

# 关注养殖产业链，布局于周期低谷期

## 2023农林牧渔行业中期策略

银河证券研究院 农林牧渔团队  
2023.06.18

谢芝优

联系方式：021-68597609

[xiezhiyou\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:xiezhiyou_yj@chinastock.com.cn)

分析师登记编码：S0130519020001

中国银河证券股份有限公司  
CHINA GALAXY SECURITIES CO., LTD.

## 一 农林牧渔板块概况

## 二 猪周期：23年猪价持续承压，布局在悲观时

## 三 白羽鸡：祖代产能收缩，新一轮鸡周期进行中

## 四 动保：关注行业两大扩容趋势之非瘟&宠物疫苗

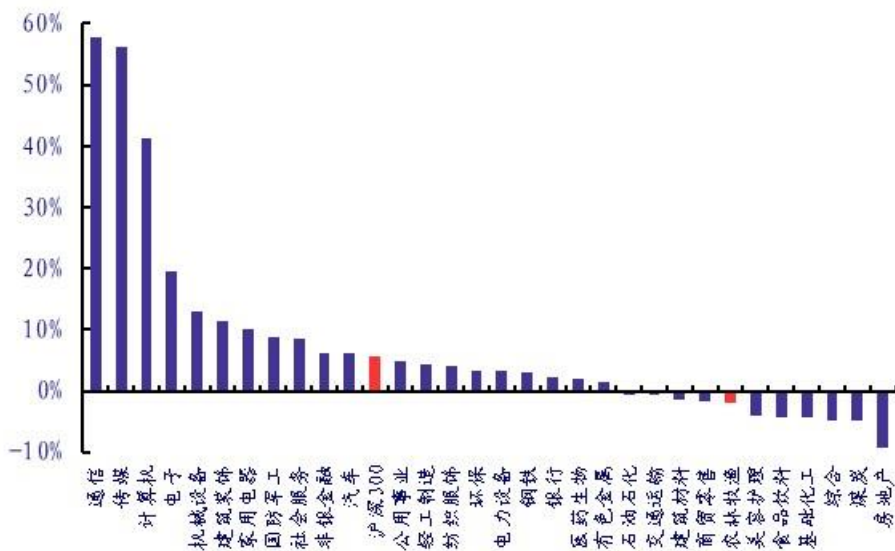
## 五 投资建议

# 一 农林牧渔板块概况

# (一) 年初至今农业板块表现弱于沪深300

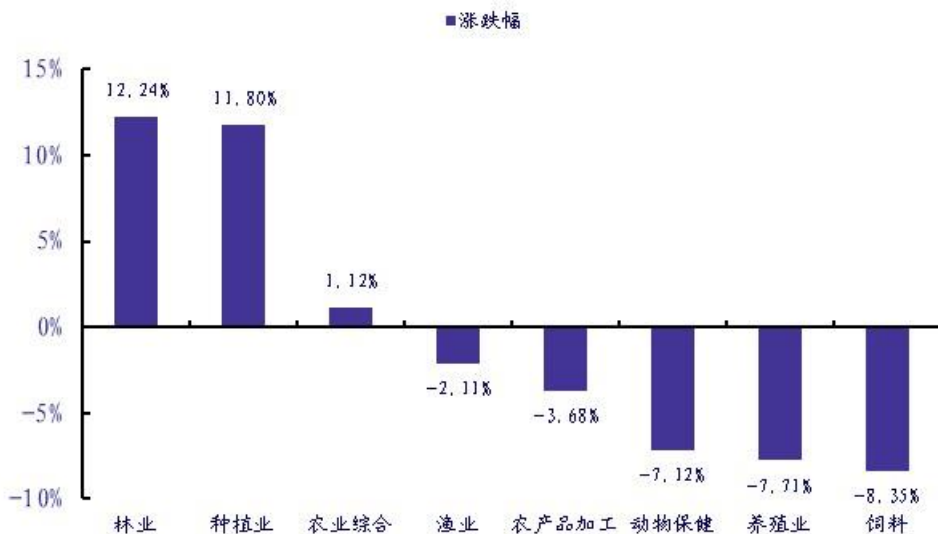
- 2023年初至6月16日，农林牧渔板块整体下跌1.84%，同期沪深300上涨5.75%，农林牧渔表现弱于沪深300。在申万31个一级行业分类中，排名第25位。
- 对比农林牧渔内各子行业，林业、种植业、农业综合涨幅居前，年初至6月16日分别+12.24%、+11.80%、+1.12%；其余子行业均呈现下跌行情，其中饲料、养殖业、动物保健表现靠后，分别为-8.35%、-7.71%、-7.12%。综合来看种植产业链表现优于养殖产业链，受制于猪价低迷、产能去化相对缓慢等因素，养殖产业链个股表现受压制。

图1：23年初至6月16日申万一级行业与沪深300涨跌幅情况



数据来源：Wind，中国银河证券研究院

图2：23年初至6月16日农业子行业涨跌幅情况

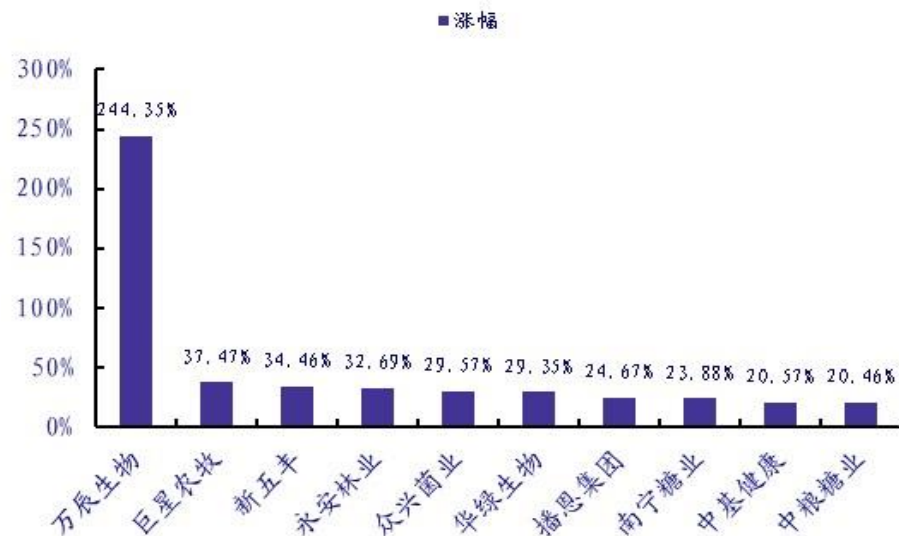


数据来源：Wind，中国银河证券研究院

## (二) 年初至今种植产业链个股表现优于养殖产业链

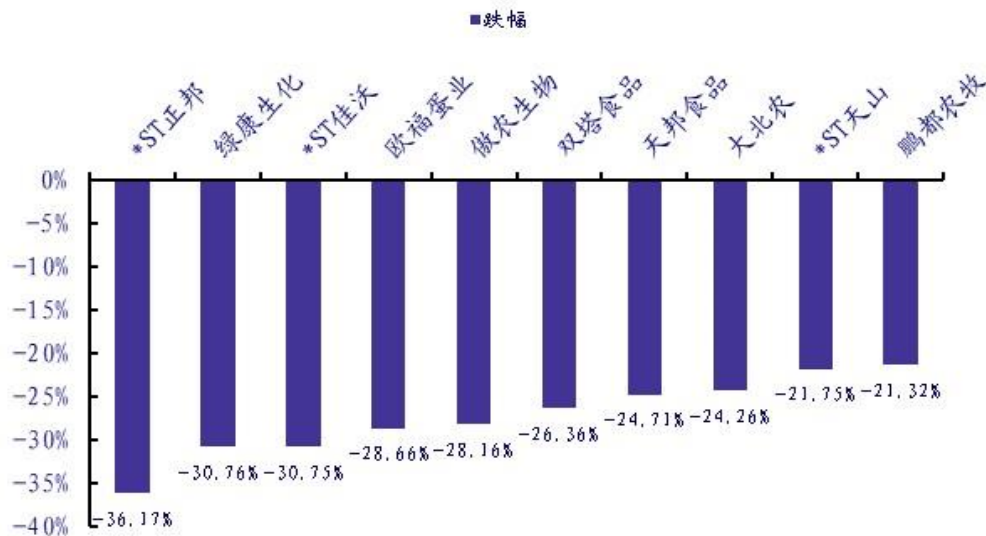
- 个股方面，表现较好的个股主要涉及种植业、农产品加工等，涨幅前五的公司分别为万辰生物（300972.SZ）、巨星农牧（603477.SH）、新五丰（600975.SH）、永安林业（000663.SZ）、众兴菌业（002772.SZ），年初至6月16日分别上涨244.35%、37.47%、34.46%、32.69%、29.57%。
- 跌幅较大的个股主要以养殖业为主，跌幅前五的公司分别是\*ST正邦（002157.SZ）、绿康生化（002868.SZ）、\*ST佳沃（300268.SZ）、欧福蛋业（839371.BJ）、傲农生物（603363.SH），年初至6月16日分别下跌36.17%、30.76%、30.75%、28.66%、28.16%。

图3：2023年年初至6月16日农业涨幅前十个股



数据来源：Wind，中国银河证券研究院

图4：2023年年初至6月16日农业跌幅前十个股



数据来源：Wind，中国银河证券研究院

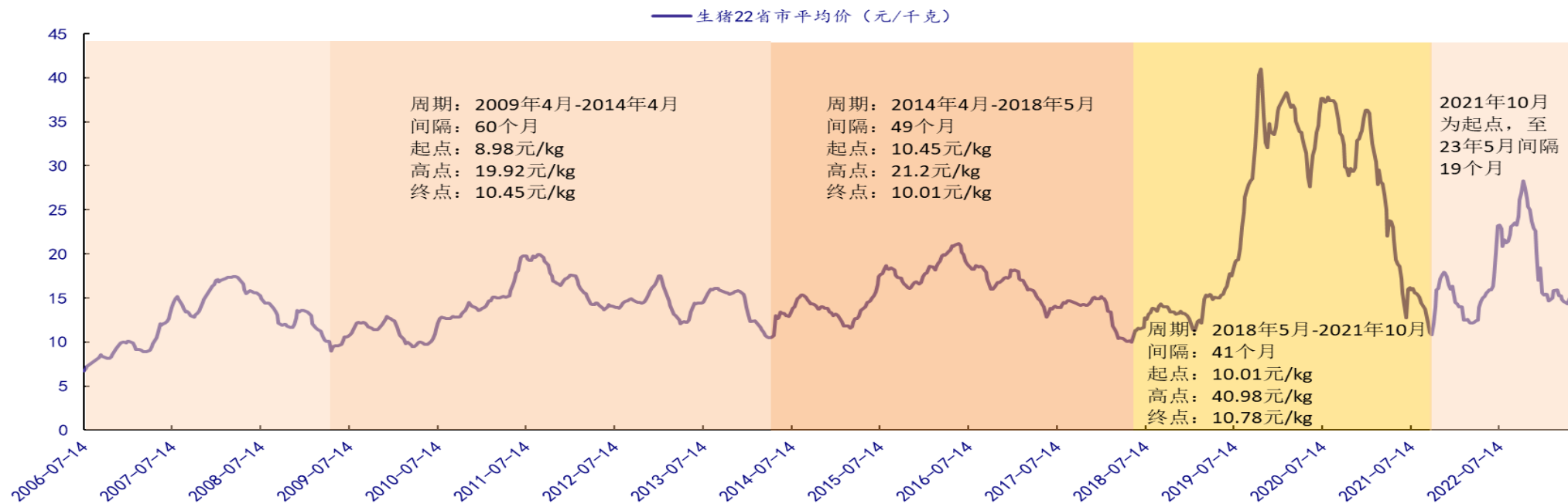
## 二 猪周期：

**23年猪价持续承压，布局在悲观时**

# (一) 历史线性外推不适用于新一轮猪周期

- 基于生猪价格走势，我们划分基础的猪周期演变，以两个阶段最低点为时间节点，其中间部分为一个周期，间隔在40-60个月之间。2009-21年之间的三轮周期均受到外力的助推，包括蓝耳病、口蹄疫、环保因素、非瘟疫情等，某种程度上加速产能去化，带来猪价高点。21年10月以来的新一轮周期走势延续了上一轮周期的高关注度（无论是产业还是资本市场），而其一变化是二育群体的增加带来年内猪价的高波动，其二变化是规模化程度提升明显形成部分产能支撑，使得周期内部走势区别于以往。

图5：2009年至今生猪周期的演变



数据来源：Wind，中国银河证券研究院



# (一) 历史线性外推不适用于新一轮猪周期

- **23年以来持续亏损，持续去产能。**23年1-5月，生猪价格持续低位运行，生猪均价约为15.04元/kg，自繁自养头均利润-295.08元。在这种持续消耗现金流的情况下，产能持续去化是必然的结果，且看去化幅度和时间长度。
- 前文提到新周期产生的新变化，我们同时也需要关注到“对称性”存在的普遍意义。经历上轮周期的超高利润和持续长度，是否意味着更长时间的亏损与探底；从亏损时间看，新周期确实在如此运行。

图6：2021年至今生猪价格走势

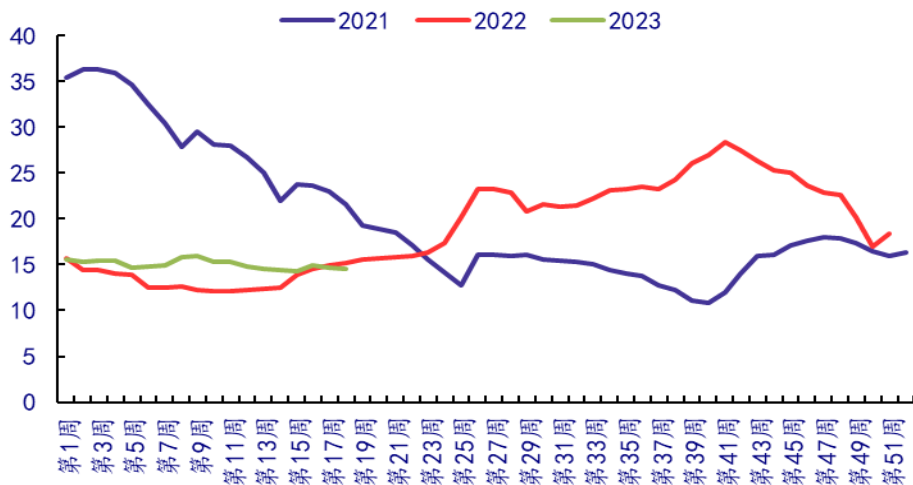
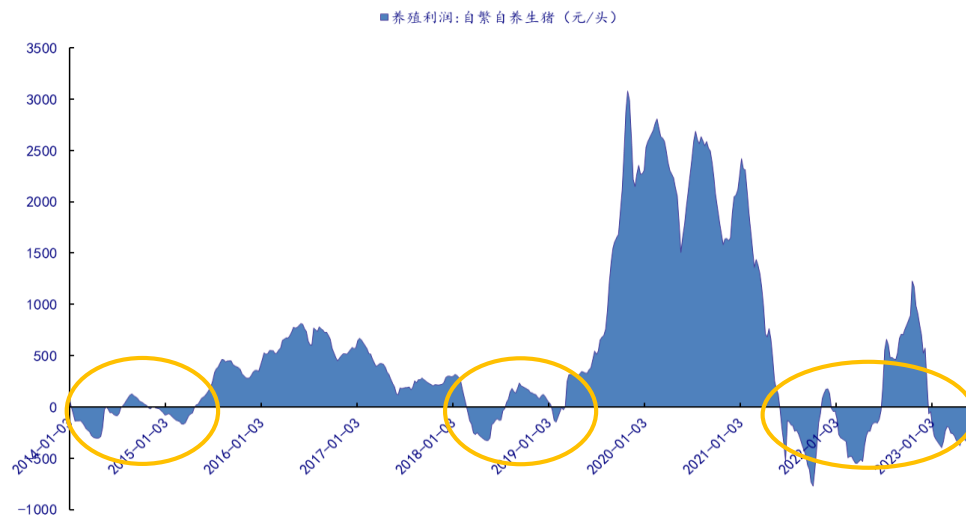


图7：2014年至今自繁自养养殖利润情况



数据来源：Wind，中国银河证券研究院

数据来源：Wind，中国银河证券研究院



## (二) 23年生猪供应压力或增加，猪价承压

猪肉预期产量

=

能繁母猪作用值

×

效率 (MSY)

×

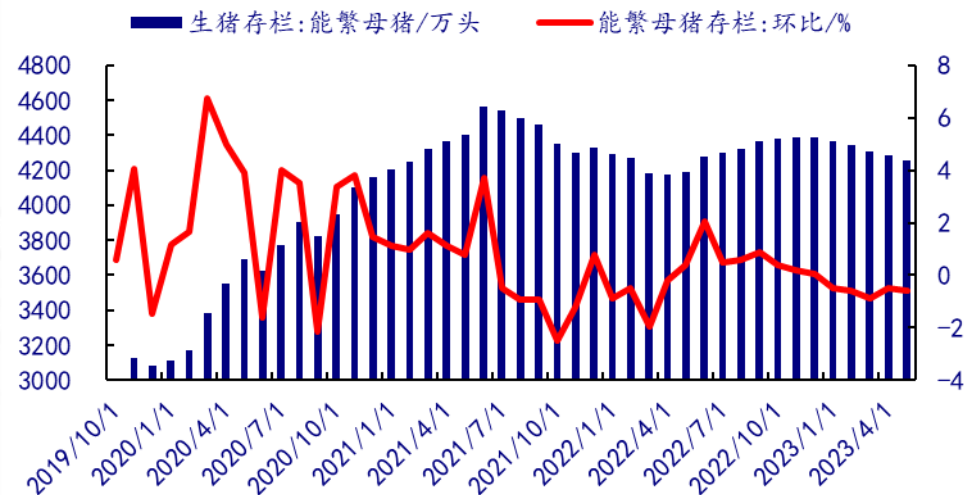
均重

×

.....

- 1、能繁母猪23年作用量-2%，1-5月去化约132万头
- 根据农业部数据，2023年5月底我国能繁母猪存栏量为4258万头，环比-0.6%，同比+1.6%，其中环比连续五个月下行，但依旧高于农业部提出的正常保有量4100万头约3.85%。23年1-5月合计去产能约132万头。

图8：2023年5月我国能繁母猪存栏约4258万头，环比-0.6%



数据来源：农业部，中国政府网，中国银河证券研究院

## (二) 23年生猪供应压力或增加，猪价承压

- 1、能繁母猪23年作用量-2%，1-5月去化约132万头
- 基于养殖周期考虑，能繁母猪存栏量大致影响10个月以后的生猪出栏量，我们预计作用于2023年的能繁母猪量约为4307万头，同比-1.89%。因此，单纯从量的角度看，23年的产能端供给是下行状态，但幅度有限。
- 关于2024年生猪产能端情况，我们认为需要观察23年3月以后的能繁母猪存栏量走势。如果可以保持持续去化，将显著有利于24年供给压力的释放。如果该区内存栏量保持4300万头以内，24年供给压力亦有所缓解。

图9：2021年至今生猪养殖行业产能整体处于高位

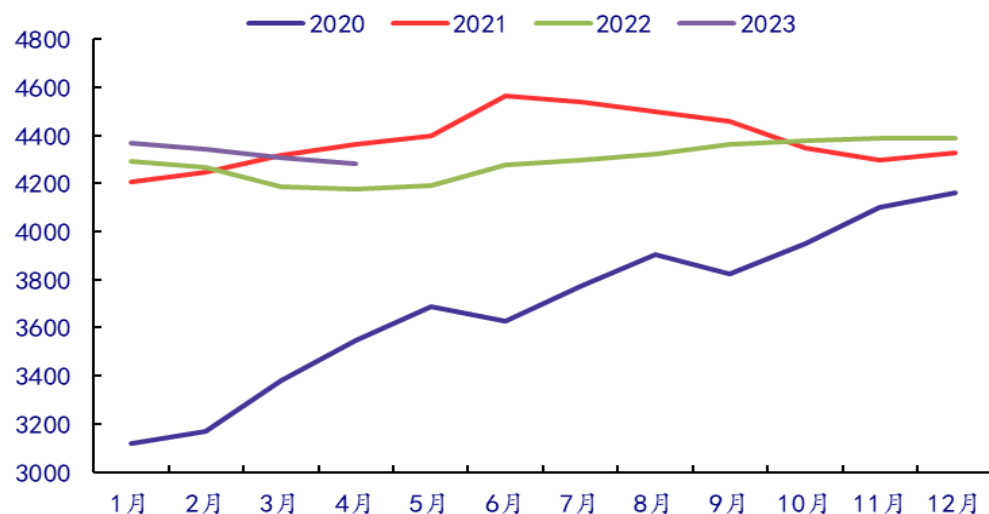
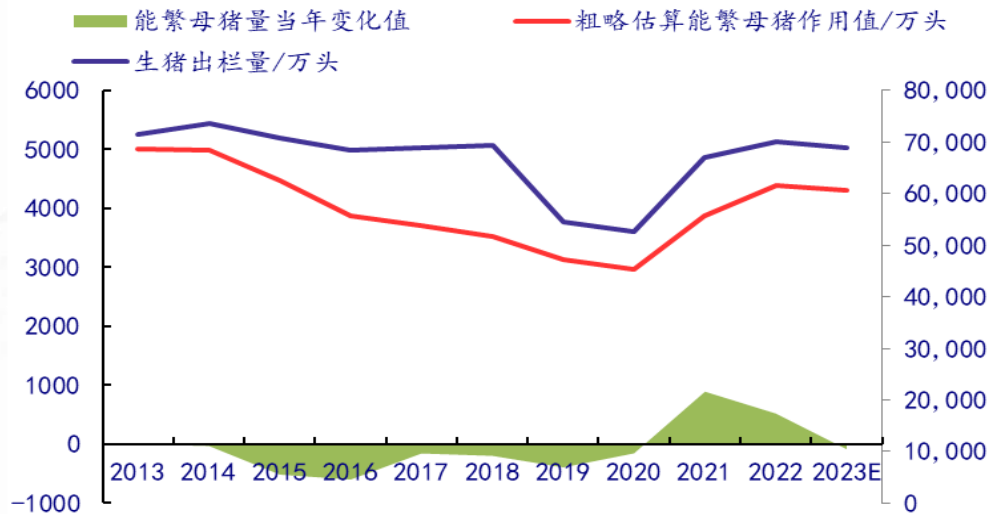


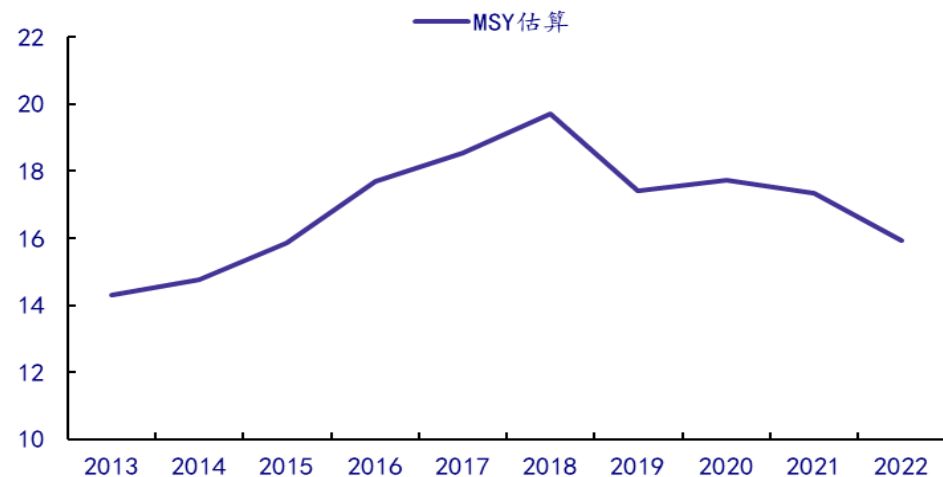
图10：2013-2023E我国能繁母猪与生猪出栏的对应关系



## (二) 23年生猪供应压力或增加，猪价承压

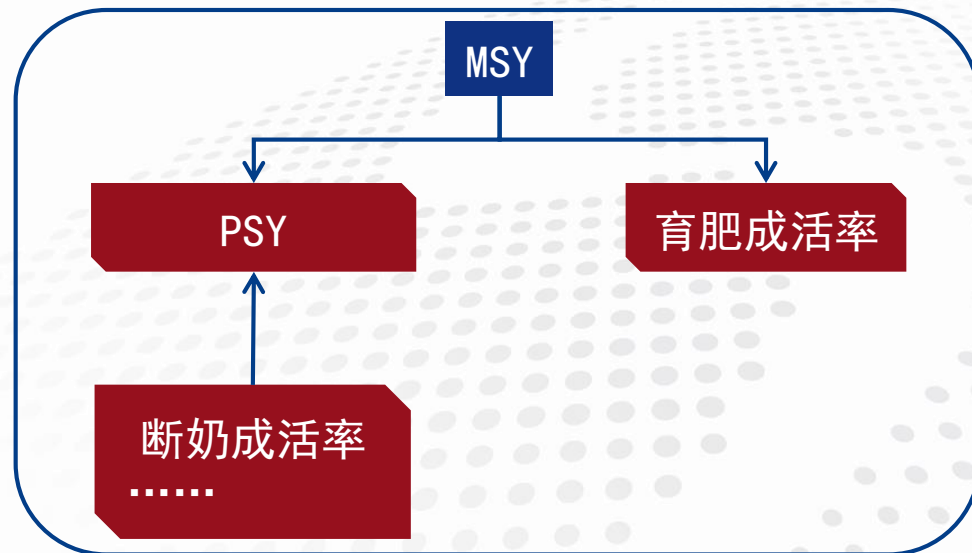
- 2、养殖效率下行至低位，后续或平稳向上
- 基于上文的能繁母猪作用数以及当年生猪出栏量，估算当年MSY情况。我们发现2018年（即非瘟前夕）行业MSY达到历史高点19.71头；随后受非瘟疫情、盈利能力等方面影响，养殖效率受到持续影响。我们估算2022年该值约为15.94头。
- 通过拆解MSY，我们发现除与母猪性能相关的分娩窝数、窝均健仔数等指标以外，受养殖环境、管理能力影响的相关指标（育肥成活率、断奶成活率等）对最终的生猪出栏数亦有较大影响。

图11：2013-2022年我国生猪养殖行业MSY估算/头



数据来源：农业部，中国政府网，中国银河证券研究院

图12：MSY结构拆解

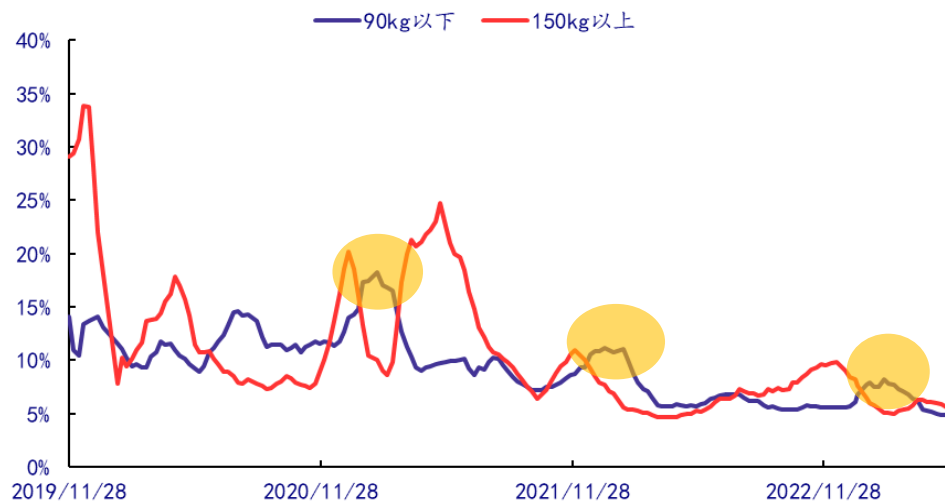


数据来源：中国银河证券研究院整理

## (二) 23年生猪供应压力或增加，猪价承压

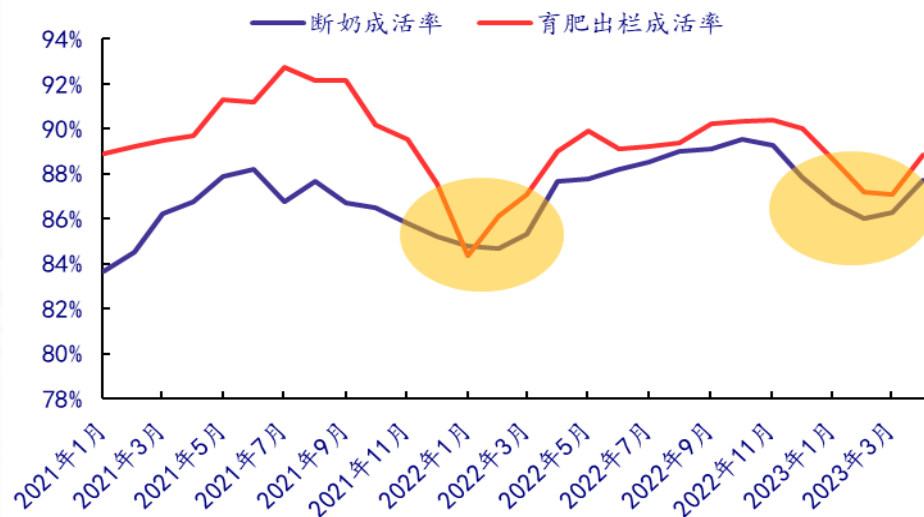
- 2、养殖效率下行至低位，后续或平稳向上
- 观察涌益咨询样本情况，22年12月开始断奶成活率、育肥出栏成活率开始下行，23Q1上述指标均值约为86.33%、87.62%，环比-2.55pct、-2.61pct，主要源于冬季低温影响，叠加生猪疫病季节性增加等。从同比角度看，23Q1成活率整体呈现改善状态（+1.4pct，+1.76pct）。我们观察90kg生猪出栏占比，基本可以印证23Q1成活率同比走势，疫病影响确实存在，但整体强度弱于20、21年情况。
- 综合来看，在22年效率降至低位后，考虑疫病强度、养殖能力等，23年全年成活率均值或平稳向上。

图13：2019年至今生猪出栏中不同体重占比变化



数据来源：涌益咨询，中国银河证券研究院

图14：2021年以来断奶成活率、育肥成活率情况



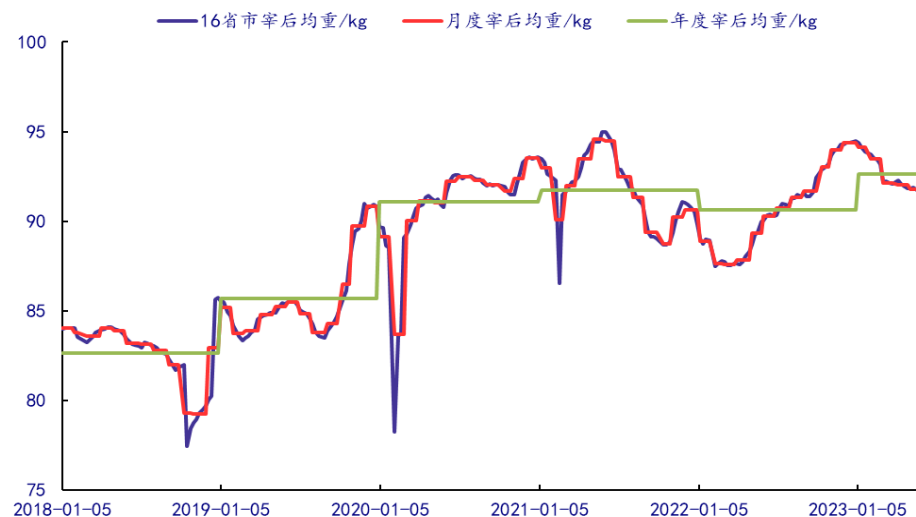
数据来源：涌益咨询，中国银河证券研究院

## (二) 23年生猪供应压力或增加，猪价承压

### 3、宰后均重高位，加剧猪肉供给端压力

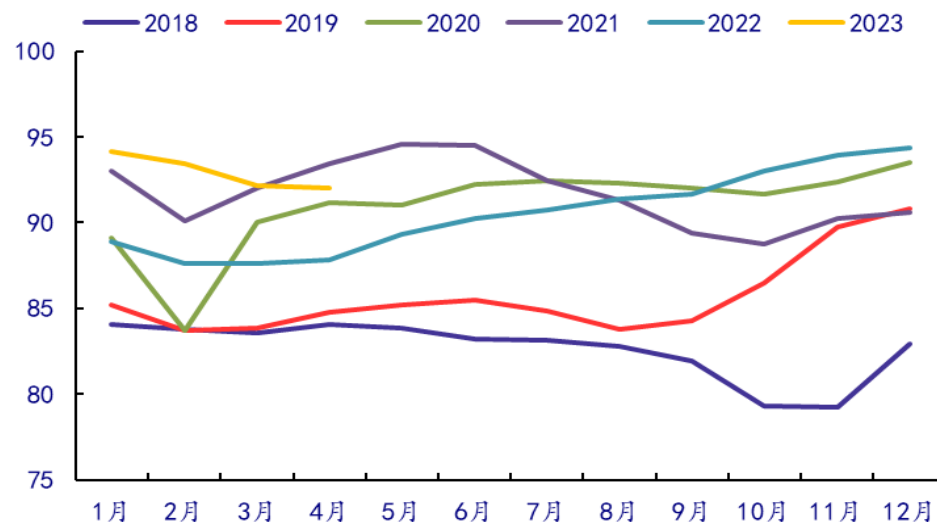
- 观察2018年以来16省市宰后均重变化，21年攀升至高点94.98kg，随后经历回落—上升，至22年末达94.5kg，接近前期高点。23年以来库存大猪逐步消化，均重下行，1-5月均值92.64kg（同比+5%），相比于22年全年均值高出2.2%，整体处于高位。意味着在相同出栏假设下，猪肉供给增加。
- 观察均重月度间变化，除了特殊情况（疫病、价格急跌）外，由于消费习惯因素（冬季对肥猪的偏好）、养殖套利因素等原因，H2生猪均重基本高于H1。我们认为23年宰后均重均值或高于22年水平。

图15：2018年至今我国16省市生猪宰后均重变化



数据来源：中国农业信息网，中国银河证券研究院

图16：2018年至今生猪宰后均重月度比较



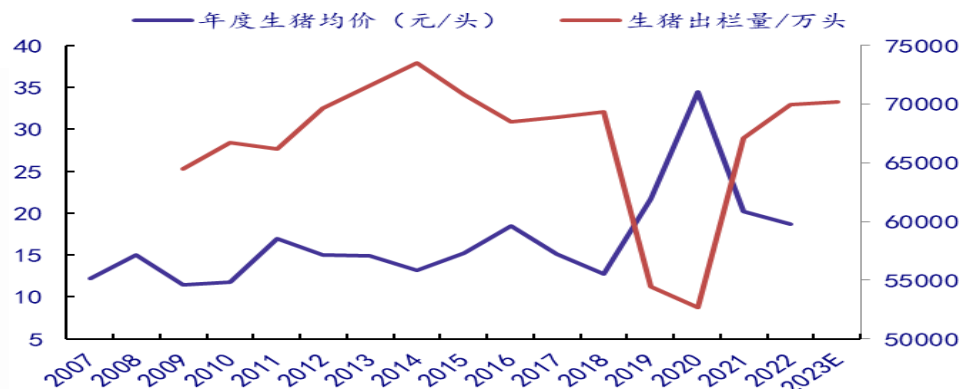
数据来源：中国农业信息网，中国银河证券研究院



## (二) 23年生猪供应压力或增加，猪价承压

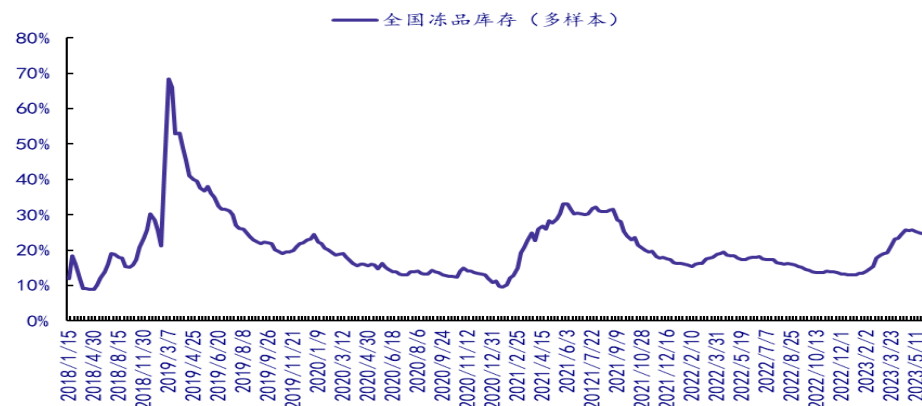
- 站在全年的角度看供给端的变化，进而判断生猪价格的走向。基于相应的推演，我们认为2023年能繁母猪作用值同比略降（-1.89%）、养殖效率（MSY）触底后或平稳向上，进而得到23年生猪出栏量或持平略增，生猪供应充分。
- 在出栏推演的基础上，我们加上生猪均重指标考虑猪肉供应情况，认为23年生猪宰后均重均值或高于22年水平，意味着23年猪肉供给会进一步加大。
- 综合来说，23年生猪、猪肉供应端呈同比放大状态，叠加消费恢复相对不明显，23年全年生猪价格承压，低于22年均价。另外，23年2月以来冻品库存逐步提升至阶段高位26%，形成年内猪肉供应的压力转移，或对23H2生猪价格形成某一时间的短期压力。

图17：2007-2023E我国生猪年度均价与出栏量的关系



数据来源：Wind，国家统计局，中国银河证券研究院

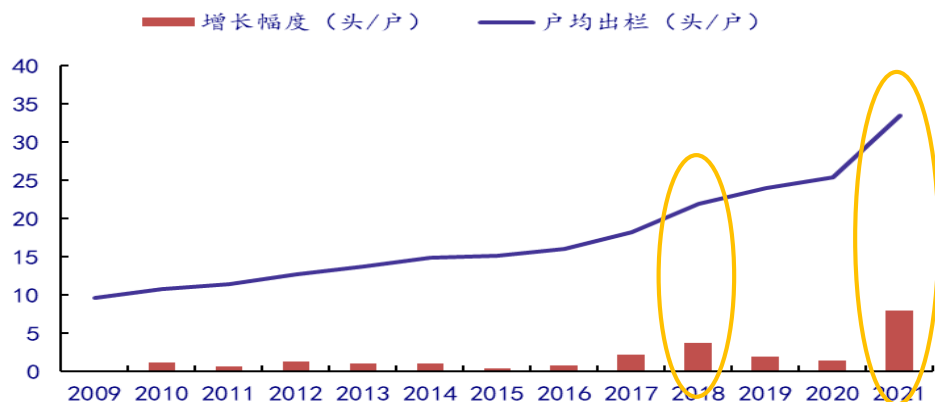
图18：2018年至今猪肉冻品库存（部分样本）情况



数据来源：涌益咨询，中国银河证券研究院

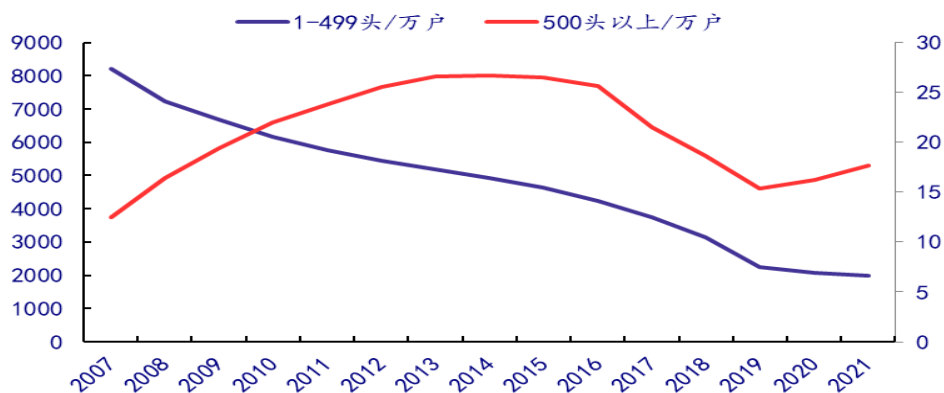
### (三) 全方位管理能力提升是猪企可持续发展的关键

图19：2021年生猪户均出栏量约33.4头/户，同比+8头/户



数据来源：国家统计局，中国畜牧兽医年鉴，中国银河证券研究院

图20：2007-21年我国不同规模养殖户数变化情况



数据来源：国家统计局，中国畜牧兽医年鉴，中国银河证券研究院

- 向规模化发展，户均出栏提升。受环保因素、非瘟疫情等因素影响，近年来生猪养殖低效产能被淘汰，规模化程度逐年提升，50头以下生猪出栏户数由2007年的8222万户降至2021年的1992万户；而同期，行业层面的户均出栏量由2009年的9.6头提升到21年的33.4头。

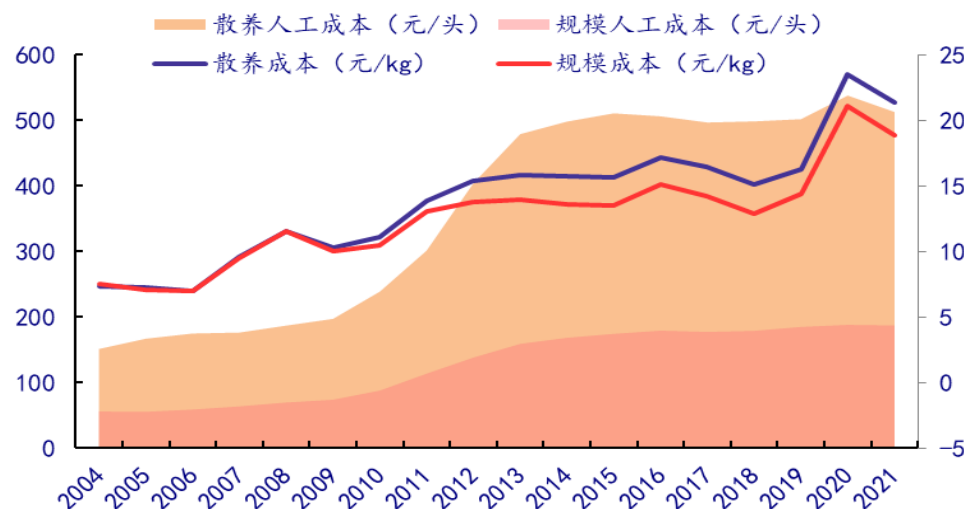
- 随着规模化程度的显著提升，当前的新周期被拉长，成为过往以散户为主的周期模式向以规模化企业为主的周期模式过渡。类比美国猪周期走势，这个过程将带来周期跨度的拉长，盈利水平的微利化。对于养殖企业来说，如何保持可持续发展或终将指向自身的全方位管理能力提升，并体现在成本优势以及某些极端情况下的抗风险能力。



### (三) 全方位管理能力提升是猪企可持续发展的关键

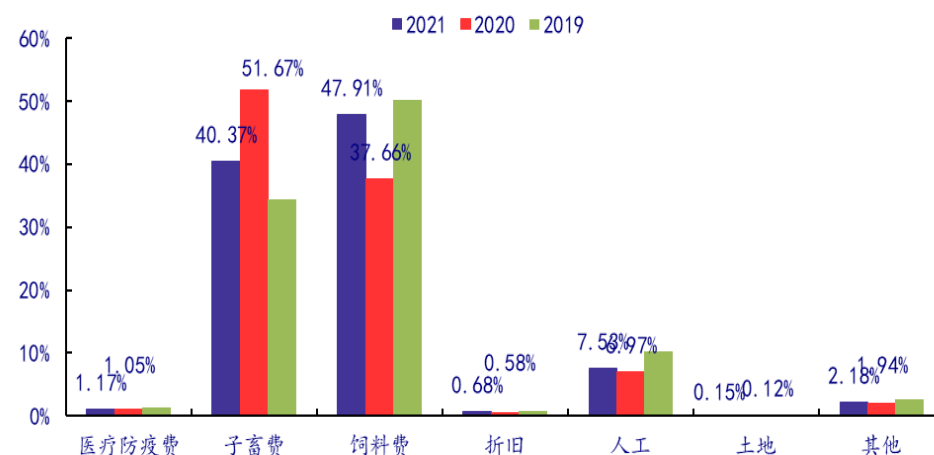
- **规模化养殖具备成本比较优势。**2005年以来规模养殖相比散养约有1.4元/kg的总成本优势，其中一个优势在于信息化支撑、规范化养殖等带来的人员效率提升，体现在头均人工成本的显著差异。2012-21年差异均值为321元/头。在智能化、信息化、规范化等全方位管理能力提升的基础上，规模养殖效率提升成为散养模式难以追赶的一个维度。
- **仔猪与饲料费占总成本的88%。**2021年规模养殖总成本中仔猪费占40.4%、饲料费占47.9%，背后涉及到能繁母猪效率、料肉比等管理能力的方方面面。在周期下行区间“领先的成本优势”成为抵御风险的关键之一。

图21：散养与规模养殖下的总成本、人工成本对比情况



数据来源：中国畜牧兽医年鉴，中国银河证券研究院

图22：2019-21年规模养殖下的总成本拆解

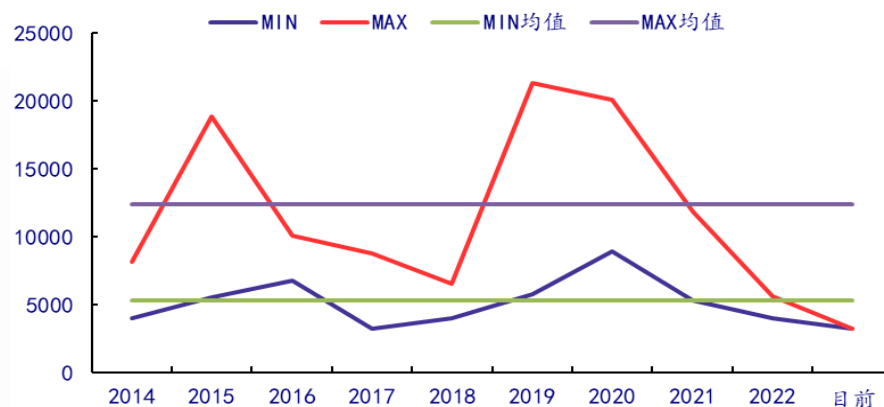


数据来源：中国畜牧兽医年鉴，中国银河证券研究院

## (四) 投资建议

- 在生猪行情依旧萎靡的背景下，如何安全度过周期底部成为众多养殖企业的关键之一，其中涉及到现金流支持、负债率控制、质押水平等方面，归结到养殖层面就如上文所述的优秀管理能力下的成本控制。因此基于上述背景，我们认为优选成本领先/成本控制趋势向好、财务健康的猪企。
- 从估值角度看，1) 上市猪企头均市值处历史底部区域，以牧原股份为例，当前头均市值围绕2017年最低点上下波动（3271元/头）。2) 生猪养殖（申万2021分类）PB在低位区间运行。23年6月16日PB（LYR）为3.04倍，历史低点约为2.4倍。综合来看生猪养殖行业估值处于历史低位，结合猪价低位运行、能繁母猪持续去化（意味着后续周期上行的可能），那么猪周期风险收益比是较好的，我们建议在行业悲观的时候积极关注猪周期个股，包括牧原股份（002714.SZ）、温氏股份（300498.SZ）等。

图23：2014年至今牧原股份头均市值高低点变化情况



数据来源：Wind，牧原股份各年度年报，中国银河证券研究院

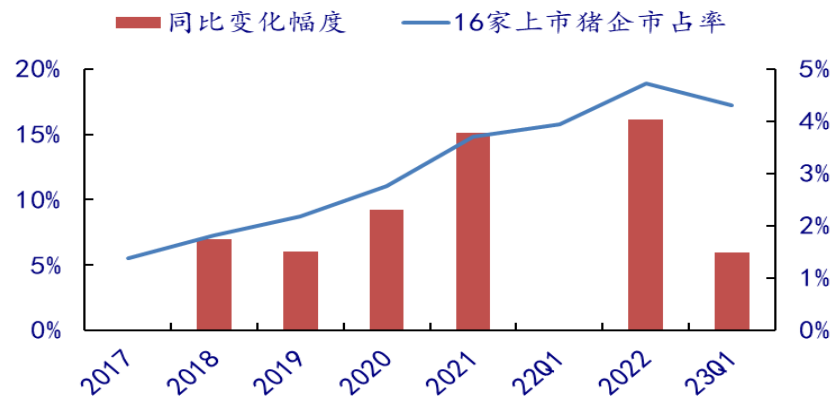
图24：2018年至今SW生猪养殖PB（LYR）走势



数据来源：Wind，中国银河证券研究院

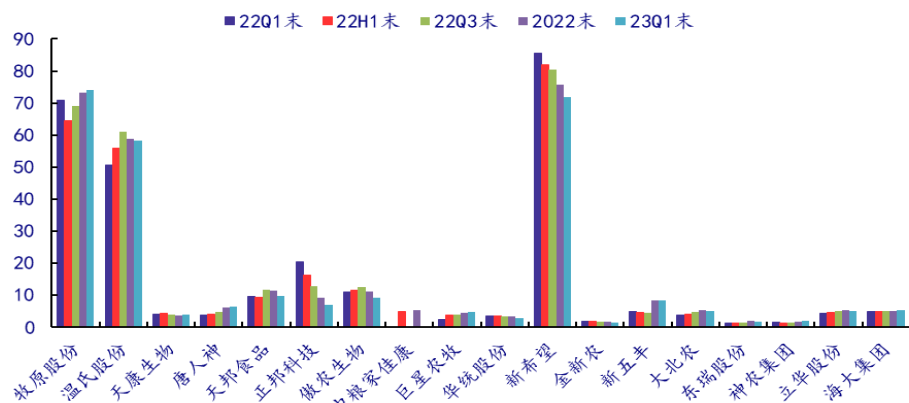
## (四) 投资建议

图25：2017年-23Q1 16家上市猪企生猪出栏市占率变化情况



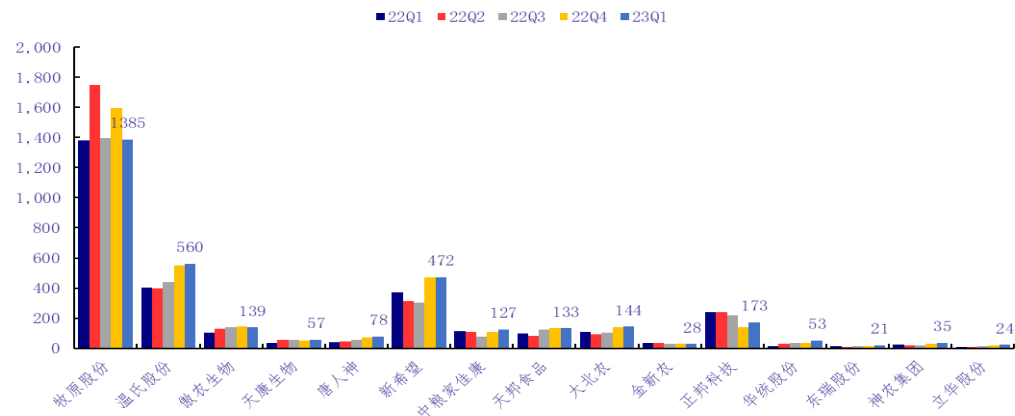
数据来源：国家统计局，各公司月度出栏公告等，中国银河证券研究院

图27：22Q1末-23Q1末上市猪企生产性生物资产变动情况/亿元



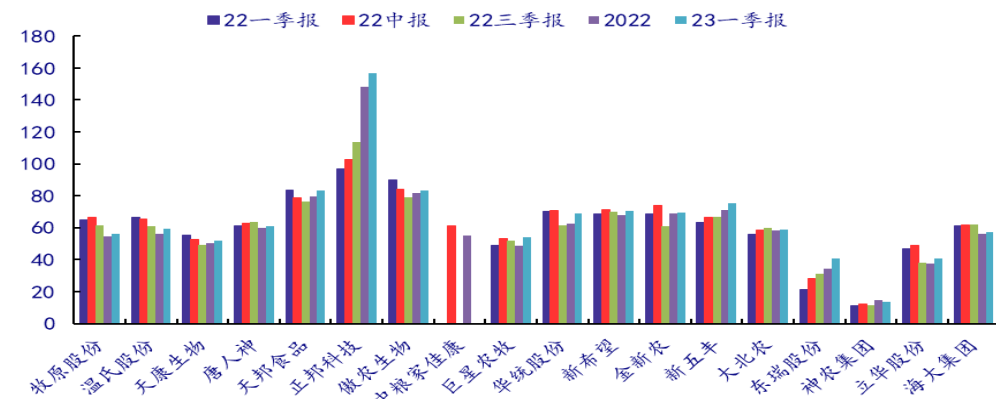
数据来源：Wind，中国银河证券研究院

图26：22Q1-23Q1上市猪企季度生猪出栏情况/万头



数据来源：Wind，各公司月度出栏公告等，中国银河证券研究院

图28：22Q1末-23Q1末上市猪企资产负债率变动情况/%



数据来源：Wind，中国银河证券研究院

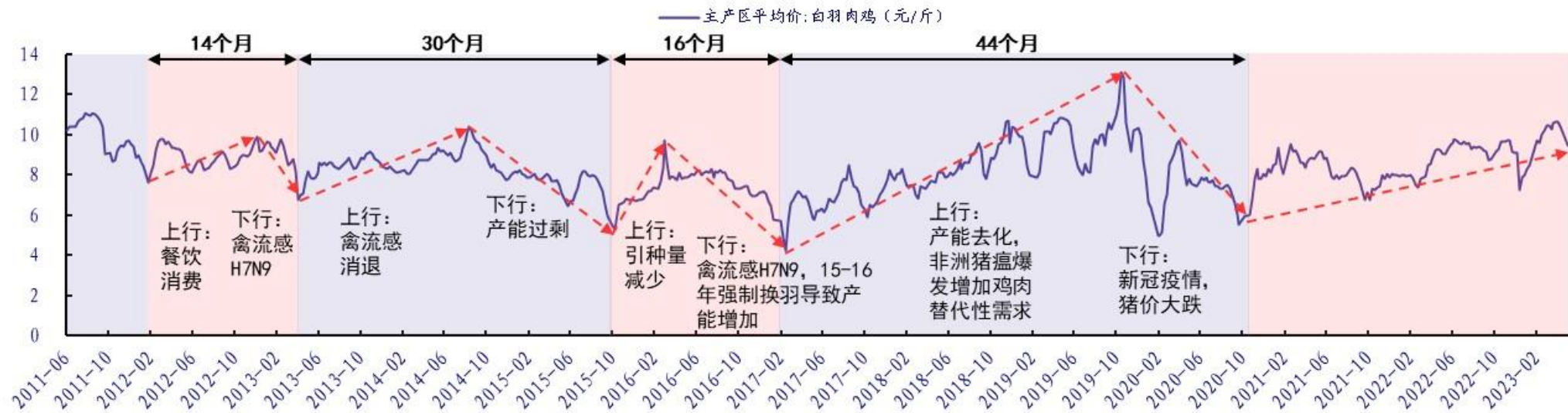
## 三 白羽鸡：

祖代产能收缩，新一轮鸡周期进行中

# (一) 祖代产能收缩，新一轮鸡周期进行中

- 2012年以来，我国经历了4轮完整的白羽鸡周期。每轮周期的时间差异较大，在14-44个月不等，均值为26个月。
- 2020年至今，由于前期祖代引种量保持高位、行业产能过剩、猪价回落导致鸡肉替代需求降低，以及新冠疫情影响消费需求等因素，我国白羽鸡价格长时间磨底。随着22年上游祖代鸡引种断档带来的产能收缩传导，祖代供给拐点已现，或于23年末传导至商品代，白羽鸡价格走势或可期。

图29：2012年以来我国白羽鸡周期



数据来源：博亚和讯，中国银河证券研究院



## (二) 供给收缩下的产能结构、价格走势变化

- 1、祖代引种走向国内育种，向种源自主可控迈进
- 2021年以前，我国白羽鸡祖代种鸡均为国外引进。21年海外品种市占率合计高达89.44%。
- 我国白鸡祖代主要引进品种为AA+、罗斯 308、哈伯德利丰、科宝等，其生长速度快、产肉量多，适合工业化生产。其中，AA+育成历史长、生产性能稳定；罗斯308体质健壮，可根据羽速鉴别公母，尤其适应东亚环境；利丰胸肉率高，适宜深加工、高附加值产品、整鸡市场，对饲养的控光控料要求较高；科宝胸肉率高、腿短，但体质较弱，耐热不耐寒，饲养要求高，死淘率相对较高。

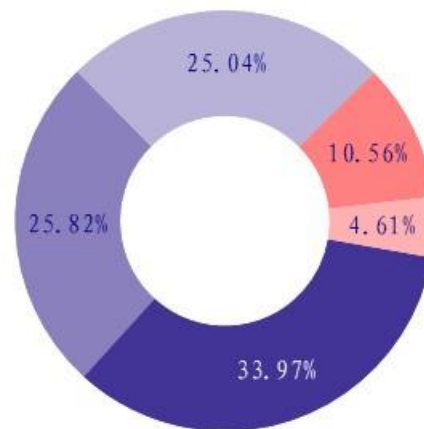
表1：海外祖代鸡品种生产性能优越

	爱拔益加 (AA+)	罗斯 308 (Ross308)	哈伯德利丰 (Hubbard)	科宝 (Cobb500)
所属公司	美国安伟捷	美国安伟捷	法国哈伯德	新西兰科宝(泰森集团)
来源国	美国	美国、新西兰	美国	新西兰
<b>种鸡生产性能</b>				
入舍母鸡产蛋总数	189.6	185.2	187.6	183.4
入舍母鸡产合格种蛋数	180.6	178.5	180.1	177.7
25周龄入舍母鸡产雏数	154.6	152.2	150.3	150
孵化率	85.60%	85.30%	83.50%	84.40%，高峰孵化率 90%
高峰产蛋率	88.50%	86.90%		86%
成活率	育雏期 95-96% 产蛋期 92%	育雏期 95-96% 产蛋期 92%		25周后 93.2%
饲料消耗/只雏鸡	362g	367g	382g	
饲料消耗/枚合格种蛋	310g	313g	327g	

数据来源：爱拔益加、哈伯德、科宝公司官网，中国银河证券研究院

图30：2021年海外品种市占率达89.44%

■科宝 ■AA+ ■哈伯德利丰 ■圣泽901 ■罗斯308

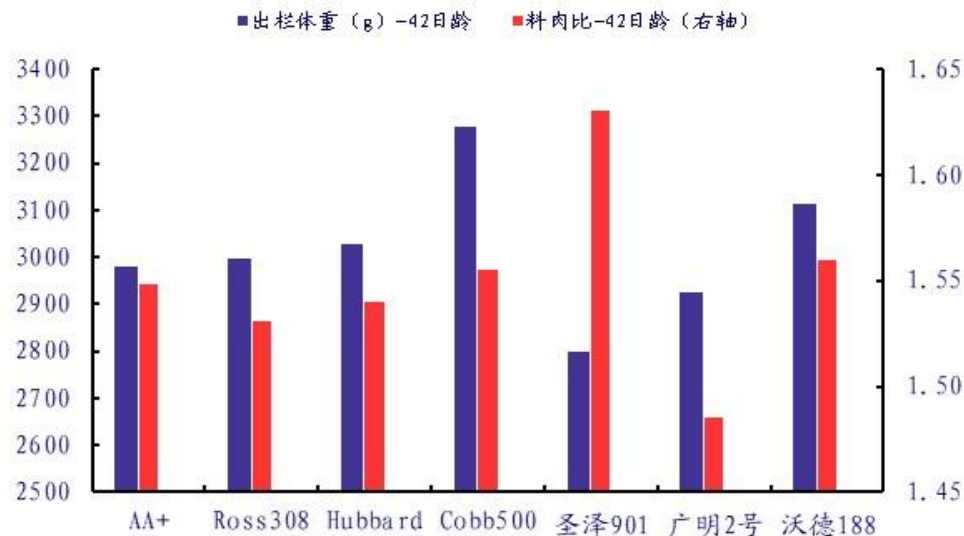


数据来源：中国畜牧业协会禽业分会，中国银河证券研究院

## (二) 供给收缩下的产能结构、价格走势变化

- 1、祖代引种走向国内育种，向种源自主可控迈进
- 2021年，我国三大自繁快大型白羽鸡品种（圣泽901、广明2号、沃德188）通过审定，其本土适应性强，抗病性、生长速度、存活率等指标均达国际先进水平。其中，圣泽901胸肌率和腿肌率较好，但料肉比与国外品种尚有差距；广明2号出栏体重适中，料肉比优势显著；沃德188饲料转化率较高，肉质鲜美，腿、爪、肫比例高，更符合中国人消费习惯。
- 自此，我国白羽鸡祖代更新进入到海外引种与国内育种并存的新阶段。

图31：种鸡海外品种和国产品种的生长性能对比



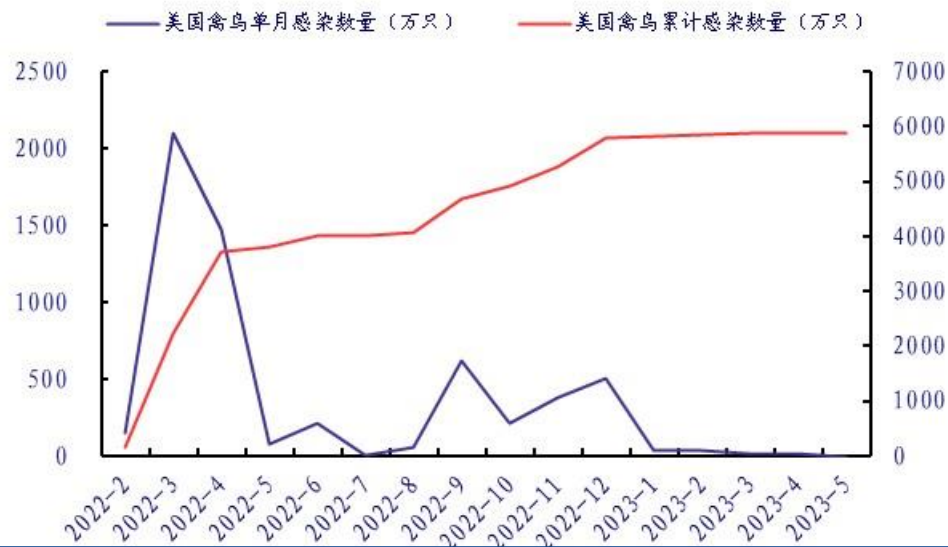
数据来源：爱拔益加、哈伯德、科宝公司官网，山西省农业农村厅，中国银河证券研究院



## (二) 供给收缩下的产能结构、价格走势变化

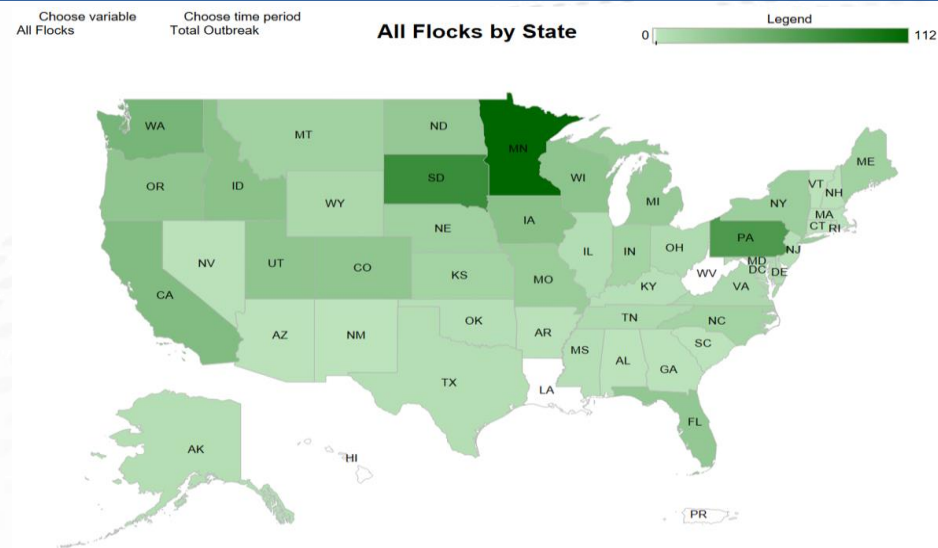
- 1、祖代引种走向国内育种，向种源自主可控迈进
- 22年2月美国印第安纳州首次发现H5N1禽流感毒株，于3-4月达到感染高峰，单月感染数量为2096万只、1469万只，此后在5-8月进入感染低谷后，于9-12月再次小规模爆发，进入23年疫情规模缩小。本轮禽流感至23年5月共计造成美国5879万只家禽损失，规模已超2015年疫情。
- 根据我国海关总署规定，当一国或地区发生禽流感疫情，我国禁止直接或间接从该地进口禽类及产品入境。22年我国祖代鸡引种渠道仅包括美国、新西兰和国内自繁，因此美国渠道或受影响。

图32：2022. 2-2023. 5美国禽类感染数量



数据来源：USDA，中国银河证券研究院

图33：2022. 2-2023. 5美国禽类感染地图



数据来源：USDA，中国银河证券研究院

## (二) 供给收缩下的产能结构、价格走势变化

- 1、祖代引种走向国内育种，向种源自主可控迈进
- 22年美国禽流感爆发影响我国祖代海外引种更新量，而国产自繁借此机会扩大市占率。22年我国祖代引种更新量为96.34万套，同比-31.28万套。其中22年5-7月海外引种暂停，期间6/7月祖代更新量7.97/3.84万套均为国产自繁；8月恢复进口，但受限于航班因素，8-9月进口量降低，10-11月海外引种为0，12月开始重新恢复海外引种。
- 2023年1-4月国产自繁祖代占祖代更新总量的40.8%，市占率提升显著。

图34：2021-23年月度祖代引种+自繁更新量情况

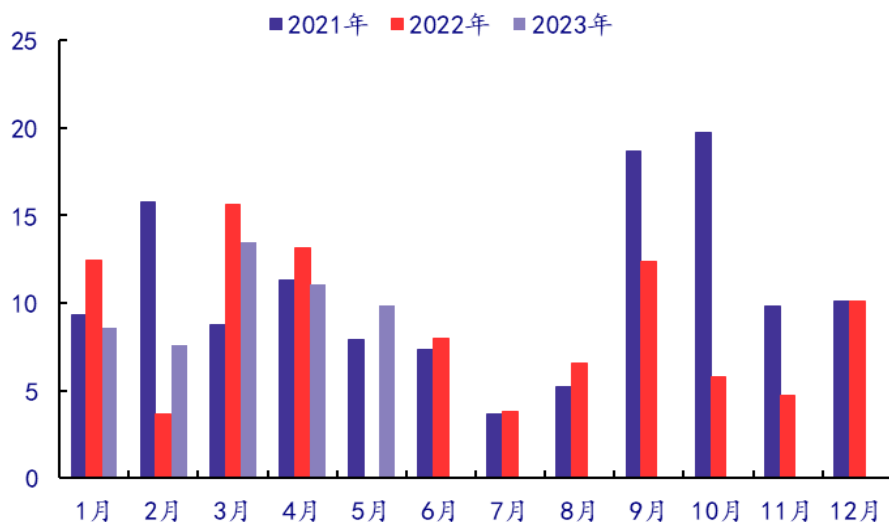
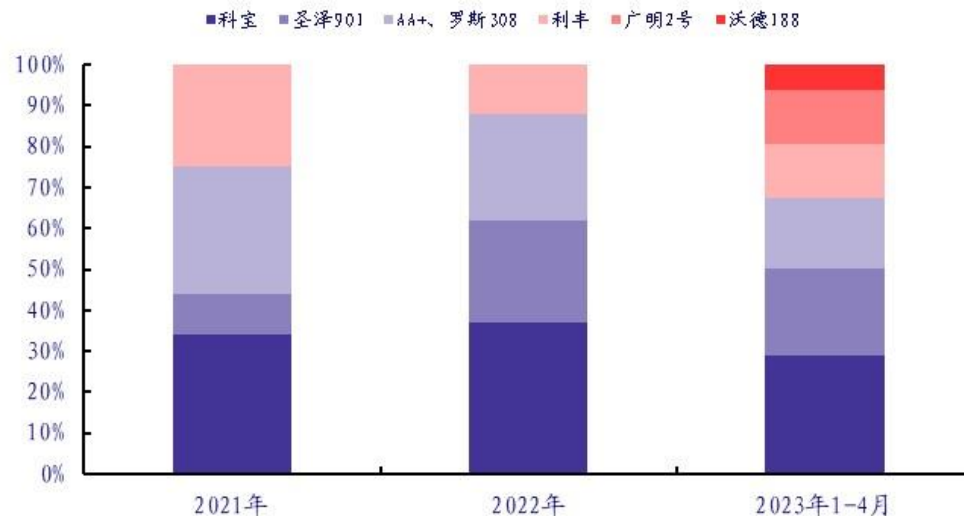


图35：2021-2023年我国祖代种鸡引种品种分布



数据来源：中国畜牧业协会禽业分会，中国银河证券研究院

数据来源：新牧网，Mysteel，中国银河证券研究院

## (二) 供给收缩下的产能结构、价格走势变化

- 1、祖代引种走向国内育种，向种源自主可控迈进
- 国产肉鸡育种经历了多次突破性发展。1990年将BLUP育种值估计纳入选培体系，通过杂交选择性能好、更稳定的家系。目前的主要育种技术是全基因组选择，已创建多种家禽SNP育种芯片，2017年自主研发的京芯1号已更新至3.0版本，进一步降低检测成本，从生物样本到基因组育种值选种可在2~3周完成。未来，新表型及高通量自动化表型精准测定技术、基因组编辑技术会是育种发展的重点。
- 国家多次发布政策，重视度日益提升。全国肉鸡遗传改良计划的总体目标是2035年，培育肉鸡新品种30个以上，其中白羽肉鸡4~6个，自主培育品种的商品代市占率超80%，其中白羽肉鸡超60%。

图36：白羽肉鸡父系选育程序

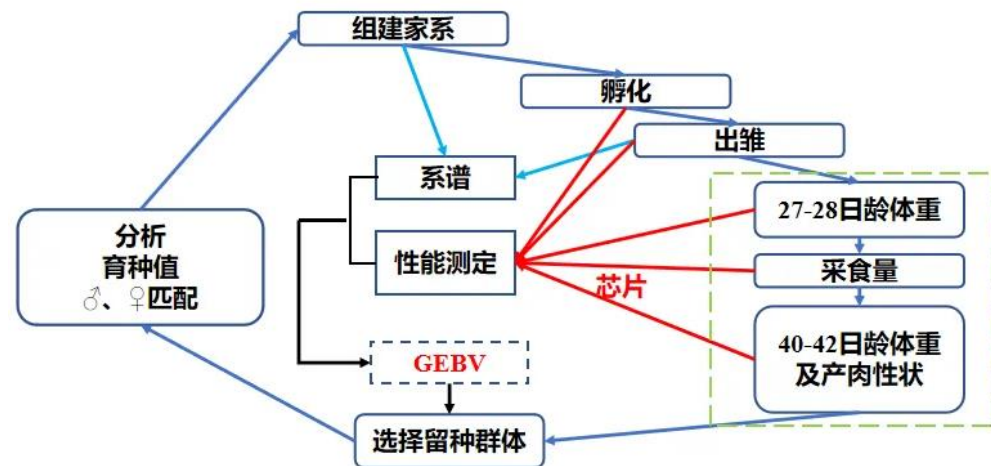


表2：我国肉鸡种业发展相关政策

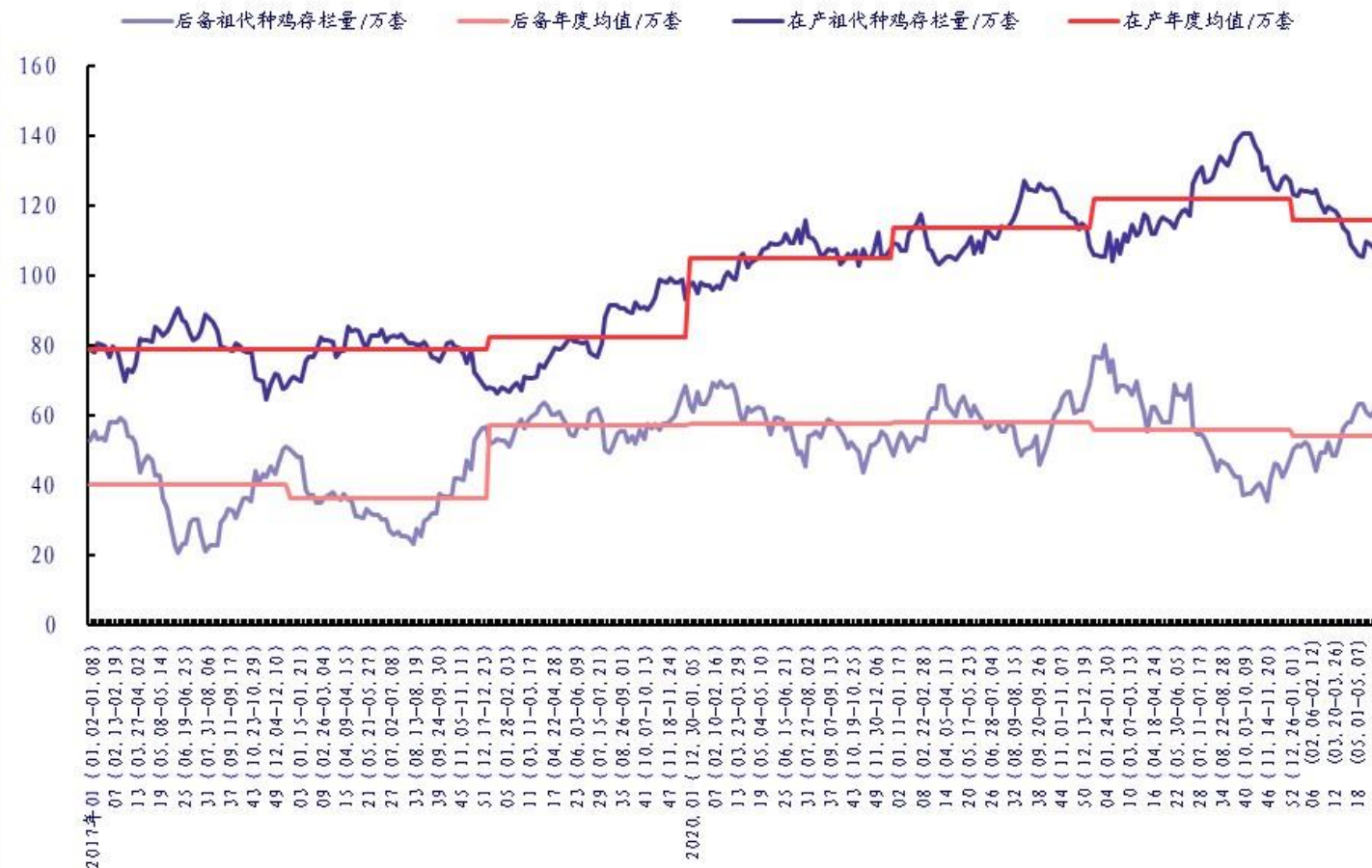
时间	政策事件
2009	原农业部成立白羽肉鸡育种协作组，编制《中国白羽快大型肉鸡育种战略研究报告》
2012	党的十八大指出“要下决心把我国种业搞上去”
2014	原农业部印发《全国肉鸡遗传改良计划（2014-2025）》，提出到2025年培育肉鸡新品种40个以上，自主培育品种商品代市场占有率超过60%
2019	农业农村部启动国家畜禽良种联合攻关工作，成立两个白羽肉鸡联合攻关组，构建“1（牵头企业）+ 1（首席科学家）+ N（科研院校、龙头企业）”的产学研紧密联合创新模式，加快白羽肉鸡育种攻关
2021	农业农村部发布新一轮全国畜禽改良计划（2021-2035年），确保畜禽核心种源自主可控
2023	农业农村部一号文件：推进白羽肉鸡国产品种产业化推广应用

## (二) 供给收缩下的产能结构、价格走势变化

### 2、祖代拐点已现，父母代产能历史高位

- 23年6月4日我国祖代种鸡总存栏量（后备+在产）约169万套，其中在产祖代存栏108万套，从年度均值看拐点已现，处于高位回落状态。
- 在产祖代种鸡下行至2020年年度均值水平，结合后备祖代存栏均值54万套（19年以来的低位），我们认为祖代存栏存在进一步下行的可能。

图37：17年至今白羽鸡在产、后备祖代存栏情况



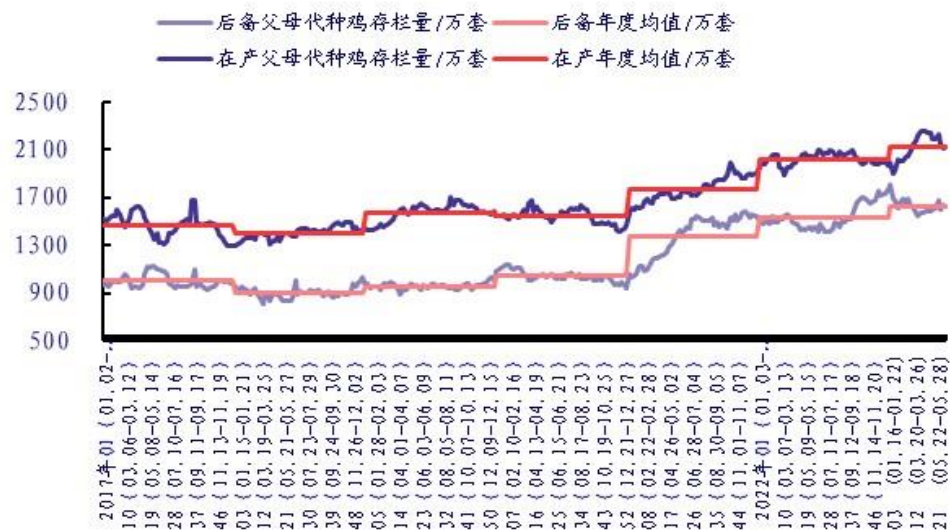
数据来源：中国畜牧业协会禽业分会，中国银河证券研究院



## (二) 供给收缩下的产能结构、价格走势变化

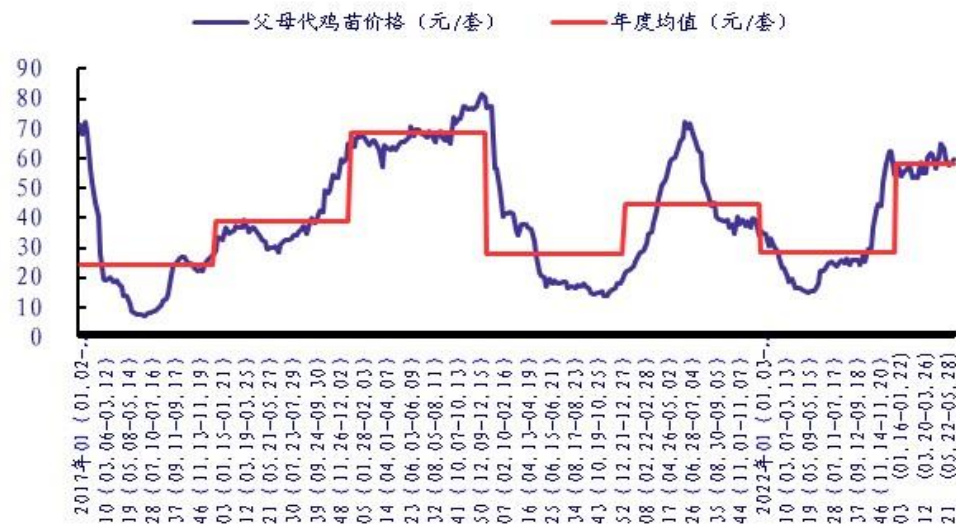
- 2、祖代拐点已现，父母代产能历史高位
- 父母代存栏历史高位，静待供给拐点到来。23年6月4日父母代种鸡总存栏（后备+在产）3740万套，其中在产、后备存栏分别为2108万套、1632万套，均处于历史高位区间。随着祖代存栏的下行，父母代存栏亦将迎来产能拐点。
- 受祖代引种受限的影响，22H2以来父母代鸡苗价格持续攀升，价格最高点达65.13元/套，种鸡企业盈利能力得到显著好转。价格随着养殖链的传导将逐步影响到下游。

图38：17年至今白羽鸡在产、后备父母代存栏情况



数据来源：中国畜牧业协会禽业分会，中国银河证券研究院

图39：2023年4月以来父母代种鸡养殖利润处于下行区间



数据来源：中国畜牧业协会禽业分会，中国银河证券研究院

## (二) 供给收缩下的产能结构、价格走势变化

- 3、价格随养殖产业链次第传导，静待23Q4商品代产能拐点
- 从供给端到商品代的传导，需要经过曾祖代-祖代-父母代-商品代四个代际，核心群遗传进展一般需要4~5年传递到商品代。目前我国肉鸡养殖链通常从祖代引种开始，传导至商品代毛鸡出栏通常需要60周（14个月）左右。22Q2祖代引种开始收缩，基本对应23Q4商品代产能拐点出现。
- 白羽鸡的扩繁系数较高。1套祖代种鸡可以扩繁45-50套父母代种鸡，而1套父母代种鸡可以扩繁120-130只商品代鸡苗，即祖代到商品代的扩繁系数高达5400-6500。

图40：白羽鸡四个代际介绍

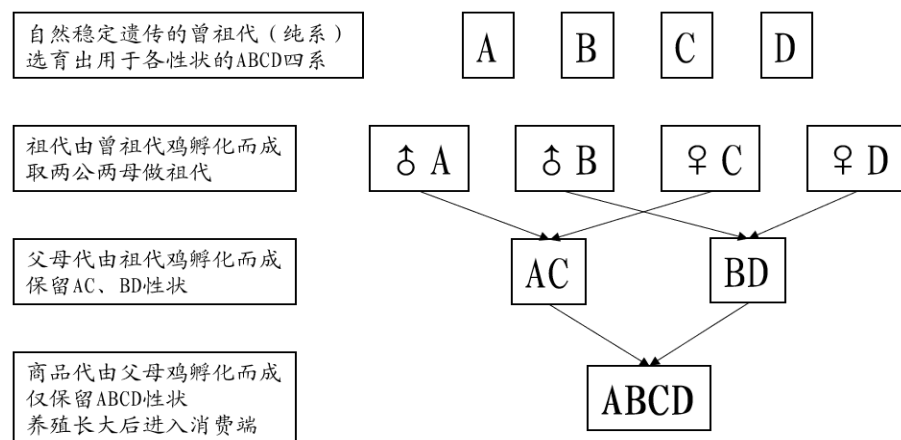
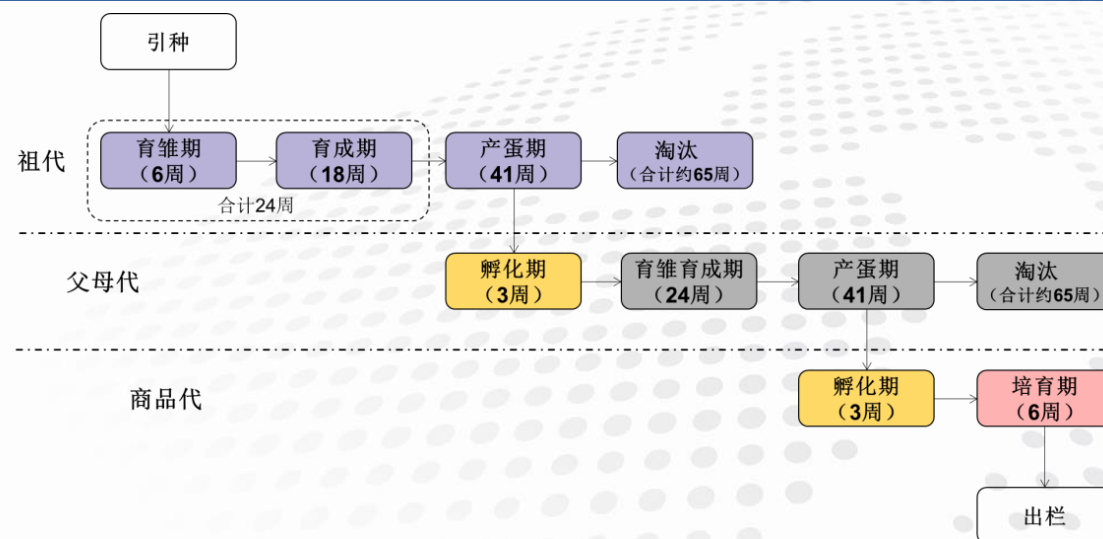


图41：白羽鸡养殖周期



数据来源：Paxton et al., 2010, 中国银河证券研究院

数据来源：中国畜牧业协会禽业分会，中国银河证券研究院

## (二) 供给收缩下的产能结构、价格走势变化

- 3、价格随养殖产业链次第传导，静待23Q4商品代产能拐点
- 由于从父母代到商品代鸡苗通常需要传导3周，因此在产父母代种鸡存栏量（领先3周）和商品代鸡苗价格存在一定的负相关。23年6月11日在产父母代存栏为2123.24万套，环比+0.7%，在没有其他变量影响的情况下预计7月初商品代鸡苗价格或小幅震荡下行。
- 另外，商品代鸡苗价格呈现季节性规律。春节期间毛鸡停止出栏，12月进入停孵期，因此通常二三季度出栏量高于一四季度，二季度鸡苗价格季节性下跌，三季度价格季节性上涨。2018年以来我国商品代鸡苗出栏量整体呈增长趋势，暂未现显著拐点走势。

图42：在产父母代存栏（领先3周）与商品代鸡苗价格的关系

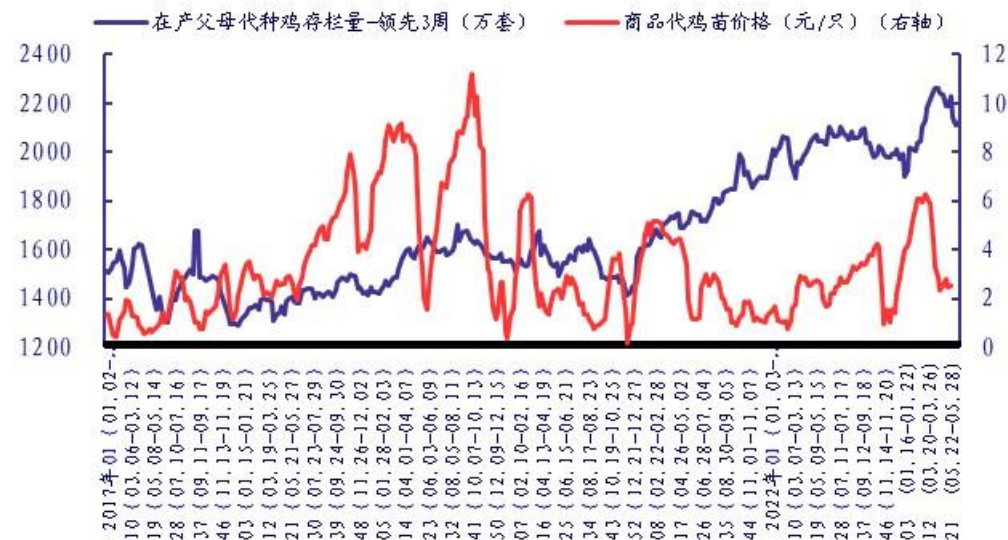
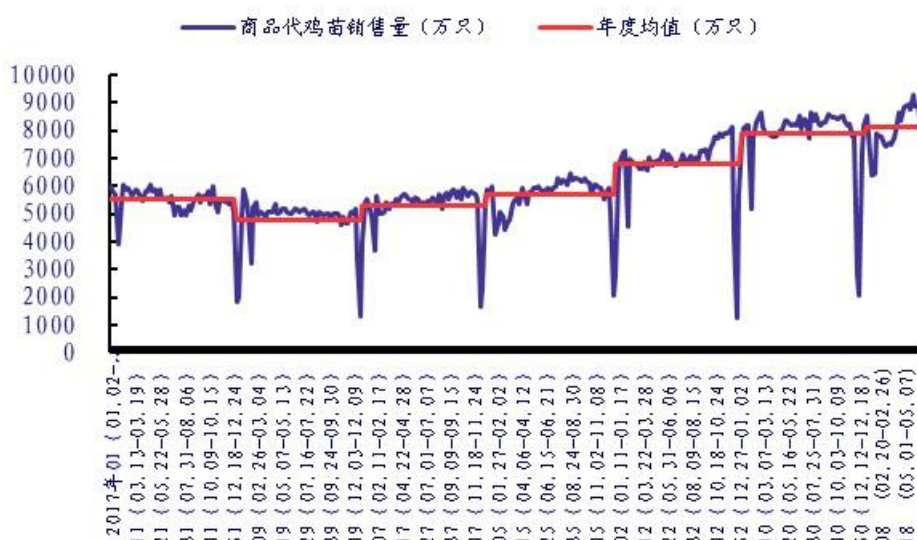


图43：2017-2023年商品代鸡苗销售量情况



数据来源：中国畜牧业协会禽业分会，中国银河证券研究院

数据来源：中国畜牧业协会禽业分会，中国银河证券研究院



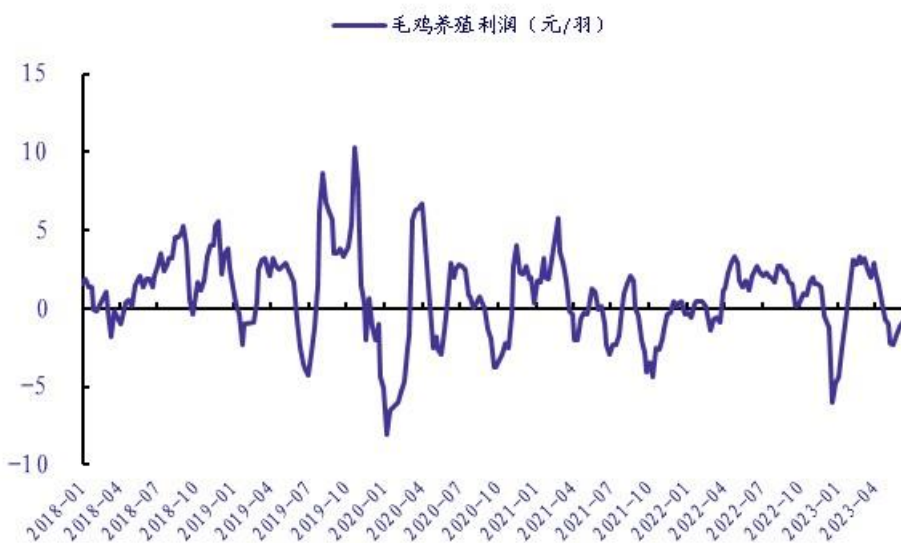
## (二) 供给收缩下的产能结构、价格走势变化

- 3、价格随养殖产业链次第传导，静待23Q4商品代产能拐点
- 从父母代到商品代毛鸡出栏通常需要传导9周（孵化期3周+培育期6周），因此在产父母代种鸡存栏量（领先9周）和商品代毛鸡价格存在一定的负相关关系。23年6月11日在产父母代存栏为2123.24万套，环比+0.7%，在没有其他变量影响的情况下预计8月中旬商品代毛鸡价格或将小幅震荡下行。
- 从养殖利润来看，毛鸡养殖环节自4月底以来再次步入亏损区间。23年6月16日毛鸡养殖利润为-0.79元/羽，亏损幅度有所收窄。

图44：在产父母代存栏（领先9周）与商品代毛鸡价格的关系



图45：2018-2023年毛鸡养殖利润变化情况



数据来源：中国畜牧业协会禽业分会，博亚和讯，中国银河证券研究院

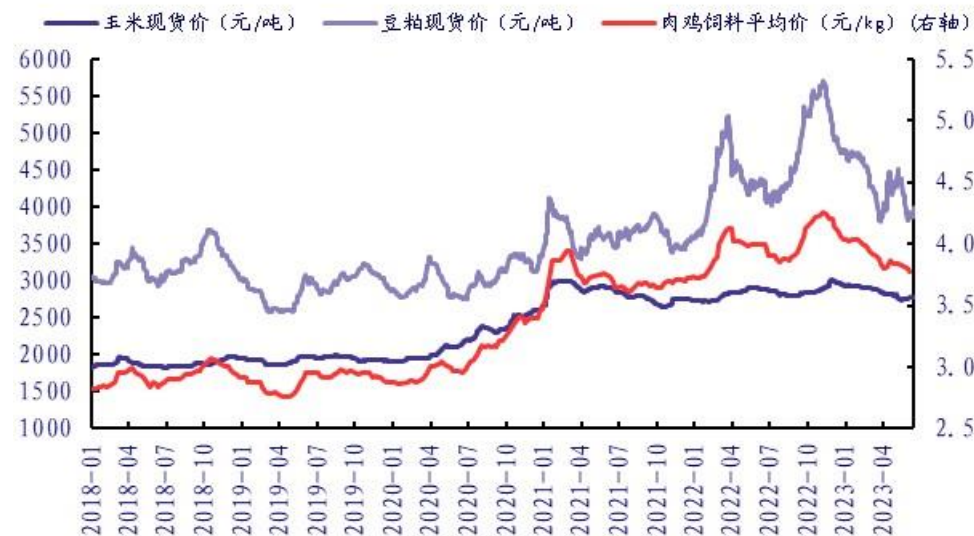
数据来源：Wind，中国银河证券研究院

## (二) 供给收缩下的产能结构、价格走势变化

### 4、原料成本高位压制养殖盈利释放

- 成本端饲料原材料价格对肉鸡养殖利润有较大影响。一般情况下，肉鸡养殖成本中饲料成本、鸡苗成本分别约占60-70%、10-15%。
- 2021-2022Q3，受气候、俄乌危机等方面的影响，饲料主要原材料玉米、豆粕等价格震荡上行，推动肉鸡饲料价格持续上涨，期间饲料价格+16%，养殖成本+22.37%。2022Q4以来，原材料价格震荡下行，23年6月16日玉米现货价2775.29元/吨，距最高点下行7.74%，后续养殖成本压力将有所缓解。

图46：2021年以来肉鸡饲料原材料价格处于高位



数据来源：Wind，中国银河证券研究院

图47：2019-2023年白羽鸡养殖成本与饲料价格的走势变化

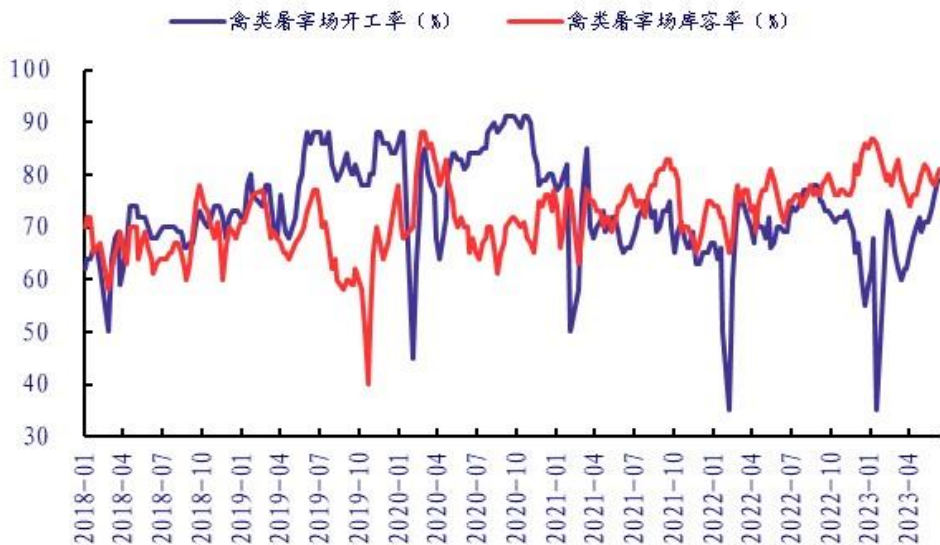


数据来源：Wind，我的农产品网，中国银河证券研究院

### (三) 需求端迎季节性回暖，猪鸡替代性较弱

- 1、鸡肉库容率相对高位，屠宰亏损收窄带动开工率提升
- 从短期需求来看，23Q1偏高的鸡肉价格抑制了下游走货速度，叠加终端消费需求低迷导致库容率较高。23年6月16日库容率为81%，处于历史高位区间，成为抑制鸡价上行的潜在因素。
- 毛鸡屠宰环节仍处于亏损状态。6月16日毛鸡屠宰利润为-0.49元/羽，但亏损幅度自23年3月以来有所收窄，带动屠宰场开工率的上行。屠宰开工率自3月17日以来快速上升，6月16日达到79%。

图48：2018-2023年禽类屠宰场开工率和库容率情况



数据来源：博亚和讯，中国银河证券研究院

图49：2018-2023年毛鸡屠宰利润走势



数据来源：Wind，中国银河证券研究院



### (三) 需求端迎季节性回暖，猪鸡替代性较弱

#### 2、禽类消费存季节性变化，规模已上新台阶

- 从中期需求来看，餐饮消费具有季节性。通常上半年是需求淡季，下半年在节假日的带动下餐饮需求有好转预期，进而带动鸡肉、毛鸡等需求的提升。23年5月，我国社会消费品零售总额中餐饮收入为4070亿元，同比+35.11%，环比+8.49%。
- 从长期需求来看，2013年以来我国人均禽类消费量呈现增长趋势，八年CAGR为6.94%。19年受非瘟疫情导致的猪价持续走高影响，禽类消费成为潜在替代品，销量快速提升。19-20年我国居民人均禽类消费量分别为10.80kg、12.75kg，同比+19.92%、+18.07%，禽类销量规模走上新的台阶。

图50：餐饮消费需求具有季节性



图51：我国人均禽类消费量呈增长趋势



### (三) 需求端迎季节性回暖，猪鸡替代性较弱

- 3、猪鸡消费存部分替代性，当前以自身周期作用为主
- 猪肉和白羽鸡肉在消费场景上有所重合，两者存在一定的替代性。从2012年至今的猪鸡消费量来看，其走势呈现一定的负相关关系。尤其在2019-20年猪价快速上行期间，猪肉供应量大幅下降，与此同时鸡肉消费量迅猛增长，19/20年我国鸡肉消费量分别为1395/1521万吨，同比+20.33%/+9.02%。
- 猪、鸡替代性引出其价格走势的趋同性。在猪价高企时，鸡肉替代性增强，带动鸡肉价格上行；在猪价低迷时，鸡肉替代性减弱，价格作用基本没有，更强调自身周期的作用。22年10月以来猪鸡价格反向走势，带来鸡猪价格比进入历史高位区间。

图52：猪肉、鸡肉消费存在替代性

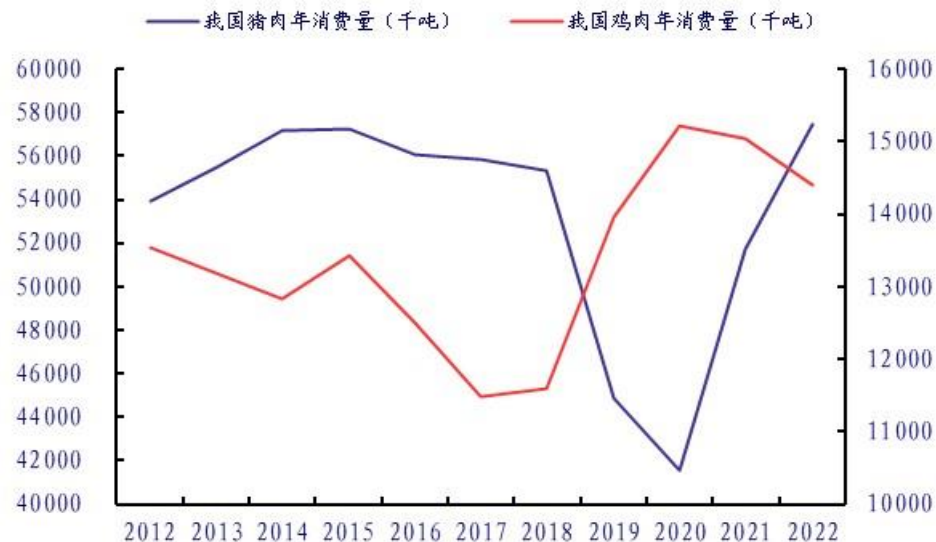


图53：2019-2023年鸡/猪价格比走势



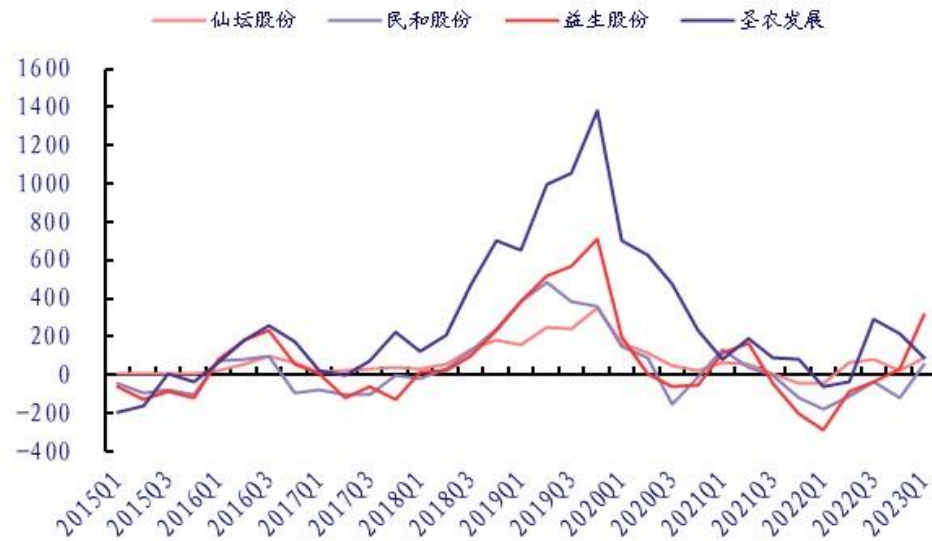
## (四) 投资建议

- 国家层面对育种发展的政策关注度不断提高，我国三大自繁品种陆续上市；22年禽流感助推国产引种量占比提高，国产替代进行中。养殖链上游祖代鸡供给拐点已现；父母代供给高位，静待拐点到来，或可于23Q4传导至商品代，鸡价走势可期。22Q4以来，原材料价格震荡下行缓解后续养殖成本压力，助力养殖利润释放。23H2消费端存年内季节性改善预期，综合利好鸡价潜在走势。
- 估值角度看，23年6月16日SW肉鸡养殖PB（LYR）为2.76倍，处于历史底部区间，可板块性关注，包括民和股份（002234.SZ）、圣农发展（002299.SZ）、禾丰股份（603609.SH）、益生股份（002458.SZ）等。

图54：2018-2023年SW肉鸡养殖PB（LYR）情况



图55：2015-2023年4家白羽鸡养殖企业的归母净利润情况



## 四 动保：

**关注行业两大扩容趋势之非瘟&宠物疫苗**

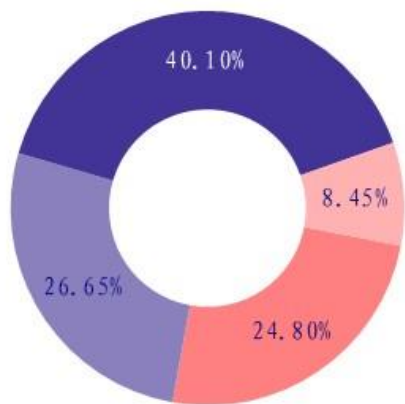


# (一) 疫苗行业迎市场化时代，CR10达55%

- 1、动保市场规模稳定增长，六年CAGR+8%
- 兽药行业分为三大类：兽用生物制品（以疫苗为主）、兽用化药（分为化学制剂、原料药）和中兽药。其中化学制剂占比最高，2021年占总销售额的40.1%，疫苗占比约为24.8%，盈利能力较强。
- 随着养殖业规模化程度的提升，我国动保市场规模稳定增长。2015-2021年，我国兽药年销售额从413.57亿元增长至686.18亿元，CAGR为8.80%。其中，兽用生物制品年销售额从107.08亿元增长至170.18亿元，CAGR为8.03%。

图56：2021年兽药细分行业销售额占比

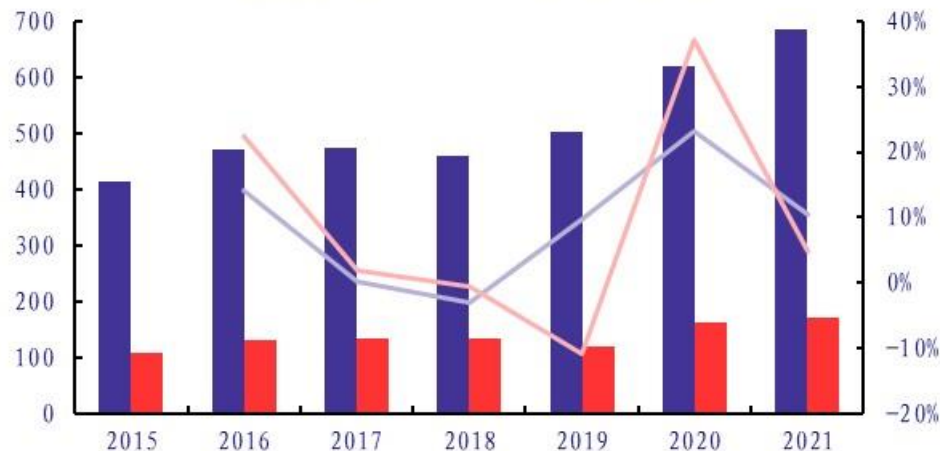
■ 生物制品 ■ 原料药 ■ 化学制剂 ■ 中兽药



数据来源：中国兽药协会，中国银河证券研究院

图57：2015-2021年兽药和兽用生物制品销售量稳定增长

■ 兽药销售额 (亿元) ■ 生物制品销售额 (亿元)  
— 兽药同比 (右轴) — 生物制品同比 (右轴)



数据来源：中国兽药协会，中国银河证券研究院

# (一) 疫苗行业迎市场化时代，CR10达55%

- 2、疫苗迎来市场化大时代，助力市场规模提升
- “政府集采-先打后补-停止集采”各阶段稳步推进，疫苗行业将迎来市场化大时代。农业农村部要求2025年逐步全面取消政府招采苗。2013-2021年，我国非强免疫苗占比持续提升，自39.4%增长至64.6%。大力发展市场苗，将扩大疫苗整体市场规模。从企业发展的角度看，市场苗定价是政府招采苗的5-10倍，毛利率高10-20pct，具备非强免疫苗优势的企业将从中受益，未来市场苗的增长将是企业业绩增长的核心。

表3：我国强制免疫相关政策

时间	政策事件
2007	《兽用生物制品经营管理办法》：实施疫苗强制免疫，由政府统一招标采购并分发
2012	《国家中长期动物疫病防治规划（2012-2020年）》：积极探索强制免疫疫苗招标采购方式和补贴方式，鼓励大型规模养殖场自行采购疫苗
2016	《关于调整完善动物疫病防控支持政策的通知》：从统一采购到“先打后补”的过渡
2022	《国家动物疫病强制免疫指导意见（2022-2025年）》：全面推进“先打后补”，提出2025年年底逐步全面停止政府招采强制免疫疫苗

图58：2013-2021年我国强制、非强制免疫生物制品市场占比



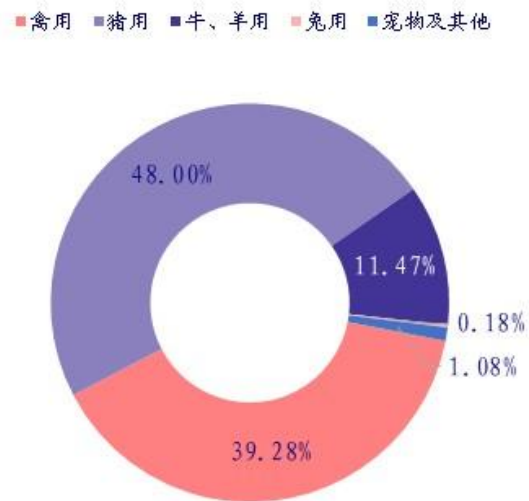
数据来源：农业农村部，国务院办公厅，财政部等，中国银河证券研究院

数据来源：科前生物招股说明书、公司年报，中国银河证券研究院

# (一) 疫苗行业迎市场化时代，CR10达55%

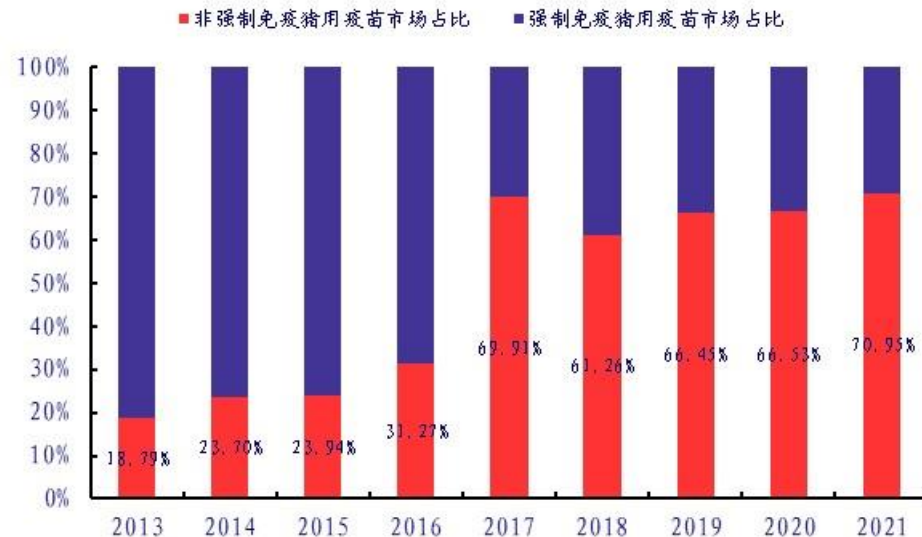
- 3、猪用疫苗市场化销售占比提升至71%
- 我国兽用疫苗以猪用疫苗和禽用疫苗为主，2021年合计占比87.28%。随着我国生猪养殖业的规模化、集约化发展，猪用疫苗市场总体呈增长态势，自2013年的44.28亿元销售额增长至2021年的81.68亿元，CAGR为7.95%。21年猪用疫苗占兽用疫苗销售额为48%，同比+5.36pct。
- 2017年，高致病性猪蓝耳病和猪瘟退出国家强制免疫疫病，针对生猪的强制免疫疫病只剩下口蹄疫，非强免猪用疫苗占比提升显著，2021年该比例为71%。

图59：2021年兽用疫苗销售占比（按适用动物分类）



数据来源：中国兽药协会，中国银河证券研究院

图60：2013-2021年我国强制、非强制免疫猪用疫苗市场占比



数据来源：科前生物招股说明书、公司年报，中国兽药协会，中国银河证券研究院

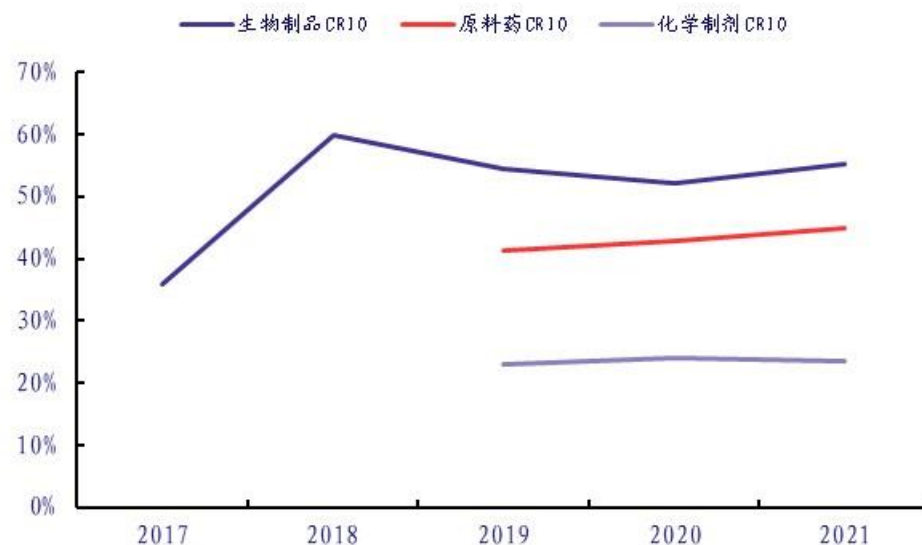
# (一) 疫苗行业迎市场化时代，CR10达55%

- 4、疫苗行业竞争规范化，CR10提升至55%
- GMP新规落地，推动兽药行业集中度提升。2020年农业农村部发布《兽药生产质量管理规范（2020年修订）》，在优化结构、提高准入门槛、提高企业生物安全控制要求、完善责任机制等方面做出修改。2022年5月31日，新版GMP完全实施，凡是没有通过认证的企业都被迫暂停了生产。自2016年以来，我国兽药生产企业数量整体呈下降趋势，2022年拥有GMP证书的兽药生产企业仅有1320家，同比下降16.4%。从细分行业来看，我国生物制品（疫苗为主）行业集中度显著提高，CR10自2017年的36%提升至2021年的55.28%，而化学制剂行业CR10低于25%，市场竞争格局相对较为分散。

图61：2016-2022年兽药生产企业数量呈下降趋势



图62：2017-2021年我国兽药行业集中度CR10





## (二) 下游养殖规模化、盈利性影响疫苗销量

- 1、下游养殖行业集中度、规模化程度与疫苗规模呈正向关系
- 2004 年至今规模生猪养殖模式下的医疗防疫费始终高于散养模式，2011-18 年两者差额在4 元/头上下。随着18年非瘟疫情爆发，规模、散养模式下的防疫费分别提高至 2021 年的29.2元/头、24.7元/头，两者差额最大值为2020年的7.8元/头。
- 基于此，我们可以看到规模生猪养殖防疫费更高，在养殖规模化程度逐步提升的背景下（2003年以来年出栏数500头以上的规模场占比持续提升至21年的0.88%），疫苗市场规模存在提升潜力。对于疫苗企业来说，在现有产品的竞争过程中，需更加强调对规模养殖企业的把握与突破。

图63：2021年规模养殖生猪头均医疗防疫费29.2元

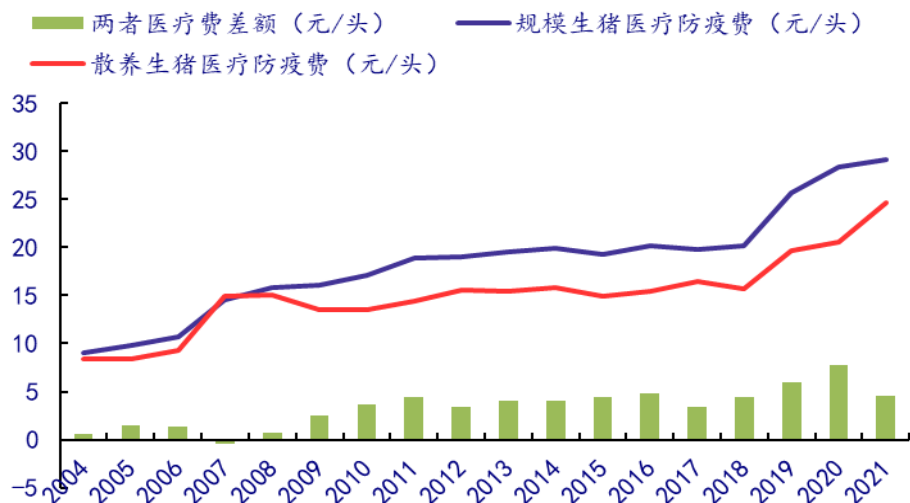
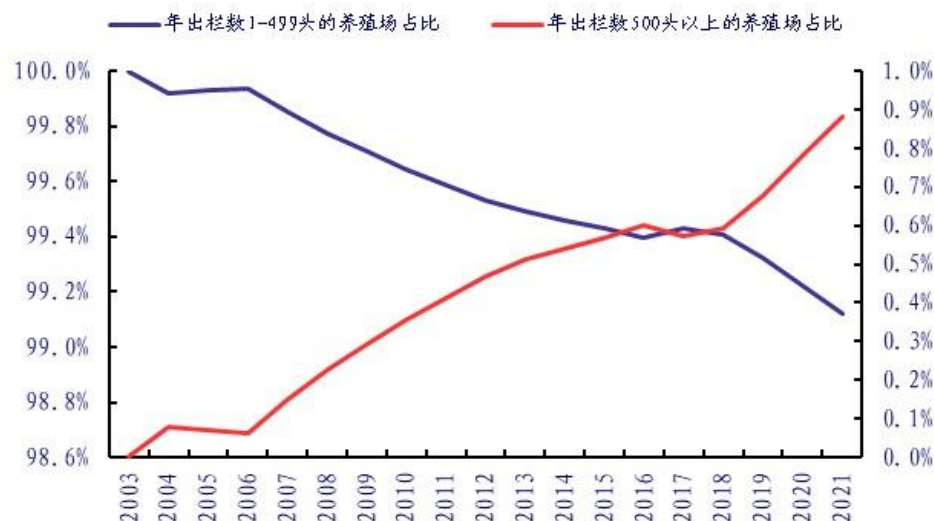


图64：2021年年出栏500头以上养殖场占比提升至0.88%

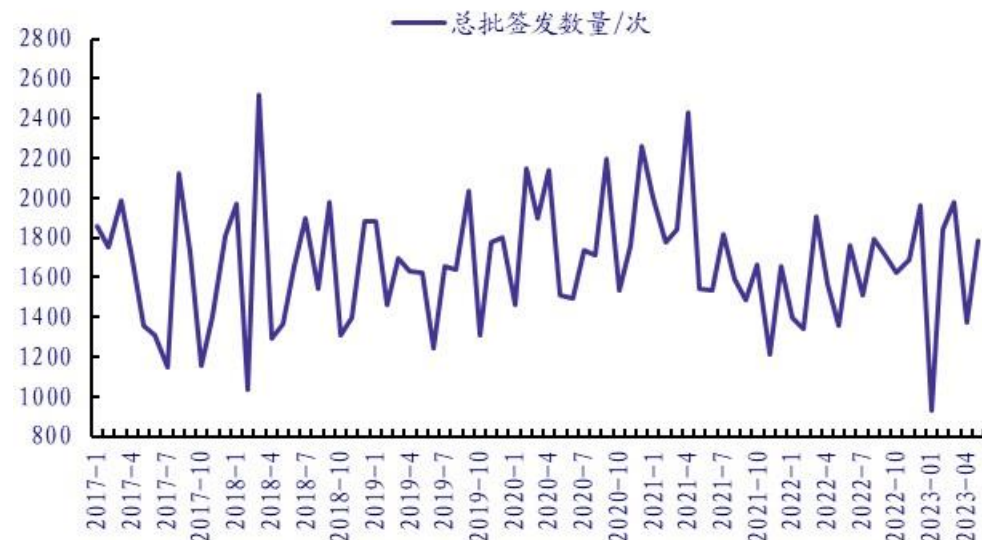




## (二) 下游养殖规模化、盈利性影响疫苗销量

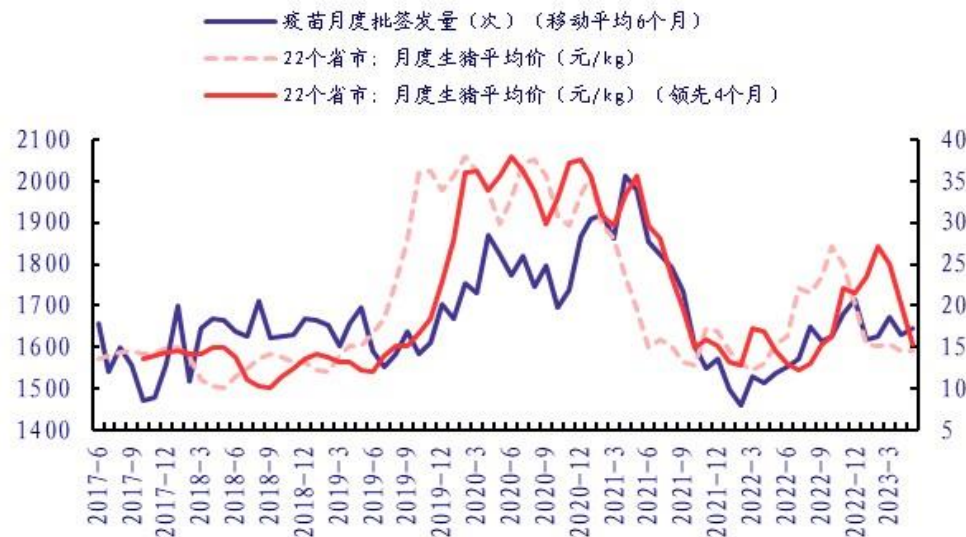
- 2、下游养殖利润恢复对疫苗销量具备提振作用
- 作为后周期行业，疫苗销量受下游养殖业景气度影响。猪价上行时，养殖户盈利修复，开始加大疫苗使用数量及品类，因此猪价与疫苗签批发量基本呈现同向变化，且存在一定提前量。
- 历史复盘发现，猪价领先疫苗签批发量（移动平均6个月）4个月左右。当前对应的前期猪价处于底部区间，且生猪养殖持续亏损，我们预计短期内猪用疫苗需求大幅改善的压力较大。23年4-5月我国疫苗签批发量合计3159次，同比+8%。

图65：23年5月我国疫苗批签发量环比+29%



数据来源：国家兽药基础数据库，中国银河证券研究院

图66：猪价领先疫苗批签发量4个月左右



数据来源：Wind，国家兽药基础数据库，中国银河证券研究院

### (三) 趋势关注1：非瘟疫苗的市场化推进

- 1、非瘟疫情全球蔓延，难以控制
- 非洲猪瘟（ASF）是由非洲猪瘟病毒（ASFV）引起的一种大分子急性高致死率的传染病，属于一类动物疫病。其传播渠道多样，感染后果严重，且传播过程中伴随着不同程度的变异，需重点防控。目前我国非瘟病毒有4种毒株（I型、II型、基因缺失型、重组型），主要流行的是II型毒株。一般非瘟病毒潜伏期在5-19天左右，发病率在40-85%左右，致死率根据毒性不同有所差异，严重病例一般在感染后2-10天死亡。非瘟病毒能在不同温度和pH值下长时间存活，根除难度大于猪腹泻（PED）。

表4：不同毒性的非瘟临床表现

分类	临床表现	毒性	致死率
超急性	无症状突然死亡	高	90-100%
急性	体温升高至42℃，沉郁，厌食，耳、四肢、腹部皮肤有出血发绀。眼鼻有黏液脓性分泌物，呕吐，便秘或腹泻，粪便带血。步态僵硬，呼吸困难，病程延长则出现神经症状。妊娠母猪在妊娠的任何阶段均可出现流产	中等	60%
	症状较轻，持续时间长。体温波动无规律，常大于40.5℃。呼吸窘迫，湿咳。关节疼痛、肿胀。病程持续数周至数月，有的病例康复或转为慢性病例		
慢性	呼吸困难，消瘦或发育迟缓，体弱。关节肿胀，局部皮肤溃疡、坏死。通常可存活数月，但很难康复	低	2-10%

表5：非瘟病毒在不同介质中的存活时长

介质	具有传染性的时长
粪便	11天
骨髓	数月
冷鲜肉	15周
冷冻肉	>15周
未经高温烹制的腌制火腿	3-6个月

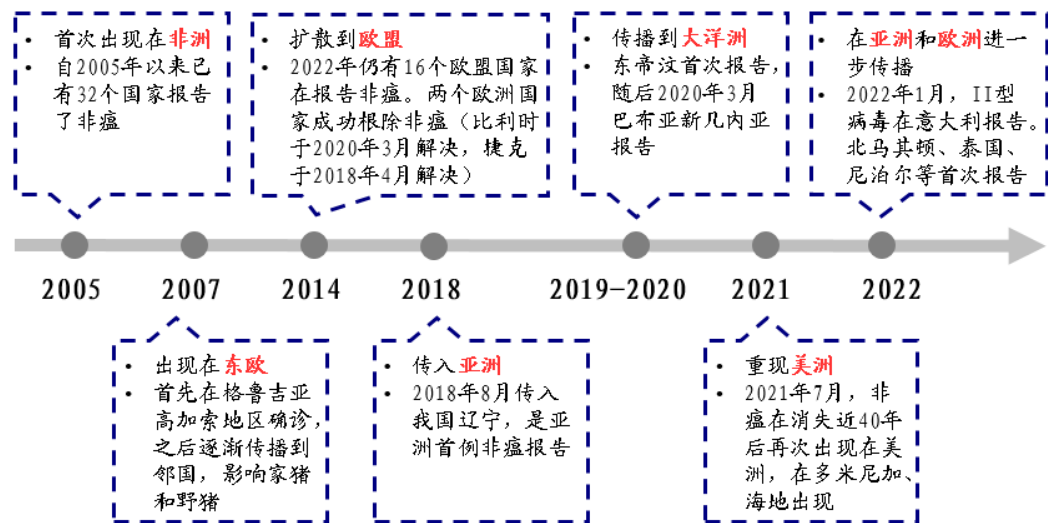
数据来源：执业兽医公众号，联合国粮农组织（FAO），中国银河证券研究院

数据来源：加拿大猪肉委员会（CPC），中国银河证券研究院

### (三) 趋势关注1：非瘟疫苗的市场化推进

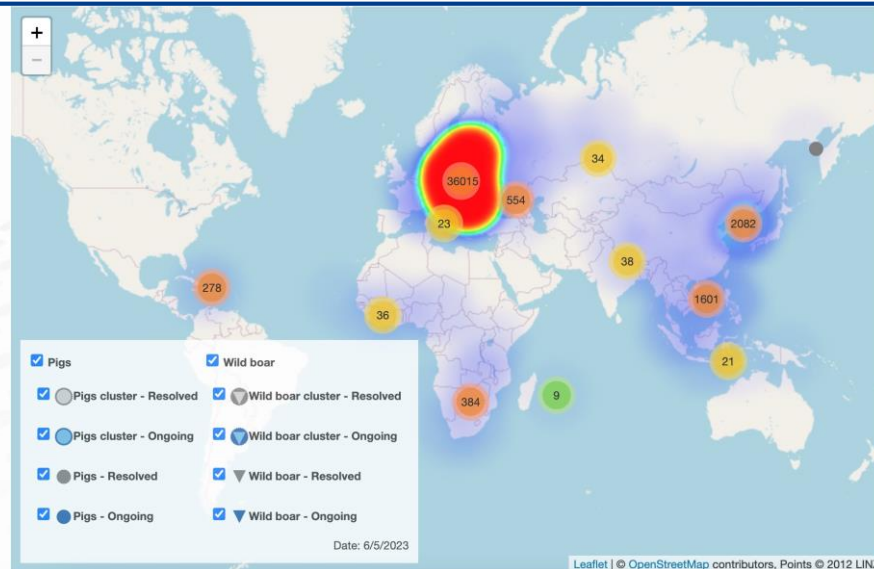
- 1、非瘟疫情全球蔓延，难以控制
- 本轮非洲猪瘟于2005年首次在非洲大陆出现，此后迅速以“非洲-东欧-欧盟-亚洲-大洋洲-美洲”的路径向全球扩散，2022年以来在亚欧大陆进一步传播。2020年-2023年5月期间，非瘟共计导致全球190.16万只家猪损失，其中亚洲损失44.75万只家猪。非瘟自2018年8月传入我国，一开始主要集中在北方地区，10月中下旬以后开始在南方传播，对我国的生猪养殖行业造成了沉重打击，使母猪群体重新洗牌。

图67：2005至今非瘟全球传播历程



数据来源：WOAH，中国银河证券研究院

图68：全球非瘟感染地图



数据来源：世界猪业之窗（pig333网），中国银河证券研究院

### (三) 趋势关注1：非瘟疫苗的市场化推进

#### 2、非瘟疫苗多路径研发持续推进

2019年1月，我国立项开展非瘟疫苗研制工作。目前研发路径有5条，分别是基因缺失疫苗、亚单位疫苗、病毒载体疫苗、mRNA疫苗、灭活疫苗。其中，亚单位、基因缺失、灭活疫苗研发进度较为靠前。

中短期内，亚单位、基因缺失疫苗的商业化可能性更高；长期来看，mRNA疫苗的免疫原性和安全性均具有优势，或为未来研究的重点。

表6：非瘟疫苗研发路径比较

分类	原理	优点	缺点	研发进度	
基因缺失疫苗	去除全部或部分病毒的毒力基因，保留免疫原性	免疫原性强	安全性较弱（毒力返强）	较快	美国梅岛实验室 基因缺失减毒活疫苗（ASFV-Δ I177L） 在越南批准上市
				较快	哈兽研、维科生物 非洲猪瘟7基因缺失减毒活疫苗（ASFV-7GD） 临床试验完成
				较快	上兽研、金宇保灵、华南农业大学 5基因缺失非洲猪瘟弱毒活疫苗 实验室研究阶段
亚单位疫苗	利用病毒的某种表面结构成分（抗原）制成不含核酸、能诱导体产生抗体的疫苗	安全性高	免疫效果较弱 需佐剂/加强针	快	普莱柯、兰兽研 非洲猪瘟亚单位疫苗 已提交应急评价
				快	海隆生物、中国动物疫病预防控制中心 非洲猪瘟多组分亚单位灭活疫苗 已提交应急评价
				快	生物股份、中牧股份、中科院 非洲猪瘟亚单位疫苗 已提交应急评价
病毒载体疫苗	用痘病毒、腺病毒、新城疫病毒等安全无害的病毒作为载体，诱导机体产生免疫反应	制备效率高 可作多联多价疫苗	安全性中等 免疫效果有待观察	较慢	军事兽医研究所 非洲猪瘟活载体疫苗 实验室研究阶段
				较慢	科前生物 非洲猪瘟活载体疫苗 实验室研究阶段
mRNA疫苗	以DNA为模板在体外合成mRNA并递送至机体细胞内表达蛋白质抗原，刺激免疫反应	免疫原性强 安全性强 生产成本低	技术门槛高	慢	生物股份 非洲猪瘟mRNA疫苗 实验室研究阶段
灭活疫苗	最早开始研究，使病毒失去致病能力后使机体免疫记住病毒	安全性高 技术门槛低	免疫原性较弱	中等	军事兽医研究所 非洲猪瘟基因缺失病毒-G佐剂复合物灭活疫苗（SY18ΔMGF/CD2v） 已提交临床试验申请

数据来源：中国动物保健，根据新闻整理，中国银河证券研究院



### (三) 趋势关注1：非瘟疫苗的市场化推进

$$\text{非瘟疫苗市场空间} = \text{生猪出栏量} \times \text{头均针次} \times \text{疫苗渗透率} \times \text{疫苗单价}$$

- 3、非瘟疫苗潜在市场空间大
- 2022年我国生猪出栏量为6.99亿头，我们假定以年均生猪出栏量7亿头进行测算。根据疫苗企业公开信息，预计非瘟亚单位疫苗最低出厂价约为25元，加上流通环节成本等，其终端用户价约为30元/头份，每头猪需要接种两针。
- 当非瘟疫苗渗透率为20%时，对应市场空间约84亿元；当非瘟疫苗渗透率为50%时，对应市场空间约210亿元，整体空间弹性大。

表7：我国非瘟疫苗市场空间测算

		疫苗售价（元）				
		20	25	30	35	40
疫苗渗透率	10%	28.0	35.0	42.0	49.0	56.0
	20%	56.0	70.0	84.0	98.0	112.0
	30%	84.0	105.0	126.0	147.0	168.0
	40%	112.0	140.0	168.0	196.0	224.0
	50%	140.0	175.0	210.0	245.0	280.0
	60%	168.0	210.0	252.0	294.0	336.0
	70%	196.0	245.0	294.0	343.0	392.0
	80%	224.0	280.0	336.0	392.0	448.0
	90%	252.0	315.0	378.0	441.0	504.0
	100%	280.0	350.0	420.0	490.0	560.0

数据来源：农业农村部，普莱柯公司公告，中国银河证券研究院



## (四) 趋势关注2：宠物疫苗的国产化替代进程

- 1、宠物行业保持高增长，宠物健康四年CAGR+31%
- 多因素推动我国宠物市场持续增长。2021年我国犬猫宠物数量达到1.12亿只，同比+11.4%。2022年我国宠物消费行业总体规模达到3117亿元，同比+25.2%。
- 细分子行业中，宠物健康占比成为仅次于宠物食品的第二大细分行业。2018-2022年，宠物健康消费自418亿元增长至1216亿元，CAGR为30.6%，占比提升至39%。预计2023年宠物健康行业将继续保持增长态势，规模有望超1700亿元。

图69：2017-2021年中国宠物数量呈增长态势

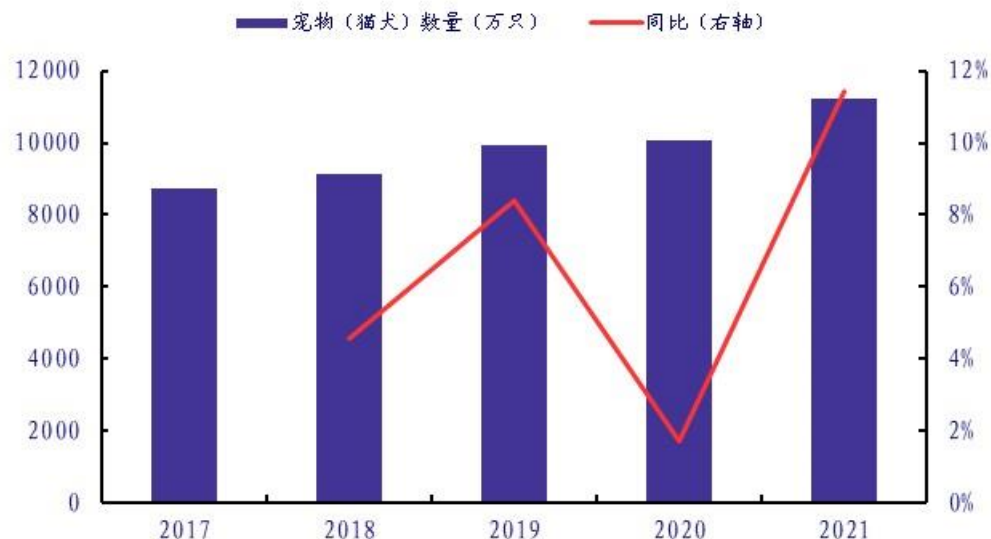
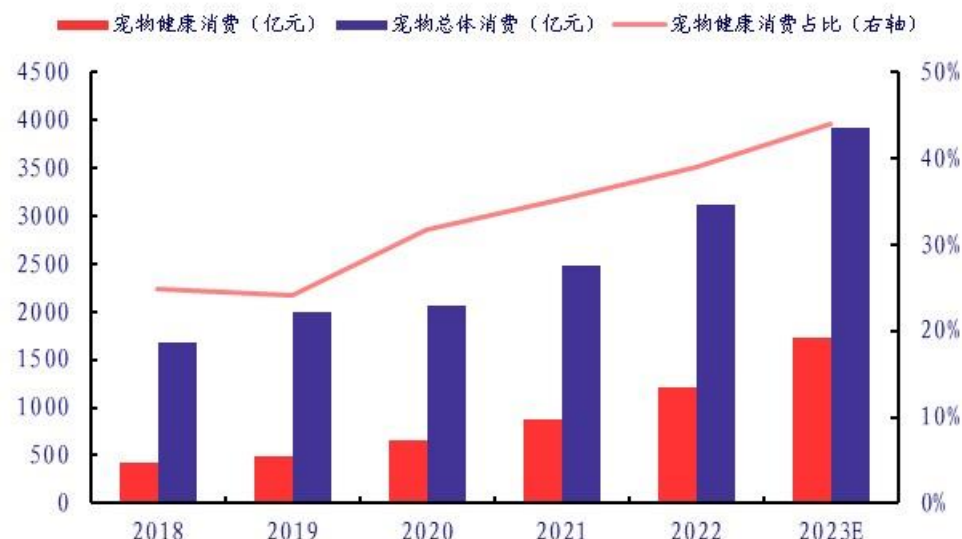


图70：2018-2022年宠物健康消费占比不断提升



数据来源：Mob研究院《2022年中国宠物消费洞察报告》，中国银河证券研究院

数据来源：艾瑞咨询《中国宠物健康消费白皮书》，中国银河证券研究院

## (四) 趋势关注2：宠物疫苗的国产化替代进程

- 2、宠物药品六年CAGR+15%，国产研发需推进
- 宠物健康的细分行业包括宠物药品（含疫苗）、营养保健品、医疗服务、医疗器械等板块。2015-2021年，宠物药品由58亿产值增长至131亿，CAGR为14.5%。根据Wind统计21年宠物药品消费渗透率为83.5%；2010-2022年我国宠物类新兽药证书共77个，整体上注册获批的新药较少。某种程度上意味着我国宠物药品需求是充分的，但行业自给率不足。2020年以来，我国频繁出台宠物健康相关政策。一方面鼓励宠物药品国产研发创新，另一方面规范兽医行业机构管理和人才建设。

表8：政策驱动宠物健康行业规范发展

时间	政策事件	相关内容
2020	农业农村部 《人用化学药品转宠物用化学药品注册资料要求》	为解决当前兽医临床上宠物用药短缺问题，推动宠物用化学药品的研发和上市，在保证安全、有效、质量可控的前提下，借鉴相关评审评价办法，制定人用化学药品转宠物用药注册资料要求
2020	农业农村部 《废止的药物饲料添加剂品种增加治疗用途注册资料要求》	加快推进宠物兽药注册工作，进一步合理利用现有药用资源，促进技术创新，更好满足预防、治疗动物疾病需求
2022	农业农村部 《2022—2025年全国官方兽医培训计划》	加强“十四五”时期官方兽医队伍建设，强化官方兽医培训，提升官方兽医队伍依法履职能力和水平，到2025年，国家、省、市、县四级官方兽医培训体系进一步健全完善
2022	农业农村部 《动物诊疗机构管理办法》	加强动物诊疗机构的监督和管理，对其市场经营活动以及动物诊疗行为、设备、人员、场所等各方面进行规范，保障公共卫生安全

图71：2015-2021年我国宠物药品市场规模逐步提升



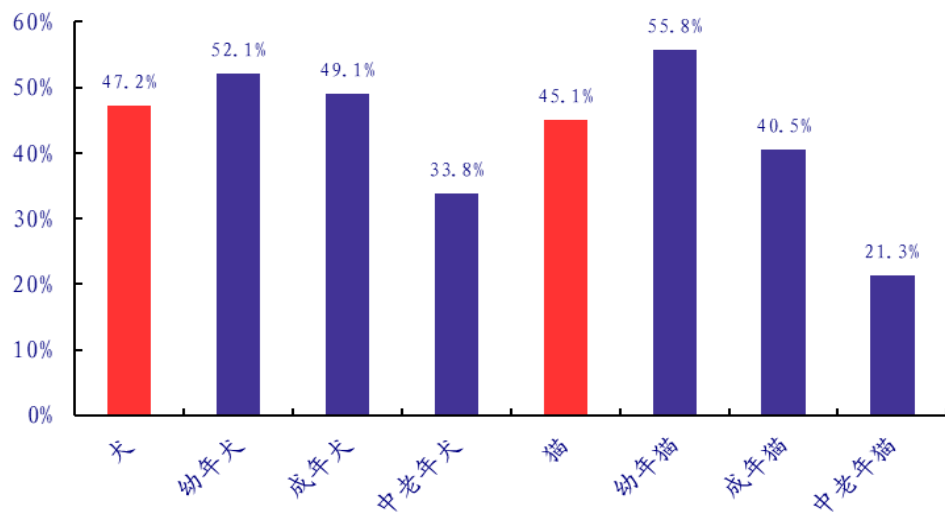
数据来源：艾瑞咨询《中国宠物健康消费白皮书》，中国银河证券研究院

数据来源：爱宠《2022中国宠物医疗行业白皮书》，中国银河证券研究院

## (四) 趋势关注2：宠物疫苗的国产化替代进程

- 3、我国宠物免疫率较低，消费端以进口苗为主
- 2021年，我国宠物犬、猫免疫率分别为47.2%和45.1%，与发达国家有较大差距。从年龄来看，宠物年龄越大，免疫率越低。另外，我国宠物疫苗市场主要由美国礼来、硕腾、荷兰英特威等外资企业主导，而国产疫苗发展时间较短。在诊所渠道，进口药因工艺好、有效成分含量高、副作用小等特点更受青睐；在网购渠道，国产药销量更高，但由于价格低廉，总销售额低于进口药。未来随着有竞争力的国产疫苗逐步上市、推广，国产替代有望多渠道实现。

图72：2021年我国宠物免疫率（分品种、年龄）



数据来源：Wind。中国银河证券研究院

表9：我国进口、国产宠物疫苗（犬、猫）概况

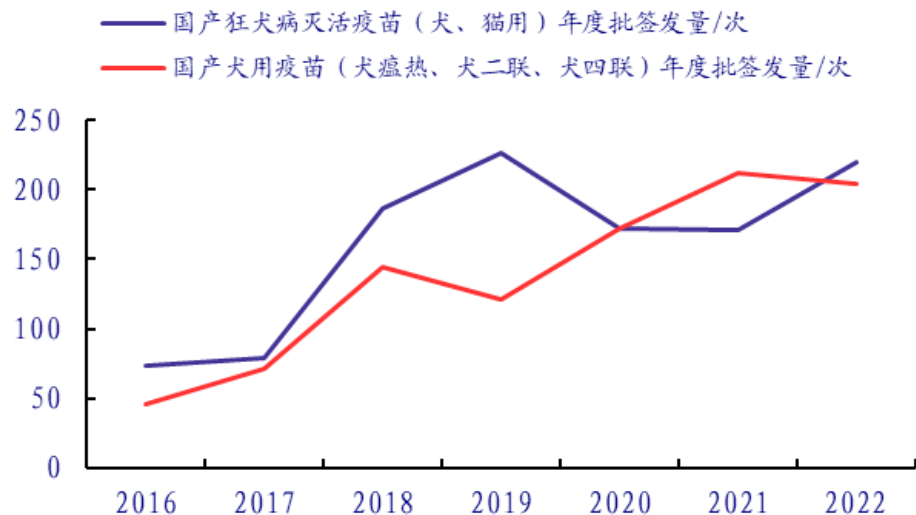
宠物品种	产地	疫苗名称	生产企业	
犬、猫	进口	犬、猫狂犬病灭活疫苗 狂犬病灭活疫苗（HCP-SAD株、VP12株、G52株）	荷兰英威特、美国礼来、法国维克、德国勃林格、法国梅里亚	
	国产	狂犬病灭活疫苗（Flury株、Flury LEP株、PV/BHK-21株、SAD株、dG株、CTN-1株、CVS-11株、r3G株）	益康生物、中牧股份、杭州佑本、科前生物、常州同泰、华南农大、怡安生物、和元生物、五星动物保健、易邦生物、正业生物、齐鲁动物保健品	
犬	进口	犬瘟热、腺病毒2型、副流感、细小病毒病四联活疫苗-犬钩端螺旋体病（犬型、黄疸出血型）二价灭活疫苗-犬冠状病毒病灭活疫苗 犬细小病毒活疫苗	美国硕腾	
		犬瘟热、腺病毒2型、副流感、细小病毒病四联活疫苗 犬瘟热、传染性肝炎、细小病毒病、副流感四联活疫苗	荷兰英威特	
		犬瘟热、细小病毒病二联活疫苗 犬钩端螺旋体病（犬型、黄疸出血型）二价灭活疫苗	西班牙海博莱	
		犬瘟热、腺病毒病、细小病毒病、副流感四联活疫苗-犬钩端螺旋体病（犬型、黄疸出血型）二价灭活疫苗	德国勃林格、法国梅里亚	
	国产	犬瘟热、腺病毒病、细小病毒病、副流感病毒2型呼吸道感染四联活疫苗-犬钩端螺旋体病、黄疸出血钩端螺旋体病二联灭活疫苗	德国勃林格、法国梅里亚	
		犬瘟热、犬副流感、犬腺病毒与犬细小病毒病四联活疫苗	中牧股份、科前生物、五星动物保健	
		犬瘟热、细小病毒病二联活疫苗（BJ/120株+FJ/58株）	特研生物	
		犬瘟热活疫苗（CDV-11株）	齐鲁动物保健	
		进口	猫鼻气管炎、嵌杯病毒病、泛白细胞减少症三联灭活疫苗	美国礼来、美国硕腾
		国产	暂无，处于临床研究阶段	

数据来源：国家兽药基础数据库，中国银河证券研究院

## (四) 趋势关注2：宠物疫苗的国产化替代进程

- 4、宠物疫苗终端与研发齐推进，国产替代存想象空间
- 分疫苗品种来看，国产狂犬病灭活疫苗（犬、猫用）已有针对8种毒株的疫苗，十多家企业上市销售，国产替代进度较快。国产犬用疫苗主要集中在犬瘟热、犬二联、犬四联，有中牧股份、科前生物等5家企业销售，自16年以来批签发量整体呈上升趋势；但国外已有犬六联、犬八联上市，国产疫苗与国外技术上差距尚存。猫三联方面，我国目前有5个项目通过审批进入临床研究阶段，其中有2家上市公司普莱柯、瑞普生物。综合来说，我国宠物疫苗国产替代空间巨大。

图73：国产犬、猫用疫苗和犬用疫苗签批发量呈上升趋势



数据来源：国家兽药基础数据库，中国银河证券研究院

表10：猫三联临床试验审批情况

申请企业	疫苗毒株	有效期限
普莱柯、洛阳惠中、河南新正好生物	猫三联（708株+60株+64株）	2022.12.19-2024.12.18
青岛动保国家工程技术研究中心、中科拜克生物	猫三联（FPV03株+FHV02株+FCV05株）	2022.5.17-2024.5.16
博莱得利生物、中瑞动检生物技术	猫三联（HBX05株+BJS01株+BJH13株）	2022.2.28-2024.2.27
瑞普生物	猫三联（RPVF0304株+RPVF0207株+RPVF0110株）	2022.3.15-2024.3.14
长春西诺生物、广西爱宠生物、吉林正业生物	猫三联（VP2蛋白+CC3株+CP2株）	2022.1.29-2024.1.28

数据来源：国家兽药基础数据库，中国银河证券研究院



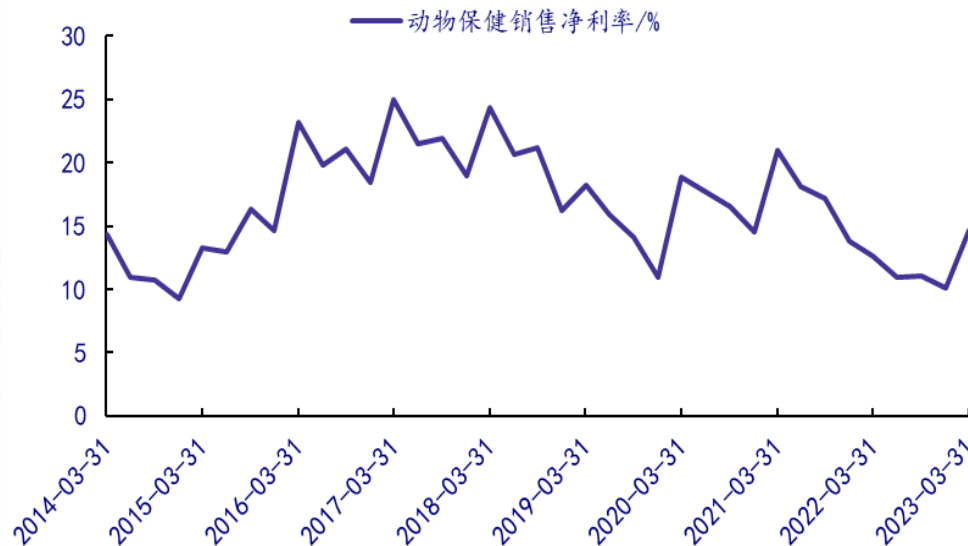
## (五) 投资建议

- 动保市场规模稳增长，行业集中度提升。在非强免政策驱动下，疫苗将迎来市场化大时代。同时关注
  - 一非瘟疫苗**：非瘟导致我国生猪养殖防疫压力加大。目前我国非瘟疫苗研发中，亚单位、基因缺失、灭活疫苗进度靠前，长期看mRNA疫苗或为研究重点。非瘟疫苗行业成长空间可达百亿规模。
  - 关注二宠物疫苗**：宠物健康行业不断扩容，宠物疫苗国产替代空间巨大。犬、猫用狂犬病灭活疫苗和犬用疫苗的国产替代进展较快，猫三联疫苗处于临床研究阶段。从估值角度看，23年6月16日SW动物保健板块PE(TTM)为35倍，处于相对低位。我们建议积极关注疫苗品类全面、市场化销售能力突出、研发实力强劲的动保企业，包括普莱柯（603566.SH）、科前生物（688526.SH）、中牧股份（600195.SH）、生物股份（600201.SH）、瑞普生物（300119.SZ）等。

图74：2018年至今SW动物保健板块PE走势



图75：2014-23年一季报动保行业销售净利率变动情况





# 五 投资建议

# 关注养殖产业链，布局于周期低谷期

- 关于23H2农业行业的投资机会，我们认为可以围绕猪周期的低位布局、白羽鸡的产能拐点传导以及动保新品预期等方面展开。
- 1) 根据农业部标准，我国生猪行业产能依旧处于高位。虽然作用于23年的能繁母猪略降，但随着养殖效率的潜在提升，23年生猪出栏量或持平略增，生猪供应充分；叠加考虑均重相对高位，猪肉供给进一步加大，形成价格压力。23年以来能繁母猪持续去化5个月，作用于24年的能繁母猪量依旧需要观察。我们认为布局猪周期于亏损阶段具备显著安全边际，同时看生猪养殖行业估值处于历史低位（头均市值基本处于历史最低位，PB处于历史低位区间），结合猪价低位运行、能繁母猪持续去化（意味着后续周期上行的可能），那么猪周期风险收益比是较好的，我们建议在行业悲观的时候积极关注优质生猪养殖个股，包括牧原股份（002714.SZ）、温氏股份（300498.SZ）等。
- 2) 养殖链上游祖代鸡供给拐点已现；父母代供给高位，静待拐点到来，或可于23Q4传导至商品代，鸡价走势可期。22Q4以来，原材料价格震荡下行缓解后续养殖成本压力，助力养殖利润释放。23H2消费端存年内季节性改善预期，综合利好鸡价潜在走势。肉鸡板块估值处于历史底部区间，可关注个股民和股份（002234.SZ）、圣农发展（002299.SZ）、禾丰股份（603609.SH）、益生股份（002458.SZ）等。
- 3) 动保行业扩容关注非瘟疫苗市场化进展以及宠物疫苗国产替代。我们建议积极关注疫苗品类全面、市场化销售能力突出、研发实力强劲的动保企业，包括普莱柯（603566.SH）、科前生物（688526.SH）、中牧股份（600195.SH）、生物股份（600201.SH）、瑞普生物（300119.SZ）等。

# 关注养殖产业链，布局于周期低谷期

表11：部分重点公司相关财务指标（收盘价为23年6月16日，ROE为2023Q1数据）

公司名称	代码	收盘价/元	EPS		PE		ROE
			2023E	2024E	2023E	2024E	
海大集团	002311.SZ	49.76	2.34	3.40	21	15	2.26
牧原股份	002714.SZ	42.43	3.18	6.36	13	7	-1.69
温氏股份	300498.SZ	17.17	1.21	2.58	14	7	-7.27
中牧股份	600195.SH	12.19	0.62	0.78	20	16	2.62
普莱柯	603566.SH	24.47	0.76	0.98	32	25	2.31
科前生物	688526.SH	22.37	1.23	1.57	18	14	3.80
生物股份	600201.SH	9.62	0.31	0.39	31	25	2.08
天康生物	002100.SZ	8.10	0.59	1.44	14	6	-0.18
益生股份	002458.SZ	12.02	1.21	1.85	10	6	10.83
圣农发展	002299.SZ	19.38	1.43	2.17	14	9	0.90
禾丰股份	603609.SH	9.30	1.25	1.53	7	6	0.27
立华股份	300761.SZ	19.21	3.15	4.61	6	4	-4.75
中宠股份	002891.SZ	24.23	0.49	0.69	49	35	0.76

数据来源：Wind，中国银河证券研究院

- **1、畜禽价格走势不达预期的风险：**若畜禽价格走势低于预期，养殖企业业绩变化将较大，且一定程度上影响行业预期。
- **2、动物疫病的风险：**若养殖企业遭受非洲猪瘟病毒等相关疫情，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，将严重损害养殖企业盈利。
- **3、原材料价格波动的风险：**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较大影响。
- **4、政策的风险：**动物疫苗招标政策、品种审核政策的变化等将对动物疫苗企业造成显著影响。
- **5、自然灾害的风险：**极端灾害天气会对农业生产造成巨大负面影响，从而导致农产品价格大幅波动。
- **6、新冠肺炎疫情带来的风险：**尽管我国新冠肺炎疫情局势持续向好，公司生产经营活动已全面恢复正常，但是全球新冠肺炎疫情及防控情况尚存较大不确定性，若国内疫情出现反复，或国外疫情无法得到控制，可能会对相关公司业绩造成较大不利影响。



# 银河农林牧渔团队介绍



## 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。8年多证券行业研究经验，深入研究畜禽周期、糖周期等，擅长行业分析，具备扎实的选股能力。2022年第十届Choice最佳农林牧渔行业分析师、最佳农林牧渔行业分析师团队。2016年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。

联系方式 ☎：021-68597609

✉：xiezhiyou\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130519020001

## 评级标准

### 行业评级体系

未来6-12个月，行业指数相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

### 公司评级体系

未来6-12个月，公司股价相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

## 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，并不构成对客户的投资咨询建议，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。



谢谢!

中国银河证券研究

扫码关注我们  
微信号 | zgyhzqyj



创造财富 担当责任  
股票代码: 601881.SH 06881.HK