

行业研究/中期策略

2019年05月12日

行业评级:

农林牧渔

增持 (维持)

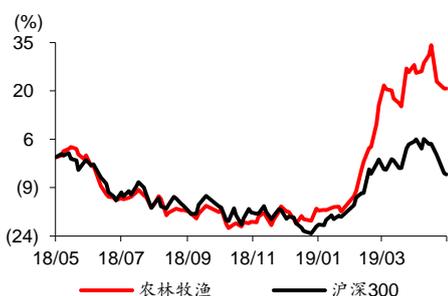
许奇峰 执业证书编号: S0570517020001
研究员 010-56793956
xuqifeng@htsc.com

冯鹤 执业证书编号: S0570517110004
研究员 021-28972251
fenghe@htsc.com

相关研究

- 1 《中牧股份(600195,买入): 低估值高成长, 静待后周期启动》2019.04
- 2 《瑞普生物(300119,增持): 业绩符合预期, 新品催动高成长》2019.04
- 3 《中宠股份(002891,增持): 国内外齐头并进, 宠物高成长标的》2019.04

一年内行业走势图



资料来源: Wind

周期春意浓, 成长在征途

2019 农林牧渔行业中期策略报告

周期为体, 成长作翼, 把握农业黄金投资阶段

当前农业主要把握两条投资主线, 1) 周期, 当前, 生猪价格已经处于右侧上涨区间, 随着后续生猪价格的快涨, 我们认为, 生猪养殖板块将迎来投资黄金阶段。此外, 关注由于禽养殖景气带来的禽用疫苗后周期投资机会, 以及下半年猪价景气驱动补栏带来的猪用疫苗后周期投资机会。2) 成长, 当前, 国内宠物行业处于早期起跑阶段, 宠物产业相关环节蕴藏较大投资机会。国内上市企业主要以宠物食品为主, 建议重点关注相关标的 (中宠股份&佩蒂股份) 国内高成长带来的投资机会。

生猪养殖: 势同风起, 扶摇直上

2017年, 我国生猪养殖企业 CR5 仅为 5.32%, 对比美国 (CR5) 38.11%, 我国生猪养殖企业集中度较低。然而, 猪周期的优胜劣汰法则加速落后产能退出, 驱动行业规模程度提升; 生猪环保政策、非洲猪瘟防控政策的推行也将进一步提高我国生猪养殖集中度。非洲猪瘟疫情使得国内生猪产能 (母猪) 快速下行, 2019年3月, 全国能繁母猪存栏同比下降 21.0%, 降幅达到近十年来最大值。我们认为, 当前母猪存栏下降幅度能够支撑新一轮大周期的开启。当前生猪价格已经进入右侧区域, 随着下游猪肉库存的进一步消化, 预计5月中下旬生猪价格将重新进入快涨阶段。

量增价升, 禽苗进入发展黄金期

白鸡、祖代种鸡引种回升叠加高盈利驱动下的强制换羽, 我们估计, 2019年白鸡出栏量同比增加 10%左右。黄鸡, 养殖景气驱动, 预计 2019 年黄鸡出栏量同比增加 10%-15%。价格方面, 针对严峻复杂的禽流感防疫形势, 我国高致病性禽流感强制免疫疫苗种类也由最开始的 H5 亚型重组禽流感 (二价或三价灭活疫苗) 升级为 H5+H7 亚型高致病性禽流感 (三价灭活疫苗)。受此影响, 2019 年春防招标主流价格也已提升至 0.30 元/ml, 较去年同期提升 80%以上, 禽苗进入量价齐升的黄金期发展阶段。

宠物食品: 千帆竞发, 奋楫者先

2014 年我国宠物食品行业进入高速增长期, 行业销售规模 (出厂价计) 从 48 亿增长至 2018 年的 170 亿左右, 复合增长率高达 37.39%。国内家庭养宠率、宠物食品渗透率低, 宠物食品具有较大成长空间。国内人均居住面积、单身比例的逐年增长使得我国具备养宠的客观空间条件与情感寄托条件, 综合来看, 宠物食品行业正处于黄金成长阶段。目前, 国内宠物食品市场正处在群雄混战的时期。由于我国宠物食品消费呈金字塔型结构, 价格带底部区域竞争激烈, 消费者对品牌的感知度弱, 因此, 性价比高、曝光度好的线上渠道是国内宠物食品企业突围的优先路径。

风险提示: 生猪疫情爆发风险、猪价长期低迷风险、禽流感疫情风险。

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	投资评级	EPS (元)				P/E (倍)			
				2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E
002714	牧原股份	57.95	买入	0.25	2.13	6.60	2.38	115.24	27.21	8.78	24.35
300498	温氏股份	34.64	买入	0.74	2.54	4.49	1.78	46.81	13.64	7.71	19.46
300119	瑞普生物	21.78	增持	0.29	0.61	0.71	0.87	75.10	35.70	30.68	25.03

资料来源: 华泰证券研究所

正文目录

生猪养殖：势同风起，扶摇直上	5
生猪养殖：CR5 不足 6% 的万亿市场	5
结构分散，政策加持催化养殖规模进程提速	7
周期：蛛网波动，周而复始	10
内外因共振，猪周期的新轮回	13
非洲猪瘟侵袭，周期反转在途	16
禽用疫苗：量增价升，进入发展黄金期	18
130 亿+ 市场，禽苗、猪苗鼎足而立	18
禽养殖景气持续，高盈利引致扩产需求	19
以质论价，集团化趋势下禽流感招标苗、市场苗均有可为	20
宠物食品：千帆竞发，奋楫者先	23
宠物食品百亿市场，“超跑赛道”的黄金阶段	23
金字塔型消费结构，底部区域竞争激烈	26
渠道优于品牌，线上先于线下	28
风险提示	32

图表目录

图表 1：2016 年，生猪养殖环节产值 1.4 万亿元，产业链占比 45% 左右	5
图表 2：生猪繁育体系示意	5
图表 3：2018 年，我国进口种猪 7686 头	6
图表 4：2018 年，我国进口种猪分别来自美国、加拿大、法国	6
图表 5：温氏股份四系配套选育过程，华农温氏 I 号	6
图表 6：温氏股份五系配套选育过程，WS501	6
图表 7：国际生猪育种公司通过直接投资、合资以及合作等方式进入中国	7
图表 8：我国生猪养殖仍以散养为主，2017 年，规模场出栏占比 43.30%	7
图表 9：2018 年，我国排名前 20 养猪企业出栏量	8
图表 10：2017 年，全球生猪养殖企业产能对比	8
图表 11：猪周期形成原因是生产时滞和适应性预期	8
图表 12：生猪环保政策法规梳理	9
图表 13：2012-17 年，浙江省生猪存栏量降幅 57.45%	9
图表 14：2012-17 年，浙江省生猪出栏量降幅 45.49%	9
图表 15：南方水网地区环保拆迁情况	10
图表 16：生猪养殖成本对比，正常饲喂（规模场）VS 泔水饲喂（散户）	10
图表 17：从后备母猪补栏到商品猪出栏大概要经历 1.5 年	11
图表 18：1995 年以来，我国共经历 6 轮猪周期	11
图表 19：2016 年，规模生猪养殖成本中饲料成本占比 75%+	12

图表 20: 2016 年, 散养生猪养殖成本中饲料成本占比 60%左右	12
图表 21: 2004-16 年, 规模生猪主要投入品花费至少翻倍	12
图表 22: 2004-16 年, 散养生猪主要投入品花费至少翻倍	12
图表 23: 1995 年以来, 猪周期底部价格整体抬升	13
图表 24: 生猪养殖中各成本嵌套关系	13
图表 25: 2004-16 年, 规模猪、散养养殖现金成本变化对比	13
图表 26: 能繁母猪存栏变化领先生猪价格变化一年左右	14
图表 27: 后备母猪价格变化领先生猪价格变化 20 个月左右	14
图表 28: 2015 年以来, 我国生猪养殖效率 (MSY) 显著提高	15
图表 29: 2017 年, 丹麦 PSY 达到 30	15
图表 30: 2012-18 年 9 月, 我国生猪出栏重量逐步提升	15
图表 31: 1986-2018 年 9 月, 美国生猪出栏重量波动上升	15
图表 32: 2014 年以来, 我国猪肉年消费量开始下滑	16
图表 33: 2015 年, 我国猪肉消费总量占比 63.51%	16
图表 34: 2015 年开始, 我国猪肉进口量大幅增加	16
图表 35: 美国猪周期波动幅度小、周期跨度大	16
图表 36: 截至 5.7, 有 21 个省份疫区全部解除封锁且恢复生猪调运	16
图表 37: 2011 年以来, 各年内生猪价格月度走势	17
图表 38: 2013-19 年 4 月, 屠宰企业冻品库容率	17
图表 39: 2011-17 年, 我国兽用生物制品市场销售规模复合增速 10.96%, 2017 年市场 销售规模 133.64 亿元	18
图表 40: 2011-17, 我国禽用生物制品销售规模复合增速 7.89%	18
图表 41: 2011-17, 我国猪用生物制品销售规模复合增速 6.50%	18
图表 42: 2017 年, 我国猪用+禽用生物制品销售规模占生物制品总销售规模的 72.82%	18
图表 43: 2013-17 年, 我国禽用强制免疫疫苗市场销售规模复合增速	19
图表 44: 2013-18 年, 我国白羽肉鸡祖代种鸡引种量	19
图表 45: 2018 年 7 月开始, 商品代鸡苗价格快速上涨并保持高景气	20
图表 46: 2018 年 7 月开始, 鸡肉冻品价格快速上涨并保持高景气	20
图表 47: 2012-17 年, 我国商品代黄羽肉鸡出栏情况	20
图表 48: 广东地区黄鸡价格走势	20
图表 49: 2017 年, 我国肉鸡年出栏 10000 只+企业出栏量比例接近 80%	21
图表 50: 国内肉鸡养殖整体呈现出集团化的趋势	21
图表 51: 我国高致病性禽流感疫苗招标由最开始的 H5 亚型重组禽流感 (二价或三价灭 活疫苗) 升级为 H5+H7 亚型高致病性禽流感 (三价灭活疫苗)	21
图表 52: 我国高致病性禽流感疫苗市场空间测算	22
图表 53: 2014 年起宠物食品市场规模复合增长率高达 30.32%	23
图表 54: 2018 年宠物食品市场结构比例	23
图表 55: 2015 年-2018 年中国城镇家庭养宠率逐年攀升	23
图表 56: 2018 年国内外养宠率对比	23
图表 57: 2013-17 年国内宠物食品渗透率逐年增长	24

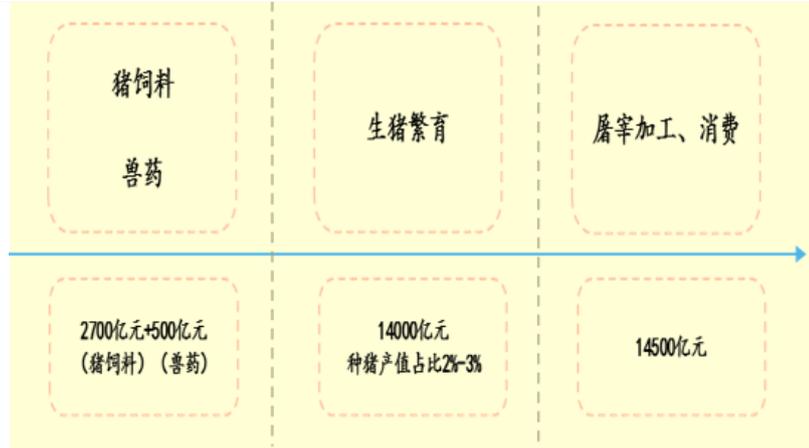
图表 58: 2018 年国内宠物食品渗透率仍远低于美国与日本	24
图表 59: 2018 年中国养宠人群地区分布	24
图表 60: 2018 年中国一二线城市家庭养宠比例.....	24
图表 61: 2017 年宠物在消费者家庭中担当角色调查结果	25
图表 62: 2017 年我国宠物饲养人群年龄构成	25
图表 63: 2006-18 年, 中国 GDP 增速.....	25
图表 64: 1990-2000 年, 日本 GDP 增速.....	25
图表 65: 2010-16 年中国人均居住面积	26
图表 66: 1993-2003 年日本人均居住面积	26
图表 67: 中国 2011-17 年男女单身比例.....	26
图表 68: 日本 1980-2000 年男女单身比例.....	26
图表 69: 1993-2005 年, 日本宠物市场规模及增速情况.....	27
图表 70: 上世纪 90 年末日本宠物食品行业市场增速与 GDP 增速对比	27
图表 71: 2018 年国内宠物食品产量 120 万吨, 50%集中在河北地区	27
图表 72: 国内宠物食品喂养升级路径.....	27
图表 73: 性价比是宠物主粮购买首要考虑因素	28
图表 74: 我国宠物食品市场呈金字塔型消费结构.....	28
图表 75: 中国宠物食品概览	28
图表 76: 国内宠物食品表现力尾部品牌相对集中.....	29
图表 77: 2018 年国内宠物主粮市场不同品牌市占率高.....	29
图表 78: 2017 年国内宠物食品不同销售渠道销售额占比	29
图表 79: 2011-18 年宠物食品线上销售额及增速情况	29
图表 80: 2018 年国内宠物店分布情况	30
图表 81: 2017 年国内宠物食品不同销售渠道终端产品价格构成	30
图表 82: 消费者线下渠道购买宠物食品的主要原因分析.....	30
图表 83: 未来宠物店业态向服务端集中	30
图表 84: 2017 年, 国内主要宠物食品厂商线上销售比例	31
图表 85: 2014-18E, 疯狂小狗线上突围, 销售规模增长迅速	31

生猪养殖：势同风起，扶摇直上

生猪养殖：CR5不足6%的万亿市场

生猪产业链条主要由三个环节构成，上游的原料（饲料、兽药）供应环节、中游的生猪繁育环节以及下游的屠宰加工消费环节。根据中国畜牧业协会数据测算，2016年，三个环节总产值超过3万亿元，其中，繁育环节占比45%左右，达到1.4万亿元左右。

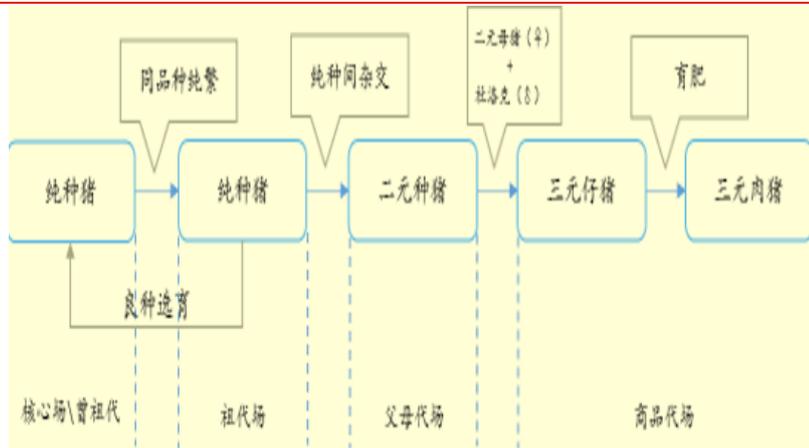
图表1：2016年，生猪养殖环节产值1.4万亿元，产业链占比45%左右



资料来源：中国畜牧业协会，华泰证券研究所

完整的生猪繁育包括原\纯种猪（曾祖代\祖代）→二元种猪（父母代）→三元肉猪（商品代）。由于核心种猪场长期处于“引种→退化→再引种”的不良循环，我国原种猪主要依赖进口，2018年，我国进口种猪7686头，较2017年下降26.99%，进口来源呈美国、加拿大、法国三足鼎立之势。

图表2：生猪繁育体系示意



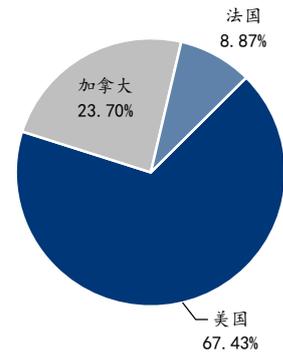
资料来源：雏鹰农牧招股说明书，华泰证券研究所

图表3： 2018年，我国进口种猪7686头



资料来源：中国海关，华泰证券研究所

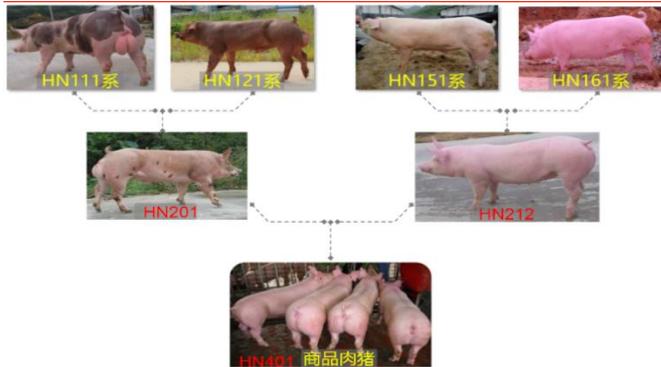
图表4： 2018年，我国进口种猪分别来自美国、加拿大、法国



资料来源：中国海关，华泰证券研究所

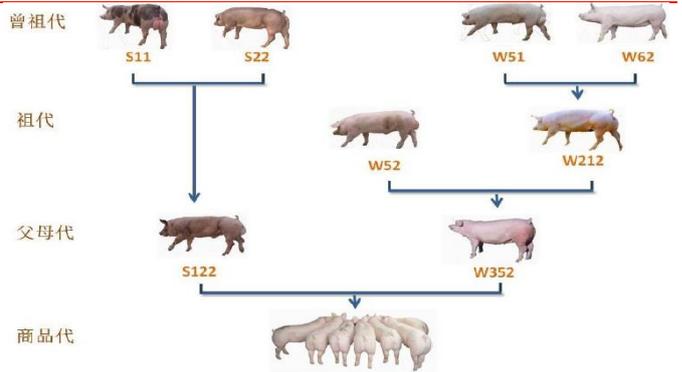
近年来，随着国家对生猪育种工作的推动（实施全国生猪遗传改良计划，确定96家国家生猪核心育种场）以及部分育种企业的育种探索（包括本土企业与国外育种公司组建合资公司，即中方提供土地、建筑等基础设施，从国外进口种猪开展育种工作，外方提供技术、管理等方面的服务），世界优良种猪本地化取得了较大进展，其中，温氏股份在生猪育种方面的努力比较有代表性，其建立的四系配套、五系配套种猪培育技术体系，引导我国生猪育种进入持续选育新阶段。

图表5： 温氏股份四系配套选育过程，华农温氏1号



资料来源：公司公告，华泰证券研究所 注：HN111 以法国皮特兰为主，HN121 以台湾和美国杜洛克为主，HN151 以丹麦、美国长白猪及后裔测定选留为主，HN161 以丹麦、美国大白猪及后裔测定选留为主

图表6： 温氏股份五系配套选育过程，WS501



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表7：国际生猪育种公司通过直接投资、合资以及合作等方式进入中国

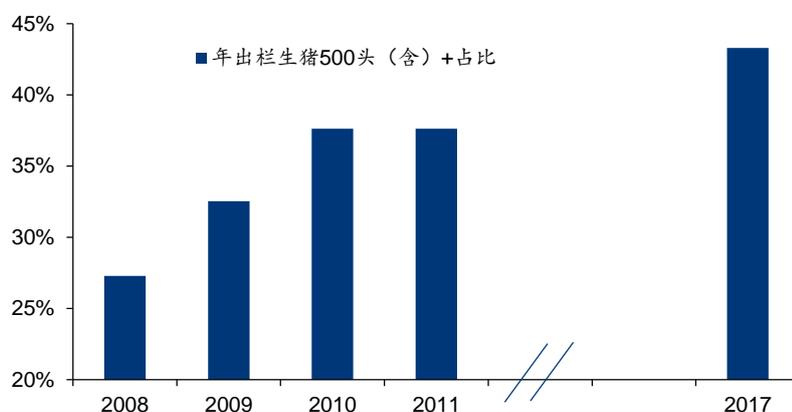
	国际生猪育种公司	国内育种机构	国内育种情况
国际育种公司	PIC 种猪改良公司	PIC 中国	6个核心场，曾祖代存栏 8000 头+
	海波尔	海波尔中国	2个核心场，山东烟台、江西武宁
美国种猪育种公司	华多农场	--	5家合资公司，美方以种猪投资入股
	华特希尔	--	3家合作企业，美方根据实际销售收取一定比例的服务费（基因费）
	斯达瑞吉	--	在国内无合资企业，与天心种业开展基因育种项目
加拿大种猪育种公司	Fast Genetics	--	与天兆猪业开展育种合作
丹麦种猪育种公司	丹育国际	--	在连云港投资建设核心场
英国种猪育种公司	ACMC	--	1家合资公司，河北双鹤美丹畜牧科技有限公司。使用我国梅山猪育成了纯种曾祖代母本品种美丹。
	JSR	--	与湖北金旭农业成立合资公司，湖北金旭爵士种畜公司
荷兰种猪育种公司	托佩克	--	全资子公司，在安徽和山东有 2 个种猪核心场

资料来源：《猪业科学》，华泰证券研究所

结构分散，政策加持催化养殖规模进程提速

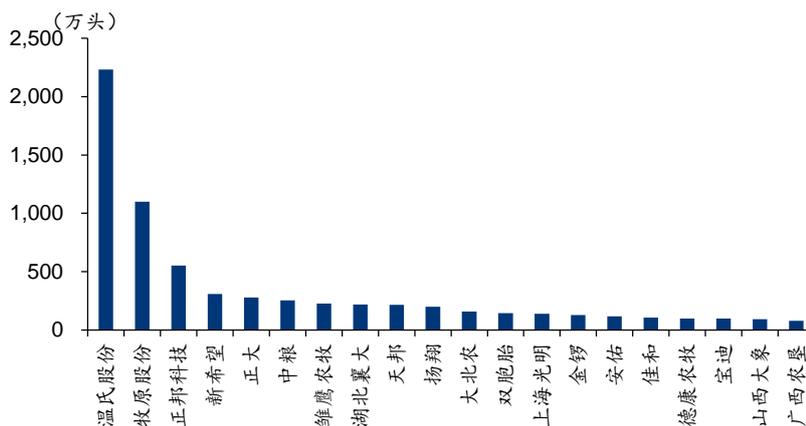
根据畜牧业协会统计数据，2017年，规模场（年出栏生猪 500 头（含）+）出栏量占比 43.30%，我国生猪养殖仍以散养为主。规模场出栏占比看，2008-17年，我国生猪规模养殖场出栏比例由 27.28% 提升至 43.30%，年均提升 1.78 个百分点，规模程度虽有提升，但我国生猪养殖整体仍然以散养为主。养殖集中度看，2017年，我国生猪养殖企业 CR5 为 5.32%，对比美国（CR5）38.11%，我国生猪养殖企业集中度仍较低。

图表8：我国生猪养殖仍以散养为主，2017年，规模场出栏占比 43.30%



资料来源：中国畜牧业协会，华泰证券研究所

图表9： 2018年，我国排名前20养猪企业出栏量



资料来源：中国猪业高层交流论坛整理，华泰证券研究所注，出栏量数据做四舍五入取整处理

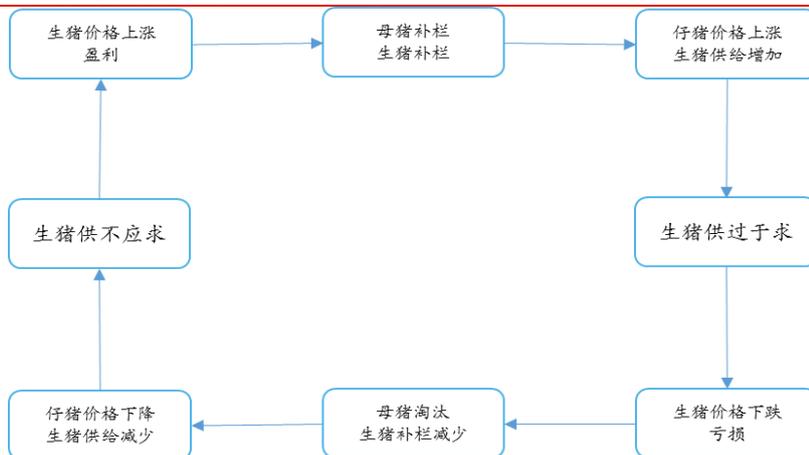
图表10： 2017年，全球生猪养殖企业产能对比

序号	公司	母猪存栏 (千头)	国家
1	Smithfield Foods	900	美国
2	温氏股份	800	中国
3	牧原股份	620	中国
4	正大集团	560	泰国
5	泰国食品集团	550	泰国
6	Grup Batalle	400	西班牙
7	Triumph Foods	385	美国
8	FRF	380	巴西
9	Seaboard Corp.	320	美国
10	天邦股份	300	中国
11	NongHyup Agribusiness	280	韩国
12	Coopel Arc Atlantique	250	法国
13	Pipestone System	230	美国
14	The Maschhoffs	218	美国
15	Iowa SelectFarms	200	美国

资料来源：中国饲料行业信息网，华泰证券研究所

每轮猪价周期是落后产能淘汰周期，优胜劣汰自然法则驱动着行业规模程度提升。(一般讲，规模程度越高，其管理越精细，养殖理念越先进，相应地成本控制能力也较强，而成本控制是养殖企业穿周期成长的法宝)以上一轮周期为例，根据畜牧业协会供给，规模场出栏比重由周期开始前(2009年)的30%左右提升至周期结束(2014年)的40%左右。

图表11： 猪周期形成原因是生产时滞和适应性预期



资料来源：华泰证券研究所

2014 年中，本轮周期启动，较前几轮周期，政策加持加速生猪养殖规模程度的提升，尤其是生猪环保政策的推行。2016 年开始，养殖业环保呈高压态势，环保禁养力度空前，农业农村部数据显示，2016 年，全国 20+ 省份划定了生猪禁养区，同时启动了猪场拆迁行动，直接减少生猪存栏 3600 万头（减少产能主要以规模程度不高的养殖场（户）为主），尤其是浙江等禁养大省，由于禁养，浙江全省生猪存栏量由 2013 年的 1288 万头下降到 17 年的 548 万头，降幅 57.45%，同期出栏量也由 1895 万头下降到 1033 万头，降幅 45.49%。

图表12： 生猪环保政策法规梳理

政策法规文件名称	颁布时间	意义
《畜禽规模养殖污染防治条例》	2013 年 1 月	确定畜禽养殖污染防治要求，明确相关主体责任
《中华人民共和国环境保护法》	2014 年 4 月	畜禽养殖进入环保高压区
《水污染防治行动计划》	2015 年 4 月	明确工作目标，到 2020 年，全国水环境质量得到阶段性改善，污染严重水体较大幅度减少，饮用水安全保障水平持续提升，地下水超采得到严格控制，地下水污染加剧趋势得到初步遏制，近岸海域环境质量稳中趋好，京津冀、长三角、珠三角等区域水生态环境状况有所好转。到 2030 年，力争全国水环境质量总体改善，水生态系统功能初步恢复。到本世纪中叶，生态环境质量全面改善，生态系统实现良性循环。
《南方水网地区生猪养殖布局调整优化的指导意见》	2015 年 11 月	加速南方地区生猪落后产能出清，到 2020 年，南方水网地区生猪养殖转型升级取得明显成效，年出栏 500 头以上的生猪规模养殖比重达到 70% 以上，生猪规模养殖场粪便处理设施配套比例达到 85% 以上，生猪粪便综合利用率达到 75% 以上，生猪存栏量与土地承载力相适应，形成产出高效、产品安全、资源节约、环境友好的生猪养殖业新格局，实现生猪养殖污染基本治理和生猪生产基本稳定的双重目标。
《畜禽养殖禁养区划定技术指南》	2016 年 5 月	明确禁养区概念、划定范围
《“十三五”生态环境保护规划》	2016 年 11 月	重申 2017 年底依法关闭或搬迁禁养区内的畜禽养殖场(小区)和养殖专业户
《中华人民共和国环境保护税法》	2016 年 12 月	明确了在中华人民共和国领域和中华人民共和国管辖的其他海域，直接向环境排放应税污染物的企业事业单位和其他生产经营者为环境保护税的纳税人，应当依照本法规定缴纳环境保护税。

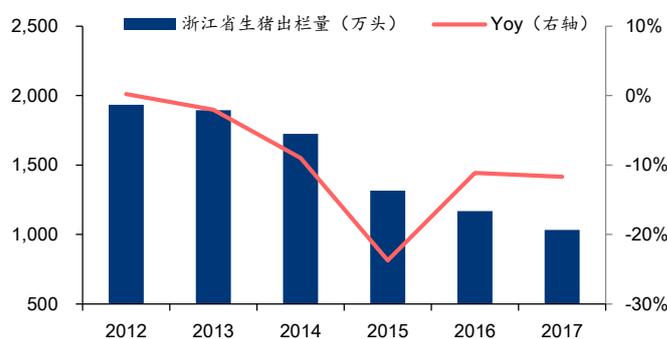
资料来源：生态环境部，农业农村部，华泰证券研究所

图表13： 2012-17 年，浙江省生猪存栏量降幅 57.45%



资料来源：《中国畜牧业年鉴》，华泰证券研究所

图表14： 2012-17 年，浙江省生猪出栏量降幅 45.49%



资料来源：《中国畜牧业年鉴》，华泰证券研究所

2017 年，环保禁养从南方地区向外辐射，根据农业农村部统计数据，全年因环保政策导致我国生猪存栏减少 2000 万头左右，划定畜禽养殖禁养区 4.9 万个，关闭或搬迁禁养区内畜禽养殖场（小区）21.3 万个。进入 2018 年，环保督查“回头看”，养殖仍是重点督查领域。我们认为，环保政策的持续在加速产能（主要是相对落后产能）淘汰的同时，也加大了生猪养殖的进入门槛，有助于加速我国生猪养殖集中度的提升。

图表15: 南方水网地区环保拆迁情况

省市	2016年环保拆迁情况	2017年环保拆迁情况
湖北	划定畜禽禁养区1275个, 禁养面积1.5万平方公里, 关闭或搬迁生猪养殖小区830个	25个县市区的养殖场(小区), 在2017年6月底前完成关闭搬迁; 其他地方关闭搬迁2017年底完成
广东	珠三角依法完成关闭或搬迁禁养区内的畜禽养殖场(含小区)和养殖专业户。	其他区域完成关闭或搬迁工作
江苏	--	完成禁养区关闭搬迁任务, 禁养区内确需关闭的养殖场关停到位, 累计减少存栏生猪142.48万头
江西	完成南昌市禁养清理工作	其他区域完成关闭或搬迁工作
安徽	划定禁养区	完成关闭或搬迁工作, 完成清除生猪135.66万头
湖南	湘江流域9市67个县市区内养殖场退出	其他区域完成关闭或搬迁工作, 到2020年, 全省生猪出栏量稳定在6200万头左右
浙江	生猪调减完成, 实现了畜禽养殖零污染	--
上海	完成整治	--

资料来源: 农业农村部, 华泰证券研究所

此外, 2018年8月份非洲猪瘟在我国发现以来, 农业农村部已经要求全国禁止泔水猪(利用饭店、宾馆、餐厅、食堂产生的餐厨垃圾饲喂的猪, 饲喂成本低, 但这些餐厨剩饭剩菜和垃圾未经无害化处理, 直接饲喂会造成猪发病率高等问题)。根据我们草根了解, 截至2018年11月份, 国内产能中泔水猪养殖比例大概5-10%, 按照17年生猪出栏数据, 对应泔水猪年出栏量3400-6800万头。我们认为, 全面禁止餐厨剩余物饲喂生猪, 将有大量低端养殖产能退出。

图表16: 生猪养殖成本对比, 正常饲喂(规模场) VS 泔水饲喂(散户)

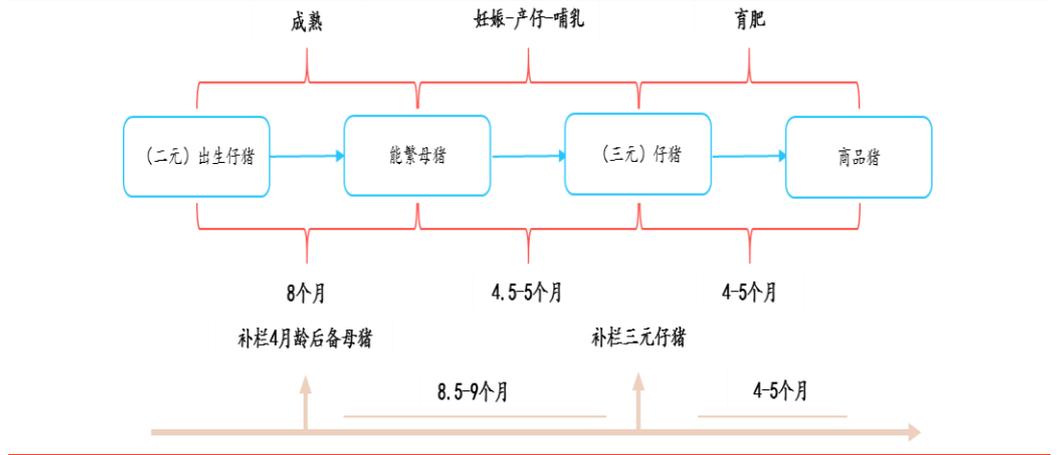
成本项目	单位	正常饲喂	泔水饲喂
饲料成本	元/头	682.33	616
泔水成本	元/头	0	52
折旧成本	元/头	110.28	30
防疫成本	元/头	127.51	55
人工费用	元/头	79.26	20
其他	元/头	174.60	15
合计	元/头	1173.98	788

资料来源: 草根访谈, 华泰证券研究所注, 一般泔水猪100公斤以上开始饲喂泔水, 出栏体重150公斤, 正常商品猪出栏体重按115公斤计, 且, 泔水猪一般为散户饲养, 相应防疫意识不高

周期: 蛛网波动, 周而复始

人性周期和生产的滞后性是猪周期形成的根本原因, 尤其是在以散养户为主的竞争格局中。当生猪价格进入上升通道时, 更多生产力会投入到养猪中, 14个月后(从后备母猪补栏起算)新增生猪产能出栏时, 市场供需格局进入宽松状态, 生猪价格开始下跌。同样, 当生猪价格进入下跌通道时, (落后)生产力会逐步退出, 14个月后生猪出栏量开始下降, 市场供需格局进入偏紧状态, 生猪价格开始上涨, 此过程周而复始, 猪周期又被称为蛛网模型。以后母猪补栏为基础计算, 通常一个完整的周期为3-4年的时间。

图表17： 从后备母猪补栏到商品猪出栏大概要经历 1.5 年



资料来源：草根调研，华泰证券研究所

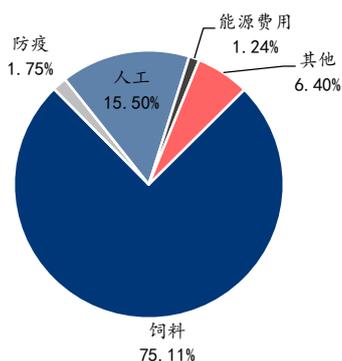
图表18： 1995 年以来，我国共经历 6 轮猪周期

完整周期	历时	上升阶段	历时	下降阶段	历时	其他因素	猪价高点 (元/公斤)	猪价低点 (元/公斤)	谷底亏损期	
周期一	1995.06 -1999.05	48 个月	1995.06 -1997.09	28 个月	1997.09 -1999.05	20 个月	--	8.68	4.72	--
周期二	1999.05 -2003.05	49 个月	1999.05 -2000.12	20 个月	2000.12 -2003.05	29 个月	--	6.32	4.72	166 天
周期三	2003.05 -2006.05	37 个月	2003.05 -2004.09	17 个月	2004.09 -2006.05	20 个月	非典疫情	9.59	5.59	201 天
周期四	2006.05 -2010.04	48 个月	2006.05 -2008.04	24 个月	2008.04 -2010.04	24 个月	猪蓝耳疫情	16.86	5.96	208 天
周期五	2010.04 -2014.04	48 个月	2010.04 -2011.08	17 个月	2011.08 -2014.04	31 个月	猪口蹄疫疫情	19.68	9.64	213 天
周期六	2014.04 -?	--	2014.04 -2016.06	27 个月	2016.06 -?	--	环保 非洲猪瘟	20.41	?	?

资料来源：中国畜牧业协会，华泰证券研究所 注：价格周期和盈利周期存在一定的错配，在统计连续亏损期时，为保证连续性，部分 N+1 周期时间计入 N 周期时间

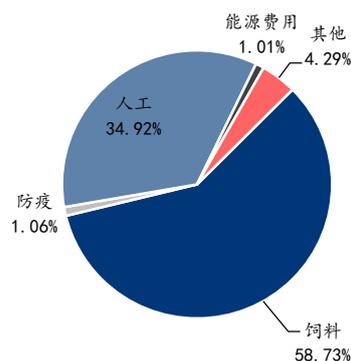
草根了解，从养殖成本（不含三项费用）的拆分看，饲料成本占比最大，占比 50%-80%，其次为用工费用，占比 15%-35%，两项成本合计占比 80%+。在饲料成本中，玉米和豆粕是最主要的添加原料，两项在养殖成本中的占比在 35%左右和 10%左右，因此玉米、豆粕以及用工费用等养殖投入品价格的变化对生猪养殖成本变化的影响较为明显。在规模生猪养殖中，2004 年以来，饲料、防疫和用工费用投入至少翻了一番，同样情况在散养生猪养殖中也有类似体现。

图表19： 2016年，规模生猪养殖成本中饲料成本占比75%+



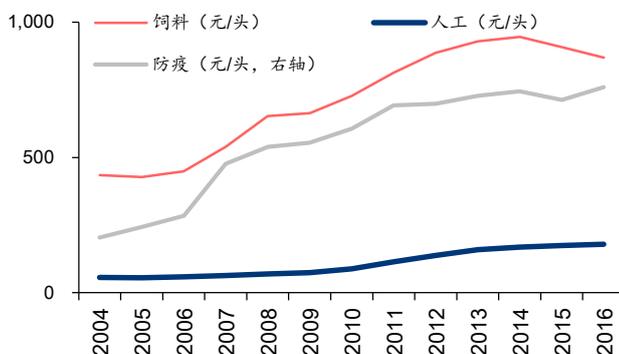
资料来源：《全国农产品成本收益资料汇编》，华泰证券研究所注，其他项目主要包括保险费、折旧、死亡损失、土地使用费以及修理维护费等费用项目

图表20： 2016年，散养生猪养殖成本中饲料成本占比60%左右



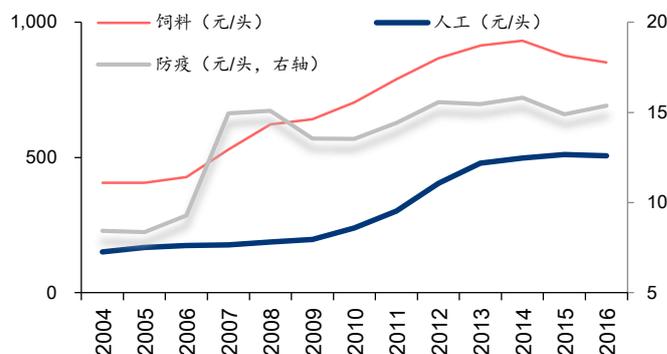
资料来源：《全国农产品成本收益资料汇编》，华泰证券研究所注，1) 为方便对比，散养生猪人工成本按照家庭用工折算；2) 其他项目除不含土地使用费外，与规模生猪所含项目相同

图表21： 2004-16年，规模生猪主要投入品花费至少翻倍



资料来源：《全国农产品成本收益资料汇编》，华泰证券研究所

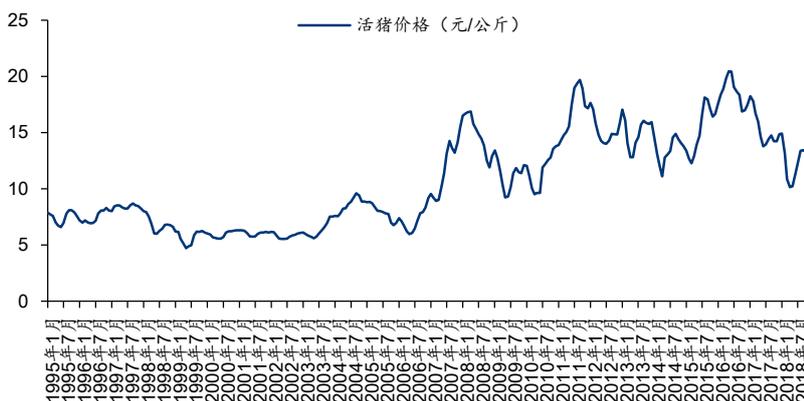
图表22： 2004-16年，散养生猪主要投入品花费至少翻倍



资料来源：《全国农产品成本收益资料汇编》，华泰证券研究所

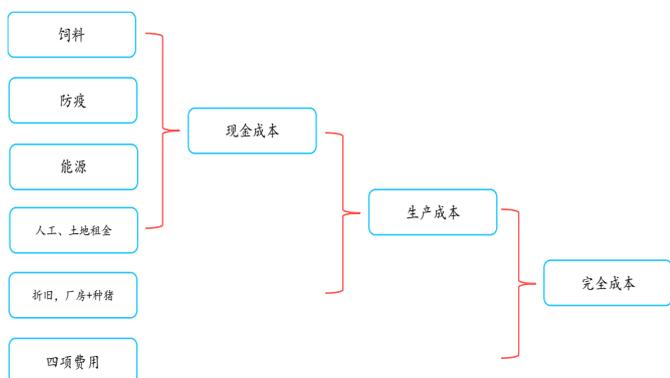
受投入品花费上涨的影响，相应地，猪周期底部价格也整体随之抬升，1995年以来的5个完整周期中，底部价格从第一个周期的4.72元/公斤抬升到第五个周期的9.64元/公斤，这背后其实是成本对生猪价格的支撑。周期底部价格以现金成本(决策相关成本)为支撑，底部价格大概率介于规模生猪与散养生猪现金成本之间(一般来讲，规模场的成本控制要好于散养户，因此底部价格下限在国内规模场最低现金成本附近)，至于周期底部价格能否击穿行业最低现金成本要视市场情绪等诸多因素影响。这也表明由于生猪价格的高度市场化，养殖企业的核心竞争力在成本管控。

图表23： 1995 年以来，猪周期底部价格整体抬升



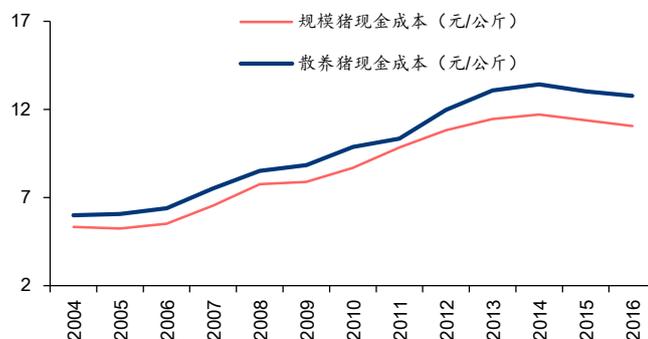
资料来源：Wind, 华泰证券研究所

图表24： 生猪养殖中各成本嵌套关系



资料来源：华泰证券研究所

图表25： 2004-16 年，规模猪、散养养殖现金成本变化对比



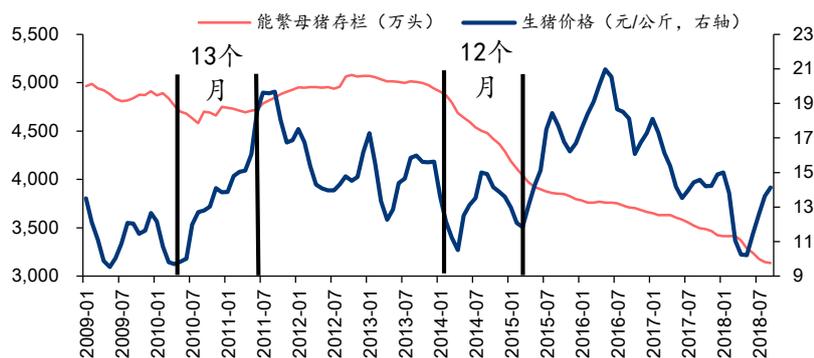
资料来源：《全国农产品成本收益资料汇编》，华泰证券研究所

内外因共振，猪周期的新轮回

从周期角度分析生猪养殖业时，我们会更多从供给角度入手，隐含对猪肉消费量稳定的假设。长期角度看，猪肉供给=能繁母猪存栏×MSY（PSY→MSY，一般存在 5%左右的损失）×出栏体重×出肉率，其中，出肉率跟猪品种有关，维持在 78%左右（阶段性可能会受到压栏等因素影响）。因此，能繁母猪存栏量、MSY 以及出栏体重是猪肉供给分析的三个落脚点。

- 1) 能繁母猪存栏。趋势变化上，能繁母猪存栏量变化领先生猪价格一年左右时间，即存在函数关系 $\Delta Q (T) = -\Delta P (T+1)$ ，其中 $\Delta Q (T)$ 代表当期能繁母猪存栏量变化， $\Delta P (T+1)$ 代表下一期生猪价格变化。两者间的时间滞后的负相关性在 2015 年前相对显著,2015 年后,负相关性产生背离,这可能与环保去产能导致统计数据失真有关。

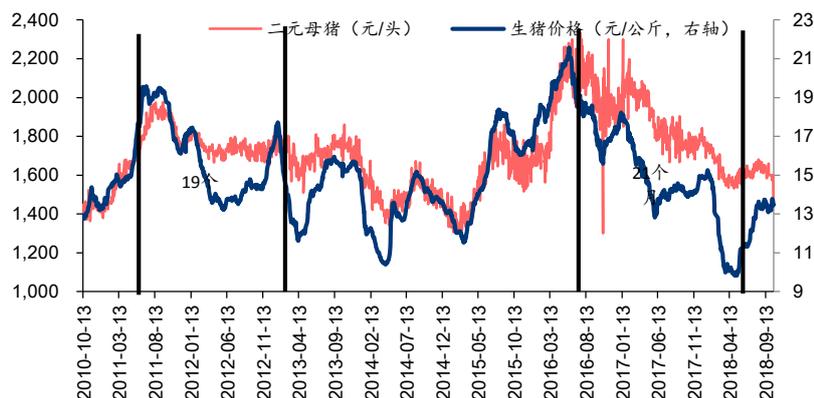
图表26： 能繁母猪存栏变化领先生猪价格变化一年左右



资料来源：农业农村部，华泰证券研究所

除直观的能繁母猪存栏数据外，我们还可以从反映补栏积极性的指标入手，后备二元母猪价格（理论上比能繁母猪存栏传导周期长 3~4 个月）和仔猪价格（理论上比能繁母猪存栏传导周期缩短 4 个月左右）。但是，相对仔猪价格，我们认为后备二元母猪价格更能反映需求端的补栏情绪，主要考虑到仔猪供给量可调节的余地更大。

图表27： 后备母猪价格变化领先生猪价格变化 20 个月左右



资料来源：搜猪网，华泰证券研究所

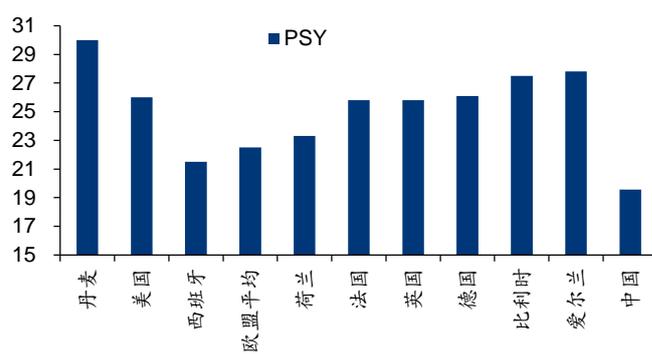
2) MSY (商品猪出栏量/对应能繁母猪存栏量) 或 PSY (每年每头母猪提供的断奶仔猪数)，代表养殖效率，整体上，随着规模生猪养殖比例的提升同向变化。由于当期母猪存栏量反映 10 个月后的生猪出栏量，即 4 个月怀孕期+6 个月的哺乳、育肥期。因此，T 时期商品猪出栏量取决于 (T-1) 时期 4 月至 T 时期 3 月期间能繁母猪存栏量。基于此，根据生猪年出栏量和能繁母猪月度存栏数据估算我国 MSY 发现，我国 MSY 在本轮周期提升速度加快，MSY (15 年, 16 年, 17 年) = (16.23, 17.72, 18.60)，这与我国规模养殖程度提高密切相关。但是，目前我国整体生猪养殖效率与国外仍有差距，预计未来我国养殖效率仍以提升为主。

图表28： 2015年以来，我国生猪养殖效率（MSY）显著提高



资料来源：农业农村部，华泰证券研究所

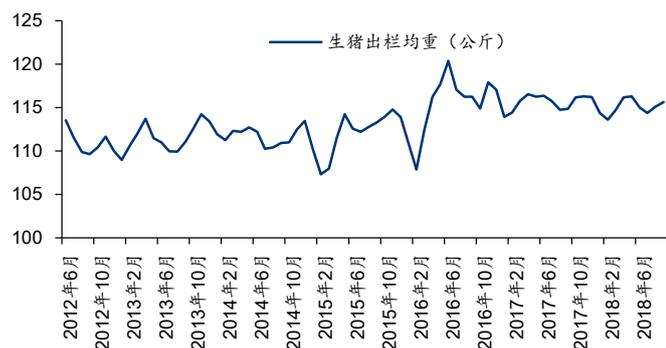
图表29： 2017年，丹麦PSY达到30



资料来源：布瑞克农业，华泰证券研究所

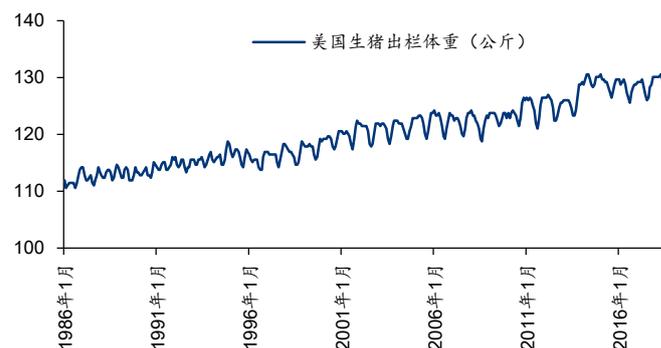
3) 出栏体重，波动上行趋势，单位增重效益是直接驱动力。单位增重效益主要取决于生猪价格、饲料价格以及料肉比，长期看，料肉比是可控变量，因此，核心还养殖技术的进步。本轮周期，我国生猪出栏均重在 115kg 附近，较上轮周期提升 5kg 左右，虽有提升，但是跟美国生猪出栏重量仍有差距。

图表30： 2012-18年9月，我国生猪出栏重量逐步提升



资料来源：生猪预警网，华泰证券研究所

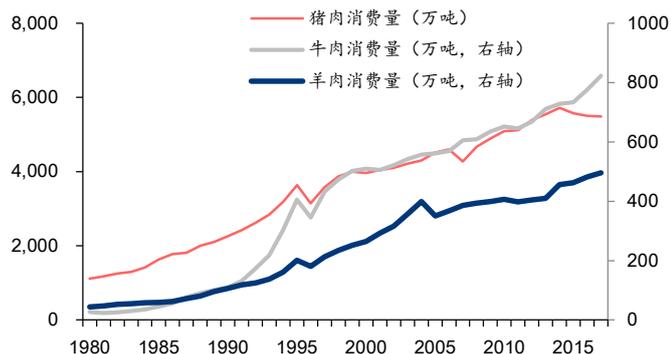
图表31： 1986-2018年9月，美国生猪出栏重量波动上升



资料来源：USDA，华泰证券研究所

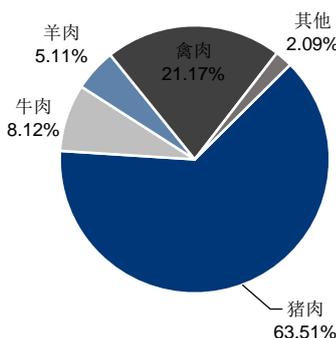
相较前五轮周期，我们认为，对本轮猪周期演变的推演需要做两个主要方面的修正，1) 内部因素，在影响行业周期波动的力量博弈中，理性力量增强，这主要得益于以温氏股份、牧原股份等为代表的规模养殖力量的崛起，这部分力量的崛起也带来了行业整体养殖效率的提升。内部因素在压缩母猪产能的同时，也将对周期的波动（波动变缓）及时间跨度（周期拉长）产生影响。2) 外部因素，消费环境的变化以及政策性因素（环保政策等）的影响。2014-17年，我国猪肉消费量连续三年下滑，年均减少 79.40 万吨，折算对应需要年减少 900 万头左右生猪供给。我们认为，未来这一趋势将继续延续。此外，2015 年以来，我国猪肉进口量增长也较快，年均增长 375 万吨，折算对应年增加 1800 万头左右的生猪供给。外部因素对周期的影响主要表现在对母猪产能的压缩。内外两因素共振，导致本轮“非典型性猪周期”。

图表32: 2014年以来,我国猪肉年消费量开始下滑



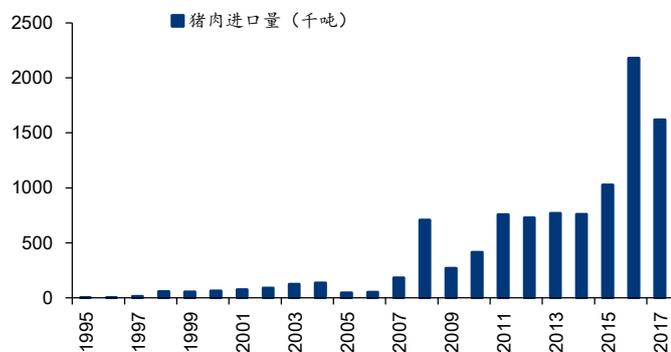
资料来源: 国家统计局, 海关总署, 华泰证券研究所

图表33: 2015年,我国猪肉消费总量占比63.51%



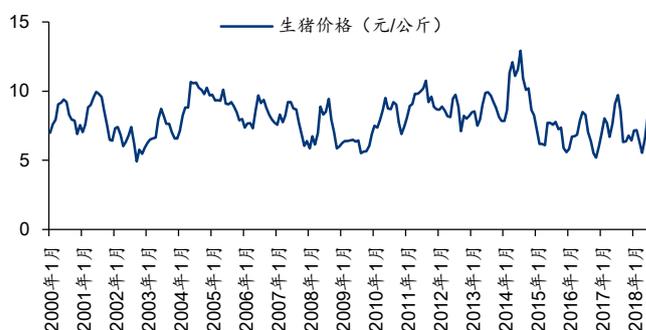
资料来源: 布瑞克农业, 华泰证券研究所

图表34: 2015年开始,我国猪肉进口量大幅增加



资料来源: USDA, 华泰证券研究所

图表35: 美国猪周期波动幅度小、周期跨度大

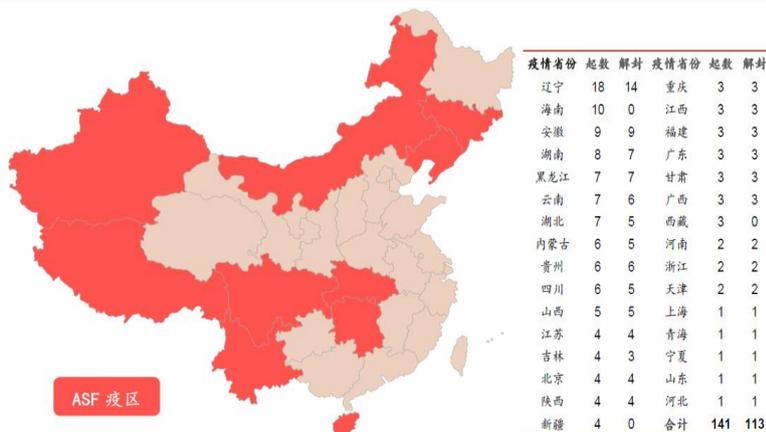


资料来源: USDA, 华泰证券研究所 注: 生猪价格均根据当日美元兑人民币汇率折算得到

非洲猪瘟侵袭, 周期反转在途

自2018年8月我国出现非洲猪瘟疫情以来,截至今年5月7日,全国共发生141起非洲猪瘟疫情,涵盖全国31个省、直辖市、自治区。随着一系列防控行动的开展,疫情发生势头逐步趋缓,目前已有21个省份疫区全部解除封锁,尚未解禁的区域包括吉林、辽宁、内蒙古、新疆、西藏、四川、云南、湖南、湖北及海南。

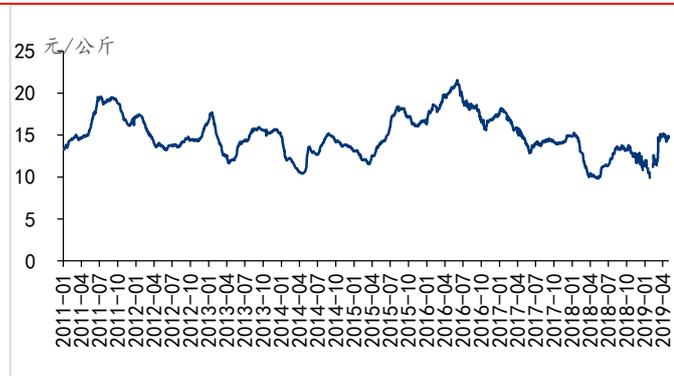
图表36: 截至5.7,有21个省份疫区全部解除封锁且恢复生猪调运



资料来源: 农业农村部, 华泰证券研究所

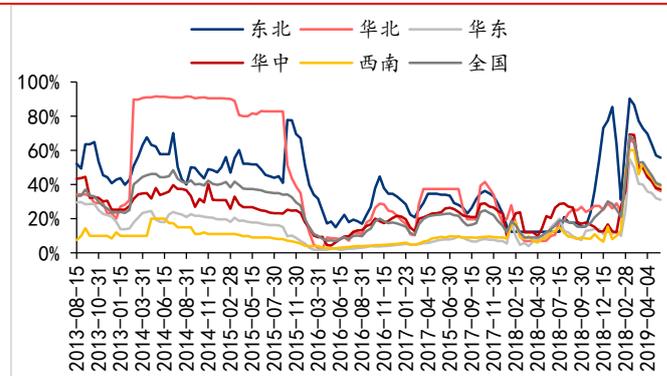
非洲猪瘟疫情（疫情本身叠加养殖心理）导致国内生猪产能（母猪）快速下行。根据农业农村部统计数据，2019 年 3 月，全国生猪存栏同比下降 18.8%；能繁母猪存栏同比下降 21.0%，降幅达到近十年来最大值。我们认为，当前母猪存栏下降幅度能够支撑新一轮大周期的开启。并且，结合 2019 年春节后生猪价格表现，当前生猪价格已经进入右侧区域，后期生猪价格涨势主要受下游猪肉库存消化速度的影响，我们预计 5 月中下旬生猪价格将重新进入快涨阶段。

图表37： 2011 年以来，各年内生猪价格月度走势



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表38： 2013-19 年 4 月，屠宰企业冻品库容率



资料来源：Wind，华泰证券研究所

禽用疫苗：量增价升，进入发展黄金期

130亿+市场，禽苗、猪苗鼎足而立

根据协会统计，2017年，我国兽用生物制品市场销售规模133.64亿元。其中禽用和猪用生物制品是两大主要构成品类，两者销售规模达到97.32亿元，占生物制品销售总规模的72.82%。具体看，2017年，禽用生物制品销售规模44.68亿元，占生物制品销售总规模的33.43%，猪用生物制品销售规模52.64亿元，占生物制品销售总规模的39.39%。

图表39：2011-17年，我国兽用生物制品市场销售规模复合增速10.96%，2017年市场销售规模133.64亿元



资料来源：中国兽药协会，华泰证券研究所

图表40：2011-17，我国禽用生物制品销售规模复合增速7.89%



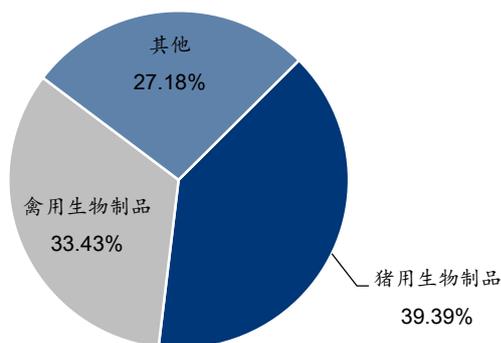
资料来源：中国兽药协会，华泰证券研究所

图表41：2011-17，我国猪用生物制品销售规模复合增速6.50%



资料来源：中国兽药协会，华泰证券研究所

图表42：2017年，我国猪用+禽用生物制品销售规模占生物制品总销售规模的72.82%



资料来源：中国兽药协会，华泰证券研究所

类似猪用疫苗，高致病性禽流感疫苗（国家强制免疫）是禽用疫苗中市场销售规模最大的品种。根据协会统计，2017年，我国禽用强制免疫疫苗（高致病性禽流感疫苗）市场销售规模14亿元左右，占禽用生物制品销售总规模的31.31%。除发生重大相关疫情年份，我国高致病性禽流感招标苗的招标规模相对平稳。除此之外，2017年，常规禽苗的销售规模23亿元左右。

图表43： 2013-17年，我国禽用强制免疫疫苗市场销售规模复合增速

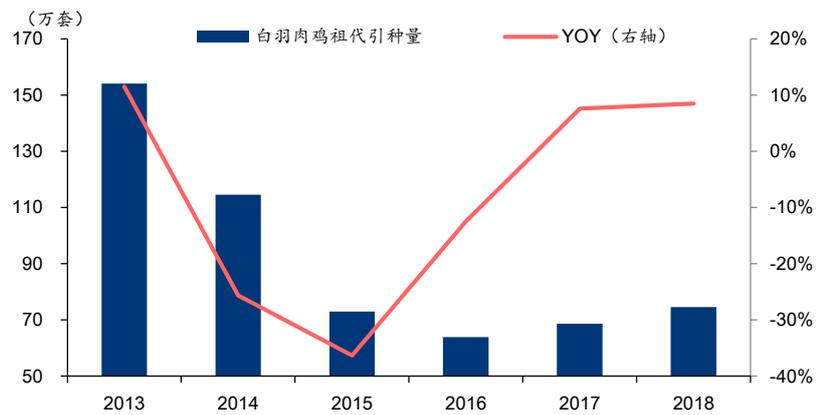


资料来源：中国兽药协会，华泰证券研究所

禽养殖景气持续，高盈利引致扩产需求

祖代种鸡引种回升，2016-18年白鸡引种量年均提升8%左右。2015年，美国、法国相继封关后，我国白羽肉鸡祖代种鸡的引种量从2014年的115万套左右，下降到2016年的64万套左右，之后企稳小幅回升，2018年，白羽肉鸡祖代种鸡引种量达到75万套左右，2016-18年，引种量年均增幅在8%左右。

图表44： 2013-18年，我国白羽肉鸡祖代种鸡引种量



资料来源：中国畜牧业协会，华泰证券研究所

高盈利驱动强制换羽，预计2019年因强制换羽增加出栏5%左右。受前期封关以及祖代种鸡强制换羽能力变弱影响，进入2018年7月，白鸡产业链盈利能力整体向好。受此影响，2018年底行业内养殖户强制换羽现象增多。考虑到种鸡疫病导致换羽能力减弱的影响，我们预计整体上强制换羽将带来5%左右的出栏增量。综合考虑白羽肉鸡祖代种鸡引种量的回升，我们估计，两因素叠加将有望带来2019年10%左右的出栏增量。

图表45： 2018年7月开始，商品代鸡苗价格快速上涨并保持高景气



资料来源：禽病网，华泰证券研究所

图表46： 2018年7月开始，鸡肉冻品价格快速上涨并保持高景气



资料来源：水禽网，华泰证券研究所

受黄羽鸡养殖景气驱动，2019年黄鸡出栏量增加10%-15%。2017年下半年，随着H7N9事件影响消除，以及上半年疫情影响下的产能去化，黄鸡行情逐步回暖，进入高盈利周期，与白鸡不同，黄鸡是本土品种，种源不依赖进口，因此，随着价格行情回升，黄鸡扩产相对顺利，我们预计，2019年黄鸡行业整体扩产区间在10%-15%。

图表47： 2012-17年，我国商品代黄羽肉鸡出栏情况



资料来源：中国畜牧业协会，华泰证券研究所

图表48： 广东地区黄鸡价格走势



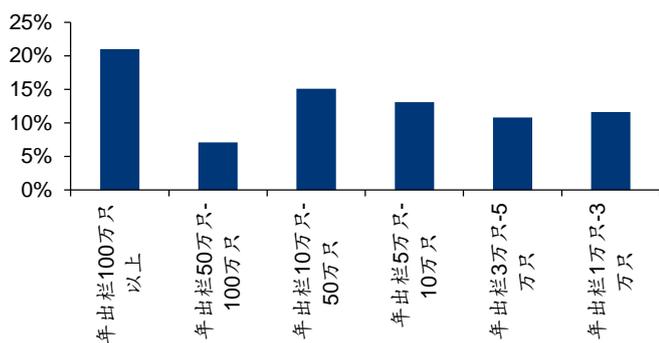
资料来源：中国畜牧业协会，华泰证券研究所

此外，随着非洲猪瘟疫情影响的扩散，我们认为，不论从蛋白需求角度，还是猪禽替代（价格）角度以及消费心理冲击角度，未来国内猪肉蛋白消费将存在一定程度的替代，带动国内整个禽行业（肉禽以及蛋禽）养殖量的提升，国内禽行业整体将进入扩张阶段。

以质论价，集团化趋势下禽流感招标苗、市场苗均有可为

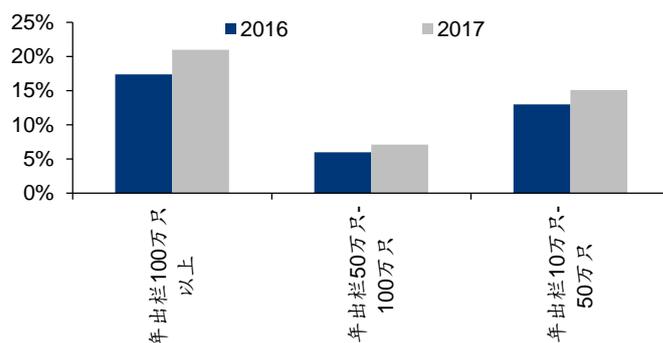
与国内生猪养殖相对分散不同，国内肉鸡养殖行业集中度已经很高。按照农业农村部规模化标准（年出栏10000只+），根据畜牧业协会统计，2017年，我国肉鸡年出栏10000只+的养殖企业出栏量占全国总出栏量的比例已经接近80%，并且近年国内肉鸡养殖整体呈现出集团化的趋势，即头部养殖场出栏量提升比例更快。

图表49： 2017年，我国肉鸡年出栏10000只+企业出栏量比例接近80%



资料来源：中国畜牧业协会，华泰证券研究所

图表50： 国内肉鸡养殖整体呈现出集团化的趋势

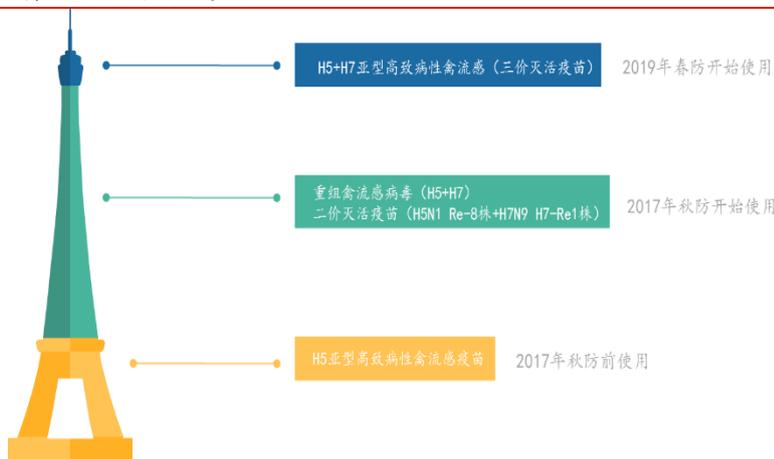


资料来源：中国畜牧业协会，华泰证券研究所

我国1994年发生禽流感，至今已有二十多年历史。目前，我国禽流感处于病毒污染面广、变异快、多血清亚型和多基因型毒株共存，并且同时流行的阶段。1) 发生频率不断加快，我国禽流感的季节性特征正在减弱，由冬春季节发病率高演变为一年四季都有流行；2) 毒株变异频繁且复杂，血清型多、基因型、抗原性不断发生变化，并且宿主范围也由原来的家禽，发展到现在的野禽，还有哺乳动物。

产品升级，2019年招标价格同比提升80%+。针对严峻复杂的禽流感防疫形势，我国高致病性禽流感强制免疫疫苗种类也由最开始的H5亚型重组禽流感(二价或三价灭活疫苗)升级为H5+H7亚型高致病性禽流感(三价灭活疫苗)。受产品升级影响，2019年春防招标主流价格也已提升至0.30元/ml，较去年同期提升80%以上。

图表51： 我国高致病性禽流感疫苗招标由最开始的H5亚型重组禽流感(二价或三价灭活疫苗)升级为H5+H7亚型高致病性禽流感(三价灭活疫苗)



资料来源：农业农村部，华泰证券研究所

“先打后补”政策推动高致病性禽流感强制免疫向市场采购转变。农业农村部鼓励试点养殖企业自主采购，虽然目前各地政策不尽相同，但市场化方向渐行渐近，尤其是在集团化养殖企业比例不断提升的养殖大环境下。根据我们测算，我国高致病性禽流感疫苗潜在市场空间56.7亿元左右，2017年市场销售规模20亿元左右，仍有2倍成长空间。

图表52: 我国高致病性禽流感疫苗市场空间测算

使用对象	2017年出栏/存栏(亿只)	用量(ml)	单价(元/ml)	市场空间(亿元)
白羽鸡	42	1	0.3	12.60
黄羽鸡	37	1.5	0.3	16.65
鹌鹑、鸭鹌等	45	1.5	0.3	20.25
蛋鸡	12	2	0.3	7.20
合计				56.70

资料来源: 农业农村部, 华泰证券研究所

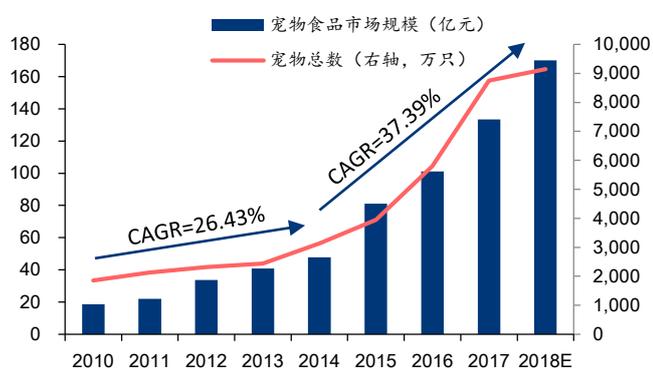
宠物食品：千帆竞发，奋楫者先

宠物食品百亿市场，“超跑赛道”的黄金阶段

1) 宠物食品市场规模逐年攀升，近年进入高速增长期。自2004年起国内宠物食品行业逐步扩张，2014年我国宠物食品行业进入高速增长期，宠物（犬猫，下同）食品行业销售规模（出厂价计）从48亿增长至2018年的170亿左右，复合增长率高达37.39%。2014年宠物数量出现高速增长，截止2018年，全国城镇共有9149万只狗和猫，带动宠物食品行业整体高速发展。

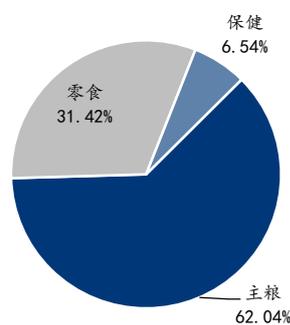
2) 宠物主粮市场仍为国内宠物食品主力。宠物食品主要分为宠物主粮，零食以及保健品三部分，2018年，宠物主粮出厂价口径的销售规模在120亿元左右，宠物零食在30亿元左右，宠物保健品在20亿元左右。

图表53：2014年起宠物食品市场规模复合增长率高达30.32%



资料来源：宠物行业白皮书，华泰证券研究所

图表54：2018年宠物食品市场结构比例



资料来源：宠物行业白皮书，华泰证券研究所

国内城镇家庭养宠率快速增长，增量市场推动行业成长。从城镇角度看，2016-18年，中国城镇家庭养宠率逐年增长，已从4.55%增长至7.54%，呈现出快速发展的态势。根据宠物行业白皮书，国内宠物市场每年大概有1019万人新进入养宠队伍，我们认为，目前国内宠物市场发展主要有“0→1”这部分增量市场催动。

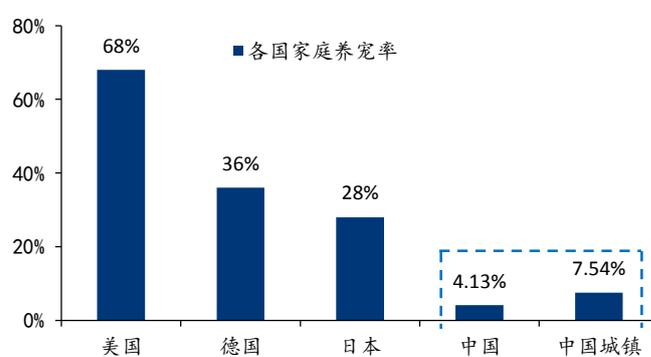
横向对比，国内家庭养宠渗透率水平仍比较低。从全国家庭总量角度看，2018年中国家庭养宠率约为4.13%，美国这一数字约为68%，日本相对更具有可比性，其渗透率在30%左右，因此，仅从家庭渗透率的角度考虑，中国宠物市场还有较大的成长空间。

图表55：2015年-2018年中国城镇家庭养宠率逐年攀升



资料来源：宠物行业白皮书，华泰证券研究所

图表56：2018年国内外养宠率对比



资料来源：宠物行业白皮书，华泰证券研究所

宠物食品的渗透率逐年增长，但对比美、日仍处于低位。随着行业发展以及科学养宠理念的逐步推广，宠物饲养者开始重视宠物的食品来源并选择正规的宠物食品进行饲养，

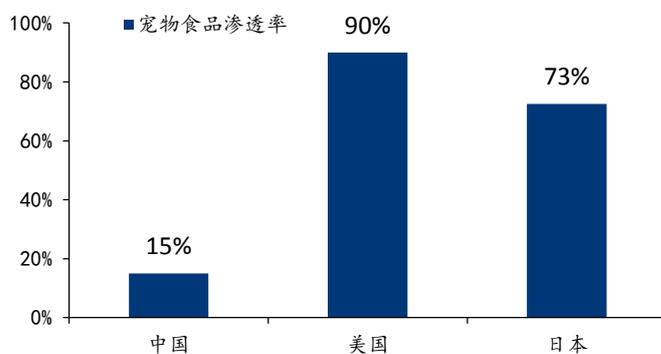
2013-17年，国内宠物食品渗透率由11.43%增至14.35%。但对比美国与日本，国内宠物食品渗透率仍处于低位，2018年，国内宠物食品渗透率约为15%，而美国宠物食品渗透率高达90%，日本的宠物食品渗透率也达到73%，饲养者相关的科学饲养习惯的形成仍需要经过一定时期的培养。未来随着宠物行业日臻成熟，科学养狗的理念逐渐深入，宠物饲养者使用宠物食品的比例也将随之提高。

图表57: 2013-17年国内宠物食品渗透率逐年增长



资料来源: Euromonitor, 华泰证券研究所

图表58: 2018年国内宠物食品渗透率仍远低于美国与日本

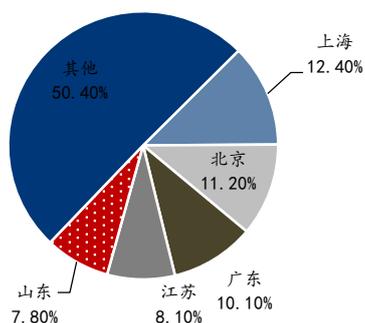


资料来源: Euromonitor, 华泰证券研究所

国内养宠人数区域分布差异较大，头部城市家庭养宠渗透率也不高。目前国内养宠人群分布不平衡，主要集中在东部沿海地区，并且，主要城市的家庭养宠渗透率虽然较其他地区领先，但整体水平也不高。

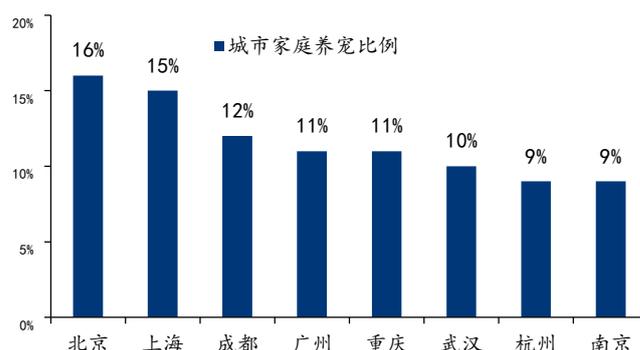
- 1) 养宠人数前列的省市（上海、北京、广东、江苏、山东、浙江）均为沿海经济发达地区。2018年，6大省市养宠人数合计占比为54.9%，其中上海市养宠人数比例最高，占全国总养宠人数的比例达到12.4%，北京略低于上海达到11.2%，相比之下中西部地区养宠人数比例仍较低。
- 2) 一二线城市间家庭养宠渗透率存在差距，其中北京最高，达到16%，上海次之，约为15%，成都约为12%，其余城市如重庆、武汉、杭州等养宠渗透率在10%左右。

图表59: 2018年中国养宠人群地区分布



资料来源: 宠物行业白皮书, 华泰证券研究所

图表60: 2018年中国一二线城市家庭养宠比例

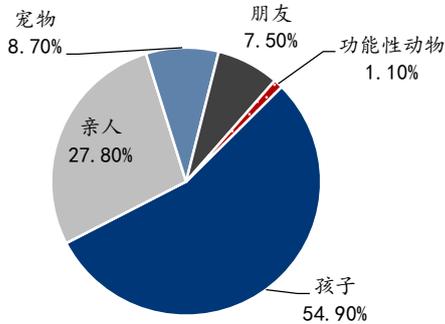


资料来源: 宠物行业白皮书, 华泰证券研究所

目前宠物食品消费增量主要源于年轻消费群体，宠物成为情感寄托对象。截至2018年12月，我国养宠人群中90后人群占到41.4%，80后人群占到31.8%，年轻的宠物饲养者对宠物健康和高科技宠物产品更关注，对科学养狗理念接受度高。同时，养宠人群更多是出于情感需求饲养宠物，54.9%的宠物饲养者将宠物视为孩子，27.8%的宠物饲养者将宠物当作亲人对待，宠物在家庭中的地位不断提高。

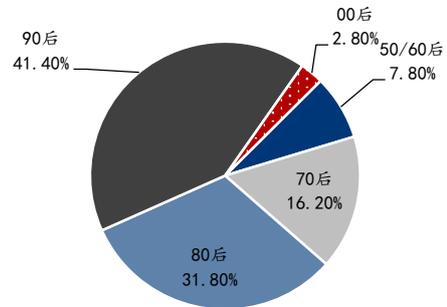
整体来看，国内家庭养宠率和宠物食品渗透率仍相对较低，即使头部城市这一指标也不高。目前，宠物食品行业正处于快速发展阶段，在以情感需求作为深层动因的推动下，宠物食品行业未来的渗透率（家庭渗透率+食品渗透率）会有较大的增长空间，并推动整个宠物食品行业市场规模不断扩张。

图表61： 2017年宠物在消费者家庭中担当角色调查结果



资料来源：智研咨询，华泰证券研究所

图表62： 2017年我国宠物饲养人群年龄构成

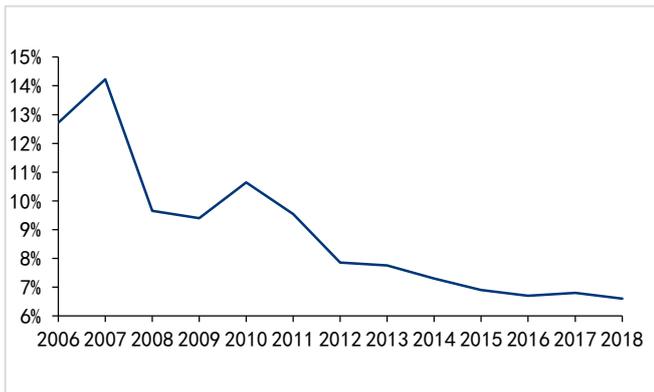


资料来源：中国产业信息网，华泰证券研究所

经济下行压力加大，市场整体走弱对宠物食品行业未来发展会带来何种影响？我们认为，尽管外部宏观环境存在下行压力，但宠物食品行业正处于黄金成长阶段。我们从经济增长、人均居住面积、单身率三个方面（尤其是后两个方面与宠物经济增量关联度较大）进行分析，并与日本上世纪90年代（日本宠物市场展较快时期）的状况进行对比。

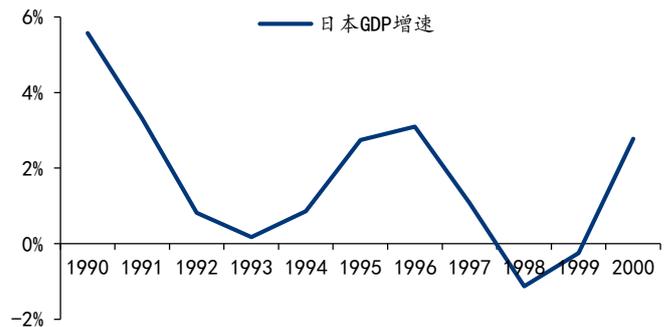
1) 宏观经济增速对宠物经济影响不大。从国内2006-16年国内经济情况来看，国内GDP增速逐步放缓，高速增长的时期已经过去，经济下行压力加大。日本国内经济在经历了战后高速发展时期后，在上世纪90年代开始由于出现下行拐点，但是日本这一时期宠物市场仍然保持着较为稳定的发展。

图表63： 2006-18年，中国GDP增速



资料来源：E-Stat, Wind, 华泰证券研究所

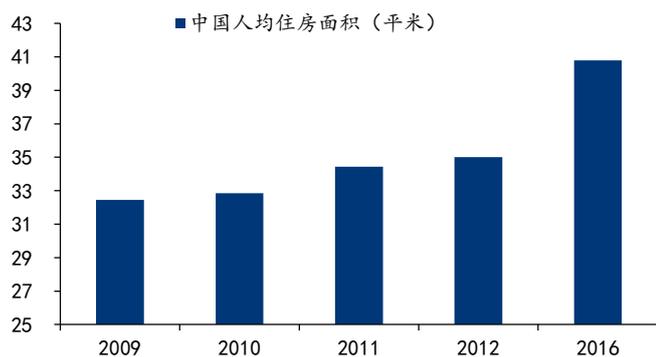
图表64： 1990-2000年，日本GDP增速



资料来源：E-Stat, 华泰证券研究所

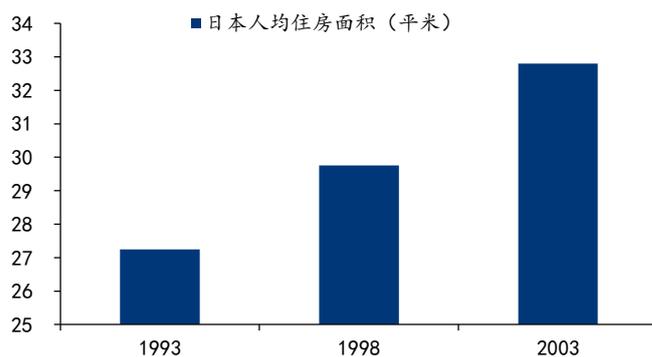
2) 国内人均居住面积逐年增长，2016年达到40.8平方米。过去国内经济的快速发展带动国内居民的住房状况不断改善，人均住房面积也在逐年增长，2016年我国人均居住面积已经达到41平方米左右，高于日本上世纪90年代末的30平方米左右人均居住面积。而人均居住面积的大小间接反映了宠物活动空间的大小，表明目前我国已经具备养宠的客观空间条件。

图表65: 2010-16年中国人均居住面积



资料来源: E-Stat, 华泰证券研究所

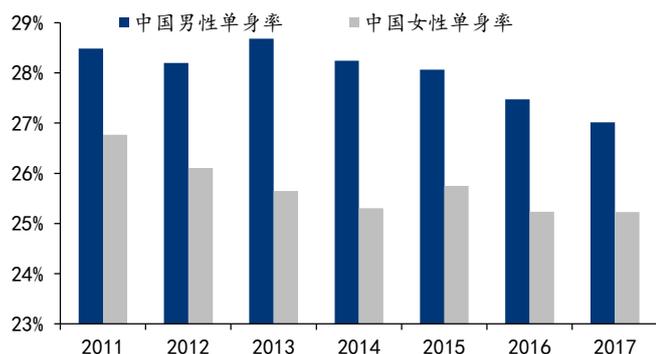
图表66: 1993-2003年日本人均居住面积



资料来源: E-Stat, 华泰证券研究所

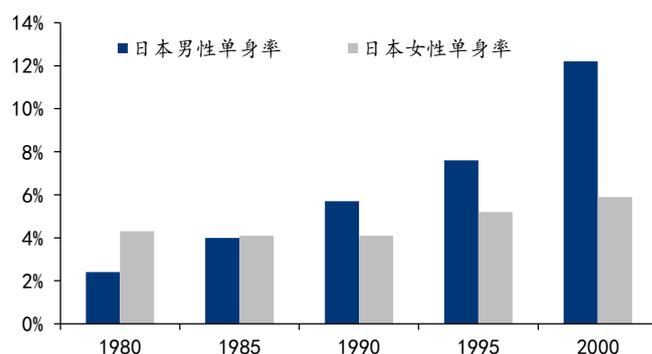
3) **单身比例逐年增长, 情感需求驱动消费。**从2011-17年国内的数据来看男女单身率相对保持稳定, 2017年全国单身率达到26.12%, 男性单身率高于女性单身率约2个百分点, 已经远高于上世纪90年代的日本的单身人群比例。高单身人群比例意味着更高的养宠人群潜力, 目前我国也已具备养宠的情感寄托条件。

图表67: 中国2011-17年男女单身比例



资料来源: 国家统计局年鉴, 华泰证券研究所

图表68: 日本1980-2000年男女单身比例

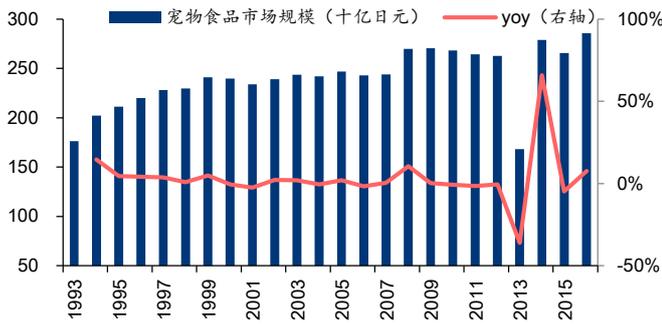


资料来源: E-Stat, 华泰证券研究所

金字塔型消费结构, 底部区域竞争激烈

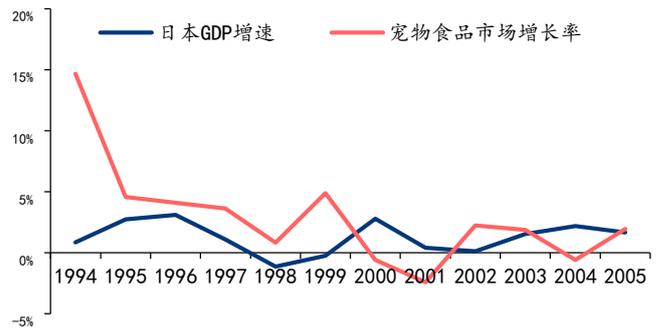
上世纪90年代, 日本国内经济从高速增长阶段切换到低速增长阶段, 1998、99年甚至出现负增长, 而此阶段日本宠物食品市场基本没有受到影响, 仍然维持着稳定的增长, 1993-2000年宠物食品市场销售额的复合增速约为4%。我们认为, 主要有两个方面的因素, 1) 居住环境、人口结构的变化, 具体看, 人均住宅面积提高, 单身率以及老龄化率提高, 养宠的客观条件和情感需求上升; 2) 口红效应。整体看, 虽然目前国内宏观经济存在下行压力, 但由于客观养宠条件的改善以及养宠需求的提升, 我国宠物(食品)市场正处于发展的黄金阶段。

图表69: 1993-2005年, 日本宠物市场规模及增速情况



资料来源: JPFA, 华泰证券研究所

图表70: 上世纪90年末日本宠物食品行业市场增速与GDP增速对比

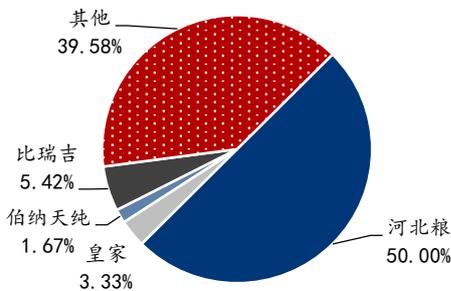


资料来源: JPFA, 华泰证券研究所

我国宠物食品消费呈金字塔型结构, 即宠物食品消费基数同宠物食品价格呈反向变动关系。对于国内宠物食品消费, 大部分消费群体集中在金字塔价格带底部, 根据宠物行业白皮书, 从销量的角度考虑这部分群体比例在50%左右, 而金字塔价格带顶部消费群体比例仅10%左右。我们认为, 主要由于:

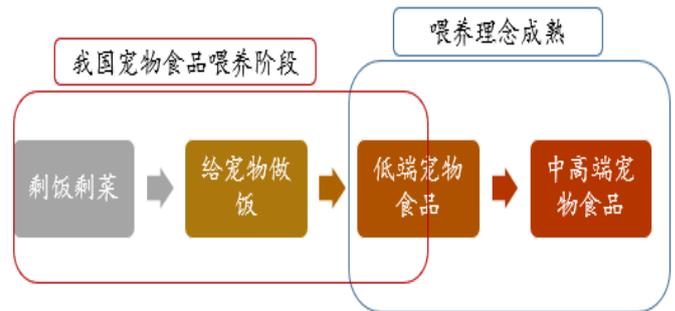
- 1) 国内宠物食品行业发展阶段决定。目前国内宠物食品行业仍处在起步阶段, 绝大部分养宠人群仅仅是从传统的“饭菜”喂养开始接触宠物食品, 其科学喂养的理念并不成熟。并且, 除少有的几个品牌注重营养配方外, 国内大量宠物食品在保证安全的前提下, 更注重性价比, 消费者体验尚可, 导致绝大部分消费群体价格选择向下漂移;
- 2) 宠物厂家自身考量。价格带定位在避开“河北粮”的区域内, 尽量以优先获取客户为主要目标。

图表71: 2018年国内宠物食品产量120万吨, 50%集中在河北地区



资料来源: 草根访谈, 华泰证券研究所

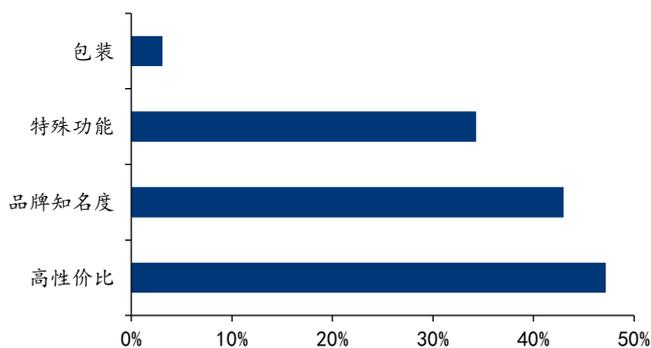
图表72: 国内宠物食品喂养升级路径



资料来源: 草根访谈, 华泰证券研究所

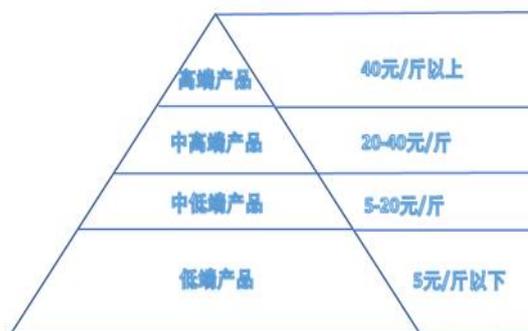
我国宠物食品消费呈金字塔型结构, 根据产品价格区间可将产品分为高端产品、中高端产品、中低端产品、低端产品四个梯队。其中, 1) 高端产品是指以皇家等品牌代表的注重原料质量、营养结构且具有一定品牌知名度的主粮, 其价格中枢基本处于40元/斤以上; 2) 中高端产品指的是以比瑞吉、伯纳天纯等为代表的国产品牌产品, 其产品质量可以对标皇家等进口品牌, 但产品价格要比之低, 价格中枢基本位于20-40元/斤, 性价比较高; 3) 中低端产品指的是以疯狂的小狗等为代表的依靠电商等线上渠道得以快速发展, 价格区间位于5-20元/斤的主粮产品; 4) 低端产品指的是以“河北粮”为代表的价格中枢位于5元/斤以下的以玉米大豆、少量肉类为原材料的类狗粮。

图表73： 性价比是宠物主粮购买首要考虑因素



资料来源：《2017年中国宠物行业白皮书》，华泰证券研究所

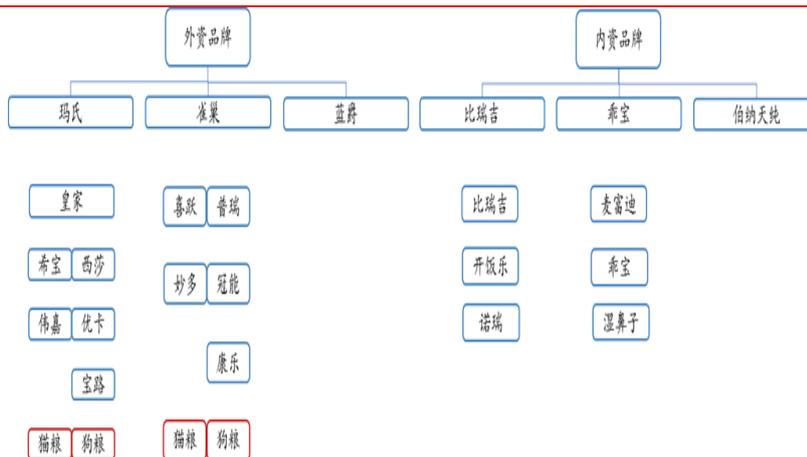
图表74： 我国宠物食品市场呈金字塔型消费结构



资料来源：草根调研，华泰证券研究所

两大阵营，外资品牌以高端为主，国产品牌以中低端为主。国内宠物食品市场有外资和国产两大品牌阵营，外资阵营以玛氏、雀巢等为代表，国产阵营以比瑞吉、伯纳天纯以及麦富迪等品牌为代表，两大阵营产品矩阵虽有重叠，但整体上看，外资阵营主要定位国内中高端市场，国产品牌定位以中低端市场为主。国内宠物食品市场的这种内外分层格局，我们认为，主要由培育理念（外资是国内宠物食品喂养理念的启蒙者）、消费结构（低价格带消费基数大）、品牌认知度差（国内没有形成品牌固化）等多重因素导致。

图表75： 中国宠物食品概览

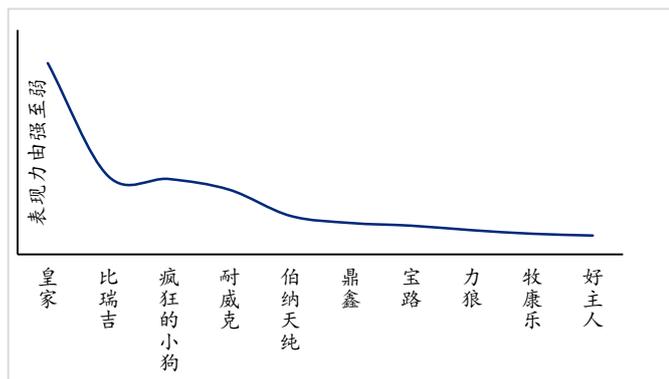


资料来源：华泰证券研究所

渠道优于品牌，线上先于线下

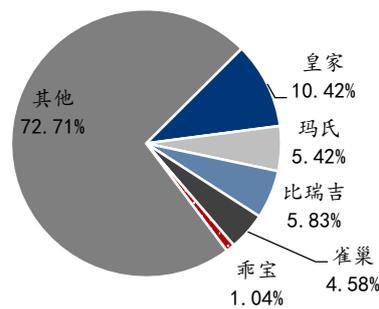
国内宠物主粮品牌认知度弱，曝光是客户（流量）积累的首要因素。我国宠物食品行业仍处在发展初期，整体上，消费者对品牌的感知度弱（一线城市消费者认知度相对较好）。从产品力角度讲，国内宠物主粮厂家呈现“1+N”的竞争格局，即以法国皇家为主要代表的外资品牌占据宠物食品品牌的制高点，而消费者对国内其他厂商的品牌认知度比较差。由于宠物食品的购买者和体验者分离，这也决定了在行业发展初期，高性价比产品更能吸引入门级用户，在短时间内实现客户的初始积累，这也是网红品牌“疯狂小狗”能够实现高速增长的市场环境因素。因此，在行业认知的懵懂期，一款“说得过去”的产品快速到达消费者视野显得尤为重要。

图76: 国内宠物食品表现力尾部品牌相对集中



资料来源:《2017 宠物行业白皮书》, 华泰证券研究所

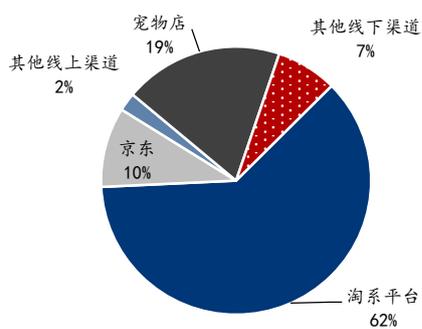
图77: 2018年国内宠物主粮市场不同品牌市占率高



资料来源:草根访谈, 华泰证券研究所

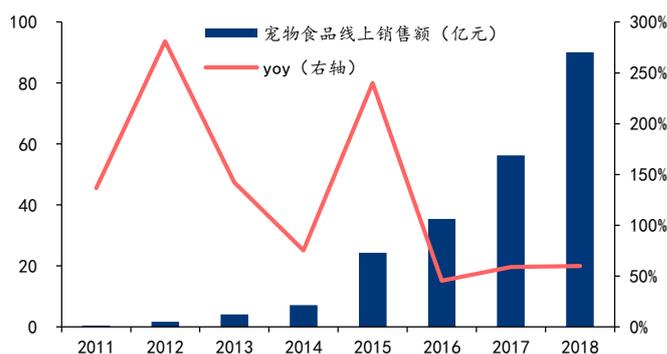
- 1) **线上是宠物食品主要销售渠道, 销售额占比 50%+**。宠物食品销售渠道分线上、线下, 其中线上主要是淘系、京东等平台, 线下主要是宠物店、宠物医院、繁殖场等, 尤以宠物店为主。但是, 由于宠物店数量多、单店销售体量小、以及渠道成本等原因, 目前国内宠物食品销售以线上为主, 线上销售额占比 50%+, 近 3 年宠物食品线上销售额复合增速 (50%+) 快于线下 (15%左右)。国内主要宠物食品企业, 比如皇家、乖宝等线上销售额占比都在 50%以上, 疯狂小狗销售收入基本全部来自线上。
- 2) **平台推广成本变高**。随着电商越来越成熟, 早期电商平台所提供的相对集中的流量红利正逐渐消失, 取而代之的是千人千面的个性化推荐, 从算法层面切割产品流量, 维持电商平台主流产品流量的相对均衡。并且, 随着流量资源的稀缺, 线上营销费用也在增长, 以天猫为例, 目前宠物食品在天猫营销费用 (主要是返点) 占销售额比例已经达到 15% (5 年前这一比例大概 5%-8%)。因此, 流量分割+平台费用增长, 这对希望通过线上积攒流量的宠物食品新晋企业也带来了不小难度。

图78: 2017年国内宠物食品不同销售渠道销售额占比



资料来源:《2017 宠物行业白皮书》, 华泰证券研究所

图79: 2011-18年宠物食品线上销售额及增速情况

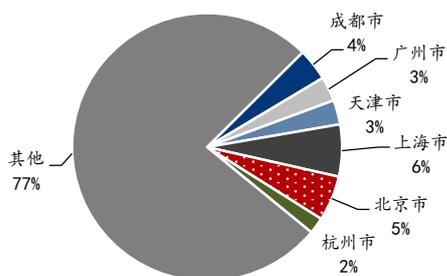


资料来源: Euromonitor, 华泰证券研究所

线下渠道相对分散。国内宠物食品线下渠道主要由宠物店、宠物医院和宠物繁殖舍组成, 国内商超渠道对宠物食品吸引力低, 1) 受国内发达的移动互联网冲击, 2) 单宠物食品品类进入商超渠道的成本高, 目前国内商超中仅玛氏旗下的宝路和伟嘉可以借助德芙等玛氏旗下大众消费品进入。根据宠物行业白皮书, 三个线下渠道中, 宠物店是主要渠道, 销售额在线下消费渠道中占比接近 90%, 但相对分散, 全国共 6w 家左右。宠物医院、繁育舍量小, 但对宠物食品的专业要求更高, 目前主要由外资品牌占据。

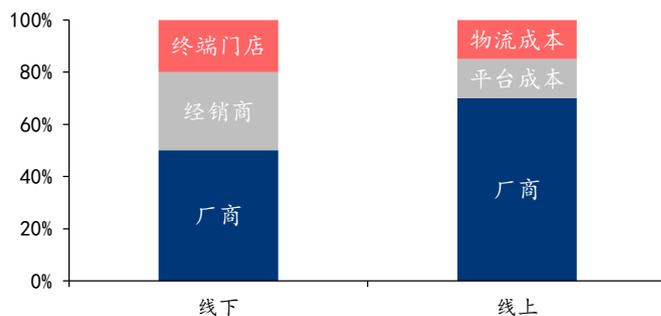
线下渠道费用消耗更多，外资品牌更占优势。与线上渠道不同，宠物食品线下渠道需要的利润空间一般较出厂价要高一倍（线上仅15%的平台费用+15%的物流费用），终端售价在渠道各环节的分配主要是，厂商50%，经销商30%，终端门店20%。而从国内宠物食品定价上看，外资品牌由于价格中枢较国产品牌更高，其能够给予渠道商让利理论上更大，而国产品牌一旦提高价格，其产品受众会变窄，损失大量客户，这就造成国产品牌在线下渠道的先天劣势。

图表80：2018年国内宠物店分布情况



资料来源：大众点评，华泰证券研究所

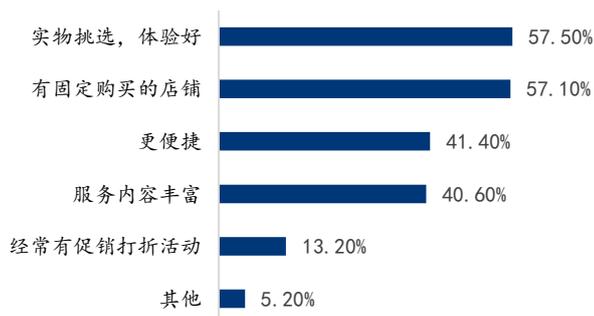
图表81：2017年国内宠物食品不同销售渠道终端产品价格构成



资料来源：《2017年宠物行业白皮书》，华泰证券研究所

线下未来更多是品牌体验和终端配送。消费者在线下购买宠物产品的主要原因可以实物挑选、体验好，这也是线下最大的优势。未来宠物店业态会向服务集中，比如洗澡、美容等，宠物食品更多是陈列展示。服务类需求对养宠者来讲是一种刚性需求，宠物食品企业可以通过线下的铺货藉此实现产品曝光度的提升，强化消费者的产品认知，从而带来更多线上复购流量。此外，宠物食品不像书籍等标准化产品，其配送体验较差，而未来宠物店可以扮演终端的配送角色。

图表82：消费者线下渠道购买宠物食品的主要原因分析



资料来源：《2017 宠物行业白皮书》，华泰证券研究所

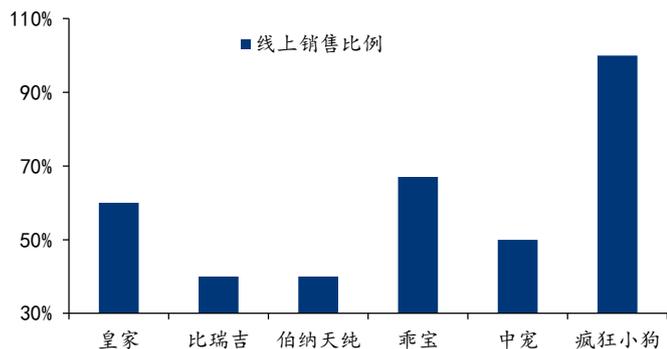
图表83：未来宠物店业态向服务端集中



资料来源：《2017 宠物行业白皮书》，华泰证券研究部 注，图形大小代表宠物店业态的占比

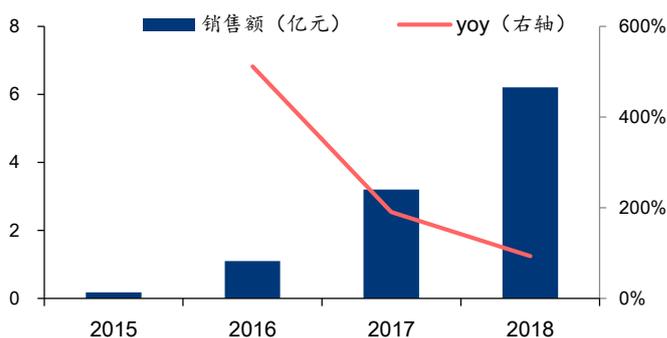
目前，国内宠物食品市场正处在群雄混战的年代。国内宠物食品企业，有的以外贸起家，转战国内市场，比如乖宝，有的深耕国内市场多年，线下渠道完善，比如外资的皇家、国产的比瑞吉等。不论何种基因的企业，目前都要面对国内移动互联网带来的冲击，比如凭借互联网起家的疯狂小狗（公司定位更倾向于互联网企业，而非制造企业，目前正向制造端转型）。我们认为，不论从价格体系角度考虑，还是从流量角度考虑，线上是国内宠物食品企业突围的优先路径，但从长期经营角度看，线上的模式相对容易被复制，需要线下渠道的补充（制造业嫁接互联网属性，但必须回归制造业）。

图表84： 2017年，国内主要宠物食品厂商线上销售比例



资料来源：草根访谈，华泰证券研究所

图表85： 2015-18年，疯狂小狗线上突围，销售规模增长迅速



资料来源：搜狐网，中华网，华泰证券研究所

当前农业主要把握两条投资主线，1) 周期，以生猪养殖为主。当前，生猪价格已经处于右侧上涨区间，随着后续生猪价格的快涨，我们认为，生猪养殖板块将迎来投资黄金阶段。此外，关注由于禽养殖高景气带来的禽用疫苗后周期投资机会，以及下半年猪价高景气驱动补栏带来的猪用疫苗后周期投资机会。2) 成长，以宠物食品为主。当前，国内宠物行业处于早期起跑阶段，宠物产业相关环节蕴藏较大投资机会。国内上市企业主要以宠物食品为主，建议重点关注相关标的（中宠股份&佩蒂股份）国内高成长带来的投资机会。

风险提示

生猪疫情爆发风险。对于生猪企业来讲，公司业绩主要由生猪销售价格、出栏量等因素影响，如果爆发疫情，尤其是比较严重的疫情，比如非洲猪瘟，养殖企业面临疫区生猪不傻的问题，从而导致养殖企业生猪出栏量下降，进而影响到养殖企业的经营业绩。

猪价长期低迷风险。生猪价格低迷，直接影响养殖企业经营业绩，此外，对于自繁自养模式养殖企业，由于资金需求量大，资产负债率相对较高，长期低迷的猪价可能导致企业资金周转出现困难，引发财务风险。

禽流感疫情风险。禽流感爆发，一方面会影响终端鸡肉消费，尤其是黄鸡的终端消费，导致禽类价格大幅下降，进而影响扩产情绪；另一方面，会导致禽类存栏大幅下降，进而影响相关疫苗使用量。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com