

#### 评级：增持（维持）

分析师：姚雪梅

执业证书编号：S0740522080005

电话：021-20315138

Email: yaoxm@zts.com.cn

联系人：严瑾

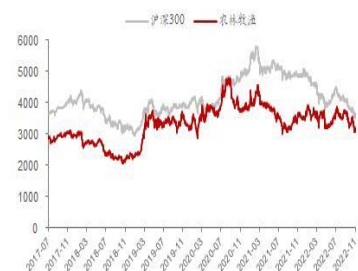
电话：021-20315125

Email: yanjin@zts.com.cn

#### 基本状况

上市公司数	104
行业总市值(百万元)	1,455,701
行业流通市值(百万)	661,498

#### 行业-市场走势对比



#### 相关报告

- 1、2022 年度农林牧渔年度策略
- 2、2022 年农林牧渔中期策略

#### 投资要点

- 生猪养殖：**受益于猪价大幅上涨，单三季度生猪养殖板块业绩扭亏为盈，但头均盈利分化仍大。三季度生猪养殖板块合计营收同比增长 51.4%，环比增长 30.2%，合计归母净利润达到 153.3 亿元，同比环比均扭亏，这也是 2021Q2-2022Q2 连续亏损 5 个季度后首次实现盈利。整体上三季度上市公司生猪养殖成本环比有所下降，但降幅不大，原因在于三季度饲料成本上涨一定程度蚕食了生产效率提高带来的成本改善。看好后续猪价再创新高，生猪养殖板块预计仍有修复行情。我们认为，9 月以来的二次育肥比例并不很高，且近期的猪价调整预计将抑制 10 月的二育比例，后期二育造成的供给端压力较小，在需求逐渐转旺的背景下，预计 11-12 月猪价仍有望再创新高，期间生猪养殖板块或仍有修复行情，**重点关注牧原股份、温氏股份、巨星农牧。**
- 白鸡养殖：**前三季度行业上下游表现分化，上游营收和利润同比均下降，业绩持续亏损时间超过 5 个季度，下游增收不增利，养殖成本高位侵蚀盈利空间。单三季度板块业绩环比改善。前期种鸡盈利不佳，刺激产能去化，反映到 4 季度毛鸡数量为减量趋势，四季度毛鸡价格有望持续回暖。中长期，当前的祖代引种低位将逐渐反映到下游，后续父母代和商品代鸡苗供应量相继减少，供需双恶时点已过，叠加海外引种不确定性较大，左侧配置时点已到。**重点关注民和股份、圣农发展、仙坛股份、益生股份。**
- 黄鸡养殖：**三季度黄鸡价格突破新高，上市公司收入增速远超出栏增速，盈利显著改善，均羽利润超过 6 元。当前养殖成本高位、土地、环保等问题抑制散户补栏热情，后期产能恢复仍需时间，乘前期行业深度调整之风，头部企业市占率有望提升。
- 动保：**三季度猪鸡价格大幅上涨且能繁母猪存栏量开始增加，带动动保板块景气度恢复。在低迷了一年之后，三季度动保板块的景气度开始恢复，一方面得益于猪价和鸡价的大幅上涨，养户倾向于使用更好的动保产品，头均动保支出增多，22Q3 动保板块平均销售毛利率 18.0%，环比提升 2.9 个百分点，平均销售净利率 48.8%，环比提升 0.8 个百分点；另一方面生猪产能开始恢复，也使得母猪、仔猪的动保产品使用量开始增加。以上上市公司为代表的规模猪企预计后续将产能扩将加速，利好动保企业，看好动保板块业绩逐季向上，动保板块迎来最优配置时点，**重点关注科前生物、中牧股份、回盛生物、普莱柯。**
- 宠物食品：**海内外业务双轮驱动，业绩稳健增长。前三季度，宠物食品企业营收及利润保持较快增长，单三季度，三家上市公司利润增速远超收入增速，主要系人民币持续贬值的汇兑收益对净利增长带来较大助力。当前国内宠物行业方兴未艾，上市公司产能储备充裕，在保持海外优势的同时，在国内市场上的产品力、品牌力和渠道力上持续发力，目前已有亮眼表现。
- 风险提示：**历史规律失效、需求不及预期、农业政策落地不达预期、数据更新不及时等风险。

## 内容目录

前言总结 .....	- 4 -
生猪养殖: Q3 业绩扭亏为盈, 资金修复后母猪产能开始恢复 ...	- 4 -
Q3 出栏量环比有增有降, 猪价大涨下主要养殖企业全面盈利	- 5 -
Q3 生猪成本环比略有下降, 但上市猪企间分化仍大 .....	- 7 -
盈利修复后资金情况改善, 生产性生物资产开始恢复 .....	- 8 -
白鸡: 上下游业绩分化, Q3 整体回暖 .....	- 10 -
Q3 价格景气回暖, 后期行业产能有望持续去化 .....	- 11 -
上市公司产销规模扩大, 但产能增速放缓 .....	- 12 -
利润端: 业绩低迷时间超 5 个季度, 行业最差时点已过 ...	- 14 -
黄鸡: 产能去化兑现, 景气上行持续性强 .....	- 15 -
动保: Q3 景气度开始恢复, 看好后期业绩逐季向上 .....	- 17 -
宠物食品: 海内外业务双轮驱动, 汇兑收益增厚利润 .....	- 19 -
风险提示 .....	- 21 -

## 图表目录

图表 1: 2022 年前三季度主要生猪养殖上市公司业绩情况 .....	- 5 -
图表 2: 2022 年单三季度主要生猪养殖上市公司业绩情况 .....	- 5 -
图表 3: 2022 年前三和单三季度主要生猪养殖上市公司生猪出栏量 (万头) .....	- 6 -
图表 4: 2022Q3 生猪和仔猪价格大幅上涨 .....	- 6 -
图表 5: 行业 22Q3 自繁自养生猪头均盈利达到 577 元 .....	- 6 -
图表 6: 主要生猪养殖上市公司商品肉猪完全成本 (元/公斤) ..	- 7 -
图表 7: 玉米和豆粕价格 (元/公斤) .....	- 7 -
图表 8: 生猪饲料价格 (元/公斤) .....	- 7 -
图表 9: 主要生猪养殖上市公司资产负债率 .....	- 8 -
图表 10: 主要生猪养殖上市公司固定资产环比增速 .....	- 9 -
图表 11: 主要生猪养殖上市公司在建工程环比变动情况 .....	- 9 -
图表 12: 主要生猪养殖上市公司生产性生物资产环比变动情况	- 10 -
图表 13: 2022 年前三季度主要白鸡养殖上市公司出栏及盈利情况	- 10 -
图表 14: 2022 年单三季度主要白鸡养殖上市公司出栏及盈利情况	- 11 -
图表 15: 单季营收增速 .....	- 11 -
图表 16: 父母代鸡苗价格 (元/套) .....	- 11 -
图表 17: 商品代鸡苗价格 (元/只) .....	- 11 -
图表 18: 鸡肉综合价 (元/公斤) .....	- 11 -
图表 19: 年度祖代更新量 (万套) .....	- 12 -

图表 20: 2020 年至今月度祖代更新量 (万套)	- 12 -
图表 21: 主要白羽肉鸡企业销量跟踪	- 13 -
图表 22: 在建工程 (百万元)	- 13 -
图表 23: 固定资产增速	- 13 -
图表 24: 生产性生物资产 (百万元)	- 13 -
图表 25: 主要白羽肉鸡企业毛利率	- 14 -
图表 26: 豆粕和玉米价格 (元/吨)	- 14 -
图表 27: 单季归母净利润 (百万元)	- 15 -
图表 28: 2022 年前三季度黄鸡养殖相关上市公司出栏及盈利情况	- 15 -
图表 29: 2022 年单三季度黄鸡养殖相关上市公司出栏及盈利情况	- 16 -
图表 30: 立华股份和湘佳股份毛利率	- 16 -
图表 31: 立华股份和湘佳股份净利率	- 16 -
图表 32: 父母代鸡苗价格 (元/套)	- 16 -
图表 33: 在产父母代存栏 (套)	- 16 -
图表 34: 两广地区肉种鸡存栏 (万套)	- 17 -
图表 35: 立华股份和湘佳股份固定资产 (百万元)	- 17 -
图表 36: 2022 年前三季度动保上市公司业绩情况	- 17 -
图表 37: 2022 年单三季度动保上市公司业绩情况	- 18 -
图表 38: 动保上市公司单季度营收和归母净利润同比变动	- 18 -
图表 39: 动保上市公司单季度销售毛利率和销售净利率变动情况	- 18 -
图表 40: 2022 年三季度宠物食品上市公司盈利情况	- 19 -
图表 41: 主要上市公司毛利率	- 19 -
图表 42: 主要上市公司净利率	- 19 -
图表 43: 海外业务占比	- 20 -
图表 44: 中间价: 美元兑人民币	- 20 -
图表 45: 汇兑收益占归母净利润比重	- 20 -
图表 46: 2022 年 9 月犬主粮销售排行榜 (淘宝)	- 20 -
图表 47: 2022 年 9 月犬零食销售排行榜 (淘宝)	- 20 -
图表 48: 固定资产规模 (百万元)	- 21 -
图表 49: 中宠和佩蒂产能 (吨)	- 21 -

## 前言总结

- **生猪养殖**：受益于猪价大幅上涨，单三季度生猪养殖板块业绩扭亏为盈，但头均盈利分化仍大。看好后续猪价再创新高，生猪养殖板块预计仍有修复行情。我们认为，9月以来的二次育肥比例并不高，且近期的猪价调整预计将抑制10月的二育比例，后期二育造成的供给端压力较小，在需求逐渐转旺的背景下，预计11-12月猪价仍有望再创新高，期间生猪养殖板块或仍有修复行情，**重点关注牧原股份、温氏股份、巨星农牧。**
- **白鸡养殖**：前三季度行业上下游表现分化，上游营收和利润同比均下降，业绩持续亏损时间超过5个季度，下游增收不增利，养殖成本高位侵蚀盈利空间。单三季度板块业绩环比改善。前期种鸡盈利不佳，刺激产能去化，反映到4季度毛鸡数量为减量趋势，四季度毛鸡价格有望持续回暖。中长期，当前的祖代引种低位将逐渐反映到下游，后续父母代和商品代鸡苗供应量相继减少，供需双恶时点已过，叠加海外引种不确定性较大，左侧配置时点已到。**重点关注民和股份、圣农发展、仙坛股份、益生股份。**
- **黄鸡养殖**：三季度黄鸡价格突破新高，上市公司收入增速远超出栏增速，盈利显著改善，均羽利润超过6元。当前养殖成本高位、土地、环保等问题抑制散户补栏热情，后期产能恢复仍需时间，乘前期行业深度调整之风，头部企业市占率有望提升。
- **动保**：三季度猪鸡价格大幅上涨且能繁母猪存栏量开始增加，带动动保板块景气度恢复。以上市公司为代表的规模猪企预计后续将产能扩将加速，利好动保企业，看好动保板块业绩逐季向上，动保板块迎来最优配置时点，**重点关注科前生物、中牧股份、回盛生物、普莱柯。**
- **宠物食品**：海内外业务双轮驱动，业绩稳健增长。前三季度，宠物食品企业营收及利润保持较快增长，单三季度，三家上市公司利润增速远超收入增速，主要系人民币持续贬值的汇兑收益对净利增长带来较大助力。当前国内宠物行业方兴未艾，上市公司产能储备充裕，在保持海外优势的同时，在国内市场上的产品力、品牌力和渠道力上持续发力，目前已有亮眼表现。

## 生猪养殖：Q3业绩扭亏为盈，资金修复后母猪产能开始恢复

- 受益于猪价大幅上涨，单三季度生猪养殖板块业绩扭亏为盈，但头均盈利分化仍大，盈利修复下生产性生物资产环比增长4.9%。三季度生猪养殖板块合计营收同比增长51.4%，环比增长30.2%，合计归母净利润达到153.3亿元，同比环比均扭亏（选取13家主要上市猪企：牧原股份、温氏股份、新希望、天邦食品、傲农生物、巨星农牧、华统股份、唐人神、金新农、京基智农、神农集团、东瑞股份、新五丰，下同），这也是2021Q2-2022Q2连续亏损5个季度后首次实现盈利。整体上三季度上市公司生猪养殖成本环比有所下降，但降幅不大，原因在于三季度饲料成本上涨一定程度蚕食了生产效率提高带来的成本改善。从个股看，由于成本差异和出栏结构差异，上市公司之间三季度头均盈利仍存在较大分化。此外三季度随着公司盈利恢复，上市公司资产负债率开始下降，产能扩张也开始出现加速态势，但目前的产能扩张主要在种猪存栏量上，固定资产和在建工程尚未启动，13家主要生



猪养殖企业三季度末合计固定资产环比增长 1.7%，在建工程环比下降 6.3%，生产性生物资产合计环比增长 4.9%，这也是自 2021Q1 以来生产性生物资产首次环比出现增长。

- **看好后续猪价再创新高，生猪养殖板块预计仍有修复行情。**我们认为，9 月以来的二次育肥比例并不很高，且近期的猪价调整预计将抑制 10 月的二育比例，后期二育造成的供给端压力较小，在需求逐渐转旺的背景下，预计 11-12 月猪价仍有望再创新高，期间生猪养殖板块或仍有修复行情，重点关注牧原股份、温氏股份、巨星农牧。

### Q3 出栏量环比有增有降，猪价大涨下主要养殖企业全面盈利

- 单三季度生猪养殖公司全面实现盈利，同比环比均扭亏。13 家主要生猪养殖公司单三季度营业收入大幅增长，同比增长 51.4%，环比增长 30.2%，归母净利润全部扭亏为盈，这是 2021Q2-2022Q2 连续亏损 5 个季度后首次全面实现盈利。在三季度的丰厚盈利带动下，以牧原、温氏为代表的部分公司前三季度合计已经实现盈利，但 13 家主要生猪养殖公司前三季度合计仍亏损，合计归母净利润为-3 亿元，同比减亏 97.1%。

图表 1：2022 年前三季度主要生猪养殖上市公司业绩情况

	营业收入 (亿元)		归母净利润 (亿元)	
	2022 前三季度	同比	2022 前三季度	同比
牧原股份	807.7	43.5%	15.1	-82.6%
温氏股份	558.7	20.0%	6.9	扭亏
新希望	1,004.2	6.3%	-27.1	-57.7%
天邦食品	68.3	-18.9%	10.0	扭亏
傲农生物	154.0	15.6%	-5.7	-13.9%
巨星农牧	25.2	20.7%	-1.0	-147.8%
华统股份	64.2	2.8%	0.5	909.2%
唐人神	187.0	15.0%	0.3	扭亏
金新农	30.3	-18.0%	-0.4	86.9%
京基智农	21.9	-24.1%	-0.5	-112.4%
神农集团	20.7	-6.4%	0.3	-86.1%
东瑞股份	8.1	-3.8%	0.0	-97.9%
新五丰	25.5	75.2%	-1.5	-51.2%
生猪养殖合计	2,975.8	16.8%	-3.0	97.1%

来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 2：2022 年单三季度主要生猪养殖上市公司业绩情况

	营业收入 (亿元)			归母净利润 (亿元)		
	2022Q3	同比	环比	2022Q3	同比	环比
牧原股份	365.1	147.6%	40.5%	82.0	扭亏	扭亏
温氏股份	243.3	52.6%	43.5%	42.1	扭亏	107.2%
新希望	380.9	15.6%	16.0%	14.3	扭亏	扭亏
天邦食品	29.1	3.1%	27.2%	4.2	扭亏	-47.6%

傲农生物	65.9	29.1%	41.2%	1.0	扭亏	扭亏
巨星农牧	9.9	57.3%	25.2%	1.7	扭亏	212.8%
华统股份	25.6	57.2%	19.7%	1.0	扭亏	38.4%
唐人神	73.1	34.8%	12.9%	1.7	扭亏	21.9%
金新农	11.0	1.8%	27.3%	1.5	扭亏	扭亏
京基智农	10.9	255.0%	72.0%	1.4	扭亏	扭亏
神农集团	8.9	42.8%	43.1%	1.5	扭亏	776.4%
东瑞股份	3.5	87.6%	48.8%	0.6	1292.2%	扭亏
新五丰	13.6	180.0%	65.9%	0.2	扭亏	扭亏
生猪养殖合计	1240.7	51.4%	30.2%	153.3	扭亏	扭亏

来源：公司公告、中泰证券研究所

- 2022Q3 主要上市猪企出栏量同比都增长，但环比有增有降，猪价大幅上涨是全面盈利的主因。三季度主要上市猪企生猪出栏量同比都实现增长，其中牧原股份、傲农生物、唐人神、金新农、东瑞股份同比增幅较大，分别为61%、74%、99%、65%和66%，环比来看，三季度出栏量环比有增有降，温氏、傲农、唐人神、东瑞股份三季度出栏量环比增加，但牧原、新希望和金新农三季度出栏量环比减少。猪价大幅上涨是三季度行业实现盈利的根本原因，由于去年7月开始能繁母猪产能开始去化，对应今年5月以来生猪供给减少、猪价上涨，7月初猪价出现跳涨，并稳定在高位。三季度22个省市生猪均价为22.49元/公斤，同比上涨51.6%，环比上涨51.8%，仔猪均价为47.39元/公斤，同比上涨18.6%，环比上涨42.0%。高猪价下，行业三季度自繁自养生猪头均盈利达到577元。

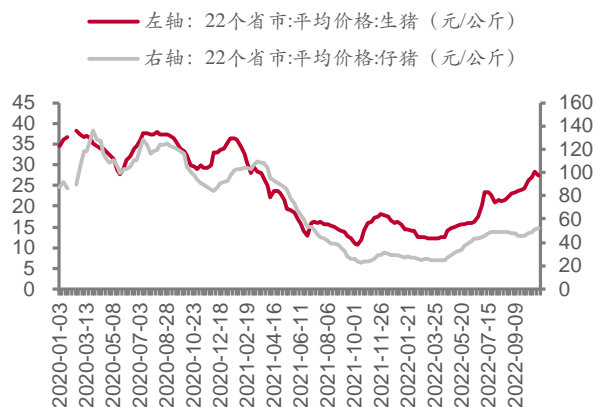
图表3：2022年前三和单三季度主要生猪养殖上市公司生猪出栏量（万头）

	2020	2021	2022年1-9月	1-9月同比	2022Q3	Q3同比	Q3环比
牧原股份	1812	4026	4522	73%	1,394	61%	-20%
温氏股份	955	1322	1242	38%	441	3%	11%
新希望	829	998	990	45%	305	30%	-3%
天邦食品	307	428	309	10%	101	6%	-6%
傲农生物	135	325	372	82%	138	74%	6%
巨星农牧	32	87	106				
华统股份		14	84		35		
唐人神	102	154	142	24%	56	99%	17%
金新农	80	107	95	53%	29	65%	-15%
京基智农		13	89		38		
神农集团	41	65	64	30%	20	13%	-9%
东瑞股份	37	37	36	45%	12	66%	4%

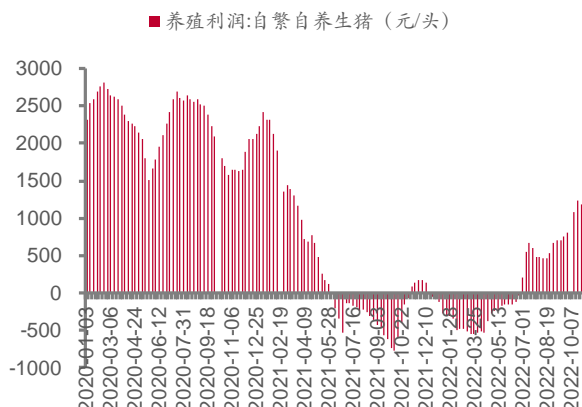
来源：公司公告、中泰证券研究所

图表4：2022Q3生猪和仔猪价格大幅上涨

图表5：行业22Q3自繁自养生猪头均盈利达到577元



来源：中国种猪信息网、中泰证券研究所

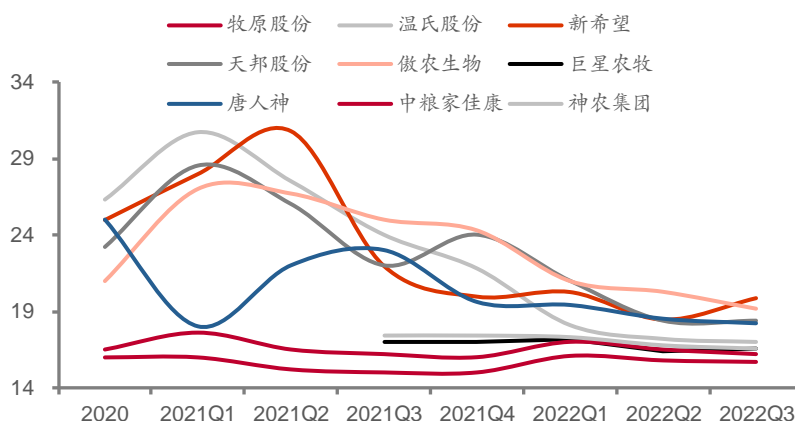


来源：博亚和讯、中泰证券研究所

### Q3 生猪成本环比略有下降，但上市猪企间分化仍大

- 2022Q3 绝大部分上市猪企肉猪完全成本仍在继续下降，不过由于饲料涨价和代养费上涨，成本改善幅度不大。根据我们测算，牧原、温氏、傲农、唐人神、中粮家佳康、神农三季度商品肉猪完全成本较二季度进一步下降，不过降幅不大，除傲农外，其他公司环比降幅基本在 0.2~0.4 元/公斤之间。之所以如此，原因一方面是因为上市猪企的成本自 2021 年以来已经改善较多，进一步降本增效难度增大，另一方面是因为三季度以豆粕为代表的饲料原料价格涨幅较大，且猪价上涨后代养费也有所上涨，一定程度上蚕食了生产效率改善带来的成本下降。
- 此外，上市猪企之间成本分化仍较大，考虑到出栏结构后，生猪头均盈利分化更大。其中牧原股份成本最低，商品肉猪完全成本不足 16 元/公斤，温氏、巨星农牧、神农集团和中粮家佳康肉猪完全成本也较低，在 16~17 元/公斤之间，但部分公司完全成本仍在 18 元/公斤以上。

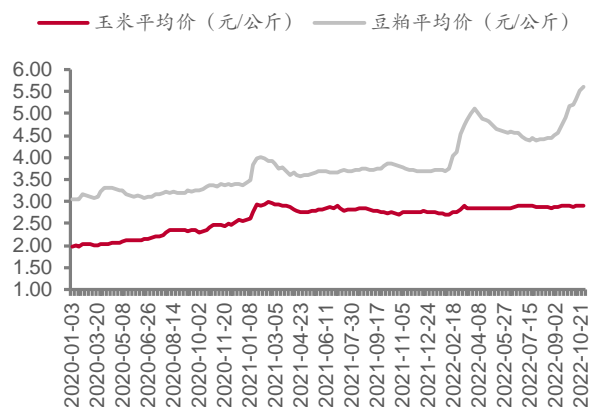
图表 6：主要生猪养殖上市公司商品肉猪完全成本（元/公斤）



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 7：玉米和豆粕价格（元/公斤）

图表 8：生猪饲料价格（元/公斤）



来源：中国种猪信息网、中泰证券研究所



来源：国家发改委、中泰证券研究所

### 盈利修复后资金情况改善，生产性生物资产开始恢复

- 三季度上市猪企实现盈利后，现金流量表和资产负债表都得到改善，资产负债率开始下降。自去年二季度以来的亏损使得上市猪企此前一直面临着较大的资金压力，2022Q3 实现盈利后公司的资金情况得到改善，从而也主动降低资产负债率，减小财务盈利。2022Q3 末 13 家主要上市猪企平均资产负债率为 60.3%，较 2022Q2 末降低 3.1 个百分点，这也是自 2021 年一季度以来首次下降。后续随着上市猪企盈利持续，预计资产负债率将进一步下降。

**图表 9：主要生猪养殖上市公司资产负债率**

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3
牧原股份	48.1%	53.1%	57.8%	61.3%	65.2%	66.5%	61.5%
温氏股份	46.6%	56.5%	61.7%	64.1%	66.5%	65.7%	60.7%
天邦食品	52.8%	66.2%	74.5%	79.9%	83.7%	78.7%	76.4%
新希望	60.6%	62.9%	64.8%	65.0%	68.4%	71.5%	69.9%
傲农生物	72.0%	76.4%	80.0%	87.2%	89.9%	84.3%	79.2%
巨星农牧	39.9%	39.3%	42.0%	44.7%	49.2%	53.2%	52.0%
华统股份	60.1%	61.5%	64.4%	70.4%	70.5%	71.0%	61.4%
金新农	55.1%	55.8%	58.4%	65.7%	68.8%	74.0%	61.1%
京基智农	65.0%	70.6%	79.2%	82.7%	84.0%	88.9%	88.8%
神农集团	17.1%	10.9%	11.5%	13.0%	11.1%	12.2%	11.4%
东瑞股份	--	13.0%	14.3%	15.6%	21.4%	28.4%	31.3%
唐人神	42.1%	48.2%	54.4%	57.9%	61.1%	63.0%	63.4%
新五丰	54.2%	57.7%	66.6%	58.7%	63.4%	66.4%	66.8%
<b>平均</b>	<b>51.1%</b>	<b>51.7%</b>	<b>56.1%</b>	<b>58.9%</b>	<b>61.8%</b>	<b>63.4%</b>	<b>60.3%</b>

来源：公司公告、中泰证券研究所

- 基于现金流改善和高猪价下对远期猪价预期变乐观，上市猪企重启产能扩张。2021 年下半年-2022 年上半年猪价持续低迷，上市公司普遍面临着较大的资金压力，基于对资金使用的谨慎原则，基本上产能扩张停止，且对生产性生物资产持续优化。三季度以来，随着现金流的修复以及高猪价下市场对于明



年的猪价预期变乐观，部分上市公司重启产能扩张，但目前的产能扩张主要体现在增加种猪存栏量上，生产性生物资产合计环比增长 4.9%，这也是自 2021Q1 以来生产性生物资产首次环比出现增长。固定资产方面，无论是新增在建工程还是原有在建工程转固都尚未启动，13 家主要生猪养殖企业三季度末合计固定资产环比增长 1.7%，在建工程环比下降 7.2%。

**图表 10: 主要生猪养殖上市公司固定资产环比增速**

	固定资产环比增速					
	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3
牧原股份	18.4%	7.2%	11.8%	1.4%	3.0%	-0.2%
温氏股份	8.9%	3.5%	6.8%	-1.7%	-0.2%	-0.9%
天邦食品	14.0%	-2.4%	-1.2%	10.1%	-7.3%	21.2%
新希望	7.4%	-1.8%	5.6%	1.0%	1.3%	-2.1%
傲农生物	38.0%	6.0%	10.6%	-0.2%	1.2%	5.0%
巨星农牧	6.7%	0.0%	11.3%	4.3%	-1.5%	-1.1%
华统股份	9.7%	2.9%	54.3%	8.5%	10.5%	1.7%
金新农	29.6%	8.7%	39.2%	-1.2%	-3.7%	-1.3%
京基智农	74.8%	54.7%	37.5%	8.3%	3.2%	15.9%
神农集团	16.6%	16.3%	15.2%	6.0%	0.1%	9.1%
东瑞股份		7.2%	27.5%	3.1%	28.5%	58.7%
唐人神	9.5%	11.2%	35.1%	-1.6%	3.7%	27.9%
新五丰	0.5%	6.0%	4.3%	-1.3%	8.7%	-0.1%
<b>合计</b>	<b>15.0%</b>	<b>4.9%</b>	<b>11.0%</b>	<b>1.2%</b>	<b>1.9%</b>	<b>1.7%</b>

来源：公司公告、中泰证券研究所

**图表 11: 主要生猪养殖上市公司在建工程环比变动情况**

	在建工程环比增速					
	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3
牧原股份	-10.9%	3.0%	-24.4%	1.5%	-24.5%	-5.8%
温氏股份	-17.0%	-5.4%	-30.3%	2.3%	-2.3%	-2.2%
天邦食品	85.8%	1.5%	28.6%	-13.0%	-9.3%	-42.0%
新希望	12.7%	22.3%	-0.9%	9.7%	-1.6%	0.8%
傲农生物	-35.6%	-8.1%	11.1%	1.0%	13.1%	-12.0%
巨星农牧	45.4%	43.9%	19.9%	2.5%	10.0%	12.9%
华统股份	22.4%	18.6%	-28.6%	-0.3%	-14.9%	0.6%
金新农	-30.2%	3.5%	-4.3%	11.5%	2.1%	-21.6%
京基智农	-3.8%	-12.7%	-24.5%	6.5%	6.3%	-18.7%
神农集团	46.3%	-0.9%	-19.3%	-3.9%	18.4%	-16.1%
东瑞股份		25.7%	85.2%	13.2%	15.4%	-23.0%
唐人神	17.2%	31.3%	-14.8%	35.9%	0.4%	-46.1%
新五丰	41.4%	-6.6%	0.6%	0.5%	-17.5%	11.5%
<b>合计</b>	<b>0.0%</b>	<b>9.4%</b>	<b>-11.2%</b>	<b>5.9%</b>	<b>-6.3%</b>	<b>-7.2%</b>

来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 12: 主要生猪养殖上市公司生产性生物资产环比变动情况

	生产性生物资产环比增速					
	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3
牧原股份	-3.8%	-5.1%	-0.2%	-3.7%	-9.1%	7.4%
温氏股份	0.7%	-10.3%	-40.3%	6.1%	10.5%	9.0%
天邦食品	19.0%	-19.5%	-31.9%	-18.8%	-0.9%	23.0%
新希望	-11.7%	-1.1%	-7.4%	-3.9%	-4.3%	-1.9%
傲农生物	13.3%	-10.0%	-14.3%	-9.0%	5.3%	9.1%
巨星农牧	16.1%	-10.0%	-8.3%	4.9%	49.5%	8.2%
华统股份	30.9%	-1.5%	-10.4%	5.6%	-3.1%	1.8%
金新农	20.9%	-24.1%	-48.6%	3.8%	3.2%	-8.4%
京基智农	14.3%	1.0%	-1.0%	-3.1%	-6.8%	-4.0%
神农集团	142.7%	-9.3%	-4.4%	4.7%	-1.3%	-2.4%
东瑞股份		17.9%	18.1%	6.9%	2.9%	19.4%
唐人神	12.9%	0.1%	-35.0%	12.2%	14.4%	13.6%
新五丰	39.5%	27.3%	23.3%	-0.9%	-4.9%	-3.2%
合计	-1.3%	-6.2%	-16.3%	-2.3%	-1.3%	4.9%

来源: 公司公告、中泰证券研究所

### 白鸡: 上下游业绩分化, Q3 整体回暖

- 前三季度行业上下游表现分化, 上游营收和利润同比均下降, 下游增收不增利。上游环节营收增速小于出栏增速, 主要系行情低迷, 鸡苗价格同比大幅下降; 下游营收增速略高于出栏增速, 主要系鸡肉综合价格略有上涨(同比上涨 2%), 另外, 下游企业布局熟食板块, 较生肉价格有一定溢价。同时, 养殖成本抬升, 压缩行业盈利空间, 整体板块净利润同比大幅下滑。
- 受益于鸡价回暖, 单三季度板块业绩改善。三季度鸡苗和鸡肉价格同环比均出现改善。益生股份和民和股份亏损环比收窄; 圣农发展业绩扭亏; 春雪食品和仙坛股份业绩分别在一季度和二季度扭亏, 三季度收入及净利润同环比均保持增长。

图表 13: 2022 年前三季度主要白鸡养殖上市公司出栏及盈利情况

简称	营业收入	归母净利润	营收 yoy	净利润 yoy	出栏量		单位盈利	
	(亿元)	(亿元)			(亿只, 万吨)	出栏增速		(元/羽, 元/吨)
益生股份	14.23	-4.02	-16.3%	-276.1%	4.37	亿羽	31.7%	-0.92
民和股份	10.85	-3.32	-25.3%	-299.5%	1.99	亿羽	-19.0%	-1.67
仙坛股份	35.24	1.02	48.9%	-17.7%	34.14	万吨	42.8%	299.83
圣农发展	123.53	1.92	18.0%	-47.8%	84.67	万吨	11.5%	227.03
春雪食品	18.26	0.78	17.0%	14.0%				
合计	202.10	-3.62	15.2%	-137.9%				

来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 14: 2022 年单三季度主要白鸡养殖上市公司出栏及盈利情况

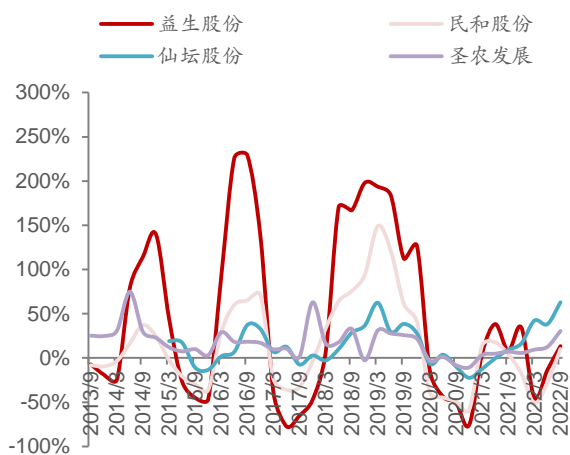
简称	营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	营收 yoy	净利润 yoy	出栏量 (亿只, 万吨)	出栏增 速	单位盈利 (元/羽, 元/吨)
益生股份	5.68	-0.32	13.4%	32.0%	1.43 亿羽	8.1%	-0.23
民和股份	4.45	-0.35	10.2%	-833.5%	0.66 亿羽	-17.8%	-0.53
仙坛股份	15.01	0.86	62.9%	3436.2%	13.8 万吨	38.8%	619.75
圣农发展	48.25	2.91	30.5%	210.4%	31.13 万吨	17.1%	934.86
春雪食品	7.02	0.35	22.9%	15.8%			
<b>合计</b>	<b>80.42</b>	<b>3.45</b>	<b>31.9%</b>	<b>356.6%</b>			

来源: 公司公告、中泰证券研究所

### Q3 价格景气回暖, 后期行业产能有望持续去化

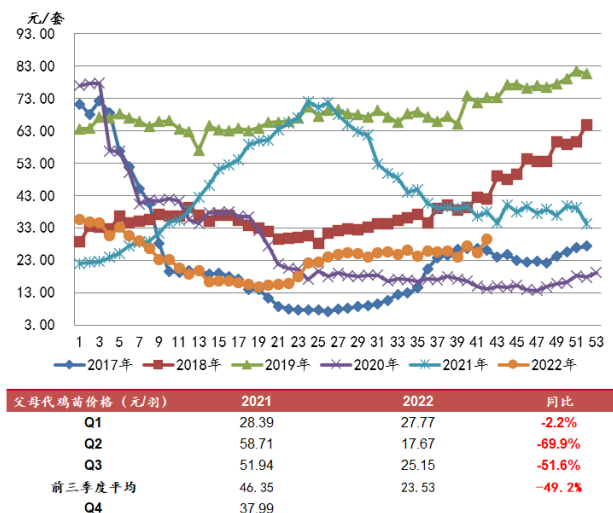
- Q3 产业链各环节价格回暖, 景气拐点来临。**前三季度: 父母代鸡苗均价为 23.53 元/套, 同比下降 49.2%; 商品代鸡苗均价为 2.09 元/套, 同比下降 36.6%; 鸡肉综合价为 10.54 元/公斤, 同比上涨 2.0%。单三季度: 父母代鸡苗均价为 25.15 元/套, 同比下降 51.6%, 环比上涨 42.3%; 商品代鸡苗均价为 2.65 元/套, 同比上涨 19.0%, 环比上涨 8.2%; 鸡肉综合价为 11.04 元/公斤, 同比上涨 10.5%, 环比上涨 3.0%

图表 15: 单季营收增速



来源: 中国禽业协会、中泰证券研究所

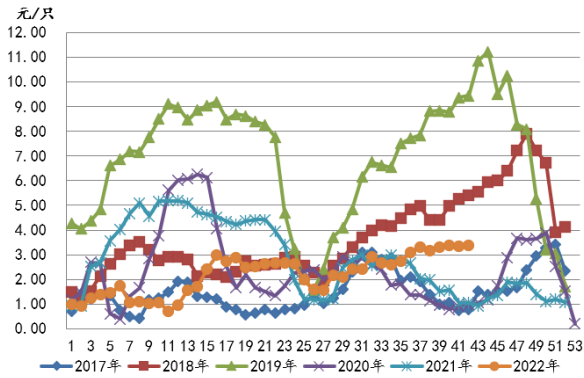
图表 16: 父母代鸡苗价格 (元/套)



来源: 中国禽业协会、中泰证券研究所

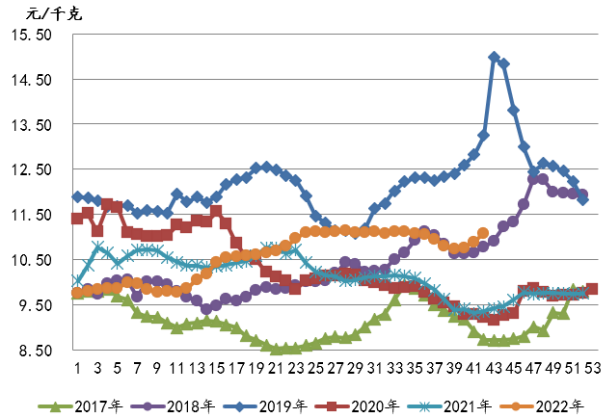
图表 17: 商品代鸡苗价格 (元/只)

图表 18: 鸡肉综合价 (元/公斤)



商品代鸡苗价格 (元/羽)	2021	2022	同比
Q1	3.71	1.17	-68.5%
Q2	3.95	2.45	-37.9%
Q3	2.22	2.65	19.0%
前三季度平均	3.29	2.09	-36.6%
Q4	1.36		

来源：中国禽业协会、中泰证券研究所

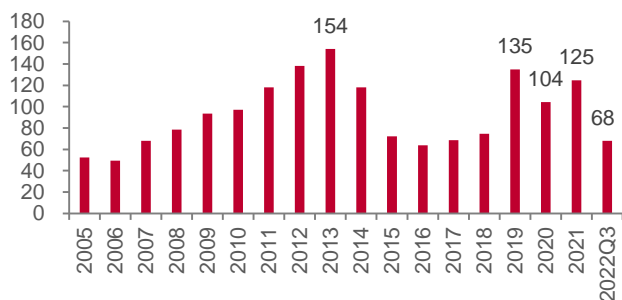


鸡肉综合价 (元/公斤)	2021	2022	同比
Q1	10.52	9.86	-6.3%
Q2	10.49	10.72	2.2%
Q3	9.99	11.04	10.5%
前三季度平均	10.34	10.54	2.0%
Q4	9.58		

来源：Wind、中泰证券研究所

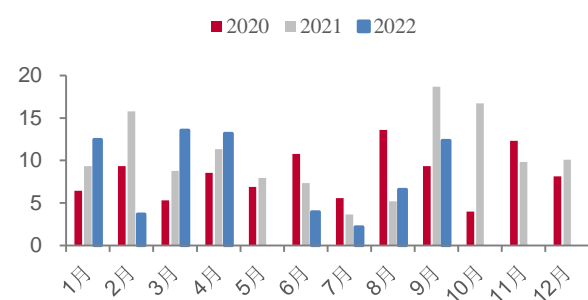
- 上游产能去化，有望推动价格持续回暖。**（1）祖代端：最近两年祖代引种问题频出，2021年3月新西兰安伟捷检测出疾病问题，停止引种；2022年5月以来，航班受阻、欧美禽流感蔓延等问题，导致引种难度加大，一方面，推动近期父母代鸡苗价格持续上涨，另外，今年全年引种量存在低于预期可能性，明年引种更新量变数较大，明年下半年下游供给减量趋势确定。（2）父母代端：短期内，前期种鸡盈利不佳，刺激产能去化，反映到4季度毛鸡数量为减量趋势，支撑鸡肉价格，四季度价格有望持续回暖。中长期，当前的祖代引种低位将逐渐反映到下游，后续父母代和商品代鸡苗供应量相继减少，如前所说，明年下半年鸡肉价格有望迎来趋势性上涨。

图表 19：年度祖代更新量 (万套)



来源：Wind、中泰证券研究所

图表 20：2020 年至今月度祖代更新量 (万套)



来源：Wind、中泰证券研究所

### 上市公司产销规模扩大，但产能增速放缓

- 销量方面，益生和仙坛增幅较大，民和减量：**截止今年三季度，民和股份在亏损背景下，销量放缓，2021年和2022Q3，鸡苗销量分别减少4.6%和19.0%。益生股份和仙坛股份销量增幅较大（益生股份鸡苗销量同比增加31.7%，仙坛鸡肉销量同比增加42.8%），主要系益生909小型白羽肉鸡开始销售，预

计 2022 年总产销量为 7000 多万只,仙坛股份诸城项目于去年下半年逐步投产。圣农发展销量保持稳增态势。

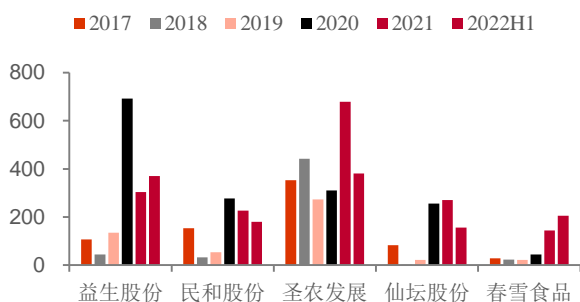
图表 21: 主要白羽肉鸡企业销量跟踪

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022Q3
<b>圣农发展</b>							
鸡肉销量 (万吨)	76.18	90.56	87.29	88.50	97.85	105.54	84.67
YOY		18.9%	-3.6%	1.4%	10.6%	7.9%	11.5%
<b>益生股份</b>							
鸡苗销量 (亿羽)	2.69	2.07	3.08	3.75	4.86	4.69	4.37
yoy		-22.9%	48.4%	22.0%	29.5%	-3.4%	31.7%
<b>民和股份</b>							
鸡苗销量 (亿羽)			2.46	2.95	3.24	3.09	1.99
yoy				20.1%	9.9%	-4.6%	-19.0%
<b>仙坛股份</b>							
鸡肉销量 (万吨)			28.34	30.68	32.78	36.23	34.14
YOY				8.3%	6.8%	10.5%	42.8%

来源: 公司公告、中泰证券研究所

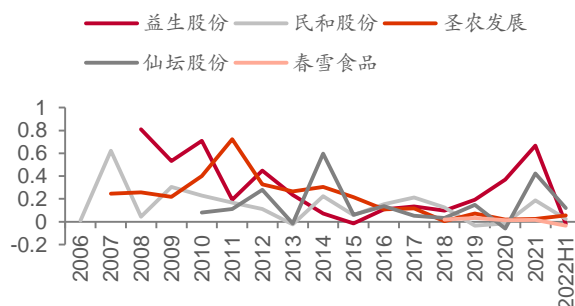
- 产能方面: 产能增速放缓。**2021 年主要白羽肉鸡上市公司合计固定资产同比增加 14.7%, 从历史来看, 属于产能扩张较快年份, 主要为 2019-2020 年行业景气度较高, 企业加快了新建产能, 这部分产能在 2021 年建成完工投产较多。截止今年二季度, 固定资产增速有所放缓, 在建工程体量也有所下降, 尤其处于上游的益生股份和民和股份, 截止 2022H1, 固定资产较年初增速分别为-1.9%和 2.4%。
- 生产性生物资产方面:**截止三季度末, 五家主要白鸡上市公司生产性生物资产为 10.08 亿元, 较年初下降 1.8%, 其中, 益生股份降幅为 10.6%, 主要由于今年 5 月以来, 因航班停航原因, 益生股份无法从海外引种所致; 圣农发展增幅为 10.46%, 主要由于 6 月以来, 公司开始对外销售父母代种鸡, 产能逐步释放。

图表 22: 在建工程 (百万元)



来源: Wind、中泰证券研究所

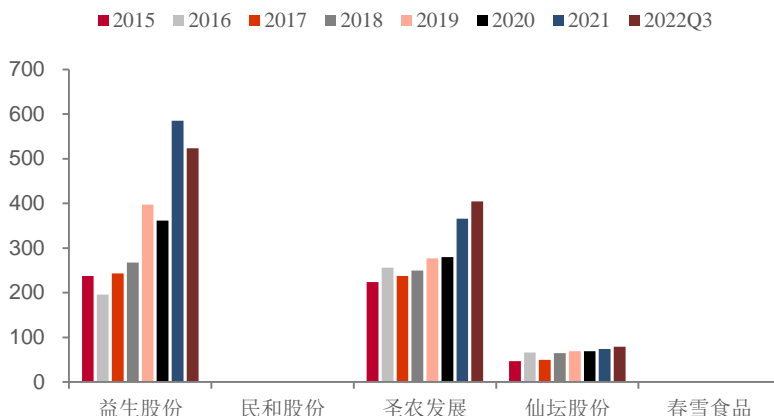
图表 23: 固定资产增速



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 24: 生产性生物资产 (百万元)





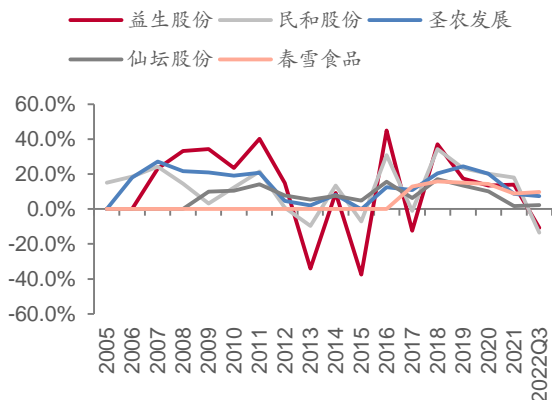
来源: Wind、中泰证券研究所

备注: 民和股份生产性生物资产体量较小, 春雪食品无生产性生物资产

### 利润端: 业绩低迷时间超 5 个季度, 行业最差时点已过

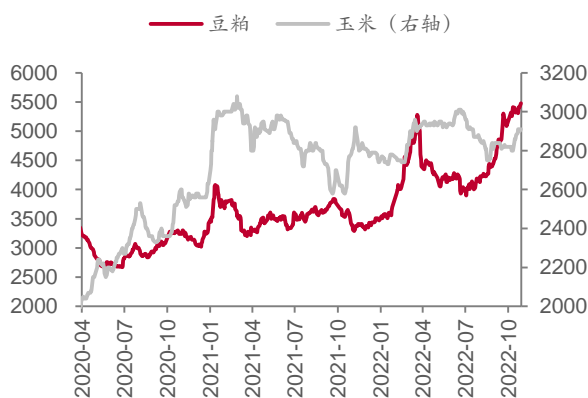
- 受制于养殖成本抬升, 三季度, 除仙坛股份和春雪食品毛利率环比略有上升外, 益生股份、民和股份和圣农发展毛利率均有下降。益生股份和民和股份毛利率分别为-10.7%(环比减 24 个百分点)和-13.5%(环比减 32 个百分点), 圣农发展、仙坛股份和春雪食品毛利率分别为 7.5%(环比减 1.2 个百分点)、2.3%(环比增 0.66 个百分点)和 9.9%(环比增 1 个百分点)。

图表 25: 主要白羽肉鸡企业毛利率



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 26: 豆粕和玉米价格 (元/吨)

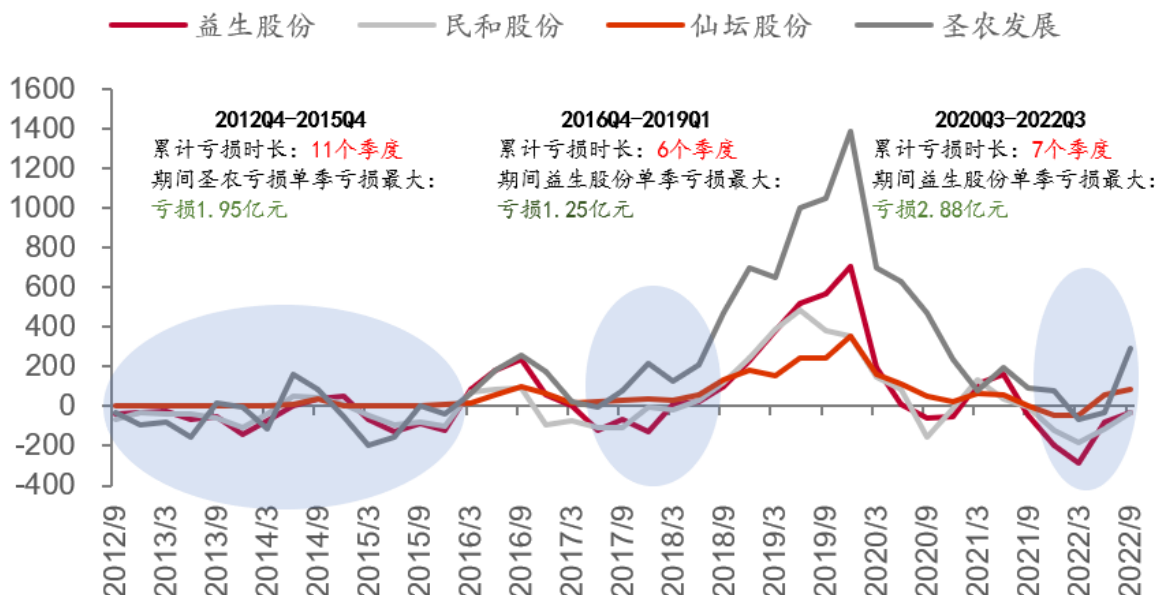


来源: Wind、中泰证券研究所

- 业绩低迷时间超 5 个季度, 行业最差时点已过, 景气可期。单季度来看, 自 2021 年三季度以来, 处于产业链上游的益生股份和民和股份单季亏损已经持续 5 个季度, 而销售下游鸡肉产品的圣农发展和仙坛股份也分别在 2022 年一季度和 2021 年四季度出现了 2017 年以来的首次单季亏损。
- 我们观察 2009 年以来公司利润变化发现, 连续亏损跨度为 3-6 个季度, 本轮持续亏损已历时 5 个季度, 累计亏损 7 个季度。但本轮行业供需基本面均好于历次周期: 2013-2015 年, 国内禽流感事件, 以及前期大幅引种, 导致行业面临供需双杀的局面; 2016 年 8 月-2017 年, 行业过度强制换羽导致祖

代产能收缩向下游传导受阻。本轮周期，行业供给高峰和需求最差的时点已过，行业景气可期。

图表 27：单季归母净利润（百万元）



来源：公司公告、中泰证券研究所

### 黄鸡：产能去化兑现，景气上行持续性强

- 收入端：黄鸡价格突破新高，上市公司收入增速远超出栏增速。**前三季度，温氏股份、立华股份和湘佳股份（活禽销售）肉鸡出栏量分别为 7.83 亿羽（同比-0.7%）、2.96 亿羽（同比+8.1%）和 0.26 亿羽（同比+3.4%），而肉鸡收入增速均超 20%。单三季度，黄鸡价格突破新高，根据新牧网数据，以中速鸡价格为例，三季度均价为 8.73 元/斤，同比上涨 36.1%，环比上涨 29.1%，处于历史高位。上市公司肉鸡收入环比高增。
- 利润端：盈利显著改善，均羽利润超过 6 元。**三季度立华和湘佳毛利率显著抬升，但湘佳股份在冰鲜及 C 端渠道布局较深，因此销售费用较高，净利率略低于立华股份。

图表 28：2022 年前三季度黄鸡养殖相关上市公司出栏及盈利情况

简称	营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	营收 yoy	净利润 yoy	毛鸡出栏量 (亿羽)	产品	出栏增速	单位盈利 (元/羽)
温氏股份	242.43	23.84	21.8%	645.0%	7.83	毛鸡为主	-0.7%	3.05
立华股份	101.22	6.50	26.9%	207.5%	2.96	毛鸡为主	8.1%	2.20
湘佳股份	27.19	0.97	24.4%	1061.8%	0.26	毛鸡+鲜鸡	3.4%	3.76
<b>合计</b>	<b>370.84</b>	<b>31.31</b>	<b>33.0%</b>	<b>1162.3%</b>	<b>11.04</b>	—	<b>1.6%</b>	—

来源：公司公告、中泰证券研究所

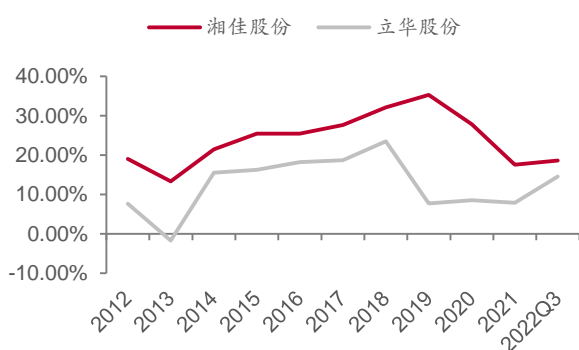
备注：温氏股份为肉鸡板块营业和利润，立华股份和湘佳股份为公司整体业绩

**图表 29：2022 年单三季度黄鸡养殖相关上市公司出栏及盈利情况**

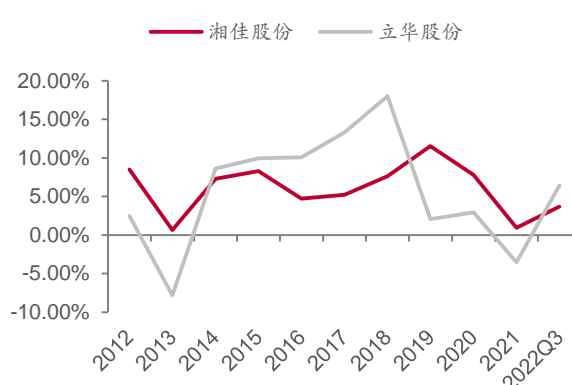
简称	营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	营收 yoy	净利润 yoy	毛鸡出栏量 (亿羽)	产品	出栏增速	单位盈利 (元/羽)
温氏股份	101.00	20.07	43.7%	434.5%	2.95	毛鸡为主	-3.0%	6.80
立华股份	43.64	8.05	61.9%	348.2%	1.10	毛鸡为主	11.0%	7.33
湘佳股份	10.91	0.92	37.9%	1925.8%	0.11	毛鸡+鲜鸡	29.3%	8.27
<b>合计</b>	<b>144.64</b>	<b>28.12</b>	<b>48.7%</b>	<b>404.2%</b>	<b>4.16</b>	—	<b>1.1%</b>	—

来源：公司公告、中泰证券研究所

备注：温氏股份为肉鸡板块营业和利润，立华股份和湘佳股份为公司整体业绩

**图表 30：立华股份和湘佳股份毛利率**


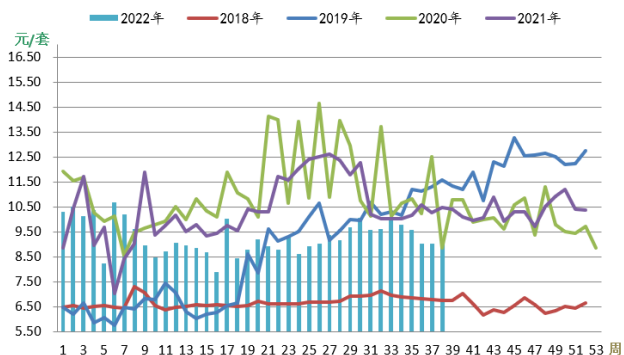
来源：Wind、中泰证券研究所

**图表 31：立华股份和湘佳股份净利率**


来源：Wind、中泰证券研究所

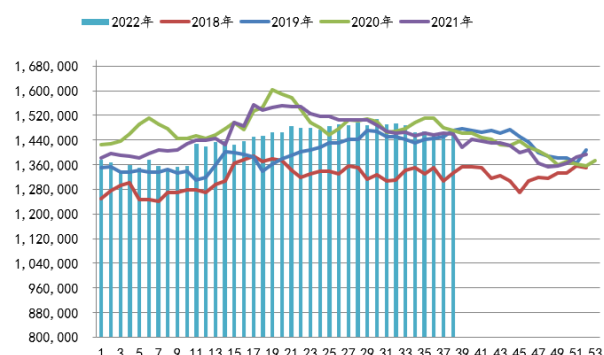
- 散户补栏热情有限，后期产能恢复仍需时间。**黄羽肉鸡行业经历了长期且充分的产能去化，行业进入上行周期，当前种鸡存栏恢复较慢，三季度在产父母代存栏较 2021 年高点下滑 8.7%，较 2018 年同期持平（增幅 0.6%）。三季度父母代鸡苗均价为 9.51 元/套，同比下降 14.9%，环比上涨 7%，显示补栏热情有限，后期存栏恢复仍需时间，支撑黄鸡价格。
- 乘前期行业深度调整之风，头部企业市占率有望提升。**面对当前养殖成本高位及土地资源等问题，散户补栏较为谨慎，大企业拥有较强的资源整合和效率优化能力，因此在前期行业低迷期间仍然保持较高增速，2020 年、2021 年、2022Q3 报告期末，立华股份固定资产增幅分别为 39.6%、42.7%和 43.5%，湘佳股份固定资产增幅分别为 60.9%、35.4%和 11.1%。

**图表 32：父母代鸡苗价格（元/套）**
**图表 33：在产父母代存栏（套）**



父母代鸡苗价格 (元/羽)	2021	2022	同比
Q1	9.59	9.55	-0.4%
Q2	10.70	8.88	-17.0%
Q3	11.17	9.51	-14.9%
前三季度平均	10.49	9.31	-11.2%
Q4	10.36		

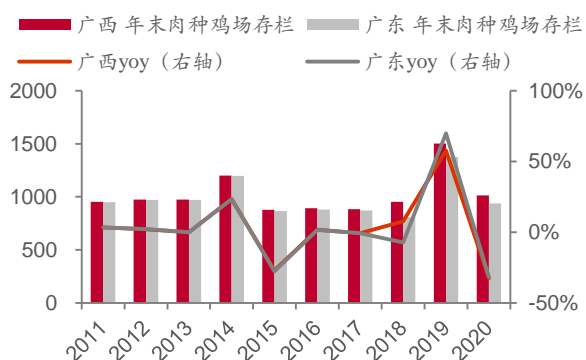
来源：中国禽业协会、中泰证券研究所



在产父母代存栏 (万套)	2021	2022	同比
Q1	1477.61	1415.62	-4.2%
Q2	1462.69	1360.52	-7.0%
Q3	1419.53	1367.62	-3.7%
前三季度平均	1453.28	1381.25	-5.0%
Q4	1355.52		

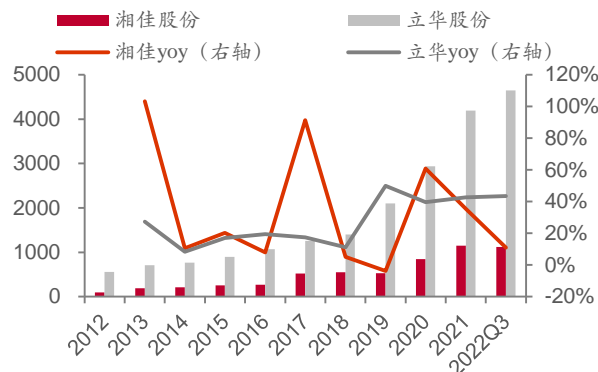
来源：中国禽业协会、中泰证券研究所

图表 34: 两广地区肉种鸡存栏 (万套)



来源：Wind、中泰证券研究所

图表 35: 立华股份和湘佳股份固定资产 (百万元)



来源：公司公告、中泰证券研究所

## 动保: Q3 景气度开始恢复, 看好后期业绩逐季向上

- 三季度猪鸡价格大幅上涨且能繁母猪存栏量开始增加, 带动动保板块景气度开始恢复。**2022Q3 动保板块合计营收同比增长 15.9%, 环比增长 17.1%, 营收同比增速较 Q2 的 5.0% 显著提升; 合计归母净利润同比下滑 6.6%, 环比增长 58.3%, 同比降幅较 22Q1 的 -47.9% 和 22Q2 的 -34.4% 显著缩窄。在低迷了一年之后, 三季度动保板块的景气度开始恢复, 一方面得益于猪价和鸡价的大幅上涨, 养户倾向于使用更好的动保产品, 头均动保支出增多, 22Q3 动保板块平均销售毛利率 18.0%, 环比提升 2.9 个百分点, 平均销售净利率 48.8%, 环比提升 0.8 个百分点; 另一方面生猪产能开始恢复, 也使得母猪、仔猪的动保产品使用量开始增加。
- 以上市公司为代表的规模猪企预计后续将产能扩将加速, 利好动保企业, 看好动保板块业绩逐季向上, 动保板块迎来最优配置时点, 标的上关注科前生物、中牧股份、回盛生物、普莱柯。**

图表 36: 2022 年前三季度动保上市公司业绩情况

	营业收入 (亿元)		归母净利润 (亿元)	
	2022 前三季度	同比	2022 前三季度	同比
中牧股份	41.25	5.6%	4.00	-13.8%
科前生物	6.87	-11.5%	2.83	-26.6%
生物股份	11.08	-17.2%	2.10	-49.8%
瑞普生物	14.77	-1.5%	2.33	-20.3%
普莱柯	8.26	0.6%	1.33	-42.4%
海利生物	2.72	1.9%	0.45	24.5%
回盛生物	6.71	-10.0%	0.26	-77.9%
合计	91.67	-2.0%	13.32	-31.6%

来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 37：2022 年单三季度动保上市公司业绩情况

	营业收入 (亿元)			归母净利润 (亿元)		
	2022Q3	同比	环比	2022Q3	同比	环比
中牧股份	15.29	15.7%	3.8%	1.43	-3.0%	16.5%
科前生物	2.93	27.0%	53.4%	1.24	24.6%	81.9%
生物股份	4.67	-6.3%	55.4%	1.05	-34.6%	338.6%
瑞普生物	5.68	24.0%	9.8%	0.93	5.2%	37.8%
普莱柯	3.13	29.5%	17.0%	0.53	-21.5%	23.1%
海利生物	1.01	2.2%	18.0%	0.15	48.2%	-22.6%
回盛生物	2.74	30.6%	43.4%	0.20	8.1%	343.2%
合计	35.46	15.9%	17.1%	5.54	-6.6%	58.3%

来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 38：动保上市公司单季度营收和归母净利润同比变动

	单季度营收同比					单季度归母净利润同比				
	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3
生物股份	3.0%	-7.6%	-34.2%	-6.5%	-6.3%	41.8%	-132.9%	-61.7%	-48.6%	-34.6%
普莱柯	7.1%	-1.3%	-20.5%	-1.2%	29.5%	65.7%	-79.9%	-56.8%	-44.3%	-21.5%
中牧股份	-2.8%	2.0%	-12.9%	13.8%	15.7%	13.8%	175.0%	-17.1%	-20.7%	-3.0%
科前生物	-7.4%	37.0%	-36.5%	-15.5%	27.0%	-27.1%	44.3%	-46.3%	-41.7%	24.6%
瑞普生物	-14.7%	-5.7%	-30.2%	7.6%	24.0%	-15.6%	-17.4%	-37.9%	-22.5%	5.2%
海利生物	29.2%	25.4%	-15.8%	28.1%	2.2%	103.0%	708.4%	-21.2%	53.4%	48.3%
回盛生物	0.3%	-10.9%	-34.4%	-13.9%	30.6%	-58.5%	-75.3%	-96.8%	-88.1%	8.1%
合计	-2.6%	0.9%	-24.0%	5.0%	15.9%	3.1%	-17.9%	-47.9%	-34.4%	-6.6%

来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 39：动保上市公司单季度销售毛利率和销售净利率变动情况

	销售净利率					销售毛利率				
	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3
中牧股份	12.4%	4.6%	12.5%	9.6%	8.4%	30.8%	31.2%	25.8%	20.1%	20.2%
科前生物	43.2%	56.4%	44.8%	35.8%	42.4%	73.1%	81.4%	72.9%	72.4%	73.2%
生物股份	32.4%	-8.5%	24.6%	6.1%	21.9%	61.6%	61.2%	55.2%	47.6%	56.1%



瑞普生物	20.8%	22.4%	20.4%	14.3%	18.0%	50.3%	50.8%	49.4%	47.6%	46.6%
普莱柯	27.7%	4.9%	15.3%	16.0%	16.8%	66.4%	59.9%	61.9%	62.6%	64.1%
海利生物	9.4%	16.8%	13.2%	21.3%	11.1%	43.3%	71.8%	57.4%	67.6%	59.5%
回盛生物	8.8%	5.2%	1.0%	2.3%	7.2%	25.8%	15.4%	20.2%	18.2%	22.3%
平均	22.1%	14.6%	18.8%	15.1%	18.0%	50.2%	53.1%	49.0%	48.0%	48.8%

来源：公司公告、中泰证券研究所

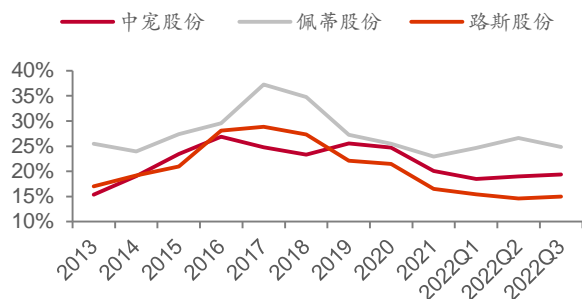
## 宠物食品：海内外业务双轮驱动，汇兑收益增厚利润

- 海内外业务双轮驱动，业绩稳健增长。**前三季度，宠物食品企业营收及利润保持较快增长，三家公司（中宠股份、佩蒂股份和路斯股份）合计营收同比增长 28.1%，归母净利润同比增长 56.6%，其中，佩蒂股份业绩增速较快，主要系海外产能的恢复和新产能的投产。另外，国内业务持续发力，中宠股份的顽皮、zeal、领先，佩蒂股份的爵宴、好适嘉等品牌的品牌力和渠道力持续加强，通过爆品、大单品等策略，国内收入提速显著。单三季度，三家上市公司利润增速远超收入增速，主要系人民币持续贬值的汇兑收益对净利润增长带来较大助力。

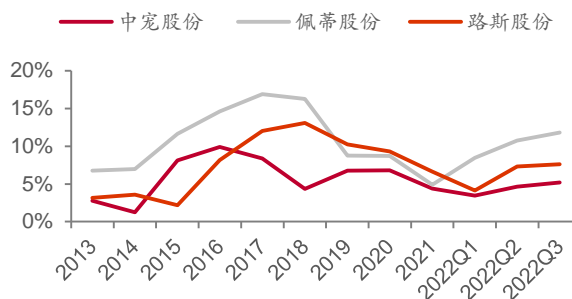
**图表 40：2022 年三季度宠物食品上市公司盈利情况**

公司简称	前三季度				单三季度					
	营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	营收 yoy	净利润 yoy	营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	营收 yoy	净利润 yoy	营收 环比	净利润 环比
中宠股份	24.42	1.15	21.4%	25.0%	8.53	0.46	13.0%	49.2%	7.0%	3.0%
佩蒂股份	13.55	1.58	48.0%	100.7%	5.09	0.67	149.5%	391.5%	1.2%	9.0%
路斯股份	3.70	0.29	14.1%	30.5%	1.22	0.10	9.2%	46.0%	-5.3%	-23.5%
<b>合计</b>	<b>41.67</b>	<b>3.01</b>	<b>28.1%</b>	<b>56.6%</b>	<b>14.84</b>	<b>1.24</b>	<b>38.6%</b>	<b>139.5%</b>	<b>3.8%</b>	<b>3.1%</b>

来源：公司公告、中泰证券研究所

**图表 41：主要上市公司毛利率**


来源：Wind、中泰证券研究所

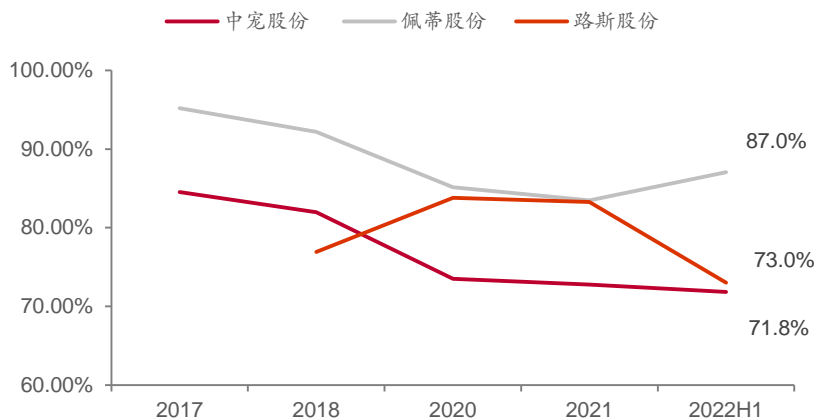
**图表 42：主要上市公司净利率**


来源：Wind、中泰证券研究所

- 海外业务：营收占比高，业绩对汇率波动较敏感。**今年二季度以来，美元对人民币即期汇率一直处于上升通道，人民币贬值利好出口企业，而国内几家

宠物上市公司均以海外业务为主（2022H1 中宠股份、佩蒂股份、路斯股份海外收入占比分别为 71.8%、87.0%、73.0%），汇兑收益增厚公司利润。

图表 43: 海外业务占比



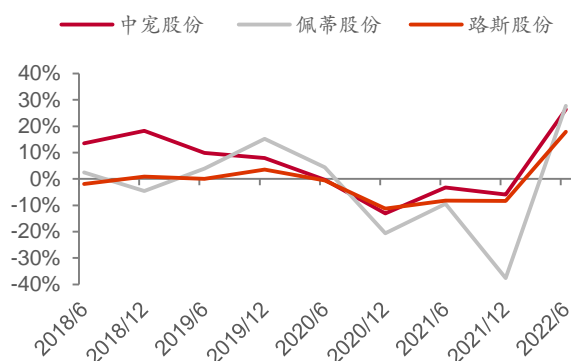
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 44: 中间价:美元兑人民币



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 45: 汇兑收益占归母净利润比重



来源: Wind、中泰证券研究所

- 国内业务: 品牌推广颇有成效, 产能陆续投放支撑高增长。**以 9 月为例, 根据淘系数据, 9 月犬主粮食销售排行榜中, 乖宝宠物的麦富迪排名第二, 犬零食销售排行榜中, 麦富迪和中宠股份的顽皮和 zeal 真致排名分别为第一、第三和第四。产能方面, 中宠和佩蒂均在国内主粮上发力, 中宠 2022 年干粮和湿粮产能较 2019 年增长超 4 倍, 去年投产的 3 万吨湿粮项目, 和今年投产的干粮项目目前投产率均超过 50%。

图表 46: 2022 年 9 月犬主粮销售排行榜 (淘宝)

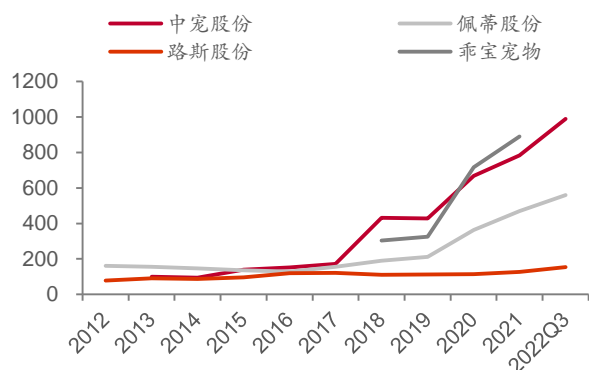
排名	品牌	交易指数	交易增长幅度	支付转化指数	排名变化
1	皇家	976,604	9.17%	1199	持平
2	麦富迪	940,720	3.54%	1617	持平
3	伯纳天纯	803,302	6.30%	1222	持平
4	比乐	738,198	3.81%	1336	持平
5	疯狂小狗	707,646	1.17%	1685	持平

图表 47: 2022 年 9 月犬零食销售排行榜 (淘宝)

排名	品牌	交易指数	交易增长幅度	支付转化指数	排名变化
1	麦富迪	686,022	3.55%	1621	持平
2	疯狂小狗	475,471	1.81%	1702	持平
3	顽皮	410,317	0.11%	1310	升1名
4	ZEAL	333,875	-0.62%	944	升2名
5	益和	293,614	4.36%	1561	升3名

来源：宠物营销界、中泰证券研究所

图表 48：固定资产规模（百万元）



来源：Wind、中泰证券研究所

来源：宠物营销界、中泰证券研究所

图表 49：中宠和佩蒂产能（吨）

公司简称	单位：吨	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
中宠股份	干粮	10700	10700	10700	41033	72700	132700
	湿粮	10000	10000	31233	47267	65600	105600
	零食	27100	29305	30040	30373	32040	32040
佩蒂宠物	干粮				40000	40000	90000
	湿粮					30000	30000
	零食	16900	23400	28400	37600	37600	37600

来源：公司公告、中泰证券研究所

## 风险提示

- 历史规律失效、需求不及预期、农业政策落地不达预期、数据更新不及时等风险。

## 投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6-12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6-12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%-15%之间
	持有	预期未来 6-12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%+5%之间
	减持	预期未来 6-12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6-12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6-12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%+10%之间
	减持	预期未来 6-12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

## 重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。