

## 9月猪价创新高，静候Q4表现

### ——9月行业动态报告

#### 核心观点

- **8月CPI同比+2.5%，猪肉价格上涨显著** 8月我国CPI同比+2.5%，其中食品价格同比+6.1%，食品中猪肉同比+22.4%。8月CPI环比-0.1%，其中食品项环比+0.5%。期间猪肉价格处于上升区间，影响CPI猪肉环比+0.4%。8月我国农产品进口金额203.35亿美元，同比+1.70%，出口金额83.40亿美元，同比+19.22%，贸易逆差119.95亿美元，同比-7.73%。
- **9月猪价创新高，静候Q4表现** 21年7月至22年4月，根据农业部、统计局等数据来看，我国能繁母猪存栏去化约8.5%。22年8月末，我国能繁母猪存栏环比+0.6%，绝对值为4324万头。随着猪价持续上行，养殖利润持续向好，产能去化将被抑制。4月以来生猪价格处于持续上行过程中，9月16日周度均价为23.53元/kg，相比于3月低点上涨94.14%。关于当前猪周期走势，我们认为行业最低谷时期已经过去，猪价以及股价中枢都将逐步上抬。随着四季度消费高峰的到来，将一定程度上带动猪价的上行。从个股角度看，主要布局估值相对低位、出栏具备较大弹性、成本控制优秀、财务相对健康的相关猪企。
- **黄羽鸡产能出清迎来价格上行周期** 22H1我国黄羽鸡商品代毛鸡均价为15.95元/kg，21年同期为15.26元/kg，同比+4.52%。22Q2商品代毛鸡均价为15.73元/kg，环比Q1均价-2.72%。8月以来商品代毛鸡价格突破19元/kg，盈利状况显著好转；9月11日黄鸡商品代毛鸡周度售价为20.4元/kg，创年内新高。在成本层面，受上游豆粕、玉米等原材料价格高位影响，行业内饲料成本显著上行。22年黄鸡养殖成本持续上行，一定程度上挤压盈利空间，黄羽鸡商品代毛鸡于22年5月下旬扭亏为盈。随着产能逐步出清，黄鸡价格回升过程中。
- **本月农业板块表现弱于沪深300，动保跌较小** 本月初至9月29日，农林牧渔板块下跌10.09%，同期沪深300下跌6.72%，农林牧渔表现弱于沪深300。子行业中渔业、养殖业跌幅居前，分别为-15.22%、-13.85%；动物保健、饲料跌幅较小，分别为-1.90%、-8.74%。
- **投资建议** 猪周期依旧为当下关注重点，建议关注牧原股份、温氏股份、唐人神、天康生物、西南龙头猪企等。关注黄鸡价格以及产能变化，建议关注立华股份。饲料行业集中度提升，龙头企业具备供应链优势，关注海大集团。后周期疫苗行业酝酿中，叠加非瘟疫苗预期，关注普莱柯、中牧股份等。

#### 核心组合

	证券代码	证券简称	月涨幅(%)	市盈率 PE(TTM)	市值(亿元)
核心组合	002311.SZ	海大集团	-1.18	102	1001
	002714.SZ	牧原股份	-6.99	-31	2902
	603566.SH	普莱柯	-5.09	62	100
	300761.SZ	立华股份	-20.06	-62	168

- **风险提示** 猪价不达预期风险，疫病风险，原材料价格波动风险等。

## 农林牧渔行业

### 推荐 (维持评级)

#### 分析师

谢芝优

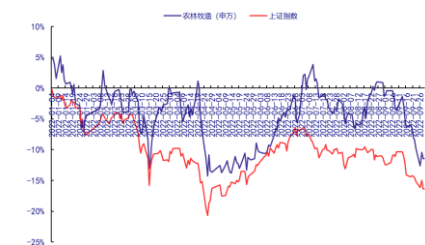
☎: 021-68597609

✉: xiezhiyou\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130519020001

#### 行业数据

2022.09.29



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## 目 录

一、物价指标上行，农林牧渔业景气度回升 .....	2
(一) 8 月 CPI 同比+2.5%，猪肉价格上涨显著 .....	2
(二) 猪价持续上涨带动市场关注度提升 .....	3
二、猪鸡行情预期上行过程中，景气度逐步恢复.....	5
(一) 9 月猪价创新高，静候 Q4 表现 .....	5
1. 9 月猪价震荡上行，月度利润创年内新高.....	5
2. 养殖规模化、集中度提升改变行业格局.....	7
(二) 黄羽鸡产能出清迎来价格上行周期 .....	8
1. 黄鸡价格震荡上行，单位盈利显著提升.....	8
2. 多因素分析黄鸡产能去化情况，支撑价格高位.....	9
3. 区域特征明显，集中度逐步提升中.....	10
(三) 关注疫苗后周期行情，非瘟疫苗铸就未来 A 弹性 .....	11
1. 疫苗批签发量好转，后周期行情蓄势中.....	11
2. 疫苗迎接市场化大时代，竞争将加剧.....	13
三、农林牧渔在资本市场中的发展情况.....	14
(一) 农林牧渔市值占比下行，养殖业占比居前 .....	14
(二) 本月农业板块表现弱于沪深 300，动物保健跌幅较小 .....	15
四、投资建议及股票池 .....	17
五、风险提示.....	17

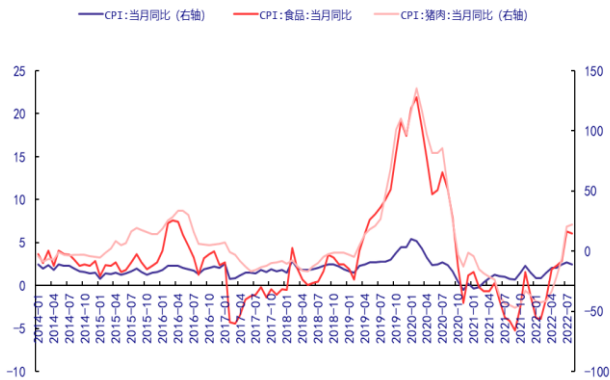
## 一、物价指标上行，农林牧渔业景气度回升

### (一) 8月CPI同比+2.5%，猪肉价格上涨显著

2022年8月，我国CPI同比+2.5%，其中食品价格同比+6.1%，食品中猪肉同比+22.4%。从环比来看，8月CPI环比-0.1%，其中食品项环比+0.5%。期间猪肉价格处于上升区间，影响CPI猪肉环比+0.4%。

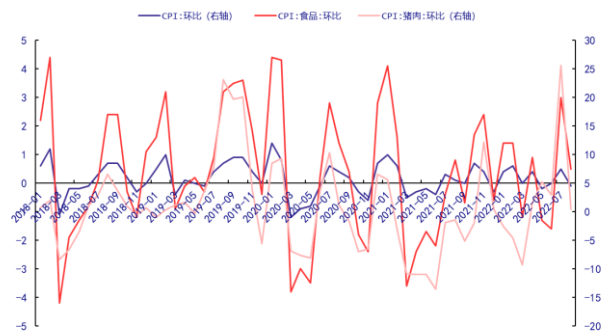
2022年1-8月，我国农产品累计进口金额为1557.89亿美元，同比+5.70%，出口金额为640.57亿美元，同比+23.10%，贸易逆差917.32亿美元，同比-3.74%。2022年8月，我国农产品进口金额为203.35亿美元，同比+1.70%，出口金额为83.40亿美元，同比+19.22%，贸易逆差119.95亿美元，同比-7.73%。

图1：2022年8月我国CPI同比+2.5%



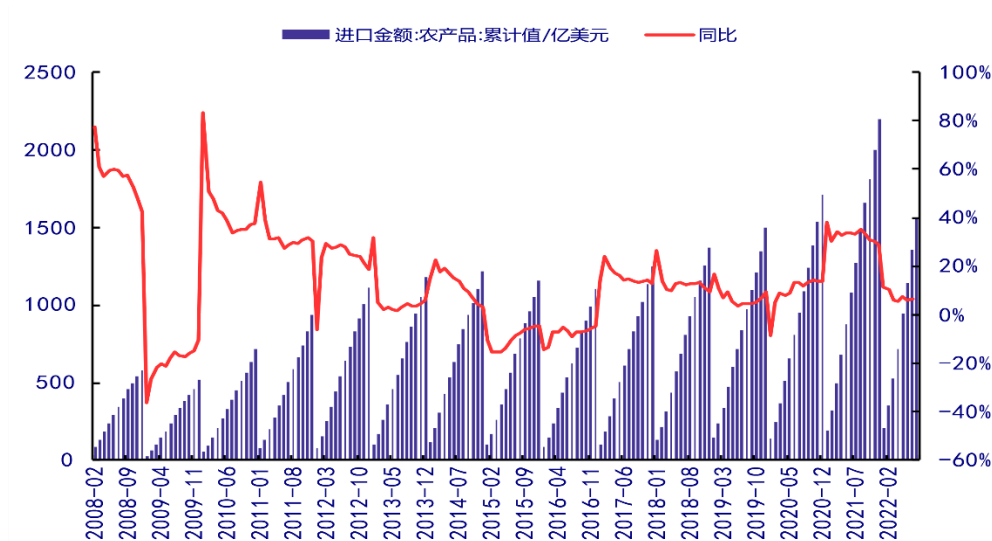
资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图2：2022年8月我国CPI环比-0.1%



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图3：2022年1-8月我国农产品进口额累计为1557.89亿美元，同比+5.70%



资料来源：海关总署，中国银河证券研究院整理

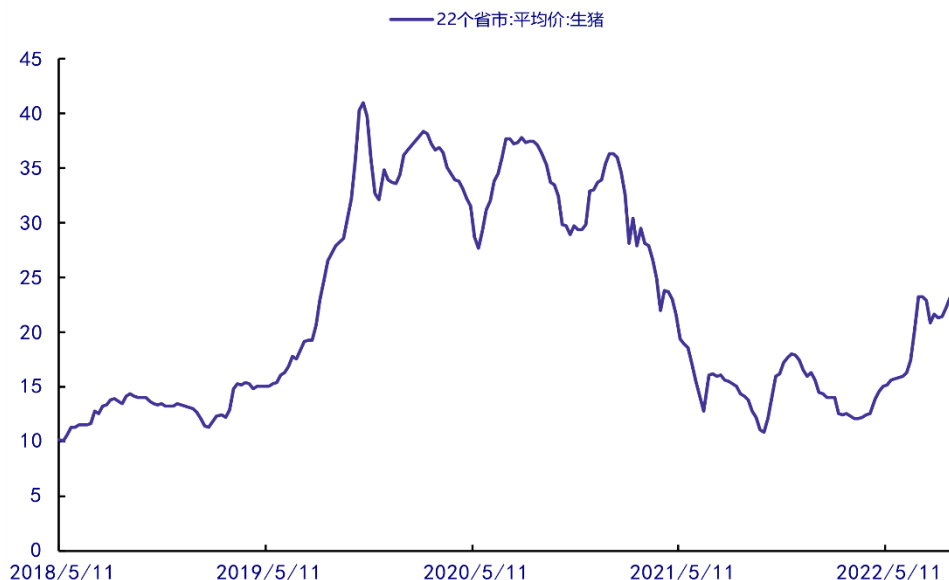
## （二）猪价持续上涨带动市场关注度提升

农业行业主要包括种植产业链与养殖产业链两大子产业，其中种植产业链涉及种业、农产品种植与加工、林业等子行业，养殖产业链包括畜禽养殖、水产养殖、饲料、疫苗等子行业。从竞争力、盈利能力、管理能力等方面来考虑，养殖产业链具备相对更大的优势。

受非洲猪瘟影响，上轮猪周期中能繁母猪产能去化彻底，19年1月开始，生猪与能繁母猪存栏量同比降幅达到两位数；19年9月能繁母猪存栏量降到历史低位1913万头，此后开始环比好转。随着猪周期的循环往复，21年7月开始，能繁母猪存栏量环比下行且有加速的趋势，直至22年5月企稳。根据中国政府网与农业部数据测算，2022年8月末，能繁母猪存栏为4324万头，环比+0.6%，同比-4.8%。猪价方面，21Q1-3，猪价从高点36.34元/kg，下跌至10.78元/kg。十一假期之后，猪价开始触底反弹，最高反弹至17.96元/kg，而后再次开始下跌至22年3月下旬。4月以来猪价持续上涨，截至9月16日，生猪价格为23.53元/kg。

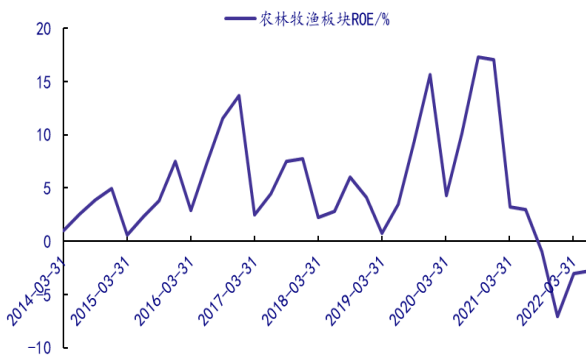
从杜邦分析以及相关财务指标来看，2016-2018年我国农林牧渔行业ROE呈现下行趋势，19-20年呈现显著提升趋势，随后再次进入下行过程中。其中生猪养殖产业链上的企业从2016年高点逐渐下行至2018年低点，影响整体ROE水平，随后19年开始猪周期处上行趋势中，带动畜禽养殖板块ROE回升，20年达到阶段高点。我们认为上一轮猪周期在2021年10月结束，目前处于新一轮周期过程中。当前时点猪价震荡上行过程中，后续上涨幅度待跟踪。

图4：生猪价格21年10月初现一次探底，反弹至12月初，此后震荡下行至3月下旬，目前处于震荡上涨过程中。22年9月16日，22省市生猪均价23.53元/kg，环比+1.29%



资料来源：中国畜牧业信息网，中国银河证券研究院整理

图 5：2014Q1 至今农林牧渔板块 ROE 情况



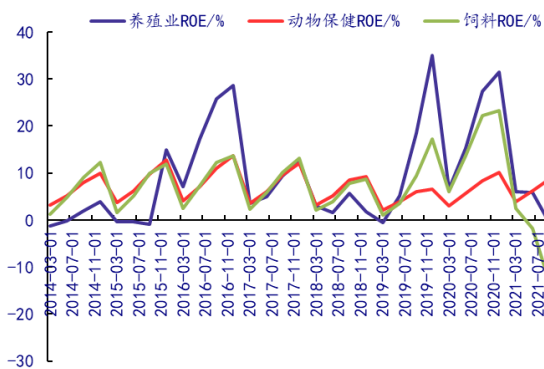
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 6：2014Q1 至今农林牧渔板块销售净利率情况



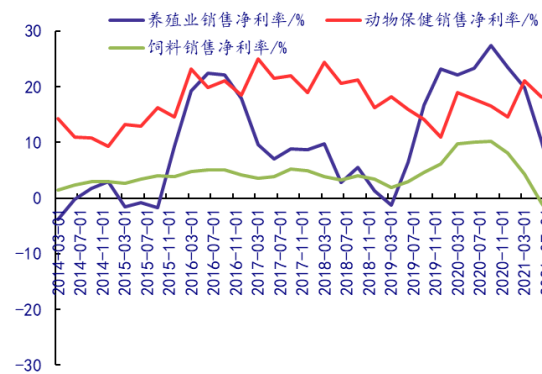
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 7：2014Q1 至今畜禽养殖、动物保健、饲料 ROE 情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 8：14Q1 至今畜禽养殖、动物保健、饲料销售净利率情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

表 1：2016-2022 农林牧渔行业及其子板块畜禽养殖行业 EPS 情况

行业	年份	一季报	中报	三季报	年报
农林牧渔	2016	0.06	0.14	0.20	0.28
	2017	0.07	0.12	0.19	0.17
	2018	0.06	-0.002	0.09	0.05
	2019	0.05	0.14	0.28	0.41
	2020	0.10	0.23	0.39	0.44
	2021	0.12	0.15	0.09	-0.09
	2022	-0.03	-0.002		
畜禽养殖 (2022 年开始 为申万新分类 “养殖业”)	2016	0.16	0.41	0.57	0.63
	2017	0.07	0.06	0.11	0.08
	2018	0.05	-0.47	-0.28	-0.13
	2019	0.17	0.51	1.27	2.07
	2020	0.27	0.52	0.88	0.97
2021	0.26	0.29	0.10	-0.07	



2022 -0.27 -0.31

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## 二、猪鸡行情预期上行过程中，景气度逐步恢复

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

目前，种植产业链主要围绕技术升级（转基因）、土地改革、效率提升等几方面进行发展。我国农产品（如玉米、大豆等）成本居高不下，主要原因在于种业技术发展缓慢，核心技术由国际巨头垄断，同时人工成本高企，以及土地规模化程度不够而造成的效率低下，最终反映在成本与价格层面。对于种植产业链来说，未来急需技术与规模化的提升，进而实施精细化管理来提高生产效率，提升成长空间。

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

### （一）9月猪价创新高，静候Q4表现

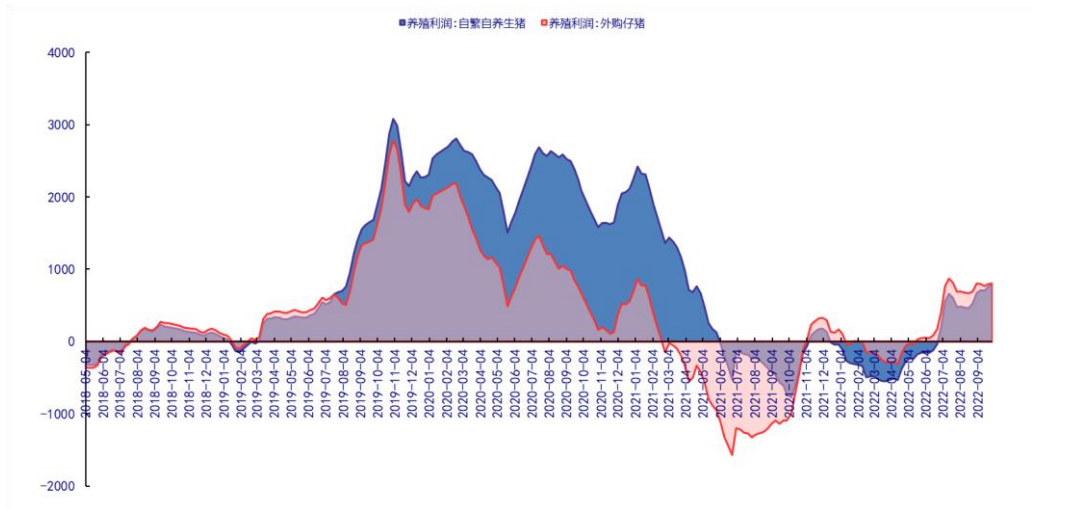
#### 1. 9月猪价震荡上行，月度利润创年内新高

2019年12月我国生猪存栏开启触底恢复趋势，存栏数据开始缓慢增长。而自21年7月开始，能繁母猪存栏开启持续的环比下行趋势，并逐步加速。我们认为能繁母猪存栏环比下行是猪价探底的必要条件。21年7月至22年4月，根据农业部、统计局等数据来看，我国能繁母猪存栏去化约8.5%。22年8月末，我国能繁母猪存栏环比+0.6%，绝对值约为4324万头。随着猪价持续上行，养殖利润持续向好，产能去化将受到抑制。

在生猪价格走势方面，2021年7月底再次开启下跌行情，直至10月初价格出现探底，之后开启反弹行情至11月26日（阶段高点17.96元/kg），而后处于震荡下行走势中。进入2022年，在生猪产能恢复、养殖企业出栏增加的背景下，生猪价格持续下跌至3月25日，周度均价为12.12元/kg。4月以来生猪价格处于持续上行过程中，9月16日周度均价为23.53元/kg，相比于3月低点上涨94.14%。

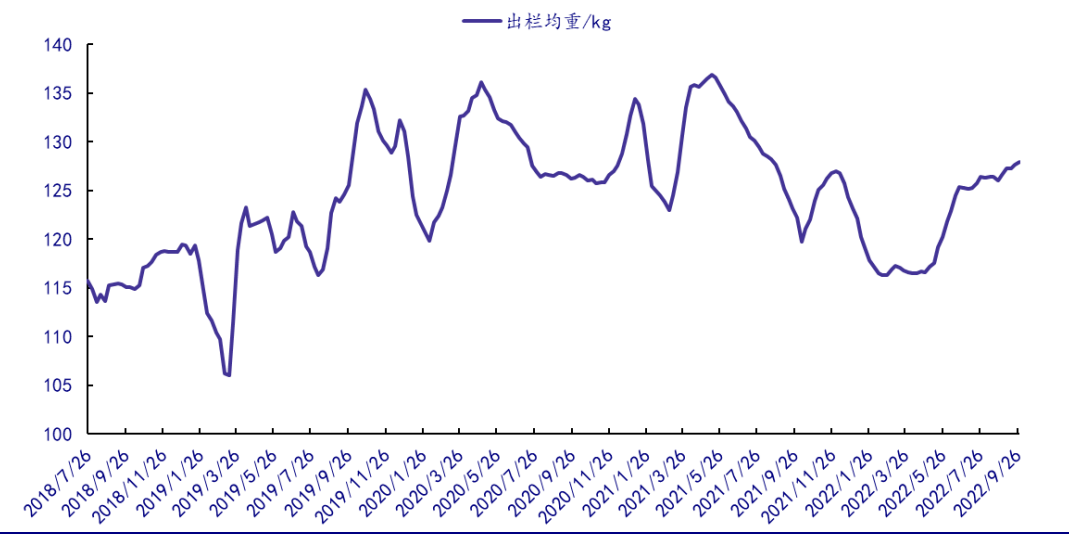
关于当前猪周期走势，我们认为行业最低谷时期已经过去，猪价以及股价中枢都将逐步上抬。随着四季度消费高峰的到来，将一定程度上带动猪价的上行。从个股角度看，主要布局估值相对低位、出栏具备较大弹性、成本控制优秀、财务相对健康的相关猪企。

图 9：2022.9.30 自繁自养、外购仔猪养殖利润分别为 799.35 元/头、803.41 元/头



资料来源：博亚和讯，中国银河证券研究院

图 10：2022.9.29 生猪出栏均重约为 127.95 元/kg，环比+0.21%



资料来源：涌益咨询，中国银河证券研究院

表 2：2010-22 年我国生猪自繁自养月度利润情况

年度	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2011	300	352	333	346	403	597	670	620	578	440	320	361
2012	503	367	245	151	130	89	80	86	118	94	92	184
2013	281	209	7	-107	-78	17	48	140	162	134	134	130
2014	-31	-155	-241	-301	-107	-65	-36	88	89	19	-7	-32
2015	-78	-128	-152	-53	58	155	358	454	423	344	289	351

2016	486	539	578	688	779	780	676	758	678	470	513	565
2017	658	536	426	392	254	160	187	238	262	214	218	286
2018	304	214	-176	-279	-318	-140	-35	139	205	162	112	103
2019	-23	-76	171	321	337	438	599	1,005	1,623	2,485	2,615	2,293
2020	2,477	2,748	2,587	2,269	1,754	2,027	2,575	2,591	2,345	1,694	1,638	2,072
2021	2,294	1,632	1,323	762	258	-275	-175	-291	-559	-480	82	42
2022	-249	-438	-524	-279	-201	-116	500	485	728			

数据来源: Wind, 根据新闻整理, 中国银河证券研究院

## 2. 养殖规模化、集中度提升改变行业格局

我国生猪养殖以散户为主, 2007 年年出栏 500 头以下的养殖户比例为 78.2%, 至 2017 年该指标下降为 45%, 十年生猪规模化程度提高 33pct。受环保政策、城镇化以及理性补栏等因素, 中小养殖户补栏进程较为缓慢, 而大型养殖户具备完善的环保解决办法、融资方式多样化等优势, 养殖规模持续扩大, 抢占市场份额, 因此在过去两年中, 我国生猪规模化程度快速提高。

对标美国生猪养殖行业规模化发展过程来看, 在其规模化程度快速提升的二十年中 (1980-1999 年), 养殖户数量持续下降, 1997 年美国存栏 1000 头以上的养殖场占比达 71% (有部分州高达 98%)。相比之下, 我国生猪规模化程度依旧有较大提升空间 (至少 20pct。) 16-17 年受环保政策影响, 散养户大量退出或放缓补栏, 直接利好规模化提升。18 年 8 月非洲猪瘟在我国蔓延, 成为散户加速退出的又一因素。我们认为, 非洲猪瘟的发生将加速我国规模化程度的提升。

目前, 我国生猪养殖行业呈现金字塔型, 即头部小、底部大。随着散养户的加速退出, 以及大规模养殖场的加速扩张, 未来将呈现倒金字塔型。2017 年, 上市生猪养殖企业出栏量合计约 3839 万头, 市占率 5.57%。非洲猪瘟为行业带来变革的机会, 经历 2019 年的调整, 20 年开始头部养殖企业实现加速扩张。2021 年上市猪企合计出栏约 9789 万头, 市占率 14.58%, 相比于非瘟前实现大幅提升。以牧原股份为例, 2017-2021 年出栏量分别为 723.74 万头、1101.2 万头、1025.33 万头、1811.5 万头、4026.4 万头, 同比分别为+132.42%、+52.15%、-6.89%、+76.67%、+122.27%; 其中 2019 年受非瘟影响, 上市公司出栏量受到部分影响。

生猪养殖行业具备“大行业、小企业”的行业特征, 意味着行业空间广阔, 企业未来发展空间巨大。在这个过程中, 集中度逐步提升, 龙头企业将享受自身规模扩张带来的成长红利。

表 3: 部分养殖企业生猪出栏情况

代码	企业名称	生猪出栏量/万头			
		2019A	2020A	2021A	2022E
002714	牧原股份	1025	1811.5	4026.4	5500
300498	温氏股份	1852	954.55	1321.7	1800
603363	傲农生物	66	134.6	324.6	550
002100	天康生物	84	134.49	161	220
002567	唐人神	83.9	102.5	154.2	200
000876	新希望	355	829.25	997.8	1400



002157	正邦科技	578	955.95	1492.7	-
002124	天邦股份	244	307.78	428	500

数据来源：公司公告，中国银河证券研究院

表 4：生猪养殖行业五力模型分析

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

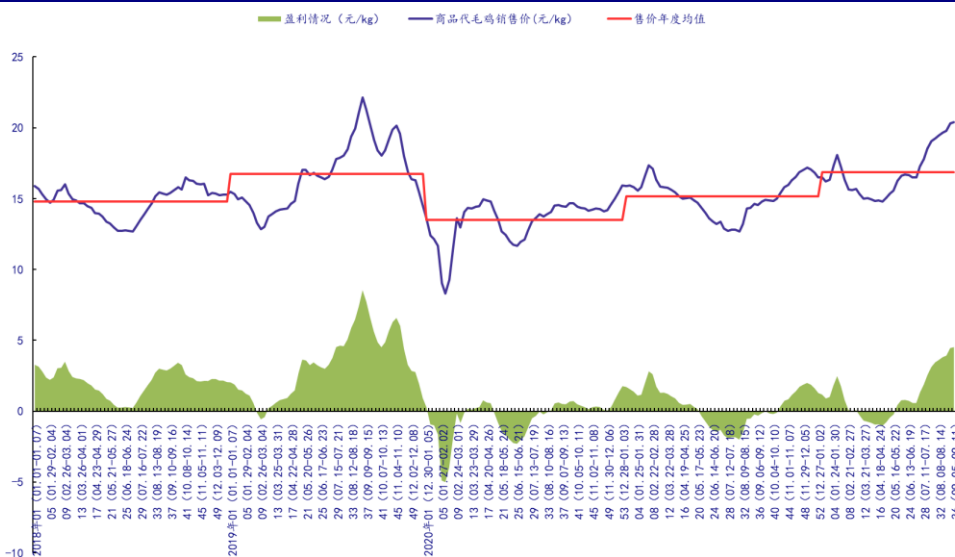
资料来源：中国银河证券研究院

## （二）黄羽鸡产能出清迎来价格上行周期

### 1. 黄鸡价格震荡上行，单位盈利显著提升

根据中国畜牧业协会数据，2022H1 我国黄羽鸡商品代毛鸡均价为 15.95 元/kg，21 年同期为 15.26 元/kg，同比+4.52%。22Q2 商品代毛鸡均价为 15.73 元/kg，环比 Q1 均价-2.72%。8 月以来商品代毛鸡价格突破 19 元/kg，盈利状况显著好转；2022 年 9 月 11 日黄鸡商品代毛鸡周度售价为 20.4 元/kg，创年内新高。在成本层面，受上游豆粕、玉米等原材料价格高位影响，行业内饲料成本显著上行。22 年黄鸡养殖成本持续上行，一定程度上挤压盈利空间，黄羽鸡商品代毛鸡于 22 年 5 月下旬扭亏为盈。

图 11：2022 年 9 月 11 日黄鸡周度均价为 20.4 元/kg，创年内新高



资料来源：中国畜牧业协会，中国银河证券研究院

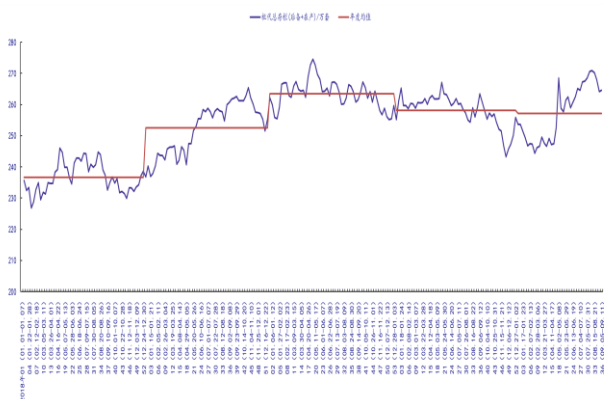
## 2. 多因素分析黄鸡产能去化情况，支撑价格高位

根据中国畜牧业信息网数据，从父母代存栏角度看，22 年 9 月上旬在产+后备存栏约为 2299 万套，接近年内均值，黄羽鸡产能处于低位区域。

从利润层面看，2018 年至今黄羽鸡父母代雏鸡均保持较好盈利属性，在行业底部区域，18 年其年均盈利 3.08 元/套，期间经历 19-21 年的高盈利时期，22Q2 处于向低位靠拢的阶段，7 月以来盈利逐步提升至 8 月，9 月以来亦呈现下行走势。从黄羽鸡商品代雏鸡角度看，其在 20H2 后以亏损居多，仅在 21Q1 期间有较持续的盈利，一定程度上表明行业产能过剩状态。而 22 年 5 月下旬以来逐步改善，行业开始逐步回暖。

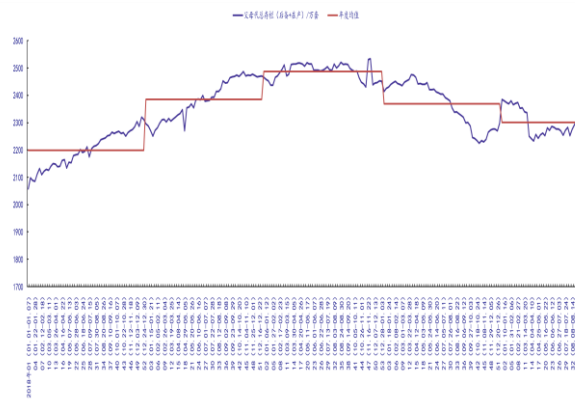
受饲料原材料价格上行、人工成本提升等因素影响，黄羽鸡养殖端成本逐级提升。我们观察黄羽鸡父母代雏鸡、商品代雏鸡与毛鸡成本走势，自 18 年至今以来其年均成本分别+21.35%、+20.73%、+22.72%。2022 年 9 月上旬黄羽鸡商品代毛鸡成本达 15.88 元/kg，相比于 21 年末 +5%；同期销售价格为 20.4 元/kg，盈利能力显著向好。我们认为在饲料原材料等价格高位且持续的背景下，产能出清会被加速，头部企业优势将更加显著。随着产能逐步出清，其影响亦逐步显现，黄鸡价格回升过程中，我们建议积极关注黄羽鸡行业性机会。

图 12：18 年至今我国黄鸡祖代总存栏情况



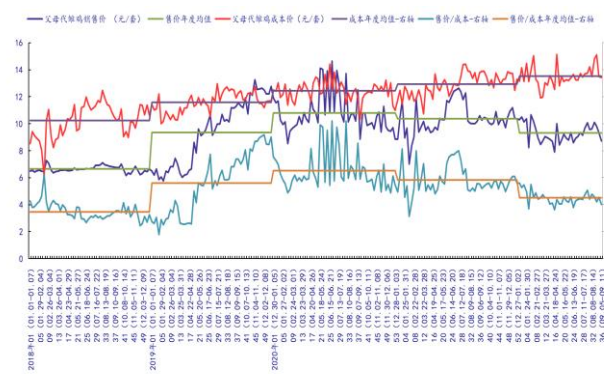
资料来源：中国畜牧业信息网，中国银河证券研究院

图 13：18 年至今我国黄鸡父母代存栏情况



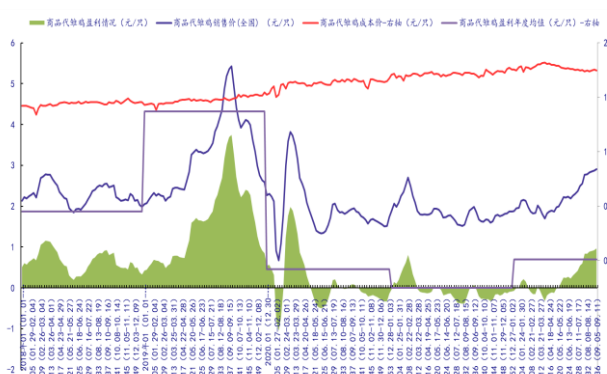
资料来源：中国畜牧业信息网，中国银河证券研究院

图 14：黄鸡父母代售价与成本情况



资料来源：中国畜牧业信息网，中国银河证券研究院

图 15：22 年 5 月下旬开始黄鸡商品代肉雏鸡开始盈利



资料来源：中国畜牧业信息网，中国银河证券研究院

### 3. 区域特征明显，集中度逐步提升中

我国肉鸡主要包括白羽肉鸡、黄羽肉鸡、817 肉杂鸡、淘汰蛋鸡。黄羽肉鸡是以肉用为主要目的的土鸡、仿土鸡、地方鸡等各类型肉鸡的统称。由于黄羽肉鸡均为国内选育、培育，所以不存在国外引种问题。

黄羽鸡根据生长速度和用途不同，可以大致分为快速型、中速型、慢速型、蛋肉兼用型四种。2017 年，我国快速型、中速型、慢速型三种类型祖代黄羽肉鸡存栏量分别占我国祖代黄羽肉鸡存栏总量的 30%、29%和 40%。

表 5：我国黄羽鸡主要品种情况

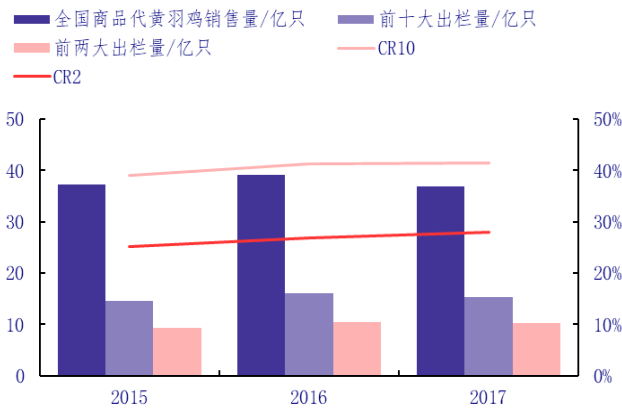
类型	特点
快速型	指出栏时间在 65 天以内的品种，生长速度快。 这类黄羽肉鸡具有出栏时间短、料肉比低、养殖效率高等特点，并且口感好于白羽肉鸡，近几年发展速度较快。
慢速型	指出栏时间在 95 天以上的品种，此类品种多为散养，注重外观和肉质。 由于养殖时间长，慢速型黄羽鸡单只养殖成本较高，市场售价也明显高于其他品种，主要供应中高档餐厅、酒店及家庭消费，部分用于加工领域。
中速型	指出栏时间在 65-95 天的品种，兼具快速型、高效率 and 慢速型、高质量的特点。 一些中速鸡由于胸腿肌较好、脚胫粗细适中、皮肤光亮，屠宰后更为美观，是做冰鲜鸡的最佳原料。

资料来源：立华股份招股说明书，中国银河证券研究院

**黄羽鸡生产与消费分布区域性特征明显。**核心区域为广东、广西，两省分别为我国黄羽鸡生产排名第一、第二的主产地，亦是主要消费地区，以消费慢速黄羽鸡为主。其次，江苏、浙江、安徽组成重要生产消费区，以消费中速、快速鸡为主。第三，受制于消费习惯等因素，北方区域消费黄羽鸡较少。不过，随着黄羽鸡市场的加速发展，部分黄羽鸡养殖龙头企业开始在北方市场尝试拓展，积极引导消费习惯。

**规模化程度低，集中度逐步提升中。**我国黄羽鸡规模化养殖处于初级阶段，养殖规模在 100 万套以上的养殖场数量占比不足 0.01%。在集中度方面，从 2015-17 年数据来看，我国黄羽鸡 CR10 由 39.12%提升到 41.54%，CR2 由 25.12%提升到 27.94%，呈现逐步提升趋势。基于畜牧业协会数据，2019 年，我国黄羽鸡年出栏量约 49 亿只，同比+25%，占全国家禽总量的 36%。

图 16：我国商品代黄羽鸡养殖集中度情况



资料来源：立华股份招股说明书，畜牧业协会，中国银河证券研究院

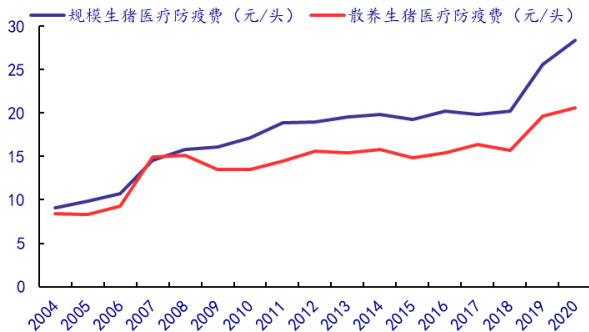
### （三）关注疫苗后周期行情，非瘟疫苗铸就未来 $\alpha$ 弹性

#### 1. 疫苗批签发量好转，后周期行情蓄势中

从行业结构来说，动物疫苗属于畜禽养殖后周期行业，主要受益于下游畜禽养殖存栏回升、规模化提升带动渗透率提升这两个逻辑。历史数据表明规模化养殖在医疗防疫费上的花费高于散养模式，2020 年对应数据为 28.37 元/头、20.59 元/头，相差 7.78 元/头。在规模化提升的大背景下，疫苗销量亦将随之提升。2019 年动物疫苗行业经历低谷，收入负增长；20 年开始恢复，21Q1 增速创新高达 26.21%，随后持续下行至负增长。22H1 动保行业 ROE 为 3.01%，行业销售净利率降至 22H1 的 10.99%，为历史低位。

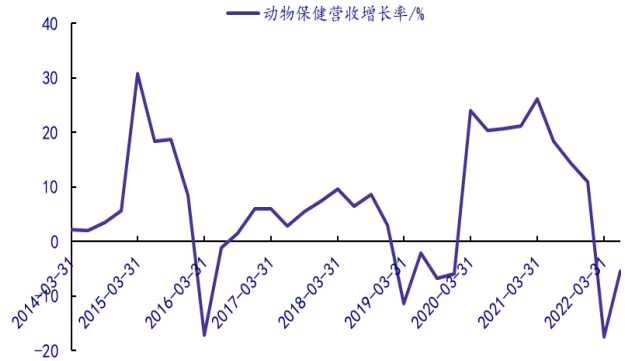
观察疫苗批签发数据，22 年 4-5 月我国批签发数量环比分别为 -18%、-14%，6 月开始环比转正达 +30%。公司层面看，经历 22Q1 猪价持续下行的至暗阶段，随着 Q2 猪价震荡上行，疫苗批签发量相对好转，生物股份、普莱柯、中牧股份、天康生物、科前生物季度环比分别为 +17.46%、+1.38%、+0.81%、-57.02%、-7.1%。从后周期属性来说，随着生猪进入上行周期，疫苗销量将随之提升。同时，非瘟疫苗的研发推进将进一步带动行业关注度提升及未来业绩预期。

图 17: 2019、20 年生猪医疗防疫费大幅提升



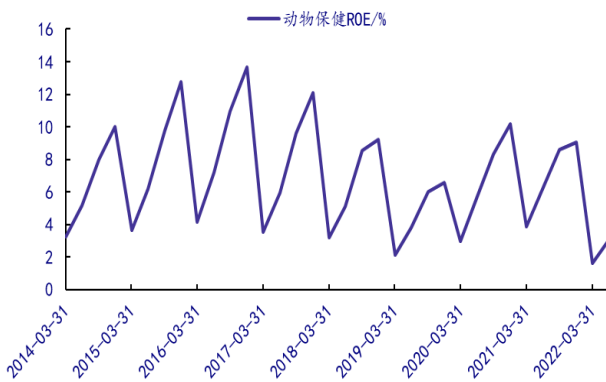
资料来源: 全国农产品成本收益资料汇编, 中国银河证券研究院

图 18: 2014-22H1 动物保健行业收入增长变动情况



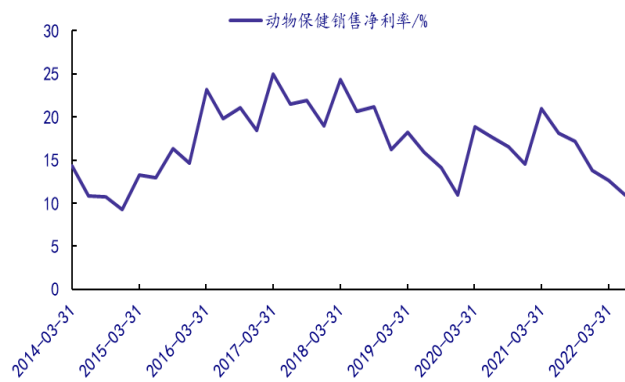
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 19: 2014-22H1 动物保健行业 ROE 变动情况



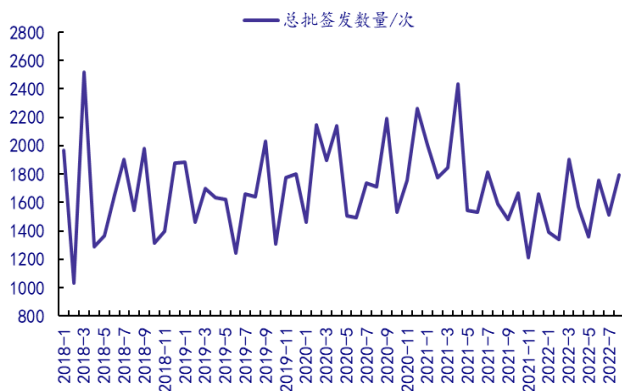
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 20: 2014-22H1 动物保健行业销售净利率变动情况



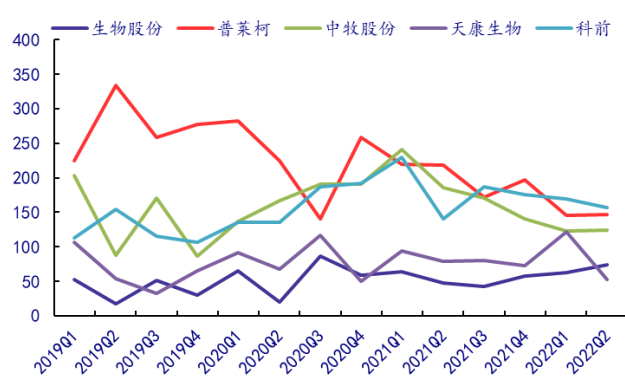
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 21: 22 年 8 月我国疫苗批签发量环比+18%



资料来源: 国家兽药基础数据库, 中国银河证券研究院

图 22: 22Q2 生物股份、普莱柯、中牧股份批签发量环比为正



资料来源: 国家兽药基础数据库, 中国银河证券研究院

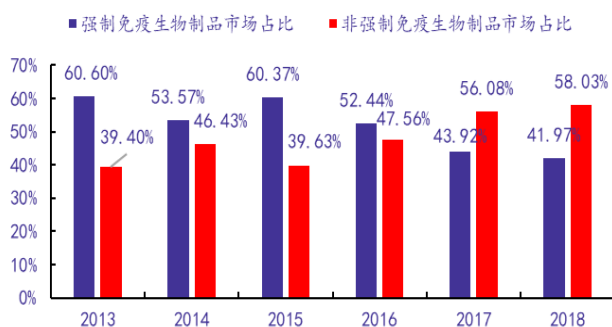


## 2. 疫苗迎接市场化大时代，竞争将加剧

猪瘟与蓝耳病疫苗退出政府招采目录、“先打后补”政策实施都表明疫苗市场化的趋势。另外，2021年农业部提到至2025年逐步全面取消政府招采苗，**动物疫苗行业将迎来市场化大时代**。从企业发展角度来看，市场苗定价是政府招采苗的5-10倍，毛利率高10-20pct。大力发展市场苗，将扩大疫苗整体市场规模。以生物股份为例，于2013年进入口蹄疫市场苗领域，收入从2013年的6.71亿元增长到2017年的19.01亿元，归母净利润从2.51亿元增长到8.7亿元，实现快速增长，并成为口蹄疫疫苗龙头企业。**未来，市场苗的增长是企业业绩增长的核心。**

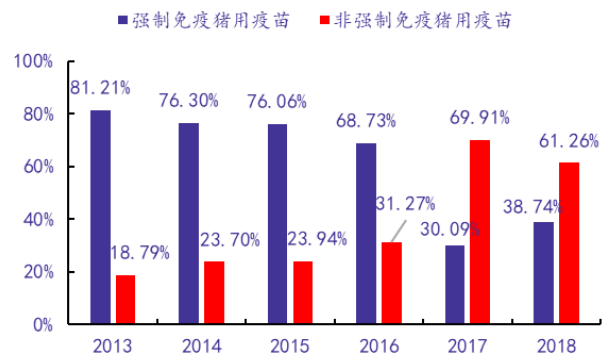
**产品批文是企业加入市场竞争的门槛。**口蹄疫O、A、Asia-I三价苗被停售以后，由口蹄疫OA二价苗替代。一开始市场上只有生物股份与中农威特可以生产销售，即2018.7.1-2019.3期间是以上两家公司寡头垄断的窗口期，市占率快速提高。2019年2月26日，天康生物获得猪口蹄疫OA二价苗批文，已实现生产与销售。随后，中牧股份、海利生物也已获得批文，竞争格局激烈化。**对于公司来说，批文是未来业绩增长的基础；对于行业来说，批文是强化竞争程度的因素。**

图 23: 13-18 年我国强制、非强制免疫生物制品市场占比



资料来源：科前生物招股说明书，中国银河证券研究院

图 24: 13-18 年我国强制、非强制猪苗市场份额对比

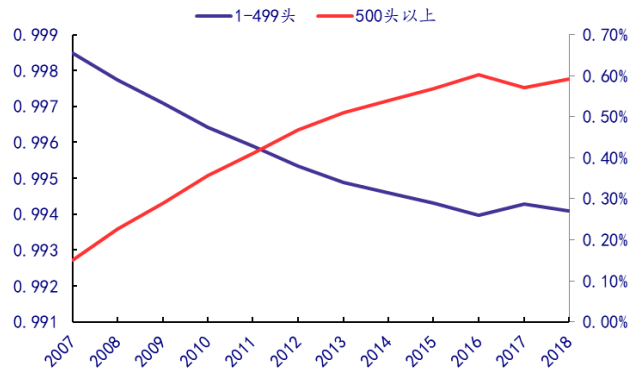


资料来源：科前生物招股说明书，中国银河证券研究院

**行业集中度与规模化加速推进，市场苗渗透率提升。**国内生猪养殖行业格局正处于大变革阶段，曾经国内生猪养殖行业为完全竞争市场，表现为行业集中度低、养殖门槛低、散户养殖占比高、竞争激烈等特点。非洲猪瘟一定程度上加速了生猪养殖行业的整合，非瘟防控成本高、风险大、养殖资本及技术要求大幅上升等因素提升了行业门槛，上市养殖企业及龙头养殖企业对于疫情的抵抗能力强于小散养殖户，因此行业进入加速整合的阶段。

2019年生猪养殖行业CR3为6.35%，CR10为9.4%，我国生猪养殖业行业集中度依旧偏低。19年开始各大上市集团加速圈地扩张，产能将于未来陆续释放，市场占有率将随之上升。农业部公告中提到我国规模猪场自20年年初的16.1万家增加到目前的18万家，规模猪场新生仔猪数同比+58.8%。纵向来看，2007-18年间，年出栏500头以上养殖户占比呈趋势上行状态。但横向对比来看，我国生猪养殖规模化程度远低于国际水平，18年俄罗斯小型猪场产能占比约15%，美国500头以下猪场产能占比仅3%。除我国养殖规模总量大这个因素以外，我们认为我国畜禽养殖工业化水平亦处于成长阶段，规模化提升需要一个过程，也是一个必然趋势。

图 25：2007-18 年我国生猪饲养规模化情况



资料来源：中国畜牧业年鉴，中国银河证券研究院

规模养殖场极为重视疫苗使用，有专业的免疫程序，对仔猪、外购猪、种猪进行不同的免疫计划。不同于政府招采苗，各规模养殖场生物环境不同对应不同品种疫苗需求，为降低生猪应激反应和免疫数，养殖场使用联苗获得组合免疫意愿逐渐强烈。

各大规模养殖场对于场内生物安全要求明显高于小散养殖户，愿意支付更高价格采购优质疫苗。因此，行业集中度的快速提升、规模化的逐步推进，促使我国动物疫苗市场化改革进程加速，未来市场苗渗透率将显著提升，市场规模进一步扩大。

表 6：疫苗行业五力模型分析

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

资料来源：中国银河证券研究院

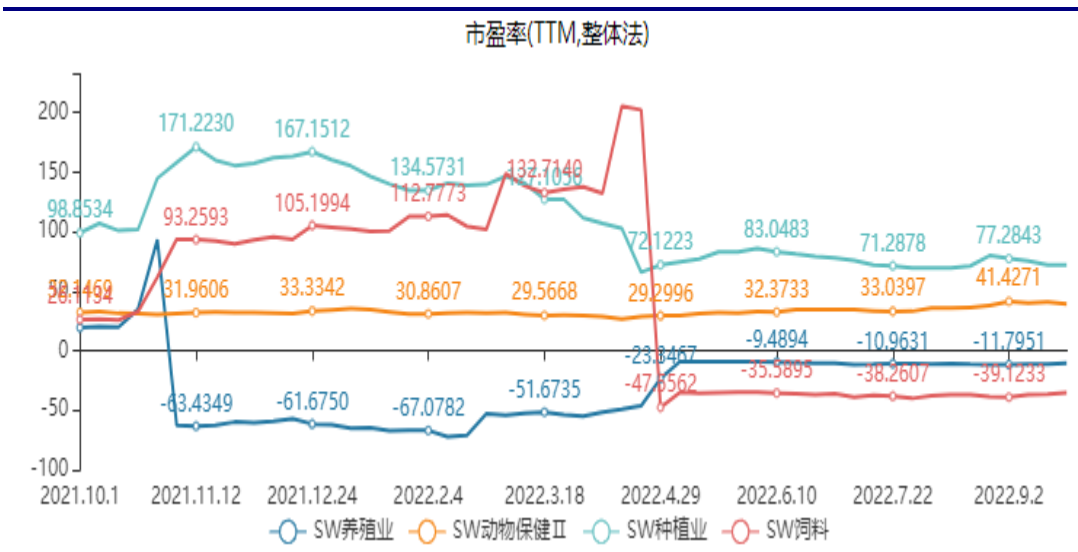
### 三、农林牧渔在资本市场中的发展情况

#### (一) 农林牧渔市值占比下行，养殖业占比居前

据申万行业分类，截至 2022 年 9 月 29 日，农林牧渔板块含上市公司 106 家，总市值为 15029 亿元人民币，占全部 A 股市值的 1.83%，略有下行；其中农产品加工、养殖业、种植业、饲料、动物保健分别包含 24 家、22 家、20 家、14 家、13 家，对应市值 3492 亿元、6640 亿元、1525 亿元、2173 亿元和 759 亿元。从市值占比角度来看，养殖业和农产品加工板块居前，分别为 44.18%、23.24%。

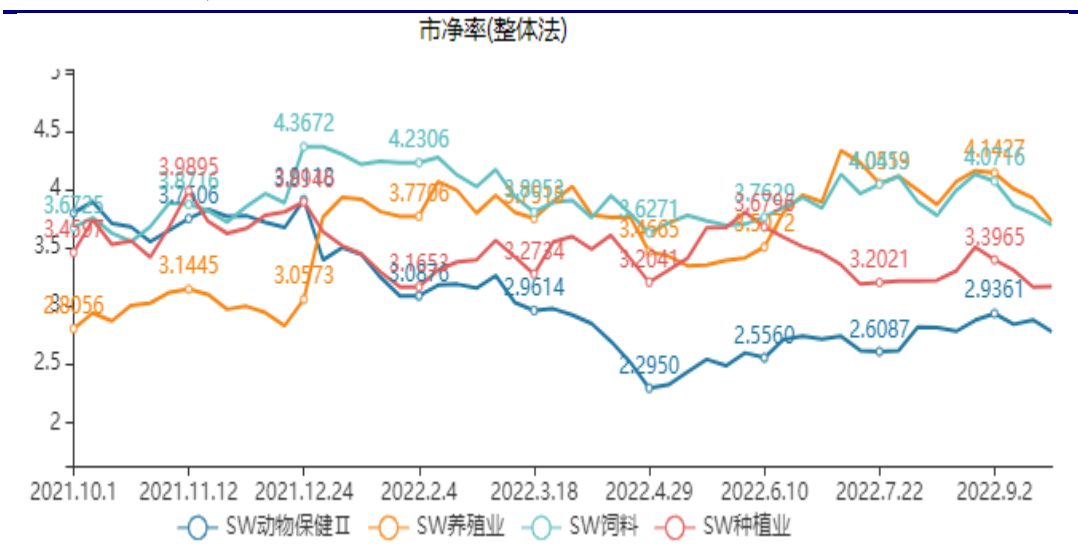
从板块 PE 来看，根据 2021 年申银万国行业类，2022 年 9 月 29 日，农林牧渔板块中种植业、农产品加工 PE 高位，分别为 67、54 倍；另外动物保健、养殖业、饲料的 PE 分别为 39、-10、-37 倍。

图 26: 农林牧渔部分子行业 PE 情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 27: 农林牧渔部分子行业 PB 情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

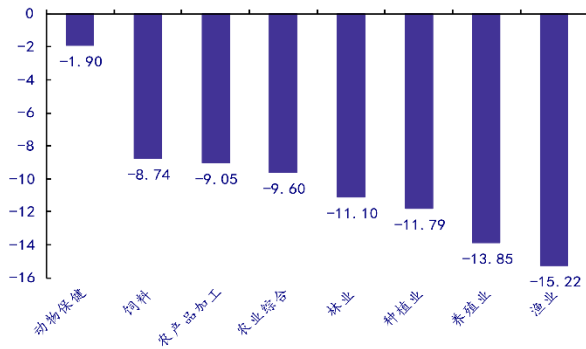
## (二) 本月农业板块表现弱于沪深 300，动物保健跌幅较小

年初至 9 月 29 日，农林牧渔板块整体下跌 9.80%（以申银万国行业类 2021 为准），同期沪深 300 下跌 20.07%，农林牧渔表现显著强于沪深 300。对比各子行业，农业综合跌幅最大（-26.39%），林业、种植业次之，分别为 -23.89%、-14.95%。其中表现较好的为饲料、农产品加工、渔业，分别 +1.70%、-5.81%、-5.90%。

本月初至 9 月 29 日，农林牧渔板块下跌 10.09%（以申银万国行业类 2021 为准），同期沪深 300 下跌 6.72%，农林牧渔表现弱于沪深 300。子行业中渔业、养殖业跌幅居前，分别为

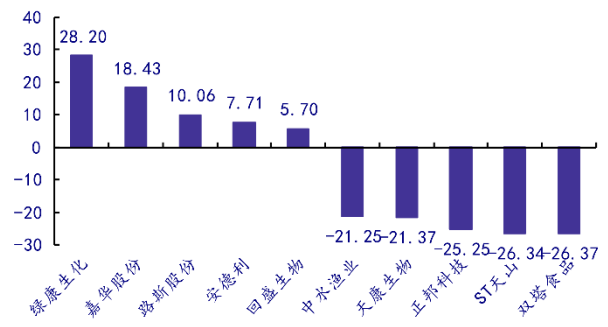
-15.22%、-13.85%；动物保健、饲料跌幅较小，分别为-1.90%、-8.74%。

图 28：本月农业子行业涨跌幅情况（%）



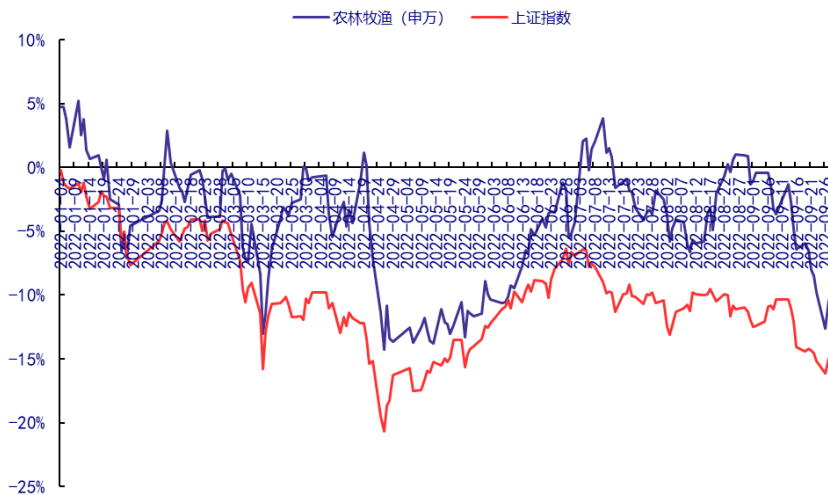
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 29：本月农业个股涨跌幅各前五名情况（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 30：农林牧渔总回报相对劣势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

表 7：重点公司相关财务指标（收盘价为 2022 年 9 月 29 日）

公司名称	代码	收盘价/元	EPS		PE		ROE
			2022E	2023E	2022E	2023E	
海大集团	002311.SZ	61.19	1.46	2.66	43	24	6.19
温氏股份	300498.SZ	20.19	0.14	2.66	166	9	-11.24
天康生物	002100.SZ	9.27	0.05	1.91	239	6	-1.38
牧原股份	002714.SZ	54.41	1.42	7.31	41	8	-13.06
立华股份	300761.SZ	37.52	2.65	6.16	18	8	-2.51
湘佳股份	002982.SZ	37.30	1.57	5.71	25	7	0.29
中牧股份	600195.SH	13.03	0.59	0.7	20	17	5.07

普莱柯	603566.SH	28.43	0.88	1.22	29	21	4.44
科前生物	688526.SH	21.15	1.23	1.68	20	14	4.99
生物股份	600201.SH	7.86	0.42	0.49	21	18	2.03
隆平高科	000998.SZ	13.77	0.22	0.36	67	41	-5.43
登海种业	002041.SZ	19.14	0.38	0.52	51	37	3.58
佩蒂股份	300673.SZ	22.31	0.46	0.61	37	28	5.01
中宠股份	002891.SZ	29.14	0.62	0.78	41	33	3.70
圣农发展	002299.SZ	19.91	0.67	1.15	27	16	-1.02
中粮糖业	600737.SH	7.05	0.50	0.58	15	13	6.15
新希望	000876.SZ	13.90	-0.29	1.44	-56	11	-13.74
唐人神	002567.SZ	8.02	-0.05	1.68	-185	6	-2.57

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 四、投资建议及股票池

猪周期依旧为当前行业关注重点, 积极把握相对低位的布局机会。建议积极关注牧原股份(002714.SZ)、温氏股份(300498.SZ)、唐人神(002567.SZ)、天康生物(002100.SZ)以及西南龙头猪企等。另外, 养殖层面我们认为还可以适当关注黄羽鸡板块, 产能处于出清过程中, 建议关注华东区规模龙头、成本控制行业领先的立华股份(300761.SZ)。

从个股层面上来看, 饲料行业具备集中度提升的潜在变化, 龙头企业规模提升、市占率提升实现自身盈利能力的优化, 建议关注海大集团(002311.SZ)。疫苗作为养殖后周期行业, 叠加非洲猪瘟疫苗的市场化预期, 建议积极关注普莱柯(603566.SH)、中牧股份(600195.SH)。

表 8: 核心组合推荐 (收盘价为 2022 年 9 月 29 日)

公司名称	代码	收盘价	盈利预测 (EPS)		PE		评级
			2022E	2023E	2022E	2023E	
海大集团	002311.SZ	61.19	1.46	2.66	42	23	推荐
牧原股份	600195.SH	54.41	1.42	7.31	38	7	推荐
立华股份	300761.SZ	37.52	2.65	6.16	14	6	推荐
普莱柯	603566.SH	28.43	0.88	1.22	32	23	推荐

数据来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 五、风险提示

**猪价不达预期风险:** 若猪价低于预期, 养殖企业利润将受到较大影响。

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



**原材料价格波动风险：**玉米、小麦、豆粕等原材料价格波动将会对养殖、饲料等企业的盈利能力带来影响。

**政策风险：**良种补贴政策、知识产权保护政策、品种政策的变化将对种子企业造成较大影响；疫苗招标政策、品种审核政策的变化等将对疫苗企业造成影响。

**自然灾害风险：**极端灾害天气会对农业生产（特别是种植业）造成巨大负面影响，从而导致农产品价格大幅波动。

### 分析师承诺及简介

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

分析师：**谢芝优**，南京大学管理学硕士，2018年加入银河证券研究院，曾就职于西南证券、国泰君安证券。七年证券行业研究经验，深入研究猪周期、糖周期等，擅长行业分析，具备扎实的选股能力。曾为新财富农林牧渔行业第四名、新财富最具潜力第一名、金牛奖农业第一名、IAMAC 农业第三名、Wind 金牌分析师农业第一名团队成员。

### 评级标准

#### 行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报 10% 及以上。

#### 公司评级体系

推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。

中性：指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。

### 免责声明

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

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

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

### 联系

#### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

#### 机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling\_bj@chinastock.com.cn