

农林牧渔

2022年度策略：拥抱周期，播种未来

作者：

分析师 吴立 SAC执业证书编号：S1110517010002

分析师 陈潇 SAC执业证书编号：S1110519070002

分析师 王聪 SAC执业证书编号：S1110519080001

分析师 林逸丹 SAC执业证书编号：S1110520110001

联系人 陈炼

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明



行业评级：强于大市（维持评级）
上次评级：强于大市

摘要

1、养殖产业链：前瞻关注生猪养殖板块！

1) 中长期，猪价底部已现，预计明年Q2有望反转。当前养猪亏损严重且多数已持续4个月以上，真实产能出清幅度或超预期（农业农村部数据来看，推算自5月高点以来持续5个月下降，累计下降幅度超5%；涌益数据显示其样本能繁母猪存栏从6月至10月底已出现连续的环比下降，累计去化程度已达到11.10%；天风农业100+份调查问卷，其结果显示70%以上的养殖户/场反馈能繁母猪较今年年初存栏高点去化在10%以上），即使考虑到淘三元留二元的情况，预计整体行业产能仍然以去化为主。此外，冬季为非瘟疫情高发期，养殖全面亏损下，饲料营养、动保防疫、猪场管理均有所下降，在目前猪群存栏密度仍然相对较高的情况下，冬季疫病发生风险敞口较大，若发生，则有望加速产能去化，届时猪周期反转有望提前到来。

2) 短期，多空因素博弈。季节性消费旺季提振需求，但冻肉库存预估仍较大，且10月以来猪价反弹部分压栏猪占比边际提升出栏均重、大猪仍在消化中，若短期反弹过高，有可能延缓产能去化节奏，需重点关注短期猪价反弹高度及养殖户产能情绪。标的关注上，重点是【温氏股份】（成长弹性高，资金储备充足）、【牧原股份】（具有成本优势，成长稳健），其次【新希望】、【天康生物】、【傲农生物】、【正邦科技】、【天邦股份】、【唐人神】、【中粮家佳康】等。

2、种植产业链：把握种业重大变革机遇期！

1) 2021年11月12日农业农村部发布关于《农业农村部关于修改部分种业规章的决定（征求意见稿）》，对转基因品种审定及后续生产等流程做出详细指导，政策内容具体详细，审定时间大幅缩短，均超预期，转基因种子商业化正式开启。

2) 转基因玉米种子有望达到90%的渗透率，预估将产生近100亿利润规模。我们认为重视研发投入、创新能力强、管理规范特别是转基因技术储备丰富的公司有望较快获得相关资质、提交审定，在未来转基因种业市场取得先发优势。根据我们测算，在渗透率稳定的情况下，转基因玉米种子有望给隆平高科带来每年10亿+、大北农10亿+、登海种业8亿+、荃银高科4亿+的利润，增厚利润明显。重点推荐：【隆平高科】（参股公司转基因技术储备丰富，传统品种和渠道优势突出）、【大北农】（转基因技术领先，大北农生物转基因玉米扩区面积最广）、【登海种业】（玉米种子龙头，有望把握转基因玉米机遇）、【荃银高科】（业务质地好，背靠中化和先正达，有望实现跃进式发展）。

3、饲料板块：寻找核心竞争力凸显的 α 机会，重点推荐海大集团！

畜禽养殖产能正逐步去化，预计明年行业产能逐步出清，价格反转。产能去化过程中存在部分阶段饲料行业量增出现压力，此时中小饲料厂在前2-3年经营压力的情况下再度受创，估计产能去化会进一步加速。短期，海大集团畜禽饲料增速或将放缓，但市占率加速提升，有望进一步收割市场；中长期来看，

摘要

（续）中长期来看，海大在畜禽养殖规模化进程中，实现大客户高速增长+经销渠道客户稳健增长；水产料在多年综合服务商的打造下，已形成饲料+动保+种苗+金融一体的强粘性模式，进入壁垒高，各业务正反馈机制强化；市占率加速提升；主业盈利能力有望进一步提升。**继续重点推荐【海大集团】。**

4、动保板块：当前或已处于底部区域，具备长期投资价值！

当前动保板块市盈率（TTM）仅为32倍，已经低于近五年中位值。预计明年下半年猪价逐步回升，免疫程序逐步回归正常，需求有望逐步改善，叠加新产品的推出，我们认为动保公司业绩有望持续增长，当前板块整体低估。长期来看，动保行业持续扩容，集中度有望持续提升，关注个股阿尔法机会。**持续推荐【生物股份】（行业龙头，研发、工艺、渠道显著领先，预期差大）、【科前生物】（非强免疫苗龙头，核心产品市占率持续领先）、【普莱柯】（研发兑现+产品补齐+营销升级，业绩有望持续增长）。**

5、宠物板块：海外业务有望迎来拐点，持续关注国内市场增长！

宠物零食出口业务受不同原因影响，三季度两家公司业绩出现下滑。展望明年，我们认为，海外需求仍然稳定，压制两家公司业绩的因素有望逐渐消除，海外业务有望迎来拐点，此外，若中美贸易关税减免，有望进一步增厚两家公司业绩。我们看好两家公司内销实现高增长，**重点推荐【中宠股份】、【佩蒂股份】。**

十大金股推荐：

【牧原股份】（养猪龙头，成本优势显著，过冬能力强）、**【温氏股份】**（成长弹性高，成本仍有下降空间，资金储备充足）、**【海大集团】**（饲料龙头，核心竞争力凸显，成长性强）、**【隆平高科】**（参股公司转基因技术储备丰富，传统品种和渠道优势突出）、**【登海种业】**（玉米种子龙头，有望把握转基因玉米机遇）、**【圣农发展】**（跨越周期，向上突破种鸡、向下食品端2B+2C双向突破）、**【大北农】**（转基因技术领先，大北农生物转基因玉米扩区面积最广）、**【中宠股份】**（国内市场实现从0到1，长期成长值得期待）、**【生物股份】**（动保市场化机遇到来，公司进入研发和产品驱动新阶段）、**【新洋丰】**（磷肥及复合肥行业龙头，成本优势显著，渠道布局更加完善）（与化工团队联合覆盖）。

风险提示：1、国家政策变动风险；2、养殖疫病风险；3、种植政策落地不及预期风险；4、价格波动风险；5、市场系统性风险



一、板块回顾

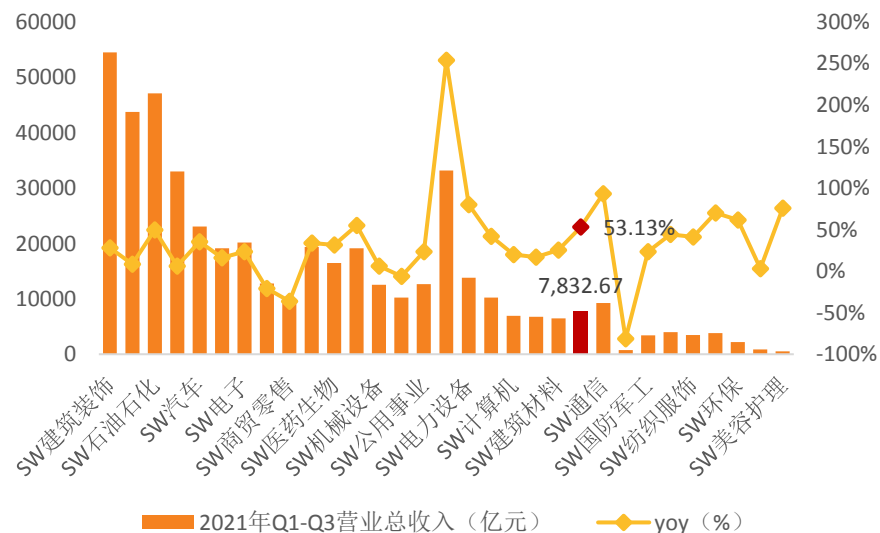
冬天到了，春天还会远吗？

1、受畜禽养殖下行影响，农业板块盈利低位

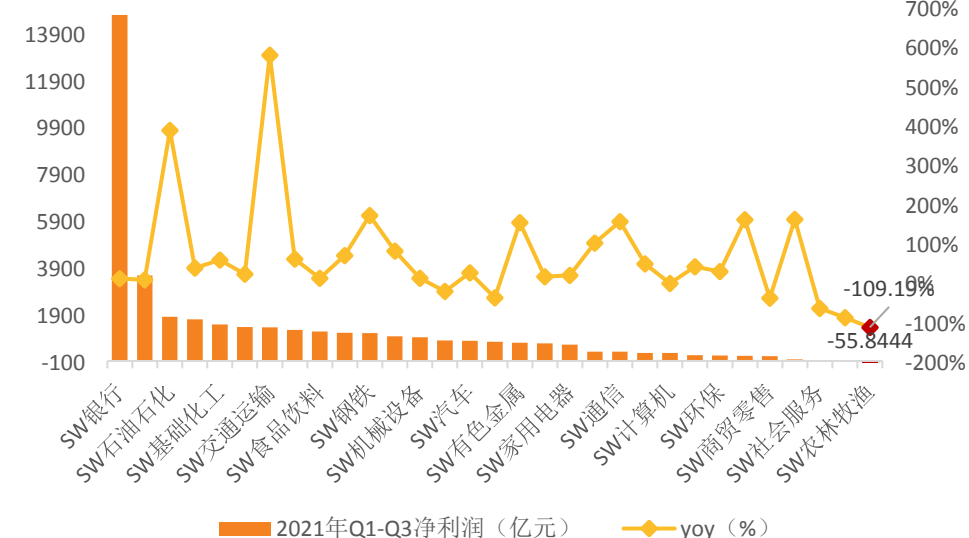
1) 农林牧渔板块整体来看：

- 2021年Q1-Q3，申万农林牧渔板块总营收 7832.67亿元，在申万分类 31个行业中（申万2021新行业划分）排第20位，与去年同期相比，总营收在全行业排名提升2位；其中，单Q3申万农林牧渔板块总营收2600.60亿元。
- 2021年Q1-Q3，申万农林牧渔板块总营收同比增长53.13%，在申万31个行业中增速排名第8位，表现出今年三季度该板块比较亮眼的创收能力；其中，单Q3申万农林牧渔板块总营收增速为28.84%。
- 2021年Q1-Q3，申万农林牧渔板块归母净利润仅-55.84 亿元，同比下降 109.19%，其中单Q3亏损-208.98亿元，同比下降175.93%；从排名来看，农林牧渔板块在31个行业中排名最后一位，与去年同期相比下降17位。我们认为，今年三季度农林牧渔板块净利润大幅下降的主要原因在于占比较大的畜禽养殖利润出现大范围的亏损，特别是生猪养殖板块亏损严重。

图：2021Q1-Q3农林牧渔板块营业总收入排名略有前进，收入同比增速较为亮眼



图：2021Q1-Q3农林牧渔板块受到生猪价格影响导致在全行业中盈利能力排名大幅下降

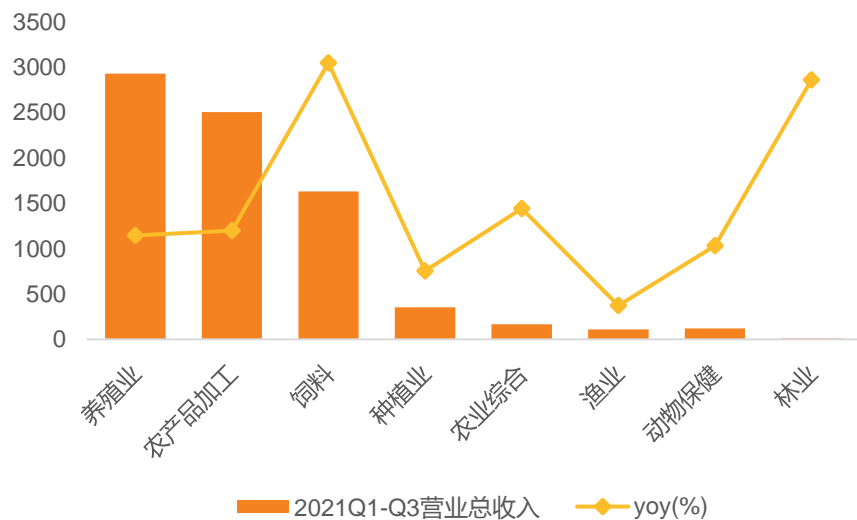


1、受畜禽养殖下行影响，农业板块盈利低位

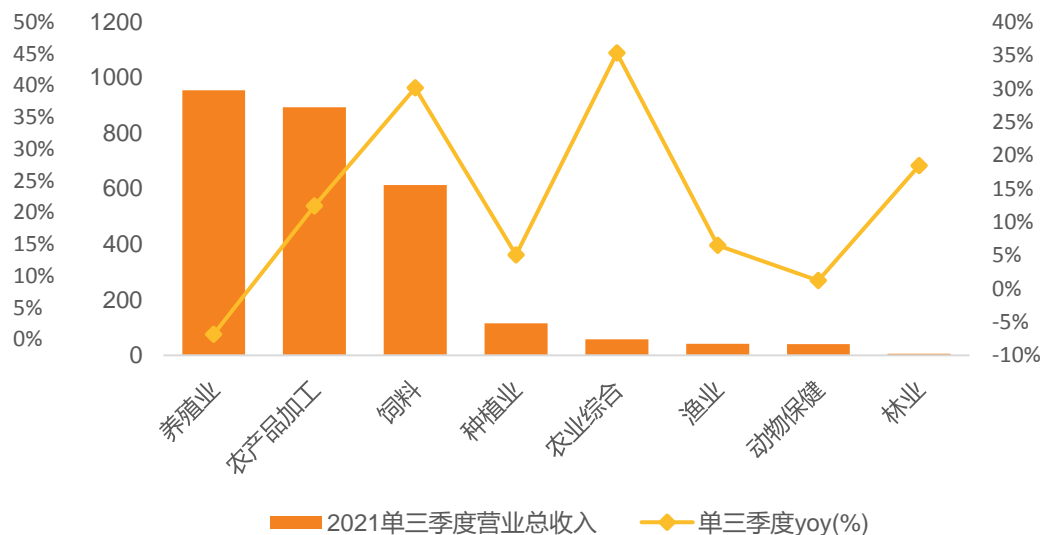
2) 细分农林牧渔板块来看:

- 在农林牧渔细分板块营业收入方面，养殖业板块仍然为农林牧渔中创收最多的板块，实现营业收入2931.56亿元，同比增长16.37%；其次最高的是农产品加工板块，2021年Q1-Q3农产品加工板块实现营业收入2505.54亿元，同比增长17.15%；从增速幅度来看，养殖后周期的饲料板块的营业总收入同比增速最快，2021年Q1-Q3同比增速达到43.56%。
- 单三季度来看，农林牧渔细分板块中创收top3的分别是：养殖板块营收954.45亿元、农产品加工板块营收892.35亿元、饲料板块营收612.82亿元；农林牧渔细分板块增速top3分别是：农业综合35.33%、饲料30.09%以及林业18.43%。

图：2021Q1-Q3板块中养殖业营业总收入居首（亿元）



图：2021单三季度板块中养殖业营业总收入仍然领先（亿元）



来源：wind，天风证券研究所。**注：由于申万农林牧渔板块2021三季报相比于中报成分股发生改变，因此我们将板块成分股口径进行了调整，统一以三季报成分股为准。**

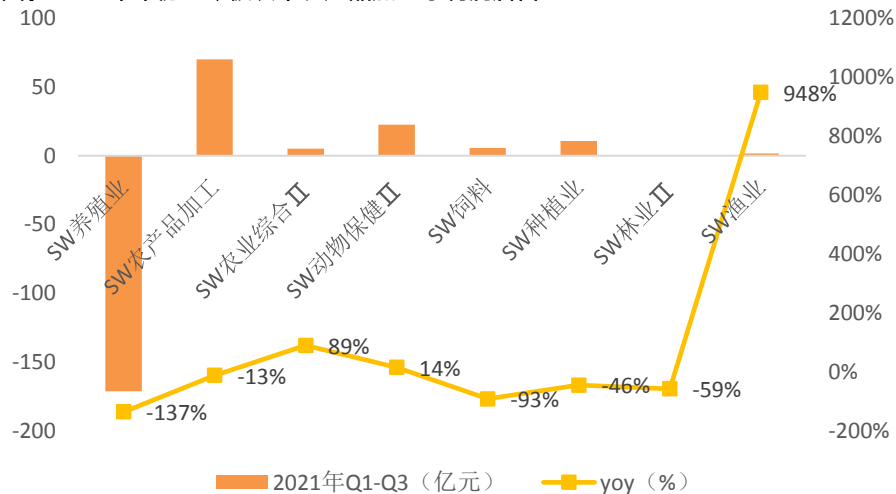
成分股发生如下变化：养殖板块增加鹏都农牧；农产品加工板块减少百龙创园、梅花生物、瑞茂通、金丹科技、安琪酵母、莫高股份、睿智医药，增加深粮控股、西王食品、双塔食品、克明食品、祖名股份、深粮B；饲料板块增加天康生物、中宠股份；种植业板块减少盈康生命；农业综合 II 板块增加辉隆股份；动物保健板块减少ST瀚叶、天康生物；渔业板块减少创新医疗、*ST晨鑫；林业板块减少永安林业、泉阳泉

1、受畜禽养殖下行影响，农业板块盈利低位

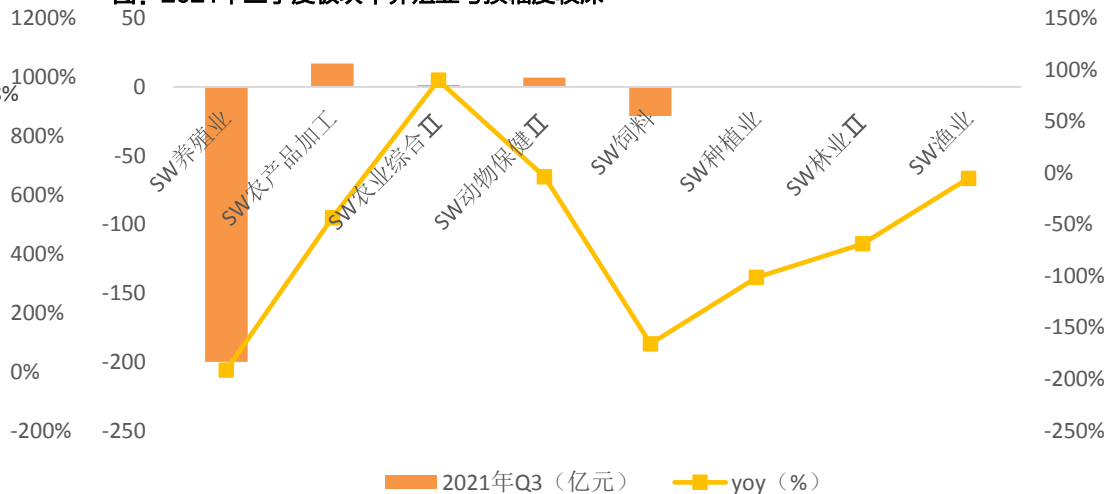
2) 细分农林牧渔板块来看：

- 在净利润方面，2021Q1-Q3，受到种植链上游成本及价格上涨，导致养殖业、饲料以及种子成本均出现不同程度的抬升，叠加生猪价格三季度价格仍然维持在低位，使得养殖业净利润（特别是生猪养殖业）在农林牧渔板块中亏损幅度和同比降幅都是最大的，其同比下降约137%；而同期的农业综合、动物保健以及渔业分别同比增长89%、14%和948%；从净利润绝对数值来看，2021Q1-Q3净利润最高的是农产品加工板块，盈利70.14亿元；其次是动物保健，其净利润在板块排名第二；
- 单三季度来看，养殖业亏损幅度最高，我们认为是受到持续低迷的猪价影响，特别是10月初的低猪价，使得成为该板块中三季度亏损最多的细分板块；而饲料板块单三季度净利润由去年同期的盈利转为亏损，从去年同期的盈利32.17亿元到变为今年第三季度的亏损21.19亿元。

图：2021年年初至今板块中农产品加工净利润居首



图：2021单三季度板块中养殖业亏损幅度较深



来源：wind，天风证券研究所。注：由于申万农林牧渔板块2021三季度报相比于中报成分股发生改变，因此我们将板块成分股口径进行了调整，统一以三季度成分股为准。

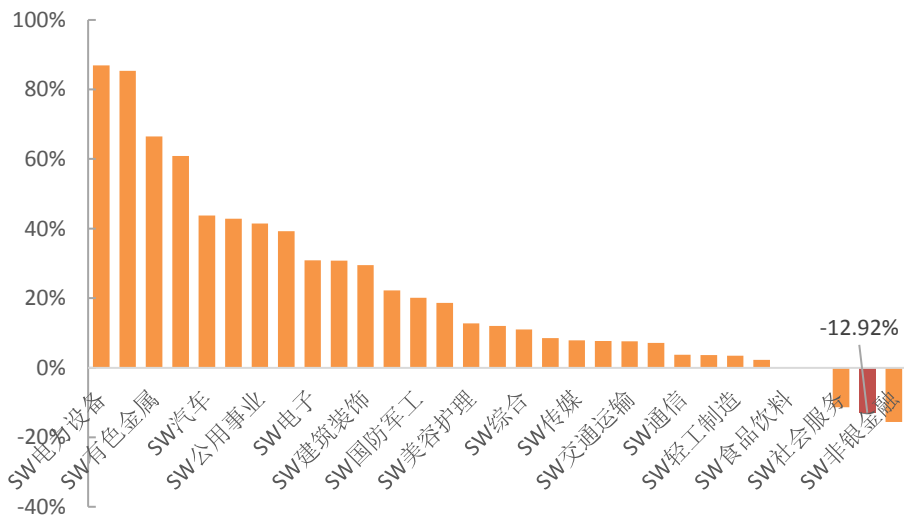
成分股发生如下变化：养殖板块增加鹏都农牧；农产品加工板块减少百龙创园、梅花生物、瑞茂通、金丹科技、安琪酵母、莫高股份、睿智医药，增加深粮控股、西王食品、双塔食品、克明食品、祖名股份、深粮B；饲料板块增加天康生物、中宠股份；种植业板块减少盈康生命；农业综合II板块增加辉隆股份；动物保健板块减少ST瀚叶、天康生物；渔业板块减少创新医疗、*ST晨鑫；林业板块减少永安林业、泉阳泉

2、养殖景气下行，板块回调显著

1) 2021年初至今整体来看：

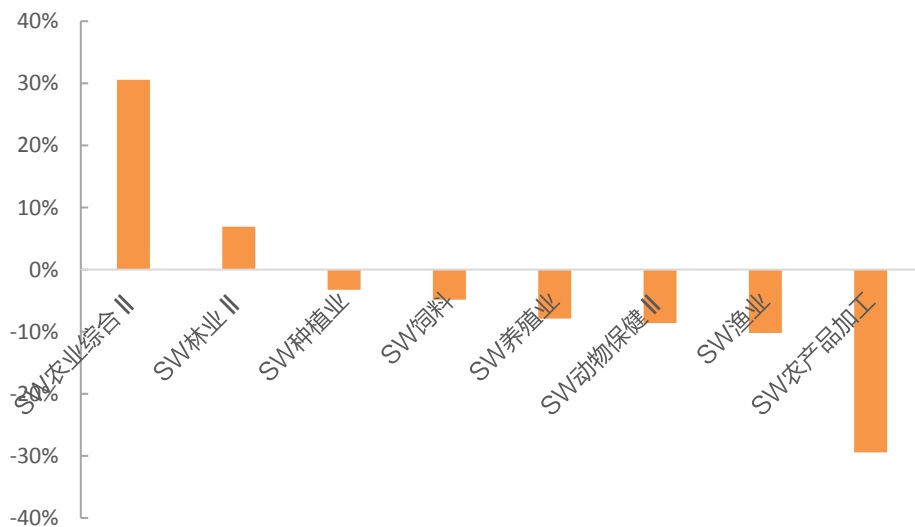
- 2021年年初至今，农林牧渔板块受到生猪价格暴跌影响，板块区间涨跌幅呈现负增长，行业排名靠后；随着下半年传统的猪肉消费旺季可能带来的价格反弹，预计到四季度农林牧渔板块的区间涨跌幅和行业排名可能有望得到改善。
- 2021年初至今，农林牧渔板块区间涨幅仅为-12.92%，与去年同期区间涨跌幅31.58%相比，区间涨跌幅变动幅度巨大；2021年初至今，在申万31个行业区间涨跌幅排名里，农林牧渔板块排名倒数第二，而去年同期排名为15，排名下降15名。
- 从农林牧渔板块中各细分行业的区间涨跌幅来看，年初至今，农业综合涨跌幅最大为+30.57%；农产品加工板块的区间涨跌幅最低，为-29.44%；而细分板块中的养殖业，由于上半年猪价较好，其区间涨跌幅基本位于细分板块中等偏下的位置。

图：2021年年初至今板块区间涨跌幅%：农林牧渔在31个板块排名倒数第二



资料来源：wind，天风证券研究所

图：农林牧渔板块中年初至今区间涨跌幅%：农业综合涨幅领先



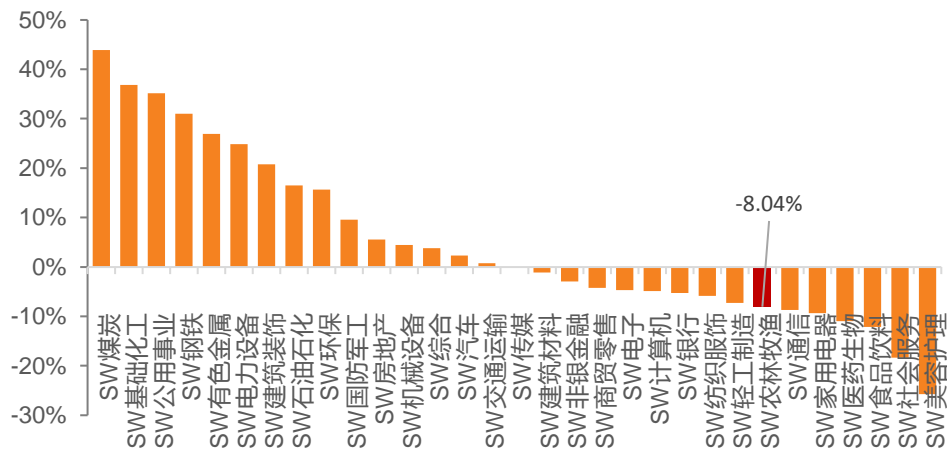
资料来源：wind，天风证券研究所

2、养殖景气下行，板块回调显著

2) 2021年单3季度来看：

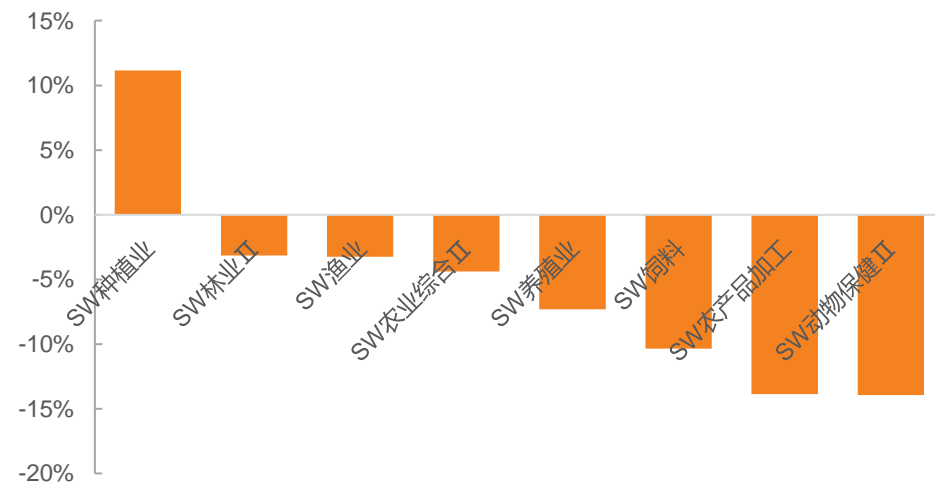
- 2021Q3，农林牧渔板块受到生猪价格暴跌影响，其导致板块区间涨幅呈现负增长，行业中排名靠后；随着下半年传统的猪肉消费旺季可能带来的价格反弹，预计到四季度农林牧渔板块的区间涨跌幅和行业排名可能有望得到改善。
- 2021Q3，农林牧渔板块区间涨幅仅为-8.04%，与去年同期区间涨跌幅5.43%相比，区间涨跌幅变动幅度巨大；在2021Q3中，申万31个行业区间涨跌幅排名里，农林牧渔板块排名倒数第七。
- 从农林牧渔板块中各细分行业的区间涨跌幅来看，种植业单第三季度的区间最高，为11.15%；动物保健板块的区间涨跌幅最低，为-13.95%；而养殖业单三季度区间涨幅基本与前三季度持平。

图：2021年单Q3板块区间涨跌幅%：农林牧渔板在31个板块排名倒数第七



资料来源：wind，天风证券研究所

图：农林牧渔板块中单三季度区间涨跌幅%：种植业涨幅领先

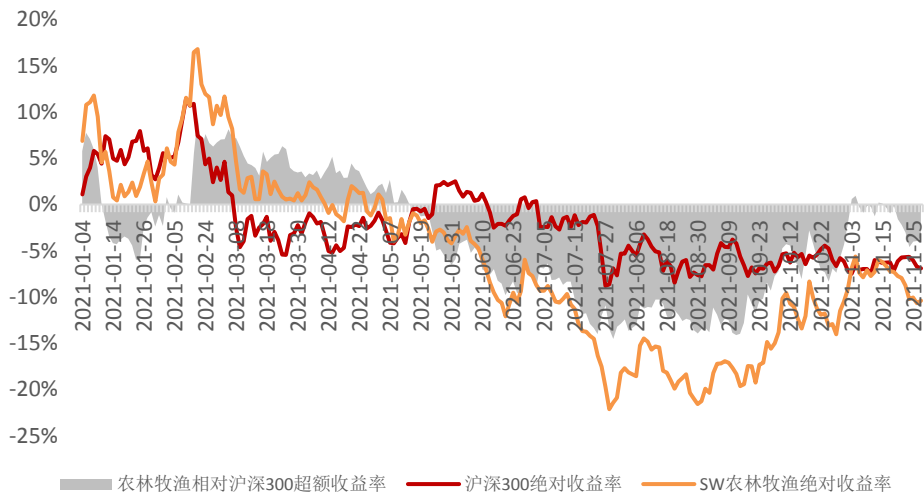


资料来源：wind，天风证券研究所

2、养殖景气下行，板块回调显著

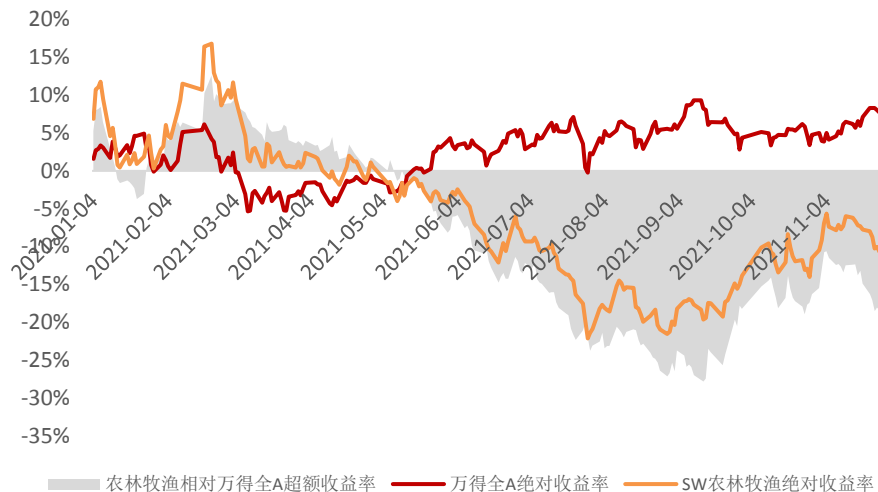
- 2021年年初至今，SW农林牧渔板块绝对收益率在上半年基本跑赢沪深300绝对收益率，但进入5月下旬后，其农林牧渔的绝对收益率明显低于沪深300绝对收益率，我们认为主要系受到6月份左右生猪价格开始快速下跌的影响，使得板块整体下半年表现较为低迷。
- 2021年年初至今，SW农林牧渔相对于万得全A的超额收益率基本与沪深300趋势相同，但农林牧渔相对万得全A的超额收益率差值在下半年明显扩大。
- 截止到2021年11月29日，SW农林牧渔较年初下跌10.40%，跑输沪深300绝对收益率3.49%；跑输万得全A绝对收益率18.35%。

图：2021年以来SW农林牧渔指数对沪深300指数相对收益



资料来源：wind，天风证券研究所

图：2021年以来SW农林牧渔指数对万得全A指数相对收益



资料来源：wind，天风证券研究所



1947.46
▲ +0.26%

1945
1942
1939

5:00
9:00

Straits Times
Singapore

BSE Sensex
India

20932.48
▲ +0.38%

3306
3300

13:00
17:00

9:00

Shenzhen Component

13714.29

▼ -0.67%

Shenzhen B Shares

877.114

▲ +0.21%

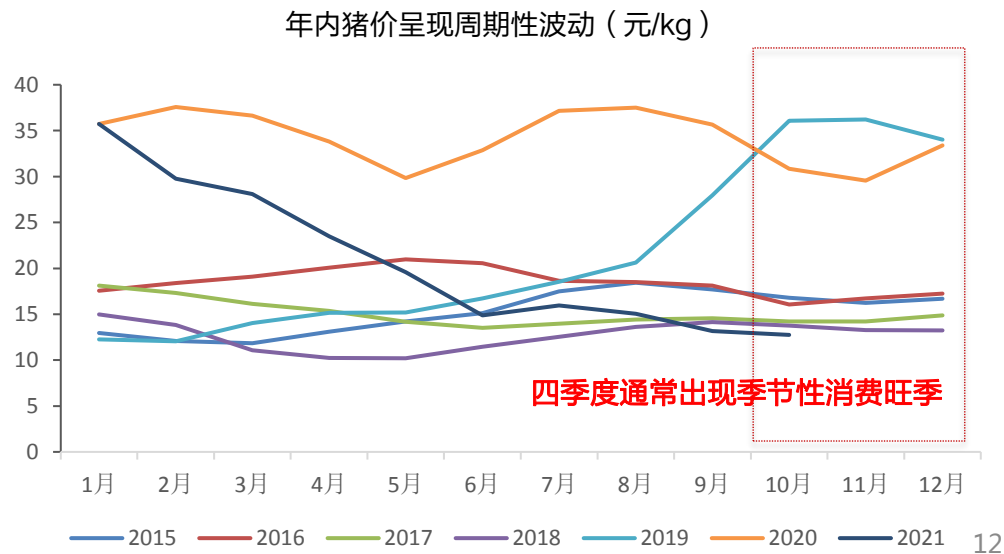
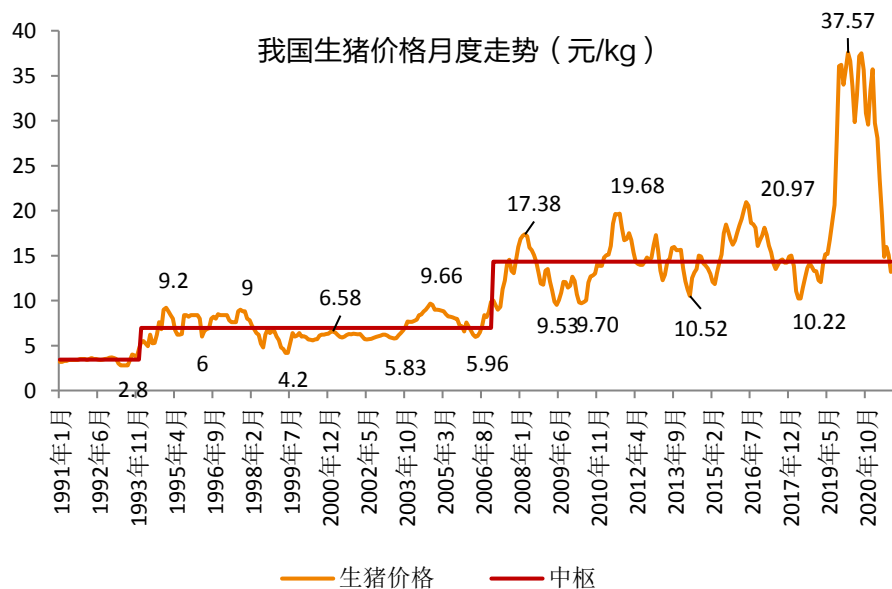
二、2022年投资策略

1、生猪养殖板块：前瞻关注生猪养殖板块

1、历史猪周期复盘

从1993年至今的猪价走势来看，经历了七轮完整的周期，猪价波动有以下几个特点：

- ▶ 长期来看，猪价趋势性上行。每轮猪价波峰波谷的价格，趋势性提升，其核心原因在于养猪成本的向上，包括养猪人工成本、土地租金、饲料成本等。
- ▶ 猪周期波动，猪价呈现3-4年的周期性变化规律。这主要是由生猪的生长周期所决定，母猪补栏成为后备至生猪出栏时间约1.5年，在行业价格波动过程中，由于决策时滞性，带来产能变化的周期性变化。但随着养殖规模化程度提升，决策的时滞性是否得到一定程度缓解，从而使得周期规律逐步变化，需要我们持续跟踪。
- ▶ 季节性波动，猪价年内波动具备明显的季节性。这主要是由供应及需求季节性波动导致的，例如每年冬季仔猪腹泻病等影响，Q2一般是供应量较少的季节；再如秋冬季节为传统消费旺季，需求支撑强。但季节性只能延缓或者加速周期，并不能改变周期趋势。



1、历史猪周期复盘

从过去的七轮周期来看，当遭遇疫情或高通货膨胀时，猪价上涨的幅度较高：

- 2006-2009年：猪周期叠加了蓝耳病，猪价涨幅192%；
- 2009-2014年：猪周期叠加了口蹄疫，猪价涨幅107%；
- 2018年-至今：本轮超级猪周期，是前期环保收紧助推，叠加非洲猪瘟疫情，形成的超级猪周期，猪价最高涨幅268%；相比于之前的猪周期，本轮周期猪价高点远高于前几轮周期。

表：历史上猪周期情况汇总

周期起始时间	周期阶段	期间	月数	价格（元/公斤）		波动价差（元/公斤）	猪价振幅
				min	max		
1993.04-1996.04	上涨期	1993.04-1994.12	20	2.8	9.2	6.4	229%
	下跌期	1994.12-1996.04	16	6	9.2	-3.2	-35%
1996.04-1999.06	上涨期	1996.04-1997.09	17	6	9	3	50%
	下跌期	1997.09-1999.06	21	4.2	9	-4.8	-53%
1999.06-2002.05	上涨期	1999.06-2001.02	20	4.2	6.58	2.38	57%
	下跌期	2001.02-2002.05	15	5.69	6.58	-0.89	-14%
2002.05-2006.05	上涨期	2002.05-2004.09	28	5.69	9.66	3.97	70%
	下跌期	2004.09-2006.05	20	5.96	9.66	-3.7	-38%
2006.05-2009.05	上涨期	2006.05-2008.03	22	5.96	17.38	11.42	192%
	下跌期	2008.03-2009.05	14	9.53	17.38	-7.85	-45%
2009.05-2014.04	上涨期	2009.05-2011.09	28	9.53	19.68	10.15	107%
	下跌期	2011.09-2014.04	31	10.52	19.68	-9.16	-47%
2014.04-2018.05	上涨期	2014.04-2016.05	25	10.52	20.97	10.45	99%
	下跌期	2016.05-2018.05	24	10.22	20.97	10.75	-51%
2018.05-至今	上涨期	2018.05-2020.08	27	10.22	37.57	27.35	268%
	下跌期	2020.08-至今	16	12.76	37.57	24.81	-66%

资料来源：wind，天风证券研究所计算整理

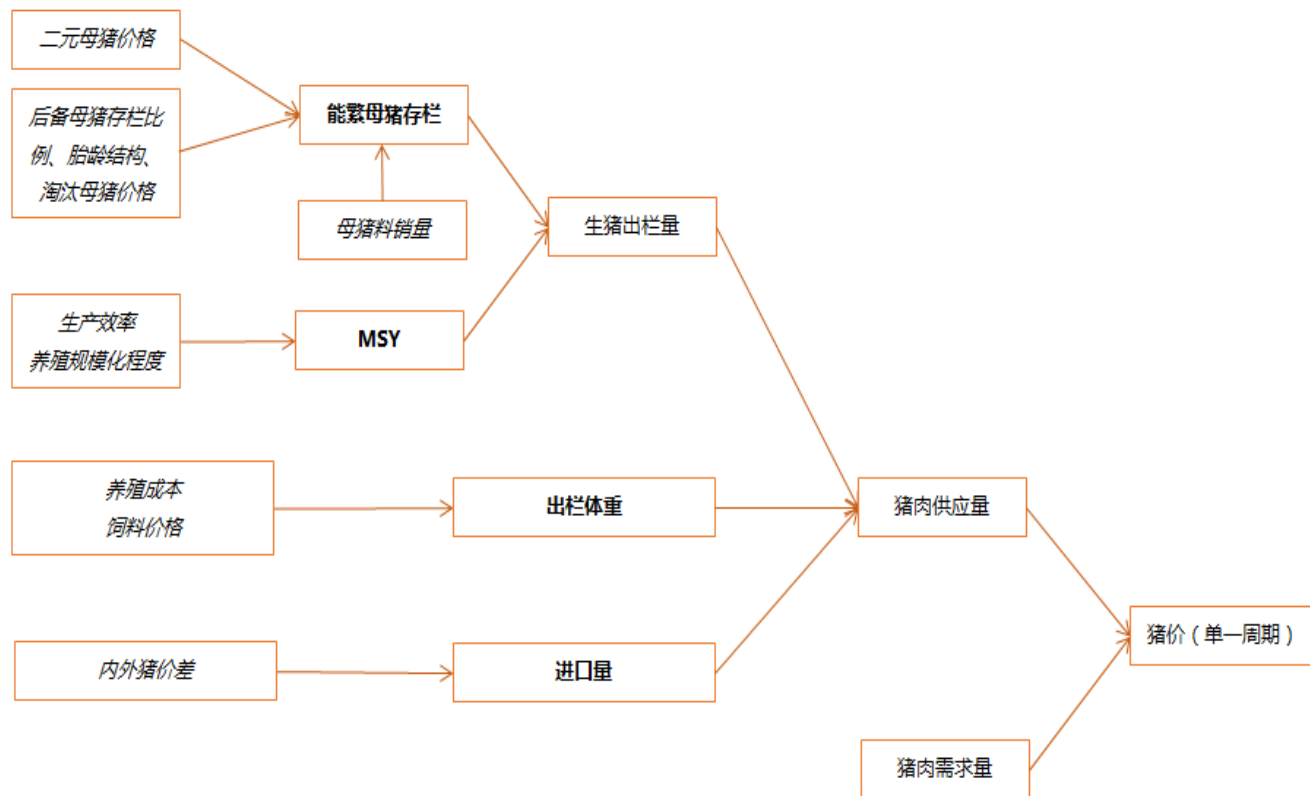
2、猪周期分析框架：供需分析

- **长期来看：**长期来看，猪周期价格中枢随着养猪成本的提升而提升，养猪成本的提升与物价水平又有一定关系。从养猪成本结构来看，包括饲料成本、人工成本、动物保健成本、水电费用、固费摊销等，影响成本除了饲料原材料价格波动外，还与养殖效率有关。根据涌益咨询提供的数据来看，全国平均MSY的生产指标水平已经从2013年的13.50提升到2021年的17.39；但对标国外来看，我国 MSY 至少还有10%-20%左右的提升空间。
- **中期来看：**猪周期呈现蛛网模型下的周期性波动，核心是供需分析；受养殖规模化，波动周期或趋于拉长，波动幅度趋于加剧。
- **短期来看：**猪周期呈现出一定的季节性，核心是供给季节性的变化，需求季节性的影响减弱。

期限	特征	趋势	决定性因素	核心指标	辅助指标
长期 (跨周期)	趋势性上行	随国内猪肉消费占比下降， 养殖水平提升至极致水平， 波动有可能趋缓	养殖成本	饲料成本、人工成本、动物保健成本；养殖效率	发达国家养殖成本； 蛋白消费结构
			人均收入、蛋白消费习惯	猪肉消费增速；蛋白消费结构占比	
中期 (单周期)	蛛网模型下， 周期性波动	波动周期拉长，波动幅度加 剧	产能	先行指标：二元母猪价格、后备存栏比例、胎龄结构、 能繁母猪淘汰价格等	养殖现金成本； 行业最优成本
			生产效率	同步指标：能繁母猪存栏量、母猪料销量	
			出肉效率	psy；msy	
			库存	出栏体重；出肉率 猪肉进口量；收储量；冻肉库存	
短期 (年内)	季节性明显	需求季节性影响变弱，供给 季节性起主导	生猪出栏量	先行指标：新生健仔数、仔猪价格、仔猪料销量； 同步指标：大猪料销量	中大猪存栏比例
			出栏体重	猪价预期	二次育肥占比
			需求季节性	节假日腌腊、肥猪需求	

2、猪周期分析框架：供需分析

- 中周期的分析，核心是生猪供给的周期性波动，通过母猪产能的变化以及生产效率的变化推演未来生猪供给的变化。由于生猪产能的增减需要一定的生产周期，即能繁母猪存栏量将影响到至少10个月以后的生猪出栏量（通常是4个月的怀孕产仔+6个月左右的育肥出栏）。因此，猪价未来走势的核心判断因素在于能繁母猪存栏量的变化情况。
- 正常情况下，需求和进口对于某一周期的影响比较有限，除非有新冠疫情等特殊因素扰动。从过去40年来看，受人口增加以及经济长期增长等因素的影响，我国猪肉消费量整体持续增长，但近年来已经趋稳，并呈现出一定的周期性波动。

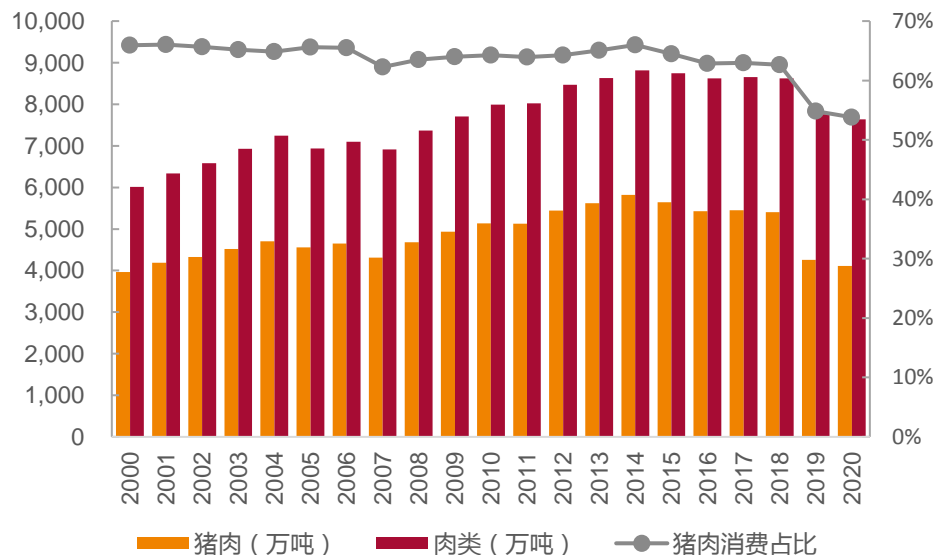


2.1 猪肉消费：长期下降；中短期受宏观经济及新冠疫情影响

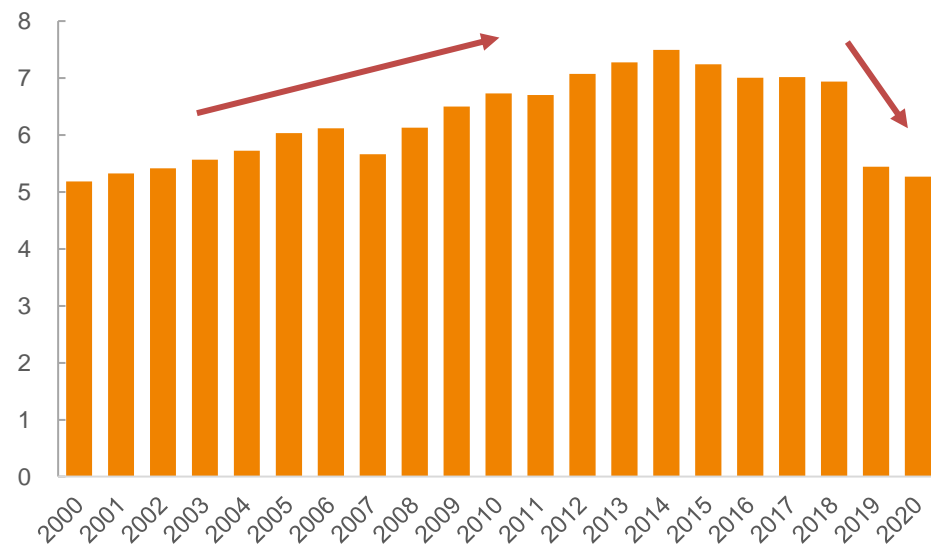
长期来看，猪肉消费在国内蛋白消费中占比降低，但仍然是我国居民动物蛋白摄入的主要来源。

- 首先预计随着二胎政策深入以及三胎政策的放开后我国人口长期来看有望保持增长；其次，低收入人群消费升级将带来猪肉消费增加；这两个因素将导致猪肉消费增加。
- 受非洲猪瘟疫情的影响，猪价的高起使得我国肉类消费习惯发生了改变，部分的居民对于猪肉的消费需求转向了鸡肉、鱼类等其他动物蛋白摄取来源。虽然目前猪价已经回归正常水平，但我们判断我国居民的消费习惯可能受到改变，部分居民对于猪肉消费的需求可能永久转移到其他肉制品上。因此，本轮非洲猪瘟有可能导致国内猪肉消费需求刚性减少。

图：猪肉为我国居民主要肉类消费品种



图：肉猪出栏头数（亿头）



资料来源：wind，天风证券研究所

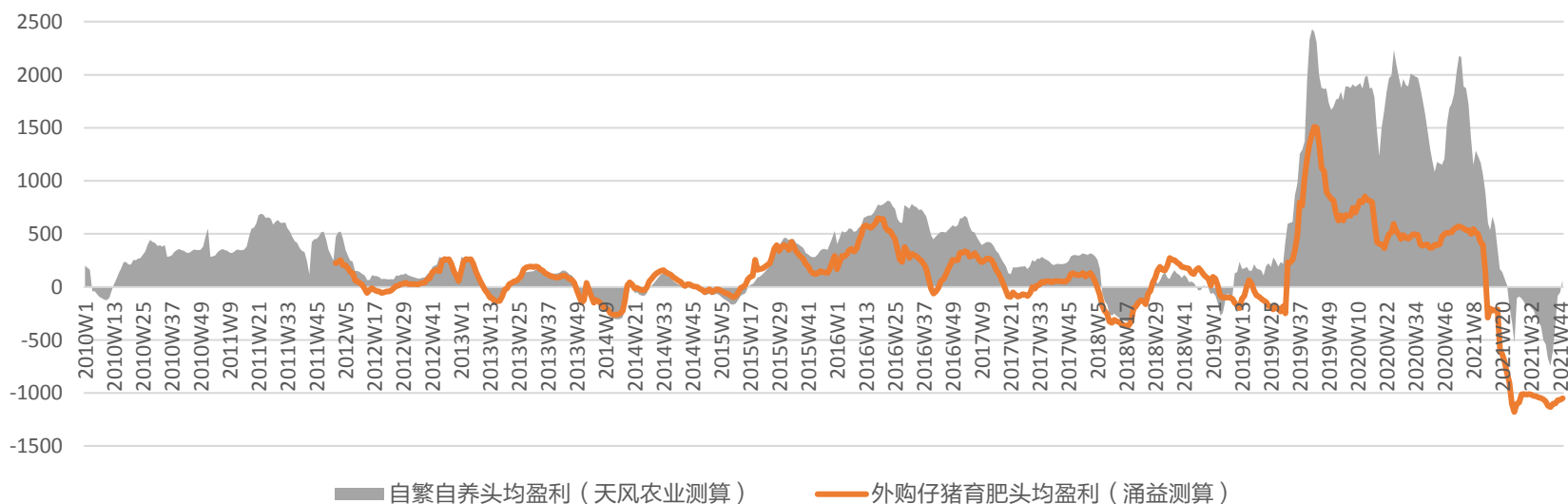
资料来源：wind，天风证券研究所

16

2.2 养猪行业亏损大，带来产能快速去化

- **行业深亏：**自2021年6月中下旬开始，随猪价下降至16元/kg以下，养猪行业自繁自养开始亏损，特别是9月份猪价更是降至14元/kg以下，多数养殖场/户已开始亏损现金成本；外购仔猪育肥养户亏损更为严重且更早，由于前期仔猪外购价格较高，外购仔猪育肥户基本从4月份开始亏损，且6月中下旬以来，头均亏损基本都在1000元/头以上，在2019-2020年猪价高峰期，这部分外购仔猪育肥的养户头均盈利基本都在500元/头左右，目前亏损幅度巨大。
- **短期价格反弹：**2021年10月以来，生猪价格自底部反弹，目前全国生猪均价约为17元/kg水平，部分散户、养殖水平较好的中等规模场等已开始盈利。目前正处于冬季腌腊消费旺季，我们判断若短期猪价继续反弹至18元/kg甚至更高，则行业部分产能去化，特别是进退相对自由的散户，产能去化节奏或放缓，这将影响行业产能去化节奏和猪价拐点预期。

图：养猪盈利情况（元/头）



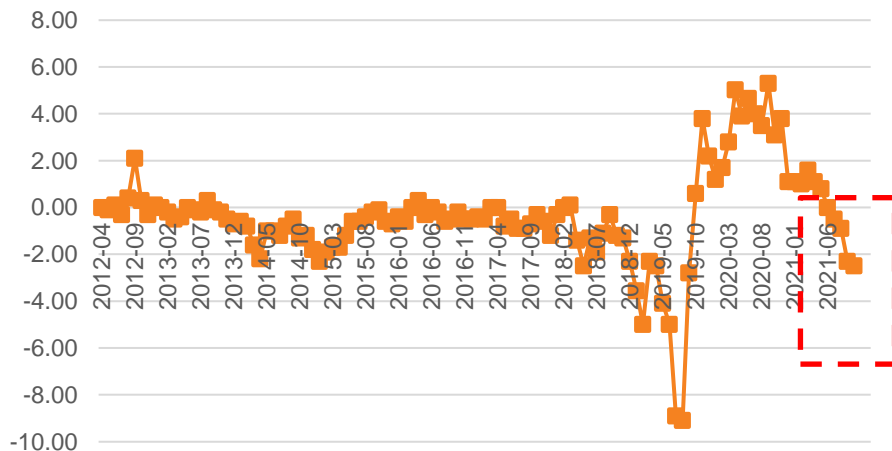
资料来源：涌益数据，天风农业根据涌益数据测算

2.2.1 能繁母猪存栏已连续5个月下降，较高点降幅超5%

能繁母猪存栏：截止10月底，能繁母猪存栏已连续5个月下降，较今年5月能繁母猪存栏高点已下降超5%。能繁母猪是判断长期猪价的先行指标。由于能繁母猪到商品猪出栏需要10个月左右的生产周期，因此当前的能繁母猪存栏基本上决定10个月以后的生猪价格。本轮猪价下跌，截止目前养猪亏损较为严重且多数已有4个月以上，养猪亏损带来行业产能明显去化。

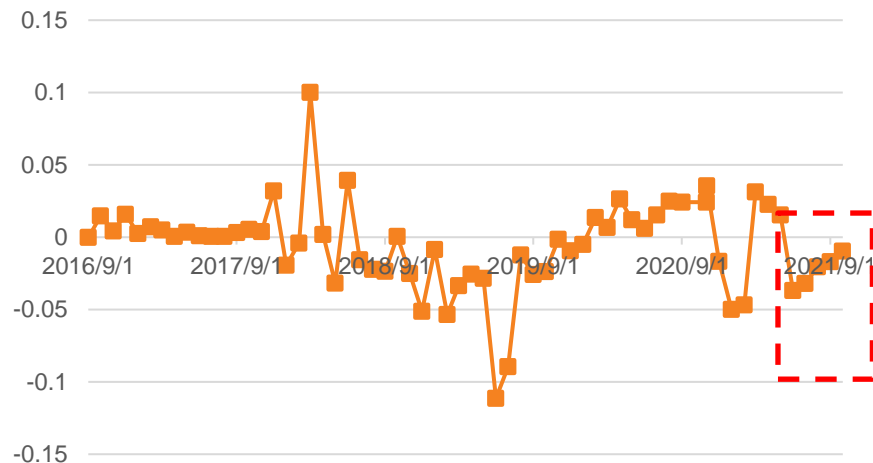
- 根据涌益咨询的数据显示，截止到2021年10月份，其样本能繁母猪存栏量环比9月继续下降，降幅为0.97%；且**涌益数据显示其样本能繁母猪存栏从6月至10月底已出现连续的环比下降，累计去化程度已达到11.10%**。
- 从农业农村部数据来看，2021年三季度末，我国定点监测能繁母猪存栏量同比增长16.7%，环比二季度减少3.66%，其中七月份能繁母猪环比下降0.5%；八月份环比下降0.9%；九月份环比下降2.3%；**根据农业农村部数据显示，10月份环比下降在2.5%左右，则自5月高点以来持续5个月下降，累计下降幅度超5%。**

图：能繁母猪存栏环比变化情况（月度，%，农业农村部）



资料来源：wind；农业农村部；天风证券研究所

图：能繁母猪存栏环比变化情况（月度，%，涌益数据）



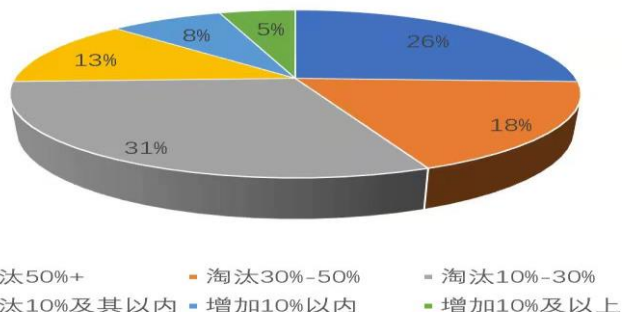
资料来源：涌益数据，天风证券研究所

2.2.2 能繁母猪存栏已连续5个月下降，较高点降幅超5%

➤ 根据天风农业问卷调研，实际产能去化有可能超预期。为进一步验证行业能繁母猪去化情况，天风农业进行100+份调查问卷，**结果显示70%以上的养殖户/场反馈能繁母猪较今年年初存栏高点去化在10%以上。**

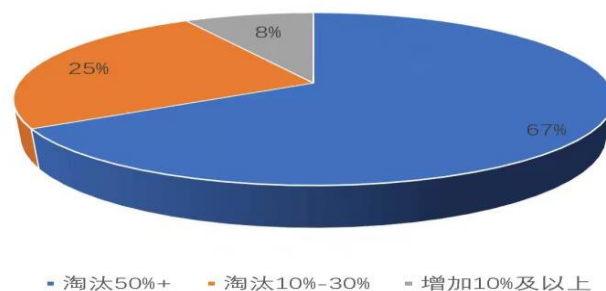
图：所调研养猪场/户产能去化情况

养殖场（户）母猪去化情况



图：所调研种猪场产能去化情况

种猪场（户）母猪淘汰情况



图：所调研养猪场/户产能去化情况

分类依据：猪规模	亏损情况				产能情况				未来策略		
	猪场亏损情况		亏损时长		能繁母猪淘汰情况		后备母猪情况		产能规划		
母猪存栏25头及以下	14%	头均亏损1000元以上	72%	1-2个月	14%	淘汰50%以上	43%	占能繁母猪1/2以上	0%	空栏	29%
		头均亏损300-1000元	14%	4-5个月	57%	淘汰30%-50%	29%	占能繁母猪1/4-1/2	28%	削减产能	57%
		头均亏损300元以下	14%	6-7个月	29%	淘汰30%以内	28%	占能繁母猪1/4以下	14%	维稳产能	14%
		盈亏平衡/仍有盈利	0%	未亏损	0%	仍在扩产	0%	完全淘汰后备母猪（一直没有）	58%	扩张产能	0%
母猪存栏25-100头	12%	头均亏损1000元以上	16%	1-2个月	50%	淘汰50%以上	0%	占能繁母猪1/2以上	50%	空栏	17%
		头均亏损300-1000元	67%	4-5个月	33%	淘汰30%-50%	17%	占能繁母猪1/4-1/2	16%	削减产能	83%
		头均亏损300元以下	17%	6-7个月	17%	淘汰30%以内	83%	占能繁母猪1/4以下	17%	维稳产能	0%
		盈亏平衡/仍有盈利	0%	未亏损	0%	仍在扩产	0%	完全淘汰后备母猪（一直没有）	17%	扩张产能	0%
母猪存栏100头以上	74%	头均亏损1000元以上	19%	1-2个月	16%	淘汰50%以上	39%	占能繁母猪1/2以上	42%	空栏	8%
		头均亏损300-1000元	50%	4-5个月	58%	淘汰30%-50%	10%	占能繁母猪1/4-1/2	42%	削减产能	34%
		头均亏损300元以下	26%	6-7个月	24%	淘汰30%以内	35%	占能繁母猪1/4以下	13%	维稳产能	53%
		盈亏平衡/仍有盈利	5%	未亏损	2%	仍在扩产	16%	完全淘汰后备母猪（一直没有）	3%	扩张产能	5%

资料来源：天风农业调研问卷整理

样本来自李曼生猪大会参会人员随机调研，有效问卷数量达到上百份，下同

2.2.2 当前能繁母猪淘汰以三元及高龄低效母猪为主

我们认为这一轮产能的去化主要分以下几个阶段：

- **1) 低效三元母猪的大量淘汰**，由于这一轮受到的非瘟疫情，其导致后续产能的恢复大部分都是三元所贡献的。而三元在各项生产指标不如二元，因此在产能去化的第一阶段主要还是以淘汰低效的三元母猪为主。通过5个月左右的深度亏损，我们预计三元母猪，特别是性能较差的三元母猪基本已经淘汰完毕；
- **2) 淘汰性能较好的三元母猪或者性能较差的二元母猪**。我们认为目前的能繁母猪淘汰正处在该阶段中。我们认为导致该现象的原因是因为很多养殖场（户）包括部分集团场由于现金流的问题，以及基于对未来半年的猪价的悲观的预期，所以其养殖规模或许会有收缩，以套取部分现金流以求能在周期底部活下来。而这一部分淘汰的除了最开始性能较差的三元母猪外，还会对一些性能较好或者胎龄较大的二元母猪进行淘汰；
- **3) 淘汰性能较好的二元母猪（低胎龄的二元母猪）**。我们认为目前来看还未出现性能较好的、胎龄较低的二元母猪大规模淘汰的现象。至于该部分的淘汰时间点，我们认为更多的需要关注本轮猪价反弹的时间长度和力度。若十一后的猪价反弹时间长度和力度都超出预期，则该部分的去化时间点可能会有所延后。

图：二元、三元性能指标对比

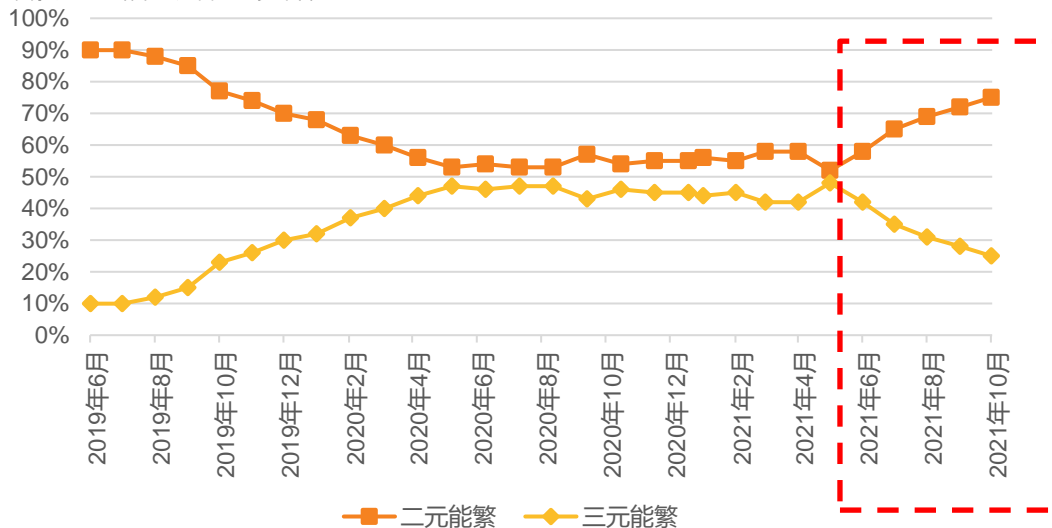
指标	二元母猪	三元母猪
配种成功率	95%	70%
乳猪成活率 (断奶前)	85%	75%
育肥成活率	93%	90%
最高胎龄	8胎	3胎
当下平均胎龄	7.5	1.5
PSY	21	14
非瘟成活率	87%	87%

2.2.3 随母猪群结构优化，MSY边际提升

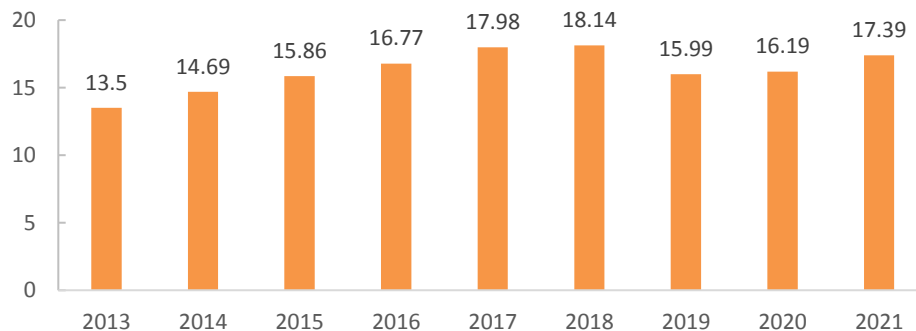
生产效率，母猪到肥猪之间的生产系数主要由PSY和死亡率决定，即由MSY决定。

- 由于养殖集中度提升带来的行业整体效率的提升，2014年以来我国MSY快速提升。但由于本轮周期中有大量的三元母猪补栏情况存在，可能导致此轮周期中其PSY和MSY两大指标差于以往周期。而且，即使在非瘟前对标国外来看，我国MSY至少还仍有10%-20%左右的提升空间。
- 随着6月以来猪价的明显下降，能繁母猪开始去化，在去化过程中，养户优先淘汰生产效率较低的三元母猪或胎龄较高的母猪，在这个过程中，能繁母猪中三元母猪的占比由高点48%，下降至当前25%左右，则猪群msy边际提升，是否需要能繁更大幅度的去化才能使得行业产能出清价格反转，这也是目前部分投资者疑虑猪价底部周期是否更长的原因，但从实际msy提升来看，估计小于能繁存栏去化幅度。

图：能繁母猪中三元占比逐步下降



我国MSY受到非瘟影响有所下降

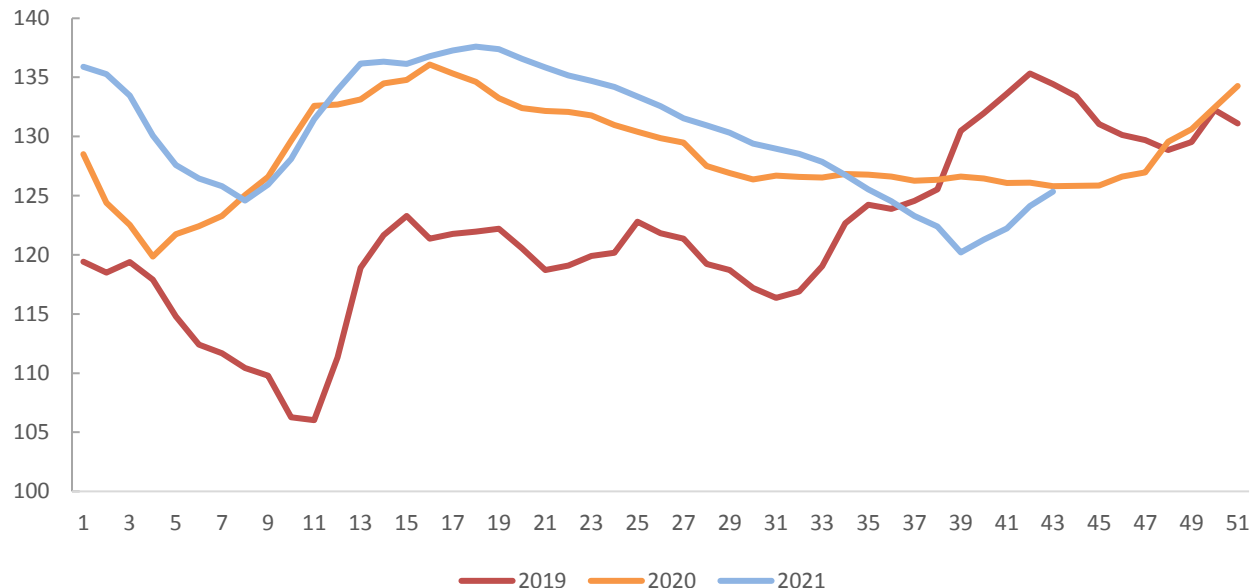


资料来源：涌益咨询，天风证券研究所

2.2.4 随牛猪出栏，生猪出栏体重较前期下降明显

- 高猪价、低出栏量刺激生猪出栏体重明显上移。受到疫情影响，能繁母猪存栏量下降使得生猪出栏量也有所下降，从18年及18年以前的6亿头生猪出栏量断崖式的下降到仅有19年的5.4亿头和20年的5.3亿头。在猪肉需求相对稳定的情况下，供应的减少带来猪价的高涨，从而刺激了很多养殖场/户二次育肥情况，增加了生猪出栏体重。根据涌益咨询提供的数据来看，2019年中旬后生猪出栏体重明显增加，且基本维持在120kg以上，和非瘟前出栏的115kg标准出栏体重对比，其出栏体重至少增长4%-5%。
- 目前在行业已经亏损数月的情况下，大猪逐步出栏，全行业生猪出栏体重边际下降。
- 出栏体重会随养殖户对未来猪价预期变化而变化，根据涌益咨询反馈来看，目前养殖户对于大猪压栏的强偏好并非主流。

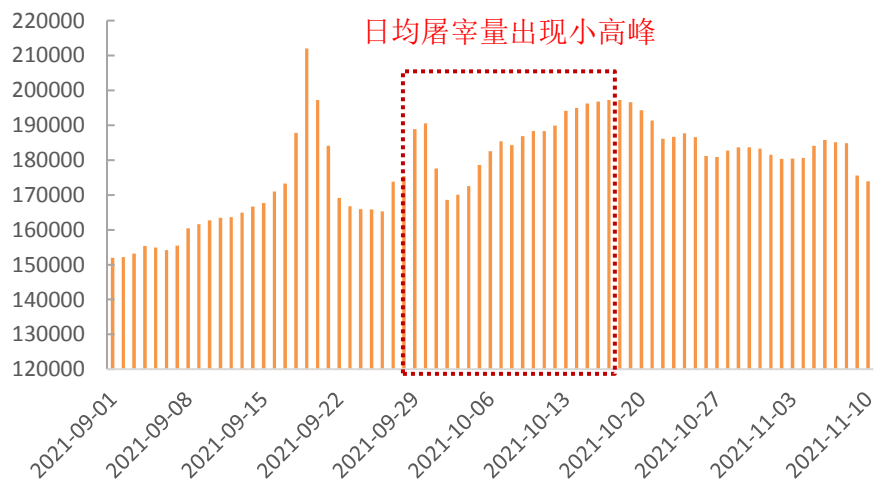
图：生猪出栏体重变化情况（单位：kg/头）



2.3 后续猪价怎么看：短期猪价多空博弈，预计震荡至春节前

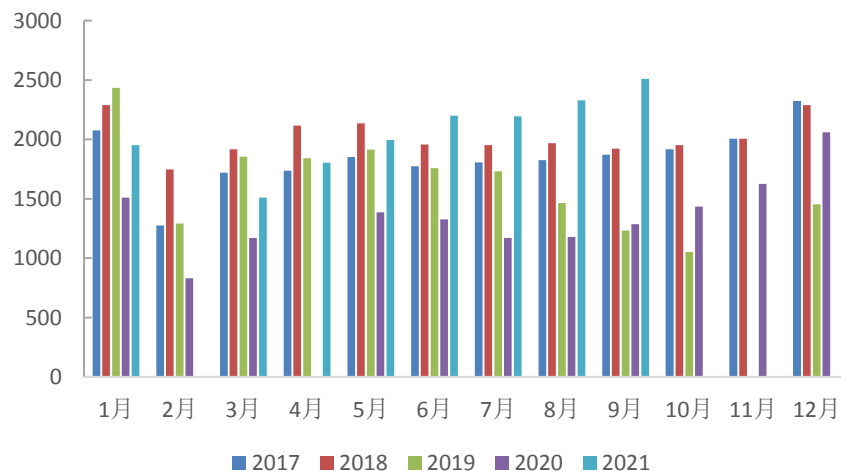
- 本轮猪价在十一期间见底之后出现持续上涨，目前猪价相比于低点已经反弹超过50%。我们认为本轮价格反弹是需求端短暂回暖（主要影响因素在于：低价刺激消费提前+天气转冷+蔬菜价格上涨）叠加上供应端阶段性的短缺所致（前期低猪价）。
- 从需求端看：通常四季度为猪肉消费的传统旺季，居民对于在四季度，特别是11月中下旬制作腊肉和香肠的需求提振了对猪肉的需求量。但我们认为今年和以往不同，低猪价和对后续猪价上涨的担忧导致了提前消费现象的出现。以四川地区为例，根据四川手机报调查显示，合适的价格和适宜的天气使得灌香肠需求提前了半个月，且有摊主表示即使现在没到灌香肠的旺季其每日的加工量也高于去年。此外，由于前期的自然灾害频发导致的蔬菜供应短缺，当前蔬菜价格较高，使得猪肉价格优势相对明显，也进一步刺激了猪肉的消费。

日均屠宰量变化情况（头）



资料来源：涌益咨询，天风证券研究所

四季度屠宰量通常高于其他季度（万头）

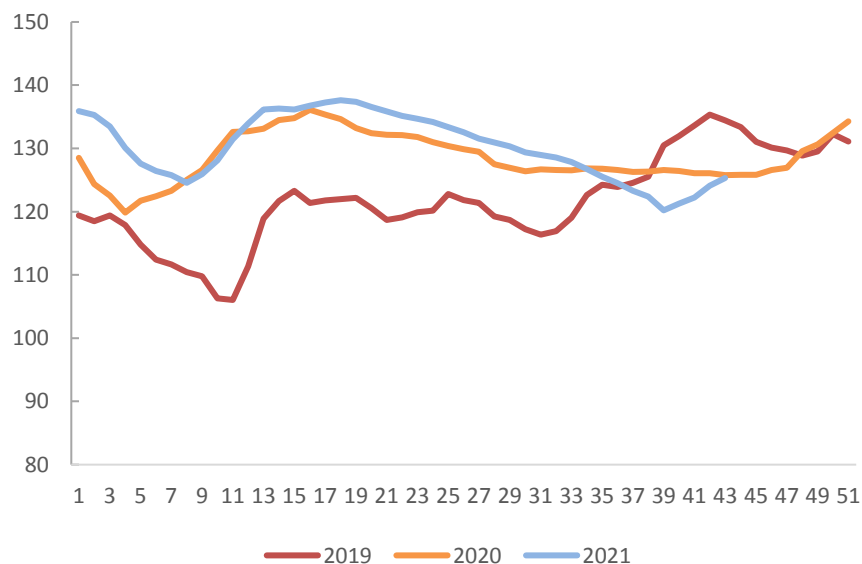


资料来源：wind，天风证券研究所

2.3 后续猪价怎么看：短期猪价多空博弈，预计震荡至春节前

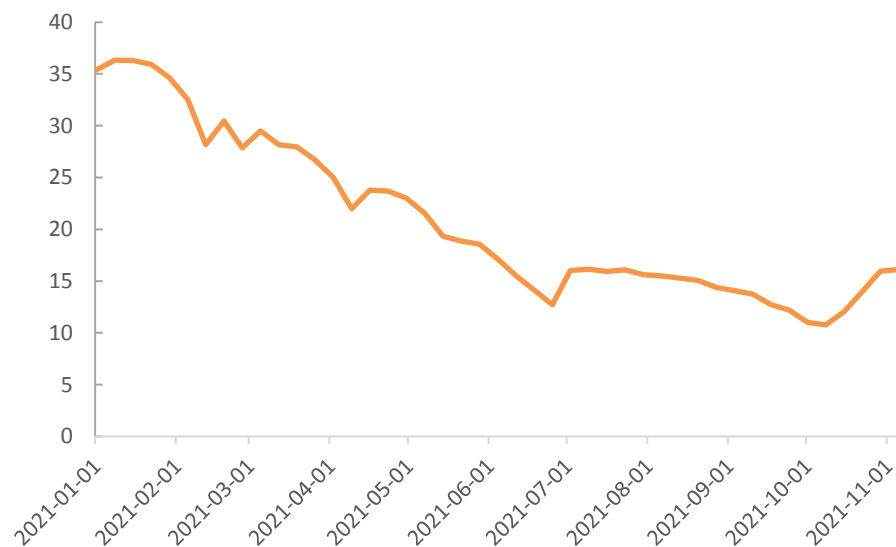
- **从供给端看：**我们认为多重因素导致供给端阶段性的短缺：1) 出栏体重下降导致供给量相比以往有大幅减少；2) 自6月后的猪价的大幅下跌和三季度价格反弹无望使得猪后续猪价行情的养殖场/户有所放弃，进而在三季度大幅出清前期压栏的生猪；3) 前期恐慌性抛售使得供给端出现阶段性短缺。持续的深亏使得行业出现恐慌性情绪，和过往周期对比来看，本轮周期亏损幅度已经远远高于以往最低点。而且，进入九月底和十月初，随着开学、中秋、国庆三个涨价预期接连破灭，养殖场/户的恐慌性情绪有所加剧。因此，以上因素造成了进入十月之后，供给端的阶段性短缺，叠加上需求端的快速回暖，最终导致当前生猪价格有所反弹。

图：生猪出栏体重变化情况（单位：kg/头）



资料来源：涌益咨询，天风证券研究所

图：生猪价格自10月初底部以来出现反弹迹象（单位：元/kg）

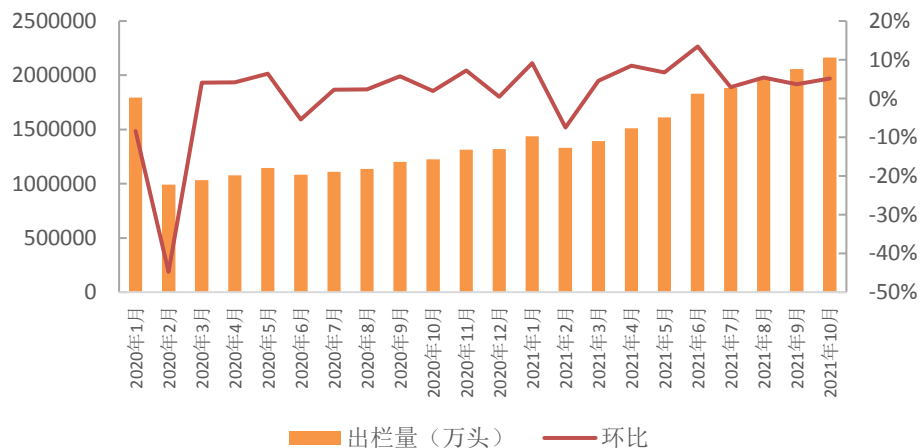


资料来源：wind，天风证券研究所

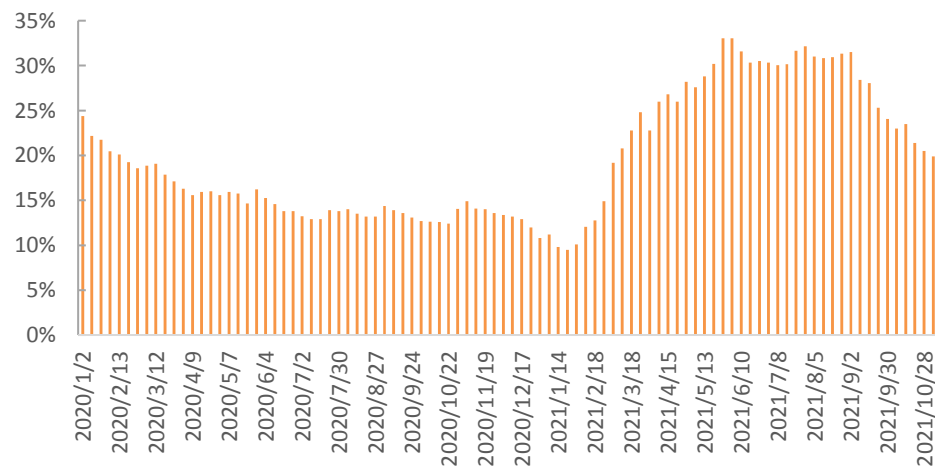
2.3 后续猪价怎么看：短期猪价多空博弈，预计震荡至春节前

- 短期，多空因素博弈，季节性消费旺季提振需求、但冻肉库存预估仍较大且大猪仍在消化中，若短期反弹过高，有可能延缓产能去化节奏，需重点关注短期猪价反弹高度及养殖户产能情绪。
- 从出栏量上看：由于前期受到低猪价刺激，养殖场出栏有所提前，因此11月份的生猪出栏量或因断档期而预计比10月份环比下降10%左右，但随后的生猪价格上涨又刺激了部分养殖场/户的压栏情绪，且冬季本身是肥猪消费旺季，因此我们预计12月或有增量，但可能均不及10月出栏量；明年的1月份可能是散户出栏高峰期，但因今年春节在1月底，因此可能会出现集中抛售的现象，散户为了防止销售价格过低，可能有提前出栏的动作；
- 从冻肉库存情况上看：从涌益的数据端看，其冷冻肉库存量也仍然处在较高水平，截止到11月4日，其库存率还维持在19.88%。

全国样本点出栏数据



冻肉库存率（单位：%）



2.3 后续猪价怎么看：中长期预计明年Q2价格有望反转

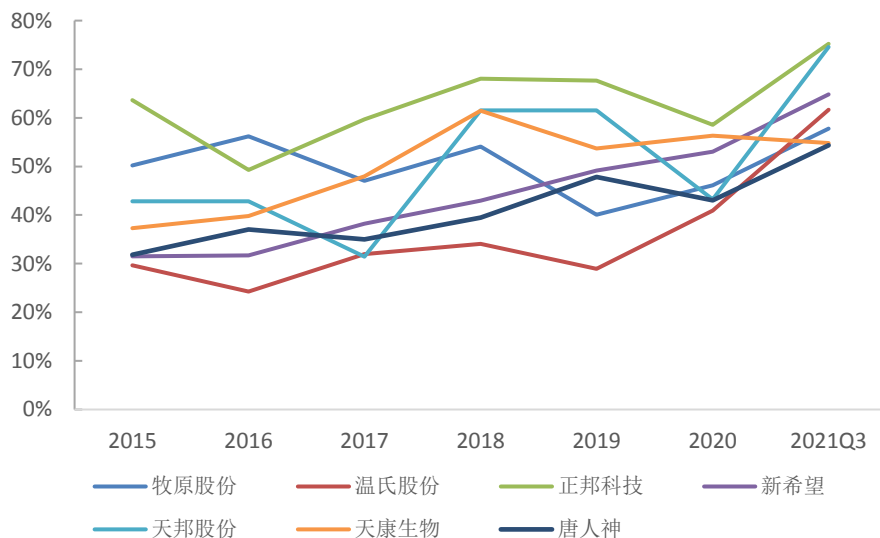
本轮周期猪价底部已现，预计明年Q2有望反转。

- 当前养猪亏损严重且多数已持续4个月以上，真实产能出清幅度或超预期（根据涌益咨询的数据显示，其样本能繁母猪存栏从6月至10月底已出现连续的环比下降，累计去化程度已达到11.10%；从农业农村部数据来看，推算6月高点以来持续4个月下降，累计下降幅度5%左右；天风农业100+份调查问卷，其结果显示70%以上的养殖户/场反馈能繁母猪较今年年初存栏高点去化在10%以上）。按照目前产能自今年6月份开始下降，则对应10-12个月之后的生猪出栏量为明年Q2出现拐点，考虑到目前行业养户的亏损幅度和持续时间，我们认为后续行业产能有望持续去化，预计明年Q2猪价有望反转。此外，冬季为非瘟疫情高发期，养殖全面亏损下，饲料营养、动保防疫、猪场管理均有所下降，在目前猪群存栏密度仍然相对较高的情况下，冬季疫病发生风险敞口较大，若发生，则有望加速产能去化，届时猪周期反转有望提前到来。
- 2) 短期，多空因素博弈。季节性消费旺季提振需求，但冻肉库存预估仍较大，且10月以来猪价反弹部分压栏猪占比边际提升出栏均重、大猪仍在消化中，若短期反弹过高，有可能延缓产能去化节奏，需重点关注短期猪价反弹高度及养殖户产能情绪。
- 标的关注上，重点是【温氏股份】（成长弹性高，资金储备充足）、【牧原股份】（具有成本优势，成长稳健），其次【新希望】、【天康生物】、【傲农生物】、【正邦科技】、【天邦股份】、【唐人神】、【中粮家佳康】等。

3、养猪股投资价值：养猪规模化红利仍未消失

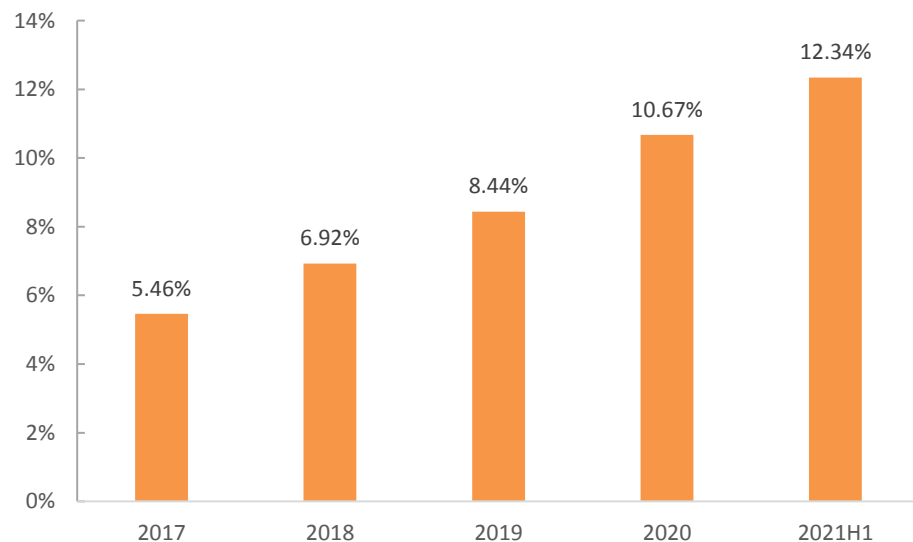
- 生猪养殖产业集中度低，机会成本的抬升以及养殖门槛的抬升导致大量中小散户持续退出，为规模企业的扩张提供了空间。从过去几年来看，以生猪养殖上市公司年出栏量top10为代表的集团场占全国生猪出栏的比例在不断上升，但该比例相比于欧美国家等发达国家还仍存在差距。
- 当前规模企业仍具备规模化红利：相对于中小散户，规模企业在育种技术、养殖技术、管理能力、资金成本、拿地能力方面都具有明显的优势。特别在周期下行阶段，规模化企业较强的融资能力能够帮助企业安全渡过周期底部。

养猪上市公司负债率（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

头部企业出栏量集中度逐年提升（%）



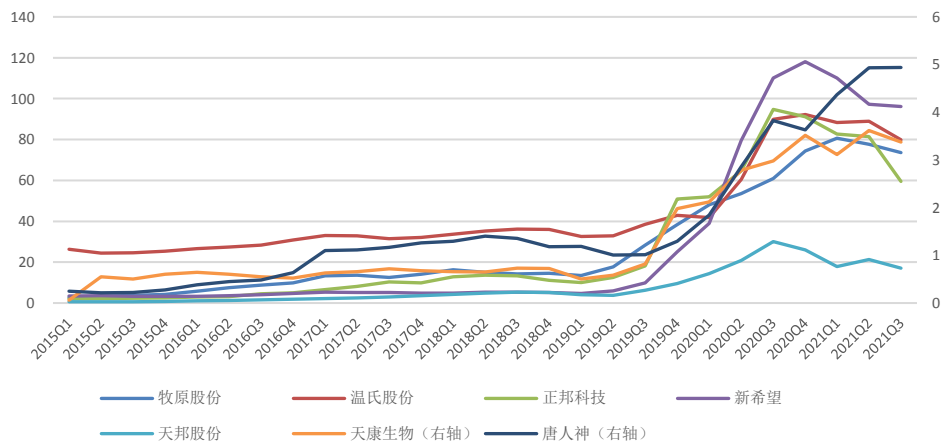
资料来源：Wind，天风证券研究所（注：该比例是由每年出栏量前10的上市公司出栏总和除以对应当年的全国生猪出栏总量）

3.1 规模企业养猪成长性显著

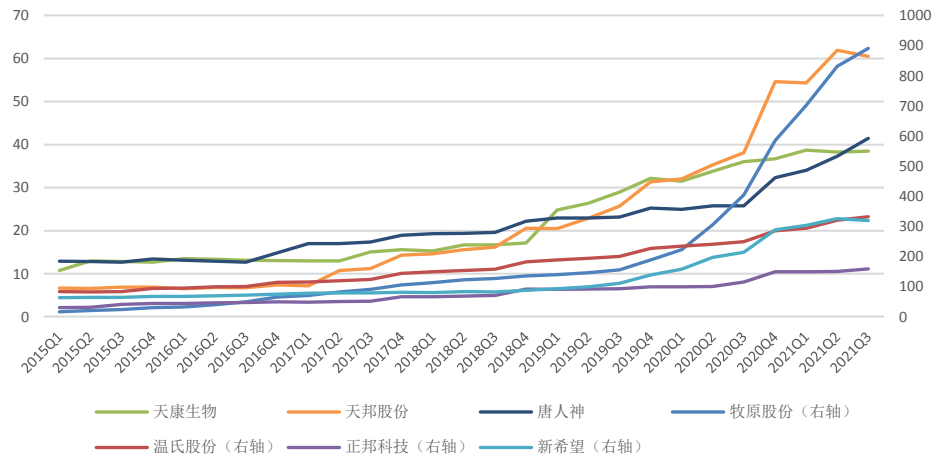
固定资产和在建工程指标可以反映出企业猪场产能扩张的速度；生产性生物资产代表了企业种猪的规模，生产性生物资产增加越快，公司未来出栏量扩张越快。

- 通过对过往5年多的固定资产和在建工程指标追踪来看，各大生猪养殖企业的猪场产能扩张速度快，其中以牧原股份、温氏股份、正邦科技以及新希望的产能扩张尤其明显。
- 生产性生物资产决定了未来一段时期内生猪出栏的节奏。从对部分养殖上市企业分析来看，各家的生产性生物资产在2015年均呈现出不同幅度的上涨，其同样表现出集团养殖场的成长性。

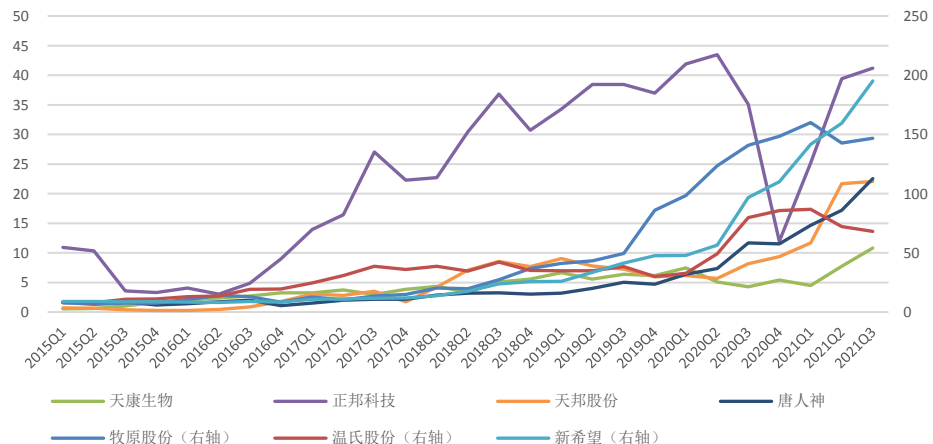
生产性生物资产（亿元）



固定资产（亿元）



在建工程（亿元）



3.1.1 能繁母猪：各家能繁增速收紧，部分淘汰过冬

➤ 母猪存栏量不仅仅是判断市场行情的提前预判的指标，同时也是判断公司未来出栏量扩张的重要指标，通过对母猪的存栏量可以大致判断出企业未来产能规模（能繁母猪存栏量*PSY*存活率）。从各家企业母猪存栏数据来看，相比18、19年都基本上有较大的产能扩张。

公司名称	能繁存栏	后备母猪存栏	GP&GGP	截止日期	公司名称	能繁存栏	后备母猪存栏	GP&GGP	截止日期
牧原股份	270万头左右			2021年10月底	正邦科技	100万头		14万头	2021年11月初
	275.6万头	100-110万头水平		2021年9月底		100万头	40万头		2021年9月底
	284.6万头	约106万头		2021年6月底		120万头	70万头	14.5万头	2021年6月底
	262.4万头			2021年3月底		119万头	80万头		2021年3月底
	221.6万头			2020年12月底		123万头	81万头		2021年1月底
	191.1万头	90万头		2020年9月底		110.8万头	91.7万头		2020年10月底
	169.6万头			2020年6月底		75万头	60万头		2020年6月底
	128.32万头	约72万头		2019年12月底		60万头	48万头	GGP1.7万头左右， GP13万头左右	2020年3月底
温氏股份	近90万头	后备种猪约60万头		2019年9月底	母猪存栏119.75万头		约为15万头左右	2019年12月底	
	60多万头			2019年6月底	35万头	30万头		2019年9月底	
		大概在30-40万头		2018年年底	110万头			2021年10-11月	
	约110万头	约40万头		2021年11月中	大概110万头左右			2021年9月底	
	约110万头	约40万头		2021年9月底			约20万头	2021年6月底	
	约110万头	约50万头		2021年6月底	约110万头			2021年3月底	
	约110万头	约50万头		2021年3月中	119万头	97万头	能繁在10万头+	2020年12月底	
	约110万头			2020年12月底	约100万头	约80万头	16万头	2020年9月底	
110-120万头			2020年8月中			15万头	2020年6月底		
100多万头	30-40万头	GP在7万头左右	2020年4月底	50万头	20万头		2020年3月底		
120-130万头			2019年12月底	40万头	约20万头		2020年1月底		
约有120万头	约有40万头		2019年10月底	30万头	推断大约在25万头		2019年12月底		
种猪存栏共约140万头左右（能繁+后备）			2019年4月中	20万	推断大约在10万头		2019年10月底		
140万头左右			2019年2月底			GP接近5.8万头，GGP 大约3000头	2019年9月底		
天邦股份	43万头			2021年10-11月	截至上半年末的种猪存栏有14万头 存栏数8万头，包含了能繁和后备			2019年6月底	
	约38万头			2021年9月底				2019年2月底	
	42.89万头			2021年6月底			GP种猪存栏约2万头	2018年9月中	
	40万头			2021年4月底	大约9万多头			2018年7月底	
	约有35万头			2020年9月底	12万头			2021年10-11月	
	约26万头	约66万头		2020年6月底	12万头			2020年12月底	
	18.6万头	49.5万头		2020年3月底	母猪有9万多头			2019年12月底	
	恢复到17.4万头	14.8万头		2019年12月底	4.1万头（不含后备母猪 存栏数量）	1.5万头		2019年9月底	
			2019年4月底	基础母猪存栏12万头			2021年10-11月		
唐人神				2019年4月底	推断大约在6.8-6.9万 头左右	约2.6万		2020年6月底	
	约17.8万头			2018年12月底	基础母猪6万多头			2019年1月中	
	约18万头			2018年9月中	预计母猪可以达到6.3万头			2018年年底	
	约16.5万头			2018年3月底	自有母猪2.7万头，后备母猪1万头			2017年11月初	
	约14万头左右			2017年12月底					

资料来源：各公司公告、改变饲界公众号，中国猪业高层交流论坛，天风证券研究所

3.1.2 出栏量：规划兑现度折射经营管理水平差异

- 从过往各家企业的生猪出栏兑现度来看，2020年各家上市生猪养殖企业的出栏兑现对整体较高，其年底出栏量相比于最终出栏目标的兑现度基本都维持在90%左右及以上，以牧原股份、正邦科技、天邦股份等公司为首的出栏兑现度最高超过100%。而今年出栏量兑现度情况来看，目前各家企业兑现度主要分为两个梯度，较高的兑现度能达到90%左右，较低的兑现度目前只有60%-70%左右。

年份	实际出栏量	规划出栏量	规划时间点	兑现度	实际出栏量	规划出栏量	规划时间点	兑现度	实际出栏量	规划出栏量	规划时间点	兑现度	实际出栏量	规划出栏量	规划时间点	兑现度			
				温氏股份				牧原股份				正邦科技				大北农			
2023		2600-3000	2021/11/16							6000	2021/3/16								
2022		1800-2000	2021/11/19							4000	2021/3/16								
2021年1-10月	1079.48	1100-1200	2021/11/3	90%-98%	3136.5	4000	2021/11/9	78%	1311.76	2000	2021/4/18	66%	340.02	500	2020/11/2	68%			
		1200	2021/5/27	90%		3600-4500	2021/4/30	70%-87%		2500	2020/11/26	52%		1000	2019/6/4	34%			
2020	954.55				1811.5	1750-2000	2020/2/27	91%-104%	955.77	900-1100	2020/4/21	87%-106%	185.04	200	2020/10/26	93%			
2019	1851.66	2000	2019/9/11	93%	1025.33	1300-1500	2019/8/28	68%-78%	578.4	650-800	2019/4/20	72%-89%	164.18	500-600	2019/8/13	31%-37%			
		2400	2019/4/25	77%		1000-1100	2019/3/27	93%-103%						600	2019/6/4	31%			
2018	2229.7	2200	2018/7/24	101%	1101	1100-1300	2018/2/10	85%-100%	553.99	550-650	2018/4/18	85%-101%	168	165-175	2019/12/9	94%-100%			
2017	1904.17	2210.4	2016/5/17	86%	723.7	600-800	2017/5/5	90%-121%	342.25	320-360	2017/4/11	95%-107%	64.25	200	2019/7/19	82%			
2017		70-80	2017/12/21	92%															
				天邦股份				天康生物				新希望				唐人神			
2023							500	2020/12/30											
2022		1600	2021/1/29				400	2019/4/24						500	2020/7/31				
2021年1-10月	334.61	400	2021/11/10	84%	133.34	200	2021/4/23	67%	800.22	900-1000	2021/9/17	80%-89%	132.35	200	2021/4/2	66%			
		700-800	2020/11/27	42%-48%		1600	2021/2/18	50%		200	2021/4/30	100%							
2020	307.8	300	2020/9/11	103%	134.5	150	2020/7/20	90%	829.25	800-1000	2020/2/18	83%-104%	102.44	260-300	2020/7/31	44%-51%			
		350	2020/4/29	88%		150-180	2020/4/14	75%-90%		2500	2020/9/16	32%		100	2020/12/31	102%			
2019	243.94	300	2019/4/29	81%	84.27	100	2019/4/26	84%	355	1500	2020/3/31	55%	83.93	130-150	2020/4/27	68%-79%			
		550-600	2018/5/21	41%-44%		130	2018/12/10	65%		350	2019/4/4	101%		300	2019/3/21	34%			
2018	216.97	230	2018/8/7	94%	64.66	70	2018/4/21	92%	255.37	330	2018/4/28	77%	68.1	100-120	2019/10/12	70%-84%			
2017	101.42	240-260	2018/5/21	83%-90%	48.94	45	2017/4/19	109%	239.96	350	2017/11/2	73%	54.4	120	2019/4/17	70%			
		260	2018/4/28	84%		230-250	2017/11/2	96%-104%		160	2019/3/21	53%							
2017		100	2016/11/18	101%										80	2018/4/21	85%			
2017														40	2017/4/28	136%			

资料来源：Wind，天风证券研究所（注：以上兑现度仅表示规划时间点上对应的规划目标和实际出栏量之间的关系，存在后续继续变化的可能性）

3.1.2 出栏量：规划兑现度折射经营管理水平差异

- 母猪存栏的高增长成就了养殖企业出栏量的高成长，叠加上非洲猪瘟导致行业集中度加速提升，头部养殖企业出栏量和市占率快速提升。2021年1-10月份，牧原股份出栏量均实现了同比翻倍以上增长，正邦科技、新希望 and 天邦股份出栏量同比增长也比较亮眼。

图：我国主要生猪养殖企业出栏量情况（万头）

	温氏股份	牧原股份	正邦科技	新希望	天邦股份
2010	505	33	33		
2011	664	59	58		
2012	814	90	85		
2013	1013	125	115		
2014	1218	186	146		46
2015	1535	192	158		39
2016	1713	311	226		58
2017	1904	724	342		101
2018	2230	1101	553	255	217
2019	2448	1333	747	355	320
2020	955	1811	956	829	308
2021.1-10月	1079	3137	1312	800	335
2020.1-10月	782	1340	716	525	237
前十个月增速	38%	134%	83%	52%	41%

资料来源：Wind，天风证券研究所

3.2 规模企业养殖成本分化

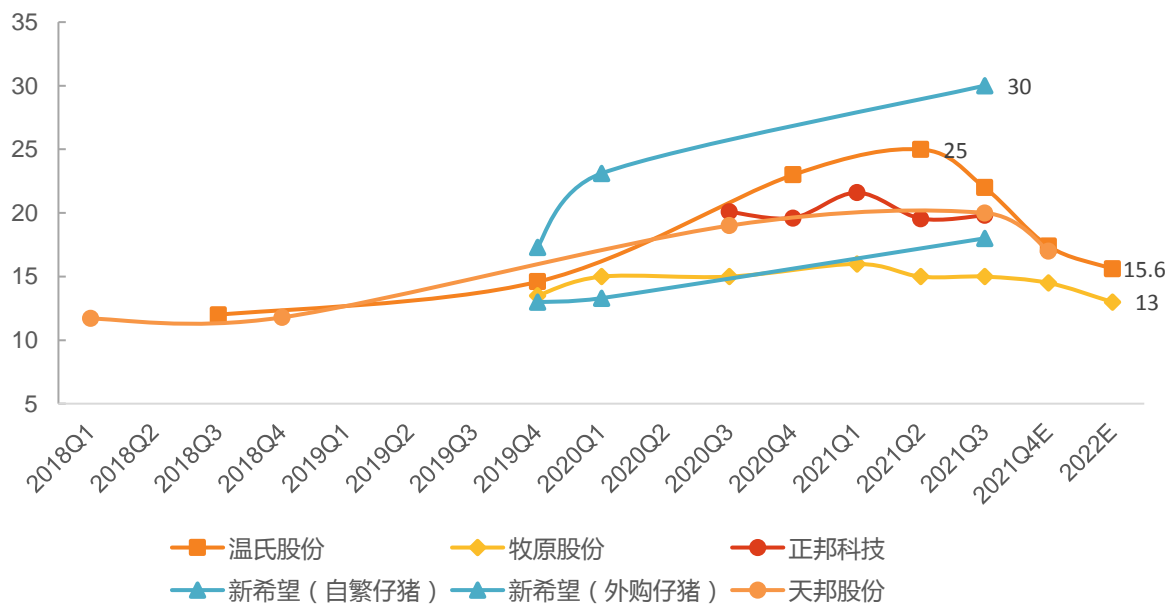
- **成本是衡量养猪企业竞争力的关键指标。成本决定了企业盈利，是衡量养猪企业竞争力的关键指标。**从历史来看，大部分企业的完全成本均低于15元/公斤，但在非瘟发生后，除牧原股份因为特有的培育体系使得公司快速摆脱影响外，其他养殖企业均或多或少受到内外部各种因素影响，导致养殖完全成本出现快速上涨，其中包括高价仔猪影响和非瘟防控开支影响。
- 截止最新数据来看，牧原股份三季度完全成本15元/公斤；温氏股份三季度完全成本22元/公斤；正邦科技三季度完全成本19.81元/公斤；新希望三季度自繁自养部分完全成本在20元/公斤；天邦股份三季度完全成本均为20元/公斤。

公司名称	完全成本	截止时间点	公司名称	完全成本	截止时间点	公司名称	完全成本	截止时间点
温氏股份	15.6元/公斤	预测2022年目标	牧原股份	13元/公斤	预测2022年目标	新希望	16元/公斤（自产猪苗	2022年6、7月目标
	17.4元/公斤	预测2021年年底		14.5元/公斤	预测2021年年底		18元/公斤（自产猪苗	2021年12月预测
	22元/公斤	2021年三季度		14.7元/公斤	2021年11月20日		30元/公斤（外购猪	苗）、20元/公斤（自
	25元/公斤	2021年二季度		15元/公斤左右	2021年9月30日		2021年三季度	繁仔猪）
	22-23元/公斤	2020年		15元/公斤	2021年6、7月		15.9元/公斤	2020年四季度
	14.6元/公斤	2019年		16元多/公斤	2021年一季度		14.2元/公斤	2020年三季度
	12元/公斤	2018三季度		15元多/公斤	2020年全年		13.3元/公斤（自繁仔	猪）；23.1元/公斤
12元/公斤	2018年3月7日	14-15元/公斤	2020年四季度	14元多/公斤	2020年三季度	13元/公斤（自繁仔	猪）；17.3元/公斤	
正邦科技	19.81元/公斤	2021年三季度	14元多/公斤	2020年三季度	13元/公斤（自繁仔	猪）；17.3元/公斤	2019年全年	
	21.6元/公斤	2021年一季度	超过15元/公斤	2020年一季度	（外购猪苗）			
	19.6元/公斤	2020年四季度	13.5-14元/公斤	2019年	13.5元/公斤	2019年上半年		
	20.09元/公斤	2020年三季度	12元/公斤左右	2018年之前	12.3元/公斤	2018年4月8日		
天邦股份	17元/公斤	预测2021年年底	天康生物	14-15元/公斤	2021年6月11日	大北农	19元/公斤	2021年11月10日
	20元/公斤以上	2021年三季度		14-15元/公斤	2021年5月21日		18-19元/公斤	2021年8月24日
	19元多/公斤	2020年三季度		12-12.5元/公斤（河	2019年10月10号		14元/公斤（自繁仔	猪）；18-19元/公斤
	11.8/公斤	2018年全年	南）	2020年7月27日	2020年三季度		（外购猪苗）	
	11.7元/公斤	2018年一季度	唐人神	16元/公斤（自繁自养	2017年8月9日			

3.2 规模企业养殖成本分化

- **成本是衡量养猪企业竞争力的关键指标。成本决定了企业盈利，是衡量养猪企业竞争力的关键指标。**从历史来看，大部分企业的完全成本均低于15元/公斤，但在非瘟发生后，除牧原股份因为特有的培育体系使得公司快速摆脱影响外，其他养殖企业均或多或少受到内外部各种因素影响，导致养殖完全成本出现快速上涨，其中包括高价仔猪影响和非瘟防控开支影响。
- 截止最新数据来看，牧原股份三季度完全成本15元/公斤；温氏股份三季度完全成本22元/公斤；正邦科技三季度完全成本19.81元/公斤；新希望三季度自繁自养部分完全成本在20元/公斤；天邦股份三季度完全成本均为20元/公斤。

养殖完全成本（元/公斤）



3.2 规模企业养殖成本下降途径较为明朗

➤ 随着今年6月份开始的猪价快速下跌，完全成本的下降来成为各家公司的首要目标。从主要的养殖企业已有的完全成本下降趋势和目标来看，其成本改善还是比较明显。

➤ **各家企业未来成本下降途径较为明朗，多维度降本增效：**

1) **牧原股份：**公司目前在行业中处于成本领先地位，但与自身历史最优水平仍有一定差距。从目前阶段来看优化公司内部管理水平带来的养殖成绩提升依然是下阶段成本下降的主要来源。公司将通过提升人员整体能力、推广优秀场段经验、重点攻关落后场区、子公司等措施，降低公司内部养殖成绩离散度，实现整体养殖成本的下降；此外，随着公司停止大圈配种的策略，其PSY以及存活率有所提升，这也有效的为公司的全成本的下降铺平道路；在饲料花费上面，公司会根据原材料价格即使调整合适的饲料配方，使得公司维持较优的饲料成本水平上。

2) **温氏股份：**①**从种群优化方面：**公司加快淘汰低效母猪，提升母猪种群质量的途径来降低成本，通过多生、多活来摊销成本，目前公司的配种分娩率、窝均健仔数等生产指标正在逐月提升，产保死淘率正在逐月下降；②**从仔猪成本方面：**公司5月份暂停外购猪苗，高价外购猪苗影响逐月下降，按照正常出栏节奏，预计11月份后高价外购猪苗影响将得以消除，成本预计将有较为明显的改善；③**从公司生产管理方面：**加强费用管理，严格把控支出，控制全成本中的三费比例。公司大力推进降本增效专项行动，分级分类制订降本增效方案，深挖降本增效潜力，在保证有效防控的前提下，简化防疫流程，减少防疫支出；④**从饲料配方方面：**公司充分发挥集采优势，强化与大型企业战略集中采购，锁定中远期合同，同时加快办理进口资质，使用国外优势原料。营养配方方面，充分利用数据库优势，及时调整优化营养配方，积极采用优势原料，如稻混物、小麦、碎米、面粉等原料，控制饲料成本。

3.2 规模企业养殖成本下降途径较为明朗

3) 正邦科技：①**在种猪方面：**公司育肥成本下降的核心仍然是来自于仔猪端的成本，随着公司种群的持续强化带来生产成绩的改善将是显著的，从生产指标上看，公司第三季度的PSY已经达到22，较为接近非瘟之前水平；此外，公司去年年底和今年年初从海外引进的1万多头高纯种猪将对于基因组的遗传贡献比例将大幅提升，使其出肉率、抗病性及繁殖能力能够高于市场的平均水平，这将为公司仔猪成本带来强有力的行业竞争力；②**在饲料方面：**饲料是生猪养殖过程中成本占比较大的部分，因此良好的饲料成本控制能有效的降低成本。一方面，公司通过智能化的系统精准的去控制饲喂的精确度，提升饲料的使用率；另一方面，公司专业的配方团队会根据原料价格及时进行配方调整，以降低养殖饲料成本，提升相对效益；③**在精细化管理方面：**由于公司存在“公司+农户”和自繁自养两种模式，因此公司针对两种模式存在的弊端通过信息化系统的应用，补足各模式存有的短板，真正落实精细化的管控，最终解决实际生产问题，提高整体生产效率。

4) 新希望：公司目前成本较高的主要原因来自于今年一季度外购仔猪价格仍然较高，叠加上今年年初的疫情影响，各项生产指标均不理想，例如1月的窝均断奶仔猪数不到8头，而且仔猪里面的弱苗、母猪里面的弱毒猪还是比较多，综合以上因素导致了目前养殖完全成本还是比较高；而随着公司后续逐步提高猪场满负荷率、提升非瘟及其他疫病的防控水平、加速低效母猪淘汰、停止外购仔猪（3月底、4月初）、优化饲料配方等一些列的降本增效方案，公司目前的完全成本已经得到相应的改善；截止到三季度，自繁仔猪的完全成本已经控制在20元/公斤，预计年底有望控制在18元/公斤。

5) 天邦股份：在公司具有一定的育种优势条件的背景下，公司未来将通过多维度、多途径去降低养殖完全成本。首先，公司规划母猪场尽快满负荷生产，并对断奶仔猪做更优化的安排，从而降低断奶仔猪成本；其次，通过精细化管理提高存活率和正品率，并通过合理的管理手段降低直接养猪场管理费用偏高的问题；最后，通过优化饲料配方、采购优化等手段降低养殖饲料成本。通过以上几个途径，公司预计到今年年底养殖完全成本有望降低到17元/公斤左右。

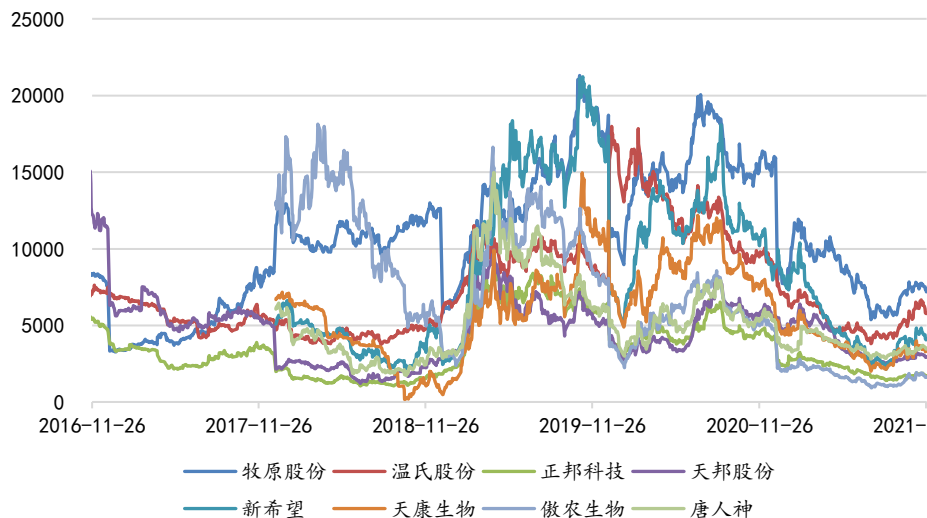
6) 天康生物：公司在玉米原料具有优势的情况下成本较高的主要原因来自于原本饲料业务板块在去年四季度外购高价仔猪导致的，随着仔猪价格降低以及对饲料业务板块养殖成本的严格控制，其成本中的仔猪部分有望获得相应的下降；此外，公司通过优化饲料配方降低饲料成本、完善猪场数据管理提升效率、以及降低死淘成本等多种途径来降低成本。

3.3 投资建议

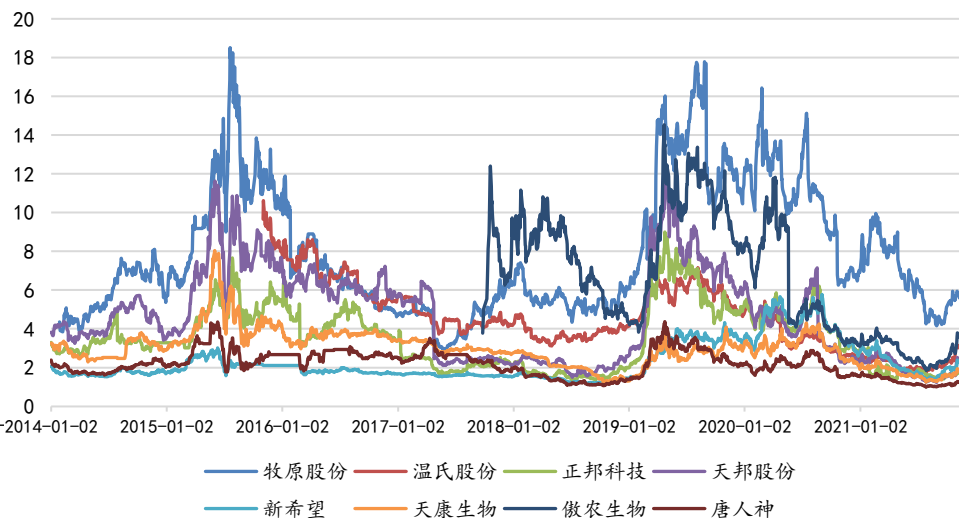
我们认为：今年猪价大幅回落，养猪股回调显著，当前阶段我们认为市值底部区间，在当前时点建议重点关注有超额成本优势、资金流相对充裕的养猪股。

- 从头均市值角度，对应2022年预估出栏量，当前上市公司头均市值来看，其中牧原4000-5000元/头、温氏3000-4000元/头、天康和唐人神2000-3000元/头、新希望、正邦科技、天邦股份、傲农生物2000以下元/头；从市净率角度，多股已回到历史周期底部区间市净率水平，牧原股份5-6，温氏和傲农2-3，其他个股1-2。
- 当前阶段，标的关注上，重点是【温氏股份】（成长弹性高，资金储备充足）、【牧原股份】（具有成本优势，成长稳健），其次【新希望】、【天康生物】、【傲农生物】、【正邦科技】、【天邦股份】、【唐人神】、【中粮家佳康】等。

主要生猪养殖企业的头均市值（元/头）



各家上市公司历史市盈率变化情况





The background image shows a close-up of a silver fountain pen lying diagonally across a financial newspaper. The newspaper features several line charts and index names. Visible text includes 'Straits Times Singapore', 'BSE Sensex India', 'Shenzhen Component', and 'Shenzhen B Shares'. Numerical values and percentage changes are also present, such as '1947.46 +0.26%', '20932.48 +0.38%', '13714.29 -0.67%', and '877.114 +0.21%'. The overall scene suggests a focus on investment and market analysis.

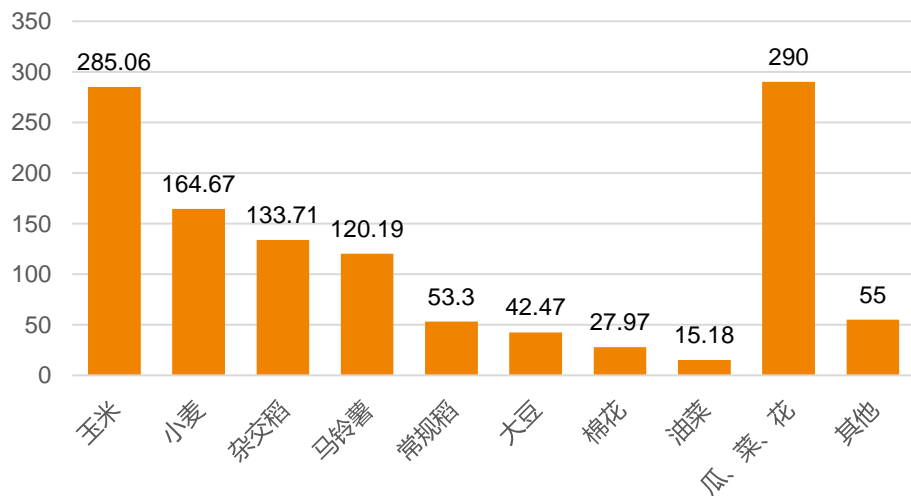
二、2022年投资策略

2、种子板块：把握种业重大变革机遇期！

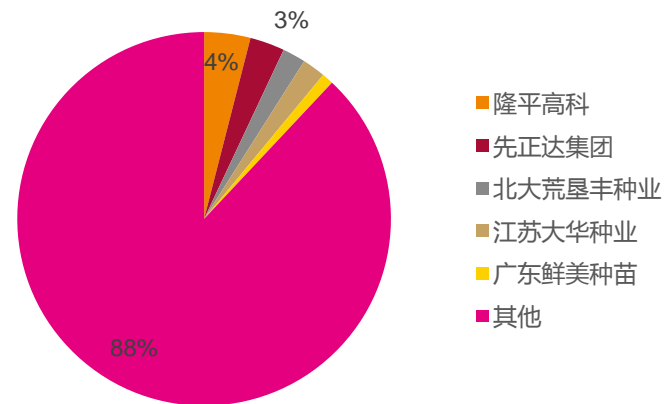
1、我国种业千亿规模，行业格局仍较分散

- 根据《2020年中国农作物种业发展报告》，2019年我国种子市场规模接近1200亿元，其中玉米、小麦、杂交水稻种子是前三大品种。根据 ISF 数据，2018年全球种子行业市场最大的国家是美国，占比达27%；第二名是中国，占比达21%。根据 Kynetec 统计数据，全球种子行业市场市占率第一名为拜耳，市占率达20%，CR5占比达52%；中国种子行业市场第一名为隆平高科，市占率为4%，CR5占比仅为12%。从品类来看，2019年，前五位杂交玉米品种种植集中度为 19.30%，前五位杂交水稻品种种植集中度为 12.50%。
- 我们认为，中国种子市场规模超千亿，位列全球第二，行业有望诞生大公司。但是当前，我国市占率第一的种子公司市占率仅4%，收入规模仅30亿+，当前行业格局较为分散，亟需改善。

图：我国种子市场规模（亿元）



图：2020年中国种业市场格局



2、种业政策持续出台，行业格局有望改善

种业行业格局分散的原因包括：

- **亲本相似：主要作物品种相似度较高，产品同质化严重。**根据《2020年中国农作物种业发展报告》，2019年，推广面积在10万亩以上的玉米品种有915个，推广总面积42158万亩。单个品种推广面积超过1000万亩的有5个，郑单958的推广面积最大，占6.68%。但是，即使是推广面积前十的品种，其父母本也多以郑单958和先玉335的父母本为基础繁育而来。推广面积较小的品种更是如此，其中某些品种甚至亲本均为大品种亲本改良而来。
- **抄袭模仿：套牌侵权严重，挫伤种企创新积极性。**被套品种是市场热销的大品种，套牌玉米种子占比或超1/4。不法分子不用付出研发成本，就轻松获得了品质优良的种子，售价也往往比正规种子低一些，出现“劣币驱逐良币”的过程。市场上的套牌玉米种子占比或达到1/4甚至更多。
- **非法入侵：抽检发现非法转基因玉米种子入侵东北。**早在2015年，有组织在辽宁玉米产区抽检发现未经国家批准的非法转基因玉米，检出的转基因玉米品种主要为 Mon810（孟山都）、NK603（孟山都）、Bt11（先正达）和 TC15O7（杜邦先锋&陶氏）。

我国种业创新速度变慢：

我国玉米历经6代品种，第6代品种代表郑单958于2004年居推广面积第一位之后，仍未出现更具挑战力的品种。

图：玉米推广面积排名情况——郑单958占据榜首超14年

年份	第一名			第二名			
	品种	面积/万亩	选育单位	品种	面积/万亩	选育单位	
1982	中单2号	2403	中国农业科学院作物所	丹玉6号	1642	辽宁省丹东市农科所	
1983	中单2号	2629		郑单2号	982	河南省农科院粮作所	
1984	中单2号	2637		四单8	1179	吉林省四平农科所	
1985	中单2号	2965		四单8	1475		
1986	中单2号	3117		四单8	1559		
1987	丹玉13	3374	辽宁省丹东市农科所	中单2号	2573	中国农业科学院作物所	
1988	丹玉13	4565		中单2号	2906		
1989	丹玉13	5251		中单2号	3434		
1990	丹玉13	4512		中单2号	2806		
1991	丹玉13	4685		中单2号	2777		
1992	丹玉13	3279		中单2号	2970		
1993	丹玉13	2955		掖单2号	2267		山东省莱州市农科院
1994	丹玉13	2891		掖单13	2407		山东省莱州市农科院
1995	掖单13	3397		丹玉13	2838		辽宁省丹东市农科所
1996	掖单13	3150		中单2号	2536		中国农业科学院作物所
1997	掖单13	3003		中单2号	1742		
1998	掖单13	2006	中单2号	1581			
1999	掖单13	1534	山东省莱州市农科院	四单19	1298	吉林省四平农科所	
2000	农大108	2812		掖单13	1638	山东省莱州市农科院	
2001	农大108	3810		豫玉22	1097	河南农业大学	
2002	农大108	4100	中国农业大学	豫玉22	1470	河南省农科院粮作所	
2003	农大108	3513		郑单958	2136		
2004	郑单958	4295		农大108	2720		
2005	郑单958	5176	中国农业大学	农大108	2178		
2006	郑单958	5858		农大108	1445		
2007	郑单958	5691		浚单20	1646	河南省浚县农科所	
2008	郑单958	5704	浚单20	2458			
2009	郑单958	6810	浚单20	3678			
2010	郑单958	6226	浚单20	4639			
2011	郑单958	6782	河南省农科院粮作所	先玉335	3572	杜邦先锋	
2012	郑单958	6857		先玉335	4217		
2013	郑单958	6479		先玉335	4022		
2014	郑单958	5406		先玉335	4061		
2015	郑单958	4631		先玉335	3737		
2016	郑单958	3975		先玉335	3263		
2017	郑单958	3422					
2018	郑单958	3066		先玉335			

2、种业政策持续出台，行业格局有望改善

2021年以来，我国种业政策持续出台，从多个方面助力种业发展：

- 2021年1月，大北农生物的DBN9501（适宜北方春玉米区）和DBN9004（适宜北方春大豆区）获批。大北农DBN9858和DBN9936再获得农业转基因生物安全证书（生产应用），生产应用区域包含黄淮海夏玉米区、南方玉米区、西南玉米区、西北玉米区。
- 2021年4月，杭州瑞丰的双抗12-5获得黄淮海夏玉米区和西北玉米区生产应用的安全证书。
- 2021年7月，最高人民法院发布《最高人民法院关于审理侵害植物新品种权纠纷案件具体应用法律问题的若干规定（二）》，该司法解释自2021年7月7日起施行，直击种业行业的违法乱象，切实保护品种权人利益。
- 2021年8月，十三届全国人大常委会第三十次会议对《种子法》修正草案进行了审议，重点是加强种业知识产权保护，建立实质性派生品种（EDV）制度。实质性派生品种(Essentially Derived Variety)指：（1）主要从原始品种派生而来，或主要从原始品种派生的品种派生而来，且保留了原始品种的基本性状；（2）明显区别于原始品种；（3）除派生过程产生的差异外，受原始品种的基因型或基因型组合控制的基本性状的表达与原始品种相同。实质性派生品种可以申请植物新品种权，但对其以商业为目的利用时，应当征得原始品种的植物新品种权所有人的同意。
- 2021年9月，最高人民法院发布第一批人民法院种业知识产权司法保护案例。此次发布的案例中，种业知识产权侵权赔偿力度明显加大。
- 2021年10月，国家农作物品种审定委员会办公室关于《国家级玉米、稻品种审定标准（2021年修订）》实施，该标准对玉米要求“申请审定品种与已知品种DNA指纹检测差异位点数 \geq 4个”。根据农财网，新的稻、玉米品种审定标准，增加了品种DNA指纹差异位点数、提高了品种产量指标、提高抗病性指标，预计未来审定品种数量总体可减少40-50%，品种水平将明显提升，同质化问题有望得到解决。

我们认为，今年以来，针对品种创新性不强、套牌抄袭等问题，我国种业政策给出积极应对，密集出台，包括：1）《种子法》修订，突出实质性派生品种（EDV）制度，鼓励保护原始创新；2）严厉打击非法套牌，维护合法品种权益。我国种业市场格局有望得到改善，而新的技术的运用会大大加速格局改善的进程。

3、转基因技术应用提上日程，种业格局有望改变

转基因技术的作用：

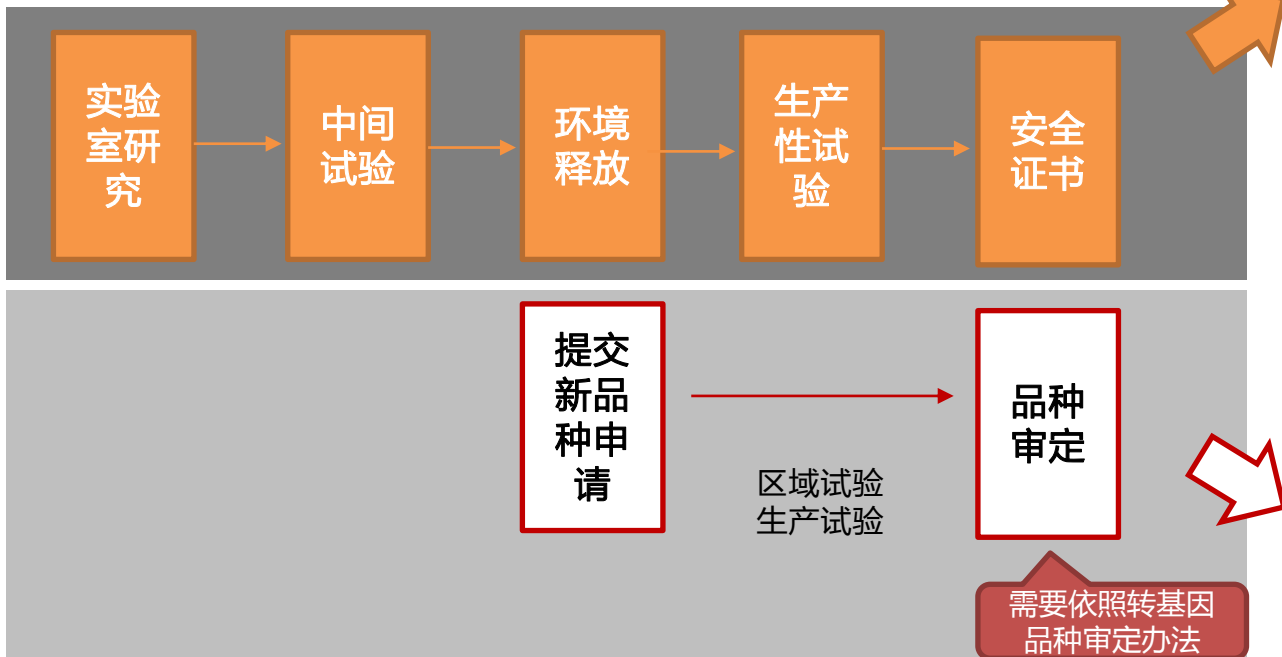
- **玉米**：我国玉米种植面积约6亿亩，我国玉米单产和美国相比仍有明显差距，2020年我国玉米单产为421公斤/亩，仅为美国的60%。转基因技术可提升我国玉米产量和生产水平。目前，通过转基因技术培育的4个抗虫耐除草剂转基因玉米获得生产应用安全证书，抗虫效果达95%以上，比对照玉米产量可提高7%-17%，减少农药用量60%，有效降低了生产投入成本，减少虫害后黄曲霉素污染；耐除草剂特性显著，减少人力投入成本，降低了除草剂风险。
- **大豆**：我国大豆产需缺口大，大豆进口依存度接近84%。大豆单产和国际水平差距较大，2020年我国大豆单产为132公斤/亩，与世界平均单产185公斤/亩相比相差53公斤/亩。大豆生产成本较高，我国大豆生产成本为625.9元/亩，比美国和巴西分别高出31.2%和41.9%。我国通过转基因技术培育的3个耐除草剂大豆已获得生产应用安全证书，可降低除草成本30元/亩以上，较主栽品种增产10%以上，亩均增效100元，同时可以实现合理轮作。

图：我国抗虫玉米和常规玉米的实物对比



3、转基因技术应用提上日程，种业格局有望改变

➤ **转基因种子商业化条件：**转基因技术是将人们期望的目标基因（其他物种的基因）导入并整合到生物体（比如种子）的基因组中，商业化落地需要安全证书和品种审定环节。一个转基因品种获得了安全证书，意味着它本身的使用安全性和环境安全性都做过了充分的试验检测，可以按照相应的用途进行种植、生产和食用。获得了安全证书之后，品种还需要获得品种审定，才能进入商业化推广阶段。



目前已有大北农生物、杭州瑞丰获得了转基因的**安全证书**。

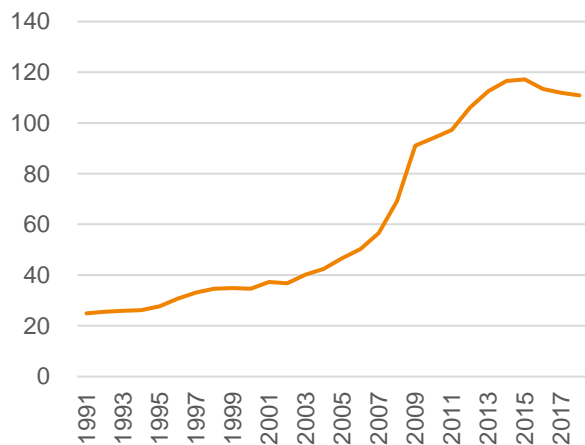
- 2020年1月，**大北农生物**适合北方春玉米区的“DBN9936”和**杭州瑞丰**申报的适合北方玉米区的“双抗12-5”获批安全证书。
- 2020年7月，**大北农生物**凭借DBN9858玉米品种再次获得农业转基因生物安全证书。
- 2021年1月，**大北农生物**的DBN9501（适宜北方春玉米区）和DBN9004（适宜北方春大豆区）获批。大北农DBN9858和DBN9936再获得农业转基因生物安全证书（生产应用），生产应用区域包含黄淮海夏玉米区、南方玉米区、西南玉米区、西北玉米区。
- 2021年4月，**杭州瑞丰**的双抗12-5获得黄淮海夏玉米区和西北玉米区生产应用的安全证书。

2021年11月12日，农业农村部发布关于《农业农村部关于修改部分种业规章的决定（征求意见稿）》，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》作出修改。文件主要看点在于对转基因品种申请审定做出详细规定，转基因种子销售有望在1年内达成。

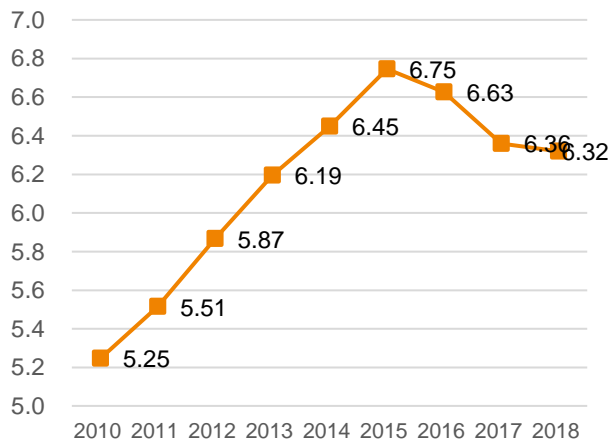
4、展望：转基因玉米种子有望带来百亿利润，创新力强的公司受益

- **转基因玉米种子规模空间：360亿。**美国转基因玉米推广过程中玉米种子价格上涨明显。历史来看，美国亩均种子费用趋于上行，1996年美国放开转基因玉米以来，玉米种子费用上涨，近年来已经稳定在110元左右的水平，相比之下我国每亩种子费用约56元。如果我国未来转基因玉米种子商业化顺利落地，我国单位面积玉米种子费用有望向美国靠拢。假设未来稳定状态下我国玉米播种面积维持在6亿亩，每亩种子费用100元，则我国未来玉米种子终端市场空间有600（ $100*6=600$ ）亿元。假设，出厂价格是终端价格的60%，则我国玉米种子出厂口径市场空间有360亿元。
- **转基因玉米种子利润空间：108亿。**若转基因种子商业化，随着种子价值的抬升以及行业竞争格局的持续优化，我国种子价格提升，同时利润率也将持续提升。参考国外种业公司孟山都，其玉米性状及种子、大豆性状及种子的利润率极高，毛利率在60%左右。根据登海种业历史数据来看，在2016年之前，行业周期和竞争未恶化之前，公司毛利率始终在50%以上，其期间费用率（含销售费用、管理费用、研发费用）在20%-25%之间，净利率始终在30%以上，最高超过40%。转基因玉米种子净利率按30%算，我国玉米种子利润空间将达108亿元（ $360*30%=108$ ）。

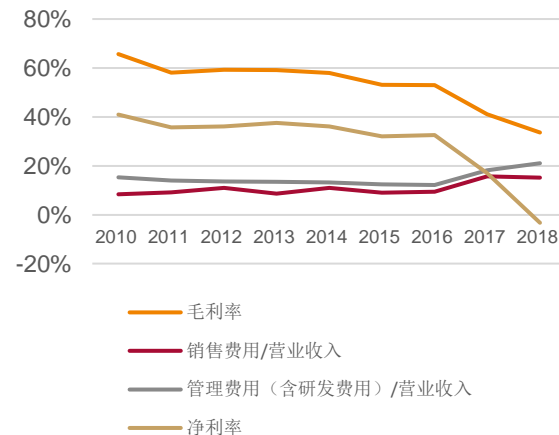
图：美国玉米亩均种子费用情况（元/亩）



图：我国玉米播种面积（亿亩）



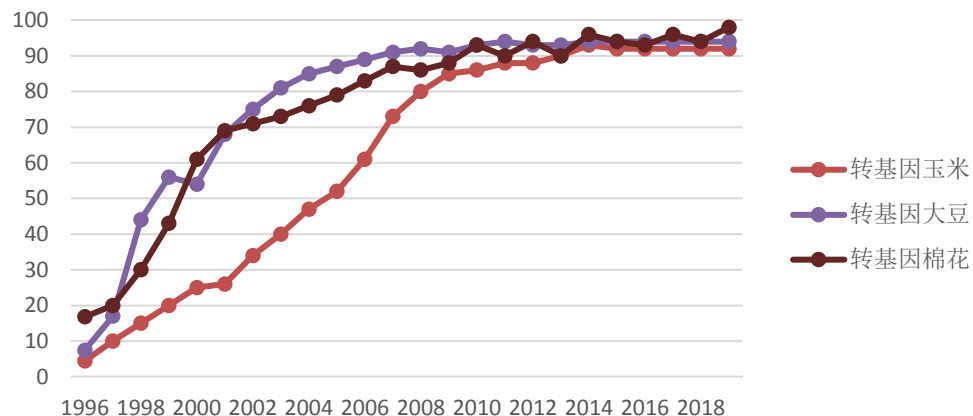
图：登海种业历史经营指标



4、展望：转基因玉米种子有望带来百亿利润，创新力强的公司受益

- 1、美国转基因种子推广节奏：自1996年商业化以来，分品种来看推进速度，转基因玉米种子在2000年市占率达到25%，13年达到90%。
- 2、虫害等会推动转基因种子加速推广。1996年抗除草剂大豆推出后解决了多年来种植户的痛点并快速的抢占了市场，1997年推广面积较1996年增长130%，1998年较1997年增长160%。
- 3、我国转基因种子推广速度预计更快。一方面转基因种子在全球已经比较成熟，认知基础要比上世纪90年代强；另一方面，我国当前面临草地贪夜蛾虫害、玉米产量不足等情况；我们认为，我国转基因种子若商业化，其推广速度将要更快。我们预计商业化开始之后的5年内，转基因渗透率可达90%。
- 则在转基因渗透率达到90%时，性状授权利润可达32.4亿（ $36*90\%$ ），种子销售利润可达64.8亿（ $72*90\%$ ）。

图：美国不同作物转基因种子渗透率情况（%）



资料来源：USDA，天风证券研究所

图：国内转基因玉米种子行业利润规模预估

推广时间	渗透率	性状授权利润规模（亿）	种子销售利润规模（亿）
第一年	10%	3.6	7.2
第二年	30%	10.8	21.6
第三年	50%	18.0	36.0
第四年	70%	25.2	50.4
第五年	90%	32.4	64.8

资料来源：天风证券研究所测算

4、展望：转基因玉米种子有望带来百亿利润，创新力强的公司受益

➤ 我们测算：在转基因渗透率达到90%时：

图：上市公司获得转基因玉米种子利润和市值（亿元）预估

	先正达	隆平高科	大北农	荃银高科	登海种业
性状授权利润	9.72	2.31	6.17		
对应PE	60	55	60		
性状授权市值	583	127	370		
种子销售利润	12.96	12.96	6.48	4.54	8.42
对应PE	45	50	45	45	50
种子销售市值	583	648	292	204	421
转基因带来的市值增量	1166	775	662	204	421

资料来源：天风证券研究所测算。PE参考国外领先公司孟山都、国内种业领先公司历史估值。报告测算存在主观假设，仅供参考，具体数值以实际推广情况为准。

- 我们认为，转基因技术有望加速行业洗牌，在一系列政策的推动下，创新能力差、技术储备落后、非法侵权的公司有望退出市场，而重视研发投入、创新能力强，特别是转基因技术储备丰富的公司有望获得更强的竞争力，获得更大的市场份额。
- 重点推荐：【隆平高科】（参股公司转基因技术储备丰富，传统品种和渠道优势突出）、【大北农】（转基因技术领先，大北农生物转基因玉米扩区面积最广）、【登海种业】（玉米种子龙头，有望把握转基因玉米机遇）、【荃银高科】（业务质地好，背靠中化和先正达，有望实现跨越式发展）。



1947.46
▲ +0.26%

1945
1942
1939

5:00
9:00

Straits Times
Singapore

BSE Sensex
India

20932.48
▲ +0.38%

3306
3300

13:00
17:00

9:00

Shenzhen Component

13714.29

▼ -0.67%

Shenzhen B Shares

877.114

▲ +0.21%

13740

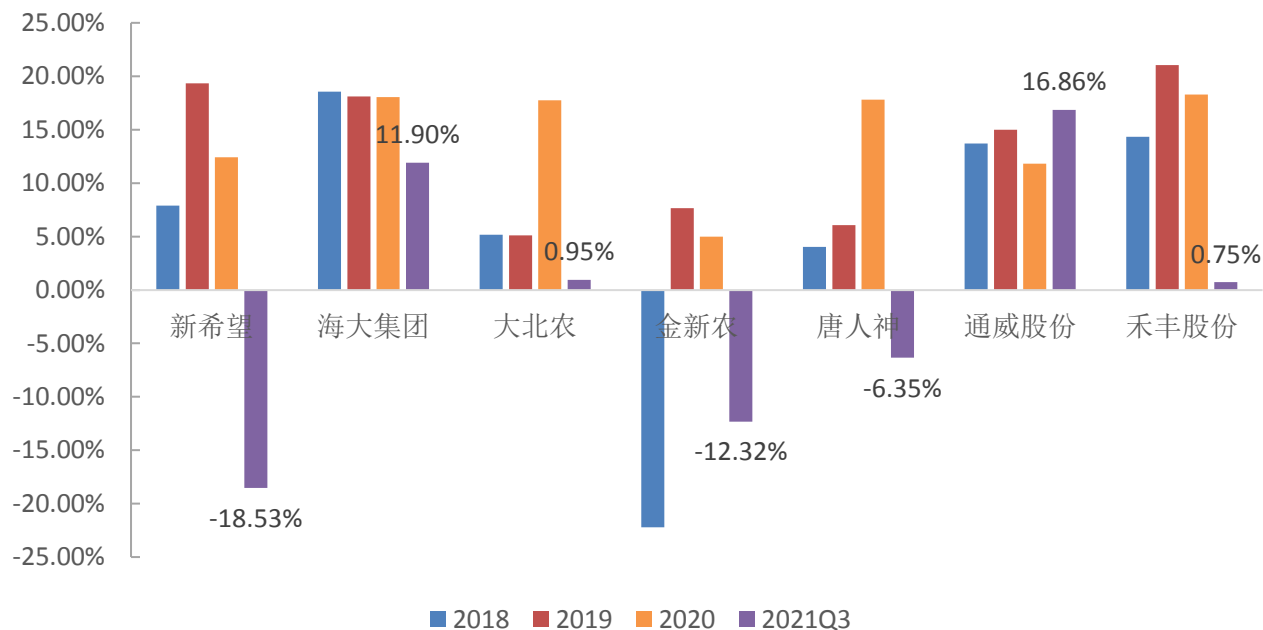
二、2022年投资策略

3、饲料板块：寻找核心竞争力凸显的 α 机会

1、重点推荐海大集团：以饲料为切入，构建养殖综合服务商，实现“产品+服务”双价值

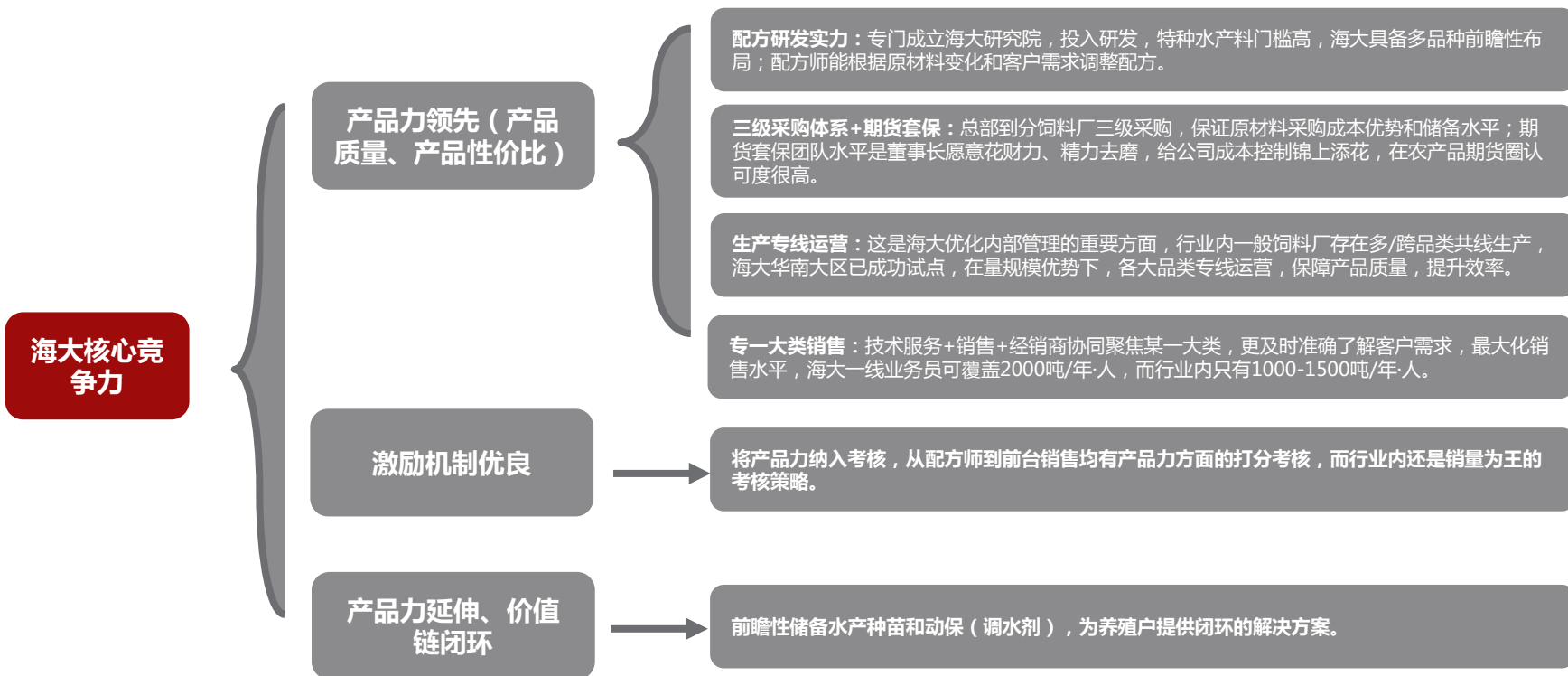
卓越产品力是公司ROE远高于同行的原因：

- 公司目前全面投资生产畜禽饲料、水产饲料、预混料等全系列的饲料产品，**产品线齐全，产品组合和区域布局特点使公司抗风险能力较强。**
- **公司持续在推动产品升级、寻求产品差异化上努力创新。**公司一方面通过加大研发投入积极推出高毛利的功能性饲料和特种饲料，推动产品升级，拉开与竞争对手的差异；另一方面利用配方优势有效降低原有产品的生产成本。同时，公司将种苗、动保、服务结合起来，转型养殖方案解决商，以“产品力提升”抢占市场的模式取代以往的“服务带动销售”模式。
- **构建在卓越产品力基础上的产业竞争力，是公司ROE高于同行的主要原因。**



1、重点推荐海大集团：以饲料为切入，构建养殖综合服务商，实现“产品+服务”双价值

- 海大以做**水产料**起家，在历次水产养殖行业巨变中（洪灾、特水养殖爆发、膨化技术、环保）把握/引导了行业趋势，成为水产料绝对龙头。抓住水产养殖小散精细化的特点（区别于畜禽规模化快速提升），实现水产养殖产业链的价值链主导，以水产料为切入，技术服务为指导，渗透水产动保和水产种苗，构建了养殖综合服务商，实现产业链价值最大化。壁垒高、先发优势强、利润率高。
- 海大“降维”做**畜禽料**，优化中后台优势，改变畜禽料“以营销为主”为“以生产和技术为核心”的理念，逐步实现产销分离，使得畜禽料生产成本具备绝对优势，在大客户的增长上突飞猛进。



2、重点推荐海大集团：所处赛道空间大，发展驱动强，多极增长可现

动保等其他板块协同饲料，技术服务壁垒明显：

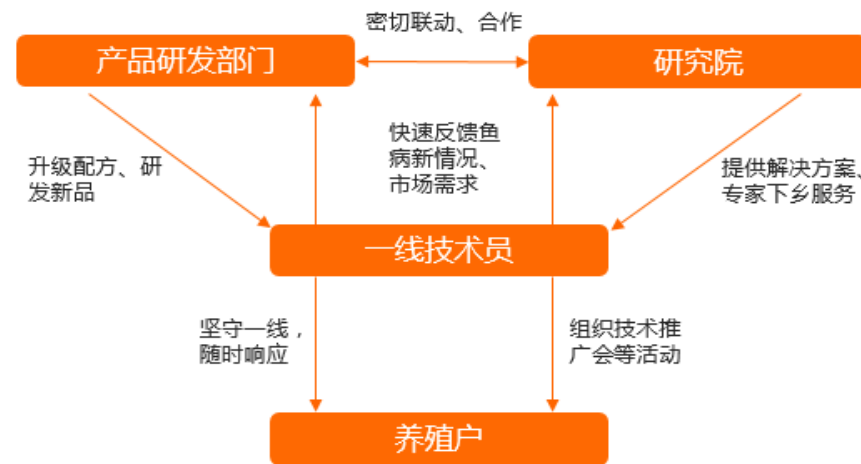
- 海大已经形成了完善的“研发-生产-中试-销售”一整套体系，现旗下有一个研发院，三大研究中心和十余个研发中试基地，产品覆盖了鱼类、虾蟹类等多数品类，形成了完整的产品体系。
- 随着产品和服务模式的持续升级，公司水产动保业务已形成完善的服务体系和良好的内部销售渠道，核心产品性价比优势明显，市场占有率持续提升。目前公司水产动保处于行业技术领先、市场规模领先地位。
- 以畜禽使用的疫苗、兽药为主要产品的畜禽动保市场需求空间巨大。公司不断提升畜禽动保的研发、产品生产、供应能力，2019年建立畜禽动保服务体系，通过有效的组织将畜禽动保产品融入到公司畜禽养殖服务体系中，快速切入替代养殖户原有的动保产品。



畜禽养殖规模化，海大把握
优质客户，极致成本优势

水产养殖小散，海大水产
料在产业链价值中占主导

图：海大“产品+服务”模式



资料来源：公司公告、天风证券研究所梳理

3、投资建议：给予买入评级

我们认为：

- **水产料行业空间大，赛道优良**
 - 以**特种水产料为代表，行业蓝海**：非瘟疫情下，生猪产能去化40%以上，预期国内蛋白消费结构大概率将发生永久性变化，水产、禽肉、牛羊肉等占比均有望大幅提升；水产养殖技术不断突破，养殖替代捕捞；养殖内部结构不断升级，普水养殖户受塘租上涨/人工成本上涨等因素影响，逐渐从养殖微利的普水转为特种水产养殖；工业饲料替代鲜杂鱼，饲料渗透率不断提升；
 - **特水料好赛道**：不同于畜禽养殖规模化程度不断提升，水产生物学特性决定水产养殖难以规模化（工厂化养虾失败vs畜禽单体养殖规模不断扩大），使得水产养殖产业链价值分配中，水产饲料环节仍具有较强话语权；
 - **海外市场**：有待持续开拓，海大集团海外布局早，水产料增长快速。
- **公司核心竞争力铸就壁垒，市占率不断提升**
 - **产品力领先**，配方研发实力+三级采购体系+生产专线运营+专一大类销售；
 - **激励良好且有效**，并将产品力纳入考核；
 - **配套种苗动保等服务闭环**，为未来爆发性特种料单品高增长做储备（鳊鱼、小龙虾、石斑鱼等）。

风险提示：极端天气；饲料原材料涨价；养殖疫病；畜禽动保服务站开拓不达预期。



The background image shows a close-up of a silver fountain pen lying diagonally across a financial newspaper. The newspaper features several line charts and index names. Visible text includes 'Straits Times Singapore', 'BSE Sensex India', 'Shenzhen Component', and 'Shenzhen B Shares'. Numerical values and percentage changes are also present, such as '1947.46 +0.26%', '20932.48 +0.38%', and '13714.29 -0.67%'. The overall scene is in a warm, slightly blurred light.

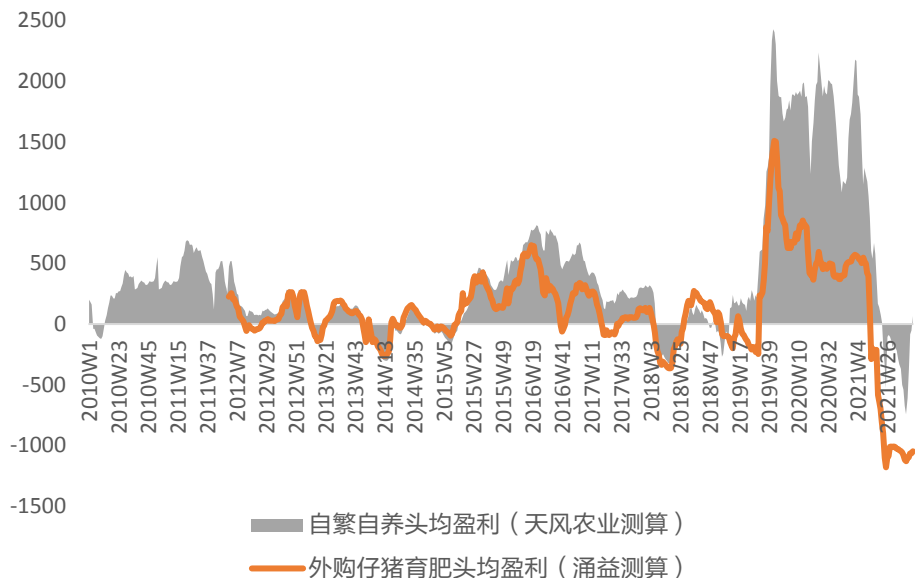
二、2022年投资策略

4、动保板块：当前或已处于底部区域，具备长期投资价值！

1. 下游盈利恢复有望带动动保公司业绩回升

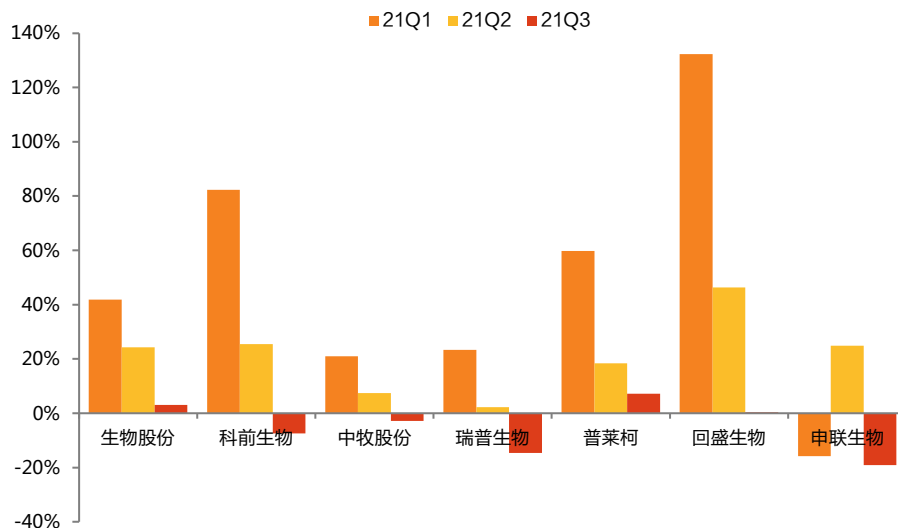
- 下游养殖行情低迷，动保板块Q3业绩承压。随着疫情趋于稳定以及生猪存栏水平持续回升，动保板块已经走出非瘟疫情的影响。但进入到今年三季度以来，生猪养殖行情持续低迷，在下游持续深亏的背景下，化药及疫苗的需求均受到影响，动保公司业绩承压。
- 10月份随着猪价触底反弹，下游养殖亏损逐渐缩窄，目前已经恢复一定盈利。我们认为，下游盈利的恢复有助于动保产品需求的改善，四季度动保板块业绩有望改善。

图：生猪盈利情况（元/头）



资料来源：涌益咨询，天风证券研究所

图：动保公司单季度收入增速

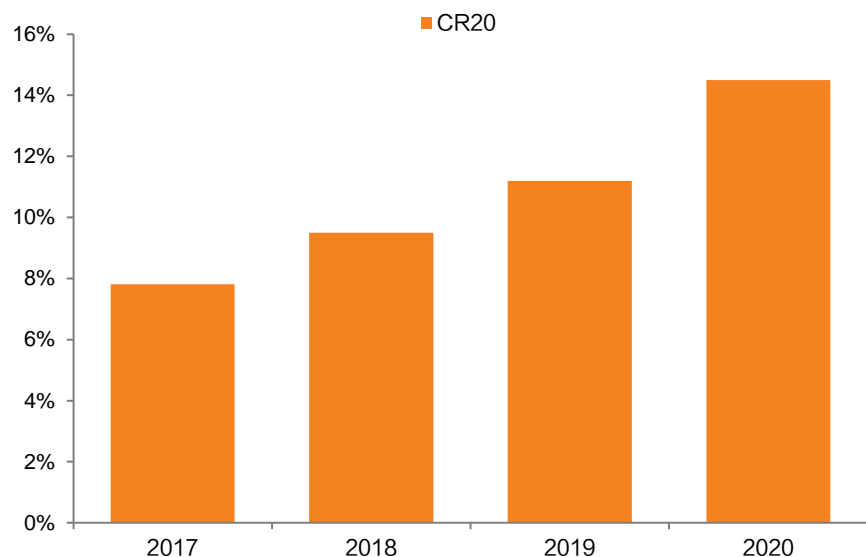


资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 下游养殖规模化进程加速，行业开启新一轮增长

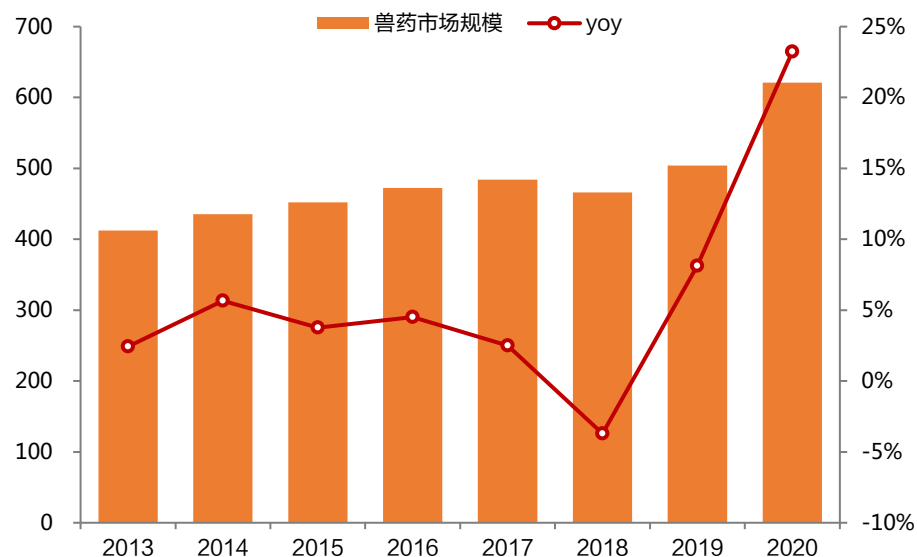
- **非瘟疫情影响下，养殖规模化进程加速。**疫情影响下，中小养殖主体加速退出，而以上市公司为代表的大型养殖集团凭借着防疫优势和资金优势率先开始补栏，行业集中度加速提升。2020年前二十强养猪企业合计出栏约7657万头，市占率达到14.5%，较2017年提升约6.7个百分点。
- 受益于下游生猪存栏逐步回升以及集中度的提升，动保行业重回增长。2020年全国兽药市场规模621亿元，同比增长23.2%，其中生物制品销售额162.4亿元，同比增长37.2%，化药销售额458.6亿元，同比增长18.9%。

图：养殖规模化程度不断提升



资料来源：猪友之家、wind，天风证券研究所

图：兽药市场规模及增速（亿元）



资料来源：兽药发展报告，天风证券研究所

2. 下游养殖规模化进程加速，行业开启新一轮增长

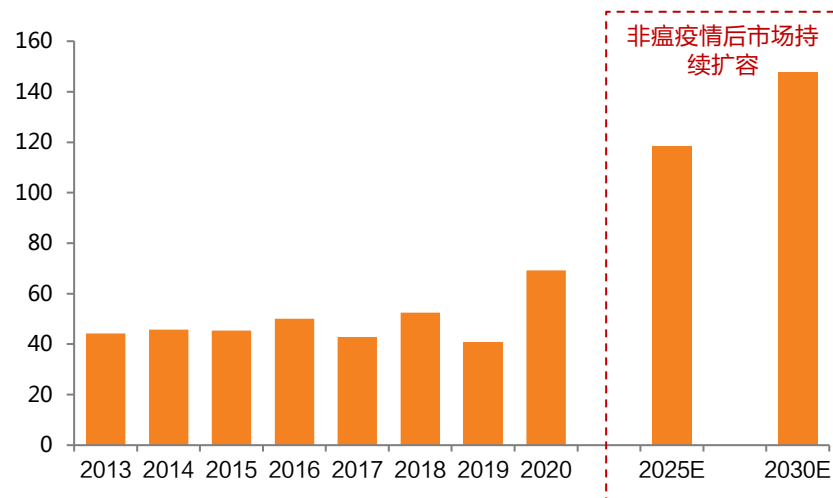
- **防疫费用与防疫难度成正比，规模越大的养殖场使用的药苗也就越多。**2019年规模养殖户的生猪平均医疗防疫费为25.65元/头，散养生猪的平均医疗防疫费为19.64元/头，规模养殖比散养的支出高30.6%。而头部养殖集团的防疫费用更高，2019年温氏股份的头均生猪苗药使用金额达到66元，是规模生猪平均使用金额的2-3倍，而牧原股份的头均生猪苗药使用金额达到90元，是规模生猪平均使用金额的3-4倍。
- 我们认为，随着行业养殖集中度的快速提升，全行业头均生猪的疫苗和兽药的使用量将大幅提升，动保行业有望迎来快速扩容阶段。预计2025/2030年猪用疫苗市场规模分别达到120/151亿元。

图：猪用疫苗市场规模假设

	2020	2025E	2030E
出栏量（亿头）	5.3	6.5	6.5
规模化率	55%	70%	75%
规模厂出栏（亿头）	2.9	4.6	4.9
疫苗费用（元/头）	16	20	25
规模厂合计（亿元）	46.6	91.0	121.9
散户出栏（亿头）	2.4	2.0	1.6
疫苗费用（元/头）	12	15	18
散户合计（亿元）	28.6	29.3	29.3
合计（亿元）	75.3	120.3	151.1

资料来源：wind，天风证券研究所

图：非瘟疫情后猪用疫苗有望加速扩容（亿元）



资料来源：兽药发展报告，天风证券研究所

3. 非瘟疫苗持续推进中，有望取得积极进展

- **非洲猪瘟疫苗的研究及产业化进程持续推进中。**我国非瘟疫苗取得阶段性进展，哈兽研研发的非瘟疫苗已经开展多轮临床试验，但商业化仍需时间，若非洲猪瘟疫苗研发成功，将进一步打开动保成长空间。
- 此外，多家动保企业积极布局非瘟疫苗，并且取得了一定进展：
 - ① **生物股份：**投入较高的非洲猪瘟疫苗多条研发技术路径研发工作稳步推进，完成多组非洲猪瘟mRNA疫苗、腺病毒载体疫苗、亚单位疫苗的效力评价实验，并取得一定成果。
 - ② **普莱柯：**在新发及重大疾病疫苗研制方面，公司持续与兰兽研开展技术合作，共同推进非洲猪瘟复合亚单位疫苗的临床前研究工作。

图：哈兽研非洲猪瘟疫苗研究进展

完成候选的疫苗实验室研究及中间试制

- 2018年10至11月，分离获得我国流行非洲猪瘟病毒株，完成了全基因组序列测定和分析，建立了感染发病模型；
- 2018年11月至2019年5月，以我国流行毒株为基础，经系统安全性和有效性研究，筛选出1株安全有效的弱毒疫苗HLJ/18-7GD株；
- 2019年6月至2020年2月，初步完成了疫苗实验室产品质量研究、大规模生产工艺研究及中间试制、生物安全评价中间试验。

安全评价完成环境释放和第一阶段临床实验

- 2020年3月24日始，先后在黑龙江、河南和新疆的4个独立猪场开展生物安全评价环境释放试验和第一阶段临床实验，包括育肥猪3077头、能繁母猪28头和家杂野猪25头。

完成安全评价生产性试验和第二阶段临床实验

- 2020年10月3日起，先后在黑龙江、河北和湖北5个试验猪场开展安全评价生产性试验和第二阶段临床实验，育肥猪11410头、母猪201头。黑龙江肇州、湖北武昌、河北巨鹿和黑龙江双城四个基地育肥猪试验已顺利完成，有关样品检测、数据分析、总结报告等有序推进中。母猪安全评价生产性试验已完成第一胎，第二胎试验有序进行之中。

4. 动保板块当前或已处于底部区域，已具备长期投资价值

- 当前动保板块市盈率（TTM）仅为32倍，已经低于近五年中位值，目前分位点仅30%。随着下游猪价回升，免疫程序逐步回归正常，需求有望逐步改善，叠加新产品的推出，我们认为动保公司业绩有望持续增长，当前板块整体低估。
- 长期来看，动保行业持续扩容，集中度有望持续提升，关注个股阿尔法机会。推荐【生物股份】（行业龙头，研发、工艺、渠道显著领先，预期差大）、【科前生物】（非强免疫疫苗龙头，核心产品市占率持续领先）、【普莱柯】（研发兑现+产品补齐+营销升级，业绩有望持续增长）。

图：猪用疫苗市场规模假设



资料来源：wind，天风证券研究所

图：主要动保公司净利润增速及估值

公司名称	净利润增速 (%)			市盈率		
	20A	21E	22E	TTM	21E	22E
生物股份	84	52	46	34	30	21
科前生物	85	40	28	24	22	17
中牧股份	65	33	22	28	20	16
瑞普生物	105	31	23	24	22	19
普莱柯	109	36	26	20	20	16
回盛生物	118	63	57	28	31	16

资料来源：wind，天风证券研究所



The background image shows a close-up of a silver fountain pen lying diagonally across a financial newspaper. The newspaper features several line charts and index names. Visible text includes 'Straits Times Singapore', 'BSE Sensex India', 'Shenzhen Component', and 'Shenzhen B Shares'. Numerical values and percentage changes are also present, such as '1947.46 +0.26%', '20932.48 +0.38%', '13714.29 -0.67%', and '877.114 +0.21%'. Time markers like '9:00', '13:00', and '17:00' are also visible on the charts.

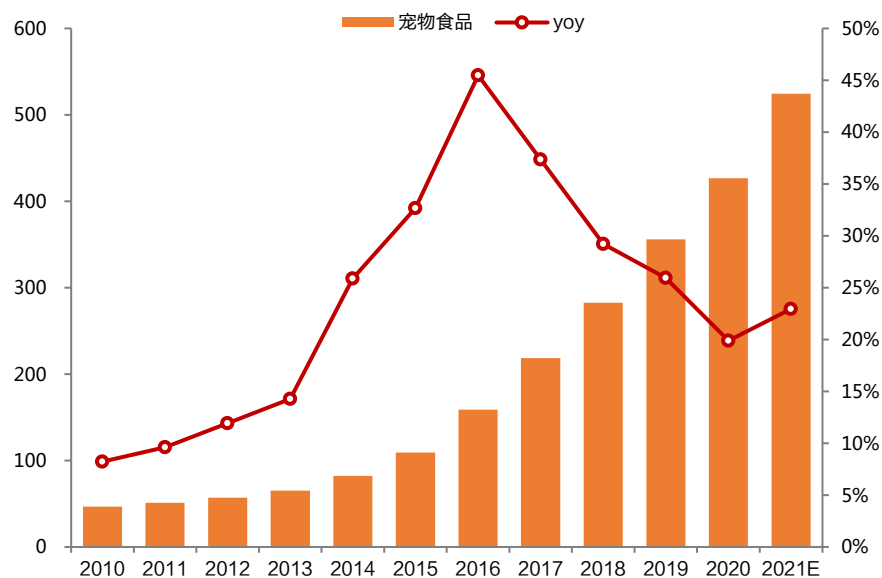
二、2022年投资策略

5、宠物板块：海外业务有望迎来拐点，持续关注国内市场增长！

1. 宠物食品市场持续快速增长，“猫经济”已成热潮

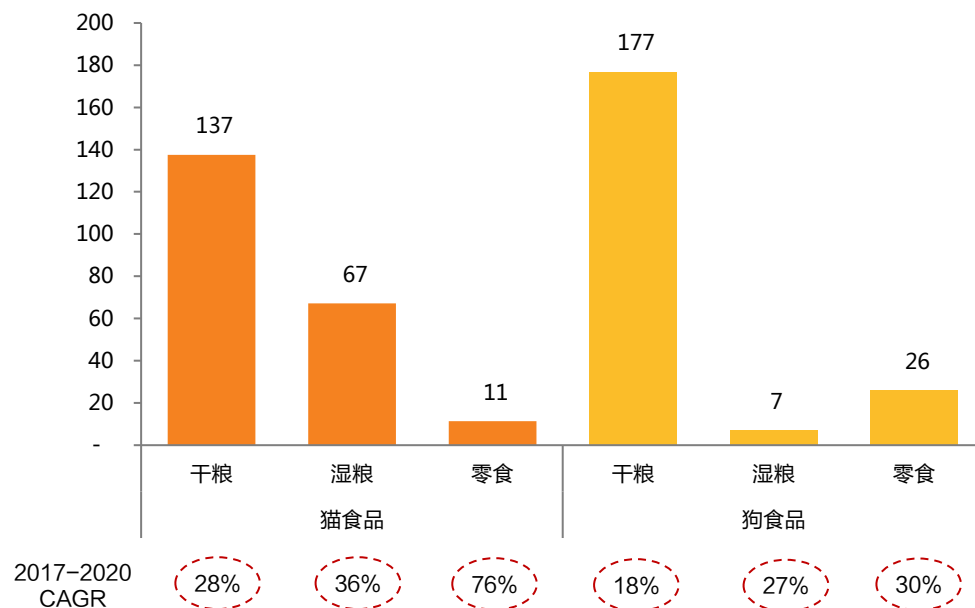
- 过去几年，猫食品增速快于狗食品，是推动行业增长的主要动力。根据欧睿国际的数据，2020年我国宠物食品终端规模约427亿元，同比增长20%，其中，猫食品市场规模约216亿元，同比增长27%，狗食品市场规模约210亿元，同比增长13%。而在高端化的趋势下，湿粮和零食的增长显著快于干粮。
- 我们认为，随着宠物数量持续增长、宠物食品渗透率提升以及高端化趋势下，宠物食品行业仍将保持快速增长。

图：国内宠物食品市场规模及增速（亿元）



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图：2020年分品类市场规模及增速（亿元）

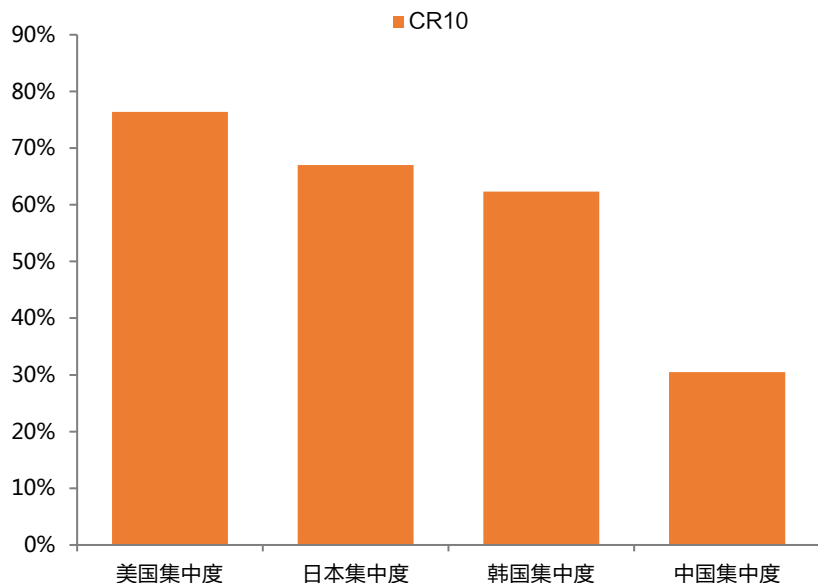


资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

2. 竞争格局未定，国产品牌大有可为

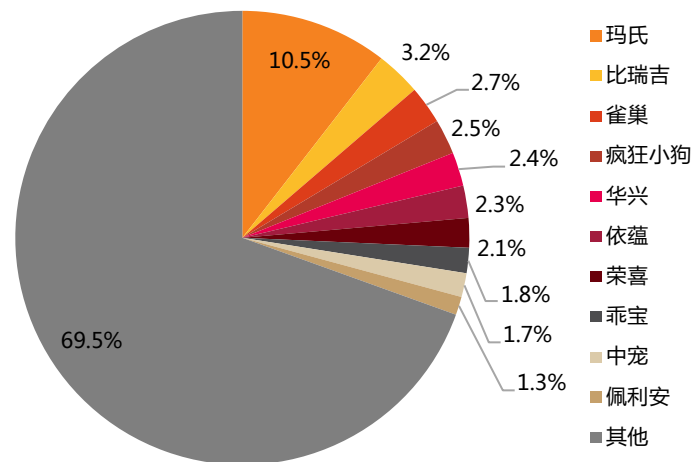
- 根据欧睿国际的统计，2020年玛氏在国内的终端市场份额约10.5%，位居第一，整个宠物食品行业CR10仅为30.5%，集中度仍然偏低（日韩均在60%以上，美国高达78%）。
- 当前阶段国内公司的体量普遍较小，市场份额也较低，仍有很大的提升空间。预计未来我国宠物食品的格局也将呈现与日韩类似的局面，本土龙头公司份额有望达到10-15%。

图：不同国家宠物食品集中度对比



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图：2020年国内宠物食品格局

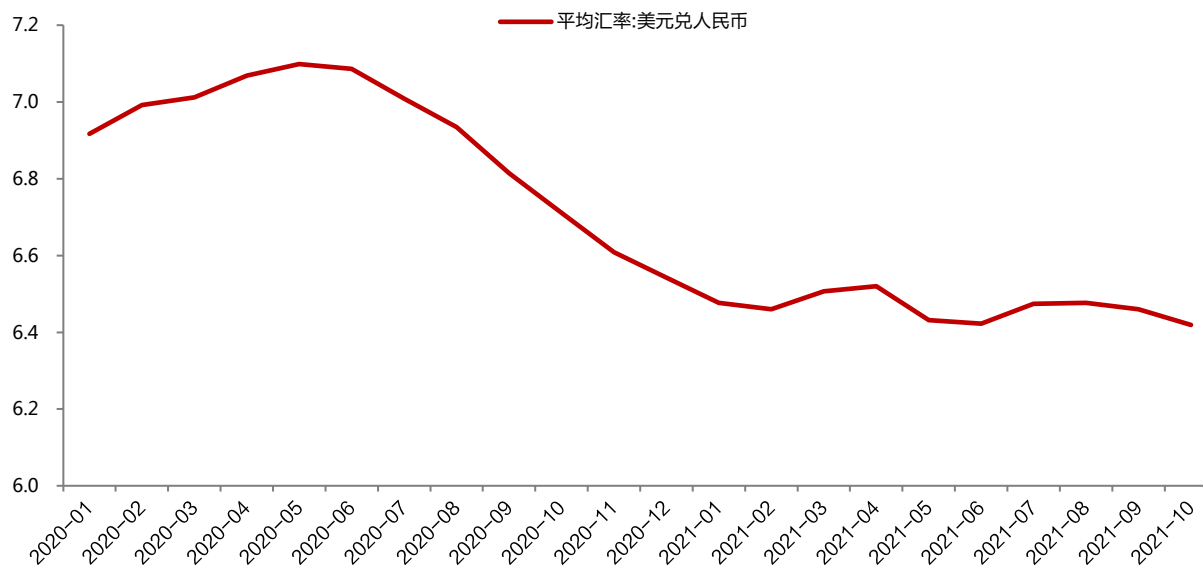


资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

3. 重点关注国内市场表现，持续推荐中宠股份、佩蒂股份

- 宠物零食出口业务受不同原因影响（中宠股份主要受汇率影响、佩蒂股份主要受海外疫情影响），三季度两家公司业绩出现下滑。展望四季度及明年，我们认为，海外需求仍然稳定，压制两家公司业绩的因素有望逐渐消除（汇率影响边际逐步改善，越南工厂也已经复工复产），海外业务有望迎来拐点，此外，若中美贸易关税减免，有望进一步增厚两家公司业绩。
- 国内业务方面，双十一期间两家公司均取得了出色的成绩，中宠销售突破8000万，佩蒂销售突破1500万。展望2022年，随着新产品的推出以及投入力度的加大，我们看好两家公司内销实现高增长，持续推荐【中宠股份】、【佩蒂股份】。

图：美元兑人民币走势



3. 重点关注国内市场表现，持续推荐中宠股份、佩蒂股份

- **中宠股份：**公司已经完成了国内市场从“0到1”的阶段，成长路径逐渐清晰，随着新产能的释放以及新产品的推广，我们认为公司国内收入仍将维持高速增长。分品牌来看，1) 顽皮：聚焦战略成效显著，干粮产品表现优异。国内市场方面，公司聚焦主品牌，三季度顽皮品牌同比增长49%，其中干粮销售同比增长110%，而双十一期间延续了今年以来的增长势头。2) Zeal：新产品明年有望放量，开辟品牌第二增长曲线。Zeal新产品“0号罐”于四季度上市销售，该产品在一系列进口高端主食罐中，产品力突出同时兼具性价比优势，在品牌知名度和渠道基础上，公司通过签约代言人、新媒体营销等进一步放大品牌声量，明年有望实现放量。
- **佩蒂股份：**国内市场方面，公司今年重点聚焦“好适嘉”等品牌的打造，推出双拼粮、主食罐头等系列产品，并进一步加大渠道推广力度和品牌投入。双十一期间，公司旗下产品全网总销售额超1500万，佩蒂旗舰店销售额同比增长300%。其中，SmartBones洁齿骨、MeatyWay爵宴鸭肉干是最受宠物主欢迎的TOP2产品。我们认为，随着渠道的不断完善和营销的持续投入，国内收入有望重回高速增长。此外，明年新西兰干粮或将进入国内市场，有望带动国内收入进一步加速。



三、十大金股

1、牧原股份：养猪龙头，成本优势显著，过冬能力强

- **“自繁自养一体化”稳扎稳打，可转债提供充足现金流以应对“寒冬”。**公司采用自繁自养模式，对饲料加工、种猪选育、种猪扩繁、商品猪饲养等业务环节各项生产流程制定了一系列标准化制度和技术规范，面对非洲猪瘟疫情影响，自繁自养模式具有天然优势。在公司满足自身出栏目标增长的情况下其还有充足的仔猪和种猪可对外销售，反映出公司独特的轮回二元杂交体系在非瘟背景下中表现出的优势。另外，在重资产投入建设后，公司产能得到进一步扩张，截止到2021年6月底，公司产能已经达到6700万头，配合270多万头的能繁母猪，可充分满足公司出栏量的快速扩张。此外，8月下旬，公司成功发行可转换债券，对外共募集资金95.5亿元，其缓解自繁自养模式所带来的资金压力，同时为公司“逆周期”扩张提供支撑，加固公司一体化规模养殖的龙头地位。
- **仔猪成本保持引领地位，低蛋白配方成就饲料成本优势。**凭借独特的轮回二元育种体系，使得公司可在无需外购种猪的情况下对母猪群进行快速扩张，在市场缺少仔猪且仔猪价格较高的阶段公司仍能保持较低的仔猪成本。截止到三季度，公司仔猪成本不到200元/头，远低于同行430-600元/头的仔猪成本。此外，在饲料成本控制上公司研究出一套独特的方法，通过以下几个方式达到公司的饲料成本的优势：1) 公司积极使用其他原料进行替代，例如在玉米价格超过200元以上的时候，运用小麦、稻谷等原粮作为玉米的替代用料，控制饲料成本；2) 此外，公司还一直积极在研究并采取低蛋白配方的营养方案，降低降低对豆粕的依赖，并且其成效是非常显著的。在2020年豆粕、玉米价格不断上涨的年份，其公司养殖的饲料成本占营业成本比重从2019年的58.40%逆势降低至2020年的55.28%。因此，低成本的仔猪和低成本的饲料两条优势打造了公司强有力的护城河，使得公司在猪价下行周期仍能平稳前行。
- **投资建议：**考虑到公司的绝对成本优势，在生猪养殖寒冬中，公司“过冬”能力突出；且公司目前对应2022年出栏量仅4000-5000元/头头均市值，历史周期高点牧原的头均市值可达2万元/头出头，预计下轮周期公司头均市值仍有望达到历史水平，向上空间大，给予重点推荐！

风险提示：猪价波动；疫情灾害；出栏量不达预期；下游拓展不及预期。

2、温氏股份：成长弹性高，成本仍有下降空间，资金储备充足

- **模式升级、管理提升，公司进入发展新阶段。**“公司+农户”的模式是公司不断发展壮大的基石。历史来看，公司一直经营稳健，2008-2018年，出栏量持续稳健增长，虽在2019-2020年时期受内外部因素冲击，公司出栏量出现下滑，但随着公司对传统养殖模式的不断升级以及管理能力的持续提升，后续公司生猪出栏量有望恢复快速增长。此外，软硬件升级，农户（或家庭农场）育肥层面防疫效果可以得到较好保证。“公司+农户（或家庭农场）”模式为相对分散的模式，有利于疾病防控，分散风险，是非常好的防疫天然手段。过去一两年，公司猪业合作农户（或家庭农场）按照公司统一标准和要求，主要靠“双六”的“硬件+软件”措施进行管理，改造升级农户的防疫硬件和设施，防疫效果得到大幅提升。在养殖管理方面，目前公司疫情防控能力和效果大幅提升。公司去年7、8月份进行组织架构调整，将原养猪事业部拆分为种猪事业部、猪业一部和猪业二部，从管理上更加精细化。在防非方式上，全面推广云南防疫模式，整体防疫水平得到显著提高。未来公司也将进一步优化防非流程，降低防非成本。
- **公司猪业生产成绩恢复较快，出现明显的上扬拐点，生产技术指标出现明显好转。**随着公司近一年多来的不断努力，公司在生产方面已逐步走出了低谷，实现生产上的反转，目前上市量、种猪情况和部分核心生产指标，已接近非瘟前的水平：9月份出栏接近170万头，同比及环比增速行业领先；公司5月份已暂停外购猪苗，自产猪苗可满足公司后续生产计划，自主育种能力全面恢复；分娩健仔数、自产猪苗数和投苗量等生产指标逐月攀升；配种分娩率、窝均健仔数逐月提升，产保死淘率逐月下降，9月份窝均健仔数提升至10.3头，三季度产保死淘率降至8%，已接近非瘟前水平。
- **扩张加速叠加成本下降，公司成长性凸显。**高质量的母猪种群有效保障公司出栏量扩张，截止到9月底，公司高性能的能繁母猪约110万头，后备母猪约40万头。此外，在产能扩张同时成本的控制能力也是一项关键指标。目前来看，第三季度综合（含自繁苗和外购苗）养殖完全成本降低至约11元/斤。9月份自繁苗育肥猪完全成本降至约9.5元/斤，预计年底肉猪完全成本降至8.7元/斤左右，逐步回归正常状态，甩掉历史包袱，为明年完全成本整体降至7.8元/斤以下的目标打好基础。
- **投资建议：**从历史来看，公司的头均市值在猪价景气向上时高于10000元/头，我们预测在后续猪价反转后景气向上头均市值有望达到10000元/头以上。对应的公司2022年预计的生猪出栏量为2000万头，则生猪养殖板块对应目标市值至少2000亿元，再加上黄鸡等非猪业务300亿估值，合计市值2300亿元，相比目前总市值有较大的潜在空间，相应给予买入评级。

风险提示：1、疫情风险；2、价格波动、3、政策变动风险；4、出栏量不及预期、存货减值损失。

3、海大集团：饲料龙头，核心竞争力凸显，成长性强

1、【赛道】：养殖农资（饲料为主）行业长期需求可持续、刚性、空间足够大；但整体成长性不足，细分赛道存在一定消费升级驱动的内部结构升级机会。此外，不同于畜禽养殖规模化程度不断提升，水产生物学特性决定水产养殖难以规模化（工厂化养虾失败vs畜禽单体养殖规模不断扩大），使得水产养殖产业链价值分配中，水产饲料环节仍具有较强话语权。【竞争对手】：1）水产料中竞争者梯队分层显著，竞争格局相对固化，大多数竞争对手局限于区域性和品种单一化、抗风险能力较差；2）畜禽料中传统竞争对手多数“不务正业”转做生猪养殖业务，丢失外销类市场份额显著。

2、海大集团专注农资赛道，构建强核心竞争力。一方面，产品力领先，配方研发实力+三级采购体系+生产专线运营+专一大类销售；另一方面，激励良好且有效，并将产品力纳入考核；第三，配套种苗动保，为未来爆发性特种料单品高增长做储备（鳜鱼、小龙虾石斑鱼等）。在新冠反复疫情影响、原材料涨价等多维影响下，饲料企艰难中生存和成长。海大的成长空间，包括水产料行业空间扩容和增长、海大由于核心竞争力带来的市占率不断提升。公司前期战略卡位特水料赛道、华南大区，在未来的竞争格局的话语权和定价权会进一步凸显。

3、投资建议：中长期来看，公司在畜禽养殖规模化进程中，实现大客户高速增长+经销渠道客户稳健增长；水产料在多年综合服务商的打造下，已形成饲料+动保+种苗+金融一体的强粘性模式，进入壁垒高，各业务正反馈机制强化；市占率加速提升；主业盈利能力有望进一步提升。考虑到今年猪价暴跌影响和疫情反复影响，我们调整公司2021-2023年公司实现收入843.37/997.15/1206.77亿元，同增39.81%/18.23%/21.02%，实现归母净利润17.26/29.95/55.89亿元，同增-31.56%/73.50%/86.57%，EPS为1.04/1.80/3.36元，市盈率为65.52/37.77/20.24倍，但公司长期饲料龙头地位仍然稳定，因此相应给予“买入”评级。

风险提示：极端天气；饲料原材料涨价；养殖疫病；畜禽动保服务站开拓不达预期。

4、隆平高科：参股公司转基因技术储备丰富，传统品种和渠道优势突出

- **公司种子竞争力明显。**隆平高科种业科学院在制种安全、高配合力水稻温敏核不育系种质创制与品种选育方面居国际领先水平，培育的早稻温敏核不育系株1S、湘陵628S所配早稻组合占国审和省审两系早稻品种的70%以上，公司品种晶两优华占、晶两优534、隆两优华占推广面积全国前三；联创808等玉米品种位列全国推广面积前十。前三季度，公司研发费用突破1亿元，占销售收入比重达13.2%，近几年公司研发费用投入持续增长，我们认为公司对研发重视程度高，有望凭借较强的产品竞争力保持种子行业领先地位。公司前三季度因年前发货量增加等因素导致前三季度营业收入及净利润下降。对于种子来说，三季度预收款情况是反映新一季销售情况的先行指标，今年玉米水稻等粮食价格维持高位，农民种植效益良好，经销商拿货积极性高涨。公司Q3预收款（合同负债）达18.86亿元，同比增速达28.14%，为全年收入利润高增长奠定基础。
- **转基因玉米审定政策有望加速落地，公司转基因玉米布局领先。**2020年以来我国转基因商业化进程加速，先后有4个国产玉米品种获批农业转基因生物安全证书。2021年10月29日，农业部刊发《转基因技术为保障粮食安全注入新动能》一文，我们认为，国内转基因玉米审定政策有望加速落地。今年上半年，参股公司杭州瑞丰转基因玉米产品瑞丰125获得扩区（黄淮海夏玉米区、西北玉米区）生产应用的安全证书；我们预计，公司参股公司隆平生物的转基因玉米抗虫、抗除草剂性状有望在2022年拿到安全证书。公司转基因布局领先，有望获益于转基因玉米放开的趋势。
- **投资建议：**公司转基因技术储备领先，传统品种竞争力强，我们预计2021-2023年实现归母净利润1.98/4.33/5.97亿元，同比增长70.45%/119.28%/37.72%。维持买入评级。

风险提示：行业竞争加剧；生产灾害；订单农业推广不及预期。

5、登海种业：玉米种子龙头，有望把握转基因玉米机遇

- **公司传统玉米品种竞争力强，政策修改，公司有望迎更快发展。**2021年7月，国家农作物品种审定委员会办公室组织修订了国家级玉米、稻品种审定标准，规定玉米申请审定品种与已知品种DNA指纹检测差异位点数 ≥ 4 个，并对产量、品质等作出更高要求。8月，种子法修正草案提请十三届全国人大常委会第三十次会议审议，此次修正重点在于加强植物新品种知识产权保护。10月，第二十九届中国北京种业大会发布“全国杰出贡献玉米自交系”，一共55个玉米自交系入选，其中登海种业选育的478、掖107、DH382、DH351、掖52106、8001、515、DH65232玉米自交系入选，占比达15%。2020年度，杂交玉米商品种子销售总额前10强企业中，山东登海种业股份有限公司位居全国第2名；玉米全国推广面积前10大品种排名中，登海605位居全国第4，推广面积1272万亩。我们认为，随着种子政策进一步向鼓励和保护创新倾斜，注重研发投入且具备高品质种子的头部公司有望快速发展，登海种业凭借领先的品种竞争力和品种储备有望获得更高的市场份额。
- **转基因玉米审定政策落地，公司积极布局。**2021年11月12日，农业农村部发布关于《农业农村部关于修改部分种业规章的决定（征求意见稿）》，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》作出修改。文件主要看点在于对转基因品种申请审定做出详细规定，转基因种子销售有望在1年内达成。国内转基因种子商业化落地有望推动种子行业扩容并提高市场集中度。公司与大北农在转基因玉米种子方面提早展开合作，有望把握转基因玉米发展机遇。
- **投资建议：**我们认为，玉米产业链迎来高景气，公司玉米品种和技术行业领先，业绩有望保持高增长。我们预计2021-2023年公司实现收入11.95/16.21/20.08亿，同增32.67%/35.65%/23.84%，实现归母净利润2.12/2.71/3.40亿，同增107.83%/27.86%/25.66%，维持买入评级。

风险提示：产品价格波动；行业竞争；新品推出不达预期；转基因政策推广不及预期。

6、圣农发展：跨越周期，向上突破种鸡、向下食品端2B+2C双向突破

- **白羽肉鸡养殖行业普遍亏损时公司保持盈利。**根据销售月报，公司前三季度销售鸡肉75.92万吨，同比增长10%；其中Q3抵消前鸡肉销量26.59万吨，同比增长1%；行业鸡肉价格Q3下降，圣农单季度实现鸡肉单吨售价10636元/吨（环比2021Q2下降1%，同比2020Q3上涨4%），对比行业平均情况存在溢价。此外，今年四季度，公司“圣泽901”获农业部畜禽新品种配套系审定通过公示。我国白羽肉鸡种源长期依赖于进口。圣农在白羽鸡育种方面持续投入，2021年10月27日，公司的圣泽901白羽肉鸡配套系于农业部审定通过的畜禽新品种配套系名单中公示。我们认为，SZ901（圣泽901）作为公司自主研发国内第一个白羽肉鸡配套系，对于打破国外种源封锁，实现进口替代发挥巨大作用，是“打好种业翻身仗”的重要贡献，预估审定通过后1个月有望拿证外销，且目前公司新品种可外销父母代产能布局已前瞻布局，届时有望给公司增加新的增长点；同时有助于白羽肉鸡养殖成本显著下降，公司竞争优势凸显。
- **食品业务持续增长，大单品策略已显成效。**公司B端客户优势凸显，是肯德基、麦当劳以及其他快餐连锁品牌的长期战略合作伙伴；C端推出新品脆皮炸鸡推出市场，线上、直播、地铁广告先行，线下推广跟进，脆皮炸鸡模式已经跑通，结合市场需求推出空气炸锅及微波系列产品。公司食品已建及在建工厂产能合计超过43.32万吨，为食品业务拓展奠定基础。
- **投资建议：**我们认为，公司龙头地位继续强化，考虑到公司作为白羽肉鸡龙头其养殖量或将从5亿只增加到10亿只，市占率不断提升；养殖优势有望进一步提升，中短期受饲料原材料涨价影响，公司成本提升，在全行业成本提升背景下，公司饲料配方、育种优势、内部管控优势将逐渐凸显，预期未来成本优势将越发显著，并存在边际改善空间；食品深加工业务不断扩大，熟食化率持续提升，有望实现跨越周期成长，公司长期ROE的提升，随着熟食占比不断提升，公司估值体系有望重塑。我们预计2021-2023年公司收入150.96/184.99/220.86亿元，归母净利润5.4/20.53/33亿元，同增-74%/281%/61%。，维持买入评级。

风险提示：食品端拓展不达预期；养殖疫病可能造成养殖量不及预期；鸡价下行；新冠疫情可能影响食品销量。

7、大北农：转基因技术领先，大北农生物转基因玉米扩区面积最广

➤ 公司在转基因领域持续投入研发，领先优势明显。

1) 公司在转基因领域积淀十余年，研发实力居于国内领先水平，且已率先获得了第一批的转基因玉米品种的安全证书，先发优势显著。公司已经搭建了完善且雄厚的研发平台体系（其中拥有农业部作物基因资源与生物技术育种重点实验室），拥有业内领先的技术研发团队，具备强大的转基因研发实力。

2) 公司已经做好了第一代产品的商业化准备，基本完成国内市场的规划布局；且布局了玉米和大豆的二代、三代产品和技术创新十年研发计划（2015-2025）。子公司大北农生物的DBN9858、DBN9936、DBN9501在2020年1月、7月、2021年1月获得安全证书。其中DBN9858、DBN9936可应用范围包括北方春玉米区、黄淮海夏玉米区、西南玉米区、西北玉米区、南方玉米区。

3) 2021年上半年，现代种业和央企产投以现金溢价增资公司子公司大北农生物，按投前估值39.22亿元确定增资价格，分别现金投资2亿元。我们认为，本次政府背景的投资方投资公司生物育种公司是对公司生物育种技术的认可，本次增资增强了生物技术公司的资本实力，加快公司转基因技术等先进育种技术的研发和落地。

➤ **投资建议：**我们认为，公司转基因技术储备领先，适应区域齐全，有望在转基因种业时代处于行业领先地位。不考虑转基因业务的增量，公司2021-2023年公司实现营业收入310.28/392.63/491.80亿，实现归母净利润0.29/12.26/21.67亿。维持“买入”评级。

风险提示：疫情风险；价格波动；政策变动风险；出栏不达预期；转基因业务推广受阻。

8、中宠股份：国内市场实现从0到1，长期成长值得期待

➤ 宠物行业最差的时候预计已经过去。

宠物零食出口业务受不同原因影响，三季度公司业绩出现下滑。展望明年，我们认为，海外需求仍然稳定，压制公司业绩的因素有望逐渐消除，海外业务有望迎来拐点，此外，若中美贸易关税减免，有望进一步增厚公司业绩。

➤ 新产品有望带动收入提速，长期成长值得期待。

进入下半年随着新产能投入使用，公司推出一系列新产品，进一步丰富产品矩阵；在品牌方面，公司通过明星代言，进一步放大品牌声量，同时全面升级品牌视觉形象，更好契合年轻一代审美，预计下半年内销收入有望进一步加速。我们认为，公司已经完成了国内市场“从0到1”的阶段，我们看好公司通过持续的品类创新、精准的营销投入、完善的渠道布局逐步成长为行业龙头，长期成长值得期待。我们预计2021年国内收入增速仍将保持高速增长，同时随着收入体量的增加，明年有望迎来利润拐点。

➤ 投资建议：

预计2021-2023年公司净利润1.4/2.1/3.0亿元，同比4%/48%/45%，EPS分别为0.48/0.70/1.02元，对应PE分别为67/45/31倍，维持“买入”评级。

风险提示：汇率波动的风险；国内市场开拓的风险；境外经营风险；原材料波动的风险。

9、生物股份：动保市场化机遇到来，公司进入研发和产品驱动新阶段

➤ 行业有望逐步恢复性增长。

预计明年下半年猪价逐步回升，免疫程序逐步回归正常，需求有望逐步改善，叠加新产品的推出，我们认为动保公司业绩有望持续增长。当前动保板块市盈率（TTM）仅为32倍，已经低于近五年中位值，当前板块整体低估。

➤ 新产品的推出，叠加随着下游猪价回升，免疫程序逐步回归正常，需求有望逐步改善，我们认为公司业绩有望持续增长。

在研发方面，公司完成多组非洲猪瘟mRNA疫苗、腺病毒载体疫苗、亚单位疫苗的效力评价实验，并取得一定成果。此外，鸡马立克氏病活疫苗（rMDV-MS- Δ meq株）和猪圆环病毒2型、猪肺炎支原体二联灭活疫苗（重组杆状病毒 DBN01株+DJ-166株）取得新兽药注册证书，各子公司正在积极推进产品批准文号申请及报审工作。金宇共立宠物疫苗自主研发和菌毒种引进审核工作稳步推进。我们认为，公司研发管线丰富，涵盖多款重磅产品，随着产品持续落地将支撑公司长期成长。

➤ 投资建议：

我们预计2021-2023年，公司净利润6.09/10.05/12.85亿元，同比增长50%/65%/28%，EPS分别为0.54/0.89/1.14元，对应PE分别为30/18/14倍，维持“买入”评级。

风险提示：下游疫情风险；产品研发风险；市场竞争加剧风险。

10、新洋丰：磷肥及复合肥行业龙头，成本优势显著，渠道布局更加完善

➤ 公司磷资源优势突显，复合肥主业现金流强支撑，磷酸铁打开新空间：

1) 磷资源龙头：公司拥有180万吨磷酸一铵，大股东磷矿预计未来陆续注入，在磷酸铁锂带来的高需求增量下，公司整个磷资源价值将提升。

2) 切入磷酸铁，全产业配套，成本优势显著：公司公告20万吨磷酸铁产能，第一期5万吨22年2月份投产，第二期15万吨22年12月份投产，公司磷酸铁产能建设配套磷酸（20万吨，指标稀缺）、硫铁矿制酸（30万吨）、硫磺制酸（40万吨）等产能，预计公司成本有望较低。

3) 复合肥主业高增长、盈利能力持续提升：公司具备产品、渠道、成本优势，复合肥业绩有望迎来持续高增长。公司自18年开始组建技术服务团队，持续加码新型肥研发和技术服务，新型肥料将成为复合肥行业产品结构优化方向，且盈利能力高于常规肥，这将进一步改善公司毛利率。

➤ 投资建议：

我们认为，公司磷资源优势突出，产业具备一体化优势和资源优势。我们预计，公司2021-2023年公司实现收入120.98/143.54/179.83亿元，同比增长20.16%/18.65%/25.28%；实现归母净利润12.70/18.01/25.97亿元，同比增长33.01%/41.81%/44.23%，维持买入评级。

风险提示：农产品和原材料价格波动；政策风险；成本测算局限性；竞争加剧。

风险提示

- 1、**国家政策变动风险。**目前国家把农业和农村放在优先发展的地位，预计将使得农业和农村领域获得更多的国家政策支持 and 资源投入，若国家政策发生变更，或影响农业板块投资。
- 2、**养殖疫病风险。**非洲猪瘟疫情使得生猪养殖产业受到极大影响，产业结构以及猪价都随之变化。养殖企业在非洲猪瘟疫情方面的防疫能力构成其发展壮大基础。
- 3、**种植政策落地不及预期风险。**未来生物安全证书是否能够商业化，以及商业化后续政策的推进都存在一定不确定性。
- 4、**价格波动风险。**猪价、农产品价格的波动都会对农业企业的经营产生较大影响。
- 5、**市场系统性风险。**若股票市场整体出现较大波动，也会对农业板块投资产生影响。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS