

农林牧渔行业2023年春季投资策略

多因素推动动保市场成长，关注养殖景气回升

西南证券研究发展中心
农林牧渔研究团队
2023年3月

核心观点

□ **动保板块：**当前动保领域迎双重机遇，一方面非瘟疫苗相关研究稳步推进，若未来顺利实现商业化，新产品推动市场扩容，动保行业迎来快速增长，另一方面规模养殖场占比不断提升，动保重视程度提高，下游需求增长，行业蓬勃发展。禁抗令的施行推动治疗用抗生素下游需求，新版GMP的实施提高化药行业门槛，当前行业集中度低，拥有丰富产品矩阵的头部动保企业具有明显竞争优势，市场份额将进一步提升。重点推荐中牧股份（600195）、回盛生物（300871）、申联生物（688098）、普莱柯（603566）。
风险提示：下游需求不及预期，产品研发进度不及预期等。

□ **养殖板块：**从能繁母猪存栏量看，23年生猪供给情况或与22年相近，预计全年养殖企业仍能实现盈利。近期二次育肥情绪似有回升，虽不及22年Q3、Q4高位，但短期对于猪价存在正面作用，但未来2-3月内随天气转暖，大猪面临出栏，存在供需错配的可能。黄羽鸡或迎景气度提升，截至23年2月中在产父母代存栏处于相对低位，且雏鸡价格相对偏低，未来消费提振，供需缺口进一步体现，形成价格支撑。推荐立华股份（300761）、温氏股份（300498）、巨星农牧（603477）。

风险提示：养殖端突发疫情，消费需求不及预期等。

目 录

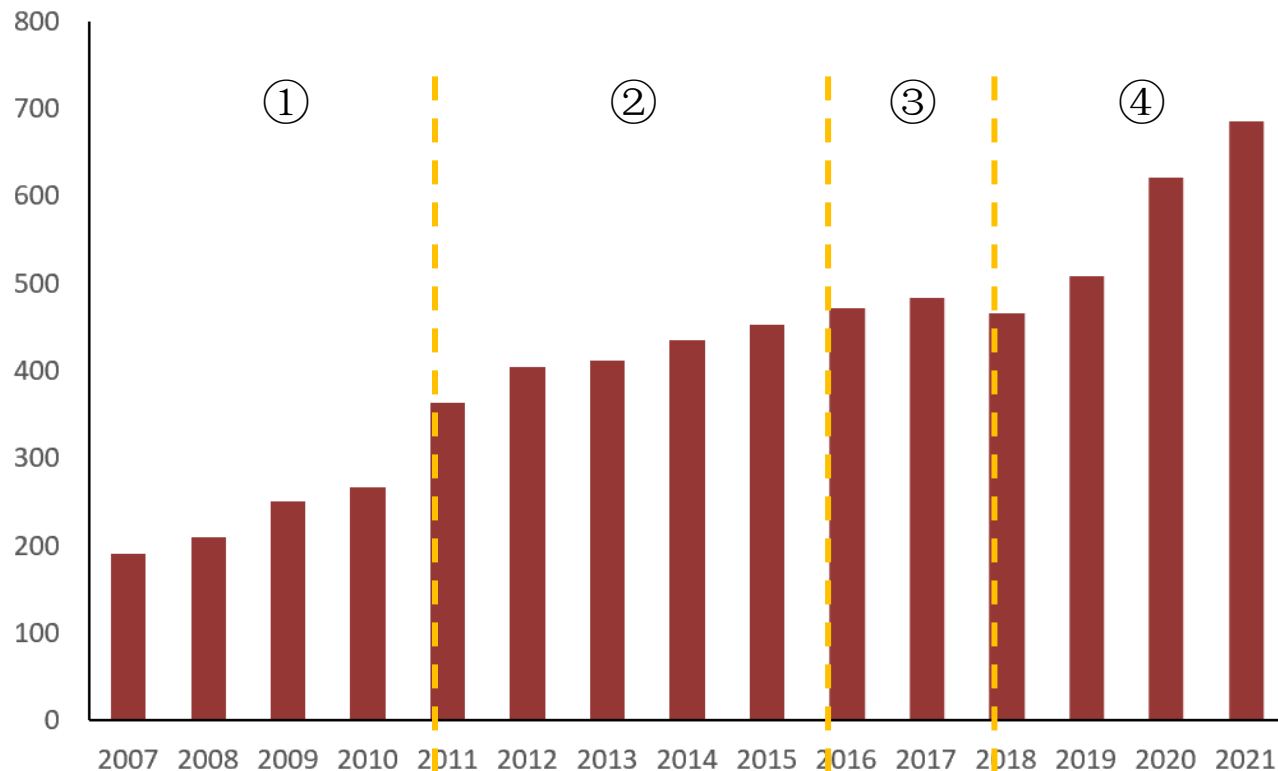
◆ **动物保健：创新推动成长，发展格局广阔**

◆ **养殖行业：养殖景气或提升，优质养殖企业稳步发展**

◆ **重点推荐投资标的**

动物保健：市场规模发展

中国兽药产业销售总额（万元）



将动保市场规模的发展按其背后驱动因素大致分为四个阶段：

①:2007-2010

②:2011-2015

③:2016-2017

④:2018至今

数据来源：中国兽药协会，西南证券整理

动物保健：历史阶段分析

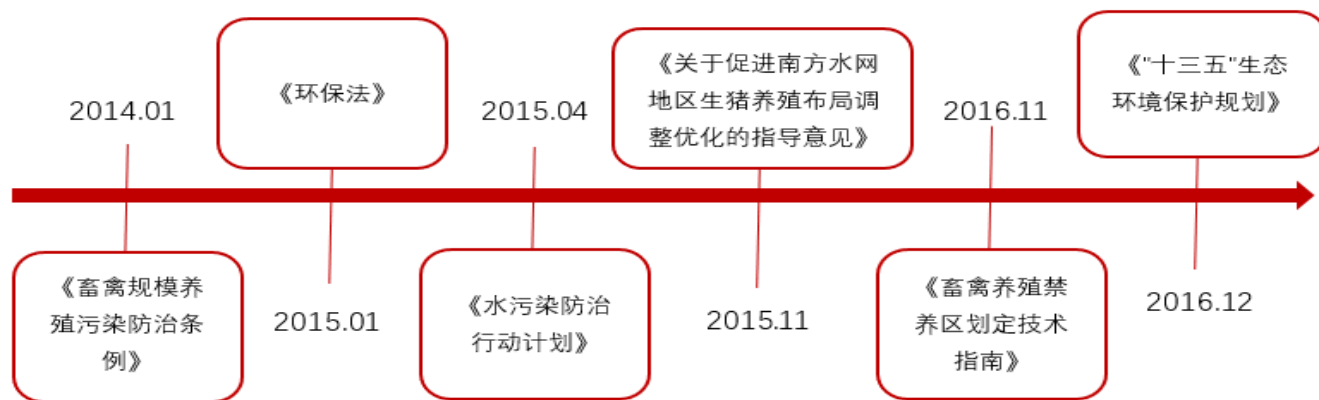
①: 2007-2010，该阶段内养殖行业主要面临疾病影响为蓝耳病，且彼时散户养殖占比较高，动保重视程度相对较低，市场份额相对较小。蓝耳病在中国流行传播可分为三个阶段，1995-2005为经典蓝耳病流行阶段，该阶段以母猪繁殖障碍、哺乳仔猪呼吸道症状、高死亡率和持续感染为主要特征。第二阶段是2006年至2014年，高致病性蓝耳病流行阶段，该阶段以母猪流产、死亡，保育到断奶阶段出现“发烧、发红、发神经”，保育猪死亡率高。第三阶段是2014年以后，多种毒株并存、亚临床感染阶段，流行态势复杂，防控难度加大。

从疫苗产品角度，2005年前国内蓝耳疫苗领域相对空白，2005年德国勃林格产品进入国内，但单价高，接种率低；后05年、07年、09年国内研发生产出蓝耳病的活苗以及灭活苗，后随时间推移技术不断生津，产品更新迭代。

动物保健：历史阶段分析

②：2011-2015主要驱动因素为口蹄疫疫苗，新产品推动市场扩容。口蹄疫是猪、牛、羊等主要家畜和其它家养、野生偶蹄动物共患的一种急性、热性、高度接触性传染病，其传播途径多、速度快，曾多次在世界范围内暴发流行，易造成巨大政治、经济损失。从疫苗产品来看，21世纪我国进入悬浮培养应用时代，各大生产企业悬浮培养线陆续通过GMP认证，当前市场上经农业部批准拥有口蹄疫疫苗生产资质的企业共有8家，分别为金宇保灵生物药品有限公司、中农威特生物科技股份有限公司、中牧实业股份有限公司兰州生物药厂、中普生物、天康生物股份有限公司、内蒙古必威安泰生物科技有限公司、申联生物医药（上海）、海利生物。

③：2016-2017主要系环保政策推动养殖集中度提升，动保重视程度提高。

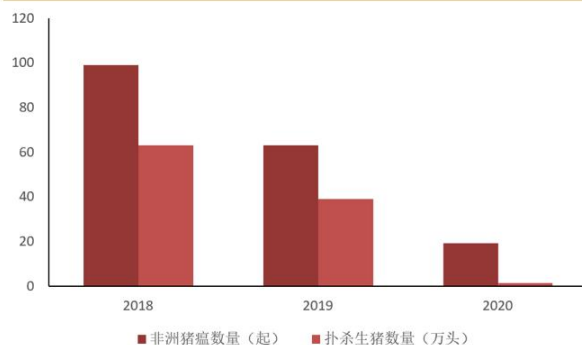


动物保健：当前双重驱动因素—新产品

④：2018年至今，双重因素共同推进，市场迅速成长。双重驱动即指：1）未来非瘟相关新产品若成功上市，市场空间将进一步拓展；2）规模场占比不断提升，动保重视程度持续增强。

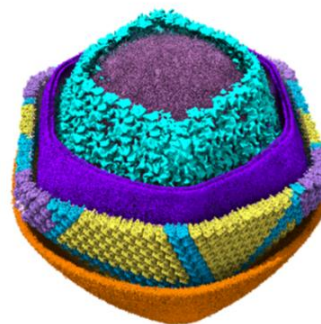
□ **非洲猪瘟**：2018年8月首次出现在中国，彼时非洲猪瘟传染性强、病畜死亡率几乎达到100%，根据农业农村部的数据显示，2018-2020年全国共发生非洲猪瘟99、63、19起，共计扑杀生猪63、39、1.4万头，发生数量以及扑杀数量的减少主要是归功于防疫力度以及重视程度的提升，但与毒株的演绎也有不可分割的关系。非洲猪瘟病毒向流行性方向发展，致死性减弱、传染性增强。中国农业科学院哈尔滨兽医研究所国家非洲猪瘟专业实验室表示，2020年在对黑龙江、吉林、辽宁、山西、内蒙古、河北和湖北等省的农场和屠宰场的为期6个月的检测中，收集到3660个样本，发现并分离出22株流行毒株，由特征判断是Ⅱ型非洲猪瘟。

图：2018-2020 非洲猪瘟发生及扑杀数量



数据来源：农业农村部，西南证券整理

图：非洲猪瘟病毒结构图



数据来源：百度百科，西南证券整理

动物保健：当前双重驱动因素—新产品

- **非洲猪瘟疫苗或有新进展。**2021年12月20日农业农村部科技发展中心关于国家重点研发计划“动物疫病综合防控关键技术研发与应用”重点专项2021年度揭榜挂帅项目安排进行了公示，4个项目包含有非洲猪瘟基因缺失疫苗研发、非洲猪瘟亚单位疫苗研发、非洲猪瘟活载体疫苗研发，亚单位疫苗相较于基因缺失弱病毒苗在有效性上可能会有所不及，但安全性相对更高，相关研发工作正处于推进中，结合当前非瘟弱毒株流行性强的特点未来推广可能性更高，若顺利达成市场化则动保板块市场规模扩张，成长性进一步增强。

表：不同非瘟疫苗研发项目对比

项目名称	原理	项目牵头研制单位	安全性	周期
非洲猪瘟基因缺失疫苗研发	基因缺失疫苗是利用基因工程去掉病毒基因组中负责毒力的基因中的某个片断，使其成为缺损病毒株，所制成的一类疫苗。	中国农业科学院北京畜牧兽医研究所	有残留毒力	3年
非洲猪瘟亚单位疫苗研发	将具有中和表位的非洲猪瘟病毒保护性抗原基因在原核或真核细胞中表达，并将产生的蛋白质或多肽递呈给抗原递呈细胞，以诱导产生高滴度的抗非洲猪瘟病毒的中和抗体。	中国农业科学院兰州兽医研究所	安全性相对较高	3年
非洲猪瘟活载体疫苗研发	活载体疫苗是利用基因工程技术将被病毒或细菌（常为疫苗弱毒株）构建为疫苗载体（或称外源基因携带者），再把外源基因（包括重组多肽、肽链抗原位点等插入其中使之表达的活疫苗。	军事科学院军事医学研究院军事兽医研究所	有残留毒力	3年

数据来源：百度百科、农业农村部，西南证券整理

养殖行业：生猪规模养殖占比提升

- **规模场比例不断提升**：近年来中大型规模养殖场占比由四成提升至六成左右，主要原因在于：1）政府提倡绿色养殖所制定的一系列规则有效提高生猪养殖门槛；2）突发非洲猪瘟疫情对行业落后产能产生冲击；3）于周期波动中，大型企业可利用多样融资渠道以满足资金周转需求，稳步扩张，无惧扰动。

表：2021 部分头部养殖企业融资情况

公司名称	时间	金额	融资渠道	主要用途
牧原股份	2021.08	95.5 亿元	可转换债券	其中 51 亿元将投入生猪养殖建设, 19 亿投入生猪屠宰项目建设, 余下 25.5 亿元用于补充流动资金, 所涉及 23 个生猪养殖项目共计可提供产能 677.3 万头
正大集团	2021.11	150 亿元	IPO	其中 42 亿用于补充流动资金, 余下 108 亿将投入到 17 个生猪养殖产业链项目中, 主要包括饲料、养殖以及生猪屠宰相关业务的部署
新希望	2021.10	81.5 亿元	可转换债券	57.1 亿元将投入到烟台新好生猪养殖项目、濮阳新六生猪养殖项目、东营新好生猪养殖项目、施秉新希望生猪养殖项目建设中, 建设周期皆在两年左右。
温氏股份	2021.03	92.97 亿元	可转换债券	42.52 亿元将投入崇左江洲温氏畜牧有限公司一体化一期等生猪养殖类项目建设; 11.36 亿将投入灵宝温氏禽业有限公司养殖项目等鸡类养殖, 水禽类项目投入 11.3 亿元, 补充流动资金 27.79 亿元。
正邦科技	2021.1	75 亿元	非公开发行股票	28.19 亿元将用于沾化正邦存栏 10 万头生猪的育肥场“种养结合”基地建设等 15 个生猪养殖项目, 余下 46.8 亿元用于补充流动资金。
唐人神	2021.03	15.5 亿元	非公开发行	其中 10 亿元将投入禄丰美神邓家湾存栏一万头基础母猪苗等 7 个生猪养殖相关项目, 饲料生产投入 2.5 亿元, 余下 2.6 亿元用于补充流动资金。

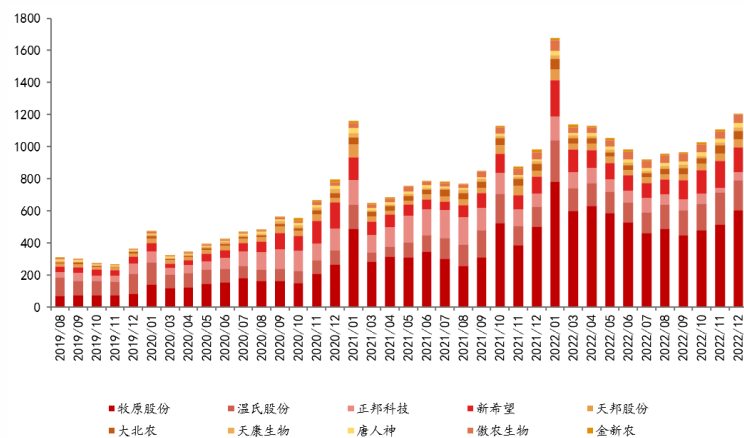
数据来源：公司公告，西南证券整理

动物保健：重视程度不断提高

- **动保为高效养殖的重要一环。** 高效养殖的标准主要体现在**养殖环节的精细化管理**以及**对待疫病的科学化治疗**。1) 非洲猪瘟疫苗目前尚未问世，“**带毒养殖**”成为后非瘟时代的大趋势，企业为保证生猪存活率，应于各环节注重疫病防护，科学使用疫苗以及化药；2) **未来对于养殖企业**，资金实力不是唯一门槛，经营成本的管控与防控疫病的水平将共同作用，成为其养殖效率的核心影响因素，**合理经营控制成本进行产能扩张，并重视疫病防治**，保证存活率的企业更易于周期波动的过程中获得稳定，从长期的角度把握发展机遇。

- **综合分析，动保市场本次较以往而言拥有更大空间增长潜力的主要原因即过往均为单因素驱动，而今新产品蓄势待发，规模场比例不断提升，二者相辅相成，共同推进市场扩容，想象空间广阔。**

上市生猪养殖企业出栏数据（万头）



数据来源：公司公告，西南证券整理

动物保健：禁抗带来动保行业的变化

- **“禁抗”对动保行业的影响主要体现在畜禽抵抗力变弱**：为避免细菌产生耐药性，保障食品安全，农业农村部于2019年7月发布194号文件，指出禁止促生长类抗生素在饲料中的添加，在禁抗令实施后，畜禽免疫力受影响，发病率将增加，易出现发热感染等情况，**治疗类抗生素用量增加**，幼崽因抵抗力较弱，存活率降低，染病后的治疗成本也将增长。对于蓝耳、猪圆环等非强制免疫疾病，养殖户采取积极预防的态度，相应非强免动保产品需求增加。

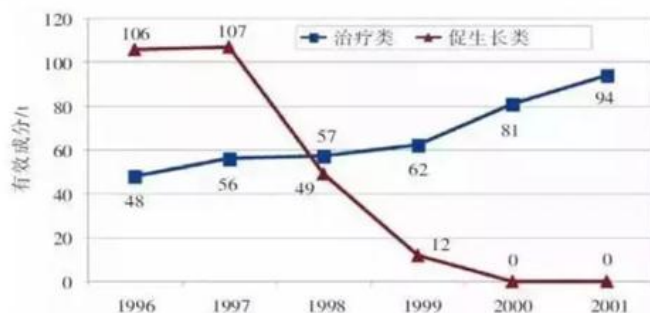
表：关于“禁抗”、“限抗”相关政策

时间节点	工作内容
2020年1月以前	修订“既有促进生长又有防治作用”品种的质量标准，仅保留防治用途。改变抗球虫和中药类药物饲料添加剂管理方式；不再核发“兽药添字”批准文号，改为“兽药字”批准文号。
2020年1月起	退出除中药外的所有促生长类药物饲料添加剂品种，兽药生产企业停止生产、进口兽药代理商停止进口；注销相应的兽药产品批准文号和进口兽药注册证书。此前已生产、进口的相应兽药产品可流通至2020年6月30日。
2020年7月起	饲料生产企业停止生产含有促生长类药物饲料添加剂（中药类除外）的商品饲料
2020年8月起	将养殖者自行配制饲料纳入饲料管理体系，对养殖者生产自配料时的原料、添加剂和兽药等使用提出明确要求。
2021年10月	发布《全国兽用抗菌药使用减量化行动方案（2021—2025年）》，提出到2025年末，50%以上的规模养殖场实施养殖减抗行动，建立完善并严格执行兽药安全使用管理制度，做到规范科学用药，全面落实兽用处方药制度、兽药休药期制度和“兽药规范使用”承诺制度。

数据来源：农业农村部公告，西南证券整理

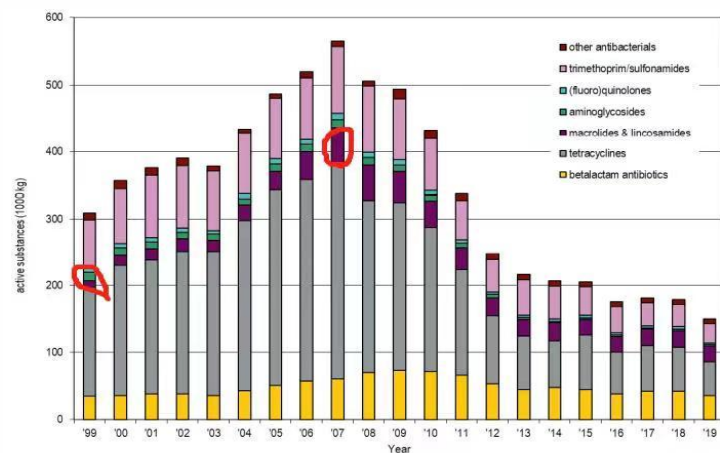
动物保健：禁抗带来动保行业的变化

- ❑ 参考欧洲“禁抗”工作经验，过程初期因畜禽抵抗力受到影响治疗类抗生素需求增长，以丹麦为例1996年治疗类抗生素总体有效用量为48t，自开展禁抗后，2001总体有效用量达到94吨，增长接近100%。**相同趋势在荷兰也有所体现**，1999-2006是欧盟在法律层面规定禁抗之前，养殖业与饲料业开始各种准备工作和实践，处方抗生素用量在2007年达到峰值，**大环内酯类药物占比由3%左右提高至10%左右**，后荷兰在2011年出台更加严格的法规，对注册兽医的年用药量进行记录、统计和评分，强行降低处方药使用量。
- ❑ 禁抗不是一蹴而就，参考我国养殖密度高，结合当前对疫病防控的重视程度以及高要求等实际情况，未来为保证存活率以及养殖行业健康发展，国内治疗类抗生素需求将迎来增长。



Source: DANMAP 2000 (DVI 2001); DANMAP 2001 (DVI 2002).

图2 1996—2001年丹麦饲料和养殖现场抗生素总体用量变化



动物保健：新版GMP促兽用化药行业集中度提升

- ❑ 新版《兽药GMP验收评定标准》相对于旧版而言针对解决：兽药生产准入门槛偏低，低水平重复建设和产能过剩；兽药生产厂房洁净度检测标准偏低，不满足生产实际需求；重大动物疫病及人畜共患疾病相关产品的生物安全性有待提高等问题。
- ❑ **兽药生产质量受国家高度重视，新版GMP促进兽药行业结构变化**：根据中国兽医协会数据，截至2021年底中国兽药生产企业共1579家，行业整体较为分散，尤其化药领域行业集中度低。新版GMP实施以2022年5月31日为节点，此后若未通过认证则不可进行兽药生产销售，截至22年Q3，已通过的企业数量为1096家，占比约为70%，落后产能淘汰，优质企业市场份额有望进一步扩张。

日期	政策	相关内容
2020.02	《2020年畜牧兽医工作要点》	强化饲料兽药质量安全监管。实施“双随机、一公开”饲料质量安全监督抽检,落实饲料质量安全管理规范。实现兽药生产、经销单位全覆盖追溯,加快推进兽药使用环节追溯。
2017.06	《全国遏制动物源细菌耐药行动计划（2017-2020）》	加强重要兽用抗菌药物风险评估和预警提示，加大安全风险评估力度，明确评估时间表和技术路线图，加快淘汰风险隐患品种，推动促生长用抗菌药物逐步退出；严格市场准入
2016.04	《关于促进兽药产业健康发展的指导意见》	力争产业结构进一步优化。中型以上兽药生产企业达到70%以上，产能利用率提高10个百分点以上，产业小散乱局面有效扭转，集中度进一步提升，形成若干具有自主知识产权、品牌名优、竞争力强的大型兽药生产企业

数据来源：农业农村部，西南证券整理

www.swsc.com.cn

动物保健：矩阵丰富的龙头动保企业

- **综上所述，规模场占比提升**动保需求有望明显提升，产品优质可提供配套服务的动保企业将获得竞争优势；从产品布局的角度来说，生药市场非瘟相关产品相关研究工作顺利推进，未来若能顺利市场化，作为**新产品将为市场空间提供增量**；化药市场成长空间大，当前格局分散，集中度有望进一步提升，综合布局生物制药以及化药的公司成长性强，重点推荐中牧股份（600195）、回盛生物（300871）、瑞普生物（300119）、申联生物（688098）。

目 录

◆ 动物保健：创新推动成长，发展格局广阔

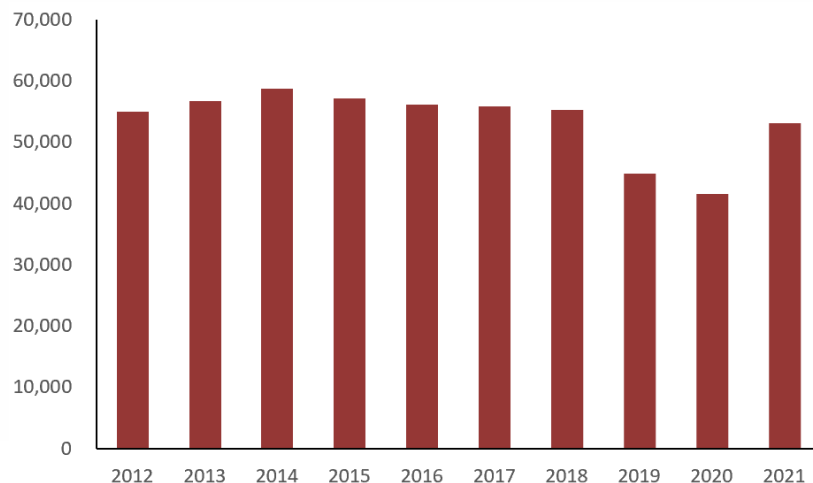
◆ 养殖行业：养殖景气或提升，优质养殖企业稳步发展

◆ 重点推荐投资标的

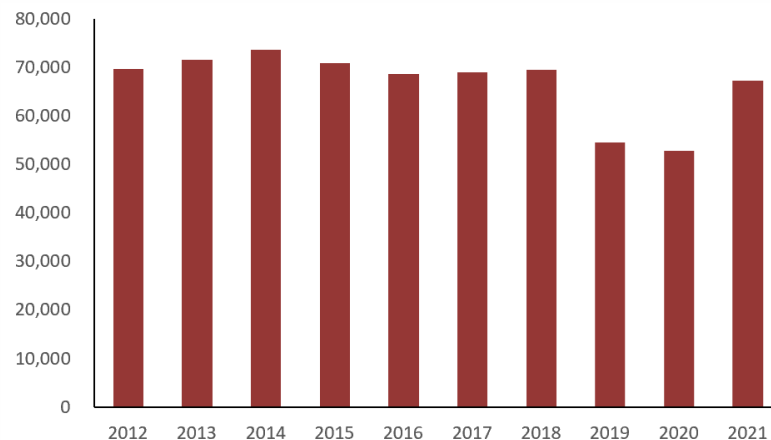
生猪养殖

- ❑ 消费：从猪肉消费量来看，2012-2018年保持在5-6亿吨，随当年生猪出栏量存在小幅波动，整体平稳；供给：2012-2018年供给在7亿头左右波动，14年出栏7.3亿头后周期波动逐步减少至2016年6.8亿头，2018年回升至6.9亿头。
- ❑ 随经济发展以及人们生活水平的提升，对于猪肉价格的敏感程度相对较低，**价格产生的波动主要出现于供给端**，供给宽松时价格回落，后亏损去产能，供给紧缩导致价格回升。

2012-2021猪肉消费量（单位：万吨）



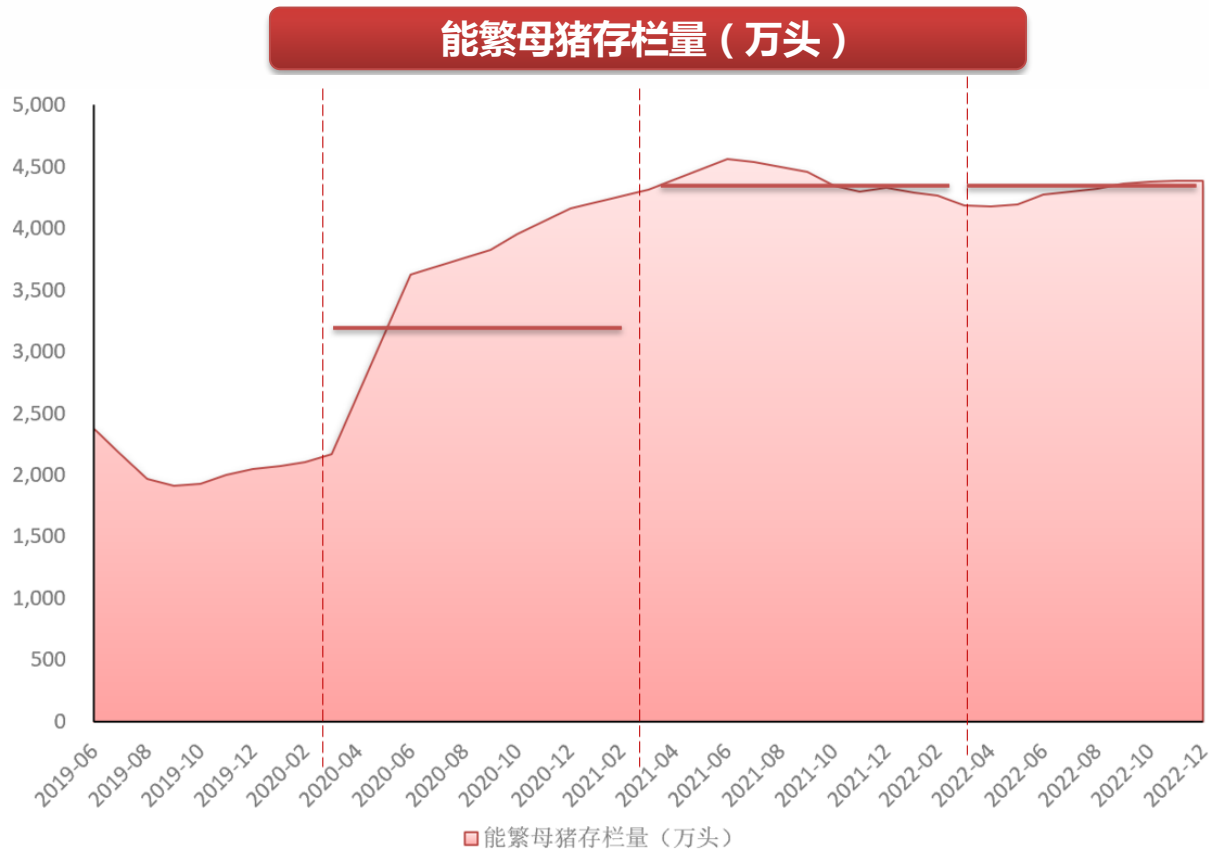
2012-2021生猪出栏量（单位：万头）



数据来源：Wind，西南证券整理

www.swsc.com.cn

生猪养殖：能繁母猪存栏量

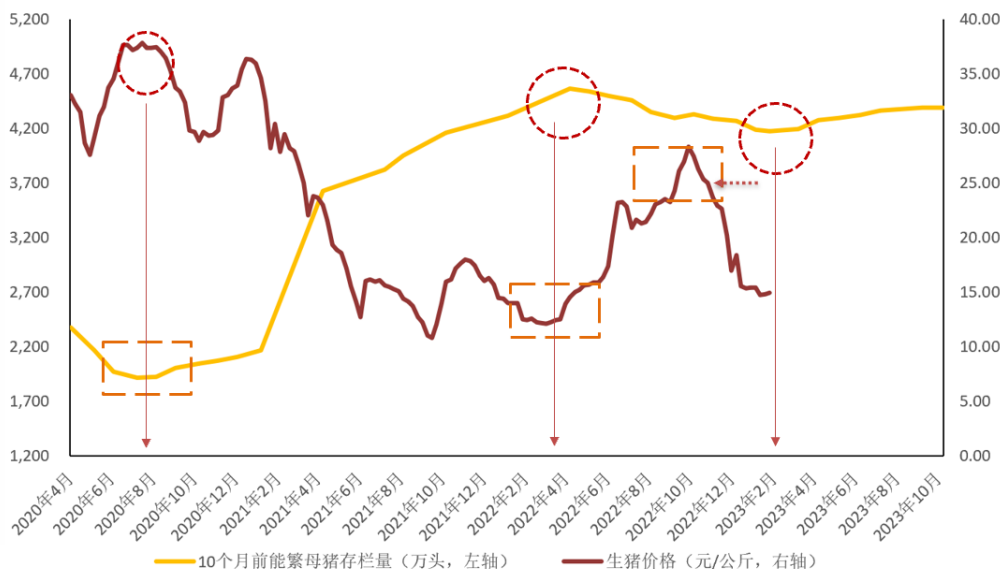


□ 从供给端看，23年全年产能对应2022年3月-2023年2月能繁母猪存栏量，整体看来应与22年全年情况相近，由业绩预告来看，养殖企业大多实现全年盈利，故而推测23年全年仍能实现盈利。

数据来源：Wind，西南证券整理

生猪养殖

能繁母猪存栏量（万头）



- 将当前生猪价格与10个月前能繁母猪存栏量绘制于一张图表中可发现22年10月左右的价格上升属于先于产能的变化，我们认为主要是因为二次育肥。
- 春节前生猪价格出现旺季不旺的现象，根据农业农村部数据，16省（直辖市）瘦肉型白条猪宰后均重于22年底达到93.59公斤，属于历史高位水平该数值于23年逐步回落，截至23年第七周，回落至91.71公斤，仍处于相对高位。

数据来源：Wind，西南证券整理

- 近期二次育肥情绪提升，截至2.24仔猪价格为38.55元/公斤，较2月初上涨16%左右，虽不及22年Q3、Q4高位，但系养殖户看好后市行情的证明，短期对于猪价存在正面作用，未来2-3月内随天气转暖，大猪面临出栏，存在供需错配的可能。
- 饲料价格有所回落，或有助于成本控制，增厚盈利空间，但仍需持续跟进价格。

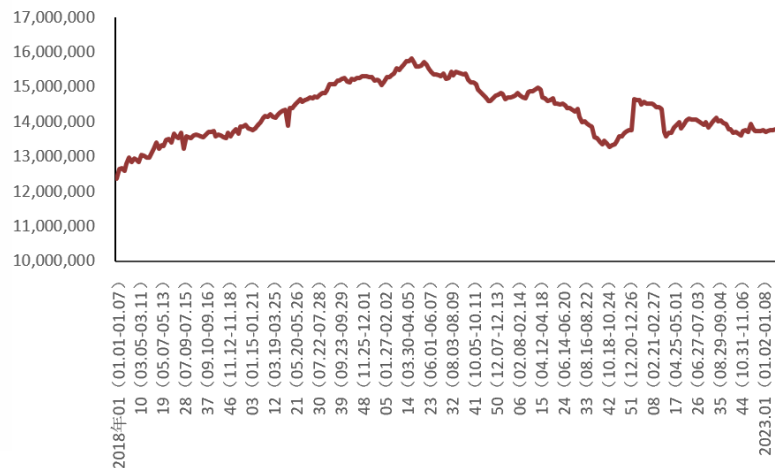
生猪养殖：规模化、科技化

- **稳健发展，降本增效，于周期中不断成长。** 养殖企业的盈利不应单纯依靠于周期波动中价格的变化，核心的竞争力是提高养殖效率从而有效控制成本。优质养殖企业需要具有产能扩张所必备的现金流，资金实力是第一道门槛，以保证在必要时进行能繁母猪的补栏行动，抢占市场份额；2）经营成本的管控与防控疫病的水平将共同作用成为后续发展过程中的重要课题，在饲料成本以及防疫要求不断提高的当下，规模养殖场的防疫意识更强、水平更高，竞争优势愈发明显。
- 综上所述，可有效控制生猪养殖成本，提高养殖效率，出栏优质猪只的养殖企业有望在波动中，获得长期的竞争优势，推荐关注，巨星农牧（603477）、温氏股份（300498）、牧原股份（002714）。

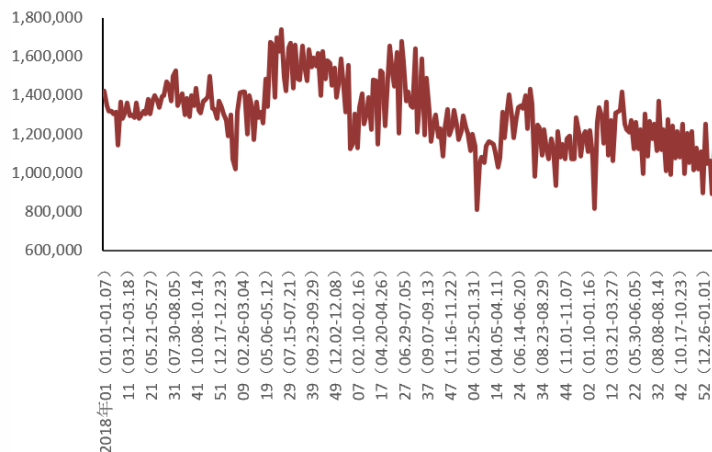
养殖行业：黄羽鸡存在供需缺口

- **黄羽鸡价格景气有望迎提升。从供给端看，产能去化提供支撑。**父母代存栏当前处于低位，且雏鸡销售价格偏低。截至2023年2月中旬，在产父母代黄羽鸡1378.4万套，较2020年1575万套左右的最高水平降低12%左右，基本与2019年同期持平，低于2020-2022年同期水平。父母代雏鸡价格2月中为9.5元/套，23年第六周销量为108.5万套，补栏积极性不高。**从需求端来看，黄羽鸡作为我国本土品种，需求具有一定的刚性，在疫情得到有效控制后，黄羽鸡供需缺口将为其价格上涨提供支撑，且在经历长时间产能调整以及周期底部后，高景气度具有一定的可持续性。**

在产父母代黄羽鸡存栏量（单位：套）



父母代雏鸡销售量（单位：套）

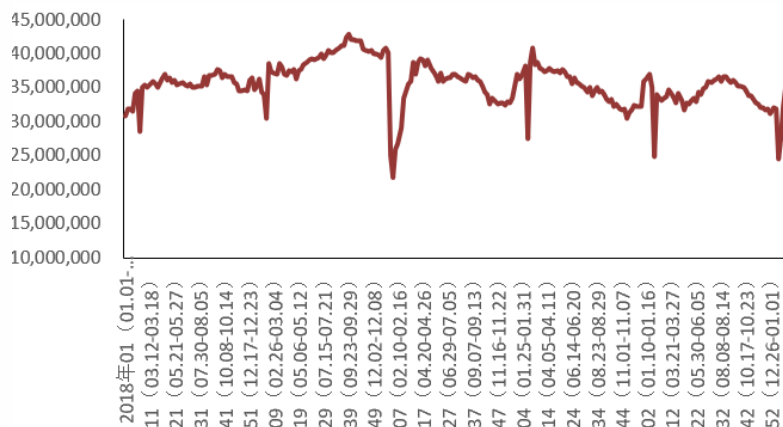


数据来源：中国畜牧业协会，西南证券整理

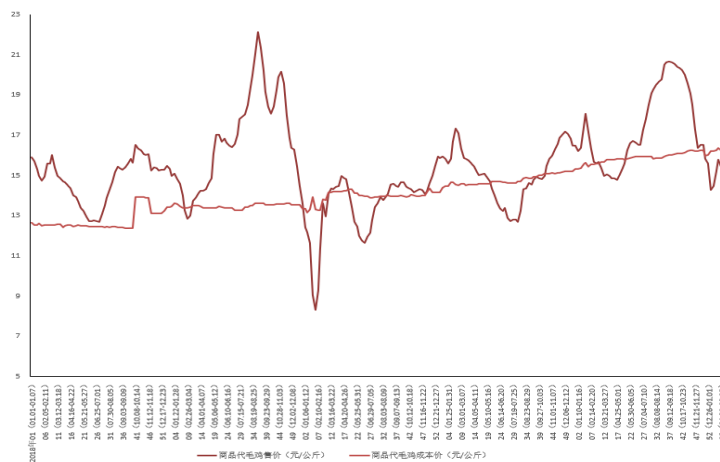
养殖行业：黄羽鸡存在供需缺口

- ❑ **商品代黄羽鸡当前处亏损阶段**，根据中国畜牧业协会数据显示，2023.2.06-12商品代雏鸡销售量3493万只，商品代毛鸡销售价格约为14.69元/公斤，市场平均成本价16.05元/公斤，从1月立华股份与温氏股份销售简报的情况来看，立华毛鸡销售均价为13.35元/公斤（同比降低7.7%，环比微增1.4%），温氏毛鸡销售均价为12.49元/公斤（同比降低10.7%，环比降低6.7%），行业当前整体处于亏损状态，产能或将进一步去化，未来迎价格弹性，景气度提升。

商品代雏鸡销售量（单位：羽）



商品代毛鸡销售价格与成本（单位：元/公斤）



数据来源：中国畜牧业协会，西南证券整理

养殖行业：黄羽鸡养殖规模化，冰鲜成发展趋势

- ❑ **养殖行业门槛提高，行业集中度提升。**首先受禽流感、环保拆迁禁养等因素影响，养殖行业在疫情防控能力、改善养殖环境、提高养殖效率方面都面临更高的要求，大型规模企业由于具有资金、技术、防疫能力等多方面优势在行业筛选中具有较强的竞争优势；行业周期底部亏损推动落后产能去化，龙头养殖企业拥有成本优势有望进一步扩大市场份额。黄羽鸡养殖不断向规模化发展。2021年全国出栏黄羽鸡40.4亿羽，其中温氏集团出栏11.1亿羽占比27.5%，立华股份出栏3.7亿羽占比9.2%。行业整体出现两超多强的局面。
- ❑ **因活禽市场逐步关闭相关政策，进一步推动行业集中化。**2020年7月3日，在国务院联防联控机制召开的新闻发布会上，国家市场监督管理总局市场稽查专员陈谓表示将严厉打击野生动物非法交易，禁止食用野生动物，限制活禽交易和宰杀、鼓励有条件的地方推广活禽集中宰杀，逐步取消活禽交易市场。黄羽鸡肉80%走活禽市场销售，仅有20%进屠宰场，而白羽鸡只有2%会投放到活禽市场上，因此此项工作计划，对白羽鸡影响甚微，而黄羽肉鸡却会因此受到较大冲击。截至2021年底已有134个地级市永久关闭或拟关闭活禽交易，冰鲜成为大势所趋，产业链布局优势愈发显著。
- ❑ 综上所述，重点推荐立华股份（300761）。

目 录

◆ 动物保健：创新推动成长，发展格局广阔

◆ 养殖行业：养殖景气或提升，优质养殖企业稳步发展

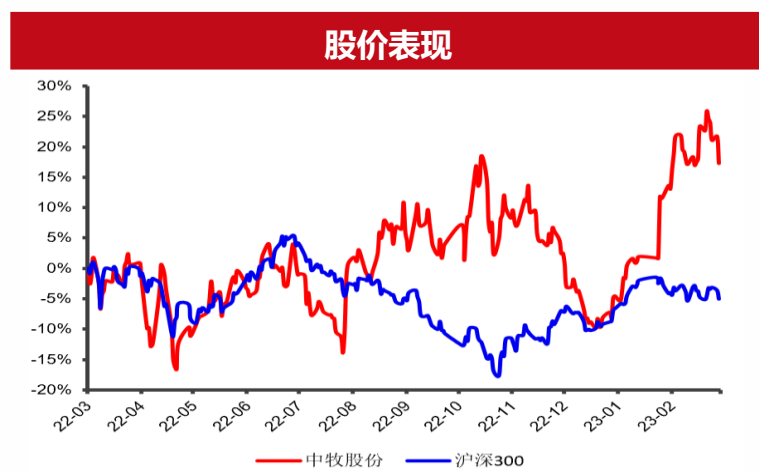
◆ 重点推荐投资标的

中牧股份（600195）：多样产品强化优势，国改、市场化推动扬帆

- **投资逻辑**：1) 与牧原强强联合成立化药子公司，一方面体现出高效头部养殖企业对化药的重视程度提升，另一方面公司与大型养殖企业的合作由以疫苗产品为主逐步拓展成为全品类，与大客户深度绑定；2) 持续推进“国改”政策，2016年以来股权激励计划、子公司混合所有制改革、任期制与契约化等措施对公司经营情况改善明显，提高企业活力，发展前景光明。3) 核心产品**口蹄疫疫苗**方面不断研发创新，把握市场苗替代政采苗趋势积极布局市场，**目前市场苗已跻身第一梯队，集团客户数量快速增长**，新增产能逐步建成投产，未来口苗市场有望达到10亿+规模；4) **发展化药业务，注重产业布局**，公司积极扩产泰万、泰乐原料药等大环内酯类药物，**原料药与制剂均布局，实现上下游产业一体化**。
- **业绩预测与投资建议**：预计2022-2024年净利润分别为5.5亿、6.6亿、9.1亿，对应PE分别为27/23/17倍，“买入”评级。
- **风险提示**：产品销售情况不及预期，重大疫病免疫政策变动等。

业绩预测和估值指标				
指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	5301.57	5873.94	6670.51	8404.60
营业收入增长率	6.06%	10.80%	13.56%	26.00%
净利润（百万元）	513.86	552.48	661.62	912.16
净利润增长率	22.22%	7.52%	19.75%	37.87%
EPS（元）	0.50	0.54	0.65	0.89
P/E	29	27	23	17

数据来源：Wind，西南证券
www.swsc.com.cn



数据来源：Wind，西南证券整理

回盛生物（300871）：上下游一体化，化药龙头前景向好

- **投资逻辑：** 1) **大环内酯类药物下游需求旺盛，公司产品种类丰富**，品类包含有泰乐菌素、泰万菌素、替米考星、氟苯尼考、盐酸多西环素等，**产品优质市场占有率高**，具有低毒、高效、低残留、不会产生大环内酯类药物间的耐药性等优点；2) 产能逐步投放泰万菌素已由80吨扩产至240吨，23年将进一步迎来600吨的产能扩建，22年1000吨泰乐菌素产线投入使用，产能逐步爬坡，未来实现2000吨产能，在化药集中度不断提升的过程中，抢占市场份额，扩大龙头优势；3) 把握**原料药制剂一体化趋势**，公司自给自足可保证成本管控，灵活应对原料药市场价格变动，长远来看具有战略意义。
- **业绩预测与投资建议：** 预计2022-2024年净利润分别为0.7亿、3.1亿、4.5亿，对应PE分别为47/11/8倍，“买入”评级。
- **风险提示：** 养殖业突发疫情，产品销售不及预期等。

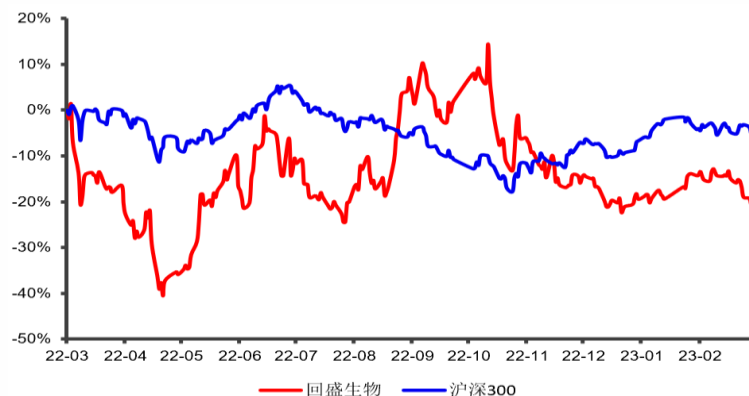
业绩预测和估值指标

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	996.22	1184.57	1813.99	2244.14
营业收入增长率	28.14%	18.91%	53.13%	23.71%
净利润（百万元）	132.87	72.00	306.23	447.20
净利润增长率	-11.52%	-45.81%	325.30%	46.04%
EPS（元）	0.80	0.43	1.84	2.69
P/E	26	47	11	8

数据来源：Wind，西南证券

www.swsc.com.cn

股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

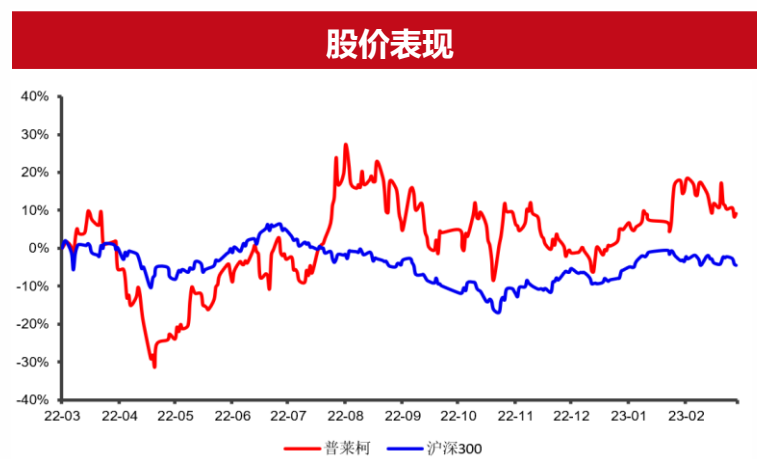
普莱柯（603566）：科研铸长期优势，丰富产品矩阵提升竞争力

- **投资逻辑**：1）畜用、禽用多产品布局，公司生药产品主要包含有猪圆环系列疫苗、猪伪狂系列疫苗、高致病性禽流感疫苗等，猪圆环系列市占率高，是国内首家圆环病毒疫苗上市企业，2020年猪圆环系列疫苗产品实现销售超 4,000 万头份；2）积极布局化药板块，进一步加大公司成长性。公司主要产品包含有恩诺沙星溶液，延胡索酸泰妙菌素可溶性粉、五加芪口服液、注射用头孢噻吩；3）公司投入大量的研发资源用于攻克非洲猪瘟疫苗研制这一世界性难题。公司承担洛阳市科技重大专项“非洲猪瘟综合防控关键技术研究”项目，充分发挥公司基因工程亚单位疫苗研发优势。
- **业绩预测与投资建议**：预计2022-2024年净利润分别为2.5亿、3.2亿、3.9亿，对应PE分别为42/33/27倍，“持有”评级。
- **风险提示**：新产品研发进度不及预期，下游需求不及预期等。

业绩预测和估值指标				
指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1098.57	1229.42	1583.34	2004.80
营业收入增长率	18.31%	11.91%	28.79%	26.62%
净利润（百万元）	244.14	247.17	315.23	391.38
净利润增长率	7.20%	1.24%	27.54%	24.16%
EPS（元）	0.69	0.70	0.89	1.11
P/E	43	42	33	27

数据来源：Wind，西南证券

www.swsc.com.cn



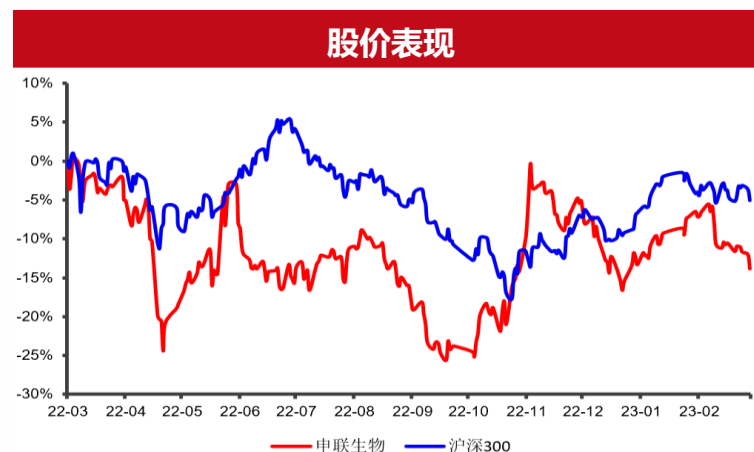
申联生物（688098）：研发奠基，公司迎市场化、多元化转型升级

- **投资逻辑**：1）公司向市场化转型，利润率提升，市场影响力扩张。公司2021年兽用生物制品市场销售实现营收5243.6万元，同比增长556.7%，占比14.7%。重点**产能扩建**包括甘肃省兰州新区动物疫苗项目，建成后预计将带来动物活疫苗、动物灭活苗各7000万头份/年的产能扩张，投产后预计年均销售收入增加3.2亿元；2）多元化产品策略推动公司竞争力快速提升，项目建设逐步投产带来利润增量，猪圆环病毒2型亚单位疫苗（重组杆状病毒OKM株）取得兽药产品批准文号，非强免疫疫苗丰富矩阵；3）研发推动发展，公司构建四大技术平台，并与研究院所以及高校合作研发，与兰研所签署《口蹄疫等动物疫病疫苗产品合作开发框架协议》，双方同意在口蹄疫、圆环、塞内卡等重大动物疫病方面共同进行开发，有助于长远发展。
- **业绩预测与投资建议**：预计2022-2024年净利润分别为1.1亿、1.7亿、2.5亿，对应PE分别为31/19/14倍，“买入”评级。
- **风险提示**：下游需求不及预期；科研进度不及预期等。

业绩预测和估值指标				
指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	358.43	376.51	489.34	611.63
营业收入增长率	6.13%	5.04%	29.97%	24.99%
净利润（百万元）	110.20	108.10	174.64	245.18
净利润增长率	-14.91%	-1.91%	61.56%	40.39%
EPS（元）	0.27	0.26	0.43	0.60
P/E	30	31	19	14

数据来源：Wind，西南证券

www.swsc.com.cn



数据来源：Wind，西南证券整理

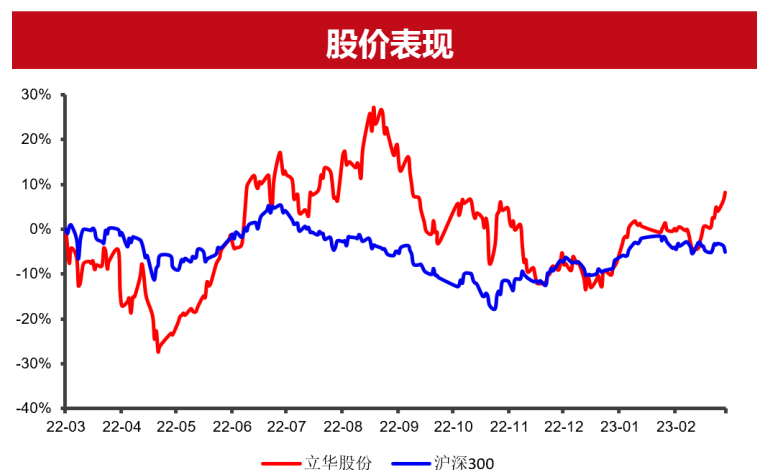
立华股份（300761）：黄羽鸡高景气，多板块发展业绩向好

- **投资逻辑**：1) 公司是我国**第二大黄羽鸡养殖企业，成本控制能力强**。2021年出栏黄羽鸡3.7亿羽，占全国40.4亿羽的比例进一步提升为9.2%。公司拥有选址优势，一般临近粮食产区，方便销售并获取饲料，控制原料成本，黄羽鸡价格景气提升对公司毛利产生明显改善，单三季度毛利率为24%左右，环比改善18个百分点，未来盈利能力有望进一步增强；2) **产业链向下游冰鲜拓展**，公司设立多家冰鲜鸡屠宰加工子公司，线上与商超以及盒马鲜生等电商平台合作，成长性强，前景广阔；3) **生猪板块**，21年产能利用率低，仅在30%左右，后逐步提高，22年截至10月共计出栏39.6万头，且优质能繁母猪比例不断提高，成本控制进一步增强，盈利能力提升。
- **业绩预测与投资建议**：预计2022-2024年净利润分别为12.2亿、19.2亿、15.2亿，对应PE分别为14/9/11倍，“买入”评级。
- **风险提示**：消费者对禽类需求或不及预期、黄羽鸡价格情况不及预期。

业绩预测和估值指标				
指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	11131.73	14345.17	16795.58	18816.80
营业收入增长率	29.12%	28.87%	17.08%	12.03%
净利润（百万元）	-395.59	1216.52	1915.70	1516.03
净利润增长率	-255.70%	207.52%	57.47%	-20.86%
EPS（元）	-0.98	3.01	4.74	3.75
P/E	-	14	9	11

数据来源：Wind，西南证券

www.swsc.com.cn



数据来源：Wind，西南证券整理

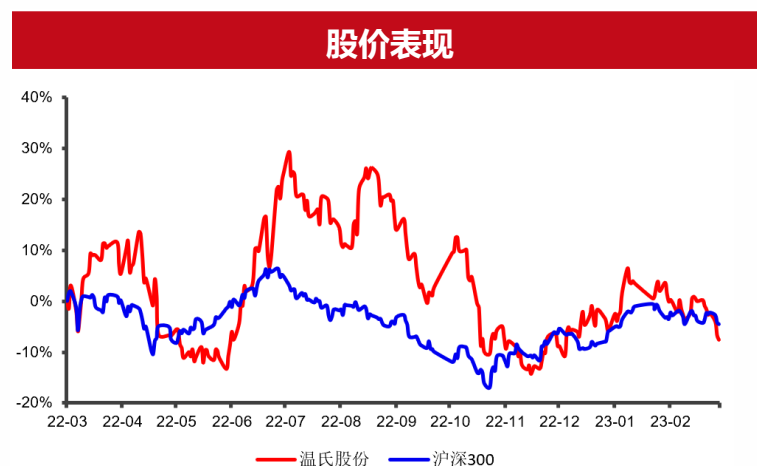
温氏股份（300498）：稳步发展，迎养殖景气提升

- **投资逻辑**：1）公司生猪养殖业务持续向好，养殖效率与出栏量上不断增强自身竞争力，截至2022年11月公司肉猪上市率已提升至92%，猪业一部已提升至94%，养殖成本方面22年11月成本降至8.05元/公斤。能繁母猪存栏方面，截至22年底为140万头左右，计划23年达到170万头，优质能繁母猪数量不断提高。2）公司为黄羽鸡养殖龙头企业，公司22年全年销售肉鸡10.8亿羽，注重研发创新，拥有专业的鸡育种公司，建立了行业内规模领先、结构合理的黄羽鸡育种基地，是国内掌握优质鸡遗传资源最多的单位之一。
- **业绩预测与投资建议**：预计2022-2024年净利润分别为51亿、135亿、146亿，对应PE分别为24/9/8倍，“买入”评级。
- **风险提示**：消费者需求或不及预期、黄羽鸡价格情况不及预期。

业绩预测和估值指标				
指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	64964.59	79091.76	105968.17	126198.05
营业收入增长率	-13.31%	21.75%	33.98%	19.09%
净利润（百万元）	-13404.36	5117.07	13508.52	14648.16
净利润增长率	-280.51%	-61.83%	106.31%	8.44%
EPS（元）	-2.05	0.78	2.06	2.23
P/E	-	24	9	8

数据来源：Wind，西南证券

www.swsc.com.cn



数据来源：Wind，西南证券整理

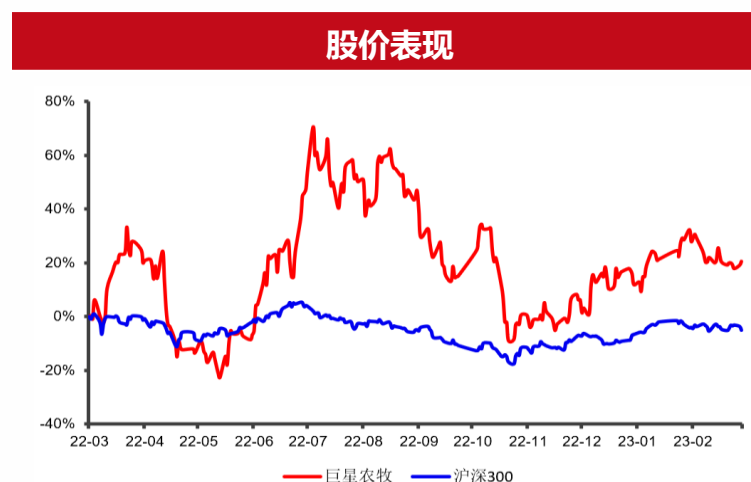
巨星农牧（603477）：牢铸生物安全优势，优质养殖企业稳步发展

- **投资逻辑：**1）**公司生猪稳步扩张**，21年销售87万头，同比增长176%，22年H1公司生猪出栏量为68.1万头，公司已布局11个生猪养基地，建成19个标准化种猪场，未来将根据周期情况灵活把握产能投放节奏；2）**饲料与养殖正向协同促进降本增效**，饲料营养部门及时对配方进行调整有助于养殖场增产增效同时，降低外部采购饲料的风险，有效提高成本管控效率，料肉比进一步降低。3）**公司与国际优秀养殖企业合作**，引进PIC优质祖代种猪，繁育四阴种猪，不携带蓝耳、伪狂犬GE、PED（猪流行性腹泻）、非洲猪瘟等常见猪传染病病毒，且在后续养殖过程中患病率较低。后代拥有饲料转化率高，肉质形状好等优点，市场认可度高；
- **业绩预测与投资建议：**预计2022-2024年净利润分别为2.2亿、12.2亿、14.8亿，对应PE分别为57/10/9倍，“买入”评级。
- **风险提示：**公司产能扩张情况不及预期，养殖端突发疫情。

业绩预测和估值指标				
指标	2021A	2022E	2023E	2024
营业收入（百万元）	2982.92	3980.55	7988.41	12250.34
营业收入增长率	107.26%	33.44%	100.69%	53.35%
净利润（百万元）	258.98	224.68	1223.08	1479.52
净利润增长率	102.84%	-13.25%	444.38%	20.97%
EPS（元）	0.51	0.44	2.42	2.92
P/E	49	57	10	9

数据来源：Wind，西南证券

www.swsc.com.cn



数据来源：Wind，西南证券整理

部分公司估值表

代码	公司	EPS				PE				投资评级
		2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
600195	中牧股份	0.50	0.54	0.65	0.89	29	27	23	17	买入
300871	回盛生物	0.80	0.43	1.84	2.69	26	47	11	8	买入
688098	申联生物	0.27	0.26	0.43	0.60	30	31	19	14	买入
603566	普莱柯	0.69	0.70	0.89	1.11	43	42	33	27	持有
300761	立华股份	-0.98	3.01	4.74	3.75	-	14	9	11	买入
300498	温氏股份	-2.05	0.78	2.06	2.23	-	24	9	8	买入
603477	巨星农牧	0.51	0.44	2.42	2.92	49	57	10	9	买入

数据来源：Wind，西南证券

分析师：徐卿
执业证号：S1250518120001
电话：021-68415832
邮箱：xuq@swsc.com.cn

分析师：刘佳宜
执业证号：S1250522100003
电话：021-68415832
邮箱：liujy@swsc.com.cn

西南证券投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司 评级

买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下

行业 评级

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

分析师承诺

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



西南证券研究发展中心

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zmyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
北京	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
广深	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn