



消费复苏驱动农产品需求回暖，畜禽宠物全面受益

农林牧渔行业2025年春季投资策略

陈雪丽（分析师）

证书编号：S0790520030001

邮箱：chenxueli@kysec.cn

王高展（联系人）

证书编号：S0790123060055

邮箱：wanggaozhan@kysec.cn

朱本伦（联系人）

证书编号：S0790124060020

邮箱：zhubenlun@kysec.cn

2025年2月10日

核心观点

1.生猪：供给仍未完全恢复，消费复苏对猪价形成支撑

2024年我国生猪出栏7.03亿头，同比-3.3%，年末生猪存栏4.27亿头，同比-1.6%，全年生猪均价16.8元/公斤，同比+11.8%，生猪养殖市场规模达1.5万亿元。供给端，2024年末我国生猪存出栏仍未恢复至2023年同期水平，行业能繁缓慢增加叠加冬季仔猪腹泻等疫病催化，2025年猪价中枢仍有支撑。需求端，宏观政策加码带动消费复苏。生猪板块当前估值处相对低位，配置价值显现。推荐标的：温氏股份、牧原股份、巨星农牧、华统股份；受益标的：神农集团、天康生物、京基智农、新希望、唐人神等。

2.白鸡：需求趋势向上禽流感扰动再起，白鸡低位配置价值显现

需求端，禽肉消费趋势向上，2014-2024年我国畜禽肉类中禽肉消费占比由19.6%提升至26.3%，2024年我国白羽肉鸡屠宰量达86.46亿只，同比+2.57%。供给端，2024全年我国白羽祖代种鸡更新量达150万套供给充足，但2024年11月以来海外禽流感疫情再起叠加中美关税政策扰动，国内白羽鸡供给及更新引种成本存在不确定性。多因素驱动下白鸡低位逻辑边际改善，推荐标的：圣农发展、禾丰股份等；受益标的：益生股份等。

3.宠物：消费升级叠加关税壁垒，国货崛起逻辑持续强化

2024年城镇犬猫消费市场规模3002亿元，同比+7.5%，预计2025-2027年市场规模增速保持10%以上。据欧睿数据，2025年中国宠物食品市场规模有望突破600亿人民币，2025-2028年中国宠物食品市场规模CAGR达9.64%。国内宠物主消费态度趋于理性化，单宠消费投入持续升级，叠加宠物食品进出口关税壁垒加剧，国货崛起逻辑持续强化。推荐标的：乖宝宠物、中宠股份、佩蒂股份。

4.饲料：国内市场受益禽畜后周期，海外强劲需求支撑价格

国内方面，2023年我国饲料总产值提升至1.40万亿元，产量提升至3.22亿吨，猪料及禽料占我国饲料产量达86%，伴随国内生猪存栏恢复及禽类消费回暖，国内饲料生产有望改善。海外方面，亚太、拉美饲料行业规模大且景气度高，非洲有望在低基数上实现高增长，肉鸡料景气度领先，预计海外饲料强劲需求对价格存在支撑。推荐标的：海大集团、新希望等。

5.大宗：伴随饲用消费走高，饲料原料需求端回暖

国内玉米进口减少，饲用及工业消费增加，驱动需求逐步回暖，价格有望止跌回升。国内小麦价格已跌至近年低点，2025年1月起中储粮加大小麦采购力度，最低收购价等政策亦从底部支撑价格，叠加玉米价格走高后小麦的饲用替代性价比显现，预计需求端有望逐步回暖，国内小麦进一步跌价空间有限。

6.风险提示：宏观经济下行，产能扩张超预期，行业竞争加剧等。

目录

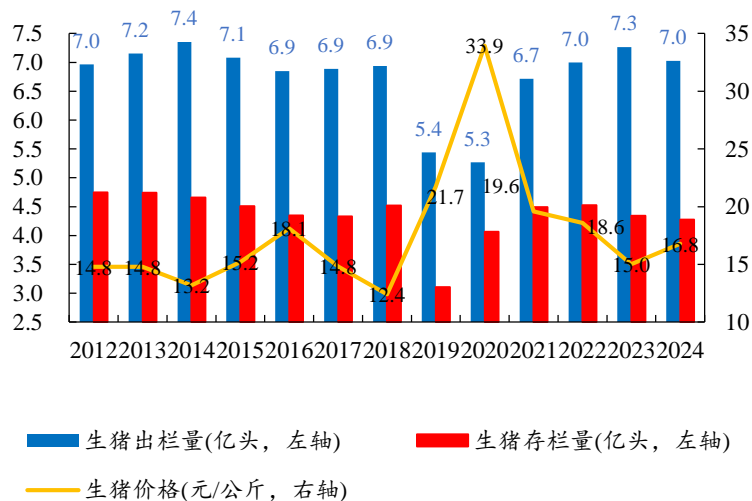
CONTENTS

- 1 生猪：供给仍未完全恢复，消费复苏对猪价形成支撑
- 2 白鸡：需求趋势向上禽流感扰动再起，白鸡低位配置价值显现
- 3 宠物：消费升级叠加关税壁垒，国货崛起逻辑持续强化
- 4 饲料：国内市场受益禽畜后周期，海外强劲需求支撑价格
- 5 大宗：伴随饲用消费走高，饲料原料需求端回暖
- 6 投资建议
- 7 风险提示

1.1 概况：生猪供给仍未恢复，集团场出栏占比持续提升

2024年我国生猪存出栏下降猪价上行，生猪养殖市场规模提升至1.5万亿元。受2023年行业亏损及冬季非瘟疫情产能去化影响，2024年猪周期反转，全年我国生猪出栏7.03亿头，同比-3.3%，年末生猪存栏4.27亿头，同比-1.6%，全年生猪均价16.8元/公斤，同比+11.8%。我们根据猪价、出栏量及均重测算，2024年我国生猪养殖市场规模达1.5万亿元，同比+11.2%。

图1：2024年我国生猪出栏7.03亿头，同比-3.3%



数据来源：Wind、国家统计局、开源证券研究所

图2：2024年我国生猪养殖市场规模达1.5万亿元

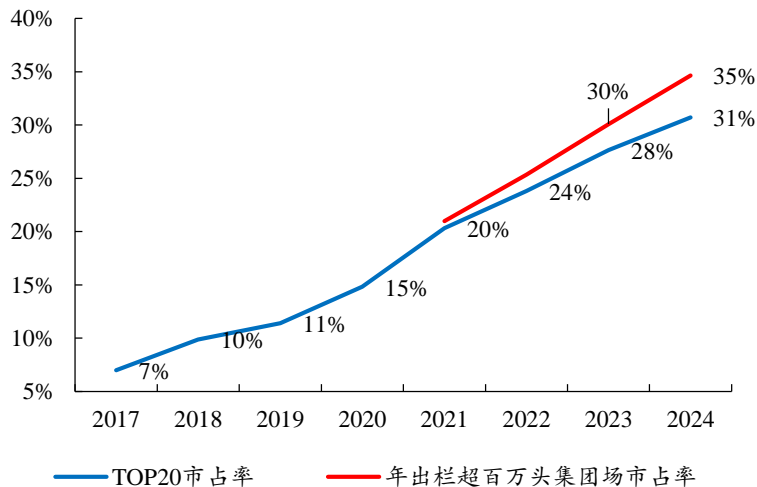


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.1 概况：生猪供给仍未恢复，集团场出栏占比持续提升

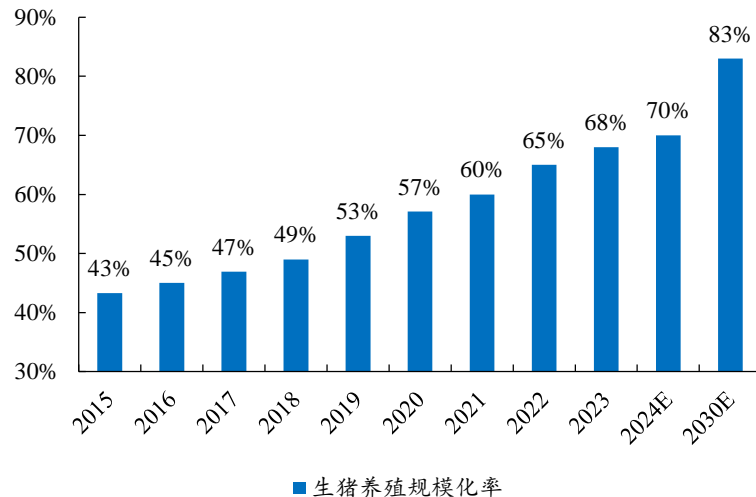
非瘟之下规模场出栏占比持续提升。非瘟毒株持续变异，散户自繁自养难度加大，规模场防控能力更强，非瘟影响之下集团出栏增量散户逐步退出为大势所趋，农业农村部预计2024年我国生猪养殖规模化率达70%（年出栏500头以上的规模养殖占比），2030年达83%，2017-2024年我国生猪出栏TOP20市占率由7%提升至31%，规模场出栏占比持续提升。

图3：2017-2024年我国生猪出栏TOP20市占率由7%提升至31%



数据来源：Wind、中国猪业高层交流论坛、开源证券研究所

图4：农业农村部预计2024年我国生猪养殖规模化率达70%



数据来源：农业农村部、中国政府网、开源证券研究所

1.1 概况：生猪供给仍未恢复，集团场出栏占比持续提升

能繁存栏缓慢增加，生猪存出栏仍未完全恢复。据农业农村部，2024年12月我国能繁存栏达4078万头，较2024年4月3986万头低点+2.31%，产业能繁扩张相对偏谨慎。从生猪存出栏看，2024Q4我国生猪存出栏分别为4.27/1.82亿头，均低于2023Q4，生猪存出栏仍未完全恢复，2025年猪价仍有支撑。

图5：2024年12月我国能繁存栏达4078万头

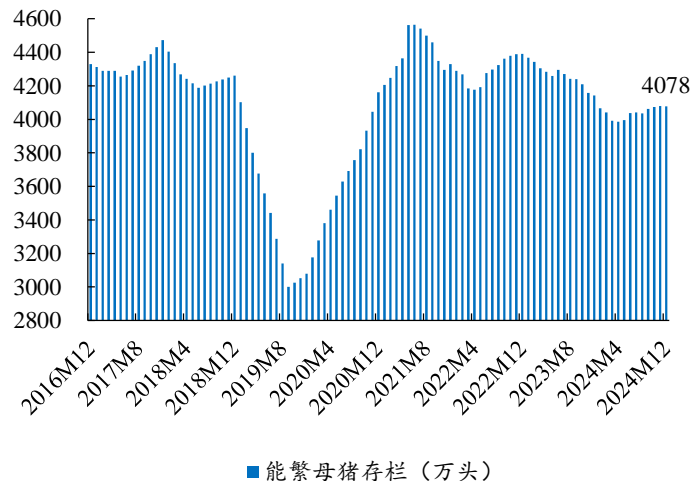
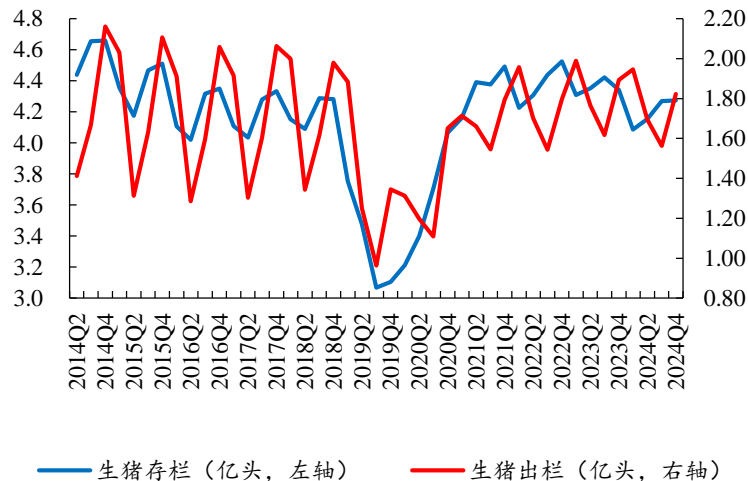


图6：2024Q4我国生猪存出栏分别为4.27/1.82亿头，均低于2023Q4



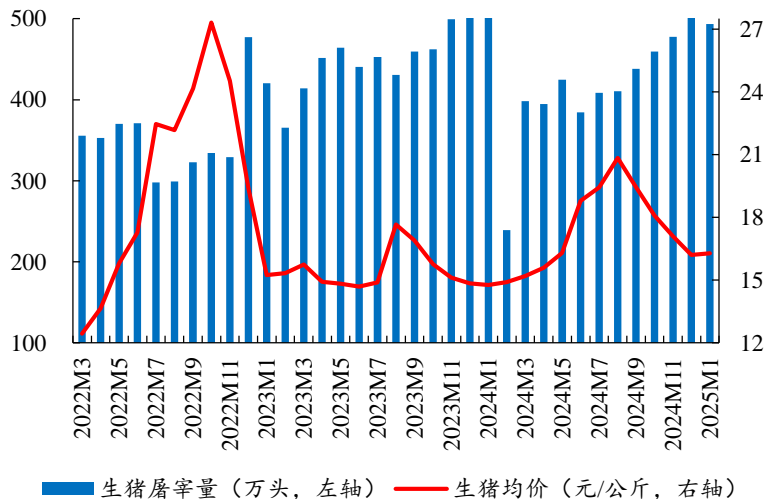
数据来源：Wind、农业农村部、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2 年后淡季猪价开启下行，二育及仔猪涨价对猪价形成托底

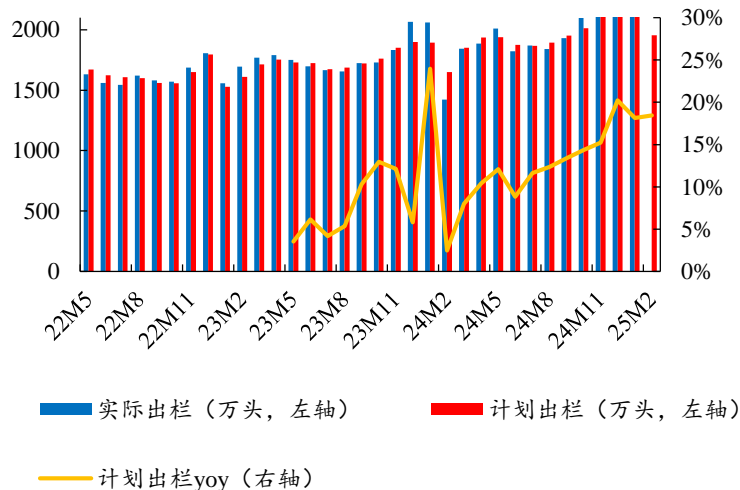
年前生猪加速出栏，供给压力前置分散释放。据涌益咨询，2025年1月全国生猪销售均价15.78元/公斤，环比+0.45%，同比+10.58%。涌益监控样本2025年1月日均屠宰量20.56万头，环比+11.23%，同比+8.33%。行业对年后猪价预期悲观，2024年12月及2025年1月均加速出栏。受年前生猪出栏加速超卖影响，年后猪价下行压力或部分前置释放缓解。

图7：2025年1月全国生猪销售均价15.78元/公斤，同比+10.58%



数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

图8：行业2024年12月及2025年1月生猪均加速出栏

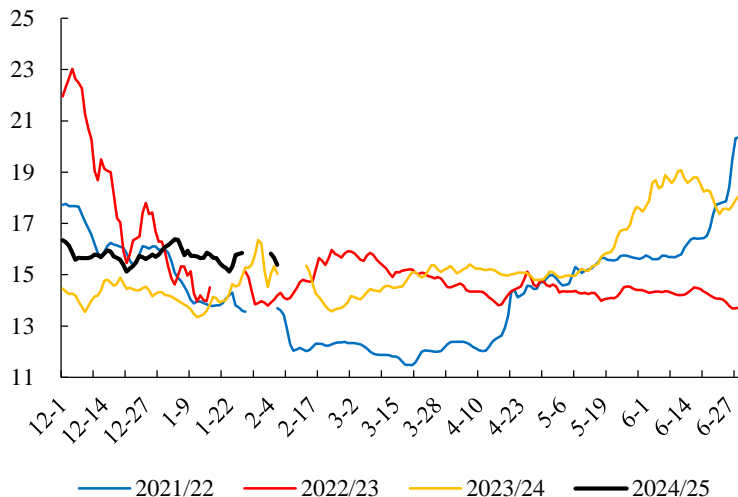


数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

1.2 年后淡季猪价开启下行，二育及仔猪涨价对猪价形成托底

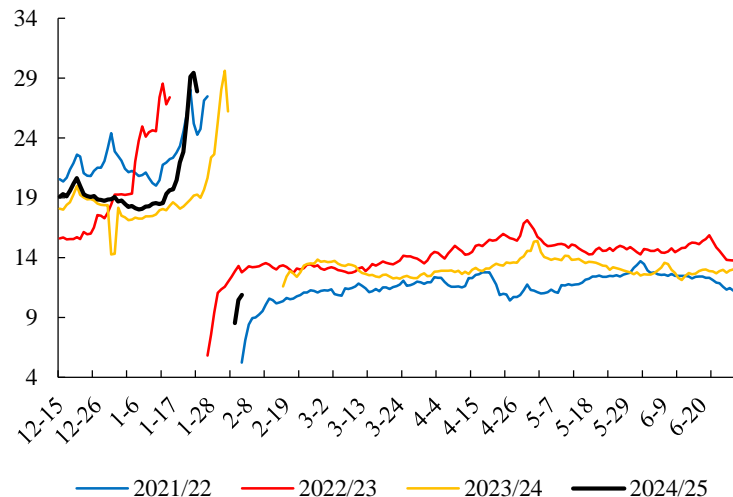
年后淡季猪价或开启阶段性下行，二育及仔猪价格上涨对猪价形成托底。据涌益咨询，截至2025年2月6日，全国生猪均价15.38元/公斤，同比+0.35元/公斤，较春节前-0.47元/公斤。春节后步入猪肉消费淡季，生猪屠宰量逐步恢复正常，猪价或逐步开启下行。但仔猪价格相对高位运行或刺激养户由外购仔猪育肥转为二次育肥进而对猪价形成托底，预计年后猪价下行空间有限。

图9：年后淡季猪价或开启阶段性下行（元/公斤）



数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

图10：涌益样本年后生猪屠宰量缓慢恢复（万头）

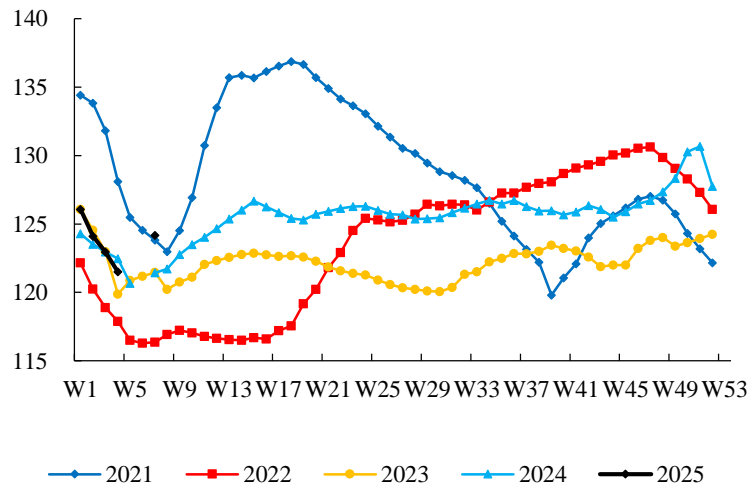


数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

1.2 年后淡季猪价开启下行，二育及仔猪涨价对猪价形成托底

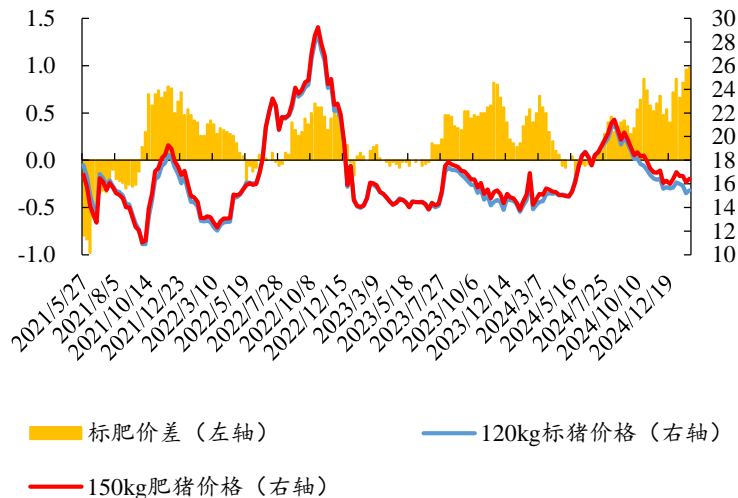
年前降重出栏导致大猪供给偏紧，年后供给恢复标肥价差或逐步收窄。截至2025年2月6日，涌益样本生猪出栏均重124.18公斤/头，较春节前+2.67公斤/头，周同比+2.75公斤/头，150kg肥猪较120kg标猪溢价走扩至0.98元/公斤（周环比+0.02元/公斤）。春节前行业降重加速出栏导致大猪供给偏紧标肥价差走扩，年后集团场出栏恢复，标肥价差或逐步收窄，肥猪溢价对猪价支撑力度减弱。

图11：截至2025年2月6日，涌益样本生猪出栏均重124.18公斤/头



数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

图12：年前降重出栏导致肥猪溢价走扩（元/公斤）

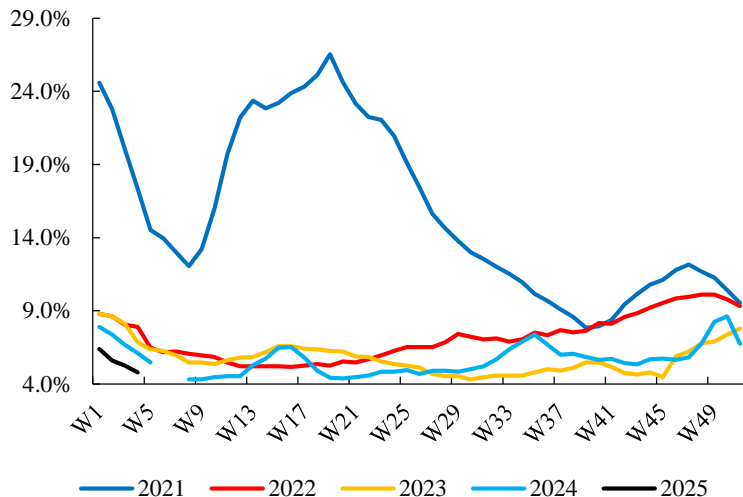


数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

1.2 年后淡季猪价开启下行，二育及仔猪涨价对猪价形成托底

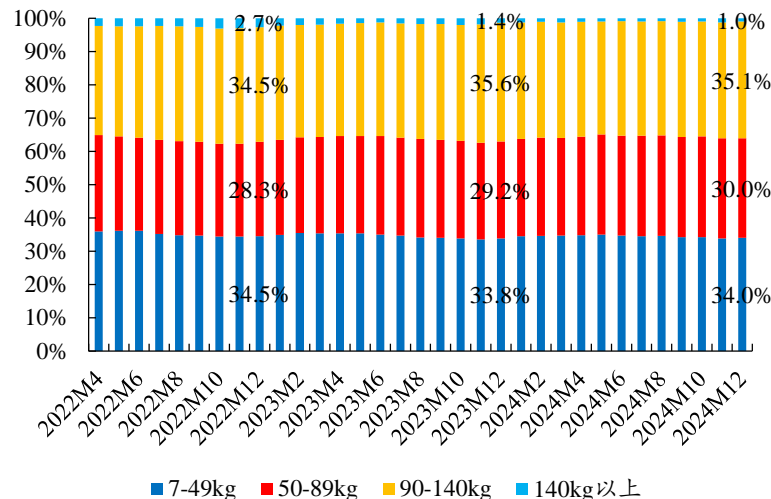
存出栏结构：大猪供给偏紧存出栏均下降。截至2025年2月6日，涌益样本生猪出栏结构中150kg以上占比4.26%，周环比-0.54pct，周同比-1.21%，大猪供给偏紧出栏占比下降。从My steel样本生猪月度存栏结构看，2025年1月行业7-49kg、50-89kg、90-140kg、140kg以上生猪存栏占比分别为34.2%、29.9%、35.0%、0.9%，140kg以上大体重肥猪存栏占比月环比-0.12%，同比-0.35%。

图13：涌益样本生猪出栏结构中150kg以上占比低于2021年以来同期



数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

图14：钢联样本140kg以上大体重肥猪存栏占比同环比均下降

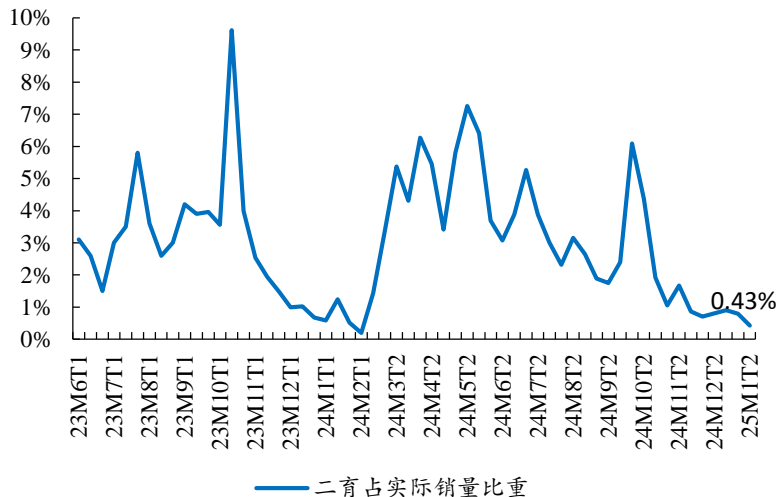


数据来源：My steel、开源证券研究所

1.2 年后淡季猪价开启下行，二育及仔猪涨价对猪价形成托底

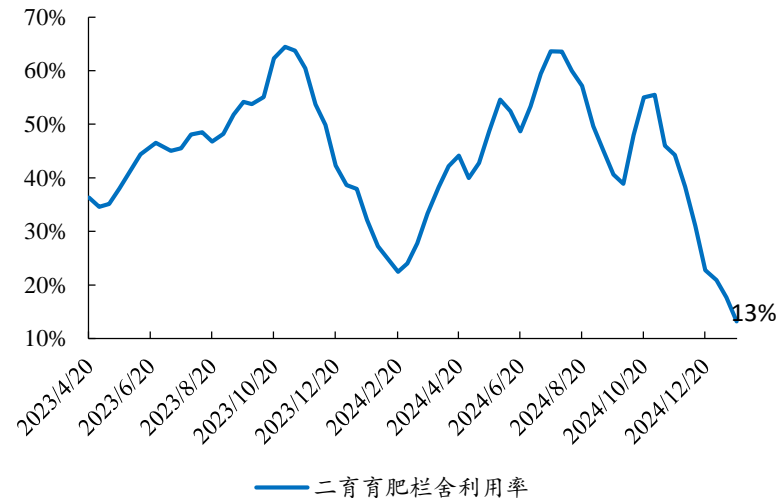
二育栏舍利用率低，存在较大进场空间。 2025年1月10-20日行业销至二育生猪占实际销量比重降至0.43%（同比-0.81pct，环比-0.36pct），二育栏舍利用率下行至13%（同比-19pct，环比-5pct）。受年后淡季猪价悲观预期影响，行业二育群体于年前提前卖猪且进场谨慎，二育栏舍利用率创2023年以来新低，低栏舍利用率为后续新一轮二育进场打开空间。

图15：2025年2月10-20日行业销至二育生猪占实际销量比重降至0.43%



数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

图16：二育栏舍利用率下行至13%，创2023年以来新低

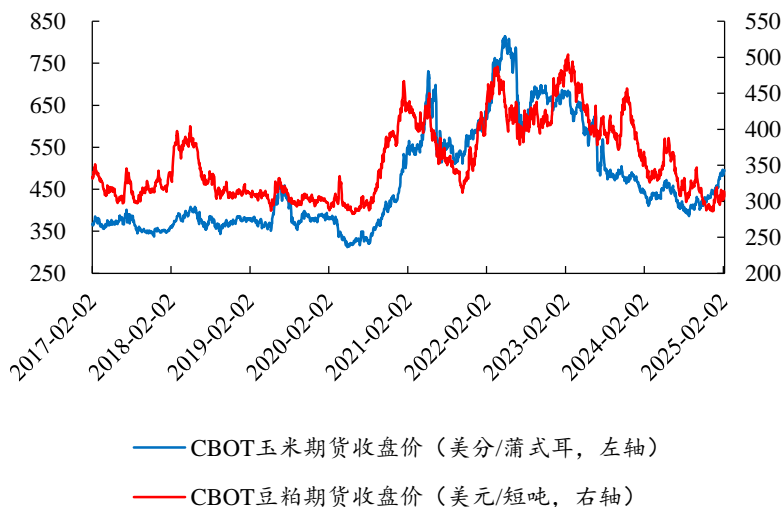


数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

1.2 年后淡季猪价开启下行，二育及仔猪涨价对猪价形成托底

饲料价格短期上涨及中美关税政策不确定性或加快后市二育进场节奏。据涌益咨询，截至2024年2月6日全国育肥猪全价料出厂价3.13元/公斤，受2025年2月以来中美开启新一轮互加关税预期影响，玉米豆粕价格开启上行，饲料价格短期上涨及中美关税政策不确定性或加快后市二育进场节奏。

图17：受中美开启新一轮互加关税预期影响，玉米豆粕价格开启上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

表1：低增重成本强化二育行为，二育出栏成本低于抓猪成本（元/公斤）

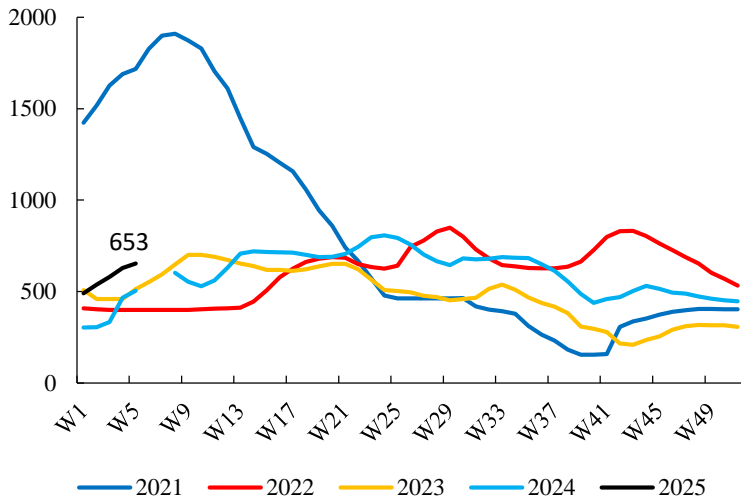
		二育出栏均重（公斤）						
		120	125	130	135	140	145	150
二育抓/出 猪成本 (元/公斤)	14.00	14.05	13.90	13.75	13.65	13.56	13.47	13.39
	14.50	14.51	14.34	14.17	14.06	13.95	13.85	13.76
	15.00	14.97	14.78	14.60	14.47	14.34	14.23	14.12
	15.50	15.43	15.22	15.02	14.87	14.74	14.61	14.49
	16.00	15.89	15.66	15.44	15.28	15.13	14.99	14.86
	16.50	16.34	16.10	15.87	15.69	15.52	15.37	15.22
	17.00	16.80	16.54	16.29	16.09	15.91	15.75	15.59
	17.50	17.26	16.98	16.71	16.50	16.31	16.13	15.96
	18.00	17.72	17.42	17.14	16.91	16.70	16.51	16.32

数据来源：Wind、涌益咨询、开源证券研究所
注：假设二育抓猪均重为110公斤

1.2 年后淡季猪价开启下行，二育及仔猪涨价对猪价形成托底

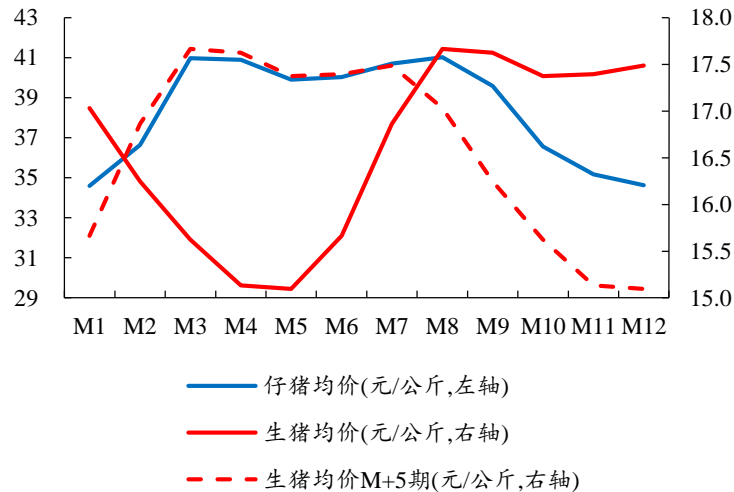
仔猪价格上涨既彰显乐观预期，亦对猪价形成支撑。截至2025年2月6日，规模场15kg仔猪价格升至653元/头，周环比+24元/头，同比+148元/头，仔猪价格高于2022年以来同期。仔猪价格上行受冬季仔猪腹泻供给偏紧、养户预期乐观等因素影响，年后仔猪补栏旺季仔猪价格或延续高位运行，仔猪补栏对应5个月 after 生猪出栏，仔猪价格上行对近远月猪价均形成支撑。

图18：2025年以来规模场15kg仔猪价格上行并高于2022年以来同期（元/头）



数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

图19：年后进入仔猪补栏旺季，仔猪价格趋势向上

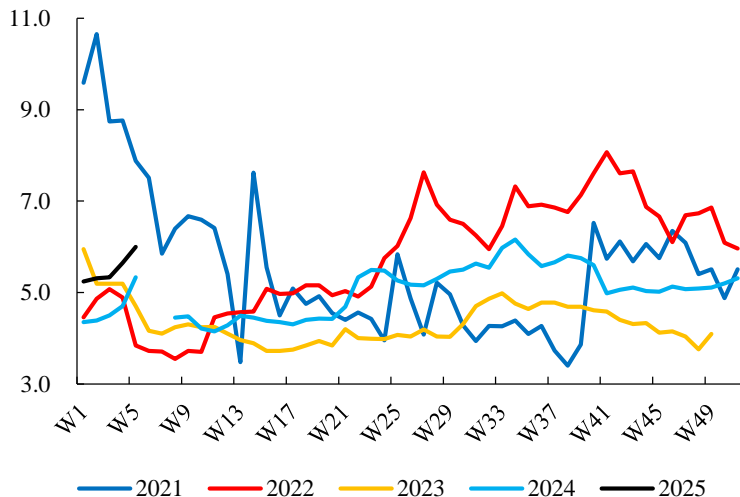


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3 消费复苏驱动猪肉需求回暖，生猪板块低位配置价值显现

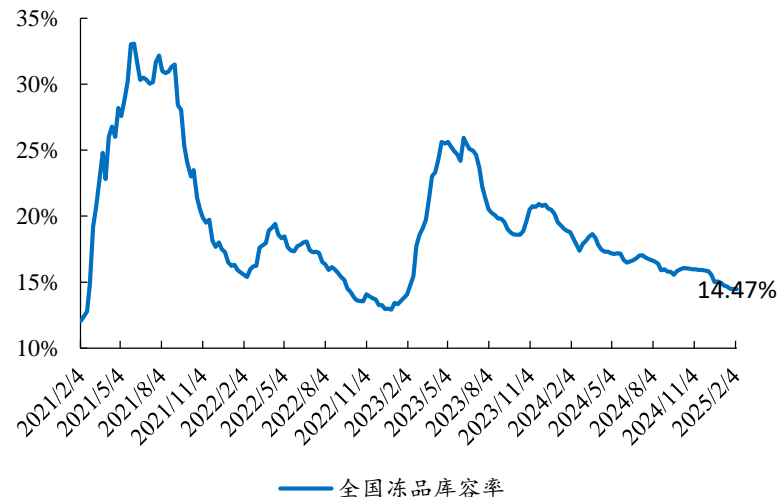
需求复苏支撑毛白价差相对高位运行，冻品持续消化降至低位。截至2025年2月6日，涌益监控样本毛白价差6.00元/公斤，高于2022年以来同期，消费复苏背景下猪价需求端有支撑。截至2025年2月6日，全国冻品库容率为14.47%，周环比-0.03%，同比-4.31%，冻品库存降至相对低位，伴随猪价下移至14元/公斤以下，冻品入库或逐步启动进而对猪价形成支撑。

图20：涌益监控样本毛白价差高于2022年以来同期（元/公斤）



数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

图21：冻品库存降至相对低位

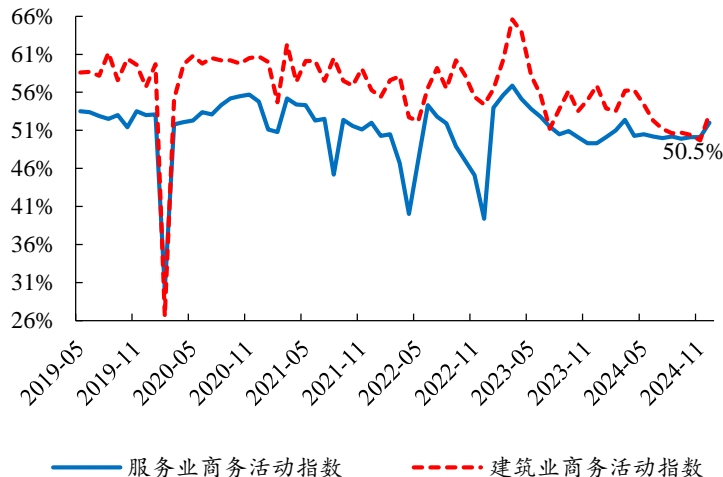


数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

1.3 消费复苏驱动猪肉需求回暖，生猪板块低位配置价值显现

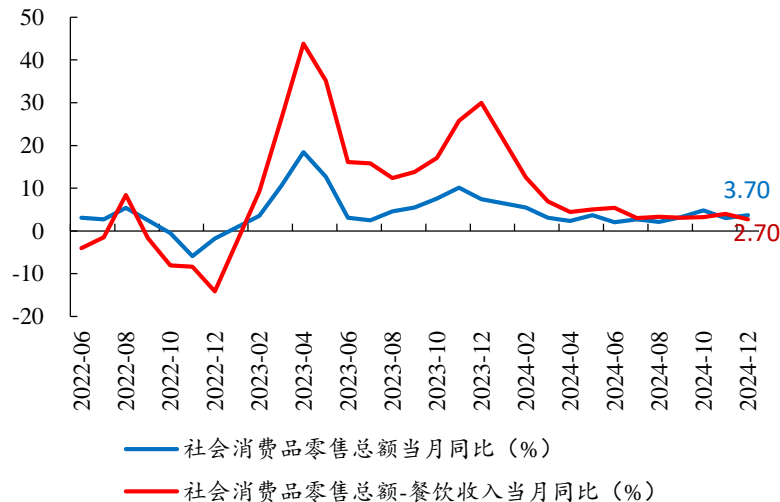
宏观消费向好驱动猪肉消费回暖。2024年9月以来我国宏观政策持续加码，对宏观经济及居民消费进行强力支持。据国家统计局，2024年12月我国服务业商务活动指数52.0%，月环比+1.9pct，社会消费品零售总额当月同比+3.7%，社会消费品零售总额中餐饮收入当月同比+2.7%。宏观消费向好驱动猪肉消费回暖，对猪价形成支撑。

图22：2024年12月我国服务业商务活动指数月环比+1.9pct



数据来源：Wind、开源证券研究所

图23：2024年12月我国社会消费品零售总额当月同比+3.7%

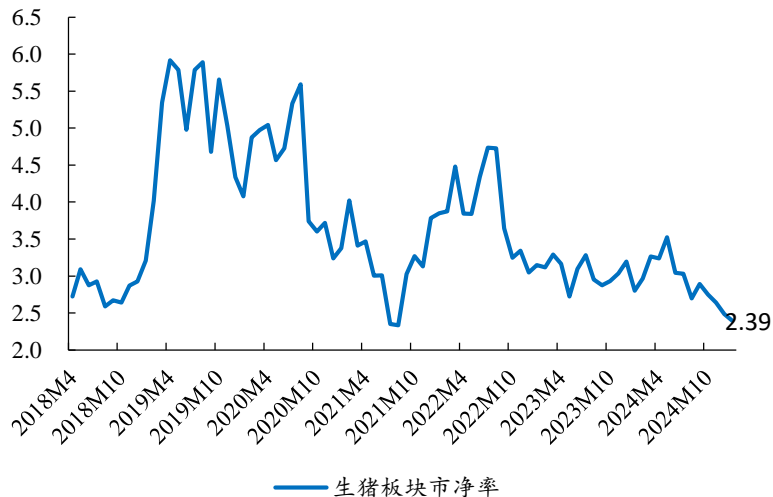


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3 消费复苏驱动猪肉需求回暖，生猪板块低位配置价值显现

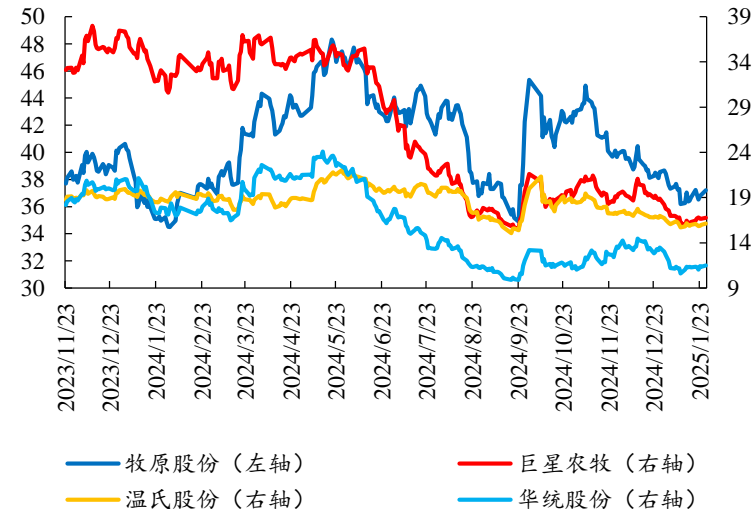
盈利修复向上叠加消费复苏提振，生猪板块低位配置价值显现。供给端，2024年末我国生猪存出栏仍未恢复至2023年同期水平，行业能繁缓慢增加叠加冬季仔猪腹泻等疫病催化，2025年猪价中枢仍有支撑。需求端，宏观政策加码带动消费复苏。生猪板块当前估值处近年来相对低位，低位配置价值显现。推荐标的：温氏股份、牧原股份、巨星农牧、华统股份；受益标的：神农集团、天康生物、京基智农、新希望、唐人神等。

图24：生猪板块市净率处近年来相对低位



数据来源：Wind、开源证券研究所

图25：生猪板块优质标的低位投资价值显现（元/股）



数据来源：Wind、开源证券研究所

目录

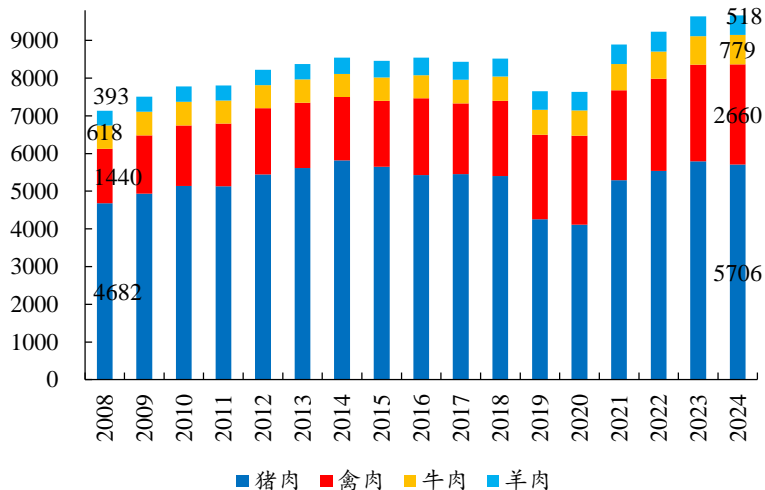
CONTENTS

- 1 生猪：供给仍未完全恢复，消费复苏对猪价形成支撑
- 2 白鸡：需求趋势向上禽流感扰动再起，白鸡低位配置价值显现
- 3 宠物：消费升级叠加关税壁垒，国货崛起逻辑持续强化
- 4 饲料：国内市场受益禽畜后周期，海外强劲需求支撑价格
- 5 大宗：伴随饲用消费走高，饲料原料需求端回暖
- 6 投资建议
- 7 风险提示

2.1 禽肉消费趋势向上，白鸡出栏增量明显

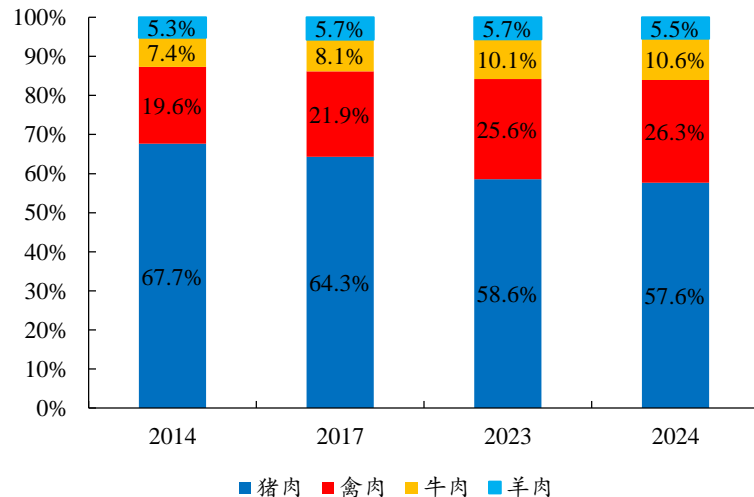
我国肉类消费趋于多元，禽肉消费占比持续提升。2024年我国畜禽肉类产量合计9663万吨（同比+0.2%），其中猪/禽/牛/羊肉产量分别为5706 /2660 /779 /518万吨，分别同比-1.5%/+3.8%/+3.5%/-2.5%。从表观消费占比看，我国肉类消费趋于多元，禽肉及牛肉消费占比持续提升，2014-2024年我国禽肉消费占比由19.6%提升至26.3%。

图26：2024年我国禽肉产量2660万吨，同比+3.8%



数据来源：Wind、中国政府网、国家统计局、开源证券研究所

图27：2014-2024年我国禽肉消费占比由19.6%提升至26.3%






数据来源：Wind、My steel、中国政府网、国家统计局、开源证券研究所

2.1 禽肉消费趋势向上，白鸡出栏增量明显

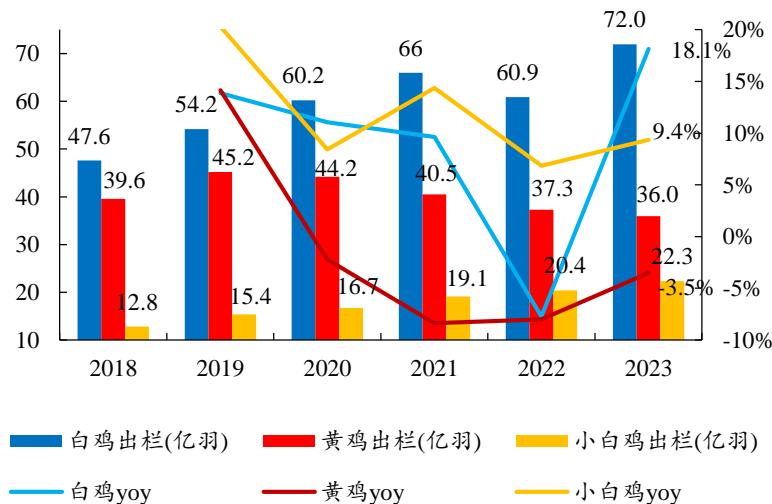
白鸡出栏稳步增长，消费韧性十足。我国肉鸡消费主要包括白羽鸡、黄羽鸡和肉杂鸡，2023年我国肉鸡出栏量增达130.22亿只，其中白羽肉鸡占比达55.25%。2020年以来我国生猪供给逐步恢复背景下，白鸡出栏仍呈增长态势，具有较强需求韧性，据卓创资讯，2024年我国白羽肉鸡屠宰量达86.46亿只，同比+2.57%。

图28：2023年白羽肉鸡占我国肉鸡总出栏比重达55.25%

品种	白羽鸡	黄羽鸡	肉杂鸡
			
出栏量(亿羽)	71.95	35.95	22.32
出栏占比(%)	55.25%	27.61%	17.14%
养殖周期(天)	38-42	60/90/120	42
出栏均重(公斤)	2.0-2.5	2.0	1.5
料肉比	1.7:1	2.5:1	1:7:1
品种来源	美国	中国	中国
国内主产区	东北、华东、华中、华南等	广东、广西、江苏等	山东、福建、广东等
特征	<ul style="list-style-type: none"> 生长速度快、体型大，鸡肉含水量高，适合西式烹饪(油炸等)； 以分割品销售为主 	<ul style="list-style-type: none"> 脂肪均匀，肉质紧实细腻，适合中式烹饪(煲汤、白切等)； 以活鸡或鲜销为主； 	<ul style="list-style-type: none"> 为白鸡父系与蛋鸡母系杂交品种，生长速度快，体型偏小； 以宰后整鸡销售为主；

资料来源：中国畜牧业协会禽业分会、开源证券研究所

图29：白鸡需求韧性好，出栏长期趋势向上

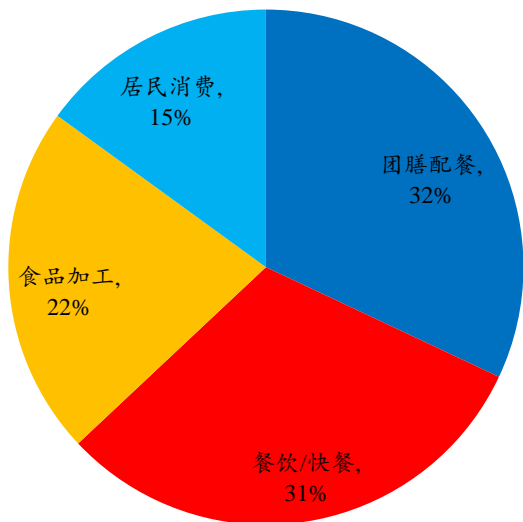


数据来源：郑麦青等《肉鸡种业发展现状》、开源证券研究所

2.1 禽肉消费趋势向上，白鸡出栏增量明显

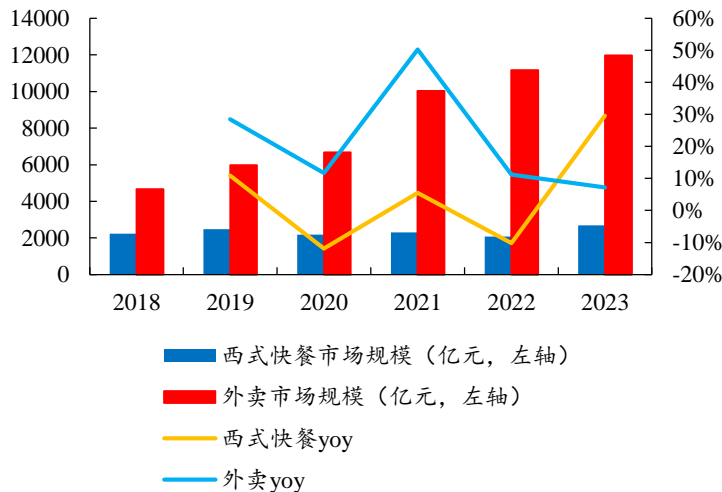
下游西式快餐等扩容驱动下，白羽鸡需求承接良好。据My steel，2023年白羽肉鸡下游消费渠道中团膳配餐/餐饮快餐/食品价格/居民消费占比分别为32% / 31% / 22% / 15%。白羽鸡为低成本优质蛋白多用于西式快餐及外卖，2023年我国西式快餐/外卖市场规模分别达2680/11966亿元，分别同比+29.6%/ + 7.2%。下游西式快餐等白羽鸡主消费渠道市场规模持续提升，白羽鸡下游需求有承接。

图30：2023年白羽肉鸡下游消费渠道中餐饮快餐占比31%



数据来源：My steel、开源证券研究所

图31：下游西式快餐等市场扩容驱动下，白羽鸡需求承接良好

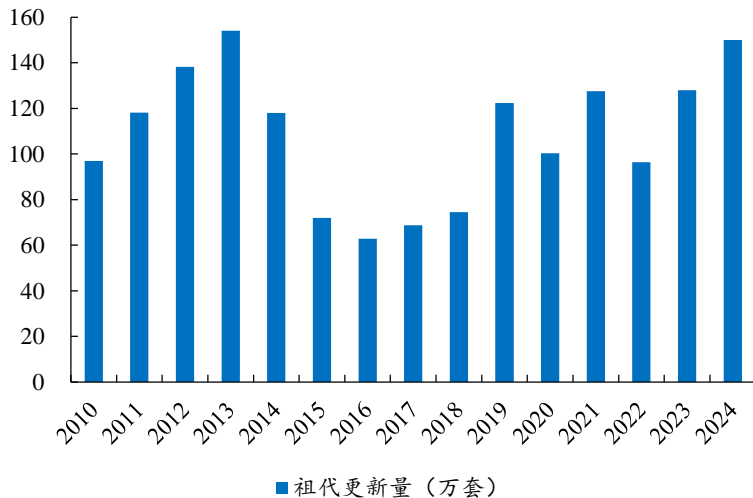


数据来源：红餐网公众号、开源证券研究所

2.2 白羽鸡祖代更新恢复，海外禽流感扰动再起

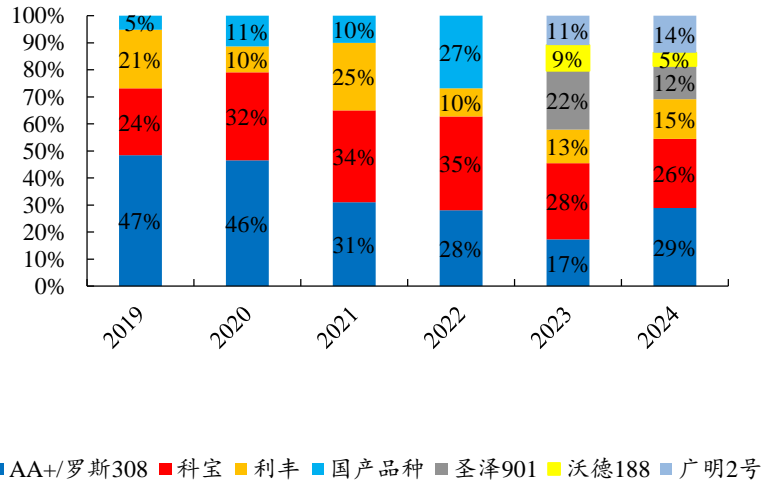
我国白羽鸡祖代种鸡引种更新恢复，供给充足。2022年5-12月海外禽流感致我国白羽鸡祖代引种受阻，国产种鸡趁势替代，2024年白羽鸡海外引种恢复，2024全年我国白羽祖代种鸡更新量达150万套，其中国产品种占比由2023年42%下降至2024年31%，白羽鸡祖代产能供给充足。

图32：2024全年我国白羽鸡祖代更新量达150万头，供给充足



数据来源：中国畜牧业协会禽业分会、开源证券研究所

图33：2024年白羽祖代鸡国产品种占比下降至31%

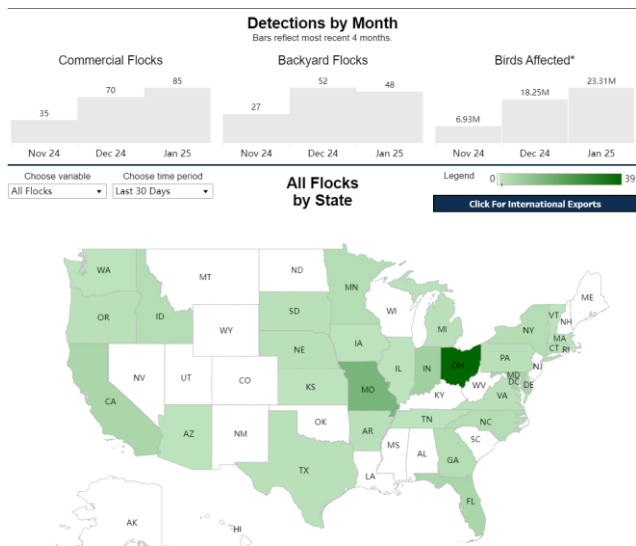


数据来源：中国畜牧业协会禽业分会、My steel、开源证券研究所

2.2 白羽鸡祖代引种恢复，2024Q4旺季白羽肉鸡供给仍偏紧

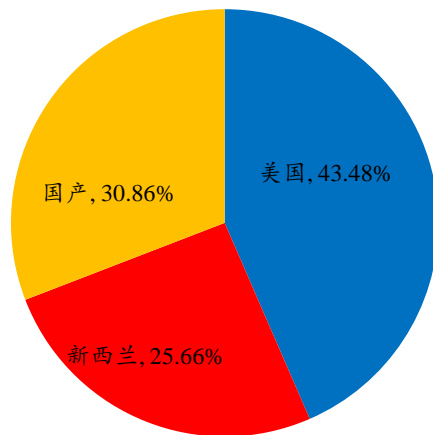
海外禽流感疫情再起，扰动国内白羽肉鸡供给预期。2024年11月以来美国俄克拉荷马州种鸡场再度出现高致病性禽流感疫情（2024年中国祖代白羽鸡引种均来自俄州，田纳西等其他三个种禽生产州具备种鸡出口条件但未有出口记录），根据中美引种协定，发生高致病性禽流感疫情的州需暂停出口至少三个月，无疫情可恢复出口。此外新西兰部分鸡场亦爆发高致病性禽流感疫情而暂停家禽出口。2024年我国白羽祖代种鸡国外品种占比达69%，海外禽流感疫情再起或对国内白羽肉鸡价格有所提振。

图34：2024年11月以来美国禽流感疫情再起



资料来源：USDA

图35：2024年我国白羽祖代种鸡国外品种占比达69%

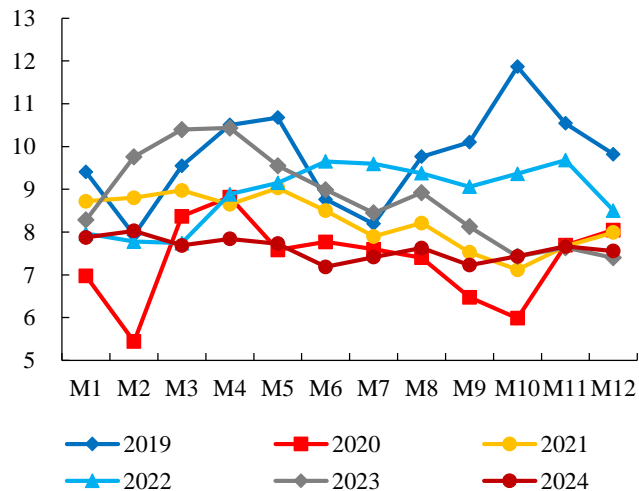


数据来源：My steel、开源证券研究所

2.3 宏观经济回暖叠加鸡价季节性上行，白鸡低位逻辑边际改善

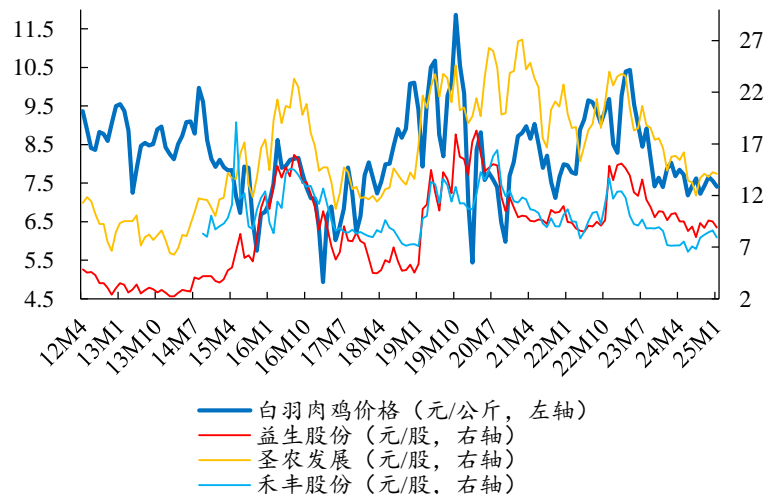
宏观经济回暖叠加中美政策扰动，白鸡投资逻辑边际改善。2024年9月以来我国宏观政策持续加码推动消费回暖，2024年12月我国社会消费品零售总额当月同比+3.7%。2025年2月中美再度互加关税，中美政策扰动或增加我国祖代白羽鸡引种不确定性及成本。此外受冬季疫病及种禽企业停苗影响，上半年白羽肉鸡季节性价格规律趋势向上。多因素驱动下白鸡低位逻辑边际改善，推荐标的：圣农发展、禾丰股份等；受益标的：益生股份等。

图36：上半年白羽肉鸡价格趋势向上



数据来源：Wind、开源证券研究所

图37：需求旺季供给偏紧，白鸡低位逻辑边际改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

目录

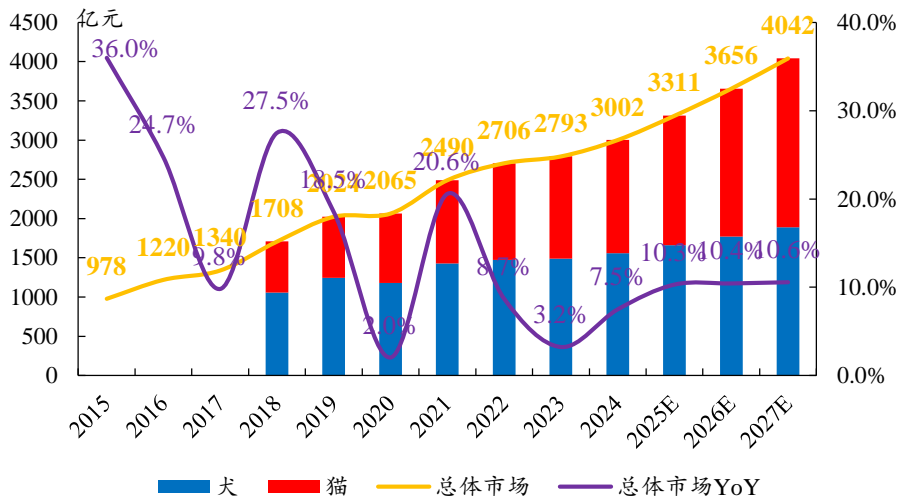
CONTENTS

- 1 生猪：供给仍未完全恢复，消费复苏对猪价形成支撑
- 2 白鸡：需求趋势向上禽流感扰动再起，白鸡低位配置价值显现
- 3 **宠物：消费升级叠加关税壁垒，国货崛起逻辑持续强化**
- 4 饲料：国内市场受益禽畜后周期，海外强劲需求支撑价格
- 5 大宗：伴随饲用消费走高，饲料原料需求端回暖
- 6 投资建议
- 7 风险提示

3.1 国内宠物消费市场空间广阔，宠物食品消费持续升级

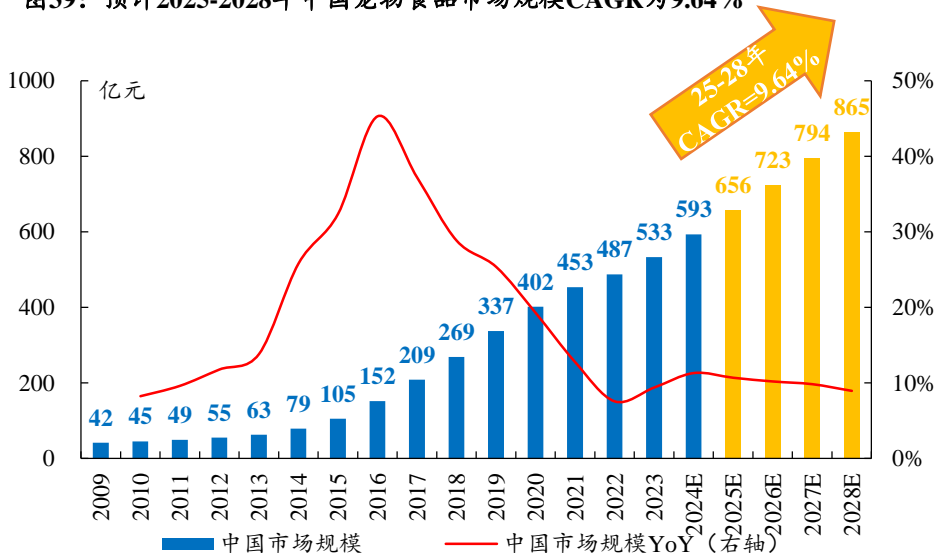
城镇宠物犬猫数量增加，宠物消费市场规模持续增长。据宠物行业白皮书，2024年宠物数量1.2亿只，同比+2.1%，其中犬5258万只，同比+1.6%，猫7153万只，同比+2.5%。2024年城镇犬猫消费市场规模3002亿元，同比+7.5%，2015-2024年CAGR达13.3%，预计2025-2027年市场规模增速保持10%以上。据欧睿数据，预计2025-2028年全球/中国宠物食品市场规模CAGR为5.46%/9.64%，中国市场景气度高于全球，2025年中国宠物食品市场规模有望突破600亿人民币，对标美国（近600亿美元）仍有较大提升空间。

图38：中国宠物市场持续增长，2015-2024年CAGR达13.3%



数据来源：宠物行业白皮书公众号、开源证券研究所

图39：预计2025-2028年中国宠物食品市场规模CAGR为9.64%

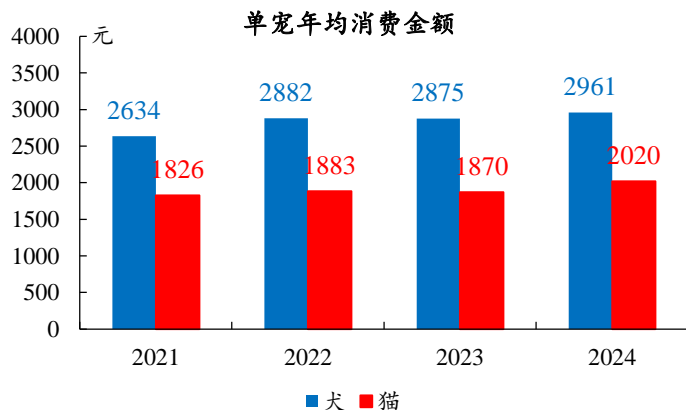


数据来源：欧睿、开源证券研究所

3.1 国内宠物消费市场空间广阔，宠物食品消费持续升级

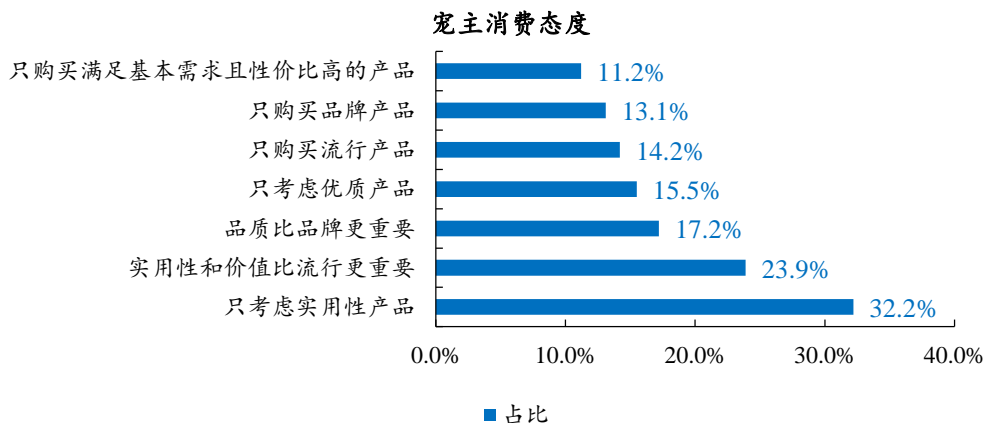
消费态度趋于理性化，单宠消费投入升级。（1）宠主呈年轻化趋势。00后宠主持续攀升，占比为25.6%，同比+15.5pct。90后宠主仍是养宠主力军，占比为41.2%，同比-5.4pct。（2）单宠年均消费额增长。2024年单只宠物犬年均消费2961元，同比+3.0%，单只宠物猫年均消费2020元，同比+4.9%。（3）消费态度趋于理性化。32.2%的宠主表示只考虑实用性产品，23.9%的宠主表示实用性和价值比流行更重要，17.2%的宠主表示品质比品牌重要，15.5%的宠主表示只考虑优质的产品，高品质、高实用性的产品更受青睐。

图40：2024年单宠消费投入升级



数据来源：宠物行业白皮书公众号、开源证券研究所

图41：高品质且高实用性产品更受青睐

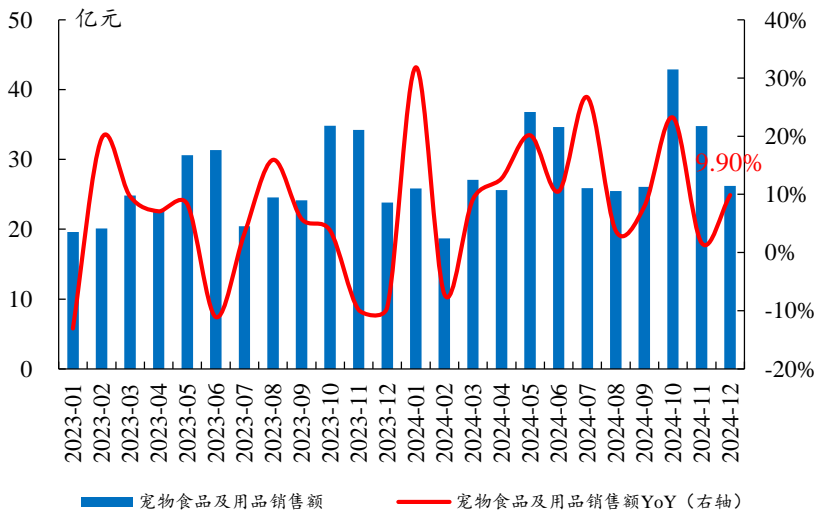


数据来源：宠物行业白皮书公众号、开源证券研究所

3.2 宠物食品进出口关税壁垒加剧，国货崛起逻辑持续强化

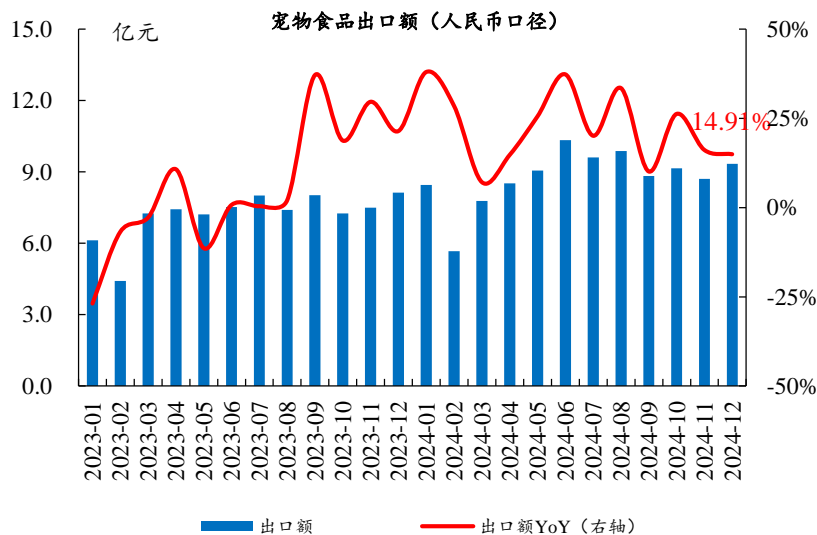
美国宣布对中国商品加征10%关税，国内市场主驱动逻辑持续强化。2025年2月1日，美国总统特朗普签署行政令，对所有进口自中国的商品，美国将在现有关税基础上加征10%的关税。2024年12月中国宠物食品出口额达9.34亿元，同比+14.91%，其中主要出口国为美国、欧盟等，在高关税背景下，预计后续出口增速或将放缓，国内市场主驱动逻辑持续强化。

图42：2024年国内宠物食品及用品销售表现良好



数据来源：Wind、开源证券研究所

图43：2024年宠物食品出口额高速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2 宠物食品进出口关税壁垒加剧，国货崛起逻辑持续强化

中国对宠物食品进口关税上调至10%，关税壁垒抬升助力国产品牌崛起。2024年12月26日，国务院发布2025年关税调整方案，自2025年1月1日起，对零售包装的宠物食品进口关税税率由4%上调至10%，海外品牌进入中国难度增大，优质国货品牌有望借机扩大市场份额。

图44：2025年我国宠物食品进口税率上调至10%

序号	EX ^[注2]	税则号列	商品名称 ^[注3]	2025年 最惠国税率	2025年 暂定税率
71	ex	21069090	非乳基特殊医学用途婴儿配方食品、非乳基特殊医学用途配方食品	12	0
72		22051000	小包装的味美思酒及类似酒	65	30
73		23050000	提炼花生油所得的油渣饼及其他固体残渣	5	0
74		23061000	棉子的油渣饼及其他固体残渣	5	0
75		23062000	亚麻子的油渣饼及其他固体残渣	5	0
76		23063000	葵花子的油渣饼及其他固体残渣	5	0
77		23064100	低芥子酸油菜子的油渣饼及其他固体残渣	5	0
78		23064900	其他油菜子的油渣饼及其他固体残渣	5	0
79		23065000	椰子或干椰肉油渣饼及其他固体残渣	5	0
80		23066000	棕榈果或棕榈仁的油渣饼及其他固体残渣	5	0
81		23069000	税目23.04或23.05以外的提炼植物油脂所得其他残渣	5	0
82		23080000	动物饲料用的其他植物产品	5	0
83		23091010	零售包装的狗食或猫食罐头	15	10
84		23091090	零售包装的其他狗食或猫食	15	10
85		23099090	其他配制的动物饲料	6.5	4
86		25020000	未焙烧的黄铁矿	3	1

数据来源：国务院、开源证券研究所

表2：中国宠物食品公司市场份额存在扩大空间

排名	公司名称	公司国别	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
1	玛氏	美国	17.3%	16.5%	15.1%	13.0%	11.4%	9.9%	8.8%	8.1%	8.4%	8.7%
2	乖宝	中国	2.1%	2.3%	2.4%	2.2%	2.6%	3.3%	4.0%	5.0%	4.6%	4.8%
3	雀巢	瑞士	7.9%	5.9%	4.1%	3.4%	3.1%	2.9%	2.8%	2.9%	3.0%	3.1%
4	中宠	中国	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%	1.3%	1.4%	1.6%	2.0%	2.2%	2.4%
5	华兴	中国	0.5%	0.8%	1.3%	1.5%	1.5%	1.6%	1.7%	2.0%	2.6%	2.3%
6	依蕴	中国	-	-	0.3%	0.9%	1.2%	1.6%	1.8%	2.0%	2.2%	2.3%
7	比瑞吉	中国	6.6%	7.8%	9.5%	8.0%	6.2%	4.8%	2.7%	2.5%	2.3%	2.1%
8	冠军	加拿大	-	-	-	0.2%	0.4%	1.0%	1.2%	1.2%	1.5%	1.6%
9	荣喜	中国	0.4%	0.8%	1.1%	1.4%	1.3%	1.2%	1.1%	1.0%	1.5%	1.5%
10	耐威克	中国	1.8%	1.9%	2.0%	1.9%	1.6%	1.3%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%
CR10			41.5%	38.6%	38.5%	34.5%	31.3%	29.3%	27.2%	28.1%	29.3%	29.8%

数据来源：欧睿、开源证券研究所；注：按照2022年各公司中国市占率排名

目录

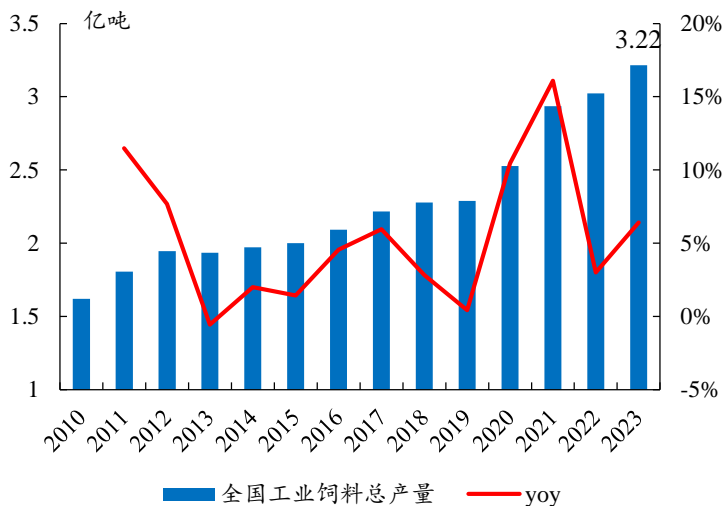
CONTENTS

- 1 生猪：供给仍未完全恢复，消费复苏对猪价形成支撑
- 2 白鸡：需求趋势向上禽流感扰动再起，白鸡低位配置价值显现
- 3 宠物：消费升级叠加关税壁垒，国货崛起逻辑持续强化
- 4 **饲料：国内市场受益禽畜后周期，海外强劲需求支撑价格**
- 5 大宗：伴随饲用消费走高，饲料原料需求端回暖
- 6 投资建议
- 7 风险提示

4.1 我国饲料总产值超1.4万亿元，生猪存栏恢复驱动饲料生产回暖

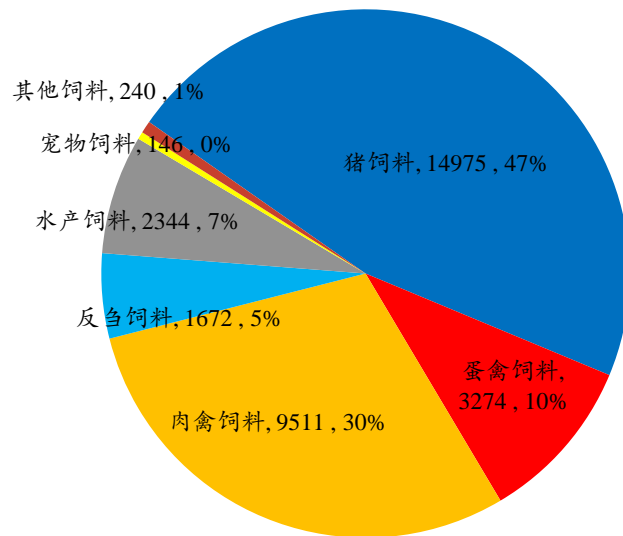
我国饲料总产量稳步增长，2023年总产值超1.4万亿元。2010-2023年我国饲料产量由1.62亿吨提升至3.22亿吨，CAGR达5.42%，总产值由0.49万亿元提升至1.40万亿元，CAGR达8.36%，饲料产量及总产值均实现稳定增长。细分品类看，猪料及禽料合计产量占比达86%，猪/蛋禽/肉禽/反刍/水产/宠物饲料销量分别同比+10.1%/+2.0%/+6.6%/+3.4%/-4.9%/+18.2%。

图45：2010-2023年我国饲料产量由1.62亿吨提升至3.22亿吨



数据来源：中国饲料工业协会官网、开源证券研究所

图46：2023年猪料及禽料合计占我国饲料产量86%

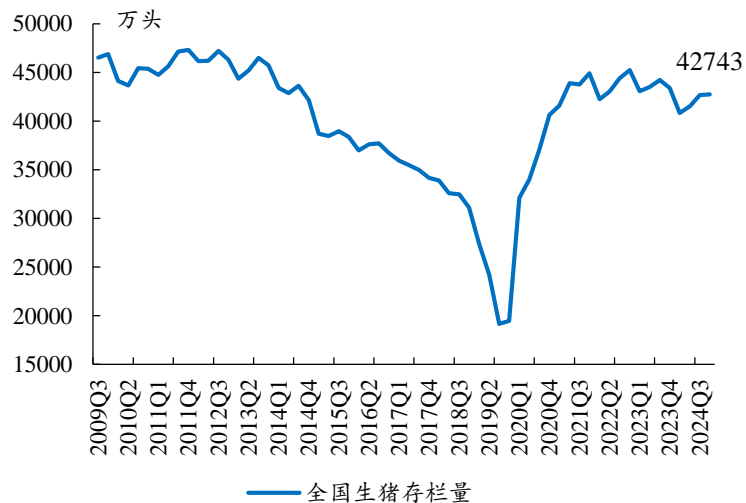


数据来源：中国饲料工业协会官网、开源证券研究所

4.1 我国饲料总产值超1.4万亿元，生猪存栏恢复驱动饲料生产回暖

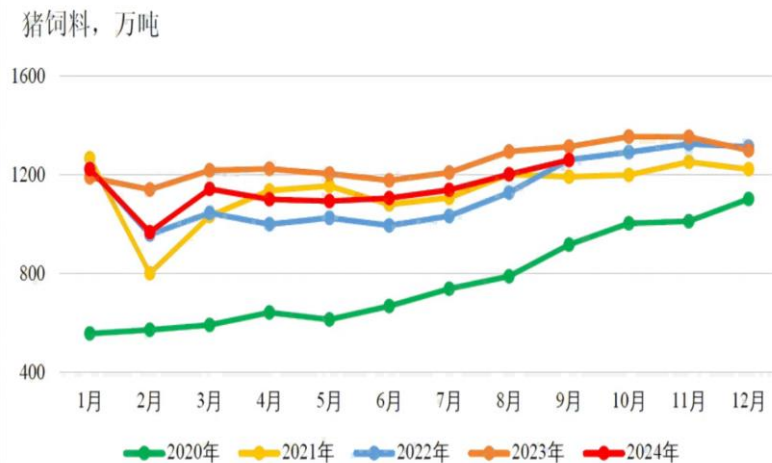
生猪存栏恢复，饲料生产逐步受益。受非瘟及养殖亏损影响，2024Q1我国生猪存栏降至4.09亿头，达2021Q1以来低位，受生猪产能回调等因素影响，2024前三季度我国饲料产量2.28亿吨（yoy-4.3%），其中猪/蛋禽/肉禽/反刍/水产/宠物饲料销量分别同比-6.8%/-5.9%/+0.5%/-2.8%/-11.4%/+12.4%。2024Q2以来生猪存栏逐步恢复，猪饲料产量月环比恢复增长。

图47：2024Q2以来生猪存栏逐步恢复



数据来源：Wind、开源证券研究所

图48：我国猪饲料产量自2024年6月环比恢复增长

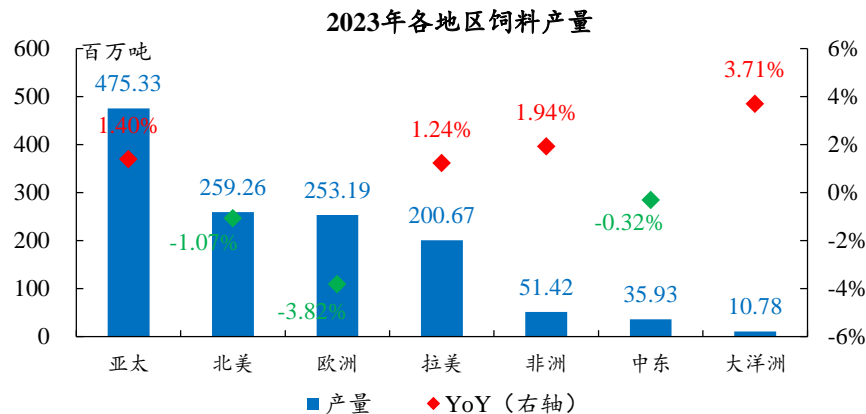


数据来源：中国饲料工业协会官网、开源证券研究所

4.2 海外饲料蓝海市场，强劲需求支撑价格上行

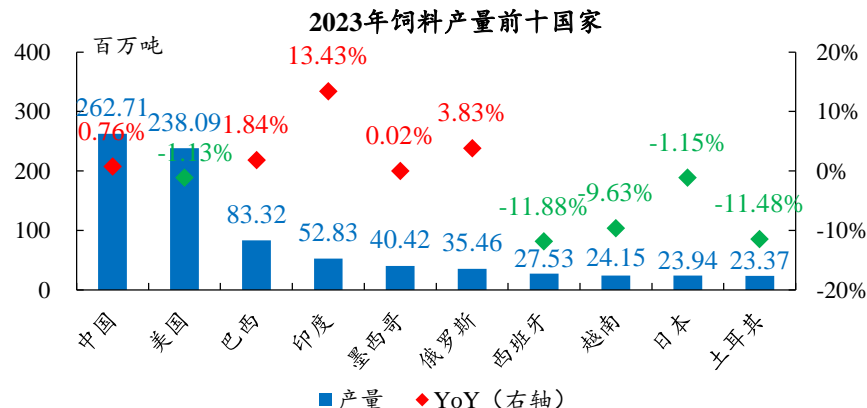
亚太、拉美饲料行业规模大且景气度高，非洲有望在低基数上实现高增长。（1）分地区：2023年亚太、拉美饲料产量较大且同比增长。根据Alltech《Agri-Food Outlook 2024》，2023年全球饲料产量12.87亿吨，同比-0.20%，其中亚太/拉美/非洲/大洋洲饲料产量4.75/2.01/0.51/0.11亿吨，同比+1.40%/+1.24%/+1.94%/+3.71%，亚太地区增长系反刍料产量增长，拉美地区增长系水产料、禽料和猪料出口量增加。（2）分国家：预计亚太地区多国饲料产业正在快速崛起。2023年中国/美国饲料产量2.63/2.38亿吨，市占率达20.42%/18.51%，饲料行业体量远超其他国家，增速表现稳健。巴西、印度、俄罗斯饲料行业体量相对较大，2023年产量增速表现亮眼。考虑亚太（同比+1.40%）增速高于中国（同比+0.76%），预计该地区其他国家正在高速成长，饲料行业景气度较高。

图49：2023年亚太、拉美、非洲、大洋洲饲料产量同比增长



数据来源：Alltech《Agri-Food Outlook 2024》、开源证券研究所

图50：巴西、印度、俄罗斯饲料行业体量相对较大，2023年增速表现亮眼

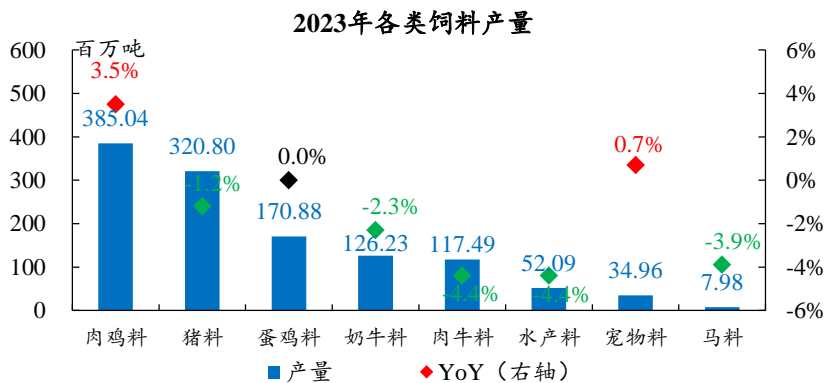


数据来源：Alltech《Agri-Food Outlook 2024》、开源证券研究所

4.2 海外饲料蓝海市场，强劲需求支撑价格上行

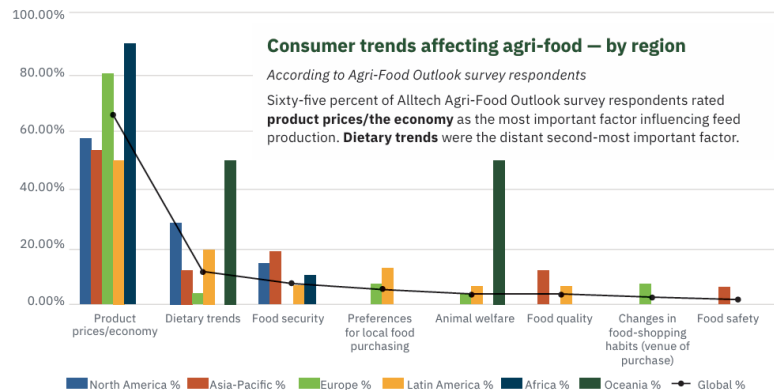
全球禽料产量规模最大，其中肉鸡料景气度领先。（1）2023年禽料产量超5亿吨。根据Alltech《Agri-Food Outlook 2024》，2023年全球禽料产量5.56亿吨，占比43.21%，其中肉鸡料/蛋鸡料产量3.85/1.71亿吨，占比29.93%/13.28%。经济通胀背景下，消费者倾向于选择性价比更高的蛋白质，饮食结构转变驱动肉鸡消费增长，2023年肉鸡料产量同比+3.5%，景气度领先其他饲料品类。（2）非洲猪瘟致全球猪料承压。猪肉消费减少背景下，全球生猪存栏量下滑，叠加非洲猪瘟等疫病干扰，2023年全球猪料产量3.21亿吨，同比-1.2%。（3）产品价格及经济状况为影响饲料产量的核心因素。消费者行为受经济环境、产品价格、饮食习惯等多种因素的影响，65%受访者认为通胀及经济情况对饲料产能利用率有重要影响。

图51：2023年肉鸡料、宠物料产量同比增长



数据来源：Alltech《Agri-Food Outlook 2024》、开源证券研究所

图52：65%受访者认为影响饲料生产的重要因素是产品价格及经济状况



数据来源：Alltech《Agri-Food Outlook 2024》、开源证券研究所

目录

CONTENTS

- 1 生猪：供给仍未完全恢复，消费复苏对猪价形成支撑
- 2 白鸡：需求趋势向上禽流感扰动再起，白鸡低位配置价值显现
- 3 宠物：消费升级叠加关税壁垒，国货崛起逻辑持续强化
- 4 饲料：国内市场受益禽畜后周期，海外强劲需求支撑价格
- 5 **大宗：伴随饲用消费走高，饲料原料需求端回暖**
- 6 投资建议
- 7 风险提示

5.1 国内玉米：进口减少，饲用及工业消费增加，国内玉米需求回暖

农业农村部预计2024年10月至2025年9月国内玉米进口量同比减少，消费量同比增加。玉米传统售粮高峰期市场交易活跃，销售进度同比偏快，农户在春节后的售粮压力得到缓解。考虑玉米饲用和深加工需求仍保持高位，叠加中储粮持续进行收购，玉米价格底部支撑较强。

表3：预计2024/25年国内玉米进口量同比减少，消费量同比增加

	2022/23	2023/24	2024/25（1月预测）	2024/25同比变化幅度
播种面积（万公顷）	4307.0	4421.9	4474.1	1.18%
收获面积（万公顷）	4307.0	4421.9	4474.1	1.18%
单产（公斤/公顷）	6436	6532	6592	0.92%
产量（万吨）	27720	28884	29492	2.10%
进口（万吨）	1871	2341	900	-61.55%
消费（万吨）	29051	29500	29964	1.57%
食用消费（万吨）	980	991	1000	0.91%
饲用消费（万吨）	18800	19100	19350	1.31%
工业消费（万吨）	8100	8238	8450	2.57%
种子用量（万吨）	191	193	196	1.55%
损耗及其它（万吨）	980	978	968	-1.02%
出口（万吨）	1	1	1	0.00%
结余变化（万吨）	539	1724	427	-75.23%
国内玉米产区批发均价（元/吨）	2744	2379	2200-2500	
进口玉米到岸税后均价（元/吨）	2682	2142	2250-2350	

数据来源：农业农村部、开源证券研究所；注：玉米市场年度为当年10月至下年9月

5.1 国内玉米：进口减少，饲用及工业消费增加，国内玉米需求回暖

2025年1月USDA发布全球农产品生产报告，预计2024/2025年中国玉米库消比为65.87%，同比2023/2024年改善。2020/2021-2024/2025年中国玉米库消比逐步下降，库存压力逐步缓解，叠加存在成本托底支撑，预计价格有望逐步止跌回升。

表4：2025年1月USDA报告预计2024/2025年中国玉米库消比为65.87%

单位： 百万吨	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25
期初库存	210.18	200.53	205.7	209.14	206.04	211.29
产量	260.78	260.67	272.55	277.2	288.84	294.92
进口	7.58	29.51	21.88	18.71	23.5	13.00
压榨量	193	203	209	218	225	231.00
消费总额	278	285	291	299	307	313.00
出口	0.01	0.00	0.00	0.01	0.02	0.02
期末库存	200.53	205.7	209.14	206.04	211.36	206.18
库存消费比	72.13%	72.18%	71.87%	68.91%	68.85%	65.87%

数据来源：USDA、开源证券研究所

注：表格年度采用简写，2024/25表示2024年6月-2025年5月，后续列表表述一致

图53：2025年国内玉米价格有所回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

5.1 全球玉米：全球减产叠加库存比改善，价格有望企稳回升

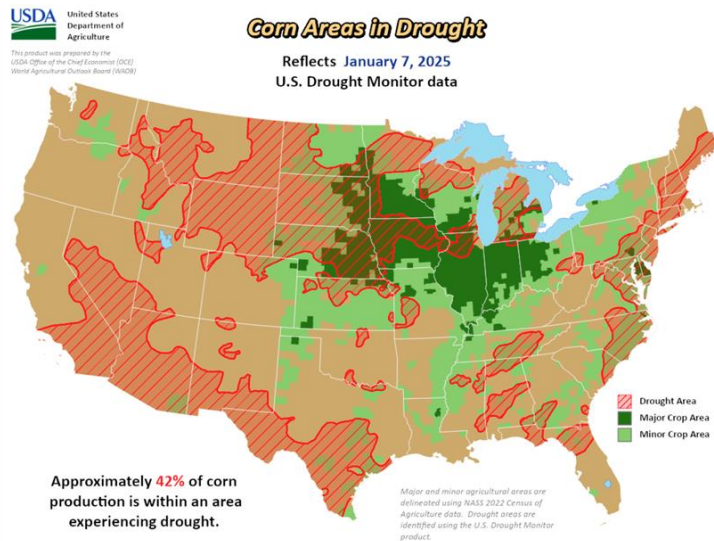
2025年1月USDA发布全球农产品生产报告，预计2024/2025年全球玉米库存比为23.69%，环比2023/2024年显著改善。考虑厄尔尼诺天气致多国玉米单产下滑，全球玉米减产预期强烈，对价格存在向上支撑。

表5：2025年1月USDA报告预计2024/2025年全球玉米库存比为23.69%

单位： 百万吨	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25
期初库存	321.07	306.37	292.94	313.92	304.09	317.46
产量	1116.52	1125.88	1216.13	1160.67	1225.92	1214.35
进口	165.36	185.6	184.43	173.39	192.81	183.15
饲料消费	714.35	722.91	743.28	734.46	770.19	778.33
国内消费	1134.6	1140.1	1198.29	1170.5	1217.35	1238.47
出口	171.72	182.12	206.39	180.24	195.77	191.41
期末库存	302.99	292.15	310.79	304.09	312.65	293.34
库存消费比	26.70%	25.62%	25.94%	25.98%	25.68%	23.69%

数据来源：USDA、开源证券研究所

图54：美国约42%的玉米正在遭受干旱天气影响



资料来源：USDA

5.2 国内大豆：进口减少，食用消费增加，预计价格有望稳中回升

农业农村部预计2024年10月至2025年9月国内大豆进口量同比减少，食用消费量同比增加，叠加中储粮持续开展储备挂牌收购和竞价采购，预计现货市场价格有望稳中回升。

表6：预计2024/25年国内大豆进口量同比减少，食用消费量同比增加

	2022/23	2023/24	2024/25（1月预测）	2024/25同比变化幅度
播种面积（万公顷）	1024.3	1047.0	1032.1	-1.42%
收获面积（万公顷）	1024.3	1047.0	1032.1	-1.42%
单产（公斤/公顷）	1980	1991	2001	0.50%
产量（万吨）	2028	2084	2065	-0.91%
进口（万吨）	9750	10475	9460	-9.69%
消费（万吨）	11415	11694	11456	-2.04%
压榨消费（万吨）	9593	9750	9490	-2.67%
食用消费（万吨）	1432	1535	1560	1.63%
种子用量（万吨）	90	89	88	-1.12%
损耗及其它（万吨）	300	320	318	-0.62%
出口（万吨）	9	9	18	100.00%
结余变化（万吨）	354	856	51	-94.04%
国产大豆销区批发均价（元/吨）	5982	5004	5400-5600	
进口大豆到岸税后均价（元/吨）	5288	4084	4600-4800	

数据来源：农业农村部、开源证券研究所；注：大豆市场年度为当年10月至下年9月

5.2 国内大豆：进口减少，食用消费增加，预计价格稳步回升

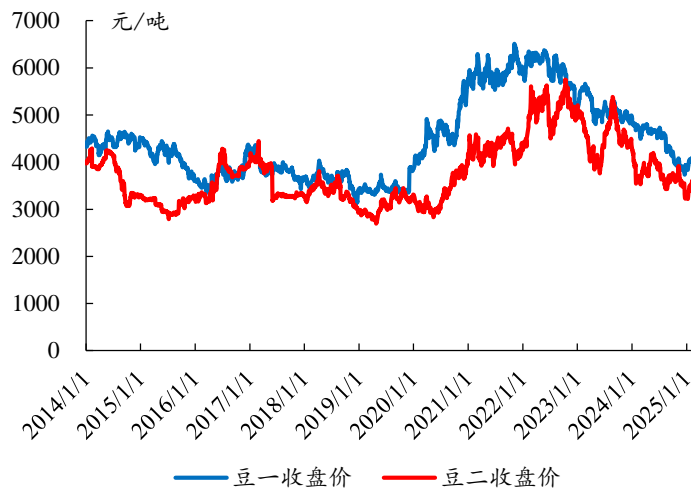
2025年1月USDA发布全球农产品生产报告，预计2024/2025年中国大豆产量2065万吨，同比-0.91%，进口量1.09亿吨，同比-2.68%，压榨量1.03亿吨，同比+4.04%。

表7：2025年1月USDA报告预计2024/2025年中国大豆库消比为36.22%

单位： 百万吨	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25
期初库存	18.35	24.48	28.86	25.15	32.34	43.31
产量	18.09	19.60	16.40	20.28	20.84	20.65
进口	98.53	99.74	90.3	104.5	112	109
压榨量	91.5	95	90	96	99	103
国内消费	110.4	114.9	110.3	117.5	121.8	126.9
出口	0.09	0.07	0.10	0.09	0.07	0.10
期末库存	24.48	28.86	25.15	32.34	43.31	45.96
库存消费比	22.18%	25.11%	22.80%	27.52%	35.56%	36.22%

数据来源：USDA、开源证券研究所

图55：2022年10月起，国内豆价震荡下行



数据来源：Wind、开源证券研究所

5.2 全球大豆：全球大豆供给宽松，预计豆价或将持续低位运行

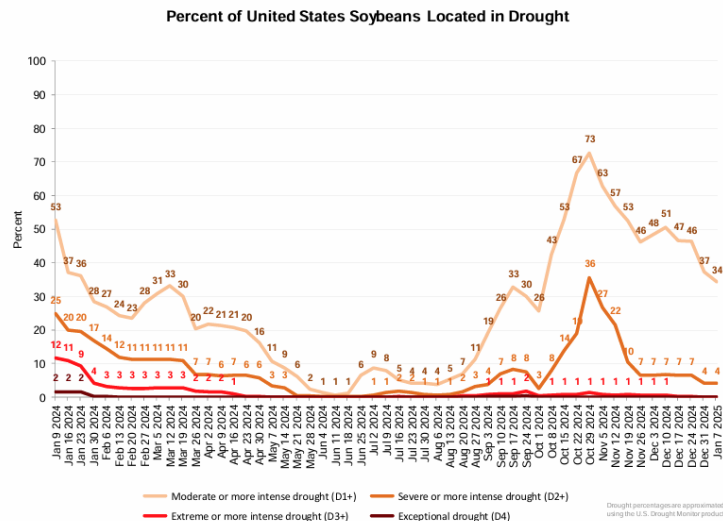
2025年1月USDA发布全球农产品生产报告，预计2024/2025年全球大豆产量4.24亿吨，同比+7.42%，主要系美国大豆丰产。预计2024/2025年期末库存1.28亿吨，同比+14.23%，库消比抬升至31.65%，处于2014/2015年来最高点，全球大豆供给宽松，预计后续豆价偏弱运行。

表8：2025年1月USDA报告预计2024/2025年全球大豆库消比为31.65%

单位： 百万吨	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25
期初库存	114.48	96.84	98.64	92.55	100.92	112.38
产量	339	367.76	360.45	378.7	394.71	424.26
进口	164.97	165.38	154.47	167.82	177.41	179.24
压榨量	311.45	315	316.51	315.32	330.42	349.29
国内消费	357.01	362.38	366.03	366.4	383.8	405.53
出口	165.05	164.48	154.43	171.76	176.87	181.97
期末库存	96.38	103.11	93.09	100.92	112.37	128.37
库存消费比	27.00%	28.45%	25.43%	27.54%	29.28%	31.65%

数据来源：USDA、开源证券研究所

图56：美国大豆干旱情况逐步缓解

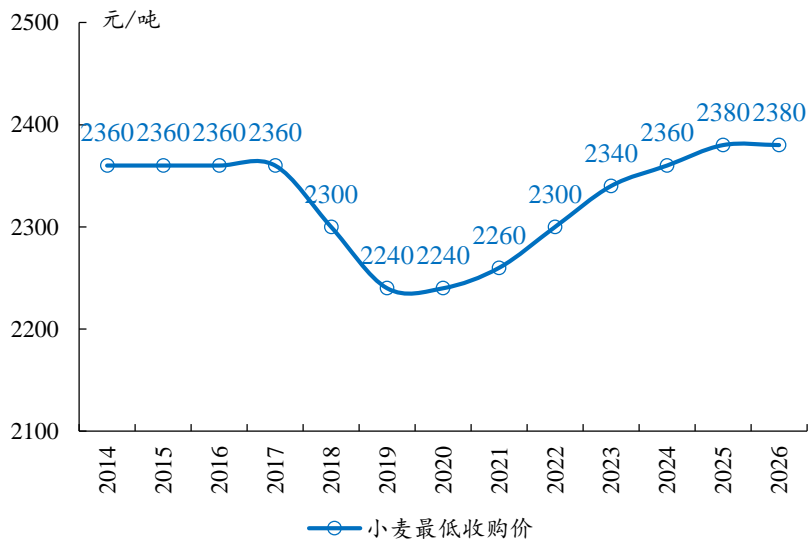


资料来源：USDA

5.3 国内小麦：价格跌至近年低点，叠加政策底部支撑，预计跌价空间有限

2023年起，国内小麦价格持续下破，2024年末已跌至相对低位。2025-2026年国家小麦最低收购价提升至2380元/吨，国家政策对小麦价格存在底部支撑，预计进一步下跌空间不大。

图57：2025-2026年小麦最低收购价提升至2380元/吨



数据来源：国家发改委、开源证券研究所

图58：小麦价格已跌至最低收购价附近，后续下跌空间不大



数据来源：Wind、开源证券研究所

2025年1月起，中储粮加力采购小麦，中央储备小麦累计采购量已超80万吨，采购频率同比较高，对小麦市场价格存在提振。

表9：中储粮加大小麦采购力度

交易日期	交易情况	价格
2025-01-17	中央储备粮上海直属库有限公司计划采购2024年江苏产混合麦20000吨	成交价2375-2380元/吨
2025-01-20	中储粮山东分公司济宁直属库竞价采购2024年产小麦6000吨	底价2390元/吨
2025-01-20	中储粮河南分公司竞价采购2024年产小麦21359吨，成交1000吨	成交价2380元/吨
2025-01-20	中储粮江苏分公司邳州直属库竞价采购2024年产小麦2581吨	底价2380元/吨
2025-01-20	中央储备粮盐城直属库有限公司竞价采购2024年产小麦7215吨，成交3255吨	成交价2375-2380元/吨
2025-01-20	中央储备粮徐州直属库有限公司竞价采购2024年产小麦10037吨	成交价2366-2375元/吨

数据来源：粮油市场、开源证券研究所

5.3 国内小麦：随玉米价格走高，小麦替代玉米的饲用消费性价比显现

通常情况下，小麦比玉米高150元/吨以内时（大约对应比价为 ≤ 1.06 ），小麦具备饲用消费替代优势。

(1) 猪料：小猪料小麦替代玉米的比例为0-20%，母猪料替代比例为20%-30%，育肥猪料替代比例为最高可达100%。(2) 禽料：蛋禽小麦替代比例低于肉禽，比例25%-30%。理论上，鸭料、肉鸡料替代比例最高可达100%。(3) 水产料：小麦刚性添加比例一般为20%，几乎不使用玉米。

图59：2022年至今，小麦、玉米比价阶段性 ≤ 1.06



数据来源：芝商所、开源证券研究所

5.4 国内水稻：国内消费及库存压力较大，预计价格以低位运行为主

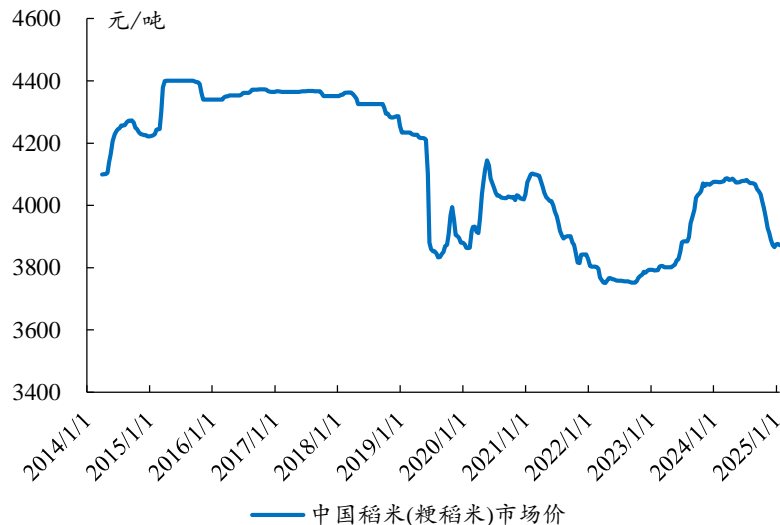
2025年1月USDA发布全球农产品生产报告，预计2024/2025年中国水稻产量1.45亿吨，同比+0.46%，期末库存1.04亿吨，同比+0.49%，库消比抬升至71.14%，国内水稻消费总额下滑，库存压力较大，预计价格仍以低位运行为主。

表10：2025年1月USDA报告预计2024/2025年中国水稻库消比为71.14%

单位： 百万吨	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25
期初库存	115.00	116.50	116.50	113.00	106.60	103.00
产量	146.73	148.30	148.99	145.95	144.62	145.28
进口	2.60	4.22	5.95	4.38	1.53	1.70
消费总额	145.23	150.29	156.36	154.99	148.12	145.48
出口	2.60	2.22	2.08	1.74	1.63	1.00
期末库存	116.50	116.50	113.00	106.60	103.00	103.50
库存消费比	80.22%	77.52%	72.27%	68.78%	69.54%	71.14%

数据来源：USDA、开源证券研究所

图60：2024年7月起水稻价格下跌



数据来源：Wind、开源证券研究所

目录

CONTENTS

- 1 生猪：供给仍未完全恢复，消费复苏对猪价形成支撑
- 2 白鸡：需求趋势向上禽流感扰动再起，白鸡低位配置价值显现
- 3 宠物：消费升级叠加关税壁垒，国货崛起逻辑持续强化
- 4 饲料：国内市场受益禽畜后周期，海外强劲需求支撑价格
- 5 大宗：伴随饲用消费走高，饲料原料需求端回暖
- 6 **投资建议**
- 7 风险提示

生猪：供给仍未完全恢复，消费复苏对猪价形成支撑。推荐标的：温氏股份、牧原股份、巨星农牧、华统股份；受益标的：神农集团、天康生物、京基智农、新希望、唐人神等。

白鸡：需求趋势向上禽流感扰动再起，白鸡低位配置价值显现。推荐标的：圣农发展、禾丰股份等；受益标的：益生股份等。

宠物：消费升级叠加关税壁垒，国货崛起逻辑持续强化。推荐标的：乖宝宠物、中宠股份、佩蒂股份。

饲料：国内市场受益禽畜后周期，海外强劲需求支撑价格。推荐标的：海大集团、新希望等。

表11：重点推荐公司盈利预测与估值（收盘价截至2025年2月9日）

公司代码	公司名称	评级	EPS					PE			
			收盘价（元）	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
300498.SZ	温氏股份	买入	16.20	-1.0	1.9	1.7	1.4	-16.9	8.5	9.3	11.4
002714.SZ	牧原股份	买入	36.82	-0.8	3.4	2.9	2.5	-47.2	10.7	12.7	14.6
603477.SH	巨星农牧	买入	16.78	-1.3	1.3	1.7	2.3	-13.2	12.9	9.8	7.4
002840.SZ	华统股份	买入	11.36	-1.0	0.4	0.3	0.3	-11.6	25.8	43.7	33.4
002299.SZ	圣农发展	买入	14.46	0.5	0.6	0.7	1.3	27.3	26.3	22.2	11.6
603609.SH	禾丰股份	买入	7.57	0.3	0.3	0.3	0.4	29.9	30.3	22.3	18.5
301498.SZ	乖宝宠物	买入	90.99	0.9	0.8	1.0	1.2	107.0	115.2	91.0	78.4
002891.SZ	中宠股份	买入	37.38	-0.5	0.3	0.3	0.4	-70.5	149.5	120.6	91.2
300673.SZ	佩蒂股份	买入	18.12	0.2	0.2	0.6	0.7	120.8	120.8	32.4	25.2
002311.SZ	海大集团	买入	48.05	0.3	0.3	0.4	0.6	165.7	141.3	109.2	84.3
000876.SZ	新希望	买入	8.69	1.1	1.6	2.0	2.5	57.2	63.8	48.8	37.7

数据来源：Wind、开源证券研究所 注：各公司EPS及PE均为开源证券研究所农林牧渔团队预测值

目录

CONTENTS

- 1 生猪：供给仍未完全恢复，消费复苏对猪价形成支撑
- 2 白鸡：需求趋势向上禽流感扰动再起，白鸡低位配置价值显现
- 3 宠物：消费升级叠加关税壁垒，国货崛起逻辑持续强化
- 4 饲料：国内市场受益禽畜后周期，海外强劲需求支撑价格
- 5 大宗：伴随饲用消费走高，饲料原料需求端回暖
- 6 投资建议
- 7 风险提示

生猪：动物疫病风险，上市企业资金状况，产能去化不及预期等；

白鸡：禽业疫病不确定性，消费不及预期，强制换羽不确定性等；

宠物：海外需求不及预期，原材料价格风险，产能扩张不及预期等；

饲料：下游生猪存栏恢复不及预期，海外市场政治风险，市场竞争加剧等；

大宗：天气因素，下游消费需求，政策风险等。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

股票投资评级说明

	评级	说明	备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。
证券评级	买入（buy）	预计相对强于市场表现20%以上；	
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现5%~20%；	
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；	
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现5%以下。	
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；	
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；	
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及

的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层

邮箱：research@kysec.cn

北京：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮箱：research@kysec.cn

深圳：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮箱：research@kysec.cn

西安：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮箱：research@kysec.cn

THANKS

感 谢 聆 听



开源证券