

养殖高景气周期下半场，后周期及种植链接棒

——农林牧渔行业 2021 年年度策略报告

投资观点

养殖：高景气周期开启下半场

1) 生猪养殖：产能恢复，成长型企业优势凸显

生猪产能逐步恢复且新建产能释放，预计 2021 年价格将开启下跌通道。在周期下行趋势中，只有出栏快速增长且成本控制优异的企业才能实现规模和盈利的持续增长。

投资建议：板块的投资逻辑从价格驱动转向业绩、成长驱动。重点推荐出栏增长迅速及成本优势明显的龙头企业：牧原股份；另出栏增长高及成本有望快速下降的：温氏股份、新希望、正邦科技等表现值得期待；唐人神、金新农、天康生物等弹性标的亦可关注。

2) 禽养殖：开启去产能周期

祖代引种及肉鸡养殖量均处于高位，且随着生猪供给进一步恢复，鸡肉的替代性需求将进一步减弱。供需矛盾显现，产能缓慢去化，禽产业链持续调整。

投资建议：禽产业链公司 2021 年依然面临较大业绩压力，2021 年机会在于：超跌反弹、价格波动带来的阶段机会。一体化养殖企业业绩稳健，重点推荐圣农发展、仙坛股份；育种企业业绩弹性高，重点推荐益生股份、民和股份。

疫苗：养殖后周期，行业继续向好

2020 年行业拐点显现，2021 年持续向好。1) 猪用疫苗：生猪存栏不断回升，需求持续向好；同时规模化养殖倒逼行业集中度、渗透率提升。2) 禽用疫苗：维持高景气。禽养殖量依然高位，疫苗需求有支撑；同时产品升级带动禽苗价格上涨。

投资建议：口蹄疫疫苗龙头且产品竞争力强的生物股份、央企动保龙头中牧股份、研发能力突出的普莱柯以及禽用疫苗龙头瑞普生物。

种植产业链：粮食安全引重视，关注生物育种

疫情在全球蔓延及自然灾害频发，全球农产品生产供应、贸易产业链受到较大冲击。虽然我国口粮已基本实现自给自足，仅大豆等部分品种依赖进口，但需重视我国粮食的长远安全问题。解决种子问题是实现粮食安全的核心，当前我国正在加速推进转基因种子商业化进程，将为种子行业带来新的发展机遇。

投资建议：生物育种市场潜力大、技术壁垒高，突出的研发实力是占据种子市场的关键。建议关注：生物育种龙头企业大北农、种业龙头隆平高科和荃银高科，同时杂交玉米种业龙头登海种业亦将受益。

风险分析：需求不及预期风险、发生疫情风险、原材料价格波动风险。

农林牧渔

买入（维持）

作者

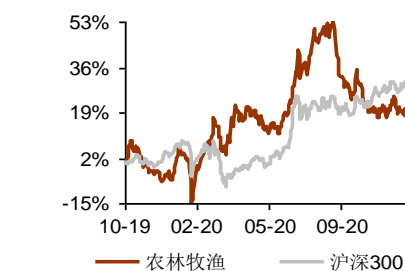
分析师：王琦

执业证书编号：S0930517120001

021-52523836

wangqi16@ebscn.com

行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

投资聚焦

研究背景

在经过 2019 年农业板块大涨后，2020 年市场对于农业板块的投资机会趋于更加理性。

1) 禽畜养殖板块：2020 年核心逻辑由价格驱动转为业绩推动，且随着各上市公司业绩的兑现，市场对于养殖行业目前所处的周期位置产生了较大分歧。

2) 种植产业链：由于疫情、极端天气等多种因素影响，全球粮食安全受到威胁。我国虽然目前主粮安全有保障，但为保障国家战略安全，多番提出相关保障粮食安全、种子问题等政策和方针。粮食安全问题成为了 2020 年以来全球各国的关注重点之一。

我们区别于市场的观点

2020 年农业板块表现有所分化，随着周期逐步见顶，养殖板块投资热度下降，而粮食安全成为市场关注重点之一。本篇报告从供给、需求、价格等多方面综合，判断行业周期目前所处位置。

1、养殖产业链：生猪存栏恢复速度超预期，2021 年生猪价格进入下行通道为周期必然趋势。但这并不意味着生猪养殖企业盈利将大幅下降，量的增加及成本的降低都将弥补价格的损失，故成长型养殖企业 2021 年表现依然值得期待。

2、种植产业链：我们分析了我国主要粮食作物供给、需求及库存情况，认为目前我国粮食安全整体是有保障的；但疫情和自然灾害会造成全球农产品供应链波动，为保障我国粮食供给的长久稳定，发展生物育种势在必行。目前我国玉米、大豆转基因种子商业化正在快速推进，亦将给研发实力突出的企业带来新一轮发展机遇。

投资观点

养殖：进入下行周期，价格驱动转变为业绩驱动。1) 生猪：产能逐步恢复且新建产能释放，预计 2021 年价格将开启下跌通道。在周期下行趋势中，只有出栏快速增长且成本控制优异的企业才能实现企业规模和盈利的持续增长。2) 禽：祖代引种及肉鸡养殖量均处于高位，且随着生猪供给进一步恢复，鸡肉的替代性需求将进一步减弱。供需矛盾显现，产能缓慢去化，禽产业链持续调整。

疫苗：2020 年行业拐点显现，2021 年持续向好。1) 猪用疫苗：生猪存栏不断回升，需求持续向好；同时规模化养殖倒逼行业集中度、渗透率提升。2) 禽用疫苗：维持高景气。禽养殖量依然高位，疫苗需求有支撑；同时产品升级带动禽苗价格上涨。

种植：疫情在全球蔓延及自然灾害频发，全球农产品生产供应、贸易产业链受到较大冲击。虽然我国口粮已基本实现自给自足，仅大豆等部分品种依赖进口，但需重视我国粮食的长远安全问题。解决种子问题是实现粮食安全的核心，当前我国正在加速推进转基因种子商业化进程，将为种子行业带来新的发展机遇。

目录

1、行业市场表现及投资策略	6
1.1、2020年：中间高两头低.....	6
1.2、投资策略	7
2、生猪：周期见顶	8
2.1、产能恢复超预期	8
2.2、价格趋势下行.....	10
2.3、成本控制成为行业竞争的核心.....	12
2.4、投资策略	15
3、禽：产能持续去化	16
3.1、产能缓慢去化，替代性需求减少.....	16
3.1.1、供给过剩展现，产能缓慢去化.....	16
3.1.2、替代性需求减少.....	17
3.2、价格承压，产业链持续调整.....	18
3.3、投资策略	20
4、疫苗：需求恢复，继续向好	22
4.1、猪用疫苗：2020年见底回升，2021年更加向好	22
4.1.1、需求好转，行业见底回升	22
4.1.2、非瘟疫苗：商业化尚待时日，市场潜力大.....	23
4.2、禽用疫苗：持续高景气，量价齐升	24
4.3、投资策略	25
5、种植：粮食安全引重视，关注生物育种	26
5.1、粮食安全，粮价上涨.....	26
5.1.1、主粮安全有保障，玉米、大豆价格上涨.....	26
5.1.2、粮食安全引重视，防患于未然	32
6、关注生物育种	34
6.1、生物育种优势明显.....	34
6.2、我国积极推进生物育种商业化.....	34
6.3、我国生物育种潜力空间大.....	35
6.4、投资建议	37
7、投资建议	37
8、风险分析	38

图目录

图 1: 2020 年, 农林牧渔行业表现中间高两头低 (%)	6
图 2: 2020 年申万一级行业涨跌幅 (%)	6
图 3: 2020 年, 农林牧渔板块各子行业表现 (%)	7
图 4: 能繁母猪存栏恢复	8
图 5: 20 年 1-3Q9 家生猪养殖企业在建工程同比大幅增长	9
图 6: 20 年 1-3Q9 家生猪养殖企业生产性生物资产同比大幅增长	9
图 7: 9 家主要生猪养殖企业生猪出栏量在全国的占比	10
图 8: 全国生猪价格	11
图 9: 生猪定点屠宰企业屠宰量上升	11
图 10: 9 家生猪养殖企业累计收入同比大增	12
图 11: 9 家生猪养殖企业累计归母净利大增	12
图 12: 自繁自养与外购仔猪养殖利润差距扩大	13
图 13: 饲料价格上涨	14
图 14: 2020 年祖代更新量依然处于高位	16
图 15: 祖代存栏高位小幅下滑	17
图 16: 父母代种鸡存栏高位	17
图 17: 2020 年鸡苗价格大幅下降	19
图 18: 2020 年毛鸡价格整体下跌	19
图 19: 我国兽用生物制品销售额	22
图 20: 猪用疫苗销售额	23
图 21: 6 家猪用疫苗为主的上市公司营收增速	23
图 22: 6 家猪用疫苗为主的上市公司归母净利增速	23
图 23: 禽用疫苗销售额	25
图 24: 我国粮食产量	26
图 25: 2019 年我国粮食产量构成	26
图 26: 我国稻谷供给大于需求	27
图 27: 我国稻谷库存高位	27
图 28: 我国小麦产量	27
图 29: 我国小麦库存高位	27
图 30: 我国大豆产量有所增长	28
图 31: 我国大豆依赖进口	28
图 32: 我国大豆大量进口	28
图 33: 我国大豆库存消费比低位	29
图 34: 2019 年我国大豆进口主要来源国	29
图 35: 大豆进口价格	30
图 36: 我国玉米产量及消费量情况	30
图 37: 我国玉米产量及消费量情况	31
图 38: 我国玉米进口量	31

图 39: 2020 年玉米价格大幅上涨.....	32
图 40: 全球食物不足人口增加.....	32
图 41: 2016 年后, 我国粮食种植面积减少.....	33
图 42: 转基因种子优势.....	34
图 43: 转基因作物品种商业化程序.....	34
图 44: 全球转基因作物播种面积.....	35
图 45: 种植转基因作物国家数量.....	35
图 46: 2019 年主要转基因作物占比.....	36
图 47: 中国种子市场规模.....	36
图 48: 中国转基因作物种植面积.....	37

表目录

表 1: 9 家主要生猪养殖企业生猪出栏情况.....	9
表 2: 主要生猪养殖公司当前育肥成本及成本目标.....	14
表 3: 生猪产业链重点推荐公司.....	15
表 4: 不同猪肉缺口下, 鸡肉替代需求量测算.....	18
表 5: 禽产业链重点推荐公司.....	20
表 6: 圣农发展盈利预测与估值简表.....	20
表 7: 仙坛股份盈利预测与估值简表.....	21
表 8: 民和股份盈利预测与估值简表.....	21
表 9: 益生股份盈利预测与估值简表.....	22
表 10: 非洲猪瘟疫苗上市初期, 政府招采规模测算.....	24
表 11: 全部市场化条件下, 非洲猪瘟疫苗市场规模测算.....	24
表 12: 动物疫苗产业链重点推荐公司.....	25
表 13: 我国主要粮食品种产量及库存情况.....	27
表 14: 行业重点上市公司盈利预测、估值与评级.....	39

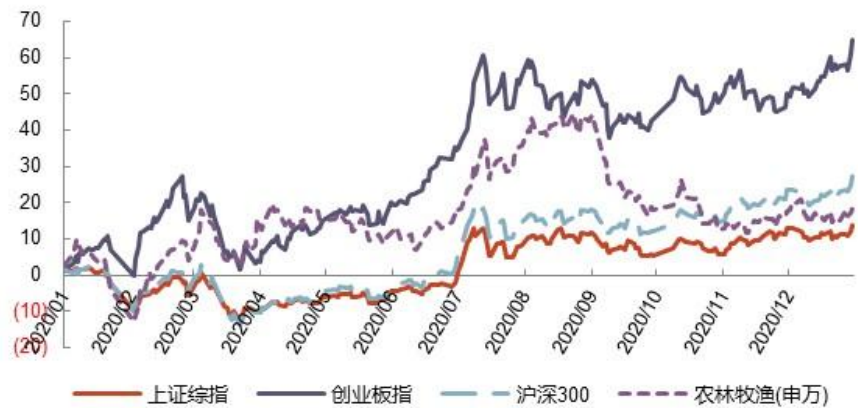
1、 行业市场表现及投资策略

1.1、 2020 年：中间高两头低

2020 年以来，农林牧渔板块整体略微跑赢大盘。2020 年全年，农林牧渔（申万）行业指数累计上涨 18.29%，而沪深 300、上证综指分别上涨 27.21%、13.87%。

2020 年农林牧渔板块走势呈两头低中间高。上半年农业板块整体略好于沪深 300、上证综指，因猪价高位、粮油安全引市场关注等多种因素共同推动。3 季度生猪板块利润兑现，部分上市公司业绩大幅超预期，推动板块高涨；而四季度以来由于生猪产能恢复势头明确，市场担心养殖进入下行周期，从而压制了板块估值。

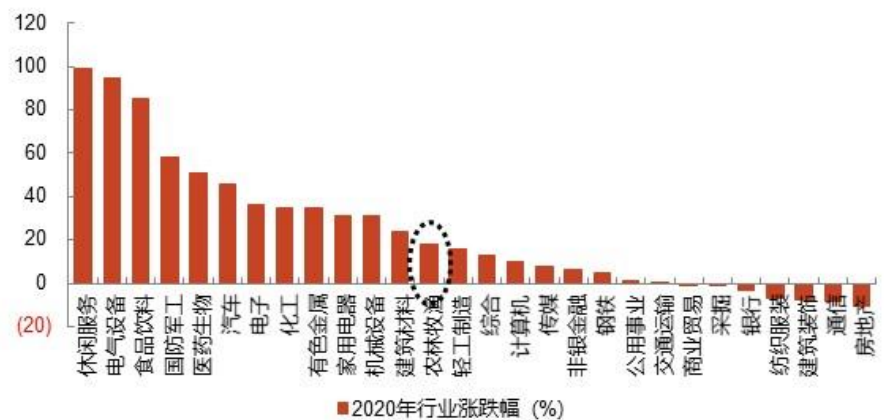
图 1：2020 年，农林牧渔行业表现中间高两头低（%）



资料来源：wind，光大证券研究所整理，数据截至 2021 年 1 月 25 日。

从行业维度来看：2020 年，农林牧渔在申万 28 个子行业中涨幅排名第 13 位，表现中等。前三季度农业板块表现突出，后随着生猪价格调整，市场担忧行业进入下行周期，四季度以来农业板块调整较多。

图 2：2020 年申万一级行业涨跌幅（%）



资料来源：wind，光大证券研究所整理

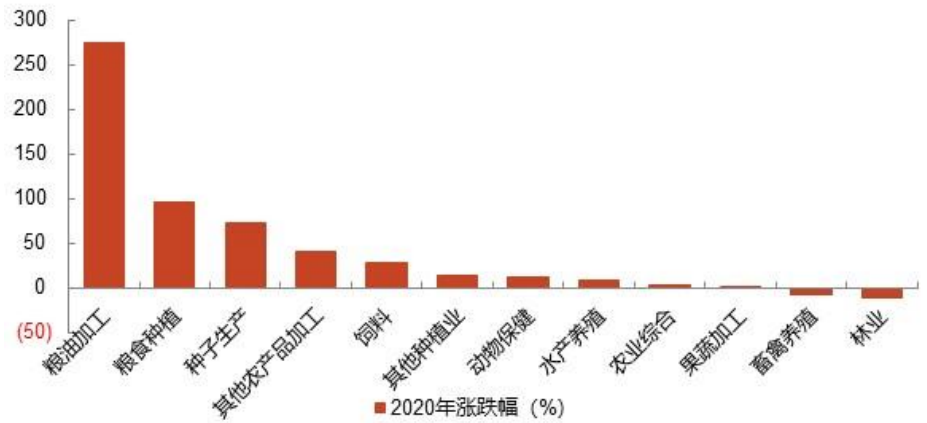
从细分子行业来看，

1) 粮油加工、粮食种植、种子生产表现突出，因新冠疫情在全球范围内快速蔓延，粮油安全受到极大关注。

2) 饲料板块涨幅居前主因当前主要饲料企业均已向生猪养殖行业发展，而市场普遍认为 2020 年将为利润大增年份。

3) 动物保健板块亦涨幅较为明显，因行业改善逻辑逐步得到市场认可。

图 3：2020 年，农林牧渔板块各子行业表现 (%)



资料来源：wind，光大证券研究所整理

1.2、投资策略

2020 年农业板块表现有所分化，随着周期逐步见顶，养殖板块投资热度下降，而粮食安全成为市场关注重点之一。2021 年这一趋势将更加明显：

1、养殖：进入下行周期，价格驱动转变为业绩驱动。1) 生猪：产能逐步恢复且新建产能释放，预计 2021 年价格将开启下跌通道。在周期下行趋势中，只有出栏快速增长且成本控制优异的企业才能实现企业规模和盈利的持续增长。2) 禽：祖代引种及肉鸡养殖量均处于高位，且随着生猪供给进一步恢复，鸡肉的替代性需求将进一步减弱。供需矛盾显现，产能缓慢去化，禽产业链持续调整。

2、疫苗：2020 年行业拐点显现，2021 年持续向好。1) 猪用疫苗：生猪存栏不断回升，需求持续向好；同时规模化养殖倒逼行业集中度、渗透率提升。2) 禽用疫苗：维持高景气。禽养殖量依然高位，疫苗需求有支撑；同时产品升级带动禽苗价格上涨。

3、种植：疫情在全球蔓延及自然灾害频发，全球农产品生产供应、贸易产业链受到较大冲击。虽然我国口粮已基本实现自给自足，仅大豆等部分品种依赖进口，但需重视我国粮食的长远安全问题。解决种子问题是实现粮食安全的核心，当前我国正在加速推进转基因种子商业化进程，将为种子行业带来新的发展机遇。

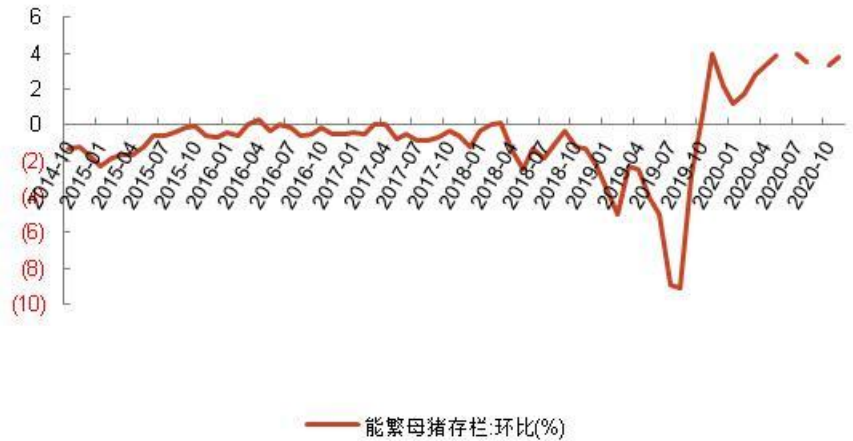
2、 生猪：周期见顶

2.1、 产能恢复超预期

非洲猪瘟给行业造成巨大损失，但在政策、资金、技术等多方支持下，我国生猪存栏自 2019 年四季度开始触底回升。我国能繁母猪存栏自 2018 年 4 月开始持续环比下滑，2019 年 10 月触底，随后持续环比回升。

行业产能恢复势头强劲。根据农业农村部数据，11 月份能繁母猪存栏环比增长 3.8%，同比增长 31.2%，已连续 6 个月正增长；生猪存栏环比增长 4.3%，同比增长 29.8%，已连续 5 个月正增长。11 月末全国能繁母猪存栏超过 4100 万头、生猪存栏超过 4 亿头，生猪产能已恢复到 2017 年底的 90% 以上。已有 23 个省份提前完成产能恢复任务目标，全国生猪存栏最迟至 21 年上半年就会恢复到常年水平。

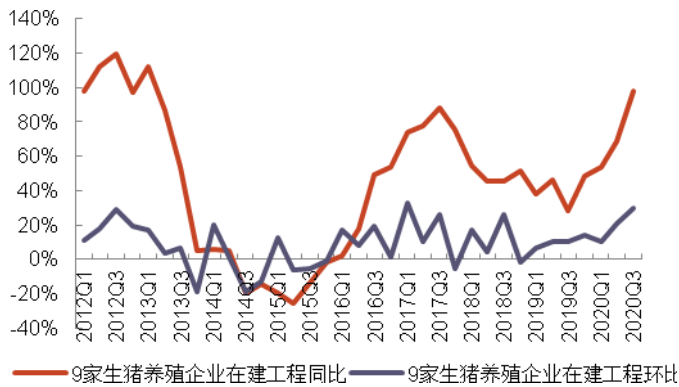
图 4：能繁母猪存栏恢复



资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至 2020 年 11 月

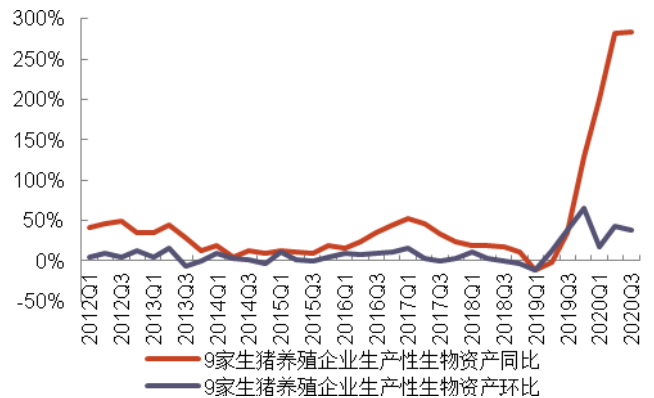
企业复产积极，在高额利润、政策扶持等推动下，资金、技术等优势明显的龙头企业积极扩产。尤其自 2019 年三季度以来，上市公司通过三元留种等多种措施积极储备种猪产能。以 9 家主要生猪养殖上市公司为例（具体见表 1），2019 年 Q4 至 2020 年 Q3，9 家公司的总在建工程每一季度末的同比增加依次为 48.53%、53.52%、68.67%和 97.93%；生产性生物资产每一季度的同比增速分别为 129.47%、201.32%、282.36%和 283.95%。上市公司积极恢复并拓展产能，为行业从周期产能底部快速走出做出重大贡献。

图 5: 20 年 1-3Q9 家生猪养殖企业在建工程同比大幅增长



资料来源: wind, 光大证券研究所整理

图 6: 20 年 1-3Q9 家生猪养殖企业生产性生物资产同比大幅增长



资料来源: wind, 光大证券研究所整理

产能提升已有所体现。主要生猪养殖企业对非瘟应对已积累较多经验, 2019 年三季度起, 开始积极复产、储备产能。2020 年上半年, 生猪出栏量已在缓慢增加, 2020 年三季度起, 主要生猪养殖企业出栏量开始明显增加。2020 年 9 家主要生猪养殖企业累计出栏量达 5361 万头, 同比 2019 年增长 21.2%。其中仅温氏股份生猪出栏量同比下降, 牧原股份、新希望、正邦科技等大型企业累计出栏量同比均增长 50% 以上。

预计 2021 年出栏量会快速增长。非瘟虽然给行业带来巨大损失, 但也给行业带来新的发展机会, 紧张的供给及猪价高位激励着企业快速扩大产能。头部企业自 2019 年 3 季度后开始复产并大规模新增产能, 一方面是由于应对非瘟已经有了较多经验, 已可应对疫情影响; 另一方面规模化养殖优势更加突出, 行业集中度大幅提升。

以牧原股份为例, 公司已储备超过 8,000 万头左右生猪产能对应的土地, 2020 年底产能可以到达 5000 万头左右。同时目前新希望、正邦科技、天邦股份等企业均已公告 2021 年出栏目标, 其较 2020 年出栏量有翻倍增长。2021 年将是验证各上市公司产能建设成果的一年。虽然生猪价格整体有所回落, 但生猪出栏量的快速增长, 将使各上市公司业绩依然靓丽。

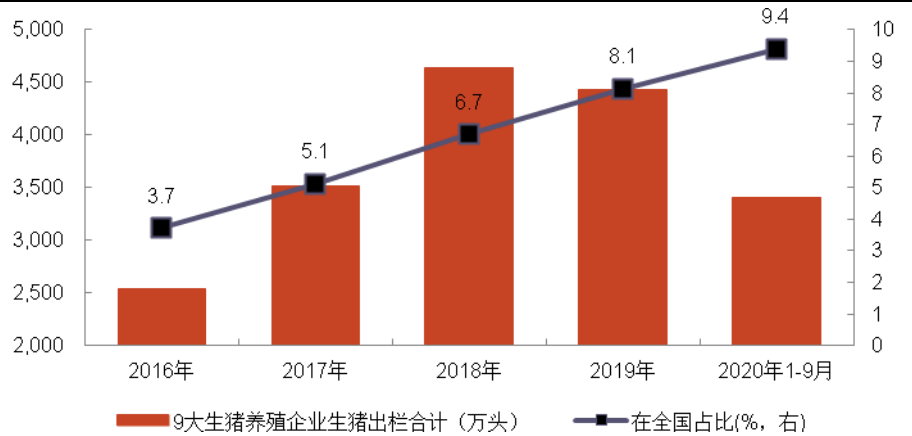
表 1: 9 家主要生猪养殖企业生猪出栏情况

公司	2019 年出栏量 (万头)	2020 年生猪出栏量 (万头)			2020 年全年出 栏量	2020 年出栏同 比 (%)	2021 年出栏目 标 (万头)
		10 月	11 月	12 月			
牧原股份	1025.3	151.6	207.6	264.1	1811.4	76.7	--
温氏股份	1851.7	75.3	83.8	89.0	954.6	-48.4	--
新希望	355.0	91.2	138.5	165.8	829.3	133.6	2500-3000
正邦科技	578.4	123.8	105.5	134.2	956.0	65.3	2500
天邦股份	243.9	34.7	43.9	26.7	307.8	26.2	700-800
大北农	162.8	17.5	23.8	33.3	185.0	13.6	500+
天康生物	84.3	15.2	18.0	24.4	134.5	59.6	200
唐人神	83.9	13.3	14.8	16.1	102.4	22.1	--
金新农	39.5	15.6	12.5	18.9	80.4	103.2	150
合计	4424.9	538.1	648.5	772.4	5361.3	21.2	

资料来源: Wind, 公司公告, 光大证券研究所整理

本轮非瘟疫情在给行业造成重大损失的同时，亦给行业内优质企业带来新的机遇，塑造了新的产业格局，规模化生产占比快速提升。根据农业部数据，预计2020年生猪养殖规模化率能够达到57%左右，比2019年提升4个百分点，大大高于常年2个百分点的速度。上市公司作为行业发展的领军企业，在本轮周期中，其市场份额也快速提升，2016年9家上市公司出栏总额为2542万头，占全国的3.7%；到2019年出栏总额为4426万头，占全国市场份额的8.1%；而2020年前三个季度进一步快速提升，9家上市公司出栏总额为3402万头，占比达9.4%；四季度为上市公司生猪出栏的高峰期，预计其占比会进一步提升。

图7：9家主要生猪养殖企业生猪出栏量在全国的占比



资料来源：wind，光大证券研究所整理

2.2、价格趋势下行

由于供给依然短缺，2020年全年生猪价格整体维持高位，全年均价约35元/公斤左右。短期来看，在经过2020年9-10月的季节性调整后，11月以来生猪价格快速上涨，截至2021年1月10日，全国均价已达36.80元/公斤。在生猪供应逐步上升的同时，价格大幅上涨，超出了部分投资者原有预期。我们认为其主要原因有：

- 1) 季节性需求推升价格。入冬较早，且当前天气相对寒冷，消费者制作腊肉、香肠等时间相对较早。且20年猪肉价格相对19年同期价格较低，会更加推升制作腊味的需求，因而使得旺季需求更进一步。
- 2) 政策导致的阶段性、地区性供应调整。2016年11月16日，《关于印发中南区生猪调运管理办法、动物及动物产品指定通道检查站规范化建设指引和指定通道检查站名单的通知》发布，规定中南区将于2020年11月30日起，全面禁止非中南区的生猪(种猪、仔猪除外)调入中南区，中南区内原则上不进行生猪(种猪、仔猪除外)跨省(区)调运。禁止活猪调运的中南六省中包括广东、福建、海南等调入大省，而从掉猪变成“掉肉”需要设备、冷链等多方资源，故该政策可能引起区域内短期一定程度的供给波动。

图 8：全国生猪价格



资料来源：wind，光大证券研究所整理 截至 2021 年 1 月

从供给端来看，全国生猪产能的恢复已经势不可挡。目前全国生猪供应的增加已经有较为明显的体现，除价格侧面反映外，生猪屠宰量也自 2020 年 7 月起快速增长。截止 12 月份，全国定点屠宰企业生猪单月量达 2060 万头，为 2019 年 2 月以来单月最高屠宰量。随着生猪产能、供应的提升，预计屠宰企业开工率还会进一步提升。

图 9：生猪定点屠宰企业屠宰量上升



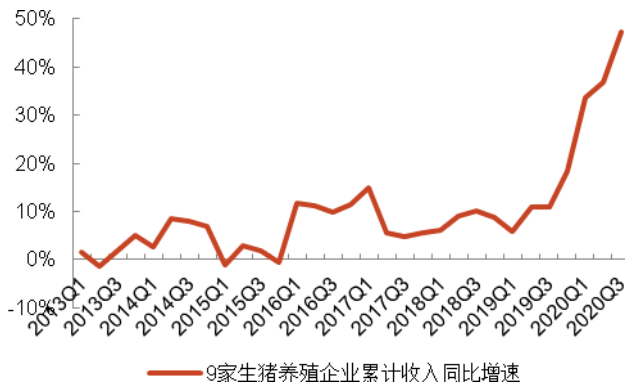
资料来源：wind，光大证券研究所整理 截至 2020 年 12 月

生猪供给恢复趋势势不可挡，本轮猪周期高点已过，我们预计 2021 年生猪价格将进入下降通道。短期来看，受腌腊需求等因素带动，1 月迎来传统春节消费旺季，预计猪价仍将维持相对强势，节后生猪价格将较快回落。长周期来看，随着生猪产能的恢复，2021 年全国生猪供应大概率恢复常态，我们预计 2021 年生猪均价在 20-23 元/公斤，前高后低，行业盈利水平将较 2020 年大幅收窄。2022 年进入近年新建产能释放的高峰期，生猪均价将进一步降低，企业间博弈愈加激烈。

2.3、 成本控制成为行业竞争的核心

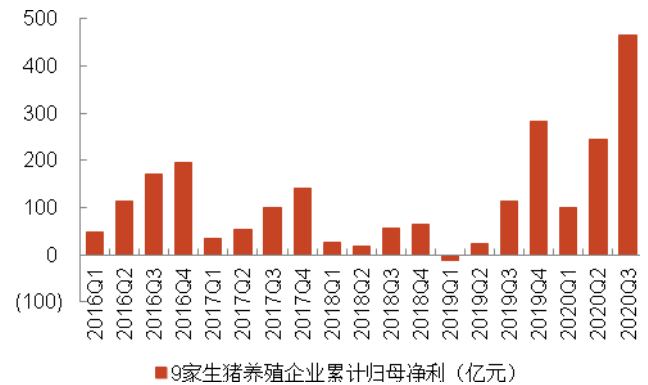
本轮猪周期高点已过，并逐步进入尾声阶段，价格高企推动行业利润快速增加。2020 年为主要上市公司利润兑现的关键节点，主要上市公司利润均已达到历史新高。而在周期下行趋势明朗背景下，2021 年行业高额利润能否持续，成为市场关注的焦点，也是压制板块估值的核心。

图 10：9 家生猪养殖企业累计收入同比大增



资料来源：wind，光大证券研究所整理

图 11：9 家生猪养殖企业累计归母净利润大增



资料来源：wind，光大证券研究所整理

我们可以简单地用公式来测算生猪养殖企业利润=（价格-成本）*出栏数量，价格、成本、出栏量是决定企业利润的核心因素，企业间竞争的重点亦围绕着这三方面来展开。2021 年在价格向下趋势明显，而出栏量则与前期产能储备相关前提下，成本控制成为养殖企业的竞争重点。

1、价格：趋势向下

能繁母猪存栏、屠宰量等多个指标已表明生猪产能恢复已十分明确，且 2021 年其恢复速度将更加迅速。短期内，猪肉的需求不会发生重大变化，而供给紧张大幅缓解将拉低价格，2021 年生猪价格下降为大势所趋。

2、出栏量：2021 年主要上市公司出栏节奏加快，以量补价

自 2019 年四季度以来，产业内积极拓展产能，一方面通过三元转能繁等储备种猪产能，另一方面在高额猪价的刺激下，各大企业积极新建产能，除了并购、与各地政府合作等方式，牧原股份、正邦科技、新希望等利用上市公司优势，公开募集资金支持产能进一步提升。例如，新希望、正邦科技、天邦股份等已公布 2021 年出栏目标，其均较 2020 年翻倍增长（具体见表 1）；行业龙头牧原股份、温氏股份等虽暂时未公开 2021 年规划，但目前其种猪存栏、新建产能均已大幅增长，而这部分产能均将自 2021 年陆续释放。

整体看，虽然非瘟威胁依然存在，但相较于 2019、2020 年主要上市公司出栏量增长的确性已大幅提高，一方面因非瘟已经进入中国两三年，主要企业已积累了丰富的经验，虽然目前尚无有效疫苗，但通过拔牙等生物防疫手段可及时发现并阻止疫情的传播，把损失控制在最小范围内；另一方面 2021 年出栏量主要依赖于前期种猪、猪场等储备，而大多数企业自 2019 年四季度起即已开始着手准备，并在 2020 年有着大量的积累。

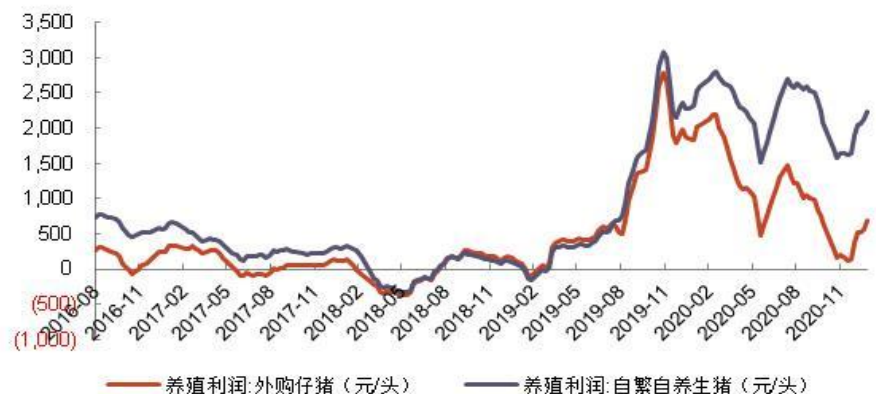
3、成本控制为本轮竞争关键

非瘟在最开始之际造成了全行业的重大损失，随着企业应对经验的丰富、行业内产能逐步恢复，各企业间养殖技术的差异亦逐步体现出来，各企业间的成本距离逐步扩大（具体见表2），如目前牧原股份生猪养殖成本仅为14-15元/公斤；而正邦科技与天邦股份的养殖成本超20元/公斤。

降低生猪养殖成本是当前企业的核心目标之一，但同时亦面临众多困难和挑战：

- 1) 非洲猪瘟威胁依然存在，目前尚无有效疫苗，生物防控是目前主要手段，企业需时刻防范疫情卷土重来。且为防范疫情，企业需在管理、人力、设备、疫苗等多方面增加投入，进一步增加成本。
- 2) 目前行业内三元母猪比例依然较高，影响繁殖效率。为快速恢复产能，2019年四季度起，行业内存在大量的三元母猪转能繁。根据涌益咨询调研数据显示：2019年7月二元能繁占比90%，三元能繁占比10%，2020年5月二元能繁占比降至53%，三元能繁占比大幅提升至47%。一般情况下，二元母猪PSY在20以上，而三元回交母猪PSY在15左右，三元母猪比例高位将大幅拉低行业生产效率。
- 3) 外购仔猪利润将明显下降，是否拥有育种技术意义重大。我国种猪供应整体依然短缺，而育肥相对育种的技术、资金等门槛相对更低，业内育肥场复产积极，需要大量仔猪，故仔猪价格相对肥猪价格更为坚挺。在猪价格趋势性下滑背景下，外购仔猪育肥的利润将进一步压缩。

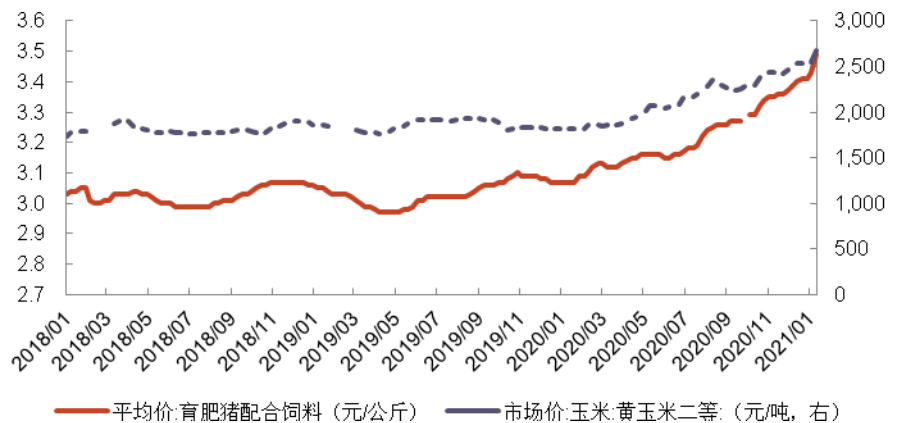
图 12：自繁自养与外购仔猪养殖利润差距扩大



资料来源：wind，光大证券研究所 截至 2020 年 11 月

- 4) 饲料价格上涨进一步推升成本。受产地天气、去库存等影响，2020 年我国玉米供需缺口显现，玉米价格大幅上涨。四季度，随着南美新冠疫情发酵、天气影响等，再度迎来豆粕的快速上涨。多种原材料价格大幅上涨，叠加国内生猪产能恢复拉动需求，2020 年饲料价格多次上涨。根据 wind 数据，从 2020 年初到年末，育肥猪配合饲料上涨了 23% 至 3.25 元/公斤。

图 13: 饲料价格上涨



资料来源: wind, 光大证券研究所整理 截至 2020 年 12 月

主要企业均致力于降低成本。降低成本是目前行业内主要挑战,亦是抵御周期波动的核心要素之一,目前已有部分猪企公布 2021 年的成本控制目标。如,牧原股份当前养殖成本已处于行业领先,其表示将进一步降至 11.5-11.8 元/公斤;温氏股份计划通过控制猪苗成本、优化饲料配方、控制代言费用等多种手段,使养殖成本逐步降低。

表 2: 主要生猪养殖公司当前育肥成本及成本目标

代码	公司	生猪养殖成本情况	养殖成本目标	降低成本的方法
300498.SZ	温氏股份	2019 年全年育肥猪综合全成本约 14.6 元/公斤; 2020 年初育肥猪出栏成本大概在 16 元/公斤左右	公司 2020 年 4 月预计接下来几个季度养猪完全成本会逐步回归到合理水平	<ol style="list-style-type: none"> 1) 降低猪苗成本。强化生物安全防疫工作,提高产出; 2) 优化饲料配方,降低饲料成本。通过成本控制,尽可能对冲原料价格上涨对生产成本的影响; 3) 平衡公司与合作养殖户收益,代养费控制在合理水平; 4) 规范管理药物使用; 5) 控制费用开支。
002714.SZ	牧原股份	2020 年第一季度的成本超过 15 元/公斤,主要原因是一季度出栏量较低,且涉及到管理费用摊销等,第二季度开始成本有所下降,三季度单位成本约 14 元/公斤。	预计四季度的单位成本维持在 14-15 元/kg 的水平。公司表明未来要通过智能化升级产业降低成本降低至 11.5-11.8 元/公斤	<ol style="list-style-type: none"> 1) 运用智能化养殖:改善猪群生长的健康环境,减少人员进出带来的生产风险,提高效率、降低生产成本; 2) 生产管理相对提升、销售结构调整; 3) 新人员业务水平的提升、新猪舍使用性能的优化。
002157.SZ	正邦科技	2020 年第三季度,公司自产仔猪育肥成本为 20.09 元/公斤。	预计 2020 年底降至 18-19 元/公斤,2021 年底自产仔猪育肥目标成本约 16 元/公斤	驱动成本下降的因素为自产仔猪育肥成绩的提升、母猪生产效率的快速恢复、2021 年出栏量快速提升的规模效益导致成本的摊薄及防疫成本的下降等
002124.SZ	天邦股份	2020 年第一季度的猪苗育肥全成本大概 23 元/公斤,3 月份是 21 元/公斤。2020 年 10 月据估计自有仔猪育肥出栏全成本每公斤 19 元+,外购仔猪育肥出栏全成本在每公斤 30 元+。	公司预计 2021 年或 2022 年可以将自繁自养和租赁育肥成本降到 11 元以内	<ol style="list-style-type: none"> 1) 降低断奶仔猪成本; 2) 提高存活率、正品率,通过努力提高到 95%; 3) 饲料成本改进空间巨大,力争做到行业领先; 4) 降低直接养猪管理费用(猪场育肥场的摊销费用)
002567.SZ	唐人神	2020 年上半年自繁自养猪成本在 16.1 元/公斤左右,2020 年第二季度成本总体比一季度下降。	预计后续会呈现出逐步改善的趋势	<ol style="list-style-type: none"> 1) 公司采用 "1+3" 生猪自繁自养发展模式,全过程为自繁自养。 2) 公司还实施楼房养猪模式。

002548.SZ	金新农	2020 年前三季度育肥猪的成本 16.64 元/公斤。	--	1) 未来公司将通过提升养殖场的产能利用率以及管理效率从而带动养殖成本的降低。 2) 加强成本控制水平, 公司养殖效率、养殖密度人力效率以及存活率都会提高, 进而降低养殖成本。
002100.SZ	天康生物	--	--	公司提升养殖生产指标、新建养殖基地陆续投产、加速产能释放, 所以公司预计未来育肥成本仍有下降空间
000876.SZ	新希望	2020 年前三季度基本在 14 元/公斤左右, 11 月自产仔猪育肥成本由于母猪淘汰增加达到 15.5 元/公斤	2021 年 Q2 目标 15 元/公斤; 2021 年 Q4 目标≤14.5 元/公斤; 2022 年 Q4 目标≤13.5 元/公斤; 根据公司内部测算, 标准理论成本可达到 11-12 元/公斤。而理论极致成本可达到 9-10 元/公斤。	1) 降低采购成本: 自供种猪逐步代替外购和三元母猪, 自有育肥场的逐步竣工投产等。 2) 促使生猪养殖尽快进入正常稳定的养殖周期和养殖满负荷运营。进一步优化饲料成本。
002385.SZ	大北农	2020 年 11 月自繁自养成本为 14-15 元/公斤, 外购 18 元多/公斤。	预计成本会继续下降。	1) 自产猪苗占比提升后成本还会下降。预计 2021 年外购比例下降, 产能利用率提升, 成本会继续下降 2) 公司要做科技、科学养猪, 要在技术创新和综合管理能力上下功夫, 力求将综合成本降至行业最低点。

资料来源: 各公司公告, 光大证券研究所整理

2.4、投资策略

生猪产能逐步恢复且新建产能释放, 本轮猪周期进入下半场。在周期下行趋势中, 出栏数量及成本控制成为行业竞争的重点、平滑周期波动影响的关键。只有出栏快速增长且成本控制优异的企业才能实现企业规模和盈利的持续增长。板块的投资逻辑从价格驱动转向业绩、成长驱动, 重点推荐出栏增长迅速及成本优势明显的龙头企业: 牧原股份; 另出栏增长高及成本有望快速下降的: 温氏股份、新希望、正邦科技等表现值得期待; 唐人神、金新农、天康生物等弹性标的亦可关注。

表 3: 生猪产业链重点推荐公司

代码	公司	市值(亿元)	股价(元/股)	EPS(元/股)			PE			评级
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
300498.SZ	温氏股份	1,145	17.97	2.19	2.82	2.40	8	6	7	增持(维持)
002714.SZ	牧原股份	3,062	81.46	1.63	7.23	4.98	50	11	16	买入(维持)
000876.SZ	新希望	962	21.35	1.12	1.96	2.54	19	11	8	买入(维持)
002157.SZ	正邦科技	429	16.98	0.65	2.82	2.63	26	6	6	买入(维持)
002567.SZ	唐人神	78	8.00	0.21	1.31	1.06	39	6	8	买入(维持)
002548.SZ	金新农	58	8.35	0.20	0.94	1.12	41	9	7	买入(维持)
002100.SZ	天康生物	117	10.88	0.60	2.53	2.13	18	4	5	买入(维持)
平均							29	8	9	

资料来源: Wind, 2020 年、2021 年 EPS 为光大证券研究所预测; 股价时间为: 2021 年 1 月 25 日。

注: 以上公司盈利预测均未调整, 其中牧原股份、新希望、正邦科技、唐人神、金新农 2020-2021 年 EPS 发生变化, 是因为转债转股、增发等导致股本变化。

3、 禽：产能持续去化

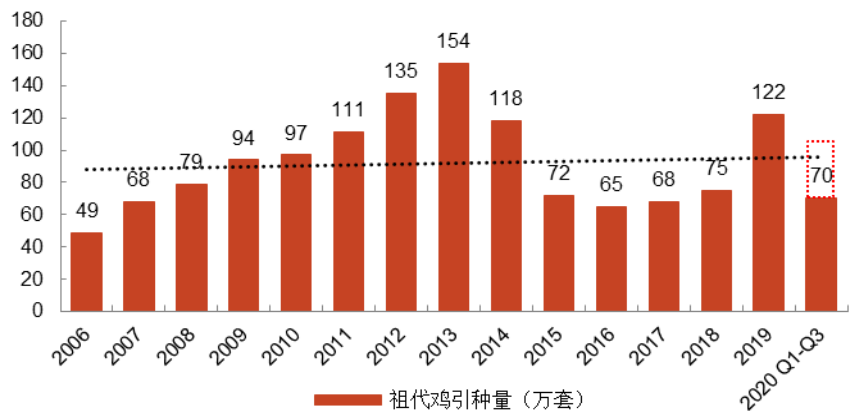
3.1、 产能缓慢去化，替代性需求减少

3.1.1、 供给过剩展现，产能缓慢去化

我国年均引种量在 80-90 万套左右。近年来我国鸡肉消费量基本稳定在 1100-1300 万吨之间，我们按照受非洲猪瘟影响之前的禽肉需求进行测算。根据美国 USDA 统计，2016、2017 年中国鸡肉总消费量为 1234 万吨、1148 万吨。而据中国畜牧业协会统计，白羽鸡肉至少占整个鸡肉总产量的 60% 以上。故而我们按照 65% 的占比推算，2016、2017 年我国白肉鸡鸡肉消费量为 802 万吨、746 万吨。按照每羽肉鸡生产 1.7KG 鸡肉折算，对应肉鸡需求分别为 47.18 亿羽、43.89 亿羽，按 1:4500 折算，对祖代鸡的产能需求为 105 万套、98 万套。一般强制换羽可提高全生命周期产蛋率的 15%-25%，但考虑到实际效率（如增加死亡率、感染疾病等影响），我们假设祖代鸡产蛋效率提升 18%，对应产能需求为 89 万套、83 万套。

近年引种量远超均衡所需。中国白羽鸡的引种量在 2013 年达到高峰，后随着行业去产能以及海外禽流感疫情影响，我国祖代更新量在 2015-2017 年持续处于相对低位。2018 年下半年起，由于非洲猪瘟疫情影响，国内生猪供给短缺开始显现，禽肉的替代性需求开始展现，我国白羽肉鸡引种量开始大幅提升。2019 年全年引种量 122 万套，同比增长 67%，创近 5 年新高。2020 年 1-9 月引种量 70.12 万套，虽然同比有所下滑，但仍处于高位，预计 2020 年全年引种量超过 100 万套，依然大幅高于行业均衡所需。

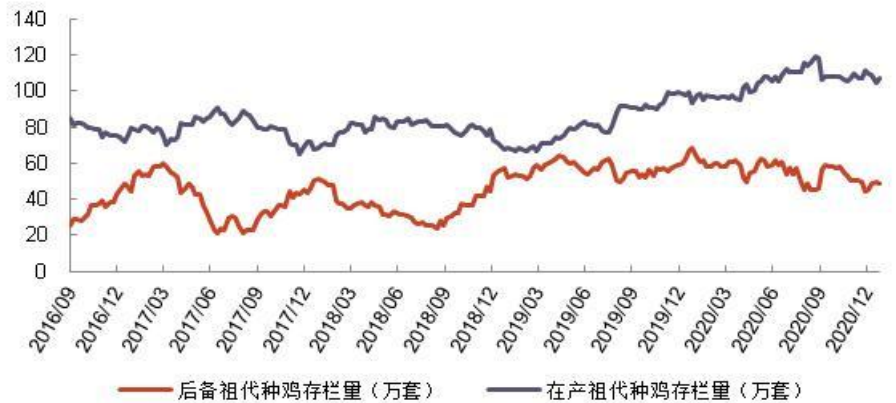
图 14：2020 年祖代更新量依然处于高位



资料来源：禽业协会，光大证券研究所整理

祖代存栏虽有所下滑，但依然高位。引种量增加的同时，由于 2019 年禽链景气、强制换羽频繁等，祖代存栏自 2018 年 7 月以来持续回升。2020 年 5 月中旬，我国祖代总存栏近 170 万套，为 2015 年以来的最高值。截至 2020 年第 52 周（12 月 20-26 日），我国祖代存栏共 155.58 万套（其中在产 107.28 万套，后备 48.3 万套），同比增加 19.80%，较 5 月高点仅下滑 8.3%。行业供给过剩的情况已展现，2020 年禽链价格同比大降，行业开启去产能进程，但目前处于初始阶段，整个行业产能调整尚需较长时日。

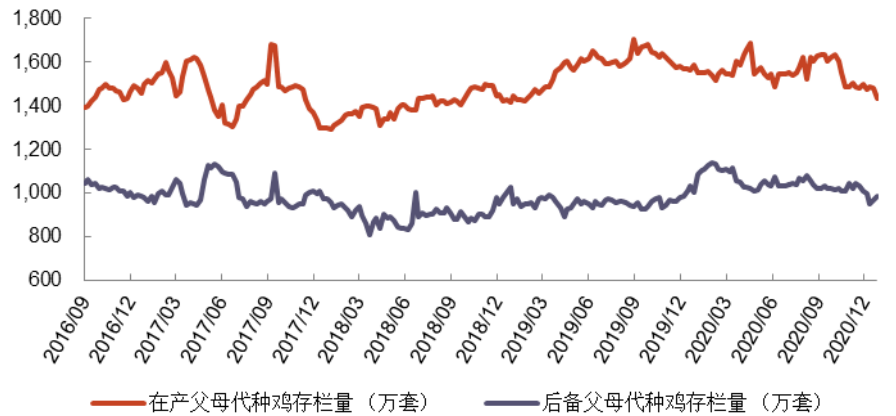
图 15: 祖代存栏高位小幅下滑



资料来源: 中国禽业协会, 光大证券研究所整理

父母代存栏高位。由于引种上升, 且养殖企业 (户) 大面积推行延迟淘汰、强制换羽, 自 2018 年起, 父母代出栏持续上升, 2020 年前三季度, 父母代存栏持续在 2500-2700 万套的高位。四季度父母代存栏小幅下滑, 截至 2020 年第 52 周 (12 月 20-26 日), 我国父母存栏共 2417.34 万套 (其中在产 1431.52 万套, 后备 985.82 万套)。

图 16: 父母代种鸡存栏高位



资料来源: 中国禽业协会, 光大证券研究所整理

3.1.2、替代性需求减少

鸡肉已成为我国仅次于猪肉的第二大肉类消费品。正常年份, 我国肉类消费中, 猪肉、鸡肉、牛、羊肉为主, 其中猪肉占比达到 62-63%, 鸡肉约 13% 左右。2004 年至 2012 年, 我国鸡肉年产量及消费量持续增长, 2015 年-2018 年受禽流感疫情、行业去产能等因素的影响, 鸡肉产量及消费量稍有下降。2019 年在替代性需求推动下, 鸡肉消费量增长较多。

非洲猪瘟导致猪肉供给大幅减少，我国蛋白质供给缺口巨大。按照 2018 年我国猪肉消费量测算，在猪肉产量下降 5%、10%、15%、20%、25%和 30%六种情况下，鸡肉需求的提升量分别为：12%、24%、35%、47%、59%和 71%。2019 年鸡肉对猪肉的替代性需求是推动禽养殖高景气的关键因素。

表 4：不同猪肉缺口下，鸡肉替代需求量测算

2018 年猪肉产量 (万吨)	假设猪肉产量降幅 (%)	对应猪肉下降数量 (万吨)	鸡肉替代比例 (%)	鸡肉需求增量 (万吨)	鸡肉需求提升比 (%)
5404	5%	270.2	51%	137.80	12%
5404	10%	540.4	51%	275.60	24%
5404	15%	810.6	51%	413.41	35%
5404	20%	1080.8	51%	551.21	47%
5404	25%	1351.0	51%	689.01	59%
5404	30%	1621.2	51%	826.81	71%

资料来源：wind，光大证券研究所测算

随着生猪供给逐步恢复，2020 年鸡肉的替代性需求将减弱已有所体现。而 2021 年生猪供给进一步恢复，预计鸡肉的替代性需求将进一步减弱。

3.2、 价格承压，产业链持续调整

非洲猪瘟导致我国肉类紧缺，禽肉替代需求旺盛，从而使禽链景气度到达本轮周期高点。2019 年白羽肉鸡市场再创新高，毛鸡、鸡苗价格均明显高于往年。2020 年行业盈利依然较好，相较 2019 年价格趋势已明显下滑。

1) 开局不利

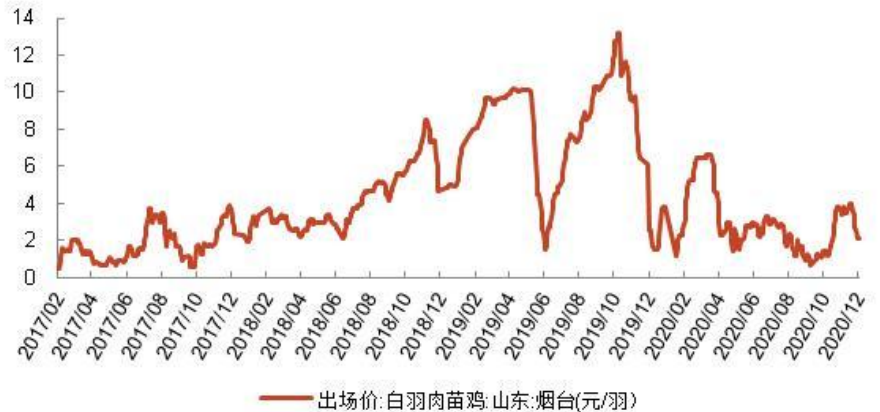
新冠肺炎疫情对行业造成巨大损失。疫情期间封城封路、延迟复工、活禽市场关闭，对行业生产、消费都产生了巨大影响。饲料等生产资料无法进场，肉鸡养殖“断供”，“毁苗”等情形突出，同时下游餐饮等需求急剧下滑。

2) 供给过剩已有所体现

而在 2019 年禽价高位刺激，禽养殖投入少、技术难度低等条件下，2020 年我国禽养殖热情大涨、禽肉供给大幅增加。但需求方面，2020 年我国生猪供应已缓慢恢复，蛋白质供给短缺状况缓解，禽肉对猪肉的替代空间减小。供给增加而需求趋弱，禽养殖产业开启下行周期。

2020 年鸡苗价格同比大幅下挫。2020 年山东白羽肉鸡鸡苗出场均价 2.95 元/羽，同比下滑 63.4%，一方面受供给大幅增加影响，另一方面疫情、替代性需求减弱等均影响鸡苗。为规避春节假期，当前肉鸡苗市场逐步停产，价格已停报。

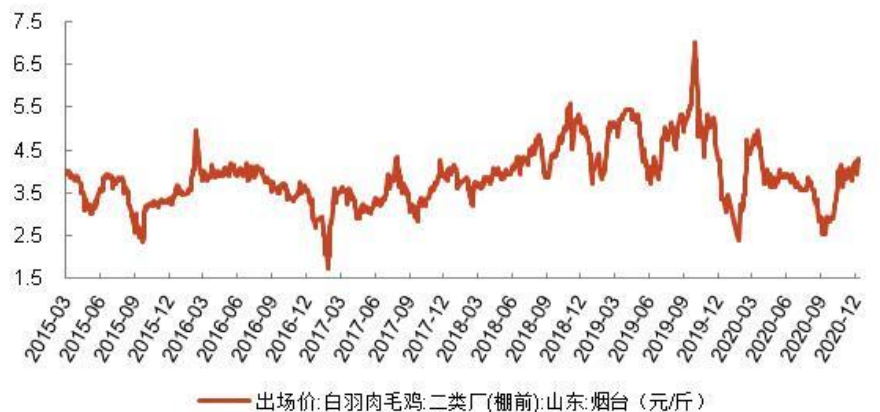
图 17：2020 年鸡苗价格大幅下降



资料来源：wind，光大证券研究所整理

毛鸡价格弱势。2020 年山东烟台肉毛鸡均价 3.72 元/斤，同比下滑 23.61%。元旦过后，毛鸡价格再度调整，主因需求回落及出栏增加。截至 2021 年 1 月 5 日，山东烟台肉毛鸡为 4.22 元/斤。

图 18：2020 年毛鸡价格整体下跌



资料来源：wind，光大证券研究所整理

2021 年：产能持续去化，预计价格继续承压

供应：近年祖代更新量大幅增长，同时行业积极扩张，上游供应持续增加，2020 年行业供给过剩已显露。目前行业处于出产能周期前期，2021 年供给依然充足。

需求：替代需求是推动肉鸡行业 2019 年高景气的核心因素，但当前能繁母猪存栏已从 2019 年 10 月底触底回升，且 2021 年生猪供给大概率恢复正常水平，故肉鸡的替代性需求将进一步减弱。

肉鸡供应充足，替代性需求减少，且新冠疫情抑制下游餐饮需求，2021 年肉鸡市场供需矛盾依然突出，预计 2021 年禽产业链持续调整、价格面临较大压力。

3.3、投资策略

禽产业供需矛盾显现，产能缓慢去化。市场对景气向下的行业会有所担心，这是压制板块估值的核心原因。禽产业链公司 2021 年依然面临较大业绩压力，2021 年机会在于：超跌反弹、价格波动带来的阶段机会。一体化养殖企业业绩稳健，重点推荐圣农发展、仙坛股份；育种企业业绩弹性高，重点推荐益生股份、民和股份。

表 5：禽产业链重点推荐公司

代码	公司	市值(亿元)	股价(元/股)	EPS(元/股)			PE			评级
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
002299.SZ	圣农发展	348	28.00	3.29	1.90	1.67	9	15	17	买入(维持)
002746.SZ	仙坛股份	60	10.54	1.74	0.72	0.66	6	15	16	买入(维持)
002234.SZ	民和股份	44	14.65	5.33	0.24	0.19	3	60	79	增持(维持)
002458.SZ	益生股份	106	10.65	2.19	0.20	0.16	5	53	65	增持(维持)
平均							6	36	44	

资料来源：Wind，2020 年、2021 年 EPS 为光大证券研究所预测；股价时间为：2021 年 1 月 25 日。

盈利预测调整

2020 年禽产业链价格大幅不及我们此前预期，且新冠疫情对行业影响极大，故下调产业链内上市公司 2020 年盈利预测。且目前看行业产能过剩，产能去化将需要较长时间，产品价格将长期受到压制，故我们亦将 2021、2022 年盈利预测下调。

1、圣农发展 (002299.SZ)

公司拥有自繁自养自宰一体化的产业链，公司的产业链从下游的熟食加工、肉鸡屠宰加工纵向延伸至上游祖代种鸡养殖，现代化程度高、产业链完整。但由于行业整体供给过剩，产品价格不及我们此前预期，同时由于新冠疫情在全球蔓延，公司出口业务亦受影响；故我们下调公司 2020-2022 年盈利预测。预计公司 2020-2022 年实现归母净利润分别为 23.67 亿、20.75 亿和 20.86 亿；当前股本对应的 EPS 分别为：1.90 元、1.67 元和 1.68 元。公司产业链覆盖齐全且体量大，有助于平滑周期波动的影响，持续看好公司，维持“买入”评级。

风险提示：产品价格不及预期风险，出口受阻风险，产能拓展缓慢风险。

表 6：圣农发展盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	11,547	14,558	13,421	14,035	14,892
营业收入增长率	13.67%	26.08%	-7.81%	4.57%	6.11%
净利润(百万元)	1,505	4,093	2,367	2,075	2,086
净利润增长率	377.79%	171.85%	-42.17%	-12.31%	0.51%
EPS(元)	1.21	3.30	1.90	1.67	1.68
ROE(归属母公司)(摊薄)	19.42%	38.77%	18.31%	15.30%	13.33%
P/E	23	8	15	17	17
P/B	4.4	3.3	2.7	2.5	2.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止 2021-01-25

2、仙坛股份 (002746.SZ)

公司已形成涵盖父母代肉种鸡养殖、雏鸡孵化、饲料生产、商品代肉鸡养殖、肉鸡屠宰与加工的完整产业链模式，同时积极向熟食领域延伸，构建一体化。禽养殖产业链进入下行周期，禽链价格低于我们此前预期，故我们下调公司 2020-2022 年盈利预测。预计公司 2020-2022 年实现归母净利润分别为 4.11 亿、3.81 亿和 3.25 亿；当前股本对应的 EPS 分别为：0.72 元、0.66 元和 0.57 元。企业具备“公司+基地+农场”合作养殖模式优势，产业链不断向下游延伸。持续看好公司，维持“买入”评级。

风险提示：产品价格不及预期风险，需求持续低迷风险

表 7：仙坛股份盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	2,578	3,533	3,319	3,414	3,451
营业收入增长率	19.12%	37.07%	-6.07%	2.85%	1.09%
净利润 (百万元)	402	1,001	411	381	325
净利润增长率	294.20%	148.95%	-58.96%	-7.26%	-14.75%
EPS (元)	1.30	2.16	0.72	0.66	0.57
ROE (归属母公司) (摊薄)	16.42%	30.36%	11.66%	10.12%	8.20%
P/E	9	5	15	16	19
P/B	1.4	1.6	1.8	1.7	1.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止 2021-01-25

3、民和股份 (002234.SZ)

新冠疫情对公司经营产生较大影响外，同时禽链价格持续低于预期，故我们下调公司 2020-2022 年的盈利预测。预计公司 2020-2022 年的归母净利分别为 0.74 亿、0.56 亿和 0.44 亿。公司是中国最大的父母代笼养种鸡养殖企业，持续看好公司，维持“增持”评级。

风险提示：产品价格不及预期风险

表 8：民和股份盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	1818	3276	1892	1785	1804
营业收入增长率	70.28%	80.23%	-42.26%	-5.63%	1.08%
净利润 (百万元)	381	1610	74	56	44
净利润增长率	-231.01%	322.95%	-95.41%	-23.74%	-21.57%
EPS (元)	1.26	5.33	0.24	0.19	0.15
ROE (归属母公司) (摊薄)	33.97%	58.82%	2.81%	2.10%	1.62%
P/E	12	3	60	70	101
P/B	4.1	1.7	1.8	1.7	1.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止 2021-01-25

4、益生股份 (002458.SZ)

公司是中国最大的祖代白羽肉种鸡养殖企业。由于行业供给过剩趋势逐渐明朗，行业产能去化将持续，而处于产业链上游的禽苗价格波动更为剧烈，价格显著

低于我们此前预期；同时 2020 年初新冠导致的“封村封路”对公司经营产生较大影响，故我们下调公司 2020-2022 年的盈利预测。预计公司 2020-2022 年的归母净利润分别为 1.98 亿、161 亿和 1.41 亿。公司具备较完备的种源体系，且疫病净化方面处于领先地位，在周期波动的情况下，有助于稳定其影响。持续看好公司，维持“增持”评级。

风险提示：发生疫情风险，产品价格不及预期风险

表 9：益生股份盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1473	3584	1450	1346	1310
营业收入增长率	124.42%	143.26%	-59.54%	-7.15%	-2.71%
净利润（百万元）	363	2176	198	161	141
净利润增长率	-216.91%	499.73%	-90.90%	-18.58%	-12.82%
EPS（元）	1.08	3.77	0.20	0.16	0.14
ROE（归属母公司）（摊薄）	22.75%	60.43%	6.15%	4.77%	3.99%
P/E	10	3	53	65	75
P/B	2.4	1.8	3.4	3.3	3.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止 2021-01-25

4、 疫苗：需求恢复，继续向好

2013-2019 年国内兽用生物制品的销售额年均增长率为 4.6%，高于整体兽药行业增速。受非瘟影响，我国 2018-2019 年我国生猪存栏快速下降，疫苗行业需求大幅萎缩。2018 年我国兽用生物制品的销售额达 132.92 亿元，同比下降 5.4%；2019 年进一步下降至 128.48 亿元。2020 年我国生猪存栏开始逐步恢复，兽用生物制品市场开始恢复性增长。

图 19：我国兽用生物制品销售额



资料来源：中国兽药协会，光大证券研究所整理

4.1、 猪用疫苗：2020 年见底回升，2021 年更加向好

4.1.1、需求好转，行业见底回升

猪用疫苗是我国最大的兽用疫苗领域，自 2016 年以来，由于我国生猪养殖进入去产能周期，猪用疫苗销售额逐年下滑。尤其在 2019 年，由于非瘟导致我国生

猪存栏断崖式下降，猪用疫苗市场急剧萎缩。2019 年我国猪用疫苗销售额为 40.6 亿元，同比下降 15%。

图 20：猪用疫苗销售额



资料来源：中国兽药协会，光大证券研究所整理

需求好转，预计猪用疫苗市场拐点已现。2020 年我国生猪行业开始从非瘟的影响中逐步恢复，生猪存栏逐步回升。根据农业部数据，截至 2020 年 11 月，我国生猪存栏同比 29.8%，生猪产能已恢复到 2017 年底的 90% 以上。下游需求好转，亦带动猪用疫苗市场恢复，且随着生猪产能的进一步恢复，预计 2021 年猪用疫苗市场将进一步增长。

主要猪用疫苗上市公司业绩好转，佐证行业拐点已现。我们选取生物股份、中牧股份、普莱柯、海利生物、科前生物及申联生物 6 家以猪用疫苗为主要业务的上市公司来看，受非瘟影响，2019 年为近年业绩最差年份，自 2020 年 Q1 以来，6 家企业的营收、净利增速逐季提高。截止 2020 年前三季度，6 家公司的营收和净利同比增速分别为 27.07%、55.08%，行业回暖迹象明显。

图 21：6 家猪用疫苗为主的上市公司营收增速



资料来源：wind，光大证券研究所整理

图 22：6 家猪用疫苗为主的上市公司归母净利润增速



资料来源：wind，光大证券研究所整理

4.1.2、非瘟疫苗：商业化尚待时日，市场潜力大

我国兽用疫苗研制实行行政审批制，一般情况下，一个基因工程疫苗产品从开始申请转基因生物安全评价到获得新兽药证书至少需要 7 至 10 年。目前我国非瘟疫苗尚处于最为关键的临床试验阶段，其距离上市应用还需进一步论证。

市场对非瘟疫苗的期待更加理性。由于非瘟在我国已经存在近 2 年，且早已度过最初的恐慌阶段。目前国内养殖企业均已积累了丰富的应对经验，通过拔牙等生物防控手段可以讲非瘟的影响控制在最小范围内，故行业内对非瘟的心态亦更加平和，虽然非瘟疫苗的上市将极大缓解养殖压力，但在目前尚无非瘟疫苗的情况下，大部分企业已有了适合的应对方式。

2018 年我国生猪养殖量约占世界总养殖量 50%，非洲猪瘟疫苗对缓解当前疫情影响十分重要。参考蓝耳病疫苗上市初期，非洲猪瘟疫苗在生产初期或面临着供不应求的局面，初期将由政府招采、统一调配；随着产能的提升以及疫情的稳定，将逐步走向市场化。

1) 考虑到非洲猪瘟造成的巨大经济影响，预计其将会 100% 强制免疫。我们假设非洲猪瘟疫苗全部由政府统一招采，每头生猪免疫 2 次，母猪免疫 3 次。非洲猪瘟造成生猪供给减少，假设非洲猪瘟疫苗上市初期，生猪出栏 5.5 亿头、母猪 2200 万头（2018 年生猪出栏 6.9 亿头）。同时由于政府补贴，其价格将相对较低，预计 1.5 元/头份。故依据以上假设测算，我们预计非洲猪瘟疫苗上市初期在政府招采的市场规模将达 17.5 亿。

表 10：非洲猪瘟疫苗上市初期，政府招采规模测算

	数量（万头）	免疫次数（次）	单价（元/头份）	市场规模（亿元）
生猪	55,000	2.0	1.5	16.5
能繁母猪	2,200	3.0	1.5	1.0
合计	57,200	--	--	17.5

资料来源：wind，光大证券研究所测算

2) 后期非洲猪瘟疫苗走向市场化，疫情得到控制，我国生猪产能恢复；我们按照生猪出栏 6.5 亿头、母猪 3000 万头测算；同时市场苗价格均价为 3 元/头份。依据以上假设测算，我们预计非洲猪瘟疫苗在完全市场化条件下，市场规模将达 41.7 亿。

表 11：全部市场化条件下，非洲猪瘟疫苗市场规模测算

	数量（万头）	免疫次数（次）	单价（元/头份）	市场规模（亿元）
生猪	65,000	2.0	3.0	39.0
能繁母猪	3,000	3.0	3.0	2.7
合计	68,000	--	--	41.7

资料来源：wind，光大证券研究所测算

从生产端来看，非洲猪瘟疫苗对生产工艺要求高，我们预计首批获得生产资格的企业数量将为数不多，从而造成行业新一轮洗牌，只有技术、生产线领先的企业才能优先抢占非瘟疫苗市场。

4.2、禽用疫苗：持续高景气，量价齐升

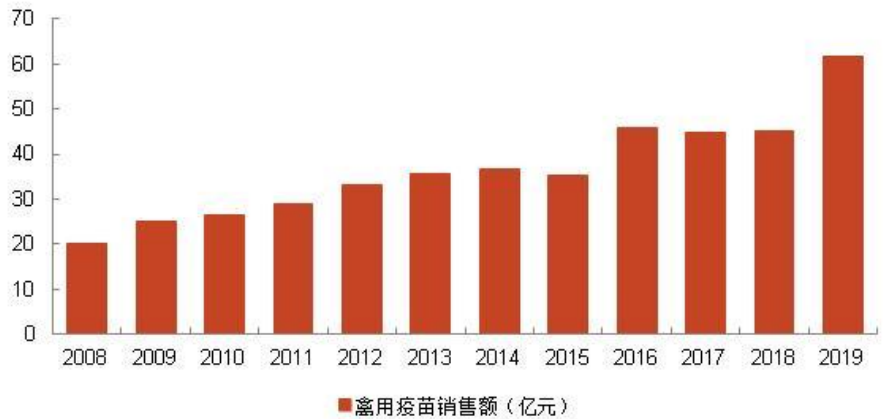
2016-2018 年我国禽用疫苗市场发展平稳，年销售额在 45 亿元左右。2019 年禽苗市场开启快速增长，销售额达 61.6 亿元，同比增速 52.1%。从 2020 年下游禽养殖量高位、禽疫苗公司业绩靓丽来看，2020 年禽用疫苗市场依然高景气。近两年我国禽用疫苗市场快速增长，主要受益于两方面：

1、下游需求旺盛。我国禽养殖自 2019 年触底回升，受替代性需求旺盛推动，2019 年行业大规模扩张，祖代引种快速上升，禽养殖量快速上升，从而带动禽用疫苗需求的快速增长。

2、毒株更换推动产品价格提升。我国高致病性禽流感强制免疫疫苗由 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，招采价格显著提高，2019 年、2020 年禽流感春招平均价格为 0.3 元/毫升左右，而 2018 年的均价为 0.2 元/毫升左右，提升 50%。

预计 2021 年禽用疫苗市场增速高位放缓。当前禽养殖进入去产能周期，但产能去化才处于初期阶段，禽养殖量依然处于高位。故受下游需求增长高位放缓影响，预计 2021 年禽用疫苗市场增速将较前期放缓，但依然处于高盈利阶段。

图 23：禽用疫苗销售额



资料来源：中国兽药协会，光大证券研究所整理

4.3、投资策略

行业持续向好，龙头企业优先受益。1) 禽用疫苗：维持高景气。禽养殖依然高位，支撑疫苗需求，同时产品升级带动禽苗价格上涨。2) 猪用疫苗：生猪存栏不断回升，需求持续向好；同时规模化养殖倒逼行业集中度、渗透率提升。重点推荐：口蹄疫疫苗龙头且产品竞争力强的生物股份、央企动保龙头中牧股份、研发能力突出的普莱柯以及禽用疫苗龙头瑞普生物。

表 12：动物疫苗产业链重点推荐公司

代码	公司	市值(亿元)	股价(元/股)	EPS (元/股)			PE			评级
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
600201.SH	生物股份	241	21.39	0.20	0.44	0.63	109	49	34	买入(维持)
600195.SH	中牧股份	137	13.45	0.25	0.50	0.57	53	27	24	买入(维持)
603566.SH	普莱柯	71	22.13	0.34	0.56	0.71	65	40	31	买入(维持)
300119.SZ	瑞普生物	88	21.87	0.48	0.76	0.89	46	29	25	买入(维持)
平均							68	36	28	

资料来源：Wind；2020 年、2021 年 EPS 为光大证券研究所预测；股价时间为：2021 年 1 月 25 日。

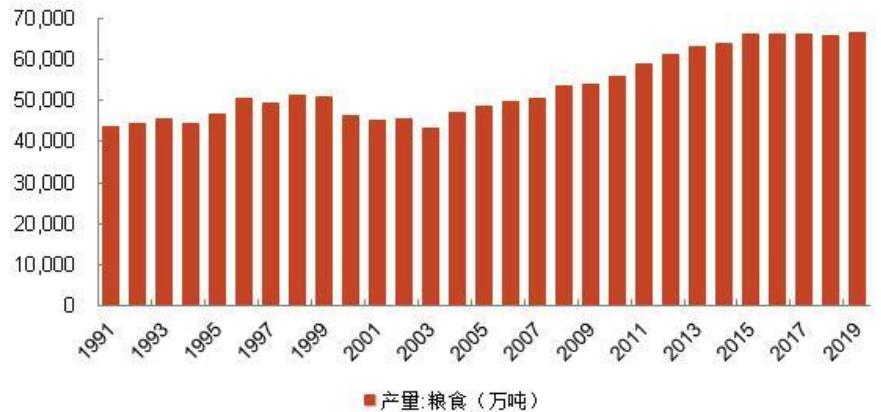
5、 种植：粮食安全引重视，关注生物育种

5.1、 粮食安全，粮价上涨

5.1.1、主粮安全有保障，玉米、大豆价格上涨

我国粮食连年丰产，粮食总产量连续 5 年稳定在 6.5 亿吨以上。2019 年我国粮食种植面积稳定，粮食总产量 66384 万吨，同比增加 594 万吨，增长 0.9%。人均占有粮食从 1977 年的 297.7 公斤上升到 2019 年的 474 公斤，增加了 59%，远高于世界平均水平（约 400 公斤）。

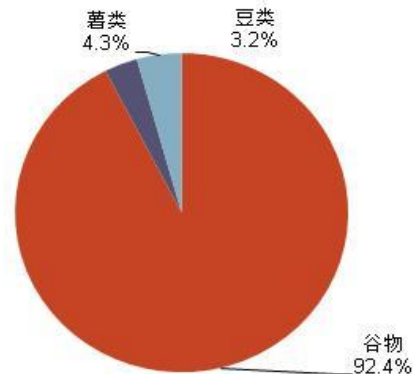
图 24：我国粮食产量



资料来源：wind

三大主粮为主。我国粮食生产中 92% 是谷物，年产量约 6.1 亿吨。薯类产量基本稳定。由于推进“大豆振兴计划”，近年豆类产量增长相对较快。

图 25：2019 年我国粮食产量构成



资料来源：wind，光大证券研究所整理

当前中国全国粮油库存处于历史高位，储备充足，供应充裕。1) 由于我国主粮连年丰产，整体供给大于需求，社会库存充足。2) 我国粮食储备体制机制不断完善，粮食储备充足，目前我国拥有超过 1.5 亿的粮食储备，小麦、稻谷等口粮品种库存处于历史最高水平。3) 我国针对各种突发公众事件、自然灾害等，建立起

了相应的应急保障机制。大中城市还建立了满足市场供应 10 天至 15 天的成品粮油储备。

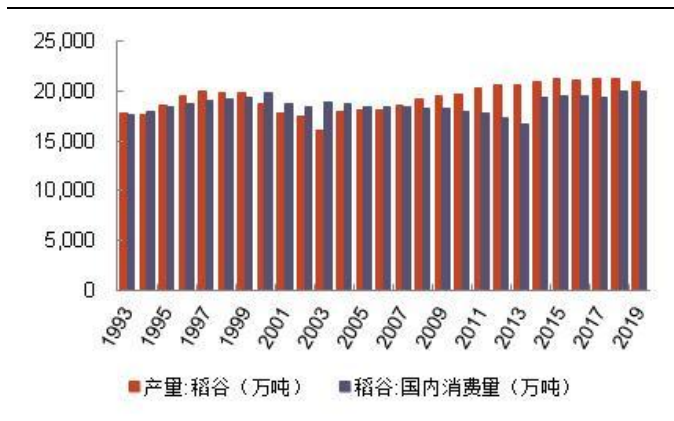
表 13：我国主要粮食品种产量及库存情况

	稻谷	玉米	小麦	大豆
2019 年产量 (万吨)	20,960	26,077	13,359	1,810
2019 年消费量 (万吨)	19,410	27,795	12,350	10,490
2019 年进口量 (万吨)	255	479	349	8,851
2019 年末仓储库存消费比 (%)	86.2	39.9	91.1	7.8

资料来源：wind，光大证券研究所整理

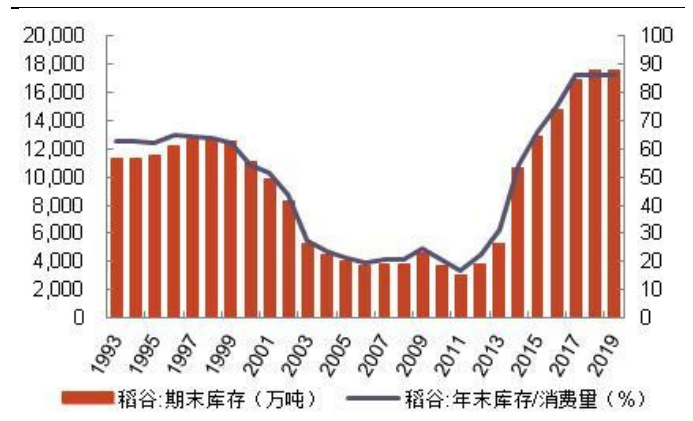
1、**稻谷：长期供给过剩。**2011 年后我国水稻库存持续增长，至 2019 年末已达 1.75 亿吨，库存消费比高达 86.2%。同时我国稻谷产量持续高位，2019 年我国稻谷产量 2.096 亿吨，同比减少 252 万吨。按照中国粮油信息中心预测，2020 年我国稻谷总消费量约为 2.1 亿吨，预计年度结余 1533 万吨。

图 26：我国稻谷供给大于需求



资料来源：wind，光大证券研究所整理

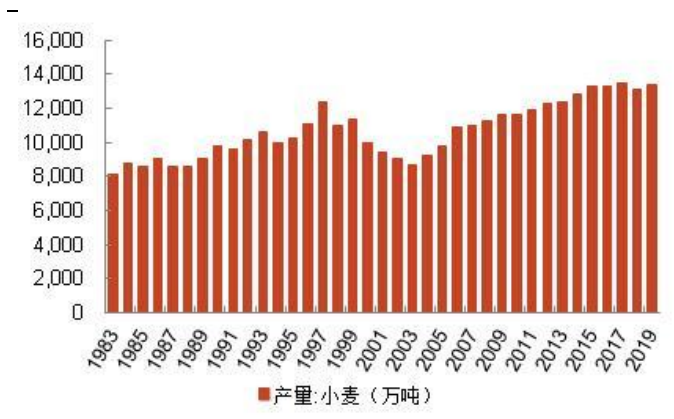
图 27：我国稻谷库存高位



资料来源：wind，光大证券研究所整理

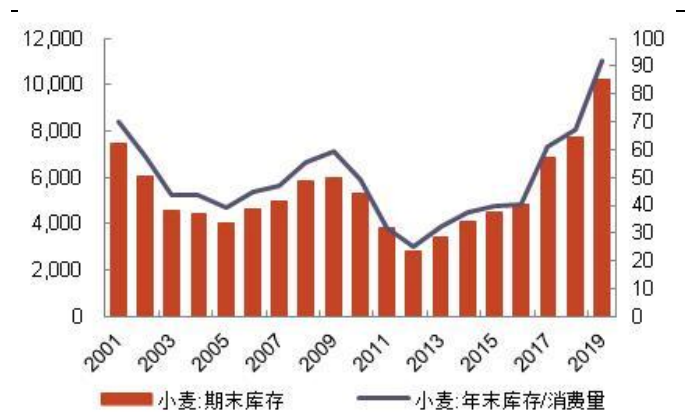
2、**小麦：供大于需。**当前我国每年小麦消费量约 1.1 亿吨。而产量方面，我国小麦产量自 2004 年以来整体维持持续增长。2019 年我国小麦产量达 1.33 亿吨，同比增长 1.63%。由于我国小麦长期供给过剩，小麦库存自 2011 年起持续攀升。截至 2019 年末，库存消费比已达 92.13%。

图 28：我国小麦产量



资料来源：wind，光大证券研究所整理

图 29：我国小麦库存高位



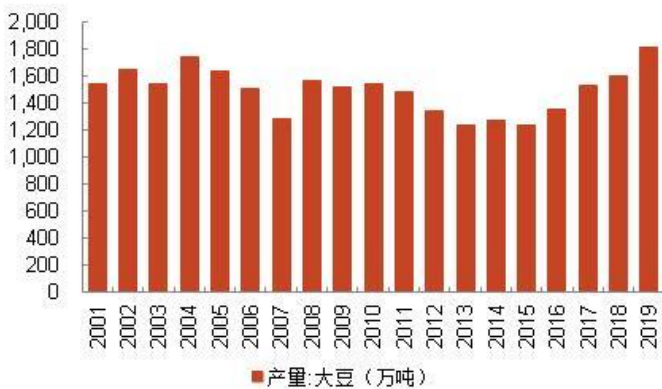
资料来源：wind，光大证券研究所整理

3、大豆：进口依赖度高，价格快速上涨

我国对大豆需求量巨大，每年需求量超过 1 亿吨。国家大力鼓励种植大豆。为保持国产大豆种植面积不会大幅下滑，近年政府不断增加大豆种植补贴。2019 年我国大豆产量达 1810 万吨，同比增长 13.4%，创历史新高。但从绝对数量来看，我国大豆产量依然难以满足国内需求。

我国每年大豆需求量超过 1 亿吨，但自产量仅 1600-1800 万吨，进口成为我国大豆的重要来源。2017 年我国大豆进口量达历史高峰 9549 万吨，2018 年后由于中美贸易摩擦，大豆进口量稍有下滑，2019 年大豆进口量为 8851 万吨。即便在进口下降、自产上升情况下，2019 年我国国产大豆依然仅占总消费的 17%，剩下 83% 依赖进口。

图 30：我国大豆产量有所增长



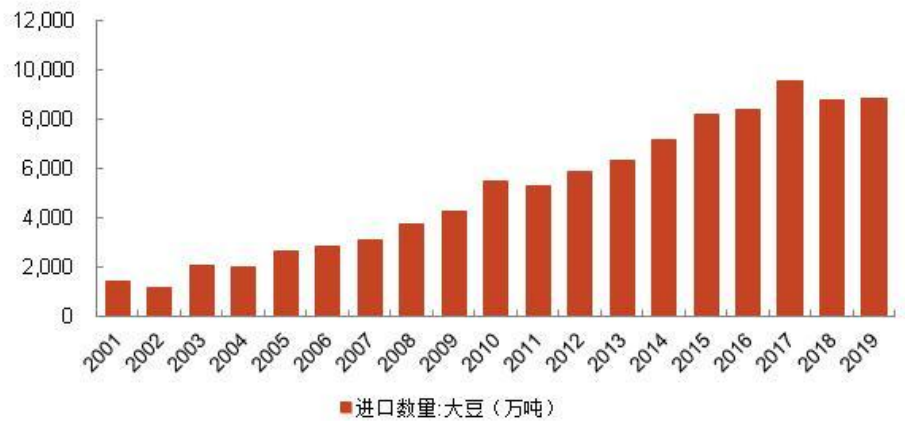
资料来源：wind，光大证券研究所整理

图 31：我国大豆依赖进口



资料来源：wind，光大证券研究所整理

图 32：我国大豆大量进口



资料来源：wind，光大证券研究所

由于我国自身大豆供给严重不足，故而我国大豆库存消费比长期处于低位，2019 年我国大豆库存消费比仅 10.68%。

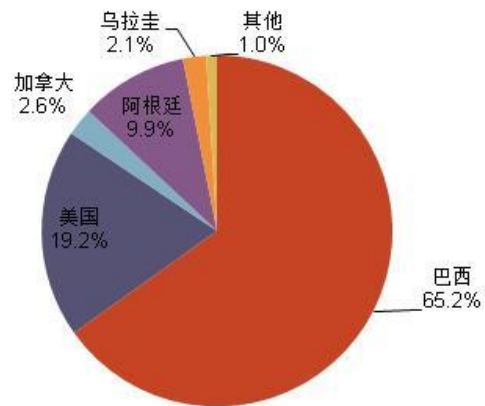
图 33：我国大豆库存消费比低位



资料来源：wind，光大证券研究所整理

我国大豆主要从美国、巴西、阿根廷等主产国进口，三者占我国大豆总进口量的 95%。正常年份中国每年从美国进口 3000 多万吨大豆，约占进口大豆总量的三分之一。受中美贸易摩擦影响，2018 年后，中国从美国进口大豆数量明显减少，巴西取代美国成为我国大豆进口的主要来源国。2019 年我国从巴西、美国、阿根廷的进口占比分别为 65.2%、19.2%和 9.9%。

图 34：2019 年我国大豆进口主要来源国



资料来源：wind，光大证券研究所整理

20 年下半年以来大豆价格快速增长。受南美干旱天气，及国内生猪养殖恢复，豆粕需求旺盛影响，2020 年下半年以来大豆价格持续上涨，国际大豆价格创下 6 年新高。

图 35：大豆进口价格

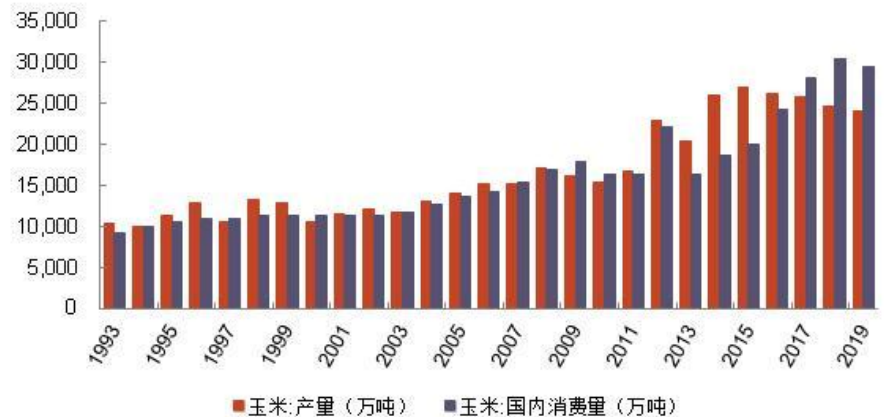


资料来源：wind，光大证券研究所整理 截至 2021 年 1 月

4、玉米：库存持续去化尾声，供给紧张展露苗头

我国玉米产量从供大于求到供需紧平衡。2016 年前我国玉米产量连续大于需求量，造成大量的库存积压。自 2016 年国家调整农业种植结构、调减“镰刀弯”地区玉米种植面积，玉米产量减少。同时通过鼓励玉米深加工等多种方式增加需求。2019 年我国玉米产量 2.61 亿吨，增幅 1.4%，而我国玉米年需求量在 2.7 万吨左右，新玉米供给展现出小幅缺口。

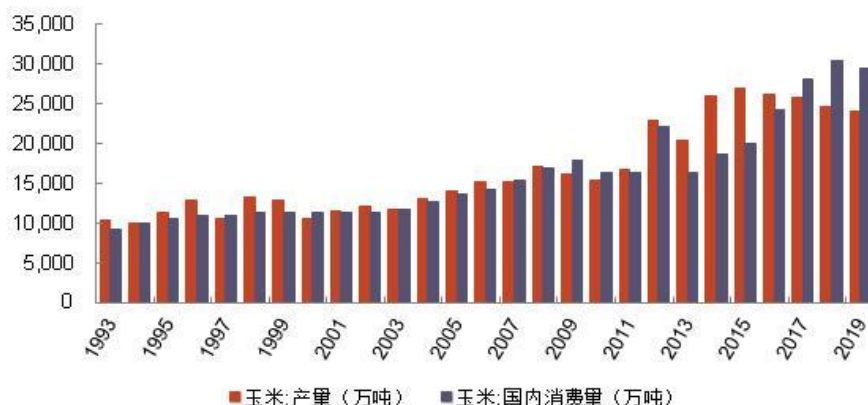
图 36：我国玉米产量及消费量情况



资料来源：wind，光大证券研究所整理

去库存接近尾声。2016 年前，由于我国玉米收储价格较高，导致玉米产量高位，行业供给过剩突出，造成较大的库存积压。2016 年以来，我国通过鼓励玉米深加工、取消临储等方式消耗库存，玉米行业开启去库存周期。截至 2019 年末，我国玉米仓储库存 1.23 亿吨，目前库存消费比已降至 40%，已处于相对低库存水平。

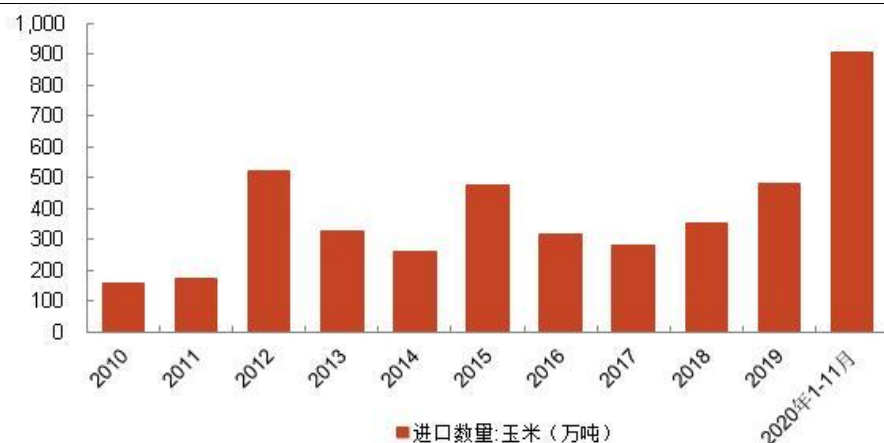
图 37：我国玉米产量及消费量情况



资料来源：wind，光大证券研究所整理

玉米进口依赖度低，但 2020 年进口量大增。2020 年前，我国每年玉米进口量在 300-500 万吨，占消费量比不足 2%，对外依存度低。2020 年由于国内需求旺盛及担忧供给缺口，玉米进口大幅增加。2020 年前 11 个月，我国进口玉米累积量已达 904 万吨，同比增长 122.8%，预计全年进口量将超 1000 万吨。

图 38：我国玉米进口量



资料来源：wind，光大证券研究所整理

2020 年以来玉米价格大幅上涨。截至 2020 年 12 月 31 日，全国二等黄玉米价格为 2548 元/吨，较年初上涨了 40.6%。2020 年我国玉米均价同比上涨了 15.9%。玉米价格大幅上涨的主要原因一是，国内需求大幅上涨；二是，虽然目前我国玉米整体供给无近忧，但是新玉米供给存在一定缺口，故引起市场较大担忧。

图 39：2020 年玉米价格大幅上涨



资料来源：wind，光大证券研究所整理 截至 2020 年 12 月

5.1.2、粮食安全引重视，防患于未然

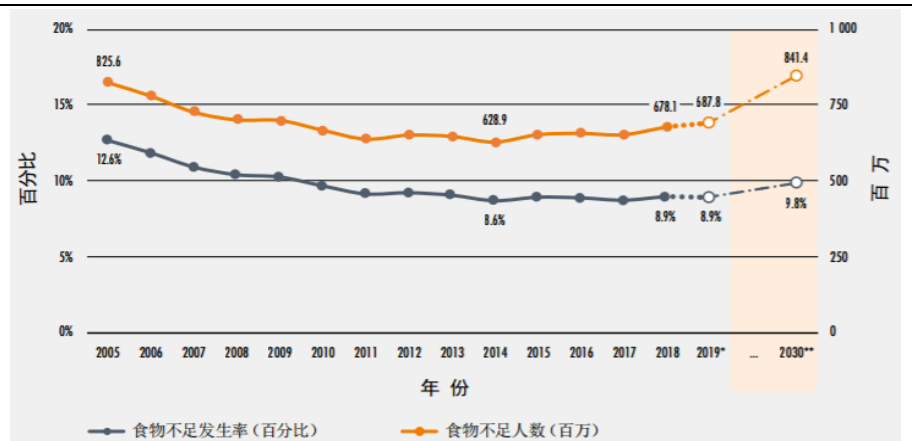
粮食安全是国家安全的重要基础，2020 年以来国家多次强调粮食安全问题，我国粮食供给虽无近忧，但多个因素在威胁着我国粮食安全：

1、世界粮食供应系统不稳定，我国部分品种依赖进口。

当前全球粮食供给充足。根据联合国粮农组织的数据，2019 至 2020 年度世界粮食（不包含大豆）供给量为 34.7 亿吨，总需求量为 26.7 亿吨，期末库存近 8 亿吨，库存消费比近 30%。

世界粮食分布不均，粮食短缺人口增加。全球粮食生产主要集中在北美、南美等区域，而因自然条件、技术、经济、贸易保护主义等原因，非洲等地区和国家则面临着严重的粮食短缺。根据联合国粮农组织 20 年 7 月 15 日发布的《世界粮食安全和营养状况》报告，2019 年全球有近 6.9 亿人处于饥饿状态，占世界总人口 8.9%，比 2018 年增加 1000 万、比 5 年前增加近 6000 万。预计到 2020 年底新冠疫情将使饥饿人数新增 8300 万人-1.32 亿人，到 2030 年食物不足人数将突破 8.4 亿。

图 40：全球食物不足人口增加



资料来源：联合国粮农组织 2020 年 7 月 15 日发布的《世界粮食安全和营养状况》

注：预测数值以虚线和空心圆圈表示

全球粮食供应系统不稳定。2020年以来，非洲蝗灾、新冠疫情等多种不确定性因素，对全球粮食贸易链、供给链受到较大冲击，全球粮食安全问题再度引起关注。如俄罗斯、越南、埃及、印度等多个国家限制粮食出口，而依赖粮食进口的国家则更加被动。

部分品种依赖进口，我国粮食进口不确定性大幅增加。虽然我国已基本实现谷物自给、口粮安全的目标，但粮食供求结构性矛盾依旧存在，进口粮食成为补充供给的重要渠道、保障国家粮食安全的重要手段，如大豆自给率不足15%。但近年来，除了自然灾害、新冠疫情对我国进口来源形成冲击外，由于中美贸易摩擦，限制中国粮食进口亦成为美国制约中国的重要手段之一，故保证大豆等部分品种的供给具有重大战略意义。

2、粮食种植面积减少

虽然我国早已划定了18亿亩的耕地红线，但耕地面积依然在逐年减少。除水土流失、耕地污染、建设占用农田以及荒漠化、盐碱化等问题外，农业结构问题亦较为突出。部分永久基本农田被用于种植棉、油、糖、蔬菜等经济附加值更高的作物，而粮食耕种面积则逐年下降。虽然我国近年粮食产量呈上升趋势，但主要是由于单产的提高，我国粮食种植面积自2016年起连续下降。2019年我国粮食种植面积为1.16亿公顷，较2017年下降了2.66%。

图 41：2016 年后，我国粮食种植面积减少



资料来源：wind，光大证券研究所整理

3、疫情、自然灾害频发威胁粮食安全。

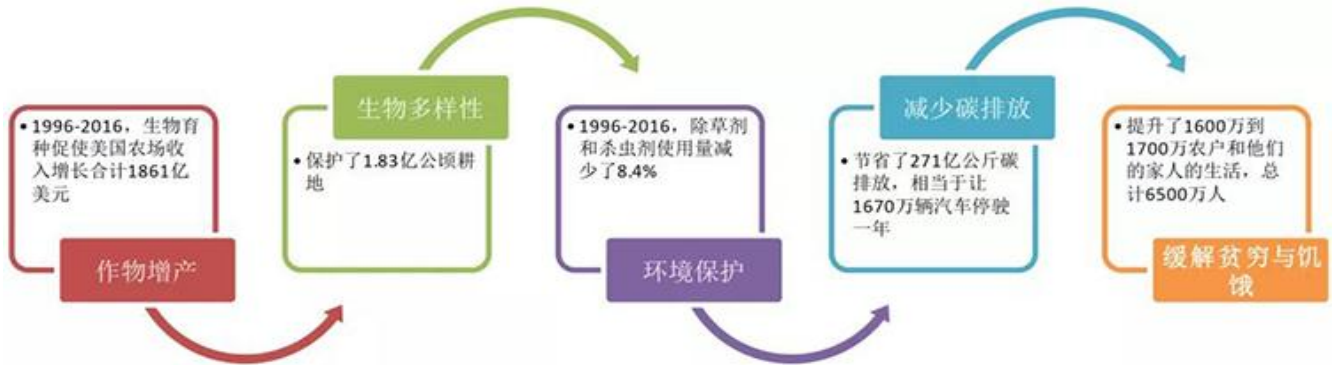
2020年以来在全球新冠疫情大流行，拉尼娜气候现象，旱灾，蝗灾等自然灾害的影响下，劳动力流动、货物运输等均受到不同程度影响，进而对全球粮食供需带来巨大冲击。

6、 关注生物育种

6.1、 生物育种优势明显

种子是农业的芯片，是保障粮食安全的基础。种子市场包括常规种子和转基因（GM）种子。由于气候变化、可用耕地面积限制等原因，具有成本优势、产出高效等多种优势的生物育种技术在农业生产中的作用越来越突出。

图 42：转基因种子优势



资料来源：ISAAA

6.2、 我国积极推进生物育种商业化

2020 年中央经济工作会议部署了 8 项重点任务，其中第 5 项“解决好种子和耕地问题”，其中包含“2021 年有序推进生物育种产业化应用”。生物育种再度引起市场极大关注。

我国《种子法》规定，主要农作物实行品种审定制度，非主要农作物实行品种登记制度，没有通过审定的主要农作物品种和未经登记的非主要农作物品种均不得商业化种植。转基因作物要进行商业化种植，必须获得审定证书、种子生产许可证和经营许可证。

图 43：转基因作物品种商业化程序



资料来源：《农业转基因生物安全管理条例》，光大证券研究所整理

我国对转基因作物尤其是主要农作物管控严格，按照“非食用-间接食用-食用”的路径逐步发展。截至 2019 年 12 月，我国被批准进行商业化种植的转基因作物仅有棉花和木瓜，批准进口转基因品种包括大豆、玉米、油菜、棉花、甜菜等，但进口的转基因品种只能用作加工原料，不允许在国内种植。

近年来我国也不断加大转基因种子的研发投入。2019 年 12 月 30 日，农业农村部公布拟批准颁发农业转基因生物安全证书的 192 个植物品种目录”，其中包含 189 个抗虫棉、2 个抗虫耐除草剂玉米、1 个耐除草剂大豆。2020 年 1 月 21 日，以上三个品种均获得农业转基因生物安全证书（生产应用）。2020 年 6 月 23 日，农业农村部科教司发布《关于邯 613 等 71 个转基因植物品种命名的公示》，公示期为 15 个工作日。其中，包括大北农的转基因玉米品种 DBN9858、中国农科院作物科学研究所的转基因大豆品种中黄 6106。

粮食作物获得转基因生物安全证书，标志着我国粮食作物国产转基因品种商业化有望迎来实质性进展。正常情况下种子新品种获批上市大概需要 2-3 年左右时间。虽然目前对玉米、大豆转基因品种的审定政策还未出台，但若 2021 年出台具体政策，则有望在 2 年内实现商业推广。

6.3、我国生物育种潜力空间大

全球转基因种植面积增长。从 1996 年转基因作物开始进行大规模商业化以来，它在全球的种植面积迅速扩大。根据 ISAAA 统计，2019 年全球转基因作物种植面积 1.9 亿公顷，与 2018 年基本相当，2010-2019 年的年均复合增长率为 2.84%。

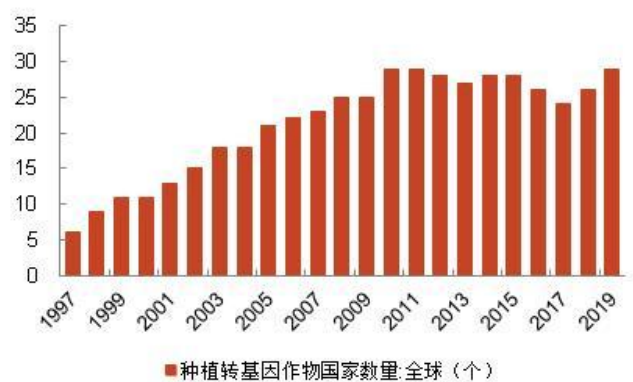
截至 2019 年，转基因作物在全球 28 个国家种植，主要在北美、南美等一些地区被广泛接受，而欧盟对于转基因作物采取抵制的态度，严格控制进口。2018 年，五大转基因作物种植国的平均转基因作物种植率已接近饱和，其中美国为 93.3%（大豆，玉米和油菜籽的平均应用率），巴西（93%），阿根廷（接近 100%），加拿大（92.5%）和印度（95%）。

图 44：全球转基因作物播种面积



资料来源：ISAAA，wind

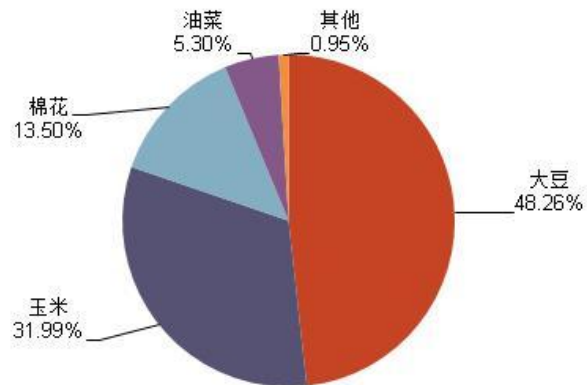
图 45：种植转基因作物国家数量



资料来源：ISAAA，wind

目前全球主要的转基因作物四大类：大豆、玉米、棉花、油菜，2019 年其种植占比分别为：48.26%、31.99%、13.50%和 5.30%。

图 46：2019 年主要转基因作物占比



资料来源：ISAAA

中国为全球种业第二大需求国，种子市场需求大。2016 年以前，我国种子行业整体市场规模缓慢增长。2016 后，我国主粮种子库存过剩，国家开始“调面积、减价格和减库存”的供给侧改革，种子行业市场开始承压。近年来，我国种子市场整体规模停滞在 1200 亿元左右。2019 年种子市场规模同比略微增长至 1192 亿元。

图 47：中国种子市场规模



资料来源：艾媒咨询

我国主要以杂交种子为主，转基因作物在我国种植面积占比很小。目前我国被批准进行商业化种植的转基因作物仅有棉花和木瓜。根据 ISAAA 统计，2019 年我国转基因作物种植面积仅 320 万公顷，仅占全球的 1.69%。我国转基因作物拥有巨大发展空间。

图 48：中国转基因作物种植面积



资料来源：ISAAA, wind

6.4、投资建议

解决种子问题是保障粮食安全的关键。中国种子市场规模大，转基因育种技术壁垒高，若此次公示的转基因玉米、大豆新品种获得农业转基因生物安全证书并顺利通过后续品种审定进入商业化生产应用阶段，具备研发实力的龙头种子企业市场份额将进一步提升。建议关注：生物育种龙头企业大北农、种业龙头隆平高科和荃银高科、杂交玉米种业龙头登海种业。

7、投资建议

随着周期逐步见顶，养殖板块投资热度下降，而粮食安全成为市场关注重点之一。2021年这一趋势将更加明显：

1、养殖：进入下行周期，价格驱动转变为业绩驱动。

1) 生猪：产能逐步恢复且新建产能释放，本轮猪周期进入下半场。在周期下行趋势中，出栏数量及成本控制成为行业竞争的重点、平滑周期波动影响的关键。只有出栏快速增长且成本控制优异的企业才能实现企业规模和盈利的持续增长。板块的投资逻辑从价格驱动转向业绩、成长驱动，重点推荐出栏增长迅速及成本优势明显的龙头企业：牧原股份；另出栏增长高及成本有望快速下降的：温氏股份、新希望、正邦科技等表现值得期待；唐人神、金新农、天康生物等弹性标的亦可关注。

2) 禽：祖代引种及肉鸡养殖量均处于高位，且随着生猪供给进一步恢复，鸡肉的替代性需求将进一步减弱。供需矛盾显现，产能缓慢去化，禽产业链持续调整。

2、疫苗：2020 年行业拐点显现，2021 年持续向好

1) 禽用疫苗：维持高景气。禽养殖依然高位，支撑疫苗需求，同时产品升级带动禽苗价格上涨。2) 猪用疫苗：生猪存栏不断回升，需求持续向好；同时规模化养殖倒逼行业集中度、渗透率提升。重点推荐：口蹄疫疫苗龙头且产品竞争力强的生物股份、央企动保龙头中牧股份、研发能力突出的普莱柯以及禽用疫苗龙头瑞普生物。

3、种植：粮食安全引重视，关注生物育种

解决种子问题是保障粮食安全的关键。中国种子市场规模大，转基因育种技术壁垒高，若此次公示的转基因玉米、大豆新品种获得农业转基因生物安全证书并顺利通过后续品种审定进入商业化生产应用阶段，具备研发实力的龙头种子企业市场份额将进一步提升。建议关注：生物育种龙头企业大北农、种业龙头隆平高科和荃银高科、杂交玉米种业龙头登海种业。

8、 风险分析

需求不及预期风险：新冠肺炎疫情对餐饮等终端消费影响巨大，虽然目前情况有所改善，但恢复到正常水平仍需时间；另产品价格高位，亦会对需求有所压制。

发生疫情风险：重大疫情的出现将会给畜牧养殖业带来较大的经济损失，同时也会对兽药、饲料行业造成较大的影响。若非洲猪瘟疫情超预期，或发生其他重大疫情，将给养殖行业及其上游企业的稳定经营带来不确定性。

原材料价格波动风险：饲料成本主要为玉米、豆粕等原材料的采购成本。如果玉米、大豆等农产品因国内外粮食播种面积减少或产地气候反常导致减产，或受国家农产品政策、市场供求状况、运输条件等多种因素的影响，市价大幅上升，将增加行业内公司生产成本的控制和管理难度，对未来经营业绩产生不利影响。

表 14：行业重点上市公司盈利预测、估值与评级

证券代码	公司名称	收盘价(元)	EPS(元)				P/E(x)				投资评级	
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E	本次	变动
300498.SZ	温氏股份	17.97	2.19	2.82	2.40	2.24	8	6	7	8	增持	维持
002714.SZ	牧原股份	81.46	1.63	7.23	4.98	5.23	50	11	16	16	买入	维持
000876.SZ	新希望	21.35	1.12	1.96	2.54	2.65	19	11	8	8	买入	维持
002157.SZ	正邦科技	16.98	0.65	2.82	2.63	2.63	26	6	6	6	买入	维持
002567.SZ	唐人神	8.00	0.21	1.31	1.06	1.04	39	6	8	8	买入	维持
002548.SZ	金新农	8.35	0.20	0.94	1.12	1.20	41	9	7	7	买入	维持
002100.SZ	天康生物	10.88	0.60	2.53	2.13	2.05	18	4	5	5	买入	维持
002299.SZ	圣农发展	28.00	3.29	1.90	1.67	1.68	9	15	17	17	买入	维持
002746.SZ	仙坛股份	10.54	1.74	0.72	0.66	0.57	6	15	16	19	买入	维持
002234.SZ	民和股份	14.65	5.33	0.24	0.19	0.15	3	60	79	101	增持	维持
002458.SZ	益生股份	10.65	2.19	0.20	0.16	0.14	5	53	65	75	增持	维持
600201.SH	生物股份	21.39	0.20	0.44	0.63	0.83	109	49	34	26	买入	维持
600195.SH	中牧股份	13.45	0.25	0.50	0.57	0.68	53	27	24	20	买入	维持
603566.SH	普莱柯	22.13	0.34	0.56	0.71	0.86	65	40	31	26	买入	维持
300119.SZ	瑞普生物	21.87	0.48	0.76	0.89	1.03	46	29	25	21	买入	维持
300511.SZ	雪榕生物	10.82	0.50	0.74	0.90	0.95	22	15	12	11	增持	维持
600737.SH	中粮糖业	9.49	0.27	0.47	0.63	0.75	35	20	15	13	买入	维持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-01-25

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们



静安区南京西路 1266 号恒隆广场
1 期写字楼 48 层

上海



西城区月坛北街 2 号月坛大厦东
配楼 2 层复兴门外大街 6 号光大
大厦 17 层

北京



福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景
纪元大厦 A 座 17 楼

深圳