

等待冲击，拥抱通胀

——2023年农林牧渔行业投资策略

行业评级：看好

2022年12月5日

分析师 孟维肖
邮箱 mengweixiao@stocke.com.cn
电话 13811259124
证书编号 S1230521120002

研究助理 王琪
邮箱 wangqi@stocke.com.cn
电话 18664317752
证书编号 S1230122040009

研究助理 江路
邮箱 jianglu@stocke.com.cn
电话 18810382629
证书编号 S1230122070112

□ 自上而下，我们认为2023年农业板块最根本的投资机会来自于：防疫政策优化初期疫情可能造成农业供给收缩，以及消费复苏后带来的通胀升温。

一方面当下防疫政策虽阶段性优化放开，但疫情仍多点散发，我们观察到甘肃酒泉、张掖，新疆昌吉等制种基地仍面临种子运输受阻的困境，大部分玉米、蔬菜种子无法运出，而海外各国在防疫政策优化初期，也都经历了因运输不畅、屠宰企业停工等造成农业生产的基层供应链中断的情况，我们判断国内在政策优化初期，疫情反复也将对农业生产产生冲击。

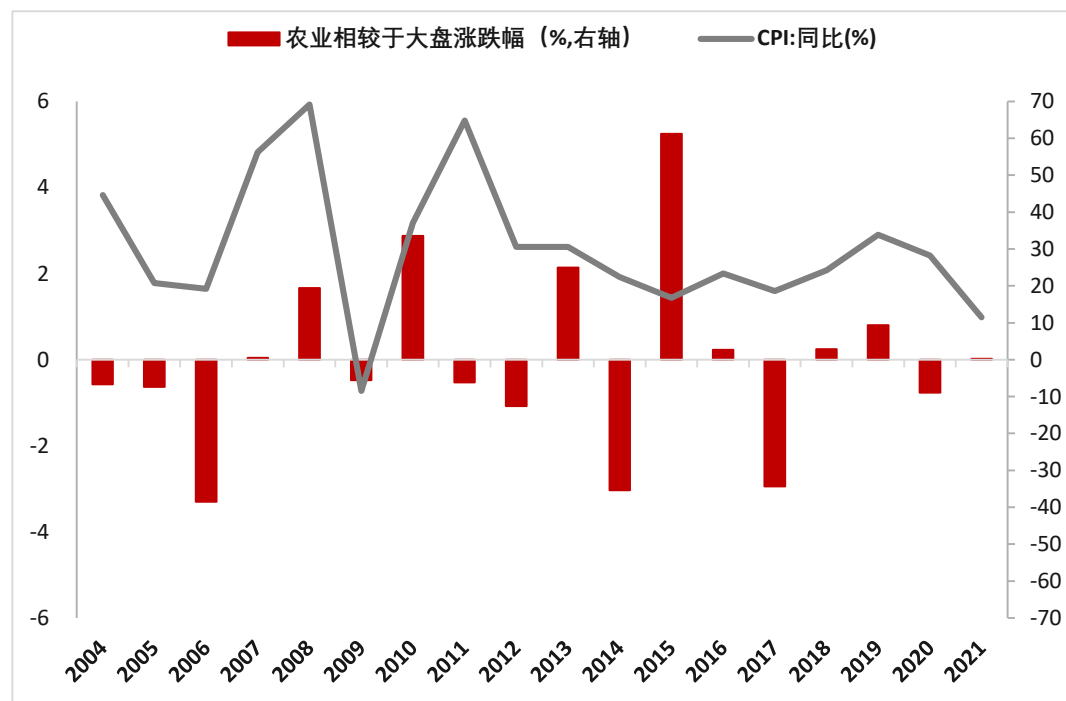
另一方面，短期消费基本面依旧疲软，但伴随各项刺激政策推出以及消费场景解锁、居民消费信心修复，预期2023Q2-Q3消费需求明显反弹将带动通胀升温。回溯历史，通胀背景下，农业板块往往跑出超额收益。

图：农业板块指数走势叠加CPI变化



资料来源：Wind、浙商证券研究所

图：通胀背景下农业板块往往跑出超额收益



资料来源：Wind、浙商证券研究所；大盘选取沪深300做对比。

- **种植链条：粮价易涨难跌，转基因育种箭在弦上。** 供需偏紧背景下，看好2023年玉米、小麦行情。粮价上行+库存底部+制种成本抬升，玉米种业有望延续高景气。受益于粮食安全和种业振兴催化，2023年转基因玉米商业化有望拉开序幕。
推荐转基因相关标的：**【大北农】【隆平高科】**，关注**【登海种业】【先正达】**（拟上市）。
- **生猪养殖：景气依旧，优选龙头。** 2023年生猪供给恢复缓慢叠加需求边际改善，维持猪价乐观判断，板块业绩仍处于高速兑现阶段，当下在消费持续疲软的背景下，强势的业绩增长即是投资的确定性，建议把握板块回调参与的机会。
周期右侧关注业绩兑现，优选确定性龙头**【牧原股份】【温氏股份】**；关注**【天康生物】【华统股份】【傲农生物】【巨星农牧】【唐人神】**等企业的成本下降速度。
- **肉禽：白羽鸡产业链底部复苏**，种鸡引种受阻导致祖代存栏开始减量，预计2023年鸡苗供给大幅收缩，产业链迎来投资良机。
黄鸡景气下并未出现大量补栏情况，消费复苏将重新带动黄鸡价格回到高位，养殖效益持续高增。
白鸡关注：上游高弹性标的**【益生股份】【民和股份】**，下游产能扩张明显的鸡肉企业**【圣农发展】【仙坛股份】【禾丰股份】**；
黄鸡关注产能快速扩张的**【温氏股份】【立华股份】**，以及冰鲜黄羽鸡龙头**【湘佳股份】**。
- **动保：短期买后周期，中长期买成长。** 猪价上涨带动动保产品需求提高，但板块利润还未明显改善，随着下游养殖业持续盈利，22Q4企业业绩修复确定性强，板块有望迎来估值修复行情。长期新版GMP与研发助力动保龙头公司保持成长。
关注：**【中牧股份】【普莱柯】【生物股份】【回盛生物】【科前生物】**。
- **饲料：需求回升，盈利改善。** 下游养殖景气刺激生猪补栏，饲料需求回升，豆粕价格高位回落，畜禽饲料盈利水平有望边际改善。
推荐饲料行业绝对龙头**【海大集团】**、特水饲料龙头**【天马科技】**；关注东北区域饲料龙头**【禾丰股份】**。
- **风险提示：政策落地不及预期；动物疫病大规模爆发；农产品价格大幅波动；新冠疫情反复；自然灾害影响。**

目录

CONTENTS

01 种植链条：粮价易涨难跌，转基因育种箭在弦上

02 生猪：景气依旧，优选龙头

03 肉禽：白鸡周期底部反转，黄鸡维持景气

04 动保：短期买后周期，中长期买成长

05 饲料：需求回升，盈利改善

01

种植链条

粮价易涨难跌，转基因育种箭在弦上

小麦：产量稳增，价格或高位企稳

□ **小麦价格高位震荡。** 2022年下半年小麦价格从10月再次启动上涨，截至11月29日，国内小麦现货价格为3252元/吨，较2022年年初上涨14.3%，较10月初上涨5.0%。

□ **后市小麦价格或高位企稳，缺乏大涨基础：**

(1) 产量充裕，供应有保障。USDA11月报告预测2022/23年度中国小麦期末库存1.44亿吨，库存消费比为100.25%。

(2) 进口依赖低，自给率极高，受国际市场扰动小。

图：国内小麦现货价格（元/吨）



表：USDA（11月）预测中国小麦供需平衡表（百万吨）

	期初库存	产量	进口	饲用消费	消费总额	出口	期末库存	库存消费比
2014/15	65.27	126.21	1.93	16.00	116.50	0.80	76.11	65.33%
2015/16	76.11	130.19	3.48	10.50	112.00	0.73	97.04	86.64%
2016/17	97.00	133.27	4.41	17.00	119.00	0.75	114.93	96.58%
2017/18	114.93	134.33	3.94	17.50	121.00	1.00	131.20	108.43%
2018/19	131.20	131.43	3.15	20.00	125.00	1.01	139.77	111.82%
2019/20	138.09	133.60	5.38	19.00	126.00	1.05	150.02	119.06%
2020/21	150.02	134.25	10.62	40.00	150.00	0.76	144.12	96.08%
2021/22	144.12	136.95	9.70	35.00	148.00	0.85	141.92	95.89%
2022/23E(11月)	141.76	138.00	9.50	30.00	144.00	0.90	144.36	100.25%

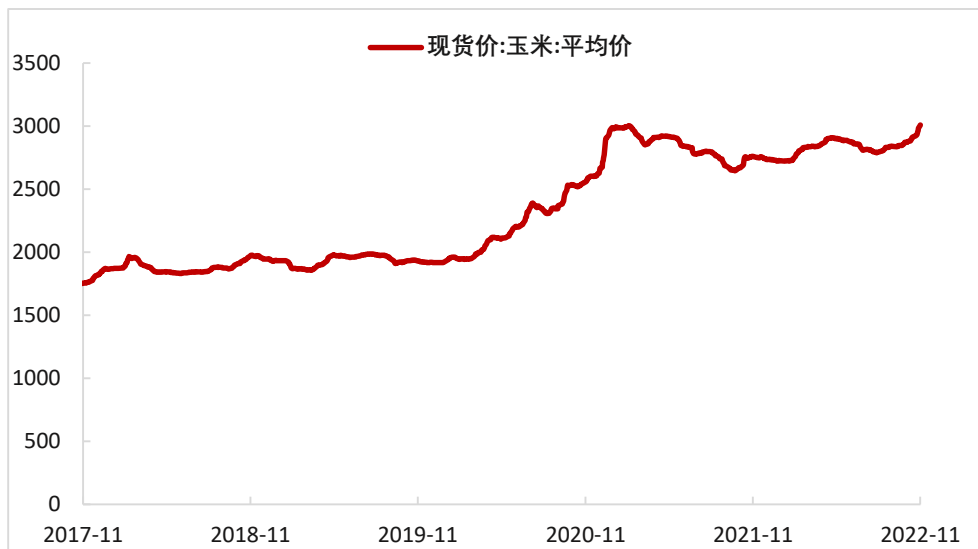
资料来源：Wind、USDA、浙商证券研究所

□ **玉米价格震荡偏强。**截至2022年11月29日，全国玉米现货均价3008元/吨，较2022年年初上涨9.92%。

□ **供需偏紧，价格或维持高位震荡：**

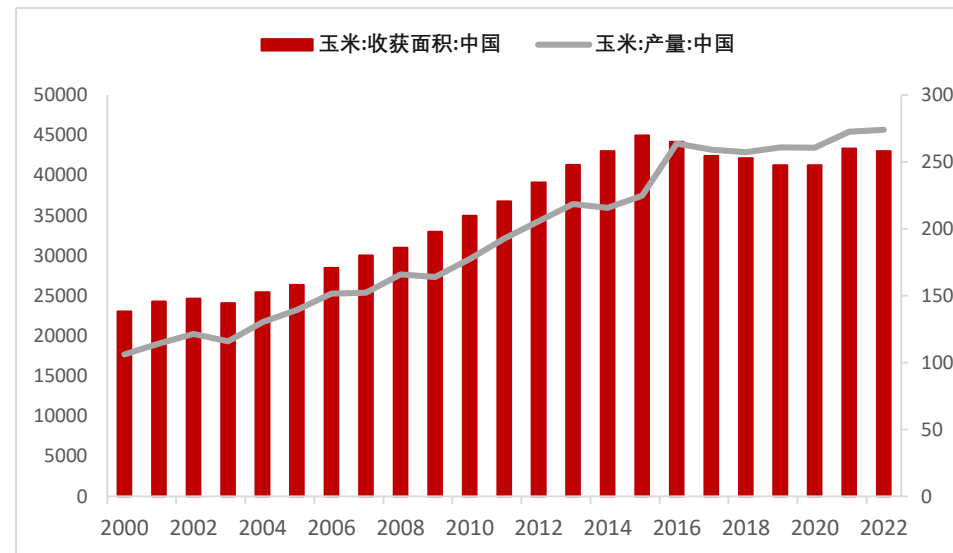
(1) 产量增加面临压力：农业农村部数据显示2022年中国玉米播种面积降至6.44亿亩，这与年初中央一号文件调整大豆和玉米种植结构有关；产量方面，根据农业农村部信息，国内玉米主产区东北、华北及镰刀湾地区占全国玉米产量的65%，22年6月以来，华北、东北产区降水量较往年明显偏多，低洼农田出现作物倒伏和积水，导致局部地区玉米生长迟缓，植株弱小；此外，22年四川盆地至长江中下游一带连续的高温、干旱天气影响了玉米灌浆期生长，预期国内2022/23新作玉米产量面临压力。

图：国内玉米价格（元/吨）



资料来源：Wind、农业农村部、浙商证券研究所

图：国内播种面积和产量（元/吨）



玉米：供需偏紧，价格或维持高位震荡

□ 供需偏紧，价格或维持高位震荡：

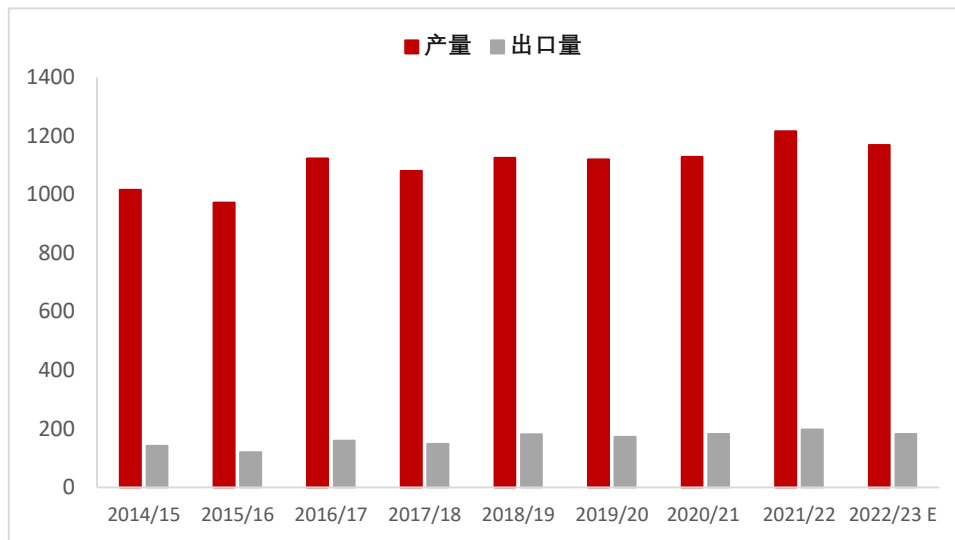
(2) 需求有支撑：下游养殖盈利刺激补栏，生猪产能逐渐恢复，支撑饲料需求。USDA11月报告预计2022/23年国内玉米饲料消费增加至2.14亿吨，较去年增加500万吨。

(3) 小麦替代性价比降低：2022年以来小麦价格维持高位震荡，玉米-小麦价差缩小，小麦替代玉米用作饲料的性价比降低。

(4) 进口成本高：受俄乌冲突和美玉米遭受极端高温干旱天气影响，美国、欧盟、乌克兰2022/23年玉米产量下降明显。USDA11月报告预计2022/23年全球玉米产量11.69亿吨，较去年下降4662万吨；出口量1.82亿吨，同比下降9.5%。全球玉米减产和出口受限的背景下，国内进口玉米成本势必抬升，预计国内玉米进口将明显减量。

综上，我们认为在产量增加有限、需求相对景气、小麦替代无望以及进口减量的背景下，国内玉米价格将维持高位震荡走势。

图：全球玉米总产量和出口量（百万吨）



表：USDA（11月）预测中国玉米供需平衡表（百万吨）

	期初库存	产量	进口	饲用消费	消费总额	出口	期末库存	库存消费比
2014/15	81.32	215.65	5.52	140.00	202.00	0.01	100.47	49.74%
2015/16	100.47	224.63	3.17	153.50	217.50	0.00	110.77	50.93%
2016/17	212.02	263.61	2.46	185.00	255.00	0.08	223.02	87.46%
2017/18	223.02	259.07	3.46	187.00	263.00	0.02	222.53	84.61%
2018/19	222.53	257.17	4.48	191.00	274.00	0.02	210.16	76.70%
2019/20	210.18	260.78	7.58	193.00	278.00	0.01	200.53	72.13%
2020/21	200.53	260.67	29.51	203.00	285.00	0.00	205.70	72.18%
2021/22	205.70	272.55	23.00	209.00	291.00	0.02	210.24	72.25%
2022/23E(11月)	209.14	274.00	18.00	214.00	295.00	0.02	206.12	69.87%

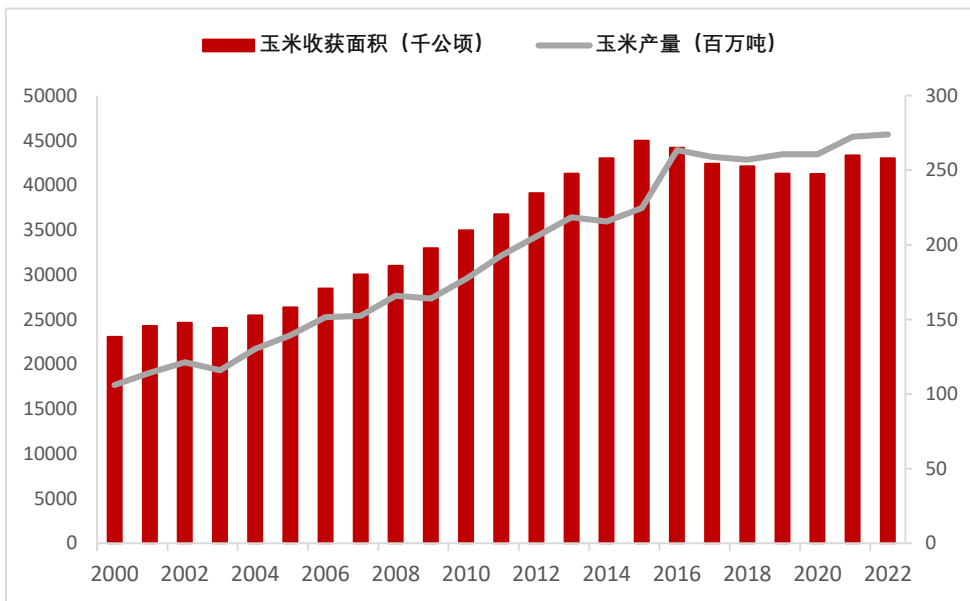
资料来源：Wind、USDA、浙商证券研究所

□ 玉米种业延续景气：

(1) 库存处于历史底部：国内玉米去库存接近尾声，杂交玉米种子库存连续5年回落。2021年杂交玉米新制种9.93亿公斤，加上有效库存4.77亿公斤，2022年春播玉米种子有效供给量为14.7亿公斤，若按照稳定的11.5亿公斤需种量计算，2022年杂交玉米种子有效库存或降至3.2亿公斤，达到2015年以来最低点，未来两年的种子供需形势将从整体过剩转为总体平衡略有盈余。

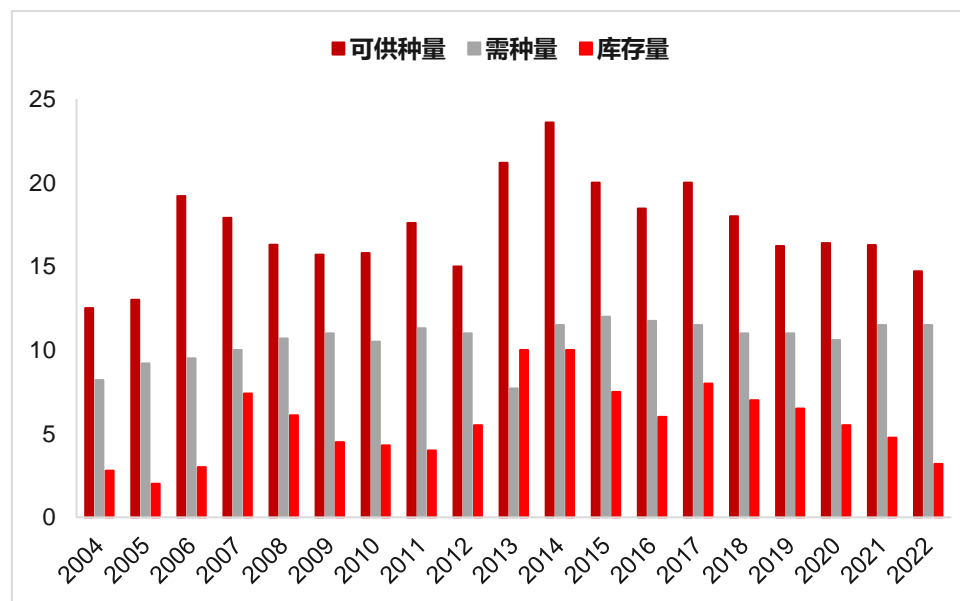
(2) 需求旺盛：2021年以来国内玉米价格延续震荡偏强走势，农户种植积极性提高，支撑用种需求。

图：中国杂交玉米制种情况



资料来源：中国农技推广中心、浙商证券研究所

图：中国杂交玉米种子库存处于历史底部（亿公斤）



资料来源：中国农技推广中心、浙商证券研究所

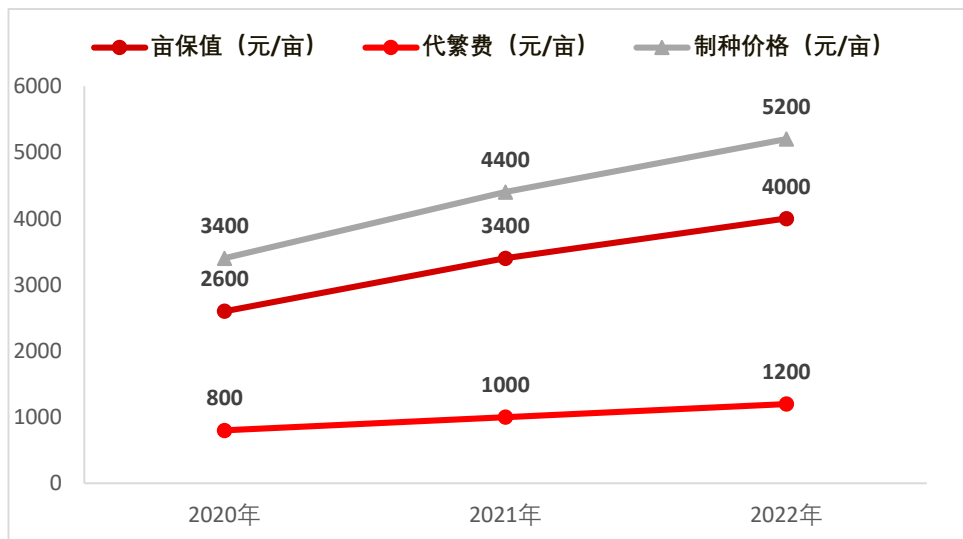
□ 玉米种业延续景气：

(3) 玉米制种成本抬升：其一商品玉米价格上涨传导至上游制种端；其二制种基地被争抢，导致地租上涨明显；其三原油价格高企，导致农药、化肥等农资价格大幅提高，推升种子生产成本，据智种网信息，22年尿素每袋价格从21年的65元涨至105元，磷铵每袋从100多元涨至210元，若按照每亩地40斤磷铵、80斤尿素和适当复合肥计算，一亩地仅肥料投入就要400-500元，再考虑农药、地膜、滴灌带、人工等费用投入，甘肃制种基地2021年和2022年玉米制种成本较上年分别上涨29.42%、18.19%。

综上，考虑到玉米种子需求旺盛且制种成本不断抬升，2023年玉米种子终端零售价有进一步提升空间。

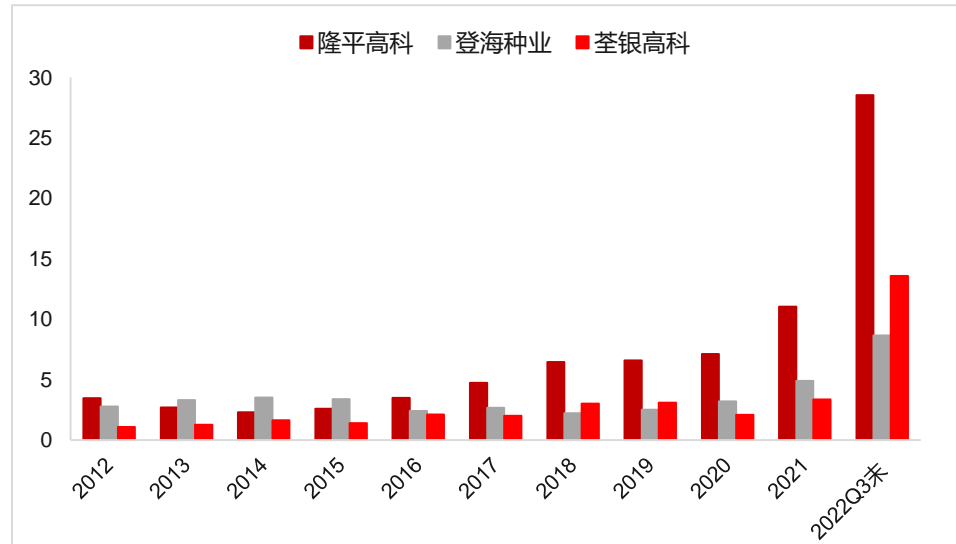
□ 龙头种企充分受益：受益种子行业高景气，龙头种企预收款同比增长明显，截至2022Q3末，隆平高科、登海种业、荃银高科预收款达分别达到28.56、8.66、13.59亿元，同比分别增长51.4%、6.71%、48.7%，均创历史新高，对应2022Q4和2023Q1的收入将有明显增长。伴随2023年玉米种子进一步提价，龙头种企或持续受益。

图：玉米制种成本持续抬升



资料来源：智种网、浙商证券研究所

图：头部种企预收款 (亿元)



资料来源：Wind、浙商证券研究所

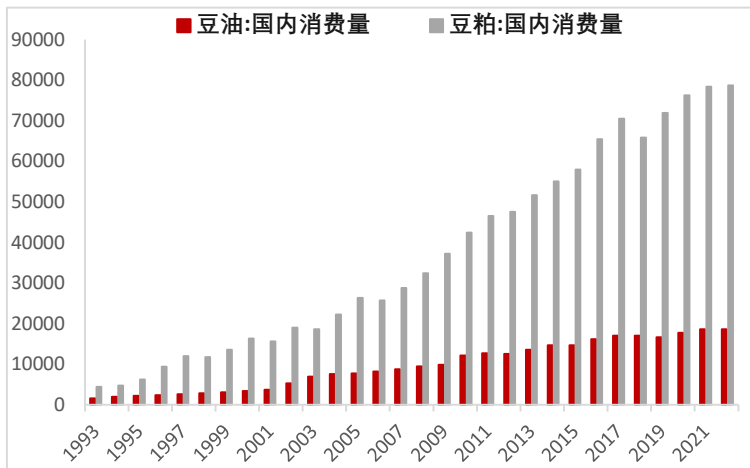
转基因生物育种技术是解决国内油脂油料短缺的关键

(1) 油脂油料需求高速增长。一方面居民对肉类蛋白需求不断增加，养殖行业快速发展，带动饲用蛋白原料需求提升；另一方面居民自身对植物油的消费量也在持续攀升。

(2) 土地资源有限，供给缺口高度依赖进口补充。据农业农村部数据，中国以全球7%耕地，养活全球近20%人口，在保障主粮完全自给的背景下，日益增长的油脂油料需求只能通过大量进口补充，大豆进口依赖度常年维持在90%以上，在自然资源禀赋有限的背景下，提高作物单产是增加粮食供给、优化粮食种植结构的最优选择。

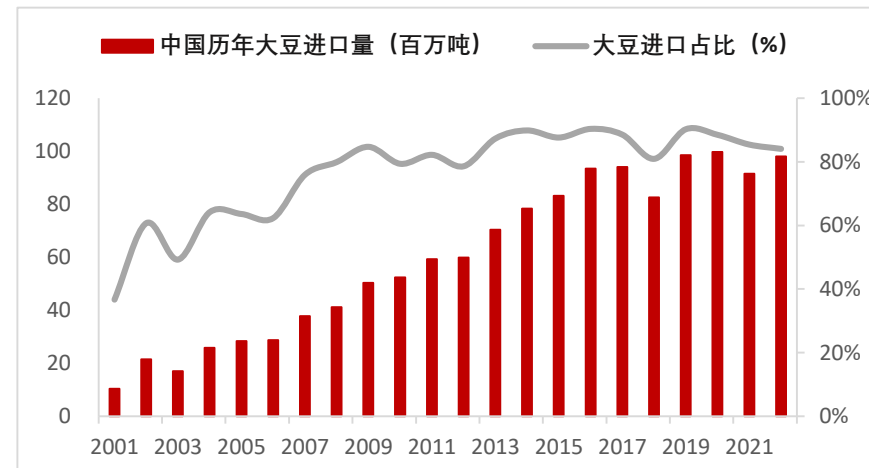
(3) 转基因技术是提高单产的关键。对标美国，自1996年开始推广种植转基因作物后，每单位大豆产量显著提高，且明显高于国内大豆单产水平。转基因生物育种可以从生产力要素上解决我国油脂油料短缺的问题。

图：国内豆油、豆粕需求量持续攀升（千吨）



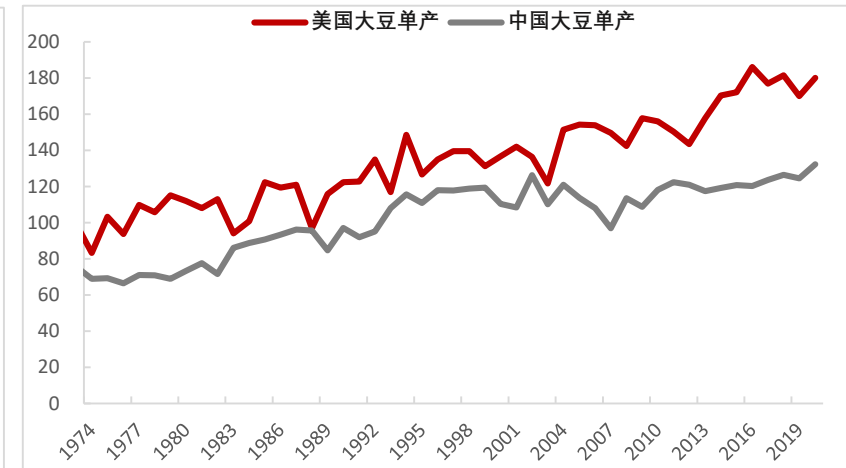
资料来源：Wind、浙商证券研究所

图：中国大豆高度依赖进口



资料来源：Wind、浙商证券研究所；进口占比=进口量/消费量。

图：中国大豆单产明显低于美国（公斤/亩）



资料来源：Wind、浙商证券研究所

□ 全球转基因作物迈入成熟发展阶段，种植面积稳定增长：

转基因作物的商业化种植始于1996年，经历了早期探索、快速推广、成熟发展三个阶段。据ISAAA数据，2021年有24个国家种植了商业化批准的转基因作物，种植面积达1.96亿公顷。

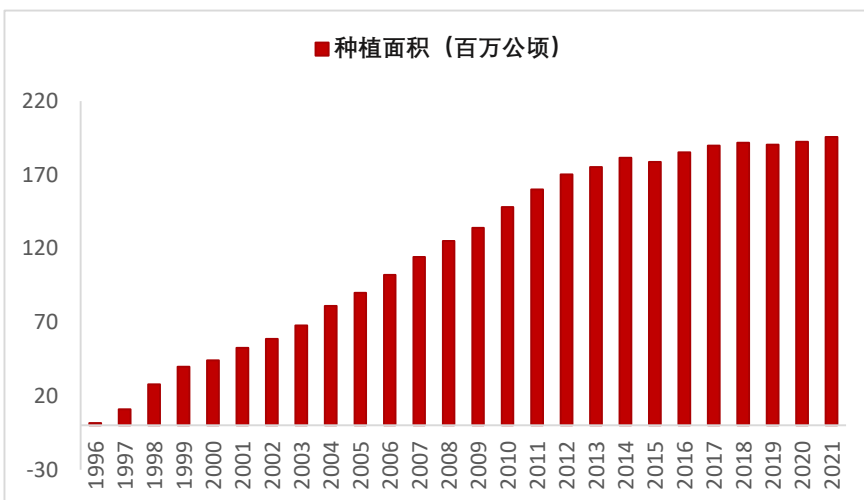
□ 转基因大豆种植面积最广，据ISAAA数据，2021年转基因大豆种植面积占全部转基因作物的49.1%，其次玉米占比32.8%。

□ 美国转基因作物种植面积最多，据USDA数据，2021年美国转基因作物种植面积达7550万公顷，占全球种植面积的38.6%，位列第一；前五大转基因作物种植国合计面积占比高达93.2%；中国转基因作物种子面积约290万公顷，排名第8。

图：全球转基因作物发展进程

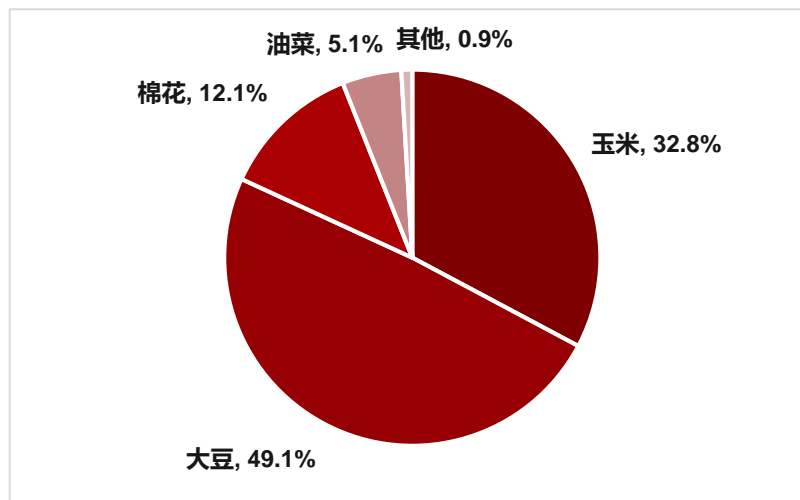


图：1996-2021年全球转基因作物种植面积

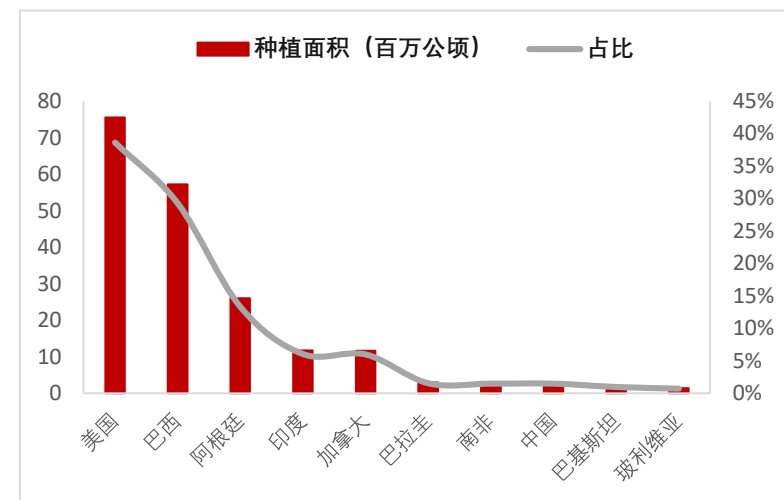


资料来源：ISAAA、USDA、浙商证券研究所

图：2021年全球转基因作物品类



图：2021年全球前10大转基因作物种植国家

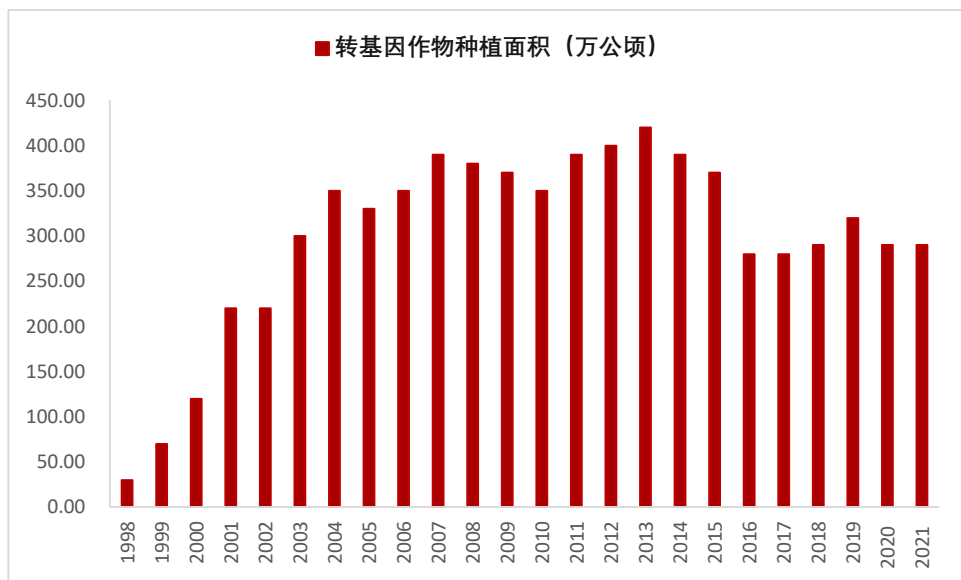


国内转基因作物起步早，但发展缓慢，近两年快速推进：

中国自1998年开始种植转基因棉花，2006年开始种植转基因木瓜，推广早期，转基因作物种植面积稳步提升，但在2010年后转基因商业化进入停滞阶段，2016年至今，中国转基因作物种植面积稳定在300万公顷左右。

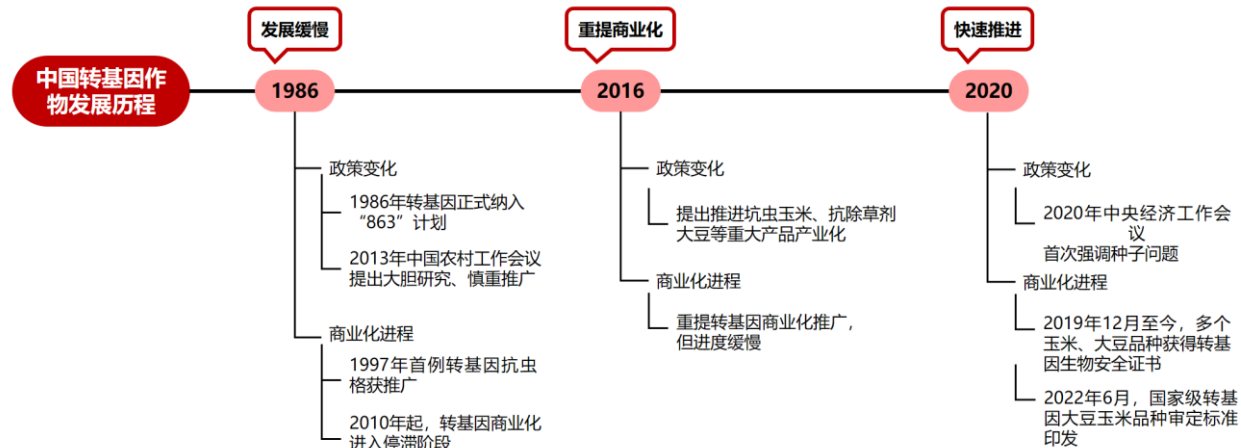
2019年开始转基因作物发展提速，国内连续颁发多个转基因粮食作物安全证书，主要涉及转基因玉米、大豆品种；2022年6月份国家级转基因大豆玉米品种审定标准印发，标志着转基因生物育种商业化应用又迈出关键一步。

图：中国1998年开始种植转基因作物



资料来源：农业农村部、浙商证券研究所

图：中国转基因作物发展进程



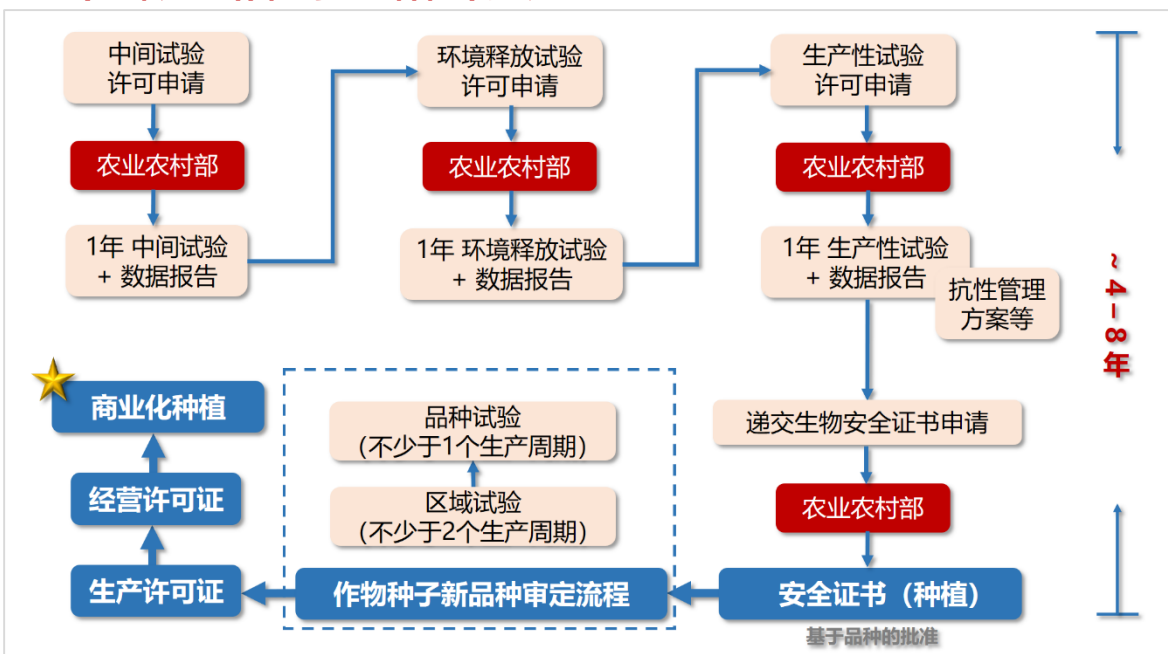
□ 2020年以来，种业振兴政策全面推进

表：多项种业政策相继推出

时间	文件名称	主要内容
2020年	《2020年农业转基因生物监管工作方案》	由农业农村部发布，以强化制度执行力为主要抓手，坚持原则、敢抓敢管，严厉打击非法研究、试验、制种、经营、种植、加工和进口等行为，确保各项管理制度不折不扣贯彻执行、落地生根，促进我国农业转基因生物技术研究 and 应用健康发展。
2021年1月	《2021年农业转基因生物监管工作方案》	严格落实《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，严厉打击非法研究、试验、制种、经营、种植、加工和进口等行为，确保各项管理制度不折不扣贯彻执行。
2021年7月	《种业振兴行动方案》	1、种质资源保护方面，打造具有先进水平的种质资源保护利用体系。 2、育种创新方面，打造具有先进水平的基础性、前沿性研究和商业化育种体系，支持创新型企业发展。 3、测试评价方面，全面提升设施装备条件和品种测试（测定）能力。 4、良种繁育方面，打造国家农作物、畜禽和水产良种生产基地，有效保障良种供应，全面提升良种化水平。
2021年8月	《“十四五”现代种业提升工程建设规划》	全面部署“十四五”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，加快推进种业振兴，实现种业科技自立自强、种源自主可控。
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）》	落实党中央、国务院农业转基因生物安全管理及现代种业发展有关决策部署，加强农业转基因生物安全管理，贯彻落实《农业转基因生物安全管理条例》和国务院“放管服”改革精神。
2021年12月	《种子法（修正草案）》	扩大植物新品种权保护范围及环节，将保护范围由授权品种的繁殖材料延伸到收获材料，将保护环节由生产、繁殖、销售扩展到生产、繁殖、加工、许诺销售、销售、进口、出口、储存等。建立实质性派生品种制度，明确实质性派生品种可以申请植物新品种权，并可以获得授权，但对其以商业为目的利用时，应当征得原始品种的植物新品种权所有人的同意。完善侵权赔偿制度和法律责任。
2022年1月	《农业转基因生物安全评价管理办法》、《农业植物品种命名规定》、《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》修改后重新发布	涉及转基因品种的命名、审定、生产、经营许可、安全管理等环节的修订，完善了转基因品种审定办法的流程、材料以及转基因作物种子生产经营许可的条件和命名规则。
2022年3月	第四次修改《种子法》正式实施	强调加大新品种权保护力度，加强种质资源保护，建立实质性派生品种制度，激励育种原始创新
2022年6月	《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）》印发	主要对转基因大豆、玉米品种的耐除草剂和抗虫性提出更高要求

- **万事俱备，只欠东风：**目前转基因玉米、大豆品种已经完成“安全证书获批”阶段，农业农村部2019年之后公布了国内14个农业转基因生物安全证书，其中玉米11个、大豆3个；实现商业化种植还需要经过关键的“品种审定”流程，且企业还需要具备相应的种子生产经营许可，才可以上市销售。22年6月份国家级转基因大豆玉米品种审定标准印发，我们预计最快2023年有关转基因玉米、大豆品种审定和性状收费方面能有进一步的政策推进。

图：中国转基因作物商业化种植审批流程



资料来源：农业农村部、浙商证券研究所

表：国家级转基因大豆玉米品种审定标准印发

审定标准	转基因大豆	转基因玉米
转化体真实性	仅含有申报的转化体	
耐除草剂	在苗期3—4片复叶期，用目标除草剂推荐剂量中量的4倍处理，大豆生长正常。	在苗期4—5叶期间，用目标除草剂推荐剂量中量的4倍处理，玉米生长正常。
转基因目标性状（至少满足以下条件之一）	食叶性害虫和蚜虫在营养期接虫，食心虫在鼓粒期接虫。室内人工接虫鉴定靶标害虫死亡率≥90%，且在目标生态类型区田间人工接虫鉴定达到高抗水平。	至少满足一种高抗：玉米螟抗性、粘虫抗性、棉铃虫抗性、草地贪夜蛾抗性、
抗性管理方案等		
回交转育转基因品种	转基因品种的受体品种已通过审定，基本性状与受体品种无显著性差异，试验平均产量较受体品种增产≥0.0%；采用SSR分子标记方法检测，除转化体导入所致位点差异外，转基因品种与受体品种DNA指纹检测差异位点数<2个。	转基因品种的受体品种已通过审定，基本性状与受体品种无显著性差异，试验平均产量较受体品种增产≥0.0%；采用SSR分子标记方法检测，除转化体导入所致位点差异外，转基因品种与受体品种DNA指纹检测差异位点数<2个。

转基因商业化之后可能产生的影响

(1) 种子价格提高、种业扩容。

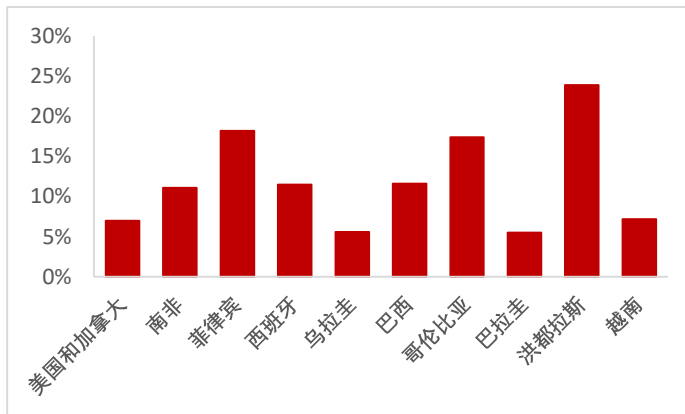
转基因作物能够减少病虫害的损失，提高单产和种植收益。根据农业农村部信息，2021年我国对部分已获得安全证书的转基因性状开展产业化试点，试点结果显示转基因大豆可降低50%除草成本，增产12%；转基因玉米对草地贪夜蛾的防治效果可达95%以上，增产10.7%。

转基因品种研发时间长、经费投入大、种植户获益更高，一般转基因种子定价高于非转基因品种，据智种网资料，美国自1996年推广转基因玉米以来，玉米种子价格从30元/亩上升至2017年的110元/亩，年复合增长率达23.8%。转基因品种渗透将逐步带动行业扩容。

(2) 行业分化加剧，集中度提升。

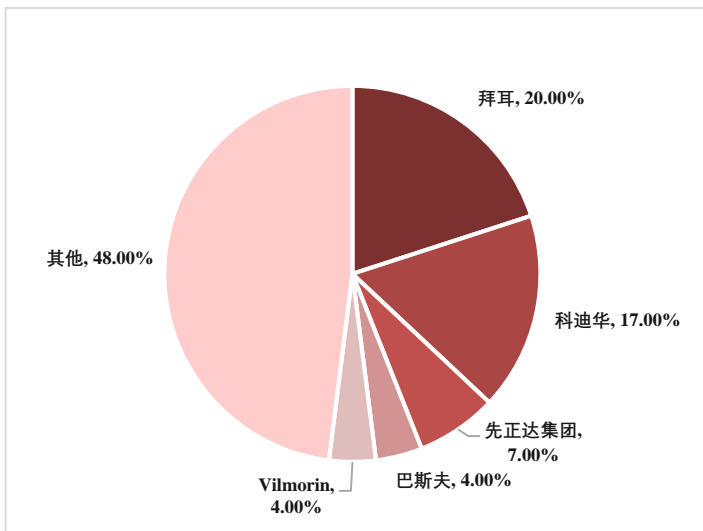
我国种子行业集中度较低，2020年CR5仅12%。转基因种业竞争壁垒极高，若转基因种子成功上市，拥有转基因性状储备以及传统品种优势明显的企业将会充分受益，头部种企业市占率有望进一步提升。

图：转基因抗虫玉米1996-2018年增产情况



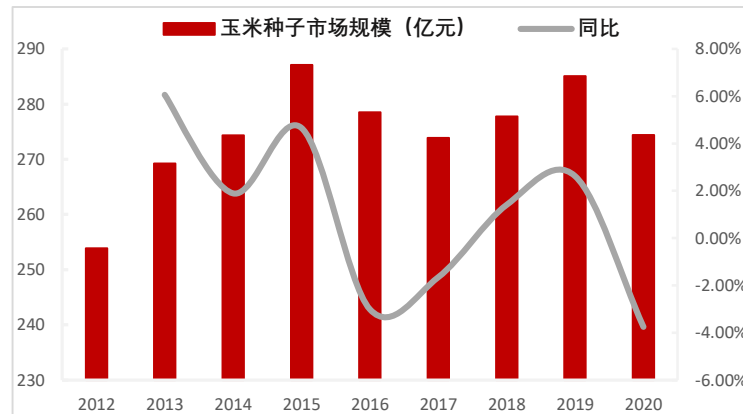
资料来源：智种网、浙商证券研究所

图：全球种子企业CR5



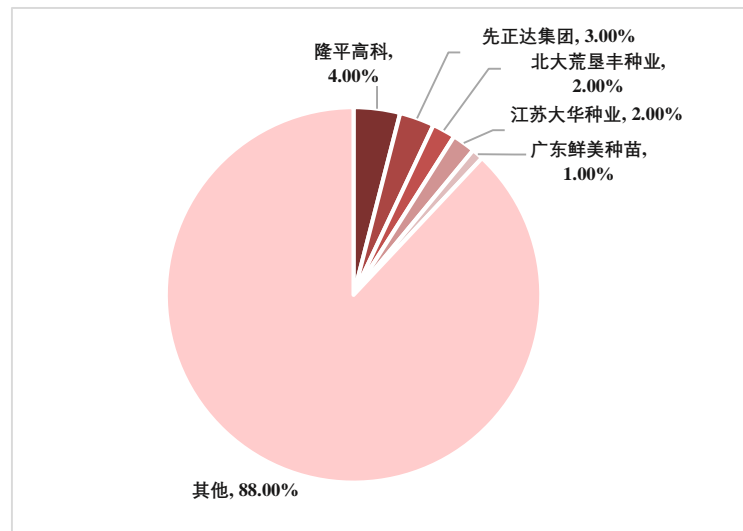
资料来源：先正达招股说明书、浙商证券研究所

图：中国玉米种子市场规模



资料来源：2021年农作物种业发展报告、浙商证券研究所

图：中国种子企业CR5



转基因玉米可能产生的利润：

根据大北农公司公告，预计转基因种子收费增值为20-25元/亩，我们假设国内玉米播种面积稳定在6亿亩，每亩地种子终端市场费用为75元，出厂价格为终端费用70%，根据国际种企孟山都玉米种子盈利能力估计销售净利率为35%左右，则国内转基因玉米种子利润空间可达 $6 \times 75 \times 70\% \times 35\% = 110$ 亿元。其中含性状收费43亿元（每亩地12元，60%净利率）、种子销售利润67亿元。

投资建议：

转基因性状研发耗时长、投入大铸就了行业极高的竞争壁垒，一旦获得生物安全证书相当于领先10年左右的先发优势，转基因性状储备丰富的性状公司、传统品种优势明显的龙头种企或将成为此轮种业变革的核心受益资产。重点关注：

【大北农】转基因性状获批最多，先发优势明显；

已育成并通过安全审批的转基因玉米有4个：DBN9936、DBN9858、DBN9501和DBN3601T，位居全国首位；转基因大豆DBN9004在海外进入产业化阶段。

【隆平高科】水稻和玉米种子龙头，参股公司转基因技术储备丰富；

转基因研发领导者，拥有十余个国内外专利。瑞丰125、浙大瑞丰8、nCX-1等通过国家安全审批。

【登海种业】传统玉米种业优势明显，有望和性状公司达成合作；

【先正达】绝对的一流的生物技术研发公司；

公司研发领先，从基因的发现到商业化整个流程非常完善，有着丰富的研发、管理、商业化经验。将为我国转基因的发展发挥重要的作用，目前，先正达已获得3个安全证书。

图：转基因种业未来可能的利润分配方式



资料来源：智种网、浙商证券研究所

表：我国转基因生物安全证书获批情况

不同单位玉米、大豆转基因生物安全证书（生产应用）对比				
单位	类别	产品	数量	
北京大北农生物技术有限公司	玉米	DBN9936、DBN9858、DBN9501、DBN3601T	4	
	大豆	DBN9004	1	
杭州瑞丰生物科技有限公司	玉米	瑞丰125、浙大瑞丰8、nCX-1	3	
中国种子集团有限公司	玉米	Bt11×GA21、Bt11×MIR162×GA21、GA21	3	
中国林木种子集团有限公司	玉米	ND207	1	
中国农业大学				
上海交通大学	大豆	SHZD3201	1	
中国农业科学院作物科学研究所	大豆	中黄6106	1	

资料来源：农业农村部、浙商证券研究所

02

生猪养殖

景气依旧，优选龙头

□ 核心观点

(1) 年前消费利好有望兑现，猪价或止跌反弹。

11月猪价持续回落主要系消费疲软所致，12月份全国多地迎来大范围降温，腌腊、灌肠等传统猪肉消费利好有望加速兑现，支撑猪价反弹。

(2) 2023年猪价维持乐观区间，板块仍处于业绩兑现阶段。

23年上半年迎来春节后猪肉消费淡季，利空猪价，但供给有限，猪价回落空间不大；23年下半年需求边际改善，供给端母猪补栏情绪低迷，实际产能恢复情况或低于预期，猪价有望企稳回升。

(3) 投资建议：周期右侧关注业绩兑现，优选确定性龙头。

回顾历史多次猪周期投资，还未出现过在养猪企业刚刚兑现业绩时，股价就持续大幅回调。当前生猪养殖板块业绩正处于高速兑现阶段，在当下消费持续疲软的背景下，强势的业绩增长即是投资的确定性，近期板块回调充分，值得参与。

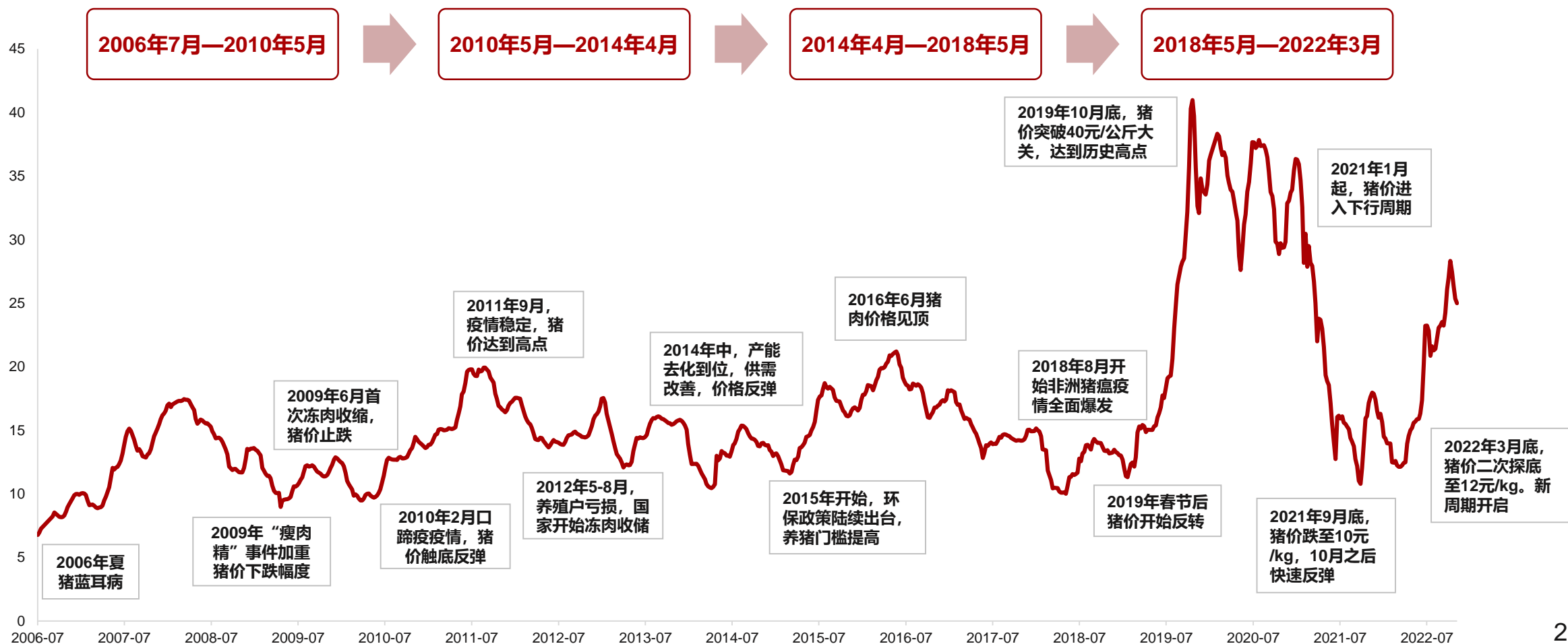
守正推荐：【牧原股份】成本优势绝对领先的龙头、【温氏股份】兼具出栏弹性和成本改善兑现。

出奇关注：【天康生物】【华统股份】【傲农生物】【巨星农牧】【唐人神】，持续跟踪企业的成本下降速度。

□ 猪周期周而复始

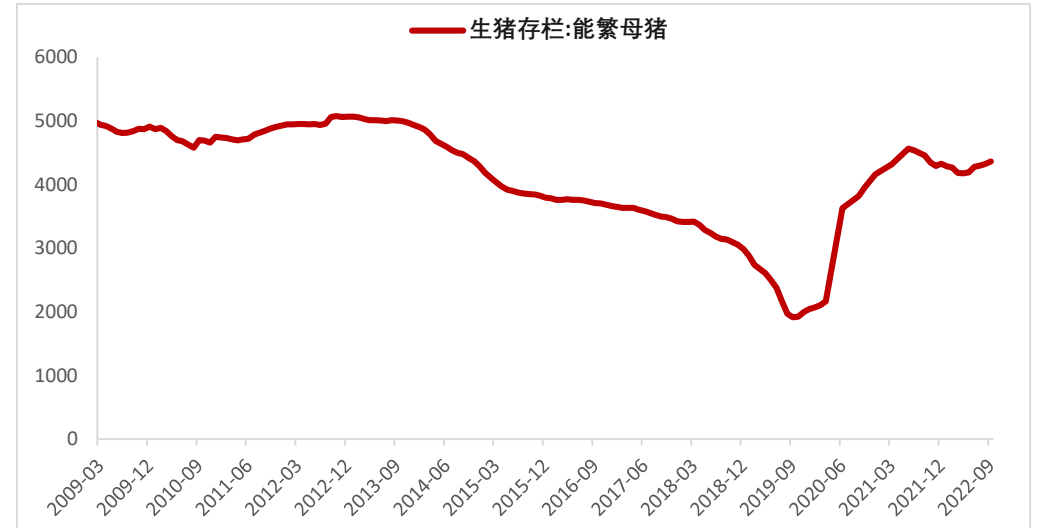
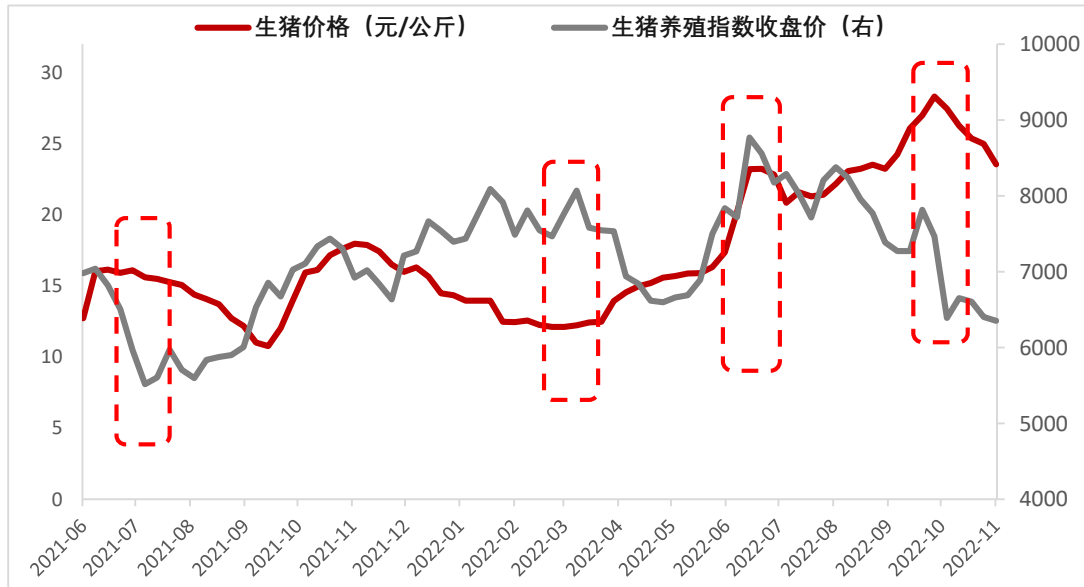
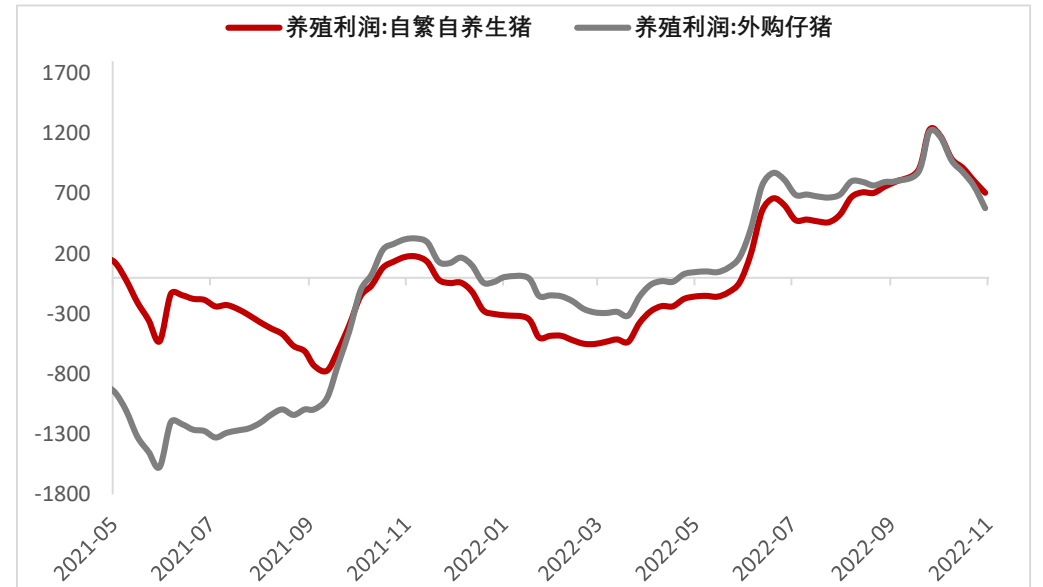
2006年至今，我国共完整经历了四轮猪周期，基本都是4年一个轮回，且猪价波动幅度一轮比一轮大。每一轮周期低迷期，在市场规律叠加环保政策或动物疫病等非市场因素的作用下，都会造成行业产能加速出清，导致下一轮周期猪价大幅波动。

图：历史猪周期



资料来源：Wind、农业农村部、浙商证券研究所

- 猪价：**21年6月能繁母猪存栏开始调减，对应22年4月猪价开启新一轮上涨。22年7月份猪价加速上涨突破24元/公斤，相较于3月底的12元/公斤翻倍上涨；22年10月再度脉冲突破28元/公斤，创年内新高。
- 养殖盈利：**21Q3-22Q1生猪养殖持续亏损，22Q2逐渐减亏，外购仔猪育肥和自繁自养分别在22年5月中旬、6月底实现盈亏平衡；22Q3养户全面盈利；22年10月份头均养殖利润突破千元。
- 股价：周期左侧买产能去化、周期右侧买猪价**
 股价表现明显领先于基本面，在21年7月产能去化开始为起点启动上涨，22年4月产能去化停止为止盈。新周期开始后，在22年6月猪价超预期上涨后加速启动，随后在24元/公斤的猪价短期高点见顶回落。

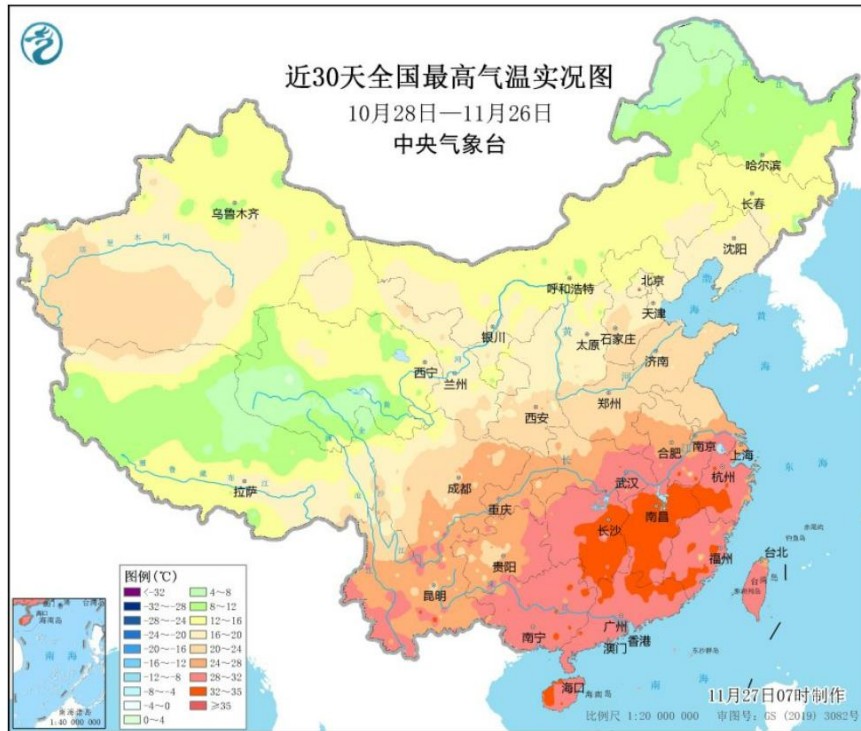
图：能繁母猪存栏变化（万头）

图：2022年4月开启新的猪周期（元/公斤）

图：2022年生猪养殖扭亏为盈（元/头）


资料来源：Wind、农业农村部、浙商证券研究所

□ 11月猪价持续回落主要系消费疲软：

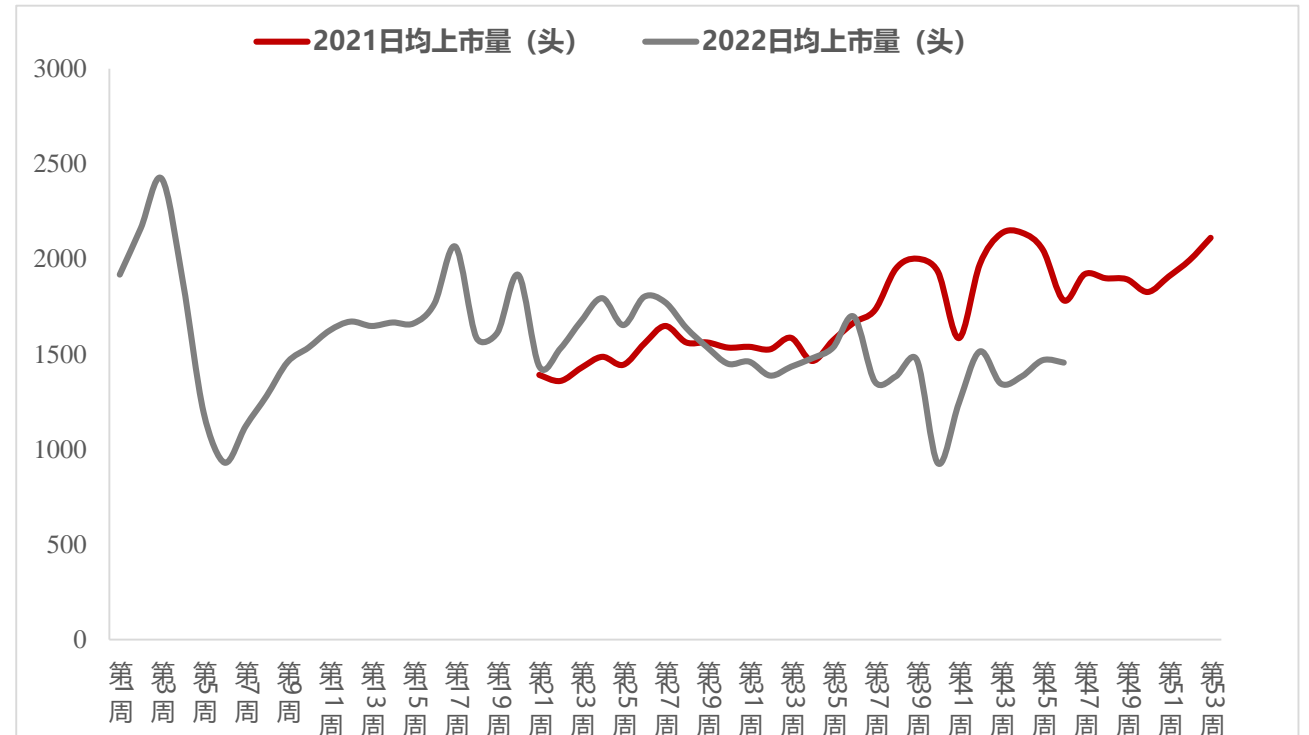
一方面2022年全国处于暖冬状态，南方腌腊、灌肠等猪肉消费需求启动缓慢，另一方面疫情防控影响屠企采购开工和居民餐饮消费，需求端对猪价支撑力度有限。据北京新发地信息，11月份白条上市量并未明显上升，而2021年同期白条上市量增加明显。

图：11月全国气温偏高（℃）



资料来源：中央气象台、浙商证券研究所

图：北京新发地白条日均上市量（头）



资料来源：北京新发地、浙商证券研究所

生猪：年前消费利好有望兑现，猪价或止跌反弹

猪肉消费利好兑现有望支撑猪价反弹：

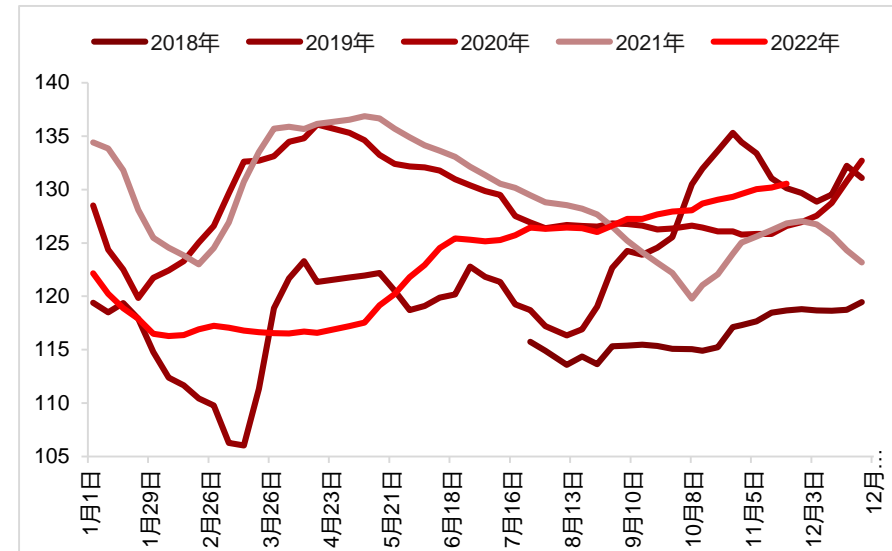
(1) 寒潮利好消费：据中央气象台信息，11月底全国将陆续迎来大范围降温，腌腊、灌肠等传统猪肉消费利好有望加速兑现。同时雨雪天气可能影响生猪调运，屠企收猪难度加大，被迫提高收购价。

(2) 历史屠宰数据：四季度生猪月屠宰量整体呈现持续的环比上升趋势，12月屠宰量环比增长幅度普遍超过10%，有望支撑猪价上涨。

(3) 出栏体重：11月份育肥猪出栏体重持续攀升，表明大猪仍有较大释放空间，但从历史数据来看，当前出栏体重还有一定上升空间，若年前不出现恐慌性抛售，预计对供给的增加没有太大影响。

(4) 疫情的影响：不可否认疫情对居民餐饮消费产生一定冲击，但部分屠企因疫情防控被迫停工，可能造成基层供应链出现问题，导致猪价上涨。

图：生猪出栏体重（公斤）



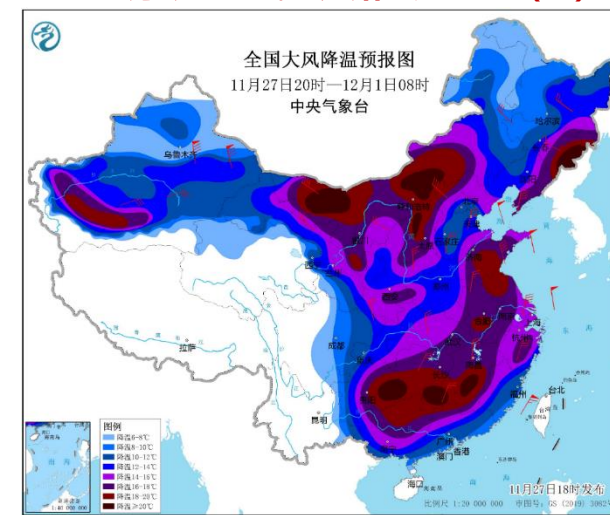
资料来源：涌益咨询、浙商证券研究所

图：生猪定点屠宰企业屠宰量月环比变化

时间	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	平均
1月	9.5%	28.5%	-10.7%	1.0%	3.3%	-4.9%	1.2%	-8.6%	-1.5%	6.4%	3.9%	-5.3%	-1.7%	1.6%
2月	-30.7%	-46.8%	-29.5%	-33.3%	-41.7%	-17.7%	-28.3%	-38.6%	-23.6%	-46.9%	-44.9%	-27.0%	-44.9%	-34.9%
3月	11.3%	28.8%	26.2%	19.2%	47.1%	-8.3%	-9.8%	34.9%	9.6%	43.5%	40.8%	5.9%	65.4%	24.2%
4月	7.3%	4.1%	1.1%	10.5%	6.8%	4.6%	3.0%	1.0%	10.4%	-0.8%	6.7%	19.6%	5.5%	6.1%
5月	0.0%	0.0%	0.6%	4.0%	-9.0%	-2.3%	-3.9%	6.6%	0.6%	4.1%	10.8%	10.6%	-7.6%	1.1%
6月	-2.6%	-5.6%	-0.6%	-6.6%	-6.2%	-6.2%	-3.9%	-4.1%	-8.0%	-8.2%	-4.2%	10.2%	-4.6%	-3.9%
7月	-4.3%	-4.2%	-2.4%	-1.6%	-2.3%	-6.2%	5.1%	1.8%	-0.3%	-1.6%	-11.7%	-0.2%	-12.2%	-2.3%
8月	0.0%	5.6%	5.0%	0.1%	1.6%	0.6%	9.9%	1.1%	-7.9%	-15.4%	0.7%	6.1%	2.3%	0.6%
9月	6.2%	1.2%	4.0%	3.2%	1.1%	13.5%	3.1%	2.5%	7.0%	-15.7%	9.0%	7.7%	-2.7%	3.6%
10月	0.0%	4.1%	-1.7%	-0.6%	2.0%	6.7%	4.7%	2.4%	1.5%	-14.6%	11.5%	20.5%		3.0%
11月	2.1%	5.6%	3.8%	3.8%	-6.1%	4.1%	6.8%	4.7%	2.8%	3.1%	13.5%	-12.4%		2.7%
12月	0.0%	19.1%	13.1%	15.7%	29.1%	22.1%	18.7%	15.9%	14.0%	33.8%	26.7%	9.3%		18.1%

资料来源：农业农村部、浙商证券研究所

图：11月底全国气温开始快速下降（℃）



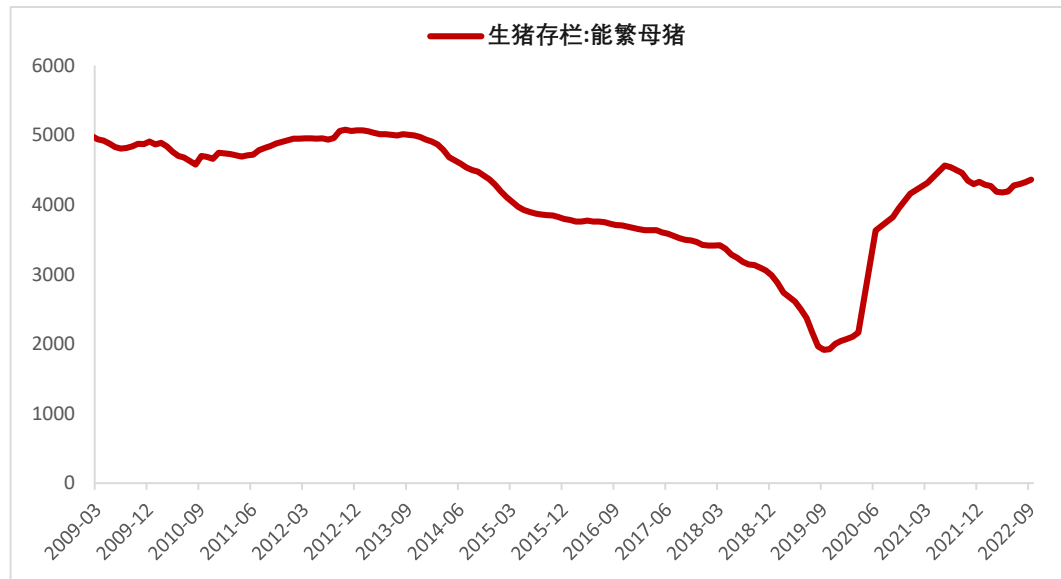
资料来源：中央气象台、浙商证券研究所

□ 上半年需求偏弱但供给有限，猪价趋势性回落，但底部有支撑：

需求偏弱：春节在23年1月下旬，春节过后几个月一般是传统的猪肉消费淡季，利空猪价。

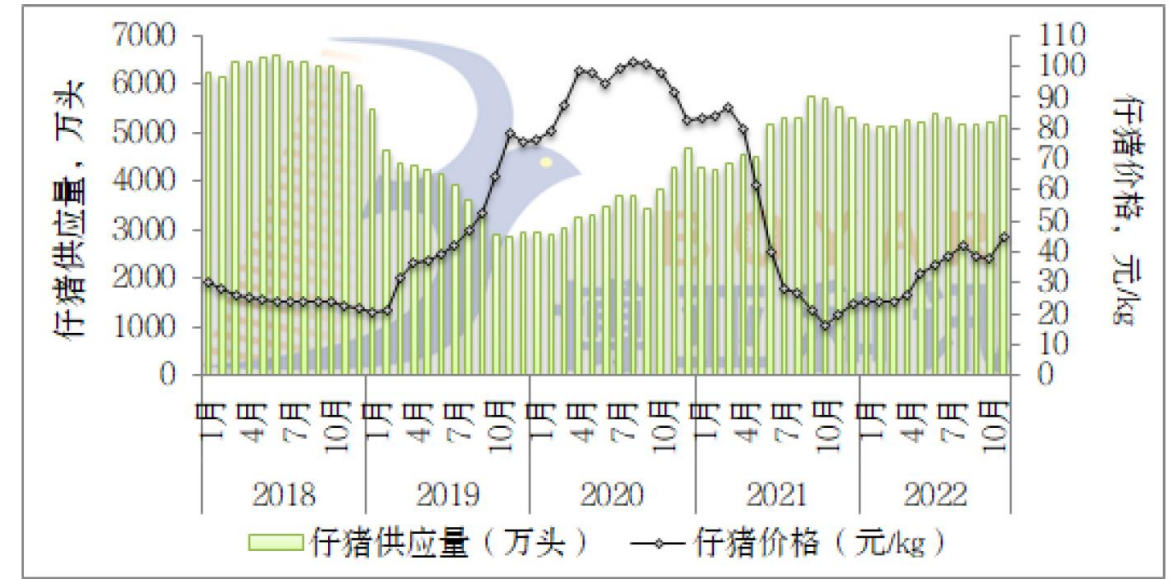
供给有限：22年5月之前的产能去化对应10个月的生猪出栏减少的逻辑没有变。据博亚和讯数据，22年3-5月市场母猪配种积极性不高，对应22年8-10月份断奶仔猪供应相对有限，这批仔猪对应23年2-4月前后出栏，意味着23年4月前后生猪供应不会有太大压力，猪价回落空间有限。22年11月份仔猪供应环比增加明显，或对应23年5月前后出现猪价低点。

图：能繁母猪存栏（万头）



资料来源：农业农村部、浙商证券研究所

图：仔猪供应量和仔猪价格



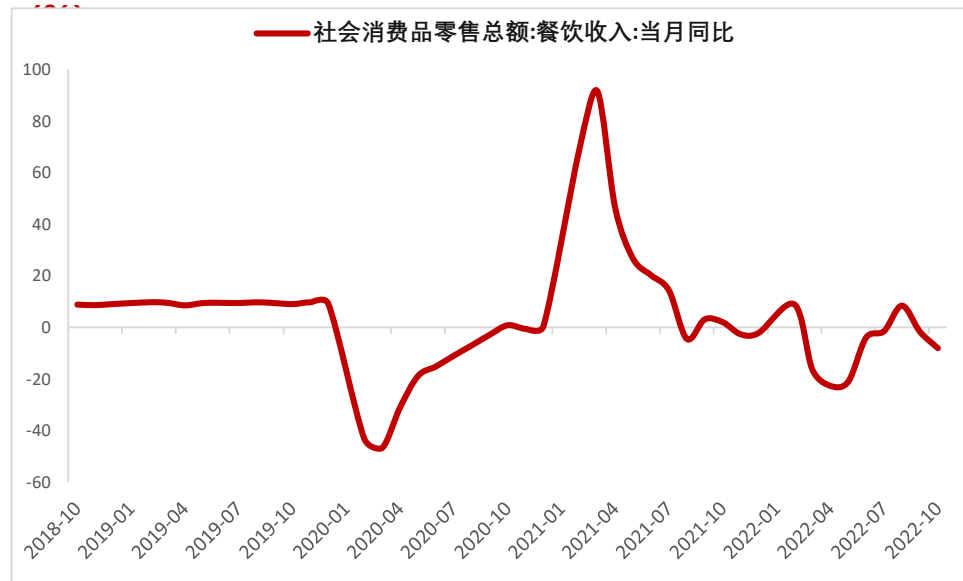
资料来源：博亚和讯、浙商证券研究所

□ 下半年需求边际改善且供给恢复缓慢，猪价有望企稳回升

需求边际改善：2022年受新冠疫情影响，宏观经济活动相对疲弱，导致需求不足，预计2023年疫情得到有效控制后，宏观经济活跃度提升，消费需求有望迎来边际改善。

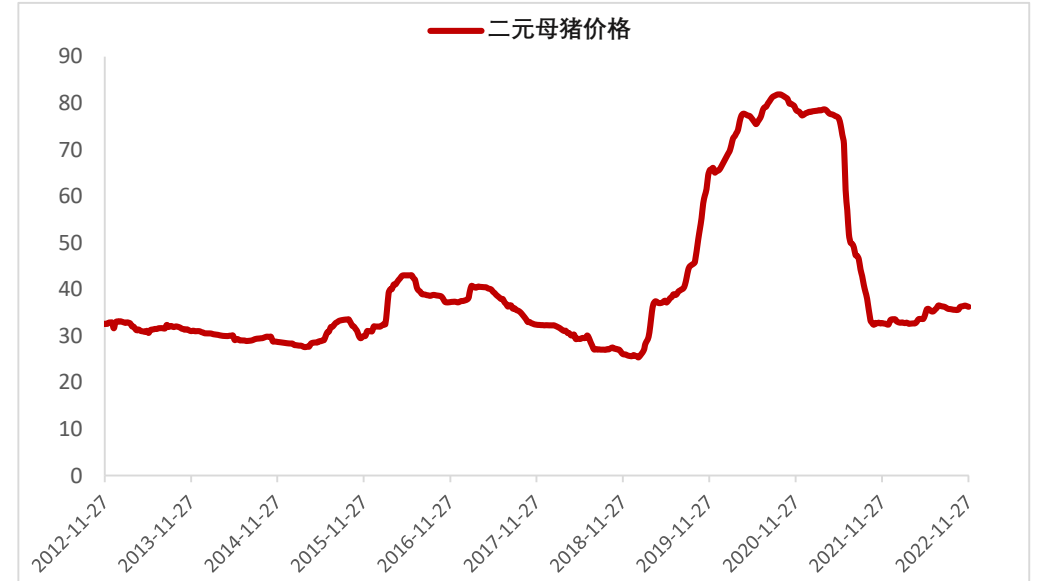
供给恢复缓慢：2023年下半年的生猪供应主要由2022年9月之后母猪数量决定。我们认为2022年猪价单边强势，母猪价格却不温不火，反应了行业母猪补栏情绪相对低迷，实际产能恢复情况或低于预期，有望打开明年下半年猪价中枢。

图：2022年中国餐饮收入社会消费品零售总额同比下降明显



资料来源：Wind、浙商证券研究所

图：2022年二元母猪价格不温不火（元/公斤）



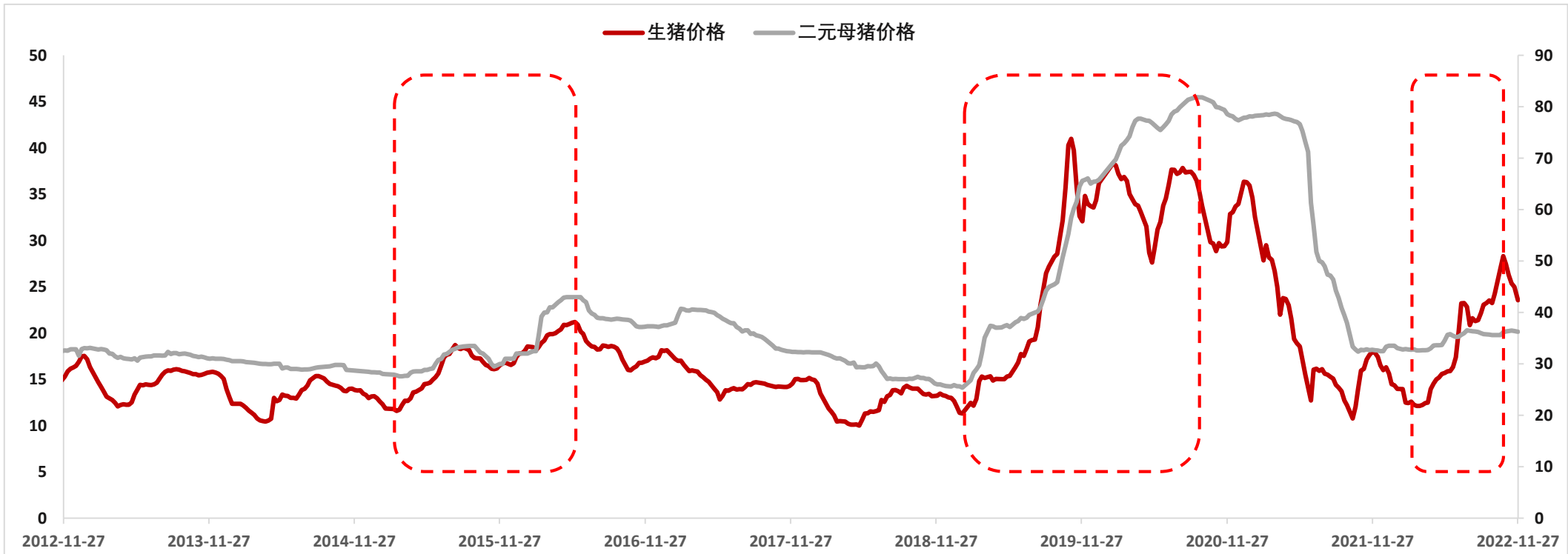
资料来源：Wind、浙商证券研究所；注：二元母猪体重统一为50公斤。

□ 下半年需求边际改善且供给恢复缓慢，猪价有望企稳回升

供给恢复缓慢：回顾既往2轮周期，在猪价上行周期，二元母猪价格都会跟随上涨。

- (1) 2015-2016年猪价上行时，猪价从低点到高点累计涨幅达90%，同期二元母猪价格涨幅达56%；
- (2) 2019-2020年猪价上行时，猪价从低点到高点累计涨幅达215%，同期二元母猪价格涨幅超200%；
- (3) 2022年猪价从3月底的12元/公斤涨至10月份的28元/公斤，涨幅达到133%，但二元母猪价格调整幅度却不超过10%，反应行业母猪补栏情绪低迷。据畜牧业协会猪业分会信息，2022年10月二元后备母猪销量环比+15.7%，同比+15%（上年同期基数低）；1-10月后备母猪累计销量下降29%，大幅低于上年同期。

图：2022年二元母猪价格并未跟随猪价上涨（元/公斤）



资料来源：Wind、浙商证券研究所；注：二元母猪体重统一为50公斤。

下半年需求边际改善且供给恢复缓慢，猪价有望企稳回升

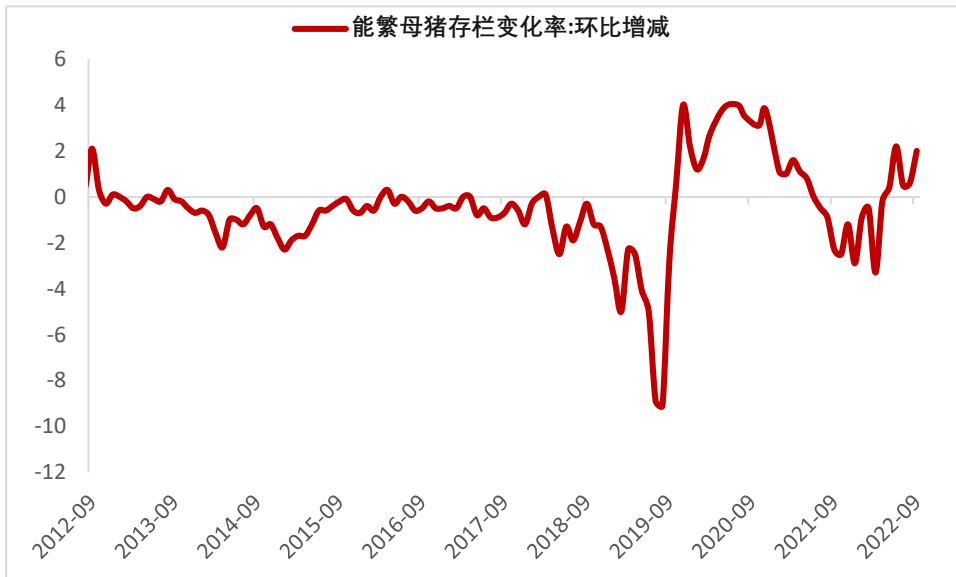
供给恢复缓慢：我们分析行业补栏情绪低迷的主要原因有：

(1) 市场预期悲观。据农业农村部信息，全国能繁母猪存栏从2022年5月开始环比转正，9月末增加至4362万头，相当于正常保有量（4100万头）的106.4%，市场因此对明年猪价预期过于悲观，导致养户不敢补栏。

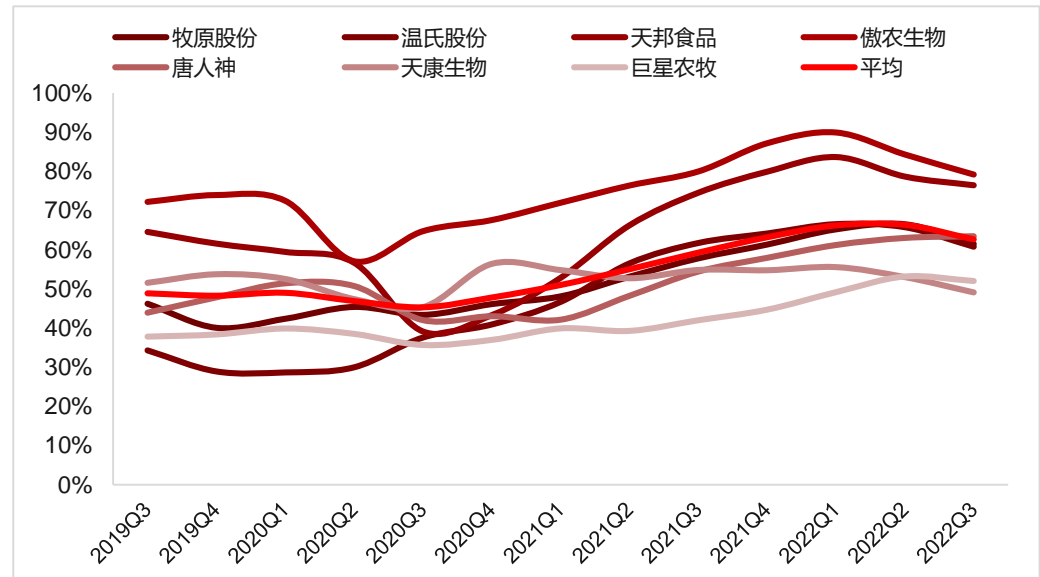
(2) 养户现金流紧张。前期行业深度亏损对养殖户的资金链造成了较为严重的冲击，上市公司资产负债率在22Q3才开始掉头向下，若以农业农村部公布的16-17元/公斤的行业平均成本估算，大部分养户在7月份才真正实现盈利，资金状况不足以支撑大肆补栏扩张。

综上，我们认为2022年猪价超预期上涨后验证了前期产能去化足够充分，二元母猪价格滞涨说明行业产能恢复情况存在较大预期差，在供给恢复缓慢且消费需求边际改善的情况下，2023年整体猪价中枢依然维持在乐观区间，板块仍处于业绩兑现阶段。

图：能繁母猪存栏环比变化（%）



图：部分猪企资产负债率（%）



资料来源：Wind、浙商证券研究所

□ 景气周期仍在，把握板块回调机会：

回顾历史多次猪周期投资，还未出现过在养猪企业刚刚兑现业绩时，股价就持续大幅回调。当前生猪养殖板块业绩正处于高速兑现阶段，当下在消费持续疲软背景下，强势的业绩增长即是投资的确定性，近期板块回调充分，值得参与。

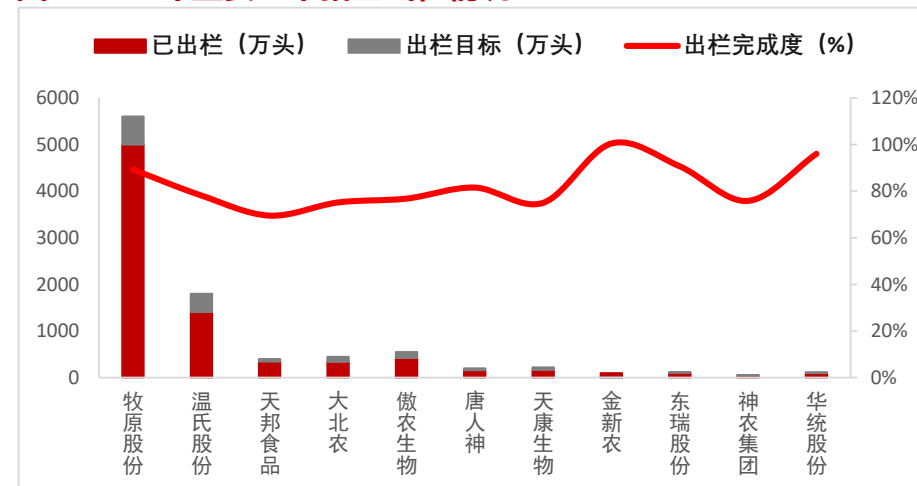
图：生猪养殖板块走势叠加生猪养殖利润



□ 周期右侧关注业绩兑现，优选确定性龙头：

(1) **出栏兑现**：2022年1-10月，牧原股份、天邦食品、唐人神、金新农、华统股份出栏完成度均超过80%。温氏股份、大北农、傲农生物、天康生物、东瑞股份、神农集团出栏完成度普遍在70-80%之间。

图：2022年主要上市猪企出栏情况



表：主要上市猪企生猪出栏量 (万头)

公司	2016	2017	2018	2019	2020	2021	22年1-10月	同比	2022E	2022出栏完成度	2023E
牧原股份	311	724	1101	1025	1812	4026	5000.2	59.4%	5600	89.3%	6400
温氏股份	1713	1904	2230	1852	959	1322	1407.1	30.4%	1800	78.2%	2600
正邦科技	226	342	554	578	956	1493	766.4	-41.6%			800
天邦食品	58	101	217	244	308	428	347.8	3.9%	400	86.9%	600
大北农	40	64	168	163	182	430	338.4	-0.5%	450	75.2%	600
傲农生物	11	22	45	66	135	325	422.6	74.7%	550	76.8%	800
唐人神	25	54	72	84	102	154	163.1	23.3%	200	81.6%	350
天康生物	31	49	65	84	145	160	165.1	23.8%	220	75.0%	450
金新农	33	37	24	40	80	107	108.79	46.0%	120	90.7%	
巨星农牧		20	24	22	32	87			150		300
东瑞股份			34	25	30	37	41.7	65.6%	55	75.9%	120
神农集团			22	27	41	65	71.7	13.2%	90	79.7%	150
华统股份						14	96.0	744.3%	120	80.0%	250

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

□ 周期右侧关注业绩兑现，优选确定性龙头：

(1) **出栏兑现**：对于2023年生猪出栏量的判断，主要通过公司在2022Q2-2023Q1的能繁母猪存栏量和生产指标来推算。

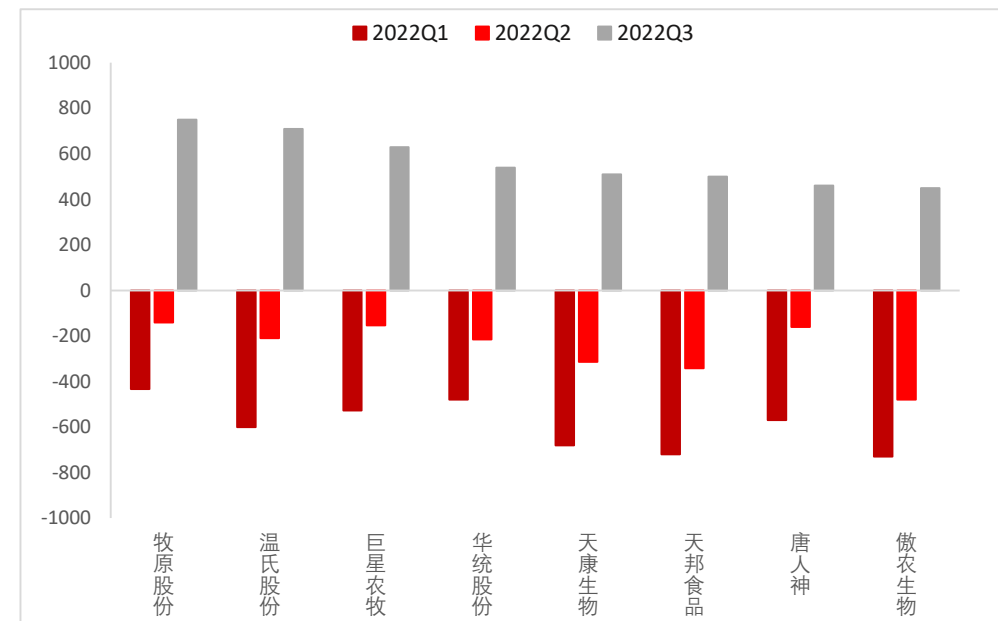
(2) **成本兑现**：2022年饲料原材料价格居高不下，上市公司养殖成本下降普遍面临较大压力，成本优势成为企业核心竞争力，养殖成本的差异导致头均盈利分化严重。

表：主要上市猪企能繁母猪存栏（万头）

能繁母猪	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	同比 (%)	环比 (%)
牧原股份	275.6	267.5	283.1	275.3	247.3	259.8	-2.88%	5.05%
温氏股份	110.0	110.0	110.0	105.0	120.0	134.0	21.82%	11.67%
正邦科技	120.0	100.0	51.0	38.0	38.0			
天邦食品	42.9	40.0	38.0	30.0	27.0	30.0	-25.00%	11.11%
大北农	26.0	24.5	19.5	20.0	18.0	22.0	-10.20%	22.22%
傲农生物	24.0	26.0	26.0	26	29	30	15.38%	3.45%
天康生物	12.0	12.0	12.0	12.2	13.2	13.5	12.50%	2.27%
唐人神	11.0	11.0	12.0	12	11	15	36.36%	36.36%
华统股份			7.0	7.5	8.5	10		17.65%
神农集团			3.9	4.3	5.2	5.8		11.54%

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图：主要上市猪企育肥猪头均盈利（元/头）



生猪：周期右侧重视业绩兑现，优选确定性龙头

□ 周期右侧关注业绩兑现，优选确定性龙头：

守正推荐：【牧原股份】【温氏股份】，出栏增长和成本改善兑现确定性高，业绩有望维持高增。

出奇关注：【天康生物】【华统股份】【傲农生物】【巨星农牧】【唐人神】，后续主要关注成本下降速度。

□ 牧原股份：中军

出栏保持高速增长：2022年1-10月出栏生猪5000.3万头（同比+59.4%），若11、12月维持10月出栏量，全年有望迈向6000万头大关。9月末存栏能繁母猪259.8万头，支撑2023年生猪出栏延续高速增长。

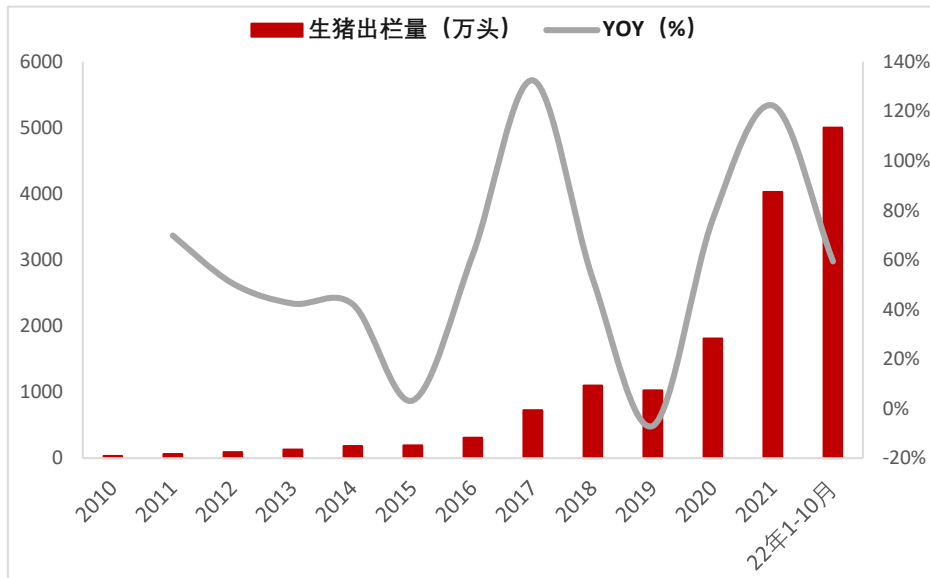
成本优势打造核心竞争力：根据公告，公司2022年10月份完全养殖成本约15.5元/公斤，前期生产指标好转反应到养殖成本改善上，公司预计到2022年底实现15元/公斤的月度成本目标。绝对领先行业的成本优势帮助公司在上行周期兑现高额利润，下行周期减少亏损。

□ 温氏股份：王者回归

出栏弹性大：公司在2022年是行业中为数不多的持续增加能繁母猪存栏的企业，根据公告，截至10月份已经提前实现年初制定的140万头能繁母猪存栏目标，公司预计2022/23/24年分别出栏生猪1800/2600/3300万头，同比分别增长36.16%/44.44%/26.92%。

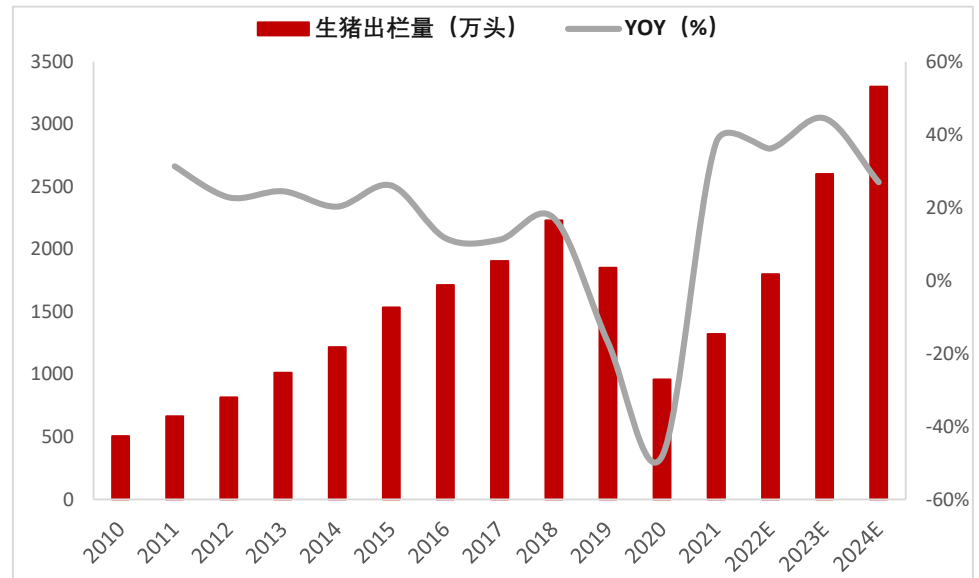
成本改善持续兑现：根据公告，公司10月份全程上市率提升至91%，相较于1月份提升3pcts；猪苗生产成本稳定在360-370元/头，相较于1月份下降80-90元/头；10月份肉猪养殖综合成本降至8.1元/斤，在饲料成本大幅上涨的背景下，相较于1月份仍下降1元/斤。

图：牧原股份生猪出栏量（万头）



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图：温氏股份生猪出栏量（万头）



03

肉禽

白鸡周期底部反转，黄鸡维持景气

3.1 白羽鸡：周期开始反转

- 2021年开始的低迷行情结束，鸡苗价格开始走高。** 2021年随着种鸡产能的充分释放以及替代品生猪价格的持续走低，鸡价也走向低迷行情，经过一年多的产能去化，种鸡场基本出清，商品代鸡苗开始走高，截至目前价格达到4.2元/羽，相较于一季度低位上涨4倍。
- 毛鸡价格走势相对缓慢，主因下游需求不振。** 相比于鸡苗，毛鸡价格涨幅较小，截至目前毛鸡价格为4.8元/斤，相较于一季度低位上涨23%，商品代场一直处于略有盈利状态，但毛鸡价格一直难有突破，主要是下游需求较弱。

图：商品代鸡苗价格开始抬升（元/羽）



图：毛鸡价格缓慢上涨（元/斤）



资料来源：wind、浙商证券研究所

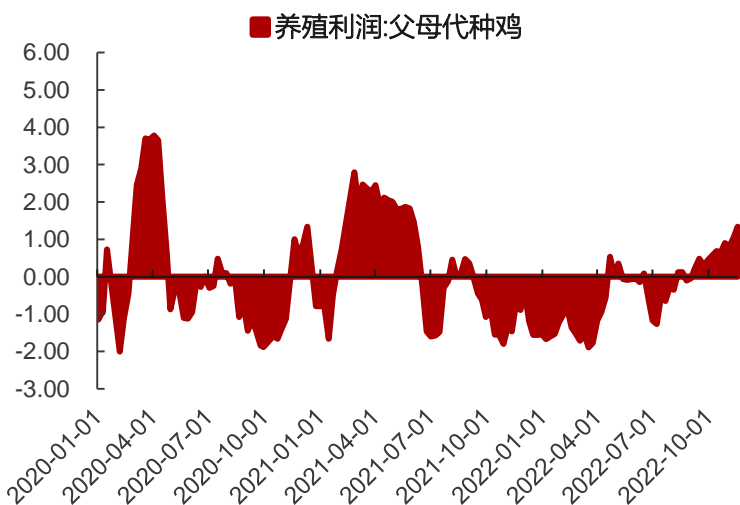
3.1 白羽鸡：产业链利润出现分化

- 此轮产能出清过程中产业链利润出现分化。**其中商品代养殖场累计亏损21个月，屠宰场亏损25个月，种鸡场亏损达到11个月。到22年下半年开始产业链利润出现分化，种鸡场和屠宰场亏损严重，养殖场有较好的利润，主要原因是前轮周期新增大量屠宰产能，种鸡场积累大量盈利，产能去化较慢。
- 种鸡场利润转正，屠宰场开始微利。**随着周期的反转，鸡苗价格已涨至成本线以上，开始恢复盈利，产业链走出低迷行情。屠宰场仍处于双面夹击，上游毛鸡价格相对坚挺，下游鸡肉需求较差，目前处于微利状态。

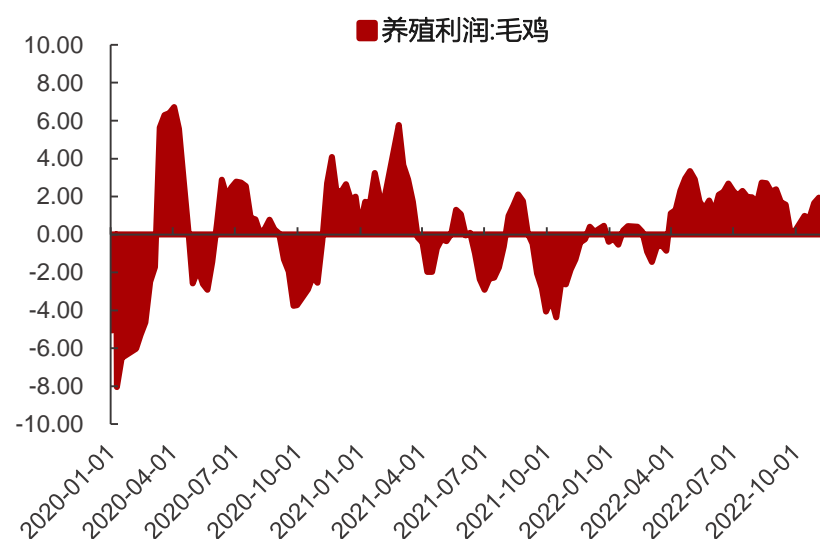
表：当前产业链盈利

产业链环节	盈利
祖代场	24元/套
父母代场	1.7元/羽
商品代场	0.4元/羽
屠宰厂	115元/吨

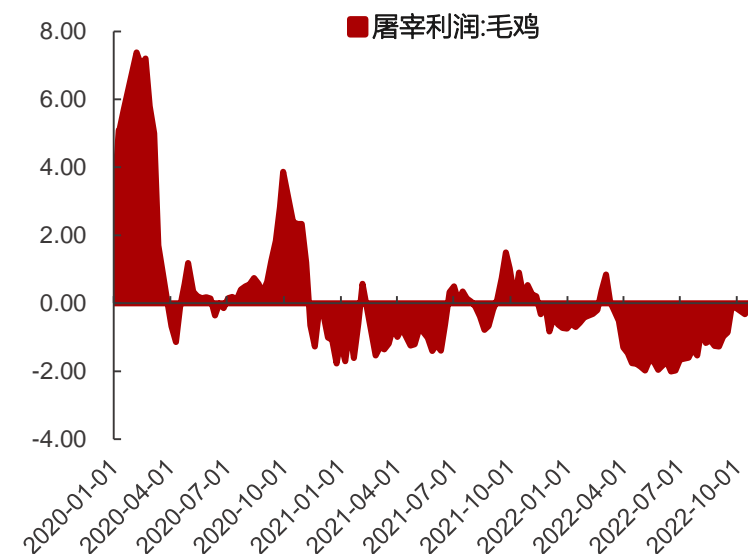
图：父母代种鸡场利润（元/羽）



图：商品代肉鸡场利润（元/羽）



图：屠宰场利润（元/羽）

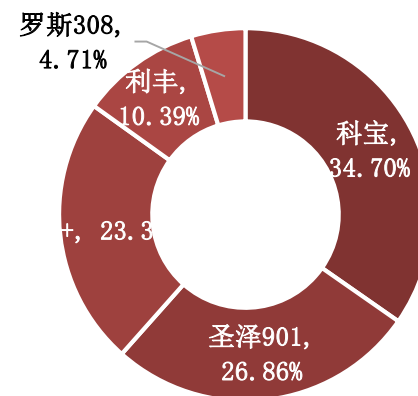


资料来源：wind、浙商证券研究所

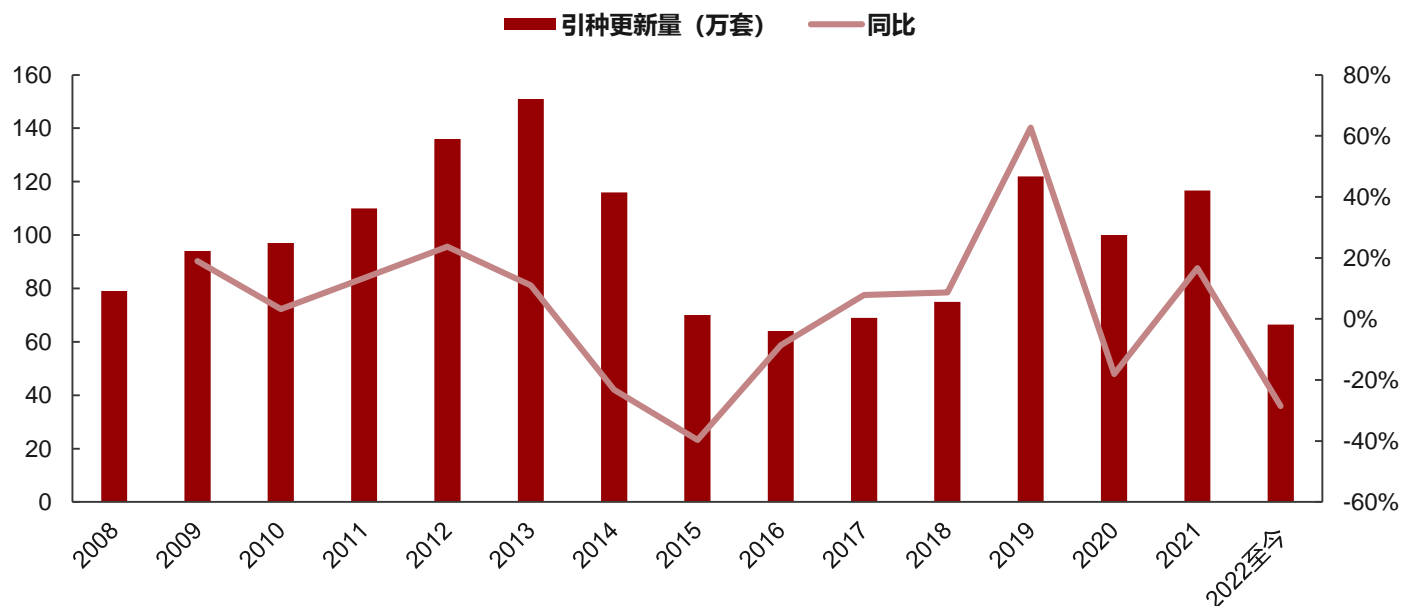
3.1 白羽鸡：禽流感叠加疫情航班原因，祖代引种大幅减少

- 祖代鸡引种大幅减少。受航班熔断以及国外禽流感影响，2022年白羽肉鸡祖代引种大幅减少，2022年1-4月份我国祖代引种更新量为42.88万套，同比下滑5.11%；5月-7月、10月引种断档，8月、9月仅少量引种，截至目前引种更新量66.5万套，同比下滑29%，预计11-12月引种+更新在10万套，全年引种更新低于80万套，大幅低于均衡需求量。
- 优质品种占比较少。AA+与罗斯308合计占比仅为28%，整体祖代质量下滑明显。

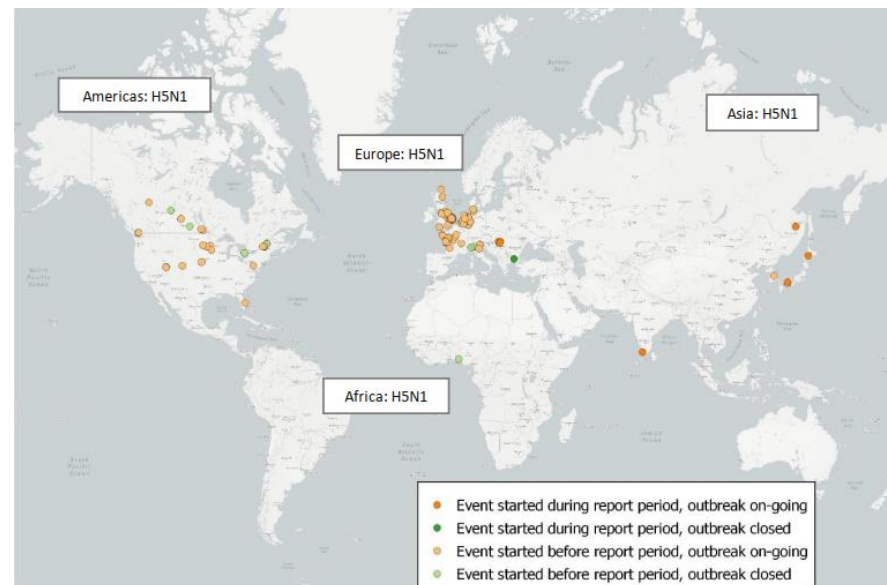
图：2022年1-10月引种更新品种



图：祖代鸡引种更新量 (万套)



图：海外禽流感爆发情况

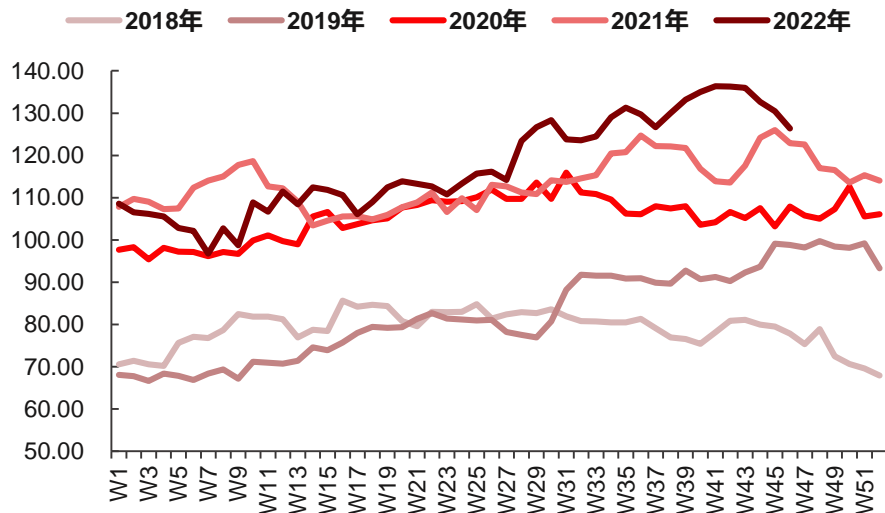


资料来源：中国畜牧业协会禽业分会、HPAI、浙商证券研究所

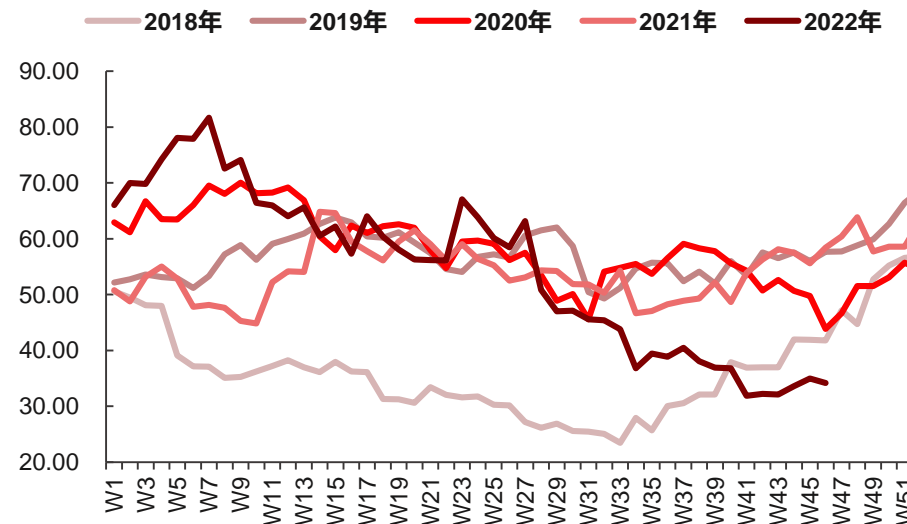
3.1 白羽鸡：祖代引种大幅受限，祖代存栏收缩开始显现

- **引种减量影响开始显现，祖代存栏开始减少。**自21年下半年祖代引种减量的效应开始显现，在产祖代存栏在22年10月份达到136万套的高位后开始减少，截至目前累计降低7.52%，随着22年5月份后的引种断档将在23年逐步体现，预计在产祖代存栏会较大幅度下滑。
- **祖代后备存栏持续减少。**后备祖代存栏的减量早于在产祖代，最早反应引种更新的减少，后备存栏自22年2月份开始持续减少，目前存栏34.18万套，相比高位减少了58.2%。

图：在产祖代种鸡存栏量（万套）



图：后备祖代种鸡存栏量（万套）

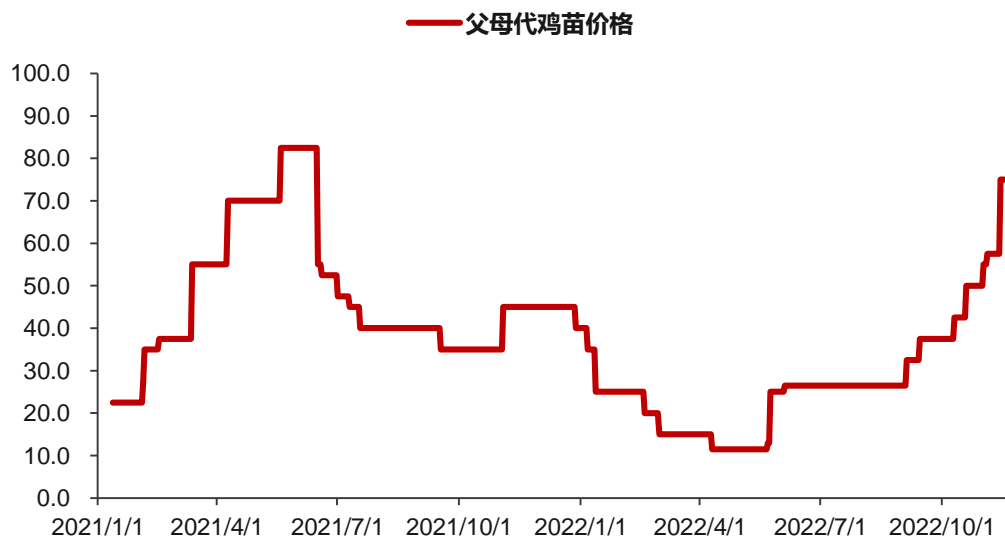


资料来源：中国畜牧业协会禽业分会、浙商证券研究所

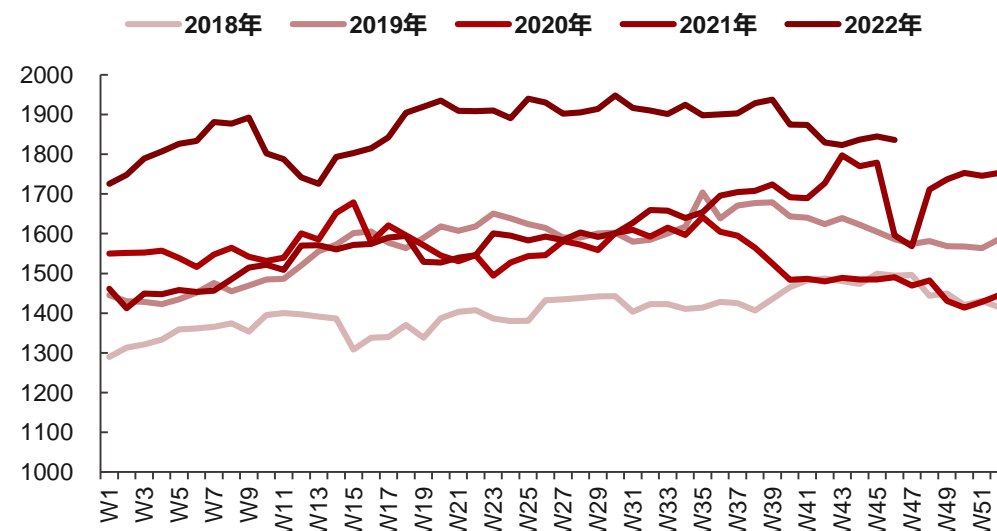
3.1 白羽鸡：父母代鸡苗价格涨至高位

- **父母代鸡苗飙升至高位。**2022年4月父母代鸡苗跌至11.5元/套的低位，祖代场亏损严重，9月后父母代鸡苗快速上涨，AA+品种成交价达到80元/套，科宝为40-50元/套，圣泽901为30-40元/套。
- **父母代后备种鸡存栏趋势减少，将影响明年商品代鸡苗供给。**截至2022年第46周父母代存栏降至1836万套，从高位累计下滑5.5%，2023年商品代鸡苗供给也将趋势性减少。

图：父母代鸡苗平均销售价格（元/套）



图：全国后备父母代种鸡存栏量（万套）



资料来源：金鸡报价、中国畜牧业协会禽业分会、浙商证券研究所

3.1 白羽鸡：鸡肉消费方式升级，总需求扩容



- **空气炸锅普及，鸡肉消费更加便捷。** 随着空气炸锅走向寻常百姓家，鸡肉的相关产品消费方式更加便捷，如圣农嘟嘟翅、新奥尔良鸡翅、鸡米花等众多鸡肉制品在家庭消费中逐步增多。鸡肉的总需求量提升，2021年全国肉鸡上市了65亿羽，相比于非瘟前45亿羽的市场空间扩容了40%以上。
- **白鸡企业纷纷布局下游食品业务。** 目前白羽鸡上市公司中圣农发展、春雪食品、仙坛股份、民和股份等均已布局鸡肉制品业务。

图：空气炸锅与鸡米花组合解锁鸡肉消费场景



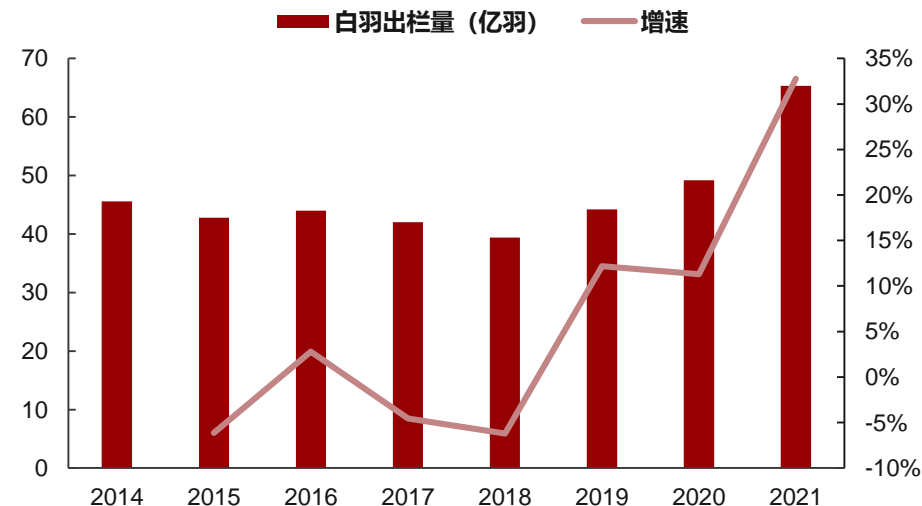
资料来源：公司公告、浙商证券研究所

表：白鸡企业布局肉制品业务

公司名称	布局情况	产品展示
圣农发展	目前在售预制菜品类超50个，涵盖熟制菜肴、调理半成品、AB包，浇头、汤品和馅料类等；鸡肉、牛肉和猪肉等各种原料均有开发；产品包装涵盖袋装、AB包装和气调装等；打造了网红产品-kaifengcai鸡汤系列。	
春雪食品	20年销量达5万吨，调理产品营收10.1亿元，2019年鸡肉调理品市场占有率达到了4.07%。产品包括料理包类、火锅制品（鸡肉丸、鸡肉卷等）、鸡肉烤串等。	

资料来源：公司公告、公司官网、浙商证券研究所

图：白羽鸡产业整体扩容40%以上



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会、浙商证券研究所

3.1 白羽鸡：短期受疫情影响需求疲弱，鸡肉价向上突破乏力

- **鸡肉综合价格回到成本线以上。** 22年前三季度鸡肉综合价格基本处于屠宰场成本线以下，自10月份开始，鸡肉快速上涨至约12000元/吨，但相对高成本来说仅实现微利。
- **疫情反复，短期消费依旧不振，鸡肉向上突破乏力。** 近两月疫情多点散发，管控增加导致消费较差，10月份社零餐饮同比下滑8.1%，工业增加值同比为5%。消费低迷反应到鸡肉单品来看，11月以来琵琶腿与鸡胸肉的价差在扩大，鸡胸肉需求不足是压制鸡肉综合价难以向上突破的主要原因。

图：鸡肉综合价销售价格（元/吨）



图：鸡大胸与琵琶腿价差在扩大（元/公斤）

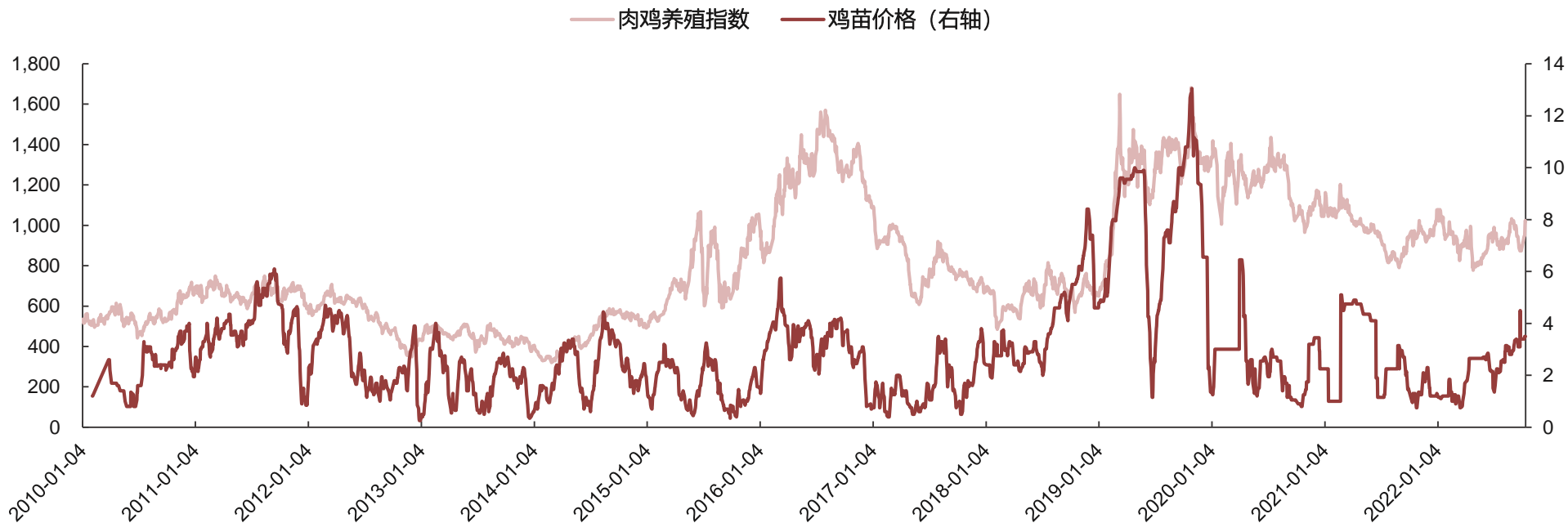


资料来源：博亚和讯、浙商证券研究所

□ 复盘白羽鸡行业的股市表现，发现股价大方向上与鸡苗价格走势基本一致。为什么鸡苗价是股价的同步指标？我们认为有以下几点原因：

- 1、鸡苗价是反应肉鸡产业链供需变化最直接、最即时的观测指标；
- 2、鸡苗价格变化最能决定产业链企业的利润变化；
- 3、鸡苗价格弹性最大，是股价变动最好的催化剂。

图：商品代鸡苗与肉鸡养殖指数同步（元/羽）



资料来源：wind、浙商证券研究所

3.1 白羽鸡：如何看板块后续投资机会？

图：商品代鸡苗价格历史复盘（元/羽）



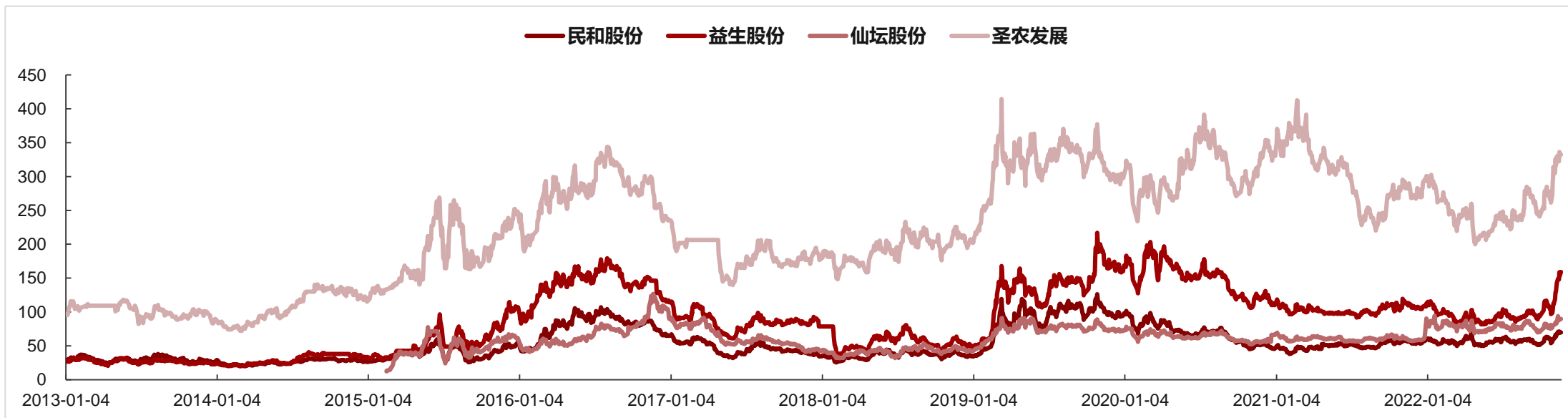
资料来源：wind、浙商证券研究所

表：上两轮周期商品代鸡苗价（元/羽）与公司股价涨幅

	鸡苗最低价	鸡苗最高价	鸡苗价格涨幅	益生股份	民和股份	仙坛股份	圣农发展
2015-2016	0.4	5.6	1300%	268%	250%	126%	73%
2018-2019	0.5	13.1	2520%	394%	296%	161%	100%
2022-2023	0.75	4.2	460%	85%	34%	24%	49%

资料来源：wind、浙商证券研究所；注：2022-2023周期为截至2022/11/22的涨幅。

图：白羽鸡上市公司市值（亿元）



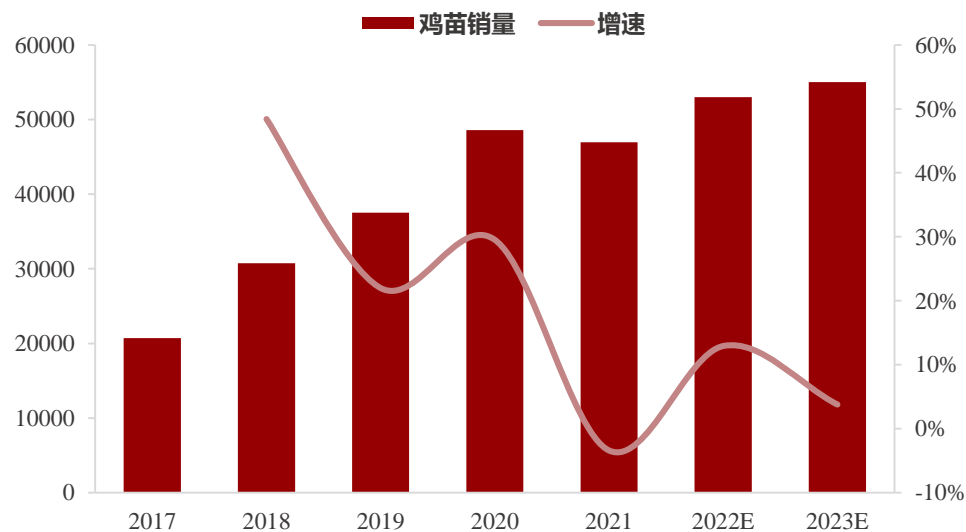
资料来源：wind、浙商证券研究所；注：时间截至11月22日。

3.1 白羽鸡投资主线1：上游高弹性标的

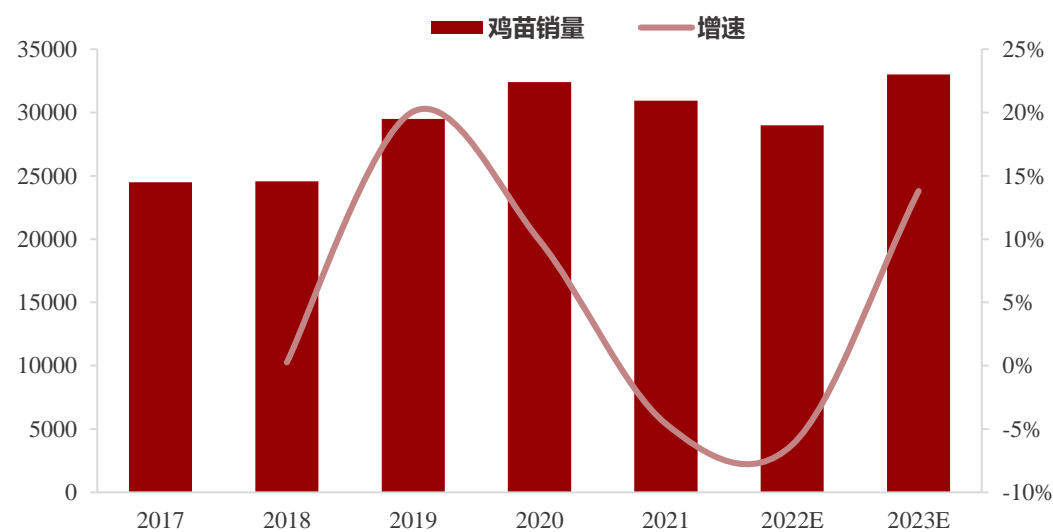
□ 投资主线一：关注上游高弹性标的民和股份、益生股份。

- **民和股份**：根据公告，当前公司商品代鸡苗产能超过3亿羽，通过非公开募集资金建设项目将新增1亿羽/年商品代鸡苗的产能，公司养殖成本控制较好，将充分受益鸡苗价格反转。
- **益生股份**：公司是祖代引种龙头，根据公告，公司目前可年上市近5亿羽鸡苗（含父母代鸡苗），另外公司布局种猪育种，“种鸡+种猪”双轮驱动发展。

图：益生股份肉鸡苗销售量（万只）



图：民和股份肉鸡苗销售量（万只）



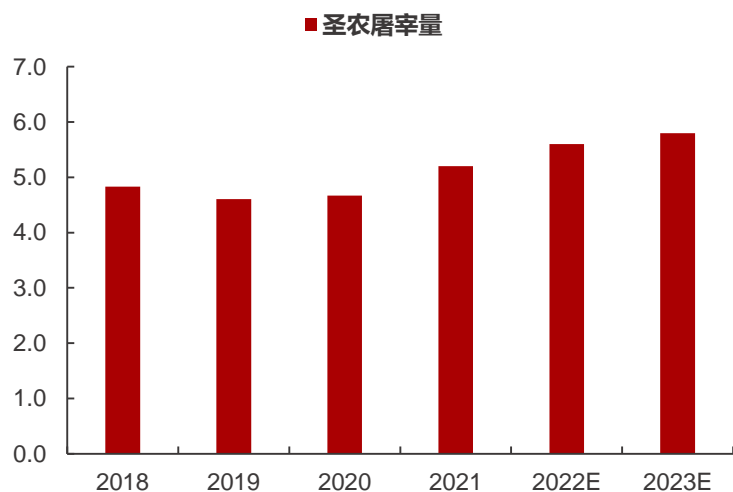
资料来源：公司公告、浙商证券研究所

3.1 白羽鸡投资主线2：下游产能扩张明显的鸡肉企业

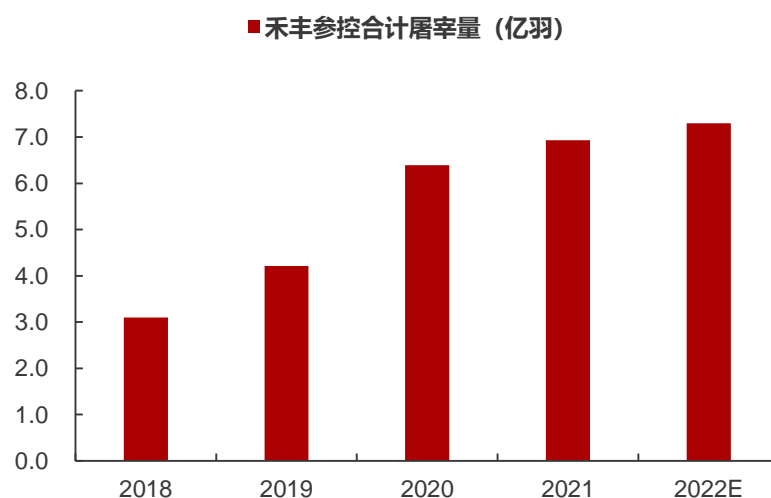
□ **投资主线二：布局下游产能扩张明显的鸡肉企业，推荐圣农发展，关注仙坛股份、禾丰股份。**

- **圣农发展**：根据公告，公司目前白羽鸡养殖产能已经近6亿羽，向10亿羽迈进，有望进一步扩大市场份额。肉制品加工业务收入占比的持续提高，帮助公司有效提高并稳定盈利能力，有望享受消费股的估值，长期成长可期。
 - **仙坛股份**：公司通过合作养殖模式控制上游养殖端，专注于下游屠宰鸡肉制品业务的拓展，根据公告，公司现有屠宰产能1.5亿羽，加上新建的诸城项目的逐步投产，产能将达到2.5亿羽。
 - **禾丰股份**：公司白羽肉鸡业务已经形成养殖、加工、深加工的一条龙产业链。根据公告，公司通过空股/参股的形式年屠宰能力达到9亿羽，是目前行业中最大的白羽肉鸡综合屠宰企业。
- **我们认为，长期产业链延伸成为趋势，布局食品业务的企业有望迎来估值重塑。**为减少单一肉鸡养殖带来的盈利周期波动，国内肉鸡养殖企业加快推进上下游业务协同发展，熟食品的毛利水平更高且相对稳定，有利于增强盈利稳定性，帮助企业向消费公司转型，带动估值中枢上移。

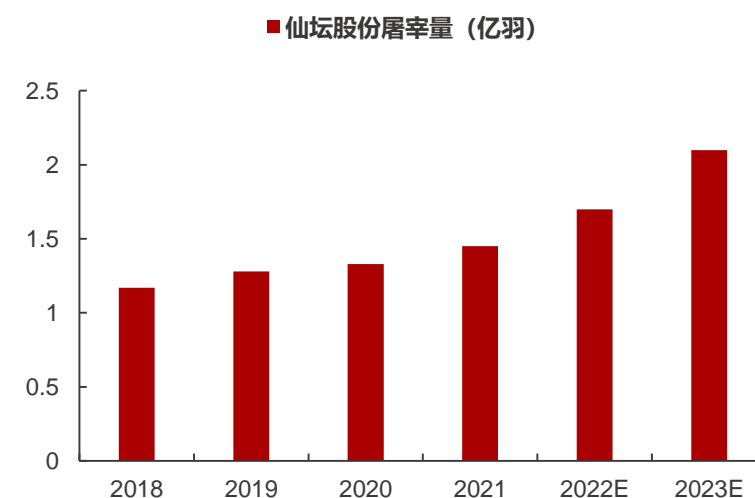
图：圣农发展屠宰量（亿羽）



图：禾丰参控股合计屠宰量（亿羽）



图：仙坛股份屠宰量（亿羽）



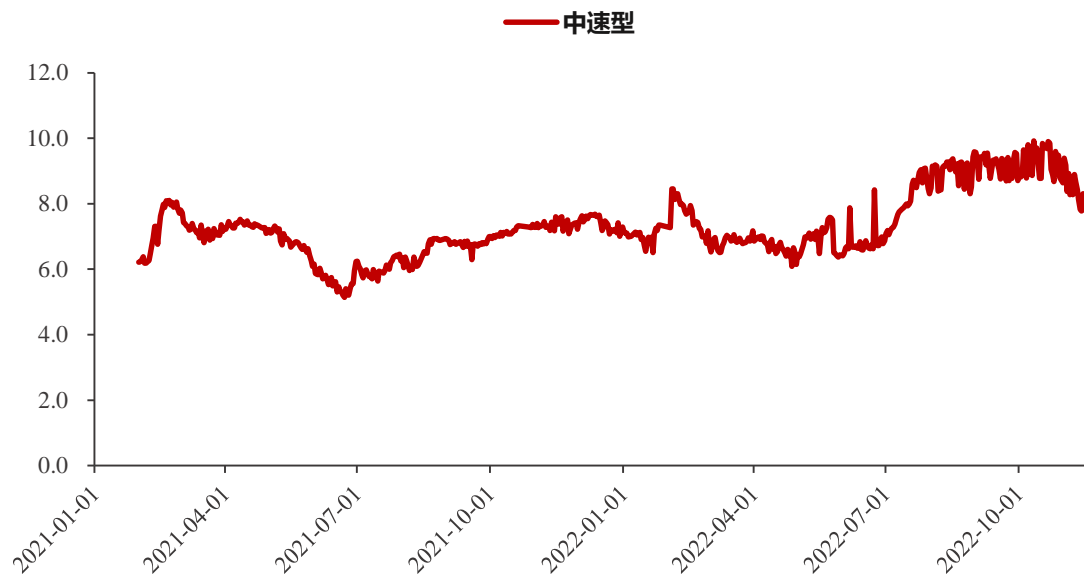
资料来源：公司公告、浙商证券研究所

- **消费不振，黄鸡高位有所回落。**近期疫情的反复对消费产生较大影响，让22Q4传统供需两旺的格局遇冷，贸易商提货量不及预期，是黄鸡价格有较大回落的主要原因。
- **黄羽鸡经历高盈利期，关注相关企业的盈利兑现情况。**黄羽中速鸡价格一度接近10元/斤，只均盈利达到9元以上，企业盈利丰厚。

图：黄羽快大型价格（元/斤）



图：黄羽中速型价格（元/斤）

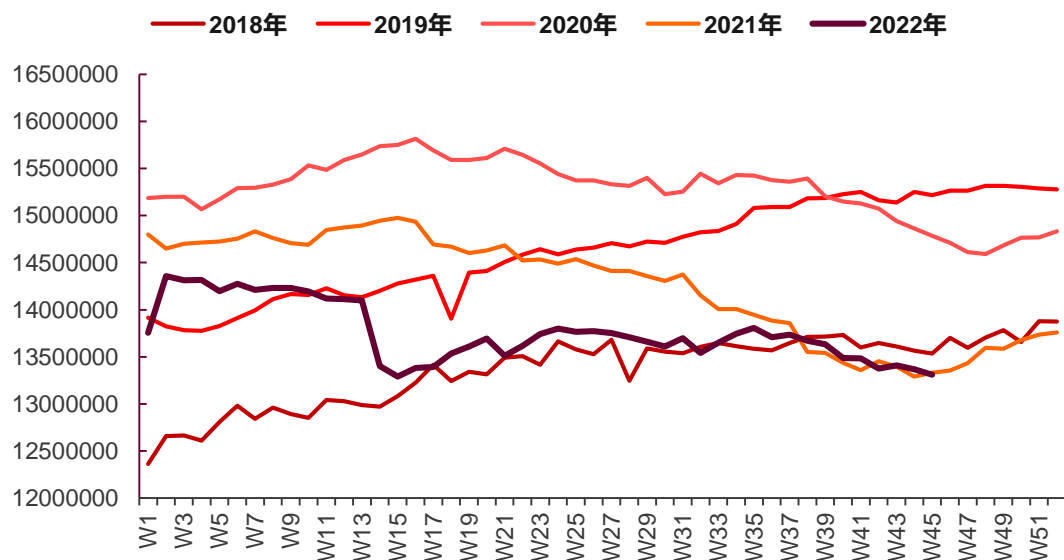


资料来源：博亚和讯、浙商证券研究所

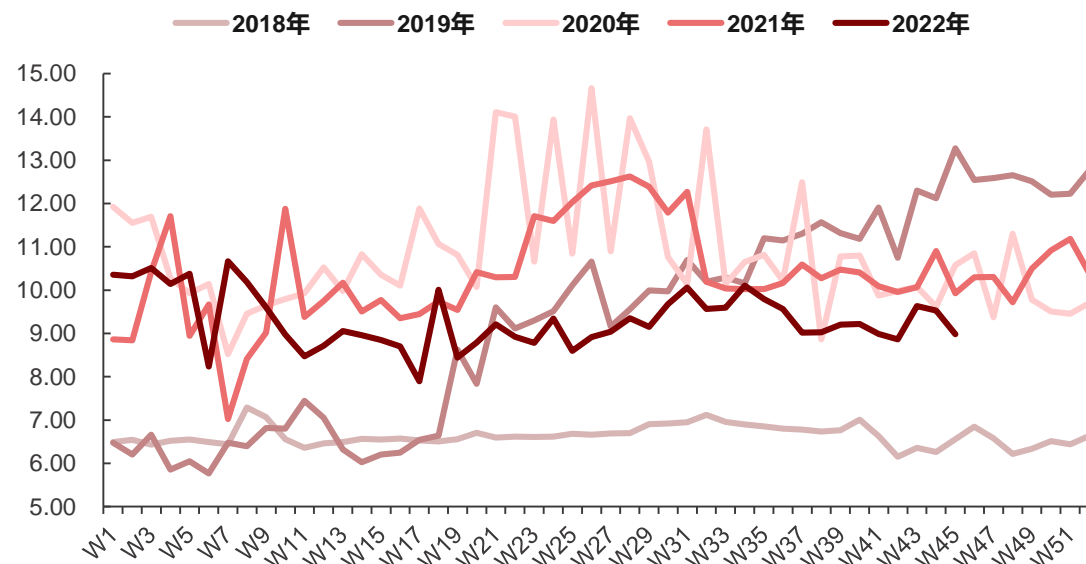
3.2 黄羽鸡：产能恢复不积极，看好明年行情

- 肉鸡价格虽大幅上涨，但并未出现大规模补栏。黄羽肉鸡价格最高涨至9元/斤，只均盈利达到7元，但从父母代存栏和父母代种鸡价格来看，并未出现很积极的产能增加，且今年父母代存栏一直处于下滑的态势，截至目前存栏量为1331万套，相较于年出下滑了7.3%。父母代价格一直在9元/套左右，也不足以刺激祖代补栏。

图：全国在产父母代种鸡存栏量（套）



图：父母代种鸡价格（元/套）



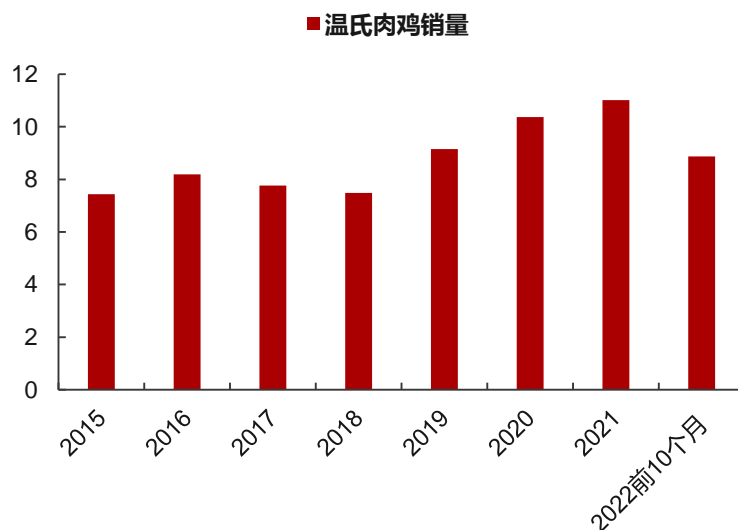
资料来源：wind、中国畜牧业协会禽业分会、浙商证券研究所

3.2 黄羽鸡：投资建议

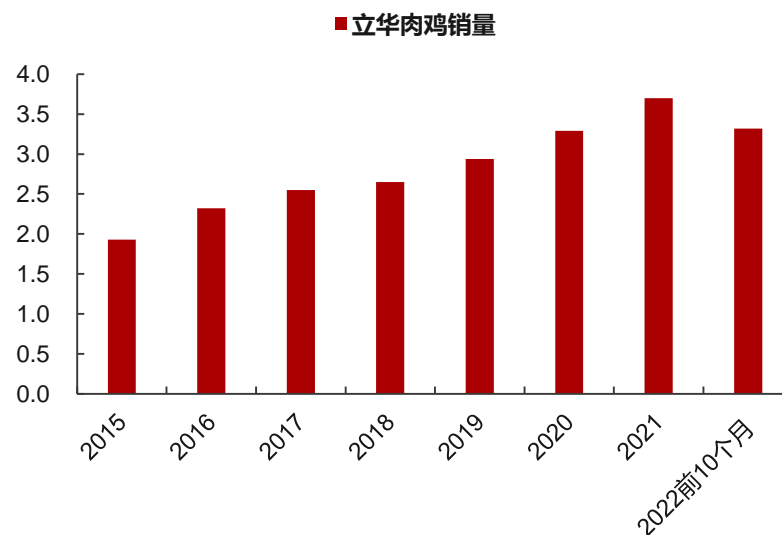
□ 重点关注产能快速扩张的温氏股份、立华股份，以及冰鲜黄羽鸡龙头湘佳股份。

- **温氏股份**：国内黄羽鸡行业绝对龙头，产能快速扩张，根据公告，目前年销售量约占全国的25%，毛鲜联动战略初显成效，鲜销比例达13%。
- **立华股份**：国内第二大黄羽鸡企业，黄羽鸡出栏量多年保持高增长，根据公告，2021年拟定增8.54亿用于扩张产能，市占率有望进一步提升。
- **湘佳股份**：黄羽鸡冰鲜龙头，冰鲜产品销量稳步提升，高毛利带动公司盈利水平提升，冰鲜销售渠道布局全面，享受行业成长红利。

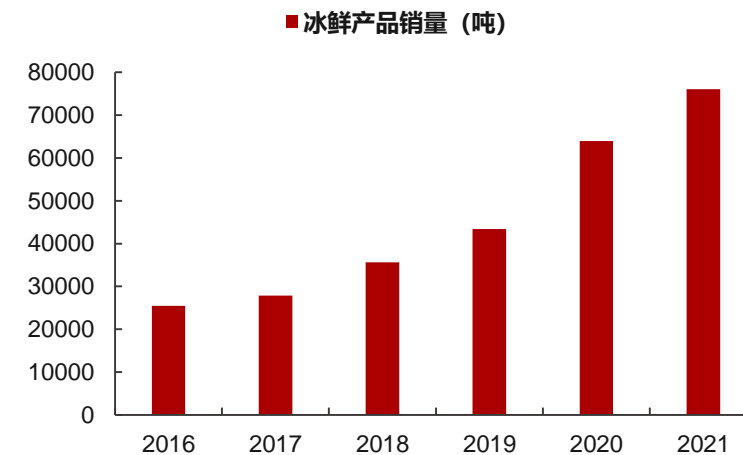
图：温氏股份黄羽鸡销量稳步增长（亿羽）



图：立华股份黄羽鸡销量持续增长（亿羽）



图：湘佳股份冰鲜产品销量稳步增长（吨）



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

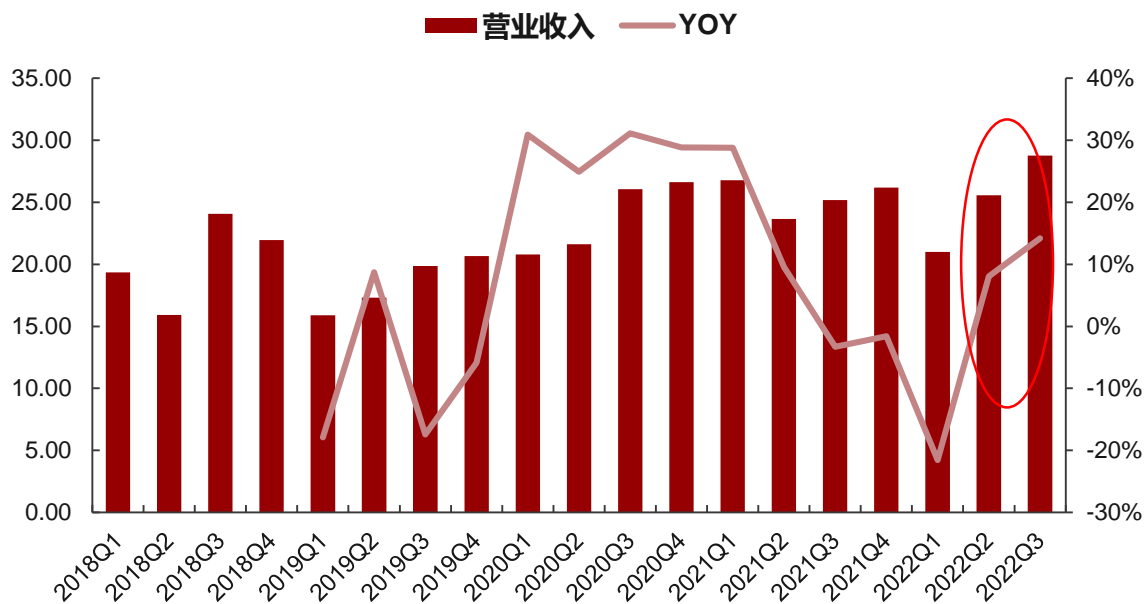
04

动保

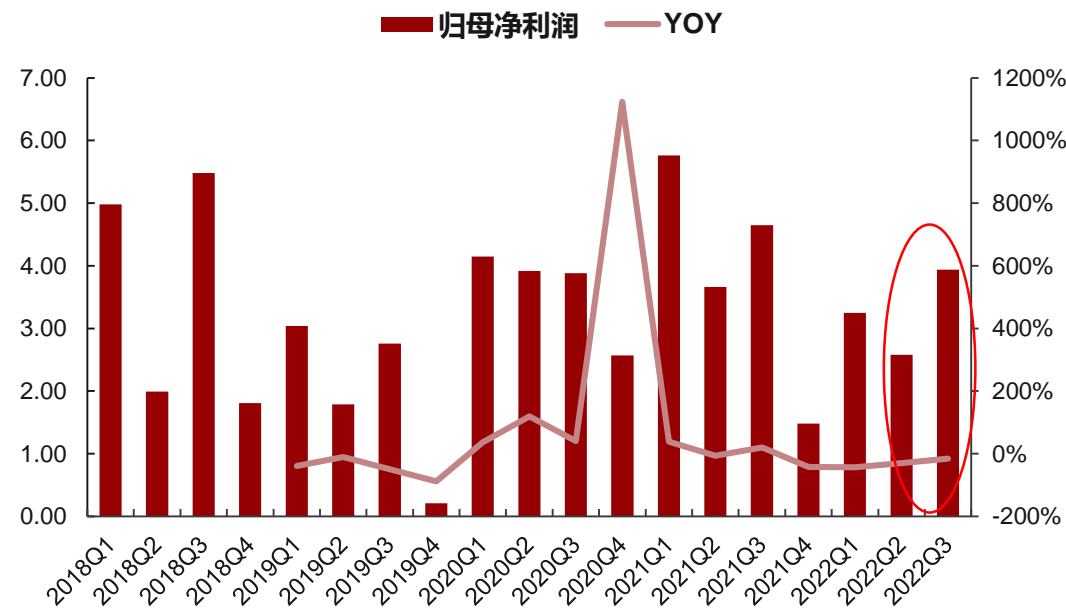
短期买后周期，中长期买成长

- 动保企业2022Q3营收恢复增长。** 下游生猪养殖业利润在Q3猪价反转带动下大幅回正，对动保产品需求回升，Q3动保企业的收入同比增长14.2%，恢复明显。
- 盈利增速回正有滞后，静待后周期业绩增速修正。** Q3归母净利润仍同比下滑15.3%，业绩的回正稍显滞后，我们认为主要是下游养殖企业处于刚恢复盈利，现金流稍有改善对动保产品价格还较为敏感，随着下游盈利进一步加强，Q4跟随猪鸡价格和成本考核有望进一步边际改善，动保景气周期有望在22Q4开始明显恢复。

图：动保企业Q3营收恢复明显



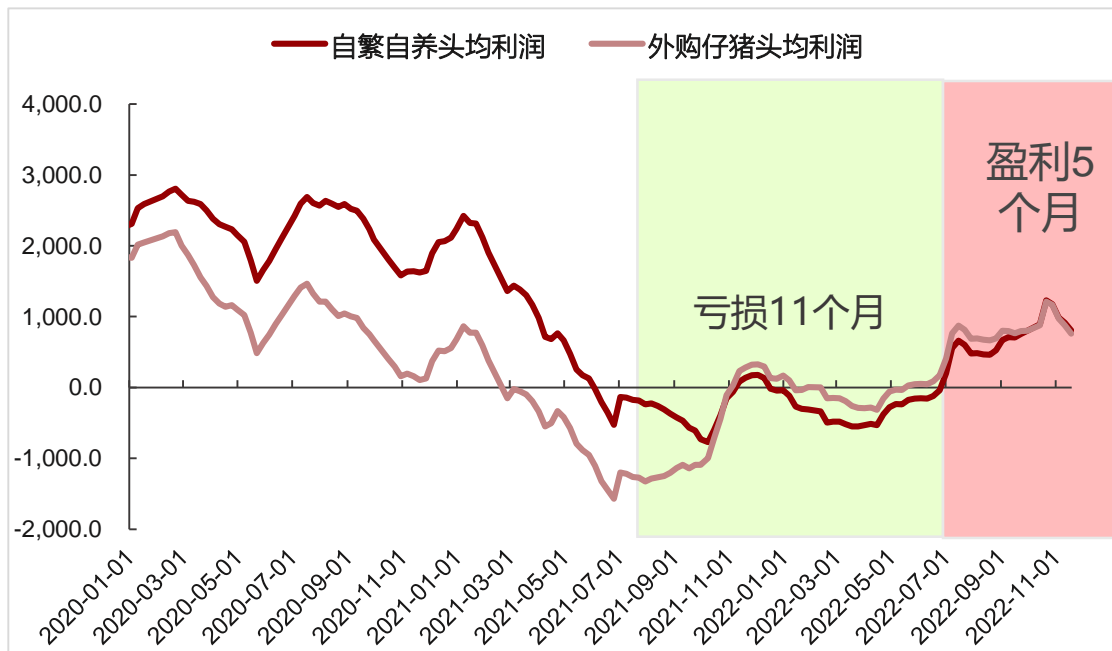
图：动保企业Q3利润仍有下滑



资料来源：wind、浙商证券研究所

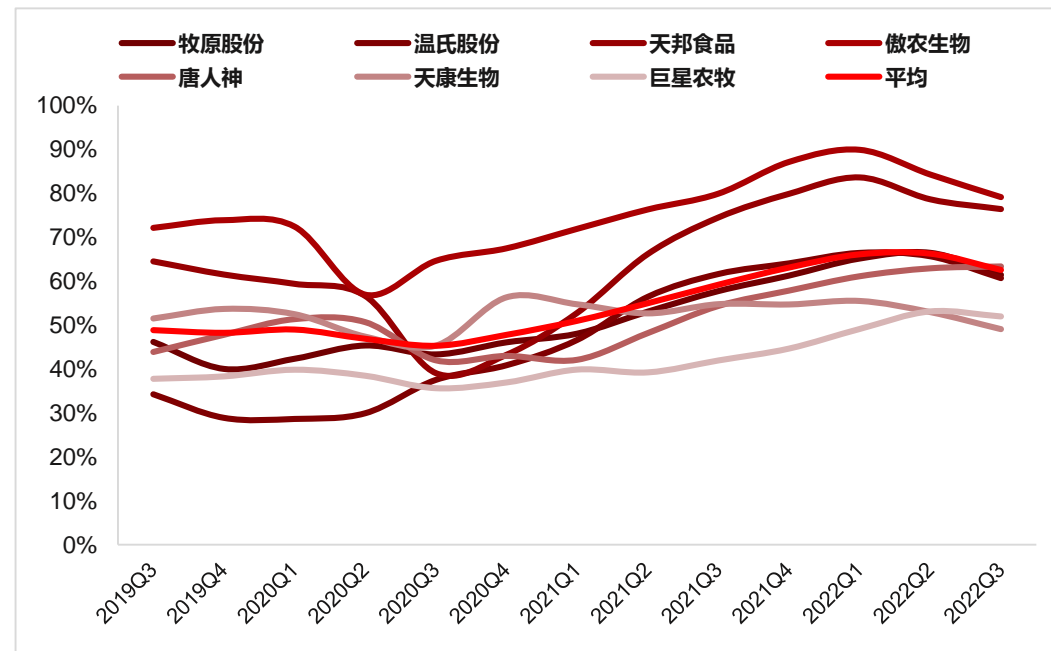
- **此轮生猪盈利周期才起步不久，资产负债表还未完全修复。**从2021年7月份开始生猪养殖产业进入亏损，亏损时间超过11个月，各大养猪企业资产负债率大幅攀升，2022年7月份后开始盈利，22Q3资产负债率略有下降但未回到安全区域，养殖企业对上游动保产品价格敏感仍较高，导致动保产品毛利率修复缓慢。
- **随着养殖持续盈利，动保业绩改善确定性强。**下游养殖企业盈利周期仍将持续，随着盈利增厚，对高端动保产品需求提升，议价动力降低，动保企业业绩改善确定性强。

图：此轮生猪盈利周期才历经5个月

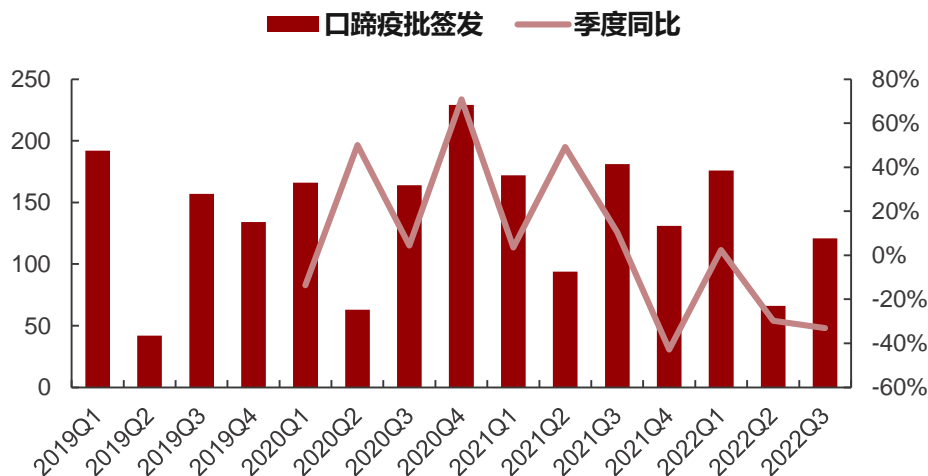


资料来源：wind、浙商证券研究所

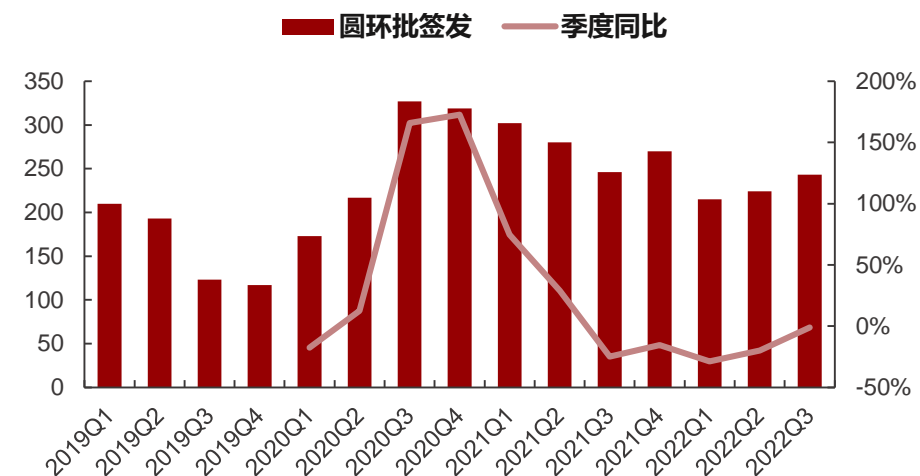
图：猪企资产负债率还未完全修复



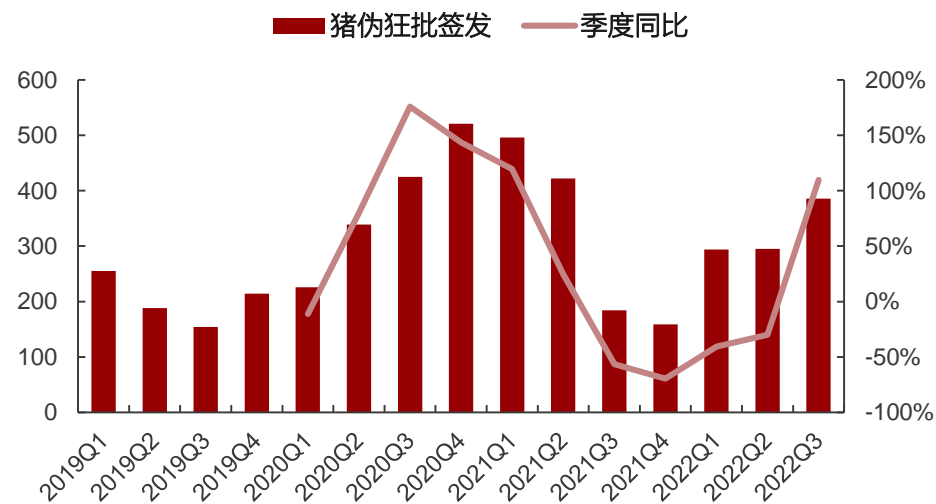
图：口蹄疫疫苗批签发情况



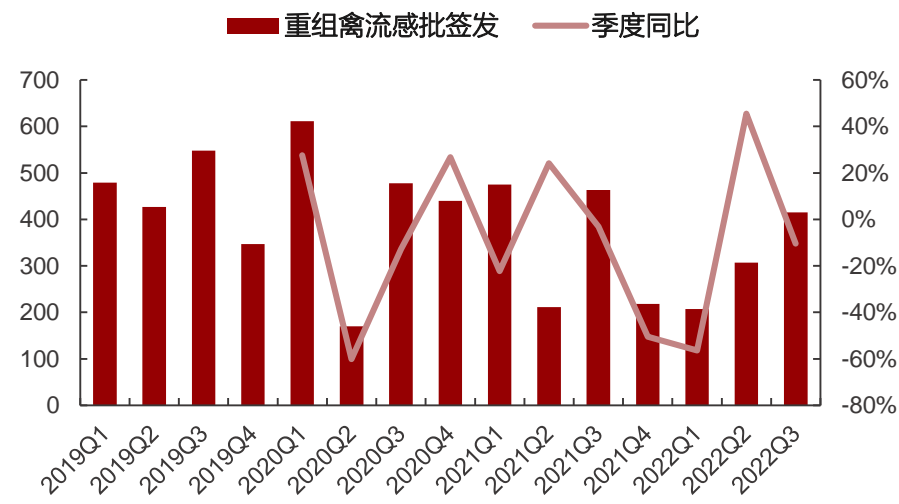
图：圆环疫苗批签发情况



图：伪狂犬疫苗批签发情况



图：重组禽流感疫苗批签发情况



资料来源：国家兽药基础数据库、浙商证券研究所

□ 随着养殖企业对动保产品需求的提升，22Q3疫苗批签发环比明显提高。22Q3口蹄疫、猪圆环、猪伪狂和重组禽流感疫苗的批签发数分别为121、243、386、415，虽同比增长不明显，但环比二季度均有回升，企业生产积极性得到提高。

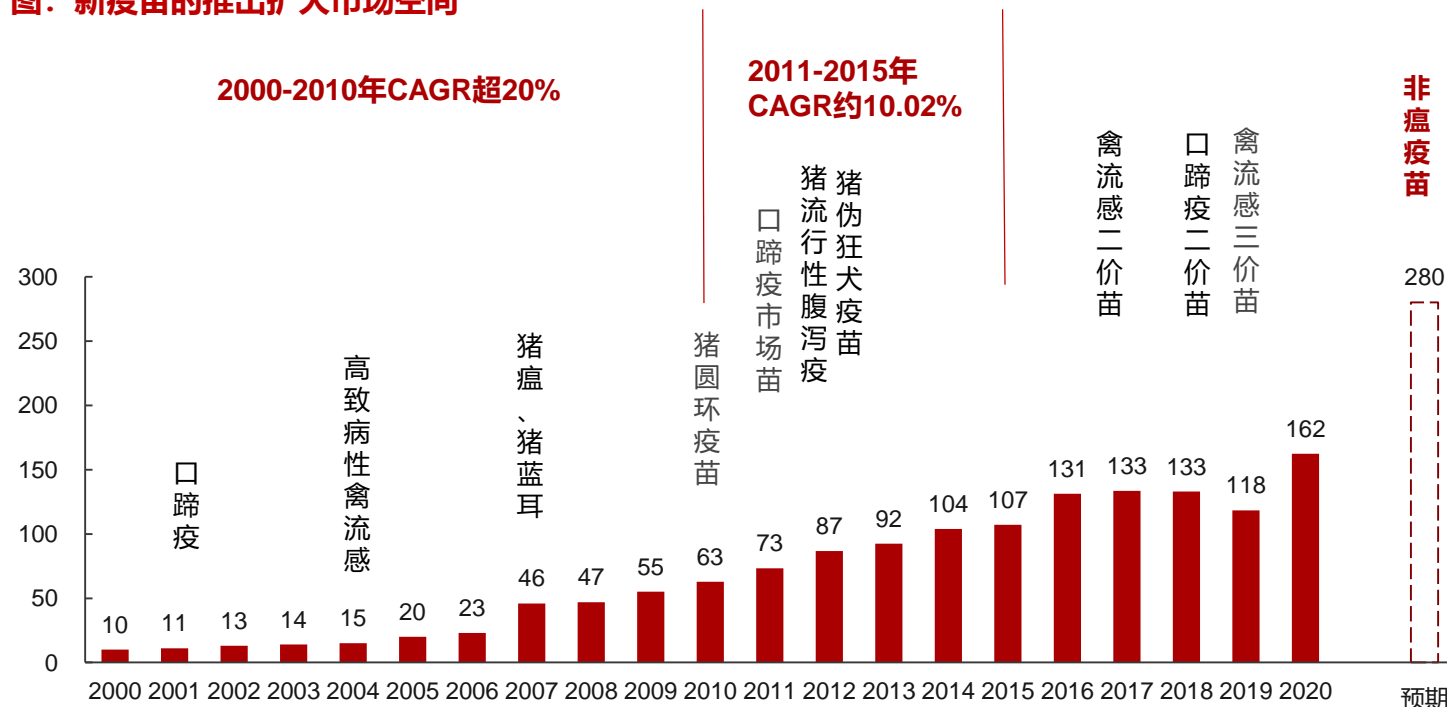
□ **非瘟疫苗研发有实质性进展，商业化落地将大幅扩容市场规模。**非瘟疫苗研发现主要在三个路线在推进：一个是基因缺失苗（哈兽研主导），但因安全性问题目前研发进度基本处于搁置状态；二是亚单位路线（兰研所主导），该路线安全性较好，主要攻克保护率难题，目前已完成实验室研发阶段，准备申报应急评价；三是活载体路线（军事兽医研究所主导）。

□ **非瘟疫苗商业化落地后预计市场空间超百亿。**根据农业农村部信息，假设我国年出栏商品猪6.5亿头，疫苗渗透率80%，母猪和公猪存栏共0.56亿头，疫苗渗透率90%，头均免疫2针，价格参考22年6月份越南非瘟疫苗定价，给予10元/针，经过测算，非瘟疫苗的空间可达114亿，如商业化落地，动物疫苗市场规模将达到280亿元。

表：非瘟疫苗市场空间测算

	数量 (亿头)	免疫次数	产品价格 (元/针)	渗透率	预计市场规模
商品猪年出栏	6.5	2	10	80%	104.00
母猪存栏	0.36	2	10	90%	6.48
后备母猪存栏	0.17	2	10	90%	3.06
公猪存栏	0.03	2	10	90%	0.54
合计					114.08

图：新疫苗的推出扩大市场空间



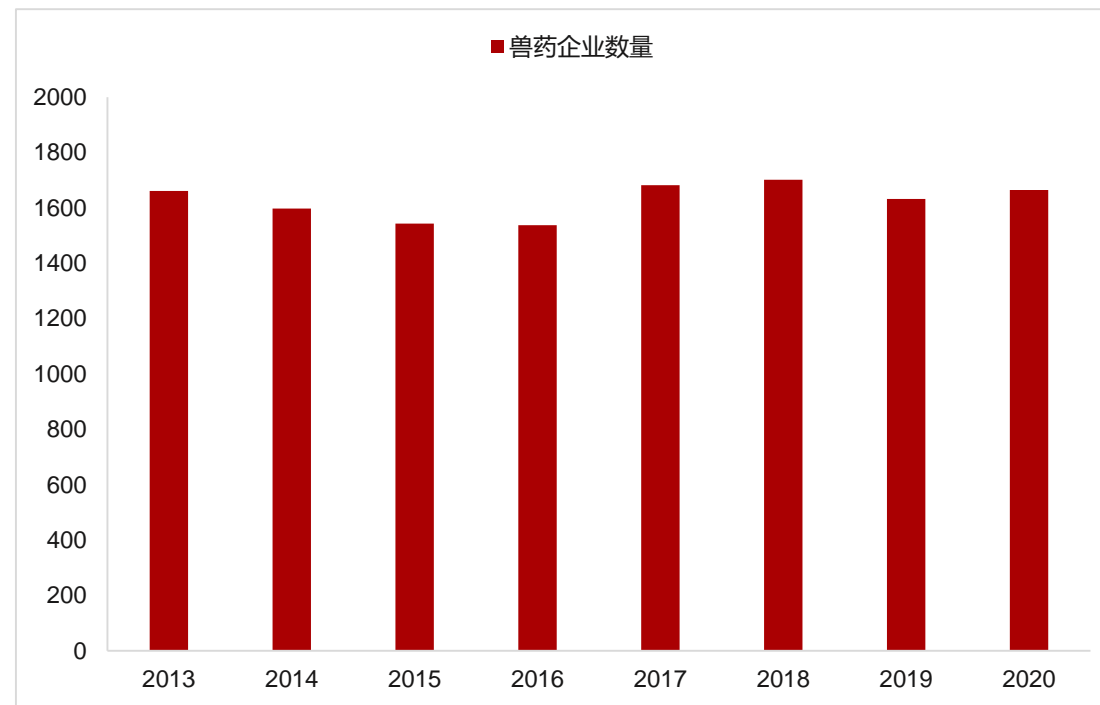
资料来源：中国兽药协会、浙商证券研究所

- **新版GMP提高门槛，通过认证的企业大幅降低。** 兽药新版GMP在生产标准、生产设施以及软件要求等各方面提出跟高要求，对于小微企业将难以达到该门槛，将推出市场。根据兽药协会资料，2020年我国兽药企业为1633家，我们预计新版GMP提高了行业准入门槛，未来将有大批不满足标准的企业被淘汰，行业集中度有望提升。

图：新版GMP标准趋严



图：兽药企业数量（家）



- **研发：龙头企业研发实力强，储备产品丰富。**分类来看动保企业的研发实力比较。一类是背靠高校的企业，如科前生物（华中农业大学）、瑞普生物（旗下华南生物背靠华南农业大学）；一类为拥有或即将拥有P3实验室的生物股份和普莱柯。从各家研发储备来看，生物股份、普莱柯、科前生物、中牧股份和瑞普生物均有丰富的研发产线布局，未来将保证充分的成长性。

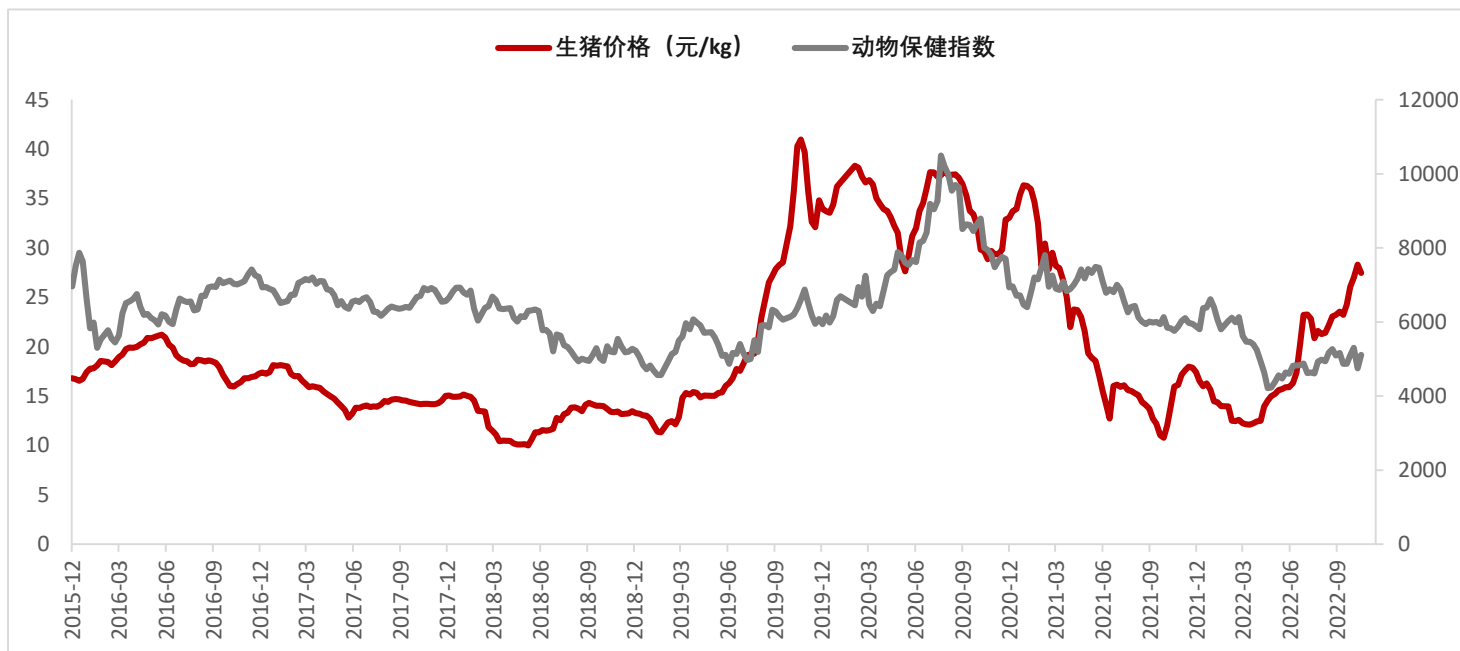
表：动保企业部分储备研发项目

企业名称	研发项目	药（产）品名称	注册分类	适应症或功能主治	研发（注册）所处阶段
生物股份	非洲猪瘟疫苗集成	非洲猪瘟疫苗集成	一类	用于预防非洲猪瘟	实验室研究阶段
	猪圆环、支原体二联基因工程亚单位疫苗	猪圆环2型、猪肺炎支原体二联基因工程亚单位疫苗	三类	用于预防猪圆环疾病和猪支原体肺炎	实验室研究阶段
	猪口蹄疫病毒样颗粒疫苗	猪口蹄疫O型、A型二价病毒样颗粒疫苗	一类	用于预防猪O型、A型口蹄疫	新兽药注册阶段
	猪瘟蛋白亚单位疫苗	猪瘟E2蛋白亚单位疫苗	三类	用于预防猪瘟	新兽药注册阶段
普莱柯	非洲猪瘟亚单位疫苗相关技术与产品探索开发项目	非洲猪瘟亚单位疫苗	/	用于预防猪非洲猪瘟疫病	临床前研究阶段
	重组口蹄疫亚单位疫苗（大肠杆菌源）项目	重组口蹄疫亚单位疫苗（大肠杆菌源）	/	用于预防猪口蹄疫病毒病	临床前研究阶段
科前生物	猪圆环病毒2型、支原体肺炎二联灭活疫苗（Cap蛋白+HN0613株）项目	猪圆环病毒2型、支原体肺炎二联灭活疫苗（Cap蛋白+HN0613株）	/	用于预防猪圆环病毒病、猪支原体病	新兽药注册阶段
	猪传染性胃肠炎、猪流行性腹泻、猪δ冠状病毒三联灭活疫苗（WH-1株+AJ1102株+CHN-HN-2014株）研究	猪传染性胃肠炎、猪流行性腹泻、猪δ冠状病毒三联灭活疫苗（WH-1株+AJ1102株+CHN-HN-2014株）	三类	用于预防猪传染性胃肠炎、猪流行性腹泻、猪δ冠状病毒病	新兽药注册
中牧股份	猪圆环病毒合成肽疫苗的研制	猪圆环病毒合成肽疫苗	一类	用于预防猪圆环病	报告期内获得新药证书
	猪乙型脑炎传代细胞活疫苗的研制	猪乙型脑炎传代细胞活疫苗	三类	用于预防猪乙型脑炎	获得新药证书及生产文号
瑞普生物	泰地罗新注射液	/	/	/	产品文号申报阶段。
	副猪嗜血杆菌三价灭活疫苗（4型H4L1株+5型H5L3株+12型H12L3株）	/	/	/	新兽药产品批准文号申请阶段

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

- 后周期盈利改善确定性强，重视板块β行情。**拟合历史猪价和动保板块指数走势发现，猪价上行时，股价表现略滞后猪价走势，由于养殖景气反应到动保企业业绩改善存在滞后，板块往往是先出业绩、再拉估值，预计22Q4动保企业业绩实现同比转正，板块有望迎来估值修复行情。
- 中长期看成长，新产品与研发储备是关键。**重点关注中牧股份（口蹄疫市场苗快速增长，化药受益禁抗表现亮眼）、普莱柯（研发投入持续加大，优势产品储备丰富）、生物股份（口蹄疫市场苗龙头，新产品支撑长期成长）、瑞普生物（禽流感疫苗优势明显，化药具备成本优势）、科前生物（伪狂犬疫苗龙头，背靠华中农大研发强劲）。

图：动保指数走势与生猪价格强相关



资料来源：wind、浙商证券研究所

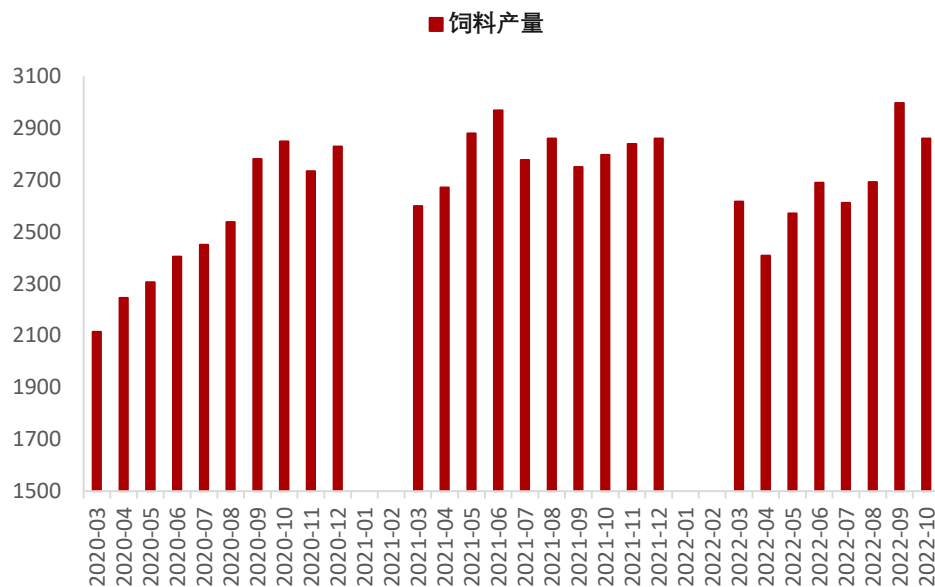
05

饲料

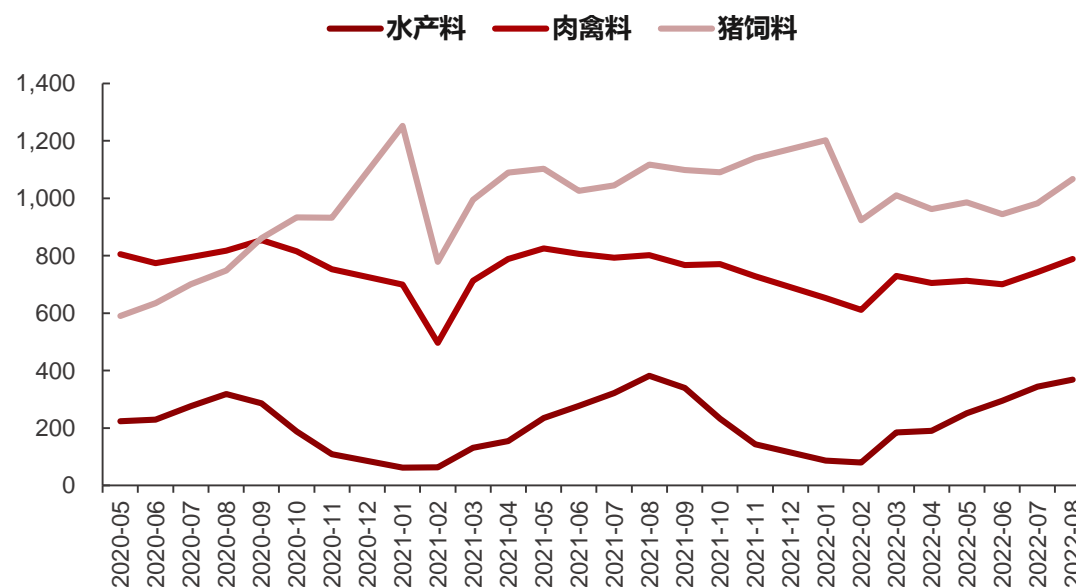
需求回升，盈利改善

- 随着22Q3养殖端盈利修复，饲料产量开始增长。生猪养殖Q3开始盈利，补栏积极性开始提升，对饲料需求开始增加，22年9月和10月饲料产量分别为2997万、2860万吨；分别同增3.1%、0.2%；环比增长7.5%、3.1%；
- 分品类水产、畜禽饲料产量均在增长。根据饲料工业协会8月份数据，水产料、肉禽料和猪料产量分别为369万吨、789万吨和1067万吨，分别环比增长8.5%、6.2%、7.3%。

图：饲料需求在逐步恢复



图：各品类饲料需求均在回升



资料来源：饲料工业协会、浙商证券研究所

□ 畜禽饲料原材料豆粕价格高位回落，成本压力缓解，饲料企业单吨盈利或边际改善。

豆粕高位回落，未来易跌难涨。22Q3豆粕攀升至5500元/吨的高位，随着进口大豆陆续到港，压榨量增加，11月豆粕价格开始高位回落。玉米价格维持高位震荡。22年11月份玉米现货价格涨至3000元/吨，玉米供需偏紧，后续有望维持高位震荡，但持续大幅上涨的可能性不大。

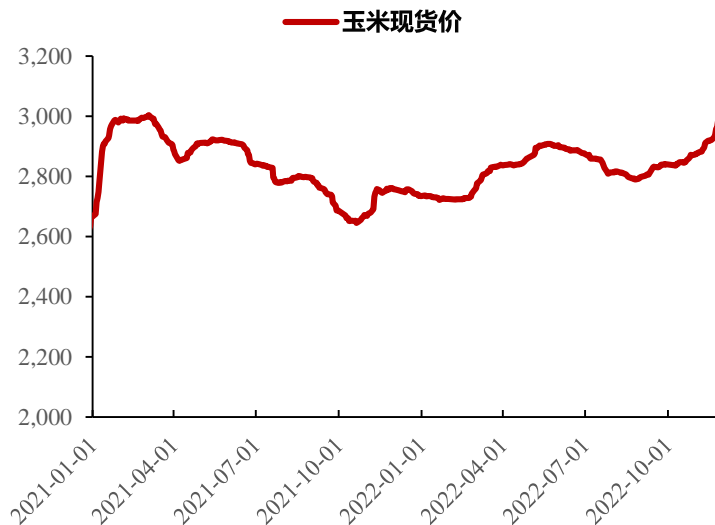
□ 水产料原料鱼粉价格震荡偏强，成本压力仍在：

据博亚和讯统计，截至2022年11月24日，秘鲁普通级蒸汽鱼粉价格12700-13000元/吨，超级蒸汽鱼粉报价在13900-14000元/吨，仍处于相对高位，短期水产料成本仍面临较大压力。

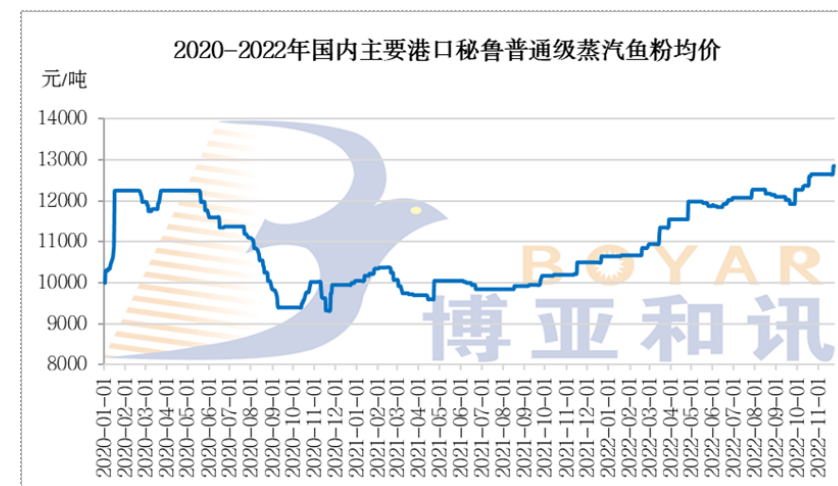
图：豆粕价格高位回落（元/吨）



图：玉米价格仍在冲高（元/吨）



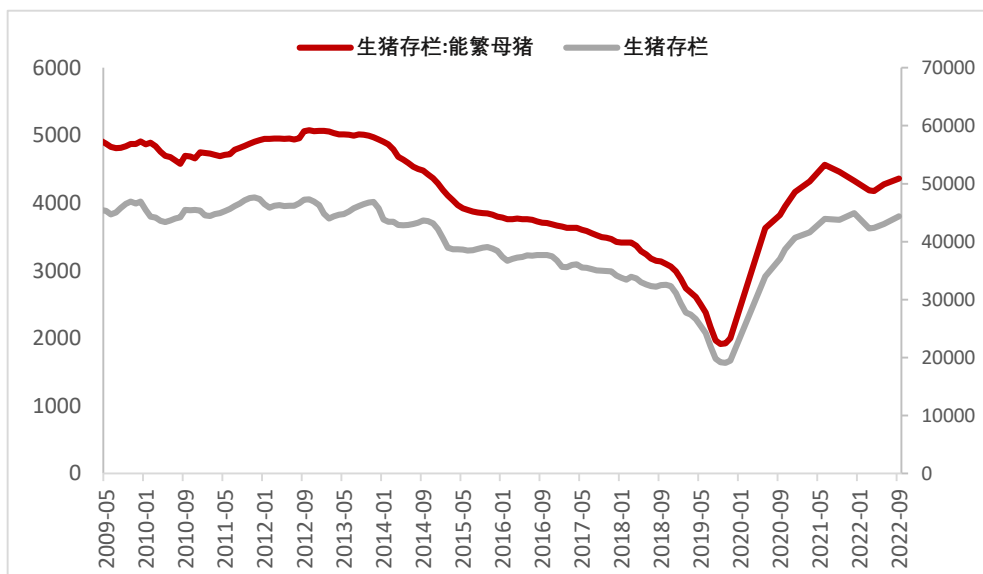
图：鱼粉价格有所回落（美元/吨）



资料来源：wind、博亚和讯、浙商证券研究所

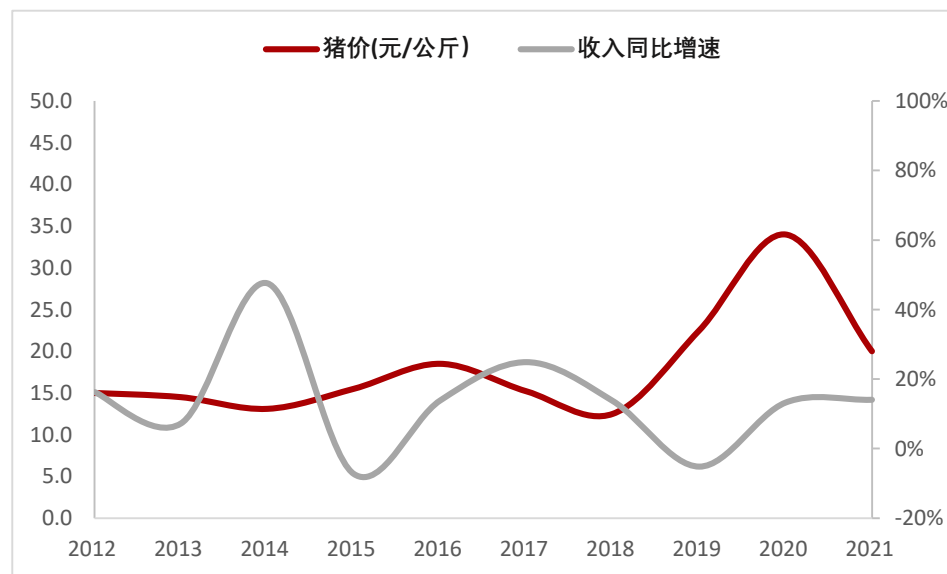
- **饲料企业营收增长滞后猪价一年，具备后周期属性。**通过复盘饲料企业收入节奏发现，其变化会滞后猪价一年左右的时间，背后逻辑主要是高猪价下养殖户补栏能繁母猪，而能繁母猪的增加要在10个月后才兑现为商品猪的出栏。根据农业农村部数据，22年5月开始能繁母猪存栏环比持续回正，我们预计饲料企业营收在明年二季度将有明显改善。

图：能繁母猪存栏开始环比增加（万头）



资料来源：农业农村部、浙商证券研究所

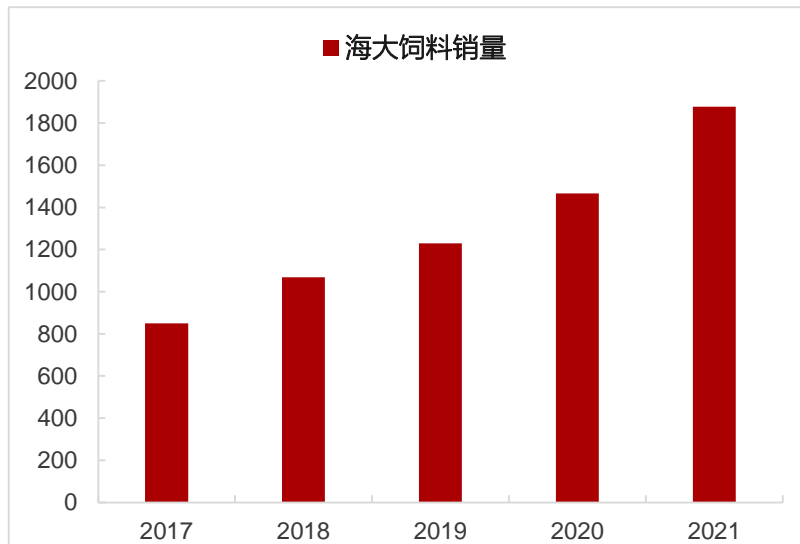
图：饲料收入增速滞后猪价约一年



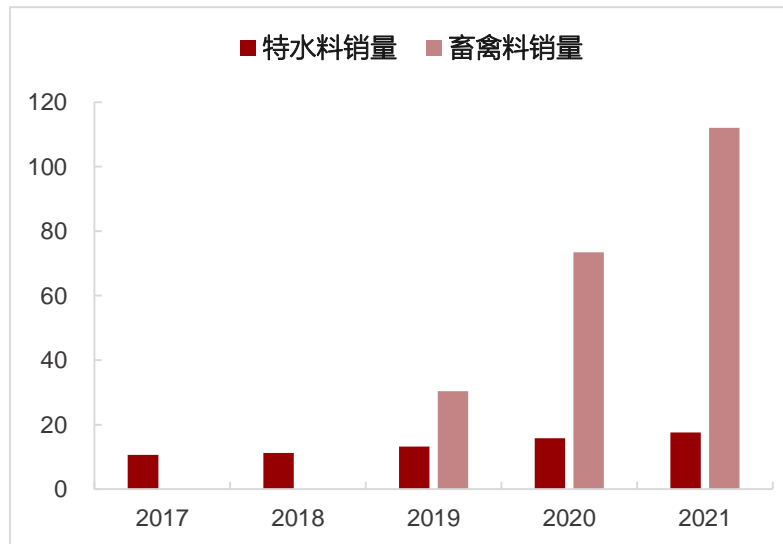
资料来源：Wind、浙商证券研究所；注：收入增速以唐人神为例。

- **海大集团：饲料板块的绝对龙头。**公司定位于养殖服务商，通过一体化提供饲料、种苗及养殖技术服务构建强竞争壁垒，饲料销量增速长期高于同行，市场份额逐渐提升，未来仍将通过自建+并购的方式加快产能增加，继续保持高增长，另外布局生猪养殖业增加利润增长点。
- **天马科技：特水料龙头，布局畜禽料和鳗鱼养殖。**公司深耕特种水产饲料二十年，拳头产品鳗鲡饲料销量多年稳居全球首位，大黄鱼、石斑鱼等多种饲料产品的市场占有率名列前茅。收购华龙集团横向涉足畜禽饲料，根据公告，2021年畜禽料销量达到112万吨，下游延申鳗鱼养殖产业，获得丰厚的盈利增量。
- **禾丰股份：东北区域龙头，最受益生猪后周期。**公司为东北饲料区域龙头，围绕饲料延申肉禽和生猪养殖，打造产业链一体化竞争力。

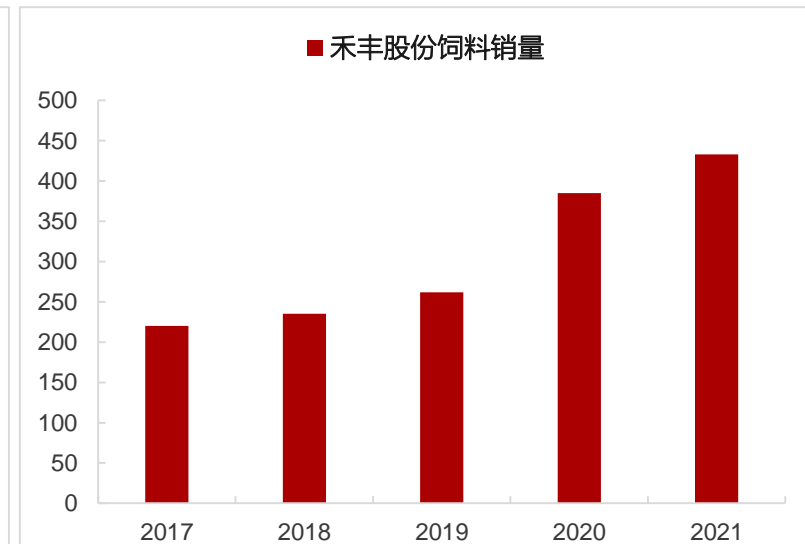
图：海大集团饲料销量（万吨）



图：天马科技饲料销量（万吨）



图：禾丰股份饲料销量（万吨）



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

- 1、政策落地不及预期。**转基因生物育种商业化种植还需经过品种审定的流程，政策推进的快慢影响到性状公司和种子企业的业绩预测。
- 2、动物疫病大规模爆发。**一旦大规模爆发非洲猪瘟、高致病性禽流感类的动物疫病，将导致国内生猪、肉禽养殖产业，乃至上游动保产业蒙受损失。
- 3、农产品价格大幅波动。**农产品价格大幅波动直接影响到养殖企业的营业成本。
- 4、新冠疫情反复。**若新冠疫情持续发生，仍将压制终端旅游和团餐消费恢复。
- 5、自然灾害影响。**农作物种植可能受到拉尼娜、洪水、高温、干旱等自然灾害的影响，影响粮食产量。

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>