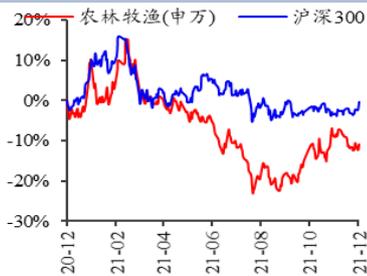


生猪养殖产能出清遇波折，转基因商业化渐行渐近

行业评级：增 持

报告日期：2021-12-09

行业指数与沪深 300 走势比较



分析师：王莺

执业证书号：S0010520070003

电话：18502142884

邮箱：wangying@hazq.com

相关报告

主要观点：

生猪养殖补栏热情再起，2022 年猪周期拐点仍需观察。

①回顾过去三轮完整的猪价下行周期，每轮周期的亏损时长、亏损幅度迥异。2008 年 4 月至 2010 年 4 月，猪价下行后期爆发口蹄疫，猪粮比低于 5.5 共 17 周；2016 年 5 月至 2018 年 5 月猪价下行期，由于 2018 年 8 月爆发非瘟疫情，猪粮比低于 5.5 仅 7 周。与上述两轮下行周期截然不同，2011 年 9 月至 2014 年 4 月猪价下行期未爆发严重疫情，猪粮比低于 5.5 长达 39 周，猪粮比介于 5.5-6.0 盈亏平衡点长达 64 周。本轮下行周期从 2021 年 1 月至今，猪粮比低于 5.5 仅 9 周，若后期未发生严重疫情，亏损时间不足。②2019 年 10 月至今年 5 月，全国能繁母猪存栏环比持续上升，对应明年 5 月前生猪出栏环比上升，春节后猪价料持续回落。今年 6 月全国能繁母猪存栏现拐点，7-10 月能繁母猪存栏环比降幅 5.7%；然而，10 月以来猪价超预期上涨致补栏热情再起，能繁母猪存栏环比下降趋势或扭转，此外，随着低效母猪出清，种猪效率持续改善，且连续两年巨量猪肉进口需消化，猪周期拐点仍需观察。我们判断，若生猪行业无严重疫情，2022 年猪价将相对低迷，行业仍处于产能出清阶段，生猪养殖板块投资机会需要以时间换空间。

白羽黄羽产能双降，2022 年禽链价格有望温和上涨。

①2020 年全国白羽肉鸡祖代更新量 100 万套，同比下降 18%，2022 年白羽肉鸡价格有望企稳回升；然而，今年 1-10 月全国白羽肉鸡祖代更新量高达 104.71 万套，同比大增 31%，2023 年鸡价或再次下行。②受新冠疫情、产能增加等多重因素影响，2020 年黄羽肉鸡行业亏损程度仅次于受到“人感染 H7N9 疫情”事件冲击的 2013 年，在产祖代存栏从 2020 年年中开始回落。2020-2021 年黄羽鸡行业整体亏损，行业持续去产能，截至今年第 46 周，黄羽在产父母代存栏 1343.6 万套，黄羽父母代鸡苗销量 109.8 万套，均处于 2018 年以来最低水平，2022 年黄羽鸡价格有望温和上行。

原料价格或维持高位，转基因商业化渐行渐近。

①玉米、豆粕价格或维持高位。据我国农业农村部市场预警专家委员会预测，21/22 年度全国玉米结余 24 万吨，我们预计 2022 年度玉米价格有望维持相对高位。我国大豆高度依赖进口，由于 21/22 年度全球大豆库存比处于 16/17 年以来低位，全球豆粕库存比处于 11/12 年以来低位，2022 年我国大豆、豆粕价格有望维持相对高位。②我们判断转基因玉米商业化渐行渐近，具体影响如下。（i）2023 年下半年或开始销售转基因玉米种子。部分绿色通道品种可以在明年下半年开始销售。修正意见稿估计在今年年内或明年初通过批准。按照这次修正意见稿，如果是在适宜种植区范围内，只要做一年的生产性实验。所以，最快到 2023 年制种，然后 2023 年下半年开始销售；（ii）玉米种子行业有望迎来扩容。我国转基因玉米推广面积最终有望达到 4-

5 亿亩，若按照每亩 10 元基因专利费，可对应 40-50 亿元收益，玉米种子行业有望迎来扩容；（iii）种业龙头有望充分受益。大北农、隆平高科已有转基因玉米性状获得生物安全证书；登海种业拥有优质玉米种质资源，而种质资源的好坏对转基因品种好坏至关重要；先正达作为全球农业科技巨头和中国种业国家队，种子业务全球第三、植保业务全球第一，是全球拥有最丰富的种子产品组合的公司之一，累计开发 6,000 余种具有自主知识产权的种子产品，在全球主要种子市场建立超过 100 个育种和种质改良中心，每年研发费用近 100 亿元。我们判断，大北农、隆平高科、登海种业、先正达均有望在我国转基因种业商业化进程中脱颖而出。由于生产实验、品种审定及业绩兑现尚需时日，我们判断种业板块将震荡上行。

中国宠物市场潜力巨大，疫情拖累渐进尾声。

2010-2020 年，我国宠物消费市场规模从 140 亿元大幅攀升至 2065 亿元，年复合增长率高达 30.9%。2020 年，我国宠物消费市场规模增长放缓至 2%，2021 年仍保持低速增长。我们认为，2020-2021 年增速放缓的主要原因是，新冠疫情爆发导致经济下行压力明显增大，潜在宠物消费者暂缓入市。从中长期维度看，中国宠物渗透率 17%，而美国、澳洲、英国、日本分别高达 68%、62%、45%和 38%；中国人均犬、猫数量分别为 0.03 只、0.04 只，中国宠物犬、宠物猫年消费支出分别为 869 美元和 679 美元，均低于主要养宠国，中国宠物消费市场增长潜力巨大，推荐中宠股份、佩蒂股份。

风险提示

疫情；猪价反转晚于预期；粮食价格超预期下跌。

推荐公司盈利预测与评级：

公司	EPS (元)			PE			评级
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	
温氏股份	-1.38	0.01	1.03	-12.7	1749.0	17.0	买入
牧原股份	1.29	-1.28	1.62	39.6	-39.9	31.5	买入
圣农发展	0.59	1.19	1.64	37.2	18.4	13.4	买入
海大集团	1.46	2.14	3.07	47.4	32.3	22.5	买入
中宠股份	0.76	1.01	1.16	39.0	29.3	25.5	买入
佩蒂股份	0.55	0.78	0.96	33.3	23.5	19.1	买入

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 2020 年行情回顾	8
1.1 农业板块跑输沪深 300 近 2 个百分点.....	8
1.2 农业配置、PB 处历史低位.....	9
1.3 农产品加工、种植、养殖后周期板块表现较优.....	10
2 补栏热情再起，2022 年猪周期拐点仍需观察	11
2.1 猪周期回顾.....	11
2.2 生猪养殖产能出清遇波折.....	14
2.2.1 2019 年 10 月-2021 年 5 月，补栏期.....	14
2.2.2 2021 年 6 月，能繁母猪存栏拐点显现.....	16
2.2.3 生猪养殖产能出清遇波折.....	18
2.3 2021 年猪肉进口量仍处历史高位.....	19
2.4 补栏热情再起，猪周期拐点仍需观察.....	20
2.5 上市猪企经营状分化.....	20
2.5.1 2021 年 1-9 月上市猪企出栏量同比大增.....	20
2.5.2 上市猪企盈利能力明显分化.....	21
2.5.3 估值及投资建议.....	22
3 白羽黄羽产能双降，2022 年禽链价格或回暖	22
3.1 白羽祖代更新量 2020 年降 18%，2022 年价格有望回暖.....	22
3.1.1 祖代更新量 2020 年降 18%，2021 年重拾升势.....	22
3.1.2 在产祖代、父母代存栏处 2017 年以来最高水平.....	24
3.1.3 2021 年 1-10 月父母代鸡苗销量同比增长 6.5%.....	24
3.1.4 2022 年白羽鸡价格有望温和上行.....	25
3.2 黄羽肉鸡连续两年亏损，2022 年价格有望温和上行.....	26
4 猪用疫苗行业潜力大，猪周期下行拖累景气度	28
5 原料价格或维持高位，转基因商业化渐行渐近	30
5.1 玉米、豆粕价格或维持高位.....	30
5.1.1 2022 年玉米价格或维持相对高位.....	30
5.1.2 2022 年大豆、豆粕价格或维持相对高位.....	31
5.2 转基因商业化渐行渐近.....	32
5.2.1 中国种业规模全球第二，C5 占比 12%.....	32
5.2.2 转基因商业化渐行渐近.....	33
5.3 全球农业科技巨头先正达，国内市场扬帆起航.....	35
6 中国宠物市场潜力巨大，疫情拖累渐进尾声	36
6.1 全球宠物市场进入平稳发展期，集中度相对稳固.....	36
6.1.1 美国宠物行业增速稳定，疫情下仍表现出较强消费韧性.....	37
6.2 中国宠物市场潜力巨大，短期增速受疫情拖累.....	39
6.2.1 中国宠物市场突破 2000 亿，宠物食品消费占比超 5 成.....	39

6.2.2 中国宠物消费增长潜力巨大，行业增速略有放缓	41
6.2.3 行业集中度较低，电商助力国货宠物品牌崛起	45
6.3 推荐国内宠物食品龙头企业	47
6.3.1 中宠股份：海外市场稳扎稳打，持续发力自主品牌	47
6.3.2 佩蒂股份：全球宠物咬胶龙头，深耕市场力拓品类	48
风险提示:	49

图表目录

图表 1 2020 年初至今农业板块与沪深 300 和中小板综走势比较.....	8
图表 2 2021 年年初至今各行业涨跌幅比较（按申万分类）.....	8
图表 3 农业行业配置比例对照图.....	9
图表 4 农业 PE 和 PB 走势图（2010 年至今，周）.....	9
图表 5 农业子板块 PE 走势图（2010 年至今，周）.....	9
图表 6 农业子板块 PB 走势图（2010 年至今，周）.....	10
图表 7 畜禽养殖 PE、PB 走势图（2010 年至今，周）.....	10
图表 8 农业股相对中小板估值（2010 年至今，周）.....	10
图表 9 农业股相对沪深 300 估值（2010 年至今，周）.....	10
图表 10 2021 年初以来农业子板块涨跌幅对照图.....	11
图表 11 1995-2021 年我国活猪、仔猪价格走势，元/公斤.....	12
图表 12 中国生猪价格波动周期列表.....	12
图表 13 全国猪粮比价走势图.....	13
图表 14 猪粮比对应时间列表.....	13
图表 15 全国能繁母猪存栏量走势图.....	14
图表 16 2008-2021 年全国规模以上生猪定点屠宰企业屠宰量走势图.....	15
图表 17 2009-2021 年生猪定点屠宰企业月度屠宰量对照图.....	15
图表 18 2002-2020 年全国猪料产量及同比增速走势图.....	16
图表 19 2018-2021 年全国猪料月度产量及同比增速走势图.....	16
图表 20 非瘟以来全国能繁母猪存栏量环比、同比增速走势图.....	17
图表 21 主要上市猪企种猪存栏对照表.....	17
图表 22 50 公斤二元母猪价格走势，元/头.....	18
图表 23 规模猪场 15 公斤仔猪价格走势，元/头.....	18
图表 24 自繁自养生猪养殖利润走势图，元/头.....	19
图表 25 外购仔猪养殖利润走势图，元/头.....	19
图表 26 猪肉产品进口量及同比增速.....	19
图表 27 2020-2021 年猪肉及猪杂碎月度进口量，万吨.....	19
图表 28 猪肉产品进口占猪肉产量比重.....	20
图表 29 进口猪肉价格走势，美元/吨.....	20
图表 30 90 公斤以内生猪出栏占比.....	20
图表 31 生猪出栏体重走势图.....	20
图表 32 主要上市猪企月度销量及同比增速，万头.....	21
图表 33 主要上市猪企季度净利润及头均净利对照表，万头、亿元、元/头.....	21
图表 34 主要上市猪企历史头均市值对照表.....	22
图表 35 白羽祖代肉种鸡引种及更新走势图.....	23
图表 36 白羽祖代肉种鸡月度引种量对照图.....	23
图表 37 后备祖代种鸡存栏量走势图，万套.....	24
图表 38 在产祖代种鸡存栏量走势图，万套.....	24
图表 39 后备父母代种鸡存栏量走势图，万套.....	24
图表 40 在产父母代种鸡存栏量走势图，万套.....	24
图表 41 2009-2020 年父母代种鸡苗年销量对照图，万套.....	25

图表 42 父母代种鸡苗月均销量对照图（月），万套.....	25
图表 43 全国父母代鸡苗均价走势图，元/套.....	26
图表 44 全国部分商品代鸡苗销售价格，元/羽.....	26
图表 45 白羽毛鸡价格走势图，元/公斤.....	26
图表 46 白羽鸡产品价格走势图，元/公斤.....	26
图表 47 全国在产祖代黄羽肉种鸡平均存栏.....	27
图表 48 全国在产父母代黄羽肉种鸡平均存栏.....	27
图表 49 2011-2020 年黄羽肉毛鸡单只平均盈利，元.....	27
图表 50 全国部分黄羽肉毛鸡销售均价和成本，元/公斤.....	27
图表 51 监测企业在产祖代黄羽肉种鸡周度存栏图，套.....	27
图表 52 全国在产父母代黄羽肉种鸡周度存栏图，套.....	27
图表 53 黄羽鸡（快大鸡、中速鸡）价格走势图，元/斤.....	28
图表 54 黄羽肉鸡（土鸡、乌骨鸡）价格走势图，元/斤.....	28
图表 55 生猪养殖头均防疫费用（元）.....	28
图表 56 猪用疫苗市场空间.....	28
图表 57 2018-2020 年主要猪用疫苗批签发对照图.....	29
图表 58 2021 年 1-10 月主要猪用疫苗批签发同比增速.....	29
图表 59 2021 年主要猪用疫苗批签发数据及同比增速对照表.....	29
图表 60 全球玉米供需平衡表.....	30
图表 61 中国玉米供需平衡表（2021 年 11 月），单位：千公顷、吨/公顷、万吨.....	30
图表 62 全球大豆供需平衡表.....	31
图表 63 全球豆粕供需平衡表.....	31
图表 64 中国大豆供需平衡表（2021 年 11 月），单位：千公顷、吨/公顷、万吨.....	31
图表 65 2014-2020 年中国种业市场规模（单位：亿元）.....	32
图表 66 2020 年中国种业行业市占率.....	33
图表 67 2020-2021 年中国种业主要事件及文件列表.....	34
图表 68 2015-2020 年全球宠物市场规模及增速.....	37
图表 69 2015-2020 年全球宠物食品行业规模及增速.....	37
图表 70 全球宠物食品行业竞争格局.....	37
图表 71 美国宠物市场发展阶段.....	38
图表 72 2010-2019 年美国家庭宠物渗透率，%.....	39
图表 73 16-21 年美国宠物消费市场规模，十亿美元，%.....	39
图表 74 16-21 年美国宠物食品市场规模，十亿美元，%.....	39
图表 75 2016-2021 年美国宠物消费市场结构，%.....	39
图表 76 国内宠物消费市场发展历程.....	40
图表 77 宠物产业链分布.....	41
图表 78 2020 年宠物消费结构图.....	41
图表 79 2020 年宠物食品消费结构图.....	41
图表 80 2010-2020 年中国宠物消费市场规模及增长情况.....	42
图表 81 2018-2020 年中国宠物犬食品消费结构，%.....	42
图表 82 2018-2020 年中国宠物猫食品消费结构，%.....	42
图表 83 2018-2020 年中国宠物犬猫主粮消费额，亿元.....	42
图表 84 2018-2020 年中国宠物犬猫零食消费额，亿元.....	42
图表 85 中国与主要养宠国的养宠消费支出对照表.....	43

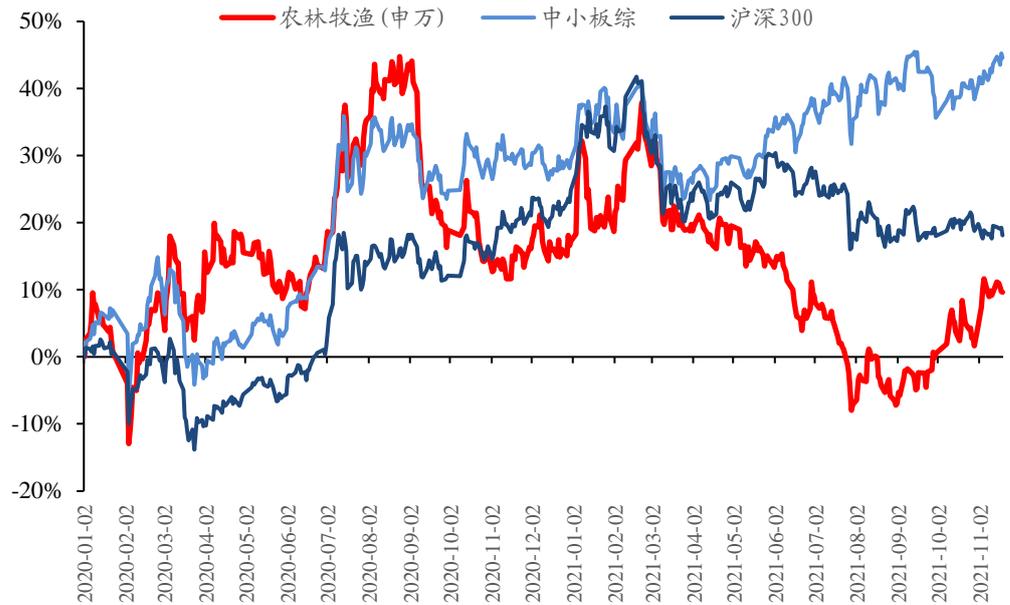
图表 86 宠物食品消费决策因素占比, %.....	44
图表 87 2018-2020 年我国宠物主年龄分布, %.....	44
图表 88 2012 年日本宠物狗主人年龄分布	44
图表 89 2012 年日本宠物猫主人年龄分布	44
图表 90 我国人口老龄化程度不断加剧	45
图表 91 中国宠物食品品牌市占率分布	45
图表 92 宠物食品销售渠道	46
图表 93 国内宠物食品电商销售占比逐渐扩大.....	46
图表 94 国产宠物品牌粉丝数.....	46
图表 95 2021 年双十一期间品牌销量排名	47

1 2020 年行情回顾

1.1 农业板块跑输沪深 300 近 2 个百分点

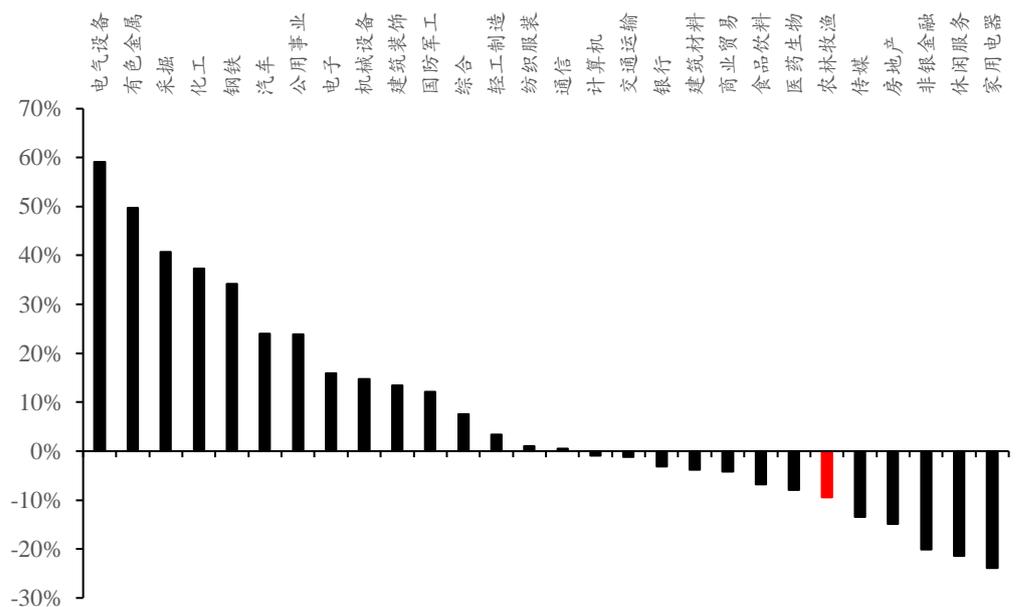
2020 年初至 11 月末，农林牧渔（申万）指数上涨 7.1%，沪深 300 指数上涨 19.6%，中小板综指数上涨 47.1%。农林牧渔行业在申万 28 个子行业中涨幅排名第 23 位。

图表 1 2020 年初至今农业板块与沪深 300 和中小板综走势比较



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 2 2021 年年初至今各行业涨跌幅比较（按申万分类）

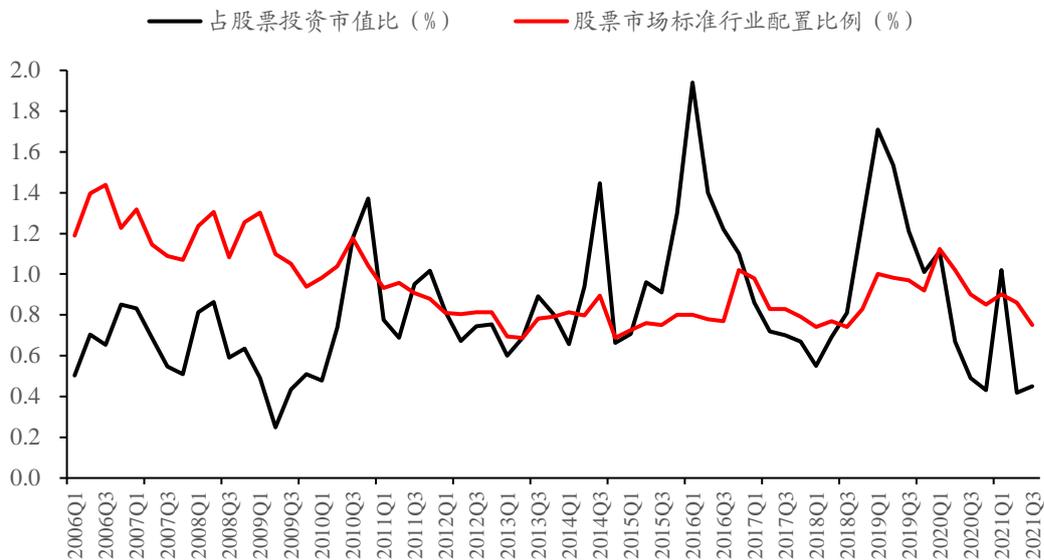


资料来源：wind，华安证券研究所

1.2 农业配置、PB 处历史低位

2021 年 3 季末，农业行业占股票投资市值比重为 0.45%，环比增加 0.03 个百分点，同比减少 0.04 个百分点，低于标准配置 0.30 个百分点，处于历史偏低水平。

图表 3 农业行业配置比例对照图



资料来源：wind，华安证券研究所

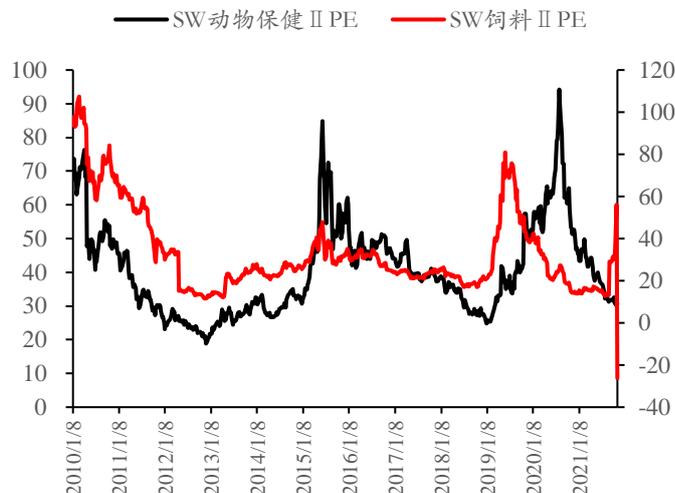
2021 年 12 月 3 日，农业板块绝对 PE 和绝对 PB 分别为 319.72 倍和 3.26 倍；2010 年至今，农业板块绝对 PE 和绝对 PB 的历史均值分别为 56.42 和 3.80 倍；农业板块相对中小板 PE 和 PB 分别为 7.86 倍和 0.98 倍，历史均值分别为 1.36 倍和 1.06 倍；农业板块相对沪深 300PE 和 PB 分别为 24.73 倍和 2.29 倍，历史均值分别为 4.56 倍和 2.37 倍。

图表 4 农业 PE 和 PB 走势图（2010 年至今，周）



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 5 农业子板块 PE 走势图（2010 年至今，周）



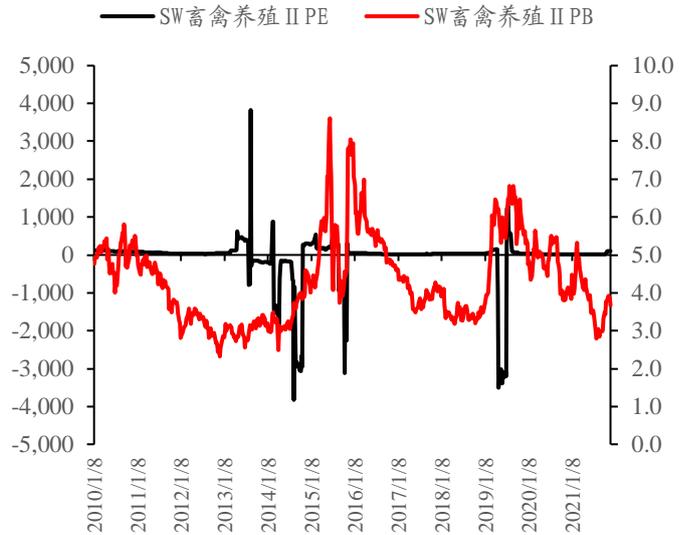
资料来源：wind，华安证券研究所

图表6 农业子板块PB走势图（2010年至今，周）



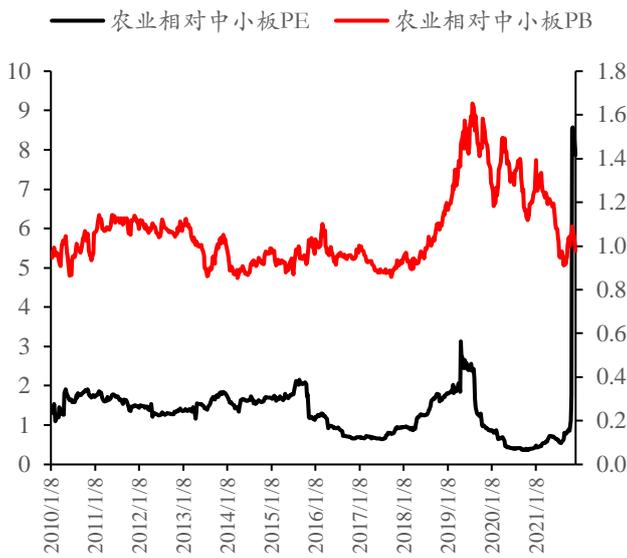
资料来源：wind，华安证券研究所

图表7 畜禽养殖PE、PB走势图（2010年至今，周）



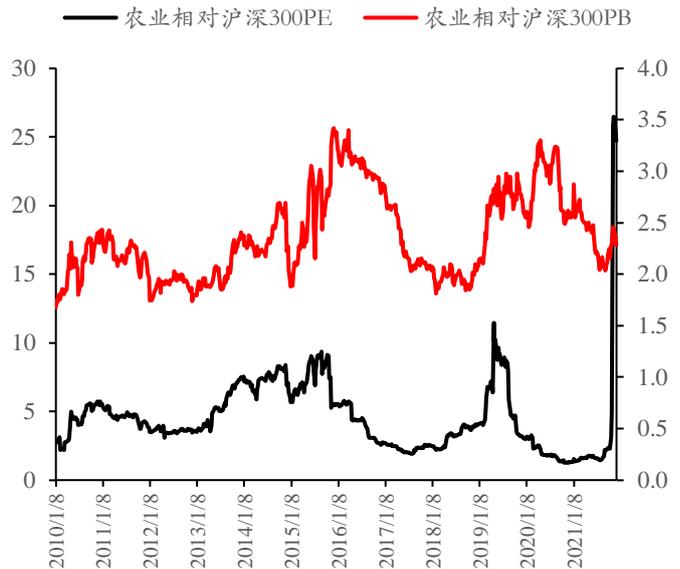
资料来源：wind，华安证券研究所

图表8 农业股相对中小板估值（2010年至今，周）



资料来源：wind，华安证券研究所

图表9 农业股相对沪深300估值（2010年至今，周）

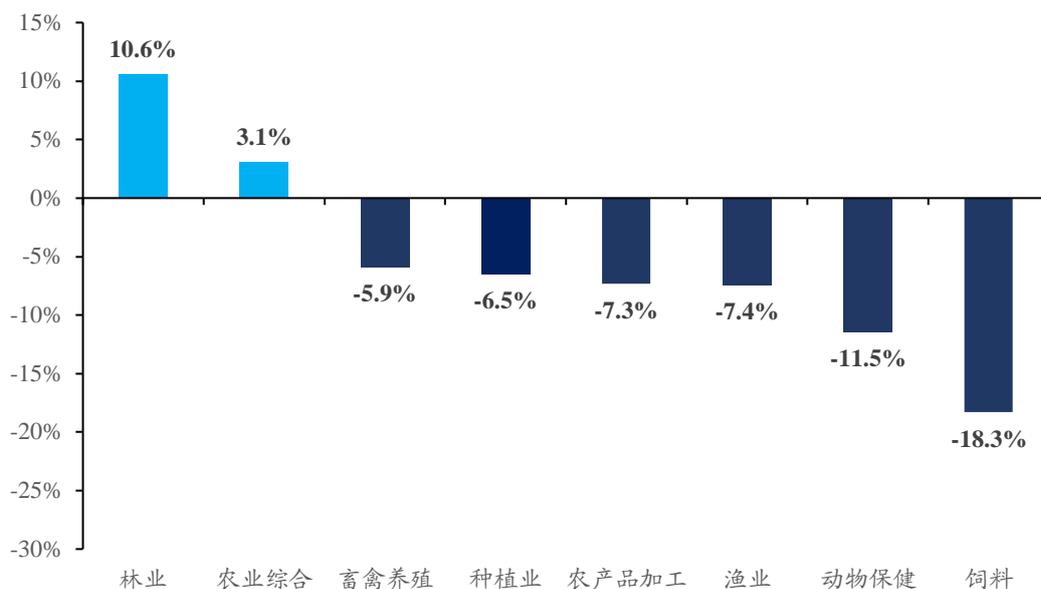


资料来源：wind，华安证券研究所

1.3 农产品加工、种植、养殖后周期板块表现较优

2021年初至12月3日，农业各子板块涨幅从高到低依次为林业（10.6%）、农业综合（3.1%）、畜牧养殖（-5.9%）、种植业（-6.5%）、农产品加工（-7.3%）、渔业（-7.4%）、动物保健（-11.5%）、饲料（-18.3%），其中，林业和农业综合两个子板块表现较优。

图表 10 2021 年初以来农业子板块涨跌幅对照图



资料来源: wind, 华安证券研究所

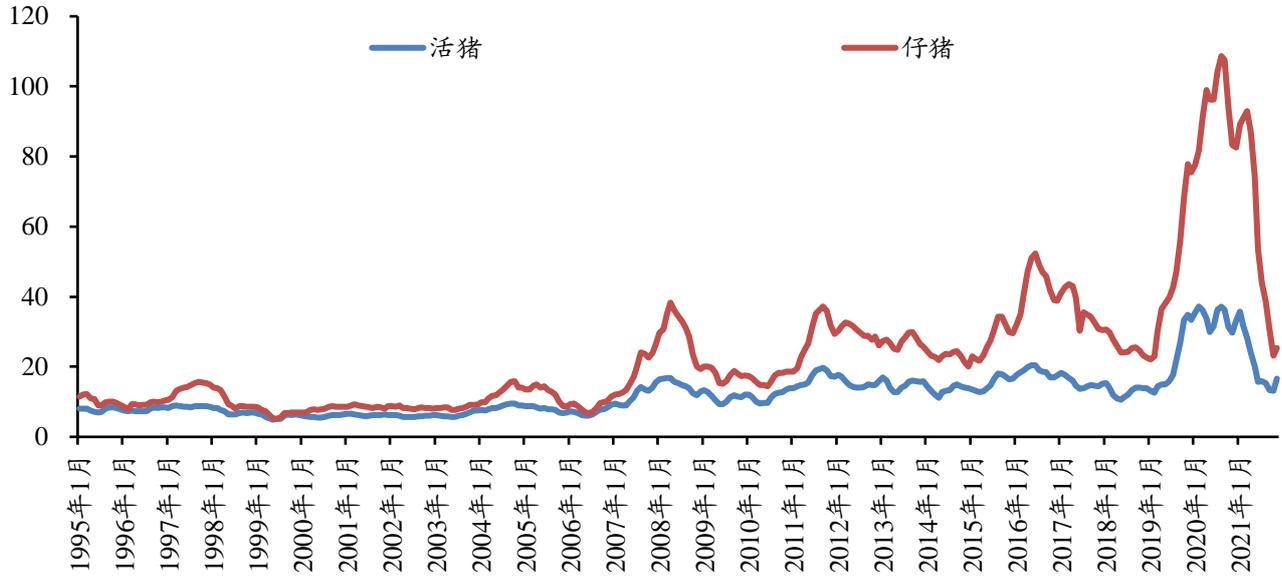
2 补栏热情再起，猪周期拐点仍需观察

2.1 猪周期回顾

1995 年 1 月至 2021 年 9 月，我国生猪价格经历了 6 轮完整周期，最短 36 个月，最长 49 个月，猪价波动周期在 3-4 年。其中，最大一波上涨出现在 2006 年 5 月至 2008 年 4 月，涨幅高达 183.1%，这是由蓝耳病爆发和玉米价格攀升共同作用的结果。

第七轮周期从 2018 年 5 月至今，2018 年 8 月我国发生第一例非瘟疫情，之后全国生猪产能大幅下降。本轮周期生猪月度最高价 37.15 元/公斤，于 2020 年 8 月达到，最大涨幅 251.5%。

图表 11 1995-2021 年我国活猪、仔猪价格走势，元/公斤



资料来源：中国畜牧业信息网，wind，华安证券研究所

图表 12 中国生猪价格波动周期列表

	完整周期	上升阶段	下降阶段	完整周期	上升周期	下降周期	严重疫病	生猪价格（元/公斤）		
								最高点	最低点	最大涨幅
周期一	1995/6-1999/5	1995/6-1997/10	1997/10-1999/5	47 个月	28 个月	19 个月		8.83	6.88	28.3%
周期二	1999/5-2003/5	1999/5-2001/12	2001/2-2003/5	48 个月	21 个月	27 个月		6.57	4.89	34.4%
周期三	2003/5-2006/5	2003/5-2004/9	2004/9-2006/5	36 个月	16 个月	20 个月	非典	9.66	5.78	67.1%
周期四	2006/5-2010/4	2006/5-2008/4	2008/4-2010/4	47 个月	23 个月	24 个月	蓝耳病	16.87	5.96	183.1%
周期五	2010/4-2014/4	2010/4-2011/9	2011/9-2014/4	48 个月	17 个月	31 个月	口蹄疫	19.68	9.53	106.5%
周期六	2014/4-2018/5	2014/4-2016/5	2016/5-2018/5	49 个月	25 个月	24 个月		20.45	10.57	83.7%
周期七	2018/5-至今	2018/5-2021/1	2021/1 至今		32 个月		非瘟	37.15		251.5%

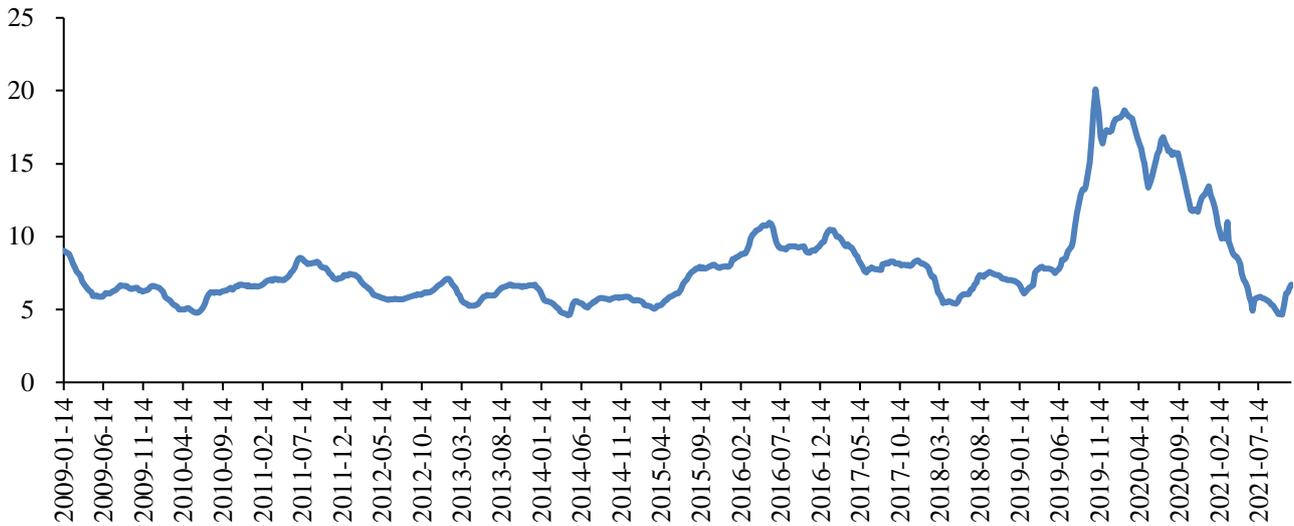
资料来源：中国畜牧业信息网，华安证券研究所

根据 2009 年发布的《防止生猪价格过度下跌调控预案（暂行）》和 2012 年发布的《缓解生猪市场价格周期性波动调控预案》，我国生猪生产达到盈亏平衡点的猪粮比价约为 6:1。根据 2015 年发改委、财政部、农业部、商务部联合对外发布重新修订的《缓解生猪市场价格周期性波动调控预案》（国家发展改革委 2015 年第 24 号公告），全国平均生猪生产盈亏平衡点对应的猪粮比合理区间为 5.5:1-5.8:1。

由于盈亏平衡点持续波动，我们将猪粮比划分为，低于 6、低于 5.5、低于 5 以供参考。在过去三轮下行周期，每轮周期的亏损时长、亏损幅度迥异。2008 年 4 月至 2010 年 4 月猪价下行后期爆发口蹄疫，猪粮比低于 5.5 共 17 周；2016 年 5 月至 2018 年 5 月猪价下行，2018 年 8 月爆发非瘟疫情，猪粮比低于 5.5 仅 7 周。与上述两轮下行周期截然不同，2011 年 9 月至 2014 年 4 月猪价下行期，未曾出现严重疫情，猪粮比低于 5.5 长达 39 周，猪粮比介于 5.5-6.0 盈亏平衡

附近长达 64 周。本轮下行周期从 2021 年 1 月至今，猪粮比低于 5.5 仅 9 周，若后期未发生严重疫情，本轮下行周期亏损时间仍不足。

图表 13 全国猪粮比价走势图



资料来源：中国政府网，华安证券研究所

图表 14 猪粮比对应时间列表

完整周期	下行周期	猪粮比--对应时间段			猪粮比--对应时长			
		低于 6	低于 5.5	低于 5	低于 6	低于 5.5	低于 5	
2006/5-2010/4	2008/4-2010/4	2009/5/6-2009/6/17			6 周			
		2010/2/3-2010/2/24			3 周			
			2010/3/3-2010/5/5				10 周	
				2010/5/12-2010/6/23				6 周
		2010/6/30-2010/7/7	2010/7/14		1 周	1 周		
		合计			10 周	11 周	6 周	
2010/4-2014/4	2011/9-2014/4	2012/4/11-2012/9/19			21 周			
		2013/3/6-2013/3/13	2013/3/20-2013/5/15		1 周	8 周		
		2013/5/12-2013/6/12			5 周			
		2013/6/26-7/17			3 周			
		2014/1/15-2014/2/12	2014/2/19-2014/3/19	2014/3/26-2014/5/7	4 周	4 周	6 周	
		2014/7/30-2015/1/28	2014/5/14-2014/7/23		26 周	10 周		
		2015/4/29-2015/5/27	2015/2/4-2015/4/22		4 周	11 周		
合计			64 周	33 周	6 周			
2014/4-2018/5	2016/5-2018/5	2018/3/23	2018/3/28-2018/5/16		1 周	7 周		
		2018/5/23-2018/6/6			2 周			
		合计			3 周	7 周		
2018/5-至今	2021/1/7 至今	2021/6/9	2021/6/16	2021/6/23	1 周	1 周	1 周	
		2021/6/30-2021/8/25	2021/9/1-2021/9/15	2021/9/22-2021/10/13	9 周	3 周	3 周	
		合计			10 周	5 周	4 周	

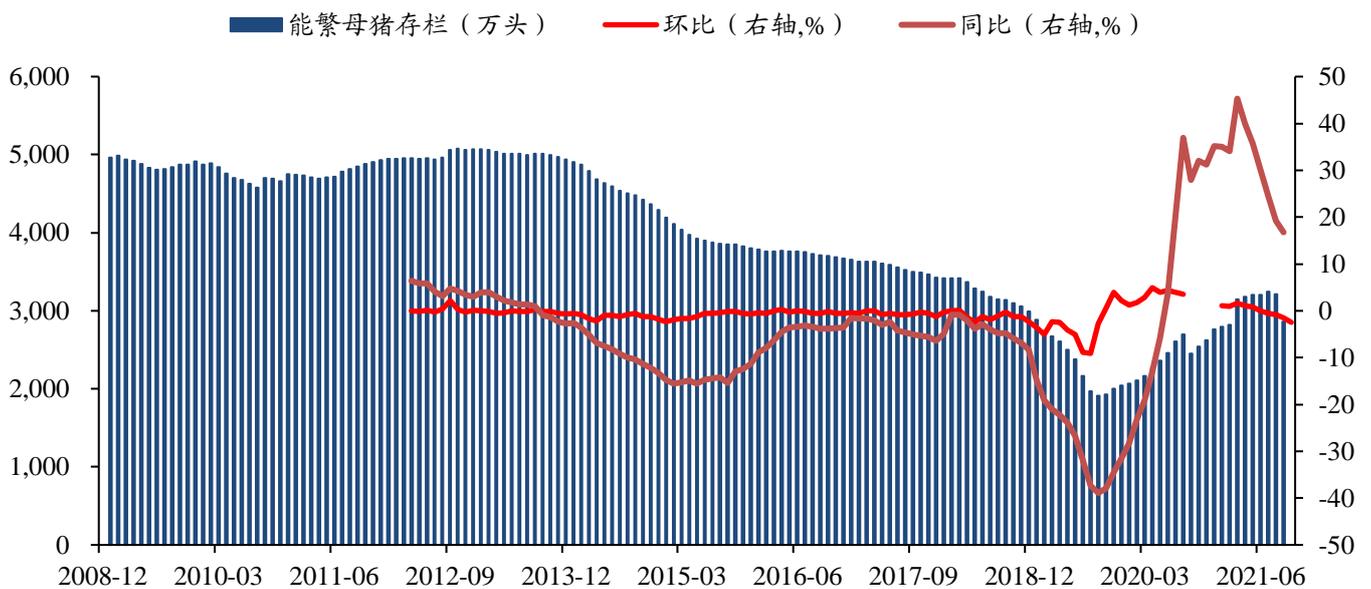
资料来源：中国政府网，华安证券研究所（截至 2021 年 12 月 3 日）

2.2 生猪养殖产能出清遇波折

2.2.1 2019年10月-2021年5月，补栏期

非瘟疫情对生猪养殖行业造成重创，根据农业农村部公布数据，全国能繁母猪存栏量于2019年9月达到最低点1913万头，较非瘟发生前下降39.8%。伴随着猪价大幅上涨，行业补栏热情高涨，我们根据农业部同比增速推算，2021年6月全国能繁母猪存栏量达到3202.46万头，较2019年9月低点大增67.4%，较2018年8月高出1.8%，生猪养殖产能已全面恢复，唯一不同的是，能繁母猪中仍有一定体量的三元母猪。

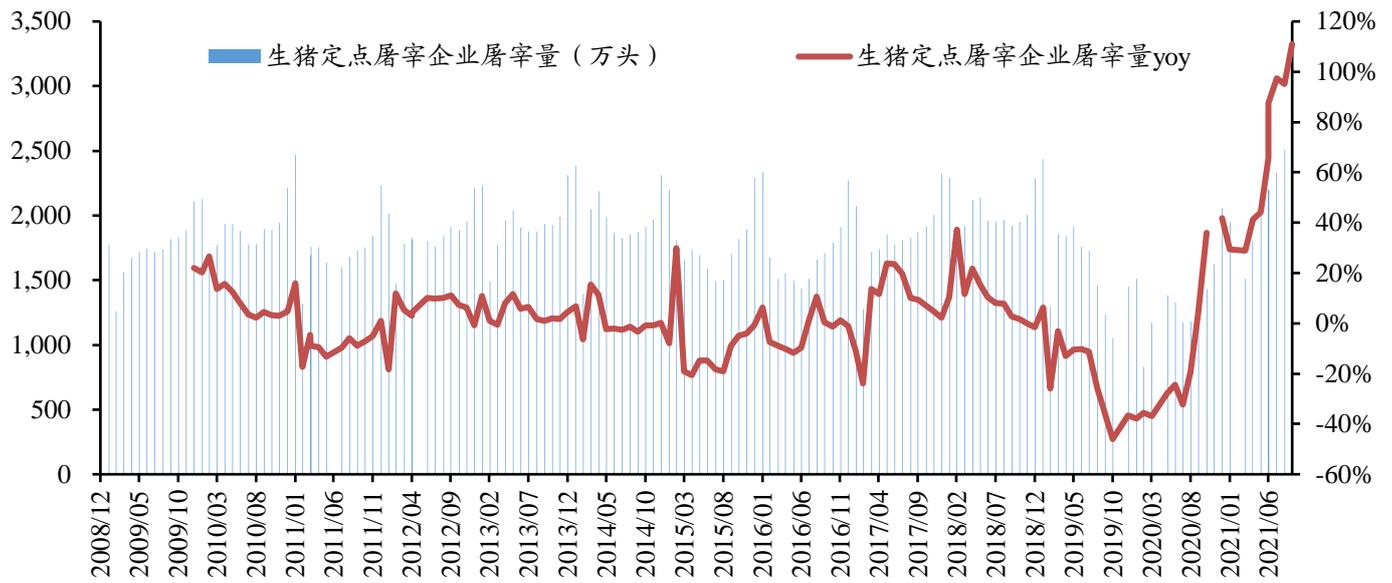
图表 15 全国能繁母猪存栏量走势图



资料来源：农业农村部，华安证券研究所

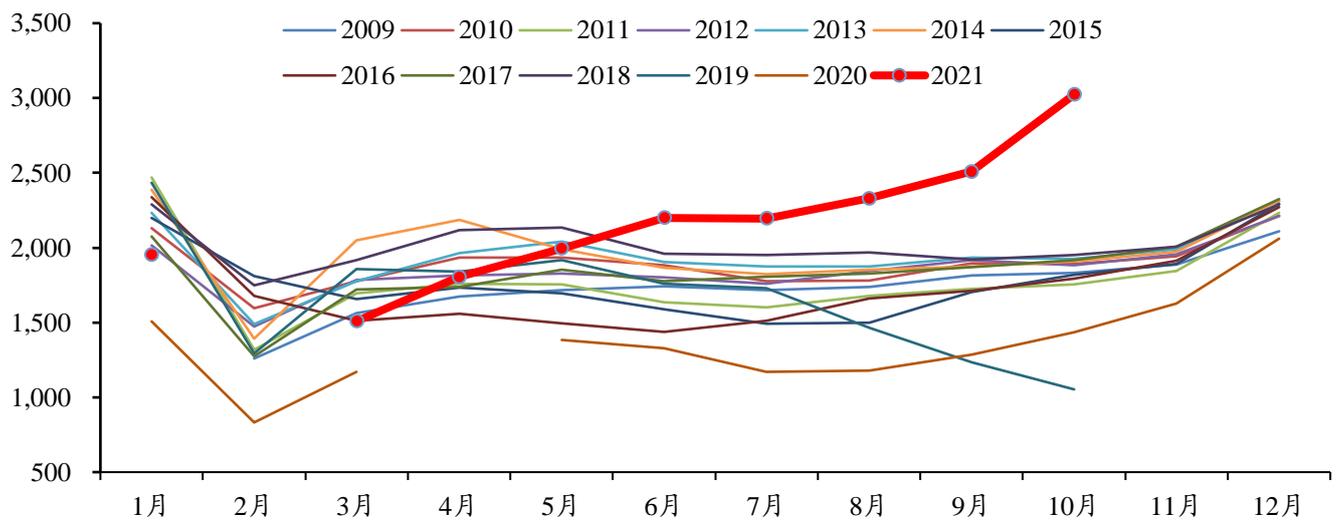
伴随着能繁母猪存栏量企稳回升，全国规模以上定点屠宰企业屠宰量同比增速于2020年9月转正，2021年6-10月同比增速高达65.8%、87.4%、97.5%、95.2%、111%。2021年6-10月，全国规模以上定点屠宰企业屠宰量分别为2200万头、2195万头、2329万头、2509万头、3032万头，处于2009年以来同期最高水平，较2018年同期分别增长12.4%、12.5%、18.4%、30.5%、55.0%。即使考虑集中度提升的因素，当前屠宰量仍处于高位。

图表 16 2008-2021 年全国规模以上生猪定点屠宰企业屠宰量走势图



资料来源：WIND，华安证券研究所

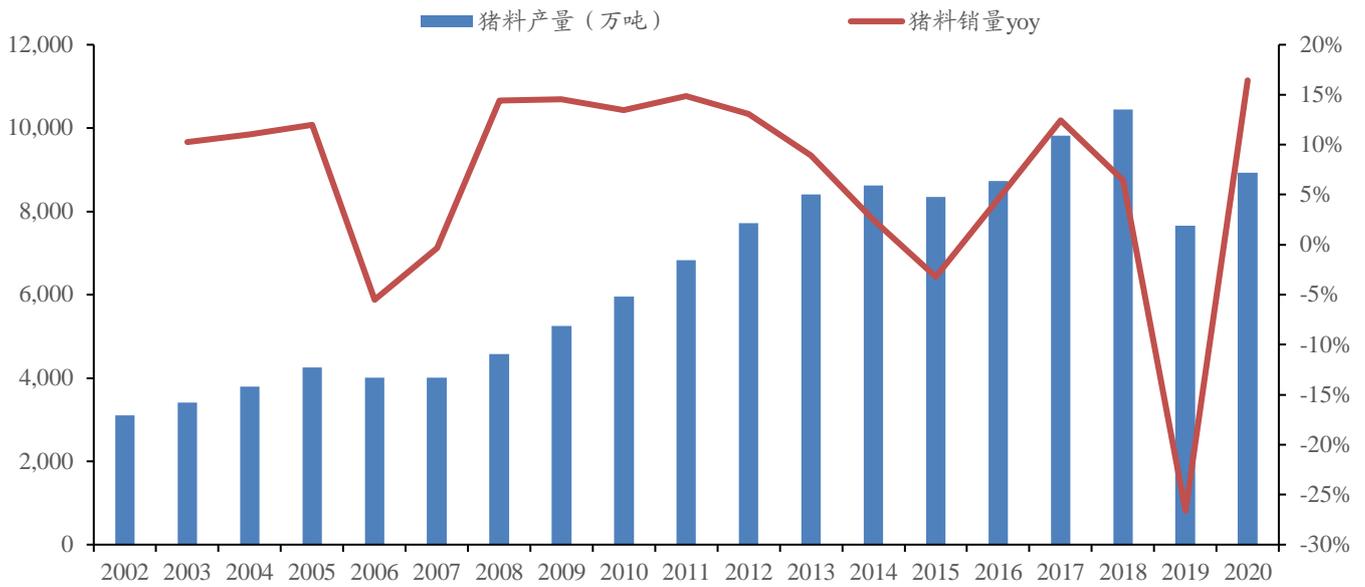
图表 17 2009-2021 年全国规模以上生猪定点屠宰企业月度屠宰量对照图



资料来源：WIND，华安证券研究所

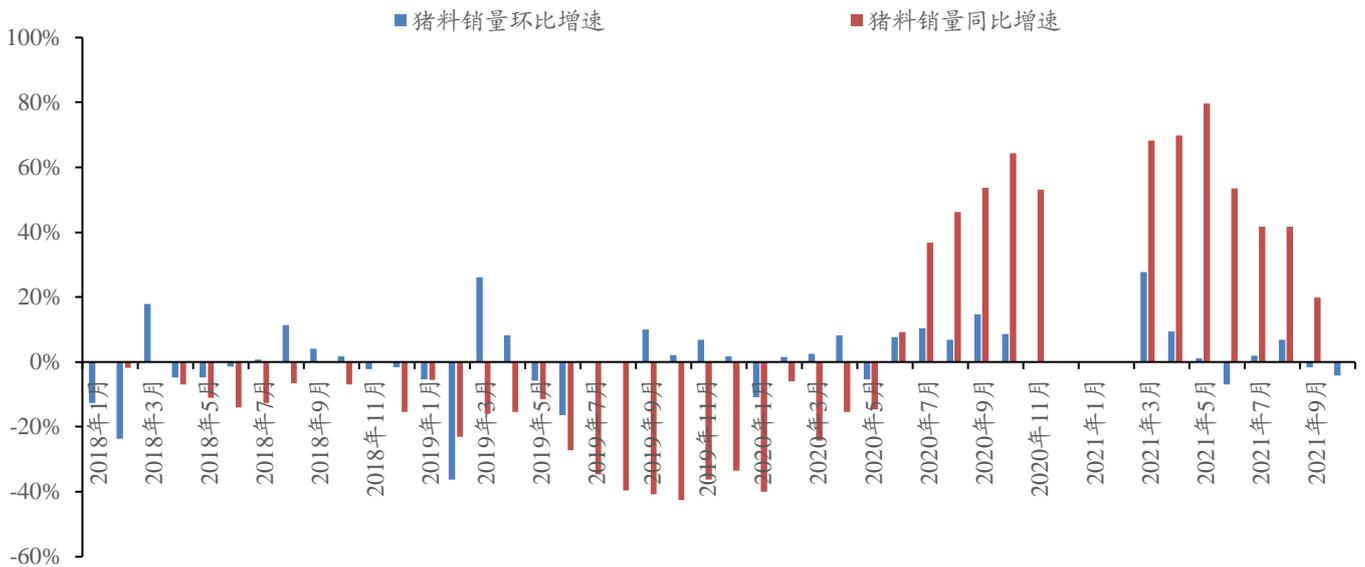
伴随着能繁母猪存栏量的企稳回升，我国猪料产量同比增速自 2020 年 6 月开始转正，2021 年 3-5 月同比增速分别达到 68.3%、69.8%、79.7%。受 2020 年下半年基数偏高影响，2021 年 6-10 月我国猪料产量同比增速分别降至 53.5%、41.6%、41.7%和 19.9%。

图表 18 2002-2020 年全国猪料产量及同比增速走势图



资料来源：饲料工业协会，华安证券研究所

图表 19 2018-2021 年全国猪料月度产量及同比增速走势图

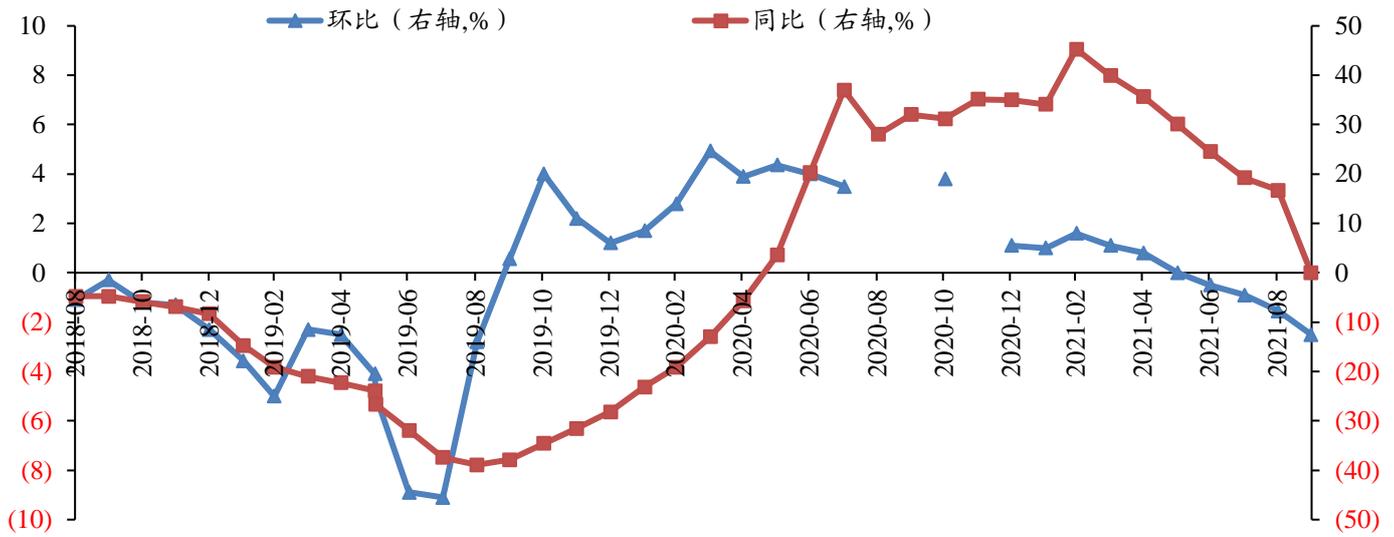


资料来源：饲料工业协会，华安证券研究所

2.2.2 2021 年 6 月，能繁母猪存栏拐点显现

今年春节后，生猪价格持续大跌，2月26日外购仔猪育肥开始陷入亏损，6月4日自繁自养生猪开始陷入亏损，养殖户补栏积极性持续回落。今年6月能繁母猪存栏量环比持平，7-10月末能繁母猪存栏量环比分别下降0.5%、0.9%、1.8%、2.5%，能繁母猪存栏拐点显现。从主流猪企种猪存栏情况看，今年1季度以来，各家公司能繁母猪存栏量基本持平或小幅回落，低效母猪持续淘汰。

图表 20 非瘟以来全国能繁母猪存栏量环比、同比增速走势图



资料来源：农业农村部，华安证券研究所

图表 21 主要上市猪企种猪存栏对照表

		牧原股份	温氏股份	新希望	正邦科技	天邦股份	中粮肉食
2021年9月	能繁母猪存栏	268	110	110-120	100	38	25
	后备母猪存栏		40	40	40		4
	合计						29
2021年6月	能繁母猪存栏	276	>100	110	119	42	>24
	后备母猪存栏			50-60	80	18	>8
	合计					60	33
2021年3月	能繁母猪存栏	285		110	119		>20
	后备母猪存栏				80		>7
	合计						
2020年12月	能繁母猪存栏	262.4	110	120			21
	后备母猪存栏	131.9	50				6
	合计	394.3	160				27
2020年9月	能繁母猪存栏	221.6	100	>80	110.8	35	>20
	后备母猪存栏		60	80	91.7	89	5
	合计		160	>160	202.5	124	>25
2020年6月	能繁母猪存栏	191.1		>60	75	26	17-18
	后备母猪存栏			70	60	66	6-7
	合计			>130	135	92	>23
2020年3月	能繁母猪存栏	170	100多	50	60	18.6	13
	后备母猪存栏		30-40	20	48	49.5	8
	合计			70	108	68.1	21

2019年12月	能繁母猪存栏	128	120-130	25	50	17.4	8
	后备母猪存栏	72	40-50	25	70	14.8	8
	合计	200	170	50	120	32.2	17
2019年9月	能繁母猪存栏	90	118	15	35		10
	后备母猪存栏	60	39	5	30		5
	合计	150	157	20	65		15

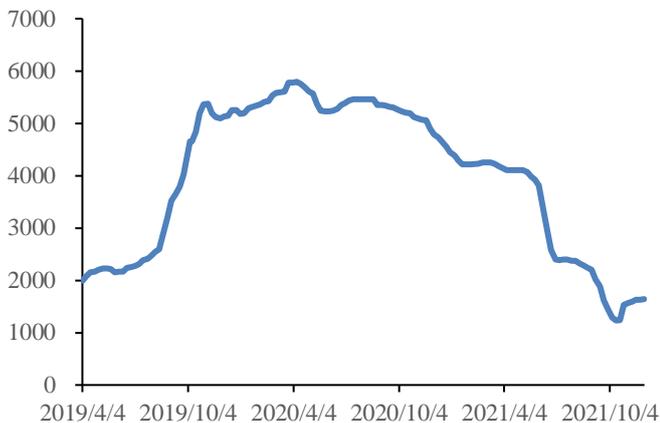
资料来源：相关公司公告，华安证券研究所

2.2.3 生猪养殖产能出清遇波折

我们在河南地区草根调研过程中了解到：①散养户（母猪存栏低于100头），普遍看好春节前及明年猪价，主要基于非瘟点状发生，且前几个月猪价暴跌致母猪大幅去产能；②中大型养殖户（母猪存栏100-500头），较散养户谨慎，看好明年第四季度和后年猪价，选择合适时机补栏；③前期淘汰多为低效能繁母猪，而补栏均为高效后备母猪，生猪养殖效率有望稳步提升。自今年8月末开始，河南地区猪细小病毒疫苗和猪精销量大幅增加，种猪补栏及配种大幅回升；④散养户和中大型养殖户生猪养殖成本在13-16元/公斤，主要集中在13元/公斤。养殖成本虽未考虑折旧摊销、人工费及此前疫情损失，但散养户和中大型养殖户的决策完全取决于13元/公斤的养殖成本，当生猪价格低于13元/公斤且维持一段时间，会选择退出；而当猪价超过14-15元/公斤，会考虑补栏。

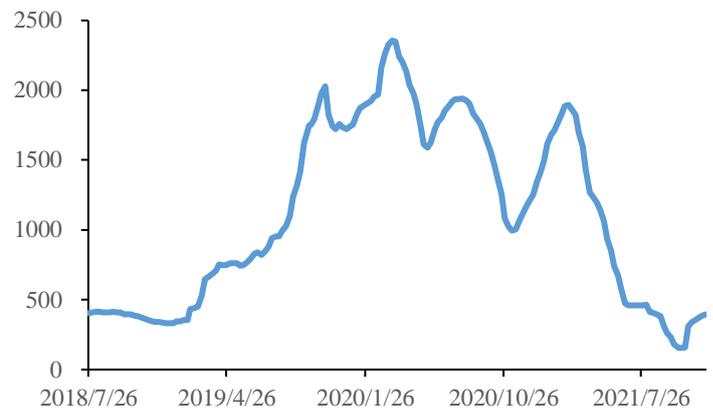
今年10月以来，生猪价格持续回升，自繁自养和外购仔猪均恢复盈利，散养户和规模养殖场已开始温和补栏。根据涌益咨询披露数据，11月26日-12月2日规模场15公斤仔猪出栏价397元/头，较底部回升158%，50公斤二元母猪价格1644元/头，较底部回升32.8%。

图表 22 50 公斤二元母猪价格走势，元/头



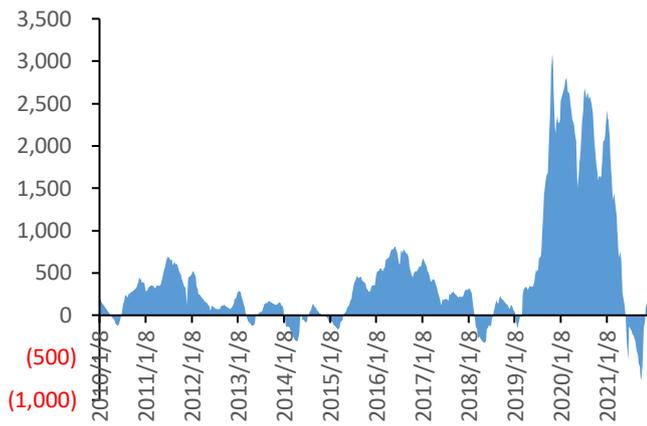
资料来源：涌益咨询，华安证券研究所

图表 23 规模猪场 15 公斤仔猪价格走势，元/头



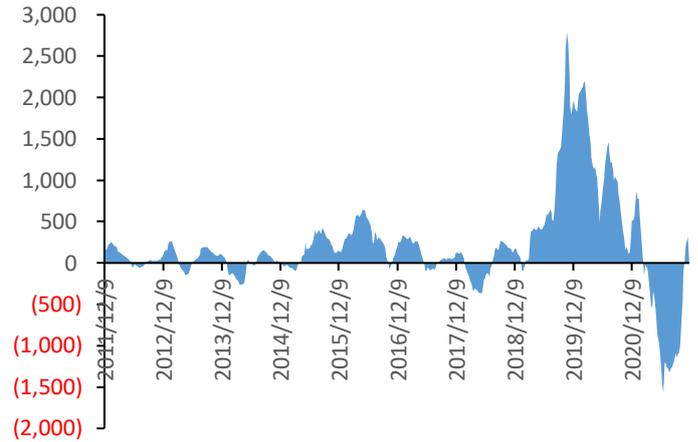
资料来源：涌益咨询，华安证券研究所

图表 24 自繁自养生猪养殖利润走势图, 元/头



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 25 外购仔猪养殖利润走势图, 元/头



资料来源: wind, 华安证券研究所

2.3 2021 年猪肉进口量仍处历史高位

2014-2020 年, 我国猪肉产品(含猪肉、猪杂碎、加工猪肉)进口量从 138.5 万吨震荡上行至 573 万吨, 猪肉产品进口量占国内猪肉产量比重从 2.8% 攀升至 13.9%。2020 年猪价持续高企, 猪肉产品进口量创历史新高; 2021 年 1-10 月, 我国猪肉产品进口量仍达到 442 万吨, 同比仅小幅下降 6.9%, 在历史上仅次于 2020 年水平。

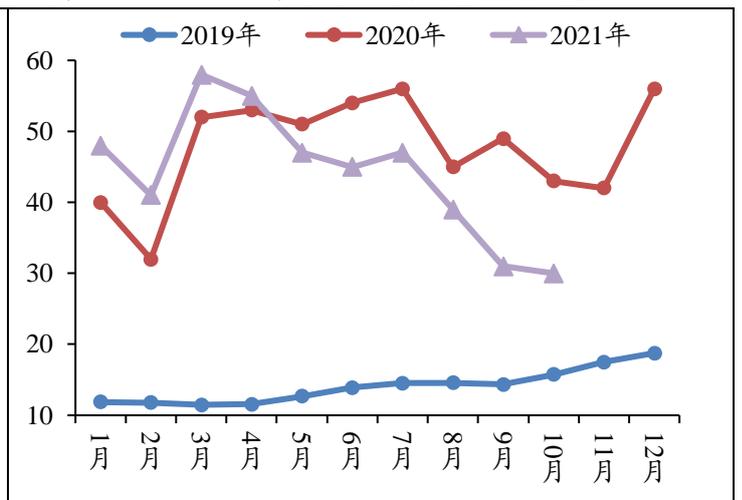
今年 1 月以来, 猪价大幅回落, 6 月生猪养殖行业甚至开始步入亏损期, 猪肉及猪杂碎月度进口量从 3 月高点 58 万吨大幅回落至 10 月 30 万吨, 猪肉进口价格由今年 6 月高点 2878 美元/吨(18419 元/吨)回落至 10 月 2327 美元/吨(14893 元/吨)。我们判断, 随着猪价持续低迷, 猪肉进口量将维持低位。

图表 26 猪肉产品进口量及同比增速



资料来源: wind, 中国猪业发展报告, 华安证券研究所

图表 27 2020-2021 年猪肉及猪杂碎月度进口量, 万吨



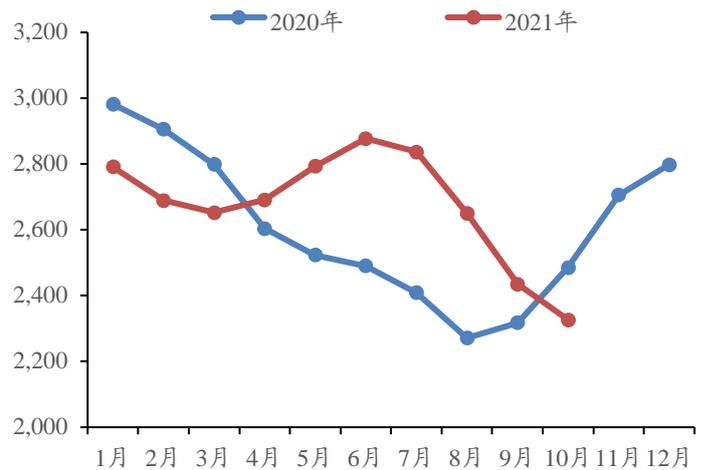
资料来源: wind, 中国猪业发展报告, 华安证券研究所

图表 28 猪肉产品进口占猪肉产量比重



资料来源: wind, 中国猪业发展报告, 华安证券研究所

图表 29 进口猪肉价格走势图, 美元/吨

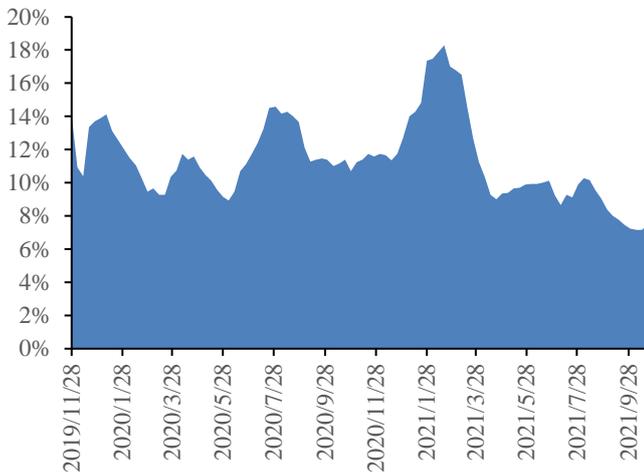


资料来源: wind, 华安证券研究所

2.4 补栏热情再起, 猪周期拐点仍需观察

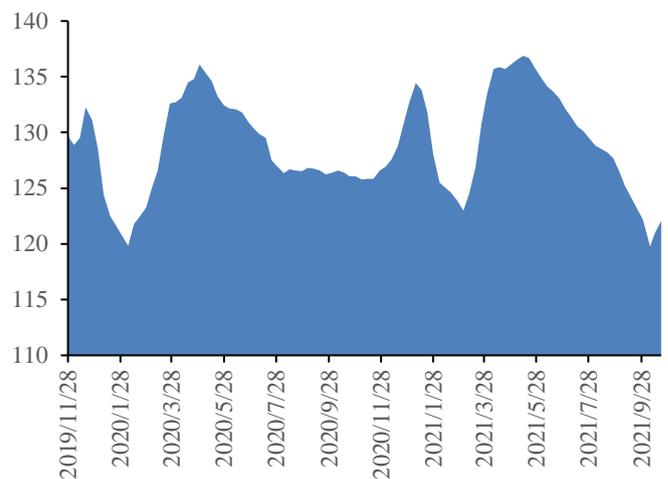
2019年10月至今年5月, 全国能繁母猪存栏环比持续上升, 对应明年5月前生猪出栏环比上升, 春节后猪价料持续回落; 今年6-10月全国规模以上屠宰量同比分别增长65.8%、87.4%、97.5%、95.2%、111%, 印证生猪出栏快速上升。今年6月全国能繁母猪存栏现拐点, 7-10月能繁母猪存栏环比下降5.7%; 然而, 10月以来猪价超预期上涨, 补栏热情再起, 能繁母猪存栏环比下降趋势或扭转, 此外, 随着低效母猪出清, 母猪效率正持续改善, 且2020-2021年大量进口猪肉产品库存需要消化, 猪周期拐点仍需观察。

图表 30 90 公斤以内生猪出栏占比



资料来源: 涌益咨询, 华安证券研究所

图表 31 生猪出栏体重走势图



资料来源: 涌益咨询, 华安证券研究所

2.5 上市猪企经营状分化

2.5.1 2021 年 1-9 月上市猪企出栏量同比大增

经历非瘟疫情的洗礼, 上市猪企不断提升生物安全防控能力, 通过三元留种、回交、补栏二元母猪等方式坚定扩张。2020年除温氏之外, 其他上市猪企出栏量均出现不同程度上涨。2021年1-9月所有上市猪企均实现出栏量同比正增长, 出栏量(万头)从高到低依次为, 牧原股份 2611、正邦科技 1184、温氏股份 898、新希望 681、大北农 295、天邦股份 281、中粮家佳康 260、傲农生物 205、天康

生物 122%、唐人神 115%、金新农 62%；出栏量同比增速从高到低依次为，傲农生物 167%、大北农 167%、牧原股份 120%、正邦科技 100%、唐人神 98%、金新农 87%、天康生物 59%、新希望 57%、天邦股份 39%、温氏股份 27%。

图表 32 主要上市猪企月度销量及同比增速，万头

	牧原股份	温氏股份	正邦科技	天邦股份	中粮家佳康	天康生物	金新农	新希望	唐人神	傲农生物	大北农
出栏量											
2017	724	1,904	342	101	223	32	37	171			
2018	1,101	2,230	554	217	255	65	24	255			
2019	1,025	1,852	578	244	199	84	40	355	84	66	163
2020	1,812	955	956	308	205	135	80	829	102	135	185
2021年1-9月	2,611	898	1,184	281	260	122	62	681	115	205	295
同比增速											
2018	52%	17%	62%	115%	14%	100%	-35%	49%			
2019	-7%	-17%	4%	12%	-22%	30%	64%	39%			
2020	77%	-48%	65%	26%	3%	60%	103%	134%	22%	104%	14%
2021年1-9月	120%	27%	100%	39%	81%	59%	87%	57%	98%	167%	167%
2021年单季出栏											
Q1	772.0	209.7	257.9	110.2	80.2	35.9	21.7	228.4	46.3	53.5	76.0
Q2	971.7	259.0	441.8	75.0	87.0	38.2	23.5	217.8	40.7	72.5	90.3
Q3	867.0	428.8	483.9	95.8	92.9	48.2	17.2	235.0	28.2	79.2	128.5

资料来源：公司公告，华安证券研究所

2.5.2 上市猪企盈利能力明显分化

今年前三季度，中粮家佳康、牧原股份盈利能力处于行业第一梯队。各家上市猪企头均净利明显分化的主要原因是，外购仔猪比重、外购仔猪节奏和价格，以及低效母猪淘汰量均存在较大差异。我们将密切跟踪各上市猪企头均净利逐季变化。

图表 33 主要上市猪企季度净利润及头均净利对照表，万头、亿元、元/头

	牧原	温氏	天邦	正邦	天康	金新农	新希望	唐人神	傲农	大北农	中粮家佳康
出栏量											
2021Q1	772.0	209.7	110.2	257.9	35.9	21.7	228.4	46.3	53.5	76.0	80.2
2021Q2	971.7	259.0	75.0	441.8	38.2	23.5	217.8	40.7	72.5	90.3	87.0
2021Q3	867.0	428.8	95.8	483.9	48.2	17.2	235.0	28.2	79.2	128.5	92.9
净利润											
2021Q1	69.6	5.4	2.0	2.1	3.0	0.2	1.4	2.8	1.6	3.9	8.5
2021Q2	25.6	-30.4	-8.5	-16.4	-0.6	0.2	-35.5	-1.0	-3.3	1.1	7.25
2021Q3	-8.2	-72.0	-20.46	-62.0	-4.3	-3.3	-29.9	-5.73	-3.4	-3.9	8.5
头均净利											
2021Q1	902	-134	182	81	837	92	61	605	299	513	1,060
2021Q2	263	-1,127	-1,134	-371	-157	85	-1,630	-246	-455	122	833
2021Q3	-95	-1,213	-2,135	-1,281	-892	-1,914	-1,272	-2,031	-429	-303	915

资料来源：公司公告，华安证券研究所（NOTE：温氏股份头均净利已剔除肉鸡业务盈利）

2.5.3 估值及投资建议

我们判断，若生猪行业无严重疫情，2022年猪价将相对低迷，行业仍处于产能出清阶段，生猪养殖板块投资机会来自于以时间换空间。

在生猪养殖周期底部区域，我们通常选用头均市值作为主要估值方法，截至2020年末最低头均市值（用市值除以当年出栏量），温氏股份3421元（已扣除肉鸡300亿市值）、牧原股份3270元、正邦科技1479元、天邦股份2084元、中粮家佳康1653元。最低头均市值均于2018年达到，适逢猪周期下行，并遭遇金融去杠杆、中美贸易摩擦等极端事件影响。

2021年12月3日，各家猪企头均市值较历史最低点分别溢价，温氏股份98%、牧原股份115%、正邦科技9%、天邦股份42%、中粮家佳康55%；若用2022年预期出栏量，各家猪企头均市值较历史最低点分别溢价，温氏股份32%、牧原股份43%、正邦科技9%、天邦股份42%、中粮家佳康24%。从2022年度看，主流上市猪企估值已步入合理区域，建议积极关注。

图表 34 主要上市猪企历史头均市值对照表

		温氏股份 (扣除肉鸡)	牧原股份	正邦科技	天邦股份	中粮家佳康
出栏量	2011			71		
	2012			85		
	2013			115		
	2014		186	146	46	
	2015	1,535	192	158	41	117
	2016	1,713	311	226	58	171
	2017	1,904	724	342	101	223
	2018	2,230	1,101	554	217	255
	2019	1,852	1,025	578	244	199
	2020	955	1,812	956	308	205
	2021E	1,200	4,000	1,900	400	400
截至2020年末最低头均市值		3,421	3,270	1,479	2,084	1,653
截至2020年末最高头均最高市值		18,141	21,302	9,986	20,999	8,220
当前头均市值(2021/12/3)		6,763	7,015	1,613	2,961	2,556
较最低市值溢价		98%	115%	9%	42%	55%
2022年头均市值(元)		4,509	4,676	1,613	2,961	2,045
较最低市值溢价		32%	43%	9%	42%	24%

资料来源：公司公告，wind，华安证券研究所

3 白羽黄羽产能双降，22年禽链价格或回暖

3.1 白羽祖代更新量2020年降18%，22年价格有望回暖

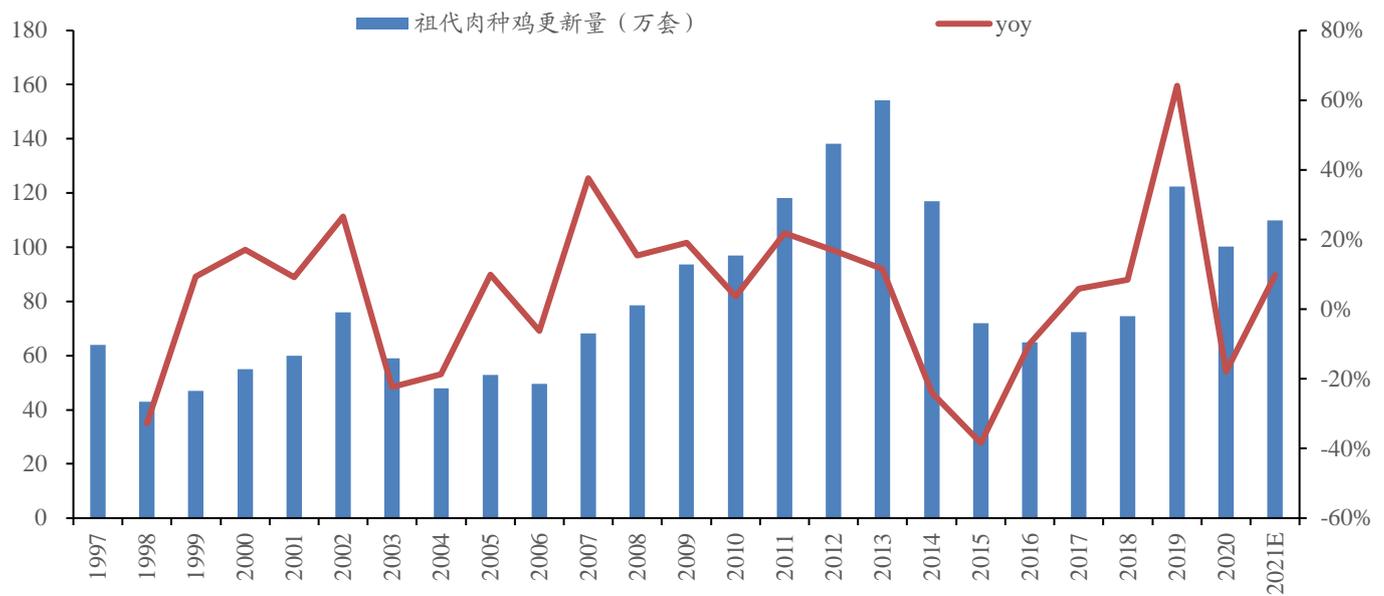
3.1.1 祖代更新量2020年降18%，2022年重拾升势

2014年1月我国成立白羽肉鸡联盟，加强行业源头祖代鸡引种管理，改变了行业引种的无序状态，引种量由历史高峰2013年的154万套下降至2014年118万套。2015年，美国、法国相继爆发禽流感，我国对两国实施了祖代鸡引种禁

令，引种量进一步锐减至 72 万套。2017 年初，波兰、西班牙等地连续爆发高致病性禽流感，导致我国引种禁令再度升级，全年祖代肉种鸡引种及自繁量降至 68.71 万套。

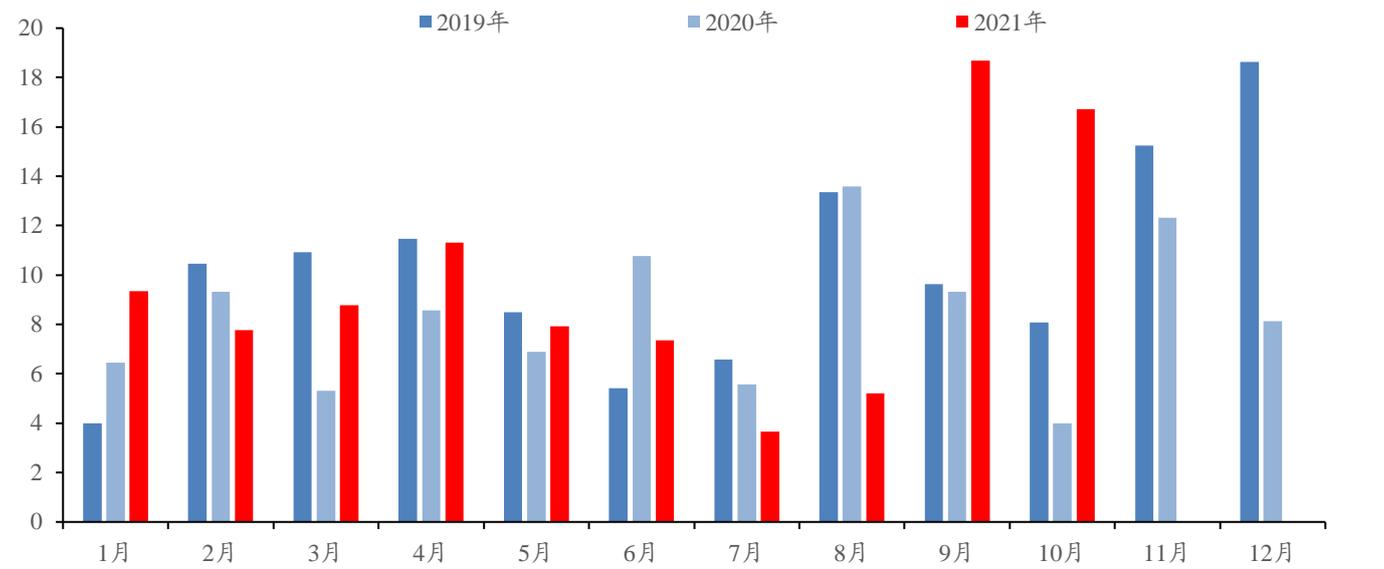
2018 年我国祖代肉种鸡更新量上升至 74.54 万套，2019 年大幅攀升至 122.35 万套，祖代严重供过于求；2020 年我国祖代肉种鸡更新量 100.28 万套，同比下降 18%，祖代供需平衡。2021 年 1-10 月，我国祖代肉种鸡更新量 104.71 万套，同比大增 31%，全年更新量或达到 110-120 万套。

图表 35 白羽祖代肉种鸡引种及更新走势图



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，华安证券研究所

图表 36 白羽祖代肉种鸡月度引种量对照图



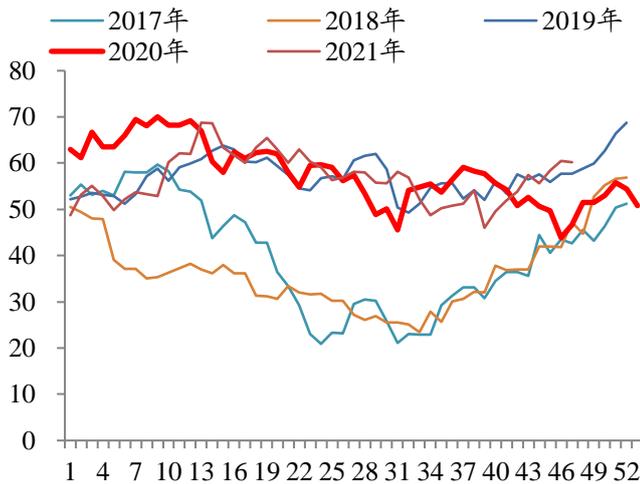
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，华安证券研究所

3.1.2 在产祖代、父母代存栏处 2017 年以来最高水平

2021 年第 47 周（11 月 22 日-11 月 28 日）在产祖代种鸡存栏量 121.17 万套，创 2017 年以来同期最高，后备祖代种鸡存栏量 60.26 万套，处于 2017 年以来同期高位。

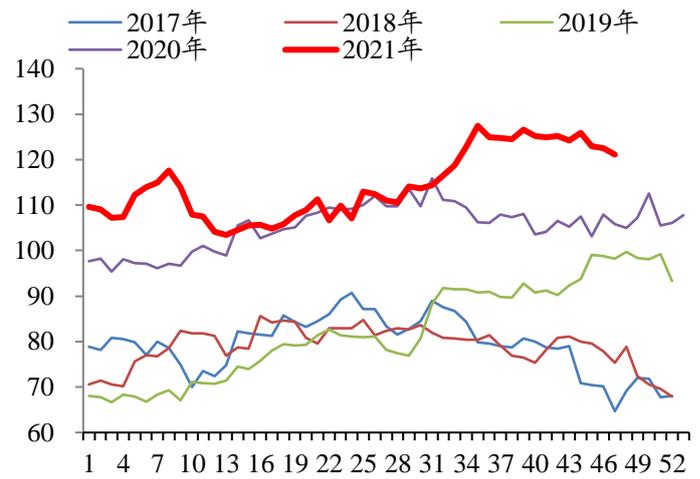
2021 年第 47 周（11 月 22 日-11 月 28 日）在产父母代种鸡存栏量 1587.33 万套，后备父母代种鸡存栏量 1270.13 万套，均创 2017 年以来同期最高水平。

图表 37 后备祖代种鸡存栏量走势图，万套



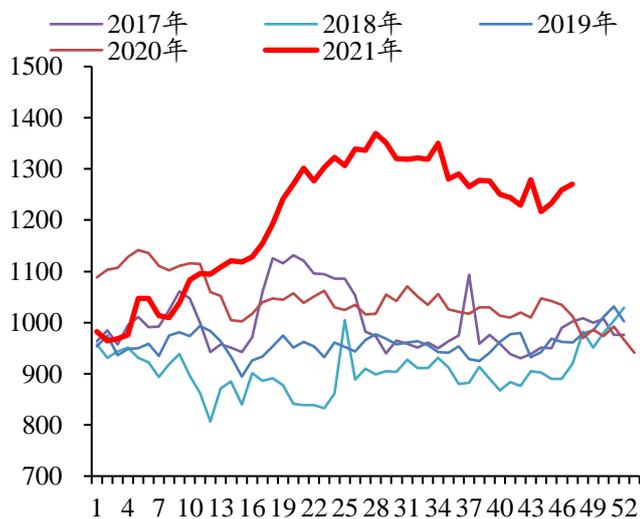
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，华安证券研究所

图表 38 在产祖代种鸡存栏量走势图，万套



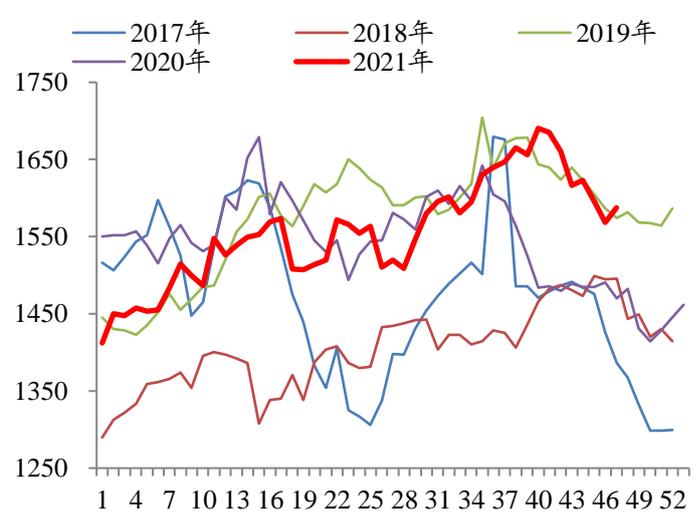
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，华安证券研究所

图表 39 后备父母代种鸡存栏量走势图，万套



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，华安证券研究所

图表 40 在产父母代种鸡存栏量走势图，万套



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，华安证券研究所

3.1.3 2021 年 1-10 月父母代鸡苗销量同比增长 6.5%

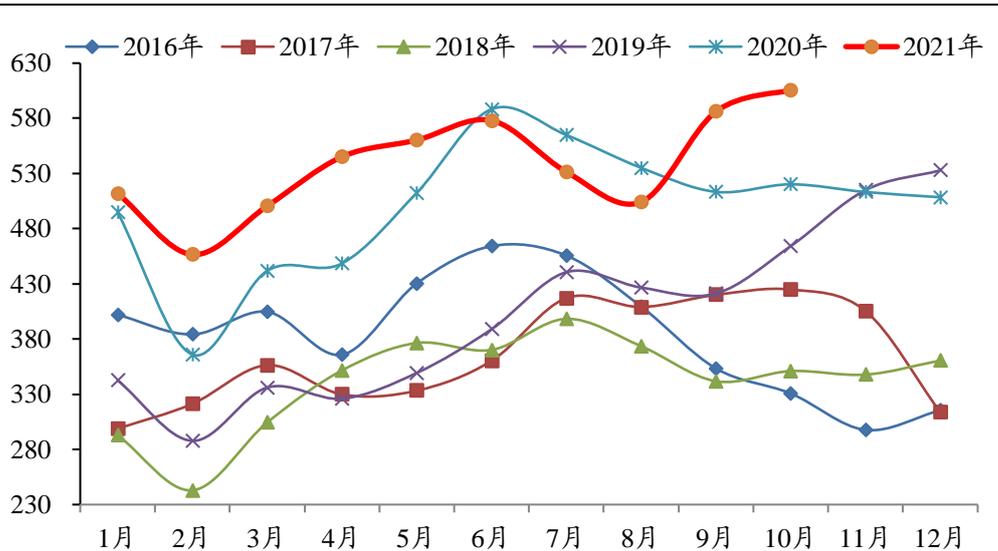
2019-2020 年，我国父母代鸡苗年销量分别达到 4831 万套、6007 万套，同比分别增长 17.5%、24.3%。2021 年 1-10 月我国父母代鸡苗累计销量 5379.51 万套，同比增长 7.9%。

图表 41 2009-2020 年父母代种鸡苗年销量对照图，万套



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，华安证券研究所

图表 42 父母代种鸡苗月均销量对照图（月），万套

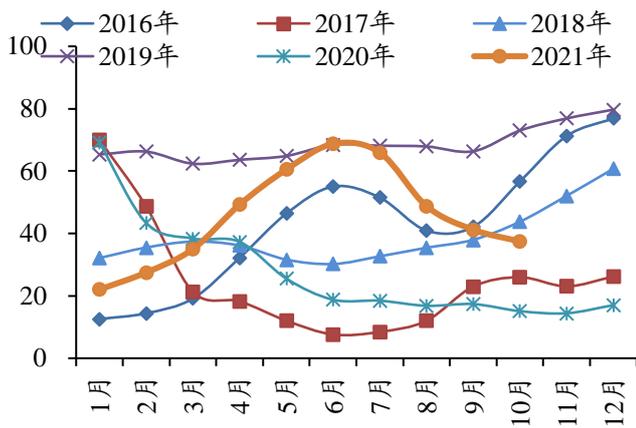


资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，华安证券研究所

3.1.4 2022 年白羽鸡价格有望温和上行

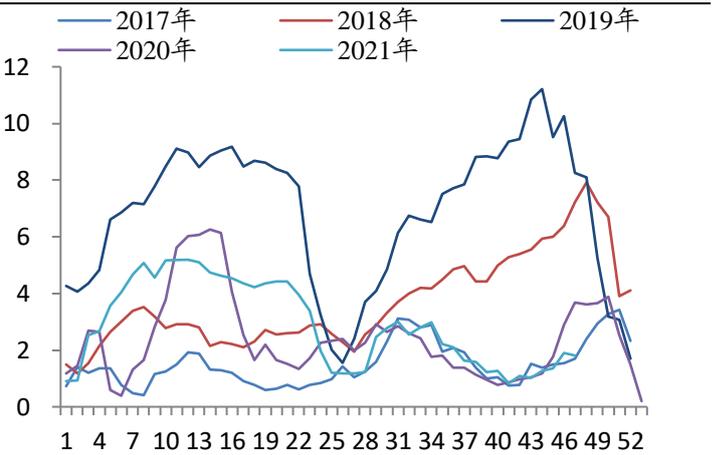
2020 年白羽肉鸡祖代更新量 100 万套，同比下降 18%，2022 年白羽肉鸡价格有望企稳回升；今年 1-10 月全国祖代更新量 104.71 万套，同比大增 31%，2023 年鸡价或再次下行。

图表 43 全国父母代鸡苗均价走势图，元/套



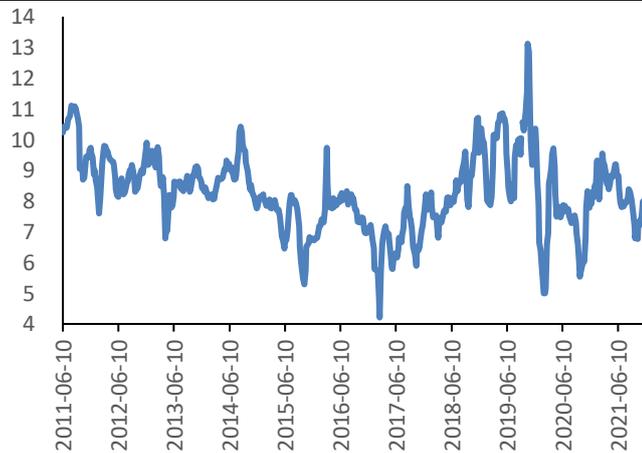
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，华安证券研究所

图表 44 全国部分商品代鸡苗销售价格，元/羽



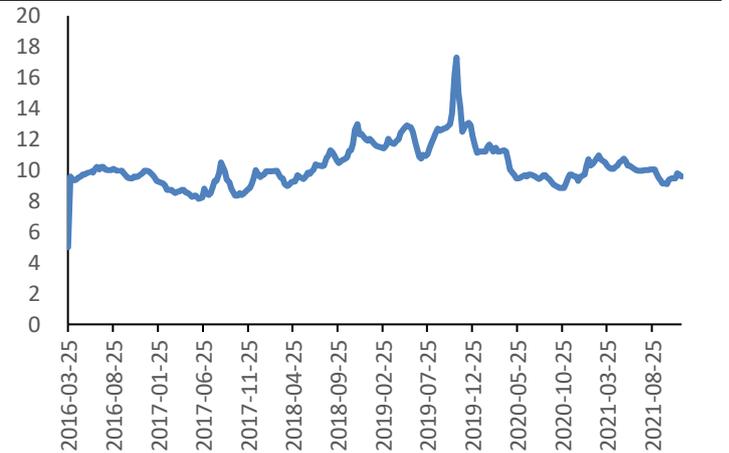
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，华安证券研究所

图表 45 白羽毛鸡价格走势图，元/公斤



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 46 白羽鸡产品价格走势图，元/公斤



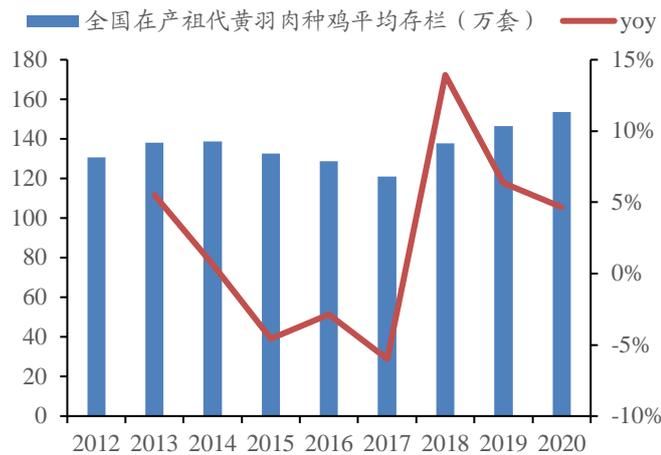
资料来源：wind，华安证券研究所

3.2 黄羽肉鸡连续两年亏损，2022 年价格有望温和上行

2012-2020 年，我国黄羽肉鸡祖代种鸡存栏量表现出“先减后增”的走势。2014-2017 年，受“H7N9 流感”和消费市场萎缩等因素影响，黄羽肉鸡市场多次遭受冲击，祖代种鸡存栏量逐年递减；2018-2020 年，行业生产逐步恢复，祖代规模逐年快速增加，2019-2020 年全国在产祖代黄羽肉种鸡平均存栏分别达到 146.61 万套、153.46 万套，全国在产父母代黄羽肉种鸡平均存栏分别达到 4123.33 万套、4302.2 万套，均创出历史新高。

受新冠疫情、产能增加等多重因素影响，2020 年黄羽肉鸡养殖效益严重下滑，亏损程度仅次于受到“人感染 H7N9 疫情”事件冲击的 2013 年，在产祖代存栏也从 2020 年年中开始回落。由于 2020-2021 年黄羽鸡行业整体亏损，行业持续去产能，截至 2021 年第 46 周（11.15-11.21），黄羽在产父母代存栏 1343.6 万套，黄羽父母代鸡苗销量 109.8 万套，均处于 2018 年以来最低水平，2022 年黄羽鸡价格有望温和上行。

图表 47 全国在产祖代黄羽肉种鸡平均存栏



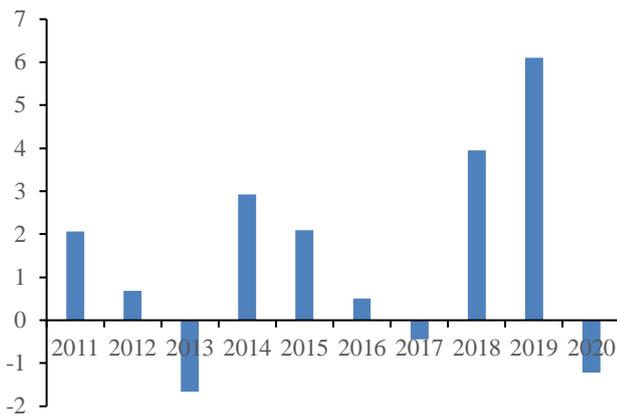
资料来源：中国畜牧业协会，华安证券研究所

图表 48 全国在产父母代黄羽肉种鸡平均存栏



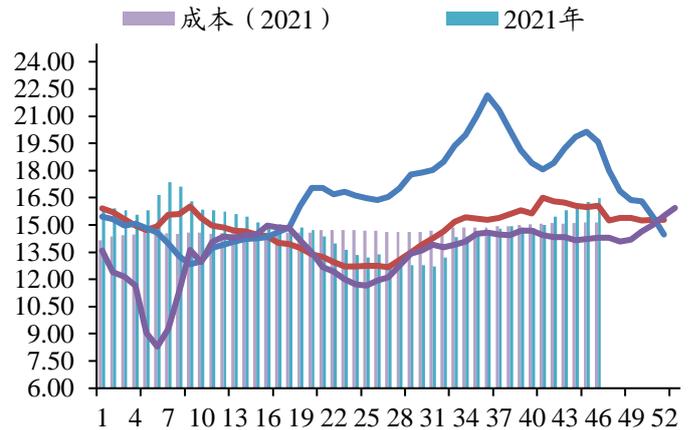
资料来源：中国畜牧业协会，华安证券研究所

图表 49 2011-2020 年黄羽肉毛鸡单只平均盈利，元



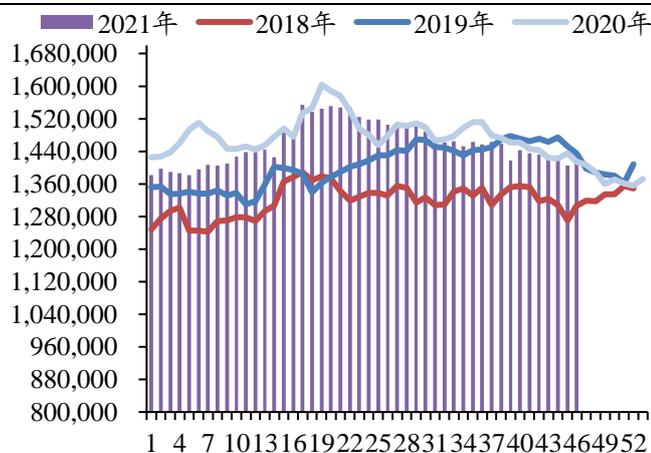
资料来源：中国畜牧业协会，华安证券研究所

图表 50 全国部分黄羽肉毛鸡销售均价和成本，元/公斤



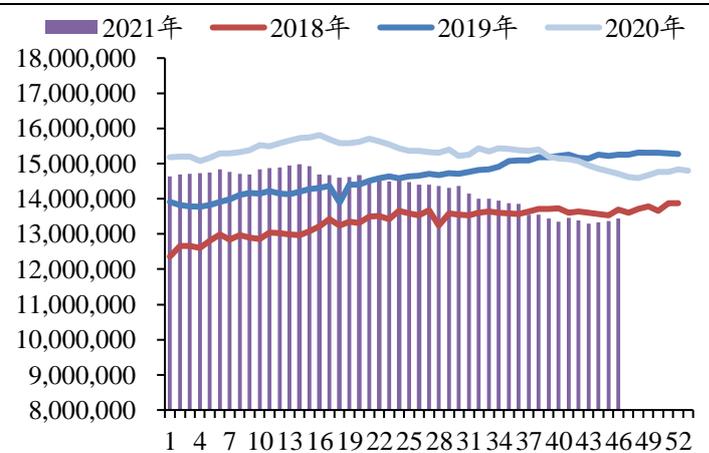
资料来源：中国畜牧业协会，华安证券研究所

图表 51 监测企业在产祖代黄羽肉种鸡周度存栏图，套



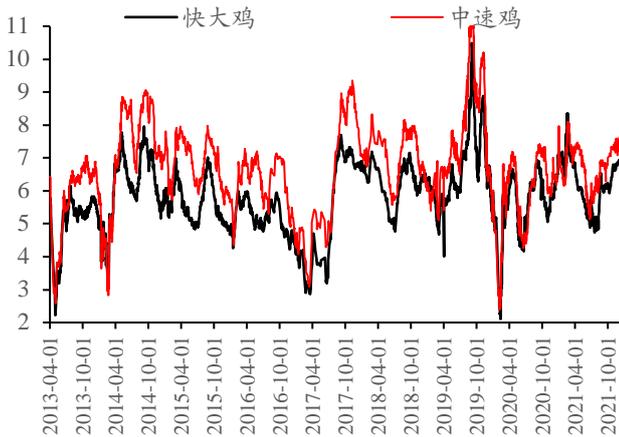
资料来源：中国畜牧业信息网，华安证券研究所

图表 52 全国在产父母代黄羽肉种鸡周度存栏图，套



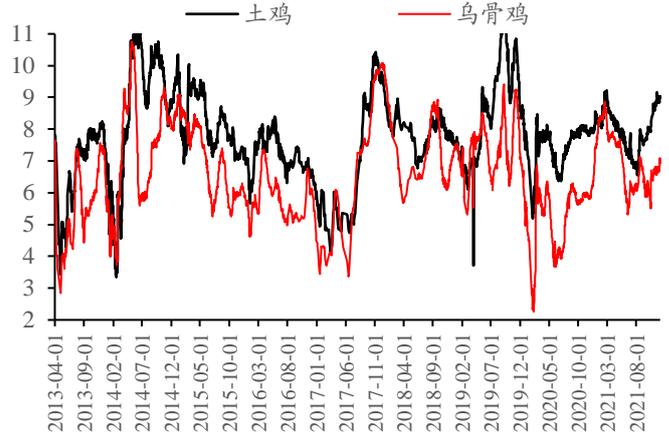
资料来源：中国畜牧业信息网，华安证券研究所

图表 53 黄羽鸡（快大鸡、中速鸡）价格走势图，元/斤



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 54 黄羽肉鸡（土鸡、乌骨鸡）价格走势图，元/斤



资料来源：wind，华安证券研究所

4 猪用疫苗潜力大，猪周期下行拖累景气度

猪用疫苗市场发展空间大。本轮周期最大的不同是养殖规模化程度加速提升，规模养殖场在土地、资金、种源、疫病防控、管理水平等层面占据全方位优势，扩张速度远超行业平均，且防疫支出显著高于散养户。我们认为，随着规模养殖出栏比重的持续提升，叠加后非瘟时期猪场疫病综合防控的客观需求，国内猪用疫苗市场空间有望持续扩容。基本假设如下：

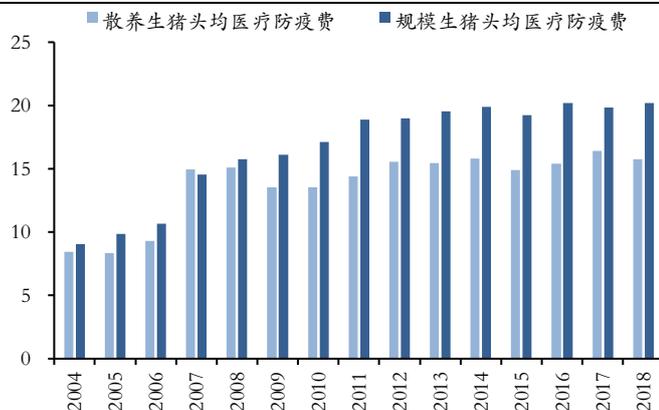
①假设我国生猪年出栏量新平衡点 6 亿头，规模养殖出栏量 4 亿头；

②**规模养殖部分：**参考头部上市猪企头均防疫成本，假设规模养殖企业疫苗成本占比 2.5%，养殖完全成本新平衡点 15 元/公斤，出栏均重 110 公斤，则头均疫苗使用费约为 41 元/头；

③**散养部分：**2017 年头均防疫医疗费用为 15.75 元，若疫苗费用占 50%，假设后期头均疫苗费用提至 10 元/头。

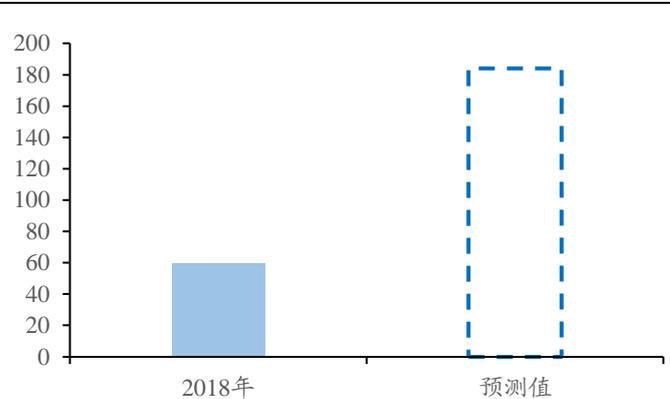
综上，由此可粗略测算出在不考虑非洲猪瘟疫苗的前提下，我国猪用疫苗潜在市场空间可达 184 亿元，相较 2018 年 59 亿元的规模，仍有非常可观的成长空间。

图表 55 生猪养殖头均防疫费用（元）



资料来源：全国农产品成本收益汇编，华安证券研究所

图表 56 猪用疫苗市场空间



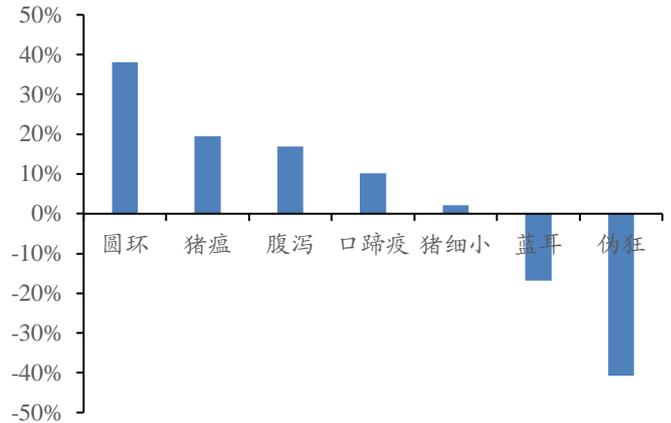
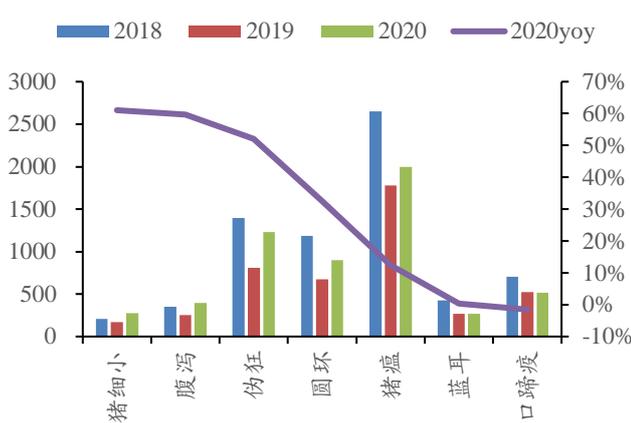
资料来源：中国兽药协会，华安证券研究所

回溯非瘟期间，除生猪存栏大幅减少之外，下游生猪养殖业阶段性主要矛盾是“防非控非”，规范养殖流程、减少外界与猪只接触，从而降低非瘟感染几率是养殖业核心考量，疾病免疫受到不同程度影响。从中监所批签发数据来看，2019年主要猪用疫苗批签发数量同比降幅从高到低依次为，猪圆环疫苗、猪伪狂犬疫苗、猪蓝耳疫苗、猪瘟疫苗、腹泻苗、口蹄疫疫苗和猪细小病毒病疫苗，降幅依次为-44%、-42%、-37%、-33%、-30%、-26%和-17%。非瘟防控措施调整只能导致猪用疫苗使用量短期回落，随着生物安全防控能力的逐步提升，2020年除口蹄疫疫苗批签发数据同比微降，其他主要猪用疫苗批签发数据均实现同比正增长，修复最快的品类依次为猪细小病毒疫苗61%、腹泻苗59.6%、猪伪狂犬疫苗52%。

2021年1-10月，猪用疫苗批签发数据同比增速由高到低依次为，猪圆环疫苗38%、猪瘟疫苗19.4%、腹泻苗16.8%、口蹄疫疫苗10.2%、猪细小病毒疫苗2.1%、高致病性猪蓝耳疫苗-37.2%、猪伪狂犬疫苗-40.7%。2021年10月，猪用疫苗批签发数据同比增速由高到低依次为，猪圆环疫苗25%、猪瘟疫苗14.8%、口蹄疫疫苗3.4%、猪伪狂犬疫苗-15.6%、腹泻苗-34%、猪细小病毒疫苗-55.9%、高致病性猪蓝耳疫苗-73.7%。我们细化到月度数据分析，2021年猪用疫苗批签发数据受到猪价大幅波动影响。

图表 57 2018-2020 年主要猪用疫苗批签发对照图

图表 58 2021 年 1-10 月主要猪用疫苗批签发同比增速



资料来源：国家兽药基础数据库，华安证券研究所

资料来源：国家兽药基础数据库，华安证券研究所

图表 59 2021 年主要猪用疫苗批签发数据及同比增速对照表

批签发	2021.1	2021.2	2021.3	2021.4	2021.5	2021.6	2021.7	2021.8	2021.9	2021.10
腹泻	47	42	46	36	26	35	32	24	37	29
圆环	114	109	79	131	92	79	87	61	98	110
猪细小	27	28	40	43	24	27	18	8	11	15
猪瘟	239	207	276	293	140	119	202	163	146	163
口蹄疫	56	68	48	58	22	14	36	53	91	30
蓝耳	31	17	31	29	15	9	20	16	10	16
伪狂	81	83	59	86	33	50	85	34	65	54
批签发 yoy	2021.1	2021.2	2021.3	2021.4	2021.5	2021.6	2021.7	2021.8	2021.9	2021.10
腹泻	147%	91%	53%	57%	53%	46%	39%	-49%	-31%	-34%
圆环	97%	73%	61%	85%	33%	13%	12%	-34%	75%	25%
猪细小	93%	40%	100%	43%	33%	13%	-33%	-58%	-63%	-56%
猪瘟	132%	25%	36%	55%	23%	-1%	24%	-19%	-37%	15%
口蹄疫	56%	-11%	-14%	107%	214%	-42%	9%	-25%	26%	3%

蓝耳	244%	-60%	11%	26%	7%	-40%	5%	-43%	-74%	0%
伪狂	19%	12%	-36%	-25%	-64%	-62%	-37%	-77%	-55%	-16%

资料来源：国家兽药基础数据库，华安证券研究所

5 原料价格或维持高位，转基因商业化渐行渐近

5.1 玉米、豆粕价格或维持高位

5.1.1 2022 年玉米价格或维持相对高位

美国农业部 2021 年 11 月供需报告预测，21/22 年度全球玉米产量 12.04 亿吨，国内消费量 11.92 亿吨，期末库存 3.04 亿吨，库消比 25.5%，较 20/21 年度下降 0.2 个百分点，较 10 月预测值上升 0.1 个百分点，处于 16/17 年度以来低位。

图表 60 全球玉米供需平衡表

百万吨	11/12	12/13	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18	19/20	20/21	21/22
期初库存	129.4	132.2	132.7	174.8	209.7	311.5	352.0	322.4	306.5	291.9
产量	886.6	868.0	991.4	1,016.0	972.2	1,123.4	1,080.1	1,119.7	1,119.0	1,204.6
进口	99.9	99.4	124.0	125.2	139.2	135.6	149.9	167.8	187.6	183.4
饲料消费	507.1	518.0	570.3	584.7	601.6	656.1	672.4	715.7	724.8	747.2
国内消费	883.2	864.7	949.3	981.0	968.0	1,084.1	1,090.5	1,135.6	1,133.6	1,192.1
出口	117.0	95.2	131.1	142.2	119.7	160.1	148.2	172.3	176.6	203.5
期末库存	132.8	135.4	174.8	209.8	213.9	350.8	341.6	306.5	291.9	304.4
库消比	15.0%	15.7%	18.4%	21.4%	22.1%	32.4%	31.3%	27.0%	25.7%	25.5%

资料来源：USAD，华安证券研究所 注：根据美国农业部 11 月数据测算

据我国农业农村部市场预警专家委员会 11 月预测：21/22 年度玉米产量 2.71 亿吨，与 10 月数据持平；20/21 年度全国玉米结余 806 万吨，21/22 年全国玉米结余 24 万吨，我们预计 2022 年度玉米价格有望维持相对高位。

图表 61 中国玉米供需平衡表（2021 年 11 月），单位：千公顷、吨/公顷、万吨

年度	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2021/22
			11 月估计	10 月预测	11 月预测
生产量	25,717	26,077	26,067	27,096	27,096
进口量	448	760	2,956	2,000	2,000
年度新增供给量	26,165	26,837	28,216	29,070	29,070
食用消费	1865	943	955	965	965
饲用及损耗	20000	17400	18000	18700	18700
工业消费	7900	8200	8000	8200	8200
种用消费	126	187	187	195	195

国内消费量	29891	27830	28216	29070	29070
出口量	18	1	0	2	2
年度总消费量	29893	27831	28218	29072	29072
年度结余量	-3,728	-994	806	24	24

资料来源：国家粮油信息中心，华安证券研究所

5.1.2 2022 年大豆、豆粕价格或维持相对高位

美国农业部 2021 年 11 月供需报告预测：2021/22 年度全球大豆产量 3.84 亿吨，国内消费量 3.78 亿吨，期末库存 1.038 亿吨，库消比 27.5%，较 20/21 年度下降 0.1 个百分点，较 10 月预测值降低 0.2 个百分点，处于 16/17 年度以来低位；2021/22 年度全球豆粕产量 2.58 亿吨，国内消费量 2.53 亿吨，期末库存 1300 万吨，库消比 5.2%，与 20/21 年度持平，较 10 月预测值上升 0.3 个百分点，处于 11/12 年度以来最低水平。

图表 62 全球大豆供需平衡表

百万吨	11/12	12/13	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18	19/20	20/21	21/22
期初库存	70.4	54.5	54.7	61.7	77.9	80.4	94.8	114.1	95.5	100.1
产量	239.6	268.8	207.0	319.6	313.8	349.3	342.1	339.9	366.2	384.0
进口	93.5	95.9	111.8	124.4	133.3	144.2	153.2	165.0	166.2	169.8
国内消费	257.7	261.2	274.8	301.9	313.9	330.8	338.0	358.4	363.1	378.0
出口	92.2	100.5	112.7	126.2	132.6	147.5	153.1	165.1	164.8	172.1
期末库存	53.6	57.4	61.7	77.5	78.5	95.7	99.0	95.5	100.1	103.8
库消比	20.8%	22.0%	22.4%	25.7%	25.0%	28.9%	29.3%	26.6%	27.6%	27.5%

资料来源：USAD，华安证券研究所 注：根据美国农业部 11 月数据测算

图表 63 全球豆粕供需平衡表

百万吨	11/12	12/13	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18	19/20	20/21	21/22
期初库存	8.7	10.0	9.5	10.6	13.9	13.4	13.8	0.4	0.3	0.3
产量	180.5	181.3	189.5	208.0	216.0	225.6	232.5	46.4	45.9	46.9
进口	57.1	53.8	57.9	60.9	61.8	60.4	61.1	0.6	0.7	0.4
国内消费	177.8	177.4	186.2	201.7	213.1	221.7	228.9	34.4	34.1	34.4
出口	58.3	57.9	60.2	64.5	65.4	64.6	64.9	12.6	12.5	12.9
期末库存	10.2	9.8	10.5	13.2	13.1	13.2	13.6	0.3	0.3	0.4
库消比	5.7%	5.5%	5.6%	6.5%	6.1%	5.9%	5.9%	0.9%	0.9%	1.0%

资料来源：USAD，华安证券研究所 注：根据美国农业部 11 月数据测算

中国大豆高度依赖进口。20/21 年中国大豆进口量预计高达 9978 万吨，占当年国内消费量的 88%。由于我国大豆进口量巨大，导致国内外大豆价格走势联动性很强。由于 21/22 年度全球大豆库消比处于 16/17 年以来低位，2022 年我国大豆价格有望维持相对高位。

图表 64 中国大豆供需平衡表（2021 年 11 月），单位：千公顷、吨/公顷、万吨

年度	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2021/22
			11 月估计	10 月预测	11 月预测

产量	1600	1810	1960	1865	1865
进口	8261	9853	9978	10200	10200
消费	10293	10860	11326	11908	11908
压榨消费	8672	9100	9500	10067	10067
食用消费	1253	1380	1420	1435	1435
种子用量	78	80	76	76	76
耗损及其它	290	300	330	330	330
出口	12	9	6	15	15
年度结余量	-444	794	606	142	142

资料来源：国家粮油信息中心，华安证券研究所

5.2 转基因商业化渐行渐近

5.2.1 中国种业规模全球第二，C5 占比 12%

我国种子行业发展起步较晚，种业市场一直到新中国成立之后才得以初步建立并缓慢发展。育种技术方面，我国杂交育种技术处于世界领先水平，但对于目前国际种业研发中主流的生物育种技术，我国尚处于积极探索阶段，大规模商业化虽尚需时日。近年来，我国政府对生物育种的政策支持力度出现增强趋势，商业化进程有望逐步进入快车道，我国种子市场带来可观的增量空间。

据 Kynetec 数据显示，2020 年我国种业市场规模达 552 亿元，过去 5 年年复合增长率 2.3%，市场规模居全球第二，仅次于美国，2025 年市场规模有望达到 732 亿元，年复合增长率 5.8%。我国种业市场增速明显高于世界其他主要农产区，未来五年，采用生物技术的玉米种子市场规模有望快速发展，此外，中产阶级人数增加和饮食习惯变化也将推动高端蔬菜种子需求快速提升。

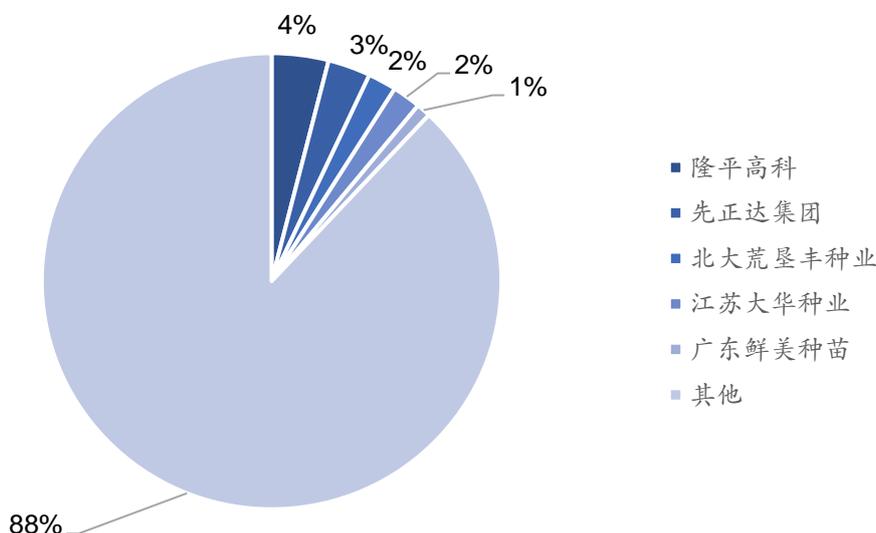
图表 65 2014-2020 年中国种业市场规模（单位：亿元）



资料来源：Kynetec，招股说明书，华安证券研究所

我国种子行业市场集中度偏低，市占率前五的种子企业累计占有 12% 市场份额。据 Kynetec 数据显示，2020 年先正达集团（含荃银高科）在中国种子行业市场占有率为 3%，排名第二，仅次于隆平高科。

图表 66 2020 年中国种业行业市占率



资料来源：Kynetec，招股说明书，华安证券研究所

与国际领先种企相比，我国种业发展仍存在劣势和挑战。首先，国内种企在研发投入和研发能力上远远落后于国际种企，且我国种子产业格局过于分散，单一企业难以形成国际竞争力；其次，部分先进性状种子存在明显的进口依赖性，尤其是具有先进性状的玉米种子、部分高端麦种以及优质蔬菜种子严重依赖进口；并且，我国对新性状研发产权的保护力度仍然不足，目前全球范围内共 75 个国家加入国际植物新品种保护联盟（UPOV），其中大部分国家加入 1991 年文本，我国仅加入 1978 年文本，导致在保护育种原始创新、扩大品种权人的权利范围、延长保护期限、规范农户特权等方面均存在差距。

5.2.2 转基因商业化渐行渐近

2020 年末，习近平总书记在中央经济工作会议中明确提出“解决好种子和耕地问题”，强调了“保障粮食安全，关键在于落实藏粮于地、藏粮于技战略。要加强种质资源保护和利用，加强种子库建设”。2021 年 2 月，《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》发布，明确了种子是农业现代化的基础，强调我国应当尊重科学、严格监管，有序推进生物育种产业化应用。2021 年 7 月，中央深改委会议审议通过《种业振兴行动方案》，把种源安全提升到关系国家安全的战略高度，随后《国家玉米、稻品种审定标准（2021 年修订）》公开征求意见出台。

2021 年 9 月，种子法修正草案首次提请审议，主要修改内容包括扩大植物新品种权的保护范围及保护环节、建立实质性派生品种制度、完善侵权赔偿制度等，将用制度导向激发原始创新活力，从源头上解决种子同质化严重问题。政府通过多重举措奠定了以生物育种为代表的农业生物技术在我国蓬勃、有序发展的顶层指导方针，我国种子行业将进入变革发展新阶段。

《国家级稻品种审定标准（2021年修订）》和《国家级玉米品种审定标准（2021年修订）》于10月1日起实施。此次修订后的审定标准，提高了品种产量指标、品种DNA指纹差异位点数指标、抗病性指标，增加一票否决病害类型和病虫害鉴定内容等。本次稻和玉米品种审定门槛的提高，有利于强化种业知识产权保护，激励育种原始创新，引导培育突破性品种，可以从根本上解决同质化问题，中长期利好种业龙头企业。

11月12日，农业部同时发布《农业农村部关于修改部分种业规章的决定（征求意见稿）》和《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）》，部分种业规章修订包含了《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》，为转基因商业化铺平道路。

图表 67 2020-2021 年中国种业主要事件及文件列表

	事件/文件	文件内容
2020年1月	农业农村部科技教育司发布2019年农业转基因生物安全证书（生产应用）批准清单，包括2个玉米品种和1个大豆品种	获批玉米品种为：北京大北农生物技术有限公司的“转cry1Ab和epsps基因抗虫耐除草剂玉米DBN9936”；杭州瑞丰生物科技有和浙江大学“转cry1Ab/cry2Aj和g10evo-epsps基因抗虫耐除草剂玉米瑞丰125”（原名“双抗12-5”），适宜生态区域均为北方春玉米区。获批大豆品种是上海交大“转g10evo-epsps基因耐除草剂大豆SHZD3201”抗除草剂大豆，适宜生态区域南方大豆区。安全证书有效期均为2019年12月2日-2024年12月2日。
2020年12月	中央经济工作会议	习近平总书记在中央经济工作会议中明确提出“解决好种子和耕地问题”，强调了“保障粮食安全，关键在于落实藏粮于地、藏粮于技战略。要加强种质资源保护和利用，加强种子库建设”。
2021年2月	《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》发布	明确了种子是农业现代化的基础，强调我国应当尊重科学、严格监管，有序推进生物育种产业化应用。
2021年7月	中央深改委会议审议通过《种业振兴行动方案》	农业现代化，种子是基础，必须把民族种业搞上去，把种源安全提升到关系国家安全的战略高度，集中力量破难题、补短板、强优势、控风险，实现种业科技自立自强、种源自主可控。
2021年9月	种子法修正草案首次提请审议	修改主要包括扩大植物新品种权的保护范围及保护环节、建立实质性派生品种制度、完善侵权赔偿制度等，将用制度导向激发原始创新活力，从源头上解决种子同质化严重问题。
2021年10月	《国家级稻品种审定标准（2021年修订）》和《国家级玉米品种审定标准（2021年修订）》正式发布	此次审定标准提高了品种产量指标，稻高产稳产和绿色优质品种产量指标总体提高2个百分点，玉米高产稳产品种产量指标提高2个百分点，玉米绿色优质、鲜食、青贮等专用特用品种产量指标比同类型对照品种提高3%以上；提高了品种DNA指纹差异位点数指标，将稻、玉米审定品种与已知品种DNA指纹检测差异位点数由2个分别提高至3个、4个；提高了抗病性指标，增加一票否决病害类型和病虫害鉴定内容等。

2021 年 11 月	农业部同时发布《农业农村部关于修改部分种业规章的决定（征求意见稿）》和《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）》	本次修改涉及 4 个相关法规，分别是《农业转基因生物安全评价管理办法》、《农业植物品种命名规定》、《主要农作物品种审定办法》、《农作物种子生产经营管理许可》。这 4 个法规对生物技术研发、植物新品种培育、新品种审定、生产经营等全产业链集中修订，为转基因的产业化彻底铺平道路。
2021 年 12 月	《国家级转基因大豆、玉米品种审定标准（征求意见稿）》	提出转基因目标性状有效性需要满足以下条件之一，耐除草剂、抗性、回交转育转基因品种

资料来源：农业农村部，华安证券研究所

我们判断转基因玉米商业化渐行渐近：

1、2023 年下半年或开始销售转基因玉米种子。部分绿色通道品种可以在明年下半年开始销售。修正意见稿估计在今年年内或明年初通过批准。按照这次修正意见稿，如果是在适宜种植区范围内，只要做一年的生产性实验。所以，最快到 2023 年制种，然后 2023 年下半年开始销售；

2、玉米种子行业有望迎来扩容。我国转基因玉米推广面积最终有望达到 4-5 亿亩，若按照每亩 10 元基因专利费，可对应 40-50 亿元收益，玉米种子行业有望迎来扩容；

3、种业龙头有望充分受益。大北农、隆平高科已有转基因玉米性状获得生物安全证书；登海种业拥有优质玉米种质资源，而种质资源的好坏对转基因品种好坏至关重要；先正达作为全球农业科技巨头和中国种业国家队，种子业务全球第三、植保业务全球第一，是全球拥有最丰富的种子产品组合的公司之一，累计开发 6,000 余种具有自主知识产权的种子产品，在全球主要种子市场建立超过 100 个育种和种质改良中心，每年研发费用近 100 亿元。我们判断，大北农、隆平高科、登海种业、先正达均有望在我国转基因种业商业化进程中脱颖而出。由于生产实验、品种审定及业绩兑现尚需时日，我们判断种业板块将震荡上行。

5.3 全球农业科技巨头先正达，国内市场扬帆起航

世界农业科技巨头，并购重组构建一体化作物综合解决方案。

先正达集团是世界农业科技巨头，由先正达植保、先正达种子、先正达集团中国和安道麦四个业务单元构成，主要产品包括植保产品、种子、作物营养产品和现代农业服务。国务院国资委是公司实际控制人，间接持有公司 99.1% 股权。先正达集团的发展历程可以分为三个阶段：第一阶段（1758-1973 年），从工业领域向农业领域拓展；第二阶段（1974-2010 年），“农化+种子”协同发展；第三阶段（2010 年至今），并购重组构建一体化作物综合解决方案。2020 年先正达集团实现营业收入 1,520 亿元，同比增长 5.1%，归母净利润 44.24 亿元，实现扭亏为盈。

公司植保业务产品线广泛，行业龙头地位显著。

2020 年全球植物保护产品市场规模 608 亿美元，2015-2020 年复合增长率 1.3%，2025 年全球规模有望达到 680 亿美元；全球植保产品集中度较高，2020 年以先正达为首的五大植保巨头市占率达到 75%。2020 年中国植保产品市场规模 454 亿元，2025 年有望达到 541 亿元，C5 占比 21%。

先正达集团的植保业务主要依托于先正达植保、安道麦与先正达集团中国三个业务单元开展。凭借先正达植保的新化合物创制能力、安道麦的制剂复配能力和先

正达集团中国的生产供应优势，2020年先正达集团在全球及中国植保行业市占率分别达到24%和11%，均位列第一。公司产品线广泛，涵盖除草剂、杀虫剂、杀菌剂、种衣剂、生物激活剂等，覆盖北美洲、拉丁美洲、欧洲、非洲及中东地区、亚太地区，根据当地的环境条件提供不同作物。2020年公司植保业务收入1,006.81亿元，占主营业务收入比重66.4%。

公司种子业务全球排名第三，自主知识产权种子产品逾6000种。

2015-2020年，全球种业市场规模从435亿美元增长至463亿美元，年复合增长率1.3%，2025年整体市场规模有望提升至527亿美元。2015-2020年全球生物育种市场规模从210亿美元增长至224亿美元，年复合增长率1.3%，2020年生物育种在全球种业市场中占比达到48.5%，2025年生物育种市场规模有望达到264亿美元。近年来，我国政府对生物育种的政策支持呈现增强态势，商业化进程有望进入快车道，2020年我国种业市场规模552亿元，位于全球第二，2025年我国种业市场规模有望达到732亿元。

先正达集团在全球种子行业排名第三、在中国种子行业排名第二。先正达集团是业内拥有最丰富的种子产品组合的公司之一，在400余条产品线中累计开发6,000余种具有自主知识产权的种子产品，先后整合先正达种子、中种集团、三北种业、荃银高科的品种与业务资源，在全球主要种子市场上建立超过100个育种和种质改良中心。2020年先正达种子业务收入228.88亿元，占主营业务收入比重约15%。

公司作物营养业务位居国内第一，现代农业服务全球领先。

先正达集团的作物营养业务主要由中化化肥经营，涵盖研发、生产、销售及售后服务，主要产品包括基础肥、复合肥、特种肥、钙钙等。2020年先正达集团在中国作物营养产品行业市场占有率达到10%，位居行业第一。

先正达集团的现代农业服务围绕农业全产业链形成食品价值链上下游业务闭环，主要包括农服业务、农产业务及数字农业服务。先正达集团在全球数字农业领域处于领先地位，也是中国现代农业服务行业的领导者。

公司创新体系成熟完善，年研发费用投入近100亿元。

先正达集团作为农业领域的创新引擎，在各业务领域均拥有独特的专有技术和研发能力，不断开发新技术、新产品，并在全球农业领域开拓创新成果应用。2020年，公司核心技术带来的收入占总收入比重81.5%，2018-2020年公司植保业务收入中核心技术贡献97%，种子业务收入中核心技术贡献100%，核心技术对作物营养业务和现代农业服务也有一定贡献。先正达集团始终将研发作为核心战略之一，保持高额研发投入，拥有庞大且具有竞争力的研发团队，在全球范围内建立了多个研发站点。截至2020年底，公司研发人员7,267人，占总员工人数16.44%，处行业领先地位；2018-2020年公司研发费用投入分别高达92.0亿元、95.3亿元、99.4亿元，占总收入比重分别为6.65%、6.59%、6.54%，远超行业平均水平。

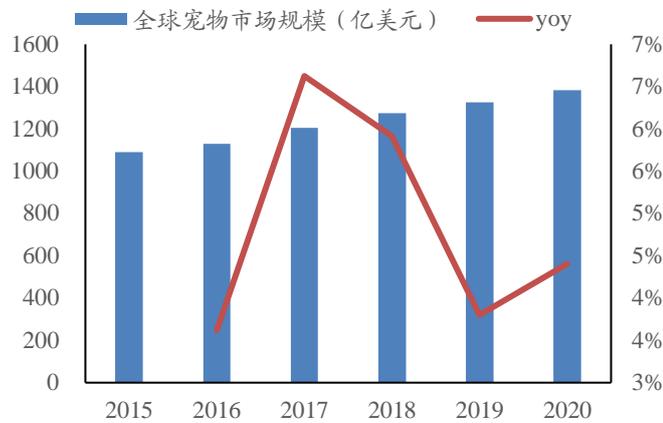
6 中国宠物市场潜力巨大，疫情拖累渐进尾声

6.1 全球宠物市场进入平稳发展期，集中度相对稳固

宠物产业在发达国家产业体系中较为成熟，相关产品及服务已经发展成为民众日常消费的重要组成部分。全球宠物市场近年来进入平稳发展的阶段。根据

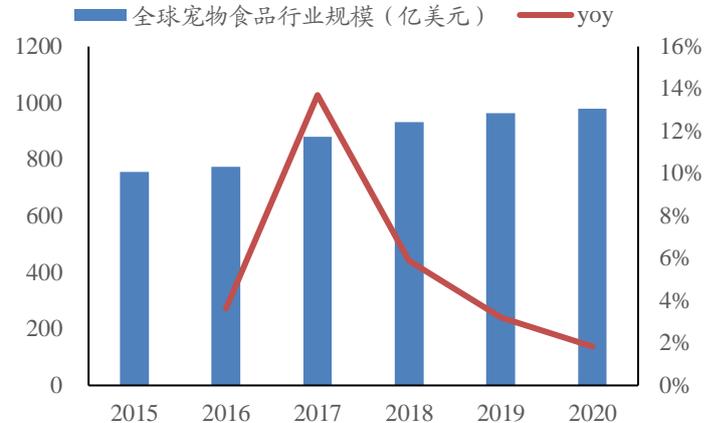
Euromonitor 披露数据：2015-2020 年，全球宠物市场规模从 1090.1 亿美元稳步攀升至 2020 年 1382.4 亿美元，年复合增长率 4.9%；全球宠物食品市场规模从 755.1 亿美元稳步攀升至 2020 年 980.7 亿美元，年复合增长率 5.4%。

图表 68 2015-2020 年全球宠物市场规模及增速



资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

图表 69 2015-2020 年全球宠物食品行业规模及增速



资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

目前，全球宠物食品竞争格局中前 8 位均是美国公司。前五家宠物食品公司行业集中度达 58%，玛氏和雀巢是全球宠物食品公司中的第一梯队，旗下产品线较全，价格带全方位覆盖高中低端。玛氏市占率 25%，雀巢市占率达 22%。

2019 年，全球第一大“狗粮”公司玛氏营业收入达 180.9 亿美元，全球宠物食品销售量最大的五个品牌中，有三个属于玛氏，分别是宝路、伟嘉、皇家。雀巢普瑞纳收入为 132 亿美元，旗下品牌包括冠能、丝倍亮、珍致、康多乐等。全球市场份额中排名第 3 到第 10 名的宠物食品公司年营业收入在 7~30 亿美元之间。

图表 70 全球宠物食品行业竞争格局

排名	公司	国家	年收入 (亿美元)
1	Mars Petcare Inc 玛氏	美国	180.85
2	Nestle Purina PetCare 雀巢普瑞纳	美国	132
3	JM Smucker	美国	29
4	Hill's Pet Nutrition 希尔斯	美国	22.92
5	Diamond Pet Foods	美国	15
6	General Mills (Blue Buffalo) 蓝爵	美国	13
7	Spectrum Brands 品谱集团	美国	8.21
8	Unicharm Corp 尤妮佳	日本	7.53
9	Deurer	德国	7.21
10	Heristo AG	德国	7

资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

6.1.1 美国宠物行业增速稳定，疫情下仍表现出较强消费韧性

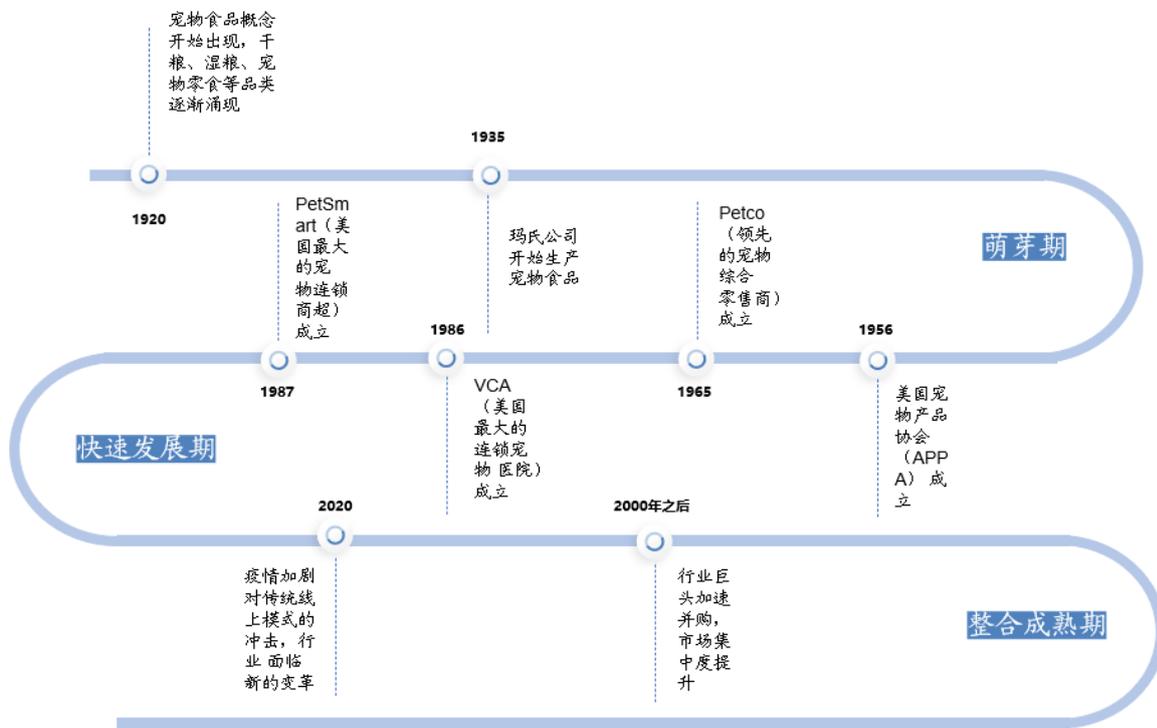
美国是全球最大的宠物饲养和消费国。根据美国宠物行业协会 (APPA) 2019-2020 年数据显示，美国宠物猫狗数量达到 1.7 亿，全国有 70% 的家庭饲养宠物，形成了庞大的宠物数量和稳定的市场需求。2000 年全美共有约 6,800 万只

宠物犬和约 7,300 万只宠物猫，2019 年宠物犬和宠物猫的保有量分别达到了约 9,000 万只和约 9,560 万只，年均复合增长率分别为 1.4%、1.3%。

美国宠物行业发展较早，可大致分为三个阶段：

- 1、1956 年以前，行业萌芽期。专门为宠物准备的宠物食品概念开始出现，干粮、湿粮、宠物零食等品类逐渐涌现，玛氏公司从 1935 年开始生产宠物食品；
- 2、1956-2000 年，行业快速发展期。1956 年美国宠物行业协会成立，宠物数量开始迅速增加，传统宠物店应运而生。工业化宠物产业已具备一定规模，多个宠物行业龙头公司在此期间诞生，竞争十分激烈；
- 3、2000 年至今，行业整合成熟期。美国宠物行业市场集中度提升，龙头公司加速并购整合，进一步完成服务升级和全产业链布局。超市和连锁店纷纷参与竞争，宠物零售店数量逐年减少，大型连锁成为发展趋势。同时，随着近年来线上经济的兴起，传统的线下模式受到一定冲击，行业面临新的变革。

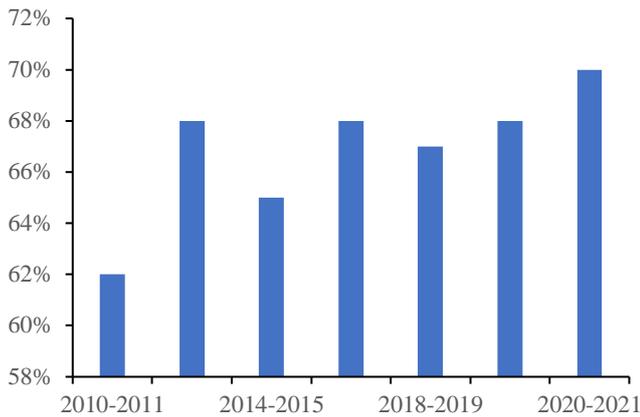
图表 71 美国宠物市场发展阶段



资料来源：前沿产业研究院，APPA，华安证券研究所

2020 年美国宠物市场规模达 1095 亿美元，过去 5 年 CAGR 达 9.1%。其中，2020 年美国宠物食品市场规模达 441 亿美元，过去 5 年 CAGR 达 10.4%，宠物食品近 5 年占总养宠开支达 40.3%，为养宠最大开支，宠物食品的品质升级、宠物零食种类的不断丰富是驱动其细分赛道成长的重要因素。

图表 72 2010-2019 年美国家庭宠物渗透率，%



资料来源: APPA, 华安证券研究所

图表 73 16-21 年美国宠物消费市场规模, 十亿美元, %



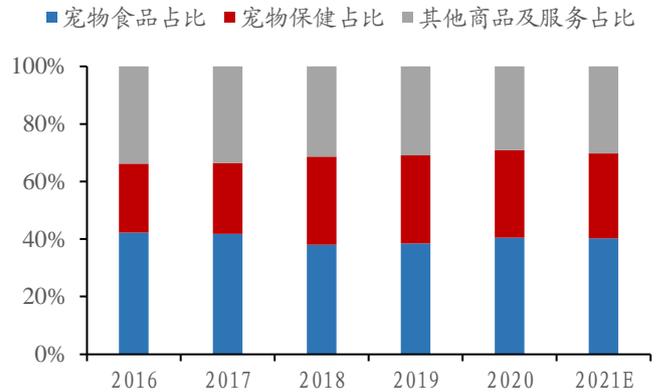
资料来源: APPA, 华安证券研究所

图表 74 16-21 年美国宠物食品市场规模, 十亿美元, %



资料来源: APPA, 华安证券研究所

图表 75 2016-2021 年美国宠物消费市场结构, %



资料来源: 历年宠物行业白皮书、华安证券研究所

在疫情导致大多数消费行业萎靡的情况下, 宠物行业在美国保持着强劲的抗衰退特性与增长势头。2020 年美国宠物市场规模首次突破千亿美元, 同比增长 6.7%。根据 APPA 疫情调研报告: 83%受访者表示并没有因为新冠疫情改变宠物饲养方式, 宠物人性化已成为美国宠物行业的主要发展趋势, 越来越多的宠物主将宠物当家人一样对待; 74%的养宠者认为宠物有助于减轻疫情所带来的压力, 增加幸福感。Packaged Facts 调查数据显示, 2020 年家中有 18 岁以下子女的美国家庭, 有 12%因为疫情而专门养了宠物。宠物数量的增长以及宠物人性化趋势成为了美国宠物行业发展的重要驱动力。另外, 疫情期间美国失业救济金与疫情补贴的发放也对宠物行业的消费产生一定推动作用。

6.2 中国宠物市场潜力巨大, 短期增速受疫情拖累

6.2.1 中国宠物市场突破 2000 亿, 食品消费占比超 5 成

随着我国社会经济发展和社会化进程加速, 民众物质生活不断改善, 社会老龄化、独生子女家庭普及及客观因素的突出, 使得民众开始寻求情感与精神的慰藉与

寄托，而宠物具备缓解人类压力、不向人类主动提出诉求等特点，逐步得到大众的青睐。

对比海外宠物百年历史，中国宠物行业至今仅有 30 余年历史，行业发展受政策影响从严到宽，1990s 至今可分为三个阶段：

第一阶段，1990-1999 年，政策从禁养到限养，宠物行业逐渐兴起，玛氏在中国建立起国内第一家宠物食品厂；

第二阶段，2000-2009 年，养宠政策放宽，宠物产品销售渠道日渐多元；

第三阶段，2010 年至今，萌宠经济受资本关注度持续升温，宠物消费各细分领域与场景日益精细化。

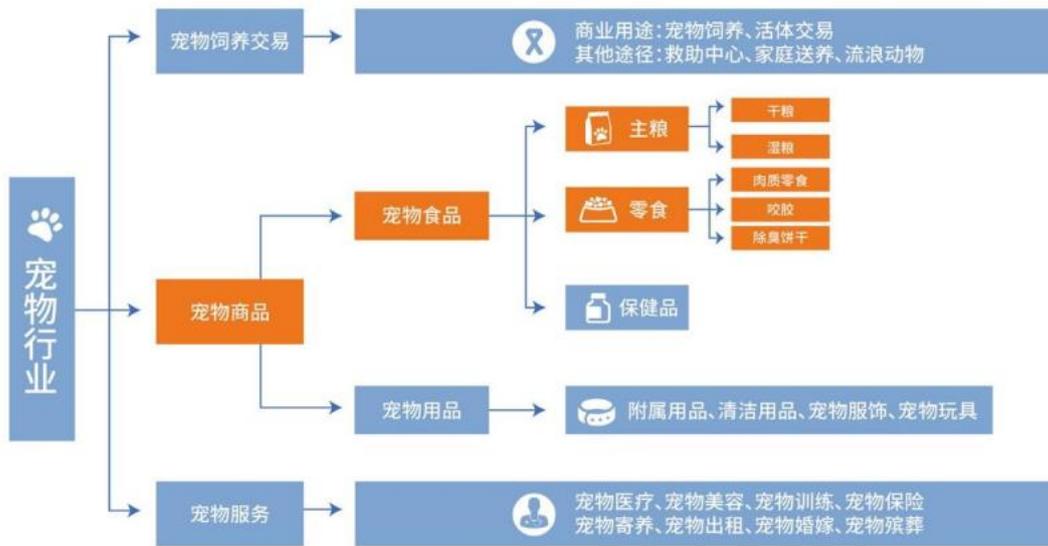
图表 76 国内宠物消费市场发展历程

时间		1990-1999 年	2000-2009 年	2010-至今
人均 GDP (元)		1,663-7229	7,942-26,180	30,808-70,892
65 周岁以上人口数量 (万)		7606.6	10018.2	14835.4
65 岁及以上人口占比		6.31%	7.7%	10.72
结婚率		7.75%	7.04%	8.72%
离婚率		0.84%	1.32%	2.73%
城镇化率		26.4%-34.8%	36.2%-39.4%	50%-60.6%
恩格尔系数	城镇	42.1%-54.2%	36.5%-39.4%	27.6%-35.7%
	农村	52.6%-58.8%	41.0%-49.1%	30.0%41.1%
供给端		国内宠物产品消费以国外品牌为主；专业的宠物医院开始出现	宠物消费仍以国外品牌为主；国内宠物食品/用品企业以代工贴牌模式为主，为国外品牌代工	国内宠物市场逐渐发展，以及受外贸出口下滑影响，代工企业不断拓展国内市场及自有品牌；生产技术的成熟推动新兴品牌崛起
渠道端		以花鸟鱼虫/农贸市场等小摊位为主	随着城市规划的发展，花鸟鱼虫/农贸市场逐渐向郊区迁移；专业宠物店逐渐发展成行；随着电商的崛起，线上销售渠道开始发展	线上零售份额不断提升，宠物垂直电商平台出现；线下专业宠物店数量不断增加；线上线下多渠道发展，并呈现全渠道融合趋势
消费端		养宠人群不断增加，养宠的消费观念和习惯发生改变，对宠物倾注越来越多的情感；对产品的需求除了功能性需求，产品的颜值、理念等功能之外的属性也成为重要的选择依据；消费者对宠物生活质量不断周昂是，从基本的食品需求到美容保健、培训、摄影、殡葬等服务类目的不断扩展和延伸，对宠物的情感和物质投入越来越多。		

资料来源：国家统计局、APA 亚宠会，华安证券研究所

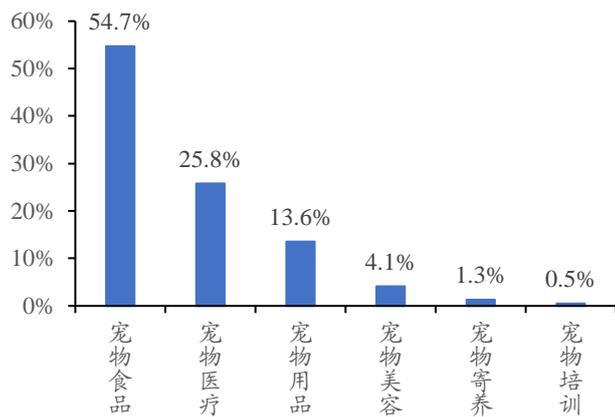
目前，宠物行业产业链逐渐清晰完善，主要包括宠物饲养、宠物交易、宠物食品、宠物用品、宠物医疗、宠物美容、宠物训练、宠物保险，以及宠物殡葬等一系列商品和服务链条。根据《2020 年中国宠物行业白皮书》：2020 年中国城镇宠物（犬猫）消费市场规模达 2065 亿元，宠物消费支出占比由高到低依次为宠物食品 54.7%、宠物医疗 25.8%、宠物用品 13.6%、宠物美容 4.1%、宠物寄养 1.3%、宠物培训 0.5%；从宠物消费结构看，宠物食品消费是最大的养宠支出，主粮、零食、营养品消费支出分别占宠物食品消费的 65.6%、32.5%和 1.8%。

图表 77 宠物产业链分布



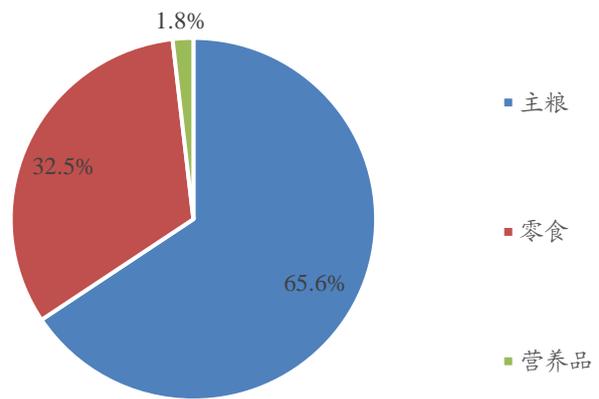
资料来源：福贝宠物招股说明书，华安证券研究所

图表 78 2020 年宠物消费结构图



资料来源：2020 宠物行业白皮书，华安证券研究所

图表 79 2020 年宠物食品消费结构图

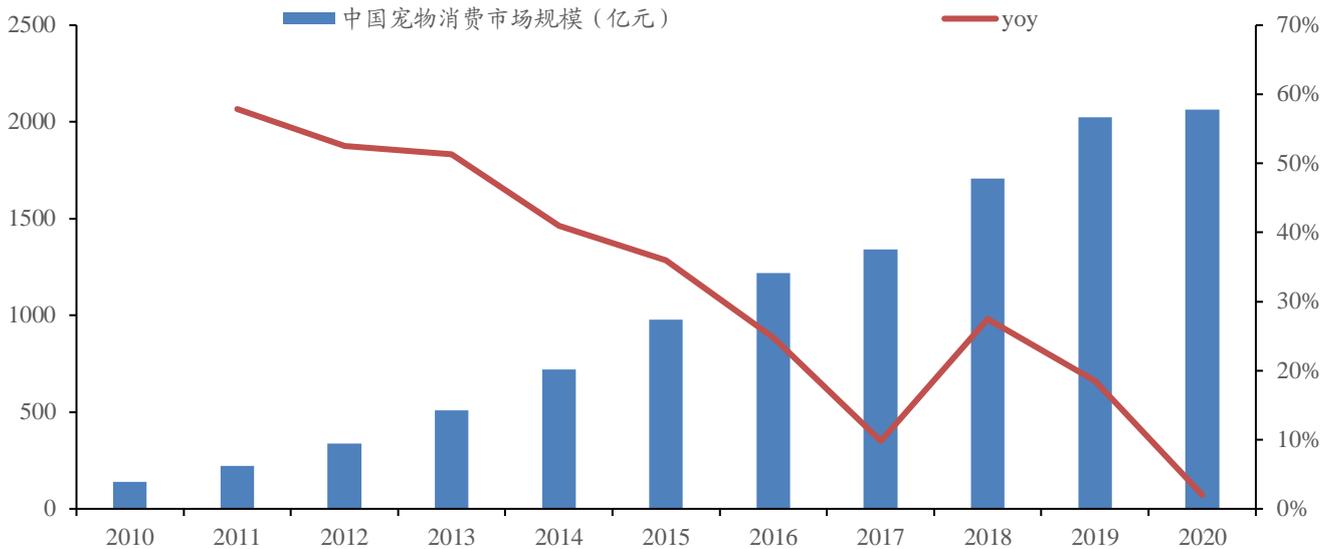


资料来源：2020 宠物行业白皮书，华安证券研究所

6.2.2 中国宠物消费增长潜力巨大，行业增速略有放缓

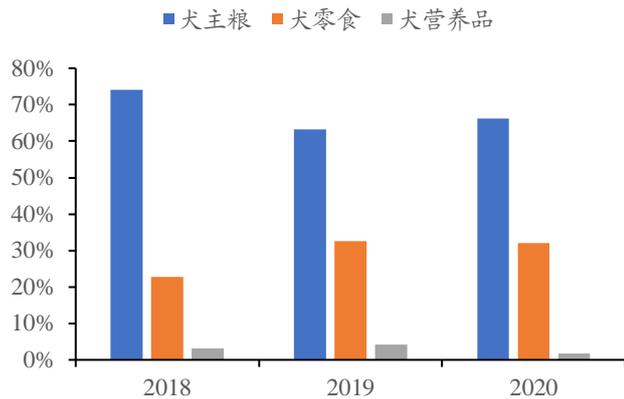
2010-2020 年，我国宠物消费市场规模从 140 亿元大幅攀升至 2065 亿元，年复合增长率高达 30.9%。2020 年，宠物消费市场规模增长放缓至 2%，2021 年仍保持低速增长。我们认为，2020-2021 年增速放缓的主要原因是，新冠疫情爆发导致经济下行压力明显增大，潜在宠物消费者暂缓入市。

图表 80 2010-2020 年中国宠物消费市场规模及增长情况



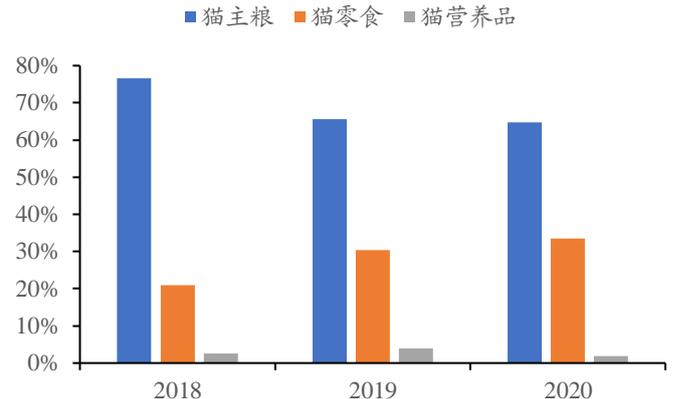
资料来源：历年宠物行业白皮书，华安证券研究所

图表 81 2018-2020 年中国宠物犬食品消费结构，%



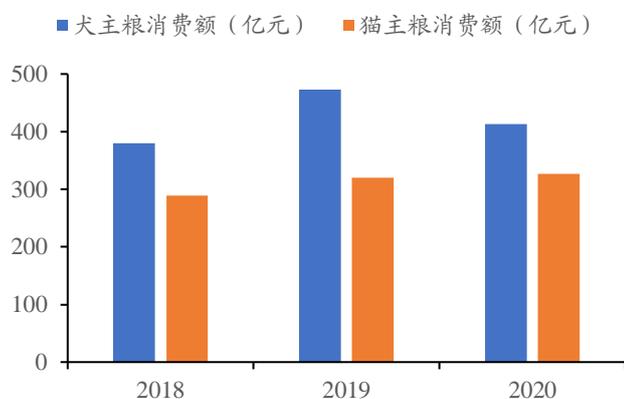
资料来源：历年宠物行业白皮书，华安证券研究所

图表 82 2018-2020 年中国宠物猫食品消费结构，%



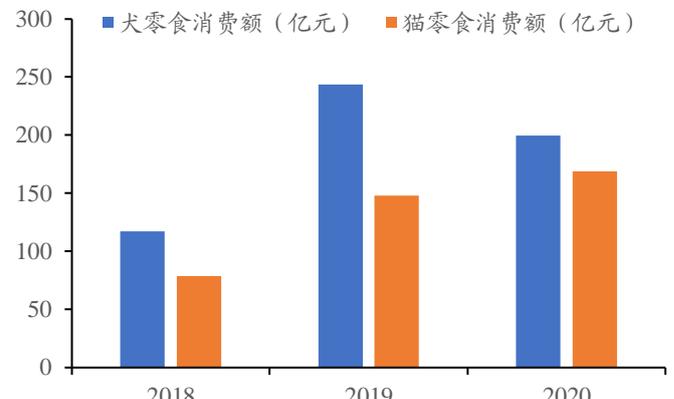
资料来源：历年宠物行业白皮书，华安证券研究所

图表 83 2018-2020 年中国宠物犬猫主粮消费额，亿元



资料来源：历年宠物行业白皮书，华安证券研究所

图表 84 2018-2020 年中国宠物犬猫零食消费额，亿元



资料来源：历年宠物行业白皮书，华安证券研究所

从中长期维度看，中国宠物渗透率、宠物犬猫年均支出均远低于主要养宠国，宠物消费市场增长潜力巨大。中国宠物渗透率 17%，而美国、澳洲、英国、日本分别高达 68%、62%、45%和 38%；中国人均犬、猫数量分别为 0.03 只、0.04 只，中国宠物犬、宠物猫年消费支出分别为 869 美元和 679 美元，均低于主要养宠国。

中国养宠消费支出结构与美国养宠消费结构存在较大差别。美国养宠消费结构中宠物医疗占比最高，宠物猫、狗医疗支出均超过消费支出的 40%，美国宠物医疗主要包括定期检查与外科兽医出诊费用，以外科兽医出诊费用为主，宠物食品在美国养宠消费结构中同样占据较大比例，宠物猫、狗分别达到 37.4%、28.5%。相比之下中国养宠消费结构中宠物食品支出更为突出，宠物猫狗食品支出占比分别达到 57.2%、52.8%；宠物医疗占比相对较小，仍有较大提升空间。

图表 85 中国与主要养宠国的养宠消费支出对照表

	美国	英国	澳洲	日本	中国
猫犬数量 (万只)	17300	1650	890	1858	9915
犬数量 (万只)	9700	900	510	880	5503
猫数量 (万只)	7600	750	380	978	4412
宠物渗透率 (%)	68%	45%	62%	38%	17%
人均猫数量 (只)	0.23	0.11	0.15	0.08	0.04
人均犬数量 (只)	0.30	0.13	0.20	0.07	0.03
人均宠物护理支出 (美元)	162	93	-	42	7
宠物犬年消费支出	1,381	1,478	1,154	3170	869
食物	259	-	346	590	330
零食	76	-	-		170
维生素	58	-	104	-	8
医疗护理	638	-	492.2	552	165.1
寄养	229	-	76.6	-	15.6
宠物猫年支出 (美元)	908	1,419	682	1506	679
食物	228	-	205	390	251
零食	58	-	-		130
维生素	54	-	61	-	7
医疗护理	374	-	289.4	291	129.7
寄养	120	-	68.1	-	9.5

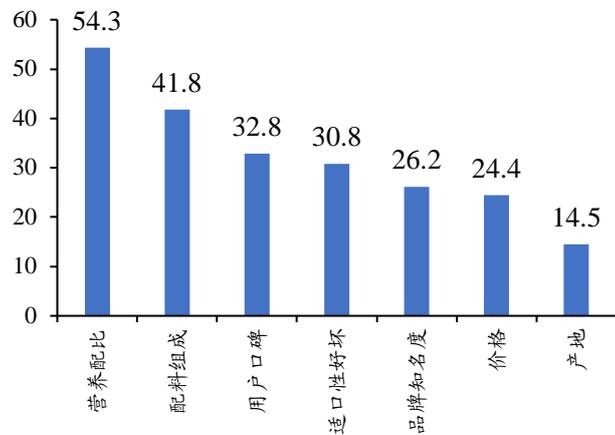
资料来源: APPA, Anicom Insurance, RSBCA, Groomarts academy, Statista, World Bank, 宠物行业白皮书, 华安证券研究所

我国养宠主力年轻化与消费升级带动下宠物食品细分化、高端化。《2020 宠物行业白皮书》显示，90 后已成为养宠主力，宠物消费支出也明显高于其他阶段。根据招商银行《2021 中国私人财富报告》，2020 年，中国个人可投资资产规模达 241 万亿元，2018-2020 年 CAGR 达 13%，预计到 2021 年，可投资资产规模将达 268 万亿元，人均可支配收入显著提高。

宠物经济是年轻人的“孤独生意”，日益年轻化的消费群体不断推动着宠物行业走向繁荣。超 6 成的受访者会视宠物为自己的家庭成员，85% 的受访者愿意为宠物购买原料更优质、价格更高的宠物食品。根据第七次人口普查数据，我国人口年龄结构变化呈现中间落、两头升的趋势，老龄化加剧，Z 世代成为消费主力，无论是文化娱乐还是实体商品，年轻人花在能满足他们精神领域的消费比例越来越高。年轻化的消费者情感消费趋势明显，对新鲜事物接受度更高，除了关注品牌

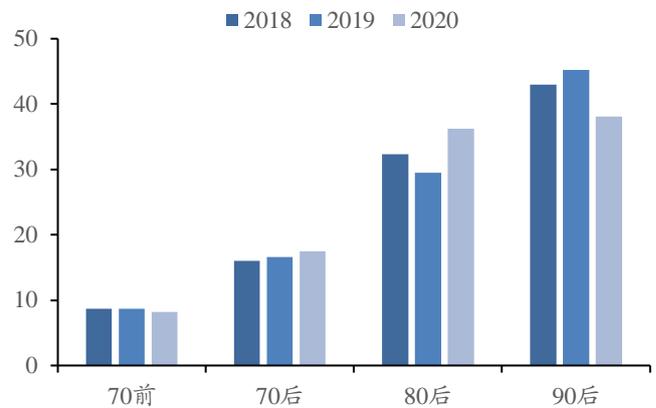
外，对于宠物食品的质量、营养、安全性以及宠物喜爱程度等要素更加关注，这些养宠观念和消费观念对于宠物食品的细分化、高端化、健康化提出更多要求。

图表 86 宠物食品消费决策因素占比，%



资料来源：历年宠物行业白皮书，华安证券研究所

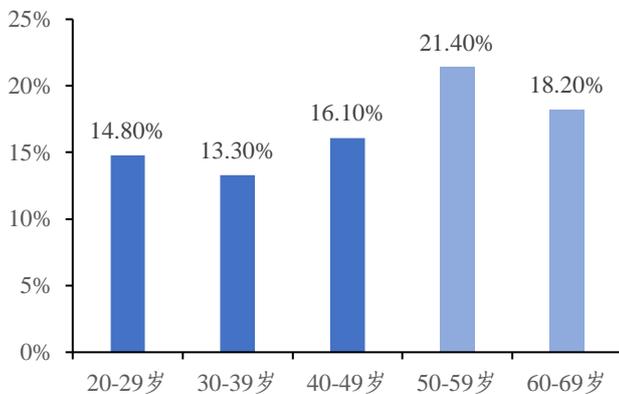
图表 87 2018-2020 年我国宠物主年龄分布，%



资料来源：历年宠物行业白皮书，华安证券研究所

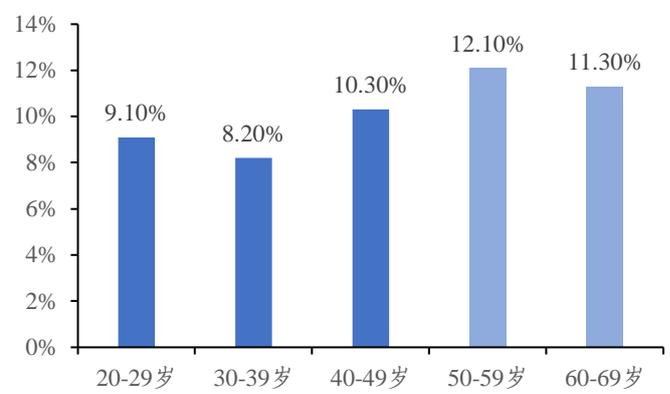
伴随老龄化程度加深，未来老年人养宠有望成为国内市场新的驱动因素。对比日本宠物发展历史来看，养宠的潮流是从陪伴的需求开始的，养宠的主要人群经历了从中青年到老年的转变，现阶段我国年轻人饲养宠物的比例远大于老年人，但随着人口老龄化以及生育率的降低，人们把宠物当作家庭成员的情感需求越来越强烈，越来越多的家庭将会选择饲养宠物，未来我国老年人饲养宠物的比例有望继续上升，带动宠物市场持续增长。

图表 88 2012 年日本宠物狗主人年龄分布



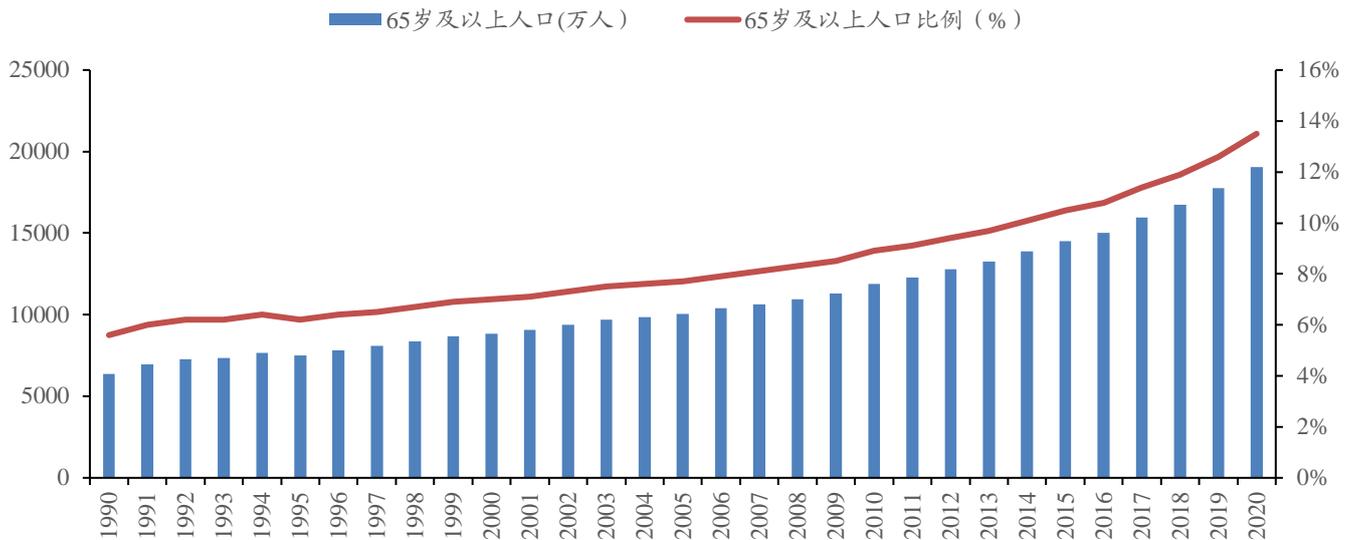
资料来源：日本宠物食品协会，华安证券研究所

图表 89 2012 年日本宠物猫主人年龄分布



资料来源：日本宠物食品协会，华安证券研究所

图表 90 我国人口老龄化程度不断加剧

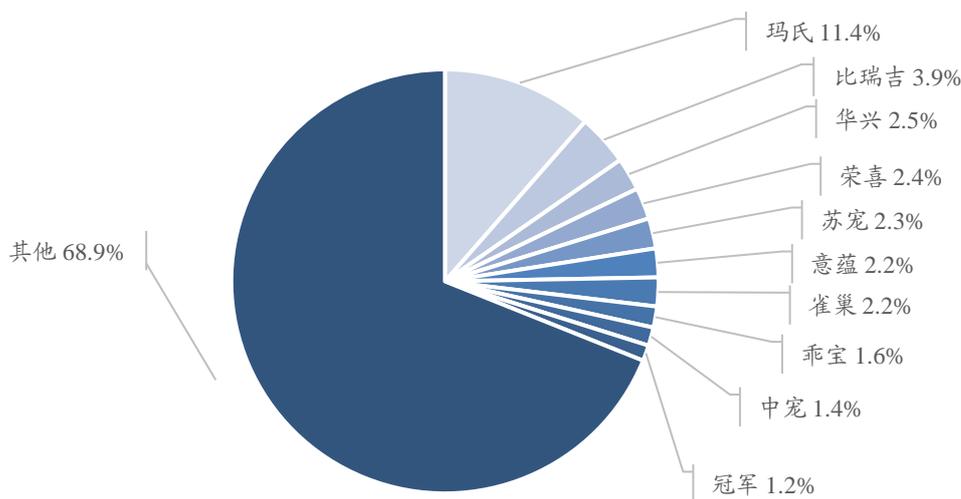


资料来源: wind, 华安证券研究所

6.2.3 行业集中度较低, 电商助力国货宠物品牌崛起

国内宠物食品行业集中度低, 尚未形成垄断格局。国内宠物食品市场, 玛氏占据龙头地位, 市场份额占比为 11.4%, 其他品牌市场份额占比均在 5%以下, 我国宠物食品行业集中度仍相对较低, CR10 仅达到 31.1%。新进入的宠物食品企业若能提供满足消费者需求的产品, 仍有较好的发展前景。根据《2020 年中国宠物行业白皮书》, 64%的首次养宠消费者在过去两年内更换过品牌, 平均每个养宠家庭会试用 5-6 个高端产品品牌, 在成熟市场仅为 2-3 个品牌, 行业内的其他公司均有机会进行追赶。

图表 91 中国宠物食品品牌市占率分布



资料来源: 2020 宠物行业白皮书, 华安证券研究所

宠物食品呈现高电商渗透率特点, 线上销售占比超 50%。根据欧睿数据, 目前中国宠物食品销售渠道中线上销售占比超 50%, 宠物店达 25%, 商超渠道约占 10%。受近几年线上购物发展趋势影响, 叠加疫情因素众多宠物店线下门店未开

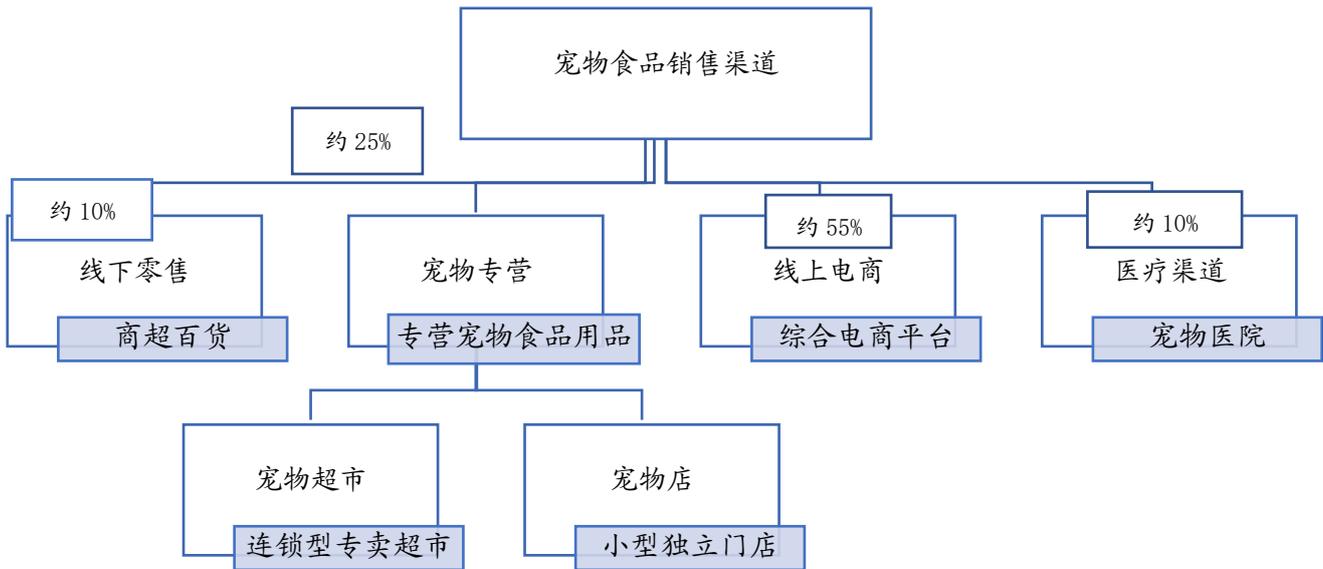
业，加之宠物食品国货品牌行业集中度较低，线上宠物食品品牌数量超过 400 个，电商已经成为宠物食品行业最为重要销售渠道。

图表 92 宠物食品销售渠道

渠道种类	特点	代表	品牌类别
线上渠道	流量大、增速高、便捷性高、体验性弱；进驻门槛低，市场竞争压力大	淘宝、天猫、京东等大型电商平台、波奇网、E宠网、狗民网等专业平台	进驻门槛低，品种多样、高中低端均有覆盖
宠物店	目标用户精准、推广成本合理	宠物家、宠宠熊、酷迪宠物等	以中高端为主，对品牌知名度、品牌保障要求极高
宠物医院	专业性强、经营面积大	瑞派、瑞鹏、美联合中等	处方粮、中高端品牌产品
商超百货等零售渠道	依托大型商场、营业面积大、客流量大而稳定，消费者信赖度高	家乐福、沃尔玛、华联大润发、卜蜂莲花等	门槛较高，品牌需要具有一定的品牌知名度、用户知名度

资料来源：前瞻产业研究院，华安证券研究所

图表 93 国内宠物食品电商销售占比逐渐扩大



资料来源：欧睿，华安证券研究所

电商渠道加速国货宠物品牌崛起。以皇家为代表的海外品牌先于国内品牌建立了线下渠道和品牌优势，伴随着国内宠物消费市场日益成熟，海外品牌在电商布局上较国内品牌响应速度较慢，电商的发展为国货品牌中宠、乖宝、福贝、疯狂的小狗等国货品牌突围与崛起创造了有利机会。

图表 94 国产宠物品牌粉丝数

品牌	品牌属性	天猫官方旗舰店粉丝数 (万人)	抖音官方号粉丝数 (万人)
麦富迪	国内	193	6.5
疯狂小狗	国内	107	33.6
比瑞吉	国内	77.3	16.8

伯纳天纯	国内	19.6	3.1
皇家	海外非进口	192	61
玛氏	海外非进口	86	0.57
冠能	海外非进口	63.5	0.6
海洋之星	海外进口	52.9	3.5
素力高	海外进口	7.3	6.4
爱肯拿	海外进口	0.6	-
Go!	海外进口	19.4	-
渴望	海外进口	0.7	-

资料来源：天猫，抖音，华安证券研究所

2021年双十一期间，新锐宠物品牌的增速十分显著，国货品牌表现亮眼。在天猫宠物双十一全周期成交排行榜 Top10 中，中国品牌占据六位，分别是：麦富迪、卫仕、PIDAN、凯锐思、网易严选、耐威克，旗舰店方面千万级新锐商家品牌达 14 个；京东平台同样出现相似情况，中国品牌在宠物品牌成交排行榜 Top10 中占据五位，分别是麦富迪、博纳天纯、卫仕、耐威克、比瑞吉，双十一新品牌的成交额同比增长了 387%。更多新锐商品通过沉淀品质、提升性价比、占领电商平台、创意营销等方式，获得新一代消费者的青睐，实现弯道超车。

图表 95 2021 年双十一期间品牌销量排名

排名	天猫	京东
1	麦富迪	皇家
2	皇家	麦富迪
3	Orijen 渴望	Orijen 渴望
4	爱肯拿	伯纳天纯
5	卫仕	卫仕
6	PIDAN	爱肯拿
7	凯锐思	冠能
8	Ziwi	耐威克
9	网易严选	比瑞吉
10	耐威克	福来恩

资料来源：天猫、京东双十一战报，华安证券研究所

6.3 推荐国内宠物食品龙头企业

6.3.1 中宠股份：海外市场稳扎稳打，持续发力自主品牌

深耕宠物赛道二十余载，国货宠物食品龙头企业。

公司是国内最早的宠物食品企业，深耕赛道达 20 余年，主营业务为具备出口级品质的宠物零食，以海外 ODM/OEM 起家，产品远销美国、英国、日本等 50 多个国家和地区。现阶段公司不断丰富产品品牌矩阵，布局宠物干粮、湿粮、罐头等，大力发展自主品牌，旗下知名品牌包括 Wanpy 顽皮、Zeal 真致等，领先，已发展成为国货宠物食品龙头企业。

海外市场稳扎稳打，销量营收稳步提升。

公司收入和利润主要源自于海外市场，1H2021 公司海外销售收入占主营业务收入 75%，公司产品销往美国、欧盟、日本等国家和地区，主要客户为当地拥有品牌的宠物食品经销商，前五大客户收入占比近 5 成。2013-2020 年，公司海外收

入从 4.59 亿元大幅攀升至 16.41 亿元，年复合增长率 20%；1H2021，公司海外收入 9.45 亿元，同比增长 25.3%。公司检测中心是全球唯一一家通过 CNAS 认可的宠物食品、饲料生产企业实验室，可满足不同进口国关于宠物食品质量安全基本要求，公司严格把控产品质量，实现历史零失误。2014 开始，公司陆续在美国、加拿大、新西兰、柬埔寨投资建设工厂，不断完善全球化布局，发挥在产品研发、品质管控和成本控制等方面的供应链优势，公司通过海外投资建厂实现本土化生产与本土化销售，规避国际政治、经济、外部环境变化对企业带来的风险，提高公司的抗风险能力以及盈利能力。

大力拓展国内市场，增强自主品牌影响力。

公司国内销售收入占主营业务收入 24.9%，2013-2020 年国内收入从 0.43 亿元大幅攀升至 5.38 亿元，年复合增长率高达 43.6%，1H2021 公司国内收入达 3.13 亿元，同比增长 33.2%。公司现已形成以零食为先发品类，干粮、湿粮齐头并进的发展思路；在品牌运营方面，公司贯彻以“Wanpy 顽皮”、“Zeal 真致”为核心的品牌战略，通过不同品牌定位迎合各细分市场的需求，今年 9 月公司收购杭州领先 50% 股权，现持有杭州领先 90% 股权，也将协助发展领先。公司稳步投放销售费用，销售费用、销售费用率、推广宣传费、推广宣传费占比在已上市宠物公司、拟上市公司中基本处于最高水平；公司全渠道精细化布局，新零售打开业务新增长曲线。公司通过 IPO、发行可转债、增发募集资金投资项目陆续投产，预计公司将实现宠物零食超过 2 万吨，宠物罐头 6 万吨，宠物干粮 7 万吨的生产能力，未来销量快速增长值得期待。

6.3.2 佩蒂股份：全球宠物咬胶龙头，深耕市场力拓品类

全球宠物咬胶龙头，深耕品质为犬猫，首次覆盖给予买入评级。

公司成立于 2002 年，专注宠物咬胶研发与生产，是宠物咬胶国家标准制定者。公司宠物咀嚼食品已达到第五代水平，而世界普遍的技术水平仍停留在第三代，实现了两代先进的差异化优势。作为全球首个分龄宠物口腔护理方案专家，佩蒂产品远销美国、欧洲、澳洲市场，并通过海外产能建设扩充业务边际和优化成本管控。目前旗下自主品牌包括齿能、爵宴、好适嘉、贝家、ITI、Smart Balance 等，代理品牌有 Smart Bones 等。

产品出口级品质管理，海外核心客户稳定。

公司连续通过美国 FDA、欧盟 FVO，BRC 等国际标准化体系和国际市场准入体系认证，并成为美国 APPMA 协会成员，所有产品均按婴儿食用级的卫生和安全标准进行生产，用全球最高食品安全标准，彻底打消宠物主的后顾之忧。海外出口产品 ODM 为主，深度绑定核心客户群体，海外客户包括知名宠物品牌商、零售超市、宠物产品专卖店等，全球著名咬胶品牌 Dingo、Smart Bones、Dream Bones 均是公司 ODM 生产，公司的合作客户包括 Spetrum、Petmatrix、Wal-mart、PetSmart 等。因产品创新能力与品质优势，公司长期与海外大客户深度绑定式销售，将产品专利提供给特定客户，前五大客户收入常年占比稳定在 80% 左右，优质国际客户也对佩蒂产品品质具有背书作用，利于新市场的进入、新客户的开发。

双轮驱动发展战略，深耕细作自有品牌。

2018 年，公司启动国内国外双轮驱动发展战略。公司在国内实行多品牌战略，主要自主品牌包括好适嘉、齿能、爵宴、贝家等。好适嘉走中高端路线；齿能专注公司专业咀嚼类别产品；爵宴 MeatyWay 是公司原本在加拿大做的品牌，目前主要专注零食产品；贝家重点做联名品牌及二、三线下沉市场销售。公司的爵宴

部分产品和好适嘉 98K 湿粮已成为线上网红品牌和网红产品。公司稳健投入销售费用，深耕细作自有品牌，并积极布局宠物零食、干粮、湿粮产能，中长期发展值得期待。

风险提示：

疫情；猪价反转晚于预期；粮食价格超预期下跌；

分析师与联系人简介

分析师: 王莺, 华安证券农业首席分析师, 2012年水晶球卖方分析师第五名, 农林牧渔行业2019年金牛奖最佳行业分析团队奖。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证, 据此投资, 责任自负。本报告不构成个人投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内, 证券(或行业指数)相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准, 定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%以上;
- 中性—未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%;
- 减持—未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%以上;

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上;
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%;
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%;
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%;
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深300指数。