猪价下探中，积极关注养殖链机会

——1 月行业动态报告

农林牧渔行业

推荐 （维持评级）

分析师

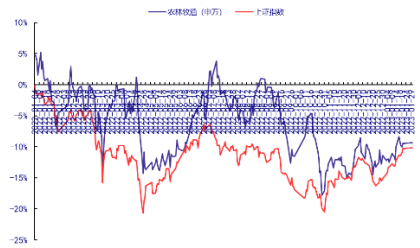
谢芝优

☎：021-68597609

✉：xiezhiyou_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130519020001

行业数据 **2023.1.30**



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

核心观点

- **12 月 CPI 同比+1.8%，猪肉价格环比下行** 12 月我国 CPI 同比+1.8%，其中食品价格同比+4.8%，食品中猪肉同比+22.2%。12 月 CPI 环比持平，期间猪肉价格处于下跌区间，影响 CPI 猪肉环比-8.7%。12 月我国农产品进口金额 222.26 亿美元，同比+11.48%，出口金额 91.98 亿美元，同比+3.4%，贸易逆差 130.28 亿美元，同比+17.98%。
- **22 年白羽鸡祖代更新同比-25%，上行周期蓄势待发** 受全球禽流感疫情影响以及航班问题等，当前我国祖代鸡引种渠道仅包括美国、新西兰和国内自繁，祖代引种量存在极大不确定性。根据协会数据，22 年我国祖代引种更新量 96.34 万套，同比-25%；且后备祖代降至 45.45 万套，为 19 年以来的低位水平，一定程度上意味着后续产能供应存在边际下行可能。综合来说白羽鸡行业祖代引种收缩，上游供给拐点已经出现，预计 23H2 出现下游毛鸡供给拐点。从周期阶段考虑，当前时点（上游供给拐点已现）布局具备更高的安全边际。从估值角度看，1 月 30 日 SW 肉鸡养殖 PB（LYR）为 2.92 倍，处于历史底部区间。
- **猪价持续下行，亏损加剧或致新一轮去产能** 21 年 7 月至 22 年 4 月我国能繁母猪存栏去化约 8.5%。22 年 11 月末我国能繁母猪存栏环比+0.2%，绝对值约为 4388 万头。4 月以来生猪价格处于持续上行至 10 月 21 日（28.3 元/kg），相比于 3 月低点+134%；期间震荡下行，12 月 23 日再次进入亏损状态，或将作用于产能去化。根据现有数据推断，23 年生猪供给端先减后增，而消费端随着后疫情时代到来，或有逐步复苏走势。从个股角度看，主要布局估值相对低位、出栏具备较大弹性、成本控制优秀、财务相对健康的相关猪企。
- **农业板块表现弱于沪深 300，动保涨幅居前** 年初至 1 月 30 日，农林牧渔板块上涨 2.74%，同期沪深 300 上涨 7.99%，农林牧渔表现显著弱于沪深 300。对比各子行业，动物保健、林业涨幅居前，分别为+7.58%、+6.86%；仅渔业下跌 5.07%。
- **投资建议** 畜禽养殖链依旧为当前关注重点，积极把握相对低位的布局机会。重点关注祖代引种出现收缩、处上行周期初期的白羽鸡行业，可板块性关注，包括益生股份、禾丰股份、民和股份、圣农发展、仙坛股份。其次可关注生猪、黄鸡价格走势，个股优选牧原股份、温氏股份、立华股份。同时关注后周期行业机会，包括饲料龙头海大集团及疫苗优质企业普莱柯、中牧股份。
- **核心组合**

	证券代码	证券简称	月涨幅(%)	市盈率 PE(TTM)	市值(亿元)
核心组合	002311.SZ	海大集团	1.00	53	1036
	002714.SZ	牧原股份	-1.23	-914	2635
	603566.SH	普莱柯	6.18	70	103
	300761.SZ	立华股份	9.49	20	172

- **风险提示** 猪价不达预期风险，疫病风险，原材料价格波动风险等。

目 录

一、物价指标相对稳定，农林牧渔行情波动 2

（一）12 月 CPI 同比+1.8%，猪肉价格环比下行 2

（二）畜禽价格变化带动市场关注度提升 3

二、关注养殖产业链，周期变化酝酿中 5

（一）白羽鸡祖代引种收缩，上行周期蓄势待发 5

1. 受全球禽流感等影响，22 年我国祖代更新同比-25% 5

2. 后备祖代存栏相对低位，供给收缩进行中 6

（二）猪价持续下行，亏损加剧或致新一轮去产能 8

1. 1 月生猪价格及出栏均重持续下探 8

2. 养殖规模化、集中度提升改变行业格局 10

（三）黄鸡价格跌至亏损区间，在产父母代仍处低位 11

1. 黄鸡价格高位回落，22 年末再度进入亏损区间 11

2. 在产父母代存栏低位，黄鸡价格具备支撑性 12

3. 区域特征明显，集中度逐步提升中 13

（四）关注疫苗后周期行情，非瘟疫苗铸就未来 A 弹性 14

1. 批签发量边际好转，新品预期提升市场关注度 14

2. 疫苗迎接市场化大时代，竞争将加剧 16

三、农林牧渔在资本市场中的发展情况 17

（一）农林牧渔市值占比下行，养殖业占比居前 17

（二）农业板块表现弱于沪深 300，动物保健涨幅居前 18

四、投资建议及股票池 20

五、风险提示 20

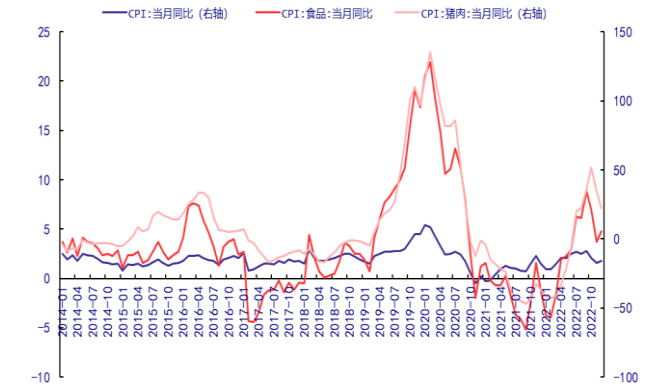
一、物价指标相对稳定，农林牧渔行情波动

（一）12 月 CPI 同比+1.8%，猪肉价格环比下行

2022 年 12 月，我国 CPI 同比+1.8%，其中食品价格同比+4.8%，食品中猪肉同比+22.2%。从环比来看，12 月 CPI 环比持平，其中食品项环比+0.5%。期间猪肉价格处于下跌区间，影响 CPI 猪肉环比-8.7%。

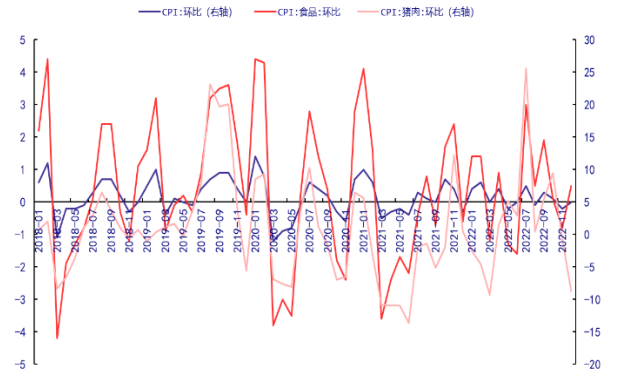
2022 年 1-12 月，我国农产品累计进口金额为 2360.57 亿美元，同比+7.4%，出口金额为 982.62 亿美元，同比+16.5%，贸易逆差 1377.95 亿美元，同比+1.72%。2022 年 12 月，我国农产品进口金额为 222.26 亿美元，同比+11.48%，出口金额为 91.98 亿美元，同比+3.4%，贸易逆差 130.28 亿美元，同比+17.98%。

图 1：2022 年 12 月我国 CPI 同比+1.8%



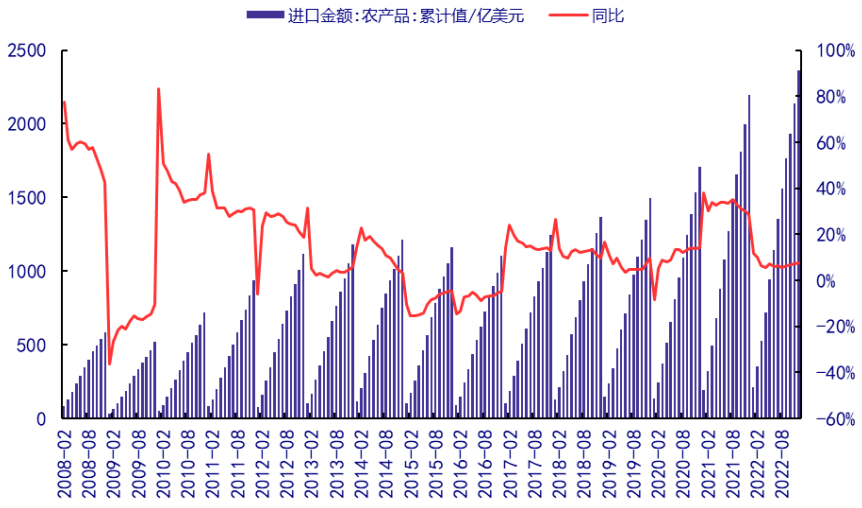
资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图 2：2022 年 12 月我国 CPI 环比持平



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图 3：2022 年 1-12 月我国农产品进口额累计为 2360.57 亿美元，同比+7.4%



资料来源：海关总署，中国银河证券研究院整理

（二）畜禽价格变化带动市场关注度提升

农业行业主要包括种植产业链与养殖产业链两大子产业，其中种植产业链涉及种业、农产品种植与加工、林业等子行业，养殖产业链包括畜禽养殖、水产养殖、饲料、疫苗等子行业。从竞争力、盈利能力、管理能力等方面来考虑，养殖产业链具备相对更大的优势。

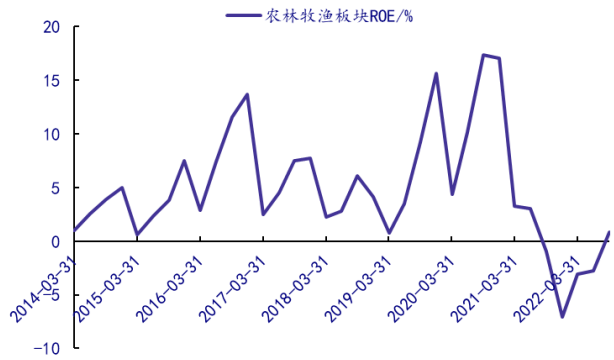
受非洲猪瘟影响，上轮猪周期中能繁母猪产能去化彻底，19 年 1 月开始，生猪与能繁母猪存栏量同比降幅达到两位数；19 年 9 月能繁母猪存栏量降到历史低位 1913 万头，此后开始环比好转。随着猪周期的循环往复，21 年 7 月开始，能繁母猪存栏量环比下行且有加速的趋势，直至 22 年 5 月企稳。根据中国政府网与农业部数据测算，2022 年 11 月末，能繁母猪存栏为 4388 万头，环比+0.2%，同比+2.1%。猪价方面，21Q1-3，猪价从高点 36.34 元/kg，下跌至 10.78 元/kg。21 年十一假期之后，猪价开始触底反弹，最高反弹至 17.96 元/kg，而后再次开始下跌至 22 年 3 月下旬。4 月以来猪价震荡上行至 10 月 21 日，生猪价格为 28.32 元/kg；随后持续下跌至 2023 年 1 月 13 日的 15.36 元/kg。

从杜邦分析以及相关财务指标来看，2016-2018 年我国农林牧渔行业 ROE 呈现下行趋势，19-20 年呈现显著提升趋势，随后再次进入下行过程中。其中生猪养殖产业链上的企业从 2016 年高点逐渐下行至 2018 年低点，影响整体 ROE 水平，随后 19 年开始猪周期处上行趋势中，带动畜禽养殖板块 ROE 回升，20 年达到阶段高点。我们认为上一轮猪周期在 2021 年 10 月结束，目前处于新一轮周期过程中。

图 4：生猪价格 21 年 10 月初现一次探底，反弹至 12 月初，此后震荡下行至 3 月下旬，4 月以来猪价震荡上行至 10 月 21 日，生猪价格为 28.32 元/kg；随后持续下跌至 2023 年 1 月 13 日的 15.36 元/kg

资料来源：中国畜牧业信息网，中国银河证券研究院整理

图 5：2014Q1 至今农林牧渔板块 ROE 情况

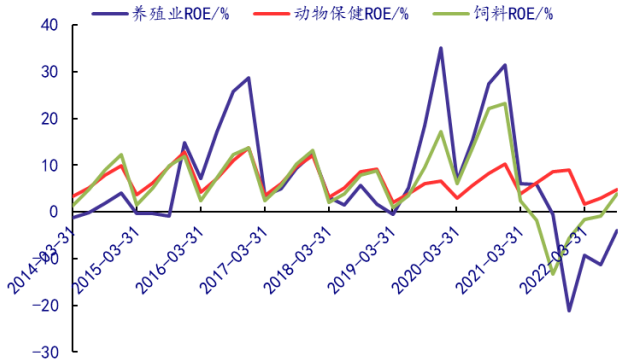


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 6：2014Q1 至今农林牧渔板块销售净利率情况

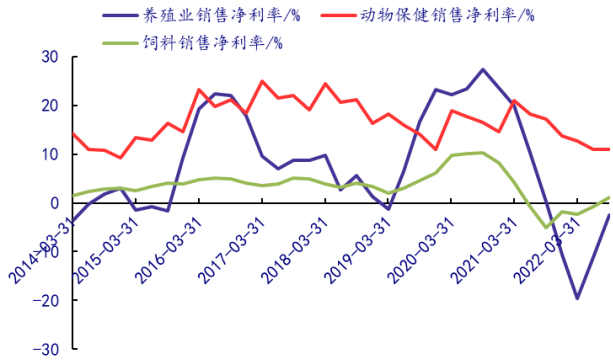
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 7：2014Q1 至今畜禽养殖、动物保健、饲料 ROE 情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 8：14Q1 至今畜禽养殖、动物保健、饲料销售净利率情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

表 1：2016-2022 农林牧渔行业及其子板块畜禽养殖行业 EPS 情况

行业	年份	一季报	中报	三季报	年报
农林牧渔	2016	0.06	0.14	0.20	0.28
	2017	0.07	0.12	0.19	0.17
	2018	0.06	-0.002	0.09	0.05
	2019	0.05	0.14	0.28	0.41
	2020	0.10	0.23	0.39	0.44
	2021	0.12	0.15	0.09	-0.09
	2022	-0.03	-0.002	0.12	
畜禽养殖（2022 年开始为申万新分类“养殖业”）	2016	0.16	0.41	0.57	0.63
	2017	0.07	0.06	0.11	0.08
	2018	0.05	-0.47	-0.28	-0.13
	2019	0.17	0.51	1.27	2.07
	2020	0.27	0.52	0.88	0.97
	2021	0.26	0.29	0.10	-0.07

	2022	-0.27	-0.31	-0.04

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

二、关注养殖产业链，周期变化酝酿中

农林牧渔行业可分为两大产业链，包括种植产业链和养殖产业链，其中种植产业链包括种业、种植业、农产品加工、林业等子行业，养殖产业链包括畜禽养殖、饲料、疫苗、渔业等子行业。

目前，种植产业链主要围绕技术升级（转基因）、土地改革、效率提升等几方面进行发展。我国农产品（如玉米、大豆等）成本居高不下，主要原因在于种业技术发展缓慢，核心技术由国际巨头垄断，同时人工成本高企，以及土地规模化程度不够而造成的效率低下，最终反映在成本与价格层面。对于种植产业链来说，未来急需技术与规模化的提升，进而实施精细化管理来提高生产效率，提升成长空间。

在养殖产业链层面，其发展水平高于种植产业链，行业增长较为迅速。从规模化程度、企业集中度、研发实力以及生产效率来说，我国养殖业均处于高速发展时期。在此过程中，行业规范性也在逐步形成，以白羽鸡行业为例，各企业自发形成白羽肉鸡联盟，以期实现供需平衡，产能调节，行业自我治理。在行业快速发展至成熟阶段期间，养殖产业链涌现出一批优质企业，从研发端发力，到管理标准化、精细化，看好未来养殖产业链相关优质企业的长远发展。

（一）白羽鸡祖代引种收缩，上行周期蓄势待发

1. 受全球禽流感等影响，22 年我国祖代更新同比-25%

欧洲禽流感自 21Q4 以来大规模流行，22 年 2 月至今美国禽流感蔓延至 42 个州，两地病毒亚型一致，且随着野生鸟类秋季迁徙可能导致禽流感病毒的持续扩散，美国禽流感疫情或在短期内无法有效控制。根据海关总署规定，当一国或地区发生禽流感疫情，我国禁止直接或间接从该地进口禽类及产品入境。考虑到当前我国祖代鸡引种渠道仅包括美国、新西兰和国内自繁，因此祖代引种量存在极大不确定性，供给端收缩初现曙光。

2022 年 1-4 月，我国祖代更新量合计为 42.88 万套，同比-5.11%。22 年 5 月受美国禽流感爆发影响，我国自美国引种中断，持续 3 个月。6-7 月祖代引种更新为国内自繁，合计 11.81 万套。8-9 月进口引种逐步恢复。22 年我国祖代引种更新量合计 96.34 万套，同比-25%。

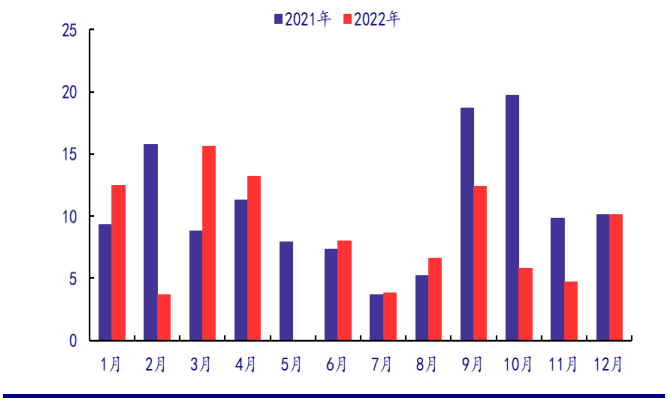
表 2：我国白羽鸡主要品种及市占率情况

品种名称	简介	21 年市占率	所属公司
爱拔益加（AA+）	美国爱拔益加家禽公司开发的优良四系杂交种，体型大、发育快、饲料转化率高，适应性强。育成历史长，肉用性能优良，为我国肉鸡生产的主要鸡种。祖代父本分为常规型和多肉型（胸肉率高），均为快羽。	25.82%	安伟捷（EW 集团）
罗斯 308（Ross）	由英国罗斯育种公司育成，为四系配套。体质健壮、成活率高、增重速度快、产肉量高、饲料转化率高。商品代雏鸡可以羽速自别公母。	4.61%	
哈伯德利丰（Hubbard）	由法国哈伯德育种公司培育。2019 年 8 月退出白羽肉鸡新品种哈伯德利丰种鸡，具备高效性能可以降低各代次的生产成本。具备生长速度快、	25.04%	

	出肉率高、料肉比低等特点。		
科宝（Cobb）	由美国泰臣食品国际家禽分割公司培育。1993 年初我国首次引进。生长快、饲料报酬率高、适应性与抗病力较强，全期成活率高。	33.97%	科宝（泰森集团）
圣泽 901	圣农发展自主研发品种，2021 年末获得农业农村部批准，取得对外销售资格，是我国第一批具有自主知识产权的白羽鸡品种。	10.56%	圣农发展

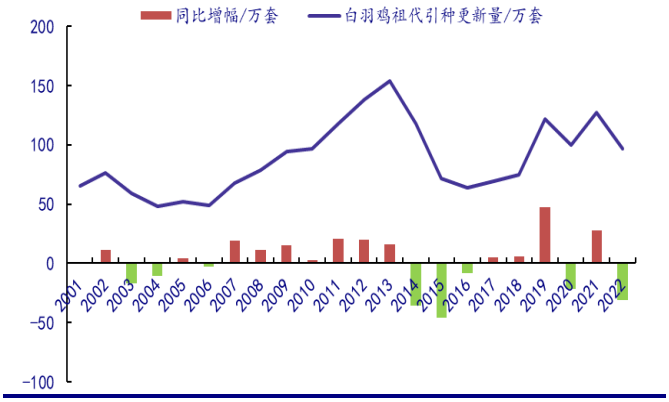
资料来源：中国畜牧业协会，中国银河证券研究院

图 9：2021-22 年至今月度白羽鸡祖代引种更新量情况



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，中国银河证券研究院

图 10：2001-22 年至今白羽鸡祖代引种更新量情况



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，中国银河证券研究院

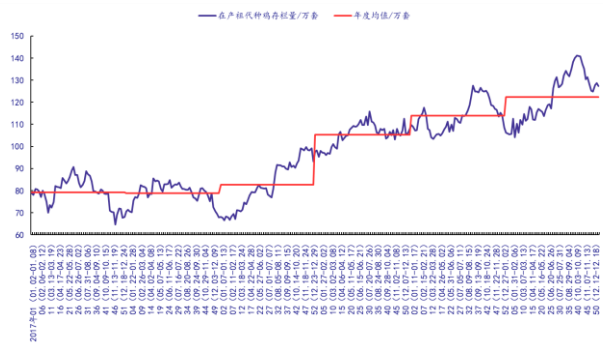
2. 后备祖代存栏相对低位，供给收缩进行中

当前祖代、父母代存栏高位，后备祖代存栏相对低位。根据协会统计，22 年 12 月祖代种鸡总存栏量（后备+在产）约 172.23 万套，其中在产祖代存栏 126.78 万套，**而后备祖代降至 45.45 万套，为 19 年以来的低位水平，一定程度上意味着后续产能供应存在边际下行可能。**父母代鸡存栏方面处历史高位区间，当前产能较充足。

商品代鸡苗连续三年价格相对低位。经历 2019 年商品代鸡苗价格大幅上涨行情（年度均值 6.88 元/只，年内高点 11.21 元/只），2020 年开启亏损行情，年度均值分别跌至 2.39 元/只、2.78 元/只、2.4 元/只。同样的，毛鸡价格亦经历三年底部阶段。终端亏损将倒逼上游去产能。

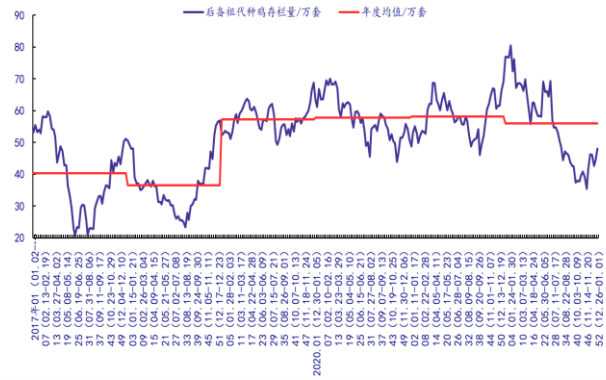
白羽鸡行业祖代引种收缩，上游供给拐点已经出现，预计 23H2 出现下游毛鸡供给拐点。从周期阶段考虑，当前时点（上游供给拐点已现）布局具备更高的安全边际。从估值角度看，23 年 1 月 30 日 SW 肉鸡养殖 PB（LYR）为 2.92 倍，处于历史底部区间，可进行板块性关注。

图 11：17 年至今白羽鸡祖代存栏情况（在产）



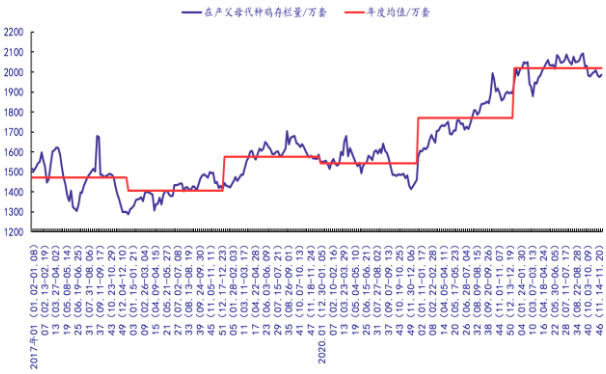
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，中国银河证券研究院

图 12：17 年至今白羽鸡祖代存栏情况（后备）



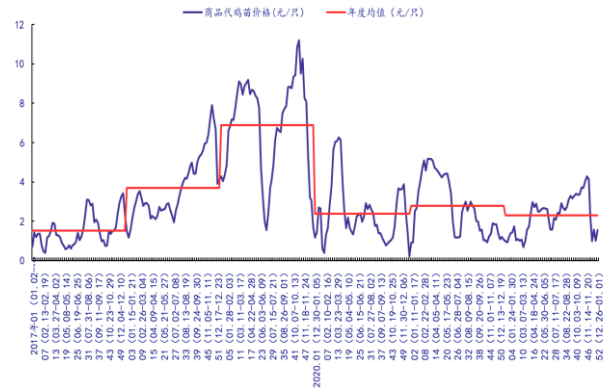
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，中国银河证券研究院

图 13：17 年至今白羽鸡父母代存栏情况（在产）



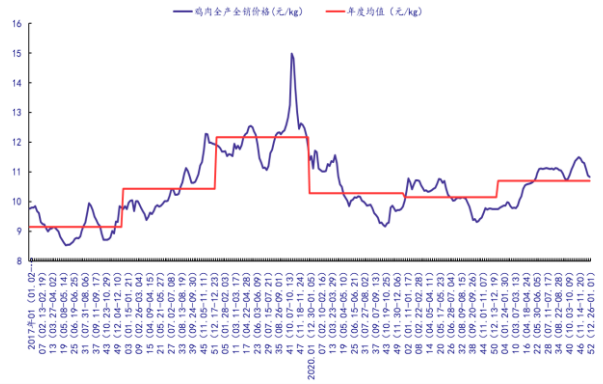
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，中国银河证券研究院

图 14：17 年至今白羽鸡商品代鸡苗价格走势



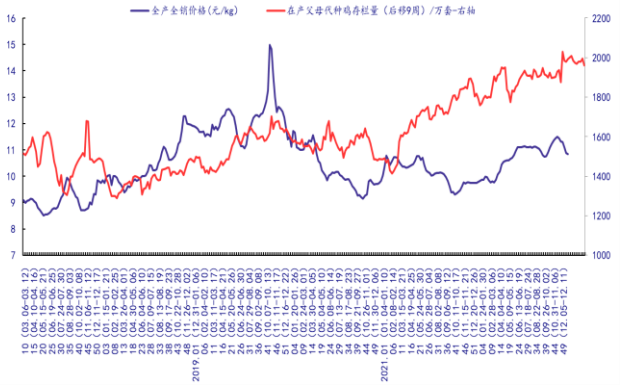
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，中国银河证券研究院

图 15：17 年至今白羽鸡全产全销价格走势



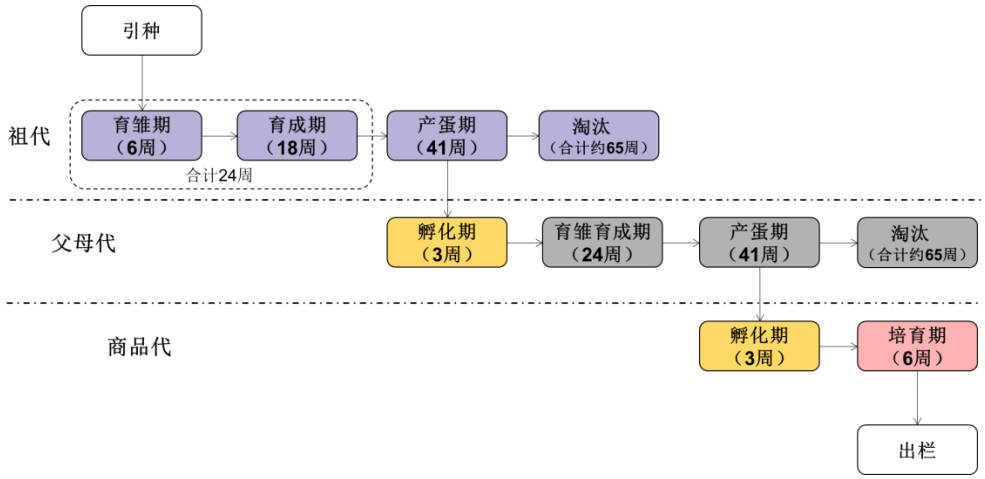
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，中国银河证券研究院

图 16：在产父母代种鸡存栏量与毛鸡价格的潜在关系



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，中国银河证券研究院

图 17：白羽鸡养殖周期



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，中国银河证券研究院

（二）猪价持续下行，亏损加剧或致新一轮去产能

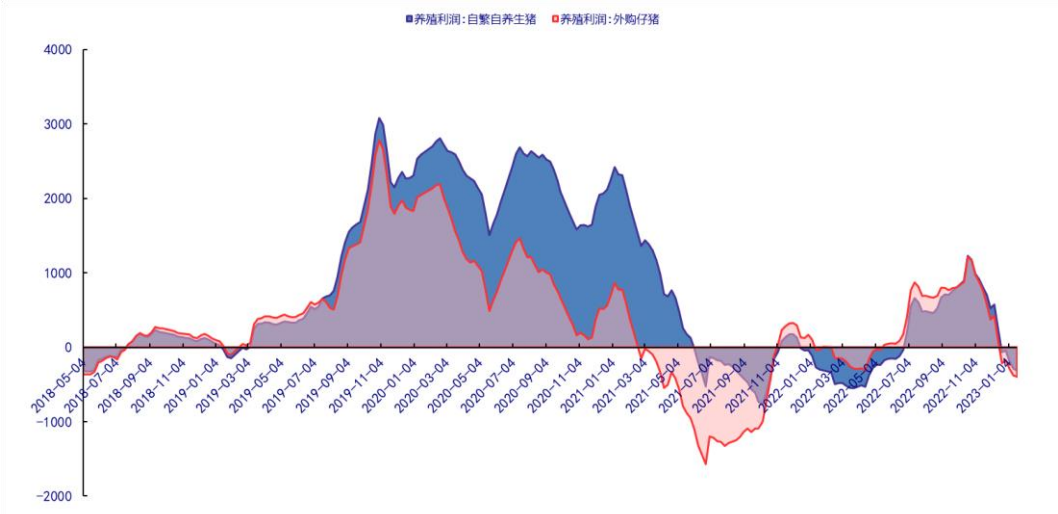
1. 1 月生猪价格及出栏均重持续下探

2019 年 12 月我国生猪存栏开启触底恢复趋势，存栏数据开始缓慢增长。而自 21 年 7 月开始，能繁母猪存栏开启持续的环比下行趋势，并逐步加速。我们认为能繁母猪存栏环比下行是猪价探底的必要条件。21 年 7 月至 22 年 4 月，根据农业部、统计局等数据来看，我国能繁母猪存栏去化约 8.5%。22 年 11 月末，我国能繁母猪存栏环比+0.2%，绝对值约为 4388 万头。随着猪价高位回落，养殖利润进入亏损状态，产能去化或将再次到来。

在生猪价格走势方面，2021 年 7 月底再次开启下跌行情，直至 10 月初价格出现探底，之后开启反弹行情至 11 月 26 日（阶段高点 17.96 元/kg），而后处于震荡下行走势中。进入 2022 年，在生猪产能恢复、养殖企业出栏增加的背景下，生猪价格持续下跌至 3 月 25 日，周度均价为 12.12 元/kg。4 月以来生猪价格处于持续上行过程中，10 月 21 日周度均价为 28.32 元/kg，相比于 3 月低点上涨 133.66%。随后生猪价格持续下行，23 年 1 月 13 日降至 15.36 元/kg，相比于高点跌去 45.76%。根据博亚和讯日度数据看，23 年 1 月 29日生猪价格已跌至 14.48 元/kg。

22 年十一假期以来生猪价格持续快速上涨且刷新年内猪价高点，随后持续下跌，12 月 23 日再次进入亏损状态，或将作用于产能去化。根据现有数据推断，23 年生猪供给端先减后增，而消费端随着后疫情时代到来，或有逐步复苏走势。从个股角度看，主要布局估值相对低位、出栏具备较大弹性、成本控制优秀、财务相对健康的相关猪企。

图 18：2023.1.20 自繁自养、外购仔猪养殖利润分别为-317.76 元/头、-396.97 元/头



资料来源：博亚和讯，中国银河证券研究院

图 19：2023.1.12 生猪出栏均重约为 124.41 元/kg，周度环比-1.23%

资料来源：涌益咨询，中国银河证券研究院

表 3：2010-22 年我国生猪自繁自养月度利润情况

年度	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月
2011	300	352	333	346	403	597	670	620	578	440	320	361
2012	503	367	245	151	130	89	80	86	118	94	92	184
2013	281	209	7	-107	-78	17	48	140	162	134	134	130
2014	-31	-155	-241	-301	-107	-65	-36	88	89	19	-7	-32
2015	-78	-128	-152	-53	58	155	358	454	423	344	289	351

2016	486	539	578	688	779	780	676	758	678	470	513	565
2017	658	536	426	392	254	160	187	238	262	214	218	286
2018	304	214	-176	-279	-318	-140	-35	139	205	162	112	103
2019	-23	-76	171	321	337	438	599	1,005	1,623	2,485	2,615	2,293
2020	2,477	2,748	2,587	2,269	1,754	2,027	2,575	2,591	2,345	1,694	1,638	2,072
2021	2,294	1,632	1,323	762	258	-275	-175	-291	-559	-480	82	42
2022	-249	-438	-524	-279	-201	-116	500	485	728	1099	853	246

数据来源：Wind，根据新闻整理，中国银河证券研究院

2. 养殖规模化、集中度提升改变行业格局

我国生猪养殖以散户为主，2007 年年出栏 500 头以下的养殖户比例为 78.2%，至 2017 年该指标下降为 45%，十年生猪规模化程度提高 33pct。受环保政策、城镇化以及理性补栏等因素，中小养殖户补栏进程较为缓慢，而大型养殖户具备完善的环保解决办法、融资方式多样化等优势，养殖规模持续扩大，抢占市场份额，因此在过去两年中，我国生猪规模化程度快速提高。

对标美国生猪养殖行业规模化发展过程来看，在其规模化程度快速提升的二十年中（1980-1999 年），养殖户数量持续下降，1997 年美国存栏 1000 头以上的养殖场占比达 71%（有部分州高达 98%）。相比之下，我国生猪规模化程度依旧有较大提升空间（至少 20pct）。）16-17 年受环保政策影响，散养户大量退出或放缓补栏，直接利好规模化提升。18 年 8 月非洲猪瘟在我国蔓延，成为散户加速退出的又一因素。我们认为，非洲猪瘟的发生将加速我国规模化程度的提升。

目前，我国生猪养殖行业呈现金字塔型，即头部小、底部大。随着散养户的加速退出，以及大规模养殖场的加速扩张，未来将呈现倒金字塔型。2017 年，上市生猪养殖企业出栏量合计约 3839 万头，市占率 5.57%。非洲猪瘟为行业带来变革的机会，经历 2019 年的调整，20 年开始头部养殖企业实现加速扩张。2021 年上市猪企合计出栏约 9789 万头，市占率 14.58%，相比于非瘟前实现大幅提升；随着上市猪企的增加等，22 年上市猪企出栏市占率达 18.88%，提升显著。以牧原股份为例，2017-2022 年出栏量分别为 723.74 万头、1101.2 万头、1025.33 万头、1811.5 万头、4026.4 万头、6120.1 万头，同比分别为+132.42%、+52.15%、-6.89%、+76.67%、+122.27%、52%；其中 2019 年受非瘟影响，上市公司出栏量受到部分影响。

生猪养殖行业具备“大行业、小企业”的行业特征，意味着行业空间广阔，企业未来发展空间巨大。在这个过程中，集中度逐步提升，龙头企业将享受自身规模扩张带来的成长红利。

表 4：部分养殖企业生猪出栏情况

代码	企业名称	生猪出栏量/万头			
		2019A	2020A	2021A	2022
002714	牧原股份	1025	1811.5	4026.4	6120
300498	温氏股份	1852	954.55	1321.7	1791
603363	傲农生物	66	134.6	324.6	519
002100	天康生物	84	134.49	161	203
002567	唐人神	83.9	102.5	154.2	216

000876	新希望	355	829.25	997.8	1461
002157	正邦科技	578	955.95	1492.7	845
002124	天邦股份	244	307.78	428	442

数据来源：公司公告，中国银河证券研究院

表 5：生猪养殖行业五力模型分析

上游议价能力	下游议价能力	新进入者威胁	替代品威胁	现有竞争程度
生猪养殖上游为饲料、疫苗、种猪企业，我国大型养殖企业数量较少，而服务企业众多，使得上游议价能力较弱。	生猪养殖下游为屠宰企业，受猪价以及供应量影响，屠宰企业议价能力有变化，一般来说，议价能力较弱。	生猪养殖为重资产行业，新进入者需要投入大量资金以此来打造大规模养殖场，同时需要具备养殖技术、管理等方面的要求，新进入者威胁较小。	生猪养殖替代品可理解为养殖牛羊，但考虑到我国为猪肉消费大国，对牛羊的食用接受程度以及价格接受度有一定差距，因此替代品威胁较小。	生猪养殖行业呈现大行业、小企业特征，未来发展趋势为大型养殖集团的产能扩张，目前来说现有竞争存在于各企业成本控制方面，相互的竞争程度较低。

资料来源：中国银河证券研究院

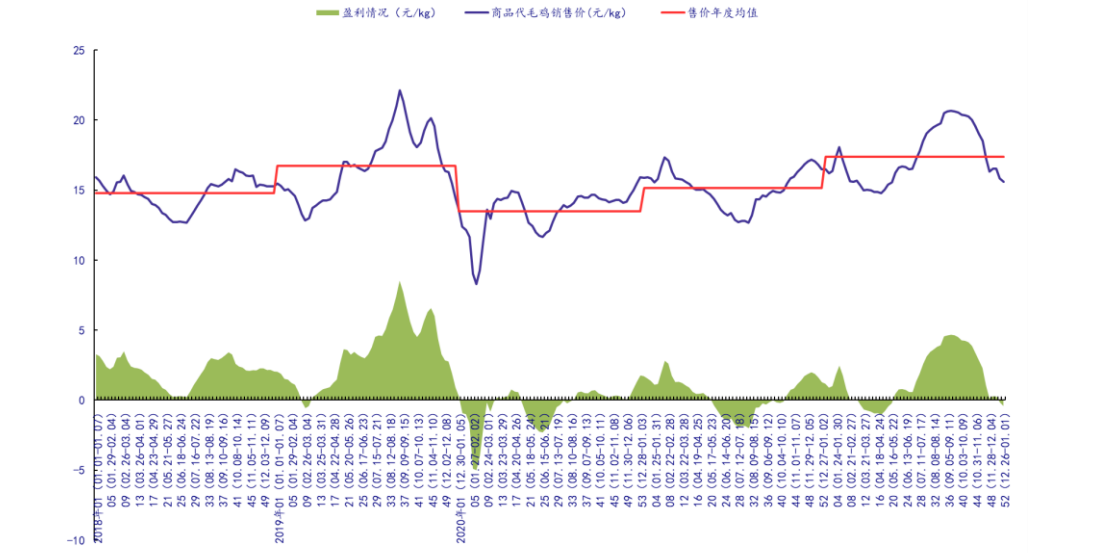
（三）黄鸡价格跌至亏损区间，在产父母代仍处低位

1. 黄鸡价格高位回落，22 年末再度进入亏损区间

根据中国畜牧业协会数据，2022 年我国黄羽鸡商品代毛鸡均价约为 17.4 元/kg，同比+14.93%；其中 H1、H2 商品代毛鸡均价分别为 15.95 元/kg、18.85 元/kg，同比+4.59%、+25.42%。22 年 9 月以来商品代毛鸡价格突破 20 元/kg，单位盈利持续扩大至 10 月末；11 月以来毛鸡价格震荡下行至 22 年末的 15.6 元/kg。

在成本层面，受上游豆粕、玉米等原材料价格高位影响，行业内饲料成本显著上行。22 年黄鸡养殖成本持续上行，由年初的 15.32 元/kg 震荡上涨至 12 月高点 16.24 元/kg，一定程度上挤压盈利空间，黄羽鸡商品代毛鸡于 22 年 5 月下旬扭亏为盈，并于 12 月下旬再度亏损。

图 20：2022 年末黄鸡周度均价为 15.6 元/kg



资料来源：中国畜牧业协会，中国银河证券研究院

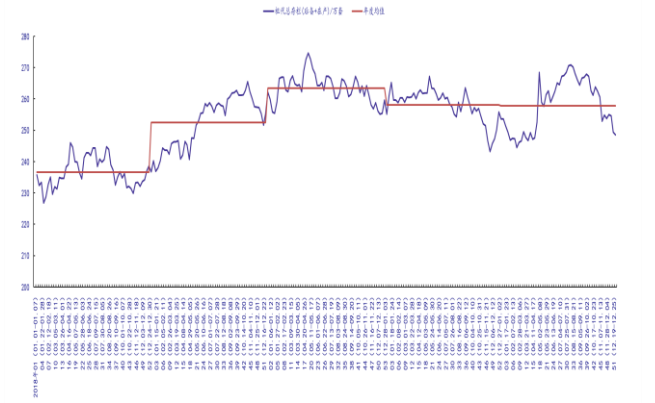
2. 在产父母代存栏低位，黄鸡价格具备支撑性

根据中国畜牧业信息网数据，从父母代存栏角度看，22 年 12 月末在产+后备存栏约为 2238 万套，低于年内均值，黄羽鸡产能处于低位区域。

从利润层面看，2018 年至今黄羽鸡父母代雏鸡均保持较好盈利属性，在行业底部区域，18 年其年均盈利 3.08 元/套，期间经历 19-21 年的高盈利时期，22Q2 处于向低位靠拢的阶段，7 月以来盈利逐步提升。从黄羽鸡商品代雏鸡角度看，其在 20H2 后以亏损居多，仅在 21Q1 期间有较持续的盈利，一定程度上表明行业产能过剩状态。而 22 年 5 月下旬以来逐步改善，行业开始逐步回暖。

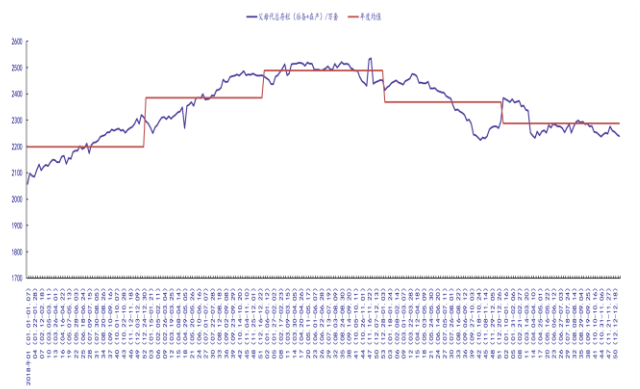
受饲料原材料价格上行、人工成本提升等因素影响，黄羽鸡养殖端成本逐级提升。我们观察黄羽鸡父母代雏鸡、商品代雏鸡与毛鸡成本走势，自 18 年至今以来其年均成本分别+21.35%、+20.73%、+22.72%。我们认为在饲料原材料等价格高位且持续的背景下，头部企业优势将更加显著，我们建议积极关注黄羽鸡行业性机会。

图 21：18 年至今我国黄鸡祖代总存栏情况



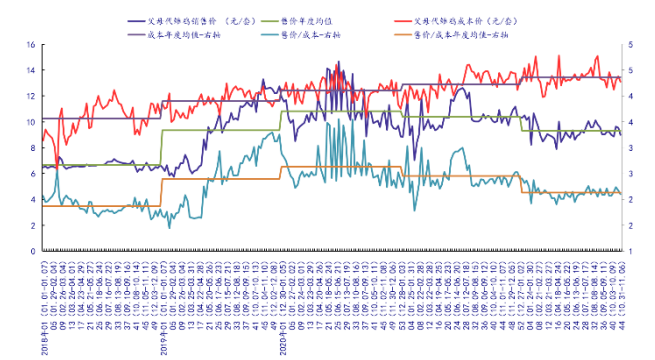
资料来源：中国畜牧业信息网，中国银河证券研究院

图 22：18 年至今我国黄鸡父母代存栏情况



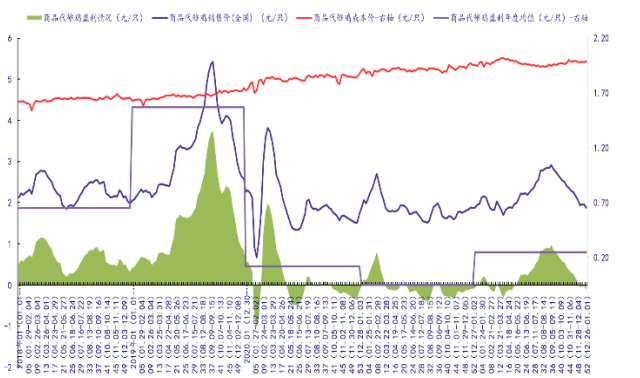
资料来源：中国畜牧业信息网，中国银河证券研究院

图 23：黄鸡父母代售价与成本情况



资料来源：中国畜牧业信息网，中国银河证券研究院

图 24：22 年 5 月下旬开始黄鸡商品代肉雏鸡开始盈利



资料来源：中国畜牧业信息网，中国银河证券研究院

3. 区域特征明显，集中度逐步提升中

我国肉鸡主要包括白羽肉鸡、黄羽肉鸡、817 肉杂鸡、淘汰蛋鸡。黄羽肉鸡是以肉用为主要目的的土鸡、仿土鸡、地方鸡等各类型肉鸡的统称。由于黄羽肉鸡均为国内选育、培育，所以不存在国外引种问题。

黄羽鸡根据生长速度和用途不同，可以大致分为快速型、中速型、慢速型、蛋肉兼用型四种。2017 年，我国快速型、中速型、慢速型三种类型祖代黄羽肉鸡存栏量分别占我国祖代黄羽肉鸡存栏总量的 30%、29%和 40%。

表 6：我国黄羽鸡主要品种情况

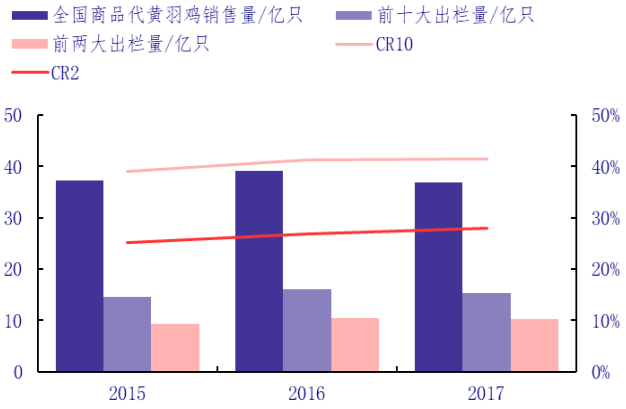
类型	特点
快速型	指出栏时间在 65 天以内的品种，生长速度快。 这类黄羽肉鸡具有出栏时间短、料肉比低、养殖效率高等特点，并且口感好于白羽肉鸡，近几年发展速度较快。
慢速型	指出栏时间在 95 天以上的品种，此类品种多为散养，注重外观和肉质。 由于养殖时间长，慢速型黄羽鸡单只养殖成本较高，市场售价也明显高于其他品种，主要供应中高档餐厅、酒店及家庭消费，部分用于加工领域。
中速型	指出栏时间在 65-95 天的品种，兼具快速型、高效率和慢速型、高质量的特点。 一些中速鸡由于胸腿肌较好、脚胫粗细适中、皮肤光亮，屠宰后更为美观，是做冰鲜鸡的最佳原料。

资料来源：立华股份招股说明书，中国银河证券研究院

黄羽鸡生产与消费分布区域性特征明显。核心区域为广东、广西，两省分别为我国黄羽鸡生产排名第一、第二的主产地，亦是主要消费地区，以消费慢速黄羽鸡为主。其次，江苏、浙江、安徽组成重要生产消费区，以消费中速、快速鸡为主。第三，受制于消费习惯等因素，北方区域消费黄羽鸡较少。不过，随着黄羽鸡市场的加速发展，部分黄羽鸡养殖龙头企业开始在北方市场尝试拓展，积极引导消费习惯。

规模化程度低，集中度逐步提升中。我国黄羽鸡规模化养殖处于初级阶段，养殖规模在 100 万套以上的养殖场数量占比不足 0.01%。在集中度方面，从 2015-17 年数据来看，我国黄羽鸡 CR10 由 39.12%提升到 41.54%，CR2 由 25.12%提升到 27.94%，呈现逐步提升趋势。基于畜牧业协会数据，2021 年，我国黄羽鸡年出栏量约 40.4 亿只，同比-8.8%，占全国家禽总量的 38%。

图 25：我国商品代黄羽鸡养殖集中度情况



资料来源：立华股份招股说明书，畜牧业协会，中国银河证券研究院

（四）关注疫苗后周期行情，非瘟疫苗铸就未来α弹性

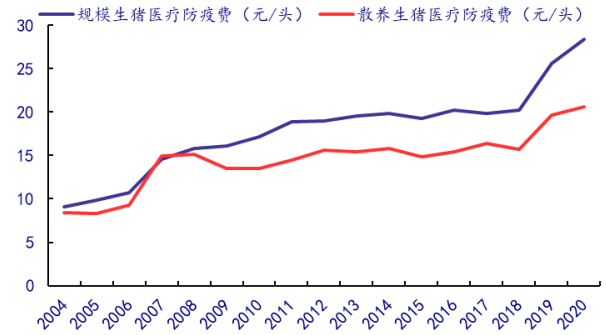
1. 批签发量边际好转，新品预期提升市场关注度

从行业结构来说，动物疫苗属于畜禽养殖后周期行业，主要受益于下游畜禽养殖存栏回升、规模化提升带动渗透率提升这两个逻辑。历史数据表明规模化养殖在医疗防疫费上的花费高于散养模式，2020 年对应数据为 28.37 元/头、20.59 元/头，相差 7.78 元/头。在规模化提升的大背景下，疫苗销量亦将随之提升。

作为后周期行业，疫苗销量受下游养殖业景气度影响，22H1 猪价筑底，疫苗行业收入负增长；随着猪价逐步好转，疫苗行业收入增速三季报转正（+0.77%）。22 年三季报动保行业 ROE 为 4.84%，行业销售净利率 11.03%，呈现边际好转趋势。

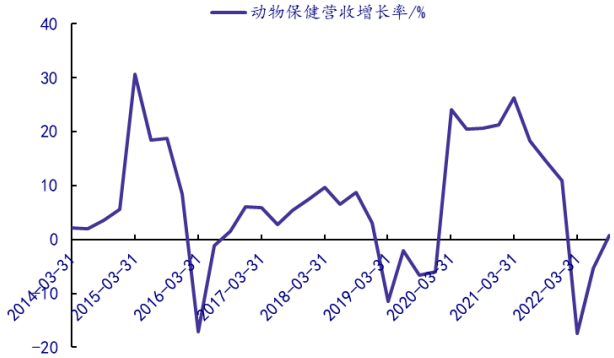
观察疫苗批签发数据，22 年 6 月我国批签发数量同比大幅转正，疫苗销量边际好转。公司层面看，经历 22Q1 猪价持续下行的至暗阶段，随着 Q2 猪价震荡上行，疫苗批签发量相对好转；生物股份、普莱柯、中牧股份、天康生物、科前生物 Q2 季度环比分别为+17.46%、+1.38%、+0.81%、-57.02%、-7.1%，Q3 季度环比分别为+10.81%、+39.46%、+35.48%、+150%、+5.73%。随着生猪价格高位震荡，疫苗销量将受益。同时，非瘟疫苗的研发推进将进一步带动行业关注度提升及未来业绩预期。

图 26：2019、20 年生猪医疗防疫费大幅提升



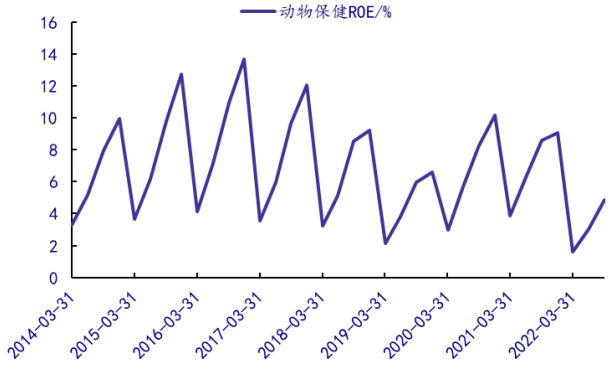
资料来源：全国农产品成本收益资料汇编，中国银河证券研究院

图 27： 2014-22 年三季报动物保健行业收入增长变动情况



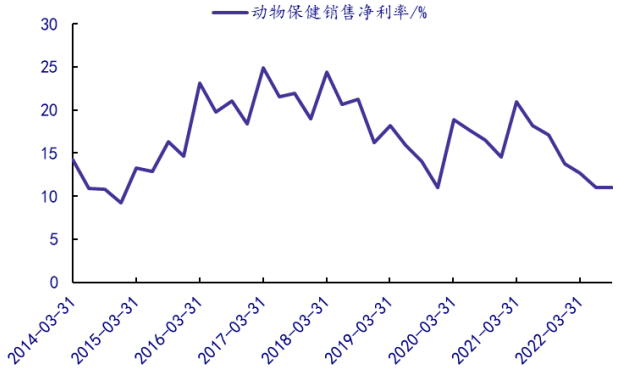
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 28： 2014-22 年三季报动物保健行业 ROE 变动情况



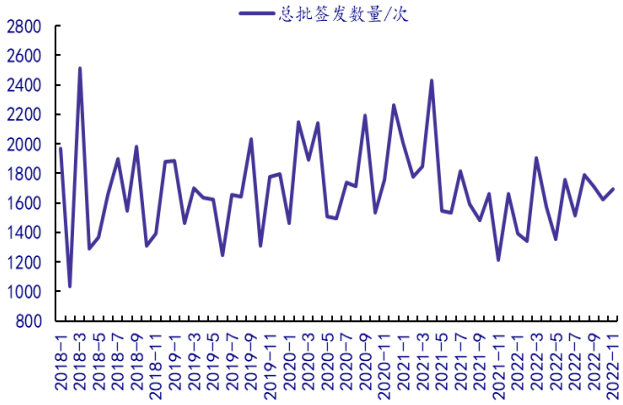
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 29： 2014-22 年三季报动物保健行业销售净利率变动情况



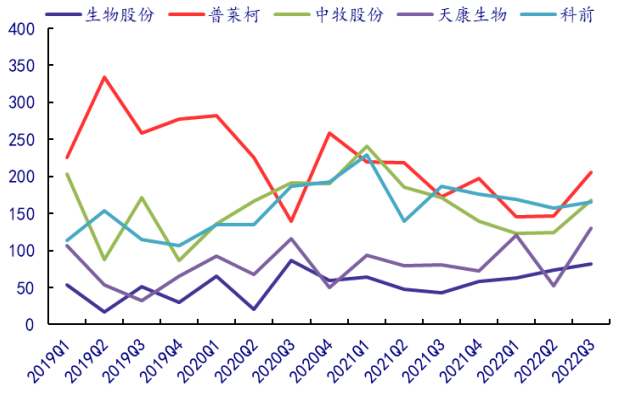
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 30：22 年 11 月我国疫苗批签发量环比+4%



资料来源：国家兽药基础数据库，中国银河证券研究院

图 31：22Q3 上市疫苗企业批签发量环比均为正



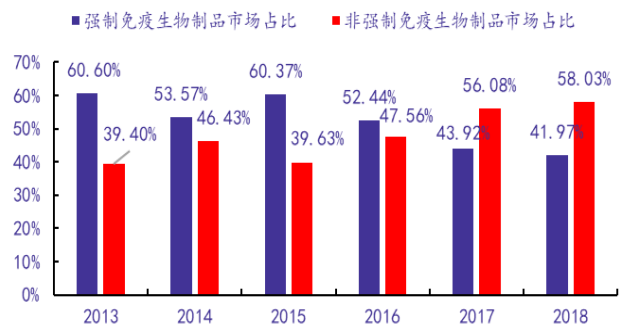
资料来源：国家兽药基础数据库，中国银河证券研究院

2. 疫苗迎接市场化大时代，竞争将加剧

猪瘟与蓝耳病疫苗退出政府招采目录、“先打后补”政策实施都表明疫苗市场化的趋势。另外，2021 年农业部提到至 2025 年逐步全面取消政府招采苗，**动物疫苗行业将迎来市场化大时代。**从企业发展角度来看，市场苗定价是政府招采苗的 5-10 倍，毛利率高 10-20pct。大力发展市场苗，将扩大疫苗整体市场规模。以生物股份为例，于 2013 年进入口蹄疫市场苗领域，收入从 2013 年的 6.71 亿元增长到 2017 年的 19.01 亿元，归母净利润从 2.51 亿元增长到 8.7 亿元，实现快速增长，并成为口蹄疫疫苗龙头企业。**未来，市场苗的增长是企业业绩增长的核心。**

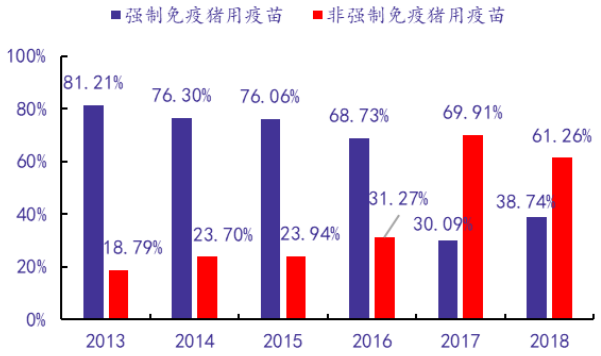
产品批文是企业加入市场竞争的门槛。口蹄疫 O、A、Asia-I 三价苗被停售以后，由口蹄疫 OA 二价苗替代。一开始市场上只有生物股份与中农威特可以生产销售，即 2018.7.1-2019.3 期间是以上两家公司寡头垄断的窗口期，市占率快速提高。2019 年 2 月 26 日，天康生物获得猪口蹄疫 OA 二价苗批文，已实现生产与销售。随后，中牧股份、海利生物也已获得批文，竞争格局激烈化。**对于公司来说，批文是未来业绩增长的基础；对于行业来说，批文是强化竞争程度的因素。**

图 32：13-18 年我国强制、非强制免疫生物制品市场占比



资料来源：科前生物招股说明书，中国银河证券研究院

图 33：13-18 年我国强制、非强制猪苗市场份额对比

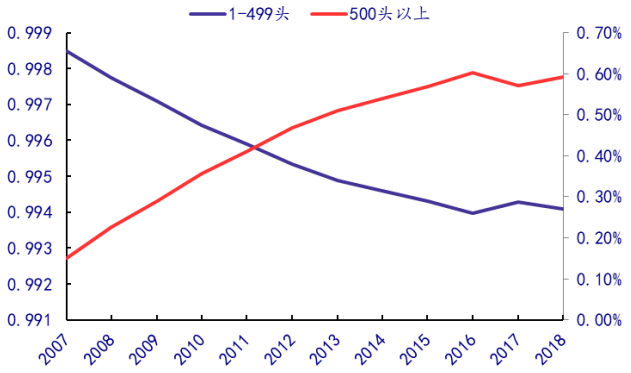


资料来源：科前生物招股说明书，中国银河证券研究院

行业集中度与规模化加速推进，市场苗渗透率提升。国内生猪养殖行业格局正处于大变革阶段，曾经国内生猪养殖行业为完全竞争市场，表现为行业集中度低、养殖门槛低、散户养殖占比高、竞争激烈等特点。非洲猪瘟一定程度上加速了生猪养殖行业的整合，非瘟防控成本高、风险大、养殖资本及技术要求大幅上升等因素提升了行业门槛，上市养殖企业及龙头养殖企业对于疫情的抵抗能力强于小散养殖户，因此行业进入加速整合的阶段。

2019 年生猪养殖行业 CR3 为 6.35%，CR10 为 9.4%，我国生猪养殖业行业集中度依旧偏低。19 年开始各大上市集团加速圈地扩张，产能将于未来陆续释放，市场占有率将随之上升。农业部公告中提到我国规模猪场自 20 年年初的 16.1 万家增加到目前的 18 万家，规模猪场新生仔猪数同比+58.8%。纵向来看，2007-18 年间，年出栏 500 头以上养殖户占比呈趋势上行状态。但横向对比来看，我国生猪养殖规模化程度远低于国际水平，18 年俄罗斯小型猪场产能占比约 15%，美国 500 头以下猪场产能占比仅 3%。除我国养殖规模总量大这个因素以外，我们认为我国畜禽养殖工业化水平亦处于成长阶段，规模化提升需要一个过程，也是一个必然趋势。

图 34：2007-18 年我国生猪饲养规模化情况



资料来源：中国畜牧业年鉴，中国银河证券研究院

规模养殖场极为重视疫苗使用，有专业的免疫程序，对仔猪、外购猪、种猪进行不同的免疫计划。不同于政府招采苗，各规模养殖场生物环境不同对应不同品种疫苗需求，为降低生猪应激反应和免疫数，养殖场使用联苗获得组合免疫意愿逐渐强烈。

各大规模养殖场对于场内生物安全要求明显高于小散养殖户，愿意支付更高价格采购优质疫苗。因此，行业集中度的快速提升、规模化的逐步推进，促使我国动物疫苗市场化改革进程加速，未来市场苗渗透率将显著提升，市场规模进一步扩大。

表 7：疫苗行业五力模型分析

上游议价能力	下游议价能力	新进入者威胁	替代品威胁	现有竞争程度
疫苗行业上游为病原微生物生产企业，议价能力较弱。	疫苗行业下游为畜禽养殖行业以及政府，对应产品为市场苗以及招采苗。疫苗企业均努力争取大型养殖集团订单，且通过招投标拿到政府招采苗订单，因此下游议价能力强。	疫苗行业新进入者可理解为新产品批文下发，企业可以生产销售某疫苗产品，对现有竞争格局影响较大，即新进入者威胁大。	市场上一种疫病有对应多种疫苗产品，且随着多联苗、多价苗的上市，对单一产品的替代效应较大。	疫苗行业产品差异较大，以口蹄疫为例，目前有 8 家公司参与竞争，而猪瘟疫苗公司达 20 家以上，综合来说，竞争程度中等。

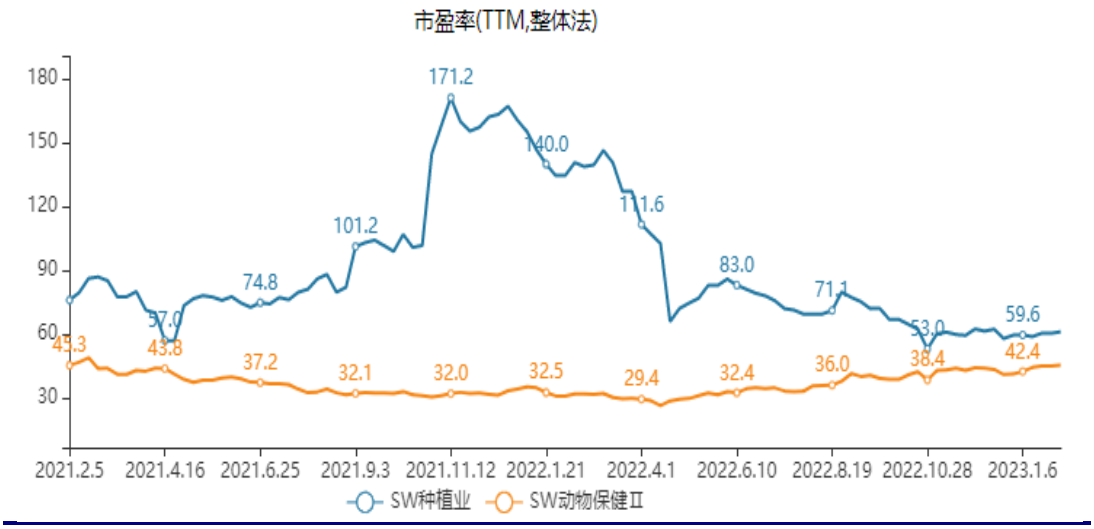
资料来源：中国银河证券研究院

三、农林牧渔在资本市场中的发展情况

（一）农林牧渔市值占比下行，养殖业占比居前

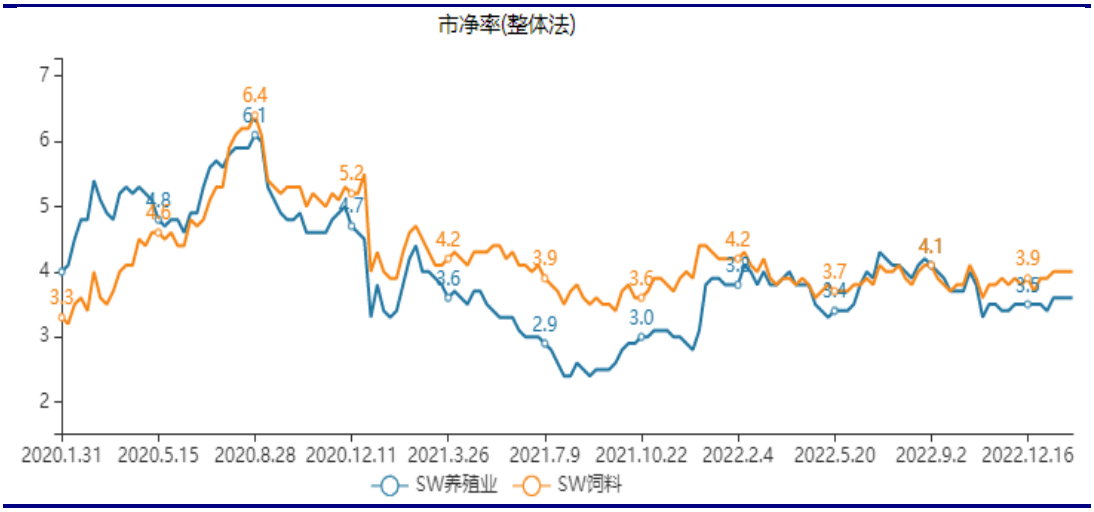
据申万行业分类，截至 2023 年 1 月 30 日，农林牧渔板块含上市公司 110 家，总市值为 15641 亿元人民币，占全部 A 股市值的 1.71%，略有下行；其中农产品加工、养殖业、种植业、饲料、动物保健分别包含 26 家、22 家、21 家、15 家、13 家，对应市值 3795 亿元、6480 亿元、1729 亿元、2285 亿元和 870 亿元。从市值占比角度来看，养殖业和农产品加工板块居前，分别为 41.43%、24.26%。

图 35：农林牧渔部分子行业 PE 情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 36：农林牧渔部分子行业 PB 情况

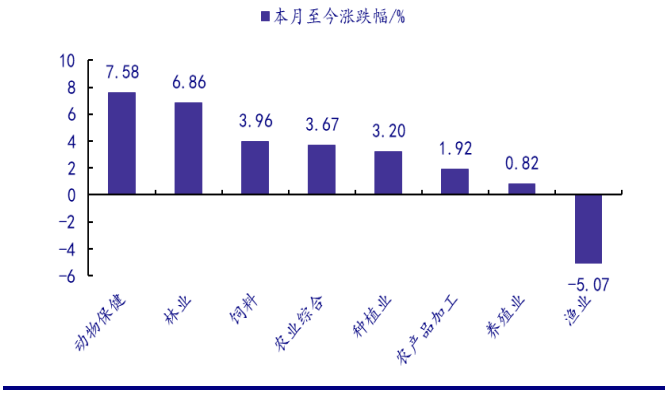


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（二）农业板块表现弱于沪深 300，动物保健涨幅居前

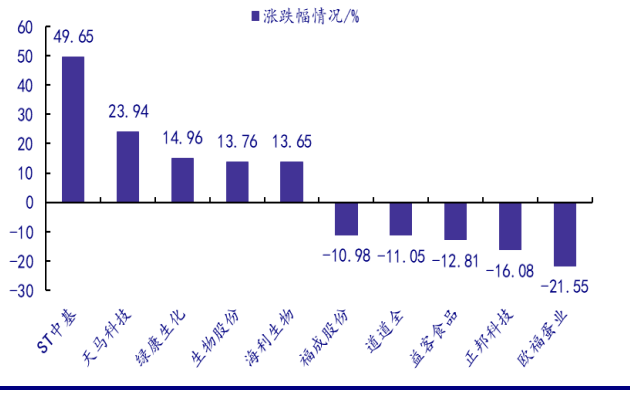
年初至 1 月 30 日，农林牧渔板块整体上涨 2.74%（以申银万国行业类 2021 为准），同期沪深 300 上涨 7.99%，农林牧渔表现显著弱于沪深 300。对比各子行业，动物保健、林业涨幅居前，分别为+7.58%、+6.86%；仅渔业下跌 5.07%。

图 37：23 年 1 月农业子行业涨跌幅情况（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 38：23 年 1 月农业个股涨跌幅各前五名情况（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

表 8：重点公司相关财务指标（收盘价为 2023 年 1 月 30 日）

公司名称	代码	收盘价/元	EPS		PE		ROE
			2022E	2023E	2022E	2023E	
海大集团	002311.SZ	62.35	1.46	2.66	43	23	13.64
温氏股份	300498.SZ	20.07	0.14	2.66	143	8	2.00
天康生物	002100.SZ	9.00	0.15	1.6	60	6	3.43
牧原股份	002714.SZ	48.15	1.42	7.31	34	7	2.73
立华股份	300761.SZ	37.50	2.33	5.41	16	7	9.01
湘佳股份	002982.SZ	44.69	1.57	5.71	28	8	5.66
中牧股份	600195.SH	12.86	0.59	0.7	22	18	7.88
普莱柯	603566.SH	29.05	0.88	1.11	33	26	5.83
科前生物	688526.SH	24.66	1.23	1.68	20	15	8.70
生物股份	600201.SH	10.25	0.3	0.45	34	23	4.04
隆平高科	000998.SZ	17.27	0.12	0.34	144	51	-13.40
登海种业	002041.SZ	20.50	0.33	0.44	62	47	3.59
佩蒂股份	300673.SZ	17.98	0.46	0.61	39	29	8.54
中宠股份	002891.SZ	23.72	0.62	0.78	38	30	6.15
益生股份	002458.SZ	15.10	0.08	0.68	189	22	-13.55
禾丰股份	603609.SH	12.48	0.6	1.17	21	11	5.18
圣农发展	002299.SZ	24.03	0.38	1.18	63	20	1.96
新希望	000876.SZ	12.99	0.06	1.17	217	11	-8.82
唐人神	002567.SZ	7.77	0.13	1.48	60	5	0.62

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

四、投资建议及股票池

畜禽养殖链依旧为当前行业关注重点，积极把握相对低位的布局机会。我们建议重点关注祖代引种出现收缩、处上行周期初期的白羽鸡行业，可进行板块性关注，涉及个股为益生股份（002458.SZ）、禾丰股份（603609.SH）、民和股份（002234.SZ）、圣农发展（002299.SZ）、仙坛股份（002746.SZ）。其次可积极关注生猪、黄羽鸡价格走势，个股优选龙头牧原股份（002714.SZ）、温氏股份（300498.SZ）、立华股份（300761.SZ）。随着畜禽价格高位震荡，后周期行业逐步受益，包括饲料、动物保健板块，建议关注饲料龙头海大集团（002311.SZ），以及疫苗优质企业普莱柯（603566.SH）、中牧股份（600195.SH）。

表 9：核心组合推荐（收盘价为 2023 年 1 月 30 日）

公司名称	代码	收盘价	盈利预测（EPS）		PE		评级
			2022E	2023E	2022E	2023E	
海大集团	002311.SZ	62.35	1.46	2.66	43	23	推荐
牧原股份	600195.SH	48.15	1.42	7.31	34	7	推荐
立华股份	300761.SZ	37.5	2.33	5.41	16	7	推荐
普莱柯	603566.SH	29.05	0.88	1.11	33	26	推荐

数据来源：Wind，中国银河证券研究院

五、风险提示

猪价不达预期风险：若猪价低于预期，养殖企业利润将受到较大影响。

疫病风险：若企业遭受非洲猪瘟病毒，造成产能受损，将影响出栏量，进而业绩下降；另外，若发生类似于 H7N9“禽流感”的人感染疫病，造成消费恐慌，将对猪价、禽类价格产生较大负面影响，严重损害养殖企业盈利。

原材料价格波动风险：玉米、小麦、豆粕等原材料价格波动将会对养殖、饲料等企业的盈利能力带来影响。

政策风险：良种补贴政策、知识产权保护政策、品种政策的变化将对种子企业造成较大影响；疫苗招标政策、品种审核政策的变化等将对疫苗企业造成影响。

自然灾害风险：极端灾害天气会对农业生产（特别是种植业）造成巨大负面影响，从而导致农产品价格大幅波动。

分析师承诺及简介

谢芝优：南京大学管理学硕士，2018 年加入银河证券研究院，曾就职于西南证券、国泰君安证券。七年多证券行业研究经验，深入研究猪周期、糖周期等，擅长行业分析，具备扎实的选股能力。曾为 2016 年新财富农林牧渔行业第四名、新财富最具潜力第一名、金牛奖农业第一名、IAMAC 农业第三名、Wind 金牌分析师农业第一名团队成员；2022 年第十届 Choice 最佳农林牧渔行业分析师、最佳农林牧渔行业分析师团队。

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报 10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%－20%。

中性：指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程 曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚羚 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn