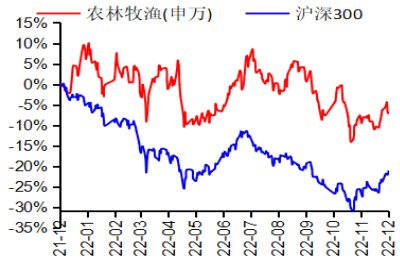
生猪养殖股配置正当时，多个细分板块景气回升

行业评级：增　持

报告日期：　2022-12-12

行业指数与沪深 300 走势比较



分析师：王莺

执业证书号：S0010520070003
电话：18502142884
邮箱：wangying@hazq.com

相关报告

主要观点：

底部估值叠加 2023 猪价超预期，生猪养殖股配置正当时

据农业部能繁母猪存栏量变化推算，2023 年 4 月之前，生猪出栏量将呈现逐月环比下降趋势，猪价有望维持相对高位，但期间会受到二次育肥和压栏扰动。2023 年 5 月之后，猪价下行或慢于预期，主要原因是母猪补栏较理性，根据农业部数据，全国能繁母猪存栏量从底部回升仅 4%左右，2023 年猪价维持高位时间或超预期。在生猪养殖周期底部区域，我们通常选用头均市值作为主要估值方法，目前，上市猪企估值已先于基本面调整到位，二线龙头猪企估值已跌至历史底部区域，一线龙头猪企估值已跌至历史低位。我们认为，在当前估值低谷期，生猪养殖行业配置正当时，i）2023 年主流猪企出栏量将进一步提升，头均市值将进一步回落；ii) 猪价回落速度或慢于预期，2023 年主流猪企或实现利润同比正增长。

白羽鸡产业链价格有望周期性回升，黄羽鸡行业或维持正常盈利

据我们在白羽肉鸡行业系列报告中所得结论：祖代更新量变化与 1 年后父母代鸡苗价格、与 2 年后商品代鸡苗和毛鸡价格有较强的负相关性；父母代鸡苗销量变化与 10 个月后鸡产品价格、与 10 个月后毛鸡价格有较强的负相关性。我们由此推断，父母代鸡苗价格上行周期将于 2023 年 5 月启动，商品代价格上行周期将于 2023 年底启动。白羽肉鸡行业受强制换羽等因素影响，供给弹性较大，我们将持续关注强制换羽和海外引种情况。

2020-2021 年黄羽鸡行业整体亏损，行业持续去产能，2022 年，黄羽肉鸡行业景气度明显回升，商品代毛鸡利润最高达到 4.7 元/公斤，仅次于 2019 年高位。2022 年第 46 周（11.14-11.20），黄羽在产祖代存栏 142.38 万套，处于 2018 年以来同期高位，黄羽在产父母代存栏 1346.3 万套，黄羽父母代鸡苗销量 105.2 万套，均处于 2018 年以来同期底部区域，2023 年黄羽鸡行业有望维持正常盈利。

猪用疫苗景气度明显回升，关注非瘟疫苗进展

2022 年 6 月养殖户逐步进入盈利期，猪用疫苗景气度也开始明显回升。2022 年 11 月，猪用疫苗批签发数同比增速由高到低依次为，猪伪狂犬疫苗 268.2%、猪细小病毒疫苗 263%、腹泻苗 150%、高致病性猪蓝耳疫苗 109%、猪瘟疫苗 83%、猪圆环疫苗 6.2%、口蹄疫苗 0%、猪乙型脑炎疫苗 0%。2022 年 1-11 月猪用疫苗批签发数同比增速由高到低依次为，猪细小病毒疫苗 18%、口蹄疫苗 9.6%、高致病性猪蓝耳疫苗 7.8%、腹泻苗-2.3%、猪伪狂犬疫苗-10.5%、猪圆环疫苗-16.4%、猪瘟疫苗-22%、猪乙型脑炎疫苗-24%。据我们测算，非瘟疫苗若商业化应用，有望催生百亿元大单品市场，猪苗空间将显著扩容，我们将密切跟踪非瘟疫苗进展。

玉米、大豆供需紧平衡，转基因商业化稳步推进

美国农业部 2022 年 12 月供需报告预测：2022/23 年度全球玉米库消比

22.1%，中国玉米库消比 69.9%，均处于 16/17 年度以来最低水平；据我国农业农村部市场预警专家委员会 12 月预测，22/23 年度全国玉米结余量或降至 279 万吨，结余量较 21/22 年度下降 395 万吨，国内玉米价格有望维持高位。美国农业部 2022 年 12 月供需报告预测：22/23 年度全球大豆库消比 18.7%，处于 16/17 年度以来底部区域；由于我国大豆常年进口量巨大，导致国内外大豆价格走势联动性很强，2023 年大豆价格有望维持高位。

2019 年至今，与转基因种子相关的文件陆续推出，我国转基因玉米商业化渐行渐近。截至目前，大北农、隆平高科、先正达均已获得玉米产品安全证书，由于大北农、隆平高科较先正达更早获得安全证书，从合作伙伴数量和规模层面均处于先发优势；先正达是全球农业科技巨头和中国种业国家队，植保业务全球第一、种子业务全球第三，在未来几年有望逐步体现后发优势；登海种业拥有优质玉米种质资源，种质资源好坏对转基因品种好坏至关重要，有望充分受益转基因玉米商业化。我们预计，大北农、隆平高科、登海种业、先正达将在我国转基因种业商业化进程中脱颖而出，继续推荐种业龙头。

宠物赛道持续扩容，国产市场未来可期

2010-2021 年，我国宠物消费市场规模从 140 亿元大幅攀升至 2490 亿元，年复合增长率高达 29.9%，且在疫情期间表现出一定的消费韧性。海外出口方面，受海外客户库存周期调整以及高通胀因素影响，近期宠物食品出口承压。国内市场方面，2022 年“双十一”期间宠物消费维持高景气，天猫平台宠物市场销售额同比增长 30.2%，“猫”经济表现亮眼，国产品牌越来越受到宠物主认可。目前我国养宠渗透率、宠物消费水平均低于世界主要养宠国，随着养宠数量的增加、养宠观念的改变以及电商渠道的不断发展，国产品牌有望崛起，推荐中宠股份、佩蒂股份。

风险提示

疫情；猪价下跌超预期；鸡价反转晚于预期。

推荐公司盈利预测与评级：

公 司	EPS（元）			PE			评级
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	
温氏股份	0.98	1.93	1.26	18.6	9.4	14.4	买入
天康生物	0.47	1.74	2.35	18.4	5.0	3.7	买入
牧原股份	2.79	5.68	4.37	17.5	8.6	11.2	买入
圣农发展	0.43	0.81	1.8	55.9	29.7	13.4	买入
海大集团	1.82	2.61	2.95	32.8	22.9	20.2	买入
回盛生物	0.50	1.57	2.22	44.2	14.1	9.9	买入
科前生物	1.02	1.51	1.63	24.9	16.8	15.6	买入
普莱柯	0.70	0.94	1.23	38.4	28.6	21.8	买入
中宠股份	0.51	0.67	0.85	39.02	29.88	23.46	买入
佩蒂股份	0.75	0.80	1.02	23.97	22.48	17.62	买入

资料来源：wind，华安证券研究所（收盘价 2022 年 12 月 9 日）

正文目录

1 2022 农业指数跑赢大盘，板块配置居中 8

1.1 农业板块跑赢沪深 300 指数 7.92 个百分点 8
1.2 农业板块低于标准配置 0.1 个百分点 9
1.3 子板块分化，渔业表现最优 10

2 底部估值叠加 2023 猪价超预期，猪股配置正当时 11

2.1 猪周期回顾 11
2.2 能繁母猪存栏回升约 4%，补栏相对理性 14
2.2.1 能繁母猪存栏回升约 4% 14
2.2.2 补栏相对理性，倾向于短期收益 16
2.3 生猪疫情处于低位，猪肉进口量回归正常 18
2.3.1 封控对猪价影响有限 18
2.3.2 生猪疫情处于低位 20
2.3.3 猪肉进口量回落至正常水平 20
2.4 种猪补栏保持理性，2023 年猪价有望维持相对高位 21
2.5 上市猪企经营状分化 21
2.5.1 上市猪企出栏大多快速增长 21
2.5.2 上市猪企盈利能力明显分化 22
2.5.3 估值及投资建议 23

3 白羽肉鸡产业链价格有望周期性回升 24

3.1 白羽肉鸡产业链价格有望周期性回升 24
3.1.1 2022 年祖代更新量或降至约 80 万套 24
3.1.2 后备祖代种鸡存栏处 2017 年以来同期低位 26
3.1.3 2022 年 1-10 月父母代销量同比下降 3.7% 26
3.1.4 白羽肉鸡行业生产弹性大 27
3.1.5 商品代价格上行周期或于 2023 年底启动 29
3.2 2023 年黄羽鸡行业有望维持正常盈利 30

4 猪用疫苗景气度明显回升，关注非瘟疫苗进展 32

5 玉米、大豆供需紧平衡，转基因商业化稳步推进 34

5.1 玉米、大豆价格或维持高位 34
5.1.1 2023 年玉米价格或维持相对高位 34
5.1.2 2023 年大豆价格或维持相对高位 36
5.2 2023 年国内小麦供给相对充足 38
5.2.1 全球小麦库消比处 15/16 年以来最低水平 38
5.2.2 小麦拍卖成交量偏低，主产区收购量回升 39
5.2.3 小麦价格有望维持高位 40
5.3 稻谷供过于求格局不改，价格或低位震荡 40
5.3.1 全球大米供给相对充足 40
5.3.2 稻谷市场供过于求，拍卖成交量常年偏低 41

5.3.3 稻谷玉米比价历史最低，稻谷价格或维持低位 42
5.4 转基因商业化渐行渐近 43
6 宠物赛道持续扩容，国产市场未来可期 45
6.1 国内宠物市场增长强劲，“它”经济繁荣发展 45
6.2 宠物食品市场长坡厚雪，电商助力国产品牌崛起 47
6.2.1 中宠股份：海外市场稳扎稳打，持续发力自主品牌 49
6.2.2 佩蒂股份：海内外全面布局，国内战略成效显著 50
6.3 宠物用品市场稳步发展，细分品类优势企业涌现 50
6.3.1 源飞宠物：深度合作优质客户，打造时尚宠物用品 52
6.3.2 天元宠物：全品类综合性宠物用品供应商 53
风险提示： 53

图表目录

图表 1 2022 年初至今农业板块与沪深 300 和中小板综走势比较 8
图表 2 2022 年初至今各行业涨跌幅比较（按申万 2021 版分类） 8
图表 3 农业行业配置比例对照图 9
图表 4 农业 PE 和 PB 走势图（2010 年至今，周） 9
图表 5 农业子板块 PE 走势图（2010 年至今，周） 9
图表 6 农业子板块 PB 走势图（2010 年至今，周） 10
图表 7 畜禽养殖 PE、PB 走势图（2010 年至今，周） 10
图表 8 农业股相对中小板估值（2010 年至今，周） 10
图表 9 农业股相对沪深 300 估值（2010 年至今，周） 10
图表 10 2022 年初以来农业子板块涨跌幅对照图 11
图表 11 1995-2022 年我国活猪、仔猪价格走势图，元/公斤 12
图表 12 中国生猪价格波动周期列表 12
图表 13 全国猪粮比价走势图 13
图表 14 猪粮比对应时间列表 13
图表 15 全国能繁母猪存栏量走势图 14
图表 16 主要上市猪企种猪存栏对照表，万头 14
图表 17 猪细小病毒疫苗、猪乙型脑炎疫苗介绍 15
图表 18 2015-2022 年猪细小病毒疫苗批签发数据 16
图表 19 2015-2022 年猪乙型脑炎疫苗批签发数据 16
图表 20 2022 年猪细小病毒疫苗月度批签发数据 16
图表 21 2022 年猪乙型脑炎疫苗月度批签发数据 16
图表 22 二元母猪价格与生猪均价对照图，元/公斤 17
图表 23 二元母猪价格与自繁自养盈利对照图 17
图表 24 仔猪价格与生猪均价对照图，元/公斤 17
图表 25 仔猪价格与外购均价对照图 17
图表 26 16 省份宰后均重走势图，公斤 18
图表 27 涌益咨询育肥猪出栏均重走势图，公斤 18
图表 28 大北农、天康的育肥猪出栏均重走势图，公斤 18
图表 29 温氏、金新农育肥猪出栏均重走势图，公斤 18
图表 30 2020 年全国生猪价格走势图 19
图表 31 2020 年湖北相对全国生猪溢价走势图 19
图表 32 2020 年生猪净出口省份价格走势图 19
图表 33 2020 年生猪净进口省份价格走势图 19
图表 34 全国新冠肺炎确诊病例当日新增数 19
图表 35 全国本土确诊、无症状新冠肺炎，当日新增 19
图表 36 出栏体重 90 公斤以内生猪占比 20
图表 37 猪肉产品进口量及同比增速 20
图表 38 2019-2022 年猪肉及猪杂碎月度进口量，万吨 20
图表 39 猪肉产品进口占猪肉产量比重 21
图表 40 进口猪肉价格走势图，美元/吨 21
图表 41 主要上市猪企销量及同比增速，万头 21

图表 42 主要上市猪企季度净利润及头均净利对照表，万头、亿元、元/头 22
图表 43 主要上市猪企 ROE 对照表 23
图表 44 主要上市猪企历史头均市值对照表 24
图表 45 白羽祖代肉种鸡引种及更新走势图 25
图表 46 白羽祖代肉种鸡月度引种量对照图 25
图表 47 后备祖代种鸡存栏量走势图，万套 26
图表 48 在产祖代种鸡存栏量走势图，万套 26
图表 49 后备父母代种鸡存栏量走势图，万套 26
图表 50 在产父母代种鸡存栏量走势图，万套 26
图表 51 2009-2022 年父母代种鸡苗年销量对照图，万套 27
图表 52 父母代种鸡苗月均销量对照图（月），万套 27
图表 53 父母代种鸡苗周销量对照图（周），万套 27
图表 54 种鸡生产弹性示意图 28
图表 55 全国祖代白羽肉种鸡换羽增量时间表 29
图表 56 全国祖代白羽肉种鸡换羽减量时间表 29
图表 57 全国祖代白羽肉种鸡强制换羽数量及增速 29
图表 58 祖代强制换羽量与祖代更新量关系，万套 29
图表 59 全国父母代鸡苗均价走势图，元/套 30
图表 60 全国部分商品代鸡苗销售价格，元/羽 30
图表 61 白羽毛鸡价格走势图，元/公斤 30
图表 62 白羽鸡产品价格走势图，元/公斤 30
图表 63 全国在产祖代黄羽肉种鸡平均存栏 31
图表 64 全国在产父母代黄羽肉种鸡平均存栏 31
图表 65 2011-2021 年黄羽肉毛鸡单只平均盈利，元 31
图表 66 2022 年全国部分黄羽肉毛鸡销售利润，元/公斤 31
图表 67 全国部分黄羽肉毛鸡历史利润对照图，元/公斤 31
图表 68 全国父母代黄羽肉雏鸡销量，万套 31
图表 69 监测企业在产祖代黄羽肉种鸡周度存栏图，万套 32
图表 70 全国在产父母代黄羽肉种鸡周度存栏图，万套 32
图表 71 黄羽鸡（快大鸡、中速鸡）价格走势图，元/斤 32
图表 72 黄羽肉鸡（土鸡、乌骨鸡）价格走势图，元/斤 32
图表 73 2017-2021 年主要猪用疫苗批签发对照图 33
图表 74 2022 年 1-11 月主要猪用疫苗批签发同比增速 33
图表 75 2022 年主要猪用疫苗批签发数据及同比增速对照表 33
图表 76 生猪养殖头均防疫费用（元） 34
图表 77 猪用疫苗市场空间 34
图表 78 非瘟疫苗潜在市场空间测算 34
图表 79 全球玉米供需平衡表 35
图表 80 全球玉米库消比走势图 35
图表 81 中国玉米供需平衡表 35
图表 82 中国玉米供需平衡表（2022 年 12 月），万吨 36
图表 83 全球大豆供需平衡表 36
图表 84 全球大豆库消比及价格 37
图表 85 中国大豆供需平衡表 37

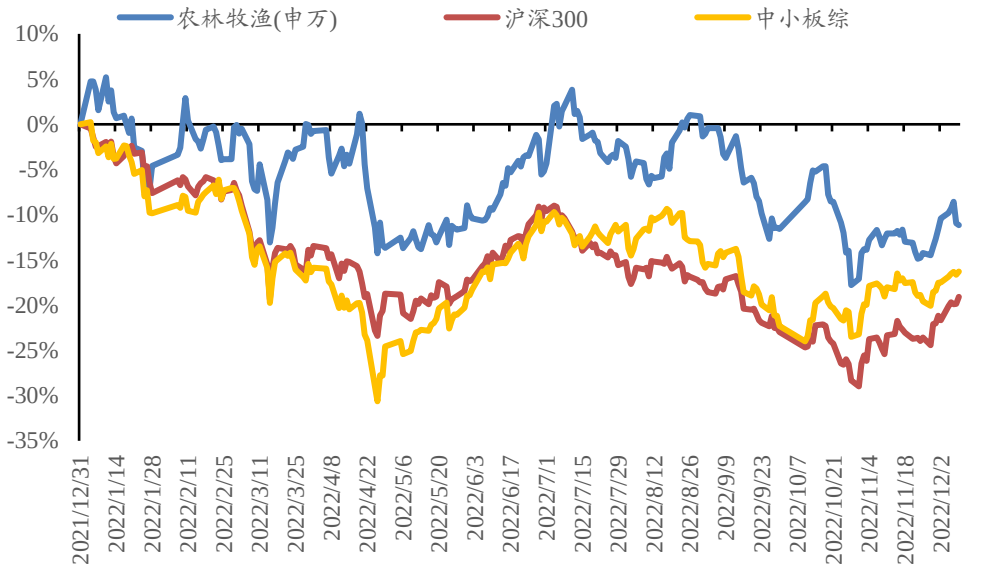
图表 86 中国大豆供需平衡表（2022 年 12 月），万吨.....37
图表 87 全球小麦供需平衡表.....38
图表 88 全球小麦库消比走势图.....39
图表 89 中国小麦供需平衡表.....39
图表 90 小麦临储拍卖成交量，万吨.....40
图表 91 全国主产区小麦收购量，万吨.....40
图表 92 小麦、玉米比价走势图.....40
图表 93 全球大米供需平衡表.....41
图表 94 全球大米库消比走势图.....41
图表 95 中国大米供需平衡表.....42
图表 96 稻谷拍卖成交量，万吨.....42
图表 97 主产区稻谷收购量对照图，万吨.....42
图表 98 稻谷价格走势图.....43
图表 99 稻谷、玉米比价走势图.....43
图表 100 2020-2022 年中国种业主要事件及文件列表.....44
图表 101 2008-2022 年全球宠物市场规模及增速.....45
图表 102 2010-2021 年中国宠物市场规模及增速.....45
图表 103 2008-2022 年全球宠物食品市场规模及增速.....46
图表 104 2008-2022 年全球宠物用品市场规模及增速.....46
图表 105 宠物产业链分布.....46
图表 106 2021-2022 年天猫双十一宠物销售额及增速.....47
图表 107 2020-22 年天猫双十一全价猫主粮销售额及增速.....47
图表 108 2021-2022 零售包装宠物食品出口数量及增速.....47
图表 109 2021-2022 零售包装宠物食品出口金额及增速.....47
图表 110 2008-2022 年中国宠物食品市场规模及增速.....48
图表 111 年中国宠物食品市场品牌 CR10，%.....48
图表 112 2019-2021 年中国宠物食品消费占比.....48
图表 113 2019-2021 年中国宠物食品细分消费占比.....48
图表 114 2022 年国内宠物食品消费渠道结构.....49
图表 115 2019-2021 年中国宠物食品消费渠道占比变化.....49
图表 116 2022 年双十一期间天猫平台犬猫主粮销售排名.....49
图表 117 2008-2022 年中国宠物用品市场规模及增速.....51
图表 118 中国宠物用品行业品牌 CR10.....51
图表 119 2021 年宠物犬用品渗透率情况.....51
图表 120 不同城市线宠物犬用品渗透率 TOP5.....51
图表 121 2021 年宠物猫用品渗透率情况.....52
图表 122 不同城市线宠物猫用品渗透率 TOP5.....52

1 2022 农业指数跑赢大盘，板块配置居中

1.1 农业板块跑赢沪深 300 指数 7.92 个百分点

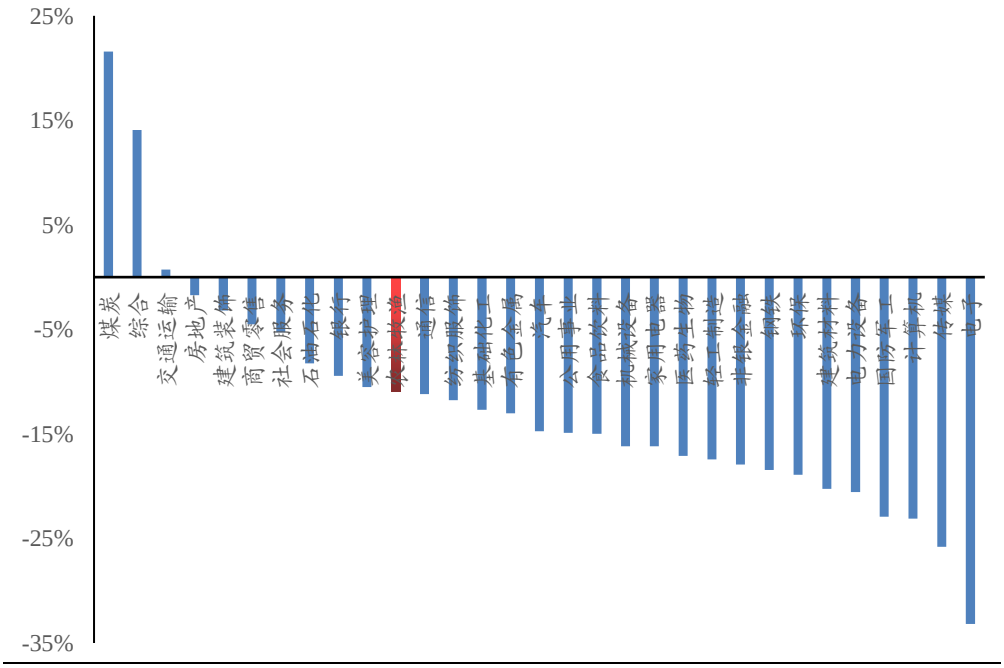
2022 年初至 12 月 9 日，农林牧渔（申万）指数下跌 11.15%，沪深 300 指数下跌 19.07%，中小板综指数下跌 16.28%，农业板块跑赢沪深 300 指数 7.92 个百分点，跑赢中小板 5.13 个百分点；农林牧渔在申万 31 个子行业中排名第 11 位。

图表 1 2022 年初至今农业板块与沪深 300 和中小板综走势比较



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 2 2022 年初至今各行业涨跌幅比较（按申万 2021 版分类）

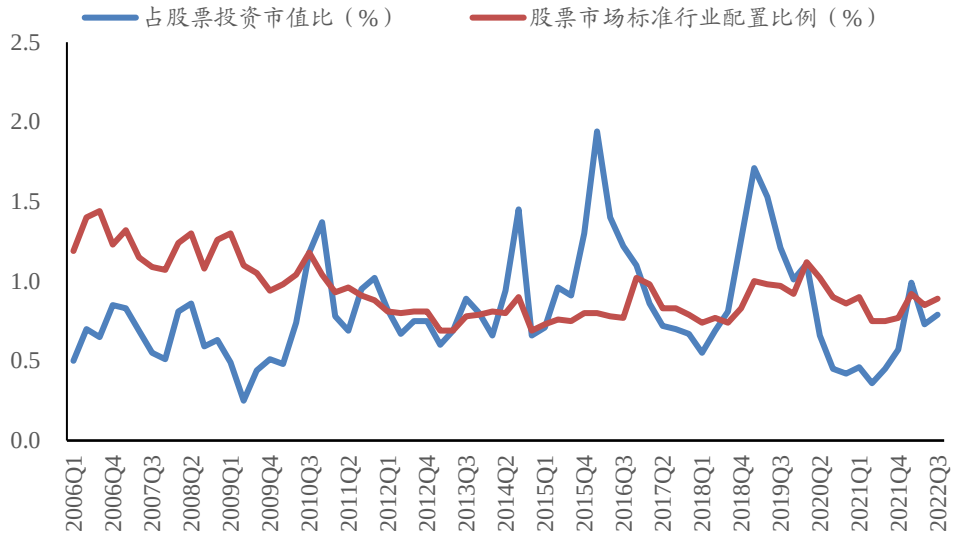


资料来源：wind，华安证券研究所

1.2 农业板块低于标准配置 0.1 个百分点

2022 年三季末，农业行业占股票投资市值比重 0.79%，环比增加 0.06 个百分点，同比增加 0.34 个百分点，低于标准配置 0.1 个百分点，基本处于历史平均水平。

图表 3 农业行业配置比例对照图



资料来源：wind，华安证券研究所

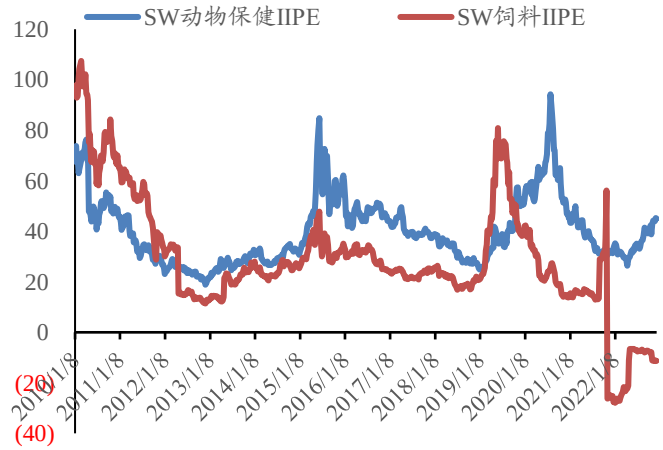
2022 年 12 月 9 日，农业板块绝对 PE 和绝对 PB 分别为-79.55 倍和 3.15 倍，2010 年至今，农业板块绝对 PE 和绝对 PB 的历史均值分别为 71.92 和 3.77 倍；农业板块相对中小板 PE 和 PB 分别为-1.84 倍和 1.19 倍，历史均值分别为 1.82 倍和 1.07 倍；农业板块相对沪深 300 PE 和 PB 分别为-6.84 和 2.53 倍，历史均值分别为 5.77 倍和 2.38 倍。

图表 4 农业 PE 和 PB 走势图（2010 年至今，周）



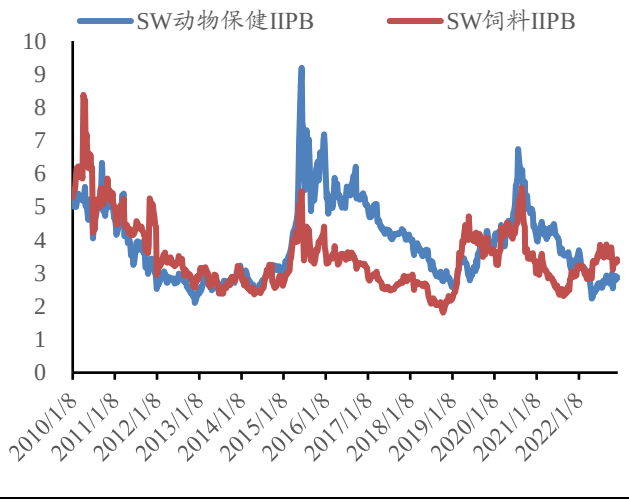
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 5 农业子板块 PE 走势图（2010 年至今，周）



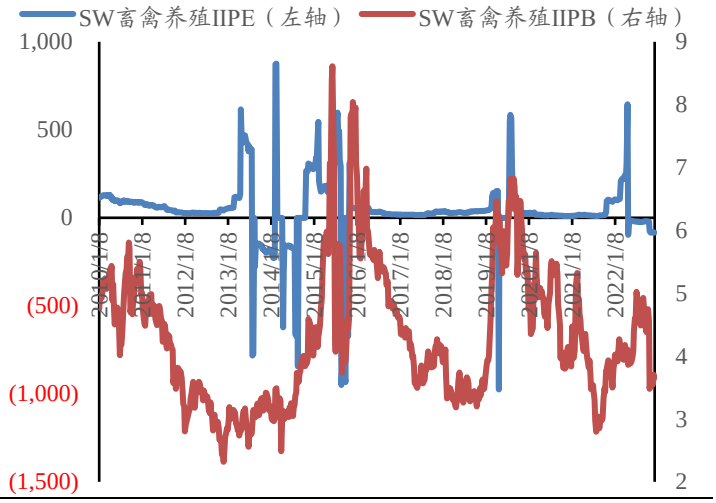
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 6 农业子板块 PB 走势图（2010 年至今，周）



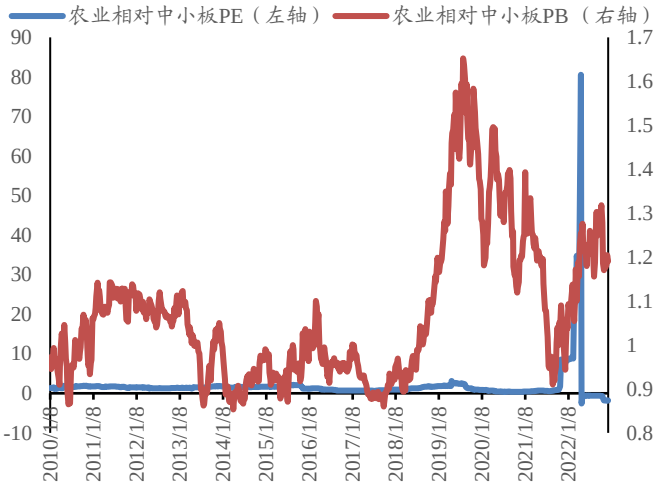
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 7 畜禽养殖 PE、PB 走势图（2010 年至今，周）



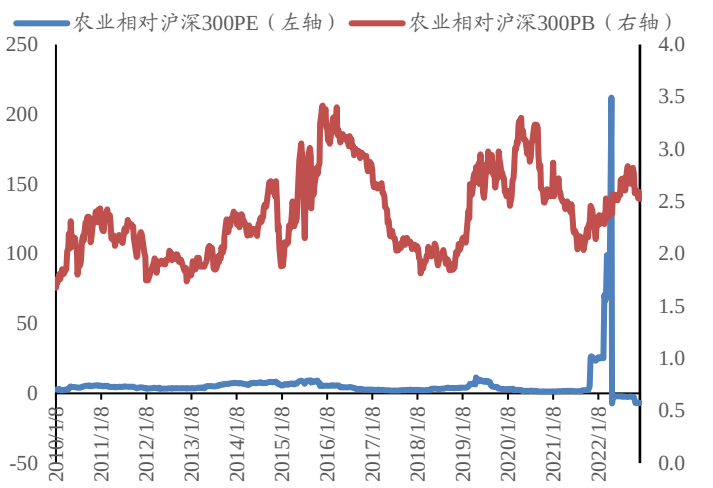
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 8 农业股相对中小板估值（2010 年至今，周）



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 9 农业股相对沪深 300 估值（2010 年至今，周）

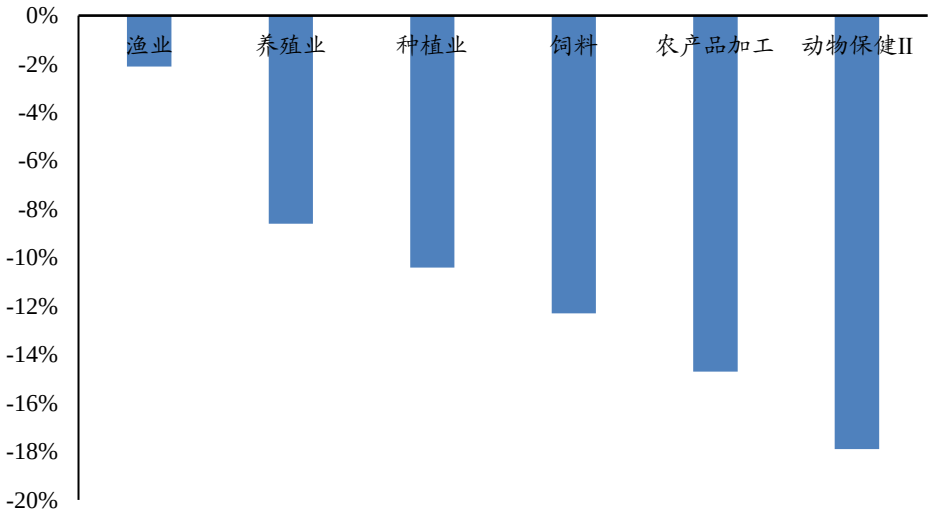


资料来源：wind，华安证券研究所

1.3 子板块分化，渔业表现最优

2022 年初至 12 月 9 日，农业各子板块涨幅从高到低为渔业（-2.1%）、养殖业（-8.6%）、种植业（-10.4%）、饲料（-12.3%）、农产品加工（-14.7%）、动物保健（-17.9%）。

图表 10 2022 年初以来农业子板块涨跌幅对照图



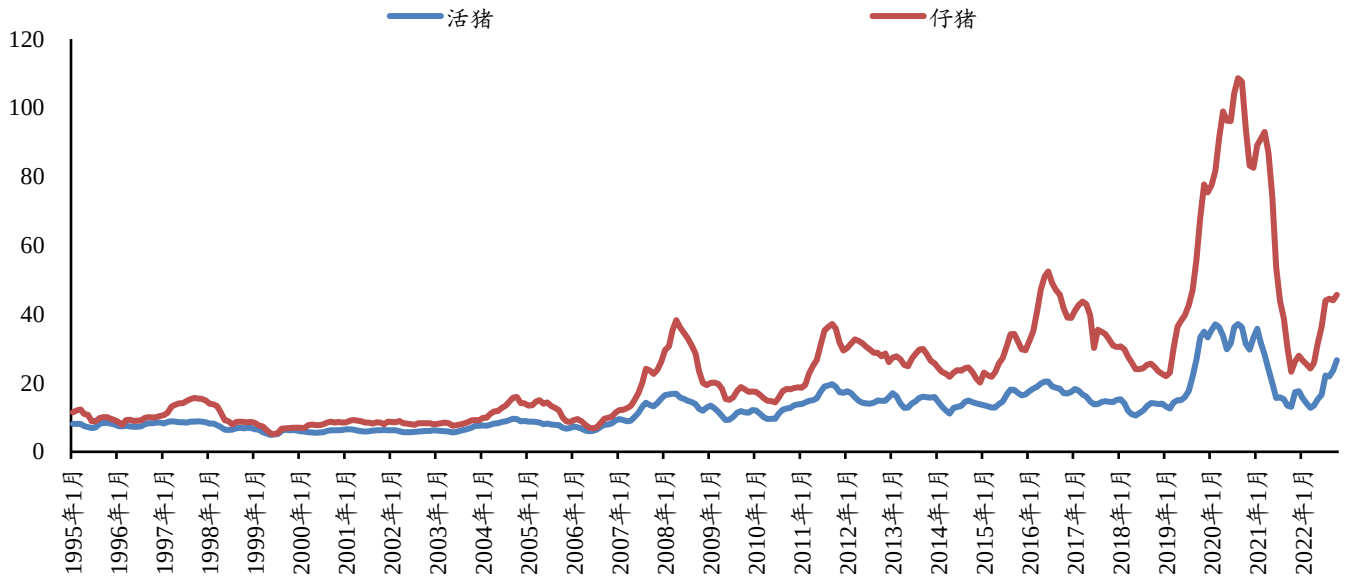
资料来源：wind，华安证券研究所

2 底部估值叠加 2023 猪价超预期，猪股配置正当时

2.1 猪周期回顾

1995 年 1 月至 2022 年 10 月，我国生猪养殖行业经历了七轮完整周期，最短 36 个月，最长 49 个月，猪价波动周期 3-4 年。其中，最大一波上涨出现在 2018 年 5 月至 2022 年 3 月，是由非瘟疫情导致的，最大涨幅 251.5%。2022 年 3 月，猪价步入第八轮上行周期，10 月猪价上涨至 26.64 元/公斤。

图表 11 1995-2022 年我国活猪、仔猪价格走势图，元/公斤



资料来源：中国畜牧业信息网，农业部，华安证券研究所

图表 12 中国生猪价格波动周期列表

	完整周期	上升阶段	下降阶段	完整周期	上升周期	下降周期	严重疫病	生猪价格（元/公斤）		
								最高点	最低点	最大涨幅
周期一	1995/6-1999/5	1995/6-1997/10	1997/10-1999/5	47 个月	28 个月	19 个月		8.83	6.88	
周期二	1999/5-2003/5	1999/5-2001/12	2001/2-2003/5	48 个月	21 个月	27 个月		6.57	4.89	
周期三	2003/5-2006/5	2003/5-2004/9	2004/9-2006/5	36 个月	16 个月	20 个月	非典	9.66	5.78	97.55%
周期四	2006/5-2010/4	2006/5-2008/4	2008/4-2010/4	47 个月	23 个月	24 个月	蓝耳病	16.87	5.96	191.87%
周期五	2010/4-2014/4	2010/4-2011/9	2011/9-2014/4	48 个月	17 个月	31 个月	口蹄疫	19.68	9.53	230.20%
周期六	2014/4-2018/5	2014/4-2016/5	2016/5-2018/5	49 个月	25 个月	24 个月		20.45	10.57	114.59%
周期七	2018/5-2022/3	2018/5-2021/1	2021/1-2022/3	46 个月	32 个月	14 个月	非瘟	37.15	12.76	251.47%
周期八	2022/3-至今	2022/3-至今								

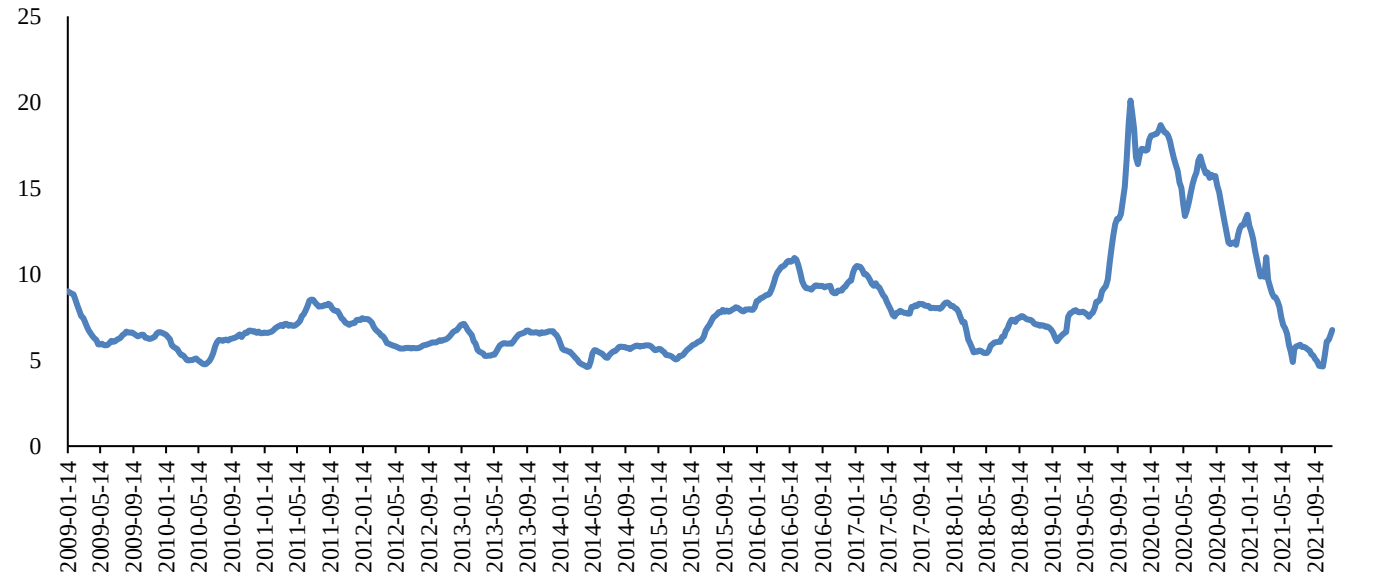
资料来源：中国畜牧业信息网，农业部，华安证券研究所

根据 2009 年发布的《防止生猪价格过度下跌调控预案（暂行）》和 2012 年发布的《缓解生猪市场价格周期性波动调控预案》，我国生猪生产达到盈亏平衡点的猪粮比价约为 6:1。根据 2015 年发改委、财政部、农业部、商务部联合对外发布重新修订的《缓解生猪市场价格周期性波动调控预案》（国家发展改革委 2015 年第 24 号公告），全国平均生猪生产盈亏平衡点对应的猪粮比合理区间为 5.5:1-5.8:1。

由于盈亏平衡点持续波动，我们将猪粮比划分为，5.5-6.0、5.0-5.5、低于 5.0 以供参考。在过去四轮下行周期，每轮周期的亏损时长、亏损幅度迥异。2008 年 4 月至 2010 年 4 月猪价下行后期爆发口蹄疫，猪粮比低于 5.5 的时长共 17 周；2016 年 5 月至 2018 年 5 月猪价下行，2018 年 8 月爆发非瘟疫情，猪粮比低于 5.5 的时长仅 7 周。与上述两轮下行周期截然不同的是，2011 年 9 月至 2014 年 4

月猪价下行期，未曾出现严重疫情，猪粮比低于 5.5 的时间长达 39 周，猪粮比介于 5.5-6.0 盈亏平衡附近的时间长达 64 周；2021 年 1 月至 2022 年 3 月猪价下行期，疫情相对可控，猪粮比低于 5.5 的时间长达 29 周，猪粮比低于 5.0 的时间长达 18 周。

图表 13 全国猪粮比价走势图



资料来源：中国政府网，华安证券研究所

图表 14 猪粮比对应时间列表

完整周期		猪粮比--对应时间段			猪粮比--对应时长		
	下行周期	5.5~6.0	5.0~5.5	低于 5.0	5.5~6.0	5.0~5.5	低于 5.0
2006/5-2010/4	**2008/4-2010/4**	2009/5/6-2009/6/17			6 周		
		2010/2/3-2010/2/24			3 周		
			2010/3/3-2010/5/5			10 周	
				2010/5/12-2010/6/23			6 周
		2010/6/30-2010/7/7	2010/7/14		1 周	1 周	
		合计			**10 周**	**11 周**	**6 周**
2010/4-2014/4	**2011/9-2014/4**	2012/4/11-2012/9/19			21 周		
		2013/3/6-2013/3/13	2013/3/20-2013/5/15		1 周	8 周	
		2013/5/12-2013/6/12			5 周		
		2013/6/26-7/17			3 周		
		2014/1/15-2014/2/12	2014/2/19-2014/3/19	2014/3/26-2014/5/7	4 周	4 周	6 周
		2014/7/30-2015/1/28	2014/5/14-2014/7/23		26 周	10 周	
		2015/4/29-2015/5/27	2015/2/4-2015/4/22		4 周	11 周	
		合计			**64 周**	**33 周**	**6 周**
2014/4-2018/5	**2016/5-2018/5**	2018/3/23	2018/3/28-2018/5/16		1 周	7 周	
		2018/5/23-2018/6/6			2 周		
		合计			**3 周**	**7 周**	
		2021/6/9	2021/6/16	2021/6/23	1 周	1 周	1 周

2018/5-2022/3	**2021//1-2022/3**	2021/6/30-2021/8/25	2021/9/1-2021/9/15	2021/9/22-2021/10/13	9 周	3 周	3 周
		2022/1/12-2022/1/26	2021/10/20	2022/2/23-2022/4/20	3 周	1 周	9 周
			2022/2/9-2022/2/16	2022/5/25-2022/6/22		2 周	5 周
			2022/4/27-2022/5/18			4 周	
		合计			**13 周**	**11 周**	**18 周**

资料来源：中国政府网，华安证券研究所（截至 2022 年 11 月 16 日）

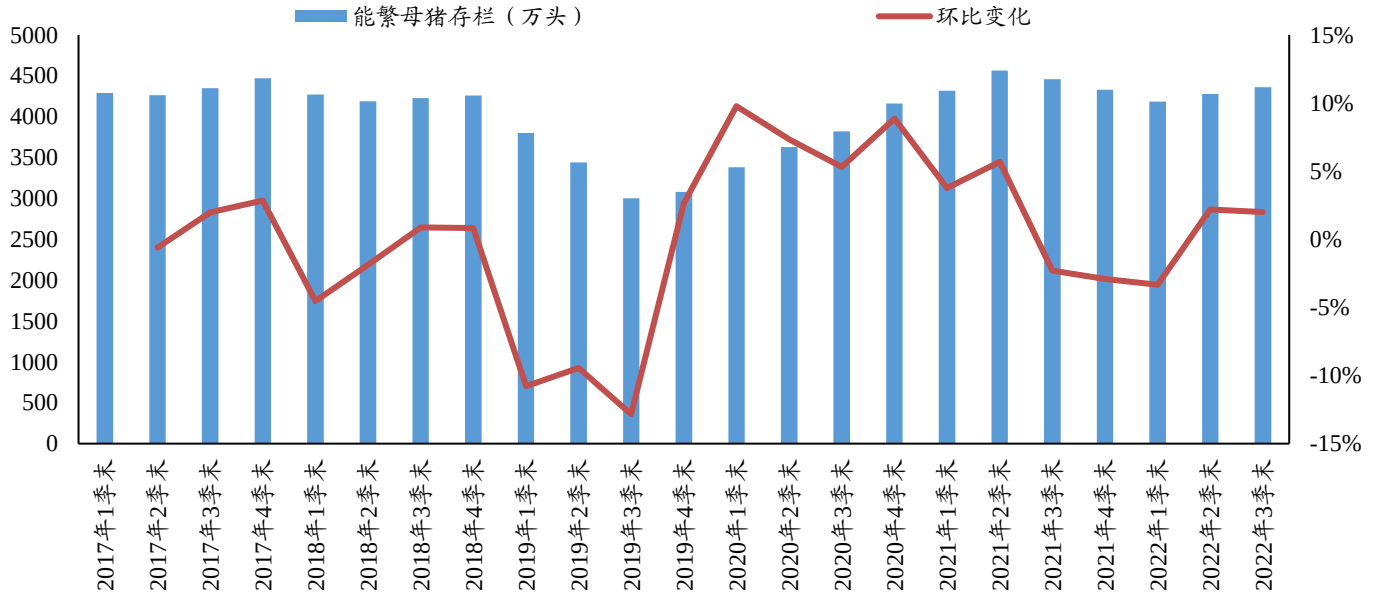
2.2 能繁母猪存栏回升约 4%，补栏相对理性

2.2.1 能繁母猪存栏回升约 4%

2022 年 4 月以来，猪价步入上行周期，5-6 月生猪养殖户逐步进入盈利期，7 月生猪价格创出非瘟疫情前新高，10 月生猪价格达到阶段性高点 26.64 元/公斤。随着养殖户盈利和现金流不断改善，行业再次进入生猪补栏阶段。根据统计局数据，今年三季末能繁母猪存栏量 4362 万头，较二季末环比上升 2.0%，较一季末环比上升 4.2%；根据农业部数据，截至目前能繁母猪存栏量较前期低位回升约 4%。

2022 年三季末，大型上市猪企的能繁母猪存栏量整体呈现平稳或稳中有升的态势。其中，牧原股份能繁母猪存栏量从 6 月末 247 万头上升至 9 月末 260 万头，年底计划突破 260 万头，但仍低于 2021 年末水平；温氏股份能繁母猪存栏量从 6 月末 125 万头上升至 9 月末 130 万头，年底计划达到 140 万头；新希望能繁母猪存栏量稳定在 85 万头，年底计划保持平稳。此外，三季末，中粮家佳康、傲农生物、大北农、天康生物、金新农能繁母猪存栏量或母猪存栏量环比均有不同程度的提升。

图表 15 全国能繁母猪存栏量走势图



资料来源：统计局，农业农村部，华安证券研究所

图表 16 主要上市猪企种猪存栏对照表，万头

		牧原	温氏	新希望	正邦	天邦	中粮	傲农	大北农	天康	金新农

2022. 12e	能繁	>260	140	85		40	26~27			15	6-6.5
	后备			66						4.5	
	合计										
2022.9	能繁	260	130	85	35	30	25	>30		13.5	>6
	后备			66		15		6		4.05	
	合计							>36	30		
2022.6	能繁	247	125	85	40	30	>21		18	13	5.8-6
	后备			66			9		9	3.9	1.6
	合计						30.6	>34	27		
2022.3	能繁	275	110-120	90	38	28	>20				5.1
	后备	100		60		>10					3
	合计							32			
2021.12	能繁	283	100-110	95-100	38	32	>20			12	5.1
	后备	100		40			4				2
	合计							32			7.1

资料来源：相关公司公告，华安证券研究所

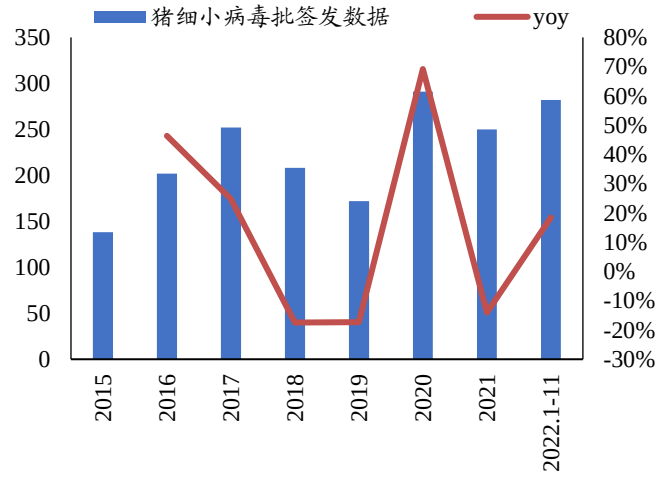
由于猪细小病毒疫苗和猪乙型脑炎疫苗仅用于种猪，两款疫苗的批签发数据可从侧面印证母猪存栏情况。2020 年，全国猪细小病毒疫苗、猪乙型脑炎疫苗的批签发数据达到峰值，2021 年同比分别下降 14.0%、19.4%，2022 年 1-4 月同比分别下降 25.0%、69.9%，随着猪价回升和补栏积极性的回升，2022 年 1-11 月同比分别增长 18.0%、-24%。

图表 17 猪细小病毒疫苗、猪乙型脑炎疫苗介绍

	猪细小病毒疫苗	猪乙型脑炎疫苗
症状	由猪细小病毒引起的一种猪的繁殖障碍病，临床上主要表现为受感染的母猪，特别是初产母猪及血清学阴性经产母猪发生流产，产死胎、畸形胎、木乃伊胎、弱胎和屡配不孕等，但其他年龄的猪感染后一般无明显症状。	是由日本脑炎病毒经蚊虫媒介叮咬传播而引起的一种人兽共患自然疫源性传染病，怀孕母猪发病后表现为早产、流产或死胎，多在妊娠后期发生，公猪感染后会引发睾丸炎等繁殖障碍症，因此会给养猪业造成巨大经济损失。
使用	初产母猪 5-6 月龄时接种 1 次；经产母猪于每次配种前 3-4 周接种 1 次；种公猪每年接种 2 次。怀孕母猪不宜使用。	后备母猪/后备公猪在配种前 180-210 日龄期间免疫 2 次，每次 1 头份；经产母猪在产前 30 天跟胎免疫或者每年 3 月、8 月蚊虫出现前各免疫 1 次，每次 1 头份；种公猪每年 3 月、8 月蚊虫出现前各免疫 1 次，每次 1 头份

资料来源：《兽医生物制品学》，华安证券研究所

图表 18 2015-2022 年猪细小病毒疫苗批签发数据



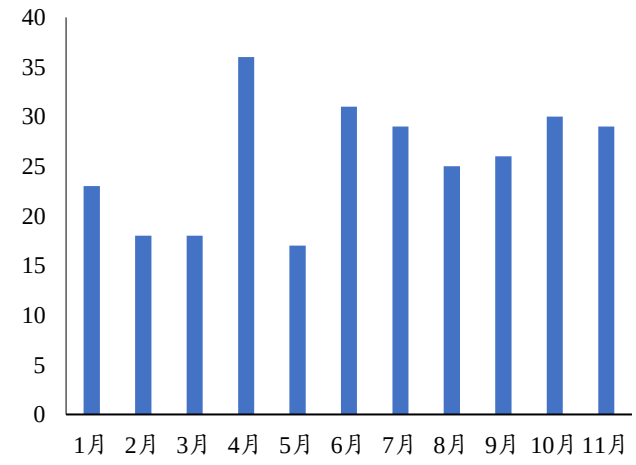
资料来源：国家兽药基础数据库，华安证券研究所

图表 19 2015-2022 年猪乙型脑炎疫苗批签发数据



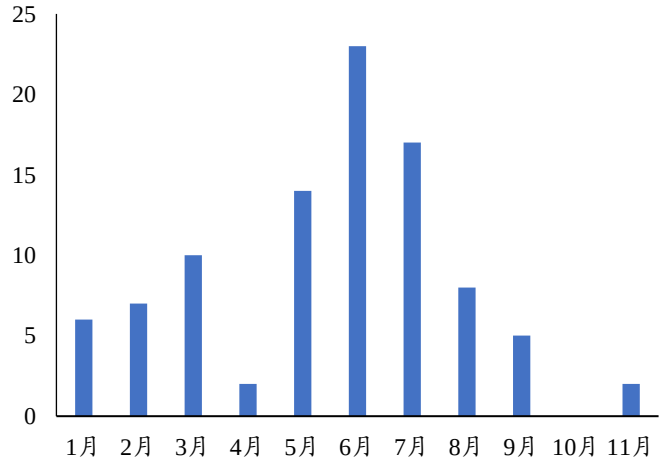
资料来源：国家兽药基础数据库，华安证券研究所

图表 20 2022 年猪细小病毒疫苗月度批签发数据



资料来源：国家兽药基础数据库，华安证券研究所

图表 21 2022 年猪乙型脑炎疫苗月度批签发数据

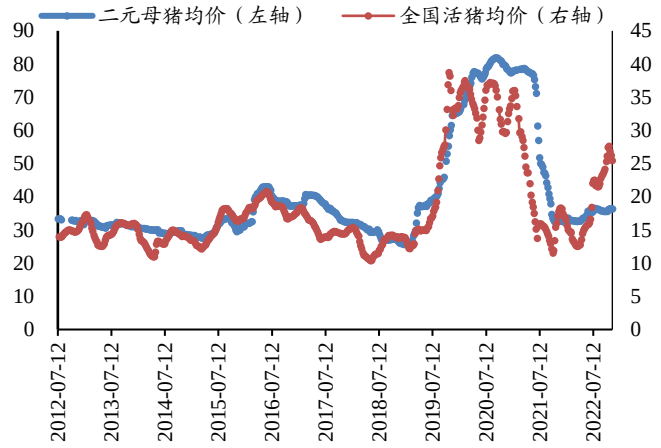


资料来源：国家兽药基础数据库，华安证券研究所

2.2.2 补栏相对理性，倾向于短期收益

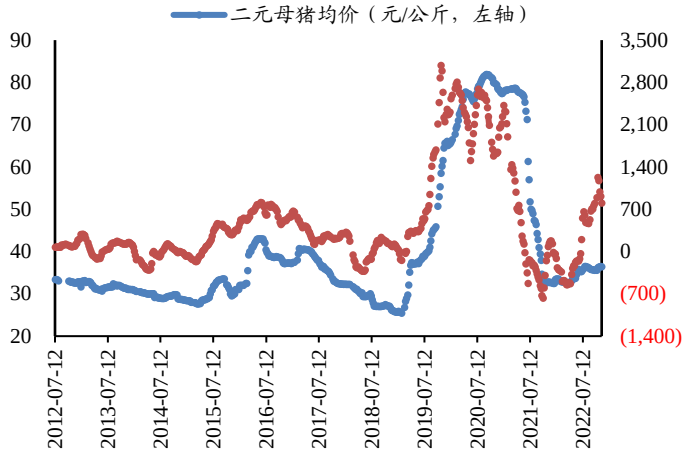
本轮周期的不同之处在于，二元母猪、仔猪补栏相对理性。今年 7-10 月，生猪价格频创非瘟疫情前新高，但二元母猪价格始终围绕 35.27-36.52 元/公斤（对应 1763.5 元/头-1826 元/头）波动，11 月以来，伴随着生猪价格的回落，二元母猪价格维持在 1800 元/头左右。由于非瘟疫情期间的猪价属于极端情况，我们参照 2016 年生猪价格高位 20-21 元/公斤，对应的二元母猪价格在 42.4-43 元/公斤（对应 2120 元/头-2150 元/头），目前二元母猪最高价较 2016 年峰值仍有 15%差距。随着 7 月以来猪价频创新高，仔猪最高攀升至 46.96 元/公斤（对应 704.4 元/头），较 2016 年仔猪最高价 52.92 元/公斤（对应 793.8 元/头）仍有 11.3%的差距。

图表 22 二元母猪价格与生猪均价对照图，元/公斤



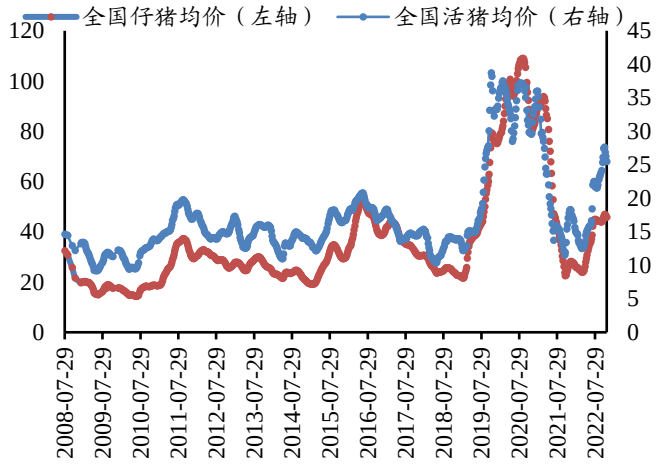
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 23 二元母猪价格与自繁自养盈利对照图



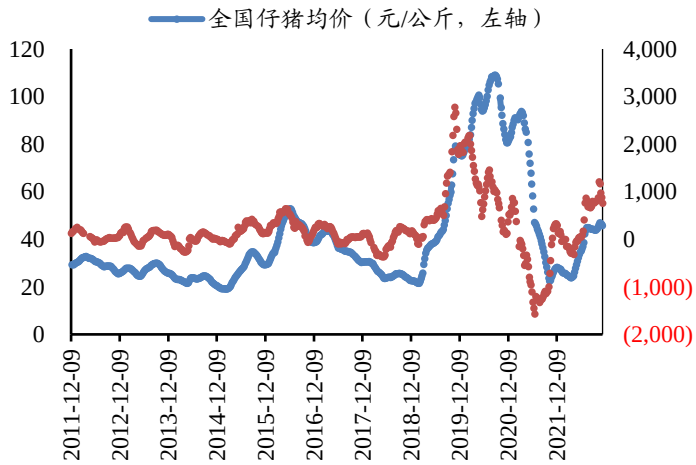
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 24 仔猪价格与生猪均价对照图，元/公斤



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 25 仔猪价格与外购均价对照图

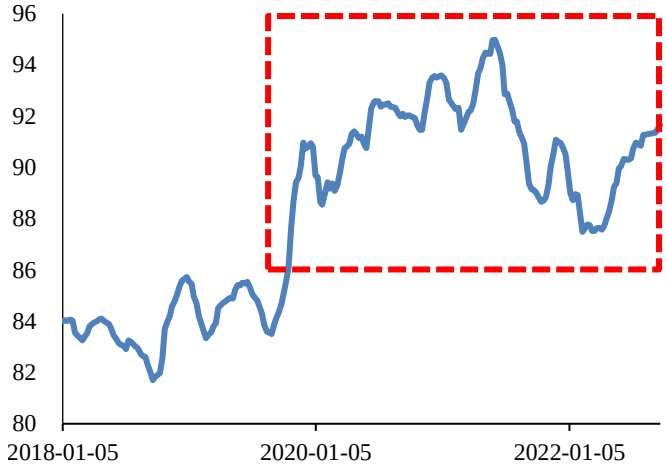


资料来源：涌益咨询，华安证券研究所

与此同时，养殖户对二次育肥、压栏等短期盈利模式则表现出较高的积极性。从 16 省份宰后均重和主要上市猪企育肥猪出栏均重走势图可以看出，自非瘟疫情引发猪价大涨以来，生猪均重的波幅明显增大，生猪均重峰值也远高于历史峰值。

生猪价格已在今年 10 月 19 日阶段性见顶，但育肥猪出栏均重仍继续攀升。根据涌益咨询公布数据，今年 11 月 24 日育肥猪出栏均重达到今年峰值 130.44 公斤，较 10 月 19 日上升 1.0%，较 2018-2021 年同期分别增长 10.1%、-0.1%、3.0%、2.9%，二次育肥和压栏导致的生猪增重，已不可避免地压制春节前猪价。

图表 26 16 省份宰后均重走势图，公斤



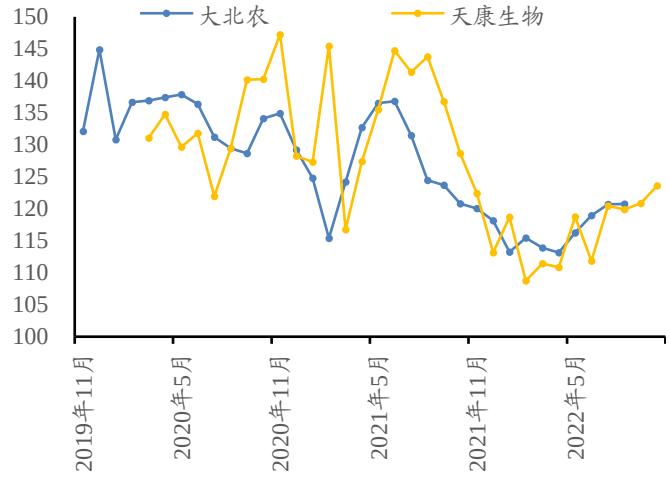
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 27 涌益咨询育肥猪出栏均重走势图，公斤



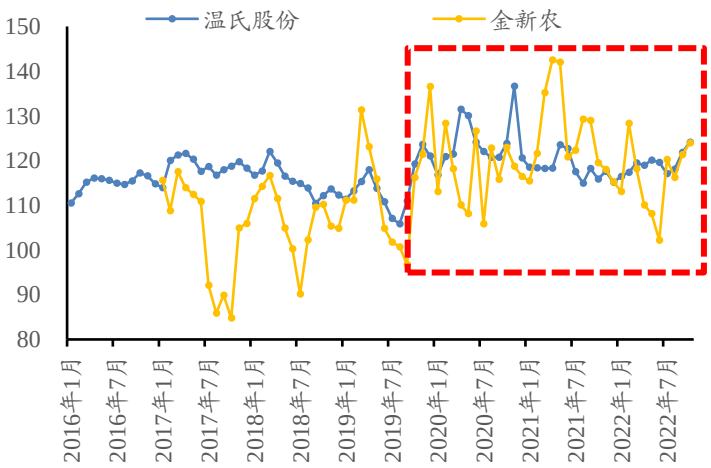
资料来源：涌益咨询，华安证券研究所

图表 28 大北农、天康的育肥猪出栏均重走势图，公斤



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 29 温氏、金新农育肥猪出栏均重走势图，公斤



资料来源：公司公告，华安证券研究所

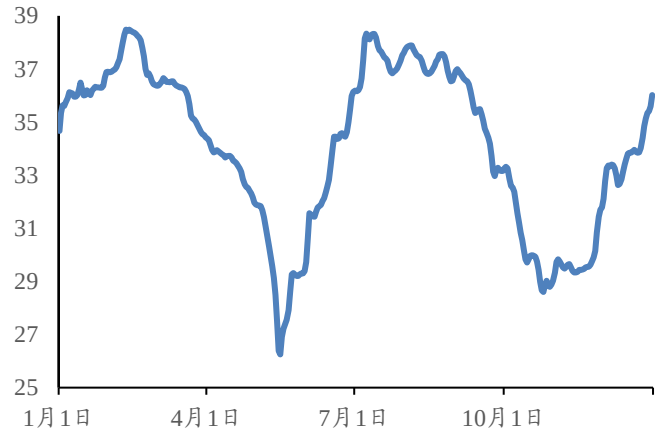
2.3 生猪疫情处于低位，猪肉进口量回归正常

2.3.1 封控对猪价影响有限

2020 年 2 月 11 日全国生猪价格达到阶段性高位 38.48 元/公斤，此后大幅回落至 5 月 16 日低点 26.25 元/公斤，我们认为，猪价大幅波动主要是受到疫情带来的餐饮消费下滑、猪价季节性回落、非瘟疫情反复等多重因素影响。

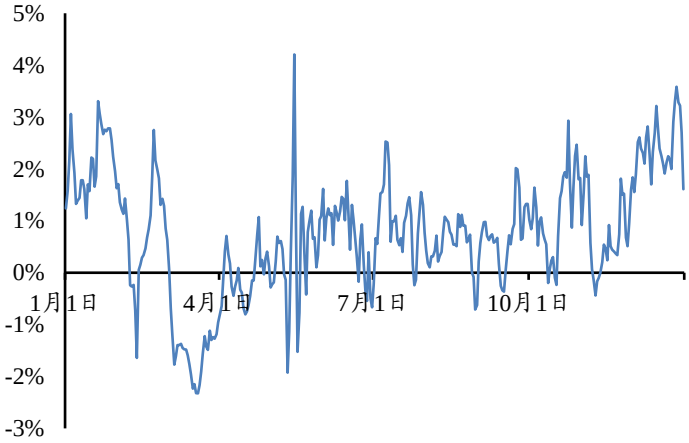
由于 2020 年新冠疫情是在武汉全面爆发，1 月 23 日-4 月 8 日武汉落实了长达两个半月的封控，湖北其他城市也受到较大的外溢影响。湖北属于生猪净出口省份，封控导致生猪无法外调，湖北相对全国生猪溢价在 2020 年 1 月 20 日达到高位 3.3%之后快速回落，于 2 月 12 日触及低位-1.6%，再于 3 月 18 日触及最低点-2.3%，直到 4 月中旬才逐步恢复正常。除湖北之外，生猪净出口省份、净进口省份在 2020 年爆发的新冠疫情期间，相对全国生猪溢价并未呈现出较为一致的趋势性。

图表 30 2020 年全国生猪价格走势图，元/公斤



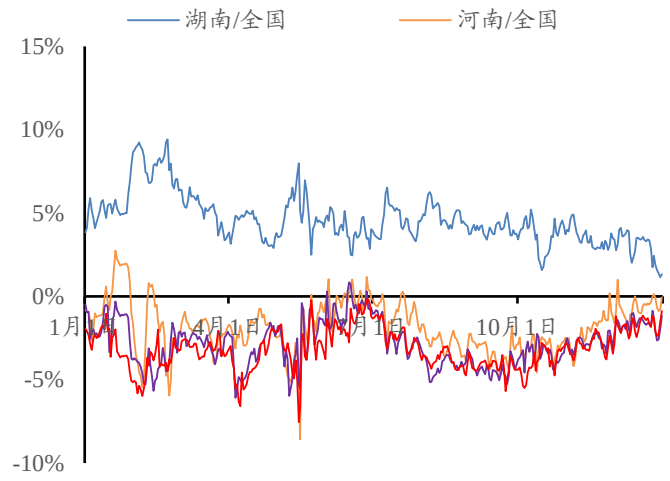
资料来源：猪易通，华安证券研究所

图表 31 2020 年湖北相对全国生猪溢价走势图



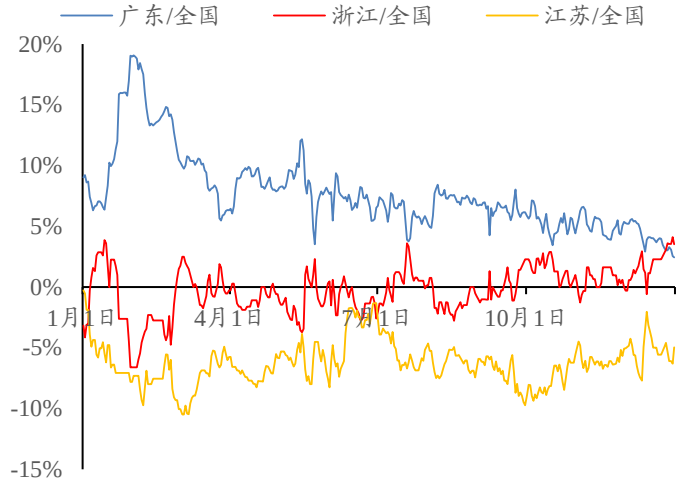
资料来源：猪易通，华安证券研究所

图表 32 2020 年生猪净出口省份溢价走势图



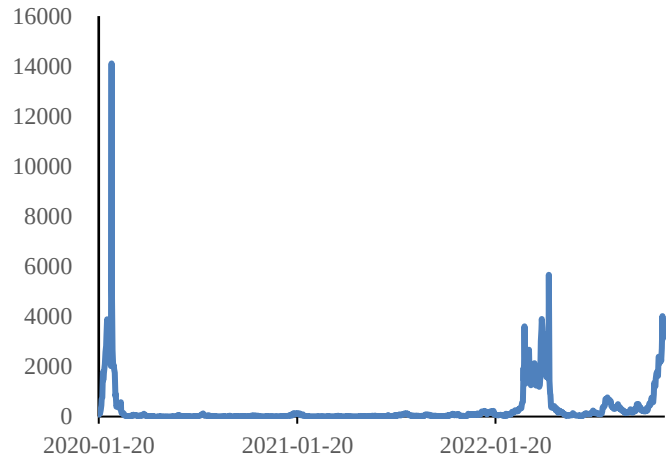
资料来源：猪易通，华安证券研究所

图表 33 2020 年生猪净进口省份溢价走势图



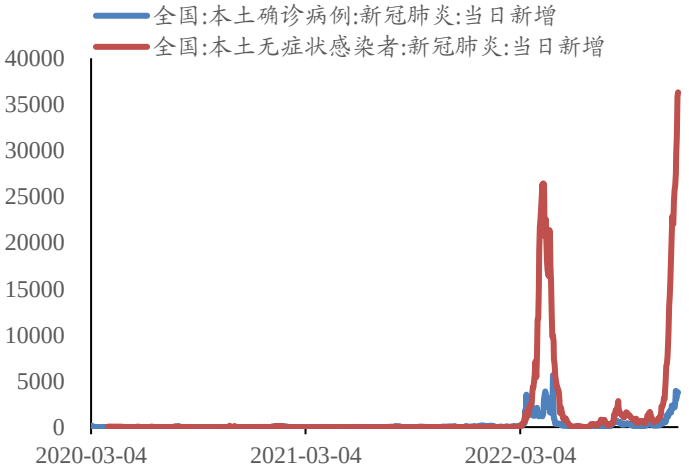
资料来源：猪易通，华安证券研究所

图表 34 全国新冠肺炎确诊病例当日新增数，例



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 35 全国本土确诊、无症状新冠肺炎当日新增数，例

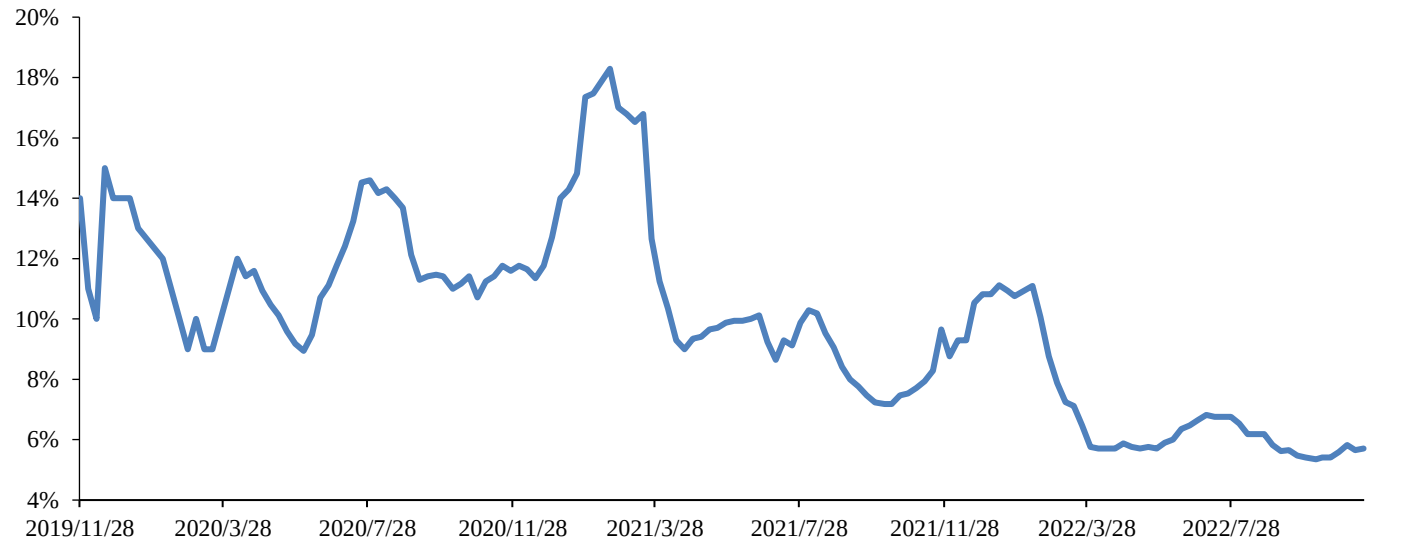


资料来源：wind，华安证券研究所

2.3.2 生猪疫情处于低位

涌益咨询披露数据(12.2-12.8)：全国 90 公斤内生猪出栏占比 5.47%，处非瘟以来低位。

图表 36 出栏体重 90 公斤以内生猪占比



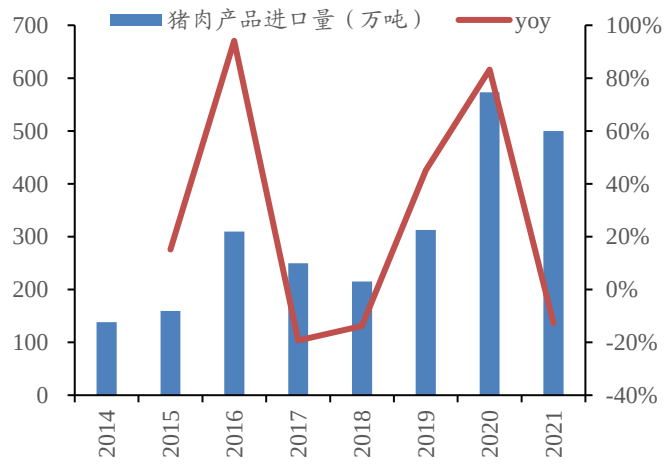
资料来源：涌益咨询，华安证券研究所

2.3.3 猪肉进口量回落至正常水平

2014-2020 年，我国猪肉产品（含猪肉、猪杂碎、加工猪肉）进口量从 138.5 万吨震荡上行至 573 万吨，猪肉产品进口量占国内猪肉产量比重从 2.8%攀升至 13.9%。2021 年猪价进入下行通道，但全国猪肉产品进口量仍达到 500 万吨，在历史上仅次于 2020 年水平。

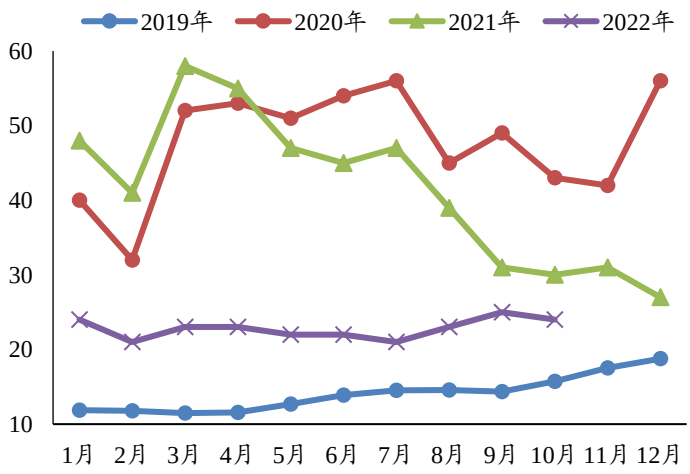
随着猪价持续低迷，进口量继续下滑，2022 年前 10 月全国猪肉产品进口量 228 万吨，同比下降 48.3%，每月进口量稳定在 20 万吨以上，预计全年进口量 250-300 万吨，与 2016-2019 年进口量基本一致，猪肉进口量回落至正常水平。

图表 37 猪肉产品进口量及同比增速



资料来源：wind，中国猪业发展报告，华安证券研究所

图表 38 2019-2022 年猪肉及猪杂碎月度进口量，万吨



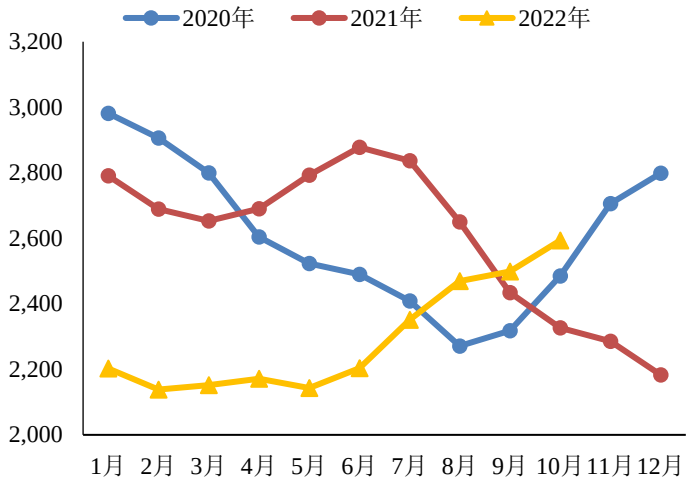
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 39 猪肉产品进口占猪肉产量比重



资料来源：wind，中国猪业发展报告，华安证券研究所

图表 40 进口猪肉价格走势图，美元/吨



资料来源：wind，华安证券研究所

2.4 种猪补栏保持理性，2023 年猪价有望维持相对高位

根据农业部能繁母猪存栏量变化推算，明年 4 月之前，生猪出栏量将呈现逐月环比下降趋势，猪价有望维持相对高位，但期间会受到二次育肥和压栏扰动；明年 5 月之后猪价下行或慢于预期，主要原因是母猪补栏较理性。i）涌益咨询（12.2-12.8）全国出栏生猪均重 129.85 公斤，周环比下降 0.6%，同比增长 2.3%，压栏及二次育肥已扰动春季前猪价；ii）低体重猪出栏占比仅 5.47%，全国猪病发生情况处历史低位；iii）根据农业部披露的最新数据，2022 年 10 月末，全国能繁母猪存栏量环比仅小幅上升 0.4%，同比上升 0.7%，11 月或环比继续小幅回升。在生猪价格维持高位的同时，二元母猪价格仍保持相对低位，涌益咨询（12.2-12.8）二元母猪价格跌至 1774 元/头，养殖户补栏意愿理性，我们判断，2023 年猪价维持高位时间或超预期。

2.5 上市猪企经营状分化

2.5.1 上市猪企出栏大多快速增长

2022 年 1-11 月多数上市猪企出栏量同比快速增长。出栏量（万头）从高到低依次为，牧原股份 5517.4、温氏股份 1603.5、新希望 1304.7、正邦科技 795.9、傲农生物 467.6、天邦食品 393.8、大北农 387.8、中粮家佳康 369.6、唐人神 187、天康生物 182.8、金新农 121.7、东瑞股份 47.3、罗牛山 44.7、正虹科技 15.4；出栏量同比增速从高到低依次为，傲农生物 65%、牧原股份 57%、新希望 46%、东瑞股份 44%、金新农 41%、温氏股份 34%、唐人神 32%、天康生物 26%、罗牛山 25%、中粮家佳康 18%、天邦食品 1%、大北农 1%、正虹科技-30%、正邦科技-44%。

图表 41 主要上市猪企销量及同比增速，万头

	牧原	温氏	天邦	正邦	天康	金新农	新希望	唐人神	傲农	大北农	家佳康	东瑞	正虹	华统	罗牛山

出栏量，万头															
2017	724	1,904	101	342	32	37					223				18
2018	1,101	2,230	217	554	65	24	255				255				26
2019	1,025	1,852	244	578	84	40	355	84	66	163	199				20
2020	1,812	955	308	956	135	80	829	102	135	185	205		7		15
2021	4,026	1,322	428	1,493	160	107	998	154	325	431	344	37	24	14	39
2022 年 1-11 月	5,517	1,604	394	796	183	122	1,305	187	467.6	387.8	369.6	47.3	15.4		44.7
同比增速（%）															
2018	52	18	114	61	100	-35	49				14				43
2019	-7	-17	12	4	30	71	39		58	-2	-22				-25
2020	77	-48	26	65	60	103	134	22	104	13	3		-55		-21
2021	122	39	39	56	19	33	20	51	141	133	68	22	239		156
2022 年 1-11 月	57	34	1	-44	26	41	46	32	65	1	18	44	-30		25

资料来源：公司公告，华安证券研究所

2.5.2 上市猪企盈利能力明显分化

对照 2021 年以来主要上市猪企季度头均净利润，各家上市猪企头均净利明显分化，其中，牧原股份、东瑞股份体现出较高的盈利能力和稳定性。对照主要上市猪企历史 ROE，牧原股份、温氏股份、东瑞股份、大北农、天康生物表现良好。

图表 42 主要上市猪企季度净利润及头均净利对照表，万头、亿元、元/头

	牧原	温氏	天邦	正邦	天康	金新农	新希望	唐人神	傲农	大北农	家佳康	东瑞	正虹	华统	罗牛山
出栏量															
2021Q1	772	210	110	258	36	22	228	46	53	76	80	10	4	3	8
2021Q2	972	259	75	442	38	23	218	41	72	90	87	7	5	3	10
2021Q3	867	429	96	484	48	17	235	28	79	129	93	7	6	5	9
2021Q4	1416	424	147	309	39	45	317	39	119	136	84	12	10	3	12
2022Q1	1382	402	100	243	38	34	370	38	105	107	116	13	4	16	10
2022Q2	1746	398	107	242	55	33	315	48	130	91	111	12	6	32	13
2022Q3	1394	441	101	218	57	29	305	56	138	102	76	12	4	35	13
净利润															
2021Q1	70	5	2	2	3	0	1	3	2	4	9	2	0	1	0
2021Q2	26	-30	-9	-16	-1	0	-36	-1	-3	1	7	0	-1	0	0
2021Q3	-8	-72	-20	-62	-4	-3	-30	-6	-3	-4	9	0	-1	-1	-2
2021Q4	-18	-37	-18	-112	-5	-7	-32	-8	-10	-6	0	0	0	-2	-3
2022Q1	-52	-38	-7	-24	-1	-2	-29	-2	-4	-2	-2	0	0	-1	0
2022Q2	-15	2	-1	-19	0	0	-13	0	-3	-3	-12	0	0	0	0
2022Q3	82	42	3	-34	4	1	14	2	1	2	-2	1	0	1	0
头均净利															
2021Q1	902	-134	182	81	837	92	61	605	299	513	1,060	1,789	-139	2,417	567
2021Q2	263	-1,127	-1,134	-371	-157	85	-1,630	-246	-455	122	833	632	-1,769	1,167	-132

2021Q3	-95	-1,213	-2,135	-1,281	-892	-1,914	-1,272	-2,031	-429	-303	915	68	-2,176	-2,139	-1,702
2021Q4	-127	-708	-1,204	-3,621	-2,308	-1,556	-1,006	-1,923	-857	-404	-56	-215	-30	-6,191	-2,398
2022Q1	-375	-821	-670	-1,000	-441	-441	-778	-395	-333	-215	-177	-254	-1,223	-543	-279
2022Q2	-86	-289	-130	-766	-188	-108	-400	19	-251	-305	-1,069	-231	-496	90	60
2022Q3	588	703	490	-1,544	336	512	470	311	75	178	-238	528	-196	294	210

资料来源：公司公告，华安证券研究所（NOTE：温氏股份头均净利已剔除肉鸡业务盈利、天康生物仅考虑生猪养殖业务，天邦食品头均净利已扣除投资收益）

图表 43 主要上市猪企 ROE 对照表

	牧原	温氏	天邦	正邦	天康	金新农	新希望	唐人神	傲农	大北农	家佳康	东瑞	正虹	华统	罗牛山
2002							11						4		3
2003			9		21		10						1		2
2004			29	29	19		9						-40		1
2005			27	24	21		11						1		-8
2006			21	26	24		12			27			6		-7
2007			9	16	13	31	13	13		26			-22		29
2008			27	9	15	57	8	13		27			3		6
2009	44		14	13	14	43	12	15		39			2		4
2010	27		10	7	12	31	16	17		14			2		2
2011	62		8	12	7	9	31	10		15			1	24	3
2012	38		11	7	9	7	17	11		18			1	17	1
2013	27		25	-3	12	5	16	8	31	17	-62		-6	14	2
2014	4		6	3	12	8	14	5	32	15	-17	-17	6	14	3
2015	27	35	17	14	11	12	12	4	13	11	6	13	1	11	4
2016	51	43	30	29	16	10	12	8	21	10	21	44	0	12	3
2017	28	22	10	9	15	4	11	10	19	13	9	17	3	11	4
2018	3	12	-21	3	10	-18	8	4	5	5	-13	2	11	12	10
2019	35	36	4	22	17	9	21	6	4	5	26	58	2	10	1
2020	74	17	60	45	32	7	16	26	30	19	42	77	6	8	2
2021	13	-34	-73	-4068	-12	-46	-29	-20	-74	-4	-5	9	-48	-12	-11
1H2022	-13	-11	16	-1290	-1	-12	-15	-3	-45	-5	-6	-2	-23	-4	-1
历史平均 ROE	27	15	11	-242	13	9	10	7	4	14	-1	22	-4	10	2
2014-2018	17	28	7	9	11	3	10	5	18	10	-1	12	4	12	4
2018-1H2022	23	4	-3	-1058	9	-12	0	3	-16	4	9	29	-11	3	0

资料来源：wind，华安证券研究所

2.5.3 估值及投资建议

在生猪养殖周期底部区域，我们通常选用头均市值作为主要估值方法，截至 2020 年末最低头均市值（用市值除以当年出栏量），温氏股份 3421 元（已扣除肉鸡 300 亿市值）、牧原股份 3270 元、正邦科技 1479 元、天邦股份 2084 元、中粮家佳康 1653 元。最低头均市值均于 2018 年达到，适逢猪周期下行，并遭遇金融去杠杆、中美贸易摩擦等极端事件影响。

2022 年 12 月 9 日，按照 2022 年生猪出栏量，我们预计温氏股份头均市值 4961 元、牧原股份头均市值 4257 元、天邦食品头均市值 2320 元、中粮家佳康头均市值 1759 元、正邦科技头均市值 1340 元；按照 2023 年生猪出栏量，我们预计温氏股份头均市值 3435 元、牧原股份头均市值 3463 元、天邦食品头均市值 1450 元、中粮家佳康头均市值 1552 元。由此可见，二线龙头猪企估值已跌至历史底部区域，一线龙头猪企估值已跌至低位，上市猪企估值已先于基本面调整到位。我们判断，当前估值低谷期，生猪养殖行业配置正当时，2023 年生猪养殖行业有望超预期：i）2023 年主流猪企出栏量将进一步提升，头均市值将继续回落；ii) 猪价回落速度或慢于预期，2023 年主流猪企或实现利润同比正增长。

图表 44 主要上市猪企历史头均市值对照表

		温氏股份 (扣除肉鸡)	牧原股份	正邦科技	天邦食品	中粮家佳康
出栏量	2011			71		
	2012			85		
	2013			115		
	2014		186	146	46	
	2015	1,535	192	158	41	117
	2016	1,713	311	226	58	171
	2017	1,904	724	342	101	223
	2018	2,230	1,101	554	217	255
	2019	1,852	1,025	578	244	199
	2020	955	1,812	956	308	205
	2021	1,322	4,026	1,493	428	360
	2022E	1,800	6,100	850	450	410
	2023E	2,600	7,500		800	510
截至 2020 年末最低头均市值		3,421	3,270	1,479	2,084	1,653
截至 2020 年末最高头均最高市值		18,141	21,302	9,986	20,999	8,220
2022 年头均市值		4,961	4,257	1,576	2,578	1,931
2023 年头均市值		3,435	3,463		1,450	1,552
较最低市值溢价(2022)		45%	30%	7%	24%	16.8%
较最低市值溢价(2023)		0%	6%		-30%	-6%

资料来源：公司公告，wind，华安证券研究所

3 白羽肉鸡产业链价格有望周期性回升

3.1 白羽肉鸡产业链价格有望周期性回升

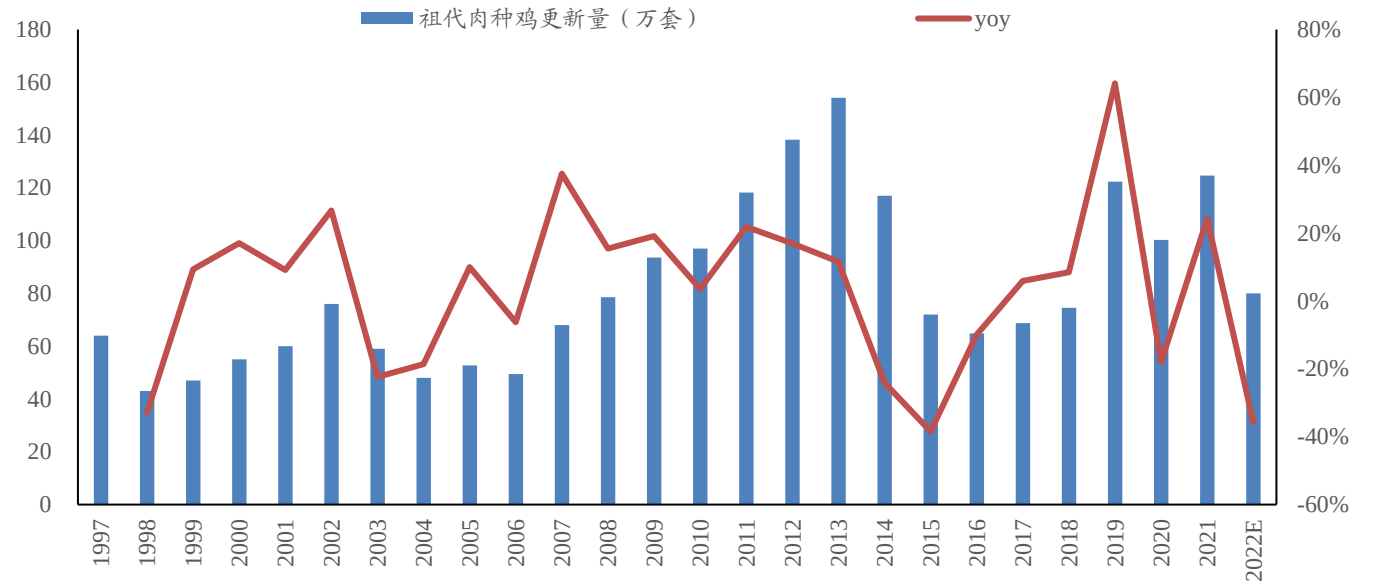
3.1.1 2022 年祖代更新量或降至约 80 万套

2014 年 1 月我国成立白羽肉鸡联盟，加强行业源头祖代鸡引种管理，改变了行业引种的无序状态，引种量由历史高峰 2013 年的 154 万套下降至 2014 年 118

万套。2015 年，美国、法国相继爆发禽流感，我国对两国实施了祖代鸡引种禁令，引种量进一步锐减至 72 万套。2017 年初，波兰、西班牙等地连续爆发高致病性禽流感，导致我国引种禁令再度升级，全年祖代肉种鸡引种及自繁量降至 68.71 万套。

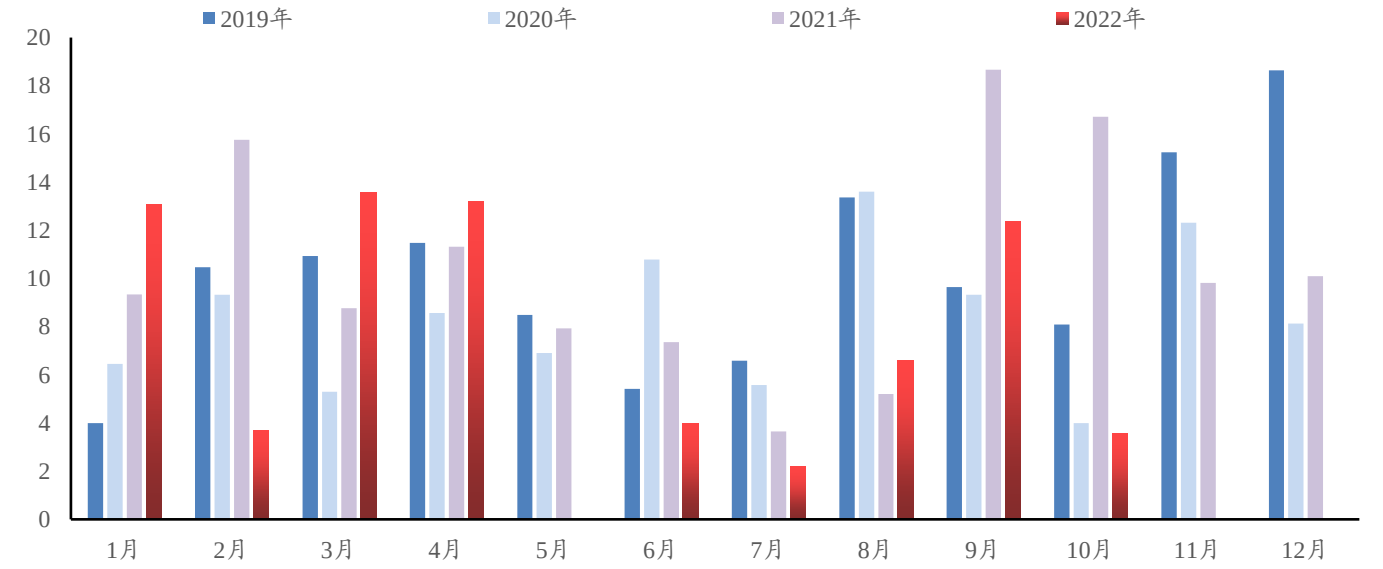
2018 年我国祖代肉种鸡更新量上升至 74.54 万套，2019 年大幅攀升至 122.35 万套，祖代严重供过于求；2020 年我国祖代肉种鸡更新量 100.28 万套，同比下降 18%，祖代供需平衡；2021 年我国祖代肉种鸡更新量 124.62 万套，同比增长 24.3%。2022 年 1-10 月全国白羽祖代更新量 71.55 万套，同比下降 31.7%，由于欧美爆发高致病性禽流感，2022 年全年祖代更新量或降至 80 万套左右，低于均衡水平。

图表 45 白羽祖代肉种鸡引种及更新走势图



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，华安证券研究所

图表 46 白羽祖代肉种鸡月度引种量对照图

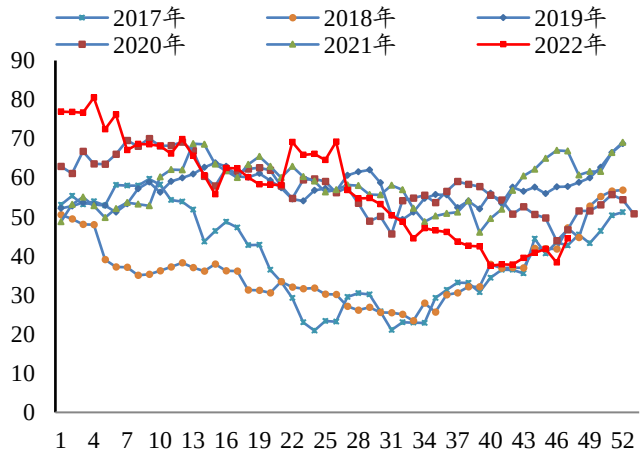


资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，华安证券研究所

3.1.2 后备祖代种鸡存栏处 2017 年以来同期低位

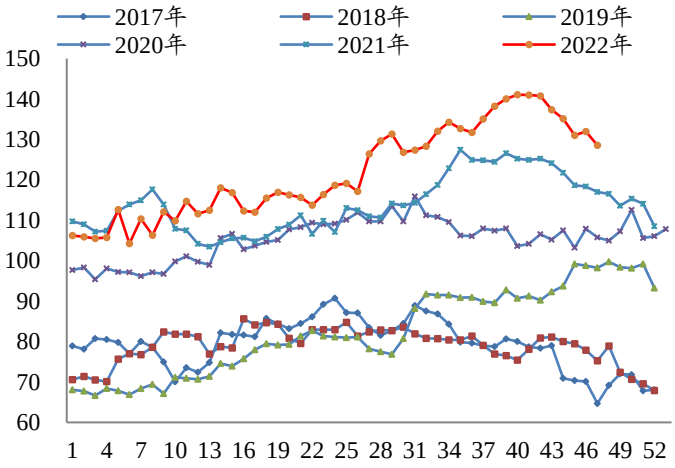
2022 年第 47 周（11 月 21 日-11 月 27 日），在产祖代种鸡存栏量 128.57 万套，在产父母代种鸡存栏量 1958.2 万套，后备父母代种鸡存栏量 1696.22 万套，处 2017 年以来同期最高；后备祖代种鸡存栏量 44.47 万套，处于 2017 年以来同期低位。

图表 47 后备祖代种鸡存栏量走势图，万套



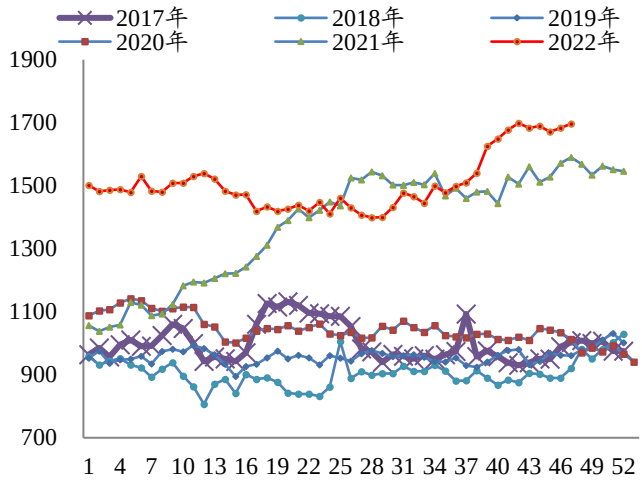
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，华安证券研究所

图表 48 在产祖代种鸡存栏量走势图，万套



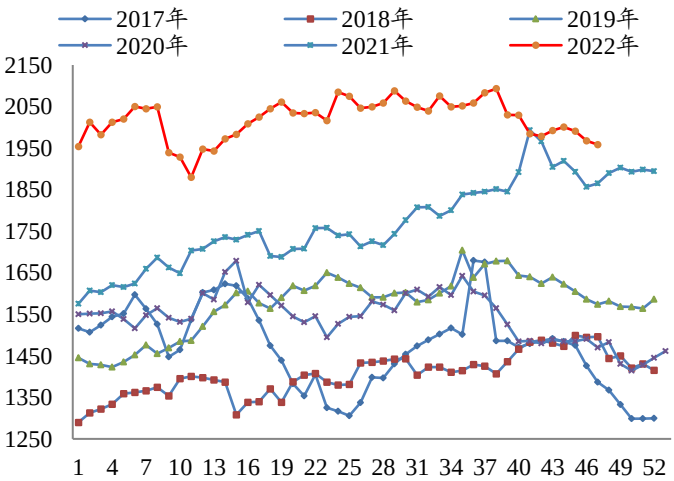
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，华安证券研究所

图表 49 后备父母代种鸡存栏量走势图，万套



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，华安证券研究所

图表 50 在产父母代种鸡存栏量走势图，万套



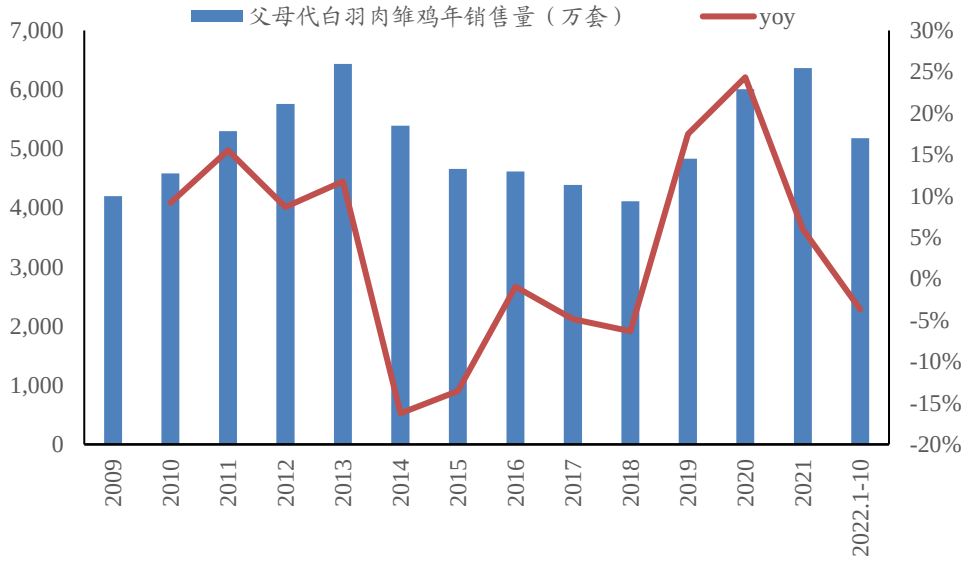
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，华安证券研究所

3.1.3 2022 年 1-10 月父母代销量同比下降 3.7%

2020-2021 年，我国父母代鸡苗年销量分别达到 6007 万套、6366 万套，同比分别增长 24.3%、6.0%。2022 年 1-10 月，我国父母代鸡苗累计销量 5179.61

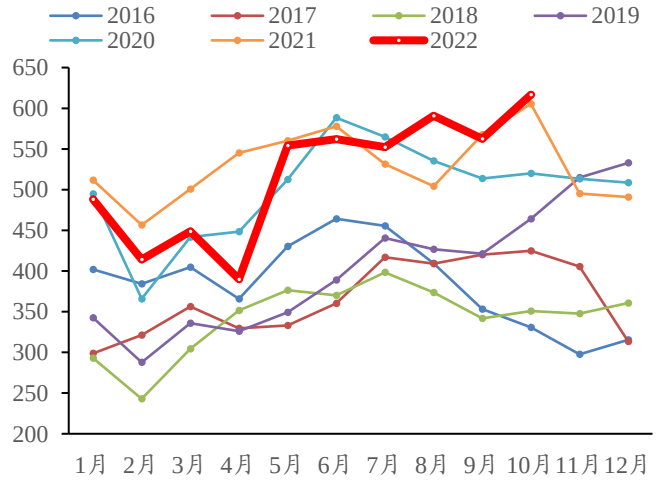
万套，同比下降 3.7%，但 6 月以来父母代鸡苗销量仍处于 2016 年以来同期高位。

图表 51 2009-2022 年父母代种鸡苗年销量对照图，万套



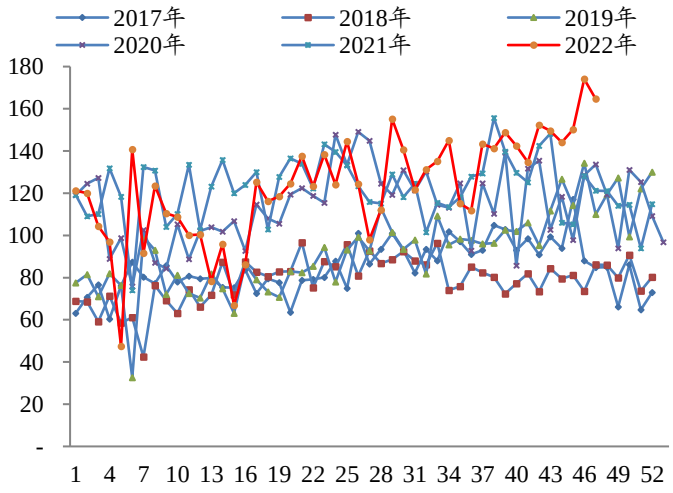
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，华安证券研究所

图表 52 父母代种鸡苗月均销量对照图（月），万套



资料来源：中国禽业分会，华安证券研究所

图表 53 父母代种鸡苗周销量对照图（周），万套

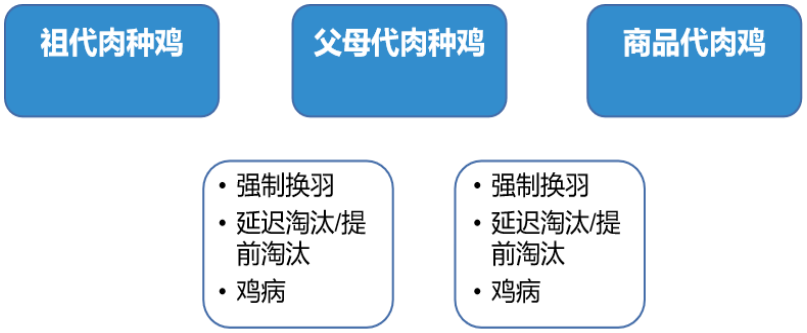


资料来源：中国禽业分会，华安证券研究所

3.1.4 白羽肉鸡行业生产弹性大

白羽肉鸡行业的生产能力具有较大弹性。无论是祖代种鸡养殖户，还是父母代种鸡养殖户，都可以通过强制换羽、延迟或提前淘汰来调整生产能力，此外，鸡病也会影响白羽肉鸡产业的生产能力。

图表 54 种鸡生产弹性示意图



资料来源：中国禽业分会，华安证券研究所

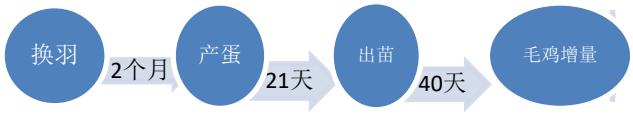
强制换羽，即人为地给种鸡　　施加一些应激因素，在应激因素作用下，使其停止产蛋，体重下降、羽毛脱落从而更换新羽。强制换羽的目的，是使整个鸡群在短期内停产、换羽、恢复体质，然后恢复产蛋，提高蛋的质量，延长鸡的经济利用期。强制换羽后，种鸡一般在 5 周左右开始恢复产蛋功能，并可以延长生产期 30 周左右。

祖代、父母代健康种鸡均可实施强制换羽，突破原有产能瓶颈，带来全行业产能增加。当然，强制换羽也会对产业产生负面影响，主要体现在种鸡生产性能下降，以及疾病风险增加。2015 年之后，受封关影响，我国祖代强制换羽量 23.85 万套，处于历史高位；2019 年，随着新西兰供种能力增加以及圣泽 901 投入使用，祖代强制换羽数量大幅下降至 9.12 万套；2020 年，新冠疫情爆发阻碍了祖代企业正常引种，祖代强制换羽再次大增至 18.75 万套；2021 年，新西兰安伟捷供种中断导致部分祖代企业采取强制换羽措施，但由于全年祖代更新量处于相对高位，当年强制换羽数量有限；2022 年 1-10 月，受美国阶段性封关影响，祖代强制换羽数量同比上升 67%。

换羽意味着两个月后的毛鸡供应减少；从开始换羽到毛鸡上市需要 4 个月左右的时间，若综合考虑种鸡恢复生产后上高峰的时间、种鸡集中恢复高峰期的时间、孵化场装蛋延后的时间等，可以简单认为，换羽导致 5 个月后毛鸡增量。综上，换羽是将 2 个月后的毛鸡量延至 5 个月后释放。

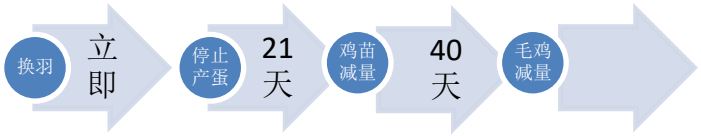
从历史数据看，随着育种进步、管理改善和生产效率提升，祖代产能整体呈现增长态势。然而，由强制换羽带来的种鸡使用周期延长，各类鸡病等因素，均会影响到祖代种鸡、父母代种鸡的产能利用率和扩产乘数，商品代鸡苗、毛鸡的养殖效率也会受到一定影响。

图表 55 全国祖代白羽肉种鸡换羽增量时间表



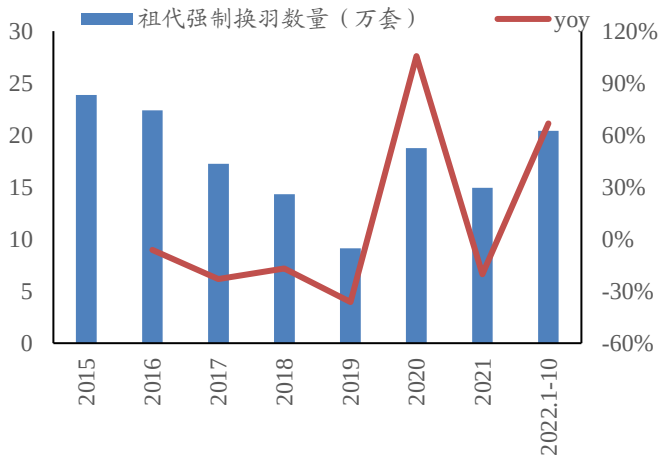
资料来源：淄博小明农牧，华安证券研究所

图表 56 全国祖代白羽肉种鸡换羽减量时间表



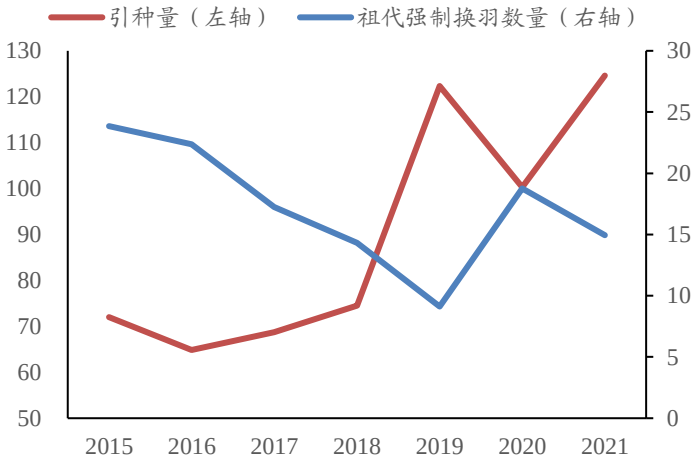
资料来源：淄博小明农牧，华安证券研究所

图表 57 全国祖代白羽肉种鸡强制换羽数量及增速



资料来源：中国禽业分会，华安证券研究所

图表 58 祖代强制换羽量与祖代更新量关系，万套



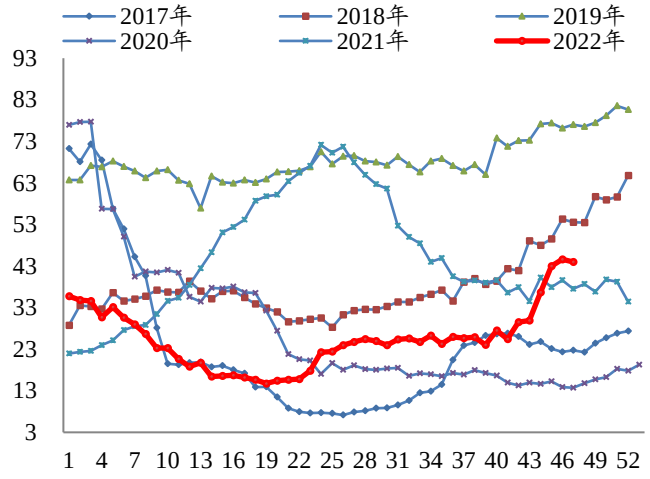
资料来源：中国禽业发展报告，华安证券研究所

3.1.5 商品代价格上行周期或于 2023 年底启动

根据我们在白羽肉鸡行业系列报告中所得结论：祖代更新量变化与 1 年后父母代鸡苗价格、与 2 年后商品代鸡苗和毛鸡价格有较强的负相关性；父母代鸡苗销量变化与 10 个月后鸡产品价格、与 10 个月后毛鸡价格有较强的负相关性。我们由此推断，父母代鸡苗价格上行周期将于 2023 年 5 月启动，商品代价格上行周期将于 2023 年底启动。

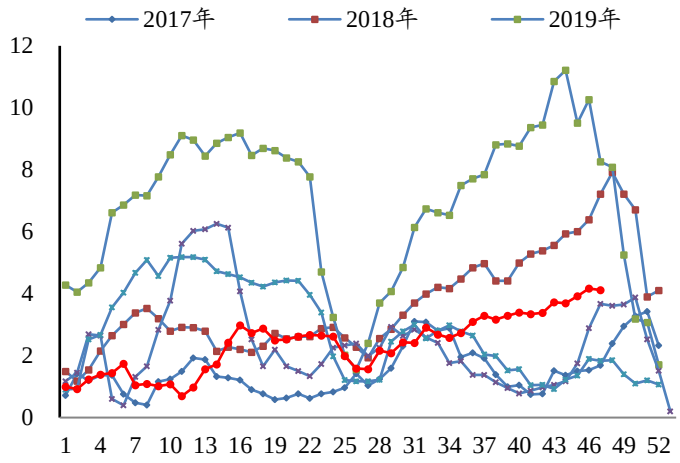
受欧美高致病性禽流感不断升温，11 月我国父母代鸡苗价格已提前大幅上涨，然而，据协会周度数据，2022 年第 45-47 周，父母代鸡苗销量分别为 150.22 万套、174.09 万套、164.8 万套，均处于 2017 年以来同期最高水平，由此可见，目前父母代鸡苗价格居于高位受供需基本面影响较小。白羽肉鸡行业受强制换羽等因素影响，供给弹性较大，我们将持续关注强制换羽和海外引种情况。

图表 59 全国父母代鸡苗均价走势图，元/套



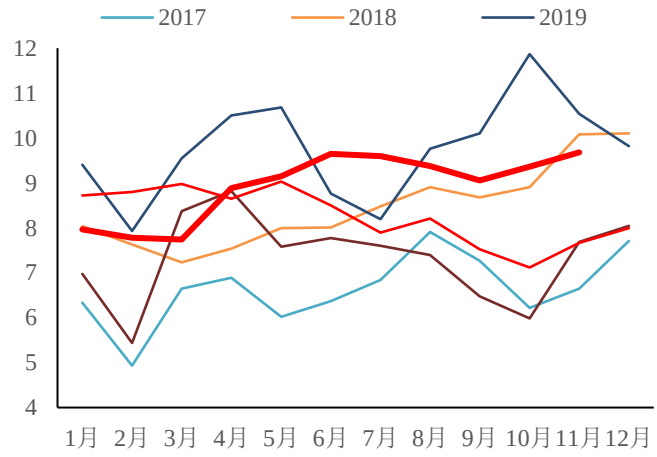
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，华安证券研究所

图表 60 全国部分商品代鸡苗销售价格，元/羽



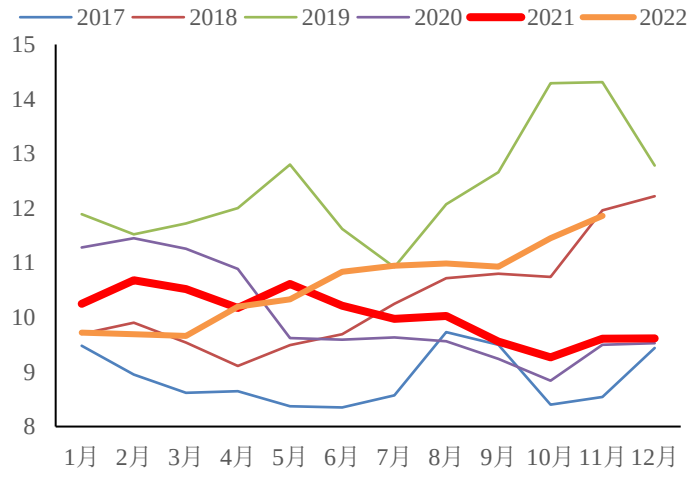
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，华安证券研究所

图表 61 白羽毛鸡价格走势图，元/公斤



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 62 白羽鸡产品价格走势图，元/公斤



资料来源：wind，华安证券研究所

3.2 2023 年黄羽鸡行业有望维持正常盈利

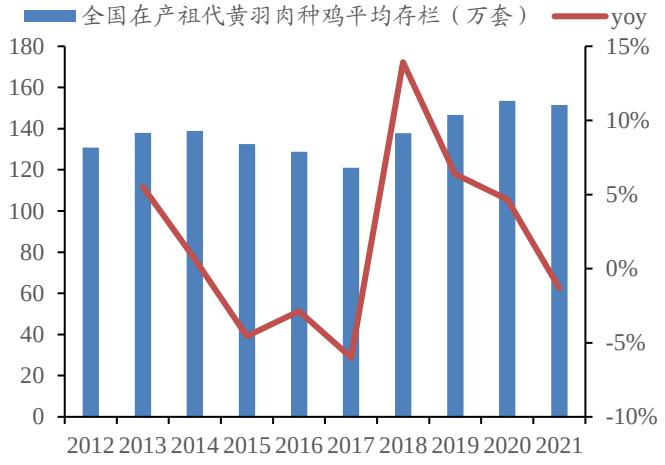
2012-2020 年，我国黄羽肉鸡祖代种鸡存栏量表现出“先减后增”的走势。2014-2017 年，受“H7N9 流感”和消费市场萎缩等因素影响，黄羽肉鸡市场多次遭受冲击，祖代种鸡存栏量逐年递减；2018-2020 年，行业生产逐步恢复，祖代规模逐年快速增加，2019-2020 年全国在产祖代黄羽肉种鸡平均存栏分别达到 146.61 万套、153.46 万套，全国在产父母代黄羽肉种鸡平均存栏分别达到 4123.33 万套、4302.2 万套，均创出历史新高。

受新冠疫情、产能增加等多重因素影响，2020 年黄羽肉鸡养殖效益严重下滑，亏损程度仅次于受到“人感染 H7N9 疫情”事件冲击的 2013 年，在产祖代存栏也从 2020 年年中开始回落。2020-2021 年黄羽鸡行业整体亏损，行业持续去产能，2022 年，黄羽肉鸡行业景气度明显回升，商品代毛鸡利润最高达到 4.7 元/公斤，仅次于 2019 年高位。

2022 年第 46 周（11.14-11.20），黄羽在产祖代存栏 142.38 万套，处于 2018 年以来同期高位，黄羽在产父母代存栏 1346.3 万套，黄羽父母代鸡苗销量

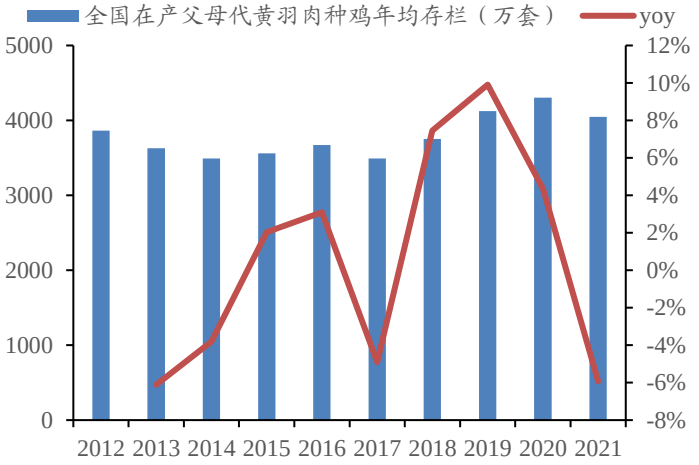
105.2 万套，均处于 2018 年以来同期底部区域，2023 年黄羽鸡行业有望维持正常盈利。

图表 63 全国在产祖代黄羽肉种鸡平均存栏



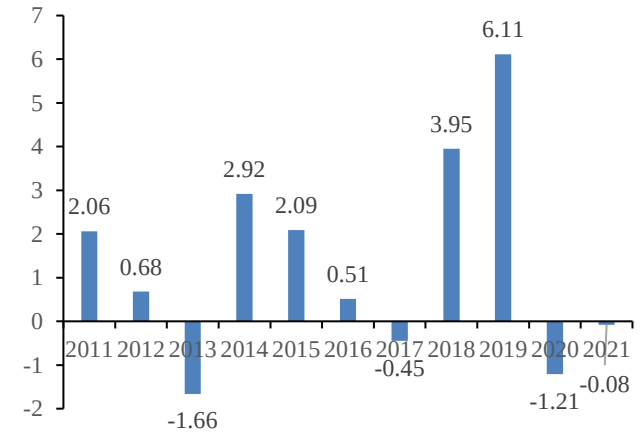
资料来源：中国畜牧业协会，华安证券研究所

图表 64 全国在产父母代黄羽肉种鸡平均存栏



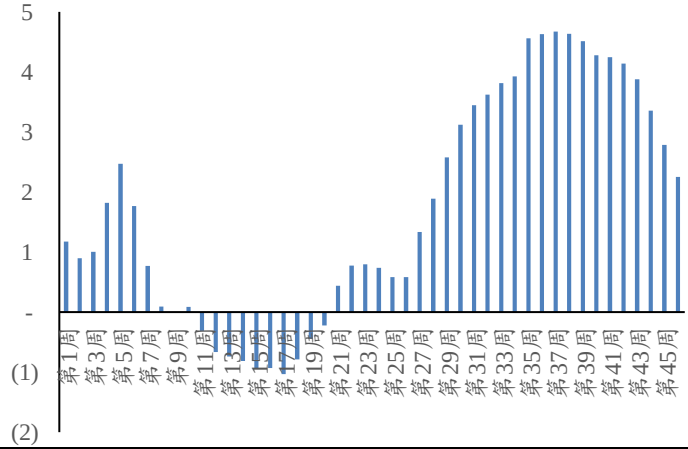
资料来源：中国畜牧业协会，华安证券研究所

图表 65 2011-2021 年黄羽肉毛鸡单只平均盈利，元



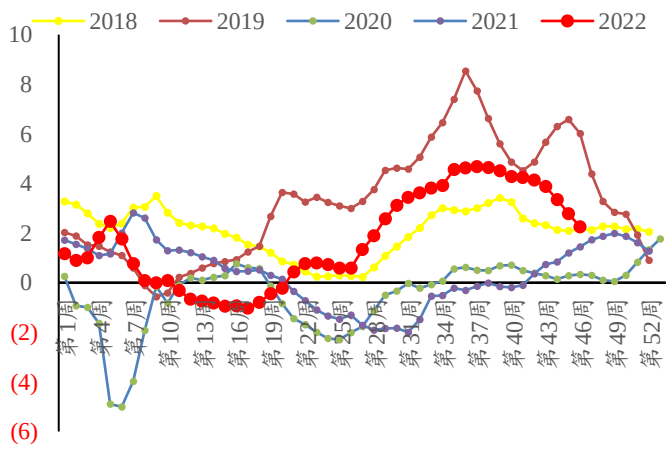
资料来源：中国畜牧业协会，华安证券研究所

图表 66 2022 年全国部分黄羽肉毛鸡销售利润，元/公斤



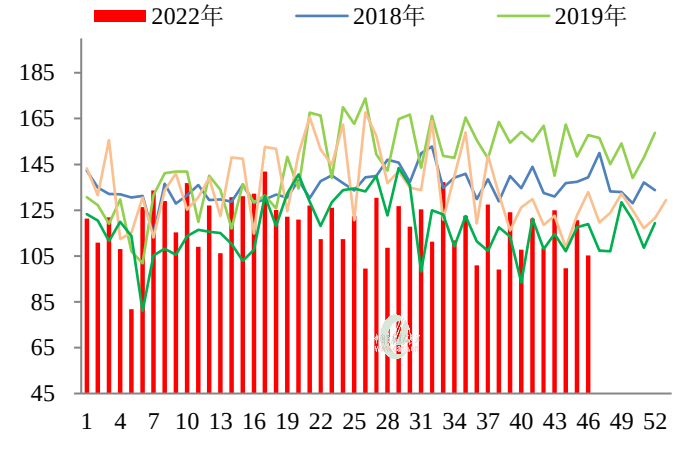
资料来源：中国畜牧业协会，华安证券研究所

图表 67 全国部分黄羽肉毛鸡历史利润对照图，元/公斤



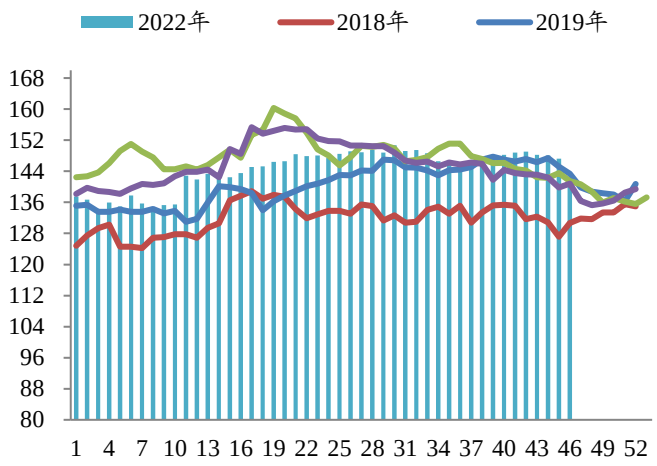
资料来源：中国畜牧业协会，华安证券研究所

图表 68 全国父母代黄羽肉雏鸡销量，万套



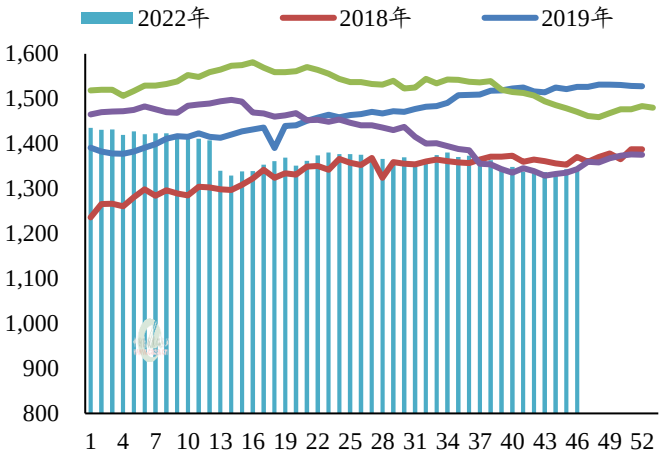
资料来源：中国畜牧业协会，华安证券研究所

图表 69 监测企业在产祖代黄羽肉种鸡周度存栏图，万套



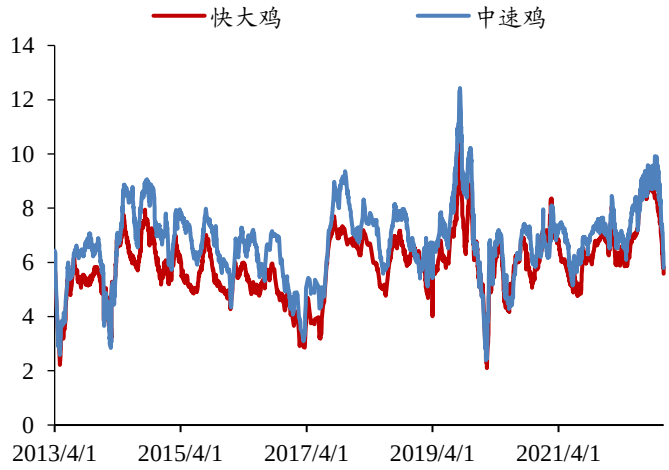
资料来源：中国畜牧业协会，华安证券研究所

图表 70 全国在产父母代黄羽肉种鸡周度存栏图，万套



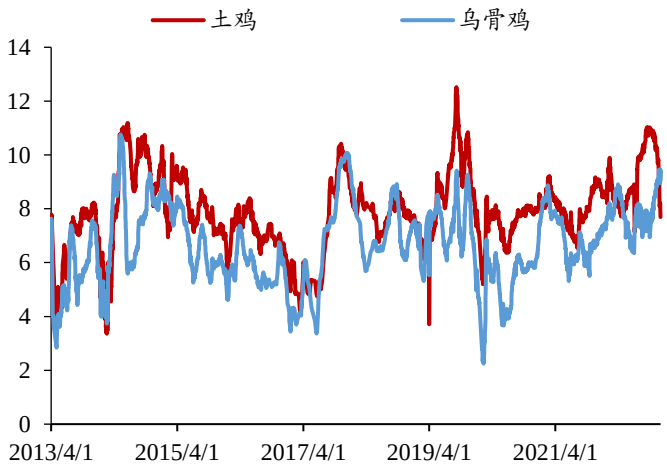
资料来源：中国畜牧业协会，华安证券研究所

图表 71 黄羽鸡（快大鸡、中速鸡）价格走势图，元/斤



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 72 黄羽肉鸡（土鸡、乌骨鸡）价格走势图，元/斤



资料来源：wind，华安证券研究所

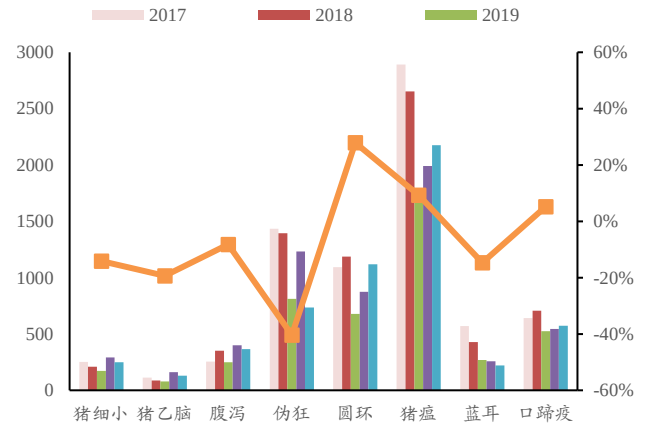
4 猪用疫苗景气度明显回升，关注非瘟疫苗进展

疫苗景气度与猪价高度相关。2021 年猪价步入下行周期，猪用疫苗批签发数据同比增速由高到低依次为，猪圆环疫苗 27.9%、猪瘟疫苗 9.3%、口蹄疫苗 5.1%、腹泻苗-8.3%、猪细小病毒疫苗-14.1%、高致病性猪蓝耳疫苗-14.7%、猪乙脑疫苗-19.4%、猪伪狂犬疫苗-40.4%。

由于 2022 年 1-4 月猪价低迷，猪用疫苗景气度处于低位，2022 年 6 月养殖户逐步进入盈利期，对应猪用疫苗景气度也开始明显回升。2022 年 11 月，猪用疫苗批签发数同比增速由高到低依次为，猪伪狂犬疫苗 268.2%、猪细小病毒疫苗 263%、腹泻苗 150%、高致病性猪蓝耳疫苗 109%、猪瘟疫苗 83%、猪圆环疫苗 6.2%、口蹄疫苗 0%、猪乙型脑炎疫苗 0%。2022 年 1-11 月猪用疫苗批签发数同比增速由高到低依次为，猪细小病毒疫苗 18%、口蹄疫苗 9.6%、高致病性猪蓝耳疫苗 7.8%、腹泻

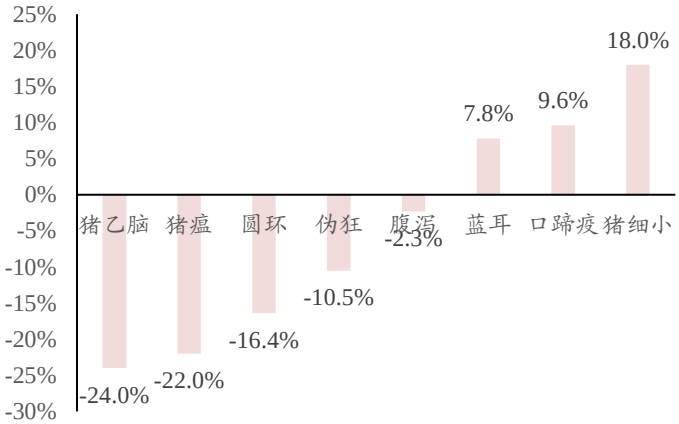
苗-2.3%、猪伪狂犬疫苗-10.5%、猪圆环疫苗-16.4%、猪瘟疫苗-22%、猪乙型脑炎疫苗-24%。

图表 73 2017-2021 年主要猪用疫苗批签发对照图



资料来源：国家兽药基础数据库，华安证券研究所

图表 74 2022 年 1-11 月主要猪用疫苗批签发同比增速



资料来源：国家兽药基础数据库，华安证券研究所

图表 75 2022 年主要猪用疫苗批签发数据及同比增速对照表，批次

批签发	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月
猪细小	23	18	18	36	17	31	29	25	26	30	29
猪乙脑	6	7	10	2	14	23	17	8	5	0	2
腹泻	19	25	25	26	16	29	37	29	39	62	40
伪狂	35	19	52	41	38	43	38	51	61	63	162
圆环	89	64	62	70	67	89	76	67	104	95	86
猪瘟	88	135	154	129	87	128	164	183	170	165	176
蓝耳	32	18	23	16	14	11	21	26	26	11	23
口蹄疫	48	60	66	33	24	21	58	93	78	39	42
批签发 yoy	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月
猪细小	-15%	-36%	-38%	-16%	-29%	15%	61%	213%	136%	100%	263%
猪乙脑	-79%	-53%	-33%	-92%	8%	156%	143%	700%	0%	-100%	0%
腹泻	-59%	-39%	-43%	-28%	-36%	-6%	28%	26%	8%	121%	150%
伪狂	-57%	-77%	-12%	-52%	15%	-14%	-55%	50%	-6%	17%	268%
圆环	-22%	-41%	-22%	-47%	-27%	13%	-12%	10%	6%	-12%	6%
猪瘟	-63%	-35%	-43%	-55%	-38%	7%	-20%	12%	17%	9%	83%
蓝耳	3%	6%	-26%	-45%	-7%	22%	5%	63%	160%	-31%	109%
口蹄疫	-14%	-9%	38%	-42%	14%	50%	61%	75%	-13%	30%	0%

资料来源：国家兽药基础数据库，华安证券研究所

本轮周期最大的不同是养殖规模化程度加速提升，规模养殖场在土地、资金、种源、疫病防控、管理水平等层面占据全方位优势，扩张速度远超行业平均，且防疫支出显著高于散养户。我们认为，随着规模养殖出栏比重的持续提升，叠加后非瘟时期猪场疫病综合防控的客观需求，国内猪用疫苗市场空间有望持续扩容。基本假设如下：

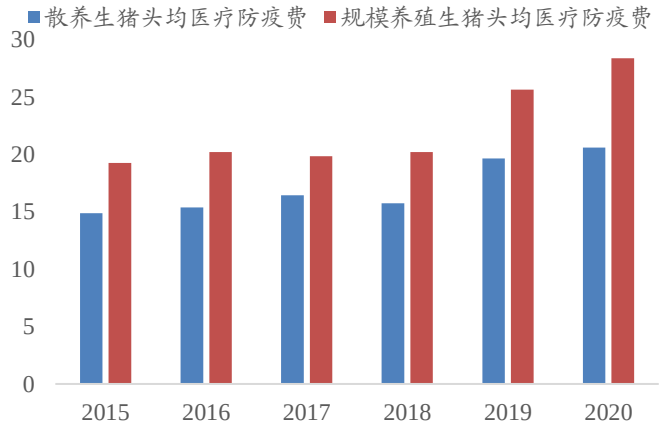
①假设我国生猪年出栏量新平衡点 6 亿头，规模养殖出栏量 4 亿头；

②规模养殖部分：参考头部上市猪企头均防疫成本，假设规模养殖企业疫苗成本占比 2.5%，养殖完全成本新平衡点 15 元/公斤，出栏均重 110 公斤，则头均疫苗使用费约为 41 元/头；

③散养部分：2020 年头均防疫医疗费用为 20.59 元，若疫苗费用占 50%，假设后期头均疫苗费用提至 11 元/头。

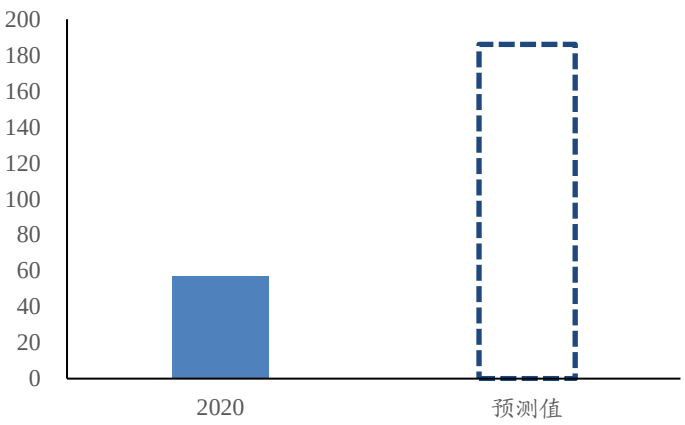
综上，由此可粗略测算出在不考虑非洲猪瘟疫苗的前提下，我国猪用疫苗潜在市场空间可达 186 亿元，相较 2020 年规模 57 亿元，未来十年仍有非常可观的成长空间。据我们测算，非瘟疫苗若商业化应用，有望催生百亿元大单品市场，猪苗空间将显著扩容，我们将密切跟踪非瘟疫苗进展。

图表 76 生猪养殖头均防疫费用（元）



资料来源：全国农产品成本收益汇编，华安证券研究所

图表 77 猪用疫苗市场空间



资料来源：中国兽药协会，华安证券研究所

图表 78 非瘟疫苗潜在市场空间测算

	数量（万头）	渗透率	免疫次数	单价（元）					
				10	12	14	16	18	20
能繁母猪	2500	90%	3	6.8	8.1	9.5	10.8	12.2	13.5
生猪	50000	70%	2	47.3	56.7	66.2	75.6	85.1	94.5
市场容量（亿元）				**54.0**	**64.8**	**75.6**	**86.4**	**97.2**	**108.0**

资料来源：华安证券研究所整理

5 玉米、大豆供需紧平衡，转基因商业化稳步推进

5.1 玉米、大豆价格或维持高位

5.1.1 2023 年玉米价格或维持相对高位

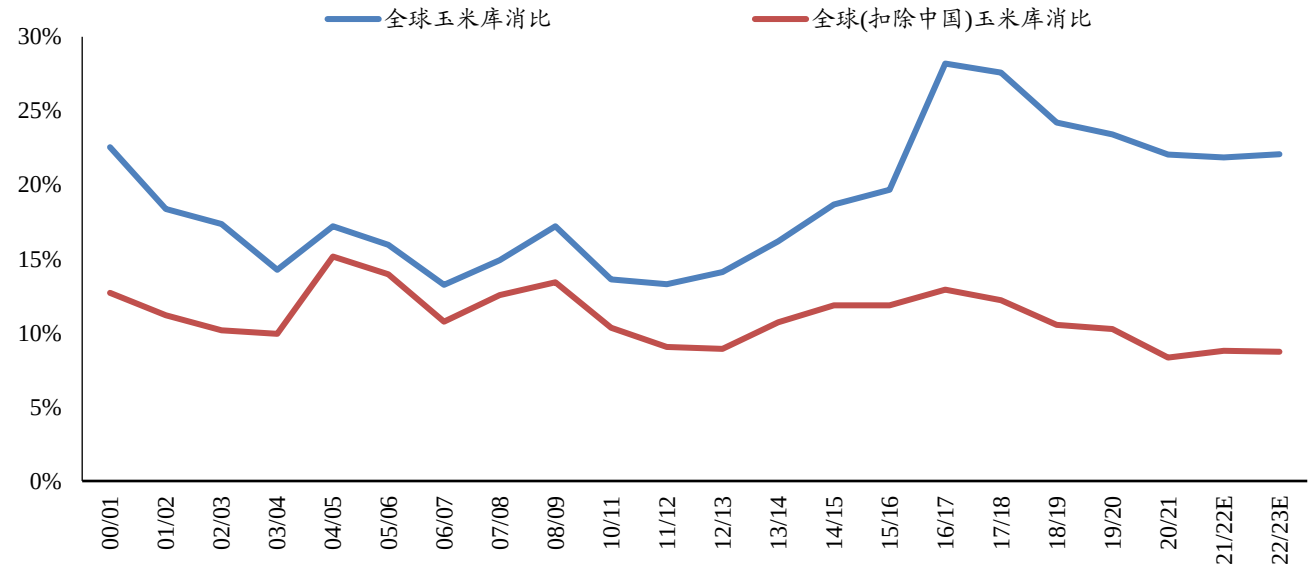
美国农业部 2022 年 12 月供需报告预测：2022/23 年度全球玉米产量 11.62 亿吨，消费量 11.71 亿吨，期末库存 2.98 亿吨，库消比 22.1%，较 21/22 年度提升 0.2 个百分点，处于 16/17 年以来底部区域；22/23 年度全球（扣除中国）玉米库消比 8.7%，处于 00/01 年度以来底部区域。

图表 79 全球玉米供需平衡表

百万吨	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22E	22/23E
期初库存	132.74	174.80	209.73	311.48	351.96	340.97	322.41	307.41	292.54	307.09
产量	991.38	1,016.03	972.21	1,123.41	1,080.09	1,124.92	1,120.13	1,129.20	1,216.87	1,161.86
进口	123.95	125.17	139.23	135.59	149.93	164.42	167.66	184.94	183.90	176.42
饲料消费	570.33	584.70	601.58	656.07	672.36	703.88	716.03	723.98	751.28	735.25
国内消费	949.34	981.01	968.01	1,084.14	1,090.45	1,144.82	1,136.17	1,144.08	1,202.31	1,170.55
出口	131.10	142.20	119.74	160.06	148.24	181.71	172.25	182.70	202.51	181.63
期末库存	174.79	209.82	213.93	350.75	341.60	321.07	306.37	292.54	307.09	298.40
库消比	**16.2%**	**18.7%**	**19.7%**	**28.2%**	**27.6%**	**24.2%**	**23.4%**	**22.0%**	**21.9%**	**22.1%**

资料来源：USAD，华安证券研究所 注：根据美国农业部 12 月数据测算

图表 80 全球玉米库消比走势图



资料来源：USDA，华安证券研究所

美国农业部 2022 年 12 月供需报告预测：22/23 年度中国玉米库消比 69.9%，较 21/22 年度下降 2 个百分点，处于 16/17 年度以来最低水平。据我国农业农村部市场预警专家委员会 12 月预测，22/23 年度全国玉米结余量或降至 279 万吨，结余量较 21/22 年度下降 395 万吨，国内玉米价格有望维持高位。

图表 81 中国玉米供需平衡表

单位：百万吨	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23
期初库存	67.57	81.32	100.47	212.02	223.02	222.53	210.18	200.53	205.70	209.14
产量	218.49	215.65	224.63	263.61	259.07	257.17	260.78	260.67	272.55	274.00
进口	3.28	5.52	3.17	2.46	3.46	4.48	7.48	29.51	21.88	18.00
饲料消费	150.00	140.00	153.50	185.00	187.00	191.00	193.00	203.00	209.00	214.00
国内消费	208.00	202.00	217.50	255.00	263.00	274.00	278.00	285.00	291.00	295.00
出口	0.02	0.01	0.00	0.08	0.02	0.02	0.01	0.00	0.00	0.02

期末库存	81.32	100.47	110.77	223.02	222.53	210.16	200.53	205.70	209.14	206.12
库消比	**39.1%**	**49.7%**	**50.9%**	**87.4%**	**84.6%**	**76.7%**	**72.1%**	**72.2%**	**71.9%**	**69.9%**

资料来源：USDA，华安证券研究所　注：根据美国农业部 6 月数据测算

图表 82 中国玉米供需平衡表（2022 年 12 月），万吨

年度	2020/21	2021/22	2022/23	2022/23
		12 月估计	11 月估计	12 月估计
产量	26066	27255	27531	27531
进口	2956	2189	1800	1800
消费	28216	28770	29051	29051
食用消费	955	965	980	980
饲用消费	18000	18600	18800	18800
工业消费	8000	8000	8100	8100
种用消费	187	195	191	191
损耗及其他	1074	1010	980	980
出口	0	0	1	1
结余变化	806	674	279	279

资料来源：国家粮油信息中心，华安证券研究所

注：玉米市场年度为当年 10 月至次年 9 月；东北地区包括吉林、黑龙江、辽宁和内蒙古，华北黄淮地区包括北京、天津、河北、河南、山西、山东、山东、江苏、安徽；结余量为当年新增供给量与年度需求总量间的差额，不包括上年库存。

5.1.2 2023 年大豆价格或维持相对高位

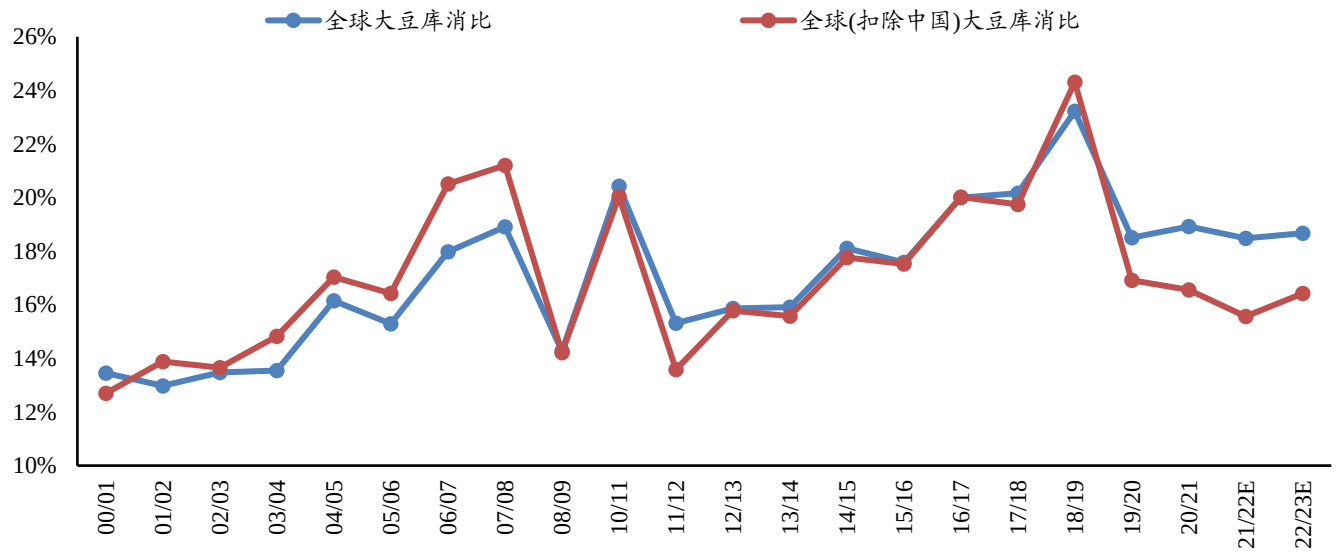
USDA12 月报预测：22/23 年度全球大豆库消比 18.7%，较 21/22 年度上升 0.2 个百分点，处于 16/17 年度以来底部区域；22/23 年度全球（扣除中国）大豆库消比 16.4%，处于 14/15 年度以来底部区域。

图表 83 全球大豆供需平衡表

单位：百万吨	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23
期初库存	54.67	61.65	77.90	80.41	94.80	100.66	115.24	94.73	100.03	95.59
产量	207.04	319.60	313.77	349.31	342.09	361.04	339.97	368.52	355.61	391.17
进口	111.78	124.36	133.33	144.22	153.23	145.88	165.12	165.54	157.14	166.21
国内消费	274.82	301.85	313.94	330.78	338.03	344.28	358.32	363.76	363.38	380.88
出口	112.70	126.22	132.56	147.50	153.08	148.83	165.17	164.99	153.82	169.38
期末库存	61.67	77.53	78.50	95.65	99.02	114.48	96.84	100.03	95.59	102.71
库消比	**15.9%**	**18.1%**	**17.6%**	**20.0%**	**20.2%**	**23.2%**	**18.5%**	**18.9%**	**18.5%**	**18.7%**

资料来源：USDA，华安证券研究所　注：根据美国农业部 12 月数据测算

图表 84 全球大豆库消比及价格



资料来源：USDA，华安证券研究所

20/21 年中国大豆进口量 9978 万吨，占当年国内消费量 88%。由于我国大豆常年进口量巨大，导致国内外大豆价格走势联动性很强。

根据美国农业部 2022 年 12 月供需报告，2022/23 年度中国大豆库消比预测值 27.0%，较 21/22 年度下降 2.6 个百分点。据我国农业农村部市场预警专家委员会 12 月预测：22/23 年度全国大豆结余量 166 万吨，较 21/22 年增加 173 万吨，2023 年度大豆价格或维持相对高位。

图表 85 中国大豆供需平衡表

单位：百万吨	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23
期初库存	12.38	13.85	17.01	17.14	20.12	23.06	19.46	24.61	31.15	31.79
产量	11.95	12.15	11.79	13.64	15.28	15.97	18.09	19.60	16.40	18.40
进口	70.36	78.35	83.23	93.50	94.10	82.54	98.53	99.74	91.57	98.00
国内消费	80.60	87.20	95.00	103.50	106.30	102.00	109.20	112.74	107.22	116.59
出口	0.22	0.14	0.11	0.11	0.13	0.12	0.09	0.07	0.10	0.10
期末库存	13.88	17.01	16.91	20.66	23.06	19.46	26.79	31.15	31.79	31.50
库消比	**17.2%**	**19.5%**	**17.8%**	**19.9%**	**21.7%**	**19.1%**	**24.5%**	**27.6%**	**29.6%**	**27.0%**

资料来源：USDA，华安证券研究所　注：根据美国农业部 12 月数据测算

图表 86 中国大豆供需平衡表（2022 年 12 月），万吨

年度	2020/21	2021/22	2022/23	2022/23
		12 月估计	11 月估计	12 月估计
产量	1960	1640	1948	1948
进口	9978	9160	9520	9520
消费	11326	10797	11287	11287
压榨消费	9500	9054	9477	9477

食用消费	1420	1355	1432	1432
种子用量	76	88	78	78
损耗及其他	330	300	300	300
出口	6	10	15	15
结余变化	606	-7	166	166

资料来源：国家粮油信息中心，华安证券研究所

注：玉米市场年度为当年 10 月至次年 9 月；东北地区包括吉林、黑龙江、辽宁和内蒙古，华北黄淮地区包括北京、天津、河北、河南、山西、山东、山东、江苏、安徽；结余量为当年新增供给量与年度需求总量间的差额，不包括上年库存。

5.2 2023 年国内小麦供给相对充足

5.2.1 全球小麦库消比处 15/16 年以来最低水平

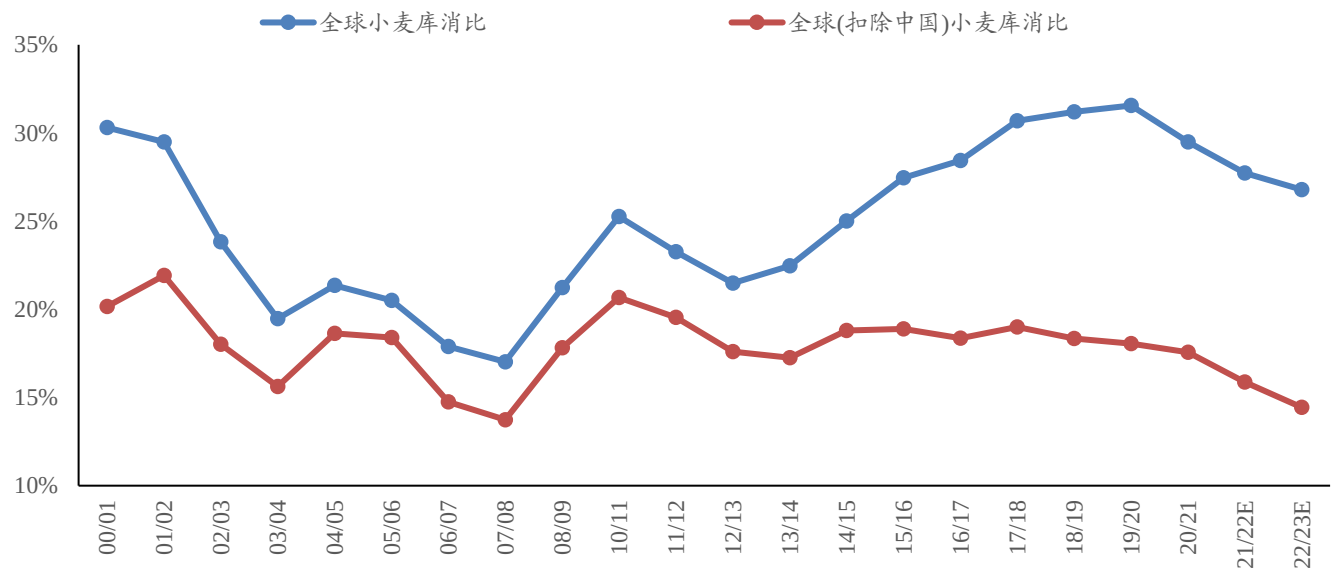
美国农业部 2022 年 12 月供需报告预测：2022/23 年度全球小麦产量 7.83 亿吨，国内消费量 7.91 亿吨，期末库存 2.68 亿吨，库消比 26.8%，较 21/22 年度下降 0.9 个百分点，处于 15/16 年以来最低水平；22/23 年度全球（扣除中国）小麦库消比 14.4%，处于 08/09 年度以来最低水平。

图表 87 全球小麦供需平衡表

单位：百万吨	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23
期初库存	177.06	194.89	218.69	245.00	262.79	287.18	281.21	298.21	290.34	276.27
产量	715.36	728.07	735.21	756.40	762.88	731.00	762.37	774.55	779.33	780.59
进口	158.37	159.07	170.19	179.17	181.04	171.27	188.37	194.73	198.26	204.30
饲料消费	126.68	131.60	136.55	147.04	146.63	139.25	139.65	157.89	160.93	154.91
国内消费	698.33	705.38	711.16	739.09	741.98	734.81	746.75	782.42	793.40	789.53
出口	165.91	164.45	172.84	183.36	182.47	173.67	193.87	203.33	202.82	210.85
期末库存	194.09	217.58	242.74	262.31	283.69	283.37	296.83	290.34	276.27	267.33
库消比	**22.5%**	**25.0%**	**27.5%**	**28.4%**	**30.7%**	**31.2%**	**31.6%**	**29.5%**	**27.7%**	**26.7%**

资料来源：USDA，华安证券研究所　注：根据美国农业部 12 月数据测算

图表 88 全球小麦库消比走势图



资料来源：USDA，华安证券研究所

5.2.2 小麦拍卖成交量偏低，主产区收购量回升

美国农业部 12 月供需报告预计：2021/22 中国小麦期末库存 1.42 亿吨，库消比 95.2%；2022/23 中国小麦期末库存 1.44 亿吨，库消比 99.6%。

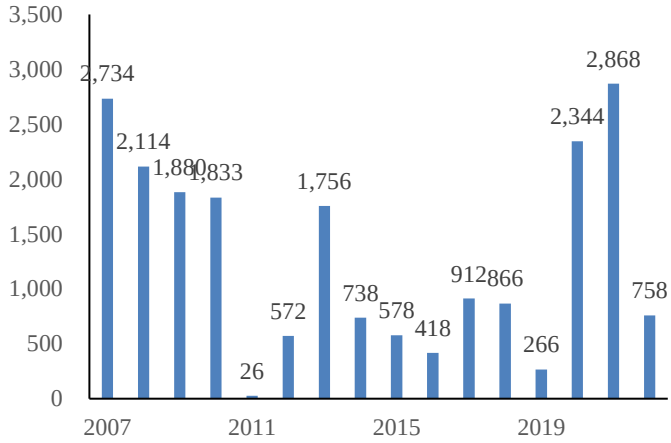
2014-2019 年小麦临储拍卖成交量维持低位，尤其是 2019 年小麦临储拍卖成交量仅 265.65 万吨。2020-2021 年，受玉米供不应求影响，小麦临储拍卖成交量大幅提升，分别达到 2343.62 万吨、2868.3 万吨。2022 年小麦供给相对充足，截至目前小麦临储拍卖量仅 758 万吨，与此同时，主产区小麦收购量同比增长 11.9%至 5884 万吨。

图表 89 中国小麦供需平衡表

单位：百万吨	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23
期初库存	53.96	65.27	76.11	97.00	114.93	131.20	138.09	150.02	144.12	141.76
产量	121.93	126.21	130.19	133.27	134.33	131.43	133.60	134.25	136.95	138.00
进口	6.77	1.93	3.48	4.41	3.94	3.15	5.38	10.62	9.57	9.50
饲料消费	16.00	16.00	10.50	17.00	17.50	20.00	19.00	40.00	35.00	30.00
国内消费	116.50	116.50	112.00	119.00	121.00	125.00	126.00	150.00	148.00	144.00
出口	0.89	0.80	0.73	0.75	1.00	1.01	1.05	0.76	0.88	0.90
期末库存	65.27	76.11	97.04	114.93	131.20	139.77	150.02	144.12	141.76	144.36
库消比	**55.6%**	**64.9%**	**86.1%**	**96.0%**	**107.5%**	**110.9%**	**118.1%**	**95.6%**	**95.2%**	**99.6%**

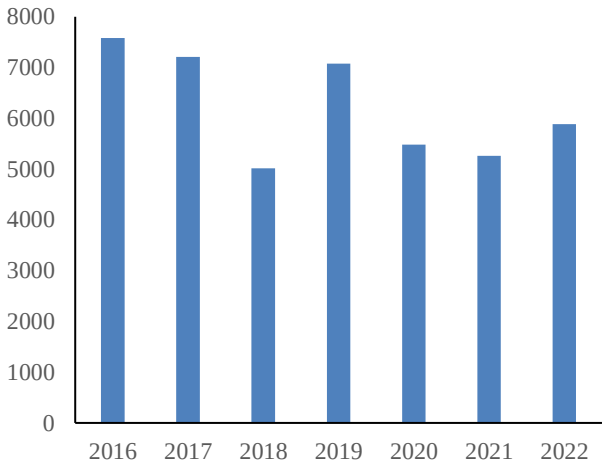
资料来源：USDA，华安证券研究所　注：根据美国农业部 12 月数据测算

图表 90 小麦临储拍卖成交量，万吨



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 91 全国主产区小麦收购量，万吨

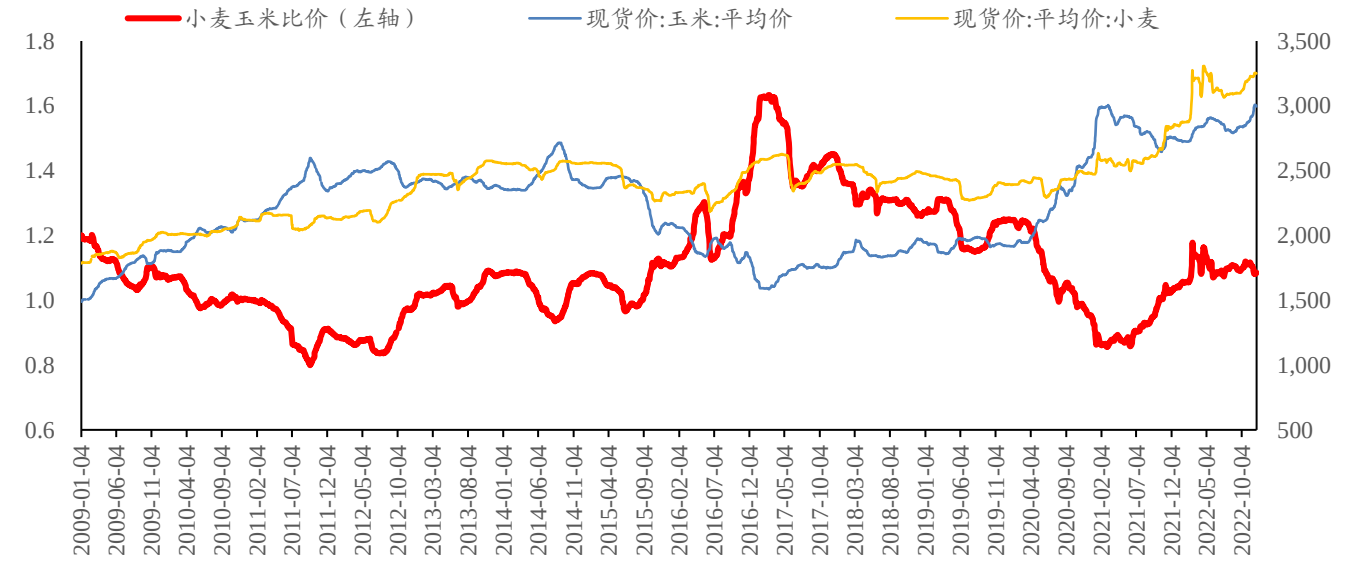


资料来源：国家粮食和物资储备局，华安证券研究所

5.2.3 小麦价格有望维持高位

小麦、玉米历史比价在 0.8-1.6 之间波动，而当前小麦和玉米比价 1.1，小麦对玉米存在饲用替代性。我们判断，在小麦库存仍然偏高的大背景下，小麦价格有望维持相对高位。

图表 92 小麦、玉米比价走势图，元/吨



资料来源：Wind，华安证券研究所

5.3 稻谷供过于求格局不改，价格或低位震荡

5.3.1 全球大米供给相对充足

美国农业部 2022 年 12 月供需报告预测：2022/23 年度全球大米产量 5.03 亿吨，国内消费量 5.17 亿吨，期末库存 1.69 亿吨，库消比 29.6%，较 21/22 年度下降 2 个

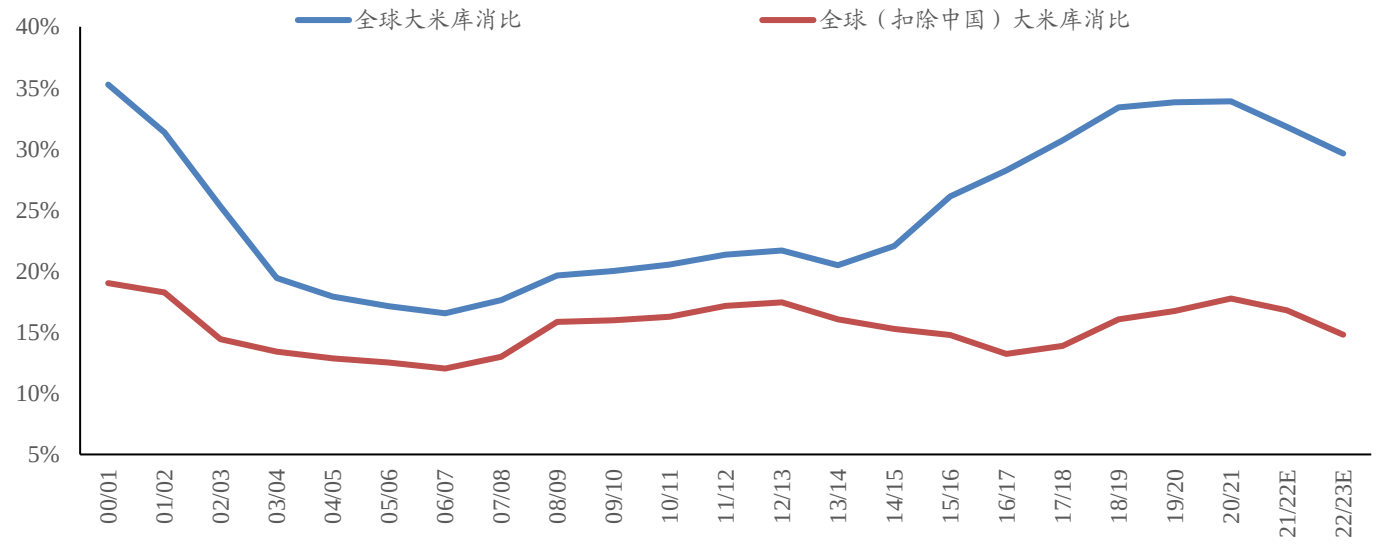
百分点，全球大米供给相对充足；22/23 年度全球（扣除中国）大米库消比为 14.8%，处于 00/01 年度以来平均水平。

图表 93 全球大米供需平衡表

单位：百万吨	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23
期初库存	110.6	113.9	127.9	142.6	149.9	163.7	176.6	182.2	188.0	182.3
产量	478.4	478.6	472.9	491.0	494.9	497.3	498.8	509.3	515.1	503.3
进口	38.4	41.1	38.3	41.1	47.0	44.0	42.3	46.4	54.5	52.4
国内消费	481.6	477.5	468.1	483.7	482.3	484.6	493.8	503.5	520.8	516.9
出口	42.2	43.6	40.3	47.3	47.3	43.9	43.4	50.9	56.9	53.7
期末库存	107.4	114.9	132.7	149.9	162.5	176.5	181.6	188.0	182.3	168.6
库消比	**20.5%**	**22.1%**	**26.1%**	**28.2%**	**30.7%**	**33.4%**	**33.8%**	**33.9%**	**31.6%**	**29.6%**

资料来源：USDA，华安证券研究所　注：根据美国农业部 12 月数据测算

图表 94 全球大米库消比走势图



资料来源：USDA，华安证券研究所

5.3.2 稻谷市场供过于求，拍卖成交量常年偏低

美国农业部 12 月供需报告预计：2022/23 年度中国大米期末库存 1.08 亿吨，库消比 68.7%。国家粮油信息中心 10 月供需报告预计，2022/23 年度稻谷播种面积 2995 万公顷，较上年度增加 3 万公顷；单产 7138 公斤/公顷，较上年度增加 25 公斤/公顷；产量 2.138 亿吨，较上年度增加 95.7 万吨，稻谷生产继续巩固稳中有增势头，产量将连续 12 年保持在 2 亿吨以上。

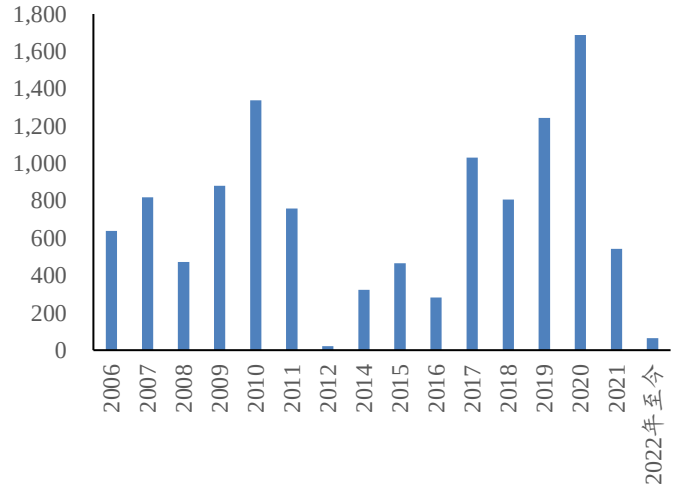
我国最低收购价稻米竞价销售成交量常年偏低，2022 年截至目前稻谷拍卖成交量更是低至 65 万吨，也从侧面反映，我国稻米市场供过于求。

图表 95 中国大米供需平衡表

单位：百万吨	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23
期初库存	46.8	53.1	69.0	88.0	98.5	109.0	115.0	116.5	116.5	113.0
产量	142.5	144.6	145.8	147.8	148.9	148.5	146.7	148.3	149.0	147.0
进口	4.0	4.7	4.8	5.3	5.5	3.2	2.6	4.2	6.0	5.2
国内消费	146.3	144.5	140.8	141.8	142.5	142.9	145.2	150.3	156.4	155.0
出口	0.3	0.4	0.3	0.8	1.4	2.8	2.6	2.2	2.1	2.2
期末库存	46.8	57.4	78.5	98.5	109.0	115.0	116.5	116.5	113.0	108.0
库消比	**31.9%**	**39.6%**	**55.6%**	**69.1%**	**75.8%**	**78.9%**	**78.8%**	**76.4%**	**71.3%**	**68.7%**

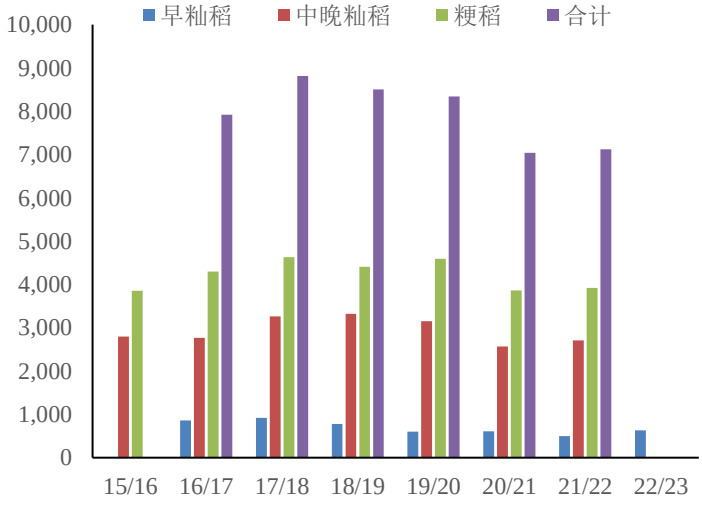
资料来源：USDA，华安证券研究所　注：根据美国农业部 12 月数据测算

图表 96 稻谷拍卖成交量，万吨



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 97 主产区稻谷收购量对照图，万吨

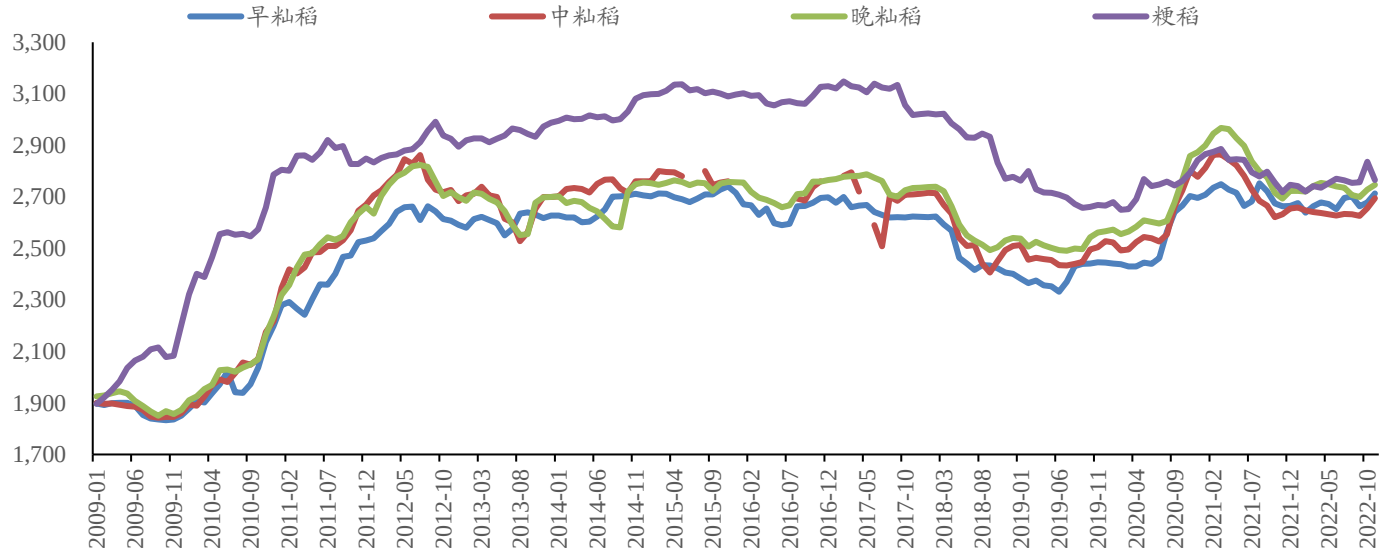


资料来源：国家粮食和物资储备局，华安证券研究所

5.3.3 稻谷玉米比价历史最低，稻谷价格或维持低位

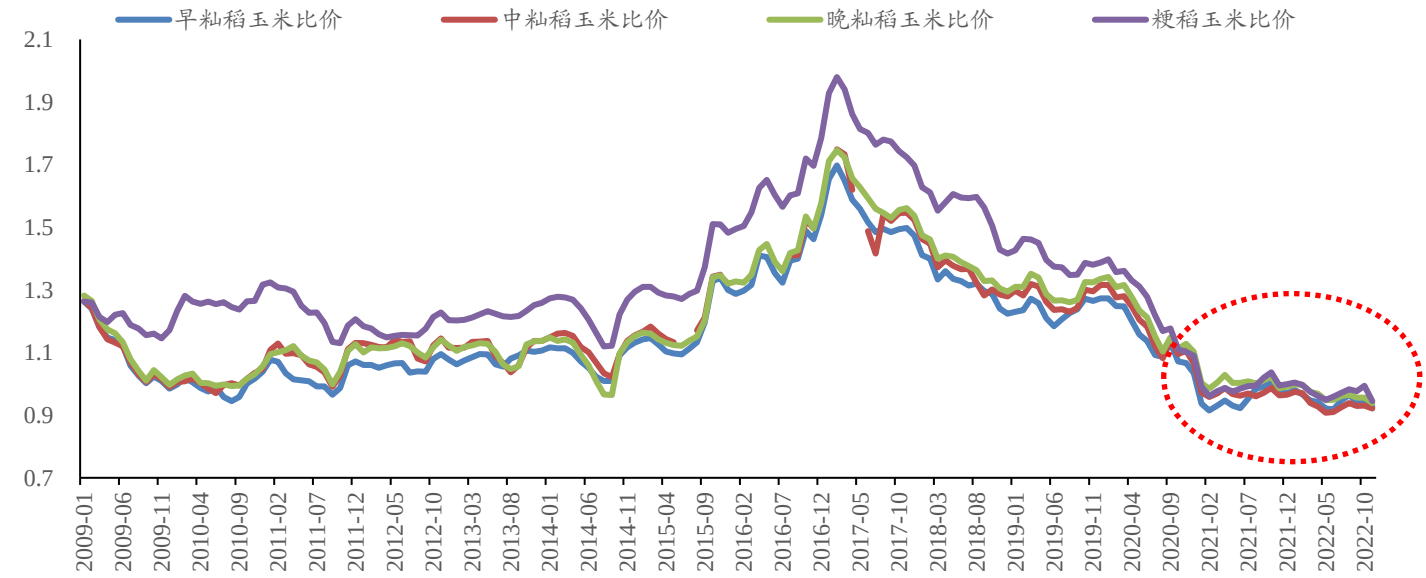
目前，稻谷与玉米的比价处于历史最低水平。早籼稻、玉米历史比价在 0.9-1.8 之间波动，目前早籼稻和玉米比价为 0.9；中籼稻、玉米历史比价在 0.9-1.8 之间波动，目前中籼稻和玉米比价为 0.9；晚籼稻、玉米历史比价在 1.0-1.8 之间波动，目前晚籼稻和玉米比价为 0.9；粳稻、玉米历史比价在 1.0-2.1 之间波动，目前粳稻和玉米比价为 0.9。在稻谷库存仍然偏高的大背景下，稻谷价格或低位震荡。

图表 98 稻谷价格走势图



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 99 稻谷、玉米比价走势图



资料来源：Wind，华安证券研究所

5.4 转基因商业化渐行渐近

2019 年至今，与转基因种子相关的文件逐步推出。《国家级稻品种审定标准（2021 年修订）》和《国家级玉米品种审定标准（2021 年修订）》、国家级转基因玉米、大豆品种审定标准（试行）陆续发布，我国转基因玉米商业化渐行渐近。

截至目前，大北农、隆平高科、先正达均已获得玉米产品安全证书，由于大北农、隆平高科较先正达更早获得安全证书，从合作伙伴数量和规模层面均处于先发优势；先正达是全球农业科技巨头和中国种业国家队，植保业务全球第一、种子业务全球第三，在未来几年有望逐步体现后发优势；登海种业拥有优质玉米种质资

源，种质资源好坏对转基因品种好坏至关重要，有望充分受益转基因玉米商业化。我们预计，大北农、隆平高科、登海种业、先正达将在我国转基因种业商业化进程中脱颖而出，建议继续关注种业龙头。

图表 100 2020-2022 年中国种业主要事件及文件列表

	事件/文件	文件内容
2020 年 1 月	农业农村部科技教育司发布 2019 年农业转基因生物安全证书（生产应用）批准清单，包括 2 个玉米品种和 1 个大豆品种	获批玉米品种为：北京大北农生物技术有限公司的“转 cry1Ab 和 epsps 基因抗虫耐除草剂玉米 DBN9936”；杭州瑞丰生物科技有限公司和浙江大学“转 cry1Ab/cry2Aj 和 g10evo-epsps 基因抗虫耐除草剂玉米瑞丰 125”（原名“双抗 12-5”），适宜生态区域均为北方春玉米区。获批大豆品种是上海交大“转 g10evo-epsps 基因耐除草剂大豆 SHZD3201”抗除草剂大豆，适宜生态区域南方大豆区。安全证书有效期均为 2019 年 12 月 2 日-2024 年 12 月 2 日。
2020 年 12 月	中央经济工作会议	习近平总书记在中央经济工作会议中明确提出“解决好种子和耕地问题”，强调了“保障粮食安全，关键在于落实藏粮于地、藏粮于技战略。要加强种质资源保护和利用，加强种子库建设”。
2021 年 2 月	《中共中央国务院关于全面推进乡村振兴加快农业农村现代化的意见》发布	明确了种子是农业现代化的基础，强调我国应当尊重科学、严格监管，有序推进生物育种产业化应用。
2021 年 7 月	中央深改委会议审议通过《种业振兴行动方案》	农业现代化，种子是基础，必须把民族种业搞上去，把种源安全提升到关系国家安全的战略高度，集中力量破难题、补短板、强优势、控风险，实现种业科技自立自强、种源自主可控。
2021 年 9 月	种子法修正草案首次提请审议	修改主要内容包括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、完善侵权赔偿制度等，将用制度导向激发原始创新活力，从源头上解决种子同质化严重问题。
2021 年 10 月	《国家级稻品种审定标准（2021 年修订）》和《国家级玉米品种审定标准（2021 年修订）》正式发布	此次审定标准提高了品种产量指标，稻高产稳产和绿色优质品种产量指标总体提高 2 个百分点，玉米高产稳产品种产量指标提高 2 个百分点，玉米绿色优质、鲜食、青贮等专用特用品种产量指标比同类型对照品种提高 3%以上；提高了品种 DNA 指纹差异位点数指标，将稻、玉米审定品种与已知品种 DNA 指纹检测差异位点数由 2 个分别提高至 3 个、4 个；提高了抗病性指标，增加一票否决病害类型和病虫害鉴定内容等。
2021 年 11 月	农业部同时发布《农业农村部关于修改部分种业规章的决定（征求意见稿）》和《农业农村部关于修改（农业转基因生物安全评价管理办法）的决定（征求意见稿）》	本次修改涉及 4 个相关法规，分别是《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管理许可》。这 4 个法规对生物技术研发、植物新品种培育、新品种审定、生产经营等全产业链集中修订，为转基因的产业化彻底铺平道路。
2021 年 12 月	《国家级转基因大豆、玉米品种审定标准（征求意见稿）》	提出转基因目标性状有效性需要满足以下条件之一，耐除草剂、抗虫性、回交转育转基因品种
2022 年 5 月	农业部公布了《2022 年农业转基因生物安全证书（生产应用）批准清单（一）》	隆平高科参股公司杭州瑞丰、先正达旗下中国种子集团均有玉米产品获得安全证书。
2022 年 6 月	国家级转基因玉米、大豆品种审定标准（试行）正式印发	1、转化体真实性；2、转基因目标性状有效性。

2022 年 11 月	中华人民共和国植物新品种保护条例（修订征求意见稿）》	主要修订内容：一是对 EDV 制度实施步骤和办法作出规定。二是扩大保护范围及保护环节，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、销售三个环节扩展到生产、繁殖、为繁殖进行的种子处理、许诺销售、销售、进口、出口、储存等八个环节。三是延长保护期限。四是完善侵权假冒案件处理措施。五是明确权利恢复的情形。六是增加对不诚信行为处罚的规定。七是建立植物新品种保护专业队伍。

资料来源：农业农村部，华安证券研究所

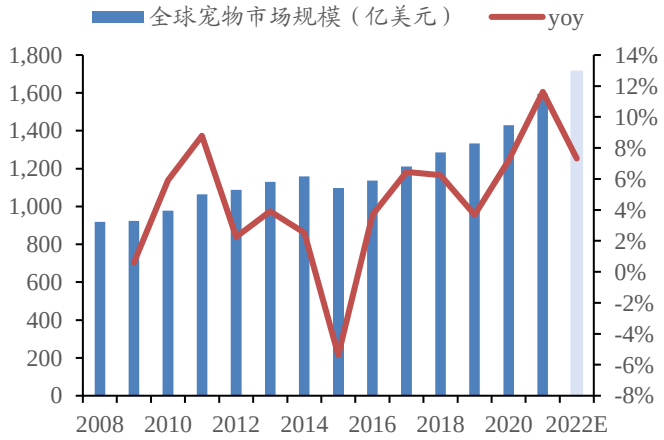
6 宠物赛道持续扩容，国产市场未来可期

6.1 国内宠物市场增长强劲，“它”经济繁荣发展

宠物产业在全球发展较早且在发达国家产业体系中较为成熟，近年来整体处于平稳发展阶段。Euromonitor 数据显示，2008-2021 年，全球宠物市场规模从 918.3 亿美元增长至 1595.7 亿美元，年复合增长率 4.3%；其中，全球宠物食品市场规模从 670.1 亿美元攀升至 1148.1 亿美元，年复合增长率 4.2%；全球宠物用品市场规模从 248.2 亿美元攀升至 447.6 亿美元，年复合增长率 4.6%。预计 2022 年宠物行业仍将保持较快增长，全球宠物食品和宠物用品市场规模预计将增至 1234.9 亿美元和 477.7 亿美元，分别较 2021 年增长 7.6%和 6.7%。

对比海外宠物百年历史，中国宠物行业发展时间较短，行业规模增长较快且竞争格局较为分散；2010-2021 年，我国宠物消费市场规模从 140 亿元大幅攀升至 2490 亿元，年复合增长率高达 29.9%。其中，2020 年新冠疫情爆发导致经济下行压力明显增大，潜在宠物消费者暂缓入市，宠物消费市场规模增速放缓至 2%，2021 年宠物行业的消费韧性逐渐显现，城镇宠物消费市场增速恢复至疫情前水平，同比增长 21.2%。

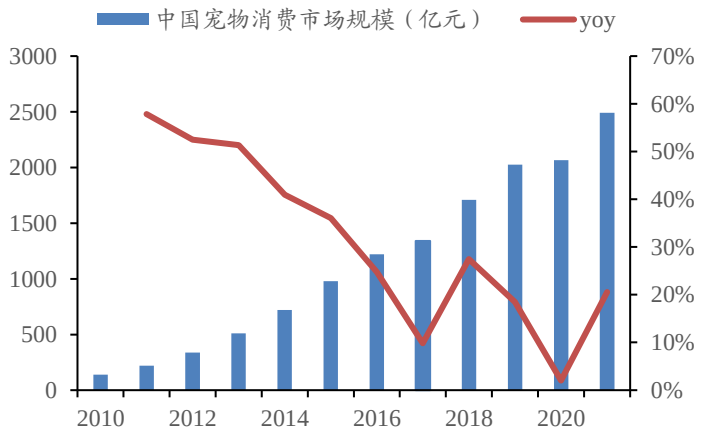
图表 101 2008-2022 年全球宠物市场规模及增速



资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

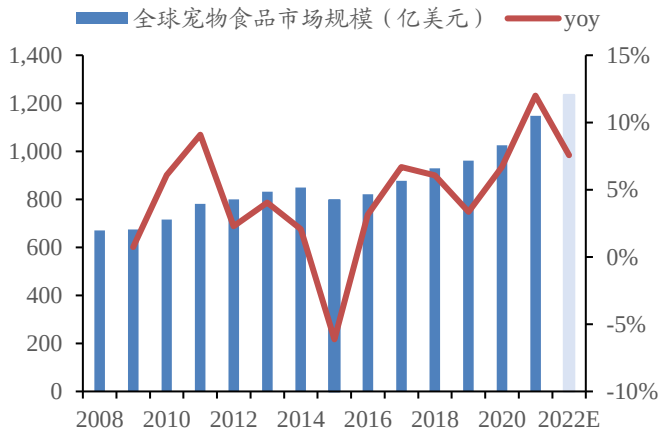
注：宠物市场规模仅测算宠物食品及用品

图表 102 2010-2021 年中国宠物市场规模及增速



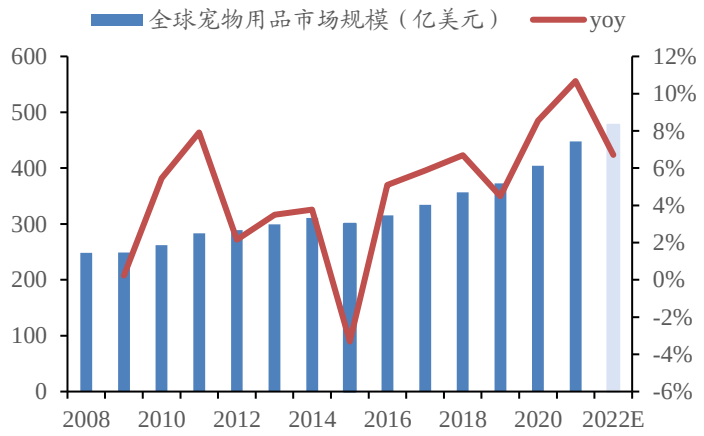
资料来源：宠物行业白皮书，华安证券研究所

图表 103 2008-2022 年全球宠物食品市场规模及增速



资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

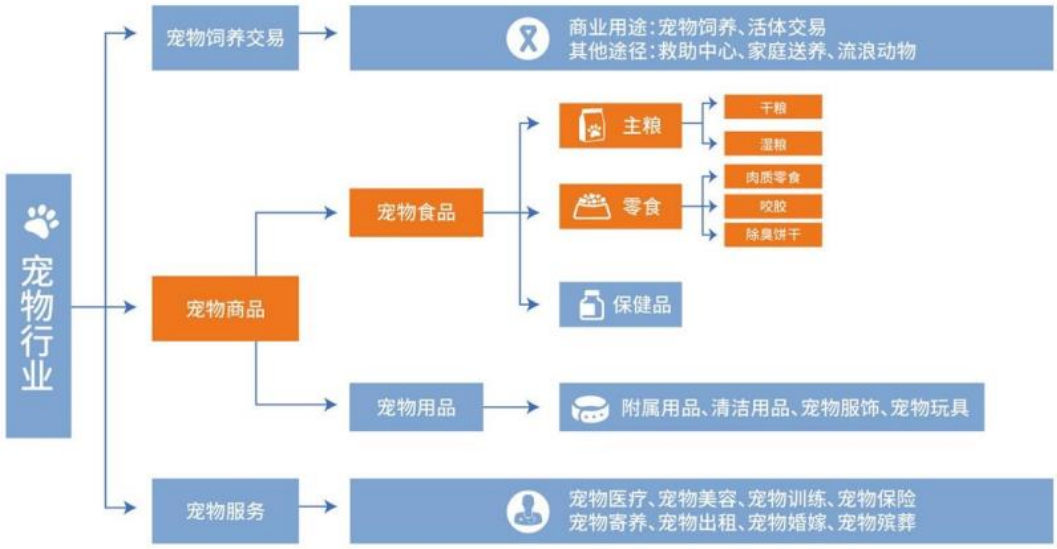
图表 104 2008-2022 年全球宠物用品市场规模及增速



资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

随着国内宠物市场规模的扩大以及养宠数量的增加，国内宠物行业产业链不断延伸，逐渐形成了上游宠物饲养、宠物交易；中游宠物食品、宠物用品以及下游宠物医疗、宠物美容、宠物训练、宠物保险等一系列的商品和服务链条，产业赛道规模化、精细化程度不断提高。

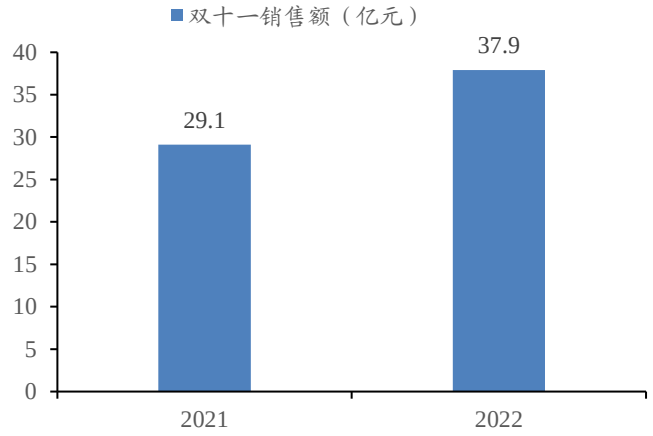
图表 105 宠物产业链分布



资料来源：福贝宠物招股说明书，华安证券研究所

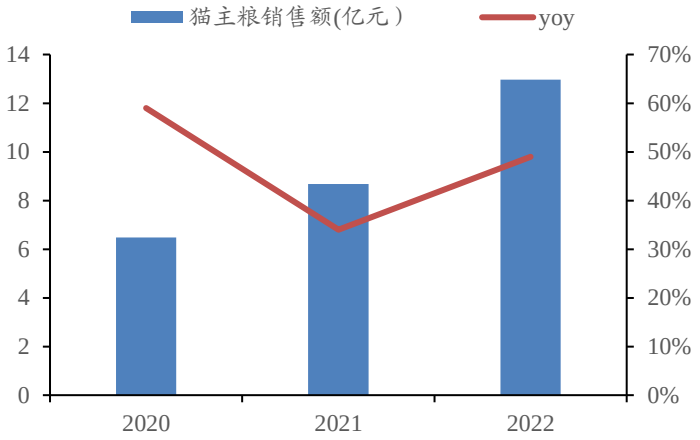
国内宠物消费维持高景气，“猫”经济表现亮眼。2022 年“双十一”期间，天猫平台宠物市场销售额达 37.9 亿元，同比增长 30.2%。其中宠物食品整体高增，受我国宠物猫数量快速增长（2021 年我国宠物猫数量首次超过宠物犬，成为饲养最多的宠物）以及高端猫粮品牌激烈竞争驱动，猫主粮品类销量增长尤为明显，全价猫主粮销售额达 12.97 亿元，同比增长 49%。

图表 106 2021-2022 年天猫双十一宠物销售额及增速



资料来源：魔镜市场情报，华安证券研究所

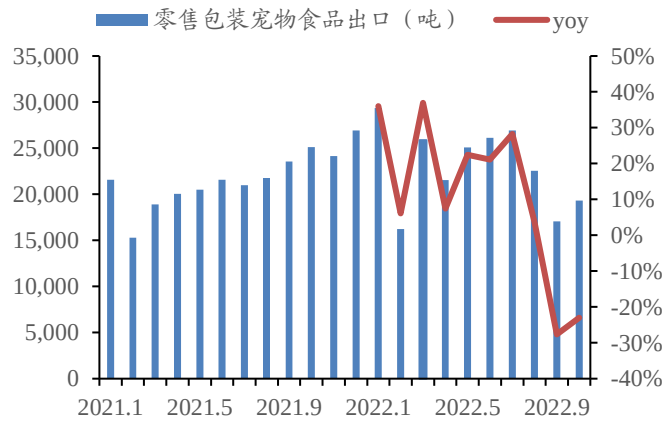
图表 107 2020-22 年天猫双十一全价猫主粮销售额及增速



资料来源：魔镜市场情报，华安证券研究所

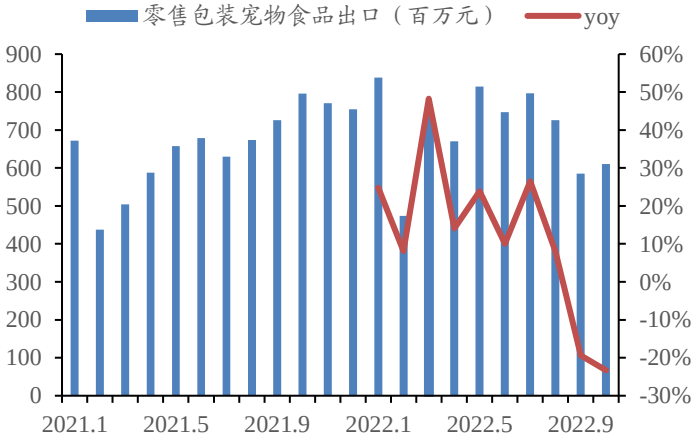
海外出口方面，近期宠物食品出口出现承压，2022 年 9、10 月份零售包装宠物食品出口数量分别同比下降 27.7%、 23.0%，出口金额分别同比下降 19.4%和 23.3%，主要系海外客户调整库存周期所致，随着海外库存逐渐消化以及消费改善，宠物出口未来有望回暖。

图表 108 2021-2022 零售包装宠物食品出口数量及增速



资料来源：海关总署，华安证券研究所

图表 109 2021-2022 零售包装宠物食品出口金额及增速

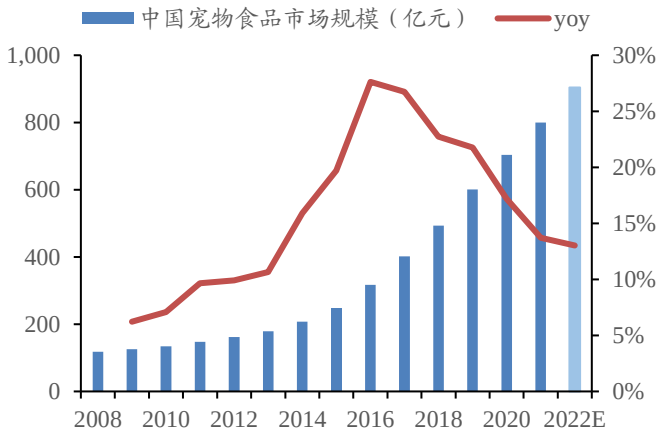


资料来源：海关总署，华安证券研究所

6.2 宠物食品市场长坡厚雪，电商助力国产品牌崛起

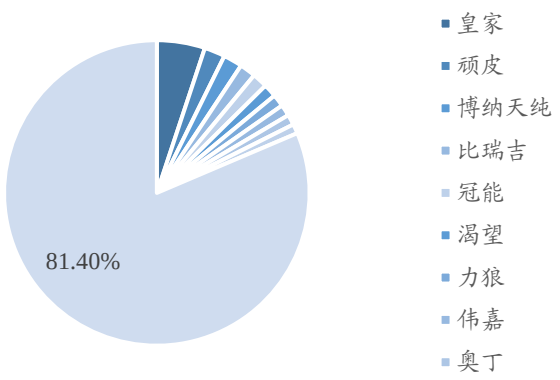
宠物食品是宠物一生中使用频次最高且最稳定的刚性需求，Euromonitor 数据显示，2008-2021 年我国宠物食品市场规模从 118.0 亿元增长至 799.9 亿元，年复合增长率 15.9%，2021 年我国宠物食品行业品牌 CR10 仅为 18.6%，行业集中度低，较发达国家成熟市场仍有较大的成长空间。

图表 110 2008-2022 年中国宠物食品市场规模及增速



资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

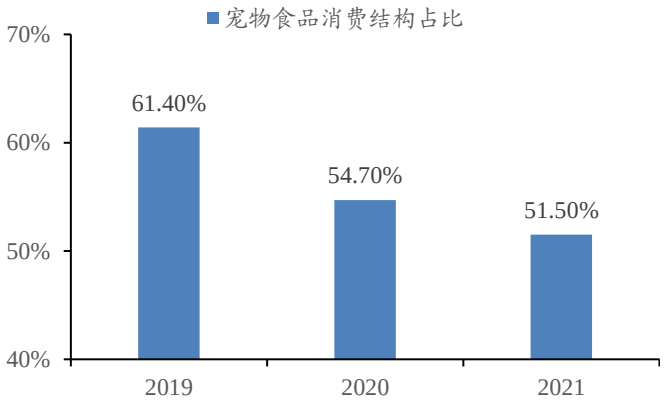
图表 111 年中国宠物食品市场品牌 CR10，%



资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

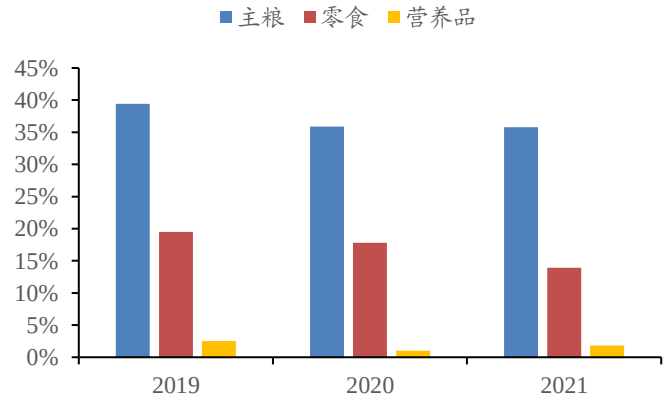
从宠物消费结构看，2021 年我国宠物食品消费占比为 51.5%，同比下降了 3.2 个百分点，但仍是最大的养宠支出，其中主粮、零食、营养品消费支出占比为 35.8%、13.9%和 1.8%。

图表 112 2019-2021 年中国宠物食品消费占比



资料来源：宠物行业白皮书，华安证券研究所

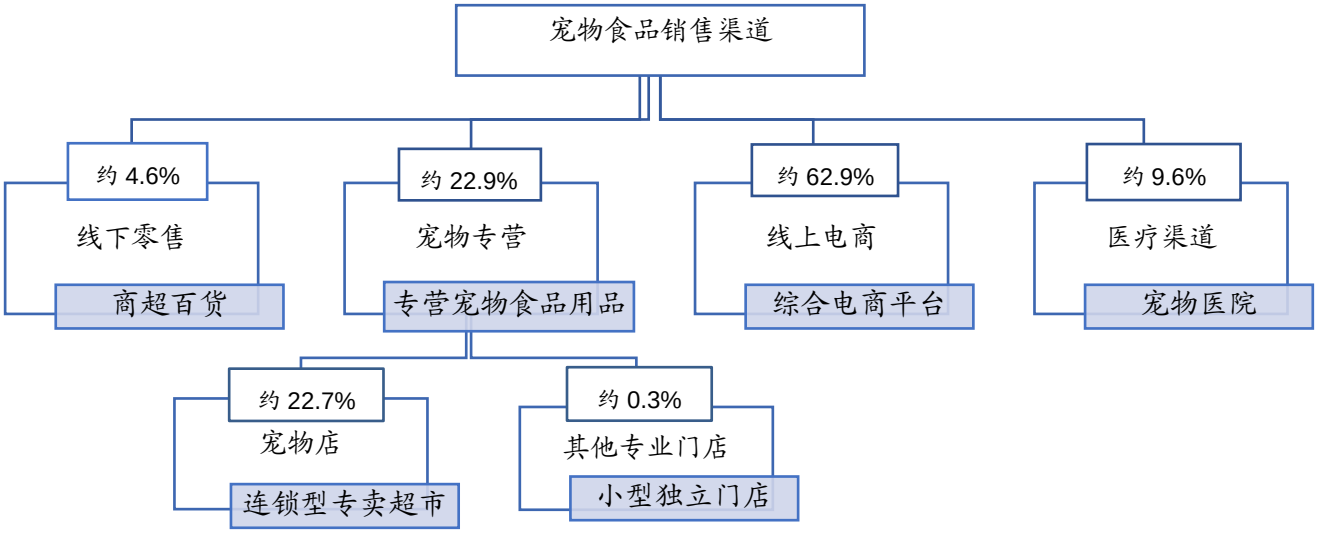
图表 113 2019-2021 年中国宠物食品细分消费占比



资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

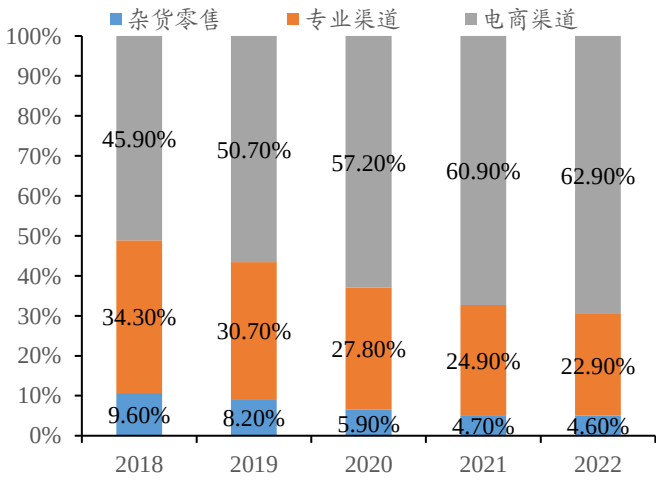
电子商务的加速发展推动了国产品牌崛起。宠物食品消费者高频、刚需以及要求便利性的购物习惯与电子商务的特点高度契合，随着国内电商渠道的快速发展，国内宠物食品行业的电商渗透率也持续提升。根据 Euromonitor 数据，目前中国宠物食品销售渠道中线上销售占比达 62.9%，同比提升 2%，宠物线下专营渠道降至 22.9%，医疗渠道占比 4.7%，同比提升 0.1%。电商已经成为宠物食品行业最激烈的竞争市场和国产自有品牌突出重围的重要销售渠道。2022 年“双十一”期间，分别有 5 个和 4 个品牌进入天猫平台犬、猫主粮销售 top10，国产宠物食品越来越得到国内消费者的认可。

图表 114 2022 年国内宠物食品消费渠道结构



资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

图表 115 2018-2022 年中国宠物食品消费渠道占比变化



资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

图表 116 2022 年双十一期间天猫平台犬猫主粮销售排名

猫主粮排名	犬主粮排名
Orijen 原始猎食渴望	麦富迪
皇家	博纳天纯
网易严选	皇家
instinct 生鲜本能	比乐
蓝氏	爱肯拿
Solid Gold	耐威客
阿飞与巴弟	Orijen 原始猎食渴望
ZIWI	纽顿
卫仕	ZIWI
江小傲	汪爸爸

资料来源：天猫、京东双十一战报，华安证券研究所

陪伴需求的增加与宠物人性化的趋势进一步刺激了宠物食品向多样化、高端化发展。新冠肺炎疫情期间，随着陪伴宠物的时间增加，越来越多的宠物主将宠物视为家人，消费者对于天然、健康的宠物食品以及对高端宠物营养品的需求愈发旺盛，“成分党”宠物主逐渐成为宠物食品的主要消费人群。

6.2.1 中宠股份：海外市场稳扎稳打，持续发力自主品牌

深耕宠物赛道二十余载，国产宠物食品龙头企业。

公司以海外 ODM/OEM 起家，深耕赛道达 20 余年，产品远销美国、英国、日本等 50 多个国家和地区。国内市场方面，公司提出“聚焦国内、聚焦主粮、聚焦品

牌”战略，大力发展自主品牌，不断丰富以 Wanpy 顽皮、Zeal 真致、领先为核心的自有品牌矩阵，产品品牌矩阵旗下知名品牌包括 Wanpy 顽皮、Zeal 真致、领先，已发展成为国货宠物食品龙头企业，2022 年前三季度公司实现收入 24.42 亿元，同比增长 21.4%，实现归母净利润 1.15 亿元，同比增长 25.0%。

发力国内创新式营销，自有品牌加速成长

公司持续加大对旗下核心自主品牌的市场投入，在保持过往的营销宣传手段的同时，积极探索如跨界联名、宠物喜剧演出、聘请明星体验官等新型营销模式，进一步的拉近与年轻消费者之间的距离，通过品牌矩阵的不同定位和优质产品迭代迎合各类细分市场需求，提高消费者的品牌接受和感知程度，随着 Q4 消费旺季的到来，自有品牌收入与影响力有望进一步提升。

募资扩产，全球产能持续释放

公司持续推进主粮业务的产能提升以及产品投入，2022 年 4 月，公司投产了 6 万吨干粮生产线中的 1 号生产线，产能为 3 万吨，为公司自有品牌的干粮发展提供产能支持。2022 年 10 月，公司发行可转债募资 7.69 亿元，建设扩产项目包括年产 6 万吨高品质宠物干粮项目、年产 4 万吨新型宠物湿粮项目以及年产 2000 吨的冻干宠物食品项目，产能合理规划有望为公司未来业绩快速增长提供保障。

6.2.2 佩蒂股份：海内外全面布局，国内战略成效显著

宠物咬胶龙头企业，深耕产品力拓品牌

公司坚持海内外双轮驱动战略，以宠物咬胶为核心不断实现品类扩张，主要产品包括动物咬胶和植物咬胶等宠物咀嚼食品、宠物零食、干粮、湿粮等。目前旗下自主品牌包括齿能、爵宴、好适嘉、贝家、ITI、Smart Balance 等，代理品牌 Smart Bones 等，公司以持续布局细分品牌实现差异化竞争优势，品牌建设成效明显。2022 年前三季度公司实现收入 13.55 亿元，同比增长 48.0%，实现归母净利润 1.58 亿元，同比增长 100.7%。

品牌营销持续发力，爆品打造战略反馈良好

2021 年以来，公司适时调整营销战略，在专注品牌爆品打造、深度合作内容达人的同时加大新媒体投入，国内自有品牌实现快速发展。2022 年“双十一”期间，公司旗下品牌收入同比增长 300%，佩蒂旗下全网店铺销售额同比增长超 100%，爵宴品牌全网收入 2500 万元，环比 618 高基数仍实现 67%的增长。

产能持续释放，助力业绩增长

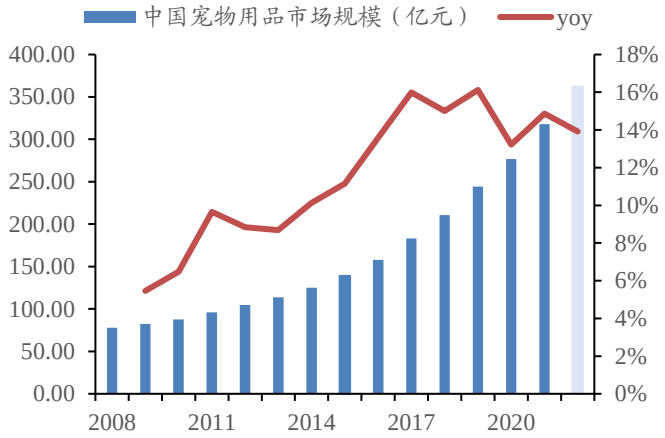
公司募投的扩产项目稳步推进，新增产能逐渐释放。柬埔寨 9200 吨宠物休闲食品项目已进入产能爬坡阶段，预计 2022 年释放 30%左右产能；新西兰 4 万吨高品质干粮项目建设有序推进，预计 2023 年将释放 30%左右产能。2022Q1 公司成功发行可转债，规划建设新增湿粮、新型干粮产能 3 万、5 万吨，主粮业务规模有望实现持续增长。

6.3 宠物用品市场稳步发展，细分品类优势企业涌现

相比于宠物食品行业，我国宠物用品市场产品品类众多，竞争格局更为分散且自主品牌建设方面较为薄弱，企业多以海外 ODM/OEM 代工为主要业务。根据 Euromonitor 数据，2008-2021 年，我国宠物用品市场规模从 78 亿元增长至 318 亿美元，年复合增长率 11.4%，2021 年中国宠物行业企业 CR10 仅为 11.4%（欧

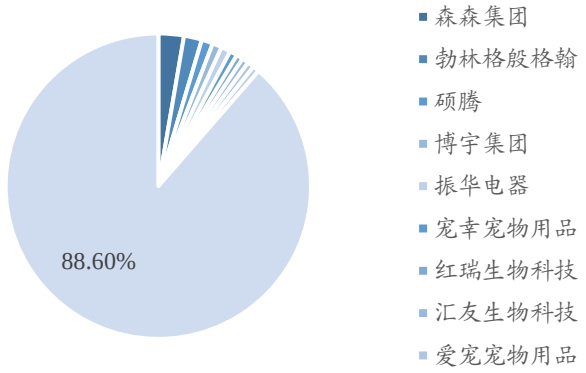
睿统计口径中包括宠物医疗产品），且市占率均低于 3%。预计 2022 年宠物用品规模达 362.3 亿元，同比增长 13.9%。

图表 117 2008-2022 年中国宠物用品市场规模及增速



资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

图表 118 中国宠物用品行业品牌 CR10

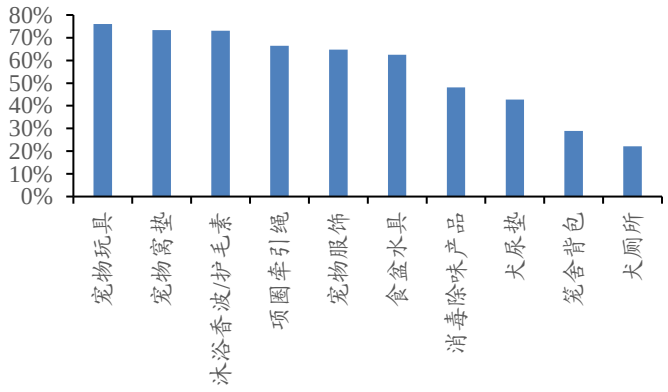


资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

从宠物消费结构看， 2021 年我国宠物用品消费占比为 14.7%，同比上升 0.5 个百分点。娱乐、洗护类用品在犬用品中渗透率较高，我国宠物犬用品渗透率前五位的品类分别为宠物玩具、宠物窝垫、浴液香波、项圈牵引绳、宠物服饰，其中一线城市养宠户更加注重宠物生活品质，宠物玩具和服饰的渗透率高于平均水平；三线及以下城市牵引绳产品渗透率明显低于平均水平；

猫用品方面，玩具、笼舍背包类用品渗透率较高，其中一、二线城市以及年轻客群对于猫砂、猫抓板等必需品接受度更高。随着新版《中华人民共和国动物防疫法》的实施以及科学养宠意识的不断普及，国内宠物用品市场有望持续扩大。

图表 119 2021 年宠物犬用品渗透率情况



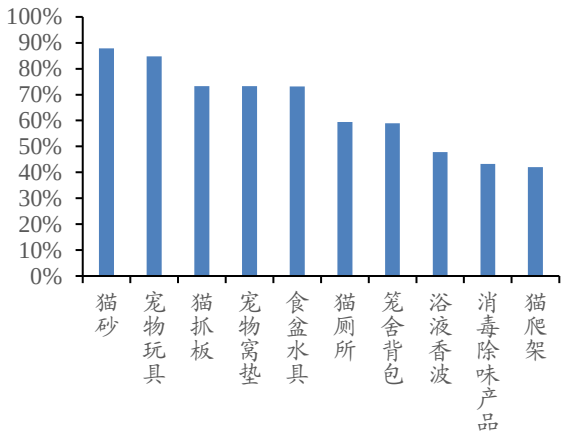
资料来源：2021 宠物行业白皮书，华安证券研究所

图表 120 不同城市线宠物犬用品渗透率 top5

排名	一线城市	二线城市	三线城市
1	78.5% 宠物玩具	75.6% 宠物窝垫	77.0% 沐浴香波
2	72.6% 宠物窝垫	74.1% 沐浴香波	76.4% 宠物玩具
3	68.9% 沐浴香波	73.7% 宠物玩具	70.1% 宠物窝垫
4	68.1% 宠物服饰	66.8% 项圈牵引绳	64.9% 项圈牵引绳
5	67.1% 项圈牵引绳	64.1% 宠物服饰	60.9% 食盆水具

资料来源：2021 宠物行业白皮书，华安证券研究所

图表 121 2021 年宠物猫用品渗透率情况



资料来源：2021 宠物行业白皮书，华安证券研究所

图表 122 不同城市线宠物猫用品渗透率 top5

排名	一线城市	二线城市	三线城市
1	87.1% 猫砂	92.4% 猫砂	81.4% 宠物玩具
2	83.5% 宠物玩具	87.5% 宠物玩具	80.2% 猫砂
3	74.3% 食盆水盆	77.3% 猫抓板	72.3% 宠物窝垫
4	72.3% 猫抓板	75.2% 食盆水盆	67.6% 食盆水盆
5	72% 宠物窝垫	74.7% 宠物窝垫	67.2% 猫抓板

资料来源：2021 宠物行业白皮书，华安证券研究所

伴随着宠物主多元需求的增加，时尚化、智能化逐渐成为宠物用品发展的重要方向之一。面对激烈的竞争格局，宠物用品企业往往通过快速迭代 sku、新品研发，为消费者提供多样化选择等途径来扩大市场，2022 年双十一期间，京东平台智能用品成交额同比提升 234%，能够满足人宠交互需求的智能摄像头、智能喂食器得到宠物主的广泛关注。

6.3.1 源飞宠物：深度合作优质客户，打造时尚宠物用品

深耕宠物牵引用具，多品类业务布局

源飞宠物是我国宠物牵引用具出口优质企业，自 2004 年设立以来，公司专注宠物用品和宠物零食业务，形成以宠物牵引用具、宠物零食、宠物注塑玩具为核心的多品类业务布局，在宠物牵引用具领域优势明显。受海外去库存以及原材料价格上涨影响，公司业绩短期承压，2022 年前三季度公司实现收入 7.84 亿元，同比下降 6.1%，实现归母净利润 1.38 亿元，同比增长 21.1%。

优质产品迭代+全球化产能布局，助推国产宠物用品出海

源飞宠物以宠物零食和宠物用品贴牌出口作为海外业务的主要切入点，构建了以宠物牵引用具、宠物注塑玩具和宠物零食（咬胶）为核心的产品矩阵，在保证产品质量的同时，通过设计多样化、时尚化的产品满足目标客户市场需求。

凭借高品质产品以及稳定的供应链体系，公司已与众多海外宠物市场主要销售企业建立了良好的合作关系，主要客户包括宠物用品零售巨头 Petco 和 PetSmart、英国最大的宠物连锁超市 Pets at Home 以及 B&M、Walmart、Target 等国际大型连锁零售商。2019-2021 年，公司向前五名客户的销售金额分别占主营业务收入 62.7%、67.1%和 74.3%。随着客户去产能节奏推进、公司新客户拓展以及全球化产能布局的进一步规划，公司业绩有望持续向好。

募资扩产，合理规划自有产能

面对有限的产能与日益增长的销售订单之间的矛盾，公司借力资本市场，通过募资扩产进一步扩大生产产能，公司规划使用募集资金 1.71 亿元建设年产咬胶 3000 吨、宠物牵引用具 2500 万条产能提升项目；规划达产后公司宠物零食以及宠物牵引用具产能将分别提升至 1.28 万吨、4700 万条。

6.3.2 天元宠物：全品类综合性宠物用品供应商

布局全球市场，全品类用品一站式供应

天元宠物成立于 2003 年，作为国内较早进入宠物产业的先行者，公司通过持续开发实现了宠物窝垫、猫爬架、宠物食品、宠物玩具、宠物服饰、电子用品等多系列、全品类的有效覆盖。公司凭借可靠的供应链，快速响应的产品开发设计体系深度合作全球客户，客户广泛分布于欧洲、北美、大洋洲等主要发达地区。国内市场方面，公司积极覆盖国内快速发展的新兴宠物产业，建立了线上线下并重、食品协同用品的境内销售渠道，为公司长期持续发展提供保障。2022 年前三季度公司实现收入 15.09 亿元，同比增长 13.2%，实现归母净利润 0.95 亿元，同比增长 17.2%。

代理进口优质品牌，跨境电商业务持续发展

公司面向国际与国内市场分别建立了专业业务团队，同时利用杭州跨境宠物产业综合试验基地的区位优势，以跨境电商模式进口渴望、爱肯拿等国际知名品牌宠物食品，通过国内宠物食品差异化竞争带动用品国内渠道的拓展。2019-1H2022，公司境内收入占比分别为 9.1%、25.9%、27.7%和 32.7%，业务规模和占比稳步提升。

丰富 SKU 叠加研发创新优势，高效外协体系提高综合竞争力

公司拥有品类丰富的产品开发团队和快速响应的产品开发体系，在自主生产的基础上，建立了一套完整的外协生产管理体系，为窝垫与爬架两类重点“大件产品”建立自有生产线，同时以外协生产满足客户多品类、小批量的产品采购需求，随着宠物智能产品及玩具产品的开发推广，公司将进一步提高对重点品类的自有产线覆盖比例，为业务持续发展提供动力。

风险提示：

疫情；猪价下跌超预期；鸡价反转晚于预期。

分析师与联系人简介

分析师：王莺，华安证券农业首席分析师，2012 年水晶球卖方分析师第五名，农林牧渔行业 2019 年金牛奖最佳行业分析团队奖。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深 300 指数。