



华安证券

HUAAN SECURITIES

证券研究报告

2023年5月9日

# 生猪养殖业步入去产能阶段，估值先于基本面调整到位

## 2023年农业中期投资策略

农业首席分析师 王莺

执业证书号：S0010520070003

华安证券研究所



## 目录

• 猪企估值先于基本面调整到位，生猪养殖股配置正当时

• 白羽鸡商品代价格或于年底启动，黄羽鸡行业有望维持正常盈利

• 疫苗景气度与猪价高度相关，非瘟疫苗进展值得期待

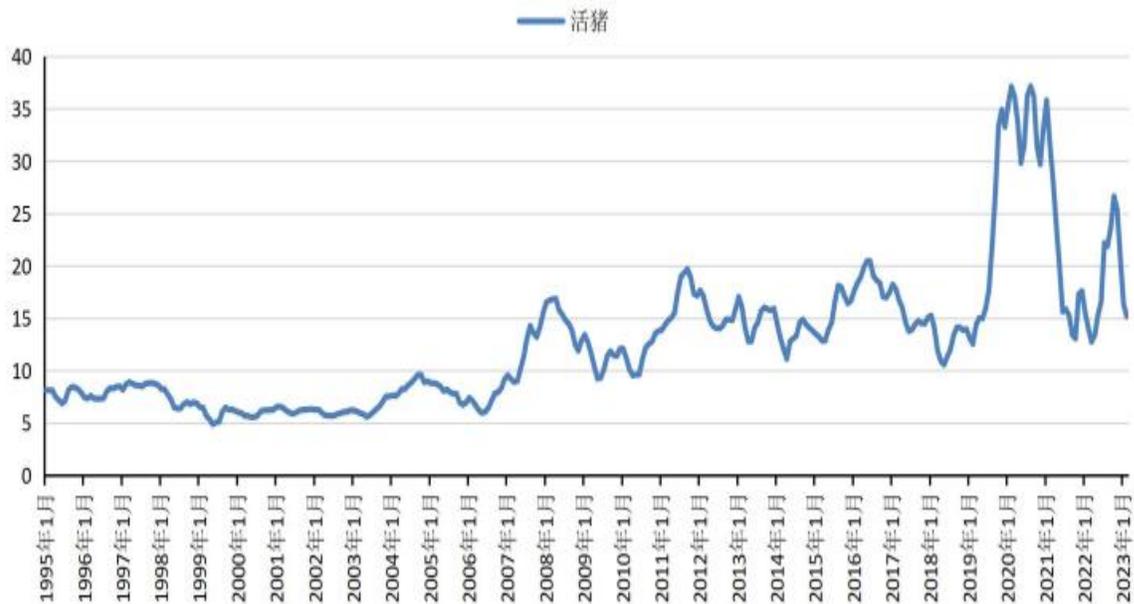
• 宠物国产品牌百花齐放，海外出口静待回暖

• 风险提示

## 1.1 猪周期回顾

- ✓ 1995年1月至2022年10月，我国生猪养殖行业经历了七轮完整周期，最短36个月，最长49个月，猪价波动周期3-4年。最大一波上涨出现在2018年5月至2022年3月，是由非瘟疫情导致的，最大涨幅251.5%；
- ✓ 2022年3月，猪价步入第八轮上行周期，10月猪价上涨至26.64元/公斤。

图表1：1995-2022年我国活猪价格走势，元/公斤



图表2：中国生猪价格波动周期列表

	完整周期	上升阶段	下降阶段	完整周期	上升周期	下降周期	严重疾病	生猪价格（元/公斤）		
								最高点	最低点	最大涨幅
周期一	1995/6-1999/5	1995/6-1997/10	1997/10-1999/5	47个月	28个月	19个月		8.83	6.88	
周期二	1999/5-2003/5	1999/5-2001/2	2001/2-2003/5	48个月	21个月	27个月		6.57	4.89	
周期三	2003/5-2006/5	2003/5-2004/9	2004/9-2006/5	36个月	16个月	20个月	非典	9.66	5.78	97.6%
周期四	2006/5-2010/4	2006/5-2008/4	2008/4-2010/4	47个月	23个月	24个月	蓝耳病	16.87	9.24	191.9%
周期五	2010/4-2014/4	2010/4-2011/9	2011/9-2014/4	48个月	17个月	31个月	口蹄疫	19.68	9.53	113.0%
周期六	2014/4-2018/5	2014/4-2016/5	2016/5-2018/5	49个月	25个月	24个月		20.45	10.57	114.6%
周期七	2018/5-2022/3	2018/5-2021/1	2021/1-2022/3	46个月	32个月	14个月	非瘟	37.15	12.76	251.5%
周期八	2022/3-至今	2022/3-2022/10	2022/10-至今		7个月			26.64		108.8%



# 华安证券

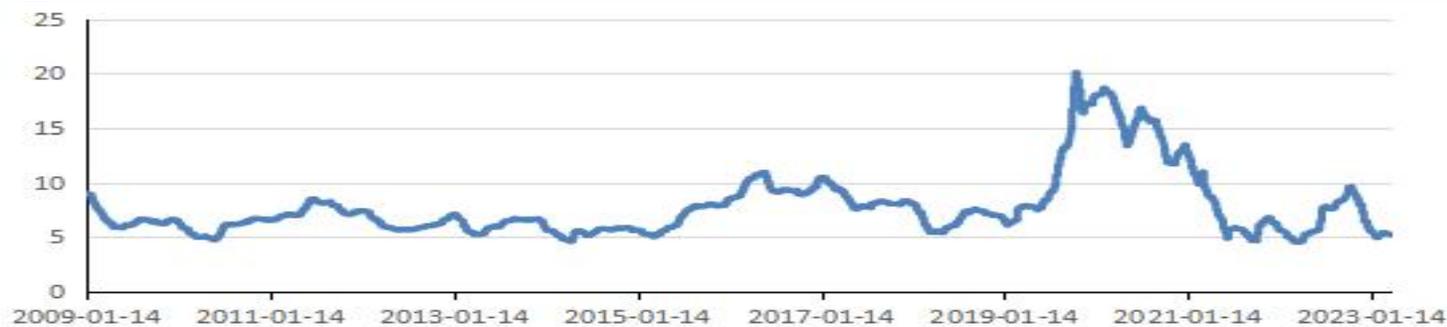
HUAAN SECURITIES

## 华安研究·拓展投资价值

根据2015年发改委、财政部、农业部、商务部联合对外发布重新修订的《缓解生猪市场价格周期性波动调控预案》（国家发展改革委2015年第24号公告），**全国平均生猪生产盈亏平衡点对应的猪粮比合理区间为5.5:1-5.8:1。**

- ✓ 2008年4月至2010年4月猪价下行后期爆发口蹄疫，猪粮比低于5.5的时长共17周；
- ✓ 2016年5月至2018年5月猪价下行，2018年8月爆发非瘟疫情，猪粮比低于5.5的时长仅7周。
- ✓ 与上述两轮下行周期截然不同，2011年9月至2014年4月猪价下行期，未曾出现严重疫情，猪粮比低于5.5的时间长达39周，猪粮比介于5.5-6.0盈亏平衡附近的时间长达64周；
- ✓ 2021年1月至2022年3月猪价下行期，疫情相对可控，猪粮比低于5.5的时间长达29周，猪粮比低于5.0的时间长达18周。
- ✓ 2022年10月至今猪价处于下行周期，截至目前，猪粮比低于5.5的时间长达11周，猪粮比低于5.0的时间长达3周。

图表3：全国猪粮比价走势图



资料来源：中国政府网，华安证券研究所（截至2023年4月5日）

图表4：猪粮比对应时间列表

完整周期	下行 周期	猪粮比-对应时间段			猪粮比-对应时长			
		5.5-6.0	5.0-5.5	低于5.0	5.5-6.0	5.0-5.5	低于5.0	
2006/5-2010/4	2008/4-2010/4	2009/5/6-2009/6/17			6周			
		2010/2/3-2010/2/24			3周			
			2010/3/3-2010/5/5				10周	
				2010/5/12-2010/6/23				6周
		2010/6/30-2010/7/7	2010/7/14		1周	1周		
		<b>合计</b>			<b>10周</b>	<b>11周</b>	<b>6周</b>	
2010/4-2014/4	2011/9-2014/4	2012/4/11-2012/9/19			21周			
		2013/3/6-2013/3/13	2013/3/20-2013/5/15		1周	8周		
		2013/5/12-2013/6/12			5周			
		2013/6/26-7/17			3周			
		2014/1/15-2014/2/12	2014/2/19-2014/3/19	2014/3/26-2014/5/7	4周	4周	6周	
		2014/7/30-2015/1/28	2014/5/14-2014/7/23		26周	10周		
		2015/4/29-2015/5/27	2015/2/4-2015/4/22		4周	11周		
		<b>合计</b>			<b>64周</b>	<b>33周</b>	<b>6周</b>	
2014/4-2018/5	2016/5-2018/5	2018/3/23	2018/3/28-2018/5/16		1周	7周		
		2018/5/23-2018/6/6			2周			
				<b>合计</b>			<b>3周</b>	<b>7周</b>
2018/5-2022/3	2021/1-2022/3	2021/6/9	2021/6/16	2021/6/23	1周	1周	1周	
		2021/6/30-2021/8/25	2021/9/1-2021/9/15	2021/9/22-2021/10/13	9周	3周	3周	
		2022/1/12-2022/1/26	2021/10/20	2022/2/23-2022/4/20	3周	1周	9周	
			2022/2/9-2022/2/16	2022/5/25-2022/6/22		2周	5周	
			2022/4/27-2022/5/18			4周		
				<b>合计</b>			<b>13周</b>	<b>11周</b>
2022/3-至今	2022/10-至今	2023/1/4-2023/1/18	2023/1/18-2023/2/1	2023/2/1-2023/2/22	2周	2周	3周	
			2023/2/22-2023/4/5			6周		

华安证券研究所

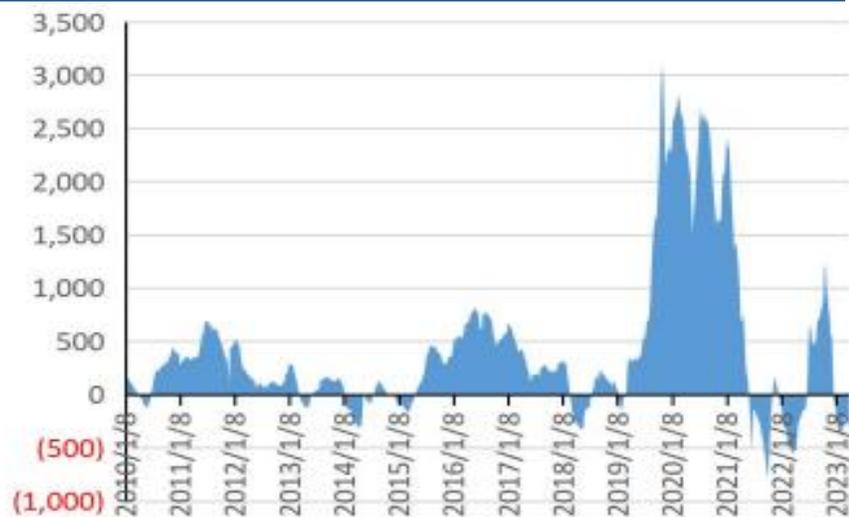


# 华安证券

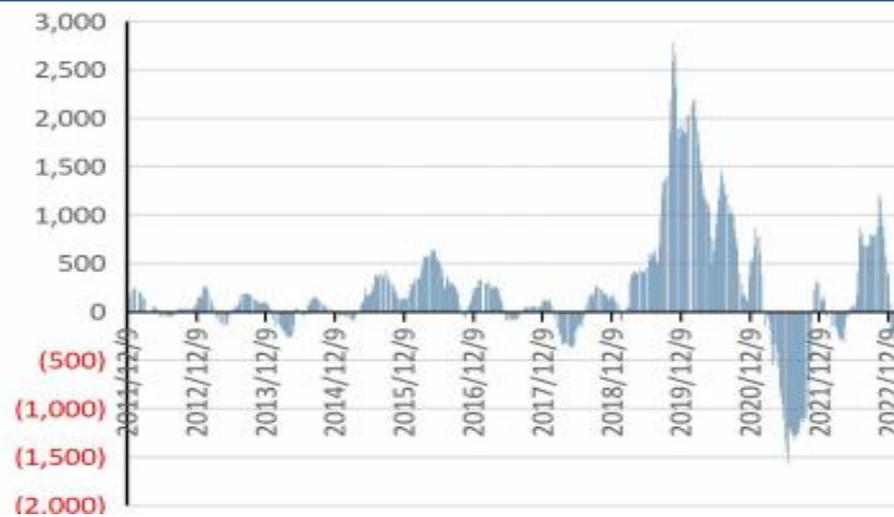
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

图表5: 自繁自养生猪养殖利润, 元/头



图表6: 外购仔猪养殖利润, 元/头



图表7: 全国猪粮比价走势图

	完整周期	上升阶段	下降阶段	最大亏损		最大亏损时点		最大盈利		最大盈利时点	
				自繁自养	外购仔猪	自繁自养	外购仔猪	自繁自养	外购仔猪	自繁自养	外购仔猪
周期五	2010/4-2014/4	2010/4-2011/9	2011/9-2014/4	305	263	2014/4/18	2014/4/11	691	N.A.	2011/7/1	
周期六	2014/4-2018/5	2014/4-2016/5	2016/5-2018/5	326	365	2018/5/18	2018/5/11	814	649	2016/6/3	2016/5/6
周期七	2018/5-2022/3	2018/5-2021/1	2021/1-2022/3	771	1,571	2021/10/8	2021/6/25	3,080	2,781	2019/11/1	2019/11/1
周期八	2022/3-至今	2022/3-2022/10	2022/10-至今	549	486	2022/3/25	2023/3/31	1,228	1,213	2022/10/21	2022/10/21

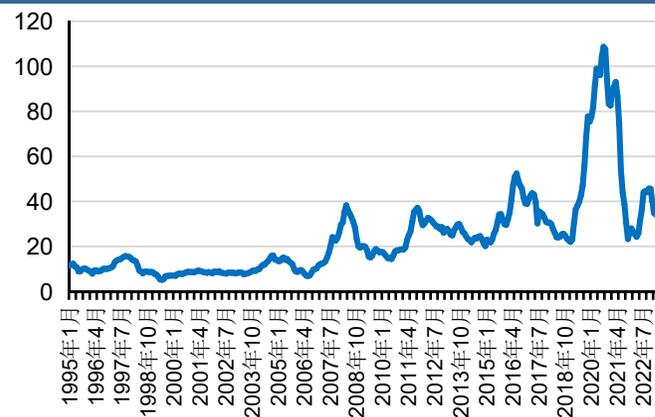
资料来源: wind, 华安证券研究所

华安证券研究所

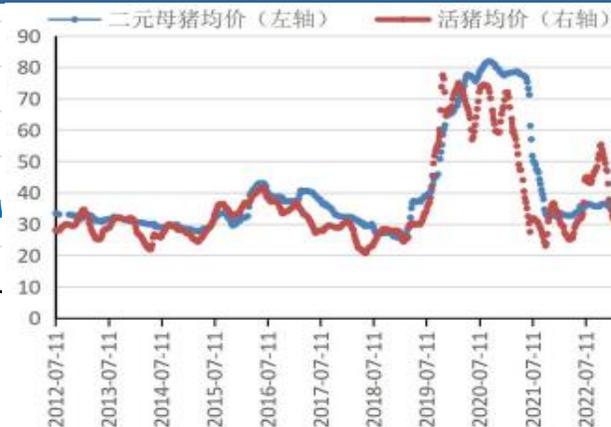
## 1.2.1 二元母猪补栏理性，短期盈利模式积极性高

- ✓ **本轮上行周期，二元母猪补栏相对理性。**2022年7-10月，生猪价格频创非瘟疫情前新高，但二元母猪价格始终围绕35.27-36.52元/公斤（对应1763.5元/头-1826元/头）波动。由于非瘟疫情期间的猪价属于极端情况，我们参照2016年生猪价格高位20-21元/公斤，对应的二元母猪价格在42.4-43元/公斤（对应2120元/头-2150元/头），本轮上行周期，二元母猪最高价较2016年峰值有15%差距。

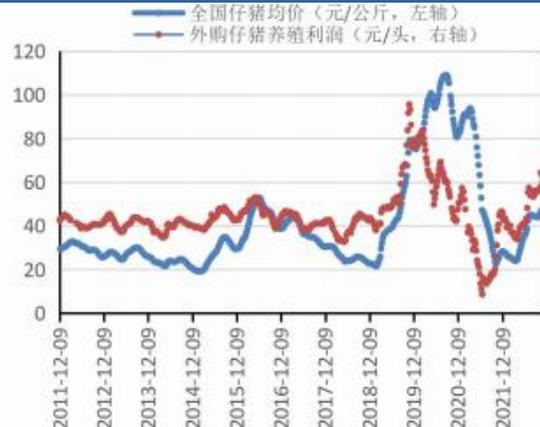
图表8：我国仔猪历史价格图，元/公斤



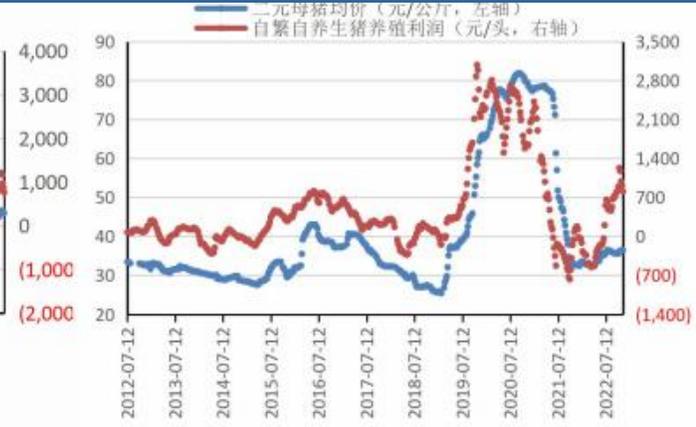
图表9：二元母猪与活猪价格对照图，元/公斤



图表10：仔猪价格与外购均价图



图表11：二元母猪价格与自繁自养盈利图



- ✓ 与二元母猪补栏类似的是，本轮上行周期，仔猪补栏积极性也相对温和。前七轮周期，仔猪价格最大涨幅均超过生猪价格涨幅，然而，本轮周期（2022年3月至今），仔猪价格最大涨幅仅96.2%，首次低于生猪价格涨幅108.8%；2022年生猪价格大涨期间，仔猪价格最高攀升至45.62元/公斤（对应684.3元/头），较2016年仔猪最高价52.92元/公斤（对应793.8元/头）有13.8%的差距。

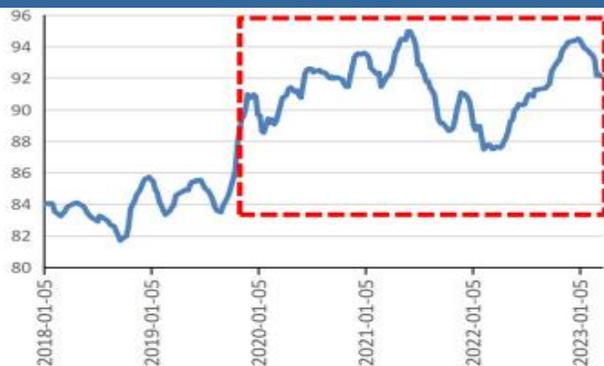
图表12：中国仔猪价格波动周期列表

	完整周期	上升阶段	下降阶段	严重 疫病	生猪价格（元/公斤）			仔猪价格（元/公斤）		
					最高点	最低点	最大 涨幅	最高点	最低点	最大 涨幅
周期一	1995/6-1999/5	1995/6-1997/10	1997/10-1999/5		8.83	6.88		15.7	5.31	
周期二	1999/5-2003/5	1999/5-2001/2	2001/2-2003/5		6.57	4.89		9.02	7.6	69.9%
周期三	2003/5-2006/5	2003/5-2004/9	2004/9-2006/5	非典	9.66	5.78	97.6%	15.75	6.98	107.2%
周期四	2006/5-2010/4	2006/5-2008/4	2008/4-2010/4	蓝耳病	16.87	9.24	191.9%	38.23	14.78	447.7%
周期五	2010/4-2014/4	2010/4-2011/9	2011/9-2014/4	口蹄疫	19.68	9.53	113.0%	37.15	21.84	151.4%
周期六	2014/4-2018/5	2014/4-2016/5	2016/5-2018/5		20.45	10.57	114.6%	51.01	24.08	133.6%
周期七	2018/5-2022/3	2018/5-2021/1	2021/1-2022/3	非瘟	37.15	12.76	251.5%	108.64	23.25	351.2%
周期八	2022/3-至今	2022/3-2022/10	2022/10-至今		26.64		108.8%	45.62		96.2%

资料来源：中国畜牧业信息网，农业部，华安证券研究所

与此同时，养殖户对二次育肥、压栏等短期盈利模式则表现出较高的积极性。从16省份宰后均重和部分上市猪企育肥猪出栏均重走势可以发现，自非瘟疫情引发猪价大涨以来，生猪均重的波幅明显增大，生猪均重峰值也远高于历史峰值。我们判断，在猪价上涨形成一致预期前，市场可能会持续热衷于短期盈利。

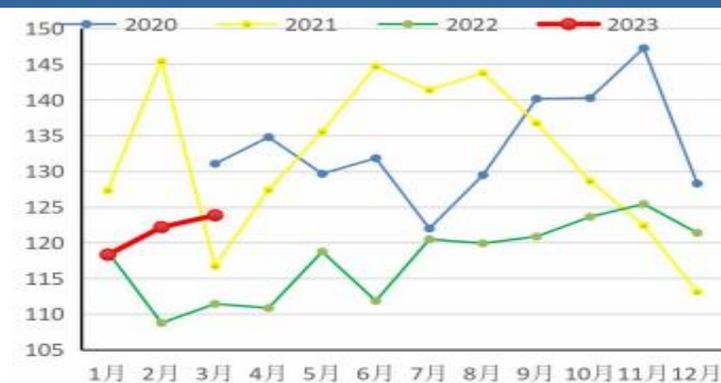
图表13: 16省份宰后均重走势图, 公斤



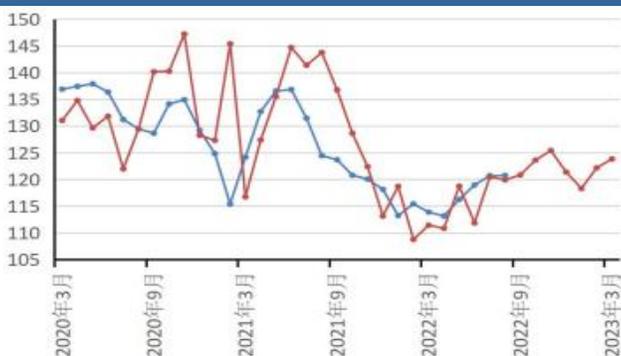
图表14: 涌益咨询育肥猪出栏均重走势图, 公斤



图表15: 天康生物育肥猪出栏均重月度对照图, 公斤



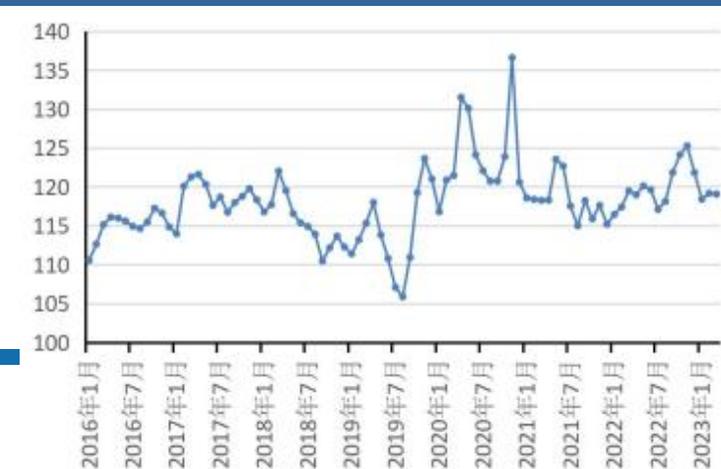
图表16: 天康生物育肥猪出栏均重走势图, 公斤



图表17: 温氏股份育肥猪出栏均重月度对照图, 公斤



图表18: 温氏股份育肥猪出栏均重走势图, 公斤

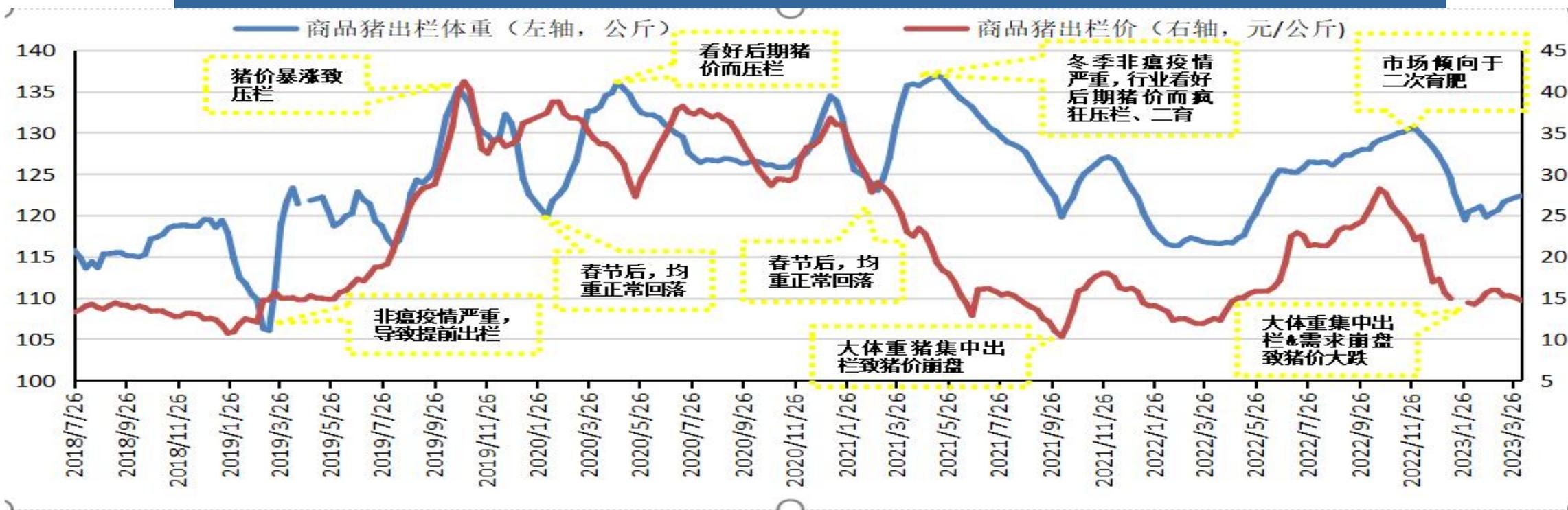


## 1.2.2 大体重猪对行情影响不容忽视

我们根据生猪出栏均重与猪价对照图，得出以下结论：

**1、出栏生猪体重峰值：**2019-2021年，受非瘟疫情影响，猪价长期处于高位，养殖户积极压栏和二次育肥，生猪出栏每年峰值分别达到135.32公斤、136.09公斤、136.88公斤。2022年，市场倾向于二次育肥，出栏生猪均重最高达到130.48公斤。

图表19：生猪出栏均重与猪价走势对照图



资料来源：涌益咨询，华安证券研究所



**2、猪价下行期，大体重猪集中出栏会导致猪价崩盘。**2021年生猪市场逐渐供过于求，大体重猪集中出栏已两次引发猪价暴跌：

第一次（2021/5/13-2021/10/8），出栏生猪均重从136.88公斤下降12.5%至119.79公斤，生猪价格则从2021年初36.73元/公斤持续暴跌72%至2021/10/8的10.28元/公斤；

第二次（2022/12/1-2023/1/29），出栏生猪均重从130.48公斤下降8.5%至119.39公斤，生猪价格则从2022/10/20的28.16元/公斤持续暴跌47.8%至2023/2/16的14.7元/公斤。

**3、然而，在生猪市场严重供不应求的情况下，大体重猪集中出栏的影响相对有限。**

第一次（2019/10/24-2020/2/6），出栏生猪均重从135.32公斤下降11.4%至119.84公斤，2019年10月31日-2019年11月28日生猪价格从41.18元/公斤大跌21.2%至32.47元/公斤，生猪养殖盈利仍相当丰厚；

第二次（2020/4/30-2020/8/20），出栏生猪均重从136.09公斤下降7%至126.58公斤，由于猪肉供给严重不足，2020年5月21日-2020年7月23日，猪价则从27.25元/公斤大涨37.4%至37.45元/公斤。

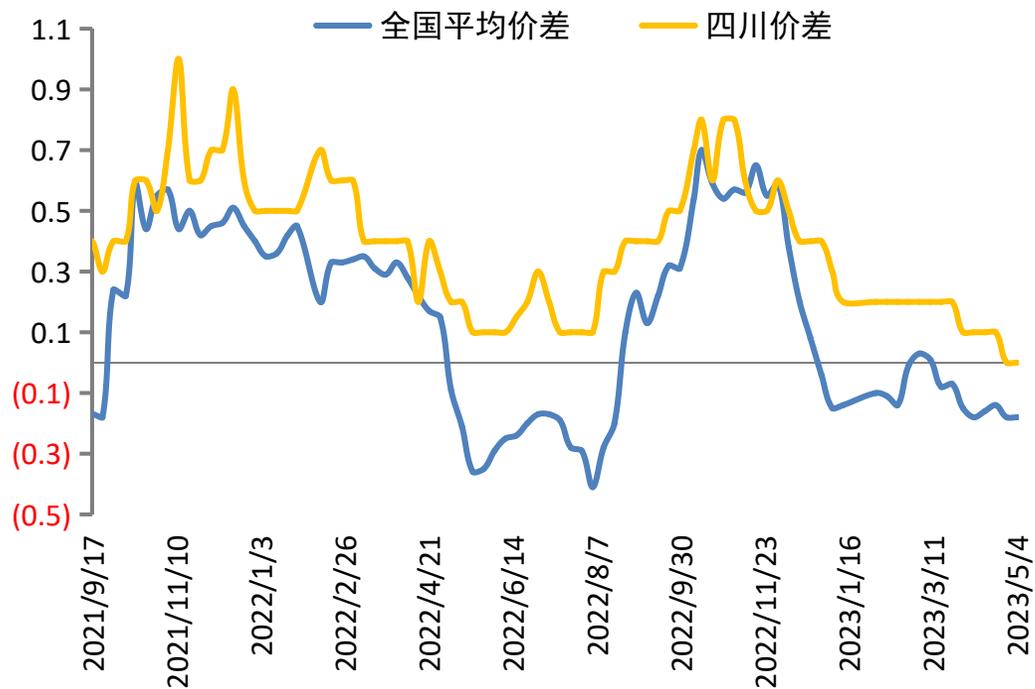
图表20: 生猪出栏均重与猪价走势对照表

	生猪均重				生猪价格				均重波动原因	猪价波动原因
	阶段	谷底	峰值	时间段	阶段	谷底	峰值	时间段		
1	下降	106.03	119.46	2018/12/27-2019/3/14	下降	10.70	14.37	2018/9/13-2019/10/31	非瘟疫情严重, 导致提前出栏	生猪提前出栏, 压制猪价
2	上升	106.03	135.32	2019/3/14-2019/10/24	上升	10.70	41.18	2019/1/24-2019/10/31	猪价暴涨, 养殖户压栏生猪	非瘟疫情严重, 导致猪价暴涨
3	下降	119.84	135.32	2019/10/24-2020/2/6	下降	32.47	41.18	2019/10/31-2019/11/28	春节后出栏生猪均重自然回落	生猪集中出栏, 压制猪价
4	上升	119.84	136.09	2020/2/6-2020/4/30	下降	27.25	38.74	2020/2/20-2020/5/21	看好后期猪价而压栏	春节后猪价自然回落
5	下降	126.58	136.09	2020/4/30-2020/8/20	上升	27.25	37.45	2020/5/21-2020/7/23	压栏生猪出栏	猪肉供给严重不足, 大体重猪出栏不影响猪价
6	上升	125.79	134.42	2020/11/5-2021/1/7	上升	29.16	36.73	2020/11/19-2021/1/7	春节前出栏生猪均重自然上升	猪价季节性上涨
7	下降	122.99	134.42	2021/1/7-2021/3/4	下跌	10.28	36.73	2021/1/7-2021/10/8	春节后出栏生猪均重自然回落	疯狂的压栏和二育导致猪价崩盘
8	上升	122.99	136.88	2021/3/4-2021/5/13					冬季非瘟疫情严重, 行业看好后期猪价疯狂压栏二育	
9	下降	119.79	136.88	2021/5/13-2021/10/8					大体重猪疯狂出栏	
10	上升	119.79	127.03	2021/10/8-2021/12/2	上升	10.28	17.94	2021/10/8-2021/11/25		
11	下降	116.29	127.03	2021/12/2-2022/2/17	下降	11.83	17.94	2022/11/25-2022/3/24	大体重猪继续出栏	大体重猪压制猪价
12	上升	116.51	130.48	2022/4/14-2022/12/1	上升	12.25	28.16	2022/4/14-2022/10/20	市场倾向于二次育肥	生猪供给不足导致猪价上涨
13	下降	119.39	130.48	2022/12/1-2023/1/29	下降	14.70	28.16	2022/10/20-2023/2/16	大体重猪春节前后集中出栏	大体重集中出栏&需求崩盘致猪价大跌
14	上升	119.39	122.37	2023/1/29-2023/4/6	震荡				二次育肥小幅抬头	猪价震荡

资料来源: 涌益咨询, 华安证券研究所

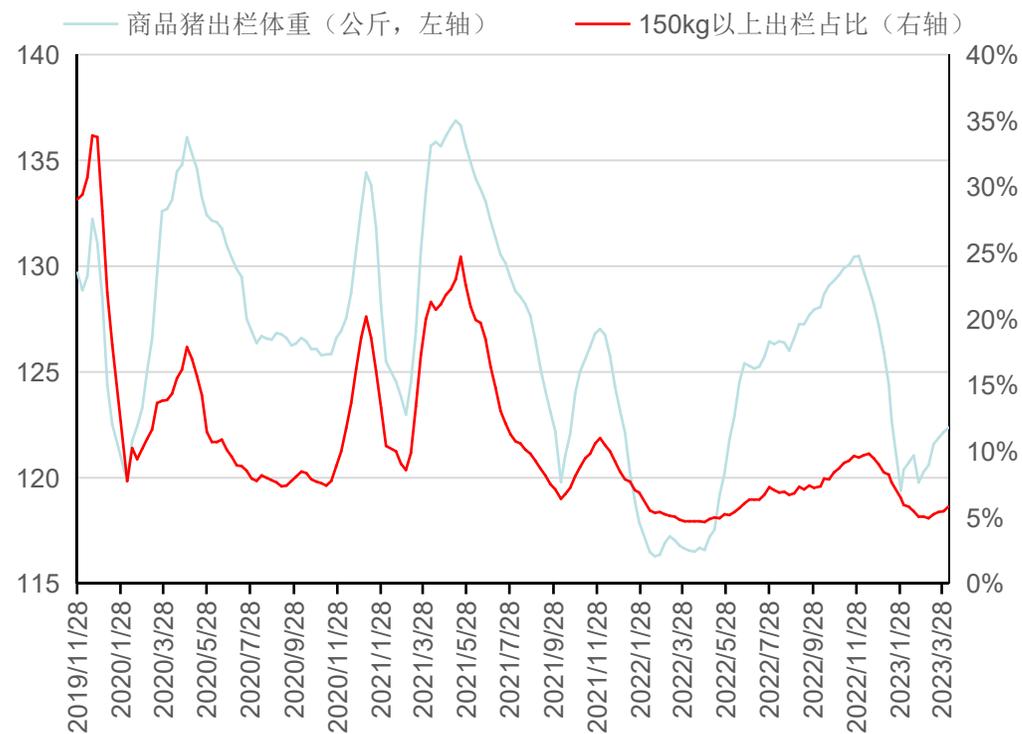


图表21: 175公斤与标猪出栏价差走势图, 元/斤



资料来源: 涌益咨询, 华安证券研究所

图表22: 大体重猪出栏占比与生猪出栏均重走势图对照图





## 1.3.1 全国能繁母猪存栏量再次下行

- ✓ 2022年4月猪价步入上行周期，5-6月生猪养殖户逐步进入盈利期，7月生猪价格创出非瘟疫情前新高，随着养殖户盈利和现金流不断改善，行业再次进入补栏阶段，据统计局数据，2022年末全国能繁母猪存栏量4390万头，较一季末低点上升4.9%；
- ✓ 2022年12月，生猪养殖行业再次陷入亏损，2023年1季度末全国能繁母猪存栏量降至4305万头，较2022年末下降1.9%。

图表23：全国能繁母猪存栏量走势图



资料来源：统计局，农业农村部，华安证券研究所



**2023年1季末，大型上市猪企的能繁母猪存栏量、种猪存栏量较2022年末涨跌互现：**

- ✓ 牧原股份能繁母猪存栏从2022年末282万头小幅上升至2023年1季末285万头，温氏股份能繁母猪存栏从130万头上升至145万头；
- ✓ 新希望、金新农、中粮家佳康的能繁母猪存栏基本持平，但新希望后备母猪存栏量从2022年末66万头小幅下降至2023年1季末60万头，中粮家佳康后备母猪存栏从5万多头上升至6万多头；
- ✓ 大北农种猪存栏量从2022年末33万头下降至2023年1季末29万头，正邦能繁存栏从2022年末30万头下降至2023年1季末22万头。

图表24：主要上市猪企种猪存栏对照表，万头

		牧原	温氏	新希望	正邦	天邦	中粮	傲农	大北农	天康	金新农
2023.3	能繁	285	145	85	22		26.3	30左右			6.1-6.2
	后备		60	60	4		>6				
	合计								29		7-7.5
2022.12	能繁	282	130	85	30	40	26.3	>31		15	6-6.5
	后备			66			>5			4.5	
	合计								33		
2022.9	能繁	260	130	85	35	30	25	>30		13.5	>6
	后备			66		15		6		4.05	
	合计								30		
2022.6	能繁	247	125	85	40	30	>21	30左右	18	13	5.8-6
	后备			66			9		9	3.9	1.6
	合计						30.6	>34	27		
2022.3	能繁	275	110-120	90	38	28	>20		20		5.1
	后备	100		60		>10			20		3
	合计							32	40		
2021.12	能繁	283	100-110	95-100	38	32	>20			12	5.1
	后备	100		40			4				2
	合计							32			7.1

资料来源：相关公司公告，华安证券研究所

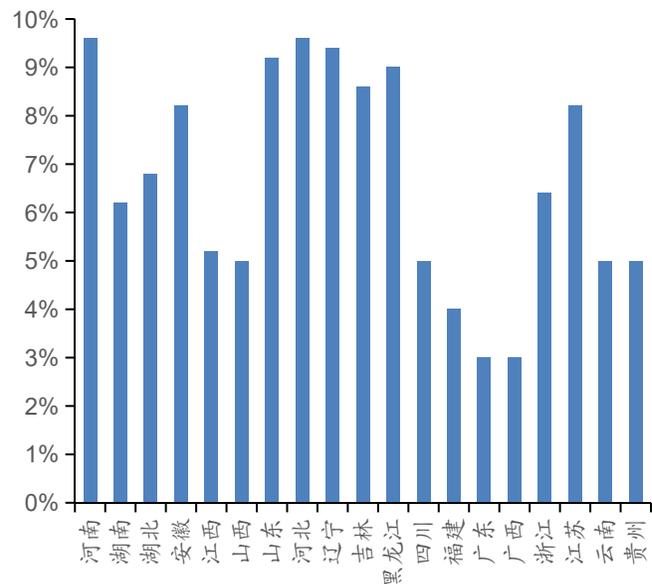


## 1.3.2 猪病反复是大概率事件

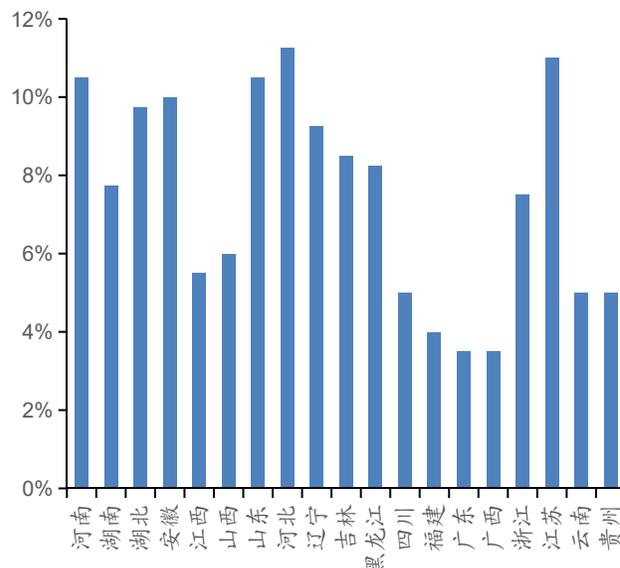
- ✓ **南方疫情大概率严重。** 目前为止，国内非瘟传播和流行主要是机械性途径，通过人员、器械、物料传播。新冠疫情期间，人员流动不畅，非瘟疫情较轻；随着去年12月新冠封控结束，在各种人员、交通运输流动过程中，非瘟发病明显上升。2023年1-2月，冬季北方疫情较为严重，5~6月雨季来临，南方疫情大概率加重；
- ✓ **国内非瘟病毒毒株较复杂，拔牙难度明显增加。** 最开始流行的强毒株持续存在，基本在全国分布，至少一半以上疫情是由强毒引起，致死率接近100%。经过长时间流行，病毒出现了自然缺失和人工缺失，非洲猪瘟病毒在自然缺失和人工缺失情况下毒力下降，致死率明显下降；中等毒力的毒株致死率30%~70%，这与养殖场动物的健康状况、饲养条件、年龄等因素相关，仔猪死亡率偏高，育肥致死率偏低；低毒力毒株的致死率接近10%。伴随毒株进一步复杂化，国内防控形势日趋严峻，强毒可通过拔牙控制，中低毒力毒株在发现时，污染面已经很大，很难清除，最终结局基本都是清场；
- ✓ **母猪带毒生产与猪价直接挂钩。** 母猪带毒生产会严重影响生产效率，当猪价非常高时，母猪带毒生产完全可以保证利润，当前低猪价甚至亏损的情况下，母猪带毒生产不具备经济效益；
- ✓ **低体重猪出栏占比监测猪病的有效性有所下降。**



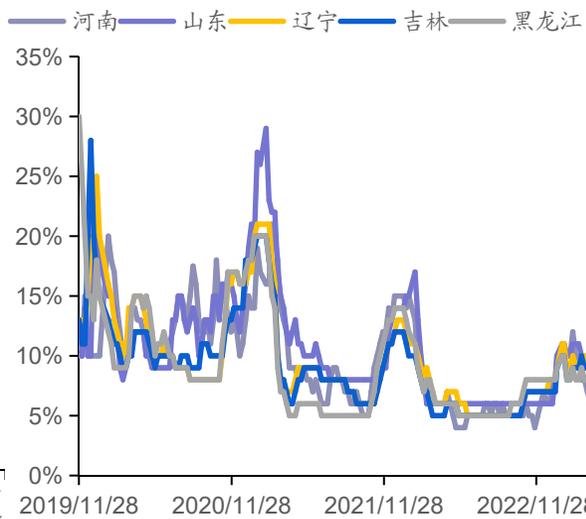
图表25: 23年1月各省90公斤以内出栏占比



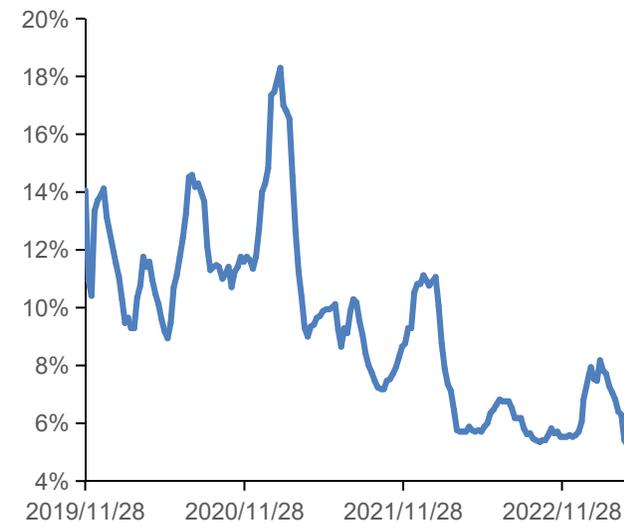
图表26: 23年2月各省90公斤以内出栏占比



图表27: 北方省份90公斤以内出栏占比



图表28: 全国90公斤以内生猪占比





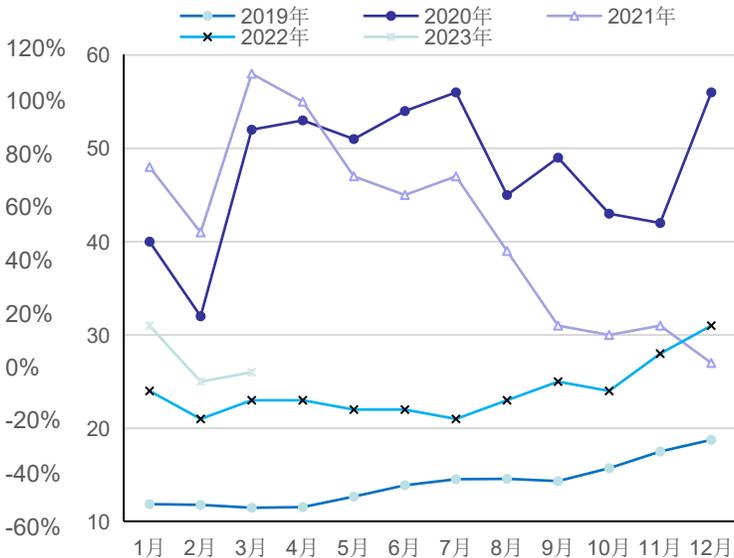
### 1.3.3 猪肉进口量回落至正常水平

2014-2020年，我国猪肉产品（含猪肉、猪杂碎、加工猪肉）进口量从138.5万吨震荡上行至573万吨，猪肉产品进口量占国内猪肉产量比重从2.8%攀升至13.9%。2021年猪价进入下行通道，但全国猪肉产品进口量仍达到500万吨，在历史上仅次于2020年水平；随着猪价持续低迷，进口量继续下滑，2022年全国猪肉产品进口量287万吨，猪肉进口量回落至正常水平。

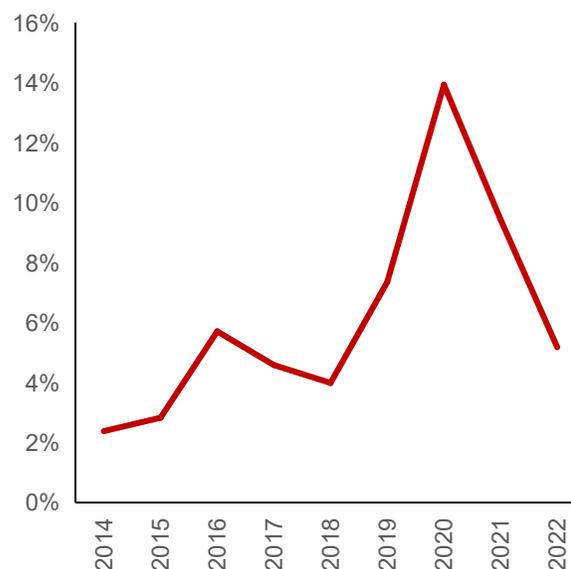
图表29：猪肉产品进口量及同比增速



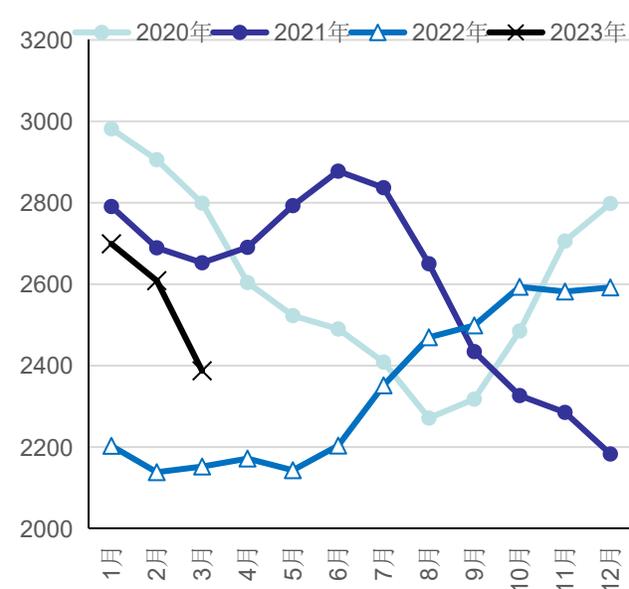
图表30：猪肉及猪杂碎月度进口量，万吨



图表31：猪肉进口量占猪肉产量比重



图表32：进口猪肉价格走势图，美元/吨



资料来源：wind，华安证券研究所



## 1.3.4 生猪养殖业持续去产能，猪病有望加速产能去化

- ✓ **生猪养殖行业正处于去产能阶段。**3月能繁母猪存栏量延续今年以来的跌势。根据农业部数据推演，能繁母猪存栏量在2022年4月达到最低点，对应今年3、4月生猪出栏量会处于本轮周期最低水平，然而，自去年12月以来，行业持续亏损，3、4月猪价也未有起色，市场或低估了生产效率提升对猪价的负面影响，2023年猪价或整体低迷，生猪养殖业有望持续去产能；
- ✓ **带毒生产意愿低。**非瘟流行数年，强毒株、中等毒力毒株、低毒力毒株现已同时存在。带毒生产与生猪价格直接相关，由于母猪带毒生产死胎率高，只有在高猪价前提下，养殖户才会选择母猪带毒生产，低猪价的选择多是清场；
- ✓ **南方雨季大概率演绎北方冬季去产能；**
- ✓ **需持续关注二次育肥变化。**



## 1.4.1 上市猪企出栏增速明显分化

- ✓ 2022年，上市猪企出栏量（万头）从高到低依次为，牧原股份6120、温氏股份1791、新希望1461、正邦科技845、傲农生物519、大北农443、天邦食品442、中粮家佳康407、唐人神216、天康生物203、巨星农牧150、金新农126、华统股份121、神农集团93、东瑞股份52、罗牛山50、正虹科技17；出栏量同比增速从高到低依次为，华统股份776%、傲农生物60%、牧原股份52%、新希望46%、东瑞股份42%、唐人神40%、神农集团40%、温氏股份35%、罗牛山27%、天康生物26%、中粮家佳康18%、金新农18%、大北农3%、天邦食品3%、正虹科技-32%、正邦科技-43%；
- ✓ 2023年1-3月，上市猪企出栏量（万头）从高到低依次为，牧原股份1384.5、温氏股份559.5、新希望471.5、正邦科技172.6、大北农143.8、傲农生物138.6、天邦食品132.8、中粮家佳康126.9、唐人神78.4、天康生物56.9、华统股份53.4、神农集团35.3、金新农27.7、东瑞股份21.0、罗牛山16.7、正虹科技6.0；出栏量同比增速从高到低依次为，华统股份229%、唐人神105%、神农集团88%、东瑞股份67%、正虹科技64%、罗牛山61%、天康生物51%、温氏股份39%、大北农34%、天邦食品32%、傲农生物32%、新希望28%、中粮家佳康9%、牧原股份0%、金新农-17%、正邦科技-29%。



图表33: 主要上市猪企销量及同比增速, 万头

	牧原	温氏	天邦	正邦	天康	金新农	新希望	唐人神	傲农	大北农	家佳康	东瑞	正虹	华统	罗牛山	神农	新五丰
出栏量, 万头																	
2017	724	1,904	101	342	32	37					223				18		
2018	1,101	2,230	217	554	65	24	255				255				26		
2019	1,025	1,852	244	578	84	40	355	84	66	163	199				20		49
2020	1,812	955	308	956	135	80	829	102	135	185	205		7		15		33
2021	4,026	1,322	428	1,493	160	107	998	154	325	431	344	37	24	14	39	65	77
2022	6,120	1,791	442	845	203	126	1,461	216	519	443	407	52	17	121	50	93	179
2023Q1	1,385	560	133	173	57	28	472	78	139	144	127	21	6	53	17	35	60
同比增速 (%)																	
2018	52	18	114	61	100	-35	49				14				43		
2019	-7	-17	12	4	30	71	39		58	-2	-22				-25		
2020	77	-48	26	65	60	103	134	22	104	13	3		-55		-21		
2021	122	39	39	56	19	33	20	51	141	133	68	22	239		156		
2022	52	35	3	-43	26	18	46	40	60	3	18	42	-32	776	27	40	132
2023Q1	32	-29	51	-17	28	105	32	34	9	67	64	229	61	32	-29	88	144

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所



图表34: 部分上市猪企年度历史出栏量和2023年出栏计划, 万头

	牧原	温氏	天邦	正邦	天康	新希望	傲农	大北农	家佳康	东瑞	华统	巨星	新五丰
<b>2019</b>	1,025	1,852	244	578	84	355	66	163	199				49
<b>2020</b>	1,812	955	308	956	135	829	135	185	205				33
<b>2021</b>	4,026	1,322	428	1,493	160	998	325	431	344	37	14		77
<b>2022</b>	6,120	1,791	442	845	203	1,461	519	443	407	52	121	150	179
<b>2023计划</b>	6500-7100	2600	N. A.	N. A.	280-300	1850-2000	600	600	450	100	250	300	400

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

## 1.5.2 上市猪企盈利能力明显分化

对照2021年以来主要上市猪企季度头均净利润，各家上市猪企头均净利明显分化，其中，牧原股份的盈利能力和稳定性最强。

图表35：主要上市猪企季度净利润及头均净利对照表，万头、亿元、元/头

	牧原	温氏	天邦	正邦	天康	金新农	新希望	唐人神	傲农	大北农	家佳康	东瑞	正虹	华统	罗牛山
<b>出栏量</b>															
2021Q1	772	210	110	258	36	22	228	46	53	76	80	10	4	3	8
2021Q2	972	259	75	442	38	23	218	41	72	90	87	7	5	3	10
2021Q3	867	429	96	484	48	17	235	28	79	129	93	7	6	5	9
2021Q4	1,416	424	147	309	39	45	317	39	119	136	84	12	10	3	12
2022Q1	1,382	402	100	243	38	34	370	38	105	107	116	13	4	16	10
2022Q2	1,746	398	107	242	55	33	315	48	130	91	111	12	6	32	13
2022Q3	1,394	441	101	218	57	29	305	56	138	102	76	12	4	35	13
2022Q4	1,598	549	133	143	52	30	471	73	147	143	108	16	3	36	13
2023Q1	1,385	560	133	173	57	28	472	78	139	144	127	21	6	53	17
<b>头均净利</b>															
2021Q1	902	-134	182	81	837	92	61	605	299	513	1,060	1,789	-139	2,417	567
2021Q2	263	-1,127	-1,134	-371	-157	85	-1,630	-246	-455	122	833	632	-1,769	1,167	-132
2021Q3	-95	-1,213	-2,135	-1,281	-892	-1,914	-1,272	-2,031	-429	-303	915	68	-2,176	-2,139	-1,702
2021Q4	-127	-708	-1,204	-3,621	-2,308	-1,556	-1,006	-1,923	-857	-404	-56	-215	-30	-6,191	-2,398
2022Q1	-375	-821	-670	-1,000	-441	-441	-778	-395	-333	-215	-177	-254	-1,223	-543	-279
2022Q2	-86	-289	-130	-766	-188	-108	-400	19	-251	-305	-1,069	-231	-496	90	60
2022Q3	588	703	490	-1,544	336	512	470	311	75	178	-238	528	-196	294	210
2022Q4	736	638	-384	-4,028	-370	192	264	137	-318	269	1,156	243	-1,097	115	617
2023Q1	-87	-304	-500	-683	-370	-357	-358	-434	-130	-212	-84	-910	-482	-197	287

资料来源：公司公告，华安证券研究所



图表36: 主要上市猪企ROE对照表

	牧原	温氏	天邦	正邦	天康	金新农	新希望	唐人神	傲农	大北农	家佳康	东瑞	正虹	华统	罗牛山
2002							11						4		3
2003			9		21		10						1		2
2004			29	29	19		9						-40		1
2005			27	24	21		11						1		-8
2006			21	26	24		12			27			6		-7
2007			9	16	13	31	13	13		26			-22		29
2008			27	9	15	57	8	13		27			3		6
2009	44		14	13	14	43	12	15		39			2		4
2010	27		10	7	12	31	16	17		14			2		2
2011	62		8	12	7	9	31	10		15			1	24	3
2012	38		11	7	9	7	17	11		18			1	17	1
2013	27		25	-3	12	5	16	8	31	17	-62		-6	14	2
2014	4		6	3	12	8	14	5	32	15	-17	-17	6	14	3
2015	27	35	17	14	11	12	12	4	13	11	6	13	1	11	4
2016	51	43	30	29	16	10	12	8	21	10	21	44	0	12	3
2017	28	22	10	9	15	4	11	10	19	13	9	17	3	11	4
2018	3	12	-21	3	10	-18	8	4	5	5	-13	2	11	12	10
2019	35	36	4	22	17	9	21	6	4	5	26	58	2	10	1
2020	74	17	60	45	32	7	16	26	30	19	42	77	6	8	2
2021	13	-34	-73	-4068	-12	-46	-29	-20	-74	-4	-5	9	-48	-12	-11
2022	21	15	13		4	1	-6	2	-50	1	4	1	-40	4	2
历史均值	32	18	12	-211	14	11	11	8	3	15	1	23	-5	10	3
2014-2018	17	28	7	9	11	3	10	5	18	10	-1	12	4	12	4
2018-2022	23	4	-3	-1058	9	-12	0	3	-16	4	9	29	-11	3	0

资料来源: wind, 华安证券研究所



## 1.5.3 上市猪企资产负债率明显分化

图表37: 主要上市猪企资产负债率对照表, %

	牧原	温氏	天邦	正邦	天康	金新农	新希望	唐人神	傲农	大北农	家佳康	东瑞	正虹	华统	罗牛山
2002							41								
2003			62		53		43						40		38
2004			68	63	53		42						58		33
2005		47	61	61	58		37						57		40
2006		41	67	63	41		39			61			52		46
2007		36	46	51	40	52	50	67		65			59		36
2008		42	48	52	38	39	50	59		60			49		26
2009	50	46	43	64	57	42	45	58		54			48		33
2010	54	42	50	57	45	40	46	60		21			53		43
2011	51	36	55	59	51	14	43	26		24			45	44	50
2012	52	37	56	70	51	14	41	31		25			50	48	58
2013	61	47	67	75	40	19	43	34	85	36	89		39	52	58
2014	53	40	67	67	38	17	34	46	77	40	70	62	31	44	57
2015	50	30	43	64	37	32	31	32	67	33	64	60	27	47	59
2016	56	24	43	49	40	43	32	37	65	34	47	42	29	40	43
2017	47	32	31	60	48	47	38	35	62	39	45	47	33	22	41
2018	54	34	62	68	61	63	43	39	69	41	53	47	27	34	35
2019	40	29	62	68	54	51	49	48	74	39	62	33	18	45	36
2020	46	41	43	59	56	50	53	43	68	46	53	31	33	55	49
2021	61	64	80	93	55	66	65	58	87	53	52	16	69	70	61
2022	54	56	80	148	50	69	68	60	82	58	55	34	85	62	62

资料来源: wind, 华安证券研究所



## 1.6 猪企估值先于基本面调整到位，生猪养殖股配置正当时

- ✓ 在生猪养殖周期底部区域，我们通常选用头均市值作为主要估值方法，截至2020年末最低头均市值（用市值除以当年出栏量），温氏股份3421元（已扣除肉鸡300亿市值）、牧原股份3270元、天邦股份2084元、中粮家佳康1653元。最低头均市值均于2018年达到，适逢猪周期下行，并遭遇金融去杠杆、中美贸易摩擦等极端事件影响。
- ✓ 2023年5月8日，按照2023年生猪出栏量，我们预计温氏股份头均市值4961元、牧原股份头均市值4257元、天邦食品头均市值1532元、中粮家佳康头均市值1850元。由此可见，一、二线龙头猪企估值已跌至低位，上市猪企估值已先于基本面调整到位，生猪养殖行业配置正当时。

图表38：主要上市猪企历史头均市值对照表

	年份	牧原	温氏	天邦	天康	新希望	傲农	大北农	家佳康	东瑞	华统	巨星	新五丰
出栏量 (万头)	2022	6,120	1,791	442	203	1,461	519	443	407	52	121	150	179
	2023E	6500-7100	2,600	575	280-300	1850-2000	600	600	450	100	250	300	400
头均市值 (元, 对应23年出栏)		3,593	3,612	1,532	2,567	2,875	1,400	2,300	1,860	5,300	3,960	4,700	2,775



## 目录

• 猪企估值先于基本面调整到位，生猪养殖股配置正当时

• 白羽鸡商品代价格或于年底启动，黄羽鸡行业有望维持正常盈利

• 疫苗景气度与猪价高度相关，非瘟疫苗进展值得期待

• 宠物国产品牌百花齐放，海外出口静待回暖

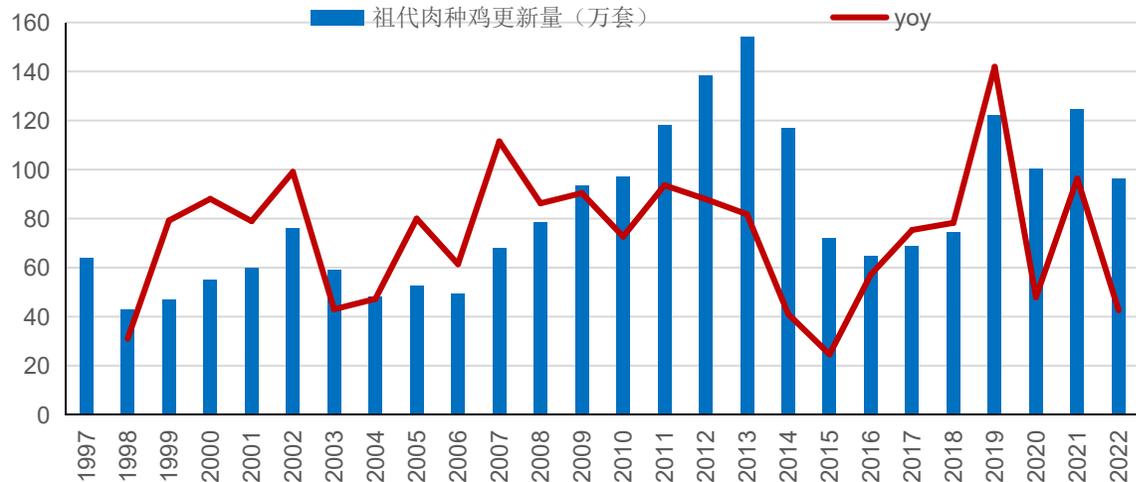
• 风险提示



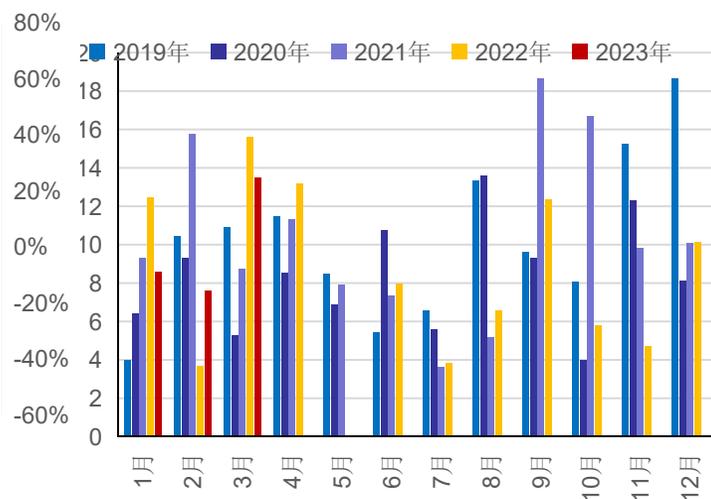
## 2.1.1 白羽祖代更新量：2022年同比降25%，23Q1同比降7%

- ✓ 2014年1月我国成立白羽肉鸡联盟，加强行业源头祖代鸡引种管理，改变了行业引种的无序状态，引种量由历史高峰2013年的154万套下降至2014年118万套。2015年，美国、法国相继爆发禽流感，我国对两国实施了祖代鸡引种禁令，引种量进一步锐减至72万套。2017年初，波兰、西班牙等地连续爆发高致病性禽流感，导致我国引种禁令再度升级，全年祖代肉种鸡引种及自繁量降至68.71万套；
- ✓ 2018年我国祖代肉种鸡更新量上升至74.54万套，2019年大幅攀升至122.35万套，祖代严重供过于求；2020年我国祖代肉种鸡更新量100.28万套，同比下降18%，祖代供需平衡；2021年我国祖代肉种鸡更新量124.62万套，同比增长24.3%；2022年，全国白羽祖代更新量96.34万套，同比下降24.5%，祖代更新量大幅下降的主要原因是，欧美爆发高致病性禽流感。2023年1-3月全国祖代更新量29.68万套，同比下降6.5%，若海外高致病性禽流感相对可控，我们预计2023年祖代更新量上限在130万套，其中，安伟捷和利丰供种60万套，圣农供种20-25万套，峪口和新广供种5-10万套，科宝自繁40万套。

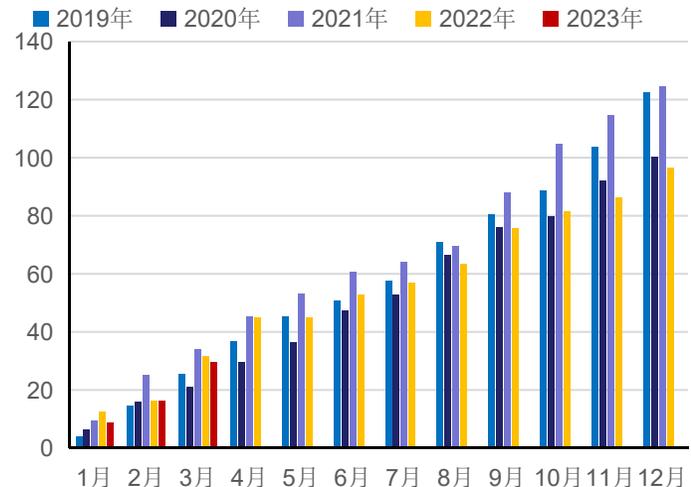
图表39：白羽祖代肉种鸡引种及更新走势图



图表40：白羽祖代肉种鸡单月引种量，万套



图表41：白羽祖代肉种鸡累计引种量，万套



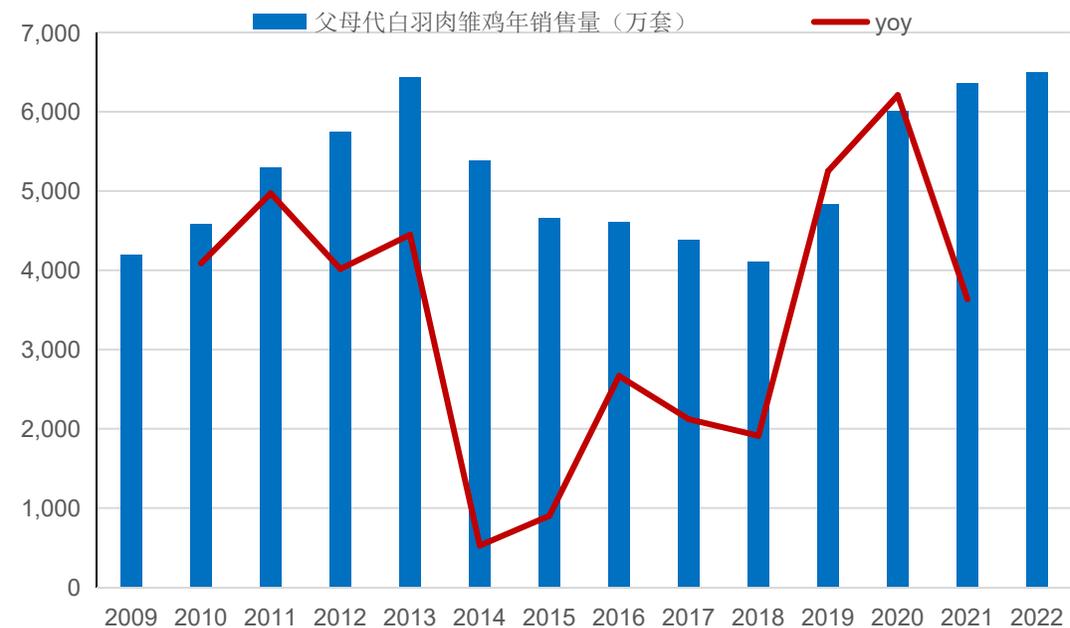
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，中国禽业分会，华安证券研究所



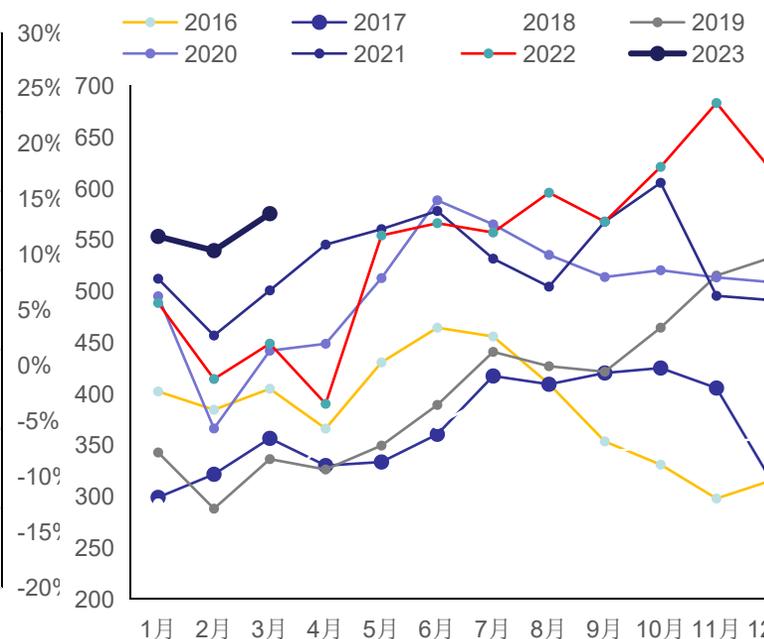
## 2.1.2 父母代销量：2022年和2023Q1同比双升

✓ 2020-2022年，我国父母代鸡苗年销量分别达到6007万套、6366万套、6502.17万套，同比分别增长24.3%、6.0%、2.1%。2023年1-3月，父母代雏鸡1667.79万套，同比增加23.4%；

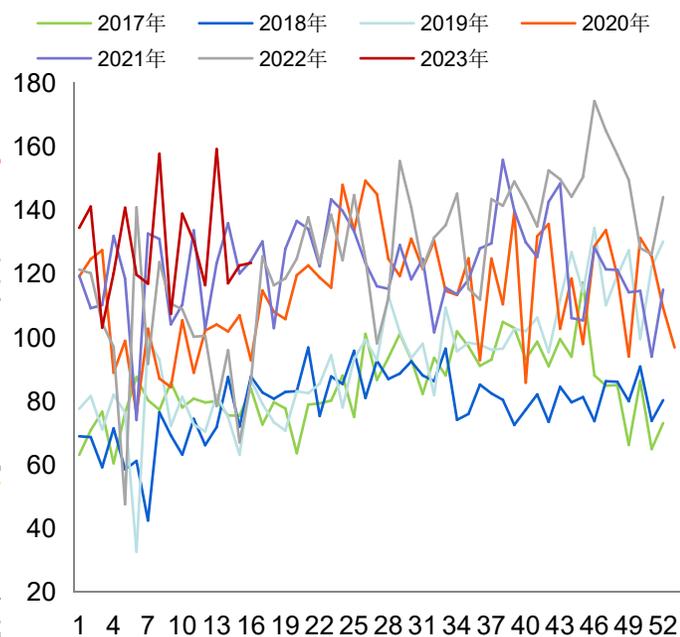
图表42：2009-2022年父母代种鸡苗年销量对照图，万套



图表43：父母代种鸡苗月均销量图，万套



图表44：父母代种鸡苗周销量对照图，万套



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，华安证券研究所

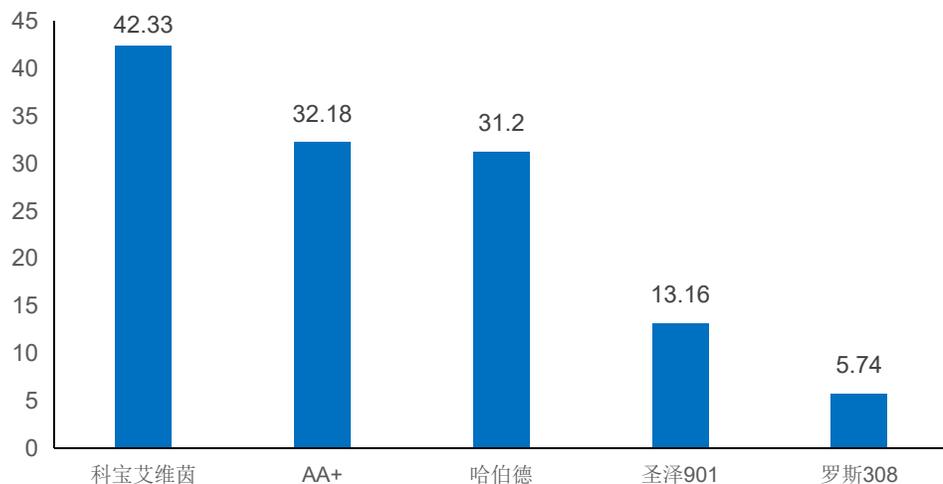


## 2.1.3 种鸡性能明显下降

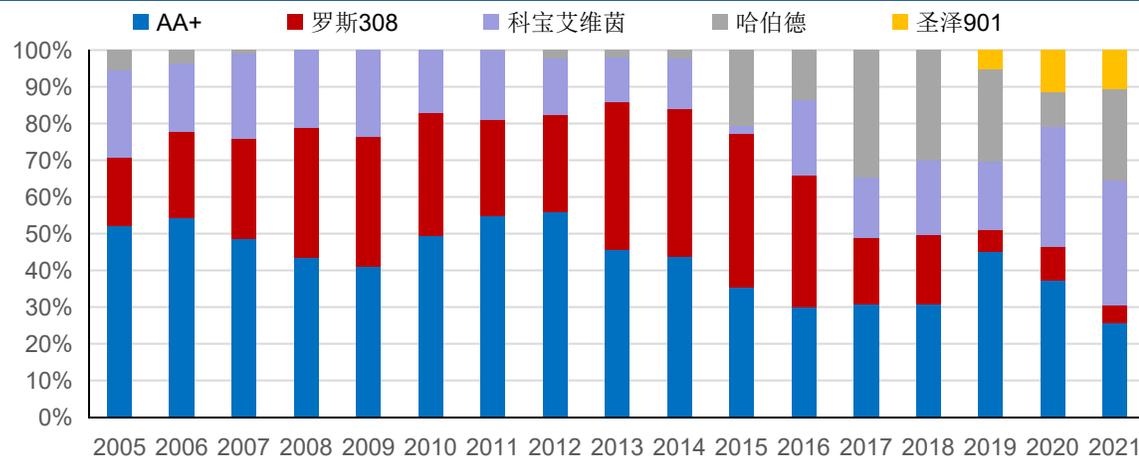
根据我们前期草根调研，结论如下：

- ✓ 不同品种的种鸡性能差异大。目前，一线养殖对性能的认可度从高到低排列：AA或308、利丰、科宝、国产,市场认可度也反映在父母代销售价格。有两点值得注意：①只要种鸡价差足够大，养殖户会重新选择科宝或国产种鸡，较大的价差有助于国产种鸡的推广；②种鸡性能和价差会动态变化；③国产种鸡处于调试阶段，存在提升空间；
- ✓ 种鸡性能明显下降。2016-2021年，从欧洲、新西兰进口的祖代鸡是快羽AA或308，产蛋系数180-190，且死淘率更低。然而，目前全国种鸡基本都是慢羽，产蛋系数降至150左右，死淘率自2022年开始也明显提高，最高达到20%；
- ✓ 科宝和国产种鸡的主要性能问题是体质偏弱，死淘率高。

图表45：2021年全国祖代白羽分品种更新量，万套



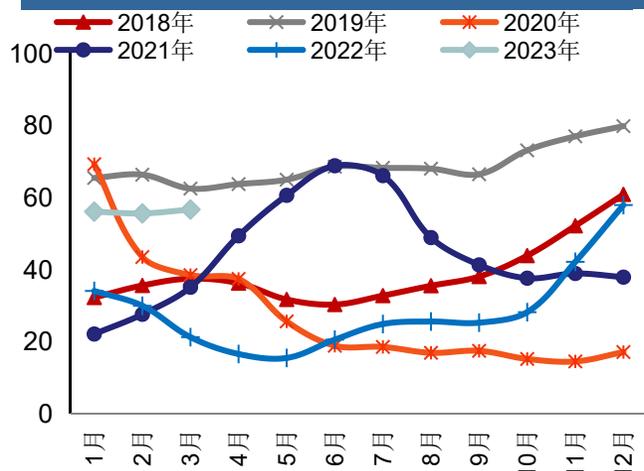
图表46：05-21年全国祖代白羽肉雏鸡分品种更新量占比图



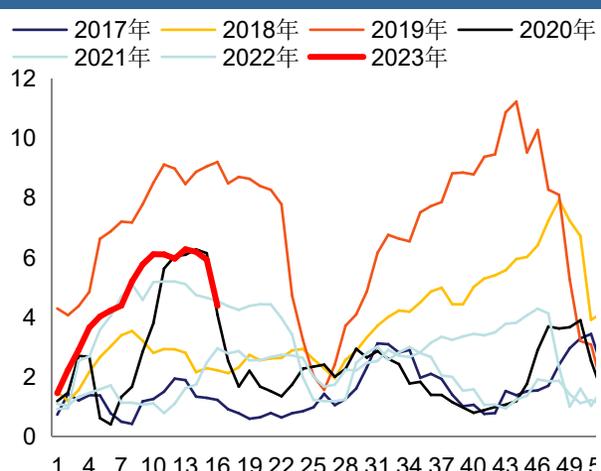
## 2.1.4 商品代价格上行周期或于2023年底启动

- ✓ 从白羽肉鸡自身周期看，父母代鸡苗价格向上周期或于2023年5月启动，商品代价格上行周期或于2023年底启动。2021年9月-2022年4月，祖代更新量相对较高，我们预计2023年4月之前，父母代鸡苗价格将维持低位；由于2022年5-8月祖代更新量较低，2023年5月开始父母代鸡苗价格有望明显回升，然而，受欧美爆发高致病性禽流感影响，我国父母代鸡苗价格已提前大幅上涨。2022年9-12月祖代更新量较5-8月虽有所上升，但整体仍处于相对低位，2023年父母代鸡苗价格有望维持相对高位；
- ✓ 从祖代角度看，2021年我国祖代更新量124.62万套，处于历史相对高位，对应2023年商品代毛鸡和鸡产品价格应相对偏弱，2022年祖代更新量降至96.34万套，对应2024年商品代毛鸡和鸡产品价格有望明显回升。从父母代角度看，2022年5月-2023年3月父母代鸡苗销量处于历史高位，商品代价格上行周期或于2023年底启动；值得注意的是，种鸡整体性能明显下降，或致商品代价格提前上涨。

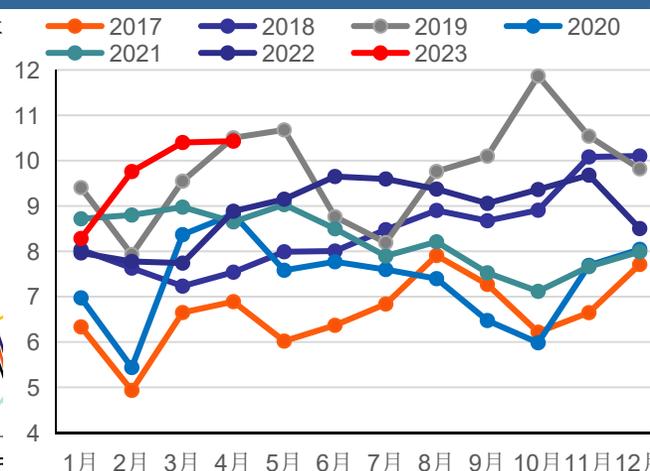
图表47: 父母代种鸡苗月度均价, 元/套



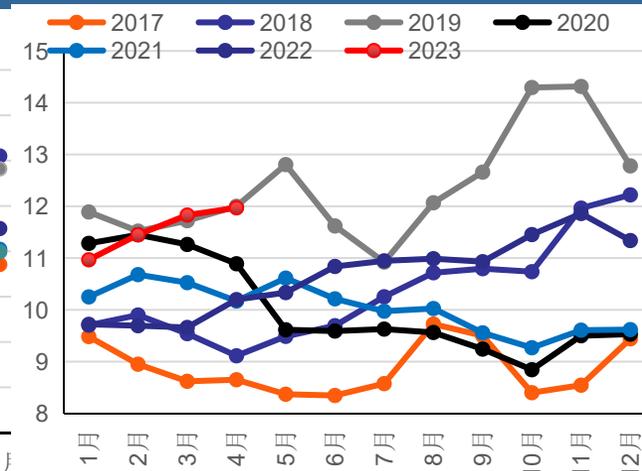
图表48: 商品代肉雏鸡销售价格, 元/只



图表49: 白羽肉毛鸡月度销售均价图, 元/



图表50: 白羽鸡产品月度销售均价, 元/公斤





## 2.2 2023年黄羽鸡行业有望维持正常盈利

- ✓ 2012-2020年，我国黄羽肉鸡祖代种鸡存栏量表现出“先减后增”的走势。2014-2017年，受“H7N9流感”和消费市场萎缩等因素影响，黄羽肉鸡市场多次遭受冲击，祖代种鸡存栏量逐年递减；2018-2020年，行业生产逐步恢复，祖代规模逐年快速增加，2019-2020年全国在产祖代黄羽肉种鸡平均存栏分别达到146.61万套、153.46万套，全国在产父母代黄羽肉种鸡平均存栏分别达到4123.33万套、4302.2万套，均创出历史新高。
- ✓ 受新冠疫情、产能增加等多重因素影响，2020年黄羽肉鸡养殖效益严重下滑，亏损程度仅次于受到“人感染H7N9疫情”事件冲击的2013年，在产祖代存栏也从2020年年中开始回落。2020-2021年黄羽鸡行业整体亏损，行业持续去产能，2022年，黄羽肉鸡行业景气度明显回升，商品代毛鸡利润最高达到4.7元/公斤，仅次于2019年高位。
- ✓ 2023年第16周（4.17-4.23），在产父母代存栏1364.5万套，处于2019年以来低位，父母代鸡苗销量115.4万套，处于2018年以来低位，我们预计2023年黄羽鸡行业可以获得正常盈利。

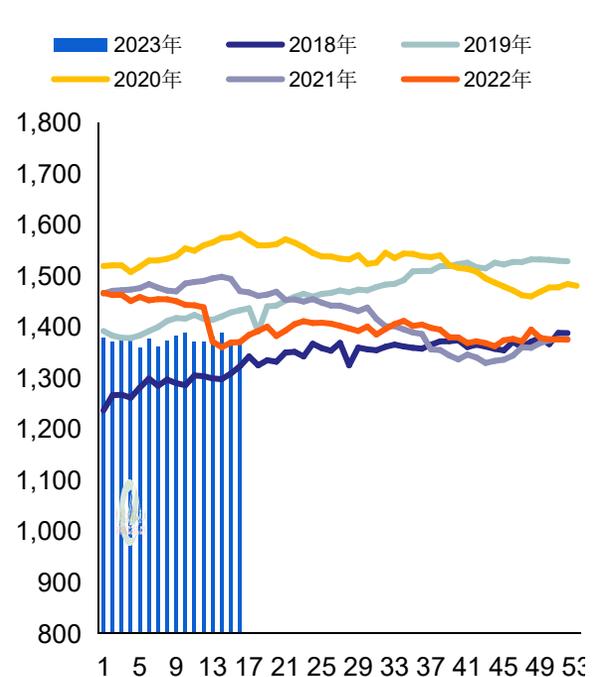
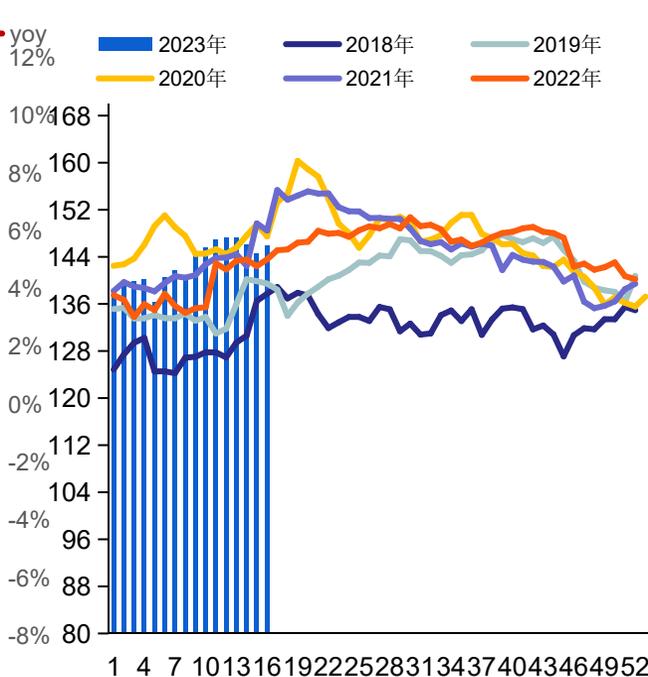
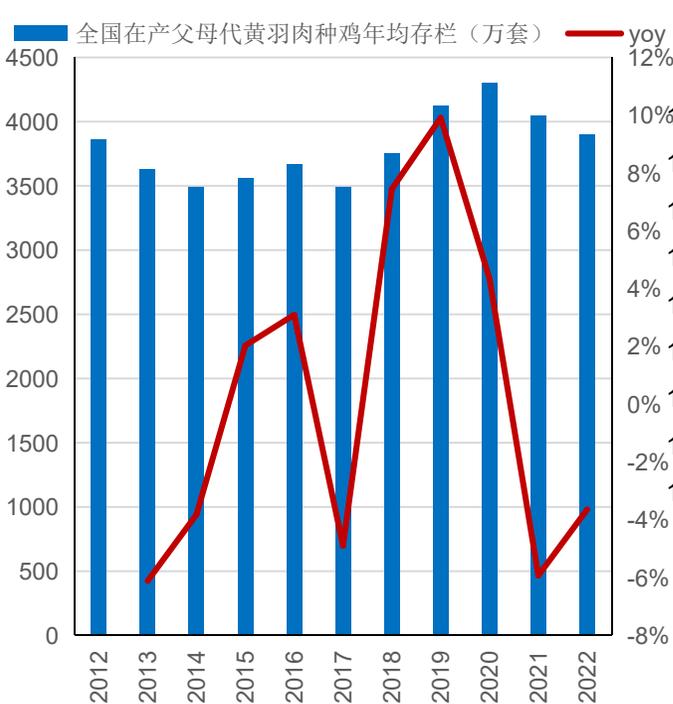
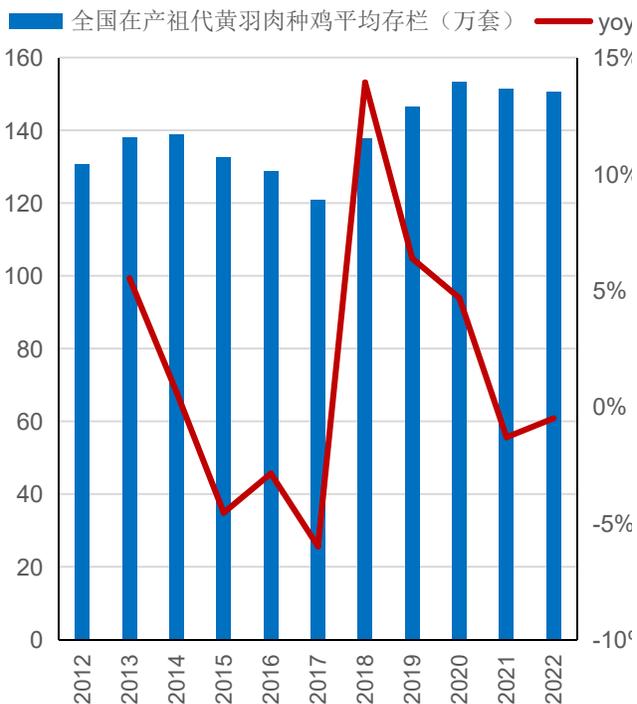


图表51: 全国在产祖代黄羽鸡平均存栏

图表52: 全国在产父母代黄羽鸡平均存栏

图表53: 监测企业在产祖代周度存栏, 万套

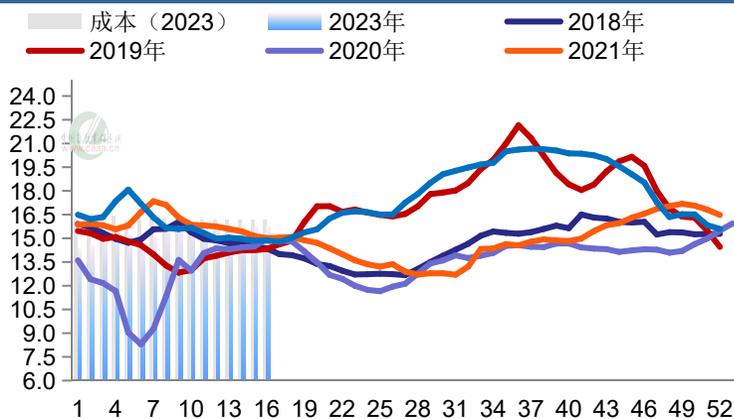
图表54: 全国在产父母代周度存栏, 万套



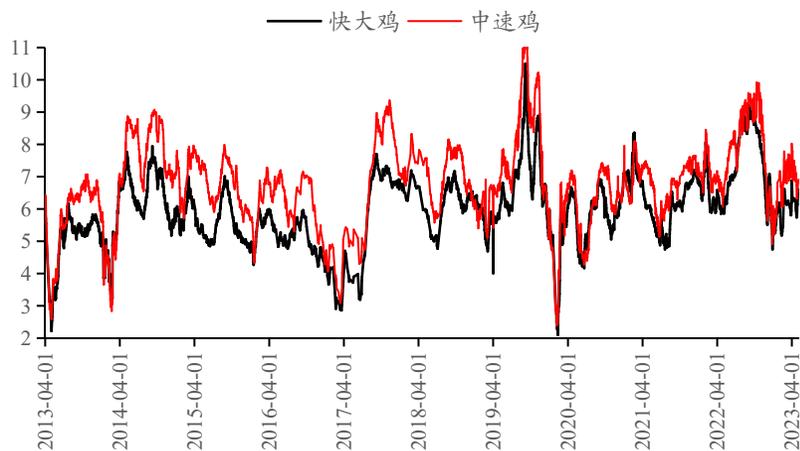
资料来源: 中国畜牧业协会, 华安证券研究所



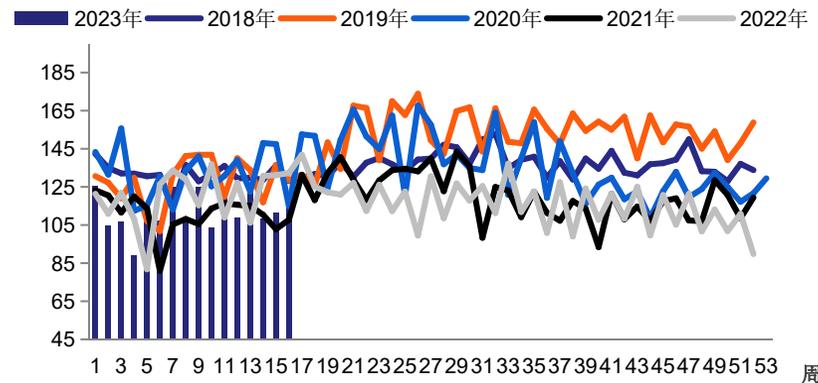
图表55: 全国部分黄羽肉毛鸡利润对照图, 元/公斤



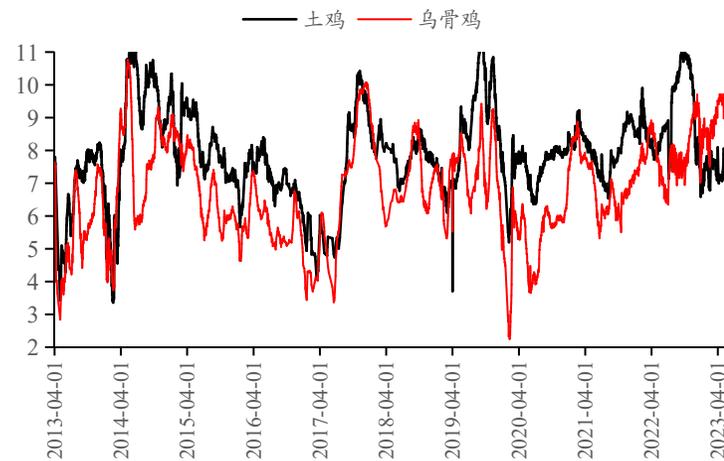
图表57: 黄羽鸡(快大鸡、中速鸡)价格图, 元/斤



图表56: 全国父母代黄羽肉雏鸡销量, 万套



图表58: 黄羽肉鸡(土鸡、乌骨鸡)价格图, 元/斤





## 目录

• 猪企估值先于基本面调整到位，生猪养殖股配置正当时

• 白羽鸡商品代价格或于年底启动，黄羽鸡行业有望维持正常盈利

• 疫苗景气度与猪价高度相关，非瘟疫苗进展值得期待

• 宠物国产品牌百花齐放，海外出口静待回暖

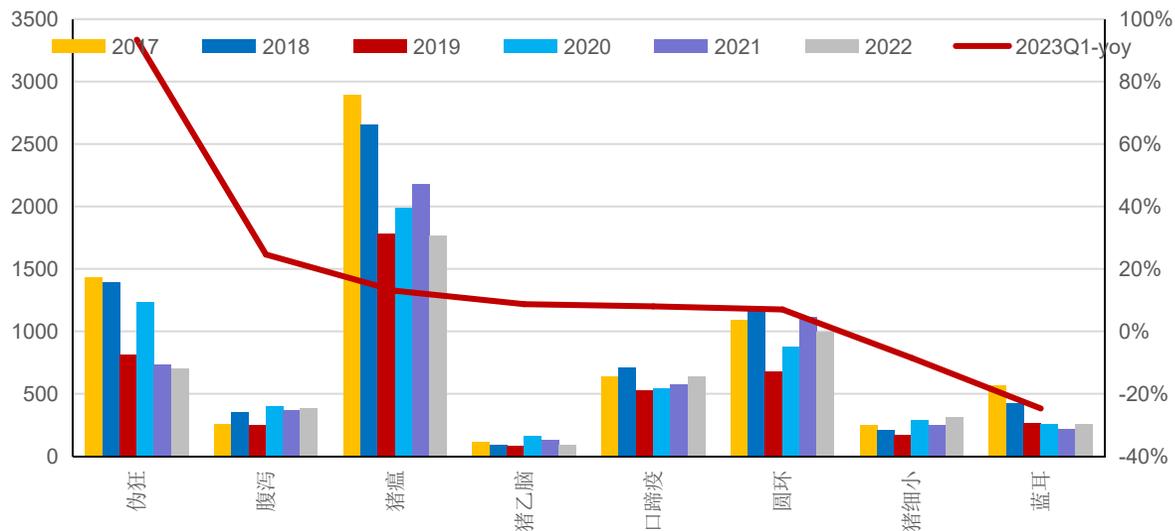
• 风险提示



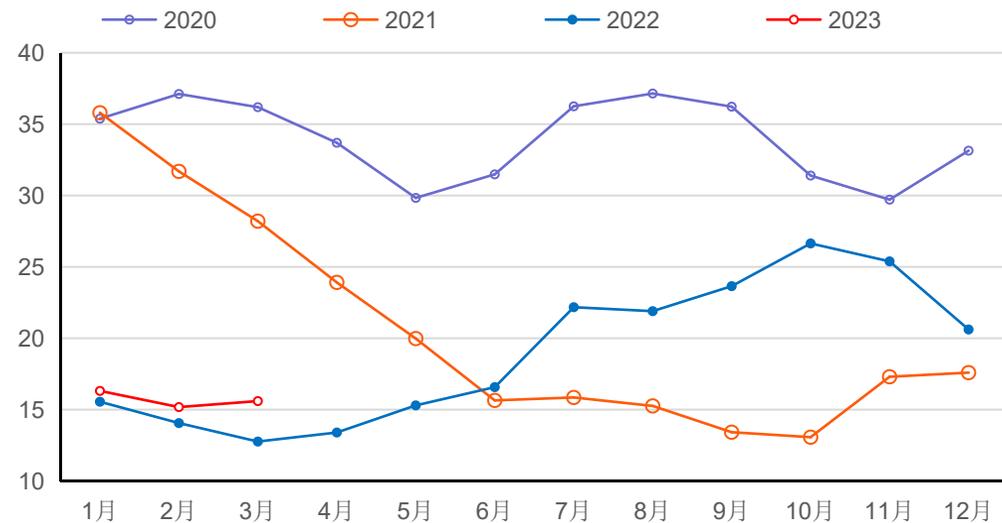
### 3 疫苗景气度与猪价高度相关，非瘟疫苗进展值得期待

- ✓ 疫苗景气度与猪价高度相关。2021年猪价步入下行周期，猪用疫苗批签发数据同比增速由高到低依次为，猪圆环疫苗27.9%、猪瘟疫苗9.3%、口蹄疫苗5.1%、腹泻苗-8.3%、猪细小病毒疫苗-14.1%、高致病性猪蓝耳疫苗-14.7%、猪乙脑疫苗-19.4%、猪伪狂犬疫苗-40.4%。
- ✓ 由于2022年1-4月猪价低迷，猪用疫苗景气度处于低位，批签发数据同比均大幅下滑；2022年5月养殖户逐步进入盈利期，对应猪用疫苗景气度也开始明显回升，2022年，猪用疫苗批签发数同比增速由高到低依次为，猪细小病毒疫苗24.8%、高致病性猪蓝耳疫苗15.9%、口蹄疫苗11.4%、腹泻苗4.9%、猪伪狂犬疫苗-4.9%、猪圆环疫苗-11.1%、猪瘟疫苗-18.8%、猪乙型脑炎疫苗-27.1%。

图表59：2017-2023.3主要猪用疫苗批签发对照图



图表60：2020-2023年月度猪价对照图





- ✓ 2022年12月至今，生猪养殖行业再次陷入持续亏损，但2023Q1猪价高于2022Q1，2023Q1猪用疫苗批签发数据同比仍以增长为主，批签发数同比增速由高到低依次为，猪伪狂犬疫苗93.4%、腹泻苗24.6%、猪瘟疫苗13.0%、猪乙型脑炎疫苗8.7%、口蹄疫苗8.0%、猪圆环疫苗7.0%、猪细小病毒疫苗-8.5%、高致病性猪蓝耳疫苗-24.7%。

图表61：2022年-2023年3月主要猪用疫苗批签发数据及同比增速对照表，批次

批签发	22.1-2	22.3	22.4	22.5	22.6	22.7	22.8	22.9	22.10	22.11	22.12	23.1-2	23.3
猪细小	41	18	36	17	31	29	25	26	30	29	30	35	19
猪乙脑	13	10	2	14	23	17	8	5	0	2	0	14	11
腹泻	44	25	26	16	29	37	29	39	62	40	38	54	32
伪狂	54	52	41	38	43	38	51	61	63	162	96	73	132
圆环	153	62	70	67	89	76	67	104	95	86	126	130	100
猪瘟	223	154	129	87	128	164	183	170	165	176	187	254	172
蓝耳	50	23	16	14	11	21	26	26	11	23	34	36	19
口蹄疫	108	66	33	24	21	58	93	78	39	42	75	137	51
批签发 yoy	22.1-2	22.3	22.4	22.5	22.6	22.7	22.8	22.9	22.10	22.11	22.12	23.1-2	23.3
猪细小	-26%	-38%	-16%	-29%	15%	61%	213%	136%	100%	263%	150%	-15%	6%
猪乙脑	-71%	-33%	-92%	8%	156%	143%	700%	0%	-100%	0%	-100%	8%	10%
腹泻	-49%	-43%	-28%	-36%	-6%	28%	26%	8%	121%	150%	217%	23%	28%
伪狂	-67%	-12%	-52%	15%	-14%	-55%	50%	-6%	17%	268%	57%	35%	154%
圆环	-31%	-22%	-47%	-27%	13%	-12%	10%	6%	-12%	6%	60%	-15%	61%
猪瘟	-50%	-43%	-55%	-38%	7%	-20%	12%	17%	9%	83%	24%	14%	12%
蓝耳	4%	-26%	-45%	-7%	22%	5%	63%	160%	-31%	109%	127%	-28%	-17%
口蹄疫	-12%	38%	-42%	14%	50%	61%	75%	-13%	30%	0%	27%	27%	-23%



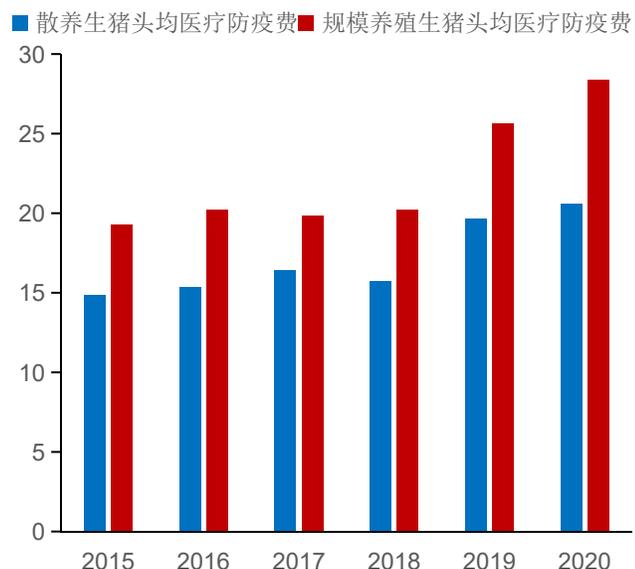
本轮周期最大的不同是养殖规模化程度加速提升，规模养殖场在土地资金、种源、疫病防控、管理水平等层面占据全方位优势，扩张速度远超行业平均，且防疫支出显著高于散养户。我们认为，随着规模养殖出栏比重的持续提升，叠加后非瘟时期猪场疫病综合防控的客观需求，国内猪用疫苗市场空间有望持续扩容。基本假设如下：

- 假设我国生猪年出栏量新平衡点6亿头，规模养殖出栏量4亿头；
- 规模养殖部分：参考头部上市猪企头均防疫成本，假设规模养殖企业疫苗成本占比2.5%，养殖完全成本新平衡点15元/公斤，出栏均重110公斤，则头均疫苗使用费约为41元/头；
- 散养部分：2020年头均防疫医疗费用为20.59元，若疫苗费用占50%，假设后期头均疫苗费用提至11元/头。

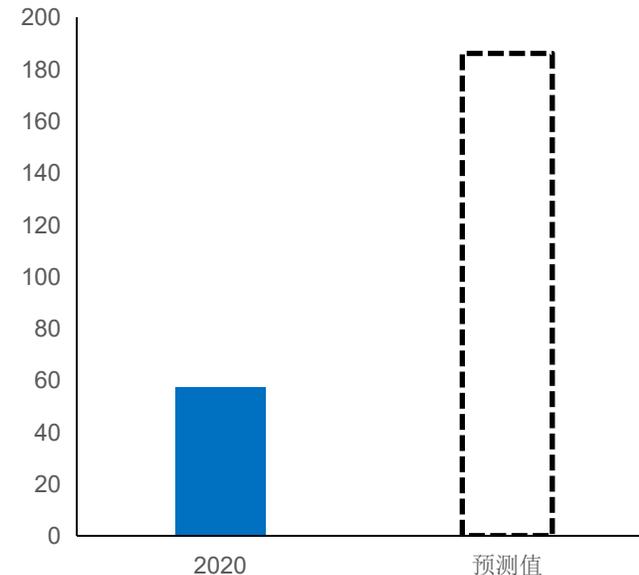


可粗略测算出在不考虑非洲猪瘟疫苗的前提下，我国猪用疫苗潜在市场空间可达186亿元，相较2020年规模57亿元，仍有非常可观的成长空间。据我们测算，非瘟疫苗若商业化应用，有望催生百亿元大单品市场，猪苗空间将显著扩容，我们将密切跟踪非瘟疫苗进展。

图表62：生猪养殖头均防疫费用（元）



图表63：猪用疫苗市场空间



图表64：非瘟疫苗潜在市场空间测算

	数量（万头）	渗透率	免疫次数	单价（元）					
				10	12	14	16	18	20
能繁母猪	2500	90%	3	6.8	8.1	9.5	10.8	12.2	13.5
生猪	50000	70%	2	47.3	56.7	66.2	75.6	85.1	94.5
市场容量（亿元）				54.0	64.8	75.6	86.4	97.2	108.0

资料来源：全国农产品成本收益汇编，中国兽药协会，华安证券研究所



## 目录

• 猪企估值先于基本面调整到位，生猪养殖股配置正当时

• 白羽鸡商品代价格或于年底启动，黄羽鸡行业有望维持正常盈利

• 疫苗景气度与猪价高度相关，非瘟疫苗进展值得期待

• 宠物国产品牌百花齐放，海外出口静待回暖

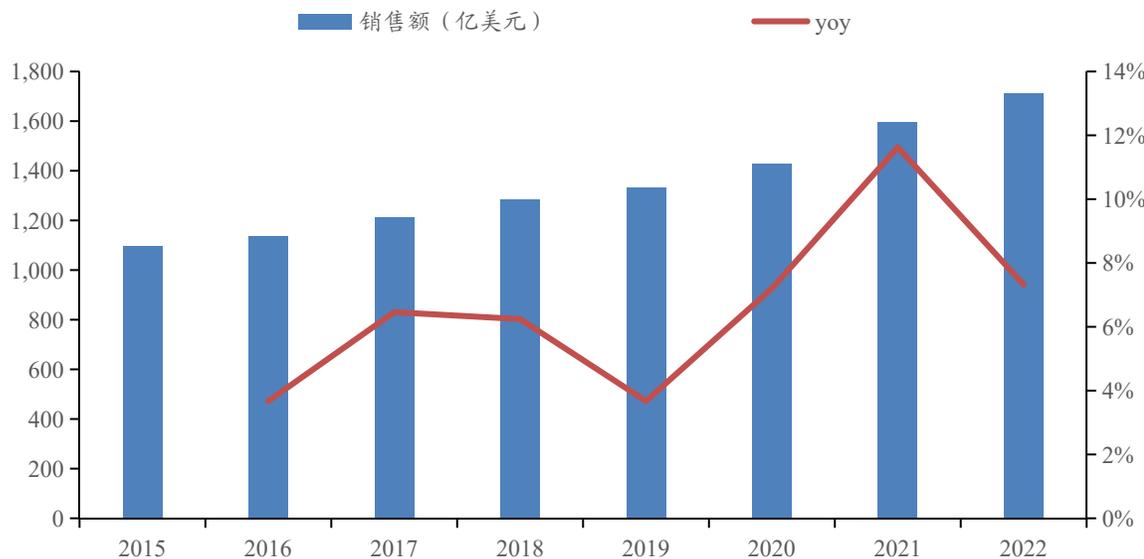
• 风险提示



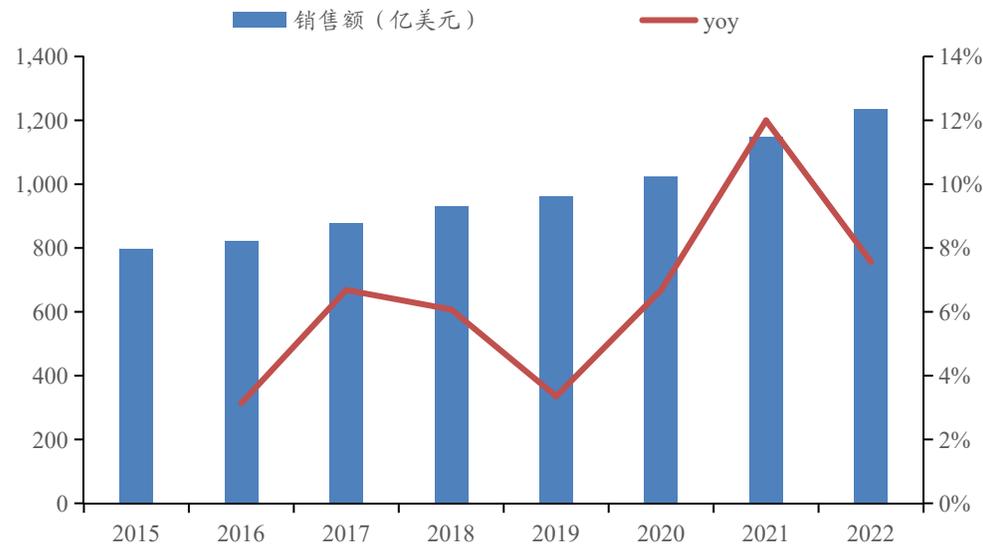
## 4.1 海外出口短期承压，去库存拐点可期

宠物产业在海外市场发展较早且在发达国家产业体系中较为成熟，近年来整体处于平稳发展阶段，人均宠物消费金额的增加以及产品升级逐渐成为行业发展的重要动力。2015-2022年全球宠物护理行业销售额从1096.9亿美元增长至1712.6亿美元，年复合增长率6.6%；其中，2022年全球宠物食品市场销售额1234.9亿元，同比增长7.6%。

图表65: 2015-2022全球宠物护理行业销售额及yoy



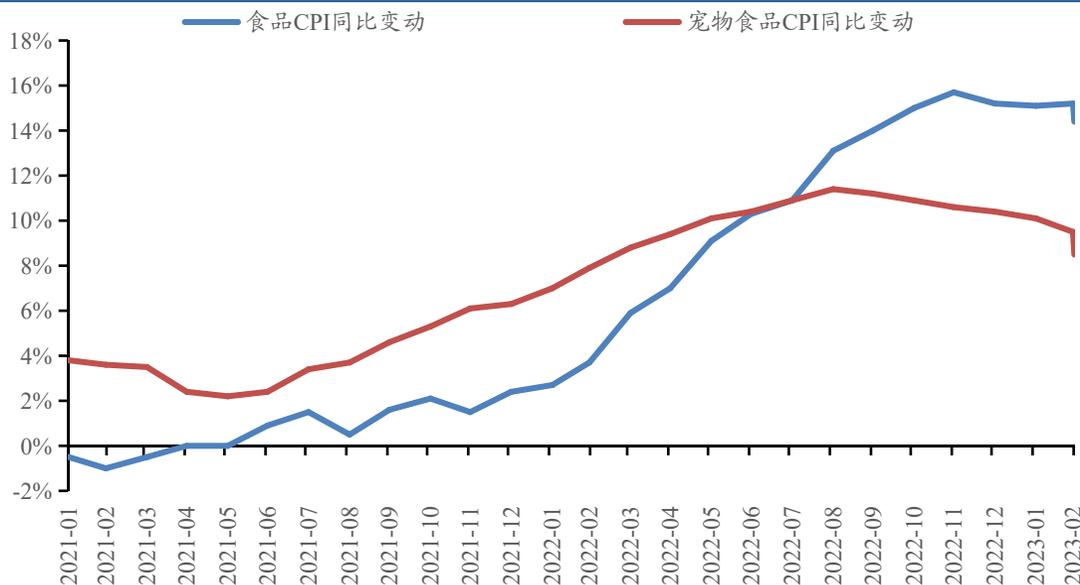
图表66: 2015-2022全球宠物食品市场规模及yoy





受困于俄乌冲突影响下的供应链问题以及超预期通货膨胀，2022年以来欧美地区宠物产品的成本及销售价格持续增长，2023年3月美国宠物产品CPI同比上涨10.3%，其中宠物食品同比上涨14.4%，远高于食品CPI 8.5%的同比上涨。宠物产品虽凭借其刚需属性表现出了较强的消费韧性，但高企的价格仍对消费者的产品需求和消费习惯产生一定影响。

图表67：2021-2023美国食品及宠物食品CPI变动



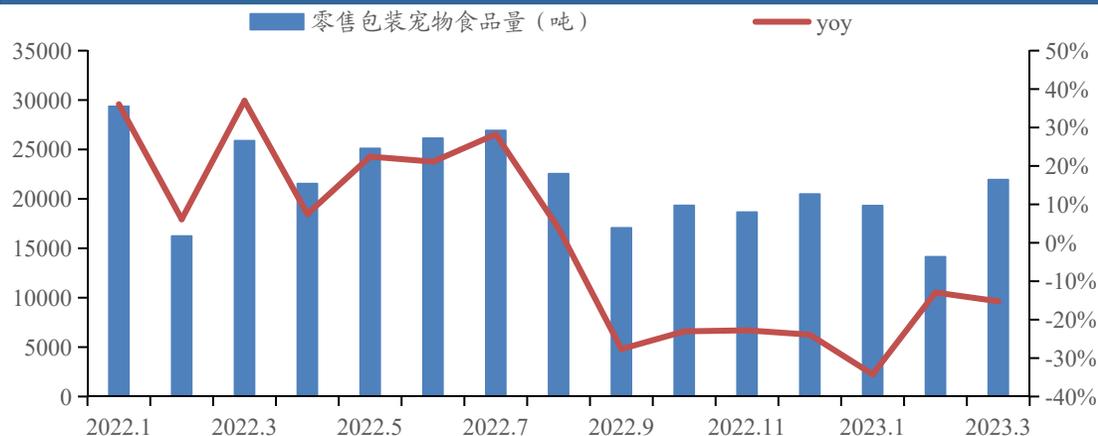
图表68：2021-2023年美国单位宠粮价格变动情况





- ✓ 我国宠物行业公司目前主要集中于宠物食品和宠物用品板块，大多仍以海外出口为主要业务，凭借国内或东南亚地区产业集群优势和劳动力优势为国际宠物品牌、零售商、大型商超等客户进行代工生产，部分企业同时通过海外业务利润反哺国内市场，打造自有品牌，完善产品矩阵并逐步向湿粮、干粮等机械化程度、毛利率相对较高的品类延伸。
- ✓ 2022年9月份以来，受海外经济环境压力以及国内出口运输恢复的影响，海外客户纷纷调整压缩库存，国内宠物产品出口承压明显。企业方面，2022Q4宠物食品企业中宠股份和佩蒂股份海外业务营收分别同比下滑27.9%和1.8%。宠物用品企业源飞宠物、天元宠物Q4营收分别同比下滑27.4%和27.5%。2023Q1，中宠股份海外营收下滑约20%，佩蒂股份海外业务营收下滑超60%，订单量月度环比虽有所改善但去库存压力仍存。
- ✓ 根据海关总署数据，2023年1-3月我国宠物食品出口量分别同比下降34.2%、12.9%、15.2%，出口金额（美元）分别同比下降33.2%、12.4%和9.6%，出口额同比下滑持续收窄，我们预计随着海外库存逐渐消化以及需求恢复，宠物食品出口有望持续迎来边际改善，海外市场拐点可期。

图表69：2022-2023零售包装宠物食品出口量及增速



图表70：2022-2023零售包装宠物食品出口金额及增速



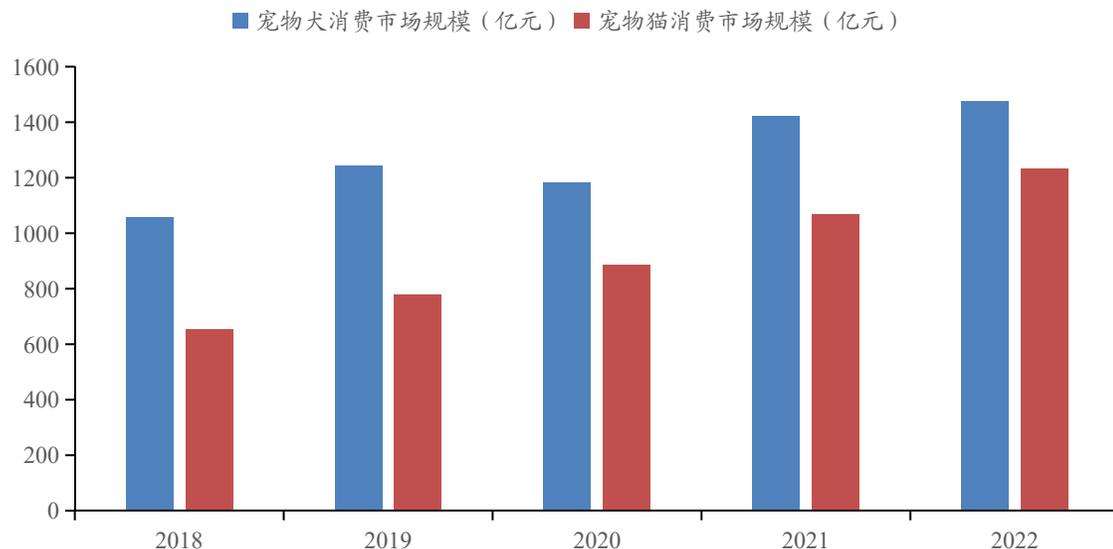
资料来源：海关总署，华安证券研究所



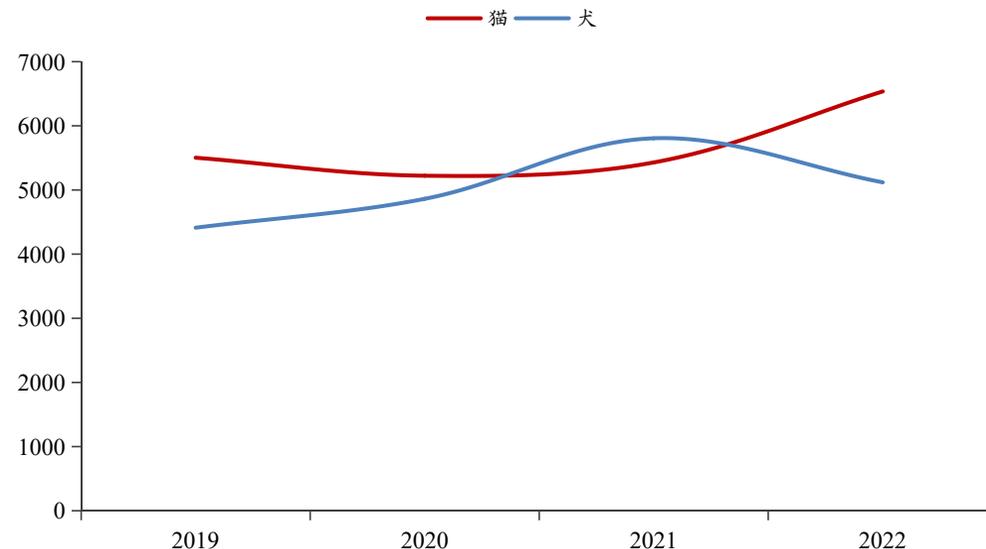
## 4.2 国内宠物行业长坡厚雪，自主品牌潜力巨大

宠物消费市场持续扩容，猫经济表现亮眼。根据宠物行业白皮书数据，2022年我国城镇犬猫宠物消费市场达2706亿元，同比增长8.7%，其中犬消费市场1475亿元，增长同比放缓至3.1%；猫消费市场规模达1231亿元，同比增长16.1%。从养宠数量来看，2022年我国城镇宠物犬数量5119万只，同比减少5.7%，宠物猫数量6536万只，同比增长12.6%。

图表71：城镇犬、猫消费市场规模变化，亿元



图表72：城镇犬猫数量变化趋势，万只





精细化、科学化饲养逐渐成为养宠趋势。伴随成分党、品质党宠物主不断涌现，宠物食品的选择也逐渐向健康化、功能化、人性化方向发展，天然、无谷粮以及低温烘焙粮越来越受到宠物主认可，越来越多的国产品牌将精细化、功能化、概念性的产品作为发展重点，通过布局趋势性的升级品类以及差异化产品获取更为确定性的增长。

图表73：它博会部分国产品牌上新情况

所属公司	品牌	产品名称	图例	概念
中宠股份	领先 TOPTREES	虎斑墨鱼罐		添加墨鱼汁，富含铁元素，帮助猫咪预防贫血
	顽皮 wanpy	55%鲜肉无谷系列		55%真鲜肉，94%动物蛋白，活菌护肠胃
		62%鲜肉无谷冻干系列		62%真鲜肉，0肉粉，90%消化率护肠道
	ZEAL	0号罐无谷主食罐系列		新西兰食材原产，94%高肉
佩蒂股份	爵安 MeatyWay	美食家-狗零食罐		真实大块肉搭配有益蔬菜
	好适嘉	彩虹食谱烘焙粮		低温烘焙，科学营养配比



目前我国宠物市场消费升级与追求性价比趋势共存，由于幼年宠物占比相对较高，部分新晋宠物主正处于从基础饲养向健康饲养、精致饲养发展的过程，宠物渗透率与宠物消费水平均有较大提升空间，随着国内科学养宠观念的普及和宠物主养宠认知的提升，优质品牌有望通过消费者教育抢占消费者心智，提升品牌认可度和市占率。

图表74：宠物主饲养观念逐渐更新

### 基础饲养

消费类目举例：猫全价粮、猫砂、猫砂盆等  
 消费者画像：宠物消费集中在基础品类，倾向于购买有优质主粮和基础用品，对新产品、健康保健方面关注较少。

### 精致饲养

消费类目举例：宠物驱虫药、宠物营养剂、宠物智能玩具等  
 消费者画像：追求高品质且更全面的饲养方式，倾向购买高口碑的食品品牌，偏好高颜值或智能化宠物用品。

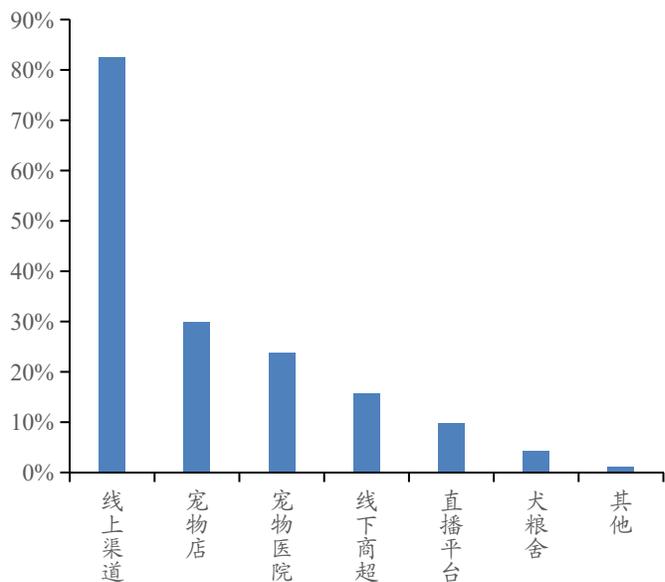
### 健康饲养

消费类目举例：猫零食、猫抓板、营养膏等  
 消费者画像：科学喂养知识逐渐丰富，在购买日常食品用品的同时，注重保障宠物均衡影响，对宠物保健/养护方面投入更多。

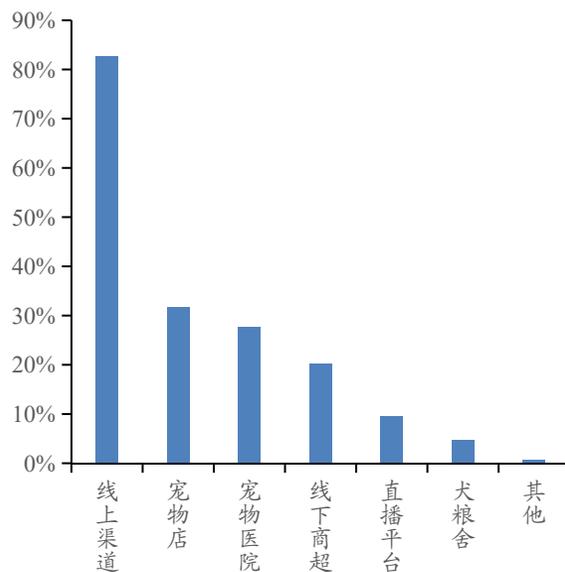


电商平台的快速发展推动国产自有品牌崛起，线上平台已成为宠物主购买宠物食品的主要渠道。根据第三方电商平台监测数据，受消费复苏以及春节后销售逐渐恢复影响，宠物食品销售维持高景气，2023年4月份天猫宠食销售额11.56亿元，同比增长8.6%，其中，犬、猫主粮销售额分别为3.04亿元和5.98亿元，同比分别增长5.1%和10.9%，看好国产宠物食品赛道长期成长性以及国产自有品牌替代逻辑。

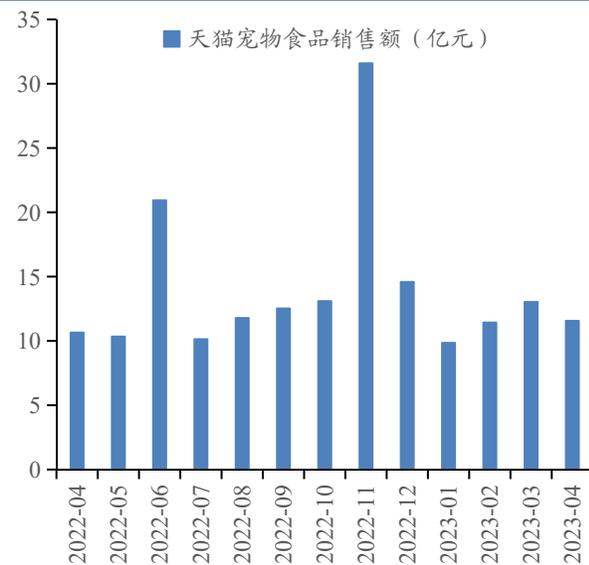
图表75：猫主粮购买渠道偏好



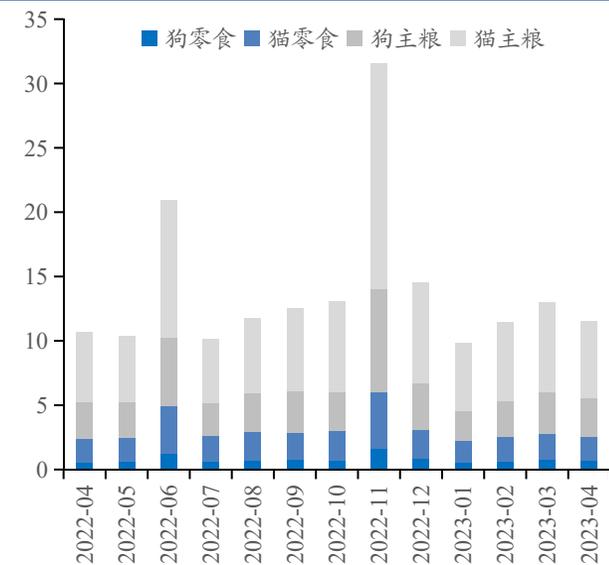
图表76：猫零食购买渠道偏好



图表77：天猫宠食销售额变化



图表78：天猫分品类宠食销售额，亿元





## 目录

• 底部估值叠加2023猪价超预期，猪股配置正当时

• 白羽鸡商品代价格或于年底启动，黄羽鸡行业有望维持正常盈利

• 猪用疫苗景气度明显回升，非瘟疫苗进展值得期待

• 宠物：国产品牌百花齐放，海外出口静待回暖

• 风险提示

## 风险提示

疫情；猪价下跌超预期；鸡价反转晚于预期。



## 重要声明

### 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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。



谢谢!