

证券研究报告

2022年05月18日

行业报告 | 行业投资策略

农林牧渔

2021&2022Q1养殖种植产业链总结：理清分化，布局趋势

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 林逸丹 SAC执业证书编号：S1110520110001

联系人 陈炼



天风证券

[综合金融服务专家]

行业评级：强于大市（维持评级）

上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

摘要

1、2022Q1主动偏股型基金重仓了哪些农业股？

1) 农业板块获资金大幅增持，仍存在加配空间：2022Q1基金重仓比例和超配比例分别为2.2%和0.48%，位于历史分位数的70.7%和73.2%，上升空间明显。

2) 细分赛道看，养殖、饲料板块受较多关注：养殖板块，基金配置的周期性特征明显，当下时点存在较大的上升弹性；饲料板块，基金配置的周期性略弱于养殖板块，近十年基金重仓比例明显提升；此外，种植板块市场关注度也在持续提升。

3) 养猪板块：超配显著，市场关注度高。其中，养猪龙头股资金配置比例高，温氏、牧原的重仓市值在养猪板块中合计占比58.6%，但考虑到两者的超配比例的历史分位数分别为85.7%和69.1%，均没有超出板块的历史分位水平，仍存在加配空间。**弹性较高的中小市值股票受到较多关注，多项指标处于历史分位数高点。**如唐人神、傲农生物、天邦股份、天康生物、中粮家佳康、巨星农牧等受到的关注度提升，重仓市值合计占比达24.5%。除天邦外（85%以上），个股重仓比例和超配比例的历史分位数均在90%以上，处于历史分位数高点。

2、养殖产业链：布局周期景气逻辑不变！

1) 生猪产能去化幅度可观，猪价反转预期不断强化。养猪亏损严重且多数已持续半年以上，真实产能出清幅度可观，国家统计局数据来看，推算自2021年6月高点以来持续数月下降，累计下降幅度8%；涌益数据显示其样本能繁母猪存栏从去年6月至今年连续环比下降，累计去化程度已超10%。我们认为随能繁存栏变化带来的生猪出栏拐点向下，养猪板块供需有望从偏松逐步向偏紧改善，生猪价格反转向上可期，生猪板块周期投资逻辑不变。

2) 投资建议，从头均市值角度，对应2023年预估出栏量，当前上市公司头均市值来看，其中牧原股份4100-4200元/头；温氏股份、傲农生物、新五丰2000-3000元/头左右；新希望、唐人神、天邦股份、金新农1500-2000元/头；天康生物、巨星农牧、大北农、正邦科技不到1500元/头，多股头均市值处于历史底部区间；从市净率角度看，除正邦科技外，大部分公司也都处于历史底部区间。（数据截止5月17日）

相关标的为：【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】、【天邦股份】、【唐人神】、【傲农生物】、【巨星农牧】、【中粮家佳康】、【新五丰】、【正邦科技】等。

摘要

3、种植产业链：粮价上涨种植景气度提升，转基因种子商业化引领种业重大变革！

- 1) 受俄乌冲突、南美干旱、通胀持续等因素影响，国内外农产品价格上涨明显，种植景气度提升，种植、种子、化肥等相关板块龙头公司受益。同时也将粮食安全重要性持续提升到新高度！多个政策出台鼓励种植、保护耕地、推动种业技术变革。
- 2) 国内转基因政策推进持续深化，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。
- 3) **重点推荐：**①**种子：**【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)、【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】(新销售季有望迎来玉米种子量价齐升)、【荃银高科】(借力先正达有望弯道超车)。②**农资：**【新洋丰】(磷复肥龙头，磷酸铁打开成长空间)。建议关注：③**种植：**【苏垦农发】(大型种植公司，受益于小麦等农产品价格上涨)。④**农业节水：**【大禹节水】(农业节水龙头，农业基建红利期来临)。

4、动保板块：看好养殖后周期机会，非瘟疫苗进展情况值得关注

- 1) 2022Q1因下游猪价低迷，动保产品需求大幅缩减。动保公司业绩承压。回顾历史，动保板块与养殖业板块的营收利润具备相关性，并具有一定滞后性(业绩整体趋势约滞后2-3个季度)。我们认为随着下半年猪价上涨，下游养殖免疫程序有望逐步回归正常，需求有望逐步改善。
- 2) 目前已经有企业提交了非洲猪瘟亚单位疫苗的应急评价申请；国家也对非洲猪瘟的多个技术路线疫苗进行了立项公示，列入国家重点研发计划。后续若非洲猪瘟疫苗推出，将进一步打开行业成长空间。**重点推荐：**【生物股份】(行业龙头，研发、工艺、渠道显著领先，预期差大)、【普莱柯】(研发兑现+产品补齐+营销升级，业绩有望持续增长)、【中牧股份】(央企背景动保龙头，产品线布局齐全)、【科前生物】(非强免疫疫苗龙头，核心产品市占率持续领先)。

摘要

5、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，有望进一步占领市场；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】。**

6、宠物板块：疫情凸显宠物情绪价值，重视戴维斯双击的机会！

长期来看，宠物数量的增长、食品渗透率的提升以及高端化趋势将持续推动我国宠物食品市场持续快速增长，对标美国和日本，市场潜在空间超3600亿元；中短期来看，疫情期间，宠物陪伴价值凸显，国内外养宠率持续提升；人民币贬值利好国内宠物食品出口，叠加国内宠物食品市场持续增长，宠物食品领先公司业绩有望迎来明显拐点。此外，板块估值处于近2年低位，估值调整空间大。重视戴维斯双击机会！**重点推荐【中宠股份】、【佩蒂股份】。**

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；6、测算具有一定主观性，仅供参考

目录

1. 板块回顾：前瞻性布局属性，涨跌幅自2021反转至2022Q1排名靠前

2. 基金持仓：2022Q1基金增持农业显著，仍存加配空间

3. 养猪产业：布局周期景气逻辑不变

4. 动保板块：当前或已处于底部区域，具备长期投资价值

5. 种子板块：把握种业重大变革机遇期

6. 饲料板块：寻找核心竞争力凸显的 α 机会

7. 宠物板块：海外业务有望迎来拐点，持续关注国内市场增长



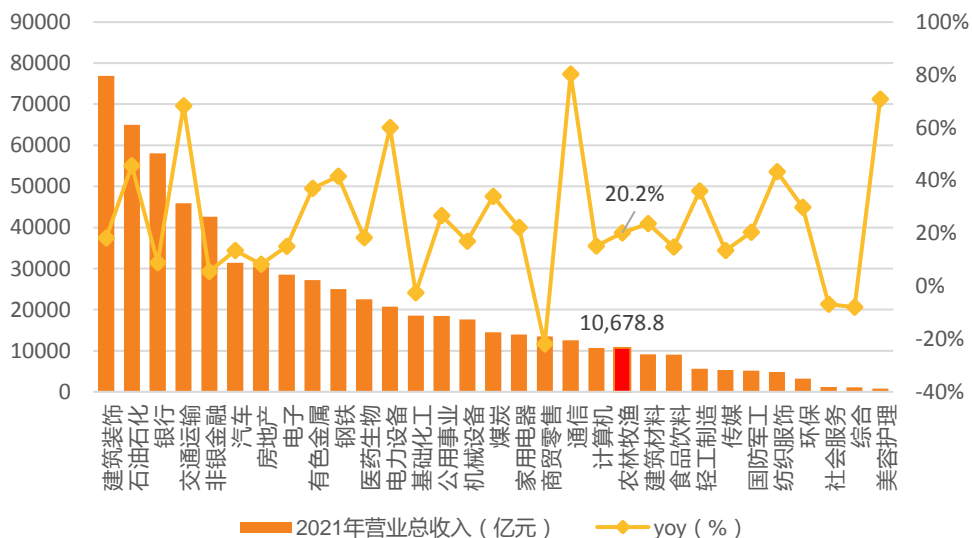
一、板块回顾

1、农业板块盈利低位，亏损居榜首

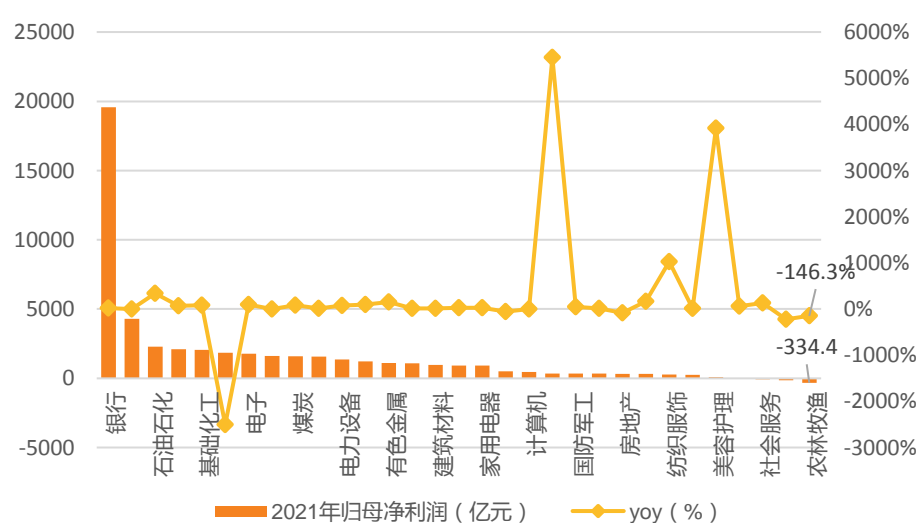
1) 2021年农林牧渔板块整体回顾：

- 2021年，申万农林牧渔板块总营收 10678.8亿元，在申万分类 31个行业中（申万2021新行业划分）排第21位，与2020年同期相比，总营收在全行业排名下降1位；2021年，申万农林牧渔板块总营收同比增长20.2%，在申万31个行业中增速排名第16位，表现出2021年该板块具有稳定的创收能力；
- 2021年，申万农林牧渔板块归母净利润为-334.4 亿元，同比下降 146.3%，其中单2021Q4亏损283.1亿元；从排名来看，农林牧渔板块在31个行业中排名最后一位，与2020年相比下降16位。我们认为，2021年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行业出现大范围的亏损，特别是生猪养殖板块在经历了2021上半年的高猪价期后，随着2021年下半年进入下行周期，生猪行业进入亏损阶段。

图：2021年农林牧渔板块营业总收入小幅增长



图：2021农林牧渔板块受生猪价格影响导致在全行业中盈利能力排名大幅下降

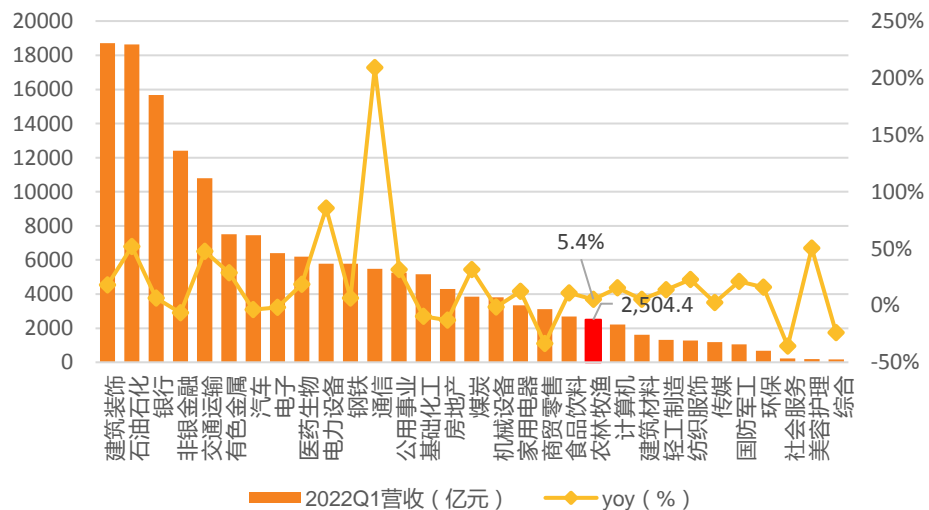


1、农业板块盈利低位，亏损居榜首

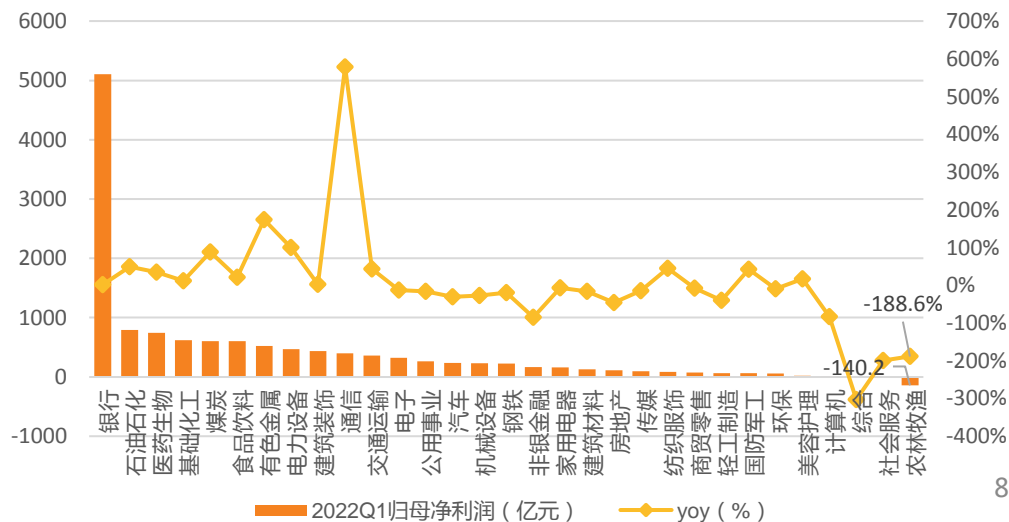
2) 2022Q1农林牧渔板块整体回顾：

- 2022年Q1，申万农林牧渔板块总营收 2504.4亿元，在申万分类 31个行业中（申万2021新行业划分）排第21位，与2021年同期相比总营收在全行业排名下降1位。2022年Q1，申万农林牧渔板块总营收同比上升5.4%，在申万31个行业中增速排名第20位，表现出2022年一季度板块营收的总体偏弱。
- 2022年Q1，申万农林牧渔板块归母净利润为-140.2 亿元，同比下降 188.6%；从排名来看，农林牧渔板块在31个行业中排名最后一位，与21年同期相比下降12位。我们认为，2022年一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一季度因猪价持续低迷、饲料原料成本涨价等因素，亏损严重。

图：2022Q1农林牧渔板块营业总收入小幅增长



图：2022Q1农林牧渔板块受生猪价格影响持续亏损

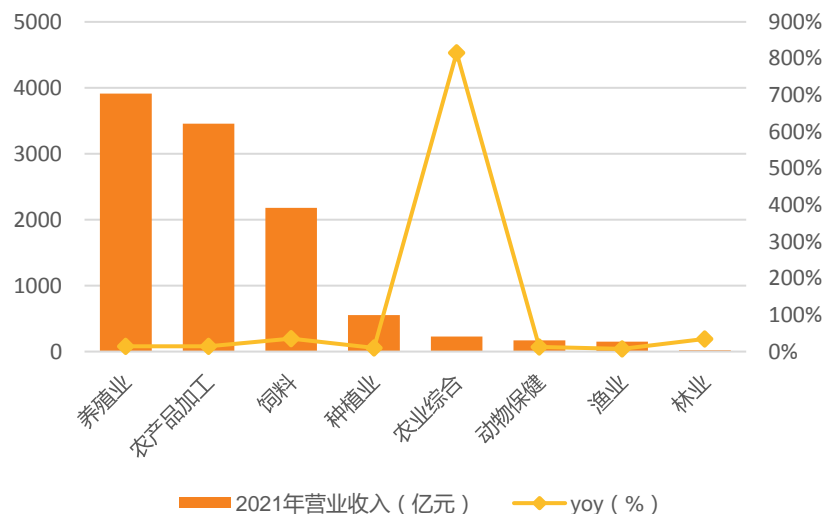


2、农业细分板块分化，整体景气度，种植赛道>养殖赛道

1) 营收端，细分农林牧渔板块来看：

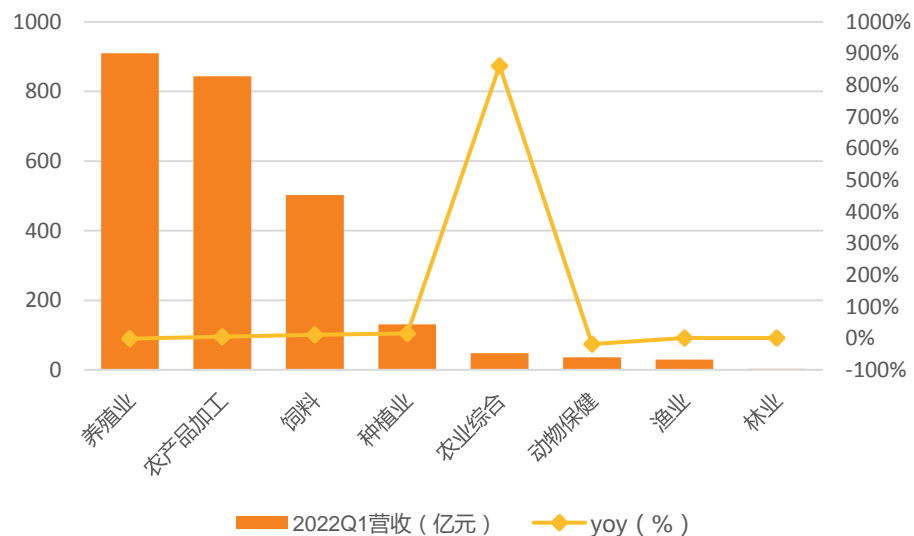
- 在农林牧渔细分板块营业收入方面，养殖业板块仍然为农林牧渔中创收最多的板块，实现营业总收入3913.9亿元，同比增长14.6%；其次最高的是农产品加工板块，2021年实现营业总收入3456.9亿元，同比增长14.5%；从增速幅度来看，农业综合板块的营业总收入同比增速最快，2021年同比增速达到815.8%。
- 2022年第一季度来看，农林牧渔细分板块中总营收top3分别是：养殖板块营收910.1亿元、农产品加工板块营收843.5亿元、饲料板块营收502.4亿元；农林牧渔细分板块一季度增速top3分别是：农业综合860.9%、种植业14.7%、饲料11.3%。

图：2021年板块中养殖业营业总收入居首



资料来源：wind，天风证券研究所

图：2022年一季度养殖业营业总收入继续保持领先



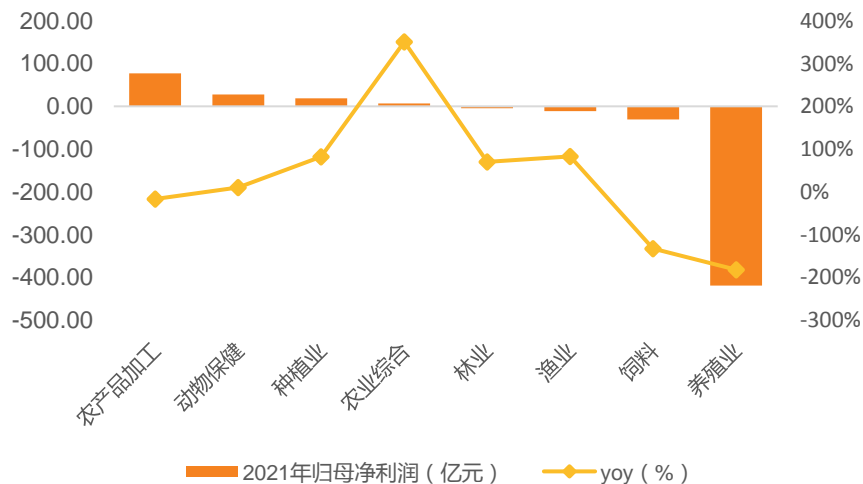
资料来源：wind，天风证券研究所

2、农业细分板块分化，整体景气度，种植赛道>养殖赛道

2) 利润端，细分农林牧渔板块来看：

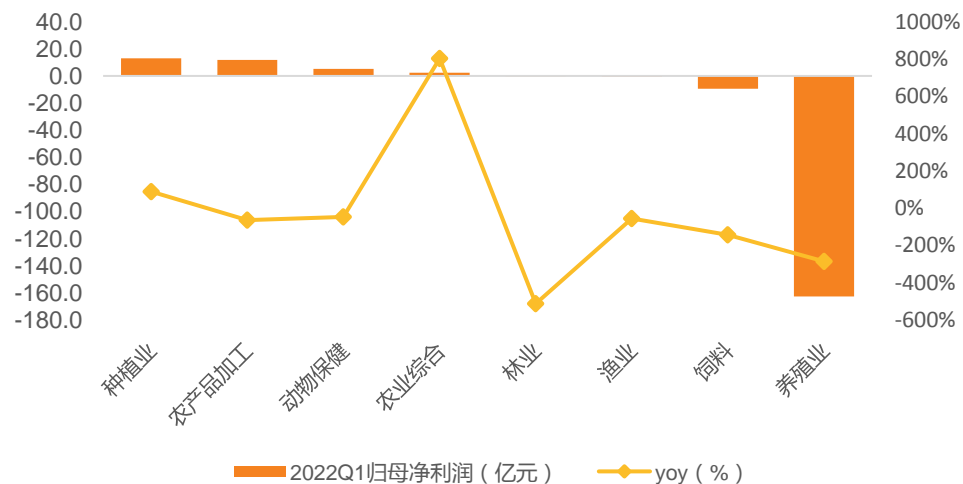
- 在净利润方面，2021年，受种植链上游成本及价格上涨，导致养殖业、饲料以及种子成本均出现不同程度的抬升，叠加生猪价格下半年维持在低位，使得养殖业净利润（特别是生猪养殖业）在农林牧渔板块中亏损幅度最大，归母净利润达-419.6亿元，同比下降约182.5%；而同时期内实现增长的板块依幅度由高到低分别为农业综合、渔业、种植业、林业、动物保健，分别增长351.3%、82.9%、82.3%、70.3%、10.3%；从数值来看，2021年盈利细分板块依次为农产品加工板块、动物保健、种植业、农业综合，实现归母净利77.4亿元、27.5亿元、18.9亿元、7.0亿元。
- 2022年一季度来看，养殖业亏损幅度依然最大达-162.5亿元，我们认为主要是受到持续低迷的猪价以及饲料端的原料成本抬升的持续影响；同时期内四个细分板块实现正向利润，分别是种植业、农产品加工、动物保健和农业综合，分别实现归母净利润12.9亿元、11.9亿元、5.3亿元和2.3亿元。

图：2021年细分板块中农产品加工净利润居首



资料来源：wind，天风证券研究所

图：2022年一季度板块中养殖业亏损幅度较深



资料来源：wind，天风证券研究所

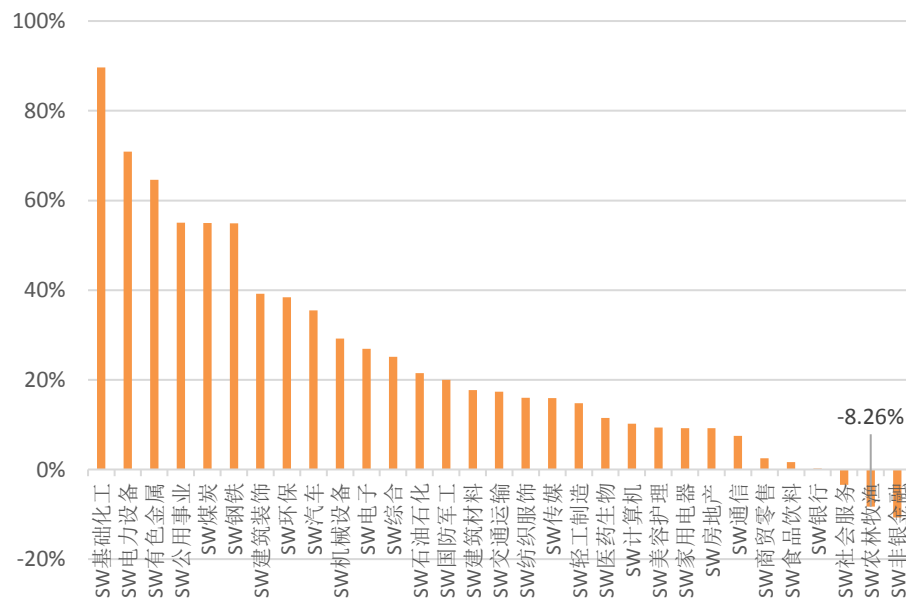
3、前瞻布局属性，涨跌幅自2021反转至2022Q1排名靠前

农业板块整体情况：

1) 2021年：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；农林牧渔板块区间涨幅仅为-8.26%，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。

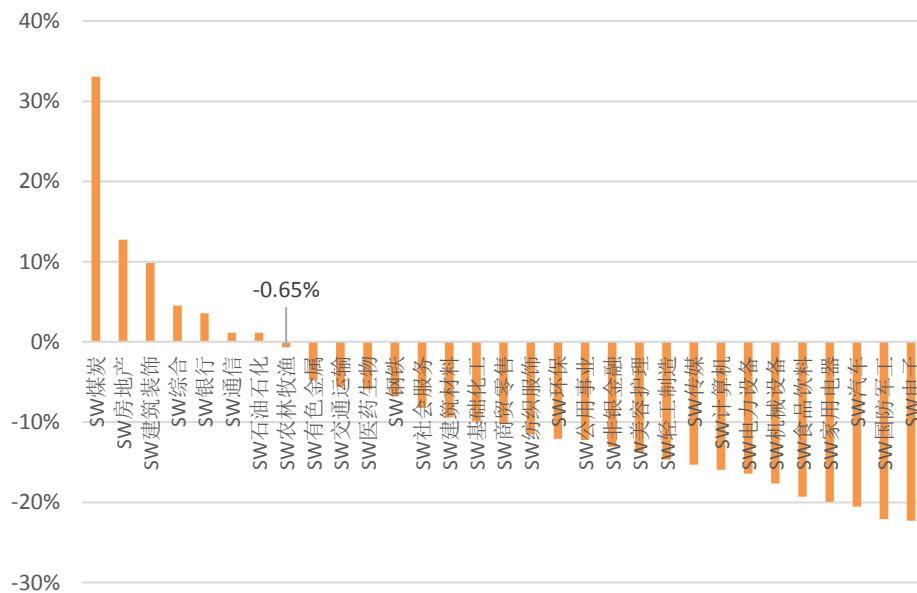
2) 2022Q1：虽然一季度全行业整体表现欠佳，但随着生猪周期拐点越来越明确，农林牧渔板块区间涨幅为-0.65%，在申万31行业中区间涨幅排名第8位，相比于2021年30位的排名有着明显改善。

图：2021年板块区间涨跌幅%：农林牧渔板在31个板块排名倒数第二



资料来源：wind，天风证券研究所

图：2022Q1板块区间涨跌幅%：农林牧渔板在31个板块排名第八



资料来源：wind，天风证券研究所

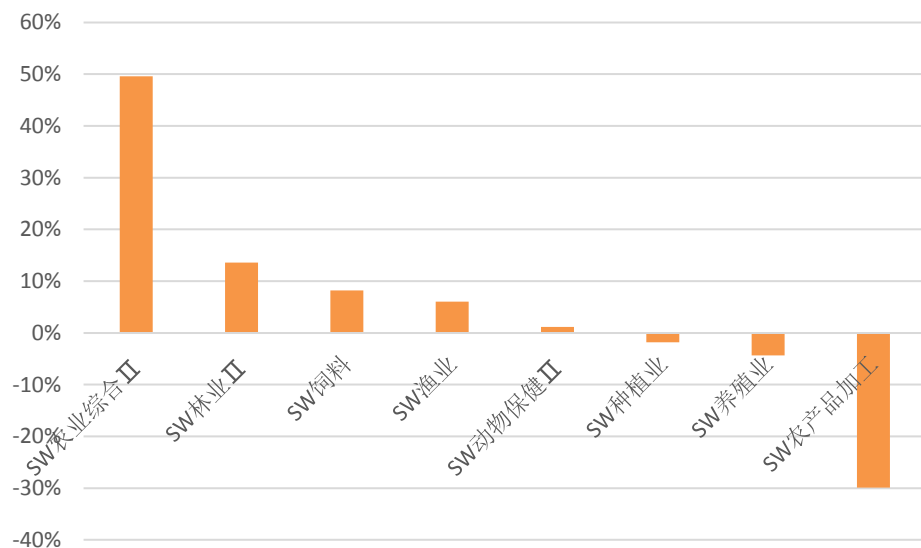
3、前瞻布局属性，涨跌幅自2021反转至2022Q1排名靠前

农业细分板块整体情况：

1) 2021年：从农林牧渔板块中各细分行业的区间涨跌幅来看，全年农业综合涨幅最大，为49.58%；农产品加工板块的区间涨跌幅最低，为-29.89%；而养殖业因为21年行业景气度较差，区间涨跌幅在农业细分领域中排名倒数第二，为-4.37%。

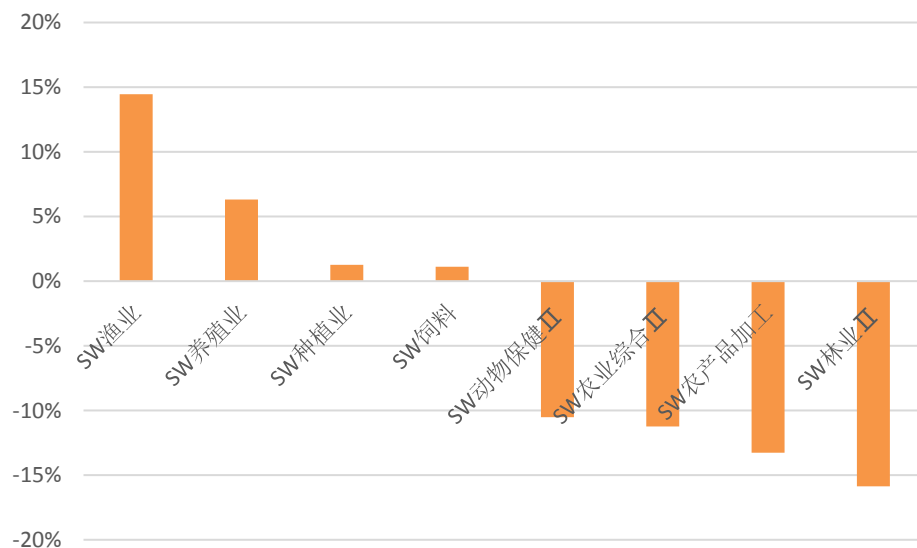
2) 2022Q1：一季度渔业区间涨幅最大，为14.46%；林业区间涨幅板块内最低，为-15.85%；随着养殖业预期景气度逐步改善，养殖业区间涨幅由负转正，为6.32%。

图：农林牧渔板块中2021年区间涨跌幅%：农业综合涨幅领先



资料来源：wind，天风证券研究所

图：农林牧渔板块中2022Q1区间涨跌幅%：养殖业明显改善

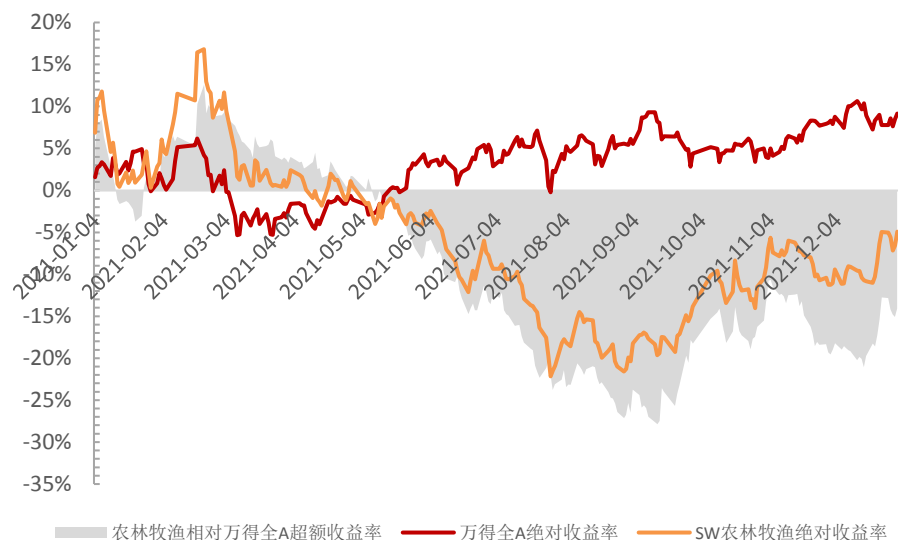


资料来源：wind，天风证券研究所

3、前瞻布局属性，涨跌幅自2021反转至2022Q1排名靠前

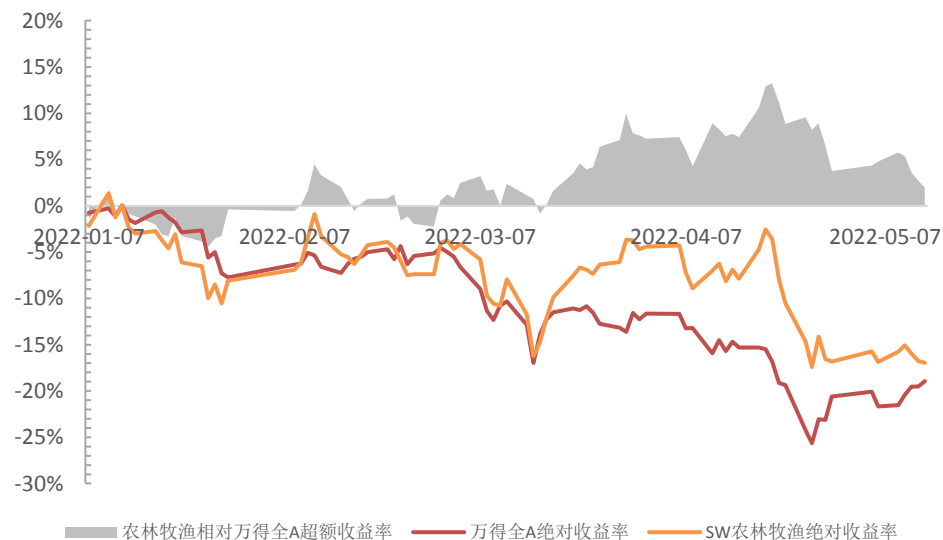
- 2021，SW农林牧渔板块绝对收益率在上半年1-4月基本跑赢万得全A的超额收益率，但进入5月下旬后，其农林牧渔的绝对收益率明显低于万得全A的绝对收益率，我们认为主要系受到6月份左右生猪价格开始快速下跌的影响，使得板块整体Q2Q3表现较为低迷，随生猪产能逐步去化，前瞻布局生猪板块景气度使得板块Q4区间上涨显著。
- 2022年年初至今，虽然全行业的收益率都较差，但SW农林牧渔随着养殖预期景气度逐步改善，一改去年下半年的颓废态势，年初至今基本上都是相对于万得全A有超额收益的。截止到2022年5月16日，SW农林牧渔较年初下跌14.40%，跑赢万得全A绝对收益率4.80%。

图：2021年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

图：2022年年初以来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

目录

1. 板块回顾：前瞻性布局属性，涨跌幅自2021反转至2022Q1排名靠前

2. 基金持仓：2022Q1基金增持农业显著，仍存加配空间

3. 养猪产业：前瞻布局周期景气逻辑不变

4. 动保板块：当前或已处于底部区域，具备长期投资价值

5. 种子板块：把握种业重大变革机遇期

6. 饲料板块：寻找核心竞争力凸显的 α 机会

7. 宠物板块：海外业务有望迎来拐点，持续关注国内市场增长



二、基金重仓了哪些农业股？

1、2022Q1基金增持农业显著，仍存加配空间

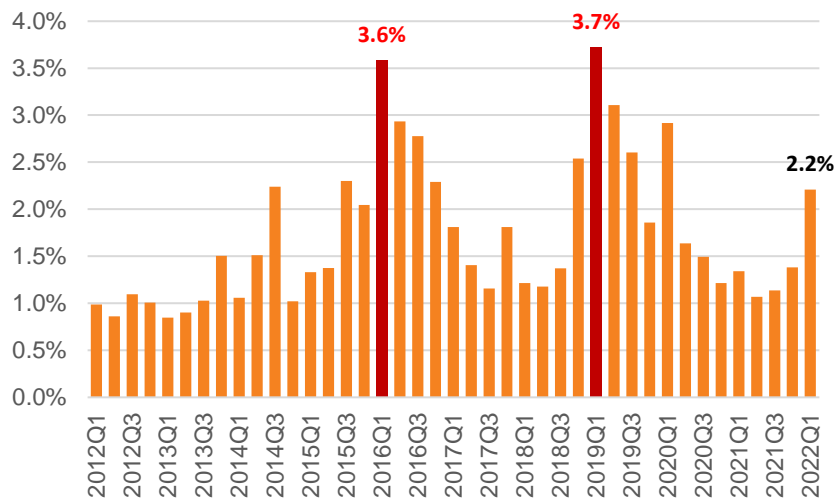
➤ 22Q1农业板块获资金大幅增持，基金重仓比例和超配比例提升显著。2022Q1基金重仓持股总市值中农业占比自2021Q2以来持续上升，持仓占比由2021Q2的1.1%快速提升至2022Q1的2.2%，环比+0.8pct；超配比例为0.48%，环比提升+0.64pct，**实现自2020Q2以来的首次正向超配。**

➤ **农业板块的基金重仓比例和超配比例均低于历史景气周期的最高值，仍存在较大的加配空间。**前两轮景气周期中，农业的基金重仓比例的最高点分别为3.6%和3.7%；超配比例的最高点分别为1.94%和1.73%。目前基金重仓比例和超配比例分别为2.2%和0.48%，位于历史分位数的70.7%和73.2%，上升空间明显。

注：1) 主动偏股型基金为wind基金分类中普通股票型+偏股混合型+灵活配置型基金

2) 此处将历史分位数定义为：将2012Q1-2022Q1的41个数据从小到大排序，历史分位数=2022Q1所在位次/全部数据个数41

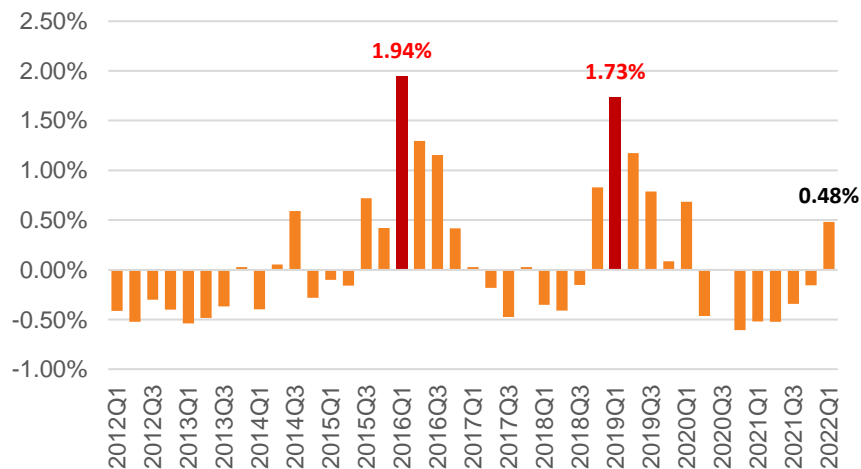
图：2012Q1-2022Q1农业重仓市值占比



资料来源：wind，天风证券研究所

备注：基金重仓数据为季度数据，基金重仓农业比例=基金重仓农业板块市值/基金重仓总市值

图：2012Q1-2022Q1农业超配比例



资料来源：wind，天风证券研究所

备注：基金持仓数据为半年度数据，农业超配比例=基金农业重仓市值占比-农业流通市值占比
=基金重仓农业板块市值/基金重仓总市值-农业流通市值/全部A股流通市值

2、细分赛道有何差异？

1) 细分板块看，养殖、饲料板块受到更多的关注，与历史数据相比，仍存在明显的加配空间。

- 养殖板块：**基金配置的周期性特征明显，当下时点存在较大的上升弹性：2016Q1和2019Q1为基金重仓比例的周期最高点，分别为2.29%和2.30%。2022Q1的基金重仓比例达到0.91%（环比+0.56%），超配比例0.32%（环比+0.45pct），上升趋势确定，但与历史高点相比差距明显。目前的基金重仓比例和超配比例分别位于历史分位数的73.17%和68.29%，仍存在较大的加配空间。
- 饲料板块：**基金配置的周期性略弱于养殖板块，近十年基金重仓比例明显提升：2022Q1的基金重仓比例为0.88%（环比+0.22pct），处于历史分位数的87.8%；超配比例为0.43%，环比+0.19pct，处于历史分位数的85.37%。饲料板块与养殖板块的周期波动密切相关，但因其需求刚性，周期性略弱于养殖板块。长期看基金重仓比例明显提升，从2012Q1的0.41%提升至2022Q1的0.88%，翻倍提升。
- 此外，种植板块市场关注度也在持续提升。**2022Q1种植业基金重仓比例为0.24%，环比+0.05pct，位于历史分位数的48.78%；超配比例为-0.02%，环比+0.01pct，位于历史分位数的68.29%。

表：农业细分板块的配置情况

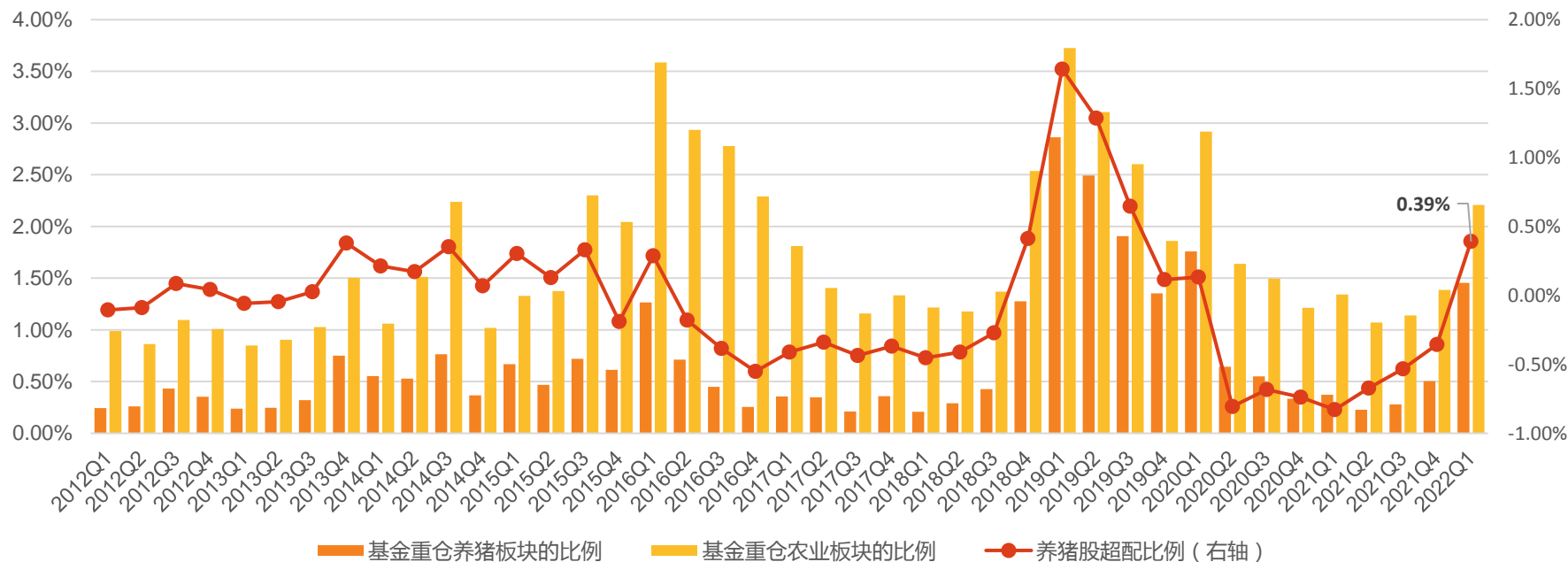
申万II级行业	基金重仓比例走势（2012Q1-2022Q1）	2022Q1基金重仓比例（%）	2022Q1重仓比例环比变动（pct）	2022Q1重仓比例的历史分位数水平	超配走势（2012Q1-2022Q1）	2022Q1主动偏股型基金超配比例（%）	2022Q1超配比例环比变动（pct）	2022Q1超配比例的历史分位数水平
畜禽养殖II		0.91	0.56	73.2%		0.32	0.45	68.3%
动物保健II		0.05	0.00	26.8%		-0.05	-0.01	34.1%
农产品加工		0.12	0.00	53.7%		-0.13	0.00	51.2%
农业综合II		0.00	0.00	0.0%		-0.01	0.00	75.6%
饲料II		0.88	0.22	87.8%		0.43	0.19	85.4%
渔业		0.00	0.00	0.0%		-0.04	-0.01	63.4%
种植业		0.24	0.05	48.8%		-0.02	0.01	68.3%

2、细分赛道有何差异？

2) 养猪板块：超配显著，市场关注度高

- 基金重仓农业比例提升与养猪板块的配置密切相关。2012年至今两者相关性为0.79，2018Q4以来，两者相关性进一步提升，相关系数高达0.97。
- 2022Q1养猪股超配显著，市场关注度高。自2021Q2以来，养猪股超配比例持续提升，2022Q1达到0.39%，环比提升0.75pct，自2020Q2以来首次正向超配。

图：2012Q1-2022Q1重仓农业比例、重仓养猪板块比例及养猪板块超配情况



资料来源：wind，天风证券研究所

备注：养猪板块超配比例=养猪股市值/基金重仓总市值-养猪股流通市值/流通股总市值。本报告养猪板块包含温氏股份、正邦科技、牧原股份、新希望、天邦股份、唐人神、大北农、傲农生物、金新农、新五丰、天康生物、龙大美食、华统股份、巨星农牧、中粮家佳康、京基智农，下文养猪板块均此采用该分类。

2、细分赛道有何差异？

2) 养猪板块：β行情阶段，弹性标的超配显著。龙头重仓比例虽提升，但历史分位数仍不超过板块历史分位水平，存在加配空间；优质弹性中小标的，超配显著，多股处于历史高分位。

- 养猪股获得较多的资金配置。重仓养猪股的基金个数环比大幅提高，从2021Q4的287只提升至2022Q1的931只；全部重仓股中，养猪股数量占比2.45%，环比+1.19%；重仓市值占比1.45%，环比+0.95%，位于历史分位数的86%；超配比例0.39%，环比+0.75%，位于历史分位数的86%。
- 龙头重仓比例虽提升，但历史分位数仍不超过板块历史分位水平，存在加配空间。温氏成长弹性高、资金储备充足；牧原具有成本优势、成长稳健，两者重仓股数在养猪板块中合计达30.0%，重仓市值合计占比58.6%。超配比例上看，温氏、牧原的超配比例分别为0.07%和0.12%，历史分位数分别为85.7%和69.1%，均没有超出板块超配比例的历史分位数，仍具备一定的加配空间，投资价值明显。
- 优质弹性中小标的，超配显著，多股处于历史高分位。本轮周期中，弹性较大的中小市值养猪股，如唐人神、傲农生物、天邦股份、天康生物、中粮家佳康、巨星农牧等受到的关注度提升，重仓市值合计占比达24.5%。除天邦外（85%以上），个股重仓比例和超配比例的历史分位数均在90%以上，处于历史分位数高点。

表：养猪板块个股重仓及超配情况

养猪板块公司	2022Q1重仓基金数	2022Q1重仓基金数比例	2022Q1重仓持股数量(亿股)	2022Q1重仓持股数量占比	重仓持股数量占比走势(2012Q1-2022Q1)	2022Q1重仓持股市值(亿元)	2022Q1重仓市值占比	重仓市值占比走势(2012Q1-2022Q1)	历史分位数	2022Q1超配比例	超配走势(2012Q1-2022Q1)	历史分位数	Q1区间涨跌幅
养猪板块	931	1.13%	18.17	2.45%		348.63	1.45%		85.71%	0.39%		85.71%	10.07%
温氏股份	212	0.26%	3.05	0.41%		67.34	0.28%		80.95%	0.07%		85.71%	14.49%
正邦科技	6	0.01%	0.10	0.01%		0.78	0.00%		14.29%	-0.03%		11.90%	-20.19%
牧原股份	270	0.33%	2.41	0.32%		136.87	0.57%		83.33%	0.12%		69.05%	6.56%
新希望	87	0.11%	1.36	0.18%		23.09	0.10%		69.05%	-0.02%		64.29%	11.64%
天邦股份	33	0.04%	1.45	0.20%		12.74	0.05%		85.71%	0.03%		88.10%	36.02%
唐人神	49	0.06%	1.37	0.18%		14.36	0.06%		90.48%	0.04%		90.48%	40.56%
大北农	41	0.05%	2.75	0.37%		23.93	0.10%		61.90%	0.05%		69.05%	-17.06%
傲农生物	65	0.08%	0.87	0.12%		20.76	0.09%		95.24%	0.06%		95.24%	87.40%
金新农	10	0.01%	0.21	0.03%		1.69	0.01%		78.57%	0.00%		83.33%	39.01%
新五丰	20	0.02%	0.36	0.05%		3.73	0.02%		92.86%	0.00%		92.86%	52.58%
天康生物	64	0.08%	1.53	0.21%		18.39	0.08%		95.24%	0.05%		95.24%	13.74%
龙大美食	0	0.00%	0.00	0.00%		0.00	0.00%		0.00%	-0.02%		35.71%	-8.60%
华统股份	19	0.02%	0.32	0.04%		5.78	0.02%		95.24%	0.01%		95.24%	3.01%
巨星农牧	45	0.05%	0.54	0.07%		13.95	0.06%		95.24%	0.04%		95.24%	65.55%
中粮家佳康	9	0.01%	1.84	0.25%		5.22	0.02%		95.24%	0.01%		95.24%	17.51%
京基智农	1	0.00%	0.00	0.00%		0.00	0.00%		88.10%	-0.02%		61.90%	28.37%

3、重仓个股有何特点？

资金配置特点：周期类板块属性突出，成长类龙头表现突出

本轮周期，农业板块资金配置的集中程度介于前两轮周期之间，较为均衡。2022Q1持股总量最高的三只股票为温氏股份、大北农和牧原股份，合计持股总量在农业板块占比达34.26%；持仓比重最高的三只个股为牧原股份、海大集团和温氏股份，合计持仓占比达56.1%。结合前文分析对重仓比例和超配比例的分析，我们认为，当前时点类似于前两轮周期中的2015Q4和2018Q4。2015Q4和2018Q4的前三大股票持股总量占比分别为31.1%和50.0%，前三大股票持股市值占比分别为32.3%和65.1%，2022Q1的持仓集中度介于两者之间。

表：2015Q4重仓农业个股TOP20

名称	持有基金数	持股总量占比	持股总市值占比
圣农发展	24	13%	13%
民和股份	15	10%	8%
新希望	13	9%	7%
正邦科技	13	7%	6%
益生股份	27	7%	12%
*ST华英	10	6%	4%
隆平高科	17	6%	6%
国联水产	4	5%	6%
海大集团	8	5%	3%
南宁糖业	6	4%	3%
牧原股份	13	3%	7%
大北农	5	3%	2%
海南橡胶	2	2%	1%
天邦股份	4	2%	3%
梅花生物	6	2%	1%
温氏股份	4	2%	3%
金新农	1	2%	1%
生物股份	6	2%	3%
瑞普生物	7	1%	1%
海利生物	1	1%	3%

表：2018Q4重仓农业个股TOP20

名称	持有基金数	持股总量占比	持股总市值占比
温氏股份	131	19%	28%
海大集团	43	16%	22%
正邦科技	41	15%	5%
牧原股份	73	9%	15%
生物股份	33	5%	5%
隆平高科	12	5%	4%
圣农发展	45	5%	5%
天邦股份	13	3%	1%
安琪酵母	25	3%	4%
梅花生物	8	2%	1%
晨光生物	4	2%	1%
唐人神	9	2%	1%
百洋股份	5	2%	1%
仙坛股份	11	2%	1%
*ST华英	2	1%	0%
苏垦农发	13	1%	0%
新希望	7	1%	0%
佩蒂股份	11	1%	3%
北大荒	5	1%	0%
登海种业	2	1%	0%

表：2022Q1重仓农业个股TOP20

名称	持有基金数	持股总量占比	持股总市值占比
温氏股份	212	13%	13%
大北农	41	11%	5%
牧原股份	270	10%	26%
梅花生物	41	8%	3%
海大集团	105	7%	17%
天康生物	64	6%	3%
天邦股份	33	6%	2%
唐人神	49	6%	3%
新希望	87	6%	4%
登海种业	35	4%	4%
傲农生物	65	4%	4%
隆平高科	25	3%	3%
农发种业	4	2%	1%
中牧股份	20	2%	1%
荃银高科	15	2%	2%
新五丰	20	2%	1%
安琪酵母	24	1%	2%
金新农	10	1%	0%
天马科技	16	1%	1%
万向德农	6	1%	1%

3、重仓个股有何特点？

资产配置特点：周期类板块属性突出，成长类龙头表现突出

- 2022Q1基金重仓农业个股的top20中，具备周期属性的个股关注度明显提升。如天邦股份、天康生物、唐人神、傲农等关注度提升，基金重仓持股总量和总市值均出现明显增长。
- 成长类龙头表现突出。温氏、牧原、海大等，重仓持股市值占比分别为12.7%、25.9%和17.5%，其中温氏、牧原持股市值环比增长134%和135%，表现较优。

表：2022Q1重仓农业个股TOP20

名称	持有基金情况		持股总量(亿股)			持股总市值(亿元)		
	基金数(个)	季度变动	持股总量(亿股)	环比变化	占比	持股总市值(亿元)	环比变化	占比
温氏股份	212	136	3.05	104%	13%	67.34	134%	13%
大北农	41	2	2.75	5%	11%	23.93	-13%	5%
牧原股份	270	181	2.41	121%	10%	136.87	135%	26%
梅花生物	41	37	1.83	7324%	8%	16.61	8689%	3%
海大集团	105	-27	1.69	-11%	7%	92.62	-34%	17%
天康生物	64	39	1.53	56%	6%	18.39	79%	3%
天邦股份	33	26	1.45	149%	6%	12.74	238%	2%
唐人神	49	40	1.37	157%	6%	14.36	261%	3%
新希望	87	79	1.36	1506%	6%	23.09	1693%	4%
登海种业	35	3	0.90	12%	4%	21.37	4%	4%
傲农生物	65	46	0.87	126%	4%	20.76	324%	4%
隆平高科	25	-2	0.81	-5%	3%	15.67	-21%	3%
农发种业	4	3	0.54	409%	2%	4.60	725%	1%
中牧股份	20	9	0.48	98%	2%	6.27	96%	1%
荃银高科	15	4	0.45	17%	2%	11.72	0%	2%
新五丰	20	20	0.36	100%	2%	3.73	100%	1%
安琪酵母	24	-29	0.23	-56%	1%	9.58	-69%	2%
金新农	10	10	0.21	100%	1%	1.69	100%	0%
天马科技	16	8	0.21	636%	1%	2.95	743%	1%
万向德农	6	2	0.20	77%	1%	2.81	87%	1%

3、重仓个股有何特点？

个股增持情况：养猪股、农产品加工股增持幅度领先

- 2022Q1基金重仓农业个股中，按重仓持股数量环比增幅top10的包括：梅花生物、中粮科技、新希望、晨光生物、天马科技、农发种业、保龄宝、唐人神、天邦股份、傲农生物。
- 其中，增持幅度较大的多为农产品加工股，如梅花生物、中粮科技、晨光生物、保龄宝等；同时，新希望、唐人神、天邦生物、傲农生物等养猪股也表现出较高的市场关注度。

表：农业个股重仓增持情况

代码	名称	重仓基金数（个）			重仓持股数量（亿股）			持股市值（亿元）			区间涨跌幅	
		2022Q1	2021Q4	季度变动	2022Q1	2021Q4	环比	2022Q1	2021Q4	环比	2022Q1	2021Q4
600873.SH	梅花生物	41	4	37	1.83	0.02	7324%	16.61	0.19	8689%	18.38%	14.1%
000930.SZ	中粮科技	4	1	3	0.02	0.00	2653%	0.19	0.01	2319%	-12.14%	7.5%
000876.SZ	新希望	87	8	79	1.36	0.08	1506%	23.09	1.29	1693%	11.64%	3.0%
300138.SZ	晨光生物	8	2	6	0.11	0.01	811%	1.93	0.20	861%	5.45%	29.8%
603668.SH	天马科技	16	8	8	0.21	0.03	636%	2.95	0.35	743%	14.42%	60.7%
600313.SH	农发种业	4	1	3	0.54	0.11	409%	4.60	0.56	725%	62.12%	13.1%
002286.SZ	保龄宝	2	1	1	0.01	0.00	199%	0.13	0.05	166%	-10.95%	1.2%
002567.SZ	唐人神	49	9	40	1.37	0.53	157%	14.36	3.97	261%	40.56%	16.9%
002124.SZ	天邦股份	33	7	26	1.45	0.58	149%	12.74	3.77	238%	36.02%	8.1%
603363.SH	傲农生物	65	19	46	0.87	0.39	126%	20.76	4.90	324%	87.40%	49.6%

3、重仓个股有何特点？

个股减持情况：禽类、动保股票减持较多

➢ 2022Q1禽类股票减持较多。基金重仓农业个股中，按重仓持股数量环比降幅top10的包括：生物股份、湘佳股份、禾丰股份、中宠股份、道道全、安琪酵母、民和股份、瑞普生物、圣农发展和海利生物。其中，包含3只禽类股票和3只动保股票。

表：农业个股重仓减持情况

代码	名称	重仓基金数（个）			重仓持股数量（亿股）			持股市值（亿元）			区间涨跌幅	
		2022Q4	2021Q4	季度变动	2022Q4	2021Q4	环比	2022Q4	2021Q4	环比	2022Q4	2021Q4
600201.SH	生物股份	1	4	-3	0.00	0.41	-100%	0.00	6.70	-100%	-2856.27%	9.58%
002982.SZ	湘佳股份	1	2	-1	0.00	0.01	-98%	0.00	0.28	-98%	-1133.43%	24.43%
603609.SH	禾丰股份	1	2	-1	0.00	0.03	-90%	0.03	0.29	-90%	-644.53%	3.12%
002891.SZ	中宠股份	1	4	-3	0.00	0.02	-84%	0.08	0.75	-89%	-3134.92%	-5.44%
002852.SZ	道道全	1	4	-3	0.05	0.19	-72%	0.64	3.10	-79%	-2501.49%	21.46%
600298.SH	安琪酵母	24	53	-29	0.23	0.52	-56%	9.58	31.37	-69%	-3094.76%	20.31%
002234.SZ	民和股份	2	2	0	0.05	0.09	-47%	0.78	1.52	-49%	-297.20%	5.41%
300119.SZ	瑞普生物	2	5	-3	0.12	0.21	-40%	2.35	4.97	-53%	-2118.57%	-7.55%
002299.SZ	圣农发展	3	5	-2	0.17	0.27	-35%	3.47	6.52	-47%	-1799.75%	11.90%
603718.SH	海利生物	1	3	-2	0.00	0.00	-20%	0.04	0.06	-30%	-1235.29%	13.75%

目录

1. 板块回顾：前瞻性布局属性，涨跌幅自2021反转至2022Q1排名靠前

2. 基金持仓：2022Q1基金增持农业显著，仍存加配空间

3. 养猪产业：布局周期景气逻辑不变

4. 动保板块：当前或已处于底部区域，具备长期投资价值

5. 种子板块：把握种业重大变革机遇期

6. 饲料板块：寻找核心竞争力凸显的 α 机会

7. 宠物板块：海外业务有望迎来拐点，持续关注国内市场增长



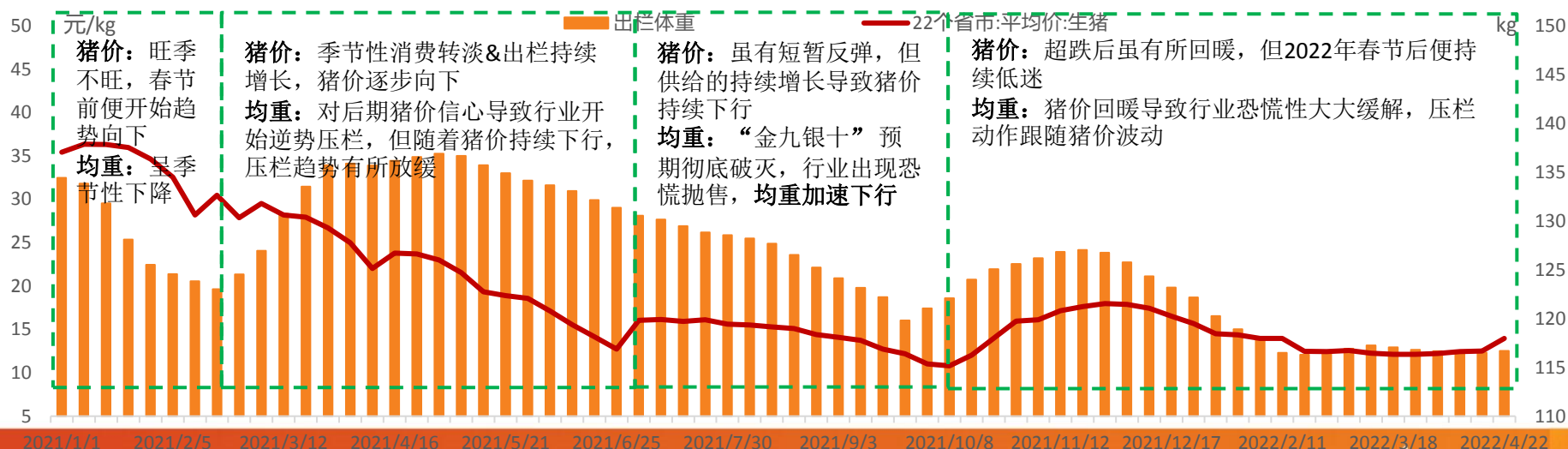
三、养猪板块总结：最差的时候已过

一、板块复盘之猪价走势

1) 2021年至今，猪价走势可分为四个阶段：

- **2021.01-2021.02：**行业受到冬季非瘟影响，产业对后市下半年猪价乐观预期过于一致。2021年开年后，猪价开始下行，但2021年1月全国生猪均价仍高达35.72元/kg，仍拥有高达上千元头均盈利空间。冬季非瘟行业预期产能再次受到去化，在经历19-20年超级景气周期后，养殖户对下半年猪价乐观一致预期，这也对后续猪价大幅低预期埋下隐患。
- **2021.03-2021.06：**猪价一路下行，养殖端信心逐渐瓦解。冬季疫情对于行业产能影响的误判导致行业逆势压栏。随着猪价持续下探，压栏动作未能持续，且前期压栏生猪出栏导致短期猪肉供给增加进一步加速猪价下行，6月猪价达到阶段性最低点12.73元/kg。
- **2021.07-2021.10：**关键预期未至，行业恐慌再现。6月末猪价有所反弹导致行业再次寄望于9-10月份的消费旺季，压栏情绪复燃，均重再次高位震荡。但随着9-10月临近，猪价持续下行引发行业恐慌，超淘加速猪价探底，10月生猪均价达到10.78元/kg的2021年最低点。
- **2021.11-2022.至今：**10月份的猪价新低导致行业对于2022年周期或好转达成共识，行业有序出栏，猪价低位盘整近6月。

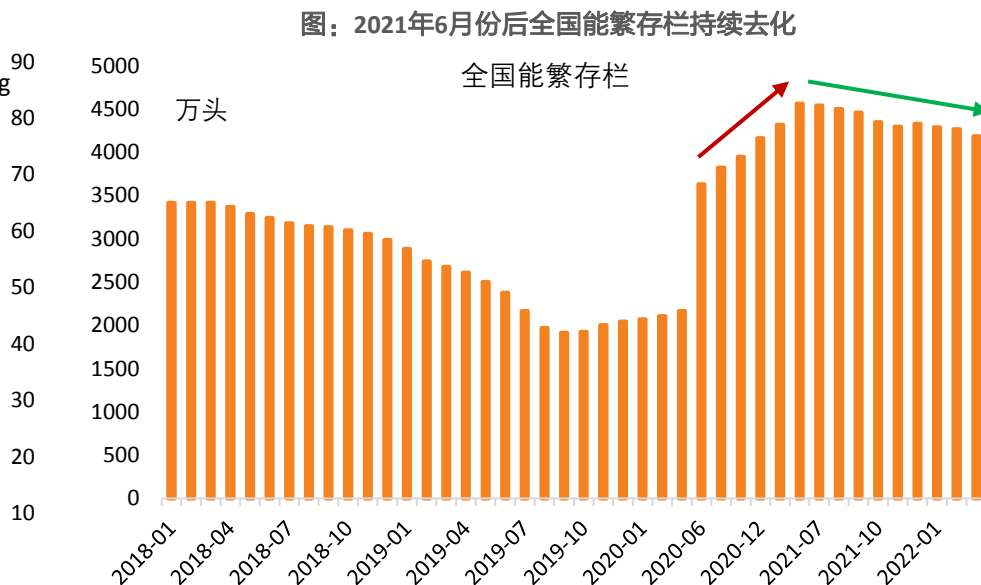
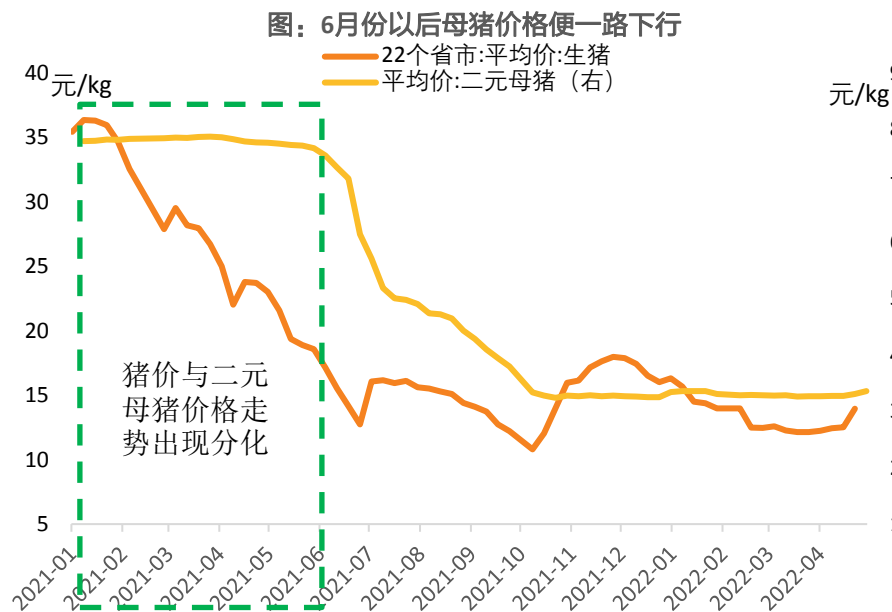
图：2021年以来，猪价与养殖户情绪复盘



一、板块复盘之产能节奏

2) 从2021年至今，生猪产能（此处产能主要指能繁母猪）可以分为三个阶段：

- **2021.01-2021.06：猪价下行不改信心。**进入2021年，2020年冬季疫情引发的对于2021年下半年猪价的误判导致行业在2021H1猪价持续下行情况下继续加码扩产，猪价与补栏情绪出现分化，二元母猪价格持续高位。根据国家统计局数据，能繁存栏亦从2020年12月的4161万头增长至2021年6月的4564万头，增幅高达9.69%。
- **2021.07-2021.10：幻想破灭，散户“领衔”，加速去化。**2021年下半年，猪价处于持续下行通道未见好转，行业对于后期猪价彻底悲观，提前出栏情况出现，低猪价带动行业去化加快，根据国家统计局数据显示，10月份全国能繁去化幅度高达2.49%。
- **2021.11-至今：认清周期，淘汰为主、补栏意愿弱。**行业对于19-20年超级周期后的产能去化猪价下降带来预期，叠加现金流等压力逐步显现，产能随猪价低迷持续去化。

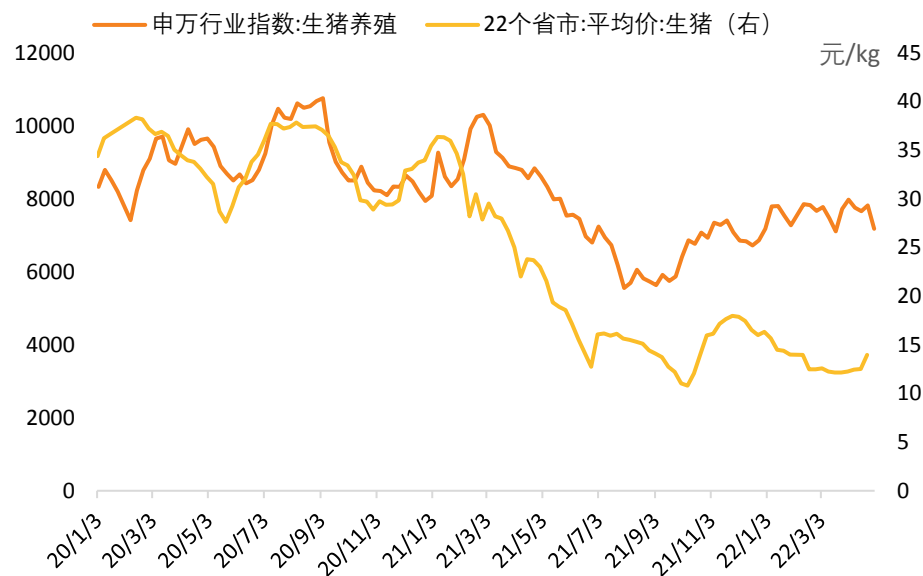


一、板块复盘之股价

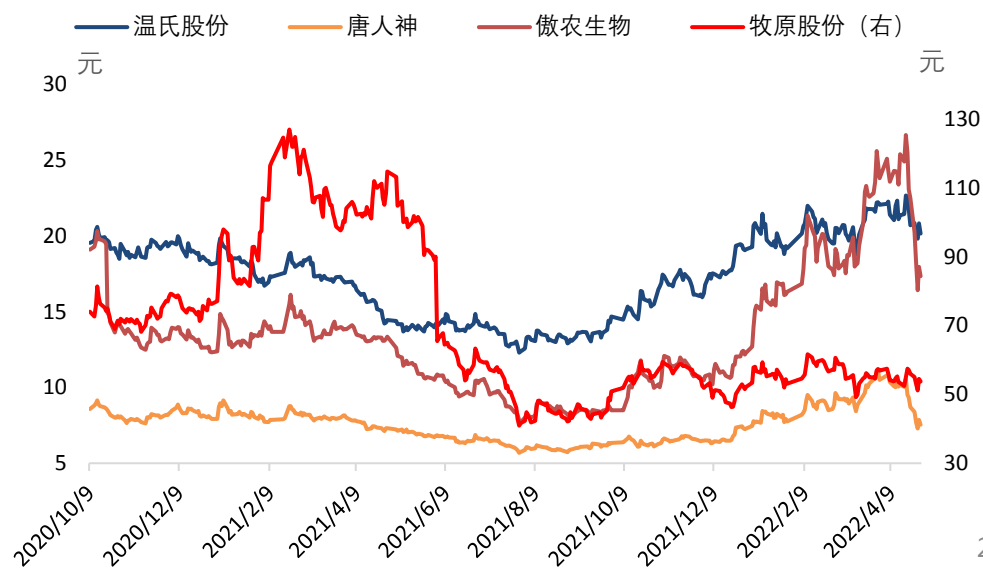
3) 从2021年至今，养猪板块股价可以分为四个阶段：

- 2021.01-2021.02：行业对于2020年冬季对于行业产能影响的错误判断带动行业上调对于2021年下半年猪价预期，猪股与猪价出现背离；
- 2021.03-2021.09：猪价不断下行，规避周期下行区间估值下杀风险，板块回落显著；
- 2021.10-2022.03：9-10月份的猪价超预期下跌，多地如东北等，产能去化提速，且趋势已成，在猪价持续维持在低位，前瞻性布局景气周期逻辑逐步形成，板块开启“预期改善阶段的β投资阶段”；
- 2022.04-至今：受新冠影响，短期供需错配，猪价上涨下，市场对产能去化继续or完成，出现分歧。叠加A股大盘波动，股价与猪价分化。

图：近期猪股走势与猪价有所背离



图：猪股走势方向趋同

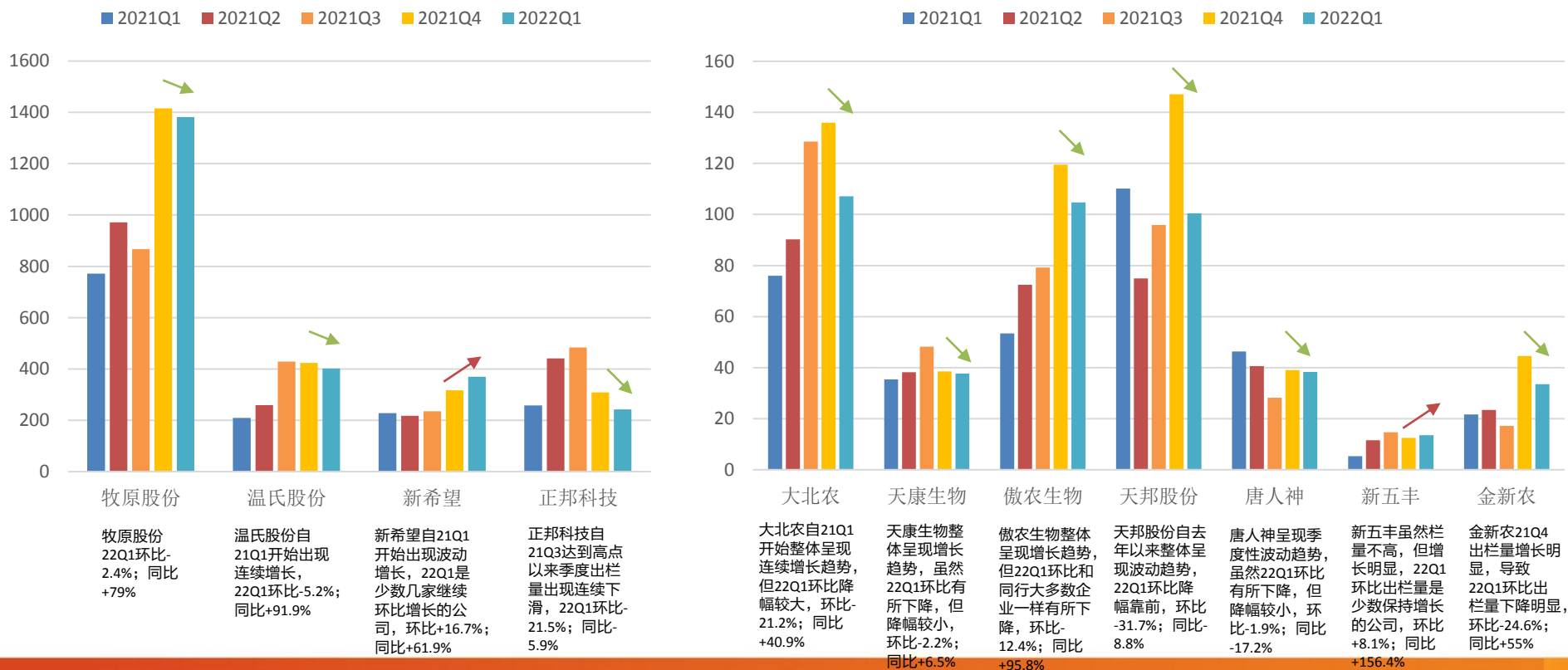


二、生猪个股分化之维度1：量，成长性

1、2022Q1生猪个股出栏增速已出现显著分化

➢ 除新希望和新五丰外，2022Q1普遍各家企业出栏量环比2021Q4有所下滑。但是，下滑幅度也出现了一定的分化，例如正邦科技、大北农、天邦股份以及金新农22Q1环比21Q4出栏量均下滑20%以上；牧原股份、温氏股份、天康生物以及唐人神的出栏量环比下滑幅度均控制在5%左右。

图：各家公司出栏量季度情况（单位：万头）

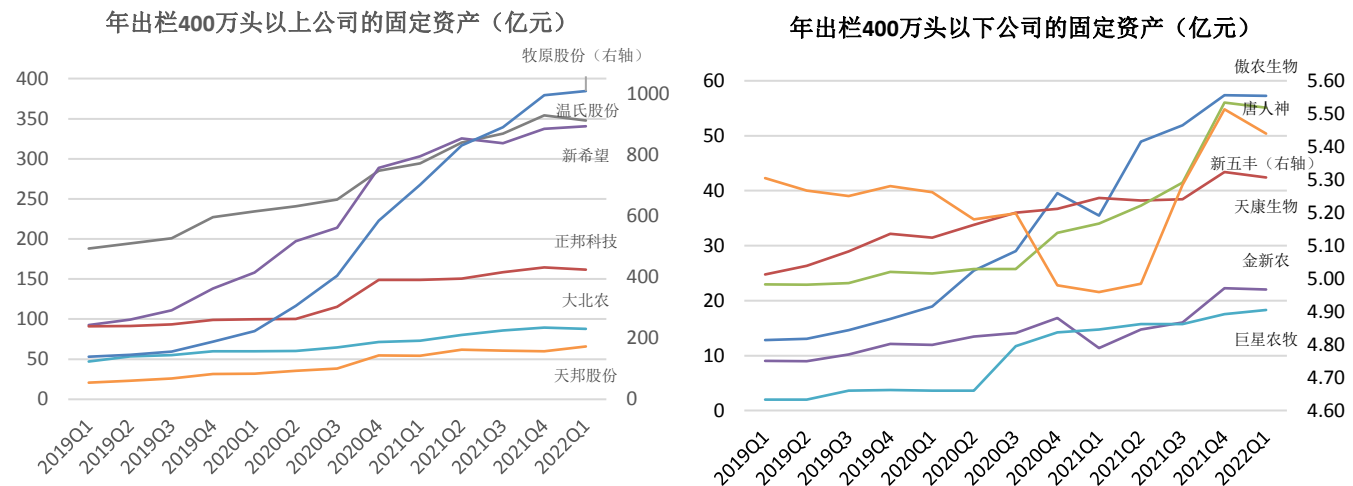
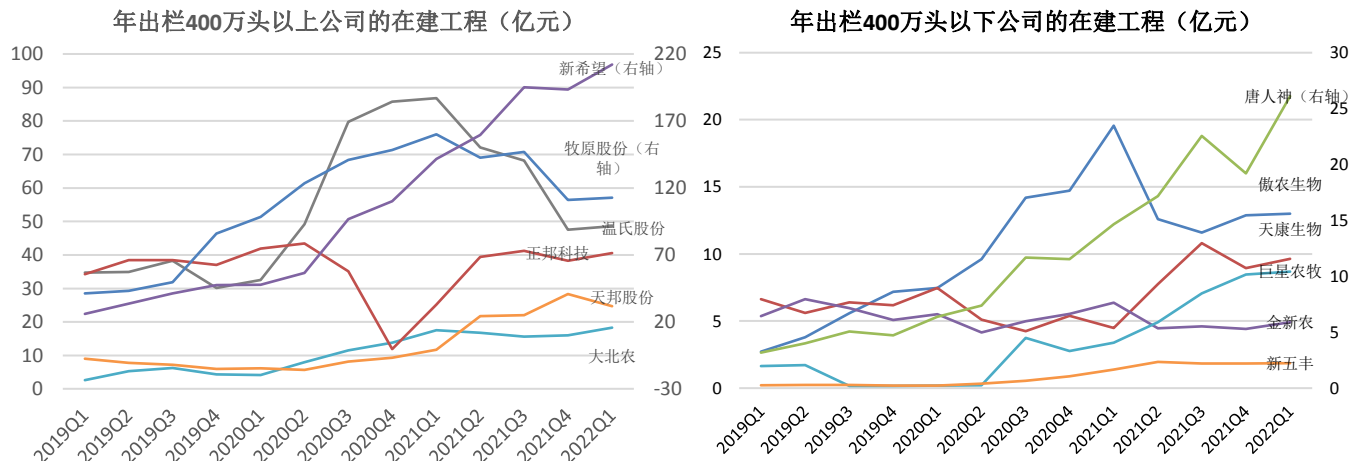


二、生猪个股分化之维度1：量，成长性

2、出栏增速的分化，往往与前期产能的增减密切相关。通过梳理2019年以来的在建工程、固定资产等产能指标可以看出，产能增减分化显著。

➤ **第一类**，提前判断猪周期下行风险，提早控制在建工程支出的“**周期老手**”，例如温氏股份、牧原股份，基本上都从21Q1开始控制在建工程支出；

➤ **第二类**：处在快速扩张期，在建工程持续增长的“**成长型**”，例如新希望、唐人神、天康生物、巨星农牧，基本都保持了在建工程季度期货余额的持续性增长。正邦科技虽然从21Q3在建开支有所减缓，但仍在增加；天邦股份基本上从去年年底才开始控制在建工程开支，也导致22Q1时天邦股份固定资产增加在该类别中较高。



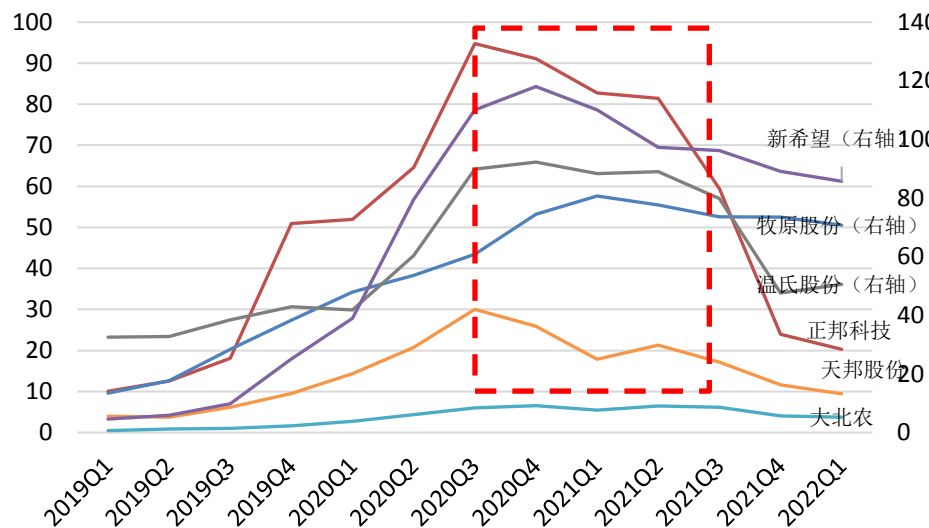
资料来源：Wind，天风证券研究所

二、生猪个股分化之维度1：量，成长性

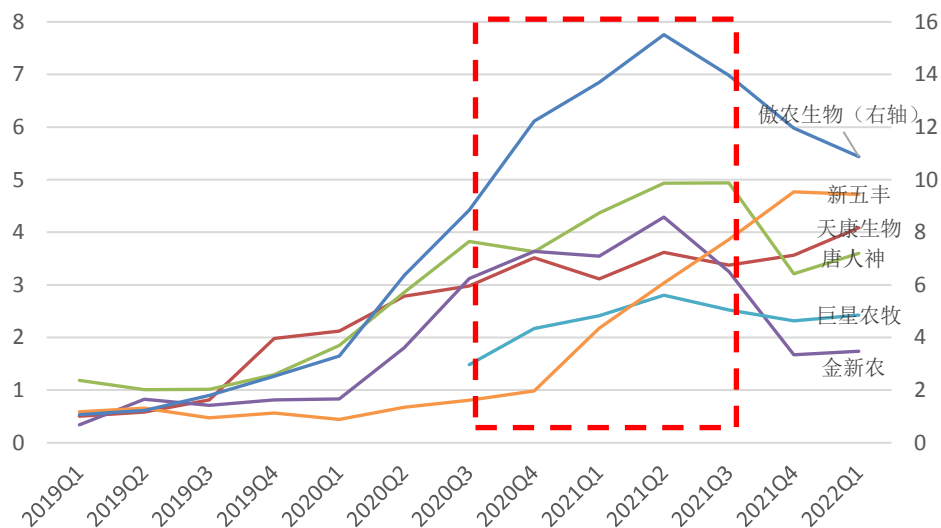
2、出栏增速的分化，往往与前期产能的增减密切相关。通过梳理2019年以来的生产性生物资产等产能指标可以看出：

- 生产性生物资产账面峰值平台期，基本出现在2020Q3-2021Q3，例如温氏、正邦、牧原、大北农、新希望等，主要系2019-2020年在非瘟重创和行业高猪价的推动下，各家公司产能积极扩张，无论是母猪存栏体量还是单头账面价值，均有所提升。之后，2021Q4多家上市公司生产性生物资产账面余额快速下滑，一方面系多家公司主动优化母猪群，淘汰低效母猪，另一方面随前期外购高价能繁去化，单头母猪账面价值也有所回落，第三部分公司计提生产性生物资产减值准备。

年出栏400万头以上公司的生产性生物资产（单位：亿元）



年出栏400万头以下公司的生产性生物资产（单位：亿元）

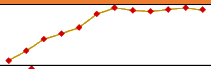

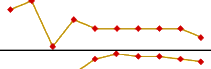
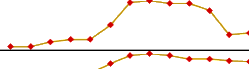
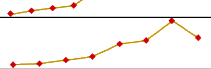

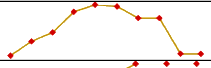
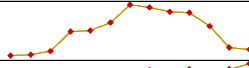
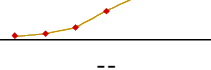
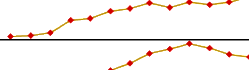
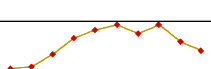
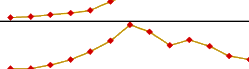
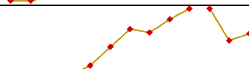
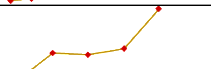
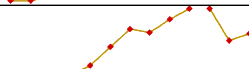
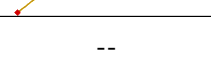

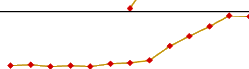
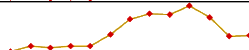
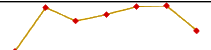
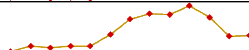


资料来源：Wind，天风证券研究所

二、生猪个股分化之维度1：量，成长性

2、出栏增速的分化，往往与前期产能的增减密切相关。在梳理2019年以来的生产性生物资产基础上，需结合能繁实际存栏量：

图：能繁母猪存栏量&生产性生物资产梳理（万头、亿元）

公司名称	总结	能繁母猪（万头）				生产性生物资产（亿元）			
		2022年3月	2021年3月	同比	能繁趋势	2022年3月	2021年3月	同比	生产性生物资产趋势
牧原股份	维稳，270-285万头震荡	275	285	-3.3%		70.8	80.7	-12.3%	
温氏股份	维持100-110万头，年底预计增长至140万头	105	110	-4.5%		50.6	88.3	-42.7%	
新希望	略有减少，年底预计重回100-110万头	90	110	-18.2%		85.7	110.1	-22.1%	
大北农	三元母猪优化，能繁有所下降	20	30	-33.3%		3.7	5.5	-31.5%	
正邦科技	降幅较大	38	119	-68.1%		20.3	82.7	-75.4%	
天康生物	维持稳定，12万头附近震荡	12	12	1.7%		4.1	3.1	31.2%	
傲农生物	年底母猪产能达到40万头	32	--	--	--	10.9	13.7	-20.6%	
天邦股份	缩减，较21年年底存栏继续下调	28	40	-30.0%		9.5	17.9	-47.0%	
唐人神	维稳，10-12万头震荡，自去年开始逐步淘汰了低效母猪、高龄母猪、三元母猪等，对能繁母猪做了大幅度的优化	12	--	--		3.6	4.4	-17.5%	
巨星农牧	--	--	--	--	--	2.4	2.4	0.5%	
新五丰	--	--	--	--	--	4.7	2.2	117.0%	
金新农	优化种群，淘汰低效生产母猪，能繁有所下降	5.1	6	-15.0%		1.7	3.5	-51.0%	

资料来源：Wind，天风证券研究所（备注：能繁数据空白公司为该公司未公开披露能繁母猪存栏量；大北农22年3月数据为21年11月份数据，21年3月数据为2021年1月数据；天邦股份2021年3月数据为同年4月的数据；傲农生物2022年3月数据为能繁+后备；天康生物2021年3月数据为2020年12月底的数据；唐人神为3月数据为21年10-11月的数据）

二、生猪个股分化之维度1：量，成长性

3、未来出栏量增速：在建工程、固定资产以及能繁母猪存栏指标的分化导致各家养殖企业未来出栏量增速也各不相同。

- 年出栏400万头以上的公司因为基数比较大，出栏量增速普遍没有年出栏400万头以下的公司增速高。但是，其中温氏股份、新希望 and 天邦股份在组内增速较高，主要受益于前期的在建工程的高增长或/和规划的能繁母猪存栏扩张计划。
- 年出栏量400万头以下的企业普遍增速较高，新五丰和巨星农牧得益于持续增长的在建工程和转固，产能储备充足，其出栏量复合增速最高；傲农生物、天康生物和唐人神固定资产在组内最高，叠加上相应的能繁扩张计划，预计其出栏量复合增速也仅次于新五丰和巨星农牧。

图：主要生猪养殖企业生猪出栏量预估及复合增速（万头）

公司名称	2021年出栏量	2022出栏量（预估）	2023出栏量（预估）	预估复合增速
牧原股份	4026	5500	6500	27.06%
正邦科技	1493	650	1300	-6.69%
温氏股份	1322	1800	2500	37.52%
新希望	998	1400	1850	36.15%
大北农-归母	237	275	385	27.45%
天邦股份	428	500	800	36.72%
傲农生物-归母	195	402	536	65.79%
天康生物	160	220	450	67.71%
唐人神	154	200	350	50.76%
金新农	107	130	200	36.72%
巨星农牧	87	150	300	85.70%
新五丰	44	130	200	113.20%

资料来源：Wind，天风证券研究所

二、生猪个股分化之维度2：价，结构化

- **产区销区价格差异1-1.5元/kg**：从22Q1肥猪销售均价可以看出，温氏股份所在的生猪消费带的华南地区肥猪销售均价明显高于其他几家猪企。其次，大北农、天邦股份以及唐人神等布局在生猪消费带的养殖企业22Q1肥猪销售均价较高。牧原股份和正邦科技布局在产区的养殖企业一季度肥猪销售均价偏低，肥猪销售最低的为天康生物，主要系天康生物目前大部分产能集中在新疆地区，而新疆地区的生猪价格普遍低于消费带布局的企业。
- **仔猪占比调整，可阶段性提升公司综合销售价格**：横向对比来看，今年一季度各家企业的肥猪销售均价都有不同程度的下跌，叠加饲料原料端从今年年初开始持续震荡走高，部分企业灵活调整销售结构，提高仔猪销售占比，减少育肥过程中受到饲料原料价格上涨的大幅冲击。例如，牧原股份22Q1仔猪销售占比从去年四季度的1.17%提升到5.86%。我们预计随着4/5月份仔猪价格还在持续提高，部分公司可能会继续调整出栏结构，增加盈利空间和确定性。

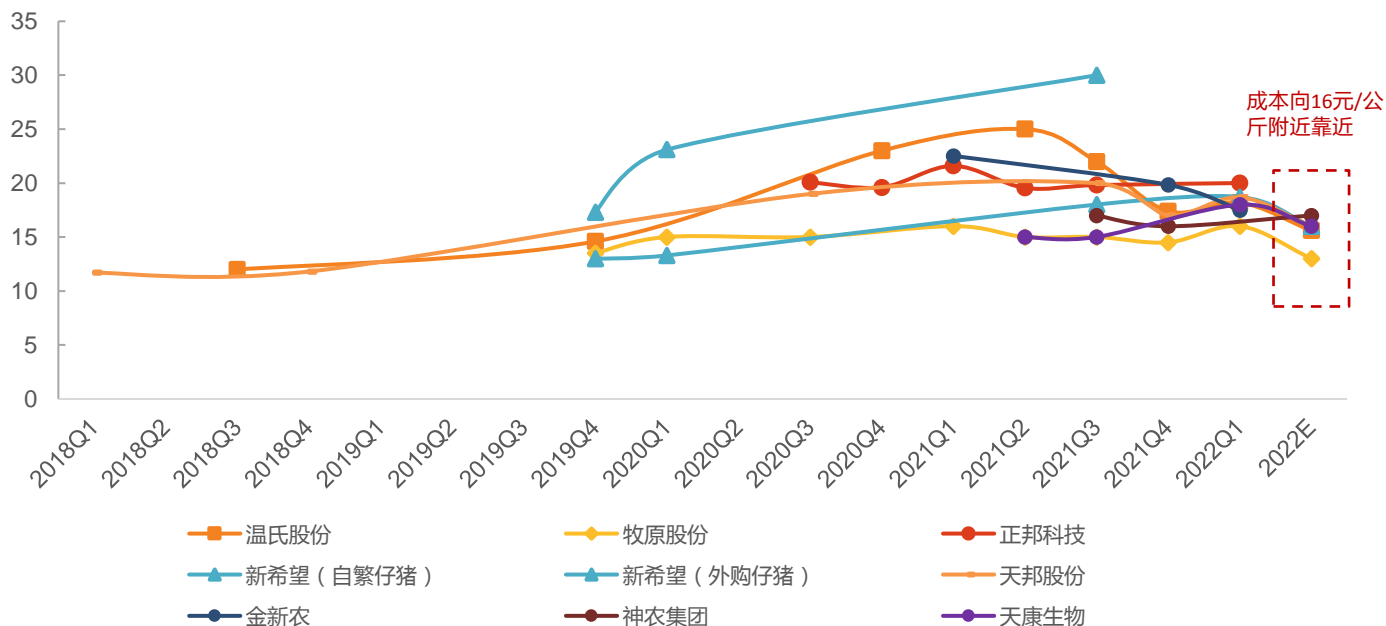
公司	2021Q4				2022Q1			
	肥猪（万头）	预估/实际仔猪（万头）	仔猪占比	预估肥猪均价（元/kg）	肥猪（万头）	预估/实际仔猪（万头）	仔猪占比	预估肥猪均价（元/kg）
牧原股份	1396.60	16.60	1.17%	13.97	1297.50	80.90	5.86%	12.07
正邦科技	288.76	20.37	6.59%	13.12	215.89	26.72	11.01%	12.05
温氏股份	424.22	--	--	14.60	402.35	--	--	12.98
新希望	282.00	34.68	10.95%	13.70	323.68	46.00	12.44%	11.68
大北农	117.36	18.55	13.65%	15.06	100.19	6.95	6.49%	12.49
天邦股份	135.27	11.77	8.00%	14.60	98.91	1.52	1.51%	12.51
天康生物	38.04	0.48	1.24%	13.61	36.75	0.94	2.49%	11.58
唐人神	35.02	4.05	10.37%	14.36	35.77	2.57	6.70%	12.43

资料来源：Wind，天风证券研究所

二、生猪个股分化之维度3：利，盈利能力

- **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。
- 从21年四季度开始，大部分公司完全成本有所下降，部分例如温氏股份、天邦股份成本下降较为明显。进入22Q1后，受到销售天数较少增加摊销费用、饲料原料涨价以及冬季疫病影响等多方面原因导致成本略有上涨，但从全年来看，各家养猪企业对于全年成本控制目标仍然较为乐观，大部分公司完全成本/综合成本目标维持在16元/公斤左右。

养殖完全成本（元/公斤）



二、生猪个股分化之维度3：利，盈利能力

➤ **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。

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	16-17元/公斤	预测2022年目标	牧原股份	阶段性达到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
	低于1月的18元/公斤	2022年3月		15元/公斤左右	2022年3月初		18元/公斤	2022年4月
	低于18元/公斤	2022年1月		16元/公斤左右	2022年1月-2月		18.7元/公斤（包括自育肥和放养成本）	2022年一季度
	22元/公斤	2021年三季度		14.7元/公斤	2021年11月20日		17.9元/公斤（自产猪苗）	2021年12月
	25元/公斤	2021年二季度		15元/公斤左右	2021年9月30日		30元/公斤（外购猪苗）、20元/公斤（自繁仔猪）	2021年三季度
	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（外购猪苗）	2020年一季度
12元/公斤	2018年3月7日	14-15元/公斤	2020年四季度	13元/公斤（自繁仔猪）；17.3元/公斤（外购猪苗）	2019年全年			
正邦科技	20元/公斤左右	2022年一季度	14元多/公斤	2020年三季度	13.5元/公斤	2019年上半年		
	19.81元/公斤	2021年三季度	超过15元/公斤	2020年一季度	12.3元/公斤	2018年4月8日		
	21.6元/公斤	2021年一季度	13.5-14元/公斤	2019年	16元/公斤以下	预测2022年下半年目标		
	19.6元/公斤	2020年四季度	12元/公斤左右	2018年之前	16+元/公斤	2021年12月		
20.09元/公斤	2020年三季度	天康生物	16元/公斤左右	预测2022年目标	大北农	19元/公斤	2021年11月10日	
16元/公斤	预测2022年年底目标		18元/公斤左右	2022年一季度		傲农生物	16元/公斤	2022年全年目标
全群的全成本20.96元/kg，育肥全成本18.68元/kg（不包括淘汰种猪、仔猪成本）	2022年一季度		15元/公斤左右	2021年三季度	16元/公斤左右		2021年8月2日	
天邦股份	17元/公斤	2021年年底	14-15元/公斤	2021年6月11日	金新农	17.49元/公斤（商品猪成本16.65元/公斤）	2022年一季度	
	20元/公斤以上	2021年三季度	17元/公斤以内	预测2022年目标		19.84元/公斤	2021年全年	
	19元多/公斤	2020年三季度	神农集团	16元/公斤左右		2021年全年	唐人神	17.84元/公斤（自繁自养）、27.18元/公斤（公司+农户）
	11.8/公斤	2018年全年		16-17元/公斤	2021年前三季度	11.64元/公斤		2017年8月9日

二、生猪个股分化之维度4：资金，增长支撑

1、资产负债率有所增长，部分企业资金压力仍然较大。

- 从资产负债率指标来看，各家养猪企业在21年年底和2022Q1的资产负债率相比20年年底都有较高的增长。虽然各家企业的资产负债率都在增长，但资产负债率结构却有不同，例如温氏股份、新希望以及唐人神长期债务比例较高，因此短期偿债压力预计相比于其他企业较小。除个别企业外，其他剩余的大部分企业的长期负债率占比都维持在20%-30%左右。
- 从对资金情况梳理来看，虽然2022Q1各家现金及现金等价物相比于21年年底有所减少，但资金也是足够充足的。即使悲观假设后续生猪现金亏损仍然为300元/头，则也足够支撑大部分公司2022年生猪出栏规划目标（实际上随着各家公司成本改善以及下半年有望相对乐观的猪价，生猪头均现金亏损可能小于300元，甚至可能出现盈利情况）。

图：主要养殖公司资产负债率及结构情况（%）

公司	资产负债率					长期债务占比
	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q1
牧原股份	48%	53%	58%	61%	65%	18%
温氏股份	47%	56%	62%	64%	66%	56%
新希望	61%	63%	65%	65%	68%	49%
大北农	48%	47%	50%	53%	56%	24%
正邦科技	64%	69%	75%	93%	97%	16%
天康生物	55%	53%	55%	55%	56%	25%
傲农生物	72%	76%	80%	87%	90%	20%
天邦股份	53%	66%	75%	80%	84%	10%
唐人神	42%	48%	54%	58%	61%	46%
巨星农牧	40%	39%	42%	45%	49%	32%
新五丰	54%	58%	67%	59%	63%	22%
金新农	55%	56%	58%	66%	69%	17%

图：现金及现金等价物情况以及可支撑最大出栏量（亿元、万头）

公司	现金及现金等价物（亿元）		300元/头的亏损支撑出栏量（万头）	2022年出栏目标（万头）
	2021	2022Q1		
牧原股份	84.07	106.25	3542	5500
温氏股份	103.15	77.54	2585	1800
新希望	142.93	130.44	4348	1400
大北农	57.27	42.23	1408	500
正邦科技	18.17	7.06	235	650
天康生物	33.12	21.76	725	220
傲农生物	4.44	4.11	137	600
天邦股份	16.49	8.97	299	500
唐人神	13.68	10.51	350	200
巨星农牧	5.09	3.95	132	150
新五丰	8.32	8.04	268	130
金新农	7.46	7.56	252	130

资料来源：各公司公告，天风证券研究所

资料来源：wind，天风研究所测算，天风证券研究所

二、生猪个股分化之维度4：资金，增长支撑

2、多元融资，储备过冬资金。虽然2021年一季度后猪价快速下跌，但通过对主要养殖公司已实施的融资次数及金额的梳理可以看出，大部分公司融资渠道都较为顺畅，融资项目均可通过可转债、定向增发、公司债和中期票据等多种方式实施。即使是在行业从去年年中以来比较困难的时期，新希望、天康生物、巨星农牧以及傲农生物仍然有能力在市场上融到资金，其反映出集团场有较强的融资能力。此外，部分企业在2022Q1公布了后续融资计划，以希望通过在底部区间融资建设产能使得在后续周期上行中产能释放，以获得更加丰厚的利润。

图：2021年以来已实施募资情况以及后续仍有募资需求梳理

公司名称	公告时间	融资方式	融资净额（亿元）	融资目的	进度
牧原股份	2022年2月26日	定向增发	50~60	用于补充现金流	股东大会通过
	2021年8月12日	可转债	95.29	用于677.25万头生猪产能&1300万头屠宰产能&补充现金流	已实施
温氏股份	2021年3月25日	可转债	92.22	生猪养殖项目：一体化生猪养殖项目、屠宰场、种猪场项目以及养殖小区项目；禽养殖项目：一体化养殖项目、水禽养殖项目、白羽鸡养殖项目	已实施
正邦科技	2021年1月28日	定向增发	74.78	沾化、涟水、陈庄等地育肥场；恭城县龙虎乡、喀喇沁旗、内江等地母猪场；补充流动资金	已实施
	2022年4月28日	债券	不超过20	拟用于采购农产品等饲料原料、支付农民土地租金或关于乡村振兴领域相关项目的建设、运营、收购和补充公司流动性资金等符合国家法律法规规定的用途。	董事会通过
新希望	2022年1月7日	定向增发	不超过45	用于偿还银行债务	董事会通过
	2021年10月29日	可转债	81.33	义县、黑山、濮阳新六生猪养殖项目；巨野、烟台、濮阳、东营新好生猪养殖项目；施秉新希望生猪养殖项目；偿还银行贷款	已实施
	2021年5月25日	公司债	10	偿还本息债务	已实施
	2021年3月15日	中期票据	20	--	已实施
天康生物	2021年12月23日	定向增发	20.43	甘肃天康农牧科技有限公司42万头仔猪繁育及20万头生猪育肥建设项目；天康生物股份有限公司30万头仔猪繁育及20万头生猪育肥基地建设项目；甘肃天康农牧科技有限公司30万头仔猪繁育及20万头生猪育肥建设项目；补充流动资金	已实施
唐人神	2022年4月12日	定向增发	不超过12.2	东冲、融水县和睦镇芙蓉村、浦北美神等地区养殖项目&补充流动资金	董事会通过
	2021年9月7日	定向增发	15.14	禄丰美神、茶陵县严塘镇十里冲、禄丰美神等地区母猪和全产业链项目	已实施
巨星农牧	2022年4月21日	可转债	10	德昌巨星生猪繁育一体化项目&补充流动资金	已实施
	2021年7月10日	定向增发	9.82	宜宾、古蔺、德昌生猪繁育一体化项目和种猪场项目	已实施
傲农生物	2022年4月22日	定向增发	14.33	15,000头母猪自繁自养猪场项目(一期)；年产18万吨饲料(一期)项目；补充流动资金	已实施
	2021年3月8日	可转债	9.82	长春、滨州、广西等地区种猪繁育基地项目&生猪生态循环养殖小区等；偿还银行贷款	已实施
新五丰	2022年4月29日	非公开发行普通股	总额不超过本次重组中发行股份后买标的资产的交易价格	购买的标的资产为湖南天心种业股份有限公司100%股权和200万元国有独享资本公积、沅江天心种业有限公司48.20%股权、衡东天心种业有限公司39.00%股权、荆州湘牧种业有限公司49.00%股权、临湘天心种业有限公司46.70%股权、湖南天翰牧业发展有限公司100%股权、郴州市下思田农业科技开发有限公司100%股权、新化县久阳农业开发有限公司100%股权、衡东鑫邦牧业发展有限公司100%股权、湖南天勤牧业发展有限公司100%股权、龙山天翰牧业发展有限公司100%股权。	董事会预案
	2021年11月9日	定向增发	10.22	湖南新五丰存栏4.32万头母猪场项目&补充流动资金	已实施

二、生猪个股分化之维度5：估值，空间vs安全边际

- 从头均市值角度，对应2023年预估出栏量，当前上市公司头均市值来看，其中牧原股份4100-4200元/头；温氏股份、傲农生物、新五丰2000-3000元/头左右；新希望、唐人神、天邦股份、金新农1500-2000元/头；天康生物、巨星农牧、大北农、正邦科技不到1500元/头，多股头均市值处于历史底部区间；从市净率角度看，除正邦科技外，大部分公司也都处于历史底部区间。（数据截止5月17日）
- 相关标的为：**【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】、【天邦股份】、【唐人神】、【傲农生物】、【巨星农牧】、【中粮家佳康】、【新五丰】、【正邦科技】等。**

证券代码	证券名称	总市值	头均市值(2022出栏, 元/头)	头均市值(2023出栏, 元/头)	历史头均市值区间	PB(当前)	历史PB区间
002714.SZ	牧原股份	2,696	4,902	4,148	3000-22000	5.73	2.86-18.51
300498.SZ	温氏股份	1,130.6	3,503	2,523	3000-20000	4.04	1.75-10.62
000876.SZ	新希望	643.8	2,456	1,858	1900-20000	2.48	1.04-21.76
002385.SZ	大北农	306.9	2,068	1,477	—	2.93	1.34-9.32
002157.SZ	正邦科技	186.6	2,563	1,281	800-12000	51.24	0.95-50.90
002100.SZ	天康生物	123.6	1,983	1,247	1000-15000	1.77	1.22-8.04
603363.SH	傲农生物	143.7	3,078	2,309	800-18000	6.03	1.84-14.53
002124.SZ	天邦股份	125.1	2,501	1,563	900-18000	4.50	1.23-12.59
002567.SZ	唐人神	92.0	3,101	1,772	1500-15000	1.72	0.98-4.37
603477.SH	巨星农牧	89.6	2,639	1,319	—	3.03	1.5-6.2
600975.SH	新五丰	66.8	3,986	2,591	—	3.32	0.99-9.33
002548.SZ	金新农	44.3	2,637	1,714	—	3.02	1.27-10.94

二、生猪个股分化之维度5：估值，空间vs安全边际

- 从过往各家企业的生猪出栏兑现度来看，2021年各家上市生猪养殖企业的出栏兑现度情况来看，各家企业兑现度出现分化为两个梯度，较高的兑现度企业能达到90%左右，部分企业还有超额完成现象；较低的兑现度企业基本维持在70%-80%左右。22Q1，各家企业的出栏兑现度都在20%左右，基本符合上半年出栏量40%左右、下半年出栏量60%左右的行业惯例。

年份	实际出栏量 (万头)	规划出栏量 (万头)	规划时间点	兑现度	实际出栏量 (万头)	规划出栏量 (万头)	规划时间点	兑现度	实际出栏量 (万头)	规划出栏量 (万头)	规划时间点	兑现度	实际出栏量 (万头)	规划出栏量 (万头)	规划时间点	兑现度
	温氏股份				牧原股份				正邦科技				大北农			
2023E		2500-2800	天风预估			6500	天风预估			1300	天风预估			700	天风预估	
2022年1-3月	402.35	1700-1800	2022/2/16	22%-24%	1381.7	5500	天风预估	25.12%	242.61	650	天风预估	37.32%	107.14	500	天风预估	21.42%
2021	1321.74	1100-1200	2021/11/3	110%-120%	4026.4	4000	2021/11/9	101%	1492.66	2000	2021/4/18	74.60%	340.02	500	2020/11/2	86.20%
		1200	2021/5/27	110.10%		3600-4500	2021/4/30	89%-112%		2500	2020/11/26	59.70%		1000	2019/6/4	43.10%
2020	954.55				1811.5	1750-2000	2020/2/27	91%-104%	955.77	900-1100	2020/4/21	87%-106%	185.04	500-600	2019/8/13	31%-37%
						1300-1500	2019/8/28	68%-78%		600	2019/6/4	31%				
2019	1851.66	2000	2019/9/11	93%	1025.33	1000-1100	2019/3/27	93%-103%	578.4	650-800	2019/4/20	72%-89%	164.18	165-175	2019/12/9	94%-100%
		2400	2019/4/25	77%		1101	1100-1300	2018/2/10		85%-100%	553.99	550-650		2018/4/18	85%-101%	168
2018	2229.7	2500	2018/11/15	74%	723.7	600-800	2017/5/5	90%-121%	342.25	320-360	2017/4/11	95%-107%	64.25	70-80	2017/12/21	92%
2017	1904.17	2210.4	2016/5/17	86%												
	天邦股份				天康生物				新希望				唐人神			
2023E		800	天风预估			400-500	天风预估			1400	2022/5/13			350	2022/2/15	
2022年1-3月	100.43	500	2022/4/28	20.08%	37.69	220	2022/2/7	17.13%	369.68	1500	2022/2/10	24.65%	38.34	200	2022/2/15	19.17%
2021	334.61	400	2021/11/10	107%	160.33	200	2021/4/23	80.20%	997.81	900-1000	2021/9/17	100%-111%	154.23	200	2021/4/2	77.10%
		700-800	2020/11/27	54%-61%		800	2021/4/30	111.30%		2500	2020/9/16	35.60%		260-300	2020/7/31	51%-59%
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	100	2020/12/31	102%
		350	2020/4/29	88%		150-180	2020/4/14	75%-90%		800	2020/2/18	83%-104%		150	2020/2/27	68%-79%
2019	243.94	300	2019/4/29	81%	84.27	200	2019/4/3	67%	355	1500	2020/3/31	55%	83.93	300	2019/3/21	34%
		300	2019/4/29	81%		100	2019/4/26	84%		350	2019/4/4	101%		100-120	2019/10/12	70%-84%
2018	216.97	550-600	2018/5/21	41%-44%	64.66	130	2018/12/10	65%	255.37	350	2018/4/28	77%	68.1	120	2019/4/17	70%
		230	2018/8/7	94%		70	2018/4/21	92%		330	2018/4/28	77%		160	2019/3/21	53%
2017	101.42	240-260	2018/5/21	83%-90%												
		260	2018/4/28	84%												
2017	101.42	100	2016/11/18	101%	48.94	45	2017/4/19	109%	239.96	230-250	2017/11/2	96%-104%	54.4	40	2017/4/28	136%

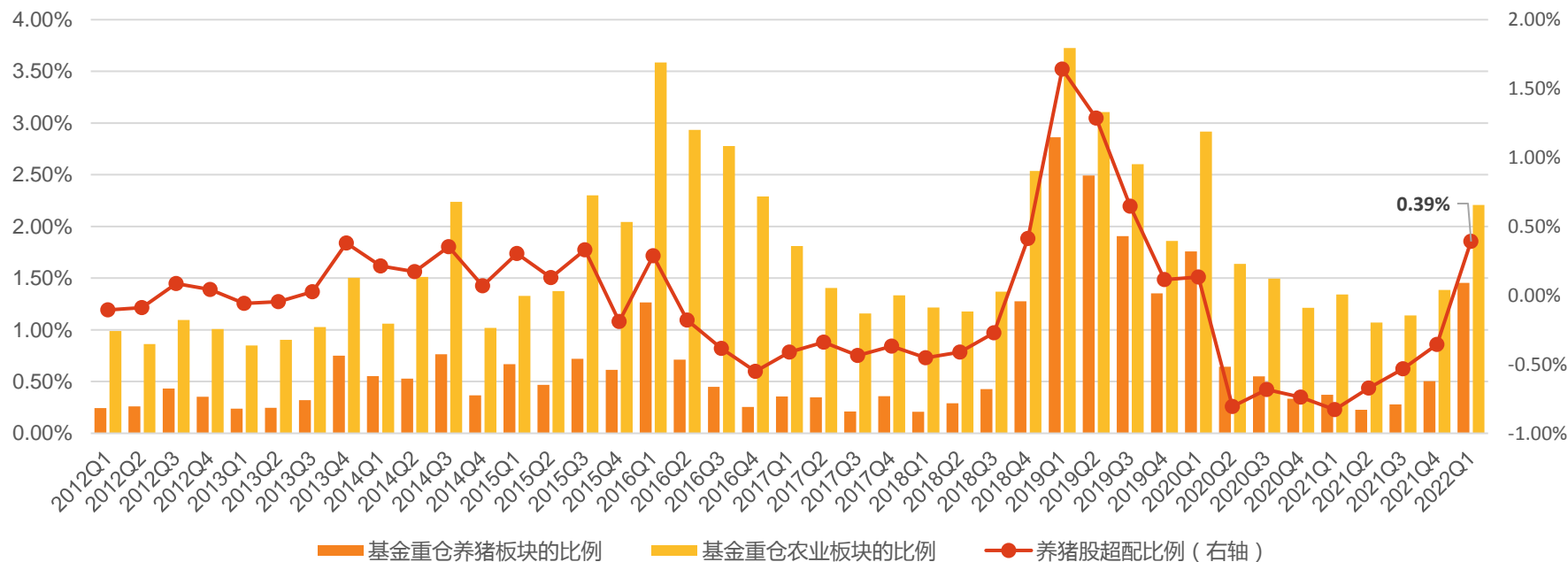
资料来源：Wind，大风证券研究所（注：以上兑现度仅表示规划时间点上对应的规划目标和实际出栏量之间的关系，存在后续继续变化的可能性）

二、生猪个股分化之维度5：估值，资金拥挤度

养猪板块：超配显著，市场关注度高

- 基金重仓农业比例提升与养猪板块的配置密切相关。2012年至今两者相关性为0.79，2018Q4以来，两者相关性进一步提升，相关系数高达0.97。
- 2022Q1养猪股超配显著，市场关注度高。自2021Q2以来，养猪股超配比例持续提升，2022Q1达到0.39%，环比提升0.75pct，自2020Q2以来首次正向超配。

图：2012Q1-2022Q1重仓农业比例、重仓养猪板块比例及养猪板块超配情况



资料来源：wind，天风证券研究所

备注：养猪板块超配比例=养猪股市值/基金重仓总市值-养猪股流通市值/流通股总市值。本报告养猪板块包含温氏股份、正邦科技、牧原股份、新希望、天邦股份、唐人神、大北农、傲农生物、金新农、新五丰、天康生物、龙大美食、华统股份、巨星农牧、中粮家佳康、京基智农，下文养猪板块均此采用该分类。

二、生猪个股分化之维度5：估值，资金拥挤度

养猪板块：β行情阶段，弹性标的超配显著。龙头重仓比例虽提升，但历史分位数仍不超过板块历史分位水平，存在加配空间；优质弹性中小标的，超配显著，多股处于历史高分位。

- 养猪股获得较多的资金配置。重仓养猪股的基金个数环比大幅提高，从2021Q4的287只提升至2022Q1的931只；全部重仓股中，养猪股数量占比2.45%，环比+1.19%；重仓市值占比1.45%，环比+0.95%，位于历史分位数的86%；超配比例0.39%，环比+0.75%，位于历史分位数的86%。
- 龙头重仓比例虽提升，但历史分位数仍不超过板块历史分位水平，存在加配空间。温氏成长弹性高、资金储备充足；牧原具有成本优势、成长稳健，两者重仓股数在养猪板块中合计达30.0%，重仓市值合计占比58.6%。超配比例上看，温氏、牧原的超配比例分别为0.07%和0.12%，历史分位数分别为85.7%和69.1%，均没有超出板块超配比例的历史分位数，仍具备一定的加配空间，投资价值明显。
- 优质弹性中小标的，超配显著，多股处于历史高分位。本轮周期中，弹性较大的中小市值养猪股，如唐人神、傲农生物、天邦股份、天康生物、中粮家佳康、巨星农牧等受到的关注度提升，重仓市值合计占比达24.5%。除天邦外（85%以上），个股重仓比例和超配比例的历史分位数均在90%以上，处于历史分位数高点。

表：养猪板块个股重仓及超配情况

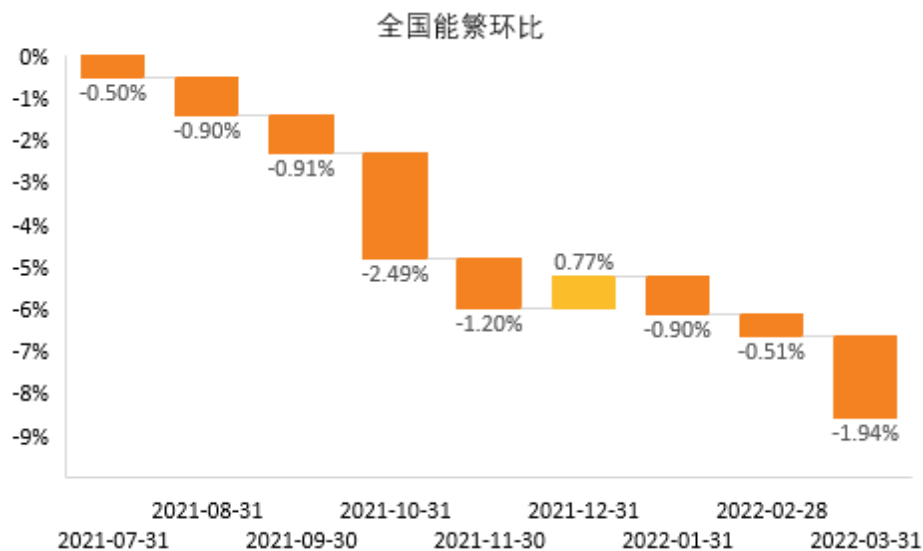
养猪板块公司	2022Q1重仓基金数	2022Q1重仓基金数比例	2022Q1重仓持股数量(亿股)	2022Q1重仓持股数量占比	重仓持股数量占比走势(2012Q1-2022Q1)	2022Q1重仓持股市值(亿元)	2022Q1重仓市值占比	重仓市值占比走势(2012Q1-2022Q1)	历史分位数	2022Q1超配比例	超配走势(2012Q1-2022Q1)	历史分位数	Q1区间涨跌幅
养猪板块	931	1.13%	18.17	2.45%		348.63	1.45%		85.71%	0.39%		85.71%	10.07%
温氏股份	212	0.26%	3.05	0.41%		67.34	0.28%		80.95%	0.07%		85.71%	14.49%
正邦科技	6	0.01%	0.10	0.01%		0.78	0.00%		14.29%	-0.03%		11.90%	-20.19%
牧原股份	270	0.33%	2.41	0.32%		136.87	0.57%		83.33%	0.12%		69.05%	6.56%
新希望	87	0.11%	1.36	0.18%		23.09	0.10%		69.05%	-0.02%		64.29%	11.64%
天邦股份	33	0.04%	1.45	0.20%		12.74	0.05%		85.71%	0.03%		88.10%	36.02%
唐人神	49	0.06%	1.37	0.18%		14.36	0.06%		90.48%	0.04%		90.48%	40.56%
大北农	41	0.05%	2.75	0.37%		23.93	0.10%		61.90%	0.05%		69.05%	-17.06%
傲农生物	65	0.08%	0.87	0.12%		20.76	0.09%		95.24%	0.06%		95.24%	87.40%
金新农	10	0.01%	0.21	0.03%		1.69	0.01%		78.57%	0.00%		83.33%	39.01%
新五丰	20	0.02%	0.36	0.05%		3.73	0.02%		92.86%	0.00%		92.86%	52.58%
天康生物	64	0.08%	1.53	0.21%		18.39	0.08%		95.24%	0.05%		95.24%	13.74%
龙大美食	0	0.00%	0.00	0.00%		0.00	0.00%		0.00%	-0.02%		35.71%	-8.60%
华统股份	19	0.02%	0.32	0.04%		5.78	0.02%		95.24%	0.01%		95.24%	3.01%
巨星农牧	45	0.05%	0.54	0.07%		13.95	0.06%		95.24%	0.04%		95.24%	65.55%
中粮家佳康	9	0.01%	1.84	0.25%		5.22	0.02%		95.24%	0.01%		95.24%	17.51%
京基智农	1	0.00%	0.00	0.00%		0.00	0.00%		88.10%	-0.02%		61.90%	28.37%

三、未来判断：猪价短期博弈增大，边际增加后市不确定性

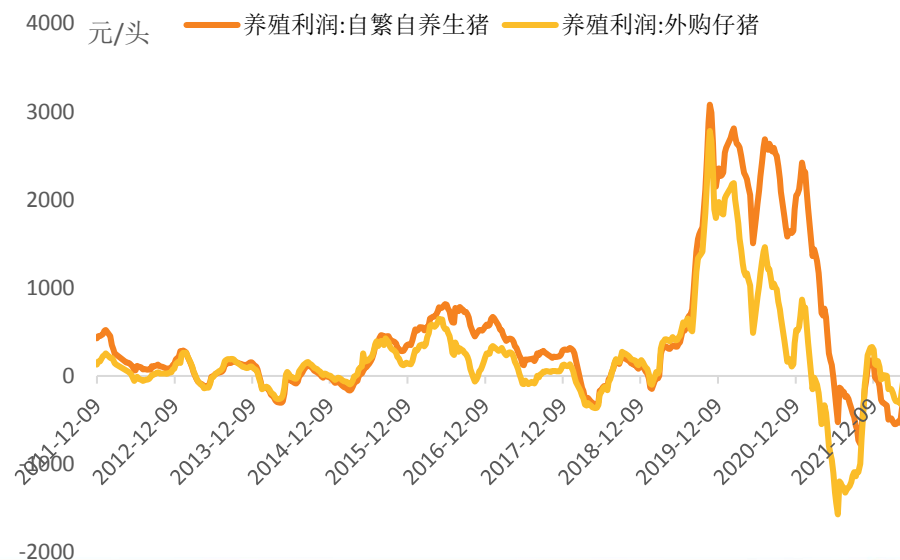
1) 去化幅度：

- **已有去化趋势已成：**从国家统计局数据来看，2022年1季度末全国能繁存栏4185万头，已接近国家4100万能繁母猪正常保有量位置，且相较于2021年6月4564万头的全国能繁存栏，去化幅度达到8.30%。同时从涌益、卓创资讯以及天风农业草根调研数据，行业实际产能自21年6月高点以来去化或已达10%以上。
- **行业去化进度未止：**现阶段猪价仍低于行业成本线，外购仔猪育肥及自繁自养仍处于亏损，在资金流面临枯竭情况下，去化进程仍将继续。同时生猪资产淘汰加速或将反过来压制当期猪价，形成负反馈，进一步加快去化进程。

图：能繁至3月去化幅度达到-8.59%



图：自繁自养及外购仔猪仍处于亏损阶段

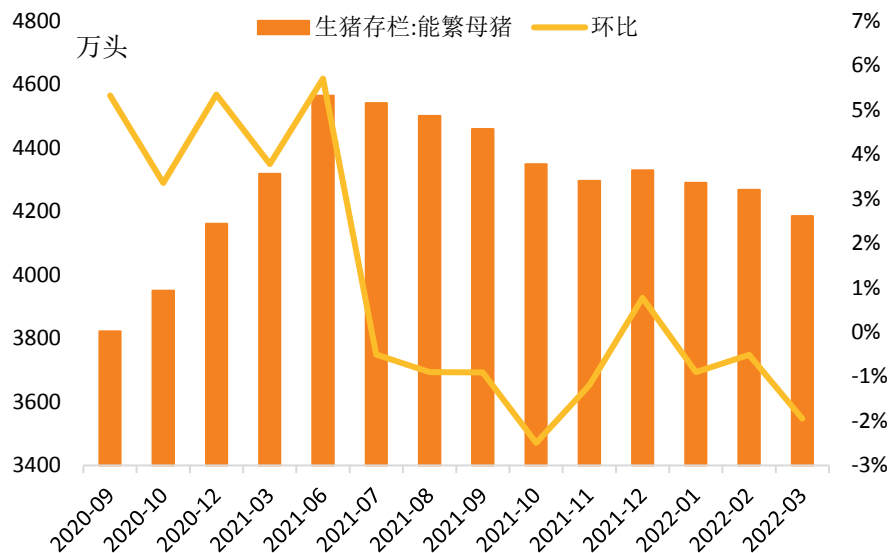


三、未来判断：猪价短期博弈增大，边际增加后市不确定性

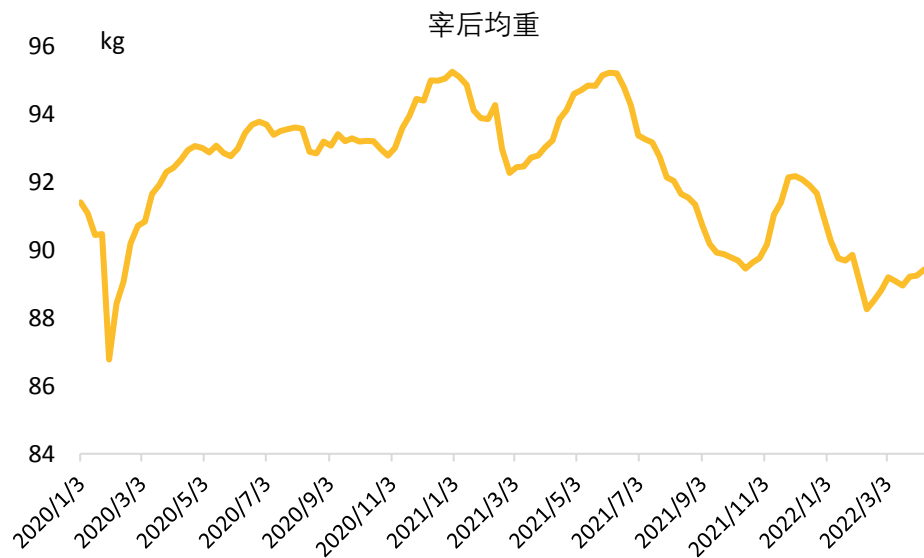
2) 猪价走势：

- **短期来看，猪价短期博弈增加。**供给端，根据国家统计局数据显示，2021年6月能繁存栏达到本轮周期最高点，且2021年7-9月全国能繁去化幅度分别为-0.5%、-0.9%、-0.9%，因此对应今年4-6月全国生猪供给处于高位；需求端，短期新冠爆发影响下，社会团餐堂食减少对消费恢复形成压制。因此在近期二次育肥及主动压栏行为变多导致短期猪肉供给减少及疫情爆发带来的居民出现恐慌性备货情况下，猪价出现大幅上行，但随着后期出栏节奏恢复正常、消费持续低迷情况下，猪价或将继续处于低位。但目前4月猪价超预期上涨，养殖户压栏和二次育肥情绪增加，边际增加今年下半年猪价反转的弹性高度的不确定性。
- **长期来看，预计今年年中左右，猪价反转趋势仍然可期。**2021年10月后行业能繁加速去化导致生猪供给量在今年下半年压力大大缓解，且随着天气转热后新冠疫情的边际好转，消费端或迎来缓慢回暖，供减需增情况下，猪价或在下半年逐步好转。

图：2021年7-9月份能繁去化幅度较小



图：3月中旬后宰后均重明显上行

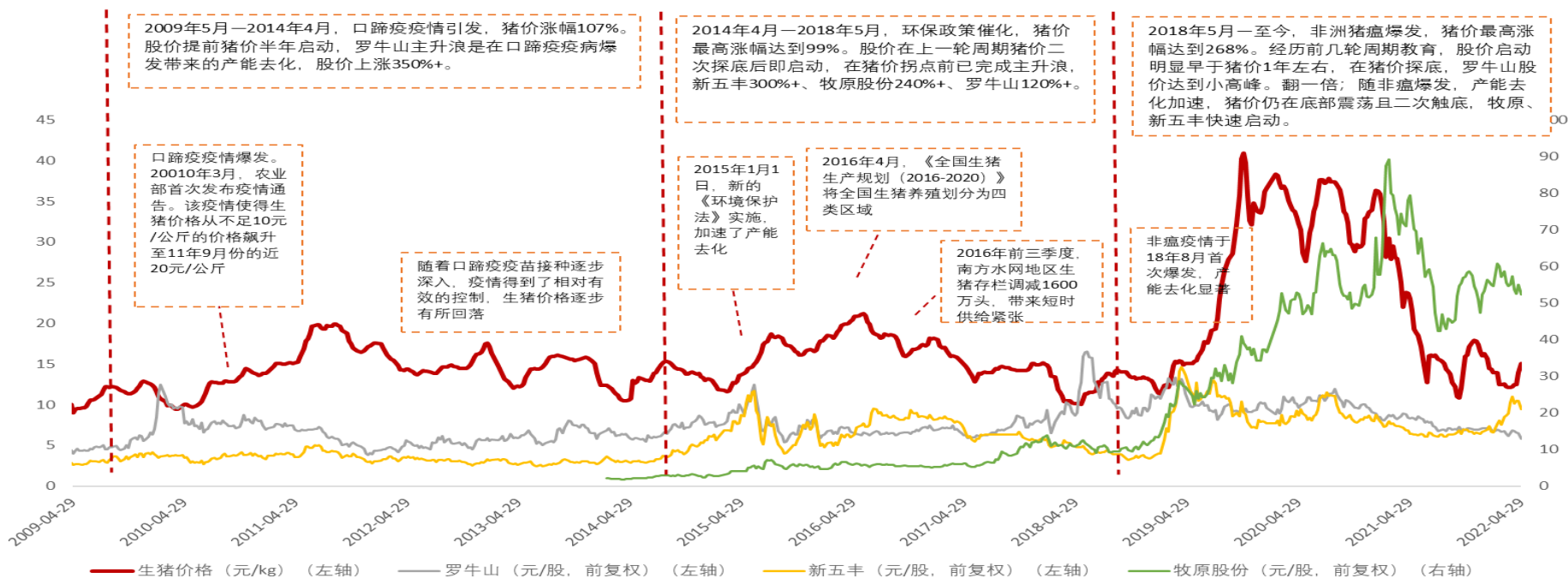


三、未来判断：重视产能去化节奏，把握β机会

3) 生猪养殖板块的投资分为3个阶段：

- 板块预期改善阶段：猪价不断下行带动行业产能持续去化，板块未来改善预期得以强化，此时一般伴随猪价二次探底、产能明显去化，产业趋势形成，此阶段对应的生猪养殖板块涨幅最高，是投资中的主升浪，以牧原和罗牛山为例，可明显看出股价是早于猪价近6个月-1年左右的时间启动；
- 猪价上涨&盈利兑现：后两个阶段的投资，板块性β机会减弱，成本控制能力强、成长弹性高的标的会明显走出α行情，如牧原股份。

图：目前板块投资仍属于板块预期改善阶段



三、未来判断：重视产能去化节奏，把握β机会

4) 总结：

- **行业：乐观看待产能去化。**根据统计局及农业部数据，目前行业去化幅度已超8%，同时从涌益、卓创资讯以及天风农业草根调研数据，行业实际产能自21年6月高点以来去化或已达10%以上，去化幅度足以支撑新一轮猪周期。同时现阶段猪价仍低于行业成本线，外购仔猪育肥及自繁自养仍处于亏损，行业产能去化进程仍在持续，在短期猪价反弹概率更大情况下，乐观看待能繁已有去化幅度及最终去化幅度。
- **股票：**当前阶段，猪价上行虽带动板块出现回调，但在猪价仍处于行业成本线以下且行业产能去化趋势已成情况下，生猪养殖板块布局景气逻辑仍在不断强化，且养猪股估值仍相对较低，养猪股投资价值凸显！从头均市值角度，对应2023年预估出栏量，当前上市公司头均市值来看，其中牧原股份4100-4200元/头；温氏股份、傲农生物、新五丰2000-3000元/头左右；新希望、唐人神、天邦股份、金新农1500-2000元/头；天康生物、巨星农牧、大北农、正邦科技不到1500元/头，多股头均市值处于历史底部区间；从市净率角度看，除正邦科技外，大部分公司也都处于历史底部区间。（数据截止5月17日）
- **相关标的为：【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】、【天邦股份】、【唐人神】、【傲农生物】、【巨星农牧】、【中粮家佳康】、【新五丰】、【正邦科技】等。**

目录

1. 板块回顾：前瞻性布局属性，涨跌幅自2021反转至2022Q1排名靠前

2. 基金持仓：2022Q1基金增持农业显著，仍存加配空间

3. 养猪产业：布局周期景气逻辑不变

4. 动保板块：当前或已处于底部区域，具备长期投资价值

5. 种子板块：把握种业重大变革机遇期

6. 饲料板块：寻找核心竞争力凸显的 α 机会

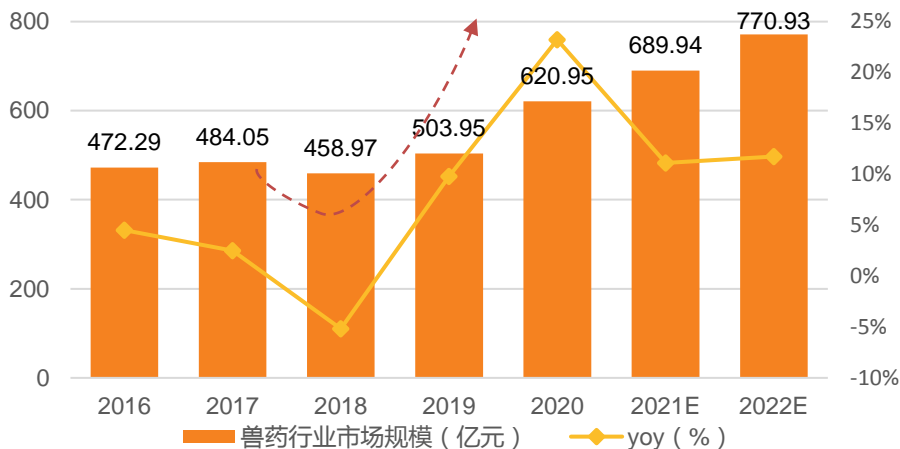
7. 宠物板块：海外业务有望迎来拐点，持续关注国内市场增长



四、动保板块：当前或已处于底部区域，具备长期投资价值！

一、动保行业受下游养殖影响，市场规模有望打开800亿

图：2016-2022年我国兽药市场规模

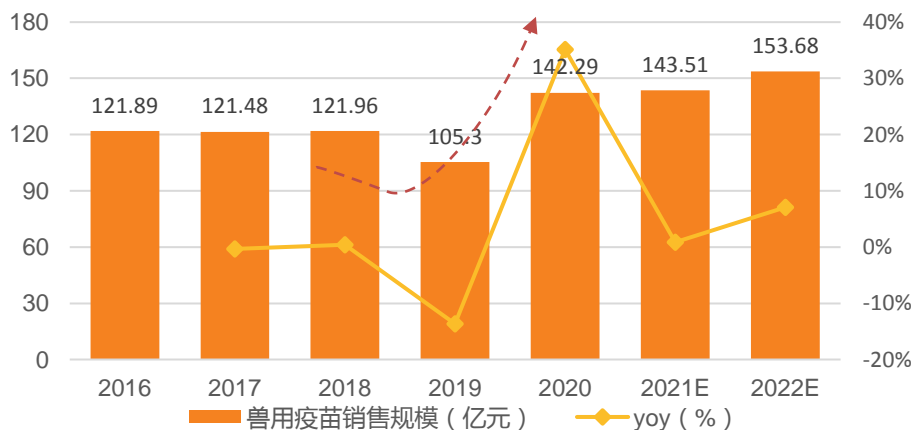


资料来源：中商情报网，天风证券研究所

动保行业成长性强，受到下游周期影响总体波动向上。2016-2020年间，我国兽药行业市场规模由472.29亿元增长至620.95亿元，其中受用疫苗规模达142.29亿元；近五年，产业整体规模逐步扩大，产值年均复合增长率为7.08%，销售额年均复合增长率达3.94%，持续成长的动保行业市场容量后续规模有望规模打开800亿元。

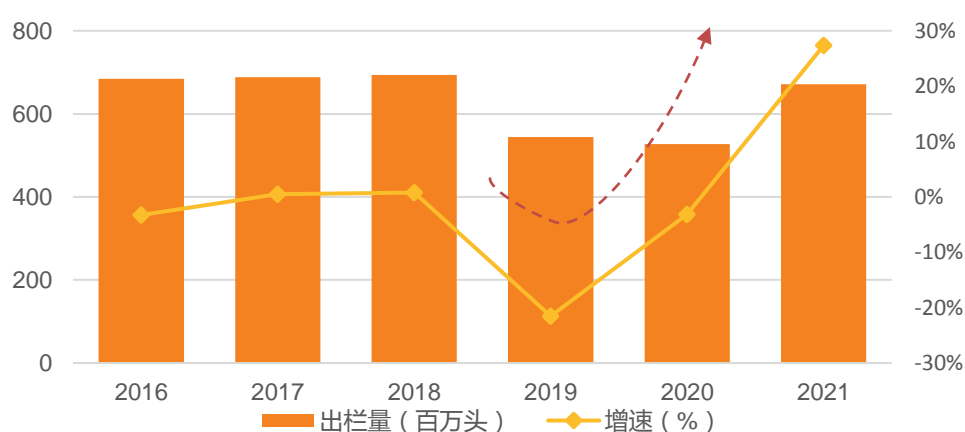
动保行业需求受下游养殖需求拉动，伴随养殖行业同样呈现显著的波动成长趋势。2018年间非洲猪瘟对生猪数量产生较大影响，导致猪用动保产品市场销量急剧下滑，造成兽药规模短期下降。

图：2016-2022年我国兽用疫苗销售规模



资料来源：中商情报网，天风证券研究所

图：生猪出栏头数



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

二、动保行情与养殖行情相关性强，具备后周期属性

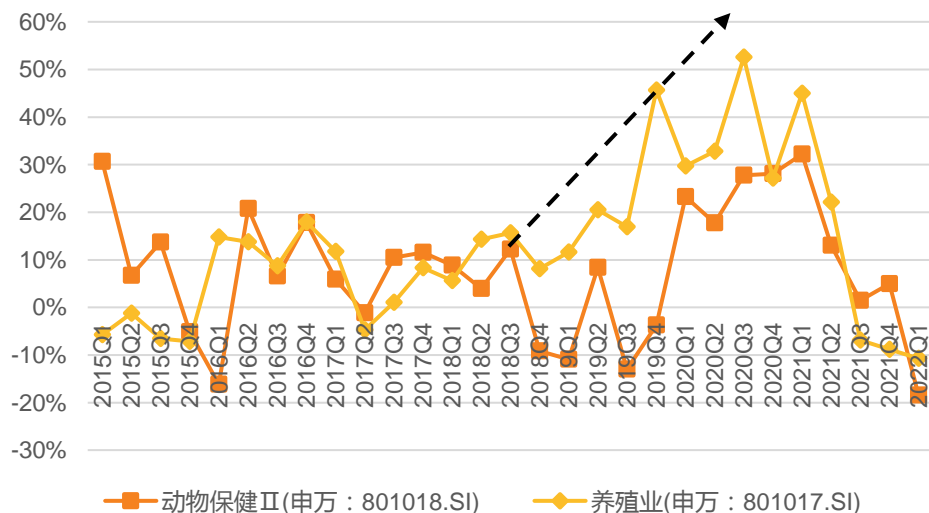
动保板块利润和养殖的利润显著相关：动保行业作为养殖业的上游行业，需求受到养殖景气度的影响。

梳理2015年以来动保和养殖板块的单季度营业收入增速变动和利润增速变动情况，可以发现：

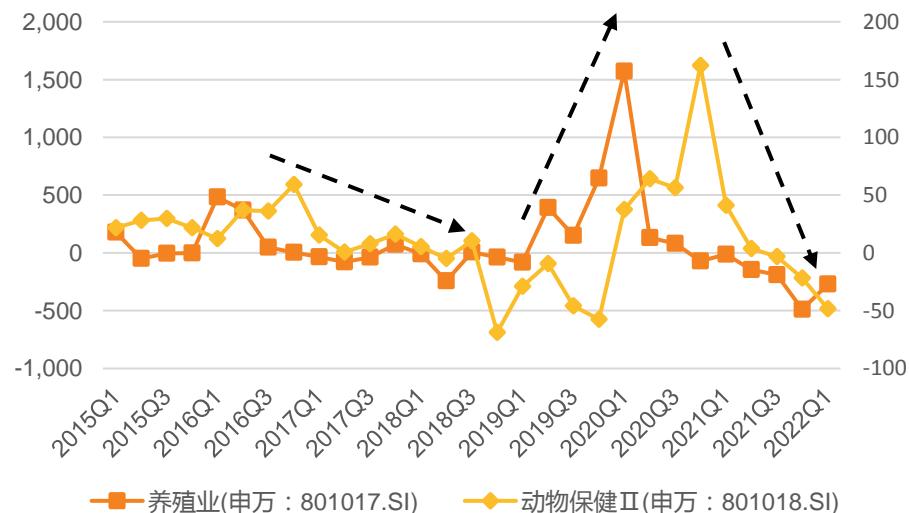
1) 动保板块的营收增速、利润增速与养殖板块的营收增速、利润增速具有较强的相关性；2) 动保板块与养殖业板块的营收、利润增速相比，具有一定滞后性（动保板块营收、利润的整体趋势波动平均约滞后1-3个季度）。

例如：2016Q2-2018Q2区间，养殖业与动保业净利润同比均呈现下降趋势而后者趋势启动约晚于前者2个季度；2019Q1-2020Q1，养殖业净利润同比增速由负转入高速增长，动保行业对应3季度延后同样呈现相同趋势。

图：动保行业与养殖业总营收增速对比（%）



图：动保行业与养殖业利润增速对比（%）



2、动保行情与养殖行情相关性强，具备后周期属性

动保指数（801018.SI）行情与能繁母猪、生猪存栏数量存在相关性：梳理历史上能繁母猪存栏的数据，可发现能繁母猪的大幅下降后动物疫苗及兽药指数大概率迎来大幅上涨机会，相隔时间约为5-10月。例如：2018年中至2019年中能繁母猪数量持续快速去化，对应动保行情2019年下半年至2020年中的持续上涨行情，累计增长涨幅度超过85%。

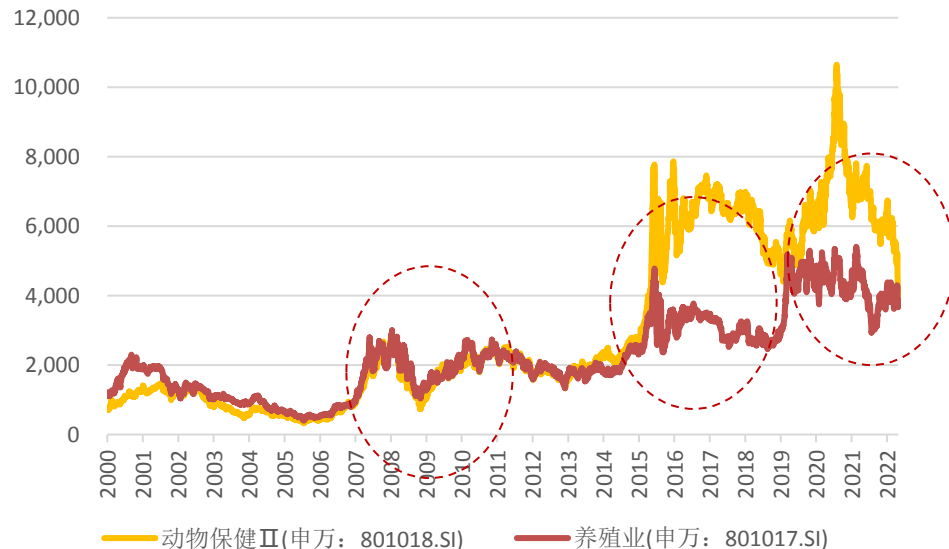
此外，动保板块股票走势与生猪板块股票走势也存在相关性，历史上生猪养殖板块大幅上涨往往伴随着动保板块跟涨，动保行业的股价波动略滞后于生猪行业。例如：2018年中至2019年中养殖业指数从2700点高速增长至超过5000点，对应动保行业从2019年Q2至2020年8月指数从5000点增长至10500点。

图：动保板块行情与能繁母猪存栏相关性



资料来源：Wind；天风证券研究所

图：动保板块行情与生猪板块行情相关性



资料来源：Wind；天风证券研究所

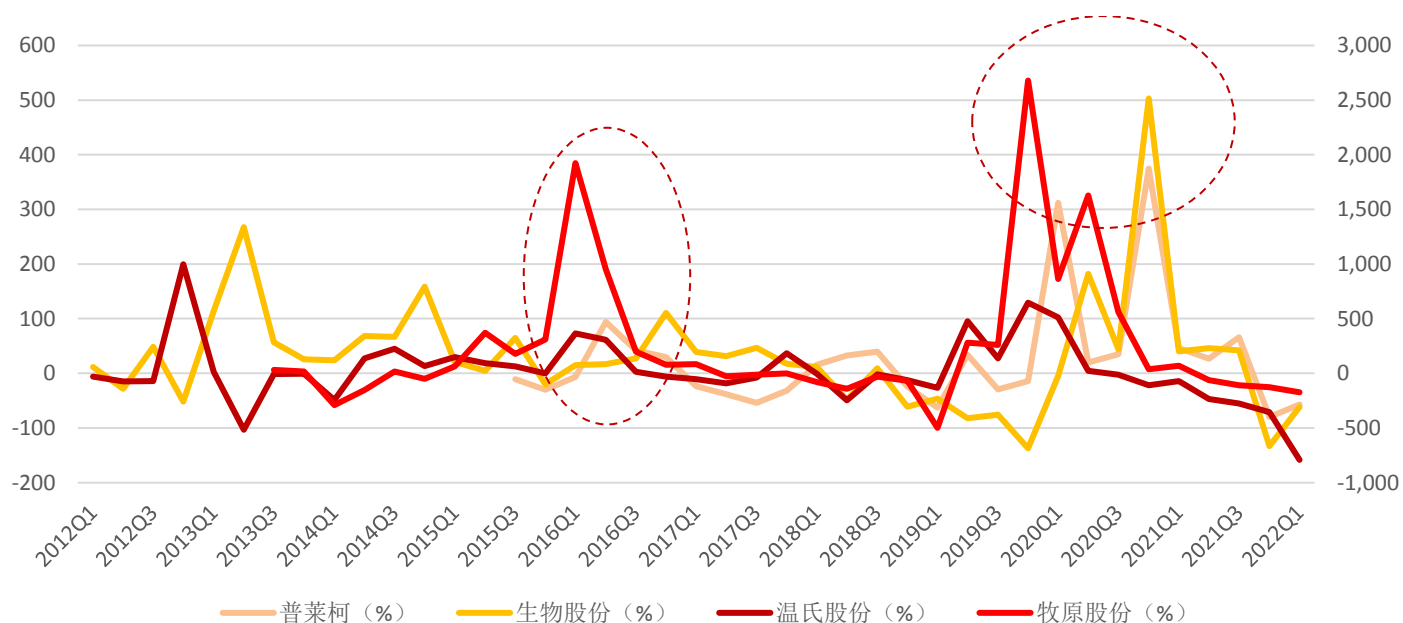
二、动保行情与养殖行情相关性强，具备后周期属性

动保板块个股过去收入利润和生猪养殖收入利润的关系：

对比动保行业具有代表性的四家公司：牧原股份、温氏股份与普莱柯、生物股份的净利润的波动数据同样具有相关关系：可以发现生猪养殖行业龙头标的的净利润波动相较于行业标的公司的净利润增长阶段在周期中启动更早；普莱柯、生物股份等动保公司净利润水平相较于牧原股份、温氏股份的净利润水平具有延迟2-3季度的后周期属性。

例如：2019Q1-Q4温氏股份和牧原股份同比增速呈现快速增长趋势，对应2019Q4-2020Q4普莱柯和生物股份净利润增速高速增长区间。

图：动保行业个股对比养殖行业个股净利润同比变动

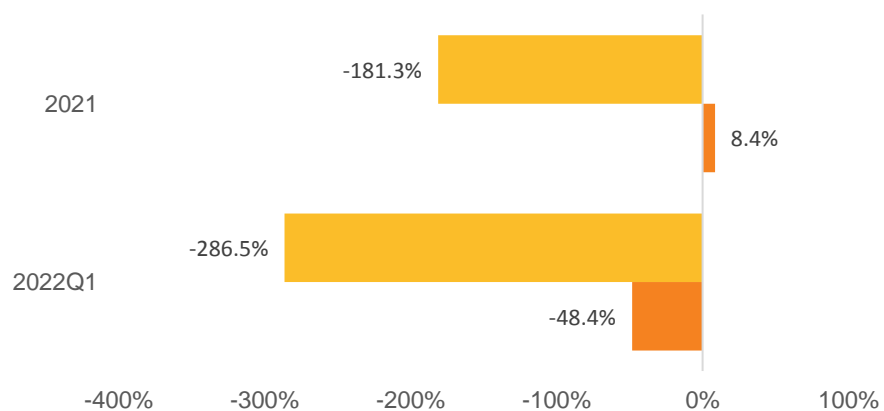


三、2021年与2022一季度板块情况概述

2021-2022Q1动保、养殖板块利、股价情况总结：主要是自2021年H2下以来，猪低价背景下畜牧养殖板块出现严重亏损，动物疫苗板块同样处于利润下行阶段。

2021年，动保板块实现小幅增长，净利润同比+8.4%，养殖业净利润高速下跌，同比-181.3%；2022Q1，动保板块净利润同比-48.4%，养殖业同比-286.5%，对应期内动保板块和养殖业板块综合股价指数同样呈现波动下降趋势。

图：动保与养殖业板块2021&2022Q1归母净利润同比变化（%）



资料来源：Wind；天风证券研究所

图：动保与养殖业板块2021&2022Q1股价（指数）变动



资料来源：Wind；天风证券研究所

四、2021年与2022一季度动保个股情况

动保行业公司营业收入、归母净利润呈现明显周期性波动趋势：2015年-2021年，动保公司净利润同比增长由正转负再转正，呈现周期性波动；2021年，动保公司营收出现普遍增长，归母净利润除海利生物增速显著、绿康生化降幅较大外普遍呈现较小幅度波动；2022Q1，行业内标的公司营收、归母净利润均呈现显著同比下降趋势，主要系：

1) **生猪市场需求减弱**：2022Q1动保行业重要下游生猪市场价格持续低迷，能繁母猪持续去化。2022Q1我国能繁母猪存栏4185万头，环比下降3.1%，行业呈现持续去化趋势，对于动保兽药产品需求出现一定衰减。以生物股份为例，猪价低迷致养殖户母猪配种积极较弱，致仔猪量显著下降，进而导致公司口蹄疫等仔猪期就需要接种的疫苗产品需求量2022Q1显著下降。

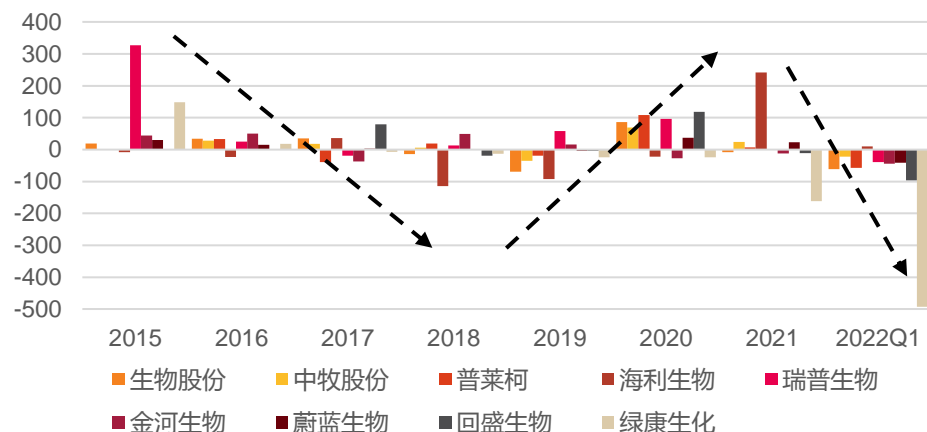
2) **新冠疫情反复提升调运难度**：2022Q1我国多地新冠疫情反复，为防止疫情蔓延多地地区实行封闭管理，畜禽产品运输受较大影响，对于行业的运输成本、时间成本等均有提升。以生猪养殖大省河南省为例，为严防新冠疫情，自3月22日起对外省人员施行“入豫即黄码”，客观上提升了生猪调运难度。除河南以外，这样的政策形式因对新冠疫情的审慎态度，目前仍在我国北方较多地区施行；低猪价叠加运输不顺，致使动保行业需求进一步趋于低迷。

表：动保行业公司营业收入情况

	2021营收 (百万元)	yoy (%)	2022Q1营收 (百万元)	yoy (%)
生物股份	1776.3	12.29	341.7	-34.22
中牧股份	5301.6	6.06	1123.2	-12.93
普莱柯	1098.6	18.31	245.3	-20.54
海利生物	347.3	34.02	85.1	-15.82
瑞普生物	2007.1	0.34	390.8	-30.20
金河生物	2078.0	14.51	519.8	12.46
蔚蓝生物	1150.8	19.85	256.0	-3.83
回盛生物	996.2	28.14	205.7	-34.40
绿康生化	363.4	17.93	62.7	-31.06

资料来源：Wind；天风证券研究所

图：动保行业公司归母净利润同比变化 (%)



资料来源：Wind；天风证券研究所

四、2021年与2022一季度动保个股情况

2021年，行业公司销量：整体来看，在2021年上半年动保下游端生猪行业的高猪价背景下，整体兽用销售空间良好；随着2021年下半年猪价快速下跌进入下行周期，低猪价致使生猪行业进入亏损状态，对应的猪用相关兽药、动保产品的需求减弱。全年来看，生物股份、科前生物猪用疫苗销售增长显著，中牧股份、普莱柯等公司呈现一定程度回落。

图：部分上市公司2021年主要产品销量情况（%）

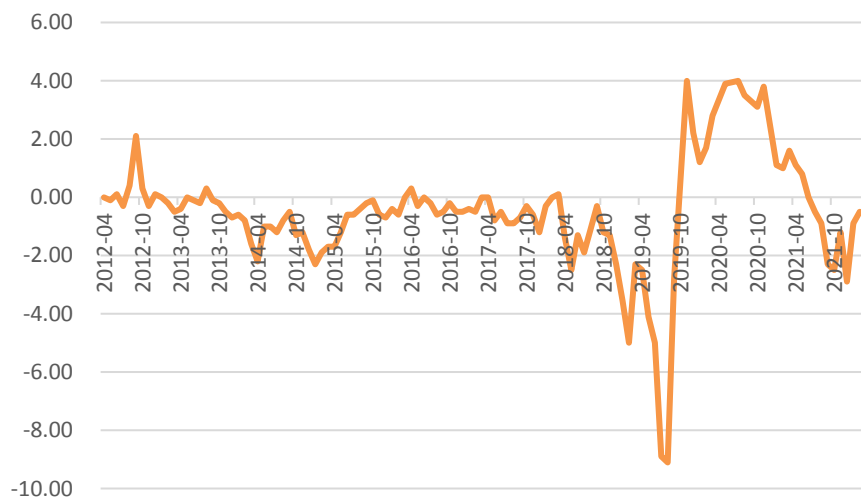
中牧股份	生物疫苗销量（百万头份）		yoy（%）	化药销量（吨）		yoy（%）
	12,466		-4.96%	10,610		-7.04%
生物股份	猪用疫苗销量		yoy（%）	禽用疫苗销量		yoy（%）
	口蹄疫疫苗（万毫升）	81,202	5.03%	新流法三联灭活疫苗（万毫升）	6,894	13.62%
	猪圆环疫苗（万毫升）	3,678	77.81%	禽流感疫苗（万毫升）	65,530	-29.59%
	猪伪狂活疫苗（万头份）	2,603	86.81%			
	猪瘟活疫苗（万头份）	4,967	6.98%			
普莱柯	活疫苗（亿头份）	yoy（%）	灭活疫苗及抗体（亿毫升）	yoy（%）	化学药品（万升）	yoy（%）
	55	-3.70%	21.4	-7.57%	377	14.51%
科前生物	猪用疫苗销量		yoy（%）	禽用疫苗销量		yoy（%）
	活疫苗（万头份）	34,158	29.37%	活疫苗（万羽份）	111,445	-10.74%
	灭活疫苗（万毫升）	42,781	33.90%	灭活疫苗（万毫升）	1,492	-35.55%

五、动保板块展望：生猪价格年中有望开启反转，关注动保后周期

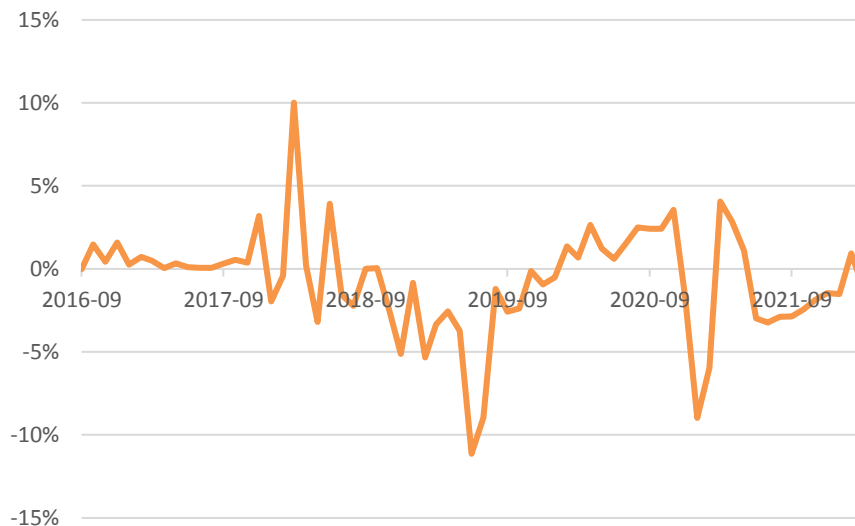
中长期看，预期今年年中左右周期或将反转。根据涌益资讯的数据显示，截止到2022年3月份，样本能繁母猪存栏环比下降1.23%，累计去化幅度超14%；从农业农村部数据来看，截止到2022年2月份，我国定点监测能繁母猪存栏量环比继续下降0.50%，相比于能繁母猪存栏高点的2021年5月份，已持续下降累计幅度超8%。理论上能繁母猪存栏高点基本上是对应的10-12个月是生猪出栏量的高点，再结合需求端的因素进行判断，能繁母猪存栏量自2021年6月份左右开始下降，因此我们综合预计2022年年中生猪月度出栏量有望达到峰值转而下行，生猪供需将得到逐步改善，支撑猪价反转。随下半年消费旺季到来，猪价有望反转上涨。

若生猪周期年中实现反转，则建议关注后周期动保行业的投资机会！

图：能繁母猪存栏环比变化情况（月度，%，农业农村部）



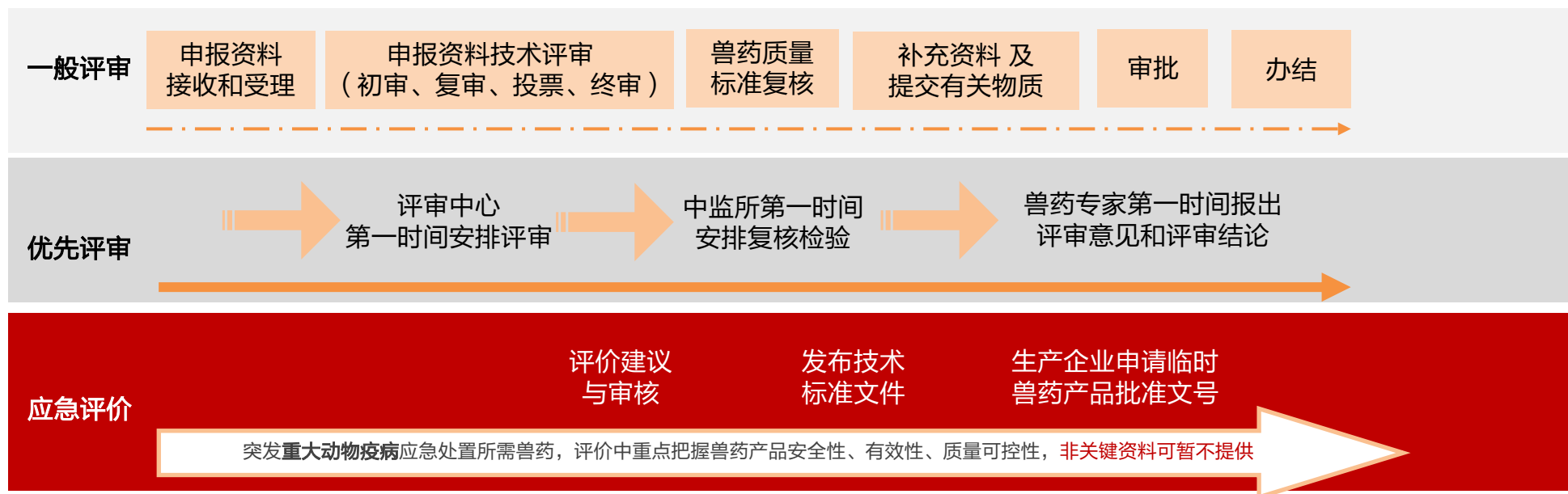
图：能繁母猪存栏环比变化情况（月度，%，涌益资讯数据）



五、动保板块展望：应急评价通道已开启，非瘟亚单位疫苗有望突破

2021年3月，农业农村部发布针对非瘟应急实施方案的征求意见。2021年4月印发《非洲猪瘟疫情应急实施方案（第五版）》。根据中华人民共和国农业农村部第392号公告(《兽药注册评审工作程序》)，兽药评审有一般评审、优先评审、应急评价、备案审查四种评审方式：一般评审（申报临床、临床试验、注册）；优先评审（流程一样，进度更快）；**应急评价（非关键资料可暂不提供，速度预计大幅加快），达到标准的产品即可进入报药环节。**农业农村部已开通非洲猪瘟疫苗应急评价绿色通道，可以加快后期审批速度。农村农业部坚持两个原则：一是高标准，安全、有效、质量可控三个标准不降低。二是努力追求高效率，提高审批效率，加快后期审批推进工作。2022年初，农业农村部对亚单位应急评价征求了两轮意见。建议关注非瘟疫苗研发领先公司。

图：兽药一般评审、优先评审、应急评价评审过程示意图



5、动保板块展望：新兽药GMP开始实施，行业集中度有望提升

《兽药生产质量管理规范（2020年修订）》（农业农村部令〔2020〕第3号）已于2020年4月21日发布，自2020年6月1日起施行。据《管理规范》，所有兽药生产企业均应在2022年6月1日前达到新版兽药GMP要求，行业格局或面临再洗牌，头部企业有望显著受益。

2020年修订版《兽药生产质量管理规范》主要针对于解决当前行业准入门槛过低的现象。旧兽药GMP准入门槛低，导致兽药生产企业的数量繁多、生产不专业、效益较低、种类多、质量不一等现象。同时大量的低水平企业的建设导致资的浪费和产能剩余，大量低端同质化竞争阻碍产业集中化和规模化。

具体实施上，新兽药GMP主要通过：1）提高对洁净级别及监测的要求；2）提高企业关键管理人员的素质和技能要求；3）引入风险管理和变更控制等概念；4）提高硬件设施要求；5）提高兽用生物制品企业生物安全防护要求；6）强调与兽药注册等环节的有效衔接；7）引入委托检验的概念。从多个方面因提升我国兽药行业的规范性与专一性。

具体影响上，新施行标准显著抬升了基础设施、技术、管理、人力等多方面的要求，将促进我国兽药行业与国际全面接轨，进一步提高产品质量控制水平，同时对于我国当前存在的高同质化的低端兽药产品输出企业有巨大影响，预期或能有效遏制低水平重复建设，提高产业集中度；对于规模化、技术领先、管理规范、资金场地资源充沛的大型企业，未来市场集中度的提升将显著头部企业对市场占有率。

图：《兽药生产质量管理规范（2020年修订）》



中华人民共和国农业农村部公告 第293号

资料来源：农业农村部；天风证券研究所

目录

1. 板块回顾：前瞻性布局属性，涨跌幅自2021反转至2022Q1排名靠前

2. 基金持仓：2022Q1基金增持农业显著，仍存加配空间

3. 养猪产业：布局周期景气逻辑不变

4. 动保板块：当前或已处于底部区域，具备长期投资价值

5. 种子板块：把握种业重大变革机遇期

6. 饲料板块：寻找核心竞争力凸显的 α 机会

7. 宠物板块：海外业务有望迎来拐点，持续关注国内市场增长



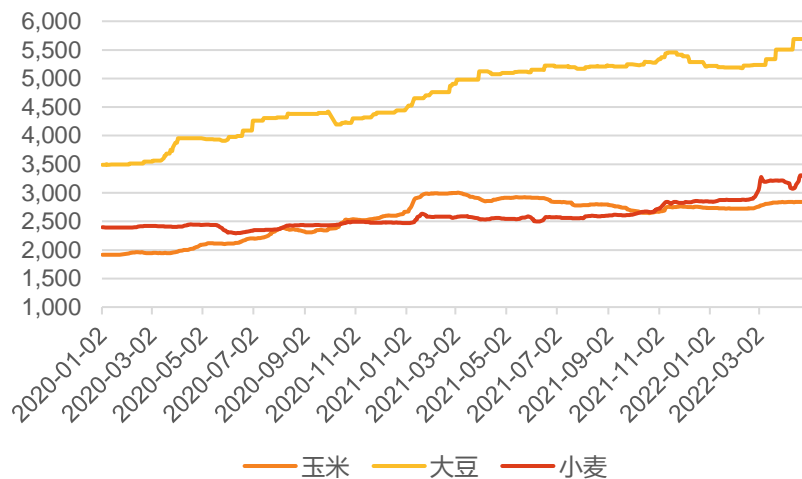
五、种子板块：把握种业重大变革机遇期！

一、种植行业：农产品价格上涨，粮食安全重要性持续提升！

国内外多重因素叠加，农产品价格上涨

- **俄乌战争对俄乌粮食出口产生影响**，影响了乌克兰的春耕节奏，世界粮农组织估计2022年乌克兰有20%-30%的冬小麦、玉米和向日葵作物可能无法种植/收割，乌克兰和俄罗斯的粮食出口量均预计下降。
- **通胀因素不容忽视**。美国2022年4月CPI上涨8.3%，创40年来最大增幅。2021年美国尿素、磷肥、钾肥价格均出现大幅上涨，美国玉米、大豆期货价格持续走高。
- **气候变化影响产量**。2021年11月以来巴西、阿根廷和巴拉圭遭受严重干旱，巴西大豆产量预计下降9%，阿根廷产量下降7%。2021年受秋汛影响，河北、山西等5个省份晚播麦面积占小麦播种面积的1/3，雨水增多增加病虫害风险。

图：部分农产品价格走势（元/吨）



资料来源：wind，天风证券研究所

我国玉米、大豆、小麦价格上涨幅度较大，截至2022年4月底，小麦价格较2021年1月初上涨32%，大豆价格上涨28%，玉米价格上涨7%。

一、农产品价格上涨，粮食安全重要性持续提升！

粮食安全重要性显著提升，多重举措促进种植

2021年12月中央农村工作会议提出“保障好初级产品供给是一个重大战略性问题”，以及“18亿亩耕地必须实至名归。要实打实地调整结构，扩种大豆和油料，见到可考核的成效。落实“菜篮子”市长负责制”。

2022年2月一号文件提出“粮食安全”是“底线”。一号文件提出“坚持中国人的饭碗任何时候都要牢牢端在自己手中，饭碗主要装中国粮”，措施包括“稳定粮食播种面积”、“推进农业深度节水控水”、“适当提高稻谷、小麦最低收购价”、“2022年建设高标准农田1亿亩，累计建成高效节水灌溉面积4亿亩”、“大力推进种源等农业关键核心技术攻关”。

2022年4月，习近平总书记在海南省三亚市崖州湾种子实验室考察调研时强调，**种子是我国粮食安全的关键**。只有用自己的手攥紧中国种子，才能端稳中国饭碗，才能实现粮食安全。种源要做到自主可控，种业科技就要自立自强。这是一件具有战略意义的大事。

总结来看，保粮食安全政策主要集中在：

- 1) 保障耕地面积和质量，包括守住18亿亩耕地、建设高标准农田，对于农业节水控水、农业机械需求旺盛。
- 2) 加快种子技术攻关，通过种子质量提升单产，从而进一步提升产量。
- 3) 保护种植者积极性，例如提升部分粮食作物最低收购价、确保部分作物的补贴政策，保护种植者收益。

二、种子行业：生物育种技术商业化落地大幅推进

政策持续完善，为生物育种技术落地营造良好市场环境：

- 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）》，加大对种子品种权的司法保护力度。
- 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 ≥ 4 个”。我们预计未来审定品种数量总体可减少40-50%，同质化问题有望得到解决。
- 2021年12月，**全国人民代表大会常务委员会**修改《中华人民共和国种子法》，新修改的种子法扩大了植物新品种权的权利内容及保护范围，建立实质性派生品种制度，强化原始创新保护。

2021年农业部转基因试点先行，取得良好效果：

- 试点转基因品种特性优良，节本增效优势明显。转基因大豆除草效果在95%以上，降低除草成本50%，增产12%。转基因玉米对草地贪夜蛾的防治效果可达95%，同时，转基因玉米籽粒中霉菌毒素的含量低。
- 种植转基因玉米减少了杀虫剂使用，促进了生物多样性。
- 试点实施“统一供种、统一收购、统一技术规范”管理，定期开展巡查指导和监督检查，严防非法扩散。

安全证书持续审批，转基因玉米商业化有望加速

- 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安全证书。
- 2022年1月，农大ND207、杭州瑞丰瑞丰8、大北农DBN3601T获安全证书。
- 2022年4月，农业农村部公示2022年农业转基因生物安全证书批准清单，先正达全资子公司中国种子集团的2个抗虫耐除草剂玉米安全证书、1个耐除草剂安全证书以及杭州瑞丰又一个玉米安全证书拟获批。

我们认为，转基因技术储备领先公司已拿到安全证书，转基因玉米种子商业化应用有望加速。

表：2021至今转基因玉米大豆安全证书审批情况

	2021.1	2021.4	2022.1	2022.4
大北农	1玉米 1大豆		1玉米	
杭州瑞丰		1玉米	1玉米	1玉米
中国农业大学			1玉米	
先正达				3玉米

三、种子子公司：头部种子子公司国审数量领先，多个上市公司业绩增速快

表：2021年部分种子子公司国审数量（个）

	玉米	水稻	其他
隆平高科	50	88	1棉花
登海种业	41		1小麦
丰乐种业	20	10	2小麦
万向德农	8		
荃银高科	5	92	

资料来源：各公司公告，天风证券研究所

从国审通过数量来看，收入规模较大的种子子公司一般在新品种研发和通过国审方面占据优势，隆平高科、登海种业、荃银高科的玉米水稻国审数量在同类公司中较为领先。

受益于下游粮价景气，多数种植相关公司2021和2022Q1收入体量有明显增长：荃银高科2021年收入突破25亿，达到上市以来最大收入规模，同比增速达58%；苏垦农发2021年收入突破100亿，达到上市以来最大收入规模，同比增速达23%；登海种业2021年收入突破11亿，达到近5年来最大值；隆平高科2021年收入达到近3年最大值。荃银高科、登海种业、苏垦农发等公司2022Q1收入高速增长。

表：2021&2022Q1种植板块上市公司收入情况

	2021营业总收入（亿元）	YOY（%）	2022Q1营业总收入（亿元）	YOY（%）
荃银高科	25.21	57.52	4.40	49.68
登海种业	11.01	22.29	3.35	46.05
苏垦农发	106.40	23.44	24.09	31.42
神农科技	1.48	13.53	0.47	28.91
北大荒	36.29	11.96	7.20	13.02
隆平高科	35.03	6.44	9.05	6.32
亚盛集团	33.33	6.35	5.91	5.18
万向德农	2.22	-7.70	0.74	1.48
敦煌种业	9.22	-3.25	2.06	-4.95
丰乐种业	26.17	6.57	5.54	-12.01

资料来源：wind，天风证券研究所

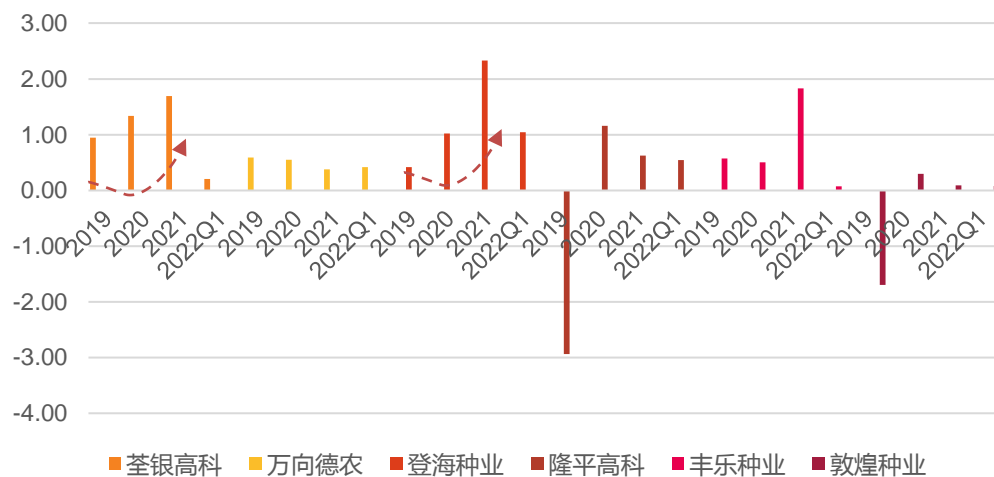
三、种子股：受益农产品价格景气，多个上市公司业绩增速快

利润方面，种子股增幅靠前，例如荃银高科在2021年增长的基础上，2022Q1实现扭亏为盈，利润增幅明显；登海种业2021年增速达128%，2022Q1延续较高增速；隆平高科在2022Q1取得较高增速。从近三年和最近一季度增速来看，登海种业、荃银高科实现持续增长。

表：2021&2022Q1种植板块上市公司利润情况

	2021归母净利润 (亿元)	YOY (%)	2022Q1归母净利润 (亿元)	YOY (%)
荃银高科	1.69	26.68	0.20	1,085.45
万向德农	0.38	-31.26	0.42	221.23
登海种业	2.33	128.33	1.04	76.89
隆平高科	0.62	-46.12	0.54	34.38
北大荒	8.57	-13.39	4.41	17.44
苏垦农发	7.37	10.06	1.34	15.04
亚盛集团	0.72	108.42	0.25	-19.06
丰乐种业	1.83	263.05	0.07	-46.85
敦煌种业	0.09	-69.36	0.08	-50.55
神农科技	-0.57	51.90	-0.04	-899.29

表：2019-2022Q1部分种植上市公司利润 (亿元)



资料来源：wind，天风证券研究所

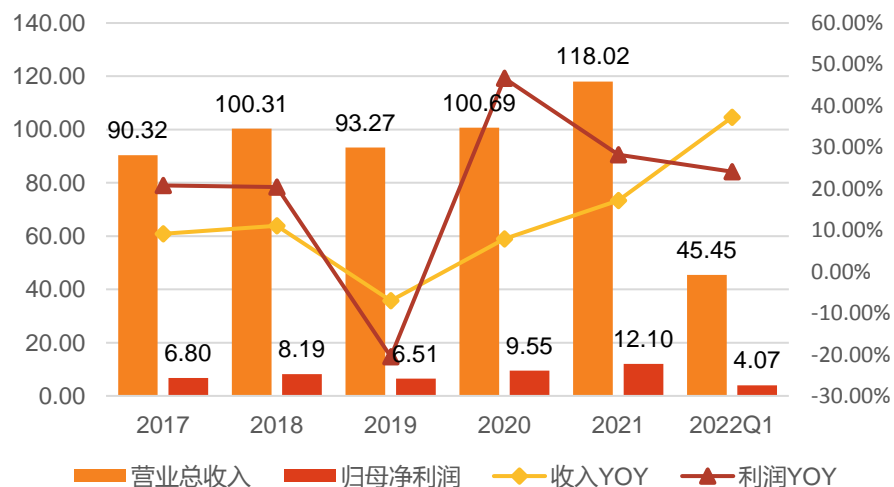
四、种植相关公司：复合肥和节水龙头公司受益于种植景气&政策支持

除了种植、种子公司，种植相关的复合肥、农业节水板块也受益于农产品价格景气和政策对于粮食安全的重视。

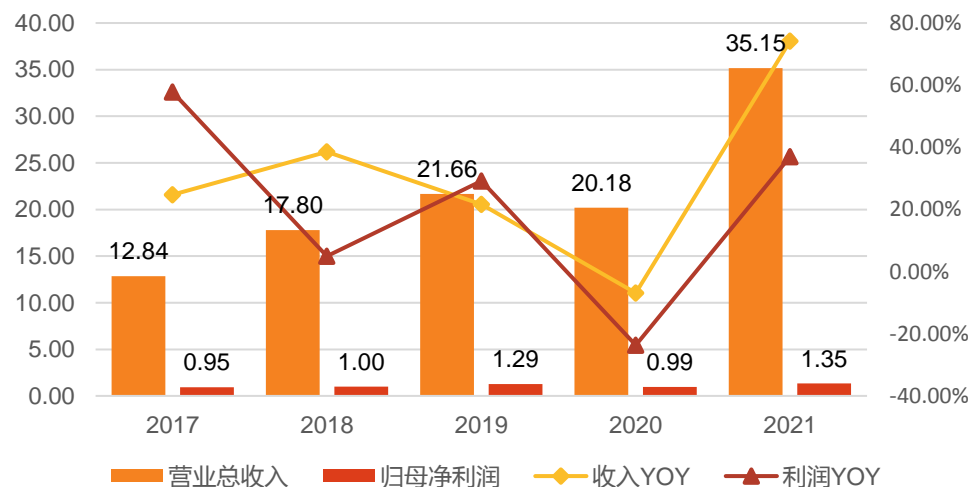
1) **复合肥龙头公司新洋丰**2021年实现118亿收入，同比增长17%；归母净利润12.1亿，同比增长28%。2022Q1实现收入45.5亿，同比增长37%；归母净利润4.1亿，同比增长24%。公司2021年新型复合肥销量达90.34万吨，同比增长25.44%，收入利润均达到近年新高。

2) **农业节水龙头公司大禹节水**2021年实现收入35.2亿，同比增长74%；归母净利润1.4亿，同比增长37%。公司受益于农业农村节水污水处理订单大幅上升，2021年5000万元以上订单占比67.80%，较2020年的66%持续提升，为后续增长奠定基础。

图：新洋丰收入利润（亿元）



图：大禹节水收入利润（亿元）

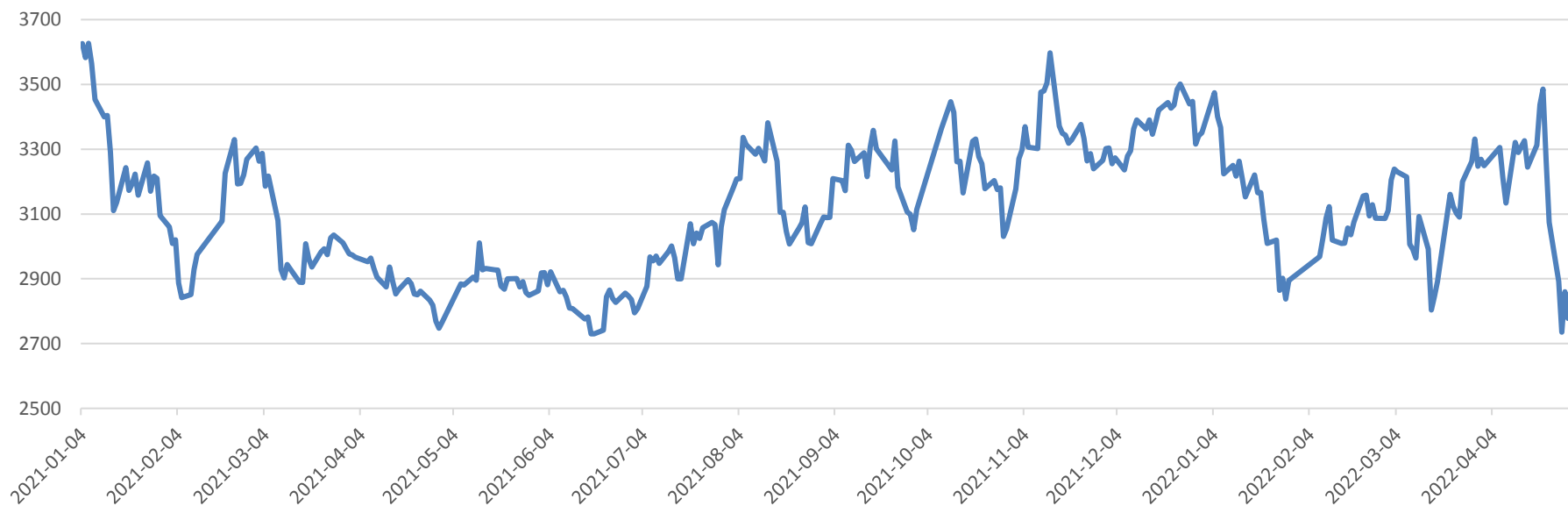


资料来源：wind，天风证券研究所，注明：一季度是大禹节水收入结算淡季，业绩参考性低

五、种植板块：股价走势受粮价、农业政策影响

回顾2021年至今板块走势，我们发现农业政策、粮食价格、公司利润等因素是影响板块走势的潜在因素。2021年2月中央一号文件发布在即，种植业板块涨幅明显；6月农业农村部提出将会同有关部门深入研究、精准施策，加大对龙头企业的扶持力度，叠加多个公司如登海种业、苏垦农发等实现2021上半年业绩增长，推动资金对板块关注度提升；2021年11-12月，多个重要会议（例如中央农村工作会议）对农业继续强调，指数维持高位；2022年以来，因俄乌冲突、南美减产等因素导致的粮食价格上涨推动板块总体向上。

图：2021年以来种植业（申万）股价走势（收盘价-元）

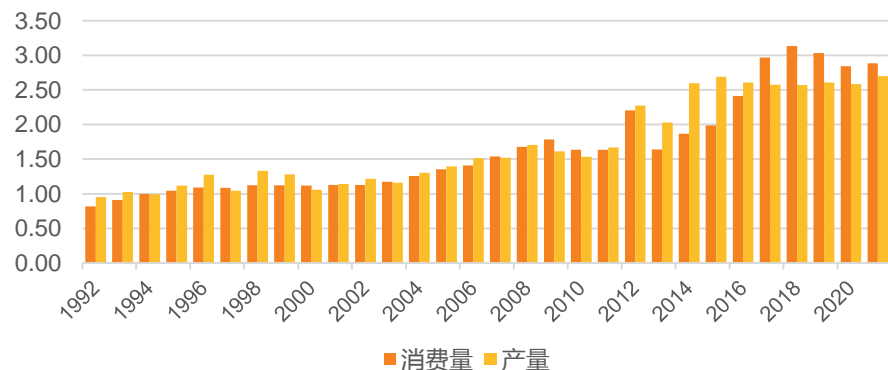


资料来源：wind，天风证券研究所

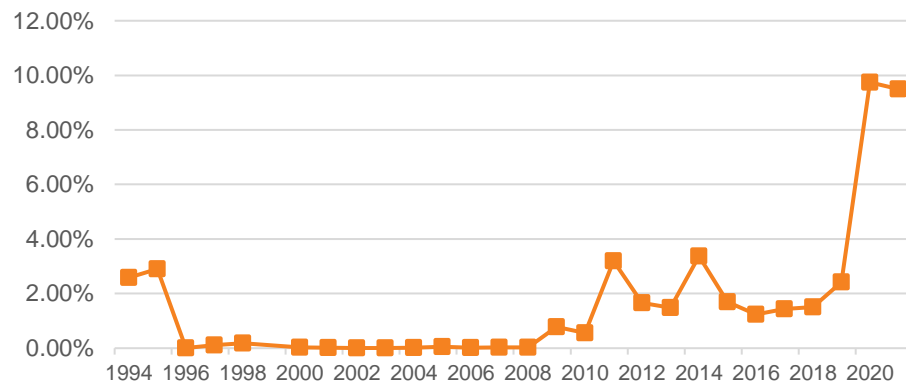
五、种植板块展望：农产品价格预计维持高位，关注转基因商业化进展！

从农产品供需结构来看，大豆、玉米对外依赖度提升，受国际影响较大。乌克兰、美国、巴西、阿根廷等国家是我国粮食进口的重要供应国。地缘冲突、通货膨胀、气候变化等多重因素影响粮食可贸易量。我们判断，2022年二季度以及下半年，部分粮食价格仍预计维持高位甚至持续上涨。

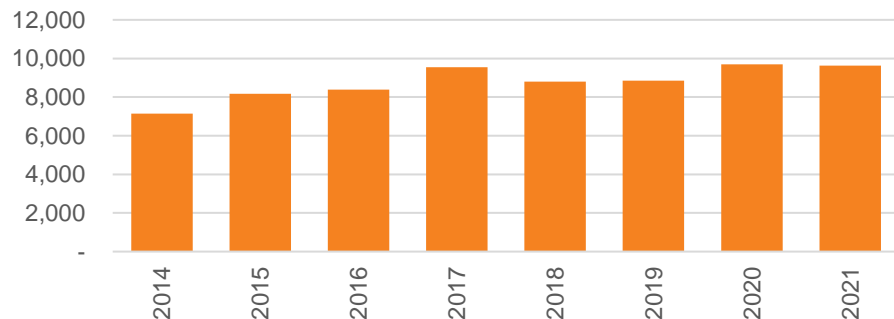
图：我国玉米产量消费量（亿吨）



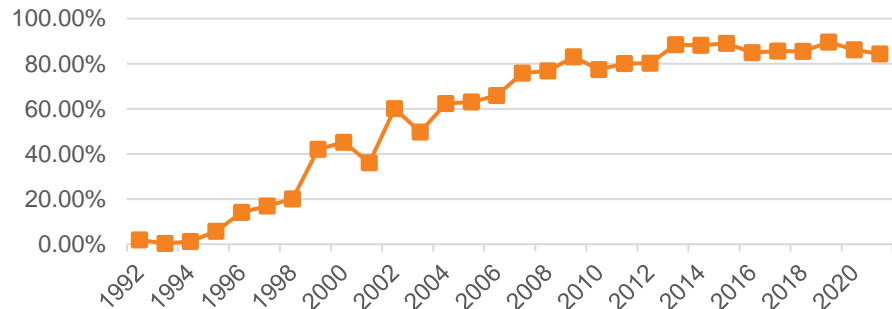
图：我国玉米进口依赖度



图：我国大豆进口量（万吨）-接近1亿吨



图：我国大豆进口依赖度



五、种植板块展望：农产品价格预计维持高位，关注转基因商业化进展！

我们认为，2022年有望成为转基因玉米种子商业化元年。第一年转基因玉米种子的渗透率有望达3-5%。长期来看，转基因玉米种子的收入空间有望达360亿（每亩种子费用预计可上涨至100元）、利润有望达108亿。我国转基因种子推广速度预计较快：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；我国转基因种子若商业化，其推广速度将要更快。我们预计转基因玉米种子商业化开始之后的5年内，渗透率可达90%。

2022年值得追踪的相关指标包括：转基因玉米品种通过品种审定的时间、转基因玉米种子制种量、各大公司种子销售预收款（今年三季度）和收入利润（今年四季度）情况。

图：我国抗虫玉米和常规玉米的实物对比



资料来源：大北农生物技术公众号，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	5%	1.8	3.6
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：wind，天风证券研究所

五、种植板块展望：农产品价格预计维持高位，关注转基因商业化进展！

综上，考虑粮价景气带动种植需求提升、种业关键技术变革有望开启，我们推荐关注以下板块和个股：

1) 种子板块：

粮价上涨拉动农民种植积极性，叠加转基因玉米种子商业化销售有望开启，技术储备领先、品质优势明显的种子企业有望扩大市占率。

继续推荐【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)、【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)、【荃银高科】(背靠先正达集团，有望实现跃进式发展)。

2) 农资板块：

新洋丰(磷复肥龙头，磷酸铁打开成长空间)。

3) 种植板块：

建议关注苏垦农发(主营水稻小麦等作物种植)。

4) 农业节水板块：

大禹节水(农业节水龙头公司，受益于高标准农田建设等行业机遇)。

目录

1. 板块回顾：前瞻性布局属性，涨跌幅自2021反转至2022Q1排名靠前

2. 基金持仓：2022Q1基金增持农业显著，仍存加配空间

3. 养猪产业：布局周期景气逻辑不变

4. 动保板块：当前或已处于底部区域，具备长期投资价值

5. 种子板块：把握种业重大变革机遇期

6. 饲料板块：寻找核心竞争力凸显的 α 机会

7. 宠物板块：海外业务有望迎来拐点，持续关注国内市场增长

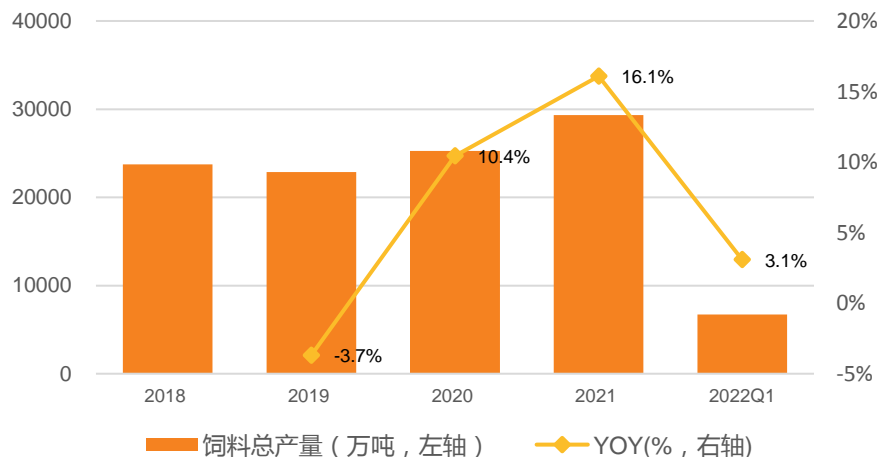


六、饲料板块：寻找核心竞争力凸显的 α 机会

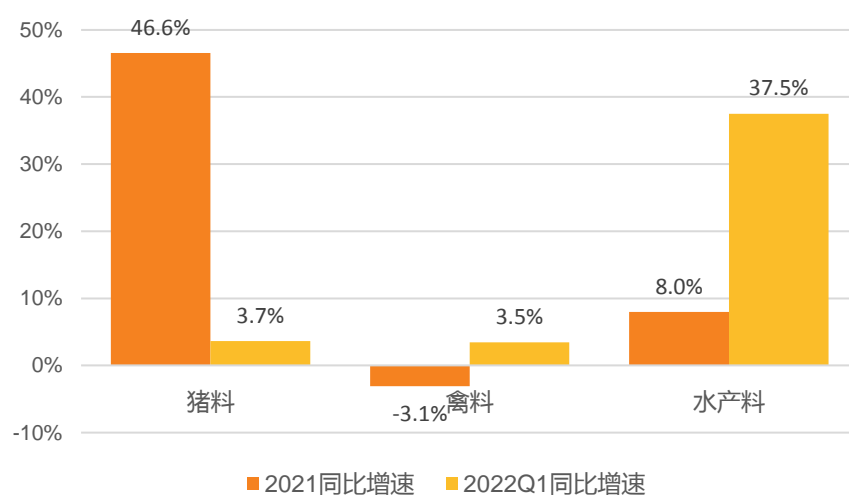
一、饲料板块：21年产量整体高增长，22Q1各品类表现分化

- 21年饲料总产量高速增长，2022Q1增幅明显下滑：2021年饲料总产量达29344万吨，同比增长16.1%；2022Q1饲料总产量6720万吨，同比增长3.1%，实现小幅温和增长。
- 2022Q1饲料各品类之间表现分化。中国饲料工业协会数据显示，猪料增幅明显下滑，22Q1同比增长仅3.7%；禽料小幅增长，22Q1同比增长3.5%；水产料高速增长，22Q1同比增长37.5%。

图：饲料总产量（万吨）及YOY



图：各品类饲料产量的同比增速



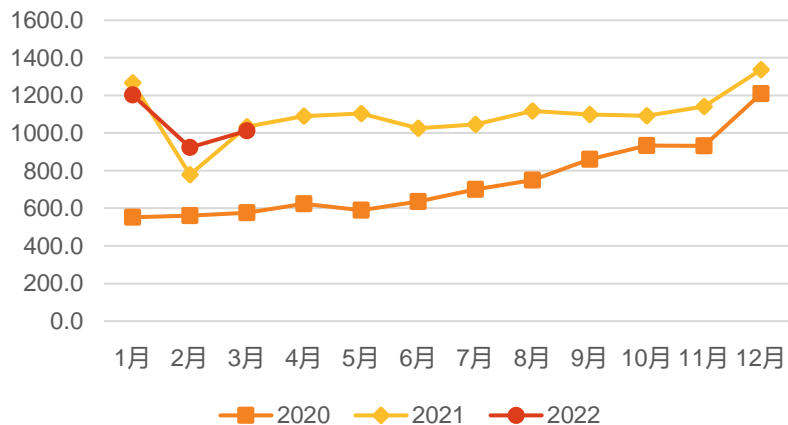
资料来源：中国饲料工业协会，天风证券研究所

一、饲料板块：21年产量整体高增长，22Q1各品类表现分化

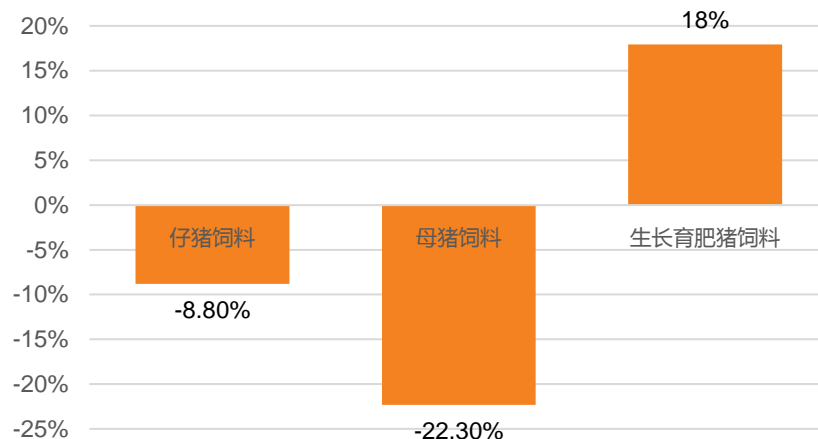
1) 22Q1猪料产量小幅增长，仔猪料、母猪料下降明显

- 21年产量实现高速增长，2022Q1增速显著下滑至3.7%，但整体产量仍居历史高位。21年生猪存栏量保持高位，猪料产量增速高达47%；自22年1月，结束连续20个月的同比增长，1月、3月分别同比下降5.1%、2.2%（二月增长为春节因素），主要系：一方面生猪养殖持续深度亏损，叠加双疫情，被动去化加快；另一方面，养殖户为节省成本，大幅减少饲喂量。
- 从猪饲料结构看，仔猪饲料、母猪饲料减少，育肥猪饲料仍惯性增长。猪价低迷，行业深度亏损的大环境下，养殖户缩短教槽料、保育料的使用时间并减少用量，育肥料使用增加。而21年下半年开始产能去化导致22Q1母猪饲料需求下降。具体表现为：仔猪饲料历经连续19个月同比增长后，1月、3月分别下降16.4%、12.4%（2月春节因素增长9.3%），Q1累计下降8.8%；母猪饲料在连续20个月增长后近6个月持续下降，Q1累计下降22.3%；育肥猪饲料同比连续22个月增长，Q1累计增长17.9%。

图：猪饲料各月产量（万吨）情况



图：2022Q1猪饲料结构同比变化



资料来源：中国饲料工业协会，天风证券研究所

一、饲料板块：21年产量整体高增长，22Q1各品类表现分化

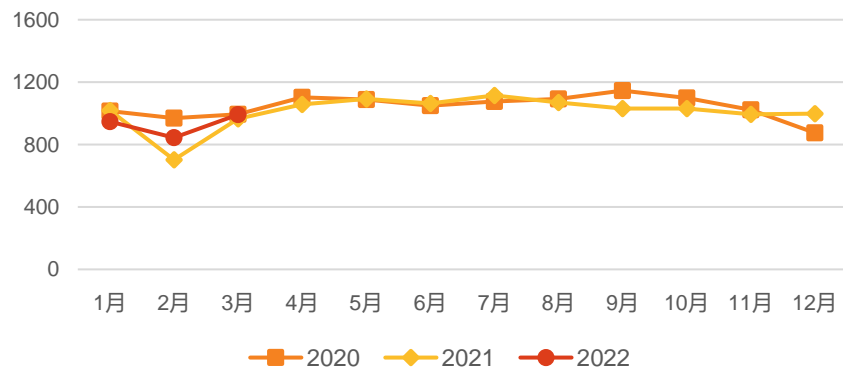
2) 禽料：21年产量增速为负，2022Q1温和增长。21年禽料整体实现产量12141万吨，同比下滑3.1%；22Q1禽料小幅增长，同比增长3.5%。

- 22Q1肉禽料增速回正。21年产量8909.6万吨，同比下降2.9%；22Q1产量1995万吨，同比增长2.9%，增速回正。21年禽肉价格低迷，加上原材料价格持续上涨，养殖户长期亏损或微利，补栏意愿不强，产能逐步去化，肉禽饲料需求不高。2022Q1，禽肉价格有所回升，提高养殖场户补栏积极性，养殖规模增加提振饲料需求量，实现环比连续4个月下降后增长和同比连续6个月下降后，近两个月持续增长。
- 22Q1蛋禽料仍处于历史高位。21年产量3231.4万吨，同比下降3.6%；22年Q1蛋禽料788万吨，同比下降0.6%。22年以来蛋价连续回升，补栏积极性增加，叠加3-4月补栏高峰和新冠疫情导致备货增加，蛋禽饲料需求震荡上涨。自21年10月起，除22年2月季季节性下降外，其余5个月皆表现增长。

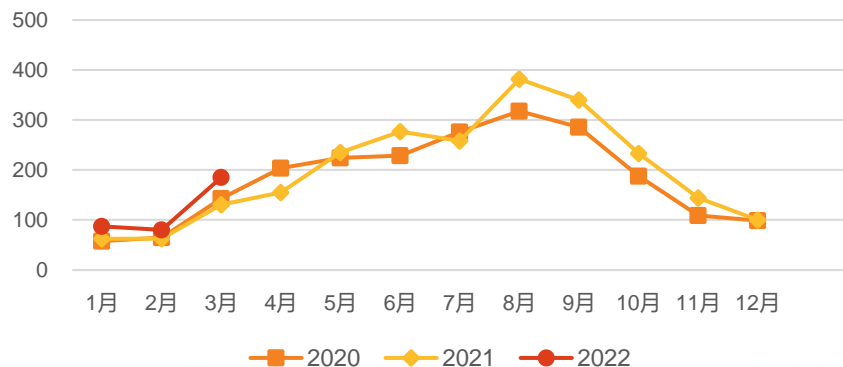
3) 水产料：21年稳定增长，22Q1增幅明显，旺季提前。

- 21年行业景气度较高，养殖效益好，投苗量增加，提振水产饲料需求。21年产量2293.0万吨，同比增长8.0%；22Q1产量352万吨，同比增长37.2%，其中，淡水、海水养殖饲料产量分别增长42.3%、12.0%。
- 水产饲料旺季提前。水产料呈季节波动的特点，整体趋势表现为3月产量开始环比增长，8月达到最高点。22年3月水产饲料产量增长幅度高于往年，环比大幅增长130.9%，同比增长42.9%。我们认为，主要系工厂化、大棚等养殖方式推广带动水产养殖规模化程度提升，水产饲料旺季提前。

图：禽饲料各月产量（万吨）情况



图：水产饲料各月产量（万吨）情况



二、饲料龙头：21年量价齐升，收入端实现快速增长

量价齐升，2021年各家公司饲料板块收入均出现快速增长，且收入增速高于销量增速，表明均价提升。

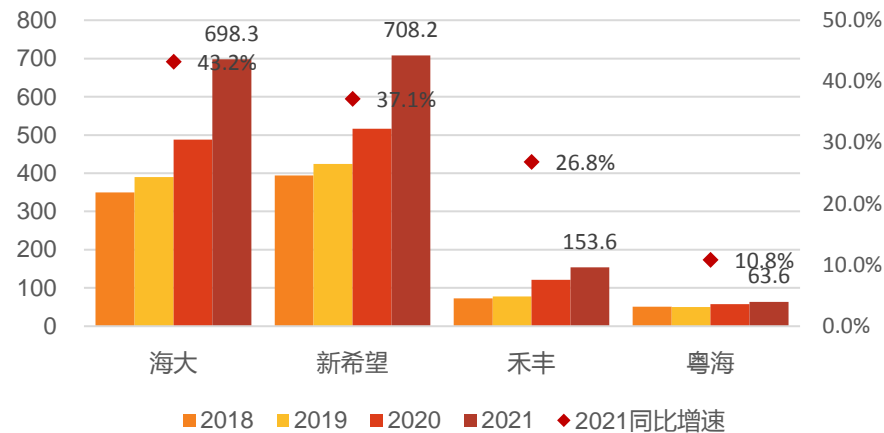
➤ **海大集团**：21年水产料优势继续强化，畜禽料盈利压力较高。21年饲料总营收698.3亿元，同比增长43.2%；销量1963万吨，同比增长29.1%。其中，水产料销量467万吨，同比增长21%；猪料销量460万吨，同比增长100%；禽料944万吨，同比增长11%。22Q1水产料量增持续，猪料量增放缓，禽料逆势增长。我们估计水产料外销量70万吨，同比增长25%-30%；猪料110万吨，同比增长约25%-30%；禽料235万吨，同比增长约15%。

➤ **新希望**：21年水产料量增加速，猪料高速增长，禽料增速放缓。21年饲料业务实现总营收708.2亿元，同比增长37.1%；销量2824万吨，同比增长18.1%。其中，水产料销量161万吨，同比增长22.9%，增速提升12.8pct；猪料995万吨，同比增长48.5%，增速下降19.8pct；禽料1606万吨，同比增长5.7%，增速下降9.5pct。

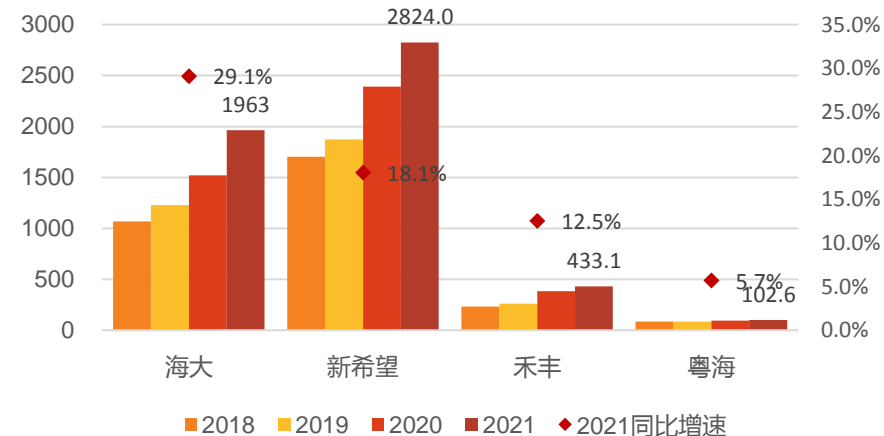
➤ **禾丰股份**：21年猪料增长最快，禽料小幅下滑，反刍料温和增长。21年饲料业务实现总营收153.6亿元，同比增长26.8%；销量433.1万吨，同比增长12.5%。其中猪料197万吨，同比增长26.4%；禽料143万吨，同比下降1.3%，反刍料72万吨，同比增长13.6%。

➤ **粤海饲料**：21年水产料收入稳定增长，销量增速放缓。21年水产料收入63.6亿元，同比增长10.8%；销量102.6万吨，同比增长5.7%，增速下降5.4pct。

图：2018-2021各公司饲料板块收入情况（亿元）



图：2018-2021各公司饲料销量（万吨）

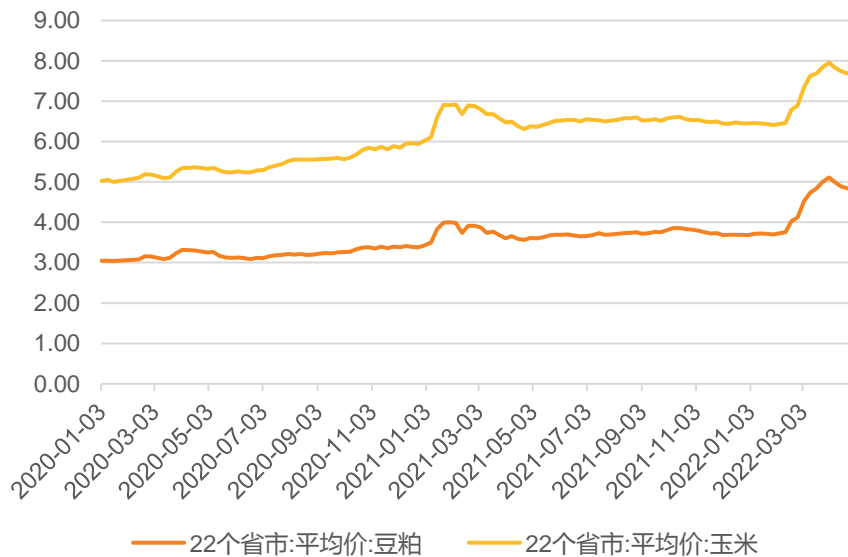


注：海大2018、2019的销量不包含内销量

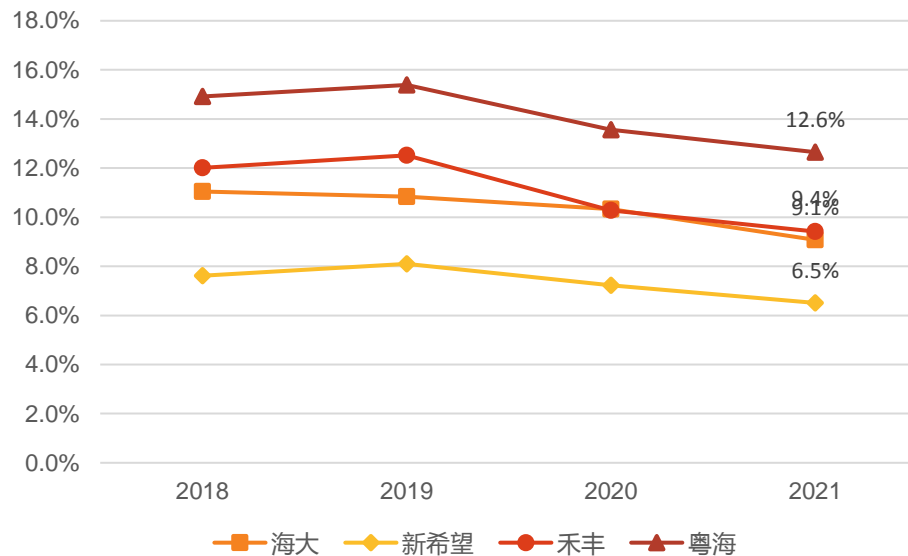
二、饲料龙头：受原材料压力影响，盈利端承压，利好优势明显的龙头公司

- 受原材料价格上涨影响，饲料行业成本大幅提升，饲料产品提价不能完全覆盖成本上涨，各公司饲料板块毛利率均出现下滑。21年饲料板块毛利率由大到小排序：粤海12.6%>禾丰9.4%>海大9.1%>新希望6.5%。毛利率的差异与各公司细分饲料品类不同相关。
- 我们认为，在原料成本大幅上涨的背景下，饲料行业加速出清。其中，提价传导顺畅、生产效率优异、客户粘性强的公司具备较强的竞争优势，有望进一步占领市场！

图：玉米、豆粕等价格大幅上涨（元/kg）



图：2018-2021各公司饲料板块毛利率情况



目录

1. 板块回顾：前瞻性布局属性，涨跌幅自2021反转至2022Q1排名靠前

2. 基金持仓：2022Q1基金增持农业显著，仍存加配空间

3. 养猪产业：布局周期景气逻辑不变

4. 动保板块：当前或已处于底部区域，具备长期投资价值

5. 种子板块：把握种业重大变革机遇期

6. 饲料板块：寻找核心竞争力凸显的 α 机会

7. 宠物板块：海外业务有望迎来拐点，持续关注国内市场增长



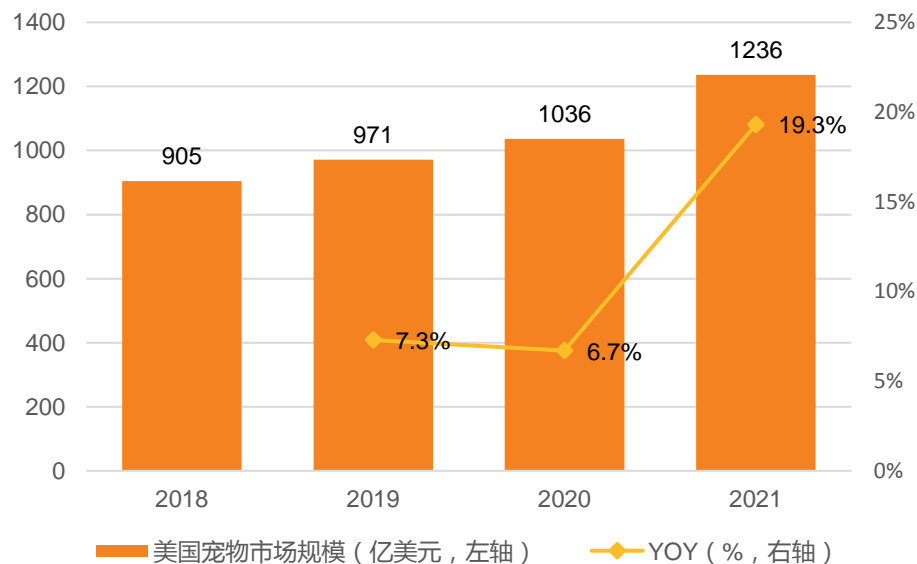
七、宠物板块：海外业务有望迎来拐点，持续关注国内市场增长！

一、宠物行业：21年美国宠物市场规模高速增长，宠物食品维持高增速

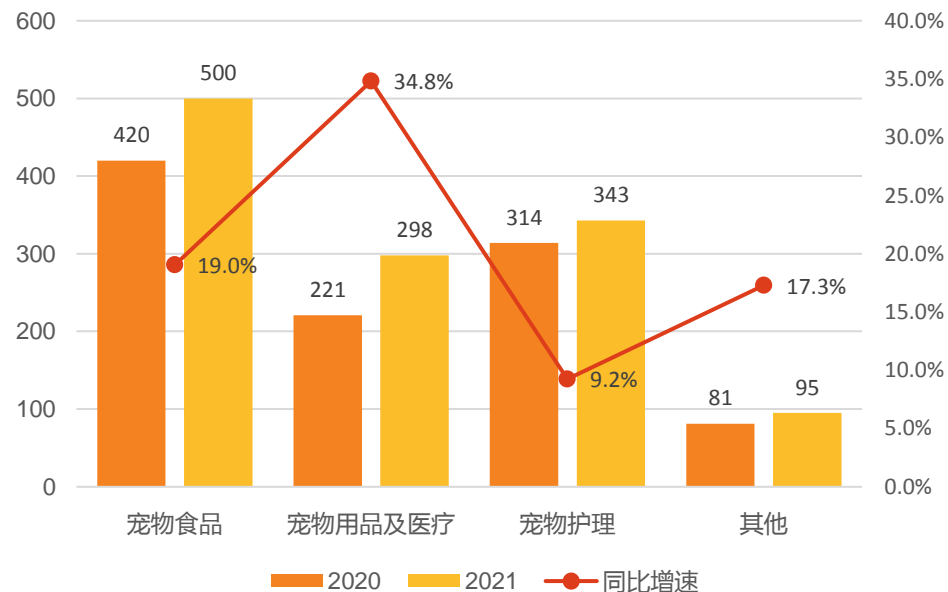
美国宠物市场规模高速增长，同比增速近20%。受疫情居家办公影响，对宠物整体的需求提升。根据APPA，2021年美国已有约70%的家庭拥有宠物，宠物市场消费支出达到1236亿美元，同比增长19.3%，与2020年相比增速明显提升12.6pct。其中，宠物用品/医疗和宠物食品的增速最快，拉动整体市场的快速提升，2021年同比增速分别为35%和19%。

宠物食品是宠物市场最大的细分子行业。2021年宠物食品占比达40.5%，在宠物市场占比最高；其次为宠物护理，占比27.8%；宠物用品及医疗占比为24.1%。

图：美国宠物市场规模（亿美元）及YOY



图：美国宠物细分板块规模（亿美元，左轴）及YOY



一、宠物行业：国内消费市场规模近2500亿，努力摆脱疫情影响

国内养宠消费市场规模恢复性增长，宠物食品是最大的细分品类，宠物医疗增速最快。

1) 2020年受疫情影响，宠物市场消费遇冷，同比增速仅2%；随着疫情恢复。2021年宠物消费市场出现恢复性增长，规模达2490亿元，同比增长20.6%。

2) 从结构占比看，宠物食品仍是占比最大的细分板块，21年占比达52%，但占比呈下降趋势；宠物医疗发展潜力较大，占比从2019年的19%快速提升至2021年的29%。

3) 宠物食品主要以线上消费为主。2021年宠物主粮的线上购买偏好度达75%，其次分别为宠物医院、宠物店、海外代购等，偏好度分别为26%、24%和15%。

养宠人数扩大，消费升级趋势明显，未来消费市场有望持续高增长。

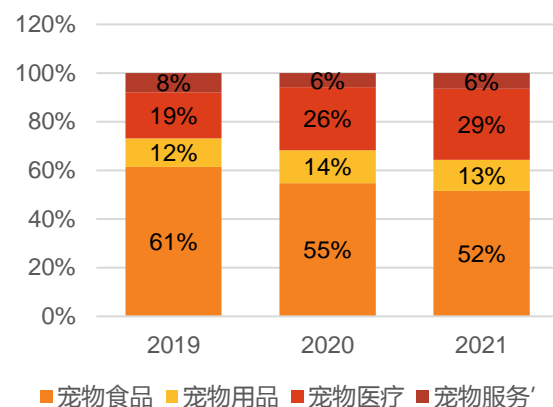
1) 养宠人数高增长，养猫经济兴起。2021年犬/猫主人数量分别为3619/3225万人，同比增速分别为0.7%/19.4%，养猫人数增长较快。

2) 消费结构升级。高消费群体占比持续提升，2021年达25%，与20年相比提升3pct，与疫情前相比提升1pct。

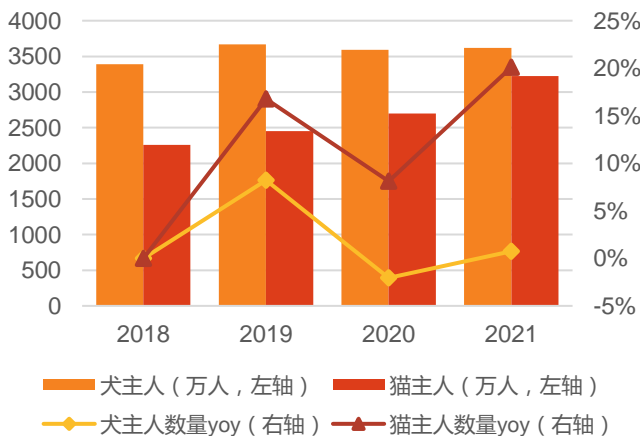
图：城镇养宠消费市场规模（亿元）及YOY



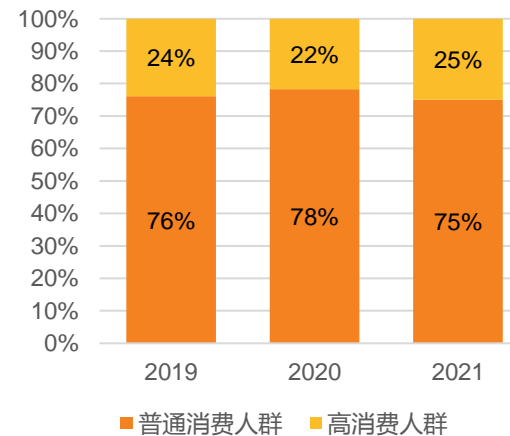
图：中国宠物市场消费结构情况



图：养宠人群规模变化（万人）及YOY



图：高消费人群占比扩大



注：高消费人群指主粮月消费额超500元的群体

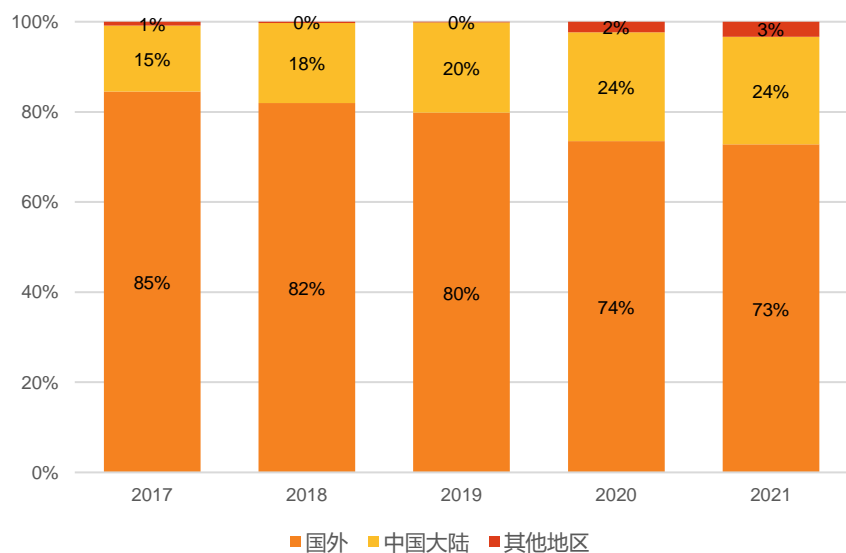
二、中宠股份、佩蒂股份：2021年国内市场占比持续扩大

国内布局加速，国内收入占比提升

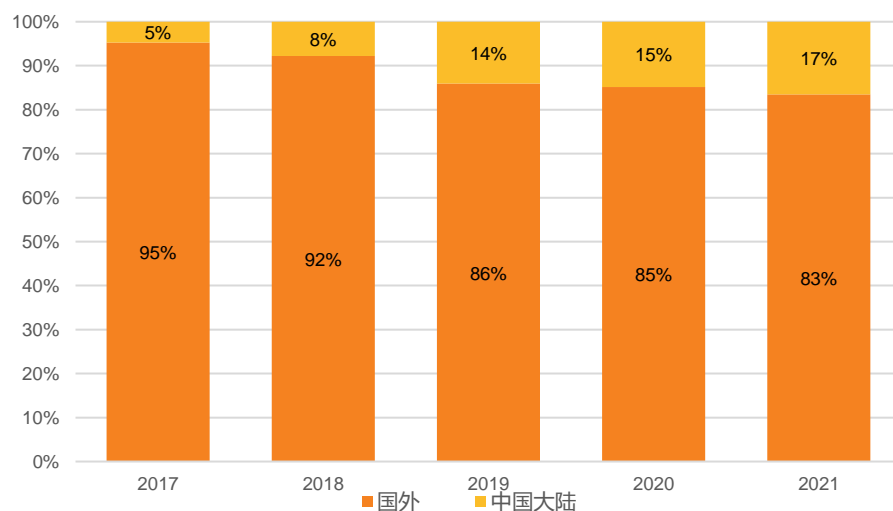
1) 中宠股份和佩蒂股份2021年主要收入仍来自于海外，海外市场公司主要是按照客户订单生产OEM/ODM产品。2021年中宠、佩蒂海外收入占比分别为73%、83%。

2) 近几年，两家公司均加速国内市场布局，国内市场占比提升迅速。2017-2021年，中宠的中国大陆收入占比从15%提升至24%，佩蒂从5%提升至17%，四年内分别提升9pct和12pct。中宠股份在国内市场形成了以“Wanpy顽皮”、“Zeal真致”、“Toptrees领先”为核心的自主品牌矩阵；佩蒂股份自主品牌已经布局了多家的线上销售渠道，包括天猫旗舰店、专营店、京东专营、京东自营等。

图：中宠股份国内外收入占比



图：佩蒂股份国内外收入占比



资料来源：各公司公告，天风证券研究所

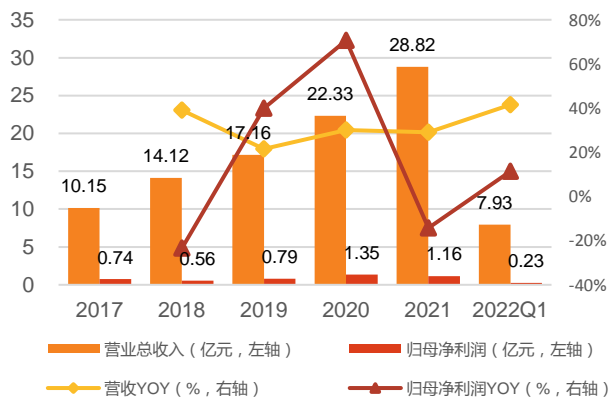
二、中宠股份、佩蒂股份：2021年业绩承压，22Q1收入和利润恢复增长

2021年业绩整体下滑，22Q1收入和利润端均出现恢复增长

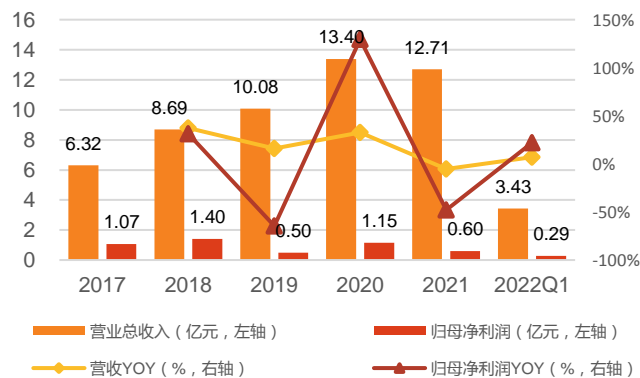
1) **中宠股份**：2021年实现营业总收入28.82亿元，同比增长29.06%；归母净利润1.16亿元，同比下滑14.29%。公司盈利能力下滑的原因：一方面，人民币兑美元汇率同比上升导致整体毛利率下滑；另一方面，加大业务推广，销售费用提升较快，2021同比增长31.9%。2022年第一季度公司实现营业收入7.93亿元，同比增长41.58%；归母净利润2339.73万元，同比增长10.73%，公司继续围绕“聚焦国内市场，聚焦品牌，聚焦主粮”的发展战略，销售业绩稳步提升；2月核心自主品牌wanpy顽皮2月份携手知名剧团拿大顶剧社在上海举办了首届“顽皮喜剧秀”；wanpy顽皮品牌在3·8女王节的电商促销节点推出“嗅嗅礼盒”；整合成立了“专渠部”，标志公司聚焦核心自主品牌建设迈入了新阶段。

2) **佩蒂股份**：2021年实现营业总收入12.71亿元，同比下滑5.15%；归母净利润0.6亿元，同比下滑47.7%。公司业绩下滑的主要原因系：一方面，越南工厂是公司主要的收入和利润来源，约占全部产能的一半，下半年因疫情停工2个月造成严重的影响；另一方面，部分订单转移至国内，生产成本提升。此外，越南工厂在产能恢复阶段的制造费用、管理费用等成本和费用的支出有所增加。2022年一季度越南工厂生产已经恢复，订单按时交付、收入持续增长有产能保障。公司2022年一季度实现营业收入3.43亿元，同比增长7.03%；归母净利润2854.91万元，同比增长22.12%。22年Q1公司产能已恢复，22Q1毛利率达24.66%（较去年同期增长2.73pct），净利率达8.47%（较去年同期增长1.04pct）。

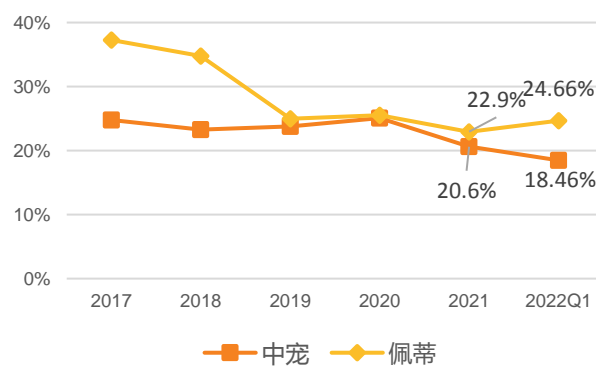
图：中宠股份总营收、归母净利润及YOY



图：佩蒂股份总营收、归母净利润及YOY



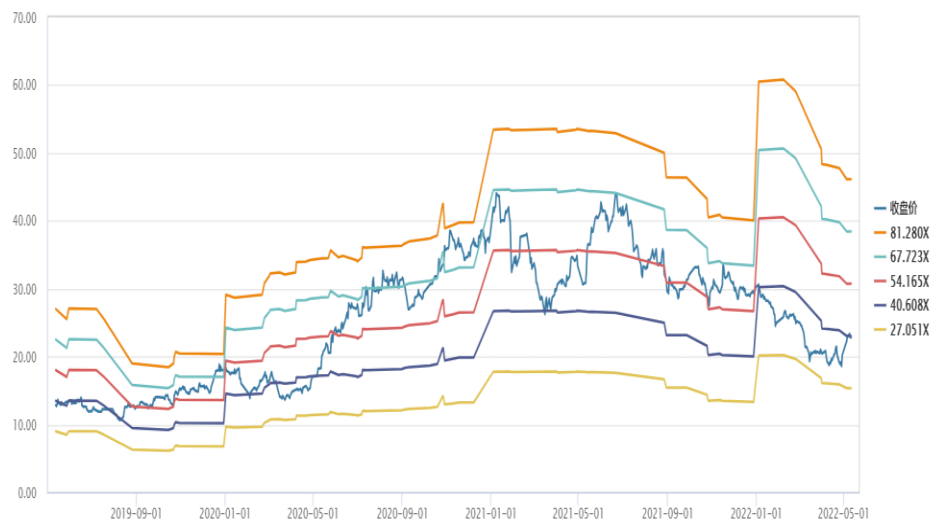
图：中宠股份&佩蒂股份毛利率情况



二、中宠股份、佩蒂股份：估值水平均处于历史低位

2021年至2022Q1末，中宠股份和佩蒂股份的股价呈震荡下滑趋势。中宠股价自21年初高点至今，股价下滑约50%；佩蒂自2021年中高点至今，股价下滑约30%。从自上市以来的估值水平看，中宠股份和佩蒂股份估值均处于历史相对较低位置，估值改善空间大。

图：中宠股份收盘价及PE



图：佩蒂股份收盘价及PE



资料来源：Wind，天风证券研究所

三、展望宠物板块：宠物情绪价值更为凸显，消费结构升级引领长期增长

我们认为，今年Q2及下半年宠物经济有望实现持续高增长。从全球市场来看，全球宠物经济接近 2610 亿美元，PetKeen网站显示预计2027年宠物经济市场规模达到3500亿美元。

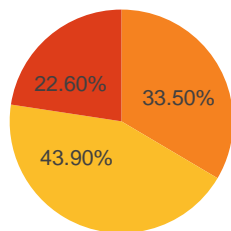
- 1) **疫情之下宠物情绪价值凸显。**新冠影响下，宠物提供情绪价值，养宠比例有望提升，进一步带动宠物食品、护理、玩具、美容等相关产业的发展。
- 2) **消费结构升级，对宠物健康的关注度持续提升，食品、用品、护理等板块全面开花。**Pet food processing数据显示，大约 42% 的宠物主人选择花更多钱购买优质宠物食品；Statista调查显示，48% 的人给宠物提供 CBD 油作为可食用的零食，改善宠物的身体机能。PetKeen网站显示预计截至2025 年，宠物美容产品行业预计将增长到 145 亿美元，宠物用品板块将增长至92亿美元。
- 3) **线上消费渠道有望快速增长。**Pet food processing数据显示，约40%的人通过线上渠道购买宠物食品。疫情影响下，线上渠道的便利性和选品多样性进一步凸显，预计线上销售额会进一步提升。

三、展望宠物板块：国内存在较大的下沉市场和消费升级空间

1. 国内下沉市场仍有较大的增长空间。根据宠物行业白皮书，21年宠物主多分布在一、二线城市，合计占比达75%以上。近年二线城市的新晋宠物主增长较多，预计随着市场进一步下沉，宠物相关公司有较大的增长空间。
 2. 消费升级趋势明显，单只宠物平均消费金额增幅较大。2021年单只宠物猫平均消费金额达1826元，同比增长0.4%；单只宠物狗平均消费金额达2634元，同比增长16.4%。宠物主群体具有年轻化、收入高端化等特点，是消费升级的基础。宠物主画像：1) 新手较多，多为近1-3年的新晋宠物主；2) 年轻群体占比提升；3) 高学历人群占比提升；4) 高收入群体占比提升。
 3. 宠物医疗、宠物服务等板块增速较快，潜力巨大。宠物主对宠物的重视程度提升，对宠物医疗、服务等需求较大。2021年宠物医疗和宠物服务的同比增速分别达36%和31%，增长潜力明显。
- 推荐关注国内领先上市公司：中宠股份、佩蒂股份。

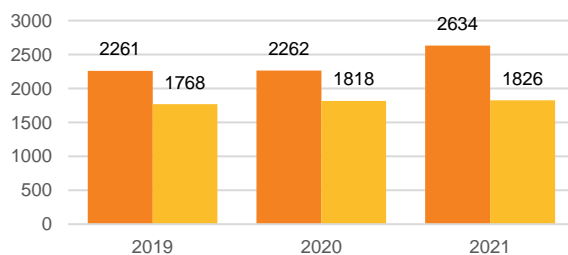
资料来源：中国宠物行业白皮书，天风证券研究所

图：21年宠物主地区分布



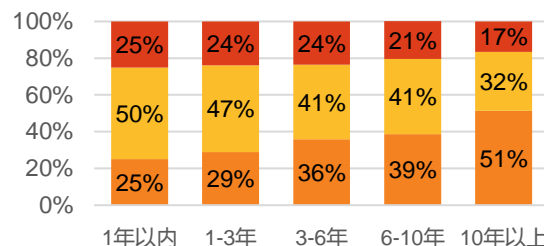
■ 一线城市 ■ 二线城市 ■ 三线及以下城市

图：单只宠物平均消费金额（元/年）



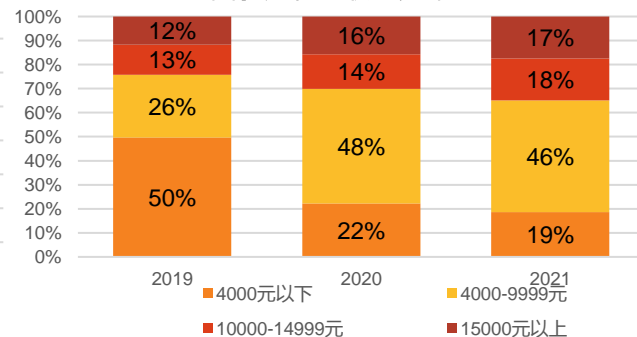
■ 犬 ■ 猫

图：21年不同养宠时间段的宠物主城市分布



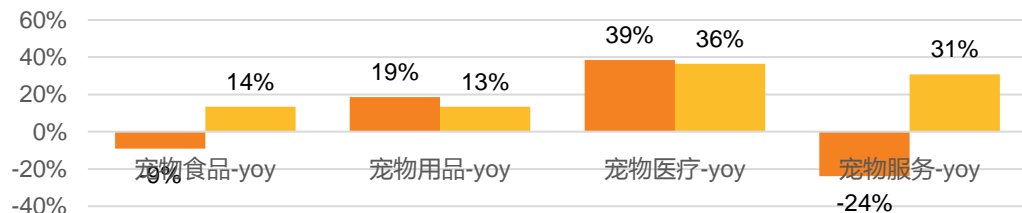
■ 一线城市 ■ 二线城市 ■ 三线及以下城市

图：宠物主收入分布



■ 4000元以下 ■ 4000-9999元 ■ 10000-14999元 ■ 15000元以上

图：细分板块的增速情况



■ 2020 ■ 2021

结论

1、2022Q1主动偏股型基金重仓了哪些农业股？

1) 农业板块获资金大幅增持，仍存在加配空间：2022Q1基金重仓比例和超配比例分别为2.2%和0.48%，位于历史分位数的70.7%和73.2%，上升空间明显。

2) 细分赛道看，养殖、饲料板块受较多关注：养殖板块，基金配置的周期性特征明显，当下时点存在较大的上升弹性；饲料板块，基金配置的周期性略弱于养殖板块，近十年基金重仓比例明显提升；此外，种植板块市场关注度也在持续提升。

3) 养猪板块：超配显著，市场关注度高。其中，养猪龙头股资金配置比例高，温氏、牧原的重仓市值在养猪板块中合计占比58.6%，但考虑到两者的超配比例的历史分位数分别为85.7%和69.1%，均没有超出板块的历史分位水平，仍存在加配空间。弹性较高的中小市值股票受到较多关注，多项指标处于历史分位数高点。如唐人神、傲农生物、天邦股份、天康生物、中粮家佳康、巨星农牧等受到的关注度提升，重仓市值合计占比达24.5%。除天邦外（85%以上），个股重仓比例和超配比例的历史分位数均在90%以上，处于历史分位数高点。

2、养殖产业链：布局周期景气逻辑不变！

1) 生猪产能去化幅度可观，猪价反转预期不断强化。养猪亏损严重且多数已持续半年以上，真实产能出清幅度可观，国家统计局数据来看，推算自2021年6月高点以来持续数月下降，累计下降幅度8%；涌益数据显示其样本能繁母猪存栏从去年6月至今年连续环比下降，累计去化程度已超10%。我们认为随能繁存栏变化带来的生猪出栏拐点向下，养猪板块供需有望从偏松逐步向偏紧改善，生猪价格反转向上可期，生猪板块周期投资逻辑不变。

2) 投资建议，从头均市值角度，对应2023年预估出栏量，当前上市公司头均市值来看，其中牧原股份4100-4200元/头；温氏股份、傲农生物、新五丰2000-3000元/头左右；新希望、唐人神、天邦股份、金新农1500-2000元/头；天康生物、巨星农牧、大北农、正邦科技不到1500元/头，多股头均市值处于历史底部区间；从市净率角度看，除正邦科技外，大部分公司也都处于历史底部区间。（数据截止5月17日）

相关标的为：【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】、【天邦股份】、【唐人神】、【傲农生物】、【巨星农牧】、【中粮家佳康】、【新五丰】、【正邦科技】等。

结论

3、种植产业链：粮价上涨种植景气度提升，转基因种子商业化引领种业重大变革！

- 1) 受俄乌冲突、南美干旱、通胀持续等因素影响，国内外农产品价格上涨明显，种植景气度提升，种植、种子、化肥等相关板块龙头公司受益。同时也将粮食安全重要性持续提升到新高度！多个政策出台鼓励种植、保护耕地、推动种业技术变革。
- 2) 国内转基因政策推进持续深化，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。
- 3) **重点推荐：**①**种子：**【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)、【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】(新销售季有望迎来玉米种子量价齐升)、【荃银高科】(借力先正达有望弯道超车)。②**农资：**【新洋丰】(磷复肥龙头，磷酸铁打开成长空间)。建议关注：③**种植：**【苏垦农发】(大型种植公司，受益于小麦等农产品价格上涨)。④**农业节水：**【大禹节水】(农业节水龙头，农业基建红利期来临)。

4、动保板块：看好养殖后周期机会，非瘟疫苗进展情况值得关注

- 1) 2022Q1因下游猪价低迷，动保产品需求大幅缩减。动保公司业绩承压。回顾历史，动保板块与养殖业板块的营收利润具备相关性，并具有一定滞后性(业绩整体趋势约滞后2-3个季度)。我们认为随着下半年猪价上涨，下游养殖免疫程序有望逐步回归正常，需求有望逐步改善。
- 2) 目前已经有企业提交了非洲猪瘟亚单位疫苗的应急评价申请；国家也对非洲猪瘟的多个技术路线疫苗进行了立项公示，列入国家重点研发计划。后续若非洲猪瘟疫苗推出，将进一步打开行业成长空间。**重点推荐：**【生物股份】(行业龙头，研发、工艺、渠道显著领先，预期差大)、【普莱柯】(研发兑现+产品补齐+营销升级，业绩有望持续增长)、【中牧股份】(央企背景动保龙头，产品线布局齐全)、【科前生物】(非强免疫疫苗龙头，核心产品市占率持续领先)。

结论

5、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，有望进一步占领市场；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】。**

6、宠物板块：疫情凸显宠物情绪价值，重视戴维斯双击的机会！

长期来看，宠物数量的增长、食品渗透率的提升以及高端化趋势将持续推动我国宠物食品市场持续快速增长，对标美国和日本，市场潜在空间超3600亿元；中短期来看，疫情期间，宠物陪伴价值凸显，国内外养宠率持续提升；人民币贬值利好国内宠物食品出口，叠加国内宠物食品市场持续增长，宠物食品领先公司业绩有望迎来明显拐点。此外，板块估值处于近2年低位，估值调整空间大。重视戴维斯双击机会！**重点推荐【中宠股份】、【佩蒂股份】。**

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。
- 6、**测算具有一定主观性，仅供参考。**上述测算数据中具有一定的主观性，仅供参考。

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