民生证券
MINSHENG SECURITIES

养殖链后周期多点开花，粮食安全主题继续贯穿全年

——农业2023年年度策略

周泰、徐菁、张心怡

摘要

- **【生猪】**：我们认为今年母猪基数变化波动较小，在当前补栏需求的抑制下，本轮周期猪价高位运行时间也有望拉长，我们预计**全年来看成本控制优异的猪企仍然能有不错的盈利表现。**从股价的角度来看，上市猪企当前估值已经处于底部区域，再次强调重视猪股左侧布局的机会，能赚钱、不缺钱的猪企可穿越周期布局，**推荐巨星农牧、温氏股份、唐人神、华统股份。**
- **【后周期】**：当前处于生猪存栏恢复阶段，后周期板块进入投资逻辑的第二阶段。在猪价合理运行期间，养殖端补栏积极性提高，可显著带动对动保、饲料产品需求的增长，**推荐科前生物、普莱柯、中牧股份。**
- **【白鸡】**：**父母代鸡苗价格为产业链风向标，现已进入上升通道。**截至2022年10月末，全国在产父母代种鸡存栏量1836.8万套，已出现下滑趋势，我们预计从年底到明年上半年父母代鸡苗供应将持续偏紧，意味着鸡苗价格仍然有上行空间。业绩最差时点已过，最靠近上游的公司最先受益，从估值的角度我们建议逢低参与。
- **【种植链条】**：海内外主要粮食作物受天气、宏观因素等影响，处于供需紧平衡状态，商品粮价格仍有望维持景气，进而推动传统种业需求持续向好。然而我国部分农作物进口依赖度逐年上升，国内粮价受海外粮价波动影响增强，在耕地面积满负荷利用的背景下，提高作物单产成为实现农产品自给自足这一目标的重要且唯一的手段，良种培育成为我国种业振兴的主旋律。国内转基因商用落地进程仅剩品种审定一步之遥，若顺利推进可扩大种业市场规模，优化行业竞争格局，**推荐大北农、登海种业、隆平高科。**
- **风险提示**：政策调控导致猪价反弹不及预期风险；重大突发动物疫病风险；天气灾害导致原材料价格波动风险。



01 生猪板块：关注低位成长性个股的机会

02 后周期：动保和饲料景气度回升

03 白鸡板块：行业景气度向上

04 种植链条：海内外粮食供需仍偏紧，转基因催化行业高景气运行

05 风险提示

目录

CONTENTS



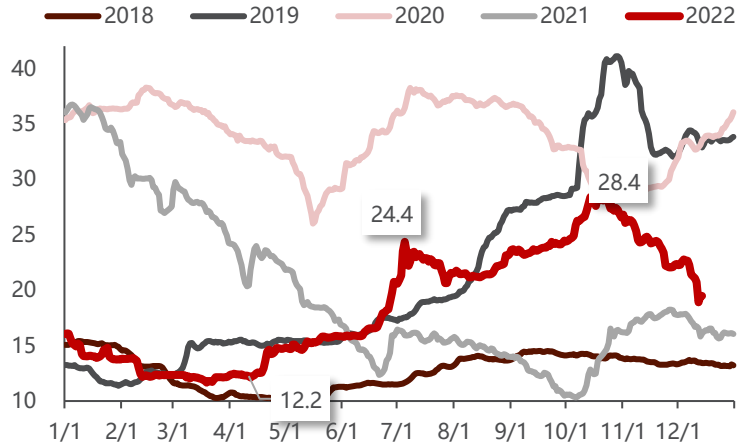
01. 生猪：关注低位成长性个股的机会

1.1 旺季预期坍塌，猪价下行进入负循环

今年生猪价格自4月企稳后进入上行通道，从最低12元/kg上涨至7月的24元/kg，后受抛储、约谈以及消费淡季的影响，猪价小幅跌至21元/公斤震荡；但进入9月后，养殖端集体看好四季度猪价，二育和压栏现象严重，短期猪价冲高至28元/kg。

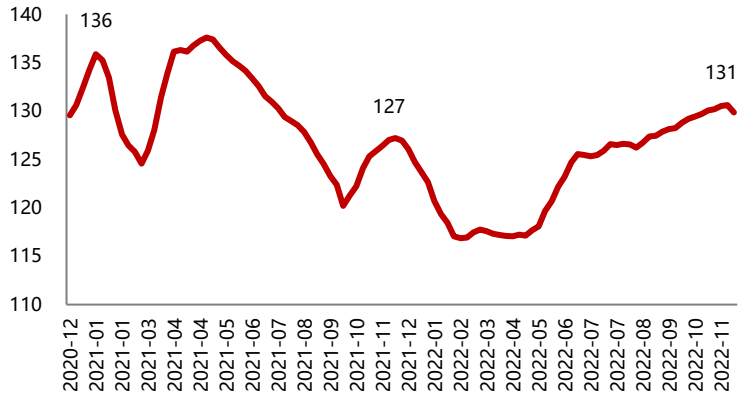
11月气温较高、疫情封控等原因导致需求不及预期；直至12月，前期积压的肥猪陆续出栏，出栏均重超过130kg，较上半年+12%，较去年同期+3.2%，11月上市猪企出栏均重也普遍超过125kg，散户不看好春节后的猪价加速卖猪，规模场年底为达成出栏计划销售速度也明显加快，生猪开始出现供过于求的态势，恐慌情绪初步开始发酵，截至12月26日猪价已经跌至16.7元/kg。

图表：生猪现货价格（元/公斤）



资料来源：ifind，民生证券研究院

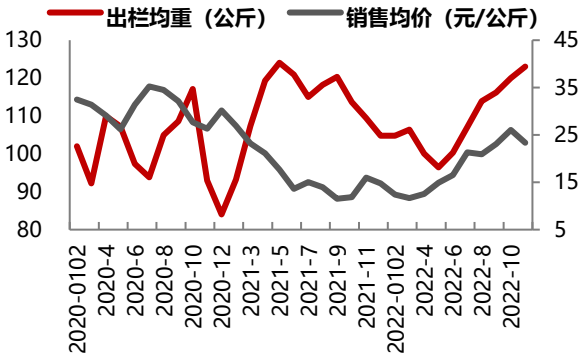
图表：2020-2022年全国生猪出栏均重（公斤）



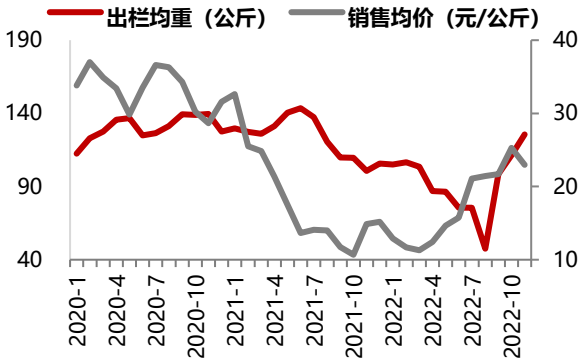
资料来源：各公司公告，民生证券研究院

1.1 上市猪企10-11月出栏体重全面上升

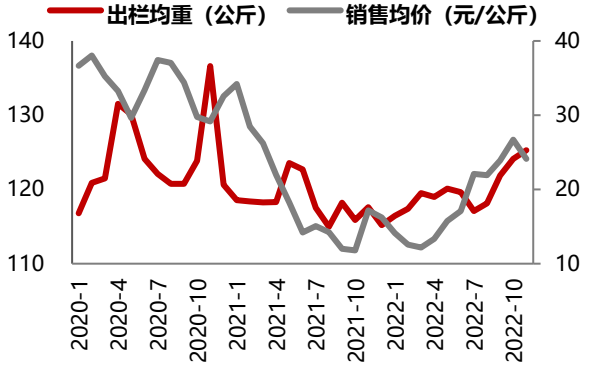
图表：牧原股份生猪销售体重与销售均价



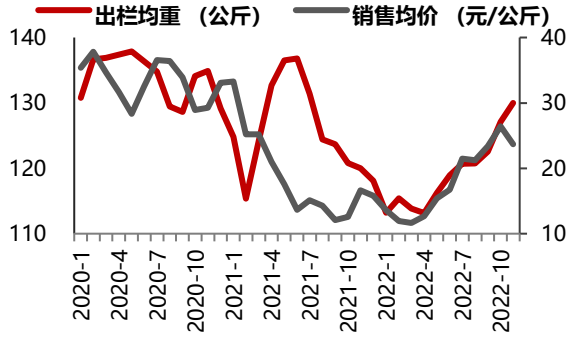
图表：正邦科技销售体重与销售均价



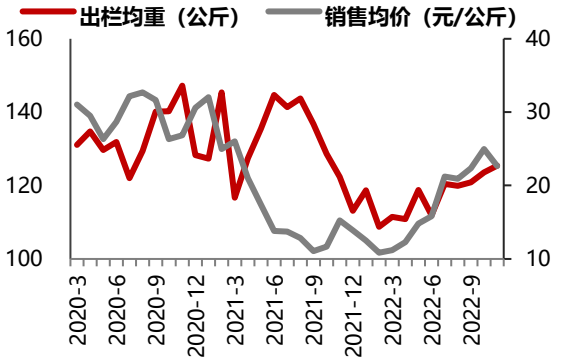
图表：温氏股份销售体重与销售均价



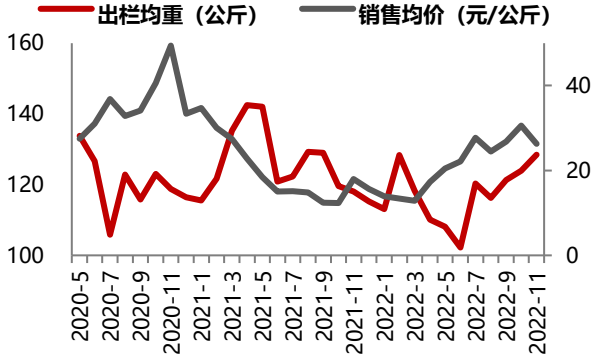
图表：大北农生猪销售体重与销售均价



图表：天康生物生猪销售体重与销售均价



图表：金新农销售体重与销售均价

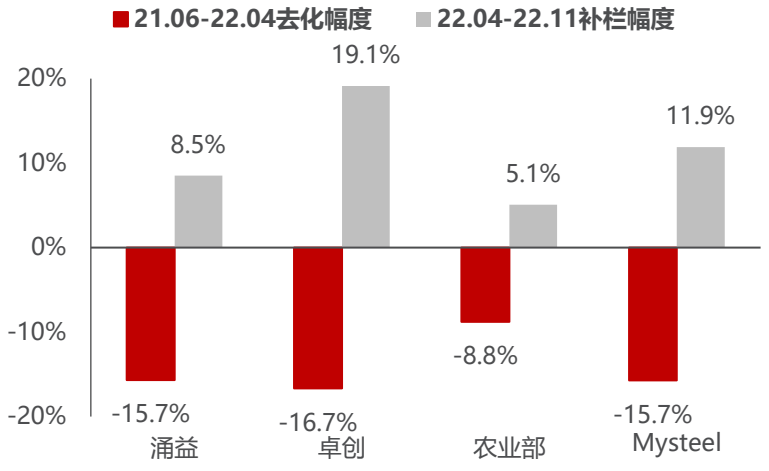


资料来源：各公司公告，民生证券研究院（截至2022年11月）

1.2 猪价高波动率抑制养殖端补栏意愿

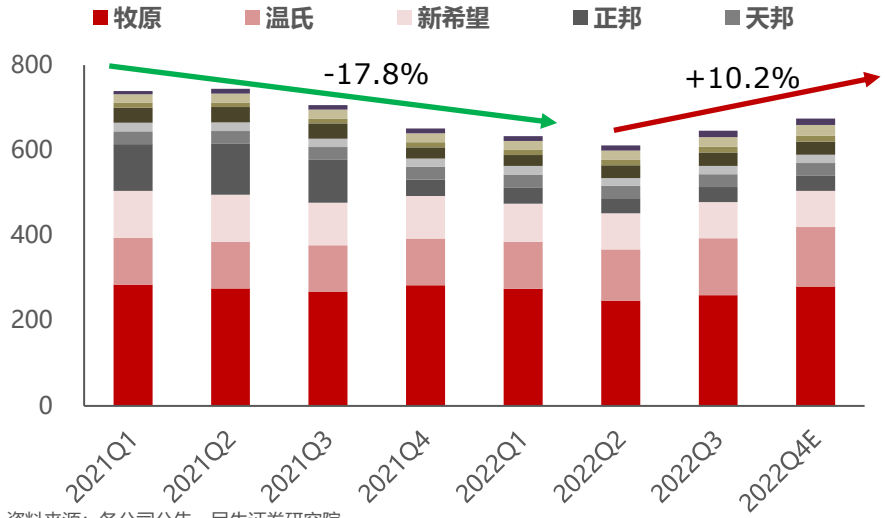
去年6月至今年4月，涌益、卓创、mysteel三家第三方数据机构母猪存栏去化幅度分别为-15.7%、-16.7%和-15.3%，5月至10月补栏幅度为+8.5%、+19.1%、+11.9%。前十大上市猪企去年Q2母猪存栏高点为707万头，今年Q2低点为612万头，去化17.8%左右，至11月为675万头，产能恢复约10.2%。以上数据表明，当前行业中母猪产能尚未完全恢复到2021年淘汰前的水平。

图表：各机构口径下能繁母猪存栏变化幅度（%）



资料来源：涌益咨询，卓创资讯，农业部，Mysteel，民生证券研究院

图表：头部猪企能繁母猪存栏变化趋势（万头）



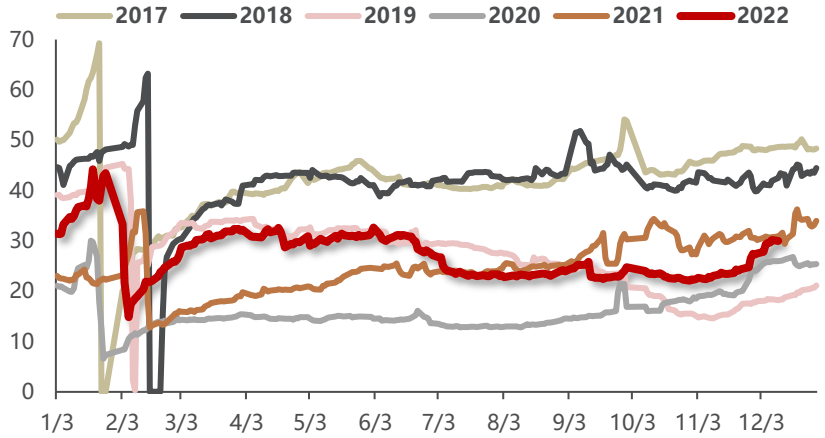
资料来源：各公司公告，民生证券研究院

1.3 能否在年前将肥猪应出尽出，决定了年后市场的压力

在供给压制的状态下，需求端并没能够超越预期。截至11月末，屠宰开工率位于相对高位，但数量增加对应的是价格下行以及大肥价格的相对回落，让利才能促销。

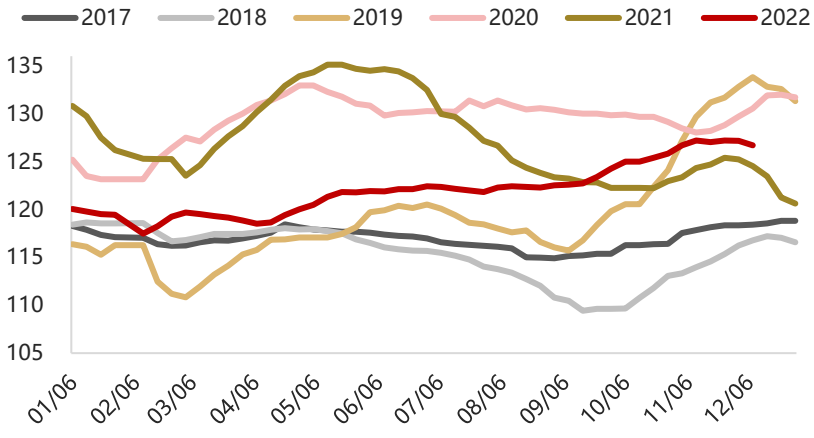
能否在年前将肥猪应出尽出，决定了年后市场的压力。若库存体重能在年前释放完毕，则我们对于年后猪价并不悲观。但若库存体重年前不能下降至115公斤附近，则意味着供给持续压制，叠加需求淡季影响，猪价探底的时间将有所延长，不排除行业将会出现新一轮产能出清。

图表：生猪屠宰开机率（%）



资料来源：卓创资讯，民生证券研究院

图表：生猪周度出栏均重（公斤）



资料来源：卓创资讯，民生证券研究院

1.4 上市猪企头均市值回落至底部区域

我们认为今年母猪基数变化波动较小，在当前补栏需求的抑制下，本轮周期猪价高位运行时间也有望拉长，我们预计**全年来看成本控制优异的猪企仍然能有不错的盈利表现。**从股价的角度来看，上市猪企当前估值已经处于底部区域，再次强调重视猪股左侧布局的机会，能赚钱、不缺钱的猪企可穿越周期布局，推荐巨星农牧、温氏股份、唐人神。

图表：上市猪企头均市值

		牧原股份	新希望	温氏股份	天邦股份	大北农	傲农生物	唐人神	巨星农牧	天康生物	新五丰	华统股份
对应2022年出栏量	2022年预计出栏量（万头）	6100	1400	1800	500	500	520	200	150	220	130	120
	当前头均市值（元）	4296	4159	6929	2236	6609	2130	4890	7780	5085	4298	8625
	今年最低头均市值（元）	4006	4117	6108	2167	5690	1839	4221	5469	4949	3889	5213
	今年年最高头均市值（元）	5683	5924	9259	3436	9061	4045	6675	12028	7846	6806	12284
对应2023年出栏量	2023年预计出栏量（万头）	7000	1800	2600	800	600	800	300	260	300	350	260
	当前头均市值（元）	3744	3235	4797	1398	5507	1385	3260	4489	3729	1596	3981
	今年最低头均市值（元）	3491	3202	4229	1354	4742	1195	2814	3155	3630	1444	2406
	今年年最高头均市值（元）	4953	4608	6410	2147	7551	2629	4450	6939	5754	2528	5669

资料来源：各公司公告，wind，民生证券研究院

1.4 关注低位成长性个股的机会

图表：上市猪企完全成本区间

完全成本范围（元/公斤）	16以内	16~17	17~18	18以上
公司	牧原股份	唐人神 巨星农牧 神农集团 中粮家佳康 温氏股份	新五丰 天邦食品 华统股份 东瑞股份 天康生物	傲农生物 金新农 新希望

资料来源：各公司公告，民生证券研究院

图表：上市猪企能繁母猪存栏（万头）

公司/季度	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4E
牧原股份	285	276	268	283	275	247	260	280
温氏股份	110	110	110	110	110	120	134	140
新希望	110	110	100	100	90	85	85	85
正邦科技	110	120	100	38	38	35	35	35
天邦食品	30	30	30	30	30	30	30	30
大北农	20	20	20	20	20	18	20	20
傲农生物	36	36	36	26	26	30	31	31
天康生物	11	11	11	12	12	14	14	14
中粮家佳康	20	21	21	21	21	21	23	25
唐人神	8	11	11	11	11	12	15	15
巨星农牧				8	10	10	8	10
华统股份				5	7	8	11	12

资料来源：各公司公告，民生证券研究院

1.5 巨星农牧：高效产能铸就成本壁垒

公司在成都、广元、泸州、宜宾、眉山、乐山、雅安、攀西、平塘等地建立了多个生猪养殖基地、19个标准化种猪场，产能达155.98万头。公司业务在四川省具有区域性优势，2022上半年公司共出栏生猪68.12万头，同比大幅增长118.5%，实现销售收入10.9亿元，同比+25.3%。

从公司收入结构来看，肥猪收入占生猪收入的占比为70.6%，种猪、仔猪销售收入占比为29.4%，是公司生猪销售的重要组成部分。三个产品销售毛利率差异较大，种猪、仔猪的毛利率远高于育肥猪，主要系公司与PIC签署协议，引进的种猪较为优质，具备有一定的市场竞争力， 故公司生猪销售业务毛利率在同行业中处于较高水平。2021年公司完全成本为14.2元/公斤，规划2022~2024年分别出栏150、300、500万头生猪，随着产能利用率逐步提高，公司养殖成本也将进一步摊薄。

预计公司2022~2024年分别实现归母净利润3.03、15.66、16.58亿元，对应EPS分别为0.60、3.09、3.28元，对应PE为39、8、7倍，维持“推荐”评级。

风险提示：生猪价格波动风险；动物疫病风险；生猪出栏不及预期风险。

图表：巨星农牧盈利预测

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	2,983	4,609	9,193	12,483
增长率（%）	107.3	54.5	99.4	35.8
归属母公司股东净利润（百万元）	259	303	1,566	1,658
增长率（%）	102.8	17.0	416.7	5.9
每股收益（元）	0.51	0.60	3.09	3.28
PE	45	39	8	7
PB	3.6	3.3	2.3	1.7

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测（注：股价日期为2022年12月26日）

1.6 温氏股份：成本与出栏量持续兑现

2022年1~11月公司共出栏生猪1603.6万头，同比**+33.7%**，出栏计划完成度为**89.1%**，实现销售收入367.7亿元，同比**+47.9%**。其中，Q3生猪销售均价约22.6元/公斤，出栏均重119公斤，肉猪综合成本（不包含总部费用）约16.8元/公斤，头均盈利690元。

11月份养殖成本已降至约16.1元/公斤，公司初步拟定2023年肉猪养殖综合成本目标为15.4元/公左右。

二季度以来，公司持续补充能繁母猪数量，已从110万头稳步提升至12月的140万头，规划2023年底实现约170万头存栏，以支撑公司规划2022~2024年生猪出栏量1800、2600、3300万头。

预计公司2022~2024年分别实现归母净利润78.55、175.08、133.99亿元，对应EPS分别为1.20、2.67、2.04元，对应PE为16、7、9倍，维持“推荐”评级。

风险提示：公司生猪出栏不及预期；猪价反弹不及预期；天气灾害导致原材料价格波动风险等。

图表：温氏股份头均市值



资料来源：公司公告，wind，民生证券研究院

图表：温氏股份盈利预测

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	64,965	90,396	118,669	137,739
增长率（%）	-13.3	39.1	31.3	16.1
归属母公司股东净利润（百万元）	-13,404	7,855	17,508	13,399
增长率（%）	-280.5	158.6	122.9	-23.5
每股收益（元）	-2.05	1.20	2.67	2.04
PE	/	16	7	9
PB	3.9	3.2	2.3	1.9

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测（注：股价日期为2022年12月26日）

1.7 唐人神:养殖成本持续改善

公司2022年1-11月累计生猪出栏187.0万头，同比+31.9%，出栏计划完成度为93.5%；实现销售收入36.6亿元，同比56.5%，按照出栏均重 110 ~115公斤测算，销售均价约16.2元/公斤。

公司规划2022~2024年分别出栏200、350、500万头生猪（其中龙华出栏占比约35%、40%、40%），CAGR 达 48%，具备较强成长性。

育肥成本优势将凸显，公司一季度完全成本在17元/公斤左右，Q2已降至16.4元/公斤，位列行业前沿，预计随产能利用率提升，成本将持续改善。

预计公司2022~2024年归母净利润分别为4.46、21.99、24.89亿元，对应EPS分别为0.32、1.59、1.80元，对应PE为22、4、4倍，公司成本管控能力优秀且具备较强成长性，维持“推荐”评级。

风险提示：公司产能释放不及预期风险；猪价反弹不及预期风险；天气灾害导致原材料价格波动风险等。

图表：唐人神头均市值



资料来源：公司公告，wind，民生证券研究院

图表：唐人神盈利预测

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	21,742	23,984	30,178	35,353
增长率（%）	17.4	10.3	25.8	17.1
归属母公司股东净利润（百万元）	-1,147	446	2,199	2,489
增长率（%）	-220.7	138.9	392.7	13.2
每股收益（元）	-0.83	0.32	1.59	1.80
PE	/	22	4	4
PB	1.8	1.7	1.2	0.9

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测（注：股价日期为2022年12月26日）

1.8 华统股份：销售单价仍高于同行业，看好长期成长空间

2022年1~11月公司共出栏生猪107.7万头，同比大幅增长788.8%，实现销售收入21.6亿元，同比+600.6%，出栏计划完成度为89.7%。其中，Q3公司出栏均价约23元/kg，高于同行业22元/kg的平均水平，出栏完全成本约18元/kg，头均盈利达550元。

公司共布局19个生猪养殖项目，其中浙江省内18个基本建设完成，15个已经投产，其余猪场计划年内建成投产，并在22年底实现15万头能繁母猪存栏，计划2022~2024年分别实现出栏生猪120、260、500万头。

浙江规模化养殖模式成熟，销区比价优势显著。南方水网区域是前几年我国环保禁养清退力度最大的地区，而浙江是执行最早、环保清退力度最大的省份。2020-2021年在一系列鼓励政策支持下，浙江地区成为全国生猪养殖规模化程度最高的省份之一，养殖密度低，非瘟等疫情防控压力较轻。且省内猪肉自给率不足50%，产销缺口的存在使得浙江省生猪价格长期高于全国生猪均价，这点也能从公司月度销售数据中证实，公司生猪销售能够获取更丰厚的头均利润。

预计公司2022~2024年分别实现归母净利润2.95、11.97、15.66亿元，对应EPS分别为0.49、1.97、2.58元，对应PE为35、9、7倍。

风险提示：生猪价格波动风险；动物疫病风险；生猪出栏不及预期风险。

表：华统股份盈利预测

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	8,342	11,789	18,609	21,085
增长率（%）	-5.6	41.3	57.9	13.3
归属母公司股东净利润（百万元）	-192	295	1,197	1,566
增长率（%）	-242.5	253.3	305.5	30.8
每股收益（元）	-0.32	0.49	1.97	2.58
PE	/	35	9	7
PB	6.8	3.8	2.7	1.9

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测（注：股价日期为2022年12月26日）



02. 后周期：动保和饲料景气度回升

2.1 后周期进入投资逻辑的第二阶段

回顾历史周期波动，后周期板块投资一般分为两个阶段，第一阶段为猪价上行阶段，伴随养殖场盈利逐步回流，其在动保、饲料产品上的支出也开始恢复，后周期板块估值同时开启修复行情；第二阶段为生猪存栏恢复阶段，在猪价合理运行期间，养殖端补栏积极性提高，可显著带动对动保、饲料产品需求的增长。

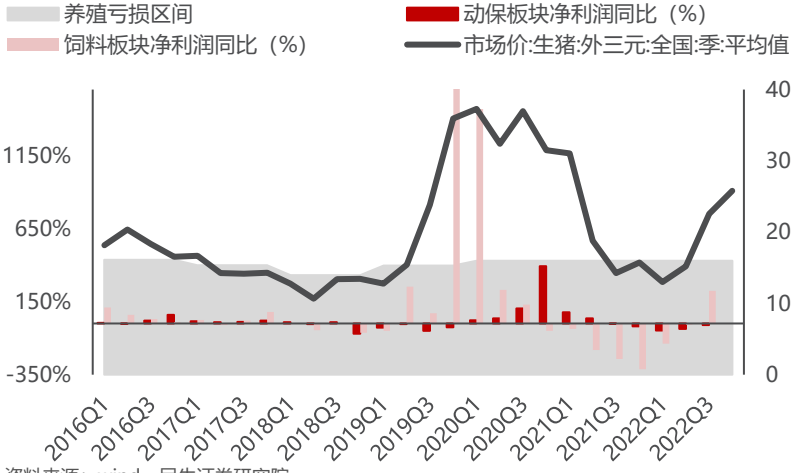
农业部数据显示2022年5月到10月能繁母猪存栏量连续六个月环比回升，截至2022Q3，动保企业净利润同比下滑速度明显收窄，饲料企业已实现大幅正增长，我们认为今年四季度到明年上半年，后周期板块业绩将逐步兑现增长。

图表：动保、饲料板块估值与生猪价格（元/公斤）



资料来源：wind，民生证券研究院

图表：动保、饲料行业利润增速与生猪价格（元/公斤）



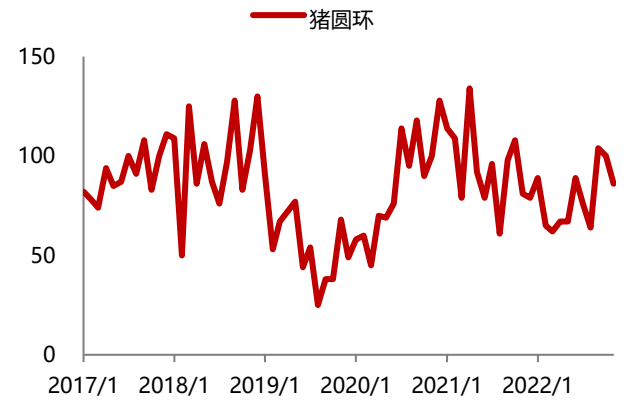
资料来源：wind，民生证券研究院

2.2 动保：非常规免疫疫苗具有更强的周期弹性

从不同产品来看，口蹄疫疫苗为国家强制免疫疫苗，大中小规模养殖场在运营过程中均会进行免疫，因此该种疫苗的需求与猪价波动之间的敏感性并不显著；而伪狂犬、猪圆环等疫苗为非常规免疫疫苗，在养殖场盈利处于底部时，中小规模养殖场或放弃此类疫苗的免疫，大规模养殖场则转而选择较为便宜的产品以降低成本。

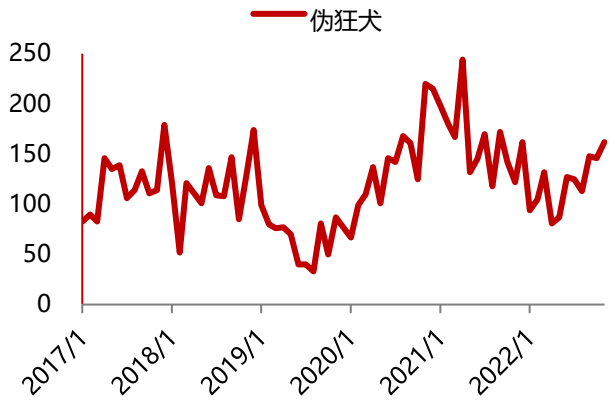
当前生猪价格维持合理区间运行，随着养殖场资金逐步回流，其对动保产品的需求持续增长，高品质的兽用疫苗产品或将迎来更大的需求弹性，行业整体经营边际也将随之好转。

图表：猪圆环批签发次数（次）



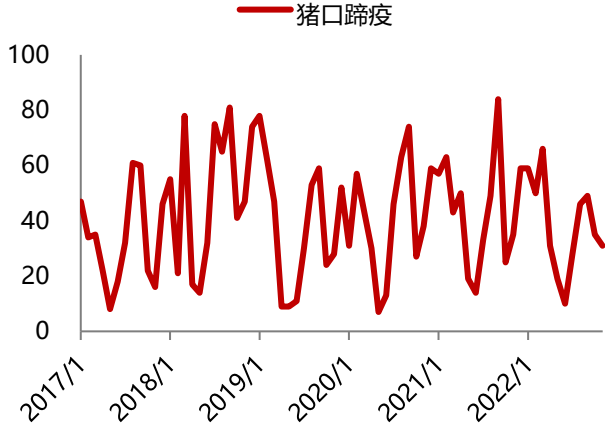
资料来源：国家兽药基础数据库，民生证券研究院

图表：猪用伪狂犬批签发次数（次）



资料来源：国家兽药基础数据库，民生证券研究院

图表：猪口蹄疫批签发次数（次）



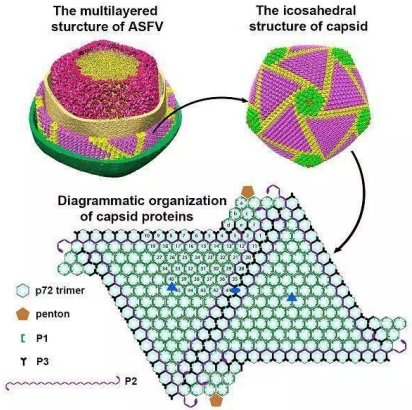
资料来源：国家兽药基础数据库，民生证券研究院

2.2 市场增量：非瘟疫苗进一步打开行业空间

非洲猪瘟病毒为双链DNA病毒，基因组长度为170~190kb，约为猪蓝耳病毒的12倍，目前已知的基因型有24个，可编码150~200种蛋白，目前仍有三成左右的蛋白功能未知。这种复杂的结构导致疫苗研制进程相对缓慢，国际主要的研发路线包括亚单位疫苗、天然弱毒疫苗、基因缺失疫苗、mRNA疫苗。

目前，**国内有普莱柯与兰兽所合作研发的非瘟亚单位疫苗，以及科前生物自主研发的活载体疫苗**，即将进入应急评价申请阶段，若能顺利过审，或将加速上市进程。普莱柯预计亚单位疫苗用户终端价在25-30元/头份，**我们假设生猪年均出栏为6.25亿头，按60%规模化率来看，若规模养殖场实现非瘟疫苗全覆盖，市场空间可达187.5亿元，近三倍于2020年猪用生物制品总销售额。**

图表： ASFV 的主要结构



资料来源：中国动物保健，民生证券研究院

图表：非瘟疫苗研发路径对比

技术路线	亚单位疫苗	基因缺失疫苗	mRNA疫苗	灭活疫苗	病毒载体疫苗	DNA疫苗
研发速度	较快	慢	快	中等	较快	快
安全性	高	毒力返强 基因重组	高	较高	中等 转基因风险	中等 转基因风险
佐剂	需要	不依赖	不依赖	需要	不依赖	不依赖
免疫原性	较低 体液免疫为主	高 体液免疫 细胞免疫	高 细胞免疫 体液免疫	较低 体液免疫	高 体液免疫 细胞免疫	中等 体液免疫 细胞免疫

资料来源：中国动物保健，民生证券研究院

图表：非瘟疫苗不同免疫覆盖率下的市场空间

免疫覆盖率	市场空间（亿元）
10%	31.25
30%	93.75
60%	187.50
80%	250.00
100%	312.50

资料来源：公司公告，wind，民生证券研究院测算

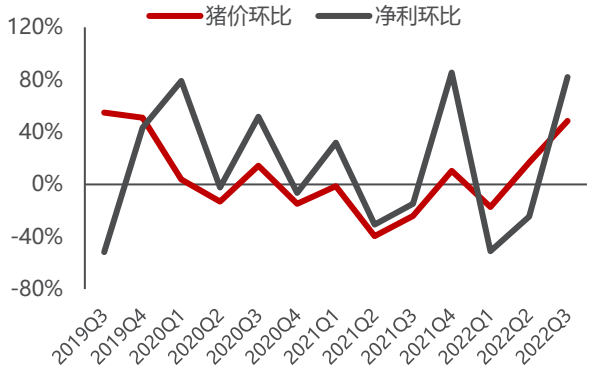
2.2.1 科前生物——优质赛道绩优选手

公司猪用疫苗产品毛利率多年来维持在80%以上，处于行业领先水平，且其拥有5款伪狂犬疫苗产品，市占率达30%，常年保持第一，稳坐猪用疫苗领域龙头地位。公司95%以上的收入均来源于市场化猪用疫苗，也使得其上半年营收下降幅度为全行业最大，为-27.8%。因此，伴随下游养殖端盈利能力回升，对动保产品需求持续增长，公司高品质的销售有望迎来放量，业绩值得期待。

预计公司2022~2024年分别实现归母净利润4.48、6.43、6.76亿元，对应EPS分别为0.96、1.38、1.45元，对应PE分别为24、16、16倍，维持“推荐”评级。

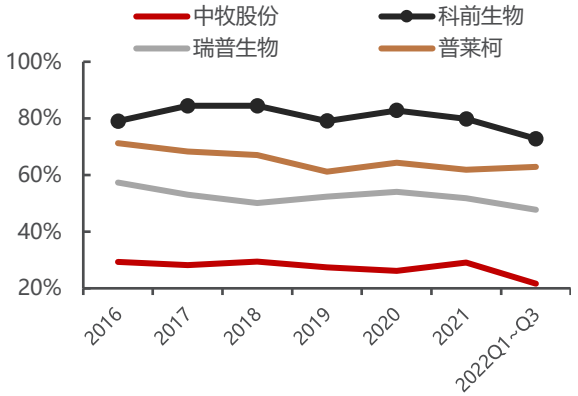
风险提示：新品上市不及预期；政策实施不及预期；突发性重大动物疫病。

图表：公司归母净利润环比与猪价波动对比（%）



资料来源：公司公告，wind，民生证券研究院

图表：公司毛利率与行业对比（%）



资料来源：公司公告，wind，民生证券研究院

图表：公司盈利预测

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1,103	995	1,266	1,278
增长率（%）	30.8	-9.8	27.3	1.0
归属母公司股东净利润（百万元）	571	448	643	676
增长率（%）	27.5	-21.5	43.5	5.1
每股收益（元）	1.22	0.96	1.38	1.45
PE	18	24	16	16
PB	3.3	3.0	2.6	2.3

资料来源：wind，民生证券研究院测算（注：收盘价为12月26日）

2.2.2 普莱柯——板块布局完善，研发实力强劲

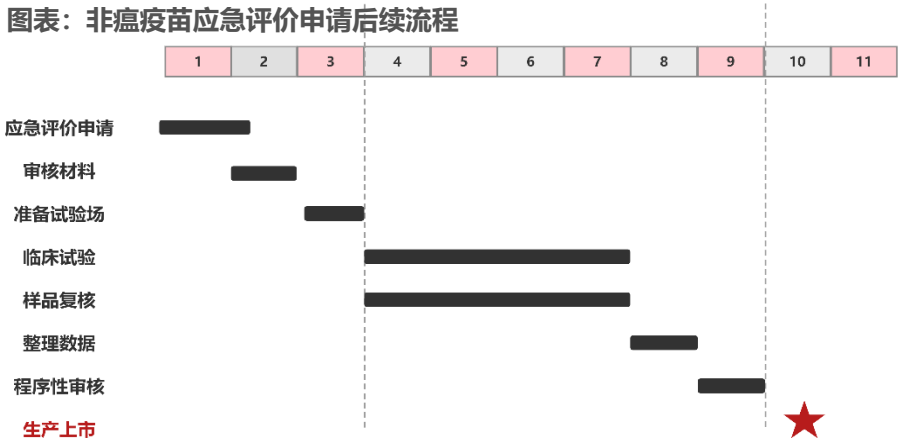
发挥亚单位平台优势，联合兰研所积极推动非瘟疫苗研发。公司与兰研所合作研发非瘟亚单位疫苗（包括前期研发分工、亚单位蛋白的构建、半成品质量研究、中试生产、GCP资质等），目前处于应急评价阶段。亚单位疫苗在安全性方面存在绝对优势，且合作研发是双方共享知识产权，因此该疫苗若成功实现商业化，公司有望率先获得生产资质，进一步打开增量空间。

新产品不断上市，推动现有产品升级。公司新品猪瘟E2蛋白重组杆状病毒灭活疫苗已于2022年12月12日上市，圆环-支原体二联灭活疫苗也即将推出一针型新品，相较于之前的两针型，将有效提高养殖场免疫效率，进一步提升公司竞争力。此外，公司还通过并购入股等方式获取口蹄疫、高致病性禽流感两大强制免疫疫苗产品生产资质，未来产能释放及新产品上市将为公司带来可观的业绩收入。

预计公司2022~2024年分别实现归母净利润2.16、2.68、3.18亿元，对应EPS分别为0.61、0.76、0.90元，对应PE分别为44、35、30倍，维持“推荐”评级。

风险提示：养殖业景气度不及预期；产能释放不及预期；政策实施不及预期

图表：非瘟疫苗应急评价申请后续流程



资料来源：农业农村部，民生证券研究院

图表：公司盈利预测

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1,099	1,137	1,353	1,640
增长率（%）	18.3	3.5	19.0	21.3
归属母公司股东净利润（百万元	244	216	268	318
增长率（%）	7.2	-11.6	24.2	18.6
每股收益（元）	0.69	0.61	0.76	0.90
PE	39	44	35	30
PB	5.24	3.24	2.96	2.69

资料来源：wind，民生证券研究院测算（注：收盘价为12月26日）

* 请务必阅读最后一页免责声明

2.2.3 中牧股份——养殖后周期全覆盖，迈出市场化改革新步伐

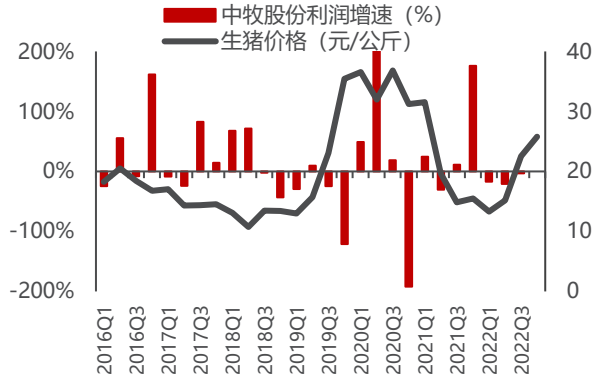
公司作为农业产业化国家重点龙头企业，是我国兽药行业和饲料行业的重要组成企业，全面覆盖养殖业后周期三大业务板块，其疫苗和抗生素已处于国内国际领先地位。

随着养殖端盈利状况持续回升，养殖端补栏积极性提高，公司饲料、疫苗及化药产品有望快速放量，动保板块整体步入景气上行通道。

预计公司2022~2024年分别实现归母净利润5.68、7.02、7.79亿元，对应EPS分别为0.56、0.69、0.76元，对应PE分别为20、17、15倍，维持“推荐”评级。

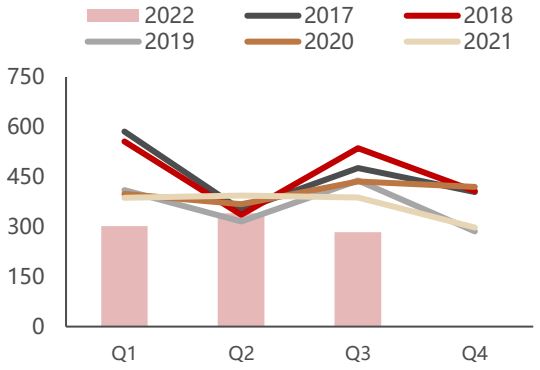
风险提示：新项目落地不及预期；猪价上涨不及预期；突发重大动物疫病

图表：公司净利润增速与生猪均价对比



资料来源：wind，公司公告，民生证券研究院

图表： 2017-2022年公司生物制品季度批签发（次）



资料来源：国家兽药基础数据库，民生证券研究院

图表：公司盈利预测

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	5,302	5,465	6,070	6,452
增长率（%）	6.1	3.1	11.1	6.3
归属母公司股东净利润（百万元）	514	568	702	779
增长率（%）	22.2	10.5	23.5	11.0
每股收益（元）	0.50	0.56	0.69	0.76
PE	23	20	17	15
PB	2.4	2.2	2.0	1.8

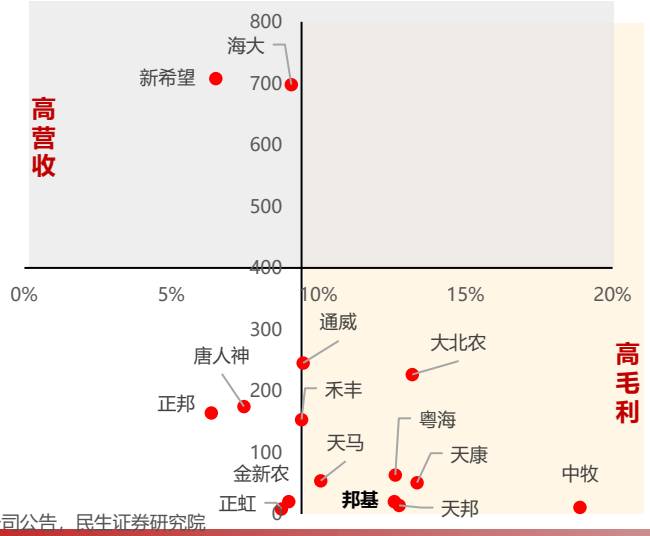
资料来源：wind，民生证券研究院测算（注：收盘价为12月20日）

* 请务必阅读最后一页免责声明

2.3 饲料：寻找“小而美”的标的

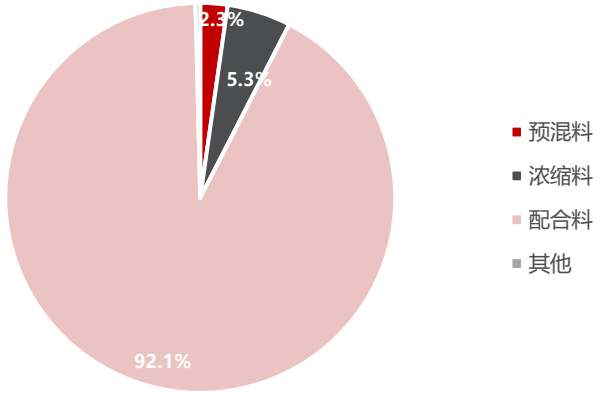
饲料企业的毛利率和销售额很大程度上是由其产品组合中不同品种的饲料占比来决定的。高毛利率产品往往市场规模较小，如猪预混料、猪浓缩料、蛋鸡预混料、特水鱼料等；市场规模较大的品种往往毛利率较低，如全价家禽饲料、中大猪料等。因此饲料企业想要提高整体盈利能力，需加强其高毛利产品的销售以及竞争优势。

图表：上市公司2021年饲料业务营收（亿元，纵轴）与毛利率（%，横轴）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图表： 2021年我国饲料按类别分类（%）



资料来源：饲料工业协会，民生证券研究院

2.3.1 邦基科技——精耕高端猪料领域，产能扩张增强业绩弹性

公司主营前端猪饲料和高毛利的预混料、浓缩料，母猪料和仔猪料占营收比重近七成，吨均净利润超过300元，远高于同行业50～130元/吨的平均水平。上市前ROE35%+，上市后因融资ROE有所摊薄，但是仍高于海大、粤海饲料等同样属于高毛利的水产料公司。

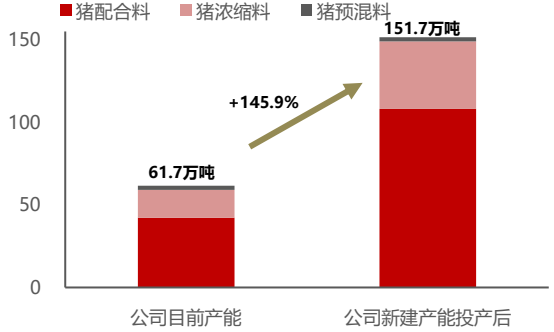
2020年公司重磅推出高端预混料【邦基9号】，吨价格超5万元，除邦基9号外的预混料吨均价6000+，市场上无可比单品，公司以邦基9号为技术核心推出G系列配合饲料，目前也处于持续推广阶段，展现了公司专注高端猪料的决心和信心。

公司2021年产能60万吨，基本接近饱和。2022年新增产能30万吨，2023年还有24万吨产能投产，2024年继续投产36万吨。我们预计公司2022~2024年饲料产销量为42万吨、60万吨（保守估计）、75万吨（保守估计）。

预计公司2022~2024年实现归母净利润1.30、1.75、2.38亿元，对应EPS分别为0.77、1.04、1.42元，维持“推荐”评级。

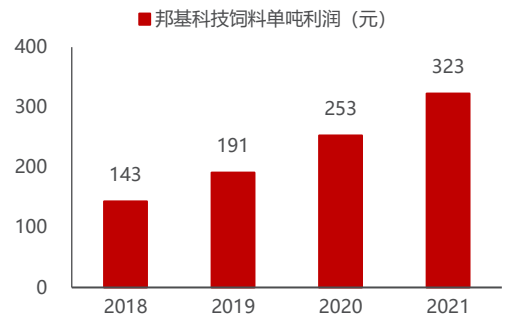
风险提示：原材料价格波动风险，生猪出栏、产能投放不及预期

图表：公司新建产能投产后产能变化（万吨）



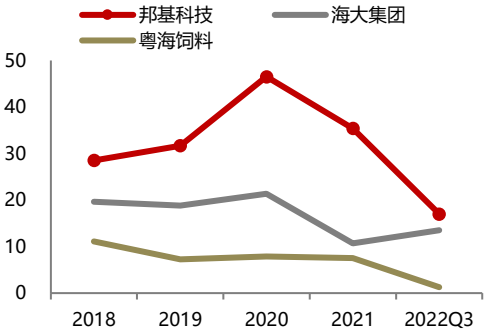
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图表： 2018-2021公司单吨饲料净利润持续增长



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图表：同行业公司ROE水平对比（%）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图表：公司盈利预测

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	2,035	1,921	2,373	2,961
增长率（%）	18.0	-5.6	23.5	24.8
归属母公司股东净利润（百万元）	146	130	175	238
增长率（%）	30.2	-10.9	34.7	36.2
每股收益（元）	0.87	0.77	1.04	1.42
PE	24	27	20	15
PB	8.3	2.9	2.5	2.1

资料来源：wind，民生证券研究院测算（注：收盘价为12月26日）

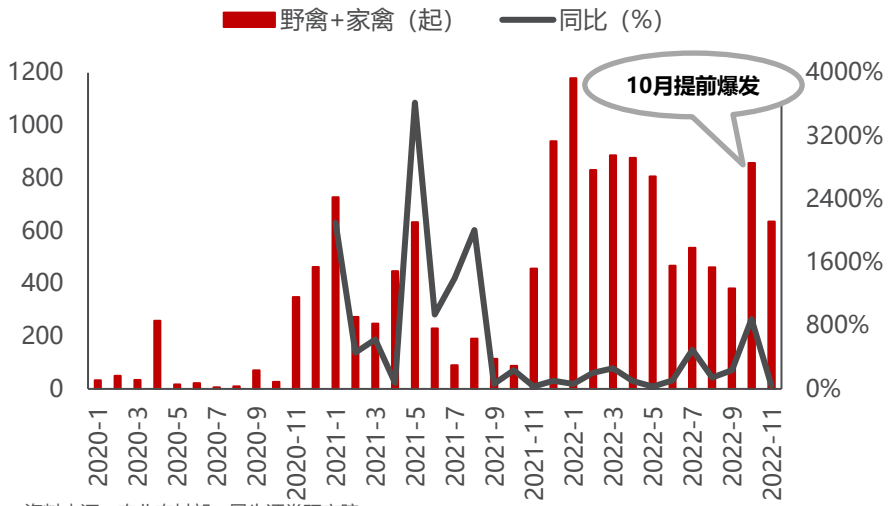


03. 白鸡：行业景气度向上

3.1 海外禽流感疫情导致引种受限，在产祖代鸡存栏拐点已至

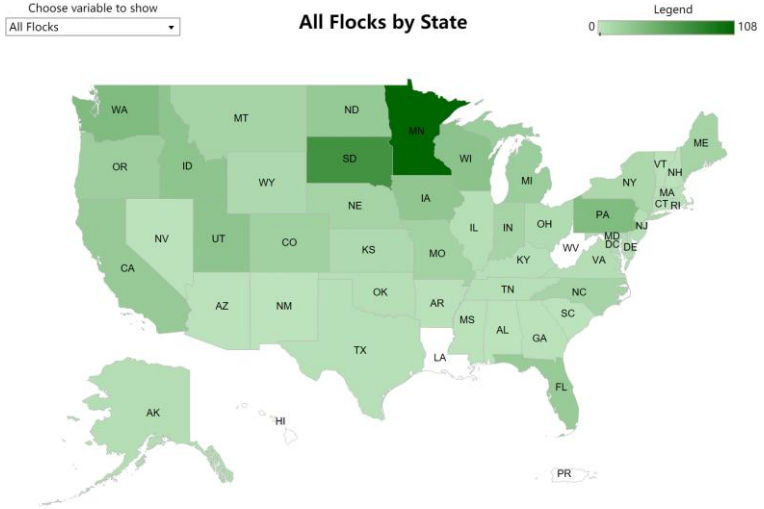
本轮海外高致病性禽流感疫情的爆发始于2020年4月，且近两年造成的影响尤为严重。一般而言，12月至次年5月为禽流感高发季节，但2022年10月疫情却提前爆发，且涉及规模大、覆盖面广。中国农业农村部数据显示，截至11月底，2022年全球家禽流感共发生3762起，家禽死亡及扑杀数量9028万只，已超过2020年和2021年的全年总和。其中，美国作为全球重要的禽肉以及祖代种鸡出口国，今年1-11月禽流感发生数据占全球总量的比重达到1/3左右。

图表：全球H5N1亚型高致病性禽流感疫情



资料来源：农业农村部，民生证券研究院

图表：美国已有47个周爆发禽流感疫情

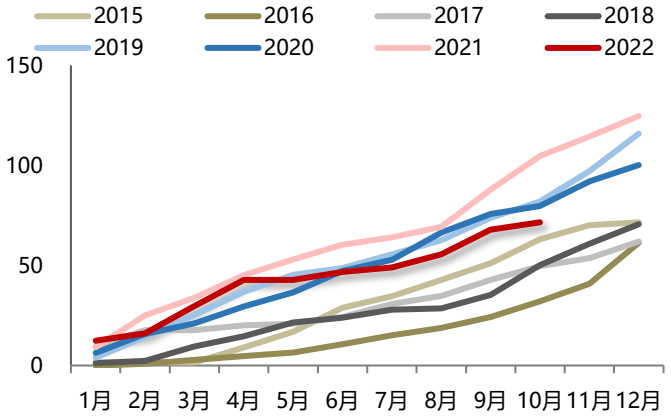


资料来源：USDA，民生证券研究院

3.2 海外禽流感疫情导致引种受限，在产祖代鸡存栏拐点已至

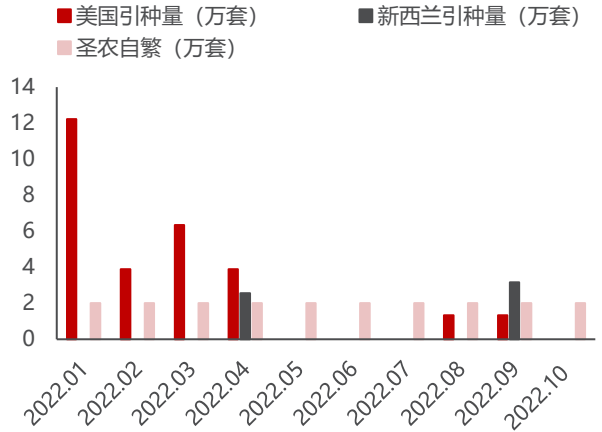
近几年中国白羽肉鸡祖代种鸡的主要供种国是美国，占引种（更新）总量的50%左右。疫情的提前爆发让原本不充裕的引种量更加捉襟见肘，截至11月底，美国祖代鸡的供种能力下降一半左右，国内自2022年5月起开始限制引种，直至7月，白羽祖代引种量持续为0。8-10月虽然政策放开，但是引种量极少，11月引种再次断档，1-11月祖代更新量71.6万套，维持低位，同比-37.5%，供应短缺基本确定。

图表：国内历年祖代白羽鸡引种量（万套）



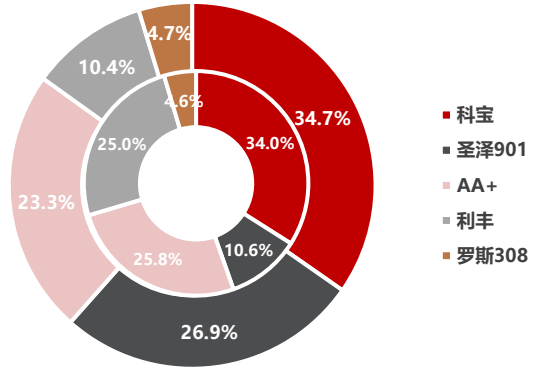
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，民生证券研究院

图表： 2022年国内月度祖代白羽鸡引种量（万套）



资料来源：卓创资讯，民生证券研究院

图表：国内祖代白羽鸡更新品种比例（%）

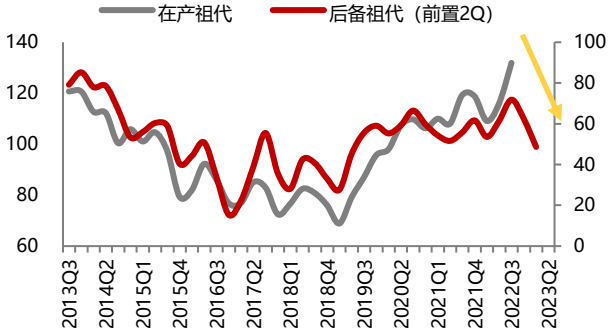


资料来源：钢联数据，民生证券研究院

（注：内圈为2021年，外圈为2022年1-10月）

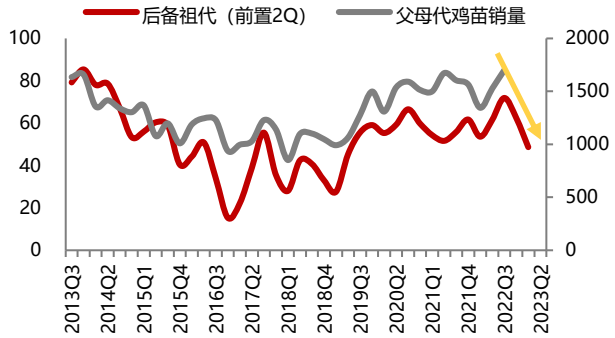
3.3 海外禽流感疫情导致引种受限，在产祖代鸡存栏拐点已至

图表：在产祖代存栏（万套）



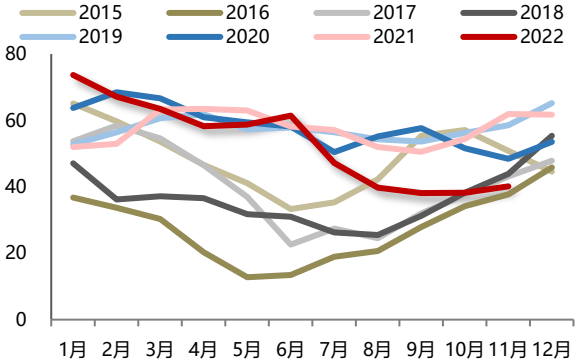
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，民生证券研究院

图表：全国后备祖代种鸡存栏量（万套）



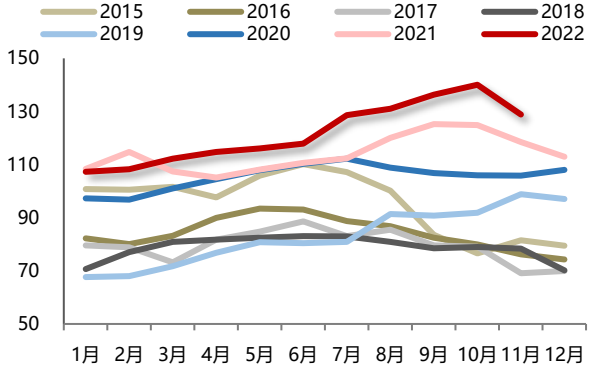
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，民生证券研究院

图表：全国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，民生证券研究院

图表：全国在产祖代种鸡存栏量（万套）



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，民生证券研究院

截至2022年11月末，全国后备祖代种鸡存栏量仅40.1万套，较年内最高点下降超50%，全国在产祖代种鸡存栏量128.8万套，环比-8.0%。

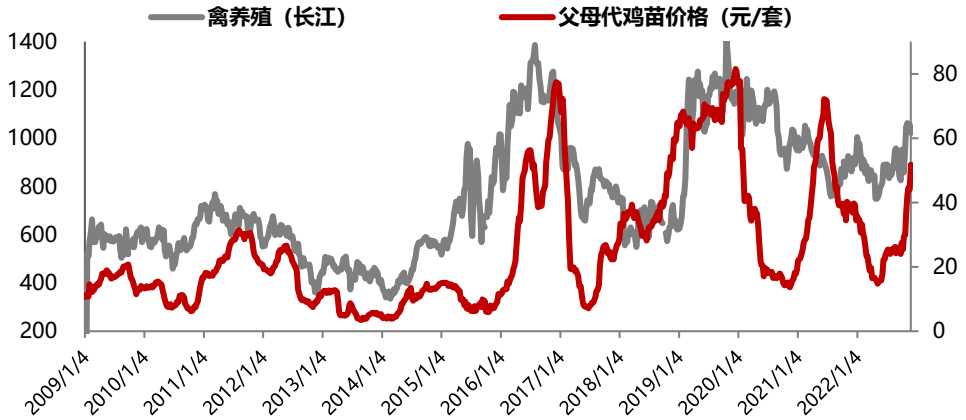
后备祖代种鸡存栏下滑大致会在2Q后传导至在产祖代种鸡存栏和父母代鸡苗的供应量，二季度开始的引种下滑进入四季度后已经开始在父母代供应量上有所体现。根据协会数据，10月父母代鸡苗均价为28.1元/套，环比上涨11.6%；11月父母代鸡苗均价为43.9元/套，环比上涨56.4%，同比上涨13.2%。

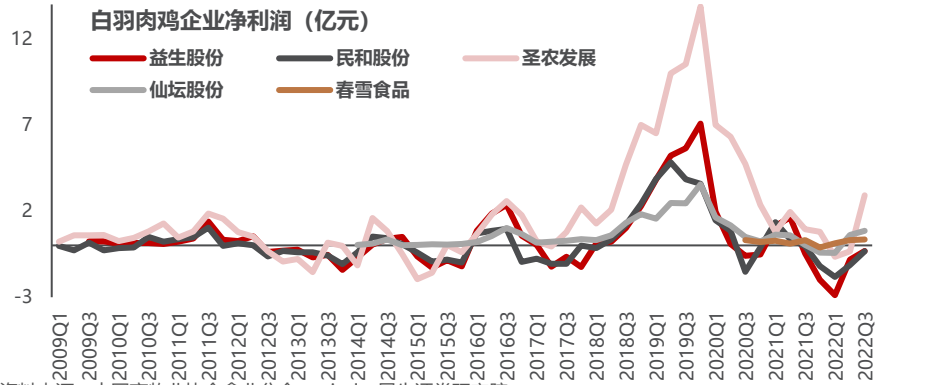
3.4 鸡周期的本质就是父母代价格周期

父母代鸡苗价格为产业链风向标，现已进入上升通道。截至2022年10月10日，全国在产父母代种鸡存栏量1859.3万套，已出现下滑趋势，我们预计从年底到明年上半年父母代鸡苗供应将持续偏紧，意味着鸡苗价格仍然有上行空间，从估值的角度我们建议逢低参与。

业绩最差时点已过，最靠近上游的公司最先受益。禽产业链价格波动从上游父母代鸡销售（益生股份、圣农发展）逐步传导至商品代鸡苗销售（民和股份），最后到下游肉制品销售（仙坛股份、春雪食品、圣农发展）。在本轮周期中处于产业链上游的益生股份、民和股份单季亏损已经持续5个季度，因此在父母代鸡苗价格维持景气向上的过程中，上游企业将实现更大的业绩恢复弹性。

图表：父母代鸡苗价格与长江禽养殖指数、白羽肉鸡企业净利润对比





资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，wind，民生证券研究院



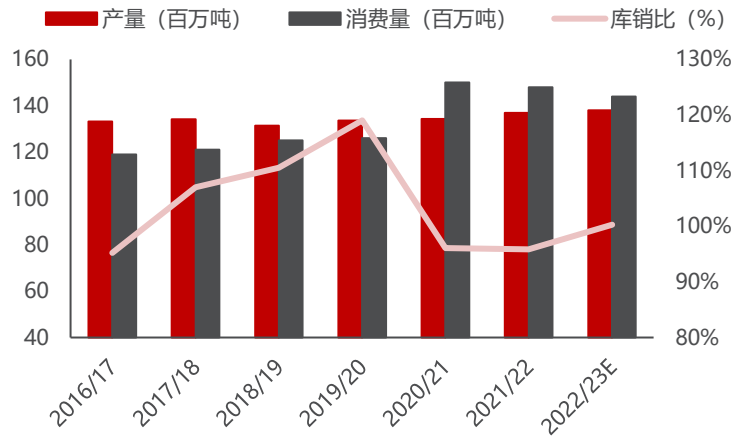
04. 海内外粮食供需仍偏紧，转基因催化行业高景气运行

4.1 国内小麦：最低收购价再上调

我国小麦种植面积自2016年以来逐年缩减，主要系国家小麦常年供大于求，使得最低收购价开始下调，农民种植积极性下降，2022年我国小麦播种面积3.5亿亩，基本维持稳定。USDA预计2022/23年度国内小麦产量可实现1.38亿吨，同比+0.8%。

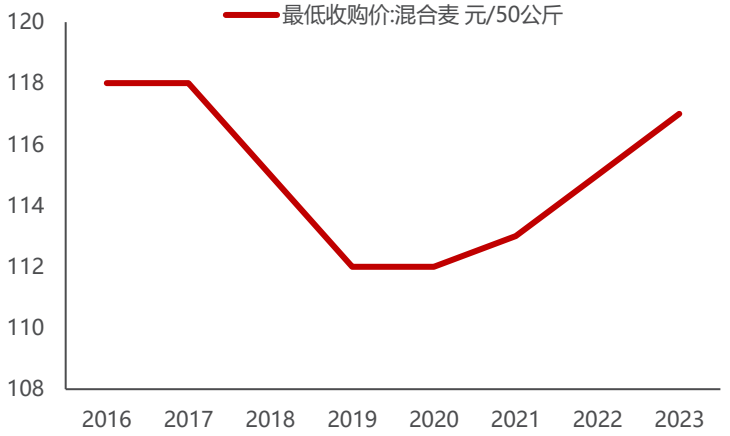
近年来我国小麦基本实现自给自足，2020年受饲用需求大幅增长带动，国内小麦出现供需缺口，最低收购价也相应回升，根据国务院发布2023年小麦最低收购价，较2022年再度上调1.7%，或将支撑小麦市场价格维持景气向上。

图表：国内小麦供需情况



资料来源：农业农村部，民生证券研究院

图表：国内小麦最低收购价



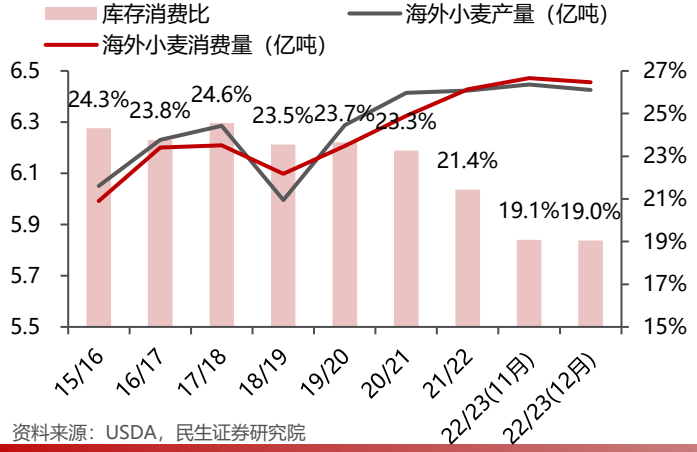
资料来源：国家发改委，民生证券研究院

4.1 海外小麦：供应紧张局面或加剧

国际小麦主产国为欧盟、中国、印度、俄罗斯，2021年产量占比分别为17.7%、17.6%、14.1%、9.6%。2022年受俄乌冲突、美联储加息等影响，国际小麦价格大起大落，当前小麦价格仍高于疫情前的水平。

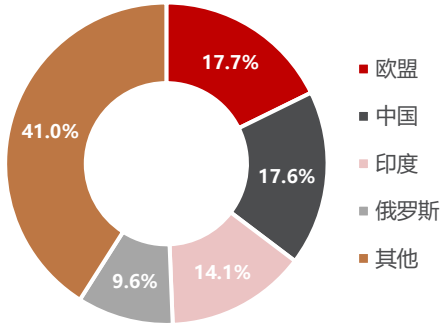
2022/23年度新季小麦种植已开启，USDA预计海外小麦产量将达到6.4亿吨，与上一年度基本持平，其中，俄罗斯在高价促进下扩大了3.9%的小麦种植面积，产量相应提高21.1%至9100万吨，然而欧盟与印度均小幅缩减了小麦种植面积，产量也分别下降2.8%和6.0%。需求方面，饲用需求的下降拉低了小麦整体消费量。最终，预估22/23年度海外小麦库销比为19.0%，同比-2.4PCT，供给紧张局面加剧。

图表：海外小麦供需情况



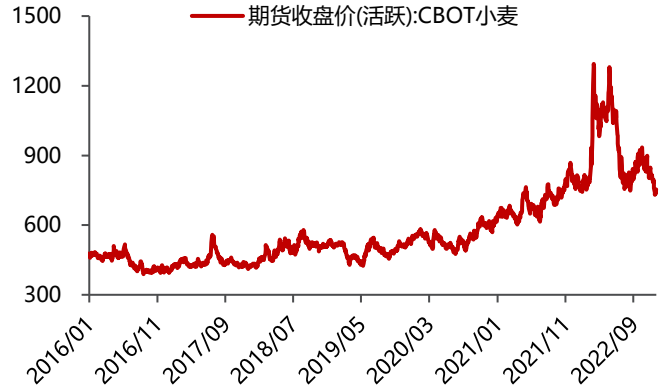
资料来源：USDA，民生证券研究院

图表： 2021年国际小麦主产国占比（%）



资料来源：USDA，民生证券研究院

图表：海外小麦价格波动（美分/蒲式耳）



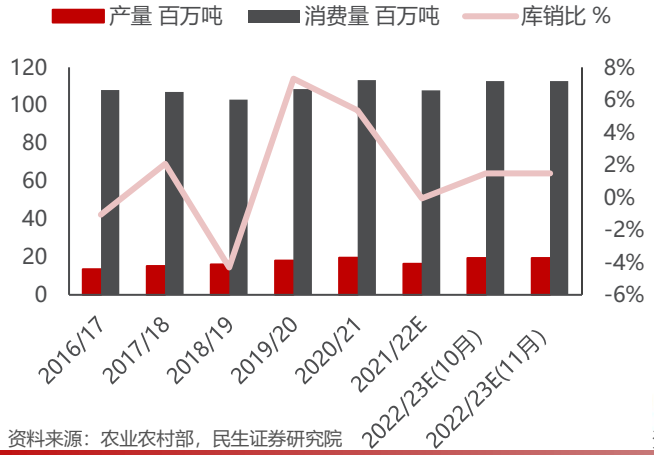
资料来源：wind，民生证券研究院

4.1 国内大豆：扩产能政策下产量逐步提升，但仍存巨大供需缺口

2021/22年我国大豆播种面积1.3亿亩，同比-14.8%，主要是由于大豆收益与玉米相比较低，农民种植意愿减弱。目前，2022/23年度大豆收获已结束，在大力实施大豆和油料产能提升政策下，播种面积达1.5亿亩，创五年历史新高，同时有利的天气条件促进了主产区东北四省的创纪录产量，农业部预计2022/23年度国内大豆产量可实现1948万吨，同比+18.8%。

但由于我国大豆的耕地资源非常有限，国内大豆自产量始终处于较低水平，而需求随着养殖业扩张而持续增长，因此进口量连年攀升，2021年进口依赖度达85%，导致国内大豆价格基本跟随国际价格波动。2022/23年随着生猪产能和养殖收益回归至合理水平，农业部预计大豆压榨消费量和进口量仍持续增加。

图表：国内大豆供需情况



资料来源：农业农村部，民生证券研究院

图表：国内大豆种植区域



资料来源：USDA，民生证券研究院

图表：国内大豆价格走势（元/吨）



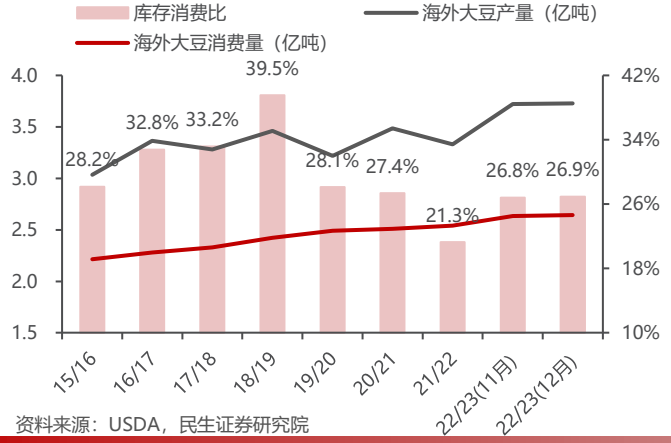
资料来源：wind，民生证券研究院

4.1 海外大豆：密切关注南北美天气状况

国际大豆主产国为美国、巴西和阿根廷，2021年产量占比分别为34.2%、35.7%、12.3%，合计占据了全球超八成的大豆产量。2022年在不利天气、通胀预期等因素影响下，国际大豆价格创下新高。

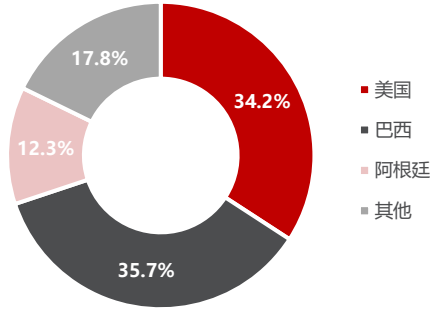
根据USDA，预计2022/23年度海外大豆产量将达到3.7亿吨，同比+11.7%，其中，美国大豆受到夏季干旱高温天气影响，单产水平大幅不及预期，产量降至1.2亿吨，同比-2.7%；南美地区目前正值新季大豆播种期，然而在拉尼娜气候的影响下，巴西和阿根廷的播种进度均落后于往年。最终，预估22/23年度海外大豆结转库存7121万吨，库销比为26.9%，仍处于底部复苏阶段，我国进口大豆成本或将维持高位。

图表：海外大豆供需情况



资料来源：USDA，民生证券研究院

图表： 2021年国际大豆主产国占比（%）



资料来源：USDA，民生证券研究院

图表：国际大豆价格波动（美分/蒲式耳）

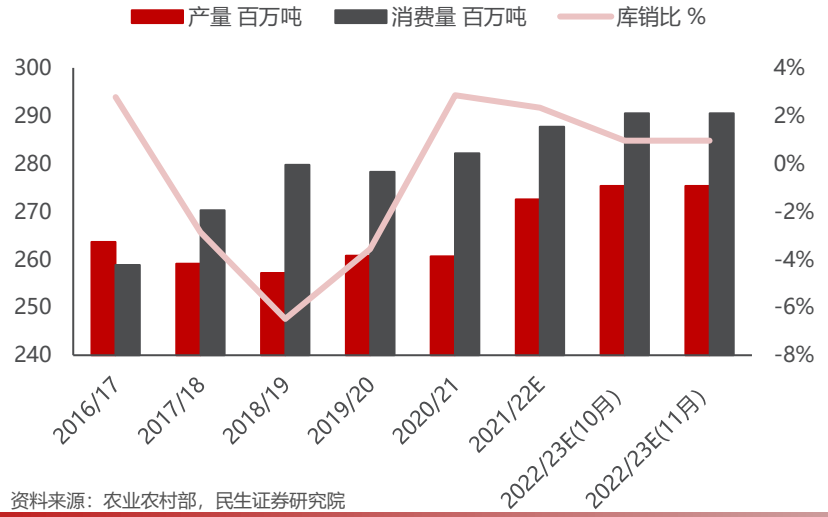


资料来源：wind，民生证券研究院

4.1 国内玉米：供需维持紧平衡

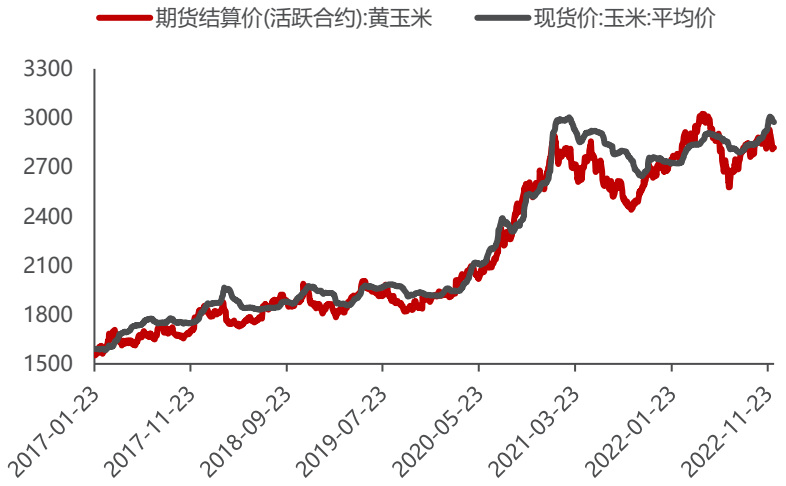
2021/22年玉米播种面积6.5亿亩，同比+5.0%。2022/23年度玉米播种面积为6.4亿亩，稳中略降。同时春播期间大部分产区土壤墒情较适宜，加上优良品种和先进适用技术推广应用，以及农田基础设施条件改善等因素，农业部预计2022/23年度国内玉米产量可实现2.8亿吨，同比+1.0%。需求方面，高成本抑制玉米深加工需求增长，但饲用消费稳中有增，带动2022/23年玉米消费量整体增长2.0%至2.9亿吨，供需维持紧平衡。

图表：国内玉米供需情况



资料来源：农业农村部，民生证券研究院

图表：国内玉米价格走势（元/吨）



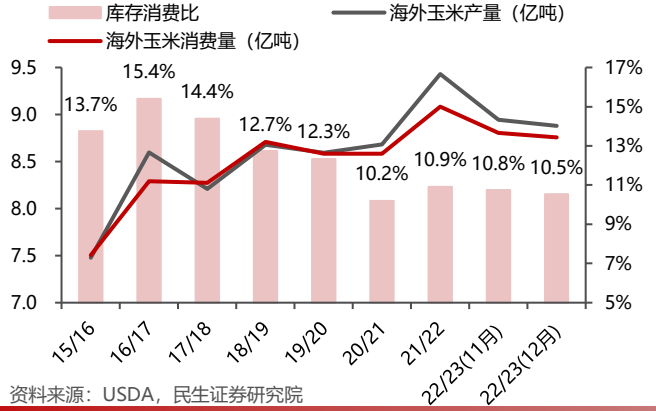
资料来源：wind，民生证券研究院

4.1 海外玉米：库销比仍处于底部

国际玉米主产国以美国、中国、巴西为主，2021年产量占比分别为31.5%、22.4%、9.5%。 2022年年初俄乌冲突的爆发导致主要玉米出口国乌克兰产量大幅减少，全球粮食供应链恶化，推动玉米价格一路涨至历史新高；下半年伴随地缘冲突逐步缓和，及美国玉米丰产预期下，玉米价格回落。

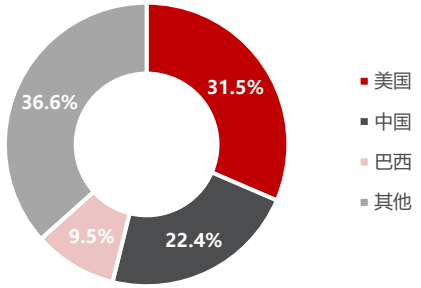
根据USDA，预计2022/23年度海外玉米产量达到8.9亿吨，同比-6.0%。其中，美国玉米播种面积小幅收缩，叠加降雨不足导致单产下降，产量同比下降7.6%至3.5亿吨，同比-7.6%；巴西则鼓励农民种植玉米，新作玉米种植面积进一步提升，推动产量创下历史新高，达1.3亿吨，同比+8.6%。需求方面，由于饲用需求的下滑，导致整体玉米消费同比-3.9%。最终，预估22/23年度海外玉米结转库存9229万吨，库销比为10.5%，仍处于历史低位。

图表：海外玉米供需情况



资料来源：USDA，民生证券研究院

图表： 2021年国际玉米主产国占比（%）



资料来源：USDA，民生证券研究院

图表：国际玉米价格波动（美分/蒲式耳）



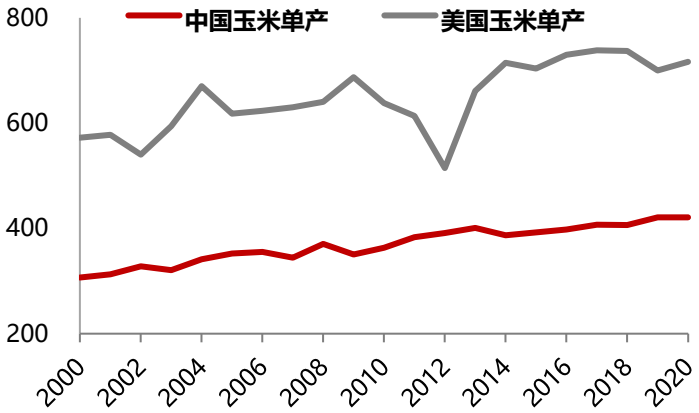
资料来源：wind，民生证券研究院

4.2 种业：良种培育为未来主旋律

大豆和玉米种植带高度重合，也是争地问题最严重的两个品种。2021年我国大豆和玉米进口量分别为9250、2600万吨，根据二者分别130、420公斤/亩的单产水平，若要填补进口缺口，理论上我国分别还需要增加7.6亿亩土地。然而2021年我国耕地面积已达19.2亿亩，使用效率基本超过了100%，粮食增产难以通过增加耕地面积这一路径解决。

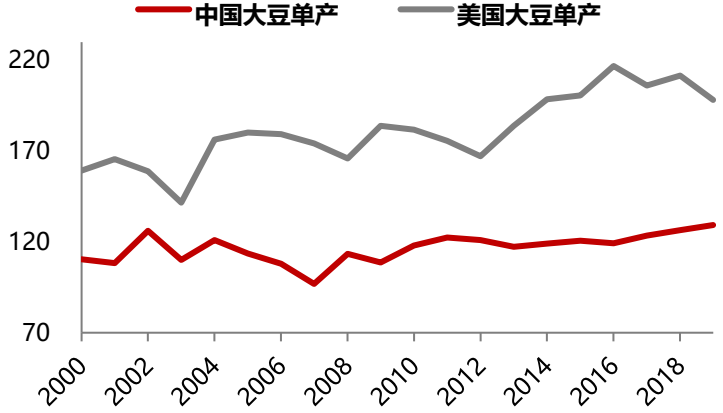
对比全球最大的农产品输出国美国，2020年我国大豆、玉米单产分别仅有美国的65.2%、58.8%，存在显著的差距。**因此，提高作物单产成为实现农产品自给自足这一目标的重要且唯一的手段，良种培育成为我国种业振兴的主旋律。**

图表：中美玉米单产对比（公斤/亩）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图表：中美大豆单产对比（公斤/亩）



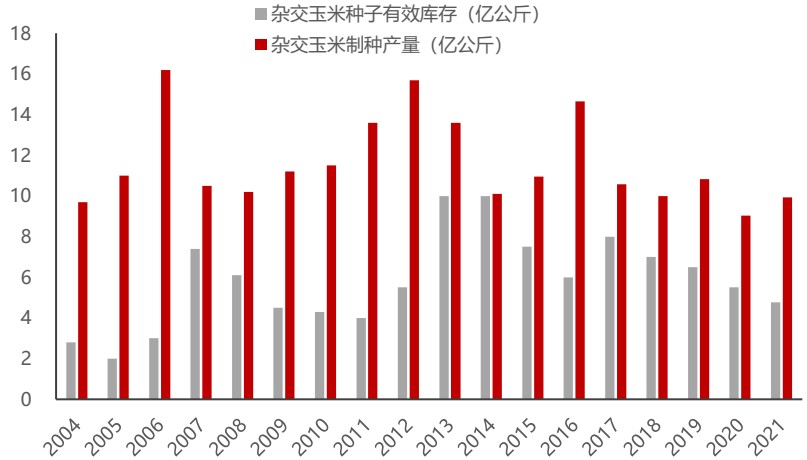
资料来源：Wind，民生证券研究院

4.2 种业：传统种业或维持高景气运行

杂交玉米制种产量持续低位，有效库存接近历史低点。2016~2021年杂交玉米制种产量从14.7下滑到9.9亿公斤，年复合增速为-7.48%，主要系制种面积缩减后，新种产量大幅下降，长期处于行业低位。另外受去库存政策推进，头部企业的主销品种库存快速清零，玉米种子有效库存不断下降，2021年有效库存量仅为4.8亿公斤，年复合增速为-12.13%。

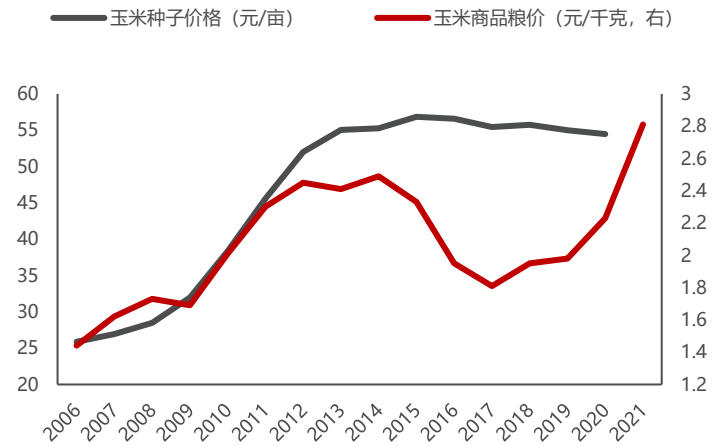
此外，今年极端高温天气导致甘肃制种基地减产约15%，叠加新疆、甘肃疫情频发，导致制种无法顺利进行及运输至各地，目前进度已较往年落后一个多月，我们预计2023年玉米种子价格或将再度调高。

图表： 2004~2021年我国杂交玉米种子产量及库存量



资料来源：ifind，民生证券研究院

图表： 2006-2021年玉米种子价格与玉米价格



资料来源：全国农产品成本收益分析，民生证券研究院

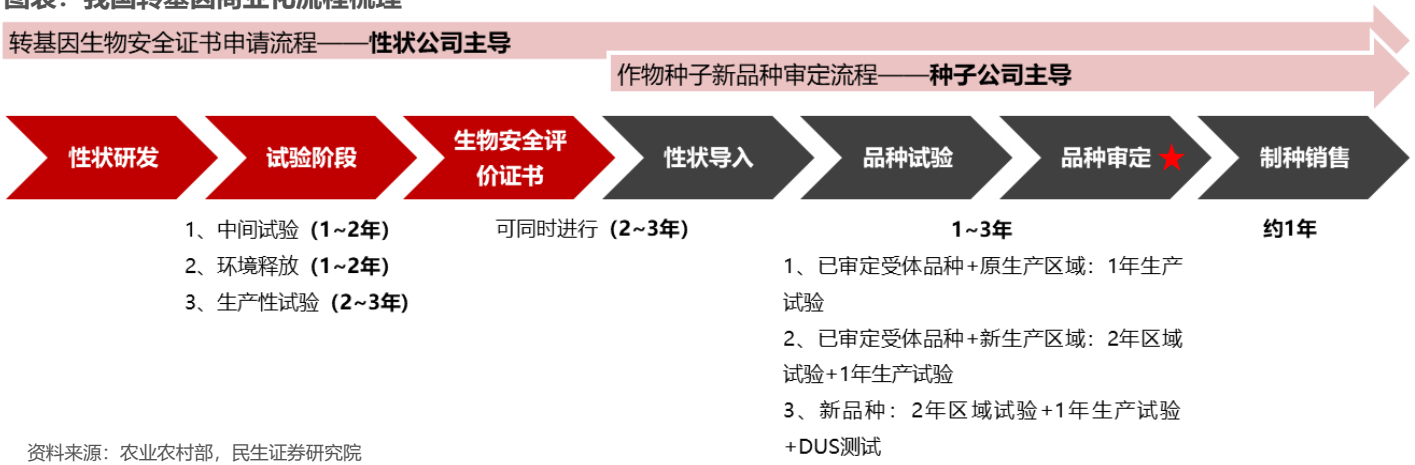
4.3 种业：转基因技术催化下，种子市场焕发新机

根据我国现行种子法规定，转基因种子需要经历安全证书获批和品种审定上市两个阶段，才能正式推出市场。在种业振兴和生物育种政策稳步推进的背景下，**国内转基因商用落地进程仅剩品种审定一步之遥。**

①转基因安全证书：自2019年以来，我国已陆续有11个转基因抗虫、耐除草剂玉米和3个转基因耐除草剂大豆获得了生产应用安全证书。

②品种审定：农业部于2022年6月发布《国家级转基因玉米、大豆品种审定标准（试行）》，规定了转基因性状应满足的条件，以及回交转育转基因品种的标准。

图表：我国转基因商业化流程梳理



资料来源：农业农村部，民生证券研究院

图表：我国现有转基因生物安全证书

公司	初获时间	转化体	插入基因	区域
大北农生物	2019/12/2	DBN9936	cry1Ab：抗玉米螟等鳞翅目害虫 epsps：耐草甘膦除草剂	北方春玉米区、黄淮海夏玉米区、南方地区、西南地区、西北地区
	2020/6/11	DBN9858	epsps：耐草甘膦除草剂 pat：耐草铵膦除草剂	北方春玉米区、黄淮海夏玉米区、南方地区、西南地区、西北地区
	2020/12/29	DBN9501	vip3Aa19：抗草地贪夜蛾 pat：耐草铵膦除草剂	北方春玉米区
	2021/12/27	DBN3601T	cry1Ab：抗玉米螟等鳞翅目害虫 **vip3Aa19：抗草地贪夜蛾** epsps：耐草甘膦除草剂 pat：耐草铵膦除草剂	西南玉米区
	2020/12/29	DBN9004	epsps：耐草甘膦除草剂 pat：耐草铵膦除草剂	北方春大豆区
杭州瑞丰	2019/12/2	瑞丰125	cry1Ab：抗玉米螟等鳞翅目害虫 cry2Ab：抗玉米螟等鳞翅目害虫 g10evo-epsps：耐草甘膦除草剂	北方春玉米区、黄淮海夏玉米区、西北地区
	2021/12/27	浙大瑞丰8	cry1Ab：抗玉米螟等鳞翅目害虫 cry2Ab：抗玉米螟等鳞翅目害虫	南方玉米区
	2022/4/28	nCX-1	CdP450：耐二甲四氯，啶嘧磺隆等多种除草剂 cp4epsps：耐草甘膦除草剂	南方玉米区
中国农业大学 中国林木种子集团	2021/12/27	ND207	mcry1Ab：抗玉米螟等鳞翅目害虫 mcry2Ab：抗玉米螟等鳞翅目害虫	北方春玉米区、黄淮海夏玉米区
中国种子集团有限公司	2022/4/28	Bt11×GA21	cry1Ab：抗玉米螟等鳞翅目害虫 vip3Aa20：抗草地贪夜蛾 mepsps：耐草甘膦	北方春玉米区
	2022/4/28	Bt11×MIR162×GA21	cry1Ab：抗玉米螟等鳞翅目害虫 vip3Aa20：抗草地贪夜蛾 mepsps：耐草甘膦 pat：耐草铵膦	南方玉米区、西南玉米区
	2022/4/28	GA21	mepsps：耐草甘膦	北方春玉米区

资料来源：农业农村部，民生证券研究院

4.3.1 种业市场规模将进一步扩容

转基因作物商业化种植开放后，转基因品种凭借其良好的抗虫、抗除草剂表现将获得市场的广泛青睐，而中小规模种子企业缺乏相应育种技术，或将被市场逐渐淘汰，种业市场集中度有望提升，市场规模亦将进一步扩容。目前我国玉米种植面积约6.5亿亩，若以美国当前90%左右的渗透率假设，从产业链分工来看。

1）性状公司获利幅度取决于单亩收费水平，参考海外惯例，预计在转基因商业化初期收费为8-10元/亩，性状授权市场规模可达58.5亿元左右。性状公司的代表性企业为大北农、杭州瑞丰（上市公司隆平高科的持股子公司）、先正达等；

2）品种公司代表企业为传统的龙头种子公司，负责制种及推广。转基因种子约溢价50%左右，按照当前常规玉米种子出厂价约30元/亩测算，我国的转基因玉米种子出厂价价格将大致位于36~50元/亩区间内，转基因玉米种子市场规模有望达280亿元。国内头部玉米种企包括隆平高科、登海种业等。

图表：我国转基因性状市场规模测算（亿元）

渗透率	10%	30%	50%	70%	90%
种植面积（亿亩）	0.7	2.0	3.3	4.6	5.9
性状市场规模（亿元）	6.5	19.5	32.5	45.5	58.5

资料来源：公司公告，民生证券研究院

图表：我国转基因玉米种子市场规模测算（亿元）

溢价\渗透率	10%	30%	50%	90%
20%	23.4	70.2	117.0	210.6
30%	25.4	76.1	126.8	228.2
40%	27.3	81.9	136.5	245.7
50%	29.3	87.8	146.3	263.3
60%	31.2	93.6	156.0	**280.8**

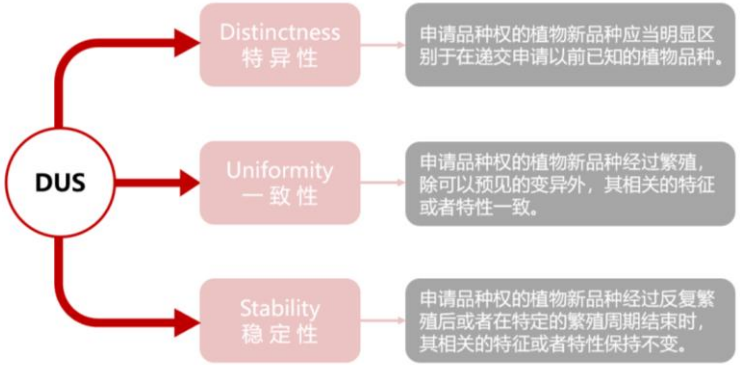
资料来源：公司公告，民生证券研究院

4.3.2 转基因技术有望推动我国制种行业重塑竞争格局

完善的知识产权体系是种业原始创新的基本保障。**在立法端**，新《种子法》于2022年3月正式施行，修改重点为加强种业知识产权保护，建立实质性派生品种（EDV）制度，并加大惩罚性赔偿力度，从法理上有效保护原始品种创新者。**在实际执行端**，生物技术的突破，将帮助品种权人更便于取证、维权。

- **传统育种技术在面对套牌假种现象时**，需要获取对方销售的种子、保留发票、并进行DUS检测才能判断是否为盗版。DUS的测试是将申请品种与近似品种在相同的生长条件下，从植物的种子、幼苗、开花期、成熟期等各个阶段对多个质量性状、数量性状及抗病性等作出观察记载，并与近似品种进行结果比较，**一般要经过2～3年的重复观察**，才能最后作出合理、客观的评价。
- **转基因育种技术在面对套牌假种时**，只需获取作物上的任意一部分，送往就近的实验室，**半天便可检测出是否为盗版**，大幅缩短维权的时间

图表： DUS测试



资料来源：农业农村部，民生证券研究院

4.4 大北农：转基因性状国内领先

种业为公司目前的发展重心，不断加强业务融合。2022年拟收购云南大天种业和广东鲜美种苗，加强蔬菜、水稻和玉米品种方面的战略布局，在原有自身业务基础上，不断融合外延业务，助力实现种子业务的长期增长。

生物育种技术稳步推进，转基因性状储备丰富。大北农于2011年起便在生物技术方面提前布局和投入，2019年12月，取得最早一批玉米转基因安全生产证书，此后便积极与下游头部种子企业进行合作。在此期间，公司不断加强形状研发，2021年12月获得国内首个四种性状堆叠转化体DBN3601T的安全证书，可为客户提供更多元的选择。

转基因初期性状公司用于较强话语权，有望获取更多收益。参考国际惯例，转基因性状收费的跟据为农民每亩增收收益，若以平均10元/亩计算，目前我国玉米种植面积约6.5亿亩，我们假设转基因初期渗透率仅为10%~30%，公司市占率可达到80%，则可以收获约3.4~6.3亿元收入，随着渗透率的提高，公司生物育种业务收入也将高速增长。

预计公司2022~2024年分别实现归母净利润0.90、13.87、17.10亿元，对应EPS分别为0.02、0.33、0.41亿元，维持“推荐”评级。

风险提示：猪价波动风险，原材料价格波动风险，转基因商业化低于预期

图表：公司所获转基因生物安全证书

时间	转化体	插入基因	区域
2019/12/2 2020/12/29	DBN9936	cry1Ab：抗玉米螟等鳞翅目害虫 epsps：耐草甘膦除草剂	北方春玉米区、黄淮海夏玉米区、南方地区、西南地区、西北地区
2020/6/11 2020/12/29	DBN9858	epsps：耐草甘膦除草剂 pat：耐草铵膦除草剂	北方春玉米区、黄淮海夏玉米区、南方地区、西南地区、西北地区
2020/12/29	DBN9501	vip3Aa19：抗草地贪夜蛾 pat：耐草铵膦除草剂	北方春玉米区
2020/12/29	DBN9004	epsps：耐草甘膦除草剂 pat：耐草铵膦除草剂	北方春大豆区
2021/12/27	DBN3601T	cry1Ab：抗玉米螟等鳞翅目害虫 vip3Aa19：抗草地贪夜蛾 epsps：耐草甘膦除草剂 pat：耐草铵膦除草剂	西南玉米区

资料来源：公司公告，民生证券研究院

图表：转基因性状市场规模测算

渗透率	10%	30%	50%	90%
转基因种植面积（亿亩）	0.7	2.0	3.3	5.9
性状市场规模（亿元）	6.5	19.5	32.5	58.5
大北农市场份额（%）	80%	50%	40%	30%
大北农收入（亿元）	5.2	9.8	13.0	17.6
毛利率（%）	65%	65%	65%	65%
大北农可获毛利（亿元）	3.4	6.3	8.5	11.4

资料来源：公司公告，民生证券研究院

图表：公司盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	31,328	34,676	40,031	44,573
增长率（%）	37.3	10.7	15.4	11.3
归属母公司股东净利润（百万元）	-440	83	1,386	1,709
增长率（%）	-122.5	119.0	1560.9	23.3
每股收益（元）	-0.11	0.02	0.33	0.41
PE	/	391	24	19
PB	3.0	3.0	2.7	2.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2022年12月26日收盘价）

4.5 登海种业：国内杂交玉米制种龙头

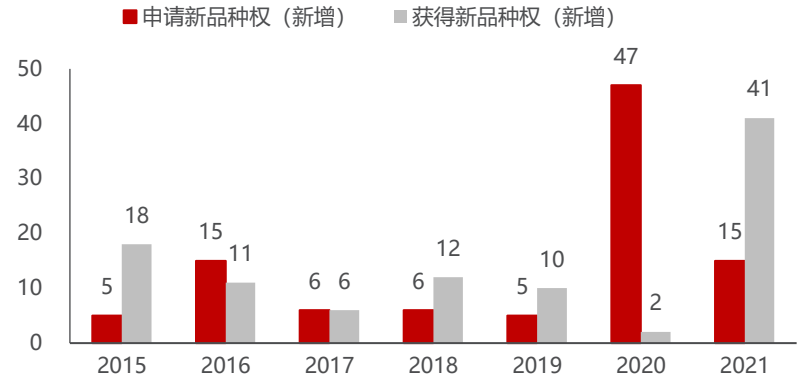
公司拥有优质的玉米品种储备，多次刷新我国玉米单产水平纪录。公司多年深耕玉米育种行业，目前拥有6个国家级、3个省级研发平台，育种试验田3000多亩，温室20000多平米，仪器设备100多台套，能够满足未来多种方式育种需要。

有望把握转基因商业化带来的首批红利，进一步提升市占率。我国的转基因玉米种子溢价约60%，按照当前常规玉米种子出厂价约30元/亩测算，当渗透率达到90%时，转基因玉米种子市场规模有望达到280亿元。

预计公司2022~2024年分别实现归母净利润2.82、3.73、4.30亿元，对应EPS分别为0.32、0.42、0.49亿元，维持“推荐”评级。

风险提示：制种成本上升风险，极端气候风险，转基因优势品种储备不及预期

图表： 2015-2021公司新品种权申请与获得情况（个）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图表：公司盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1,101	1,416	1,629	1,844
增长率（%）	22.2	28.7	15.0	13.2
归属母公司股东净利润（百万元）	233	282	373	430
增长率（%）	128.3	21.1	32.4	15.2
每股收益（元）	0.26	0.32	0.42	0.49
PE	75	62	47	41
PB	5.7	5.2	4.8	4.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2022年12月26日收盘价）

4.6 隆平高科：种业龙头蓄势待发

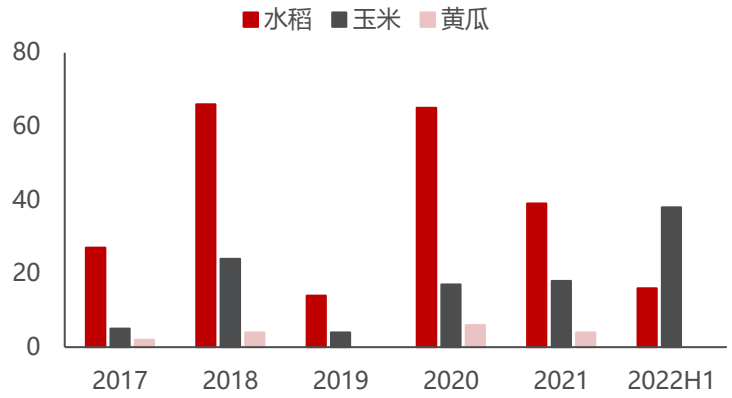
公司是我国领先的“育繁推一体化”种业企业，科研实力行业领先，转基因先发优势明显。

1）育种站遍布国内外，种质资源储备充足。截至2020年底，公司在中国、巴西、美国、巴基斯坦等7国共拥有45个育种站，试验基地总面积近一万亩，研发布局广阔。2）高密度的生态测试网，显著缩短新品种育种周期。公司密集完善的生态测试网能快速、准确、动态的反馈材料的田间表现，从而准确筛选目标植株以提高育种效率，目前公司品种储备已达472个，主推品种广受市场认可。 3）“三架马车”集中发力，种业航母正待启航。子公司杭州瑞丰已获得转基因安全证书，其余迭代产品蓄势待发；巴西隆平玉米转基因育种经验丰富，对未来国内转基因商业化运作有良好的借鉴意义；隆平生物转基因品种抗谱更广，分子叠加技术行业领先。

投资建议：预计公司2022~2024年分别实现归母净利润0.62、3.75、6.10亿元，对应EPS分别为0.05、0.28、0.46元，对应PE为329、54、33倍，维持“推荐”评级。

风险提示：汇率波动风险、自然灾害风险、新品种研发风险。

图表： 2017-2022H1公司植物新品种权获得（件）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图表：公司盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	3,503	4,079	4,923	5,908
增长率（%）	6.5	16.4	20.7	20.0
归属母公司股东净利润（百万元）	62	62	375	610
增长率（%）	-46.1	-1.0	506.3	62.7
每股收益（元）	0.05	0.05	0.28	0.46
PE	308	311	51	32
PB	3.5	3.3	3.1	2.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2022年12月26日收盘价）



04. 风险提示

1.政策调控导致猪价反弹不及预期风险：

猪价上涨国家抛储、加大进口等手段调节导致猪价反弹幅度不及预期的风险。

2.重大突发动物疫病风险：

动物疫病方面，冬季属于动物呼吸道疾病高发季节，非洲猪瘟在低温环境下仍有反复可能，一旦疫病爆发，将会造成产能损失、增加养殖成本，冲击养殖业与动保行业；

3.天气灾害导致原材料价格波动风险：

玉米、小麦、稻谷等主粮价格若遭遇恶劣天气导致供应下滑，将造成原材料价格大幅上涨，提升养殖业经营成本，拉低业绩。



THANKS 致谢



分析师　周泰
执业证号：S0100521110009
邮件：zhoutai@mszq.com



研究助理　徐菁
执业证号：S0100121110034
邮件：xujing@mszq.com

研究助理　张心怡
执业证号：S0100122060009
邮件：zhangxinyi@mszq.com

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120
北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座19层； 100005
深圳：广东省深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦32层05单元； 518026

*请务必阅读最后一页免责声明

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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到任何形式的补偿。

评级说明：

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A股以沪深300指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅5%～15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5%～5%之间
		回避	相对基准指数跌幅5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5%～5%之间
		回避	相对基准指数跌幅5%以上

免责声明：

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。