



子行业景气分化，坚守优质龙头

农林牧渔行业2021中期投资策略

姓名 陈雪丽（分析师）

证书编号：S0790520030001

邮箱：chenxueli@kysec.cn

姓名 陈昕晖（联系人）

证书编号：S0790120090006

邮箱：chenxinhui@kysec.cn

2021年05月10日

子行业景气分化，坚守优质龙头。生猪养殖进入下行周期，禽养殖存栏高企，产能出清仍需时日，养殖板块总体景气下行。投资角度建议淡化周期，生猪坚守管理能力突出、出栏快速增长的龙头牧原股份，禽养殖我们仍看好持续向熟食方向转型的圣农发展。后周期方面，饲料、动保业绩改善明确，量利有望同增，重点标的海大集团、生物股份、普莱柯、科前生物。大宗农产品受国际、国内供需格局共同催化，价格高位运行，景气强度不减，重点标的稻麦种植龙头苏垦农发。传统农业之外，宠物经济崛起，赛道红利持续释放，重点推荐中宠股份。

养殖周期向下，关注短期反弹及龙头α机会。**生猪养殖：**短期看，我们判断猪价反弹有望于6月到来，但反弹幅度不宜预期太高。中期看，猪价虽已步入下行期，但下跌速度或将慢于预期。建议重点关注符合行业转型趋势、管理效率突出的企业，重点推荐牧原股份。**禽养殖：**2021年禽供应量仍将处于历史高位，行业短期供给过剩，禽企利润受价格端及成本端双重挤压，一体化企业抗压能力显著。重点推荐产业链一体化优势明显，持续向熟食方向转型的圣农发展。

后周期业绩改善明确，饲料、动保景气度高。**饲料：**2021年饲料量价齐升几成定局。猪料受生猪存栏及出栏量恢复，需求量增加；禽料受禽产能去化缓慢，需求量维持高位；水产料基于养捕比例逐年提升，中长期需求量稳步提升。重点推荐提供全品类、全链条综合产品及服务的饲料龙头海大集团。**动保：**2021年后周期动保企业毛利率迎来修复。加之政策不断出台，动物疫苗市场化改革进入实质推进阶段。重点推荐平台型企业及竞争格局优秀的细分赛道龙头生物股份、普莱柯、科前生物。

种植链景气度复苏，宠物经济大行其道。**种植：**2021年，大豆全球供给缺口仍存，预计价格维持高位；玉米受内外原因催化国内外价格共振上行；小麦作为能量原料替代，需求量及价格受玉米提振。重点推荐A股稻麦种植龙头苏垦农发。**宠物：**“它”经济崛起，国产品牌攻城略地。截至2020年我国宠物存量规模初显，宠物消费市场逐渐成熟，赛道红利持续释放。随着宠物消费市场的壮大与成熟，近年来宠粮品牌及企业紧跟风口实现国产替代。重点推荐国内渠道基础扎实，品牌营销体系健全的中宠股份。

风险提示：农产品价格大幅下行；养殖业疫情超预期扩散。

目录

CONTENTS

1

生猪养殖：大周期向下，关注短期反弹及龙头 α 机会

2

种植：供给短缺，需求旺盛，粮食价格持续走高

3

饲料：短期受益养殖需求复苏，长期看行业集中度提升

4

禽养殖：短期供给过剩，一体化企业抗压能力显著

5

动保：关注平台型企业及竞争格局优秀的细分赛道龙头

6

宠物：“它”经济崛起，国产品牌攻城略地

7

重点公司估值表

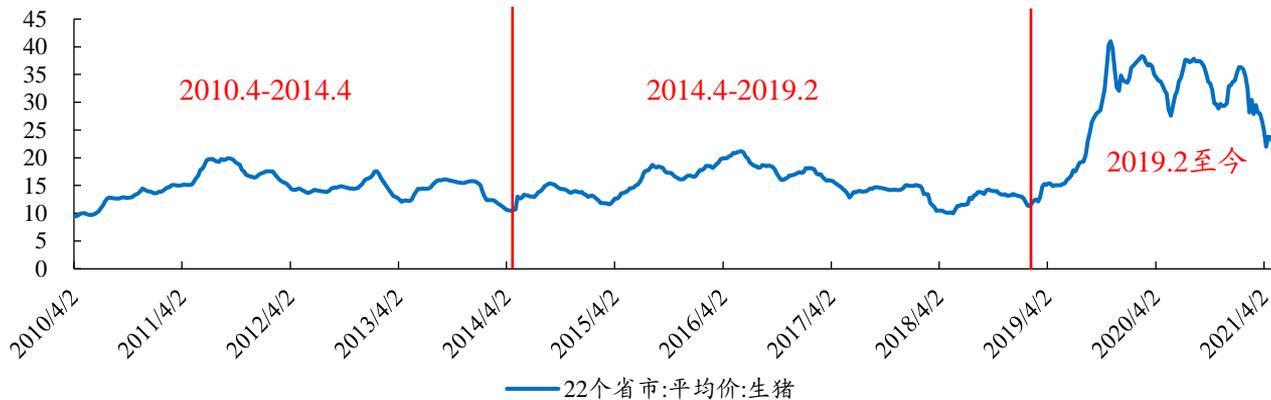
8

风险提示

1.1 产能复苏持续推进，猪价进入周期下行阶段

猪价复盘：2018年8月，非洲猪瘟的发生导致行业产能持续大量去化，根据农业农村部数据，到2019年9月去化幅度达40%左右。2019年2月起，猪价进入上行期，并于当年10月创下周期高点41元/公斤。10月后，能繁母猪存栏量进入恢复期，猪价也进入高位宽幅波动阶段，并于2020年录得年均34元/公斤高价。

图1：此轮猪周期已持续超2年时间，逐步进入下行阶段

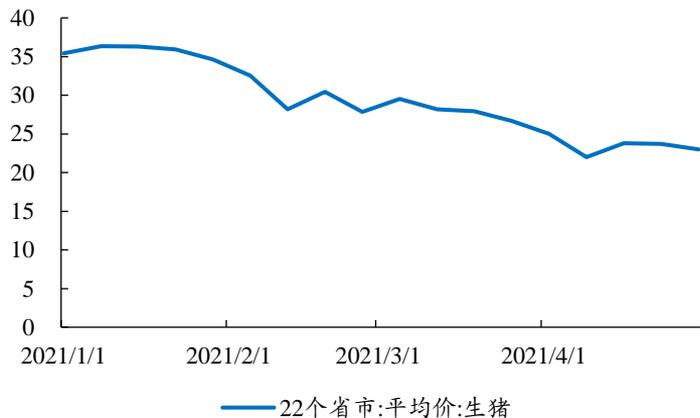


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2 产能复苏叠加冬季疫情，年初至今猪价跌幅较深

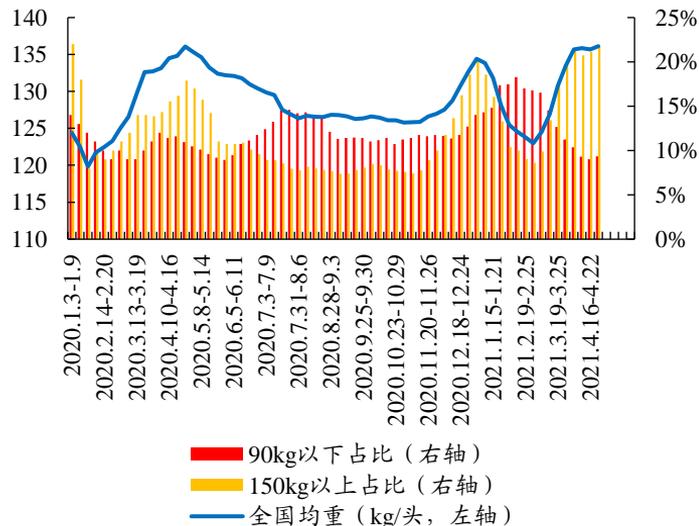
2021年初开始猪价进入持续下行期，截至4月30日全国生猪均价 23元/公斤，较1月初高位下跌37%，其中东北、华北部分省份4月初跌破20元/公斤，主要由于：（1）2020年11月至2021年3月，变异株非洲猪瘟疫情在山东、河南等北方区域大面积发生，导致低体重染疫猪大量抛售；（2）前期疫情高发期部分健康场封场压栏，造成当前大猪供应增加；（3）春节后进入需求淡季，叠加天气升温使得大肥猪需求转弱。根据涌益咨询数据，2021.4.30-5.6全国生猪出栏均重提升至136.55公斤/头，较3月初122.99公斤/头增幅较大；150公斤以上大猪出栏占比提升至22.24%，而3月初仅8.59%。

图2：2021年初至今猪价跌幅较深（元/公斤）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2021年3月起大猪加速出栏

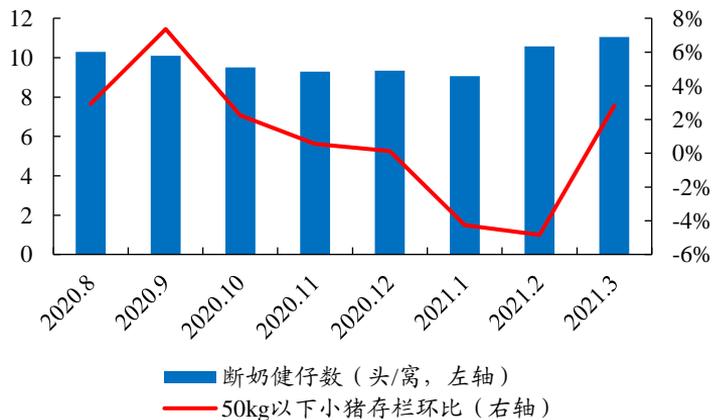


数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

1.3 短期判断：冬季仔猪断档，猪价反弹不会缺席

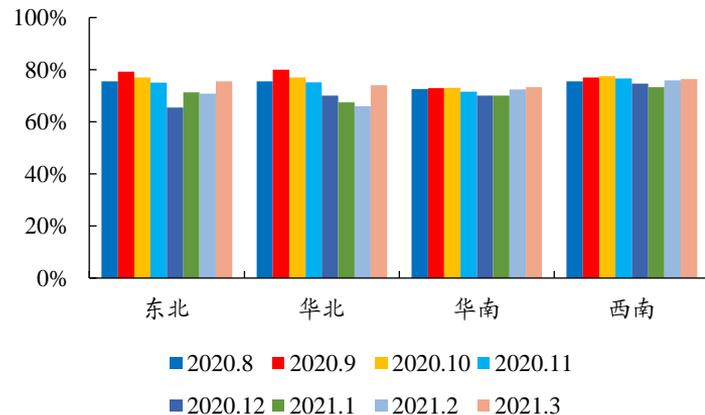
我们判断猪价反弹有望于6月到来，但反弹幅度不宜预期太高，主要由于：（1）受冬季非洲猪瘟及仔猪腹泻等疫病影响，2020年11月-2021年2月仔猪成活率指标出现不同程度下滑，2021年6月起肥猪供应预计偏紧；（2）市场对于猪价反弹形成较强一致预期，4月初开始养殖户进行二次育肥的行为增加，对应出栏将延迟至6月左右，且出栏体重较高，弥补出栏量不足；（3）不确定因素在于南方雨季，历年6-7月南方强降雨频繁，考验养殖户防疫能力，若疫情加剧则当期抛售将打压猪价，与此同时也将透支未来出栏。

图4：断奶健仔数/小猪存栏于2020.10/2021.1环比下滑



数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

图5：各地区配种分娩率均于2020.10-11下降

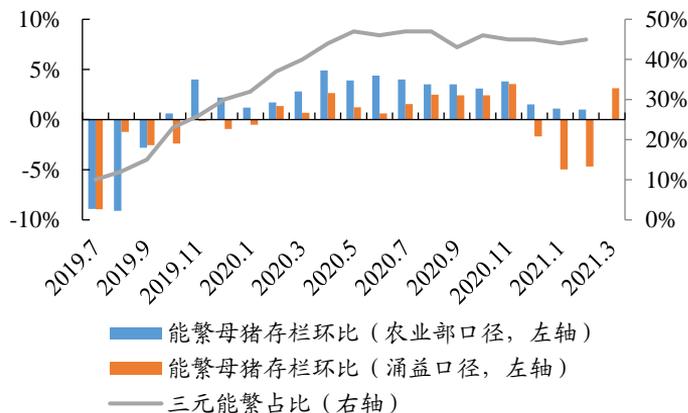


数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

1.4 中期判断：非瘟疫情扰动，未来2年猪价有望保持相对高位

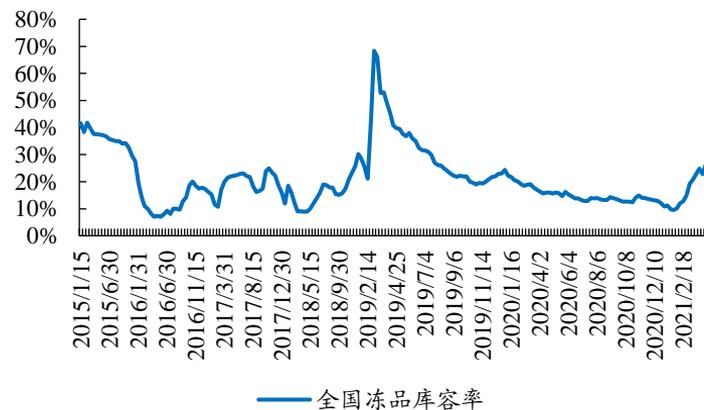
虽然猪价已步入下行期，但下跌速度或将慢于预期，主要由于：（1）非瘟疫情仍是产能回升的扰动因素，冬季及南方汛期考验疫情防控，根据农业农村部数据，2020年12月-2021年2月能繁母猪环比增速明显放缓，据涌益咨询数据来看，能繁母猪存栏更是去化明显；（2）当前三元能繁母猪占比较高，种群效率不及非瘟前，二元母猪未来2年内仍恢复缓慢；（3）随着近期猪价回调，冻品分割入库量明显增加，未来短期猪价变动需关注冻品出货节奏。

图6：冬季产能恢复受阻，种群结构仍待优化



数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

图7：2021Q1国内冻品分割入库量明显增加

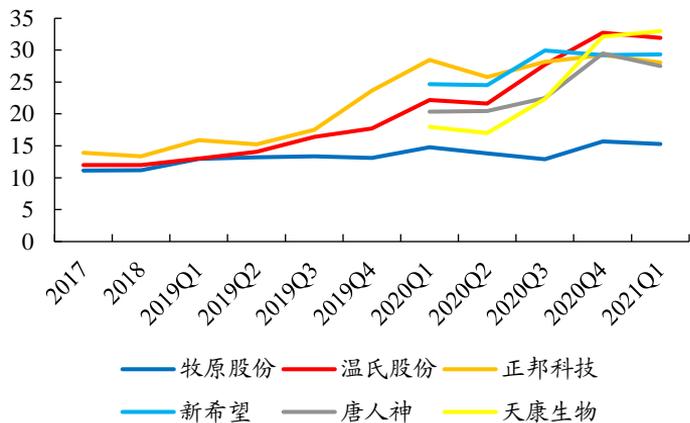


数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

1.5 自下而上关注猪企α机会

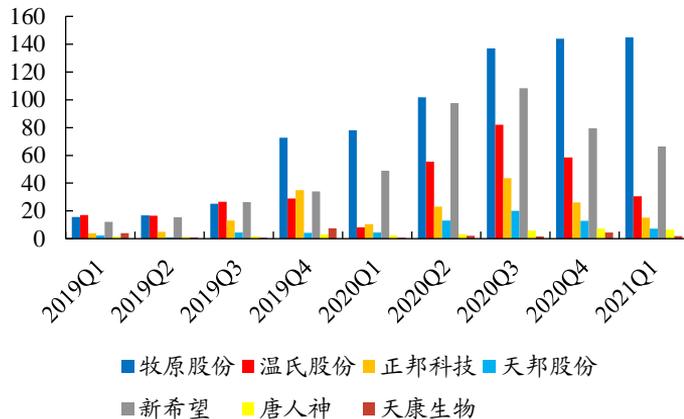
非洲猪瘟前，头部企业在养殖成本方面相对行业平均水平有2-3元优势，非瘟疫情大幅抬升了养殖门槛，当前行业正处于工业化转型的初期，在技术和管理方面领先的猪企超额盈利明显，可以看到2019年至今猪企间养殖成本离散度大幅提升。投资层面，建议重点关注符合行业转型趋势、管理效率突出的企业，重点推荐牧原股份，同时建议关注改善预期强烈、出栏高速增长的正邦科技、天邦股份。

图8：非洲猪瘟后猪企间养殖完全成本分化加剧（元/公斤）



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图9：养殖集团资本开支高位增长（亿元）



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

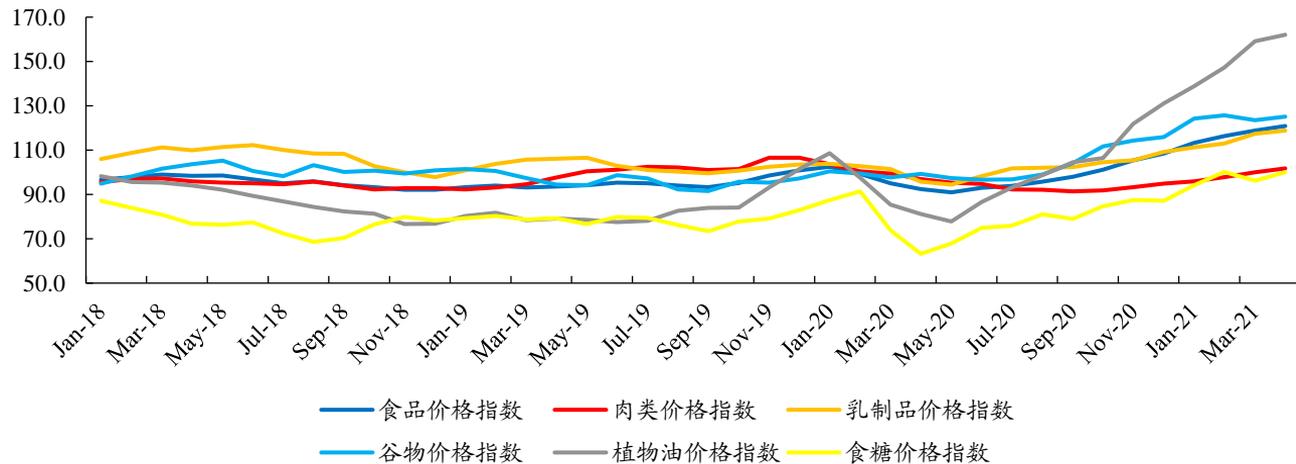
目录

CONTENTS

- 1 生猪养殖：大周期向下，关注短期反弹及龙头 α 机会
- 2 种植：供给短缺，需求旺盛，粮食价格持续走高
- 3 饲料：短期受益养殖需求复苏，长期看行业集中度提升
- 4 禽养殖：短期供给过剩，一体化企业抗压能力显著
- 5 动保：关注平台型企业及竞争格局优秀的细分赛道龙头
- 6 宠物：“它”经济崛起，国产品牌攻城略地
- 7 重点公司估值表
- 8 风险提示

联合国粮农组织发布4月全球食品价格指数，4月食品价格指数平均值为120.9，同、环比分别增长30.8%、1.7%，环比涨幅较上月略有收敛，但指数上升趋势不改。我们认为推动此轮粮食价格上涨的原因主要有三，即供给短缺、需求旺盛及通货膨胀。

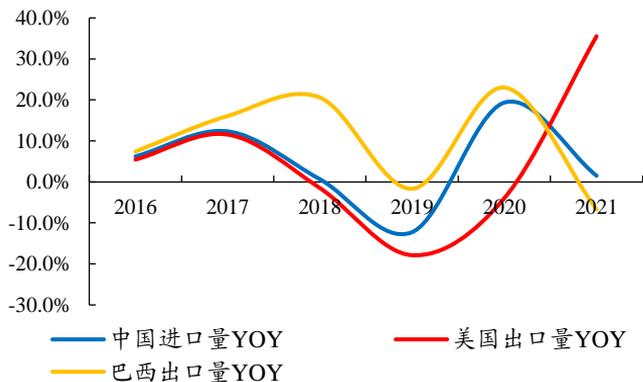
图10：2020年中旬以来全球粮食价格持续上行



数据来源：联合国粮农组织、开源证券

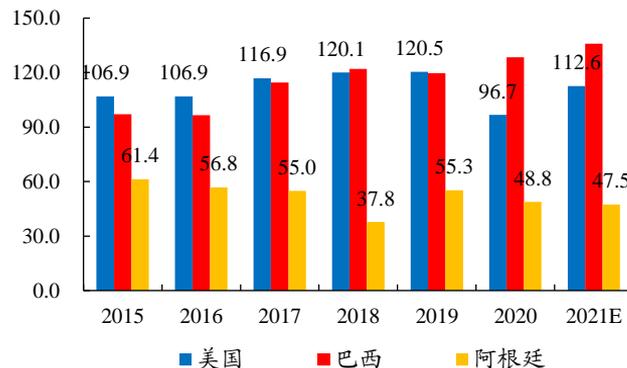
我们认为此轮大豆涨价主要由2018年中美贸易摩擦引发，美国大豆对华出口量锐减导致全球大豆贸易稳态被打破，2019/2020种植季美国大幅缩减大豆种植面积。但随着贸易摩擦风向趋稳，需求端及贸易进口量逐渐有所恢复，新稳态回归过程中由于农产品供给与需求的周期错位导致2020年大豆供应量整体偏紧，大豆价格上涨。据USDA的预估，2020/21种植季阿根廷大豆约减产500万吨。此外，根据4月USDA披露的《美国农作物种植意向调查数据》，2021年美国大豆意向种植面积约为8760万英亩，较2020年的8308.4万英亩增加5%，但低于此前市场预期的9000万英亩2.67%，美豆整体供给恢复节奏迟缓。目前，美国及全球大豆库存已降至历史低位，预计2021年大豆价格维持高位。

图11: 2018年美国大豆对华出口量锐减



数据来源: USDA、天下粮仓、开源证券研究所

图12: 2020年美国及阿根廷大豆产量减少 (百万吨)



数据来源: USDA、天下粮仓、开源证券研究所

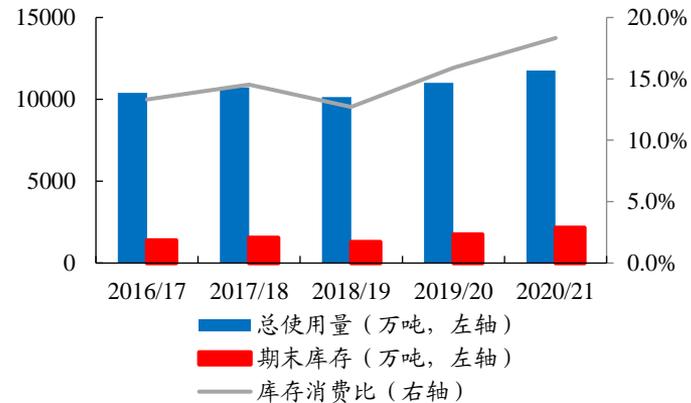
我国大豆消费对进口依赖度较高，近年进口消费比基本维持在85%左右（2018年相对特殊），因此国际大豆价格上涨，将直接传导显现为国内豆价的跟随性上涨。根据天下粮仓的预计，2020/21年度我国大豆期末库存消费比约为18.3%，虽同比提升，但仍处于相对较低水平。加之短期国际大豆期现货价格居高，预计补库存价格亦将维持相对较高位置。因此我们预计短期国内大豆价格亦将维持在较高水平。

图13：近年我国大豆进口消费比在85%以上



数据来源：USDA、天下粮仓、开源证券研究所

图14：2020年我国大豆库存消费比提升但仍相对较低



数据来源：USDA、天下粮仓、开源证券研究所

2.4 内外原因交错催化国际玉米价格共振上行

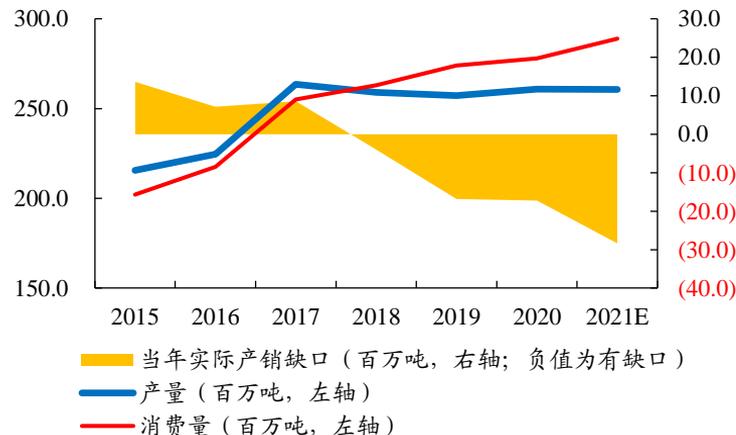
内部原因：2016年我国开始以玉米去产能、去库存为抓手施行农业供给侧改革，国内玉米收储制度开始由黄箱制度“玉米临时收储政策”逐渐转向绿箱制度“玉米市场化收购+补贴的收储政策”转变。其作为我国农业调结构及市场化的重要一步，在战略上具有先导意义，但政策的快速转向导致国内玉米种植面积出现快速明显下滑，而玉米需求量却呈现加速增长趋势，导致玉米库存规模快速下降，为保障供应进口比例逐年提升。据天下粮仓的4月预测数据，预计2020/21年度我国玉米库存将降至2603万吨，库存消费比将降至10%以下，国内玉米需求缺口同比继续放大。

图15：近年我国玉米播种面积及产量显著下滑



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图16：预计2021年国内玉米产销缺口将进一步放大

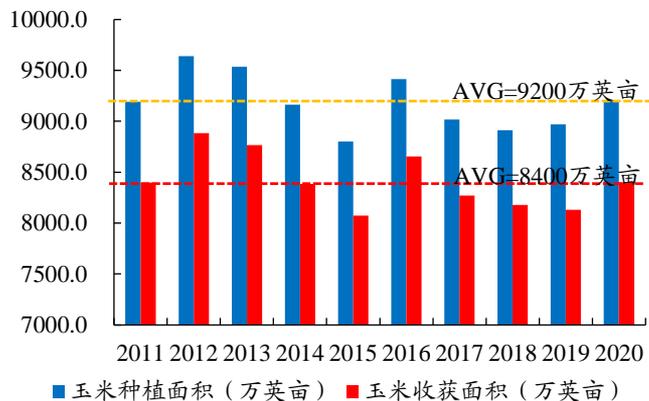


数据来源：国家统计局、开源证券研究所

2.4 内外原因交错催化国际玉米价格共振上行

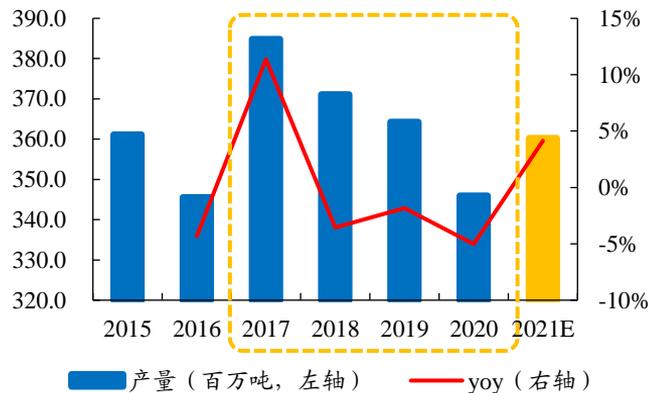
外部原因：我国玉米主要进口来源为美国和乌克兰。2018年以来美国玉米种植及收获面积均处于过去10年均值线以下，加之2020受拉尼娜现象影响，美洲农作物减产明显，气候因素导致美国玉米产量降至历史低位；而乌克兰虽为中国玉米第二大进口来源国，但其玉米年产量仅为3600万吨左右，其中约3000万吨用于出口，根据USDA数据，预计2021年乌克兰玉米产量将降至3000万吨以下。因此综合全球玉米主产国及我国主要玉米进口国情况看，2021年玉米价格高位存在支撑。

图17：2017-2019年美国玉米种植面积低于历史均值



数据来源：USDA、开源证券研究所

图18：2018-2020年美国玉米产量持续下滑

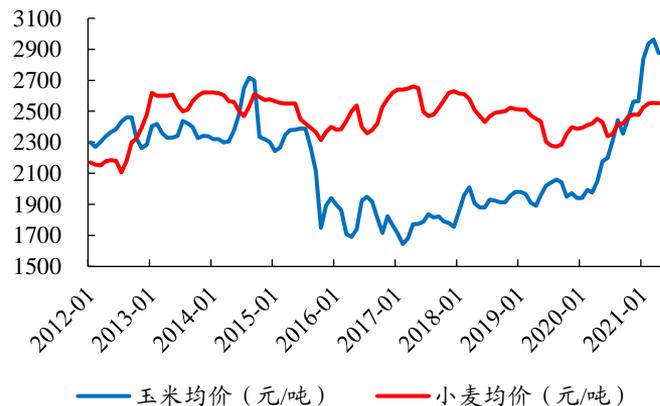


数据来源：USDA、开源证券研究所

2.5 能量原料替代，小麦需求量及价格受玉米提振

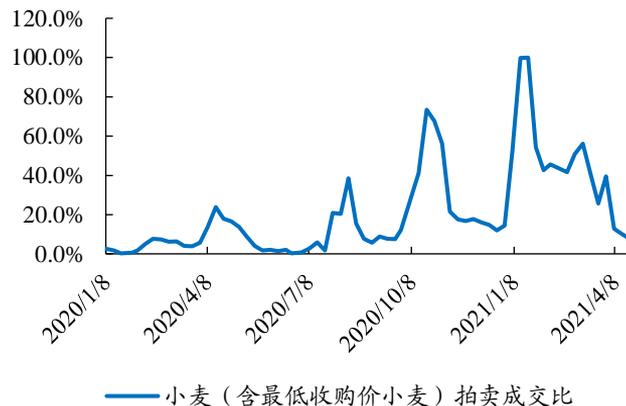
由于玉米价格自2020年3月以来持续走高，至2020年11月玉米收购价上破小麦收购价。2021年4月21日农业农村部提出《猪鸡饲料玉米豆粕减量方案》，以示例方案看，饲用小麦对玉米替代比例超15%。从国家粮食交易中心数据来看，2021年一季度陈小麦拍卖成交率环比明显提升，一度升至99.9%；陈小麦饲用性价比比较玉米明显提升，需求量增加。我们预计2021年玉米价格高位将拉动小麦替代需求，小麦需求及销售节奏提升，价格具备支撑，如玉米价格继续攀升，或进一步提振小麦销售均价。重点推荐A股稻麦种植龙头苏垦农发。

图19：2020年11月玉米价格上破小麦销售价格



数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：2020年13-20日小麦拍卖成交比接近100%



数据来源：Wind、开源证券研究所

目录

CONTENTS

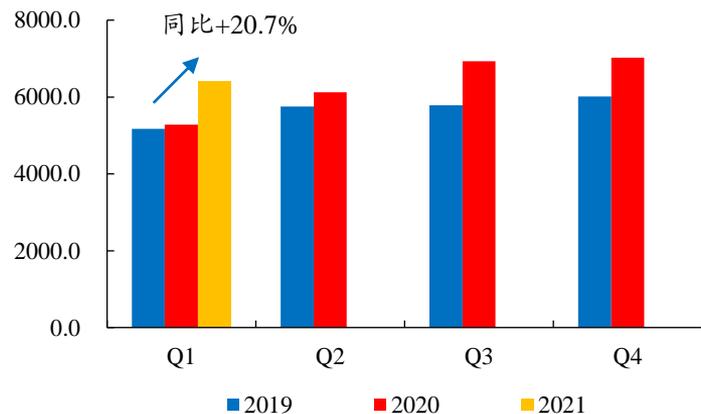
- 1 生猪养殖：大周期向下，关注短期反弹及龙头 α 机会
- 2 种植：供给短缺，需求旺盛，粮食价格持续走高
- 3 饲料：短期受益养殖需求复苏，长期看行业集中度提升
- 4 禽养殖：短期供给过剩，一体化企业抗压能力显著
- 5 动保：关注平台型企业及竞争格局优秀的细分赛道龙头
- 6 宠物：“它”经济崛起，国产品牌攻城略地
- 7 重点公司估值表
- 8 风险提示

3.1 2021年饲料量价齐升几成定局

需求量方面：受益于生猪存栏规模持续恢复及短期禽存栏量高位，饲料需求提升带动产量提升。以中国饲料工业协会数据看，2021Q1饲料产量同比增长20.7%。

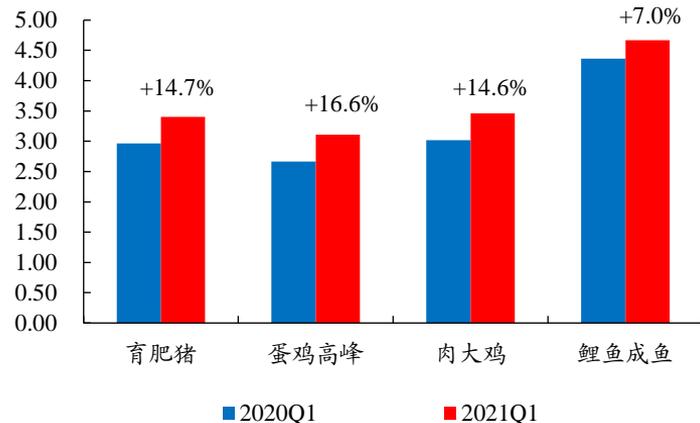
销售均价方面：饲料原料价格走高导致生产成本抬升，2021Q1主要品类配合饲料出厂价均同比提升14.6%-16.6%。（主要受能量原料价格上涨影响，Q1浓缩料及添加剂预混合饲料价格同比提升幅度为3.61%-5.81%）。

图21：2021Q1全国饲料产量同比增长20.7%



数据来源：中国饲料工业协会、开源证券研究所

图22：2021Q1配合饲料主要品类出厂价同比上涨14.6%-16.6%

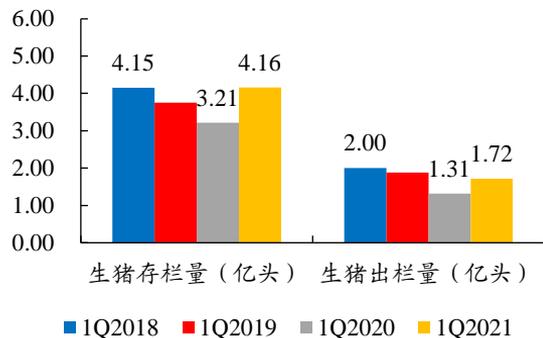


数据来源：中国饲料工业协会、开源证券研究所

3.2 生猪存栏及出栏量恢复，猪料需求量增加

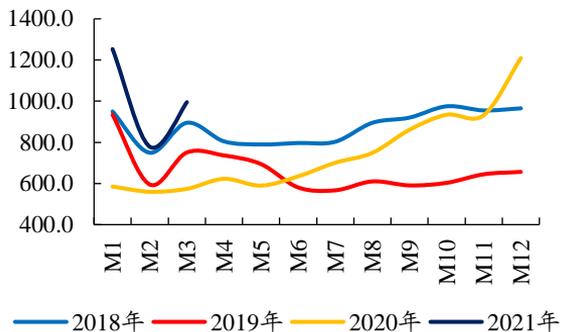
以农业农村部数据看，2021Q1生猪出栏量1.72亿头，已恢复至常年同期（2017-2019年Q1均值）水平的88.9%；生猪存栏量4.16亿头，已恢复至2018年同期水平。基于生猪出栏及存栏量的较快恢复，2021Q1生猪饲料产销量已处于同期高位。预计全年生猪饲料产销量将同比实现较大增长。此外从料肉比角度看，生猪全流程料肉比约为2.6（不含损耗、摊销等），高于白羽鸡及黄羽鸡料肉比，因此随着生猪产能的逐期恢复，预计饲料总消耗量将呈现增长趋势。不同品种配合料毛利亦存在一定差异，从上市企业情况分析来看，禽料毛利率约为5%，猪料毛利率约为10%。因此短期来看，饲料行业整体将呈现量利同增趋势。

图23：2021Q1生猪存栏及出栏量均同比大幅提升



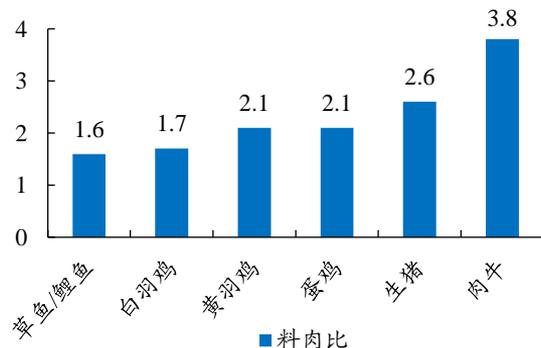
数据来源：农业农村部、开源证券研究所

图24：2021Q1生猪饲料产量处于同期高位



数据来源：中国饲料工业协会、开源证券研究所

图25：生猪养殖效率低于禽



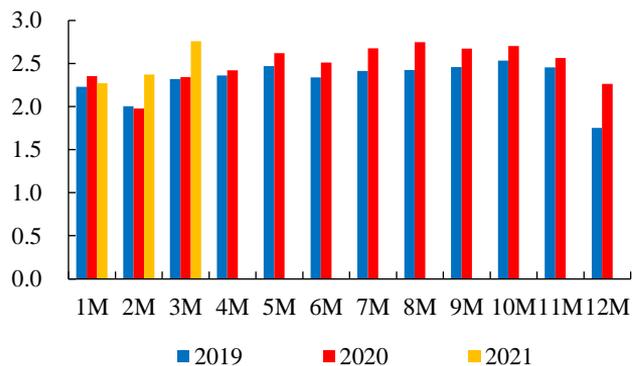
数据来源：中国饲料工业协会、开源证券研究所

注：肉牛料肉比指精料，其中精粗料比为1:1

3.3 禽产能去化缓慢，禽料需求量仍处高位

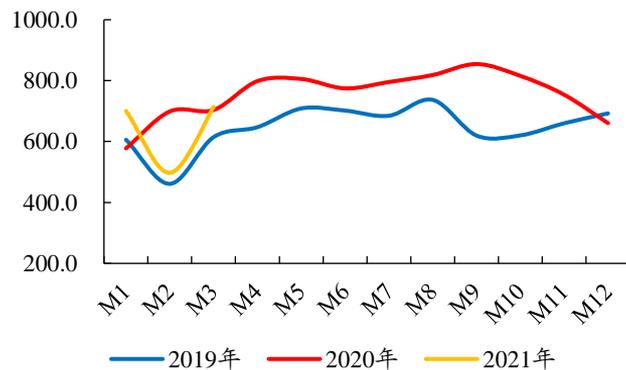
农业农村部联合全国动物营养指导委员会于2021年4月21日发布《猪鸡饲料玉米豆粕减量替代技术方案》，意在通过大小麦、高粱、稻谷、碎米、米糠及米糠粕实现对玉米豆粕的替代。但生猪与禽在营养及能量物质摄入量、适口性、消化率方面存在差异。禽类对大小麦的喜食度及养殖效率更高；而生猪则对饲料配方中小麦水分、容重、霉变标准要求较高；此外畜禽对小麦的消化率低于玉米（小麦中的非淀粉多糖影响畜禽的消化吸收）。因此，综合考虑生产形势、效率及成本，短期我国生猪养殖成本居高，肉禽（白羽肉鸡）存栏规模高位波动，产能去化节奏较慢。

图26: 2021Q1商品代白羽肉鸡雏鸡销售量维持高位（亿只）



数据来源：中国禽业协会、开源证券研究所

图27: 2021Q1肉禽饲料产量处于同期高位（万吨）

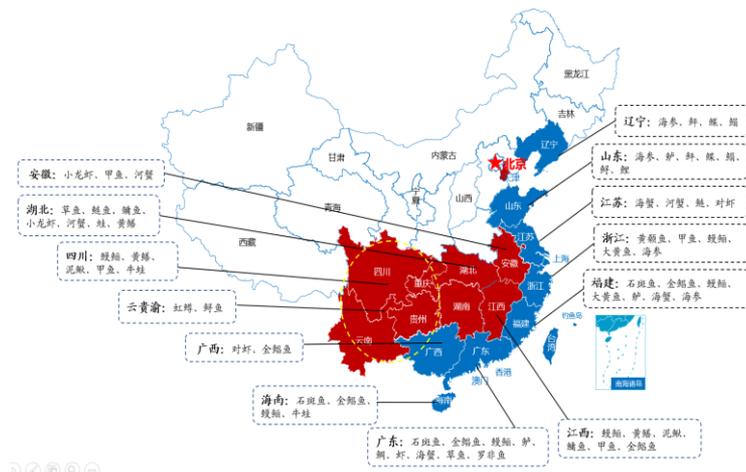


数据来源：中国饲料工业协会、开源证券研究所

3.4 养捕比例逐年提升，水产料需求稳定增长

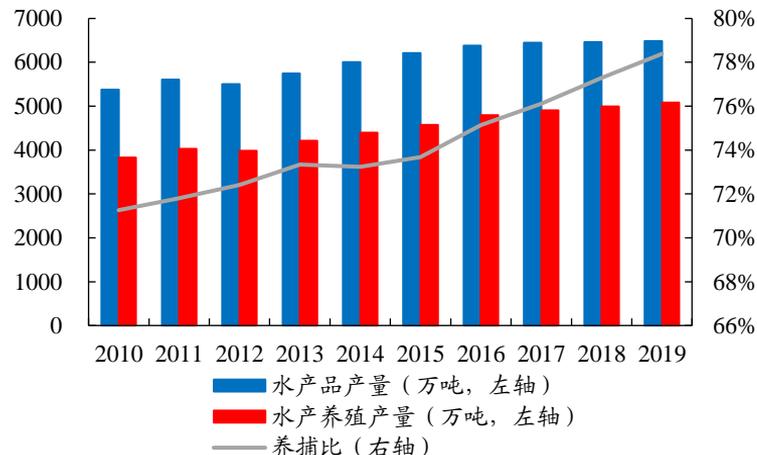
基于地理位置、温度气候、水域丰富度及消费习惯等多重因素驱动，我国逐渐形成区域性品种养殖的特点，即以沿海省份为主导的海水养殖产业带；及以华南内陆省份为主导的淡水水产养殖带。短期来看，2021年春节后水产价格景气，养殖户开塘较为积极；中长期看，近年来我国“休渔禁捕”政策趋严，水产养捕比呈现逐年提升趋势，已由“十一五”末的71:29提升至2019年底的78:22，预计“十四五”期间我国水产品生产养殖占比将提升至80%以上。**重点推荐综合全品类、全链条服务龙头饲料企业海大集团。**

图28：我国逐渐形成区域性品种养殖带



资料来源：中国渔业统计年鉴、开源证券研究所

图29：我国水产养捕比例逐年提升



数据来源：中国渔业统计年鉴、开源证券研究所

目录

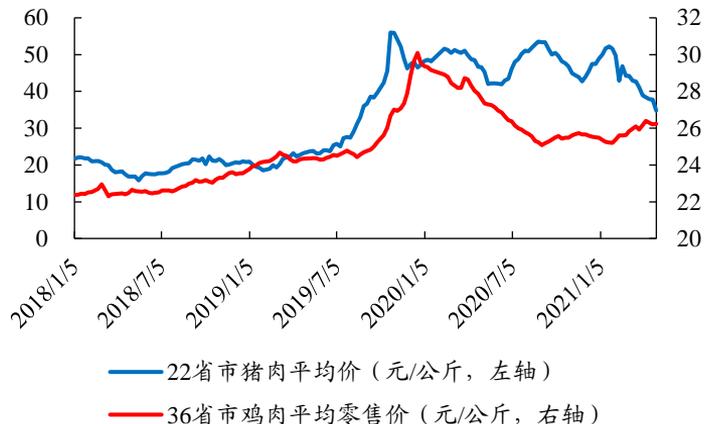
CONTENTS

- 1 生猪养殖：大周期向下，关注短期反弹及龙头 α 机会
- 2 种植：供给短缺，需求旺盛，粮食价格持续走高
- 3 饲料：短期受益养殖需求复苏，长期看行业集中度提升
- 4 禽养殖：短期供给过剩，一体化企业抗压能力显著
- 5 动保：关注平台型企业及竞争格局优秀的细分赛道龙头
- 6 宠物：“它”经济崛起，国产品牌攻城略地
- 7 重点公司估值表
- 8 风险提示

4.1 鸡肉价格低位震荡，行业进入产能去化阶段

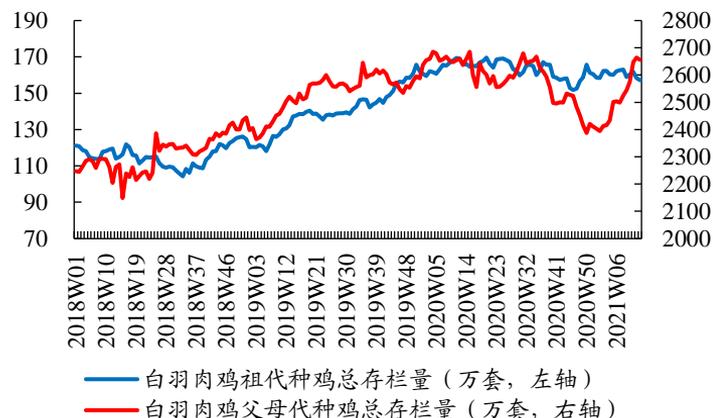
2020年以来鸡肉价格持续走低，主要系2019Q2起肉禽产能迅速扩充，行业整体产能于2020年出现过剩。随着国内猪肉供应量的持续恢复，白羽肉鸡短期产能过剩矛盾愈加明显。加之饲料原料价格持续上行，鸡肉价格受到成本端抬升及需求端替换的双向挤压，禽企养殖利润不断压低，成本优势企业维持盈亏平衡，中小养殖单位进入亏损周期。短期来看，预计鸡肉价格维持低位震荡，行业进入产能去化阶段。

图30：2020年以来鸡肉价格持续走低



数据来源：Wind、开源证券研究所

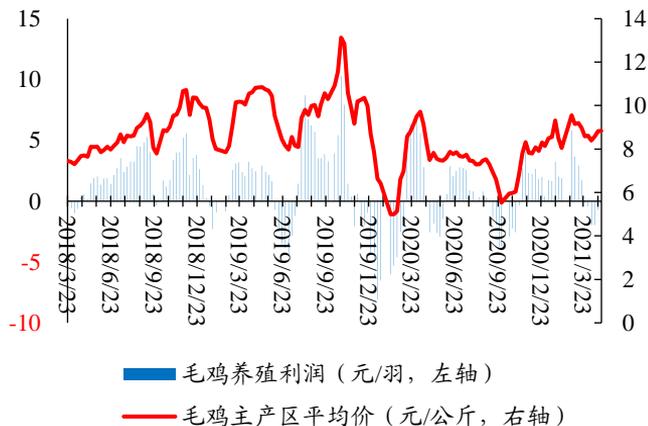
图31：2019Q2起白羽鸡产能持续增加



数据来源：中国禽业协会、开源证券研究所

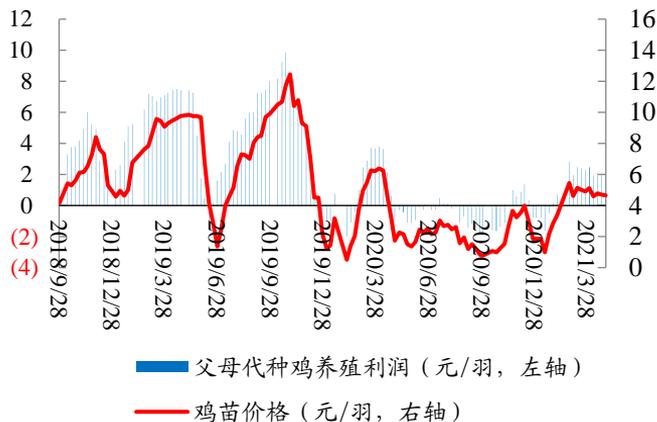
近期毛鸡价格相对景气，主要因为2020年9-10月，商品代鸡苗价格低迷，大型养殖场提前淘汰部分40-45周左右父母代种鸡，部分淘汰种鸡流入中小型养殖场进行强制换羽，2021年1月鸡苗价格再次下跌至1元/羽以下，行业再次进行淘鸡（此次主要为中小场淘鸡）。全年来看，父母代鸡虽已逐渐进入产能淘汰周期，但祖代鸡存栏量消减有限，2019Q2-Q3的大规模祖代鸡引种，预计毛鸡产能释放峰值会出现在2021Q2-Q3，因此我们认为，全年禽价低位震荡可能性更高。

图32：2021Q1毛鸡价格相对景气但成本抬升盈利有限



数据来源：Wind、开源证券研究所

图33：2020Q4-2021Q1父母代产能已逐步开始去化

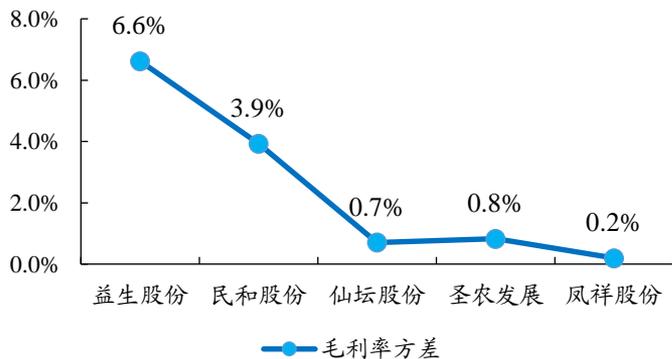


数据来源：Wind、开源证券研究所

4.3 行业景气度下行期间，产业链一体化企业优势明显

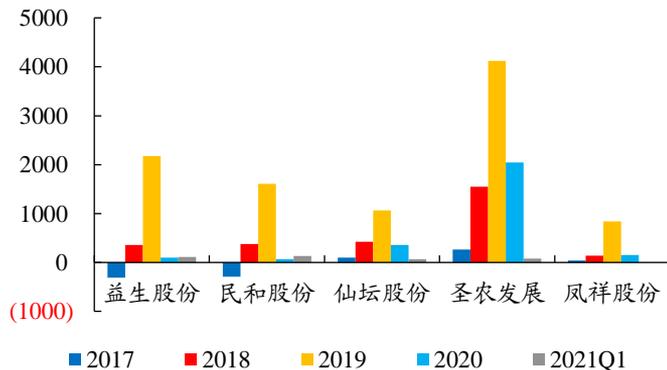
产业链上游企业毛利率波动相比产业链下游及一体化企业更大，原因主要为产业链下游养殖及鸡肉生产商离市场更近，更容易基于市场变化采取短期供需调节手段，而上游企业在需求传导中相对被动，通常先于下游进入亏损周期。近年来下游一体化企业积极推进“生转熟”，将一体化能力进一步延伸，随着熟品（调理品）收入占比的提升，收入及盈利稳定性持续增强（熟品价格相较生品更为稳定，价格受行情周期性波动影响程度较小），重点推荐食品收入占比已接近30%的白羽肉鸡龙头企业圣农发展。

图34：一体化企业盈利稳定性更强(2017-2021Q1)



数据来源：Wind、开源证券研究所

图35：产业链一体化企业盈利能力较强（归母净利润，百万元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

目录

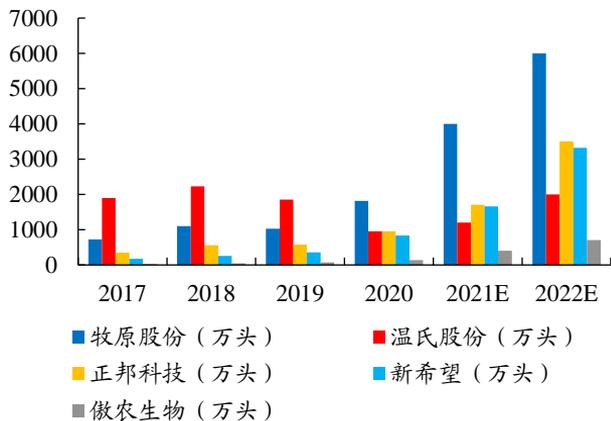
CONTENTS

- 1 生猪养殖：大周期向下，关注短期反弹及龙头 α 机会
- 2 种植：供给短缺，需求旺盛，粮食价格持续走高
- 3 饲料：短期受益养殖需求复苏，长期看行业集中度提升
- 4 禽养殖：短期供给过剩，一体化企业抗压能力显著
- 5 动保：关注平台型企业及竞争格局优秀的细分赛道龙头
- 6 宠物：“它”经济崛起，国产品牌攻城略地
- 7 重点公司估值表
- 8 风险提示

5.1 2021年生猪存栏回升趋势不改，动保企业毛利率迎来修复

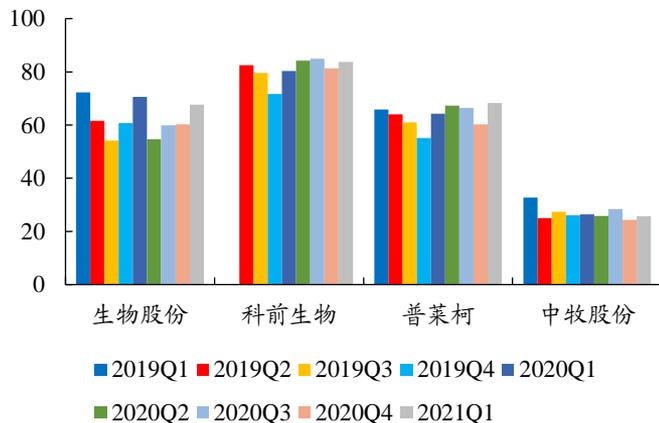
尽管非洲猪瘟导致散养户大量淘汰，但集团化养殖企业近两年产能布局节奏明显加快，受此驱动，2021年生猪存栏有望继续回升，同时养殖盈利仍为较好的年份，保证了下游养殖主体采购高品质市场化疫苗的意愿。价格方面，2020年随着动保行业景气度回升，产品售价及产能利用率回升驱动毛利率修复，各动保企业毛利率普遍企稳。

图36：2021年养殖集团出栏量有望保持高速扩张



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图37：2020年动保公司毛利率普遍同比企稳



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

5.2 政策不断出台，市场化改革进入实质推进阶段

“先打后补”政策于2016年推出，成为强制免疫疫苗市场化改革的初次尝试。但由于配套措施不系统，第三方服务提供不充分，加上部分地方认识不统一，改革总体进展较慢，覆盖面低。2020年11月，农业部印发《关于深入推进动物疾病强制免疫补助政策实施机制改革的通知》，规定2020-2021年在10个省份规模场深入推进“先打后补”试点，2022年我国全部规模场实现“先打后补”，至2025年逐步全面取消政采。此次政策出台首次明确政采退出的时间节点，市场化改革进入实质推进阶段。

表1: 政策不断出台，推动市场苗销售

政策	发布日期	内容
关于调整完善动物疫病防控支持政策的通知	2016/7/22	进一步强化畜禽养殖经营者的强制免疫主体责任，对符合条件的养殖场户的强制免疫实行“先打后补”，逐步实现养殖场户自主采购、财政直补。
兽用生物制品经营管理办法（修订草案征求意见稿）	2019/12/10	国家强制免疫用生物制品生产企业可将国家强制免疫用生物制品直接销售给各级人民政府畜牧兽医管理部门或养殖场（户），也可由其授权经销商销售。此前只能直销给养殖场。
2020年国家动物疫病强制免疫计划	2019/12/26	各地要加快推进“先打后补”，结合实际制定细化实施方案，力争在2020年实现规模养殖场全覆盖。
关于深入推进动物疾病强制免疫补助政策实施机制改革的通知	2020/11/18	规定2020-2021年在10个省份规模场深入推进“先打后补”试点，2022年我国全部规模场实现“先打后补”，至2025年逐步全面取消政采。

资料来源：农业农村部、开源证券研究所

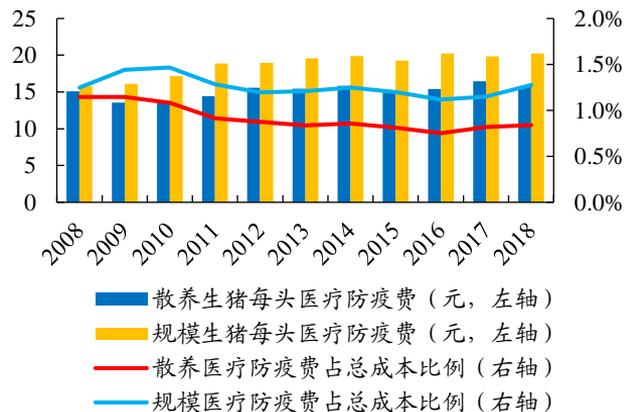
5.3 关注平台型企业及竞争格局优秀的细分赛道龙头

(1) 政策推动下，政采苗逐步退出，市场苗有望加速渗透；分疫病来看，非瘟前口蹄疫市场苗、圆环苗等渗透率不到20%，仍有较大提升空间。

(2) 非洲猪瘟疫情加速养殖规模化进程，规模场对于高质高价市场苗需求较散养户而言更大，市场苗规模有望快速扩容。未来动保企业间竞争将聚焦于研发、工艺及服务能力，平台型优势企业有望胜出，**重点推荐生物股份、普莱柯**。

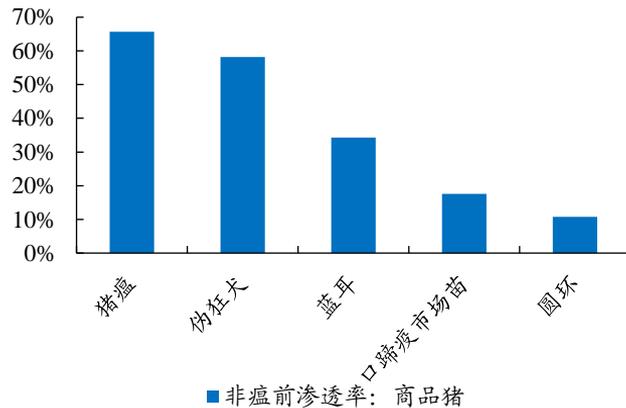
(3) 随着下游养殖集团集中度的大幅提升，动保企业议价能力承压，我们认为竞争格局较为稳定、产品及服务竞争力较强的细分赛道龙头确定性更强，**重点推荐科前生物**。

图38：规模场医疗防疫开支高于散养户



数据来源：Wind、开源证券研究所

图39：非瘟前口蹄疫市场苗、圆环等渗透率较低



数据来源：Wind、开源证券研究所

目录

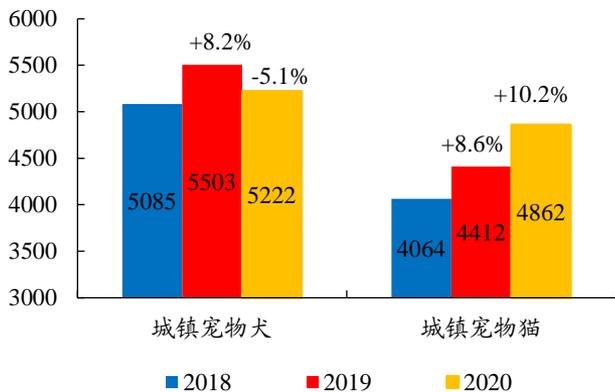
CONTENTS

- 1 生猪养殖：大周期向下，关注短期反弹及龙头 α 机会
- 2 种植：供给短缺，需求旺盛，粮食价格持续走高
- 3 饲料：短期受益养殖需求复苏，长期看行业集中度提升
- 4 禽养殖：短期供给过剩，一体化企业抗压能力显著
- 5 动保：关注平台型企业及竞争格局优秀的细分赛道龙头
- 6 宠物：“它”经济崛起，国产品牌攻城略地
- 7 重点公司估值表
- 8 风险提示

6.1 我国宠物存量规模初显，宠物消费市场逐渐成熟

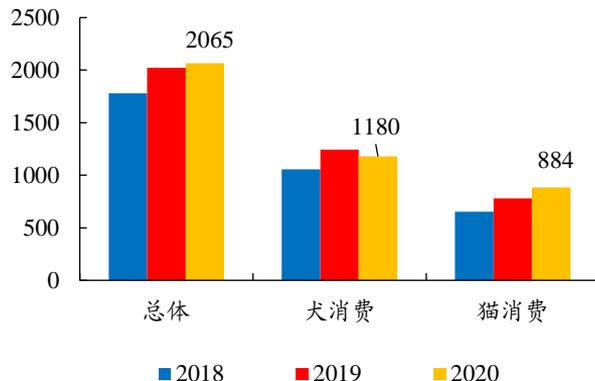
根据《2020年宠物行业白皮书》统计，2020年我国城镇犬猫喂养量超1亿只，同比增长1.7%；其中犬只数量5222万只，同比减少5.1%；猫只数量4862万只，同比增长10.2%。从宠物市场消费规模看，2020年我国城镇养宠消费总规模达2065亿元，同比增长2.0%，其中猫消费维持迅猛增速，市场规模达884亿元，同比增长13.3%。细分宠物消费市场占比看，宠物食品在宠物消费总支出中占比最高。

图40：2020年我国城镇犬、猫数量合计超1亿只（万只）



数据来源：《宠物行业白皮书》、开源证券研究所

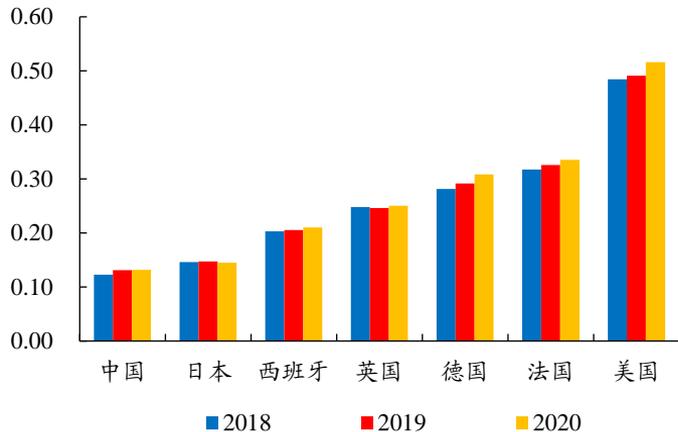
图41：2020年我国城镇宠物消费市场达2065亿元（亿元）



数据来源：《宠物行业白皮书》、开源证券研究所

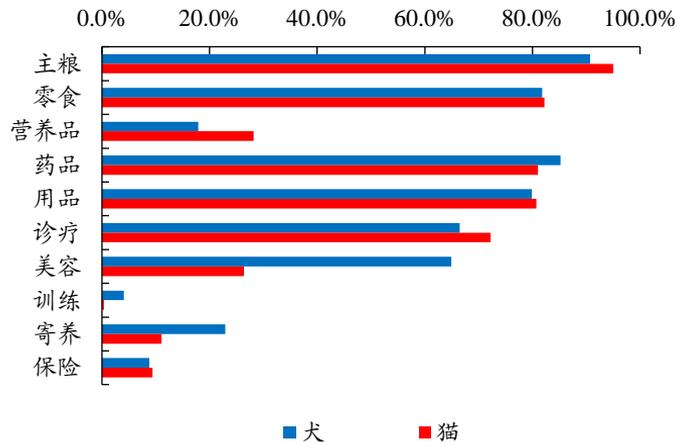
从人均宠物渗透角度看，我国人均养宠率远低于欧美国家，但已与日本人均养宠率接近。从消费品类渗透角度看，我国猫猫主粮、零食消费渗透率已达到80%以上，宠物主粮市场已达到较高成熟度，但营养品渗透率仍相对较低，伴随营养品渗透率提升，预计我国宠物食品成熟度将达到更高水平。此外猫猫其他消费品类渗透率亦呈现提升趋势，国内整体宠物消费市场呈加速壮大成熟趋势。

图42：我国人均养宠率已与日本接近（只/人）



数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

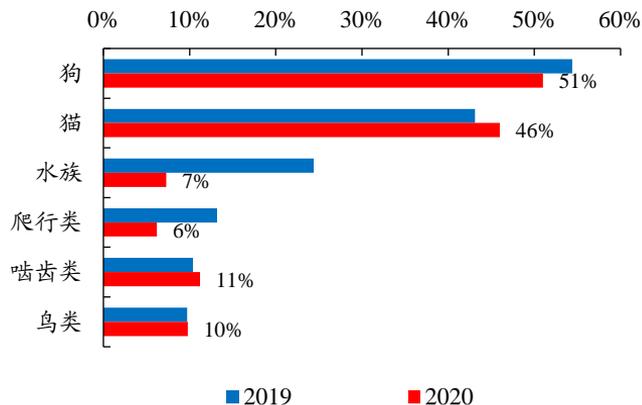
图43：我国宠物食品渗透率已达到较高水平



数据来源：《宠物行业白皮书》、开源证券研究所

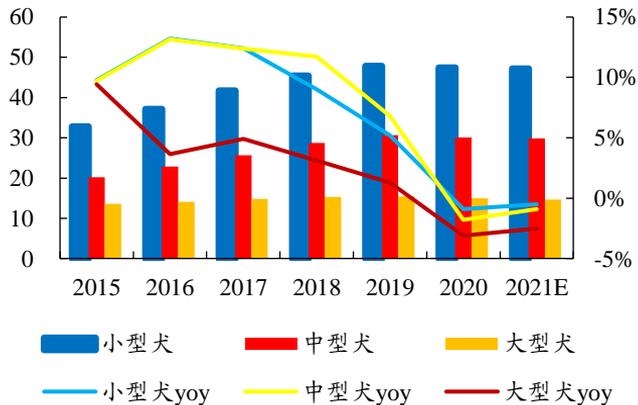
从国内近年来的养宠流行趋势看，宠物猫以其更适合城市静谧环境喂养的特性逐渐成为近年来养宠的风尚趋势，我国宠物猫、狗在总宠物喂养量中的占比差距正在不断缩小，截至2020年犬在所有宠物中的占比为51%，猫为46%。犬只喂养数量近年来呈现减少趋势的原因主要为：（1）宠物犬喂养需要相对更大的空间，且需要一定量的户外活动时间；（2）2019年以来犬只伤人事件时有引发关注，2019-2020年北方多省市相继颁布大型犬禁喂令，导致犬只喂养数量减少，部分潜在爱犬人士亦推迟或更改养犬计划。根据Euromonitor数据，2020年国内大型犬数量下降幅度最大。

图44：我国宠物猫狗占比差距逐渐缩小



数据来源：《宠物行业白皮书》、开源证券研究所

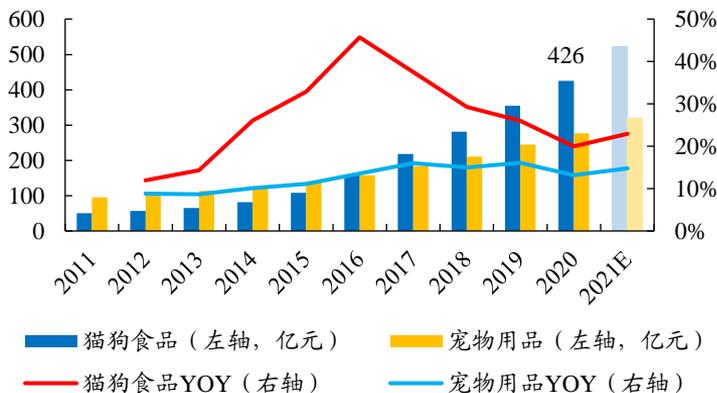
图45：2021年犬只数量预计维持减少趋势（百万只）



数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

我国宠粮市场于2014年开启加速增长，截至2020年我国猫狗食品市场规模已达到约426亿元。我国宠粮市场已初具规模，整体仍保持20%左右增速。分类别来看，截至2020年我国猫粮市场规模221亿元，超越狗粮市场的219亿元。根据Euromonitor预测，未来5年我国猫粮市场复合增速约为24.4%，预计到2025年达到657亿元；狗粮市场未来5年复合增速约为14.5%，预计到2025年达到431亿元。

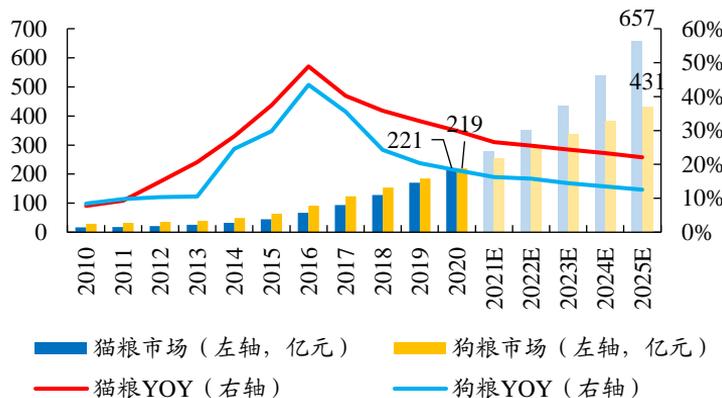
图46：宠物食品及宠物用品已成为最主要的宠物消费支出



数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

注：数据更新时间为2021年4月

图47：2020年猫粮市场规模超越狗粮



数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

6.5 我国宠物食品销售渠道特征——“得线上者得天下”

我国宠物食品销售渠道与欧美国家存在一定差异，据《宠物行业白皮书2020》统计，国内81.8%的宠物主人选择通过电商购买宠物食品，显著高于其他渠道。从动销关联性角度看，我国宠物主人对宠物干粮的消费频次与促销活动关联度较高，宠物主人大多会选择在促销时进行囤货。而宠物零食作为可选宠物食品，其购买频次与营销活动的关联度更高。

图48：线上电商是我国宠物食品的主销渠道

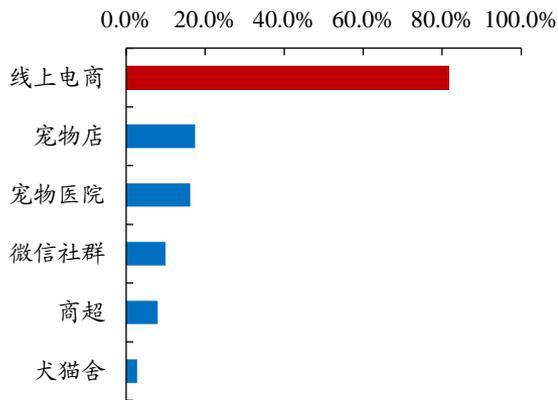


图49：宠物干粮动销与促销活动有较强关联性

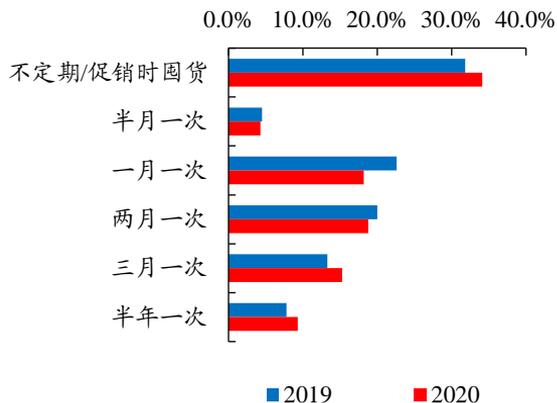
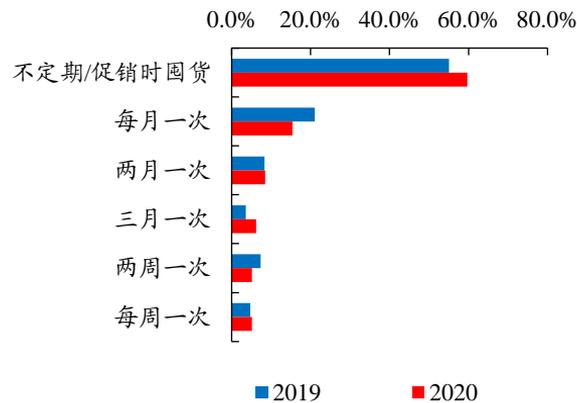


图50：促销活动对宠物零食销量拉动更为显著



数据来源：《宠物行业白皮书》、开源证券研究所 数据来源：《宠物行业白皮书》、开源证券研究所 数据来源：《宠物行业白皮书》、开源证券研究所

6.6 市场结构悄然变化，国产宠粮品牌受到更多关注

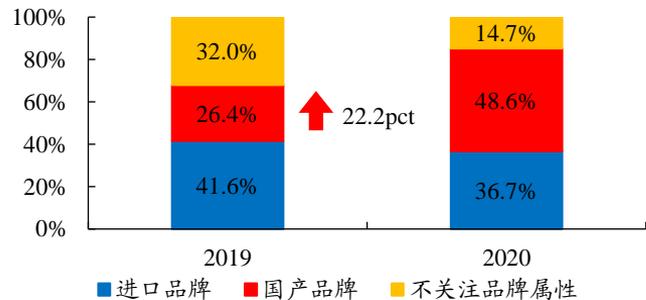
据《宠物行业白皮书2020》的统计，2020年国内近5成宠物主人倾向于选择国产干粮品牌，同比提升22.2pct。据魔镜市场情报数据，2019及2020年淘宝“双11”购物节，猫狗主粮品类销售额Top10品牌中，国产品牌均有6家入榜，逐渐与国外品牌在知名度方面五分天下。重点推荐宠物零食份额优势明显，主粮销售规模快速增长的宠粮龙头企业中宠股份。

表2: 淘宝“双11”猫狗主粮销售额 TOP10 国产品牌占据多席

排名	2019年	原产地	销售额	2020年	原产地	销售额
1	ROYAL CANIN/皇家	中国	93.7	PETCUREAN GO!	加拿大	108.9
2	PETCUREAN GO!	加拿大	56.3	ROYAL CANIN/皇家	中国	83.2
3	MYFOODIE/麦富迪	中国	46.3	ACANA/爱肯拿	加拿大	76.8
4	Orijen	加拿大	45.0	MYFOODIE/麦富迪	中国	58.8
5	Nature Bridge/比瑞吉	中国	35.0	Orijen	加拿大	55.9
6	ACANA/爱肯拿	加拿大	32.4	Pure & Natural/伯纳天纯	中国	44.3
7	Pure & Natural/伯纳天纯	中国	31.6	PRO PLAN/冠能	中国	42.2
8	PRO PLAN/冠能	中国	31.0	凯锐思	中国	35.1
9	凯锐思	中国	29.5	Nature Bridge/比瑞吉	中国	31.8
10	Fish4Dogs/海洋之星	英国	22.6	Solid Gold/金丽高	加拿大	30.4

资料来源：魔镜市场情报、开源证券研究所

图51: 宠物主人对国产干粮的选择偏好显著提升



数据来源：《宠物行业白皮书》、开源证券研究所

表2: 重点推荐公司盈利预测与估值

公司代码	公司名称	评级	收盘价(元)		EPS			PE		
			2021/5/10	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	
002714.SZ	牧原股份	买入	100.00	10.80	9.28	4.52	9.26	10.78	22.12	
002299.SZ	圣农股份	买入	25.19	1.02	1.79	2.50	24.70	14.07	10.08	
002311.SZ	海大集团	买入	79.00	1.99	2.29	3.24	39.70	34.50	24.38	
600201.SH	生物股份	买入	19.88	0.49	0.88	1.11	40.57	22.59	17.91	
603566.SH	普莱柯	买入	22.23	0.94	1.14	1.31	23.65	19.50	16.97	
688526.SH	科前生物	买入	40.47	1.30	1.62	1.88	31.13	24.98	21.53	
601952.SH	苏垦农发	买入	11.98	0.58	0.64	0.69	20.66	18.72	17.36	
002891.SZ	中宠股份	买入	46.33	1.06	1.46	2.16	43.71	31.73	21.45	

数据来源: Wind、开源证券研究所

农产品价格大幅下行；养殖业疫情超预期扩散。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

股票投资评级说明

	评级	说明	备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。
证券评级	买入（buy）	预计相对强于市场表现20%以上；	
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现5%~20%；	
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；	
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现5%以下。	
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；	
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；	
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。	

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及

的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层

邮箱：research@kysec.cn

北京：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层

邮箱：research@kysec.cn

深圳：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮箱：research@kysec.cn

西安：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮箱：research@kysec.cn

THANKS

感 谢 聆 听



开源证券