

农林牧渔行业：待养殖周期否极泰来，看生物育种商用大幕徐徐

——2022年度行业投资策略

2021年12月7日

看好/维持

农林牧渔 行业报告

分析师	程诗月 电话：010-66555458 邮箱：chengsy_yjs@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519050006
研究助理	孟林 电话：010-66554073 邮箱：menglin@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480120080038

投资摘要：

否极泰来，静待猪周期反转。生猪养殖行业产能去化趋势已经确立，但近期价格反弹带来的补栏提升和二元高繁母猪占比提升带来的养殖效率提高，将延后猪价见底的时间，我们认为猪价有望在2022年Q2-Q3见底。而板块上涨行情通常会在价格拐点到来的3-6个月之前正式开启。因此我们判断，2022年上半年生猪板块将正式进入左侧布局时间，建议关注两类企业，优选具备成本优势、现金流充裕的头部养殖企业，在猪价二次探底后建议关注产能储备具备相对优势的小而美成长标的。

禽产能尚待调整，淡化周期聚焦产业链延伸。我们认为，短期禽产能过剩局面仍将持续，但考虑到白鸡祖代鸡和黄鸡父母代鸡存在阶段性去化，叠加22年猪价拐点预期提升，明年鸡价或出现温和上涨。长期来看，未来我国白鸡行业存在市占率提升和产业链延伸两大发展机会；同时黄鸡冰鲜化趋势渐进，未来也有望进一步打开全国消费市场。持续看好禽养殖企业食品端发展机会，坚定看好优质白羽肉鸡养殖龙头企业的食品端品牌力成长。

后周期转为结构性机会，关注头部企业竞争力提升。养殖产能恢复盈利该改善阶段，行业转为结构性机会，低效产能有望出清，具备成本优势的饲料龙头企业和具备平台优势的动保龙头企业在竞争中优势凸显。持续推荐具备配方优势的饲料龙头海大集团。动保方面重点推荐在研发端和产品端具备平台优势的动保头部企业生物股份。

转基因商用大幕拉开，行业迎来变革机遇。政策持续的出台与落地拉开了转基因种业商用化进程的帷幕，转基因农作物的商业化有望带来行业集中度的显著提升，并显著抬升种业行业规模和参与主体的盈利能力，推荐关注较早布局转基因种业、技术储备领先的龙头企业大北农、隆平高科。

国内宠物市场持续发展，关注国产品牌塑造。我国宠物消费正处于快速发展期，在双循环背景下，消费空间有望进一步释放，其中食品和医药作为刚需品类率先发力，国产自主品牌快速发展。推荐关注国内市场自主品牌建设卓有成效，具备渠道先发优势和品牌力的中宠股份和佩蒂股份。

风险提示：畜禽产品价格波动风险，产能去化不及预期，动物疫病风险，极端天气风险等。

行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS(元)				PE				PB	评级
	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E		
温氏股份	1.18	(0.36)	0.17	0.27	14.62	(48.22)	98.61	63.21	2.39	强烈推荐
海大集团	1.60	1.38	2.17	2.66	42.42	49.16	31.21	25.48	8.07	强烈推荐
生物股份	0.36	0.52	0.83	1.08	42.39	29.54	18.40	14.14	3.45	强烈推荐
大北农	0.48	0.01	0.19	0.42	18.92	731.97	48.70	21.58	3.46	强烈推荐
隆平高科	0.09	0.16	0.29	0.46	254.11	142.65	80.12	50.07	5.47	强烈推荐

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

目录

1. 否极泰来，静待猪周期反转	4
1.1 产能去化趋势确立，周期拐点可期	4
1.2 板块进入可布局区间，关注低成本与高弹性	7
2. 禽产能尚待调整，淡化周期聚焦产业链延伸	9
2.1 禽产能尚待调整，明年鸡价或出现温和上涨	9
2.2 淡化周期，聚焦产业链延伸	11
3. 后周期转为结构性机会，关注头部企业竞争力提升	13
3.1 饲料加速集中化，品类拓展与替抗带来扩容机会	13
3.2 动保有望迎来估值修复，充分竞争环境下关注头部企业综合竞争力	14
4. 转基因商用大幕拉开，行业迎来变革机遇	15
5. 国内宠物市场持续发展，关注国产品牌塑造	19
5.1 汇率及关税改善预期下宠企出口业务有望快速增长	19
5.2 国内宠物市场持续发展，关注国产品牌塑造	20
6. 风险提示	22
相关报告汇总	23

插图目录

图 1: 能繁母猪存栏量及同环比（推算值）	4
图 2: 生猪养殖盈利情况（元/头）	5
图 3: 头部养殖企业生产性生物资产（亿元）	6
图 4: 头部企业在建工程（亿元）	6
图 5: 二元母猪均价（元/公斤）	6
图 6: 仔猪均价（元/公斤）	6
图 7: 板块行情先于猪价拐点启动	7
图 8: 全国祖代白羽肉种鸡更新量（引种+自繁）	9
图 9: 20-21 年白羽肉鸡价格快速回落	9
图 10: 全国祖代白羽肉种鸡存栏量（后备+在产）	9
图 11: 全国父母代白羽肉种鸡产销量	9
图 12: 全国父母代白羽肉种鸡存栏量（后备+在产）	10
图 13: 全国商品代白羽肉种鸡供应量	10
图 14: 全国在产祖代黄羽肉种鸡平均存栏量	10
图 15: 全国黄羽肉鸡商品代毛鸡出栏量	10
图 16: 20-21 年黄羽鸡价格持续保持低位（元/斤）	11
图 17: 2020 年中国白羽肉鸡行业 CR5	11
图 18: 2020 财年美国肉鸡行业 CR5	11
图 19: 农业农村部审定通过 3 个白羽肉鸡新品种	12
图 20: 圣农 2021 年推出的两大新品	12

图 21: 黄鸡活禽消费占主流	12
图 22: 多地陆续推动活禽冰鲜上市	12
图 23: 2021 年 1-10 月全国工业饲料产量	13
图 24: 2021 年 1-10 月国产猪用生物制品批签发数据	13
图 25: 拉尼娜影响下冬季平均气温较低	14
图 26: 动保板块 PE 处于历史低位	14
图 27: 动物疫苗市场空间计算公式	15
图 28: 转基因种子商用落地流程	16
图 29: 美国 CPI 持续上涨	19
图 30: 美元兑人民币汇率持续走低	19
图 31: 21 年上半年国内宠企境外营收占比较大	20
图 32: 国内宠企 2019 年境外业务毛利率减弱	20
图 33: 2012-2020 年中国城镇宠物（犬猫）消费市场规模	20
图 34: 2020 年中国宠物消费结构	20
图 35: 宠物消费市场空间测算公式	21
图 36: 2020 年中国宠物食品市场竞争格局	21
图 37: 2020 年中国宠物零食市场竞争格局	21

表格目录

表 1: 自繁自养亏损情况复盘	5
表 2: 上市企业养殖完全成本与目标（元/公斤）	8
表 3: 上市企业出栏规划与头均市值	8
表 4: 2021 年种业相关政策	15
表 5: 转基因大豆、玉米生物安全证书获取情况	17
表 6: 转基因玉米种子空间测算	18

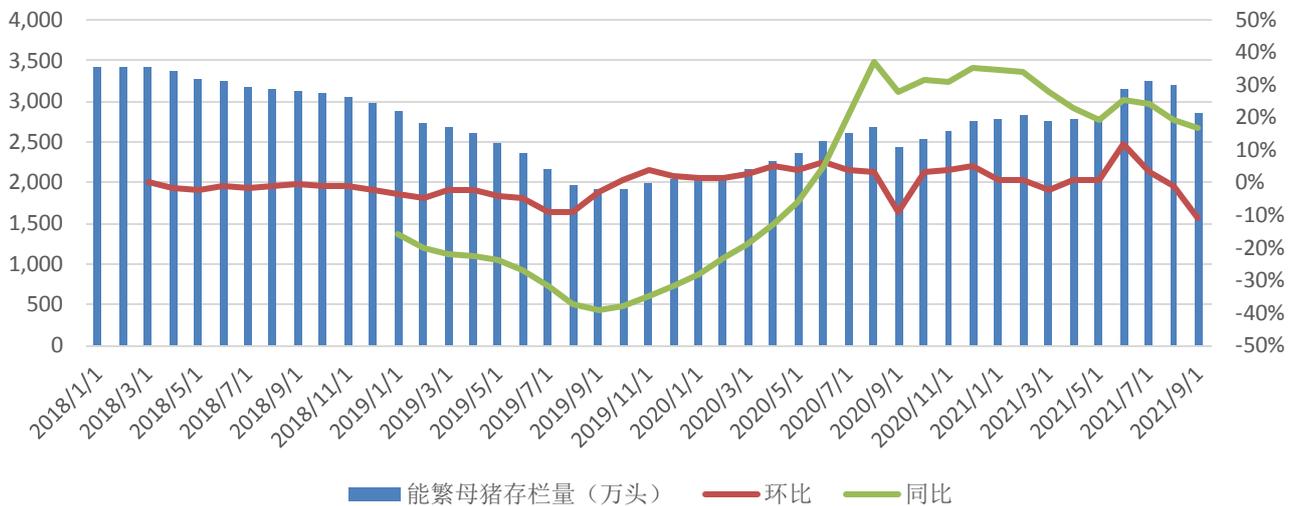
1. 否极泰来，静待猪周期反转

1.1 产能去化趋势确立，周期拐点可期

我们认为，生猪养殖行业产能去化趋势已经确立，但近期价格反弹带来的补栏提升和二元高繁母猪占比提升带来的养殖效率提高，将延后猪价见底的时间，我们认为猪价有望在2022年Q2-Q3见底。而板块上涨行情通常会在价格拐点到来的3-6个月之前正式开启。因此我们判断，2022年上半年生猪板块将正式进入左侧布局时间，建议关注两类企业，优选具备成本优势、现金流充裕的头部养殖企业，在猪价二次探底后建议关注产能储备具备相对优势的小而美成长标的。

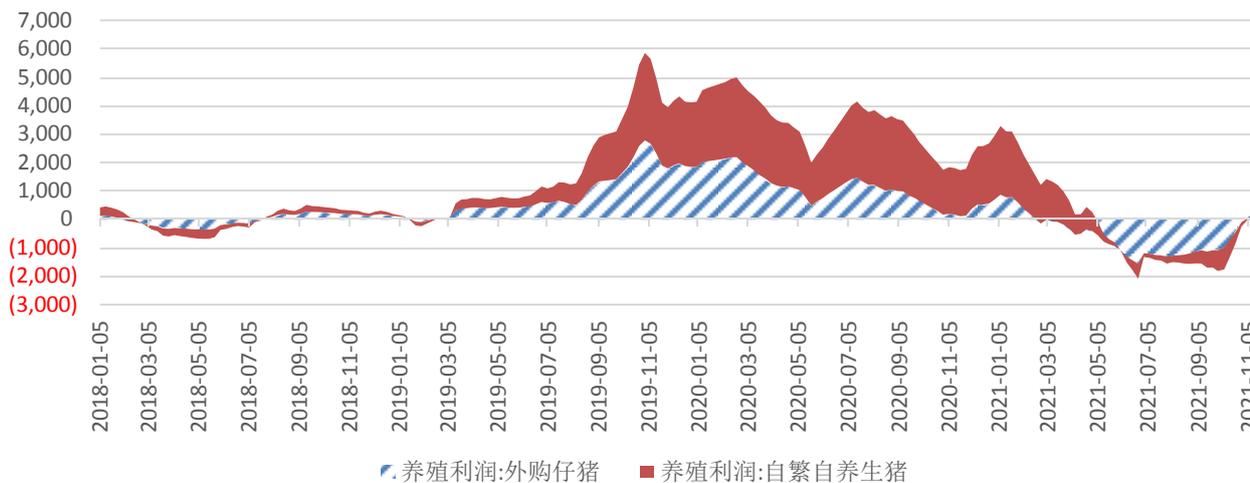
从供给端看，能繁母猪存栏量已见顶回落。农业部数据显示，能繁母猪存栏量在2021年6月达到峰值4564万头后开始回落，2021年10月，能繁母猪存栏量4348万头，环比9月份下降2.49%，相比6月份下降4.73%，行业产能去化趋势已经明显确立，但相比正常保有量仍多出6%，按照目前的调减速度，行业产能有望在2022Q1调整到正常保有量区间内。

图1：能繁母猪存栏量及同环比（推算值）



资料来源：Wind，东兴证券研究所注：根据农业农村部同环比数据推算，与文中口径存在差异，仅做趋势参考。

史上最大亏损幅度，产能具备调减基础。年初非洲猪瘟疫情扰动并未动摇生猪养殖行业出栏恢复的大趋势，猪价在Q2极速下行，跌破盈亏平衡点，行业步入长达5个月的深度亏损期，完成了本轮周期的第一次探底。并且复盘前几轮周期，本轮亏损从亏损时长而言已经接近历史最长亏损时间，从亏损幅度而言，更是达到了史无前例的水平，自繁自养头均亏损达到771.5元/头。

图2：生猪养殖盈利情况（元/头）


资料来源：Wind，东兴证券研究所

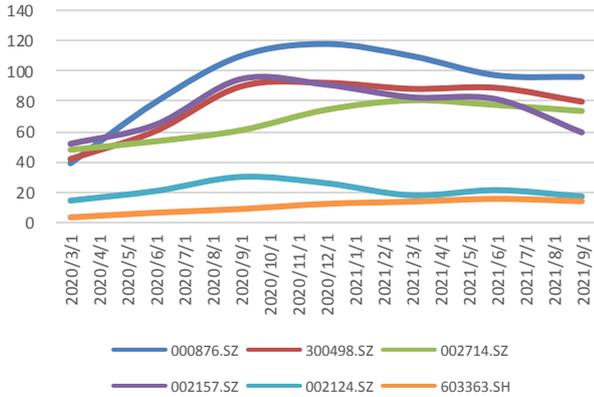
表1：自繁自养亏损情况复盘

亏损起点	亏损终点	亏损天数	最大亏损（元/头）
2010-04-23	2010-06-25	63	-123.0
2013-03-22	2013-06-07	77	-126.8
2014-01-17	2014-07-18	182	-305.0
2014-10-31	2015-04-24	175	-167.3
2018-03-02	2018-07-20	140	-326.3
2019-01-18	2019-03-01	42	-147.6
2021-06-04	2021-11-05	154	-771.5

资料来源：Wind，东兴证券研究所

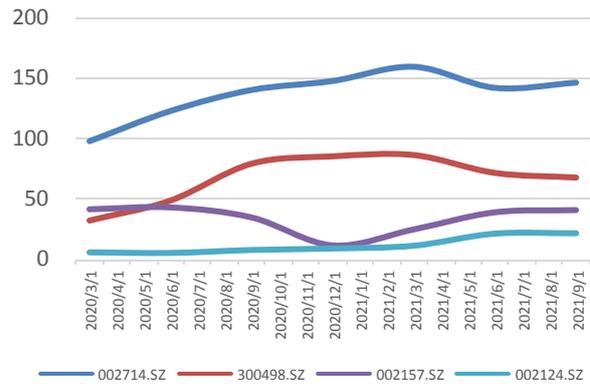
疫情叠加大幅扩张，养殖端承压较大。与前几轮疫情的情况不同，本轮周期的盈亏并非只是价差之间的盈亏。其一，自繁自养盈利中并未考虑固定资产的折旧，而由于非洲猪瘟疫情的因素，养殖主体投入了大量资金在升级防疫的基础设施上，导致养殖成本中折旧摊销增加；其二，疫情带来的产能损失，也就是种猪端的死淘损失未纳入考虑；其三，本轮周期是头部企业扩张幅度的最大的周期，规模企业将大量资金投入了新的产能建设，这中间包括其在景气周期中的盈利以及外部融资。因此在成本费用上行以及大量资本开支的背景下，我们认为行业中大量的养殖主体在目前的下行周期中已经承担了很大的盈利和现金流压力，行业具备产能持续调减的基础。从上市企业的生产性生物资产变化以及新产能投放速度中也可以看出，前期急速扩张的脚步已经放慢了下来，行业开始过冬。

图3：头部养殖企业生产性生物资产（亿元）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图4：头部企业在建工程（亿元）



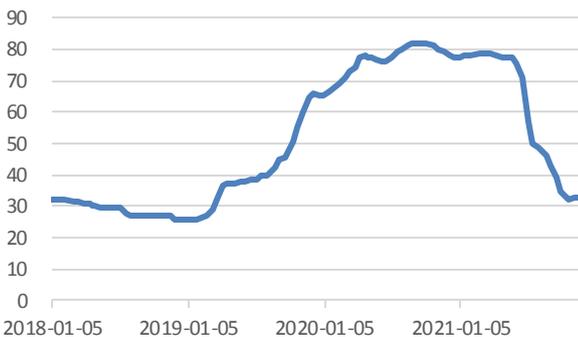
资料来源：Wind，东兴证券研究所

调减节奏仍有扰动因素。虽然行业调减产能已经具备现实基础，但不可否认的是，行业调整产能的节奏仍会受到短期因素的扰动：

- **加速去化：**在养殖密度逐步恢复之后，叠加今年冷冬天气，冬春季节可能会出现非洲猪瘟疫情以及其他疫病如仔猪腹泻高发，带来产能的加速去化。
- **去化趋缓：**其一，近期猪价出现季节性反弹，截止11月20日，22省市生猪均价17.62元/kg，相比10月份价格低点10.78元/kg上涨63.45%。猪价上涨使得自繁自养和外购仔猪养殖户重回盈利区间，在明年年中猪价拐点预期渐强下，刺激了部分补栏需求，二元母猪和仔猪价格近期随猪价回升也呈现触底回升的趋势，可能会降低产能的去化速度。

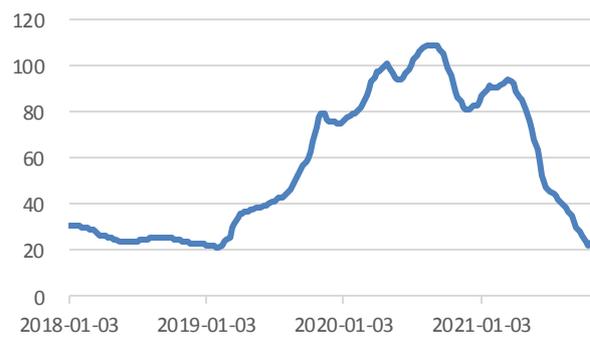
其二，本轮周期产能恢复中存在大量三元低效产能，在产能去化过程中会率先淘汰，而补栏产能则替换为二元高繁母猪，从而带来行业整体生产效率（PSY、MSY）提升，对应未来生猪出栏数量降幅会低于能繁母猪数量的降幅。

图5：二元母猪均价（元/公斤）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图6：仔猪均价（元/公斤）



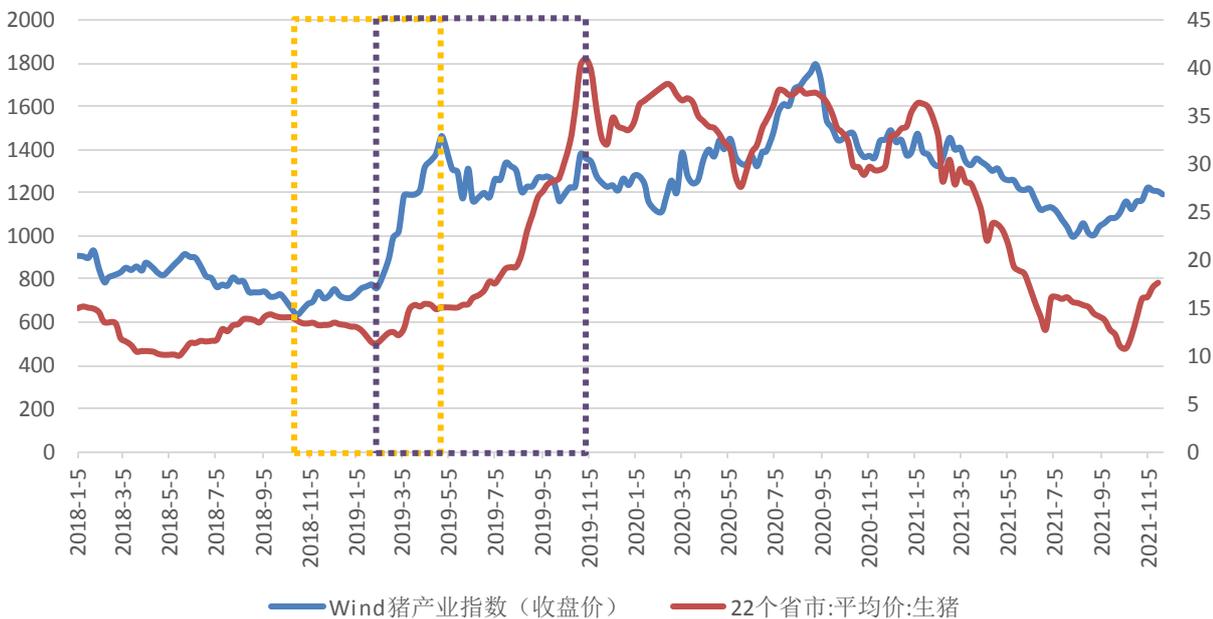
资料来源：Wind，东兴证券研究所

总结来看，生猪养殖经历本轮周期的首次探底后，养殖端已明显承压，产能拐点已现，并且具备持续调减的基础，展望 2022 产能去化将成为行业主旋律，然而从产能端调减传导到生猪出栏中间仍存在一定扰动因素，冬春季节仍需关注价格低迷下不规范养殖行为和冷冬雨雪天气可能带来的生猪疫病反复，以及养殖场户受猪价波动主动被动调减产能的节奏变化。总体来看明年上半年市场生猪供应量仍偏宽松，猪价在消费旺季结束后预计会二次探底，考虑到本轮周期三元低效产能逐步被替换，产能呈现量减质增的趋势，因此我们判断猪价拐点将晚于产能见顶传导的时点，有望在 2022 年 Q3 出现。

1.2 板块进入可布局区间，关注低成本与高弹性

从板块投资的维度来看，作为周期行业的生猪养殖板块在预期提升阶段涨幅最大，板块行情通常会提前猪价拐点 3-6 个月到来。我们使用 Wind 猪产业指数作为板块行情指标，参考上一轮周期，我们发现板块指数行情启动于 2018 年 10 月中旬，而生猪价格上涨则于 2019 年 2 月正式开启，晚于板块行情启动 3.5 个月。并且预期提升至猪价拐点来临后的第一波上涨板块涨幅最大，2018 年 10 月至 2019 年 5 月板块涨幅 130.74%，而后进入了平台调整期。因此依据我们 2022 年 Q3 猪价有望反转的行业判断，我们认为 2022 年上半年进入生猪养殖板块的左侧布局区间。

图7：板块行情先于猪价拐点启动



资料来源：Wind，东兴证券研究所

从企业投资角度，近期猪价重回行业成本线之上，然而对于成本较高的企业来说，盈利端和现金流的压力仍存，因此在面临行业可能到来的二次探底行情下，我们建议优选养殖完全成本具备优势和现金流相对充足的头部企业；其次建议关注自身产能储备充足，出栏成长预期较高的二线标的，这类企业有望在新一轮周期来临时享受更高弹性。

从完全成本的角度，目前牧原股份在同业中成本优势最为明显，此外第二梯队的正邦科技、温氏股份和新希望自有种源体系数量和质量都在逐步提升，此前因为外购仔猪出栏占比较高，拉升了公司完全成本，未来存在较强的改善预期。

表2：上市企业养殖完全成本与目标（元/公斤）

企业名称	最新完全成本（元/公斤）	2021 年目标（元/公斤）	2022 年目标（元/公斤）
牧原股份	14.7（13 元现金成本+2 元折旧摊销）	14-14.5（2021Q4）	13
正邦科技	19.81	-	-
温氏股份	18（自繁自养）	17.4（自繁）	14-16
新希望	20（未分摊开办费用）；30（外购仔猪）	18（自繁）	16（自繁）
天邦股份	20+	17	-
大北农(含参股平台)	18 左右（自繁自养） 略低于 19（外购猪苗）	-	-
金新农	17.5（自繁自养）	-	-
天康生物	15（自繁）自繁占比 75%	-	-

资料来源：Wind，东兴证券研究所

从头均市值的角度来看，板块经过前期的调整，估值水平已经回归到较低水平，从对应 2021 年预期出栏的头均市值来看，正邦科技和傲农生物头均市值较低；从对应 2022 出栏来看，傲农生物头均市值较低，除了板块周期属性之外，还存在较强的估值修复预期。

表3：上市企业出栏规划与头均市值

单位：万头	能繁母猪存栏	后备母猪存栏	2020 年出栏	2021 出栏目标	2022 出栏目标	公司市值	头均市值（21）	头均市值（22）
牧原股份	270（10 月末）	维持在 100-110	1811.40	4000.00	6000.00	2,940.61	7351.51	4901.01
温氏股份	110（Q3）	40（Q3）+100 小种猪可作后备	954.57	1100-1200	1800-2000	1,024.55	9314.06	5691.93
正邦科技	100（GP/GGP14）（Q3）	40（Q3）	955.96	1500.00	-	319.05	2126.98	-
新希望	110（二元占比 90%以上）	50.00	829.25	900-1000	1500.00	659.56	7328.48	4397.09
东瑞股份	2.80	0.60		36（供港 20）	65.00	65.69	18246.11	10105.54
傲农生物			135.00	310.00	600.00	74.01	2387.42	1233.50

资料来源：Wind，东兴证券研究所

投资建议：我们认为，生猪养殖行业产能去化趋势已经确立，但近期价格反弹带来的补栏提升和二元高繁母猪占比提升带来的养殖效率提高，将延后猪价见底的时间，我们认为猪价有望在 2022 年 Q2-Q3 见底。而板块上涨行情通常会在价格拐点到来的 3-6 个月之前正式开启。因此我们判断，2022 年上半年生猪板块将正式进入左侧布局时间，建议关注两类企业，优选具备成本优势、现金流充裕的头部养殖企业，在猪价二次探底

后建议关注产能储备和估值具备相对优势的小而美成长标的。

2. 禽产能尚待调整，淡化周期聚焦产业链延伸

2.1 禽产能尚待调整，明年鸡价或出现温和上涨

祖代鸡存栏高位，禽产能过剩仍将持续。我们观察到，2019年全国祖代白羽肉种鸡的过度引种导致20-21年白羽肉鸡产能过剩，再叠加生猪产能快速恢复，禽肉替代效应减弱，以及新冠疫情下消费需求萎缩，白羽肉鸡供给端出现严重过剩，价格快速回落。虽然2020年全国祖代鸡更新量同比下降了18.06%，但仍处于近几年的高位。根据协会数据，2021年1-9月全国祖代鸡更新（引种+自繁）84万套，同比增加了10.77%，平均存栏166.12万套，同比减少0.57%，其中在产存栏112万套，同比增加6.37%。存栏规模总体与去年持平，仍保持高位。我们认为，历经过去两年的产能扩张，短期禽产能过剩局面仍将持续。

图8：全国祖代白羽肉种鸡更新量（引种+自繁）



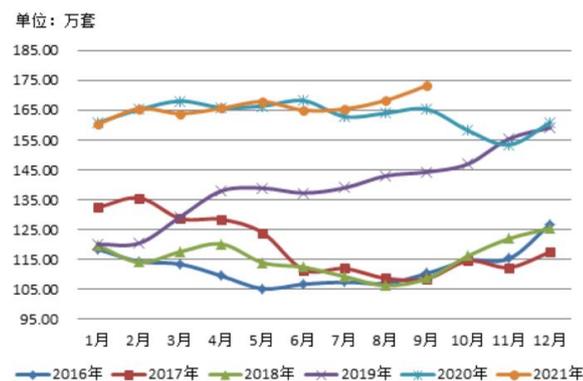
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，东兴证券研究所

图9：20-21年白羽肉鸡价格快速回落



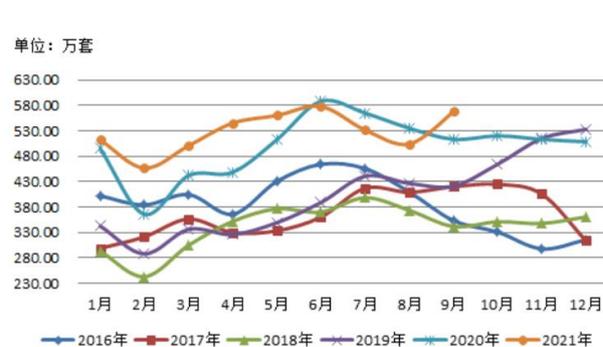
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图10：全国祖代白羽肉种鸡存栏量（后备+在产）



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，东兴证券研究所

图11：全国父母代白羽肉雏鸡产销量

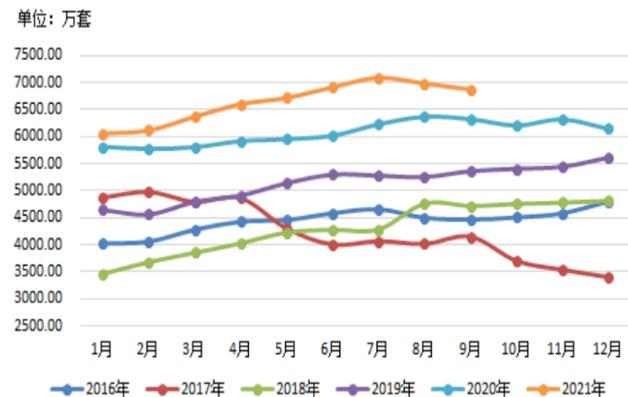


资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，东兴证券研究所

鸡苗供给端宽松，明年鸡价或出现温和上涨。虽然因屠宰产能扩张导致今年年初商品代鸡苗供给偏紧，价格出现短暂反弹趋势，但从前三季度数据来看，禽产能去化脚步仍较为迟缓。2021年1-9月，全国父母代白羽

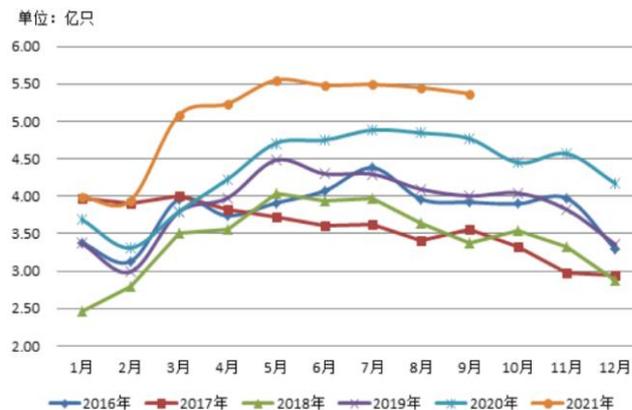
肉种鸡平均存栏 6636.94 万套，同比增加 10.17%，其中在产种鸡存栏 3963.4 万套，同比增加 12.86%，全国商品代雏鸡累计供应 45.6 亿只，同比增加 17%。我们认为，目前父母代种鸡存栏仍处于高位，叠加祖代鸡存栏高位不减，父母代雏鸡产销量持续高位运行，鸡苗供给端仍将保持宽松局面。但考虑到 20Q4 祖代鸡产能存在阶段性去化，存栏量有所下滑（对应 22Q1-Q2 商品代出栏），同时 20 年全年祖代鸡更新量有所下降，再叠加 22 年猪价拐点预期提升，猪鸡价格共振下，明年鸡价或出现温和上涨。

图12：全国父母代白羽肉种鸡存栏量（后备+在产）



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，东兴证券研究所

图13：全国商品代白羽肉雏鸡供应量



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，东兴证券研究所

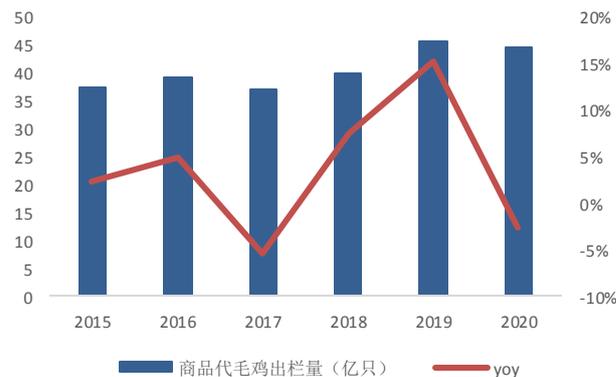
黄鸡祖代鸡处于历史高位，父母代产能去化明显。黄鸡方面，受益于禽肉替代效应，19-20 年行业产能快速扩张。2020 年全国在产祖代黄羽肉种鸡平均存栏 153.43 万套，同比增加 4.66%，在产父母代黄羽肉种鸡平均存栏量 4302.38 万套，同比增加 4.35%，均为历史最高水平。随着 20 年开始鸡价持续低位导致自 2020 年下半年开始行业进入去产能阶段。根据协会数据，2021 年 1-9 月监测企业祖代鸡平均存栏 261.5 万套，同比减少 1.2%，其中在产存栏 146.6 万套，同比减少 1.5%。1-9 月监测企业父母代种鸡平均存栏 2407.1 万套，同比减少 3.5%；其中在产存栏 1446.4 万套，同比减少 6.2%。目前来看，黄鸡祖代鸡存栏规模仍处于历史较高位置，行业处于产能过剩阶段，而父母代产能去化则较为明显。我们认为，黄鸡去产能脚步仍待推进，短期父母代产能去化或有望推动 2022 年黄鸡价格出现温和复苏。

图14：全国在产祖代黄羽肉种鸡平均存栏量



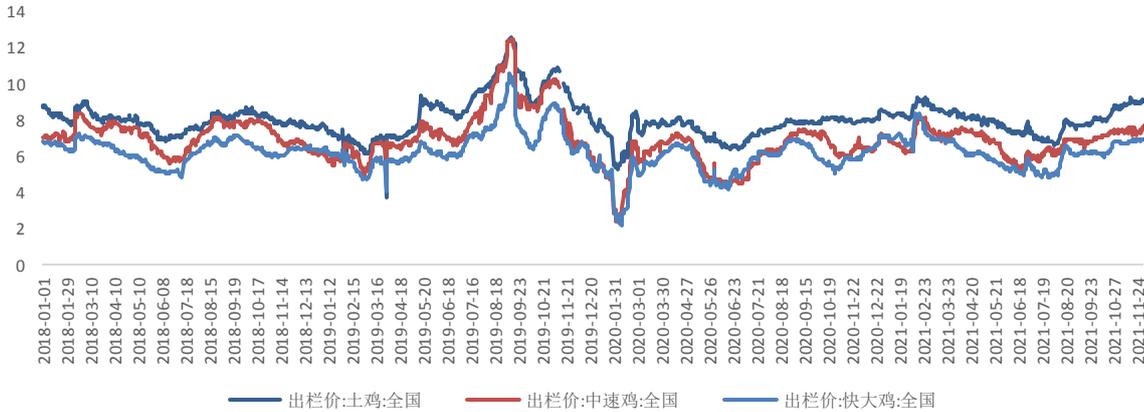
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，东兴证券研究所

图15：全国黄羽肉鸡商品代毛鸡出栏量



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，东兴证券研究所

图16：20-21年黄羽鸡价格持续保持低位（元/斤）



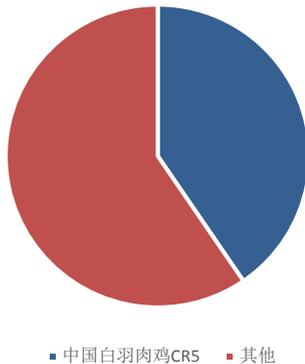
资料来源：Wind，东兴证券研究所

2.2 淡化周期，聚焦产业链延伸

淡化周期，拥抱成长。受禽产能过剩及饲料成本大幅上涨影响，禽养殖链相关企业今年业绩均明显承压。我们认为，当前养殖下行阶段，在投资策略上建议淡化周期，拥抱未来能够穿越周期的成长性标的。未来我国白羽肉鸡行业有两大发展方向：

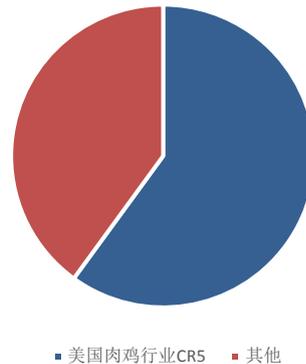
第一，我们认为，我国白羽肉鸡养殖集中度还有进一步提升空间。根据协会数据，2020年我国白羽肉鸡养殖CR5为40.47%，规模化程度已经处于较高水平，两家龙头企业圣农发展和禾丰股份的市占率均已达到10%左右。但对标海外来看，2020财年美国肉鸡行业CR5为60%，龙头企业Tyson和Pilgrim's Pride的市占率分别达到了21%和17%，我国头部养殖企业市占率仍有提升空间。

图17：2020年中国白羽肉鸡行业CR5



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，东兴证券研究所

图18：2020财年美国肉鸡行业CR5



资料来源：泰森食品官网，东兴证券研究所

第二，我们认为，向产业链上下游延伸是我国白羽肉鸡行业长期发展趋势。在上游育种端，长期以来，我国白羽肉种鸡均需向海外进口，国内种鸡市场尚属空白，市场高度垄断属性也相应带来了较高的利润率。2021年10月27日，农业农村部发布消息，我国首次审定通过了3个白羽肉鸡新品种，其中圣农的圣泽901配套

系成功过审。我们认为，随着我国自主培育新品种过审，国内种鸡市场逐步打开，有望实现国产替代。未来国产品种的市占率有望达到 60% 以上，为相关企业带来较高业绩贡献。而在下游深加工方面，随着餐饮企业对外部央厨需求持续增长，以及居民家庭烹饪简单化趋势不断演进，深加工行业快速增长。特别是在疫情影响下，餐饮零售化以及生鲜商品新零售模式大放异彩，助力 C 端市场快速发展。我们认为，对白羽肉鸡养殖企业来说，从屠宰分割向下游深加工方向不断延伸将为企业带来更高的利润率和更加广阔的消费市场。在食品端转型的过程中，企业通过不断的产品创新和渠道渗透，叠加持续的营销投入，有望成功塑造自身品牌力。坚定看好优质白羽肉鸡养殖龙头企业的食品端品牌力成长。

图19：农业农村部审定通过 3 个白羽肉鸡新品种

配套系名称	主要培育企业
圣泽 901 白羽肉鸡	福建圣农发展股份有限公司
广明 2 号白羽肉鸡	佛山市高明区新广农牧有限公司
沃德 188 肉鸡	北京市华都峪口禽业有限责任公司

资料来源：农业农村部官网，东兴证券研究所

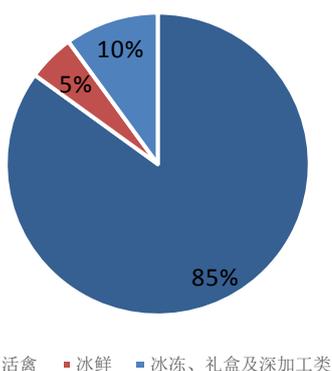
图20：圣农 2021 年推出的两大新品



资料来源：圣农食品官网，东兴证券研究所

黄鸡冰鲜化趋势渐进，消费市场有望进一步打开。黄鸡方面，受传统活禽交易方式限制，黄鸡多在南方自产自销，难以北上拓展销路。新冠疫情影响下，黄鸡冰鲜化进程快速推进。2020 年 7 月，国家市场监督管理总局表示要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，逐步取消活禽市场交易。“规模养殖、集中屠宰、冷链运输、冰鲜上市”逐渐成为家禽行业发展的主旋律。根据相关统计，截至 2021 年 11 月，国内已有超过 130 个城市陆续实施了推动家禽冰鲜上市的政策。我们认为，随着我国农产品仓储保鲜冷链物流建设逐步发展，家禽产品冰鲜流通和配送体系逐步建立，黄鸡冰鲜化趋势逐步发展，未来有望进一步打开全国消费市场，不仅为企业带来屠宰环节增值和下游市场增量，也为企业自身品牌化发展提供契机，持续看好禽养殖企业食品端发展。

图21：黄鸡活禽消费占主流



资料来源：布瑞克农业数据终端（2014 年），东兴证券研究所

图22：多地陆续推动活禽冰鲜上市



资料来源：新禽况，东兴证券研究所

投资建议：我们认为，短期禽产能过剩局面仍将持续，但考虑到白鸡祖代鸡和黄鸡父母代鸡存在阶段性去化，叠加 22 年猪价拐点预期提升，明年鸡价或出现温和上涨。长期来看，未来我国白鸡行业存在市占率提升和产业链延伸两大发展机会；同时黄鸡冰鲜化趋势渐进，未来也有望进一步打开全国消费市场。持续看好禽养

殖企业食品端发展机会，坚定看好优质白羽肉鸡养殖龙头企业的食品端品牌力成长。

3. 后周期转为结构性机会，关注头部企业竞争力提升

生猪产能恢复带动后周期需求增长。主要受益于21年上半年全国生猪产能完全恢复，存栏基数扩大带来养殖端对后周期饲料动保的需求增长。根据中国饲料工业协会数据，2021年1-10月，全国工业饲料总产量2.44亿吨，同比增长14.9%。其中，猪饲料产量1.06亿吨，同比增长49.5%。同时，根据我们统计的国产猪用生物制品批签发数据，2021年1-10月全国国产猪用生物制品批签发批次同比增长了13.25%。

后周期需求增速趋缓，关注结构性机会。我们观察到，自2021Q2开始生猪产能超预期恢复导致养殖行情迅速下滑，养殖户亏损严重，对饲料动保需求开始逐步走弱。饲料方面，自2021年6月开始，全国猪饲料产量的同比增速开始出现明显放缓，其中10月产量同比增速已经下滑到不足10%。而动保方面也出现了类似趋势。一方面由于同比高基数，另一方面也说明养殖户对饲料动保的需求刚性不足，后周期板块在受益于养殖产能恢复的同时与养殖盈利情况也存在紧密联动。但同时我们也观察到部分头部饲料和动保企业在下游养殖行情较差的情况下凭借自身优异的产品和销售竞争力依然实现自身业绩较快增长，企业 α 属性得到彰显，表现持续好于行业。我们认为，当前养殖大周期仍处于下行阶段，而下一轮周期的到来仍需时日。**站在当前时点，我们认为2022年后周期板块的投资机会将从偏 β 属性的行业性机会转向偏 α 属性的个股结构性机会。**

图23：2021年1-10月全国工业饲料产量



资料来源：中国饲料工业协会，东兴证券研究所

图24：2021年1-10月国产猪用生物制品批签发数据



资料来源：国家兽药基础数据库，东兴证券研究所注：统计范围包括猪用疫苗，猪用检测试剂等，部分批次因名称差异未纳入统计

3.1 饲料加速集中化，品类拓展与替抗带来扩容机会

饲料行业加速向龙头集中，强者愈强。我们认为，当前饲料行业受到上游玉米豆粕等原材料价格持续保持高位以及下游养殖端不景气影响，行业整体盈利空间受到挤压。此外，限电限产政策以及新冠疫情散发下运输不畅等事件也对企业日常经营产生诸多扰动。许多规模较小、成本较高、成本向下游传导能力较弱的中小饲料厂或主动或被动地退出市场。另一方面，在养殖规模化程度持续提升的背景下，养殖户对饲料产品辨识能力显著增强，也倒逼饲料企业在改进配方、控制生产成本和提升销售服务能力上下足功夫。龙头企业在配方替代、原材料采购和规模化生产上均具有明显优势，产品竞争力和成本优势突出，同时不断提升客户服务能

力，增强客户粘性，有望在实现优于行业的吨盈利的同时进一步提升市占率。我们认为，每一轮周期低迷阶段都是中小企业加速出清的行业契机，当前饲料行业正加速向龙头集中，强者愈强。

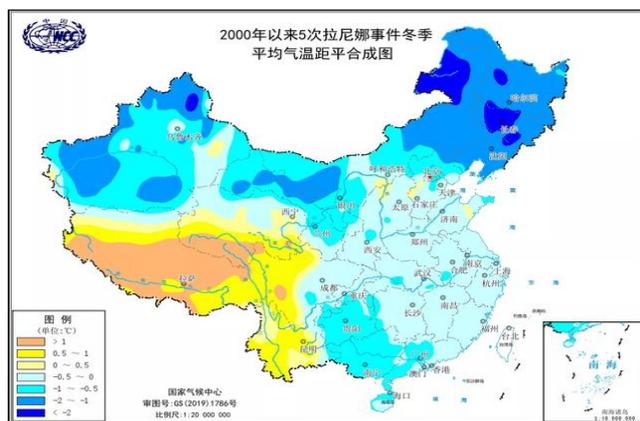
细分品类与深挖需求带来扩容机会。我们认为，未来饲料行业扩容的机会之一在于饲料产品品类向高端和细分品类扩展。一方面，随着居民基础消费持续升级，除了传统畜禽饲养外，养殖端也开始逐步向高端化发展，例如高端水产养殖面积不断扩大，相应地对高端水产料需求也持续增长。同时，向细分品类拓展也是饲料企业实现差异化发展，挖掘新的盈利空间的重要方向。我们认为，饲料产品结构升级与品类细化的趋势将持续强化，能够持续深挖客户需求，细化产品品类，不断提升高毛利产品占比的企业能够获得显著的盈利提升。

3.2 动保供需格局有望边际向好，市场化趋势下关注头部企业综合竞争力

供需格局有望边际向好。短期来看，随着今年 10 月以来猪价季节性反弹明显，养殖户亏损减轻，叠加今年冬季来临较早，受拉尼娜影响，在冷冬预期下养殖业面临较大的冬季疫情压力，动保需求有望迎来边际回暖。

而明年即将全面落地的新版兽药 GMP 将给行业带来供给端新变化。根据农业农村部 2020 年 4 月发布的第 293 公告，所有兽药生产企业均应在 2022 年 6 月 1 日前达到新版兽药 GMP 要求，未达到新版兽药 GMP 要求的兽药生产企业，其兽药生产许可证和兽药 GMP 证书有效期最长不超过 2022 年 5 月 31 日。我们认为，随着到明年年中新版兽药 GMP 全面落地，动保企业的投入门槛将显著提高，随着行业落后产能逐步淘汰，行业集中度有望进一步提升，具备较高产品研发和生产能力的企业将显著受益。

图 25：拉尼娜影响下冬季平均气温较低



资料来源：国家气候中心，东兴证券研究所

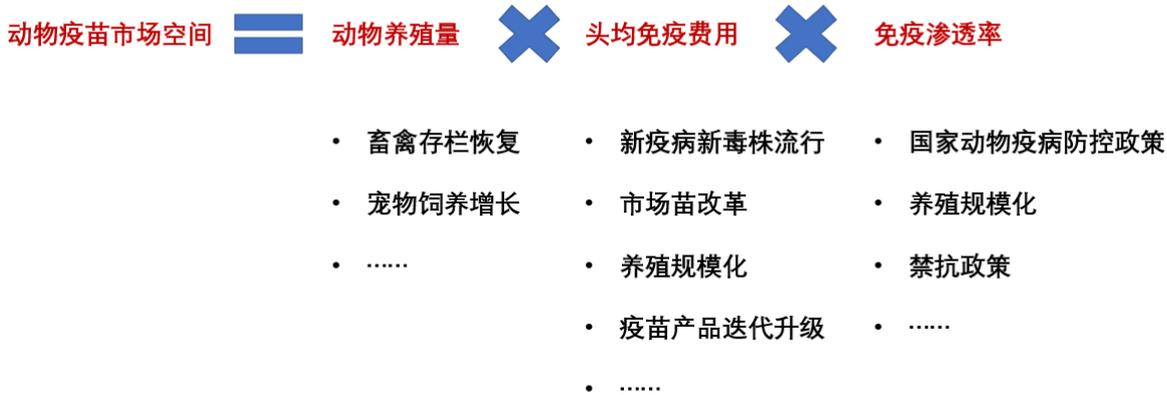
图 26：动保板块 PE 处于历史低位



资料来源：Wind，东兴证券研究所

养殖规模化和市场苗改革催动动保市场提质扩容。长期来看，我们认为，下游养殖规模化持续推进和强免制度改革有望催动动保市场提质扩容。一方面，我国养殖规模化进程持续推进，相较于传统散户，大型养殖集团和规模化养殖场更重视疫病防控，防疫措施更加规范，对动保产品也有更高的辨识能力，会加大市场苗的自主采购，有望带来免疫渗透率的进一步提升。另一方面，我国动物疫病强免制度改革正持续推进，到 2022 年全国所有省份的规模养殖场户实现“先打后补”，年底前政府招采苗停止供应规模养殖场户。到 2025 年，逐步全面取消政府招采。动保全面市场化时代即将到来。我们认为，由于政府带量采购等原因，招采苗价格相对市场苗较低，而随着招采逐步退出后，养殖户对市场苗需求快速增长，动保行业整体将迎来极大扩容空间。

此外，随着宠物经济的快速发展，宠物医疗作为宠物主的刚需品类，需求高速增长。目前国内宠物药品市场仍以海外企业为主，随着国内动保企业逐步重视并相继发展宠物药品方向，不断提升产品研发能力，有望在宠物药品方面逐步实现国产替代，宠物药品业务有望成为动保企业新的业绩增长点。

图27：动物疫苗市场空间计算公式


资料来源：东兴证券研究所

市场化趋势下企业竞争关键之所在在于综合平台优势。对企业来说，养殖规模化和动保市场化为动保企业提供了充分竞争的市场环境。从核心竞争关键来看，以研发创新和生产工艺为核心的平台优势依然是企业长期发展的核心竞争力。特别是在面对复杂多变的动物疫病形势以及禁抗政策全面落地的情况下，具备更好免疫效果和更少免疫程序的新型疫苗和优质联苗会更受下游养殖户的青睐。以基因工程学为代表的新型疫苗研发技术有望得到更加广泛的应用，具备研发和产品综合平台优势的企业更具有发展潜力。另一方面，在充分市场化的环境中，企业间的竞争将不可避免地指向下游客户，特别是在养殖规模化的背景下，能够聚焦大客户需求，提供优质的技术服务能力和综合免疫方案以增强获客能力、提升客户粘性显得十分重要。具备更好的营销优势、完善的渠道布局，品牌获得市场广泛认可的企业有望充分受益。

投资建议：养殖产能恢复盈利该改善阶段，行业转为结构性机会，低效产能有望出清，具备成本优势的饲料龙头企业和具备平台优势的动保龙头企业在竞争中优势凸显。持续推荐具备配方优势的饲料龙头**海大集团**。动保方面重点推荐在研发端和产品端具备平台优势的动保头部企业**生物股份**。

4. 转基因商用大幕拉开，行业迎来变革机遇

生物育种战略地位提升，转基因商用落地大幕拉开。生物育种作为强化国家战略力量的八大前沿领域写入了国家十四五规划。随后，种业各项相关政策陆续出台，前期着手修订的《种子法》等重磅法案修订有望在年末落地。各项政策从鼓励加强基础性、前沿性研究到建立健全商业育种体系，从监管和执法层面加强市场管理，多维度体系化的规范种业市场，为种业高质量发展奠定基础。特别是11月12号，农业农村部发布了《农业农村部关于修改部分种业规章的决定（征求意见稿）》，其中对转基因品种申请审定做出了详细的规定，对于包括企业资质、转基因相关的转化体的多项材料和生产试验的时间均作出了详细规定，标志着转基因商用落地的进程正式开启。

表4：2021年种业相关政策

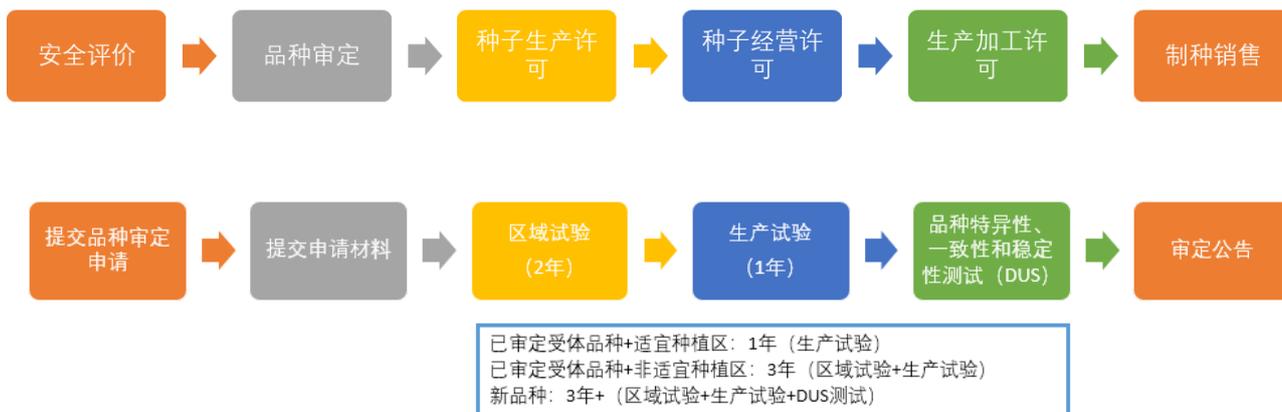
发布时间	政策名称	主要内容
2021.02	《关于鼓励农业转基因生物原始创新和规范生物材料转移转育的通知》	发挥生物育种创新在塑造农业科技竞争新优势中的核心作用，进一步提升并规范农业转基因生物研发相关活动。

发布时间	政策名称	主要内容
2021.02	《中共中央国务院关于全面推进乡村振兴加快农业农村现代化的意见》	加强农业种质资源保护开发利用，加快第三次农作物种质资源、畜禽种质资源调查收集；加强育种领域知识产权保护，支持种业龙头企业建立健全商业化育种体系，加快建设南繁硅谷，加强制种基地和良种繁育体系建设，促进育繁推一体化发展。
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。
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；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。”
2021.07	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。
2021.08	十三届全国人大常委会种子法修正草案提请全国人大常委会审议	修正重点在于扩大植物新品种权的保护范围及保护环节。为加强植物新品种知识产权保护，维护品种权人的合法权益，借鉴国际通行做法，修正草案扩大了植物新品种权的保护范围及保护环节，将保护范围由授权品种的繁殖材料延伸到收获材料，将保护环节由生产、繁殖、销售扩展到生产、繁殖、加工（为繁殖进行的种子处理）、许诺销售、销售、进口、出口、储存等。
2021.11	关于《农业农村部关于修改〈农业转基因生物安全评价管理办法〉的决定（征求意见稿）》公开征求意见的通知	为加强农业转基因生物安全管理，贯彻落实《农业转基因生物安全管理条例》和国务院“放管服”改革精神，农业农村部对《农业转基因生物安全评价管理办法》部分条款进行修改，形成了《农业农村部关于修改〈农业转基因生物安全评价管理办法〉的决定（征求意见稿）》。
2021.11	农业农村部关于《农业农村部关于修改部分种业规章的决定（征求意见稿）》公开征求意见的通知	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》等规章作出修改，形成了《农业农村部关于修改部分种业规章的决定（征求意见稿）》。

资料来源：农业农村部，国务院，东兴证券研究所

品种审定征求意见稿具备里程碑式意义是由于品种审定是生物安全证书之后，商用落地之前的重要环节，我们认为政策出台的意义在于商用落地的进程取得了实质性的进展，也给出了一个相对明确的时间线，规定申请审定的适宜种植区域在受体品种适宜种植区域范围内的，可以简化实验程序，只需开展一年的生产试验。所以从时间节点上来看，如果 2021 年底政策能够正式出台，按照规定流程 2022 年底能够看到审定通过的转基因品种，经过后续许可审批及制种，转基因种子有望在 2023 年面世销售。更乐观的情况来看，此前有部分企业和品种存在相关的生产试验数据，若历史数据能够被认可，面世时间或有提早可能。

图28：转基因种子商用落地流程



资料来源：农业农村部，东兴证券研究所

转基因种子的推广有利于保障粮食安全，进一步提升我国粮食产量。目前我国玉米大豆还存在一定的供给缺口，特别是大豆大量依赖进口，玉米的供需缺口也有进一步扩大的趋势。转基因农作物的商业化有望从行业空间和行业格局两个维度带来颠覆性的变革。

格局演化：转基因技术高投入高壁垒，行业集中度有望持续提升。

我国种业近年来面临产品同质化程度高，价格下行，盈利不振的困局。行业集中度较低，CR10 不足 20%，而全球种业 CR5 已达 50%以上，存在很大的提升空间。转基因技术具备长时间高投入的特点，并且一旦推广渗透率提升很快，未来不具备生物育种技术优势和种质资源优势的企业将逐步退出市场，行业集中度有望大幅提升。从性状公司的维度看，目前在国内具备技术储备并且已经获得证书的是大北农生物、杭州瑞丰，隆平生物的转基因生物安全证书在申请中，此外先正达在海外已经具备了深厚的技术和品种储备，有望在后期赶上。因此我们判断，在性状端，未来有望形成大北农、隆平高科（隆平生物+参股杭州瑞丰）和先正达三家寡头的行业竞争格局。

表5：转基因大豆、玉米生物安全证书获取情况

审批编号	申报单位	项目名称	有效期
农基安证字(2019)第 291 号	北京大北农生物技术有限公司	转 cry1Ab 和 epsps 基因抗虫耐除草剂玉米 DBN9936 在北方春玉米区生产应用的安全证书	2019 年 12 月 2 日至 2024 年 12 月 2 日
农基安证字(2019)第 292 号	杭州瑞丰生物科技有限公司浙江大学	转 cry1Ab/cry2Aj 和 g10evo-epsps 基因抗虫耐除草剂玉米瑞丰 125 在北方春玉米区生产应用的安全证书（转基因生物原名“双抗 12-5”）	2019 年 12 月 2 日至 2024 年 12 月 2 日
农基安证字(2019)第 293 号	上海交通大学	转 g10evo-epsps 基因耐除草剂大豆 SHZD3201 在南方大豆区生产应用的安全证书（转基因生物原名“SHZD32-01”）	2019 年 12 月 2 日至 2024 年 12 月 2 日
农基安证字(2020)第 195 号	北京大北农生物技术有限公司	转 epsps 和 pat 基因耐除草剂玉米 DBN9858 在北方春玉米区生产应用的安全证书	2020 年 6 月 11 日至 2025 年 6 月 11 日
农基安证字(2020)第 196 号	中国农业科学院作物科学研究所	转 g2-epsps 和 gat 基因耐除草剂大豆中黄 6106 在淮海夏大豆区生产应用的安全证书	2020 年 6 月 11 日至 2025 年 6 月 11 日
农基安证字(2020)第 214 号	北京大北农生物技术有限公司	转 epsps 和 pat 基因耐除草剂玉米 DBN9858 在淮海夏玉米区生产应用的安全证书	2020 年 12 月 29 日至 2025 年 12 月 28 日
农基安证字(2020)	北京大北农生物技术	转 epsps 和 pat 基因耐除草剂玉米 DBN9858 在南方	2020 年 12 月 29 日至

审批编号	申报单位	项目名称	有效期
第 215 号	有限公司	玉米区生产应用的安全证书	2025 年 12 月 28 日
农基安证字 (2020) 第 216 号	北京大北农生物技术有限公司	转 epsps 和 pat 基因耐除草剂玉米 DBN9858 在西南玉米区生产应用的安全证书	2020 年 12 月 29 日至 2025 年 12 月 28 日
农基安证字 (2020) 第 217 号	北京大北农生物技术有限公司	转 epsps 和 pat 基因耐除草剂玉米 DBN9858 在西北玉米区生产应用的安全证书	2020 年 12 月 29 日至 2025 年 12 月 28 日
农基安证字 (2020) 第 218 号	北京大北农生物技术有限公司	转 cry1Ab 和 epsps 基因抗虫耐除草剂玉米 DBN9936 在黄淮海夏玉米区生产应用的安全证书	2020 年 12 月 29 日至 2025 年 12 月 28 日
农基安证字 (2020) 第 219 号	北京大北农生物技术有限公司	转 cry1Ab 和 epsps 基因抗虫耐除草剂玉米 DBN9936 在南方玉米区生产应用的安全证书	2020 年 12 月 29 日至 2025 年 12 月 28 日
农基安证字 (2020) 第 220 号	北京大北农生物技术有限公司	转 cry1Ab 和 epsps 基因抗虫耐除草剂玉米 DBN9936 在西南玉米区生产应用的安全证书	2020 年 12 月 29 日至 2025 年 12 月 28 日
农基安证字 (2020) 第 221 号	北京大北农生物技术有限公司	转 cry1Ab 和 epsps 基因抗虫耐除草剂玉米 DBN9936 在西北玉米区生产应用的安全证书	2020 年 12 月 29 日至 2025 年 12 月 28 日
农基安证字 (2020) 第 223 号	北京大北农生物技术有限公司	转 vip3Aa19 和 pat 基因抗虫耐除草剂玉米 DBN9501 在北方春玉米区生产应用的安全证书	2020 年 12 月 29 日至 2025 年 12 月 28 日
农基安证字 (2020) 第 224 号	北京大北农生物技术有限公司	转 epsps 和 pat 基因耐除草剂大豆 DBN9004 在北方春大豆区生产应用的安全证书	2020 年 12 月 29 日至 2025 年 12 月 28 日
农基安证字 (2021) 第 003 号	杭州瑞丰生物科技有限公司	转 cry1Ab/cry2Aj 和 g10evo-epsps 基因抗虫耐除草剂玉米瑞丰 125 在黄淮海夏玉米区生产应用的安全证书	2021 年 2 月 10 日至 2026 年 2 月 9 日
农基安证字 (2021) 第 004 号	杭州瑞丰生物科技有限公司	转 cry1Ab/cry2Aj 和 g10evo-epsps 基因抗虫耐除草剂玉米瑞丰 125 在西北玉米区生产应用的安全证书	2021 年 2 月 10 日至 2026 年 2 月 9 日
农基安证字 (2021) 第 005 号	中国农业科学院作物科学研究所	转 g2-epsps 和 gat 基因耐除草剂大豆中黄 6106 在北方春大豆区生产应用的安全证书	2021 年 2 月 10 日至 2026 年 2 月 9 日

资料来源：农业农村部，东兴证券研究所

空间测算：行业天花板打开，参与者盈利显著增厚

转基因技术能够显著提升种植效益，并能够显著提升种业市场规模天花板。种植转基因作物能够带来单位价值的显著提升，从而支撑单位面积种子费用的提升。以美国为例，美国转基因玉米种子价格比传统种子高出 80% 以上。我国目前玉米种植亩均种子费为 55 元，如果参考美国市场的涨幅，则未来转基因种子的亩均种子有望上涨至 100 元/亩左右。假设未来转基因种子渗透率能够达到 90%，则我国玉米种子市场有望从目前的 336 亿元增加至近 600 亿元，行业规模天花板有望打开。

表6：转基因玉米种子空间测算

推广年限	0	1	3	5	7
玉米种植面积 (亿亩)	6.1	6.2	6.2	6.2	6.2
杂交种子费 (元/亩)	55	55	55	55	55
杂交种子渗透率	100%	90%	70%	50%	10%
转基因玉米种子费用假设 (元/亩)		100	100	100	100
转基因种子渗透率	0%	10%	30%	50%	90%
玉米种子市场规模 (亿元)	335.5	368.9	424.7	480.5	592.1

推广年限	0	1	3	5	7
转基因育种性状费用（元/亩）		10.00	10.00	10.00	10.00
转基因育种性状市场规模（亿元）		6.2	18.6	31	55.8
净利率		60%	60%	60%	60%
净利润规模（亿元）		3.72	11.16	18.6	33.5

资料来源：Wind，东兴证券研究所

转基因种子一旦推向市场，渗透率有望迅速提升。我们认为，我国转基因玉米种子的渗透率有望在5-7年时间达到90%。对于掌握核心技术的性状公司来说，一般按照推广亩数来收费，我们假设技术使用费10元/亩，则在渗透率达到90%时，转基因性状的市场规模能达到56亿元，假设净利率60%，则净利润规模可以达到33.5亿元。最终隆平、大北农、先正达三分天下的话，假设各自占据30%份额，则性状端有望各自增厚利润10亿元以上，参与主体的盈利能力有望显著增厚。

投资建议：我们认为，政策持续的出台与落地拉开了转基因种业商用化进程的帷幕，转基因农作物的商业化有望带来行业集中度的显著提升，并显著抬升种业行业规模和参与主体的盈利能力，推荐关注较早布局转基因种业、技术储备领先的龙头企业大北农、隆平高科。

5. 国内宠物市场持续发展，关注国产品牌塑造

5.1 汇率及关税改善预期下宠企出口业务有望快速增长

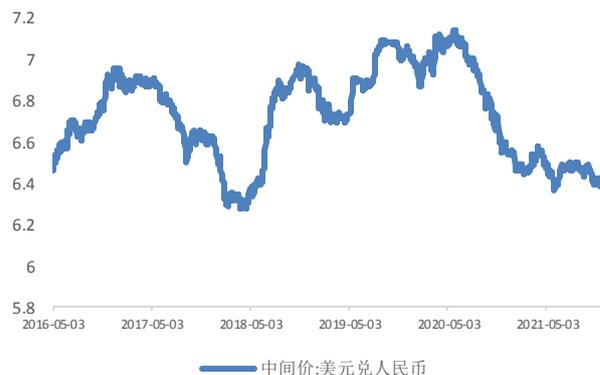
汇率及关税改善预期下宠企出口业务有望快速增长。短期来看，随着美国通胀水平持续上涨，美国货币及关税政策有望在短期内出现较大转弯。近期美联储加息政策预期逐步升温，美元汇率未来有望迎来较大改善。同时，在关税方面，美国也逐步释放出降低和取消对华关税的意愿。近期美国财长耶伦表示，美国愿意就降低特朗普政府针对中国实施的关税政策进行审议。我们认为，宠物食品出口美国汇率及关税存在改善预期，若预期兑现，则国内企业宠物食品出口业务有望实现快速增长。

图29：美国CPI持续上涨



资料来源：Wind，东兴证券研究所单位：%

图30：美元兑人民币汇率持续走低



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图31：21年上半年国内宠企境外营收占比较大



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图32：国内宠企2019年境外业务毛利率减弱



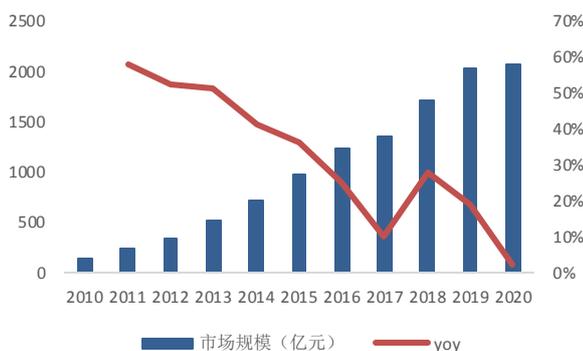
资料来源：Wind，东兴证券研究所

5.2 国内宠物市场持续发展，关注国产品牌塑造

国内宠物市场持续增长。国内方面，随着我国社会老龄化、单身化、城镇化趋势不断演进，居民收入水平不断提升，养宠需求持续增长，养宠观念逐步改变，宠物家庭地位得到较大提升，宠物消费持续增长。当前国内宠物市场在养宠数量和宠均消费高速增长的双轮驱动下，行业整体规模快速扩张，近10年行业CAGR为30.88%。2020年受疫情影响，行业增速有所减缓，《2020年中国宠物行业白皮书》数据显示，2020年全国城镇宠物（犬猫）消费市场规模达2065亿元，同比增长2%。我们预计随着疫后消费持续复苏，宠物消费市场有望再度迎来高速增长趋势。

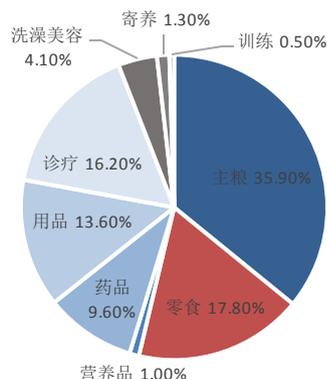
消费业态不断完善，刚需品类有望率先受益。我们认为，当前我国宠物消费正向拟人化、精细化方向持续发展，需求呈现多元化的特征，各类宠物消费新产品、新模式不断涌现，消费业态不断完善。从结构看，宠物食品和医药作为宠物消费的刚需品类，有望率先迎来发展良机。白皮书数据显示，2020年宠物食品（主粮、零食、营养品）在整个养宠消费结构中占比最高，达到54.7%，同时宠物药品+诊疗占比也达到25.8%。

图33：2012-2020年中国城镇宠物（犬猫）消费市场规模



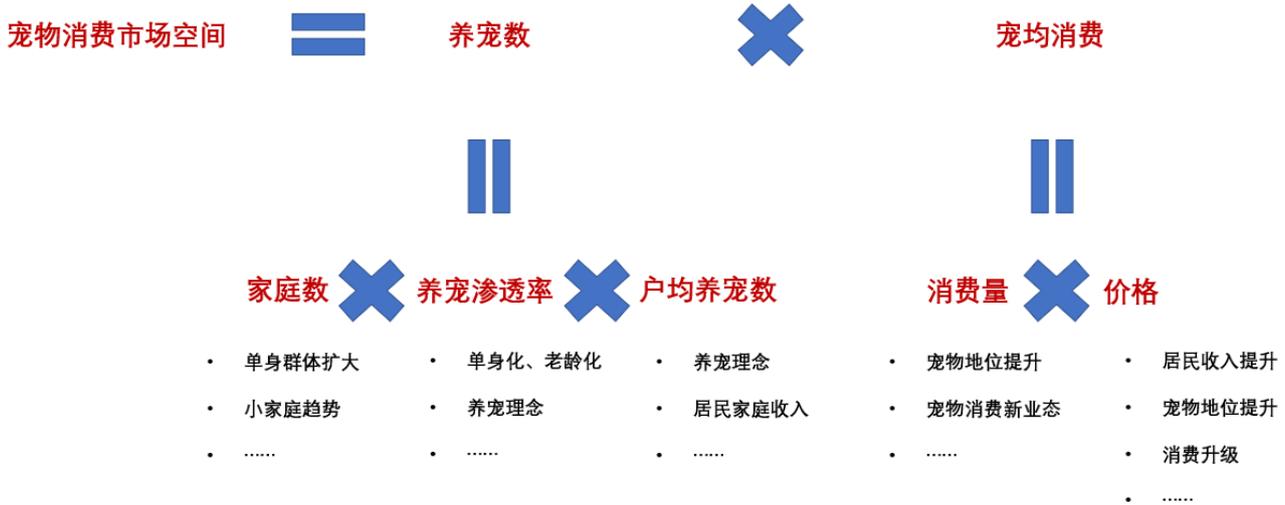
资料来源：2020年中国宠物行业白皮书，东兴证券研究所

图34：2020年中国宠物消费结构



资料来源：2020年中国宠物行业白皮书，东兴证券研究所

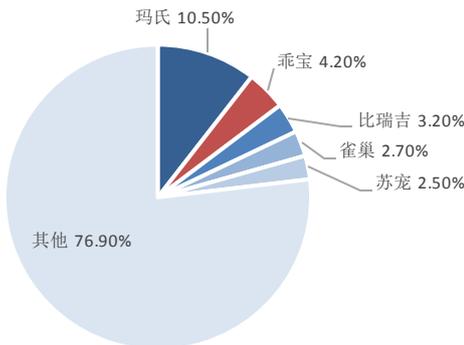
图35：宠物消费市场空间测算公式



资料来源：东兴证券研究所

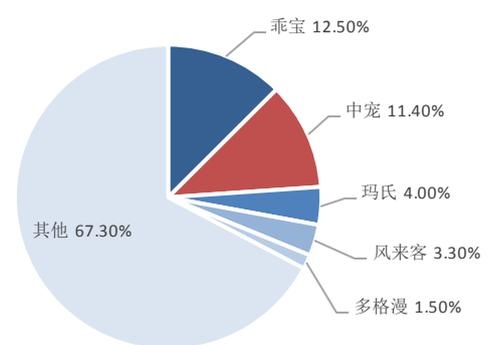
持续看好国产品牌快速发展。由于我国宠物行业起步较晚，国外品牌在发展初期就进入国内市场，具备一定先发优势和线下渠道优势。但目前宠物行业发展仍处于早期阶段，竞争格局分散，市场集中度较低。随着国内市场快速发展，渠道从传统线下逐步转向线上，国货国牌也得到越来越大的认可。特别是在宠物食品领域，随着国内宠物食品企业持续发挥在产品性价比、营销渠道以及供应链上的优势，开拓国内市场，加快自主品牌建设，有望进一步巩固在国内零食、湿粮等优势领域的市占率，并逐步攻占主粮市场。**持续看好国产品牌快速发展，未来有望实现进口替代，推荐关注在国内宠物食品领域品牌建设和渠道覆盖具备先发优势的相关企业。**

图36：2020年中国宠物食品市场竞争格局



资料来源：Euromonitor，东兴证券研究所

图37：2020年中国宠物零食市场竞争格局



资料来源：Euromonitor，东兴证券研究所

投资建议：我们认为，我国宠物消费正处于快速发展期，在双循环背景下，消费空间有望进一步释放，其中食品和医药作为刚需品类有望率先发力，国产自主品牌快速发展。推荐关注国内市场自主品牌建设卓有成效，

具备渠道先发优势和品牌力的**中宠股份**和**佩蒂股份**。

6. 风险提示

畜禽产品价格波动风险，产能去化不及预期，动物疫病风险，极端天气风险等。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	农林牧渔行业：猪价横盘震荡，关注产能去化节奏	2021-12-06
行业普通报告	农林牧渔行业：猪价持续反弹，关注年底收官行情	2021-11-29
行业普通报告	农林牧渔行业：生猪产能持续去化，猪价震荡偏强	2021-11-22
行业普通报告	农林牧渔行业：转基因相关政策征求意见稿出台，关注生物育种政策催化	2021-11-15
行业普通报告	农林牧渔行业：猪价反弹趋缓，关注产能去化节奏变化	2021-11-07
行业普通报告	农林牧渔行业：猪价延续恢复性上涨趋势，关注产能变化及冬季疫情	2021-10-31
行业普通报告	农林牧渔行业：9月猪价持续下探，产能去化持续进行中	2021-10-28
行业普通报告	农林牧渔行业：猪价进一步反弹，关注母猪产能去化趋势	2021-10-25
行业普通报告	农林牧渔行业：猪价明显反弹，三季度关注绩优板块	2021-10-17
行业普通报告	农林牧渔行业：国庆提振有限，猪价有望出现季节性回暖	2021-10-11
公司普通报告	科前生物（688526）：Q3业绩不及预期，研发优势持续强化	2021-10-28
公司普通报告	科前生物（688526）：业绩保持较快增长，股权激励激发内部活力	2021-08-27
公司普通报告	海大集团（002311）：养殖拖累短期业绩，饲料市占持续提升	2021-10-27
公司普通报告	海大集团（002311）：主营饲料高速发展，长期优势持续强化	2021-07-28
公司普通报告	隆平高科（000998）：亏损收窄，行业景气叠加政策关注下有望充分受益	2021-08-31
公司普通报告	大北农（002385）：养殖短期承压，种子业务有望打开新空间	2021-10-27
公司普通报告	大北农（002385）：饲料主业快速增长，转基因储备行业领先	2021-08-24
公司普通报告	中宠股份（002891）：汇率影响业绩，国内业务布局稳健发展	2021-10-27
公司普通报告	中宠股份（002891）：境内外市场共同增长，主粮维持高增	2021-08-27
公司普通报告	佩蒂股份（300673）：海外疫情带来阶段性压力，复产订单交付有望加速	2021-10-28
公司普通报告	佩蒂股份（300673）：产能布局持续落地，业绩高速增长	2021-08-31

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

程诗月

美国马里兰大学金融学硕士，2017 年加入东兴证券从事农林牧渔行业研究，重点覆盖畜禽养殖、饲料动保、宠物食品等细分子行业。

研究助理简介

孟林

北京外国语大学硕士，本科毕业于苏州大学金融学。2020 年 8 月加入东兴证券研究所，从事农林牧渔行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300/恒生指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300/恒生指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526