

行业研究 | 行业专题研究 | 农林牧渔

把握宠物及饲料企业景气向上的投资机会



报告要点

把握宠物及饲料企业景气向上的投资机会。①消费成长类：水产链：水产品存塘有望逐渐回升，从而带动水产饲料需求改善；重点推荐海大集团。宠物：国内宠物行业处在快速发展阶段，宠物食品作为宠物经济的重要组成部分之一，在国内仍有广阔发展空间，这一过程也将孕育优秀的国产自主品牌，重点推荐乖宝宠物，中宠股份，瑞普生物。②周期景气类：养殖：四季度生猪养殖或仍能维持盈利，推荐牧原股份、温氏股份、立华股份、禾丰股份等。

分析师及联系人



王明琦



马鹏



涂雅晴

SAC: S0590524040003 SAC: S0590524050001

农林牧渔

把握宠物及饲料企业景气向上的投资机会

投资建议： 强于大市（维持）
上次建议： 强于大市

相对大盘走势



相关报告

- 1、《农林牧渔：2024Q3 农业持仓环比回落，关注宠物板块投资机会》2024.10.28
- 2、《农林牧渔：如何看待2024年前三季度我国饲料产量数据？》2024.10.28



扫码查看更多

➤ 养殖：生猪养殖景气度提升，24Q3 行业盈利高增

2024Q3 生猪板块营收环比提升。15 家上市猪企 2024 年三季度实现营收 1265.16 亿元，同比增长 3.20%，环比增长 18.01%；其中东瑞股份、巨星农牧、正邦科技营收同比增速位于前列，分别为 71.36%、66.89%、60.08%。15 家上市猪企 2024 年前三季度合计共收入 3283.57 亿元，同比减少 5.66%；其中神农集团营收同比增速最高，达到 42.11%。15 家上市猪企 2024 年三季度实现归母净利润 188.41 亿元，环比增长明显；其中牧原股份、温氏股份净利润处于前列，分别为 96.52 亿元、50.81 亿元，仅 ST 傲农仍持续亏损。2024 年前三季度 15 家上市猪企合计共实现归母净利润 200.32 亿元，同比提升 159.71%。

➤ 宠物：境内外业务齐发力，宠企业绩亮眼

2024Q1-Q3 宠物食品企业（选取乖宝宠物、中宠股份、佩蒂股份、下同）总营收 81.83 亿元，同比增长 21.39%。分公司同比来看，乖宝宠物 2024Q1-Q3 营收同比增长 17.96%，中宠股份 2024 Q1-Q3 营收同比增长 17.56%，佩蒂股份 2024Q1-Q3 营收同比增长 44.34%。2024Q1-Q3 宠物食品企业总归母净利润 9.07 亿元，同比增长 96.38%，其中乖宝宠物境内外业务稳健增长叠加产品结构改善，带动利润增长；中宠股份主粮业务持续发力，叠加海外新客开拓及投资收益带动利润增长；佩蒂股份利润增长则受益于海外订单充足以及国内自主品牌业务减亏。

➤ 饲料：主要饲企收入整体下滑，业绩表现分化

2024Q1-Q3 饲料企业（选取海大集团、粤海饲料、禾丰股份、邦基科技、下同）总营收 1149.50 亿元，同比下降 4.44%。邦基科技 2024Q1-Q3 营收同比增长 41.22%，主要系公司饲料销量增长明显；海大集团、粤海饲料、禾丰股份营收均出现同比下滑。2024Q1-Q3 主要饲料企业总归母净利润 38.88 亿元，同比增长 65.90%，其中海大集团受益饲料销量增长以及生猪养殖利润释放，业绩增长显著；粤海饲料受产品销量下降及信用减值影响利润下滑；禾丰股份业绩增长系饲料、白鸡、生猪业务在三季度均明显改善；邦基科技因产品结构调整导致利润同比下滑。

➤ 投资建议：把握宠物及饲料企业景气向上的投资机会

①**消费成长类**：水产链：水产品存塘有望逐渐回升，从而带动水产饲料需求改善；重点推荐海大集团。宠物：国内宠物行业处在快速发展阶段，宠物食品作为宠物经济的重要组成部分，在国内仍有广阔发展空间，这一过程也将孕育优秀的国产自主品牌，重点推荐乖宝宠物，中宠股份，瑞普生物。②**周期景气类**：养殖：四季度生猪养殖或仍能维持盈利，推荐牧原股份、温氏股份、立华股份、禾丰股份等。

风险提示：发生动物疫病的风险，畜禽价格长期处于低位的风险，原材料价格波动的风险，汇率波动风险等。

把握宠物及饲料企业景气向上的投资机会

1. 养殖：生猪养殖景气度提升，24Q3 行业盈利高增	5
1.1 2024Q3 生猪养殖企业营收盈利双增长	5
1.2 上市公司出栏环比增长，生产性生物资产明显下滑	7
2. 宠物：境内外业务齐发力，宠企业绩亮眼	10
2.1 前三季度宠企收入利润同比双增长	10
2.2 前三季度宠企盈利能力同比提升	11
3. 饲料：主要饲企收入整体下滑，业绩表现分化	14
3.1 前三季度饲企营收同比下降	14
3.2 前三季度饲企盈利能力增减各异	15
4. 投资建议	18
4.1 生猪养殖：重视板块盈利兑现的投资机会	18
4.2 宠物：关注宠企国内业务发展	18
4.3 饲料：把握饲企景气复苏的投资机会	18
5. 风险提示	19

图表目录

图表 1：15 家上市猪企营收（亿元）及同环比（%）	5
图表 2：15 家上市猪企单季度营收（亿元）及同环比（%）	5
图表 3：生猪月度均价情况（元/公斤）	6
图表 4：生猪自繁自养利润变化（元/头）	6
图表 5：15 家上市猪企归母净利润（亿元）	6
图表 6：15 家猪企单季度归母净利润（亿元）及同环比（%）	6
图表 7：13 家上市猪企（剔除正邦科技和 ST 傲农）ROE、销售净利率、毛利率水平的均值变化	7
图表 8：15 家上市猪企管理费用率&同环比（pct）	7
图表 9：15 家上市猪企销售费用率&同比（pct）	7
图表 10：15 家上市猪企出栏情况（万头）	8
图表 11：部分上市猪企成本情况（元/公斤）	8
图表 12：15 家上市企业经营性现金流（亿元）	8
图表 13：15 家上市猪企资产负债率&同环比（pct）	8
图表 14：生猪养殖板块生产性生物资产情况（亿元）	9
图表 15：生猪养殖板块在建工程情况（亿元）	9
图表 16：宠物食品企业营收	10
图表 17：宠物食品企业归母净利润	10
图表 18：宠物食品企业营收/归母净利润同比变化	11
图表 19：宠物食品企业销售毛利率（%）	11
图表 20：宠物食品企业销售净利率（%）	11
图表 21：宠物食品企业销售毛利率/净利率同比变化	12
图表 22：宠物食品企业销售费用率（%）	12
图表 23：宠物食品企业管理费用率（%）	12

图表 24:	宠物食品企业销售/管理费用率同比变化.....	13
图表 25:	饲料企业合计营收.....	14
图表 26:	饲料企业合计归母净利润.....	14
图表 27:	饲料企业营收/归母净利润同比变化.....	15
图表 28:	饲料企业销售毛利率 (%).....	15
图表 29:	饲料企业销售净利率 (%).....	15
图表 30:	饲料企业销售毛利率/净利率同比变化.....	16
图表 31:	饲料企业销售费用率 (%).....	16
图表 32:	饲料企业管理费用率 (%).....	16
图表 33:	饲料企业销售/管理费用率同比变化.....	17

1. 养殖：生猪养殖景气度提升，24Q3 行业盈利高增

1.1 2024Q3 生猪养殖企业营收盈利双增长

2024Q3 生猪板块营收同环比提升。我们选取生猪养殖行业内 15 家上市公司（见图表 1）进行分析。15 家上市猪企 2024 年三季度实现营收 1265.16 亿元，同比增长 3.20%，环比增长 18.01%；其中东瑞股份、巨星农牧、正邦科技营收同比增速位于前列，分别为 71.36%、66.89%、60.08%。15 家上市猪企 2024 年前三季度合计共收入 3283.57 亿元，同比减少 5.66%；其中神农集团营收同比增速最高，达到 42.11%。

2024Q3 猪价同比大幅提升，多数上市猪企盈利高增。2024Q3 生猪均价 19.43 元/公斤，环比上涨 18.82%，同比上涨 21.80%，2024Q2 生猪自繁自养利润 500.36 元/头，行业进入高盈利状态。2024 年三季度 15 家上市猪企实现归母净利润 188.41 亿元，环比增长明显；其中牧原股份、温氏股份净利润处于前列，分别为 96.52 亿元、50.81 亿元，仅 ST 傲农仍持续亏损。2024 年前三季度 15 家上市猪企合计共实现归母净利润 200.32 亿元，环比提升 159.71%，同比大幅扭亏。

图表1：15 家上市猪企营收（亿元）及同环比（%）

公司简称	营收	同比	营收	同比	环比
	24Q1-3		24Q3		
牧原股份	967.75	16.64%	399.09	28.33%	30.45%
温氏股份	754.19	16.56%	286.62	21.95%	15.06%
新希望	772.09	-27.67%	276.32	-25.91%	7.65%
ST天邦	71.46	-1.68%	28.28	11.71%	24.73%
正邦科技	58.37	0.89%	26.15	60.08%	46.80%
*ST傲农	69.25	-54.37%	22.69	-55.59%	0.96%
巨星农牧	39.55	31.59%	17.23	66.89%	34.15%
华统股份	64.85	5.21%	23.20	13.40%	6.96%
唐人神	170.71	-18.20%	62.34	-15.64%	4.65%
天康生物	130.87	-11.01%	50.94	-11.30%	20.82%
新五丰	52.71	36.05%	20.38	49.94%	13.03%
京基智农	45.95	-53.72%	18.95	42.90%	31.37%
金新农	34.37	8.03%	12.84	15.71%	16.53%
东瑞股份	10.66	32.06%	4.31	71.36%	21.19%
神农集团	40.78	42.11%	15.83	36.32%	12.14%
总计	3283.57	-5.66%	1265.16	3.20%	18.01%

资料来源：iFind，国联证券研究所

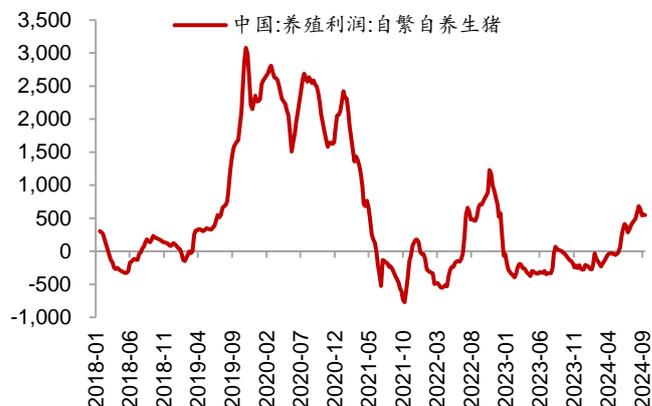
图表2：15 家上市猪企单季度营收（亿元）及同环比（%）



资料来源：iFind，国联证券研究所

图表3: 生猪月度均价情况(元/公斤)


资料来源: iFind, 国联证券研究所

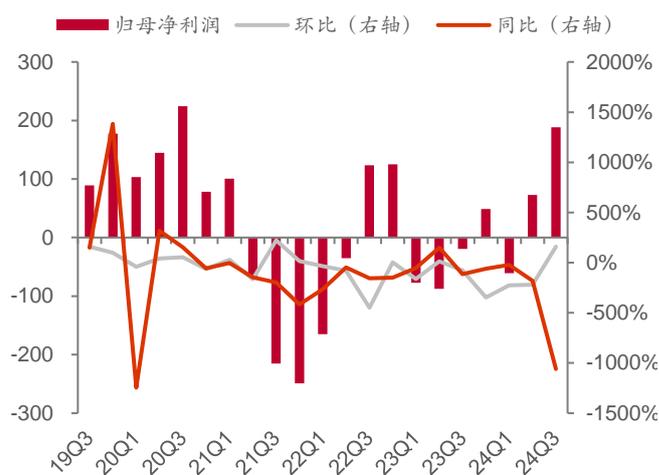
图表4: 生猪自繁自养利润变化(元/头)


资料来源: iFind, 国联证券研究所

图表5: 15家上市猪企归母净利润(亿元)

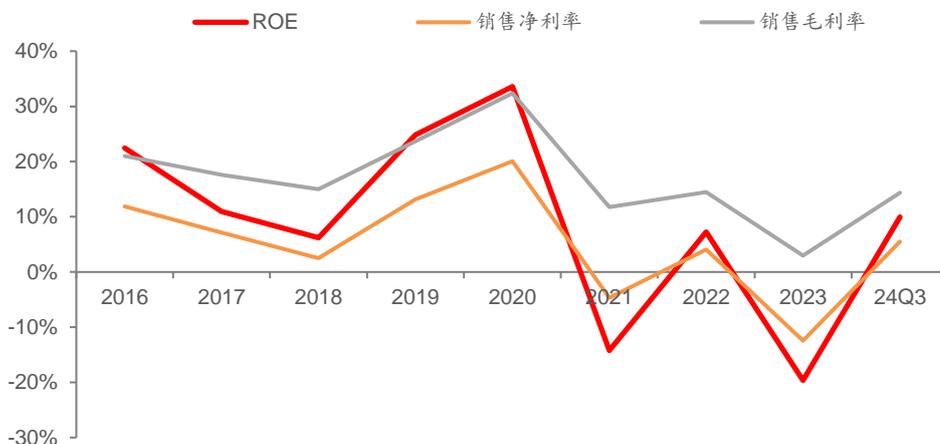
公司简称	净利润			
	24Q1-3	23Q1-3	24Q3	24Q2
牧原股份	104.81	-18.42	96.52	32.08
温氏股份	64.08	-45.30	50.81	25.63
新希望	1.53	-38.58	13.71	7.17
ST天邦	13.41	-15.66	5.00	2.37
正邦科技	3.01	-28.19	4.28	-0.79
*ST傲农	-8.19	-12.90	-2.79	-2.48
巨星农牧	2.59	-3.43	3.04	0.93
华统股份	0.53	-3.58	1.72	0.38
唐人神	2.54	-9.11	2.49	2.02
天康生物	5.66	-5.04	2.89	2.23
新五丰	0.01	-7.49	2.48	0.07
京基智农	6.02	12.58	3.66	1.81
金新农	0.28	-3.08	0.70	0.10
东瑞股份	-0.77	-4.16	0.33	-0.27
神农集团	4.80	-2.17	3.56	1.28
总计	200.32	-184.53	188.41	72.55

资料来源: iFind, 国联证券研究所

图表6: 15家猪企单季度归母净利润(亿元)及同环比(%)


资料来源: iFind, 国联证券研究所

2024Q3 盈利能力环比好转, 销售&管理费用环比下滑。生猪养殖板块盈利水平主要来自猪价波动, 跟随猪价整体上涨, 行业盈利能力环比有所好转。13家上市猪企(剔除正邦科技、傲农生物) 2024Q3的ROE、销售净利率、销售毛利率均值提升明显, 分别为 9.96%、5.49%、14.33%。行业降本增效积极应对低迷的养殖行情, 2024Q3上市猪企销售及管理费用率均环比下降; 其中生猪企业管理费用(含研发费用)均值为 6.00%, 环比减少 0.92pct, 同比减少 2.15pct; 生猪企业销售费用率均值 1.23%, 环比减少 0.29pct, 同比减少 0.26pct。

图表7：13家上市猪企(剔除正邦科技和ST傲农)ROE、销售净利率、毛利率水平的均值变化


资料来源：iFind，国联证券研究所

图表8：15家上市猪企管理费用率&同比 (pct)

公司简称	24Q1-3		24Q3		
	管理费用率	同比pct	管理费用率	环比pct	同比pct
牧原股份	4.09%	-0.78	3.31%	-0.71	-1.14
温氏股份	5.45%	-0.15	5.42%	0.25	-0.10
新希望	3.93%	0.33	3.59%	0.04	0.29
ST天邦	11.32%	1.28	9.59%	-2.16	0.04
正邦科技	13.24%	-4.05	12.06%	-1.35	-9.28
*ST傲农	9.66%	5.63	9.92%	-0.14	5.66
巨星农牧	5.63%	0.67	3.72%	-1.49	-1.18
华统股份	2.91%	-0.55	2.70%	0.23	-0.97
唐人神	4.24%	0.51	4.13%	0.55	0.54
天康生物	4.55%	1.14	4.26%	-0.24	1.05
新五丰	2.57%	-1.00	2.21%	-0.02	-1.19
京基智农	5.81%	3.67	4.69%	-1.65	-0.88
金新农	5.04%	-1.43	4.96%	0.05	-0.75
东瑞股份	20.10%	-6.00	14.29%	-6.68	-23.18
神农集团	5.86%	-1.79	5.21%	-0.47	-1.20
均值	6.96%	-0.17	6.00%	-0.92	-2.15

资料来源：iFind，国联证券研究所

图表9：15家上市猪企销售费用率&同比 (pct)

公司简称	24Q1-3		24Q3		
	销售费用率	同比pct	销售费用率	环比pct	同比pct
牧原股份	0.82%	-0.03	0.65%	-0.17	-0.16
温氏股份	0.87%	-0.16	0.77%	-0.11	-0.19
新希望	1.20%	-0.11	1.13%	0.02	-0.12
ST天邦	0.57%	0.12	0.45%	-0.16	-0.02
正邦科技	1.68%	1.01	1.65%	-0.35	0.88
*ST傲农	2.82%	1.04	2.76%	0.03	1.00
巨星农牧	0.68%	-0.28	0.54%	-0.14	-0.46
华统股份	1.08%	0.01	1.01%	-0.04	0.00
唐人神	1.87%	-0.10	1.63%	-0.62	-0.36
天康生物	2.70%	0.04	2.36%	-0.11	-0.11
新五丰	0.38%	-0.13	0.31%	-0.07	-0.19
京基智农	1.39%	-5.37	1.29%	0.34	0.01
金新农	1.37%	-0.05	1.36%	-0.03	-0.08
东瑞股份	3.26%	-1.73	1.35%	-3.06	-4.01
神农集团	1.22%	-0.30	1.16%	0.08	-0.13
均值	1.46%	-0.40	1.23%	-0.29	-0.26

资料来源：iFind，国联证券研究所

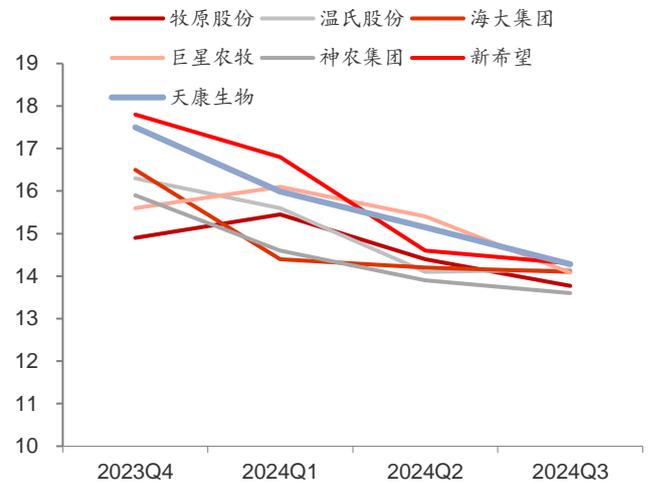
1.2 上市公司出栏环比增长，生产性生物资产明显下滑

出栏量整体继续增长，养殖成本持续下降。15家上市企业2024年Q3出栏生猪3715.10万头，环比增长3.61%。环比来看，华统股份和傲农生物下滑较大，分别为9.93%、9.63%；正邦科技、东瑞股份、巨星农牧出栏增速位于前列。自2024年下半年猪价步入上涨周期，饲料原材料价格持续下降，多数生猪养殖企业养殖成本稳步下降，且下降趋势有望持续，但仍存在较大差异，牧原股份、温氏股份、神农集团成本管控行业内表现优秀。

图表10: 15家上市猪企出栏情况(万头)

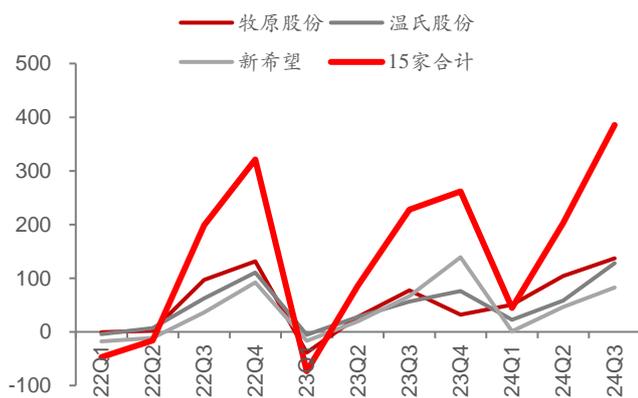
公司	2024Q1	2024Q2	2024Q3	环比
牧原股份	1601.10	1637.80	1775.70	8.42%
温氏股份	718.00	719.43	718.78	-0.09%
新希望	455.91	412.95	373.19	-9.63%
ST天邦	151.17	150.66	148.33	-1.55%
*ST正邦	92.27	66.65	88.77	33.19%
傲农生物	96.41	41.62	39.04	-6.20%
巨星农牧	58.20	51.25	63.90	24.68%
华统股份	65.69	67.95	61.20	-9.93%
唐人神	94.70	93.58	90.86	-2.91%
天康生物	64.73	75.42	74.25	-1.55%
京基智农	46.05	58.55	58.85	0.51%
金新农	33.26	26.62	28.71	7.85%
东瑞股份	16.64	18.75	22.79	21.55%
新五丰	92.38	104.75	113.60	8.45%
神农集团	49.68	59.55	57.13	-4.06%
合计	3636.19	3585.53	3715.10	3.61%

资料来源: iFind, 国联证券研究所

图表11: 部分上市猪企成本情况(元/公斤)


资料来源: iFind, 国联证券研究所

资产负债率环比小幅下降, 生产性生物资产/在建工程继续下降。2024Q3上市猪企经营性现金流净额增加至385.47亿元。2024Q3上市猪企资产负债率均值为63.25%, 环比小幅减少1.84pct, 同比减少7.21pct, 但资产负债率仍维持相对高位, 由于行业持续三年亏损, 进入盈利周期时间较短, 行业大部分上市猪企资产负债表压力较大, 大部分上市猪企收缩产能和在建工程, 2024Q3上市猪企生产性生物资产同比下滑3.81%, 在建工程同比下滑27.56%。

图表12: 15家上市企业经营性现金流(亿元)


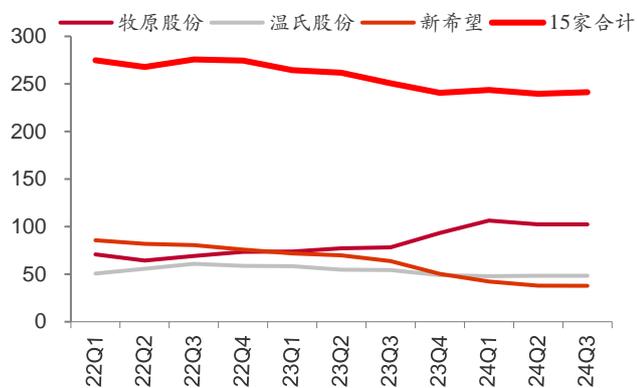
资料来源: iFind, 国联证券研究所

图表13: 15家上市猪企资产负债率&同环比(pct)

公司简称	资产负债率	环比pct	同比pct	24Q2	23Q3
				24Q3	23Q3
牧原股份	58.38%	-3.43	-1.27	61.81%	59.65%
温氏股份	54.86%	-4.09	-5.46	58.95%	60.31%
新希望	70.85%	-2.14	-1.91	72.99%	72.76%
ST天邦	73.85%	-4.55	-13.18	78.40%	87.03%
正邦科技	47.05%	-3.62	-115.56	50.67%	162.61%
*ST傲农	112.27%	3.06	22.86	109.21%	89.41%
巨星农牧	60.81%	-1.44	4.22	62.25%	56.59%
华统股份	74.42%	-1.63	2.31	76.04%	72.11%
唐人神	65.10%	-0.82	0.35	65.92%	64.75%
天康生物	49.89%	-1.17	2.83	51.05%	47.06%
新五丰	74.33%	-1.99	4.18	76.32%	70.15%
京基智农	62.26%	-1.84	-11.52	64.10%	73.78%
金新农	72.22%	-1.33	1.69	73.55%	70.53%
东瑞股份	44.69%	0.42	-3.13	44.27%	47.82%
神农集团	27.72%	-3.07	5.45	30.78%	22.27%
平均值	63.25%	-1.84	-7.21	65.09%	70.46%

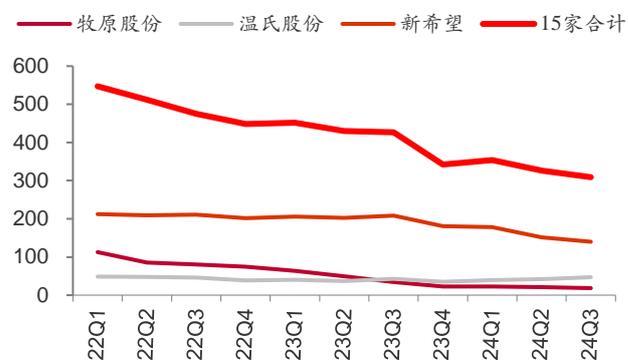
资料来源: iFind, 国联证券研究所

图表14: 生猪养殖板块生产性生物资产情况 (亿元)



资料来源: iFind, 国联证券研究所

图表15: 生猪养殖板块在建工程情况 (亿元)



资料来源: iFind, 国联证券研究所

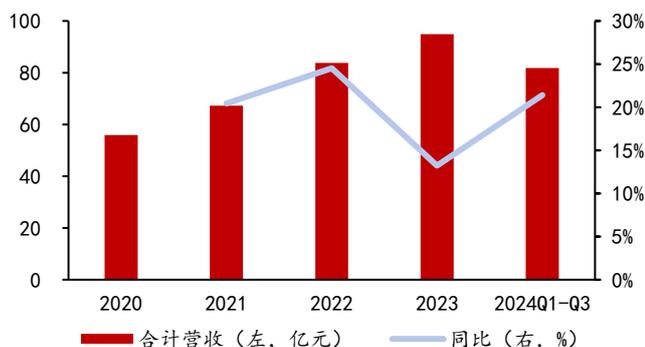
2. 宠物：境内外业务齐发力，宠企业绩亮眼

2.1 前三季度宠企收入利润同比双增长

2024Q1-Q3 主要宠物食品企业总营收同比增长。2024Q1-Q3 宠物食品企业（选取乖宝宠物、中宠股份、佩蒂股份、下同）总营收 81.83 亿元，同比增长 21.39%。分公司同比来看，乖宝宠物 2024Q1-Q3 营收同比增长 17.96%，中宠股份 2024 Q1-Q3 营收同比增长 17.56%，佩蒂股份 2024Q1-Q3 营收同比增长 44.34%。整体来看，宠物食品企业收入增速实现较快增长有一定共性，即去年海外业务收入低基数+今年 OEM/ODM 订单恢复正常，国内自主品牌业务仍然保持较快增长等。

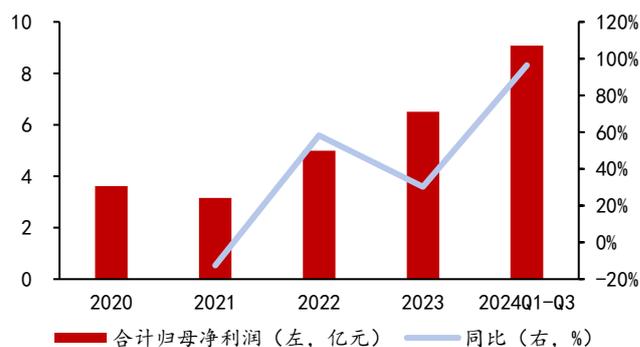
2024Q1-Q3 主要宠物食品企业总净利增长。2024Q1-Q3 宠物食品企业总归母净利润 9.07 亿元，同比增长 96.38%，其中乖宝宠物境内外业务稳健增长叠加产品结构改善，带动利润增长；中宠股份主粮业务持续发力，叠加海外业务新客开拓及投资收益带动利润增长；佩蒂股份利润增长则受益于海外订单充足以及国内自主品牌业务减亏。

图表16：宠物食品企业营收



资料来源：iFind，国联证券研究所

图表17：宠物食品企业归母净利润



资料来源：iFind，国联证券研究所

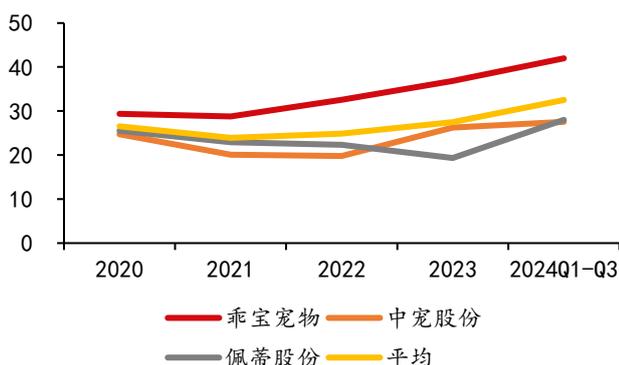
图表18：宠物食品企业营收/归母净利润同比变化

公司简称	营业总收入 (亿元)					
	2024Q1-Q3	2023Q1-Q3	同比	2024Q3	2023Q3	同比
乖宝宠物	36.71	31.12	17.96%	12.45	10.47	18.92%
中宠股份	31.89	27.12	17.56%	12.32	9.97	23.55%
佩蒂股份	13.23	9.16	44.34%	4.77	4.24	12.61%
合计	81.83	67.41	21.39%	29.54	24.68	19.71%
公司简称	归母净利润 (亿元)					
	2024Q1-Q3	2023Q1-Q3	同比	2024Q3	2023Q3	同比
乖宝宠物	4.70	3.14	49.64%	1.62	1.09	49.11%
中宠股份	2.82	1.77	59.54%	1.40	0.81	73.18%
佩蒂股份	1.55	-0.29	630.85%	0.57	0.14	319.98%
合计	9.07	4.62	96.38%	3.58	2.03	76.76%

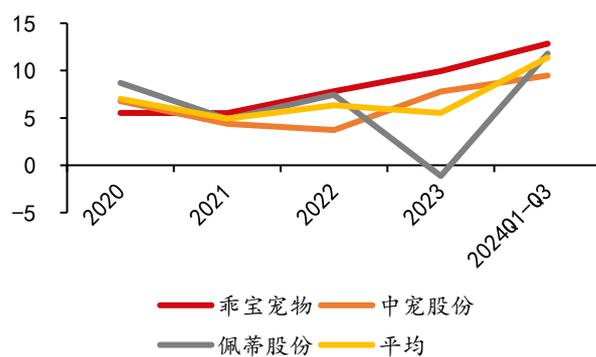
资料来源：iFind，国联证券研究所

2.2 前三季度宠企盈利能力同比提升

2024Q1-Q3 主要宠物食品企业利润率同比提升。2024Q1-Q3 主要宠物食品企业平均毛利率为 32.51%，同比提升 6.37pct；平均净利率为 11.38%，同比提升 6.33pct，利润率同比提升显著主要系各企业产业结构持续优化升级、自主品牌业务逐步向好以及原材料价格低位运行。

图表19：宠物食品企业销售毛利率 (%)


资料来源：iFind，国联证券研究所

图表20：宠物食品企业销售净利率 (%)


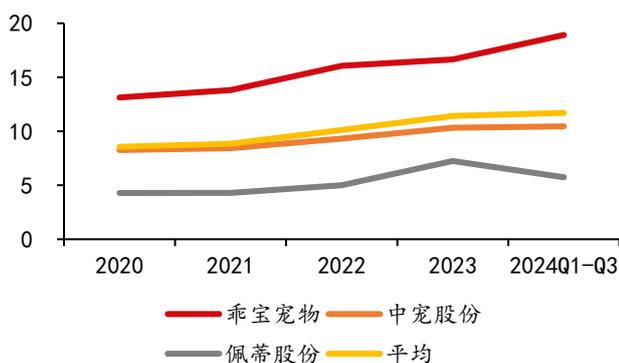
资料来源：iFind，国联证券研究所

图表21：宠物食品企业销售毛利率/净利率同比变化

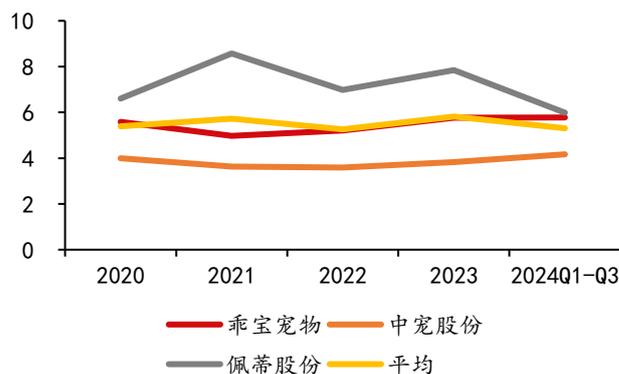
公司简称	销售毛利率 (%)					
	2024Q1-Q3	2023Q1-Q3	同比	2024Q3	2023Q3	同比
乖宝宠物	41.98	35.77	6.21	42.80	41.14	1.67
中宠股份	27.55	25.85	1.71	28.08	27.85	0.23
佩蒂股份	28.01	16.82	11.20	28.02	24.36	3.66
平均	32.51	26.14	6.37	32.96	31.11	1.85
公司简称	销售净利率 (%)					
	2024Q1-Q3	2023Q1-Q3	同比	2024Q3	2023Q3	同比
乖宝宠物	12.85	10.13	2.72	12.06	13.56	-1.50
中宠股份	9.48	8.30	1.18	8.31	7.41	0.90
佩蒂股份	11.80	-3.29	15.09	12.29	10.89	1.40
平均	11.38	5.05	6.33	10.89	10.62	0.27

资料来源：iFind，国联证券研究所

2024Q1-Q3 主要宠物食品企业平均销售费用率小幅增长，平均管理费用率下降。2024Q1-Q3 主要宠物食品企业平均销售费用率为 11.70%，同比增长 0.92pct；其中乖宝宠物与中宠股份销售费用率小幅增长，佩蒂股份销售费用率小幅下降。2024Q1-Q3 主要宠物食品企业平均管理费用率为 5.31%，同比下降 0.84pct。

图表22：宠物食品企业销售费用率 (%)


资料来源：iFind，国联证券研究所

图表23：宠物食品企业管理费用率 (%)


资料来源：iFind，国联证券研究所

图表24：宠物食品企业销售/管理费用率同比变化

公司简称	销售费用率 (%)					
	2024Q1-Q3	2023Q1-Q3	同比	2024Q3	2023Q3	同比
乖宝宠物	18.92	15.91	3.01	20.45	17.30	3.16
中宠股份	10.45	9.28	1.17	11.84	10.38	1.46
佩蒂股份	5.73	7.14	-1.41	7.16	4.64	2.52
平均	11.70	10.77	0.92	13.15	10.77	2.38
公司简称	管理费用率 (%)					
	2024Q1-Q3	2023Q1-Q3	同比	2024Q3	2023Q3	同比
乖宝宠物	5.78	5.37	0.41	6.07	5.54	0.53
中宠股份	4.17	3.87	0.30	3.36	5.10	-1.74
佩蒂股份	5.99	9.23	-3.24	5.52	6.34	-0.82
平均	5.31	6.15	-0.84	4.98	5.66	-0.68

资料来源：iFind，国联证券研究所

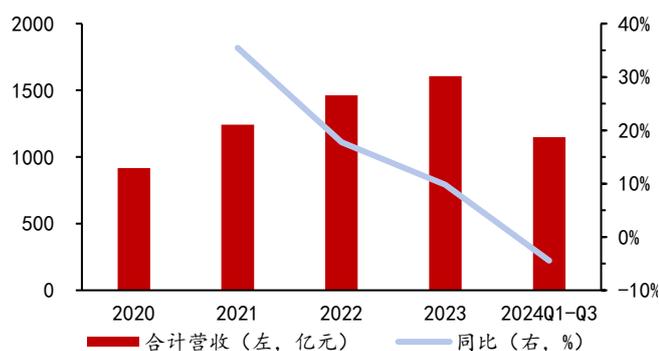
3. 饲料：主要饲企收入整体下滑，业绩表现分化

3.1 前三季度饲企营收同比下降

2024Q1-Q3 主要饲料企业总营收同比下降。2024Q1-Q3 饲料企业(选取海大集团、粤海饲料、禾丰股份、邦基科技、下同) 总营收 1149.50 亿元，同比下降 4.44%。分公司同比来看，邦基科技 2024Q1-Q3 营收同比增长 41.22%，主要系公司饲料销量增长明显。海大集团、粤海饲料、禾丰股份均出现同比下滑；其中海大集团饲料销量增长，但产品价格下降导致营收同比下降 2.38%；粤海饲料及禾丰股份受养殖存栏/存塘偏低影响以及产品价格下降，营收分别同比下降 16.24%/10.72%。

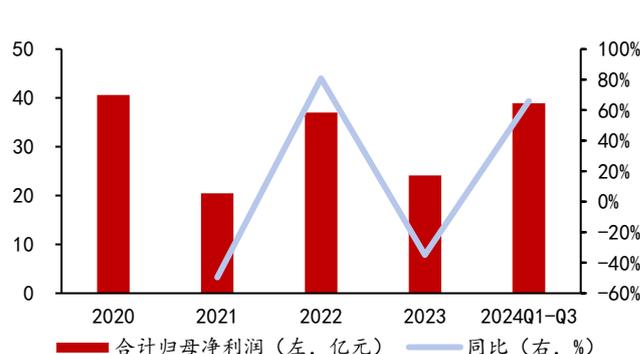
2024Q1-Q3 主要饲料企业净利增长，内部呈明显分化。2024Q1-Q3 主要饲料企业总归母净利润 38.88 亿元，同比增长 65.90%，其中海大集团受益饲料销量增长以及生猪养殖利润释放，业绩增长显著；粤海饲料受产品销量下降以及信用减值影响而利润下滑；禾丰股份业绩增长主要系饲料、白鸡、生猪养殖业务在三季度均有明显改善；邦基科技因产品结构调整导致饲料吨利润下降，进而导致利润同比下滑。整体来看，由于下游存栏/存塘偏低位状态，各企业饲料业务均有不同程度承压。

图表25：饲料企业合计营收



资料来源：iFind，国联证券研究所

图表26：饲料企业合计归母净利润



资料来源：iFind，国联证券研究所

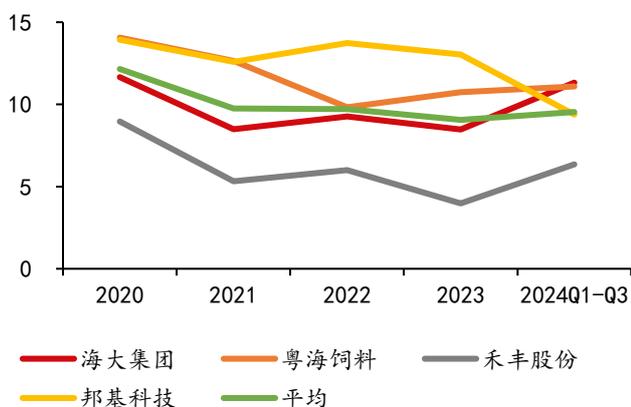
图表27：饲料企业营收/归母净利润同比变化

公司简称	营业收入 (亿元)					
	2024Q1-Q3	2023Q1-Q3	同比	2024Q3	2023Q3	同比
海大集团	848.61	869.26	-2.38%	325.65	341.90	-4.75%
粤海饲料	44.54	53.18	-16.24%	20.91	25.00	-16.37%
禾丰股份	240.11	268.93	-10.72%	90.40	101.85	-11.24%
邦基科技	16.24	11.50	41.22%	7.29	4.13	76.66%
合计	1,149.50	1,202.87	-4.44%	444.25	472.87	-6.05%
公司简称	归母净利润 (亿元)					
	2024Q1-Q3	2023Q1-Q3	同比	2024Q3	2023Q3	同比
海大集团	36.24	22.52	60.95%	14.99	11.51	30.17%
粤海饲料	-0.67	-0.15	343.74%	-0.19	0.20	-198.12%
禾丰股份	2.89	0.40	631.34%	3.23	0.65	397.99%
邦基科技	0.43	0.68	-37.09%	0.19	0.23	-17.51%
合计	38.88	23.44	65.90%	18.22	12.59	44.65%

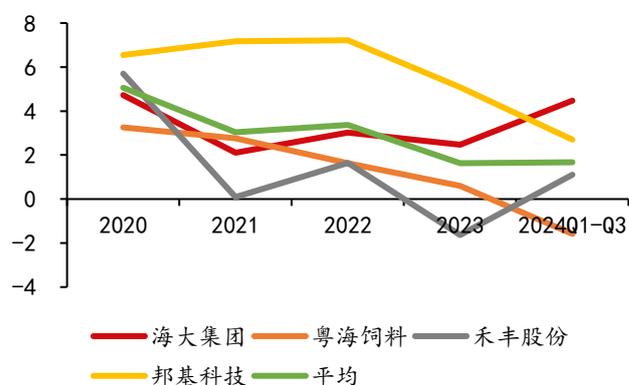
资料来源：iFind, 国联证券研究所

3.2 前三季度饲企盈利能力增减各异

2024Q1-Q3 主要饲料企业利润率同比下滑。2024Q1-Q3 主要饲料企业平均毛利率为 9.54%，同比下降 0.12pct；其中海大集团、粤海饲料、禾丰股份毛利率均正向增长。2024Q1-Q3 主要饲料企业平均净利率为 1.67%，同比下降 0.41pct；其中海大集团和禾丰股份销售净利率实现正增长，其余公司净利率均呈现不同程度下滑。

图表28：饲料企业销售毛利率 (%)


资料来源：iFind, 国联证券研究所

图表29：饲料企业销售净利率 (%)


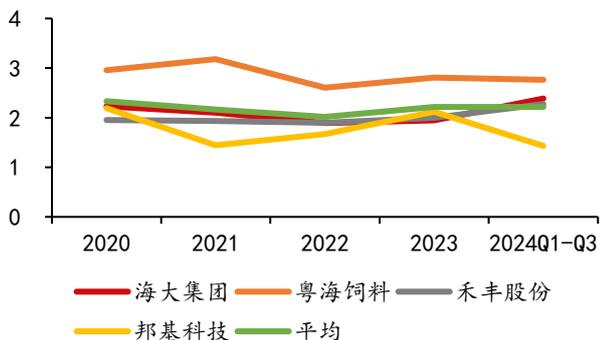
资料来源：iFind, 国联证券研究所

图表30：饲料企业销售毛利率/净利率同比变化

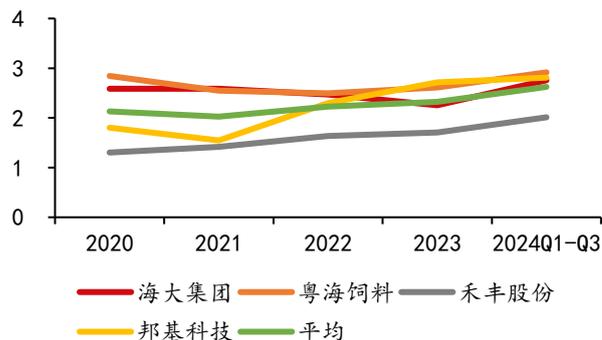
公司简称	销售毛利率 (%)					
	2024Q1-Q3	2023Q1-Q3	同比	2024Q3	2023Q3	同比
海大集团	11.33	8.71	2.62	11.46	10.75	0.71
粤海饲料	11.09	10.84	0.25	10.30	12.07	-1.77
禾丰股份	6.36	5.04	1.31	5.98	4.56	1.42
邦基科技	9.38	14.03	-4.65	8.75	13.16	-4.41
平均	9.54	9.66	-0.12	9.12	10.13	-1.01
公司简称	销售净利率 (%)					
	2024Q1-Q3	2023Q1-Q3	同比	2024Q3	2023Q3	同比
海大集团	4.47	2.74	1.73	4.56	3.88	0.68
粤海饲料	-1.58	-0.32	-1.26	0.50	-6.75	7.25
禾丰股份	1.10	0.01	1.09	0.72	-1.85	2.57
邦基科技	2.70	5.88	-3.18	0.77	5.00	-4.23
平均	1.67	2.08	-0.41	1.64	0.07	1.57

资料来源：iFind，国联证券研究所

2024Q1-Q3 主要饲料企业销售费用率小幅下降，管理费用率均增长。2024Q1-Q3 主要饲料企业平均销售费用率为 2.21%，同比下降 0.07pct；其中海大集团与禾丰股份销售费用率小幅增长，粤海饲料及邦基科技销售费用率小幅下降。2024Q1-Q3 主要饲料企业平均管理费用率为 2.62%，同比增长 0.34pct，4 家企业管理费用率均同比增长。

图表31：饲料企业销售费用率 (%)


资料来源：iFind，国联证券研究所

图表32：饲料企业管理费用率 (%)


资料来源：iFind，国联证券研究所

图表33：饲料企业销售/管理费用率同比变化

公司简称	销售费用率 (%)					
	2024Q1-Q3	2023Q1-Q3	同比	2024Q3	2023Q3	同比
海大集团	2.39	2.07	0.32	2.45	2.35	0.10
粤海饲料	2.77	2.84	-0.08	2.32	4.34	-2.02
禾丰股份	2.27	2.05	0.22	2.33	2.40	-0.07
邦基科技	1.43	2.19	-0.76	1.52	2.19	-0.68
平均	2.21	2.29	-0.07	2.16	2.82	-0.67
公司简称	管理费用率 (%)					
	2024Q1-Q3	2023Q1-Q3	同比	2024Q3	2023Q3	同比
海大集团	2.76	2.23	0.53	2.80	2.90	-0.10
粤海饲料	2.92	2.52	0.39	2.72	4.84	-2.12
禾丰股份	2.01	1.68	0.34	2.00	2.36	-0.35
邦基科技	2.81	2.70	0.11	3.25	3.39	-0.14
平均	2.62	2.28	0.34	2.69	3.37	-0.68

资料来源：iFind，国联证券研究所

4. 投资建议

4.1 生猪养殖：重视板块盈利兑现的投资机会

生猪养殖“信心指数”拐点或已现，重视板块投资机会，把握兑现度高和估值低的标的。从中期维度看，猪价于4月开始震荡向上、猪病影响边际转弱、饲料端成本持续下降，养殖端“信心指数”正逐步回升。从历史上右侧板块投资节奏看，无非关心生猪市场行情拐点（或已显现）和高度（持续性）。考虑2023年产能调减将逐步致后市供应呈现减量态势，叠加生猪季节性消费逐渐提升，综合来看四季度猪价有望维持盈利。对于个股而言，关注的重点应落脚在兑现度，这其中包括养殖企业出栏量的兑现和养殖成绩的改善。推荐牧原股份、温氏股份、立华股份。

4.2 宠物：关注宠企国内业务发展

宠物消费保持增长，关注宠企国内业务发展。国内宠物行业处在快速发展阶段，宠物食品及动保作为宠物经济的重要组成部分之一，在国内仍有广阔发展空间，这一过程也将孕育优秀的国产自主品牌。重点推荐乖宝宠物，中宠股份，瑞普生物。

4.3 饲料：把握饲企景气复苏的投资机会

下游存栏/存塘逐步回升，把握景气复苏投资机会。前期生猪养殖及水产养殖价格景气度较高，产业利润积累相对丰厚，在此背景下养殖端补栏/投苗逐步恢复，下游存栏/存塘有望恢复增长态势，进而带动饲料需求回升。重点推荐海大集团，禾丰股份。

5. 风险提示

(1) 发生动物疫病的风险：生猪养殖过程中发生的疫病，主要有非洲猪瘟、蓝耳病、猪瘟、猪呼吸道病、猪流行性腹泻、猪伪狂犬病等。发生疾病传播会给行业及公司带来重大经营风险，一是疫病的发生将导致生猪的死亡，直接导致生猪产量的降低；二是疫病的大规模发生与流行，易影响消费者心理，导致市场需求萎缩、产品价格下降，对生猪销售产生不利影响。

(2) 畜禽价格长期处于低位的风险：畜禽市场价格的周期性波动导致养殖行业的毛利率呈现周期性波动，公司的毛利率也呈现与行业基本一致的波动趋势。未来，若畜禽销售价格出现大幅下降或上涨幅度低于成本上涨幅度，或者公司畜禽出栏规模增加幅度低于价格下降幅度，则公司存在业绩难以保持持续增长，甚至大幅下降、亏损的风险。

(3) 原材料价格波动的风险：总体来看，由于各项营业成本构成变动幅度存在差异，过去几年小麦、玉米和豆粕等主要原材料成本合计占生猪养殖营业成本的比例约在55%-65%，因此，上述大宗农产品价格波动对公司的主营业务成本、净利润均会产生较大影响。

(4) 汇率波动风险：宠物公司的部分产品销往境外市场，公司对境外客户通常使用美元报价，而原材料采购及成本分摊使用人民币计价，从报价到发货确认收入期间的汇率波动或将影响公司毛利率水平。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，北交所市场以北证50指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

法律主体声明

本报告由国联证券股份有限公司或其关联机构制作，国联证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“国联证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由国联证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

国联证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

国联证券国际金融有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

权益披露

国联证券国际金融有限公司跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务关系，且雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券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。因此，投资者应当考虑到国联证券及/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。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安外大街208号致安广场A座4层

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层

深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼