证券研究报告

2023年农业风险排雷手册

——年度策略报告姊妹篇

行业评级：看好

2022年12月12日

分析师	孟维肖	研究助理	王琪
邮箱	mengweixiao@stocke.com.cn	邮箱	wangqi@stocke.com.cn
电话	13811259124	电话	18664317752
证书编号	S1230521120002		

引言

浙商证券研究所认为2023资本市场【凝“新”聚力，“大”有可为】。

“新”——制造强国背景下强链补链、能源革命、数字经济等“新”领域将精彩绽放！

“大”——处于价值底的传统“大”蓝筹股有望迎来新生！

作为年度策略的姊妹篇，浙商研究同步推出各个行业“风险排雷手册”，

换位思考年度策略最大的软肋，主动揭示市场误判的风险，前瞻研判行业最大的困难。

特别强调，风险排雷绝不是看空，而是为了更好做多，运用逆向思维强化2023年度策略观点。

目录

CONTENTS

01 年度策略风险排雷

年度策略 | 经营风险 | 政策风险

02 重点个股风险排雷

推荐个股风险排雷 | 热门个股风险排雷

03 风险提示

01

年度策略
风险排雷

年度策略

经营风险

政策风险

1.1 2023年农业投资策略：拥抱周期，掘金成长

□ 拥抱周期：

生猪养殖：景气依旧，优选龙头

白羽肉鸡：供给收缩，产业链底部复苏

动保：养殖后周期拐点已现

饲料：需求回升，盈利改善

□ 投资逻辑：

其一：生猪板块进入业绩兑现阶段，强势的业绩增长即是投资的确定性。

其二：白羽鸡祖代供给收缩明显，产业链底部复苏。

其二：生猪养殖盈利带动上游动保、饲料行业进入景气周期。

□ 选股思路：

生猪：周期右侧重视业绩兑现，优选确定性龙头。

白羽鸡：其一选择上游高弹性标的，鸡苗价格弹性大；其二选择下游产能高速扩张的鸡肉和食品加工企业。

动保：其一选择业绩有望修复但估值偏低的企业；其二选择可能获批非瘟疫苗生产牌照的企业。

饲料：其一选择市占率稳步提升的优质龙头；其二选择饲料单品突出，布局下游产业链的细分龙头。

□ 成立关键假设：

（1）2022年生猪行业实际产能恢复缓慢，对应2023年生猪供给增加有限，2023年猪价中枢在20元/公斤的乐观水平。

（2）白羽鸡海外引种持续受限，替代供给未大范围发生。

□ 成立最大软肋：

（1）2022年生猪产能恢复超预期，导致2023年猪价不及预期。

（2）白羽鸡供给收缩不明显。

1.1 2023年农业投资策略：拥抱周期，掘金成长

□ 掘金成长：

种业：转基因育种箭在弦上，2023年转基因玉米商业化推广有望拉开序幕。

□ 投资逻辑：

粮安天下，种子为基，粮食安全和种业振兴政策带来主题性投资机会。转基因育种落地后性状公司有望实现盈利从0到1的突破，头部种企有望实现业绩和市占率的进一步提升。

□ 选股逻辑：

其一转基因性状研发投入大、耗时长铸就极高竞争壁垒，获得生物安全证书的企业先发优势明显，优选转基因性状储备丰富的公司；
其二转基因植株的表现依赖于品种本身的优劣，传统种企可与性状公司合作享受行业红利，关注传统玉米品种优势明显的种子企业。

□ 成立关键假设

转基因商业化应用的相关政策顺利落地。预期2023年下发品种审定证书和相关的性状收费细则，相关企业拿到转基因品种审定证书和经营许可才能够销售转基因种子。

□ 成立最大软肋：

政策落地不及预期，商业化推广再度推迟。

1.2 生猪经营风险——2023年猪价不及预期

- **发生概率：**低
- **出现节奏：**2023Q3-2023Q4，2022年下半年母猪补栏，大致对应2023年下半年生猪供应增加。
- **判断依据：**猪价走势研判难度大，一般的数据样本不能代表全国真实的供需水平，2021年就曾出现过猪价过快下跌的情况。
- **作用机理：**2023年猪价不及预期——企业盈利承压——股价波动
- **影响程度：**（1）经营端：若2023年下半年猪价不及预期，短期生猪养殖相关企业的业绩将受到影响。

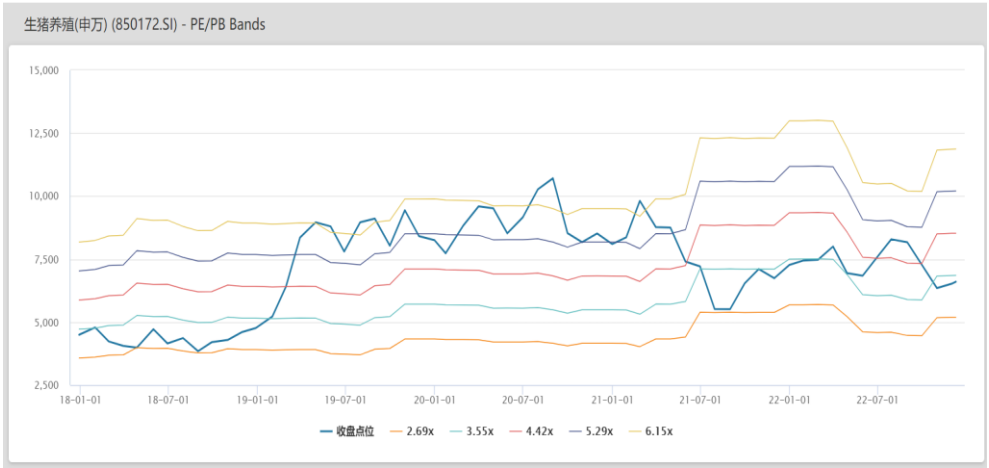
  （2）行情端：若2023年猪价不及预期，参考历史猪周期投资，短期板块可能阶段性回调。
- **跟踪方法：**(1)跟踪22Q4-23Q1二元母猪价格和销量，观察补栏情况，判断2023年下半年生猪供应。（2）跟踪母猪料和输精管销量的环比变化，如果环比明显上升，反应母猪存栏和配种水平提高，对应2023年供给快速恢复，猪价可能不及预期。

图：猪价波动幅度巨大（元/公斤）



资料来源：Wind、浙商证券研究所

图：生猪板块历史估值情况



资料来源：Wind、浙商证券研究所

1.2 白羽鸡经营风险1——供给收缩有限

- **发生概率**：低
- **出现节奏**：2023Q1-2023Q2，父母代价格涨至高位后可能出现国产品种替代、大规模强制换羽等操作来弥补缺口。
- **判断依据**：国内祖代种源已攻克技术难关，且在市场上已经得到一定认可，海外引种持续受阻的情况下可能会被大量使用；此外，2016年初就出现过大规模强制换羽补充鸡苗供应的情况。
- **作用机理**：供给收缩有限——鸡苗价格不及预期——企业业绩承压。
- **影响程度**：如下图，鸡苗价格波动大，若2023Q1-Q2供给收缩不明显，未来鸡苗涨价不及预期，甚至下跌。

（1）经营端：以销售鸡苗为主营业务的企业业绩将阶段性受到冲击；（2）行情端：鸡苗企业股价弹性大，短期可能出现较大波动。

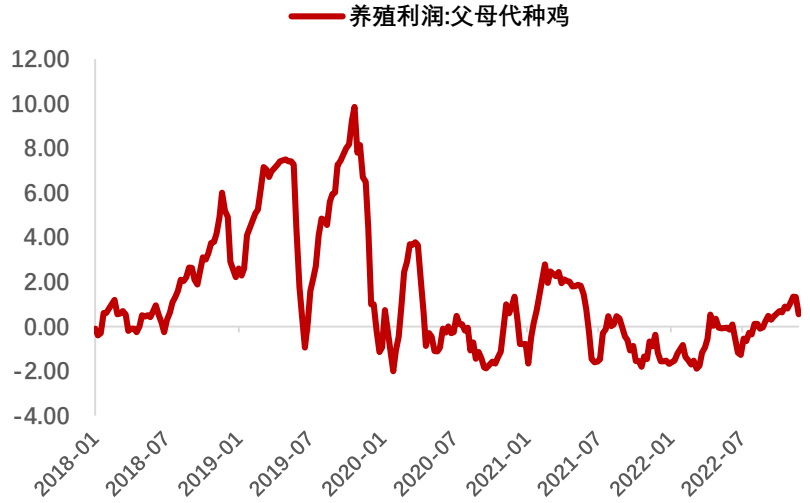
- **跟踪方法**：（1）跟踪海关审批情况、圣农种鸡销量及价格，可获取祖代引种与更新的情况；（2）跟踪禽业协会数据，了解强制换羽的情况；（3）Wind、博亚和讯跟踪鸡苗价格。

图：鸡苗价格波动大(元/羽)



资料来源：Wind、浙商证券研究所

图：鸡苗单只盈利(元/羽)



资料来源：Wind、浙商证券研究所

1.2 白羽鸡经营风险2——需求复苏缓慢

- **发生概率**：低
- **出现节奏**：2023Q1-2023Q2，防疫政策优化初期，消费仍旧较弱。
- **判断依据**：白羽鸡消费场景以工厂、团餐、学校为主，2023年上半年若疫情反复，可能冲击鸡肉消费需求。
- **作用机理**：消费需求低迷——鸡产品价格不及预期——企业业绩承压。
- **影响程度**：如下图，若2023年上半年终端需求复苏缓慢，鸡肉产品价格仍有下跌风险。

（1）经营端：以销售鸡肉产品为主营业务的企业业绩将阶段性受到冲击；（2）行情端：鸡肉企业股价弹性比鸡苗企业小，但短期也有回落风险。

- **跟踪方法**：（1）跟踪疫情边际变化，判断消费的复苏情况。（2）Wind、博亚和讯跟踪鸡产品价格。

图：鸡产品价格（元/公斤）



资料来源：Wind、浙商证券研究所

图：毛鸡屠宰利润（元/羽）

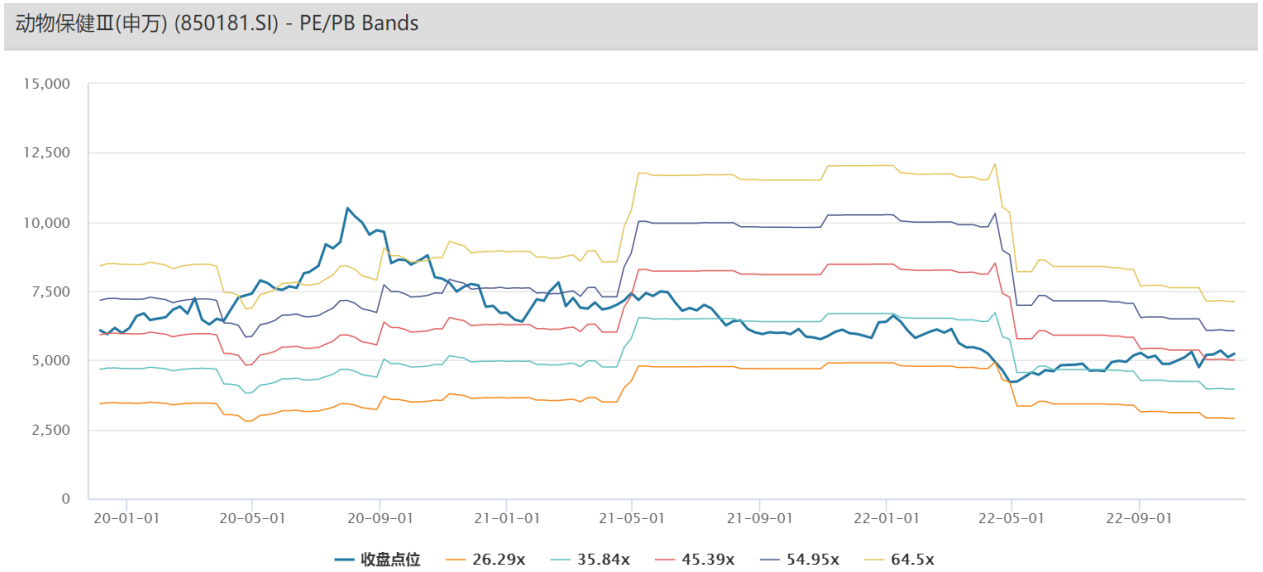


资料来源：Wind、浙商证券研究所

1.2 动保经营风险——下游压价

- **发生概率**：低
- **出现节奏**：2023Q1，该时间段下游猪价可能有所回落，可能出现因成本考核继续向动保企业压价的情况。
- **判断依据**：当下游盈利缩窄时，出于成本控制，养殖企业往往会继续压价，导致整个动保行业盈利改善不及预期。
- **作用机理**：下游压价——动保企业毛利率修复缓慢，同时营销费用投入增加——利润减少——下调估值。
- **影响程度**：（1）经营端：如果下游养殖企业压价，预计2023Q1动保企业毛利率修复面临压力；
  （2）行情端：目前行业估值已经处于历史较低水平，若盈利增速未兑现，短期板块可能小幅回调。
- **跟踪方法**：（1）跟踪国家兽药基础数据库的疫苗批签发数据，反应企业疫苗生产情况。

图：动保板块历史估值情况



资料来源：Wind、浙商证券研究所

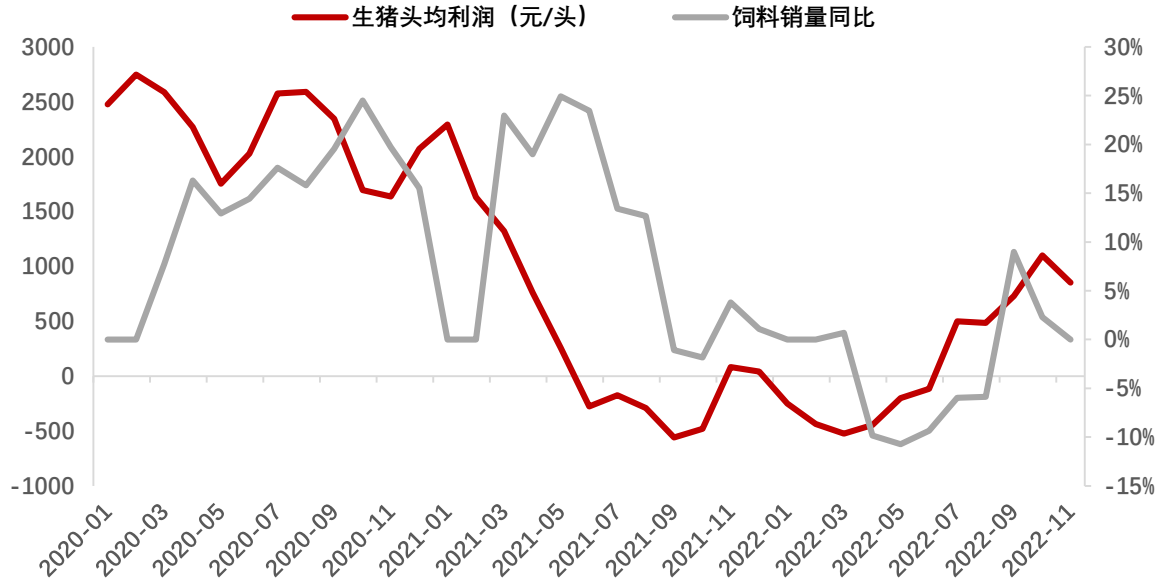
1.2 饲料经营风险1——下游盈利缩窄

- **发生概率：**低
- **出现节奏：**2023Q3-2023Q4，2023年下半年开始猪价可能进入下行通道，饲料需求开始减少。
- **判断依据：**从历史数据来看，下游生猪养殖盈利缩窄时，将减少饲料需求。
- **作用机理：**下游养殖养殖盈利压缩——减少饲料需求——饲料销量降低——饲料利润下滑。
- **影响程度：**饲料行业增速与生猪养殖利润正相关，当养殖利润下滑乃至亏损时，饲料销量增速也会下滑甚至为负。

（1）经营端：若2023年下半年养殖亏损，企业饲料销量可能低于预期，短期收入增长面临压力；（2）行情端：业绩影响估值，短期股价存在回落风险。

- **跟踪方法：**（1）跟踪下游生猪养殖行业的盈利情况；（2）跟踪企业饲料销量和价格。

图：养殖利润与饲料销量增速



资料来源：Wind、浙商证券研究所

1.2 饲料经营风险2——饲料原材料涨价

- **发生概率：**中等
- **出现节奏：**2023年，饲料原料价格受到地缘政治冲突影响，全年都有上行风险。
- **判断依据：**玉米、豆粕是饲料主要原材料，但国内豆粕主要依赖进口大豆压榨提供，容易受到地缘政治冲突、供求关系等影响出现大幅上涨。
- **作用机理：**玉米豆粕涨价——推升成本——饲料利润下滑。
- **影响程度：**根据wind信息，我们假设饲料中玉米添加比例65%、豆粕添加比例15%，对玉米、豆粕价格上涨幅度对成本的影响进行敏感性分析；

（1）经营端：玉米和豆粕价格分别上涨5%/10%/15%时，饲料成本分别上涨4%/8%/12%，饲料企业盈利能力下降；（2）行情端：业绩影响估值，短期股价可能面临回调风险。

- **跟踪方法：**（1）玉米价格：通过Wind，博亚和讯等途径进行跟踪；（2）豆粕价格：持续关注海外大豆到港情况。

图：近几年豆粕价格大幅上涨（元/吨）



资料来源：Wind、浙商证券研究所

表：饲料原材料涨价对饲料成本的敏感性分析

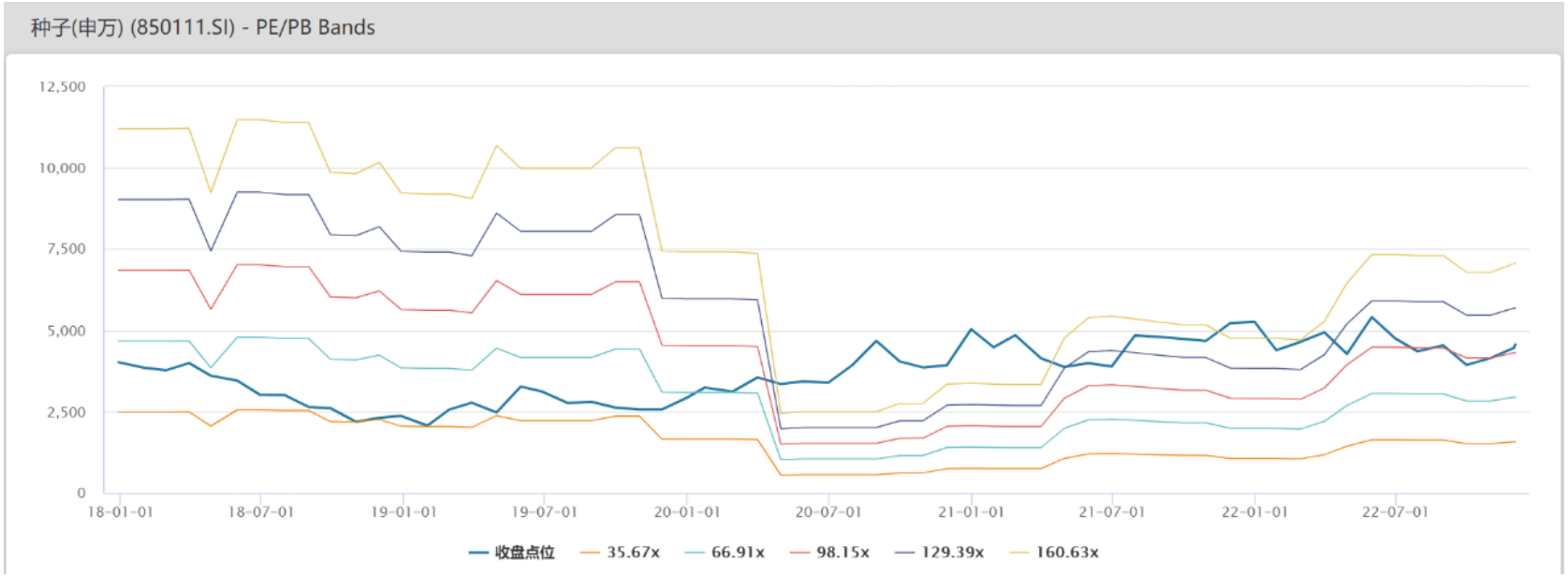
			玉米		
			乐观	中性	悲观
			5%	10%	15%
豆粕	乐观	5%	4.00%	7.25%	10.50%
	中性	10%	4.75%	8.00%	11.25%
	悲观	15%	5.50%	8.75%	12.00%

资料来源：Wind、浙商证券研究所

1.3 种业板块政策风险——政策落地不及预期

- **发生概率：**较低。
- **出现节奏：**2023Q4。
- **判断依据：**国内对于转基因作物商业化推广持谨慎态度，考虑到目前庇护所和相关法律法规问题还不够完善，政策推进可能比较缓慢。
- **作用机理：**政策出台进度不及预期——转基因种子无法销售（性状无法收费）——企业无法兑现业绩增量。
- **影响程度：**（1）经营端：相关公司转基因性状收费/种子销售无法兑现业绩，但对公司原有业务的经营业绩几乎不会产生影响；（2）行情端：目前种子行业估值水平更多反应市场对于转基因落地的预期，如果政策落地不及预期，板块短期可能面临下修估值的风险。
- **跟踪方法：**（1）关注2023年上半年甘肃、新疆等地制种安排；（2）关注农业农村部相关政策出台，例如性状收费细则。

图：种子板块历史估值情况



资料来源：Wind、浙商证券研究所

02

重点个股风险排雷

推荐个股风险排雷

热门个股风险排雷

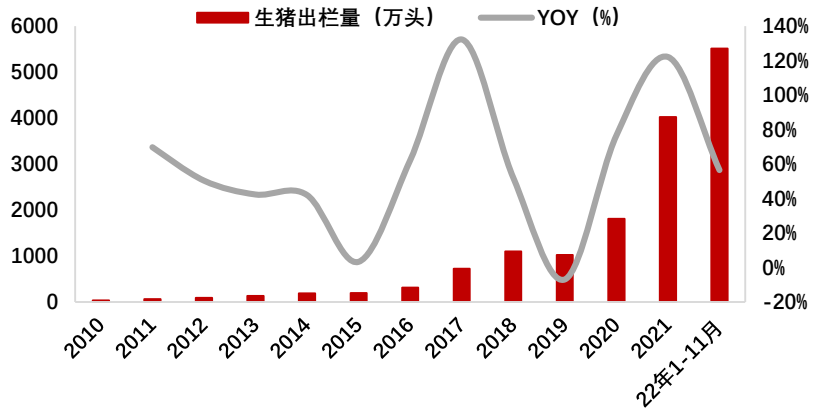
2.1 推荐个股风险排雷——牧原股份、温氏股份

公司	代码	评级	推荐逻辑	风险提示
牧原股份	002714.SZ	买入	成本优势绝对领先的行业龙头	生猪出栏量不及预期； 猪价不及预期。
温氏股份	300498.SZ	买入	出栏增长和成本改善双兑现	

风险因素1：生猪出栏量不及预期

- **发生概率：**极低，历史上公司每一年的出栏目标基本都兑现。
- **判断依据：**生猪出栏量受到能繁母猪存栏、生产指标等多个因素影响，公司也可能因为行情变化调整出栏节奏。
- **作用机理：**生猪利润=（猪价-成本）* 体重 * 出栏量得到，生猪出栏量减少将导致生猪利润下滑。
- **影响程度：**若出栏量不及预期，预计短期内公司生猪养殖收入增速面临压力。
- **监测指标：**（1）观察2022Q3和2023Q1公司能繁母猪存栏变化、生产指标变化，这些产能大致反应2023年生猪出栏。

图：牧原股份生猪出栏量（万头）

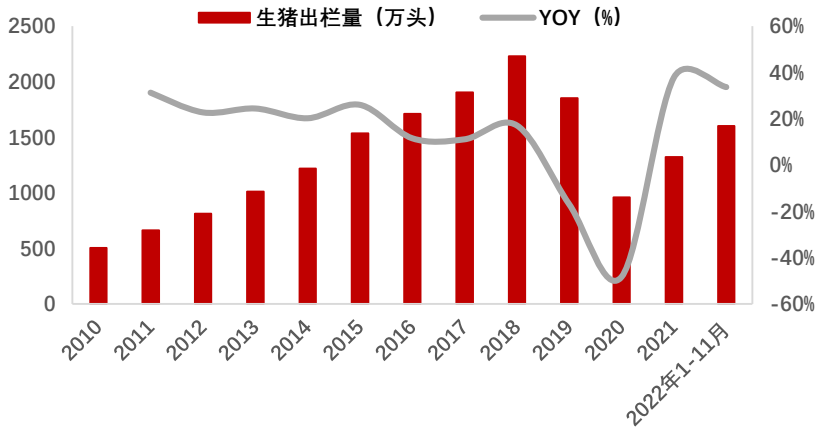


资料来源：公司公告、浙商证券研究所

风险因素2：猪价不及预期

- **发生概率：**低
- **判断依据：**2023年下半年生猪供应增加，猪价可能不及预期，公司商品猪销售均价和行业基本一致。
- **作用机理：**生猪利润=（猪价-成本）* 体重 * 出栏量得到，猪价下跌将导致公司生猪利润下滑。
- **影响程度：**若猪价不及预期，预计公司生猪养殖单位收入面临阶段性折损的风险
- **监测指标：**（1）Wind、博亚和讯跟踪猪价走势。（2）跟踪公司销售月报。

图：温氏股份生猪出栏量（万头）



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

2.1 推荐个股风险排雷——圣农发展

公司	代码	评级	推荐逻辑	风险提示
圣农发展	002299.SZ	买入	屠宰产能大举扩张，转型食品享受估值溢价	疫情扰动消费；食品C端拓展不及预期

- **风险因素1：**疫情扰动消费。
  - **发生概率：**较低
  - **判断依据：**虽然防疫政策在优化放开，但感染人数在不断上升，仍对餐饮消费产生明显冲击，可能影响公司鸡肉销售。
  - **作用机理：**利润=（鸡肉价-屠宰成本）*销量得到，屠宰成本变化不会很大，若疫情扰动消费，鸡肉价格或销量不及预期将导致利润下滑。
  - **影响程度：**若疫情扰动消费，短期预计对公司鸡肉业务业绩造成压力。
  - **监测指标：**（1）跟踪疫情边际变化，判断消费的复苏情况；（2）跟踪公司月度销售报告。
- **风险因素2：**食品C端拓展不及预期。
  - **发生概率：**低
  - **判断依据：**公司食品C端正在开拓新渠道，不排除渠道拓展不及预期的情况。
  - **作用机理：**C端拓展不及预期——食品业务业绩增速放缓。
  - **影响程度：**若C端渠道拓展慢，短期预计公司食品业务的业绩增速面临压力。
  - **监测指标：**跟踪公司月度销售报告。

2.1 推荐个股风险排雷——普莱柯

公司	代码	评级	推荐逻辑	风险提示
普莱柯	603566.SH	买入	后周期业绩有望修复，有望率先受益非瘟疫苗商业化	非瘟疫苗研发进度不及预期

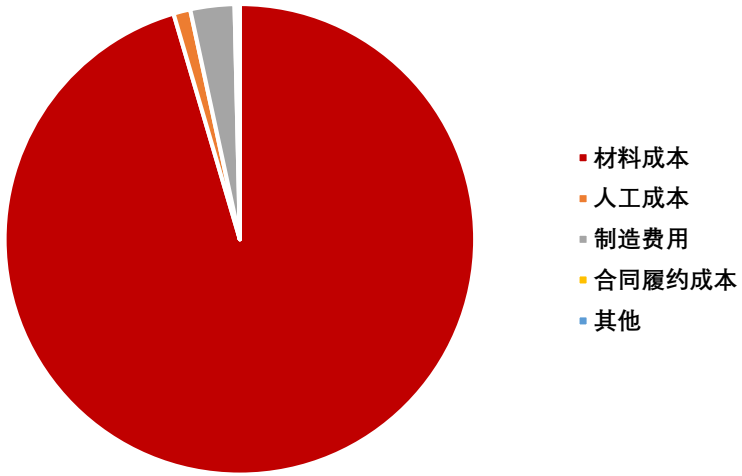
- **风险因素：**非瘟疫苗研发进度不及预期
- **发生概率：**较低
- **出现节奏：**2023Q1-Q2，目前已经完成实验室阶段，预计会在该时间段申报应急评价。
- **判断依据：**非瘟在全球爆发百年至今仍未有合格疫苗产品诞生，其研发难度较大，国内已有基因缺失苗研发路线失败，目前亚单位疫苗研发路线虽已完成实验室阶段，但考虑到疫苗安全性和有效性，要获得应急评价审定仍具备较大不确定性。
- **作用机理：**应急评价未通过——非瘟疫苗商业化应用进度推迟——未来公司无法兑现业绩增量。
- **影响程度：**非瘟疫苗无法兑现业绩，但对公司原有业务的经营业绩不会产生影响。
- **监测指标：**跟踪农业农村部相关文件，留意相关试验数据和审批结果的通知。

2.1 推荐个股风险排雷——海大集团

公司	代码	评级	目标价（元/股）	相较于11月30日涨幅（%）	推荐逻辑	风险提示
海大集团	002311.SZ	买入	74.8	30.06%	饲料绝对龙头，内生外延继续高成长；	原材料价格上涨

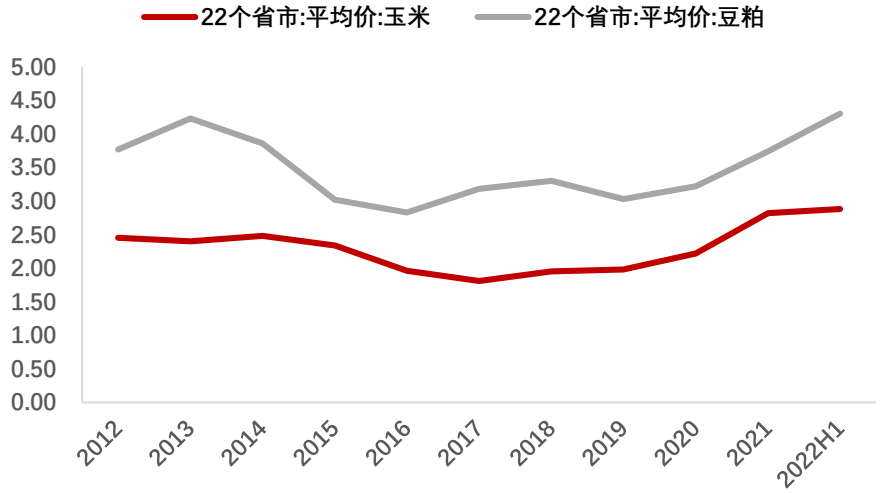
- **风险因素：**饲料原材料超预期涨价，公司毛利率水平压缩。
- **发生概率：**低
- **判断依据：**玉米、豆粕是公司饲料业务主要成本构成，受到地缘政治冲突和供求关系的影响，玉米、豆粕价格有进一步上涨的可能。
- **作用机理：**利润=（销售均价-饲料生产成本）* 销量得到。终端价相对刚性，饲料生产成本上涨将导致利润下滑。
- **影响程度：**若玉米或豆粕价格上涨，公司饲料毛利率面临阶段性下滑的风险。
- **监测指标：**（1）玉米价格：通过Wind，博亚和讯等途径进行跟踪；（2）豆粕价格：持续关注海外大豆到港情况。

图：海大集团饲料成本构成



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图：玉米、豆粕价格走势（元/公斤）



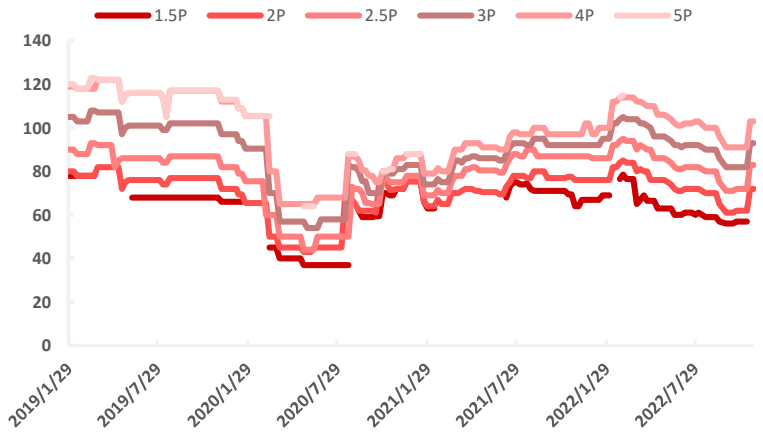
资料来源：Wind、浙商证券研究所

2.1 推荐个股风险排雷——天马科技

公司	代码	评级	推荐逻辑	风险提示
天马科技	603668.SH	买入	特水饲料龙头，鳗鱼养殖打开新增量；	鳗鱼价格下跌

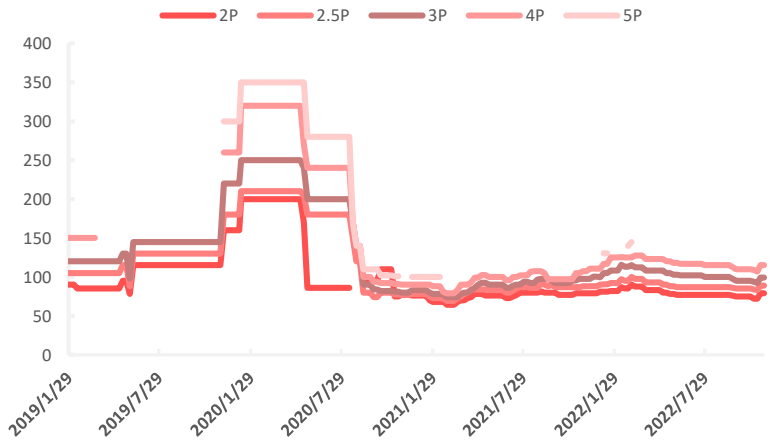
- **风险因素：**鳗鱼价格下跌。
- **发生概率：**低
- **判断依据：**鳗鱼价格主要受供需关系影响，2020年就出现过海外订单减少，导致鳗鱼价格大幅下跌的情况。
- **作用机理：**利润=（销售均价-成本）* 销量得到。公司因为内供鳗鱼饲料，鳗苗供应也相对稳定，因此鳗鱼养殖成本波动不大，但鳗鱼价格下滑将导致鳗鱼利润不及预期。
- **影响程度：**若鳗鱼价格下跌，公司2023年鳗鱼养殖的单位收入面临阶段性折损的风险。
- **监测指标：**（1）通过鳗鱼网持续跟踪鳗鱼价格。

图：美洲鳗鱼价格（元/公斤）



资料来源：鳗鱼网、浙商证券研究所

图：日本鳗鱼价格（元/公斤）



资料来源：鳗鱼网、浙商证券研究所

2.2 热门个股风险排雷——大北农、隆平高科

公司	代码	评级	推荐逻辑	风险提示
大北农	002385.SZ	买入	转基因性状获批最多，先发优势明显	政策落地不及预期
隆平高科	000998.SZ	买入	水稻和玉米种子龙头，参股公司转基因技术储备丰富	

- **风险因素：转基因品种审定和性状收费相关政策出台不及预期**
- **发生概率：**较低
- **判断依据：**国内对于转基因作物商业化推广持谨慎态度，考虑到目前庇护所和相关法律法规问题还不够完善，政策推进可能比较缓慢。
- **作用机理：**政策出台进度不及预期——转基因种子无法销售（性状无法收费）——企业无法兑现业绩增量。
- **影响程度：**公司转基因性状收费和转基因种子销售无法兑现业绩，但对公司原有业务的经营业绩几乎不会产生影响。
- **监测指标：**（1）持续跟踪农业农村部相关政策。

03

风险提示

风险提示

1、畜禽产品价格不及预期。若生猪、鸡苗、鸡肉产品价格不及预期，相关企业业绩可能受到冲击，甚至面临亏损风险。此外，养殖端的盈利情况也影响上游动保、饲料行业的景气度。

2、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；非瘟疫苗应急评价审核也面临政策的不确定性。

3、原材料价格大幅波动。玉米、豆粕等原材料价格大幅波动直接影响到养殖和饲料企业的营业成本。

股票评级与免责声明

股票的投资评级

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1、买入 ： 相对于沪深300指数表现＋20%以上；

2、增持 ： 相对于沪深300指数表现+10%~＋20%；

3、中性 ： 相对于沪深300指数表现－10%~＋10%之间波动；

4、减持 ： 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

行业评级与免责声明

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

行业评级与免责声明

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。

联系方式

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