

农林牧渔行业2022年中期投资策略

动保左侧黄金时机，优质养殖前景广阔

西南证券研究发展中心
农林牧渔研究团队
2022年6月

核心观点

- ❑ **动保板块：**从资本市场角度来看，动保板块行情较养殖存在6个月左右滞后，本轮养殖周期21年Q4开始出现平台期突破，对应动保板块当前处于左侧，安全边际高。**养殖端盈利水平有望逐渐修复，对于动保产品需求将随之提升。**我们认为动保行业需求的核心影响因素受到**非洲猪瘟的一次性影响而短期转变**为养殖企业盈利能力的修复。盈利能力的影响因素由饲料成本、生猪价格、生猪死亡率、仔猪成本等多方面构成，从当前时点来看整体呈现边际改善趋势，生猪价格突破16元/公斤，非瘟时不同养殖主体间成本差距拉开至接近10元/公斤，如今随非瘟有效防控，行业成本中枢下降，逐步恢复至非瘟前水平，整体盈利水平提升，动保产品的需求亦将迎来增量。推荐中牧股份（600195）、科前生物（688526）、回盛生物（300871）。

风险提示：下游需求不及预期，产品研发进度不及预期等。

- ❑ **养殖板块：**从能繁母猪存栏量看，2021年7月全国能繁母猪首次出现月环比下降，22年4月全国能繁存栏4177.3万头，环比降低0.2%；**生猪价格**方面，当前在16元/公斤左右，未来整体预期回暖。**黄羽鸡养殖方面**，截至22年5月初，在产父母代存栏1337.5万套，与2018年水平相近，较2019-2021年均处于较低水平，未来随疫情得到控制，供需缺口进一步体现，价格有望提升。**肉牛养殖**受到国家重视，存在供需缺口，且政策主导2025年自给率需提升至85%，市场空间大。推荐立华股份（300761）、巨星农牧（603477）、温氏股份（300498）、牧原股份（002714）、鹏都农牧（002505）。

风险提示：养殖端突发疫情，消费需求不及预期等。

目 录

◆ **动物保健：成长叠加周期，核心变化持续演绎**

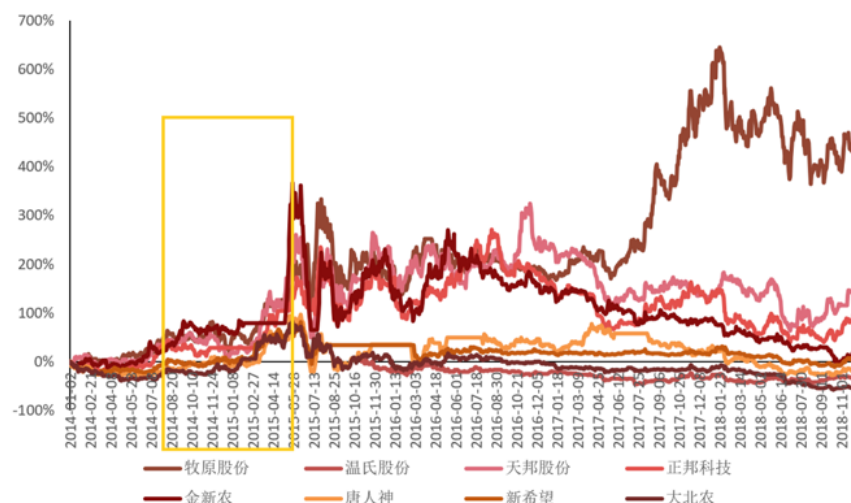
◆ **养殖行业：生猪预期回暖，黄羽鸡景气度有望提振**

◆ **2022年下半年重点推荐投资标的**

动物保健：资本市场6个月左右时滞

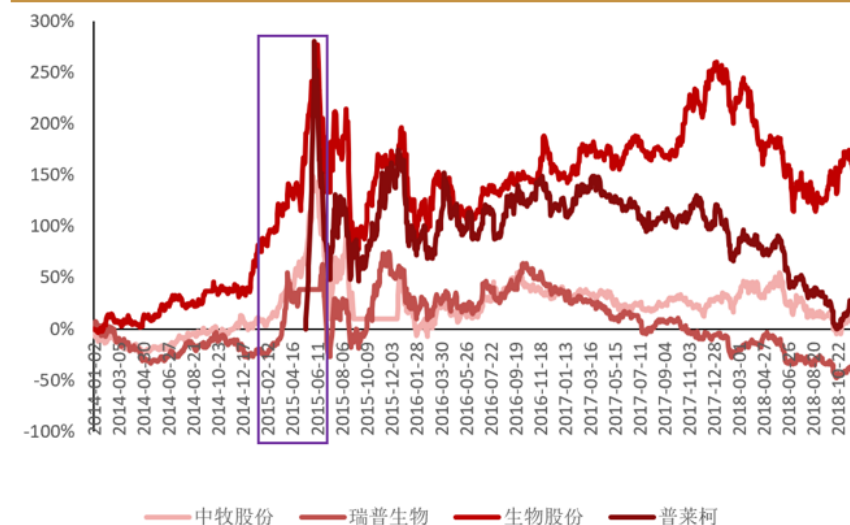
- 从历史走势来看，2014年7月左右生猪养殖板块开始出现较为明显的整体趋势，突破平台期，本轮周期较2014年年初涨幅金新农最高达360%，天邦股份上涨250%，正邦科技上涨160%。向后延续6个月至2015年2月左右，动保板块出现向上趋势，其中生物股份较2014年年初上涨最高达到277%，普莱柯上涨最高达250%。

图：2014-2018 养殖板块涨跌幅走势



数据来源：wind，西南证券整理

图：2014-2018 动保板块涨跌幅走势



数据来源：wind，西南证券整理

动物保健：资本市场6个月左右时滞

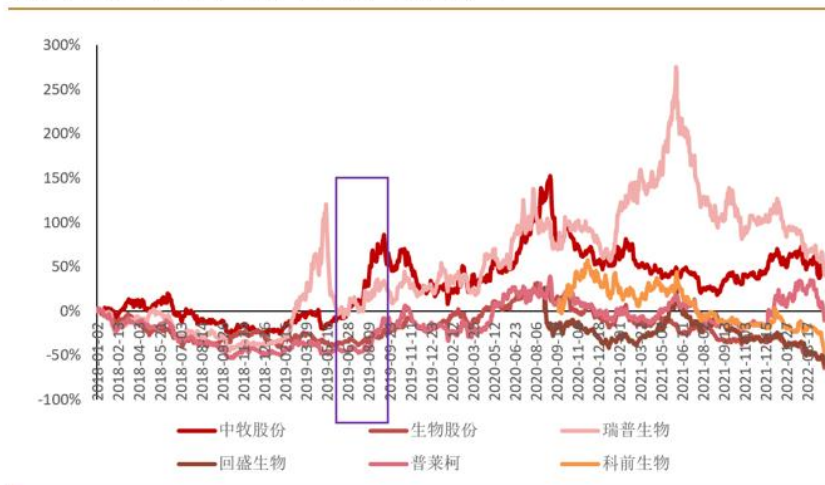
□ 从2018年12月-2019年4月，生猪养殖相关标的上涨趋势一致，此期间内，12月至2月猪价下行探底13.5-11.3元/公斤，4月时猪价反弹至15.41元/公斤，受非洲猪瘟疫情影响产能去化，市场判断生猪价格上行，天邦股份、正邦股份较2018年初上涨幅度达300%左右，行业平均涨幅达到100%。与之对应，2019年6月-2019年8月动保相关标的出现明显行业β，上涨趋势较为一致，中牧股份较18年初上涨幅度约70%，较19年5月低点上涨约110%，行业平均上涨幅度在30%左右。预计动保将滞后5-6个月于养殖板块，而养殖板块自2021年Q4起出现趋势向上，当前动保板块处于左侧，建议布局。

图：2018 年至今生猪养殖板块涨跌幅情况



数据来源：wind，西南证券整理

图：2018 年至今动保板块涨跌幅情况



数据来源：wind，西南证券整理

动物保健：下游养殖盈利能力修复

- 下游养殖盈利能力修复，经营情况逐步改善，生猪价格预期回暖，动保需求有望迎来提升。2022年一季度十家上市公司生猪养殖企业出栏共计2818.2万头，较2021年Q3出栏2398.5万头增长17.5%。从公司个体来看6家企业出栏增加，金新农增长94.8%，新希望增长63.8%，正邦股份减少49.9%。从21年单三季度以及22年Q1的情况来看，大多数经营均有所好转，且资产减值损失减少，整体未来预期向好。

表：部分养殖企业 22 年 Q1 以及 21 年 Q3 出栏及盈利情况

	22 年 Q1 出 栏 (万头)	21 年 Q3 出栏 (万头)	变化	22 年 Q1 归母净 利 (亿元)	21 年 Q3 归母净 利 (亿元)	22 年 Q1 资产减值 损失 (亿元)	21 年 Q3 资产减值 损失 (亿元)
牧原股份	1381.7	867	59.4%	-51.80	-8.22	-	-
温氏股份	402.35	428.79	-6.2%	-37.63	-72.04	-9.97	-13.86
正邦科技	242.61	483.87	-49.9%	-24.33	-61.97	-3.98	-10.20
新希望	369.68	225.73	63.8%	-28.79	-29.86	-6.03	-10.57
天邦股份	100.43	95.84	4.8%	-6.74	-20.46	-0.05	-5.91
大北农	107.14	128.53	-16.6%	-2.33	-3.91	-	-
天康生物	37.69	44.04	-14.4%	-0.7	-4.34	0.48	0
唐人神	38.34	28.21	35.9%	-1.49	-5.73	-0.05	-1.05
傲农生物	104.67	79.2	32.2%	-3.52	-3.40	-	-
金新农	33.58	17.24	94.8%	-1.49	-3.32	-0.38	-1.31

数据来源：公司公告，西南证券整理

动物保健：非洲猪瘟以及相关疫苗研制

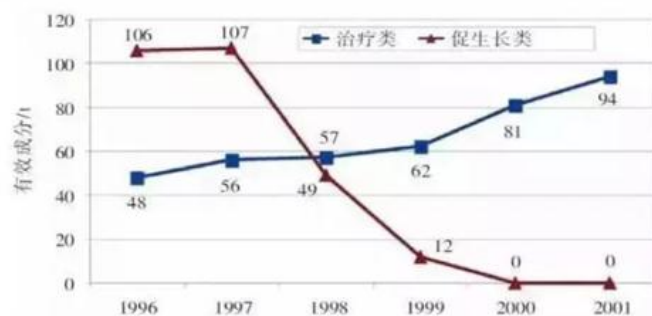
- **非洲猪瘟：1）非洲猪瘟变异病毒**的出现进一步推动了防控需求，病毒致死性减弱，但传染性增强，虽致死率降低但生猪免疫力受其影响，继发病症的防疫产品未来市场空间有望提升；2）在变异病毒的影响下，规模养殖现场逐渐接受**带毒养殖**，而饲养成功的关键在于控制好继发感染其他病原发病死亡，提高日增重，而针对非强制免疫疫病的相关疫苗与化药产品将迎来市场需求扩张。
- **非洲猪瘟疫苗或有新进展**。2021年12月20日农业农村部科技发展中心关于国家重点研发计划“动物疫病综合防控关键技术研发与应用”重点专项2021年度揭榜挂帅项目安排进行了公示，4个项目包含有非洲猪瘟基因缺失疫苗研发、非洲猪瘟亚单位疫苗研发、非洲猪瘟活载体疫苗研发，**亚单位疫苗相较于基因缺失弱病毒苗在有效性上可能会有所不及，但安全性相对更高**，相关研发工作正处于推进中，应急评价审核流程更进一步，结合当前非瘟弱毒株流行性强的特点未来推广可能性更高，若顺利达成市场化则动保板块市场规模扩张，成长性进一步增强。
- **2022年6月1日**，越南农业和农村发展部表示，**越南已经成功生产出非洲猪瘟疫苗**，是全球首个发布商用非瘟疫苗产品的国家。是由越南国家兽医联合股份公司生产，换算成人民币10.2-10.4元/剂，该疫苗保护力可持续约6个月左右。

动物保健：禁抗带来动保行业的变化

- **“禁抗”对动保行业的影响主要体现在畜禽抵抗力变弱**：为避免细菌产生耐药性，保障食品安全，农业农村部于2019年7月发布194号文件，指出禁止促生长类抗生素在饲料中的添加，在禁抗令实施后，畜禽免疫力受影响，发病率将增加，易出现发热感染等情况，**治疗类抗生素用量增加**，幼崽因抵抗力较弱，存活率降低，染病后的治疗成本也将增长。强制免疫疾病前期已注射疫苗，出现的疫病将主要集中在蓝耳、猪圆环等**非强制免疫疾病**，因此养殖户将采取积极预防的态度，相应非强免动保产品需求增加。
- **行业趋势变动佐证**：1) 中牧与牧原合资成立中牧牧原，后续负责化药的生产运营，标志着以牧原为代表的头部养殖企业对于化药的重视程度提高。2) 2021上半年回盛生物归母净利同比增长92.8%，瑞普生物畜用板块营收增速近70%，中牧股份化药营收增速近50%，均为行业领先水平，现仅趋势初现，未来将持续放量为业绩提升提供有力支撑；3) 瑞普自2020Q4-2021Q1单品销售收入增速前三的分别为头孢、替米考星、猪腹泻疫苗。

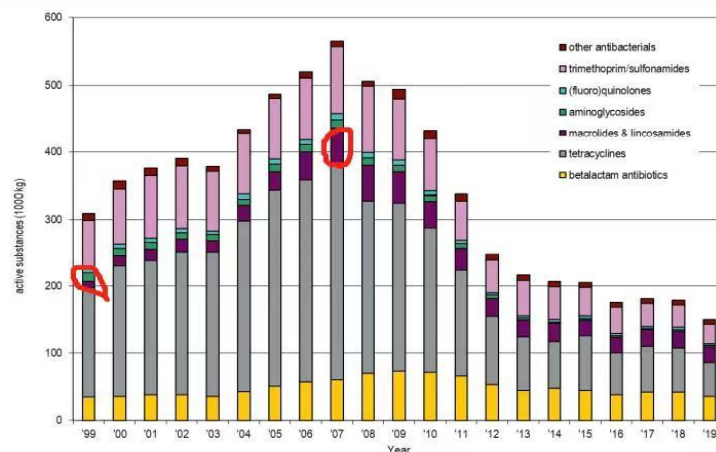
动物保健：禁抗带来动保行业的变化

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



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

图2 1996—2001年丹麦饲料和养殖现场抗生素总体用量变化



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

www.swsc.com.cn

动物保健：新版GMP促兽用化药行业集中度提升

- ❑ 兽药生产质量受国家高度重视，新版GMP与下游选择共同促进兽药行业结构变化：

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

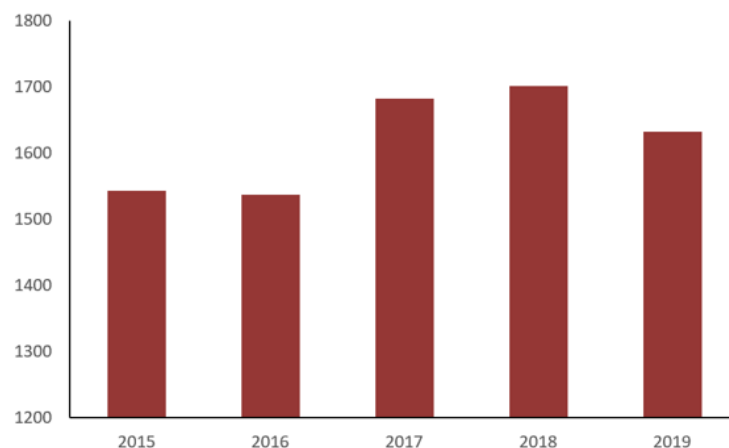
日期	政策	相关内容
2020.02	《2020年畜牧兽医工作要点》	强化饲料兽药质量安全监管。实施“双随机、一公开”饲料质量安全监督抽检,落实饲料质量安全管理规范。实现兽药生产、经销单位全覆盖追溯,加快推进兽药使用环节追溯。
2017.06	《全国遏制动物源细菌耐药行动计划（2017-2020）》	加强重要兽用抗菌药物风险评估和预警提示，加大安全风险评估力度，明确评估时间表和技术路线图，加快淘汰风险隐患品种，推动促生长用抗菌药物逐步退出；严格市场准入
2016.04	《关于促进兽药产业健康发展的指导意见》	力争产业结构进一步优化。中型以上兽药生产企业达到70%以上，产能利用率提高10个百分点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

数据来源：农业农村部，西南证券整理
www.swsc.com.cn

动物保健：化药行业集中度提升

- ❑ 整个化药市场目前分为三个部分，分别是：1）饲料端目前被禁止的抗生素产品，2）饲料端允许添加的产品，主要以溢多利的博落回和百里香酚为主，3）后端用以治疗用的化药产品，也是瑞普、回盛、中牧的产品区间。
- ❑ 后端药品的市场，三年前还是3000多家生产企业，后在诸多因素影响下，下降至2019年1632家左右。而其中大多仍是小作坊式的。相对比较大的较少。未来国家政策的影响，外加规模养殖企业的集中度提升，会倒逼兽药行业加速集中度提升。
- ❑ **头部的几家生产企业，每家的产品侧重不同**，回盛和胜利生物是以泰万菌素和泰妙为主，占比约在1/3到1/2之间，远征以青霉素为主，瑞普的主打产品则是长效头孢，齐鲁稍微产品多一些，但目前没有哪家能独占市场，1-2年内将会呈现共同快速发展的趋势，而在此之后才会进一步发生竞争关系。

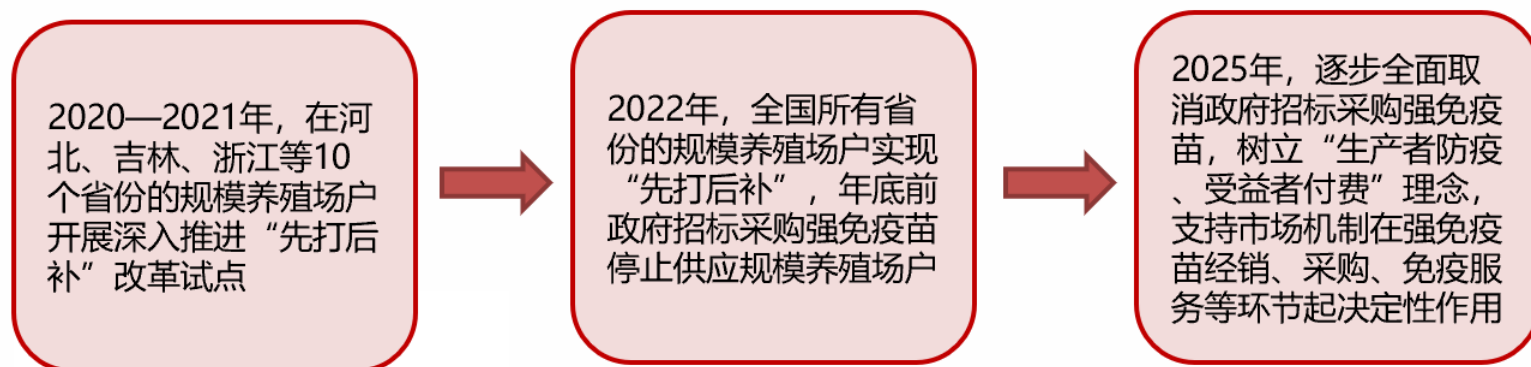
图：2015-2019 年兽药行业企业数量（单位：家）



数据来源：中国兽药协会，西南证券整理

动物保健：生药制品市场苗替代政采苗趋势

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



- **综上所述**，资金实力将与成本管控、疫病防治共同作用，成为下游养殖发展的核心竞争力，产品优质可提供配套服务的动保企业将获得竞争优势；从产品布局的角度来说，生物制药市场相对成熟，格局较为稳定，未来在政采苗替代市场苗的趋势下，能及时扩大市场份额的公司将更具竞争力；化药市场成长空间大，当前格局分散，集中度有望进一步提升，综合布局生物制药以及化药的公司拥有“周期”向“周期成长”发展的趋势，重点推荐中牧股份（600195）、科前生物（688526）、回盛生物（300871）。

目 录

◆ 动物保健：成长叠加周期，核心变化持续演绎

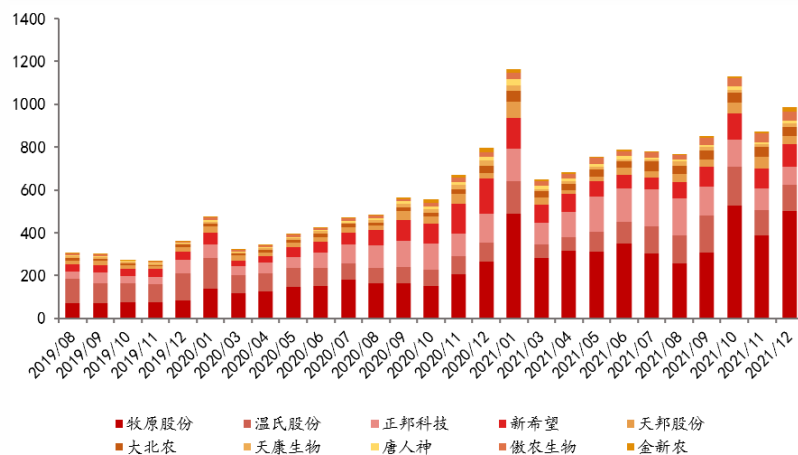
◆ 养殖行业：生猪预期回暖，黄羽鸡景气度有望提振

◆ 2022年下半年重点推荐投资标的

养殖行业：生猪规模养殖占比提升

- **本轮周期受非瘟影响，波动较为剧烈。**在非洲猪瘟得到有效控制后，2019年11月，能繁母猪存栏量首次实现环比增加0.6%，2020年疫情控制以及产能恢复使得三季度出栏同比转正，全年实现生猪出栏5.3亿头，同比下降3.2%。截至2021年，全国生猪存栏量6.7亿头，同比增长26%左右，猪肉价格自2019年底41元/公斤的高位，经20年高位波动后，21年初进入下行通道，于Q3跌至11元/公斤左右，行业陷入深度亏损，截至2022年6月初，价格处于16元/公斤左右。
- **规模场比例不断提升：**近年来中大型规模养殖场占比由四成提升至六成左右，主要原因在于：
 - 1) **政府提倡绿色养殖所制定的一系列规则有效提高生猪养殖门槛**，使得散户退出，行业集中度提高：自2014年以来，政府出台了一系列有关养殖的环保政策，其中包括要求养殖场、养殖小区周围应建设畜禽粪便处理设施等规定。
 - 2) **2018-2019年爆发的非洲猪瘟则加快了规模化的进程。**非洲猪瘟传染性强、病畜死亡率高，几乎达到100%，目前还没有可用于预防和治疗疫苗，因此对防控工作要求很高，在此情况下**龙头企业表现出较强的抗压能力**。据中国产业信息网数据显示，年产500头以上的规模养殖发生非洲猪瘟场点占比不足10%，而年产500头以下的散户发生非洲猪瘟的场点占比达30%。

上市生猪养殖企业出栏数据（单位：万头）



数据来源：中国畜牧业协会，西南证券整理

养殖行业：生猪规模养殖占比提升

- 头部养殖企业于融资渠道、成本优势、养殖效率等各方面拥有优势，或将进一步扩大市场份额。

表：2021 部分头部养殖企业融资情况

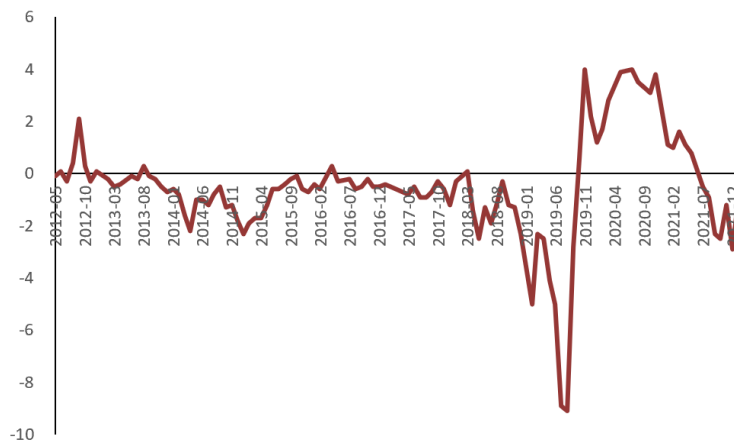
公司名称	时间	金额	融资渠道	主要用途
牧原股份	2021.08	95.5 亿元	可转换债券	其中 51 亿元将投入生猪养殖建设, 19 亿投入生猪屠宰项目建设, 余下 25.5 亿元用于补充流动资金, 所涉及 23 个生猪养殖项目共计可提供产能 677.3 万头
正大集团	2021.11	150 亿元	IPO	其中 42 亿用于补充流动资金, 余下 108 亿将投入到 17 个生猪养殖产业链项目中, 主要包括饲料、养殖以及生猪屠宰相关业务的部署
新希望	2021.10	81.5 亿元	可转换债券	57.1 亿元将投入到烟台新好生猪养殖项目、濮阳新六生猪养殖项目、东营新好生猪养殖项目、施秉新希望生猪养殖项目建设中, 建设周期皆在两年左右。
温氏股份	2021.03	92.97 亿元	可转换债券	42.52 亿元将投入崇左江洲温氏畜牧有限公司一体化一期等生猪养殖类项目建设; 11.36 亿将投入灵宝温氏禽业有限公司养殖项目等鸡类养殖, 水禽类项目投入 11.3 亿元, 补充流动资金 27.79 亿元。
正邦科技	2021.1	75 亿元	非公开发行股票	28.19 亿元将用于沾化正邦存栏 10 万头生猪的育肥场“种养结合”基地建设等 15 个生猪养殖项目, 余下 46.8 亿元用于补充流动资金。
唐人神	2021.03	15.5 亿元	非公开发行	其中 10 亿元将投入禄丰美神邓家湾存栏一万头基础母猪苗等 7 个生猪养殖相关项目, 饲料生产投入 2.5 亿元, 余下 2.6 亿元用于补充流动资金。

数据来源：公司公告，西南证券整理

养殖行业：生猪价格整体趋势回暖

- ❑ **能繁母猪淘汰趋势明显，产能合理降低，结构得到优化。**根据农业农村部数据显示，2021年7月、8月能繁母猪出现环比-0.5%、-0.9%的变动情况，是2020年以来首次环比降低，但母猪的淘汰需先经历结构性调整，低效产能的去化。截至2022年4月全国能繁母猪数量4177.3万头，环比下降0.2%，从当前生猪价格来看，行业仍存在有亏损，生猪价格整体趋势向上。
- ❑ 2021年9月23日农业农村部印发的《生猪产能调控实施方案（暂行）》指出，“十四五”期间，以正常年份全国猪肉产量在5500万吨时的生产数据为参照，设定能繁母猪存栏量调控目标，即能繁母猪正常保有量稳定在4100万头左右，最低保有量不低于3700万头。按照生猪产能调控的要求将能繁母猪存栏量划分为绿色区域（正常保有量的95%-105%）、黄色区域（正常保有量的90%-95%或是105%-110%）、红色区域（低于正常保有量的90%或高于其110%），当出现过度增加时将加强压减产能引导，推动能繁母猪的淘汰，截至2021年8月，全国能繁母猪存栏量接近正常保有量的110%，处于黄色调控区域的上限，未来生猪产能将逐步得到控制。

能繁母猪存栏量月环比变动



数据来源：Wind，西南证券整理

养殖行业：生猪养殖规模化、科技化

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

高科技生猪养殖场



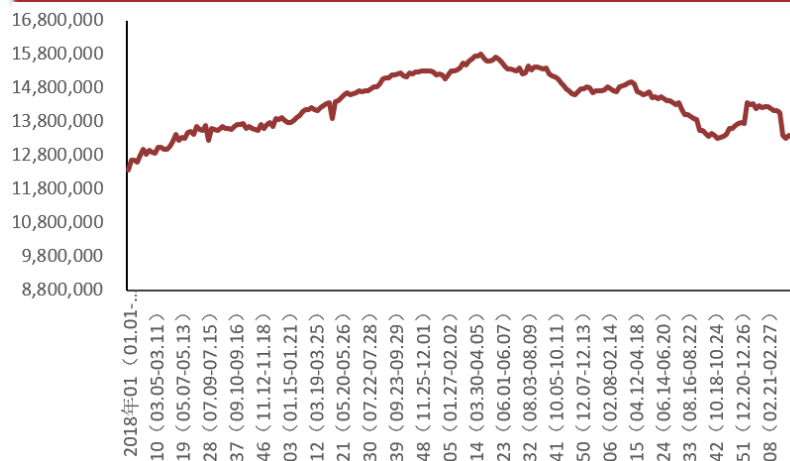
数据来源：百度百科，西南证券整理

- 综上所述，可有效控制生猪养殖成本，提高养殖效率，出栏优质猪只的龙头养殖企业有望迎来市场份额的提升，在本轮周期中收益，重点推荐巨星农牧（603477）、温氏股份（300498）、牧原股份（002714）。

养殖行业：黄羽鸡存在供需缺口

- **黄羽鸡产能去化，未来随需求恢复，价格景气度有望提升。**从供给端看，父母代存栏当前处于低位，且雏鸡销售价格偏低。截至2022年5月8日，在产父母代黄羽鸡1362.2万套，较2020年1575万套左右的最高水平降低15%左右，基本与2018年持平，低于2019、2020、2021年同期水平。父母代雏鸡价格5月初为8.44元/套，周环比下降4.7%，低于20、21年同期，高于18、19年同期水平，主要是受到饲料端价格偏高以及当前终端亏损的影响，补栏热情受阻。**从需求端来看**，黄羽鸡作为我国本土品种，需求具有一定的刚性，在新冠疫情得到有效控制后，黄羽鸡供需缺口将为其价格上涨提供支撑。

在产父母代黄羽鸡存栏量（单位：套）



在产父母代黄羽鸡存栏周环比变动情况

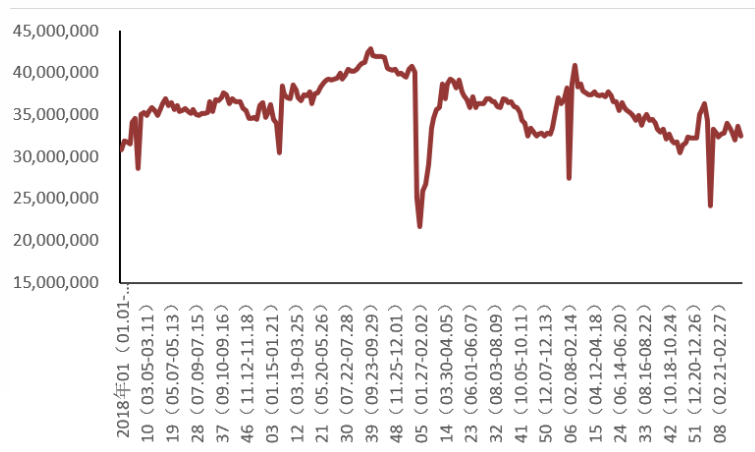


数据来源：Wind，西南证券整理

养殖行业：黄羽鸡存在供需缺口

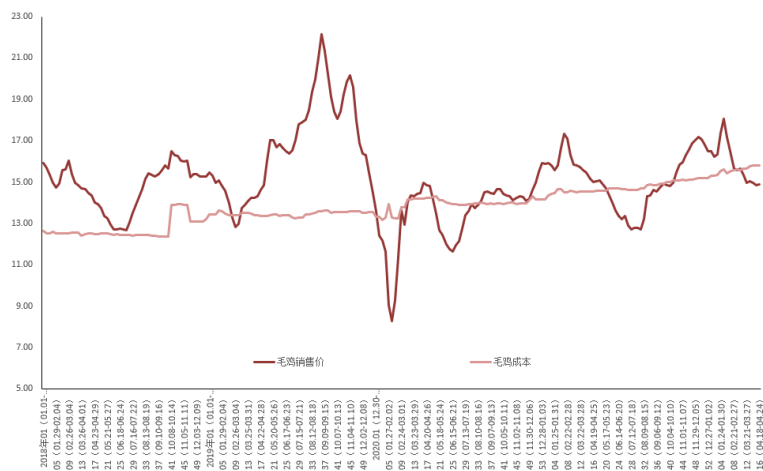
- ❑ 商品代肉雏鸡销售量低于往年水平，毛鸡价格与21年基本持平，未来有望迎来反弹。根据中国畜牧业协会数据显示，2022.05.02-05.08商品代雏鸡销售量3174.6万只，周环比增加1.6%，2018-2021年同期水平均在3500万只以上，商品代毛鸡销售价格约为14.9元/公斤，市场平均成本价15.9元/公斤，行业普遍处于亏损状态，主要是受到饲料成本上涨且疫情导致市场需求降低的影响。**生猪价格对于黄羽鸡存在一定影响**，即使黄羽鸡产能去化至低位，但猪肉价格偏低以及黄鸡需求端的影响使之价格上升乏力。但未来生猪价格预期回暖且随疫情得到有效控制，供需面提供价格上行支撑，拥有高弹性，黄羽鸡养殖行业盈利水平有望改善。

2013-2020中国牛肉消费量（单位：千吨）



数据来源：Wind，西南证券整理

2013-2020中国牛肉生产量（单位：万吨）



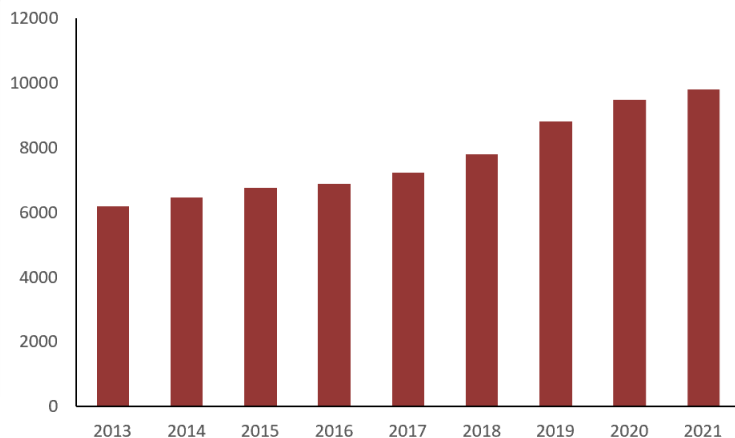
养殖行业：黄羽鸡养殖规模化，冰鲜成发展趋势

- ❑ **养殖行业门槛提高，行业集中度提升。**首先受禽流感、环保拆迁禁养等因素影响，养殖行业在疫情防控能力、改善养殖环境、提高养殖效率方面都面临更高的要求，大型企业由于具有资金、技术、防疫能力等多方面优势在行业筛选中具有较强的竞争优势；**其次受饲料原料价格上升影响**，肉鸡养殖企业成本居高不下，盈利空间收紧，龙头养殖企业拥有成本优势有望进一步扩大市场份额。黄羽鸡养殖不断向规模化发展。2021年全国出栏黄羽鸡40.4亿羽，其中温氏集团出栏11.1亿羽占比27.5%，立华股份出栏3.7亿羽占比9.2%。行业整体出现两超多强的局面。
- ❑ **因活禽市场逐步关闭相关政策，散户养殖退出市场，行业集中度进一步提升。**2020年7月3日，在国务院联防联控机制召开的新闻发布会上，国家市场监督管理总局市场稽查专员陈诤表示将严厉打击野生动物非法交易，禁止食用野生动物，限制活禽交易和宰杀、鼓励有条件的地方推广活禽集中宰杀，逐步取消活禽交易市场。黄羽鸡肉80%走活禽市场销售，仅有20%进屠宰场，而白羽鸡只有2%会投放到活禽市场上，因此此项工作计划，对白羽鸡影响甚微，而黄羽肉鸡却会因此受到较大冲击。截至2021年底已有134个地级市永久关闭或拟关闭活禽交易，冰鲜成为大势所趋。
- ❑ 综上所述，黄羽鸡养殖未来有望景气度提升，盈利水平增强，龙头市场份额进一步扩张，重点推荐立华股份（300761）。

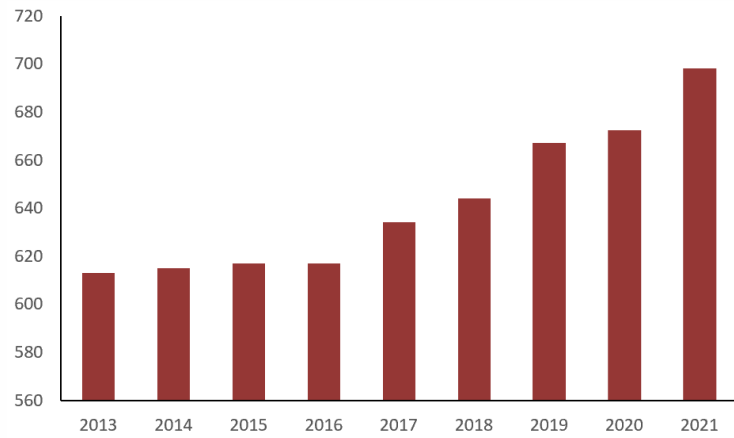
养殖行业：肉牛养殖有望突破

- ❑ **我国牛肉消费存在供需缺口**：根据USDA数据显示，2021年国内牛肉消费水平大约在981万吨左右的水平，同比增长3.4%，同年我国牛肉生产量698万吨，同比增长3.8%，我国当前牛肉零售价格为46元/斤左右，处于历史较高水平，2018年同期价格水平约为36元/斤左右，侧面证明了牛肉供需的缺口。
- ❑ **我国为牛肉净进口大国**：在国内供需矛盾不断凸显的同时，为满足消费需求，我国进口牛肉数量不断增长，我国主要的牛肉进口国包括澳大利亚、新西兰、乌拉圭等国，根据中国海关以及国家统计局数据显示，我国2021年进口牛肉233万吨，以满足供需缺口。按照当前全国牛肉零售均价45元/斤，供需缺口200-250万吨进行估计，我国牛肉市场仍存在有1800-2250亿的市场空间。

2013-2021中国牛肉消费量（单位：千吨）



2013-2021中国牛肉生产量（单位：万吨）



数据来源：Wind，西南证券整理

养殖行业：肉牛养殖有望突破

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

目 录

◆ 动物保健：成长叠加周期，核心变化持续演绎

◆ 养殖行业：生猪预期回暖，黄羽鸡景气度有望提振

◆ 2022年下半年重点推荐投资标的

中牧股份（600195）：把握化药市场，多板块协力共发展

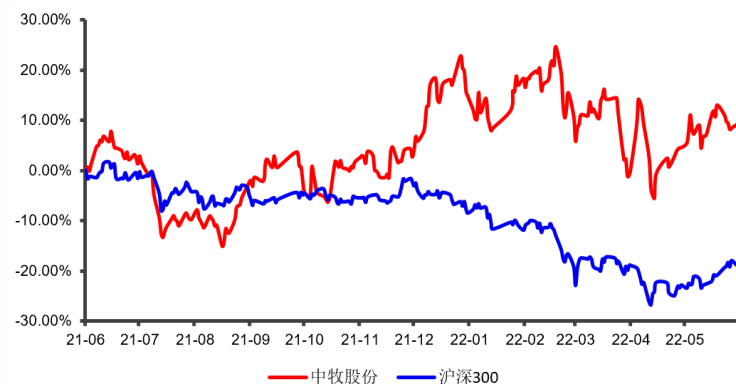
- **投资逻辑**：1）公司产品质量优势明显，核心产品口蹄疫疫苗方面不断研发创新，把握市场苗替代政府采购趋势积极布局市场，**目前市场苗已跻身第一梯队，集团客户数量快速增长**，此前兰州厂产能搬迁设备调试对于产能的影响在2021年二季度开始逐步消除，未来口苗市场有望达到10亿+规模；2）**发展化药业务，注重产业布局**，提升公司成长性，2018-2020因禁抗政策调整产线所带来的影响已经逐步消化，后续将迎爆发式增长，公司积极扩产泰万、泰乐原料药等大环内酯类药物，**原料药与制剂均布局，实现上下游产业一体化**，未来化药从营收与利润的层面均有望超越生药板块。
- **业绩预测与投资建议**：预计2022-2024年净利润分别为6.5亿、8.5亿、10亿，对应PE分别为20/15/13倍，“买入”评级。
- **风险提示**：产品销售情况不及预期，重大疫病免疫政策变动等。

业绩预测和估值指标

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	5301.57	5929.03	6842.45	7831.25
营业收入增长率	6.06%	11.84%	15.41%	14.45%
净利润（百万元）	513.86	651.09	854.01	1007.78
净利润增长率	22.22%	26.71%	31.17%	18.01%
EPS（元）	0.51	0.64	0.84	0.99
P/E	25	20	15	13

数据来源：Wind，西南证券

股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

科前生物（688526）：把握市场需求提升，非强免龙头蓄势待发

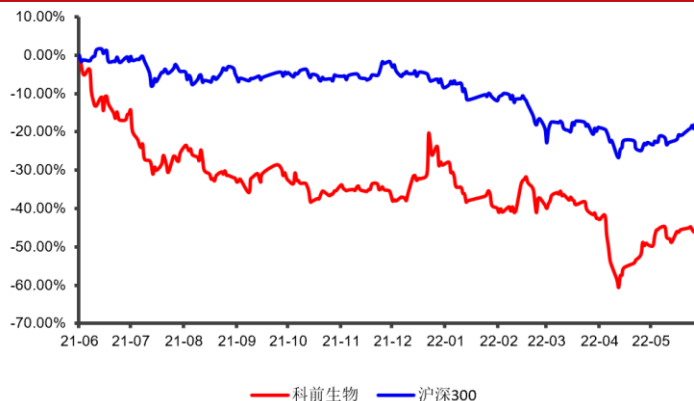
- **投资逻辑**：1) **公司猪用伪狂犬疫苗产品优质**，拥有明显毒株优势，公司采用我国本土分离的猪源性地方流行毒株研发，疫苗适应性与免疫原性更强，更适用于我国本土生猪养殖，是国内兽用生物制品行业内少有的能同时提供猪伪狂犬病活疫苗和灭活疫苗的企业，**市占率长期位居第一**，2020年达到30.3%；2) **产品矩阵丰富**，公司猪用疫苗产品覆盖了强制免疫疫病外的大多数疾病，这使得公司可将不同产品进行组合，提供综合解决方案；3) **注重研发创新**，构建多样平台，营销方面直销、经销两相结合拓展业务半径。
- **业绩预测与投资建议**：预计2022-2024年净利润分别为6.4亿、8.1亿、9.6亿，对应PE分别为19/15/12倍，“买入”评级。
- **风险提示**：产品研发进程不及预期，下游需求不及预期等。

业绩预测和估值指标

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1103.02	1375.34	1715.84	2058.30
营业收入增长率	30.81%	24.69%	24.76%	19.96%
净利润（百万元）	570.74	639.48	808.60	962.12
净利润增长率	27.45%	12.04%	26.45%	18.99%
EPS（元）	1.23	1.37	1.74	2.07
P/E	21	18.5	14.7	12.3

数据来源：Wind，西南证券

股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

回盛生物（300871）：上下游一体化，化药龙头前景向好

- **投资逻辑：** 1) 产品质量卓越，市场需求可观。公司作为**化药制剂龙头企业**，品类包含有泰乐菌素、泰万菌素、替米考星、氟苯尼考、盐酸多西环素等，产品优质市场占有率高，具有低毒、高效、低残留、不会产生大环内酯类药物间的耐药性等优点；2) **未来产能进一步释放**，公司成长性强。泰万菌素已由80吨扩产至240吨，未来将进一步迎来600吨的产能扩建，今年预计1000吨泰乐菌素产线投入使用，未来实现2000吨产能，在化药集中度不断提升的过程中，抢占市场份额，扩大龙头优势；3) 把握**原料药制剂一体化趋势**，原料药作为制剂的上游产品，公司自给自足可保证成本管控，长远来看具有战略意义
- **业绩预测与投资建议：** 预计2022-2024年净利润分别为2亿、2.8亿、3.7亿，对应PE分别为20/14/11倍，“买入”评级。
- **风险提示：** 养殖业突发疫情，产品销售不及预期等。

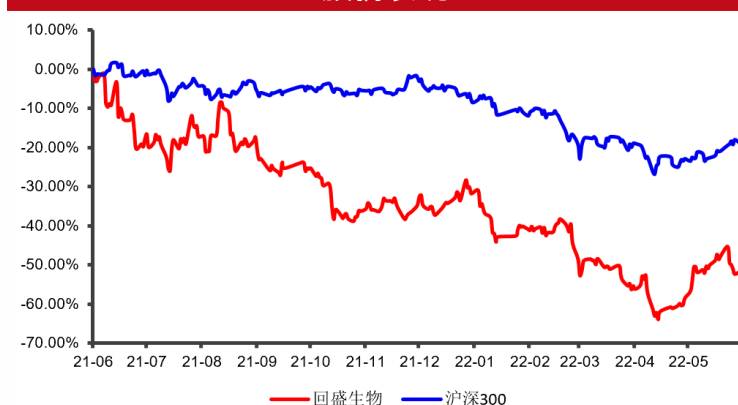
业绩预测和估值指标

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	996.22	1421.92	1980.89	2575.16
营业收入增长率	28.14%	42.73%	39.31%	30.00%
净利润（百万元）	132.87	200.83	281.22	373.96
净利润增长率	-11.52%	51.15%	40.03%	32.98%
EPS（元）	0.80	1.21	1.69	2.25
P/E	30	20	14	11

数据来源：Wind，西南证券

www.swsc.com.cn

股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

立华股份（300761）：黄鸡或迎反转，生猪同步布局

- **投资逻辑**：1）公司黄羽鸡养殖成本控制行业领先，公司作为我国**第二大黄羽鸡养殖企业**，2021年出栏黄羽鸡3.7亿羽，占全国40.4亿羽的比例进一步提升为9.2%。公司拥有选址优势，一般临近粮食产区，方便销售并获取饲料，控制原料成本，除此以外公司密切关注大宗商品价格变动、积极拍卖政府储备粮；针对玉米原料价格上升的情况，科学调整饲料酶制剂酶谱；2）**发展冰鲜业务，提高适应性**，线下设立多家冰鲜鸡屠宰加工子公司，线上与商超以及盒马鲜生等电商平台合作，成长性强，前景广阔；3）**生猪板块**当前产能利用率在30%左右，未来逐步提高，且优质能繁母猪比例不断提高，成本控制进一步增强，盈利能力提升。
- **业绩预测与投资建议**：预计2022-2024年净利润分别为7.6亿、10.4亿、14亿，对应PE分别为22/16/12倍，“买入”评级。
- **风险提示**：疫情影响消费者对禽类需求或不及预期、黄羽鸡价格情况不及预期。

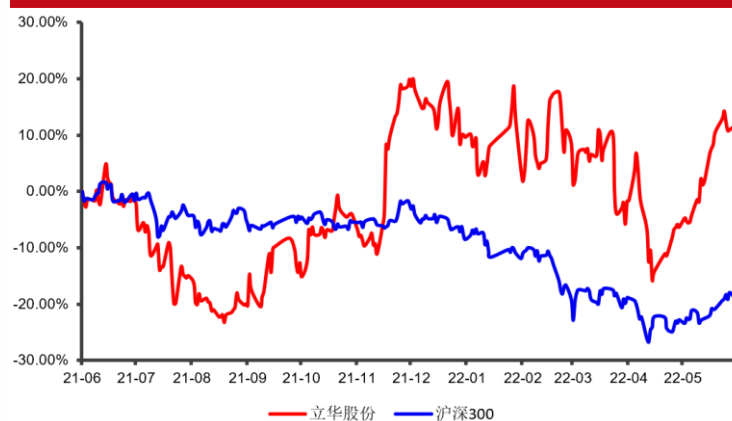
业绩预测和估值指标

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	11131.73	13345.60	15046.34	17552.35
营业收入增长率	29.12%	19.89%	12.74%	16.66%
净利润（百万元）	-395.59	759.13	1037.76	1395.06
净利润增长率	-255.70%	91.90%	36.70%	34.43%
EPS（元）	-0.98	1.88	2.57	3.45
P/E	-	22	16	12

数据来源：Wind，西南证券

www.swsc.com.cn

股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

巨星农牧（603477）：牢铸生物安全优势，优质企业稳步发展

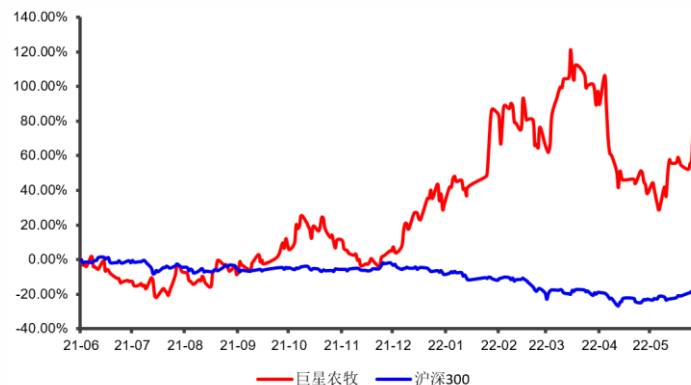
- **投资逻辑**：1）**公司与国际优秀养殖企业合作**，引进PIC优质祖代种猪，繁育四阴种猪，不携带蓝耳、伪狂犬GE、PED（猪流行性腹泻）、非洲猪瘟等常见猪传染病毒，且在后续养殖过程中患病率较低。后代拥有饲料转化率高，肉质形状好等优点，市场认可度高；2）**公司生猪稳步扩张**，21年销售87万头，同比增长176%，实现销售收入17.9亿元，未来将根据周期情况灵活把握产能投放节奏；3）**饲料与养殖正向协同促进降本增效**，饲料营养部门及时对配方进行调整有助于养殖场增产增效同时，降低外部采购饲料的风险，有效提高成本管控效率，料肉比进一步降低。
- **业绩预测与投资建议**：预计2022-2024年净利润分别为-2.1亿、15.1亿、26.8亿，对应2023-2024年PE分别为9/5倍，“买入”评级。
- **风险提示**：公司产能扩张情况不及预期，养殖端突发疫情。

业绩预测和估值指标

指标	2021A	2022E	2023E	2024
营业收入（百万元）	2982.92	8288.72	13608.02	21889.91
营业收入增长率	107.26%	177.87%	64.18%	60.86%
净利润（百万元）	258.98	-214.75	1508.15	2684.98
净利润增长率	102.84%	-182.92%	602.29%	78.03%
EPS（元）	0.51	-0.42	2.98	5.31
P/E	50	-	9	5

数据来源：Wind，西南证券

股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

温氏股份（300498）：盈利能力显著恢复，养殖龙头砥砺前行

- 投资逻辑：**1) 公司养殖业务自非洲猪瘟后持续修复至以往水平，2021年5月正式停止仔猪外购，公司仍以自繁苗育肥为主，2021年底高质量能繁母猪存栏在100-110万头，12年Q3以来种猪场分娩窝均健仔数维持在10.1-10.3头，2021年全年出栏生猪1321.7万头，同比增长38.5%；2) 公司**盈利能力逐步恢复，成本得到有效控制**，2020年肉猪完全成本约为22-23元/公斤，21年一季度完全成本在30元/公斤左右，主要系外购仔猪成本高、三元母猪生产效率低等原因，21年底逐步控制在17.5元/公斤；3) 黄羽鸡养殖或迎来景气度提升，2021年公司黄羽鸡出栏11亿羽，实现收入303.3亿元，毛利率为9%，资金周转速度相对较快。
- 业绩预测与投资建议：**预计2022-2024年净利润分别为-15.6亿、105.5亿、170.2亿，对应2023-2024年PE分别为12/8倍，“买入”评级。
- 风险提示：**下游需求不及预期、养殖端出现疫情、猪价超跌等。

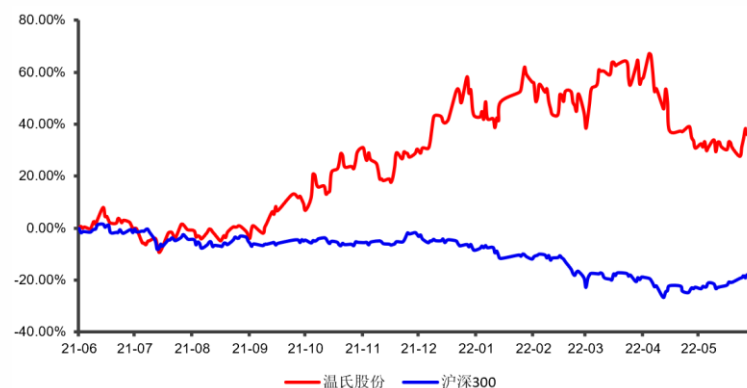
业绩预测和估值指标

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	64964.59	80733.14	104840.92	141500.49
营业收入增长率	-13.31%	24.27%	29.86%	34.97%
净利润（百万元）	-13404.36	-1557.89	10550.24	17021.04
净利润增长率	-280.51%	-111.62%	106.31%	61.33%
EPS（元）	-2.11	-0.25	1.66	2.68
P/E	-	-	12	8

数据来源：Wind，西南证券

www.swsc.com.cn

股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

牧原股份（002714）：稳健经营穿越周期，养殖龙头前景向好

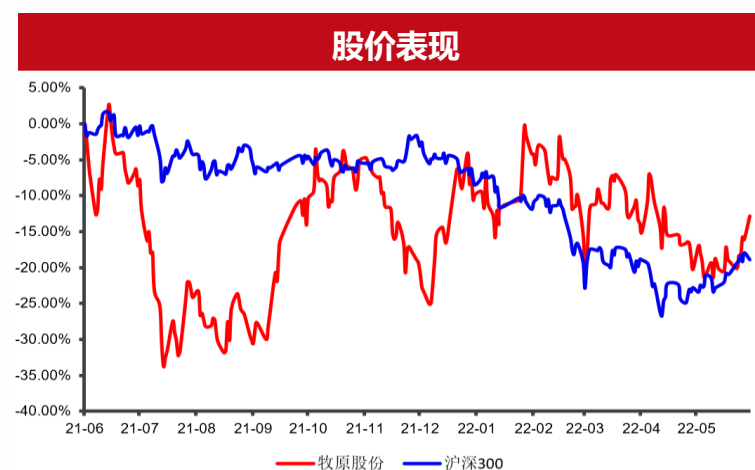
- **投资逻辑**：1) **公司作为养殖龙头**，拥有资金优势，面对周期拐点时可迅速反应。牧原作为国内产能最大的生猪养殖公司，2021年生猪出栏量达到4026万头，同比增加122.3%，占全国生猪出栏6%左右，拥有“全自养、全链条、智能化”经营模式且产业链完备，积极开拓屠宰板块，于周期中发展的脚步不停；2) **公司养殖效率高**，饲料方面公司自主生产，减少中间交易成本，拥有现代化猪舍优势，有助于其做好防疫，保证养殖效率。公司针对猪舍环境无人智能控制、生猪健康自动识别预警等多项关键技术进行攻关，追求高效养殖。
- **业绩预测与投资建议**：预计2022-2024年净利润分别为95.6亿、288.8亿、416.8亿，对应PE分别为31/10/7倍，“持有”评级。
- **风险提示**：下游需求不及预期、产能扩张不及预期等。

业绩预测和估值指标

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	78889.87	103319.58	144647.42	182811.50
营业收入增长率	40.18%	30.97%	40.00%	26.38%
净利润（百万元）	6903.78	9555.75	28882.97	41679.65
净利润增长率	-74.85%	38.41%	202.26%	44.31%
EPS（元）	1.30	1.80	5.43	7.83
P/E	42	31	10	7

数据来源：Wind，西南证券

股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

鹏都农牧（002505）：把握供需缺口，争做肉牛产业链龙头

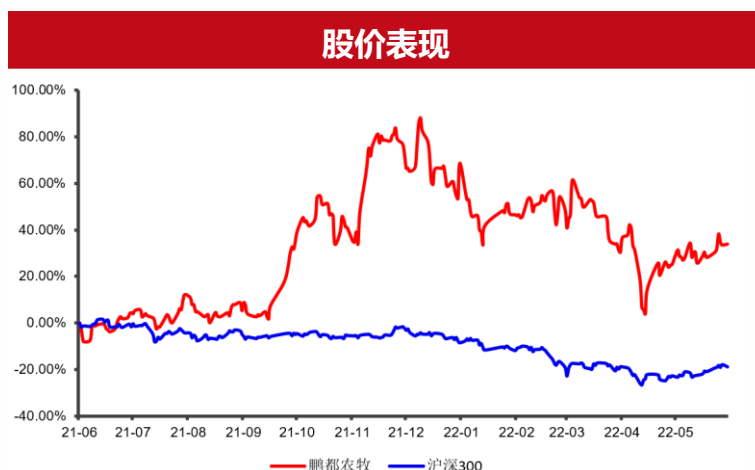
- **投资逻辑**：1) 母公司鹏欣集团对于公司发展肉牛产业表示支持，利用海外优质种牛优势，引入能繁母牛，采取“公司+基地”扩繁、“公司+合作社+农户”育肥双模式并行的方式，向“轻资产”靠拢；2) 公司把握地理优势，利用云南本土资源叠加青贮饲料进口资质，解决饲料端难题，且在饲料之外，同步针对下游屠宰进行布局，瑞丽鹏和屠宰厂占地2500亩，年屠宰产能可达50万头，是目前中国肉牛屠宰加工最大产能，云南是缅甸进口牛肉的唯一口岸，且鹏和拥有唯一性牌照优势；3) 肉牛产业助力乡村振兴，推动就业发展，与地方政府合作，解决民生问题，提高人民生活质量。
- **业绩预测与投资建议**：预计2022-2024年净利润分别为8亿、24亿、40亿，对应PE分别为26/9/5倍，“买入”评级。
- **风险提示**：种牛引进进度不及预期；养殖端出现疫情；产品销售不及预期等。

业绩预测和估值指标

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	14303.70	18986.27	27345.10	35185.50
营业收入增长率	6.38%	32.74%	44.03%	28.67%
净利润（百万元）	117.06	804.63	2400.59	4000.68
净利润增长率	533.70%	587.35%	198.35%	66.65%
EPS（元）	0.02	0.13	0.38	0.63
P/E	181	26	9	5

数据来源：Wind，西南证券

股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

部分公司估值表

代码	公司	EPS				PE				投资 评级
		2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
600195	中牧股份	0.51	0.64	0.84	0.99	25	20	15	13	买入
688526	科前生物	1.23	1.37	1.74	2.07	21	19	15	12	买入
300871	回盛生物	0.80	1.21	1.69	2.25	30	20	14	11	买入
300761	立华股份	-0.98	1.88	2.57	3.45	-	22	16	12	买入
603477	巨星农牧	0.51	-0.42	2.98	5.31	50	-	9	5	买入
300498	温氏股份	-2.11	-0.25	1.66	2.68	-	-	12	8	买入
002714	牧原股份	1.30	1.80	5.43	7.83	42	31	10	7	持有
002505	鹏都农牧	0.02	0.13	0.38	0.63	181	26	9	5	买入

数据来源：Wind，西南证券



分析师：徐卿

执业证号：S1250518120001

电话：021-68415832

邮箱：xuq@swsc.com.cn

联系人：刘佳宜

电话：021-68415832

邮箱：liujy@swsc.com.cn

西南证券投资评级说明

公司评级

买入：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在20%以上
持有：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于10%与20%之间
中性：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-10%与10%之间
回避：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上
跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间
弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数-5%以下

分析师承诺

报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

重要声明

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

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

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

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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

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



西南证券研究发展中心

西南证券研究发展中心

上海 地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼 邮编：200120	深圳 地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼 邮编：518040
北京 地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼 邮编：100033	重庆 地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼 邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理/销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	黄滢	高级销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
广深	郑龔	广州销售负责人/销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn