



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

农林牧渔行业2022年投资策略

生猪周期或迎拐点，聚焦成长性动保龙头

西南证券研究发展中心  
农林牧渔研究团队  
2021年12月

# 核心观点

- **养殖板块**：2021年10月能繁母猪环比下降2.5%，**产能出现调整趋势**，当前更多为**结构性调整**，未来猪价持续处于低位则产能将迎来进一步去化；**猪肉价格**方面，当前受到需求旺季驱动而有小幅反弹，但中期仍将底部盘整，我们预计拐点将出现在明年年中。**肉牛养殖**受到国家重视，存在供需缺口，且政策主导2025年自给率需提升至85%，市场空间大。黄羽鸡产能持续出清，行业集中度提升，有望迎来价格反转，整体景气度提高。推荐牧原股份、鹏都农牧、立华股份。
- **动保板块**：**养殖端盈利水平有望逐渐修复，对于动保产品需求将随之提升**。我们认为动保行业需求的核心影响因素受到**非洲猪瘟的一次性影响而短期转变为养殖企业盈利能力的修复**。盈利能力的影响因素由饲料成本、生猪价格、生猪死亡率、仔猪成本四个方面构成，从当前时点来看四者皆呈现边际改善趋势，未来行业成本中枢下降，整体盈利水平提升，动保产品的需求亦将迎来增量。从**长期发展**的角度看，养殖端将明确资金优势不再是唯一的门槛，成本的管控以及对待疫病科学的防治态度将与之共同作用，成为优秀高效养殖企业的衡量标准，拥有优质产品的动保龙头将获得优势，推荐中牧股份、回盛生物。
- **种植板块**：**种业规范化发展趋势明确，真正拥有育种实力的种子企业将迎来成长机遇**。国家高度重视粮食安全，2020年中央经济工作会议提出要解决好种子和耕地的问题；《种业振兴行动方案》于2021年7月9日召开的中央全面深化改革委员会第二十次会议上通过；针对玉米、稻品种审定办法进行修改；转基因相关工作顺利推进，市场广阔。推荐荃银高科、北大荒。
- **风险提示**：**养殖端出现突发疫情，产品下游需求不及预期，市场竞争加剧等**。

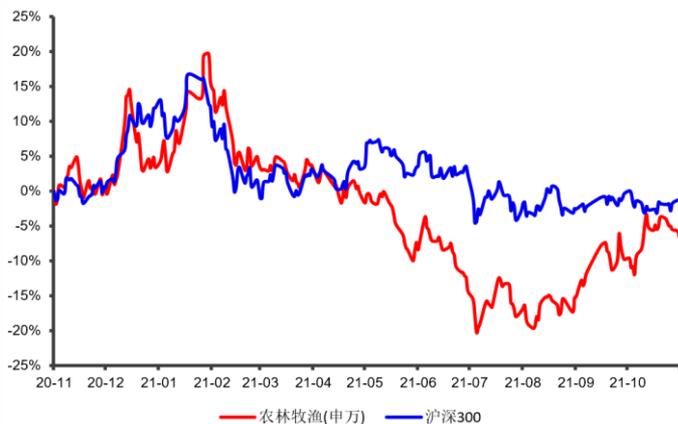
# 目 录

---

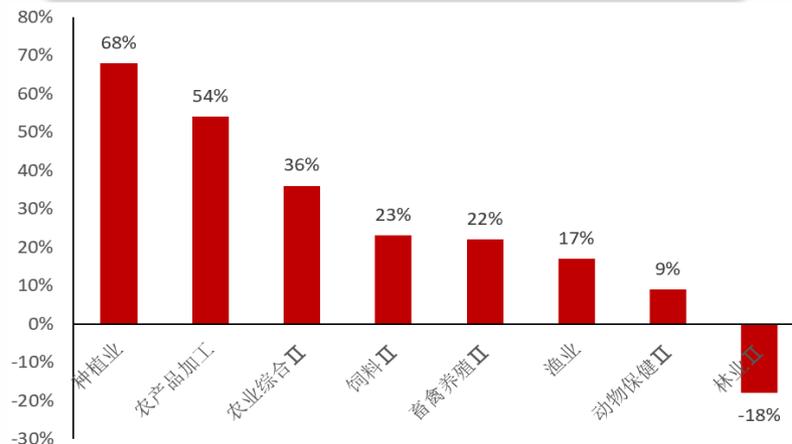
- ◆ **农林牧渔行业概述**
- ◆ **养殖行业：生猪周期或迎拐点，肉牛养殖有望突破**
- ◆ **动物保健：下游养殖效率为核心，成长价值凸显**
- ◆ **种植行业：行业规范化提升，创新型种企享红利**
- ◆ **2022年重点推荐投资标的**

# 2021年行业回顾

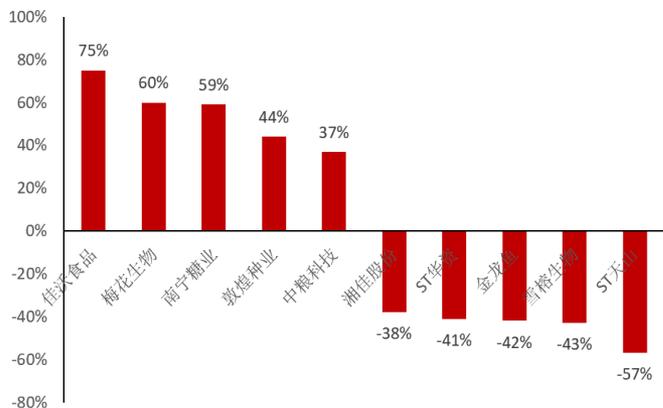
## 农林牧渔指数相对沪深300走势



## 农林牧渔子行业二级市场涨跌幅



## 农林牧渔涨跌幅前五个股

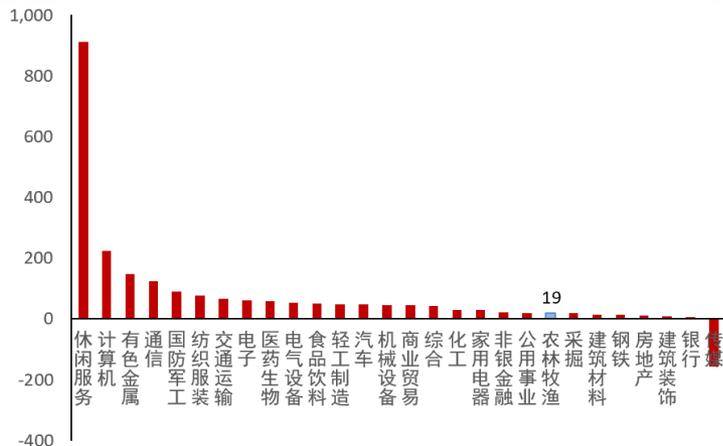


- 截至2021年11月24日，一年时间内申万农林牧渔指数下跌6.5%。
- 农林牧渔子行业整体为上涨态势，种植业、农产品加工、饲料涨幅较大，分别为68%、54%、36%，仅林业子行业表现为下跌。
- 不考虑2021年上市新股及特殊情况，今年年初至11月24日，期间板块内涨幅最大的为佳沃食品（+75%）、梅花生物（+60%）、南宁糖业（+59%）；跌幅最大的为ST天山（-57%）、雪榕生物（-43%）。

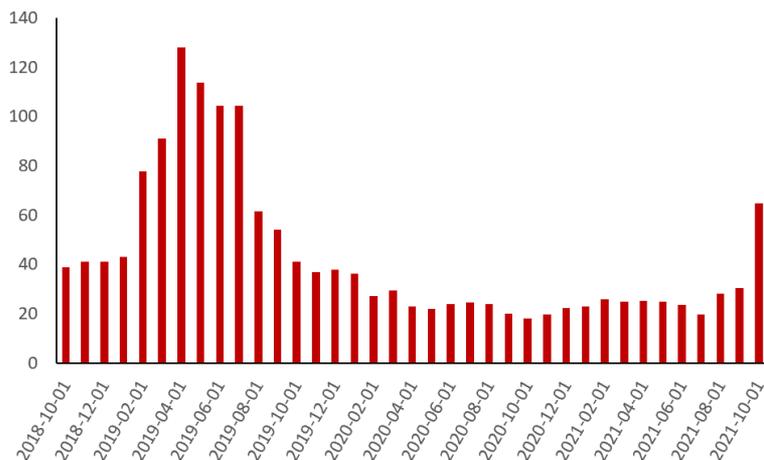
数据来源：Wind，西南证券整理

# 2021年行业回顾

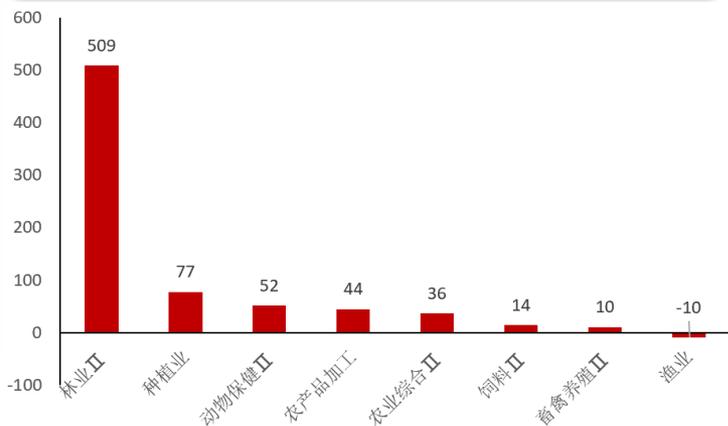
## 申万一级行业市盈率 (TTM整体法)



## 申万农林牧渔市盈率近三年走势



## 申万农业子行业市盈率 (TTM整体法)



- 横向看：农林牧渔行业PE(TTM)为19倍，在申万行业中处于偏低水平。
- 纵向看：截至2021年三季度末，农业PE环比提升34，今年估值整体维持在25左右，9、10月出现估值拔高。
- 从子行业来看，林业（509倍）和种植业（77倍）的市盈率最高，饲料（14倍）和畜牧养殖（10倍）市盈率相对较低。

数据来源：Wind, 西南证券整理

# 2021年行业回顾

- ❑ 截至2021年三季度末，农林牧渔行业整体实现营业收入7682亿元（同比减少58.4%）和营业利润61亿（同比减少91%）。
- ❑ 截至2021年11月，农林牧渔板块表现整体向好，稳中求进。农业作为第一产业，拥有较强的抗风险能力，年初整体指数波动情况与沪深300基本保持一致；后因非洲猪瘟得到有效控制，生猪养殖恢复，猪肉价格大幅回调，猪周期进入下行阶段，养殖子板块整体景气度降低；气候影响以及疫情推动粮食需求增长，我国稻谷小麦供应充足，玉米处于紧平衡阶段，种业规范化逐步提升，种植业子板块涨幅明显。

## 农林牧渔营业总收入及增长率



## 农林牧渔营业总利润及增长率



数据来源: Wind, 西南证券整理

# 目 录

---

- ◆ 农林牧渔行业概述
- ◆ 养殖行业：生猪周期或迎拐点，肉牛养殖有望突破
- ◆ 动物保健：下游养殖效率为核心，成长价值凸显
- ◆ 种植行业：行业规范化提升，创新型种企享红利
- ◆ 2022年重点推荐投资标的

## 养殖行业：生猪周期或迎拐点，肉牛养殖有望突破

- **生猪存栏处于高位，价格回调**：在非洲猪瘟得到有效控制后，2019年11月，能繁母猪存栏量首次实现环比增加0.6%，而后在12月，生猪存栏量也首次实现环比增长2%，2020年疫情控制以及产能恢复使得三季度出栏同比转正，四季度幅度进一步加快，全年实现生猪出栏5.3亿头，同比下降3.2%。截至2021年上半年，全国生猪存栏量4.4亿头，同比增加9951万头，增长29.2%，其中能繁母猪4564万头，同比增加934万头，增长25.7%，2021年三季度生猪价格一度下跌至11-13元/公斤。
- **规模场比例不断提升**：近年来中大型规模养殖场占比由四成提升至六成左右，主要原因在于：
  - 1) **政府提倡绿色养殖所制定的一系列规则有效提高生猪养殖门槛**，使得散户退出，行业集中度提高：自2014年以来，政府出台了一系列有关养殖的环保政策，其中包括要求养殖场、养殖小区周围应建设畜禽粪便处理设施等规定。
  - 2) **2018-2019年爆发的非洲猪瘟则加快了规模化的进程**。非洲猪瘟传染性强、病畜死亡率高，几乎达到100%，目前还没有可用于预防和治疗疫苗，因此对防控工作要求很高，在此情况下**龙头企业表现出较强的抗压能力**。据中国产业信息网数据显示，年产500头以上的规模养殖发生非洲猪瘟场点占比不足10%，而年产500头以下的散户发生非洲猪瘟的场点占比达30%。

上市生猪养殖企业出栏数据

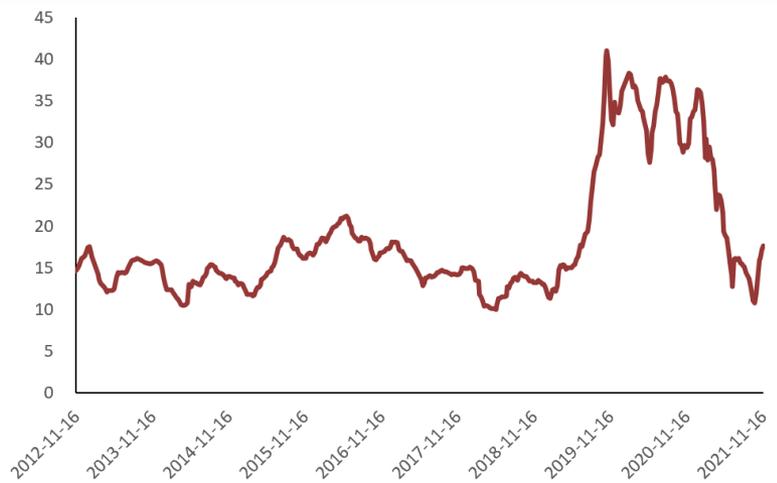


数据来源：中国畜牧业协会，西南证券整理

## 养殖行业：生猪周期或迎拐点，肉牛养殖有望突破

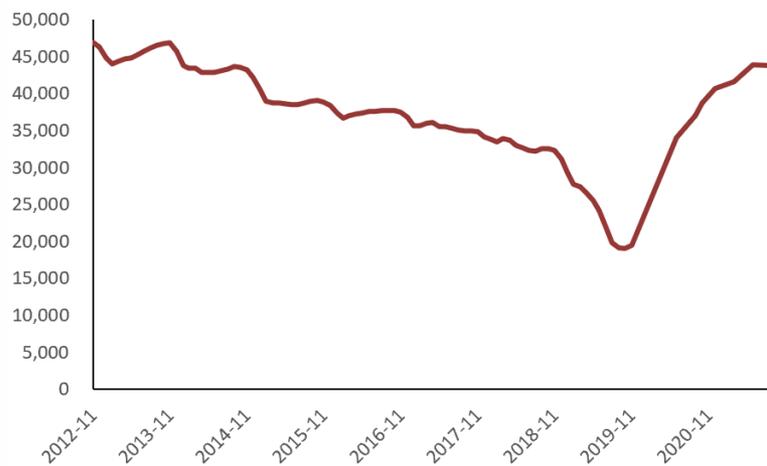
- **四季度生猪价格出现小幅反弹，但短期仍将于底部盘整。**根据万得数据显示，截至2021年11月19日，22省市生猪平均价格为17.62元/千克，较三季度末略有回弹。10月中下旬猪粮比大约在4左右，已触及红色区域（价格重度上涨猪粮比 > 9.5或价格重度下跌猪粮比 < 4.5），10月10日，2021年第二轮第1次中央储备冻猪肉开启，挂牌竞价交易3万吨，第一轮共计进行3批次收储工作，共收储5万吨，有关部门表示二轮收储的持续时间将更久，规模更大，叠加四季度与一季度为传统猪肉的消费旺季，价格继续下跌的可能性不大，我们认为短期仍将低位盘整，价格反转或将出现在22年年中。

22省市平均生猪价格（单位：元/公斤）



数据来源：Wind，西南证券整理

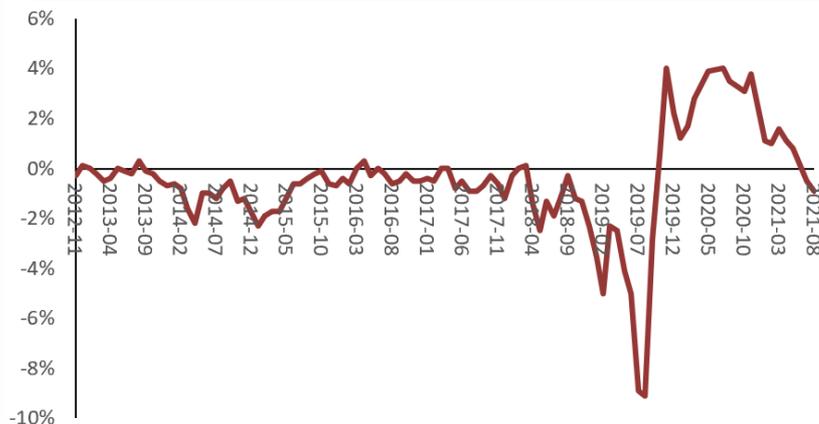
2012年起我国生猪存栏数量（单位：万头）



## 养殖行业：生猪周期或迎拐点，肉牛养殖有望突破

- **当前已经出现能繁母猪淘汰趋势，产能或将合理降低，结构得到优化。**根据农业农村部数据显示，2021年7月、8月能繁母猪出现环比-0.5%、-0.9%的变动情况，是2020年以来首次环比降低，但目前母猪的淘汰更多是结构性调整，低效产能的去化，我们认为若生猪价格仍维持低位，则未来能繁母猪的淘汰的趋势将扩大，达到控制产能的效果。
- 2021年9月23日农业农村部印发的《生猪产能调控实施方案（暂行）》指出，“十四五”期间，以正常年份全国猪肉产量在5500万吨时的生产数据为参照，设定能繁母猪存栏量调控目标，即能繁母猪正常保有量稳定在4100万头左右，最低保有量不低于3700万头。按照生猪产能调控的要求将能繁母猪存栏量划分为绿色区域（正常保有量的95%-105%）、黄色区域（正常保有量的90%-95%或是105%-110%）、红色区域（低于正常保有量的90%或高于其110%），当出现过度增加时将加强压减产能引导，推动能繁母猪的淘汰，截至2021年8月，全国能繁母猪存栏量接近正常保有量的110%，处于黄色调控区域的上限，未来生猪产能将逐步得到控制。

能繁母猪存栏量月环比变动



数据来源：Wind，西南证券整理

## 养殖行业：生猪周期或迎拐点，肉牛养殖有望突破

- 生猪养殖科技化，前期资本投入多，**养殖企业发展的核心在于规范化，核心竞争力是养殖效率的提升，龙头企业穿越周期能力强，在周期布局中拥有优势。**在非洲猪瘟以及环保要求的影响下，养殖企业不断对养殖设备、环境以及系统进行升级改造，所谓高效养殖的标准就是主要体现在养殖环节的**精细化管理以及对待疫病的科学化治疗。**养殖企业若要在下一轮周期中获得优势需**两方面的条件**：1) 产能扩张所必备的现金流，资金实力是第一道门槛，以保证在必要时进行能繁母猪的补栏行动，抢占市场份额，龙头企业资金周转能力相对更优；2) 经营成本的管控与防控疫病的水平将共同作用成为后续发展过程中的重要课题，在饲料成本以及防疫要求不断提高的当下，规模养殖场的防疫意识更强、水平更高，竞争优势愈发明显。

### 高科技生猪养殖场



综上所述，考虑养殖企业的产能以及未来成长性等多方面因素，推荐牧原股份（002714）。

数据来源：百度百科，西南证券整理

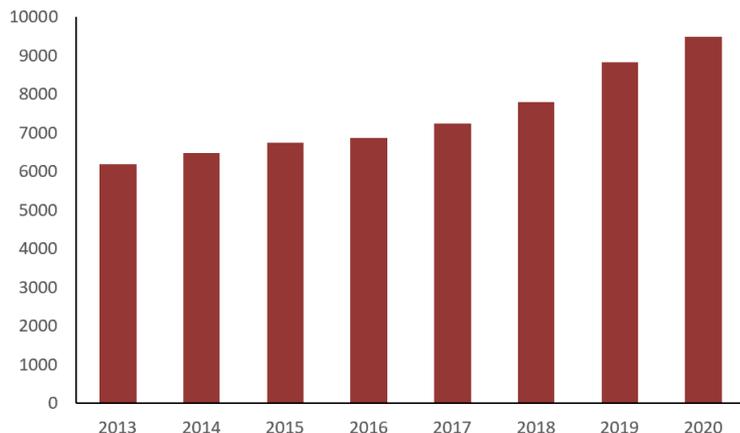
[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)



## 养殖行业：生猪周期或迎拐点，肉牛养殖有望突破

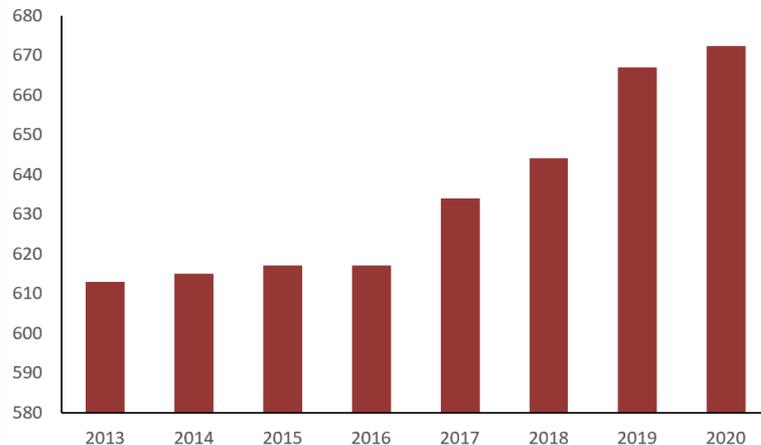
- **我国牛肉消费存在供需缺口**：2020年国内牛肉消费水平大约在948.6万吨左右的水平，同比增长7.5%，同年我国牛肉生产量672.4万吨，同比增长0.8%，我国当前牛肉零售价格为45元/斤左右，处于历史较高水平，2018年同期价格水平约为36元/斤左右，侧面证明了牛肉供需的缺口。
- **我国为牛肉净进口大国**：在国内供需矛盾不断凸显的同时，为满足消费需求，我国进口牛肉数量不断增长，我国主要的牛肉进口过包括澳大利亚、新西兰、乌拉圭等国，根据中国海关以及国家统计局数据显示，我国2020年进口牛肉211.8万吨，以满足供需缺口。按照当前全国牛肉零售均价45元/斤，供需缺口200-250万吨进行估计，我国牛肉市场仍存在有1800-2250亿的市场空间。

2013-2020中国牛肉消费量（单位：千吨）



数据来源：Wind，西南证券整理

2013-2020中国牛肉生产量（单位：万吨）



## 养殖行业：生猪周期或迎拐点，肉牛养殖有望突破

- **政策主导肉牛自给率提升至85%**：2020年9月国务院办公厅发布关于促进畜牧业高质量发展的意见，意见指出畜牧业是关系国计民生的重要产业，肉蛋奶是百姓“菜篮子”的重要品种，畜禽产品供应安全保障能力加强，猪肉自给率保持在95%左右，牛羊肉自给率保持在85%左右，奶源自给率保持在70%以上，禽肉和禽蛋实现基本自给。
- 国内肉牛养殖产业在2016-17年曾迎来发展热潮，届时相关业务开展的**模式主要分为四大类**：1) 公司进行育肥，通过提高养殖技术，降低养殖成本，建立壁垒，通过合作、自营等模式实现育肥规模化；2) 进口活牛完成隔离后于岸口进行屠宰；3) 通过海外投资掌握优质牛肉资源，与国内销售通路对接从而将产品引入国内；4) 进行冷冻牛肉贸易。
- 肉牛业务在发展过程中主要需考虑**三方面因素**：1) 前期资金投入量大，肉牛养殖为重资产行业，养殖周期相较生猪、禽类更长，对于现金流能力要求更高；2) 饲料配套能力，牛的料肉比大约在3.8:1左右，相较于猪1.5-2.5:1的水平，牛对于饲料的要求更高，而国内仅有新疆、云南、内蒙等地可提供大规模饲养所需要的饲料资源；3) 由于养殖场占地面积广，所需配套设施复杂，因而获得当地市政府的支持亦十分关键。
- 综上所述，考虑肉牛养殖行业迅速发展，当前供需存在缺口，考虑企业成长性以及弹性，推荐鹏都农牧（002505）。

# 目 录

---

- ◆ 农林牧渔行业概述
- ◆ 养殖行业：生猪周期或迎拐点，肉牛养殖有望突破
- ◆ 动物保健：下游养殖效率为核心，成长价值凸显
- ◆ 种植行业：行业规范化提升，创新型种企享红利
- ◆ 2022年重点推荐投资标的

## 动物保健：下游养殖效率为核心，成长价值凸显

□ 截至2021年10月中旬生猪价在12元/公斤左右，养殖企业普遍亏损。本次周期的特殊之处在于**非洲猪瘟**的出现，**拉大了养殖成本的区间**，不同养殖主体的成本差距可达到10元/公斤。我们认为动保行业需求的核心影响因素受到非洲猪瘟的**一次性影响而短期转变为养殖企业盈利能力的修复**。盈利能力的影响因素由饲料成本、生猪价格、生猪死亡率、仔猪成本四个方面构成，从当前时点来看四者皆呈现边际改善趋势，未来行业成本中枢下降，整体盈利水平提升，动保产品的需求亦将迎来增量。**长期来看养殖端将明确资金优势不再是唯一的门槛，成本的管控以及对待疫病科学的防治态度将与之共同作用，成为优秀高效养殖企业的衡量标准。疫苗市场稳步增长，化药则更具成长空间，综合布局生物制药与兽用化药的动保企业将迎来周期性逐步减弱，成长性价值凸显的时期。**

类型	兽用疫苗	兽用化药
集中度CR10%	60%	原料药可达40%，制剂大约可占20%
产能及市场空间	150亿	原料药150亿、化药制剂3000亿，中兽药50亿
代表企业	生物股份、中牧股份、科前生物、瑞普生物	中牧股份、瑞普生物、回盛生物、齐鲁动保、远征药业
集中度提升的驱动因素	新疫情、新毒株	行业的需求、供给端规范化

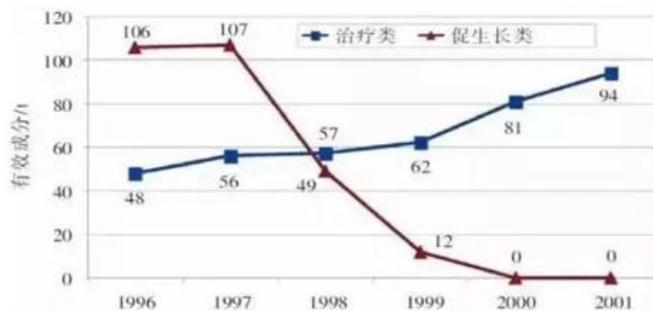
数据来源：中国兽药协会，西南证券整理  
[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

## 动物保健：下游养殖效率为核心，成长价值凸显

- **非洲猪瘟**：1) 非洲猪瘟的**疫苗正处于积极研制**过程中，具体生产问世的时间尚不明确；2) **非洲猪瘟变异病毒**的出现进一步推动了防控需求，虽致死率降低但生猪免疫力受其影响，继发病症的防疫产品未来市场空间有望提升；3) 在变异病毒的影响下，规模养殖现场逐渐接受**带毒养殖**，而饲养成功的关键在于控制好继发感染其他病原发病死亡，提高日增重，而针对非强制免疫疫病的相关疫苗与化药产品将迎来市场需求扩张。
- **“禁抗”对动保行业的影响主要体现在畜禽抵抗力变弱**：为避免细菌产生耐药性，保障食品安全，农业农村部于2019年7月发布194号文件，指出禁止促生长类抗生素在饲料中额添加，在禁抗令实施后，畜禽免疫力受影响，发病率将增加，易出现发热感染等情况，**治疗类抗生素用量增加**，幼崽因抵抗力较弱，存活率降低，染病后的治疗成本也将增长。强制免疫疾病前期已注射疫苗，出现的疫病将主要集中在蓝耳、猪圆环等**非强制免疫疾病**，因此养殖户将采取积极预防的态度，相应非强免动保产品需求增加。

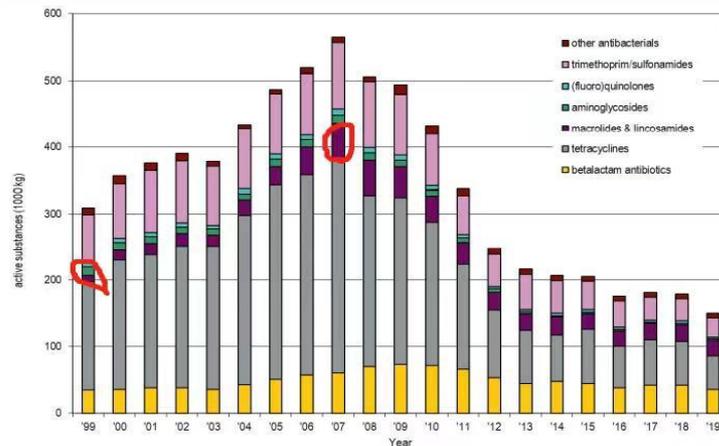
## 动物保健：下游养殖效率为核心，成长价值凸显

- 参考欧洲“禁抗”工作经验，过程初期因畜禽抵抗力受到影响治疗类抗生素需求增长，以丹麦为例1996年治疗类抗生素总体有效用量为48t，自开展禁抗后，2001总体有效用量达到94吨，增长接近100%。相同趋势在荷兰也有所体现，1999-2006是欧盟在法律层面规定禁抗之前，养殖业与饲料业开始各种准备工作和实践，处方抗生素用量在2007年达到峰值，大环内酯类药物占比由3%左右提高至10%左右，后荷兰在2011年出台更加严格的法规，对注册兽医的年用药量进行记录、统计和评分，强行降低处方药使用量。
- 禁抗不是一蹴而就，参考我国养殖密度高，结合当前对疫病防控的重视程度以及高要求等实际情况，未来为保证存活率以及养殖行业健康发展，国内治疗类抗生素需求将迎来增长。



Source: DANMAP 2000 (DVI 2001); DANMAP 2001 (DVI 2002).

图2 1996—2001年丹麦饲料和养殖现场抗生素总体用量变化



数据来源：DANMAP2000 (DVI2001)；DANMAP2001 (DVI2002)，西南证券整理

www.swsc.com.cn

## 动物保健：下游养殖效率为核心，成长价值凸显

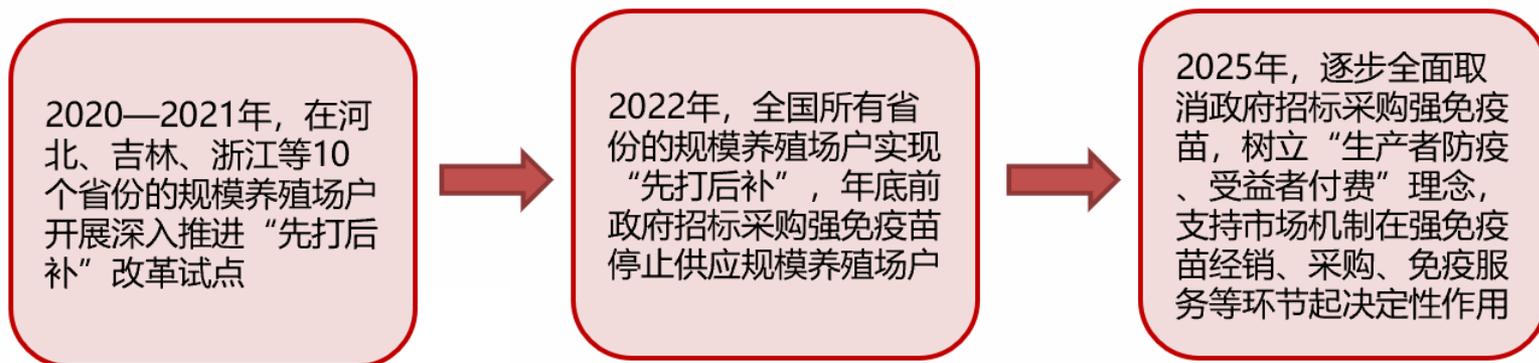
- 兽药生产质量受国家高度重视，新版GMP与下游选择共同促进兽药行业结构变化：  
《兽药产业发展报告》中的数据显示，2017年国内兽药行业CR10为36%，从全球指标看，早在2011年全球动物保健市场CR5就已超过60%，2019年兽药行业企业数量为1632家，同比减少4%，落后产能淘汰趋势初现；另一方面下游养殖端为加强动保产品质量以及可溯源性，提高养殖效率，将缩减供应商数量，倒逼上游行业集中度提升。
- 新版《兽药GMP验收评定标准》相对于旧版而言针对解决：兽药生产准入门槛偏低，低水平重复建设和产能过剩；兽药生产厂房洁净度检测标准偏低，不满足生产实际需求；重大动物疫病及人畜共患疾病相关产品的生物安全性有待提高等问题。

日期	政策	相关内容
2020.02	《2020年畜牧兽医工作要点》	强化饲料兽药质量安全监管。实施“双随机、一公开”饲料质量安全监督抽检,落实饲料质量安全管理规范。实现兽药生产、经销单位全覆盖追溯,加快推进兽药使用环节追溯。
2017.06	《全国遏制动物源细菌耐药行动计划（2017-2020）》	加强重要兽用抗菌药物风险评估和预警提示，加大安全风险评估力度，明确评估时间表和技术路线图，加快淘汰风险隐患品种，推动促生长用抗菌药物逐步退出；严格市场准入
2016.04	《关于促进兽药产业健康发展的指导意见》	力争产业结构进一步优化。中型以上兽药生产企业达到70%以上，产能利用率提高10个百分点以上，产业小散乱局面有效扭转，集中度进一步提升，形成若干具有自主知识产权、品牌名优、竞争力强的大型兽药生产企业

数据来源：农业农村部，西南证券整理  
[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

## 动物保健：下游养殖效率为核心，成长价值凸显

- **生物制药方面，市场苗替代政采苗相关工作顺利推进，市场空间扩张，企业需结合产品与服务优势，抢占市场份额。**目前我国动物疫苗市场分强制免疫和非强制免疫两大类。全国范围内实行强制免疫的有口蹄疫、高致病性禽流感、小反刍兽疫三种动物疫病。强制免疫疫苗以政府招标采购后免费发放给养殖户使用（政采苗）为主导，疫苗生产企业点对点销售给养殖场（市场苗）为辅；非强制免疫疫苗则均为市场化采购。



- **综上所述**，资金实力将与成本管控、疫病防治共同作用，成为下游养殖发展的核心竞争力，产品优质可提供配套服务的动保企业将获得竞争优势；从产品布局的角度来说，生物制药市场相对成熟，格局较为稳定，未来在政采苗替代市场苗的趋势下，能及时扩大市场份额的公司将更具竞争力；化药市场成长空间大，当前格局分散，集中度有望进一步提升，综合布局生物制药以及化药的公司拥有“周期”向“周期成长”发展的趋势，重点推荐中牧股份（600195）、回盛生物（300871），推荐关注瑞普生物（300119）。

# 目 录

---

- ◆ **农林牧渔行业概述**
- ◆ **养殖行业：生猪周期或迎拐点，肉牛养殖有望突破**
- ◆ **动物保健：下游养殖效率为核心，成长价值凸显**
- ◆ **种植行业：行业规范化提升，创新型种企享红利**
- ◆ **2022年重点推荐投资标的**

## 种植行业：行业规范化提升，创新型种企享红利

- 国家高度重视粮食安全，推动种业规范化发展，真正拥有育种实力的种子企业将迎来成长机遇。在2020年12月16-18日举行的中央经济工作会议上，明确2021年中国经济的**八大重点任务**，其中关于农业的部分是要**解决好种子和耕地的问题**，提出保障粮食安全的关键在于落实藏粮于地、藏粮于技战略，加强种质资源保护和利用，加强种子库的建设，开展种源“卡脖子”技术攻关，立志打好种业的翻身仗。《种业振兴行动方案》于2021年7月9日召开的中央全面深化改革委员会第二十次会议上通过，会议强调要保护好种质资源基础，要加强基础性、前沿性研究，加快实施农业生物育种重大科技项目，开展种源关键核心技术攻关，扎实推进南繁硅谷等创新基地的建设。创新主体地位需保障，知识产权的保护力度应当加强，营商环境应得到优化，未来需引导资源、技术、人才、资本向重点优势企业聚集。**对假冒伪劣、套牌侵权等问题重拳出击，让侵权者付出沉重代价。**

日期	政策/会议	相关内容
2021.07	中央全面深化改革委员会第二十次会议	会议审议通过了《种业振兴行动方案》，明确农业现代化，种子是基础，要加强基础性前沿性研究，加快实施农业生物育种重大科技项目，开展种源关键核心技术攻关，扎实推进南繁硅谷等创新基地建设。
2021.03	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要（草案）》	提出把生物育种与集成电路、空天科技等并列为强化国家战略力量重点发展的八大前沿领域之一，开展种源“卡脖子”技术攻关，提高良种自主可控能力；并明确提出“加强农业良种技术攻关，有序推进生物育种产业化应用，培育具有国际竞争力的种业龙头企业。”
2021.02	《关于落实好党中央、国务院2021年农业农村重点工作部署的实施意见》	启动重点种源关键技术攻关和生物育种重大科技项目，深入实施现代种业提升工程，支持种业龙头企业健全商业育种体系，加强种业市场监管整治，严厉查处假冒侵权行为。

数据来源：国务院，农业农村部，西南证券整理  
[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

## 种植行业：行业规范化提升，创新型种企享红利

- 国家级玉米、稻品种审定标准修改，标志对种业知识产权的保护力度进一步加大。新的审定标准将于2021年10月1日起实施，针对玉米与稻皆在基本条件中增加一致性和真实性要求，玉米申请审定品种与已知品种DNA指纹检测差异位点数 $\geq 4$ 个；稻申请审定品种与已知品种DNA指纹检测差异位点数 $\geq 3$ 个，除此以外对于高产稳产的标准也有所提升。

品种	相关内容
玉米	<ol style="list-style-type: none"><li>1) 同一品种在不同试验年份、不同试验组别、不同试验渠道中DNA指纹检测差异位点数<math>&lt; 2</math>个；</li><li>2) 申请审定品种与已知品种DNA指纹检测差异位点数<math>\geq 4</math>个；</li><li>3) 申请审定品种与已知品种DNA指纹检测差异位点数=3个的，需进行田间小区种植鉴定证明有重要农艺性状差异；</li><li>4) 申请审定品种与已知品种DNA指纹检测差异位点数<math>&lt; 3</math>个的，视为相同品种处理</li></ol>
稻	<ol style="list-style-type: none"><li>1) 同一品种在不同试验年份、不同试验组别、不同试验渠道中DNA指纹检测差异位点数<math>&lt; 2</math>个；</li><li>2) 申请审定品种与已知品种DNA指纹检测差异位点数<math>\geq 3</math>个；</li><li>3) 申请审定品种与已知品种DNA指纹检测差异位点数=2个的，需进行田间小区种植鉴定证明有重要农艺性状差异；</li><li>4) 申请审定品种与已知品种DNA指纹检测差异位点数=0、1个的，视为相同品种处理。</li></ol>

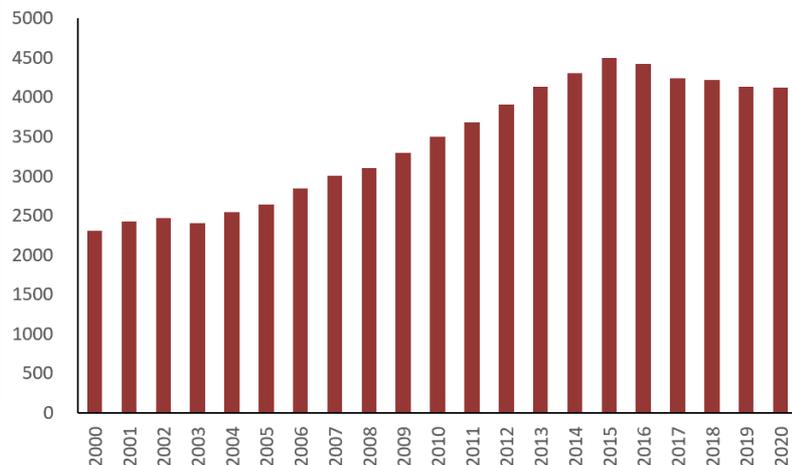
数据来源：农业农村部，西南证券整理

## 种植行业：行业规范化提升，创新型种企享红利

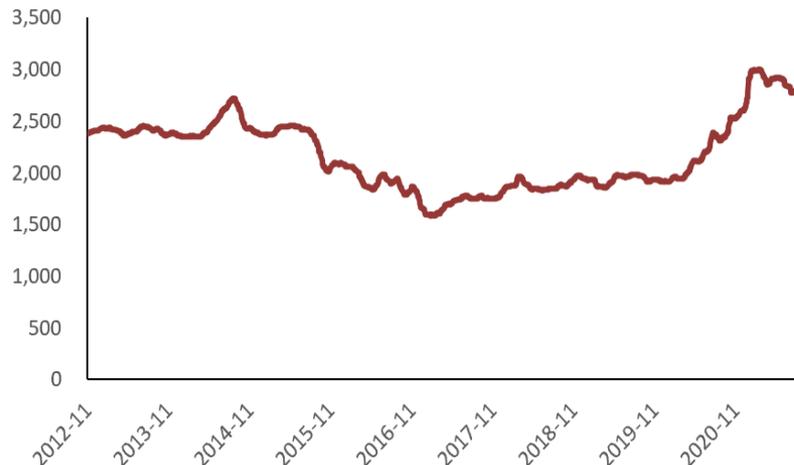
□供给端分析，玉米种植景气度提升，且玉米价格处于高位将有效带动农户种植热情，预计2021年成为种植面积向上拐点。为推进中国农村供给侧改革，我国自2016年起调减玉米种植面积，截至2020年玉米种植面积为4126万公顷，较2015年的峰值减少371万公顷，减少幅度为8.3%，农业农村部预计2021/22年度，中国玉米种植面积为4267万公顷，较上年度增加1406千公顷，增加3.4%，从价格端来看，截至2021年8月，我国玉米现货平均价约2794.4元/吨，同比增长20.3%，将促进种植情绪。

□玉米需求或快速增长：国内玉米消费结构中，整体饲料占比达六成，工业消费占三成，其余为食品消费、出口等。当前生猪与禽类均处于存栏量相对充足的状态，饲料作为刚需数量增长，玉米下游需求充足。

2000-2020年中国玉米种植面积（单位：万公顷）



中国玉米现货价格（单位：元/吨）



数据来源：Wind，西南证券整理

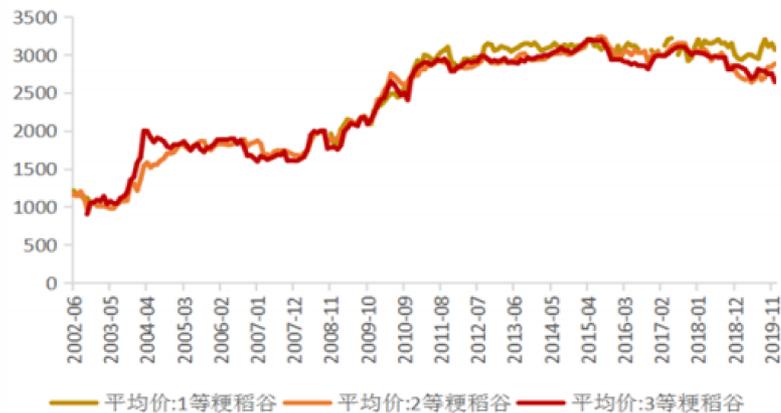
[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

## 种植行业：行业规范化提升，创新型种企享红利

□**稻米方面**，受拉尼娜气候以及新冠疫情的影响，全球多地粮食产量降低，国内2021年稻谷收购政策，早籼稻、中晚籼稻和粳稻最低收购价分别为每50公斤122元、128元、130元。除粳稻保持价格平稳外，早籼稻、中晚籼稻均比去年价格上涨0.01元/斤，于2020年的基础上再次上调，价格保持在较高水平有助于推动种植热情，稻谷种子市场将获得平稳发展。

□**市场对于水稻种的需求发生改变，产量需求变为质量需求，进口量降低进一步催化**：2015年之前，更看重产量：稻米价格整体统一，病虫害问题不严重，种植户主要追求的是高产，因此产量是第一位的，其次是保证产量的抗性，最后才是米质；2015-18年稻米价格开始分化，稻瘟病等是农民亟需解决的问题，种植户主要追求的是稳产，因此抗性是第一位的，其次是能享受一定下游溢价的米质，最后才是产量；2019年之后，稻谷价格将更加分化，优质米价格一路向上，低质米价格原地不动，病虫害问题趋缓，种植户主要追求的是优质。

1/2/3等粳稻谷市场平均价（元/吨）



数据来源：Wind，西南证券整理

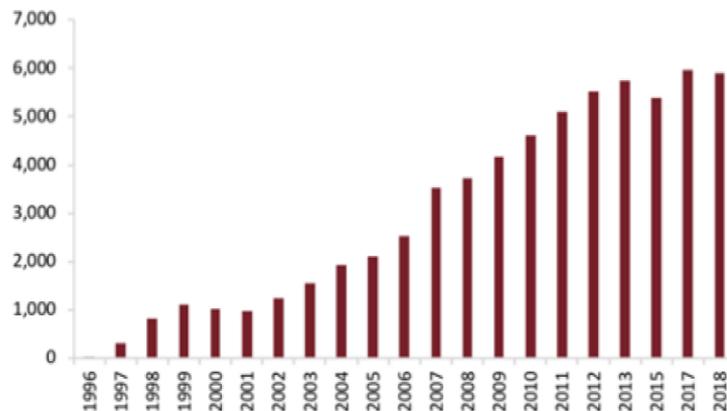
## 种植行业：行业规范化提升，创新型种企享红利

□国内转基因政策取得突破，未来玉米种业市场规模有望提升：2019年底获批的两项转基因玉米品种适宜生态区域均为北方春玉米区，相当于国内玉米总种植面积的1/2，20年7月15日，农业农村部科教司发布《2020年农业转基因生物安全证书(生产应用) 批准清单》，包含玉米、大豆各一种；2021年1月，发布的《2020年农业转基因生物安全证书批准清单（二）》以及4月7日发布的《2021年农业转基因生物安全证书批准清单》在转基因玉米品种方面，扩大了适用地范围自北方扩大至黄淮海、西北、西南、南方等地区。11月农业农村部发布《农业农村部关于修改部分种业规章的决定（征求意见稿）》，针对《主要农作物品种审定办法》、《农作物种子生产经营许可管理办法》、《农业植物品种命名规定》三份文件进行了修改，转基因相关规定更加详尽。

□据PhilipsMcDougall数据，2018年在全球379亿美元种子市场中，转基因种子比重达55%，其中五大转基因种植国家的种植面积占比近9成，平均应用率也已接近饱和，中国占比仅1.51%，市场空间庞大。

□综合来看，未来种业规范化发展趋势明显，转基因相关工作逐步推进，行业向好的所带来的红利将有农民、种子企业、土地企业、化肥企业等多方共享，重点推荐：荃银高科（300087）、北大荒（600598）、登海种业（002041）。

全球转基因玉米种植面积（万公顷）



数据来源：Wind，西南证券整理

# 目 录

---

- ◆ **农林牧渔行业概述**
- ◆ **养殖行业：生猪周期或迎拐点，肉牛养殖有望突破**
- ◆ **动物保健：下游养殖效率为核心，成长价值凸显**
- ◆ **种植行业：行业规范化提升，创新型种企享红利**
- ◆ **2022年重点推荐投资标的**

# 中牧股份（600195）：把握化药市场，多板块协力共发展

- **投资逻辑**：1) 公司产品质量优势明显，核心产品口蹄疫疫苗方面不断研发创新，把握市场苗替代政策趋势积极布局市场，目前市场苗已跻身第一梯队，集团客户数量快速增长，此前兰州厂产能搬迁设备调试对于产能的影响在2021年二季度开始逐步消除，未来口苗市场有望达到10亿+规模；2) 发展化药业务，注重产业布局，提升公司成长性，2018-2020因禁抗政策调整产线所带来的影响已经逐步消化，后续将迎爆发式增长，公司积极扩产泰万、泰乐原料药等大环内酯类药物，原料药与制剂均布局，实现上下游产业一体化，未来化药从营收与利润的层面均有望超越生药板块。
- **业绩预测与投资建议**：预计2021-2023年净利润分别为5.7亿、7.1亿、8.7亿，对应PE分别为19/15/12倍，“买入”评级。
- **风险提示**：产品销售情况不及预期，重大疫病免疫政策变动等。

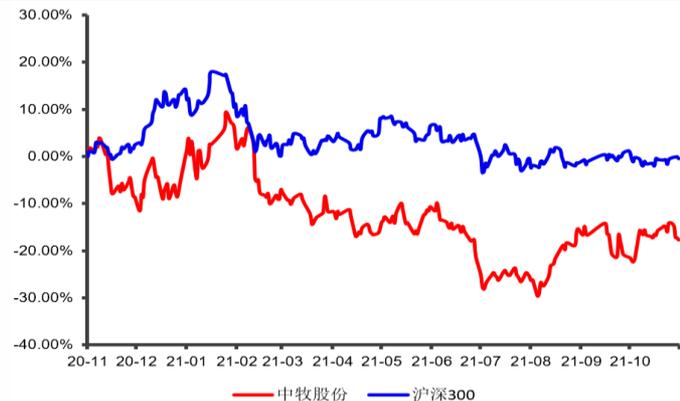
### 业绩预测和估值指标

指标	2020A	2021E	2022E
营业收入（百万元）	4998.68	5858.31	6882.47
营业收入增长率	21.39%	17.20%	17.48%
净利润（百万元）	420.43	573.04	713.85
净利润增长率	64.54%	36.30%	24.57%
EPS（元）	0.41	0.56	0.70
P/E	23	19	15

数据来源：Wind，西南证券

www.swsc.com.cn

### 股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

# 回盛生物（300871）：穿越周期，化药龙头前景光明

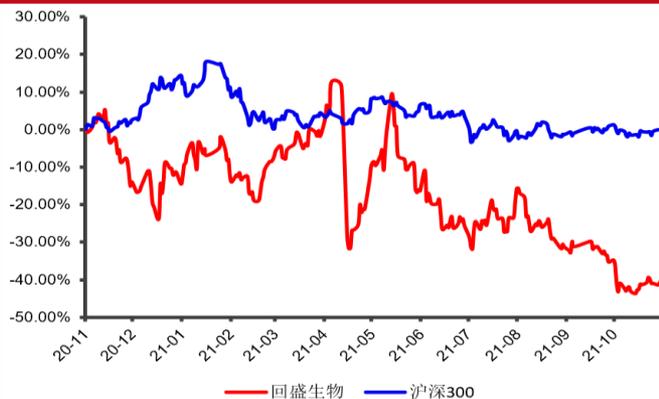
- **投资逻辑**：1) 产品质量卓越，市场需求可观。公司核心产品泰万菌素具有低毒、高效、低残留、不会产生大环内酯类药物间的耐药性等优点；2) 未来产能进一步释放，公司成长性强。泰万菌素已由80吨扩产至240吨，未来将进一步迎来600吨的产能扩建，同时泰乐菌素也将再扩产1000吨，未来实现2000吨产能，在化药集中度不断提升的过程中，抢占市场份额，扩大龙头优势；3) 把握原料药制剂一体化趋势，原料药作为制剂的上游产品，公司自给自足可保证成本管控，长远来看具有战略意义。
- **业绩预测与投资建议**：预计2021-2023年净利润分别为1.5亿、3.1亿、4.6亿，对应PE分别为30/15/10倍，“买入”评级。
- **风险提示**：非洲猪瘟疫情或有反弹；市场销售情况不及预期。

### 业绩预测和估值指标

指标	2020A	2021E	2022E
营业收入（百万元）	777.46	1134.79	1793.24
营业收入增长率	81.98%	45.96%	58.02%
净利润（百万元）	150.16	152.60	305.26
净利润增长率	118.36%	1.62%	100.05%
EPS（元）	0.91	0.92	1.84
P/E	31	30	15

数据来源：Wind，西南证券

### 股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

# 牧原股份（002714）：稳健穿越周期，养殖龙头静待时机

- **投资逻辑**：1) 公司作为养殖龙头，拥有资金优势，面对周期拐点时可迅速反应。牧原作为国内产能最大的生猪养殖公司，2021年上半年生猪出栏量达到1743.7万头，拥有“全自养、全链条、智能化”经营模式且产业链完备，积极开拓屠宰板块，于周期中发展的脚步不停；2) 公司养殖效率高，饲料方面公司自主生产，减少中间交易成本，拥有现代化猪舍优势，有助于其做好防疫，保证养殖效率。公司针对猪舍环境无人智能控制、生猪健康自动识别预警等多项关键技术进行攻关，追求高效养殖。
- **业绩预测与投资建议**：预计2021-2023年净利润分别为104亿、155亿、302.6亿，对应PE分别为28/19/10倍，“持有”评级。
- **风险提示**：下游需求不及预期、养殖端出现疫情、猪价超跌等。

### 业绩预测和估值指标

指标	2020A	2021E	2022E
营业收入（百万元）	56277.07	84415.60	109916.09
营业收入增长率	178.31%	50.00%	30.21%
净利润（百万元）	27451.42	10399.13	15465.86
净利润增长率	348.97%	-62.12%	48.72%
EPS（元）	5.22	1.98	2.94
P/E	11	28	19

数据来源：Wind，西南证券

### 股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

# 立华股份（300761）：黄鸡或迎反转，生猪同步布局

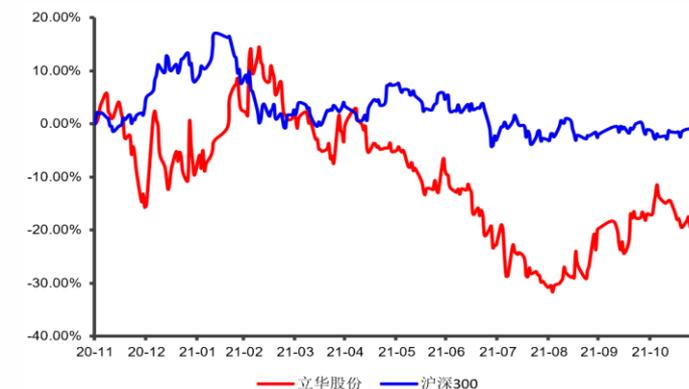
- **投资逻辑**：1) 2021年二、三季度黄鸡养殖处于亏损状态；且2020年7月有关部门表示，将限制活禽交易和宰杀、鼓励有条件的地方推广活禽集中宰杀，逐步取消活禽交易市场，两者相叠加，散户产能进一步退出，行业集中度提高，公司把握供需缺口，未来业绩向好；2) 公司积极拓展产能，发行公司可转债所募集的20亿元资金将会有4.6亿投入到屠宰类项目建设中；虽然受生猪价格处于底部，但布局仍在继续；3) 发展冰鲜业务，提高适应性，线下设立多家冰鲜鸡屠宰加工子公司，线上与商超以及盒马鲜生等电商平台合作，成长性强，前景广阔。
- **业绩预测与投资建议**：预计2021-2023年净利润分别为4.4亿、11.4亿、14.9亿，对应PE分别为26倍、10倍、8倍，“买入”评级。
- **风险提示**：疫情影响消费者对禽类需求或不及预期、黄羽鸡价格情况不及预期。

### 业绩预测和估值指标

指标	2020A	2021E	2022E
营业收入（百万元）	8620.97	9500.47	10792.54
营业收入增长率	-2.81%	10.20%	13.60%
净利润（百万元）	254.08	443.18	1138.66
净利润增长率	-87.07%	74.43%	156.93%
EPS（元）	0.63	1.10	2.82
P/E	46	26	10

数据来源：Wind，西南证券

### 股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

# 鹏都农牧（002505）：把握供需缺口，争做肉牛产业链龙头

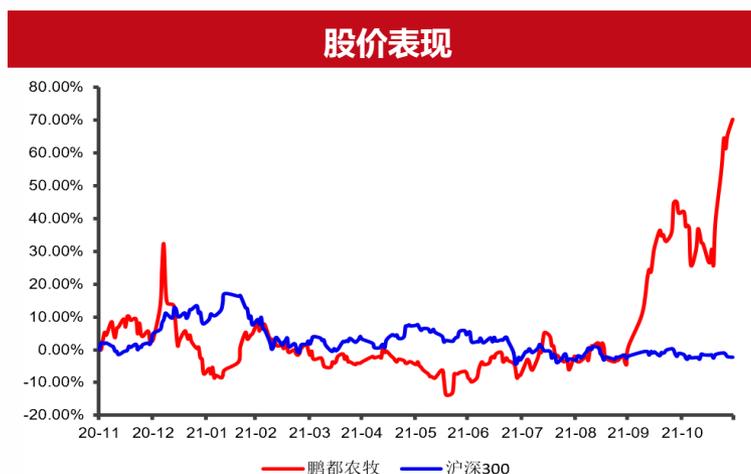
- 投资逻辑**：1) 母公司鹏欣集团对于公司发展肉牛产业表示支持，利用海外优质种牛优势，引入能繁母牛，采取“公司+基地”扩繁、“公司+合作社+农户”育肥双模式并行的方式，向“轻资产”靠拢；2) 公司把握地理优势，利用云南本土资源叠加青贮饲料进口资质，解决饲料端难题，且在饲料之外，同步针对下游屠宰进行布局，瑞丽鹏和屠宰厂占地2500亩，年屠宰产能可达50万头，是目前中国肉牛屠宰加工最大产能，云南是缅甸进口牛肉的唯一口岸，且鹏和拥有唯一性牌照优势；3) 肉牛产业助力乡村振兴，推动就业发展，与地方政府合作，解决民生问题，提高人民生活质量。
- 业绩预测与投资建议**：预计2021-2023年净利润分别为9306万、8.3亿、25亿，对应PE分别为271/30/10倍，“买入”评级。
- 风险提示**：种牛引进进度不及预期；养殖端出现疫情；产品销售不及预期等。

业绩预测和估值指标

指标	2020A	2021E	2022E
营业收入（百万元）	13446.36	14024.96	17026.56
营业收入增长率	-0.31%	4.30%	21.40%
净利润（百万元）	18.47	93.06	829.49
净利润增长率	-70.21%	403.74%	791.38%
EPS（元）	0.00	0.01	0.13
P/E	1363	271	30

数据来源：Wind，西南证券

股价表现



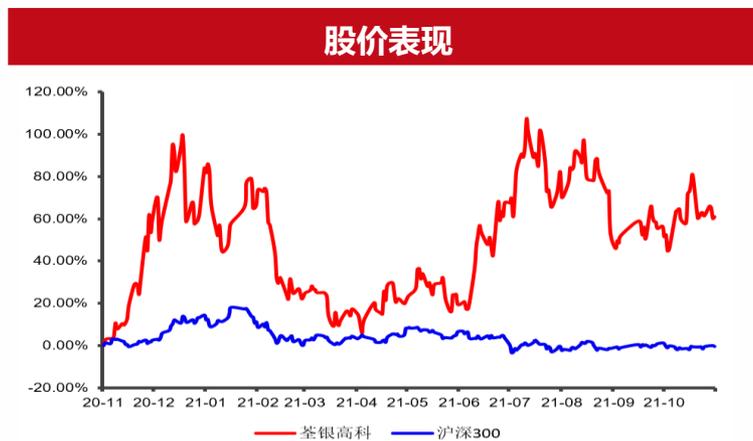
数据来源：Wind，西南证券整理

# 荃银高科（300087）：市占率提升销量增长，种植高景气长期看好

- **投资逻辑**：1) 公司产品优质，符合未来居民消费习惯升级趋势。荃银品种米质高（主力在1-2级，一般在3级）且其他各项指标均处于行业领先水平，未来市场占有率有望提升至20%；2) 独家改良母本荃9311A（荃优系列）显示出了强大的配合力，亲本优势未来三年仍将延续；3) 公司积极扩展产品矩阵，拟收购新疆祥丰生物，其主营业务中包含有玉米、棉花、小麦等，注重研发，积极与科研院所以及高效进行合作，推动产业创新；4) 央企集团入主，国际资源的联动提速，规划未来五年成为种业全球前十。
- **业绩预测与投资建议**：预计2021-2023年净利润分别为2.2亿、3亿，4亿，对应PE分别为60/45/34倍，“买入”评级。
- **风险提示**：市场竞争或有加剧、产品销售不及预期。

业绩预测和估值指标			
指标	2020A	2021E	2021E
营业收入（百万元）	1601.71	2114.80	2801.77
营业收入增长率	38.84%	32.03%	32.48%
净利润（百万元）	133.45	222.04	294.54
净利润增长率	41.10%	66.39%	32.65%
EPS（元）	0.29	0.49	0.65
P/E	99	60	45

数据来源：Wind，西南证券  
[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)



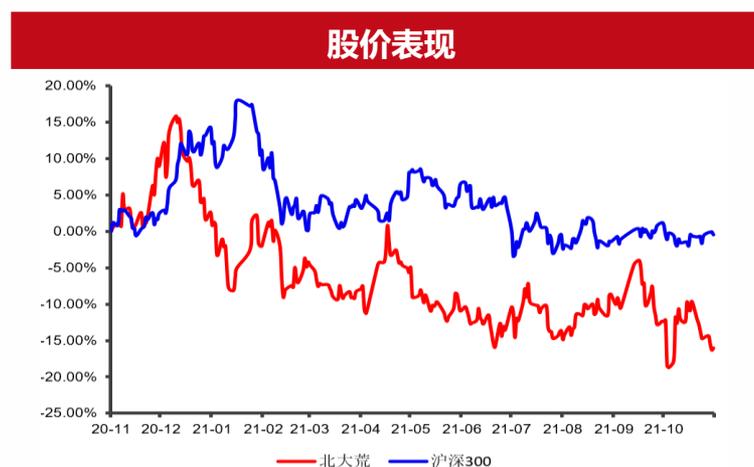
数据来源：Wind，西南证券整理

# 北大荒（600598）：稳健发展，土地价值迎种植景气上升

- **投资逻辑**：1) 种植景气度上升与种业的规范化发展将带动土地价值提升，公司从事土地发包经营活动，由于公司签订《农业生产承包协议》的农户进行水稻、大豆、玉米打种种植与销售，现公司拥有土地1296万亩，耕地面积1158万亩，若地租提升则公司业绩弹性大；2) 公司拥有优质耕地资源和可垦荒地资源，主要分布在土质最为肥沃的三大黑土带之一的三江平原上，是“天然粮仓”，市场竞争力更强。
- **业绩预测与投资建议**：预计2021-2023年净利润分别为11亿、13亿、15.3亿，对应PE分别为23/20/17倍，“买入”评级。
- **风险提示**：出现自然灾害影响农产品产量、农产品需求不及预期。

业绩预测和估值指标			
指标	2020A	2021E	2022E
营业收入（百万元）	3240.89	3537.80	3826.52
营业收入增长率	4.16%	9.16%	8.16%
净利润（百万元）	989.98	1135.81	1296.68
净利润增长率	16.66%	14.73%	14.16%
EPS（元）	0.56	0.64	0.73
P/E	27	23	20

数据来源：Wind，西南证券



数据来源：Wind，西南证券整理

## 部分公司估值表

代码	公司	股价	EPS			PE			投资评级
			2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	
600195	中牧股份	11.00	0.41	0.56	0.70	23	19	15	买入
300871	回盛生物	28.72	0.91	0.92	1.84	31	30	15	买入
002714	牧原股份	54.50	5.22	1.98	2.94	11	28	19	持有
300761	立华股份	30.62	0.63	1.10	2.82	46	26	10	买入
002505	鹏都农牧	4.17	0.00	0.01	0.13	1363	271	30	买入
300087	荃银高科	29.81	0.29	0.49	0.65	99	60	45	买入
600598	北大荒	14.15	0.56	0.64	0.73	27	23	20	买入

数据来源：Wind，西南证券（截止2021/11/29）



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

分析师：徐卿

执业证号：S1250518120001

电话：021-68415832

邮箱：xuq@swsc.com.cn

联系人：刘佳宜

电话：021-68415832

邮箱：liujy@swsc.com.cn

## 西南证券投资评级说明

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在20%以上
	持有：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数-5%以下

## 分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



# 西南证券研究发展中心

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路66号建威大厦1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑8号西南证券大厦3楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	黄青	销售经理	17521028523	17521028523	hq1@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn