

行业评级:

农林牧渔

增持 (维持)

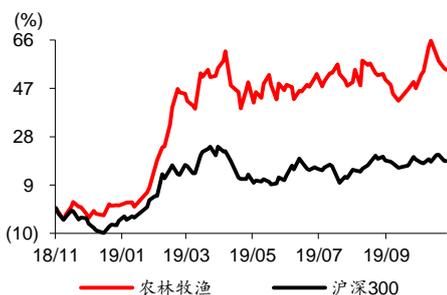
杨天明 执业证书编号: S0570519080004
研究员 yangtianming@htsc.com

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

相关研究

- 1 《农林牧渔: 农产品对 CPI 的影响分析》
2019.11
- 2 《农林牧渔: 行业周报 (第四十五周)》
2019.11
- 3 《农林牧渔: 行业周报 (第四十四周)》
2019.11

一年内行业走势图



资料来源: Wind

慧眼识珠，周期与成长辉映

2020 年度策略报告

生猪养殖龙头高成长性是 2020 年农业板块投资主线

生猪养殖行业集中度提升，龙头企业高成长是 2020 年农业板块投资的主线。我们认为，行业β属性仍未结束，同时个股α机会将逐步显现。肉鸡养殖方面，受猪肉替代需求带动，鸡肉价格景气度有望贯穿 20 全年。此外，我们还看好高盈利驱使下养殖企业补栏带动的疫苗需求，本轮周期，生猪养殖规模化提升将加速高端苗使用覆盖率。宠物行业方面，2020 年依然是群雄割据的年代，具备线上渠道竞争优势的企业有望占得先机。推荐牧原股份、中牧股份、瑞普生物等龙头企业。

生猪养殖：万亿市场，金鳞化龙

生猪养殖环节产值超万亿元，但是我国生猪养殖仍以散养为主，2017 年，规模场（年出栏生猪 500 头+）出栏量占比 43.30%。2018 年 8 月我国发生非洲猪瘟疫情以来，国内生猪养殖行业受到较大冲击，国内生猪供给产生了较大缺口。受疫情反复等因素影响，缺口会在较长时期内存在。我们预计，生猪价格景气至少持续到 20 年，20 年生猪均价 35-40 元/公斤。随着国内中小养殖场退出，大规模养殖场，尤其是头部自繁自养模式养殖集团，有望迎来快速扩张黄金期，其成长属性也将在本轮周期中纵深演绎。

白羽肉鸡：供给释放降速叠加替代需求，行业景气剑指 2020 年

供给端，2019 年祖代白羽鸡引种量大幅提升，但由于强制换羽鸡病较多及种公鸡不足，白鸡供给整体仍处于紧平衡状态。需求端，由于非瘟疫情后猪肉供给缺口较大，猪肉价格上涨将带动鸡肉价格持续景气，高景气期有望贯穿整个 2020 年。此外，我们认为，对美禽肉产品复关对国内肉鸡行业景气度影响不大，参照历史经验，我国自美国进口量峰值在 60 万吨左右，年进口总量峰值在 80 万吨左右，相较当前进口增量可控。

动物疫苗：角力后周期，非瘟变局下强整合时代来临

2018 年，我国动物疫苗市场销售额已达到了 132.92 亿元，2011 年以来，复合增速接近 10%。受非洲猪瘟疫情影响，本轮周期生猪产能恢复中，大型规模场的份额将较以往周期更大，国内养殖整体水平将较以往有较大幅度的提升，随着规模场占比提升，高端苗的需求也将随之走高。同时，行业产品同质化严重，企业产能利用率低，我们认为，随着市场化转型的推进，许多中小企业将会被逐步淘汰，兼并重组是行业大势所趋。

宠物食品行业：千亿市场，国内进入高速增长期

当前全球宠物食品市场已经基本成熟，增速较缓，美国品牌在国际市场上占据绝对优势，18 年市场份额达 30% 以上。而中国的宠物食品仍处在高速发展期，2014-2018 年化增长率高达 30%。此外，当前国内养宠率对比仍大大低于美、日水平，随着养宠人数增加和科学饲养习惯的进一步培育，中国宠物食品市场仍将维持高增。目前国内宠物食品行业正处在群雄混战的阶段，品牌认知度普遍较弱，短期内，线上渠道是企业突围的关键。

风险提示：生猪价格下跌、鸡价下跌、口蹄疫市场苗渗透率提高不及预期

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	90.78	买入	0.25	1.87	12.84	5.75	115.24	48.55	7.07	15.79
600195	中牧股份	13.73	买入	0.69	0.50	0.53	0.56	15.40	27.46	25.91	24.52
300119	瑞普生物	15.19	买入	0.29	0.48	0.58	0.66	25.53	31.65	26.19	23.02

资料来源: 华泰证券研究所

正文目录

生猪养殖：万亿市场，金鳞化龙	5
万亿市场，养殖环节占比 45%	5
养殖结构分散，非瘟冲击下高景气持续+集中度加速提升	6
白羽肉鸡：供给释放降速叠加替代需求，行业景气剑指 2020 年	8
动物疫苗：角力后周期，非瘟变局下强整合时代来临	10
市场化转型且行且进，2011-18 年销售额复合增速接近 10%	10
整合启航，龙头企业强者恒强	11
宠物食品行业：千亿市场，国内进入高速增长期	15
海外市场：成熟稳定，美欧占据半壁江山	15
国内市场：千帆竞发，奋楫者先	18
投资建议	21
风险提示	21

图表目录

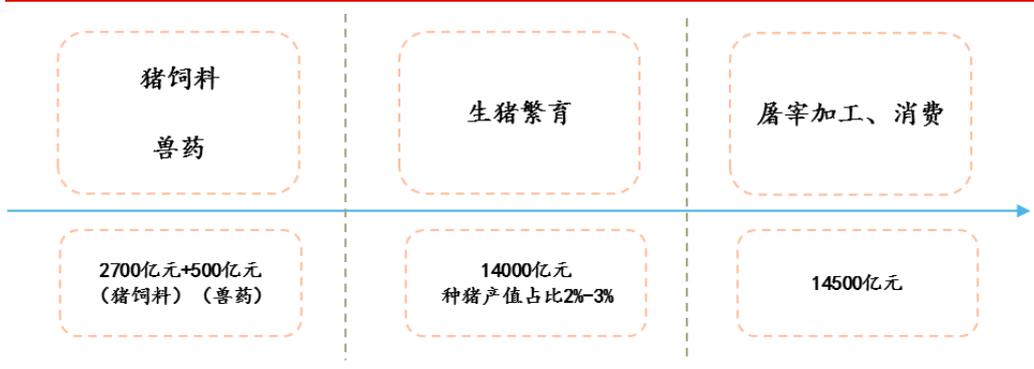
图表 1: 2018 年, 生猪养殖环节产值万亿元+, 产业链占比 45%左右	5
图表 2: 生猪繁育体系示意	5
图表 3: 2017 年, 我国进口种猪万头+, 同比增长 83.21%.....	5
图表 4: 2017 年, 我国进口种猪主要来自美国、加拿大、法国	5
图表 5: 温氏股份四系配套选育过程, 华农温氏 I 号	6
图表 6: 温氏股份五系配套选育过程, WS501	6
图表 7: 我国生猪养殖仍以散养为主, 2017 年, 规模场出栏占比 43.30%	6
图表 8: 2018 年, 我国排名前 20 养猪企业生猪出栏量	6
图表 9: 截至 2019 年 11 月 8 日, 非洲猪瘟疫情遍布全国 27 省 4 直辖市, 共 157 起, 解封 152 起	7
图表 10: 2018Q1-19Q3, 国内主要养殖企业完全成本变化	7
图表 11: 2018-19Q3, 国内主要养殖公司生产性生物资产	7
图表 12: 2001-19H1, 我国祖代鸡引种或更新情况	8
图表 13: 2019 年 1 月-9 月, 引种量同比增加 99.29%	8
图表 14: 2008-18 年, 我国鸡肉进口量维持在 40-80 万吨	8
图表 15: 2018 年, 我国从巴西鸡肉进口量占总进口量的 83.65%.....	8
图表 16: 2013-18 年, 我国肉制品消费结构	9
图表 17: 2018 年, 禽肉是我国第二大肉制品消费品类.....	9
图表 18: 猪价的上漲将带动鸡肉价格持续景气	9
图表 19: 2011-18 年, 我国动物疫苗市场销售额复合增速接近 10%	10
图表 20: 2011-18 年, 我国动物疫苗市场销售额复合增速 18%左右	10
图表 21: 18 年 11 月开始, 全国能繁母猪存栏出现加速下滑态势.....	10
图表 22: 19 年 1 月底开始, 我国生猪价格步入上行通道	10
图表 23: 2021 年, 生猪年出栏 3000 头以上规模场出栏占比提升至 45%以上.....	11
图表 24: 2018 年, 口蹄疫市场苗整体渗透率在 25%左右	11
图表 25: 21 年, 我们预计口蹄疫市场苗渗透率将稳定提升至 45%以上.....	11
图表 26: 2018 年, 前 10 名企业销售额达到 79.44 亿元	12
图表 27: 2018 年, 前 10 名企业销售占比接近 60%.....	12
图表 28: 2018 年, 我国动物疫苗供大于求, 产能利用水平较低	12
图表 29: 国内动物保健行业整合路径.....	13
图表 30: 2011-18 年, 硕腾营业收入及增速	13
图表 31: 2011-18 年, 硕腾净利润及增速	13
图表 32: 2018 年, 硕腾美国地区收入占比 49.39%.....	14
图表 33: 2015-18 年, 硕腾中国宠物部门收入复合增速接近 50%.....	14
图表 34: 2012 年独立为新公司后, 借力资本, 通过兼并收购成长为全球动物保健领军企业.....	14
图表 35: 全球宠物产业市场规模及其增长率	15
图表 36: 2018 年, 宠物食品是最大的“蛋糕”	15
图表 37: 美国宠物食品商场规模及其增长率	15

图表 38: 2018 年, 美国市场占比全球宠物食品市场 30%以上.....	15
图表 39: 美国宠物食品行业发展历程.....	16
图表 40: 2017 年, 蓝爵在天然食品市占率高达 33%.....	16
图表 41: 2017 年, 希尔思在处方粮市占市占率高达 60%.....	16
图表 42: 2018 年玛氏、雀巢瑞普纳在主要地区市占率.....	16
图表 43: 美国宠物食品主打概念朝着拟人化、细分化发展.....	17
图表 44: 美国宠物食品销售以线下实体店为主.....	17
图表 45: 西欧宠物食品行业销售以线下实体店为主.....	18
图表 46: 日本宠物食品行业销售以线下实体店为主.....	18
图表 47: 中国宠物行业市场规模(犬猫)以较高增速增长.....	18
图表 48: 2018 年, 宠物食品市场结构比例.....	18
图表 49: 2018 年, 国内外家庭养宠率对比.....	19
图表 50: 2018 年, 国内宠物食品渗透率仍远低于美国与日本.....	19
图表 51: 2017 年, 宠物在消费者家庭中担当角色调查结果.....	19
图表 52: 2017 年, 我国宠物饲养人群年龄构成.....	19
图表 53: 国内宠物食品表现力尾部品牌相对集中.....	20
图表 54: 国内宠物主粮市场中, 外资品牌市占率高.....	20
图表 55: 消费者线下渠道购买宠物食品的主要原因分析.....	20
图表 56: 未来宠物店业态向服务端集中.....	20

生猪养殖：万亿市场，金鳞化龙 万亿市场，养殖环节占比 45%

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。根据协会数据测算，2018 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。

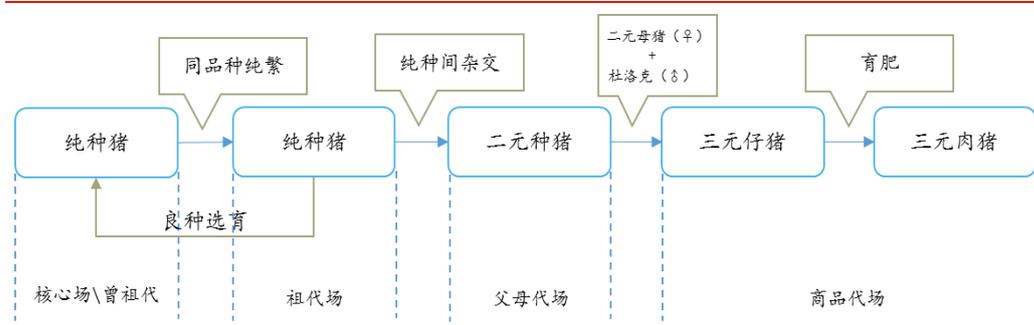
图表1：2018 年，生猪养殖环节产值万亿元+，产业链占比 45%左右



资料来源：中国畜牧业协会，华泰证券研究所

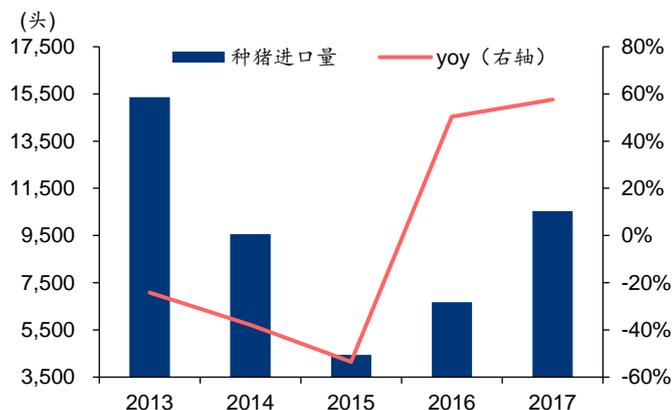
完整的生猪繁育包括原\纯种猪（曾祖代\祖代）→二元种猪（父母代）→三元肉猪（商品代）。由于核心种猪场长期处于“引种→退化→再引种”的不良循环，我国原种猪主要依赖进口，2017 年，我国进口种猪 10572 头，较 2016 年增长 83.21%，进口来源呈美国、加拿大、法国三足鼎立之势。

图表2：生猪繁育体系示意



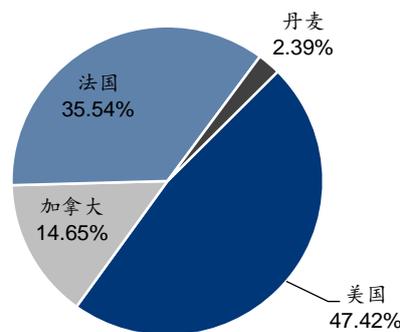
资料来源：雏鹰农牧招股说明书，华泰证券研究所

图表3：2017 年，我国进口种猪万头+，同比增长 83.21%



资料来源：中国海关，华泰证券研究所

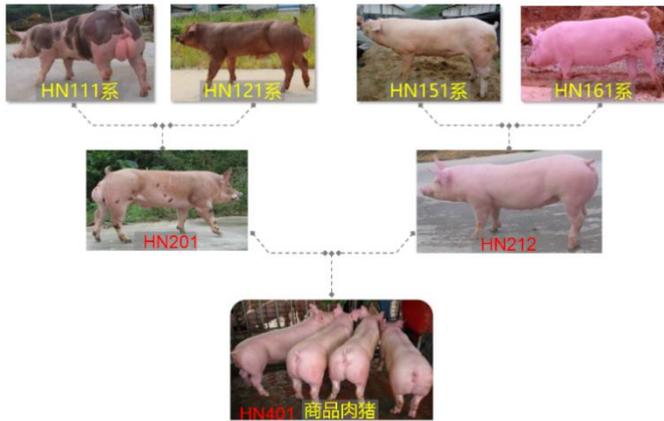
图表4：2017 年，我国进口种猪主要来自美国、加拿大、法国



资料来源：中国海关，华泰证券研究所

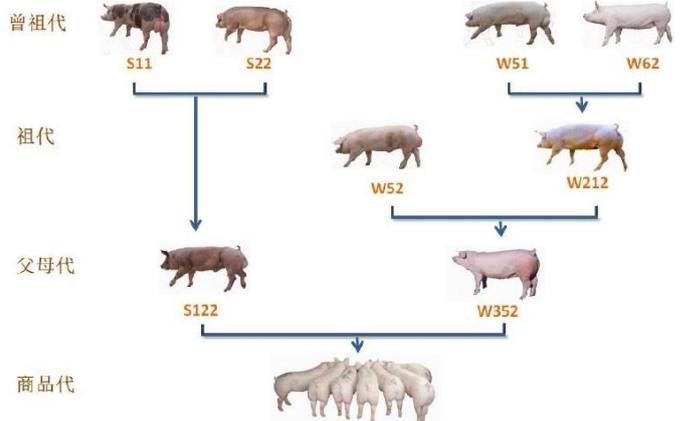
近年来，随着国家对生猪育种工作的推动（实施全国生猪遗传改良计划，确定 96 家国家生猪核心育种场）以及部分育种企业的育种探索（包括本土企业与国外育种公司组建合资公司，即中方提供土地、建筑等基础设施，从国外进口种猪开展育种工作，外方提供技术、管理等方面的服务，），世界优良种猪本地化取得了较大进展，其中，温氏股份在生猪育种方面的努力比较有代表性，其建立的四系配套、五系配套种猪培育技术体系，引导我国生猪育种进入持续选育新阶段。

图表5：温氏股份四系配套选育过程，华农温氏I号



资料来源：公司官网，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

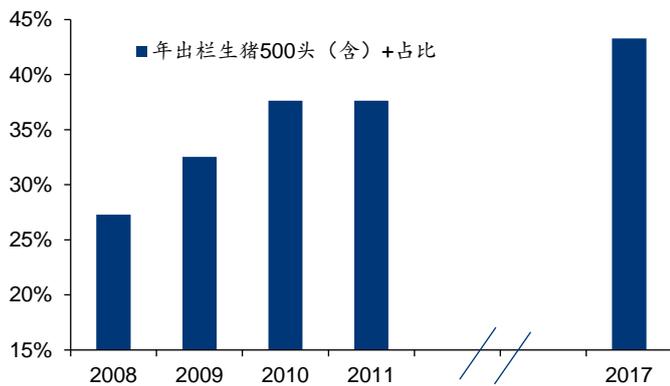


资料来源：公司官网，华泰证券研究所

养殖结构分散，非瘟冲击下高景气持续+集中度加速提升

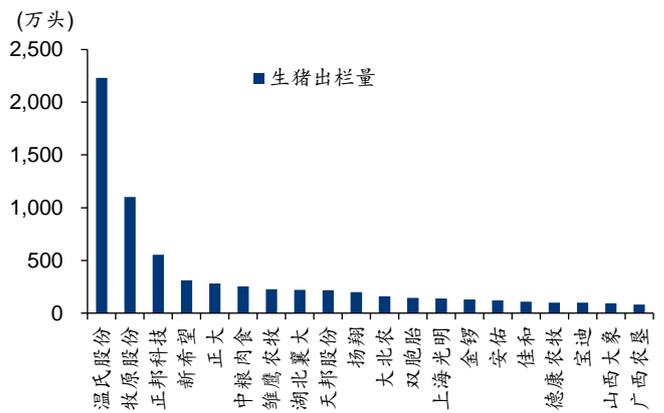
根据畜牧业协会统计数据，2017 年，规模场（年出栏生猪 500 头（含）+）出栏量占比 43.30%，我国生猪养殖仍以散养为主。规模场出栏占比看，2008-17 年，我国生猪规模养殖场出栏比例由 27.28%提升至 43.30%，年均提升 1.78 个百分点，规模程度虽有提升，但我国生猪养殖整体仍然以散养为主。养殖集中度看，2018 年，我国生猪养殖企业 CR5 为 6.39%，对比美国（CR5）38.11%，我国生猪养殖企业集中度仍较低。

图表7：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

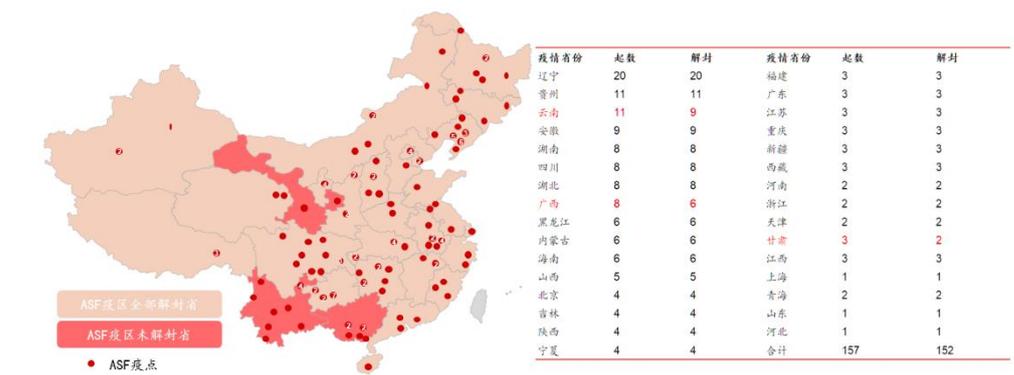
图表8：2018 年，我国排名前 20 养猪企业生猪出栏量



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

2018 年 8 月份，我国发生非洲猪瘟疫情以来，根据农业农村部统计，截至 2019 年 11 月 8 日，非洲猪瘟疫情遍布全国 27 省 4 直辖市，共 157 起，解封 152 起。疫情影响下，国内生猪养殖行业受到较大冲击，生猪生产受到较大影响，大量养殖场（户）被迫退出，且大多数恢复生产能力较弱（尤其是中小规模养殖场），导致国内生猪供给产生了较大缺口。受疫情反复、防疫苛刻等因素影响，缺口会在较长时期内存在。由于当前母猪存栏尚在低位，我们预计，生猪价格高景气至少持续到 2020 年，20 年生猪均价 35-40 元/公斤。

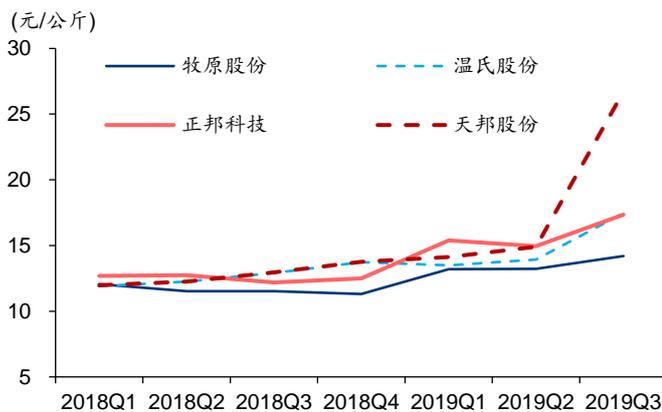
图表9：截至2019年11月8日，非洲猪瘟疫情遍布全国27省4直辖市，共157起，解封152起



资料来源：农业农村部，华泰证券研究所

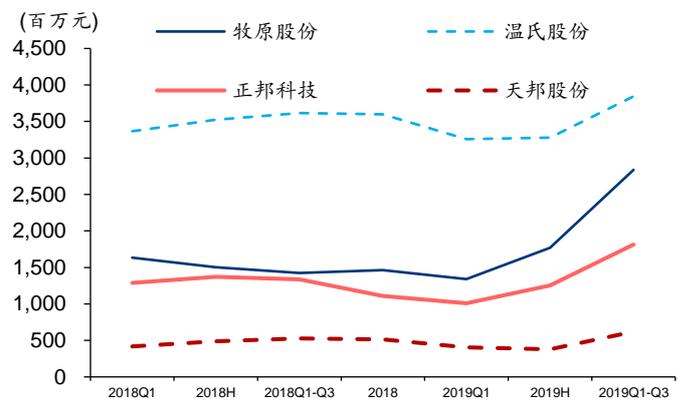
随着国内中小养殖场退出，且短期内难以复产，国内大规模养殖场，尤其是头部自繁自养模式养殖集团，迎来快速扩张黄金期。根据相关上市公司公告测算，多数头部集团养殖企业养殖成本已经稳定，疫情影响已基本得到控制。我们认为，凭借资金优势（资金相对雄厚+融资渠道多样）、高水准防疫条件（更多是物理防疫），以及成熟严格的管理模式，大规模场将填补中小场退出留下的市场，或通过收购方式将部分规模场纳入自己体系，未来3-5年，国内生猪养殖规模程度将得到显著提升。国内养殖龙头企业的成长属性也将在本轮周期中纵深演绎。

图表10：2018Q1-19Q3，国内主要养殖企业完全成本变化



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表11：2018-19Q3，国内主要养殖公司生产性生物资产



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

白羽肉鸡：供给释放降速叠加替代需求，行业景气剑指 2020 年

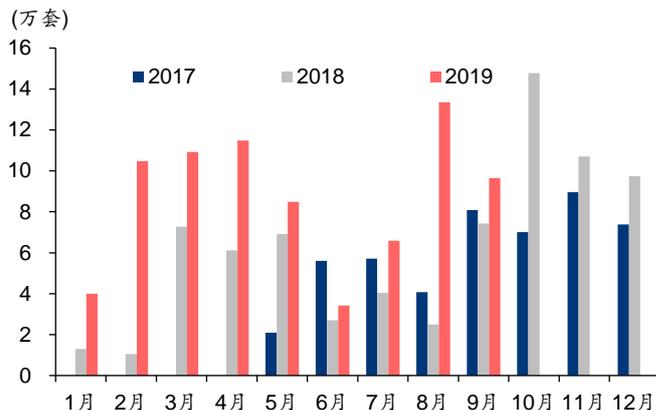
受制于鸡病、种公鸡不足，白鸡供给难以快速上量。自 2015 年白羽肉鸡主要引种国相继封关后，我国白羽肉鸡引种量快速下滑，2015-18 年引种量维持在 70 万套左右，处于紧平衡状态。2019 年，白鸡引种量同比有较大幅度提升，1-9 月，祖代引种或更新数量达到 78.38 万套，yoy+99.29%，但由于强制换羽后鸡病问题较多，并且种公鸡不足，我们认为，白鸡供给难以快速释放，供给偏紧状态将持续至 2020 年。

图表12： 2001-19H1，我国祖代鸡引种或更新情况



资料来源：白羽肉鸡协会，华泰证券研究所

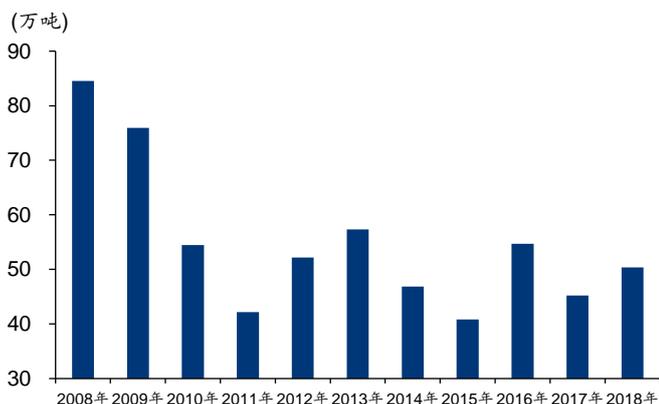
图表13： 2019 年 1 月-9 月，引种量同比增加 99.29%



资料来源：白羽肉鸡协会，华泰证券研究所

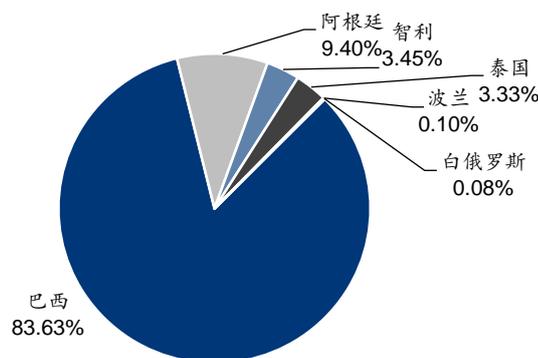
进口方面，08 年以来，我国鸡肉进口量维持在 40-85 万吨。1989 年以来，美国逐渐成为主要供应国（09 年进口量达到峰值，60 万吨左右），直至 2010 年对原产于美国的进口白羽肉鸡产品实施反倾销措施后，我国从美国鸡肉进口量锐减。2015 年美国发生禽流感疫情后，由于封关原因，我国从美国鸡肉进口量降至 0，巴西成为我国最大鸡肉进口国。

图表14： 2008-18 年，我国鸡肉进口量维持在 40-80 万吨



资料来源：中国海关，华泰证券研究所

图表15： 2018 年，我国从巴西鸡肉进口量占总进口量的 83.65%

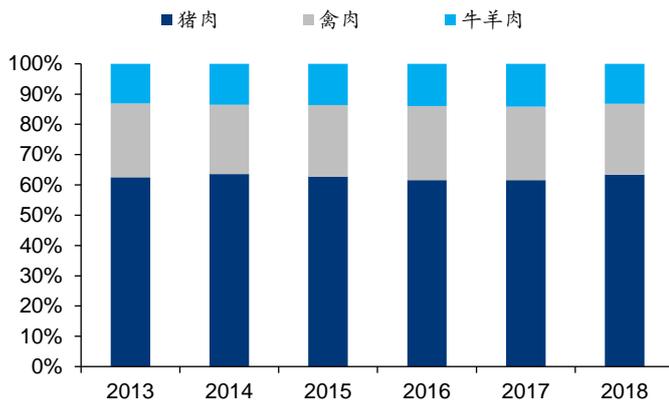


资料来源：中国海关，华泰证券研究所

11 月 14 日，海关总署和农业农村部联合发布公告，解除美国禽肉进口限制。我们认为，对美鸡肉产品复关对国内肉鸡行业景气度影响不大，参照历史经验，我国自美国进口量峰值在 60 万吨左右，年进口总量峰值在 80 万吨左右，相较 18 年进口（50 万吨+）增量整体可控。

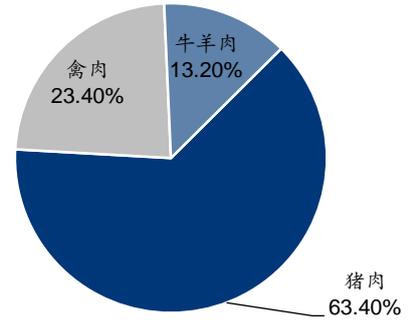
需求方面，禽肉是我国第二大肉制品消费品类。国家统计局数据显示，我国禽肉消费量已从 2000 年的 1200 万吨增加到 2018 年的 2000 万吨左右，占肉制品消费的比重从 2000 年的 19.8% 提升至 2018 年的 23.4%，是我国肉制品消费中仅次于猪肉（2018 年，猪肉消费 5540 万吨，占比 63.40%）的第二大肉类品种。

图表16： 2013-18 年，我国肉制品消费结构



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

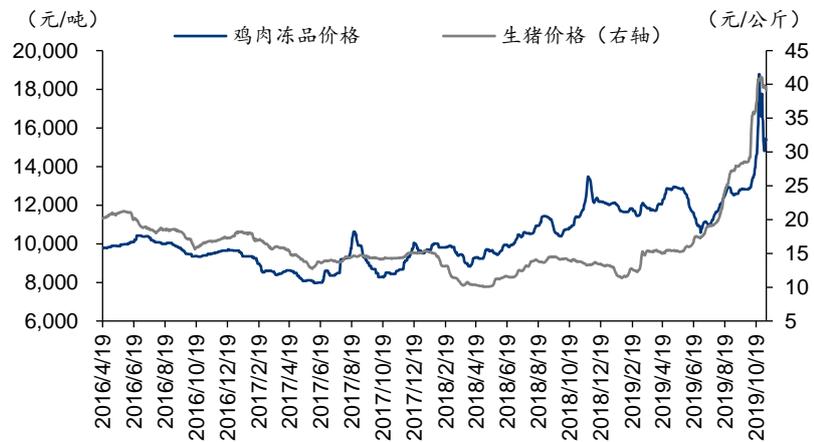
图表17： 2018 年，禽肉是我国第二大肉制品消费品类



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

猪肉缺口较大，鸡肉替代有望达到历史高点。作为我国第二大肉制品消费品类，鸡肉与猪肉之间具有较强的替代关系。从历史经验来看，每一次生猪供给短缺都伴随着鸡肉消费量的急剧拉升。国家统计局数据显示，1996 年，猪肉消费同比减少 13.56%，鸡肉消费同比增加 16.68%；2006 年蓝耳病在国内大面积爆发，2007 年猪肉消费同比减少 6.74%，鸡肉消费同比骤升 10.07%；2015 年猪肉消费同比减少 2.45%，鸡肉消费同比增加 3.41%。此次，非洲猪瘟疫情导致国内生猪产能去化幅度较以往周期都要大，我们认为，猪价的上漲将带动鸡肉价格持续景气，景气贯穿 2020 年。

图表18： 猪价的上漲将带动鸡肉价格持续景气



资料来源：猪易通，华泰证券研究所

动物疫苗：角力后周期，非瘟变局下强整合时代来临 市场化转型且行且进，2011-18年销售额复合增速接近10%

很长一段时期内，国家对动物卫生防疫工作采取计划经济管理模式，直至2010年，行业市场化意识开始逐步觉醒。其中，以口蹄疫市场苗销售为代表的自下而上的尝试，以及以《口蹄疫、高致病性禽流感疫苗生产企业设置规划（征求意见稿）》发布为代表的自上而下的突破最具代表性，我国动物疫苗行业市场化转型就在行业参与各方的努力下上路前行。根据行业协会统计，2018年，我国动物疫苗市场销售额已达到了132.92亿元，2011年以来，复合增速接近10%。其中，市场化销售额77.14亿元，占比58.03%。

图表19：2011-18年，我国动物疫苗市场销售额复合增速接近10%



资料来源：中国兽药信息网，华泰证券研究所

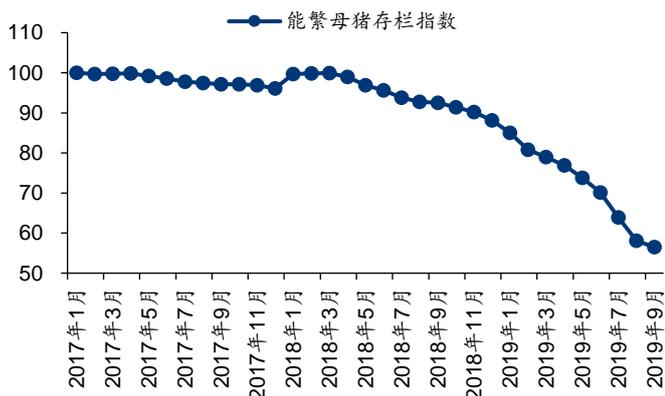
图表20：2011-18年，我国动物疫苗市场销售额复合增速18%左右



资料来源：中国兽药信息网，华泰证券研究所

2018年8月，我国发生非洲猪瘟疫情，1年多时间以来，疫情由北向南传播，我国生猪养殖产业受损严重。根据农业农村部监测，18年11月份开始，全国能繁母猪存栏量出现加速下滑态势，截至19年9月，全国能繁母猪存栏量同比下滑幅度达到38.90%。我国生猪价格也自19年1月底开始步入上行通道，截至19年11月5日，全国生猪价格已达到39.31元/公斤，较年初上涨202.15%。

图表21：18年11月开始，全国能繁母猪存栏出现加速下滑态势



资料来源：农业农村部，华泰证券研究所（以2017年1月为基期）

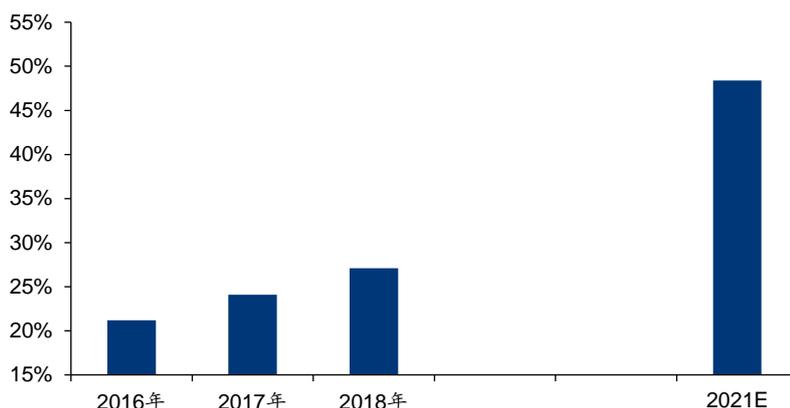
图表22：19年1月底开始，我国生猪价格步入上行通道



资料来源：猪易通，华泰证券研究所

我们认为，1) 当前，国内生猪产能已有较大幅度的去化，国内生猪存栏处于相对底部的位置，未来生猪存栏整体上会由底部震荡向逐步恢复演变；2) 受非洲猪瘟疫情影响，国内生猪养殖结构发生较大变化，大量的散户由于防疫水平不佳、资金水平不足等因素被淘汰，规模养殖场，尤其是集团化养殖场，顺势扩张，成为本轮周期复养、扩张的主力，相应地，国内规模养殖程度会有较大幅度的提升。我们估算2021年，年出栏3000头以上养殖场出栏量占比将提升至45%以上（受疫情影响，本轮周期规模化进程提速，以18年为基数，该比例年均提升7pct）。

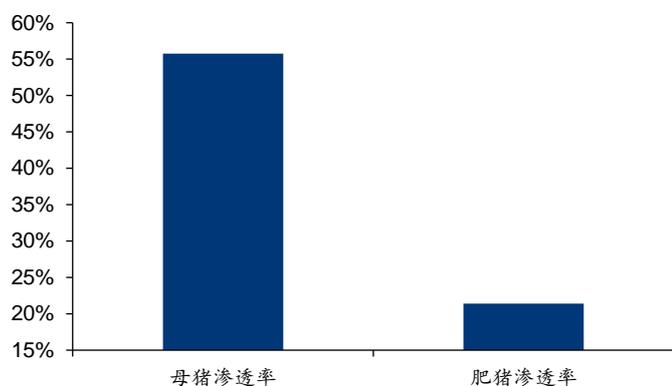
图表23： 2021 年，生猪年出栏 3000 头以上规模场出栏占比提升至 45%以上



资料来源：农业农村部，华泰证券研究所

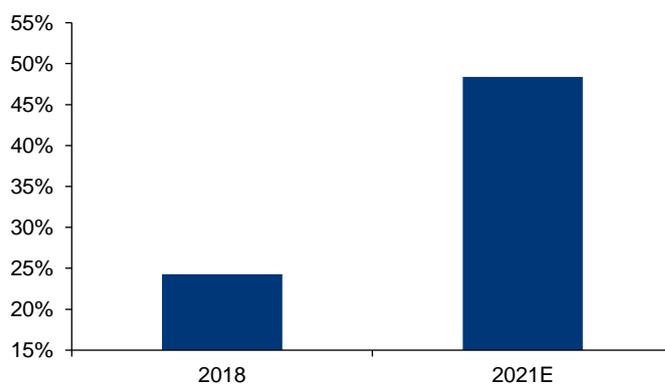
作为养殖后周期，动物疫苗整体销售将受益于国内生猪存栏的恢复，尤其是随着生猪养殖规模程度的提升，高端苗市场将进入增长黄金期。我们以口蹄疫疫苗为例，2018 年，国内口蹄疫疫苗销售额 35 亿元左右，其中，市场苗 17 亿元左右，整体渗透率在 25%左右。随着国内生猪产能的恢复，我们认为，口蹄疫市场苗整体渗透率将稳定提升至 45%以上(对应生猪年出栏 3000 头以上规模场出栏比例，假设这部分口蹄疫市场苗渗透率 100%)，相应地，口蹄疫市场苗将新增 13.5-16.8 亿元市场销售额。

图表24： 2018 年，口蹄疫市场苗整体渗透率在 25%左右



资料来源：中国兽药信息网，华泰证券研究所

图表25： 21 年，我们预计口蹄疫市场苗渗透率将稳定提升至 45%以上

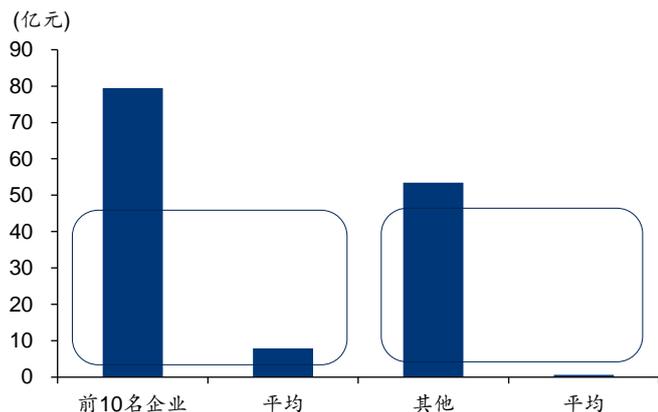


资料来源：中国兽药信息网，华泰证券研究所

整合启航，龙头企业强者恒强

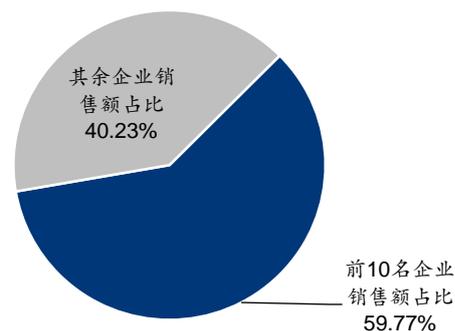
我国动物疫苗行业经历了高速发展的十余年：由最初的 28 家企业发展到目前的 105 家（2018 年数据），产品由最初的 10 余种发展到目前的 400 余种。但行业产品同质化严重的问题也愈发突出，导致国内动物疫苗企业竞争异常激烈。根据中国兽药协会数据，2018 年销售额前 10 名企业销售额占国内市场份额的 59.77%，而其余 90 余家企业则分摊剩余 40.23% 的市场，大量企业年销售额不足 1 亿元。

图表26： 2018 年，前 10 名企业销售额达到 79.44 亿元



资料来源：中国兽药信息网，华泰证券研究所

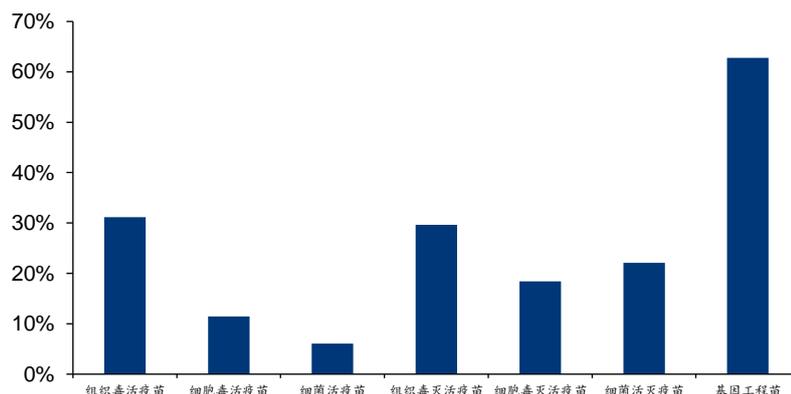
图表27： 2018 年，前 10 名企业销售占比接近 60%



资料来源：中国兽药信息网，华泰证券研究所

此外，我国生物制品行业产能严重过剩，市场上动物疫苗产品的供给能力远大于需求，绝大多数生产企业产能利用水平处在较低的位置。根据兽药协会统计数据，2018 年，活疫苗产能利用率 25.42%，灭活疫苗产能利用率 25.30%。

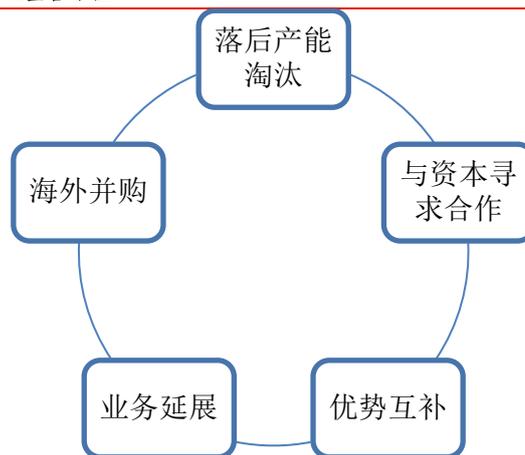
图表28： 2018 年，我国动物疫苗供大于求，产能利用水平较低



资料来源：中国兽药信息网，华泰证券研究所

产品同质化严重，企业产能利用率低，我们认为，随着市场化转型的推进，许多中小企业将会被逐步淘汰，兼并重组是行业大势所趋：1) 落后产能淘汰（产品没有创新）；2) 寻求与资本的结合点，比如，科创板上市、产业资本介入等；3) 优势互补，比如瑞普生物收购华南生物实现产品和区域的互补；4) 业务延展，从经济动物切入伴侣动物赛道，比如生物股份携手日本共立；5) 海外并购，寻求海外并购标的，全球布局。

图表29：国内动物保健行业整合路径



资料来源：华泰证券研究所

参照国外动保行业成熟的发展经验，并购整合是行业发展到一定阶段的必然，通过并购整合，企业可快速扩大产品的市场覆盖范围，获得相关产品的生产资质，并可进行研发资源和专家营销团队的整合。以硕腾为例，公司专注于经济动物和伴侣动物药品、疫苗、诊断产品的研发、制造和商业化。产品主要涉及 8 种动物：5 种大动物（牛、猪、禽、鱼、羊），3 种伴侣动物（犬、猫和马），拥有 6 大产品线，300 多种单品，包括疫苗、抗生素、驱虫药、药物饲料添加剂、动物健康诊断和其他药品。2018 年，公司全球销售额达到 58.25 亿美元，yoy+9.76%，净利润 14.28 亿美元，yoy+65.28%。

图表30：2011-18 年，硕腾营业收入及增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

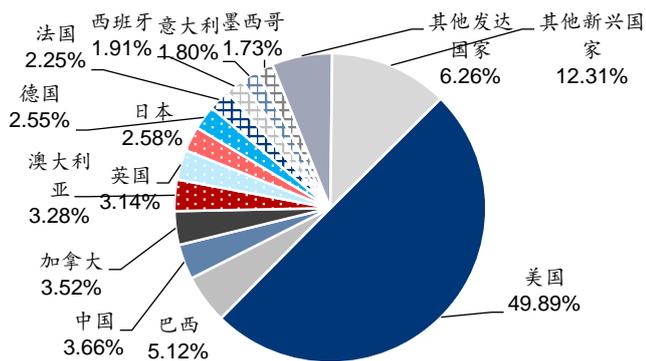
图表31：2011-18 年，硕腾净利润及增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

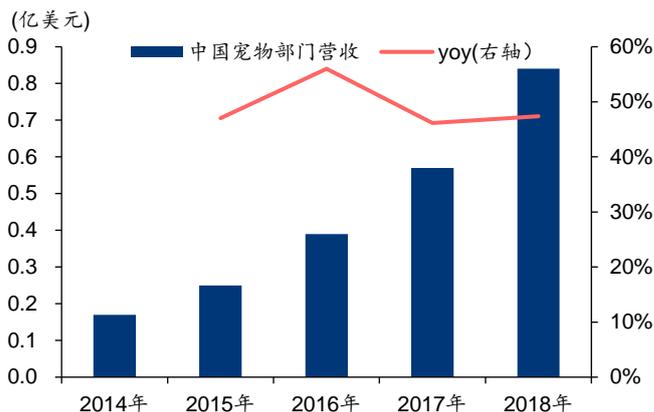
公司地区收入主要由美国和国际两部分构成。2018 年，美国地区收入 28.77 亿美元，占营收比重 49.39%，国际部分收入 28.90 亿美元，占营收比重 49.61%，其余为未分类合约生产，收入比重 1%。国际部分中，巴西为最大市场，2018 年销售额为 2.95 亿美元，其次为中国的 2.11 亿美元（近两年保持 20% 增长，其中，中国宠物部门收入 8400 万美元，排在英国和加拿大之后，是公司第四大宠物市场）。

图表32： 2018年，硕腾美国地区收入占比49.39%



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

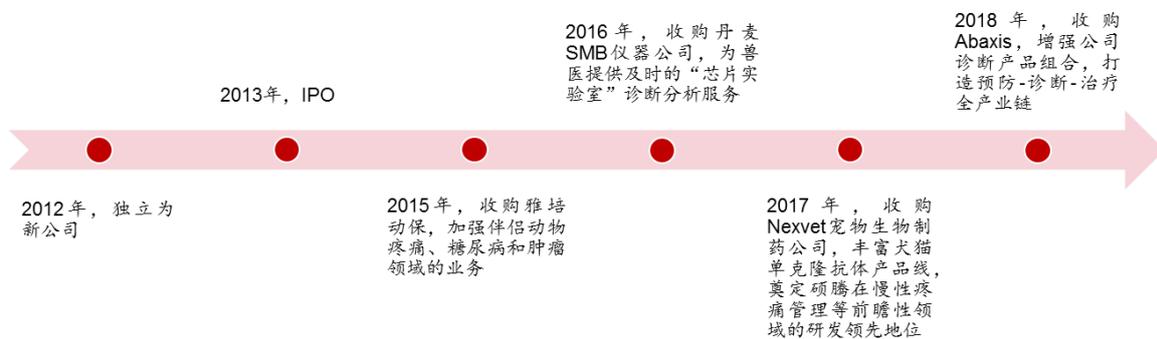
图表33： 2015-18年，硕腾中国宠物部门收入复合增速接近50%



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

硕腾前身是辉瑞-动物保健部门，2012年独立为新公司后，借力资本，通过兼并收购成长为全球动物保健领军企业。2015-18年，先后收购雅培动保、SMB、Nexvet以及Abaxis，丰富公司伴侣动物以及诊断分析业务。尤其是，2018年收购了兽医医疗诊断提供商Abaxis，增强了其诊断产品组合，形成预防-诊断-治疗全产业链的动保公司。这次收购带来了VetScan组合的台式和手持诊断仪器和耗材产品，至此诊断产品基本成熟，包括便携式血液和尿液分析系统和POCT产品，设备和试剂，快速免疫层析检测、参考实验室套餐和血糖检测仪等。

图表34： 2012年独立为新公司后，借力资本，通过兼并收购成长为全球动物保健领军企业



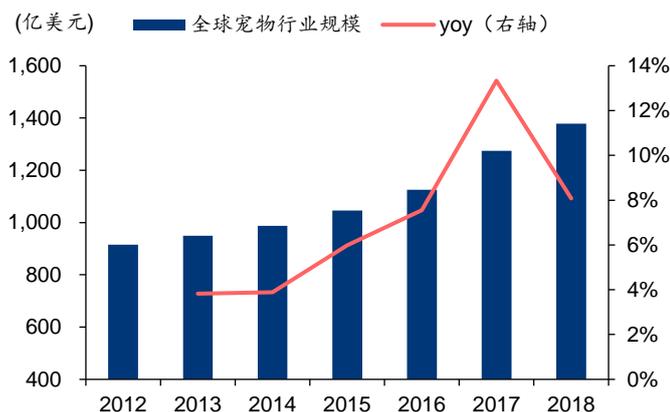
资料来源：公司官网，华泰证券研究所

宠物食品行业：千亿市场，国内进入高速增长长期

海外市场：成熟稳定，美欧占据半壁江山

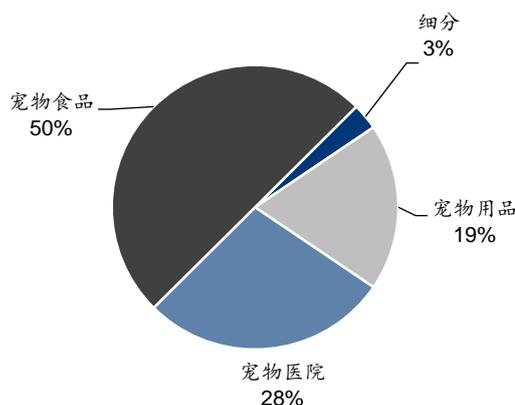
全球宠物市场已逐步成熟，宠物食品是最大的“蛋糕”。在过去 5 年中，全球宠物市场保持 5% 左右的同比增速。宠物食品作为宠物行业的一个重要分支，在宠物市场规模的比重大约在 50% 左右。Euromonitor 的最新统计数据显示，2018 年全球宠物商品规模接近 1400 亿美元，全球宠物食品销售额约 911 亿美元，预计 2020 年全球宠物食品市场规模将超过 1000 亿美元。

图表35：全球宠物产业市场规模及其增长率



资料来源：产业信息网，华泰证券研究所

图表36：2018年，宠物食品是最大的“蛋糕”



资料来源：前瞻产业信息网，华泰证券研究所

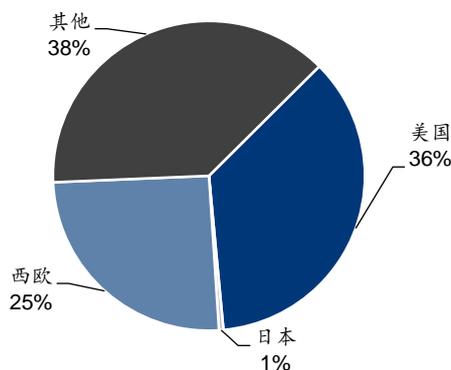
全球宠物食品竞争格局方面，美国的地位不可撼动，美国市场占比全球宠物食品市场 30% 以上。2005 年至 2018 年，美国宠物食品行业的市场规模从 147 亿美元增长到 303 亿美元，CAGR 在 6% 左右。美国之外，欧洲和日本也是宠物食品行业发展较为成熟的市场之一。2018 年西欧地区和日本地区市场规模分别为 229 亿美元和 4100 亿日元，分别占全球宠物食品市场份额 25% 和 1.2%。在欧洲市场中，英国、德国占比较高，合计占比接近 50%。

图表37：美国宠物食品市场规模及其增长率



资料来源：APPA，华泰证券研究所

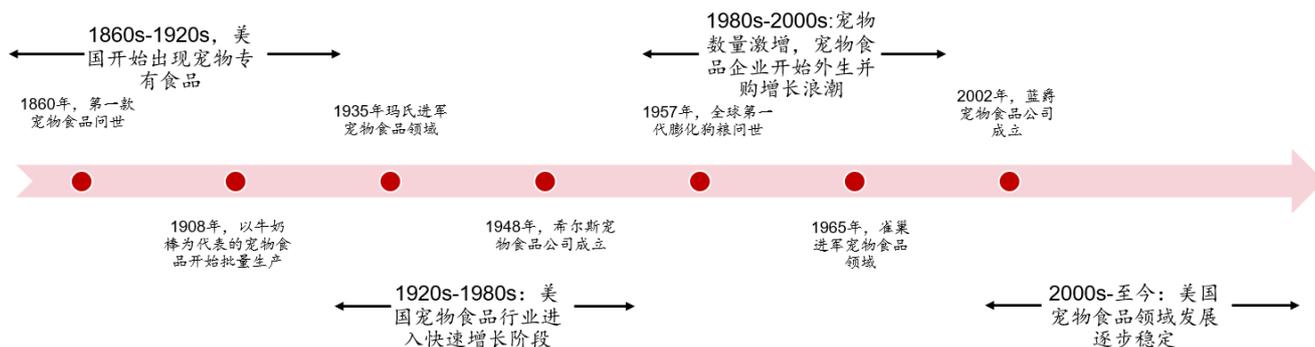
图表38：2018年，美国市场占比全球宠物食品市场 30% 以上



资料来源：Euromonitor，华泰证券研究所

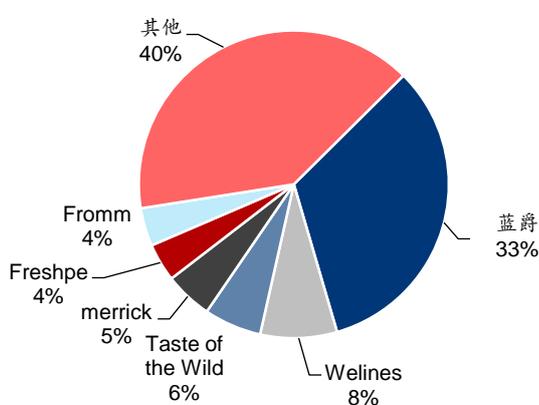
美国宠物食品行业经过四阶段的发展，形成了以玛氏和雀巢为龙头的两超多强、集中度较高的格局。目前，美国宠物食品市场的主要参与者分为三类，1) 以玛氏和雀巢为代表的跨国企业，几乎覆盖所有细分市场；2) 以希尔思、斯味可和蓝爵为代表的本土品牌，主攻宠物食品的细分领域，3) 以沃尔玛等超商为代表的自由品牌，以低价质优、性价比高受消费者青睐。

图表39： 美国宠物食品行业发展历程



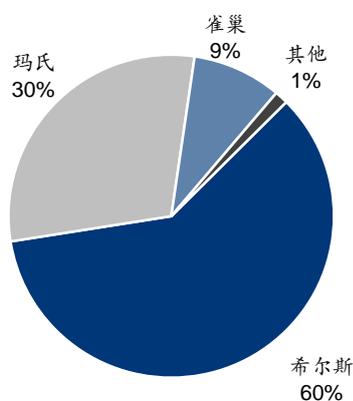
资料来源：公司官网，华泰证券研究所

图表40： 2017 年，蓝爵在天然食品市占率高达 33%



资料来源：APPA, 华泰证券研究所

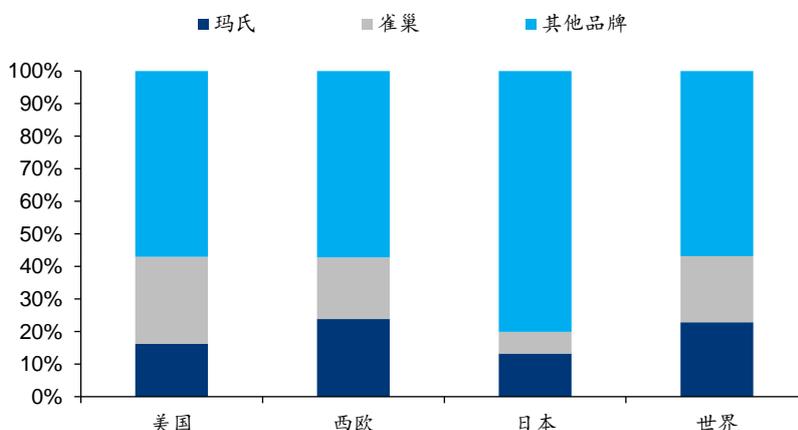
图表41： 2017 年，希尔斯在处方粮市占率高达 60%



资料来源：Euromonitor, 华泰证券研究所

玛氏作为宠物食品行业的第一大品牌，其宠物业务已经拥有多达 50 个子品牌，业务覆盖全球 55 个国家运营，2018 年公司宠物食品业务实现营业收入接近 200 亿美元，占全球市场份额 20%+。雀巢普瑞纳则是仅次于玛氏的第二大宠物食品行业龙头公司，拥有 67 个子品牌且品牌覆盖领域涵盖中高端和天然粮，其宠物食品业务在 2018 年营业收入高达 130 亿美元，以美国为主要销售市场。

图表42： 2018 年玛氏、雀巢瑞普纳在主要地区市占率



资料来源：Euromonitor, 华泰证券研究所

美国宠物食品已经朝着产品也朝着精细化、拟人化的方向发展。一方面，宠物食品不再仅仅关注安全、健康、卫生，更多细分功能营运而生：美毛、去泪痕、无麦麸等特色狗粮产品；另一方面，伴随着对环保和健康的重视，宠物食品也开始主打纯天然的概念，在宠物食品生产中减少副食品和防腐剂（内脏、皮毛、防腐剂、色素）的添加，其类型也不再是单一的全价狗粮，零食、保健品、半干粮等其他类型的宠物食品趋势渐起。

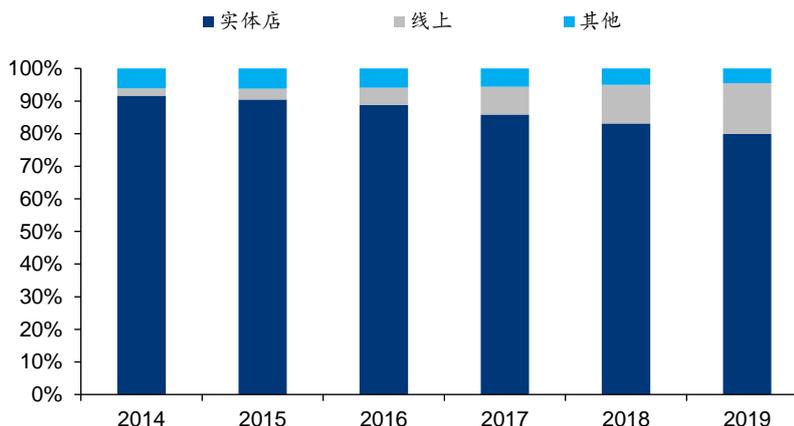
图表43： 美国宠物食品主打概念朝着拟人化、细分化发展

概念	特殊功能
毛色靓丽	通过摄入动物蛋白和植物蛋白相结合宠物粮产品，促进宠物血液循环通畅；另外通过添加软磷脂和鱼油等多种不饱和脂肪酸，补充营养，促进毛发生长。
除去宠物泪痕	减少宠物食品中食用色素、盐、油的添加，减少宠物水分流失
无麦麸	宠物食品的一大部分是狗粮，针对狗无法吸收淀粉酶的情况，在狗粮中去除谷物原料，并增加蔬菜水果等纤维素。
天然宠物食品	区别于传统宠物食品，天然宠物食品较少进行二次加工，直接用富含天然维生素的水果蔬菜等作为合成添加剂的取代。

资料来源：雀巢瑞普纳和蓝爵公司官网，华泰证券研究所

渠道方面，美国宠物市场以实体店销售为主要销售方式，互联网购物等新兴渠道对宠物食品影响较小，2018 年互联网零售占比仅在 10%左右，但伴随蓝爵等新兴品牌的突围，线上销售近年来增速较快，预计 2019 年线上销售占比将突破 15%。

图表44： 美国宠物食品销售以线下实体店为主



资料来源：Euromonitor，华泰证券研究所

欧洲宠物食品的销售方式仍然以线下实体店铺销售为主，但近年来线上销售增速较快，12-18 年复合增速达到 12%。日本宠物食品行业增长较为缓慢，整体市场规模基本维持不变，近 5 年的复合增速仅在 1%左右。渠道方面，日本的宠物食品销售也以实体店销售为主，2018 年实体店销售占比达 84.10%。

图表45: 西欧宠物食品行业销售以线下实体店为主



资料来源: Euromonitor, 华泰证券研究所

图表46: 日本宠物食品行业销售以线下实体店为主

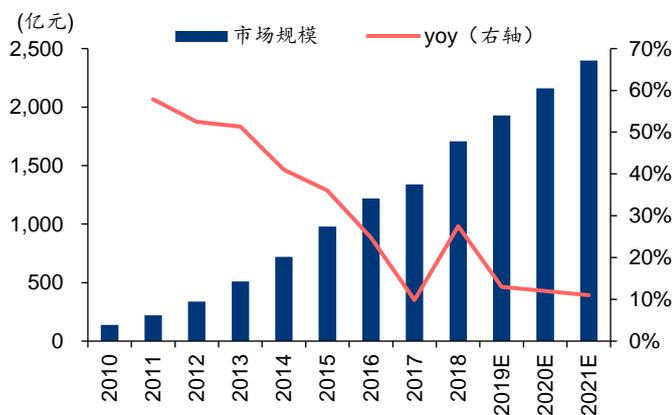


资料来源: Euromonitor, 华泰证券研究所

国内市场: 千帆竞发, 奋楫者先

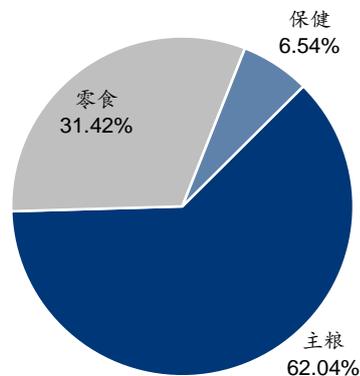
百亿宠物食品市场, 主粮品类是发展主力。自 2004 年起国内宠物食品行业逐步扩张, 2014 年我国宠物食品行业进入高速增长期, 宠物(犬猫, 下同)食品行业销售规模(出厂价计)从 45 亿增长至 2018 年的 170 亿左右, 复合增长率高达 30%。2014 年宠物数量出现较快增长, 截至 2018 年, 全国城镇共有 9149 万只狗和猫, 带动宠物食品行业整体高速发展。宠物食品主要分为宠物主粮, 零食以及保健品三部分, 其中, 宠物主粮出厂价口径的销售规模在 120 亿元左右, 宠物零食 30 亿元左右, 宠物保健品 20 亿元左右。

图表47: 中国宠物行业市场规模(犬猫)以较高增速增长



资料来源: 2018 年宠物行业白皮书, 华泰证券研究所

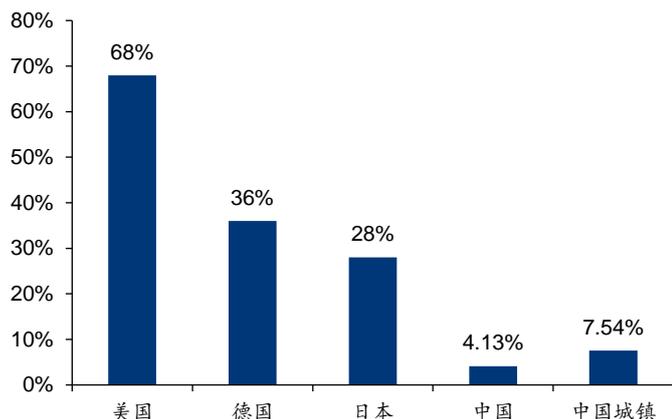
图表48: 2018 年, 宠物食品市场结构比例



资料来源: 2018 年宠物行业白皮书, 华泰证券研究所

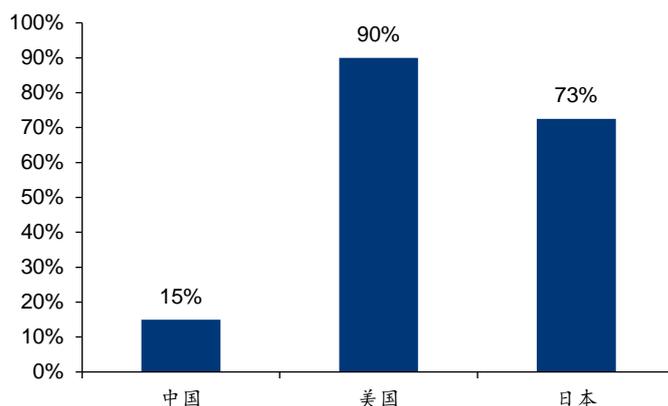
养宠率低、食品渗透率低, 横向对比仍有大成长空间。横向对比, 国内家庭养宠渗透率水平仍较低。从全国家庭总量角度看, 2018 年中国家庭养宠率约为 4.13%, 美国这一数字约为 68%, 日本在 30% 左右, 因此, 仅从家庭渗透率的角度考虑, 中国宠物市场至少还有 6 倍左右(以日本作参考)的成长空间。此外, 对比美、日, 宠物食品的渗透率仍处于低位。18 年, 国内宠物食品渗透率约为 15%, 而美国宠物食品渗透率高达 90%, 日本也达到 73%, 饲养者相关的科学饲养习惯的形成仍需要经过一定时期的培养。

图表49： 2018 年，国内外家庭养宠率对比



资料来源：宠物行业白皮书，华泰证券研究所

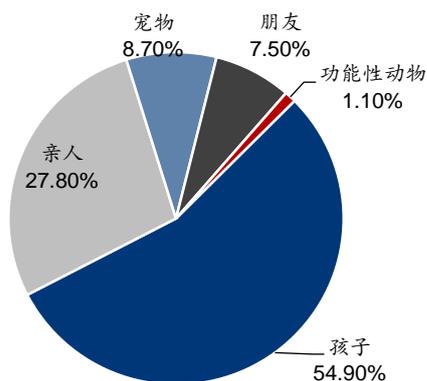
图表50： 2018 年，国内宠物食品渗透率仍远低于美国与日本



资料来源：Euromonitor，华泰证券研究所

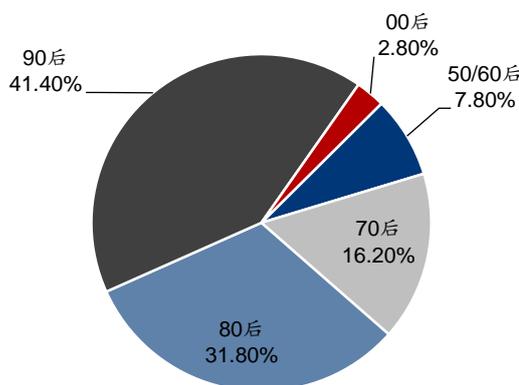
情感消费是深层驱动。目前宠物食品消费增量主要源于年轻消费群体，宠物成为情感寄托对象。目前我国养宠人群中 90 后人群占到 41.4%，80 后人群占到 31.8%，年轻的宠物饲养者对宠物健康和高科技宠物产品更关注，对科学养狗理念接受度高。同时，养宠人群更多是出于情感需求饲养宠物，54.9%的宠物饲养者将宠物视为孩子，27.8%的宠物饲养者将宠物当作亲人对待，宠物在家庭中的地位不断提高。

图表51： 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52： 2017 年，我国宠物饲养人群年龄构成

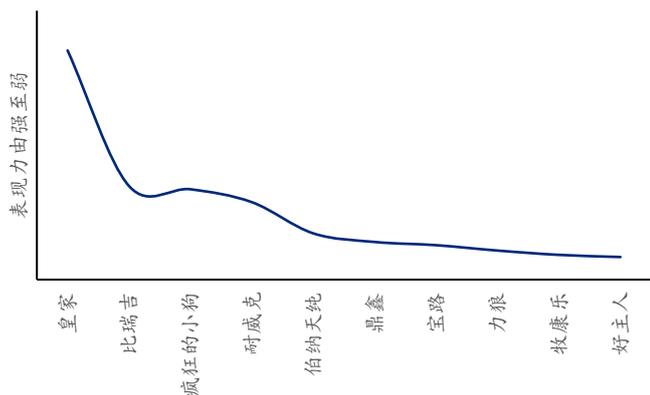


资料来源：中国产业信息网，华泰证券研究所

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。

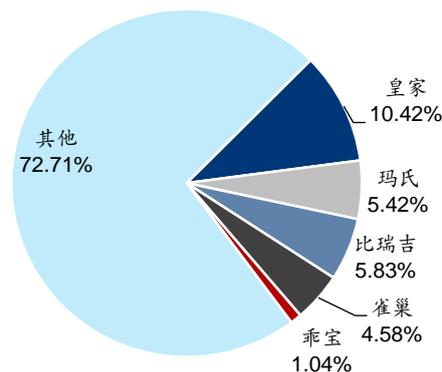
渠道优于品牌，线上先于线下。国内宠物主粮品牌认知度弱，曝光度是客户（流量）积累的首要因素。我国宠物食品行业仍处在发展初期，整体上，消费者对品牌的感知度弱（一线城市消费者认知度相对较好）。从产品力角度讲，国内宠物主粮厂家呈现“1+N”的竞争格局，即以法国皇家为主要代表的外资品牌占据宠物食品品牌的制高点，而消费者对国内其他厂商的品牌认知度比较差。由于宠物食品的购买者和体验者分离，这也决定了在行业发展初期，高性价比产品更能吸引入门级用户，在短时间内实现客户的初始积累。

图表53: 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

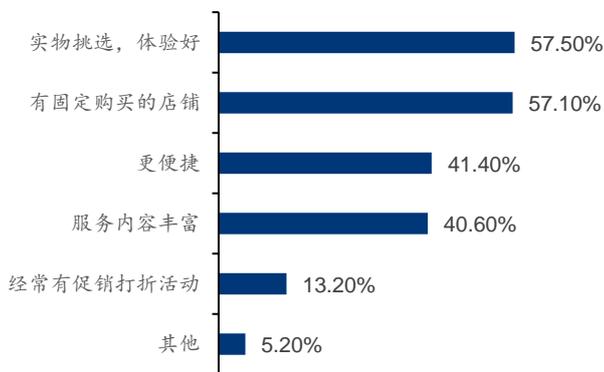
图表54: 国内宠物主粮市场中, 外资品牌市占率高



资料来源: 中国宠物行业协会, 华泰证券研究所

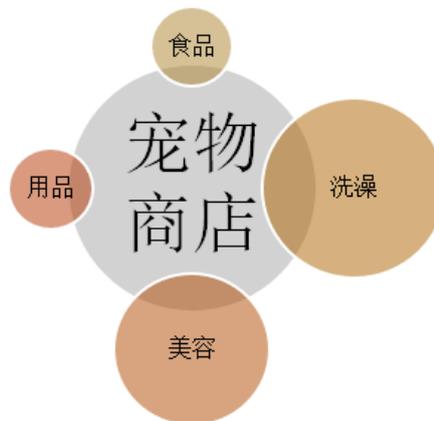
我们认为, 线下未来更多是品牌体验和终端配送。消费者在线下购买宠物产品的主要原因可以实物挑选、体验好, 这也是线下最大的优势。未来宠物店业态会向服务集中, 比如洗澡、美容等, 宠物食品更多是陈列展示。服务类需求对养宠者来讲是一种刚性需求, 宠物食品企业可以通过线下的铺货藉此实现产品曝光度的提升, 强化消费者的产品认知, 从而带来更多线上复购流量。此外, 宠物食品不像书籍等标准化产品, 其配送体验较差, 而未来宠物店可以扮演终端的配送角色。

图表55: 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56: 未来宠物店业态向服务端集中



资料来源:《2017 年宠物行业白皮书》, 华泰证券研究所, 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时期。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)。

投资建议

生猪养殖板块，随着春节消费的环比改善，生猪价格仍会继续攀高， β 属性仍未结束。在猪价继续冲高演绎的同时，我们认为，个股 α 机会将逐步显现，尤其是成本管控能力强、2020-21年生猪出栏量维持较大幅度增长的企业，我们重点推荐牧原股份等养殖龙头企业。

动物疫苗板块，当前国内生猪存栏已处于较低的水平，未来生猪存栏量将进入震荡回升阶段。受疫情防控、资金、管理等因素的影响，我们认为，本轮周期生猪产能恢复中，大型规模场的份额将较以往周期更大，国内养殖整体水平将较以往有较大幅度的提升。随着规模场占比提升，高端苗的需求也将随之走高。我们认为，本轮周期将带动国内动物疫苗步入市场化转型深水区。此外，国内动物疫苗企业也在通过自身研发、与国外合作等方式布局伴侣动物产品。我们重点推荐 β 属性与 α 属性兼有的中牧股份等国内动物疫苗企业。

风险提示

生猪价格下跌。受非洲猪瘟疫情影响，国内生猪价格已经突破历史高点，随着养殖盈利客观，不排除部分养殖户不顾疫情风险扩大生产，从而导致生猪价格存在下行的压力。生猪价格下行，一方面影响市场预期，另一方面会影响相关上市公司的实际盈利水平。

鸡价下跌。国内肉鸡价格与生猪价格正相关性较强，如果生猪价格出现下跌，肉鸡价格也会出现一定程度的下跌。此外，价格达到一定高度，会对消费产生压制，产生价格下行压力。价格下跌会对相关上市企业盈利产生不利影响。

口蹄疫市场苗渗透率提高不及预期。随着未来生猪出栏量的恢复，如果恢复的主力仍以散户为主，由于散户整体防疫理念不强，存在口蹄疫市场苗渗透率提高不及预期的风险，进而会对相关上市公司业绩兑现产生不利影响。

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