

谨慎推荐（维持）

紧跟周期，布局景气

风险评级：中风险

农林牧渔行业 2022 年下半年投资策略

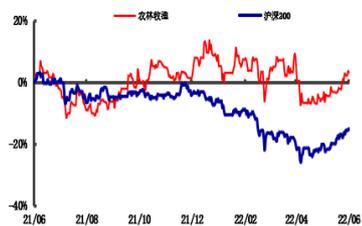
2022 年 6 月 22 日

投资要点：

分析师：魏红梅
SAC 执业证书编号：
S0340513040002
电话：0769-22119462
邮箱：whm2@dgzq.com.cn

研究助理：黄冬祎
SAC 执业证书编号：
S0340121020013
电话：0769-22119410
邮箱：
huangdongyi@dgzq.com.cn

农林牧渔（申万）指数走势



资料来源：Wind，东莞证券研究所

相关报告

- **2022年1-6月农林牧渔行业市场走势与估值：**2022年1-6月份（截至2022年6月17日），SW农林牧渔行业整体下跌5.31%，涨幅在所有申万一级行业指数中居第八，跑赢同期沪深300指数约7.47个百分点。细分板块中，仅养殖业录得正收益，上涨0.7%；其他细分板块均录得负收益，其中种业跌幅相对较少，下跌3.1%；动物保健走势最弱，下跌24.6%，跌幅最大。截至2022年6月17日，SW农林牧渔行业整体PB约3.3倍，略低于行业2014年以来的均值；相对沪深300PB溢价率约为139.5%，低于2014年以来的溢价率均值。
- **行业投资策略：维持对行业的谨慎推荐评级。**今年以来，受多因素影响，行业机遇与挑战并行。展望今年下半年，市场可以重点把握养殖与种业两大投资主线，寻找板块中高景气的投资机会。**生猪养殖板块：**4月以来，受疫情、国家收储等因素影响，猪价出现上涨。考虑到生猪供给滞后能繁母猪供给10个月，预计今年下半年供给有望缩量，猪价拐点或基本确立。但由于近期猪价上涨，市场出现了压栏增重、二次育肥等现象，不排除后续供给增加的情况，导致猪价或再次回调。从猪价走势来看，受养殖成本走高与国家收储等政策支撑，预计猪价下跌空间相对有限，而新一轮周期猪价上涨的幅度则需结合后续产能去化幅度、饲料成本等指标进行进一步判断。**种业板块：**短期来看，国家政策和俄乌冲突推动行业景气。今年以来，国家相继出台种业政策，对板块有一定的提振。受俄乌冲突影响，目前全球小麦、玉米、大豆等主要农作物价格维持高位，我国农民种植意愿相对较高，带动相应农作物种子销量。从中长期来看，随着国家对转基因的重视，转基因品种的商业化应用将成为种业发展的重要趋势，我国转基因商业化有望得到加速进展，进而有望利好相关优质龙头企业。标的方面，可重点关注养殖板块中的牧原股份（002714）、温氏股份（300498）、新希望（000876）、天邦食品（002124）、圣农发展（002299）、益生股份（002458）、民和股份（002234）、仙坛股份（002746）、立华股份（300761）、湘佳股份（002982）等；种业板块中的隆平高科（000998）、荃银高科（300087）、大北农（002385）、金龙鱼（300999）等；宠物板块中的中宠股份（002891）、佩蒂股份（300673）等。
- **风险提示：**非洲猪瘟和禽流感等疫病大规模爆发，生猪、肉鸡等价格下行，自然灾害，转基因技术推广不及预期，市场竞争加剧等。

目 录

1. 2022 年上半年走势回顾	5
1.1 SW 农林牧渔行业上半年跑赢沪深 300 指数	5
1.2 行业估值	5
2. 生猪养殖：产能去化阶段性放缓，把握周期向上拐点	6
2.1 我国是全球第一大生猪产出国，猪肉是居民第一大肉类消费品	6
2.2 我国生猪养殖行业集中度较低，规模养殖趋势显现	7
2.3 2021 年-2022Q1 生猪养殖板块业绩承压	9
2.4 生猪供给有望缩量，能繁母猪产能去化阶段性放缓	10
2.5 猪价拐点或基本确立，生猪价格后续或仍有反复	11
2.6 生猪头均养殖利润亏损幅度缩小	12
2.7 猪粮比处于过度下跌二级预警区间，国家收储从政策面提振猪价	14
2.8 关注产能去化进程，把握周期向上拐点	15
2.9 重点公司分析	16
3. 肉鸡养殖：关注产能去化，寻找边际拐点	17
3.1 我国是全球第二大肉鸡生产国，鸡肉与猪肉消费具有替代性	17
3.2 白羽鸡：产能相对充裕，禽流感或一定程度上影响引种量	18
3.3 黄羽鸡：产能去化稳步推进，关注盈利修复进程	20
3.4 关注产能去化，寻找边际拐点	22
3.5 重点公司分析	22
4. 种业：短期受政策、俄乌冲突提振，中长期转基因有望成为趋势	26
4.1 我国种业市场规模保持增长，竞争格局相对分散	26
4.2 国家政策推动种业发展	27
4.3 我国转基因商业化有望加速进行	29
4.4 主要农作物分析	32
4.5 短期受政策、俄乌冲突提振，中长期转基因有望成为趋势	40
4.6 重点公司分析	40
5. 宠物食品：行业增速较快，集中度有望进一步提高	42
5.1 我国宠物市场处于快速成长期，宠物食品是宠物行业最大的细分市场	42
5.2 多因素推动宠物食品消费上行	43
5.3 国内宠物食品行业快速发展，集中度有望进一步提高	45
5.4 重点公司分析	46
6. 投资建议	47
7. 风险提示	48

插图目录

图 1：2022 年 1 月 1 日-6 月 17 日 SW 一级行业涨幅 (%)	5
图 2：2022 年 1 月 1 日-6 月 17 日 SW 农林牧渔行业子行业涨幅 (%)	5
图 3：SW 农林牧渔行业整体 PB (倍)	5
图 4：SW 农林牧渔行业相对沪深 300PB 溢价 (%)	5
图 5：2021 年部分国家生猪产量 (亿头)	6
图 6：2017-2021 年部分国家生猪产量占比 (%)	6

图 7: 我国居民人均猪肉消费量 (千克/年)	7
图 8: 我国居民人均肉类消费结构 (%)	7
图 9: 2021 年我国生猪养殖行业竞争格局 (%)	7
图 10: 我国生猪出栏 500 头以上养殖场出栏量占比提高 (%)	8
图 11: 我国生猪养殖年出栏户数占比 (%)	8
图 12: 2017-2022Q1 生猪养殖板块营业收入与增速 (亿元, %)	9
图 13: 2017-2022Q1 生猪养殖板块归母净利润与增速 (亿元, %)	9
图 14: 能繁母猪存栏量 (万头)	10
图 15: 生猪存栏量 (万头)	10
图 16: 能繁母猪存栏同比与环比 (%)	11
图 17: 生猪存栏同比与环比 (%)	11
图 18: 我国 22 省市生猪平均价格 (元/千克)	12
图 19: 玉米价格 (元/千克)	13
图 20: 大豆价格 (元/吨)	13
图 21: 豆粕价格 (元/吨)	13
图 22: 生猪养殖利润 (元/头)	13
图 23: 猪饲料构成 (%)	14
图 24: 猪粮比	15
图 25: 2021 年部分国家鸡肉产量占比 (%)	17
图 26: 2013-2021 年我国鸡肉与猪肉消费量对比 (千吨)	17
图 27: 肉鸡苗和鸡产品均价	18
图 28: 鸡肉平均零售价 (元/斤)	18
图 29: 我国主产区白羽肉鸡平均价格 (截至 2022 年 6 月 17 日)	19
图 30: 祖代鸡存栏量 (万套) 及增速 (%)	19
图 31: 父母代鸡存栏量 (万套) 及增速 (%)	19
图 32: 我国在产祖代黄羽肉鸡存栏量与增速 (万套, %)	21
图 33: 我国在产父母代黄羽肉鸡存栏量与增速 (万套, %)	21
图 34: 黄羽鸡全国出栏价 (元/公斤)	22
图 35: 泰森食品品牌概览	23
图 36: 泰森食品营业收入与增速 (亿美元, %)	24
图 37: 泰森食品归母净利润与增速 (亿美元, %)	24
图 38: 圣农发展 2021 业务结构 (%)	24
图 39: 泰森食品 2022H1 业务结构 (%)	24
图 40: 泰森食品 2022H1 鸡肉类业务渠道收入结构 (%)	25
图 41: 圣农发展 2016-2022Q1 营业收入与增速 (亿元, %)	26
图 42: 泰森食品 2016-2022H1 鸡肉业务营业收入与增速 (亿美元, %)	26
图 43: 全球种业市场规模 (亿美元)	26
图 44: 中国种业市场规模 (亿元)	26
图 45: 全球种业市场竞争格局 (%)	27
图 46: 我国种业市场竞争格局 (%)	27
图 47: 2021 年全球小麦产量分布	33
图 48: 2021 年全球小麦出口量分布	33
图 49: 2021 年我国小麦进口国结构 (%)	33
图 50: 小麦现货价 (元/吨)	34
图 51: 2021 年全球玉米产量占比 (%)	34

图 52: 2021 年全球玉米进口分布	35
图 53: 2021 年我国玉米进口国结构 (%)	35
图 54: 玉米现货价 (元/吨)	35
图 55: 2021 年全球大豆产量占比 (%)	36
图 56: 2021 年全球大豆进口分布	37
图 57: 2021 年我国大豆进口量区域结构	37
图 58: 大豆现货价 (元/吨)	37
图 59: 2006-2021 年我国水稻产量与增速 (百万吨, %)	38
图 60: 2020 年全球水稻产量占比 (%)	38
图 61: 我国水稻进口量 (千吨)	38
图 62: 2021 年我国稻谷和大米进口国家分布 (%)	39
图 63: 我国早籼稻、中晚籼稻、粳稻收购价格指数	40
图 64: 我国城镇宠物 (犬猫) 消费市场规模与增速	42
图 65: 2021 年我国宠物消费结构 (%)	43
图 66: 我国宠物 (犬猫) 食品市场规模与国内 GDP 增长对比	44
图 67: 我国结婚率 (‰)	44
图 68: 我国人口老龄化率 (%)	44
图 69: 2019 年中美猫犬食品行业 CR3 对比	45
图 70: 2018-2021 年我国养宠人群年龄分布 (%)	46

表格目录

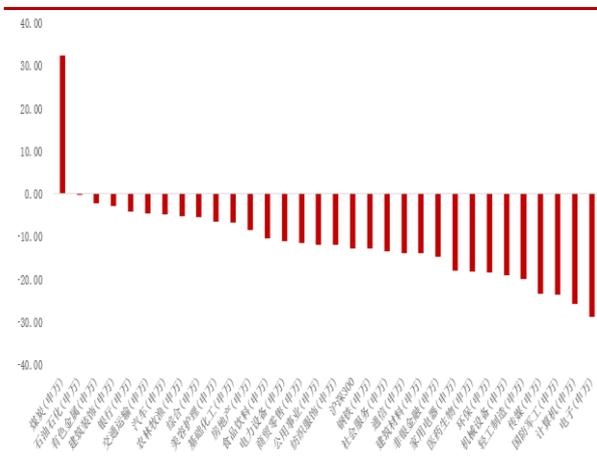
表 1: 主要生猪养殖公司 2021 年-2022Q1 单季度归母净利润 (亿元)	9
表 2: 2006 年以来我国共经历了四轮猪周期	11
表 3: 2012 年至今我国经历的五次白羽鸡周期	18
表 4: 2013 年至今我国经历的四次黄羽鸡周期 (以中速鸡为例)	21
表 5: 近期我国出台的主要种业政策文件	28
表 6: 近期我国转基因相关政策文件/时间	30
表 7: 我国多次发放玉米、大豆的转基因生物安全证书 (生产应用)	31
表 8: 国内宠物及宠物食品行业相关的法律法规和相关国家标准	43
表 9: 重点公司盈利预测及投资评级 (2022/6/21)	48

1. 2022 年上半年走势回顾

1.1 SW 农林牧渔行业上半年跑赢沪深 300 指数

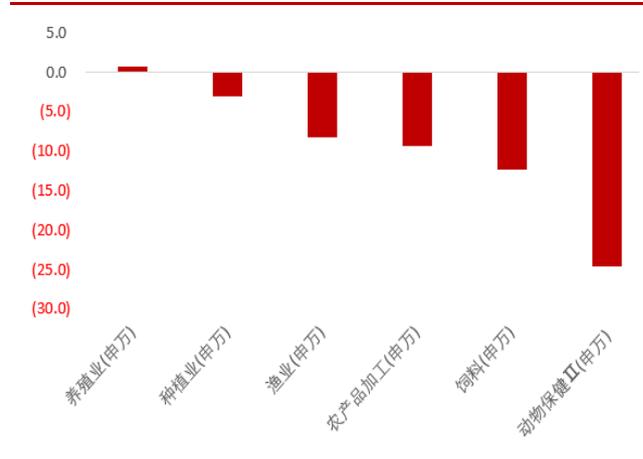
SW 农林牧渔行业上半年录得负收益，但跑赢沪深 300 指数。2022 年 1-6 月份（截至 2022 年 6 月 17 日），SW 农林牧渔行业整体下跌 5.31%，涨幅在所有申万一级行业指数中居第八，跑赢同期沪深 300 指数约 7.47 个百分点。细分板块中，仅养殖业录得正收益，上涨 0.7%；其他细分板块均录得负收益，其中种业跌幅相对较少，下跌 3.1%；动物保健走势最弱，下跌 24.6%，跌幅最大。

图 1：2022 年 1 月 1 日-6 月 17 日 SW 一级行业涨幅（%）



数据来源：wind，东莞证券研究所

图 2：2022 年 1 月 1 日-6 月 17 日 SW 农林牧渔行业子行业涨幅（%）



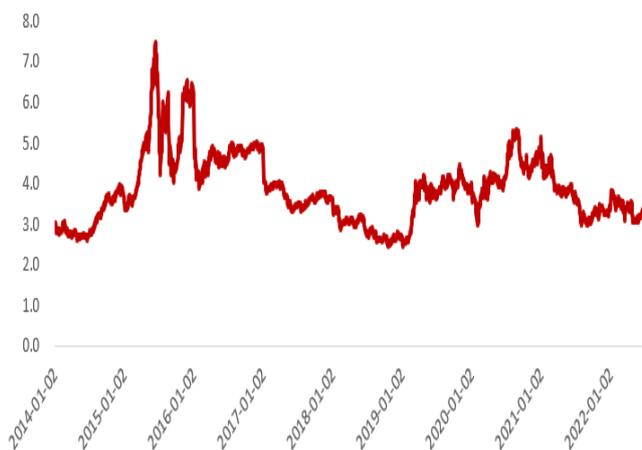
数据来源：wind，东莞证券研究所

1.2 行业估值

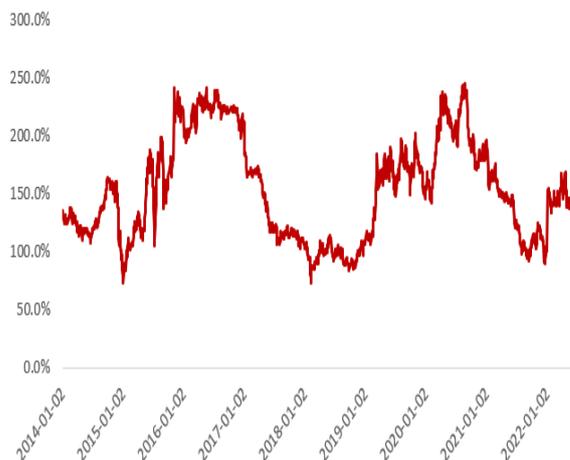
1-6 月行业估值有所回落，目前估值略低于近几年均值。截至 2022 年 6 月 17 日，SW 农林牧渔行业整体 PB 约 3.3 倍，略低于行业 2014 年以来的均值；相对沪深 300PB 溢价率约为 139.5%，低于 2014 年以来的溢价率均值。

图 3：SW 农林牧渔行业整体 PB（倍）

图 4：SW 农林牧渔行业相对沪深 300PB 溢价（%）



数据来源：wind，东莞证券研究所



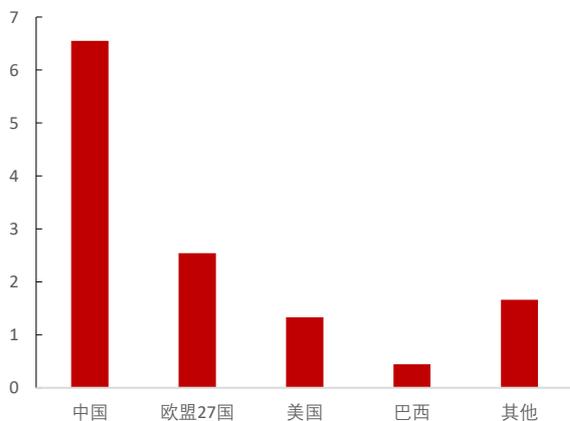
数据来源：wind，东莞证券研究所

2. 生猪养殖：产能去化阶段性放缓，把握周期向上拐点

2.1 我国是全球第一大生猪产出国，猪肉是居民第一大肉类消费品

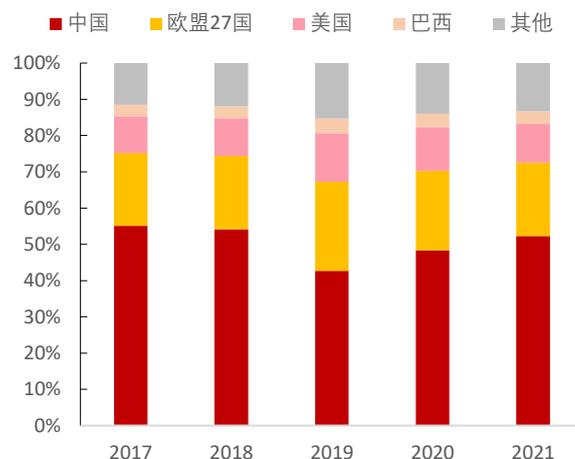
我国是全球第一大生猪产出国。根据美国农业部数据显示，2021 年全球生猪产量为 12.53 亿头。其中，我国生猪产量为 6.55 亿头，产量位居全球第一，在全球占比为 52%。欧盟 27 国与美国 2021 年的生猪产量分别为 2.54 亿头与 1.33 亿头，产量分别位居全球的第二与第三。2019 年受非洲猪瘟与相关政策等因素影响，我国生猪产量在全球占比出现下降。随着影响因素弱化，2020 年与 2021 年我国生猪产量占比稳步回升，我国生猪产量占比从 2019 年的 42.7% 增加至 2021 年的 52.3%。

图 5：2021 年部分国家生猪产量（亿头）



数据来源：美国农业部，东莞证券研究所

图 6：2017-2021 年部分国家生猪产量占比 (%)

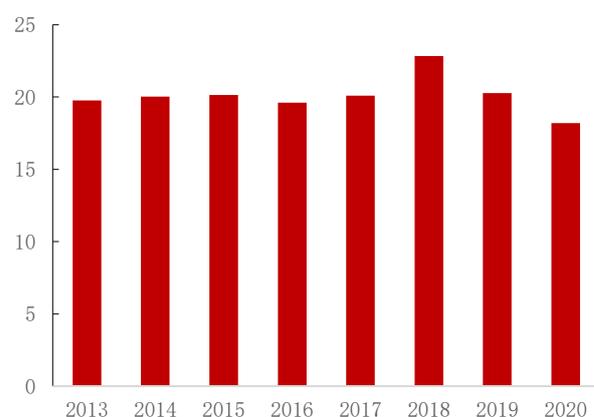


数据来源：美国农业部，东莞证券研究所

从国内肉类消费结构看，猪肉是我国居民的第一大消费品类。在我国肉类消费结构中，猪肉目前是我国居民的第一大消费品类。2020 年，我国人均猪肉消费量为

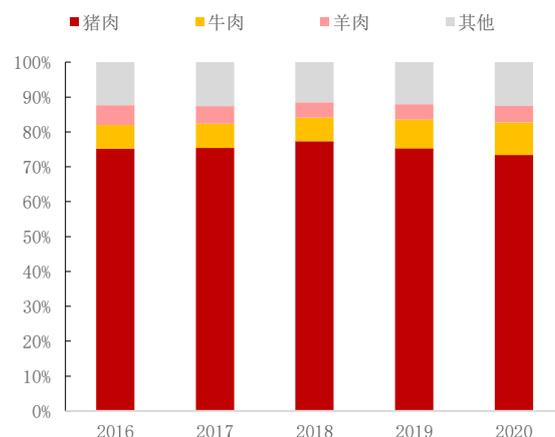
18.20 千克/年，占比为 73.42%。牛肉与羊肉分别为居民的第二与第三大肉类消费品，占比分别为 9.27%与 4.93%。在非洲猪瘟疫情爆发前，我国居民人均猪肉消费量总体稳步增加。2013 年-2018 年，我国居民人均猪肉消费量从 19.77 千克/年增加至 22.83 千克/年。非洲猪瘟爆发后，居民的人均猪肉消费量减少，叠加疫情发生后居民对牛羊肉等可以提高免疫力的肉类产品需求增加与猪价持续走高，我国人均猪肉消费量进一步下降。2020 年，我国居民人均猪肉消费量为 18.20 千克/年，同比下降 10.24%。从肉类消费占比来看，我国人均猪肉消费量从 2018 年的 77.34%下降至 2020 年的 73.42%。

图 7：我国居民人均猪肉消费量（千克/年）



数据来源：国家统计局，东莞证券研究所

图 8：我国居民人均肉类消费结构（%）



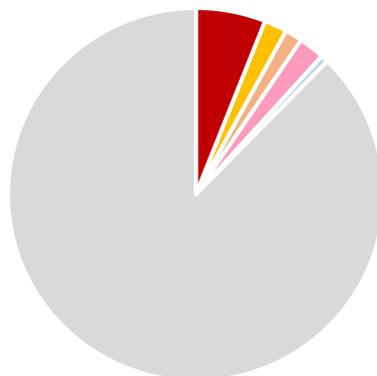
数据来源：国家统计局，东莞证券研究所

2.2 我国生猪养殖行业集中度较低，规模养殖趋势显现

我国生猪养殖行业集中度低，格局相对分散。我国生猪养殖行业具有典型的“小企业，大市场”的特点。虽然目前行业的市场规模超过万亿，但行业集中度较低，大规模猪企的数量偏少。以生猪出栏量作为衡量行业集中度的标准，2021 年我国生猪养殖行业的 CR5 为 12.34%。其中，牧原股份的生猪出栏量位居全国第一，为 4026 万头，市场份额为 6.01%。温氏股份与正邦科技的市场份额分别为 1.97%与 2.23%，新希望在 1.49%左右。

图 9：2021 年我国生猪养殖行业竞争格局（%）

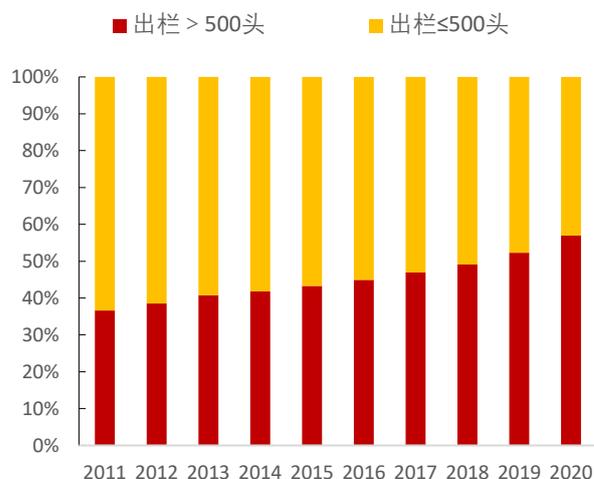
■ 牧原股份 ■ 温氏股份 ■ 新希望 ■ 正邦科技 ■ 大北农 ■ 其他



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

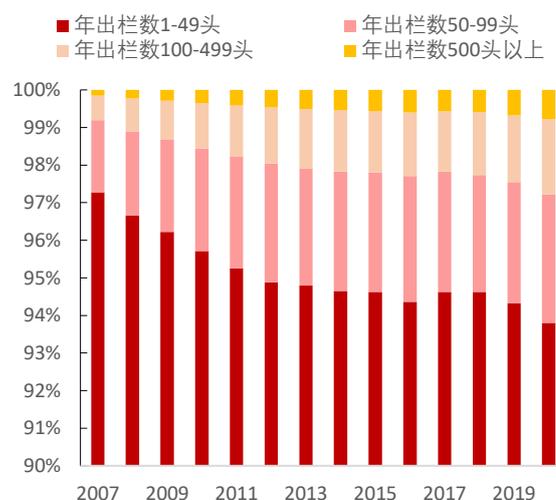
我国生猪以散户养殖为主，规模养殖趋势显现。我国生猪目前主要以散户养殖为主。2020 年，我国生猪年出栏 1-49 头户数的占比高达 93.80%。相比散户养殖而言，规模大的养殖场具有综合成本低、生物防控要求高、管理效益好等特点。近几年，我国生猪养殖行业逐步呈现出规模化（年出栏 500 头以上）的趋势。从出栏量来看，2011-2020 年，我国出栏 500 头以下的养殖场出栏量占比从 63.40% 下降至 43.00%，出栏 500 头以上的养殖场出栏量占比从 36.60% 提升至 57.00%。从出栏户数来看，2007-2020 年，年出栏数 500 头以下小规模养殖场从 8222 万户下降至 2062 万户。其中，年出栏数 1-49 头的户数占比从 2007 年的 97.27% 减少至 2020 年的 93.80%。而年出栏数在 500 头以上的规模养殖场占比则从 2007 年的 0.15% 增加至 2020 年的 0.78%。

图 10：我国生猪出栏 500 头以上养殖场出栏量占比提高（%）



数据来源：中国畜牧业年鉴，东莞证券研究所

图 11：我国生猪养殖年出栏户数占比（%）



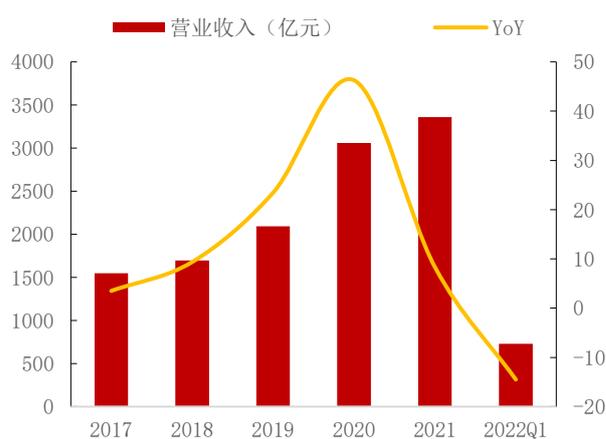
数据来源：中国畜牧业年鉴，东莞证券研究所

2.3 2021 年-2022Q1 生猪养殖板块业绩承压

2021 年生猪养殖板块业绩承压。在非洲猪瘟、环保政策发生后，我国生猪产能大幅下滑，对应的生猪价格自 2019 年初开始快速上涨。2021 年以来，随着产能释放，生猪价格快速下跌。在猪价下行的背景下，我国生猪养殖板块 2021 年业绩承压。2021 年，生猪养殖板块（SW 生猪养殖板块共 10 家样本公司，下同）实现营业收入 3359.88 亿元，同比增长 8.35%；实现归母净利润-396.18 亿元，同比下降 177.66%。从具体公司来看，温氏股份、新希望与正邦科技从 2021Q2 开始出现亏损，牧原股份 2021Q3 出现亏损，2021 年下半年行业进入深度亏损期。

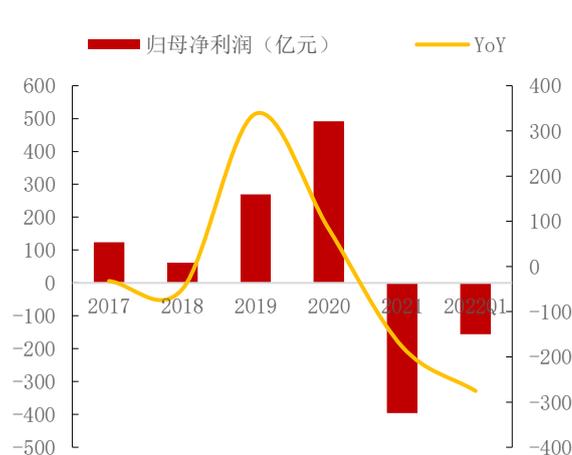
2022 年一季度，生猪养殖板块延续亏损态势。2022 年春节过后，猪价再次进入下行通道。叠加俄乌冲突、南美旱情推动玉米、大豆等饲料价格走高，2022 年一季度生猪养殖业绩延续亏损态势。2022Q1，生猪养殖板块实现营业收入 729.14 亿元，同比下降 14.50%；实现归母净利润-155.64 亿元，同比下降 275.48%。其中，牧原股份 2022Q1 亏损 52 亿元，温氏股份、新希望分别亏损 38 亿元与 29 亿元。

图 12：2017-2022Q1 生猪养殖板块营业收入与增速（亿元，%）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 13：2017-2022Q1 生猪养殖板块归母净利润与增速（亿元，%）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

表 1：主要生猪养殖公司 2021 年-2022Q1 单季度归母净利润（亿元）

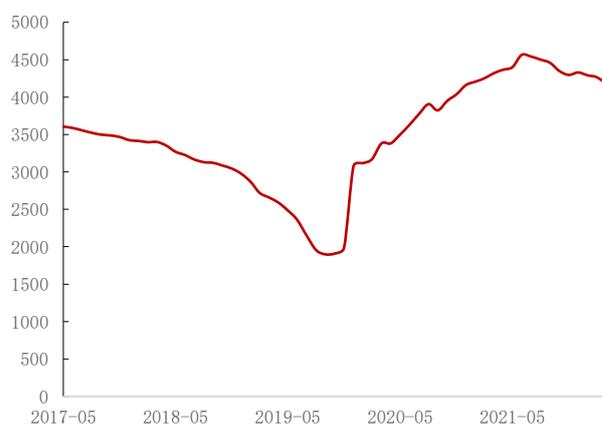
	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2021 年归母净利润	2022Q1
牧原股份	69.6	25.6	-8.2	-18.0	69.0	-51.8
温氏股份	5.4	-30.4	-72.0	-37.0	-134.0	-37.6
新希望	1.4	-35.5	-29.9	-31.9	-95.9	-28.8
正邦科技	2.1	-16.4	-62.0	-111.9	-188.2	-24.3

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

2.4 生猪供给有望缩量，能繁母猪产能去化阶段性放缓

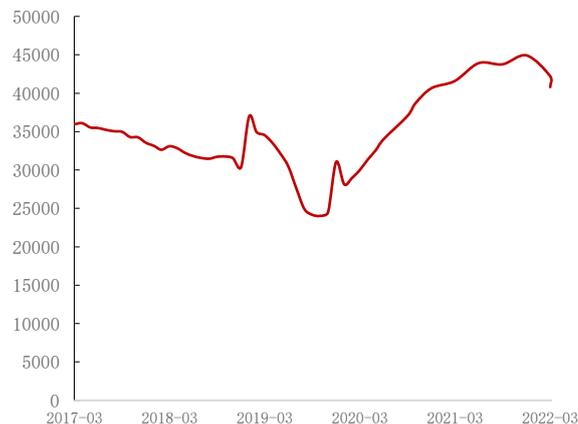
生猪供给较为充足，后续供给有望缩量。从能繁母猪存栏量来看，2018-2019 年受非洲猪瘟等因素影响，我国能繁母猪存栏量从正常水平的 3000 万头迅速下滑至 2019 年 9 月的 1898 万头。此后，能繁母猪存栏量触底反弹，产能持续增加，在 2021 年 6 月达到顶峰约 4564 万头。2021 年我国猪价下降幅度较大，生猪养殖企业出现不同程度亏损，能繁母猪产能自 2021 年 7 月环比开始去化。截至 2022 年 5 月，我国能繁母猪存栏量为 4192 万头，仍高于 4100 万头的正常保有量水平。根据生猪养殖周期，生猪供给约滞后能繁母猪供给约 10 个月左右的时间，对应的生猪供给在今年 4 月左右达到顶峰。具体数据来看，2022 年一季度，全国生猪出栏为 1.96 亿头，同比增长 14% 左右。2022 年 5 月全国生猪出栏环比下降 0.2%，是近两年来首次回落。若根据生猪养殖周期进行测算，后续生猪供给有望缩量。但考虑到近期猪价上涨使养殖户二次育肥、压栏等现象增加，不排除后续市场供给再次出现过剩的现象。

图 14：能繁母猪存栏量（万头）



数据来源：农业农村部，东莞证券研究所

图 15：生猪存栏量（万头）



数据来源：农业农村部，东莞证券研究所

能繁母猪产能去化阶段性放缓，后续去化或再次开启。从去化幅度来看，我国能繁母猪产能自 2021 年 7 月环比开始去化。2022 年 4 月，我国能繁母猪存栏量环比下降 0.20%，同比下降 4.30%，累计去化幅度为 8.5%，存栏量连续十个月环比下滑。由于生猪供给相对于能繁母猪供给具有一定的滞后性，我国生猪去化速度慢于能繁母猪，2022 年 4 月全国生猪存栏量同比下降 0.2%，自 2020 年 6 月以来首次同比下降。5 月以来，受国家收储、疫情等因素影响，猪价出现反弹，养殖户去产能的积极性下降，产能去化阶段性放缓。根据农业农村部数据显示，5 月能繁母猪存栏环比增加 0.36%；涌益咨询样本数据显示，5 月能繁母猪存栏为 4192 万头，较 4 月环比增加 1.23%；上海钢联样本数据显示，5 月能繁母猪存栏较 4 月环比上升 1.86%。一般来说，能繁母猪产能去化并非一蹴而就的，考虑到目前生猪供给虽出现减少但整体仍较为充裕，若后续刺激猪价的因素弱化，不排除猪价再次回探。叠加成本处于高位，养殖利润亏损幅度或加大。而在此背景下，部分养殖企业资金压力将增加，能繁母猪产能去化有望再次开启。

图 16：能繁母猪存栏同比与环比（%）



数据来源：农业农村部，东莞证券研究所

图 17：生猪存栏同比与环比（%）



数据来源：农业农村部，东莞证券研究所

2.5 猪价拐点或基本确立，生猪价格后续或仍有反复

我国生猪养殖行业共经历了四轮猪周期。将我国生猪养殖行业从 2006 年开始进行复盘，至今为止共经历了 4 轮猪周期。2018 年 5 月，我国进入了第四轮猪周期。从猪价波动的幅度来看，2006 年开始的前三轮猪周期猪价范围在每公斤 10-20 元，第四轮猪周期猪价范围扩大到每公斤 10-41 元。第四轮猪周期猪价涨幅远大于以往，主要系受非洲猪瘟、环保政策等因素影响，导致生猪产能大幅下滑。近期受疫情、国家收储、供需改善等因素影响，猪价出现上涨。截至 2022 年 6 月 10 日，生猪价格为 15.90 元/公斤。

表 2：2006 年以来我国共经历了四轮猪周期

	起始时间	结束时间	主要影响因素
第一轮	2006 年 6 月	2010 年 4 月	2007 年蓝耳病；2009 年猪流感；2010 年瘦肉精
第二轮	2010 年 4 月	2014 年 4 月	2010 年猪蓝耳
第三轮	2014 年 4 月	2018 年 5 月	2015 年季节性疾病
第四轮	2018 年 5 月	2022 年	2018 年非洲猪瘟；2019 年环保政策；2020 年新冠疫情

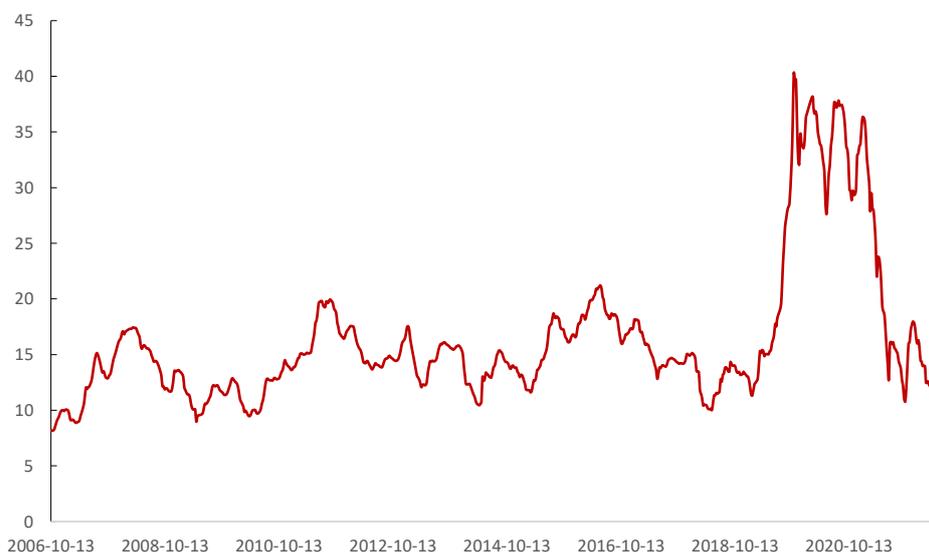
资料来源：中国畜牧业信息网，公开资料整理，东莞证券研究所

生猪价格近期上涨，猪价拐点或基本确立。从产能去化进程来看，我国能繁母猪存栏量自 2021 年 7 月以来环比出现下滑，对应今年 4 月左右生猪供给达到高点。但从猪价走势来看，4 月猪肉消费淡季猪价反而出现了一定幅度的上涨。近期猪价出现上涨一方面为短期因素刺激，另一方面则与市场预期行业供需结构改善有关。从短期刺激因素来看，推动猪价上涨的原因主要有几个方面：（1）3 月以来受上海等地疫情反复，部分地区运输不畅，叠加疫情使居民囤货需求增加，猪肉供需结构失衡，一

一定程度上推动了猪价上涨。(2) 国家 2022 年以来多次进行收储，从政策面上对猪价起到了一定提振。截至 2022 年 6 月 18 日，国家今年以来共进行了十二批中央冻猪肉收储。(3) 2022 年 4 月 13 日，广东省农业农村厅发布《关于进一步加强生猪及生猪产品调运管理的通知》。通知要求，自 2022 年 5 月 1 日起，暂停省外屠宰用生猪调入广东。该举措短期内一定程度上推高了广东省的猪价水平。而从生猪养殖市场自身的供需情况来看，猪价上涨主要有几方面：首先，根据农业农村部数据显示，今年 1 月我国新生健仔数月环比下降 3%，叠加年初疫病高发，仔猪的死淘率相对较高，对应的今年 5 月左右出栏生猪数量有所下降。其次，面对近期猪价上涨，部分养殖户开始出现压栏惜售的现象，一定程度上减少了目前市场中的生猪供给数量。此外，考虑到生猪供给滞后能繁母猪供给约十个月左右的时间，农业农村部公布的数据显示 5 月生猪供给近两年来同比首次出现回落，预计后续生猪供给将有所缩量，叠加猪肉需求下半年有望边际改善，猪价拐点或基本确立。

生猪价格后续或仍有反复。近期受疫情、国家收储等因素刺激，2022 年 4 月以来猪价出现上涨，养殖户的补栏积极性提高。考虑到养殖户压栏增重、二次育肥、补栏仔猪等行为，不排除猪价后续出现再次回探的情况。但由于受养殖成本提高与国家收储等因素支撑，预计猪价下跌空间相对有限。因此，后续猪价的涨幅空间还需结合产能去化幅度进行判断。

图 18：我国 22 省市生猪平均价格（元/千克）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

2.6 生猪头均养殖利润亏损幅度缩小

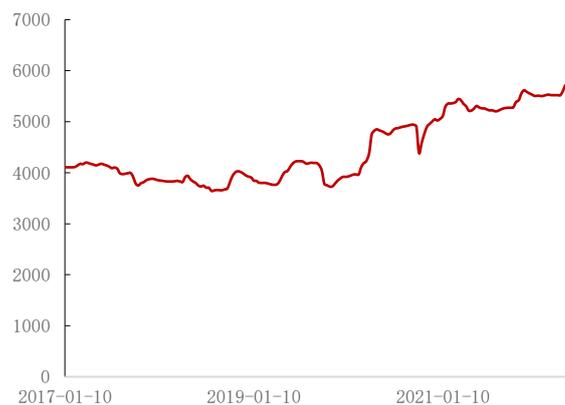
生猪养殖成本处于高位，养殖企业面临一定的成本压力。今年以来，受俄乌冲突、南美旱情等因素影响，我国玉米、大豆与豆粕价格进一步走高，价格处于近五年高位水平。考虑到目前国际形势与南美旱情的情况，预计今年玉米、大豆等饲料价格将维持在高位水平，养殖企业面临一定的成本压力。

图 19：玉米价格（元/千克）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 20：大豆价格（元/吨）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

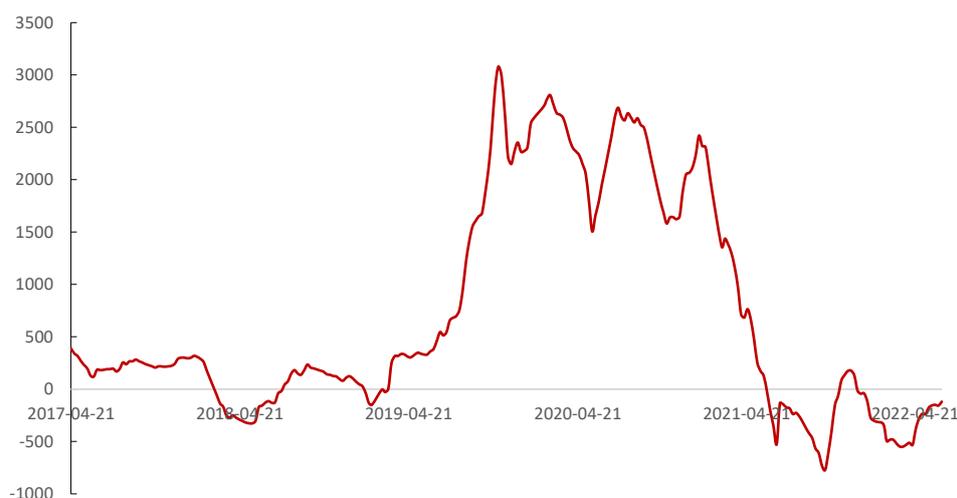
图 21：豆粕价格（元/吨）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

近期生猪养殖企业亏损幅度缩小。生猪养殖企业的养殖利润受猪价与成本等因素共同作用。近期虽然生猪养殖企业的养殖成本处于相对高位水平，但受疫情、国家收储等因素影响，猪价有所上涨，养殖亏损幅度缩小至 6 月 10 日的 157 元/头，养殖户的去化积极性有所下降。一般来说，一次猪周期开启前，养殖利润要亏损 12-14 个月左右。

图 22：生猪养殖利润（元/头）

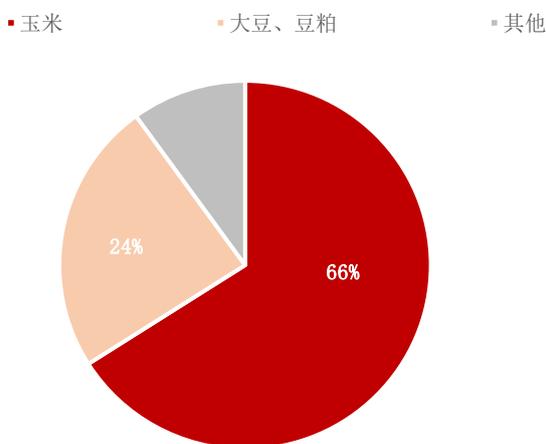


数据来源：同花顺，东莞证券研究所

2.7 猪粮比处于过度下跌二级预警区间，国家收储从政策面提振猪价

玉米是最主要的猪饲料。在猪饲料的结构中，玉米是最主要的饲料，占比约为 65%；大豆与豆粕的占比约为 25%左右。

图 23：猪饲料构成（%）



数据来源：前瞻产业研究院，东莞证券研究所

国家对猪粮比设置了过度下跌与过度上涨三个层级的预警。猪粮比即生猪价格除以玉米价格，是判断国家收储与抛储的一个重要指标。在过度下跌三个层级的预警中，当猪粮比价低于 6:1 时，由国家发展改革委发布三级预警；当猪粮比价连续 3 周处于 5:1—6:1，发布二级预警；当猪粮比价低于 5:1，发布一级预警。同时，国家规定过度下跌三级预警发布时，暂不启动临时储备收储；二级预警发布时视情启动；一级预警发布时，启动临时储备收储。

我国猪粮比目前处于过度下跌二级预警区间。对于猪价而言，近期受收储、疫情等

因素影响，猪价有所上涨；对于玉米价格而言，受俄乌冲突影响，玉米价格维持在高位震荡。两者共同作用使近期猪粮比有所回升。6月10日猪粮比为5.56，处于过度下跌二级预警区间，国家6月15日启动了第12次临时储备收储。

国家收储对猪价影响有限，主要从政策面提振猪价。从收储的数量来看，相对整个市场，国家收储的规模体量较小，每次约4万吨，而我国每月猪肉消费总量达到440万吨左右。因此，国家收储不能实质上解决猪肉供给过多的现象，短期可以从政策面对猪价起到一定的提振。

猪粮比后续走势仍有待观察。从历年猪周期的走势来看，若猪粮比跌至5左右，猪周期或见底。去年6月与10月以及今年的4月，我国猪粮比均出现了跌破5的情况。受收储政策托底、疫情等因素催化，近期猪粮比有所回暖。一般而言，在每次的猪周期中，猪粮比可能会出现多次见底的情况，因此猪粮比的后续走势应结合多因素进一步观察。

图 24：猪粮比



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

2.8 关注产能去化进程，把握周期向上拐点

短期来看，猪价拐点或基本确立，把握周期向上拐点。2021年以来，伴随着生猪产能释放，猪价大幅下降。步入2021年四季度，猪肉需求旺季带动猪价走高。2022年春节后，猪肉进入需求淡季，猪价再次回落，叠加养殖成本走高，生猪养殖企业普遍进入亏损状态，资金流相对紧张，产能去化稳步进行。近期受疫情、收储等因素影响，猪价出现上涨。从生猪供给来看，结合能繁母猪领先生猪产能10个月，2022年5月生猪出栏同比近两年首次出现回落，预计生猪供给后续有望缩量。叠加下半年需求边际改善，猪价拐点或基本确立。而新一轮周期的猪价上涨幅度将与产能去化、饲料成本等指标相关。与此同时，考虑到前期压栏增重、二次育肥、仔猪补栏等行为，预计猪价后续可能出现再次回探的情况。但由于受养殖成本提高与国家收

储等因素支撑，猪价下跌空间相对有限。

中长期来看，头部企业市场份额有望提高。近几年我国生猪养殖行业呈现出了规模化发展趋势。2018 年以来，受非洲猪瘟、环保政策等因素影响，部分经营能力较差、不符合政策条件的小企业被迫出清，加速了生猪养殖行业规模化程度的提高。在政策支持、城镇化水平提高等因素催化下，我国生猪养殖规模化趋势有望持续，市场份额有望进一步向头部企业集中。

2.9 重点公司分析

(1) 牧原股份

受猪价下行、成本上涨等因素影响，公司业绩承压。公司 2021 年实现营业总收入 788.90 亿元，同比增长 40.18%；实现归母净利润 69.04 亿元，同比下降 74.85%。单季度看，2021Q4 公司实现营业总收入 226.08 亿元，同比增长 32.11%；实现归母净利润-18 亿元，同比下降 127.86%。2021 年以来，伴随着生猪产能释放，猪价下降幅度较大，叠加养殖成本处于高位，生猪养殖企业面临较大的经营压力。从具体数据来看，公司的归母净利润自 2021 年第三季度开始出现亏损，2021Q4 亏损幅度加大。2022 年以来，受俄乌冲突、北美旱情等因素影响，饲料成本进一步走高，叠加猪价处于下跌通道，公司 2022Q1 亏损环比进一步增加。2022 年第一季度，公司实现营业总收入 182.78 亿元，同比下降 9.30%；实现归母净利润-51.80 亿元，同比下降 174.40%。

公司 2021 年出栏量位居全国第一，2022 年预计出栏将超过 5000 万头。为进一步提高市场竞争力，公司近几年积极进行养殖场与饲料厂的扩张。2021 年，公司的生猪出栏量同比增长 122.26%，达到 4026.3 万头，出栏量位居全国第一。其中，商品猪 3688.7 万头，仔猪 309.5 万头，种猪 28.1 万头。2022 年第一季度，公司实现生猪出栏量为 1381.7 万头，其中商品猪 1297.5 万头，仔猪 80.9 万头，种猪 3.3 万头。根据公司目前的实际生猪产能情况，公司预计 2022 年出栏生猪区间在 5000-5600 万头，出栏同比增长 24.18%-39.09%。

公司的养殖成本在行业中处于领先地位，2022 年致力于完全成本阶段性下降至 13 元/kg。公司目前采取自繁自养的模式生产经营。通过自繁自养模式，公司对生猪养殖厂具有绝对的控制能力，从而保证了养殖环境与经营质量，抗风险能力强且成本低。2021 年，公司的完全成本为 15 元/公斤，在行业中处于领先地位。2022 年第一季度，受饲料成本上行等因素影响，公司的完全成本略有上升，为 16 元/公斤。公司表示 2022 年将通过改善高成本养猪场、提高成活率等方式降低养殖成本，将完全成本阶段性降至 13 元/公斤，进一步提高市场竞争力。

(2) 温氏股份

生猪养殖业务拖累公司 2022Q1 业绩。公司 2022 年一季度实现营业收入 145.90 亿元，同比下降 13.25%；实现归母净利润亏损 37.63 亿元。公司 2022 年一季度利润出现较大幅度的亏损主要是 2021 年以来猪价下滑幅度较大，叠加俄乌冲突、南美旱情使玉米、大豆等养殖成本走高所致。

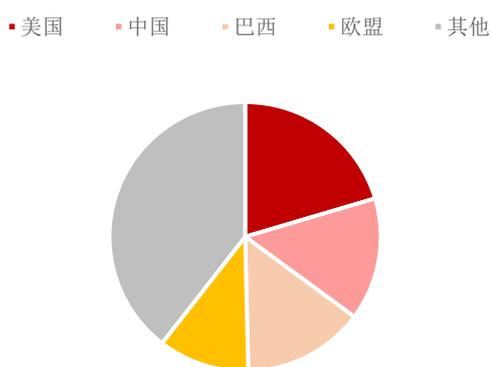
公司 5 月生猪出栏增速放缓，出栏均价环比增加。根据公司 2022 年 5 月的生猪销售简报，公司 5 月销售肉猪 132.34 万头（含毛猪和鲜品），环比下降 7.26%，同比增加 38.33%；营业收入为 25.02 亿元，环比增加 10.56%，同比增加 15.94%；毛猪销售均价 15.74 元/公斤，环比增加 18.08%，同比下降 13.80%。公司 5 月出栏增速放缓，或由于 2021 年四季度投苗量减少所致；而毛猪均价环比有所增加，主要系疫情、国家收储等因素刺激猪价上涨。

3. 肉鸡养殖：关注产能去化，寻找边际拐点

3.1 我国是全球第二大肉鸡生产国，鸡肉与猪肉消费具有替代性

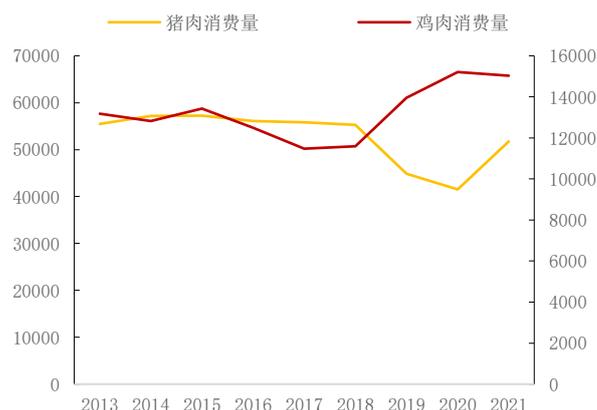
我国是全球第二大肉鸡生产国，鸡肉是猪肉的主要替代产品。从供给端来看，根据美国农业部数据显示，2021 年全球肉鸡产量为 9990.1 万吨。其中 2021 年我国肉鸡产量为 1470 万吨，是全球第二大肉鸡生产国，产量在全球占比为 14.71%。从需求端来看，猪肉消费是我国居民的第一大消费品类，鸡肉消费仅次于猪肉，位居第二。从近几年猪肉与鸡肉的人均消费量走势中可以看出，鸡肉与猪肉消费具有一定的替代性。非洲猪瘟爆发后，我国居民人均猪肉消费量下降。此后非洲猪瘟虽得到了一定的控制，但快速上涨的猪价使猪肉消费量进一步萎缩。2018-2020 年，我国居民人均猪肉消费量从 22.83 千克/年减少至 18.20 千克/年。作为猪肉的主要替代品，鸡肉消费自 2018 年以来逐年攀升。2018-2020 年，居民人均禽类消费量从 9.00 千克/年增加至 12.75 千克/年。2021 年以来，猪价持续下行，居民对猪肉的消费需求有所增加，猪肉消费量 2021 年同比增长 24.58%，对应的鸡肉消费量同比下降 1.19%。

图 25：2021 年部分国家鸡肉产量占比（%）



数据来源：美国农业部，东莞证券研究所

图 26：2013-2021 年我国鸡肉与猪肉消费量对比（千吨）

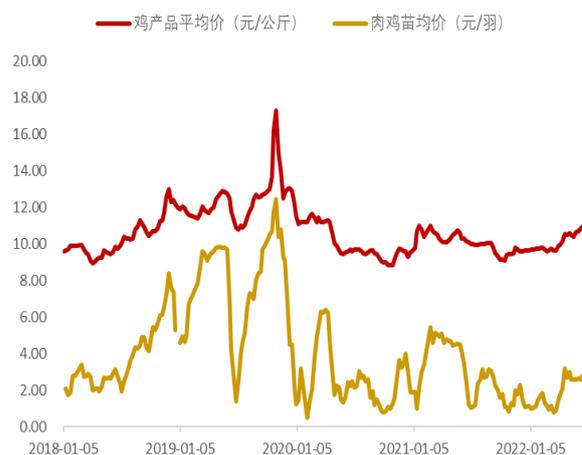


数据来源：美国农业部，东莞证券研究所

鸡肉价格一定程度上受猪周期影响。将历史的鸡价与猪价走势进行复盘，可以发现鸡价与猪价的走势具有正相关性，且鸡价的周期波动更为剧烈。其传导路径为“猪价提升—居民对猪肉的消费量减少—对禽类的消费量增加—鸡价提升”。2019 年底猪周期出现反转后，市场中的猪肉供给增加，猪价回落。而受猪肉替代效应明显的鸡肉价格亦迅速下行，且波动相对剧烈。其中，鸡产品价格从 2019 年末的超 17 元/公

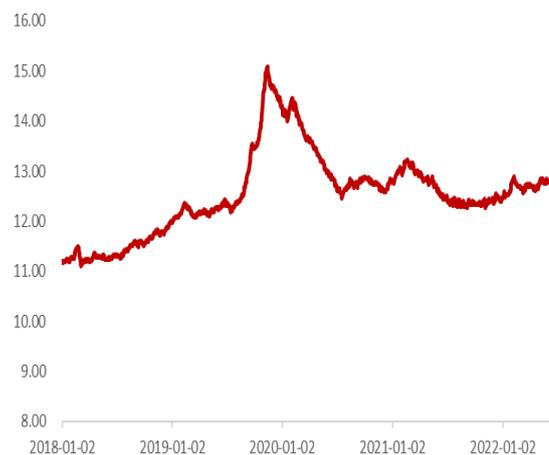
斤回落至 2021 年 12 月 3 日的 9.60 元/公斤；肉鸡苗价格跌幅更大，从 2019 年 11 月的 12.45 元/羽回落至 2021 年 12 月 3 日的 2.28 元/羽；鸡肉价格从 2019 年 11 月的 15 元/公斤跌至 2021 年 11 月 29 日的 12.45 元/斤。近期能繁母猪存栏去化结果明显，猪价从底部略有回升，鸡产品相关价格同样触底回升。猪周期将至，或带动鸡价上行。

图 27：肉鸡苗和鸡产品均价



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 28：鸡肉平均零售价（元/斤）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

3.2 白羽鸡：产能相对充裕，禽流感或一定程度上影响引种量

我国白羽鸡经历了五轮鸡周期。与猪周期进行对比，鸡价的周期波动更为剧烈。将我国白羽鸡价格从 2012 年进行复盘，共经历了 5 轮鸡周期，每轮鸡周期的影响因素有所不同，持续的时间亦有所差异。2020 年 2 月，我国进入了第五轮白羽鸡周期。从主产区白羽肉鸡的平均价格来看，此次鸡周期的价格从 2020 年 2 月 7 日的 4.44 元/公斤开始上涨，此后呈震荡走势。2022 年 3 月起，白羽鸡平均售价逐渐上涨，主要受国内散点疫情阻断物流运输以及美国禽流感爆发等因素影响。截至 2022 年 6 月 17 日，白羽肉鸡的平均价格为 9.8 元/公斤。

表 3：2012 年至今我国经历的五次白羽鸡周期

	起始时间	结束时间	价格低点	价格高点	周期总长	主要影响因素
第一轮	2012.2	2013.4	6.78 元/公斤	9.91 元/公斤	约 14 个月	2012 年以来西式快餐快速扩张； 2012 年速成鸡事件； 2013 年 H7N9 流感疫情
第二轮	2013.4	2015.10	5.29 元/公斤	10.41 元/公斤	约 30 个月	2013 年祖代鸡引种达历史高位； 2015 年初美国爆发禽流感
第三轮	2015.10	2017.2	4.21 元/公斤	9.74 元/公斤	约 16 个月	2015 年末法国爆发禽流感； 预期引种量减少； 2017 年 H7N9 流感疫情
第四轮	2017.2	2020.2	4.70 元/公斤	13.12 元/公斤	约 36 个月	2018 年非洲猪瘟 2019 年环保政策
第五轮	2020.2	至今	—	—	—	2020 年新冠疫情

资料来源：博亚和讯，公开资料整理，东莞证券研究所

图 29：我国主产区白羽肉鸡平均价格（截至 2022 年 6 月 17 日）

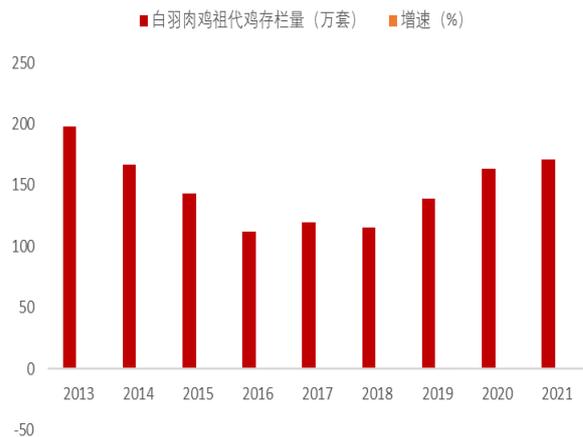


数据来源：同花顺，东莞证券研究所

我国祖代与父母代白羽鸡存栏处于相对高位水平，短期供给仍较为充裕。非洲猪瘟发生后，鸡肉替代效应增加，叠加餐饮连锁化、团膳餐厅等快速发展，2019-2021 年白羽鸡出栏量逐年增加，从 44 亿羽增加至 58 亿羽。2021 年，我国白羽鸡出栏量为 58 亿羽，同比增长 17.89%；祖代白羽鸡引种量达到 125 万套，同比增长 24.65%，供给相对较多。根据中国畜牧业协会数据显示，我国祖代白羽鸡与父母代白羽鸡存栏处于相对高位水平。2021 年，我国后备祖代鸡与在产祖代鸡的存栏量分别为 2981.35 万套与 5934.98 万套，同比分别下降 1.14%与增加 8.43%；后备父母代种鸡与在产父母代种鸡的存栏量分别为 62542.94 万套与 80994.57 万套，同比分别增加 15.05%与 0.82%。一般而言，祖代白羽鸡在引种后即成为后备祖代鸡，后备祖代鸡经过 24 周开始产蛋，成为在产祖代鸡。从祖代鸡引种到商品鸡投入供给大约需要 14 个月的时间。在我国祖代白羽鸡与父母代白羽鸡存栏处于相对高位水平下，预计我国白羽肉鸡的供给短期仍较为充裕。

图 30：祖代鸡存栏量（万套）及增速（%）

图 31：父母代鸡存栏量（万套）及增速（%）



数据来源：中国畜牧业协会，东莞证券研究所



数据来源：中国畜牧业协会，东莞证券研究所

禽流感或一定程度上影响白羽鸡引种量。我国祖代白羽鸡目前主要以国外引种为主，引种比例高达 90%。2022 年 2 月以来，美国禽流感再度爆发，参照 2015 年美国与法国相继爆发禽流感后，我国祖代白羽鸡引种量连续三年保持低位水平。从目前的情况来看，北美的禽流感并没有出现明显改善。如果后续禽流感持续蔓延，预计将对我国白羽肉鸡祖代引种产生一定冲击。

我国祖代白羽鸡引种依存度或将得到改善，供给自由度有望提升。为解决我国祖代白羽鸡过度依赖国外的问题，2021 年 12 月 1 日，农业农村部发布第 498 号公告，“圣泽 901”“广明 2 号”“沃德 188”等三个快大型白羽肉鸡品种成为我国首批自主培育的快大型白羽肉鸡新品种。此举改变了我国白羽鸡种源完全依靠进口的局面，我国白羽鸡的引种依存度或将得到改善，供给自由度有望提升。

白羽鸡主要供应快餐行业，长期来看受益于快餐行业规模提升。白羽肉鸡属于快大型肉鸡，全身羽毛均为白色，体型呈丰满的元宝形，具有生长速度快、出肉率高、生产成本低等特点，但该品种抗病能力较弱，口感欠佳。白羽鸡生长速度快，一般 45 天即可出栏，料肉比为 1.6 左右，在所有肉鸡中比值最低。基于白羽鸡的相关特点，白羽鸡主要面向肯德基、麦当劳等快餐连锁企业销售。近几年，我国餐饮行业连锁化与规模化的进程加速，连锁餐饮企业的总营收与总店数呈现增长态势。在此背景下，白羽鸡有望受益于快餐行业规模的提升。

3.3 黄羽鸡：产能去化稳步推进，关注盈利修复进程

我国黄羽鸡处于第四轮鸡周期。由于白羽鸡与黄羽鸡的生长周期存在一定的差异，且白羽鸡主要以国外引种为主，受国外流感、封关等因素的影响大于黄羽鸡，因此我国白羽鸡与黄羽鸡的价格周期有所不同。将我国黄羽鸡中的中速鸡价格从 2013 年进行复盘，共经历了 4 轮鸡周期。2020 年 2 月，我国进入了第四轮黄羽鸡周期。从黄羽鸡的中速鸡价格来看，此次鸡周期的价格从 2020 年 2 月 5 日的 2.39 元/公斤开始上涨，此后呈震荡走势。截至 2022 年 6 月 21 日，黄羽鸡的中速鸡价格为 8.16 元/公斤。

表 4：2013 年至今我国经历的四次黄羽鸡周期（以中速鸡为例）

	起始时间	结束时间	价格低点	价格高点	周期总长	主要影响因素
第一轮	2013.4	2014.2	2.84 元/公斤	8.57 元/公斤	约 10 个月	2013-2014 年 H7N9 流感疫情
第二轮	2014.2	2017.3	3.09 元/公斤	9.60 元/公斤	约 37 个月	2017 年 H7N9 流感疫情
第三轮	2017.3	2020.2	2.39 元/公斤	12.47 元/公斤	约 35 个月	2018 年非洲猪瘟 2019 年环保政策
第四轮	2020.2	至今	—	—	—	2020 年新冠疫情

资料来源：新牧网，公开资料整理，东莞证券研究所

受禁止活禽交易政策影响，2021 年我国黄羽肉鸡在产祖代与父母代存栏呈现双降态势。与白羽鸡不同，我国黄羽鸡销售主要以活禽交易为主，占比约 80%，仅 20%通过屠宰销售。2020 年疫情发生后，一些省份除了关闭野生动物交易市场之外，还规定了较为严格的活禽交易和流通条件。2020 年 3 月 19 日国家发改委发布数据显示，我国实际关闭的活禽市场比例达到 95%以上。2020 年 7 月 3 日，国务院联防联控机制鼓励有条件的地方推广活禽集中宰杀，逐步取消活禽市场交易。此后，各地相继发布文件禁止活禽宰杀交易，对黄羽鸡养殖企业的经营模式产生了较大的冲击，一些小企业被迫出清。2020 年，我国黄羽鸡出栏量为 44.3 亿羽，同比下降 9.59%。2021 年，我国在产祖代黄羽肉鸡与在产父母代黄羽肉鸡的存栏量分别为 151.45 万套与 4047.15 万套，同比分别下降 1.31%与 5.93%，存栏呈现双降态势。

图 32：我国在产祖代黄羽肉鸡存栏量与增速（万套，%）



数据来源：中国畜牧业协会，东莞证券研究所

图 33：我国在产父母代黄羽肉鸡存栏量与增速（万套，%）



数据来源：中国畜牧业协会，东莞证券研究所

2022 年下半年黄羽鸡价格或仍有上行空间。2021 年以来上游饲料成本快速上涨，对养殖企业的生产经营造成了严重的压力，叠加活禽交易受限等因素，养殖户开启去产能进程。2021 年以来我国黄羽肉鸡在产祖代与父母代存栏呈现双降态势，预计我国黄羽鸡价格 2022 年下半年或仍有上行空间。从 2022 年 5 月以来黄羽鸡的出栏价来看，我国黄羽鸡价格已出现一定的上涨，中速鸡价格从 2022 年 1 月 1 日的 7.15 元/斤回升至 2022 年 6 月 21 日的 8.16 元/斤。

图 34：黄羽鸡全国出栏价（元/公斤）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

3.4 关注产能去化，寻找边际拐点

白羽鸡：短期来看，我国祖代与父母代白羽鸡存栏处于相对高位水平，供给仍较为充裕，近期白羽鸡均价上涨主要受美国禽流感、疫情等因素催化，预计短期内白羽鸡价格上涨空间相对有限。考虑到目前美国、加拿大等地禽流感尚未出现明显改善，如果后续禽流感延续蔓延态势，预计将影响我国白羽鸡引种。目前，受俄乌冲突等因素影响，饲料成本维持在高位水平，叠加供给相对充足，白羽鸡产能去化有望稳步推进。

黄羽鸡：一方面，受 2020 年疫情与逐步取消活禽交易等因素影响，黄羽鸡的销售渠道受到严重冲击，2021 年祖代及父母代黄羽鸡存栏去化稳步进行。另一方面，2022 年以来受俄乌冲突等因素影响，上游的饲料成本处于高位水平，对养殖企业的生产经营造成了严重的压力。在多因素的共同作用下，黄羽鸡产能先于白羽鸡去化，预计价格或有上行的空间。

关注猪周期向上拐点。猪肉与鸡肉需求存在一定的替代性，猪价上升有望推动鸡肉价格上涨。根据产能去化幅度，我国生猪供给预计下半年将呈现缩量态势，猪价拐点或基本确立。后续需持续关注猪价走势，把握周期向上拐点。

3.5 重点公司分析

(1) 圣农发展

公司是我国最大的自养自宰白羽肉鸡专业生产企业。公司成立于 1983 年，专注于白羽鸡生产三十多年，于 2009 年 10 月在深交所上市。目前公司拥有全产业链，以肉鸡饲养、肉鸡屠宰加工和鸡肉销售为主业，具备 5 亿羽产能建设，是麦当劳唯一在我国本土鸡肉的供应商，已在国内肉鸡行业中处于领先地位。2021 年，公司实现营业收入

144.78 亿元，同比增长 5.34%。

全产业链优势领跑周期。公司拥有完整白羽肉鸡育种技术，实现完全国产替代引种。公司自我研发的白羽肉鸡配套系圣泽 901 是我国第一批具有自主知识产权的白羽鸡品种，在产蛋率、料蛋比、出栏日龄、抗病能力等众多指标均体现了明显且稳定的优势。公司建立了集饲料加工、种源培育、祖代与父母代种鸡养殖、种蛋孵化、肉鸡饲养、肉鸡屠宰加工、熟食加工等环节于一体的肉鸡产业链，保障生产稳定、品质可控，能有效降低成本和外部影响。

研发优势转化成强大的终端产品创新能力，拓展下游高毛利产品。公司先后在光泽、福州、上海成立了三大研发中心，根据不同销售渠道配备不同的研发团队，并推动产品资源共享，促进各渠道协同性，提升开发效能。公司现拥有 130 余人的专业研发队伍，团队内厨师均有高级中/西餐厅、米其林餐厅、五星酒店的从业经历。2021 年产品转化 58 个，增长 200%。2021 年新品销售额 9.07 亿，2014-2021 年，新品销售年复合增速约为 29%，增长迅速；其中重点客户新品销售年复合增速约为 33.4%。其中，2021 年面对 C 端客户新推出的“脆皮炸鸡”和“嘟嘟翅”两产品成功实现单月销售额破千万。

(2) 泰森食品

泰森食品是全球最大的鸡肉、牛肉与猪肉生产商与供应商之一。泰森食品始创于 1935 年，于 1963 年在纽交所上市，总部位于美国，是全球领先的鸡肉、牛肉、猪肉以及加工食品的生产商及供应商。在经营发展的过程中，公司通过兼并收购其他企业快速扩大市场份额，在肉鸡业务领域形成了完整的养殖产业链。2001 年，泰森食品建立首家中国工厂，正式进军中国市场。目前泰森在中国拥有三家研发中心、七大加工厂、数十家养殖农场，是国内领先的从养殖屠宰到加工配送的全产业链肉类生产企业。公司的产品目前已覆盖了全美及全球 100 多个国家和地区，旗下拥有 Tyson、Hillshire Farm、Wright、Jimmy Dean、Ball Park 等多家知名品牌，同时也是众多国际餐饮品牌及零售领军企业的战略合作伙伴。凭借着强大的市场竞争影响力，公司在 2021 年位列财富世界 500 强排行榜第 270 位，2021 年营业收入达到 470 亿美元。

图 35：泰森食品品牌概览

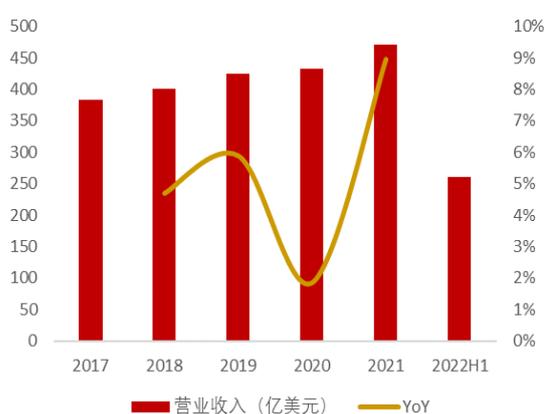


数据来源：公司公告，东莞证券研究所

泰森食品多业务布局，业绩近几年实现稳健增长。经过近 90 年的发展，泰森食品在鸡肉、牛肉、猪肉等领域全面布局。其中，公司的鸡肉业务已形成了从种鸡育种到饲料加工、养殖与屠宰加工为一体的垂直化产业链，牛肉与猪肉的业务则主要采取外购生猪与牛的方式，而后进行屠宰加工。得益于公司业务范围且覆盖区域广，相对其他养殖企业而言，公司在养殖周期下的抗压能力较强，近几年业绩

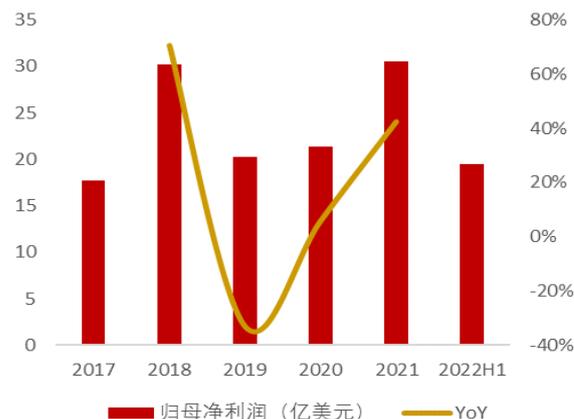
实现稳健增长。2017-2021 年，公司的营业收入从 382.60 亿美元增加至 470.49 亿美元，年均复合增速为 5.31%；归母净利润从 17.74 亿美元增加至 30.47 亿美元，年均复合增速为 14.48%。2022 年上半年公司实现营业收入 260.5 亿美元，同比增长 19.72%；实现归母净利润 19.5 亿美元，同比增长 106.79%。公司 2022 年上半年归母净利润增速较快主要是公司的其他非经常性损益大幅增加所致。

图 36: 泰森食品营业收入与增速 (亿美元, %)



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图 37: 泰森食品归母净利润与增速 (亿美元, %)



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

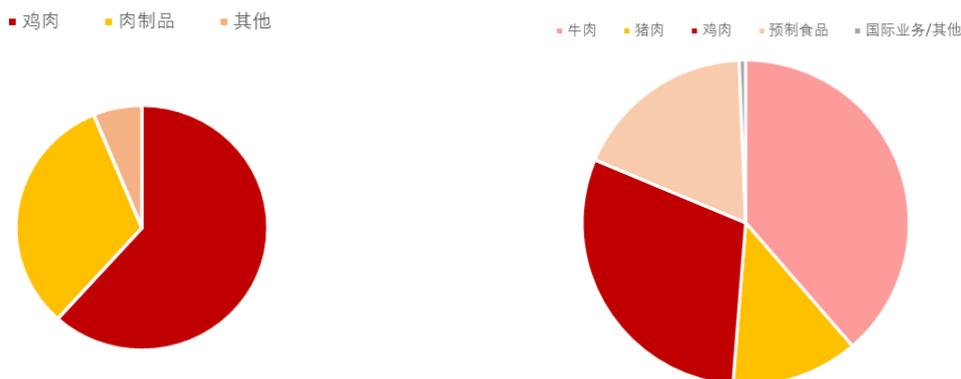
(3) 圣农发展对比泰森食品

圣农发展作为我国白羽鸡全产业链龙头，与泰森食品在鸡肉业务方面具有一定的可比性。在此，将圣农发展与泰森食品在业务结构、渠道结构、业绩等主要指标进行对比分析。

与圣农发展相比，泰森食品的业务范围更加多元化。圣农发展作为我国白羽肉鸡全产业链龙头，业务范围主要集中在肉鸡养殖与销售。2021 年，圣农发展共实现营业收入 144.78 亿元，其中鸡肉与肉制品业务共实现营业收入 135.74 亿元，营收占比为 93.75%；其他业务实现营业收入 9.05 亿元，营收占比为 6.25%。与圣农发展相比，作为全球领先的鸡肉、牛肉、猪肉以及加工食品的生产商及供应商，泰森食品涉及的业务范围较广，主要包括牛肉、鸡肉、猪肉与预制食品。其中，牛肉是泰森食品的第一大创收来源，2022H1 实现营业收入 100.36 亿美元，营收占比为 38.53%；鸡肉业务是泰森食品的第二大创收来源，实现营业收入 79.76 亿美元，营收占比为 30.62%。预制食品与猪肉分别为泰森食品的第三与第四大业务，业务占比分别为 18.14% 与 12.25%。

图 38: 圣农发展 2021 业务结构 (%)

图 39: 泰森食品 2022H1 业务结构 (%)

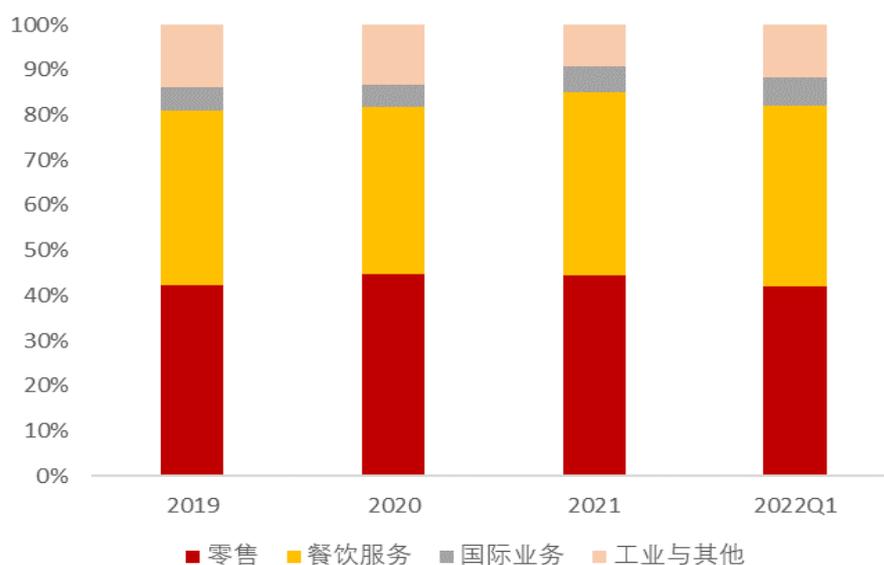


数据来源：公司公告，东莞证券研究所

数据来源：公司公告，东莞证券研究所

鸡肉业务中，泰森食品 BC 端齐发力，圣农发展以 B 端业务为主。从渠道布局来看，圣农发展主要以 B 端业务为主，近几年逐步加大 C 端的渠道布局力度。根据圣农发展公布的数据，公司 C 端占食品深加工板块收入的比重由 2019 年的 8.75% 提升至 2021 年的 15% 以上，其中线上和新零售的销售收入占 C 端比重超过 50%。相比而言，泰森食品的鸡肉业务渠道收入主要包括零售、餐饮服务、国际业务、工业与其他。其中，零售与餐饮服务是泰森食品鸡肉业务的主要渠道创收来源。从近三年泰森食品的渠道收入结构来看，公司 BC 端业务齐发力，在零售与餐饮的业务配置方面相对平衡。受疫情因素影响，2020 年泰森食品鸡肉类业务中餐饮服务实现营业收入 48.92 亿美元，同比下降 4.79%，营收占比从 2019 年的 38.63% 下降至 2020 年的 36.97%。随着疫情恢复常态化，公司的餐饮服务业务有所回暖。2022H1，泰森食品鸡肉类业务中餐饮服务业务实现营业收入 31.50 亿美元，营收占比为 39.81%；零售业务实现营业收入 33.32 亿美元，营收占比为 42.11%。

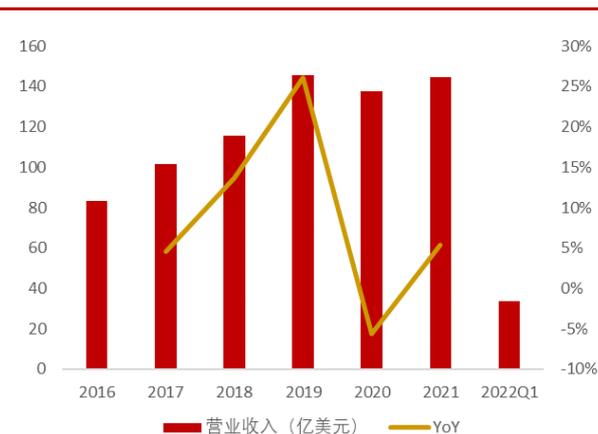
图 40：泰森食品 2022H1 鸡肉类业务渠道收入结构（%）



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

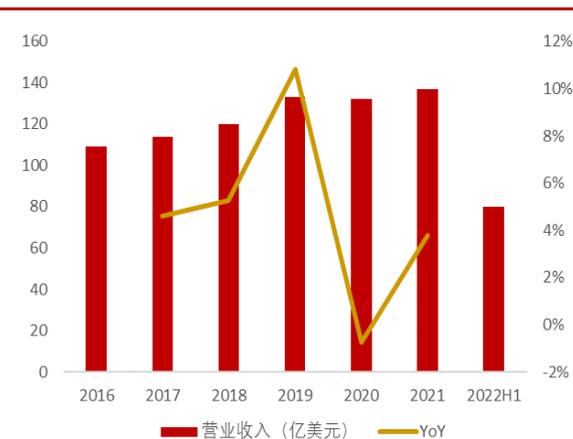
泰森食品近几年鸡肉业务的营业收入波动幅度相对较小。由于泰森食品的成立时间较长，在肉鸡业务领域全产业链布局，且业务区域范围广，相对于圣农发展而言，公司在鸡肉业务的营业收入体量远高于圣农发展，且在鸡周期下的抗压能力较强，营业收入波动幅度相对较小。2016-2021 年，泰森食品鸡肉业务的营业收入从 109 亿美元增加至 137 亿美元，年均复合增速为 4.68%。而圣农发展受鸡周期的影响相对较大，营业收入从 2016 年的 83 亿元增加至 2021 年的 144.78 亿元，年均复合增速为 11.66%。

图 41: 圣农发展 2016-2022Q1 营业收入与增速 (亿元, %)



数据来源: 公司公告, 东莞证券研究所

图 42: 泰森食品 2016-2022H1 鸡肉业务营业收入与增速 (亿美元, %)



数据来源: 公司公告, 东莞证券研究所

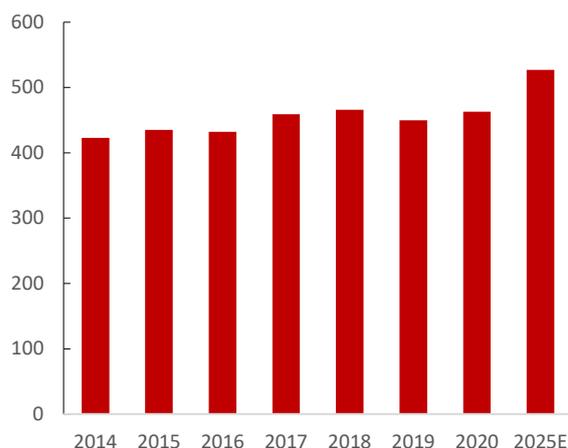
4. 种业: 短期受政策、俄乌冲突提振, 中长期转基因有望成为趋势

4.1 我国种业市场规模保持增长, 竞争格局相对分散

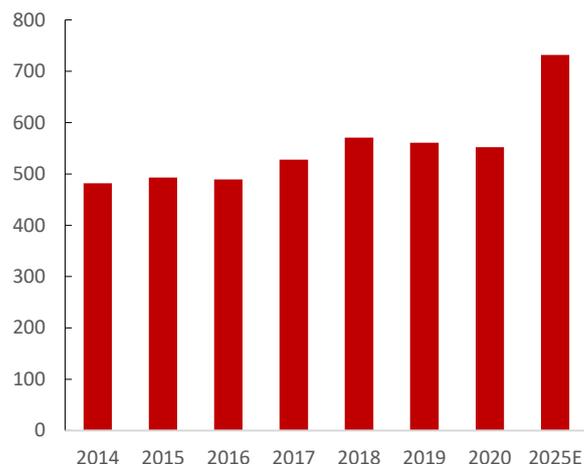
我国种业市场规模位居全球第二, 增速快于全球市场。根据全球农业市场调研公司 Kynetec 统计, 全球种业市场规模保持增长。以出厂价格计算的全球种业市场销售额由 2014 年的 423 亿美元增长至 2020 年 463 亿美元, 年均复合增长率约为 1.5%。预计到 2025 年, 全球种业整体市场规模将增长至 527 亿美元, 年均复合增速约为 2.6%。我国种业市场规模目前市场规模位居全球第二, 仅次于美国, 增速快于全球市场。以出厂价格计算的我国种业市场销售额由 2014 年的 482 亿元增长至 2020 年 552 亿元, 年均复合增长率约为 2.3%。预计到 2025 年, 中国种业市场规模将增长至 732 亿元, 年均复合增速约为 5.8%, 在全球市场占比将提升至 21.37%。我国种业市场规模未来增长的驱动力主要来自生物育种、消费升级拉动高端蔬菜种子需求快速增长等。

图 43: 全球种业市场规模 (亿美元)

图 44: 中国种业市场规模 (亿元)



数据来源: Kynetec, 灼识咨询, 先正达招股说明书, 东莞证券研究所

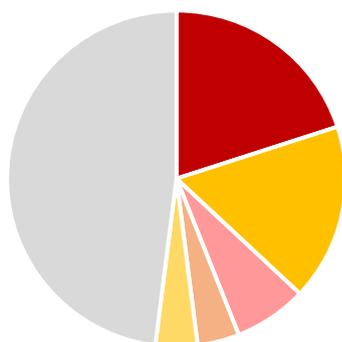


数据来源: Kynetec, 灼识咨询, 先正达招股说明书, 东莞证券研究所

我国种业竞争格局相对分散。目前全球种业的市场集中度较高。根据全球农业市场调研公司 Kynetec 统计数据, 2020 年全球种业市场 CR5 达到 52%, 市场份额主要集中在拜耳、科迪华、先正达集团、巴斯夫与 Vilmorin。这几大龙头 2020 年全球市场份额分别约为 20%、17%、7%、4%和 4%。相比较而言, 我国的种业市场相对分散。根据全国农业技术推广服务中心和灼识咨询统计数据, 2020 年我国种业市场 CR5 仅为 12%, 远低于全球市场集中度。市场份额靠前的企业主要包括隆平高科、先正达集团、北大荒垦丰种业、江苏大华种业与广东鲜美种苗。这几大龙头 2020 年中国市场份额分别仅为 4%、3%、2%、2%和 1%。

图 45: 全球种业市场竞争格局 (%)

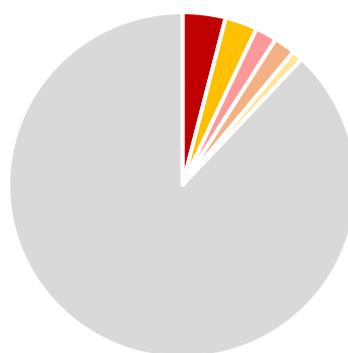
■ 拜耳 ■ 科迪华 ■ 先正达集团 ■ 巴斯夫 ■ Vilmorin ■ 其他



数据来源: Kynetec, 灼识咨询, 先正达招股说明书, 东莞证券研究所

图 46: 我国种业市场竞争格局 (%)

■ 隆平高科 ■ 先正达集团 ■ 北大荒垦丰种业
■ 江苏大华种业 ■ 广东鲜美种苗 ■ 其他



数据来源: Kynetec, 灼识咨询, 先正达招股说明书, 东莞证券研究所

4.2 国家政策推动种业发展

中央一号文件是指导农业的纲领性文件。中央一号文件原指中共中央每年发布的第一份文件, 目前已成为国家重视农业的专用名词, 是指导农业的纲领性文件。2022 年 2

月,《中共中央国务院关于全面推进乡村振兴加快农业农村现代化的意见》正式发布。该文件是 2004 年以来第 19 个指导“三农”工作的中央一号文件。**2022 年出台的一号文件在全力抓好粮食生产和重要农产品供给、坚守不发生规模性返贫、推进种源等农业关键核心技术攻关、推进乡村建设与治理等方面提出了具体要求。**文件指出,要严格粮食安全责任制考核,确保粮食播种面积稳定、产量保持在 1.3 万亿斤以上;大力实施大豆和油料产能提升工程,有效的提高自身粮食供给能力。针对种业方面,文件指出要全面实施种业振兴行动方案,大力推进种源等农业关键核心技术攻关,开展重大品种研发与推广后补助试点。

近期我国频繁出台种业相关政策文件,我国种业将迎来加速发展。在种业的发展过程中,国家政策是推动我国种业发展的关键因素。2022 年以来,国家在加强对种子生产经营监管、加大监管执法力度、对转基因相关管理规章进行修订等方面发力,力争推动种业创新发展,促进种业转型升级。2022 年 1 月,国家对农作物种子生产经营许可管理办法进行新的修订,内容涵盖农作物种子生产经营许可证的申请、受理、审核、核发和监管等方面。2022 年 3 月,农业农村部办公厅关于印发《2022—2023 年全国种业监管执法年活动方案》的通知,深入贯彻中央一号文件和种业振兴行动方案的部署安排,强化集中整治和日常监管,严厉打击假冒伪劣、套牌侵权等违法行为,全面净化种业市场。2022 年 6 月,2022 年重点强农惠农政策出台,涉及粮食生产支持、耕地保护与质量提升、种业创新发展等九大方面;在种业创新发展方面,提出要推进种质资源保护、畜牧良种推广和制种大县奖励,扩大水稻、小麦、玉米、大豆、油菜制种大县支持范围,提高农作物良种覆盖面,促进种业转型升级。在政策支持的背景下,我国种业格局将进一步优化。

表 5: 近期我国出台的主要种业政策文件

时间	政策文件	主要内容
2022 年 6 月	2022 年重点强农惠农政策	2022 年重点强农惠农政策包括粮食生产支持、耕地保护与质量提升、种业创新发展等九大方面共 34 项举措。在种业创新发展方面,推进种质资源保护、畜牧良种推广和制种大县奖励,扩大水稻、小麦、玉米、大豆、油菜制种大县支持范围,将九省棉区棉花制种大县纳入奖励范围,提高农作物良种覆盖面,促进种业转型升级
2022 年 6 月	《国家级转基因大豆品种审定标准(试行)》、《国家级转基因玉米品种审定标准(试行)》	要求国家农作物品种审定委员会各专业委员会于印发之日起实施,并遵照执行。此次转基因玉米、大豆品种审定标准主要针对技术审定,是品种审定办法的落地化、细节化;此次正式实施的国家级转基因大豆玉米品种审定标准对转基因的抗虫、耐除草剂做出了较高的要求
2022 年 3 月	农业农村部办公厅关于印发《2022—2023 年全国种业监管执法年活动方案》的通知	以种业知识产权保护为重点,综合运用法律、经济、技术、行政等多种手段,推行全链条、全流程监管,压紧压实主体责任、属地责任,坚持部门协同、上下联动、标本兼治,强化集中整治和日常监管,狠抓案件查处,严厉打击假冒伪劣、套牌侵权等违法行为,全面净化种业市场,有效激励原始创新,为种业振兴营造良好环境

2022 年 1 月	农作物种子生产经营许可管理办法（2022 年 1 月 21 日农业农村部令 2022 年第 2 号修订）	内容涵盖农作物种子生产经营许可证的申请、受理、审核、核发和监管等方面
2022 年 1 月	对《农业转基因生物安全评价管理办法》、《主要农作物品种审定办法》、《农作物种子生产经营许可管理办法》、《农业植物品种命名规定》4 部规章的部分条款予以修改。	为有序推进生物育种产业化应用，发展现代种业，保障粮食安全，农业农村部决定对《农业转基因生物安全评价管理办法》、《主要农作物品种审定办法》、《农作物种子生产经营许可管理办法》、《农业植物品种命名规定》4 部规章的部分条款予以修改，以适应转基因管理的新形势
2021 年 12 月	《自由贸易试验区外商投资准入特别管理措施(负面清单)》	《自由贸易试验区外商投资准入特别管理措施（负面清单）（2021 年版）》将自 2022 年 1 月 1 日起施行，自由贸易试验区外商禁止投资农作物、种畜禽、水产苗种转基因品种选育及转基因种子（苗）生产
2021 年 2 月	《中共中央国务院关于全面推进乡村振兴加快农业农村现代化的意见》	打好种业翻身仗，加强种质资源保护开发利用，给予育种研究项目给予长期支持，支持种业龙头建立健全商业化育种体系
2021 年 7 月	《关于开展保护种业知识产权专项整治行动的通知》	全面推进种业监管，并集中开展种业知识产权保护专项整治行动
2021 年 9 月	《种业振兴行动方案》	全面加强种质资源保护利用、大力推进种业创新攻关、扶持优势种业企业发展、提升种业基地建设水平、严厉打击套牌侵权等违法行为五大行动，明确了分物种、分阶段的具体目标与任务
2021 年 11 月	《农业农村部关于修改部分种业规章的决定（征求意见稿）》	对《主要农作物品种审定办法》、《农作物种子生产经营许可管理办法》和《农业植物品种命名规定》等三部种业规章的部分条款予以修改

资料来源：农业农村部、国务院、发改委，公开资料整理，东莞证券研究所

4.3 我国转基因商业化有望加速进行

转基因政策持续加码，转基因商业化将加速进行。2021 年 11 月，国务院正式发布《“十四五”推进农业农村现代化规划》，为今后五年的“三农”工作指出明确目标。在推进种业振兴中，《规划》提到“加快实施农业生物育种重大科技项目，有序推进生物育种产业化应用”。2021 年 12 月，农业农村部印发《“十四五”全国种植业发展规划》，明确提出启动实施农业生物育种重大项目，有序推进转基因大豆产业化应用。2022 年 1 月，农业农村部决定对《农业转基因生物安全评价管理办法》、《主要农作物品种审定办法》、《农作物种子生产经营许可管理办法》、《农业植物品种命名规定》4 部规章的部分条款予以修改，以适应转基因管理的新形势，有序推进生物育种产业化应用。2022 年 2 月，农村农业部制定《2022 年农业转基因生物监管工作方案》，响应党中央“尊重科学、严格监管，有序推进生物育种产业化应用”的部署要求，着力提升转基因生物监管能力，优化监督管理措施，加强监督检查，严厉打击非法制种、非法种植等违法违规行为，确保各项法律法规有效贯彻执行，为生物育种产业化发展营造健康有序的环境。2022 年 6 月 8 日，国家正式出台《国家级转基因大豆品种审定标准（试行）》和《国家级转基因玉米品种审定标准（试行）》，对转基因玉米、转基因大豆的品

种审定标准进行细节化、落地化，预示着我国生物育种产业化应用再上一个台阶。

表 6：近期我国转基因相关政策文件/时间

时间	政策文件	主要内容
2022 年 6 月	《国家级转基因大豆品种审定标准（试行）》、《国家级转基因玉米品种审定标准（试行）》	要求国家农作物品种审定委员会各专业委员会于印发之日起实施，并遵照执行。此次转基因玉米、大豆品种审定标准主要针对技术审定，是品种审定办法的落地化、细节化；此次正式实施的国家级转基因大豆玉米品种审定标准对转基因的抗虫、耐除草剂做出了较高的要求
2022 年 4 月	农业农村部公布 2022 年农业转基因生物安全证书(生产应用)批准清单(一)、2022 年农业转基因生物安全证书(进口)批准清单(一)	新颁发 4 张玉米农业转基因生物安全证书(生产应用)和 6 张大豆进口用作加工原料的安全证书。新颁发的 4 张玉米农业转基因生物安全证书(生产应用)分别为：①杭州瑞丰的转 CdP450 和 cp4epsps 基因耐除草剂玉米 nCX-1 生产应用的安全证书(南方玉米区)、②中国种子集团有限公司的聚合 cry1Ab、pat, mepsps 基因抗虫耐除草剂玉米 Bt11×GA21 生产应用的安全证书(北方春玉米区)、③聚合 cry1Ab、pat, vip3Aa20, mepsps 基因抗虫耐除草剂玉米 Bt11×MIR162×GA21 生产应用的安全证书(南方玉米区、西南玉米区)、④转 mepsps 基因耐除草剂玉米 GA21 生产应用的安全证书(北方春玉米区)
2022 年 2 月	《2022 年农业转基因生物监管工作方案》	为加强农业转基因生物监管工作，履行好《中华人民共和国生物安全法》《中华人民共和国种子法》《农业转基因生物安全管理条例》等法律法规规定的职责任务，保障生物育种产业化应用有序推进，农业农村部制定了《2022 年农业转基因生物监管工作方案》。重点任务包括加强研究试验监管、严格南繁基地监管、严格品种审定管理、强化种子生产经营监管、严格进口加工监管、做好种植区域跟踪监测。
2022 年 1 月	对《农业转基因生物安全评价管理办法》、《主要农作物品种审定办法》、《农作物种子生产经营许可管理办法》、《农业植物品种命名规定》4 部规章的部分条款予以修改。	为有序推进生物育种产业化应用，发展现代种业，保障粮食安全，农业农村部决定对《农业转基因生物安全评价管理办法》、《主要农作物品种审定办法》、《农作物种子生产经营许可管理办法》、《农业植物品种命名规定》4 部规章的部分条款予以修改，以适应转基因管理的新形势
2021 年 12 月	《自由贸易试验区外商投资准入特别管理措施(负面清单)》	《自由贸易试验区外商投资准入特别管理措施(负面清单)(2021 年版)》将自 2022 年 1 月 1 日起施行，自由贸易试验区外商禁止投资农作物、种畜禽、水产苗种转基因品种选育及转基因种子(苗)生产
2021 年 12 月	《“十四五”全国种植业发展规划》	农业农村部编制印发的《“十四五”全国种植业发展规划》，明确提出“启动实施农业生物育种重大项目，有序推进转基因大豆产业化应用”。
2021 年 11 月	国务院正式发布《“十四五”推进农业农村现代化规划》	在推进种业振兴中，《规划》提到，要求“加快实施农业生物育种重大科技项目，有序推进生物育种产业化应用。”

2021 年 8 月	《“十四五”现代种业提升工程建设规划》	国家发展改革委、农业农村部联合印发《“十四五”现代种业提升工程建设规划》，对“十四五”我国种业基础设施建设布局的总体思路、框架体系、重点项目、保障措施等作出了全面部署安排，主要涵盖农作物种业、畜禽种业、水产种业能力提升三个方面，为加快推进种业振兴，实现种业科技自立自强、种源自主可控提供了支撑
2021 年 7 月	中央全面深化改革委员会第二十次会议/《种业振兴行动方案》	《行动方案》明确了分物种、分阶段的具体目标任务，提出了实施种质资源保护利用、创新攻关、企业扶优、基地提升、市场净化等五大行动
2021 年 2 月	农业农村部/《关于鼓励农业转基因生物原始创新和规范生物材料转移转让转育的通知》	充分发挥生物育种创新在塑造农业科技竞争新优势中的核心作用，根据《生物安全法》《种子法》《农业转基因生物安全管理条例》等法律法规，进一步促进和规范农业转基因生物研发应用相关活动

资料来源：农业农村部、发改委，公开资料整理，东莞证券研究所

我国转基因玉米、转基因大豆的商业化即将启动。（1）一方面，我国已颁发多个转基因农作物安全证书，近年来频次提升。国家前四次颁发转基因农作物安全证书分别在 1997 年、1999 年、2006 年和 2009 年。自从 2009 年国家颁发了 2 个转基因水稻和 1 个转基因玉米安全证书后，10 年间我国转基因种子的研发如火如荼地进行，但期间都没有新的转基因农作物品种获批生物安全证书。间隔 10 年后，国家连续颁发多个转基因粮食作物安全证书，包括转基因玉米、转基因大豆、转基因木瓜等品种。2019 年至 2022 年上半年，我国陆续颁发了 11 个转基因玉米和 3 个转基因大豆的生产应用安全证书，为我国转基因玉米和转基因大豆的商业化打下基础。此外，我国近年还颁发了多个农业转基因生物安全证书（进口），覆盖转基因玉米、转基因大豆、转基因油菜、转基因棉花等。转基因玉米和转基因大豆的种植面积占全球比重接近八成，而我国转基因生产应用安全证书加速获批，未来有望加速推进转基因农作物商业化进程，追赶国际种业市场。（2）另一方面，转基因品种审定标准落地，国家已制定《国家级转基因大豆品种审定标准（试行）》和《国家级转基因玉米品种审定标准（试行）》。目前，转基因玉米、转基因大豆两大转基因品种审定标准得到规范，叠加多个转基因玉米和转基因大豆品种已获得安全证书且产业化试点进展良好。因此，我国转基因商业化有望加速进展。

表 7：我国多次发放玉米、大豆的转基因生物安全证书（生产应用）

年份	详情
1997	发放耐贮存番茄和抗虫棉转基因生物安全证书
1999	发放改变花色矮牵牛和抗病辣椒（甜椒、线辣椒）转基因生物安全证书
2006	发放抗病番木瓜转基因生物安全证书（2010 年进行商业化推广）
2009	发放抗虫水稻华恢 1 号、抗虫水稻 Bt 汕优 63、转植酸酶基因玉米 BVLA430101 转基因生物安全证书
2019	转 cry1Ab 和 epsps 基因抗虫耐除草剂玉米 DBN9936 在北方春玉米区生产应用的安全证书（大北农）、 转 cry1Ab/cry2Aj 和 g10evo-epsps 基因抗虫耐除草剂玉米瑞丰 125 在北方春玉米区生产应用的安全证书（原“双抗 12-5”）（杭州瑞丰生物）、

	转 g10evo-epsps 基因耐除草剂大豆 SHZD3201 在南方大豆区生产应用的安全证书（原名“SHZD32-01”）（上海交通大学）
2020	转 epsps 和 pat 基因耐除草剂玉米 DBN9858 在黄淮海夏玉米区生产应用的安全证书（北方春玉米区、黄淮海夏玉米区、南方玉米区、西南玉米区、西北玉米区）（大北农）、 转 g2-epsps 和 gat 基因耐除草剂大豆中黄 6106 在黄淮海夏大豆区生产应用的安全证书（中国农业科学院作物科学研究所）、 转 vip3Aa19 和 pat 基因抗虫耐除草剂玉米 DBN9501 在北方春玉米区生产应用的安全证书（大北农）、 转 epsps 和 pat 基因耐除草剂大豆 DBN9004 在北方春大豆区生产应用的安全证书（大北农）
2021	转 cry1Ab/cry2Aj 和 g10evo-epsps 基因抗虫耐除草剂玉米瑞丰 125 的生产应用安全证书（黄淮海夏玉米区、西北玉米区）（杭州瑞丰生物）、 转 g2-epsps 和 gat 基因耐除草剂大豆中黄 6106 的生产应用的安全证书（北方春大豆区）（中国农业科学院作物科学研究所） 转 mcry1Ab 和 mcry2Ab 基因抗虫玉米 ND207 生产应用的安全证书（原名“2A-7”）（北方春玉米区、黄淮海夏玉米区）（中国林木种子集团有限公司 & 中国农业大学）、 转 cry1Ab 和 cry2Ab 基因抗虫玉米浙大瑞丰 8 在南方玉米区生产应用的安全证书（原名“GAB-3”）（杭州瑞丰生物）、 聚合 cry1Ab、epsps、vip3Aa19、pat 基因的抗虫耐除草剂玉米 DBN3601T 在西南玉米区生产应用的安全证书（原名“DBN9936×DBN9501”）（大北农）
2022	转 CdP450 和 cp4epsps 基因耐除草剂玉米 nCX-1 生产应用的安全证书（南方玉米区）（杭州瑞丰生物）、 聚合 cry1Ab、pat、mepsps 基因抗虫耐除草剂玉米 Bt11×GA21 生产应用的安全证书（北方春玉米区）（中国种子集团有限公司）、 聚合 cry1Ab、pat、vip3Aa20、mepsps 基因抗虫耐除草剂玉米 Bt11×MIR162×GA21 生产应用的安全证书（南方玉米区、西南玉米区）（中国种子集团有限公司）、 转 mepsps 基因耐除草剂玉米 GA21 生产应用的安全证书（北方春玉米区）（中国种子集团有限公司）

资料来源：农业农村部、前瞻产业研究院，东莞证券研究所

4.4 主要农作物分析

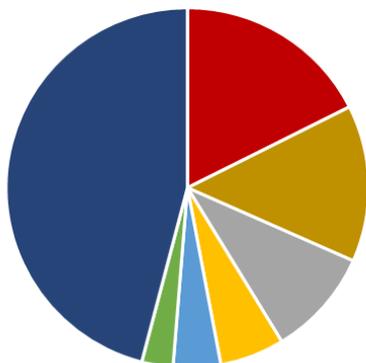
（1）小麦

我国是全球最大的小麦生产国，俄罗斯是全球最大的小麦出口国。从产量来看：根据美国农业部，2021 年，我国小麦产量为 136.95 百万吨，在全球占比为 17.58%；印度、俄罗斯分别位居第二与第三，产量占比分别为 14.07%和 9.65%。从出口量出发：俄罗斯是全球最大的小麦出口国。根据美国农业部，2021 年俄罗斯小麦出口量 33.00 百万吨，占全球小麦出口量比重约 16.55%；美国、乌克兰小麦出口量占比亦较高，2021 年分别为 10.99%和 9.53%。2021 年，俄罗斯与乌克兰的小麦出口量合计占全球比重超过 26%。

2022 年，预计全球小麦供需关系维持紧张。根据美国农业部，2021 年乌克兰小麦产量创下历史新高，同比增长接近 30%，占全球小麦产量比重上升 0.96 个百分点至 4.24%。乌克兰虽然不是小麦生产大国，但其小麦出口量排名前列。俄乌冲突导致乌克兰春季作物播种公顷数同比下滑，战争影响乌克兰粮食出口运输；叠加全球范围天气不利影响，如印度在 2022 年遭遇强烈高温，预计今年全球小麦产量将出现下滑，全球小麦供需关系将维持紧张。

图 47：2021 年全球小麦产量分布

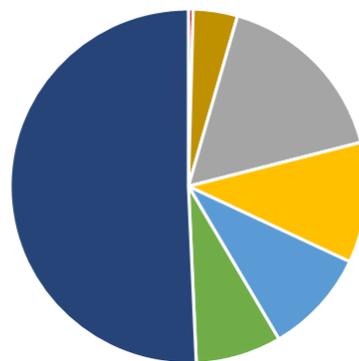
■ 中国 ■ 印度 ■ 俄罗斯 ■ 美国 ■ 乌克兰 ■ 加拿大 ■ 其他



数据来源：USDA，东莞证券研究所

图 48：2021 年全球小麦出口量分布

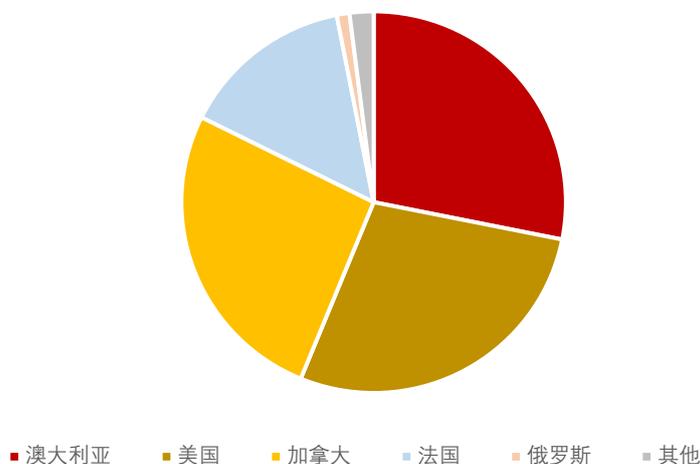
■ 中国 ■ 印度 ■ 俄罗斯 ■ 美国 ■ 乌克兰 ■ 加拿大 ■ 其他



数据来源：USDA，东莞证券研究所

我国小麦基本自给自足，从俄罗斯进口小麦的占比相对较小。我国小麦的进口依赖度低，出口量极少。根据中华粮网，2021 年我国小麦累计进口约 9.7 万吨。从小麦的进口国家来看，澳大利亚、美国、加拿大是我国小麦的主要进口国。2020 年，我国从澳大利亚进口小麦的占比达到 28.14%；美国和加拿大进口小麦的占比分别为 28.06%与 26.14%。俄罗斯是我国小麦进口的来源国之一，但占比相对较小，仅为 1.07%。

图 49：2021 年我国小麦进口国结构（%）



数据来源：中华粮网，东莞证券研究所

俄乌冲突短期内对我国小麦供给冲击有限。我国小麦自给率较高，进口主要是调节余缺，外围市场对国内小麦供需影响有限。俄乌冲突后，虽然俄罗斯在一定程度上受到欧美国家制裁，但在全球粮食供需紧张的大环境下，俄罗斯小麦在出口上以价格优势取胜，其小麦出口不降反增；截止 6 月 20 日，美国农业部最新预测数据显示，2022 年预计俄罗斯小麦出口将增加至 40 百万吨，将同比增长超 21%。对中国而言，俄罗斯释放友好信号，俄罗斯小麦出口至中国预计不受影响。印度方面，5 月份印度发布禁止小麦出口禁令，目前已允许恢复出口部分小麦。印度出口小麦主要运往孟加拉、菲

律宾、斯里兰卡等国家，出口到中国的量极少，印度限制小麦出口对中国影响较小。从价格来看，地缘冲突事件、各国小麦出口政策、不利天气等因素导致全球小麦供需关系紧张，预计短期内将会支撑小麦价格维持在较高水平。

图 50：小麦现货价（元/吨）

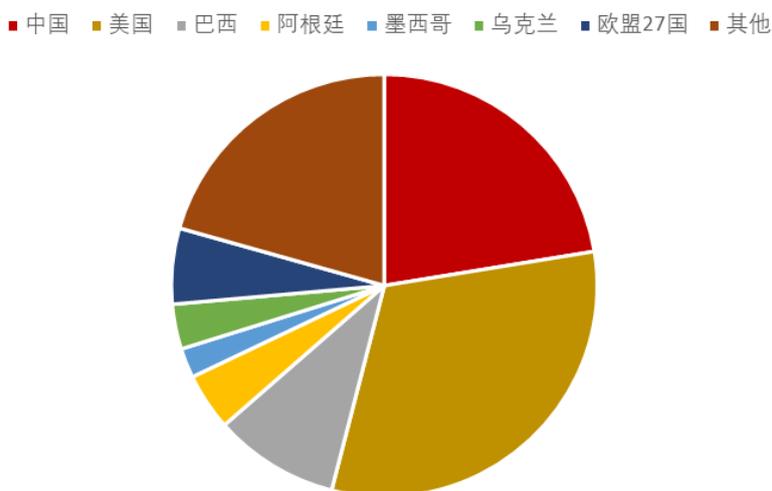


数据来源：Wind，东莞证券研究所

（2）玉米

我国是全球第二大玉米生产国。根据美国农业部，2021 年，美国玉米产量最高，产量约 383.94 百万吨，占全球比重约 31.57%。而我国玉米产量为 272.55 百万吨，是全球第二大玉米生产国，产量在全球占比为 22.41%。

图 51：2021 年全球玉米产量占比（%）



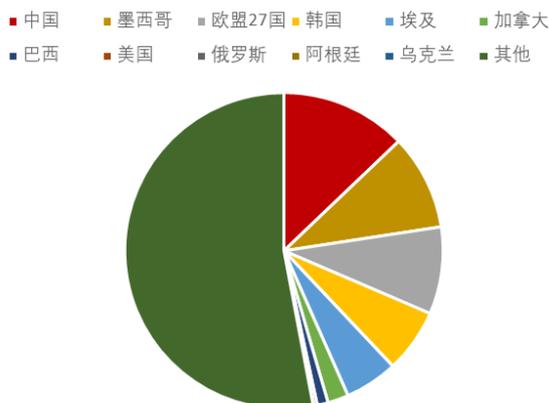
数据来源：USDA，东莞证券研究所

我国玉米基本自给自足，进口依赖度低。从全球各国的进口量来看，我国目前是全球最大的玉米进口国，出口数量很少。根据美国农业部，2021 年中国玉米进口量为 23.00

百万吨，全球占比约 12.82%。但从自给率来看，我国玉米自给率约 95%以上，实际上进口依赖度较低。

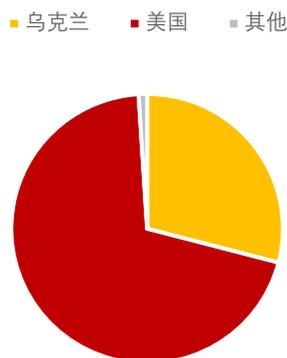
乌克兰是我国玉米进口的主要来源国之一。我国玉米的进口国家相对集中，主要是美国与乌克兰，其中美国是我国玉米的第一大进口国。根据海关总署，2021 年，我国进口玉米中，美国占比达到 70%。乌克兰为我国玉米进口的第二大国家，2021 年进口占比为 29.05%。

图 52：2021 年全球玉米进口分布



数据来源：USDA，东莞证券研究所

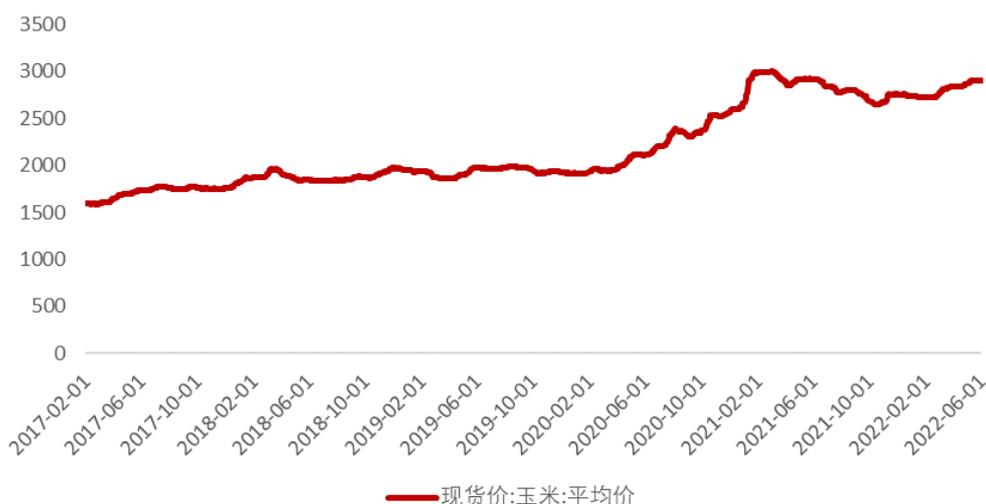
图 53：2021 年我国玉米进口国结构 (%)



数据来源：海关总署，东莞证券研究所

俄乌冲突后，我国从乌克兰进口玉米量持续走低，但对我国整体玉米供给影响有限。根据海关总署，2022 年 1-5 月，我国玉米进口量 1,139 万吨，同比小幅下降 2.9%；其中，美国、乌克兰玉米进口占比分别约为 56%和 42%。一般而言，每年的 10 月至次年的 5 月是乌克兰玉米的集中出口期。今年 2 月份俄乌冲突发生以来，乌克兰港口运输受限，玉米出口难度加大。今年 3-5 月，我国从乌克兰进口的玉米量分别为 136 万吨、70 万吨、12.67 万吨，环比下降明显。就 5 月而言，我国玉米进口量同比降幅较大（-34.1%），而 1-5 月整体降幅较小。但考虑到我国玉米自给率较高，玉米进口量占比较小，进口端对我国整体玉米供给格局的影响有限。短期内我国玉米价格走高或由外围情绪影响所致，我国玉米供给未受到严重冲击。

图 54：玉米现货价（元/吨）

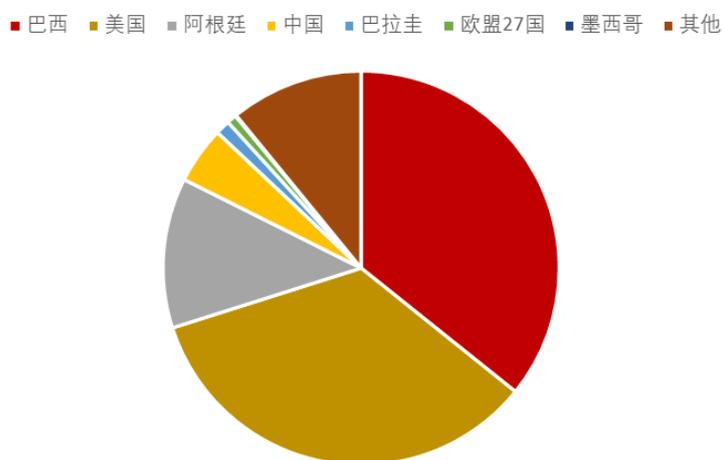


数据来源: Wind, 东莞证券研究所

(3) 大豆

我国是全球第四大大豆生产国，全球产量占比不高。目前，全球前三大大豆生产国分别为巴西、美国 and 阿根廷，我国是第四大大豆生产国。根据美国农业部，2021 年，巴西、美国与阿根廷的大豆产量在全球占比分别为 35.80%、34.29% 和 12.33%；而我国大豆产量为 16.40 百万吨，占比为 4.66%，远不及前三大大豆生产国。

图 55：2021 年全球大豆产量占比 (%)

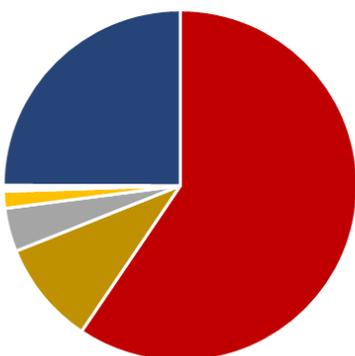


数据来源: USDA, 东莞证券研究所

我国大豆进口依赖度高，大豆进口量占全球比重接近六成。我国大豆进口量在全球的占比维持在 60% 左右，是全球最大的大豆进口国。根据美国农业部，2021 年，我国大豆进口量占全球比重为 59.43%，远高于其他国家或地区。从我国大豆进口情况分布来看，我国大豆主要从巴西、美国、阿根廷进口，其中巴西是我国大豆的最大进口国。根据海关总署，2021 年，巴西大豆进口量占我国进口大豆总量的比重约 60.2%；美国、阿根廷的进口占比分别为 33.5% 和 3.88%。

图 56：2021 年全球大豆进口分布

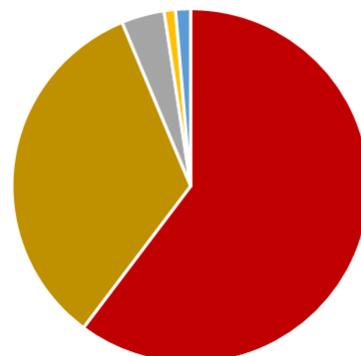
■ 中国 ■ 欧盟27国 ■ 墨西哥 ■ 阿根廷 ■ 巴西 ■ 美国 ■ 其他



数据来源：USDA，东莞证券研究所

图 57：2021 年我国大豆进口量区域结构

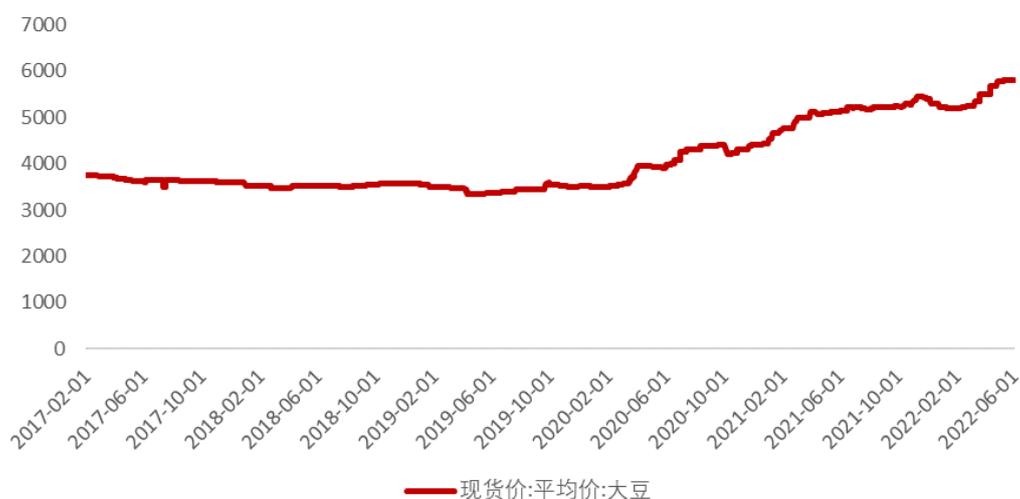
■ 巴西 ■ 美国 ■ 阿根廷 ■ 俄罗斯 ■ 其他



数据来源：海关总署，东莞证券研究所

受南美旱情等因素影响，我国大豆价格有望维持高位震荡。美国、巴西与阿根廷是大豆的主要生产国，我国的大豆主要从巴西和美国进口。美国和巴西由于地理位置不同，存在收获季节性差异，巴西大豆收获时间是 3-4 月，美国大豆收获时间是 9-10 月。根据海关总署最新公布数据，2022 年 1-5 月，我国进口大豆 3803 万吨，同比略减 0.4%。5 月已经进入巴西大豆出口旺季，但今年 5 月我国从巴西进口大豆量约 779 万吨，同比出现下滑；而同期从美国进口大豆量约 173 万吨，同比增幅超 6 倍。2021 年 12 月以来，南美发生旱情，巴西、阿根廷核心大豆产区面临减产，推动大豆与豆粕价格持续走高。面对巴西、阿根廷等地大豆价格上涨的情况，我国积极买入价格具有相对竞争优势的美国大豆。由于今年上半年巴西、阿根廷大豆产量受旱情影响，叠加美国大豆产区天气在后期对大豆产量的影响仍存在不确定性，国际大豆价格易涨难跌，预计国内大豆价格短期内将维持高位震荡。

图 58：大豆现货价（元/吨）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

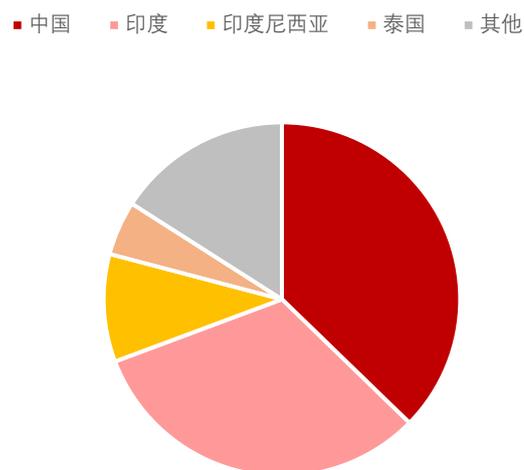
(4) 水稻

我国是全球第一大水稻生产国，2021 年水稻产量创近十年新高。稻谷播种面积与单产共同决定了我国的水稻产量。受益于我国水稻单产的增加，2021 年我国水稻产量为 21,284 万吨，同比增加 0.46%，产量创近十年新高。从产出量来看，我国目前是全球第一大水稻生产国。根据联合国粮农组织，2020 年我国水稻产量为 21,186 万吨，产量在全球占比为 37.31%。印度与印度尼西亚分别是全球第二与第三大水稻生产国，2020 年水稻产量在全球占比分别为 31.97%与 15.91%。

图 59：2006-2021 年我国水稻产量与增速（百万吨，%）



图 60：2020 年全球水稻产量占比 (%)

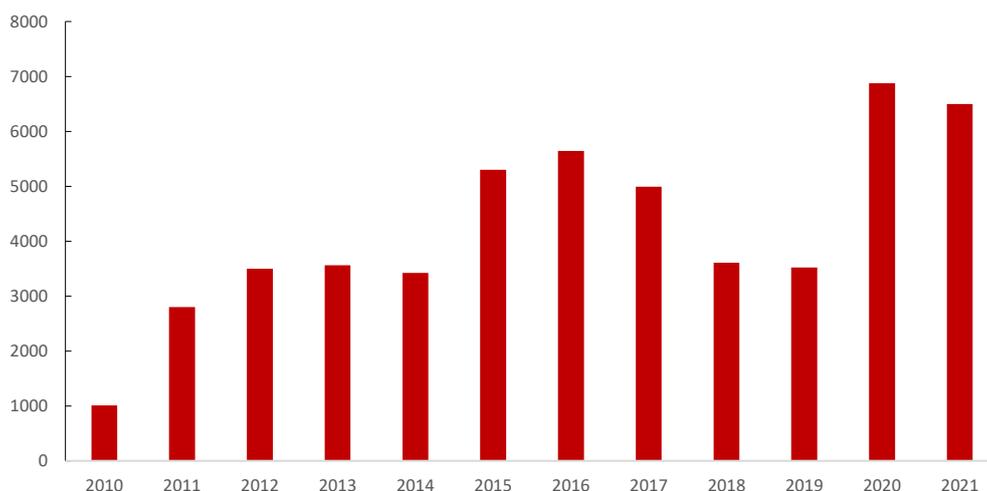


资料来源：联合国粮农组织，国家统计局，东莞证券研究所

资料来源：联合国粮农组织，东莞证券研究所

我国水稻基本自给自足，进口依赖度低。我国水稻的自给率约 98%左右，基本可以自给自足，出口量很少。但由于我国人数众多，从全球各国的进口量看，我国仍然是全球最大的水稻进口国。近几年，我国水稻进口量整体呈波动上升态势。2011-2019 年，我国水稻进口量从 2,800 千吨增加至 3,520 千吨。受疫情影响，我国部分水稻企业停产停工，2020 年我国水稻进口量达到 7,100 千吨，同比增长 101.70%，进口依存度达到 3.2%。2021 年，我国水稻进口量同比有所下降，降至 6,500 千吨。

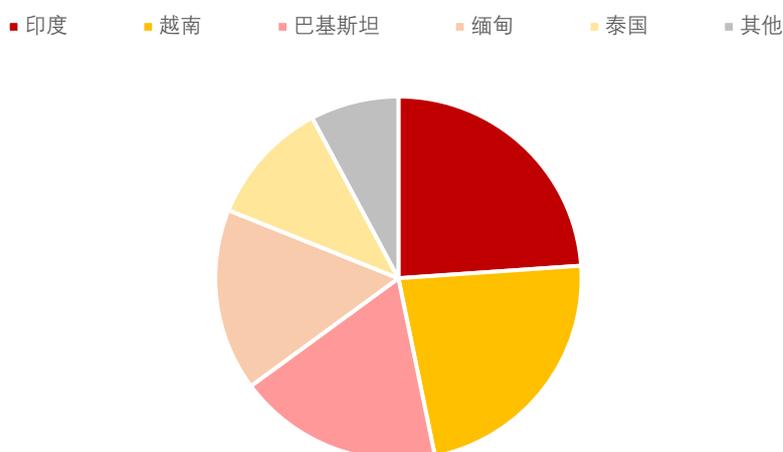
图 61：我国水稻进口量（千吨）



数据来源：USDA，东莞证券研究所

我国稻谷与大米的进口市场主要集中在东南亚与南亚。根据海关总署数据显示，2021 年我国稻谷和大米的前三大主要进口国家分别为印度、越南、巴基斯坦。其中，印度是我国稻谷和大米的第一大进口国，进口量占进口总量的 23.90%。越南与巴基斯坦分别是我国稻谷和大米的第二与第三大进口国，进口量分别占进口总量的 22.90%与 18.10%。

图 62：2021 年我国稻谷和大米进口国家分布 (%)

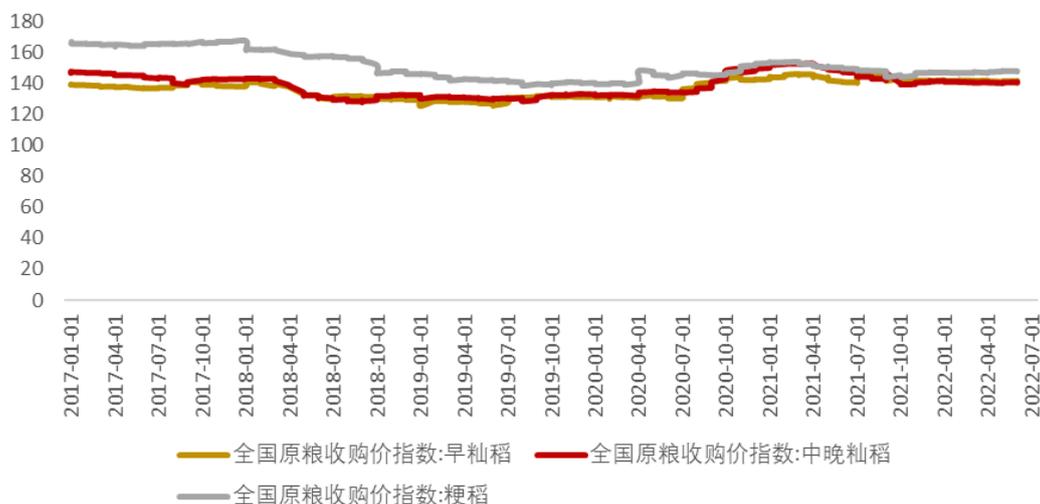


数据来源：海关总署，东莞证券研究所

预计 2022 年我国水稻价格维持窄幅震荡。由于我国水稻自给率很高，且俄罗斯与乌克兰不是全球主要的稻米生产国与消费国，因此外围市场对我国水稻市场的影响有限。从需求来看，下游食用消费对我国水稻的需求相对稳定，稻谷对饲料需求的增量贡献或边际递减。从供给来看，我国水稻产量 2022 年有望延续增长态势，供给仍较为充裕。与此同时，我国水稻的库消比处于相对高位水平，库存存在一定的压力。目前，

我国稻谷托市收购工作已全面结束。2022 年 3 月启动的国储政策性陈稻拍卖，目前已常态化进行，由于稻谷市场供需宽松的基本面未变，水稻价格上涨有一定压力，预计水稻价格后续或以窄幅震荡为主。考虑到国家实行水稻最低收购价格制度，水稻价格的下跌空间亦相对有限。

图 63：我国早籼稻、中晚籼稻、粳稻收购价格指数



数据来源：Wind，东莞证券研究所

4.5 短期受政策、俄乌冲突提振，中长期转基因有望成为趋势

(1) 短期来看，政策和俄乌冲突推动行业景气

短期来看，俄乌地缘冲突、各地粮食出口政策推高全球主要农作物价格。上述四大农作物品种中，我国大豆依赖进口，近期受南美旱情影响较大；我国玉米进口格局在一定程度上受俄乌冲突影响，整体供给影响受影响有限；我国小麦、水稻进口格局受当前外围市场影响较小。从价格来看，俄乌冲突发生以来，各国粮食出口政策有不同程度收紧，粮食保护主义加剧扰乱了全球粮食市场供需系统。叠加部分地区受到天气对产量的不利影响，目前全球小麦、玉米、大豆等主要农作物价格维持高位，我国农民种植意愿相对较高，带动相应农作物种子销量。

(2) 中长期来看，转基因商业化乃大势趋势

中长期来看，我国转基因商业化是农业种植发展大趋势。面对全球疫情肆虐和农产品价格持续上涨，国家更加注重保障粮食安全和种业安全；为维护我国粮食安全稳定，国内转基因商业化正在有序推进。近两年，转基因相关政策文件频繁出台或修订，十四五规划提及要加快推进生物育种产业化应用。目前，我国已有多个转基因品种获得生产应用安全证书，同时转基因玉米和转基因大豆的品种审定标准成功落地，我国转基因商业化有望得到加速进展。

4.6 重点公司分析

(1) 隆平高科

2021 年，公司营收保持增长，业绩受库存减值拖累。2021 年，公司实现营业总收入 35.03 亿元，同比增长 6.47%，实现归母净利润 0.62 亿元，同比减少 46.12%。分品类来看，2021 年，公司水稻种子实现营收 13.04 亿元，同比下降 6.19%；玉米种子实现营收 10.15 亿元，同比增长 2.74%；蔬菜瓜果种子实现营收 2.87 亿元，同比下降 2.62%；杂谷种子实现营收 1.77 亿元，同比大增 55.09%；向日葵种子实现营收 0.89 亿元，同比下降 22.57%。针对第一大业务水稻种子，公司整合成立亚华水稻事业部，增强内部协同效应；同时水稻小品种集中清理去库存，优化隆平种业品种结构。业绩方面，由于公司在 2021 年计提大额资产减值损失，拖累公司利润端表现。随着去库存工作开展，公司水稻种子库销比降低，库存种子减值完成，2022 年公司种子库销比将逐渐回归健康状态。

公司转基因业务加速发展。公司在转基因玉米研发、基因编辑水稻、各作物分子标记辅助育种等形成了成熟稳定的研发布局，玉米转基因创新前端以杭州瑞丰生物科技有限公司、隆平生物技术（海南）有限公司形成“双驾马车”协同推进玉米转基因性状开发，后端以玉米科学院、联创种业为主推进品种转育。目前，隆平高科的参股公司杭州瑞丰转基因玉米瑞丰 125、转基因玉米瑞丰 8、转基因耐除草剂玉米 nCX-1 已获得生产应用的安全证书；公司市场主导玉米品种裕丰 303 等均已完成生物育种产业化的各项准备工作，玉米品种和转基因性状的产品线进一步丰富。公司在生物育种板块持续发力，随着我国转基因商业化进程推进，在我国转基因玉米产业化开放以后，隆平高科有望成为市场主力军。

（2）荃银高科

2021 年，公司种子业务快速增长，订单农业业务规模增加。2021 年，公司实现营业总收入 25.21 亿元，同比增加 57.38%，实现归母净利润 1.69 亿元，同比增加 26.68%。2021 年，公司农业类销售量同比增长 125.86%，业绩驱动因素主要是以下三点：①公司各类农作物种子销量全线增长，销售 10,066.79 万公斤，同比增长 51.84%；其中，公司主推的杂交水稻、杂交玉米等品种市场表现良好。②公司订单农业业务规模增加。2021 年，公司期订单粮食业务销售量为 26,561.52 万公斤，较上年同期增长 71.58%；青贮业务销售量 17,878.49 万公斤，较上年同期增长 783.65%。③公司通过实施员工持股计划，全面调动员工的积极性。

公司持续布局订单农业业务，与种子业务协同发展。2021 年，公司粮食作物业务收入 7.24 亿元，同比提升 72.54%；青贮玉米业务收入 1.35 亿元，同比增速高达 800.48%。粮食订单业务方面，公司积极打造“店集贡米”以及环巢湖优质绿色种植全产业链项目等，通过种粮一体化品牌粮基地展示示范，积极带动杂交水稻种子及小麦种子销售。青贮玉米业务方面，公司从奶业企业的需求入手，大力培育适宜青贮品种，通过青贮玉米订单种植，积极带动了全玉 1233、庐玉 9105、苏麦 188 等杂交玉米、小麦种子销售。此外，公司还积极开展酿酒专用粮的品种研发、订单供应业务，聚焦酿酒专用粮高质量发展，拉动种子销售。

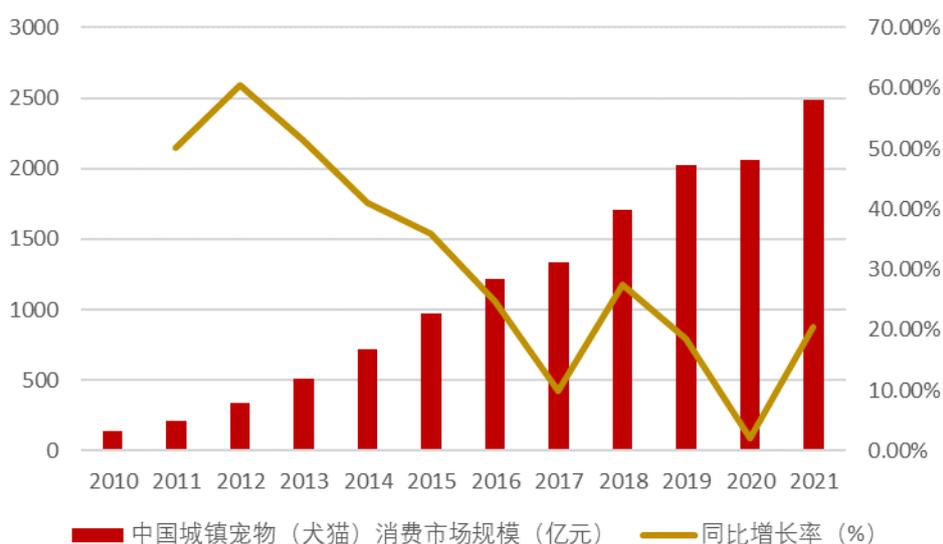
公司注重研发，坚持产学研相结合、育繁推一体化的种业创新之路。2021 年，公司新增国审品种 97 个，其中水稻 92 个，玉米 5 个；省审定品种 60 个，其中水稻 44 个，玉米 9 个，小麦 7 个。子公司中科荃银与上海师范大学开展水稻导航育种研究，独占开发具有迄今为止最完善的水稻数量性状基因关键变异图谱，为公司更高效地开展新品种培育提供技术支持。此外，公司正在有序推进生物育种产业化应用。在分子育种上，公司联合国内一流的种业科研院所的科学家团队成立了“国家水稻商业化分子育种技术创新联盟”，搭建科企紧密合作的协同创新平台，建设商业化分子设计育种新模式；在转基因方面，公司 2015 年牵头开展了农业部“转基因抗虫玉米‘双抗 12-5’产业化研究项目”，并已按照项目要求创制了抗虫性状突出、综合性状优良的转基因玉米新品种（系），公司同时也与大北农等单位开展合作。

5. 宠物食品：行业增速较快，集中度有望进一步提高

5.1 我国宠物市场处于快速成长期，宠物食品是宠物行业最大的细分市场

我国宠物行业处于较快成长阶段，2021 年增速已恢复至疫情前水平。近几年，随着养宠人数的增加以及居民生活水平的提高，我国宠物市场规模持续扩容，行业增速较快。根据中国宠物行业白皮书的数据显示，2010-2021 年，我国城镇宠物（犬猫）消费市场规模从 140 亿元增加至 2490 亿元，年均复合增速为 29.91%，行业处于较快发展阶段。受疫情影响，2020 年我国宠物市场增速放缓。根据《2021 年中国宠物行业白皮书》的数据显示，2021 年我国城镇宠物（犬猫）消费市场规模达到 2490 亿元，比 2020 年增长 20.58%，增速已恢复至疫情前水平。展望未来，伴随着消费升级与商业化程度的提高，预计我国宠物市场未来仍具发展空间。

图 64：我国城镇宠物（犬猫）消费市场规模与增速

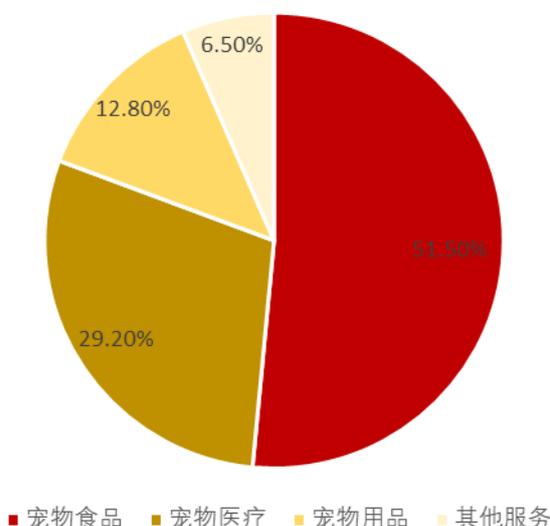


数据来源：《中国宠物行业白皮书》，东莞证券研究所

宠物食品是宠物行业最大的细分市场。根据《2021 年中国宠物行业白皮书》的数据显示，在我国宠物行业细分领域中，宠物食品消费支出（主粮、零食、营养品）的占比

最高。2021 年，宠物食品消费支出的占比为 51.50%，是宠物行业最大的细分市场，远高于宠物医疗和宠物用品等其他支出。

图 65：2021 年我国宠物消费结构（%）



数据来源：《2021 年中国宠物行业白皮书》，东莞证券研究所

5.2 多因素推动宠物食品消费上行

国家出台了宠物食品行业相关政策，有助于行业有序发展。2018 年，农业农村部发布了《宠物饲料管理办法》、《宠物饲料标签规定》、《宠物饲料卫生规定》、《宠物饲料生产企业许可条件》、《宠物配合饲料生产许可申报材料要求》和《宠物添加剂预混合饲料生产许可申报材料要求》，上述政策规定了境内宠物配合饲料、宠物添加剂预混合饲料生产企业，以及进口宠物配合饲料、宠物添加剂预混合饲料产品的企业经营活动的必要资质，规范了宠物饲料标签标示内容，明确了境内生产、销售宠物饲料产品的卫生指标和宠物饲料企业生产许可条件。上述政策的出台进一步明确并规范了宠物食品的生产、经营，提高了准入门槛，有助于行业有序发展，进一步推动和促进我国宠物食品行业规模和整体水平的提高。

表 8：国内宠物及宠物食品行业相关的法律法规和相关国家标准

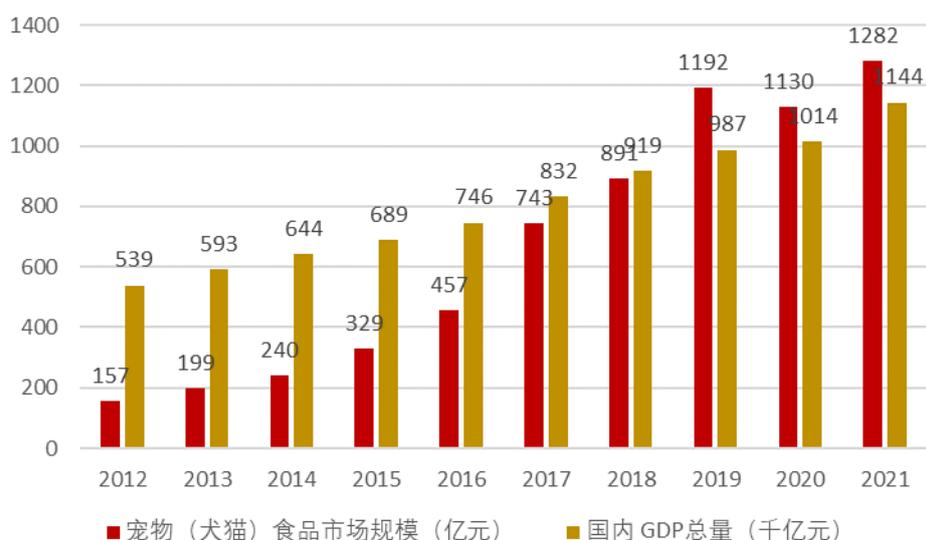
文件名	发布时间	发布部门	主要内容
《宠物饲料标签规定》	2018 年 4 月	农业农村部	加强宠物饲料管理内容, 规范宠物饲料标签标示
《宠物饲料管理办法》	2018 年 4 月	农业农村部	从事宠物配合饲料、宠物添加剂预混合饲料生产的企业需按照规定办理饲料生产许可证, 进口宠物配合饲料、宠物添加剂预混合饲料产品的企业需按照规定取得进口登记证
《宠物饲料卫生规定》	2018 年 4 月	农业农村部	明确在中华人民共和国境内生产、销售的供宠物犬、宠物猫直接食用的宠物饲料产品的卫生指标
《宠物饲料生产企业许可条件》	2018 年 4 月	农业农村部	通过明确各项宠物饲料生产许可条件, 加强宠物饲料生产许可管理, 保障宠物饲料质量安全

《宠物配合饲料生产许可申报材料要求》	2018 年 4 月	农业农村部	明确宠物配合饲料生产许可申报材料的许可范围、申报材料格式、申报材料内容要求等
《宠物添加剂预混合饲料生产许可申报材料要求》	2018 年 4 月	农业农村部	明确宠物添加剂预混合饲料生产许可申报材料的许可范围、申报材料格式、申报材料内容要求等

资料来源：乖宝宠物招股说明书，东莞证券研究所

我国经济高速发展，带动宠物食品市场规模快速增长。国际经验表明，经济水平与宠物食品市场的发展紧密相关，随着我国经济不断发展，人均居民可支配收入稳中有升。人均收入水平提升促使居民消费不断升级，宠物食品市场规模也随之增长。2012-2021 年，中国 GDP 年均复合增长率达到 8.73%，宠物食品行业市场规模从 2012 年的 157 亿元增长到 2021 年的 1282 亿元。除 2020 年受到疫情影响外，2012 年至今，我国宠物（犬猫）食品市场规模年增长率大部分都维持在 20% 以上，年均复合增长率达 26.28%，远超世界平均水平 6.17%。

图 66：我国宠物（犬猫）食品市场规模与国内 GDP 增长对比

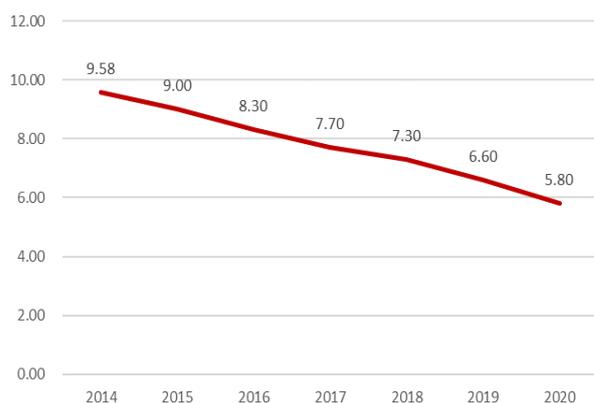


数据来源：国家统计局，《中国宠物行业白皮书》，东莞证券研究所

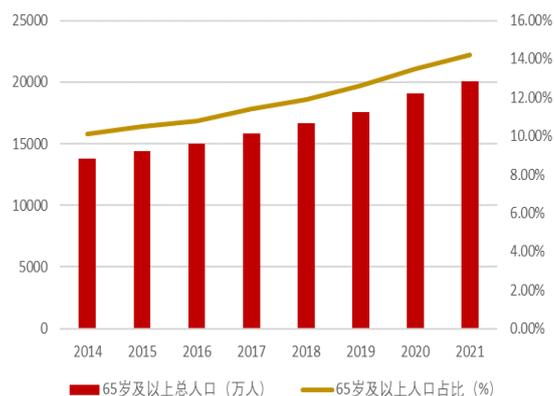
结婚率下降+人口老龄化，宠物需求倾向提升。受婚姻观念转变、工作节奏等因素的影响，近几年我国结婚率总体呈下降趋势。2014-2020 年，我国结婚率从 9.58% 下降至 5.80%。在结婚率下降的同时，我国老龄化趋势不断显现。2014-2021 年，我国 65 岁及以上人口从 13755 万人增加至 20056 万人，占比从 10.10% 增加至 14.20%。在我国结婚率下降与老龄化趋势加速的背景下，居民的孤独感将有所增加，宠物不仅仅充当人们感情寄托的角色，也逐渐被当作中国家庭中重要的成员。宠物消费成为情感消费，相比物质消费，具有更大的需求空间和可持续性。

图 67：我国结婚率 (%)

图 68：我国人口老龄化率 (%)



数据来源：中国婚姻家庭报告2022版，东莞证券研究所



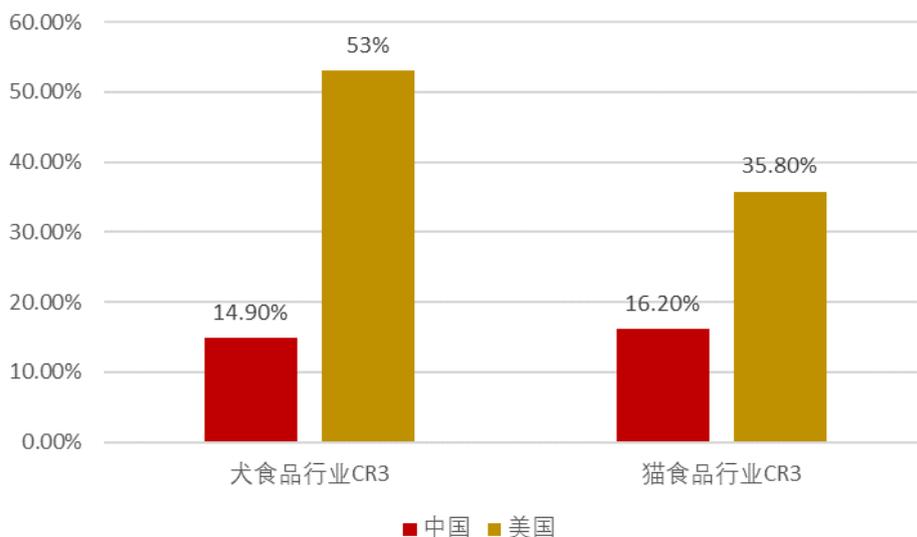
数据来源：Wind，东莞证券研究所

5.3 国内宠物食品行业快速发展，集中度有望进一步提高

国内宠物食品行业快速发展。国内经济的快速发展和人均可支配收入的增加带动宠物消费需求扩张。宠物食品作为宠物消费的主要组成部分，将受益于国内经济的增长，未来行业规模有望保持较高的增长速度。同时，由于我国宠物经济尚处于发展的早期阶段，养宠渗透率和单只宠物消费支出额处于较低水平，国内宠物食品行业市场总体规模仍存在较大的提升空间。

我国宠物食品市场集中度有望提高。根据 Euromonitor 数据显示，2019 年，我国犬食品行业与猫食品行业的 CR3 分别为 14.90%与 16.20%，而美国犬食品行业与猫食品行业的 CR3 已分别达到 53.00%与 35.80%。我国宠物食品行业发展初期，行业内中小企业偏多，我国宠物食品市场的集中度相对较低。随着近年来国内宠物行业相关政策的不断完善，行业门槛逐渐提高，行业内无序竞争的局面有所改变。随着科学养宠的普及，宠物主对宠物食品的营养、质量、安全要求都会提高。质量稳定、有口碑的产品将获得更大市场。由于宠物更换主粮品牌的成本较高，已树立品牌优势的头部企业在竞争中存在先发优势，这对小规模企业具有一定的品牌壁垒。同时，产业资本的进入将加速行业整合，未来客户、资金及各类资源都将向头部企业集中，龙头企业的优势将被进一步放大，行业集中度将进一步得到提升。

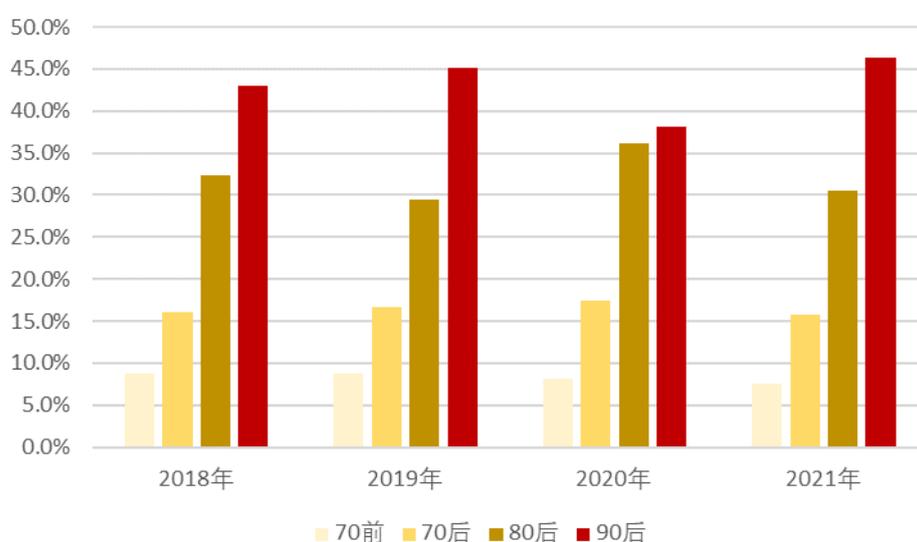
图 69：2019 年中美猫犬食品行业 CR3 对比



数据来源：Euromonitor，东莞证券研究所

国内养宠年轻化，科学养宠观念提升。根据《2021 年中国宠物行业白皮书》，我国养宠人群以 80、90 后为主，其中 80 后占比 30.5%，90 后占比 46.3%。越来越多的年轻一代对精神生活品质的追求提升，年轻群体更多地将宠物视为家人，对宠物陪伴的需求迫切，养宠成为一种时尚的生活方式。宠物主的诉求逐渐向精细化科学养宠方向转变，对宠物食品的品质和健康也有着更高的追求，宠物主愿意支付更高的价格选购品质更优、原材料更健康、甚至量身定制的宠物食品。对宠物食品的接受度更高，消费意愿更强，宠物食品渗透率在所有年龄段中相对更高，因此 80、90 后也成为宠物食品的消费主力军。

图 70：2018-2021 年我国养宠人群年龄分布 (%)



数据来源：《2021 年中国宠物行业白皮书》，东莞证券研究所

5.4 重点公司分析

(1) 中宠股份

公司是宠物食品领先企业。公司是一家全球宠物食品领域多元化品牌运营商，旗下有“Wanpy”、“Natural Farm”、“Dr.Hao”、“Jerky Time”、“爱宠私厨”、“脆脆香”、Happy100 等自主品牌，主要从事犬用及猫用宠物食品的研发、生产和销售，具体产品涵盖零食和主粮两大类。产品销往日本、美国、加拿大、德国、英国、法国、澳大利亚、俄罗斯、韩国等全球 30 多个国家和地区。公司 2022 年第一季度实现营入 7.93 亿元，同比增长 41.58%；实现归母净利润 0.23 亿元，同比增长 10.73%。公司积极布局国内市场，在疫情影响下，国内市场业务仍保持快速增长；在国外市场方面，公司加强客户拓展和产品开发步伐，保持较快增速。

公司产品线丰富，以零食和罐头为主。公司产品涵盖犬用、猫用两大类，涉及了宠物干粮、宠物湿粮、宠物零食、宠物饼干、宠物洁齿骨等十一大类，总计 1000 余个品种。目前公司产品基本属于宠物食品，宠物用品领域产品缺少，仅有猫砂为主打宠物用品。在公司的宠物食品中，零食和罐头为主要品类。2021 年，公司宠物零食实现营业收入 19.80 亿元，营收占比为 68.70%；宠物罐头实现营业收入 4.75 亿元，营收占比为 16.50%。

(2) 佩蒂股份

宠物休闲食品领域最具规模和影响力的公司。创立于 1992 年的佩蒂，专注于围绕宠物健康建立科学食品体系，始终坚持用全球好产品不断推动宠物行业健康标准升级。过去 27 年，公司一直担当全球宠物市场健康升级的助推器，为全球顶级宠物食品公司和宠物主打造了数以千计热销的健康产品。目前，公司充分利用其在全球积累的研发优势、生产优势以及海外优质品牌服务中国市场，全面启动在宠物领域的布局，旨在成为中国第一的宠物健康生态集团。2022 年第一季度，公司实现营收 3.43 亿，同比增长 7.03%；归母净利润 0.29 亿，同比增长 22.12%。公司越南工厂产能逐渐恢复，带动公司盈利能力回升。

咬胶是公司的主要业务，线上渠道积极开展。分产品看，咬胶是公司的主要创收来源。2021 年，公司的畜皮咬胶与植物咬胶分别实现营业收入 4.32 亿元与 3.96 亿元，营收占比分别为 33.98%与 31.13%。同时，营养肉质零食为公司的第三大业务收入来源，2021 年营收占比为 19.93%。分渠道看，公司在线下与全国主要省市的区域代理商和批发商建立紧密合作关系，并与宠物医院、美容店等专业连锁机构保持深度合作关系，将产品辐射至各终端门店。公司在发展线下业务的基础上，积极开展线上渠道。目前，公司已在天猫、京东、拼多多、苏宁等主流电商平台开设线上品牌旗舰店或专营店，直接面对消费者，还与 E 宠商城等专业电商签订深度合作协议，直接向其销售产品或合作开发产品。

6. 投资建议

维持对行业的谨慎推荐评级。今年以来，受多因素影响，行业机遇与挑战并行。展望今年下半年，市场可以重点把握养殖与种业两大投资主线，寻找板块中高景气的投资机会。**生猪养殖板块：**4 月以来，受疫情、国家收储等因素影响，猪价出现上涨。考

考虑到生猪供给滞后能繁母猪供给 10 个月，预计今年下半年供给有望缩量，猪价拐点或基本确立。但由于近期猪价上涨，市场出现了压栏增重、二次育肥等现象，不排除后续供给增加的情况，导致猪价或再次回调。从猪价走势来看，受养殖成本走高与国家收储等政策支撑，预计猪价下跌空间相对有限，而新一轮周期猪价上涨的幅度则需结合后续产能去化幅度、饲料成本等指标进行进一步判断。**种业板块：**短期来看，国家政策和俄乌冲突推动行业景气。今年以来，国家相继出台种业政策，对板块有一定的提振。受俄乌冲突影响，目前全球小麦、玉米、大豆等主要农作物价格维持高位，我国农民种植意愿相对较高，带动相应农作物种子销量。从中长期来看，随着国家对转基因的重视，转基因品种的商业化应用将成为种业发展的重要趋势，我国转基因商业化有望得到加速进展，进而有望利好相关优质龙头企业。标的方面，可重点关注养殖板块中的牧原股份（002714）、温氏股份（300498）、新希望（000876）、天邦食品（002124）、圣农发展（002299）、益生股份（002458）、民和股份（002234）、仙坛股份（002746）、立华股份（300761）、湘佳股份（002982）等；种业板块中的隆平高科（000998）、荃银高科（300087）、大北农（002385）、金龙鱼（300999）等；宠物板块中的中宠股份（002891）、佩蒂股份（300673）等。

表 9：重点公司盈利预测及投资评级（2022/6/21）

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS (元)			PE			评级	评级变动
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E		
002714	牧原股份	55.80	1.31	1.81	5.54	42.60	30.83	10.07	推荐	维持
300498	温氏股份	20.86	-2.08	-0.30	2.02	-10.05	-69.30	10.35	推荐	维持
000876	新希望	15.68	-2.13	-0.35	1.28	-7.37	-45.42	12.24	推荐	维持
002124	天邦食品	6.98	-2.43	-0.90	1.32	-2.88	-7.72	5.31	推荐	维持
002299	圣农发展	19.26	0.36	0.45	1.26	53.45	42.89	15.24	推荐	维持
002458	益生股份	9.43	0.03	0.13	0.53	329.07	72.82	17.66	推荐	上调
002234	民和股份	16.62	0.14	0.17	1.52	121.82	100.00	10.96	推荐	上调
002746	仙坛股份	9.55	0.10	0.04	0.18	100.04	234.64	54.45	推荐	维持
300761	立华股份	41.51	-0.98	1.69	3.61	-42.38	24.53	11.51	推荐	维持
002982	湘佳股份	44.06	0.25	1.49	2.79	174.81	29.58	15.81	推荐	上调
000998	隆平高科	16.76	0.05	0.22	0.37	353.46	75.80	45.88	推荐	维持
300087	荃银高科	16.63	0.25	0.33	0.43	66.57	50.61	38.62	推荐	维持
002385	大北农	7.87	-0.11	0.07	0.53	-74.02	107.81	14.91	推荐	维持
300999	金龙鱼	47.47	0.76	1.06	1.39	62.29	44.64	34.14	推荐	维持
002891	中宠股份	24.95	0.39	0.58	0.85	63.47	43.09	29.47	推荐	维持
300673	佩蒂股份	17.45	0.24	0.58	0.78	73.68	29.84	22.33	推荐	维持

资料来源：Wind，东莞证券研究所

7. 风险提示

(1) **非洲猪瘟和禽流感等疫病大规模爆发。**发生疾病传播会给相关企业带来重大经营风险，企业将面临疫病引致的产量下降、盈利下降、甚至亏损等风险。

(2) **生猪、肉鸡等价格下行**。猪肉与鸡肉市场价格的周期性波动导致养殖公司的毛利率呈现周期性波动的特点。若猪肉或鸡肉的销售价格出现大幅下降或上涨幅度低于成本上涨幅度，则公司业绩难以保持持续增长，甚至面临大幅下降与亏损的风险。

(3) **自然灾害**。农产品极易受到天气等因素影响。如果发生较为严重的自然灾害，则会直接影响粮食的收成，进而对销量产生影响。

(4) **转基因技术发展不及预期**。目前我国转基因商业化已取得一定进展，若后续转基因技术发展不及预期，将一定程度上影响我国转基因商业化进程。

(5) **市场竞争加剧**。由于行业中的中小农户较多，竞争相对激烈。在这过程中易受到同行业其他企业的影响，可能造成销售不及预期。

东莞证券投资评级体系:

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、北京证券交易所股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺:

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明:

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主做出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告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证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn