

虽难犹有机会在，吹尽黄沙始到金

——农林牧渔行业2025年年度投资策略报告

行业投资评级：强于大市|维持

中邮证券研究所农林牧渔团队

分析师:王琦SAC登记编号:S1340522100001Email:wangqi2022@cnpsec.com

中邮证券

2025年1月17日

- **生猪：价格缓降，优质公司仍可盈利。** 1) 供给端：温和增长。截至11月末，全国能繁母猪存栏量为4080万头，较4月末低点增加2.36%，但同比仍减少1.9%。本轮周期中产能增速低于以往，同时二育等扰动因素减少。能繁对应25年3-9月出栏量将温和增加。2) 需求：宏观经济改善，中观冻品库容率处于安全区间。3) 成本：企业间差异大。当前板块估值低位，建议首选成本优势突出的标的，再兼顾成长性。
- **白羽鸡：供给充足，引种再现不确定性。** 24年祖代更新量创近年新高，同时祖代、父母代存栏依然处于高位，预计25年行业供给依然充足。但至年末，海外引种渠道全关闭、疾病等导致上游性能下降，对后续的供给造成了较大不确定性。另海外引种的断档，将使结构性短缺继续，不同品种间将维持较大价差。
- **黄羽鸡：成本降幅超价格。** 24年黄鸡价格呈前低后高走势，但得益于饲料成本下降、养殖效率提升，黄鸡养殖成本下降明显，企业仍有较好盈利。当前黄鸡产能依然处于低位，25年消费如改善，黄鸡价格将有更大弹性。
- **后周期：禽畜动保寒冬，瞄准宠物动保新蓝海。** 23-24年行业持续低迷，25年有望企稳好转：一方面养殖产能增长，疫苗需求有望企稳；且经过24年的盈利，养殖企业的资金压力或有所缓解，动保企业回款有望改善；另一方面“25年全面取消政采苗”的靴子落地，而当前价格已处于低位，25年行业内的价格竞争有望缓解。需求和价格均有望企稳，而宠物板块将打开新的成长空间，25年动保行业将逐渐改善。
- **风险提示：发生疫情风险、需求不及预期风险、原材料价格波动风险。**

目录

- 一 | **生猪：价格缓降，优质公司仍可盈利**
- 二 | **白羽鸡：结构性短缺，引种再现不确定性**
- 三 | **黄羽鸡：降本增效保盈利**
- 四 | **后周期：寒冬将过，聚焦宠物动保新蓝海**

—

生猪：价格缓降，优质公司仍可盈利

1.1 2024年回顾：温和上行

24年猪价见底回升。前期产能去化效果逐步兑现，自2024年1月起，猪价开始缓慢回升。24年全年生猪均价16.78元/KG，同比增11.50%。全年猪价高点在8月14号，达21.19元/KG，较年初低点增长58.4%；后随着生猪供给的上升，价格缓慢下滑，但下滑有限，行业持续盈利。截至2024年1月15日，全国生猪均价15.82元/公斤。

图表1：24年猪价经历小周期



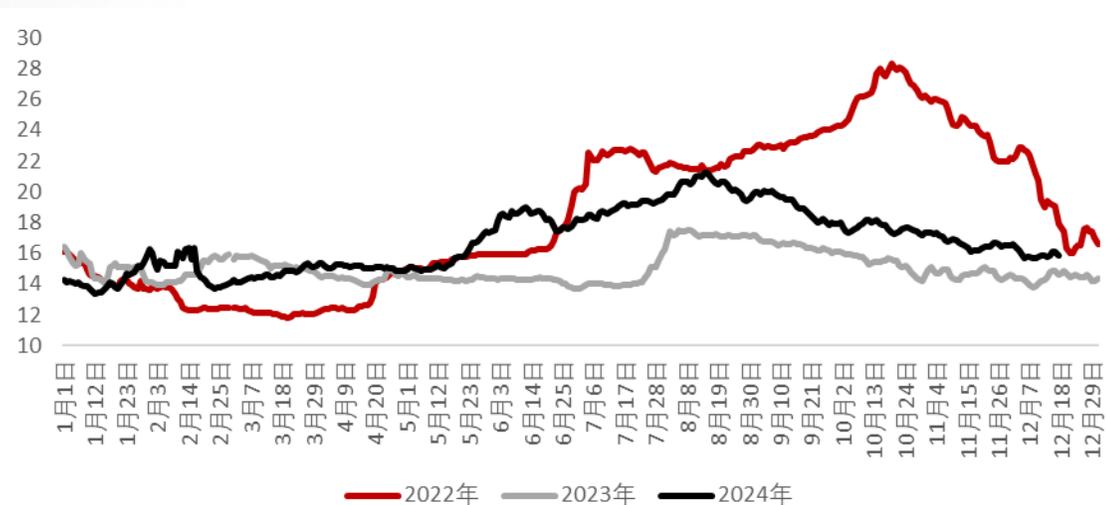
资料来源：iFind，中邮证券研究所

1.2024年VS2022年

22年猪价急涨急跌，24年更温和

- **24年回顾：**1-5月生猪需求平淡，交易价格呈现出从14元/kg到15/KG的缓慢震荡上涨走势。6月-8月，生猪供应减少明显，叠加需求有所好转，猪价开启连续上扬，达阶段性高点21元/KG。9月至今，生猪供应逐渐增多，猪价持续缓跌，但下跌幅度和速度好于市场预期，呈现出一定的韧性。
- **22年回顾：**1-4月因行业普遍悲观，猪价超预期下行，一度跌破12元/KG；5-10月供应短缺开始显现，市场热情高涨，二育进场、养殖户压栏，猪价突破28元/KG；11-12月市场预期猪价维持高位，大猪继续压栏，但腌腊等需求不及预期，导致猪价快速下跌。

图表2：生猪价格表现（年为时间长度，元/KG）



图表3：24年和22年猪价表现对比

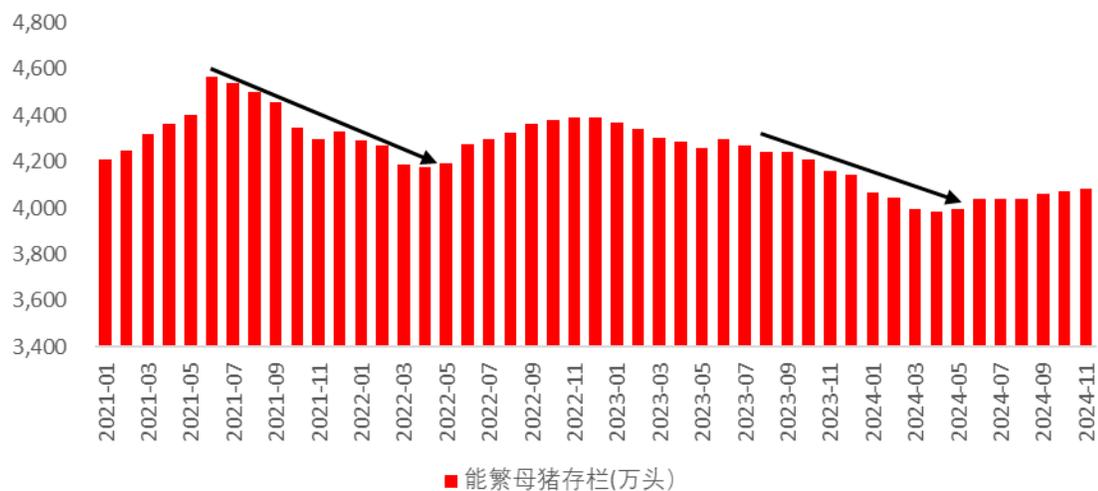
	2022年	2024年
周期启动时间	2022/3/20	2024/1/12
启动时猪价（元/KG）	11.83	13.38
周期高点时间	2022/10/19	2024/8/14
高点时猪价（元/KG）	28.34	21.19
高点较低点的涨幅	139.6%	58.4%
猪价上涨持续时间	7个月	7个月
能繁存栏环比转正时间	2022年5月-12月	2024年5月-?
能繁存栏累计增长幅度	4.95%	?

1.3原因：产能在上一年明显去化，但市场预期有差异

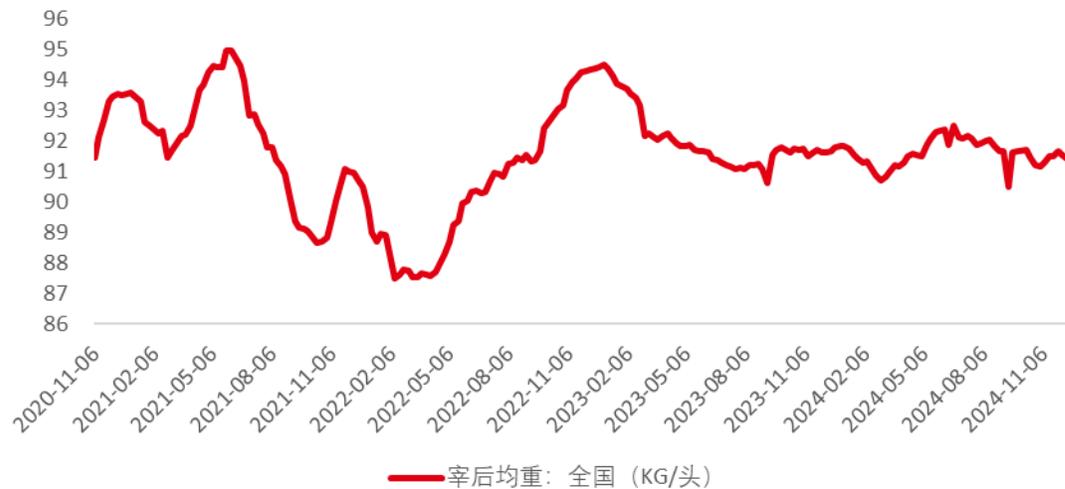
22年猪价急涨急跌，24年则相对温和。猪价上涨根本原因都是前期产能的集中去化，但具体驱动因子和表现形式不同：

- 上年3季度到本年1季度都出现不同程度母猪去化，导致本年度生猪供应下降。不同的是，22年主要来源于行业预期悲观、信心匮乏，行业进行了主动产能去化。而24年则为疫情导致紧急淘汰，是产能被动去化的结果。
- 市场对产能去化程度、后期猪价表现的预期不同。1) 22年：预期差较大。一季度行业依然处在猪价持续低位、现金流紧缺的担忧中，行业产能继续快速去化，三季度猪价到高点后，市场依然有所期盼，故造成四季度的挤兑性出栏；2) 24年：基本符合预期。年初行业就形成了下半年猪价会反转的认知，此阶段养殖主体都在积极的修复产能、恢复正常生产进度，整体产能波动就平稳。

图表4：23年四季度及21年四季度都处于产能去化周期



图表5：22年Q1加速出栏，体重下降大；24年Q1平稳

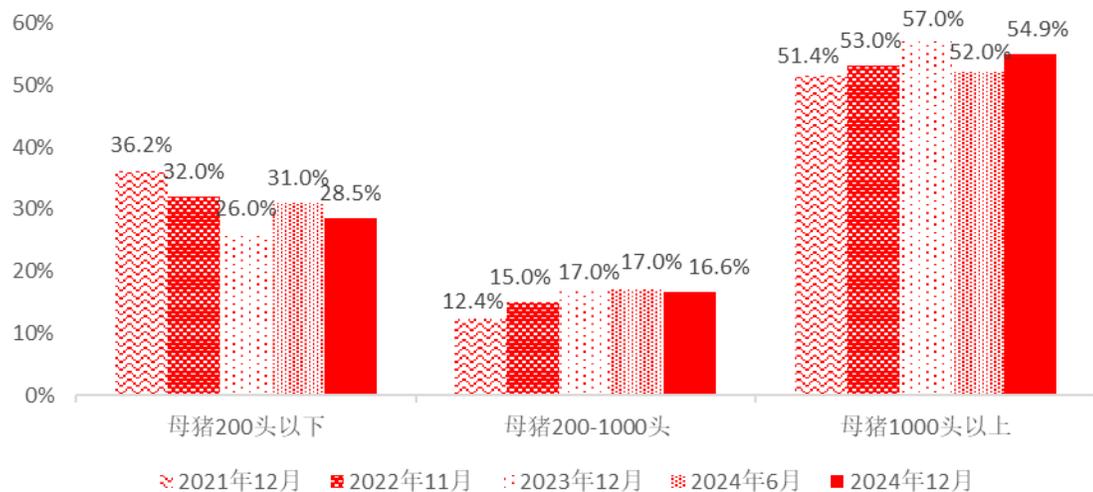


1.3原因：集中度提升，行业更加理性

行业周期有所平滑，其核心原因在于行业集中度的提升、参与者更加理性。2018年后，规模养殖厂的产能比重快速增加。而行业集中度提高后，大型企业产能补充、修复加速，综合抑制了周期的波动。

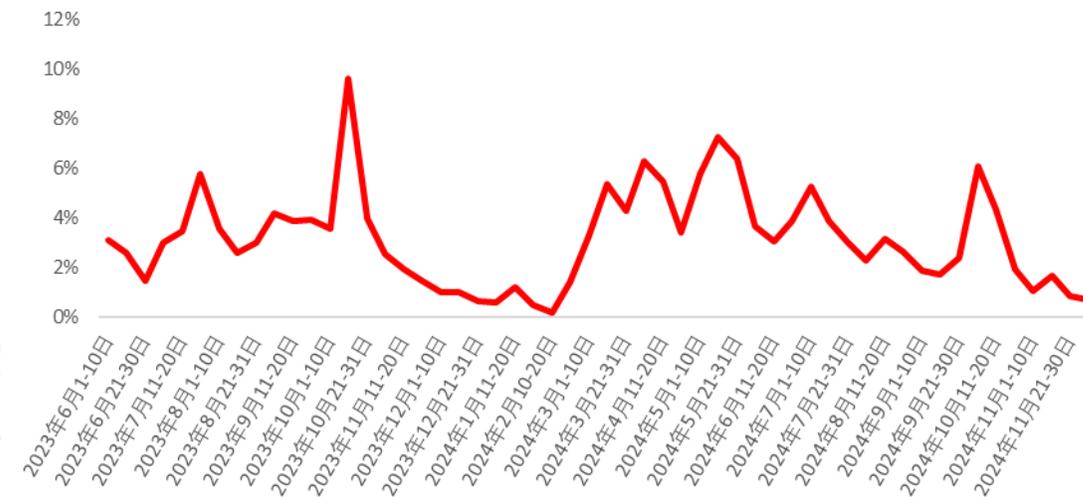
- **2024年：产能修复以中大型规模厂为主力。** 根据涌益咨询统计，至24年12月底，母猪在1000头以上的规模场的存栏占比为54.9%，较产能修复初期（24年6月）提高了2.9pct，而同一时间，母猪在200头以下的养猪场母猪存栏占比反倒下降了1.5pct。
- **2022年：二育助推猪价大幅波动。** 22年二育影响贯穿整个上行阶段。在前期（一季度），二育处于观望状态、入场较少。二、三季度后，猪价上行趋势逐渐明朗，二育群体大幅增加，尤其对9-10月的持续高位产生了重大影响。据Mysteel农产品监测显示，9月中旬时，东北二次育肥猪源占比20-30%，华东占比在20%左右，华中占比在15-20%，华南占比在10-15%。

图表6：各规模存栏占比



资料来源：涌益咨询，中邮证券研究所

图表7：二育销量占比



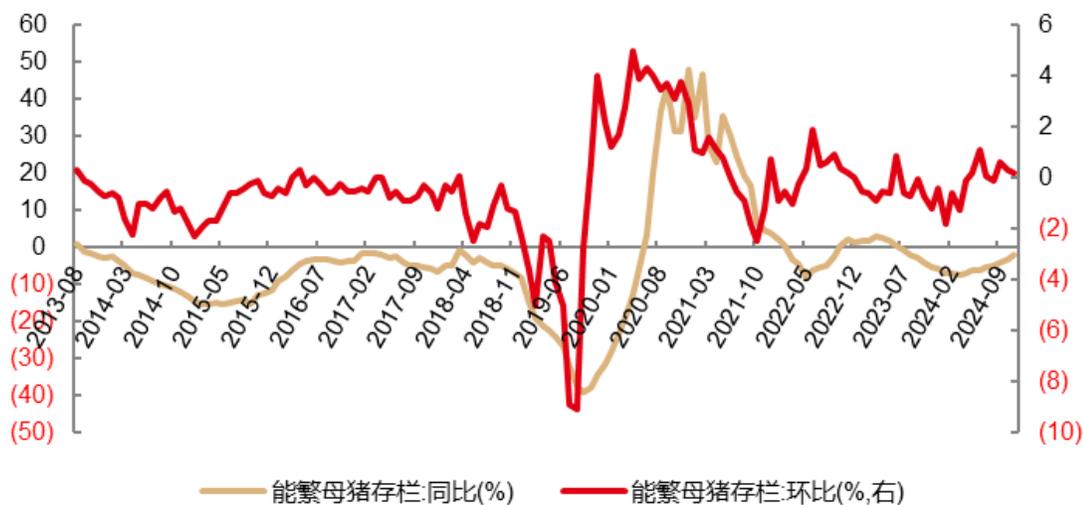
资料来源：涌益咨询，中邮证券研究所

1.4 2025年：猪价缓步回落，中枢低于24年但高于23年(1)

供给端：温和增长

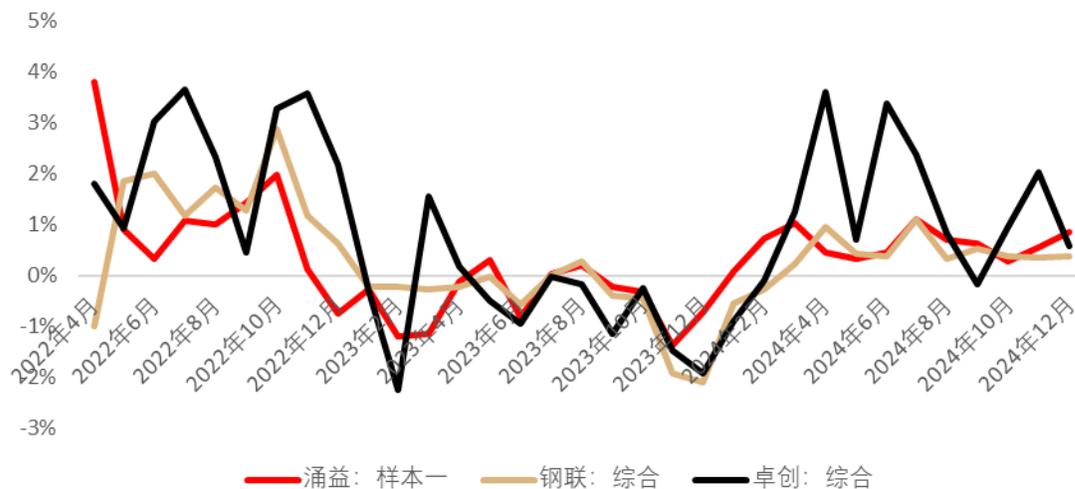
- 绝对水平看：截至11月末，全国能繁母猪存栏量为4080万头，较4月末低点增加2.36%，对应2025年3月至9月生猪出栏量环比持续增加。同时3月新生仔猪数量开始止跌回升，6-9月，全国规模养殖场月度新生仔猪超过4000万头，虽然全国新生仔猪10月环比下降0.1%，但仍处于相对高位，对应年底及2025年一季度生猪出栏供给会明显增加。
- 相对水平看：1) 截至11月末，能繁母猪同比仍减少1.9%，且本轮上行周期中，能繁存栏增长速度低于以往周期。2) 在21年末，猪价低位时，行业进行了大量的低效母猪替换，使22-23年生猪养殖效率明显提升；但24年由于仔猪价格持续高位，行业母猪淘汰量较小，预计25年生产性能再度提升空间较小。

图表8：农业农村部能繁母猪存栏同环比情况



资料来源：ifind，中邮证券研究所

图表9：第三方能繁母猪存栏月度环比



资料来源：涌益咨询、钢联农产品、卓创咨询，中邮证券研究所

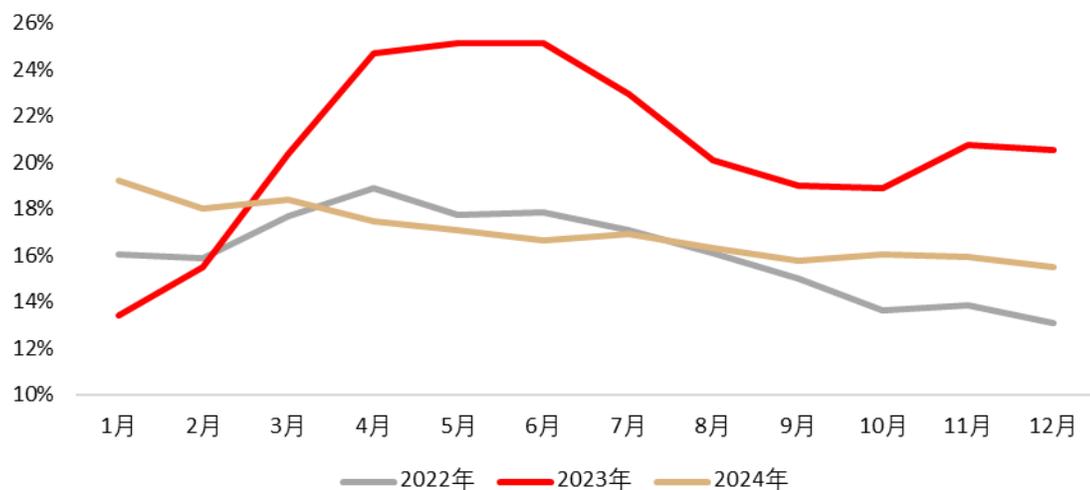
1.42025年：猪价缓步回落，中枢低于24年但高于23年(2)

需求端：经济改善，冻品库存低位

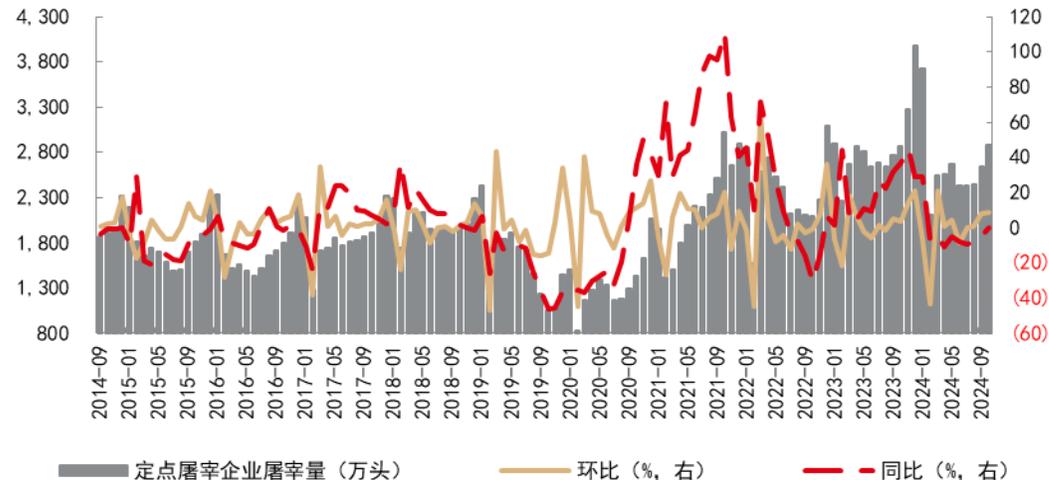
- **宏观：**中央经济工作会议明确消费需求是经济回稳的首要任务。
- **中观：**冻品库存相对安全。根据涌益数据，24年1-12月，全国冻品库容率均值为16.92%，较23年下降4个百分点，处于相当安全区间。若猪价跌至屠企心里价位，将有更大主动入库空间，增加需求支撑。
- **微观：**春节后至3月为需求淡季；而11月开始的腌腊和冬至需求则为全年需求旺季；23、24年腌腊需求已明显下降。

25年生猪供应缓和增加，需求随着宏观经济好转而将有所改善，行业呈现供需双增格局。预计猪价中枢将较24年下降、波动区间收窄。我们预计全年均价15-16元/kg左右（23年为15元/KG，24年为16.78元/KG），一季度为需求淡季，猪价将呈下降趋势，3月或出现年内最低点；二、三季度需求和供给双增格局更加明显，猪价将企稳；而消费好转下，四季度价格或有所抬升。

图表10：冻品库容率



图表11：定点屠宰企业月度屠宰量



1.525年：战略分化，保守与扩张共存

行业竞争激烈，进入微利甚至亏损时代，各企业选择差异大：

- **头部：谨慎扩张。**牧原表示“经营策略已转变为稳健增长”；温氏以“降成本、保盈利”为首要目标；新希望自23年开始处置闲置产能。三者24年Q3的生产性生猪资产环比Q2分别0.09%、0.26%、-0.79%。
- **腰部：努力追赶。**华统、京基智农、巨星、神农等多个企业仍在努力通过定增、自由资金等各种方式筹措资金，力图进一步扩大产能。
- **危机企业：困境求存。**2022年至今，已有正邦科技、傲农生物和天邦食品三家上市猪企因资金链断裂而进入重整程序，当前看，正邦、傲农危机已缓解（正邦已由双胞胎控股且在推进资产注入；傲农已收到17亿的重整投资款）；而天邦重组还在进行中。

行业扩张步调放缓，但离主动去产能还有较长的路要走。24年17家上市公司出栏量同比为4.63%，预计25年为13%左右。

图表12：主要上市公司出栏情况

代码	公司	出栏预期/目标（万头）			
		2022年	2023	2024	2025E
002714.SZ	牧原股份	6,120	6,382	7,160	7,600
300498.SZ	温氏股份	1,791	2,626	3,018	3,800
605296.SH	神农集团	93	152	227.15	350
000876.SZ	新希望	1,461	1,768	1,652	1,700
002385.SZ	大北农	443	605	640.13	600
002567.SZ	唐人神	216	371	433.62	500
002100.SZ	天康生物	203	282	302.85	350
002840.SZ	华统股份	120	230	254.92	350
000048.SZ	京基智农	126	185	214.61	320
001201.SZ	东瑞股份	52	62	87.44	120
300761.SZ	立华股份	56	86	129.8	150
002548.SZ	金新农	126	105	120.1	130
000735.SZ	罗牛山	50	78	69.07	120
1610.HK	中粮家佳康	410	520	356	400
603363.SH	*ST傲农	519	586	209.84	200
002124.SZ	ST天邦	442	712	599.16	500
002157.SZ	正邦科技	845	548	414.66	700
603477.SH	巨星农牧	153	267	280	400
600975.SH	新五丰	183	320	450	550
合计		13,409	15,885	16,620	18,840

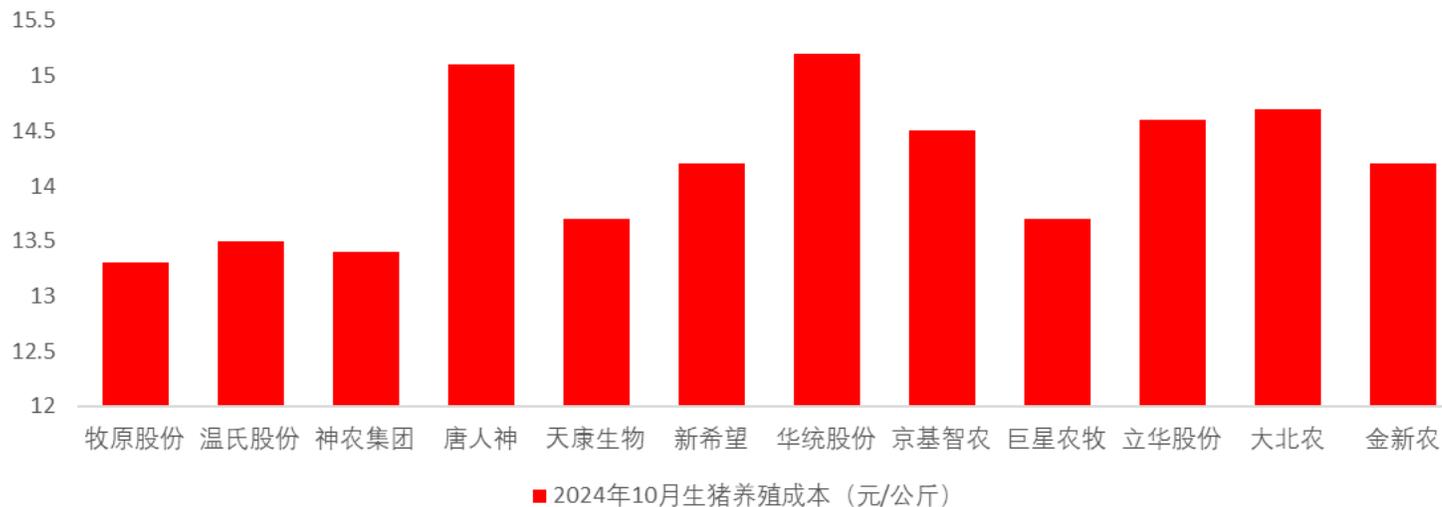
资料来源：各公司公告，中邮证券研究所注：2025年出栏为中邮证券研究所预测

1.625年：成本不同，盈利能力差异显现

- **企业间成本差异大。**除养殖效率、管理水平等差异外，在饲料成本下降的加持下，24年各养殖主体的成本均有明显下降，但企业间的差异依然很大：至24年末，大部分企业成本在14元/KG区间，部分优秀企业则已进入13元/KG区间。
- **即便是同一个养殖集团，各区域成本的离散度也很高。**养猪企业地域跨度较大，气候、折旧及疫病等原因下，各猪场之间的成本差异也很大。例如：10月份，温氏16个省级养殖单位中，有5个低于6.5元/斤，有7个处于6.5-7元/斤，4个处于7-7.3元/斤。

24年猪价相对较高，企业均能实现盈利；但25年猪价中枢下滑，优秀企业将能持续盈利，而部分企业则将面临亏损。成本的差异将在25年体现得更为明显。

图表13：企业之间的养殖成本差异大



1.7投资建议：分化加大，优选低成本公司

■ 2025年：优质公司仍可盈利

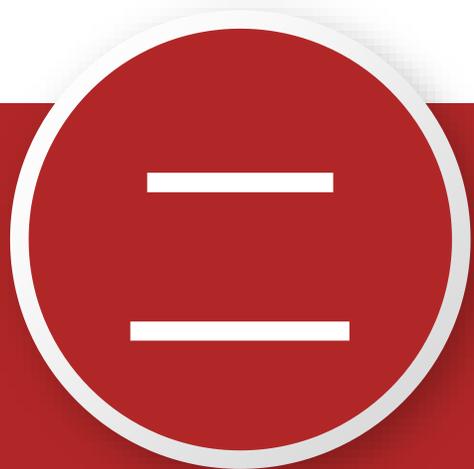
25年生猪供给增多，猪价处于下行通道，但下降节奏较缓和。同时随着养殖效率的提升，成本端仍有下降空间，企业间成本差异或将进一步扩大。预计届时企业间盈利能力差异较较明显，优势企业仍可盈利。当前板块估值低位、安全边际高。建议首选成本优势突出的标的，再兼顾成长性。1) 龙头企业确定性高，且成本优势相对明显。建议关注：牧原股份、温氏股份。2) 中小企业弹性更大。建议关注：巨星农牧、华统股份等。

图表14：生猪养殖企业盈利预测及投资评级（股价为2025年1月17日收盘价）

代码	股票简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元/股)	EPS (元/股)			PE (倍)			评级
				2023年	2024年E	2025年E	2023年	2024年E	2025年E	
002714.SZ	牧原股份	2,004	36.69	-0.78	3.04	2.87	-47	12	13	买入
300498.SZ	温氏股份	1,063	15.97	-0.96	1.49	1.89	-17	11	8	买入
000876.SZ	新希望	391	8.64	0.06	0.26	0.73	157	34	12	增持
002840.SZ	华统股份	73	11.26	-0.94	0.66	2.24	-12	17	5	买入
000048.SZ	京基智农	89	16.73	3.29	1.68	2.18	5	10	8	买入
002100.SZ	天康生物	85	6.22	-1.00	0.62	0.82	-6	10	8	未评级
603477.SH	巨星农牧	83	16.29	-1.27	1.24	2.06	-13	13	8	未评级
002567.SZ	唐人神	71	4.92	-1.06	0.42	0.67	-5	12	7	未评级

资料来源：ifind，中邮证券研究所

注：天康生物、唐人神、巨星农牧的2024年和2025年EPS为ifind一致预期，其余为中邮研究所预测



白羽肉鸡：结构性短缺，引种再现不确定性

2.124年回顾：苗价高位，毛鸡低迷

苗价和毛鸡价格分化：

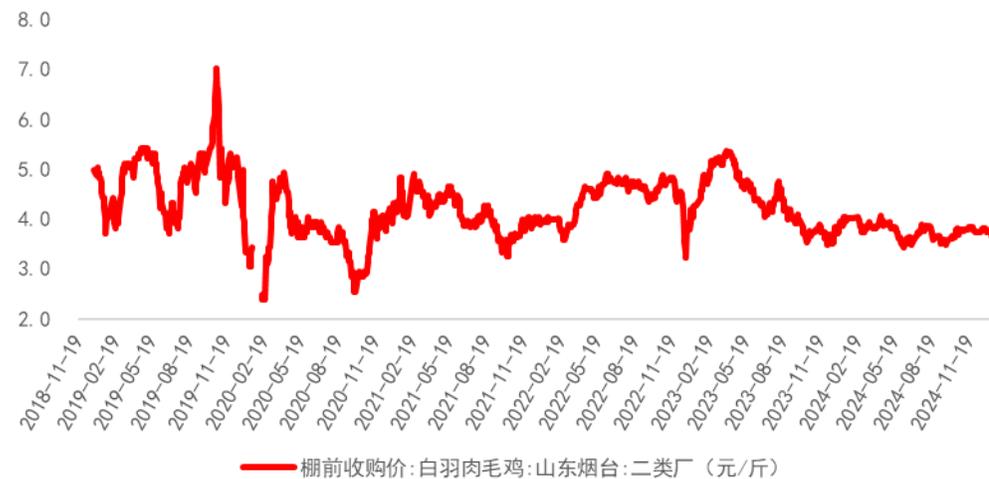
- **商品代鸡苗：价格高位。**2024年山东烟台白羽鸡苗全年出场均价为3.72元/羽，单羽盈利0.7-1.0元/羽，同比涨7.03%，为2020年以来最高。24年鸡苗供应充足，但价格有所超预期，其核心原因在于下游肉鸡养殖量持续扩大，对鸡苗的需求增加。
- **肉毛鸡：需求疲软，价格低迷。**24年肉毛鸡均价为3.78元/斤，养殖利润约为亏损1.7-2元/羽，同比下降13.58%。毛鸡养殖亏损较多，除鸡苗成本较高外，亦与下游需求低迷有关。据卓创咨询统计，自2024年年初至今，肉鸡市场各渠道的需求表现均异常低迷，包括团膳、快餐、零售及农批等，需求量下滑幅度达到20%-30%。

图表15：鸡苗价格高位



资料来源：ifind，中邮证券研究所

图表16：毛鸡价格低位徘徊



资料来源：ifind，中邮证券研究所

2.2 供给充足，存栏高位

引种增多、延迟淘汰、强制换羽等多重因素下，24年祖代、父母代供给充足：

- **祖代存栏：不断攀升。**截至24年最后一周，祖代存栏为219.58万套，为有数据以来最高值，其中在产祖代存栏92.72万套，同比31.98%，后备祖代存栏126.87万套，同比增13.33%。24年年初至今，祖代存栏累计增加21.18%。
- **父母代存栏：持续高位。**24年全年父母代平均存栏为3787.56万套，比23年增5万套左右。全年父母代存栏均在高位小幅波动。

图表17：祖代存栏持续走高



资料来源：中国禽业协会，中邮证券研究所

图表18：父母代存栏维持高位



资料来源：中国禽业协会，中邮证券研究所

2.3 祖代更新量：海外引种放量，国内维持

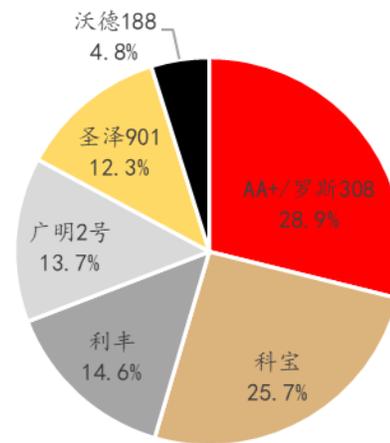
引种不足缓解，国产品种推广压力大：

- **祖代更新量为历史次高。** 根据禽业协会统计，2024年1-11月祖代种鸡更新量为138.24万套，同比增加19.08%，预计全年更新量近150万套，接近历史最高水平（13年154万套）。
- **美国引种大增，国产品种稳定。** 根据钢联农产品统计，2024年1-11月引种占总更新量的50.76%，引种量同比增加68.05%，其中87.59%来自美国的俄克拉荷马州；国内自繁量占比49.24%（包含国内科宝部分），同比减少0.11%。

图表19：祖代更新量仅次于2013年



图表20：2024年分品种的祖代更新量占比



2.4不同品种间价差大

美国品种（AA+、罗斯308、利丰）由于长期以来的市场认可度较高，价格相对坚挺，而一些国产品种虽然在努力提升市场份额，但受性能和品牌认知度影响，价格相对较低。据卓创资讯价格统计，2024年国产品种与安伟捷系列父母代鸡苗成交价格差距由19.50元/套提升至45.75元/套，其商品代鸡苗价格低于安伟捷系列商品代鸡苗0.50元/羽以上，部分阶段价差可达1.00元/羽。

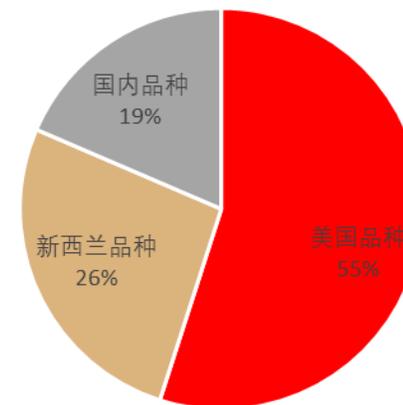
据Mysteel农产品数据统计，2024年，全国父母代鸡苗销售总量为7029.95万套，同比增幅7.68%。其中美国品种（AA+、罗斯308、利丰）占比55.65%；其次是新西兰品种（科宝）占比25.97%；国产品种（圣泽901、沃德188、广明2号）占比为18.38%。

图表21：父母代鸡苗销量



资料来源：中国禽业协会，中邮证券研究所

图表22：2024年分品种的父母代鸡苗销量占比

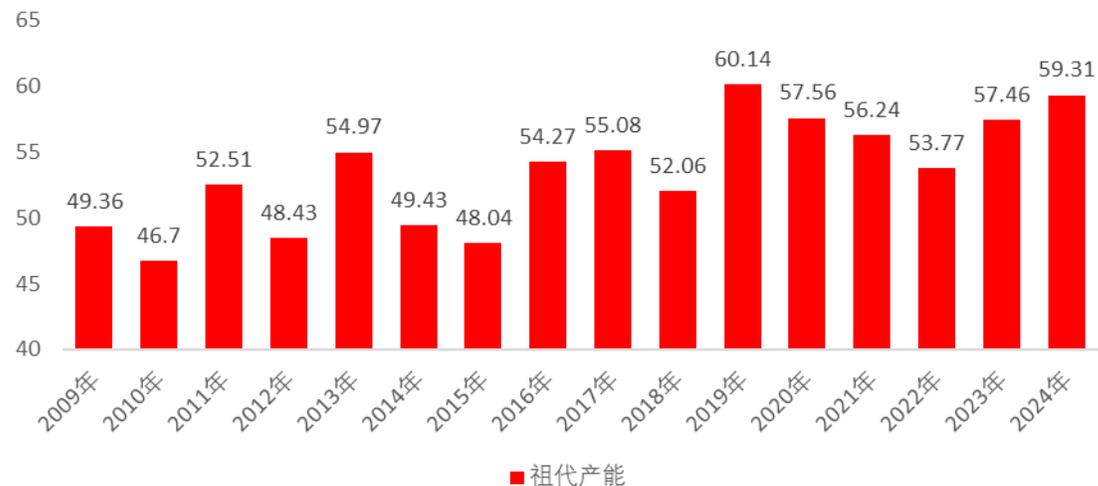


资料来源：钢联农产品，中邮证券研究所

2.5 2025年供给充足，但不确定性增加

- **当前海外引种渠道已经全部关闭。** 1) 24年12月美国24年唯一供种州俄克拉荷马州爆发禽流感，美国已主动停止供种，12月原计划引种6批祖代种鸡均取消。按照引种相关规定，若供种州出现禽流感，三个月内暂停供种，美国在2025年2月份之前确定无法供种。2) 新西兰等地相继出现禽流感疫情，已停止供种，谨慎国内科宝自繁。
- **鸭疫与性能下降双重夹击。** 1) 当前山东、河南、江苏等多个省份的白羽鸡养殖场纷纷出现鸭疫感染病例。数据显示，感染鸭疫后，种鸡的产蛋量可能会下降10%-20%，受精率降低5%-10%，而死淘率则会增加5%-8%；白羽鸡养殖成活率基本下滑2%-6%。2) 2024年下半年以后，行业前期加大延迟淘汰、强制换羽等，导致大日龄父母代逐渐增加，而质量相对有所下降。

图表23：2009-2024年祖代白羽肉种鸡产能



资料来源：中国禽业协会，中邮证券研究所

2.6投资建议：国产替代推进，关注引种情况

25年行业供给依然充足，当前的海外引种断档，主要影响14个月后的商品代供应（至少26年2月后）。25年行业的不确定性增加，但可以确定的是结构性短缺问题依然存在，同时需关注海外引种的恢复情况。上游种禽企业弹性更大，建议关注益生股份、民和股份；同时国产育种迎来更好发展契机，建议关注一体化养殖龙头圣农发展。

图表24：白羽肉鸡养殖企业盈利及估值情况（股价为2025年1月17日收盘价）

代码	股票简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元/股)	EPS (元/股)			PE (倍)		
				2023年	2024年E	2025年E	2023年	2024年E	2025年E
002458.SZ	益生股份	98	8.86	0.49	0.51	0.61	18	17	15
002234.SZ	民和股份	29	8.35	-1.11	-0.76	0.58	-8	-11	15
002299.SZ	圣农发展	177	14.23	0.53	0.62	0.96	27	23	15
002746.SZ	仙坛股份	50	5.77	0.26	0.25	0.48	22	23	12
603609.SH	禾丰股份	75	8.15	-0.50	0.85	1.12	-16	10	7
605567.SH	春雪食品	17	8.61	-0.17	0.14	1.00	-50	63	9

资料来源：ifind，中邮证券研究所

注：2024年和2025年EPS为ifind一致预期



三

黄羽肉鸡：降本增效保盈利

3.1 产能持续低位

2020年-2023年黄羽鸡产能持续去化，24年产能在低位小幅波动：

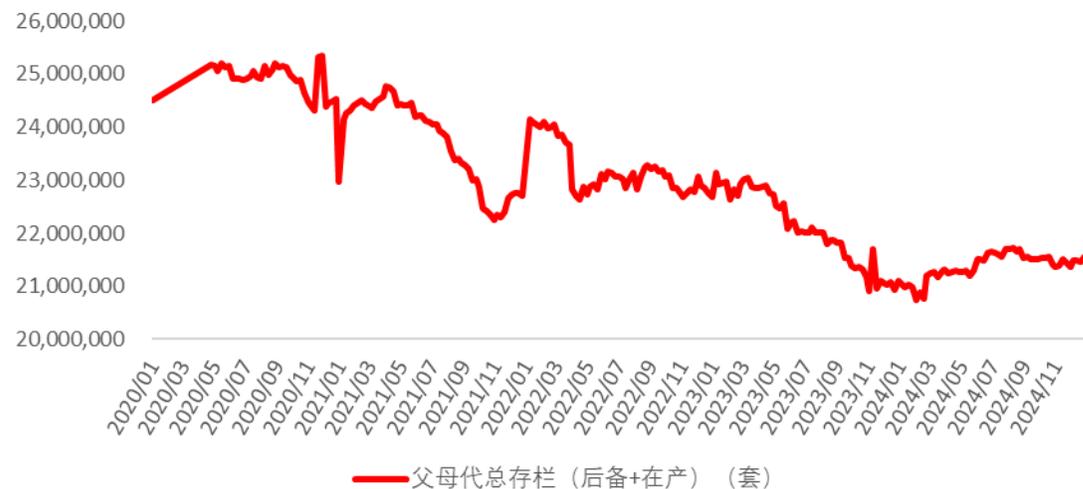
- **祖代存栏：低位微增。**24年祖代平均存栏为264.78万套，同比小增1.09%，其中在利润相对可观刺激下，上半年产能有所增长；下半年后再度下行。（祖代主要被龙头企业占据，故其数据更多的代表龙头企业情况）
- **父母代存栏：低位震荡。**24年父母代平均存栏为2138万头，同比下降3.2%。趋势看，父母代存栏在24年初达到历史低点后，稍有回升，但上涨幅度有限，持续在低位窄幅震荡。
- **父母代鸡苗销量：**24年父母代鸡苗周平均销量为119.83万套，同比增2.19%。

图表25：黄羽鸡祖代存栏先增后减



资料来源：中国禽业协会，中邮证券研究所

图表26：黄羽鸡父母代存栏低位盘整

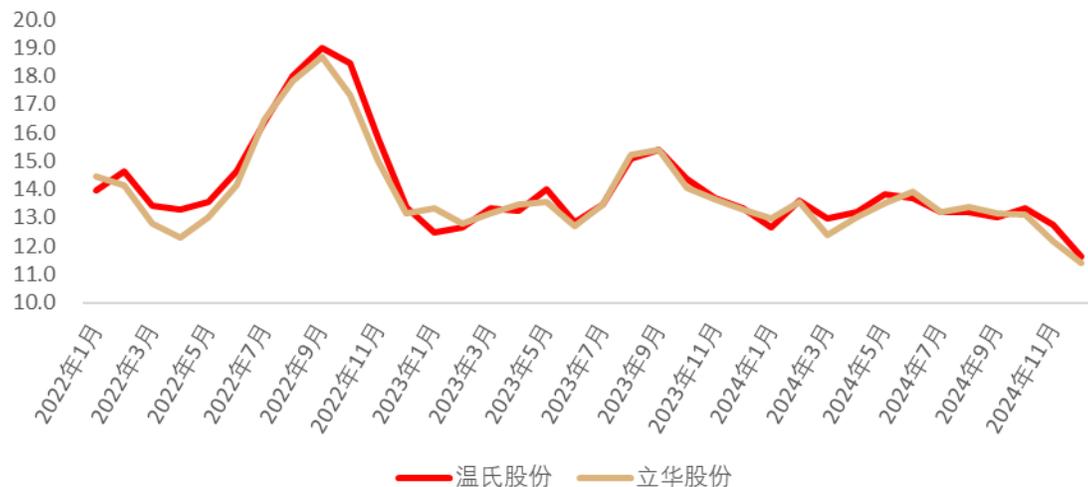


资料来源：中国禽业协会，中邮证券研究所

3.224年：价格窄幅波动

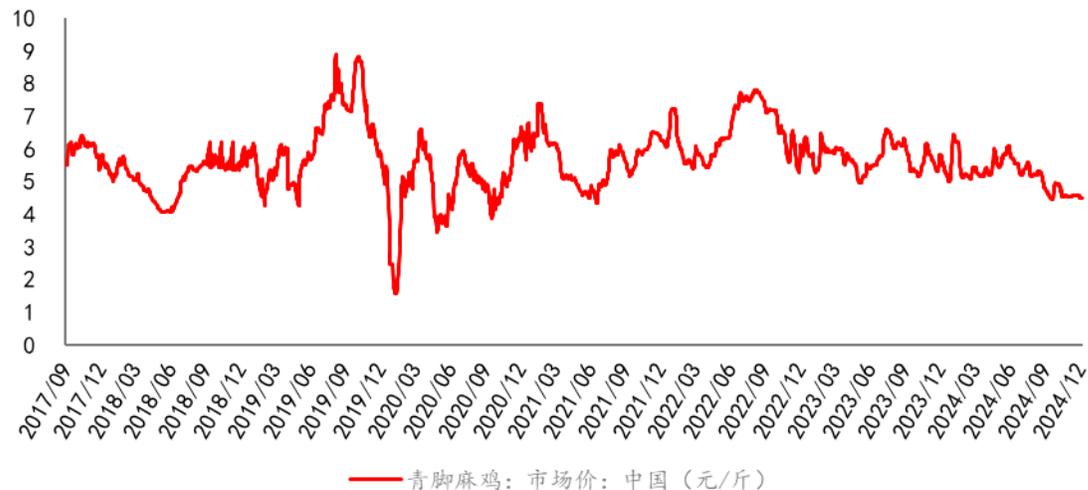
- **价格小幅下降，区间窄幅波动。** 24年温氏和立华的黄羽肉鸡价格同比分别下降3.16%和4.00%，年内价格波动较小，围绕13元/公斤波动，呈现出先涨后跌形态。上半年黄羽肉鸡价格缓慢抬升，最高点出现在5月份，后价格逐渐走低。
- 下半年“旺季不旺”其原因是：一是整体肉类供应充足。虽然19年后黄鸡出栏量持续下降，但是白鸡、生猪、肉牛等其他肉类供应增长，形成供大于求的竞争环境。二是终端需求表现疲软，同时活禽市场关闭，黄鸡消费持续降低。

图表27：温氏和立华股份黄羽鸡销售价格（元/公斤）



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表28：青脚麻鸡价格低迷



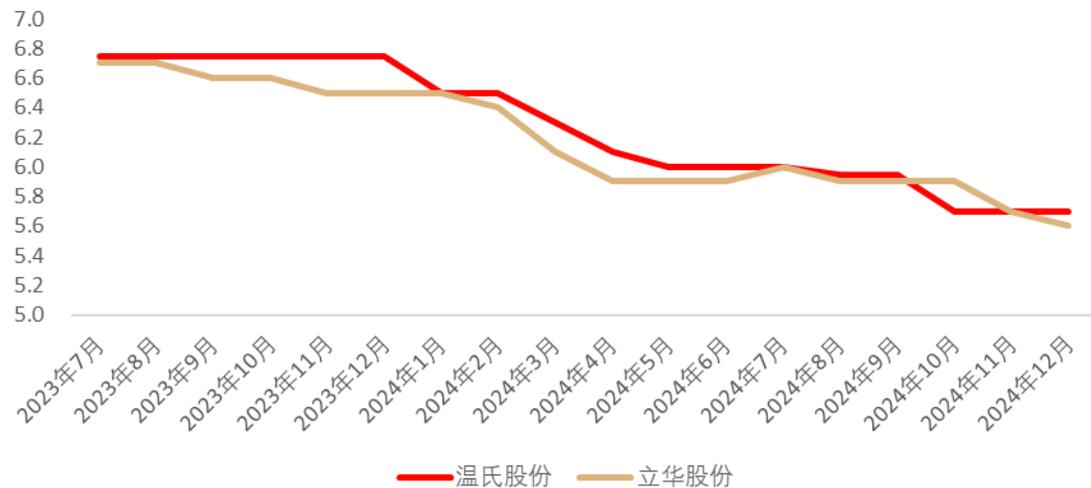
资料来源：钢联农产品，中邮证券研究所

3.3 成本下降幅度超价格，行业盈利尚可

虽然24年黄鸡价格下行，但是受益于养殖效率提升、饲料下降等多重因素，黄鸡养殖成本大幅下降，养殖盈利可观。同时上市企业持续扩大产能及加快产业链延升，进一步放大了利润总额，24年黄鸡养殖头部企业获得了较好盈利：

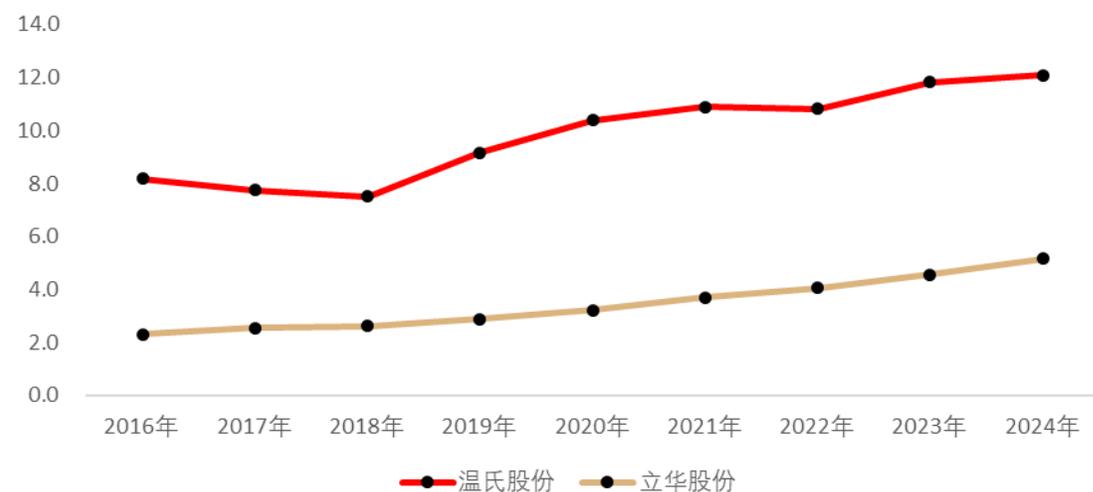
- **温氏股份**：2024年全年，公司毛鸡出栏完全成本降至6元/斤左右，同比降低0.8元/斤，至四季度公司成本已将至5.7元/斤，较23年末下降了1元/斤。四季度，公司肉鸡养殖上市率提升至95.3%，为公司近几年最好水平，料肉比降至2.78。我们测算24年公司黄鸡单羽盈利超2元。
- **立华股份**：年初公司黄羽鸡养殖完全成本为6.5元/斤，三季度已下降至5.9元/斤以下，12月末近一步将至5.6元/斤。

图表29：立华和温氏肉鸡养殖成本（元/斤）



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表30：立华和温氏肉鸡出栏量（亿羽）



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

四

后周期：寒冬将过，聚焦宠物动保新蓝海

4.1 24年行业“内卷”严重

24年虽然生猪养殖行业有所好转，但后周期的动保行业依然低迷。10家上市动保企业面临着收入承压、利润下降的困境：

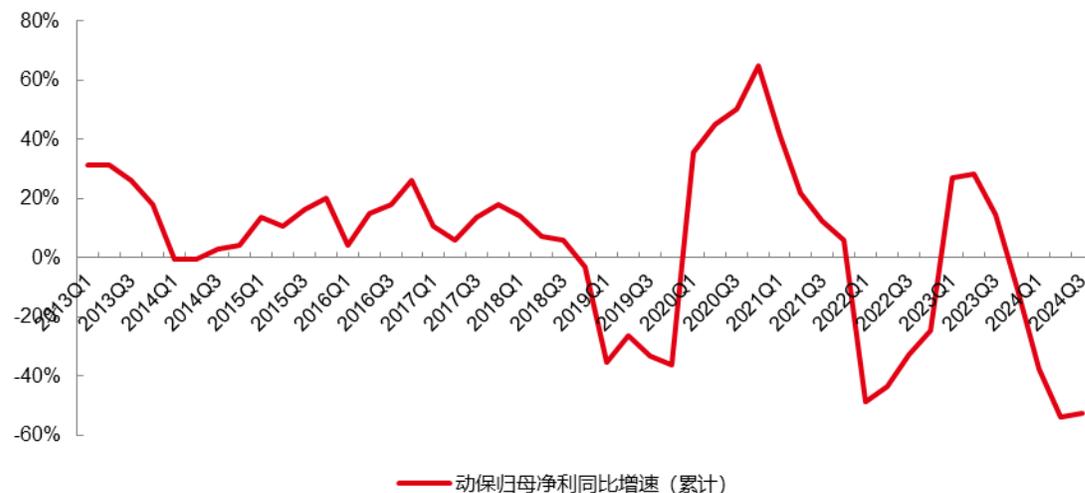
- **收入**：前三季度累计收入增速同比下降1.24%，其中Q1-Q3单季增速分别为0.78%、-4.56%和0.10%，三季度增长缓慢。
- **毛利率**：行业面临着25年全面取消政采苗的压力，行业市场竞争十分激烈，产品降价压力较大。24年Q1-Q3的累计毛利率分别为：37.62%、34.35%和33.80%，呈逐季下滑。
- **利润**：前三季度累计归母净利为7.78亿元，同比下降52.53%，其中Q1-Q3的单季同比为-37.46%、-73.68%和-50.23%。

图表31：动保上市公司收入微降



资料来源：ifind，中邮证券研究所

图表32：动保上市公司净利润增速下降



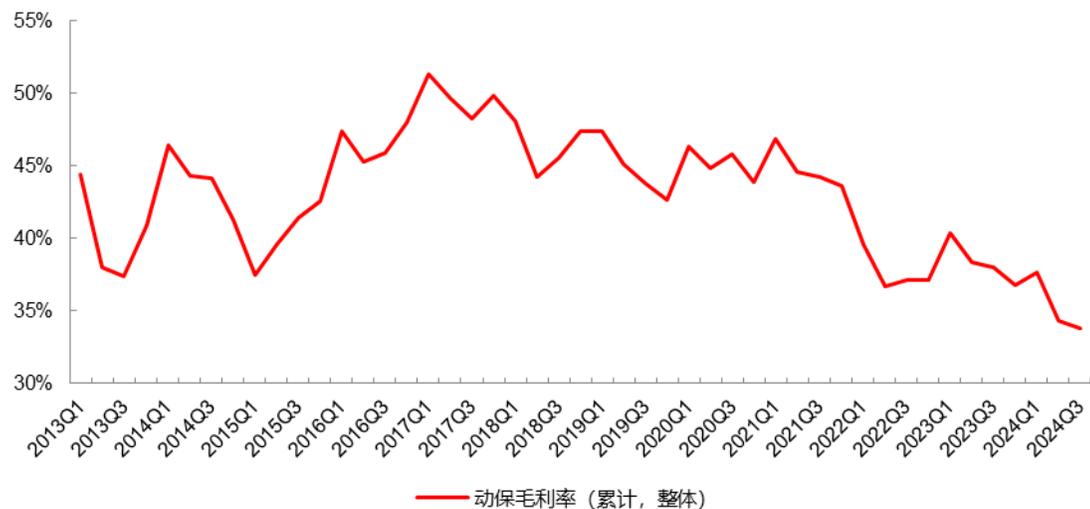
资料来源：ifind，中邮证券研究所

4.124年：降价明显，加速洗牌

行业产能过剩、下游养殖端集约化发展以及政策变动等三重因素影响下，动保行业低价竞争愈演愈烈，行业变革持续中：

- **价格下降更甚。**为了抢占市场，近年来动保企业的价格竞争，从养殖企业的竞标采购模式下的策略性降价，变成了主动降价。根据新猪派统计，24年口蹄疫苗在集团猪企的中标价格已经低至0.8元/头份，伪狂犬疫苗低至0.4元/头份。
- **中小企业加速退出。**2023年底全国通过兽药GMP认证企业达1689家，但至24年10月仅剩1162家左右。上市公司海利生物已宣布拟出售动保业务。

图表33：上市动保企业毛利率下滑



资料来源：ifind，中邮证券研究所

图表34：通过兽药GMP认证企业数量



资料来源：农业农村部，中邮证券研究所

4.2 宠物动保成为新的市场增长点

宠物动保处于成长期：

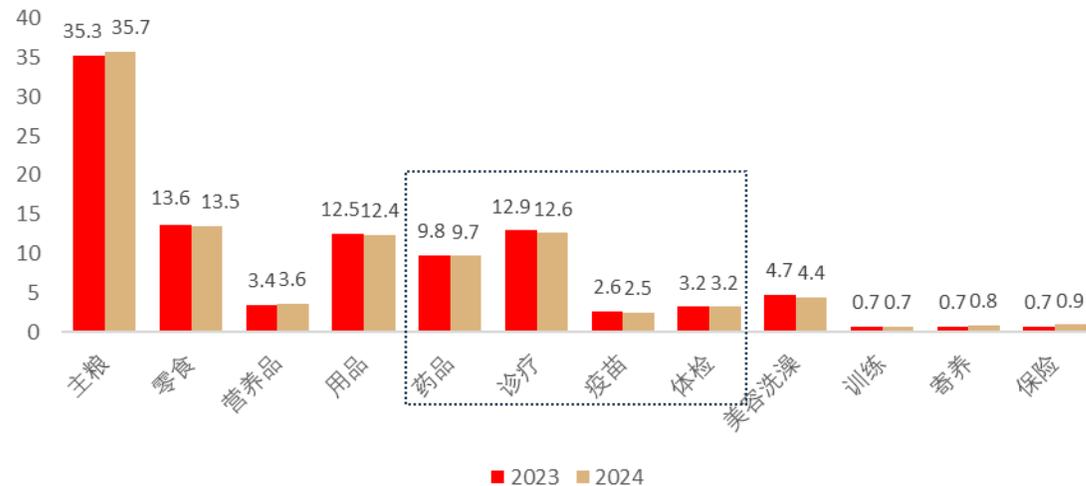
- 宠物消费发展迅速。根据《中国宠物行业白皮书》的数据，2024年城镇(犬猫)消费市场规模增长7.5%，达到3002亿元，2015-2024年的年均符合增速达13.3%。预计2025年市场规模将持续扩大，宠物数量和单只宠物消费均处于增长态势。
- 宠物医疗是主要支出之一。根据《2025年中国宠物行业白皮书》，2024年我国宠物医疗消费占宠物消费的28%，仅次于食品，其中，疫苗、体检相对稳定，药品、诊疗小幅下降。

图表35：城镇宠物消费市场规模快速增长



资料来源：《中国宠物行业白皮书》，中邮证券研究所

图表36：宠物医疗消费占比仅次于食品（单位：%）



资料来源：《中国宠物行业白皮书》，中邮证券研究所

4.2 药品和疫苗是宠物动保的两个主要方向

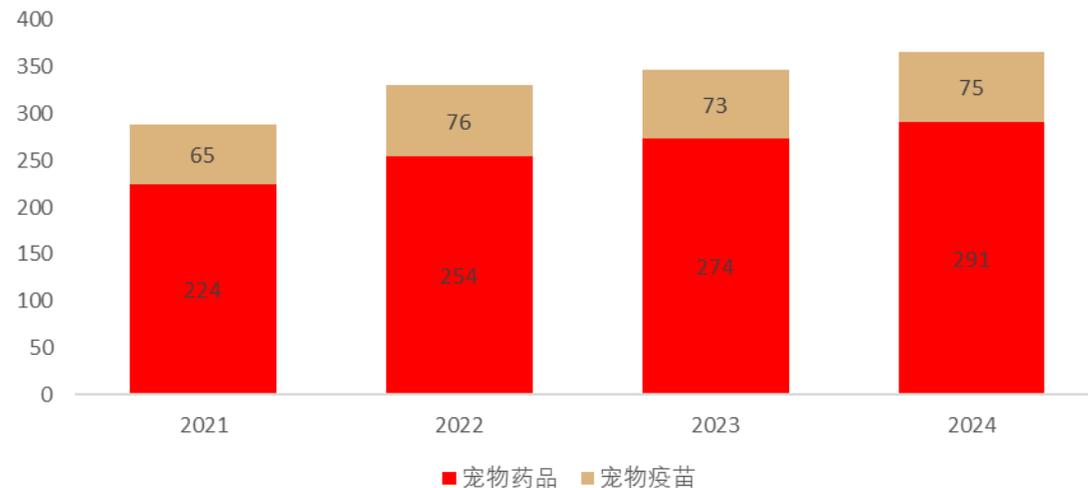
- 宠物动保主要分为宠物用药和宠物疫苗两大类。宠物药品种类丰富，其中驱虫药、清洁药、抗生素等为主要大类；疫苗品种相对较少，其中猫传染疫苗的接种率相对较高。
- 根据《中国宠物行业白皮书》数据，2024年中国宠物药品市场消费端规模为291亿元，2021-2024年的复合增速为9.1%；宠物疫苗市场则相对稳定在75亿元左右。

图表37：宠物药品和疫苗主要品类

类型		主要产品
宠物药品		驱虫药、清洁药、皮肤及消炎药、抗生素等
宠物疫苗	犬用	犬细小疫苗、狂犬病疫苗、犬钩端螺旋体病等
	猫用	猫细小疫苗、狂犬病疫苗、猫三联疫苗等

资料来源：中邮证券研究所整理

图表38：宠物药品和疫苗消费市场规模（单位：亿元）



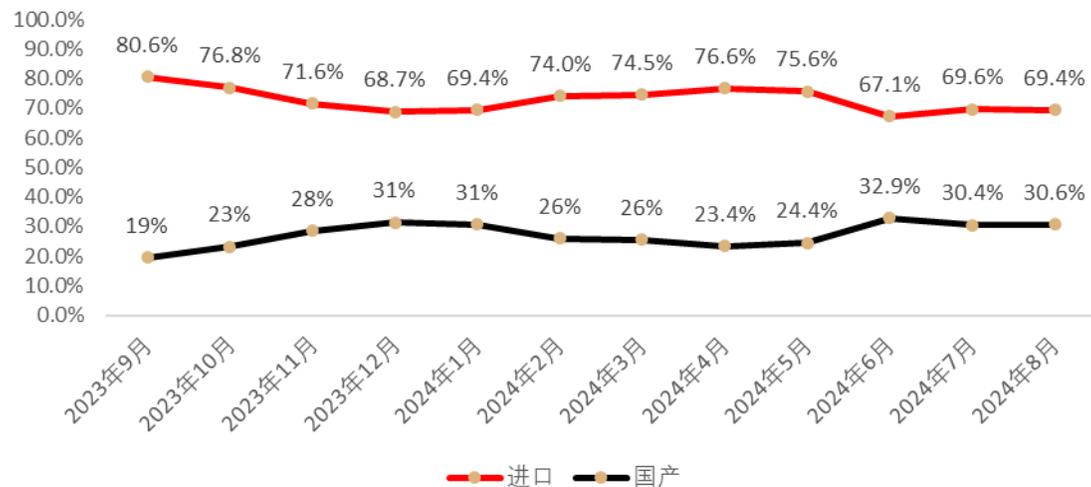
资料来源：《中国宠物行业白皮书》，中邮证券研究所

4.2 外企占据主要市场，国内企业奋力追赶

长期以来国内的宠物动保市场消费以进口品牌为主，尤其是高端市场几乎被硕腾、英特威、勃林格等国外品牌占据。但得益于在价格、供应稳定性以及政策支持等方面的优势，近年来国产产品市场占比有所提升。以主要大单品驱虫药、猫三联疫苗为例：

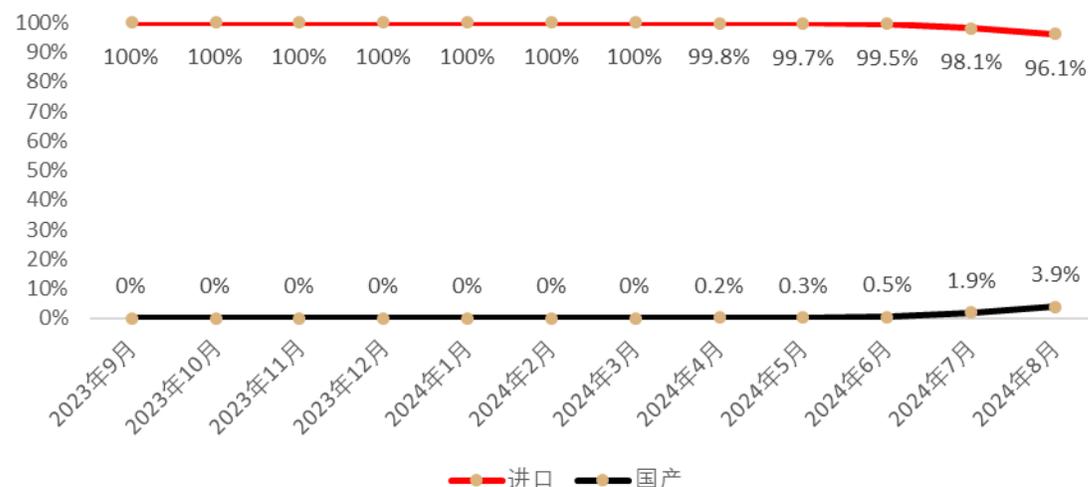
- 驱虫药：驱虫药是宠物药中市场份额最高的品类，23年9月国产驱虫药销售占比仅19.4%，至24年8月已上升至30.6%。
- 猫三联疫苗：国产替代元年。24年之前，国内猫三联疫苗仅有硕腾的“妙三多”一家独大。得益于应急评价机制，24年年初国产猫三联疫苗上市，至24年8月，国产猫三联疫苗销量占比达3.9%，打破了此前的长期国外垄断。

图表39：驱虫药月度销量占比



资料来源：《中国宠物医疗白皮书》，中邮证券研究所

图表40：猫三联疫苗月度销量占比



资料来源：《中国宠物医疗白皮书》，中邮证券研究所

4.2 宠物动保元年，成为新的市场增长点

图表41：动保上市公司在宠物领域的主要产品布局

公司	产品	状态
中牧股份	猫三联灭活疫苗	已上市
	犬四联疫苗	已上市
	“贝倍旺” 狂犬病灭活疫苗 (PV/BHK21株)	获得临床批件
科前生物	“科妙优” 猫三联灭活疫苗	已上市
	“科旺福” 犬瘟热/犬副流感/犬腺病毒与犬细小病毒病四联活疫苗	已上市
	“科旺优” 狂犬病灭活疫苗 (SAD株)	已上市
瑞普生物	“瑞喵舒” 猫三联	已上市
	狂犬病灭活疫苗(dG株)	已上市
	“瑞可林” 克林霉素磷酸酯颗粒	已上市
	“瑞美静” 盐酸右美托咪定注射液	已上市
	“伊尔舒” 复方制霉菌素软膏	已上市
	“莫普欣” 吡虫啉莫昔克丁滴剂	已上市
	“菲比欣” 非泼罗尼吡丙醚滴剂	已上市
普莱柯	“环舒宁” 环孢素内服溶液	已上市
	“喵益哆” 猫三联灭活疫苗	已上市
	狂犬病灭活疫苗	已上市
	“倍宠恩” 复方非泼罗尼滴剂	已上市
	“宠泊宁” 头孢泊肟酯片	已上市
	“宠尔美” 复方制霉菌素软膏	已上市
生物股份	犬二联活疫苗	新兽药注册
	犬四联疫苗	新兽药注册
	“金喵乐” 猫三联疫苗	获批
	狂犬病灭活疫苗 (Flury株)	已上市
	犬瘟热、犬细小病毒病二联活疫苗 (BJ/120株+FJ/58株)	已上市
	犬四联疫苗	新兽药注册
猫四联疫苗	新兽药注册	
犬三联疫苗	完成临床实验	

传统畜牧业疫苗发展成熟、竞争激烈，而宠物动保仍处于成长期。近年来各上市动保公司加快了在宠物板块的布局，但策略亦有所不同：

- **中牧股份**：致力于打造宠物产品供应端的全产业布局
- **瑞普生物**：“医院+疫苗+药品”三箭齐发
- **普莱柯**：建立从宠物药品生产到终端销售渠道一体化的产业链体系

4.3投资建议：寒冬将过

23-24年行业持续低迷，25年有望企稳好转：一方面养殖产能增长，疫苗需求有望企稳；且经过24年的盈利，养殖企业的资金压力或有所缓解，动保企业回款有望改善；另一方面“25年全面取消政采苗”的靴子落地，且当前价格已处于低位，25年价格竞争有望缓解。需求和价格均有望企稳，而宠物板块将打开新的成长空间，动保行业将逐渐改善。

图表42：动保企业盈利及估值情况（股价为2025年1月17日收盘价）

代码	股票简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元/股)	EPS (元/股)			PE (倍)		
				2023年	2024年E	2025年E	2023年	2024年E	2025年E
600195.SH	中牧股份	65	6.4	0.39	0.29	0.39	16	22	16
603566.SH	普莱柯	43	12.34	0.50	0.63	0.92	24	20	13
300119.SZ	瑞普生物	86	18.51	0.97	1.00	1.21	19	18	15
688526.SH	科前生物	61	13	0.85	0.95	1.17	15	14	11
600201.SH	生物股份	72	6.46	0.25	0.32	0.40	26	20	16
002688.SZ	金河生物	35	4.59	0.11	0.20	0.36	41	23	13

资料来源：ifind，中邮证券研究所

注：中牧股份、普莱柯、瑞普生物2024年和2025年EPS为中邮证券研究所预测，其余公司为ifind一致预期

五

风险提示

- **发生动物疫病风险：**重大疫病的出现将会给畜牧养殖业带来较大的经济损失，同时也会对兽药、饲料行业造成较大的影响。若非洲猪瘟或其他重大疾病影响超预期，将给养殖行业及其上游企业的稳定经营带来不确定性。
- **需求不及预期风险：**农业生产具有持续性，同时农产品具有不易储存等特征，当需求不及预期时，农产品难以及时售出，直接影响是产品价格将下降，同时甚至可能影响生产活动等。
- **原材料价格波动风险：**如果玉米、大豆等农产品因国内外粮食播种面积减少或产地气候反常导致减产，或受国家农产品政策、市场供求状况、运输条件等多种因素的影响，市价大幅上升，将增加行业内公司生产成本的控制和管理难度，对未来经营业绩产生不利影响。

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048



中邮证券

CHINA POST SECURITIES