



农业 3 月表现居前，生猪自繁自养利润好转

—— 3 月行业动态报告

2025 年 3 月 30 日

核心观点

- **2 月 CPI 同比-0.7%，农产品贸易逆差降 18%。**2 月我国 CPI 同比-0.7%，其中食品中猪肉同比+4.1%。2 月 CPI 环比-0.2%，其中食品项环比-0.5%，食品中猪肉环比-1.9%。25 年 1-2 月我国农产品累计进口金额 306.95 亿美元，同比-14.64%，累计出口金额为 152.25 亿美元，同比+2.65%，贸易逆差 154.70 亿美元，同比-26.77%。
- **3 月农业指数表现强于沪深 300。**3 月初至 28 日农业指数+3.51%，同期沪深 300 上涨 0.65%。其中动物保健（+11.62%）、养殖业（+6.10%）涨幅居前，而种植业（-2.02%）表现靠后。
- **3 月自繁自养利润好转，2 月能繁母猪存栏环比略增。**猪价自 24.1.17 低点震荡回升，8 月中旬达年内高点 21.06 元/kg，此后震荡回落，25 年 3 月 19 日为 15.19 元/kg，较 24 年年末下跌 6.6%。3 月 28 日自繁自养、外购仔猪养殖利润分别为 51.83 元/头、-27.13 元/头。2 月末我国能繁母猪存栏量 4066 万头，环比+0.1%。关于 25 年猪价走势，我们认为全年均价相对平稳运行，差异点在于优秀猪企完全成本持续优化，带来养殖利润的超预期。建议关注成本控制行业领先/持续向好、资金面相对健康、估值合理的猪企。
- **国内宠物食品市场扩容持续，2 月出口量增价低。**24 年我国宠物主粮消费市场规模达 1072 亿元，2017-24 年 CAGR 为 12.7%，占宠物食品市场比例自 17 年的 62%提升至 24 年的 68%。不同于欧美等成熟市场，我国宠食销售以线上为主。出口方面，25 年 2 月我国宠物食品出口额为 5.63 亿元，同比-0.61%。量价拆分来看，出口量为 2.08 万吨，同比+19.97%，自 23 年 9 月以来始终保持较高增速；出口均价为 27.05 元/kg，同比-17.16%。
- **投资建议：**1) 基于能繁母猪作用值及养殖效率的考虑，25 年猪价同比或呈下行走势，年内相对平稳运行，叠加成本下行带来的利润超预期，重点关注成本边际变化显著、资金面良好的优质猪企，包括牧原股份、温氏股份、天康生物、神农集团。2) 宠物食品行业处成长初期，优质企业市占率呈提升趋势，推荐乖宝宠物、中宠股份、佩蒂股份。3) 黄鸡价格与猪价有一定相关性，且考虑自身供给端低位，后续价格存上行可能，可关注立华股份。4) 可关注养殖链后周期，包括饲料龙头海大集团，及动物疫苗相关企业，包括中牧股份、普莱柯、生物股份等。
- **风险提示：**畜禽价格不达预期的风险，动物疫病的风险，原材料价格波动的风险，政策的风险，自然灾害的风险等。

核心组合

股票代码	股票名称	月涨跌幅 (%)	市盈率 (TTM)	市值 (亿元)
002311.SZ	海大集团	-2.81	18.24	823.72
002714.SZ	牧原股份	9.23	12.11	2,165.44
300761.SZ	立华股份	6.02	15.62	157.42
301498.SZ	乖宝宠物	-2.69	59.37	347.24

资料来源：Wind，中国银河证券研究院（注：收盘价为 2025 年 3 月 28 日）

农林牧渔行业

推荐 维持评级

分析师

谢芝优

☎：021-68597609

✉：xiezhijyou_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130519020001

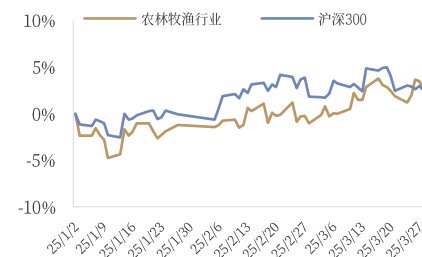
研究助理

陆思源

✉：lusiyuan_yj@chinastock.com.cn

相对沪深 300 表现图

2025-3-28



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

相关研究

1. 【银河农业谢芝优】行业动态报告_农林牧渔_农业指数低位运行，2 月能繁母猪环比下行
2. 【银河农业谢芝优】行业动态报告_农林牧渔_关注 25 年成本优化下的生猪养殖利润弹性
3. 【银河农业谢芝优】行业动态报告_农林牧渔_Q3 末母猪产能环比略增，10 月猪价略降
4. 【银河农业谢芝优】行业动态报告_农林牧渔_9 月猪价震荡下行，猪企估值回落至低位
5. 【银河农业谢芝优】行业动态报告_农林牧渔_8 月生猪头均利润超 600 元，行业景气高企
6. 【银河农业谢芝优】行业动态报告_农林牧渔_7 月猪价持续上行，头均利润突破 400 元

目录

Catalog

一、 物价指标相对稳定，3月农业表现强于沪深300	3
（一） 2月CPI同比-0.7%，农产品贸易逆差降18%	3
（二） 农林牧渔总市值处低位，指数表现强于沪深300	4
二、 农业板块3月表现居前，生猪自繁自养利润好转	7
（一） 生猪：3月自繁自养利润好转，2月能繁母猪环比略增	7
（二） 黄羽鸡：毛鸡利润开始承压，产能端存回升趋势	9
（三） 动物保健：随养殖景气度波动，依靠研发/新品突围	12
（四） 宠物食品：国内市场扩容持续，2月出口量增价低	14
三、 投资建议及股票池	18
四、 风险提示	19

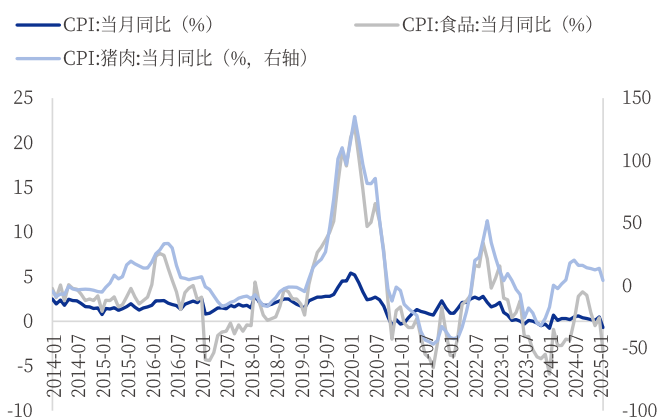
一、物价指标相对稳定，3月农业表现强于沪深300

(一) 2月CPI同比-0.7%，农产品贸易逆差降18%

2025年2月，我国CPI同比-0.7%，其中食品项同比-3.3%，食品中猪肉同比+4.1%。从环比来看，2月CPI环比-0.2%，其中食品项环比-0.5%，食品中猪肉环比-1.9%。

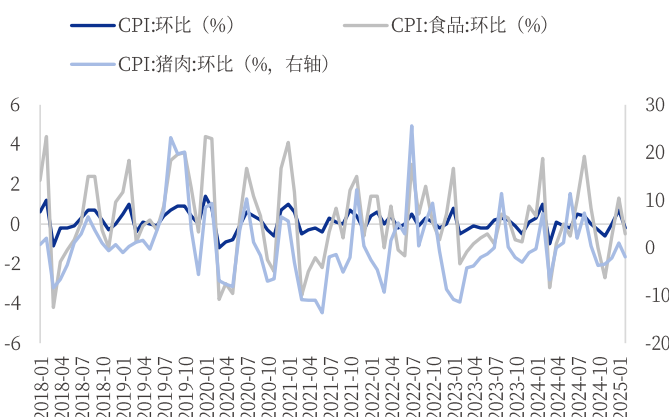
2025年2月，我国农产品进口金额为137.47亿美元，同比-10.16%，出口金额为58.86亿美元，同比+2.81%，贸易逆差78.61亿美元，同比-17.91%。2025年1-2月，我国农产品累计进口金额为306.95亿美元，同比-14.64%，累计出口金额为152.25亿美元，同比+2.65%，贸易逆差154.70亿美元，同比-26.77%。

图1: 2025年2月我国CPI同比-0.7%



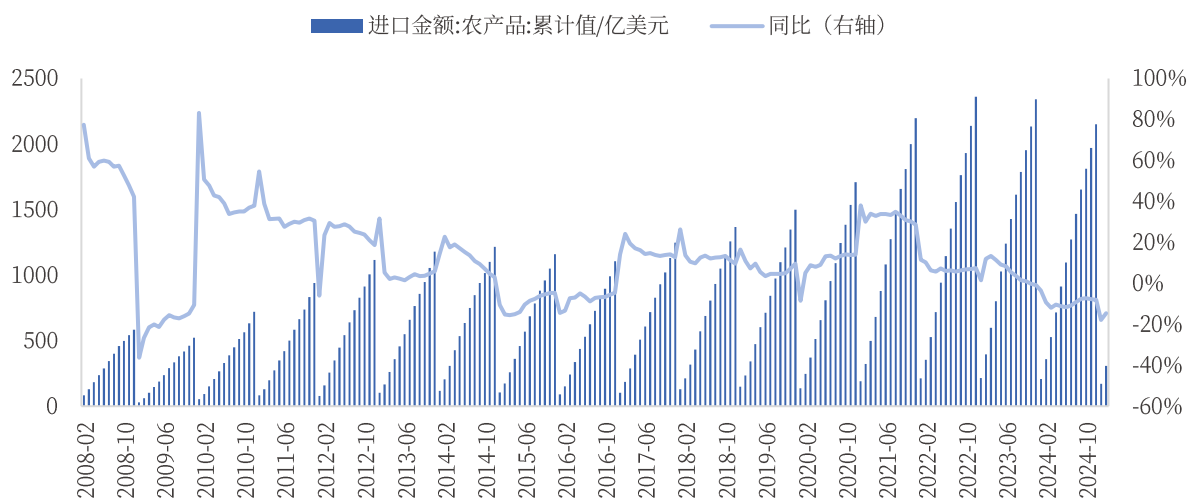
资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图2: 2025年2月我国CPI环比-0.2%



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图3: 2025年1-2月我国农产品累计进口额为306.95亿美元，同比-14.64%



资料来源：海关总署，中国银河证券研究院

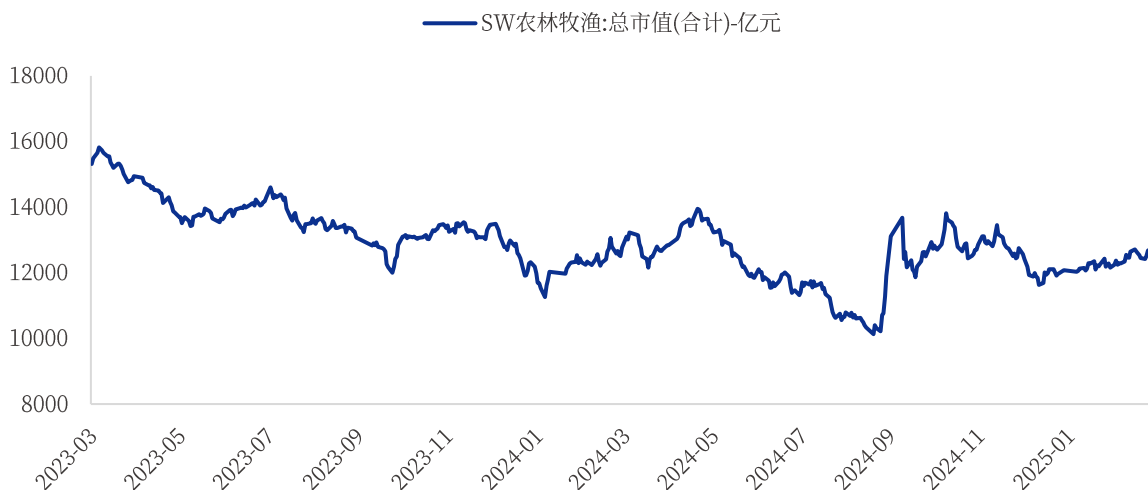
（二）农林牧渔总市值处低位，指数表现强于沪深 300

据 SW 行业分类,截至 2025 年 3 月 28 日,农林牧渔板块含上市公司 113 家,总市值为 12548.98 亿元,占全部 A 股市值的 1.30%,略有下行;其中农产品加工、种植业、养殖业、饲料、动物保健分别包含 27 家、21 家、21 家、17 家、14 家,对应市值 2,866.32 亿元、1,357.35 亿元、5,252.51 亿元、2,084.29 亿元和 592.14 亿元。从市值占比角度来看,养殖业和农产品加工板块居前(41.86%、22.84%)。

25 年 3 月(截至 3 月 28 日),农林牧渔指数+3.51%(以 SW 2021 行业分类为准),同期沪深 300 上涨 0.65%,农林牧渔表现强于沪深 300。对比各子行业指数,动物保健(+11.62%)、养殖业(+6.10%)涨幅居前,而种植业(-2.02%)表现靠后。

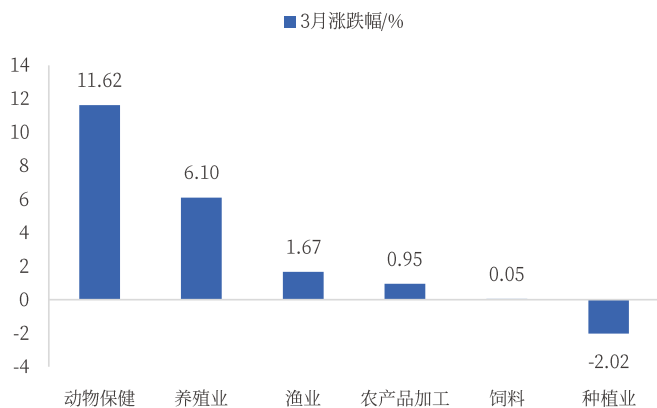
25 年年初至今(截至 3 月 28 日),农林牧渔指数+0.63%(以 SW 2021 行业分类为准),同期沪深 300 下跌 0.50%,农林牧渔表现强于沪深 300。对比各子行业指数,动物保健(+4.95%)、养殖业(+2.56%)涨幅居前,而种植业(-6.20%)显著承压。

图4: 2025 年 3 月 28 日农林牧渔总市值为 12548.98 亿元



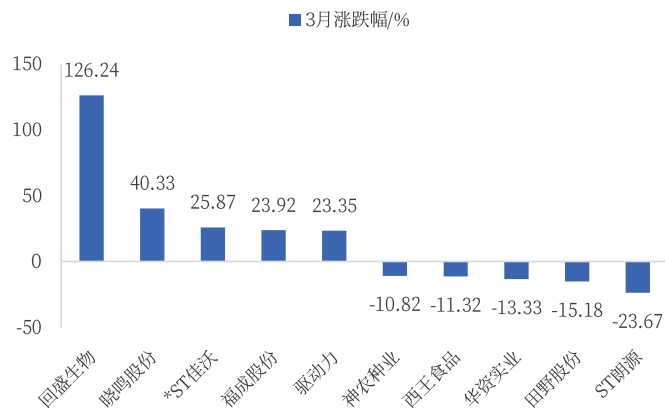
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图5: 25 年 3 月农林牧渔部分子行业指数涨跌幅情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图6: 25 年 3 月农业个股涨跌幅各前五名情况



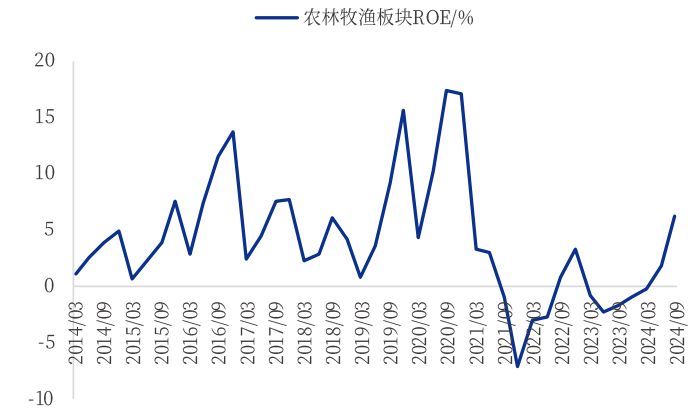
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表1：部分重点公司相关财务指标（收盘价为 2025 年 3 月 28 日，ROE 为 2024Q3 数据）

公司名称	代码	收盘价（元）	EPS			PE			ROE（%）	投资评级
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E		
温氏股份	300498.SZ	16.96	1.42	2.11	1.35	12	8	13	17.72	推荐
牧原股份	002714.SZ	39.64	3.27	3.47	4.80	12	11	8	15.52	推荐
海大集团	002311.SZ	49.51	2.38	3.34	2.99	21	15	17	17.32	推荐
天康生物	002100.SZ	6.31	0.50	1.21	0.77	13	5	8	8.47	推荐
立华股份	300761.SZ	19.02	1.31	2.49	1.06	15	8	18	14.18	推荐
乖宝宠物	301498.SZ	86.80	1.42	1.79	2.12	61	48	41	12.14	推荐
中宠股份	002891.SZ	42.47	1.10	1.27	1.54	39	33	28	12.03	推荐
中牧股份	600195.SH	6.75	0.47	0.60	0.67	14	11	10	1.49	推荐
普莱柯	603566.SH	12.42	0.65	0.83	0.91	19	15	14	3.96	推荐
科前生物	688526.SH	15.84	1.04	1.26	1.45	15	13	11	6.78	推荐
生物股份	600201.SH	7.31	0.33	0.39	0.46	22	19	16	3.14	推荐
佩蒂股份	300673.SZ	17.30	0.75	0.87	1.06	23	20	16	8.09	推荐
益生股份	002458.SZ	9.67	0.46	0.59	0.68	21	16	14	6.78	推荐
民和股份	002234.SZ	9.25	-0.77	0.59	0.42	-12	16	22	-9.97	推荐
仙坛股份	002746.SZ	6.05	0.25	0.48	0.47	24	13	13	2.45	推荐
禾丰股份	603609.SH	7.81	0.66	0.84	1.00	12	9	8	4.32	推荐
隆平高科	000998.SZ	10.17	0.42	0.59	0.79	24	17	13	-9.37	推荐
登海种业	002041.SZ	10.03	0.31	0.39	0.50	32	26	20	1.64	推荐
荃银高科	300087.SZ	9.24	0.37	0.5	0.6	25	18	15	-4.55	推荐

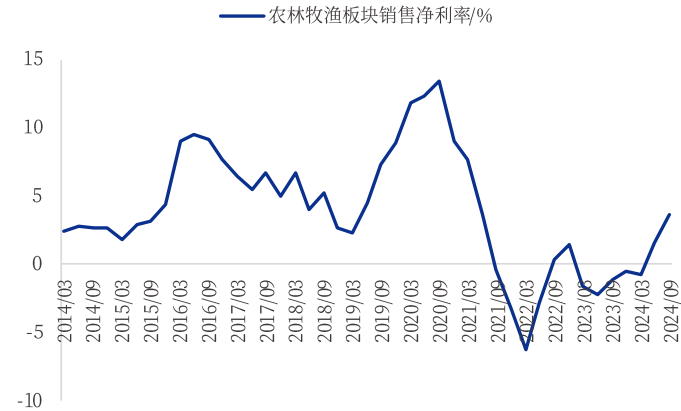
资料来源：Wind，中国银河证券研究院（注：民和股份、仙坛股份、禾丰股份、登海种业 24-26E EPS 为 Wind 一致预期，牧原股份、益生股份 EPS 为 24A）

图7：2014Q1-2024Q3 农林牧渔板块 ROE 情况



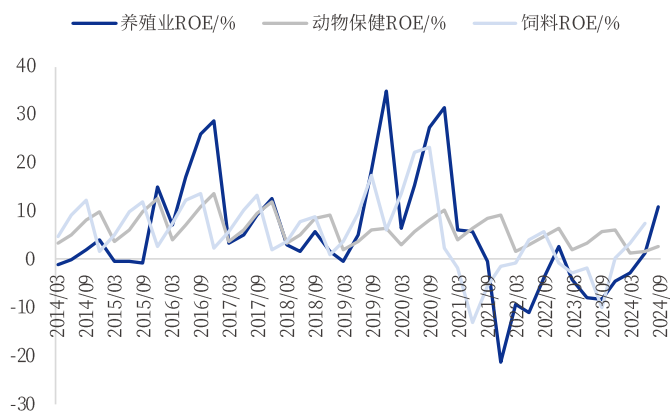
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图8：2014Q1-2024Q3 农林牧渔板块销售净利率情况



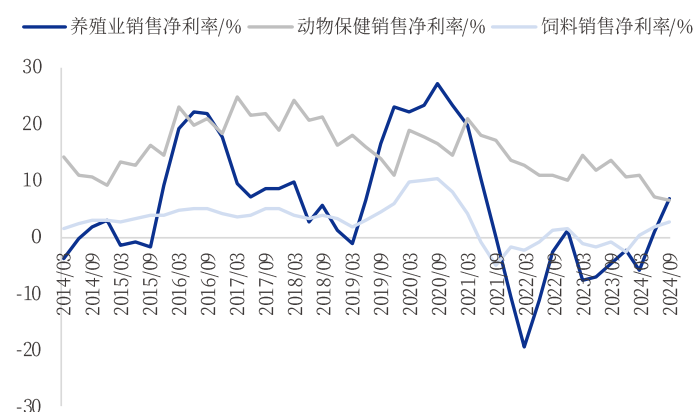
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图9: 2014Q1-2024Q3 畜禽养殖、动物保健、饲料 ROE 情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图10: 2014Q1-2024Q3 畜禽养殖、动物保健、饲料销售净利率情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表2: 2016-2024 年农林牧渔行业及其子板块畜禽养殖行业 EPS 情况

行业	年份	一季报	中报	三季报	年报
农林牧渔	2016	0.06	0.14	0.20	0.28
	2017	0.07	0.12	0.19	0.17
	2018	0.06	-0.002	0.09	0.05
	2019	0.05	0.14	0.28	0.41
	2020	0.10	0.23	0.39	0.44
	2021	0.12	0.15	0.09	-0.09
	2022	-0.03	-0.002	0.12	0.10
	2023	0.02	-0.01	0.002	-0.06
	2024	0.02	0.05	0.13	
养殖业	2016	0.16	0.41	0.57	0.63
	2017	0.07	0.06	0.11	0.08
	2018	0.05	-0.47	-0.28	-0.13
	2019	0.17	0.51	1.27	2.07
	2020	0.27	0.52	0.88	0.97
	2021	0.26	0.29	0.10	-0.07
	2022	-0.27	-0.31	-0.04	0.08
	2023	-0.17	-0.34	-0.33	-0.42
	2024	-0.07	0.03	0.35	

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

二、农业板块 3 月表现居前，生猪自繁自养利润好转

农林牧渔行业可分为两大产业链，包括种植产业链和养殖产业链，其中种植产业链包括种业、种植业、农产品加工、林业等子行业，养殖产业链包括畜禽养殖、饲料、疫苗、渔业等子行业。

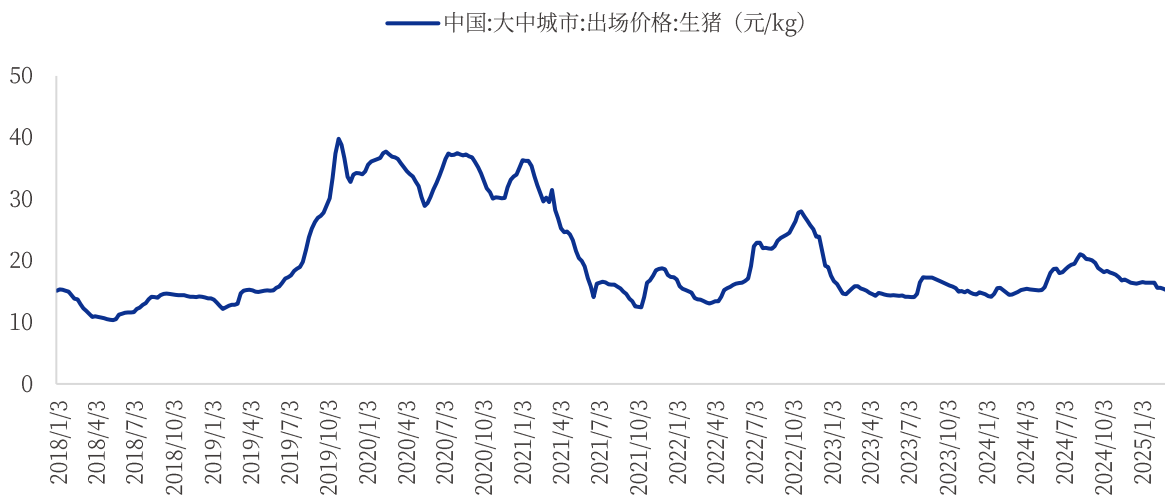
种植产业链主要围绕技术升级（转基因）、土地改革、效率提升等几方面发展。我国农产品（如玉米、大豆等）成本居高不下，主要原因在于种业技术发展缓慢，核心技术由国际巨头垄断，同时人工成本高企，以及土地规模化程度不够而造成的效率低下，最终反映在成本与价格层面。对于种植产业链来说，未来急需技术与规模化的提升，进而实施精细化管理来提高生产效率。2020 年初以来，我国转基因育种研发节奏加速，23 年开始我国转基因商业化逐步推进。

养殖产业链发展水平高于种植产业链，行业增长较为迅速。从规模化程度、企业集中度、研发实力以及生产效率来说，我国养殖业均处于高速发展时期。在此过程中，行业规范性也在逐步形成，以白羽鸡行业为例，各企业自发形成白羽肉鸡联盟，以期实现供需平衡，产能调节，行业自我治理。在行业快速发展至成熟阶段期间，养殖产业链涌现出一批优质企业，从研发端发力，到管理标准化、精细化，看好未来养殖产业链相关优质企业的长远发展。

（一）生猪：3 月自繁自养利润好转，2 月能繁母猪环比略增

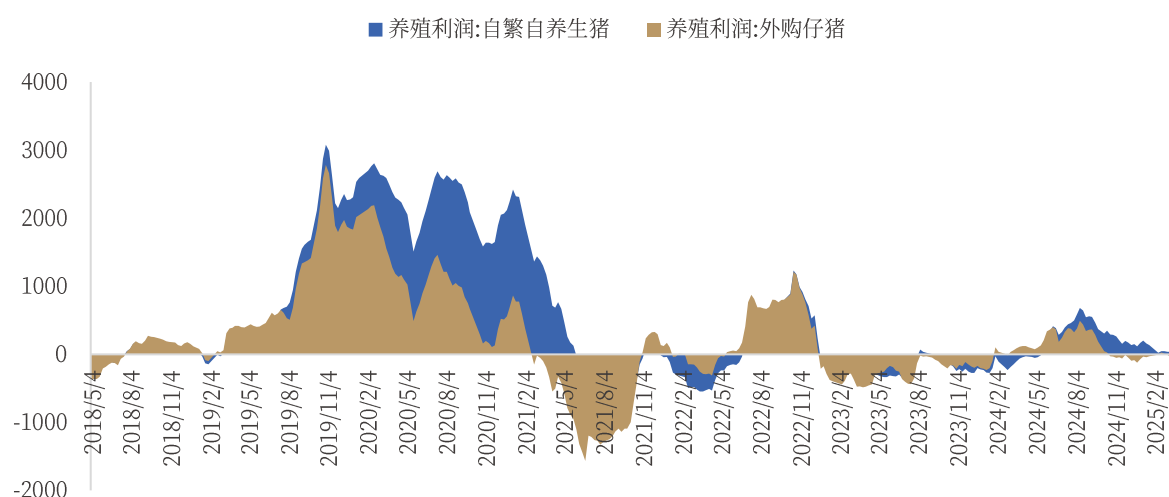
3 月猪价震荡下跌，自繁自养利润好转，外购仔猪持续亏损。根据国家发改委数据，21Q1-3，猪价从高点 36.33 元/kg，下跌至 12.42 元/kg。21 年十一假期之后，猪价开始触底反弹，最高反弹至 18.75 元/kg，而后再次开始下跌至 22 年 3 月下旬（周度均价为 13.06 元/kg）。22 年 4 月以来猪价震荡上行至 10 月 26 日，生猪价格为 28 元/kg，相比于 3 月低点上涨 114.4%；随后震荡下跌至 2023 年 7 月中旬的 14.11 元/kg，相比于高点跌去 49.61%。7 月下旬后反弹至 8 月 23 日的 17.28 元/kg，振幅约 22%，此后再次震荡下行进入亏损区间。24Q1 我国猪价整体呈现低位震荡状态，4 月以来回升至 15 元/kg 以上，进入上行通道中；此后 8 月中旬起呈现震荡下行态势。25 年 3 月 19 日猪价为 15.19 元/kg，较 24 年年末下跌 6.6%。

图11：猪价自 24.1.17 低点震荡回升，8 月中旬达年内高点 21.06 元/kg，此后震荡回落，25.3.19 为 15.19 元/kg



资料来源：国家发改委，中国银河证券研究院

图12: 2025.3.28 自繁自养、外购仔猪养殖利润分别为 51.83 元/头、-27.13 元/头



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

2月能繁母猪存栏 4066 万头，环比+0.1%。2019年12月我国生猪存栏开启触底恢复趋势，存栏数据开始缓慢增长。而自21年7月起，能繁母猪存栏开启持续的环比下行趋势，并逐步加速。我们认为能繁母猪存栏环比下行是猪价探底的必要条件。21年7月至22年4月，根据农业部、统计局等数据来看，我国能繁母猪存栏去化约8.5%。25年2月末，我国能繁母猪存栏量为4066万头，环比+0.1%，同比+0.6%，为3900万头正常保有量的104.3%，相比于上一个高点4390万头（22年12月末）去化约324万头。

基于能繁母猪作用值、MSY等指标的观察，我们认为2024年生猪年度均价同比上行，且H2价格优于H1确定性高；上述判断经24年猪价运行基本得到验证。关于2025年猪价走势，我们延续前述的框架结构，认为全年均价相对平稳运行，但同比24年均价呈现下行走势；头部优秀猪企完全成本持续优化，带来养殖利润的超预期。

在当前行情背景下，考虑养殖成本中枢下移，养殖利润弹性有望超预期。我们建议积极关注成本控制行业领先/持续向好、资金面相对健康、估值合理的猪企。

表3: 2010-2025 年我国生猪自繁自养月度利润情况（单位：元/头）

年度	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2011	300	352	333	346	403	597	670	620	578	440	320	361
2012	503	367	245	151	130	89	80	86	118	94	92	184
2013	281	209	7	-107	-78	17	48	140	162	134	134	130
2014	-31	-155	-241	-301	-107	-65	-36	88	89	19	-7	-32
2015	-78	-128	-152	-53	58	155	358	454	423	344	289	351
2016	486	539	578	688	779	780	676	758	678	470	513	565
2017	658	536	426	392	254	160	187	238	262	214	218	286
2018	304	214	-176	-279	-318	-140	-35	139	205	162	112	103
2019	-23	-76	171	321	337	438	599	1,005	1,623	2,485	2,615	2,293
2020	2,477	2,748	2,587	2,269	1,754	2,027	2,575	2,591	2,345	1,694	1,638	2,072
2021	2,294	1,632	1,323	762	258	-275	-175	-291	-559	-480	82	42
2022	-249	-438	-524	-279	-201	-116	500	485	728	1099	853	246

2023	-264	-322	-238	-337	-327	-321	-313	23	-35	-154	-233	-247
2024	-246	-110	-146	-36	31	353	405	589	485	314	221	143
2025	166	37	42									

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

表4：部分养殖企业生猪出栏情况

代码	企业名称	生猪出栏量/万头				
		2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
002714	牧原股份	1811.5	4026.4	6120	6381.6	7160.20
300498	温氏股份	954.55	1321.7	1791	2626.22	3018.27
002100	天康生物	134.49	161	203	281.58	302.85
002567	唐人神	102.5	154.2	216	371.26	433.62
000876	新希望	829.25	997.8	1461	1768.24	1652.49
002385	大北农	185.28	251.15	443.12	604.87	640.13
002124	ST 天邦	307.8	428	442.15	711.99	599.16
603363	*ST 傲农	134.6	324.6	519	585.9	209.84
002157	正邦科技	955.95	1492.7	845	547.85	414.66

资料来源：各公司公告，中国银河证券研究院

表5：生猪养殖行业五力模型分析

上游议价能力	下游议价能力	新进入者威胁	替代品威胁	现有竞争程度
生猪养殖上游为饲料、疫苗、种猪企业，我国大型养殖企业数量较少，而服务企业众多，使得上游议价能力较弱。	生猪养殖下游为屠宰企业，受猪价以及供应量影响，屠宰企业议价能力有变化，一般来说，议价能力较弱。	生猪养殖为重资产行业，新进入者需要投入大量资金以此来打造大规模养殖场，同时需要具备养殖技术、管理等方面的要求，新进入者威胁较小。	生猪养殖替代品可理解为养殖牛羊，但考虑到我国为猪肉消费大国，对牛羊的食用接受程度以及价格接受度有一定差距，因此替代品威胁较小。	生猪养殖行业呈现大行业、小企业特征，未来发展趋势为大型养殖集团的产能扩张，目前来说现有竞争存在于各企业成本控制方面，相互的竞争程度较低。

资料来源：中国银河证券研究院

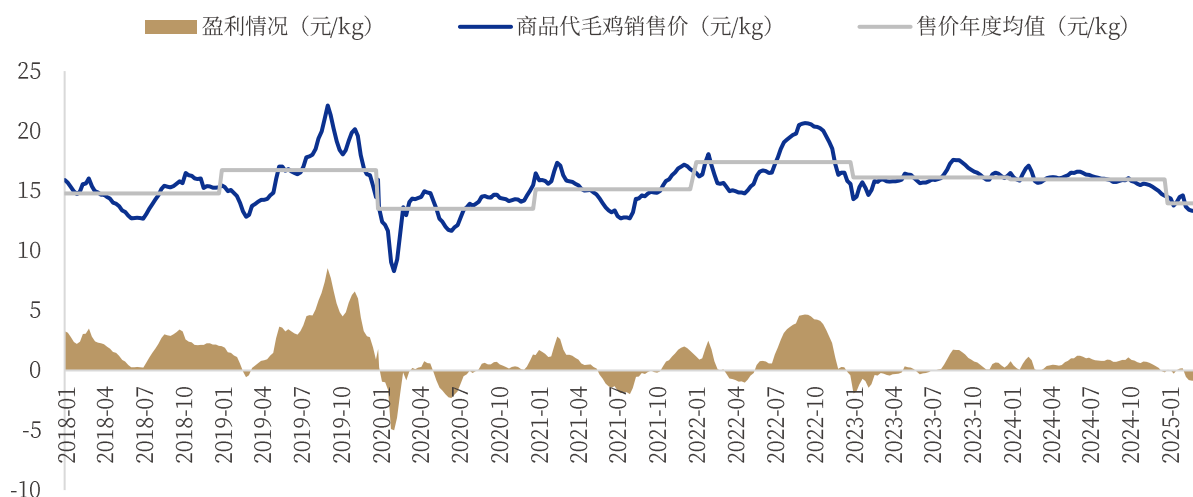
（二）黄羽鸡：毛鸡利润开始承压，产能端存回升趋势

根据中国畜牧业协会数据，2023-24 年我国黄羽鸡商品代毛鸡均价约为 16.11 元/kg、15.97 元/kg，同比分别为-7.42%、-0.87%。25 年以来黄鸡商品代毛鸡价格震荡下行，3 月 9 日价格为 13.33 元/kg，年初至今均价 13.96 元/kg。

成本层面，23 年黄鸡养殖成本高位震荡略有下行，由年初的 16.25 元/kg 震荡调整至年底的 15.82 元/kg。随着玉米等原材料价格的震荡下行，24 年养殖成本稳中略降并延续到 25 年，3 月 9 日为商品代毛鸡养殖成本为 14.2 元/kg。

利润层面，黄羽鸡商品代毛鸡养殖于 23 年 7 月中旬以来扭亏为盈，此后基本保持盈利。24 年 3 月以来毛鸡养殖盈利显著上行，自 3 月 10 日的单位亏损 0.04 元/kg 开始上行，24 年 12 月末出现亏损情况，随后呈现盈亏平衡波动的状态，25 年 3 月 9 日毛鸡亏损 0.87 元/kg。

图13: 2018 年以来我国黄鸡均价及盈利情况



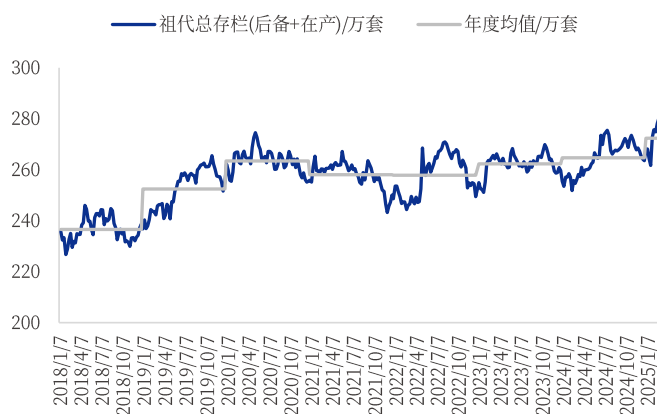
资料来源: 中国畜牧业协会禽业分会, 中国银河证券研究院

根据中国畜牧业信息网数据, 从父母代存栏角度看, 25 年 3 月 9 日在产+后备存栏约为 2262.29 万套, 其中在产父母代存栏约为 1371.09 万套, 产能处于 18 年以来的低位区域。

从黄羽鸡商品代雏鸡角度看, 其在 20H2 后以亏损居多, 仅在 21Q1 期间有较持续的盈利, 一定程度上表明行业产能过剩状态/需求端较弱。而 22 年 5 月下旬以来逐步改善, 持续时间约 7 个月; 至 22 年 12 月商品代雏鸡再次进入亏损状态, 持续 2 个月; 23 年 2 月开始商品代雏鸡扭亏为盈, 持续时间约 2 个月; 至 23 年 4 月中旬商品代雏鸡再次进入亏损状态, 持续时间约 3 个月; 23 年 7 月下旬以来商品代雏鸡再度扭亏为盈, 9 月以来盈利收窄并于 11 月下旬进入亏损区间, 2023 年商品代雏鸡平均盈利 0.06 元/只, 同比 22 年减少 0.19 元/只。进入 2024 年, 商品代雏鸡于 1 月 28 日扭亏为盈并持续, 25 年 3 月 9 日只均盈利为 0.24 元/只。

23Q4 以来饲料原材料价格下行较显著, 饲料高成本压力持续释放, 叠加产能端低位状态考虑以及生猪价格预期上行的潜在影响, 我们建议积极关注黄羽鸡行业性机会。

图14: 18 年至今我国黄鸡祖代总存栏情况



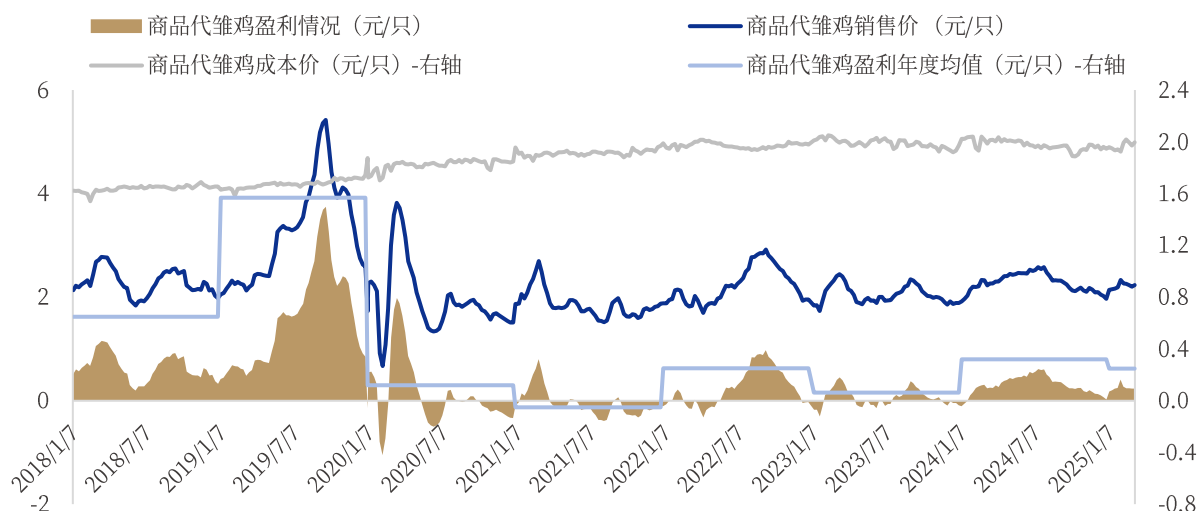
资料来源: 中国畜牧业协会禽业分会, 中国银河证券研究院

图15: 18 年至今我国黄鸡父母代存栏情况



资料来源: 中国畜牧业协会禽业分会, 中国银河证券研究院

图16: 24 年 1 月末以来黄鸡商品代雏鸡扭亏为盈



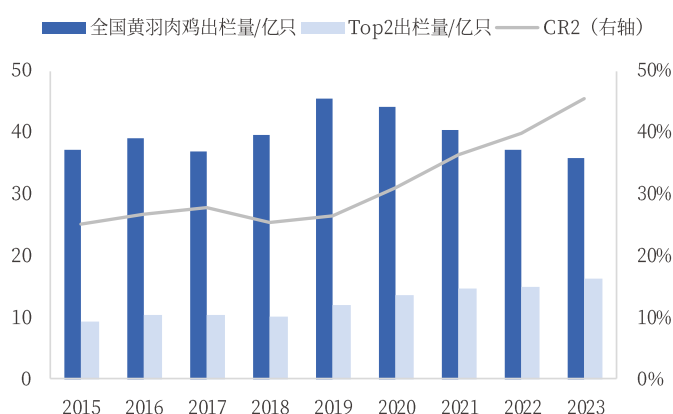
资料来源: 中国畜牧业协会禽业分会, 中国银河证券研究院

表6: 我国黄羽鸡主要品种情况

类型	特点
快速型	指出栏时间在 65 天以内的品种, 生长速度快。 这类黄羽肉鸡具有出栏时间短、料肉比低、养殖效率高等特点, 并且口感好于白羽肉鸡, 近几年发展速度较快。
慢速型	指出栏时间在 95 天以上的品种, 此类品种多为散养, 注重外观和肉质。 由于养殖时间长, 慢速型黄羽鸡单只养殖成本较高, 市场售价也明显高于其他品种, 主要供应中高档餐厅、酒店及家庭消费, 部分用于加工领域。
中速型	指出栏时间在 65-95 天的品种, 兼具快速型、高效率 and 慢速型、高质量的特点。 一些中速鸡由于胸腿肌较好、脚胫粗细适中、皮肤光亮, 屠宰后更为美观, 是做冰鲜鸡的最佳原料。

资料来源: 立华股份招股说明书, 中国银河证券研究院

图17: 2015-2023 年我国黄羽鸡养殖集中度情况



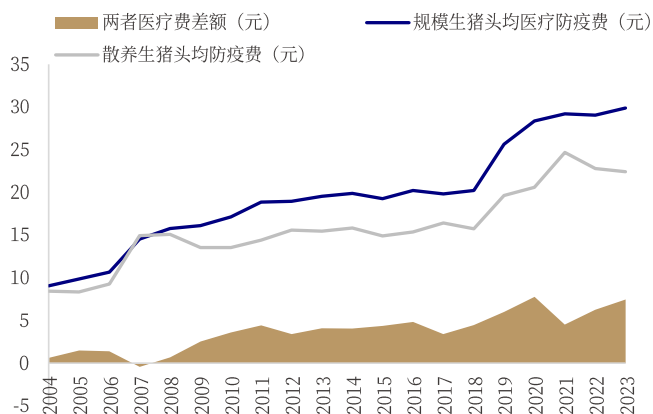
资料来源: 温氏股份、立华股份公司公告, 中国银河证券研究院

（三）动物保健：随养殖景气度波动，依靠研发/新品突围

从行业结构来说，动物疫苗属于畜禽养殖后周期行业，主要受益于下游畜禽养殖存栏回升、规模化提升带动渗透率提升这两个逻辑。历史数据表明规模化养殖在医疗防疫费上的花费高于散养模式，2023 年对应数据为 29.88 元/头、22.43 元/头，相差 7.45 元/头，两者差额最大值为 2020 年的 7.78 元/头。在规模化提升的大背景下，疫苗销量亦将随之提升。

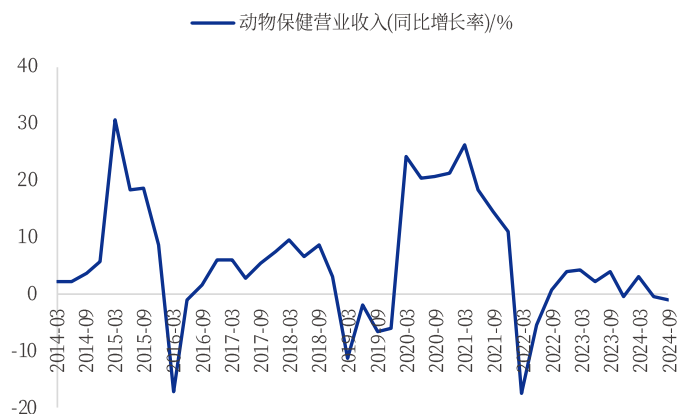
作为后周期行业，疫苗销量受下游养殖业景气度影响。22H1 猪价筑底，疫苗行业收入负增长；随着猪价逐步好转，疫苗行业收入增速三季报开始转正（+0.77%），至 23 年三季报其收入增速为 3.85%，同比显著好转；23Q4 受猪价低迷影响，疫苗行业收入增速再次转负（-0.43%）。24 年整体承压，三季报动保行业 ROE 为 2.6%，同比-3.17pct；行业销售净利率 6.7%，同比-7.07pct。

图18：2023 年生猪医疗防疫费创新高



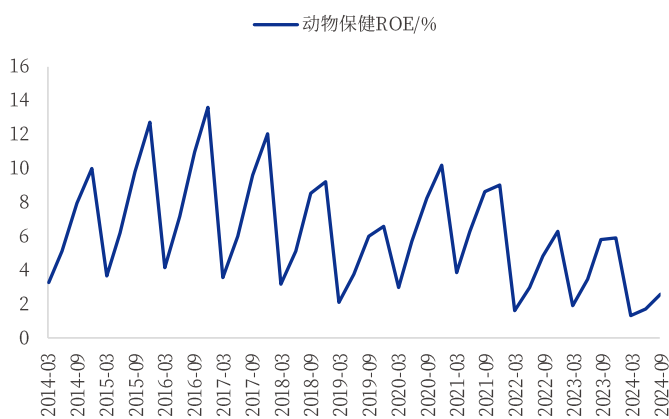
资料来源：全国农产品成本收益资料汇编，中国银河证券研究院

图19：2014Q1-2024Q3 动物保健行业收入增长变动情况



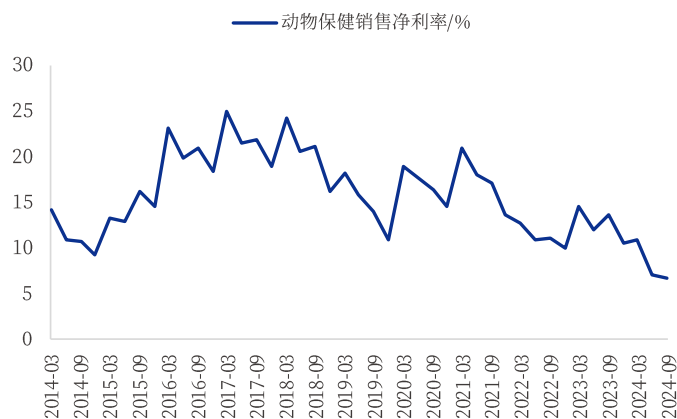
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图20：2014Q1-2024Q3 动物保健行业 ROE 变动情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图21：2014Q1-2024Q3 动物保健行业销售净利率变动情况



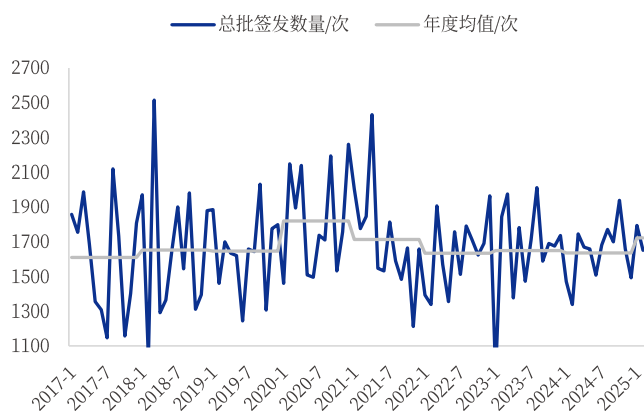
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

观察疫苗批签发数据，25 年 2 月我国批签发数为 1651 次，同比+23%，环比-8%。从季度数据来看，24Q1-Q4 我国疫苗批签发数分别为 4556 次、4835 次、5151 次、5091 次，其中 Q1 为近七年最低点，其余三个季度处中等偏上。公司层面看，上市疫苗企业批签发变动情况基本与行业保持一致，生物股份、普莱柯、中牧股份、科前生物 23Q1、Q2 环比均呈下行走势。随着 7-8 月猪价低位反弹，疫苗批签发量相对好转，23Q3 上市疫苗企业批签发量季度环比均有上行。随着 23Q4-24Q1 猪价再度低迷，上市疫苗企业除中牧股份、天康生物外，其余批签发量均环比下行。自 24Q2-3 猪

价进入上行区间，多数上市疫苗企业批签发量环比上行；24Q4 猪鸡震荡下行背景下，疫苗批签发量环比增速显著回落。

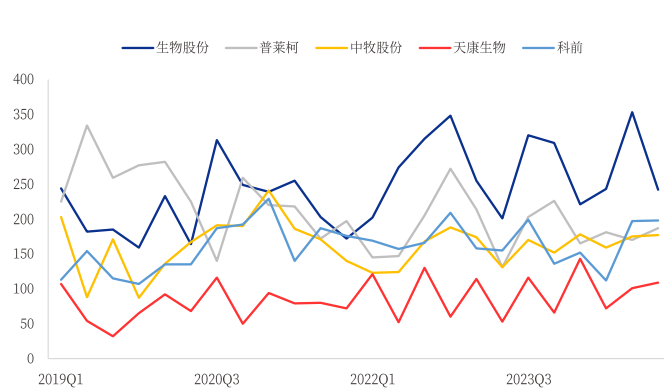
综合来看，动保企业业绩随下游养殖行业景气度波动。在非强免政策驱动下，25 年动物疫苗将迎来市场化大时代，未来市场苗的增长将是企业业绩增长的核心，头部疫苗企业将显著受益。研发端来看，多联多价疫苗、mRNA 疫苗或成为未来长期推进方向，为头部疫苗企业实现差异化竞争的核心之一。另外，关注宠物疫苗的国产替代趋势，我国宠物健康行业不断扩容，宠物疫苗国产替代空间巨大。犬、猫用狂犬病灭活疫苗和犬用疫苗的国产替代进展较快。

图22：25 年 2 月我国疫苗批签发量同比+23%



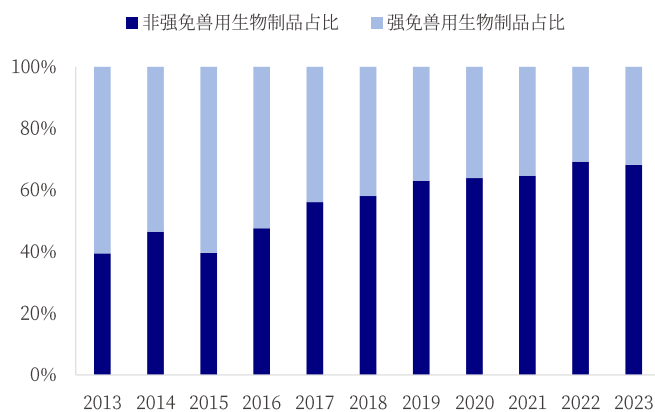
资料来源：国家兽药基础数据库，中国银河证券研究院

图23：2019Q1-2024Q4 上市疫苗企业批签发量（次）



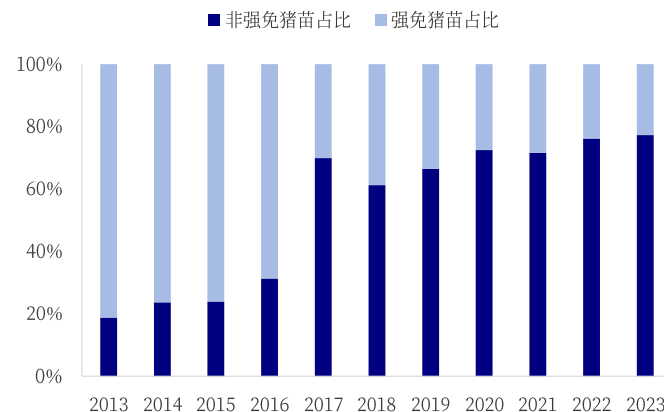
资料来源：国家兽药基础数据库，中国银河证券研究院

图24：2013-2023 年我国强制、非强制免疫生物制品市场占比



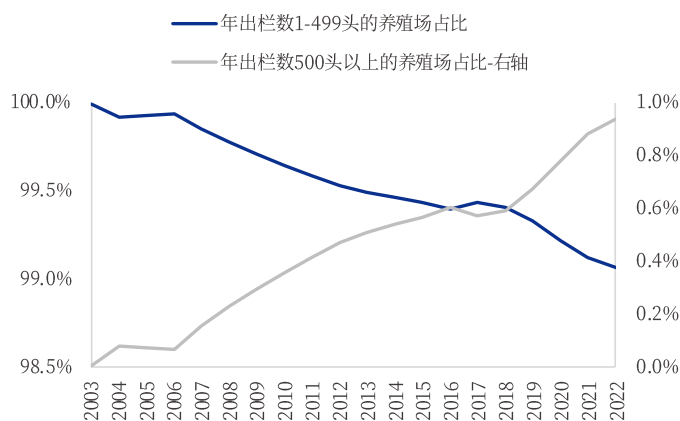
资料来源：科前生物公司公告，中国银河证券研究院

图25：2013-2023 年我国强制、非强制猪苗市场份额对比



资料来源：科前生物公司公告，兽药协会，中国银河证券研究院

图26：2003-2022 年我国生猪饲养规模化情况



资料来源：中国畜牧业年鉴，中国银河证券研究院

表7：疫苗行业五力模型分析

上游议价能力	下游议价能力	新进入者威胁	替代品威胁	现有竞争程度
疫苗行业上游为病原微生物生产企业，议价能力较弱。	疫苗行业下游为畜禽养殖行业以及政府，对应产品为市场苗以及招采苗。疫苗企业均努力争取大型养殖集团订单，且通过招投标拿到政府招采苗订单，因此下游议价能力强。	疫苗行业新进入者可理解为疫苗新产品批文下发，企业可以生产销售某疫苗产品，对现有竞争格局影响较大，即新进入者威胁大。	市场上一种疫病有对应多种疫苗产品，且随着多联苗、多价苗的上市，对单一产品的替代效应较大。	疫苗行业产品差异较大，以口蹄疫为例，目前有8家公可参与竞争，而猪瘟疫苗公司达20家以上，综合来说，竞争程度中等。

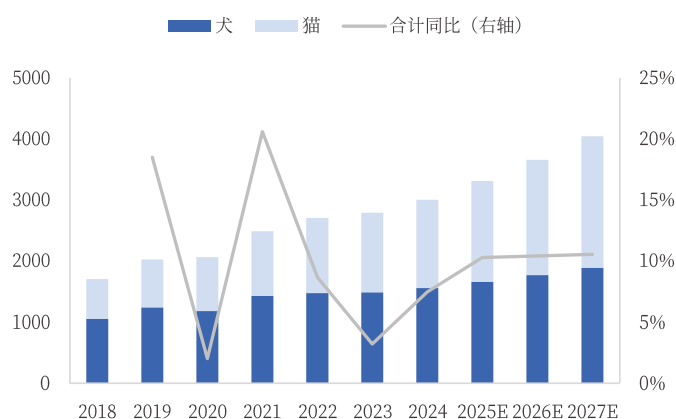
资料来源：中国银河证券研究院

（四）宠物食品：国内市场扩容持续，2月出口量增价低

24 年我国宠物食品规模同比+7.5%，宠物主粮占比 68%。在科学养宠观念升级下宠物食品渗透率提升，以及宠物数量增加&单只宠物消费水平提升等因素的驱动下，我国宠物市场持续扩容。根据派读宠物白皮书数据，我国宠物市场规模呈快速提升趋势，2024 年城镇宠物犬猫消费市场规模达 3002 亿元，同比+7.5%，2018-2024 年 CAGR 为 9.9%，预计 2027 年市场规模有望超 4000 亿元。

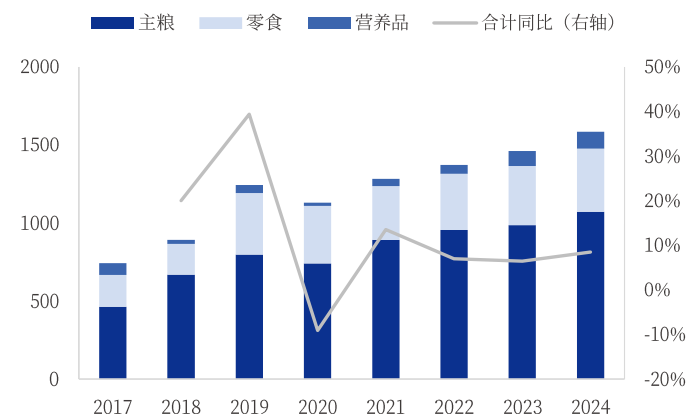
宠物食品作为宠物消费行业重要的细分板块（2024 年市场规模占比达 52.8%），依然处于快速增长的早期阶段，未来成长空间广阔。2024 年我国宠物食品市场规模为 1585 亿元，同比+8.5%，2017-2024 年 CAGR 为 11.4%。细分来看，宠物主粮是宠物食品中最主要的消费品类，且增速高于零食、营养品。2024 年我国宠物主粮消费市场规模达 1072 亿元，2017-2024 年 CAGR 为 12.7%，占宠物食品市场的比例自 2017 年的 62.4%提升至 2024 年的 67.6%。

图27: 2018-2027E 中国城镇宠物（犬猫）消费市场规模（亿元）



资料来源：派读宠物《中国宠物行业白皮书》，中国银河证券研究院

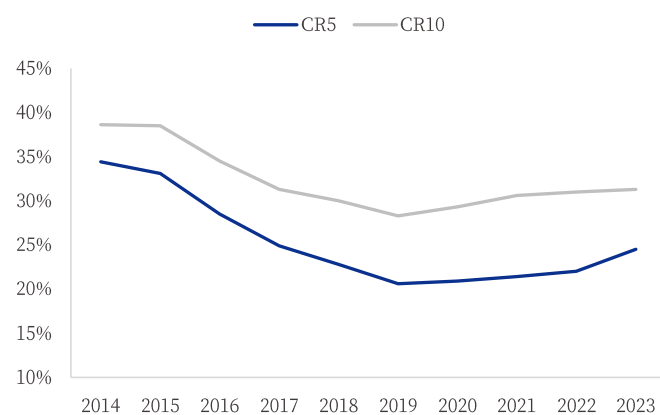
图28: 2017-2024 年中国宠物食品消费市场规模（亿元）



资料来源：派读宠物《中国宠物行业白皮书》，中国银河证券研究院

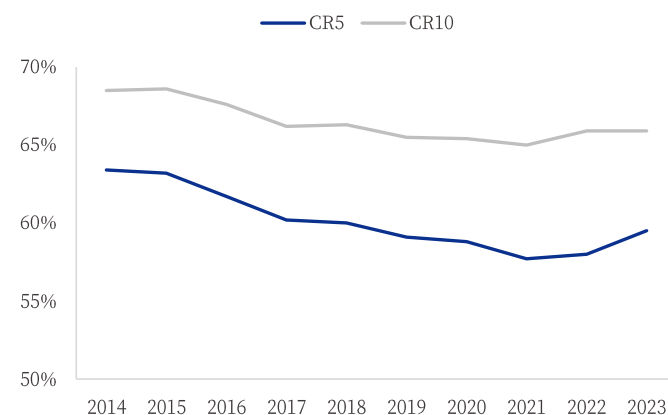
我国宠物食品市场集中度较低，高成长龙头有望推动行业整合。我国宠物食品行业尚处于早期发展阶段，竞争格局相对分散，高端市场主要由进口品牌占据，国产品牌持续发力中。根据欧睿数据，2023 年我国宠物食品市场 CR5、CR10 分别为 25%、31%，远低于全球 60%、66% 的水平。2023 年我国宠物食品 Top5 中有 2 家进口品牌（玛氏、雀巢），以及 3 家国产品牌（乖宝宠物、依蕴宠物、中宠股份）。根据派读宠物白皮书，我国养宠人群在购买犬主粮和猫主粮的品牌偏好上，国产品牌在购买偏好均有显著上升。随着国内宠物主对国产品牌的接受度不断提高，国产龙头企业有望保持较快增长，从而推动行业集中度提升。

图29: 2014-2023 年中国宠物食品市场集中度



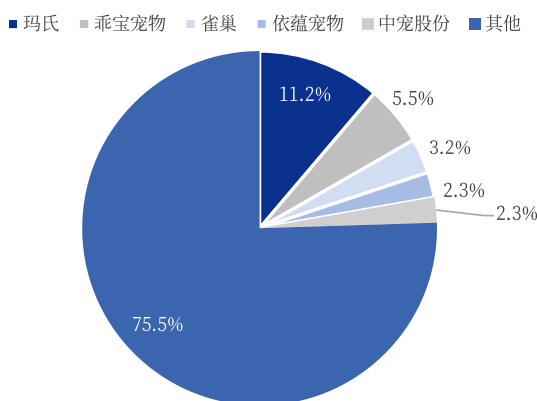
资料来源：欧睿 passport，中国银河证券研究院

图30: 2014-2023 年全球宠物食品市场集中度



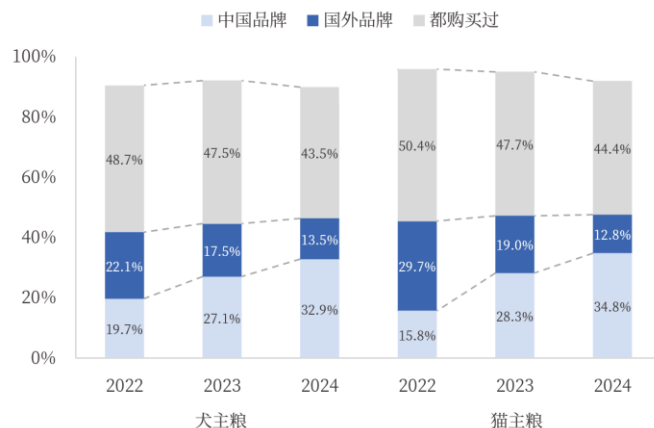
资料来源：欧睿 passport，中国银河证券研究院

图31: 2023 年中国宠物食品行业 CR5 为 24.5%



资料来源: 欧睿 passport, 中国银河证券研究院

图32: 2022-2024 年中国养宠人群购买主粮的品牌偏好变化

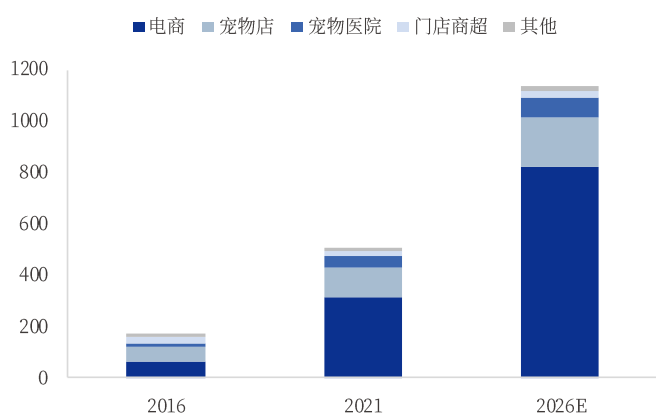


资料来源: 派读宠物《中国宠物行业白皮书》, 中国银河证券研究院

抖音等新兴电商平台增速亮眼, 助力宠物食品线上渠道放量。不同于欧美等成熟市场, 我国宠物食品销售以线上渠道为主。根据德勤数据, 2021 年我国宠物食品电商渠道市场规模约 311 亿元, 占比自 2016 年的 38% 提升至 62%; 预计 2026 年市场规模有望超 820 亿元, 占比或达 72%。

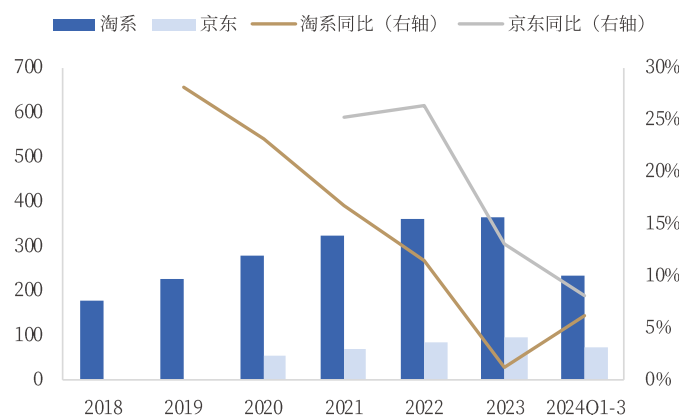
分平台来看, 近年淘系、京东等传统电商平台的宠物食品销售增速有所放缓。根据麦乐多数据, 23 年淘系、京东分别实现成交额 363 亿元、94.7 亿元, 同比+1.1%、+13.0%; 24Q1-3 淘系、京东分别实现成交额 232.6 亿元、71.7 亿元, 同比+6.1%、+8.0%。相比之下, 新兴电商平台销售增速更为亮眼, 24Q1-3 抖音、拼多多分别实现成交额 78.6 亿元、55.1 亿元, 同比+48.9%、+82.8%。新兴电商平台的增长很大程度上受益于直播渠道的快速增长, 例如 24Q1-3 抖音平台 78.6 亿元的成交额中 38 亿元来自于直播渠道, 占比超 48%, 同比有 36% 的较大增幅。未来随着电商新渠道、新业态快速发展, 有望助力宠物食品线上销售规模进一步扩大。

图33: 不同渠道下中国宠物食品行业市场规模情况 (亿元)



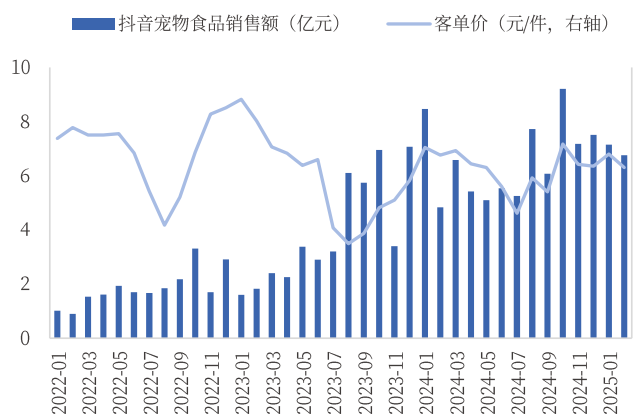
资料来源: 德勤《中国宠物食品行业白皮书 2022》, 中国银河证券研究院

图34: 2018-2024Q1-3 淘系、京东宠物食品年度成交额 (亿元)



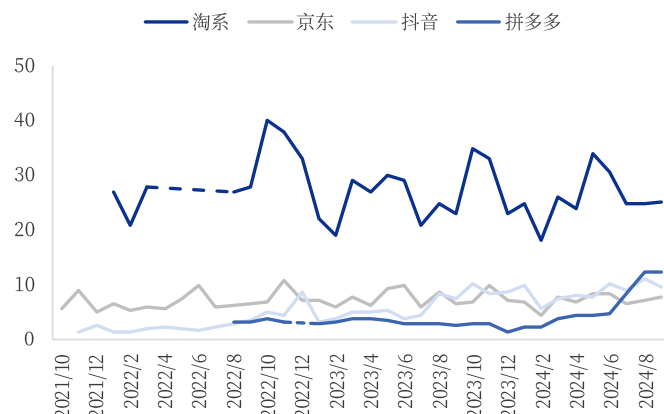
资料来源: 麦乐多 Milestone, 中国银河证券研究院 (注: 淘系指天猫+淘宝)

图35: 2022 年至今抖音月度宠物食品销售情况



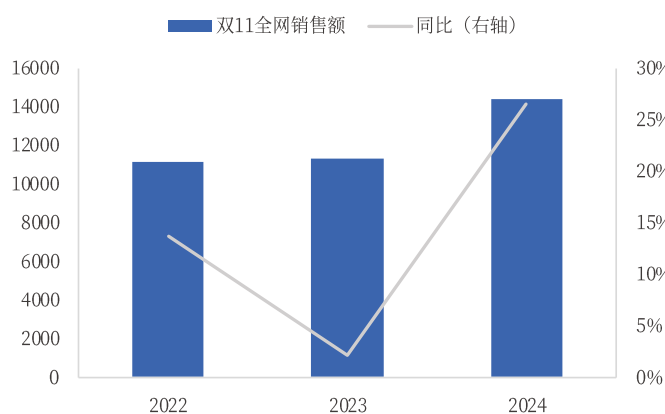
资料来源：宠物营销界，中国银河证券研究院

图36: 2021.10-2024.9 各电商平台宠物食品月度成交额（亿元）



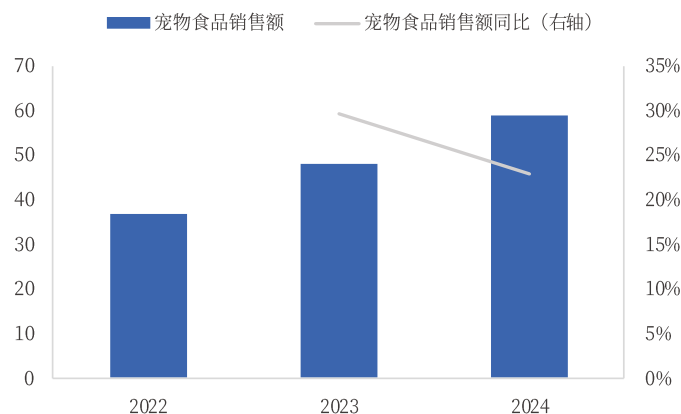
资料来源：麦乐多 Milestone，中国银河证券研究院（注：淘系指天猫+淘宝）

图37: 2022-2024 年双 11 全网销售额及增速（亿元）



资料来源：星图数据，中国银河证券研究院

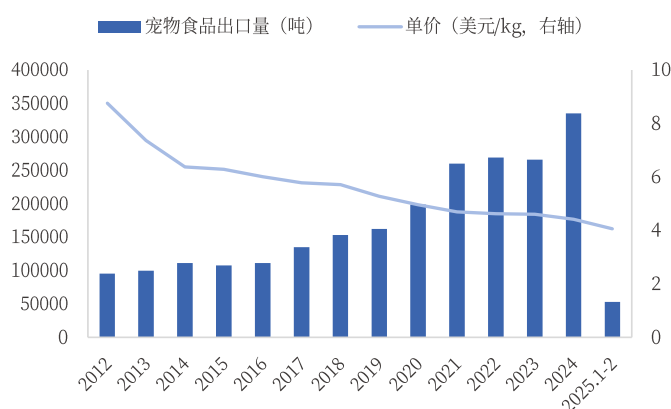
图38: 2022-2024 年双 11 宠物食品全网销售额及增速（亿元）



资料来源：星图数据，中国银河证券研究院

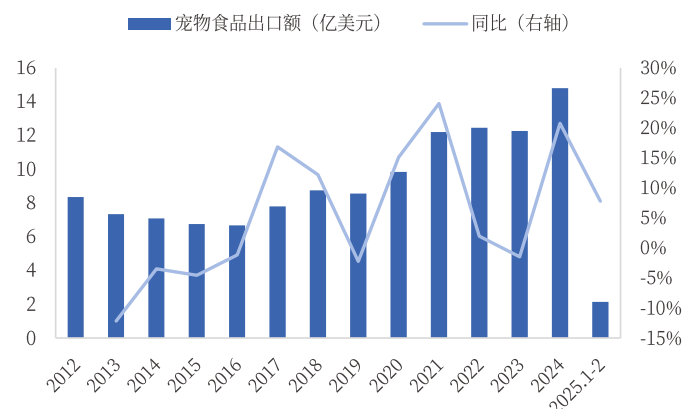
2025 年宠物食品出口景气度持续，1-2 月出口额同比+9%。我国宠物食品出口端自 23 年 9 月起显著回暖，此后始终保持较高增速，并主要由出口量的增长贡献。25 年 2 月我国宠物食品出口额为 5.63 亿元，同比-0.61%。其中，出口量为 2.08 万吨，同比+19.97%；出口均价为 27.05 元/kg，同比-17.16%。25 年 1-2 月累计出口额为 15.4 亿元，同比+9.11%。量价拆分来看，出口量为 5.28 万吨，同比+17.11%，推动整体出口金额的增长；出口均价为 29.19 元/kg，同比-6.83%。

图39：2012 年至今我国宠物食品（犬猫）出口量价情况



资料来源：海关总署，中国银河证券研究院

图40：2012 年至今我国宠物食品（犬猫）出口额及增速



资料来源：海关总署，中国银河证券研究院

三、投资建议及股票池

农林牧渔行业整体估值处低位水平。首先我们建议重点关注生猪养殖行业的回调布局机会，基于能繁母猪作用值以及养殖效率方面的考虑，25 年猪价同比或呈下行走势，而年内相对平稳运行，叠加成本下行带来的利润超预期，重点关注成本边际变化显著、资金面良好的优质猪企，可关注牧原股份（002714.SZ）、温氏股份（300498.SZ）、天康生物（002100.SZ）、神农集团（605296.SH）。其次，宠物食品行业处成长初期，优质企业市占率呈提升趋势，推荐乖宝宠物（301498.SZ）、佩蒂股份（300673.SZ）、中宠股份（002891.SZ）。第三，黄羽鸡价格与猪价有一定相关性，同时考虑自身供给端低位水平，后续价格存上行可能，可关注个股立华股份（300761.SZ）。第四，养殖产业链中的后周期行业，包括饲料龙头海大集团（002311.SZ）；同时关注动物疫苗新品上市进程，关注疫苗优质企业中牧股份（600195.SH）、普莱柯（603566.SH）、生物股份（600201.SH）等。

表8：核心组合推荐（收盘价为 2025 年 3 月 28 日）

名称	代码	收盘价	盈利预测（EPS）		PE		评级
			2025E	2026E	2025E	2026E	
海大集团	002311.SZ	49.51	3.34	2.99	15	17	推荐
牧原股份	002714.SZ	39.64	3.47	4.80	11	8	推荐
立华股份	300761.SZ	19.02	2.49	1.06	8	18	推荐
乖宝宠物	301498.SZ	86.80	1.79	2.12	48	41	推荐

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

四、风险提示

1、畜禽价格走势不达预期的风险：若畜禽价格走势低于预期，养殖企业业绩变化将较大，且一定程度上影响行业预期。

2、动物疫病的风险：若养殖企业遭受非洲猪瘟病毒等相关疫情，造成产能受损，将影响出栏量，进而业绩下降。另外，若发生类似于 H7N9 “禽流感”的人感染疫病，造成消费恐慌，将对猪价、禽类价格产生较大负面影响，将严重损害养殖企业盈利。

3、原材料价格波动的风险：玉米、小麦、豆粕等原材料价格波动将会对养殖、饲料等企业的盈利能力带来较大影响。

4、政策的风险：动物疫苗招标政策、品种审核政策的变化等将对动物疫苗企业造成显著影响。

5、自然灾害的风险：极端灾害天气会对农业生产造成巨大负面影响，从而导致农产品价格大幅波动。

图表目录

图 1: 2025 年 2 月我国 CPI 同比-0.7%	3
图 2: 2025 年 2 月我国 CPI 环比-0.2%	3
图 3: 2025 年 1-2 月我国农产品累计进口额为 306.95 亿美元, 同比-14.64%	3
图 4: 2025 年 3 月 28 日农林牧渔总市值为 12548.98 亿元	4
图 5: 25 年 3 月农林牧渔部分子行业指数涨跌幅情况	4
图 6: 25 年 3 月农业个股涨跌幅各前五名情况.....	4
图 7: 2014Q1-2024Q3 农林牧渔板块 ROE 情况	5
图 8: 2014Q1-2024Q3 农林牧渔板块销售净利率情况.....	5
图 9: 2014Q1-2024Q3 畜禽养殖、动物保健、饲料 ROE 情况.....	6
图 10: 2014Q1-2024Q3 畜禽养殖、动物保健、饲料销售净利率情况	6
图 11: 猪价自 24.1.17 低点震荡回升, 8 月中旬达年内高点 21.06 元/kg, 此后震荡回落, 25.3.19 为 15.19 元/kg.....	7
图 12: 2025.3.28 自繁自养、外购仔猪养殖利润分别为 51.83 元/头、-27.13 元/头.....	8
图 13: 2018 年以来我国黄鸡均价及盈利情况.....	10
图 14: 18 年至今我国黄鸡祖代总存栏情况	10
图 15: 18 年至今我国黄鸡父母代存栏情况	10
图 16: 24 年 1 月末以来黄鸡商品代雏鸡扭亏为盈.....	11
图 17: 2015-2023 年我国黄羽鸡养殖集中度情况	11
图 18: 2023 年生猪医疗防疫费创新高	12
图 19: 2014Q1-2024Q3 动物保健行业收入增长变动情况	12
图 20: 2014Q1-2024Q3 动物保健行业 ROE 变动情况	12
图 21: 2014Q1-2024Q3 动物保健行业销售净利率变动情况.....	12
图 22: 25 年 2 月我国疫苗批签发量同比+23%	13
图 23: 2019Q1-2024Q4 上市疫苗企业批签发量(次)	13
图 24: 2013-2023 年我国强制、非强制免疫生物制品市场占比.....	13
图 25: 2013-2023 年我国强制、非强制猪苗市场份额对比.....	13
图 26: 2003-2022 年我国生猪饲养规模化情况	14
图 27: 2018-2027E 中国城镇宠物(犬猫)消费市场规模(亿元)	15
图 28: 2017-2024 年中国宠物食品消费市场规模(亿元)	15
图 29: 2014-2023 年中国宠物食品市场集中度	15
图 30: 2014-2023 年全球宠物食品市场集中度	15
图 31: 2023 年中国宠物食品行业 CR5 为 24.5%	16
图 32: 2022-2024 年中国养宠人群购买主粮的品牌偏好变化.....	16
图 33: 不同渠道下中国宠物食品行业市场规模情况(亿元)	16
图 34: 2018-2024Q1-3 淘系、京东宠物食品年度成交额(亿元)	16
图 35: 2022 年至今抖音月度宠物食品销售情况.....	17

图 36: 2021.10-2024.9 各电商平台宠物食品月度成交额 (亿元)17

图 37: 2022-2024 年双 11 全网销售额及增速 (亿元)17

图 38: 2022-2024 年双 11 宠物食品全网销售额及增速 (亿元)17

图 39: 2012 年至今我国宠物食品 (犬猫) 出口量价情况18

图 40: 2012 年至今我国宠物食品 (犬猫) 出口额及增速18

表 1: 部分重点公司相关财务指标 (收盘价为 2025 年 3 月 28 日, ROE 为 2024Q3 数据) 5

表 2: 2016-2024 年农林牧渔行业及其子板块畜禽养殖行业 EPS 情况..... 6

表 3: 2010-2025 年我国生猪自繁自养月度利润情况 (单位: 元/头) 8

表 4: 部分养殖企业生猪出栏情况 9

表 5: 生猪养殖行业五力模型分析 9

表 6: 我国黄羽鸡主要品种情况.....11

表 7: 疫苗行业五力模型分析.....14

表 8: 核心组合推荐 (收盘价为 2025 年 3 月 28 日)18

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

谢芝优 农业行业首席分析师。南京大学管理学硕士。2015 年起先后供职于西南证券、国泰君安证券从事研究工作，2018 年加入银河证券。曾获 2024 年第十二届 Wind 金牌分析师农林牧渔第 5 名，2024 年第十二届&2022 年第十届 Choice 最佳农林牧渔行业分析师、最佳农林牧渔行业分析师团队，2016 年新财富农林牧渔第 4 名、新财富最具潜力第 1 名、金牛奖农业第 1 名、IAMAC 农业第 3 名、Wind 金牌分析师农业第 1 名团队成员。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn