



生猪养殖进入成本竞争新格局 看好宠物和户外市场持续扩容

2025年度策略

投资评级：推荐（维持）

报告日期：2025年01月02日

- 分析师：娄倩
- SAC编号：S1050524070002
- 联系人：卫正
- SAC编号：S1050124080020

研究创造价值

1、生猪产业链:

生猪养殖	24年复盘	<p>营收端</p> <ul style="list-style-type: none"> 23年底疫病形成周期拐点，造就24年新一轮猪周期，集团厂凭借资金优势乘风本轮高位猪价 <p>成本端</p> <ul style="list-style-type: none"> 低价饲料原材料+生产效率提升利好低位养殖成本，拓宽盈利空间上限 <p>股价复盘</p> <ul style="list-style-type: none"> 猪板块股价与仔猪价格同向波动，神农、华统、牧原、温氏领涨板块，领涨原因主为23年产能扩张
	25年展望	<p>行业能繁产能持续走高，预计猪价波动下行至低位，商品猪25年均出栏价预估14元/公斤左右，大部分养殖场盈利承压</p> <p>①行业进入成本竞争新格局，成本领先企业仍有盈利机会 ②行业谨慎产能扩张背景下，个别企业仍有突破机会</p>
	投资观点	<p>关注下一轮猪周期拐点，目前建议采取个股左侧布局策略，重点关注成本优势和产能扩张兼具企业 重点推荐巨星农牧、正邦科技；重点关注德康农牧；关注牧原股份、温氏股份、神农集团、京基智农</p>
猪饲料和动保	24年复盘	<p>后周期板块需求复苏，营收规模恢复 供大于求行业格局不改，厂家间竞争激烈，猪饲料和动保企业利润和现金流双双承压</p>
	25年展望	<p>产能过剩格局依旧，伴随养殖端规模化和议价能力提升，利润空降将进一步压缩， 行业二八法则进一步凸显，落后产能淘汰，头部企业有望在竞争中绑定大客户</p>
	投资观点	<p>打造产品品质差异化是竞争破局关键，绑定稳定渠道避免恶性竞争 动保板块重点关注全球金霉素龙头金河生物，猪饲料板块建议关注邦基科技</p>

2、宠物经济

宠物食品	24年复盘	宠物食品加工新增产能集中爆发，供需增速不匹配，行业面临产能过剩问题 ↓ 代工厂因未能获得足量代加工订单，转为打造自主品牌，国内品牌竞争加剧 ↓
	25年展望	看好国内宠物食品消费市场加速扩容，预计行业二八法则初步显现，行业上中游渗透率有望提升 ↓
	投资观点	看好已实现海外产能布局企业，建议关注 乖宝宠物、中宠股份、佩蒂股份、依依股份、源飞宠物、天元宠物、路斯股份
宠物健康	宠物疫苗	2024年猫疫苗国产替代持续加速，看好更多国产疫苗出新替代进口产品，推荐关注 瑞普生物
	宠物医院	犬猫医疗需求持续增长，国内单体医院仍为宠物医院的主要形态，看好未来连锁化发展潜力，行业集中度有望提升，建议关注 瑞普生物

3、户外运动

户外运动	24年复盘	<ul style="list-style-type: none"> 行业进入个位数增速阶段，细分赛道表现亮眼 与发达国家相比，人均消费和渗透率仍有巨大上升空间 企业发展道路由点及面，从细分龙头拓展业务领域，行业竞争加剧，看好更多细分赛道发展潜力 ↓
	投资观点	看好户外运动政策落地，运动服饰渗透率有望进一步提升，建议关注中游生产 申洲国际 ；下游品牌 安踏、李宁、361度、特步、波司登

重点关注公司及盈利预测

公司代码	名称	2025-01-02 股价	EPS			PE			投资评级
			2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	
000048.SZ	京基智农	17.26	3.29	1.55	1.70	5.25	11.14	10.15	增持
002157.SZ	正邦科技	2.85	0.92	0.06	0.11	3.10	47.50	25.91	买入
002714.SZ	牧原股份	37.59	-0.78	2.80	4.70	-48.19	13.43	8.00	买入
002891.SZ	中宠股份	34.73	0.79	1.10	1.24	43.96	31.57	28.01	买入
300498.SZ	温氏股份	16.20	-0.96	1.42	1.87	-16.88	11.41	8.66	买入
603477.SH	巨星农牧	17.57	-1.27	1.40	1.82	-13.83	12.55	9.65	买入
605296.SH	神农集团	27.22	-0.76	1.14	2.56	-35.82	23.88	10.63	买入

资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究

生猪产业链

养殖进入成本竞争新格局
左侧布局成本优势和产能扩张兼备个股

研究创造价值

1 生猪产业链：

养殖进入成本竞争新格局，左侧布局成本优势和产能扩张兼备个股

1.1 生猪养殖：

进入成本竞争新格局，关注成本优势和产能扩张兼备企业

1.2 猪饲料和动保：

供大于求行业竞争激烈，产能出清二八法则将凸显

2 宠物经济：

宠物食品竞争加剧，看好宠物健康长期扩容发展

2.1 宠物食品：

国内外市场持续扩容，上中游渗透率有望提升

2.2 宠物健康：

宠物疫苗国产替代持续推进，宠物医院连锁发展前景广阔

3 户外运动：

行业进入个位数扩容阶段，细分赛道有望崭露头角

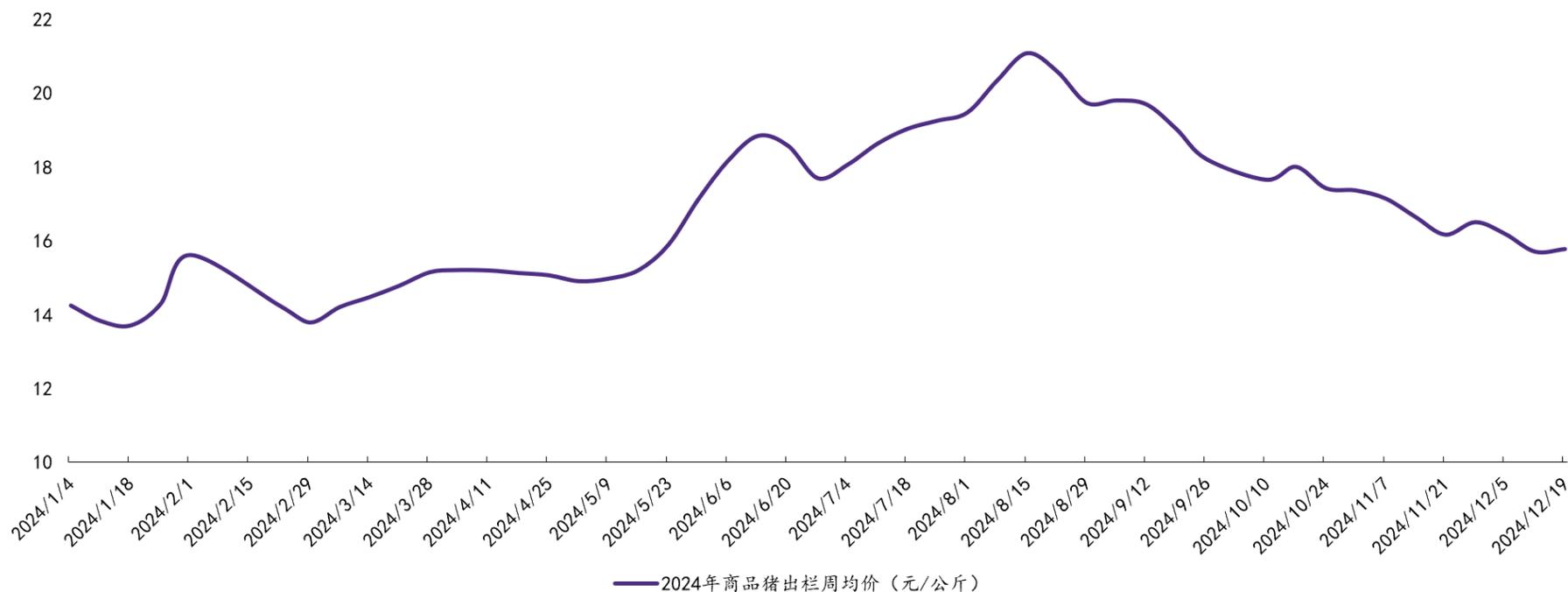
目录

CONTENTS

1.1.1 营收端：2024猪周期反转，Q3猪价步入高位阶段

2024猪价强势反弹，Q3持续维持高水位。商品猪价格经历2023年一年的亏损调整期后，自2024年5月起强势反弹，持续冲高。根据涌益咨询监测，全国商品猪出栏周均价在8月达到本轮周期顶峰21.07元/公斤。2024年商品猪出栏均价为16.81元/公斤，同比2023年均价上涨1.79元/公斤。其中，24Q3全季度猪价维持高水位，Q3季度均价为19.44元/公斤。

图表：2024年商品猪出栏周均价（元/公斤）

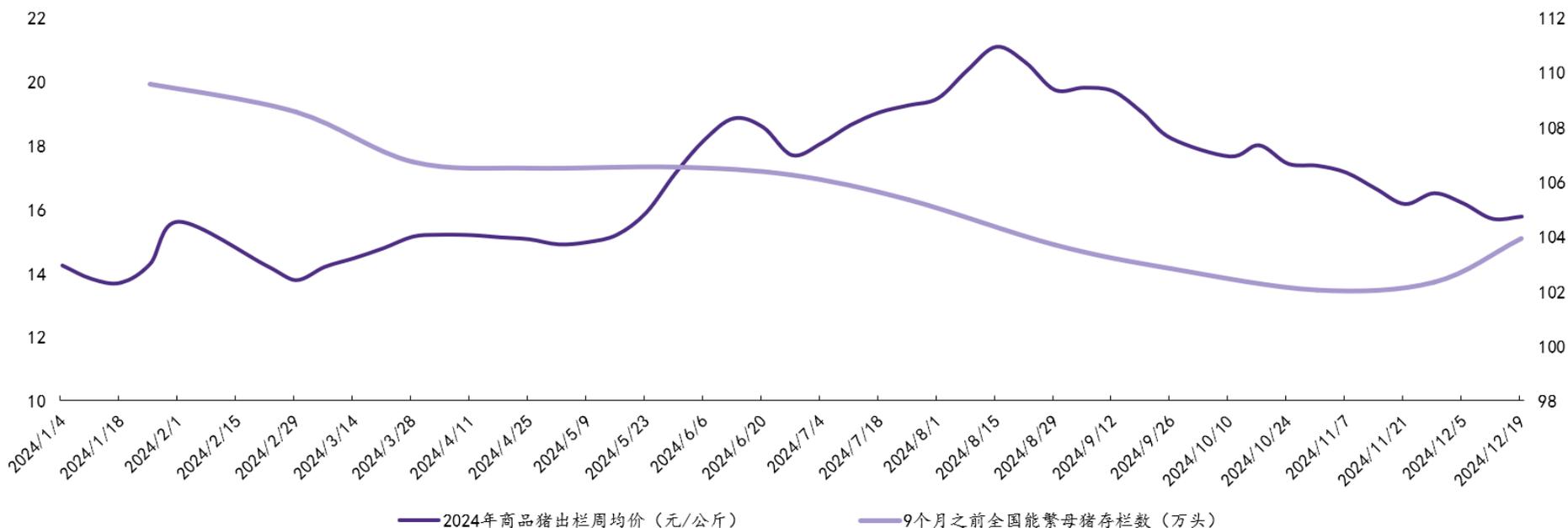


资料来源：涌益咨询，华鑫证券研究

1.1.1 营收端：疫病造就周期反转，产能去化打开供给缺口

2023年底疫病迅速去化行业产能，供给缺口助推猪价反弹。本轮猪周期形成的原因是2023年10月开始的全国大规模猪疫病，北方地区尤其严重，各养殖场/户被迫扑杀染病的猪群。疫病的发生，使行业整体生猪和能繁母猪存栏量迅速下降，根据涌益咨询数据，能繁母猪产能下降趋势一直延续至2024年1月。行业产能的迅速去化，为未来的猪肉供给萎缩埋下伏笔，至2024年5月猪肉供给缺口正式形成，助推猪价迅速攀升。

图表：2024年商品猪出栏周均价（元/公斤）和9个月之前全国能繁母猪存栏数（万头）



资料来源：涌益咨询，华鑫证券研究

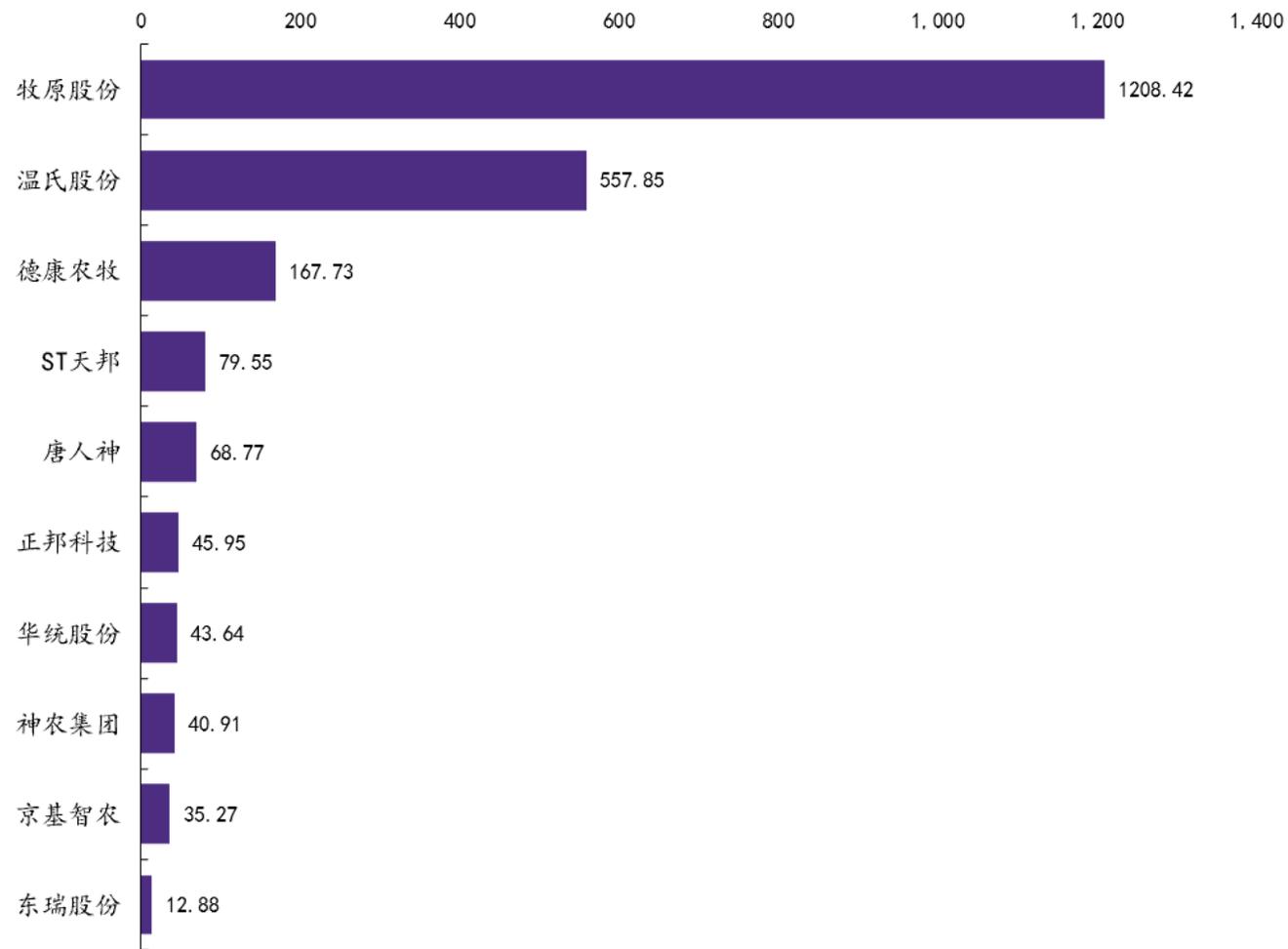
1.1.1 营收端：集团厂乘风高位周期，散户产能加速出清

集团厂凭借资金优势，迅速回补提升产能，乘风高位猪价。 即使遭遇2023一年的亏损和年底疫病损失，拥有更多资金的集团厂依然能够在2023年底迅速完成病猪扑杀、洗消、产能回补。与此同时，大部分集团场通过本次疫病行业拐点，提升能繁产能和市场份额，产出的商品猪最终乘风本轮高位猪价，实现亮眼营收规模表现。

规模场资金紧张，产能回补慢于集团厂。 整体规模场产能仅回补至疫病之前水平，市场供给份额基本没有改变。

散户产能加速出清，部分转投“公司+农户”模式专注育肥。 散户因为长期亏损并且借贷困难，无法在本次疫病转折中回补母猪产能，市场份额被集团厂取代。部分散户放弃自繁自育，转投集团厂专注育肥。

图表：2024年1-11月各上市公司生猪销售收入（亿元）

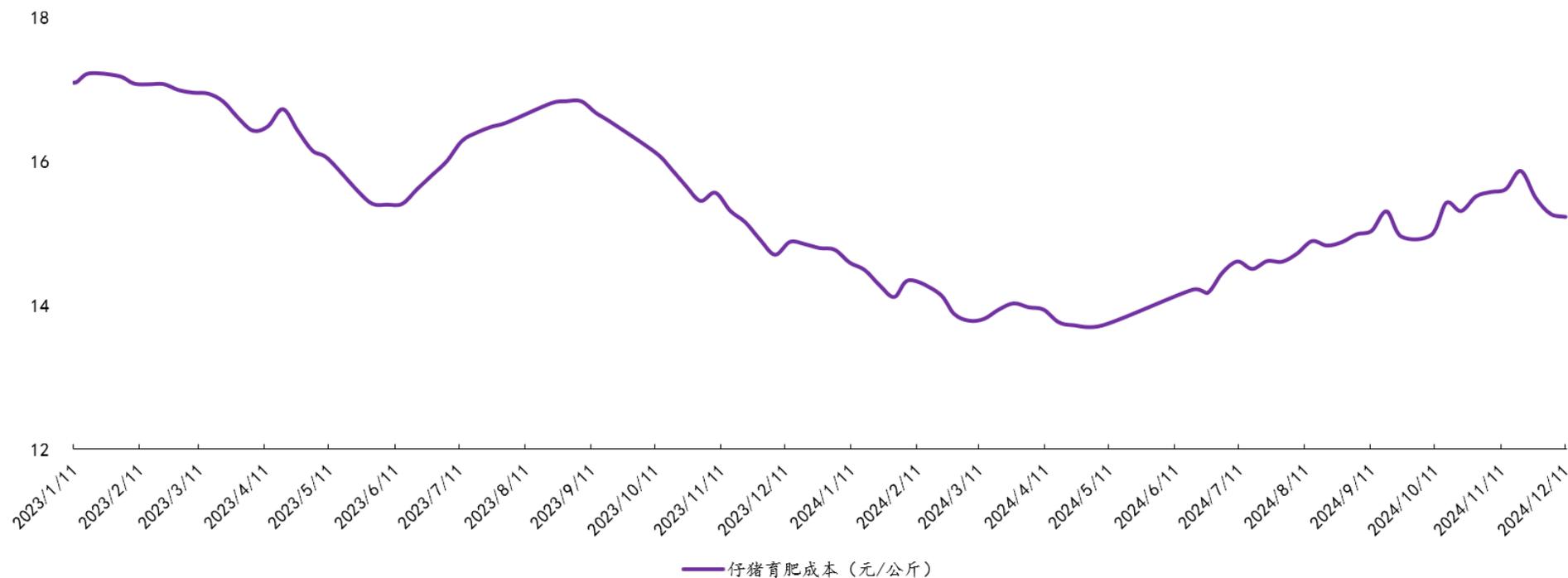


资料来源：各公司公告，华鑫证券研究

1.1.2 成本端：2024养殖成本处于下行通道，拓宽盈利空间

2024年行业养殖成本进入低位周期，创造更大盈利空间。通过使用国家发展改革委价格监测中心发布的全国饲料价格和猪料比价平衡点数据进行推算，全国仔猪育肥模式养殖成本自2023年9月进入下行通道，2024上半年维持在低位周期。2024全年年均养殖成本为14.62元/公斤，同比下降1.56元/公斤，更低的养殖成本线创造了更大的养殖盈利区间。

图表：2024年全国仔猪育肥模式养殖成本（元/公斤）

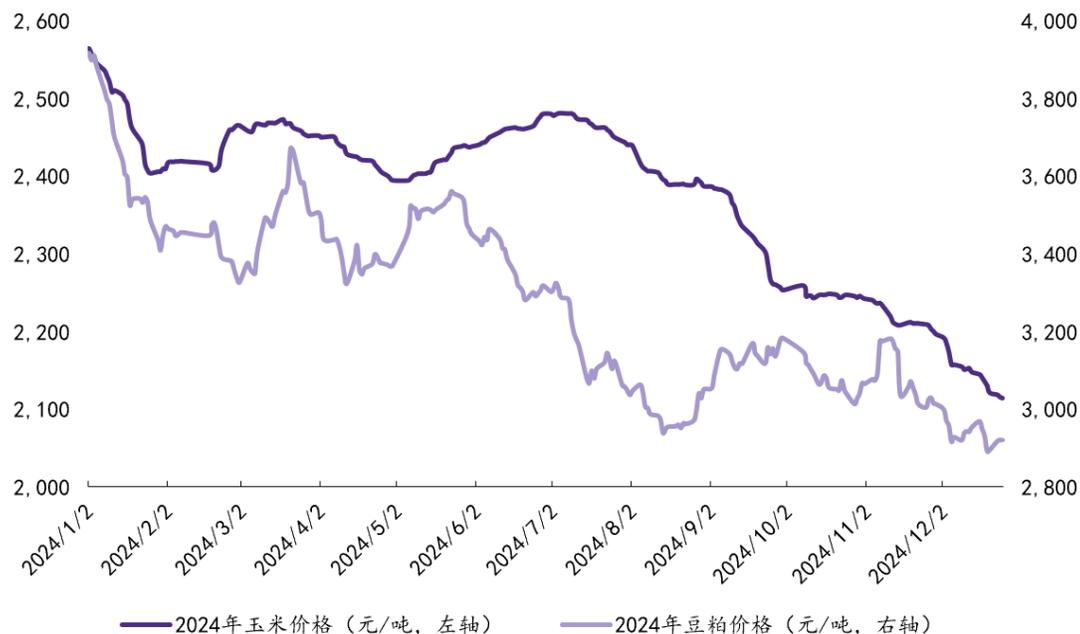


资料来源：国家发展和改革委员会，华鑫证券研究

1.1.2 成本端：成本下行主因饲料原材料处低位，辅因生产效率提升

饲料原材料价格下降为养殖成本下行主因，生产效率提升进一步促进降本。步入2024年，作为猪饲料中最主要的两大原材料玉米和豆粕价格持续波动走低，原材料成本的下降传导至饲料加工并最终传导至养殖端。此外，尤其是集团厂部分，持续提升内部养殖管理，提高生产效率，从2024年初至今，效率提升在PSY指标上已有了成果显现，进一步促进降本。

图表：2024年国内玉米和豆粕现货价格（元/吨）



资料来源：汇易网，华鑫证券研究

图表：部分上市企业最新PSY情况

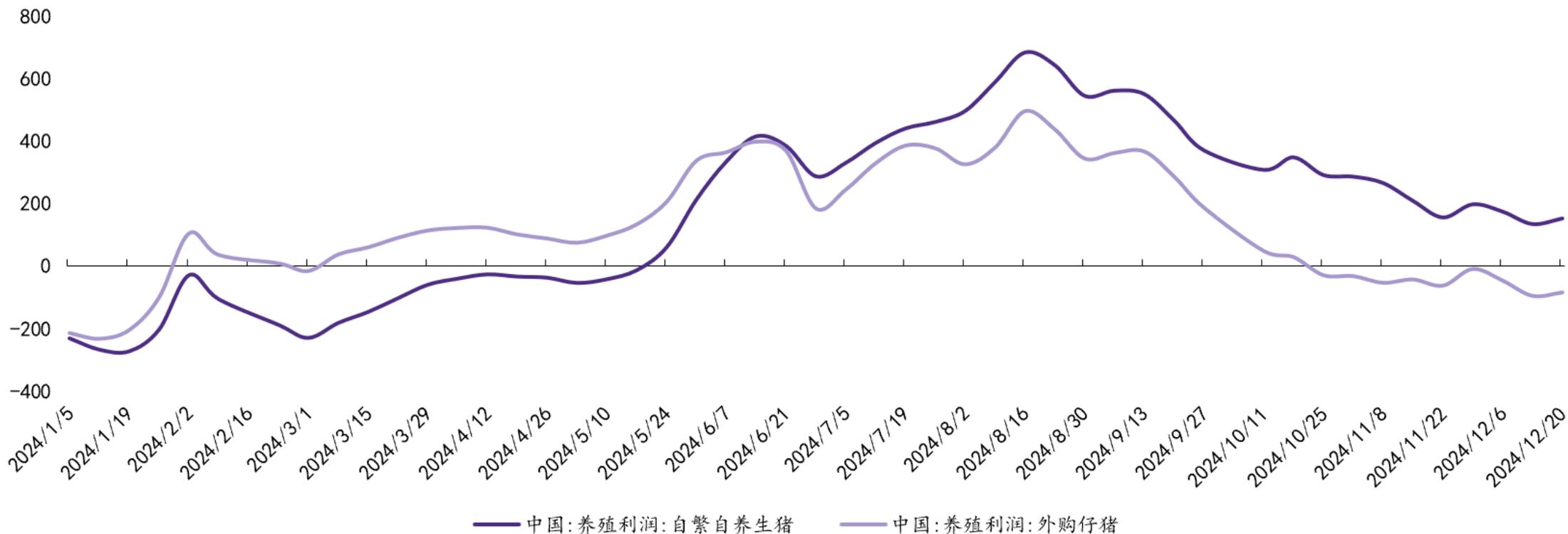
公司	PSY	统计时间段
牧原股份	29以上	2024年11月
巨星农牧	29以上	2024年Q3
神农集团	28	2024年10月
天康生物	27.6	2024年7月
广弘控股	26-28	2024年6月
京基智农	26	2024年9月
金新农	25-26	2024年10月
新希望	25.2	2024年Q2
温氏股份	23	2024年5月

资料来源：各公司投资者关系记录表，华鑫证券研究

1.1.3 利润端：猪价反转成本下降，2024盈利显著改善

在猪周期反转，养殖成本下行，两大因素催化下，2024年行业养殖盈利情况相较2023年显著改善。2024年全国生猪养殖自繁自育和外购仔猪周平均利润分别为170.0元/头和124.7元/头，相较2023年实现大幅度转正。

图表：2024年全国生猪养殖自繁自育和外购仔猪利润情况（元/头）

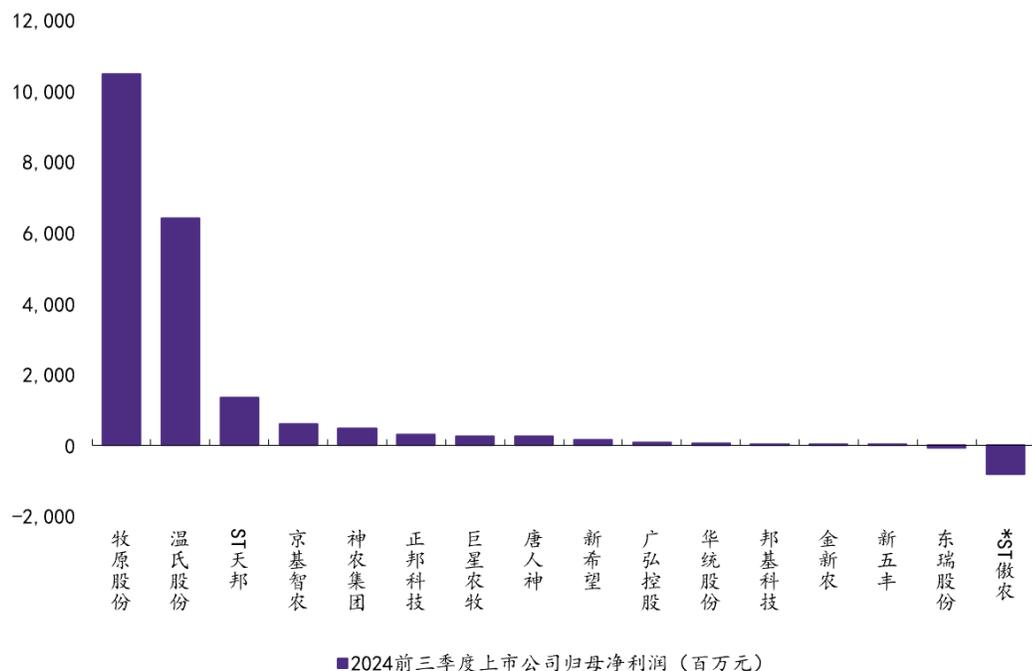


资料来源：博亚和讯，华鑫证券研究

1.1.3 利润端：集团厂利润收获颇丰，优化资产结构改善负债率

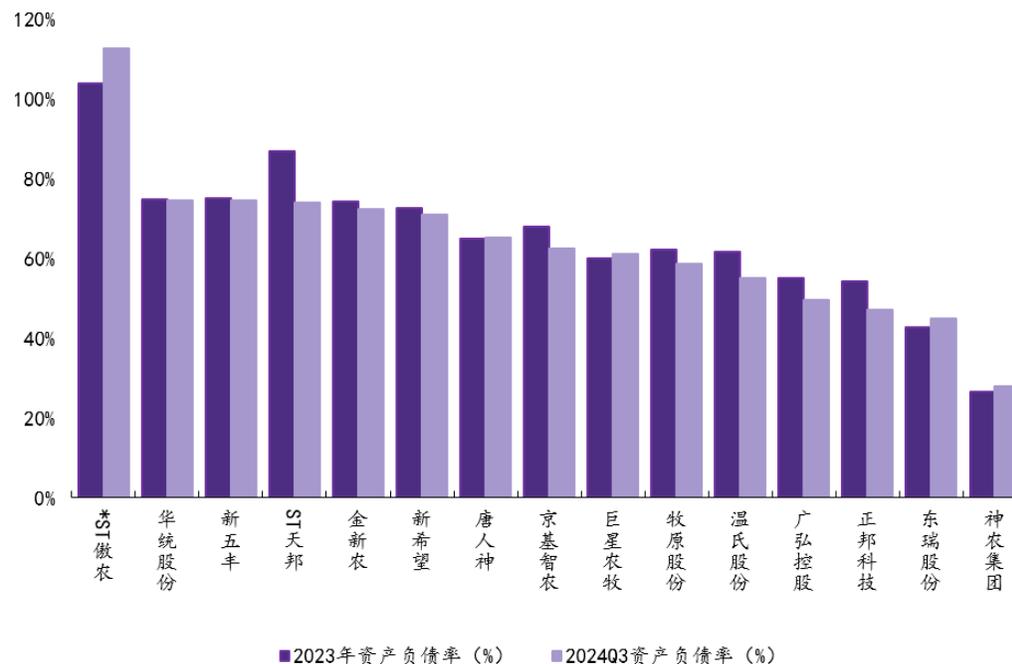
如上文分析，在行业普遍大幅转盈的背景下，集团厂通过周期拐点提升市场份额占比，2024年生猪养殖板块上市公司取得十分亮眼的盈利表现。各大公司经营现金流情况显著改善，进而优化自身资产负债结构，降低资产负债率，释放财务压力。生猪养殖板块行业平均资产负债率从2023年底的65.33%下降至2024Q3的63.21%，下降2.13pcts。

图表：2024前三季度上市公司归母净利润（百万元）



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表：2023年底和2024Q3上市公司资产负债率变动情况



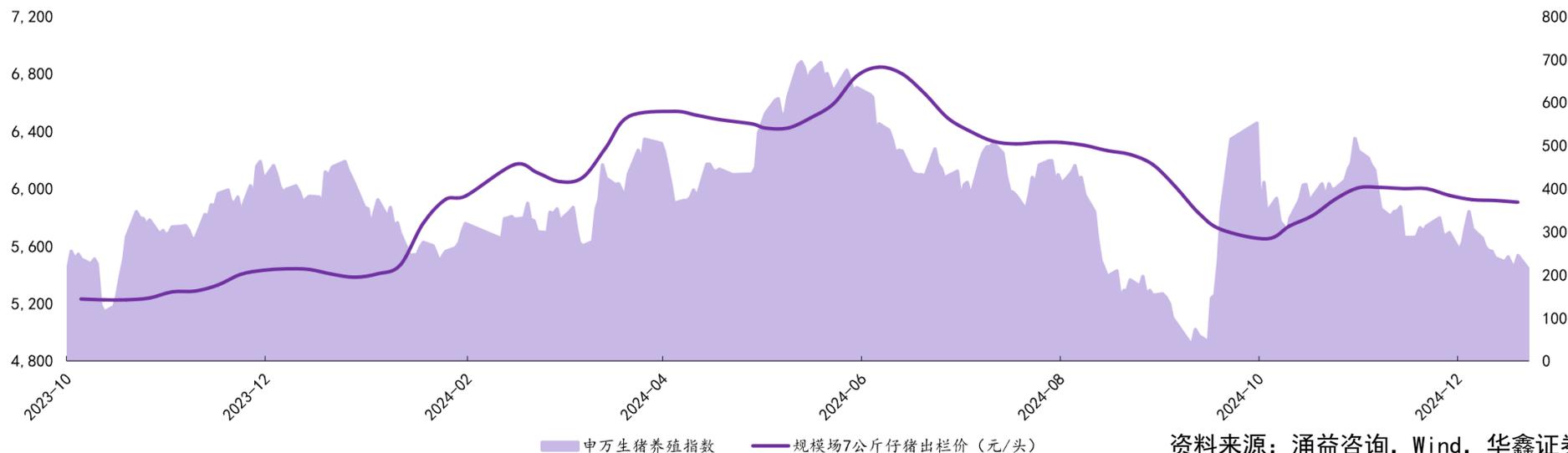
资料来源：Wind，华鑫证券研究

1.1.4 股市复盘：疫病超预期助推板块估值，股价与仔猪价格同向波动

生猪养殖板块估值攀升背后是疫病程度的超预期。以申万生猪养殖板块指数进行2024年股市复盘，本轮猪周期股市上涨周期从2023年10月开始延续至2024年5月，股价波动攀升背后的原因是2023年底冬季全国疫病程度的超预期，大规模疫病导致行业母猪产能迅速去化。疫病程度的超预期持续影响到资本市场对于未来猪肉供需缺口的推算，助推板块估值上涨。

生猪养殖板块走势和仔猪价格同向波动。我们认为两项数据关联的背后，代表的是资本和产业对于疫病超预期的反应基本吻合。企业端产能回补最快方式是外购仔猪，所以仔猪价格更及时反应出产业端对于疫病的超预期程度，短期仔猪供给显著短缺，同样助推仔猪价格攀升。

图表：2024年申万生猪养殖指数和7公斤规模场仔猪出栏价（元/头）



资料来源：涌益咨询，Wind，华鑫证券研究

1.1.4 股市复盘：神农华统牧原温氏领涨，主因成本优势和产能扩张

神农、华统、牧原、温氏领涨板块，原因在于2023年产能快速扩张。在本轮2023年10月至2024年5月高涨行情中，神农集团、华统股份、牧原股份、温氏股份领跑板块。我们认为呈现这四家涨势鼎立的原因在于2023年养殖规模的迅速扩张。经历2023年低猪价高成本的行业亏损年，绝大多数企业并未进行产能扩张部署。而华统、神农、牧原、温氏凭借自身的成本优势或资金优势，在猪价低位期达成行业较低亏损的同时新增能繁产能，通过行业蛰伏期提升市场份额和行业地位，最终在2024年顺周期强势体现行业竞争力。

图表：2023年10月9日-2024年5月31日生猪养殖板块各上市公司股价情况以及2023年能繁母猪增幅情况（以2023年10月9日为基数）

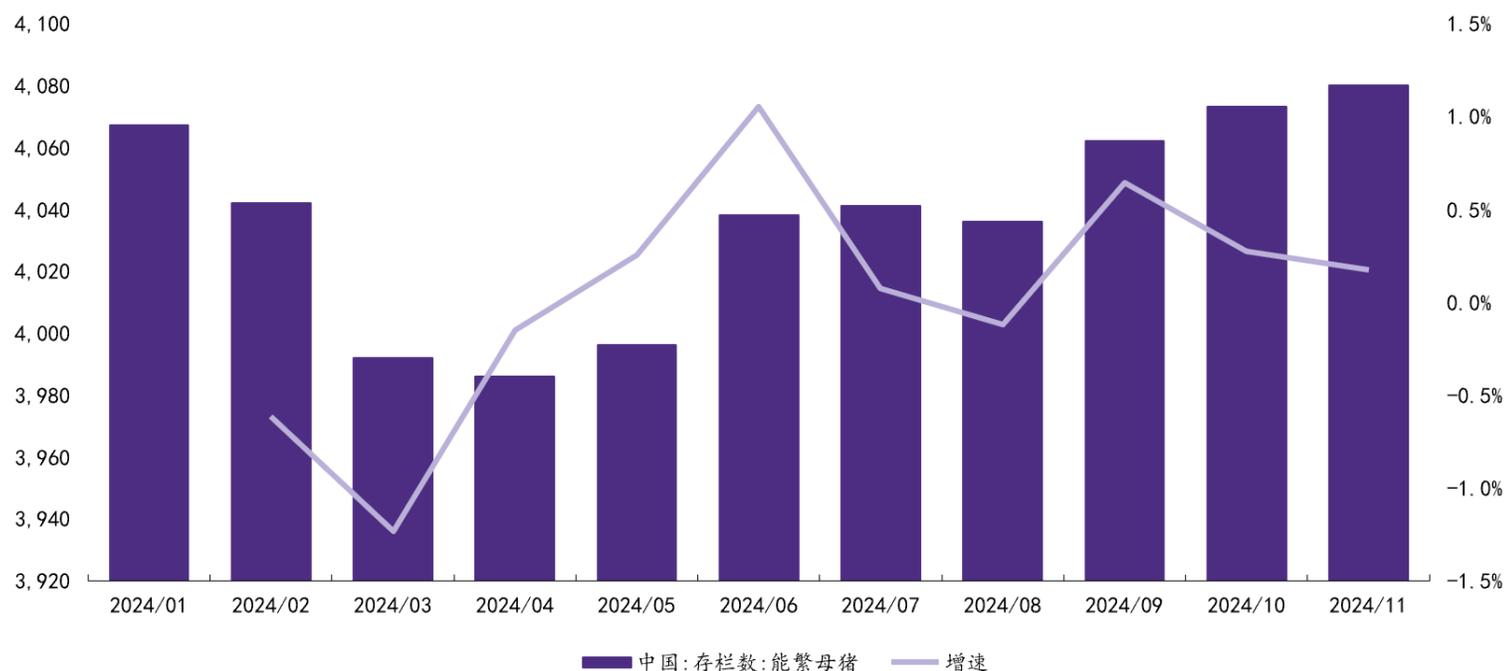
公司	2023年10月9日	2024年5月31日	相对涨幅	2023年能繁母猪增幅	公司	2023年10月9日	2024年5月31日	相对涨幅	2023年能繁母猪增幅
神农集团	19.72	40.57	105.73%	27.0%	正邦科技	2.86	3.38	18.18%	/
华统股份	14.56	21.49	47.60%	30.0%	东瑞股份	20.87	23.79	13.99%	1.1%
牧原股份	35.00	47.15	34.71%	11.2%	新五丰	8.63	9.44	9.39%	101.8%
温氏股份	17.60	21.41	21.65%	6.2%	唐人神	6.23	6.78	8.83%	/
天康生物	6.80	8.13	19.56%	/	广弘控股	6.50	6.58	1.23%	-20.8%
巨星农牧	27.72	33.03	19.16%	/	ST天邦	4.01	2.52	-37.16%	/

资料来源：Wind，各公司公告，华鑫证券研究

1.1.5 2025展望：预计猪价波动下行至低位，行业盈利承压

能繁产能持续走高，预计25Q1猪价波动下行至低位，明年行业盈利大部分承压。根据农业农村部数据，截止至2024年11月，全国能繁母猪数量为4080万头，距离最新修订的能繁绿区上限4095万头仅差15万头。目前能繁产能仍然保持上升趋势且行业因低养殖成本依然处于盈利期，预计后续能繁产能仍会有小幅度的提升，2025年猪肉供给将会相对过剩。所以我们预计猪价将会在25Q1因春节大规模集中出栏而波动下行至低位，经过底部调整后小幅回弹，但因后续新增产能带来的供给增多，全年猪价相对维持在周期低位。

图表：2024年全国能繁母猪存栏量及增速（万头）



资料来源：农业农村部，华鑫证券研究

除去非瘟特殊周期，复盘其他周期高盈利年与后续回落调整年的年均价差普遍在3.5元/公斤左右。但是因为进入本轮周期，集团厂行业产能占比提升，规模场和中小散户因资金和借贷困难，难以快速提升产能，所以本轮周期产能回补速度相较更缓，我们预计本轮周期猪价波动相对其他周期来说将更小，2025年全年商品猪均价将会在14元/公斤左右。

1.1.5 2025展望：成本竞争构建竞争新格局，产能扩张进入谨慎新常态

有限盈利空间下构建成本竞争新格局。 预计2025年仅有成本领先的猪企具备盈利的机会，行业其他产能将进入周期亏损阶段。所以各家企业为了维持盈利或尽量减少亏损，将在养殖成本优化上互相竞争，着力开拓低价饲料渠道以及提升内部生产效率。

谨慎产能扩张背景下，个别企业仍有突破机会。 虽然2024年是高盈利的一年，但是行业整体对于产能扩张持谨慎态度，行业整体暂缓产能扩张步伐。类比本轮股票领跑版本企业运营方式，对于已拥有成本优势的猪企，2025年有望把握突破机会。凭借成本优势以及资金储备，该部分企业有望保持养殖规模扩张步伐，进一步吃下市场份额，在下一轮顺周期强势兑现新增行业竞争力。

图表：2022-2024年上市公司能繁母猪存栏情况（万头）

公司	能繁母猪存栏量 (万头)	统计时间点	能繁母猪存栏量 (万头)	统计时间点	增速	能繁母猪存栏量 (万头)	统计时间点	增速
牧原股份	281.5	2022年12月	312.9	2023年12月	11.2%	331.6	2024年9月	6.0%
温氏股份	146	2023年1月	155	2023年12月	6.2%	168	2024年10月	8.4%
神农集团	6.3	2022年12月	8	2024年1月	27.0%	10.4	2024年7月	30.0%
新五丰	10.4	2022年12月	20.99	2023年12月	101.8%	23.28	2024年6月	10.9%
天康生物	/	/	14	2023年12月	/	14	2024年8月	0.0%
华统股份	10	2022年9月	13	2023年12月	30.0%	15	2024年4月	15.4%
广弘控股	0.52	2022年12月	0.42	2023年12月	-20.8%	0.84	2024年6月	102.3%
东瑞股份	4.45	2022年11月	4.5	2023年12月	1.1%	7.3	2024年10月	62.2%

资料来源：各公司投资者关系记录表，华鑫证券研究

1.1.6 投资观点：关注生猪养殖行业拐点，采取个股左侧布局策略

关注下一轮猪周期拐点，目前建议采取个股左侧布局策略，重点关注成本优势和产能扩张兼具企业。跟踪下一轮猪周期拐点事件，关注环保新政策和全国生猪疫病情况。目前我们看好已具备成本优势并且能够维持产能扩张势头的猪企，有望在2025年稳步提升行业地位。进行个股左侧布局策略，重点推荐**巨星农牧、正邦科技**；重点关注**德康农牧**；关注**牧原股份、温氏股份、神农集团、京基智农**。

巨星农牧：

拥有成本和资金双优势，2024年10月完全成本在14元/公斤以内，公司规划2025年完全成本目标为13元/公斤。双优势给予公司养殖规模和业绩的高成长潜力，有望进一步提升市场份额。

德康农牧：

2024H1完全成本为14.2元/公斤，其中24Q2下降至13.8元/公斤，养殖成本处行业第一梯队。未来有望持续发展二号家庭农场模式，达成进一步降本增效。

正邦科技：

短期看好复工复产持续加速，长期看好正邦与双胞胎集团相关业务资产重组合并。凭借强大的双胞胎体系优势，预计未来养殖成本将到达第一梯队，公司有望重回行业头部位置。

1 生猪产业链：

养殖进入成本竞争新格局，左侧布局成本优势和产能扩张兼备个股

1.1 生猪养殖：

进入成本竞争新格局，关注成本优势和产能扩张兼备企业

1.2 猪饲料和动保：

供大于求行业竞争激烈，产能出清二八法则将凸显

2 宠物经济：

宠物食品竞争加剧，看好宠物健康长期扩容发展

2.1 宠物食品：

国内外市场持续扩容，上中游渗透率有望提升

2.2 宠物健康：

宠物疫苗国产替代持续推进，宠物医院连锁发展前景广阔

3 户外运动：

行业进入个位数扩容阶段，细分赛道有望崭露头角

目录

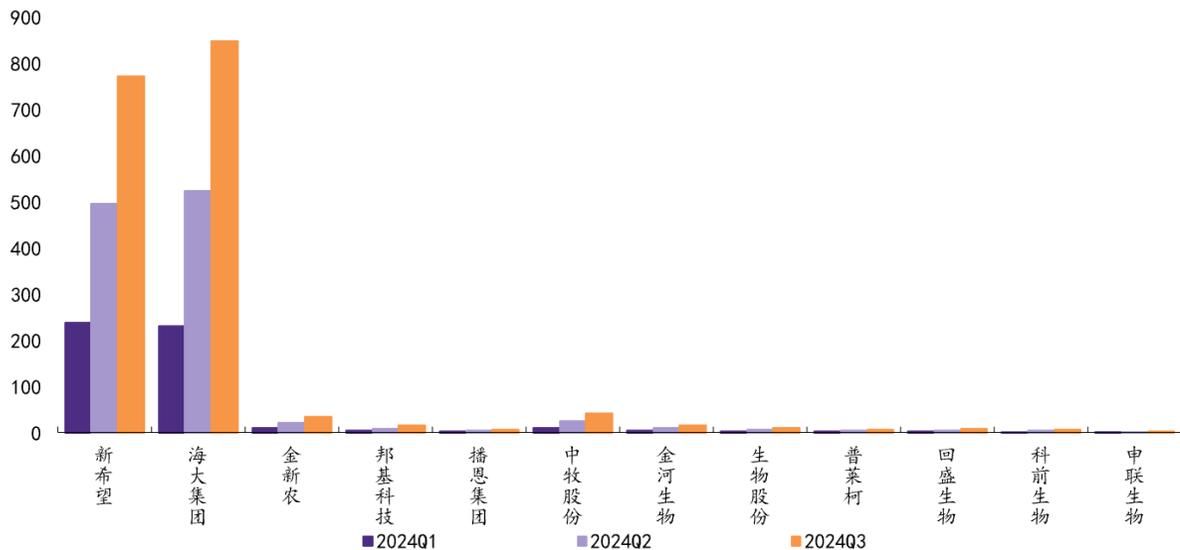
CONTENTS

1.2.1 行业复盘：后周期营收恢复但竞争激烈，利润和现金流双双承压

后周期板块需求复苏，营收规模恢复。 伴随进入本轮猪周期的后半部分，生猪养殖产能和养殖规模稳步提升，对于猪饲料和动保产品的需求同步提升。作为生猪养殖的后周期板块，猪饲料和动保板块企业营收规模自24Q2开始逐季增长。

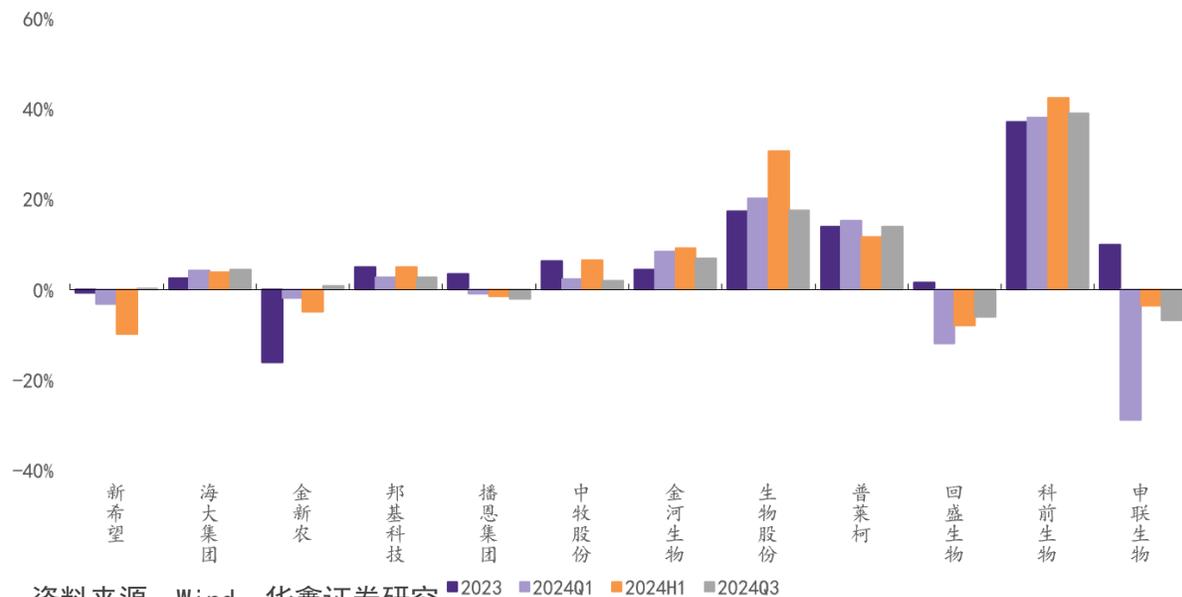
供大于求行业格局不改，厂家间竞争激烈，利润和现金流双双承压。 目前猪饲料和动保的行业格局依然是产能过剩的态势，特别是猪饲料行业。虽然目前饲料原材料价格处于低位，但是因为竞争激烈，厂家不得不进行价格战比拼，最终压低饲料产品价格，难以从成本下降中获取更高利润率。动保行业同样因为价格战原因，利润端严重承压。同时，因为目前养殖端呈现一超多强的格局，大客户已形成规模化经营，饲料和动保行业在产业链中的地位逐步下滑，部分企业应收账款周转天数被迫提升，给予经营现金流周转一定程度的压力。

图表：2024年各季度上市公司营业收入（亿元）



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表：2023-2024Q3上市公司净利润率



资料来源：Wind，华鑫证券研究

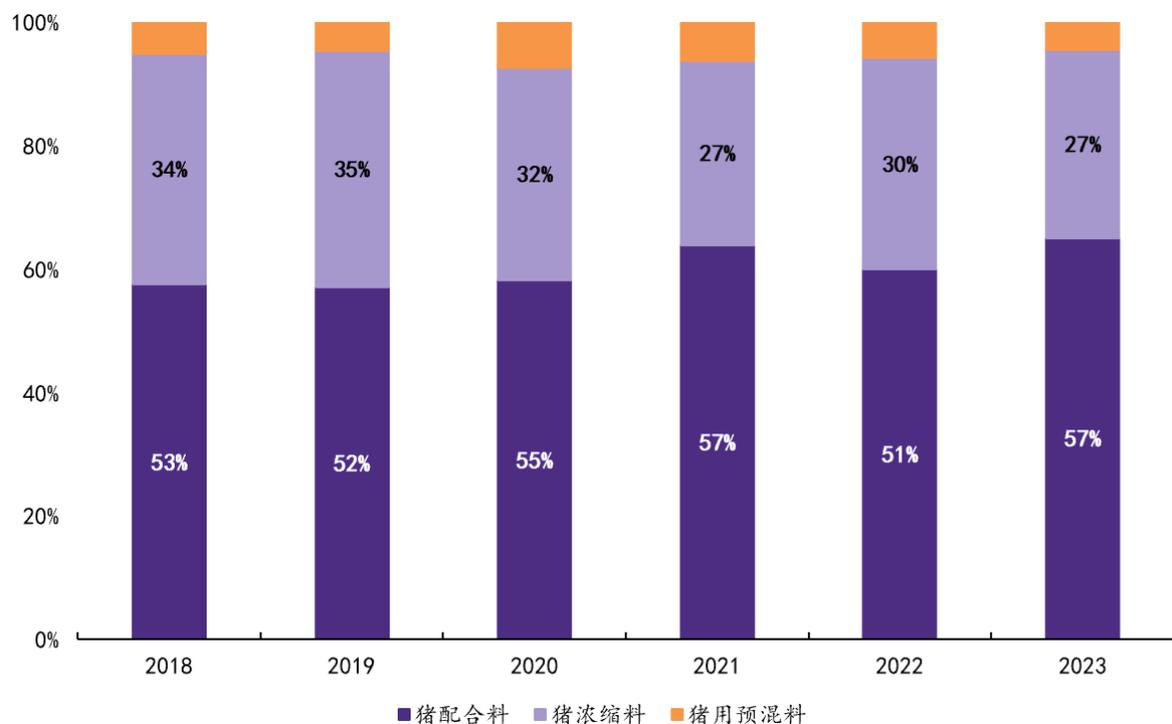
1.2.2 2025展望：行业格局仍为供大于求，二八法则将凸显

预计2025年行业产能依然供大于求，竞争加剧二八法则进一步凸显。2025年预计全国生猪养殖规模将进一步扩大，对于饲料和动保需求也将扩张。但是即使需求增加，预计行业产能依然处于供大于求的情况，行业竞争依然十分激烈。同时，预计伴随着2025年中小散户再次进入亏损周期，集团厂能够进一步提高市场份额，养殖端规模化程度将进一步提升，继续增强养殖端在产业链中的议价能力，猪饲料和动保端利润空降将进一步压缩，账款回收周期将被拉长。所以我们认为2025年，猪饲料和动保板块二八法则将进一步凸显，落后产能将被淘汰，头部企业有望在竞争中绑定大客户，进一步提升行业竞争力，但是盈利空间和现金流整体依然处于承压状态。

1.2.3 投资观点：产品优势是破局关键，绑定大客户保障渠道稳定

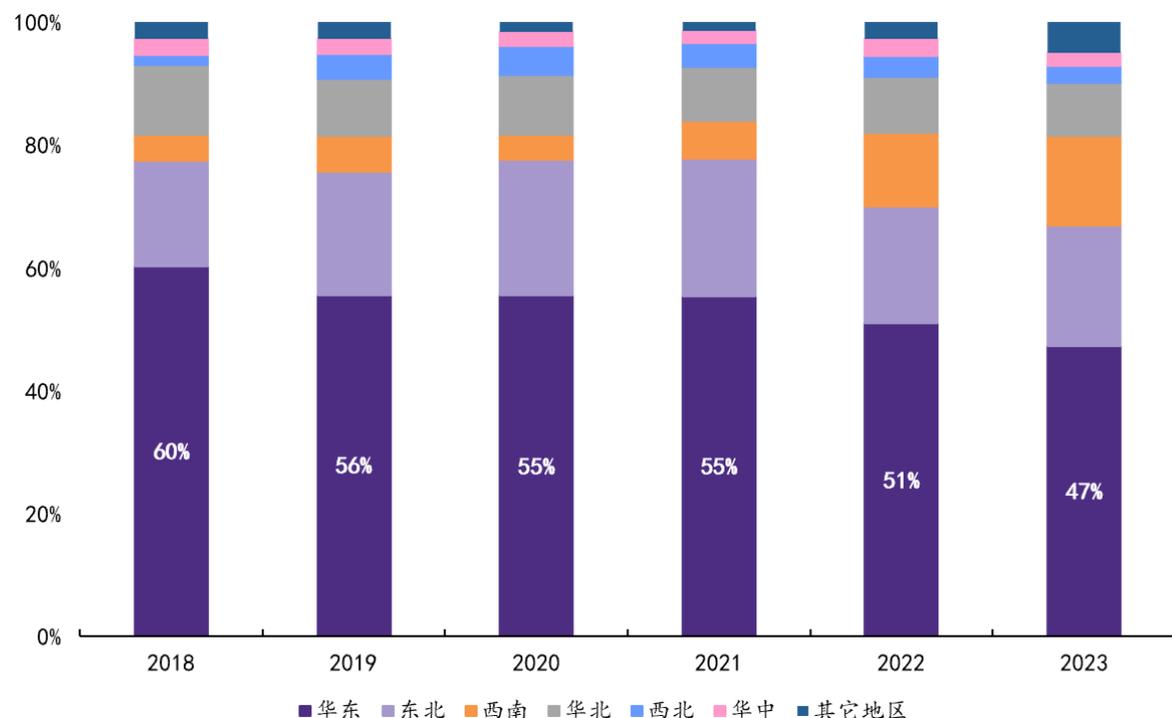
打造产品品质差异化是竞争破局关键，绑定稳定渠道避免恶性竞争。猪饲料板块企业需要打造高品质产品，从而占据优势地位以及产业链中更高的议价权。同时，绑定养殖大客户，开拓稳定的销售渠道，从而避免卷入行业恶性价格战。猪饲料业务板块建议关注**邦基科技**。

图表：2018-2023年邦基科技各产品收入占比



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表：2018-2023年邦基科技各地区收入占比



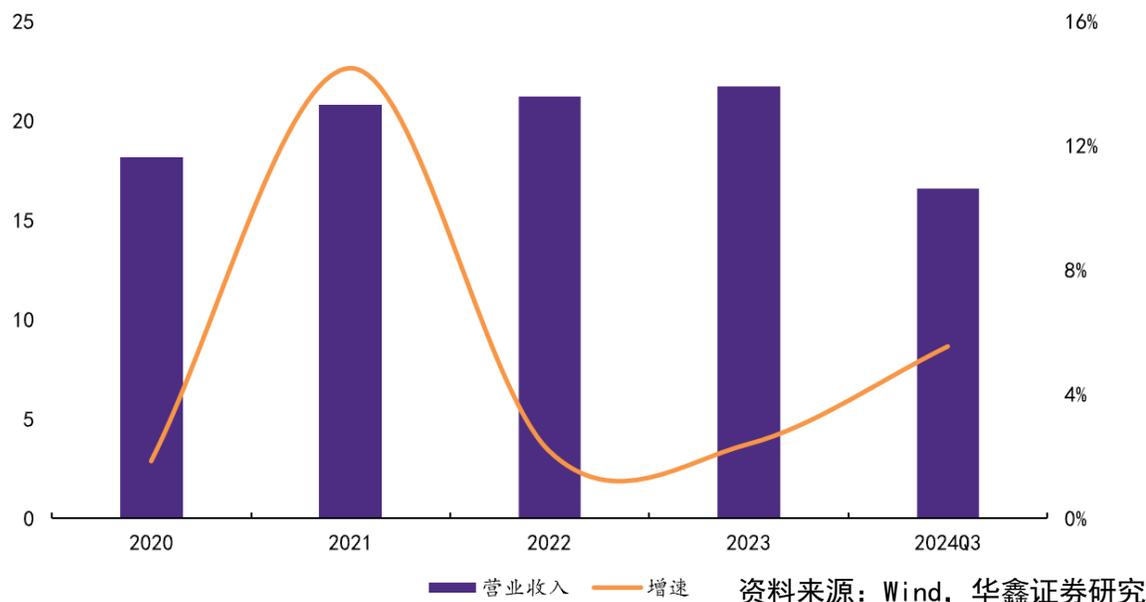
资料来源：Wind，华鑫证券研究

1.2.3 投资观点：全球金霉素龙头地位稳固，反刍市场增长潜力广阔

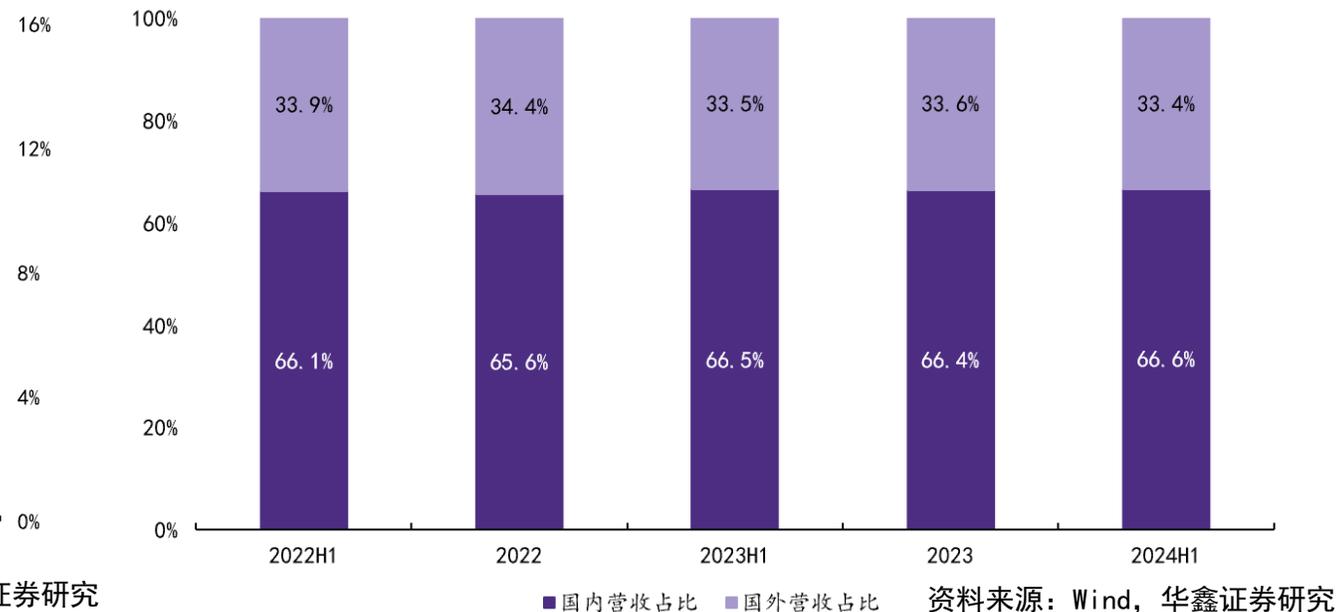
动保板块推荐全球金霉素龙头金河生物，兽药+疫苗两大引擎加速发展。金河生物创立于1988年，目前已发展为全球金霉素行业龙头，同时全面布局疫苗领域。公司化药产品主要包括金霉素预混剂、盐酸金霉素、盐霉素、土霉素及系列动保产品数百种，销售网络遍布美国、加拿大、墨西哥、南美、欧洲、东南亚等地区。金河生物金霉素产能在全球的市占率约50%，龙头地位十分稳固。

全球化布局持续推进，国内反刍市场未来增长潜力广阔。金河生物依托美国子公司法玛威的生产体系和销售渠道，持续开拓美国金霉素市场，目前美国已成为公司最大的金霉素市场。在美国，金霉素主要用于牛养殖中，而国内金霉素目前仅使用于生猪养殖领域，运用于反刍生物牛羊仅处于起步试用阶段。国内牛羊养殖现在仍处于蓝海阶段，伴随着国民对于肉消费的多元化和健康化，牛羊养殖规模极具上升空间，这也给予金河生物的金霉素产品未来在国内反刍领域持续增量的巨大潜力，重点关注**金河生物**。

图表：2020-2024Q3金河生物营业收入及增速（亿元）



图表：2022H1-2024H1金河生物营业收入国内外占比



宠物经济

宠物食品竞争加剧，看好宠物健康长期扩容发展

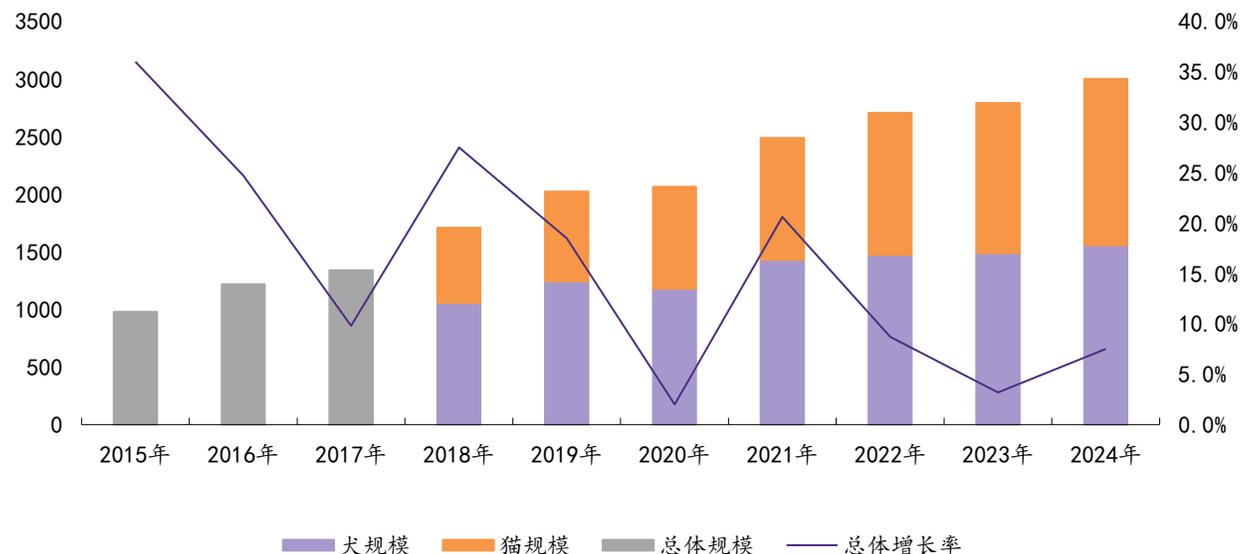
研究创造价值

2. 宠物经济：2024宠物市场规模持续扩容，宠物食品市场占比最大

2024宠物经济市场延续扩容趋势。2024年国内城镇犬猫消费市场规模已达到3002亿元，同比增长7.48%。自2015年以来，犬猫消费市场规模复合增长率为13.3%。其中，犬消费市场规模达1557亿元，同比增幅为4.6%；猫消费市场规模达1445亿元，增幅为10.7%，扩容速度更快。

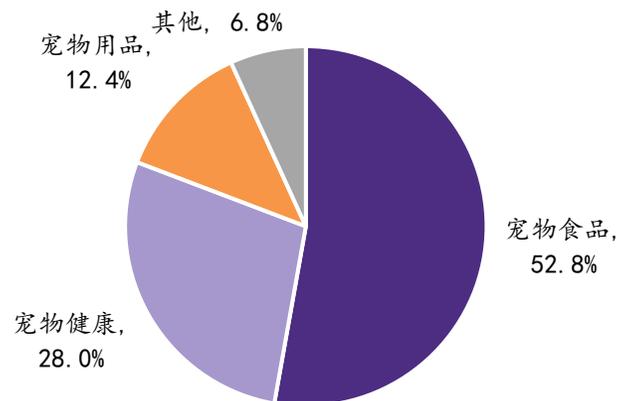
宠物食品市场占据半壁江山。作为养宠的刚需，宠物食品市场占据犬猫消费市场的52.8%，远超宠物健康和宠物用品市场。宠物食品中，主粮销售规模占比最大，达到67.61%。

图表：2015-2024年中国宠物犬猫消费市场规模及增速（亿元）



资料来源：《2025年中国宠物行业白皮书》，华鑫证券研究

图表：2024年中国宠物犬猫消费子板块占比



资料来源：《2025年中国宠物行业白皮书》，华鑫证券研究

1 生猪产业链： 养殖进入成本竞争新格局，左侧布局成本优势和产能扩张兼备个股

1.1 生猪养殖：
进入成本竞争新格局，关注成本优势和产能扩张兼备企业

1.2 猪饲料和动保：
供大于求行业竞争激烈，产能出清二八法则将凸显

2 宠物经济： 宠物食品竞争加剧，看好宠物健康长期扩容发展

2.1 宠物食品：
国内外市场持续扩容，上中游渗透率有望提升

2.2 宠物健康：
宠物疫苗国产替代持续推进，宠物医院连锁发展前景广阔

3 户外运动： 行业进入个位数扩容阶段，细分赛道有望崭露头角

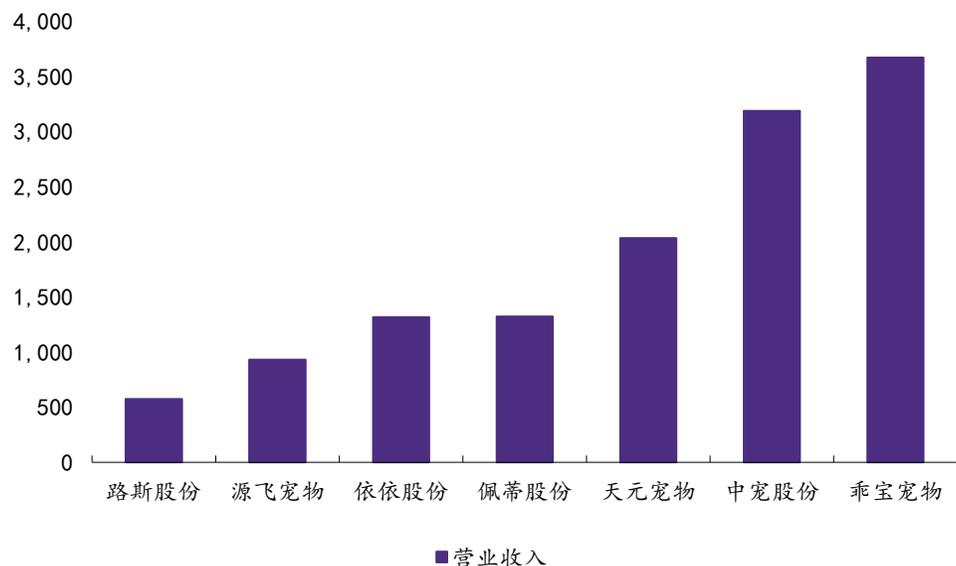
目录

CONTENTS

2.1 宠物食品：国内外市场持续扩容，营收规模增长显著

2024年国外宠物食品代加工订单爆发，国内市场稳步扩容。相较2023年，2024年宠物食品出口额迅速回暖，欧美地区代加工订单爆发。同时，国内市场需求稳步扩容，多款国产品牌在双11达成销量亮眼增长。淘宝天猫宠物赛道双11全周期成交金额和买家数同比增加5倍，麦富迪、鲜朗、蓝氏等品牌成交破亿。需求的增长也带动上市企业营收规模达成快速增长。

图表：2024前三季度上市公司营业收入（百万元）



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表：双11宠物食品赛道战报



资料来源：宠业家，华鑫证券研究

2024年宠物食品加工新增产能集中爆发，供需增速不匹配，行业将面临产能过剩局面。 2019年处宏观经济周期高点，大量宠物食品加工厂商开启了产能扩张项目，受疫情拖延后，新增产能在2024年集中释放，造成了产能扩张速度显著快于国内需求扩容速度的情况，行业将面临产能过剩局面。

图表：部分新增工厂启动公告

网易天成宠粮工厂正式启动，创领国产宠粮新高度

2024年8月3日，网易严选专业宠物品牌网易天成宣布与山东帅克集团合作，成立网易天成宠粮工厂。

2024年08月05日 11:56 浏览 1.9w

2024年8月3日，网易严选专业宠物品牌网易天成宣布与山东帅克集团合作，成立网易天成宠粮工厂。宠粮工厂通过集成化、标准化生产模式，进一步保证产品品质、提高产能输出保障，标志着网易天成在宠物食品领域又迈出了坚实一步。网易集团高级副总裁、网易严选CEO梁钧出席工厂启动仪式，并强调将以更高标准、更严要求，为消费者带来更加专业、安全、健康、营养的宠物食品选择。

资料来源：界面新闻，华鑫证券研究

为了做出理想的产品，阿飞和巴弟为宠主建了个“理想工厂”

2023-05-17 20:37 发布于：湖南省

宠业家消息，5月16日，山东沂南县宠物产业论坛暨宠次元理想工厂开幕式在山东省沂南县正式启动。

大会现场，沂南县食品（宠物）产业链办公室主任贺洪雨，铜井镇党委书记王晓刚，帅克集团袁方以及阿飞和巴弟母公司宠次元创始人刘金星进行了理想工厂剪彩仪式，理想工厂的建成也标志着宠次元公司的发展进入到了一个全新的阶段。

资料来源：宠业家，华鑫证券研究

2.1 宠物食品：自主品牌竞争加剧，营销费用承压

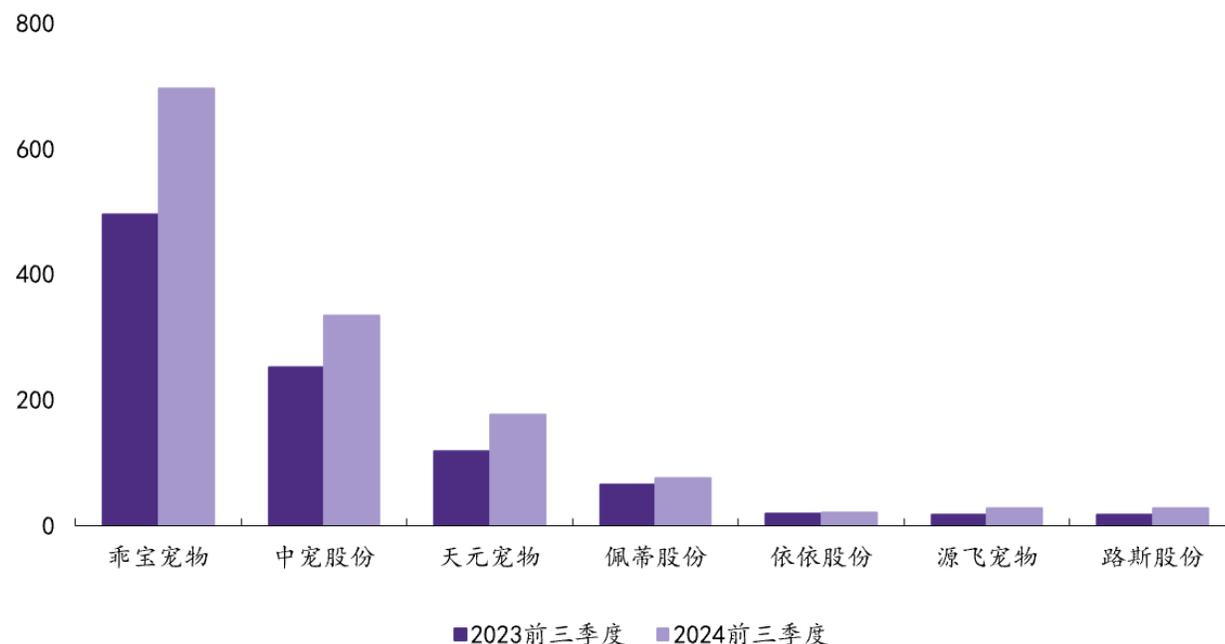
自主品牌短时间数量增多，营销竞争压力加剧，利润空间承压。因为行业已初步呈现产能过剩的态势，部分宠物食品加工厂商因为竞争加剧无法拿到足额订单，从而进行战略转变，致力于打造自主品牌。短时间内国内自主品牌数量迅速提升，导致销售营销竞争加剧，特别是在抖音等新兴渠道竞争尤为激烈，压缩了产品利润空间。

图表：新增国产自主宠物食品品牌



资料来源：鲜能说官推，动态宝、Pet Notes宠物商业研究，华鑫证券研究

图表：2023和2024前三季度上市公司销售费用对比（百万元）



资料来源：Wind，华鑫证券研究

2.1 宠物食品：2025看好消费振兴国内加速扩容，品牌与工厂合作率逐步提升

看好2025年国内宠物食品消费市场加速扩容，预计行业二八法则初步显现，行业上中游渗透率有望提升。我们看好2025年消费刺激政策持续落地，国内宠物食品市场加速扩容。应对行业产能过剩问题，我们预计未来行业二八法则将会显现，落后产能将会逐步淘汰，前列加工工厂与宠物食品大品牌合作率将会提升，上中游渗透率有望提高。同时，我们看好已实现海外产能布局企业，利用产能出海模式避免潜在贸易关税风险，有望乘风国外需求稳定增长红利。建议关注**乖宝宠物、中宠股份、佩蒂股份、依依股份、源飞宠物、天元宠物、路斯股份**。

1 生猪产业链： 养殖进入成本竞争新格局，左侧布局成本优势和产能扩张兼备个股

1.1 生猪养殖：
进入成本竞争新格局，关注成本优势和产能扩张兼备企业

1.2 猪饲料和动保：
供大于求行业竞争激烈，产能出清二八法则将凸显

2 宠物经济： 宠物食品竞争加剧，看好宠物健康长期扩容发展

2.1 宠物食品：
国内外市场持续扩容，上中游渗透率有望提升

2.2 宠物健康：
宠物疫苗国产替代持续推进，宠物医院连锁发展前景广阔

3 户外运动： 行业进入个位数扩容阶段，细分赛道有望崭露头角

目录

CONTENTS

2.2 宠物疫苗：猫三联疫苗集中上市，看好国产替代进程持续加速

2024年猫疫苗国产替代持续加速。自2023年8月农业农村部首批猫三联应急评价以来，2024年短时间内，包括瑞普生物、中牧股份、科前生物等，10家企业猫三联疫苗产品获产品批准文号并且产品上市，打破了硕腾“妙三多”自2011年以来垄断国内猫疫苗市场的局面。国产猫疫苗产品数量的迅速扩容，加速国产猫疫苗替代化进程。持续看好国产疫苗出新替代进口产品，建议关注**瑞普生物**。

图表：国产猫三联产品梳理

企业名称	商品名	产品批准文号日期	产品上市以来批 签发次数	企业名称	商品名	产品批准文号日期	产品上市以来批 签发次数
西诺生物	诺米加	2024/10/16	5	华派集团	猫康宁	2024/3/5	8
中牧股份	喵倍利	2024/9/11	2	科前生物	科秒优	2024/3/5	10
云生公司	海妙哆	2024/9/2	2	博莱得利	喵倍护	2024/1/18	25
普莱柯	喵益哆	2024/6/5	7	怡安生物	/	2024/1/18	10
哈药集团	妙多安	2024/5/21	10	瑞普生物	瑞喵舒	2024/1/18	11

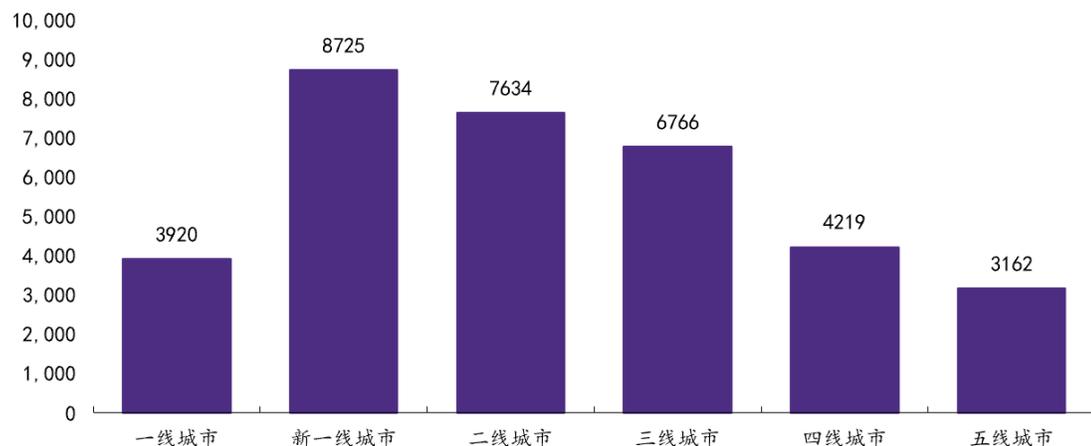
资料来源：国家兽药基础数据库，华鑫证券研究

2.3 宠物医院：宠物医疗需求持续增长，市场扩容下看好连锁发展潜力

犬猫医疗需求持续增长。国内犬猫数量已从2017年的8746万只上升至2024年的12411万只。养宠数量的增长同样对应着宠物医疗需求的逐年扩张，2023年中国国内宠物医疗市场规模已达735亿元人民币，约占整体宠物市场的24.5%。截止至2024年12月，国内宠物医院数量已达34426家，同比提升18.51%。

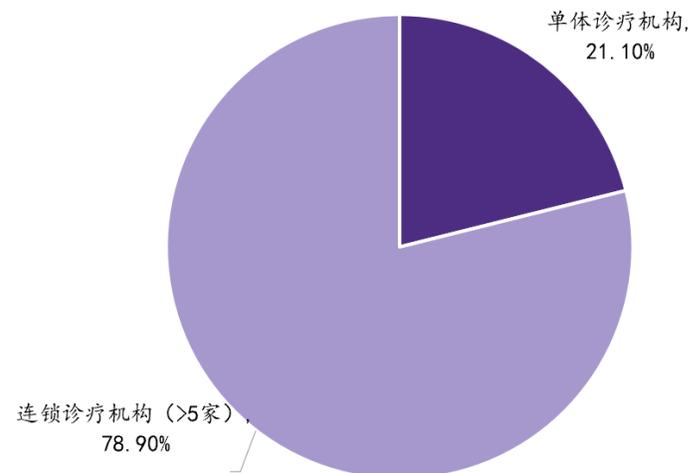
单体医院仍为宠物医院的主要形态，看好未来连锁化发展潜力，行业集中度有望提升。截止至2024年9月，开店数大于5家的连锁宠物诊疗机构仅占宠物医院整体数量的21.1%，国内宠物医院仍然以单体医院的形态为主。我们看好未来大型连锁集团新瑞鹏和瑞派宠物通过连锁方式整合宠物医院市场，打造出规模优势和品牌优势，在客户端提升客户粘性，在产业链端提升议价能力，行业集中度有望向头部聚集。建议关注**瑞普生物**，瑞普生物拟收购中瑞华普15%的股份，有望间接增持瑞派宠物医院2.63%的股份，进一步衍生部署宠物医疗领域。

图表：截止至2024年12月宠物医院分布情况



资料来源：山东省兽医协会，华鑫证券研究

图表：截止至2024年9月宠物医院形态占比



资料来源：《2024中国宠物医疗行业白皮书》，华鑫证券研究

户外运动

行业进入个位数扩容阶段，细分赛道有望崭露头角

研究创造价值

1 生猪产业链： 养殖进入成本竞争新格局，左侧布局成本优势和产能扩张兼备个股

1.1 生猪养殖：
进入成本竞争新格局，关注成本优势和产能扩张兼备企业

1.2 猪饲料和动保：
供大于求行业竞争激烈，产能出清二八法则将凸显

2 宠物经济： 宠物食品竞争加剧，看好宠物健康长期扩容发展

2.1 宠物食品：
国内外市场持续扩容，上中游渗透率有望提升

2.2 宠物健康：
宠物疫苗国产替代持续推进，宠物医院连锁发展前景广阔

3 户外运动： 行业进入个位数扩容阶段，细分赛道有望崭露头角

目录

CONTENTS

3.1 行业格局：个位数增速阶段已经来临，细分赛道百花齐放

运动鞋服市场规模进入个位数阶段，多条细分赛道表现亮眼。中国运动服装行业经历多年的高速增长发展后，近几年步入了稳定扩容阶段，从年同比双位数增长转变为单位数增长的态势。根据Euromonitor统计数据，2018-2023年中国运动鞋服市场规模复合增长率达7%。虽然整体市场增速放缓，但是市场子板块发展开始分化，多条细分赛道冲出重围。得益于国家政策支持 and 国内运动氛围的整体提升，包括跑步、登山、网球、冰雪运动、水上运动等细分赛道增长表现亮眼。

图表：中国体育行业相关政策梳理

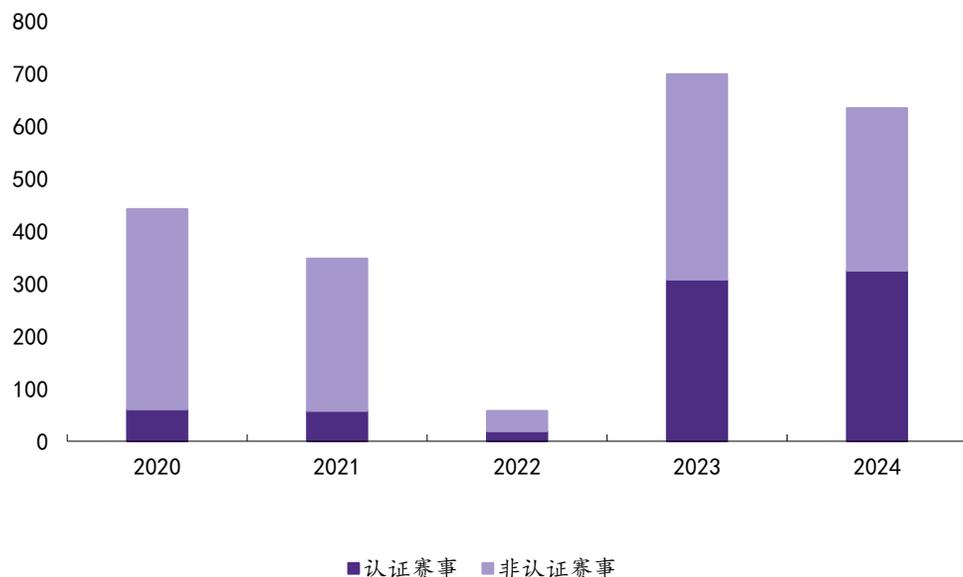
政策名称	发布部门	发布时间	相关内容
《国务院关于促进服务消费高质量发展的意见》	国务院	2024年8月	《意见》中关于激发改善型消费活力部分第六条：体育消费。相关意见包括赛事活动、场馆场地、群众性体育、冰雪运动、体育消费五个方面。
《关于开展“体育赛事进景区、进街区、进商圈”活动的通知》	国家体育总局等3部门	2024年3月	将赛事活动带来的“流量”转换为经济的“增量”，为持续扩大消费贡献体育、商贸流通、文化和旅游力量。
《2024群众体育工作要点》	国家体育总局办公厅	2024年2月	构建更高水平的全民健身公共服务体系，积极服务和融入国家新发展格局，把全民健身与经济社会发展进行系统设计和推进。
《促进户外运动设施建设与服务提升行动方案（2023—2025年）》的通知	国家发展改革委等五部门	2023年10月	到2025年推动户外运动产业总规模达到3万亿元
《关于恢复和扩大体育消费的工作方案》	体育总局	2023年7月	从加大优质体育产品和服务供给、丰富体育消费场景、夯实体育消费基础三个维度，提出深化消费试点示范等16条具体举措
《户外运动产业发展规划（2022—2025年）》	体育总局等八部门	2022年11月	促进区域户外运动产业协调发展“五区三带”；优化重点项目空间布局；加强户外运动场地设施建设。

资料来源：政策新闻整理，华鑫证券研究

3.1 行业格局：人均支出仍有差距，渗透率有望进一步提升

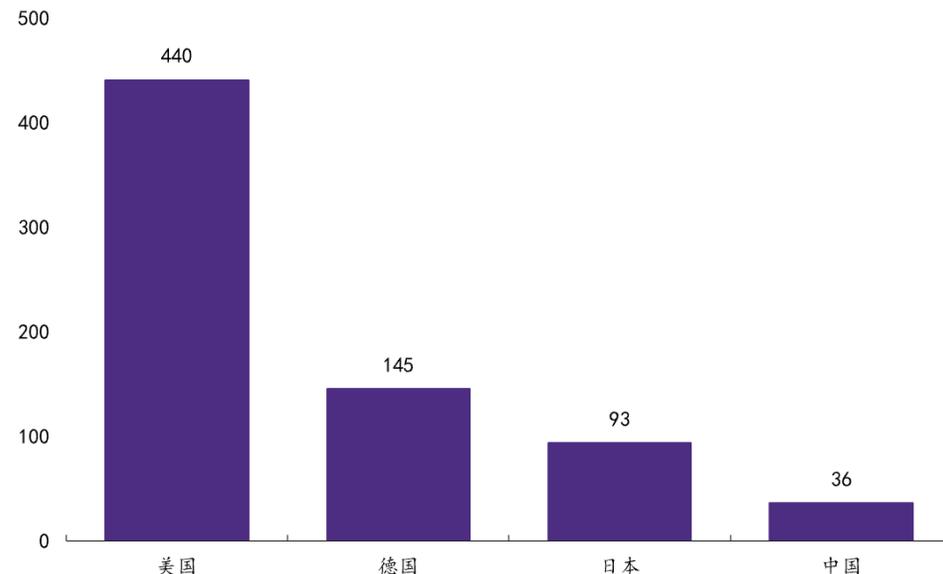
与发达国家相比，中国人均运动鞋服支出仍有倍数差距，未来渗透率有望进一步提升。根据观研天下发布数据，2022年中国人均运动鞋服消费支出为36美元，与之对比美国人均消费为440美元。除去部分物价水平因素，中国与其他发达国家相比，在人均消费上仍有巨大提升空间。伴随国内穿衣舒适化、运动休闲化逐渐成为一种趋势潮流，以及大众运动赛事热门程度不断提升，我们认为国内运动鞋服渗透率有望进一步提升。

图表：2020-2024年马拉松赛事场次（场）



资料来源：中国马拉松官网日历，华鑫证券研究

图表：2022年各国运动鞋服人均消费支出（美元）



资料来源：观研天下，华鑫证券研究

3.2 竞争格局：品牌和渠道由点及面，行业竞争加剧

多数企业采取以优势点出发，开拓新领域的策略。产品端，以材质和设计打造产品优势；渠道端，销售渠道整体可分为线上和线下，凭借网络平台的高速发展，近几年线上渠道发展快于线下。目前线上+线下渠道融合销售趋势愈发清晰，以各自原本优势渠道作为主发力点，持续开拓新销售渠道。品牌端，由点及面，从细分赛道龙头逐步覆盖更多品类，稳步提升企业在行业中的优势地位。

行业竞争愈发激烈，更多细分赛道有望崭露头角。目前伴随着部分细分赛道龙头已通过收并购或自主开发的形式开拓覆盖更多赛道产品，行业竞争激烈程度逐年提升。我们认为随着国内户外运动浪潮的掀起，同时运动种类更加多元化，看好更多细分赛道有望成为新一轮潮流。

图表：中国运动品牌企业子品牌梳理

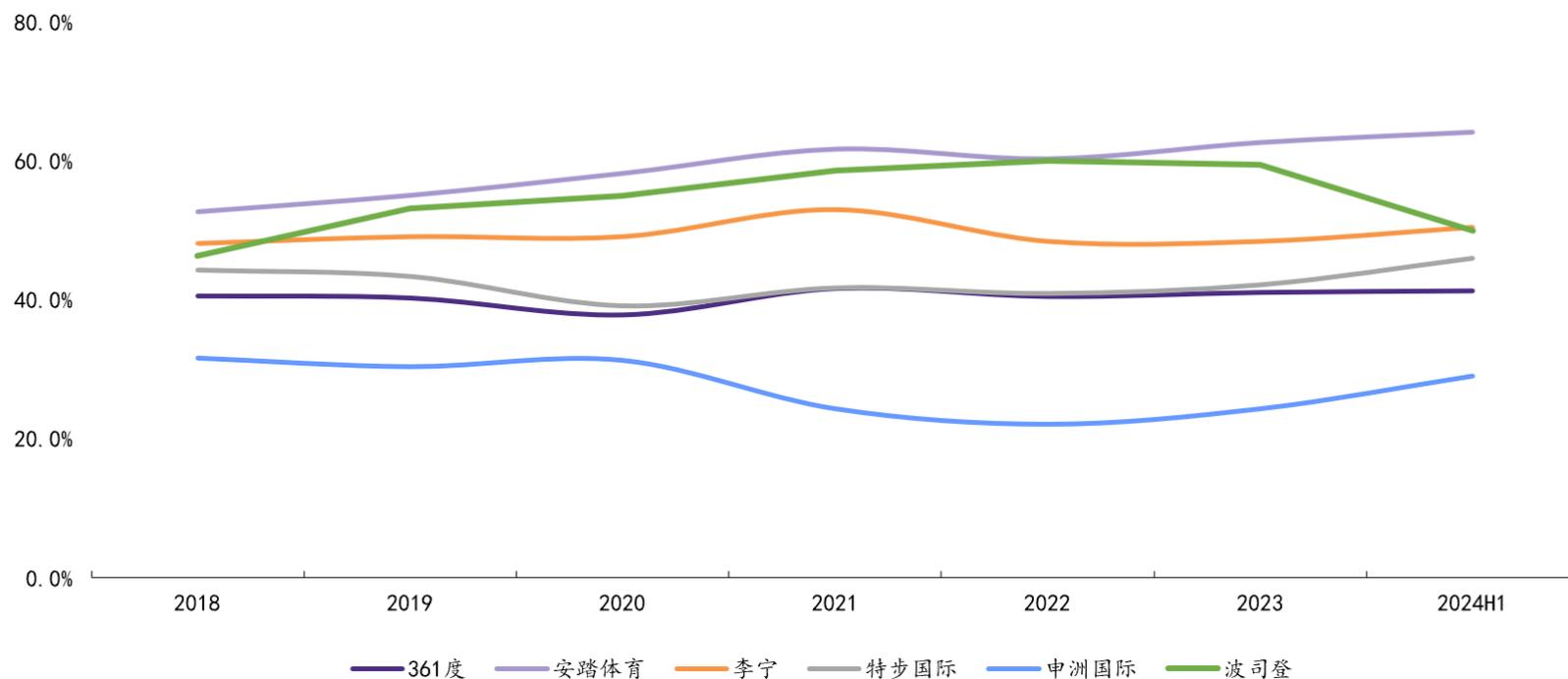
中国运动品牌企业	子品牌	品牌标识
安踏	FILA斐乐	
	DESCENTE迪桑特	
	KOLON可隆	
	萨洛蒙Salomon	
	始祖鸟Arc'teryx	
	阿托米克Atomic	
	颂拓Suunto	
	威尔胜Wilson	
	Peak Performance	
	必确Precor	
	斯潘迪	
玛伊娅		
李宁	红双喜	
	凯胜体育	
	AIGLE艾高	
	DANSKIN单仕竞	
361度	One Way 望唯	
特步	saucony索康尼	
	MERRELL迈乐	

资料来源：品牌官网，华鑫证券研究

3.3 2025展望：看好户外运动政策落地，运动服饰渗透率稳步提升

看好国家政策持续促进户外运动市场发展，运动服饰渗透率有望进一步提升。国家近几年出台多条鼓励发展国内体育行业政策，利好相关户外服装和用品市场持续发展。我们看好国内户外运动服装市场持续扩容，运动服饰渗透率有望进一步提升。建议关注中游生产**申洲国际**；下游品牌**安踏、李宁、361度、特步、波司登**。

图表：2018-2024H1各公司销售毛利率



资料来源：Wind，华鑫证券研究

国内宏观消费不及预期

进出口贸易关税大幅提升风险

饲料及原材料价格波动风险

生猪养殖行业疫病风险

国内外宠物市场需求扩容速度不及预期

国内户外运动市场扩容速度不及预期

娄倩：农业轻纺首席分析师，中山大学学士，北京大学硕士，拥有8年从业经历，具备实体、一级、一级半、二级市场经验，擅长产业链视角和草根一线，2024年7月入职华鑫证券研究所，覆盖农业轻纺板块，从全产业链角度深耕生猪、宠物、户外研究。

卫正：农业轻纺组组长，中国人民大学学士，香港科技大学硕士，2024年8月入职华鑫证券研究所。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格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。本报告清晰准确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推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	>20%
2	增持	10%—20%
3	中性	-10%—10%
4	卖出	<-10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	>10%
2	中性	-10%—10%
3	回避	<-10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。



华鑫证券

CHINA FORTUNE SECURITIES

研 究 创 造 价 值