



生猪景气持续，后周期经营改善

农林牧渔行业2025年度投资策略

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

核心观点

1. 生猪：景气持续，把握猪周期特征及节奏

2023年我国生猪养殖市场规模达1.3万亿元，行业周期性强易供需错配，后非瘟时代猪价大波动弱化小波动增多。生猪养殖呈规模场占比提升、养殖重心南移、生产效率提升、落后产能长期持续去化的特点。2024Q4旺季生猪供给仍偏紧，生猪景气延续。当前生猪板块处相对低位，估值有望随宏观预期好转修复，龙头高业绩兑现高分红投资价值显现。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：旺季供给偏紧，白鸡低位配置价值显现

供给端，预计2024Q4旺季白羽肉鸡供给仍同比收缩，白羽肉鸡价格中枢抬升。需求端，白鸡消费韧性十足，长期趋势向上。宏观经济回暖，白鸡投资逻辑边际改善。推荐标的：圣农发展、禾丰股份等；受益标的：益生股份等。

3. 后周期：业绩边际改善，饲料海外布局突破，动保反刍宠物苗持续景气成长

2024Q2以来生猪存栏逐步恢复，猪价相对高位运行，饲料及动保经营边际改善。饲料板块，海外饲料蓝海市场高增长，饲料龙头加速海外布局突破。推荐标的：海大集团、新希望等。动保板块，猪苗禽苗经营边际改善，反刍疫苗景气度有支撑市场持续扩容，宠物苗蓝海市场空间广阔国产品牌强势崛起。推荐标的：生物股份、科前生物、普莱柯；受益标的：瑞普生物、中牧股份。

4. 种子：转基因种子扩面提速，头部种企有望突围

种业振兴配套政策不断完善，行业龙头企业有望率先受益，推荐具备转基因技术优势的大北农；基本面边际改善的隆平高科；国内玉米传统育种技术龙头企业登海种业。

5. 宠物：外销回暖叠加内销高增，宠物食品进入利润释放期

内销方面，原材料价格回落扩大盈利空间，国内养宠人数增长驱动宠物食品市场扩容，品牌化、龙头化趋势下头部企业有望受益于竞争格局优化。外销方面，各公司有望凭借优质产品提升欧美市场渗透率，并持续开拓东南亚等新兴市场驱动订单增长。看好国货崛起及出口回暖背景下的国内宠食龙头，推荐乖宝宠物、中宠股份、佩蒂股份。

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

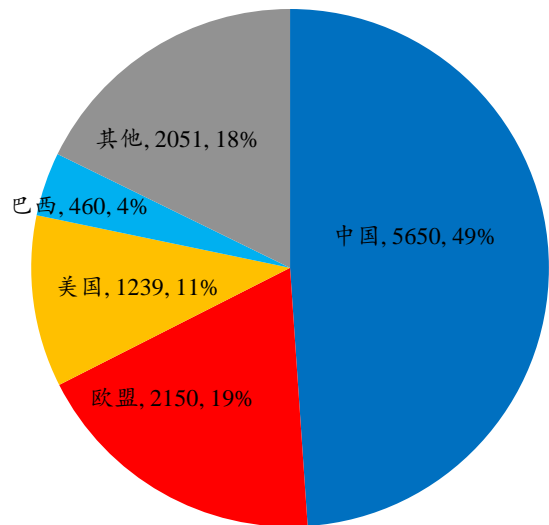
CONTENTS

- 1 生猪：景气持续，把握猪周期特征及节奏
- 2 白鸡：旺季供给偏紧，白鸡低位配置价值显现
- 3 饲料：后周期受益，海外布局突破
- 4 动保：猪苗禽苗边际改善，反刍宠物苗持续景气成长
- 5 种子：转基因种子扩面提速，头部种企有望突围
- 6 宠物：外销回暖叠加内销高增，宠物食品进入利润释放期
- 7 投资建议
- 8 风险提示

1.1 我国生猪养殖市场规模超万亿，行业周期性强易供需错配

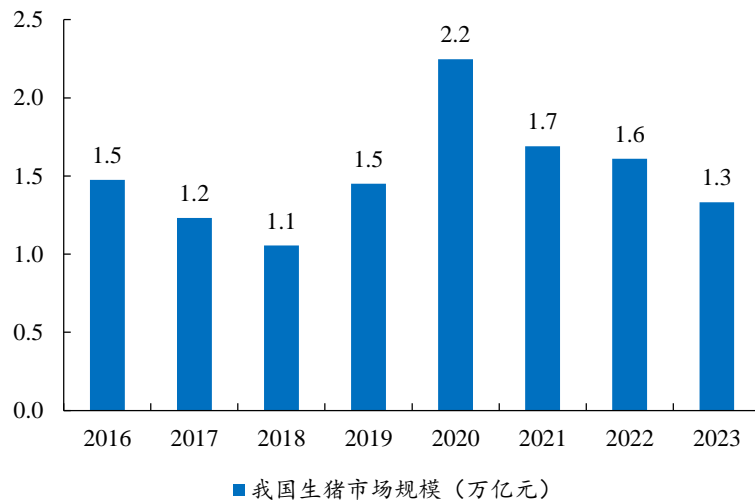
我国猪肉产消世界第一，生猪养殖市场规模超万亿。USDA口径下2023年我国猪肉产量5650万吨（占全球49%），猪肉消费量5868万吨（占全球51%），我国猪肉产量及消费量均据世界第一且远高于欧盟及美国（2023年欧盟、美国产量占比分别为18.61%、10.73%）。2023年我国生猪出栏7.3亿头（yoy+3.81%），我们根据猪价、出栏量及均重测算，2023年我国生猪养殖市场规模达1.3万亿元，基于猪肉消费习惯，我国生猪养殖市场规模有望常年维持在万亿元以上。

图1：2023年我国猪肉产量占全球49%（万吨）



数据来源：USDA、张海峰《2023年全球生猪产业发展情况及2024年的趋势》、开源证券研究所

图2：2023年我国生猪市场规模达1.3万亿元

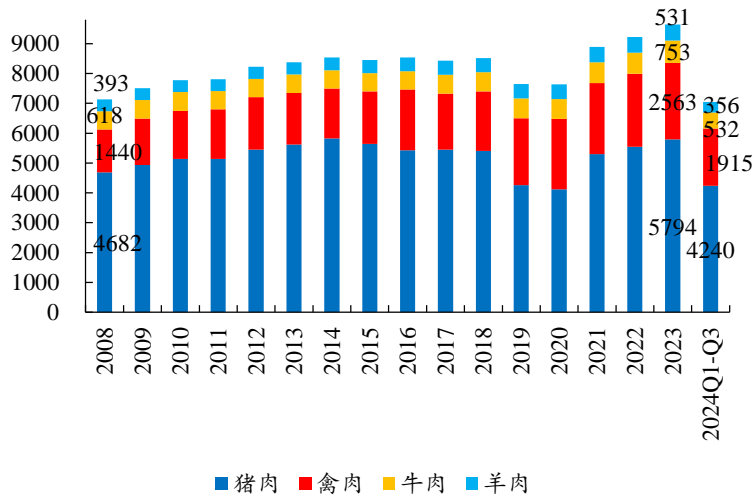


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.1 我国生猪养殖市场规模超万亿，行业周期性强易供需错配

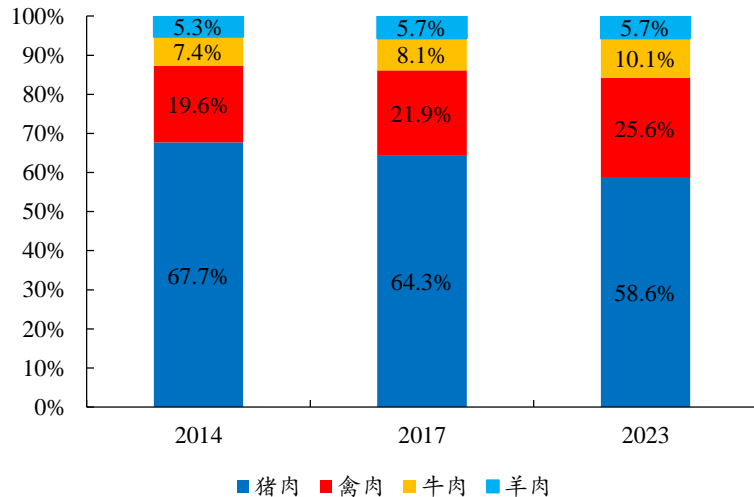
我国肉类消费趋于多元，猪肉仍占主导。2024前三季度我国畜禽肉类产量合计7044万吨（同比+1.00%），其中猪/禽/牛/羊肉产量分别同比-1.4%/+6.4%/+4.6%/-2.2%，肉类供给呈增长态势。从表观消费占比看，2014-2023年猪肉消费占比呈下降趋势，禽肉及牛肉消费占比呈上升趋势，肉类消费多元化，但2023年猪肉消费占比仍高达58.6%，对肉类价格趋势起主导作用。

图3：我国猪肉产量远高于其他畜禽肉类产量（万吨）



数据来源：Wind、中国政府网、国家统计局、开源证券研究所

图4：2023年我国猪肉占畜禽肉类消费比重达58.6%

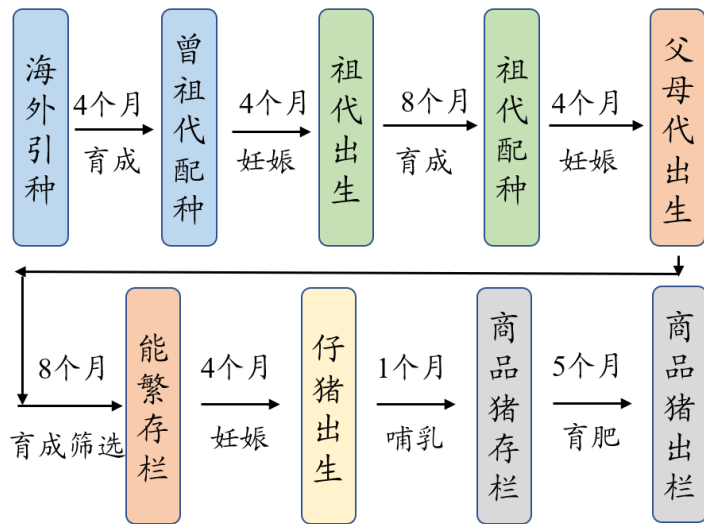


数据来源：Wind、My steel、中国政府网、国家统计局、开源证券研究所

1.1 我国生猪养殖市场规模超万亿，行业周期性强易供需错配

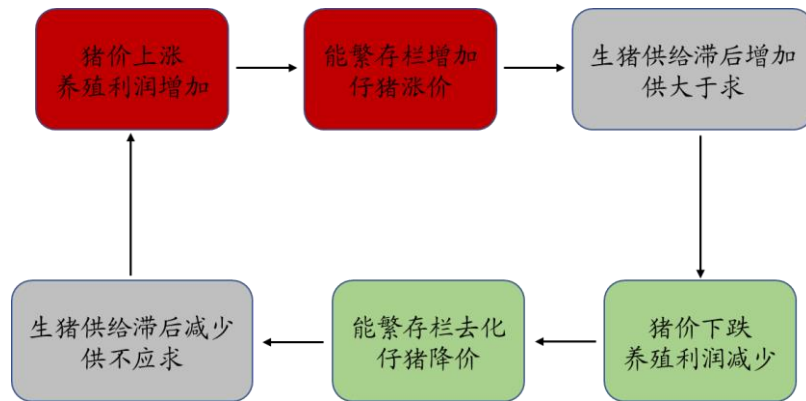
行业周期性强，易供需错配产能超调。猪周期成因是供需错配产能超调并遵循蛛网模型循环往复，商品猪生产周期较长，母猪出生8个月后达到可配种状态，首次受孕后即由后备母猪转为能繁母猪，从能繁母猪存栏到商品猪出栏一般需再经历10个月，因此生猪供给调整存在滞后性，进而造成产能超调供需错配，即形成“猪价上涨利润增加→能繁增加仔猪涨价→生猪供给滞后增加→猪价下跌利润减少→能繁淘汰仔猪降价→生猪供给滞后减少→猪价上涨利润增加”的周期循环。

图5：从能繁母猪存栏到商品猪出栏需10个月



资料来源：开源证券研究所

图6：生猪养殖生产周期较长，供给调整存在滞后性

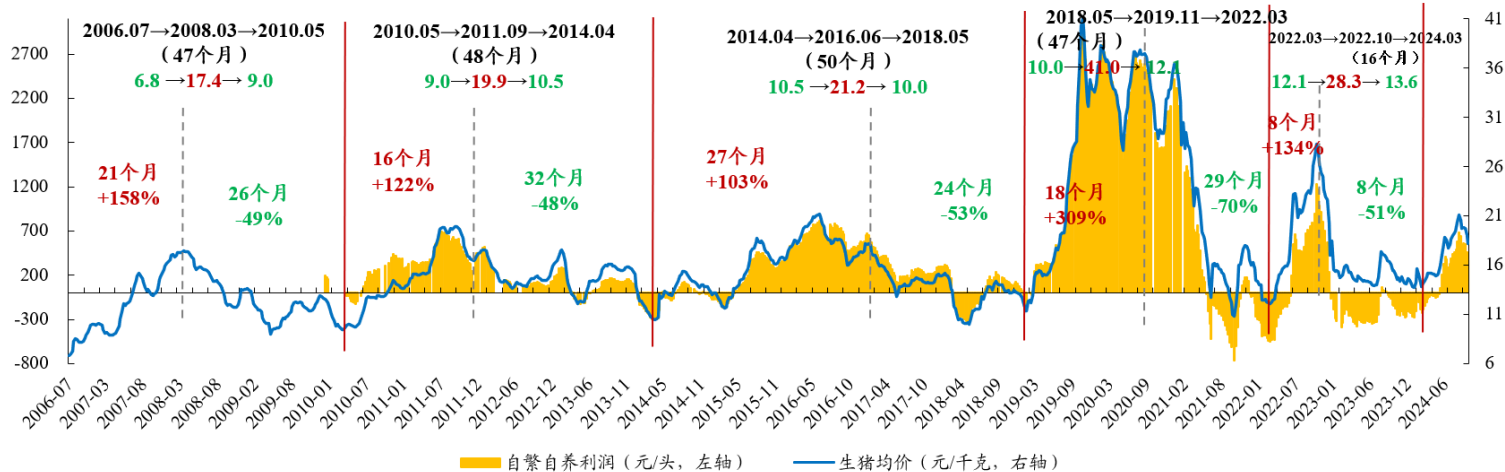


资料来源：开源证券研究所

1.1 我国生猪养殖市场规模超万亿，行业周期性强易供需错配

疫病及政策是加速周期演变的重要因素，后非瘟时代猪价大波动弱化小波动增多。2006年6月爆发的猪蓝耳病、2010年底爆发的仔猪腹泻、2015年的“水十条”以及2018年8月爆发的非瘟均带来周期演变加速。后非瘟时代猪价高点下移波幅收窄主要系行业非瘟防控能力增强及规模场占比提升，生猪供给产能恢复较快，而小周期波动增多主要系二次育肥投机增多扰动及散户受互联网信息传播的羊群效应。行业磨底时间加长，盈利期缩短，行业更多时间处于盈亏平衡或亏损的磨底状态，生猪养殖难度加大。

图7：后非瘟时代猪价大波动弱化小波动增多

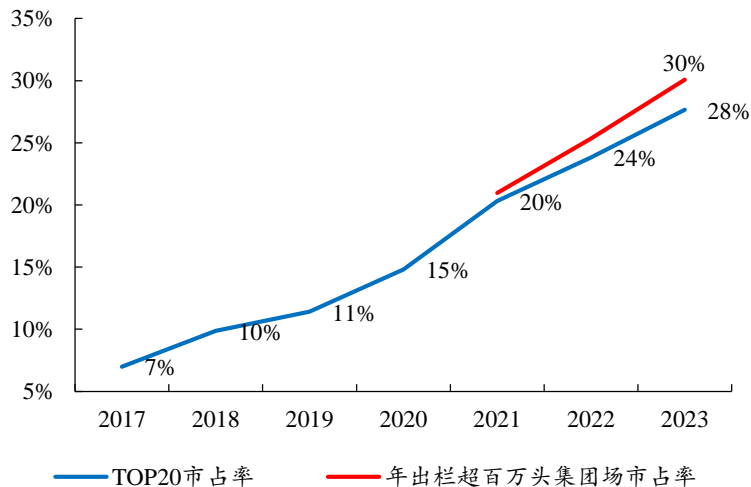


数据来源：Wind、涌益咨询、开源证券研究所

1.2 养殖特征：规模化占比提升养殖重心南移，能繁效率提升成本趋势下降

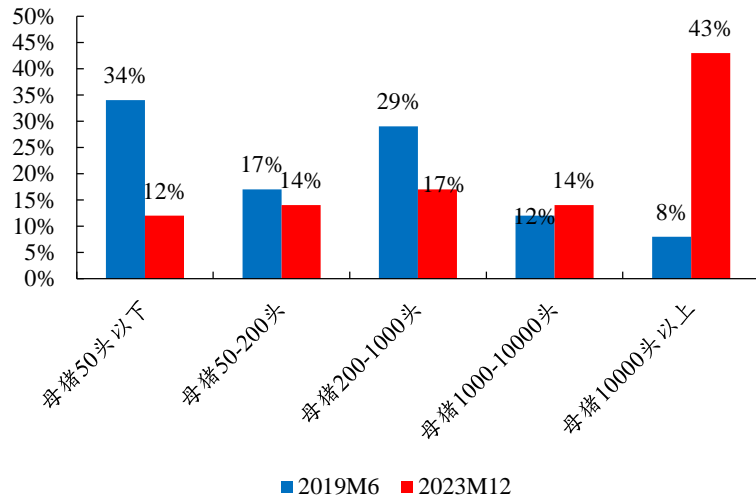
养殖结构：规模场占比提升，非瘟风险下养殖分工细化。非瘟影响下集团增量散户逐步退出，2017-2023年我国生猪出栏TOP20市占率由7%提升至28%。非瘟毒株持续变异，弱毒流行导致猪群感染期初难以检测出，散户自繁自养难度加大，散户为降低养殖风险故减少自繁自养，更倾向于二次育肥或外购仔猪育肥。规模场防疫水平高，更多承担种猪繁育工作，行业繁育与育肥分离度提高。行业二次育肥或外购仔猪增多同时也导致猪价受补栏情绪影响阶段性波动变大。

图8：2023年我国生猪出栏TOP20市占率提升至28%



数据来源：Wind、中国猪业高层交流论坛、开源证券研究所

图9：受非瘟影响，中小散户母猪养殖量下降



数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

1.2 养殖特征：规模化占比提升养殖重心南移，能繁效率提升成本趋势下降

养殖区域：生猪养殖重心南移，南北价差收窄。从区域看，北方冬季非瘟严重，南方雨季非瘟严重，北方整体非瘟较南方更严重。非瘟以来，南方地区生猪养殖量及密度持续提升，逐步由生猪销区变为产区，北方生猪养殖难度大，养殖量占全国比重趋势下行。生猪养殖重心向南转移，南北生猪价差趋于收窄，北方甚至阶段性缺猪进而引领猪价上涨。

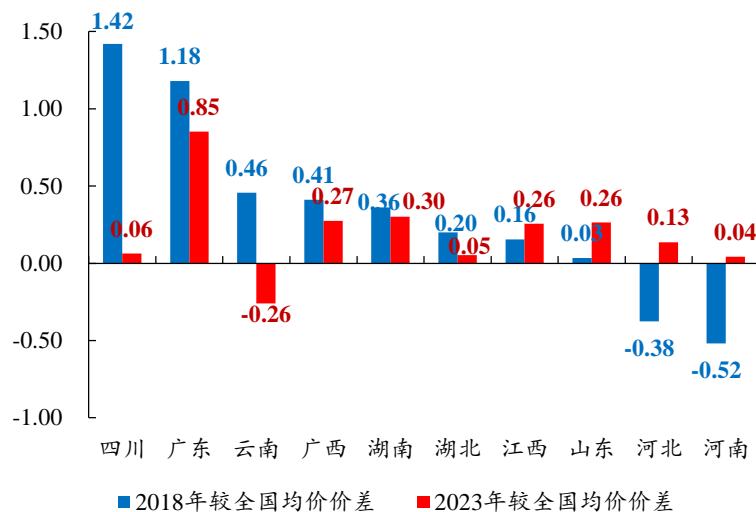
表1：非瘟以来南方地区生猪养殖量提升，逐步由生猪销区变为产区

2023			2017		
省份	出栏量 (万头)	出栏占比	省份	出栏量 (万头)	出栏占比
四川	6663	9.17%	四川	6579	9.55%
湖南	6286	8.65%	河南	6220	9.03%
河南	6102	8.40%	湖南	6116	8.88%
山东	4660	6.41%	山东	4700	6.83%
云南	4627	6.37%	湖北	4300	6.24%
湖北	4439	6.11%	河北	3571	5.19%
广东	3794	5.22%	广东	3501	5.08%
河北	3648	5.02%	云南	3459	5.02%
广西	3517	4.84%	广西	3355	4.87%
江西	3144	4.33%	江西	3181	4.62%

数据来源：国家统计局、开源证券研究所

注：标红省份2023年出栏量及出栏占比较2017年均提升，标绿则相反

图10：生猪养殖重心向南转移，南北生猪价差趋于收窄（元/公斤）

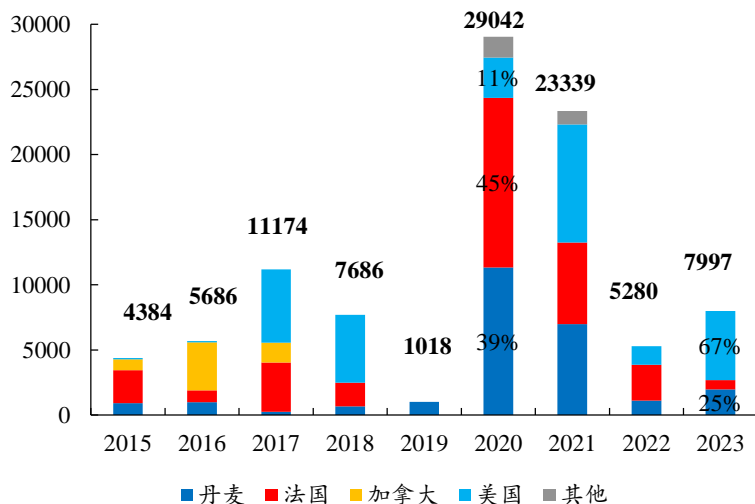


数据来源：Wind、涌益咨询、开源证券研究所

1.2 养殖特征：规模化占比提升养殖重心南移，能繁效率提升成本趋势下降

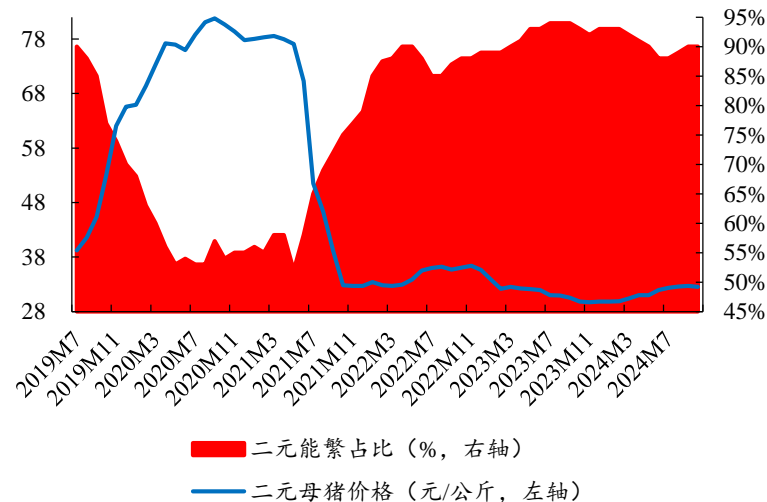
能繁母猪：引种更替种猪效率提升，去化缓慢补栏亦谨慎。 受非瘟影响，2019年我国能繁母猪损失严重，行业2020-2021年大量引种海外原种猪对原有受损种猪群进行更替，高性能二元母猪占比持续提升，至2022年我国高性能二元母猪占比已恢复至非瘟前。受益于高性能种猪更替及非瘟防控水平提高，2023年我国母猪生产效率已恢复超非瘟前水平。同时散户养殖偏好改变，自繁自养需求减少，因此二元母猪供给相对充足价格波动远低于生猪及仔猪价格波动。

图11：2020-2021年行业大量进行原种猪引种（头）



数据来源：海关总署、开源证券研究所

图12：2022年我国高性能二元母猪占比已恢复至非瘟前

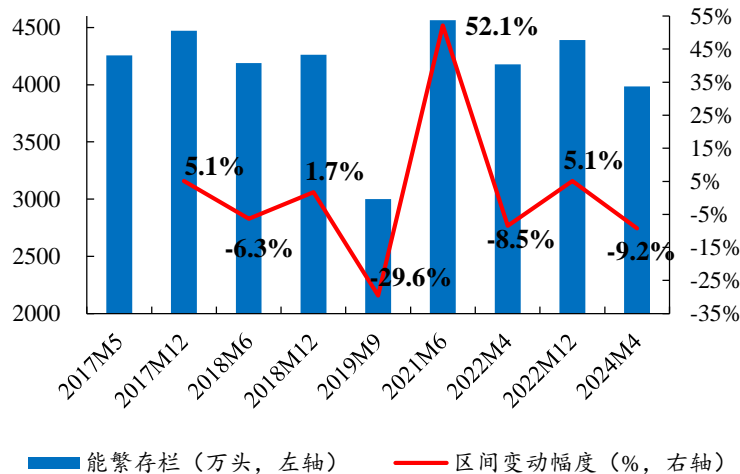


数据来源：Wind、涌益咨询、开源证券研究所

1.2 养殖特征：规模化占比提升养殖重心南移，能繁效率提升成本趋势下降

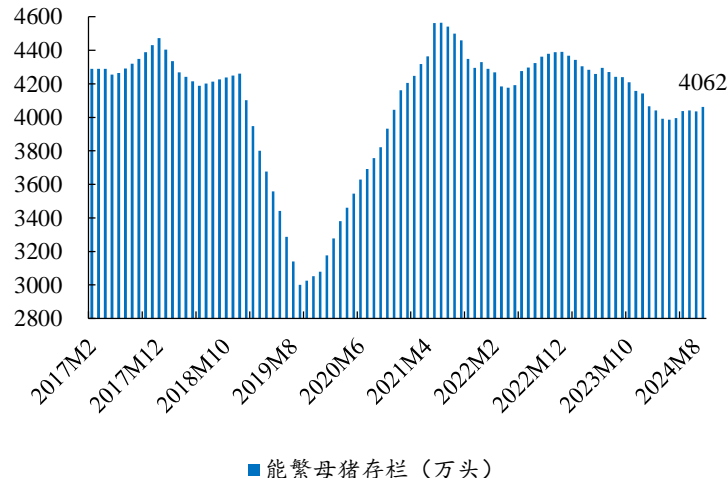
规模场占比提升致能繁去化缓慢，冬季非瘟高发能繁补栏谨慎。据农业农村部数据，2023M1-2024M4我国能繁存栏历时16个月去化约9.2%（上轮2021M6-2022M4历时11个月去化约8.5%）。本轮能繁去化受规模场占比提升影响去化缓慢，但去化幅度已超上轮周期。从能繁补栏节奏看，2024Q4补栏能繁对应2025Q3猪价上行期生猪出栏，但受资金及冬季非瘟影响，行业能繁补栏偏谨慎。据农业农村部，2024年9月我国能繁存栏4062万头（环比+0.6%），能繁补栏缓慢对2025年猪价形成支撑。

图13：2023M1-2024M4能繁去化去化幅度达9.2%



数据来源：农业农村部、开源证券研究所

图14：2024年9月我国能繁存栏4062万头，补栏谨慎

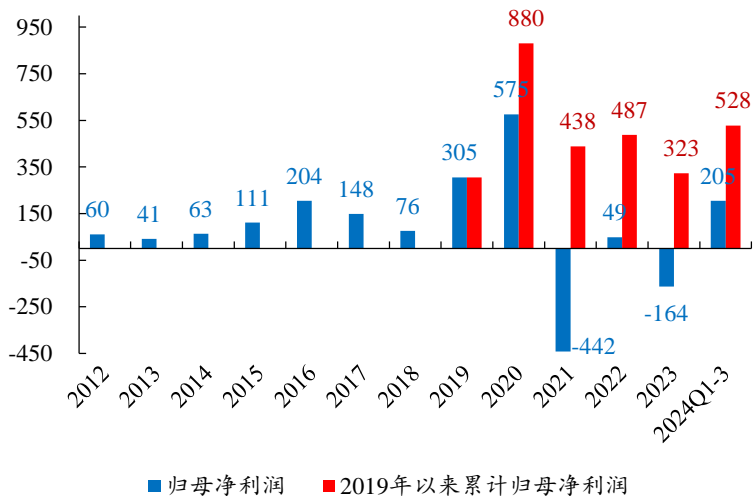


数据来源：农业农村部、开源证券研究所

1.2 养殖特征：规模化占比提升养殖重心南移，能繁效率提升成本趋势下降

资金状况：2024年猪价中枢上移，生猪养殖盈利改善但扩张谨慎。 受益于2024年猪价中枢上移，2024Q1-Q3 生猪板块实现归母净利润205亿元，同比扭亏401 亿元，2024Q3行业资产负债率下降至62%，资金压力有所缓解，但前期亏损偏大且对2025年预期悲观背景下，行业产能扩张偏谨慎，2024Q1-Q3生猪板块资本开支231亿元，同比-27.40%。

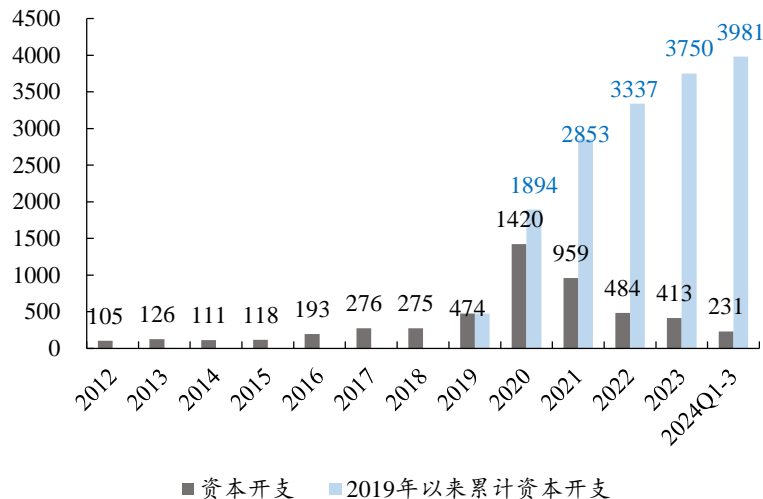
图15：2024Q1-Q3 生猪板块实现归母净利润205亿元，同比扭亏



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：样本为我国18家头部上市猪企，累计值区间为2019-2024Q1-Q3

图16：2024Q1-Q3生猪板块资本开支降至231亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：样本为我国18家头部上市猪企，累计值区间为2019-2024Q1-Q3

1.2 养殖特征：规模化占比提升养殖重心南移，能繁效率提升成本趋势下降

养殖成本：饲料降价+养殖水平提升驱动成本下降，长期看中型猪场或为去化主体。 2023年以来饲料价格回落，2024Q3我国生猪饲料价格3.17元/公斤，降至2021年以来低位，叠加行业生产效率提升仔猪成本下降，行业生猪养殖成本下降。长期看，行业落后产能去化为大势所驱，散户易忽略隐性成本故产能难以去化，中型养殖场成本高于、融资能力低于大型养殖场且无法忽视隐性成本，故长期看中型猪场及成本控制不佳的大型猪场或为去化主体。

图17：2024年前三季度我国生猪完全成本降至14.6元/公斤

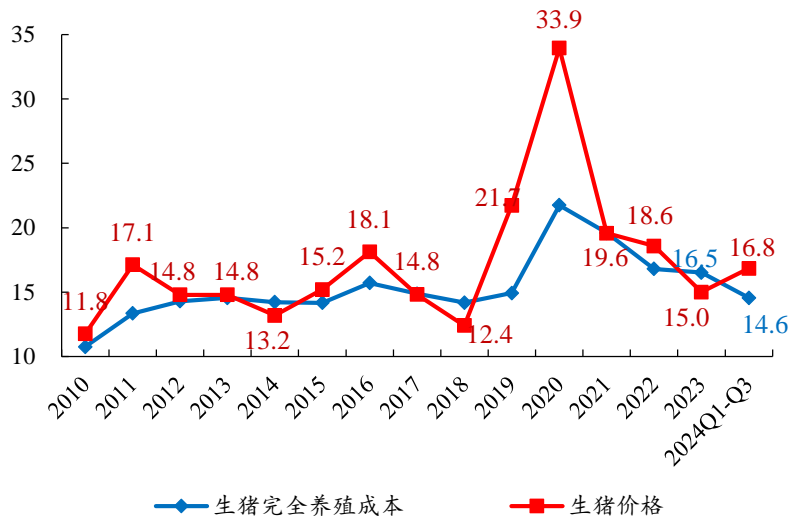
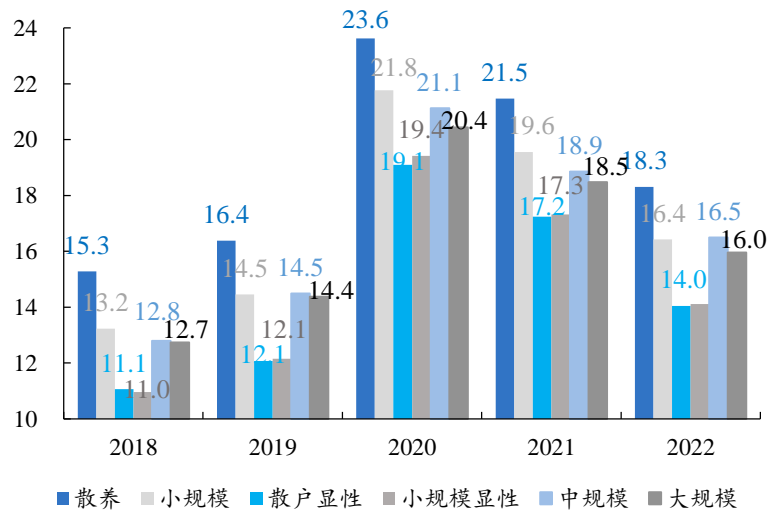


图18：散户仅考虑显性成本下，其成本低于中大规模养殖场（元/公斤）



数据来源：Wind、涌益咨询、开源证券研究所

数据来源：Wind、《全国农产品成本收益资料汇编》、开源证券研究所
注：散养/小/中/大规模生猪养殖量区间为0-30/30-100/100-1000/1000头以上

9-10月生猪出栏增量猪价下行，供给压力持续释放。据涌益咨询，2024年10月全国生猪销售均价17.60元/公斤，环比-7.17%，同比+15.27%。涌益监控样本10月屠宰量达459.62万头，环比+4.86%，同比-0.61%。9-10月集团场及二育户生猪出栏加速，规模场10月生猪出栏完成率达104.2%。受供给压力前置释放影响，2024Q4生猪供给逐步恢复但预计仍偏紧，叠加天气转凉猪肉消费增加及我国宏观政策持续发力提振经济及消费信心，2024Q4猪价中枢下移但仍有支撑。

图19：涌益样本10月屠宰量达459.62万头，环比+4.86%

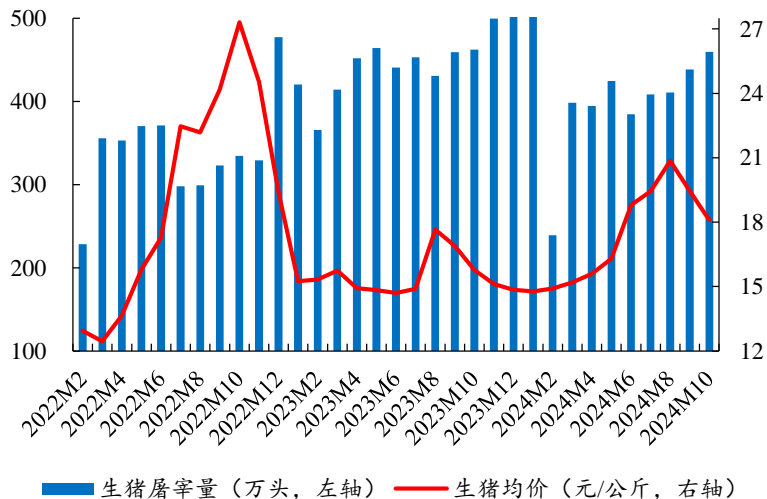
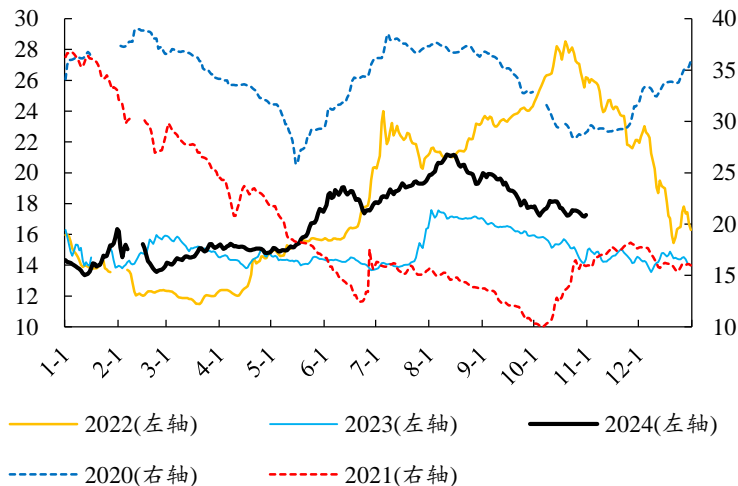


图20：2024年9月以来猪价中枢下移但底部仍有支撑(元/公斤)

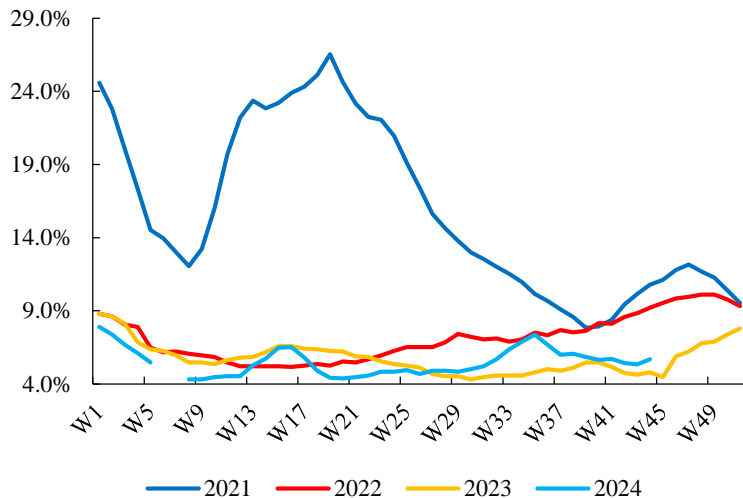


数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

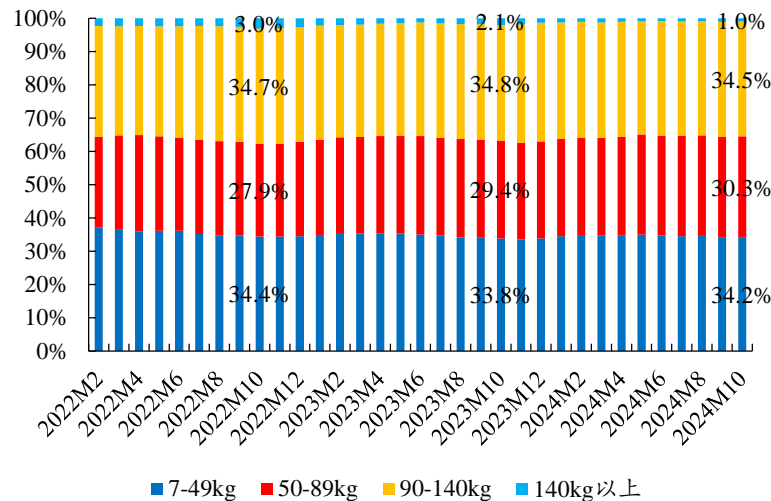
存出栏结构：中大猪持续出栏中，2024Q4肥猪存栏占比偏低对猪价形成支撑。截至2024年11月7日，涌益样本生猪出栏结构中150kg以上占比5.69%，90-150kg占比89.71%，均高于2023年同期。从My steel样本生猪月度存栏结构看，10月行业7-49kg、50-89kg、90-140kg、140kg以上生猪存栏占比分别为34.2%、30.3%、34.5%、1.0%，分别同比+0.4pct、+0.9pct、-0.2pct、-1.1pct。市场大体重肥猪持续理性出栏，140kg以上大体重肥猪存栏占比低于2021年以来同期，肥猪存栏占比偏低对猪价形成支撑。

图21：2024年7月以来行业150kg以上肥猪出栏占比高于2023年同期



数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

图22：2024年10月行业140kg以上生猪存栏占比低于2023年同期



数据来源：My steel、开源证券研究所

肥猪溢价收窄，压栏二育对猪价支撑力度边际弱化。据涌益咨询，截至2024年11月7日，150kg肥猪较120kg标猪溢价0.58元/公斤（周环比-0.16元/公斤），Q4为肥猪消费旺季，肥猪溢价仍在但受肥猪供给逐步恢复影响，溢价已边际收窄。2024年10月20-31日行业销至二育生猪占实际销量比重降至1.92%，从养殖节奏看，年内最后一轮二育进场（博弈冬至行情）已接近尾声且二育栏舍利用率已提升至55%，后市压栏二育对猪价支撑力度边际弱化。

图23：肥猪溢价驱动养户压栏及二育进场（元/公斤）

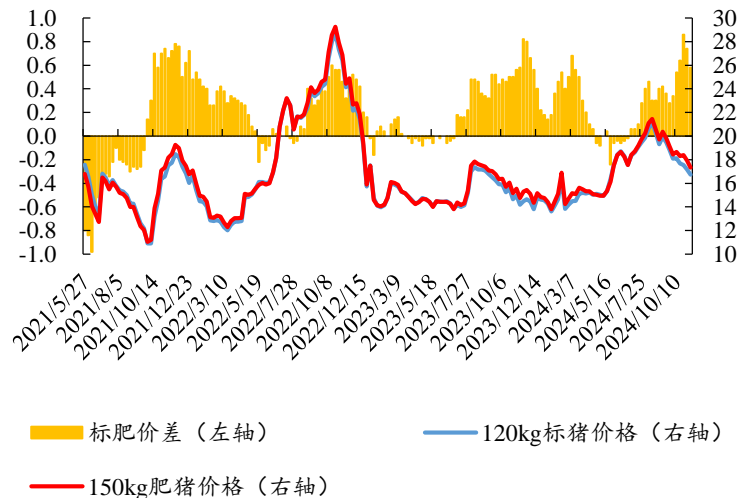
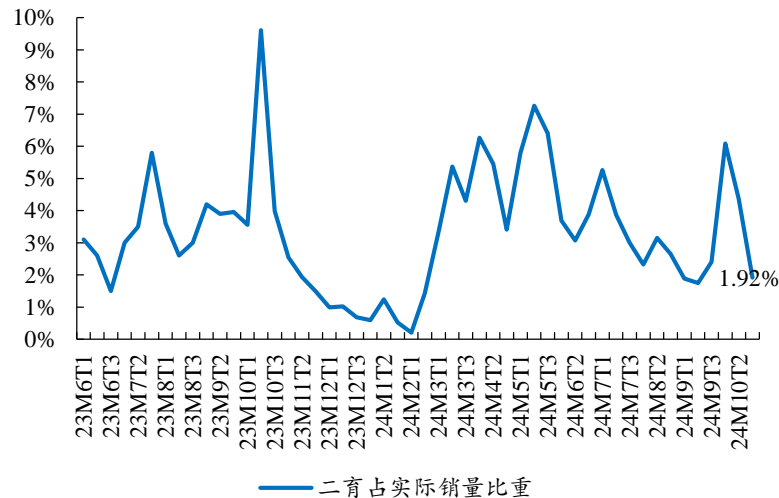


图24：2024年10月中旬以来二育进场比例环比下降

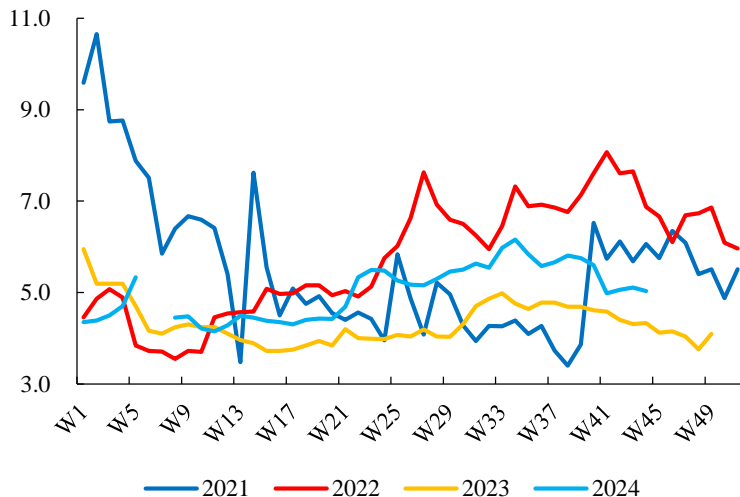


数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

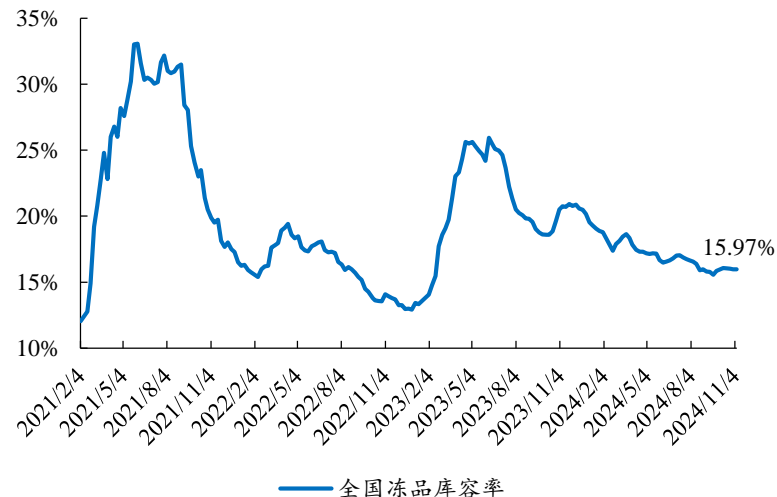
猪肉消费旺季需求端有承接，冻品低位但未到入库时点，对猪价影响有限。截至2024年10月31日，涌益样本毛白价差5.11元/公斤，较9月末-0.64元/公斤，但仍高于2023年同期，Q4猪肉消费旺季终端需求有支撑。截至2024年11月7日全国冻品库容率为15.97%，冻品库容率仍处相对低位，但当前猪价对于冻品入库来说仍偏高，因此冻品对2024Q4猪价影响或有限。

图25：2024年10月毛白价差高于2023年同期(元/公斤)



数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

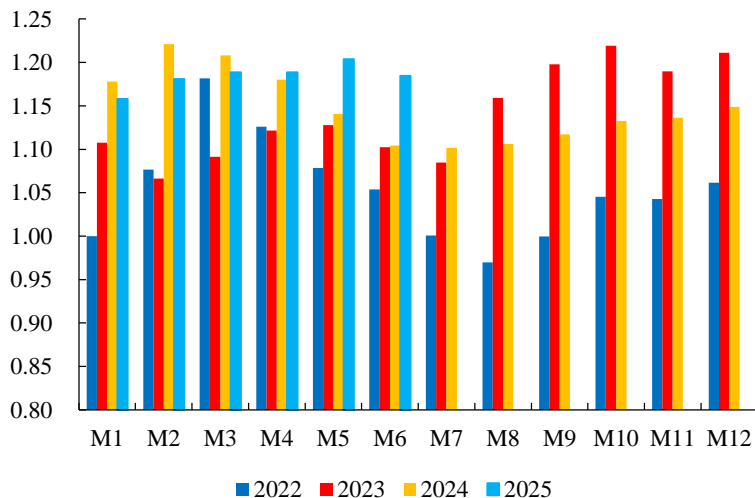
图26：冻品低位但未到入库时点，对猪价影响有限



数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

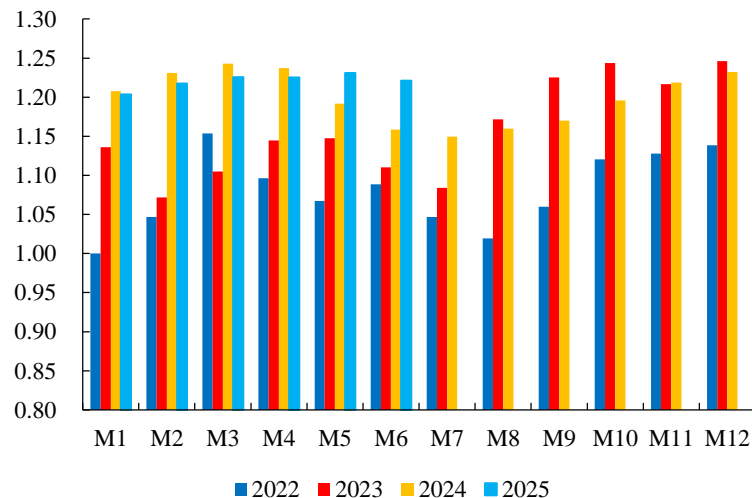
2024Q4生猪需求旺季供给仍偏紧，2025H1供给恢复猪价或承压。 我们结合能繁母猪存栏及各项生产指标对2024年各月生猪及猪肉供给进行测算并与2023同期进行对比，发现2024Q4能繁存栏及配种率下降对生猪供给影响强于母猪生产性能提升，2024Q4生猪及考虑出栏均重抬升后的猪肉供给均低于2023Q4，2024Q4猪肉需求旺季生猪供给仍偏紧，猪价有支撑。预计2025H1生猪供给逐步恢复且春节后步入猪肉消费淡季，猪价或承压下行。

图27：2024Q4生猪供给同比收缩，2025H1供给恢复



数据来源：Wind、涌益咨询、开源证券研究所；注：月度生猪供给为能繁存栏结合各项生产指标的理论推算值，以2022M1为1进行标准化处理

图28：2024Q4猪肉供给同比收缩，猪价短期仍有支撑

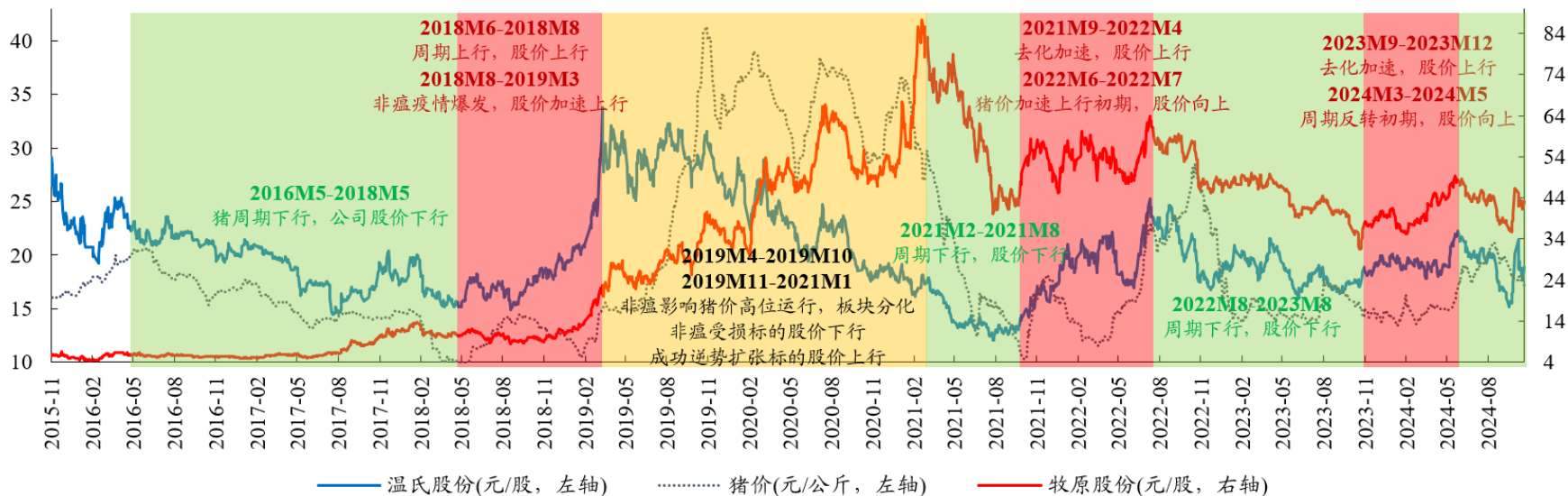


数据来源：Wind、涌益咨询、开源证券研究所；注：月度猪肉供给为能繁存栏结合各项生产指标的理论推算值，以2022M1为1进行标准化处理

1.4 投资建议：周期往复，把握生猪投资关键变盘点

生猪板块投资的黄金时间：能繁去化加速及周期上行初期。通过对猪周期复盘，我们发现非瘟冲击下的能繁加速去化期及周期反转初期是生猪板块投资的黄金时间，该阶段生猪板块投资逻辑持续强化，期间涨幅可观。如2021M9-2022M7的去化加速及周期反转阶段、2023M9-2023M12非瘟驱动的行业能繁加速去化阶段、2024M3-2024M5周期反转初期。

图29：能繁去化加速及周期上行初期是生猪板块投资的黄金时间



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.4 投资建议：周期往复，把握生猪投资关键变盘点

本轮猪周期提前博弈，对猪周期反转初期能繁环比增加容忍度降低。本轮周期2024年2月涌益样本能繁存栏环比转正，钢联样本3月能繁环比转正，农业农村部统计口径能繁5月转正，2024年1月产业已开始大量对能繁母猪进行配种。生猪板块市值见顶在5月，至2024年8月板块市值跌至2021年以来低点，由此可见本轮市场对猪周期反转初期的能繁存栏环比转正同样有所容忍，但容忍度下降且进行提前博弈，2024年7-8月猪价上行创年内高点，生猪板块市值反而创年内新低。

图30：2024年8月生猪板块市值跌至2021年以来低点

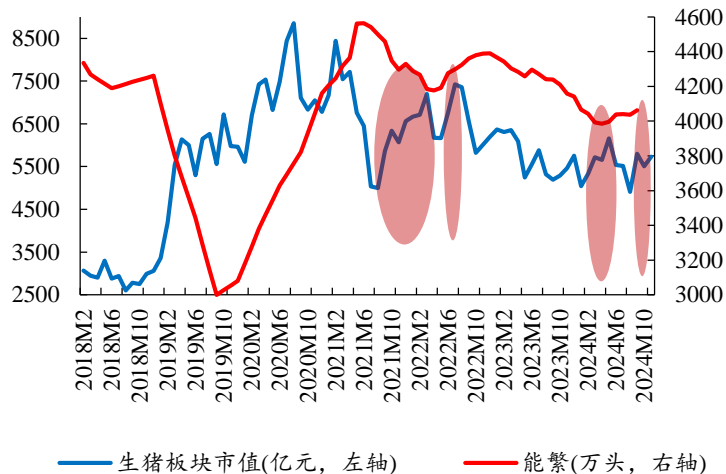
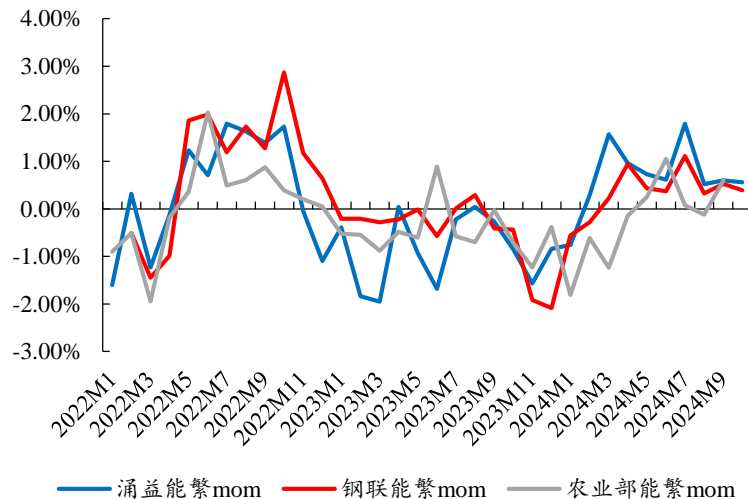


图31：涌益及钢联样本能繁存栏于2024年2-3月环比转正



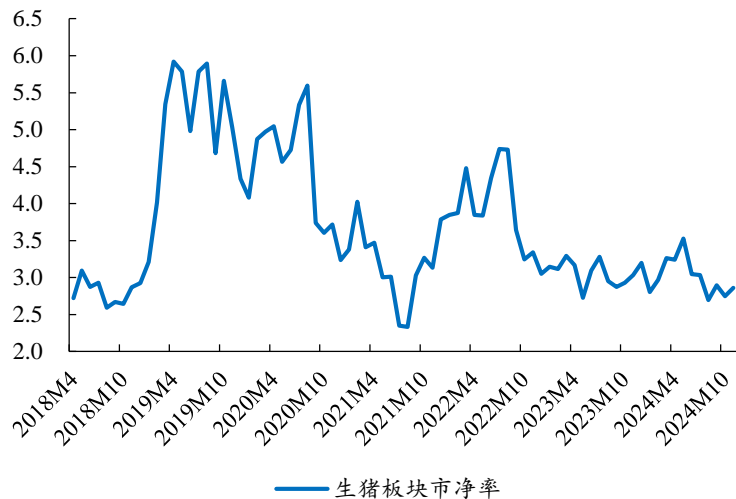
数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、涌益咨询、My steel、开源证券研究所

1.4 投资建议：周期往复，把握生猪投资关键变盘点

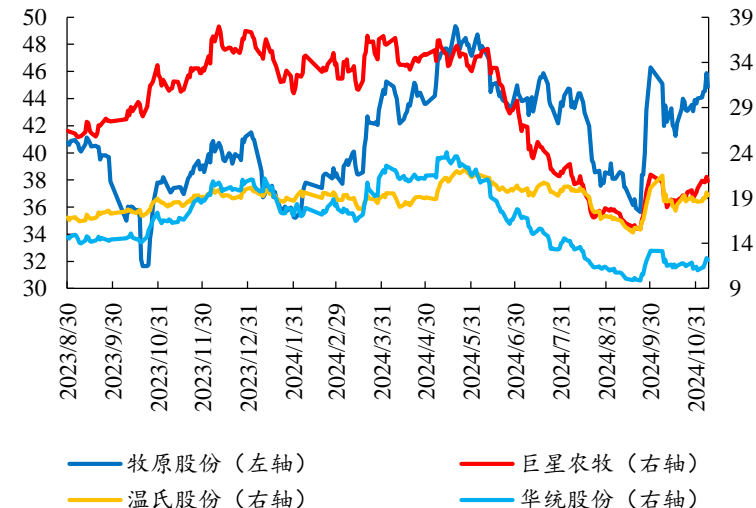
生猪板块当前处相对低位，估值有望随宏观预期好转修复，龙头高业绩兑现高分红投资价值显现。当前生猪板块估值处2018年来相对低位，具备上涨先行条件。9月以来我国宏观政策持续加码，对资本市场、宏观经济及居民消费进行强力支持，宏观预期好转背景下，生猪板块估值有望修复。行业龙头成本优势显著出栏稳步增长，2024年业绩有望高兑现具备高分红预期，投资价值显现。推荐标的：温氏股份、牧原股份、巨星农牧、华统股份；受益标的：神农集团、天康生物、京基智农、新希望、唐人神等。

图32：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33：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

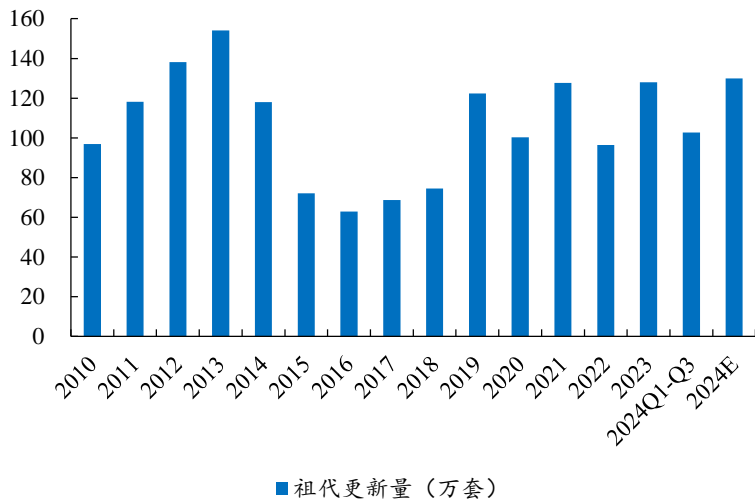
CONTENTS

- 1 生猪：景气持续，把握猪周期特征及节奏
- 2 **白鸡：旺季供给偏紧，白鸡低位配置价值显现**
- 3 饲料：后周期受益，海外布局突破
- 4 动保：猪苗禽苗边际改善，反刍宠物苗持续景气成长
- 5 种子：转基因种子扩面提速，头部种企有望突围
- 6 宠物：外销回暖叠加内销高增，宠物食品进入利润释放期
- 7 投资建议
- 8 风险提示

2.1 白羽鸡祖代引种恢复，2024Q4旺季白羽肉鸡供给仍偏紧

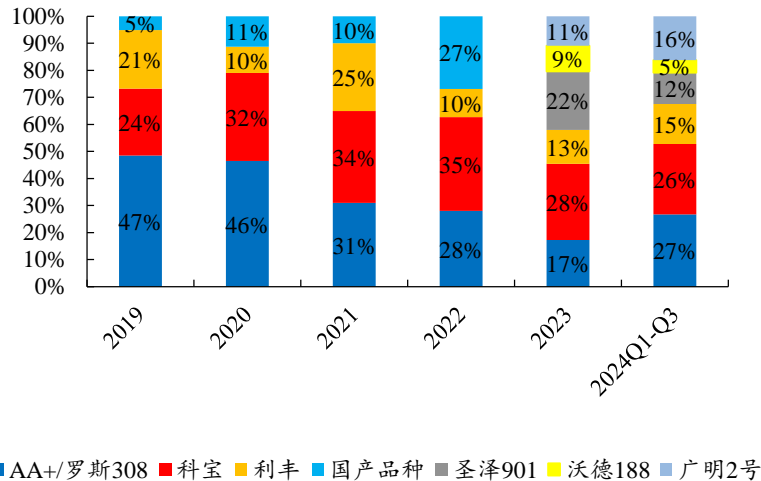
海外禽流感疫情影响渐退，我国白羽鸡祖代引种恢复。2022年5-12月海外禽流感致我国白羽鸡祖代引种受阻，国产种鸡趁势替代，2023年我国白羽鸡祖代更新量达128万套，其中圣泽901在内的国产品种占比达42%。2024年白羽鸡海外引种恢复，2024Q1-Q3祖代更新量达102.76万套，其中国产品种占比下降至33%，预计2024全年我国白羽鸡祖代更新量达130万套，祖代产能供给充足。

图34：预计2024全年我国白羽鸡祖代更新量达130万头，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35：2024Q1-Q3白羽祖代鸡国产品种占比下降至33%

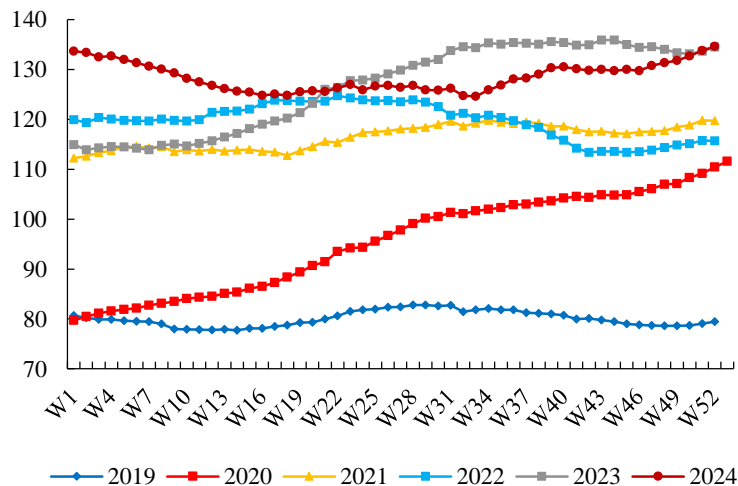


数据来源：中国畜牧业协会禽业分会、My steel、开源证券研究所

2.1 白羽鸡祖代引种恢复，2024Q4旺季白羽肉鸡供给仍偏紧

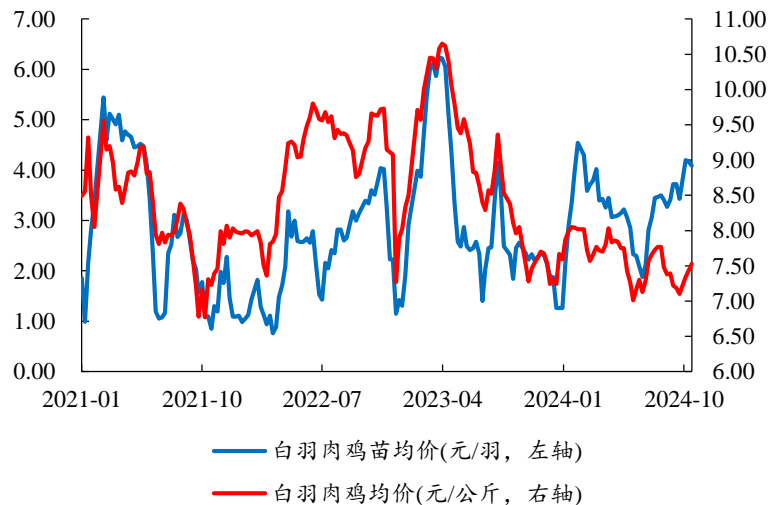
2024Q4旺季白羽肉鸡供给仍同比收缩，白羽肉鸡价格中枢抬升。据我们测算，2024Q4白羽肉鸡供给仍低于2023年同期，Q4为肉类消费旺季，白羽肉鸡供给仍偏紧对白鸡价格形成支撑。截至2024年10月末，我国白羽肉鸡苗价格4.09元/羽，同比+75.54%，白羽肉鸡价格7.53元/公斤，同比+0.94%，白羽肉鸡苗价格先行上涨高于2023年同期，2024Q4肉鸡价格上行有支撑。

图36：预计2024Q4白羽肉鸡供给仍低于2023年同期（万套）



数据来源：中国畜牧业协会禽业分会、开源证券研究所
注：数据为当期商品代鸡苗供给对应42周父母代鸡苗销量移动平均值

图37：2024Q4白羽肉鸡苗及肉鸡价格已开启上行






数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2 白鸡消费韧性十足，长期趋势向上

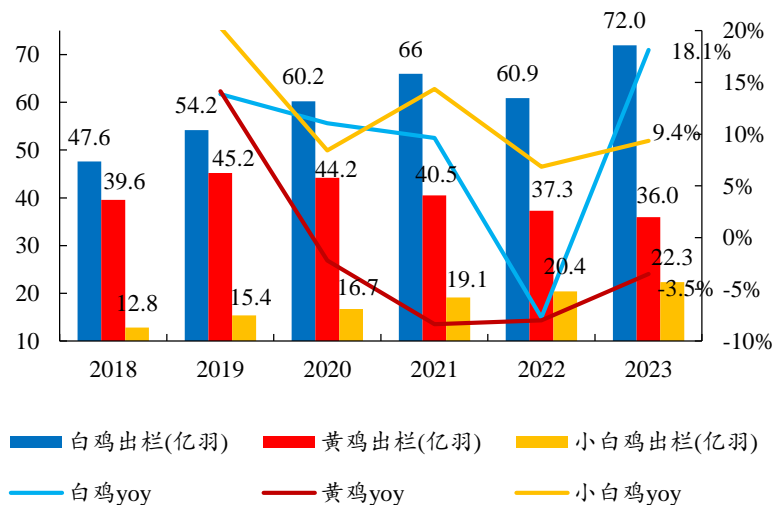
白鸡消费韧性十足，长期趋势向上。表观消费看，我国禽肉消费占畜禽肉类比重由2014年19.6%提升至2023年25.6%。我国肉鸡消费主要包括白羽鸡、黄羽鸡和肉杂鸡，2023年我国肉鸡出栏量增达130.22亿只，白羽肉鸡占比达55.25%。2020年以来我国生猪供给逐步恢复背景下，白鸡出栏仍呈增长态势。

图38：白羽肉鸡占我国肉鸡总出栏比重最大

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，肉质紧实细滑，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39：白鸡需求韧性好，出栏长期趋势向上

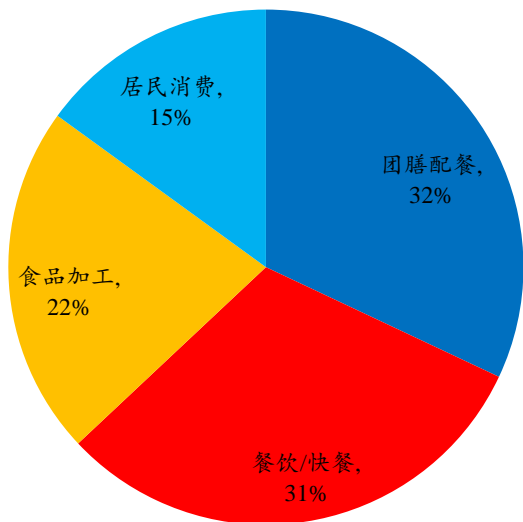


数据来源：郑麦青等《肉鸡种业发展现状》、开源证券研究所

2.2 白鸡消费韧性十足，长期趋势向上

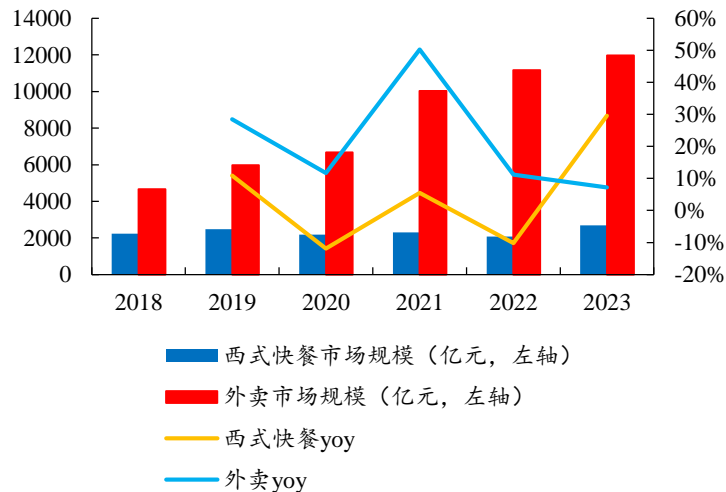
下游西式快餐等扩容驱动下，白羽鸡需求承接良好。据My steel，2023年白羽肉鸡下游消费渠道中团膳配餐/餐饮快餐/食品价格/居民消费占比分别为32% / 31% / 22% / 15%。白羽鸡为低成本优质蛋白多用于西式快餐及外卖，2023年我国西式快餐/外卖市场规模分别达2680/11966亿元，分别同比+29.6%/ + 7.2%。下游西式快餐等白羽鸡主消费渠道市场规模持续提升，白羽鸡下游需求有承接。

图40：2023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

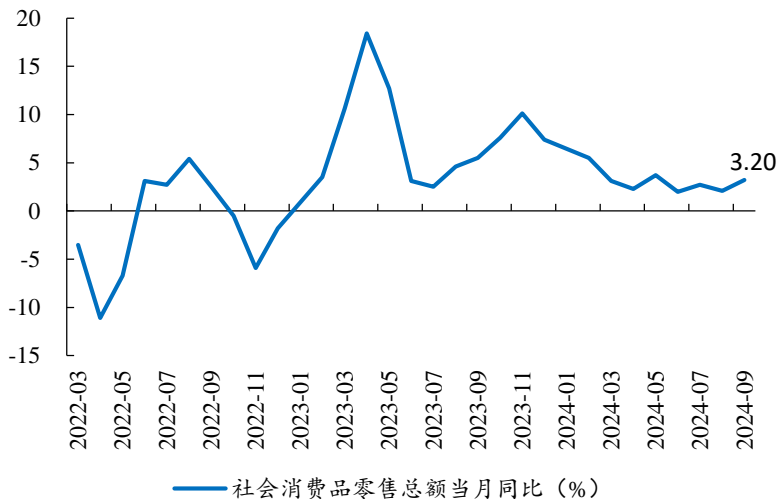
图41：下游西式快餐等市场扩容驱动下，白羽鸡需求承接良好



数据来源：红餐网公众号、开源证券研究所

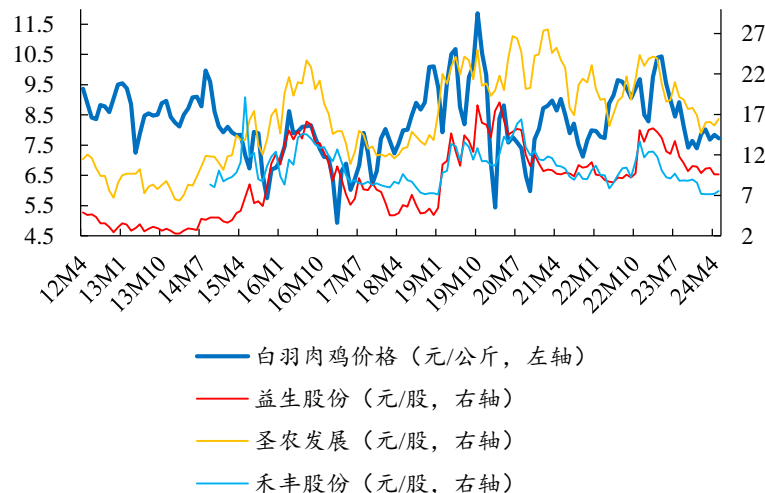
宏观经济回暖，白鸡投资逻辑边际改善。据国家统计局，2024年9月社会消费品零售总额当月同比+3.20%（增速月环比+1.1pct），服务业生产指数当月同比5.10%（增速月环比+0.5pct）。2024年9月以来我国宏观政策持续加码，对宏观经济及居民消费进行支持，需求旺季供给偏紧叠加宏观政策催化，白鸡低位逻辑边际改善。推荐标的：圣农发展、禾丰股份等；受益标的：益生股份等。

图42：2024年9月社会消费品零售总额当月同比+3.20%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图43：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

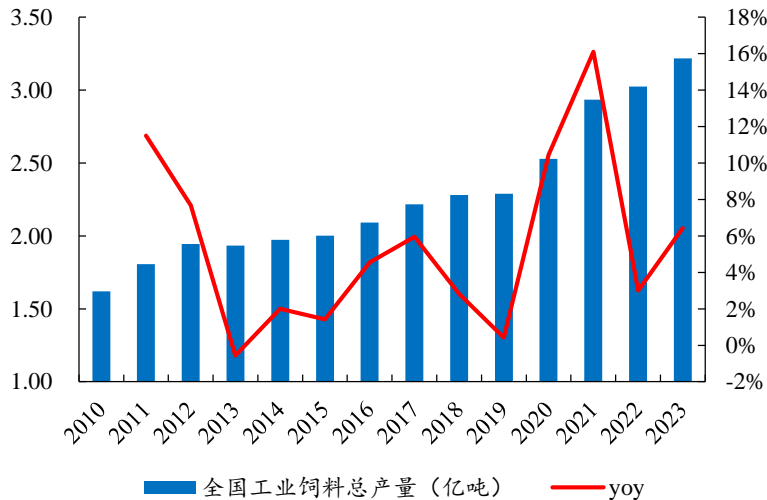
CONTENTS

- 1 生猪：景气持续，把握猪周期特征及节奏
- 2 白鸡：旺季供给偏紧，白鸡低位配置价值显现
- 3 **饲料：后周期受益，海外布局突破**
- 4 动保：猪苗禽苗边际改善，反刍宠物苗持续景气成长
- 5 种子：转基因种子扩面提速，头部种企有望突围
- 6 宠物：外销回暖叠加内销高增，宠物食品进入利润释放期
- 7 投资建议
- 8 风险提示

3.1 我国饲料总产值超1.4万亿元，生猪存栏渐恢复饲料产量修复向上

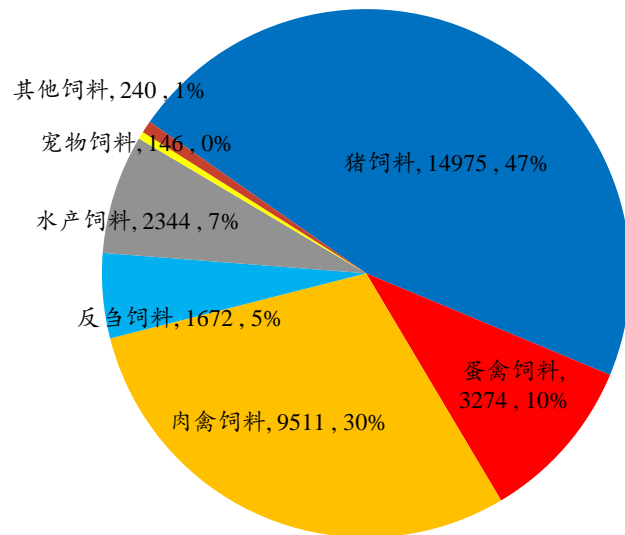
我国饲料总产量稳步增长，2023年总产值超1.4万亿元。2010-2023年我国饲料产量由1.62亿吨提升至3.22亿吨，总产值由0.49万亿元提升至1.40万亿元，期间CAGR分别达5.42%、8.36%，饲料产量及总产值均实现稳定增长。细分品类看，猪料及禽料合计产量占比达86%，猪/蛋禽/肉禽/反刍/水产/宠物饲料销量分别同比+10.1% / +2.0% / +6.6% / +3.4% / -4.9% / +18.2%。

图44：2010-2023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45：2023年猪料及禽料合计占我国饲料产量86%

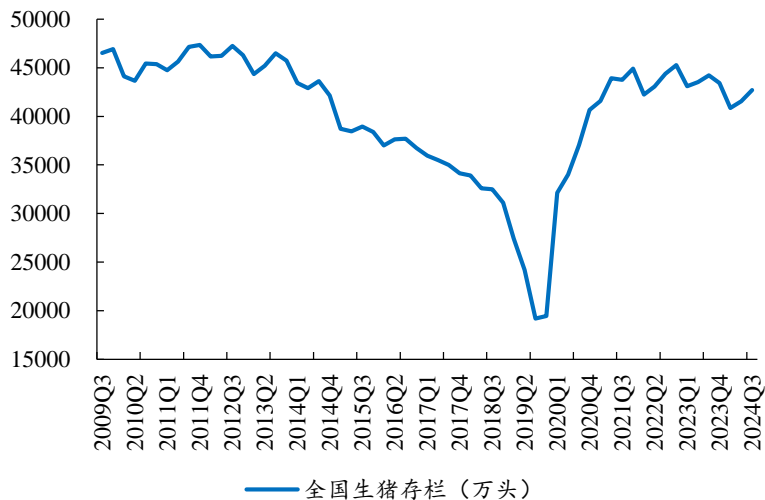


数据来源：中国饲料工业协会官网、开源证券研究所

3.1 我国饲料总产值超1.4万亿元，生猪存栏渐恢复饲料产量修复向上

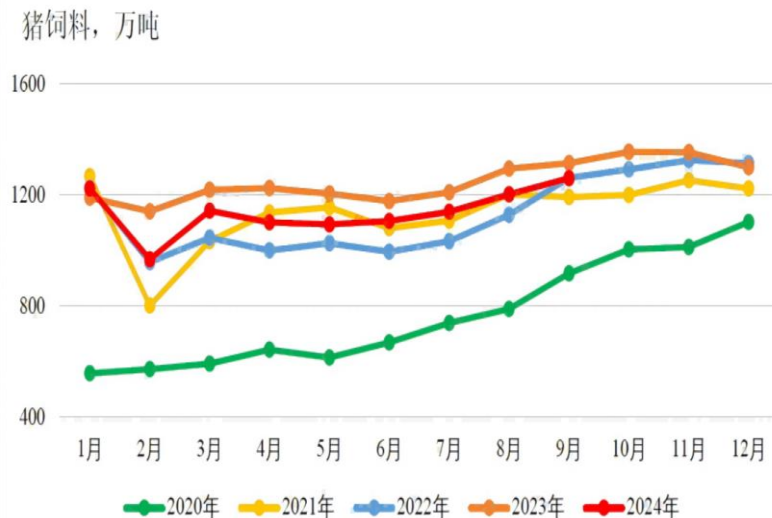
生猪存栏逐步恢复，饲料产量修复向上。受非瘟及养殖亏损影响，2024Q1我国生猪存栏降至4.09亿头，达2021Q1以来低位，受生猪产能回调等因素影响，2024前三季度我国饲料产量2.28亿吨（yoy-4.3%），其中猪/蛋禽/肉禽/反刍/水产/宠物饲料销量分别同比-6.8%/-5.9%/+0.5%/-2.8%/-11.4%/+12.4%。2024Q2以来生猪存栏逐步恢复，猪饲料产量月环比恢复增长。

图46：2024Q2以来生猪存栏逐步恢复



数据来源：Wind、开源证券研究所

图47：我国猪饲料产量自2024年6月环比恢复增长

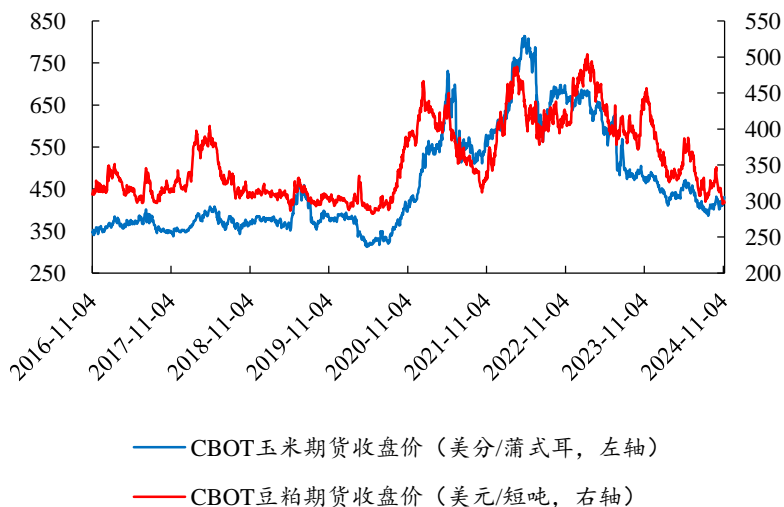


数据来源：中国饲料工业协会官网、开源证券研究所

3.2 全球玉米大豆供给充足，饲料成本压力小

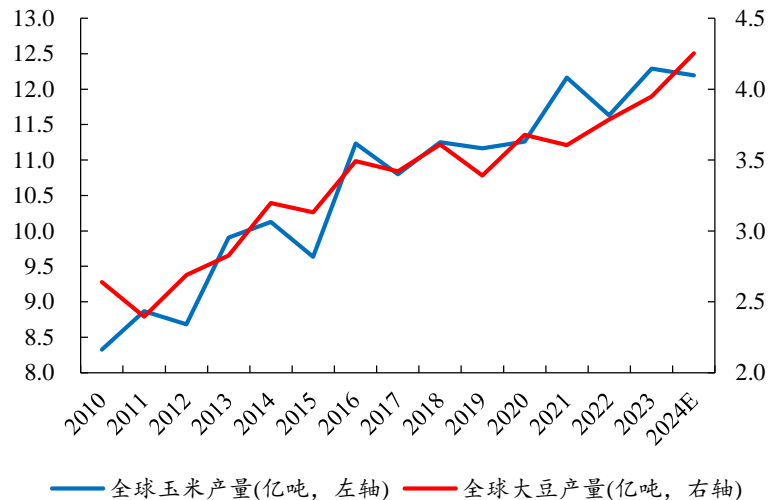
全球玉米大豆供给充足，低原料成本对饲料利润形成支撑。据USDA，预计2024年全球玉米、大豆产量分别达12.19、4.25亿吨，均处近年来相对高位，2024年10月末，玉米豆粕价格已降至2021年初水平，玉米大豆供给充足，饲料原料价格有望延续低位运行态势，对饲料利润形成支撑。

图48：2024年10月末，玉米豆粕价格已降至2021年初水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

图49：预计2024年全球玉米、大豆产量处近年来相对高位



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.3 海外饲料蓝海市场高增长，饲料龙头加速海外布局突破

海外饲料蓝海市场高增长。国内饲料竞争加剧，饲料企业纷纷向海外扩张，当地建厂生产销售，包括东南亚地区（越南、印尼、马来西亚等）、非洲地区（埃及等）、南美地区（厄瓜多尔等）。海外饲料蓝海市场竞争压力小，饲料需求旺盛，以越南为例，2024年1-10月越南水产/动物饲料产量分别为688.05/ 1266.46 万吨，同比分别+16.24% / +24.92%，保持高增长态势。

图50：2024年越南水产饲料需求旺盛，产量高于2023年同期

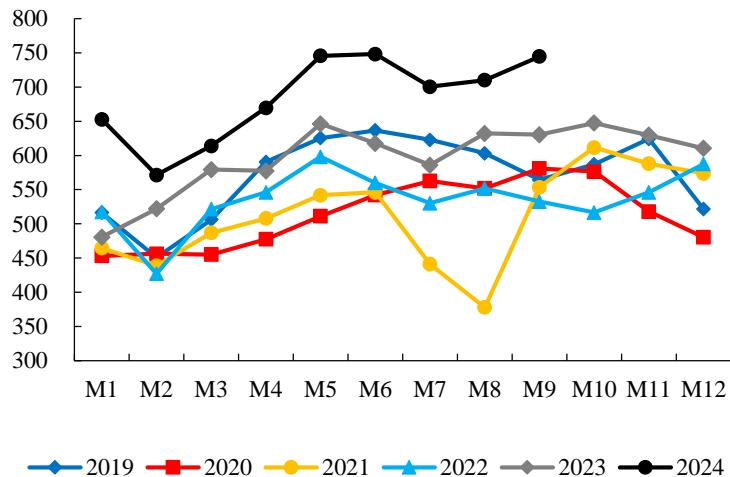
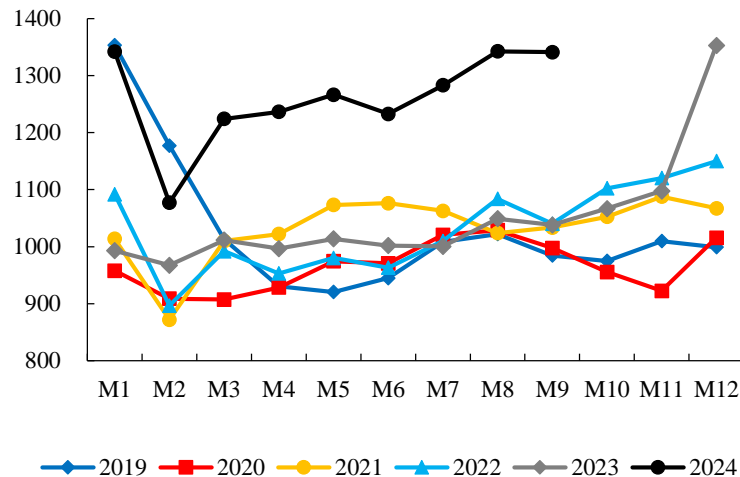


图51：2024年1-10月越南动物饲料产量同比+24.92%



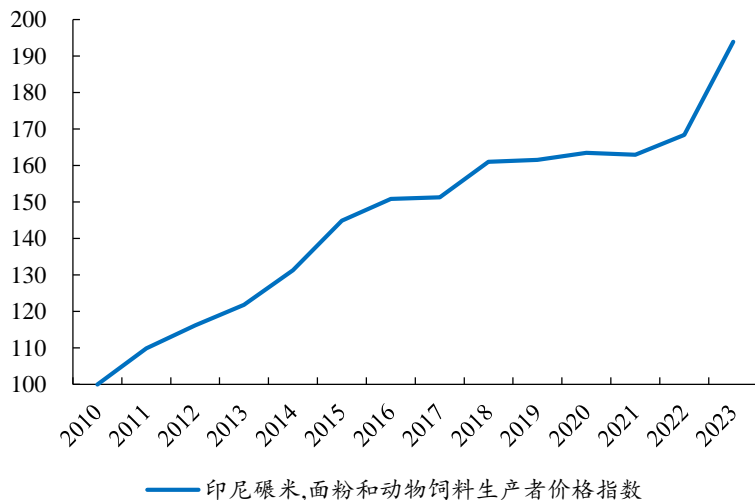
数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

3.3 海外饲料蓝海市场高增长，饲料龙头加速海外布局突破

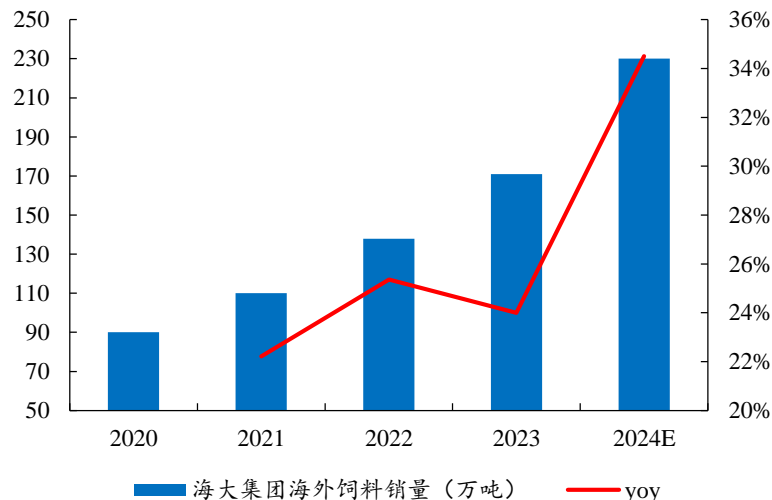
海外饲料需求强劲支撑价格上行，饲料龙头加速海外布局突破。东南亚、非洲及南美新兴市场国家经济快速发展，饲料需求强劲，印尼碾米、面粉和动物饲料生产者价格指数自2010年以来稳步上行，2023年达193.92，同比+15.16%。饲料龙头乘势加速海外布局突破，海大集团预计2024年海外饲料销量230万吨，2020-2024年CAGR达26.44%。

图52：印尼碾米、面粉和动物饲料生产者价格指数趋势向上



数据来源：Wind、开源证券研究所

图53：海大集团加速饲料业务海外布局，销量快速提升

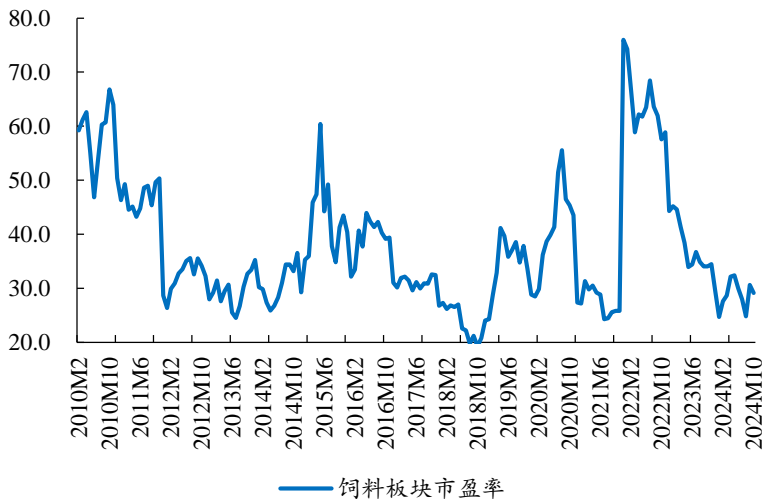


数据来源：海大集团公司公告、开源证券研究所

3.4 饲料板块估值低位，后周期配置价值显现

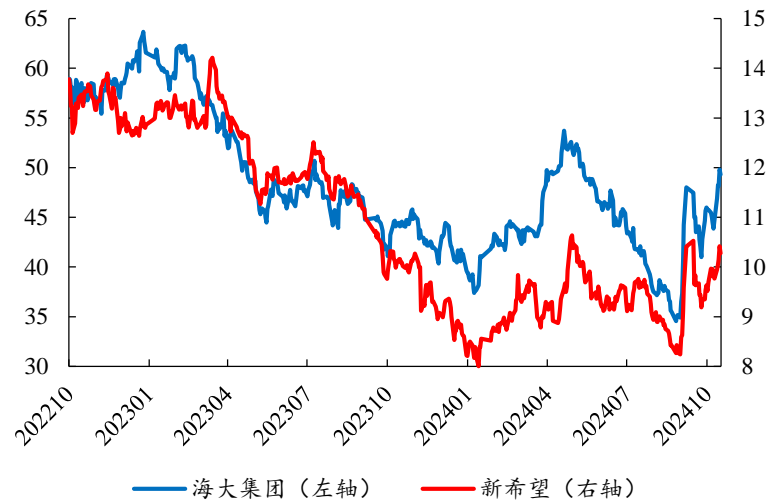
饲料板块估值处相对低位，后周期业绩改善配置价值显现。2024Q4猪价相对高位运行叠加生猪存栏逐步恢复，饲料需求向上叠加饲料原料价格低位运行，饲料板块业绩边际改善，当前饲料板块处相对低位，配置价值显现。推荐标的：海大集团、新希望，受益标的：邦基科技。

图54：饲料板块估值处相对低位



数据来源：Wind、开源证券研究所

图55：海大集团等饲料优质标的低位配置价格显现（元/股）



数据来源：Wind、开源证券研究所

目录

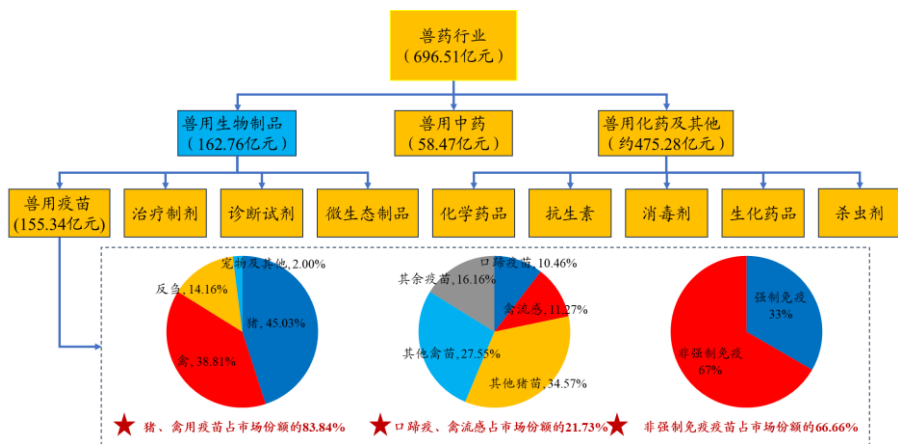
CONTENTS

- 1 生猪：景气持续，把握猪周期特征及节奏
- 2 白鸡：旺季供给偏紧，白鸡低位配置价值显现
- 3 饲料：后周期受益，海外布局突破
- 4 **动保：猪苗禽苗边际改善，反刍宠物苗持续景气**
- 5 种子：转基因种子扩面提速，头部种企有望突围
- 6 宠物：外销回暖叠加内销高增，宠物食品进入利润释放期
- 7 投资建议
- 8 风险提示

4.1 我国兽用疫苗市场规模超150亿，反当宠物苗市场规模快速增长

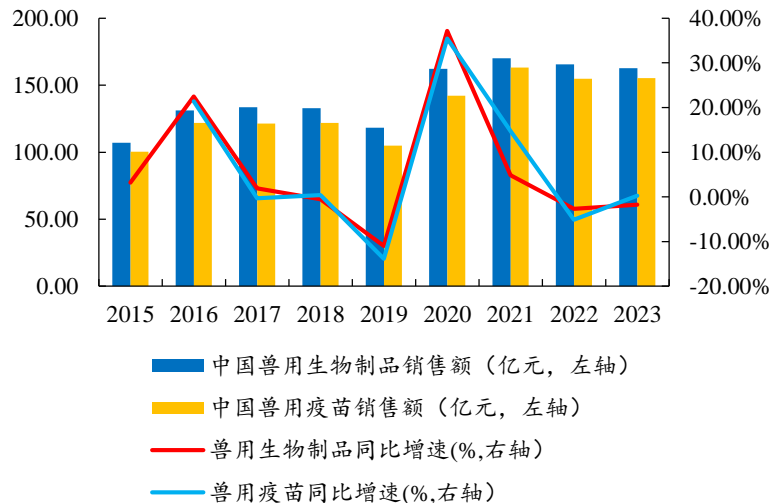
我国兽用疫苗市场规模超150亿，2015以来CAGR达5.61%。据中国兽药协会数据，2023年我国兽药市场规模达696.51亿元，其中兽用生物制品规模达162.76亿元（同比-1.76%），兽用生物制品95%由兽用疫苗构成，2023年我国兽用疫苗规模达155.34亿元，同比+0.25%。2015-2023兽用疫苗市场规模CAGR达5.61%。

图56：2023年我国兽药市场规模达696.51亿元



数据来源：中国兽药协会《兽药产业发展报告》、开源证券研究所

图57：2023年我国兽用疫苗规模达同比+0.25%



数据来源：中国兽药协会《兽药产业发展报告》、开源证券研究所

4.1 我国兽用疫苗市场规模超150亿，反刍宠物苗市场规模快速增长

猪禽用生物制品占兽用生物制品市场规模比重超80%，反刍宠物用生物制品市场规模快速增长。从市场规模看，2023年猪/禽/反刍/宠物及其他用生物制品市场规模分别为71.54 / 64.02 / 22.52 / 4.68亿元，占比分别为43.95% / 39.33% / 13.84% / 2.88%，猪禽用生物制品市场规模占比超80%，反刍及宠物兽用生物制品蓝海市场景气度高，2023年市场规模分别同比+16.93%、+32.95%。

图58：猪、禽生物制品占兽用生物制品合计超80%

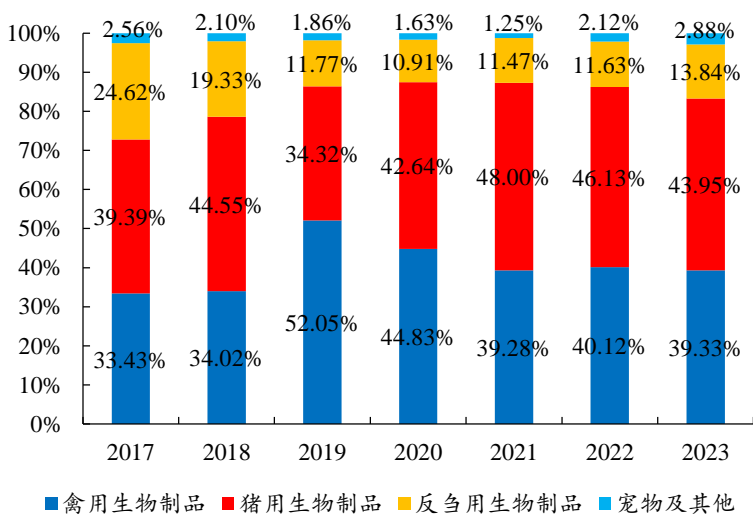
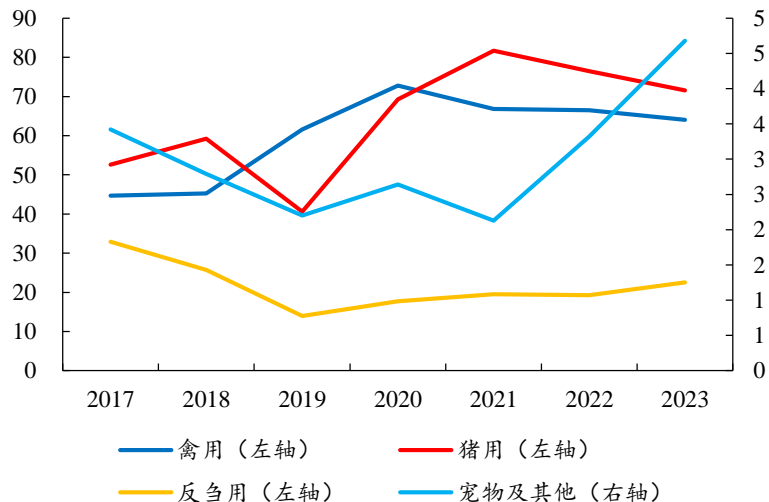


图59：反刍及宠物兽用生物制品市场规模快速增长（亿元）



数据来源：中国兽药协会《兽药产业发展报告》、开源证券研究所

数据来源：中国兽药协会《兽药产业发展报告》、开源证券研究所

4.2 猪苗：竞争加剧但压力边际改善，技术龙头竞争占优

强免疫苗市场化加速，猪苗首当其冲。2022年《国家动物疫病强制免疫指导意见（2022-2025）》指出2025年全面停止政府招标采购强免疫苗，我国强免疫苗市场占比已由2015年60%降至2023年32%。强免疫苗市场化加速推进，工作重心在于猪用强免疫苗（反刍用强免疫苗多人畜共患病，故市场化偏慢），猪用强免疫苗占猪用疫苗比重下降由2015年76%降至2023年23%。

图60：猪用强免疫苗占猪用疫苗比重下降由2015年76%降至2023年23%

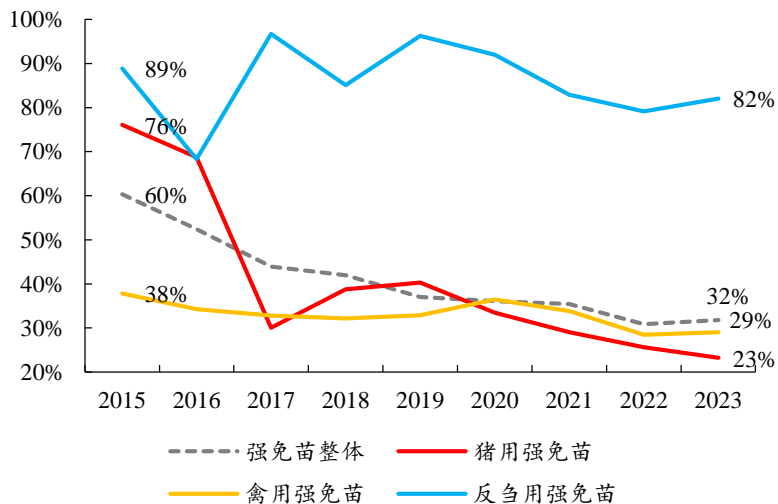
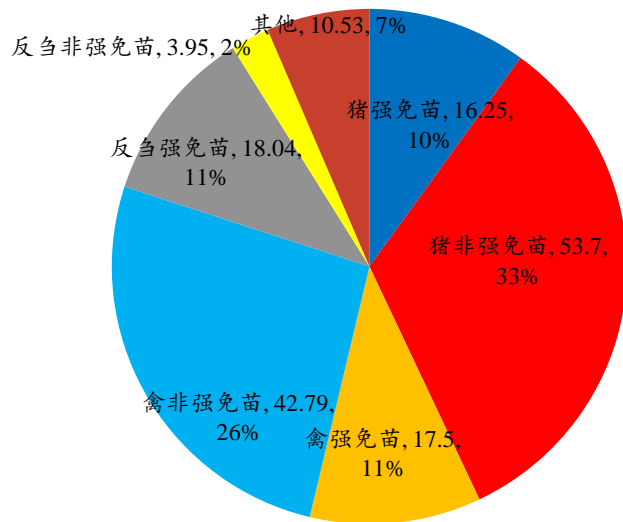


图61：强免疫苗中猪、禽、反刍市场规模接近（亿元）



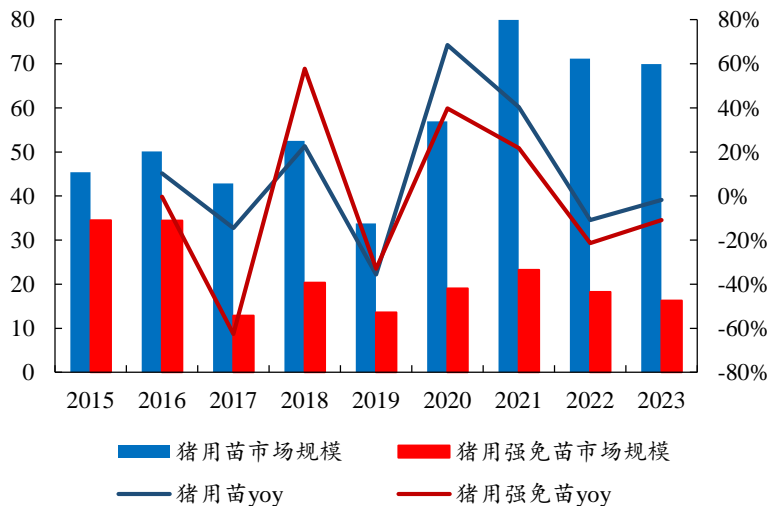
数据来源：中国兽药协会《兽药产业发展报告》、开源证券研究所

数据来源：中国兽药协会《兽药产业发展报告》、开源证券研究所

4.2 猪苗：竞争加剧但压力边际改善，技术龙头竞争占优

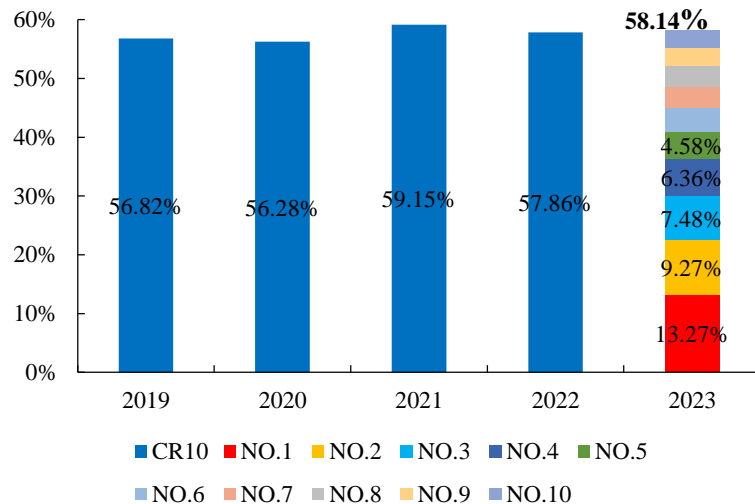
猪苗竞争加剧但边际改善，行业技术创新龙头竞争占优。受强免苗市场化及猪价行情影响，2023年我国猪用疫苗/猪用强免苗市场规模分别降至69.95 /16.25亿元，同比-1.71% / -10.96%。2024Q4猪价相对高位运行叠加生猪存栏逐步恢复，猪苗经营边际改善。猪苗行业竞争加剧，但行业集中度仍在提升，2019-2023年我国猪用疫苗CR10由56.82%提升至58.14%。行业龙头凭借技术优势降低成本、推出新品及服务方案，市场份额有望持续提升。

图62：2023年我国猪用疫苗市场规模降至69.95亿元，同比-1.71%



数据来源：中国兽药协会《兽药产业发展报告》、开源证券研究所

图63：2019-2023年我国猪用疫苗CR10由56.82%提升至58.14%

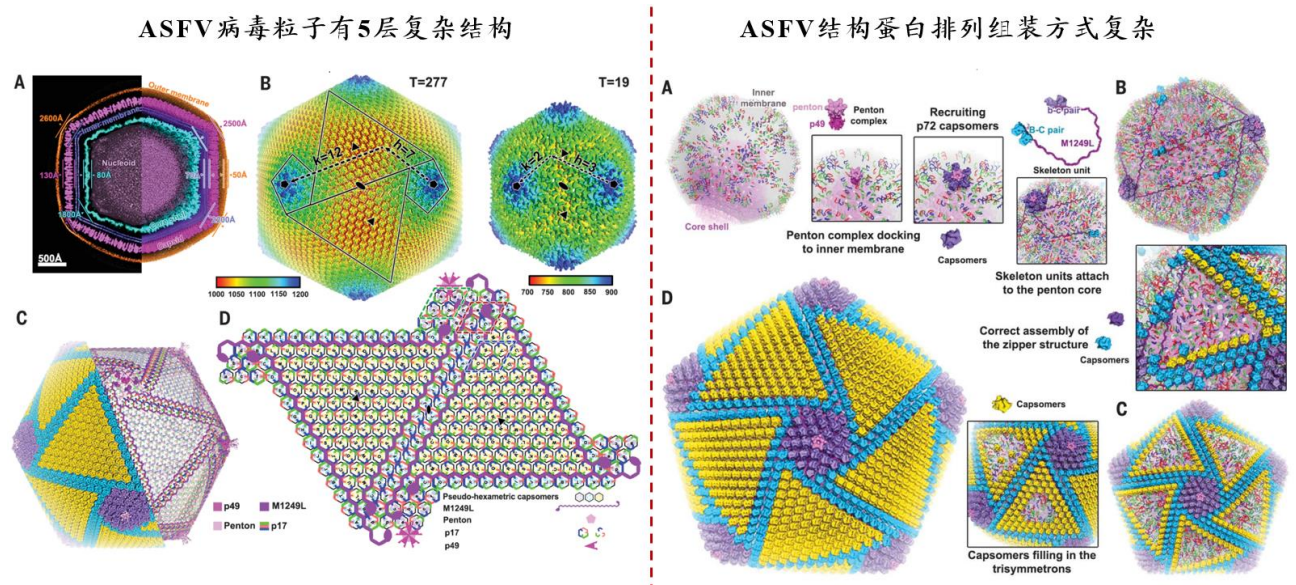


数据来源：中国兽药协会《兽药产业发展报告》、开源证券研究所

4.2 猪苗：竞争加剧但压力边际改善，技术龙头竞争占优

非瘟疫苗研发难度大，非瘟应急评价持续推进中。非瘟病毒结构复杂叠加基因组庞大导致非瘟病毒致病机制研究及疫苗研发难度较大，2024H1生物股份等非瘟疫苗研发龙头企业已进行攻毒实验，进一步实验方案仍在制定中。据我们测算，我国非洲猪瘟疫苗市场规模约260.0亿元。中性假设（市场渗透率30%）下，非洲猪瘟疫苗有望实现年78.0亿元销售收入，39.0亿元净利润。

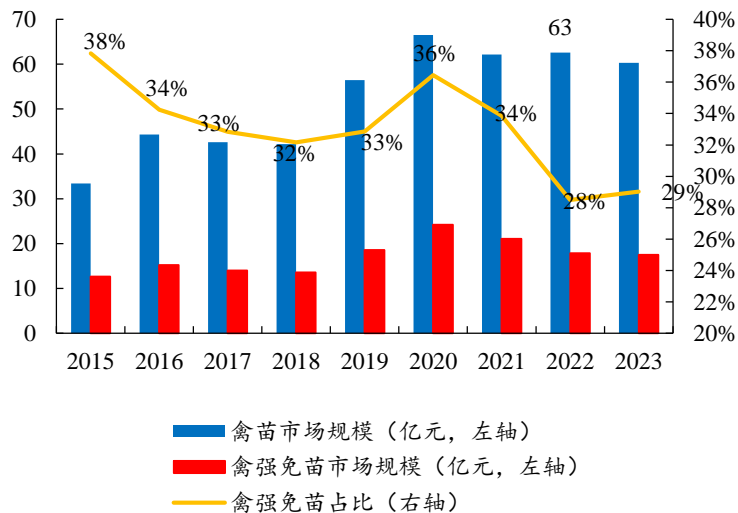
图64：非瘟病毒结构复杂，疫苗研发难度大



4.3 禽苗：市场规模相对稳定，家禽养殖量稳增支撑禽苗需求

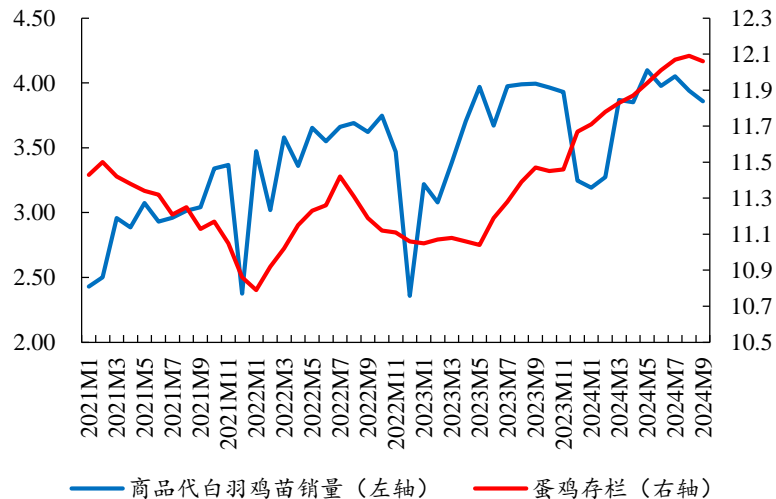
禽苗市场规模相对稳定，高家禽养殖量支撑禽苗需求。2023年我国禽苗市场规模达60.29亿元，同比-3.72%，整体市场规模相对维稳，禽强免苗占比约29%。截至2024年9月末，我国蛋鸡存栏12.06亿只，月度商品代白羽鸡苗销量3.86亿只，均处相对高位，高家禽养殖量支撑禽苗需求，2024Q4旺季鸡蛋及肉鸡价格有望相对高位运行，禽苗销售有望边际改善。

图65：2023年我国禽苗市场规模达60.29亿元



数据来源：中国兽药协会《兽药产业发展报告》、开源证券研究所

图66：我国蛋鸡存栏及商品代白羽鸡苗销量处相对高位

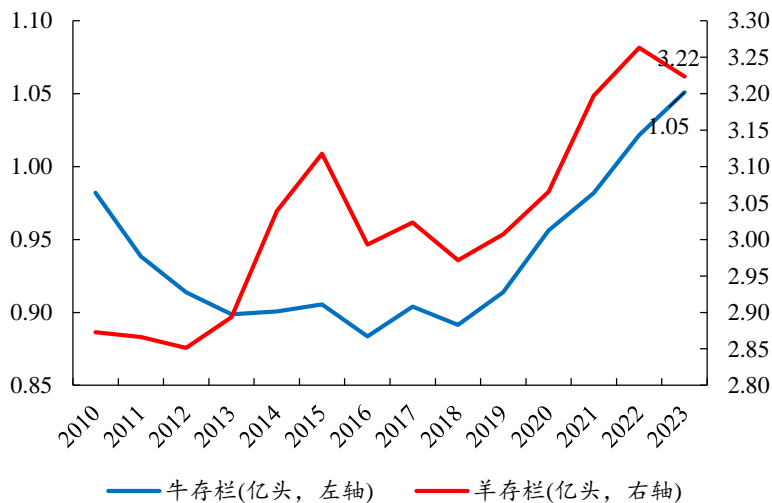


数据来源：Wind、开源证券研究所

4.4 反刍苗：景气度有支撑，市场持续扩容

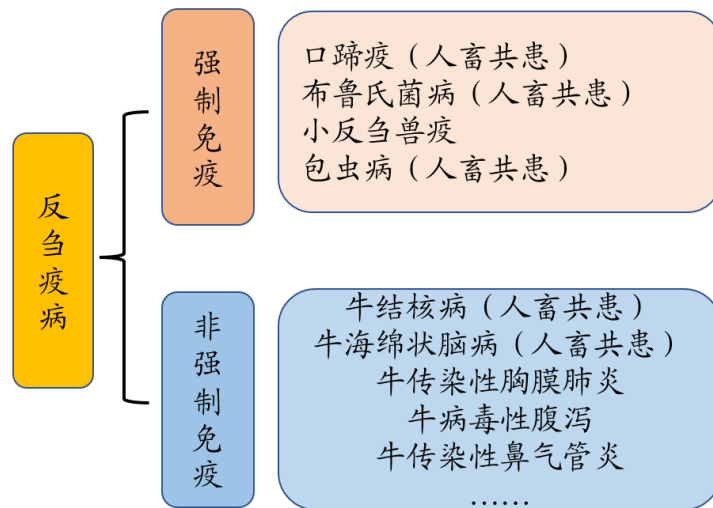
高牛羊存栏+多人畜共患病共同支撑反刍苗景气度。2023年我国牛存栏1.05亿头，羊存栏3.22亿头，处近年来相对高位。目前我国动物强免疫病共口蹄疫等5种，其中反刍相关4种（口蹄疫、小反刍、布病、包虫病），反刍多人畜共患疫病，国家及养殖场户重视程度高，反刍疫病免疫密度有望维持较高水平进而支撑反刍苗景气度。

图67：2023年我国牛羊存栏居相对高位



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图68：反刍疫病人畜共患品种多、养户重视程度高

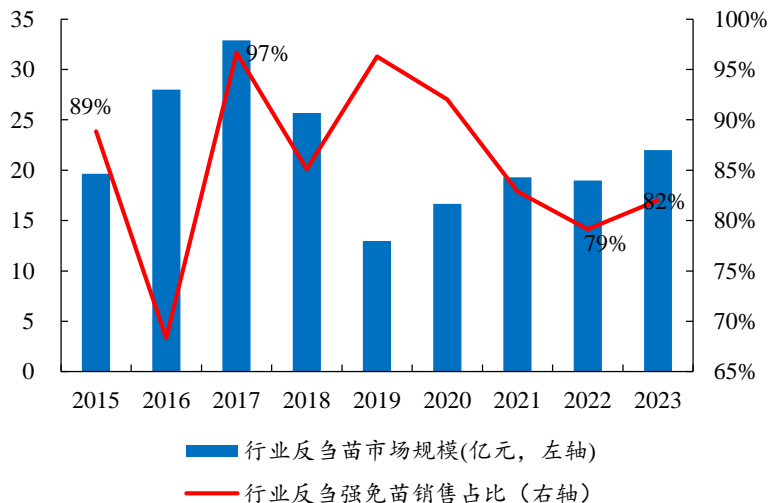


资料来源：农业农村部、开源证券研究所

4.4 反当苗：景气度有支撑，市场持续扩容

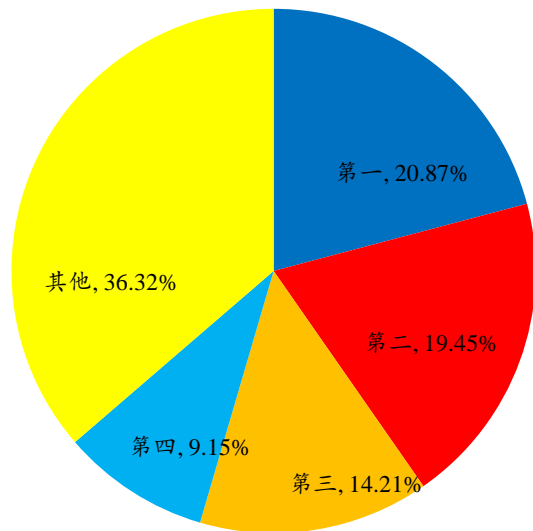
反当苗蓝海市场竞争格局好，2019年以来市场规模稳步增长。据中国兽药协会，2023年我国动保行业共177家企业，其中仅20余家生产销售反当苗，竞争格局良好，2023年行业CR4达63.68%，行业龙头竞争优势显著。2019年以来反当苗市场规模稳步增长，2023年我国反当苗市场规模达21.99亿元，同比逆势增长15.92%。

图69：2022年我国反当生物制品市场规模达19.26亿元



数据来源：中国兽药协会《兽药产业发展报告》、开源证券研究所

图70：2022年我国反当生物制品CR4达63.68%



数据来源：中国兽药协会《兽药产业发展报告》、开源证券研究所

4.4 反当苗：景气度有支撑，市场持续扩容

反当养殖规模化率偏低，规模化率提升驱动反当苗市场扩容。从养殖规模化率看，2023年畜禽平均养殖规模化率达73%，其中猪、禽及奶牛规模化养殖程度高，防疫理念成熟，肉牛养殖规模化率仅37%，以散养为主。长期看规模化养殖为大势所驱，规模化养殖重视防疫费用投入进而带动反当苗市场扩容。

图71：2023年肉牛养殖规模化率仅37%

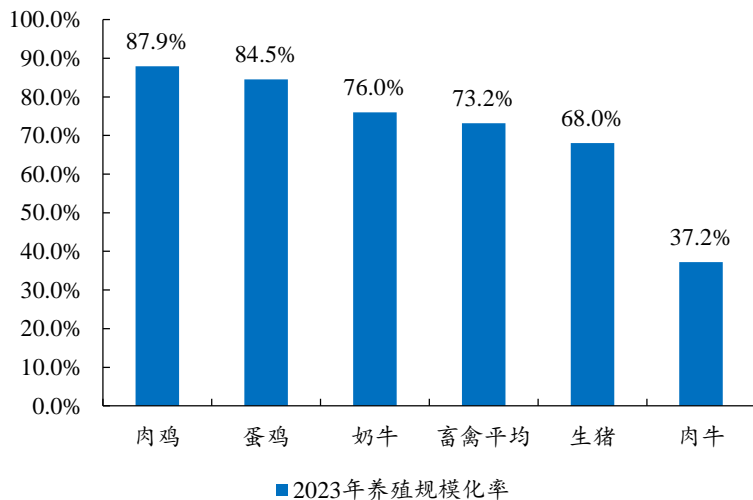
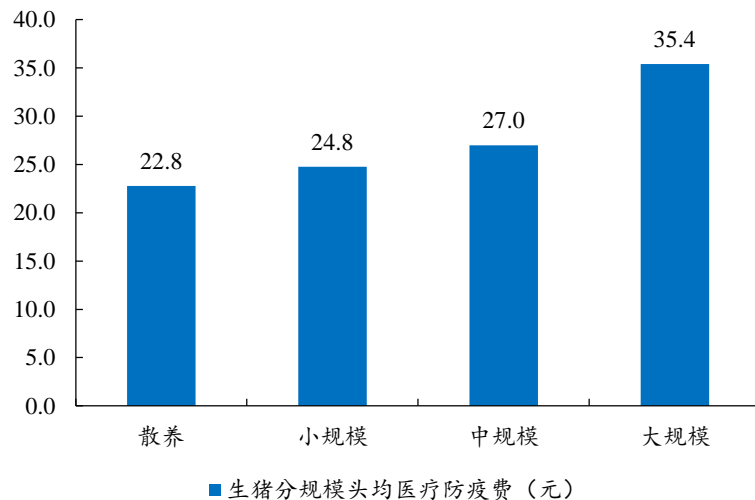


图72：规模场医疗防疫理念成熟，防疫费用投入高于散养



资料来源：农业农村部、中国农网、开源证券研究所

数据来源：《全国农产品成本收益资料汇编》、开源证券研究所

4.5 宠物苗：蓝海市场空间广阔，国产品牌强势崛起

我国宠物疫苗市场规模约73亿元，市场空间广阔稳步扩容。2023年我国宠物（猫犬）消费市场规模达2793亿元，2018-2023年CAGR达10.34%，从宠物消费细分结构看，宠物疫苗占比2.6%，对应市场规模约73亿元，宠物疫苗仍属蓝海市场，长期扩容空间广阔。

图73：2023年我国宠物消费市场规模达2793亿元

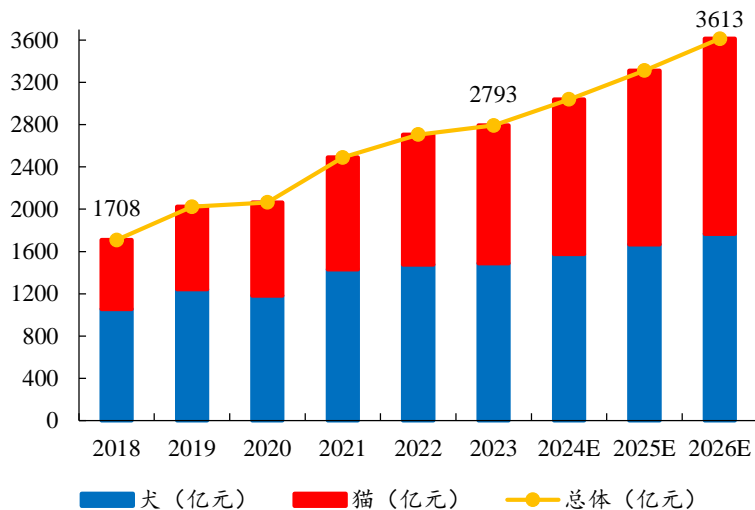
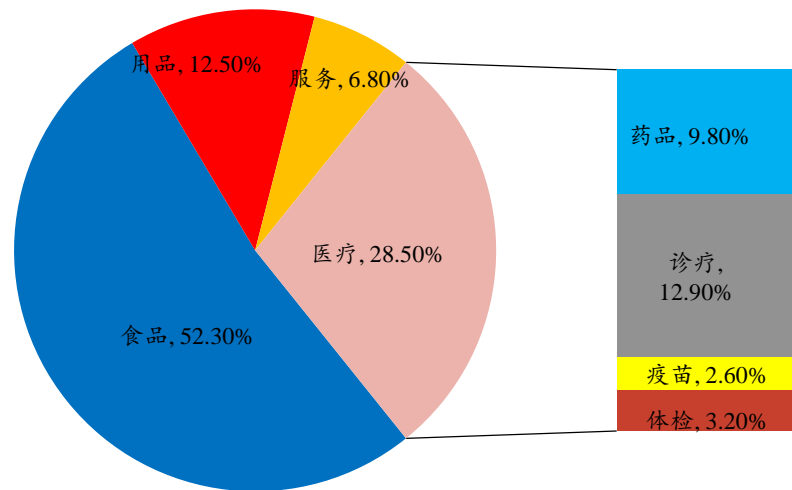


图74：宠物消费结构看，宠物疫苗占比2.6%



数据来源：《2023-2024年中国宠物行业白皮书》、开源证券研究所

数据来源：《2023-2024年中国宠物行业白皮书》、开源证券研究所

4.5 宠物苗：蓝海市场空间广阔，国产品牌强势崛起

养宠量及免疫率提升驱动行业扩容。我国城镇家养猫犬数量持续上行，2023年中国宠物家庭户数渗透率仅22%，对标美国70%，英国46%，仍有较大提升空间，且受宠物健康观念深化，宠物疫苗免疫率呈上升态势，养宠量及免疫率提升驱动我国宠物疫苗市场持续扩容。

图75：我国城镇家养猫犬数量持续上行

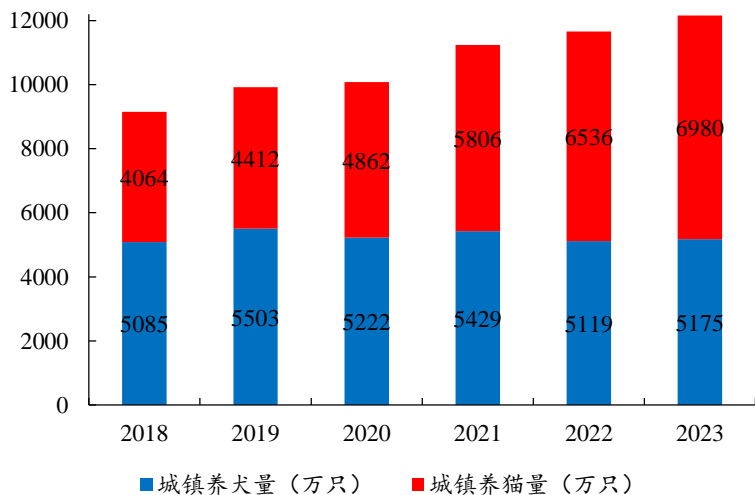
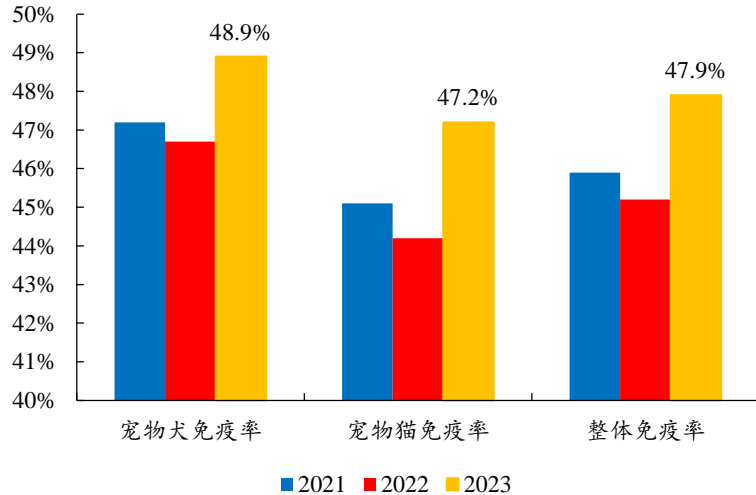


图76：宠物健康观念深化，宠物疫苗免疫率趋势上行



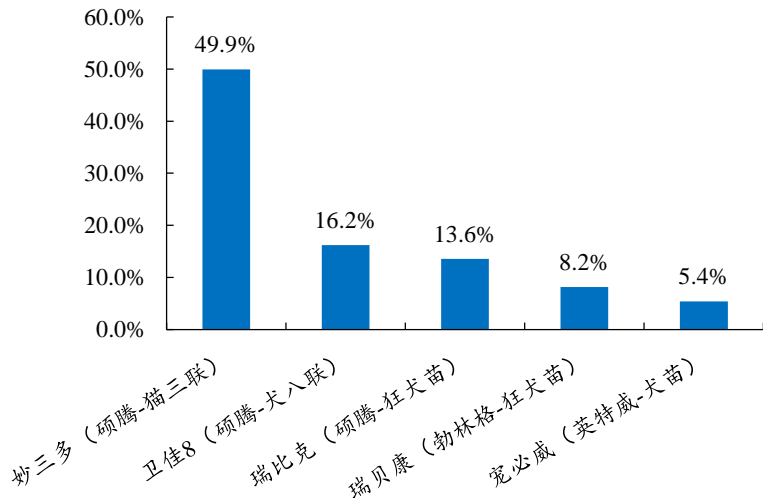
数据来源：《2023-2024年中国宠物行业白皮书》、开源证券研究所

数据来源：《2023-2024年中国宠物行业白皮书》、开源证券研究所

4.5 宠物苗：蓝海市场空间广阔，国产品牌强势崛起

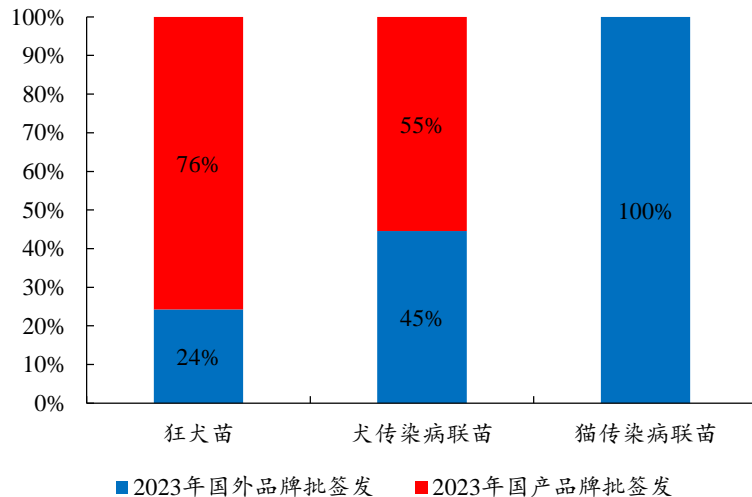
进口品牌在国内市场仍占主导地位，国产品牌正强势崛起。2023年我国宠物疫苗品牌使用率排名前面仍是进口品牌，主要系进口品牌布局早、质量好具有较强客户粘性、此外进口品牌技术水平高，目前犬六联、八联苗仅有进口品牌获批签发。从2023年宠物苗批签发看，国产品牌正强势崛起，狂犬苗、犬传染病联苗国产品牌批签发已超进口品牌，猫传染病联苗2023年批签发虽全为进口品牌。但2023年8月以来瑞普生物等多家公司猫三联苗陆续通过农业部应急评价，2024年1-10月猫三联苗112个批签发中62个为国产，国产品牌正在强势崛起抢占市场。

图77：进口宠物苗品牌在国内市场仍占主导地位



数据来源：《2023-2024年中国宠物行业白皮书》、开源证券研究所

图78：国产品牌宠物苗批签发占比正强势崛起



数据来源：国家兽药基础数据库、开源证券研究所

4.6 业绩边际改善估值相对低位，动保板块投资价值显现

业绩边际改善估值相对低位，动保板块投资价值显现。动保板块利润受猪价及生猪存栏共同影响，与猪价具有正相关性，猪价高位运行生猪养殖盈利，养户动保疫苗使用率提升且对动保产品涨价接受度提高。2024Q4猪价高位运行叠加生猪存栏逐步恢复，动保企业业绩环比有望进一步改善，动保板块当前估值处相对低位，具备配置价值。推荐标的：生物股份、科前生物、普莱柯；受益标的：瑞普生物、中牧股份。

图79：动保板块业绩有望随猪价相对高位运行改善

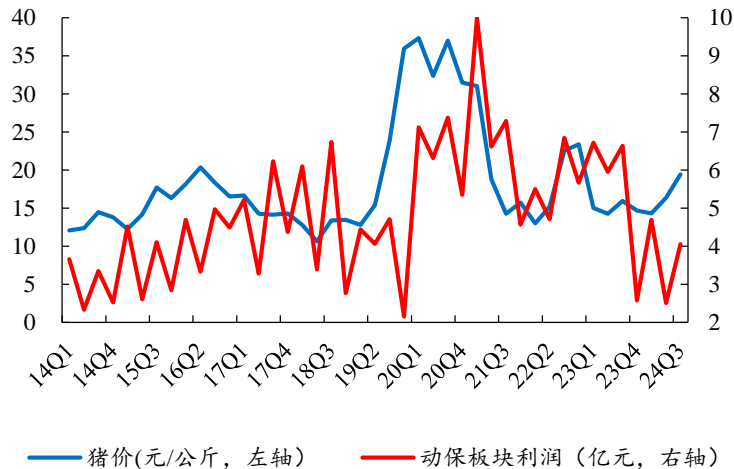
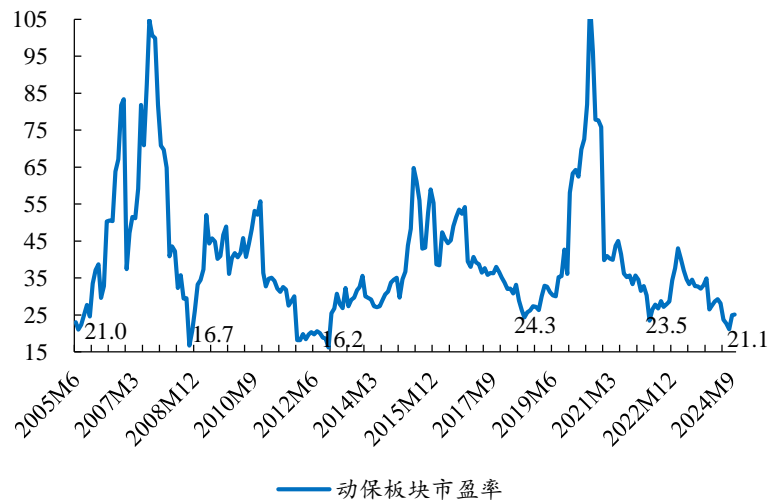


图80：动保板块当前估值处相对低位，具备配置价值



数据来源：Wind、涌益咨询、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

目录

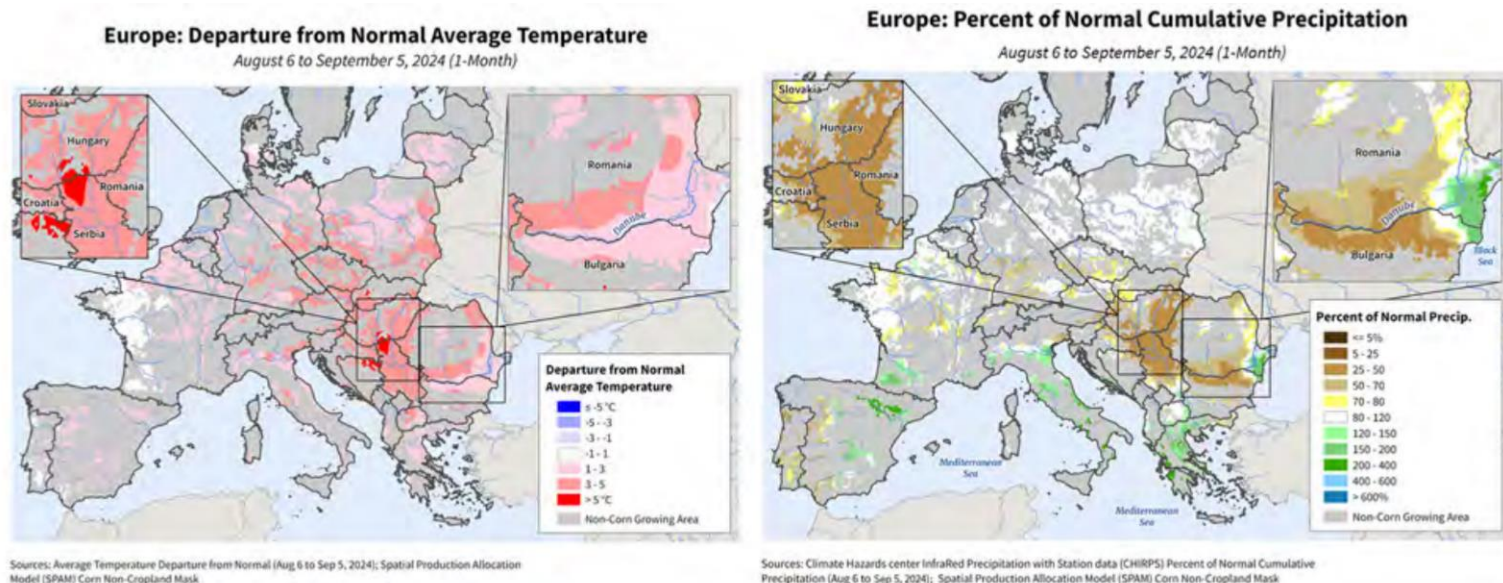
CONTENTS

- 1 生猪：景气持续，把握猪周期特征及节奏
- 2 白鸡：旺季供给偏紧，白鸡低位配置价值显现
- 3 饲料：后周期受益，海外布局突破
- 4 动保：猪苗禽苗边际改善，反刍宠物苗持续景气成长
- 5 **种子：转基因种子扩面提速，头部种企有望突围**
- 6 宠物：外销回暖叠加内销高增，宠物食品进入利润释放期
- 7 投资建议
- 8 风险提示

5.1 玉米：全球减产叠加库存比改善，价格下跌节奏有望放缓

厄尔尼诺天气致单产下滑，全球玉米减产预期强烈。（1）欧盟：罗马尼亚（欧盟玉米种植面积第二大国家）在玉米吐丝和授粉阶段遭遇高温干旱，东南欧多国遭遇高温干旱，导致2024/2025年欧盟玉米单产下滑至6.86吨/公顷。（2）乌克兰：高温干旱天气致乌克兰玉米生长和收获节奏提前，预计2024/2025年单产下滑至6.39吨/公顷。

图81：高温干旱天气致欧盟玉米产量下滑



资料来源：USDA

5.1 玉米：全球减产叠加库消比改善，价格下跌节奏有望放缓

10月USDA发布全球农产品生产报告，预计2024/2025年全球玉米库消比为25.06%，环比2023/2024年改善。近5年全球玉米库消比围绕26%波动，前期新冠疫情以及地缘冲突扰动下玉米价格大幅上涨，随扰动因素减弱，玉米价格回落，预计后期价格以平稳运行为主。

表2：10月USDA报告预计2024/2025年全球玉米库消比为25.06%

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	312.65
产量	1116.52	1125.88	1216.13	1160.67	1225.92	1217.19
进口	165.36	185.6	184.43	173.39	192.81	183.84
饲料消费	714.35	722.91	743.28	734.46	770.19	774.27
国内消费	1134.6	1140.1	1198.29	1170.5	1217.35	1223.32
出口	171.72	182.12	206.39	180.24	195.77	190.5
期末库存	302.99	292.15	310.79	304.09	312.65	306.52
库存消费比	26.70%	25.62%	25.94%	25.98%	25.68%	25.06%

数据来源：USDA、开源证券研究所

图82：2022年6月起，CBOT玉米价格震荡下行



数据来源：Wind、开源证券研究所

5.1 玉米：全球减产叠加库消比改善，价格下跌节奏有望放缓

10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66.88%，环比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，预计价格下跌节奏放缓。

表3：10月USDA报告预计2024/2025年中国玉米库消比为66.88%

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	211.36
产量	260.78	260.67	272.55	277.2	288.84	292.00
进口	7.58	29.51	21.88	18.71	23.5	19
压榨量	193	203	209	218	225	231
消费总额	278	285	291	299	307	313
出口	0.01	0	0	0.01	0.02	0.02
期末库存	200.53	205.7	209.14	206.04	211.36	209.34
库存消费比	72.13%	72.18%	71.87%	68.91%	68.85%	66.88%

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2024/2025年度，后续列表表述一致

图83：国内玉米期货价格已降至近3年较低水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

5.2 大豆：全球大豆供给宽松，预计豆价或将持续低位运行

10月USDA发布全球农产品生产报告，预计2024/2025年全球大豆产量4.29亿吨，同比+8.67%，主要系美国大豆丰产。预计2024/2025年期末库存1.35亿吨，同比+19.83%，库消比抬升至33.44%，处于2014/2015年来最高点，全球大豆供给宽松，预计豆价偏弱运行。

表4：10月USDA报告预计2024/2025年全球大豆库消比为33.44%

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	112.37
产量	339	367.76	360.45	378.7	394.71	428.92
进口	164.97	165.38	154.47	167.82	177.41	177.61
压榨量	311.45	315	316.51	315.32	330.42	346.38
国内消费	357.01	362.38	366.03	366.4	383.8	402.72
出口	165.05	164.48	154.43	171.76	176.87	181.53
期末库存	96.38	103.11	93.09	100.92	112.37	134.65
库存消费比	27.00%	28.45%	25.43%	27.54%	29.28%	33.44%

数据来源：USDA、开源证券研究所

图84：2022年6月以来CBOT大豆价格持续下跌



数据来源：Wind、开源证券研究所

5.2 大豆：全球大豆供给宽松，预计豆价或将持续低位运行

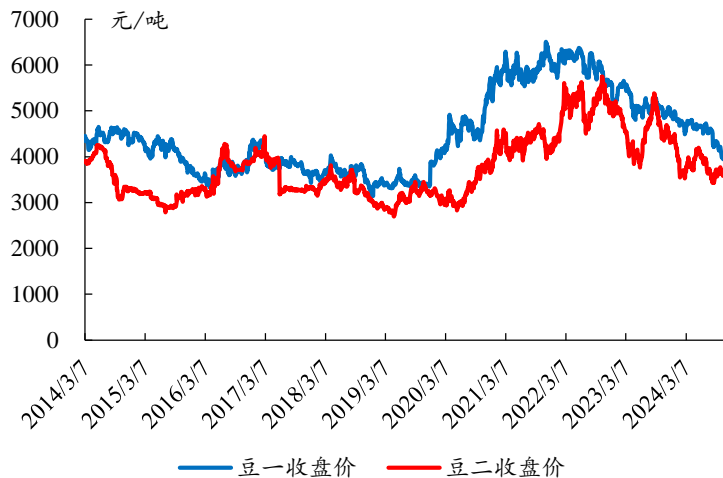
10月USDA发布全球农产品生产报告，预计2024/2025年中国大豆产量2070万吨，同比-0.67%，期末库存4601万吨，同比+6.23%，库消比抬升至36.26%，处于2014/2015年来最高点，国内大豆库存压力持续抬升，豆价下行压力加剧。

表5：10月USDA报告预计2024/2025年中国大豆库消比为36.26%

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	20.70
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	46.01
库存消费比	22.18%	25.11%	22.80%	27.52%	35.56%	36.26%

数据来源：USDA、开源证券研究所

图85：2022年10月起，国内豆价震荡下行

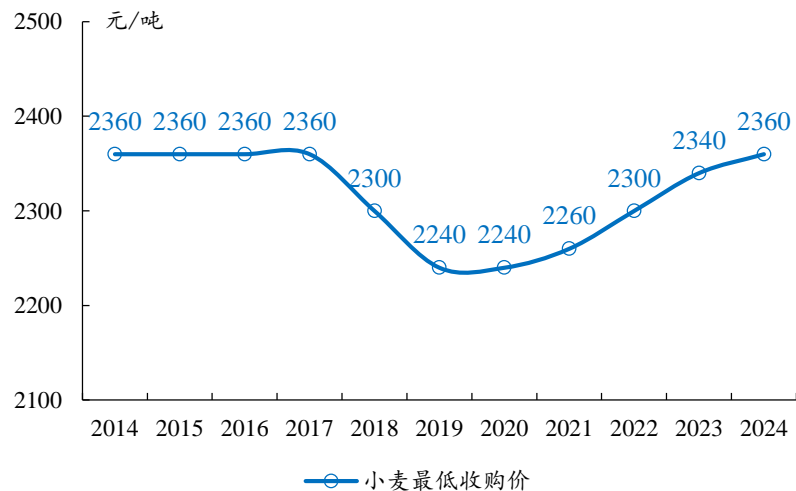


数据来源：Wind、开源证券研究所

5.3 小麦：国家最低收购价提供底部支撑，预计后续价格亦难以大幅下破

据10月USDA全球农产品生产报告，预计2024/2025年中国小麦库消比为89.07%，同比+1.45pct，国内小麦库存压力攀升。考虑2024年国家小麦最低收购价为2360元/吨，库存压力下价格或将小幅下跌，但存在最低收购价托底，预计进一步下跌空间不大。

图86：2024年小麦最低收购价为2360元/吨



数据来源：国家发改委、开源证券研究所

图87：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

5.4 水稻：国内库存压力较大，预计价格以低位运行为主

10月USDA发布全球农产品生产报告，预计2024/2025年中国水稻产量1.46亿吨，同比+0.95%，期末库存1.04亿吨，同比+0.97%，库消比抬升至71.58%，国内水稻库存压力较大，预计价格仍以低位运行为主。

表6：10月USDA报告预计2024/2025年中国水稻库消比为71.58%

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	146.00
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	145.3
出口	2.60	2.22	2.08	1.74	1.63	1.40
期末库存	116.50	116.50	113.00	106.60	103.00	104.00
库存消费比	80.22%	77.52%	72.27%	68.78%	69.54%	71.58%

数据来源：USDA、开源证券研究所

图88：2024年7月起水稻价格下跌



数据来源：Wind、开源证券研究所

5.5 政策加码种业振兴，市场格局有望优化

国家围绕种业振兴、育种创新、市场准入、种子造假等方面陆续出台相关政策，出清低效、劣质、不具备创新能力的尾部企业，保护具备优质资源的头部企业，市场格局有望在政策加持下逐步优化。

表7：国家持续出台政策优化市场格局

政策名称	出台时间	政策内容
《全国智慧农业行动计划（2024—2028年）》	2024年10月	(1) 实施智慧农业公共服务能力提升行动。打造国家农业农村大数据平台，共建农业农村用地“一张图”，开发智慧农业基础模型。 (2) 实施智慧农业重点领域应用拓展行动。赋能主要作物大面积单产提升，培育一批智慧农（牧、渔）场，推动农业全产业链数字化改造。 (3) 实施智慧农业示范带动行动。推进智慧农业先行先试，探索智慧农业未来方向。
《关于常态化推进品种审定绿色通道、联合体试验整治和“仿种子”清理的通知》	2024年9月	(1) 深化“两个通道”试验专项整治。建立健全品种审定“两个通道”试验常态化整治工作机制，继续从规范试验主体管理、严格试验方案审查、加强试验质量检查、依法处理不合格试验主体等方面发力，把好品种试验质量关、市场准入关。 (2) 加快“仿种子”专项清理。建立健全农作物“仿种子”常态化清理工作机制，扎实推进黄瓜、西瓜、甜瓜和番茄登记品种清理，抓紧启动油菜、辣椒、马铃薯等登记品种清理，对不具备DNA分子位点差异的品种要依法撤销登记。
《关于践行大食物观构建多元化食物供给体系的意见》	2024年9月	(1) 创新驱动，高效开发。加快构建与食物开发相匹配的科技创新体系，着力突破品种、技术、设施装备等瓶颈制约，培育战略性新兴产业，鼓励和支持发展新型食品，用现代农业科技和物质装备拓展农业发展空间，开发丰富多样的食物品种。 (2) 加快育种创新。深入实施种业振兴行动，构建与食物开发相适应的种业创新体系。健全种质资源收集保存和鉴定利用体系，加强农作物等种质资源库建设。加强现代化育种制种基地建设，培育育繁推一体化种业企业。
《关于完善市场准入制度的意见》	2024年8月	(1) 完善市场准入负面清单管理模式。由法律、行政法规、国务院决定、地方性法规设定的市场准入管理措施，省、自治区、直辖市政府规章依法设定的临时性市场准入管理措施，全部列入全国统一的市场准入负面清单。 (2) 合理设定市场禁入和许可准入事项。需要实施市场准入管理的领域，确有必要可依法制定市场禁入的措施，或者采取行政审批和限制经营主体资质、股权比例、经营范围、经营业态、商业模式等许可准入管理办法。
《关于在全国全面实施三大粮食作物完全成本保险和种植收入保险政策的通知》	2024年5月	(1) 保险标的为关系国计民生和粮食安全的稻谷、小麦、玉米三大粮食作物。完全成本保险为保险金额覆盖物化成本、土地成本和人工成本等农业生产总成本的农业保险，种植收入保险为保险金额体现农产品价格和产量，保障水平覆盖相关农产品种植收入的农业保险。 (2) 完全成本保险保障水平、种植收入保险保障水平原则上均不得高于相应品种产值的80%。农业生产总成本、单产和价格（地头价）数据，以国家发展改革委最新发布的《全国农产品成本收益资料汇编》或相关主管部门认可的数据为准。
《国家南繁硅谷建设规划（2023—2030年）》	2024年1月	努力把南繁硅谷建成国家级种业创新基地、种业高质量发展新引擎、种业科技国际合作大平台和种业深化改革开放试验区。根据规划，2030年将全面建成集科研、生产、销售、科技交流、成果转化为一体的服务全国的南繁硅谷。 (1) 系统推动农业农村科技进步。调整优化农业领域科技创新平台布局，建设区域引领性种业科技创新中心，打造企业实验室和企科创新联合体。 (2) 加快推进种业振兴行动。强化种质资源保护利用。开展重大品种研发推广应用一体化试点，提高种业企业自主创新能力。推动生物育种产业化扩面提速。加强育种制种基地建设。深入实施现代种业提升工程和制种大县奖励政策，建设南繁硅谷、黑龙江大豆等国家级种业基地，新遴选一批制种大县、区域性良种繁育基地和畜禽核心育种场。加强品种试验审定管理，推进实施种子认证制度。
《关于学习运用“千村示范、万村整治”工程经验有力有效推进乡村全面振兴的意见》	2024年1月	

资料来源：农业农村部、中国政府网、开源证券研究所

5.6 传统种子：行业长期呈大品种化趋势，优质新品有望突出重围

隆平高科杂交水稻育种优势突出，2023年杂交水稻推广面积前10占7席。2023年杂交水稻全国推广面积前10大品种中，隆平高科上榜7个，合计推广面积达2059万亩，同比+175万亩，品种数量及推广面积领先优势明显。

表8：2020-2023年杂交水稻全国推广面积前10大品种

单位：万亩	2020		2021		2022		2023	
排名	品种	面积	品种	面积	品种	面积	品种	面积
1	晶两优华占（隆平高科）	489	晶两优华占（隆平高科）	485	晶两优华占（隆平高科）	567	晶两优华占（隆平高科）	464
2	晶两优534（隆平高科）	477	晶两优534（隆平高科）	455	晶两优534（隆平高科）	461	晶两优534（隆平高科）	371
3	隆两优华占（隆平高科）	323	隆两优华占（隆平高科）	359	隆两优534（隆平高科）	350	野香优莉丝（绿海种业）	305
4	泰优390（隆平高科）	295	隆两优534（隆平高科）	312	荃优822（荃银高科）	288	隆两优534（隆平高科）	277
5	晶两优1377（隆平高科）	282	野香优莉丝（绿海种业）	272	隆两优华占（隆平高科）	280	荃优822（荃银高科）	272
6	隆两优534（隆平高科）	262	荃优丝苗（荃银高科）	253	野香优莉丝（绿海种业）	275	宜香优2115（四川农大农学院）	262
7	宜香优2115（四川农大农学院）	250	荃优822（荃银高科）	238	荃优丝苗（荃银高科）	261	隆两优8612（隆平高科）	250
8	晶两优1212（隆平高科）	236	C两优华占（金色农华种业）	225	宜香优2115（四川农大农学院）	232	玮两优8612（隆平高科）	249
9	野香优莉丝（绿海种业）	222	泰优390（隆平高科）	216	泰优390（隆平高科）	226	隆两优华占（隆平高科）	237
10	C两优华占（金色农华种业）	210	徽两优898（荃银高科）	202	C两优华占（金色农华种业）	210	晶两优8612（隆平高科）	211

数据来源：全国农技推广中心、国家水稻数据中心、智种网公众号、开源证券研究所；注：括号内为选育单位，红色指选育单位为国内上市公司

5.6 传统种子：行业长期呈大品种化趋势，优质新品有望突出重围

我国玉米种子第一大品种正在洗牌，优质高产品种迎发展机会。2022年隆平高科自主选育的高产、抗病品种裕丰303首次跻身全国第一，超过郑单958成为玉米种子第一大品种。2022年台风等暴雨天气造成田间积水，多数品种倒伏严重，具备优秀抗倒伏能力的MY73所受负面影响较小，知名度迅速提升，在下一种植季中销售热度高涨，2023年MY73推广面积跃升全国第一。综合来看，郑单958市占率持续下降，裕丰303、MY73等优质品种正在突围。

表9：2020-2023年玉米全国推广面积前10大品种

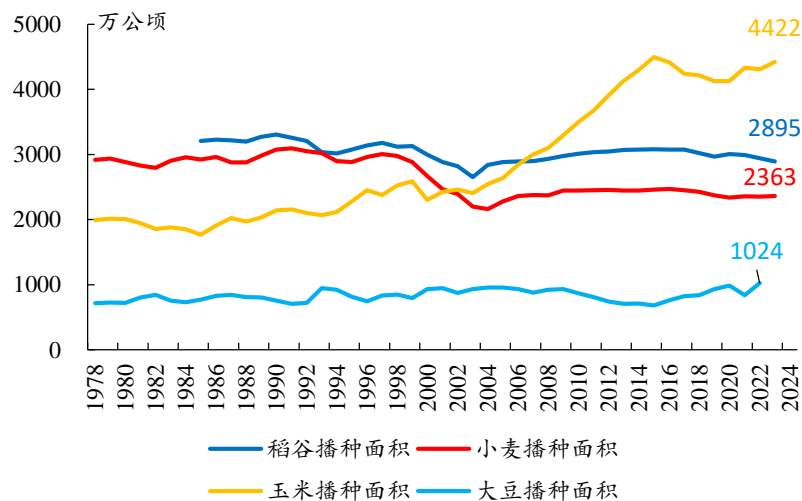
单位：万亩	2020		2021		2022		2023	
	排名	品种	面积	品种	面积	品种	面积	品种
1	郑单958（河南农科院）	2798	郑单958（河南农科院）	1825	裕丰303（隆平高科）	1621	MY73（豫玉种业）	2088
2	京科968（北京农科院）	1493	裕丰303（隆平高科）	1501	郑单958（河南农科院）	1453	裕丰303（隆平高科）	1695
3	裕丰303（隆平高科）	1460	中科玉505（隆平高科）	1304	中科玉505（隆平高科）	1377	中科玉505（隆平高科）	1300
4	登海605（登海种业）	1272	京科968（北京农科院）	1302	京科968（北京农科院）	1242	京科968（北京农科院）	1005
5	中科玉505（隆平高科）	1168	登海605（登海种业）	1288	登海605（登海种业）	1219	登海605（登海种业）	947
6	先玉335（先锋种子）	1132	先玉335（先锋种子）	833	沃玉3号（沃土种业）	609	郑单958（河南农科院）	932
7	联创808（隆平高科）	543	天农九（天农种业）	622	东单1331（东亚种业）	531	瑞普909（山西农科院）	677
8	伟科702（伟科作物）	485	联创808（隆平高科）	480	先玉335（先锋种子）	475	联创839（隆平高科）	616
9	隆平206（隆平高科）	439	伟科702（伟科作物）	478	秋乐368（秋乐种业）	450	东单1331（东亚种业）	612
10	浚单20（河南浚县农科研究所）	370	东单1331（东亚种业）	458	联创839（隆平高科）	443	现代959（现代种业）	566

数据来源：全国农技推广中心、第一种业网、智种网公众号、开源证券研究所；注：括号内为选育单位，红色指选育单位为国内上市公司

5.6 传统种子：行业长期呈大品种化趋势，优质新品有望突出重围

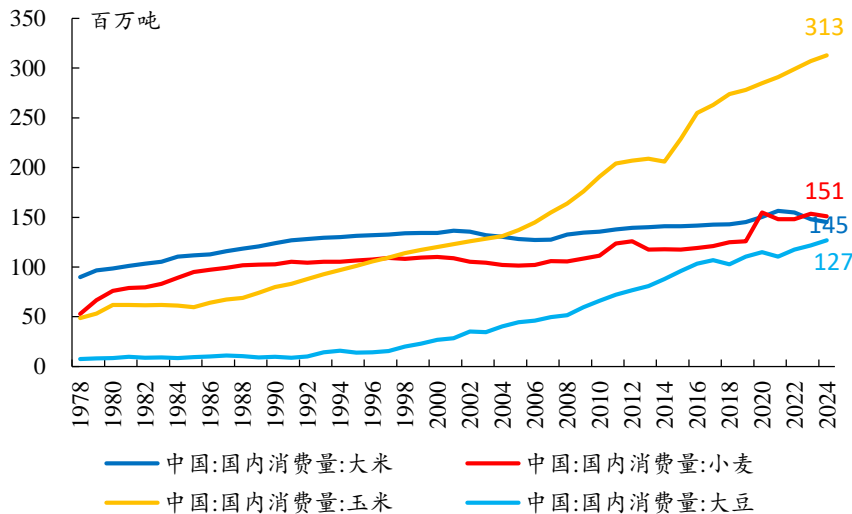
传统育种长期发展呈提升单产、大品种化趋势，优质品种迎发展契机。当前中低端同质化品种需求走弱，高产稳产、适宜机械化的品种成传统市场中的新增长极。2014国家牵头组织玉米、水稻等四大作物良种联合攻关，进一步驱动行业向优质大单品方向发展。我国稻谷、小麦、大豆等农产品播种面积整体保持稳定，2016年起玉米种植面积趋稳，预计未来国内农作物种植面积难以大幅增加，而国内农产品消费总量呈长期增长趋势，倒逼农民种植高产品种，优质品种及转基因品种迎发展契机。

图89：近10年稻谷、小麦、大豆等农产品播种面积稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

图90：国内玉米、大豆等农产品消费量呈增加趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

转基因种子：国内市场规模可观，前瞻布局的头部种企率先受益

表10：中国转基因玉米种子及性状授权费市场规模测算

传统玉米种子价格 (元/亩)				55				
玉米种植面积 (亿亩)				6.5				
转基因种子渗透率	1%	5%	10%	20%	50%	80%	95%	
转基因玉米种植面积 (亿亩)	0.07	0.33	0.65	1.30	3.25	5.20	6.18	
转基因玉米种子市场规模 (亿元)								
转基因种子渗透率	1%	5%	10%	20%	50%	80%	95%	
转基因玉米种子溢价率	5%	3.75	18.77	37.54	75.08	187.69	300.30	356.61
	10%	3.93	19.66	39.33	78.65	196.63	314.60	373.59
	15%	4.11	20.56	41.11	82.23	205.56	328.90	390.57
	30%	4.65	23.24	46.48	92.95	232.38	371.80	441.51
	50%	5.36	26.81	53.63	107.25	268.13	429.00	509.44
	70%	6.08	30.39	60.78	121.55	303.88	486.20	577.36
性状端：转基因性状授权费市场规模 (亿元)								
性状端收入分配比例				20%				
转基因玉米种子溢价率	5%	0.75	3.75	7.51	15.02	37.54	60.06	71.32
	10%	0.79	3.93	7.87	15.73	39.33	62.92	74.72
	15%	0.82	4.11	8.22	16.45	41.11	65.78	78.11
	30%	0.93	4.65	9.30	18.59	46.48	74.36	88.30
	50%	1.07	5.36	10.73	21.45	53.63	85.80	101.89
	70%	1.22	6.08	12.16	24.31	60.78	97.24	115.47
性状端收入分配比例				30%				
转基因玉米种子溢价率	5%	1.13	5.63	11.26	22.52	56.31	90.09	106.98
	10%	1.18	5.90	11.80	23.60	58.99	94.38	112.08
	15%	1.23	6.17	12.33	24.67	61.67	98.67	117.17
	30%	1.39	6.97	13.94	27.89	69.71	111.54	132.45
	50%	1.61	8.04	16.09	32.18	80.44	128.70	152.83
	70%	1.82	9.12	18.23	36.47	91.16	145.86	173.21
性状端收入分配比例				40%				
转基因玉米种子溢价率	5%	1.50	7.51	15.02	30.03	75.08	120.12	142.64
	10%	1.57	7.87	15.73	31.46	78.65	125.84	149.44
	15%	1.64	8.22	16.45	32.89	82.23	131.56	156.23
	30%	1.86	9.30	18.59	37.18	92.95	148.72	176.61
	50%	2.15	10.73	21.45	42.90	107.25	171.60	203.78
	70%	2.43	12.16	24.31	48.62	121.55	194.48	230.95

数据来源：开源证券研究所

5.7 转基因种子：国内市场规模可观，前瞻布局的头部种企率先受益

国内市场规模有望超500亿元，产业链各环节均有分成。参考美国转基因玉米种子终局渗透率95%，溢价率50%，预计中国转基因玉米种子市场规模可达509.44亿元。参考国际惯例，推广前期转基因单亩性状授权费的收费标准为：在农民每亩增加收入200元以上基础上，溢价率10%-15%（20-25元/亩）。在收益分配方面，性状公司分配40%（8-10元/亩），种子公司、经销商、零售商分配60%（12-15元/亩）。

表11：多家种企已布局转基因玉米种子

品种名称	过审批次	申请者	上市公司	过审数量
裕丰 303D	第一批	北京联创种业有限公司	隆平高科	第一批8个，第二批2个，合计10个
中科玉 505D	第一批			
嘉禧 100D	第一批			
中科玉 505R	第一批			
裕丰 303R	第一批			
裕丰 303H	第一批			
联创 808R	第二批			
惠民 207R	第一批	湖北惠民农业科技有限公司		
农大 372R	第一批	河北巡天农业科技有限公司		
隆平 218R	第二批	安徽隆平高科种业有限公司		
登海 605D	第一批	山东登海种业股份有限公司	登海种业	第一批2个，第二批4个，合计6个
登海 533D	第一批			
登海 533K	第二批			
登海 685D	第二批			
登海 710D	第二批			
良玉 99D	第二批	丹东登海良玉种业有限公司		
远科 105WG	第一批	中国种子集团有限公司	先正达	第一批4个，第二批1个，合计5个
远科 105D	第一批			
和育 187D	第一批			
先达 901ZL	第一批			
和育 185WG	第二批			
郑单 958D	第一批	北京丰度高科种业有限公司	大北农	第一批3个，第二批0个，合计3个
农华 803D	第一批			
罗单 566DT	第一批	云南大天种业有限公司、北京大北农生物技术有限公司		
葫新 358D	第二批	葫芦岛市农业新品种科技开发有限公司、安徽荃银高科种业股份有限公司	荃银高科	第一批0个，第二批3个，合计3个
荣玉 8K	第二批			
宏恺 706D	第二批			
辽科 38K	第二批	北大荒垦丰种业股份有限公司	北大荒	第一批0个，第二批3个，合计3个
辽科 38D	第二批			
龙垦 1755K	第二批			
铁 391K	第一批	四川同路农业科技有限责任公司	丰乐种业	第一批1个，第二批1个，合计2个
奥美 95D	第二批			
德单 123R	第二批	德农种业股份公司	万向德农	第一批0个，第二批1个，合计1个

资料来源：农业农村部、开源证券研究所

5.7 转基因种子：中国转基因市场扩容可期，种子定价有望上行

复盘国外玉米育种历程，核心驱动在于提升单产。1996-2018年各国抗虫玉米增产显著，其中洪都拉斯/菲律宾/哥伦比亚增产高达23.90%/18.20%/17.40%。

多重事件催化下，转基因玉米前期渗透率高速抬升。1996年美国转基因玉米推广初期，HT、Bt玉米种子渗透率不足5%，至2000年HT/Bt/复合性状玉米种子渗透率达26%/15%/20%。重大气候灾害、病虫害、下游产业需求增加等催化下，2000-2010年渗透率拔升，10年种植面积复合增速达14.32%。

转基因玉米种价有望随渗透率上行。参考2001-2014年美国经验，转基因玉米种子推广期价格持续上行，溢价率最高达69.06%。

图91：美国玉米种子单产水平逐步提升

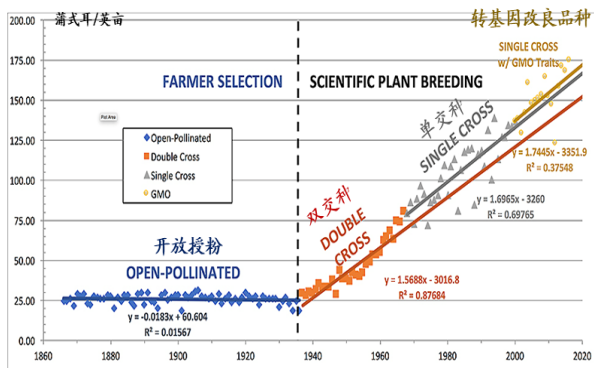


图92：美国转基因玉米推广前期渗透率高速提升

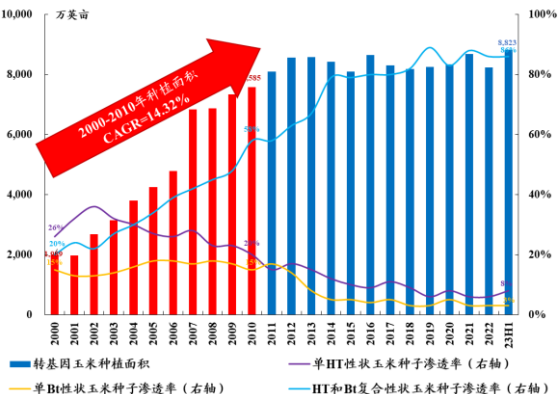
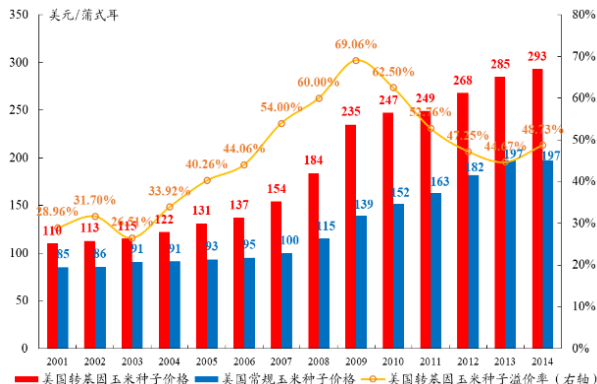


图93：美国转基因玉米种子溢价率最高达69.06%



资料来源：Spectrum Team 《Trend in Corn Yields (1866 to 2016)》、开源证券研究所

数据来源：USDA、开源证券研究所

数据来源：USDA、开源证券研究所

5.8 转基因种子扩面提速，头部种企有望突围

总结来看，转基因种子已拉开商业化序幕，传统种子格局将迎来重塑。（1）传统种子：在政策引导背景下，种子行业长期呈大品种化趋势，竞争格局有望逐步优化，头部种企品种优势或将进一步放大。（2）转基因种子：转基因种子研发难度大、技术门槛高，头部种企具备研发优势，随转基因种子推广扩面提速，未来行业马太效应或将更加显著。种业振兴配套政策不断完善，行业龙头企业有望率先受益，推荐具备转基因技术优势的大北农；基本面边际改善的隆平高科；国内玉米传统育种技术龙头企业登海种业。

目录

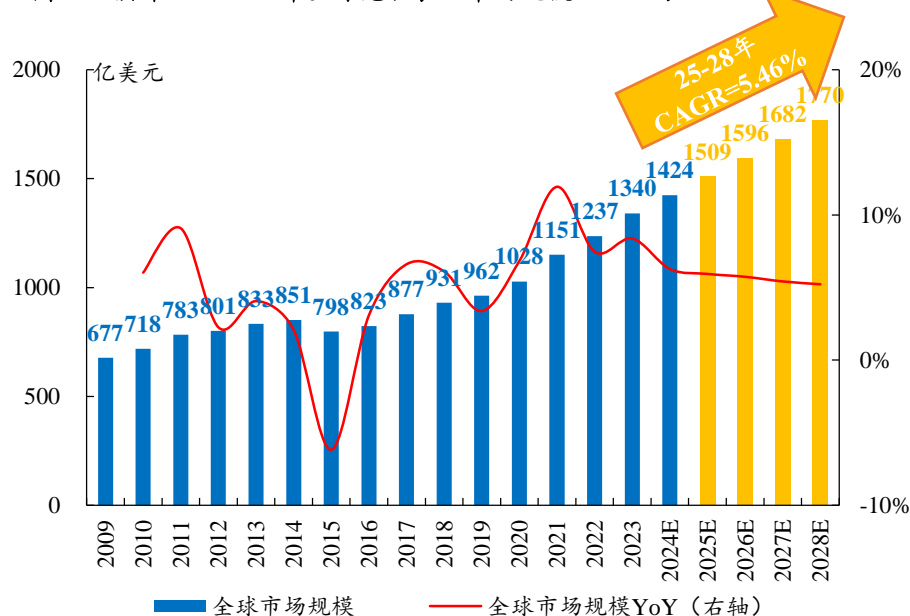
CONTENTS

- 1 生猪：景气持续，把握猪周期特征及节奏
- 2 白鸡：旺季供给偏紧，白鸡低位配置价值显现
- 3 饲料：后周期受益，海外布局突破
- 4 动保：猪苗禽苗边际改善，反刍宠物苗持续景气成长
- 5 种子：转基因种子扩面提速，头部种企有望突围
- 6 **宠物：外销回暖叠加内销高增，宠物食品进入利润释放期**
- 7 投资建议
- 8 风险提示

6.1 国内宠物食品市场空间广阔，市场规模及竞争格局存在优化空间

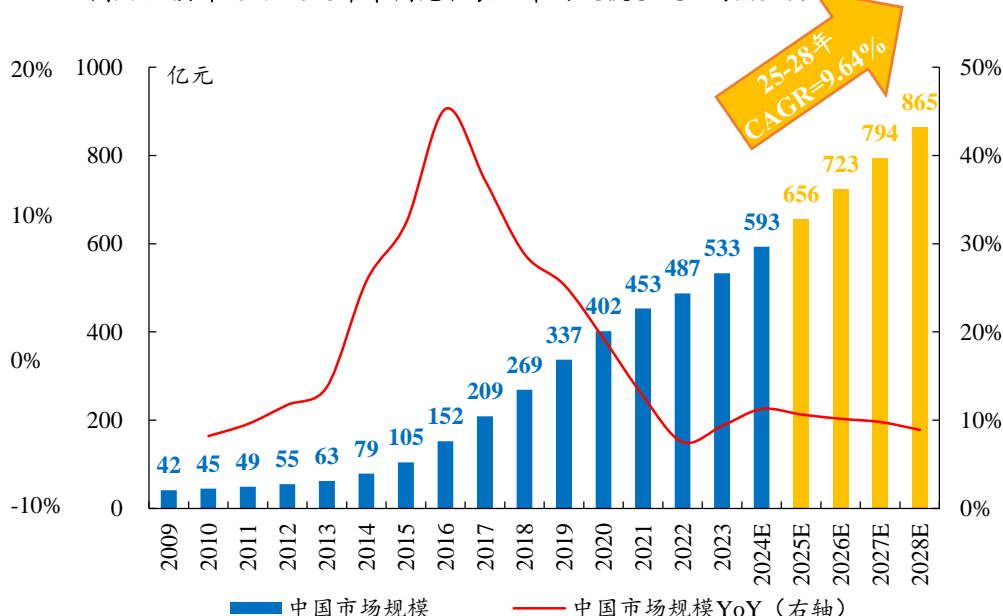
据欧睿数据，预计2025-2028年全球/中国宠物食品市场规模CAGR为5.46%/9.64%，中国场景气度高于全球，2025年中国宠物食品市场规模有望突破600亿人民币，对标美国（近600亿美元）仍有较大提升空间。

图94：预计2025-2028年全球宠物食品市场规模CAGR为5.46%



数据来源：欧睿、开源证券研究所

图95：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

6.1 各品牌逐鹿国内市场，龙头化、品牌化趋势优化竞争格局

从品牌口径看，2022年中国宠物食品品牌CR10=24.0%，Top1品牌市占率为5.8%；全球宠物食品品牌CR10=31.0%，Top1品牌市占率为6.1%，中国宠食品牌集中度略低于全球，但差距不大，预计单个品牌市占率仅存在小幅提升空间。

表12：2022年中国宠物食品品牌CR10=24.0%

排名	品牌名称	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
1	皇家	10.0%	6.2%	6.4%	6.4%	5.9%	5.6%	5.2%	5.1%	5.4%	5.8%
2	麦富迪	2.1%	2.3%	2.4%	2.2%	2.6%	3.3%	4.0%	5.0%	4.6%	4.8%
3	伯纳天纯	-	-	0.3%	0.9%	1.2%	1.6%	1.8%	2.0%	2.2%	2.4%
4	顽皮	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%	1.3%	1.4%	1.6%	2.0%	2.2%	2.3%
5	比瑞吉	4.3%	5.3%	6.8%	5.9%	4.6%	3.7%	2.2%	2.0%	1.9%	1.8%
6	冠能	3.3%	2.4%	1.7%	1.3%	1.2%	1.2%	1.3%	1.5%	1.7%	1.7%
7	渴望	-	-	-	0.2%	0.4%	1.0%	1.2%	1.2%	1.5%	1.6%
8	力狼	0.3%	0.4%	0.7%	0.8%	0.8%	0.9%	0.9%	1.1%	1.4%	1.3%
9	伟嘉	3.2%	3.0%	2.8%	2.3%	1.9%	1.5%	1.3%	1.2%	1.3%	1.2%
10	奥丁	0.2%	0.4%	0.6%	0.7%	0.7%	0.8%	0.8%	0.9%	1.2%	1.1%
CR10		34.0%	31.3%	30.6%	26.5%	23.4%	22.4%	21.4%	22.5%	23.4%	24.0%

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

表13：2022年全球宠物食品品牌CR10=31.0%

排名	品牌名称	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
1	宝路	7.0%	6.8%	6.7%	6.4%	6.3%	6.2%	6.1%	5.9%	5.9%	6.1%
2	皇家	3.5%	3.6%	3.6%	3.8%	3.9%	4.0%	4.1%	4.1%	4.2%	4.1%
3	蓝爵	-	-	-	-	-	2.5%	2.6%	2.9%	2.9%	3.2%
4	伟嘉	4.1%	4.0%	3.5%	3.4%	3.3%	3.2%	3.1%	3.0%	3.0%	2.9%
5	珍致	2.3%	2.4%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%	2.7%	2.8%	2.8%	2.9%
6	喜跃	3.6%	3.5%	3.4%	3.2%	3.0%	2.9%	2.9%	2.8%	2.8%	2.8%
7	希尔斯	2.6%	2.6%	2.6%	2.5%	2.4%	2.4%	2.4%	2.7%	2.6%	2.6%
8	万牌	2.1%	2.1%	2.2%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	2.4%	2.5%	2.5%
9	冠能	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	1.8%	1.8%	1.9%	1.9%	2.0%	2.0%
10	希尔斯	1.7%	1.7%	1.8%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	2.0%	1.9%
CR10		31.1%	30.7%	30.5%	30.3%	30.0%	29.8%	30.0%	30.4%	30.7%	31.0%

数据来源：欧睿、开源证券研究所；注：按照2022年各品牌全球市占率排名

6.1 各品牌逐鹿国内市场，龙头化、品牌化趋势优化竞争格局

从公司口径看，2022年中国宠物食品公司CR10=29.8%，Top1公司市占率为8.7%；全球宠物食品公司CR10=57.8%，Top1公司市占率为21.4%，中国宠食公司集中度远低于全球。考虑单个品牌市占率提升空间有限，在龙头化、品牌化趋势下，横向并购品牌、拓展新品牌等方式或成各公司扩大市场份额的主要路径。

表14：2022年中国宠物食品公司CR10=29.8%

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

表15：2022年全球宠物食品公司CR10=57.8%

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	21.7%	23.8%	23.0%	22.6%	22.4%	22.0%	21.7%	21.3%	21.2%	21.4%
2	雀巢	瑞士	20.9%	20.9%	21.3%	20.7%	20.2%	19.7%	19.7%	19.7%	19.8%	20.1%
3	高露洁棕榄	美国	4.6%	4.6%	4.7%	4.7%	4.5%	4.5%	4.6%	4.9%	4.9%	4.7%
4	通用磨坊	美国	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.5%	2.6%	2.9%	3.1%	3.5%
5	斯马克	美国	-	-	3.9%	3.6%	3.5%	4.0%	4.0%	3.9%	3.2%	3.4%
6	品谱集团	美国	0.8%	1.1%	1.2%	1.1%	1.2%	1.2%	1.1%	1.1%	1.2%	1.2%
7	Agrolimen SA	西班牙	0.8%	0.8%	0.8%	1.0%	1.0%	1.1%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%
8	格兰德	巴西	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.9%	1.0%
9	伊纳宝	日本	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.5%	0.6%	0.7%	0.8%
10	冠军宠物	加拿大	0.4%	0.5%	0.5%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
CR10			57.7%	58.5%	58.9%	58.0%	57.3%	57.2%	57.0%	57.0%	56.7%	57.8%

数据来源：欧睿、开源证券研究所；注：按照2022年各公司全球市占率排名

6.1 设立产业基金锁定优质标的，国内宠食龙头有望掀起并购浪潮

佩蒂股份：2024年出资1.2亿元成立产业基金，对成长期及成熟期的优质的宠物产业企业进行投资

源飞宠物：2023年成立产业基金，重点关注宠物、养老等消费领域，加速公司发展节奏

中宠股份：2020年与金鼎资本共同成立产业基金，目前已成立三期，专注于投资宠物行业内具备知名度和影响力的优质企业

表16：多家宠物公司成立产业基金

产业基金	成立时间	上市公司	出资额	持股比例	投资方向
平阳县小满创业投资合伙企业	2024	佩蒂股份	1.2亿元	40%	1、对成长期及成熟期的优质的宠物产业企业进行投资，包括但不限于宠物食品、宠物医疗和药品、宠物用品、宠物服务等领域 2、在全国范围内寻找宠物产业的优质企业标的进行投资，并积极促进国际宠物品牌在中国的合资落地
温州源飞翼展创业投资合伙企业	2023	源飞宠物	1.98亿元	99%	主要投资于中国境内外的高成长性的未上市企业股权，兼顾投资于新三板已挂牌、股权类基金份额和普通合伙人认为符合合伙企业利益及法律规定允许投资的其他投资机会
樟树市众鑫金鼎投资管理中心	2020	中宠股份	3430万元	98%	1、重点关注宠物食品、用品、宠物连锁零售等相关行业，积极布局宠物消费产业链 2、主要投资于中国境内的上述相关领域高成长性的未上市企业，兼顾新三板已挂牌、股权类基金份额和符合企业利益及法律规定的投资机会

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

6.2 电商渠道为国内宠食销售主战场，头部品牌增速领跑大盘

7月：淘宝猫主粮/狗主粮/猫零食/狗零食大盘销售额6.63/3.47/2.55/1.01亿元，同比+3.65%/+2.10%/+3.83%/+7.17%。

8月：淘宝猫主粮/狗主粮/猫零食/狗零食大盘销售额7.47/3.83/2.70/1.07亿元，同比-8.21%/-6.86%/-5.87%/-6.28%。

9月：淘宝猫主粮/狗主粮/猫零食/狗零食大盘销售额7.05/3.63/2.55/0.95亿元，同比-7.92%/-3.67%/+0.24%/-4.94%。

表17：头部宠物食品品牌线上销售增速亮眼

上市公司	品牌	7月		8月		9月	
		销售额 (万元)	销售额YoY	销售额 (万元)	销售额YoY	销售额 (万元)	销售额YoY
猫主粮							
乖宝宠物	麦富迪	2268	36.85%	2913	11.72%	3257	27.95%
	弗列加特	1763	270.47%	2555	196.44%	2364	175.26%
中宠股份	顽皮	508	88.73%	463	-1.08%	482	2.82%
狗主粮							
乖宝宠物	麦富迪	2418	42.11%	2307	-1.80%	2317	3.40%
猫零食							
乖宝宠物	麦富迪	1755	74.68%	1830	40.77%	1766	48.52%
	弗列加特	116	87.59%	169	224.47%	148	199.87%
中宠股份	顽皮	849	21.64%	923	1.88%	890	5.46%
	领先	321	210.60%	388	60.90%	315	142.28%
狗零食							
乖宝宠物	麦富迪	1109	19.42%	1295	3.70%	1246	14.97%
中宠股份	顽皮	315	-0.34%	335	-26.06%	315	-19.12%
	ZEAL	207	2.47%	254	-10.30%	239	-10.74%
佩蒂股份	爵宴	446	34.18%	816	44.07%	547	63.92%

数据来源：宠物营销界公众号、开源证券研究所

6.2 国内头部品牌双十一表现靓丽，看好优质国货快速崛起

(1) 乖宝宠物：①麦富迪：位居京东开抢日前4小时四榜第1名。②弗列加特：位居天猫双11预售首日宠物品牌成交榜第4名，预售首日宠物品牌成交增速排行榜第1名，线上销售高速增长领跑行业。

(2) 中宠股份：①顽皮：位列京东猫湿粮&猫零食品牌28小时销售额排行榜第6名，狗零食品牌28小时销售额排行榜第6名。②ZEAL：位列京东狗零食品牌28小时销售额排行榜第4名。

(3) 佩蒂股份：天猫双11首日前4小时，爵宴GMV破1000万元，位居天猫肉干零食、狗零食罐第1名。

图96：天猫双11预售首日，国内宠食品品牌表现亮眼



资料来源：宠业家公众号

图97：京东双11开抢日前4小时，国内宠食品品牌表现亮眼

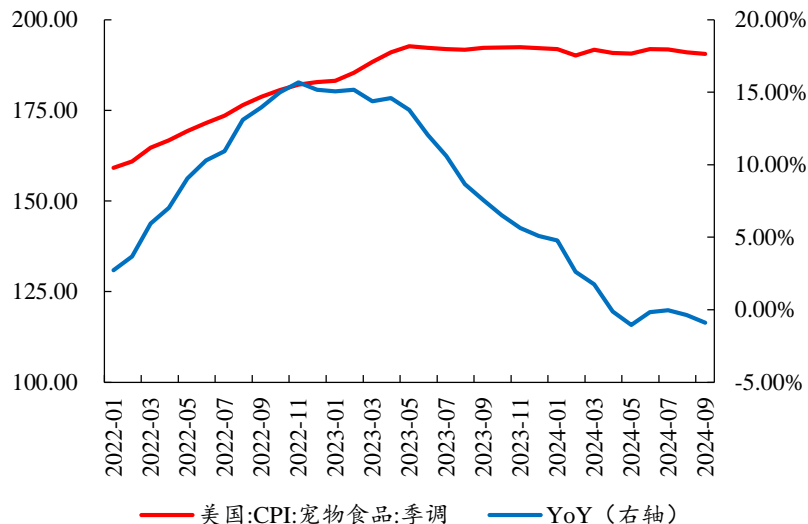


资料来源：宠业家公众号

6.3 海外通胀压力逐步缓解，看好出口业务持续回暖

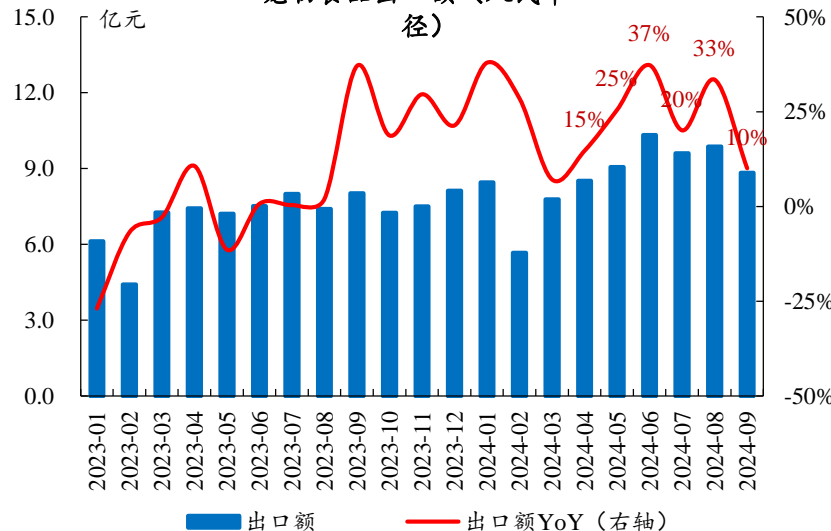
2024年4-9月美国宠物食品CPI同比-0.12%/-1.05%/-0.17%/-0.04%/-0.35%/-0.88%，海外市场通胀压力缓解带动国内出口回暖，2024年4-9月国内宠物食品出口额达8.51/9.06/10.33/9.61/9.87/8.83亿元，同比+14.70%/+25.48%/+37.28%/+20.08%/+33.44%/+10.09%。

图98：2024年4月起，美国宠物食品通胀压力缓解



数据来源：Wind、美国劳工部、开源证券研究所

图99：通胀压力缓解后，宠物食品出口维持高增长
宠物食品出口额（人民币口径）



数据来源：Wind、开源证券研究所

6.4 2024年多家宠食企业发布3年股权激励计划，业绩考核提振发展动力

乖宝宠物：

- (1) 激励规模：不超过218万股（占总股本0.54%）。
- (2) 激励对象：董事、总裁、中高层管理人员共9人。
- (3) 公司层面业绩考核100%解锁条件：2024-2026年营收增长率达19%/42%/68%（即51.49/61.44/72.69亿元），且归母净利润增长率达21%/39%/59%（即5.19/5.96/6.82亿元）。

表18：2024年乖宝宠物推出3年股权激励计划

		2023	2024	2025	2026
营业收入	目标增长率（2023年为基数）	-	19.0%	42.0%	68.0%
	对应金额（亿元）	43.27	51.49	61.44	72.69
	对应金额YoY	27.4%	19.0%	19.3%	18.3%
归母净利润	目标增长率（2023年为基数）	-	21.0%	39.0%	59.0%
	对应金额（亿元）	4.29	5.19	5.96	6.82
	对应金额YoY	60.7%	21.0%	14.9%	14.4%

数据来源：乖宝宠物公司公告、开源证券研究所

6.4 2024年多家宠食企业发布3年股权激励计划，业绩考核提振发展动力

中宠股份：（1）激励规模：不超过446万股（占总股本1.52%）。（2）激励对象：董事、高级管理人员、中层管理人员、核心技术人员及骨干员工，总人数不超过62人。（3）境内业务100%解锁条件：以2023年为基数，若2024/2025/2026年境内营收增长率达30.00%/62.45%/103.57%，或归母净利润增长率达28.64%/67.24%/101.54%。（4）境外业务100%解锁条件：以2023年为基数，若2024/2024-2025/2024-2026年境外营收增长率达8.00%/126.80%/260.56%，或2024/2025/2026年归母净利润增长率达28.64%/67.24%/101.54%。

表19：2024年中宠股份推出3年股权激励计划

单位：亿元	2023	2024	2025	2026
境内业务考核				
境内营业收入	10.86	14.11	17.64	22.10
境内营业收入目标增速		30.00%	62.45%	103.57%
境内营业收入YoY		30.00%	24.96%	25.31%
境外业务考核				
境外营业收入	26.62	28.75	31.62	35.60
境外营业收入YoY		8.00%	10.00%	12.59%
	2023	2024	2025	2026
境内外合计营收	37.47	42.86	49.26	57.70
境内外合计营收YoY		14.37%	14.93%	17.15%
公司归母净利润	2.33	3.00	3.90	4.70
公司归母净利润目标增速		28.64%	67.24%	101.54%
公司归母净利润YoY		28.64%	30.01%	20.51%

数据来源：中宠股份公司公告、开源证券研究所；注：营业收入或归母净利润增速达到考核目标即可解锁

6.5 外销回暖叠加内销高增，宠物食品进入利润释放期

总结来看，外销回暖叠加内销高增，宠物食品进入利润释放期。（1）**国内市场：**短期看，鸡肉等原材料价格高位回落扩大公司盈利空间。中期看，国内养宠人数增长驱动宠物食品市场扩容，各公司产能释放恰好匹配需求增长。长期看，品牌化、龙头化趋势下行业内或将掀起并购浪潮，资金雄厚、前瞻布局产业基金的头部企业有望受益于竞争格局优化，逐步提升市场份额。（2）**国外市场：**海外通胀压力基本缓解，海运受限等负面因素已经消除，各公司有望凭借优质产品提升欧美市场渗透率，并持续开拓东南亚等新兴市场驱动订单增长。看好国货崛起及出口回暖背景下的国内宠食龙头，推荐乖宝宠物、中宠股份、佩蒂股份。

目录

CONTENTS

- 1 生猪：景气持续，把握猪周期特征及节奏
- 2 白鸡：旺季供给偏紧，白鸡低位配置价值显现
- 3 饲料：后周期受益，海外布局突破
- 4 动保：猪苗禽苗边际改善，反刍宠物苗持续景气成长
- 5 种子：转基因种子扩面提速，头部种企有望突围
- 6 宠物：外销回暖叠加内销高增，宠物食品进入利润释放期
- 7 **投资建议**
- 8 风险提示

生猪：生猪景气持续估值有望修复，龙头高业绩兑现高分红彰显投资价值。推荐标的：牧原股份、温氏股份、巨星农牧、华统股份；受益标的：天康生物等。

白鸡：旺季供给偏紧叠加宏观消费向好，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。

饲料：后周期受益，海外布局突破。推荐标的：海大集团、新希望等。

动保：猪苗禽苗边际改善，反刍宠物苗持续景气。推荐标的：生物股份、科前生物、普莱柯等；受益标的：中牧股份等。

种子：转基因种子扩面提速，头部种企有望突围。推荐标的：大北农、隆平高科、登海种业等。

宠物：外销回暖叠加内销高增，宠物食品进入利润释放期。推荐乖宝宠物、中宠股份、佩蒂股份。

表20：重点推荐公司盈利预测与估值（收盘价截至2024年11月13日）

公司代码	公司名称	评级	EPS (元)				PE				
			收盘价 (元)	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
300498.SZ	温氏股份	买入	18.87	-1.0	1.9	1.7	1.4	-19.7	9.9	10.8	13.3
002714.SZ	牧原股份	买入	44.16	-0.8	3.4	2.9	2.5	-56.6	12.8	15.2	17.5
603477.SH	巨星农牧	买入	21.03	-1.3	1.3	1.7	2.3	-16.6	16.2	12.2	9.2
002840.SZ	华统股份	买入	12.89	-1.0	0.4	0.3	0.3	-13.2	29.3	49.6	37.9
002299.SZ	圣农发展	买入	15.00	0.5	0.6	0.7	1.3	28.3	27.3	23.1	12.0
600201.SH	生物股份	买入	6.96	0.3	0.3	0.3	0.4	27.5	27.8	20.5	17.0
688526.SH	科前生物	买入	15.19	0.9	0.8	1.0	1.2	17.9	19.2	15.2	13.1
002385.SZ	大北农	买入	4.79	-0.5	0.3	0.3	0.4	-9.0	19.2	15.5	11.7
000998.SZ	隆平高科	买入	11.70	0.2	0.2	0.6	0.7	78.0	78.0	20.9	16.3
002041.SZ	登海种业	买入	10.87	0.3	0.3	0.4	0.6	37.5	32.0	24.7	19.1
301498.SZ	乖宝宠物	买入	64.46	1.1	1.6	2.0	2.5	57.2	63.8	48.8	37.7
002891.SZ	中宠股份	买入	34.36	0.8	1.2	1.4	1.7	43.5	28.2	24.4	19.7

数据来源：Wind、开源证券研究所 注：各公司EPS均为开源证券研究所预测值

目录

CONTENTS

- 1 生猪：景气持续，把握猪周期特征及节奏
- 2 白鸡：旺季供给偏紧，白鸡低位配置价值显现
- 3 饲料：后周期受益，海外布局突破
- 4 动保：猪苗禽苗边际改善，反刍宠物苗持续景气成长
- 5 种子：转基因种子扩面提速，头部种企有望突围
- 6 宠物：外销回暖叠加内销高增，宠物食品进入利润释放期
- 7 投资建议
- 8 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；

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；

动保：动物疫苗及兽药临床试验结果不确定性，商业化推广渗透率不确定性等；

种子：天气因素，下游消费需求，政策风险，下游推广节奏不及预期，性状收费标准等；

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。

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的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