

投资评级：看好（维持）  
证券研究报告 | 行业专题报告  
农林牧渔  
2025年02月05日



# 残酷的美好：回顾2024，回答2025

## ——2025年农林牧渔行业投资策略

证券分析师

雷 轶 S1350524110001  
冯佳文 S1350524120003  
顾 超 S1350524110005



- 当下既是行业的“单产、总产”的丰收期，也是行业“模式变革、资本节制”的下半场开场，本文摘要总结了行业发展态势、企业战略重心、投资观察角度，正文则从十个关键词出发，回顾2024并尝试回答2025。
- 2024年的农业行业状况映射了所处的产业发展阶段的特征，在快速技术进步和资本充足的带动下，迎来了“美好”的“单产和总产”的丰收，但也产生了“残酷”的“价格低迷、资本回报低”等问题，“好和坏”都是过去“黄金时代”的成果，也是未来“白银时代”的挑战。
  - 自2021年以来，行业下行期已经三年，从业者的心态已经由浮躁转向安分，高回报高增长的幻想部分已转化为步步为营的坚守，我们认为，本轮产业周期底部的最大的挑战在于：不少企业并未实现“生产者——经营者——资本运作者”的角色转变，高峰期未克制投资规模，导致低谷期仍在消化之前的负担，资产负债表压力较大，也可能错失低谷期扩张版图的机会。纵观全球农业龙头发展史，其发展壮大都离不开顺周期克制、逆周期布局的资本运作。
  - 在产业格局方面，积极的长期因素也正开始显现，一些细分品种、某些区域的头部企业们的市占率已经达到较高水平，这为以后的竞争格局改善奠定了基础，某些竞争过度的情景一旦逆转时所需要的变量和时间可能会较少，与以往相比，更取决于头部企业之间的竞争策略。
- 回顾龙头企业们2024年的众多发言，被提到最多的词是：“低谷期、穿越周期、新质生产力、机制创新”，可见多数企业正向内求效率提升、精细运营，少数企业向外寻找新的增长点。但即使面临总量上的乏力，我们还是可以看到农业经营主体间的成绩依然保持高离散度，这是长期资本回报的源泉，基础扎实、较快适应的企业正逐步找到增长状态，“以人为本、灵活经营、开拓海外”等方面已经初具成效：
  - 以人为本：当行业固定资产将保持长期过剩并相对廉价时，优质的人才将成为提高roe的关键，盘活资产的关键就在于人，我们看到了企业们更注重尊重重视员工权益和福利，提升员工幸福感和满足感，也有“胜利鼓舞奋斗者”、“管理创新”等企业家呼吁出现，类似“承包制”、“全员持股”、“产业链捆绑式出海”等积极的创新形式正在出现。
  - 灵活经营：农业是个传统而多变的行业，每年的养殖主体及其行为特征变化在周期波动中更容易被放大，我们也看到行业内已经有团队可以在“择时放养”、“分段高周转养殖”、“期货套保”等方面做出了超额收益，企业的组织架构调整也正积极适应新时期的市场特征。
  - 开拓海外：2024年海外利润占比较高的公司有海大、新希望，本质是中国企业的技术、管理已经具有全球比较优势，依靠这样的代差，在海外资本相对不足、技术相对落后的市场里，中国企业有望占据有利的市场地位。
- 股票表现方面：尽管2024农业板块的股票表现比较低迷，板块下跌1.72%，在各行业指数里的排名倒数第3，农业指数801010.SI跌至近十年的11%分位，但2024年也不乏阶段性的股价表现，上半年生猪养殖板块从最低收盘价累计涨幅达到25.3%，其中牧原、温氏、神农、华统分别累计上涨40.1%、24.9%、79.1%、41.6%；宠物食品指数全年上涨42.39%；禽板块超跌反弹叠加引种受限，下半年涨8.2%，其中圣农下半年上涨6.2%；饲料海大集团年度上涨9.2%，国内景气有望改善、海外打造新的增长点、自由现金流预计逐步释放。



■ 我们认为，2025年股票投资可从周期、价值、变化、景气四个方面进行观察：

- **周期：**农产品超跌并持续一段时间，由此带来的产能去化、资本退出型机会。虽然资本存量仍然较大，不容易轻易退出，但低价带来的去化强度与资产负债表压力也较大，且生物资产退出会快于固定资产，仍然值得关注，例如生猪、橡胶、玉米等；
  - **价值：**农业整体仍是一个经营差异度较大的行业，高roe来自各环节的优势积累，不容易完全技术平权。当资本市场对优势公司的长期盈利信心丧失导致股价超跌，即可诞生投资机会，建议关注头部养殖公司牧原股份、温氏股份、圣农发展等，或者优势公司在海外找到新的增长点，国内外同时提高份额、量利双增时，例如海大集团等；
  - **变化：**各项生产要素（技术、租金、人力）均已便宜下来，不断有新的商业模式正重组资源，小到养殖模式的变化，大到上市公司的重组，行业仍处于快速变化期，变化就有可能产生机会。农业整体是十万亿的市场，仍然是大市场小市值的特征，大市场大产业资本对于人才技术等方面的吸引仍会持续，对于新模式要更开放包容；
  - **景气：**24年宠物行业的增长虽然有所放缓，但依然维持着好于消费整体大盘的增速，2024年增速为7%。在流量成本上升、越来越难以获得的背景下，头部品牌的增长好于行业的增长，2024年乖宝旗下的弗列加特和中宠旗下的领先销售额分别增长100%+、80%+。头部品牌进入市场份额、利润双收的阶段。宠物板块以往的几轮行情演绎，由对行业高速增长的预期、但缺乏有品牌的公司，转为24年的上市公司的品牌成为头部品牌，收入、利润不断兑现的阶段。
- 需要重点关注价格的农产品品种：生猪波段震荡、橡胶向上周期、豆粕短升长待定、玉米底部待反转等等。
- 风险提示：养殖疫病风险、价格波动风险、下游消费恢复不及预期、自然灾害/病虫害风险、宠物出口汇率波动风险。

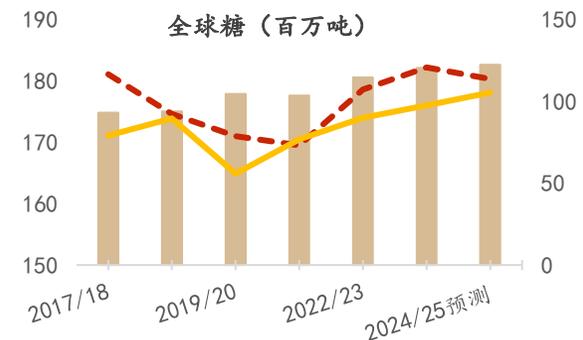
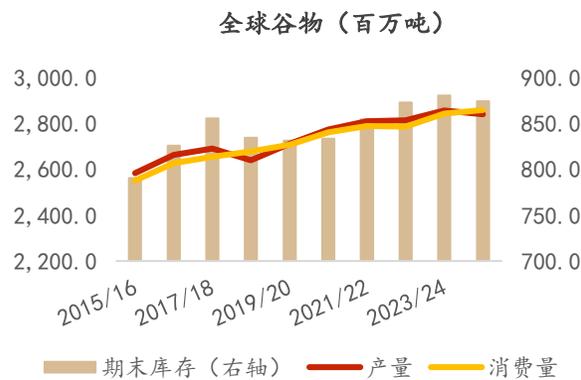
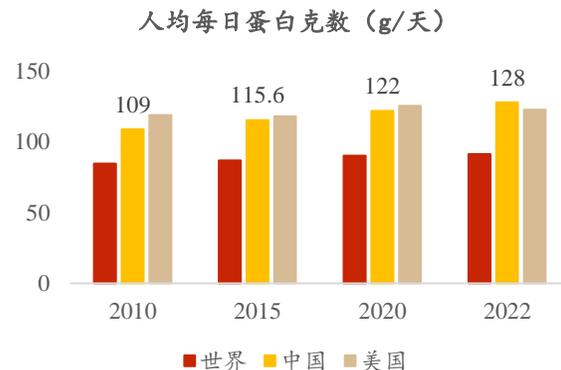
# 主要内容

---

1. 美好的“创纪录的丰收”、残酷的“价格低迷”
2. 生猪：“金猪十年”走向“银猪十年”
3. 禽：寻找产业链价值的最大化
4. 水产饲料：景气波动中走向强者恒强
5. 牛产业：肉牛、奶牛去化进入深水区
6. 转基因种子：商业化元年
7. 宠物：头部品牌迎来收获期
8. 出海：高速增长
9. 重组：农企重组进行时
10. 农产品：价格值得重点关注的品种

# 1、美好的“创纪录的丰收”、残酷的“价格低迷”

- **2024的国内外农业产量均属于历史较高水平。**FAO预计2024年全球谷物产量达28.4亿吨，虽小幅下降0.56%，但仍处于历史次高水平，我国2024年全国粮食总产量增长1.6%，首次突破1.4万亿斤，同样创历史新高。全球谷物库存处于近10年高位，达8.7亿吨，库存占用量略微下降至30.1%，仍接近其五年和十年平均水平。除玉米有明显减产外，其他大品种几乎都是增产。其中大米增产最为显著，种植面积创新高，产量再度打破历史记录，预计达5.4亿吨，增加0.8%，带动库存大幅上升3%达2亿吨的高位，预计全球储备能满足4.6个月的使用量。蛋白类如肉、乳制品、水产品亦是增产，分别增长1.4%、1.5%、2.2%。
- **2023年中国农业创造的GDP已是全球第一位，达1.27万亿美元，人均水平达900美元；远高于美国（2021年2237亿美元，人均671美元）。**FAO预计中国24/25期末粮食库存将上升3.4%，达4.3亿吨，占消费量高达69%，足以应对未来国际贸易的不确定性。
- **中国人均每天可通过膳食摄取的蛋白质已超过美国，这不但是衡量现代生活质量的重要指标之一，也是西方一些政客曾认为中国不可能实现的成就之一。**中国2022年人均每天摄入蛋白已达128克，过去10余年间提升17%，现已超过美国（123克）。中国人均日摄入能量为3440大卡，主要来源为谷物、果蔬和肉类，而美国主要来源为油脂、谷物、糖。
- **中国的农业生产效率继续提高，单产提高速度较快。**1) 2024年粮食亩产同比增加5.1公斤，其中单产提升对粮食增产的贡献率超八成。2) 2024年全国经产母猪头均提供断奶仔猪数（PSY）有望达21头，同比提高约0.6头。3) 2012-2022年间，我国白羽肉鸡料肉比年均下降0.034至1.59，2024年业内已大量出现1.3以下的优秀水平。

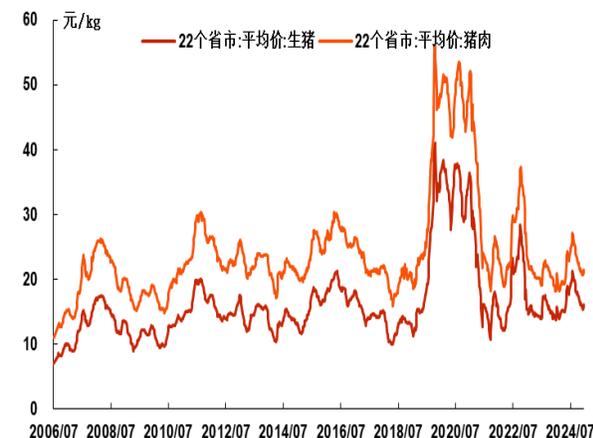
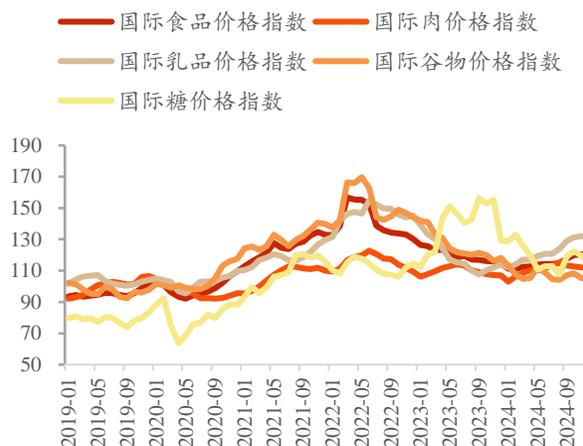


资料来源: FAO, 华源证券研究所

# 1、美好的“创纪录的丰收”、残酷的“价格低迷”

- 国际粮食价格自2022年以来逐年下跌，24年下半年有所企稳反弹，但仍处于3年低位，较23年底下降11%。其中大米价格下跌最多，东南亚主产区价格下降约21%。全球糖价下跌12%、乳制品价格上涨15%、肉价上升5%。粮食的贸易量收缩4.6%，主因中国的需求较差导致进口呈下跌趋势，谷物进口下降19%，肉类进口下降9%。
- 国内农产品的所有品种价格全线低迷。粮食价格与国际市场走势同步，但肉、奶、鱼价并未随国际市场回升。生猪价格春节后淡季不淡，5月开始快速上涨、单月涨幅超2元/kg，8月达到年内最高点21元/kg左右，上半年反弹后能繁母猪数量在5月由跌转升，猪价自10月后逐步下行，年底降至15.5元/kg左右，市场对周期的高度与持续性的悲观预期一致。禽价表现存在分化，白鸡价格2、3季度再次下探，跌至近5年历史最低位；黄羽鸡价格高开低走，上半年价格表现可观，2季度出现年内高点，但3季度旺季不旺。水产品因终端餐饮需求不振，鱼虾价格低迷，导致养殖量下降，拖累水产饲料整体下滑。
- 农业板块的股票表现比较低迷，2024年下跌1.72%，在各行业指数里的排名倒数第三，农业指数801010.SI跌至历史分位64%，跌至近十年的11%分位，但其中也不乏阶段性靓丽的表现，上半年生猪养殖板块从最低收盘价累计涨幅达到25.3%，其中牧原、温氏、神农、华统分别累计上涨40.1%、24.9%、79.1%、41.6%；宠物食品指数全年上涨42.39%；禽板块超跌反弹叠加引种受限，禽养殖指数003212.CJ下半年涨8.2%，其中圣农受益国产品种自主替代下半年上涨6.2%；饲料板块海大集团年度上涨9.2%，国内景气有望改善、海外打造新的增长点、自由现金流预计逐步释放。

图表：国际蛋白价格和国内蛋白价格情况



资料来源：FAO，wind，华源证券研究所



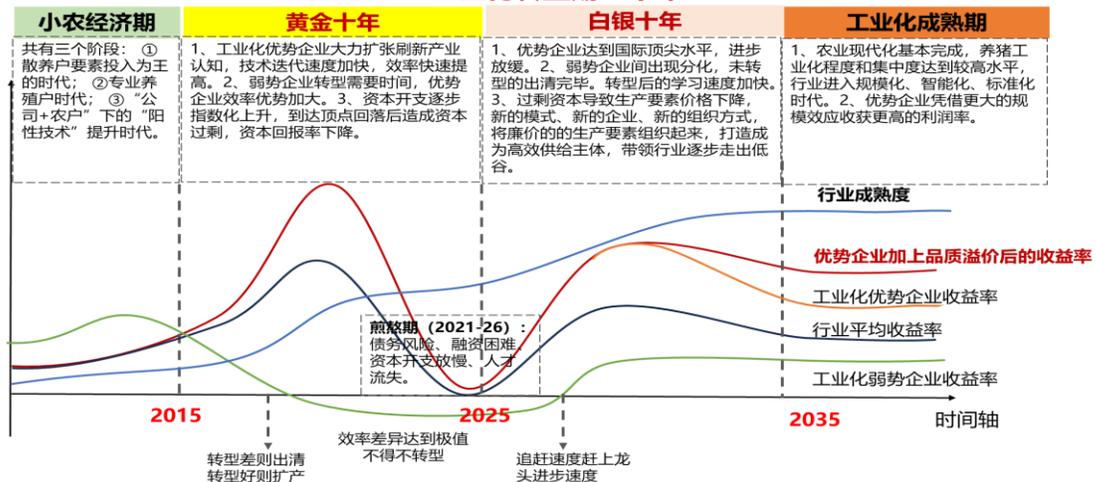
## 2、生猪：从“金猪十年”走向“银猪十年”

- 当下，生猪产业正处于“金猪十年”向“银猪十年”的切换期，资本市场也在进行思维上的大转变，过去十年更注重获取资源型的成长，而未来十年更注重“向内走”的质量驱动，对于猪企的战略布局和价值评估也都在发生潜移默化的转变。“金猪十年”向“银猪十年”的切换过程不是平滑的，而是以跌落谷底再回升的方式，重要性标志是，以上市公司为主体的能繁母猪存栏增速低于GDP增速。
  - “金猪十年”指的是2015-2025年，以工业化优势企业为主导，推动行业快速规模化、现代化，万头规模以上猪场市占率由9.8%上升至超过25.7%（截至22年），复合增速约15%，带动整个养猪业的规模化从43%到70%（截至24年），上市企业总出栏量从2015年的2000余万头上升至1.57亿头（截止23年），市占率从2.94%提升至21.64%（截至23年）。“金猪十年”的典型特征在于行业资本涌入、企业由小到大，前半段2015-2020年大多数企业实实在在受益，后半段2021-2025年周期走向非典型化，蛛网模型一定程度被资本影响，较长的去产能时间与脉冲式高盈利季度叠加出现，外界资本逐步对养猪产业悲观、但退出仍需时间，而企业通过增长预期获取外部资源、优化内部管理的发展模式仍具有较强惯性，这样的惯性若想彻底扭转，还需要时间。
  - “银猪十年”指的是2025-2035年，预计资本逐步走向保守、退潮后的十年，行业的规模化程度缓慢提高，规模化之路不会停下，但会降速，除了规模，企业预计会更注重盈利质量和资本结构的安全度。结构上看，我们认为“银猪十年”最受益的企业是盈利能力最强、能最早降低负债率、最能逆周期战略布局的企业，届时他们的生态位画像将会是：最好区域分布（生物安全第一、区域市场第二）、最好的育种体系（兼顾成本和地方性需求）、最适合养猪的人才和养殖户并长期稳定、成为某区域的平台型公司（为行业提供更高效的生产工具）、负债率降低到30%以内的健康水平、有余力有意愿逆周期吸纳人才和资产等。他们的财务特点将会是：每个季度都很难亏经营性现金流，处于逐季回收现金的状态，2019-2021年的资本开支逐步折旧完，负债逐步还完接近净现金状态，分红比例加大至60%的可能性变大（产业链延伸都是非重资产的，不需要花太多钱）。银猪十年更适合少数公司，劣势企业在非典型周期里遇到的困难也是多重的：盈利能力差导致资本结构难以优化、资本失去耐性导致借新还旧难度加大、人才体系更难以稳定、没有多余资源投入在育种等方面、优质养殖户逐步稳定在优势企业体系内（劣势企业容易在人才方面遭遇逆向选择），最终导致被迫削减规模还债并进一步推高杠杆的负面循环里。
- 回顾2024，展望2025：
  - 2024的猪价走势成为缩小版的2022，2025或与2023走势相像。2024年春节后淡季不淡，生猪价格5月开始快速上涨、单月涨幅超2元/kg，8月达到年内最高点21元/kg左右，旺季却不及预期，自10月后逐步下行，年底降至15.5元/kg左右。猪价预测难度较高，按目前情况推演2025的猪价走势的曲线或类似2023，全年波动率较上年降低。
  - 阶段性景气恢复，企业盈利好转。公司业绩预告显示牧原预计全年归母净利170-180亿，三季度日赚超1亿；温氏预计全年盈利约90-95亿，经历2023年长期而深度的亏损后，养殖企业开始收缩战线、节制扩张速度、修复资产负债表。目前，资产负债率仍处于较高水平，截至24Q3（上市猪企）均值仍超60%，6家企业在70%以上。
  - 企业的战略重心仍然是降成本、降负债，并保持中速的规模增长，或加快实现倒金字塔的供给结构。1) 成本与效率同步优化。2024年，单公斤成本降幅超1元的企业较多，优秀企业完全成本已降到13元/kg左右，行业整体生产效率提升，其中也包括母猪繁殖能力指标，2024年初农业部曾下调过能繁母猪平衡量，未来平衡点或进一步下调。2) 企业通过增长预期获取外部资源的模式仍具有较强惯性，“倒金字塔”的行业结构或加快实现。2024年集团企业能繁增幅达11%，其中牧原年末能繁存栏351万头（yoy+12%），温氏174万头（yoy+12%）。2024年上市企业母猪市占率我们测算达到21%，同比提升+2pct，近3年提升4pct（2021年为17%，包含德康）。

# 2、生猪：从“金猪十年”走向“银猪十年”

图表：生猪产业工业化转型

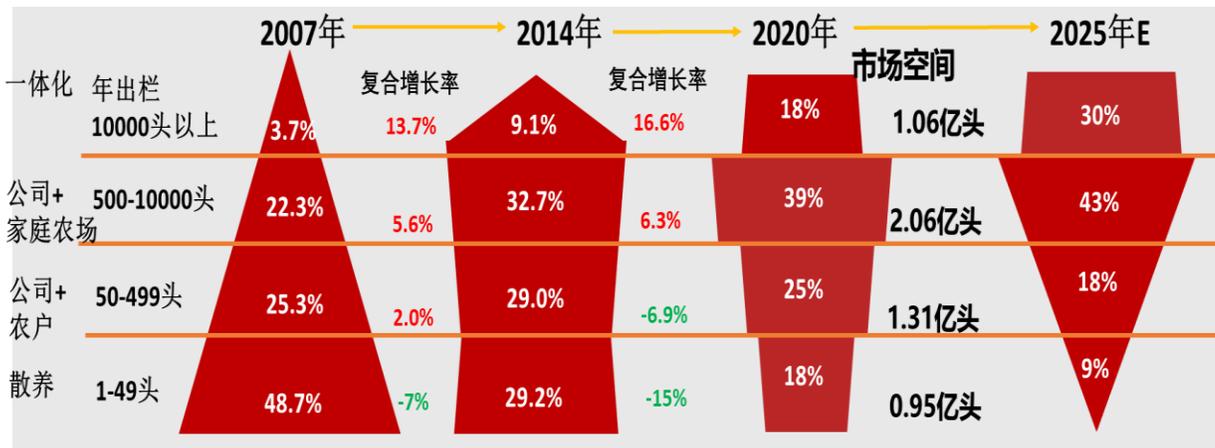
## 工业化转型期二十年



图表：各猪企资产负债率 (%)

	20Q4	21Q4	22Q4	23Q4	24Q3
牧原股份	46	61	54	62	58
温氏股份	41	64	56	61	55
新希望	53	65	68	72	71
东瑞股份	31	16	34	42	45
广弘控股	45	49	47	55	49
罗牛山	49	61	62	64	53
天康生物	56	55	50	53	50
ST天邦	43	80	80	87	74
大北农	46	53	58	66	65
金新农	50	66	69	74	72
华统股份	55	70	62	75	74
唐人神	43	58	60	65	65
新五丰	33	59	71	75	74
*ST傲农	68	87	82	104	112
巨星农牧	37	45	49	60	61
神农集团	21	13	14	26	28
正邦科技	59	93	148	54	47
京基智农	72	83	85	68	62

图表：生猪产业供给结构变迁



图表：行业能繁母猪存栏量 (万头) 及yoy





### 1) 白羽鸡：引种问题常态化，品种结构、整体生产效率发生明显变化，总量增长受限，2024年白羽鸡屠宰量86亿羽，同比+2%，微幅增量。

- 2024年产业链整体微利但各环节分配差距大。上游种源端因进口品牌认可度高、集中度高等带来强话语权与定价权，攫取产业链大部分利润（12月优质品种父母代单月报价80元/套，利润率70%+），下游单一养殖、屠宰环节因终端餐饮需求不振（鸡肉价格创5年最低），盈利空间有限，2024年全行业平均屠宰一只鸡盈利0.1元。
- 2024年12月美国、新西兰发生禽流感，海外引种再次完全中断，预计2025年优质进口种鸡将持续紧缺、父母代价格进一步上涨，上游拥有优质进口资质的企业有望受益。
- 产业链纵向延伸、提升“单羽价值量”意义凸显。白羽鸡产业已经实现规模化，养殖、屠宰单一环节可进行效率改善、做出相对超额的空间十分有限，且产业链上游祖代种源、下游食品均有更强的话语权。2024年圣农实现归母净利润7~7.5亿，单羽盈利超1元，而行业单屠宰环节仅盈利0.1元/羽，大部分一条龙企业盈利-0.4~0.4元/羽，圣农的超额优势来源于上游自主育种、下游食品赋能的全产业链优势以及公司本身持续向内挖潜、提质降本。

### 2) 黄羽鸡：头部企业继续强化定价能力。

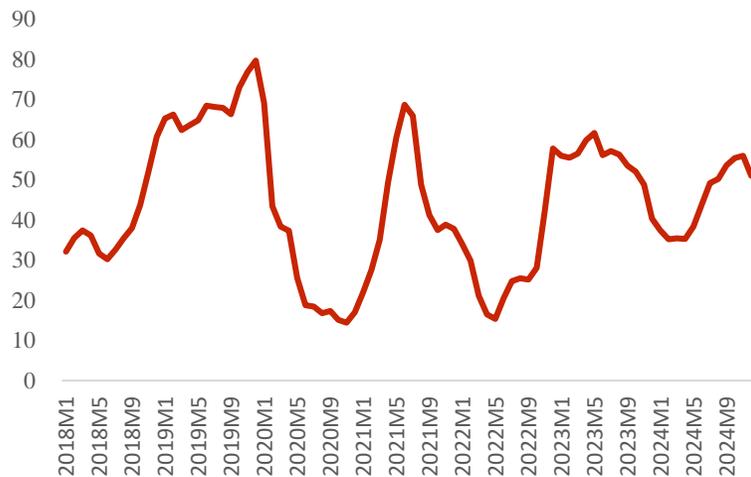
- 2024年市场容量基本稳定在35~40亿只，近几年萎缩明显。黄羽鸡因活禽渠道消费受限、白羽鸡挤压等因素影响，近几年市场容量萎缩。2024年价格底部抬升、叠加饲料成本下行，企业养殖盈利改善，但出栏量仍仅维持36亿羽，同比基本持平。
- 龙头份额稳步提升，形成较明显的区域影响力。2024年温氏黄羽鸡出栏量12.1亿羽，同比+2.1%；立华出栏量5.2亿羽，同比+13%，TOP2市占率近50%。黄鸡消费集中在华东、华南，头部依靠资金、技术、管理、品牌以及销售渠道等多方面的优势，产能增长趋势有望延续，中小户仍在退出市场，强者恒强的局面短期或将持续巩固。
- 整合上下游资源、提高产品附加值亦为优质企业当务之急。如前文，掣肘黄鸡市场发展的原因之一为活禽渠道受限，头部企业除继续抢占中小企业份额之外，仍需进行产业链延伸，完善下游屠宰、食品加工及销售渠道的布局。目前行业屠宰产能不足，屠宰自给率仅30%出头（2023年出栏量36亿羽，屠宰产能11-12亿羽）；其中头部企业屠宰产能相对布局较早，温氏约3亿羽、立华1.2亿羽。

### 3) 肉鸭：鸭毛价格“一枝独秀”；熟食创新为龙头战略布局重点。

- 2024年鸭肉价格跌至低位，但鸭原毛价格大幅上涨，单鸭贡献收入从3.5元提升至5元。因2023年寒冬、羽绒库存消耗，2024年补羽绒库存需求推动；叠加鸭存栏量不足，原毛产量有限，鸭毛价格同比增长约30%~40%。
- 熟食成为多家肉鸭企业战略布局重点。2024H1，益客调理品+熟食业务实现收入2.3亿，华英熟食业务收入2.7亿，肉鸭企业通过产业链延伸，发展熟食、预制菜产品，提升产业附加值。

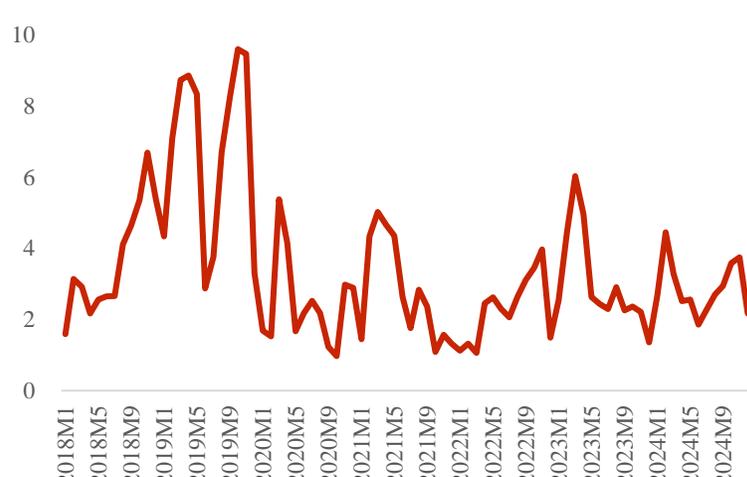
# 3、禽：寻找产业链价值的最大化

图表：白羽鸡父母代价格（元/套）



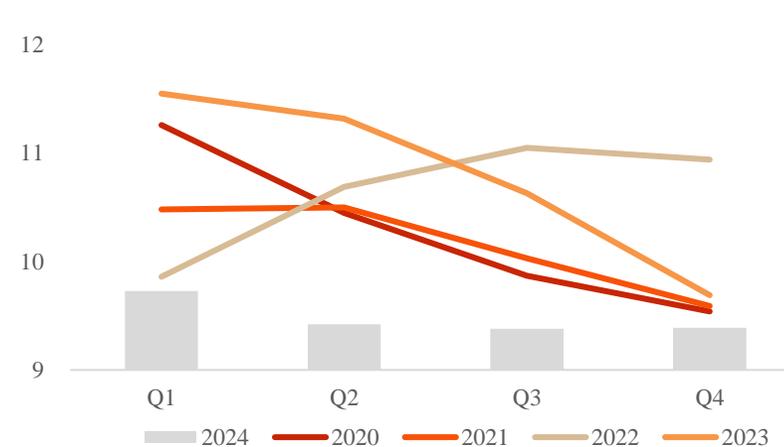
资料来源：中国畜牧业协会，华源证券研究所

图表：白羽鸡商品鸡苗价格（元/羽）



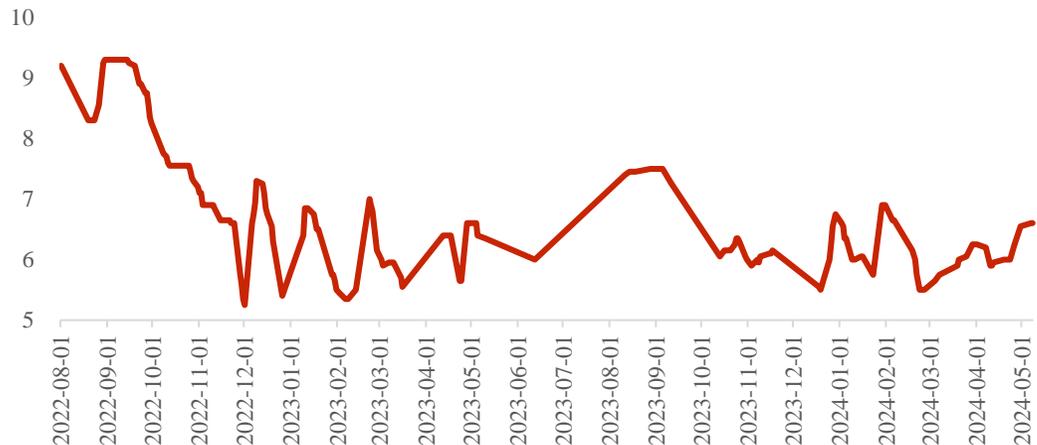
资料来源：中国畜牧业协会，华源证券研究所

图表：鸡肉综合品价格（元/kg）



资料来源：中国畜牧业协会，华源证券研究所

图表：黄羽鸡价格（元/斤，中速鸡）



资料来源：ifind，华源证券研究所

图表：鸭毛价格（元/斤，右轴）与鸭苗价格（元/羽，左轴）



资料来源：鸭高创咨询公众号，华源证券研究所

## 4、水产料：景气波动中走向强者恒强

- 水产品历经连续两年低迷，2024年普水鱼价格率先复苏；特水鱼处于存塘去库存周期，预计2024年价格景气复苏。普水鱼周期属性明显，养殖主体以小农为主，抗风险能力弱、去化更为彻底，24年已率先景气复苏。特种水产在21年之前属于成长增量品种，民间资本涌入较多，养殖量急速增加的同时，22年之后部分品种陷入亏损；不同于普水，特水初始投入资金更高、养殖主体抗风险能力更强，24年仍处于存塘去化期，但下半年存塘量已明显减少，预计25年特种水产价格景气向上。
- 龙头料企寒冬蓄势，复苏期间加速抢占市场。饲料具备一定的后周期属性，2024年普水料行业仍存在一定下滑，但降幅明显收窄。大家普遍认为海大普水鱼料24H1销量强势增长20%代表普水料行业大面积回暖，其实不然，2024年普水鱼存塘较少对饲料做贡献、鱼价上涨对饲料正贡献，行业普水料销量降幅收窄但并未增长（市场预估23年同比下滑超20%，24年同比下滑5%左右）。海大的超额表现更多来自之前寒冬期市场铺垫带来的效果显现，2023年原材料价格高位，饲料企业生存艰难，海大具备配方、资金优势，多次下调产品价格，促使竞争对手易出现战略失误，24年景气复苏期实现快速增量。我们预计2025年其特水料或成为2024年普水料的复现。

图表：普水类塘口价走势（元/斤）



资料来源：通威农牧公众号，华源证券研究所

图表：特水类塘口价走势（元/斤）



资料来源：通威农牧公众号，华源证券研究所

图表：海大水产料国内市占率



资料来源：中国饲料工业协会，公司公告，华源证券研究所



## 5、牛产业：肉牛、奶牛去化进入深水区

**1) 肉牛：牛肉价格跌至5年最低、活牛价格更是近10年最低位。**据农业农村部监测，2024年第50周牛肉批发市场周均价60.03元/公斤，同比下跌16.2%。2024年我国牛肉价格已经连续下跌12个月，肉牛批发价更是在短短半年内下跌24%，创五年来的历史新低。

- **进口牛肉冲击明显，2024年12月27日，商务部对进口牛肉已启动保障措施调查。**2023年，我国进口了274万吨牛肉，超过我国牛肉总产量1/3；2024M1-10，我国牛肉进口量260万吨，同比增加4%。此外，还有部分是通过灰色渠道进口到我国的牛肉以及从边境走私到我国的活牛，也冲击了国内市场。
- **65%以上的养殖场户处于亏损状态，产能去化明显，且恢复时间较长。**2024年11月，肉牛头均亏损1600+元，连续8个月亏损超1000元，叠加恐慌性出栏，2024年淘汰母牛比率明显增加。正常年份育成母牛和淘汰母牛比例为20~25%，从23年底开始最高淘汰比率会达到45~50%；截止2024年底基础母牛存栏量比2023年6月的历史高点下降超3%。肉牛生产周期长、繁殖效率低，一旦基础母牛产能大幅下滑，需要4~5年时间才可以恢复。

**2) 奶牛：80%奶牛牧场亏损，奶牛养殖业或许到了历史最严峻时刻。**2024年是原奶下行第三年，行业亏损已达两年。原因在于需求下滑，近三年液态奶消费呈现负增长，而供给持续增加，2019-2023年的5年期间增长了近1000万吨。

- **2019年之后行业持续扩产能，扩产主体以5000头以上的规模场为主。**2019-2021年活牛数量持续攀升，从19.9万头增长到36.1万头；而2020年规划新建牧场中5000头以上的占比85%。此外，单产效率提升亦进一步增加供给。
- **本轮调整周期严峻程度超过2016-2017年，原奶价格自22年开始下行已超过3年，行业亏损面超80%以上，预计25H2奶价有望底部反转。**2024M1-11进口活牛数量同比下滑65%；2024M11奶牛存栏量648.1万头，和2023年底相比减少27.7万头，下降4%。

图表：山东活牛市场价（元/公斤）



资料来源：ifind，华源证券研究所

图表：主产区原奶价格（元/公斤）



资料来源：ifind，华源证券研究所

# 6、种植：转基因种子商业化元年

■ **2024—玉米、大豆转基因迈入商业化元年。**回顾转基因发展历程，安全是重要关键词。保障粮食安全对于中国来说一直是重中之重的大事，2015年“十三五”规划正式提出实施“藏粮于地、藏粮于技”战略。在有限的土地资源条件下，最可行的“技”即通过转基因、基因编辑等生物技术改良品种，提高产量，转基因产业化也就成为必然。历时四年小步快走，首批转基因粮食作物品种在2023年底完成了**农业转基因生物安全证书、品种审定、农作物种子生产经营许可证**三大流程，在2024年正式进入大豆、玉米转基因技术的商业化元年。据第二十一届全国种子双交会数据，2024年全国转基因玉米种子制种面积达20万亩。预计2025年种植面积将突破5000万亩，**2026年开始进入“亿亩时代”**，后续将越推越快。

■ **产业既竞争又合作，种业进入抱团发展时代。**既竞争又合作成为主流，种业将进入抱团发展、全面竞争的时代，有望进一步推进中国种业产业升级。对于只拥有性状产品的纯生物技术公司来说，转基因的推广成果如何，取决于和其他种子企业的合作。目前已看到多家没有自主转化体种子企业分别与不同性状公司（单位）合作推出转基因品种。而拥有转化体安全证书，又拥有传统优势品种的企业，将在产业化竞争中拥有更大优势。如大北农、中国种子集团、控股了瑞丰生物的隆平高科。

■ **产业大整合趋势或将到来。**美国自1996年放开转基因后，80%的种子企业在随后五年内消失，80%的品种也逐步退出市场。我国的区域气候多样，因此不同于美洲等地，市场或需要更多不同类型的种子企业。目前我国种企数量大约在8000多家，在未来在种业科技与研发竞争要素的重要性愈加突出、市场竞争愈加激烈的情况下，种企数量大幅下降的可能性较大（目前有接近4000家种企无研发投入、销售收入低于1000万元）。

■ **先正达上市终止，种子业务架构或有调整。**先正达集团是全球前三的种业公司，其种子业务主要依托于瑞士先正达、中种集团等主要运营实体开展，通过协同先正达种子、中种集团、三北种业、荃银高科的品种与业务资源，市场份额居中国第一。先正达集团通过中种集团间接控股荃银高科，其与先正达下属瑞士先正达、中种集团、金稻种业等在小麦、水稻等领域存在一定业务重叠，因此2021年12月中种集团计划在五年内逐步稳妥推进相关业务整合，以解决与荃银高科之间的同业竞争问题。2024年6月先正达集团上市终止，**在同业竞争承诺下，集团种子业务架构或有调整。**

图表：转基因玉米过审品种前5名单位

序号	申请单位	品种名	品种数量
1	北京联创种业有限公司	裕丰303D, 中科玉505D, 嘉禧100D, 中科玉505R, 裕丰303R, 裕丰303H, 联创 808R	7
2	山东登海种业股份有限公司	登海605D, 登海533D, 登海 533K, 登海 685D, 登海 710D	5
3	中国种子集团有限公司	远科105WG, 远科105D, 和育187D, 先达901ZL, 和育 185WG	5
4	北京市农林科学院玉米研究所	京科968D, 京农科 728K, 京科968K	4
5	北京华农伟业种子科技有限公司	乐盈 797D, 胜美 999D, 辽科 38K, 龙垦 1755K	4

图表：不同单位获生物安全证书(生产应用)转基因玉米、大豆数量对比

单位名称	产品	数量
北京大北农生物技术有限公司	抗虫耐除草剂玉米：DBN9936耐除草剂玉米：DBN9858抗虫耐除草剂玉米：DBN9501抗虫耐除草剂玉米：DBN3601T	4
杭州瑞丰生物科技有限公司	耐除草剂大豆：DBN9004 抗虫耐除草剂大豆：DBN8002 抗虫耐除草剂大豆DBN9004xDN8002 抗虫耐除草剂大豆DBN8205	4
中国种子集团有限公司	抗虫玉米：瑞丰 125 抗虫玉米：浙大瑞丰8 耐除草剂玉米：nCX-1 抗虫耐除草剂玉米：浙大瑞丰 8 × nCX-1 抗虫耐除草剂玉米：瑞丰125 × nCX-1	5
	抗虫大豆：CAL16 耐除草剂大豆：XP-2	2
	抗虫耐除草剂玉米：Bt11 × GA21 抗虫耐除草剂玉米：Bt11 × MIR162 × GA21 耐除草剂玉米：GA21 耐除草剂玉米：ZZM032 抗虫玉米：MZ1R260	5

图表：2024年种业投资整合趋势持续

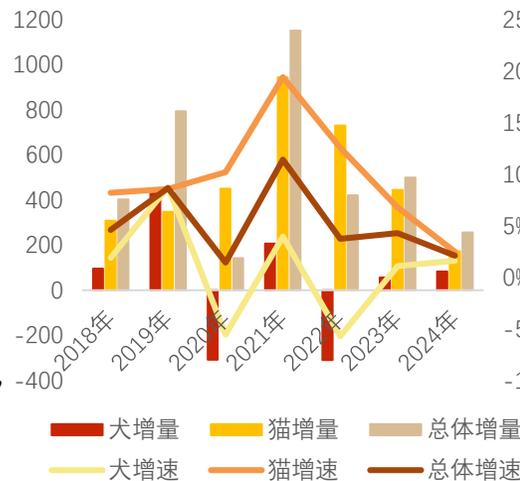
时间	事件主体	事件内容	金额(亿元)	相关说明
2月	苏垦农发	计划对外股权投资	3.5	下属单位大华种业计划投资5000万元用于杂交水稻及小麦种方向并购，5000万元用于杂交玉米种方向并购。
3月	国投种业	收购丰乐种业20%股份并获控股权	超10	国投种业成为丰乐种业控股股东。
7月	神农种业(山西)有限公司	收购山西中农赛博种业51%股权	-	神农种业成为控股股东，中农赛博种业拥有转基因玉米、大豆种子生产经营许可证。
9月	昌发展	收购奥瑞金种业46.85%股权	1.32	收购后昌发展将持有奥瑞金种业97.85%股权。
7月	荃银高科	募集资金用于青贮玉米品种产业化等项目	5.37	定增
8月	大北农	定增募集资金	近7	向特定对象发行新增股份2.11亿股。
10月	隆平高科	发行股票募集资金	不超过12	用于偿还银行贷款及补充流动资金，发行对象为控股股东中信农业。
11月	丰乐种业	向控股股东国投种业发行股票	不超过10.89	发行后国投种业持股比例从20%增至38.46%。
12月	先正达	可持续发展挂钩贷款	45亿美元 (*和其他单位不同)	今年亚洲最大的一笔此类美元贷款，有助于大幅优化公司的财务状况

资料来源：农财网种业宝典公众号，华源证券研究所

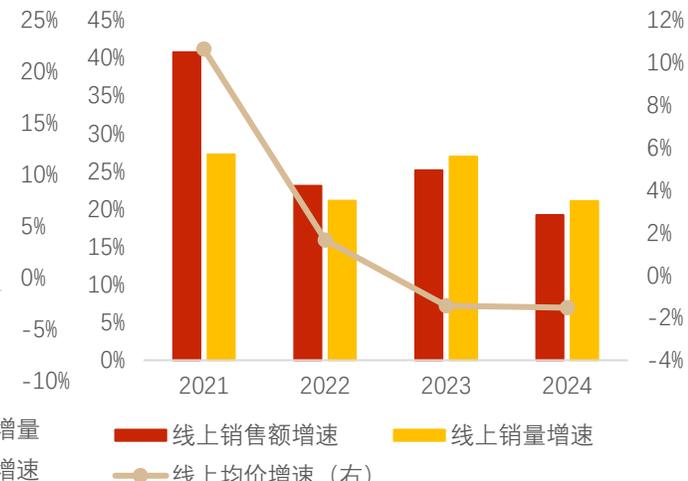
# 7、宠物：头部品牌迎来收获期

- 我国宠物市场从90年代开始萌芽，目前已形成1.2亿只犬猫宠物的大盘，催生了宠物经济的发展。外资如玛氏、雀巢在90年代初进入中国市场，成为了消费者教育的引领者，养宠习惯从用剩菜剩饭喂养宠物，过渡到用宠物粮喂养。也受益于市场的空白，外资品牌享受了10年的发展红利，尤其是宠物医院。宠物经济的机会也逐渐引起关注，国内代工企业开始发展。
- 24年宠物行业的增长有所放缓为7%，但依然维持着好于消费整体大盘的增速。**把行业增长的驱动因子分拆为3个维度，24年的增长可以归结为价格战拖累均价、新增宠物量放缓至2%，但单只宠物消费额上升5%拉动行业增长。**24年的行业增长更依赖于存量的消费量增长，而非增量市场或提价，反映了消费的韧性，内生增长的质量高。
- 国内的宠物食品、用品企业经过代工时代的打磨，技术走向成熟，产品创新、迭代更快，相对外资品牌性价比更高。国内品牌营销方面积极拥抱互联网，与消费者的沟通链条更直接，抓住新时代渠道红利，成功地走进了年轻一代养宠用户的心智。而外资品牌的产品理念固化，迷信自身品牌拉力，并未适应新媒体时代与消费者互动的方式，市场份额节节败退，玛氏已由14年的16.5%下降至22年的8.5%，雀巢则由6%下降至3%。过去5年国货品牌崛起，正在蚕食外资的市场。
- 宠物食品逐步进入成熟期，现有渠道、产品创新的机会较少，新品牌弯道超车的机会已经不多，头部品牌格局走向固化。在流量成本上升、越来越难以获得的背景下，头部品牌的增长好于行业的增长，2024年乖宝旗下的弗列加特和中宠旗下的领先销售额分别增长100%+、80%+。头部品牌抓住了早期的渠道流量红利，已在消费者的心智中种下种子，经过多年的耕耘，现已进入市场份额、利润双收的阶段。宠物板块的几轮行情演绎，以往反映的是对行业高速增长的预期、但缺乏有品牌的公司，24年上市公司的品牌已成为头部品牌，进入收入、利润不断兑现的阶段，成为股价驱动因素。
- 展望未来，随着宠物友好商场、酒店、公共交通的发展，养宠痛点被进一步解决，有更高养宠倾向的年轻一代00后正快速成为养宠主力军，支撑行业的长期增长。**预计行业正进入慢牛阶段，25年行业的机会仍来自于头部品牌的份额提升，其中烘焙粮的渗透率提升将给乖宝、中宠带来大单品的销售增长及单价提升的机会。**25年需关注新生代00后的就业情况及收入水平变化，或为影响新增养宠数增长的变量。

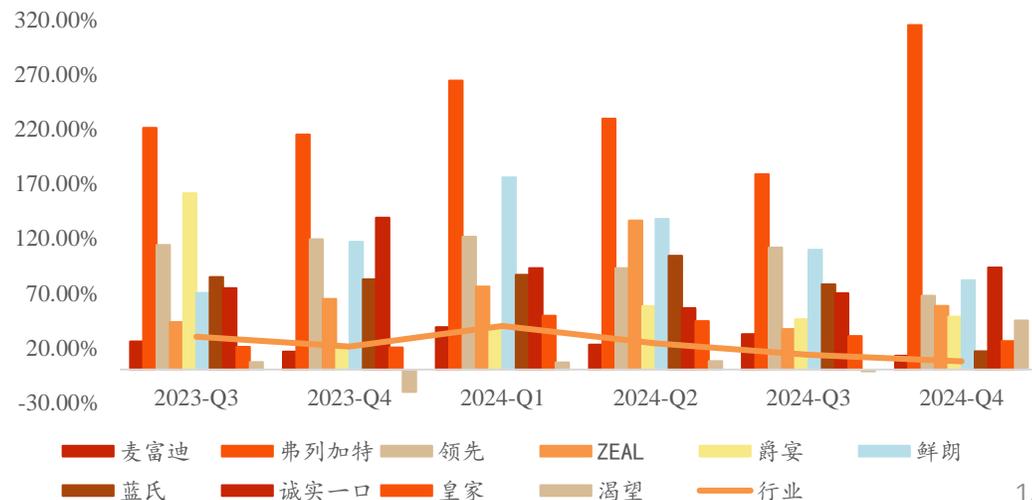
图表：犬、猫增量及增速（万只）



图表：线上销售量、金额、均价增速



图表：头部品牌销售收入增速



资料来源：《中国宠物行业白皮书》派读科技，燃数科技，华源证券研究所

认清竞争优势在于发展的时间差和关键节点的把握、资本实力，寻求最大收益就出去找时间差最大的地方。本质是中国企业的技术、管理已经具有全球比较优势，依靠这样的代差，在海外资本相对不足、技术相对落后的市场里占据有利的市场地位。

- **饲料行业：**由于产业化发展较晚、竞争格局较优、人工/原料价格相对更便宜等，越南地区的饲料业务单吨利润在国内的一倍以上，海大集团、新希望、通威股份纷纷出海建厂，将国内的核心能力复制出海，优质企业的海外长期业务利润规模不排除能够达到国内现有的体量。此外，东南亚地区是正大、嘉吉等外资主导的市场，企业回报率在短中长期有生态基础，且在海外，中国企业之间合作大于竞争的商业生态或使得回报率有保障。
- **宠物行业：**海外的产能建设持续推进。中宠分别在美国、加拿大、新西兰、柬埔寨建厂，已投产产能超4万吨，规划美国工厂将新增1.2万吨产能。佩蒂在东南亚、新西兰的产能超过6万吨。乖宝海外产能主要集中在泰国，约1万吨产能，2022年自有品牌海外销售收入约为3亿元。

图表：新希望、海大海外业务情况

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
<b>新希望</b>										
收入(亿元)	31.9	43.4	50.9	67.8	66.2	91.0	111.9	138.6	173.6	200.8
成本(亿元)	29.2	39.4	45.3	60.3	57.6	80.5	99.8	126.4	159.3	183.1
毛利(亿元)	2.8	4.0	5.6	7.5	8.6	10.5	12.2	12.3	14.3	17.7
毛利率(%)	9%	9%	11%	11%	13%	12%	11%	9%	8%	9%
业务收入比例(%)	5%	7%	8%	11%	10%	11%	10%	11%	12%	14%
<b>海大集团</b>										
收入(亿元)	8.4	38.2	30.1	24.2	29.8	42.9	55.9	70.6	85.8	109.4
成本(亿元)	7.4	37.3	28.6	21.6	26.6	38.0	49.4			96.6
毛利(亿元)	1.0	0.9	1.6	2.6	3.2	4.8	6.5			12.7
毛利率(%)	12%	2%	5%	11%	11%	11%	12%			12%
业务收入比例(%)	4%	15%	11%	7%	7%	9%	9%	8%	8%	9%



- 养殖行业周期波动剧烈，猪价经历23、24年初长达15个月的持续低迷，企业资产负债表压力明显，在正邦科技2023年完成重整计划后，2024年傲农、天邦先后申请重整。但行业的民生属性造就了这一行业“大市场”的特点，在超万亿的市场空间中诞生大公司的概率较大。而目前上市公司市值仍偏小，板块中超千亿市值公司仅2家，行业的规模化仍将持续，且例如重资金、重人才的上游育种端等产业链环节发展更需要持续的资本投入，破产重整亦或是占据行业未来一席之地的特殊方式。
- **傲农**：历时不到1年，重整计划已执行完毕，公司确定了“以饲料为主体，以养猪和食品为两翼”的“一体两翼”产业格局，通过引入泉发、湖北粮食等国资产业投资人，形成上下游业务产业协同。重整后经营计划体现“聚焦”和“强化”两个特点，深耕饲料发展为全国性饲料行业头部企业，聚焦生猪养殖区域，退出北方片区等非核心区域，食品加工业务作为未来重点发展业务，最大化利用福建区域稀缺屠宰牌照优势，逐步形成“冷鲜、热鲜屠宰+精细分割+肉制品加工”的产业发展模式。
- **正邦**：由业务具有高度重合性的同省民营企业**双胞胎集团**作为产业投资人接手，2023年底完成重整计划，复用双胞胎集团的管理与平台后，公司生产经营逐步迈入正规，2024年公司预计归母净利超2亿，出栏生猪414.66万头，预计2025年出栏700万头以上。双胞胎集团将按照承诺要求，在重整完成后的**2年内启动资产注入、4年内完成注入**（约2025年开始，2027完成）。预计2025年双胞胎+正邦合计出栏量有望达到2500万头左右，排名行业第3。
- **天邦**：重整尚未完成，目前已收到投资人报名材料。但公司精细化管理、业务聚焦方面已取得了一定进展。通过出售参股公司史记生物股权获利约10亿，24年预计盈利超13亿，在24Q3资产负债率较年初下降12pct达到74%，且Q4育肥全成本已经降至 13.93元/公斤左右。公司24年生猪出栏599万头，预计2025年出栏710万头，拾分味道全年屠宰200-220万头，**食品业务的发展可进一步提升产品价值、降低销售价格周期波动。**
- **华英**：2022年4月公司重整执行完毕。浴火重生后的华英确定了两大业务方向，一是加大向熟食深加工领域的延伸布局，深度挖掘鸭子消费场景，实现高附加值转化；另一方面，对现有羽绒生产线改造升级、扩产扩能，全面提升华英羽绒的市占率和市场影响力。

## 10、价格值得重点关注的农产品：生猪窄幅震荡、橡胶向上周期、豆粕短升长待定、玉米底部待反转

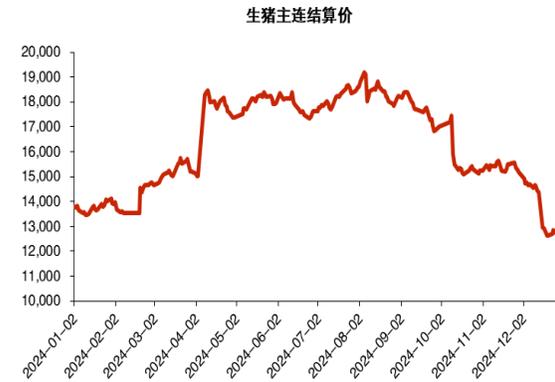
**1) 生猪窄幅震荡：**基于当前产能情况，我们认为2025年猪价现货走势或类似2023年，“抄底式”二育会形成阶段性的超跌反弹和情绪高涨之后的价格回归。2024与25年的预期对比差异明显，2024年生猪实现低谷到景气的反转，期货旺季9月合约报价从低点15000左右上升到高点20000左右，涨幅30%。而当前25年合约报价则全面低于14000，意味着市场预期行业将再次踏入亏损。在景气之后的第一年预期如此悲观，一方面是产能总体数据水平仍然较高，24年12月能繁母猪4078万头，处于3900万头的产能调控基准之上，另一方面母猪性能的提升也将提升总体供给量。行业新生仔猪数量持续高位，进一步增加了25年节后消费淡季的供需压力，行业预期价格大趋势向下甚至部分供需矛盾较大时点出现全行业亏损情况。

**2) 橡胶向上周期。**2024年橡胶期货合约表现较好，供给收缩叠加需求补库，期货在国庆前后触达高点19800元/吨，创7年新高。产能端种植面积和树龄结构2个维度已进入收缩周期，橡胶树需要7年成熟，开割持续时间20年，而ANPRC数据显示16年开始天然橡胶主产国的新种植和重新种植面积缓慢下降，且泰国、印尼等主产国树龄老化。**25年供需缺口可能类似24年，供给的持续收缩或将逐步抬升价格底部，跌破成本可能性较弱。高点更关注天气和需求对于短期供需矛盾的影响。**

**3) 豆粕短升长待定。**短期看国内进口到港量下降，贸易关系观望情绪浓厚，4月前进口库存量或持续下降，下游养殖存栏需求较大，短期豆粕现货价格或将走强，长期价格仍需观察长期的产销量、库存。

**4) 玉米底部或待反转。**2024年玉米供应宽松且库存高位，需求端养殖存栏下降、饲用需求低迷，深加工企业备货意愿不足，玉米主连2024年再次收跌7.63%，价格最低接近2000点关口，自22年5月的3046点下跌接近1000点，创4年新低，全年震荡下行最终收于2229点。低迷行情下供给减量趋势明显，预计2024/25年度总面积减少170万亩，产量下降1110万吨。展望2025年，需求端养殖存栏恢复，进口谷物政策性收紧，其他替代品种性价比不足，供给端有减量逻辑支撑，玉米价格或震荡走高。

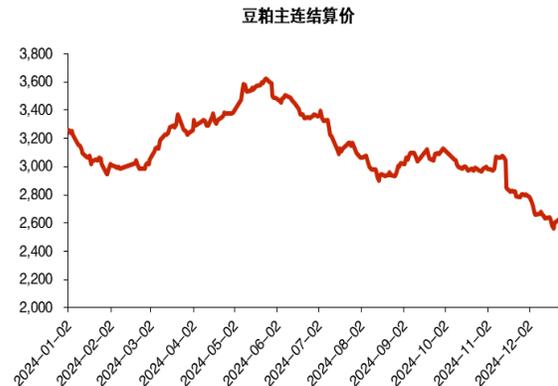
图：生猪主连结算价（元/吨）



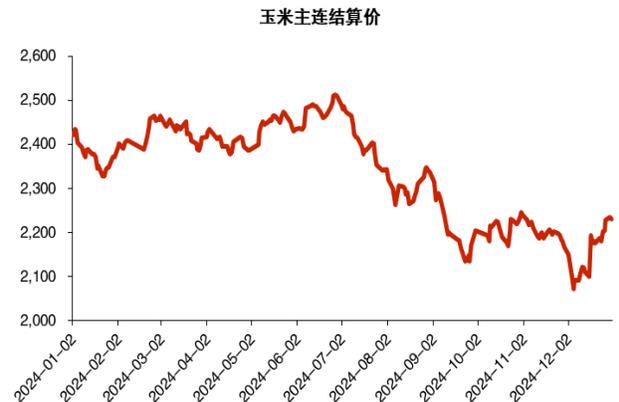
图：橡胶主连结算价（元/吨）



图：豆粕主连结算价（元/吨）



图：玉米主连结算价（元/吨）





- **养殖疫病风险。**非洲猪瘟疫情使得生猪养殖产业受到极大影响，产业结构以及猪价都随之变化。养殖企业在疫病方面的防疫能力构成其发展壮大的基础。
- **价格波动风险。**猪价、农产品价格的波动都会对农业企业的经营产生较大影响。
- **下游消费恢复不及预期。**若未来国内整体餐饮消费疲软，肉类需求量将受到影响。
- **自然灾害/病虫害风险。**农业生产具有周期性和季节性的特征，大田农业及种子生产均属于露天作业，以雨养农业为主，季节性强，对自然条件的敏感度较高，易受自然气候剧变和极端天气影响，抗风险能力较差。
- **宠物出口汇率波动风险。**行业内主要公司海外市场贡献收入占比高，人民币汇率存在较大的波动风险，给行业和公司造成业绩的不确定性。



## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，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本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。



## 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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。

## 投资评级说明

**证券的投资评级：**以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

**行业的投资评级：**以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

**本报告采用的基准指数：**A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数。



華源証券

HUAYUAN SECURITIES