

农业行业2025年中期投资策略：

大畜牧养殖板块有望迎来景气共振，新消费乘势而上

徐菁、杜海路

- **【牛肉】**：我国的牛周期发生了深刻的变化。在过去十年的时间里，肉牛产能扩张速度远低于中国居民牛肉消费增速，因此我国的牛周期表现并不典型，价格呈现长期趋势性增长的态势。但随着非洲猪瘟后肉类蛋白消费转移、公共卫生事件结束后复产复工带来消费增长，肉牛养殖的高景气周期导致下游激进扩产，叠加进口量激增，2023年7月起我国肉牛养殖出现了少有的大面积亏损。同时由于肉牛养殖本身行业集中度和规模化水平较低，存在较为严重的信息不对称，类似于非洲猪瘟前的生猪养殖行业，产能出清速度较快。一旦产能得到有效出清，供需错配和价格弹性极有可能超预期。
- **【新消费】**：【宠物】宠物消费市场规模稳步提升，宠物猫消费市场整体维持双位数增长，宠物数量和单宠消费金额均处于量价齐升增长阶段。国产品牌偏好提升，头部品牌加速增长。国产品牌具备供应链成本价格优势，同等定位、配方产品更具性价比，同时头部品牌凭借本土线上渠道运营、以及双十一、618大促优势加速崛起，通过品牌营销占领消费者心智，推新节奏稳步推进。【诺普信】蓝莓帝国版图扩张思路清晰，特色生鲜打造第二增长曲线。
- **【生猪】**：2025年上半年屠宰场参与积极性不高，随着二育退场，未来生猪供应对于猪价的传导或将更顺畅。根据饲料工业协会仔猪料的数据，仔猪供应对应6个月后育肥猪出栏量，2025年上半年仔猪供应充裕表明下半年生猪供应压力较大。同时，2025年下半年在供应充裕猪价承压的基础上，需关注现阶段秋冬疫病对于母猪的影响力度。若猪价低迷叠加秋冬疫病频发，或者导致能繁母猪存栏加速下滑造成生猪供应阶段性回落，2026年猪价或将会出现阶段性上涨。因此我们认为可优先选择成本领先/资产负债表相对健康/其他主业有造血能力的企业。
- **【动保】**：2025年养殖行业供应仍偏充裕，但效率和成本端的改善仍能给行业带来赚钱效益。养殖行业用药积极性有所提高，但受制于行业竞争加剧，兽药行业价格仍承压。未来随着猪价回暖后猪企资产负债表的逐步修复，叠加生猪存栏量进入恢复阶段，市场整体用药需求量有望提升，利好上游动保企业，建议关注猪周期业绩兑现后的布局机会。养殖规模化带动动保企业快速上量，但高集中度带来的议价权压缩了行业整体盈利水平。行业或从规模至上转变到专注品质，非瘟疫苗的研发进程将成为动保板块重要的催化剂，优先布局宠物疫苗板块的企业也将率先抢占市场。
- **【白鸡】**：展望2025年下半年，商品代苗供应偏充裕，父母代苗价格中枢有望上移。随着2024年海外引种的逐步恢复和国产祖代鸡快速上量，父母代和商品代苗整体供应偏充裕。但受制于引种结构问题和下游消费复苏的预期，商品代苗价仍有支撑。美国和新西兰引种已经中断超过3个月，根据白鸡生长周期这部分供应缺口将会直接导致未来6-9个月后，市场高品质海外苗紧缺，有望从而推升父母代苗价重新进入上行通道。
- **风险提示**：猪价及牛价反弹不及预期风险；新品上市不及预期风险；鸡苗价格大幅波动风险；重大突发动物疫病风险；天气灾害导致原材料价格波动风险。



01

牛肉板块：牛周期拐点向上，
相关产业链或将充分受益

02

新消费：宠物经济增长迅速，
诺普信蓝莓版图扩张思路清晰

03

生猪板块：暂停母猪扩产及二育调控生猪产能，
猪价短空长多

04

动保板块：产能供应仍偏充裕，
2025H2猪价或偏弱运行

05

白鸡板块：苗价上有压力下有支撑，
布局引种断档催化

06

风险提示

CONTENTS

目录



01. 牛肉：牛周期拐点向上，相关产业链或将充分受益

1.1 从母牛配种到肉牛出栏需要两年

图表：母牛——肉牛的配种养殖过程



资料来源：《中国牛肉产业链研究》——王桂霞，爱采购，民生证券研究院绘制

图表：不同品种肉牛养殖周期

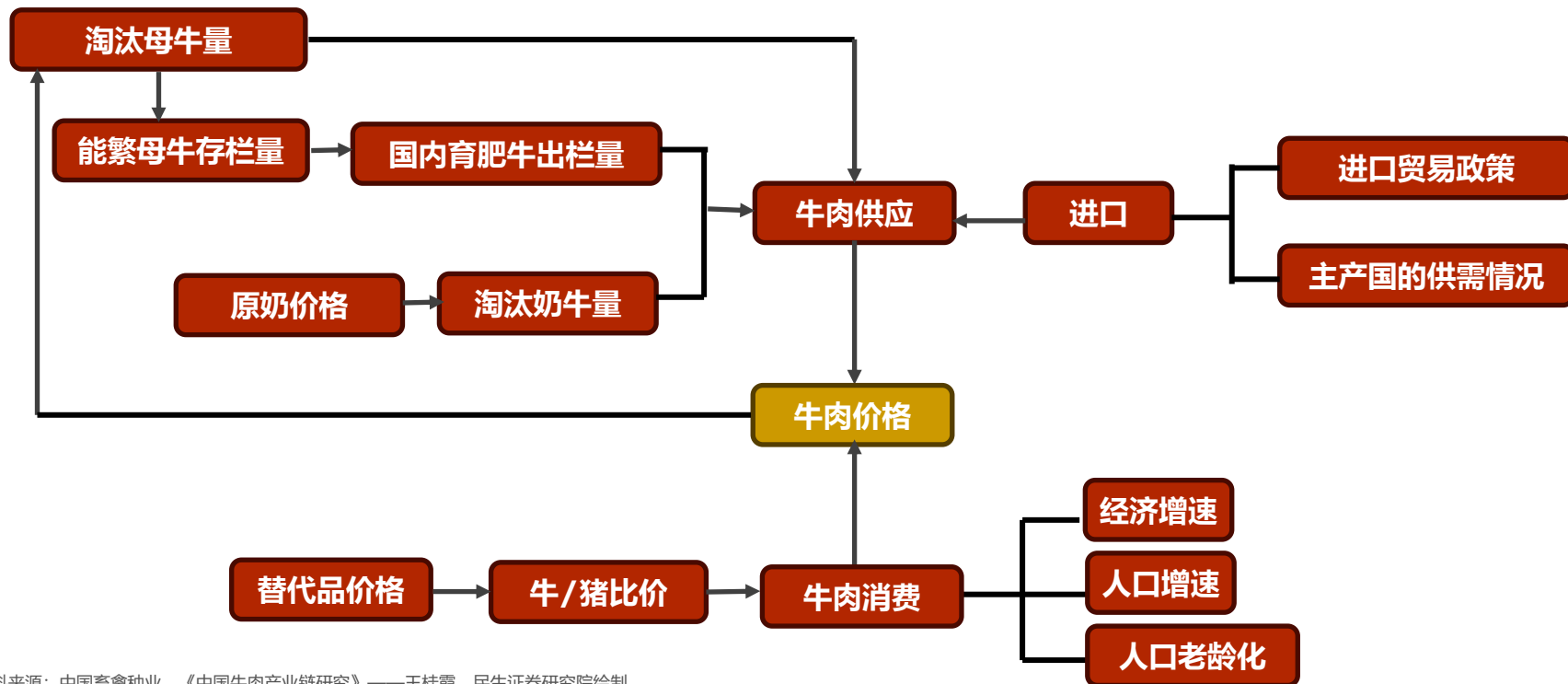
	配种月龄	日增重	品种	出栏体重
国外引进良种牛	15-18月龄	3斤左右	西门塔尔牛，利木赞牛，安格斯牛，夏洛莱牛	750kg
国内杂交牛	13-15月龄	1-2斤	鲁西黄牛，秦川牛，南阳牛	550kg
国内小型牛	8-12月	0.5-1斤	四川牛，广西牛	400kg

资料来源：牵牛养殖，维西农业，爱采购，民生证券研究院

- 我国肉牛品种以杂交群体为主（约占79%），以地方黄牛、牦牛、水牛为辅（约占21%）。在杂交群体中，按存栏量高低依次为西门塔尔牛、夏洛莱牛、利木赞牛、安格斯牛，以及其他进口品种与我国本地牛的杂交后代，其中以西门塔尔的杂交后代为主。
- 母牛一般情况下一年一胎，三年两胎的情况也时有发生，母牛的生产力一般在5-7年达到峰值，之后逐渐下降，因此一般情况下，母牛到达8-10岁就需要淘汰，一头母牛一生能够生产约6-8头肉牛。

1.2 牛肉价格的影响因子

图表：牛肉价格的影响因子

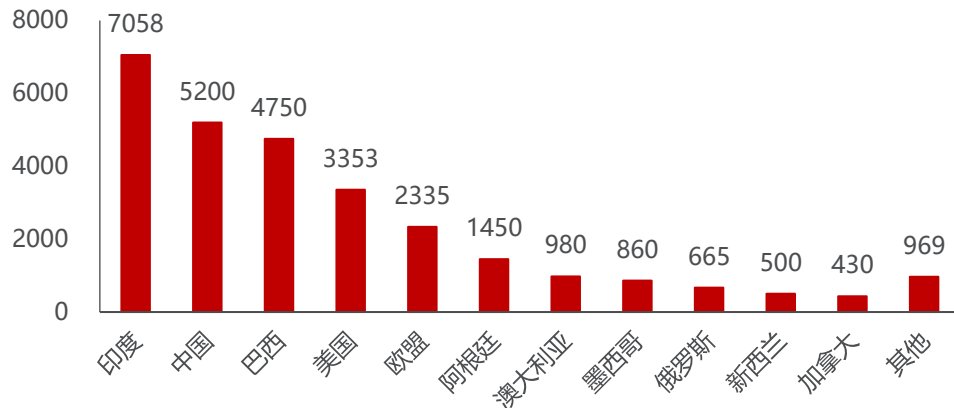


资料来源：中国畜禽种业，《中国牛肉产业链研究》——王桂霞，民生证券研究院绘制

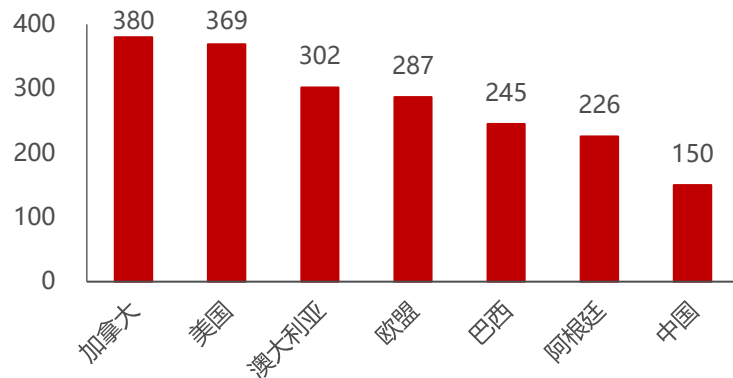
1.3 中国的肉牛产量与牛肉产量不成正比

- 印度和中国分别是全球活牛产量排名第一和第二的国家，2024年达到7058万头和5200万头，两个国家的活牛产量占到全球总产量43%，但对应的牛肉产量仅为457万吨和779万吨。印度主要饲养水牛，对乳制品消费更重视，宗教信仰的原因也导致其牛肉消费偏好偏低；而中国主要是牛的生产性能较差，虽然我国有大规模的优良杂交群体，但后续选育工作没有跟进，导致生产性能徘徊不前甚至下降，一些地区盲目杂交，造成遗传背景混乱。
- 从衡量肉牛品种优良与否的重要指标胴体重来看，2023年其他海外主要牛肉主产国胴体重均在200kg/头以上，我国仅150kg/头，美国肉牛是我国肉牛胴体重的2.5倍。

图表：2024年全球各国活牛产量 (万头)

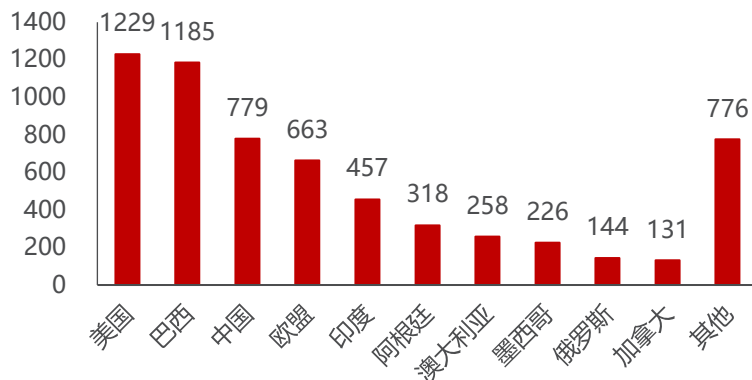


资料来源：联合国粮农组织，民生证券研究院



资料来源：联合国粮农组织，民生证券研究院

图表：2024年全球各国牛肉产量 (万吨)

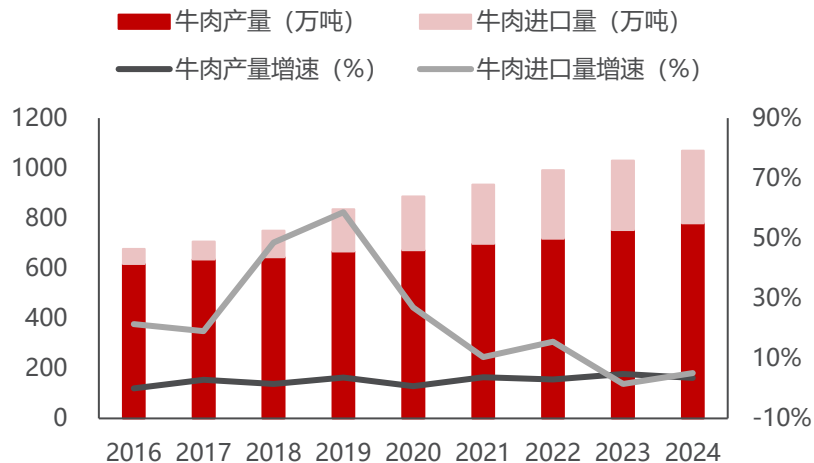


资料来源：联合国粮农组织，民生证券研究院

1.4 我国牛肉进口量快速增长

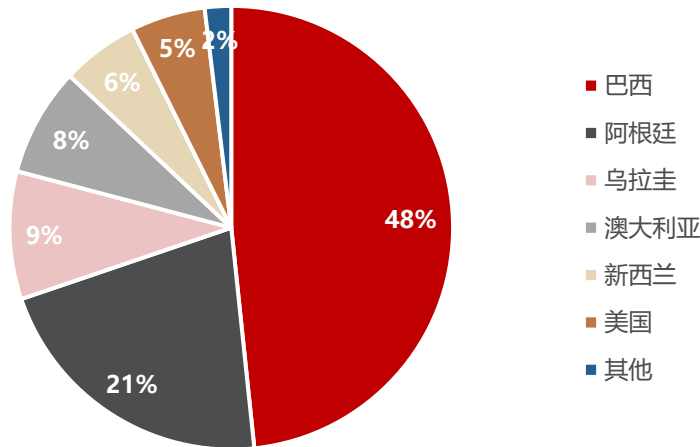
- 2016~2024年我国牛肉进口量从60.1万吨提升至291.5万吨，CAGR为21.8%。我国牛肉的进口依赖度从8.9%快速提升至27.2%，进口对国内牛肉定价的影响显著放大。
- 从进口来源看，我国牛肉进口的主要来自南美，2024年各国在中国牛肉进口中的占比分别为：巴西（48%）；阿根廷（21%）；乌拉圭（9%）；澳大利亚（8%）；新西兰（6%）；美国（5%）。

图表：2016-2024年国内牛肉产量及进口量



资料来源：中国海关总署，民生证券研究院

图表：2024年国内牛肉主要进口来源国



资料来源：中国海关总署，民生证券研究院

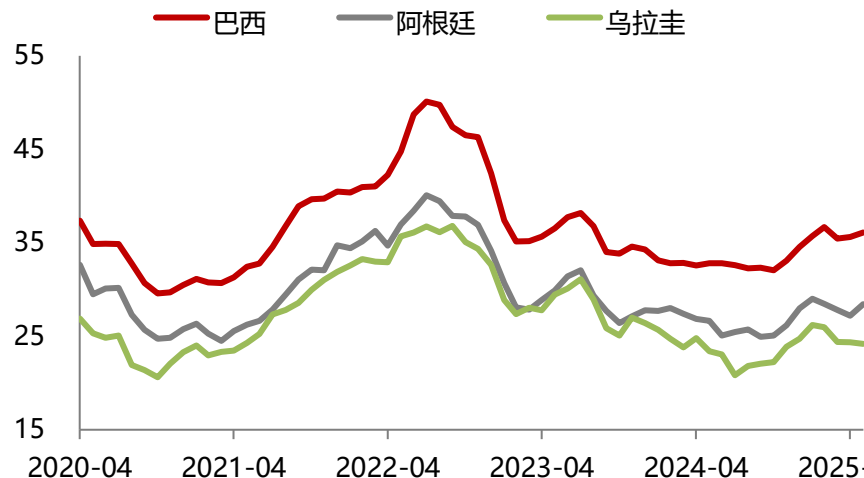
1.5 中国已经成为全球牛肉最大买家

图表：2025E全球各国牛肉供需情况（万吨）

（万吨）	产量	进口量	出口量	国内消费量
中国	774	383	2	1155
美国	1216	220	122	1315
巴西	1190	6	375	821
欧盟	655	40	67	628
印度	464	0	156	308
澳大利亚	259	2	89	173
阿根廷	308	1	77	232
总计	4866	651	888	4630
全球	6155	1180	1307	6030

资料来源：ifind，民生证券研究院

图表：巴西，阿根廷和乌拉圭冻牛肉进口价格（元/kg）

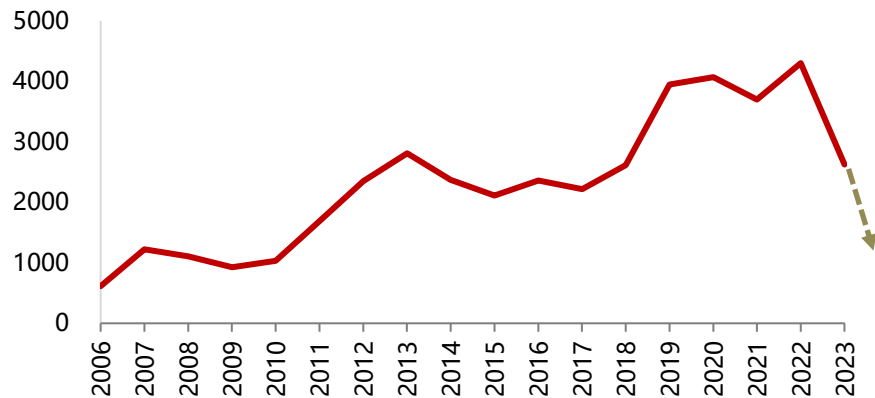


资料来源：ifind，民生证券研究院（注：截至2025年5月31日）

1.6 中国：牛周期开始发生深刻变化

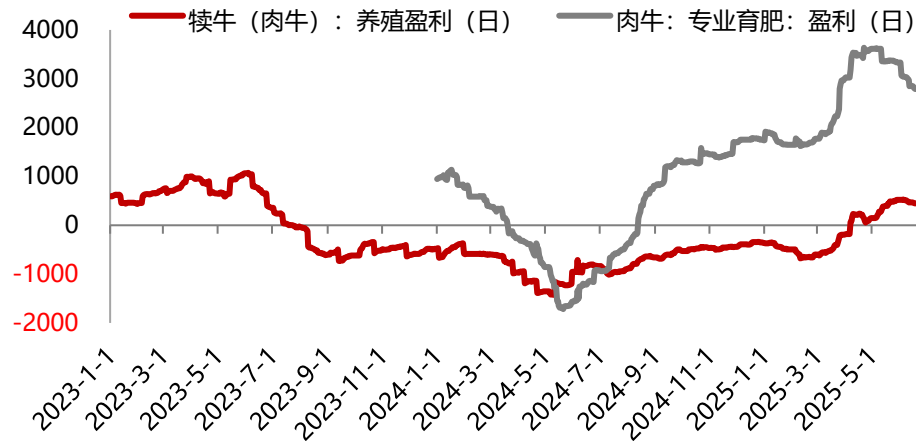
- 2020-2022年是我国肉牛养殖的强盈利周期，这其中很重要的原因是非洲猪瘟发生的几年间消费者肉类蛋白消费的转移，刺激了牛肉消费的增长。按照2020年行业开始补栏推算，从补充后备母牛到育肥牛出栏至少需要37个月，也就是三年时间，正好对应2023年开始的牛价下行期。
- 2023年行业养殖利润显著恶化，开始进入去产能周期。肉牛养殖行业同样符合蛛网模型，且由于肉牛养殖集中度非常之低，且存在较为严重的信息不对称，这很类似于非洲猪瘟发生前的生猪养殖行业，**意味着长时间的亏损和产能去化，可能后期会带来极大的预期差和价格弹性。**
- 根据钢联的数据，截至2024年12月底肉牛自繁自养模式养殖成本为25.2元/公斤，2024年均亏损725元/头，专业育肥模式年均盈利317元/头。

图表：2006-2023年国内散养肉牛单位净利润（元/头）



资料来源：ifind，民生证券研究院

图表：我国肉牛养殖利润（元/头）

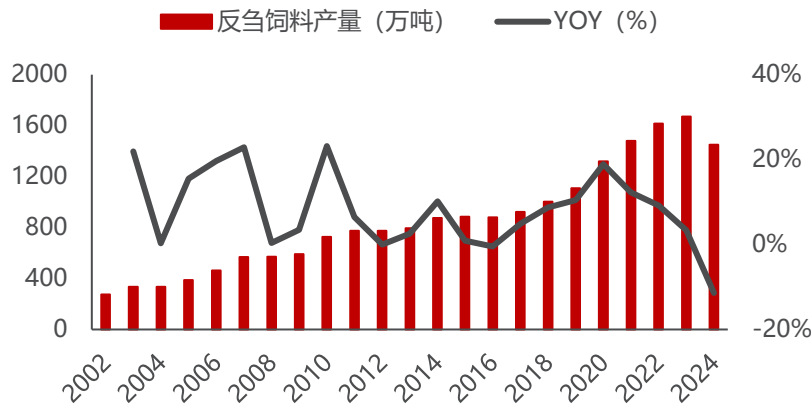


资料来源：钢联数据，民生证券研究院

1.7 中国：牛周期开始发生深刻变化

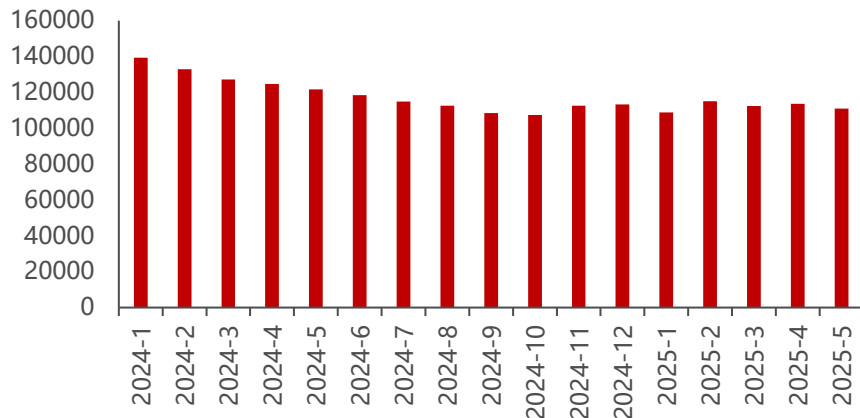
- 由于国内官方对肉牛的存栏数据没有高频的统计，我们只能通过饲料数据去侧面验证产能的变化。根据饲料工业协会的报告，2024年，我国反刍动物（奶牛、肉牛、肉羊）饲料产量1449万吨，同比下降11.4%，是2017年以来的首次下降。
- 由于我国肉牛产业起步较晚，牛肉产量基数较低，所以过去数年间牛周期运行规律并不明显，牛肉价格呈现长期趋势性上涨，而肉牛的产能基本处于在波动中持续增长的态势。但在经历2020年的这一波强扩张、叠加进口冲击的影响下，牛价才真正开启了供需失衡带来的大周期波动，这可能会为短期内我国的牛肉的供需平衡点测算做出了一个重要的参考。但从更长期的角度来看，牛肉市场仍然有较大的增长潜力。

图表：我国反刍饲料产量及增速



资料来源：ifind，民生证券研究院

图表：国内肉牛存栏量月度统计（头）



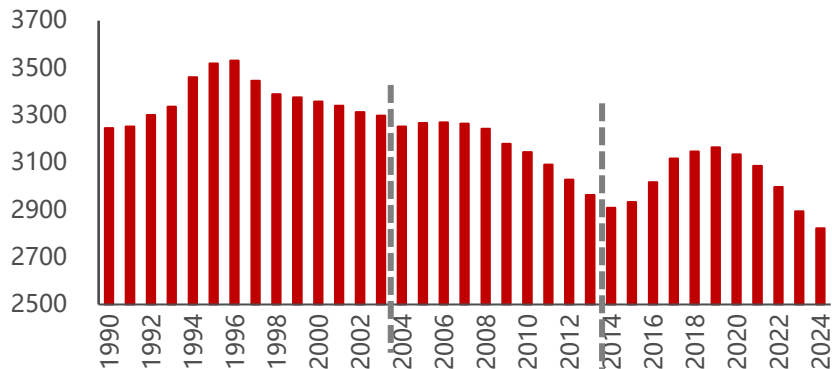
资料来源：钢联数据，民生证券研究院

1.8 主要生产国牛价景气度有望向国内扩散

美国：牛周期开始发生深刻变化

- 恶劣的气候，持续的干旱会威胁牧草的供应。例如，美国上一个完整的牛周期始于2004年，当时牛群存栏量在三年内扩大到9660万头，2011年至2015年的干旱期间，美国母牛群每年萎缩2%左右。
- 2024年，美国母牛存栏量创下了历史新低，降至2822万头，最直接的原因就是2020-2022年连续三年的干旱造成牧场退化严重，同时美联储加息增加了牧民的借贷成本，进一步压缩其利润空间。
- 截至2024年7月美国育肥环节的母牛比例还很高（重建牛群时会保留更多的母牛留种），表明美国牛群的重建尚未开始。从当前母牛的存栏量和断奶小牛的价格走势来看，我们对未来两年美国牛肉的价格应当保持乐观。

图表：美国肉用母牛存栏量（万头）



资料来源：ifind，民生证券研究院

图表：美国断奶小牛价格（美元）



资料来源：USDA，民生证券研究院

1.8

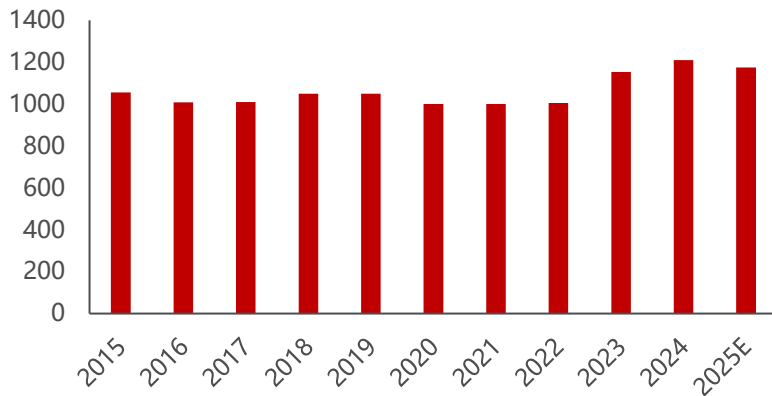
主要生产国牛价景气度有望向国内扩散

图表：巴西牛犊价格和出栏体重

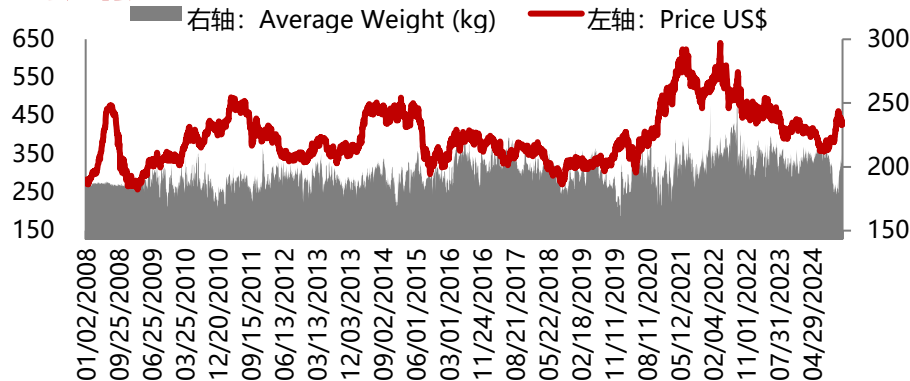
巴西：正在经历大规模牛群清算

- 可以看到2022年以后，巴西的母牛屠宰量开始处于较高水平。2020年之前，为了满足中国快速增长的牛肉进口消费需求，巴西进行了产能的扩张。随后受疫情等因素的影响，我国的肉类蛋白消费下滑，巴西被迫进入产能出清阶段。

图表：巴西母牛屠宰量（万头）

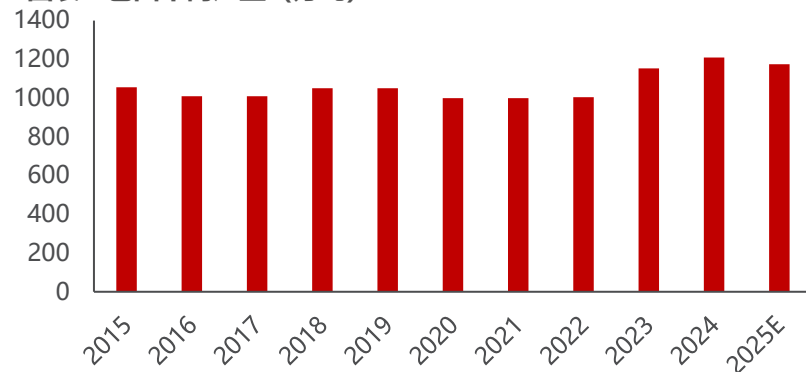


资料来源：ifind，民生证券研究院



资料来源：ifind，民生证券研究院

图表：巴西牛肉产量（万吨）



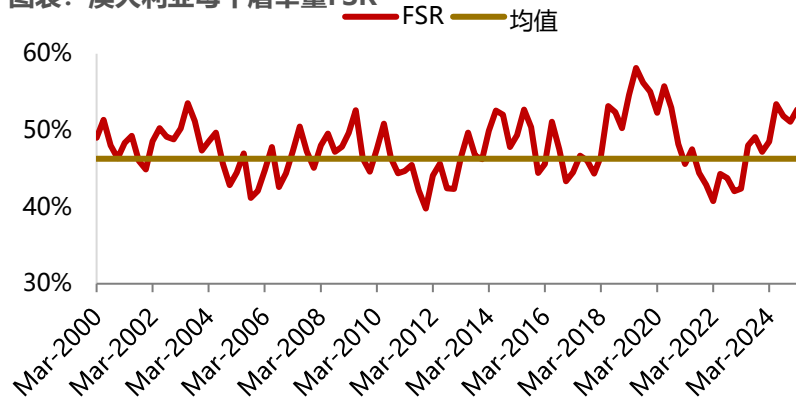
资料来源：ifind，民生证券研究院

1.8 主要生产国牛价景气度有望向国内扩散

澳大利亚：母牛屠宰率显著上升

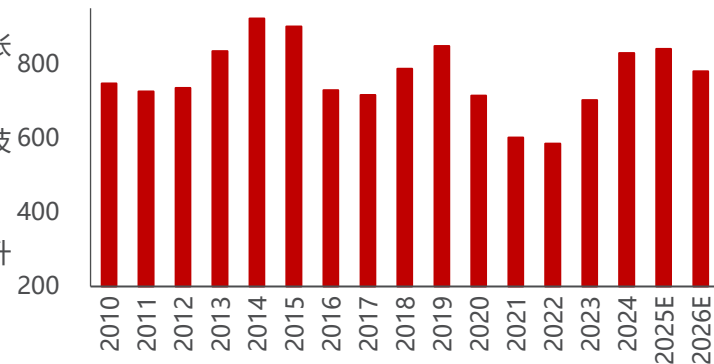
- 澳大利亚统计局（ABS）2025年3月发布的最新畜产品数据显示，在经历连续三年的产能扩张后，澳大利亚牛群也已经进入清算阶段。截至2025年3月母牛屠宰率（FSR）达到了52.7%，超过46%的历史均值。母牛屠宰率（FSR）是衡量全国牛群是否处于重建或清算阶段的一个技术指标，是反映屠宰的母牛数量与屠宰总数的百分比。
- 2024年澳大利肉牛屠宰量达到830万头，2025年产量或惯性小幅增长，而母牛屠宰率的回升是从2024年7月开始的，意味着2026年开始，澳大利亚的肉牛产量或将开始出现下降。
- 澳大利亚是美国重要的牛肉进口来源国，美国牛肉减产也将带动澳大利亚牛肉的出口需求。

图表：澳大利亚母牛屠宰率FSR



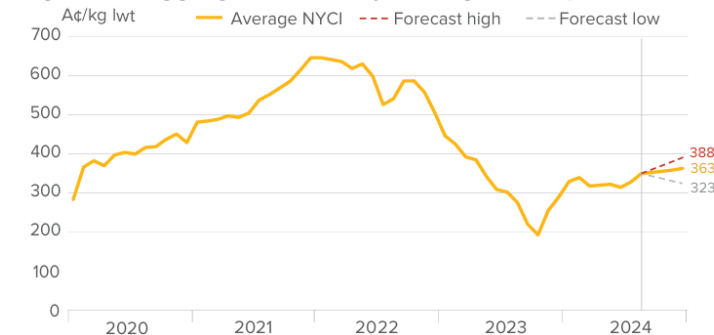
资料来源：Australian Bureau of Statistics, 民生证券研究院

图表：澳大利亚牛屠宰量及预估（万头）



资料来源：Australian Bureau of Statistics, 民生证券研究院

图表：澳大利亚肉牛生产者价格指数及预测



资料来源：Industry projections 2024 – Australian cattle, 民生证券研究院

1.9

牛周期拐点向上，相关产业链将充分受益

- 在过去十年的时间里，肉牛产能扩张速度远低于中国居民牛肉消费增速，因此我国的牛周期表现并不典型，价格呈现长期趋势性增长的态势。但随着非洲猪瘟后肉类蛋白消费转移、公共卫生事件结束后复产复工带来消费增长，肉牛养殖的高景气周期导致下游激进扩产，叠加进口量激增，2023年7月起我国肉牛养殖出现了少有的大面积亏损。同时由于肉牛养殖本身行业集中度和规模化水平较低，存在较为严重的信息不对称，类似于非洲猪瘟前的生猪养殖行业，产能出清速度较快。一旦产能得到有效出清，供需错配和价格弹性极有可能超预期。建议关注肉牛养殖一体化企业**福成股份**、拥有新西兰最大牛肉屠宰企业**光明肉业**。

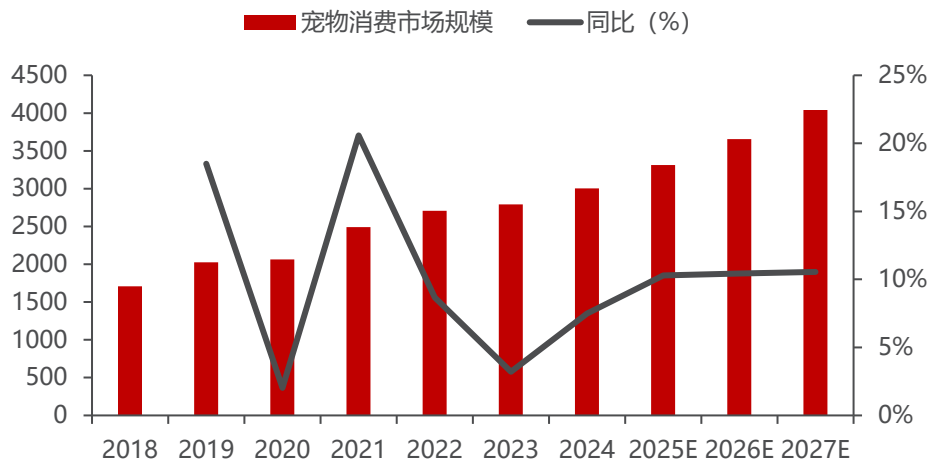
02. 新消费：宠物经济增长迅速，诺普信蓝莓版图扩张思路清晰

2.1

宠物消费市场规模稳步提升，宠物猫消费市场整体维持双位数增长

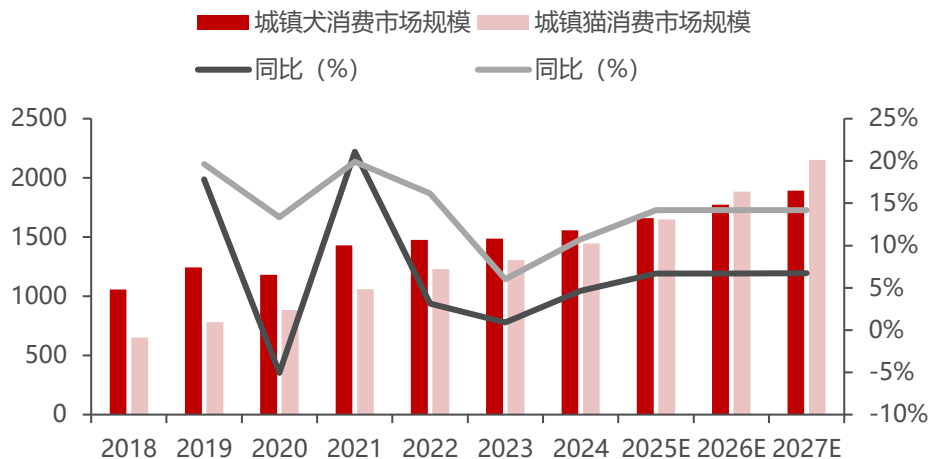
➢ 根据《宠物行业白皮书》，2024年我国城镇(犬猫)消费市场规模达到3002亿元，同比增长7.5%，行业维持稳步增长。其中，城镇犬消费市场规模达到1557亿元，同比增长4.6%；城镇猫消费市场规模达到1445亿元，同比增长10.7%。

图表：2018-2027E我国城镇宠物消费市场规模（亿元）



资料来源：宠物行业白皮书，民生证券研究院

图表：2018-2027E我国城镇犬、猫消费市场规模（亿元）



资料来源：宠物行业白皮书，民生证券研究院

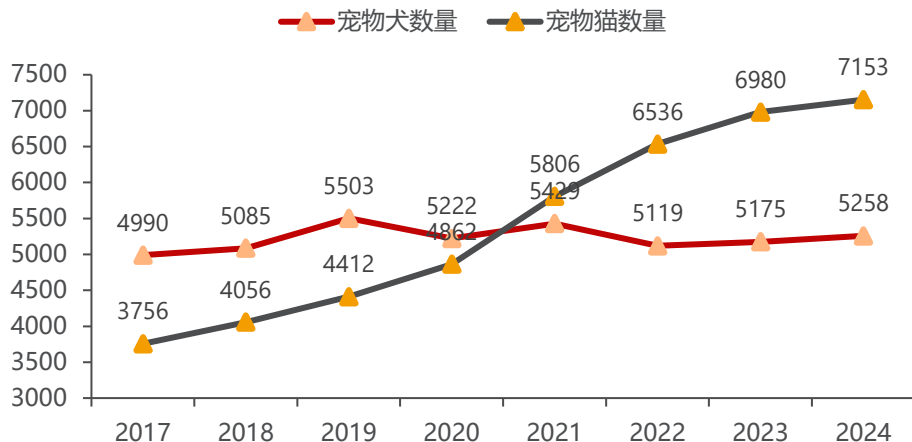
2.2

宠物经济量价齐升，单宠年均消费金额持续提升

➤ **宠物经济量价齐升，单宠年均消费金额持续提升。**24年我国城镇宠物数量为1.2亿只，同比增长2.1%。其中，宠物犬24年数量为5258万只，整体增长表现平稳，宠物猫数量由20年的4862万只增长为24年的7153万只，CAGR为 10.1%，数量扩张明显。

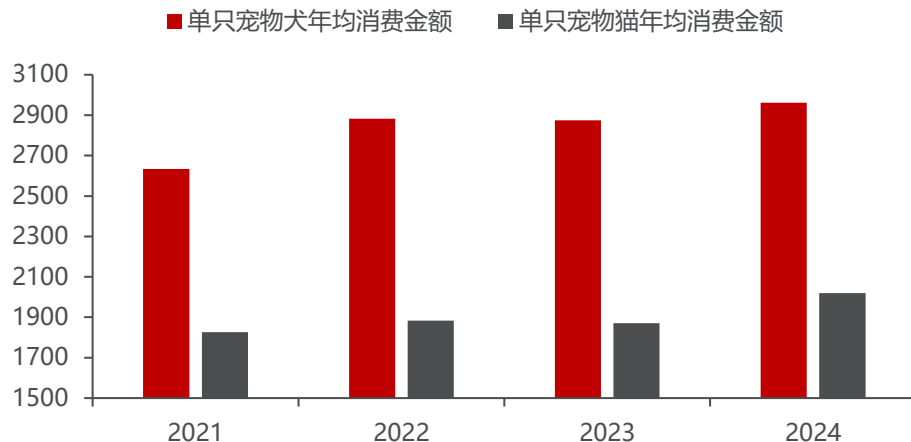
➤ **单宠消费方面，我国宠物犬年均消费金额更高，24年同比提升3%至2961元；单只宠物猫年均消费增速相对更快，24年同比提升8%至2020元。**目前我国家庭养宠渗透率相较美国、日本等成熟市场仍有较大提升空间。

图表：2017-2024年宠物犬、猫变化趋势（万只）



资料来源：宠物行业白皮书，民生证券研究院

图表：2021-2024年单只宠物犬、猫年均消费金额（元）

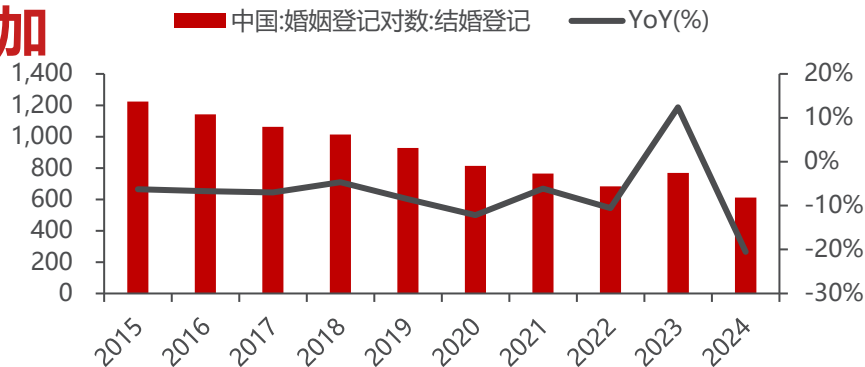


资料来源：宠物行业白皮书，民生证券研究院

2.3 人口结构变化刺激宠物陪伴需求增加

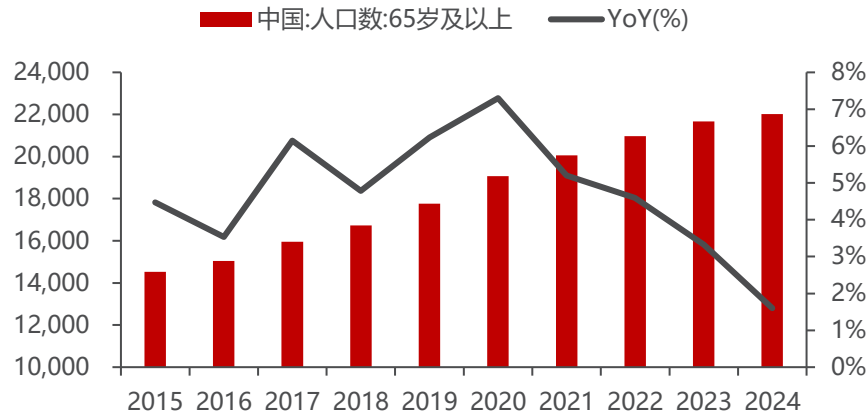
➤ **单身化、老龄化、少子化刺激宠物陪伴需求不断上升。**截至24年底，我国65岁及以上老年人口数量达到2.2亿人，老龄化程度加速。同时我国出生率、结婚率整体呈下降趋势，少子化、单身经济、二胎经济带动对于宠物作为精神陪伴的需求增长。

图表：我国婚姻登记对数逐步下滑，单身经济需求崛起（万对）



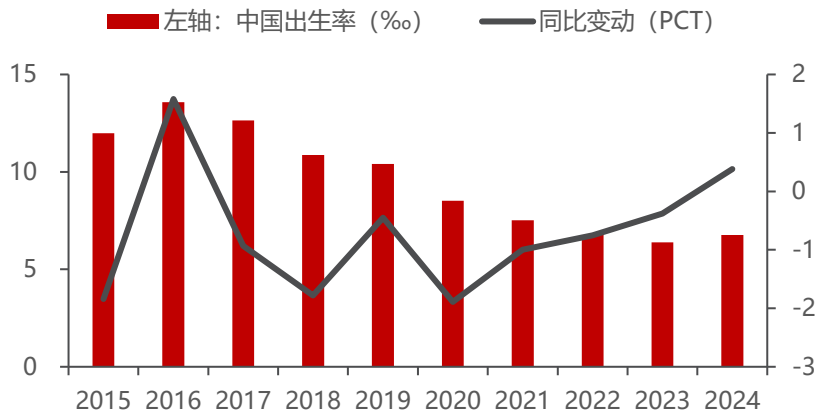
资料来源：wind，民生证券研究院

图表：我国65岁及以上老年人口数量（万人）



资料来源：wind，民生证券研究院

图表：近十年中国出生率整体呈下降趋势（‰）



资料来源：wind，民生证券研究院

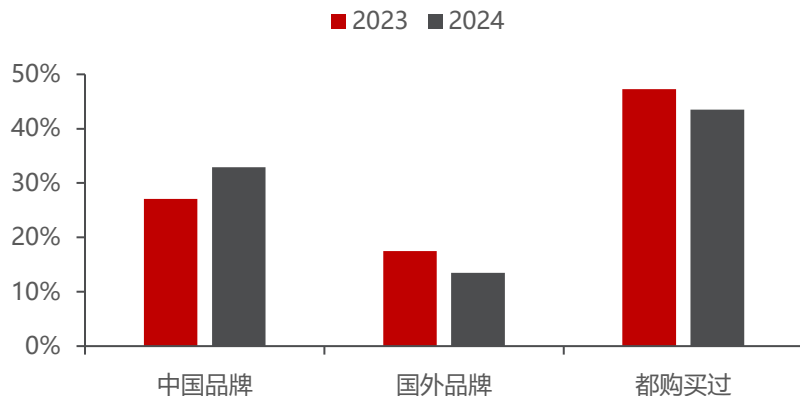
2.4

国产品牌偏好提升，高端化、本土化进程加速

➤ **宠主对中国品牌的偏好度大幅上升，对国外品牌偏好度有所下降。**犬主人中32.9%只购买中国品牌，13.5%的犬主人只购买国外品牌。猫主人中34.8%只购买中国品牌，12.8%只购买国外品牌。

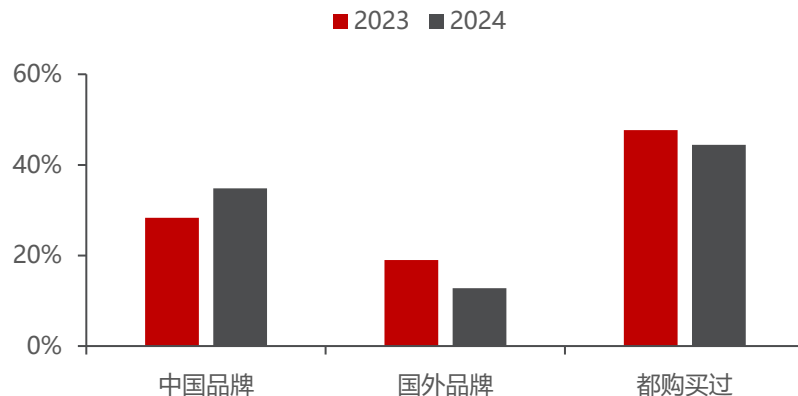
➤ **国产品牌偏好提升，头部品牌加速增长。**国产品牌具备供应链成本价格优势，同等定位、配方产品更具性价比，同时头部品牌凭借本土线上渠道运营、以及双十一、618大促优势加速崛起，通过品牌营销占领消费者心智，推新节奏稳步推进。目前国产品牌在中端及低端价位竞争中增速均已经高于进口品牌，同时高端化进程稳步推进。从品牌角度看，头部品牌麦富迪、皇家、百利等在回归快速增长，国产新锐品牌鲜朗、蓝氏、诚实一口等快速崛起，大众平价品牌以性价比扩展客群。

图表：宠物犬主对国产品牌信任度提升



资料来源：宠物行业白皮书，民生证券研究院

图表：宠物猫主对国产品牌信任度提升

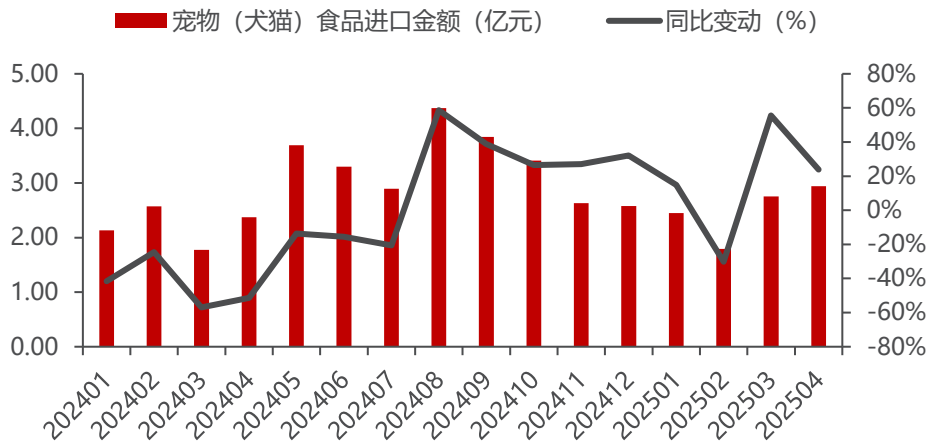


资料来源：宠物行业白皮书，民生证券研究院

2.5 关税政策节奏影响宠物食品进出口表现，贸易壁垒加速国产替代

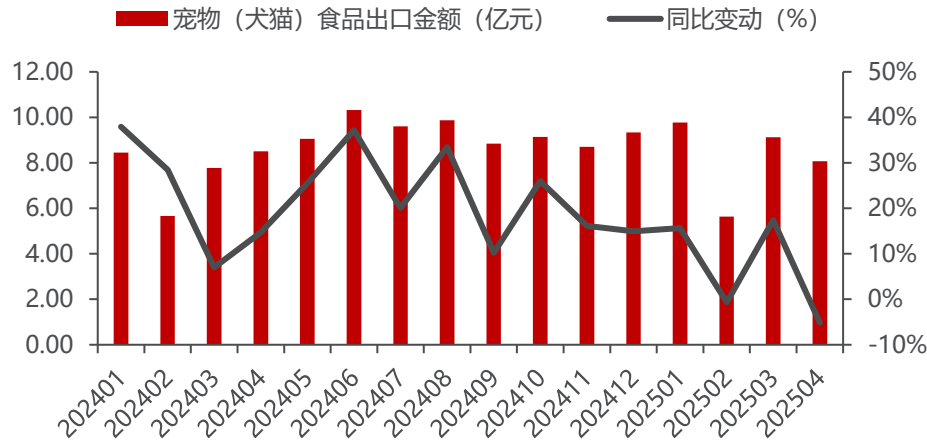
➤ **关税调整对宠物食品进出口造成直接冲击，加征关税与反制措施造成进口宠物食品成本与价格传导压力。** 高端品牌（如渴望、素力高）主粮价格上涨，部分订单流向大洋洲或墨西哥等低关税地区；中小代工企业利润空间被压缩，部分企业被迫转向东南亚、新西兰建厂以规避关税。短期内，进口品牌面临成本压力，国产替代加速；长期看，国内龙头企业需通过全球化布局、技术创新和差异化竞争重塑市场地位，规避贸易壁垒。

图表：我国宠物食品进口受贸易关税影响金额波动较大



资料来源：海关总署，民生证券研究院

图表：我国宠物食品出口金额今年2月、4月同比下滑



资料来源：海关总署，民生证券研究院

2.6

宠物消费市场增长迅速，国产品牌乘风而上

- 宠物消费市场规模稳步提升，宠物猫消费市场整体维持双位数增长，宠物数量和单宠消费金额均处于量价齐升增长阶段。国产品牌偏好提升，头部品牌加速增长。国产品牌具备供应链成本价格优势，同等定位、配方产品更具性价比，同时头部品牌凭借本土线上渠道运营、以及双十一、618大促优势加速崛起，通过品牌营销占领消费者心智，推新节奏稳步推进，建议关注推荐宠物食品自有品牌龙头企业**中宠股份**、宠物食品OEM龙头企业**佩蒂股份**、品牌优势显著的**乖宝宠物**。

2.7 诺普信：蓝莓帝国版图扩张思路清晰，特色生鲜打造第二增长曲线

- **以光筑农业为平台，积极探索鲜果业务版图。**光筑农业集团以“1+N”模式构筑农带农区域产业发展龙头，以单一品牌（蓝莓）为引擎，通过“特色作物+数字化”形成新的农业作态，积极响应乡村振兴的战略发展要求。
- **土地储备先发优势，种植规模高速增长。**公司通过与当地政府合作，由政府统一进行土地流转，土地流转规模持续扩大。投产面积由2021/22产季六七百亩跨越增长至2024/2025产季接近3万亩，截至2024年8月已实现战略签约面积约4.4万亩。2023/24产季公司蓝莓总产量约2.5万多吨。
- **基质蓝莓铸造较高壁垒，促早技术打造核心竞争力。**基质蓝莓期初资金投入门槛高，园区平均单亩的建设费用在每年1万元左右。公司通过自己调配的水肥配方及剪枝等技术方式，成功实现提前蓝莓成熟达产季且不影响蓝莓品质。2024年公司的促早技术已全部推广，根据公司公告预计2024Q4预计蓝莓产量在6000吨左右，相比去年有显著增长。推荐【诺普信】，2025Q1是公司新产季蓝莓最密集的上市期，能有效规避5月开始蓝莓价格季节性下行的风险。

图表：诺普信投产面积及产量

事件	投产面积	产量
2021/2022产季	600-700亩	/
2022/2023产季	6000-7000亩	预计5770-6170吨
2023/2024产季	2万亩	2.5万吨左右
2024/2025产季	接近3万亩	预计4.5万吨

资料来源：公司公告，民生证券研究院

图表：诺普信云南基质蓝莓基地



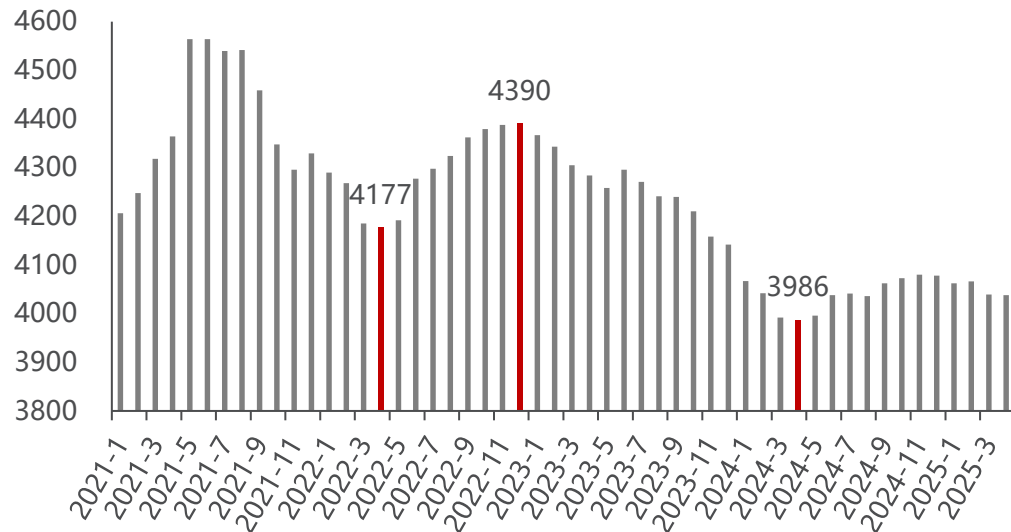
资料来源：光筑农业，民生证券研究院

03. 生猪：暂停母猪扩产及二育调控 生猪产能，猪价短空长多

3.1 暂停母猪扩产及二育调控生猪产能，猪价短空长多

- 2025年6月，国家出手调控生猪产能，要求企业暂停扩产母猪及二次育肥行为。据财联社报道，多家头部猪企接相关部门要求暂停能繁母猪扩产，出栏体重也需要控制在120公斤左右。当前，全国能繁母猪存栏量维持平稳，虽同比增量有限，但叠加行业整体生产效率的提升，产能供应恢复较快。我们预计2025H2生猪行业产能供应偏充裕，猪价有所承压。
- “十四五”期间，农业农村部提出以正常年份全国猪肉产量在5500万吨（对应生猪出栏量7亿头左右）时的生产数据为参照，其计算得到能繁母猪正常保有量为4100万头。在这个标准下，我们可以计算得到**行业平均MSY为17头**。但2023年末母猪产能下降到4100万头后，现阶段生猪供应仍偏充裕，**此次保有量的下调我们可以视为行业平均生产效率MSY已经上升到了18头**。

图表：全国能繁母猪存栏量（万头）

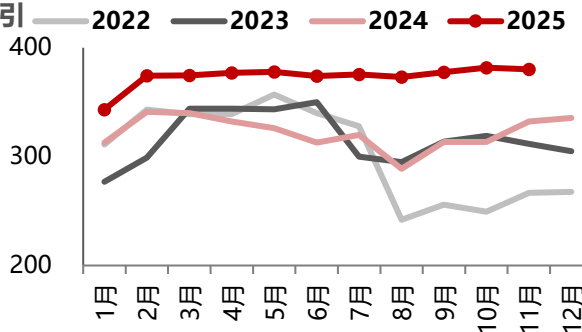


资料来源：涌益咨询，民生证券研究院

3.2 产能供应仍偏充裕，2025H2猪价或偏弱运行

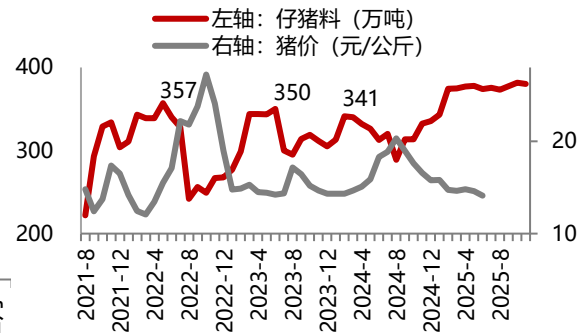
我们预计2025H2猪价偏弱运行。我们发现仔猪出生量（或替代指标仔猪料）能够对6个月后的猪价做较好的解释，本轮仔猪供应量的恢复是从2024年10月开始的，主要是因为前期供应缺口兑现后，猪价回暖带动养殖户补栏积极性提升。根据饲料工业协会仔猪料的数据，仔猪供应回升对应6个月后就就是今年10月开始育肥猪出栏量上涨，整体来看2025年上半年供应压力环比逐月微幅上涨。而2025年下半年猪价则需关注现阶段秋冬疫病对于母猪的影响力度，若秋冬疫病导致能繁母猪存栏下滑，2025年猪价将会出现阶段性上涨。整体而言2025年产能供应偏充裕，由此我们预计2025H2猪价或偏弱运行。

图表：仔猪料供应量（万吨）后移6个月对生猪的供应量的指引



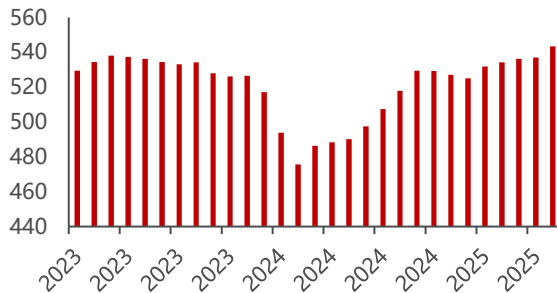
资料来源：饲料工业协会，民生证券研究院

图表：仔猪料与6个月后猪价的关系



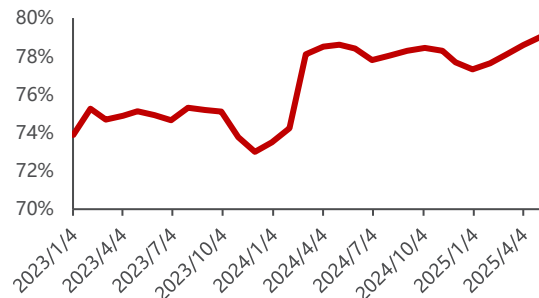
资料来源：饲料工业协会，民生证券研究院

图表：仔猪出生量（万头）



资料来源：农业农村部，民生证券研究院

图表：母猪配种分娩率（%）

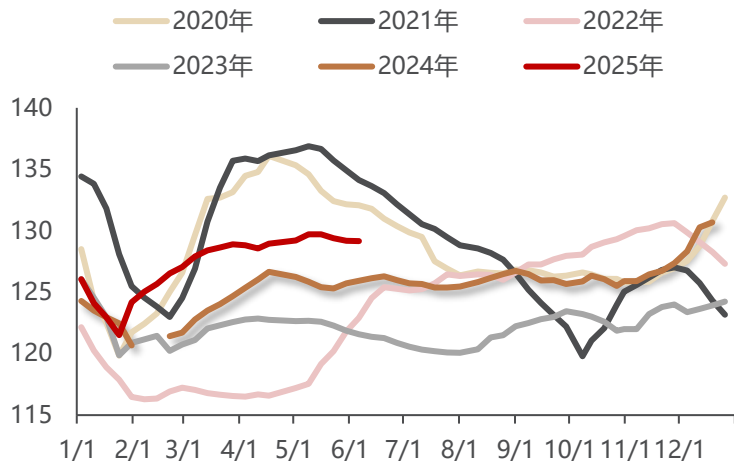


资料来源：涌益咨询，民生证券研究院

3.3 产能供应仍偏充裕，2025H2猪价或偏弱运行

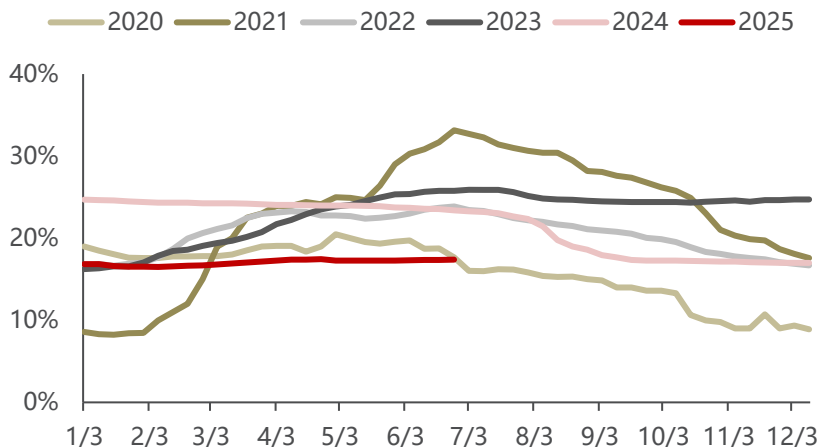
- **产业预期对价格的阶段性扰动将继续存在。**屠宰冻品与二次育肥群体在生猪市场的角色类似，当猪价明显低于行业现金成本时对市场都有一定“托底”的作用，区别是冻品库存保存时间很长，而二次育肥到达预期体重重要出栏，灵活度比冻品要强很多。2025年上半年屠宰场参与积极性不高，随着猪价回落二育退场。未来生猪供应对于猪价的传导或将更顺畅，未来需要关注秋冬季节性疫病高发期是否影响母猪存栏。

图表：生猪出栏体重（公斤）



资料来源：涌益咨询，民生证券研究院

图表：屠宰冻品库容率（%）

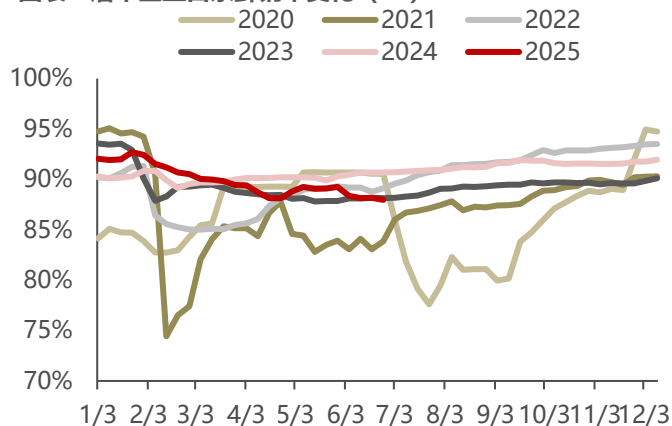


资料来源：钢联数据，民生证券研究院

3.4 需求：鲜销率整体偏低，需求不振拉低屠宰量

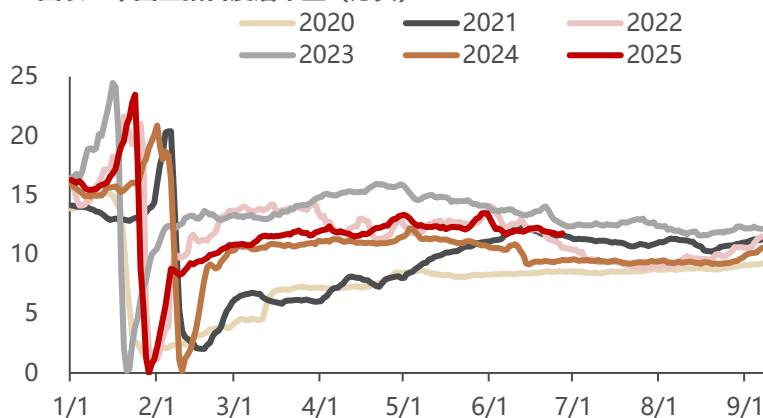
- 2025年受制于宏观消费需求不振影响，猪肉白条的鲜销率除年初备货期有所提振外，整体都维持偏低水平。
- 从生猪下游屠宰量也能看出，2025年上半年国内生猪日度屠宰量略高于2024年同期，明显低于2023年同期。截至2025年6月27日，中国生猪累计平均日度屠宰量12.0万头，较2023年同期-14.4%。

图表：屠宰企业白条鲜销率变化（%）



资料来源：钢联数据，民生证券研究院

图表：中国生猪日度屠宰量（万头）

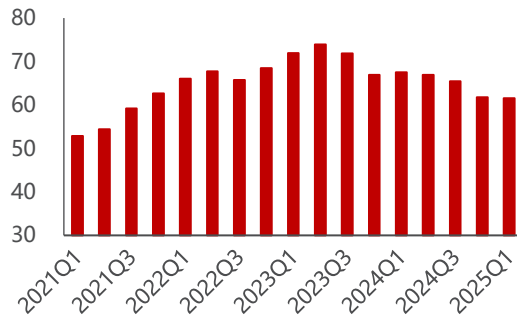


资料来源：钢联数据，民生证券研究院

3.5 产能供应仍偏充裕，2025H2猪价或偏弱运行

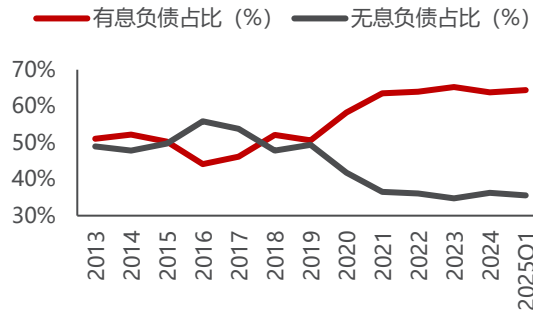
➤ 过去利用债务杠杆扩产能的养殖主体亏损期面临更大的跨周期现金流管理压力，成本领先行业的规模企业资产负债表加快修复。上市猪企的融资扩张主要集中在2020-2022年这三年期间，2024年随着猪价回暖，成本领先的猪企现金流得到有效缓解。2023Q2~2025Q1，样本内15家生猪养殖企业平均资产负债率从73.9%下降至为61.6%；其中正邦科技和正虹科技资产负债率改善最为明显。

图表：上市猪企平均资产负债率（%）



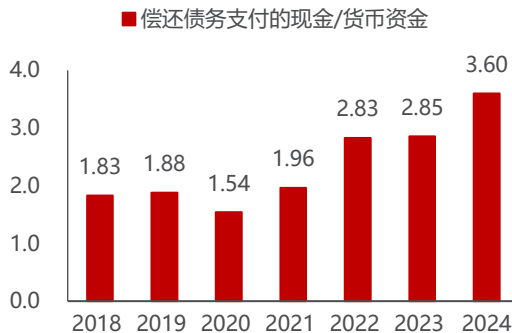
资料来源：ifind，民生证券研究院

图表：上市猪企有息负债与无息负债的占比



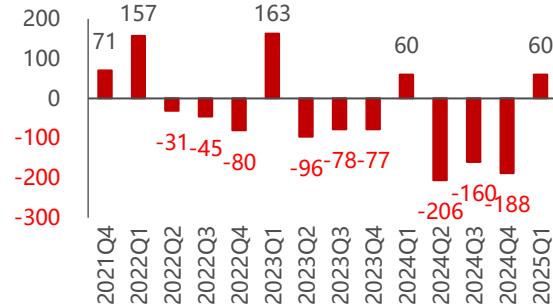
资料来源：ifind，民生证券研究院

图表：上市猪企偿还债务所支付的现金/货币资金



资料来源：ifind，民生证券研究院

图表：上市猪企筹资活动现金流量净额（亿元）



资料来源：ifind，民生证券研究院



3.6 产能供应仍偏充裕，2025H2猪价或偏弱运行

- 2025年6月，国家出手调控生猪产能，要求企业暂停扩产母猪及二次育肥行为。据财联社报道，多家头部猪企接相关部门要求暂停能繁母猪扩产，出栏体重也需要控制在120公斤左右。随着二育退场，未来生猪供应对于猪价的传导或将更顺畅。根据饲料工业协会仔猪料的数据，仔猪供应对应6个月后育肥猪出栏量，2025年上半年仔猪供应充裕表明下半年生猪供应压力较大。同时，2025年下半年在供应充裕猪价承压的基础下，需关注现阶段秋冬疫病对于母猪的影响力度。若猪价低迷叠加秋冬疫病频发，或者导致能繁母猪存栏加速下滑造成生猪供应阶段性回落，2026年猪价或将会出现阶段性上涨。
- 标的的推荐顺序上，我们推荐成本领跑行业的**牧原股份**、业务均衡多元的**温氏股份**，以及低成本、高增速逻辑持续兑现的企业包括**巨星农牧**和**华统股份**，最后是资产负债表相对健康/资金储备充足的天康生物、**新五丰**和**唐人神**，建议关注**神农集团**、**德康农牧**。

04. 动保：养殖景气带动后周期共振，关注大单品进程

4.1 养殖景气带动后周期共振，关注猪周期业绩兑现后的布局机会

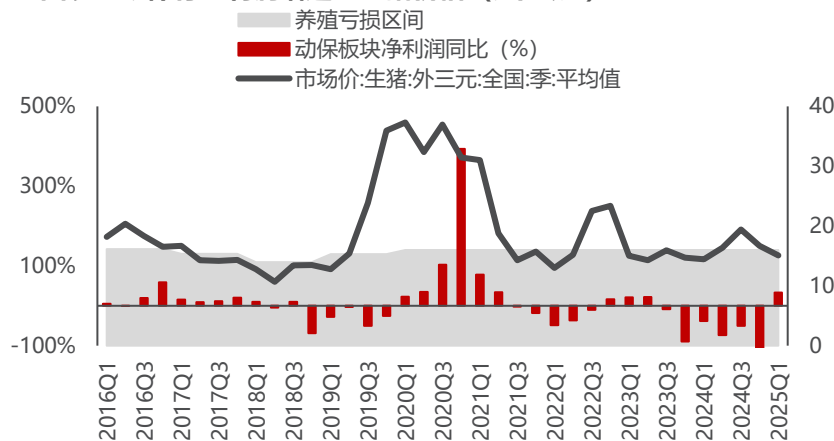
- 回顾历史周期波动，动保板块指数与生猪价格有较强的相关性。投资一般分为两个阶段，第一阶段为猪价上行阶段，伴随养殖场盈利逐步回流，在动保产品上的支出也开始恢复，动保板块估值同时开启修复行情；第二阶段为生猪存栏恢复阶段，在猪价合理运行期间，养殖端补栏积极性提高，可显著带动对动保、饲料产品需求的增长。
- 2025年养殖行业供应仍偏充裕，但效率和成本端的改善仍能给行业带来赚钱效益。养殖行业用药积极性有所提高，但受制于行业竞争加剧，兽药行业价格仍承压。未来随着猪价回暖后猪企资产负债表的逐步修复，叠加生猪存栏量进入恢复阶段，市场整体用药需求量有望提升，利好上游动保企业，建议关注猪周期业绩兑现后的布局机会。

图表：动保板块估值与生猪价格（元/公斤）



资料来源：wind，民生证券研究院

图表：动保行业利润增速与生猪价格（元/公斤）



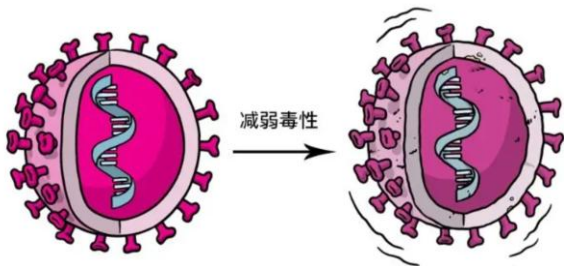
资料来源：wind，民生证券研究院

4.2 养殖景气带动后周期共振，关注大单品进程

当前我国非洲猪瘟疫苗研发路径主要有三：

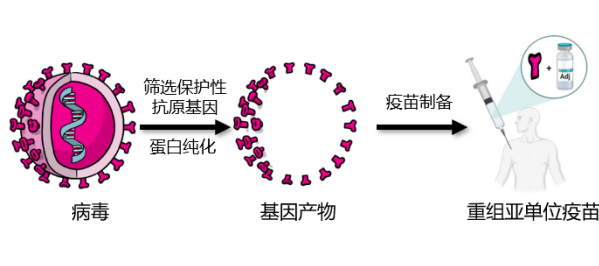
- ①**基因缺失疫苗**：**原理**，通过减弱病毒的致病力而保留其免疫原性，并靶向缺失毒力相关病毒基因的疫苗。**优点**，能较好的模仿病原的特性，更有效地刺激黏膜免疫或细胞介导免疫；**缺点**，在动物体内存在与野毒株重组而使毒力返强的可能，安全性较弱。
- ②**亚单位疫苗**：**原理**，利用病毒的某种表面结构成分制成不含有核酸、能诱发机体产生抗体的疫苗。**优点**，研制成分本身不含病毒核酸，具有更高的生物安全性；**缺点**，由于抗原结构蛋白众多，免疫刺激过程复杂，仅靠单一或少数几种蛋白作为抗原刺激机体产生中和抗体，难以获得理想的免疫预防效果，需要添加佐剂来帮助刺激免疫系统反应，并接种加强针来达到持续保护的效果，制作工艺复杂。
- ③**病毒载体疫苗**：**原理**，用如腺病毒、伪狂犬病病毒、牛痘病毒或者新城疫病毒等改良过、安全无害的病毒作为载体，插入致病微生物可以生成抗原的遗传物质而构建的疫苗。**优点**，使用病毒载体诱导特异性免疫及非特异性免疫，并通过去除或使用免疫原替换病毒毒力基因，或使病毒载体无法复制来保障疫苗安全性，具备较强的安全性与免疫效率；**缺点**，如果生猪对选用的病毒载体本身具有抗体，则会削弱疫苗的免疫效果。

图表：基因缺失疫苗原理



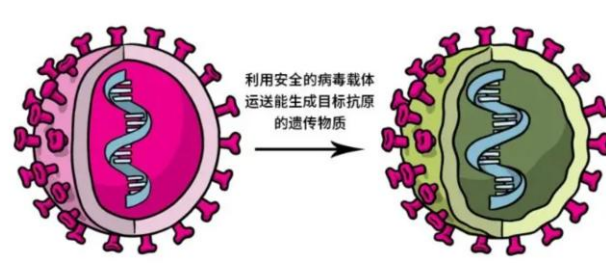
资料来源：WHO，民生证券研究院

图表：亚单位疫苗制备原理



资料来源：WHO，民生证券研究院

图表：病毒载体疫苗制备原理

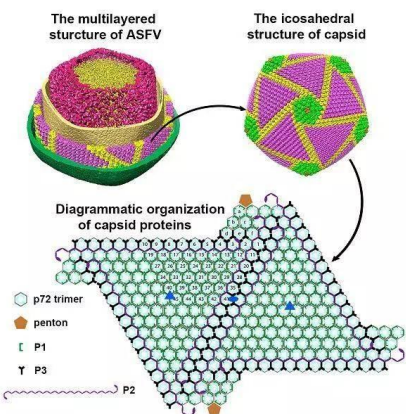


资料来源：WHO，民生证券研究院

4.3 养殖景气带动后周期共振，关注大单品进程

- **国内企业非瘟疫苗研发进展。**①中科院与【生物股份】和【中牧股份】、兰研所和【普莱柯】研发的非瘟亚单位疫苗进程同步，均已提交应急评价；②【科前生物】活载体疫苗效果评价和产业化工工艺研究处在实验室研究阶段。
- **非瘟疫苗为动保市场核心增量。**普莱柯公司预计获批上市后最低出厂价约25元/头份，我们假设生猪年均出栏为6亿头，一头用量为两针，上市渗透率若为20%/50%/80%，则市场空间可达60/150/240亿元，市场空间可期。非洲猪瘟病毒经历数年已经出现多种、多基因自然缺失的弱毒株，较难察觉发现，对于养殖场防疫要求愈发严格。近期河南集中发生了较严重的疫情，说明市场对非洲猪瘟疫苗仍有较强需求。若后续产品研发成功落地，能有效缓解非瘟疫情对生猪供给的影响，维持生猪市场良性有序发展。

图表：ASFV 的主要结构



资料来源：中国动物保健，民生证券研究院

图表：非瘟疫苗研发路径对比

技术路线	亚单位疫苗	基因缺失疫苗	mRNA疫苗	灭活疫苗	病毒载体疫苗	DNA疫苗
研发速度	较快	慢	快	中等	较快	快
安全性	高	毒力返强 基因重组	高	较高	中等 转基因风险	中等 转基因风险
佐剂	需要	不依赖	不依赖	需要	不依赖	不依赖
免疫原性	较低	高	高	较低	高	中等
	体液免疫为主	体液免疫 细胞免疫	细胞免疫 体液免疫	体液免疫	体液免疫 细胞免疫	体液免疫 细胞免疫

资料来源：中国动物保健，民生证券研究院

图表：非瘟疫苗不同免疫覆盖率下的市场空间

免疫覆盖率	市场空间（亿元）
20%	60
40%	120
50%	150
80%	240
100%	300

资料来源：普莱柯公司公告，wind，民生证券研究院测算

4.4

养殖景气带动后周期共振，关注大单品进程

- 当前，我国宠物用疫苗市场规模较小，且主要以进口为主。据《中国宠物行业白皮书》显示，2024年城镇宠物消费市场规模3002亿元，同比+7.5%，其中宠物疫苗市场规模占比仍并不高，宠主疾病防护意识仍待提高。长久以来硕腾默沙东等国际巨头一直占据主要市场份额，但随着国产宠物疫苗的上市，进口宠物疫苗的数量和份额已经连续六个月呈现“双降态势”。
- 现阶段国产猫三联疫苗基本完成农业部评审申报，2024年以来，我国共有7家公司的7款猫三联产品上市，其中瑞普的猫三联产品瑞喵舒在2024年1月22日率先获得签发上市，成为第一个上市的国产猫三联产品。

图表：已通过农业农村部应急评价的研制单位

时间	兽药名称	研制单位	是否上市
2023/8/22	猫鼻气管炎、杯状病毒病、泛白细胞减少症三联灭活疫苗(RPVF0304株+RPVF0207株+RPVF0110株)	天津瑞普生物技术股份有限公司、天津瑞普生物技术股份有限公司空港经济区分公司、瑞普(保定)生物药业有限公司	是
	猫鼻气管炎、猫杯状病毒病、猫泛白细胞减少症三联灭活疫苗(WX株+SH14株+0918株)	中国农业科学院上海兽医研究所、唐山怡安生物工程有限公司、哈药集团生物疫苗有限公司	是
	猫泛白细胞减少症、鼻气管炎、杯状病毒病三联灭活疫苗(HBX05株+BJS01株+BJH13株)	泰州博莱得利生物科技有限公司、北京博莱得利生物技术有限责任公司、中瑞动检(北京)生物技术有限公司	是
2023/10/17	猫鼻气管炎、杯状病毒病、泛白细胞减少症三联灭活疫苗(WH-2017株+LZ-2016株+CS-2016株)	华中农业大学、武汉科前生物股份有限公司、云南生物制药有限公司、华派生物技术(集团)股份有限公司	是
2023/12/6	猫泛白细胞减少症、杯状病毒病、鼻气管炎三联灭活疫苗(708株+60株+64株)	普莱柯生物工程股份有限公司、洛阳惠中生物技术有限公司、洛阳惠中动物保健有限公司、河南新正好生物工程有限公司、普莱柯(南京)生物技术有限公司	是
	猫鼻气管炎、杯状病毒病、泛白细胞减少症三联灭活疫苗(HBJ06株+CHZ05株+PSY01株)	中牧实业股份有限公司	否
2024/1/3	猫鼻气管炎、嵌杯病毒病、泛白细胞减少症三联灭活疫苗(CP2株+CC3T株+VP2蛋白)	长春西诺生物科技有限公司、安徽爱宠生物科技有限公司、吉林正业生物制品股份有限公司	否

资料来源：农业农村部，民生证券研究院

图表：猫三联市场空间测算

市占率	单价 (元/针)	免疫覆盖率	宠物猫数量 (万只)	新生兽数 (万只)	市场空间 (亿元)
5%					0.8
10%					1.6
20%	40	45%	6980	700	3.3
30%					4.9
40%					6.5

资料来源：派读宠物行业大数据平台出品《2023-2024年中国宠物行业白皮书》，中国动物保健，民生证券研究院 测算

4.5 瑞普生物：国内猫三联率先上市，收并购加快业务板块扩张

- 瑞普生物在国产猫三联产品研发及上市后推广阶段处于国内领先地位。公司凭借瑞派宠物医院、中瑞供应链和优质经销商的核心渠道优势，做到产品上市后快速铺向市场，直达终端宠主。瑞普的猫三联产品瑞喵舒在2024年1月22日率先获得签发上市，上市首月销售额超千万。2024年瑞普生物中报显示，2024年上半年瑞喵舒发货100万头份，受到消费者广泛欢迎，有效填补了国内猫疫苗产品的空白。
- **收并购进程加快，各业务板块持续扩张。**2024年11月瑞普生物拟以自有资金或自筹资金13,138.43万元收购中瑞华普科技有限公司15%股权，2025年1月16日，瑞普生物进一步收购中瑞供应链56.31%股权。瑞派宠物是中国第二大宠物连锁医院，拥有超过600家连锁医院，并通过中瑞供应链覆盖全国7000家宠物医院和3400家宠物门店，这两次收购为瑞普全面铺开瑞喵舒奠定了扎实的渠道基础。2024年3月，成功收购必威安泰，业务版图延伸覆盖口蹄疫疫苗市场。2024年12月24日瑞普生物收购瑞合生物55%股权，落地合成生物领域战略布局。

图表：瑞派宠物医院部分城市分布及数量（个）

城市	医院数量	城市	医院数量	城市	医院数量
深圳	43	海口	17	贵阳	9
天津	32	重庆	17	西安	8
上海	23	沈阳	16	武汉	8
东莞	23	厦门	12	惠州	8
广州	22	济南	11	南昌	7
郑州	19	杭州	11	廊坊	6
成都	19	长沙	11	徐州	6
北京	18	南京	10	佛山	6
无锡	18	苏州	10	宁波	5

资料来源：宠物行业数据库，民生证券研究院

图表：瑞普生物收并购进程

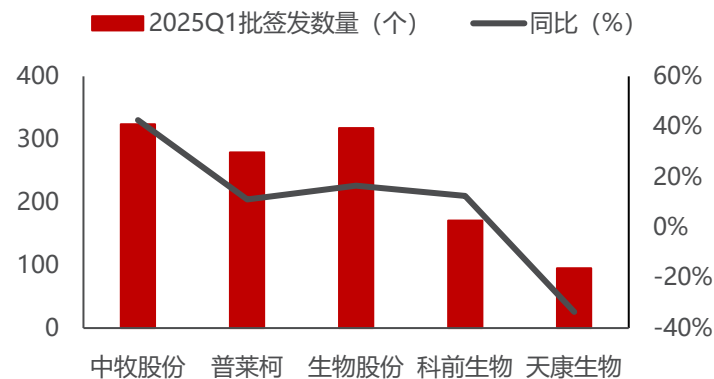
日期	并购标的
2024/3/30	收购必威安泰，业务版图延伸覆盖口蹄疫疫苗市场。
2024/11/8	拟以自有资金或自筹资金13,138.43万元收购中瑞华普科技有限公司15%股权。
2024/12/14	拟继续收购瑞合生物15%股权，交易完成后，公司将持有瑞合生物55%股权。
2025/1/16	以自有资金或自筹资金10,361.57万元收购瑞派宠物医院管理股份有限公司持有的天津中瑞供应链管理有限公司56.31%股权

资料来源：公司公告，民生证券研究院

4.6 养殖景气带动后周期共振，关注大单品进程

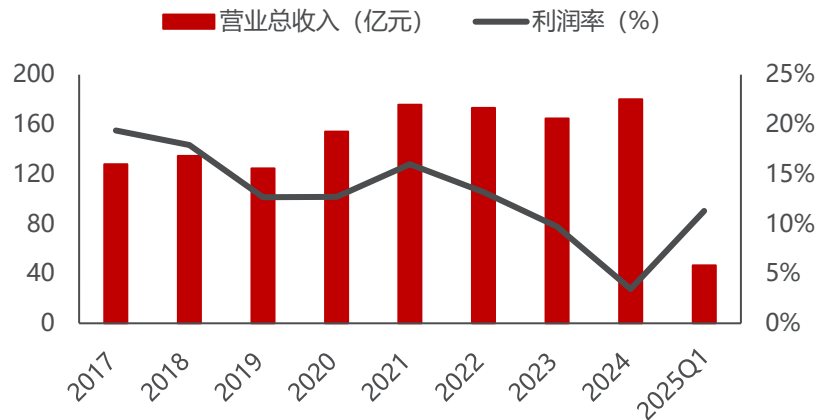
- 年初以来随着猪价有所回落，但生猪养殖行业仍能保持盈利，下游养殖户动保产品采购意愿尚可，药苗需求提升带动动保板块低位回升。2025Q1 兽用生物制品批签发数据差异较大，天康生物批签发数量同比-33.57%，中牧股份、普莱柯、生物股份批签发数量同比+42.6%、+11.16%、+16.55%、+12.5%。
- 养殖规模化带动动保企业快速上量，但高集中度带来的议价权压缩了行业整体盈利水平。行业或从规模至上转变到专注品质，非瘟疫苗的研发进程将成为动保板块重要的催化剂，推荐有望率先获批非瘟疫苗资质的企业普莱柯、中牧股份，以高端猪苗为核心的科前生物，以及在宠物领域领先布局的瑞普生物。

图表：2025Q1动保板块企业批签发数量和增速



资料来源：国家兽药基础数据库，民生证券研究院

图表：动保行业营业总收入及利润率



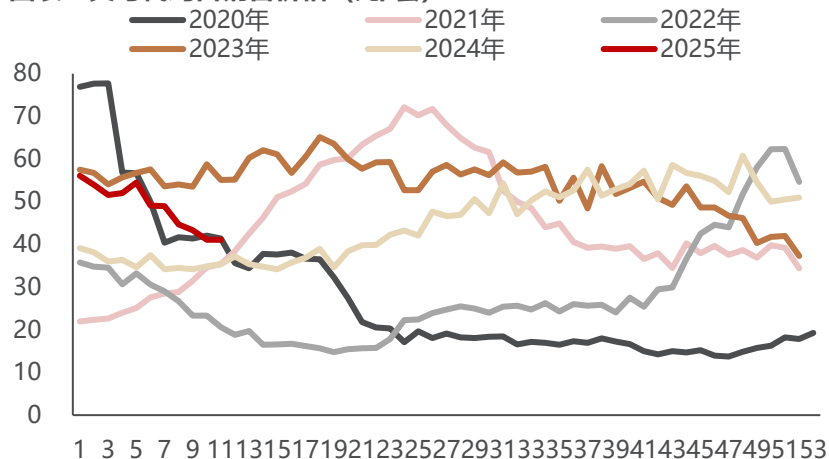
资料来源：wind，民生证券研究院

05. 白鸡：苗价上有压力下有支撑， 布局引种断档催化

5.1 行情回顾：父母代及商品代苗价低迷

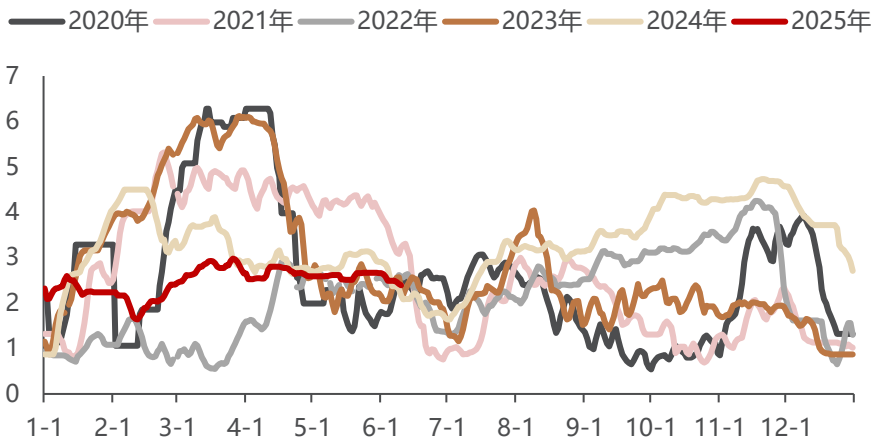
- 商品代：根据白羽肉鸡生产周期，2022年引种断档会导致2023年父母代苗供应偏紧，影响2024年商品代苗供应从而推升2024年商品代苗价格中枢。但随着2023-2024年引种逐步恢复和国产祖代鸡上量，整体供应充裕，苗价低迷。
- 父母代：22、23年高质量海外苗引种占比连续两年呈下降趋势，导致2024年国内优质海外父母代鸡苗供应整体偏紧。此外，2023年7月后引种量出现阶段性下降，叠加2023年10月阿拉巴马州发生禽流感导致鸡苗出口暂停，传导至2024年父母代苗供应相对偏紧，价格中枢稳步抬升。但随着2023-2024年引种逐步恢复和国产祖代鸡上量，整体供应充裕，苗价低迷。

图表：父母代鸡苗销售价格（元/套）



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，民生证券研究院（注：至2025年3月16日；横坐标为周数）

图表：商品代鸡苗销售价格（元/只）

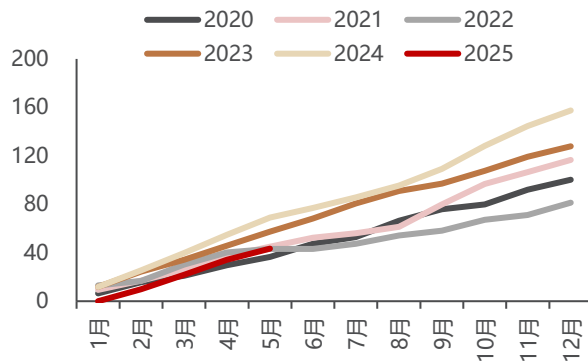


资料来源：钢联数据，民生证券研究院（注：截至2025年6月10日）

5.1 行情回顾：祖代更新创新高，关注后续引种断档持续性

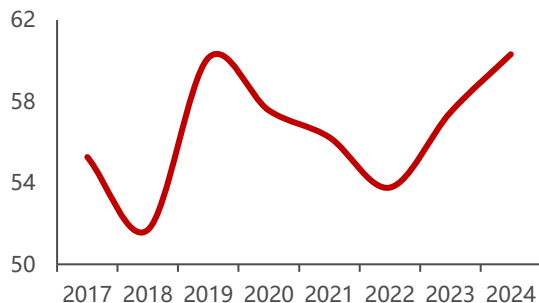
- **2024年引种逐步恢复，国内祖代鸡供应量偏充裕。**据Mysteel统计2024年，国内白羽肉鸡祖代引种更新量157.5万套，同比+23.1%，创历史新高。2025年1-5月国内白羽肉鸡祖代引种更新量43.4万套，同比-37.1%。
- **结构性问题：**高品质引种占比减少，受海外禽流感影响种鸡生产效率有所下滑。2024年海外禽流感疫情虽有缓解，但高质量海外引种占比仍不高。2021-2023年，AA+/罗斯308引种占比从30.4%下降至17.3%，利丰引种占比从25.0%下降至15.9%。

图表：国内历年祖代白羽鸡更新量（万套）



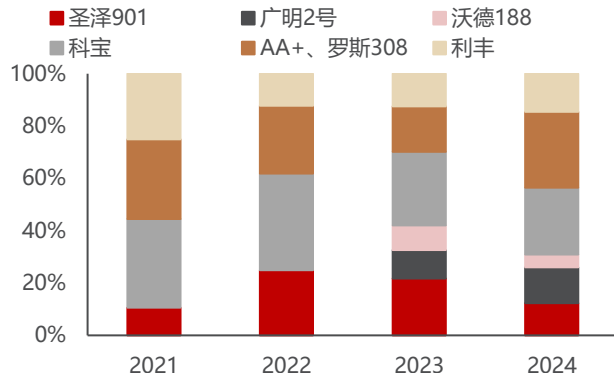
资料来源：钢联数据，民生证券研究院

图表：2017-2024年在产祖代鸡生产效率（套）



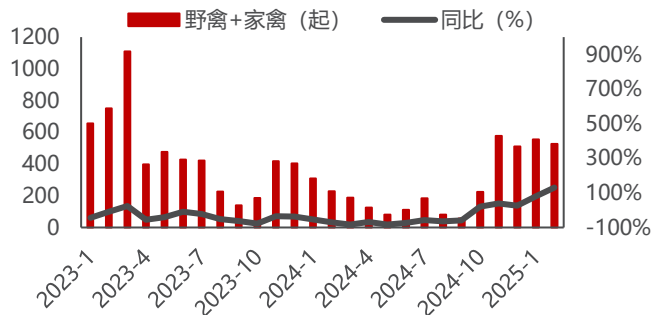
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，民生证券研究院

图表：2021-2024年祖代更新品种占比



资料来源：钢联数据，民生证券研究院（2022年数据截至12月16日）

图表：全球H5N1亚型高致病性禽流感疫情



资料来源：农业农村部，民生证券研究院

5.1 行情回顾：海外禽流感再次发酵，祖代引种重迎变数

➤ 海外祖代鸡引种高度集中，封关或导致供应锐减。2024年12月，美国俄克拉荷马州（中国自美祖代引种的唯一来源地）和新西兰相继发生高致病性禽流感，导致国内从美国进口祖代AA+、罗斯308、哈伯德和从新西兰进口祖代科宝肉鸡全面暂停。过去我国祖代鸡引种主要来自美国，2024年美国在我国祖代引种占比高达90.4%，且均来自阿拉巴马州，其他三个引种州田纳西州、密西西比州和俄克拉荷马州近半年来未出现商业种群高致病性禽流感病例，但后期是否能够恢复引种或具备对华供种能力犹未可知。剩余祖代鸡引种来自新西兰，少部分来自法国。若禽流感疫情在当地继续发酵导致封关，我国祖代鸡苗供应将遭受严重影响。

图表：美国四大引种州海外禽流感发生情况（起）及类型

	Tennessee	类型	Mississippi	类型	Alabama	类型	Oklahoma	类型
2022年9月	130	家禽						
2022年10月	90	野禽					110	野禽
2022年11月	20910	商业、野禽	34408	商业、野禽				
2022年12月	129300	商业、家禽			460	野禽	30	野禽
2023年1月	267800	商业						
2023年2月			89850	商业、家禽				
2023年3月			30	野禽				
2023年4月								
2023年5月								
2023年6月								
2023年7月								
2023年8月								
2023年9月								
2023年10月	100	野禽			306500	商业	130	野禽
2023年11月					47900	商业	120	野禽
2023年12月					540	野禽	30	野禽
2024年1月								
2024年2月								
2024年3月								
2024年4月								
2024年5月								
2024年6月								
2024年7月								
2024年8月								
2024年9月								
2024年10月								
2024年11月	37700	商业					40	野禽
2024年12月	10	野禽	236000	商业	116050	商业、野禽	230100	商业、野禽
2025年1月	30	野禽						
2025年2月								
2025年3月			47700	商业			140	野禽
2025年4月								
2025年5月								

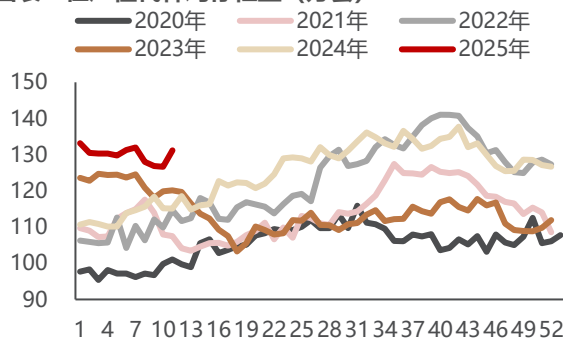
资料来源：USDA，民生证券研究院

5.2

在产祖代及在产父母代存栏高位，静待引种断档传导

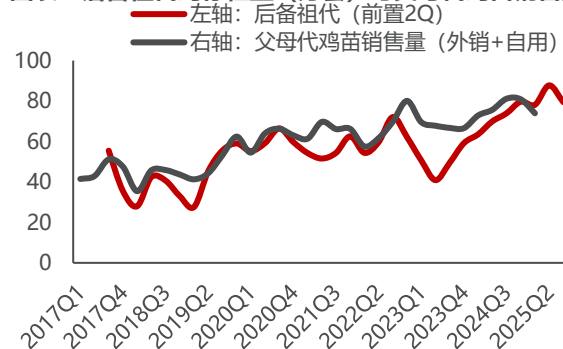
随着2024年祖代鸡引种逐步恢复，在产祖代鸡存栏量高位。根据周期传导，2024年开始的祖代鸡引种逐步恢复，带动2024Q3起在产祖代种鸡存栏量增加。截至2025年第11周，全国在产种鸡存栏量131.2万头，处于历史同期高位水平。父母代鸡苗供应偏充裕，后备祖代种鸡存栏大致会影响2Q后父母代鸡苗的供应量，2025年上半年父母代苗销量逐步恢复。截至2025年第11周，父母代鸡苗销售量137.9万套，处于历史同期高位水平。在产父母代存栏虽有季节性下滑并不明显，静待引种断档传导。

图表：在产祖代种鸡存栏量（万套）



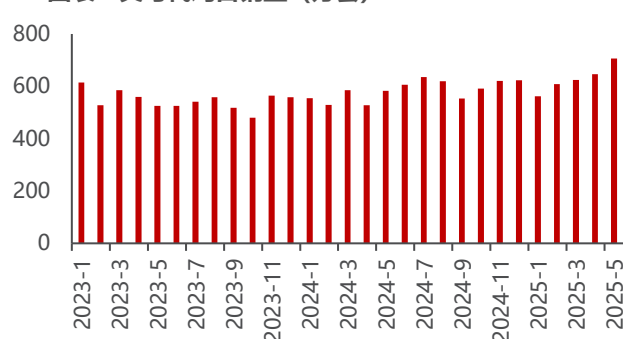
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，民生证券研究院

图表：后备祖代鸡存栏量（万套）与父母代鸡苗销售量（万套）



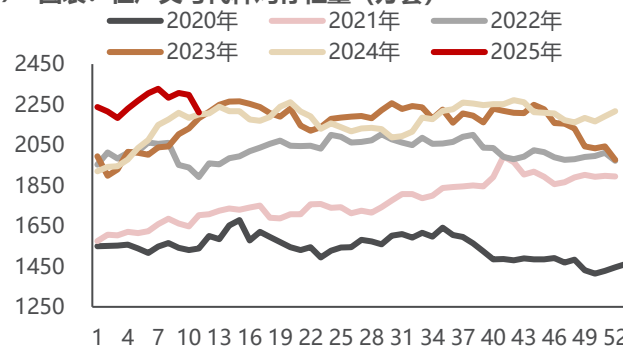
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，民生证券研究院

图表：父母代鸡苗销量（万套）



资料来源：钢联数据，民生证券研究院

图表：在产父母代种鸡存栏量（万套）



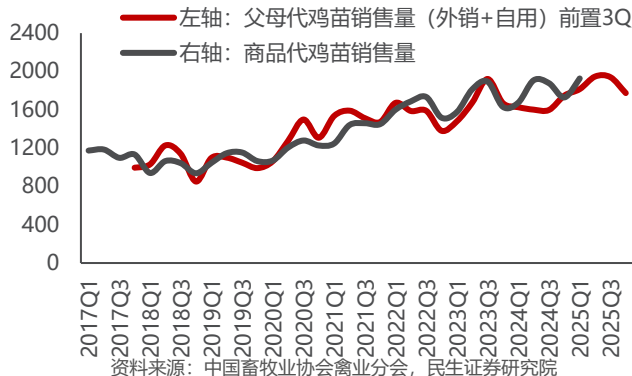
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，民生证券研究院

5.3 商品代鸡苗供应充裕

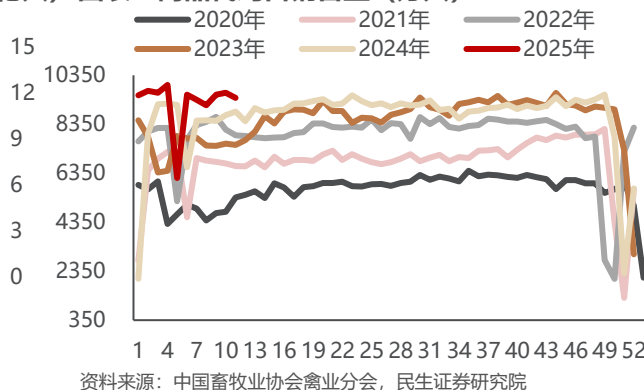
➤ **供应：**随着引种逐步恢复和父母代种鸡生产效率的提升，商品代鸡苗供应处于历史高位。根据周期传导父母代鸡苗销量下滑大致会影响3Q后商品代鸡苗销售量，我们预计2024Q4末开始的祖代鸡引种下滑在传导至父母代后，将会导致商品代鸡苗销售量在2025Q4开始下滑，趋势延续性仍需观察后续引种情况。

➤ **需求：**2025年初以来白羽肉鸡消费较平淡，截至2025年第11周，肉鸡分割品销售价格9.1元/千克，同比-4.4%。2023年9月以来养殖端已经历81周亏损。

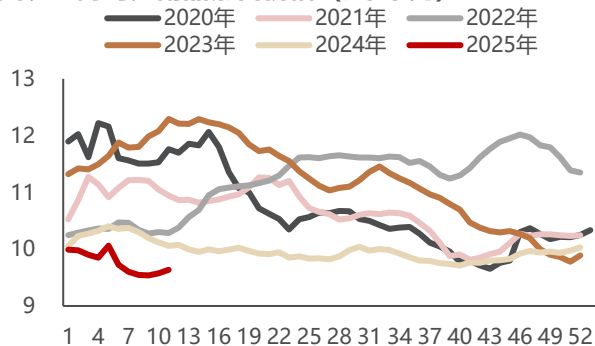
图表：父母代鸡苗销售量（万套）与商品代鸡苗销售量（亿只）



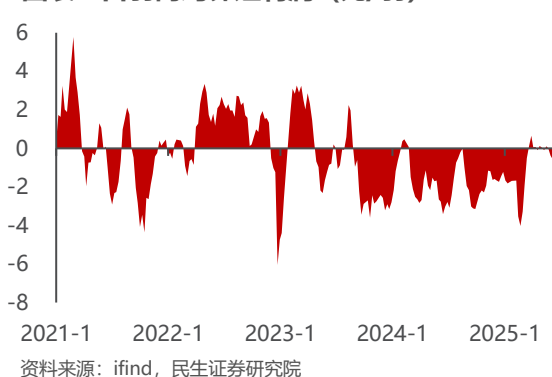
图表：商品代鸡苗销售量（万只）



图表：肉鸡分割品销售价格（元/千克）



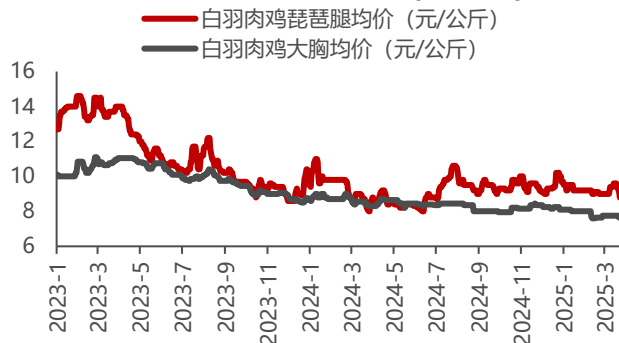
图表：白羽肉鸡养殖利润（元/羽）



5.4

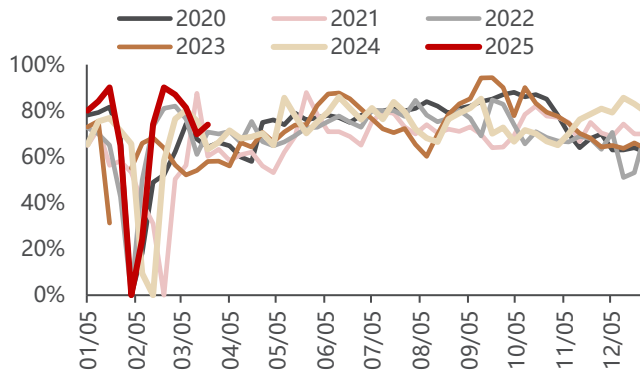
白鸡下游需求平稳，供给充裕导致库存较高

图表：白羽肉鸡琵琶腿、大胸价格（元/公斤）



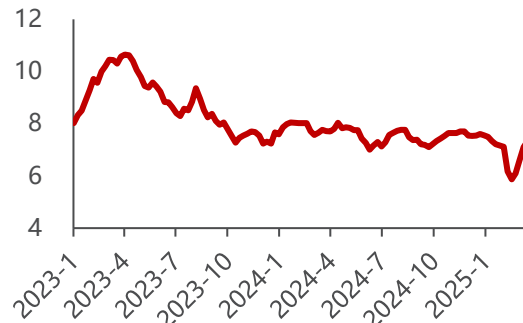
资料来源：我的钢联，民生证券研究院

图表：全国白羽肉鸡样本屠宰开工率



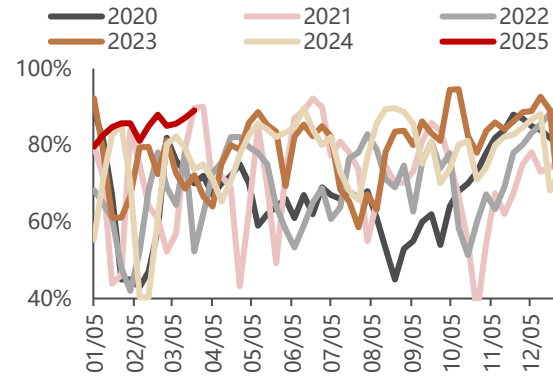
资料来源：我的钢联，民生证券研究院

图表：白羽肉鸡价格（元/公斤）



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，民生证券研究院

图表：白羽肉鸡库容率



资料来源：ifind，民生证券研究院

➤ 随着海外引种恢复，商品代苗供应偏充裕，下游屠宰开工需求虽有复苏但仍难支撑肉鸡价格，屠企库存压力高于往年。

5.5 苗价上有压力下有支撑，布局引种断档催化

- **展望2025年下半年，苗价上有压力下有支撑。**随着2024年海外引种的逐步恢复和国产祖代鸡快速上量，父母代和商品代苗整体供应偏充裕。但受制于2022和2023年禽流感影响，优质海外鸡苗供应仍偏紧。2022、2023年国内白鸡祖代海外引种量仅37、40万套。2年较低的引种后，行业内相对高比例的强制换羽就会接踵而至，从而影响祖代鸡生产效率。鸡苗结构性问题对于父母代和商品代苗价有一定支撑作用。2025年以来，肉类蛋白价格在市场预期产能增加下依然保持相对坚挺，显示出国内基础消费的韧性。同时，内需消费的扩大是对冲潜在出口下行的重要抓手。
- **海外禽流感肆虐，关注引种全面断档影响和未来的持续性。**2024年12月，美国俄克拉荷马州（中国自美祖代引种的唯一来源地）和新西兰相继发生高致病性禽流感，导致国内从美国进口祖代AA+、罗斯308、哈伯德和从新西兰进口祖代科宝肉鸡全面暂停。截至目前美国和新西兰引种已经中断超过3个月，根据白鸡生长周期这部分供应缺口将会直接导致未来6-9个月后，市场高品质海外苗紧缺，有望从而推升父母代苗价重新进入上行通道。上游父母代苗价若持续保持高位，则有望传导至商品代苗价拉升（2022年末），推荐**益生股份**（国内种禽养殖龙头），建议关注**圣农发展**（全产业链一体化龙头）、**民和股份**（养殖食品齐发力）。
- **未来关注点：①美国和新西兰禽流感持续性及引种情况；②法国引种量的持续性（欧洲是否发生禽流感）。**
- **扰动因素：①强制换羽与淘鸡。**我们认为前期在产父母代种鸡存栏量未如期下滑且仍处于高位的主要原因是，前期补栏的父母代苗成本较高，行业存在部分强制换羽和惜淘所致。而美国自23年2月起恢复引种，意味着至少在11月之前较难在市场上购买美国的父母代苗，这进一步强化了延迟淘汰的情绪。
- **②后续需求恢复情况。**

06. 风险提示

1.猪价及牛价反弹不及预期风险:

如果生猪/牛肉供给始终维持高位，猪价/牛价长时间处于成本线以下，行业盈利能力或不及预期。

2. 新品上市不及预期风险:

行业目前在研产品众多，若产品无法顺利通过复检取得新兽药注册证书并获批上市，将使得公司市占率提升不达预期。

3.鸡苗价格大幅波动风险:

在国际品牌、公司以销售父母代和商品代鸡苗为主要业务，若鸡苗价格出现大幅波动，将会对公司业绩造成影响。

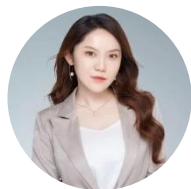
4.重大突发动物疫病风险:

动物疫病方面，非洲猪瘟和禽流感困扰国内养殖行业多年，一旦出现大规模疫病，将会造成产能损失、增加养殖成本，冲击养殖业与动保行业。

5.天气灾害导致原材料价格波动风险:

玉米、小麦、稻谷等主粮价格若遭遇恶劣天气导致供应下滑，将造成原材料价格大幅上涨，提升养殖业经营成本，或对行业内公司业绩造成一定影响。

THANKS 致谢



分析师 徐菁

执业证号: S0100523120004

邮件: xujing@mszq.com

研究助理 杜海路

执业证号: S0100123070067

邮件: duhailu@mszq.com

民生证券研究院:

上海: 上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦7层; 200082

北京: 北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层; 100005

深圳: 深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场1座10层 01室; 518048

分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明:

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A股以沪深300指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅5%～15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%～5%之间
	回避	相对基准指数跌幅5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%～5%之间
	回避	相对基准指数跌幅5%以上

免责声明:

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并同时考量自身的投资目的、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，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。