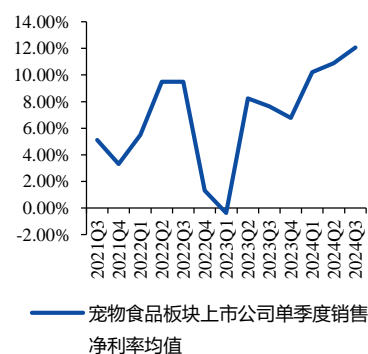
图：宠物食品上市公司单  
季度营业收入合计



图：宠物食品上市公司  
单季度归母净利润合计



图：宠物食品上市公司单季  
度销售净利率均值



# 06风险提示



- **动物疫病发生风险：**动物养殖过程中发生的疫病，例如非洲猪瘟、蓝耳病、猪瘟、禽流感等，疾病传播将导致动物的死亡，直接导致产量降低；另一方面疫病的暴发会使得消费者购买意愿下降，导致消费市场萎缩，对产品销售产生不利影响。
- **大宗商品价格波动风险：**动物饲料原材料包括玉米、豆粕等大宗商品，而大宗商品价格易受极端天气、地缘政治等因素影响，若原材料价格大幅上涨，养殖成本随之上行，一定程度上影响行业盈利水平。
- **自然灾害风险：**自然灾害、极端天气等会对公司养殖场等建筑设施造成破坏，对行业生产经营造成不利影响。
- **国产品牌推广不及预期：**随着宠物食品市场规模的扩张，越来越多国内厂商以自有品牌加入国内市场竞争，相关公司将面临严峻的市场竞争格局，若不能加快技术创新、优化生产工艺，相关国产品牌推广或有不及预期的风险。
- **消费复苏不及预期：**若宏观经济和消费复苏不及预期，可能对相关行业需求造成不利影响。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体建议关注意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

**在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。**

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在20%以上
	持有	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于10%与20%之间
	中性	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来6个月内，行业整体回报高于市场基准指数5%以上
	跟随大市	未来6个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与5%之间
	弱于大市	未来6个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的6~12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

诚信专业 发现价值

## 联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路1436号陆家嘴滨江中心MT座20楼

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn

