

# 把握生猪估值底部，紧跟种业变革机遇

## ——农林牧渔行业2023年中期投资策略

行业评级：看好

2023年6月14日

分析师：孟维肖

邮箱：mengweixiao@stocke.com.cn

电话：(+86) 13811259124

证书编号：S1230521120002

- **生猪养殖：左侧布局，蓄力反转。** 下半年猪价或有阶段性反弹，但距离扭亏尚需时日，2023年整体呈现下行周期；行业现金流收紧，仔猪持续掉价，有望重新驱动母猪产能加速去化。板块估值底部迎来左侧布局良机，建议积极参与。  
**左侧更重成长，首先推荐弹性较高的【新五丰】【天康生物】，重点关注【巨星农牧】【唐人神】【华统股份】；其次推荐经营稳健、确定性较高的龙头【牧原股份】【温氏股份】。**
- **肉禽：白羽鸡产能周期临近，** 目前阶段性低迷有利于去化父母代产能，叠加祖代环节的紧缺问题向父母代传导，全面的产能紧缺即将到来。  
**黄鸡景气即将复苏，** 持续的产能低位与存栏出清，下半年景气复苏有望到来，养殖效益持续高增。  
**白鸡关注：上游高弹性标的【益生股份】【民和股份】，下游产能扩张明显的鸡肉企业【圣农发展】【仙坛股份】【禾丰股份】；黄鸡推荐产能快速扩张的【温氏股份】【立华股份】，关注冰鲜黄羽鸡龙头【湘佳股份】。**
- **动保：短期受下游压制，关注新品上市催化。** 生猪基础存栏量高位支撑力量上半年动保产品需求量，由于猪价长期低迷，下游养殖业已逐步开启了产能去化进程，预计下半年动保企业经营压力将有所增大。非瘟疫苗的研发进展将成为当前动保行业最重要的催化剂，宠物经济的发展也为行业带来增长第二极。  
**推荐非瘟疫苗协助研发企业：【中牧股份】【普莱柯】【生物股份】，以及猫三联研发进展有望超预期的【瑞普生物】。**
- **种植链条：粮价高位震荡，转基因育种张弓待发。** 供需偏紧背景下，我们认为2023年下半年玉米价格仍将在高位维持弱势运行，玉米种业有望延续高景气。若转基因品种审定证书顺利发放，2023年转基因玉米商业化将正式拉开序幕。  
**推荐转基因相关标的：【隆平高科】【大北农】，关注【丰乐种业】【登海种业】【先正达】（拟上市）。**
- **宠物：海外出口恢复，国内市场兴起。** 随着海外库存逐步出清，4月宠粮出口增速回正，国产品牌不断发力国内市场提高市场份额，业绩增速将重回正轨。  
**关注中宠股份、佩蒂股份、乖宝宠物（拟上市）。**
- **风险提示：政策落地不及预期；动物疫病大规模爆发；农产品价格大幅波动；自然灾害影响；第三方数据偏差风险。**

# 目录

CONTENTS

01 生猪：左侧布局，蓄力反转

02 肉禽：白鸡产能周期临近，黄鸡景气复苏

03 动保：短期受下游压制，关注新品上市催化

04 种植链条：粮价高位震荡，转基因育种张弓待发

05 宠物：海外出口恢复，国内市场兴起

01

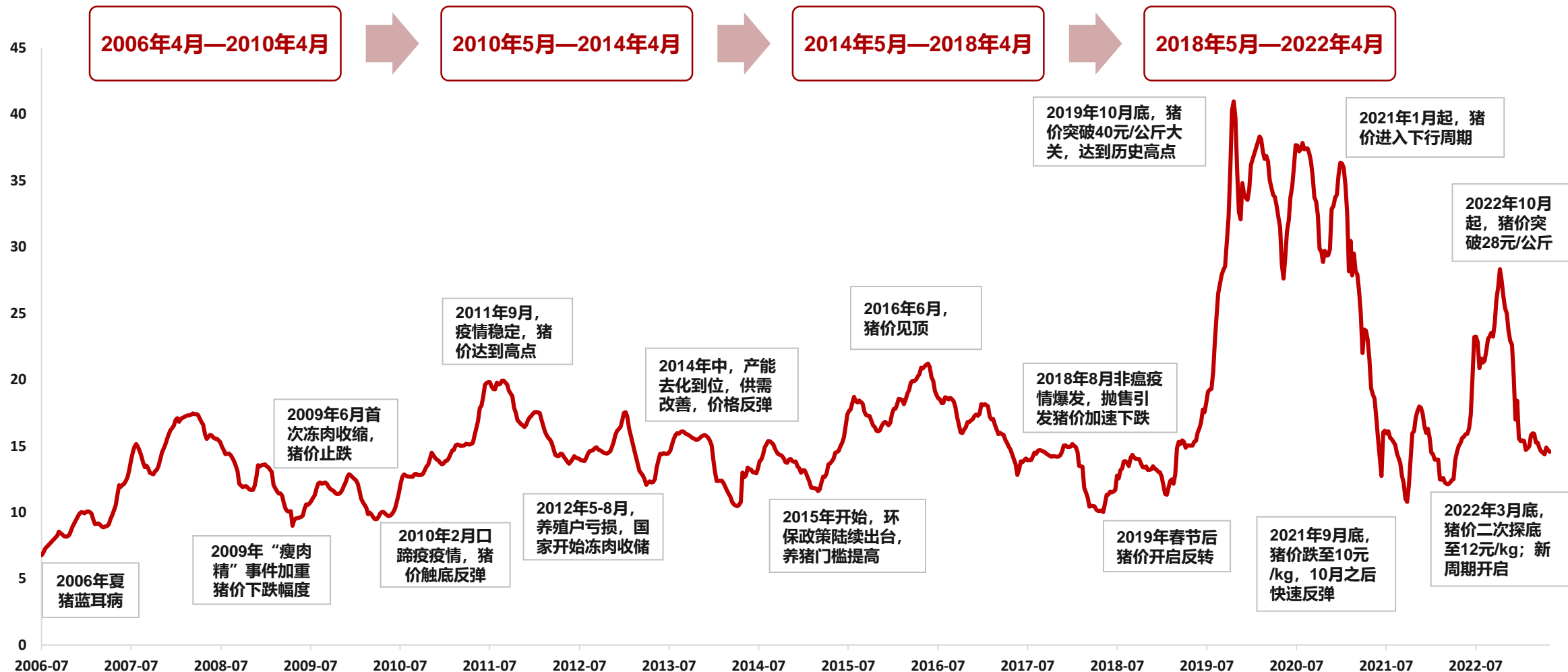
生猪

左侧布局，蓄力反转

## □ 猪周期周而复始

2006年至今，我国共完整经历了四轮猪周期，基本都是4年一个轮回，且猪价波动幅度一轮比一轮大。每一轮周期底部，在市场规律叠加环保政策或动物疫病等非市场因素的扰动下，行业产能加速出清，导致下一轮周期猪价大幅波动。

图：历史猪周期（元/公斤）



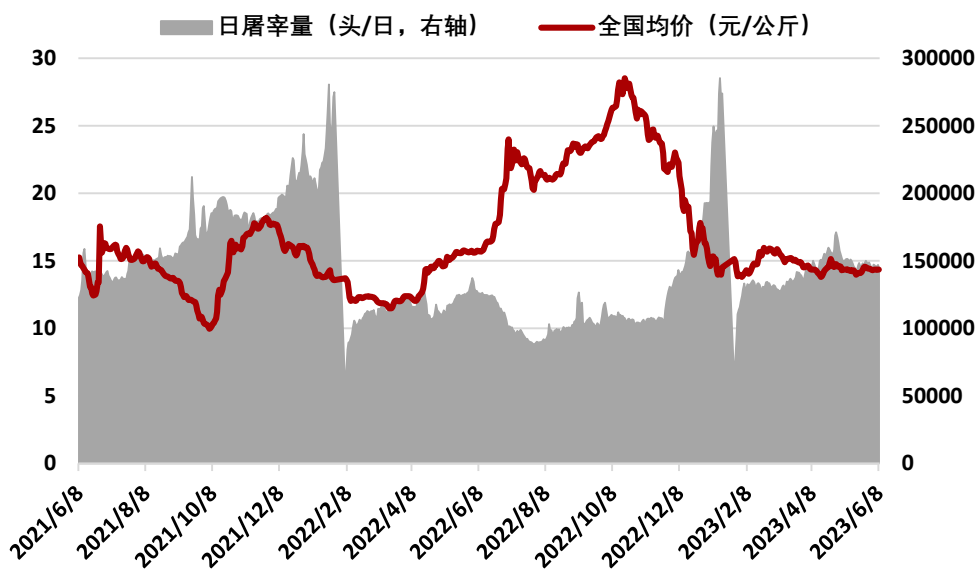
资料来源：Wind、农业农村部、浙商证券研究所

## □ 上半年猪价低迷，行业持续亏损

(1) **2022年猪价前低后高，生猪养殖利润逐季改善。**2022年全国猪价自年初进入下降通道，于4月完成二次探底后开始反转，之后延续震荡上涨走势，三季度在二次育肥的助推下，猪价于10月中旬突破28元/公斤的高点；年末则因为消费疲软叠加前期的二次育肥陆续出栏，市场供大于求，猪价震荡回落。伴随猪价前低后高的走势，生猪养殖利润实现逐季改善。

(2) **2023年上半年供强需弱，猪价持续低迷。**受22年冬季压栏影响，23年上半年行业大体重猪出栏压力较大，叠加春节后恰逢肉类消费淡季，生猪市场延续供过于求的局面，现货价格持续低迷，生猪养殖连续亏损5个月。据博亚和讯数据，5月全国生猪均价14.41元/公斤，环比下降0.26%，同比下降6.75%；自繁自养利润为-327.36元/头；外购养殖利润为-255.6元/头。

图：过去2年生猪均价和屠宰量的关系



资料来源：涌益咨询、浙商证券研究所

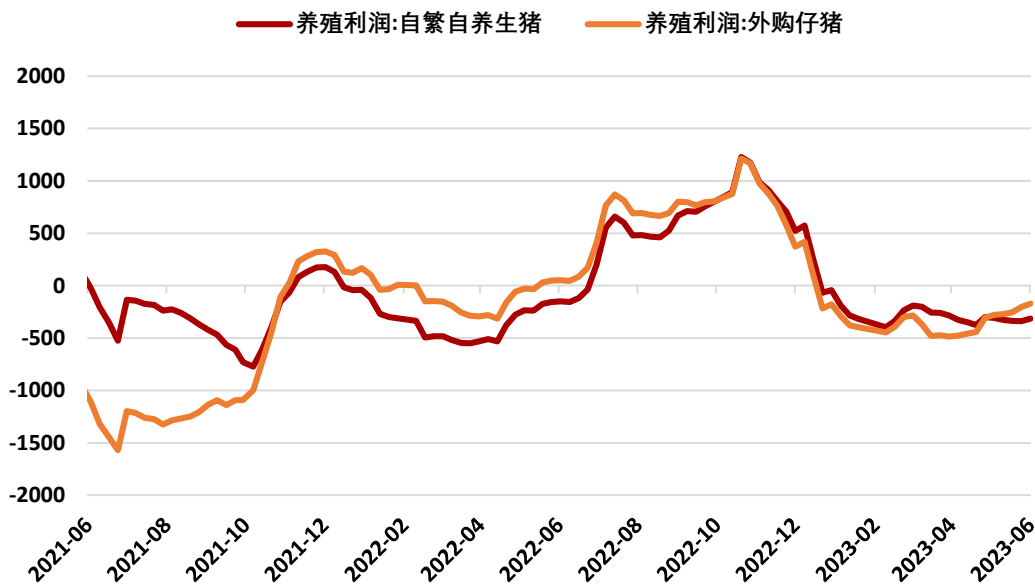
图：生猪出栏均重 (元/公斤)



## □ 亏损叠加疫病扰动，母猪产能持续去化

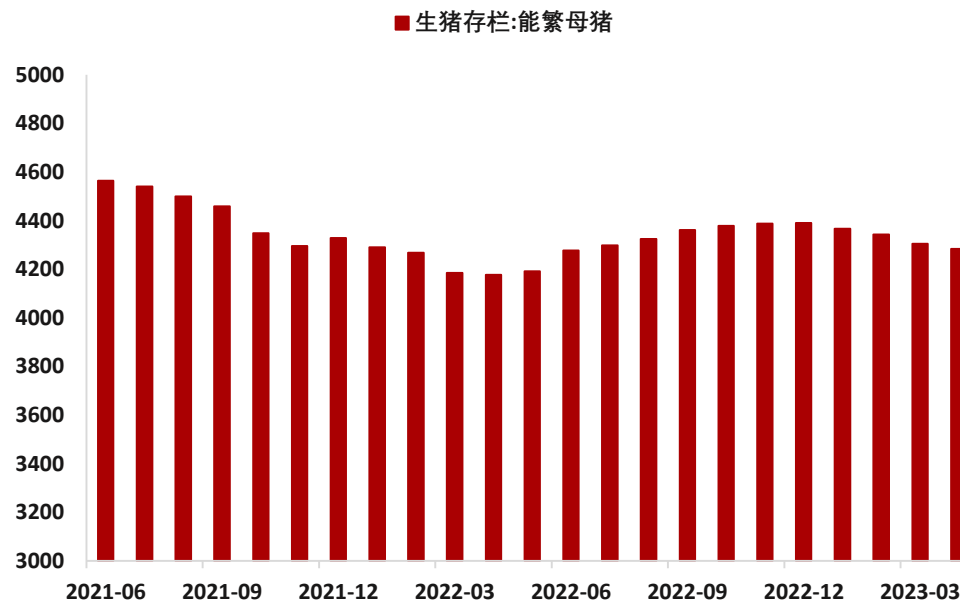
上半年养殖亏损消耗行业现金流，冲击养殖信心；另一方面22年底以来北方地区受寒冷天气、人员流动性加大等影响，仔猪腹泻、蓝耳、非洲猪瘟等冬季常规疫病持续影响生猪生产，部分养殖场母猪被动折损，行业产能进入去化阶段。

图：上半年行业亏损较为严重（元/头）



资料来源：Wind、涌益咨询、浙商证券研究所

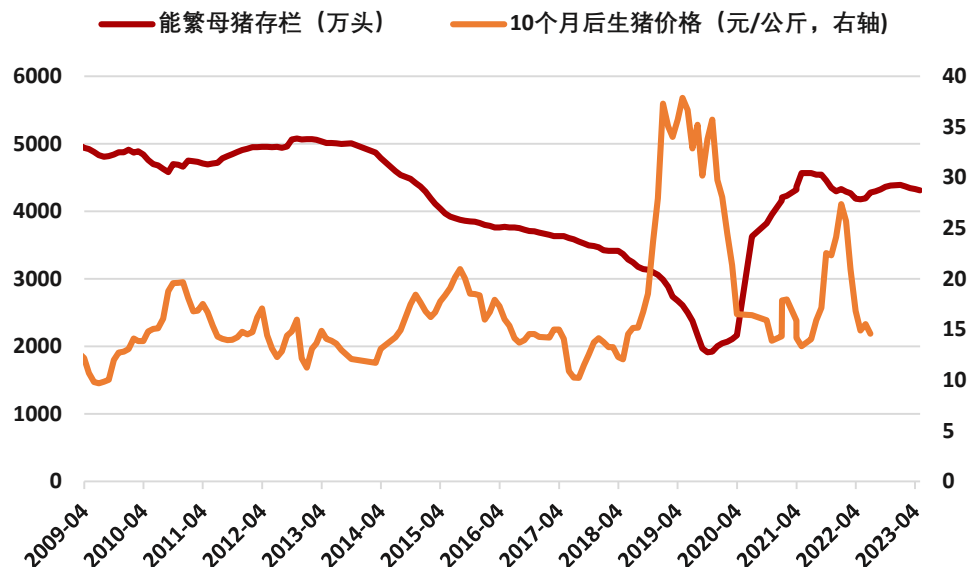
图：上半年能繁母猪存栏持续下降（万头）



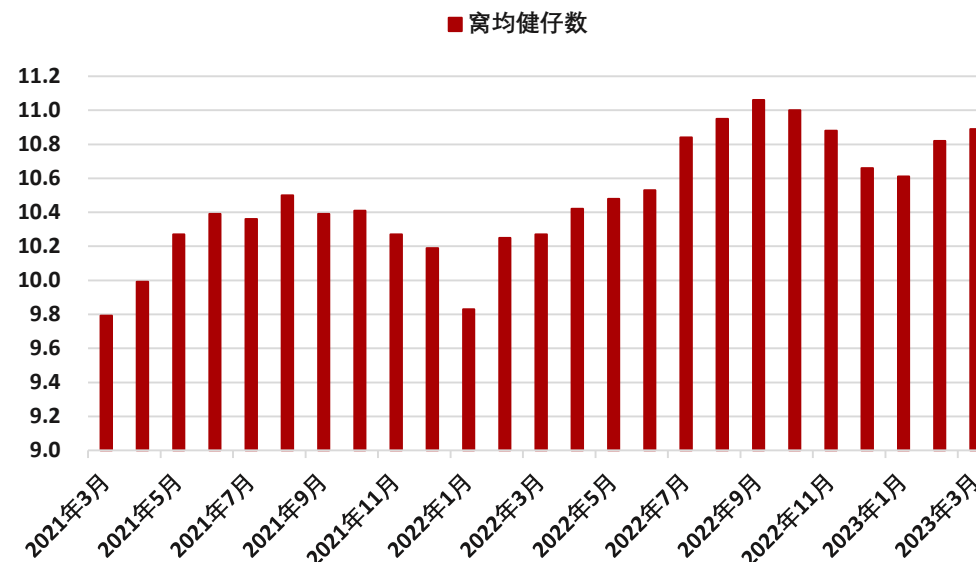
## □ 整体来看2023年是下行周期

全国能繁母猪存栏从2022年5月环比增加到12月，且伴随规模场更新优化种群结构，行业更新淘汰母猪的节奏快于非瘟之前，2022年至今行业生产性能有所提升，意味着生猪供应理应从2023年3月开始环比增加，整体来看，2023年理应是下行周期，全年猪价中枢或低于2022年。

图：能繁母猪存栏和10个月后猪价的关系



图：样本点窝均健仔数（头）



资料来源：Wind、农业农村部、涌益咨询、浙商证券研究所



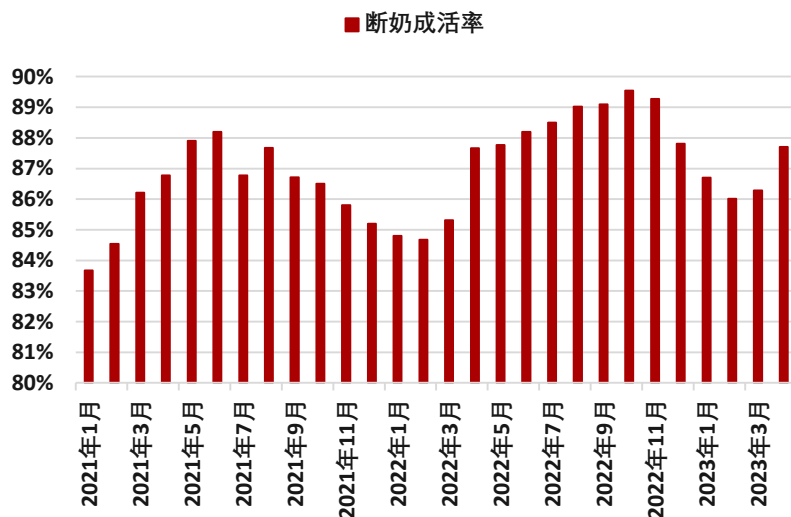
## □ 下半年猪价或阶段性反弹，但扭亏尚需时日

**从仔猪来看：**断奶仔猪基本决定5-6个月后的生猪供应，2023年年初受寒冷天气和人员流动性加大影响，北方地区仔猪腹泻、蓝耳、非洲猪瘟等冬季常规疫病的影响生猪生产，养殖场仔猪受到不同程度折损，对应三季度或将出现供应断档。

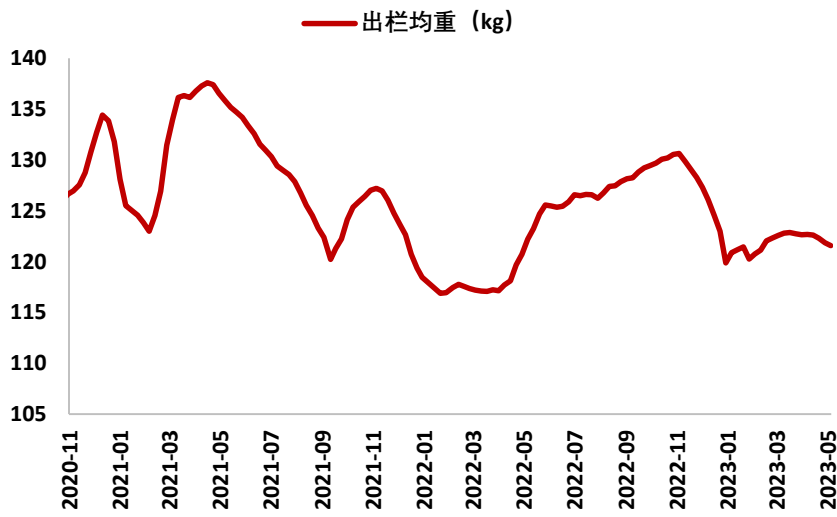
**从出栏体重来看：**2023年春节后商品肥猪经历约4个月的去库存，出栏体重已将降至相对合理水平，后续若没有疫病导致恐慌性抛售，养殖户继续主动降低体重的可能性较低。

**综上，**我们判断生猪现货或在三季度开启阶段性上涨，但以目前的养殖成本来看，行业实现扭亏为盈尚需时日。

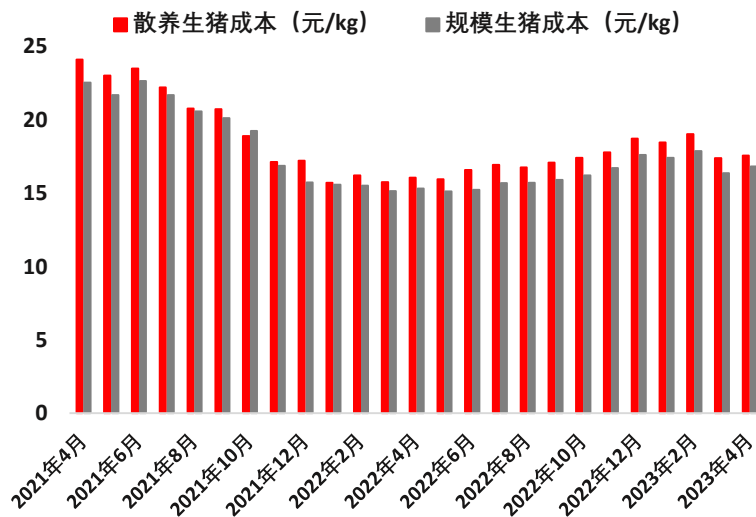
图：年初断奶仔猪成活率明显降低（%）



图：生猪出栏均重（元/公斤）



图：散养户和规模场养殖成本（元/kg）

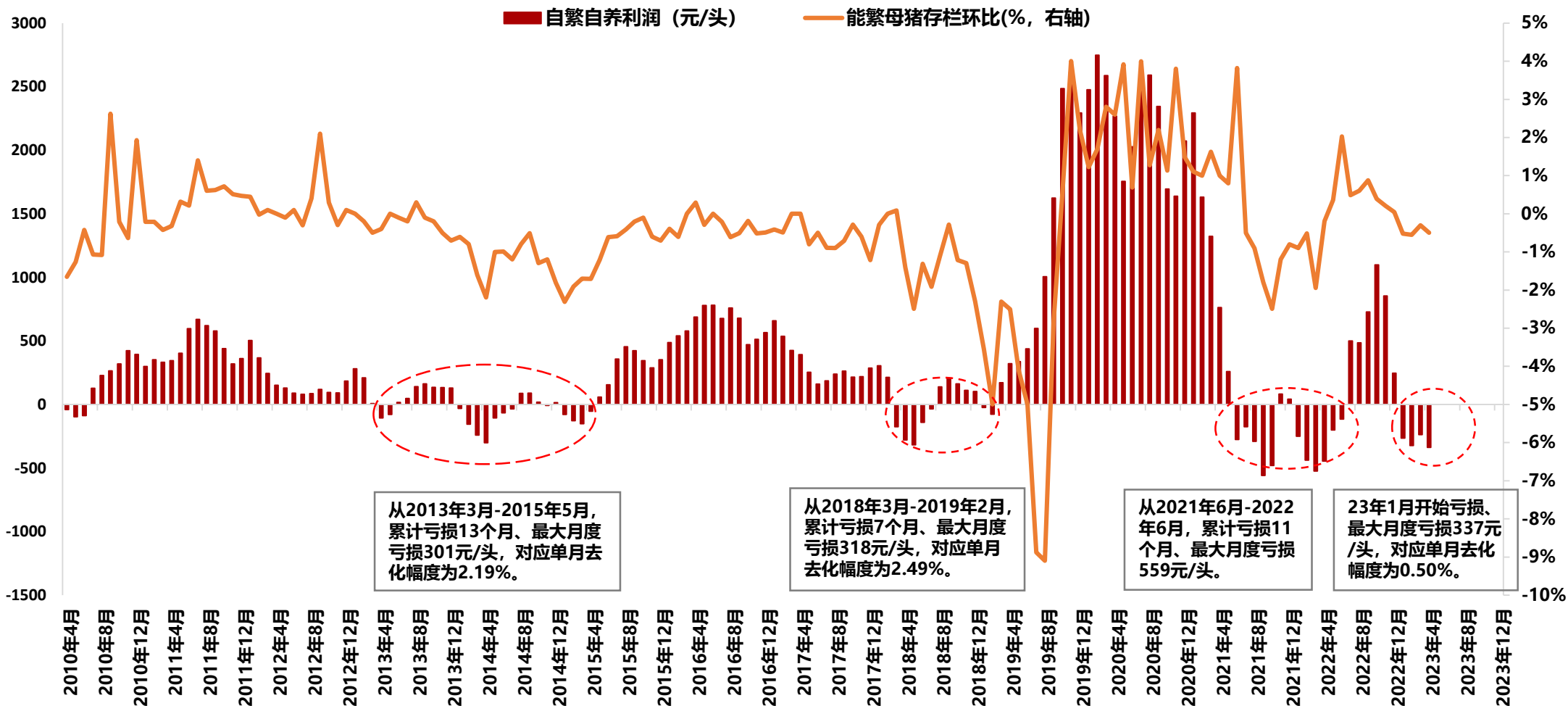


资料来源：Wind、农业农村部、涌益咨询、浙商证券研究所

# 生猪：当前主要矛盾——去化速度和养殖亏损相关性减弱

2019年爆发非洲猪瘟之前，养殖亏损严重时，产能往往加速出清；非瘟之后，二者相关性减弱。2023年1月至今，行业最大月度亏损达337元/头，亏损幅度和历史周期底部相当，但能繁母猪去化速度却相对温和，单月最大去化幅度仅在0.5%附近。

图：自繁自养利润和产能变化速度相关性

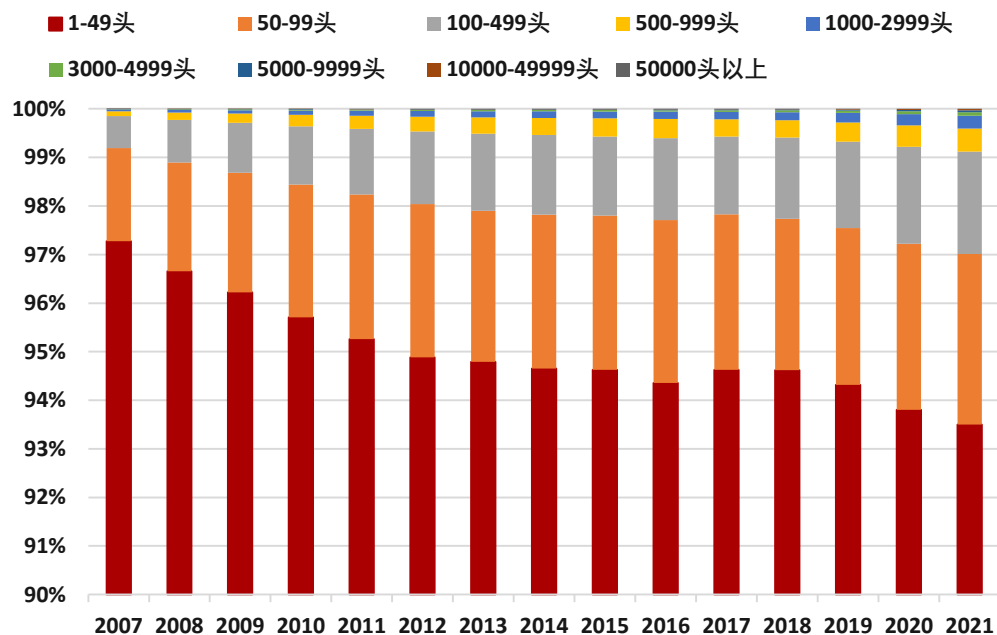


资料来源：Wind、浙商证券研究所

口产能去化速度和养殖亏损相关性减弱。我们判断主要因为：

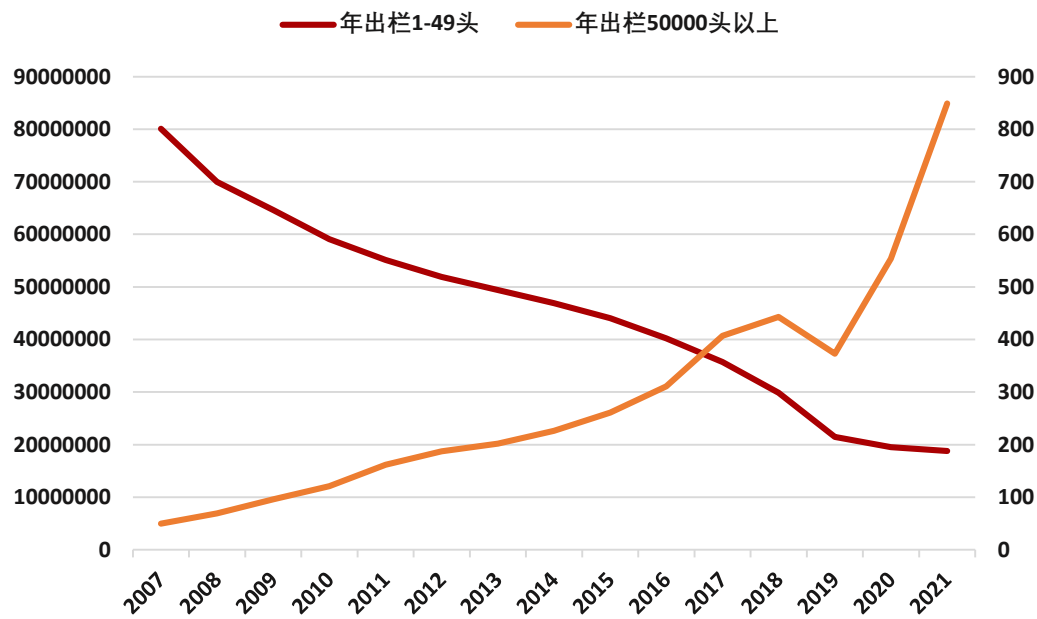
(1) 产业结构发生变化，规模场养殖占比提升。散养户在几轮周期波动中逐渐退出舞台，腾出的市场空间被拥有资金、人才、生物安全防控等优势的大型养殖企业抢占，行业规模化率明显提高。大型企业抗风险能力更强、融资渠道更广，在周期底部主动淘汰产能的并不多，资金相对宽裕的集团企业甚至在持续增加产能储备，2023年上半年产能去化的主力仍是散养户。

图：年出栏不同规模生猪的养殖群体占比 (%)



资料来源：Wind、浙商证券研究所

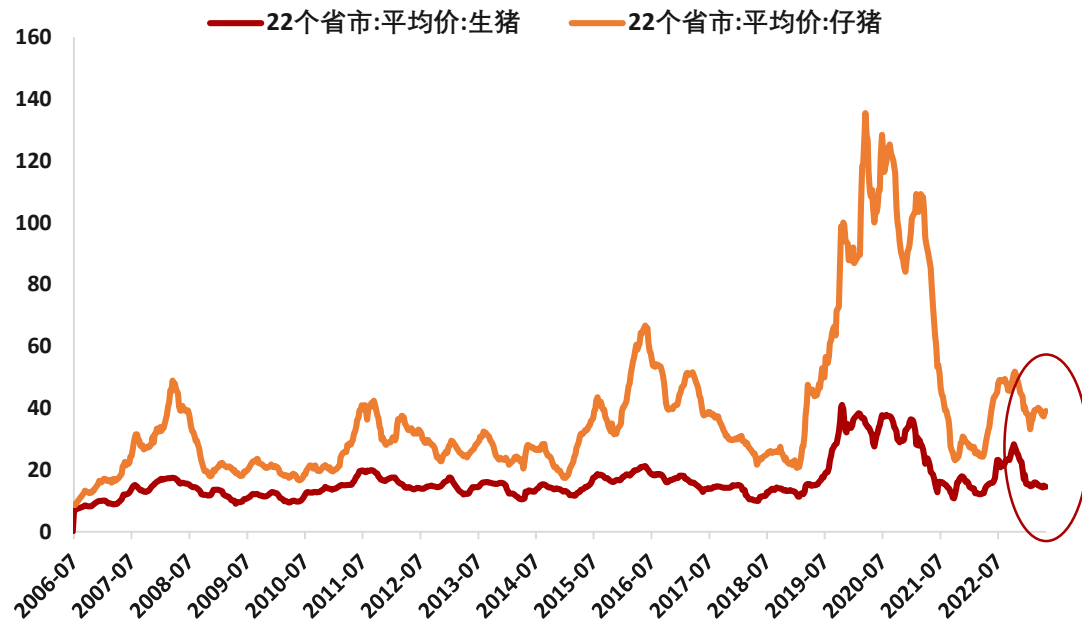
图：养殖规模较小的散户加速退出行业 (万头)



口产能去化速度和养殖亏损相关性减弱。我们判断主要因为：

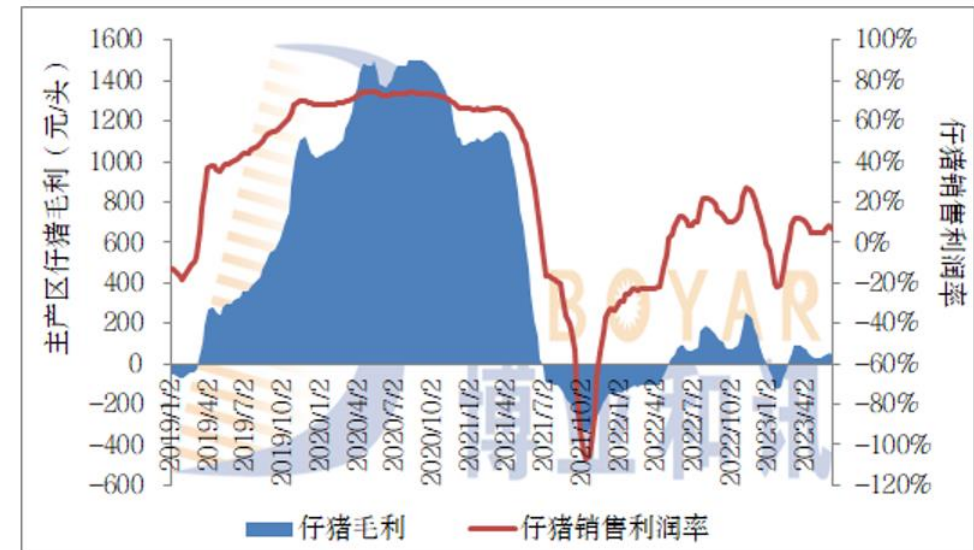
(2) 仔猪价格居高不下，减缓产能去化动力。仔猪出身后的去向分为2种，其一自己育肥；其二外销获利，此时外销仔猪的价格高低反应市场对未来猪价预期。2022年底以来因为冬季疫病导致养殖场仔猪出现一定折损，同时年初产业端对后市猪价预期乐观，行业补栏仔猪的情绪相对较高，仔猪价格居高不下，外销仔猪盈利延缓了主动淘汰母猪产能的速度。

图：仔猪价格与生猪价格走势拟合图（元/公斤）



资料来源：Wind、博亚和讯、浙商证券研究所

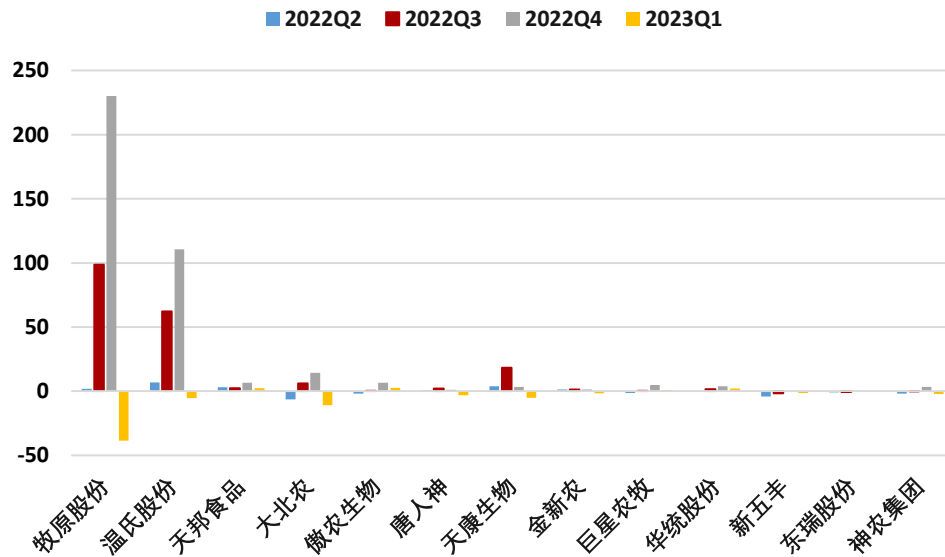
图：博亚和讯仔猪毛利及销售利润率



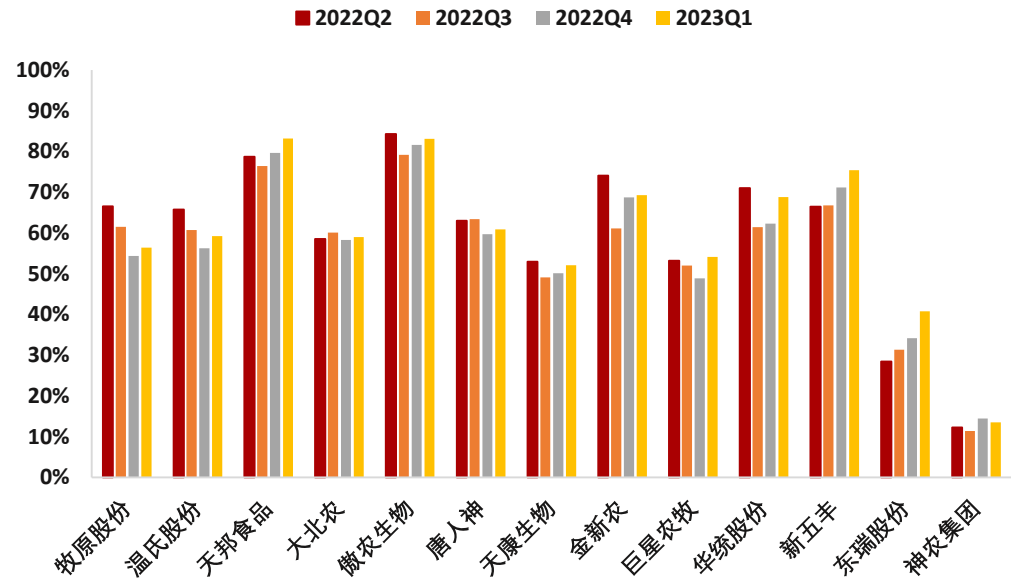
□我们判断下半年产能有望加速出清，主要因为：

(1) **养殖端持续亏损，行业现金流持续消耗。**自2022年底以来生猪养殖连续亏损5个月，行业现金流持续收紧，一季报上市猪企经营性现金流量净额大多转负、资产负债率普遍上升，反应行业资金压力不断加大。下半年猪价或有阶段性上涨，但距离扭亏为时尚早，持续亏损冲击养殖信心，行业产能有望进一步出清。

图：主要上市公司经营性现金流量净额（亿元）



图：主要上市公司资产负债率（%）



资料来源：Wind、浙商证券研究所

□我们判断下半年产能有望加速出清，主要因为：

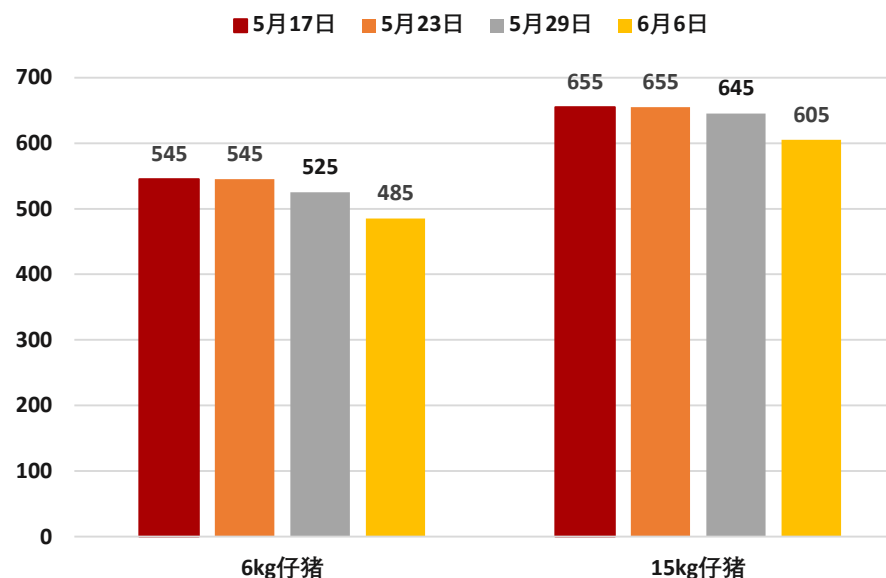
(2) **仔猪掉价明显，有望强化产能去化预期。**6月以来猪价依旧低迷增加资金压力，同时根据补栏仔猪到生猪出栏需要5-6个月时间推断，当前补栏仔猪大致对应11-12月份商品猪出栏，由于对年末猪价的预期下调，当前市场采购高价仔猪的情绪降温，此外CR20的部分企业相继下调年度出栏目标，外采仔猪的需求减少，5月底以来仔猪价格下跌明显，外销仔猪盈利减少，产业链利润进一步收缩，有望增强主动淘汰产能的积极性。

图：近期仔猪价格下滑趋势明显（元/头）



资料来源：涌益咨询、浙商证券研究所

图：牧原股份仔猪基础报价（元/头）



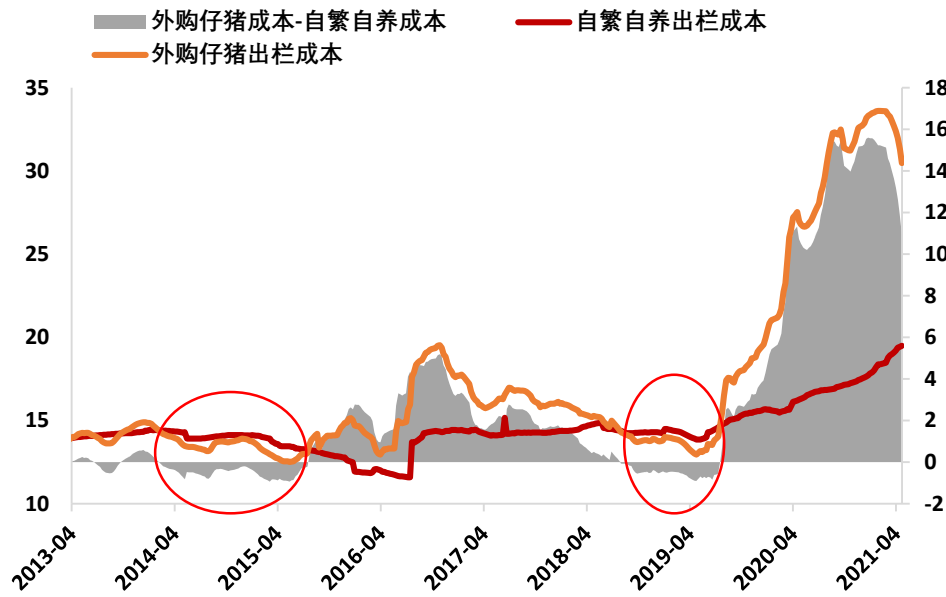
资料来源：牧原股份销售部公众号、浙商证券研究所  
 注：数据取自不同地区报价的平均值。

## 口外购仔猪出栏成本低于自繁自养出栏成本时，产能在加速去化：

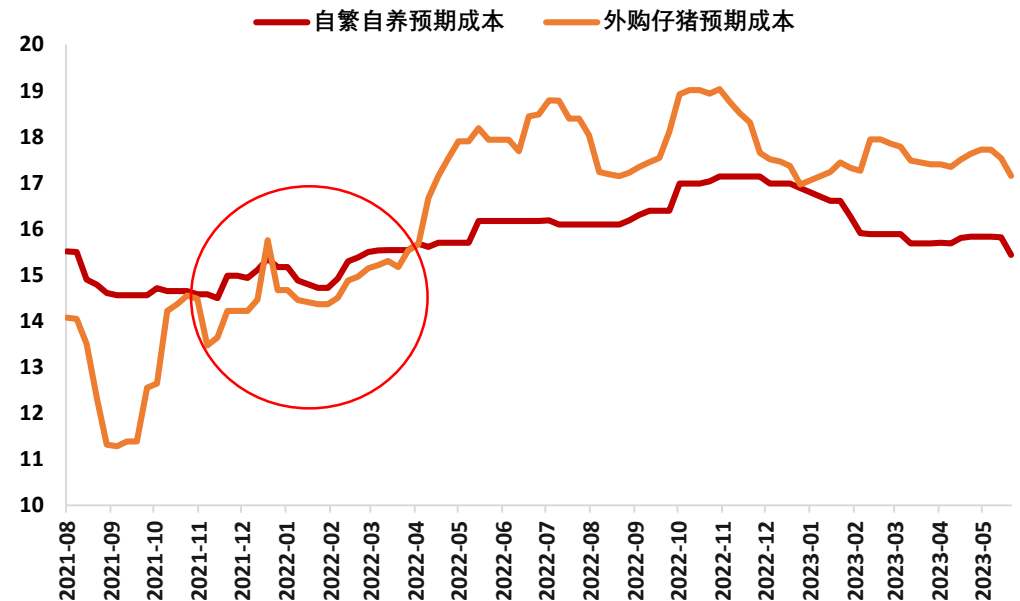
对于外购仔猪育肥的养殖户来讲，当期仔猪价格相当于其未来商品猪出栏时的仔猪成本，因此当外购仔猪出栏成本低于自繁自养出栏成本时，意味着仔猪价格低于仔猪成本，此时外销仔猪是亏损的。从历史周期来看，2014年2月-2015年6月、2018年8月-2019年7月外购仔猪出栏成本低于自繁自养出栏成本，期间能繁母猪加速出清。

当前仔猪价格对应的外购仔猪出栏成本仍高于自繁自养成本，我们认为未来仔猪进一步掉价后，二者有望进一步收敛甚至倒挂，彼时将迎来产能加速去化阶段。

图：自繁自养和外购仔猪出栏成本（元/公斤）



图：当前断奶仔猪价格对应的出栏成本（元/公斤）



资料来源：Wind、博亚和讯、浙商证券研究所

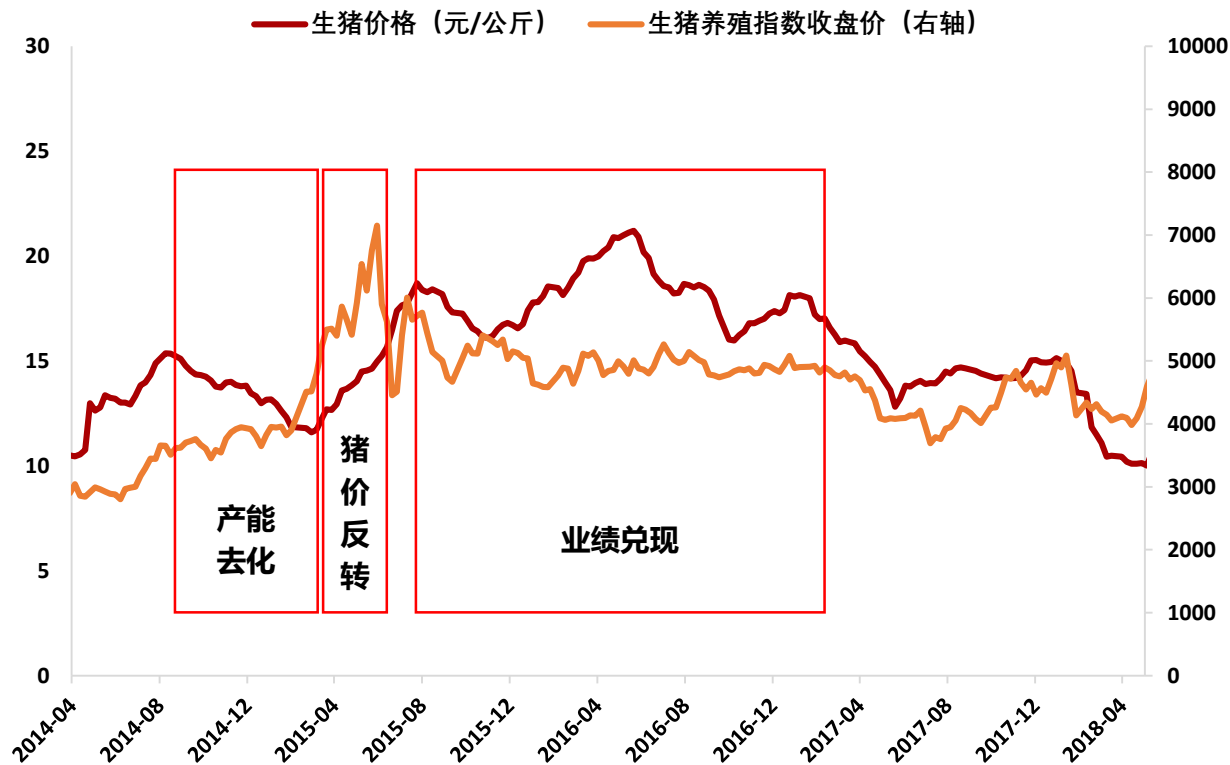
## □ 复盘历史猪周期，产能去化、猪价反转、业绩兑现是生猪板块投资的核心逻辑：

(1) **产能去化阶段**：因困境反转买入。此时处于周期底部，猪价持续磨底，养殖亏损驱动产能加速去化，市场预期未来将迎来景气周期，板块将迎来主升浪行情，此时对行业的关注大于个股，核心驱动变量是产能去化速度（或幅度），优选未来出栏量增速最快的企业。

(2) **猪价反转阶段**：此时猪价探底反转，新的周期开启，在猪价上涨的前半段，股价上涨速度较快，核心驱动变量是猪价。

(3) **业绩兑现阶段**：猪价持续上涨，行业进入利润兑现阶段，此时行情出现分化，对个股的关注大于行业，核心观察公司出栏量、成本和业绩能否兑现。

图：2014-2018年周期生猪价格和生猪养殖指数（申万）走势拟合图



资料来源：Wind、浙商证券研究所

图：2018-2022年周期生猪价格和生猪养殖指数（申万）走势拟合图



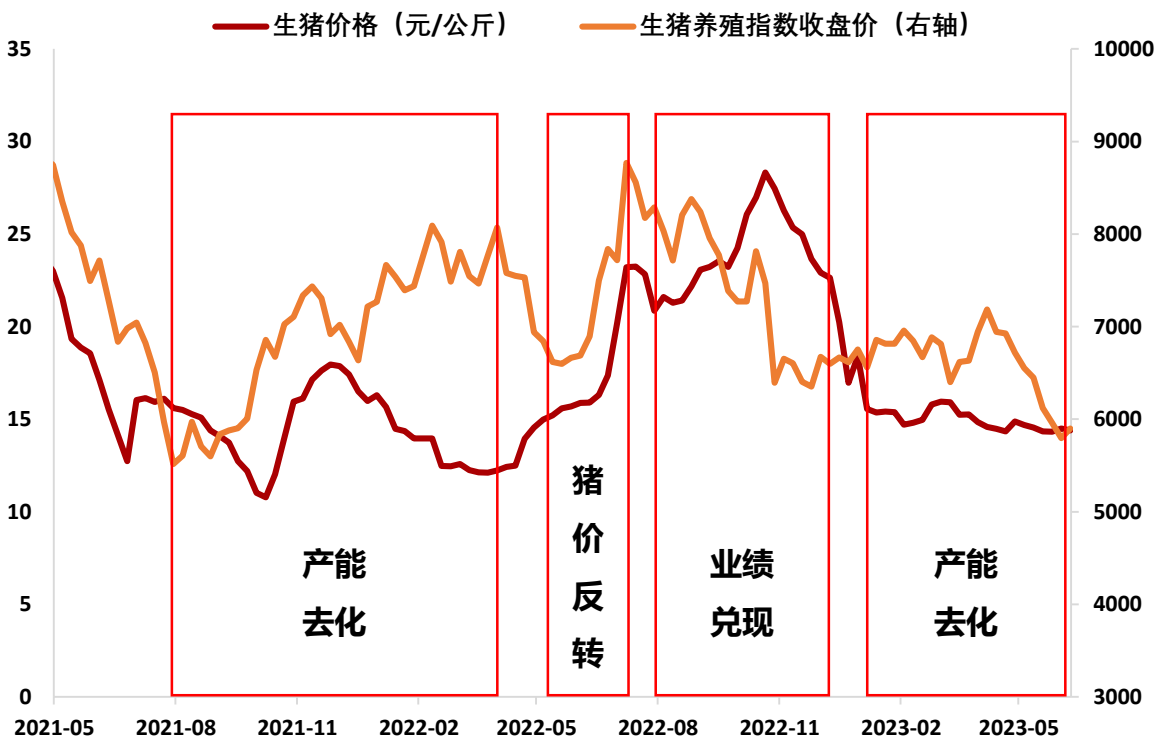


## □ 当前仍处于产能去化阶段，建议积极布局：

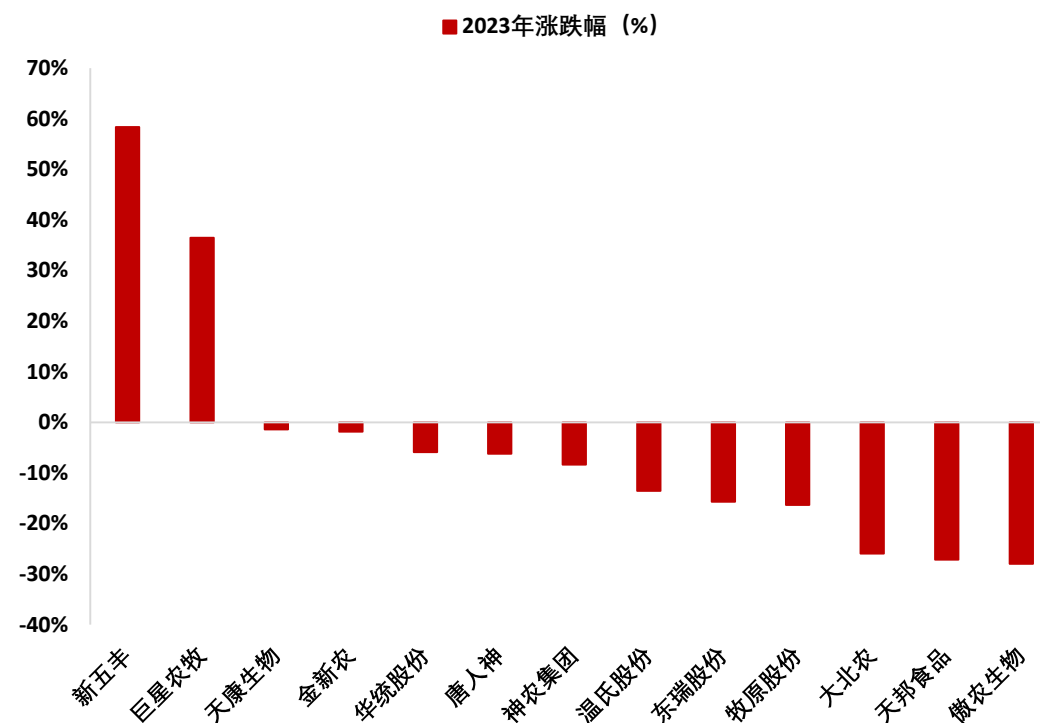
2022年底以来猪价持续走弱，生猪产能连续去化，但去化幅度比历史周期底部温和，股价并未做出正反馈，仍处于启动早期；但以新五丰、巨星农牧为代表的中小规模企业（相对头部企业）因为出栏增速较快，2023年初以来股价涨幅较大。

**我们认为伴随持续的养殖亏损、仔猪盈利减少，产业端信心低迷，产能有望再度加速去化，催化股价上涨，建议低位布局。**

图：2021-2023年生猪价格和生猪养殖指数（申万）走势拟合图



图：主要上市猪企2023年涨跌幅（%）



# 生猪：左侧布局，蓄力反转

□ 左侧布局，优选“出栏增速快、成本优势明显、资金安全”的企业。

(1) 出栏：生猪出栏增速反应企业成长性，增速快的企业意味着未来业绩弹性可能更大，在周期左侧往往更受市场青睐。

从上市公司2023年的出栏目标来看，巨星农牧、华统股份、唐人神、东瑞股份、神农集团目标出栏量增速均超过50%，保持高速扩张；牧原股份、大北农、傲农生物、金新农的出栏增速则相对稳健。

表：主要上市公司生猪出栏量（万头）

| 公司   | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 同比   | 2023E     | 同比      | 2023年1-5月 | 同比      | 出栏完成度         |
|------|------|------|------|------|------|------|------|------|-----------|---------|-----------|---------|---------------|
| 牧原股份 | 311  | 724  | 1101 | 1025 | 1812 | 4026 | 6120 | 52%  | 6500-7100 | 6%-16%  | 2495.1    | -4.04%  | 35.14%-38.38% |
| 温氏股份 | 1713 | 1904 | 2230 | 1852 | 959  | 1322 | 1791 | 35%  | 2600      | 45%     | 979.52    | 44.60%  | 37.7%         |
| 天邦食品 | 58   | 101  | 217  | 244  | 308  | 428  | 442  | 3%   | 650       | 47%     | 244.59    | 38.25%  | 41.8%         |
| 大北农  | 40   | 64   | 168  | 163  | 182  | 430  | 443  | 3%   | 500-550   | 13%-24% | 238.77    | 40.67%  | 43.41%-47.75% |
| 傲农生物 | 11   | 22   | 45   | 66   | 135  | 325  | 519  | 60%  | 600       | 16%     | 231.39    | 24.60%  | 38.6%         |
| 唐人神  | 25   | 54   | 72   | 84   | 102  | 154  | 216  | 40%  | 350       | 62%     | 134.74    | 92.57%  | 38.5%         |
| 天康生物 | 31   | 49   | 65   | 84   | 145  | 160  | 203  | 27%  | 280-300   | 38%-48% | 107.07    | 47.97%  | 35.69%-38.24% |
| 金新农  | 33   | 37   | 24   | 40   | 80   | 107  | 126  | 18%  | 130-140   | 3%-11%  | 46.56     | -13.44% | 33.26%-35.82% |
| 巨星农牧 | 18   | 20   | 24   | 22   | 32   | 87   | 153  | 76%  | 300       | 96%     |           |         |               |
| 华统股份 |      |      |      |      |      | 14   | 120  | 779% | 250       | 108%    | 93.12     | 152.60% | 37.2%         |
| 新五丰  | 45   | 49   | 68   | 49   | 33   | 44   | 183  | 122% | 350       | 91%     |           |         |               |
| 东瑞股份 |      |      | 34   | 25   | 30   | 37   | 52   | 41%  | 80-100    | 54%-92% | 32.9      | 56.89%  | 32.9%         |
| 神农集团 |      |      | 22   | 20   | 41   | 65   | 93   | 43%  | 150       | 61%     | 55.9      | 47.49%  | 37.3%         |
| 京基智农 |      |      |      |      |      | 13   | 126  | 856% | 200       | 58%     | 69.62     |         | 34.8%         |

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

## □ 左侧布局，优选“出栏增速快、成本优势明显、资金安全”的企业。

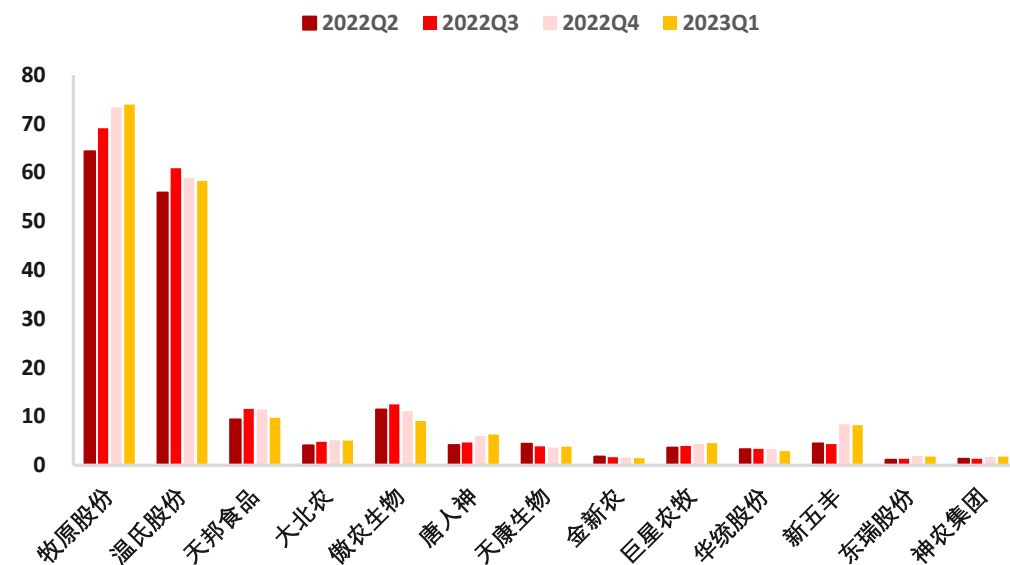
**(1) 出栏：**生猪出栏量增长依赖于母猪产能储备增加，上市猪企母猪账面价值以生产性生物资产在资产负债表中体现，从以下数据可以看出，2023年一季度绝大多数上市猪企能繁母猪存栏量同比均保持增长，为实现出栏扩张奠定基础，公司能繁母猪存栏的边际变化是判断其能否完成出栏目标的重要指标。

表：主要上市公司能繁母猪存栏（万头）

| 能繁母猪 | 2021Q4 | 2022Q1 | 2022Q2 | 2022Q3 | 2022Q4 | 2023Q1 | 同比 (%) | 环比 (%)  |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 牧原股份 | 283.1  | 275.3  | 247.3  | 259.8  | 281.5  | 284.6  | 3.38%  | 1.10%   |
| 温氏股份 | 110.0  | 105.0  | 120.0  | 134.0  | 140.0  | 145.0  | 38.10% | 3.57%   |
| 天邦食品 | 38.0   | 30.0   | 27.0   | 30.0   | 35.2   | 30.0   | 0      | -14.77% |
| 傲农生物 | 26.0   | 26.0   | 29.0   | 30.0   | 31.0   | 27.0   | 3.85%  | -12.90% |
| 天康生物 | 12.0   | 12.2   | 13.2   | 13.5   | 13.8   | 14.0   | 14.75% | 1.45%   |
| 唐人神  | 12.0   | 12.0   | 11.0   | 15.0   | 17.0   | 17.0   | 41.67% | 0       |
| 巨星农牧 | 6.7    | 7.5    | 8.2    | 10.0   | 10.5   | 11.5   | 53.33% | 9.52%   |
| 华统股份 | 7.0    | 7.5    | 8.5    | 10.0   | 13.0   | 13.0   | 73.33% | 0       |
| 神农集团 | 3.9    | 4.3    | 5.2    | 5.8    | 6.3    | 6.5    | 51.16% | 3.17%   |
| 京基智农 | 6.7    | 8.0    | 8.1    | 8.3    | 8.6    | 9.6    | 20.00% | 11.63%  |
| 金新农  | 5.1    | 5.2    | 5.4    | 5.6    | 6.0    | 6.2    | 19.23% | 3.33%   |

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图：主要上市公司生产性生物资产（亿元）



# 生猪：左侧布局，蓄力反转

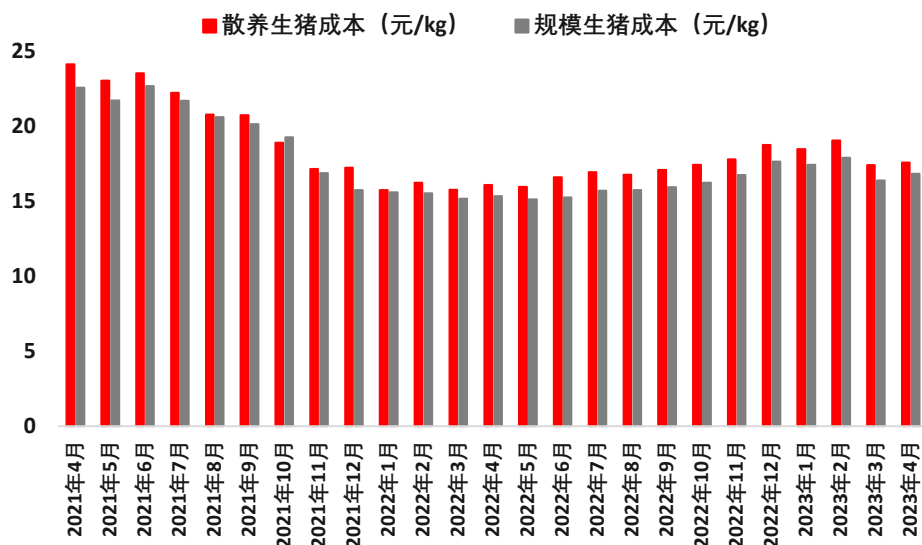
□ 左侧布局，优选“出栏增速快、成本优势明显、资金安全”的企业。

(2) 成本：优秀的成本管控能力是企业穿越寒冬的核心竞争力，但成本改善非一日之功。

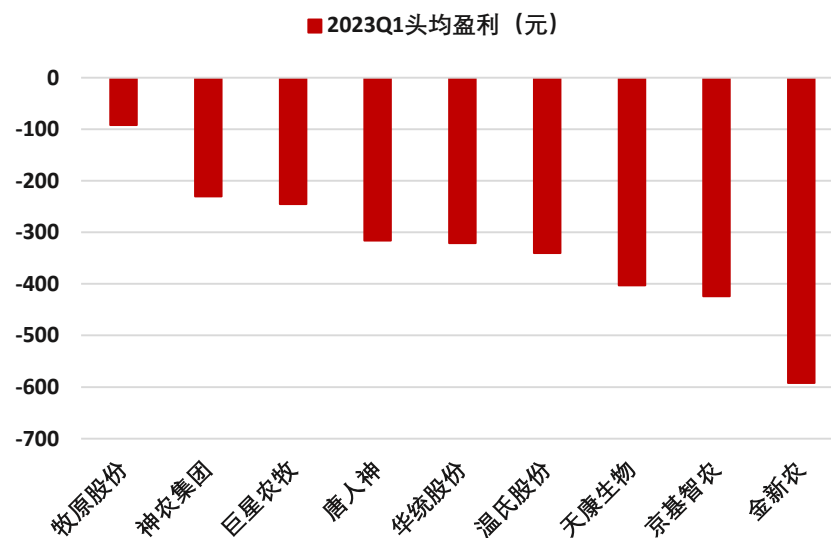
2023年玉米、豆粕等主要饲料原材料价格步入下行通道，但因为提前备货的原因，体现到上市猪企饲料成本改善上存在滞后。2023年一季度疫病影响生产，行业养殖成本较2022年末有所上升，从上市猪企的2023年一季报来看，个体间养殖成本方差仍大，造成商品猪肥头均盈利呈现明显分化。

饲料价格上涨对养殖成本的影响属于行业共性问题，个体间养殖成本的差异本质上体现的是企业经营管理水平的高低，高质量的健康管理能够提高猪群的存活率，减少死淘费用，降低养殖成本。企业在出栏高速扩张的同时，只有专注精细化、专业化的生产经营管理才能有效管控成本，穿越寒冬。

图：散养户和规模场养殖成本（元/kg）



图：主要上市公司一季度商品猪头均盈利（元）



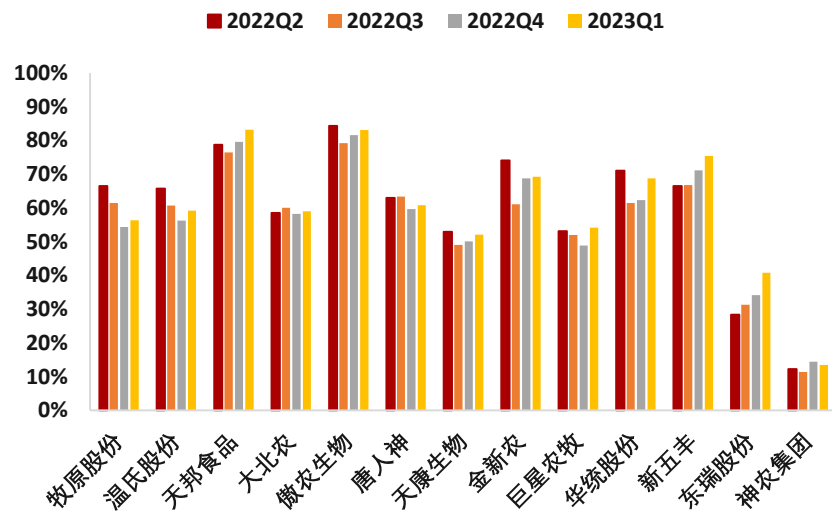
资料来源：农业农村部、公司公告、浙商证券研究所

□ 左侧布局，优选“出栏增速快、成本优势明显、资金安全”的企业。

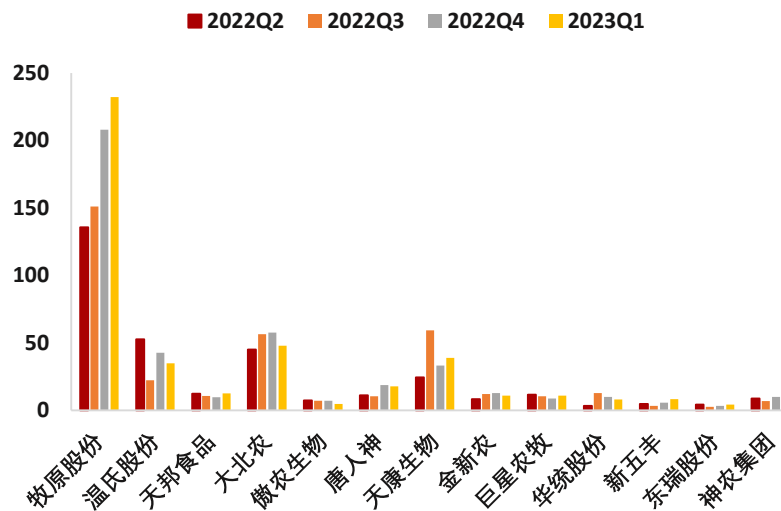
(3) 资金安全：持续亏损背景下，上市公司现金流面临严峻考验。

从以下数据可以看出，一季度末，除天康生物、巨星农牧、东瑞股份和神农集团外，其余上市猪企资产负债率均在55%以上，其中天邦食品、傲农生物资产负债率超过80%，行业债务压力明显上升。考虑到2023Q2-Q3板块或继续亏损，选择债务压力较小、资金相对充裕的企业尤为重要。

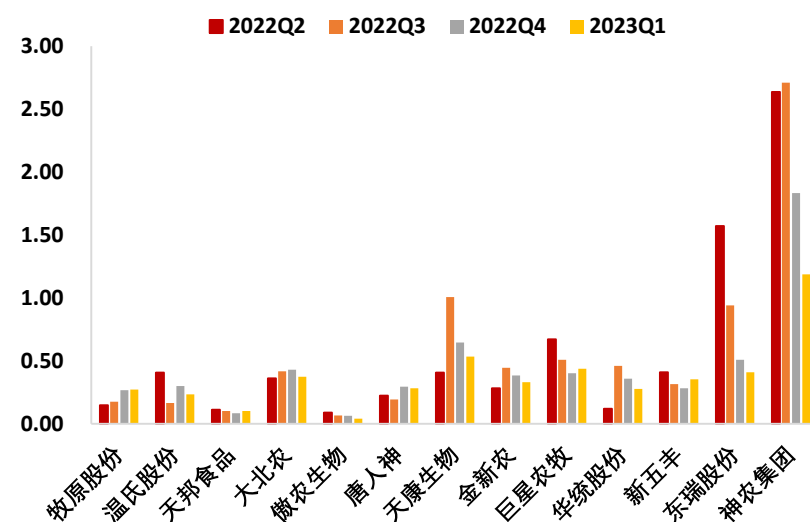
图：主要上市猪企资产负债率 (%)



图：主要上市猪企货币资金 (亿元)



图：主要上市猪企现金比率



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

## □ 估值底部，催化已现

近期板块回调之后，上市猪企以2023年目标出栏量估计的头均市值大多处于历史较低分位数，投资的安全边际较高，后续仔猪价格持续回落后有望重新驱动母猪产能加速出清，催化股价上涨，建议积极布局。

周期左侧，结合出栏量、成本和资金情况首先推荐弹性较高的【新五丰】【天康生物】，重点关注【巨星农牧】【唐人神】【华统股份】；其次推荐经营稳健、确定性较高的龙头【牧原股份】【温氏股份】。

**表：上市公司头均市值表（截至2023年6月9日）**

| 企业   | 出栏量（万头） |      |       |      | 历史最低头均市值 | 历史最高头均市值 | 头均市值区间 | 当前市值对应2023年头均市值 | 2023年头均市值历史分位数（%） |
|------|---------|------|-------|------|----------|----------|--------|-----------------|-------------------|
|      | 2021    | 2022 | 2023E | YOY  |          |          |        |                 |                   |
| 牧原股份 | 4026    | 6120 | 6800  | 11%  | 3270     | 20600    | 17330  | 3281            | 0.1%              |
| 温氏股份 | 1322    | 1791 | 2600  | 45%  | 3420     | 18060    | 14640  | 3509            | 0.6%              |
| 天康生物 | 160     | 203  | 290   | 43%  | 1620     | 14950    | 13330  | 2101            | 3.6%              |
| 唐人神  | 154     | 216  | 350   | 62%  | 1520     | 18900    | 17380  | 2061            | 3.1%              |
| 傲农生物 | 325     | 519  | 600   | 16%  | 1000     | 22420    | 21420  | 1347            | 1.6%              |
| 金新农  | 107     | 126  | 135   | 7%   | 2320     | 22770    | 20450  | 2782            | 2.3%              |
| 巨星农牧 | 80      | 157  | 300   | 91%  | 2610     | 19450    | 16840  | 5283            | 15.9%             |
| 新五丰  | 60      | 183  | 350   | 91%  | 2760     | 24530    | 21770  | 3463            | 3.2%              |
| 神农集团 | 65      | 93   | 150   | 61%  | 5800     | 15380    | 7060   | 8033            | 31.6%             |
| 华统股份 | 13      | 120  | 250   | 108% | 5180     | 12240    | 14240  | 3896            |                   |
| 天邦食品 | 428     | 442  | 650   | 47%  | 1160     | 15400    | 14240  | 1259            | 0.7%              |

资料来源：Wind、公司公告、浙商证券研究所

注：市值截至2023年6月9日收盘；为计算方便，对于2023年出栏目标是区间的取中值，例牧原股份2023年目标出栏是6500-7100万头，计算时取6800万头。

# 02

## 肉禽

白鸡产能周期临近，黄鸡景气复苏

## 2.1 白羽鸡：行业进入短暂低迷，黎明前的黑暗

- 行业进入阶段性回落。**受去年底疫情导致的停工停孵，2023一季度鸡苗和毛鸡供给出现阶段性短缺，价格快速上涨至6元/羽、5.3元/斤以上，随着生产的恢复，阶段性供给问题消失，目前已进入在产父母代存栏高峰，商品代鸡苗供应充足，而毛鸡因下游鸡肉走货不畅，价格均出现一定程度下滑。
- 黎明前的黑暗，全面的供给短缺即将到来。**从白羽肉鸡代际传导来看，目前鸡苗供应充分，而自2022年5月以来祖代引种受限还未传导至商品代环节，目前阶段性低迷有利于去化父母代产能，叠加祖代环节的紧缺问题向父母代传导，全面的产能紧缺即将到来。

图：商品代鸡苗阶段性陷入低迷（元/羽）



图：毛鸡价格有所回落（元/斤）



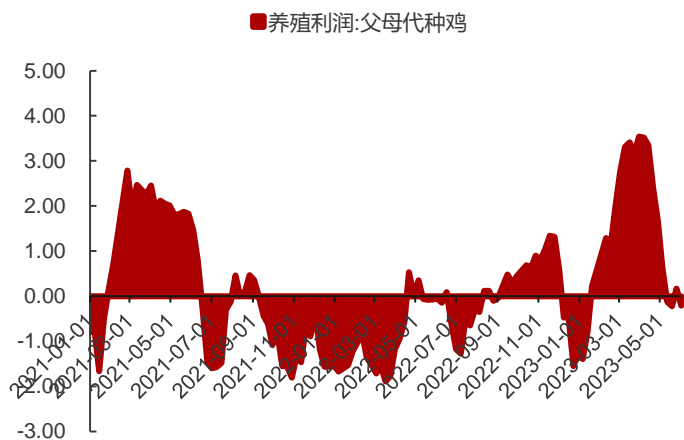
资料来源：wind、浙商证券研究所



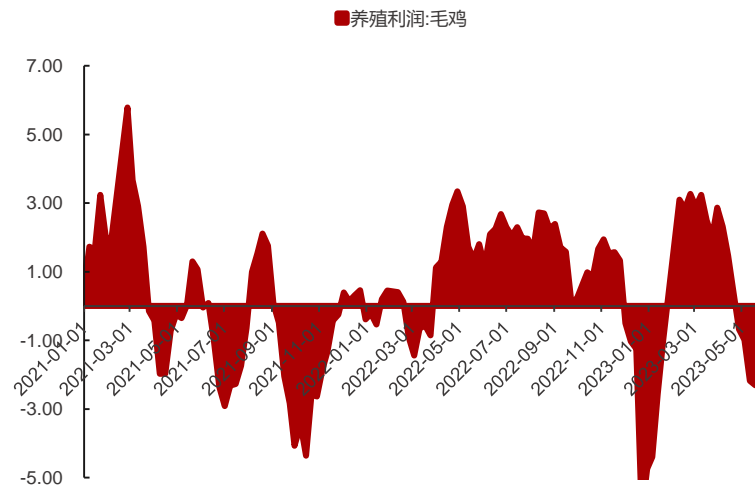
## 2.1 白羽鸡：行业进入短暂低迷，黎明前的黑暗

- 种鸡场和养殖端转亏。** 目前商品代鸡苗价格为2.5元/羽，种鸡场再次转入亏损，前期高价鸡苗导致养殖户成本提高，毛鸡环节亏损也达到2元/羽左右，产业链再次进入全面亏损的局面。
- 下游走货依旧疲软，屠宰端依然难以转盈。** 二季度终端消费依旧疲弱，鸡肉产品出货缓慢，经销商谨慎补货，鸡肉产品价格高位持续回落，屠宰企业销售难度加大，鸡肉冻品库存升高，屠宰场继续承受亏损。

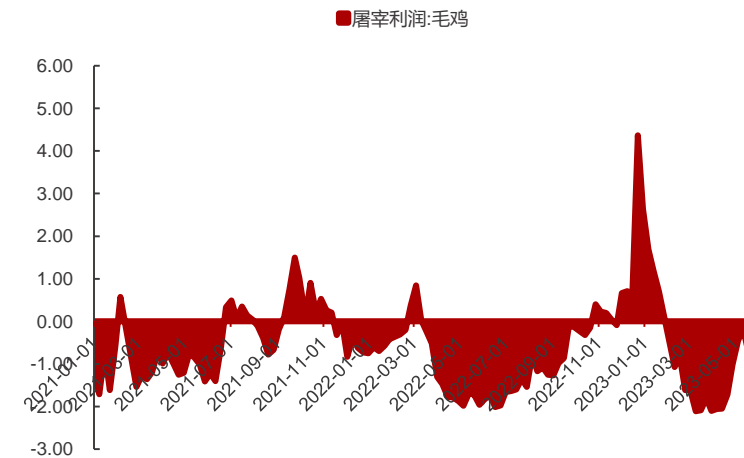
图：父母代种鸡场利润（元/羽）



图：商品代肉鸡场利润（元/羽）



图：屠宰场利润（元/羽）

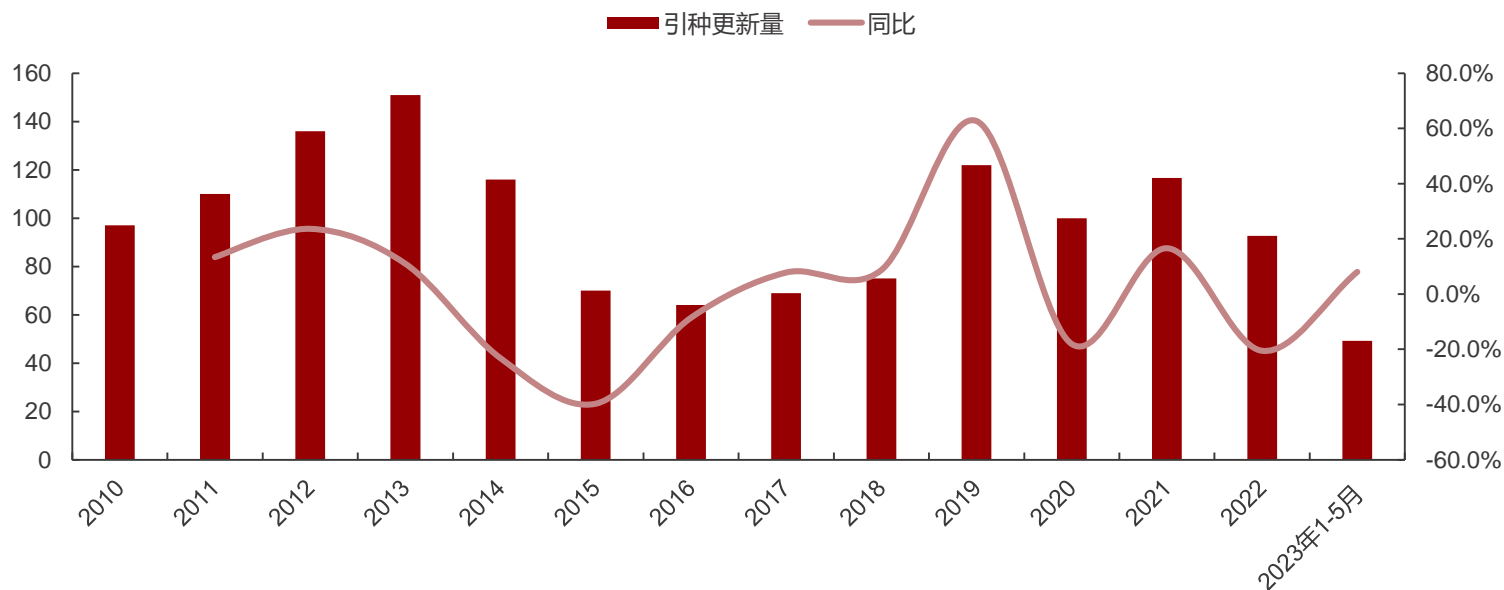


资料来源：wind、浙商证券研究所

## 2.1 祖代引种更新有所恢复，但结构性矛盾依然突出

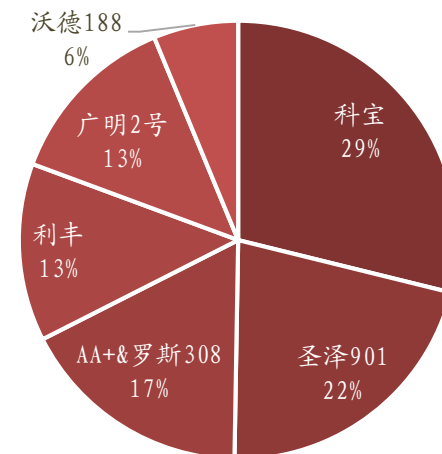
- **祖代鸡引种更新有所恢复。**受航班熔断以及国外禽流感影响，2022年白羽肉鸡祖代引种大幅减少，全年引种更新量为92.71万套，同比下降20.5%，2023年1-5月引种更新49.2万套，同比增加8.1%。
- **品种结构性矛盾依然突出。**2023年1-4月份科宝品种占比28.85%；其次是圣泽901，占比约21.42%；AA+、罗斯308的占比有所提升，约17.26%；利丰和广明2号的占比均为13.11%，沃德188占比6.25%。海外引种占比37%，国内自繁（含科宝）占比为63%，优质品种稀缺的矛盾继续加剧。

图：祖代鸡引种更新量（万套）

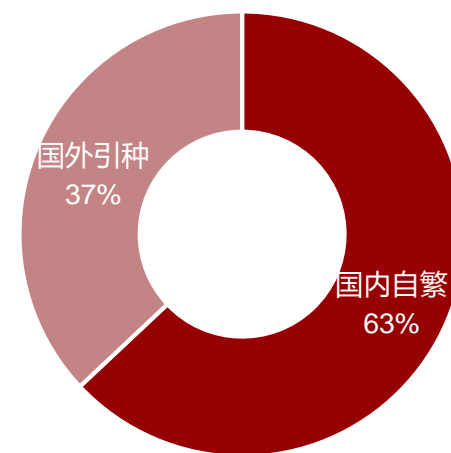


资料来源：上海钢联、浙商证券研究所

图：2023年1-4月引种更新品种



图：2023年1-4月国外引种与国内自繁占比



## 2.1 白羽鸡：父母代鸡苗供应减少，苗价持续高位

- 父母代供应减少，苗价稳定在高位。** 2023年上半年在产祖代存栏持续走低，父母代鸡苗供应量不断减少，2023年一季度父母代销售1671万套，环比下降13.1%；进入2季度父母代补栏热情继续下降，但父母代鸡苗供应降至低位，尤其进口父母代供应相对紧缺，父母代价格一直处于60元/套的高位。
- 品种间价格差异明显。** 根据钢联数据，2023年父母代鸡苗成交价分化明显，优质的AA+&罗斯价格最高，保持在60-80元/套，其次是利丰在60元/套左右，科宝因产蛋率问题，低于其他海外品种，而三大国产品种价格在20-40元/左右，市场更偏好海外品种。

表：2023年1-5月白羽鸡父母代各品种实际成交价（元/套）

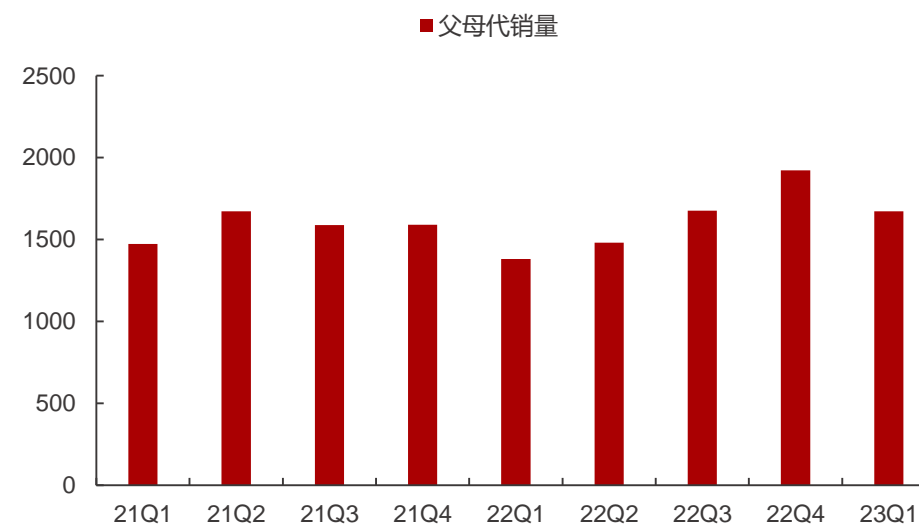
|    | AA+/罗斯308 | 利丰    | 科宝    | 圣泽901 | 广明2号  | 沃德188 |
|----|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 1月 | 60-70     | 52-55 | 40-50 | 30-35 | 30-35 | 20-22 |
| 2月 | 55-70     | 52-55 | 40-60 | 30    | 35-40 | 20-22 |
| 3月 | 65-75     | 60    | 40-55 | 25-30 | 35-40 | 23-25 |
| 4月 | 75-80     | 65-68 | 50-65 | 35-38 | 35-40 | 27    |
| 5月 | 75-78     | 63-68 | 65    | 35    | 40    | 25    |

资料来源：中国畜牧业协会禽业分会、上海钢联、浙商证券研究所

图：父母代鸡苗平均销售价格（元/套）



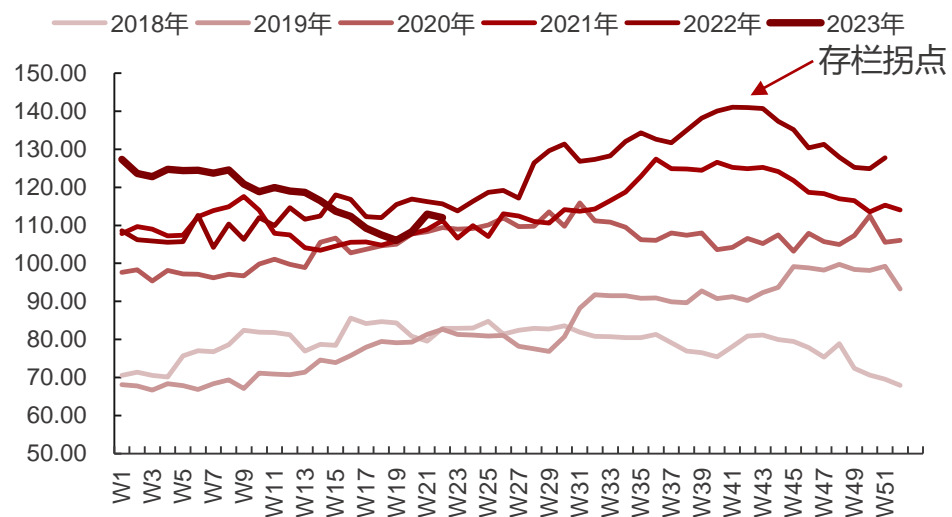
图：父母代鸡苗销量（万套）



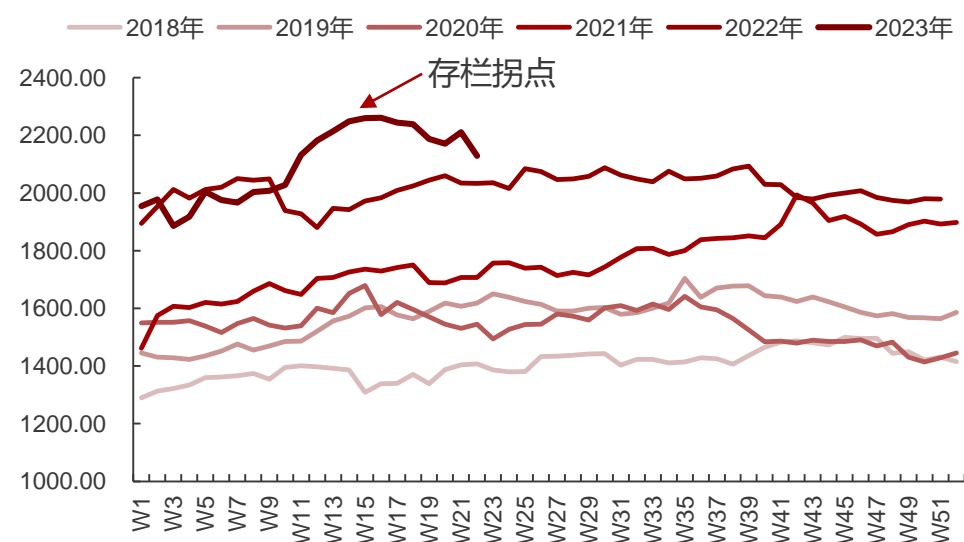
## 2.1 白羽鸡：种鸡产能拐点相继出现

- 在产祖代存栏在2022年10月出现拐点。** 在产祖代从2022年初至10月份一直处于增长趋势，10月后开始进入产能去化，截至2023年第14周，在产祖代存栏115.4万套，相较于22年10月的高点以下降18.4%，且引种断档后祖代后备存栏一直处于较低水平，预计在产祖代存栏将继续下降。
- 在产父母代存栏在2023年5月出现拐点。** 根据代际传导，父母代在产存栏将惯性增加至5月份，根据协会数据，父母代在产存栏在4月份达到2261万套的高点后开始逐渐去化，主要因为4月后商品代鸡苗价格开始快速下降，种鸡场淘汰种鸡所致。

图：在产祖代种鸡存栏量（万套）



图：在产父母代代种鸡存栏量（万套）



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会、浙商证券研究所

## 2.1 白羽鸡：经济弱复苏，鸡肉需求端承压

- **鸡肉综合价格跌回到成本线以下。** 进入二季度，鸡肉产品消费依旧低迷，餐饮等环节消费尚可，家庭、集团等消费一般，鸡肉加工厂采购也不积极，经销商出货节奏放缓，鸡肉综合价目前跌至11000元/吨左右。

图：鸡肉综合价销售价格（元/吨）



图：鸡大胸与琵琶腿价差在扩大（元/公斤）



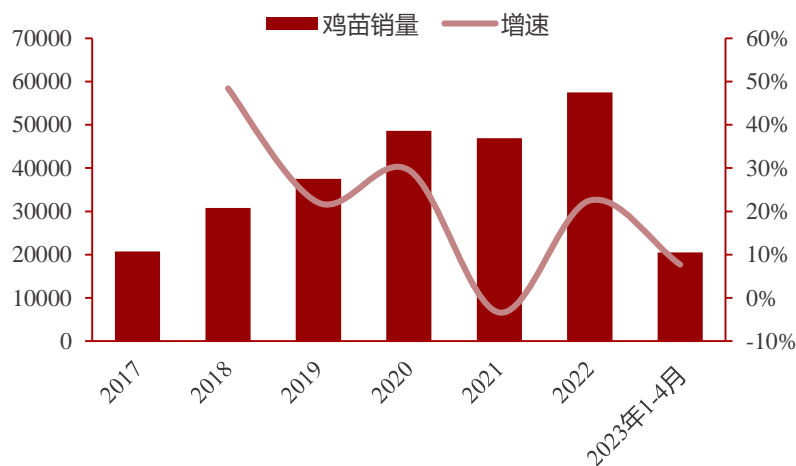
资料来源：禽报网、上海钢联、浙商证券研究所

## 2.1 白羽鸡投资主线1：上游高弹性标的

### □ 投资主线一：关注上游高弹性标的民和股份、益生股份。

- **民和股份：**根据公告，当前公司商品代鸡苗产能超过3亿羽，通过非公开募集资金建设项目将新增1亿羽/年商品代鸡苗的产能，公司养殖成本控制较好，将充分受益鸡苗价格反转。
- **益生股份：**公司是祖代引种龙头，根据公告，公司目前可年上市近5亿羽鸡苗（含父母代鸡苗），另外公司布局种猪育种，“种鸡+种猪”双轮驱动发展。

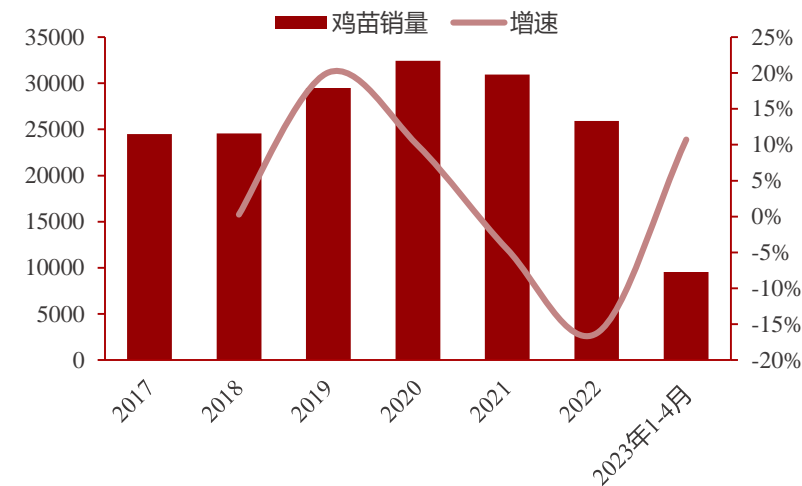
图：益生股份肉鸡苗销售量（万只）



图：益生股份毛利率



图：民和股份肉鸡苗销售量（万只）



图：民和股份毛利率



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

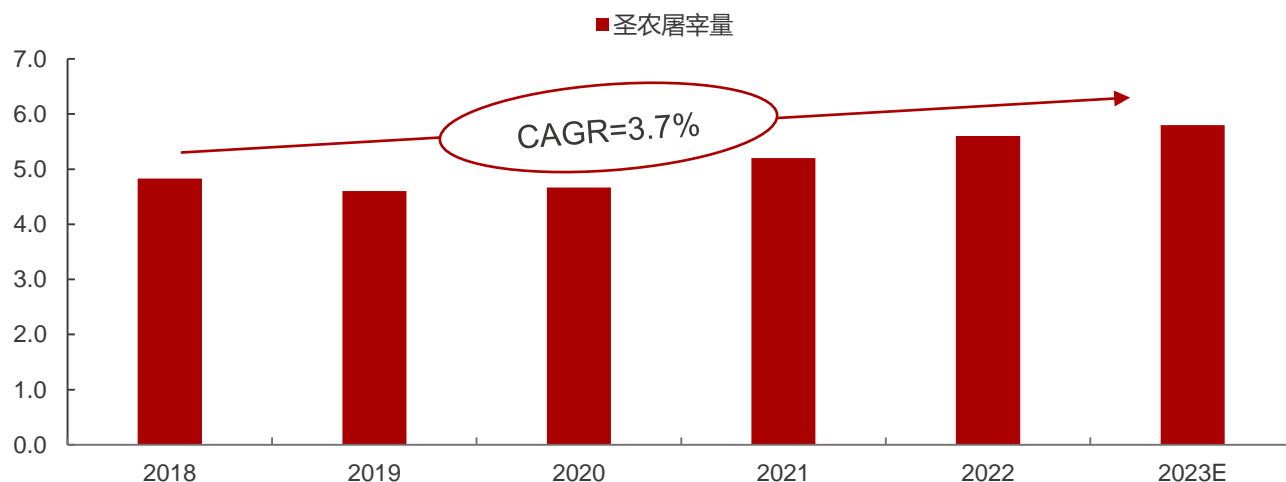
## 2.1 白羽鸡投资主线2：全产业链优质龙头圣农发展

### 投资主线二：布局全产业链的优质龙头企业，推荐圣农发展

- **圣农发展**：根据公告，公司目前白羽鸡养殖产能已经近6亿羽，向10亿羽迈进，有望进一步扩大市场份额。肉制品加工业务收入占比的持续提高，帮助公司有效提高并稳定盈利能力，有望享受消费股的估值，长期成长可期。
- 公司拥有自有种源ZS901，2022年外销父母代种鸡145万套，在海外引种受限的背景下，有望实现国产替代。

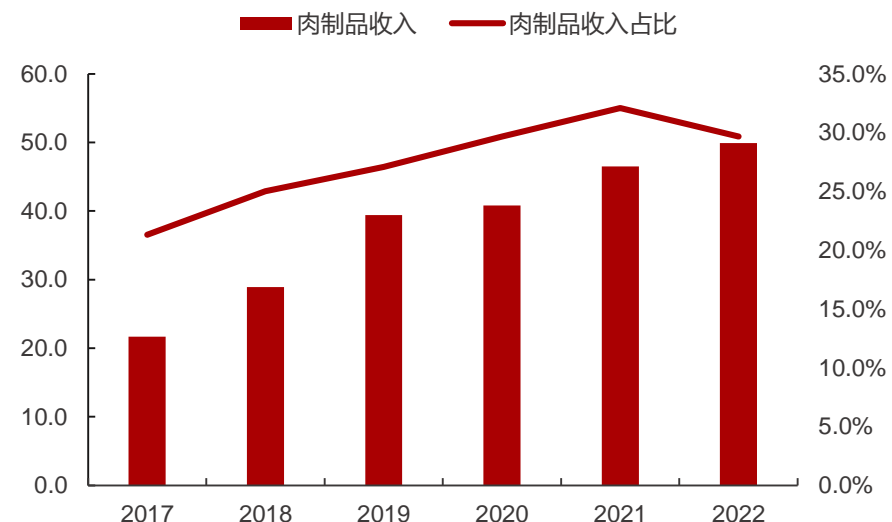
我们认为，长期产业链延伸成为趋势，布局食品业务的企业有望迎来估值重塑。为减少单一肉鸡养殖带来的盈利周期波动，国内肉鸡养殖企业加快推进上下游业务协同发展，熟食品的毛利水平更高且相对稳定，有利于增强盈利稳定性，帮助企业向消费公司转型，带动估值中枢上移。

图：圣农发展屠宰量（亿羽）

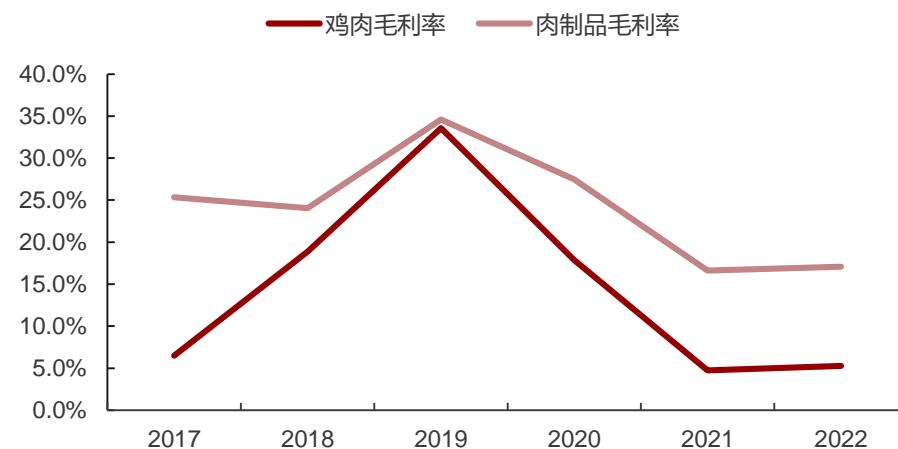


资料来源：公司公告、圣农发展公众号、浙商证券研究所

图：圣农发展肉制品收入占比达到30%



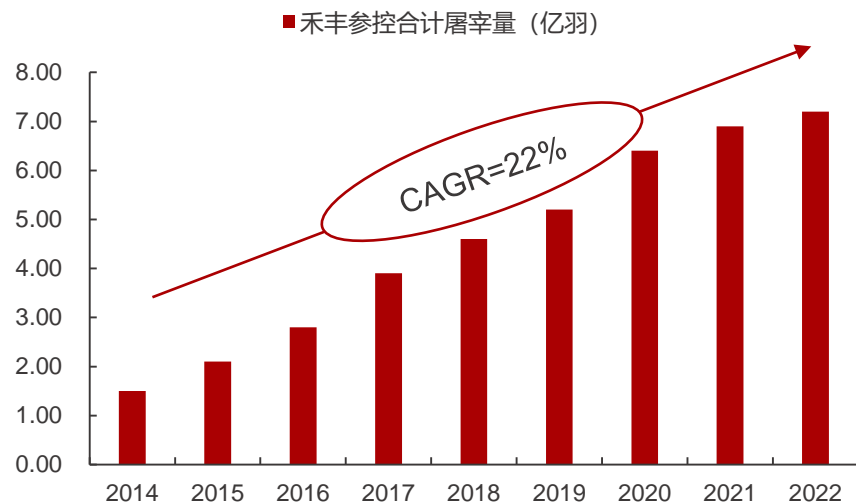
图：肉制品收入毛利率较高且相对稳定



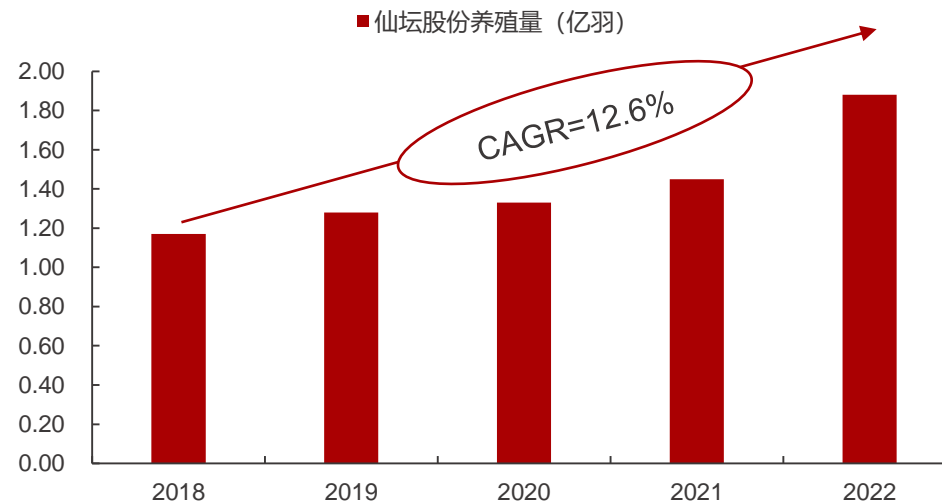
□ **投资主线三：布局下游产能扩张明显的鸡肉企业，关注仙坛股份、禾丰股份。**

- **仙坛股份：**公司通过合作养殖模式控制上游养殖端，专注于下游屠宰鸡肉制品业务的拓展，根据公告，公司现有屠宰产能1.5亿羽，加上新建的诸城项目的逐步投产，产能将达到2.5亿羽。
- **禾丰股份：**公司白羽肉鸡业务已经形成养殖、加工、深加工的一条龙产业链。根据公告，公司通过控股/参股的形式将年屠宰能力扩张到9亿羽，是目前行业中最大的白羽肉鸡综合屠宰企业。

图：禾丰参控股合计屠宰量（亿羽）



图：仙坛股份养殖量（亿羽）

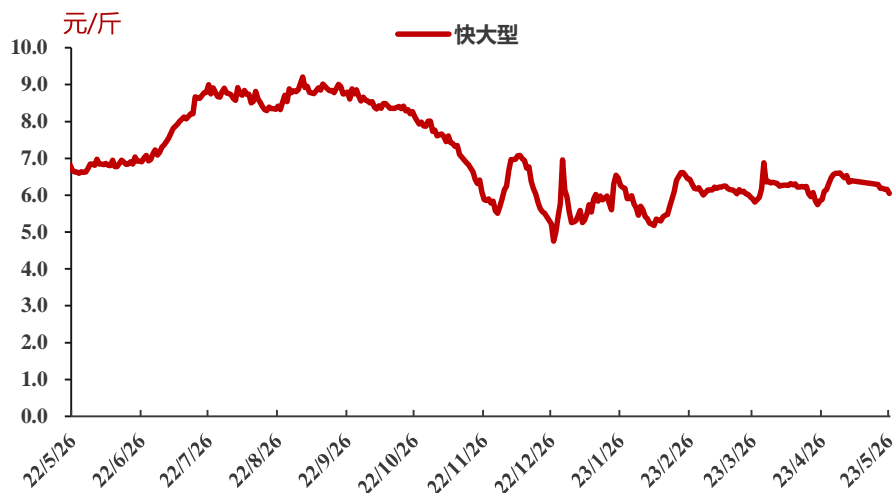


资料来源：公司公告、浙商证券研究所

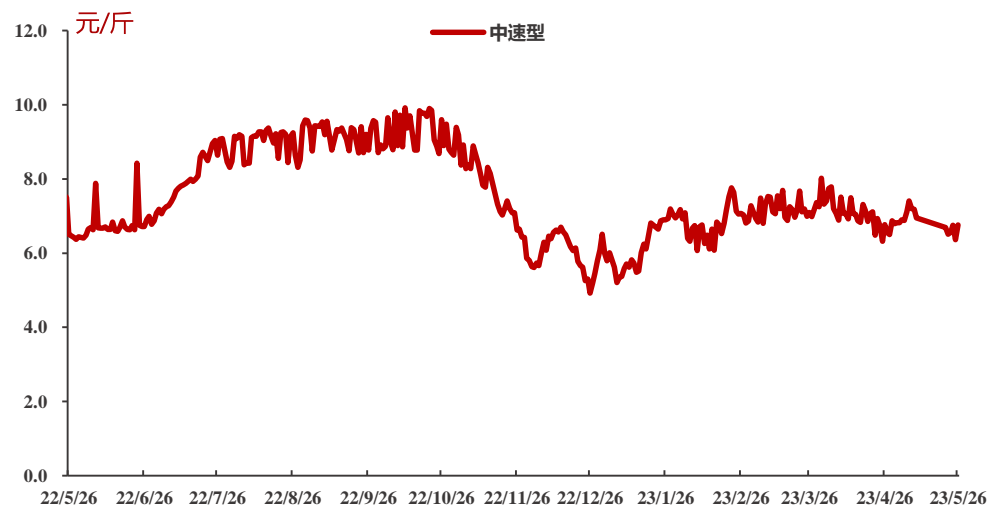


- **消费恢复较弱，黄羽鸡价格持续低位。**截至5月26日，全国快大鸡均价为5.6元/斤，中速鸡5.8元/斤。按6.8元/斤养殖成本测算，价格从2022年12月至今基本徘徊在成本线以下，处于持续低迷的状态，这主要因为市场供应量增加趋势明显，而市场需求端无明显利好。

图：黄羽快大型价格（元/斤）



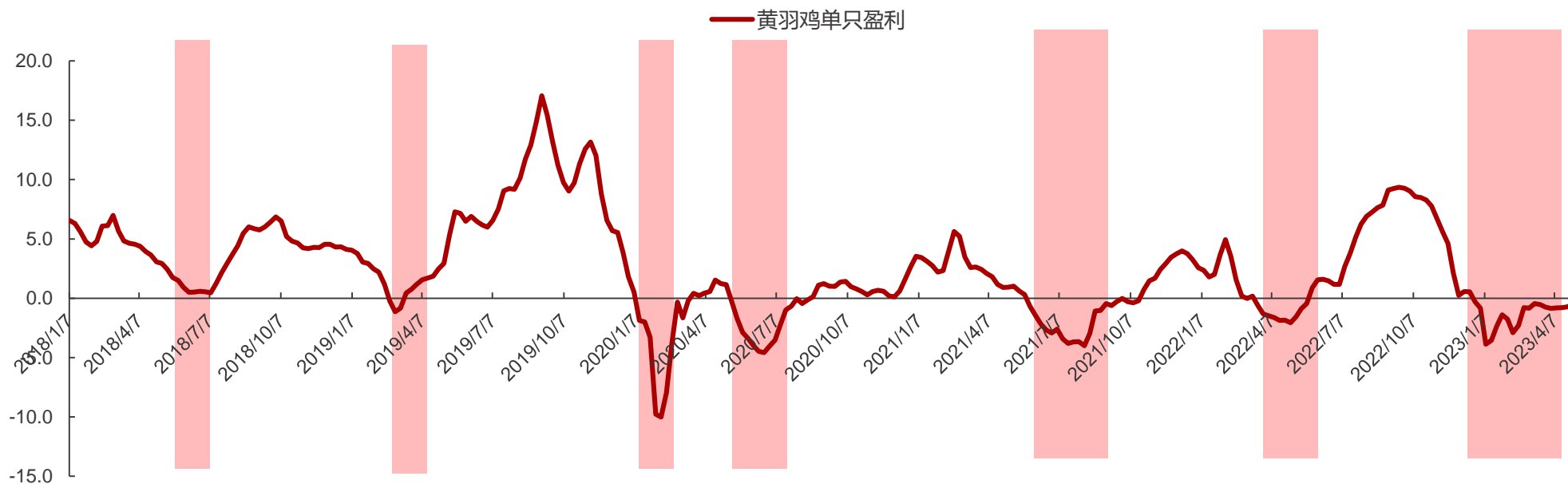
图：黄羽中速型价格（元/斤）



资料来源：wind、浙商证券研究所

- **以往黄鸡亏损期在一个季度左右。**复盘2018年以来黄羽鸡养殖行业的亏损或低盈利持续时间基本保持在一个季度的时间，即大部分养殖户会在亏损一批鸡后退出市场。
- **本轮亏损期持续近二个季度，景气度有望在下半年恢复。**鸡价自2022年末跌破成本价后，已在成本线以下盘整近二个季度，亏损时间超以往主要因2022年末因疫情导致库存积压在今年持续出清的过程较为漫长，下半年有望实现景气提升。

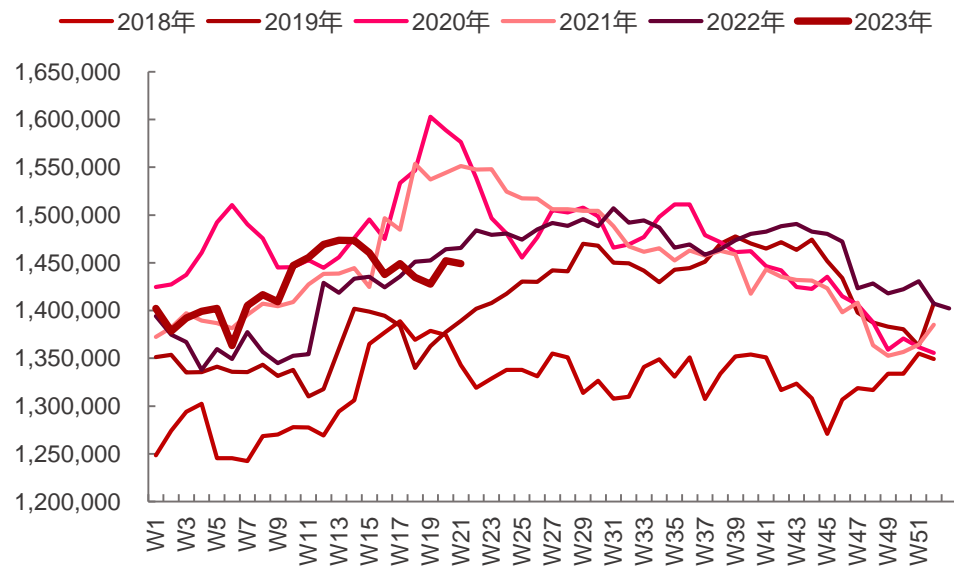
图：黄羽快行业盈利情况（元/只）



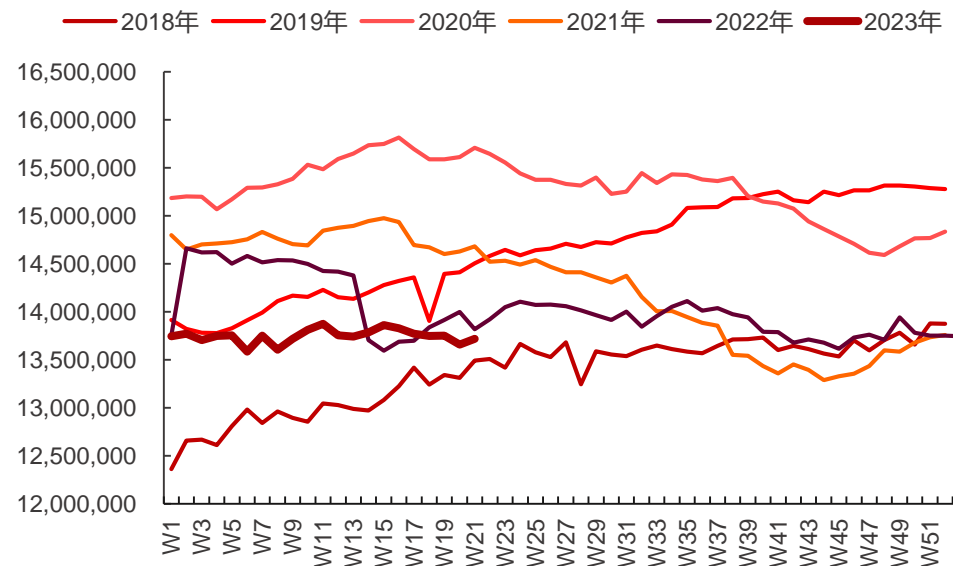
资料来源：禽业协会、浙商证券研究所（根据协会数据按单只2kg测算）

- **肉鸡价格持续低迷下，产能持续低位。**自2021年11月黄鸡产能周期反转以来，行业父母代鸡存栏持续位于低位，当前在产父母代存栏位于1372万套的低位水平，较2021年10月底时（本轮周期存栏最低点）1329万套高出3.4%。父母代种鸡补栏积极性方面，2022年下半年行业虽然反转，但对补栏的积极性刺激较弱，2023年以来持续的价格低迷导致存栏再次去化，目前行业补栏仍处低位，长期看黄鸡价格有望高位维持。

图：全国在产祖代种鸡存栏量（套）



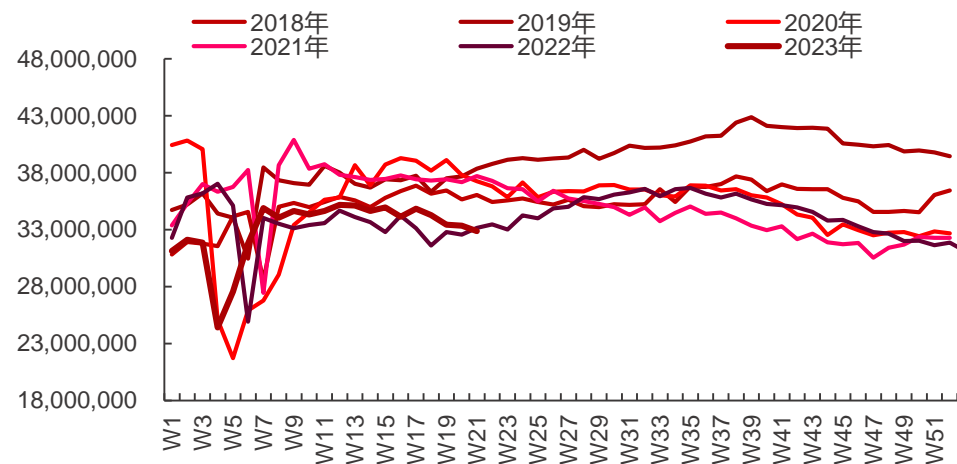
图：全国在产父母代种鸡存栏量（套）



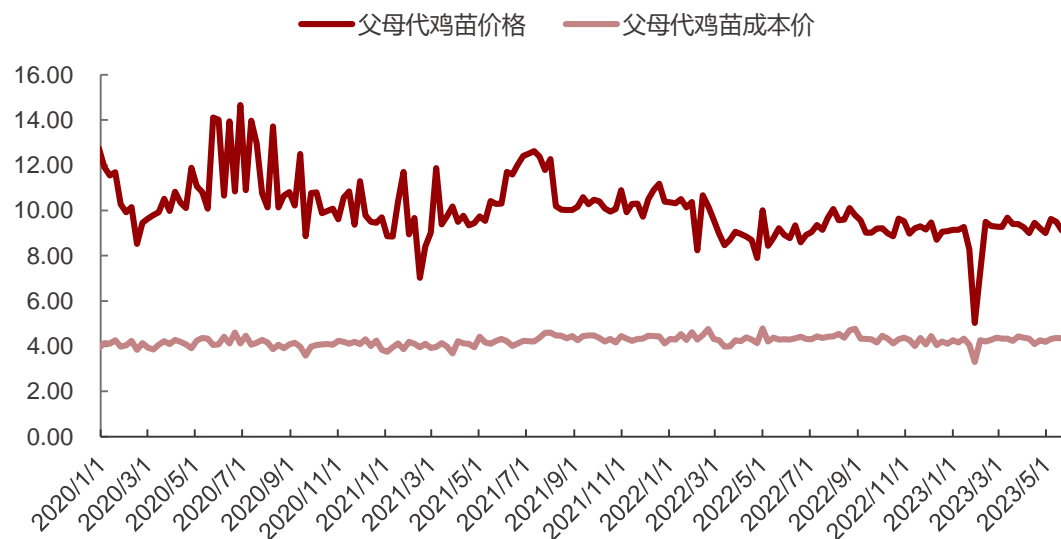
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会、浙商证券研究所

- **肉鸡养殖持续亏损，补栏积极性较差。**商品代鸡苗在5月后价格持续低于成本价，说明养户补栏再度陷入低迷。商品代鸡苗销量上，2023年1月至今周雏鸡平均销量3306万只，22年同期平均3342万只销量下降了1.1%，供给降低为后续黄鸡价格上涨奠定基础。

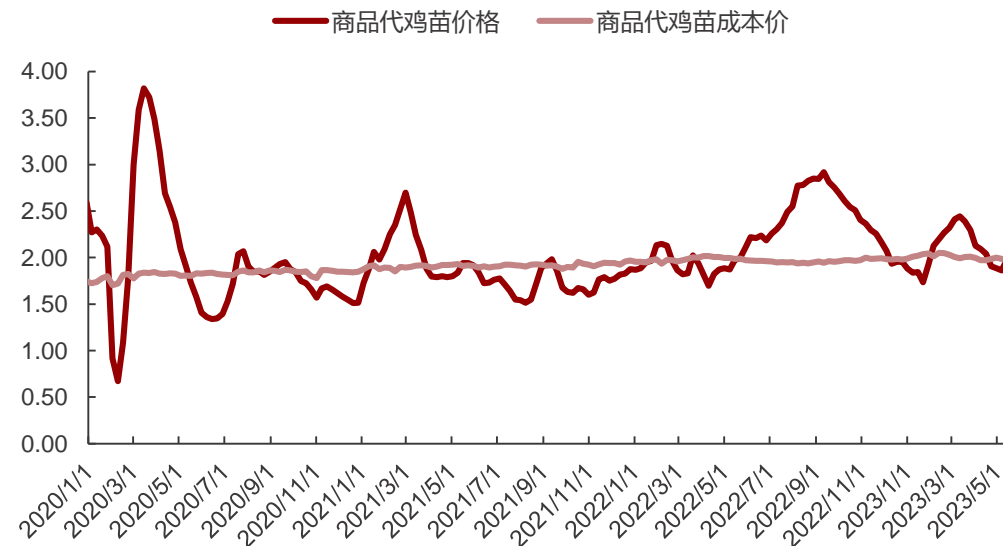
图：商品代鸡苗销量（羽）



图：父母代鸡苗价格及成本（元/套）

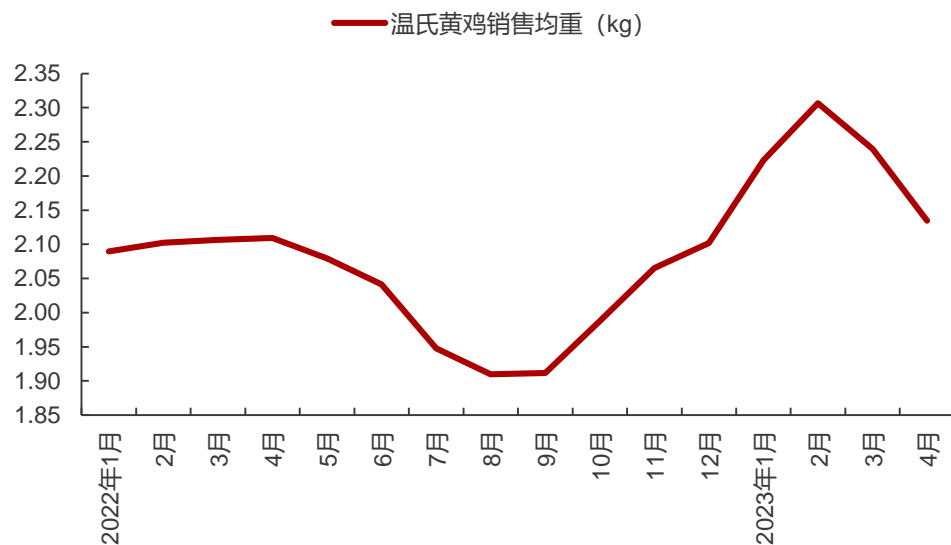


图：商品代鸡苗价格及成本（元/套）



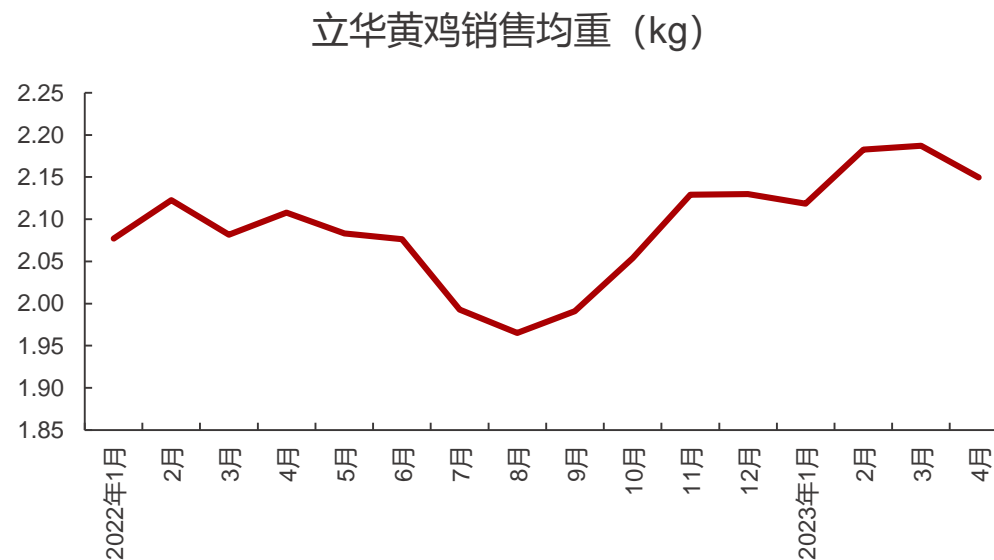
- **黄鸡销售均重已下降，库存去化。**2022年末疫情影响黄羽肉鸡的销售，导致大量存栏积压至年后，以温氏和立华观测，其肉鸡销售均重在2月销售均重分别达到2.31kg/羽、2.18kg/羽，随着积压肉鸡存栏不断出清，截至4月销售均重已降至2.13kg/羽、2.15kg/羽，库存在不断出清，利好下半年景气复苏。

图：温氏黄羽鸡销售均重开始下降 (kg/只)



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图：立华黄羽鸡销售均重开始下降 (kg/只)



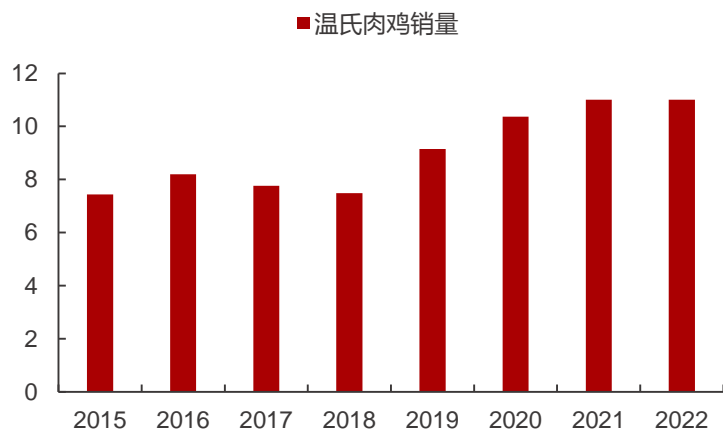
资料来源：公司公告、浙商证券研究所

## 2.2 黄羽鸡：投资建议

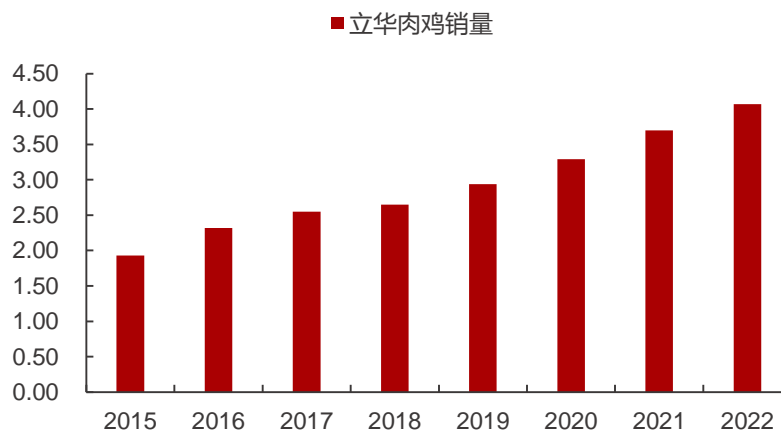
□ **重点推荐产能快速扩张的温氏股份、立华股份，关注冰鲜黄羽鸡龙头湘佳股份。**

- **温氏股份：**国内黄羽鸡行业绝对龙头，产能快速扩张，根据公告，目前年销售量约占全国的25%，毛鲜联动战略初显成效，鲜销比例达13%。
- **立华股份：**国内第二大黄羽鸡企业，黄羽鸡出栏量多年保持高增长，根据公告，2021年拟定增8.54亿用于扩张产能，市占率有望进一步提升。
- **湘佳股份：**黄羽鸡冰鲜龙头，冰鲜产品销量稳步提升，高毛利带动公司盈利水平提升，冰鲜销售渠道布局全面，享受行业成长红利。

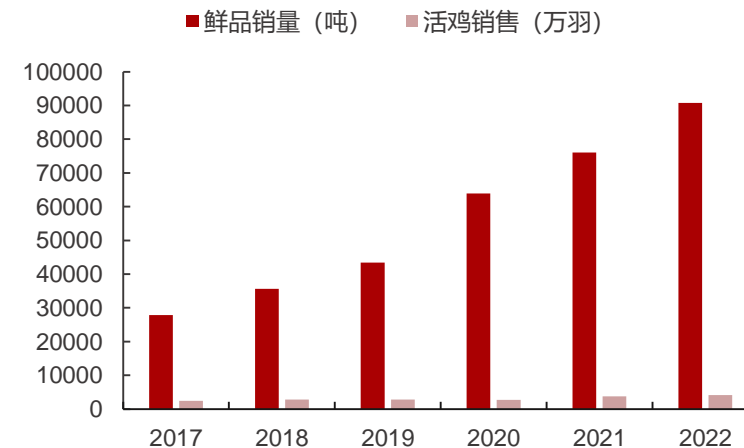
图：温氏股份黄羽鸡销量稳步增长（亿羽）



图：立华股份黄羽鸡销量持续增长（亿羽）



图：湘佳股份冰鲜产品量稳步增长（吨）



# 03

## 动保

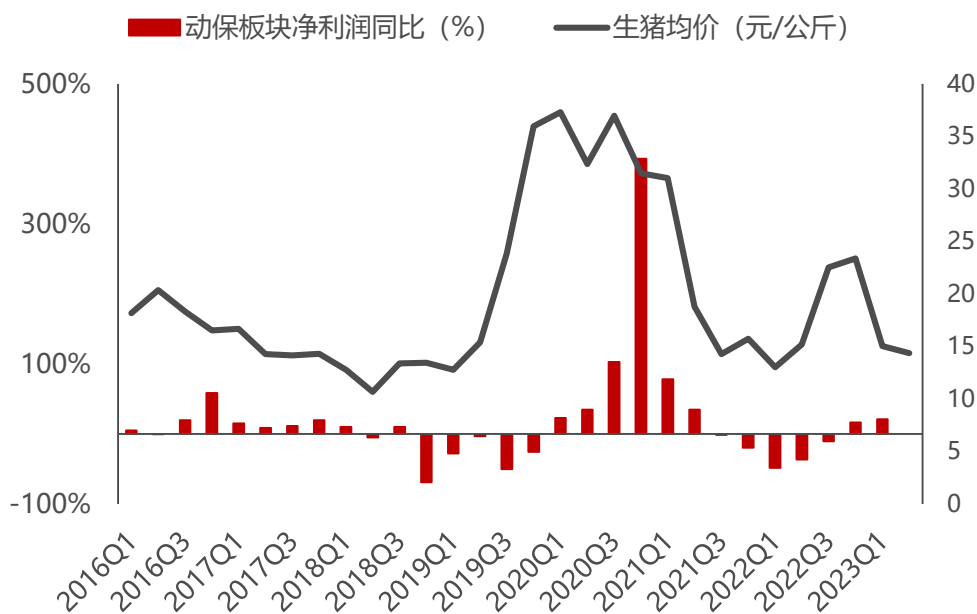
短期受下游压制，关注新品上市催化

## □ 养殖后周期板块，受猪价波动影响较大

当生猪价格持续下跌时，养殖端对上游动保产品价格敏感性提高，将首先减少高价疫苗的使用，随着亏损时间的延长，进一步开启产能去化进程，导致动保产品需求下滑，对应行业业绩与估值的底部；

而当猪价回归成本线，用药需求将显著恢复，随着养殖场盈利增厚，其对高端动保产品的需求逐步提升，议价动力降低，动保产品毛利率与估值同时开启修复行情，业绩往往在1~2个季度以后兑现增长。

图：生猪价格对动保板块净利润影响较大



图：动保板块估值与猪价波动



资料来源：wind、浙商证券研究所



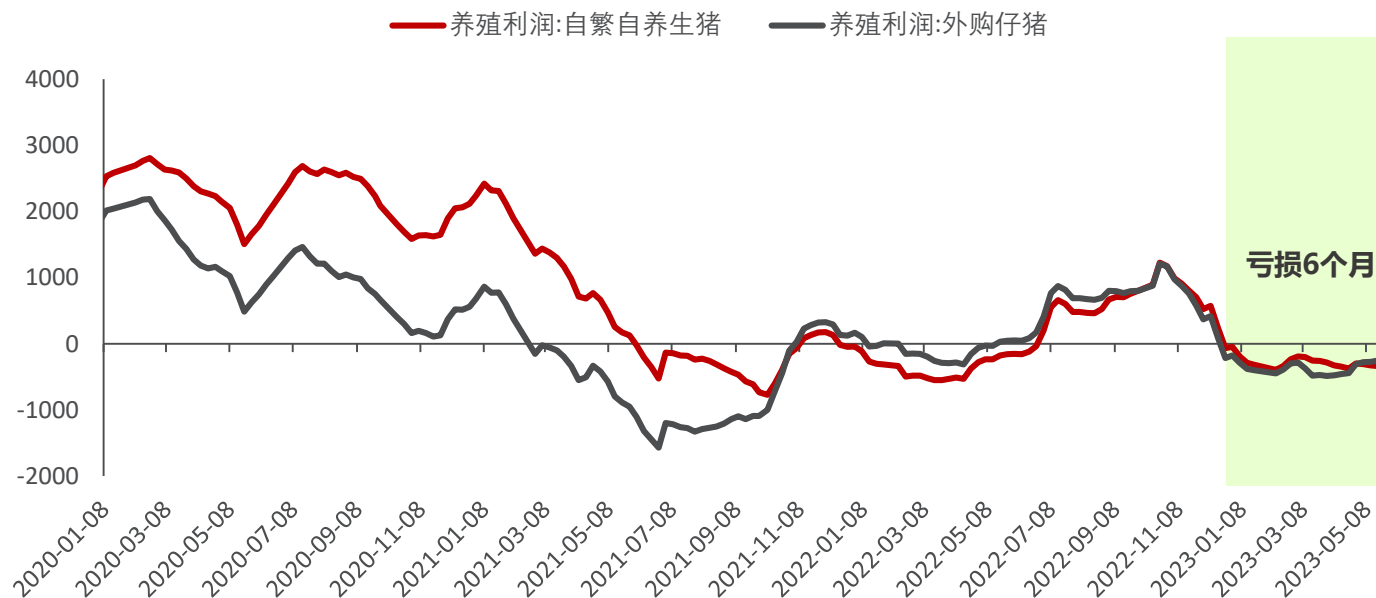
## □ 2023年动保企业受下游压制较大

**上半年猪价低迷抑制高价药苗需求。**今年年初以来，生猪价格因基础存栏量过高的压力未得到实质解决而持续低迷，处于高位的生猪存栏量支撑了动保产品的基础需求量，但下游连续两个季度的亏损也抑制了养殖场对高端产品的采购。

**连续亏损背景下，下半年生猪产能去化或加速。**1-5月全国自繁自养和外购自主头均平均亏损295.1和367.6元，现金流的收缩，外加蓝耳、非洲猪瘟、腹泻等疫病影响，生猪养殖产能开启去化进程，根据国家统计局数据，截至2023年3月末全国能繁母猪存栏4305万头，相较于22年末下降1.94%，样本企业能繁母猪存栏环比下降1.95%。

在此背景下，我们预计下半年上游动保企业经营压力将持续增大，盈利空间或受到一定挤压。

**图：生猪养殖已连续亏损两个季度**

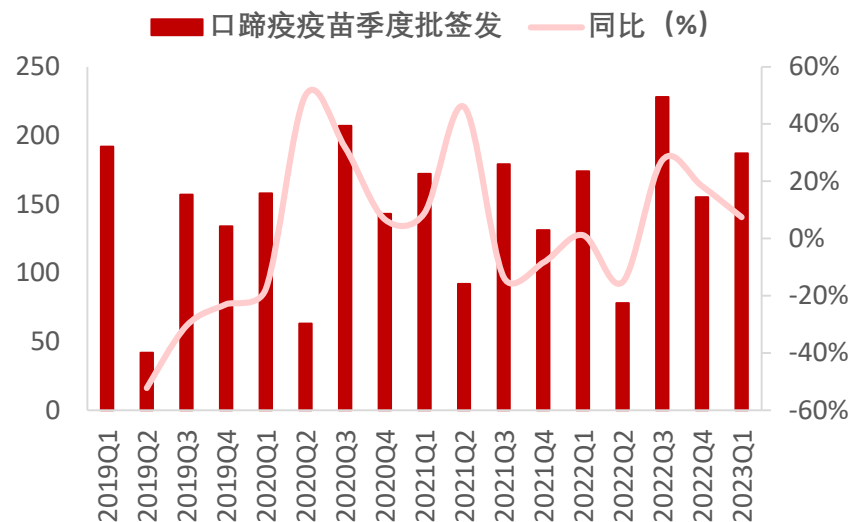


资料来源：wind、浙商证券研究所

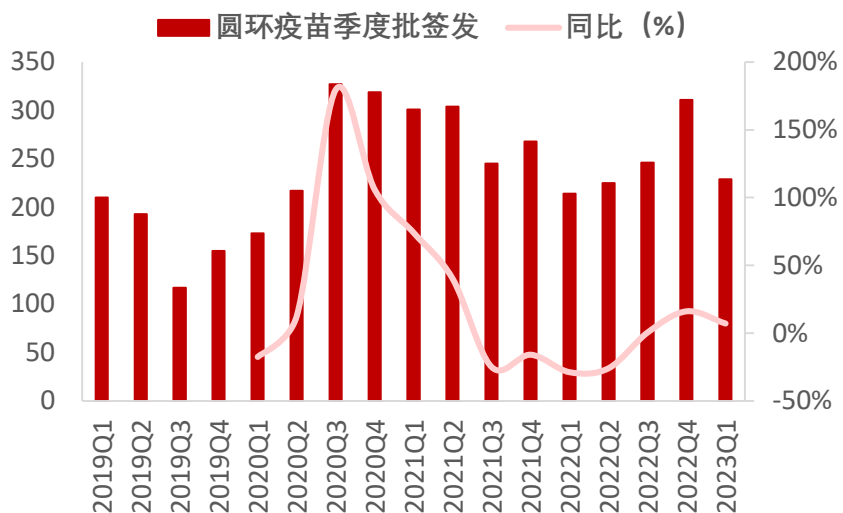
### □ 从育肥猪常用疫苗批签发情况来看

除强免疫苗口蹄疫存在政采春防秋防集中采购影响之外，猪圆环、猪伪狂犬、猪胃肠炎腹泻等非强免常规疫苗均与猪价相关性较强。23年一季度各疫苗批签发次数同比均有所增长，但因猪价持续低于成本线运行，同比增速相应放缓。随着二、三季度气温逐渐升高，疫病活力有所减弱，叠加猪价并无太强上行支撑，预计非强免疫苗批签发次数增速或延续放缓。

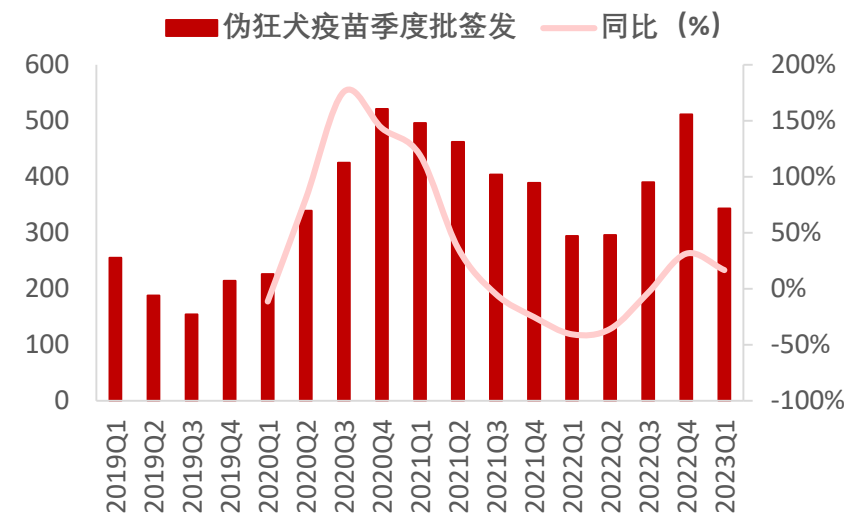
图：口蹄疫疫苗批签发（次）



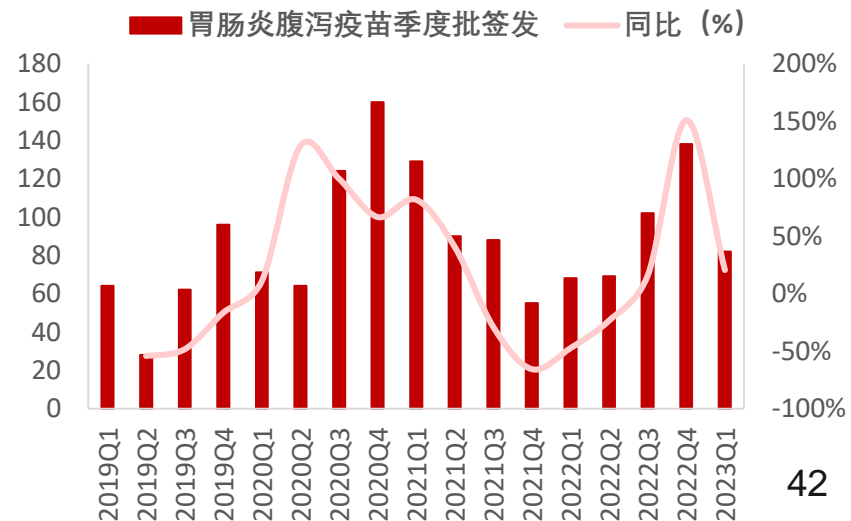
图：圆环疫苗批签发（次）



图：伪狂犬疫苗批签发（次）



图：猪胃肠炎腹泻疫苗批签发次数（次）

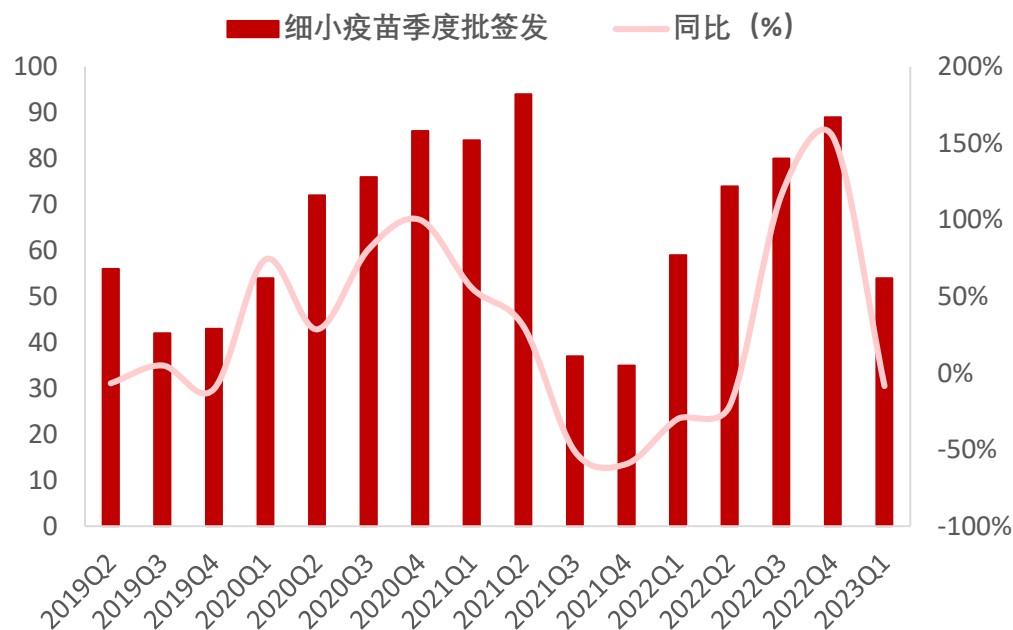


资料来源：国家兽药基础数据库、浙商证券研究所

## □ 从种猪常用疫苗批签发情况来看

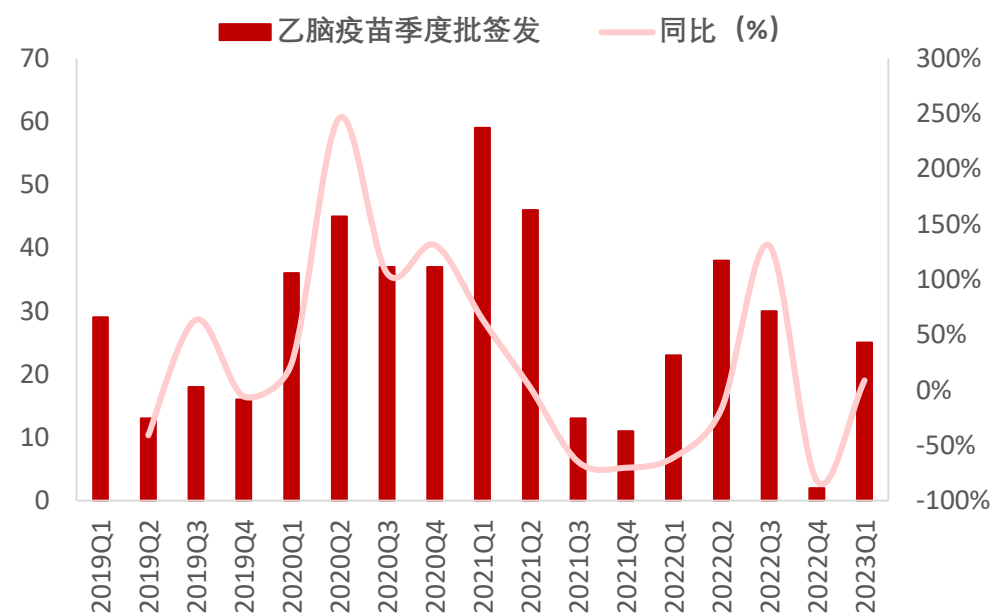
2023年一季度猪细小疫苗和猪乙脑疫苗批签发次数同比分别-8.5%、+8.7%。其中，猪细小病是一种种猪繁殖障碍病，主要表现为怀孕母猪流产、死胎，无明显季节性；猪乙脑病毒亦主要侵害猪的繁殖系统，流行高峰主要在夏季至初秋，因此需要在春季提前进行疫苗预防。

图：猪细小疫苗批签发（次）



资料来源：国家兽药基础数据库、浙商证券研究所

图：猪乙脑疫苗批签发次数（次）



资料来源：国家兽药基础数据库、浙商证券研究所

## □ 非瘟疫苗研发已有实质性进展

4月初兰研所和中科院先后上报非瘟疫苗应急评价，当前审批流程进展顺利，仅剩复核检验与程序性流程。5月24日兰州晚报发布《“国重室”重组“强心”——兰州科学城生物谷建设已在路上》文章，文中兰研所所长表示“非洲猪瘟亚单位疫苗攻关取得了良好进展，非洲猪瘟疫苗研究已完成药品生产质量管理规范静态验收，向实现产业化迈出了关键一步”。我们认为若安全、优质的非瘟疫苗实现商业化应用，参考口蹄疫疫苗，行业或迎来强扩容

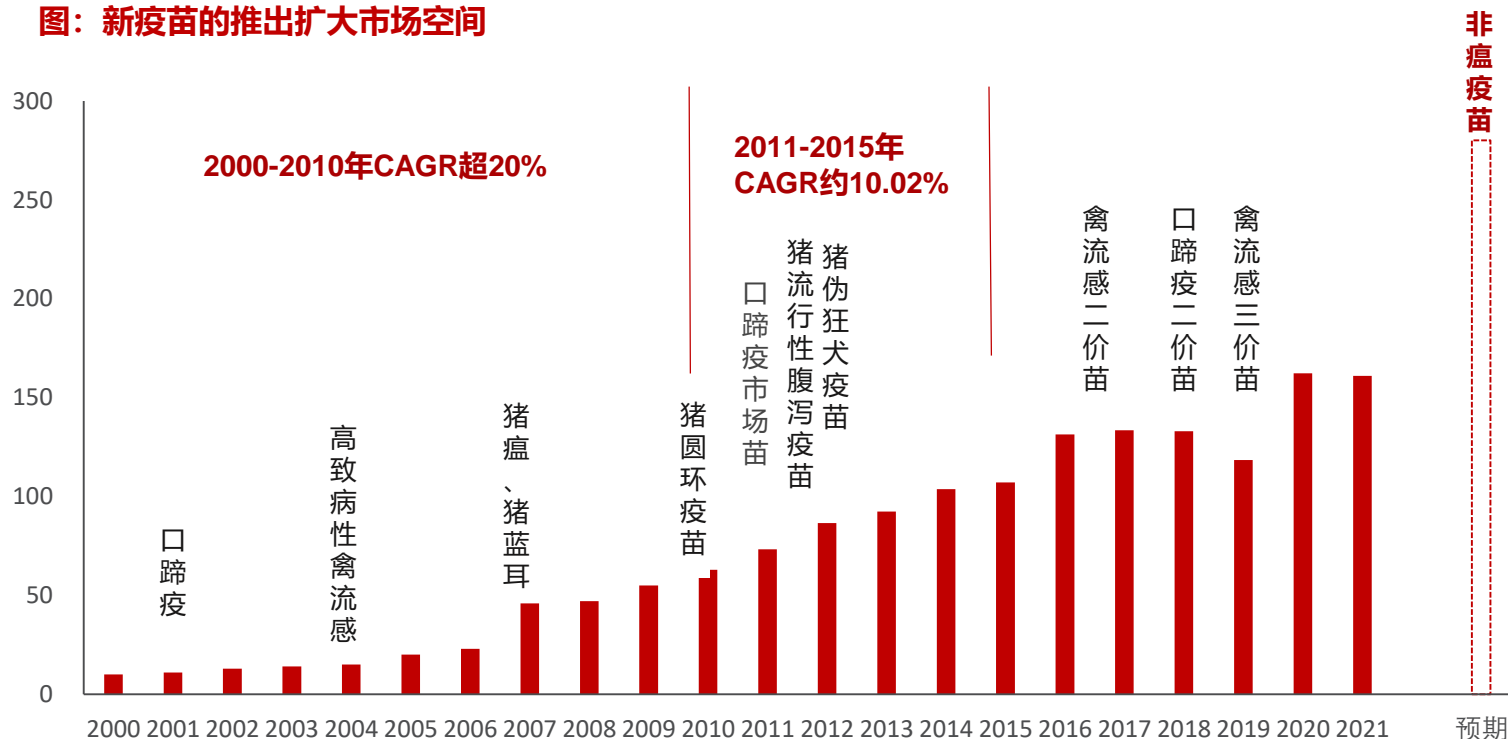
## □ 非瘟疫苗商业化落地后预计市场空间超百

根据农业农村部信息，假设我国年出栏商品猪6.5亿头，疫苗渗透率80%，母猪和公猪存栏共0.56亿头，疫苗渗透率90%，头均免疫2针，价格参考22年6月份越南非瘟疫苗定价，给予10元/针，经过测算，非瘟疫苗的空间可达114亿，如商业化落地，动物疫苗市场规模将达到280亿元。

表：非瘟疫苗市场空间测算

|        | 数量 (亿头) | 免疫次数 | 产品价格 (元/针) | 渗透率 | 预计市场规模 |
|--------|---------|------|------------|-----|--------|
| 商品猪年出栏 | 6.5     | 2    | 10         | 80% | 104.00 |
| 母猪存栏   | 0.36    | 2    | 10         | 90% | 6.48   |
| 后备母猪存栏 | 0.17    | 2    | 10         | 90% | 3.06   |
| 公猪存栏   | 0.03    | 2    | 10         | 90% | 0.54   |
| 合计     |         |      |            |     | 114.08 |

图：新疫苗的推出扩大市场空间



资料来源：中国兽药协会、浙商证券研究所

## 动保：宠物疫苗研发进程或超预期

### □ 猫三联疫苗有望年内获批上市

猫三联疫苗作为宠物猫必打的核心疫苗，可以同时预防疱疹病毒、杯状病毒、猫泛白细胞减少病毒，但目前为止，硕腾妙三多是国内仅有的一款获得农业部正式批文的专用疫苗，其曾经因运输问题而导致国内疫苗供应出现“一针难求”现象，因此猫三联疫苗的国产替代刻不容缓。国内多家动保企业积极推动猫三联疫苗的研发，其中瑞普生物已于2022年底完成临床试验，目前正在进行新兽药注册证书的申报，随着农业农村部加快审批政策的促进，公司猫三联疫苗有望早于原有预期上市，力争成为本土第一家，打破该产品的进口产品垄断局面。

### □ 宠物医疗快速发展，头部企业积极布局蓝海市场

随着国民收入水平提高，家庭宠物渗透率将进一步提升，养宠理念也会逐步改变，宠物医疗消费市场将维持快速增长。从各家研发储备来看，生物股份、普莱柯、科前生物和瑞普生物均有丰富的研发产线布局，未来将保证充分的成长性。

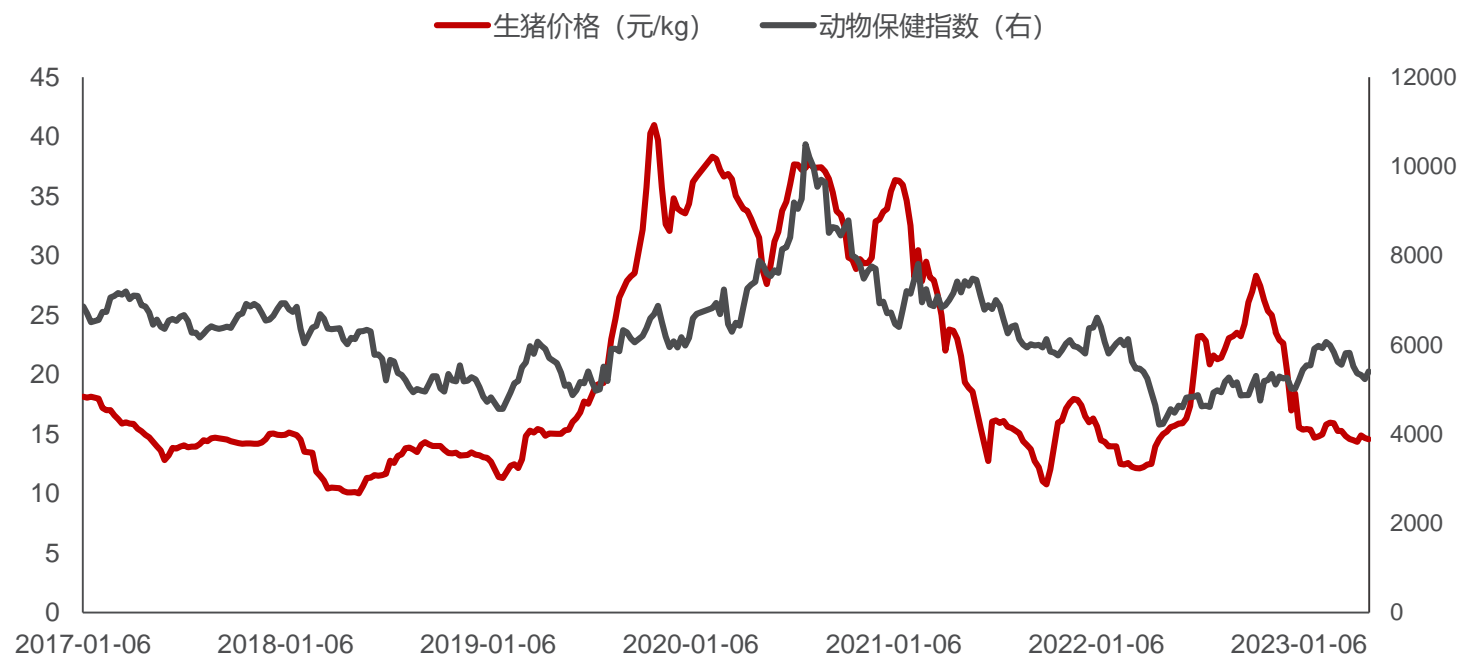
**表：部分动保企业宠物疫苗研发项目**

|      | 宠物疫苗研发项目  | 宠物药物研发项目  |
|------|---|---|
| 普莱柯  | 猫三联灭活疫苗   | 氟雷拉纳原料及制剂的研制与应用项目   |
| 瑞普生物 | 犬细小病毒抗血清、犬瘟热、细小病毒病、腺病毒病、副流感四联活疫苗、猫鼻气管炎、杯状病毒病、泛白细胞减少症三联灭活疫苗      | 克林霉素磷酸酯颗粒、吡虫啉莫昔克丁滴剂（犬）、吡虫啉莫昔克丁滴剂（猫）、伊维菌素吡喹酮咀嚼片、复方制霉菌素软膏、非泼罗尼吡丙醚滴剂 |
| 科前生物 | 猫瘟病毒、猫疱疹病毒、猫杯状病毒三联减毒活疫苗、狂犬病灭活疫苗（SAD-dOG株）、犬细小病毒VP2 蛋白重组犬瘟热病毒活疫苗 | 狂犬病病毒 G蛋白 ELISA 抗体检测试剂盒   |
| 生物股份 | 犬三联活疫苗、犬四联疫苗、猫三联灭活疫苗、猫四联灭活疫苗                                    | 宠物用骨关节炎产品、猫泛白细胞减少症治疗用药物   |

资料来源：各公司公告、浙商证券研究所

- 在行业基本面逐步修复的过程中，头部企业将展现更大的增速，同时非瘟疫苗的研发进展将成为当前动保行业最重要的催化剂，推荐有望首批获得非瘟疫苗生产资质的企业【中牧股份】、【普莱柯】、【生物股份】。此外，宠物经济的发展也为行业带来增长第二极，推荐当前猫三联疫苗研发进展最快的【瑞普生物】

图：动保指数走势与生猪价格强相关



资料来源：wind、浙商证券研究所

# 04

## 种植链条

粮价高位震荡，转基因育种张弓待发

□ **上半年小麦价格持续下滑。**2023年上半年受美联储加息等宏观经济风险冲击以及小麦预期丰产影响，麦价持续下行，截至5月31日，小麦现货价为2738.9元/吨，较年初下跌14.8%。年中恰逢新旧小麦价格接轨，因新季小麦受强降雨天气影响，市场担心品质下降，短期内提振陈麦价格持续走高

□ **后市小麦价格或弱势运行：**

(1) 新麦即将全面上市，或对麦价形成压制。尽管河南部分地区受降雨影响，部分新麦未来得及收割，品质受损，但该片区已有相当一部分新麦在雨前收割，未受降雨影响，市场对小麦仍有丰产预期，麦价仍将弱势运行。

(2) 库销比预期有所下调，或对麦价形成一定支撑。USDA5月报告预测上调了2022/23年度中国小麦饲用消费，最终库存消费比较上月预测下降3pct至93.97%。

图：国内小麦现货价格（元/吨）



表：USDA（5月）预测中国小麦供需平衡表（百万吨）

|              | 期初库存   | 产量     | 进口    | 饲用消费  | 消费总额   | 出口   | 期末库存   | 库存消费比   |
|--------------|--------|--------|-------|-------|--------|------|--------|---------|
| 2017/18      | 114.93 | 134.33 | 3.94  | 17.50 | 121.00 | 1.00 | 131.20 | 108.43% |
| 2018/19      | 131.20 | 131.43 | 3.15  | 20.00 | 125.00 | 1.01 | 139.77 | 111.82% |
| 2019/20      | 138.09 | 133.60 | 5.38  | 19.00 | 126.00 | 1.05 | 150.02 | 119.06% |
| 2020/21      | 150.02 | 134.25 | 10.62 | 40.00 | 150.00 | 0.76 | 144.12 | 96.08%  |
| 2021/22      | 139.12 | 136.95 | 9.57  | 35.00 | 148.00 | 0.88 | 136.76 | 92.41%  |
| 2022/23E（4月） | 136.76 | 137.72 | 10.00 | 30.00 | 144.00 | 0.90 | 139.58 | 96.93%  |
| 2022/23E（5月） | 136.76 | 137.72 | 13.50 | 33.00 | 148.00 | 0.90 | 139.08 | 93.97%  |

资料来源：Wind、USDA、浙商证券研究所



### □ 玉米价格承压下行，但仍处于高位

春节后市场供给增加，但受生产利润制约玉米深加工及饲料企业补库意愿不强，叠加小麦价格持续下行，压制玉米价格，截至2023年5月31日，我国玉米现货价为2756元/吨，较年初下滑6.2%，但仍处于相对高位。

### □ 供需偏紧，价格或维持震荡：

(1) 根据中国农产品供需形势分析报告，2022/23年玉米产量估计值为2.77亿吨，同比+2.3%，进口量为1800万吨，同比-39.1%，但上一年度库存结余较多，为1441万吨，故预估玉米整体供应量仅减少56万吨，维持稳定。

(2) 目前国内玉米渠道库存逐渐减少，大部分库存集中在大型贸易商手中，下游生猪养殖产能去化导致市场需求有限，叠加小麦替代效应增强，玉米补库积极性有所减弱，预估2022/23年度玉米库销比为1.6%，同比-4.4pct，下半年价格或震荡运行。

图：国内玉米价格（元/吨）



表：中国农产品供需形势分析预测玉米供需平衡表

| 市场年度     | 播种面积<br>亿亩 | 产量<br>百万吨 | 进口量<br>百万吨 | 消费量<br>百万吨 | 出口量<br>百万吨 | 库存<br>百万吨 | 库销比<br>% |
|----------|------------|-----------|------------|------------|------------|-----------|----------|
| 2017/18  | 6.36       | 259.07    | 3.47       | 270.25     | 0.02       | -7.73     | -2.86%   |
| 2018/19  | 6.32       | 257.17    | 4.48       | 279.78     | 0.02       | -18.15    | -6.49%   |
| 2019/20  | 6.19       | 260.77    | 7.60       | 278.30     | 0.01       | -9.94     | -3.57%   |
| 2020/21  | 6.19       | 260.66    | 29.56      | 282.16     | 0.00       | 8.06      | 2.86%    |
| 2021/22  | 6.50       | 272.55    | 29.56      | 287.70     | 0.00       | 14.41     | 5.01%    |
| 2022/23E | 6.46       | 277.20    | 18.00      | 290.51     | 0.01       | 4.68      | 1.61%    |

资料来源：Wind、农业农村部、浙商证券研究所

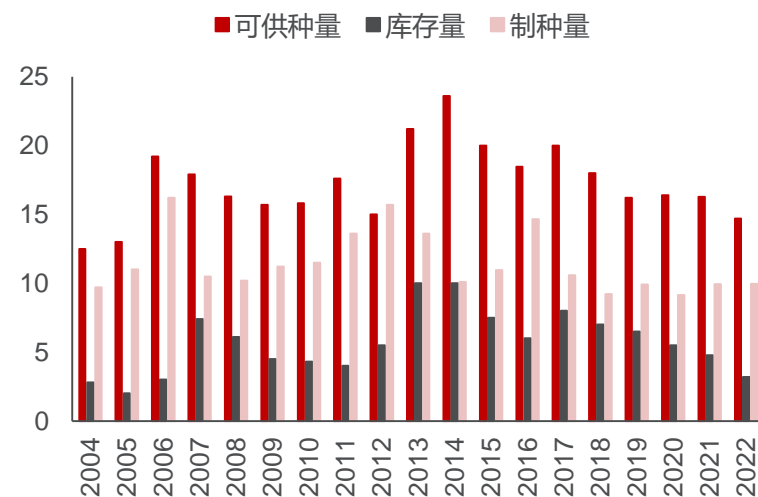
**(1) 杂交玉米制种产量持续低位，有效库存接近历史低点。**2016~2022年杂交玉米制种产量从14.7亿公斤下滑到9.9亿公斤，年复合增速为-7.48%，主要系制种面积缩减后，新种产量大幅下降，长期处于行业低位。另外受去库存政策推进，头部企业的主销品种库存快速清零，玉米种子有效库存不断下降，2022年库存量仅为3.2亿公斤，同比-32.9%。

**(2) 种植积极性高涨，推动种子需求旺盛：**2020年以来，玉米临储库存清零，同时饲用玉米需求快速提升，玉米价格持续上涨，较为可观的利润空间支撑种子需求持续高涨。

**(3) 制种成本抬升：**其一，玉米种植积极性的高涨导致了制种基地遭哄抢，进而推动亩保费、代繁费用上升；其二，国际市场动荡导致大宗产品价格飙升，农药、化肥等农资价格大幅提高；其三，农村人口老龄化加剧了田间用工成本的抬升。以甘肃制种基地为例，据智种网信息，2021年和2022年玉米制种成本较上年分别上涨29.4%、18.2%，叠加22年中极端炎热天气导致部分制种基地出现不同幅度的减产，进而支撑了玉米种子价格维持高位。

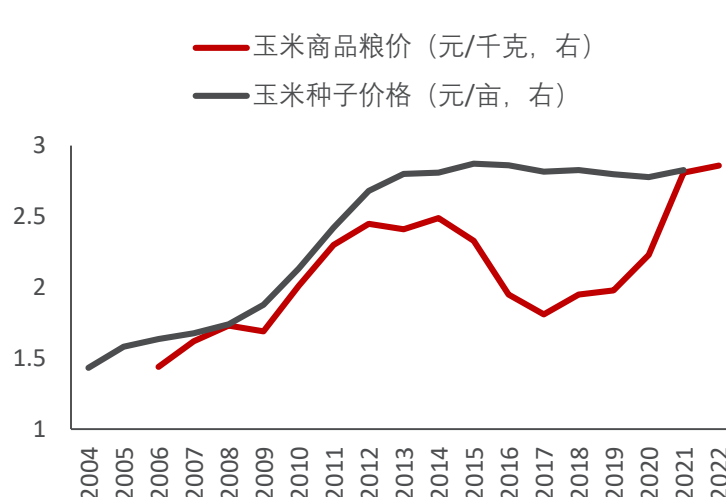
2022/23年度玉米种子销售季已过，部分品牌力较强的玉米种子零售价涨至70元/袋，涨幅高达30%，而一些知名度较低的品种则面临着需求量下滑的情形。此外，随着转基因玉米的商业化推广，大型种企势必会通过并购来扩张其推广面积，头部种企集中度有望快速提升。

图：中国杂交玉米种子库存处于历史底部（亿公斤）



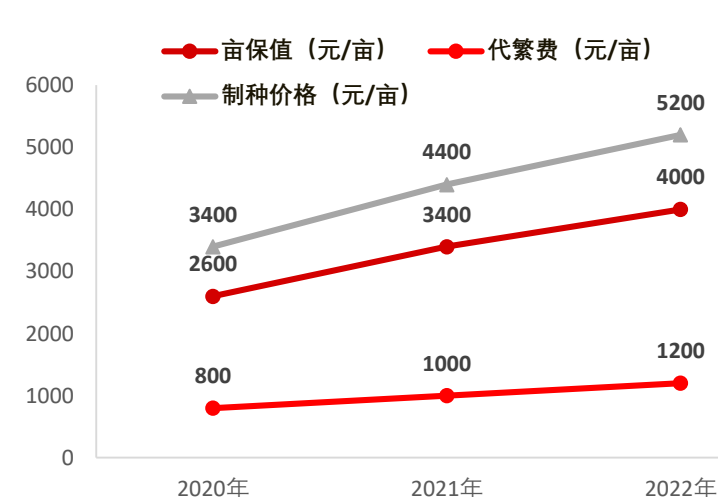
资料来源：中国农技推广中心、浙商证券研究所

图：2004-2022年玉米种子价格与玉米价格



资料来源：中国农技推广中心、浙商证券研究所

图：玉米制种成本持续抬升



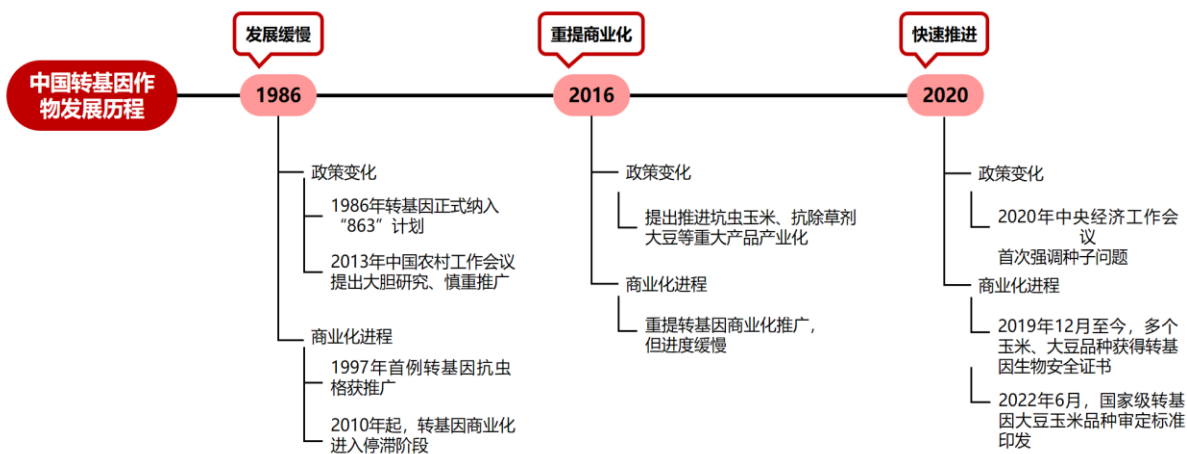
资料来源：智种网、浙商证券研究所

### 国内转基因商业化已提上日程：

1986年起我国便开启了转基因研究之路，经过十几年缓慢的发展，2010年后转基因政策趋向审慎，对转基因的态度偏向“慎重推广”，转基因商业化因此陷入停滞；2016年后转基因商业化被重提，但仍推进缓慢；2020年，种子问题首次得到中央经济工作会议的强调；2022年6月转基因作物品种审定办法得到明确，我国正式开启转基因玉米商业化，中国转基因发展进入快速推进的阶段。

根据我国现行种子法规定，转基因种子需要经历安全证书获批和品种审定上市两个阶段，才能正式推出市场。目前转基因玉米、大豆品种已经完成“安全证书获批”阶段，2019年以来我国已陆续有13个玉米、4个大豆、2个水稻转基因品种获得了生产应用安全证书。2022年，在甘肃张掖制种基地进行了第一批转基因玉米试制种，2023年3月第二批试制种也已完成播种，所制得的种子在获取“品种审定”证书后，便可正式上市销售。我们预计最快2023年底将陆续公布通过品种审定的企业名单，明年有望实现转基因种子的正式商业化销售。

图：中国转基因作物发展进程



表：我国转基因生物安全证书获取情况

| 单位             | 类别 | 产品                                    | 数量 |
|----------------|----|---------------------------------------|----|
| 大北农生物技术有限公司    | 玉米 | DBN9936、DBN9858、DBN9501、DBN3601T      | 4  |
|                | 大豆 | DBN9004                               | 1  |
| 杭州瑞丰生物科技有限公司   | 玉米 | 瑞丰125、浙大瑞丰8、nCX-1                     | 3  |
|                | 大豆 | CAL16                                 | 1  |
| 中国种子集团有限公司     | 玉米 | Bt11 X GA21、BT11 X MIR162 X GA21、GA21 | 3  |
| 中国林木种子集团有限公司   | 玉米 | ND207、CC-2                            | 2  |
| 中国农业大学         | 大豆 | SHZD3201                              | 1  |
| 上海交通大学         | 大豆 | SHZD3201                              | 1  |
| 中国农业科学院作物科学研究所 | 大豆 | 中黄6106                                | 1  |
| 华中农业大学         | 水稻 | Bt汕优63、华恢1号                           | 2  |
| 袁隆平农业高科技股份有限公司 | 玉米 | BFL4-2                                | 1  |
| 中国农业科学院生物技术研究所 | 玉米 | BFL4-2                                | 1  |

## 转基因商业化之后可能产生的影响

### (1) 种子价格提高、种业扩容。

转基因作物能够减少病虫害的损失，提高种植收益，且其前期研发投入成本较高，因此转基因种子定价将高于非转基因品种，据智种网资料，美国自1996年推广转基因玉米以来，玉米种子价格从30元/亩上升至2017年的110元/亩，年复合增长率达23.8%。按照当前常规玉米种子终端价约55元/亩测算，我国的转基因玉米种子价格将大致位于75~80元/亩区间内，转基因玉米种子市场规模有望达483亿元，增值部分将由性状公司、种子公司和渠道商贡献，转基因品种渗透将带动行业整体扩容。

### (2) 行业分化加剧，集中度提升。

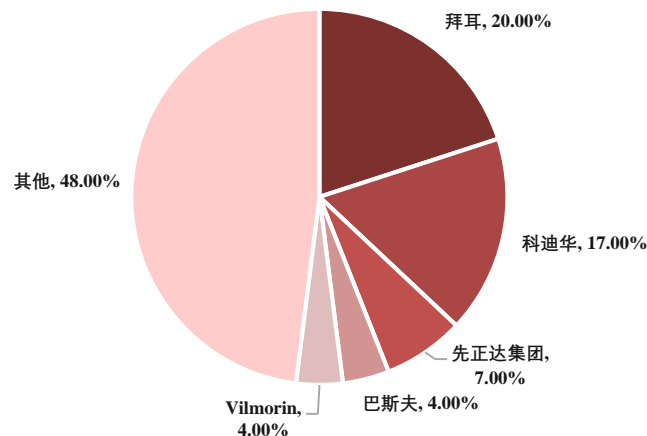
我国种子企业竞争格局极为分散，市场竞争激烈，对比全球种业市场CR5高达51%，2021年我国CR5仅11%，存在较大差距。转基因种业技术壁垒极高，若转基因种子成功上市，拥有转基因性状储备以及传统品种优势明显的企业将会充分受益，同时套牌假种现象将遭到沉重打击，头部种企业市占率有望进一步提升。

表：我国转基因玉米种子市场规模测算（亿元）

| 溢价\渗透率 | 10%  | 30%   | 50%   | 90%   |
|--------|------|-------|-------|-------|
| 35%    | 48.3 | 144.8 | 241.3 | 434.4 |
| 40%    | 50.1 | 150.2 | 250.3 | 450.5 |
| 45%    | 51.8 | 155.5 | 259.2 | 466.5 |
| 50%    | 53.6 | 160.9 | 268.1 | 482.6 |

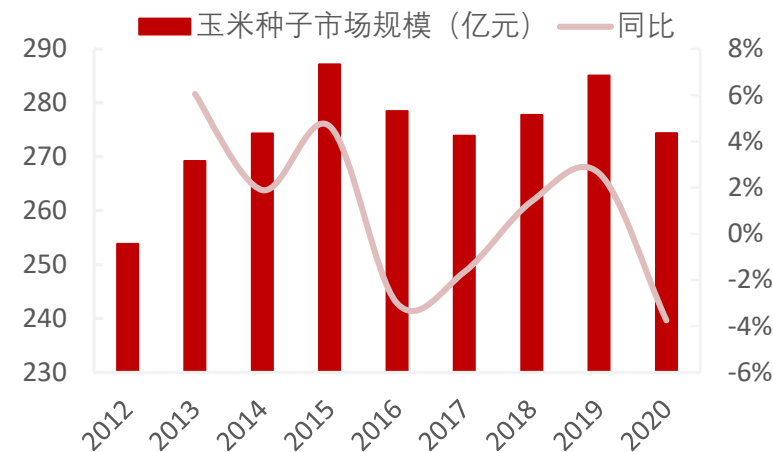
资料来源：大北农公告、浙商证券研究所

图：全球种子企业CR5



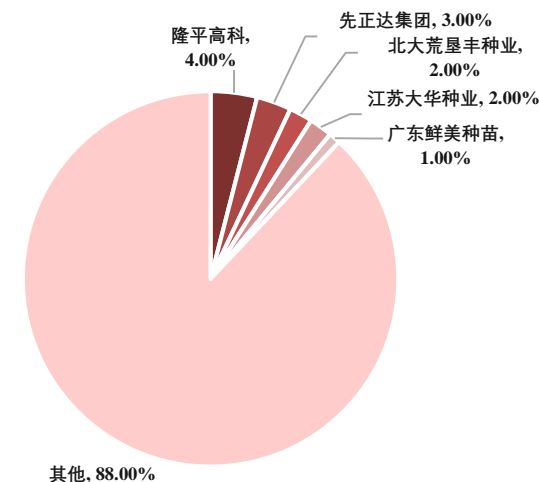
资料来源：先正达招股说明书、浙商证券研究所

图：我国现有玉米种子市场规模



资料来源：2021年农作物种业发展报告、浙商证券研究所

图：中国种子企业CR5



### 投资建议：

转基因性状研发耗时长、投入大铸就了行业极高的竞争壁垒，一旦获得生物安全证书相当于领先10年左右的先发优势，转基因性状储备丰富的性状公司、传统品种优势明显的龙头种企或将成为此轮种业变革的核心受益资产。重点关注：

#### 【隆平高科】转基因受益龙头标的，基本面改善逐步兑现；

公司作为水稻和玉米种子龙头，水稻种子业务整合改善效果显著；玉米种子业务通过兼并收购扩大规模的同时，对部分优质品种进行提价，盈利空间进一步扩大，且隆平发展经营业绩好转，收益同比大幅增加。此外公司大部分劣质资产已在2022年进行相应的减值计提，后续仍将持续推进剩余劣质资产的剥离，实现轻装上阵，公司基本面改善正逐步兑现。

#### 【丰乐种业】迎央企入股，开启种业转型之路

2023年3月，央企乡村产业基金公司收购合肥建投持有的1.23亿股，以20%的持股比例成为控股股东。实际由国投创益运营管理，其“十四五”聚焦投资的战略型产业之一恰为现代种业，其中生物育种产业化是其重点发展领域。

#### 【大北农】转基因性状获批最多，先发优势明显；

已育成并通过安全审批的转基因玉米有4个：DBN9936、DBN9858、DBN9501和DBN3601T，位居全国首位；转基因大豆DBN9004在海外进入产业化阶段。

#### 【登海种业】传统玉米种业优势明显，有望和性状公司达成合作；

#### 【先正达】绝对的一流的生物技术研发公司；

图：转基因种业未来可能的利润分配方式



资料来源：智种网、浙商证券研究所

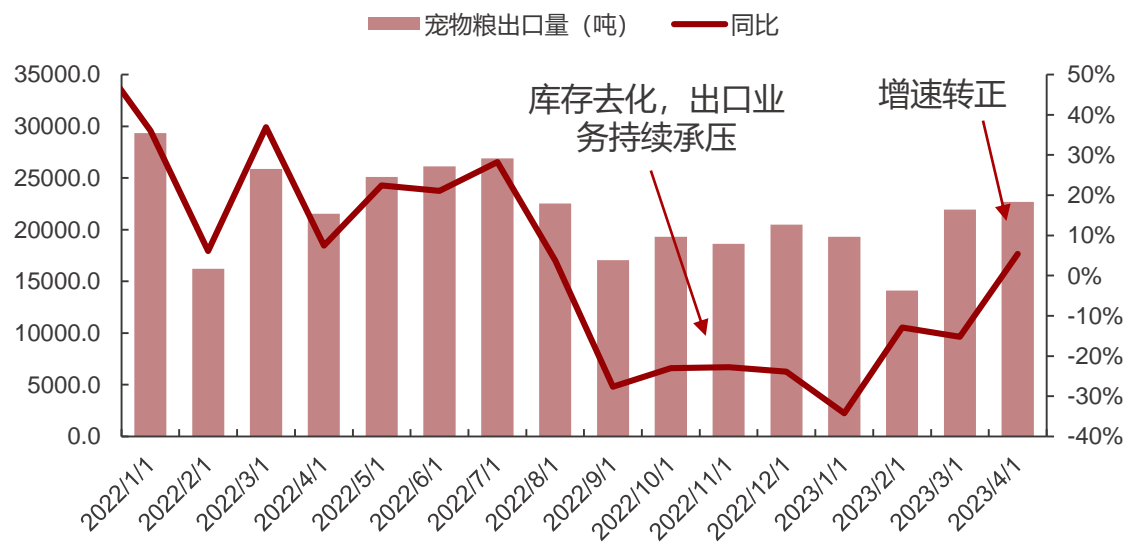
05

宠物

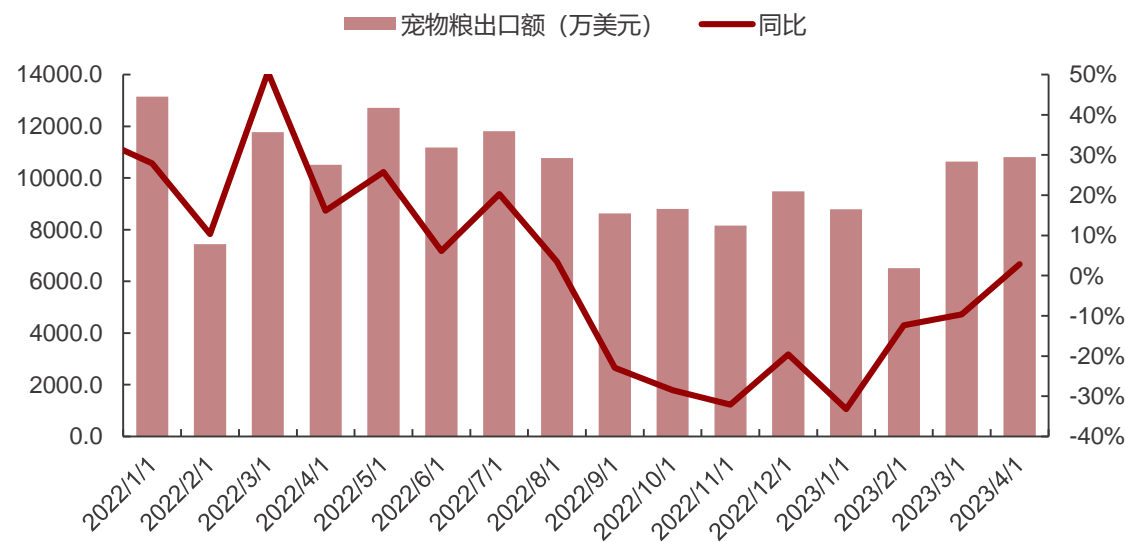
海外出口恢复，国内市场兴起

□ **去库存结束，4月出口增速回正。** 2022年3-4季度因海外提前备货导致库存积压，国内宠物出口订单大幅降低，出口量和金额均出现负增长，根据海关总署数据，2023年4月宠物粮出口量为22699吨，同比增速为5.4%，出口额为10813万美元，同比增速为2.8%，在经历3个季度同比下滑后再次回正。

图：4月宠物粮出口量增速转正（吨）



图：4月宠物粮出口额增速转正（万美元）

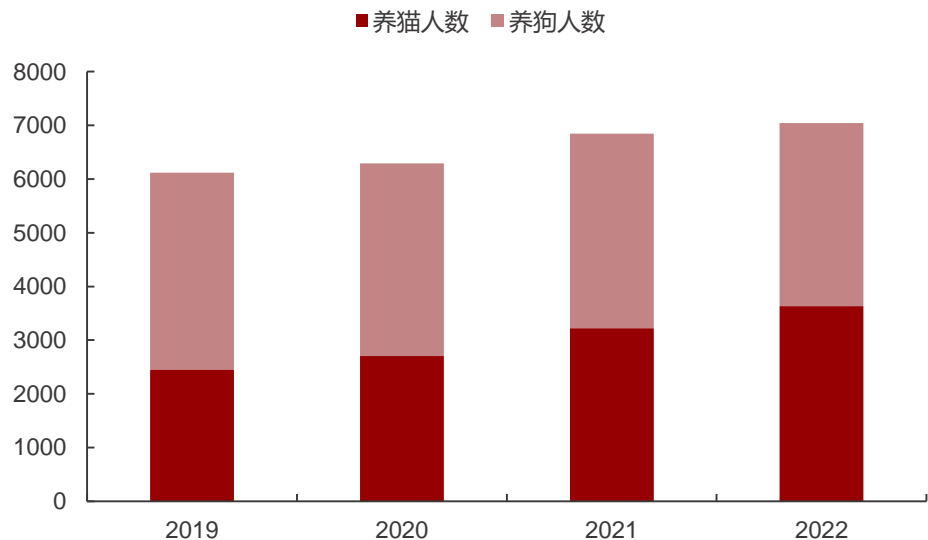


资料来源：海关总署、浙商证券研究所

## 05 宠物：国内需求逐渐兴起，国产品牌发力国内市场

- 国内宠物市场增长空间可期。根据欧睿国际数据，2022年中国宠物行业市场规模为847亿元，而美国宠物市场则达到4674亿元，相比较国内市场还有很大增长空间。
- 国内宠物市场增速高于美国成熟市场。2018-2022年国内宠物市场年复合增速为15%，同期美国为8%，预计未来5年（2023-2027）国内市场仍保持10%的复合增速增长。

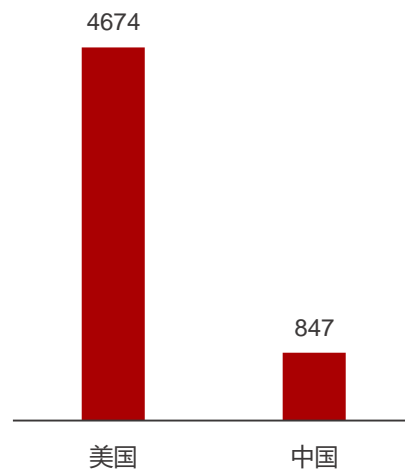
图：我国养宠人数持续增加（人）



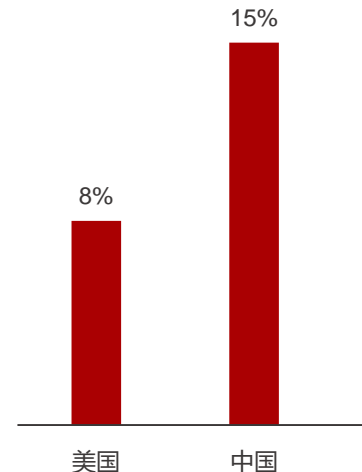
资料来源：欧睿国际、2022年宠物行业白皮书、浙商证券研究所

图：我国宠物市场规模较低，增长潜力较大

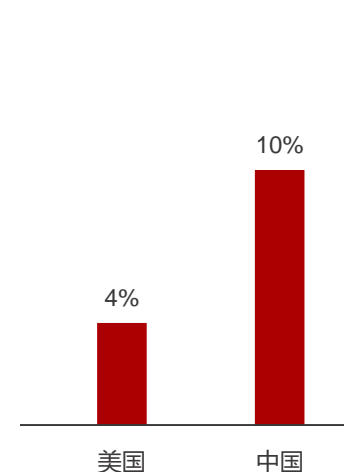
2022中美宠物市场规模比较（亿元）



2018-2022复合增速比较



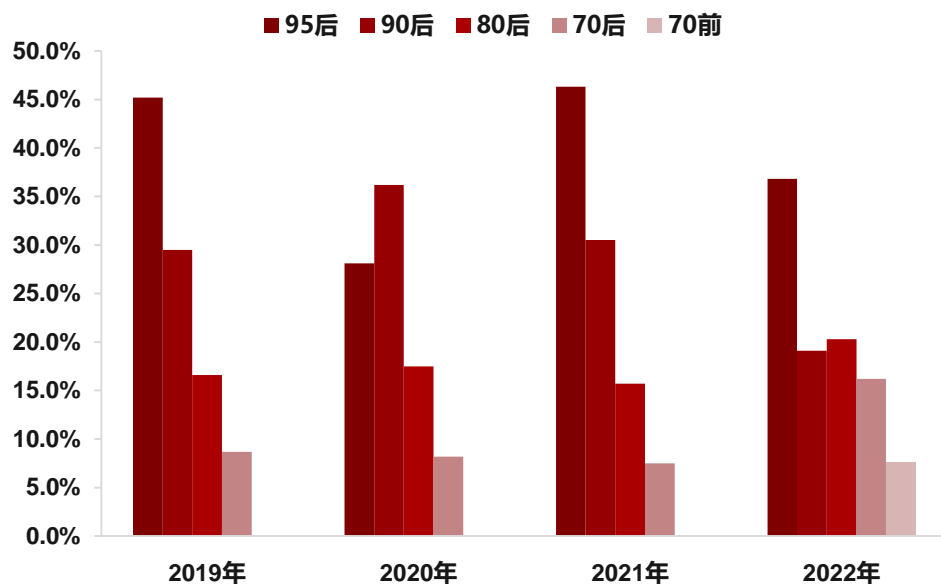
2023-2027复合增速比较



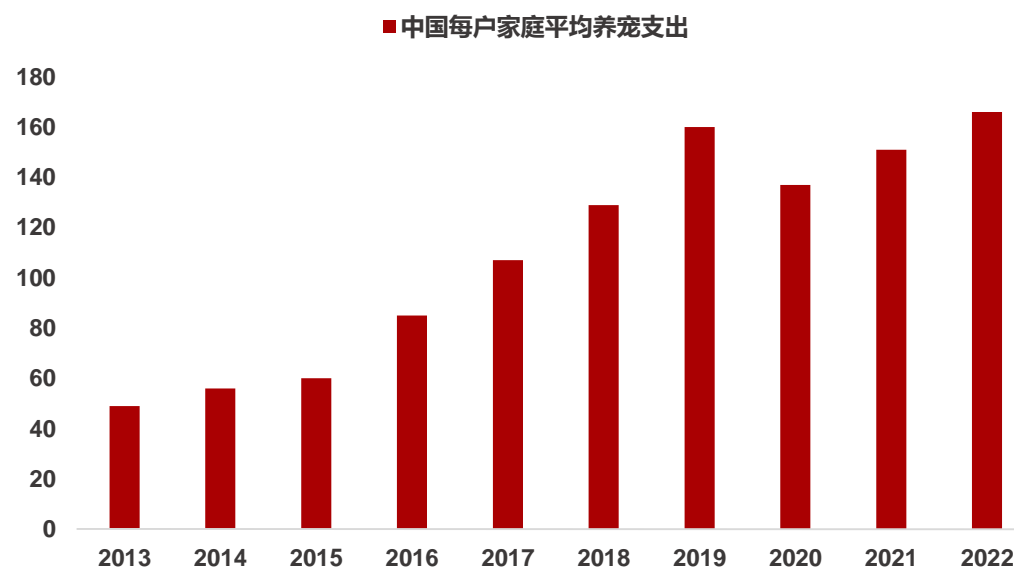


- **养宠人群年轻化，将主导宠物消费。**根据《2022年中国宠物行业白皮书》，我国养宠人群以80、90后居多，其中80后占比20.3%，90后（含95后）占比55.9%。年轻群体更多地将宠物视为家人，对宠物陪伴的需求迫切，养宠成为一种时尚的生活方式。同时年轻群体对宠物食品的接受度更高，消费意愿更强，宠物食品渗透率在所有年龄段中相对更高，因此80、90后也成为宠物食品的消费主力军，未来对宠物的支出也将持续提升。

图：我国养宠人群年龄结构变化



图：中国每户家庭平均养宠支出（元/户）

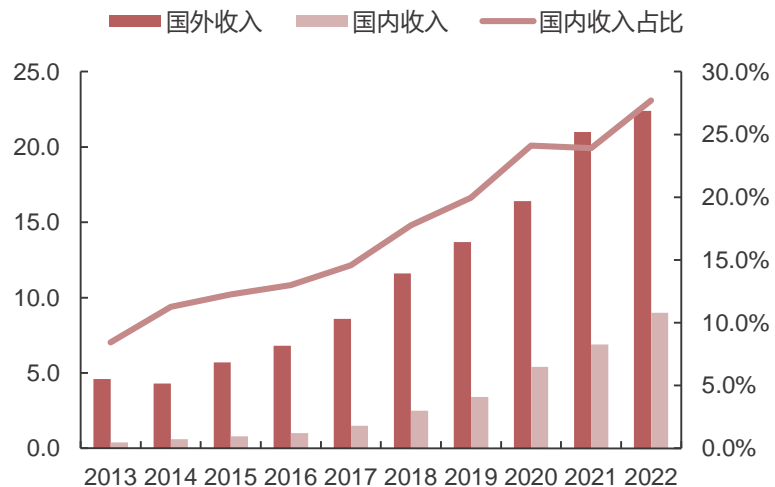


资料来源：宠物白皮书、浙商证券研究所

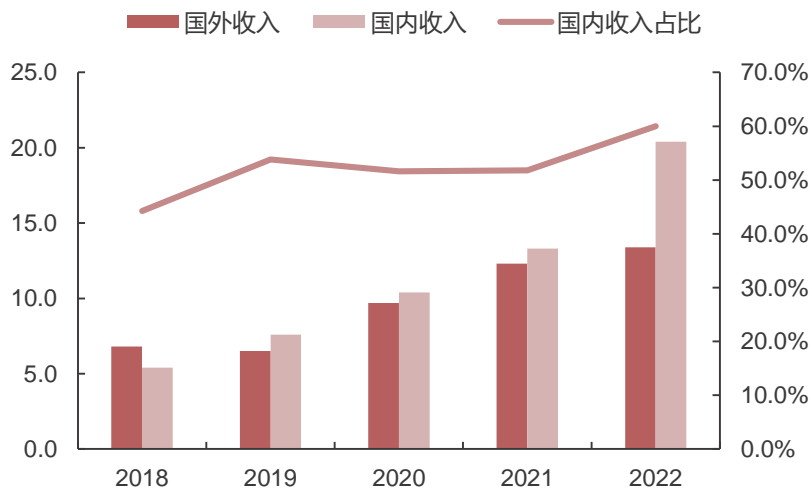
## 05 宠物：上市公司纷纷发力国内市场

- 国产品牌收入持续提升。**据《2022年中国宠物行业白皮书》的数据，养宠主挑选宠物食品主要影响因素是营养配比、原料成分、适口性及功能性等。国内宠物食品企业大多以从事OEM/ODM业务起家，加工制造经验丰富，与海外品牌相比具有较高的成本优势。国产品牌开始发力国内市场，借助电商渠道，以高性价比优势布局国内市场，快速抢占市场份额，同时，在传统渠道份额逐渐被电商渠道挤占的情况下，国外宠物食品企业在商超等传统渠道的优势减弱。借助消费升级和电商化趋势，本土品牌的市场份额持续上升。
- 投资建议：**随着海外库存逐步出清，4月宠粮出口增速回正，国产品牌不断发力国内市场提高市场份额，业绩增速将重回正轨。  
**关注中宠股份、佩蒂股份、乖宝宠物（拟上市）**

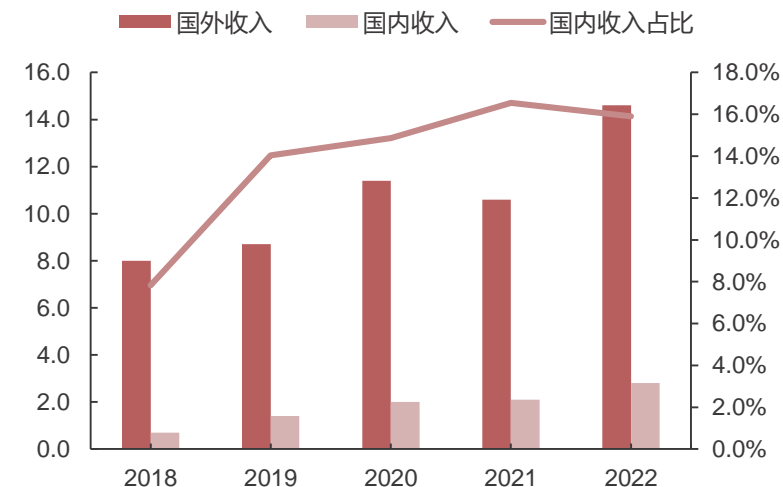
图：中宠股份国内收入占比提升（亿元）



图：乖宝宠物国内收入占比提升（亿元）



图：佩蒂股份国内收入占比提升（亿元）



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

- 1、政策落地不及预期。**转基因生物育种商业化种植还需经过品种审定的流程，政策推进的快慢影响到性状公司和种子企业的业绩预测。
- 2、动物疫病大规模爆发。**一旦大规模爆发非洲猪瘟、高致病性禽流感类的动物疫病，将导致国内生猪、肉禽养殖产业，乃至上游动保产业蒙受损失。
- 3、农产品价格大幅波动。**农产品价格大幅波动直接影响到养殖企业的营业成本，若玉米、豆粕等原材料价格大幅上涨，将导致畜禽养殖企业毛利率降低。
- 4、自然灾害影响。**农作物种植可能受到拉尼娜、洪水、高温、干旱等自然灾害的影响，影响粮食产量。
- 5、第三方数据偏差风险。**

## 行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>