

猪价触底反弹，开启短期行情

——6月行业动态报告

核心观点

- **5月猪肉价格持续下行，CPI同比小幅上涨** 21年5月我国CPI同比+1.3%，其中食品项同比+0.3%，食品中猪肉同比-23.8%。5月CPI环比-0.2%。期间猪肉价格持续下行，影响CPI猪肉环比-11%。5月我国农产品进口金额为197.53亿美元，同比+37.33%，出口金额68.74亿美元，同比+8.02%，贸易逆差128.79亿美元，同比+60.59%。

- **生猪价格触底反弹，看好Q3走势，黄鸡价格亦可期** 5月月报我们强调“对于具备出栏高增长可能、成本控制行业领先的牧原股份来说，成长属性大于周期属性，在股价相对低位可密切关注”，并强调对于21H2猪价走势，我们认为将恢复上行并震荡。6月23日猪价触底后反弹来临，我们认为该反弹大概率会在Q3持续，并带动出栏超高增长、成本控制优秀的企业走出半年度行情，建议重点关注。我们认为本次反弹是年内短周期行为，整体猪周期依旧处于下行通道中，整体的周期反转仍需时间加持。

另外，随着生猪价格的反弹，黄鸡价格也存在触底反弹的可能，同样叠加三季度年内短周期行情，建议关注成本领先、出栏稳定增长的行业龙头。在后周期领域，疫苗关注度较高，除存栏回升、规模化提升等这些行业统一背景以外，市场更关注核心产品议价能力强、渠道优秀的疫苗企业。

- **年初至今板块表现弱于沪深300，林业、动保表现较好** 年初至6月25日，农林牧渔板块整体下跌6.95%，同期沪深300上涨2.02%。对比农林牧渔各子行业，畜禽养殖跌幅最大(-20.51%)，种植业、饲料行业次之，分别为-17.05%、-13.54%；而林业、动物保健、农产品加工为上涨的三个子行业，涨幅分别为28.74%、12.07%、0.30%。

- **投资建议** 从历史统计规律来看，Q3为年内猪价上行期，假若该趋势来临，叠加生猪出栏高增长、成本控制优秀，那么生猪养殖龙头企业牧原股份可加强关注。随着6月22日生猪均价持平，23日迎来上涨行情，我们初步判断三季度猪价反弹行情已到来，建议积极关注牧原股份等生猪养殖个股。黄羽鸡行业经历2020年价格低位，目前处于回归均值状态，21Q1部分企业业绩予以验证。我们预计21年均价同比提升15%左右，建议关注华东区规模龙头、成本控制行业领先的立华股份。在养殖后周期领域，我们看好疫苗销量受益于生猪存栏逐步回升的确定性，建议关注中牧股份、科前生物等个股。

核心组合

	证券代码	证券简称	月涨幅(%)	市盈率 PE(TTM)	市值(亿元)
核心组合	002714	牧原股份	-6.54	10	3080
	300761	立华股份	-8.36	17	129
	600195	中牧股份	+3.89	27	122

- **风险提示** 猪价不达预期风险，疫病风险，原材料价格波动风险等。

农林牧渔行业

推荐 (维持评级)

分析师

谢芝优

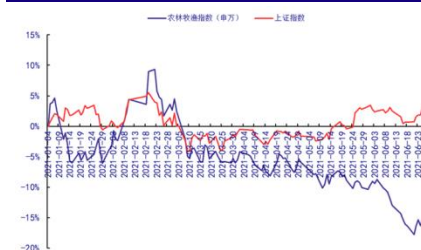
☎: 021-68597609

✉: xiezhiyou_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130519020001

行业数据

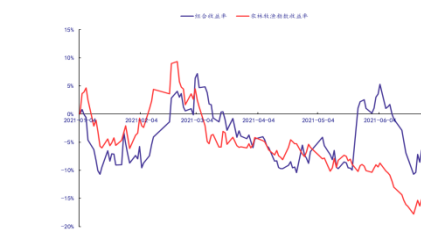
2021.6.25



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

核心组合表现

2021.6.25



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

相关研究

- 1、2019.3.28 “读懂猪周期”系列深度报告三：以周期+成长视角看生猪养殖投资逻辑
- 2、2020.3.6 草地贪夜蛾态势严峻，关注玉米产量及转基因进展
- 3、2020.3.19 “读懂猪周期”系列深度报告五之新希望(000876.SZ)：猪价弹性+出栏高增长，农牧龙头腾飞时

目 录

一、物价指标稳定，农林牧渔业景气度略降	2
(一) 5月猪肉价格持续下行，CPI 同比小幅上涨	2
(二) 猪周期下行过程中带动后周期产业链景气度上行	3
二、重点关注猪鸡价格反弹带来的投资机会	5
(一) 6月下旬猪价触底反弹，看好 Q3 季节性行情	5
1. 6月猪价震荡下行后反弹，重点关注头部养殖企业	5
2. 规模化提升是趋势，集中度提升创巨大成长红利	6
(二) 黄羽鸡 6月价格震荡下行，全年均价修复	8
1. 短期价格震荡，成本端压力上行	8
2. 区域特征明显，集中度逐步提升中	9
(三) 养殖后周期确定性高，看好疫苗行业未来发展	10
1. 市场苗扩容的双线逻辑，带动疫苗企业触底反弹	10
2. 政府疫苗招采目录及价格调整，对疫苗企业业绩影响较大	11
三、农林牧渔在资本市场中的发展情况	13
(一) 农林牧渔市值占比略降，农产品加工、畜禽养殖占比居前	13
(二) 年初至今板块表现弱于沪深 300，林业、动保表现较好	13
四、投资建议及股票池	15
五、风险提示	15

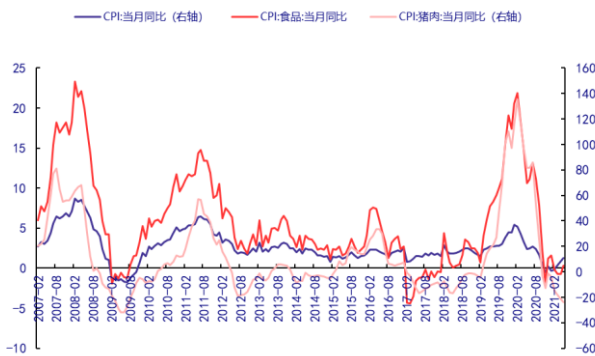
一、物价指标稳定，农林牧渔业景气度略降

(一) 5月猪肉价格持续下行，CPI同比小幅上涨

2021年5月，我国CPI同比增长1.3%，其中食品项同比+0.3%，食品中猪肉同比-23.8%。从环比来看，5月CPI环比为-0.2%。期间猪肉价格基本处于震荡下行态势，影响CPI猪肉环比下降11%。

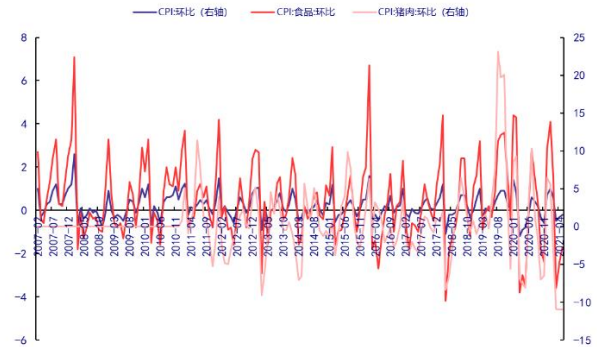
2021年1-5月，我国农产品累计进口金额为877.65亿美元，同比+33.84%，出口金额为316.00亿美元，同比+8.6%，贸易逆差561.64亿美元，同比+53.90%。2021年5月，我国农产品进口金额为197.53亿美元，同比+37.33%，出口金额为68.74亿美元，同比+8.02%，贸易逆差128.79亿美元，同比+60.59%。

图1：2021年5月我国CPI同比+1.3%



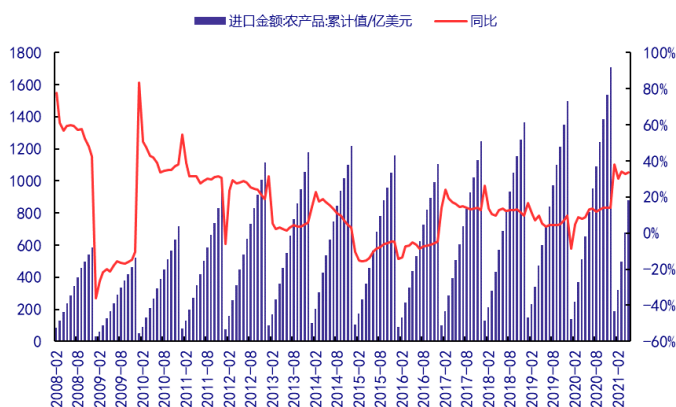
资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图2：2021年5月我国CPI环比-0.2%



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图3：2021年1-5月我国农产品进口额累计为877.65亿美元，同比+33.84%



资料来源：海关总署，中国银河证券研究院整理

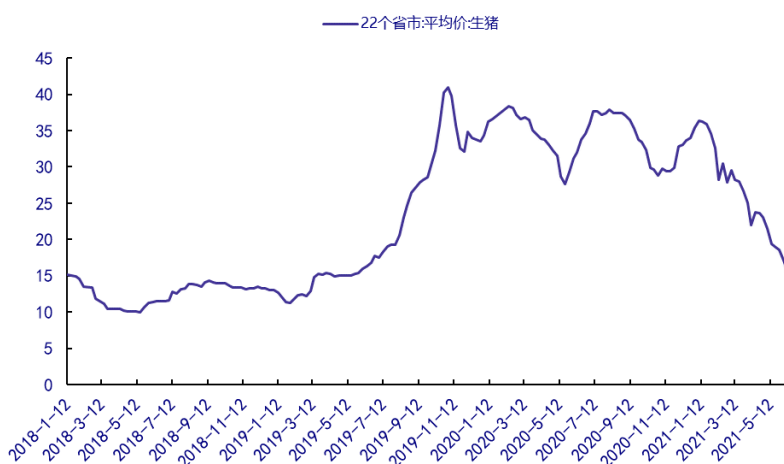
（二）猪周期下行过程中带动后周期产业链景气度上行

农业行业主要包括种植产业链与养殖产业链两大子产业，其中种植产业链涉及种业、农产品种植与加工、林业等子行业，养殖产业链包括畜禽养殖、水产养殖、饲料、疫苗等子行业。从竞争力、盈利能力、管理能力等方面来考虑，养殖产业链具备更大的优势。结合当前非洲猪瘟对产能去化的影响以及猪周期的运行规律，猪价持续创高位，并将带动整体养殖产业链业绩向好。

受非洲猪瘟影响，本轮猪周期中能繁母猪产能去化彻底，19年1月开始，生猪与能繁母猪存栏量同比降幅达到两位数；19年9月能繁母猪存栏量降到历史低位1913万头，此后开始环比好转。根据中国政府网数据，2021年3月末，能繁母猪、生猪存栏分别为4318万头、4.16亿头，同比+27.7%、+29.5%。根据农业部数据，4月末我国能繁母猪存栏量环比+1.1%，同比+39.9%。我国生猪产能呈现持续好转态势。

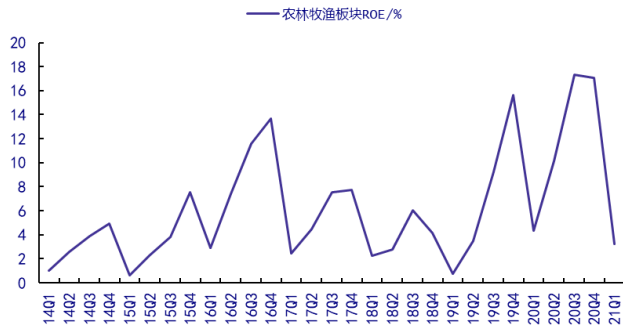
从杜邦分析以及相关财务指标来看，2016-2019年我国农林牧渔行业ROE呈现下行趋势，其中生猪养殖产业链上的企业从2016年高点逐渐下行至2018年低点，影响整体ROE水平，随后19年开始猪周期处上行趋势中，带动畜禽养殖板块ROE回升。如上文分析，我们认为上一轮猪周期在2018年5月结束，之后开启新一轮周期；2019年3月1日，据博亚和讯数据来看，猪价二次探底为12.06元/kg，随后开启猪价上行阶段，并持续处于高位，并于19年11月达到猪价最高点；此后分别于20年2月、8月以及21年1月达到阶段高点，之后处于持续下行过程中，直至6月下旬止跌，目前处于价格反弹行情中。

图4：我国猪价自19年3月开启上行趋势后，4-6月处于震荡期，6-10月持续上行，11月后开启震荡行情，2月受新冠疫情影响，猪价先升后震荡，5月底止跌回升，9月开启下行态势，10月末止跌，21年1月中旬达到阶段高点，之后持续下行，6月下旬止跌回升



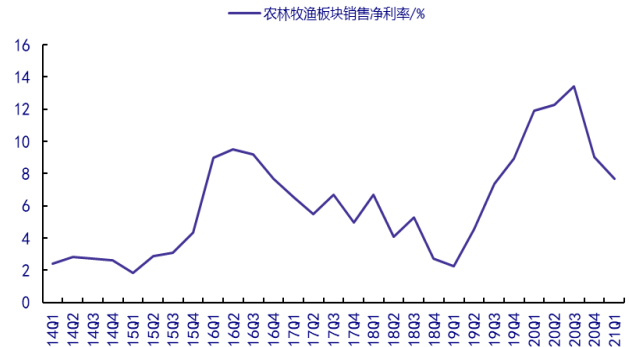
资料来源：中国畜牧业信息网，中国银河证券研究院整理

图 5：2014Q1 至今农林牧渔板块 ROE 情况



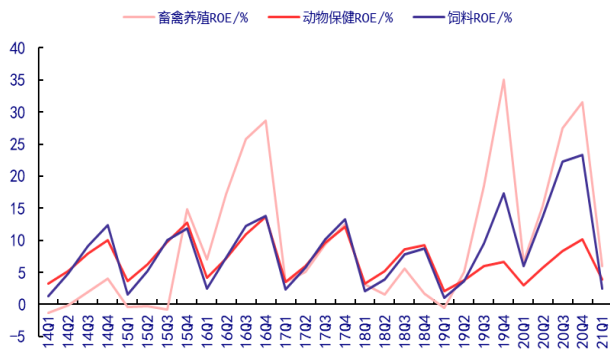
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 6：2014Q1 至今农林牧渔板块销售净利率情况



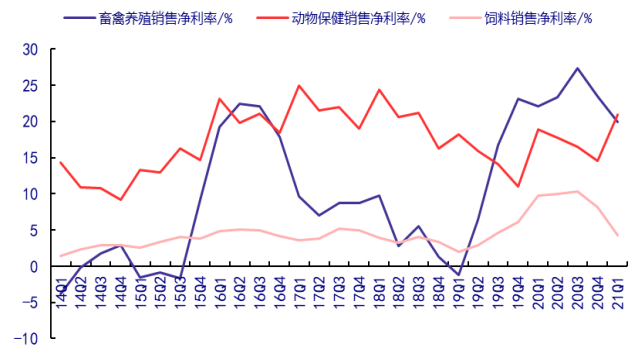
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 7：2014Q1 至今畜禽养殖、动物保健、饲料 ROE 情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 8：14Q1 至今畜禽养殖、动物保健、饲料销售净利率情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

表 1：2016-2020 年农林牧渔行业及其子板块畜禽养殖行业 EPS 情况

行业	年份	一季报	中报	三季报	年报
农林牧渔	2016	0.06	0.14	0.20	0.28
	2017	0.07	0.12	0.19	0.17
	2018	0.06	-0.002	0.09	0.05
	2019	0.05	0.14	0.28	0.41
	2020	0.10	0.23	0.39	0.79
畜禽养殖	2016	0.16	0.41	0.57	0.63
	2017	0.07	0.06	0.11	0.08
	2018	0.05	-0.47	-0.28	-0.13
	2019	0.17	0.51	1.27	2.07
	2020	0.27	0.52	0.88	0.74

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

二、重点关注猪鸡价格反弹带来的投资机会

农林牧渔行业可分为两大产业链，包括种植产业链和养殖产业链，其中种植产业链包括种业、种植业、农产品加工、林业等子行业，养殖产业链包括畜禽养殖、饲料、疫苗、渔业等子行业。

目前，种植产业链主要围绕技术升级（转基因）、土地改革、效率提升等几方面进行发展。我国农产品（如玉米、大豆等）成本居高不下，主要原因在于种业技术发展缓慢，核心技术由国际巨头垄断，同时人工成本高企，以及土地规模化程度不够而造成的效率低下，最终反映在成本与价格层面。对于种植产业链来说，未来急需技术与规模化的提升，进而实施精细化管理来提高生产效率，提升成长空间。当前，受草地贪夜蛾、新冠疫情等外部因素影响，玉米以及其他粮食行业或将受到部分影响。

在养殖产业链层面，其发展水平高于种植产业链，行业增长较为迅速。从规模化程度、企业集中度、研发实力以及生产效率来说，我国养殖业均处于高速发展时期。在此过程中，行业规范性也在逐步形成，以白羽鸡行业为例，各企业自发形成白羽肉鸡联盟，以期实现供需平衡，产能调节，行业自我治理。在行业快速发展至成熟阶段期间，养殖产业链涌现出一批优质企业，从研发端发力，到管理标准化、精细化，看好未来养殖产业链相关优质企业的长远发展。

（一）6月下旬猪价触底反弹，看好Q3季节性行情

1.6月猪价震荡下行后反弹，重点关注头部养殖企业

2019年12月我国生猪存栏开启触底恢复趋势，存栏数据开始缓慢增长。根据农业部统计，2021年4月我国能繁母猪存栏环比+1.1%，连续19个月增长，同比+23%，相当于2017年年末的97.6%。目前生猪存栏量保持在4.16亿头以上，已基本接近正常年份水平。我们认为大中型养殖场在资金、环保、防疫方面具备优势，补栏积极性更高，意味着未来规模化与集中度提升的趋势。在猪周期下行阶段，我们将更加关注**生猪出栏增速以及成本管控情况**。

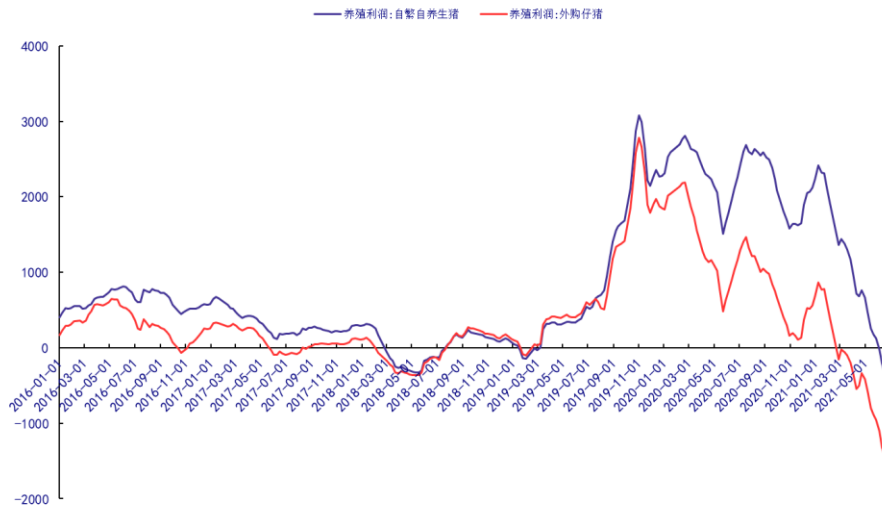
2020年2月生猪价格有缓慢上行趋势，之后又开启震荡行情，直至5月下旬止跌回升，并开启新一轮上行趋势；9月开始猪价呈现震荡下行态势。我们此前认为震荡上行行情将持续至21年1月。从当前时点看，猪价走势印证了我们的观点，猪价自去年10月底11月初时止跌，并保持震荡上升至2021年1月中旬。春节后猪价延续下行趋势。我们2月份判断：短期来说，考虑到当前传统需求端淡季、低体重猪抛售、冻肉出库等因素，我们判断当前至3月猪价震荡下行。事后看亦印证了我们此前的判断。

对于4-5月份猪价走势，显著低于我们预期，下跌幅度较大。根据博亚和讯，2021.6.25，我国部分省市生猪均价为13.58元/kg，环比+5.52%；6月猪价整体下降20.54%。生猪养殖利润层面，亦呈现震荡下行行情，据博雅和讯统计，2021年6月25日自繁自养、外购仔猪育肥利润分别为-526.36元/头、-1570.78元/头；其中外购仔猪自2月底亏损以来，已持续4个月亏损，且幅度逐步加大。目前自繁自养亦亏损1个月。

我们在中期策略报告及此前月报中反复提及，Q3为年内猪价上行期，假若该趋势来临，叠加生猪出栏高增长、成本控制优秀，那么生猪养殖龙头企业牧原股份可加强关注。随着6

月 22 日生猪均价持平，23 日迎来上涨行情，我们初步判断三季度猪价反弹行情已到来，建议积极关注牧原股份等生猪养殖个股。

图 9：2021.06.25 自繁自养、外购仔猪养殖利润分别为-526.36 元/头、-1570.78 元/头



资料来源：博亚和讯，中国银河证券研究院

表 2：部分养殖企业生产性生物资产变动情况

代码	企业名称	生产性生物资产（单位：亿元）				
		20Q1 末	20 年末	21Q1 末	21Q1 末环比	21Q1 末同比
002714.SZ	牧原股份	47.99	74.42	80.69	8.43%	68.14%
002157.SZ	正邦科技	51.95	91.06	82.73	-9.15%	59.25%
300498.SZ	温氏股份	41.87	92.26	88.31	-4.28%	110.91%
000876.SZ	新希望	39.03	118.00	110.10	-6.69%	182.09%
002124.SZ	天邦股份	14.38	25.91	17.89	-30.95%	24.41%
002100.SZ	天康生物	2.12	3.52	3.11	-11.49%	46.86%
603363.SH	傲农生物	3.29	12.23	13.70	12.02%	316.54%
002567.SZ	唐人神	1.85	3.63	4.37	20.36%	136.49%
002548.SZ	金新农	0.83	3.63	3.55	-2.39%	326.78%

数据来源：公司公告，中国银河证券研究院

2. 规模化提升是趋势，集中度提升创巨大成长红利

我国生猪养殖以散户为主，2007 年年出栏 500 头以下的养殖户比例为 78.2%，至 2017 年该指标下降为 45%，十年生猪规模化程度提高 33pct。受环保政策、城镇化以及理性补栏等因素，中小养殖户补栏进程较为缓慢，而大型养殖户具备完善的环保解决办法、融资方式多样化等优势，养殖规模持续扩大，抢占市场份额，因此在过去两年中，我国生猪规模化程度快速提高。

对标美国生猪养殖行业规模化发展过程来看，在其规模化程度快速提升的二十年中（1980-1999年），养殖户数量持续下降，1997年美国存栏1000头以上的养殖场占比达71%（有部分州高达98%）。相比之下，我国生猪规模化程度依旧有较大提升空间（至少20pct）。16-17年受环保政策影响，散养户大量退出或放缓补栏，直接利好规模化提升。18年8月非洲猪瘟在我国蔓延，成为散户加速退出的又一因素。我们认为，非洲猪瘟的发生将加速我国规模化程度的提升。

2019年我国生猪出栏量为5.44亿头，前20家生猪养殖企业合计出栏生猪6208万头，CR20约11.41%；前10家合计出栏5116万头，CR10约9.4%；前5家合计出栏4160万头，CR5约7.64%。我国生猪养殖业集中度极低，集中度提升是未来行业成长的关键点。

目前，我国生猪养殖行业呈现金字塔型，即头部小、底部大。随着散养户的加速退出，以及大规模养殖场的加速扩张，未来将呈现倒金字塔型。2017年，前22家生猪养殖企业出栏量增速达36%。非洲猪瘟为行业带来变革的机会，经历2019年的调整，20年开始头部养殖企业实现加速扩张。以牧原股份为例，2017-2020年出栏量分别为723.74万头、1101.2万头、1025.33万头、1811.5万头，同比分别为+132.42%、+52.15%、-6.89%、+76.67%；其中2019年受非瘟影响，上市公司出栏量受到部分影响。2021年，牧原股份预计出栏生猪3500-4500万头，同比+93.21-148.41%。

生猪养殖行业具备“大行业、小企业”的行业特征，也就意味着行业空间广阔，企业未来发展空间巨大。在这个过程中，集中度逐步提升，龙头企业将享受自身规模扩张带来的成长红利。

表3：部分养殖企业生猪出栏情况

代码	企业名称	生猪出栏量/万头		
		2019A	2020A	2021E
002100	天康生物	84	134.49	
000876	新希望	355	829.25	增长率不低于100%
002714	牧原股份	1025	1811.5	3500-4500
300498	温氏股份	1852	954.55	1200
002157	正邦科技	578	955.95	2000
002124	天邦股份	244	307.78	

数据来源：公司公告，中国银河证券研究院

表4：生猪养殖行业五力模型分析

上游议价能力	下游议价能力	新进入者威胁	替代品威胁	现有竞争程度
生猪养殖上游为饲料、疫苗、种猪企业，我国大型养殖企业数量较少，而服务企业众多，使得上游议价能力较弱。	生猪养殖下游为屠宰企业，受猪价以及供应量影响，屠宰企业议价能力有变化，一般来说，议价能力较弱。	生猪养殖为重资产行业，新进入者需要投入大量资金以此来打造大规模养殖场，同时需要具备养殖技术、管理等方面的要求，新进入者威胁较小。	生猪养殖替代品可理解为养殖牛羊，但考虑到我国为猪肉消费大国，对牛羊的食用接受程度以及价格接受度有一定差距，因此替代品威胁较小。	生猪养殖行业呈现大行业、小企业特征，未来发展趋势为大型养殖集团的产能扩张，目前来说现有竞争存在于各企业成本控制方面，相互的竞争程度较低。

资料来源：中国银河证券研究院

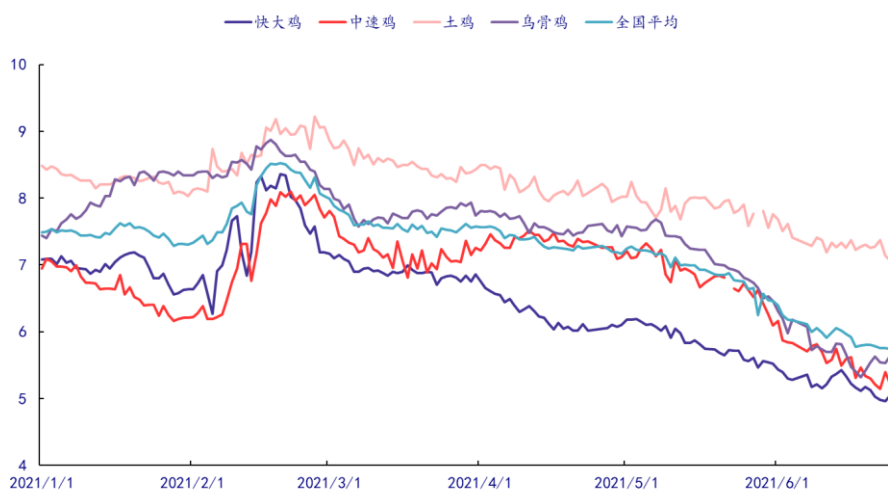
（二）黄羽鸡 6 月价格震荡下行，全年均价修复

1. 短期价格震荡，成本端压力上行

短期来看，根据新牧网数据，2021 年一季度我国黄羽鸡品类均价为 7.68 元/kg，20 年同期为 5.16 元，同比上涨 48.84%，价格恢复态势显著。4 月以来受生猪价格下行影响及黄羽鸡短期供需关系影响，整体价格呈现震荡下行趋势，4、5 月均价为 7.34 元/kg、6.92 元/kg，环分别为 -3.42%、-5.72%；截至 6 月 25 日当月均价为 5.95 元/kg，环比 5 月下行 14%。我们认为短期波动属于正常状态，持续看好全年均价回归。6 月下旬生猪均价触底反弹，我们认为猪价部分影响鸡价，同时 Q3 为鸡价年内上行好转时期，因此后续鸡价有望实现反弹行情。

在成本层面，受上游豆粕、玉米等原材料价格高位影响，行业内饲料成本有所上行，带动整体养殖成本上行，一定程度上挤压盈利空间。

图 10：2021 年 1 月 1 日至今我国黄羽鸡各品类价格走势（单位：元/kg）



资料来源：新牧网，中国银河证券研究院整理

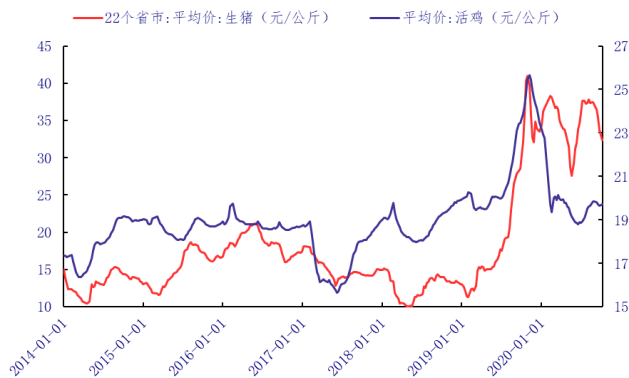
相比于猪周期，肉禽养殖周期短，周期变化更快，且更受疫情、政策变化的影响。以 2017 年为例，多地发生人感染 H7N9 事件，活禽市场被关闭、交易暂停，黄羽鸡价格跌入谷底；随着疫情好转，黄羽鸡价格开启上行恢复趋势。2020 年受新冠疫情影响，活禽市场亦被暂时关闭，价格有近 20% 的回调。

我们回溯了之前年份的黄羽鸡中的慢速鸡价格情况，17 年受禽流感影响，价格探到阶段最底部，全年均价在 6.8 元/斤。随后的 18 年鸡价是处于正常价格水平之间波动，也就是 6-8 元/斤的这个区间，全年均价大约 7.15 元/斤，同比上涨 5.5%。19 年受猪周期影响鸡价持续高位，保持 6% 的增速。但随着产能快速扩张，叠加 20 年新冠疫情影响，20 年鸡价下跌幅度历史之最（幅度达 20%），全年均价约 6 元/斤。

基于这些历史数据判断，我们觉得一是价格跌到成本线以下并持续一段时间后，部分产能会逐步出清，供给压力下降，推动价格逐步上行；二是新冠、禽流感等疫情带来的极端行情会

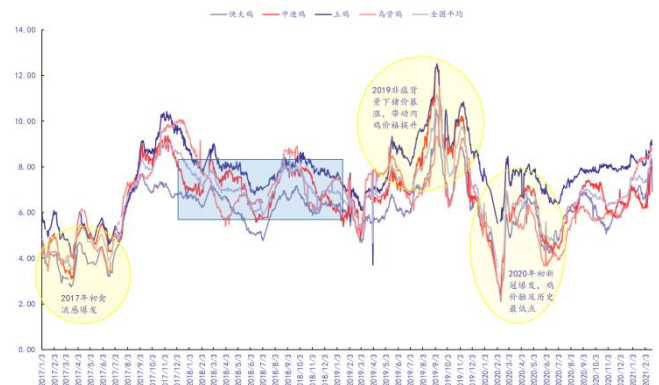
被修复，比如 17、18 年的情况，我们认为 21 年会是价格恢复正常区间的时期，预计带来 15% 左右的价格上涨。

图 11：活鸡价格与猪价趋势趋同



资料来源：农业部，中国畜牧业信息网，中国银河证券研究院

图 12：2017 年至今黄羽鸡价格走势情况



资料来源：新牧网，中国银河证券研究院

2. 区域特征明显，集中度逐步提升中

我国肉鸡主要包括白羽肉鸡、黄羽肉鸡、817 肉杂鸡、淘汰蛋鸡。黄羽肉鸡是以肉用为主要目的的土鸡、仿土鸡、地方鸡等各类肉鸡的统称。由于黄羽肉鸡均为国内选育、培育，所以不存在国外引种问题。

黄羽鸡根据生长速度和用途不同，可以大致分为快速型、中速型、慢速型、蛋肉兼用型四种。2017 年，我国快速型、中速型、慢速型三种类型祖代黄羽肉鸡存栏量分别占我国祖代黄羽肉鸡存栏总量的 30%、29% 和 40%。公司研发培育的雪山鸡属于具有代表性的慢速型黄羽鸡品种。

表 5：我国黄羽鸡主要品种情况

类型	特点
快速型	指出栏时间在 65 天以内的品种，生长速度快。 这类黄羽肉鸡具有出栏时间短、料肉比低、养殖效率高等特点，并且口感好于白羽肉鸡，近几年发展速度较快。
慢速型	指出栏时间在 95 天以上的品种，此类品种多为散养，注重外观和肉质。 由于养殖时间长，慢速型黄羽鸡单只养殖成本较高，市场售价也明显高于其他品种，主要供应中高档餐厅、酒店及家庭消费，部分用于加工领域。
中速型	指出栏时间在 65-95 天的品种，兼具快速型、高效率 and 慢速型、高质量的特点。 一些中速鸡由于胸腿肌较好、脚胫粗细适中、皮肤光亮，屠宰后更为美观，是做冰鲜鸡的最佳原料。

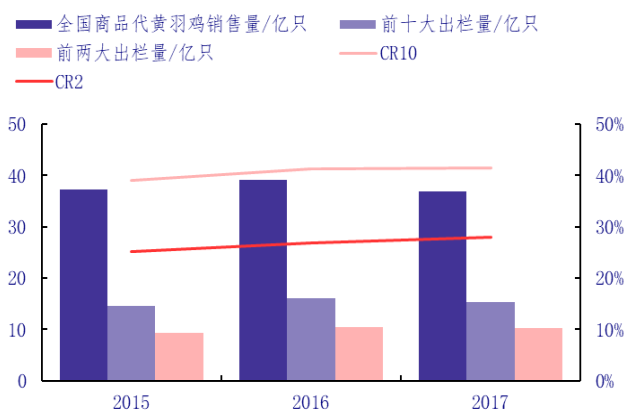
资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究院

黄羽鸡生产与消费分布区域性特征明显。核心区域为广东、广西，两省分别为我国黄羽鸡生产排名第一、第二的主产地，亦是主要消费地区，以消费慢速黄羽鸡为主。其次，江苏、浙江、安徽组成重要生产消费区，以消费中速、快速鸡为主。第三，受制于消费习惯等因素，

北方区域消费黄羽鸡较少。不过，随着黄羽鸡市场的加速发展，部分黄羽鸡养殖龙头企业开始在北方市场尝试拓展，积极引导消费习惯。

规模化程度低，集中度逐步提升中。我国黄羽鸡规模化养殖处于初级阶段，养殖规模在100万套以上的养殖场数量占比不足0.01%。在集中度方面，从2015-17年数据来看，我国黄羽鸡CR10由39.12%提升到41.54%，CR2由25.12%提升到27.94%，呈现逐步提升趋势。基于畜牧业协会数据，2019年，我国黄羽鸡年出栏量约49亿只，同比+25%，占全国家禽总量的36%。

图 13：我国商品代黄羽鸡养殖集中度情况



资料来源：公司招股说明书，畜牧业协会，中国银河证券研究院

（三）养殖后周期确定性高，看好疫苗行业未来发展

1. 市场苗扩容的双线逻辑，带动疫苗企业触底反弹

猪瘟与蓝耳病疫苗退出政府招采目录、“先打后补”政策实施都表明疫苗市场化的趋势，如前文所述，政府招采苗存在质量、浪费等方面的问题，养殖户按需购买市场苗，政府予以一定的补贴，在一定程度上杜绝了浪费问题以及防疫效率问题。

从企业发展角度来看，市场苗定价是政府招采苗的5-10倍，毛利率高10-20pct。大力发展市场苗，将扩大疫苗整体市场规模。以生物股份为例，于2013年进入口蹄疫市场苗领域，收入从2013年的6.71亿元增长到2017年的19.01亿元，归母净利润从2.51亿元增长到8.7亿元，实现快速增长，并成为口蹄疫疫苗龙头企业。未来，市场苗的增长是企业业绩增长的核心。

产品批文是企业加入市场竞争的门槛。口蹄疫O、A、Asia-I三价苗被停售以后，由口蹄疫OA二价苗替代。一开始市场上只有生物股份与中农威特可以生产销售，即2018.7.1-2019.3期间是以上两家公司寡头垄断的窗口期，市占率快速提高。2019年2月26日，天康生物获得猪口蹄疫OA二价苗批文，已实现生产与销售。随后，中牧股份、海利生物也已获得批文，竞争格局激烈化。对于公司来说，批文是未来业绩增长的基础；对于行业来说，批文是强化竞争程度的因素。

从市场苗角度出发，我们认为存在三大逻辑助力企业发展：

1、存栏量回升带动必选疫苗消费量提升。根据国家统计局、中国政府网数据，20Q1末，我国能繁母猪存栏量为2164万头、生猪存栏量为2.35亿头，同比-19.1%、-14.4%，季度环比+5.8%、+3.98%。能繁母猪存栏量持续增长支撑未来生猪存栏回升。一般情况下，不论猪价高低，养殖户都会给生猪使用必选疫苗，因此必选疫苗消费量随着生猪存栏量的回升而逐步增加。

2、行业集中度与规模化加速推进，市场苗渗透率提升。国内生猪养殖行业格局正处于大变革阶段，曾经国内生猪养殖行业为完全竞争市场，表现为行业集中度低、养殖门槛低、散户养殖占比高、竞争激烈等特点。非洲猪瘟一定程度上加速了生猪养殖行业的整合，非瘟防控成本高、风险大、养殖资本及技术要求大幅上升等因素提升了行业门槛，上市养殖企业及龙头养殖企业对于疫情的抵抗能力强于小散养殖户，因此行业进入加速整合的阶段。

2019年生猪养殖行业CR3为6.35%，CR10为9.4%，我国生猪养殖业行业集中度依旧偏低。19年开始各大上市集团加速圈地扩张，产能将于未来陆续释放，市场占有率将随之上升。

规模养殖场极为重视疫苗使用，有专业的免疫程序，对仔猪、外购猪、种猪进行不同的免疫计划。不同于政府招采苗，各规模养殖场生物环境不同对应不同品种疫苗需求，为降低生猪应激反应和免疫数，养殖场使用联苗获得组合免疫意愿逐渐强烈。

各大规模养殖场对于场内生物安全要求明显高于小散养殖户，愿意支付更高价格采购优质疫苗。因此，行业集中度的快速提升、规模化的逐步推进，促使我国动物疫苗市场化改革进程加速，未来市场苗渗透率将显著提升，市场规模进一步扩大。

3、可选疫苗在养殖利润高位下的爆发式增长。生猪疫病种类繁多，存在部分传染面较小、传播速度较慢、致死率不高的动物疫病，如猪圆环、链球菌、副猪嗜血杆菌、猪丹毒等。这类疫病病原多为细菌，其传播途径为高度接触传播，发病尽快隔离一定程度上可以控制其传播速度，在往年养殖利润较低的年份，很多养殖户为节省成本，会选择放弃接种这类疫苗。从防疫费与生猪头均利润变动关系来看，两者基本保持同向变动关系，意味着随着养殖利润的提升，防疫费用亦随之提升。

目前，生猪头均养殖利润依旧处于历史相对高位，从而使得养殖户对成本敏感度相应减小，对生物安全的重视程度不断提升，疫苗成本的投入预算大幅提升，大部分养殖户选择增加可选疫苗免疫程序。在头均利润高位、生猪存栏边际上行的背景下，可选疫苗销量高弹性。

此外，非洲猪瘟疫情非常严重，疫苗研发成为全行业关注重点。哈兽研已研制出非洲猪瘟候选疫苗，并已申请专利，目前处于临床试验过程中。但需要注意的是试验结果和时间均存在不确定性，面临保护力持续性问题、生产问题、散毒问题等。我们将持续关注疫苗研发进展。

2. 政府疫苗招采目录及价格调整，对疫苗企业业绩影响较大

2017年以前，我国动物疫苗政府招采主要包括四类：口蹄疫疫苗、禽流感疫苗、猪瘟疫苗、蓝耳病疫苗，以上四类招采苗成为部分企业的稳定销售产品，年均销售收入以5%左右的速度增长。以往招采苗具备低价、质量一般的特征，后期随着政府对疫苗质量的重视，有采取优质优价策略的趋势，招采价格有缓慢提升迹象。

2016年7月，农业部发文调整完善动物疫病防控政策，对猪瘟和高致病性猪蓝耳并暂不

实施国家强制免疫政策，对符合条件的养殖户的强制免疫实行“先打后补”，逐步实现自主采购、财政直补。以上政策意味着政府取消猪瘟与蓝耳病疫苗的招标采购，不再免费发放疫苗给养殖户，需要养殖户自己采购疫苗予以防控。对于企业来说，招采收入作为稳定现金流被取消，业绩影响很大。政策中提到针对部分养殖户可自行采购口蹄疫与禽流感疫苗，政府予以相应补贴。这部分影响相对较小，招采苗数量只是轻微减少，无法构成较大影响。

2018年1月，农业部公告自2018年7月1日起，在全国范围内停止亚洲I型口蹄疫免疫，停止生产销售含有亚洲I型口蹄疫病毒组分的疫苗。从疫情统计数据看，自2011年6月开始口蹄疫亚洲I型未发生疫情，A型疫情呈上升趋势。今年三季度以来，亚洲I型完全退出市场，猪口蹄疫O、A、Asia-I三价苗停止生产与销售。2018H1，口蹄疫疫苗企业将口蹄疫O、A、Asia-I三价苗集中降价销售，叠加猪价极低、深度亏损状态，疫苗企业业绩受到显著影响。

综合来说，疫苗政策的变化对疫苗企业有较大的影响，尤其是依赖政府招采为生的企业，政策风险较大。

近年，随着政府对疫苗质量的重视，有采取优质优价策略的趋势，招采价格有缓慢提升迹象。2019年开始，我国招采苗价格提升幅度显著。从部分省份招采价格变化来看，相比于2018年，2020年春防招采价格禽流感疫苗提价50%以上，口蹄疫疫苗提价幅度不等，但可以看出价差很大。

招采苗市场规模由量和价决定，量呈现底部向上缓慢恢复状态，价呈现大幅上涨态势，将显著提升市场规模。

表6：部分省份政府招采疫苗价格变化表

省份	名称	2018年价格	2020年价格	价差
甘肃	禽流感疫苗	200元/升	300元/升	+100
	猪口蹄疫O型灭活疫苗	434元/升	500元/升	+66
黑龙江	猪口蹄疫O型灭活疫苗	440元/升	740元/升	+300
	猪口蹄疫O型合成肽疫苗	8800元/万头份	14900元/万头份	+6100
	禽流感疫苗	200元/升	280元/升	+80
山东	禽流感疫苗	900元/万头份	3000元/万头份	+2100
	口蹄疫O型、A型二价灭活疫苗	497元/升	500元/升	+3
	猪口蹄疫O型灭活疫苗	499元/升	499元/升	0
	口蹄疫O型合成肽疫苗	9980元/万头份	9990元/万头份	+10
福建	禽流感疫苗	80元/升	250元/升	+170
广东	禽流感疫苗	200元/升	290元/升	+90
	猪口蹄疫O型灭活疫苗	450元/升	500元/升	+50

资料来源：甘肃、黑龙江、山东、福建、山东政府招采网，中国银河证券研究院

表 7：疫苗行业五力模型分析

上游议价能力	下游议价能力	新进入者威胁	替代品威胁	现有竞争程度
疫苗行业上游为病原微生物生产企业，议价能力较弱。	疫苗行业下游为畜禽养殖行业以及政府，对应产品为市场苗以及招采苗。疫苗企业均努力争取大型养殖集团订单，且通过招投标拿到政府招采苗订单，因此下游议价能力强。	疫苗行业新进入者可理解为新产品批文下发，企业可以生产销售某疫苗产品，对现有竞争格局影响较大，即新进入者威胁大。	市场上一种疫病有对应多种疫苗产品，且随着多联苗、多价苗的上市，对单一产品的替代效应较大。	疫苗行业产品差异较大，以口蹄疫为例，目前有 8 家公司参与竞争，而猪瘟疫苗公司达 20 家以上，综合来说，竞争程度中等。

资料来源：中国银河证券研究院

三、农林牧渔在资本市场中的发展情况

（一）农林牧渔市值占比略降，农产品加工、畜禽养殖占比居前

据申万行业分类，截至 2021 年 6 月 25 日，农林牧渔板块含上市公司 97 家，总市值为 18073.48 亿元人民币，占全部 A 股市值的 1.98%，略有下行；其中农产品加工、种植业、畜禽养殖、饲料、动物保健分别包含 21 家、20 家、16 家、15 家、11 家，对应市值 6538.83 亿元、1591.86 亿元、5155.39 亿元、3354.67 亿元和 1016.56 亿元。从市值占比角度来看，农产品加工和畜禽养殖板块居前，分别为 36.18%、28.52%。

从板块 PE 来看，截至 2021 年 6 月 25 日，农林牧渔板块 PE 为 23.43 倍，而整体 A 股 PE 为 20.88 倍。相比于一年前，农林牧渔板块 PE 为 22.95 倍，目前估值有所上升。从农林牧渔板块内子行业 PE 来看，除负值板块以外，畜禽养殖、饲料行业 PE 较低，分别为 12.81 倍、14.94 倍，而种植业 PE 最高，达到 74.79 倍。

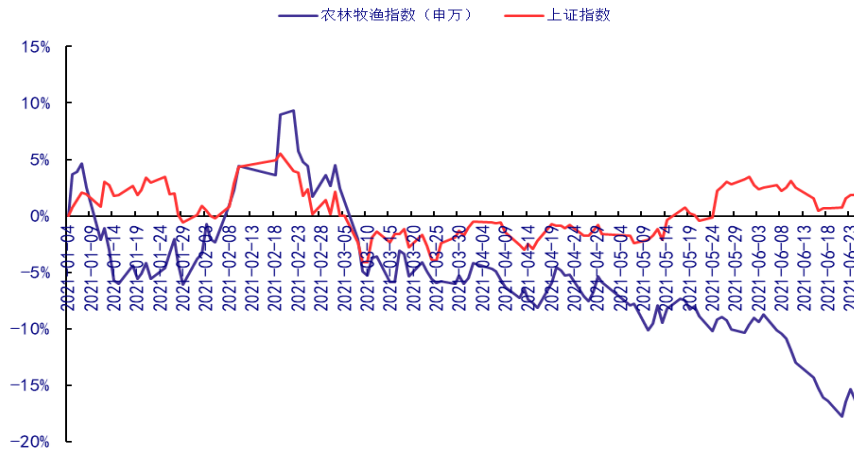
（二）年初至今板块表现弱于沪深 300，林业、动保表现较好

年初至 6 月 25 日，农林牧渔板块整体下跌 6.95%，同期沪深 300 上涨 2.02%。对比农林牧渔各子行业，畜禽养殖跌幅最大(-20.51%)，种植业、饲料行业次之，分别为-17.05%、-13.54%；而林业、动物保健、农产品加工为上涨的三个子行业，涨幅分别为 28.74%、12.07%、0.30%。

年初至 6 月 25 日，农林牧渔涨幅弱于沪深 300，由于猪周期行情处于下行趋势中，整体农业板块受关注度较低。随着 6 月下旬猪价触底反弹的到来，生猪养殖板块再度受到市场关注。我们依旧认为年内三季度是猪价反弹的窗口期，四季度猪价预计处于震荡过程中。猪价短期走势向好，叠加公司层面出栏量符合预期的高增长态势以及成本控制领先的优势，部分企业将显著受益于本次反弹，值得密切关注。

另外，我们认为从确定性来看，疫苗后周期行业具备长期逻辑，下游生猪产能提升是必然趋势，疫苗企业将极大受益于存栏量提升、规模化率提升带来的销量增长，我们看好疫苗行业的未来增长以及相关疫苗企业的业绩表现。

图 14: 农林牧渔总回报相对劣势



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表 8: 重点公司相关财务指标 (收盘价为 2021 年 6 月 25 日, ROE 为 2021Q1 数据)

公司名称	代码	收盘价/ 元	EPS		PE		ROE
			2021E	2022E	2021E	2022E	
海大集团	002311.SZ	77.28	1.99	2.32	39	33	5.06
立华股份	300761.SZ	31.88	3.2	4.35	10	7	4.22
湘佳股份	002982.SZ	43.2	2.16	3.86	20	11	0.51
中牧股份	600195.SH	12.03	0.53	0.73	23	16	3.54
普莱柯	603566.SH	23.61	0.98	1.31	24	18	4.95
科前生物	688526.SH	35.26	1.37	1.8	26	20	6.05
生物股份	600201.SH	17.54	0.56	0.65	31	27	4.15
佩蒂股份	300673.SZ	22.35	1.06	1.53	21	15	1.44
中宠股份	002891.SZ	41.30	1.02	1.34	40	31	1.22
圣农发展	002299.SZ	24.29	1.46	2.09	17	12	0.84
隆平高科	000998.SZ	15.87	0.27	0.46	59	35	0.73
禾丰股份	603609.SH	10.49	1.5	1.88	7	6	4.22
牧原股份	002714.SZ	58.53	10.12	8.3	6	7	12.78
天康生物	002100.SZ	8.68	2.04	1.9	4	5	4.71
新希望	000876.SZ	14.11	2.4	2.35	6	6	0.35
温氏股份	300498.SZ	14.22	1.18	1.06	12	13	1.18
正邦科技	002157.SZ	11.18	2.41	2.16	5	5	0.90
中粮糖业	600737.SH	10.16	0.49	0.63	21	16	2.18
北大荒	600598.SH	15.08	0.6	0.66	25	23	5.25

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

四、投资建议及股票池

从历史统计规律来看，Q3 为年内猪价上行期，假若该趋势来临，叠加生猪出栏高增长、成本控制优秀，那么生猪养殖龙头企业牧原股份可加强关注。随着 6 月 22 日生猪均价持平，23 日迎来上涨行情，我们初步判断三季度猪价反弹行情已到来，建议积极关注牧原股份（002714.SZ）等生猪养殖个股。

黄羽鸡行业经历 2020 年价格低位，目前处于回归均值状态，21Q1 部分企业业绩予以验证。我们预计 21 年均价同比提升 15% 左右，建议关注华东区规模龙头、成本控制行业领先的立华股份（300761.SZ）。在养殖后周期领域，我们看好疫苗销量受益于生猪存栏逐步回升的确定性，建议关注中牧股份（600195.SH）、科前生物（688536.SH）等疫苗优质个股。

表 9：核心组合推荐（收盘价为 2021 年 6 月 25 日）

公司名称	代码	收盘价	盈利预测 (EPS)		PE		评级
			2021E	2022E	2021E	2022E	
牧原股份	002714.SZ	58.53	10.12	8.3	6	7	推荐
立华股份	300761.SZ	31.88	3.20	4.35	10	7	推荐
中牧股份	600195.SH	12.03	0.53	0.73	23	16	推荐

数据来源：Wind，中国银河证券研究院

五、风险提示

猪价不达预期风险：若猪价低于预期，养殖企业利润将受到较大影响。

疫病风险：若企业遭受非洲猪瘟病毒，造成产能受损，将影响出栏量，进而业绩下降；另外，若发生类似于 H7N9 “禽流感” 的人感染疫病，造成消费恐慌，将对猪价、禽类价格产生较大负面影响，严重损害养殖企业盈利。

原材料价格波动风险：玉米、小麦、豆粕等原材料价格波动将会对养殖、饲料等企业的盈利能力带来影响。

政策风险：良种补贴政策、知识产权保护政策、品种政策的变化将对种子企业造成较大影响；疫苗招标政策、品种审核政策的变化等将对疫苗企业造成影响。

自然灾害风险：极端灾害天气会对农业生产（特别是种植业）造成巨大负面影响，从而导致农产品价格大幅波动。

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

分析师：**谢芝优**，南京大学管理学硕士，2018年加入银河证券研究院，曾就职于西南证券、国泰君安证券。五年证券行业研究经验，深入研究猪周期、糖周期等，擅长行业分析，具备扎实的选股能力。曾为新财富农林牧渔行业第四名、新财富最具潜力第一名、金牛奖农业第一名、IAMAC 农业第三名、Wind 金牌分析师农业第一名团队成员。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报 10% 及以上。

公司评级体系

推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。

中性：指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦 15 层

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn