



农林牧渔行业：把握消费与成长，关注周期景气变化

——农林牧渔行业 2025 年投资展望

2024 年 12 月 31 日

看好/维持

农林牧渔

行业报告

分析师

程诗月 电话：010-66555458 邮箱：chengsy_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480519050006

投资摘要：

展望 2025 年农业投资，我们建议关注以下四条投资主线：

主线一：生猪养殖产业链建议关注头部企业价值提升。生猪：表现分化，成本为王。我们预计 25 年生猪供给增量但速度缓慢，需求端在消费鼓励政策的提振下存在改善预期，预计 25 年生猪均价相比 24 年下行，但仍维持在合理盈利区间，预计生猪均价 15-16 元/公斤。非洲猪瘟后，生猪养殖结构出现变化，表现为规模化程度快速提升和短期养户增多，受此影响行业产能窄幅波动，对应生猪供需矛盾减弱，在养殖正常出栏的情况下，猪价波动幅度收窄。我们认为，成本是猪企能否实现行业超额收益和长期成长的核心要素，并且成本因素在周期下行期的重要性尤为突出。在未来几年，猪企表现将有明显分化，具备成本优势的企业有望维持温和扩张，而落后产能将进一步淘汰。板块估值经过前期回调，处于低位具备安全性，25 年板块和头部企业估值有望修复，成本优势明显的头部企业具备长期投资价值，重点推荐头部猪企牧原股份，其他相关标的温氏股份、神农股份、天康生物等也有望受益。

养殖后周期：竞争激烈，关注头部。动保、饲料作为生猪产业链的后周期板块，需求量有望随存栏上行逐步改善，盈利能力则表现分化，饲料成本压力趋缓，而动保价格竞争激烈，具备研发能力的优质企业有望破局。

生猪产业链在 2025 年挑战与机遇并存，头部企业有望持续巩固提升行业市占率，推荐关注头部企业价值提升。

主线二：关注消费改善预期，禽&水产弹性高。随着 25 年提振消费的政策陆续落地，我们认为肉品存在消费改善预期，特别是家庭外的肉品消费有望随餐饮消费改善逐步复苏。禽和水产对于消费改善的弹性较大，建议关注家禽养殖和水产饲料。

家禽养殖：白羽肉鸡海外引种因禽流感疫情再添变数，25Q1 海外引种或大幅减少，国鸡品种再赢发展机遇。22 年引种缺口仍然给行业种鸡供给带来结构性短缺，冬季“鸭疫”或带来产能优化，商品代鸡苗价格有望保持景气。毛鸡和鸡肉价格受国内消费复苏的弹性较大，海外市场拓展有望带来需求新增量，25 年有望迎来筑底反弹，建议持续关注白羽肉鸡产业链。**黄鸡**经历产能出清，在产能处于相对低位，供给端仍有支撑，预计饲料成本维持低位运行，黄鸡盈利有望维持景气。

水产料：24 年部分水产品价格回暖，鱼粉价格高位回落，养殖盈利改善，叠加消费小幅改善预期，25 年旺季水产品投苗量有望增长。激烈行业竞争中，具备配方研发能力和成本控制能力的头部饲料企业竞争力有望持续提升国内市占率，并在海外市场中复制成功经验，攫取新的收益，建议关注海大集团。

主线三：关注中美贸易摩擦反制，种植&种业迎利好。中美贸易再现关税争端，2025 年农产品或作为重要的关税反制手段再次引起市场关注，关税变化会对部分农产品价格产生影响，粮食安全战略的重要性再次提升。转基因种子 2024 年进入产业化示范阶段，允许种植的省份扩大至 8 个，种植面积约 1000 万亩，24 年转基因玉米制种面积约 20 万亩，预计 25 年产业化推广将进一步扩大，政策推动及推广进程或超市场预期。转基因商用落地将重塑种业竞争格局，优势企业有望通过内生和并购等多种模式持续扩大优势，提升行业市占率，并逐步兑现收入业绩。具体标的方面推荐关注较早布局转基因种业、技术和品种储备领先的龙头企业大北农、隆平高科。其他相关标的登海种业、荃银高科等。

主线四：宠物消费高成长，食品动保均有看点。宠物食品：宠物食品出口业务经过 18-19 年关税风波，全球化的产能布局已显著提升了抗风险能力；国内市场消费维持稳健增长，行业规模持续扩张。国货崛起趋势明显，国产品牌已逐步成为消费主流，各个国产品牌持续顺应健康化、精细化的消费趋势，把握新型主粮品类，推出符合消费需求的新产品，市占率和盈利能力有望持续提升，我们持续看好宠物食品行业的长期发展，推荐关注中宠股份、佩蒂股份，其他相关标的宠物食品龙头乖宝宠物。**宠物动保：**动保企业宠物产品矩阵逐步完善，国产宠物动保产品有望逐步实现国产替代。宠物疫苗有望给动保企业带来第二增长曲线，推荐关注宠物产品布局领先的企业普莱柯、生物股份、科前生物等。

风险提示：畜禽产品价格波动风险，产能去化不及预期，动物疫病风险，极端天气风险等。

目 录

1. 主线一：生猪养殖产业链建议关注头部企业价值提升	5
1.1 生猪:表现分化，成本为王	5
1.1.1 供应量缓增，养殖盈利有望维持	5
1.1.2 养殖结构变化，成本优势是核心竞争力	9
1.1.3 板块估值有望修复，优选成本领先头部企业	10
1.2 养殖后周期：竞争激烈，关注头部	12
1.2.1 畜禽动保：行业竞争激烈，研发创新是核心	12
1.2.2 畜禽饲料：畜禽料需求稳步回升，成本压力缓解	14
2. 主线二：关注消费改善预期，禽&水产弹性高	16
2.1 家禽养殖：白鸡结构性短缺，黄鸡盈利改善	16
2.1.1 白羽：禽流感疫情再添引种变数，国内外需求有望改善	16
2.1.2 黄羽：种鸡历史低位，成本下行业绩大幅改善	20
2.2 水产料：25 年投苗量恢复有望带动需求回升	21
3. 主线三：关注中美贸易摩擦反制，种植&种业迎利好	22
3.1 国际贸易风险增强，粮食安全重要性提升	22
3.2 粮食价格或有小幅反弹，传统种业竞争激烈	24
4. 主线四：宠物消费高成长，食品动保均有看点	26
4.1 宠物食品：全球化布局降低风险，持续看好国内市场国牌崛起	26
4.2 宠物动保：宠物疫苗突破海外垄断，第二增长曲线有望打开	30
5. 风险提示	32
相关报告汇总	33

插图目录

图 1：活猪月度均价走势-季节图（元/公斤）	5
图 2：养殖头均盈利（元）	5
图 3：能繁母猪存栏量（万头）及同环比（%）	6
图 4：养殖盈利情况（元/头）	6
图 5：上市猪企资产负债率（%）	6
图 6：上市猪企生产性生物资产（亿元）	7
图 7：生猪、仔猪及二元母猪价格表现（元/公斤）	7
图 8：10 家上市猪企出栏市占率	7
图 9：我国生猪养殖行业 PSY 均值（头）	7
图 10：宰后均重：白条猪肉瘦肉型（16 省市均值 单位：公斤）	8
图 11：全国猪肉年产量（万吨）	8
图 12：全国生猪定点屠宰量（单位：万头 %）	8
图 13：白毛比价	9
图 14：全国生猪屠宰开工率（%）	9

图 15: 年出栏 500 头以上的出栏占比	9
图 16: 不同规模养殖群体的养殖成本: 四川 (元/头)	9
图 17: 大宗原料价格 (元/吨) 与饲料成本 (元/头)	10
图 18: 行业成本差异 (元/头)	10
图 19: 生猪养殖指数与猪价 (元/公斤)	11
图 20: 生猪养殖指数与必选消费指数 PB 估值	11
图 21: 上市猪企出栏增速、完全成本 (元/公斤) 及资产负债率	12
图 22: 全国能繁母猪存栏 (万头 %)	12
图 23: 猪用生物制品批签发数据	12
图 24: 动保企业单季度营业收入 (亿元)	13
图 25: 动保企业单季度归母净利润 (亿元)	13
图 26: 动保企业应收账款周转率	13
图 27: 动保企业经营性现金流净额 (亿元)	13
图 28: 动保行情与猪价走势 (元/公斤)	14
图 29: 饲料原料价格高位回落 (元/公斤)	15
图 30: 饲料销售价格回调 (元/公斤)	15
图 31: 饲料产量-分品类 (万吨)	15
图 32: 饲料产量月度数据 (万吨)	15
图 33: 白羽肉鸡消费渠道	16
图 34: 水产品消费渠道	16
图 35: 全国祖代白羽肉种鸡引种更新量 (万套)	17
图 36: 2024 年 1-11 月白羽肉鸡祖代更新品种占比	17
图 37: 2024 年 1-11 月白羽肉鸡祖代更新国别占比	17
图 38: 全国祖代种鸡存栏量: 在产+后备 (万套)	18
图 39: 全国父母代鸡苗销售量 (万套)	18
图 40: 全国父母代鸡苗平均销售价格 (元/套)	18
图 41: 全国部分父母代种鸡存栏量: 在产+后备 (万套)	18
图 42: 全国部分商品代鸡苗销售量 (万只)	19
图 43: 全国部分商品代鸡苗销售价格 (元/只)	19
图 44: 白羽肉鸡和鸡肉市场价 (元/公斤)	19
图 45: 家禽产品出口数量和出口金额 (吨, 万美元)	19
图 46: 黄羽肉鸡价格 (元/公斤)	20
图 47: 集贸市场价格: 活鸡 (元/公斤)	20
图 48: 上市黄鸡企业销售价格 (元/kg)	20
图 49: 黄鸡养殖企业归母净利 (亿元)	20
图 50: 水产品价格: 普水鱼 (元/kg)	21
图 51: 水产品价格: 特水鱼 (元/公斤)	21
图 52: 现货价: 鱼粉(SD65%): 均价 (元/吨)	21
图 53: 水产料产量 (万吨) 及增速	21
图 54: 我国大豆进口依存度 (单位: 万吨)	23

图 55: 我国从美国进口大豆数量 (万吨)	23
图 56: 国际粮食价格仍维持较高位置 单位: 美分/蒲式耳	25
图 57: 国内粮食价格稳中有降 单位: 元/吨	26
图 58: 宠物食品出口数量及 YOY	27
图 59: 宠物食品出口金额及 YOY	27
图 60: 宠物食品企业盈利底部回升 (亿元)	27
图 61: 境内业务占比提升	27
图 62: 城镇宠物消费市场规模 (亿元 %)	28
图 63: 宠物 (犬猫) 消费结构变化	28
图 64: 犬主人购买主粮品类	28
图 65: 猫主人购买主粮品类	28
图 66: 宠物食品企业销售费用率 (%)	30
图 67: 宠物医疗与动保市场空间广阔 (亿元)	31
图 68: 硕腾收入结构	31
图 69: 瑞普生物收入结构	31
图 70: 国产猫三联获批及上市情况	32

表格目录

表 1: 转基因玉米性状端过审情况	23
表 2: 转基因玉米种子端过审情况	23
表 3: USDA 供需平衡表 (24/25 预测年度) 单位: 百万吨	25
表 4: 中国农产品供需平衡表 单位: 万吨	26
表 5: 宠物食品企业近期新型主粮产品布局	29
表 6: 宠物主粮行业排名变动	29

1. 主线一：生猪养殖产业链建议关注头部企业价值提升

我们认为周期高点已在 24 年 8 月出现，预计 25 年生猪供给增量但速度缓慢，需求端在消费鼓励政策的提振下存在改善预期，预计 25 年生猪均价相比 24 年下行，但仍维持在合理盈利区间，预计生猪均价 15-16 元/公斤。建议持续关注近期生猪出栏节奏和价格变化，若春节前养殖端集中出栏，则猪价可能表现出旺季不旺、淡季不淡特征，反之则需要警惕春节后猪价大幅下跌风险。

非洲猪瘟后，生猪养殖结构出现变化，表现为规模化程度快速提升和短期养户增多，受此影响行业产能变动表现为难涨难跌的窄幅波动，对应生猪供需矛盾减弱，在养殖正常出栏的情况下，猪价波动幅度收窄。我们认为，成本是猪企能否实现行业超额收益和长期成长的核心要素，并且成本因素在周期下行期的重要性尤为突出。在未来几年，猪企表现将有明显分化，具备成本优势的企业有望维持温和扩张，而落后产能将进一步淘汰。

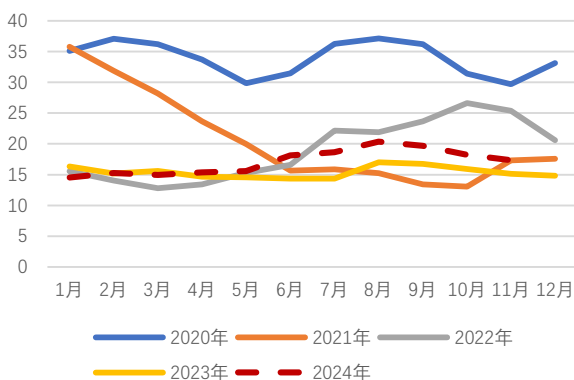
板块估值经过前期回调，处于低位具备安全性，25 年板块和头部企业估值有望修复，成本优势明显的头部企业长期价值属性持续提升，重点推荐头部猪企牧原股份，其他相关标的温氏股份、神农股份、天康生物等也有望受益。

1.1 生猪:表现分化，成本为王

1.1.1 供应量缓增，养殖盈利有望维持

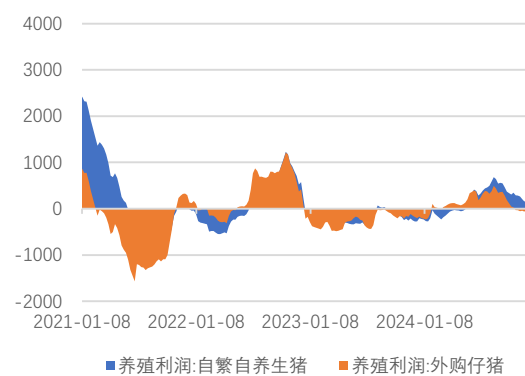
24 年猪价高景气运行：2024 年 1-11 月全国活猪市场均价为 17.12 元/公斤，预计 12 月均价环比 11 月略降，预计 24 年全年均价 17 元/公斤，相比 23 年均价明显提升。受益于 23 年产能调减，猪价自 24 年 5 月开始明显上涨，在 24 年 8 月达到高点 20.92 元/公斤，而后出现回调。行业自繁自养和外购仔猪自 5 月开始全面盈利，自繁自养生猪盈利高点达到 682 元/头，行业景气度大幅抬升。

图1：活猪月度均价走势-季节图（元/公斤）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图2：养殖头均盈利（元）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

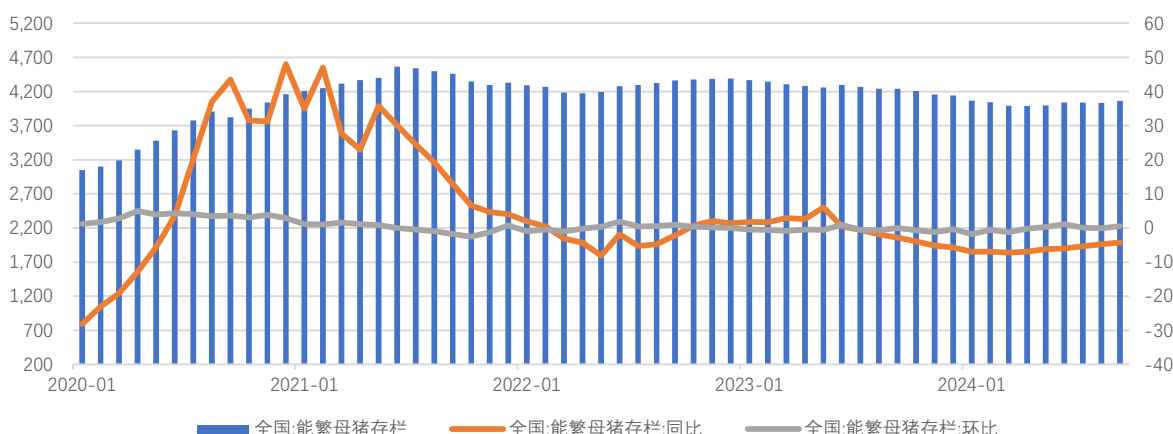
我们认为，8 月以来猪价趋势下行，预计 25 年下行趋势持续，但供给增量有限，需求存在改善预期，供需格局仍有望支撑猪价维持在合理盈利区间，养殖盈利时长有望超市场预期，我们将从供给端和需求端拆分来做具体分析。

供给端：猪肉供给=能繁母猪存栏量*生产效率*出栏体重，我们认为能繁母猪产能维持缓慢恢复，生产效率

边际提升有限，二育压栏等行为趋于理性，出栏体重波动不大，综合多方面因素，我们判断猪肉供给在 25 年将维持缓慢增长。

- **产能维持微增趋势。**能繁母猪存栏在 24 年 4 月触及阶段低点 3986 万头，5 月开始缓慢增长，截止 24 年 10 月，全国能繁母猪存栏量 4073 万头，环比小幅回升 0.30%，相比 4 月低点回升 2.18%。我们判断，能繁母猪存栏整体上还将维持微增趋势，个别月份或有所反复（例如 24 年 8 月出现环比小幅下滑）。

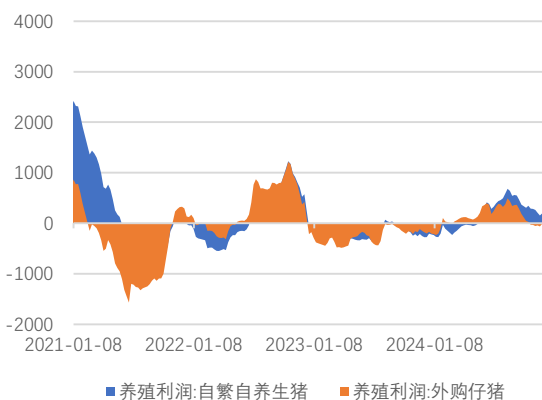
图3：能繁母猪存栏量（万头）及同环比（%）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

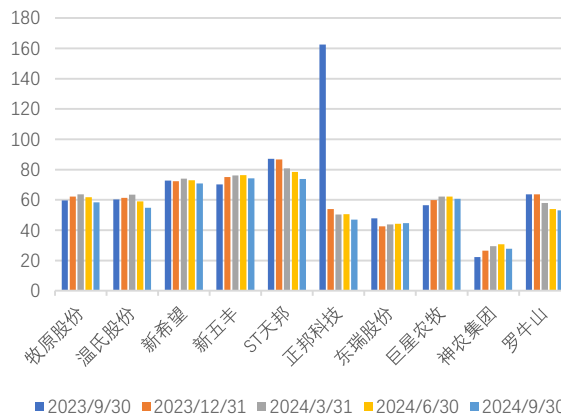
- **存栏恢复速度预期较慢。**养殖端经历了长期亏损后重回盈利区间，包括上市企业在内的养殖主体资产负债表仍在修复中。上市猪企负债率在 24Q2-Q3 持续下行，前期资金压力较大的企业陆续推进重整计划，负债率逐步回落。相对应的是企业扩张态度谨慎，上市猪企生产性生物资产规模稳健。反应在价格端，在今年猪价大幅上涨时，二元母猪价格仅有小幅抬升，行业补栏母猪情绪谨慎。进入冬春季节疫病高发期，疫病因素或给产能恢复带来短期扰动。综合判断下，我们认为能繁母猪存栏量仍将保持缓慢恢复趋势。

图4：养殖盈利情况（元/头）



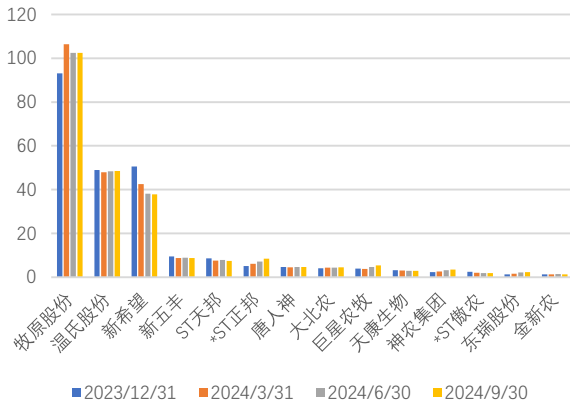
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图5：上市猪企资产负债率（%）



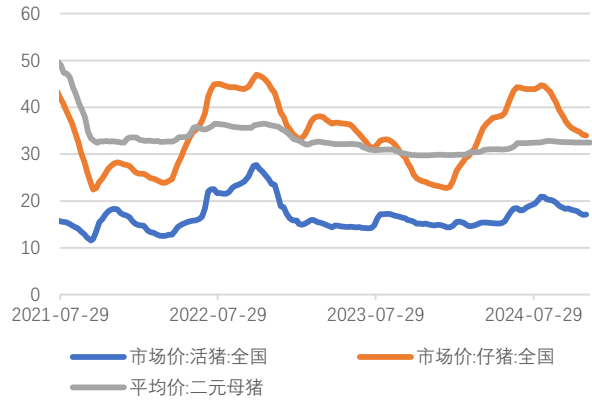
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图6：上市猪企生产性生物资产（亿元）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

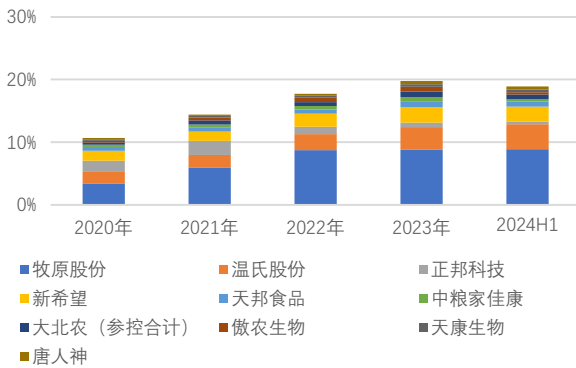
图7：生猪、仔猪及二元母猪价格表现（元/公斤）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

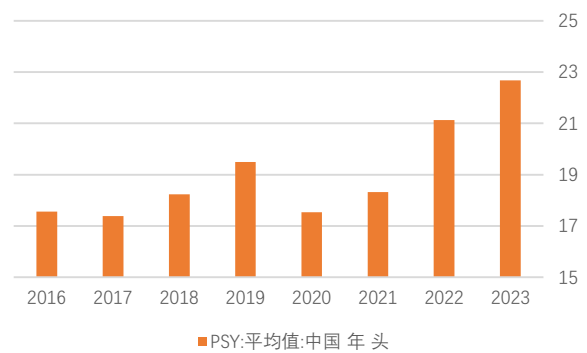
- **行业生产效率提升速率放缓。**非洲猪瘟疫情以来，生猪养殖头部集中趋势明显，10家上市猪企出栏市占率自2018年以来快速提升，2023年达到19.77%，24H1小幅下滑至18.90%。激进扩张带来了规模化程度的提升，但较高的扩张成本同样带来了前所未有的资金压力，多家上市猪企（正邦科技、*ST傲农和ST天邦）出现债务危机。我们判断未来猪企扩张速度趋缓，对应行业生产效率提升放缓。行业PSY在2020年显著下降之后已逐步恢复至2023年的22.67头，边际提升收窄。我们判断，前期种群恢复带来的行业生产效率提升已经基本释放，预期PSY与MSY的提升速率将放缓。

图8：10家上市猪企出栏市占率



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

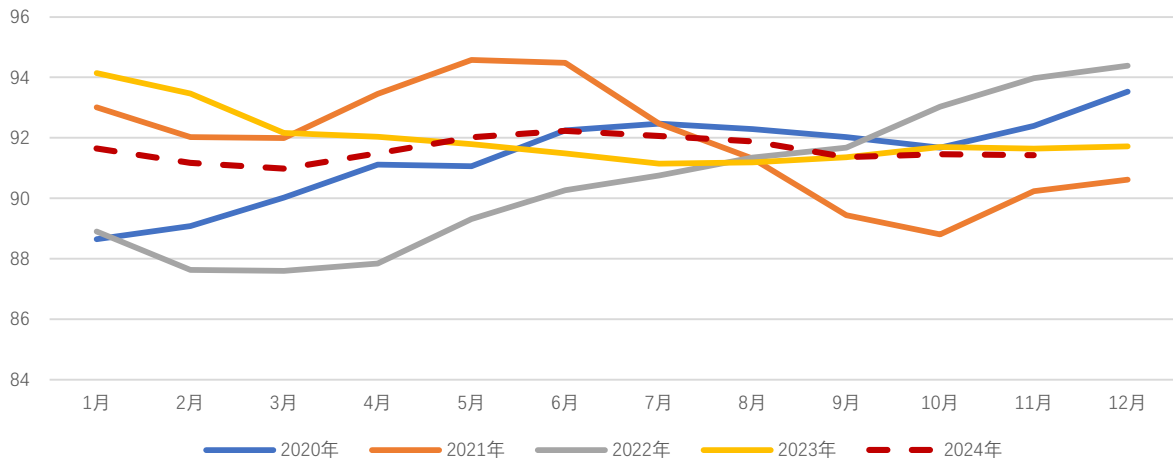
图9：我国生猪养殖行业PSY均值（头）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

- **二育趋于理性，出栏体重稳定。**经历了2022年猪价急涨急跌和2023年的持续亏损，二次育肥群体的操作更为理性，以滚动出栏为主。行业出栏体重随猪价小幅波动，但波动幅度相比前几年显著收窄，预计未来过度压栏、集中踩踏事件发生概率不大，出栏体重整体可控。

图10：宰后均重：白条猪肉瘦肉型（16省市均值 单位：公斤）

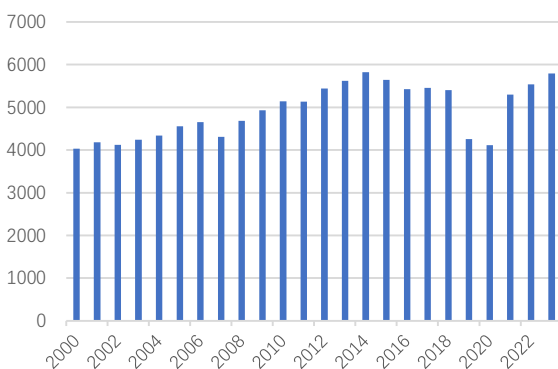


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

需求端：生猪年度需求基本稳定。2023年猪肉产销量5794.32万吨，排除非洲猪瘟极端因素，猪肉年度消费需求相对稳定。年内需求存在季节性波动，一方面由气温、消费习惯和年节备货决定；另一方面二次育肥群体阶段性入场与终端争抢猪源，带来出栏节奏的变化。24年全国生猪定点屠宰量和屠宰开工率在1月份冲高后明显回落，Q3回升至去年同期水平。白毛比价走势与屠宰数据相似，消费端对于价格承接能力较弱。

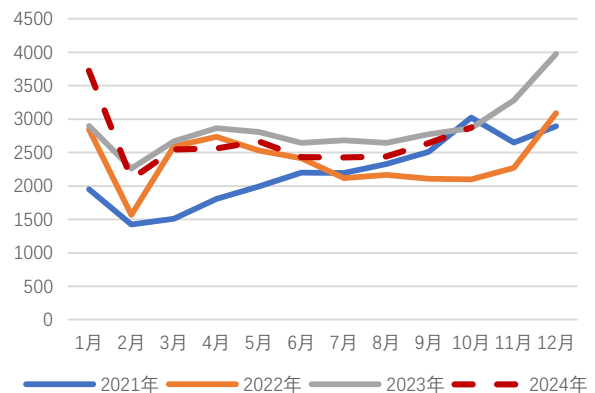
2024年12月9日中央政治局会议召开，会议分析研究2025年经济工作，会议指出要扩大国内需求，大力提振消费。我们认为，在宏观政策“组合拳”的作用下，后续消费鼓励政策有望陆续落地，猪肉消费需求存在边际改善预期，对猪价形成一定支撑。

图11：全国猪肉年产量（万吨）



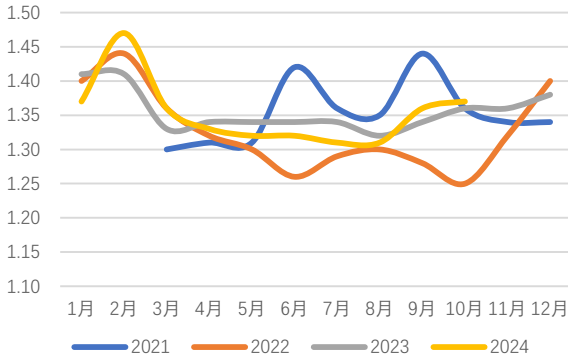
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图12：全国生猪定点屠宰量（单位：万头 %）



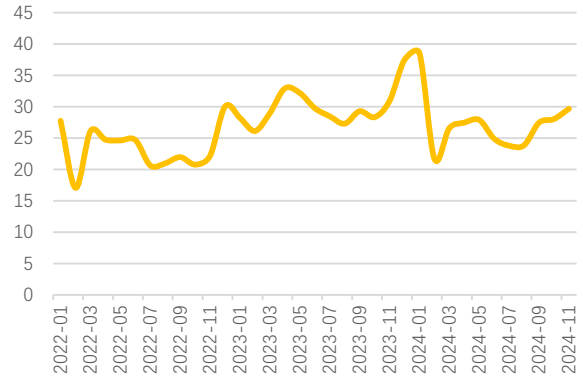
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图13：白毛比价



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图14：全国生猪屠宰开工率 (%)



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

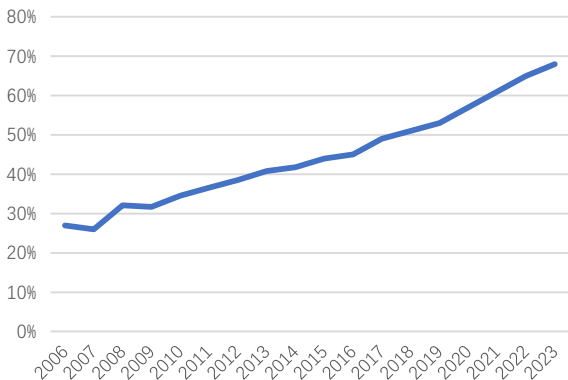
从季节节奏上看，农业农村部检测数据显示，24年8-10月份的新生仔猪数量比去年同期减少1.6%，10月份全国5月龄以上中大猪存栏量同比下降3.2%，但仍处于近年来较高水平，预计25年春节前供需两旺，春节后供强虚弱可能性较大。建议持续关注近期生猪出栏节奏和价格变化，若春节前养殖端集中出栏，则猪价可能表现出旺季不旺、淡季不淡特征，反之则需要警惕春节后猪价大幅下跌风险。

综合以上分析，我们认为周期高点已在24年8月出现，25年生猪供给增量但速度缓慢，需求端在消费鼓励政策的提振下存在改善预期，预计25年生猪均价相比24年下行，但仍维持在合理盈利区间，预计生猪均价15-16元/公斤。建议持续关注养殖端出栏节奏及冬春疫病情况。

1.1.2 养殖结构变化，成本优势是核心竞争力

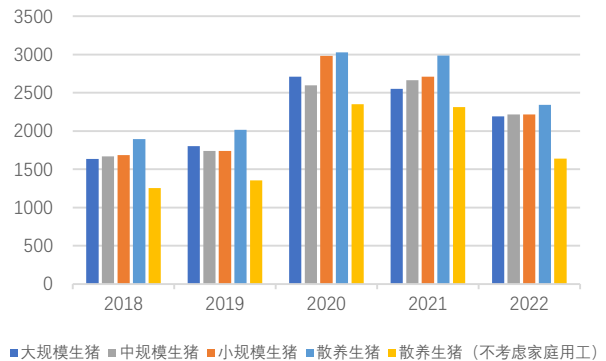
养殖规模化程度有望温和提升。非洲猪瘟以来生猪养殖规模化程度快速提升，2023年生猪养殖规模化率预计超68%，相比2020年的57%提升11个百分点。我们认为，养殖规模化程度仍有一定提升空间，但预期速率将放缓。我们以养殖大省四川为例，对比不同养殖规模群体的养殖成本，我们发现大规模养殖成本具备优势并同时兼具融资优势，行业占比有望进一步扩大；散户成本较高，前几年批量退出市场，剩余散户成本与规模养殖成本差距收窄，并且不考虑用工折价的情况下成本较低，退出意愿不强；中小规模养殖主体成本和资金压力最大，规模或进一步缩减。

图15：年出栏500头以上的出栏占比



资料来源：搜猪网，东兴证券研究所

图16：不同规模养殖群体的养殖成本：四川 (元/头)

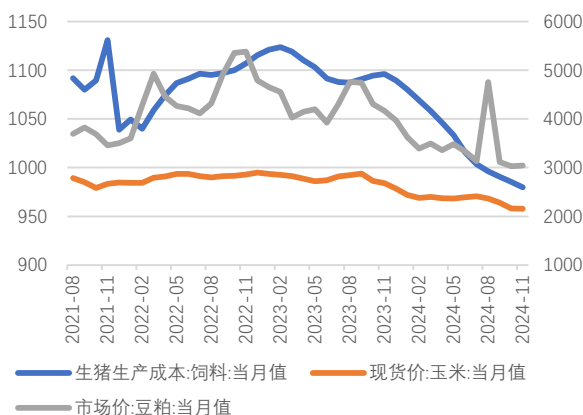


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

短期养户增多，操作灵活。为规避疫病与价格风险，部分全程养殖群体转为短期二育，一年内多批次操作。二育集中进出会对短期价格带来很大扰动，造成价格波动剧烈；过度压栏也会造成“缺猪不缺肉”，增加阶段性市场供应量，造成产能去化无法传导至终端。但总体来看，二次育肥经历了前几年的急涨急跌，表现趋于理性。因此我们认为，基于养殖结构的变化，行业产能变动表现为难涨难跌的窄幅波动，对应生猪供需矛盾减弱，在养殖正常出栏的情况下，猪价波动幅度收窄。

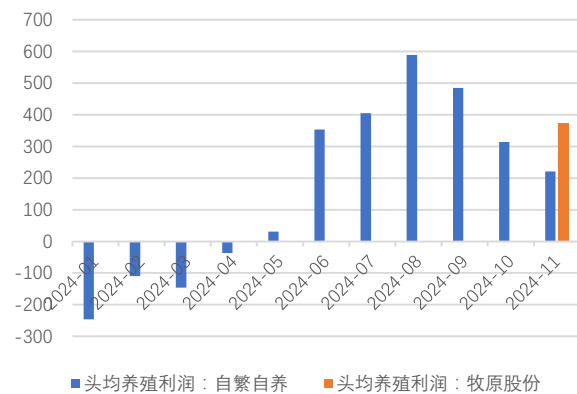
行业成本随大宗原料下行，下行期成本优势凸显。2024年饲料成本随大宗原材料价格持续下行，24年11月玉米、豆粕市场均价分别为2153元/吨、3039元/吨，相比23年12月分别下行16.23%和23.45%，对应11月饲料成本相比23年12月下滑10.08%。我们认为，成本是猪企能否实现行业超额收益和长期成长的核心要素，并且成本因素在周期下行期的重要性尤为突出。以24年11月为例，行业平均自繁自养头均盈利为220.77元，而牧原股份头均盈利在374.4元，150元/头的盈利差距在猪价下行期将决定公司能否实现盈利。因此我们判断，在未来几年，猪企表现将有明显分化，具备成本优势的企业有望维持温和扩张，而落后产能将进一步淘汰。

图17：大宗原料价格（元/吨）与饲料成本（元/头）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图18：行业成本差异（元/头）

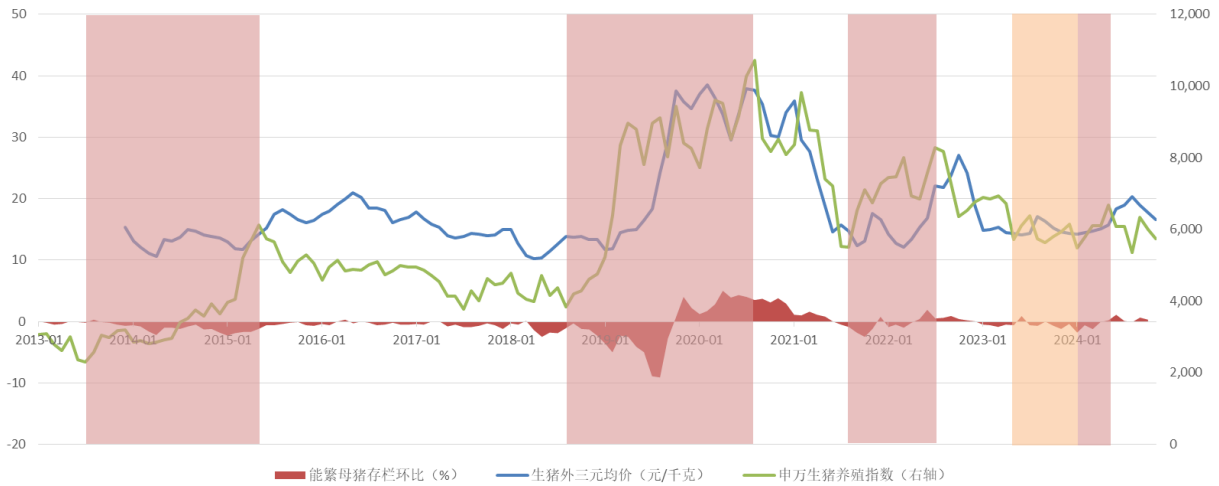


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

1.1.3 板块估值有望修复，优选成本领先头部企业

通过观察本轮上涨周期的行情走势，我们发现产能加速去化+猪价反转后上涨第一阶段仍然是板块涨幅最大的阶段。在大盘整体低迷的情况下，投资者对于产能边际变化的关注度提升，行情有抢跑现象但非常谨慎，一旦去化趋缓，行情回落很快。具体表现为生猪养殖指数走势在23年产能去化前期反复震荡，而在产能恢复增长后迅速回落至两年内低位，与同期猪价走势显著背离。

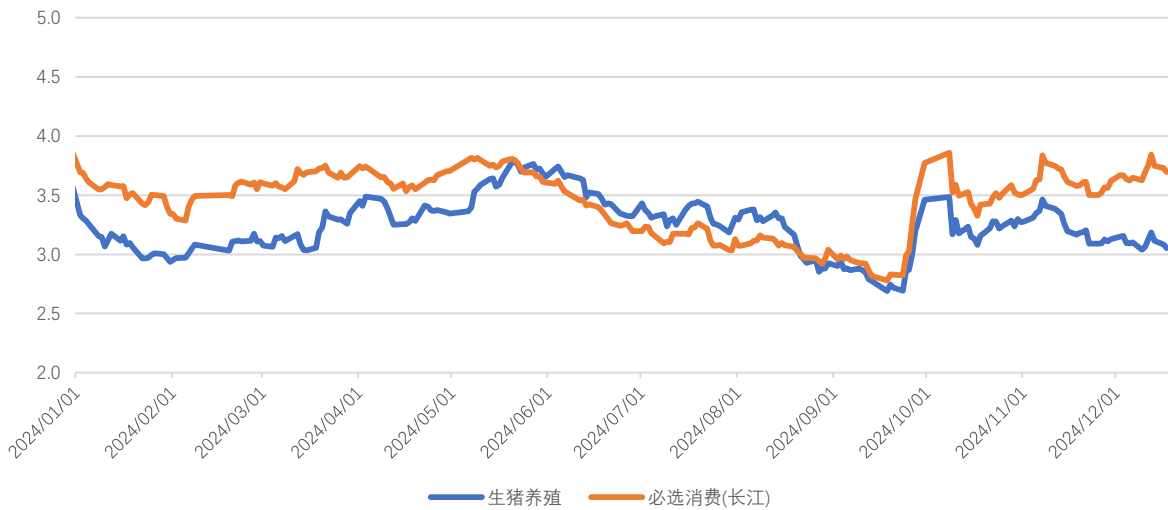
图19：生猪养殖指数与猪价（元/公斤）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

行业及龙头有望迎来估值修复。24 年生猪养殖行业 PB 估值自产能恢复增长后出现明显调整，在市场回暖、消费板块预期提升后出现短期抬升。我们认为，年末政策定调 25 年扩内需提振消费，消费板块估值有望整体修复，生猪养殖板块也存在估值修复预期。并且伴随着周期新特点，我们认为头部企业有望长期兑现盈利，周期属性减弱价值属性提升，估值体系有望重塑，估值水平有望提升。

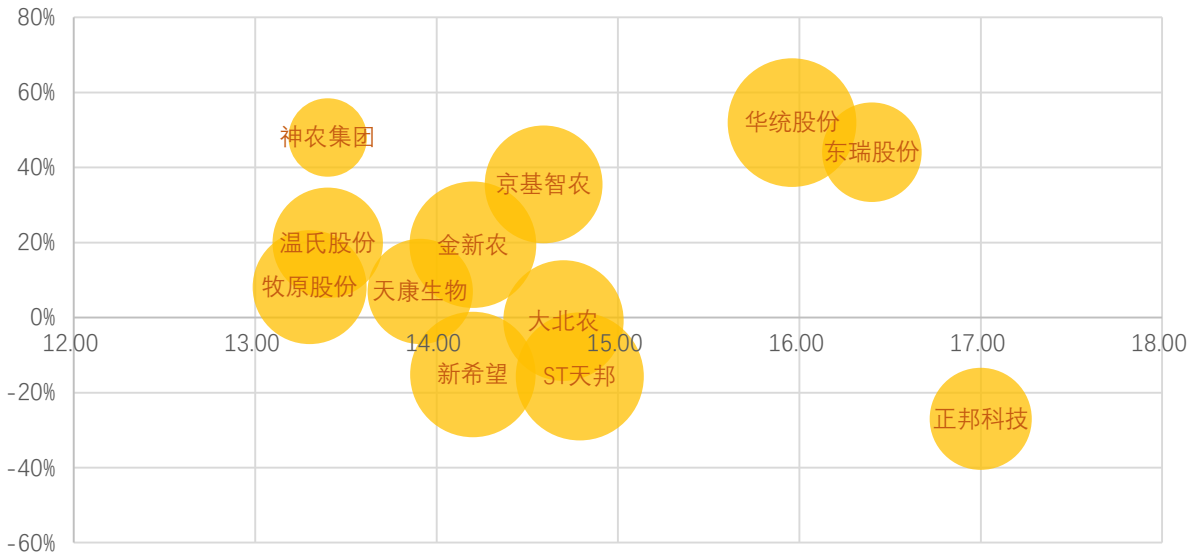
图20：生猪养殖指数与必选消费指数 PB 估值



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

建议选择具备成本优势的头部企业。我们横向对比了上市猪企的 24 年预期出栏增速（纵轴）、养殖完全成本（横轴）和 24Q3 资产负债率（气泡大小）。牧原股份、温氏股份、神农集团和天康生物成本位于行业第一梯队；神农集团、京基智农和东瑞股份、华统股份则在预期出栏增速方面具备更大弹性。资产负债率方面，牧原股份、温氏股份、天康生物、神农集团、正邦科技和东瑞股份的资产负债率在 60% 以下。

图21：上市猪企出栏增速、完全成本（元/公斤）及资产负债率



资料来源：iFinD，各公司公告，东兴证券研究所

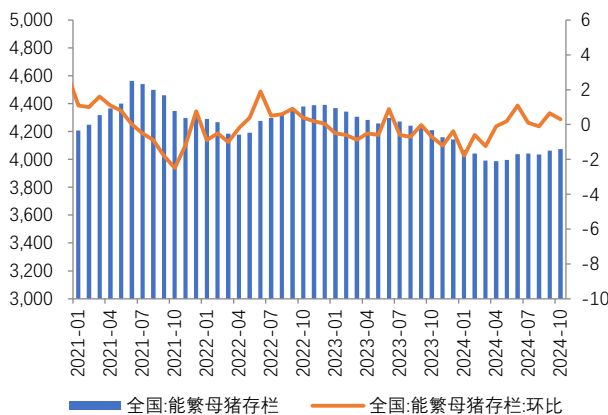
我们认为，板块估值低位具备安全性，25年板块和头部企业估值有望修复，成本优势明显的头部企业长期投资的价值属性提升，重点推荐头部猪企牧原股份，其他相关标的温氏股份、神农股份、天康生物等也有望受益。

1.2 养殖后周期：竞争激烈，关注头部

1.2.1 畜禽动保：行业竞争激烈，研发创新是核心

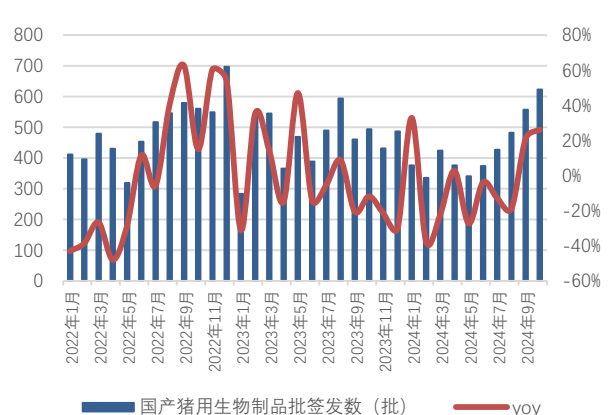
短期来看，养殖盈利抬升带来动保需求回暖：动保行业的景气程度与下游养殖的量价均有关联，自24年5月以来，猪价涨势明显，养殖端重回盈利区间，能繁母猪存栏量小幅回升，猪用动保产品需求在24Q3开始明显改善，特别是24年9、10月份猪用生物制品批签发数据同比增速都在20%以上。

图22：全国能繁母猪存栏（万头 %）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

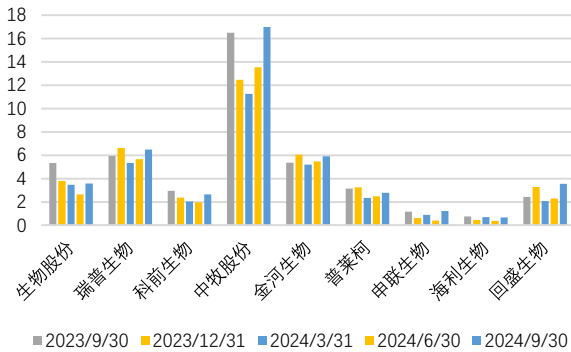
图23：猪用生物制品批签发数据



资料来源：国家兽药基础数据库，东兴证券研究所

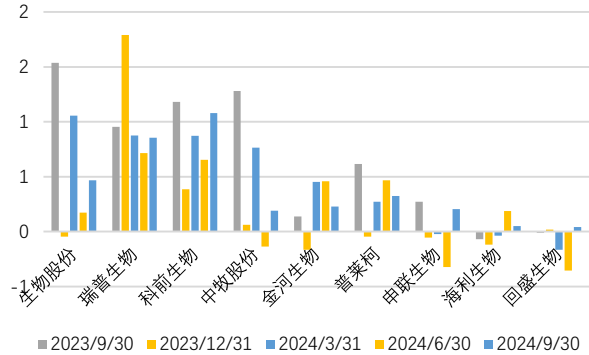
动保产品价格竞争激烈，经营承压。动保需求量的增长并未完全传导至企业盈利端，行业价格竞争较为激烈，对企业盈利造成较大压力。养殖盈利在 24Q3 明显回暖，对应有超半数上市动保企业营业收入实现同比增长，但大部分动保企业盈利环比虽有改善，但同比下滑明显，仅有金河生物的单季度归母净利润实现了同比增长，主要得益于公司海外大客户和境外子公司的盈利贡献。

图24：动保企业单季度营业收入（亿元）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图25：动保企业单季度归母净利润（亿元）

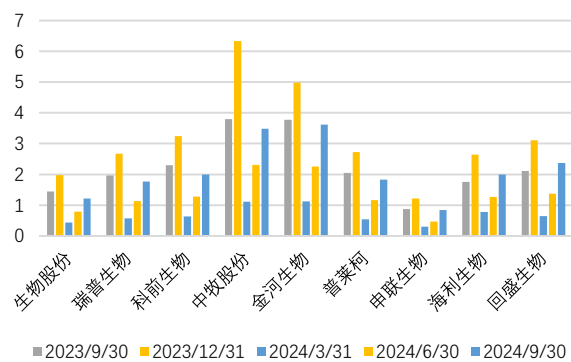


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

行业价格战背后的原因有二：其一，生猪养殖规模化程度大幅提升带来了下游议价能力的显著增强，养殖企业对于成本的控制并未随着盈利改善而放松，集团招标价格压降，账期拉长，动保企业的盈利和现金流面临压力；其二，行业产能过剩，动保产品同质化严重，企业为抢占市场被迫陷入价格战。反映在报表端，我们可以看到多家企业的应收账款周转率同比下降，经营性现金流净额同比下滑。

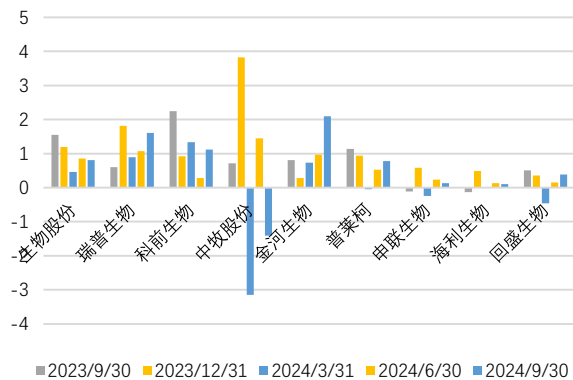
部分企业因业绩压力退出动保市场。老牌动保企业海利生物在 24 年 11 月公告，拟向控股股东出售其子公司杨凌金海 76.07% 的股权，公司计划剥离动保业务。杨凌金海产品仅有口蹄疫疫苗，近年来受价格战影响，公司产能利用率偏低，陷入持续亏损，公司近 5 年累计亏损 2.5 亿元以上。

图26：动保企业应收账款周转率



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图27：动保企业经营性现金流净额（亿元）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

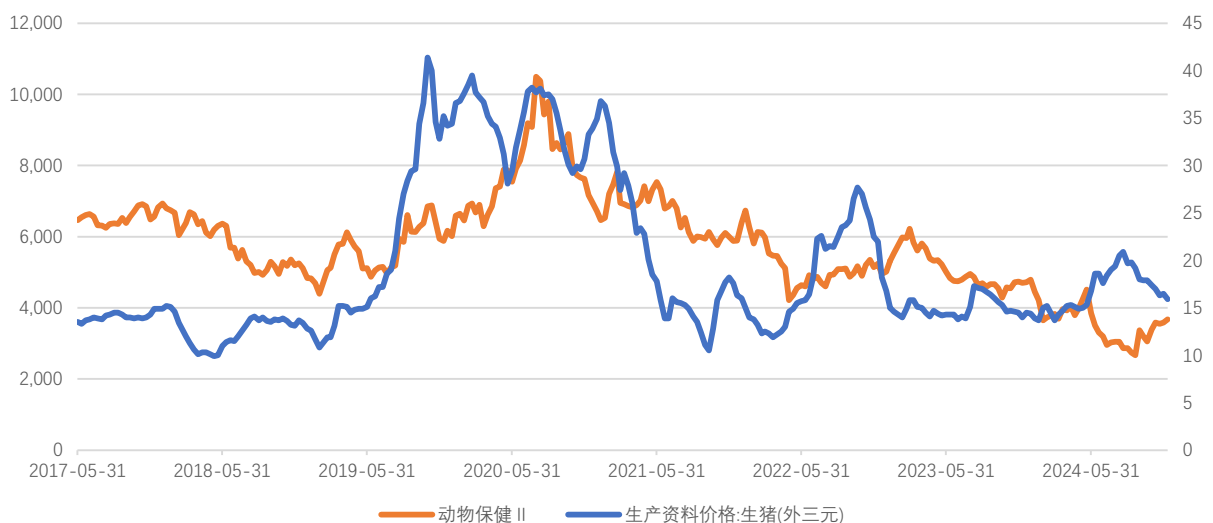
在经济动物领域，大型动保企业破局有两条路径：其一，**卷组合+卷服务：**通过完善的产品矩阵和营销服务提供综合的定制化的动保解决方案，获取大量订单，降低单位成本；其二，**解决难题以破除同质化：**通过率

先攻克行业顽固疫病、新疫病、新毒株、新技术路线等难题来实现细分产品的差异化，破除同质化竞争，需要企业强大的研发实力和技术创新能力支持。激烈的竞争局面对于产品线单一，不具备研发优势的中小企业不利，行业被动去产能将会持续，预计未来行业集中度将进一步提升。大型企业有望凭借持续的研发创新、完善的产品矩阵和综合的营销服务赢得行业竞争，在未来更好的竞争格局中占据一席之地。

我们判断，生猪养殖在 25 年有望维持盈利，产能缓慢增长，动保产品需求量预计将维持缓增趋势，而产品价格激烈的行业竞争下提升难度较大，预计 25 年动保企业在经济动物板块收入稳中有升，盈利端有望随产能利用率提升逐步修复盈利能力。大型企业有望凭借持续的研发创新、完善的产品矩阵和综合的营销服务稳住盈利，提升市占率。

动保行业行情走势表现出明显的后周期属性。复盘过去两轮猪周期与动保行情走势，我们发现，动保行情通常滞后猪价拐点 1-2 个季度开始启动。本轮猪价拐点出现在 5 月中下旬，动保行情自 9 月下旬随着市场回暖迎来拐点。我们看好具备研发和工艺优势的头部企业的长期发展，重点推荐关注标的普莱柯、科前生物、生物股份等。

图28：动保行情与猪价走势（元/公斤）

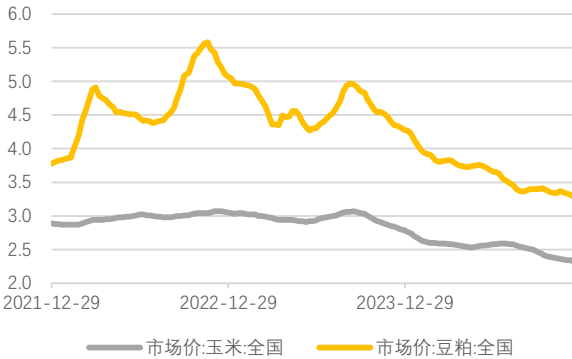


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

1.2.2 畜禽饲料：畜禽料需求稳步回升，成本压力缓解

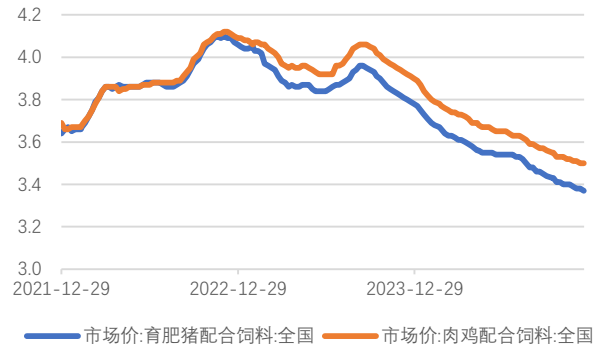
大宗原料价格回调，饲料成本压力缓解。24 年大宗原材料玉米、豆粕的价格持续回调，24 年 12 月 12 日全国玉米、豆粕市场价格分别为 2.32 和 3.28 元/公斤，相比年初分别下降 15.94% 和 23.19%，饲料行业成本压力明显缓解。饲料产品作为成本加成定价产品，饲料价格出现回调，24 年 12 月 12 日育肥猪配合料、肉鸡配合料价格 3.37 和 3.50 元/公斤，相比年初下降 10.61% 和 10.03%。

图29：饲料原料价格高位回落（元/公斤）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

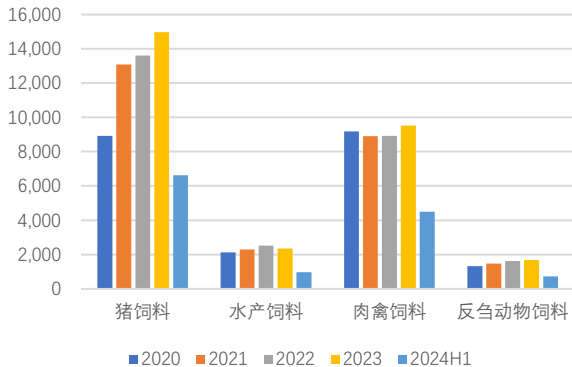
图30：饲料销售价格回调（元/公斤）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

受生猪产能调整和肉品消费平淡的影响，2024 年上前三季度全国饲料工业总产量达到 2.28 亿吨，同比下滑 4.3%。从细分品类上来看，肉禽存栏高位，肉禽饲料小幅增长 0.5%；猪饲料同比下滑 6.8%，随着猪价大幅回升，猪料产量自 6 月起恢复同比增长；牛羊肉价格低迷，反刍料需求受限，产量同比下降 11.4%。

图31：饲料产量-分品类（万吨）



资料来源：iFinD，饲料工业协会，东兴证券研究所

图32：饲料产量月度数据（万吨）



资料来源：iFinD，饲料工业协会，东兴证券研究所

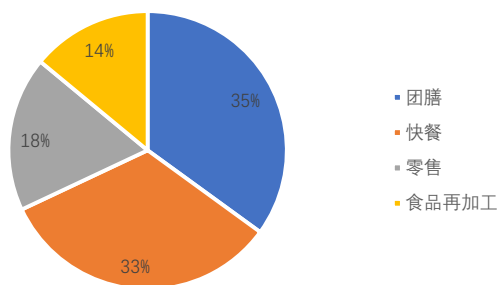
畜禽饲料方面，我们预计能繁母猪存栏量维持微增，禽存栏量维持高位，预计畜禽饲料产量在 25 年有望维持回升趋势。大宗原材料价格预计维持低位振荡，饲料产品毛利率有望随销量增长小幅回升。

基于我们对生猪养殖产业链的整体判断，我们认为，2025 年处于猪价下行周期，生猪养殖企业成本为王，行业低波动持续，优质企业长期价值属性有望提升。动保饲料作为生猪产业链的后周期板块，需求量有望随存栏上行逐步改善，盈利能力则表现分化，饲料成本压力趋缓，而动保价格竞争激烈，具备研发能力的优质企业有望破局。生猪产业链在 2025 年挑战与机遇并存，头部企业有望持续巩固提升行业市占率，推荐关注头部企业价值提升。

2. 主线二：关注消费改善预期，禽&水产弹性高

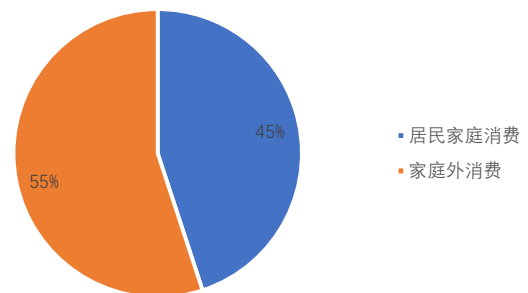
随着 25 年提振消费的政策陆续落地，我们认为肉品存在消费改善预期，特别是家庭外的肉品消费有望随餐饮消费改善逐步复苏。通过分析各类肉品的消费渠道占比，我们发现鸡肉和水产品的消费渠道中家庭外消费占比较高，白羽肉鸡中快餐团膳消费占比近 7 成，水产品家庭外消费也占到一半以上（猪肉有一半以上为家庭消费）。因此我们判断，禽和水产对于消费改善的弹性较大，板块方面建议关注家禽养殖和水产饲料。

图33：白羽肉鸡消费渠道



资料来源：卓创资讯，东兴证券研究所

图34：水产品消费渠道



资料来源：中国农村网，东兴证券研究所

2.1 家禽养殖：白鸡结构性短缺，黄鸡盈利改善

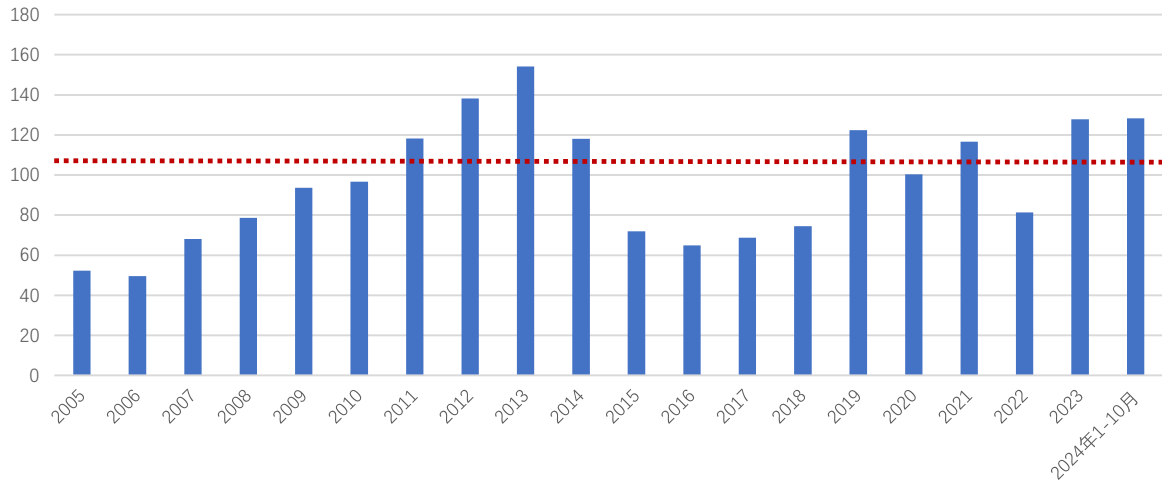
家禽养殖细分子板块逻辑各有不同，白羽肉鸡海外引种因引种国禽流感疫情蔓延再添变数，25Q1 海外引种或大幅减少，国鸡品种再赢发展机遇。22 年引种缺口仍然给行业种鸡供给带来结构性短缺，冬季“鸭疫”或带来产能优化，商品代鸡苗价格有望保持景气。毛鸡和鸡肉价格受国内消费复苏的弹性较大，海外市场拓展有望带来需求新增量，25 年有望迎来筑底反弹，建议持续关注白羽肉鸡产业链。

黄鸡经历产能出清，在产产能处于相对低位，供给端仍有支撑，预计饲料成本维持低位运行，黄鸡盈利有望维持景气。

2.1.1 白羽：禽流感疫情再添引种变数，国内外需求有望改善

24 年海外引种更新量继续增长。24 年 1-11 月全国祖代更新量合计为 144.66 万套，较去年同期增长 21.38%，预计全年引种更新量 150-160 万套之间，相比 2023 年继续增长。24 年美国俄克拉荷马州供种能力较强，引种更新量增长明显。

图35：全国祖代白羽肉种鸡引种更新量（万套）

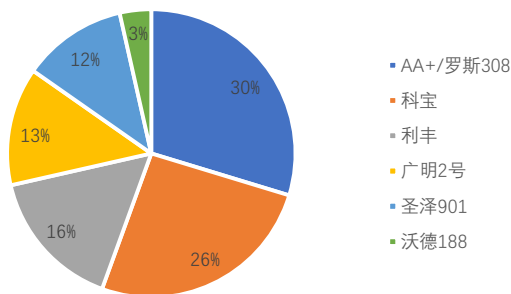


资料来源：鸡病专业网，我的钢铁网，东兴证券研究所

从祖代更新品种占比来看，AA+/罗斯 308 占比维持首位，达到 29.70%，科宝位列第二，占比 25.85%。从国别占比来看，美国品种、新西兰品种和国产品种占比分别为 46%、26%和 28%，其中美国、新西兰品种相比去年同期有所增加，国产品种占比下降。

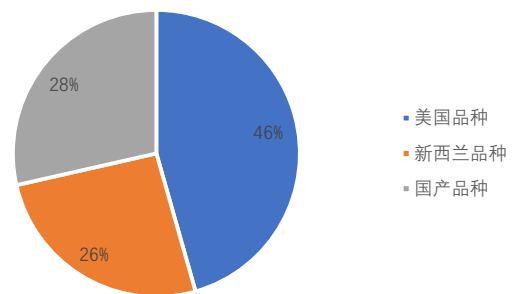
国产品种市占率相比 23 年有所下降，并且国产父母代种鸡的售价相比海外品种售价的差距进一步拉大，显示市场对于国产种鸡认可度一般。国产种鸡与经过丰富经验积累的国际品种相比，生产性能、疾病净化和产业化推广等方面还有很大提升空间，预计未来国产种鸡企业会将发展策略更多转向提升种鸡质量。

图36：2024 年 1-11 月白羽肉鸡祖代更新品种占比



资料来源：我的钢铁网，东兴证券研究所

图37：2024 年 1-11 月白羽肉鸡祖代更新国别占比



资料来源：我的钢铁网，东兴证券研究所

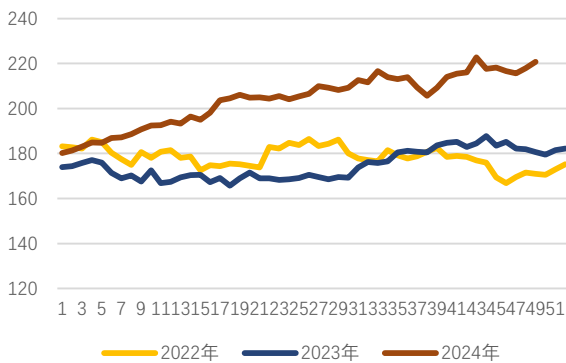
海外禽流感再起，25 年祖代更新量或下降。海外禽流感再起，12 月初美国俄克拉荷马和新西兰均出现高致病性禽流感，美国已主动停止供种，12 月计划引种批次已取消。我们预计，25 年 Q1 海外引种量将明显下降，后续恢复情况需要持续关注供种州禽流感疫情发展；国内种鸡再赢发展机遇，预计销售量有增长。

前期海外引种受限带来结构性短缺，父母代鸡苗价格景气。23-24 年祖代引种更新量持续增长，24 年全国祖代种鸡存栏量持续上行，对应父母代鸡苗供给总量较为充足，但海外品种依然存在结构性短缺，报价处于高

位。根据钢联统计数据，AA+/罗斯 308 父母代种鸡苗报价在 75-80 元/套，利丰报价 70 元/套，科宝报价 60 元/套，价格持续景气。24 年冬季“鸭疫”（鸭疫里默氏杆菌感染）蔓延，父母代种鸡若感染会使产蛋率下降 10-15%。近期多家企业开始淘汰产蛋率不佳的种鸡，父母代存栏量和存栏结构有望优化。

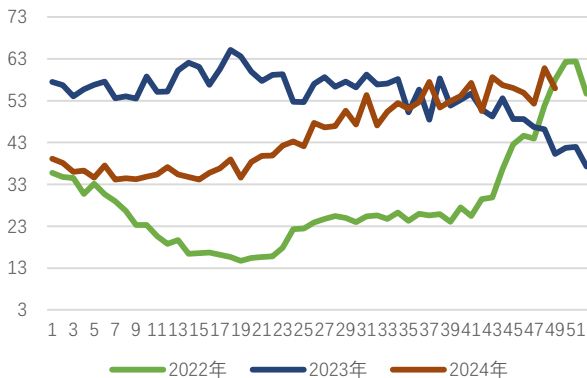
供需共同作用带动商品代鸡苗价格走高。海外品种种鸡的结构性短缺经过代际传导，前期引种缺口在 24 年持续影响商品代鸡苗供给，下游扩产旺季积极补栏带动了商品代鸡苗需求，商品代鸡苗价格自 24Q3 开始出现明显上涨，并且在停苗期前和开孵期后依然维持坚挺。“鸭疫”对于商品代鸡苗补栏节奏造成影响，毛鸡养殖户空栏观望，待疫病影响减弱后，商品代鸡苗或迎集中补栏，对价格继续形成支撑。

图38：全国祖代种鸡存栏量：在产+后备（万套）



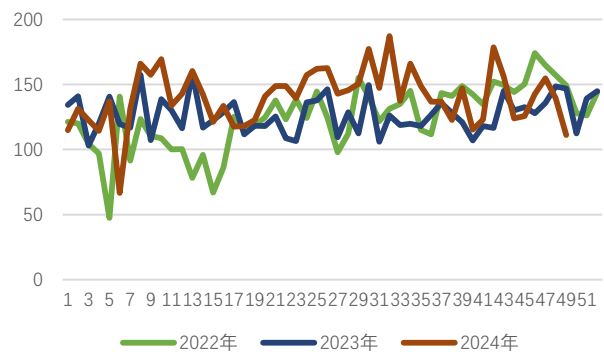
资料来源：中国禽业协会，东兴证券研究所

图40：全国父母代鸡苗平均销售价格（元/套）



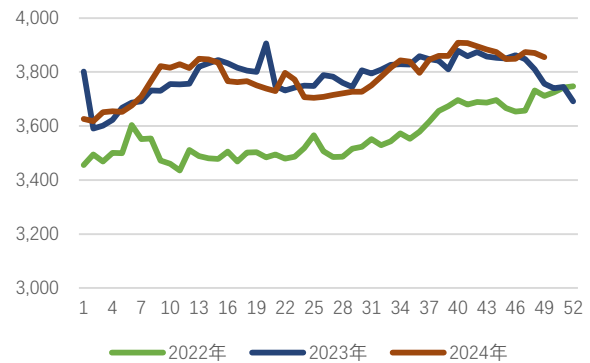
资料来源：中国禽业协会，东兴证券研究所

图39：全国父母代鸡苗销售量（万套）



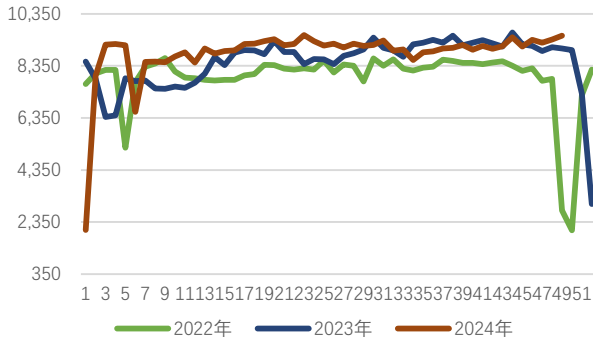
资料来源：中国禽业协会，东兴证券研究所

图41：全国部分父母代种鸡存栏量：在产+后备（万套）



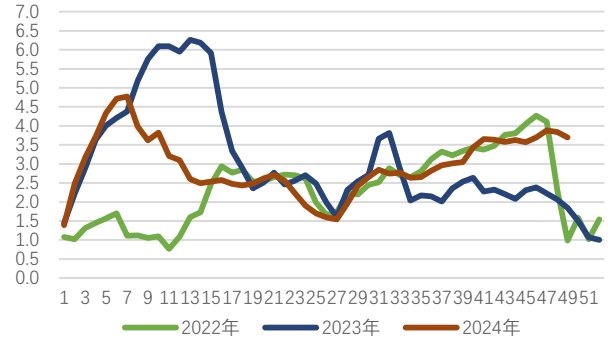
资料来源：中国禽业协会，东兴证券研究所

图42：全国部分商品代鸡苗销售量（万只）



资料来源：中国禽业协会，东兴证券研究所

图43：全国部分商品代鸡苗销售价格（元/只）

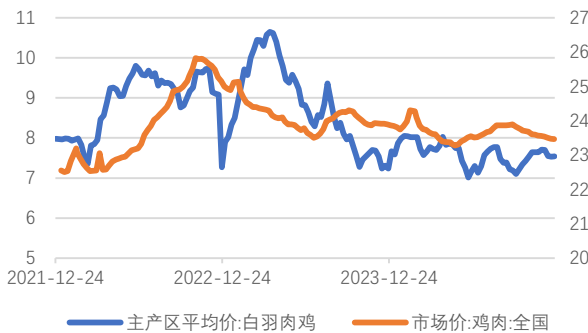


资料来源：中国禽业协会，东兴证券研究所

鸡肉价格下行，出口量明显增长。24年产业链利润分配整体表现为种苗价格上涨，终端产品价格下跌。毛鸡市场供应量充足，鸡肉供给保持增长，1-9月白羽肉毛鸡累计出栏量同比增长5.8%，屠宰量同比增7.3%。但国内消费市场低迷，肉鸡及鸡苗价格下行，1-9月毛鸡均价7.83元/公斤，同比下跌16.3%。近期毛鸡受“鸭疫”影响，成活率有所下滑，养殖端为降低损失将毛鸡提前出栏，对价格影响短空长多。我们认为，随着消费促进政策的出台落地，鸡肉消费有望随着家庭外消费需求的恢复而逐步改善。

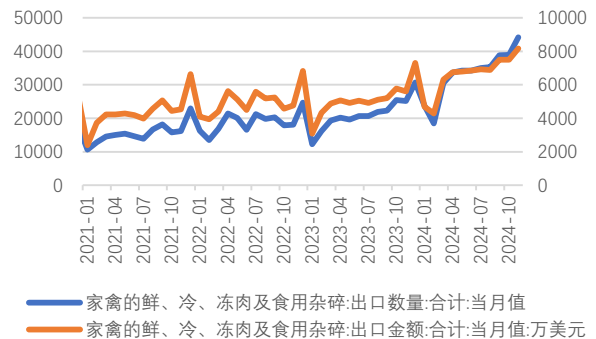
为应对国内市场价格低迷带来的经营压力，24年白羽肉鸡企业将发展的目光转向竞争格局相对较好的海外市场，1-11月家禽产品出口数量同比增长64%。多家企业积极申请获取海外出口资质，出口量大幅增长。春雪食品在24Q3业绩说明会上表示，公司通过获取欧盟BRC和东南亚国家出口资质认证，加大海外市场开发力度，预计24年出口量增速40%左右，25年力争达到50%增速。我们认为，随着各家企业出口资质的增加，海外市场空间将被进一步打开。在国内国际需求的共同拉动下，肉鸡和鸡肉产品价格有望筑底回升。

图44：白羽肉鸡和鸡肉市场价（元/公斤）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图45：家禽产品出口数量和出口金额（吨，万美元）



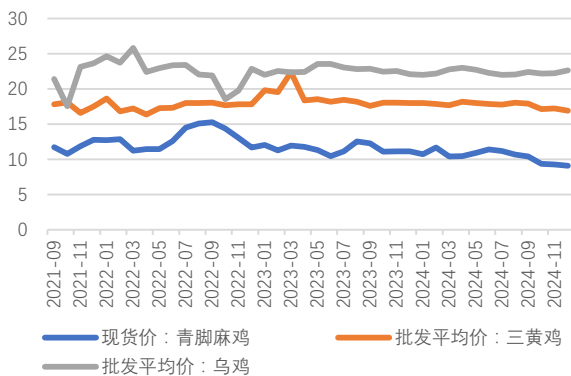
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

总的来说，海外引种因引种国禽流感疫情蔓延再添变数，25Q1海外引种或大幅减少，国鸡品种再赢发展机遇。22年引种缺口仍然给行业种鸡供给带来结构性短缺，冬季“鸭疫”或带来产能优化，商品代鸡苗价格有望保持景气。毛鸡和鸡肉价格受国内消费复苏的弹性较大，海外市场拓展有望带来需求新增量，25年有望迎来筑底反弹，建议持续关注白羽肉鸡产业链。相关标的包益生股份、民和股份、圣农发展、仙坛股份、禾丰股份等。

2.1.2 黄羽：种鸡历史低位，成本下行业绩大幅改善

种鸡历史低位，24年价格表现平稳。活禽管制和小白鸡替代效应并存，黄羽肉鸡经历了长期低迷，根据中国畜牧业协会监测数据显示，2023年黄羽肉鸡出栏量35.95亿只，在23年内鸡出栏总量中占比28%左右。23年黄羽肉鸡价格低迷，产能去化持续。截至24年11月，黄羽肉鸡在产种鸡存栏量和鸡苗产销量仍处于历史偏低位置。24年销售价格表现较为平稳，受益于饲料原料价格的大幅下行，黄鸡养殖企业盈利改善明显。

图46：黄羽肉鸡价格（元/公斤）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

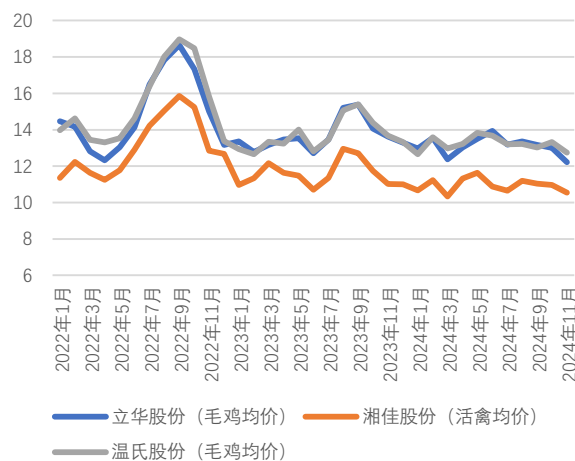
图47：集贸市场价格：活鸡（元/公斤）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

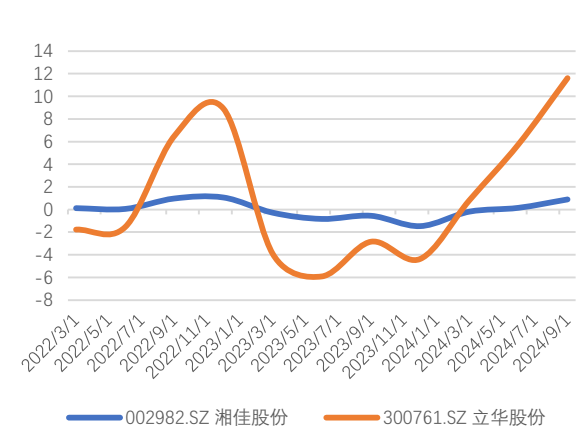
销售均价窄幅波动，成本下行业绩大幅改善。24年1-11月立华股份、湘佳股份和温氏股份黄羽肉鸡销售均价分别为13.12、10.95和13.22元/公斤，同比分别变动-4.29%、-5.93%和-3.66%，销售价格整体表现为窄幅变动，均价小幅下滑。受益于养殖成本的持续改善，24年中报黄鸡养殖企业均实现扭亏为盈，盈利在三季报进一步扩大。立华股份24年前三季度实现归母净利润11.61亿元，同比增长507.71%。我们认为，黄鸡在产能处于相对低位，供给端仍有支撑，预计饲料成本维持低位运行，黄鸡盈利有望维持景气。

图48：上市黄鸡企业销售价格（元/kg）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图49：黄鸡养殖企业归母净利润（亿元）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

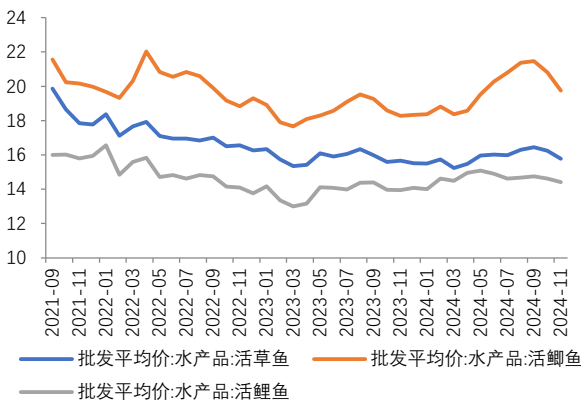
行业低迷期头部企业竞争力凸显，未来向一体化品牌化趋势发展。头部企业持续将产业链向下游扩展，扩充屠宰产能、铺设品牌渠道。24年上半年立华股份潍坊、合肥屠宰加工项目投产运营，上半年合计屠宰量2481.89

万头，同比增长 234.32%，未来屠宰比例将进一步增加，更好的服务消费市场。行业转型升级给头部企业带来了市占率提升与自有品牌建设的契机，看好相关企业冰鲜业务和品牌化拓展，相关标的包括温氏股份、立华股份和湘佳股份。

2.2 水产料：25 年投苗量恢复有望带动需求回升

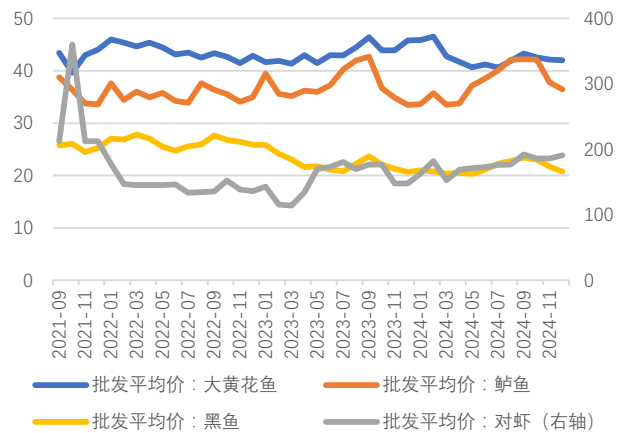
低存塘低需求，水产料产量下滑。受 2022-2023 年水产行情长期低迷和极端天气影响，养殖户投苗积极性不高，存塘量下降。24 年普水鱼价格有所回暖，叠加鱼粉价格大幅下行，普水料走出前期长时间的亏损阴霾；特水鱼由于受餐饮消费影响较大，很多品种价格表现仍较为低迷。但由于年初投苗量低，存塘量整体低位，水产料产销量同比下滑。前三季度，水产饲料产量 1859 万吨，同比下降 2.8%。其中，淡水养殖、海水养殖饲料同比分别下降 2.0%、8.7%。

图50：水产品价格：普水鱼（元/kg）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

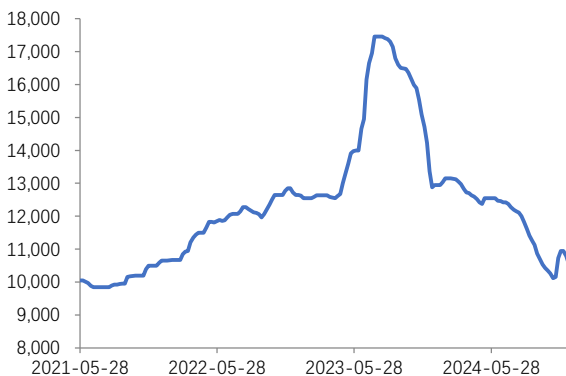
图51：水产品价格：特水鱼（元/公斤）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

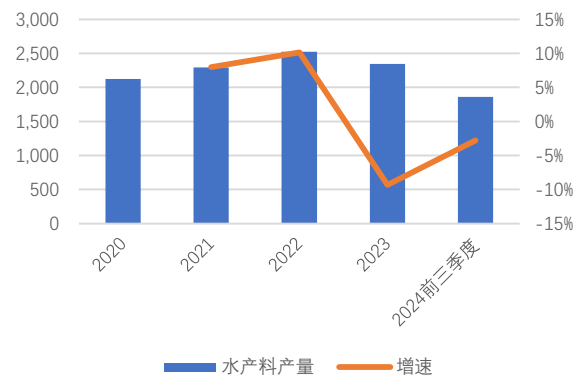
成本大幅改善，盈利回暖有望带动投苗上升。24 年以来，秘鲁捕鱼量回升，鱼粉价格大幅下滑，并且 25 年价格低位有望维持，水产料的成本压力得以缓解，水产料价格随之下调，养殖端成本明显改善。叠加 24 年部分水产品价格回暖，以及 25 年预期餐饮消费小幅回暖带来的特水鱼需求回升，我们判断，25 年 Q2 投苗量有望恢复，从而带动 25 年全年水产料需求回升。

图52：现货价：鱼粉(SD65%):均价（元/吨）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图53：水产料产量（万吨）及增速



资料来源：饲料工业协会，东兴证券研究所

海外扩产带来新增量。23-24 年连续两年的行业总量下行给国内市场带来了更为激烈的行业竞争，头部企业开始拓展海外市场业务。海大集团已在东南亚、南美、非洲有核心产能布局，设有饲料、动保和苗种等产能和繁育基地，24 年上半年海外饲料销量超过 100 万吨，同比增长 30%，我们认为，海大集团有望在海外市场复制国内一体两翼的发展模式和成功经验。粤海饲料也在 24 年设立了第一家位于越南的海外分支，未来会立足越南进军海外水产料市场。

24 年部分水产品价格回暖，鱼粉价格高位回落，养殖盈利改善，叠加消费小幅改善预期，25 年旺季水产品投苗量有望增长。激烈行业竞争中，具备配方研发能力和成本控制能力的头部饲料企业竞争力有望持续提升国内市场市占率，并在海外市场中复制成功经验，攫取新的收益，建议关注海大集团。

3. 主线三：关注中美贸易摩擦反制，种植&种业迎利好

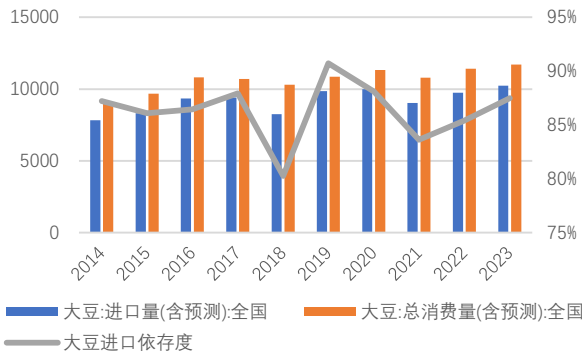
中美贸易再现关税争端，2025 年农产品或作为重要的关税反制手段再次引起市场关注，关税变化会对部分农产品价格产生影响，粮食安全战略的重要性再次提升。转基因种子 2024 年进入产业化示范阶段，允许种植的省份扩大至 8 个，种植面积约 1000 万亩，24 年转基因玉米制种面积约 20 万亩，预计 25 年产业化推广将进一步扩大。在复杂的国际形势下，政策推动及推广进程或超市场预期。

转基因商用落地将重塑种业竞争格局，优势企业有望通过内生和并购等多种模式持续扩大优势，提升行业市占率，并逐步兑现收入业绩。具体标的方面推荐关注较早布局转基因种业、技术和品种储备领先的龙头企业大北农、隆平高科。其他相关标的登海种业、荃银高科等。

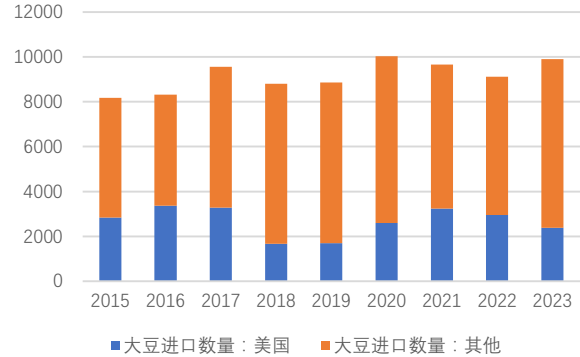
3.1 国际贸易风险增强，粮食安全重要性提升

中美贸易再现关税争端，农产品是重要的反制手段。特朗普再次当选给 25 年中美贸易局势造成了极大的不确定性。美国当地时间 11 月 25 日，特朗普表示，将对墨西哥和加拿大进入美国的所有产品征收 25% 关税，对进口自中国的所有商品加征 10% 的关税。并且在竞选期间，特朗普主张对所有中国进口商品征收 60% 的高额关税。

回顾特朗普第一届任期，美国政府依据 301 调查单方认定结果，宣布将对原产于中国的 500 亿美元商品加征 25% 的进口关税。为捍卫自身合法权益，中方决定对原产于美国的大豆等农产品、汽车、水产品等进口商品对等采取加征关税措施。我国大豆进口依存度较高，2023 年大豆进口量占消费量的比重超过 85%，其中 20% 以上的进口大豆来自美国。我们认为，2025 年农产品或作为重要的关税反制手段再次引起市场关注，关税变化会对部分农产品价格产生影响，粮食安全战略的重要性再次提升，转基因推广有望加速。

图54：我国大豆进口依存度（单位：万吨）


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图55：我国从美国进口大豆数量（万吨）


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

年末关注政策催化。粮食安全议题作为国家中长期战略被写入二十大报告中。2024年中央一号文件再次强调要以确保国家粮食安全为底线，推动生物育种产业化扩面提速。近期中央农村工作会议在京召开，会议强调，要坚决扛牢保障国家粮食安全重任，深入推进粮油作物大面积单产提升行动；推进农业科技力量协同攻关，加快科技成果大面积推广应用，因地制宜发展农业新质生产力。后续中央一号文件等政策的出台有望持续带来政策催化。**粮食安全作为国家战略持续获得政策关注，生物育种作为提升作物单产的重要手段，产业化推广有望加速。**

转基因商用进程稳步推进中。2023年12月6日，农业农村部公告第732号发布，包含裕丰303D等37个转基因玉米品种、脉育526等14个转基因大豆品种通过品种审定。2023年12月25日，农业农村部公告第739号发布，首批26家企业获转基因玉米、大豆种子生产经营许可证，包含隆平高科子公司北京联创、河北巡天、湖北惠民；大北农旗下大北农生物、北京创种科技、丰度高科、云南大天；登海种业；丰乐种业旗下四川同路等。2024年9月30日，第二批30个转基因玉米、大豆品种审定通过。目前我国共有64个转基因玉米，17个转基因大豆通过国家审定。

表1：转基因玉米性状端过审情况

	第一批	第二批	合计	占比
大北农	22	15	37	58%
隆平高科	9	3	12	19%
中国农大/粮元生物	4	8	12	19%
先正达/中种集团	2	1	3	5%
合计	37	27	64	100%

资料来源：农业农村部，东兴证券研究所

表2：转基因玉米种子端过审情况

	第一批	第二批	合计	占比
隆平高科	8	2	10	16%
先正达/中种集团	4	1	5	8%
大北农	3	3	6	9%

	第一批	第二批	合计	占比
登海种业	2	4	6	9%
丰乐种业	1	1	2	3%
北大荒		3	3	5%
荃银高科		3	3	5%
万向德农		1	1	2%
其他	19	9	28	44%
合计	37	27	64	100%

资料来源：农业农村部，东兴证券研究所

2023年转基因玉米大豆三年试点圆满收官，转基因玉米大豆产业化试点覆盖东北、黄淮和西南地区等主产省份，面积400余万亩，评估结果显示试点达到了预期目标，转基因玉米对草地贪夜蛾等害虫防治效果在90%以上，转基因玉米、大豆平均分别增产8.9%、8.8%，增产增效和生态效益明显。2024年进入产业化示范阶段，允许种植的省份扩大至8个，种植面积约1000万亩，24年转基因玉米制种面积约20万亩，预计25年产业化推广将进一步扩大。并且在复杂的国际形势下，政策推动及推广进程或超市场预期。

转基因品种储备三分天下。通过现有两批品种审定的性状端和种子端情况梳理，我们可以看出在玉米种子方面基本呈现出大北农（子公司大北农生物）、隆平高科（参股公司杭州瑞丰）和先正达（子公司中种集团）三足鼎立局面。转基因技术研发和验证周期长，品种审定门槛高，行业壁垒明显，因此我们认为上述三家企业在转基因领域的先发优势有望长期维持。转基因商用落地将重塑种业竞争格局，优势企业有望通过内生和并购等多种模式持续扩大优势，提升行业市占率。

参与企业开始进入收入兑现阶段。大北农在三季报交流公告中表示，公司性状许可费已进行收款和收入确认，按照此前披露情况，整体性状收费标准约8-10元/亩，根据不同情况有优惠策略。按照我们测算的转基因玉米性状端远期超30亿的利润空间来看，随着转基因种子推广面积的逐步扩大，企业业绩兑现空间可观，建议持续关注头部企业品种推广和收入业绩兑现情况。具体标的方面推荐关注较早布局转基因种业、技术和品种储备领先的龙头企业大北农、隆平高科。

3.2 粮食价格或有小幅反弹，传统种业竞争激烈

国际粮食价格回调，供需整体平稳。国际粮食价格年内波动下行，USDA在12月供需报告显示，预期24/25种植年度小麦供需两弱，库销比升高；大豆供需略增库销比略降，小麦和大豆供需表现平稳；玉米产量下调消费上调，库销比走低，预计25年国际玉米价格或有小幅提振。此外建议持续关注地缘政治和贸易摩擦带来的农产品价格波动风险。

图56：国际粮食价格仍维持较高位置 单位：美分/蒲式耳



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

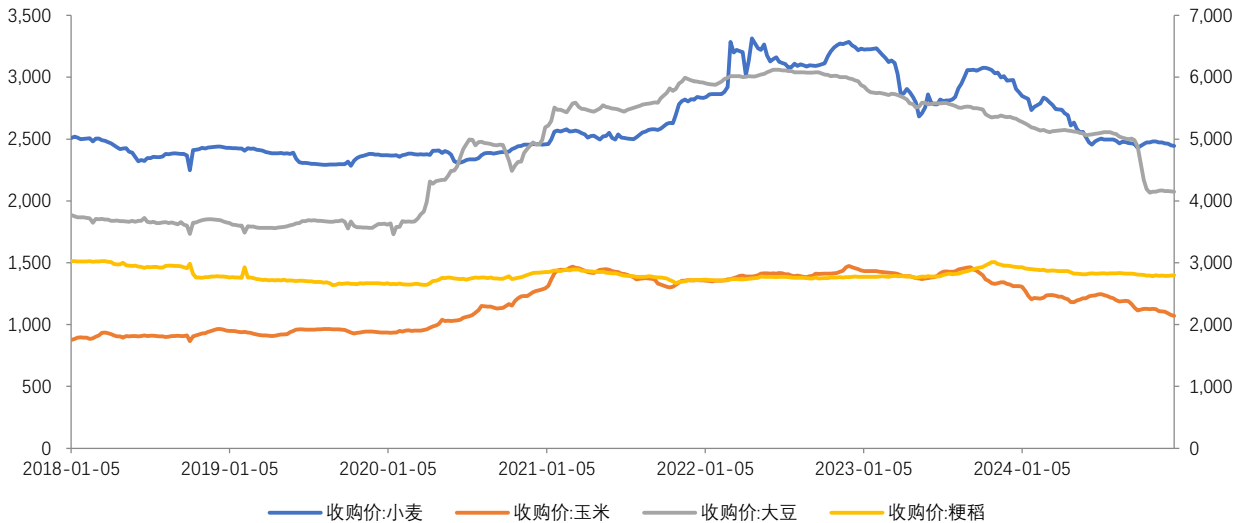
表3：USDA 供需平衡表（24/25 预测年度） 单位：百万吨

	小麦	玉米	大豆
期初库存	266.25	314.22	112.42
产量	794.73	1219.4	425.4
进口	210.01	183.41	177.91
国内饲料消费	152.9	776.5	346.15
国内总消费	803.41	1229.48	402.28
出口	214.67	189.83	181.71
期末库存	257.57	304.14	131.74

资料来源：《USDA 2024 年 12 月供需报告》发布单位：美国农业部 (USDA)，东兴证券研究所

我国粮食价格稳中有降，玉米价格或触底回升。24 年我国主粮价格回调明显。根据农业农村部发布的 2024 年 12 月中国农产品供需形势分析，我国玉米产量预测略有下调，年度结余降低，大豆产量预期小幅上调，年度结余略有上涨。大豆方面，国内上市期供应充足，25 年仍需关注海外天气变化和中美贸易政策变动；玉米供应有所收紧，25 年价格或有触底小幅反弹。

图57：国内粮食价格稳中有降 单位：元/吨



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

表4：中国农产品供需平衡表 单位：万吨

7月预测	玉米		大豆	
	23/24 年度估计	24/25 年度预测	23/24 年度估计	24/25 年度预测
播种/收获面积 (千公顷)	44219	44886	10470	10360
产量	28884	29384	2084	2065
进口	2341	1300	10229	9460
消费	29500	29964	11694	11456
出口	1	1	9	18
结余变化	1724	719	610	51

资料来源：中国农业信息网，东兴证券研究所

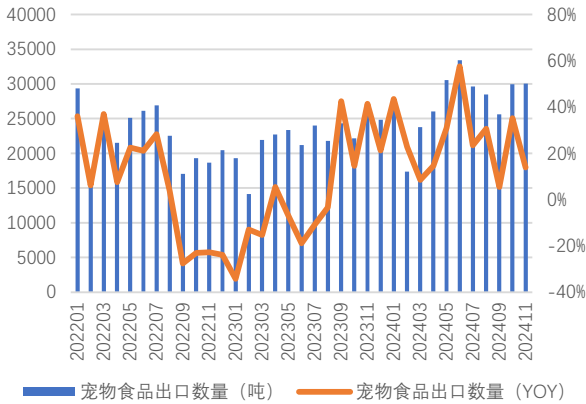
库存高企，传统种业竞争激烈。2024年杂交玉米制种面积略有下降，单产破五年新高，供需比达到175%，严重供过于求，预计25年库存积压下，行业竞争激烈；杂交稻制种面积下滑11%，单产持平，仍处于去库存阶段，供需比125%，部分优势品种可能出现结构性偏紧。总体来说，我国传统种业库存均处于较高水平，种子供过于求的趋势还将在2025年持续，优质品种或存在结构性短缺，不具备差异化竞争力的品种和企业竞争形势严峻，行业有望进一步洗牌。

4. 主线四：宠物消费高成长，食品动保均有看点

4.1 宠物食品：全球化布局降低风险，持续看好国内市场国牌崛起

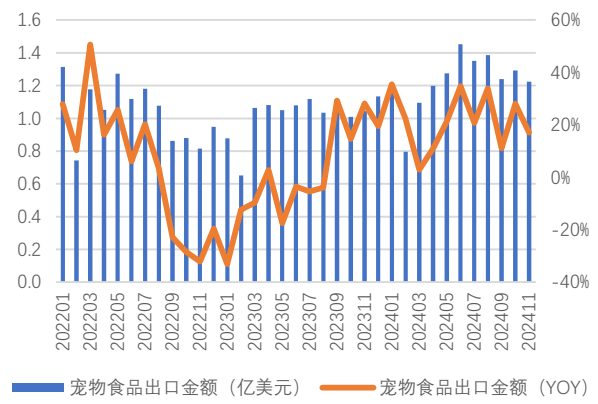
宠物企业出口业务稳健增长。宠物食品出口业务经历了前期大幅波动，现已恢复了稳健增长。海关总署出口数据显示，宠物食品出口数量和金额在24年上半年同比大幅提升，下半年增速回归平稳。24年1-11月，宠物食品出口数量累计达到30.25万吨，同比增长25.42%；出口金额13.50亿美元，同比增21.34%。

图58：宠物食品出口数量及 YOY



资料来源：海关总署，东兴证券研究所

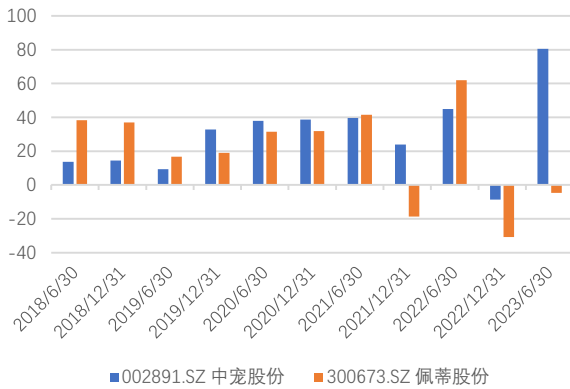
图59：宠物食品出口金额及 YOY



资料来源：海关总署，东兴证券研究所

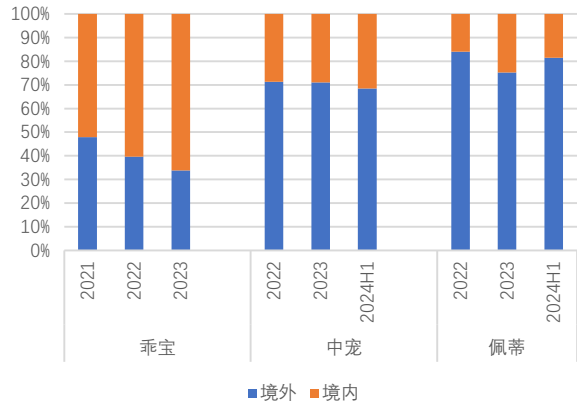
25年关注关税扰动，产能出海规避风险。2018年美国对原产我国的宠物食品加征10%的关税，2019年进一步提升至25%并维持至今，对18-19年我国宠物食品企业出口业务打击较大。为应对关税变化，宠物食品企业以收购或自建的方式在海外进行产能布局，全球化的产能布局能够有效的减轻贸易摩擦带来的不利影响。若有进一步加关税的情况，其影响预计显著低于18-19年。并且近年来，各家企业持续深耕国内市场，国内业务收入占比持续提升，双轮驱动模式下，海外市场影响有所减弱，预计风险整体可控。

图60：宠物食品企业盈利底部回升（亿元）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所单位：

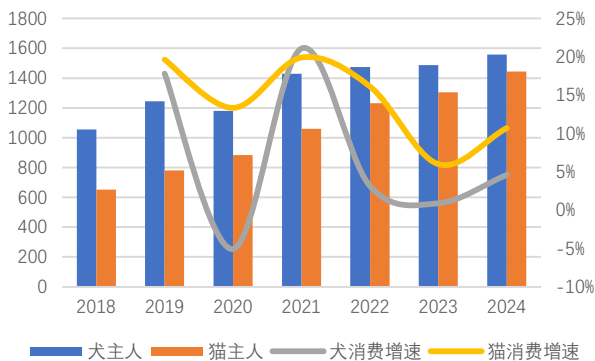
图61：境内业务占比提升



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

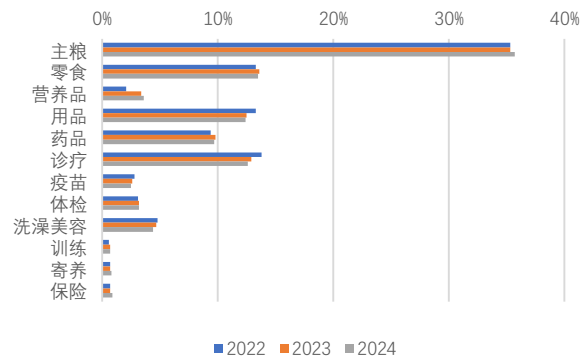
我国宠物市场维持快速增长，猫用市场增速更快。2025年宠物行业白皮书数据显示，城镇宠物（犬猫）消费市场规模为3002亿元，较2023年增长7.5%，其中犬用消费市场规模增长4.6%，猫用市场规模增速较快，同比增长10.7%。从消费结构来看，食品作为刚需消费仍占据最大比重，主粮、营养品和保险消费份额有所提升，体现了宠物消费的健康化趋势。

图62：城镇宠物消费市场规模（亿元 %）



资料来源：《2023-2024 年中国宠物行业白皮书（消费报告）》，《2025 年中国宠物行业白皮书（消费报告）》，发布机构：中国宠物行业白皮书、派读宠物行业大数据平台，东兴证券研究所

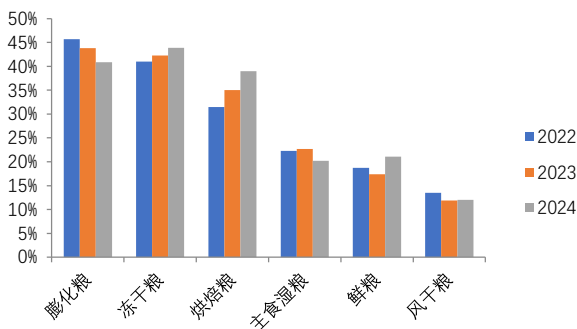
图63：宠物（犬猫）消费结构变化



资料来源：《2023-2024 年中国宠物行业白皮书（消费报告）》，《2025 年中国宠物行业白皮书（消费报告）》，发布机构：中国宠物行业白皮书、派读宠物行业大数据平台，东兴证券研究所

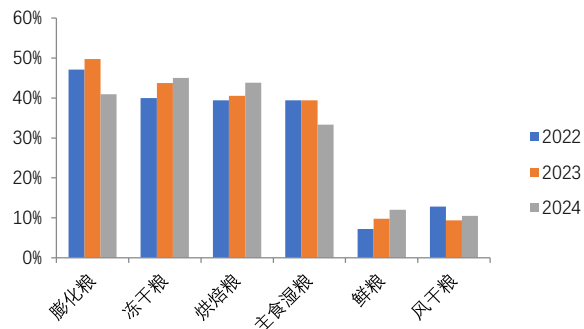
健康化与精细化引领行业增长，主粮选择更为多元。随着宠物拟人化趋势持续，宠物主对于宠物的健康管理越发重视，对于宠物食品的健康化、精细化要求更加严格。宠物主对主粮品类选择呈现多元化趋势，主打高肉高营养的新兴主粮品类如冻干粮、烘焙粮、鲜粮和风干粮等增速迅猛。

图64：犬主人购买主粮品类



资料来源：《2023-2024 年中国宠物行业白皮书（消费报告）》，《2025 年中国宠物行业白皮书（消费报告）》，发布机构：中国宠物行业白皮书、派读宠物行业大数据平台，东兴证券研究所

图65：猫主人购买主粮品类



资料来源：《2023-2024 年中国宠物行业白皮书（消费报告）》，《2025 年中国宠物行业白皮书（消费报告）》，发布机构：中国宠物行业白皮书、派读宠物行业大数据平台，东兴证券研究所

聚焦主粮新品类，上市企业新品频出。为顺应主粮消费多元化需求，同时实现与海外品牌的差异化竞争和自有品牌的产品升级，国内企业聚焦新型主粮产品，通过推出烘焙粮、风干粮等产品抢占市场。24 年上半年，乖宝旗下弗列加特推出小蓝盾肠道烘焙粮，在高端狗粮领域推出新品牌“汪臻醇”并推出鲜肉烘焙粮；中宠旗下 Zeal 品牌推出风干粮，领先品牌推出新口味烘焙粮及一系列湿粮产品；佩蒂旗下爵宴品牌推出风干粮产品，618 销售亮眼；路斯则在喂养形式上做出创新，推出“摇一摇”系列，丰富了产品组合和互动体验。

表5：宠物食品企业近期新型主粮产品布局

新型主粮产品布局	
乖宝宠物	弗列加特品牌推出弗列加特小蓝盾肠道烘焙粮，采取高鲜肉原料加持天然益生组方，全链路呵护猫咪肠道健康 公司推出自有国货高端狗粮品牌汪臻醇，遵循“限定成分配方”，倡导极简、低敏的喂养方式，推出鲜鸡肉烘焙粮和全价主食冻干产品
中宠股份	新西兰 ZEAL 真致预计在今年第二季度正式推出其全新的风干粮产品，填补了 ZEAL 真致干粮类别的空白 TOPTREES 领先品牌推出了低温烘焙鲜肉猫粮蛋黄兔口味、99 主食罐系列舔舔罐、幼猫系列、生骨肉主食冻干、mini 小餐盒等全新产品
佩蒂股份	爵宴品牌推出新品爵宴原生风干粮，推出仅短短一个月就登上抖音鸭肉味犬主粮、京东风干狗干粮榜单第一名
路斯股份	对外发布全新品牌形象以及“摇摇”系列主粮新品。摇摇系列产品通过主粮包、零食营养包及摇摇杯的结合在宠物喂食方式和营养配方上进行了大量研发创新，意在丰富食品口味和营养成分，同时在喂养环节增加宠物主与宠物之间的情感互动

资料来源：公司公告，官方公众号，东兴证券研究所

国货崛起，格局变动。通过对比近 5 年宠物主粮品牌的排名变动我们可以发现，最近 5 年是国货崛起的 5 年，行业格局变动很大，特别是猫主粮竞争激烈，仅有麦富迪、皇家、渴望、爱肯拿、冠能持续保持 top15，其中皇家稳居第一，麦富迪排名提升明显，市场涌现出鲜朗、诚实一口、弗列加特等国货品牌。

表6：宠物主粮行业排名变动

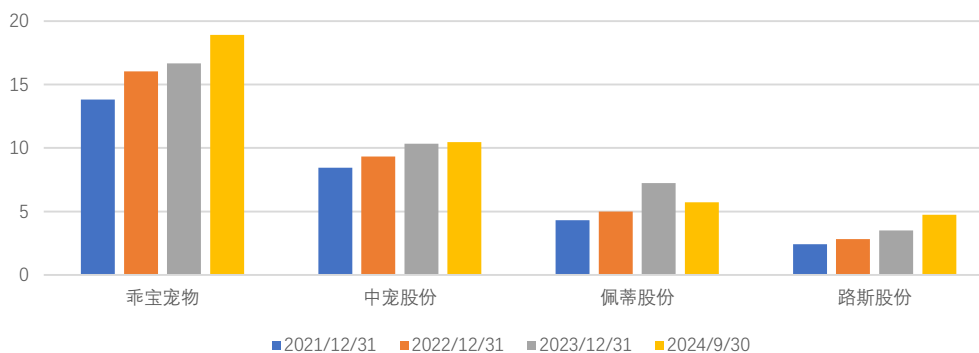
猫主粮		犬主粮					
2024 年 5 月		2019 年 5 月		2024 年 5 月		2019 年 5 月	
排名	品牌	排名	品牌	排名	品牌	排名	品牌
1	皇家	1	皇家	1	皇家	1	皇家
2	legend sandy	2	渴望	2	麦富迪	2	疯狂的小狗
3	鲜朗	3	凯锐思	3	伯纳天纯	3	凯锐思
4	诚实一口	4	爱肯拿	4	爱肯拿	4	渴望
5	弗列加特	5	福摩	5	比乐	5	伯纳天纯
6	instinct	6	玫斯	6	鲜朗	6	比瑞吉
7	网易严选	7	PETCUREAN GO!	7	疯狂的小狗	7	麦富迪
8	渴望	8	冠能	8	汪爸爸	8	力狼
9	麦富迪	9	素力高	9	渴望	9	耐威克
10	素力高	10	哈根纽翠斯	10	纽顿	10	金钱豹
11	爱肯拿	11	伟嘉	11	力狼	11	宝路
12	江小傲	12	美士	12	网易严选	12	冠能
13	冠能	13	麦富迪	13	凯锐思	13	比乐
14	高爷家	14	NOW	14	冠能	14	海洋之星
15	阿飞和巴弟	15	PETMASTER/佩玛思特	15	欧恩培	15	极宠家

资料来源：宠物营销界，东兴证券研究所

行业竞争激烈，营销费用高企。行业竞争激烈，各家企业销售费用率持续增长。24 年前三季度乖宝宠物、中宠股份、佩蒂股份和路斯股份销售费用率分别为 18.92%、10.45%、5.73%和 4.73%，相比去年同期分别提升 3.01、1.17、-1.41 和 1.48 个百分点，其中佩蒂销售费用率主要是去年销售收入下滑影响了去年同期基数。

我们认为，随着行业竞争的白热化和流量获取的难度提升，品牌收入增长的含金量差异将逐步显现，头部企业在规模成长到一定阶段后将逐步兑现业绩，行业集中度有望在未来几年加速提升，我们看好头部宠物食品企业市场份额和盈利能力的持续提升。

图66：宠物食品企业销售费用率（%）



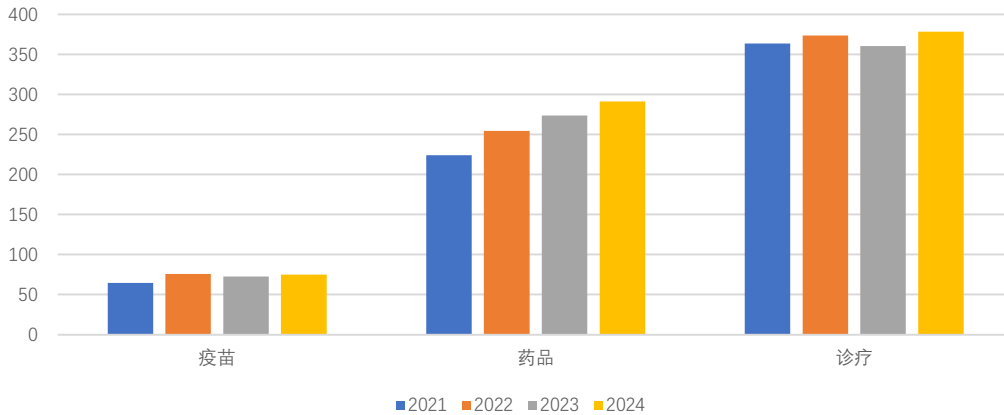
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

总体而言，宠物食品出口业务经过 18-19 年关税风波，全球化的产能布局已显著提升了抗风险能力；国内市场消费维持稳健增长，行业规模持续扩张。从竞争格局而言，国货崛起趋势明显，国产品牌已逐步占据消费者心智，成为消费主流，各个国产品牌持续顺应健康化、精细化的消费趋势，把握新型主粮品类，推出符合消费需求的新产品，市占率和盈利能力有望持续提升，我们持续看好宠物食品行业的长期发展，推荐关注中宠股份、佩蒂股份，其他相关标的宠物食品龙头乖宝宠物。

4.2 宠物动保：宠物疫苗突破海外垄断，第二增长曲线有望打开

宠物医药市场空间广阔。根据宠物行业白皮书数据测算，2024 年我国宠物诊疗、药品和疫苗市场规模分别为 378.25 亿元、291.19 亿元和 75.05 亿元，3 年复合增速分别为 1.3%、9.1%和 5.0%。根据 APPA 数据显示，2023 年美国兽医护理和产品销售规模达到 383 亿美元，同比增速 6.7%。我国宠物医药市场发展空间广阔并有望维持稳健增长。

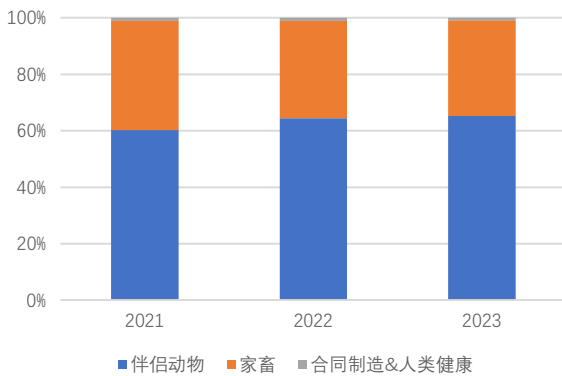
图67：宠物医疗与动保市场空间广阔（亿元）



资料来源：《2023-2024 年中国宠物行业白皮书（消费报告）》，《2025 年中国宠物行业白皮书（消费报告）》，发布机构：中国宠物行业白皮书、派读宠物行业大数据平台，东兴证券研究所东兴证券研究所

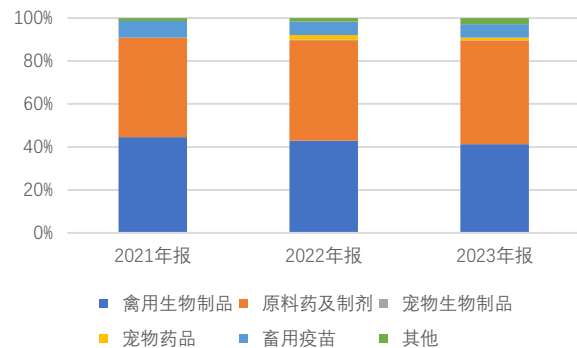
宠物动保起步晚，市场被海外品牌占据。我国宠物动保行业起步较晚，市场长期被海外厂商硕腾、勃林格、礼蓝等厂商占据。我国动保企业多年来主要以经营经济动物产品为主，收入结构和产品结构亟待升级。以全球最大的动保企业硕腾为例，其收入中的 65% 由伴侣动物产品贡献。瑞普生物是我国宠物产品发展较为领先的企业，其收入中宠物药品和疫苗合计占比仅为 1.35%，未来增长空间极大。从我国动保行业发展方向来看，从传统疫苗到多联多价、mRNA 等新型疫苗，从经济动物到伴侣动物的趋势将引领行业未来发展，持续打开行业长期发展空间。

图68：硕腾收入结构



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

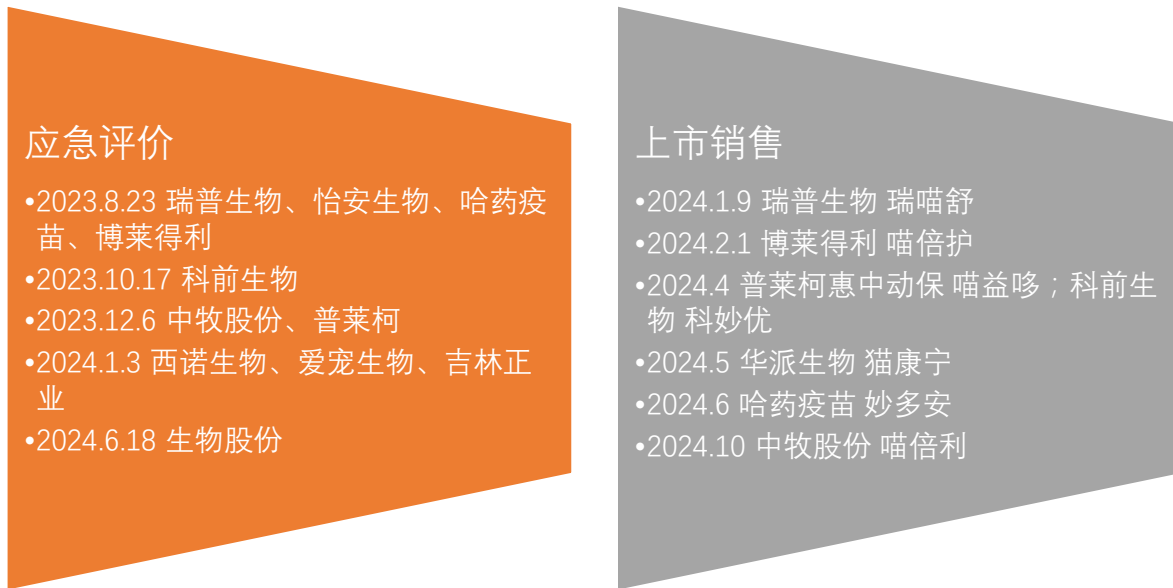
图69：瑞普生物收入结构



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

宠物疫苗集中上市，打破进口垄断。2023-2024 已有超 20 家企业生产的 8 款猫三联产品通过农业农村部应急评价。2024 年 1 月 9 日瑞普生物“瑞喵舒”上市，是我国第一款上市的国产猫三联疫苗，打破了硕腾“妙三多”对市场的长期垄断，而后多家企业猫三联疫苗陆续上市。瑞普生物“瑞喵舒”截至 24 年中报，销售量已突破百万头份，前三季度已布局近百家核心经销商，覆盖门店超过 6000 家，批签发数量位于第二位。国产疫苗有望凭借媲美国际品牌的产品质量，符合国内疫病现状的新毒株和高性价比优势持续抢占市场。

图70：国产猫三联获批及上市情况



资料来源：农业农村部，宠物行业观察，东兴证券研究所

宠物产品布局增多，有望逐步实现产品矩阵。除大单品猫三联之外，各家企业在积极进行宠物产品的多管线布局。以瑞普生物为例，公司已逐步形成包括驱虫药、耳药、皮肤药、镇定止痛药和疫苗在内的多产品矩阵。科前生物已形成猫三联+犬四联+狂犬疫苗的宠物疫苗产品布局。普莱柯已形成猫三联+狂犬疫苗；驱虫药+耳药+皮肤药的产品矩阵，并且犬二联、犬四联已进入审批注册阶段。生物股份已具备狂犬+犬二联疫苗的产品布局，猫三联上市在即，犬四联+猫四联已进入新兽药注册阶段。**我们认为，随着动保企业宠物产品矩阵逐步完善，国产宠物动保产品有望逐步实现国产替代，宠物药苗有望给动保企业带来第二增长曲线，推荐关注宠物产品布局领先的企业，推荐关注普莱柯、生物股份、科前生物等。**

5. 风险提示

畜禽产品价格波动风险，产能去化不及预期，动物疫病风险，极端天气风险等。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	农林牧渔行业：11月猪价先跌后涨，产能维持微增—生猪养殖行业月度跟踪	2024-12-19
行业普通报告	农林牧渔行业：10月均价回调，盈利持续兑现—生猪养殖行业月度跟踪	2024-11-25
行业普通报告	农林牧渔行业：9月均价回调，出栏均重明显提升—生猪养殖行业月度跟踪	2024-10-18
行业深度报告	农林牧渔行业：从24年中报看宠物食品行业发展趋势	2024-10-01
行业普通报告	农林牧渔行业：8月均价冲高回落，能繁存栏小幅下行—生猪养殖行业月度跟踪	2024-09-24
行业普通报告	农林牧渔行业：7月均价继续抬升，出栏量环比提升—生猪养殖行业月度跟踪	2024-08-16
行业深度报告	把握养殖链景气回升，关注宠物新消费—农林牧渔行业2024年半年度展望	2024-07-31
行业普通报告	农林牧渔行业：6月均价上涨明显，半年度业绩开始兑现—生猪养殖行业月度跟踪	2024-07-17
行业普通报告	农林牧渔行业：宠物消费618战绩如何	2024-07-02
行业普通报告	农林牧渔行业：5月猪价涨势迅猛，养殖盈利明显改善—生猪养殖行业月度跟踪	2024-06-20
公司普通报告	大北农(002385.SZ)：养殖盈利兑现，种业发展未来可期	2024-11-08
公司普通报告	佩蒂股份(300673.SZ)：业绩高增，自主品牌快速增长	2024-11-08
公司普通报告	中宠股份(002891.SZ)：境内外业务持续增长，境内业务实现盈利	2024-10-28
公司普通报告	海大集团(002311.SZ)：饲料海外销售维持高增，养殖盈利预期改善	2024-10-23
公司普通报告	生物股份(600201.SH)：盈利能力稳健，新品落地可期	2024-09-09
公司普通报告	隆平高科(000998.SZ)：水稻种子表现亮眼，瘦身健体持续推进	2024-09-05
公司普通报告	大北农(002385.SZ)：养殖盈利明显改善，种业发展稳步推进	2024-09-03
公司普通报告	佩蒂股份(300673.SZ)：业绩实现扭亏，新型主粮发力国内市场	2024-09-02
公司普通报告	中宠股份(002891.SZ)：主粮表现亮眼，员工持股计划彰显发展信心	2024-08-22
公司普通报告	牧原股份(002714.SZ)：业绩扭亏为盈，成本助推全年盈利释放	2024-08-07
公司普通报告	海大集团(002311.SZ)：饲料业务量利齐升，生猪养殖实现扭亏	2024-08-01
公司普通报告	牧原股份(002714.SZ)：业绩实现扭亏，成本助推盈利持续改善	2024-07-15
公司普通报告	隆平高科(000998.SZ)：23年经营改善明显，两隆融合有望充分发挥协同作用	2024-05-09
公司普通报告	生物股份(600201.SH)：经营质量持续提升，新品落地可期	2024-04-30
公司普通报告	科前生物(688526.SH)：减值拖累业绩，关注新品上市进程	2024-04-08

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

程诗月

美国马里兰大学金融学硕士，2017年加入东兴证券研究所，现任农林牧渔行业分析师，重点覆盖畜禽养殖、饲料动保、宠物食品等细分子行业。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526