

农林牧渔 12 月投资策略暨 2023 年投资策略

拥抱养殖链景气回暖，期待转基因稳步落地

超配

核心观点

畜禽链：动保与饲料的周期阻力较小，个别养猪标的成长性突出。

1) 生猪：2022 年猪价表现强势。考虑到行业资产负债表尚未修复，母猪补栏积极性不高，我们判断 2023 年生猪均价仍可维持较好盈利。周期虽不在，但成长可期。核心看好出栏增速快、成本控制能力强的上市企业，重点推荐：华统股份、温氏股份、牧原股份等标的。

2) 禽板块：2022 年黄鸡伴随着部分产能出清，迎来盈利高点，随着在产祖代存栏的提升，2023 年行业盈利有望回落；白鸡由于海外禽流感影响，引种有收缩，2023 年行业存在大起大落可能。考虑到猪价后续的小幅回落，禽板块的机会同步倾向优质标的，核心推荐：益生股份、立华股份、圣农发展等。

3) 动保：短中期，受益下游养殖较好盈利和规模化趋势加速，动保行业有望迎来业绩量利双击；长期，看好龙头市占率提升。从兽药和疫苗两个细分行业看，我们认为兽药行业更分散，头部企业成长更有确定性，尤其是优质公司更能享受下游养殖规模化带来的行业红利。疫苗赛道核心关注非洲猪瘟疫苗临床进展及商业化落地情况，从股票角度看，短期更偏主题。综合来看，动保板块核心推荐：回盛生物、国邦医药、中牧股份、科前生物、普莱柯等。

4) 饲料及宠物：饲料会更加向技术服务类企业集中，核心看好海大集团估值与业绩的双修复行情。此外，2023 年宠物板块有望伴随消费回暖，迎来较好机会，核心关注：中宠股份、佩蒂股份等。

5) 肉制品：随着猪价的高位回落以及消费回暖，看好双汇发展的业绩上行表现；同时，双汇发展的基金持仓比例处于历史底部位置，建议关注。

种植链：农产品价格高景气延续，核心看好种业新技术发展机会。

我们认为，大宗农产品景气有望高位维持，向下拐点并未出现；但股价已经反映大宗价格带来的高景气，因此我们相对更看好安全边际更高的种业。随着转基因种子相关法规的落地，期待种业新技术的合理有序推进。重点推荐：大北农、隆平高科、登海种业。

投资建议：重点推荐养殖、后周期、种业三大主线。其中，1) 生猪养殖推荐：华统股份、温氏股份、牧原股份等；2) 禽推荐：益生股份、立华股份、圣农发展等；建议关注：春雪食品、湘佳股份。3) 动保推荐：回盛生物、国邦医药、中牧股份、科前生物、普莱柯等。4) 种植链推荐：大北农、隆平高科、登海种业等。

风险提示：恶劣天气带来的风险；不可控动物疫情引发的潜在风险。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(百万元)	EPS		PE	
					2022E	2023E	2022E	2023E
002840	华统股份	买入	17.23	10,443	0.77	3.09	22	6
002299	温氏股份	买入	25.70	31,964	0.58	2.05	44	13
002714	牧原股份	买入	48.90	260,254	2.25	4.89	22	10
002311	海大集团	买入	58.99	97,992	1.68	2.41	35	24
300871	回盛生物	买入	22.17	3,681	0.39	1.49	57	15
000998	隆平高科	买入	16.41	21,611	0.06	0.38	274	43

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究 · 行业投资策略

农林牧渔

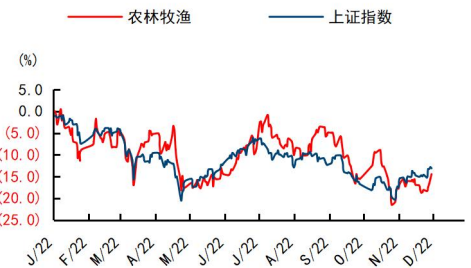
超配 · 维持评级

证券分析师：鲁家瑞 021-61761016
lujiarui@guosen.com.cn
S0980520110002

联系人：李瑞楠
021-60893308
liruinan@guosen.com.cn

联系人：江海航
010-88005306
jianghaihang@guosen.com.cn

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《农产品研究跟踪系列报告（53）-本周全国生猪均价环比下跌 10.00%，仔猪均价环比下跌 4.30%》——2022-11-28
《农产品研究跟踪系列报告（52）-本周全国生猪均价环比上涨 1.25%，仔猪均价环比下跌 0.44%》——2022-11-20
《农产品研究跟踪系列报告（51）-本周全国生猪均价环比下跌 7.48%，仔猪均价环比下跌 1.86%》——2022-11-13
《农产品研究跟踪系列报告（50）-本周全国生猪均价环比下跌 2.22%，仔猪均价环比上涨 12.76%》——2022-11-06
《农林牧渔 2022 年 11 月投资策略-关注养殖产业链布局，重视种业投资窗口》——2022-10-30

内容目录

投资建议：拥抱养殖链景气回暖，期待转基因稳步落地	6
畜禽链：动保与饲料的周期阻力较小，个别养猪标的成长性突出	6
种植链：农产品价格高景气延续，核心看好种业新技术发展机会	6
养殖：周期虽不在，但成长可期	7
生猪：看好 2023 年猪价景气延续，优质企业有望实现量利齐升	7
禽板块：实际供给收缩有待验证，把握核心优质标的	14
肉制品：基金持仓处于历史低位，底部布局时点来临	17
投资建议：把握生猪养殖主线，重点关注优质成长股	18
动保：看好龙头利润兑现，行业贝塔机会凸显	19
兽用化药：行业格局优化空间较大，头部企业成长更具确定性	19
兽用疫苗：非瘟疫苗取得积极进展，有望成为新兴大单品	21
投资建议：看好动保景气延续，贝塔行情值得关注	23
饲料：看好周期成长股海大集团的业绩与估值双修复行情	24
行业回暖：受益养殖终端价格上行，饲料销售迈入复苏阶段	24
布局海大：大农业领域周期成长股，或最为受益后周期回暖	25
投资建议：看好海大集团的估值与业绩双修复	25
宠物食品：高频刚需千亿赛道，国货品牌快速崛起	26
大行业小公司：高频刚需的千亿赛道，2020 年 CR10 不足 20%	26
国货崛起：主战场逐渐转至线上渠道，看好头部国牌壁垒突破	27
投资建议：短期看好消费回暖，长期看好国货成长	28
种植：粮价高景气有望延续，关注转基因进展	29
粮价：气候不佳叠加地缘冲突，全球粮价景气有望延续	29
种业：转基因审定办法落地，看好板块周期与成长共振	33
投资建议：农产品价格高景气延续，核心看好种业新技术发展机会	36
免责声明	38

图表目录

图 1: 生猪价格从 2022 年 4 月起企稳上行	7
图 2: 2022 年 Q3 末全国能繁母猪存栏较 Q2 末增加 2.0%	7
图 3: 2022 年 4 月以来全国商品猪月度出栏数量环比保持收缩趋势	7
图 4: 2022 年生猪养殖板块股价复盘	8
图 5: 2022 年 11 月 30 日申万生猪养殖行业的市净率水平处于历史 29%分位	8
图 6: 2022 年下半年以来生猪出栏均重(公斤)处于合理水平	9
图 7: 2022 年 5 月起全国 50kg 以下小猪存栏及环比情况	9
图 8: 2022 年 5 月起全国 50kg-80kg 中猪存栏及环比情况	9
图 9: 2022 年 9 月二元母猪销售均价为 42.61 元/公斤,仍处于较低水平	10
图 10: 2022 年 10 月仔猪价格为 48.35 元/千克,仍处于周期底部位置	10
图 11: 规模猪企的资产负债率较前几轮周期明显抬升	10
图 12: 猪企在本轮猪价下行期经历了历史少有的深度亏损,猪粮比在 2021 年下半年及 2022 年上半年重回历史最差	11
图 13: 2022 年下半年以来样本企业的日度屠宰量明显收缩	11
图 14: 2022 年全国平均屠宰企业开工率处于历史较低水平	11
图 15: 2022 年全国多样本的冻品平均库存率处于历史较低水平	12
图 16: 2022 年餐饮消费表现较差,抑制终端消费需求	12
图 17: 华统 2022 年月度出栏维持大增,养殖量稳步兑现	14
图 18: 华统预计 2022、2023 年出栏分别达 120 和 250+万头	14
图 19: 白羽肉鸡价格底部回升	15
图 20: 白羽肉鸡祖代鸡存栏(在产+后备)	15
图 21: 白羽肉鸡父母代鸡存栏(在产+后备)	15
图 22: 白羽肉鸡父母代鸡苗价格与销售量	15
图 23: 白羽肉鸡商品代鸡苗销售价格与销售量	15
图 24: 黄羽肉鸡价仍处相对低位	16
图 25: 黄羽肉鸡祖代鸡存栏(在产+后备)	16
图 26: 黄羽肉鸡父母代鸡存栏(在产+后备)	16
图 27: 黄羽肉鸡父母代雏鸡销售价格震荡调整	17
图 28: 黄羽肉鸡商品代雏鸡销售价格与销售量情况	17
图 29: 屠宰企业的毛利率基本与猪价呈反向波动关系	17
图 30: 双汇发展的净利率 2022H1 受益猪价下行,明显回暖	17
图 31: 双汇发展 2022Q3 开放式主动偏股型基金重仓比例降至历史低位	18
图 32: 化药制剂行业产能明显过剩	19
图 33: 国内抗微生物原料药 2021 年的产能利用率为 61.55%	19
图 34: 国内兽用化药制剂市场集中度较低	19
图 35: 大型兽用化药企业毛利率显著高于其他企业(2021 年)	19
图 36: 生猪养殖行业 2021 年的 GR10 为 17%(以出栏量计)	20

图 37: 养殖规模化进程有望继续加速推进	20
图 38: 中国农业科学院哈尔滨兽医研究所构建的 7 基因缺失重组疫苗正在有序推进生产性试验和第二阶段临床试验	22
图 39: 猪饲料产量环比增速自 2022 年下半年起明显提升	24
图 40: 肉禽饲料产量环比增速自 2022 年下半年起显著回暖	24
图 41: 2022 年水产饲料销售受益水产终端价格提升保持高景气度	24
图 42: 2021 年国内宠物食品市场规模已接近 1300 亿元	26
图 43: 目前国内宠物食品市场约 70% 收入来自主粮	26
图 44: 国内宠物食品市场 2020 年 CR10 为 18.20%	26
图 45: 全球宠物食品市场呈现“两超多强”格局	26
图 46: 宠物食品消费具备高频刚需特征	27
图 47: 国内宠物饲养率水平明显低于发达国家	27
图 48: 国内宠物单只消费金额明显低于美国和日本	27
图 49: 国内人均收入水平提高有望推动宠物消费水平提升	27
图 50: 电商渠道已成为宠物食品第一大销售渠道	28
图 51: 国内养宠人群更倾向于线上购买宠物主粮	28
图 52: 麦富迪、凯瑞思 2021 年跻身天猫宠物 top3	28
图 53: 麦富迪、伯纳天纯 2020 年跻身京东宠物主粮 top5	28
图 54: 全球主要粮食品种库存消费比处于近年低位	29
图 55: 全球谷物价格水平仍维持历史高位	29
图 56: 内盘大豆及豆粕价格跟随外盘大豆价格维持高位	30
图 57: 国内大豆现货价处于历史高位 (元/吨)	30
图 58: 国内玉米现货价 (元/吨) 仍处于高位	31
图 59: 国际玉米期货价格维持高位震荡	31
图 60: 小麦库存消费比近年持续降低 (百万吨)	32
图 61: 大米库存消费比近年持续降低 (百万吨)	32
图 62: 国际小麦期货价格仍处高位	32
图 63: 国际稻谷期货价格呈上涨趋势	32
图 64: 国内小麦价格年内上涨明显	33
图 65: 国内稻谷价格呈温和上涨确实	33
图 66: 我国转基因研发进展	34
图 67: 转基因品种审定的核心内容	34
图 68: 转基因放开后, 玉米有效利润空间增长 4 倍	35
图 69: 我国玉米国审品种数量增多, 预计明年起改善	35
图 70: 派生品种需要得到原始品种的许可才能销售	35

表 1: 2022Q3 主要生猪标的出栏及销价、成本情况	13
表 2: 上市企业生猪出栏及规划汇总	13
表 3: 新版 GMP 主要修订内容	20
表 4: 目前国内外 ASFV 疫苗主要有 5 条研发路径	21
表 5: 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	23
表 6: 全球大豆供需平衡表	29
表 7: 全球大豆供需平衡表（分国家）	30
表 8: 全球玉米供需平衡表	31
表 9: 中国玉米供需平衡表	31
表 10: 全球小麦供需平衡表	33
表 11: 全球大米供需平衡表	33

投资建议：拥抱养殖链景气回暖，期待转基因稳步落地

畜禽链：动保与饲料的周期阻力较小，个别养猪标的成长性突出

1) 生猪：2022 年猪价表现强势，但考虑到行业资产负债表尚未修复，母猪补栏积极性不高，我们判断 2023 年生猪均价仍可维持较好盈利。周期虽不在，但成长可期，核心看好出栏增速快、成本控制能力强的上市企业，重点推荐：华统股份、温氏股份、牧原股份等标的。其中，华统股份 2022Q3 归母净利达 1.04 亿，同比增长 201%，生猪养殖板块的业绩弹性开始显现；公司现已建成浙江省内自繁自养产能接近 310 万头，9 月底能繁母猪数量达 10 万头，GP+GGP 数量有 2.6 万头，种猪储备充足，另外公司在手现金充裕，预计 2023 年生猪出栏维持高增速的确定性较强，继续予以重点推荐。

2) 禽板块：2022 年黄鸡伴随着部分产能出清，迎来盈利高点，随着在产祖代存栏的提升，2023 年行业盈利有望回落；白鸡由于海外禽流感影响，引种持续收缩，2023 年行业存在大起大落可能。考虑到 2023 年猪价的回落，禽板块的机会倾向优质标的，核心推荐：益生股份、立华股份、圣农发展等。

3) 动保：短中期，受益下游养殖的较好盈利和规模化趋势的加速，动保行业有望迎来业绩量利双击；长期，看好龙头市占率提升。从兽药和疫苗两个细分行业来看，我们认为兽药行业更分散，头部企业的成长性更有确定性，尤其是优质公司更能享受下游养殖规模化带来的行业红利；疫苗赛道核心关注非洲猪瘟疫苗临床进展以及商业化落地情况，从股票的角度去看，短期更偏重主题。综合来看，动保板块核心推荐：回盛生物、国邦医药、中牧股份、科前生物、普莱柯等。

4) 饲料及宠物：饲料会更加向技术服务类企业集中，核心看好海大集团估值与业绩的双修复行情。此外，2023 年宠物板块有望伴随消费回暖，迎来较好机会，核心关注：中宠股份、佩蒂股份等。

5) 肉制品：随着猪价的高位回落以及消费回暖，看好双汇发展的业绩上行表现；同时，双汇发展的基金持仓比例处于历史底部位置，建议关注。

种植链：农产品价格高景气延续，核心看好种业新技术发展机会

我们认为，大宗农产品景气有望高位维持，向下拐点并未出现；但股价已经反映大宗价格带来的高景气，因此我们相对更看好安全边际更高的种业。随着转基因种子相关法规的落地，期待种业新技术的合理有序推进。重点推荐：大北农、隆平高科、登海种业。

整体上，农业重点推荐养殖、后周期、种业三大主线。其中，1) 生猪养殖推荐：华统股份、温氏股份、牧原股份、巨星农牧、傲农生物、天康生物、东瑞股份、唐人神、新五丰、中粮家佳康、新希望、天邦食品等，建议关注双汇发展、龙大美食等；2) 禽推荐：益生股份、立华股份、圣农发展等；建议关注：春雪食品、湘佳股份、仙坛股份。3) 动保推荐：回盛生物、国邦医药、中牧股份、科前生物、普莱柯、申联生物、生物股份、瑞普生物等。4) 种植链推荐：大北农、隆平高科、登海种业；建议关注：北大荒、苏垦农发、中粮糖业、海南橡胶等。5) 饲料及宠物推荐：海大集团、中宠股份、佩蒂股份等企业。

养殖：周期虽不在，但成长可期

生猪：看好 2023 年猪价景气延续，优质企业有望实现量利齐升

2022 年猪价回顾：大落后大起，猪价表现强势

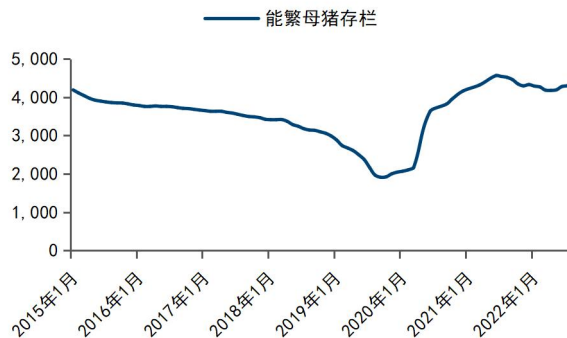
受益 2021 年下半年的产能加速出清，猪价自 2022 年 Q2 起表现强势。从猪价表现来看，猪价自 2022 年 4 月正式淡季不淡，提前上涨；这正好对应着能繁母猪产能从 2021 年 6 月左右开启环比去化。根据农业部的数据，官方能繁母猪存栏的环比增速从 2021 年 7 月起结束了连续 21 个月的环比增长，开启环比下降，此后在 2022 年 5 月猪价企稳回升后，再次开启环比增长。我们认为 2022 年猪价强势背后的主要矛盾是供给大幅收缩，供给的收缩来源于 2021 年下半年猪价大幅下跌后，行业三元母猪的加快出清；此外，2022 年的二次育肥与压栏虽然是次要矛盾，但也对猪价起到了推波助澜的作用。

图1：生猪价格从 2022 年 4 月起企稳上行



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：2022 年 Q3 末全国能繁母猪存栏较 Q2 末增加 2.0%



资料来源：农业部，统计局，国信证券经济研究所整理

图3：2022 年 4 月以来全国商品猪月度出栏数量环比保持收缩趋势



资料来源：涌益咨询，国信证券经济研究所整理

2022 年养猪股回顾：表面是加强博弈，实际是基本面有变化

2022 年的养猪股整体表现为市场提前交易，情绪博弈较浓，周期特征明显。从复盘来看，2022 年股票走势分为几个阶段：

- 1、2022.01-2022.04：养猪深度亏损，产能出清，周期提前反转是市场交易的主线，板块大涨。
- 2、2022.04-2022.06：猪价淡季不淡，农村农业部产能去化幅度不到 10%，产能去化逻辑边际减弱，市场担心随着猪价抬升，能繁母猪环比增加，板块大幅回调。
- 3、2022.06-2022.10：板块估值回到底部，随着 5 月份能繁母猪环比提升，利空出尽，板块估值修复；随后猪价进一步提升，板块开始交易猪价超预期。期间板块大涨后震荡调整。
- 4、2022.10-至今：猪价在 10 月份达到 28 元/公斤的高点，但随着二次育肥的体量增加，猪价出现调整，板块出现大幅调整。目前，板块估值回到历史底部，重新具备配置价值。

图4：2022 年生猪养殖板块股价复盘



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图5：2022 年 11 月 30 日申万生猪养殖行业的市净率水平处于历史 29%分位

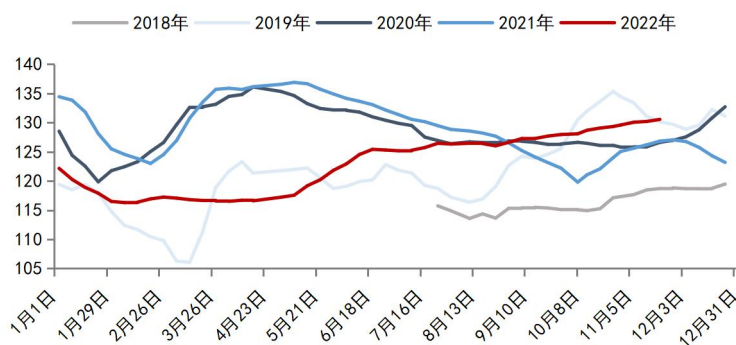


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2023 年猪价预判：供给并不宽松，消费有望强势回暖

春节前仍具备猪价反弹的可能。根据涌益咨询披露的数据，2022 年 4 月开始生猪出栏均重开始快速拉升至 6 月的 125 公斤左右，11 月的生猪均重抬升至 130 公斤左右。我们认为，11 月猪价的调整主要是前期二次育肥压栏猪的稳步出栏，但从均重来看，暂未看到屠宰均重回落，12 月供给压力不小。但考虑到 2023 年春节较早，同时 2022 年冬季降温较晚，腌腊需求（更喜好大猪）和春节前消费旺季叠加，消费提振有望较强，因此 12 月猪价有望重新抬升上行。

图6：2022 年下半年以来生猪出栏均重（公斤）处于合理水平



资料来源：涌益咨询，国信证券经济研究所整理

春节后，猪价有望淡季不太淡。从涌益咨询披露的 50kg 小猪存栏及 50kg 至 80kg 中猪存栏情况来看，暂时也未看到明显的供给增多的趋势出现，10 月环比增速分别为 2.08%、2.15%。考虑到 50kg 以下小猪存栏理论上对应 3 个月后的商品猪出栏，50-80kg 中猪存栏理论上对应 2 个月以后出栏，我们认为明年 Q1 生猪供给仍处于偏紧状态，即使会受到春节后消费疲软的影响，但整体价格仍有较好支撑。

图7：2022 年 5 月起全国 50kg 以下小猪存栏及环比情况



资料来源：涌益咨询，国信证券经济研究所整理

图8：2022 年 5 月起全国 50kg-80kg 中猪存栏及环比情况

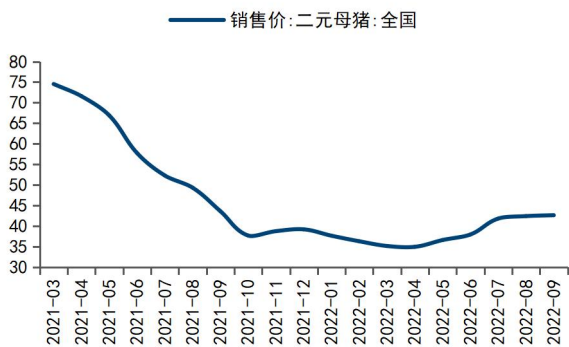


资料来源：涌益咨询，国信证券经济研究所整理

行业补栏积极性依然较弱，2023 年生猪均价可期。母猪价格方面，根据农业部披露的数据，2022 年 9 月全国二元母猪销售均价为 42.61 元/公斤，对应单头 50kg 重的二元母猪销售均价约 2100 元，仍处于周期底部水平。仔猪价格方面，根据中

国种猪信息网披露的数据，2022年10月仔猪价格为48.35元/千克，同样处于底部位置。从全年的母猪价格走势来看，我们认为行业补母猪积极性不高，主要原因为：1) 大部分企业经历上一轮非瘟周期的产能快速扩张以及大幅扩张带来的行业深度亏损后，资产负债表恶化，缺乏资金补栏；2) 经历2021年下半年的深度亏损，大家对后续猪价信心不足，补栏动作较为缓慢。因此，我们认为2023年的供给不会大幅宽松，猪价大概率维持较好盈利。

图9：2022年9月二元母猪销售均价为42.61元/公斤，仍处于较低水平



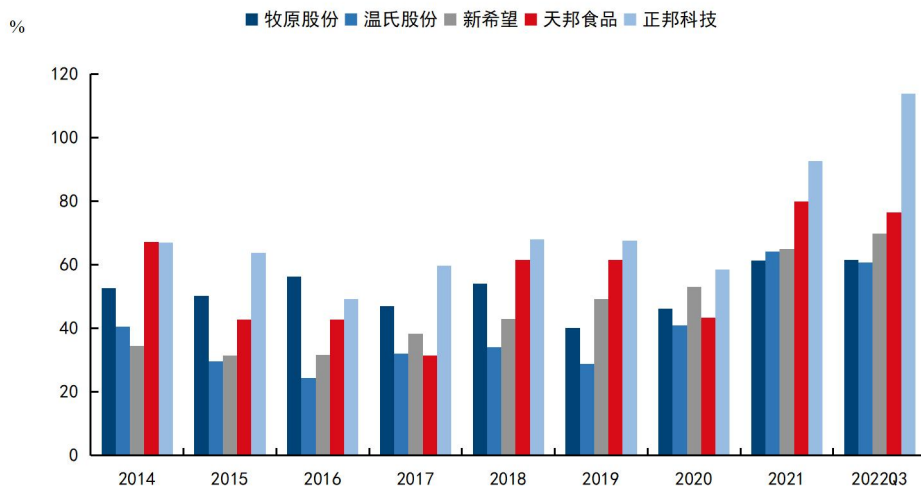
资料来源：农业部，国信证券经济研究所整理

图10：2022年10月仔猪价格为48.35元/千克，仍处于周期底部位置



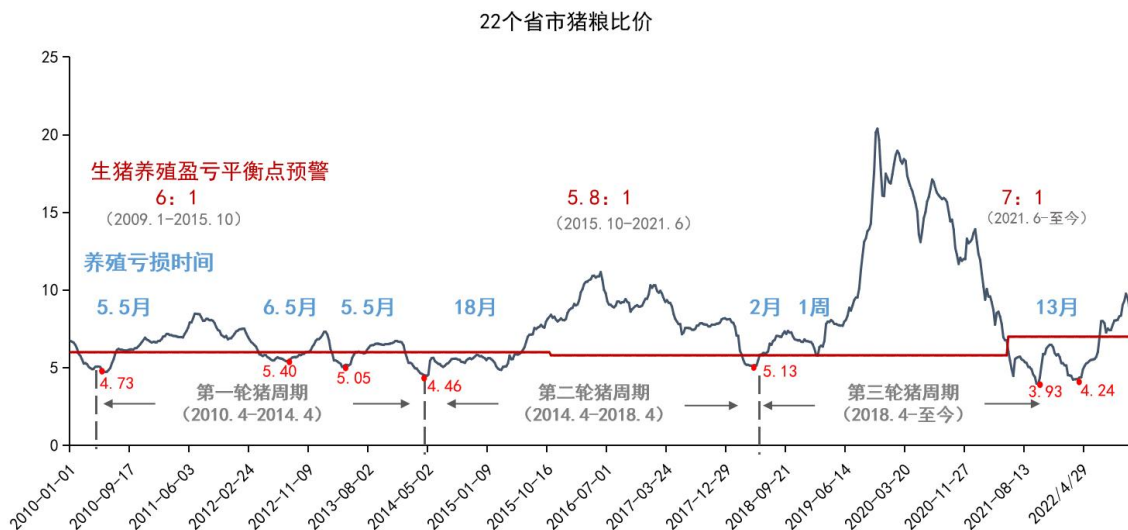
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图11：规模猪企的资产负债率较前几轮周期明显抬升



资料来源：农村农业部，国信证券经济研究所整理

图12: 猪企在本轮猪价下行期经历了历史少有的深度亏损, 猪粮比在 2021 下半年及 2022 上半年重回历史最差



资料来源: 中国种猪信息网, 国信证券经济研究所整理

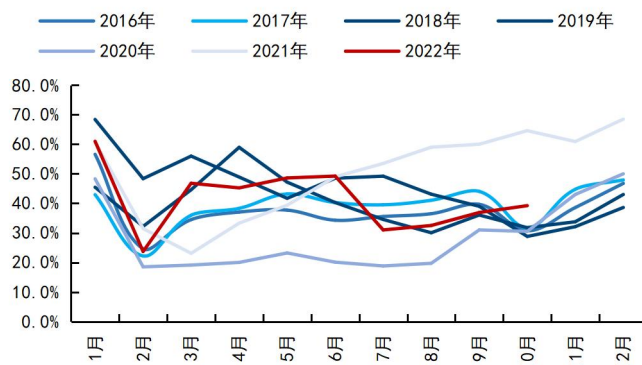
短期消费需求低迷抑制猪价表现, 看好后续消费回暖。从涌益咨询披露的样本企业屠宰情况来看, 当前日度屠宰量及开工率均处于历史较低水平, 同时, 冻品库存率也处于较低水平, 下游囤货动力不足, 以上均反映出当前的猪肉终端消费较为低迷。我们认为其主要矛盾在于餐饮消费较弱, 根据统计局公布的社会消费品零售总额的餐饮业数据, 2022 年整体同比增速下降明显, 各地散发的疫情抑制了餐饮终端的消费需求。按季节性的屠宰数据变动来看, 预计后续随着春节临近, 腌腊及节庆消费需求有望回暖, 后续猪价仍有望实现较好的表现。

图13: 2022 年下半年以来样本企业的日度屠宰量明显收缩



资料来源: 涌益咨询, 国信证券经济研究所整理

图14: 2022 年全国平均屠宰企业开工率处于历史较低水平



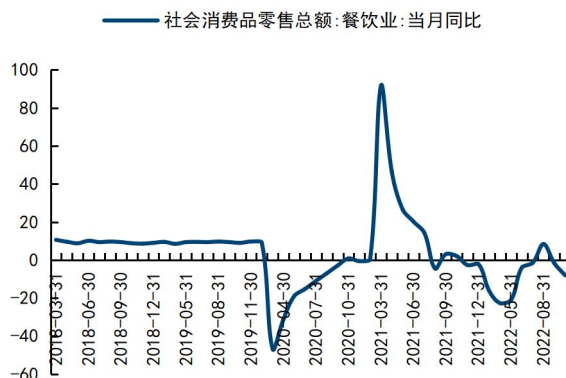
资料来源: 涌益咨询, 国信证券经济研究所整理

图 15: 2022 年全国多样本的冻品平均库存率处于历史较低水平



资料来源: 涌益咨询, 国信证券经济研究所整理

图 16: 2022 年餐饮消费表现较差, 抑制终端消费需求



资料来源: 统计局, 国信证券经济研究所整理

2023 年布局: 生猪盈利进入兑现阶段, 优选出栏增速快、成本控制好的标的

综合来看, 考虑当期母猪产能恢复及行业资金储备情况, 我们预判 2023 年生猪养殖仍有望保持较好盈利水平, 预计行业整体头均养殖盈利均值有望维持在 300-400 元左右, 从截至目前的猪价表现来看, 2022 年前十一月的生猪销售均价接近 18.72 元/公斤, 明年出栏增速快的企业依然有望受益于猪价景气维持带来的量利齐升。

本轮周期生猪标的可选范围扩大, 个股走势或更为分化。本轮猪价上行期相较于上一轮上行期的明显变化之一就是可选的生猪养殖标的数量明显增多。因此从投资角度来看, 我们认为资金会更加向头部优质标的集中, 板块内的个股表现可能会更为分化。

猪企成本差距缩小, 出栏增速是决定猪价上行期业绩弹性的核心。根据各大猪企公告的 2022 三季度盈利及成本情况, 随着产能利用率的提升, 及经营管理水平的改善, 不同企业的成本差距进一步缩小。2022Q3 养殖完全成本最低的上市企业是牧原股份, 达 15.5 元/公斤, 其余大部分公司完全成本基本分布在 16-19 元/公斤的区间, 猪企成本端的差距较 2021 年明显缩减, 且有望进一步缩小。此外, 从公司公告的 2023 年出栏规划来看, 不同企业的产能投放节奏出现明显分化, 出栏增速差距拉大, 因此我们认为在猪价整体回暖以及成本端差距缩小的大背景下, 未来生猪出栏增速以及企业兑现出栏的能力是决定猪企业绩弹性的关键。

表1：2022Q3 主要生猪标的出栏及销价、成本情况

股票名称	2022Q3 出栏情况						2022Q3 盈利情况		
	生猪出栏 (万头)	生猪出栏 环比变动 (%)	生猪出栏 同比变动 (%)	肥猪出栏 (万头)	仔猪出栏 (万头)	种猪出栏 (万头)	归母净利 (亿元)	商品猪 销售均价 (元/公斤)	Q3 养殖 完全成本 (元/公斤)
华统股份	35.40	9%	636%	30.3	5.1	-	1.04	23.30	18
巨星农牧	-	-	-	-	-	-	1.67	-	-
牧原股份	1394.40	-20%	61%	1271.3	114.5	8.6	81.96	21.77	15.5
温氏股份	441.28	11%	3%	441.3	-	-	42.09	22.67	16.6
正邦科技	217.55	-10%	-55%	82.7	134.9	0	-33.58	21.40	-
天邦食品	101.29	-6%	6%	86.9	14.4	-	4.17	22.88	18.37
新希望	305.21	-3%	30%	-	-	-	14.33	21.78	9月自养成本 18 元左右， 放养成本 16 元左右
中粮家佳康	75.70	-32%	-19%	-	-	-	-	-	-
东瑞股份	12.12	4%	66%	9.1	2.7	0.34	0.64	29.00	18.4
傲农生物	137.89	6%	74%	68.9	68.9	-	1.04	-	-
天康生物	57.42	4%	19%	44.2	13.2	-	3.55	21.52	17.3
唐人神	56.01	16%	99%	47.7	8.3	-	1.74	-	-
大北农	102.10	12%	-21%	87.9	-	-	1.82	22.19	前三季度平均完全成本 17.4 元/公斤
金新农	28.51	-15%	65%	13.2	13.3	2.01	1.46	22.67	自繁自养 18.36 元/公斤
新五丰	28.33	-3%	92%	-	-	-	0.25	-	-

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理（Q3 养殖完全成本数据均来自于公司公告）

表2：上市企业生猪出栏及规划汇总

股票名称	2021 年出栏 (万头)	2022 年 前三季度 出栏 (万头)	今年目标 完成率	2022 年 出栏目标 (万头)	2022 年出栏 同比增速	2023 年 出栏目标 (万头)	2023 年出栏 同比增速	2022Q3 末 能繁母猪存 栏 (万头)	已建成产能 (万头)
华统股份	13.74	83.99	70%	120	773%	250-300	108-150%	10	育肥产能 310+万头
巨星农牧	81.7	-	-	150	84%	260-300	73%-100%	-	-
傲农生物	324.59	372.27	68%	550	69%	800	45%	30+	-
牧原股份	4026.4	4522.30	81%	接近 5600	39%	-	-	259.8	生猪养殖产能 7200+万头 有效育肥产能 2600 万头， 种猪场年产量产能约 4600 万头
温氏股份	1321.74	1241.87	69%	1800	36%	2600-2800	44%-55%	134	母猪产能 60+万头，育肥 存栏产能 400-500 万头
天邦食品	428.01	309.19	70%	440-450	3%-5%	-	-	30	85+已建成母猪栏位 190 万头
新希望	997.81	990.03	71%	1400	40%	1850	32%	4.1	已有产能 80 万头，预计 年底能达 140 万头
东瑞股份	36.76	36.40	66%	55	50%	100+	82%	-	2022 年 6 月生猪养殖产能 达到 270 万头
天康生物	160.33	150.57	68%	220	37%	500	127%	-	-
唐人神	154.23	142.31	71%	200	30%	350	75%	-	-
大北农	430.78	300.42	67%	450-500	50%-67%	600	12%-33%	-	年底计划达 到 30 万头
金新农	106.89	95.47	80%	120	12%	144	20%	5.4	-
神农集团	65.37	64	71%	90	38%	150	67%	5.8	150-200
正邦科技	1492.66	702.07	-	-	-	-	-	-	-

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

核心推荐华统股份，成长性突出且估值修复空间足够。华统股份有望成为新一轮周期成长股。公司产能逐月兑现，成本有望持续改善，成长性及估值修复空间足够，而且浙江养猪产能具备稀缺性，属于农业养殖的核心资产，继续重点推荐。**具体来看：**1) **公司区域优势显著，拥有明显的单位超额收益。**公司是立足于浙江省的稀缺养殖标的，浙江省养殖资产具备稀缺性，一是因为浙江是生猪销区，当地商品猪均价高于全国均价接近 1-2 元/公斤；二是浙江几乎没有农民养殖户，属于天然的养殖无疫区，对于非洲猪瘟和其他疾病防控具备天然优势，因此浙江养殖产能具备“超额收入+防疫佳”的天然优势。2) **公司出栏增速较快，有望成**

为新一轮周期成长股。我们预计公司 2022-2024 年出栏有可能依次实现 120 万头、250-300 万头和 500 万头，且出栏确定性较强。一方面，从产能角度来看，目前公司已建成浙江省内一体化楼房养猪年产能约 310 万头，且母猪储备充足，预计目前母猪存栏接近 15 万头。另外，从资金角度来看，公司于 7 月获得浙江省产业基金增资合计约 3.6 亿元，同时大股东 9.2 亿元定增亦于 7 月 28 日正式落地，2022Q3 末公司货币资金余额达 12.77 亿元。充足的产能储备及雄厚的资金实力奠定了公司未来出栏快速增长的坚实基础。当前公司养殖资产 2023 年对应的头均市值接近 2000 元/头，成长性及估值修复空间足够。

图 17: 华统 2022 年月度出栏维持大增, 养殖量稳步兑现



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 18: 华统预计 2022、2023 年出栏分别达 120 和 250+万头



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

禽板块: 实际供给收缩有待验证, 把握核心优质标的

白羽鸡: 种鸡产能供应受阻, 养殖盈利逐步回暖

白羽肉鸡产能迭代遭遇短期干扰, 终端价格仍有支撑。从禽业分会监测数据来看, 截止 2022 年 9 月 25 日, 祖代鸡存栏(在产+后备)171 万套, 较上年同比减少 1.85%, 较上月同期环比减少 0.04%, 其中后备祖代鸡存栏为 37 万套, 较上年同比减少 29.15%, 主要系国外禽流感爆发导致 1-9 月国内祖代更新量同比减少 22.73%。父母代存栏(在产+后备)3352 万套, 较上年同比增加 0.63%, 较上月同期环比增加 1.96%。我们认为, 目前国内祖代种鸡由于海外禽流感影响, 引种持续收缩, 市场担心后续产能不够; 但考虑到原种自主可控提升, 白鸡结构年轻化, 后续供给仍有较大不确定性, 2023 年行业存在大起大落可能。

图19: 白羽肉鸡价格底部回升



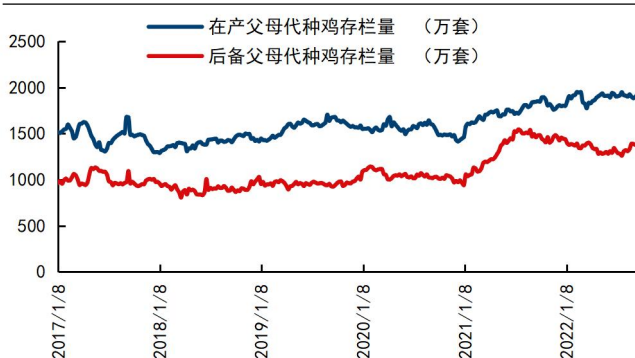
资料来源: 农村农业部, 国信证券经济研究所整理

图20: 白羽肉鸡祖代鸡存栏 (在产+后备)



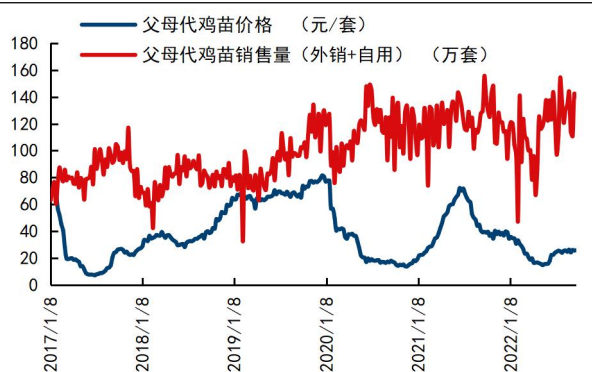
资料来源: 中国畜牧业协会禽业分会, 国信证券经济研究所整理

图21: 白羽肉鸡父母代鸡存栏 (在产+后备)



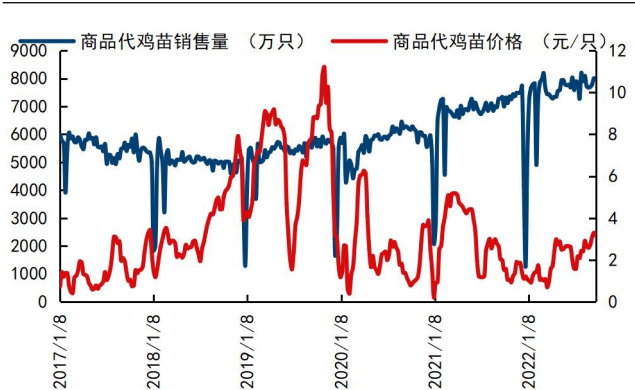
资料来源: 中国畜牧业协会禽业分会, 国信证券经济研究所整理

图22: 白羽肉鸡父母代鸡苗价格与销售量



资料来源: 中国畜牧业协会禽业分会, 国信证券经济研究所整理

图23: 白羽肉鸡商品代鸡苗销售价格与销售量



资料来源: 中国畜牧业协会禽业分会, 国信证券经济研究所整理

黄羽鸡：2022 年迎来盈利高点，静观 2023 年盈利表现

2022 年部分产能出清后迎来盈利高点，预计 2023 年盈利或将随在产祖代存栏增加而有所回落。伴随着部分产能出清，黄鸡价格在 2022 年 Q2 起开始回暖，当前仍维持在较好盈利水平。从禽业分会监测的供给端数据来看，截止 2022 年 11 月 6 日，国内祖代鸡存栏（在产+后备）263 万套，同比增加 3.58%；父母代存栏（在产+后备）2232 万套，同比下降 0.09%，其中，在产父母代存栏与 2019 年同期相比下降了 11.86%。我们预计，随着在产祖代存栏的提升以及 2023 年猪价的回落，2023 年黄鸡行业盈利或将回归正常。

图 24：黄羽肉鸡价仍处相对低位



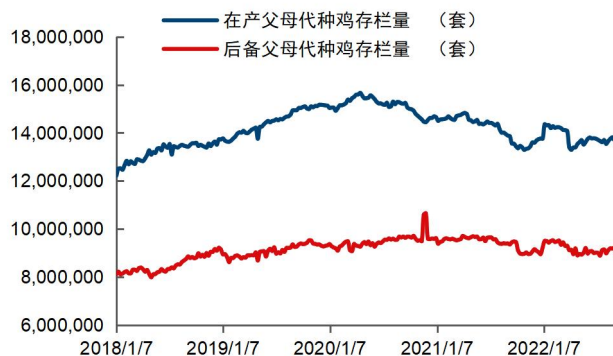
资料来源：农村农业部，国信证券经济研究所整理

图 25：黄羽肉鸡祖代鸡存栏（在产+后备）



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，国信证券经济研究所整理

图 26：黄羽肉鸡父母代鸡存栏（在产+后备）



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，国信证券经济研究所整理

图27: 黄羽肉鸡父母代雏鸡销售价格震荡调整



资料来源: 中国畜牧业协会禽业分会, 国信证券经济研究所整理

图28: 黄羽肉鸡商品代雏鸡销售价格与销售量情况



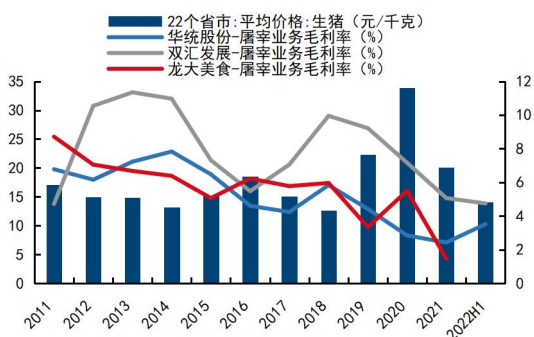
资料来源: 中国畜牧业协会禽业分会, 国信证券经济研究所整理

肉制品: 基金持仓处于历史低位, 底部布局时点来临

生猪产能环比增加, 或将直接利好屠宰业务盈利提升。从毛利率表现来看, 屠宰企业的毛利率与猪价基本呈反向波动关系, 在猪价低迷时, 一方面, 生猪市场供需处于高位且屠宰企业的主要原材料成本下降, 另一方面, 产能利用率提升也将有利于规模化效益的充分发挥, 减少费用开支, 因此屠宰企业迎来量利齐升。以2019-2021年为例, 受高猪价影响, 双汇发展、华统股份2019年、2020年的屠宰业务毛利率均出现明显下滑。另外, 从双汇发展的净利率表现来看, 除了2021年公司业绩端受到冻肉库存影响以外, 也基本与猪价呈反向波动关系。我们认为, 后续随着生猪产能环比增加, 全国生猪屠宰量将再次回暖, 优质头部企业凭借规模优势, 有望迎来显著的利润率修复。

双汇发展的基金持仓比例处于历史低位, 看好屠宰龙头的估值修复。我们对双汇发展2019年至今的开放式主动偏股型基金持仓比例进行分析, 2022Q3末, 双汇发展的重仓持股总量环比2022Q2末下降71%至687.26万股, 占流通股比例为0.2%, 下降至历史最低水平。考虑到后续随着生猪产能恢复及消费预期的改善, 公司屠宰业务及肉制品业务均有望回暖, 底部布局的时点或将来临。

图29: 屠宰企业的毛利率基本与猪价呈反向波动关系



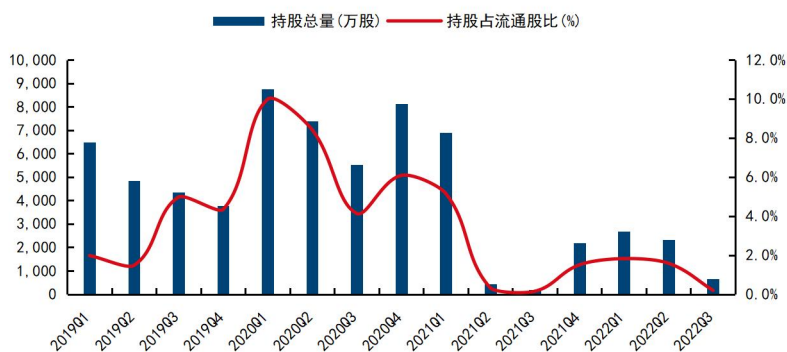
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图30: 双汇发展的净利率 2022H1 受益猪价下行, 明显回暖



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图31：双汇发展 2022Q3 开放式主动偏股型基金重仓比例降至历史低位



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

投资建议：把握生猪养殖主线，重点关注优质成长股

1) 生猪养殖推荐：华统股份、温氏股份、牧原股份、巨星农牧、傲农生物、天康生物、东瑞股份、唐人神、新五丰、中粮家佳康、新希望、天邦食品等，建议关注双汇发展、龙大美食等；2) 禽推荐：益生股份、立华股份、圣农发展等；建议关注：春雪食品、湘佳股份、仙坛股份。

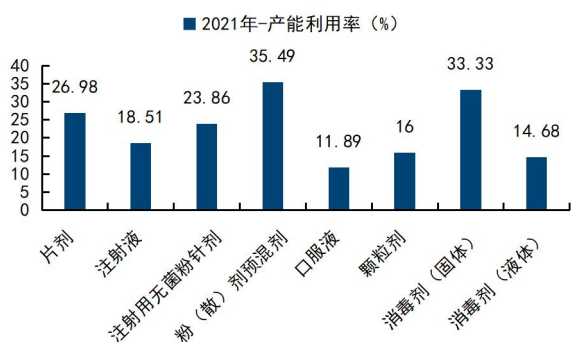
动保：看好龙头利润兑现，行业贝塔机会凸显

兽用化药：行业格局优化空间较大，头部企业成长更具确定性

◆ 行业存在过剩产能，格局优化空间较大。

国内兽用化药市场近年呈快速扩张趋势，2021年总销售额为516亿元，2016-2021年CAGR为12.2%，其中兽用原料药、化药制剂的销售额分别为182.85亿元、275.18亿元，于国内兽用化药总销售额中的占比分别为39.92%、60.08%。国内兽用化药行业规模较大但格局分散，2021年国内兽用原料药和化药制剂市场的CR10分别仅为45.11%、23.84%，同时国内兽用原料药和化药制剂市场的产能利用率也处于较低水平，考虑到目前大型化药企业存在竞争优势，毛利率明显更高，我们认为行业格局存在较大优化空间。

图32：化药制剂行业产能明显过剩



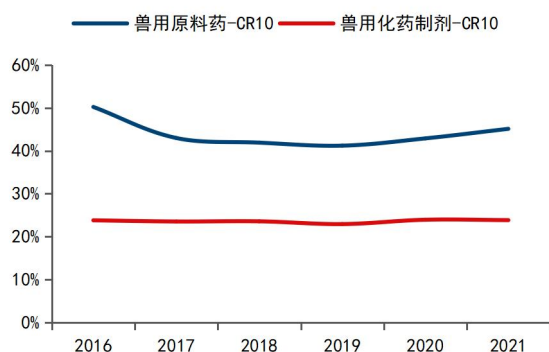
资料来源：中国兽药协会，国信证券经济研究所整理

图33：国内抗微生物原料药2021年的产能利用率为61.55%



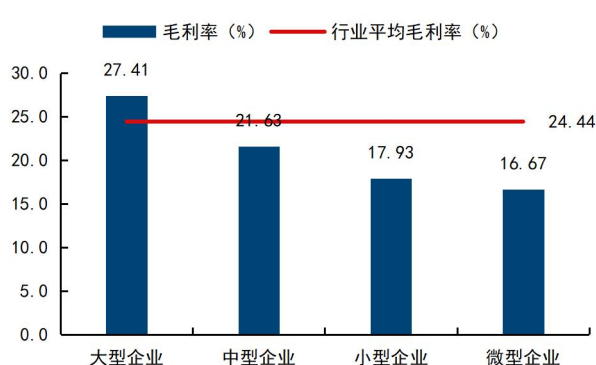
资料来源：中国兽药协会，国信证券经济研究所整理

图34：国内兽用化药制剂市场集中度较低



资料来源：中国兽药协会，国信证券经济研究所整理

图35：大型兽用化药企业毛利率显著高于其他企业（2021年）



资料来源：中国兽药协会，国信证券经济研究所整理

◆ 新版兽药GMP落地，落后产能或被淘汰

2020年4月，农业农村部发布最新修订的兽药GMP，围绕提高指导性和可操作性、提高准入门槛、提高安全控制要求、完善责任管理机制四个大方面进一步细化严格了国内兽药生产管理要求，并要求国内所有兽药企业于2022年6月1日前达到

新兽药 GMP 要求，否则企业的兽药生产许可证和兽药 GMP 证书将失效。我们认为，国内规模较小的兽药生产企业，本身毛利率较低，而新版 GMP 在设备、流程和人员等方面更为细化严格的要求进一步增大了其成本压力，能力不足的落后产能最终或于本轮新版兽药 GMP 实施过程中被淘汰。截至 2022 年 6 月 2 日，国内获得新版兽药 GMP 证书的企业仅有 627 多家，未来头部兽药企业有望依靠其在基础设施、资金实力、研发能力、人员素质等多维度的优势进一步抢占更多市场份额，市场集中度或将得到明显提升。

表3: 新版 GMP 主要修订内容

修订方向	具体内容
优化结构，细化内容，提高指导性和可操作性	新版兽药 GMP 共 13 章 287 条，而原兽药 GMP 仅 95 条；根据不同类型兽药的生产工艺和特点制定了无菌兽药、非无菌兽药、兽用生物制品、原料药、中药制剂等 5 类兽药生产质量管理的特殊要求
提高准入门槛，遏制低水平重复建设	硬件方面，提高了净化要求和特殊兽药品种生产设施要求；软件方面，提高了企业质量管理要求；人员方面，提高了企业关键管理人员应当具备的资质和技能要求
提高企业生物安全控制要求，确保生物安全	对兽用生物制品生产、检验中涉及生物安全风险的厂房、设施设备以及废弃物、活毒废水和排放空气的处理等，进一步提出了严格要求。
完善责任管理机制，压实相关责任	明确企业负责人是兽药质量的主要责任人。将原兽药 GMP 规定的生产管理部门和质量管理部门承担的职责分别明确到生产管理负责人和质量管理负责人，为追究兽药产品质量事故责任人提供依据

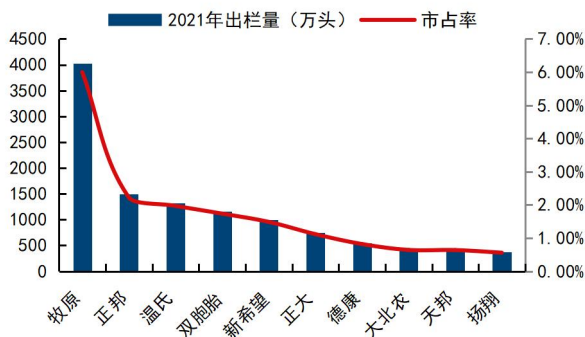
资料来源：农业农村部畜牧兽医局，国信证券经济研究所整理

◆ 养殖规模化进程加速推进，头部化药企业或充分受益。

在 2015-2025 的这十年内，国内生猪养殖发生结构性的巨变，散养户因为老龄化和养殖门槛的提升逐步退出行业，规模养殖快速集中，非洲猪瘟疫情又将会加速这一趋势的完成，因此把这十年称为生猪规模化的黄金十年。从头部猪企最新的 2021 年出栏数据来看，头部 10 家的市占率已提升至 17.2%，相较 2020 年提升 5.2%，生猪养殖行业的规模化进程仍在加速推进。进一步结合头部猪企 2022-2025 年的出栏预测数据来看，到 2025 年头部 10 家猪企的市占率有望提升至 40-50%，届时行业或完成规模化进程。

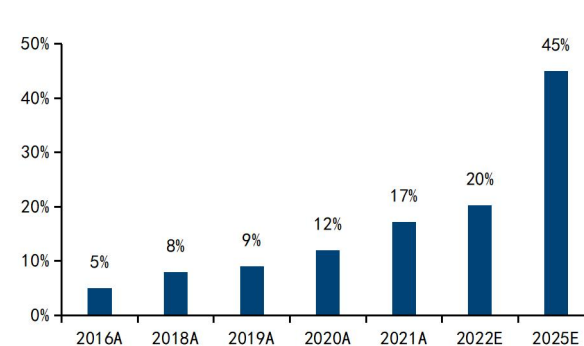
我们认为，养殖规模化进程不仅将带动动保行业整体扩容，随着养殖链专业化程度的不断提高，头部保企业在研发、产品和渠道等方面的优势或将进一步凸显，头部动保企业更有可能依靠成熟的研发平台、丰富的产品矩阵和专业的一站式服务契合规模养殖企业动保需求，进而与它们形成深度合作绑定，在规模化进程中抢占更多份额，兽药行业整体集中度有望在养殖规模化进程中得到显著提高。

图36: 生猪养殖行业 2021 年的 CR10 为 17% (以出栏量计)



资料来源：新牧网，国信证券经济研究所整理

图37: 养殖规模化进程有望继续加速推进



资料来源：公司公告，国家统计局，国信证券经济研究所整理

兽用疫苗：非瘟疫苗取得积极进展，有望成为新兴大单品

非洲猪瘟（ASF）是由非洲猪瘟病毒（ASFV）引起的猪的急性、高致死率传染病，自 2018 年传入我国以来给国内生猪产业造成极其严重的威胁，近年以中国农业科学院等各类研究机构正致力于 ASFV 疫苗攻关，部分研发项目已经取得积极进展，若未来 ASFV 疫苗相关成果实现商业化落地，其有望成为国内兽用疫苗市场的重要品种并在短期内贡献可观的市场增量，相关参研企业的市场表现值得期待。

根据张振兴等人撰写的《非洲猪瘟疫苗研制方向及进展》中介绍，目前国内外 ASFV 疫苗主要有 5 条研发路径，分别为灭活疫苗、减毒活疫苗、亚单位疫苗、DNA 疫苗、病毒载体疫苗，相关原理及优缺点详见下表。

表4：目前国内外 ASFV 疫苗主要有 5 条研发路径

名称	主要原理	优点	缺点
灭活疫苗	通过加热或加入相应化学制剂等物理/化学方法，将人工培养的 ASFV 杀死，使其丧失应有的感染能力和毒性，而只保留免疫原性，最后结合佐剂制成疫苗	价格低廉，制备工艺简单便捷	灭活 ASFV 失去感染力，只能引起体液免疫，无法引起细胞免疫，导致生猪体内的免疫应答无法持久，无法对生猪产生根本性保护
减毒活疫苗	通过处理让 ASFV 变异，使其既降低毒性又保留免疫原性。按处理方式可进一步细分为自然致弱活疫苗和重组致弱活疫苗，前者通过常规的传代培养获得致弱毒株，后者先定位 ASFV 与毒力相关以及引起宿主应答的基因后将其敲除，最终获得基因缺失弱毒株	既能诱发体液免疫，又能诱导细胞免疫，可以在生猪体内产生长时间的免疫应答，进而使生猪获得良好的免疫屏障	存在保护率不理想或者产生毒副作用的可能
亚单位疫苗	通过合成加工，提取 ASFV 特定蛋白质结构，通过筛选获得具有免疫原性的蛋白组分，研制成的一种本身不含有 ASFV 核酸，但却能诱发猪产生免疫保护的一种疫苗	生物安全性高	通常只能提供部分免疫保护、交叉保护率低、无法产生中和抗体
DNA 疫苗	将编码 ASFV 特异性蛋白质抗原的重组真核表达载体直接注射到生猪体内，使编码后的 ASFV 蛋白质抗原基因能够在生猪体内表达并使其产生体液免疫和细胞免疫应答，从而对生猪起到免疫保护作用	可消除疫苗毒性、保存制作更加适应需求	研发难度高
病毒载体疫苗	是使用病毒载体诱导特异性免疫及非特异性免疫的疫苗，其通过去除或使用免疫原替换病毒毒力基因，或使病毒载体无法复制来保障疫苗安全型性	相对减毒活疫苗安全性更高	所用活载体可能造成持续感染，存在安全隐患

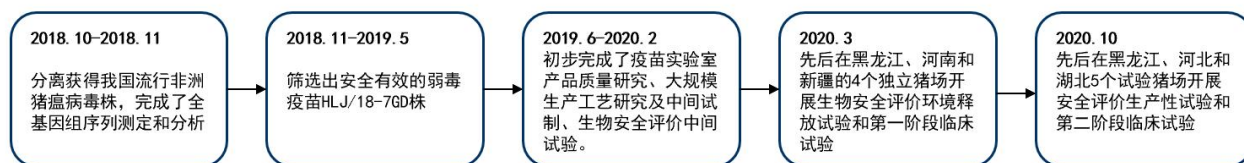
资料来源：张振兴等人，中国动物检疫，《非洲猪瘟疫苗研制方向及进展》，国信证券经济研究所整理

从国内研发项目及进度来看，ASFV 减毒活疫苗、亚单位疫苗和病毒载体疫苗是现阶段的三大主攻方向。

◆ ASFV 减毒活疫苗：国内有希望研制成功的 ASFV 疫苗项目主要有四个：

①中国农业科学院哈尔滨兽医研究所我国流行的 ASFV 基因 II 型 HLJ/18 毒株为亲本构建的 7 基因缺失重组疫苗，其在猪群中的动物试验显示，可以在猪群中做到 100% 减毒，而不会诱使产生 ASFV 强毒株，同时能对目前存在致死性的 ASFV 起到较高的保护作用。据所长步志高介绍，自 2018 年 10-11 月期间离获得我国流行非洲猪瘟病毒株并完成了全基因组序列测定和分析以来，所内已经完成该项目的实验室研究、中间试制、环境释放和第一阶段临床实验，现正在有序推进生产性试验和第二阶段临床实验。步志高建议建议疫苗限于全进全出商品育肥猪。暂不用于繁殖用的母猪及种公猪，目前哈尔滨兽医研究所全资平台哈尔滨维科生物技术公司已在布置相关产能，并按照农业农村部部署要求，依据疫苗制造及检验试行规程顺利完成生产储备。

图 38：中国农业科学院哈尔滨兽医研究所构建的 7 基因缺失重组疫苗正在有序推进生产性试验和第二阶段临床试验



资料来源：步志高，《非洲猪瘟防控与疫苗研制最新进展》，国信证券经济研究所整理

②生物股份与华南农业大学、中国农业科学院、上海兽医研究所合作研发的“一种基因缺失的减毒非洲猪瘟疫病毒毒株及其构建方法和应用”于 2021 年 11 月获得发明专利证书，另外生物股份也在聚焦 ASFV 新型亚单位疫苗和 mRNA 疫苗核心技术工艺突破。

③我国军事医学科学院军事兽医研究所以我国流行 ASF 毒株 SY18 为亲本成功构建了能 100%抵抗亲本毒株攻击的 MGF 和 CD2v 双基因缺失株。

④中国农业科学院北京畜牧兽医研究所负责的“非洲猪瘟基因缺失疫苗研发”入选农业农村部科技发展中心发布的“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，项目实施周期三年。

◆ **ASFV 亚单位疫苗：相关项目已经取得积极进展并存在商业化可能。**

中国农业科学院兰州兽医研究所牵头的“非洲猪瘟亚单位疫苗研发”于 2021 年入选农业农村部科技发展中心发布的“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，项目实施周期三年。据普莱柯 2022 年 2 月 20 日披露的投资者关系活动记录表称，公司与中国农业科学院兰州兽医研究所合作研发的非洲猪瘟亚单位疫苗取得积极进展，农业农村部对其应急评价的两轮征求意见已经结束，项目组将按照非洲猪瘟亚单位疫苗应急评价资料要求和疫苗免疫效力指导原则完善相关实验研究，争取早日申请应急评价。非洲猪瘟亚单位疫苗作为灭活疫苗，其虽在保护率上逊于活疫苗，但不存在生物安全风险，在满足国家疫苗免疫效力评价指导原则的前提下存在推广价值，因此我们认为非洲猪瘟亚单位疫苗后续存在商业化落地的可能。

◆ **ASFV 病毒载体疫苗：相关项目正在研发过程中。**

军事科学院军事医学研究院军事兽医研究所负责的“非洲猪瘟活载体疫苗研发”于 2021 年入选农业农村部科技发展中心发布的“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，项目实施周期三年，进展情况尚未公开。另外，科前生物目前主持的省级重点项目“非洲猪瘟活载体组合疫苗效果评价和产业化工艺研究”正处于实验室研究阶段，目前正在取得积极进展。

表5: 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

项目名称	项目牵头承担单位	项目实施周期（年）
畜禽冠状病毒的遗传变异、致病与免疫机制	华中农业大学	3
非洲猪瘟基因缺失疫苗研发	中国农业科学院北京畜牧兽医研究所	3
非洲猪瘟亚单位疫苗研发	中国农业科学院兰州兽医研究所	3
非洲猪瘟活载体疫苗研发	军事科学院军事医学研究院军事兽医研究所	3

资料来源：农村农业部科技发展中心，国信证券经济研究所整理

投资建议：看好动保景气延续，贝塔行情值得关注

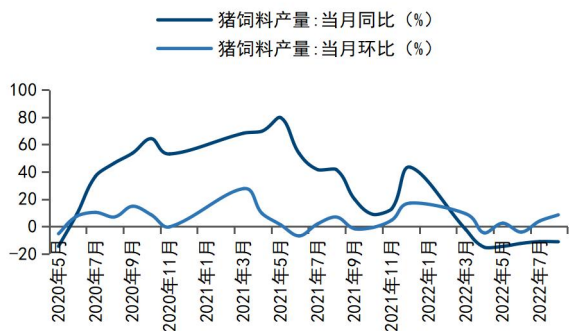
短中期，受益下游养殖的较好盈利和规模化趋势的加速，动保行业有望迎来业绩量利双击；长期，看好龙头市占率提升。从兽药和疫苗两个细分行业来看，我们认为兽药行业更分散，头部企业的成长性更有确定性，尤其是优质公司更能享受下游养殖规模化带来的行业红利；疫苗赛道核心关注非洲猪瘟疫苗临床进展以及商业化落地情况，从股票的角度去看，短期更偏重主题。综合来看，动保板块核心推荐：回盛生物、国邦医药、中牧股份、科前生物、普莱柯、申联生物、生物股份、瑞普生物等。

饲料：看好周期成长股海大集团的业绩与估值双修复行情

行业回暖：受益养殖终端价格上行，饲料销售迈入复苏阶段

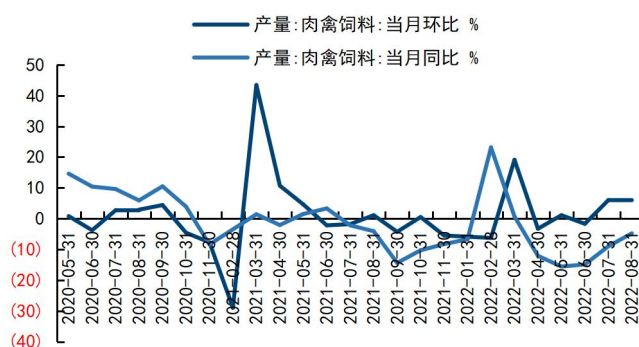
猪料、禽料、水产料销售景气恢复，预计 2023 年或将延续。从饲料工业协会公布的各品类销量数据来看，受益于下游生猪、禽养殖企业的现金流恢复，猪饲料、禽饲料产量增速向好，考虑到 2023 年猪价及禽价景气度有望继续维持，预计 2023 年猪、禽饲料销售需求依然向好。此外，2022 年全国水产饲料产量也保持高景气度，从海大集团公告的 2022Q3 经营情况来看，水产养殖因天气影响导致出塘供应减少，终端价格和养殖利润好转，养殖户养殖和投料的积极性开始逐步恢复，从而拉动公司饲料销量增长。

图 39：猪饲料产量环比增速自 2022 年下半年起明显提升



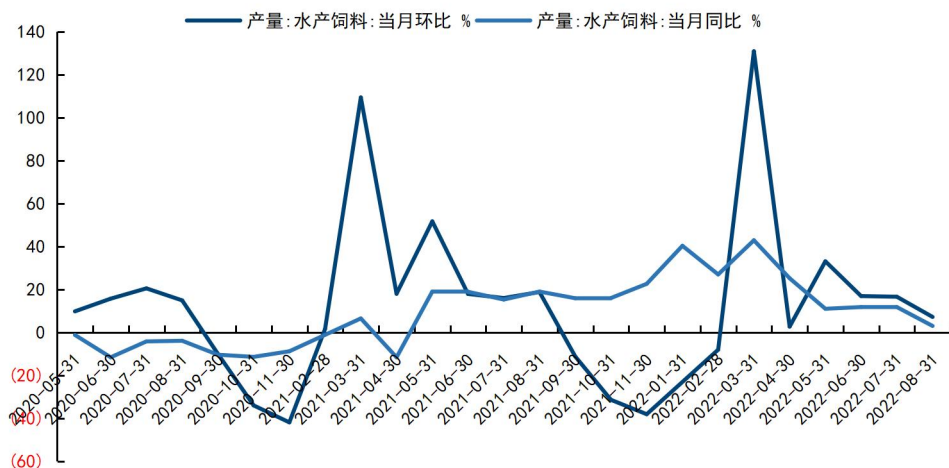
资料来源：饲料工业协会、国信证券经济研究所整理

图 40：肉禽饲料产量环比增速自 2022 年下半年起显著回暖



资料来源：饲料工业协会、国信证券经济研究所整理

图 41：2022 年水产饲料销售受益水产终端价格提升保持高景气度



资料来源：饲料工业协会、国信证券经济研究所整理

布局海大：大农业领域周期成长股，或最为受益后周期回暖

海大集团 2022Q3 业绩环比增速明显，饲料、动保、生猪等各业务全面受益于养殖行情回暖。饲料业务方面，公司今年前三季度饲料销售规模稳步扩张，对外销量合计约 1503 万吨，同比增长约 7%。公司重视组织管理效率提升，充分发挥中台管理优势，通过构建“采购+研发+销售+生产”四位一体管理模式，确保公司内部快速联动，提高市场影响力，并推行三级研发体系，确保技术成果前瞻性、可持续输出及快速转化，促进管理及研发效率加强，因此在 2022 前三季度依然实现产品竞争力持续提升，并依靠行业领先的大宗传统产品的采购体系有效控制原材料成本，单位超额盈利的优势继续保持。生猪养殖业务方面，2022 年前三季度公司合计实现生猪出栏约 230 万头，同比增长 73%，且 1-9 月生猪业务已实现扭亏为盈。公司当前生猪养殖成本已处于行业领先地位，2022H1 公司共出栏肉猪约 160 万头，对应归母净利亏损约 3.96 亿元，单头净利亏损约 230 元，综合养殖成本取得明显进步。公司持续聚焦生猪养殖团队能力建设和自有育种体系建设，饲料端的研发及规模优势显现，预计未来成本仍有进一步下降空间。种苗和动保业务方面，公司继续加大相关投入及养殖服务站布局，服务体系进一步完善，养殖户盈利能力和客户粘性得到有效提升。

优秀的管理层塑造团队熵减及进化力，持续助力公司突破成长。公司是农业领域的优质成长股，典型的大行业匹配优秀管理层的优质标的。业务方面，公司允许内部小成本犯错试探，一旦试探成功，在好的激励下，公司就会快速并且成功开拓新领域，公司历史上业务的拓展也证明了这一点。这表明公司主动进化，通过对自身做熵减，打破原有的经营平衡状态，进而保持组织活力，不断拥有活力之源。行业方面，公司业务对应的是农业从田园到餐桌的十几万亿的市场，市场空间广阔。公司在提升饲料行业市占率的同时，未来有望不断在农牧领域做上下延伸，打造农牧巨头。

因此我们认为海大集团作为大农业领域管理层优秀的周期成长股，或最为受益于周期景气上行，业绩兑现的确定性较强，当前公司 2023 年对应 PE 仅约 20 倍，处于历史较低水平，继续重点推荐。

投资建议：看好海大集团的估值与业绩双修复

预计 2023 年畜禽养殖盈利均将维持较好表现，同时生猪存栏将继续增长，有望直接利好饲料产品需求，看好饲料板块量利修复。此外，随着下游养殖规模企业市占率提升，我们认为饲料行业会更加向技术服务类企业集中，核心看好海大集团估值与业绩的双修复行情。

宠物食品：高频刚需千亿赛道，国货品牌快速崛起

大行业小公司：高频刚需的千亿赛道，2020年CR10不足20%

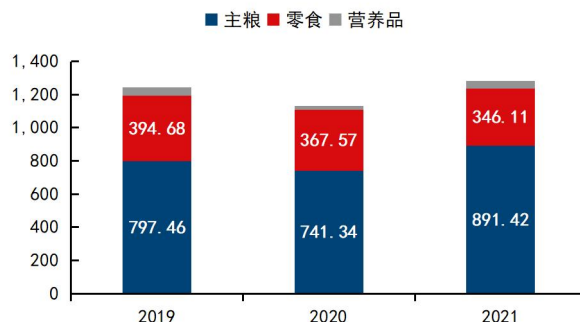
2021年，国内宠物（犬猫）食品市场规模已达1282亿元，2016-2021年CAGR为22.91%，其中主粮、零食市场规模分别为891.42亿元、346.11亿元，分别占总规模的70%、27%。国内宠物食品市占率前三企业目前仍均被海外品牌占据，且格局仍较分散，2020年CR10约为18%，明显低于全球水平。

图42：2021年国内宠物食品市场规模已接近1300亿元



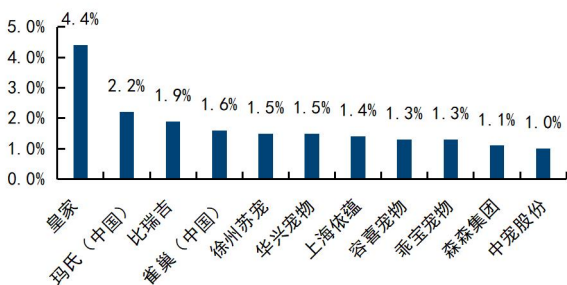
资料来源：《2021年中国宠物行业白皮书》、国信证券经济研究所整理

图43：目前国内宠物食品市场约70%收入来自主粮



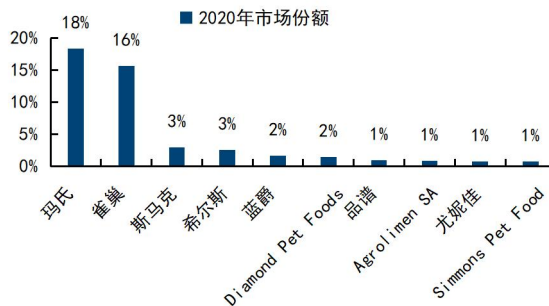
资料来源：《2021年中国宠物行业白皮书》、国信证券经济研究所整理

图44：国内宠物食品市场2020年CR10为18.20%



资料来源：Euromonitor，国信证券经济研究所整理

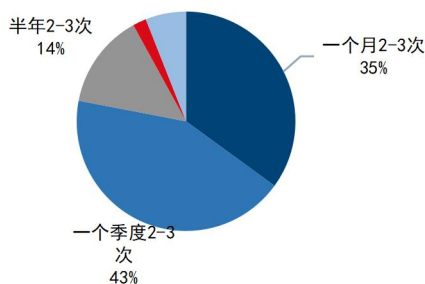
图45：全球宠物食品市场呈现“两超多强”格局



资料来源：Pet Food Industry, Euromonitor，国信证券经济研究所整理

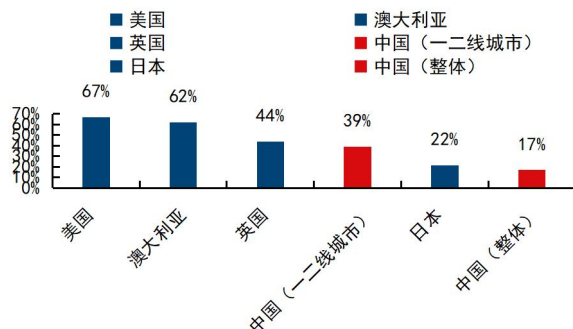
相比于宠物用品、医疗等其他细分赛道，宠物食品具有明显的刚需高频特征，其在国内外宠物消费市场中均占超50%份额，我们认为其未来增长主要来自两方面：短期来看，国内疫情防控不断科学优化，居民消费明年有望逐渐修复，宠物食品消费有望受益回暖；长期来看，国内养宠渗透率和单只消费金额目前明显低于发达国家，未来随养宠数量增加、人均收入水平提升，宠物食品行业仍具备较大扩容空间。

图46: 宠物食品消费具备高频刚需特征



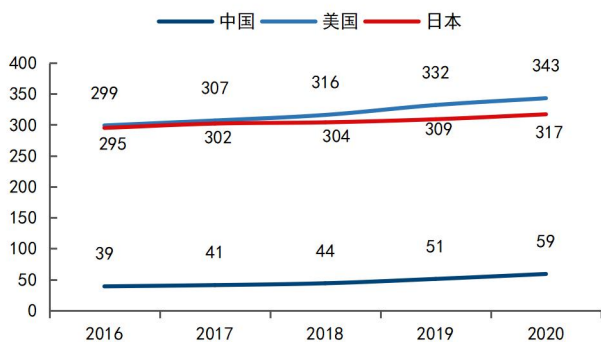
资料来源: 艾瑞咨询, 国信证券经济研究所整理

图47: 国内宠物饲养率水平明显低于发达国家



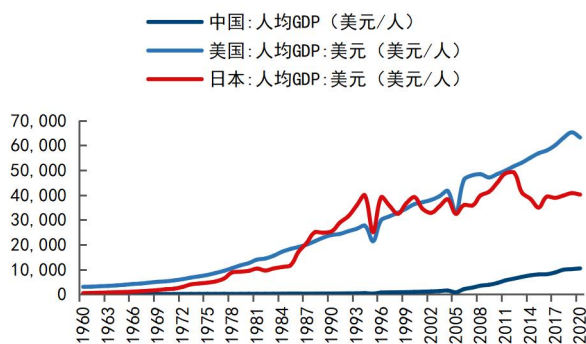
资料来源: Euromonitor, APPA, 艾瑞咨询, 国信证券经济研究所整理

图48: 国内宠物单只消费金额明显低于美国和日本



资料来源: Euromonitor, 国信证券经济研究所整理

图49: 国内人均收入水平提高有望推动宠物消费水平提升

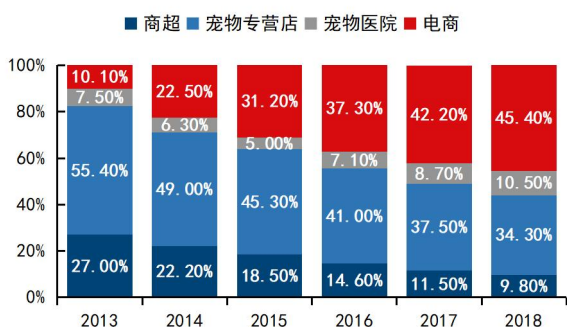


资料来源: 世界银行, 国信证券经济研究所整理

国货崛起: 主战场逐渐转至线上渠道, 看好头部国牌壁垒突破

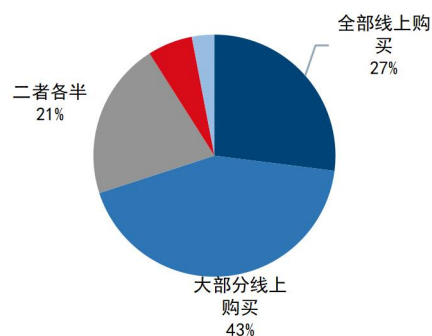
海外诸如皇家、比瑞吉等品牌依靠先进养宠理念和完备产品矩阵在国内宠物食品市场先入为主, 建立了较为牢固的品牌壁垒并在国内宠物食品市场占据份额, 但随近年电商渠道快速兴起, 本土品牌正依靠渠道和营销优势快速崛起, 从天猫超市公布的2021年宠物食品销售数据来看, 乖宝宠物旗下自有品牌麦富迪的份额已位居第二, 另外凯瑞思、卫仕、疯狂小狗、伯纳天纯等宠物食品品牌也跻身前十。我们认为, 本土品牌目前虽主打中低端高性价比产品, 但参考日本本土龙头尤妮佳发展经验, 随着本土品牌渠道拓展和品牌形象的深入, 其有望不断突破海外品牌壁垒并实现经营的纵横扩张。

图50: 电商渠道已成为宠物食品第一大销售渠道



资料来源: Euromonitor, 国信证券经济研究所整理

图51: 国内养宠人群更倾向于线上购买宠物主粮



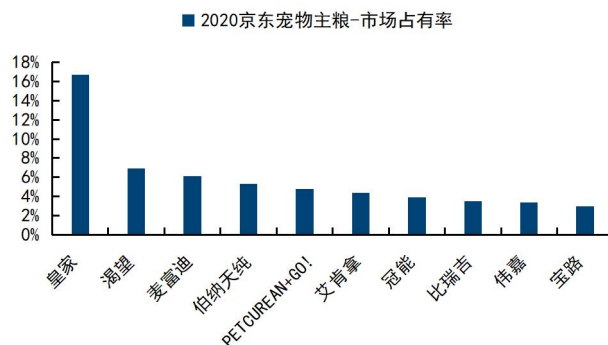
资料来源: 艾瑞咨询, 国信证券经济研究所整理

图52: 麦富迪、凯瑞思 2021 年跻身天猫宠物 top3



资料来源: Euromonitor, 国信证券经济研究所整理

图53: 麦富迪、伯纳天纯 2020 年跻身京东宠物主粮 top5



资料来源: 艾瑞咨询, 国信证券经济研究所整理

投资建议: 短期看好消费回暖, 长期看好国货成长

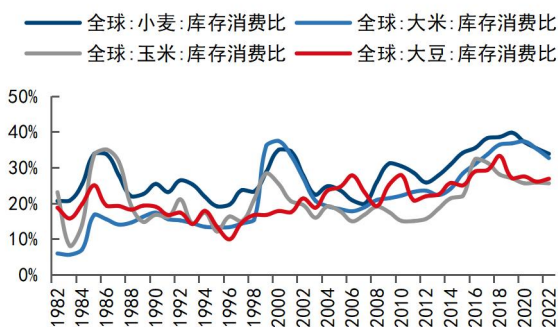
对于宠物食品板块, 我们短期看好国内消费回暖提振, 长期看好市场扩容和国牌崛起。具体标的方面, 建议核心关注: 中宠股份、佩蒂股份等。

种植：粮价高景气有望延续，关注转基因进展

粮价：气候不佳叠加地缘冲突，全球粮价景气有望延续

受气候、地缘冲突影响，全球新季粮食供应依旧承压。从 USDA 公布的供需数据来看，22/23 季各类粮食库存消费比预计仍将维持近年低位，其中玉米/大豆/小麦/大米的库存消费比分别相较于 19/20 年降低 1.40/0.65/5.90/1.47pct，全球粮食供给紧张局面或仍将延续。受供给延续承压影响，全球粮价依旧维持历史高位，截至 2022 年 10 月，全球谷物价格指数相较 2020 年初仍累计增长超 50%。

图54：全球主要粮食品种库存消费比处于近年低位



资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

图55：全球谷物价格水平仍维持历史高位



资料来源：联合国粮农组织，国信证券经济研究所整理

大豆：新季产量增加有限，价格或将维持高位。

根据 USDA 11 月供需报告，22/23 年度 11 月预估的全球大豆产量相比 21/22 年度增加 3494 万吨至 3.91 亿吨，期末库存相比 21/22 年度增加 750 万吨至 1.02 亿吨，库存消费比相比 21/22 年度上升 0.81pct，但较 19/20 年度下降 0.65pct，新季供需预计维持偏紧。我国大豆对外依存度较高，国际大豆价格波动对我国影响较大。目前来看，我国大豆进口主要来自巴西、美国和阿根廷，2019 年占比分别为 65%、19%和 10%，因此在上述大豆主产区供给偏紧，外盘价格维持高位情况下，我国大豆进口成本难降，因此目前国内大豆及豆粕价格均跟随外盘大豆价格维持高位，其中大豆现货价从 2020 年 5 月的 3928 元/吨左右上涨至 2022 年 11 月 16 日的 5477.37 元/吨。

表6：全球大豆供需平衡表

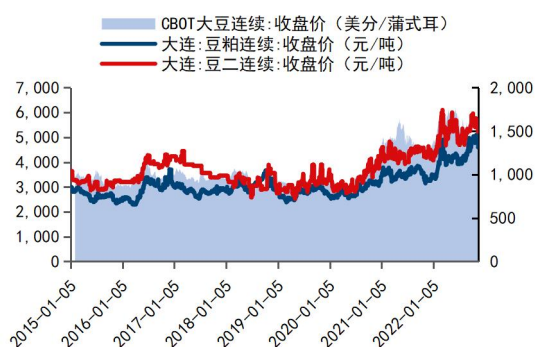
百万吨	2019/20	2020/21	2021/22 (10月预估)	2021/22 (11月预估)	2022/23 (10月预估)	2022/23 (11月预估)
期初库存	95.6	94.66	100.05	100.03	92.38	94.67
产量	366.23	368.44	355.69	355.59	390.99	390.53
进口	165.61	165.5	154.41	156.24	166.23	166.28
压榨量	315.57	315.41	314.69	314.51	329.44	329.28
总使用量	362.83	364.02	363.58	363.17	380.24	380.17
出口量	164.73	164.7	154.18	154.02	168.84	169.14
期末库存	99.88	99.88	92.38	94.67	100.52	102.17
库存比	27.53%	27.44%	25.41%	26.07%	26.44%	26.87%

资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

表7: 全球大豆供需平衡表 (分国家)

2022/23 百万吨		期初库存	产量	进口	国内压榨量	国内总使用量	出口量	期末库存
全球	10月预测	92.38	390.99	166.23	329.44	380.24	168.84	100.52
	11月预测	94.67	390.53	166.28	329.28	380.17	169.14	102.17
美国	10月预测	7.45	117.38	0.41	60.83	64.15	55.66	5.44
	11月预测	7.45	118.27	0.41	61.1	64.48	55.66	5.99
阿根廷	10月预测	23.15	51	4.8	40.5	47.75	7	24.2
	11月预测	23.9	49.5	4.8	39.75	47	7.2	24
巴西	10月预测	23.16	152	0.75	51.5	55.1	89.5	31.31
	11月预测	23.34	152	0.75	51.75	55.35	89.5	31.24
墨西哥	10月预测	0.3	0.29	6.35	6.55	6.6	0	0.34
	11月预测	0.3	0.23	6.4	6.55	6.6	0	0.32
中国	10月预测	30.74	18.4	98	96	116.59	0.1	30.46
	11月预测	31.79	18.4	98	96	116.59	0.1	31.5
欧盟27国+英国	10月预测	0.93	2.5	14.8	15.2	16.78	0.22	1.23
	11月预测	1.13	2.47	14.8	15.2	16.78	0.22	1.4

资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理

图56: 内盘大豆及豆粕价格跟随外盘大豆价格维持高位


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图57: 国内大豆现货价处于历史高位 (元/吨)

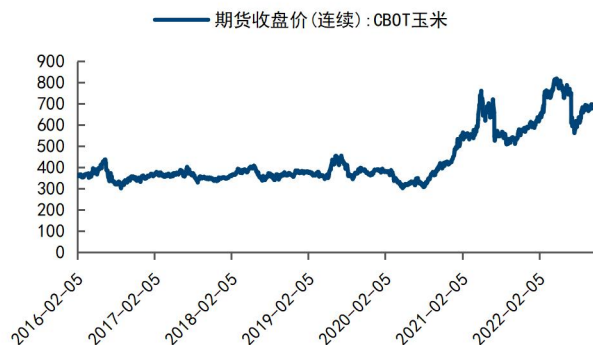

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

玉米: 全球新季预计减产约5000万吨, 饲用需求向好背景下或维持高景气

2022年11月4日全国玉米粮库收购均价相比10月28日上涨6元/吨至2836元/吨, 仍处于历史高位。根据USDA 11月供需报告, 受北美新季减产影响, 22/23年度11月预估的全球玉米产量相比21/22年度减少4907万吨至11.68亿吨, 期末库存相比21/22年度减少692万吨至3.01亿吨, 库存消费比相比21/22年度基本持平, 但较19/20年度下降1.40pct, 新季供需预计维持偏紧。根据农业部预测, 在国内能繁母猪环比回升背景下, 22/23季玉米饲用需求预计增加200万吨, 国内预计仍将有约1500万吨的产需缺口, 进口量预计仍将高达1800万吨, 内盘价格有望跟随外盘价格维持高景气。

图58：国内玉米现货价(元/吨)仍处于高位


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图59：国际玉米期货价格维持高位震荡


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表8：全球玉米供需平衡表

百万吨	2019/20	2020/21	2021/22 (10月预估)	2021/22 (11月预估)	2022/23 (10月预估)	2022/23 (11月预估)
期初库存	322.56	307.46	292.78	292.8	307.01	307.68
产量	1118.56	1129.44	1217.3	1217.46	1168.74	1168.39
进口	167.59	185.22	183.93	183.92	178.96	177.6
饲用量	715.89	724.18	751.96	751.95	740.23	740.33
总使用量	1134.86	1144.02	1203.08	1202.59	1174.55	1175.3
出口量	172.4	182.61	202.93	201.83	183.04	182.74
期末库存	306.26	292.89	307.01	307.68	301.19	300.76
库销比	26.99%	25.60%	25.52%	25.58%	25.64%	25.59%

资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

表9：中国玉米供需平衡表

百万吨	2019/20	2020/21	2021/22 (10月预估)	2021/22 (11月预估)	2022/23 (10月预估)	2022/23 (11月预估)
期初库存	210.16	200.53	205.7	205.7	209.24	209.14
产量	260.78	260.67	272.55	272.55	274	274
进口	7.6	29.51	22	21.88	18	18
饲用量	193	203	209	209	214	214
总使用量	278	285	291	291	295	295
出口量	0.01	0	0.02	0	0.02	0.02
期末库存	200.53	205.7	209.24	209.14	206.22	206.12
库销比	72.13%	72.18%	71.90%	71.87%	69.91%	69.87%

资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

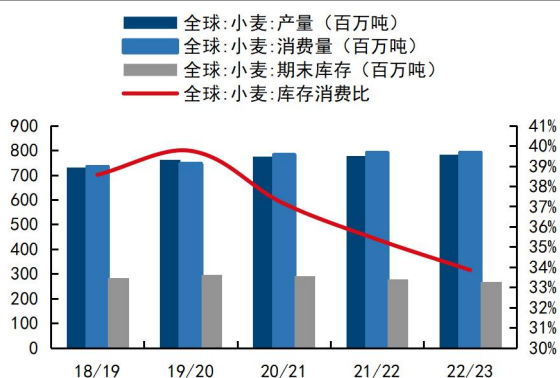
口粮：地缘冲突扰动供给，价格存在温和上行可能

全球小麦基本面有强支撑，一是饲用替代需求增加，二是俄乌冲突干扰小麦正常生产及贸易。作为首选的饲用替代粮，在饲用粮高价刺激下，近年全球小麦饲用消费相较此前大增约3000万吨，进而造成了产不足需局面。根据USDA 11月供需报告，22/23季全球小麦预计仍将有849万吨的产需缺口，期末库存消费比进一步同比下滑1pct至33.9%。从价格表现来看，外盘小麦期货价格目前仍处于历史高位，截至2022年11月11日已相较年初上涨7%，内盘小麦收购价格受饲用粮高价及进口成本支撑，截至2022年11月4日已相较年初上涨15%。目前俄罗斯和乌克兰冲突不断加剧，涉战区域较起初扩张明显，短期难见议和可能，两者

作为全球重要的小麦出口国（合计占全球约三成出口份额），后续仍将为全球供给带来较大不确定性，叠加国内饲用消费回升预期，我们认为国内外小麦价格后续存在上行可能。

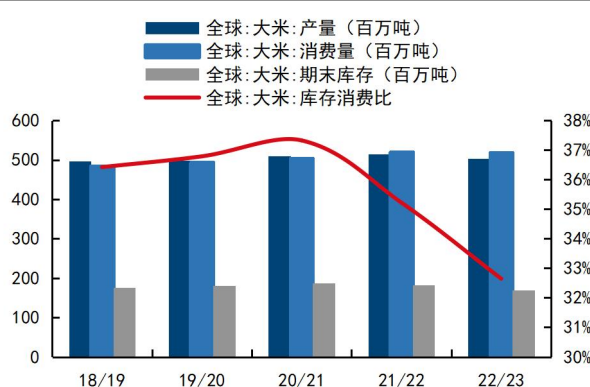
全球大米供需变动相对较小，极端天气背景下存在温和涨价可能。根据 USDA 最新预估，全球大米 22/23 季预计将有 387 万吨的产需缺口，期末库存消费比将进一步同比下滑 1pct 至 35.3%，国内大米供给因主产区夏季高温干旱有所承压，22/23 季预计减产约 200 万吨，但考虑到当前库存维持 1 亿吨以上，内供为主局面仍将维持。从价格表现来看，内盘大米价格运行相对平稳，其国内粳稻收购价截至 11 月 4 日仅较年初上涨 1.36%，后续存在跟随小麦价格温和走高可能。

图 60：小麦库存消费比近年持续降低（百万吨）



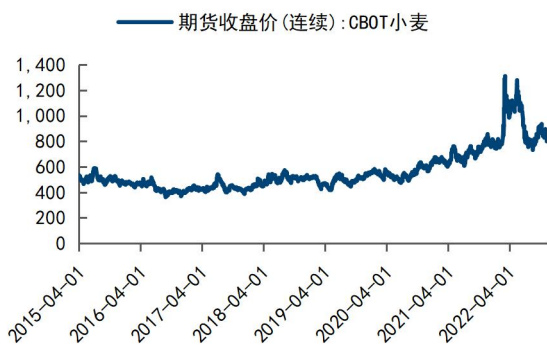
资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

图 61：大米库存消费比近年持续降低（百万吨）



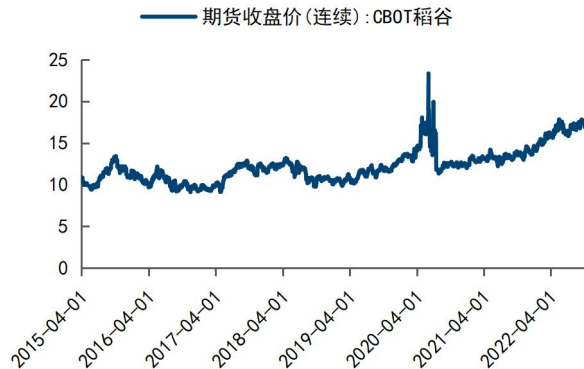
资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

图 62：国际小麦期货价格仍处高位



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 63：国际稻谷期货价格呈上涨趋势



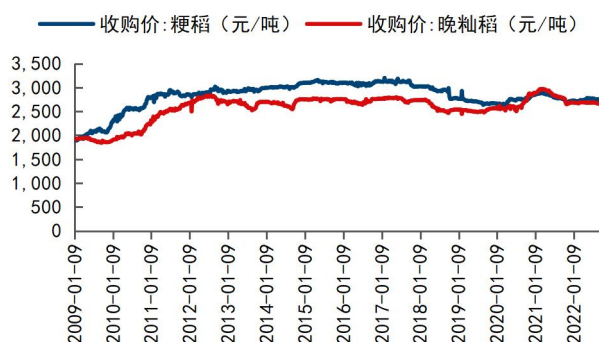
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图64：国内小麦价格年内上涨明显



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图65：国内稻谷价格呈温和上涨确实



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表10：全球小麦供需平衡表

百万吨	2019/20	2020/21	2021/22 (10月预估)	2021/22 (11月预估)	2022/23 (10月预估)	2023/23 (11月预估)
期初库存	281.21	298.21	290.4	290.65	276.01	276.31
产量	762.37	774.53	779.76	779.44	781.7	782.68
进口	188.37	195.37	197.9	198	203.86	202.59
饲用量	139.65	158.09	161	160.91	155.5	156.39
总使用量	746.75	782.08	794.15	793.78	790.17	791.17
出口量	193.87	203.33	202.78	202.84	208.33	208.65
期末库存	296.83	290.65	276.01	276.31	267.54	267.82
库销比	39.75%	37.16%	34.76%	34.81%	33.86%	33.85%

资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

表11：全球大米供需平衡表

百万吨	2019/20	2020/21	2021/22 (10月预估)	2021/22 (11月预估)	2022/23 (10月预估)	2023/23 (11月预估)
期初库存	176.58	182.28	187.81	188.01	190.07	187.31
产量	498.87	509.29	512.86	513.67	514.63	515.35
进口	42.36	46.46	51.97	52.26	52.7	52.48
总使用量	493.75	503.55	510.6	514.38	518.44	519.22
出口量	43.4	50.93	52.64	52.91	54.2	54.2
期末库存	181.7	188.01	190.07	187.31	186.26	183.44
库销比	36.80%	37.34%	37.22%	36.41%	35.93%	35.33%

资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

种业：转基因审定办法落地，看好板块周期与成长共振

转基因审定办法落地，行业迎来发展新阶段

2022年6月8日国家农作物品种审定委员会发布关于印发国家级转基因大豆玉米品种审定标准的通知，《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）》将从于印发之日起实施，我们认为这意味着我国转基因大豆及玉米品种的审定工作将正式开始，种业或将迎来新的发展阶段。转基因在落地的过程有两个核心点，一个是转基因转化体的安全证书，一个是品种的审定。其中，转化体安全证书前的准备工作有性状研发、中间实验、环境释放、生产性试验，2019-2021年已有国产玉米、大豆品种连续获批农业转基因生物安全证书；而品种的审定核心在于《品种审定规则》，之前国内品种审定规则

没有相关内容，本次修订主要是填补转基因农作物品种的内容，我们认为这在政策上表明，转基因从实验阶段落实到商业化阶段迈出了重要的一步。我们预计在正常情况下，转基因品种有望在 2023 年前后上市销售。

2009 年我国曾为抗虫水稻和转植酸酶基因玉米颁发农业转基因生物安全证书，但由于国内对转基因作物接受程度较低和技术储备不充分等原因未能进入品种审定阶段，商业化进程搁浅。与 2009 年生物安全证书获批但商业化失败的情况不同，国内现在具备转基因放开较好条件，一方面，相比 2009 年，目前我国对转基因的认识已相对成熟，同时技术储备也有了很大进步；另一方面，玉米和大豆品种性状商业化优势明显，我国玉米和大豆主要用于饲料和加工原料，符合转基因作物“非食用-间接食用-食用”推广路径，而 2009 年颁发的抗虫稻由于涉及口粮，因而阻力较大。此外，2019-2021 年颁布的大豆和玉米品种安全证书聚焦抗虫和耐除草剂性状，商业价值明显，尤其对治理 2019 年来肆虐的草地贪夜蛾灾害具有重要意义。

图 66: 我国转基因研发进展



资料来源：农村农业部，国信证券经济研究所整理

图 67: 转基因品种审定的核心内容

(十) 在第二十五条后增加一条：“申请审定的转基因品种，除目标性状外，其他特征特性与受体品种无变化，受体品种已通过审定且未撤销审定，按以下两种情形进行品种试验：。

(一) 申请审定的适宜种植区域在受体品种适宜种植区域范围内，可简化试验程序，只需开展一年的生产试验；。

(二) 申请审定的适宜种植区域不在受体品种适宜种植区域范围内的，应当开展两年区域试验、一年生产试验。。

对于转育的新品种，应当开展两年区域试验、一年生产试验和 DUS 测试。”。

资料来源：农村农业部，国信证券经济研究所整理

转基因落地有望打开国内种企利润空间，相关标的或将迎来加速成长

假设转基因放开后，国内玉米种业将由周期转为成长行业。前后逻辑变化如下：

- ◆ 旧逻辑-同质化存量竞争：种植面积不变，玉米种业天花板已现；玉米种子太容易套牌、冒牌，同质化高，劣币驱逐良币，集中度无法提升。
- ◆ 转基因后新逻辑-增量且市占率集中：转基因可以增产，省人工，省农药，种子价格将提升，天花板明显上移，预计市场容量增加接近 100 亿；打假成本大幅降低，一定程度上减少套牌、冒牌种子数量，“良币”生存环境改善。

假设转基因放开后，玉米种业格局亦将迎洗牌式重塑，龙头市占率快速提升。前后企业核心竞争力变化如下：

- ◆ 旧核心竞争力：率先获得有竞争力的亲本，通过领先育种体系选育出优良品种，本质是亲本性状的低成本稳定传递。
- ◆ 转基因后新核心竞争力：转基因性状就是“优势性状”，转基因落地就是一场彻底的品种换代革命，行业龙头市占率快速提升。

另外，转基因品种上市销售将带来新一轮玉米种业的品种换代，目前行业推广品种预估有接近万个，如果转基因落地，预计推广品种会大幅度收缩，将有效缓解行业同质化竞争压力，利好头部企业经营发展。

图 68: 转基因放开后, 玉米有效利润空间增长 4 倍

转基因/ 非转基因	亩均 出厂价 (元)	亩均利润 空间 (元)	种植面积 (亿亩)	市场 规模 (亿元)	市场利润 空间 (亿元)
2018 整体	30	5	6	180	30
转基因后	45	15-20	6	270	90-120

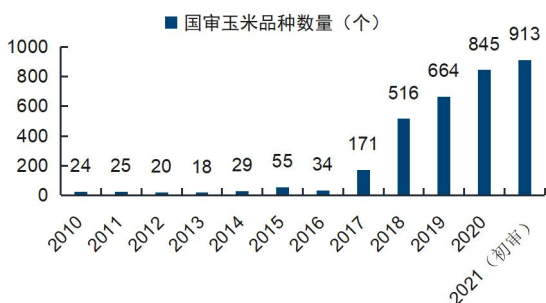
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

行业供给端与需求端边际改善明显, 国家扶持种业强企的决心提升

品种审定门槛抬升, 供给端同质化缓解。首先, 从供给端来看, 2021 年以前我国种业产品同质化严重, 竞争有加剧倾向。国家从 2016 年开始放开品种的审定, 开启绿色通道审批。2017 年以后国审新品种数量明显增多, 再加上玉米行业周期下行, 行业竞争加剧, 行业盈利降低。从国审品种数量上来看, 虽然头部企业市占率低, 但竞争优势依然具备, 国内研发领先企业和研究所主要为北京农林科学院、登海种业、隆平高科 (联创种业+安徽隆平) 和铁岭先锋。

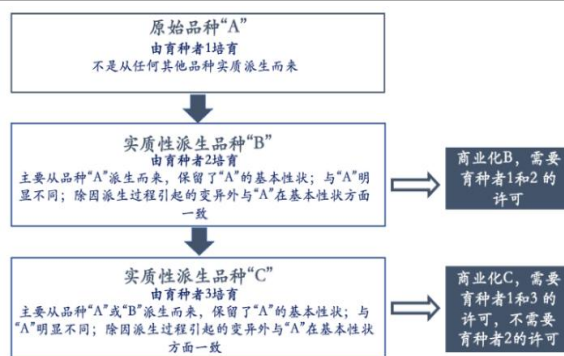
从 2021 年起, 种业受国家重视程度持续升温, 迎来种子法修订草案提请审议、玉米及稻品种审定标准提升等多项重磅催化, 我国育种同质化问题有望改善, 供给侧头部种企经营环境向好。一方面, 《国家级玉米、稻品种审定标准 (2021 年修订)》于 2021 年 10 月 1 日起实施, 新标准提升了玉米、稻品种的审定门槛, 新增一致性和真实性要求, 玉米新品种差异位点数需 ≥ 4 个, 水稻新品种差异位点数需 ≥ 3 个。另一方面, 2021 年 8 月 17 日, 第十三届全国人民代表大会常务委员会第三十次会议对《中华人民共和国种子法 (修正草案)》进行了审议, 本次种子法修正草案拟扩大植物新品种权的保护范围及保护环节, 建立实质性派生品种制度, 该制度对育种创新提出更高要求, 行业同质化育种严重的现状有望大幅改善, 预计未来新审定品种数量将显著改善, 新品种保护法规有望加速落地, 头部研发实力强的企业或最为受益。

图 69: 我国玉米国审品种数量增多, 预计明年起改善



资料来源: 农村农业部, 国信证券经济研究所整理

图 70: 派生品种需要得到原始品种的许可才能销售



资料来源: 农村农业部, 国信证券经济研究所整理

种植大户崛起，正规农资需求上升。从需求端来看，我国土地经营由小农向适度规模化发展，也利好农业生产者对正规的种子等农资产品的需求，行业监管环境改善。具体来看，当行业以小农民为主时，主要消费群体对价格敏感度高，因此让套牌种子拥有了一定的行业生长土壤。而在当前这个时点，由于农村劳动力流失加速，土地适度规模化在市场因素下稳步推进。考虑到种粮大户的崛起对正规厂家的产品需求更为刚性，而且便于行业监管，可能使得行业经营更为规范，头部企业的经营环境也因此改善。

综上所述，无论是供给端对于品种保护的重视，还是需求端土地适度规模化带来的正规农资需求上升，都给种业经营环境带来了明显的边际改善，国家对种业强企扶持的决心提升，利好头部企业发展。

投资建议：农产品价格高景气延续，核心看好种业新技术发展机会

我们认为，大宗农产品景气有望高位维持，向下拐点并未出现，但股价已经反应大宗价格带来的高景气，因此我们相对更看好安全边际更高的种业，随着转基因种子相关法规的落地，期待种业新技术的合理有序推进。重点推荐：大北农、隆平高科、登海种业、荃银高科。同时国内粮价维持景气直接利好相关种植板块，具体标的方面，推荐优质稻麦种植企业苏垦农发，建议关注北部商品粮种植龙头北大荒、国内食糖龙头中粮糖业、优质橡胶龙头海南橡胶。

附表：重点公司盈利预测及估值

公司代码	公司名称	投资评级	2022年 12月2日 收盘价	EPS			PE		
				2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
002840.SZ	华统股份	买入	17.23	-0.42	0.77	3.09	-41	22	6
300498.SZ	温氏股份	买入	18.51	-2.11	-0.62	1.58	-9	-30	12
002714.SZ	牧原股份	买入	48.90	1.31	2.25	7.44	37	22	7
603477.SH	巨星农牧	买入	22.33	0.51	0.58	2.92	44	39	8
603363.SH	傲农生物	买入	13.93	-2.22	0.03	2.35	-6	464	6
002100.SZ	天康生物	买入	8.95	-0.51	0.12	1.04	-18	75	9
001201.SZ	东瑞股份	买入	31.11	1.19	1.43	4.54	26	22	7
000876.SZ	新希望	买入	13.75	-2.13	-0.36	0.97	-6	-38	14
002124.SZ	天邦食品	买入	6.41	-2.43	0.42	1.24	-3	15	5
002567.SZ	唐人神	买入	7.50	-0.95	0.18	0.90	-8	42	8
600975.SH	新五丰	买入	7.58	-0.35	-0.72	1.51	-22	-11	5
1610.HK	中粮家佳康	买入	2.23	0.27	0.26	0.63	8	9	4
000895.SZ	双汇发展	买入	25.69	1.40	1.78	1.98	18	14	13
002726.SZ	龙大美食	买入	9.42	-0.61	1.28	1.63	-15	7	6
002311.SZ	海大集团	买入	58.99	0.96	1.68	2.41	61	35	24
002891.SZ	中宠股份	买入	23.31	0.39	0.55	0.77	60	42	30
300673.SZ	佩蒂股份	买入	19.09	0.24	0.74	0.86	80	26	22
000998.SZ	隆平高科	买入	16.41	0.05	0.06	0.38	346	274	43
002041.SZ	登海种业	买入	21.42	0.26	0.37	0.51	81	58	42
002385.SZ	大北农	买入	9.60	-0.11	-0.02	0.41	-90	-480	23
300087.SZ	荃银高科	买入	16.45	0.37	0.34	0.44	44	48	37
601952.SH	苏垦农发	买入	13.06	0.53	0.63	0.65	25	21	20
600598.SH	北大荒	买入	14.64	0.48	0.70	0.76	31	21	19
600737.SH	中粮糖业	买入	7.14	0.24	0.41	0.45	30	17	16
601118.SH	海南橡胶	无评级	4.44	0.04	-	-	111	-	-
300761.SZ	立华股份	买入	34.67	-0.98	2.89	3.17	-35	12	11
002982.SZ	湘佳股份	买入	44.60	0.25	0.47	1.47	177	95	30
605567.SH	春雪食品	买入	15.29	0.28	0.66	0.72	54	23	21
002458.SZ	益生股份	买入	15.76	0.03	0.22	0.82	549	72	19
002746.SZ	仙坛股份	买入	10.16	0.10	0.69	0.18	106	15	58
002299.SZ	圣农发展	买入	25.70	0.36	0.01	0.95	71	2570	27
300871.SZ	回盛生物	买入	22.17	0.80	0.39	1.49	28	57	15
605507.SH	国邦医药	买入	28.67	1.26	1.7	2.15	23	17	13
600195.SH	中牧股份	买入	13.42	0.51	0.61	0.71	27	22	19
688526.SH	科前生物	买入	25.82	1.23	0.97	1.46	21	27	18
603566.SH	普莱柯	买入	27.88	0.76	1.07	1.37	37	26	20
688098.SH	申联生物	无评级	8.80	0.27	0.26	0.43	33	34	20
600201.SH	生物股份	买入	9.03	0.34	0.30	0.45	27	30	20
300119.SZ	瑞普生物	买入	20.69	0.88	0.88	1.12	24	24	18

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理预测（未评级公司盈利预测采用万得一致预期）

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032