

证券研究报告

2024年01月10日

行业报告 | 行业投资策略

农林牧渔24年度策略

踏雪寻梅：掘金供给驱动的养殖大周期

作者：

分析师 吴立 SAC执业证书编号：S1110517010002

分析师 陈潇 SAC执业证书编号：S1110519070002

分析师 林逸丹 SAC执业证书编号：S1110520110001

联系人 陈炼



行业评级：强于大市（维持评级）
上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

摘要

农业2023回顾：供需偏松，猪价价格低迷，养殖进入寒冬；板块回落显著，估值回至历史低位。

一、养猪板块：产能去化已过半且明显加速，重视大周期机会！

- 1) **板块推荐逻辑**：左侧布局产能加速去化、新一轮猪周期预期强化。猪肉供给过剩，腌腊需求不旺且年后需求淡季，虽短期春节前猪价存在需求拉动的反弹概率，但预计反弹高度和时间相对有限，且不影响产能去化趋势；产业资金压力边际加大，融资难度大，规模场有望接力散户成为去化主升浪（农业部数据，已累计6%+），加速趋势显著。同时，冬季疫病亦呈现阶段性增长状态，由于猪价低迷养殖亏损，2023年猪群健康度较低，猪病影响或增加。
- 2) **催化及利空**：催化-猪病进一步扩散、猪价继续横盘或下跌、规模场融资需求进一步增多、月度母猪产能去化超1%；利空-猪价短期反弹至成本线17元/kg以上。
- 3) **具体标的**：板块β策略、α资金安全是前提、优选弹性，**大猪首推【温氏股份】、【牧原股份】**，其次建议关注**【新希望】**，**小猪建议重点关注：【华统股份】、【巨星农牧】、【唐人神】、【新五丰】、【天康生物】、【神农集团】**。

二、禽板块：白鸡引种持续断档，黄鸡产能出清显著，有望猪鸡共振！

1、白鸡板块：供给收缩成定局，重视向上空间！

- 1) **板块推荐逻辑**：白鸡祖代引种收缩已持续两年，缺口已成，中游去库存逻辑逐步兑现。现阶段父母代销量已呈加速减量趋势，第一阶段产能收缩传导顺畅；商品代鸡苗供给23q4已边际下滑，考虑到父母代减量及产业情绪低迷、在产淘汰加速，预计2024年商品代鸡苗景气上行。
- 2) **催化及利空**：催化-海外禽流感发酵、国产品种父母代销量不及预期、商品代鸡苗涨价；利空-海外引种恢复。
- 3) **具体标的**：猪鸡共振，估值相对低位。首推**【圣农发展】**，建议关注**【益生股份】、【民和股份】**等。

2、黄鸡板块：供给端出清显著，核心矛盾点在于需求端恢复情况。

- 1) **板块推荐逻辑**：目前供给端出清彻底，在产父母代存栏量处于近5年低位。考虑父母代上产能到商品代出栏至少需半年以上时间，叠加散户资金流紧张，短期快速上产能可能性低。后续猪价景气上行趋势概率大，黄鸡价格有望明显提振。
- 2) **催化及利空**：催化-黄鸡价格上涨；利空-黄鸡消费需求持续萎缩。
- 3) **具体标的**：猪鸡共振，建议关注**【温氏股份】、【立华股份】**。

三、后周期板块：把握养殖后周期机会，关注动保板块&饲料板块！

1、动保板块：后周期机会逐渐显露，新大单品待发再造新市场！

- 1) **板块推荐逻辑**：若24年猪价实现上涨，有望带动动保业绩底部反转；且非洲猪瘟疫苗有望获批应用，打开企业盈利空间。
- 2) **催化及利空**：催化-非瘟疫苗获批并推向市场；利空-非瘟疫苗获批进展缓慢，实验保护率数据不及预期。
- 3) **具体标的**：推荐**【中牧股份】、【生物股份】、【普莱柯】、【科前生物】**，建议关注**【瑞普生物】、【回盛生物】**。

摘要

三、后周期板块：把握养殖后周期机会，关注动保板块&饲料板块！

2、饲料板块重点推荐【海大集团】

- 1) **推荐逻辑**：海大集团估值相对低位，水产养殖/水产料历经2年低谷，2024年有望恢复性增长；我们认为鱼粉涨价海大强化市场主动攻击策略，市占率加速提升，预计2024/2025年景气恢复，量价利弹性凸显。
- 2) **催化及利空**：催化-水产涨价、2-4月投苗增加；利空-水产价格持续低迷。

四、种子板块：转基因种子销售在即，种企竞争格局改善

- 1) **板块推荐逻辑**：第一批转基因玉米种子品种于2023年12月获批，有望2024年春开启种植。转基因种子增产幅度有望达6-12%，转基因种子提价可期。从竞争格局来看，隆平高科品种数量第一，大北农性状数量第一，龙头企业竞争优势明显，预计将进一步提升市占率推动行业集中。
- 2) **催化及利空**：催化-转基因玉米种子销售价格明显高于普通玉米种子，转基因利润兑现可期；利空-转基因玉米种子销售价格较低；2024年制种面积较小。
- 3) **具体标的**：推荐【隆平高科】、【大北农】、【登海种业】、【荃银高科】。

五、宠物板块：蓝海市场，国产品牌加速崛起

- 1) **板块推荐逻辑**：宠物数量持续增长，为宠物行业较快发展奠定基础。竞争格局来看，头部国产品牌有望凭借产品端差异化特色持续崛起。例如选材上，多种原材料开始广泛替代传统的鸡肉；工艺上，膨化粮的市场份额被烘焙粮、冻干粮等细分品类持续替代。在宠物主消费仍在培养宠物喂养习惯阶段，差异化打法助力头部国产品牌有较高的曝光度，拉动销量持续增长。
- 2) **催化及利空**：催化-宠物食品出口业务持续增长、头部国产品牌保持高增速；利空-出口受到政策等因素限制、国内宠物总体消费恢复节奏放缓。
- 3) **具体标的**：重点关注国产品牌在主粮方面的拓展及高端产品线的布局成绩，重点推荐【乖宝宠物】、【中宠股份】、【佩蒂股份】。

风险提示：养殖疫病风险；价格波动风险；市场系统性风险；下游消费恢复不及预期；兽用生物制品行业监管政策变化风险；自然灾害/病虫害风险；宠物出口汇率波动风险

一、板块回顾：冬夜漫漫，养殖产业资金压力不断蓄积

二、养猪板块：产能去化趋势已成，且有望加速，重视大周期机会

三、禽板块：白鸡引种持续断档，黄鸡产能出清彻底，有望猪鸡共振！

四、后周期板块：寒冬洗盘，静待后周期，重视优质标的 α 机会

五、种子板块：转基因玉米品种公示！2024年种植开启

六、宠物板块：国内消费韧性强，国产品牌加速崛起

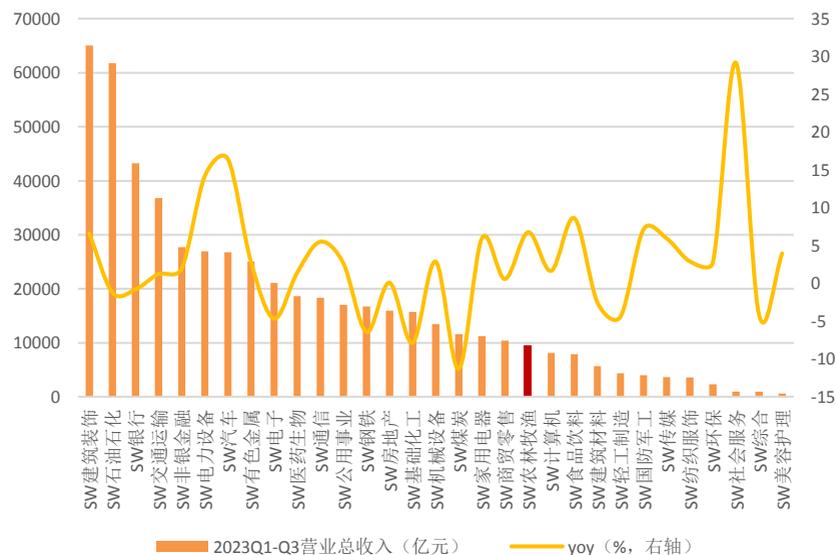
七、十大金股

1.1 养殖规模化带动收入增长，价格低迷板块亏损严重

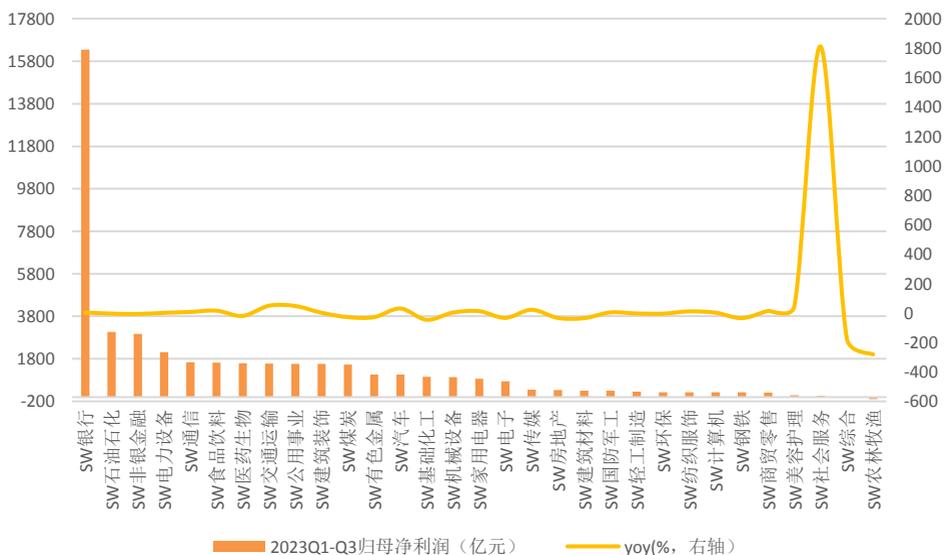
2023Q1-Q3农林牧渔板块整体回顾：

- 2023Q1-Q3，申万农林牧渔板块总营收 9499.95亿元，在申万分类 31个行业中（申万2021新行业划分）排第20位，与2022年同期相比总营收同比+6.75%。综合来看，2023Q1-Q3农业板块总营收规模在全行业中位于中等偏低下水平，但增速处于全行业较好靠前水平，我们认为其原因主要得益于2023年养猪企业出栏量增速较快，带动板块营收同比增加。
- 2023Q1-Q3，申万农林牧渔板块归母净利润为-87.37亿元，同比-281.84%；从利润及增速来看，虽然农林牧渔板块利润绝对值均处在31个行业排名中最后一位。我们认为，2023Q1-Q3利润同比大幅下降的主要原因在于占比较大的畜禽养殖利润前三季度因价格持续低迷导致亏损较为严重，特别是生猪养殖行业头均亏损已超半年。

图：2023Q1-Q3农林牧渔板块营业总收入同比稳步增长



图：2023Q1-Q3农林牧渔板块净利润同比降幅较大

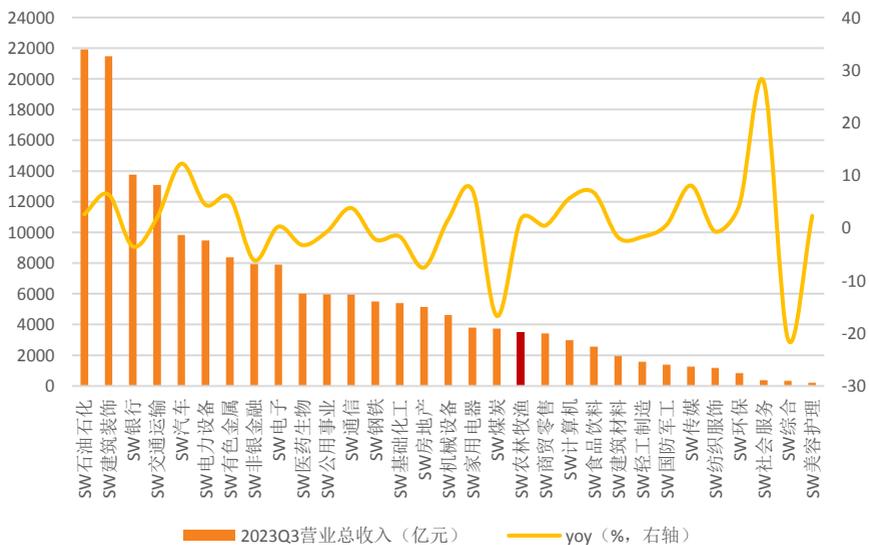


1.1 养殖规模化带动收入增长，价格低迷板块亏损严重

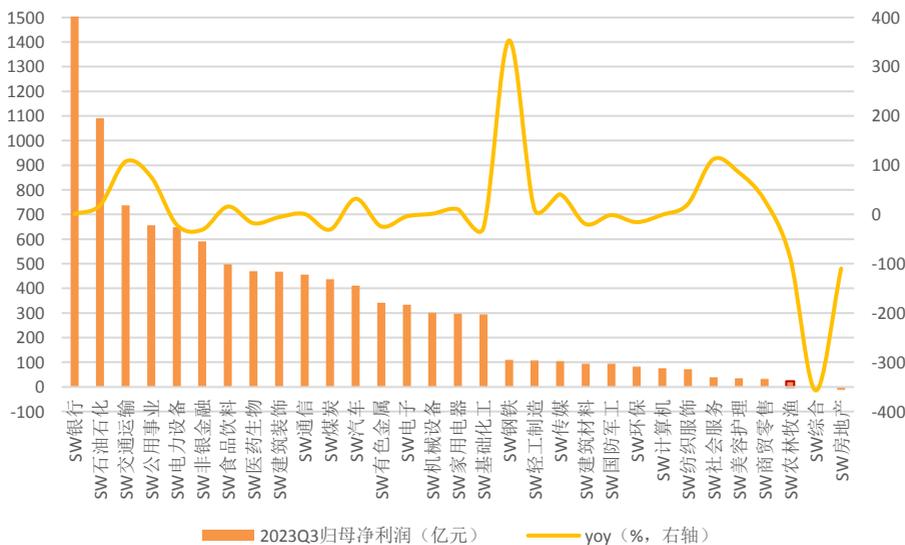
2023Q1-Q3农林牧渔板块整体回顾：

- 2023Q3，申万农林牧渔板块总营收3490.07亿元，在申万分类31个行业中（申万2021新行业划分）排第19位，与2022年同期相比总营收同比+1.73%，原因是养殖规模化，多家养猪企业出栏量增速较快，导致板块营收同比增加。
- 2023Q3，申万农林牧渔板块归母净利润为22.82亿元，单季度利润相比23Q2扭亏为盈，但归母净利润同、环比有所分化，同比为-86.56%，环比+132.84%。2023Q3板块同环比出现分化主要原因在于猪价季节性反弹，季度环比改善。

图：2023Q3农林牧渔板块营业总收入同比小幅增长



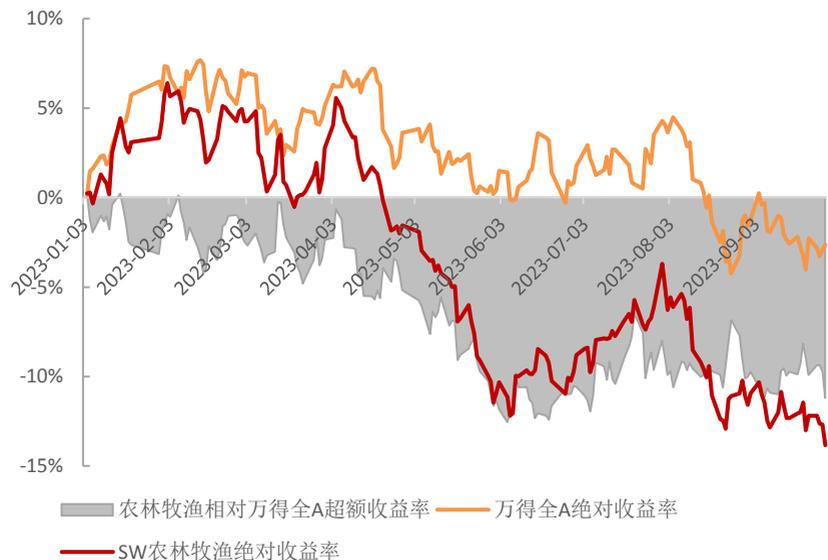
图：2023Q3农林牧渔利润实现盈利



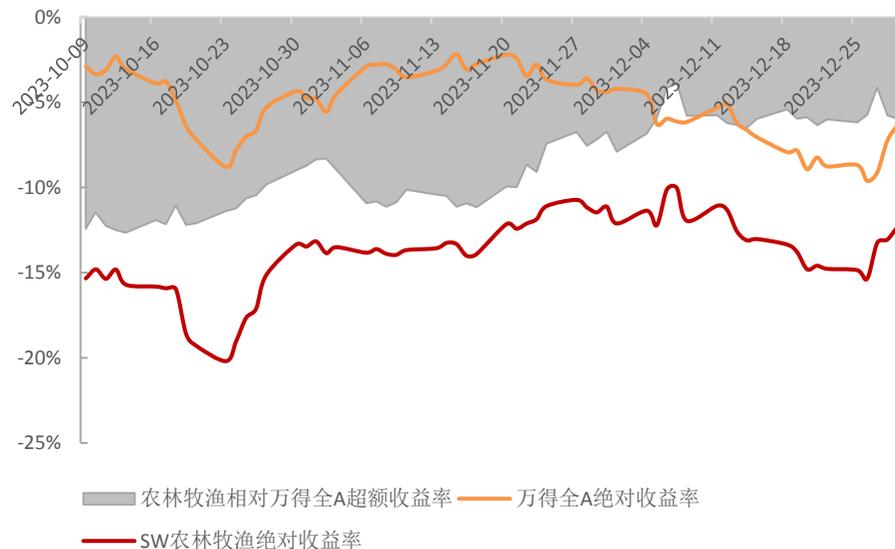
1.2 板块景气度逐步回升，Q4相对大盘负收益收窄

- **2023Q1-Q3**：板块回调显著。虽然SW农林牧渔板块在2023年4月及之前收益率基本维持为正，但表现略弱于万得全A指数；进入23Q2，由于养殖业景气度弱带动农林牧渔板块下行，其表现相对万得全A差额被进一步拉大，负收益显著。
- **2023Q4**：Q4猪价低迷，产能去化重现，生猪养殖板块相关标的关注度有所提升，布局生猪板块左侧资金逐步进入，推动养殖指数底部回升。截止到2023年12月29日收盘，养殖业指数（申万）已从底部回升约10%，进一步缩小SW农林牧渔板块与万得全A指数差额，目前差额已缩小至5.97%（10月初差额约为12%）。

图：2023Q1-Q3 SW农林牧渔指数对万得全A指数相对收益



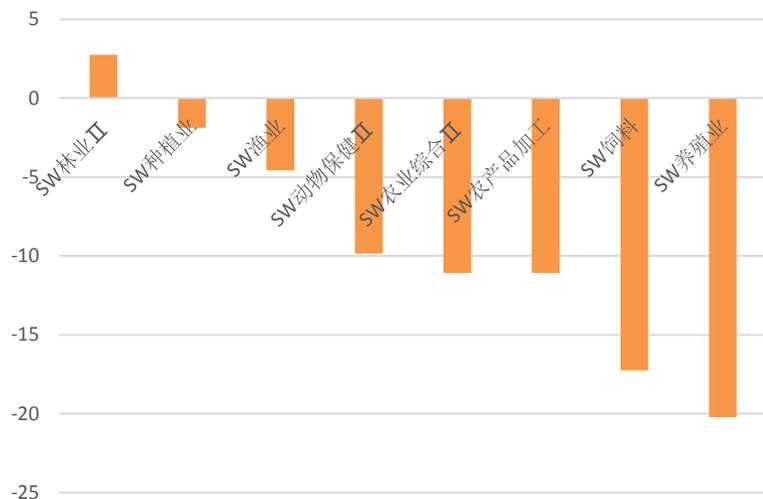
图：2023Q4 SW农林牧渔指数对万得全A指数相对收益



1.3 细分板块分化显著，养殖及相关板块回调显著

- **2023Q1-Q4**：从细分领域来看林业板块区间涨跌幅在板块内处于领先地位，2023Q1-Q4区间涨幅为6.03%，为年初以来农林牧渔中唯一实现正向涨幅的板块；养殖业及相关板块跌幅较大，其中养殖业和饲料业分别跌幅为-8.06%和-18.22%。
- **2023Q3**：事件催化&基本面变化，饲料、养殖业和渔业区间涨跌幅明显向好。事件催化方面，受到日本核污水排放影响，为渔业板块带来明显催化作用，其区间涨跌幅从23Q2的-0.95%到+3.5%；基本面变化方面，受到三季度猪价短期反弹，养殖业&饲料板块景气度短暂提升。
- **2023Q4**：养殖业产能去化加速，调动板块投资积极性，细分板块中养殖业区间涨跌幅相比Q3出现大幅改善。养殖业及其相关的饲料产业、动保产业区间涨跌幅由负转正。

图：农林牧渔板块中2023Q1-Q4区间涨跌幅（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图：农林牧渔细分板块季度区间涨跌幅（%）

细分板块	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4
SW种植业	3.87	-1.16	-2.61	-6.29
SW渔业	-5.17	-0.95	3.5	-3.39
SW林业 II	5.72	11.08	-7.55	0.77
SW饲料	-3.17	-14.54	-3.84	0.13
SW农产品加工	0.03	-5.56	-9.77	-1.69
SW养殖业	3.73	-12.94	-6.69	8.27
SW动物保健 II	14.69	-15.28	-2.8	4.05
SW农业综合 II	0.7	-4.74	-0.68	-6.80

资料来源：wind，天风证券研究所

目录

一、板块回顾：冬夜漫漫，养殖产业资金压力不断蓄积

二、养猪板块：产能去化趋势已成，且有望加速，重视大周期机会

三、禽板块：白鸡引种持续断档，黄鸡产能出清彻底，有望猪鸡共振！

四、后周期板块：寒冬洗盘，静待后周期，重视优质标的 α 机会

五、种子板块：转基因玉米品种公示！2024年种植开启

六、宠物板块：国内消费韧性强，国产品牌加速崛起

七、十大金股

2.1 猪价复盘：供给过剩，猪价低迷，行业持续亏损

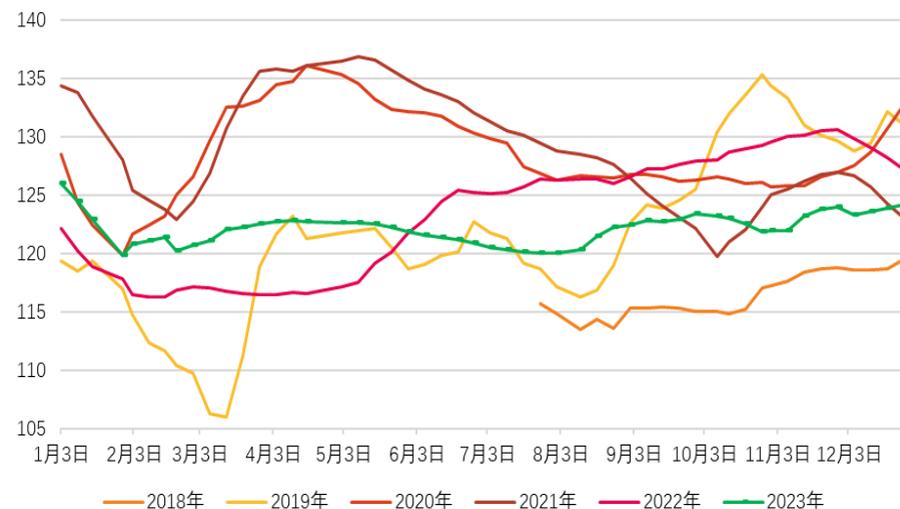
➢ 2023年至今，猪价走势可分为三个阶段：

- **2023.01-2023.06：大猪&标猪供给逐步释放，猪价持续探底。**前期压栏及二育导致的大猪供应在22年11月后开始逐步释放（22年11月初行业生猪出栏均重高达130kg），集中抛压带动生猪均价持续下行，而23年3月后标猪供应压力环比增长（对应2022年5月能繁母猪开始环比增长）叠加季节性消费淡季，猪价仍未有起色，生猪均价在14-16元/kg之间震荡，上半年行业处于亏损状态。
- **2023.07-2023.08：二育进场&压栏再现，猪价出现快速反弹。**2022年7月下旬开始，行业看涨情绪严重。行业压栏叠加二育带动供应压力阶段性缓解，猪价短期出现快速上行，生猪均价由14元/kg上涨至17.5元/kg左右，行业盈利呈现短期改善。
- **2023.09-至今：供给过剩，需求未有支撑，猪价快速回落。**前期压栏大猪释放&需求未有明显改善，导致猪价自8月冲高后持续下跌。自2023年9月以来行业再度进入亏损阶段，目前已持续亏损4月之久。

图：全国生猪均价（元/kg）



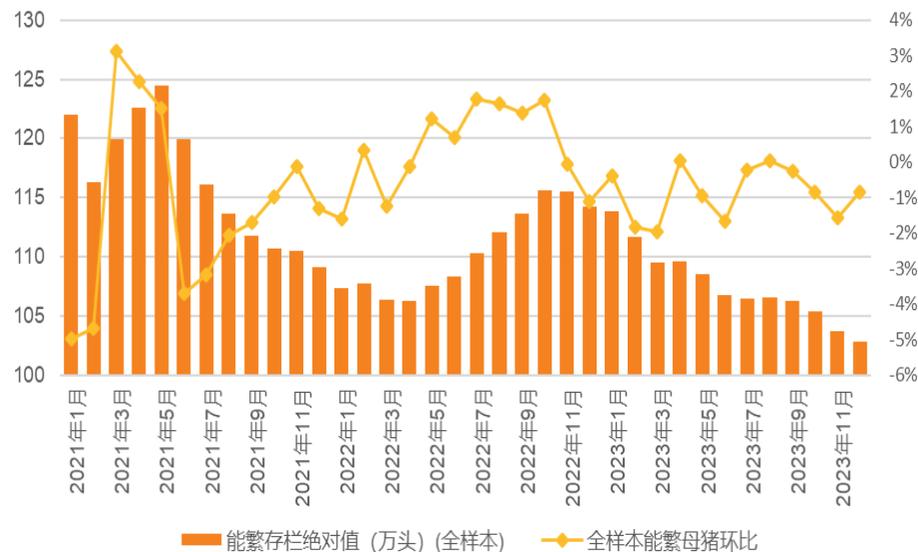
图：生猪出栏均重（kg）



2.2 产能复盘：能繁存栏持续下降，去化速度受疫情&资金影响

- 2023.01-2023.12：农业部/涌益咨询能繁分别去化11/10个月（前者12月数据未公布），累计去化6.6%/10.0%
- 近期能繁去化边际加速。2023年以来行业除8月实现小幅盈利以外，其余月份行业均处于亏损状态&猪病阶段干扰，行业产能持续去化，且近期呈现加速趋势。
- 根据农业农村部数据显示，2023年1月-2023年11月（12月数据未公布），全国能繁母猪存栏量累计去化6.6%，去化速率边际加快（11月单月平均去化幅度为1.2%，1-10月单月去化幅度均小于1%）。
- 根据涌益咨询数据显示，2023年1月-2023年12月能繁存栏量累计去化10.0%，12月能繁存栏量环比-0.84%。继冬季受疫病影响带动去化速率加快外（2/3月份能繁去化幅度分别为1.84%/1.95%），近期能繁去化相较二三季度出现明显加速迹象。

图：涌益咨询能繁母猪存栏量及环比变化（万头，%）



图：农业部能繁母猪存栏量及环比变化（万头，%）

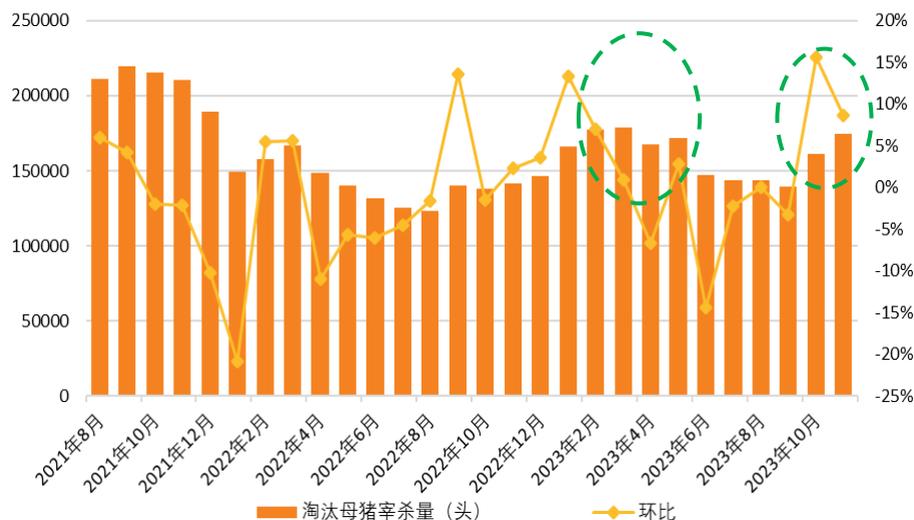


2.2 产能复盘：能繁存栏持续下降，去化速度受疫情&资金影响

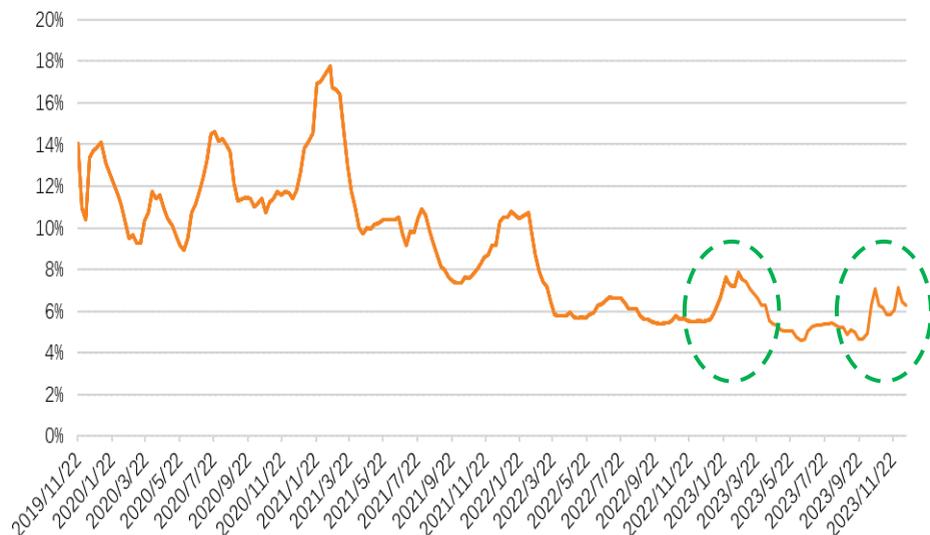
1) 能繁去化影响因素——疫病加速产能被动去化进度

- 复盘来看，产能受到疫病干扰较为严重的时期分别是2006-2009年的蓝耳病以及2018年8月开始的非瘟影响。2006年5月开始爆发蓝耳病，并快速蔓延至我国绝大部分养猪地区，截止到2006年9月，全国发病的生猪数量达到212万头，至少有40万头猪死亡；另外，非瘟疫情也带来了产能去化的加速，从农业农村部&涌益咨询能繁环比变化数据来看，18年8月后能繁去化环比数据均出现明显加速迹象。我们认为，突发疫病干扰会带动行业产能去化加速。
- 2023年以来出现了两次疫情相对严重的时间段，2023年一季度春节期间人员流动增加，带动病毒的流转，猪病持续蔓延，90kg以下生猪出栏占比快速提升，淘汰母猪屠宰量也达到近两年最高峰。其次近期行业再度进入疫病高发期（根据河南调研反馈，2023年猪只健康度较低），90kg以下生猪出栏占比及淘汰母猪数量再度增长，亦带动行业被动淘汰增多，产能去化进度加速。

图：淘汰母猪宰杀量及环比（头、%）



图：90kg以下生猪出栏占比（%）

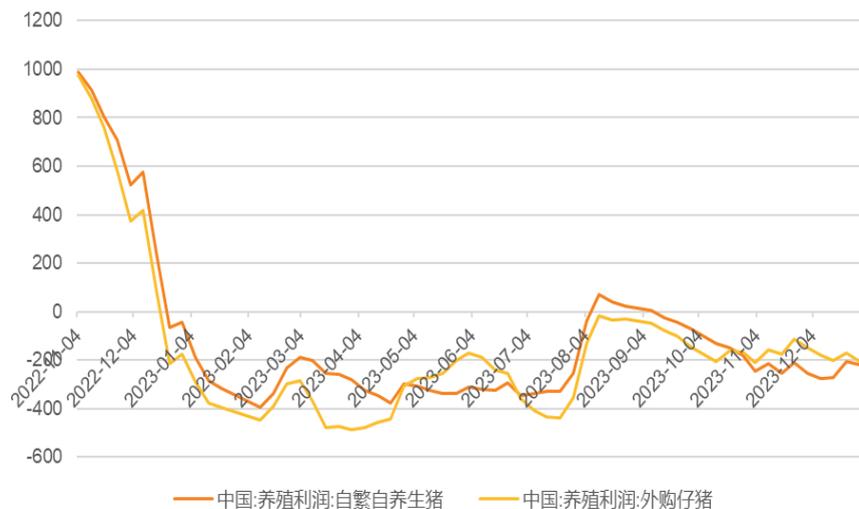


2.2 产能复盘：能繁存栏持续下降，去化速度受疫情&资金影响

2) 能繁去化影响因素——资金加速产能被动去化进度

- 从行业自繁自养头均利润的角度来看，2023年1月-7月，生猪养殖行业已出现连续7个月的深度亏损（历史周期最大亏损时长为7个月），单月最大亏损337元/头，平均月度亏损303元/头/月，其亏损深度较前两轮亏损期并未明显缩小，且行业在仅盈利1个月后又再次进入亏损状态。
- 从行业仔猪头均利润的角度来看，2023年1-8月，仔猪端仍能实现一定盈利（集团场上半年有外购仔猪动作&行业对下半年猪价抱有乐观预期，外购仔猪需求仍存）。而随着猪价的超预期低迷以及行业资金情况的恶化，仔猪出栏量增加&外购仔猪需求减少，仔猪价格快速下跌至成本线下。
- 近期生猪&仔猪双亏导致行业部分群体已出现资金紧张现状（部分集团场主动下修出栏目标/仔猪亏损情况下加大仔猪出售比例/实控人转让股权），亦带动去化呈现加速状态。

图：自繁自养及外购仔猪头均盈利（元/头）



图：仔猪销售价格及仔猪头均盈利（元/头）



2.3 股价复盘：产能去化节奏影响股价趋势，估值已回至相对底部区间

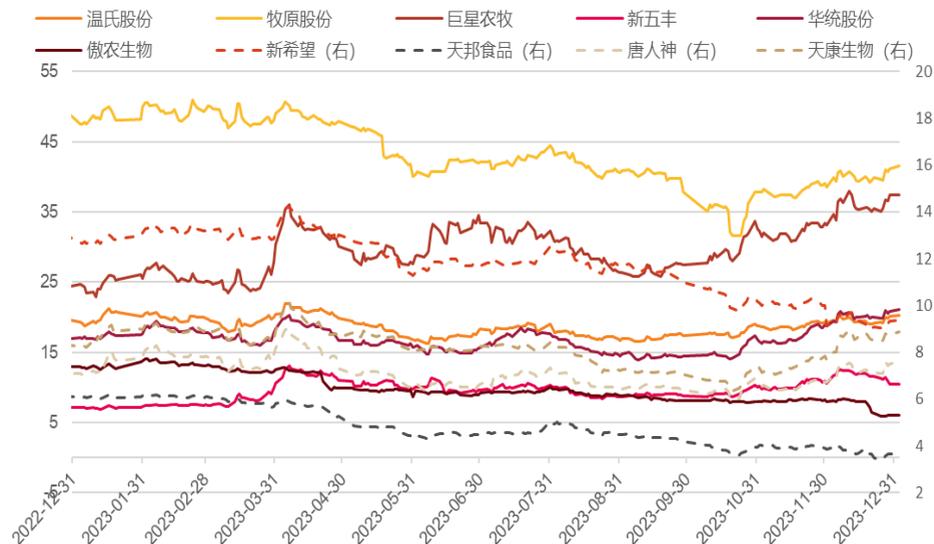
➤ 2023年年度，养猪板块股价可以分为三个阶段：

- 2023.01-2023.04：去化加速预期驱动，股价上涨明显。一方面2023年1-4月行业持续亏损，另一方面行业2-3月份猪病情况严重，市场预期行业产能去化有望持续加速。股价因此上涨。
- 2023.05-2023.09：猪病并未带动行业去化速率明显增加，同时7-8月份猪价出现阶段性反弹，去化预期再度弱化，股价较前期有所回调。
- 2023.10-2023.12：板块估值已回至相对底部区间，且猪价未有起色，考虑到整体猪肉供应仍处过剩状态，短期博弈较难把握且猪价呈季节性上涨已成普遍认知（目前整体猪价上涨幅度和趋势不及预期），前瞻的赔率 > 精准择时的胜率，猪股亦出现上涨。

图：猪股与猪价走势



图：不同猪股走势（元/股）

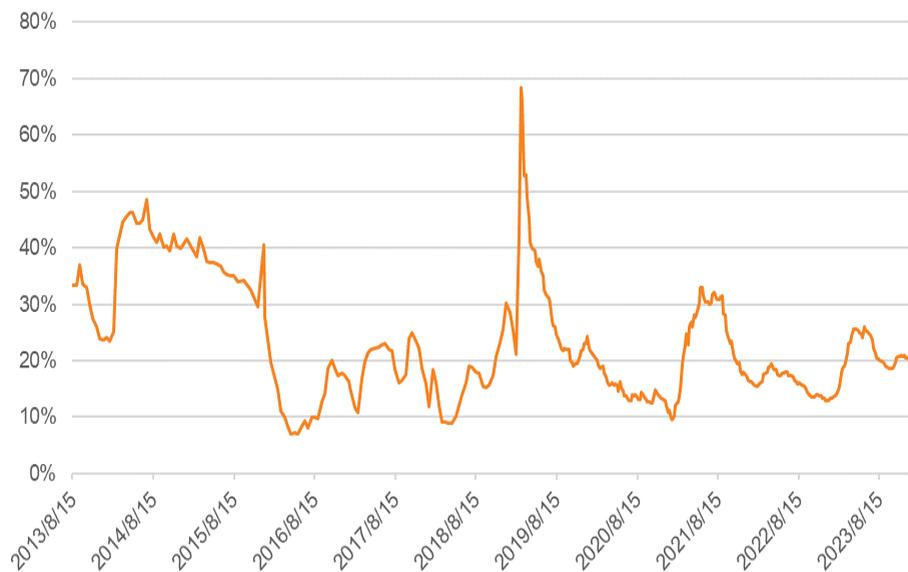


2.4 猪价展望：旺季不旺，淡季或更淡

1) 生猪均价：猪肉供给过剩+腌腊需求不旺&年后季节淡季，生猪均价持续承压

- **供应：短中期来看，整体猪肉供应仍处过剩状态。**一方面屠宰场冻品库容率处于近几年同期相对高位，冻品库存压力大，其次2023年1月至今农业农村部及涌益咨询能繁母猪存栏量均呈缓慢小幅去化，考虑到行业生产效率的持续提升，理论情况下，24H1生猪供应压力难有缓解，生猪供应压力大+冻品库存多导致猪肉供应过剩。
- **需求：鲜销需求弱。**腌腊需求逐步兑现但并未带动毛白价差走阔，且春节后将进入季节性消费淡季。
- **因此在需求较弱，供应无缺口情况下，猪价或将持续低位，商品猪盈利状况或将持续恶化。**

图：冻品库容率（%）



图：毛白价差（元/kg）

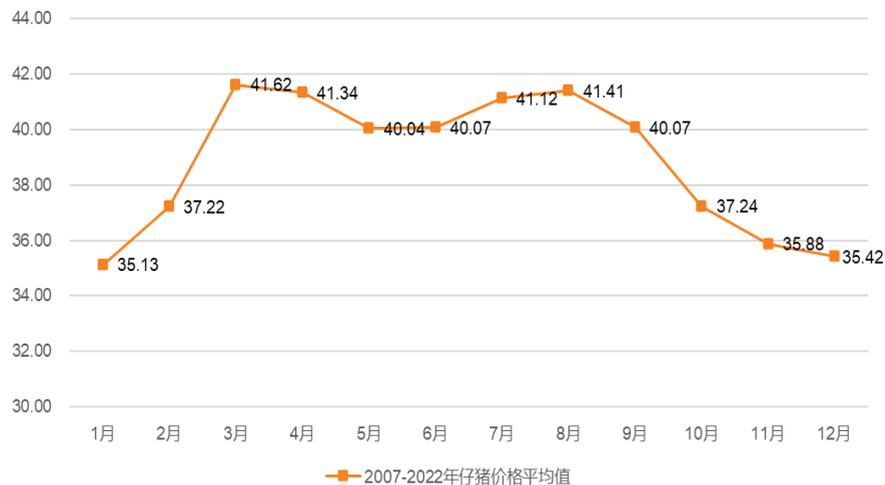


2.4 猪价展望：旺季不旺，淡季或更淡

2) 仔猪价格：近期均价或维持低位

- ▶ **春节前为补栏仔猪淡季：**一方面冬季天气转凉，补栏中容易出现猪只应激所来的死亡；另一方面目前补栏仔猪对应5-6月后即对应第二年一季度末和二季度的商品猪供应，考虑到春节后需求便进入季节性消费淡季，猪价或呈季节性低位，因此春节前行业补栏仔猪意愿较弱。
- ▶ **考虑到目前生猪均价仍将承压，因此在仔猪需求处于季节性淡季情况下，仔猪价格或将持续低位，仔猪头均亏损或将持续。**

图：2007-2022年仔猪价格月度平均值



资料来源：wind，天风证券研究所

表：历年仔猪季度均价环比变化

历年仔猪季度均价环比变化																	
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	平均环比
Q1	19%	31%	10%	-9%	10%	4%	11%	-6%	-2%	39%	21%	-4%	17%	13%	12%	-2%	10%
Q2	20%	10%	-10%	-8%	41%	0%	-7%	8%	56%	36%	-11%	-18%	68%	8%	-24%	29%	12%
Q3	41%	-27%	14%	16%	27%	-10%	19%	6%	24%	-15%	-14%	7%	29%	10%	-50%	40%	7%
Q4	5%	-38%	-3%	1%	-21%	-17%	-18%	-21%	-17%	-25%	-18%	-8%	52%	-24%	-32%	-1%	-12%

资料来源：wind，天风证券研究所

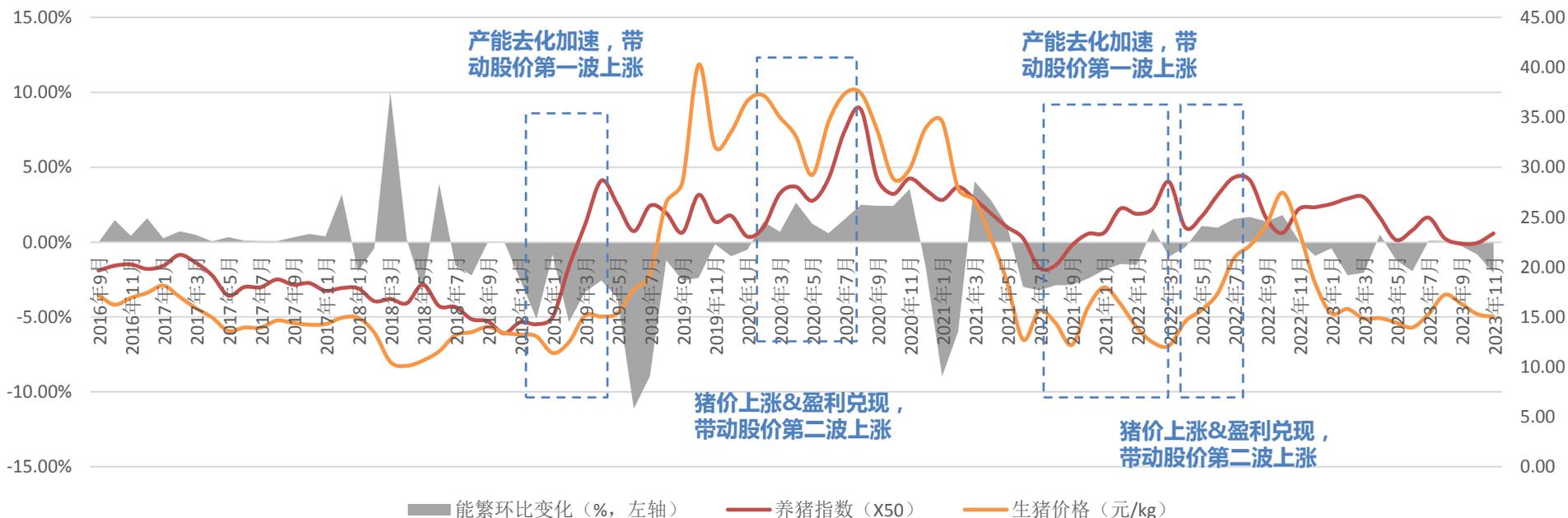
2.5 产能去化展望：资金&猪病，去化或迎来加速

- **生猪&仔猪价格承压，行业资金情况持续恶化。**上半年能繁去化幅度较小且行业生产效率持续提升，目前供应压力大。冻品面临出库压力及鲜肉需求低迷，近期需求或难有好转。生猪均价或将持续低位。资金压力大带动行业加大仔猪出售比例以及春节前仔猪需求进入季节性淡季情况下，仔猪头均亏损或持续放大。因此在目前行业部分群体已呈现资金紧张情况下（部分猪企增加仔猪销售、实控人转让股权等征兆），后续行业资金情况或呈现持续恶化。
- **猪只健康度低，猪病或难有缓解。**一方面2023年猪价持续低位，目前猪只健康度较低，且目前正处于冬季，猪病或难有缓解。
- **去化或将迎来加速。**在疫病&亏损情况下，产能去化或存在主动和被动相叠加，去化速度有望持续提速。

2.6 投资逻辑：产能去化加速有望持续，重视板块机会

- 生猪养殖板块投资分为3个阶段。在板块预期改善阶段，股价涨幅相对更高，是投资中的主升浪，投资锚定指标为能繁母猪存栏量变化。在猪价上涨&盈利兑现阶段，能繁开始逐步环比转正，股价仍然保持上涨趋势，但涨幅低于板块预期改善阶段。
- 复盘过往周期来看，能繁存栏环比去化加速时带动股价开始上涨，随后股价先于生猪价格涨到第一波高峰，完成板块预期改善阶段投资。例如，过往两轮周期中，产能去化分别于2018M10和2021M6开始加速，股价于产能去化加速后的1个月左右开始启动，并分别于2019M4和2022M3完成主升浪上涨阶段，其涨幅分别为115%和43%。当在猪价上涨&盈利兑现阶段，股价再次上涨，此时上涨幅度低于板块预期改善阶段，2020M1-M8和2022M10-2023M3涨幅分别只有55%和15%。因此，我们认为考虑到资金紧张&猪价反弹力度有限&仔猪价格低位情况下，行业产能去化有望加速，重视板块机会。

图：板块投资逻辑



2.7 标的：资金安全是前提

1) 资金安全越发重要

- 从资产负债率角度看，截止三季度末，多家养猪公司资产负债率已提升至70%以上，且资产负债率水平的方差较大；从归属母公司股东的权益/带息债务和现金比率的偿债角度看，仅部分公司在保持较高的归属母公司股东的权益/带息债务的背景下还维持着不错的现金比率，例如唐人神、天康生物以及神农集团等；从债务结构的安全性看，天邦食品和傲农生物的长期负债比例较低，短期偿债压力较大，且资产负债率在同行中处在较高水平，因此这类企业在猪价持续低迷的背景下资金安全性相对较差。

图：主要猪企资金情况

证券简称	资产负债率 (%)	归属母公司股东的权益/带息债务	长期负债占比 (%)	现金比率	质押比例
牧原股份	59.65	0.83	20.68	0.19	10.59
温氏股份	60.31	1.03	32.30	0.23	2.62
新希望	72.76	0.35	35.22	0.21	0.00
天邦食品	87.03	0.33	6.10	0.05	4.89
傲农生物	89.41	0.12	11.63	0.03	44.89
大北农	63.00	0.76	18.15	0.35	9.53
唐人神	64.75	0.77	45.01	0.47	6.24
天康生物	47.06	1.28	22.68	0.71	0.00
新五丰	70.15	0.46	14.09	0.46	11.05
巨星农牧	56.59	0.98	36.10	0.25	23.92
金新农	70.53	0.58	22.62	0.26	10.55
京基智农	73.78	1.28	17.77	0.13	47.68
华统股份	72.11	0.49	38.38	0.22	29.63
神农集团	22.27	7.06	15.47	0.87	0.00

2.7 标的：资金安全是前提

2) 资金安全：融资能力的不同，当下企业的资金情况有所分化

- 养殖企业基本面不同、规模不同对于资金的储备需求或有所不同。目前行业的融资情况大概分为三类：①**资金储备相对充足的周期熟手**，例如，温氏股份和牧原股份作为“周期老手”其对周期的把握更加精准，通常提前已储备好相应的产能和资金，因此在周期下行期间可相对更加从容面对；②**弹性标的，为求发展而融资**，例如华统股份、新五丰和唐人神，这类企业对于后续出栏量的增速要求通常较高，其融资一方面可用于支撑后续产能的扩张，另一方面也可为公司在资金压力较大时做流动性补充，且这类企业具有一定的基本面，因此在融资发行时会相对顺利；③**融资度过行业低迷期**，例如正邦科技、天邦食品和傲农生物，这类企业资产负债率相对较高，从各家公司已发公告看，融资需求较高。其中，天邦食品已募集11.87亿元（原计划27.2亿元）。除了定增融资外，天邦和傲农均还用了其他融资渠道，例如近期时间出现股权/资产转让。

年出栏1000万头以上养猪上市公司

公司名称	定增情况	首次公告时间
牧原股份	申请注册中期票据，拟注册规模不超过30亿元（含30亿元）	2023年12月
	定向增发59.87亿用于补充流动性资金	2022年12月
温氏股份	中期票据注册成功，注册金额为70亿元，有效期2年	2023年11月
	转让温氏乳业35%的股权，作价4.38亿元转让给筠诚控股	2023年5月
新希望	白羽肉鸡业务引进战投，以27亿元转让中新食品51%股权给中牧集团；另，拟将德阳新希望67%的股权出售给海南晟晨，作价15亿元。	2023年12月
	拟募资不超过73.5亿元用于：①猪场生物安全防控及智能化升级项目（36.5亿元）；②收购控股子公司少数股权项目（15亿元）；③偿还银行债务（22亿元）	2023年12月

年出栏1000万头以下养猪上市公司

公司名称	融资情况	首次公告时间
华统股份	拟募集16亿元用于绩溪华统一体化养猪场项目，莲都华统核心种猪场项目，年产18万吨高档畜禽饲料项目，偿还银行贷款	2023年7月
唐人神	已完成小额定增2.93亿用于生猪全产业链数字化转型智能化升级项目	2023年6月
	已完成定增11.12亿元用于发展东冲、云浮、融水县、浦北美神和海南昌江等地区养殖项目&补充流动资金	2022年4月
新五丰	已完成募集15.28亿元支付重组（公司购买天心种业及天心种业4家子公司、新五丰基金投资的6家项目公司）现金对价、上市公司及标的公司补充流动资金及偿还债务、饲料厂建设项目、父系养猪场建设项目、核心种猪场建设项目及科技研发中心。	2022年4月
巨星农牧	拟募集不超过17.5亿元，募集资金投向：①生猪养殖产能建设（11.67亿元）；②养殖技术研发（0.33亿元）；③数字智能化建设（2亿元）；④补充流动性（3.5亿元）	2023年12月

年出栏1000万头以下养猪上市公司

公司名称	融资情况	首次公告时间
正邦科技	2022年期间多次出售公司相关资产进行融资。公司已完成重组，双胞胎农业目前正式收到公司14亿转增股，占公司总股本的15.06%	2022年&2023年6月
天邦食品	实控人转让3991万股，作价1.1亿元用于偿还股票质押贷款	2023年11月
	实际募集11.87亿元（计划27.2亿元），并因募资金额未满足下调：①天邦股份数智化猪场升级项目（由20亿下调至8.7亿）；②补充流动资金（由7.2亿下调至3.1亿）募集资金投入金额	2023年6月
傲农生物	拟将曲阳傲农农业开发有限公司等8家子公司的部分股权转让给控股股东厦门傲农投资，每家标的公司股权转让价1元，本次转让总价款为8元。本次股权转让完成后，公司或公司控股子公司直接持有上述8家标的公司的股权比例变为51%。	2023年12月
	拟通过协议转让方式合计转让不超过1.52亿股，其协议转让获得的资金主要用于偿还到期债务，剩余资金全部用于支持上市公司傲农生物的经营发展。	2023年11月
	拟募集不超过14.26亿元用于①饲料建设类项目；②食品建设类项目；③补充流动资金。目前，证监会尚未通过。	2022年11月

2.7 标的：成本带来头均盈利、头均估值分化

3) 资金安全：成本差异亦带来企业资金安全性的分化

- 成本差异带来头均亏损差异，企业资金压力进一步分化。相比于盈利期，在猪价低迷情况下，成本优势更为重要。因为其可带来更低头均亏损，为公司在资金压力下保持正常经营&出栏弹性奠定基础。以牧原股份和温氏股份为例，两家公司在成本控制上均有不错的表现，特别是牧原股份，其成本在行业中做到优秀地位。因此，从头均利润的角度看，2023单三季度牧原股份头均利润实现扭亏为盈，实现头均近100元的盈利；同期，温氏股份随着成本的改善，减亏幅度相比23Q2较为明显，预计Q3头均亏损仅约50元左右。**因此，在成本优势加持下，企业的资金安全有望得到进一步保障。**

公司名称	完全成本	截止时间点	公司名称	完全成本	截止时间点	公司名称	完全成本	截止时间点
温氏股份	15.6元/公斤	2023年10月	牧原股份	14.9元/公斤	2023年11月	新希望	15.6元/公斤 (正常运营场线)	2023年11月
	15.8元/公斤	2023年9月		14.5元/公斤	2023年三季度		16.2元/公斤 (正常运营场线)	2023年10月
	16.4元/公斤	2023年7月		15元/公斤	2023年二季度		16.3元/公斤 (正常运营场线)	2023年三季度
	17元/公斤	2023年3月		15.7元/公斤	2023年一季度		16.6元/公斤 (正常运营场线)	2023年二季度
	17.2元/公斤	2022年全年		15.7元/公斤	2022年全年		17.4元/公斤 (正常运营场线)	2023年一季度
	16.1元/公斤	2022年11月		略低于15.5元/公斤	2022年年底		16.7元/公斤	2022年四季度
	16.6元/公斤	2022年三季度		15.5元/公斤	2022年10月		16.5元/公斤左右	2022年11月
	16.8元/公斤	2022年7月		15.5元/公斤左右	2022年7月		16.6元/公斤	2022年10月
	17元/公斤左右	2022年二季度		略低于16元/公斤	2022年5月		17.4元/公斤左右	2022年7月
	低于1月的18元/公斤	2022年3月		超16元/公斤	2022年一季度		18.5元/公斤	2022年上半年
低于18元/公斤	2022年1月	14.7元/公斤	2021年11月20日	17.7元/公斤	2022年二季度			
	22元/公斤	2021年三季度		15元/公斤左右	2021年9月30日		18.7元/公斤 (包括自育肥和放养成本)	2022年一季度
	25元/公斤	2021年二季度		15元/公斤	2021年6、7月		17.9元/公斤 (自产猪苗)	2021年12月
	22-23元/公斤	2020年		16元多/公斤	2021年一季度		30元/公斤 (外购猪苗)、20元/公斤 (自繁仔猪)	2021年三季度
	14.6元/公斤	2019年		15元多/公斤	2020年全年		15.9元/公斤	2020年四季度
华统股份	16-17元/公斤	2023年三季度		14-15元/公斤	2020年四季度		14.2元/公斤	2020年三季度
	17.8元/公斤	2023年一季度		14元多/公斤	2020年三季度		13.3元/公斤 (自繁仔猪) ; 23.1元/公斤 (外购猪苗) ; 13元/公斤 (自繁仔猪) ; 17.3元/公斤 (外购猪苗)	2020年一季度
	18元/公斤	2022年年末		超过15元/公斤	2020年一季度		13.5元/公斤	2019年全年
	18元/公斤左右	2022年三季度		13.5-14元/公斤	2019年		13.5元/公斤	2019年上半年
	18.74元/公斤	2022年4月	天康生物	16.43元/公斤	2023年9月	天邦食品	17.5元/公斤	2023年三季度
神农集团	15.2+元/公斤	2023年11月		17.3元/公斤 (养殖事业部)	2022年三季度		19-20元/公斤	2023年一季度
	16元/公斤	2023年9月		17元/公斤左右	2022年7月		18.44元/公斤	2022年全年
	16元/公斤	2023年7月		17.4元/公斤左右	2022年上半年		18元/公斤	2022年二季度
	16.5元/公斤	2023年上半年		18元/公斤左右	2022年一季度		18.68元/公斤	2022年一季度
	16.6元/公斤	2023年6月	14-15元/公斤	2021年6月11日	17元/公斤	2021年年底		
16.7元/公斤	2022年全年	傲农生物	18元/公斤	2022年年底	20元/公斤以上	2021年三季度		
16元/公斤左右	2022年上半年		20元/公斤	2022年年初	19元多/公斤	2020年三季度		
16元/公斤左右	2021年全年		16元/公斤左右	2021年8月2日	11.8/公斤	2018年全年		

资料来源：wind、各公司公告，天风证券研究所

2.7 标的：大猪温氏牧原、小猪组合策略

板块β策略、资金安全是前提、优选弹性：

大猪重点推荐【温氏股份】、【牧原股份】，其次建议关注【新希望】；

小猪重点关注【华统股份】、【巨星农牧】、【唐人神】、【新五丰】、【天康生物】、【神农集团】。

风险提示：养殖疫病风险；价格波动风险；市场系统性风险。

公司	出栏量（万头）				估值（元/头）		历史头均市值区间	23Q4涨跌幅
	2022A	2023E	2024E	复合增速	2023E	2024E		
牧原股份	6120	6350	7300	9%	3481	3028	3000-22000	8.7%
温氏股份	1791	2600	3100	32%	3150	2642	3000-20000	15.4%
新希望	1461	1750	1800	11%	1195	1162	1900-20000	-15.3%
天邦食品	442	680	750	30%	936	848	900-18000	-13.2%
傲农生物-归母	389	440	300	-12%	689	1010	800-18000	-25.6%
大北农-归母	244	330	440	34%	1192	894	—	-11.1%
唐人神	216	350	450	44%	2181	1696	1500-15000	17.7%
天康生物	203	280	350	31%	2002	1601	1000-15000	24.2%
新五丰	183	300	500	65%	3725	2235	1000-30000	19.8%
巨星农牧	153	260	400	62%	5443	3538	1800-23000	36.4%
金新农	126	110	150	9%	2945	2160	2000-15000	-22.3%
京基智农	126	183	278	49%	984	648	1500-20000	-13.6%
华统股份	120	230	400	83%	3418	1965	2300-35000	44.2%
神农集团	93	150	250	64%	9395	5637	5000-30000	46.5%

一、板块回顾：冬夜漫漫，养殖产业资金压力不断蓄积

二、养猪板块：产能去化趋势已成，且有望加速，重视大周期机会

三、禽板块：白鸡引种持续断档，黄鸡产能出清彻底，有望猪鸡共振！

四、后周期板块：寒冬洗盘，静待后周期，重视优质标的 α 机会

五、种子板块：转基因玉米品种公示！2024年种植开启

六、宠物板块：国内消费韧性强，国产品牌加速崛起

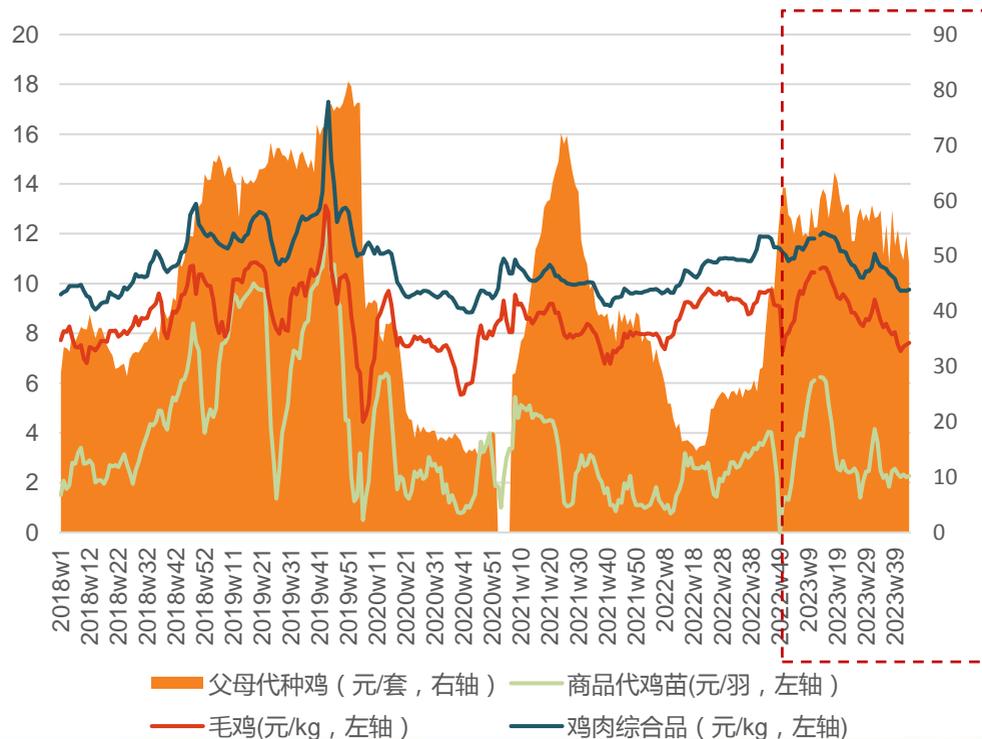
七、十大金股

3.1.1 白鸡复盘：1) 产业链价格及利润：价格前高后低；利润集中在祖代场环节

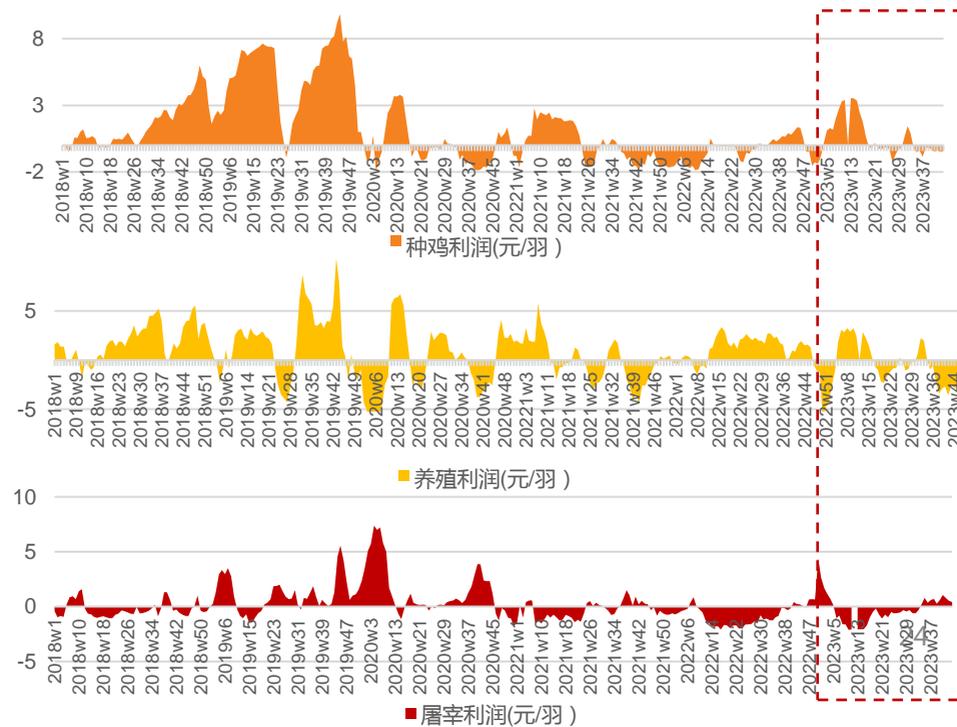
■ 价格前高后低，上半年各环节涨价明显，下半年整体较低迷；产业链利润主要集中在种禽环节。

- 价格趋势：上半年各环节涨价明显，下半年较低迷。2023年1-4月，产业链各环节鸡苗、毛鸡、鸡肉综合品价格呈大幅上涨趋势，最大涨幅分别达289%、30%、10%，主要系2022年底行业换羽量大，2023年1-4月供给减少+补栏情绪高涨，价格持续上涨。4月至今，受整体供给偏高+下游消费低迷影响，各环节价格呈下行趋势。
- 产业利润：整体分配不均衡。2023年以来利润主要集中在上游种禽端（主要是祖代场），养殖端、屠宰端整体亏损较多。

图：2018-2023年产业各环节价格走势



图：2018-2023年产业各环节利润情况

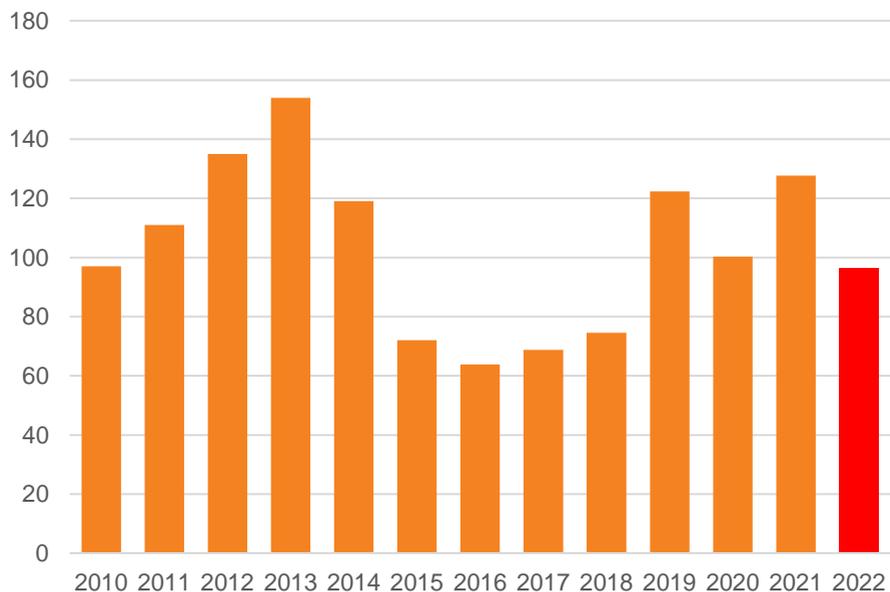


3.1.1 白鸡复盘：2) 产能变化：在产祖代减量至低位；父母代销量下滑但幅度略低预期

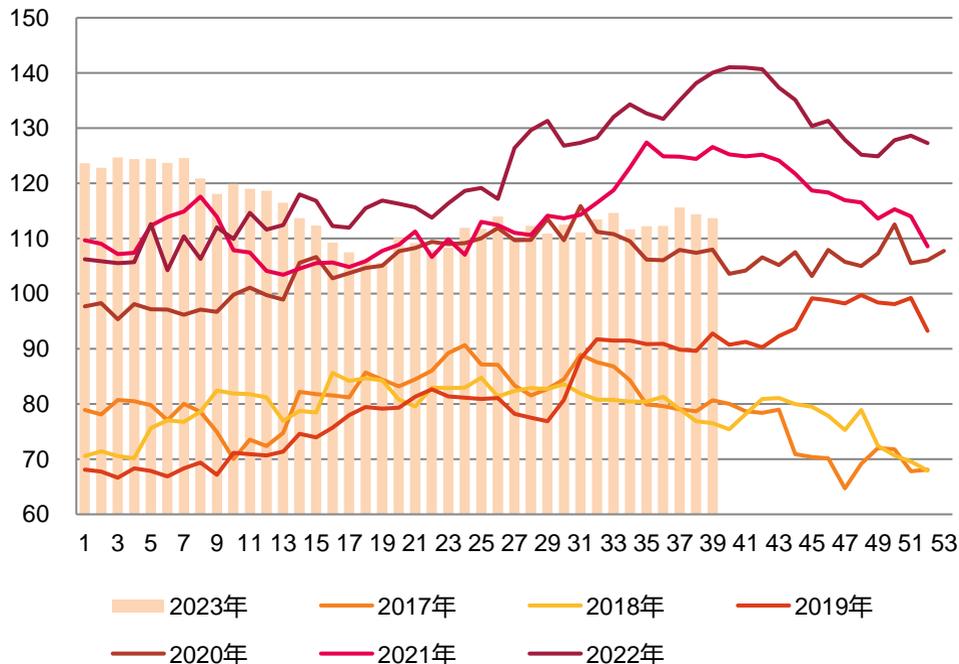
■ 引种缺口传导到哪一步？2023年在产祖代减量至低位；父母代销量呈现减量趋势，但因祖代换羽扰动，减量幅度略不及预期。

➢ 在产祖代存栏已减量至较低位。受海外禽流感影响，2022年5月以来，海外禽流感导致祖代进口持续收缩，祖代更新量（进口+自繁）下滑明显。2022年祖代更新量96万套，同比下滑25%。从祖代更新量转入在产祖代存栏需24周时间，对应到2023年在产祖代存栏量减量。

图：2010-2022年祖代更新量（万套）



图：2017-2023年在产祖代周度存栏量（万套）

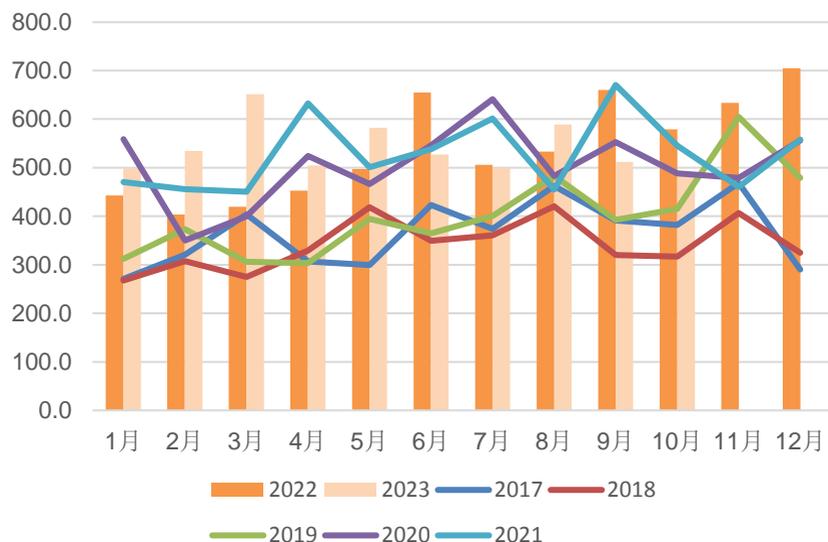


3.1.1 白鸡复盘： 2) 产能变化：在产祖代减量至低位；父母代销量下滑但幅度略低预期

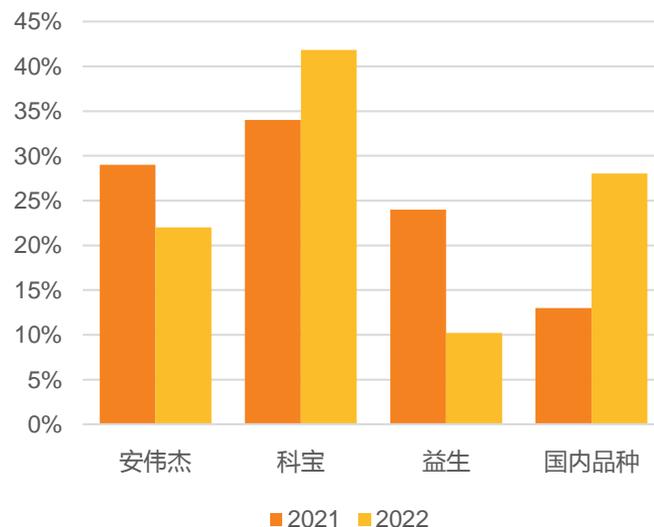
■ 引种缺口传导到哪一步？2023年在产祖代减量至低位；父母代销量呈现减量趋势，但因进口祖代换羽，减量幅度略不及预期。

- 父母代销量呈现减量趋势，但整体幅度略不及预期。自2022年12月以来，父母代鸡苗销量呈减量趋势，但幅度不及预期；2023年5月之后，父母代销量减量明显，5-10月父母代销量3197万套，与2020年水平基本持平。
- 父母代销量减量不及预期的原因或主要来自进口祖代换羽，而非国内自繁放量。祖代鸡的全生命周期约65周，若考虑换羽或延迟淘汰，生命周期或更长。考虑到2022Q4以来，父母代价格大幅上涨叠加祖代进口持续紧张，祖代换羽意愿较强。假设祖代鸡生命周期延长至100周，2023年在产祖代存栏，对应主要是2021-2022年祖代更新量。2021年祖代更新量128万套，且以进口的高质量种鸡为主，具备一定的换羽基础。以品种结构观测，2021、2022年进口（安伟杰+利丰）祖代合计占比为53%、33%，而2023年1-5月其父母代种鸡占比达65%，高于祖代占比，亦可验证父母代销量减量不及预期主要系进口祖代存在超负荷使用，而非国内自繁明显放量。

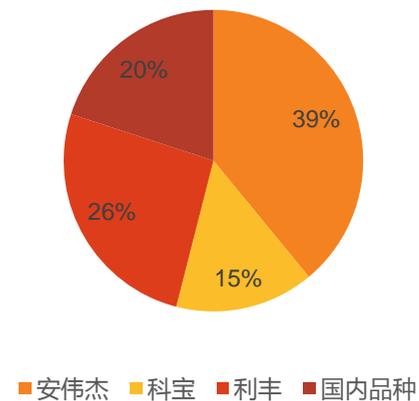
图：2017-2022年父母代销量（万套）



图：2021、2022年祖代品种结构



图：2023年1-5月父母代品种结构

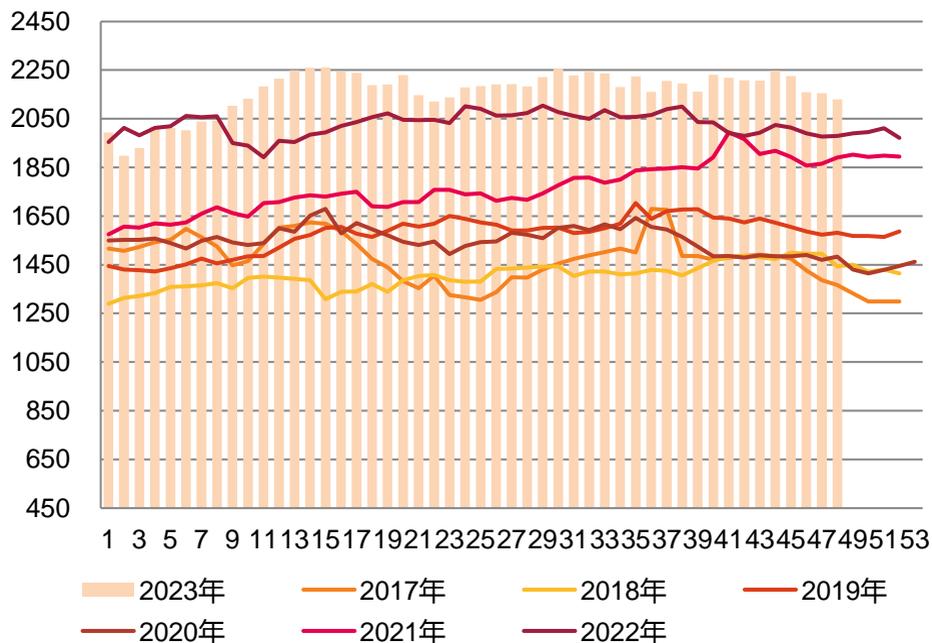


3.1.1 白鸡复盘：2) 产能变化：在产父母代存栏相对高位；商品代鸡苗供给量高，Q4边际减量

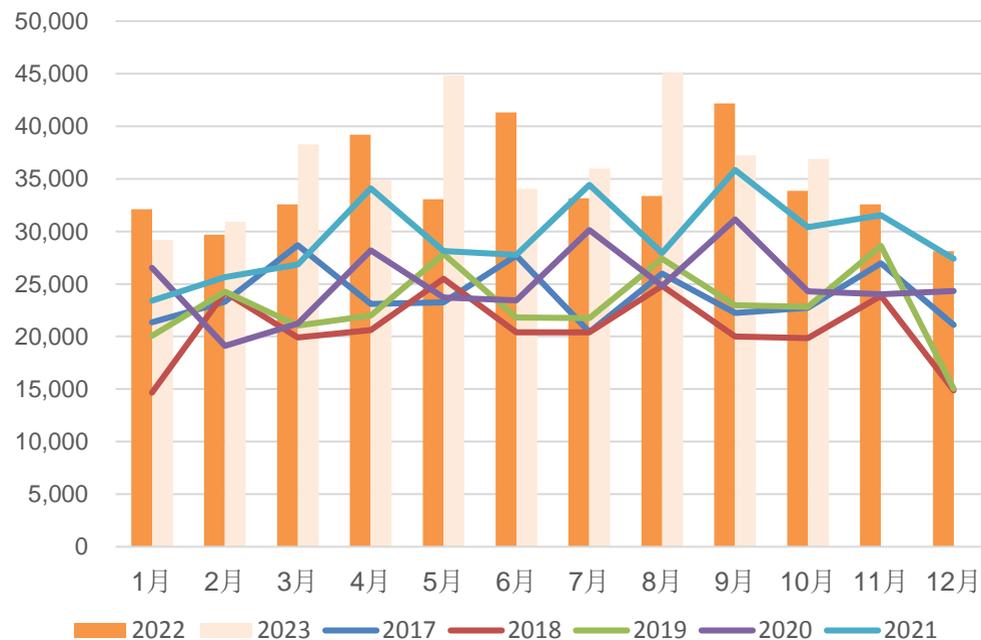
■ **引种缺口传导到哪一步？在产父母代存栏仍处于相对高位；商品代鸡苗供给已呈边际减量趋势。**

- **在产父母代存栏量：**处于相对高位，主要系行业2022年父母代销量较高+市场对后市行情预期较高、延迟淘汰。
- **商品代鸡苗销量：**2023年供给量处于近5年新高，但Q4已呈现边际减量。

图：2017-2023年在产父母代周度存栏量（万套）



图：2017-2023年商品代销量（万套）



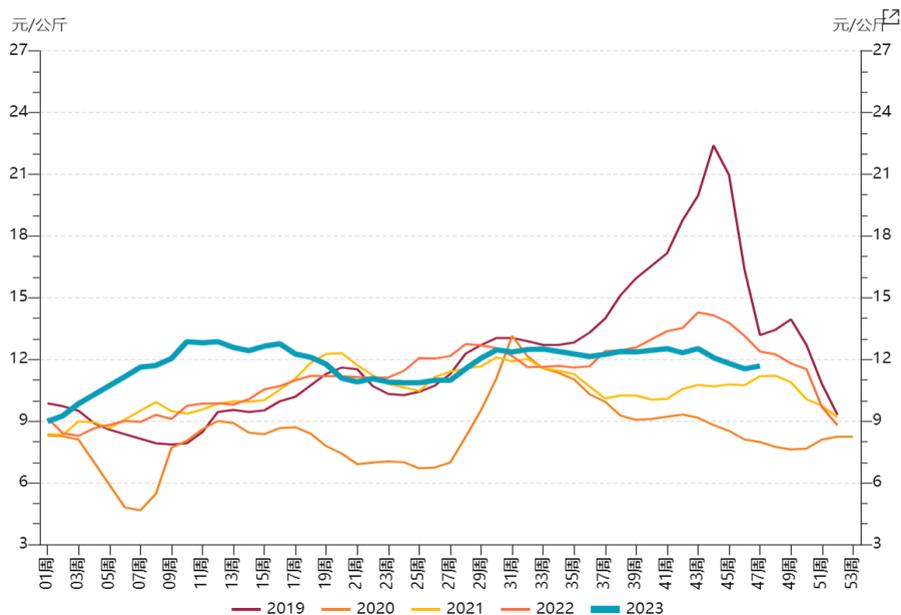
3.1.1 白鸡复盘： 3) 2023Q4商品代鸡苗价格为何低预期？

■ 2023Q4商品代鸡苗价格为何低预期？ 父母代销量减量不及预期；产业预期充分、父母代延迟淘汰；消费端低迷。

■ 2023Q4至12月中旬，据畜牧协会，商品代鸡苗均价2.2元/羽，同比下降32%，未出现原先预计的价格明显改善。我们认为主要系：

- 父母代销量减量不及预期。如前文所述，由于2021年祖代更新量较大，且进口高质量品种占比高，具备一定的换羽基础。仍会对2023年父母代供给有一定贡献。
- 产业预期充分，父母代延迟淘汰。2023年Q2、Q3以来，商品代鸡苗价格疲弱（Q2均价3.3元/羽，Q3均价2.5元/羽），但产业对后市预期较强，整体淘汰情绪较弱，淘汰鸡价格坚挺。
- 消费端低迷。鸡肉终端价格较弱带动毛鸡价格下行，养殖户补栏情绪弱，种苗价格缺少需求端支撑。

图：2019-2023年淘汰鸡价格走势（元/公斤）



图：2018-2023年鸡肉综合品价格（元/吨）



3.1.1 白鸡复盘：4) 业绩表现：2023年前三季度各标的业绩同比改善明显

- **业绩：**2023Q1-Q3，白鸡标的业绩表现同比改善明显，其中Q1、Q2更为突出。具体标的上，Q1-Q3，圣农285%>益生270%>仙坛161%>民和64%>禾丰-89%，各标的业绩差异主要与产业链布局环节不同有关。
- **价格：**上半年产业链各环节价格均有一定程度改善；Q3父母代价格景气带动益生股份均价表现较优，其他环节价格受需求端低迷影响，同比略下滑。
- **销量：**各家公司基本保持一定扩产节奏，2023Q1-Q3销量增速上，益生23%>仙坛10%>民和-0.4%>圣农-1%。

图：2023Q1-Q3，白鸡上市公司业绩拆分

公司	产品范围	归母净利润（亿元）			同比增速		
		2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q1	2023Q2	2023Q3
圣农发展	生鸡肉、鸡肉熟食、父母代	0.9	3.4	3.1	237%	1107%	8%
益生股份	父母代、商品代	3.1	2.5	1.2	209%	405%	470%
民和股份	商品代、少量鸡肉熟食	0.6	-1.0	-0.8	131%	15%	-125%
仙坛股份	生鸡肉、鸡肉熟食	0.9	1.1	0.6	310%	84%	-26%
禾丰股份	生鸡肉	0.2	-0.5	0.7	115%	-126%	-79%
公司	产品范围	销量			同比增速		
		2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q1	2023Q2	2023Q3
圣农发展	生鸡肉、鸡肉熟食、父母代	26.5万吨	28.8万吨	30.8万吨	10%	-3%	-1%
益生股份	父母代、商品代	1.5亿羽	1.8亿羽	1.8亿羽	8%	14%	23%
民和股份	商品代、少量鸡肉熟食	0.7亿羽	0.7亿羽	0.7亿羽	10%	0.4%	-0.4%
仙坛股份	生鸡肉、鸡肉熟食	10.7万吨	14.3万吨	15.0万吨	20%	27%	10%
公司	产品范围	均价			同比增速		
		2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q1	2023Q2	2023Q3
圣农发展	生鸡肉、鸡肉熟食、父母代	117182元/吨	116510元/吨	111749元/吨	13%	14%	-2%
益生股份	父母代、商品代	5.2元/羽	4.5元/羽	3.6元/羽	250%	65%	21%
民和股份	商品代、少量鸡肉熟食	4.1元/羽	2.9元/羽	2.3元/羽	267%	34%	-5%
仙坛股份	生鸡肉、鸡肉熟食	10499元/吨	10328元/吨	9766元/吨	19%	7%	-3%

资料来源：wind，天风证券研究所

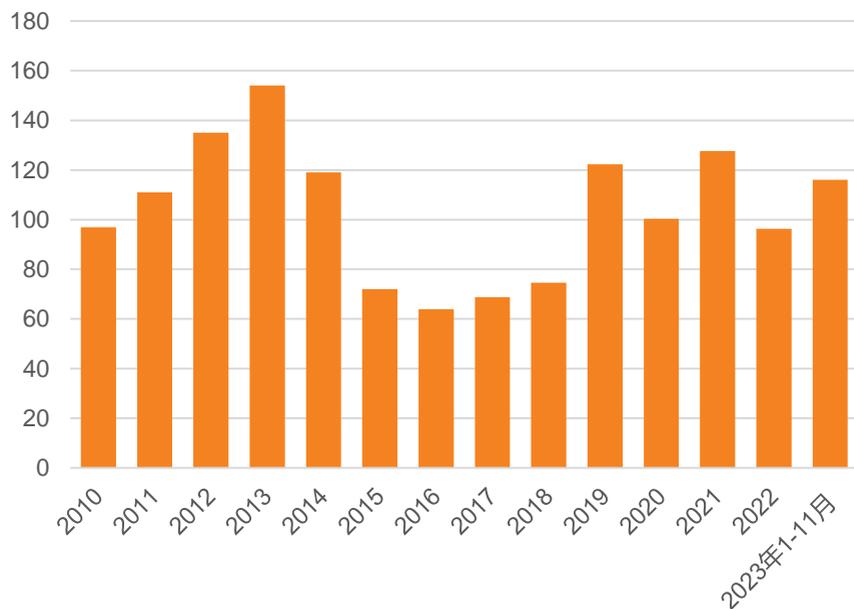
注：此处，圣农、仙坛销量仅为生鲜肉销量，不包括熟食；益生销量为父母代和商品代销量合计；民和销量仅为商品代销量

3.1.2 白鸡展望：1) 祖代：进口持续受影响，后续不确定性强

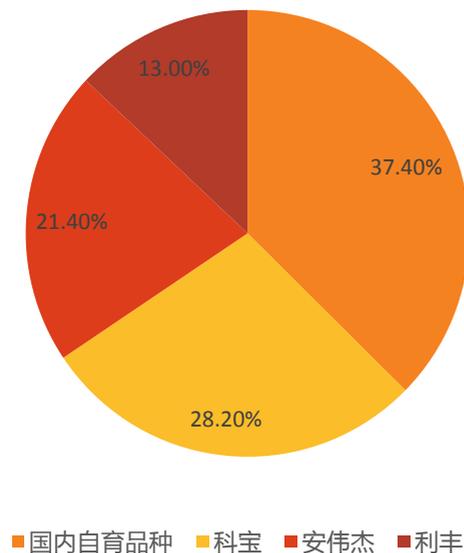
■ 祖代进口持续受影响，目前仅俄克拉荷马州可引种，后续祖代进口不确定性仍较强。

➢ **祖代更新情况：2023年总量同比增加明显，但各品种之间效率差异较大。**据博亚和讯，2023年1-11月，我国白羽鸡祖代更新量为115.4万套，同比+46%。具体结构看，国内自育品种合计占比37.4%（sz901、沃德188、广明2号分别占比18.2%、10.5%、8.8%），科宝占比28.2%，安伟杰占比21.4%（AA+、罗斯分别占比18.8%、2.6%），利丰占比13.0%。

图：2010-2023年1-11月，祖代鸡更新量（万套）



图：2023年1-11月，我国白羽鸡祖代品种结构占比

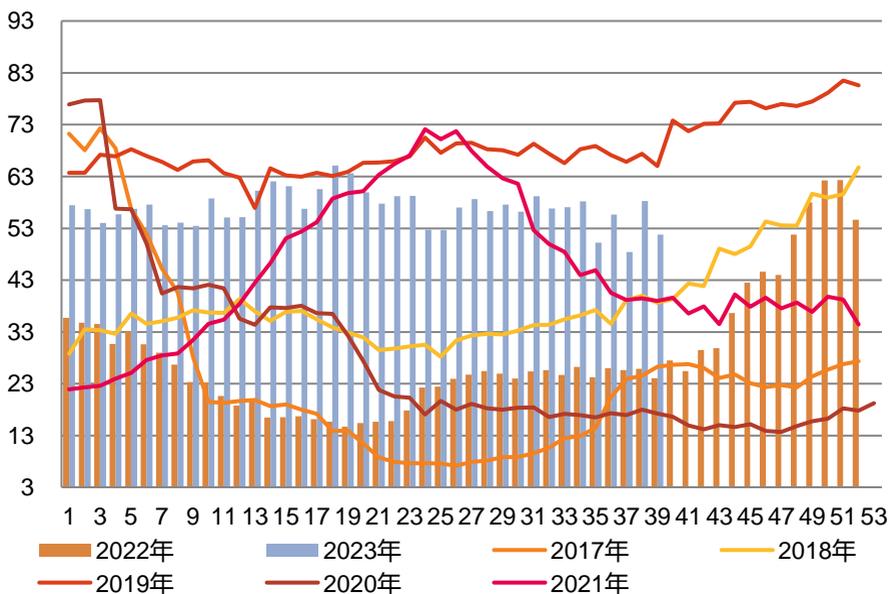


3.1.2 白鸡展望：2) 父母代苗：祖代换羽影响减弱，预计24年进口品种价格景气维持

■ **2023年父母代鸡苗价格整体维持较高水平，不同品种之间价差明显；预计2024年进口品种供给更加紧缺，景气度维持。**

- **2023年行业父母代实际成交均价50+元/套，景气度较高，仅次于2019年水平。但不同品种之间价差明显，进口品种价格较高；国内自育品种处于推广期，下游接受度提升需要时间。**据博亚和讯，10月进口父母代鸡苗价格依然偏高，AA+和利丰报价45-65元/套不等，Cobb 报价 35-50 元/套，国产品种报价 10-30元/套不等。
- **展望2024年，不同品种之间价格或仍有明显分层，预计进口品种景气度维持。**考虑到2022、2023年进口祖代更新量持续低位，叠加2021年进口祖代已逐步淘汰，换羽基础明显弱于2023年，预计进口品种的父母代鸡苗供给量偏低，仍然维持较高景气度；国产品种仍处于推广期，价格方面或对下游仍有一定让利。

图：2017-2023年父母代鸡苗价格走势（元/套）



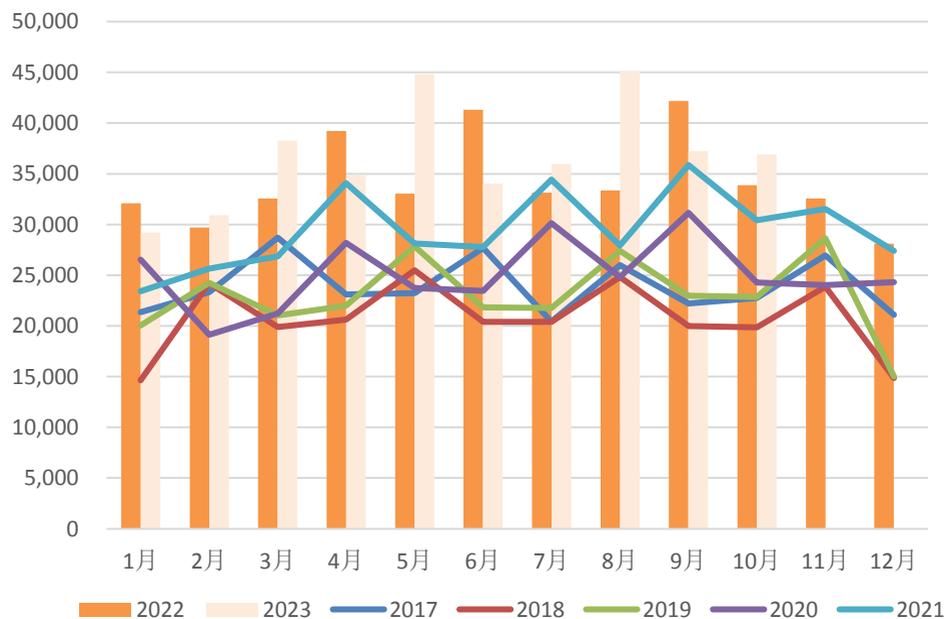
图：白羽鸡父母代各品种报价及成交价（元/套）

白羽鸡父母代各品种市场报价及实际成交价												
日期/品种	AA+罗斯308		利丰		科宝		圣泽901		沃德188			
	报价	成交价	报价	成交价	报价	成交价	报价	成交价	报价	成交价		
2022年	5月			15-18		12-15						
	6月			35-38		15-25						
	7月			35-40		25			8-10			
	8月											
	9月											
	10月	40	35-40	30	25-30	15-30	10-30	12-15	10-15			
	11月	55-58	55-58	40	35-38	20-40	15-35	12-15-20	12-15			
	12月	80	65-78	70	62-68	40-65	35-55	50	35-38			
	2023年	1月	70-80	60-70	70	52-55	40-65	40-50	50	30-35	25	20-22
		2月	70-75	55-70	70	52-55	40-60	35-45	40	30	25	20-22
		3月	70-75	65-75	70	60	40-55	35-45	35	25-30	30	23-25
		4月	80	75-80	80	65-68	50-65	45-55	45	35-38	30	27
5月		80	75-80	80	63-68	65	55-60	40	35	35	25	
6月		75-80	70-78	70-80	55-63	40-65	50左右	35	30左右	28	20左右	
7月		70-80	70-78	65-70	50-63	40-65	40-50	35	30左右	27	预计24-25	

3.1.2 白鸡展望：3) 商品代苗：2023Q4已边际减量；预计2024供给持续缩减，价格景气上行

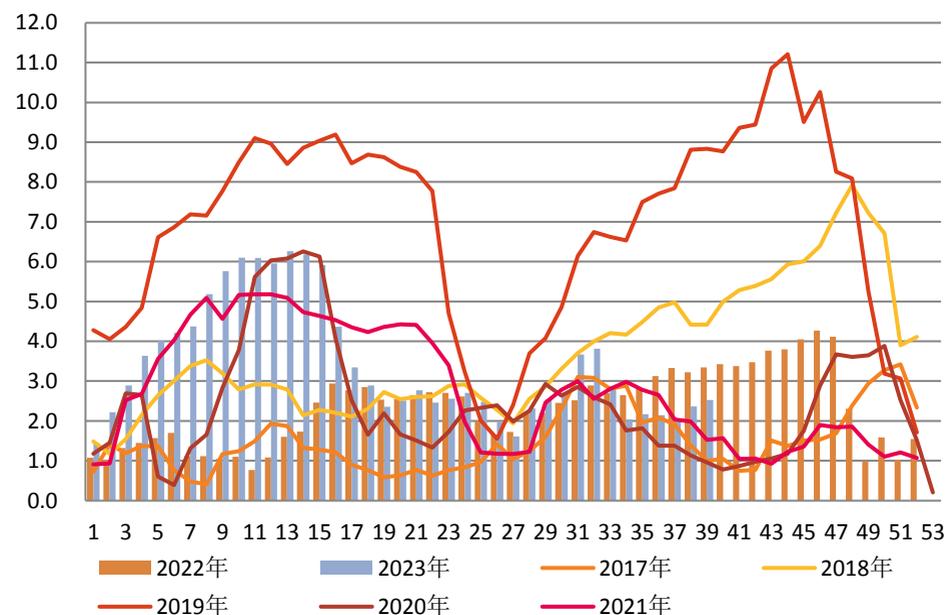
- **2023年1-4月商品代鸡苗价格景气度高，Q2-Q3景气下行；预计2024年供给持续缩减，价格景气上行。**
- **在产父母代存栏：**2022年父母代销量较高+市场对后市行情预期较高、延迟淘汰，整体在产父母代存栏仍处于相对高位。2023Q4以来商品代鸡苗价格低迷，延迟淘汰等情绪减弱，淘汰鸡价格下行。考虑到父母代减量+行业延迟淘汰情绪减弱，预计2024年在产父母代存栏呈减量趋势。
- **商品代销量：**结合在产父母代趋势，我们预计2024年商品代鸡苗供给量持续缩减（2023Q4商品代鸡苗已边际减量）。

图：2017-2022年商品代销量（万套）



资料来源：中国畜牧业协会，天风证券研究所

图：2017-2023年商品代鸡苗价格走势（元/只）

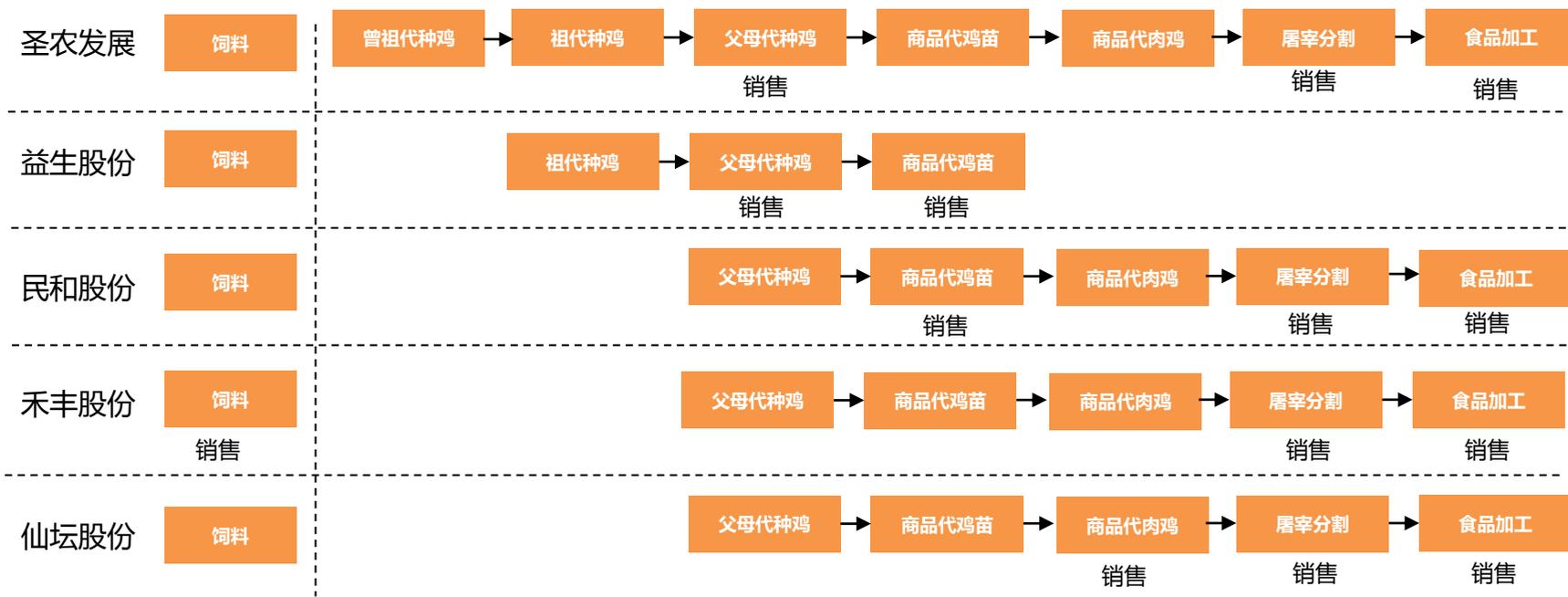


资料来源：中国畜牧业协会，天风证券研究所

3.1.3 白鸡估值：估值相对低位，安全边际较强，重视周期向上空间！

- 白鸡祖代引种收缩已持续两年，缺口已成，中游去库存逻辑逐步兑现。现阶段父母代销量已呈加速减量趋势，第一阶段产能收缩传导顺畅；商品代鸡苗供给23q4已边际下滑，考虑到父母代减量及产业情绪低迷、在产淘汰加速，预计2024年商品代鸡苗景气上行。
- **催化及利空**：催化-海外禽流感发酵、国产品种父母代销量不及预期、商品代鸡苗涨价；利空-海外引种恢复。
- **具体标的**：猪鸡共振，估值相对低位。首推【**圣农发展**】，建议关注【**益生股份**】、【**民和股份**】等。

图：国内主要的白羽肉鸡企业产业链环节

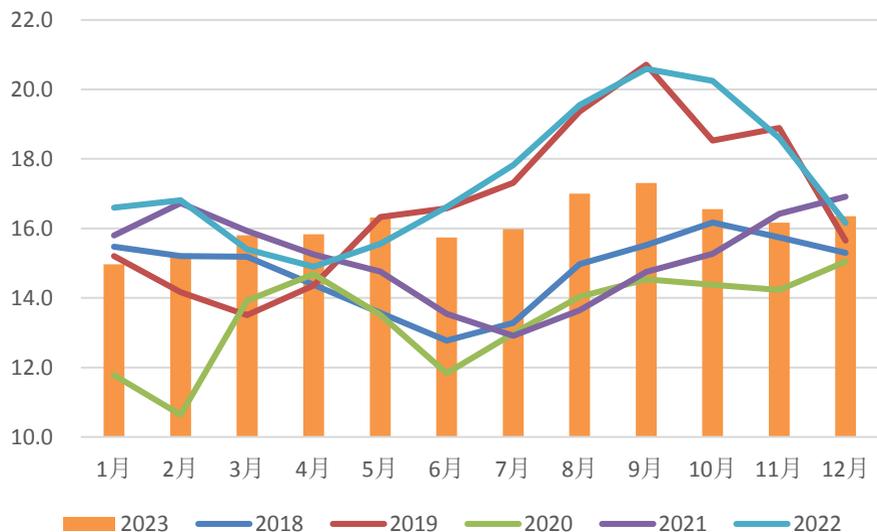


资料来源：各公司公告，公司官网，天风证券研究所

3.2.1 黄鸡复盘：1) 价格走势：2023年处于近5年中上水平，季节波动明显

- 2023年黄鸡价格处于近5年中上水平，仅次于2019年和2022年。据畜牧业协会，2023年黄鸡均价16.1元/公斤，低于2019年16.7元/公斤和2022年17.4元/公斤水平。
- 黄鸡价格呈现明显的季节性波动特征，三季度往往是节前备货时间，需求旺季，价格处于全年最高区间。2023Q3黄鸡均价16.8元/公斤，低于2019年19.1元/公斤和2022年19.3元/公斤的水平，但高于其他年份14-15元/公斤的旺季均价水平。

图：商品代毛鸡价格走势（元/公斤）



资料来源：中国畜牧业协会，天风证券研究所

图：商品代毛鸡价格呈现明显的季节波动特征（元/公斤）

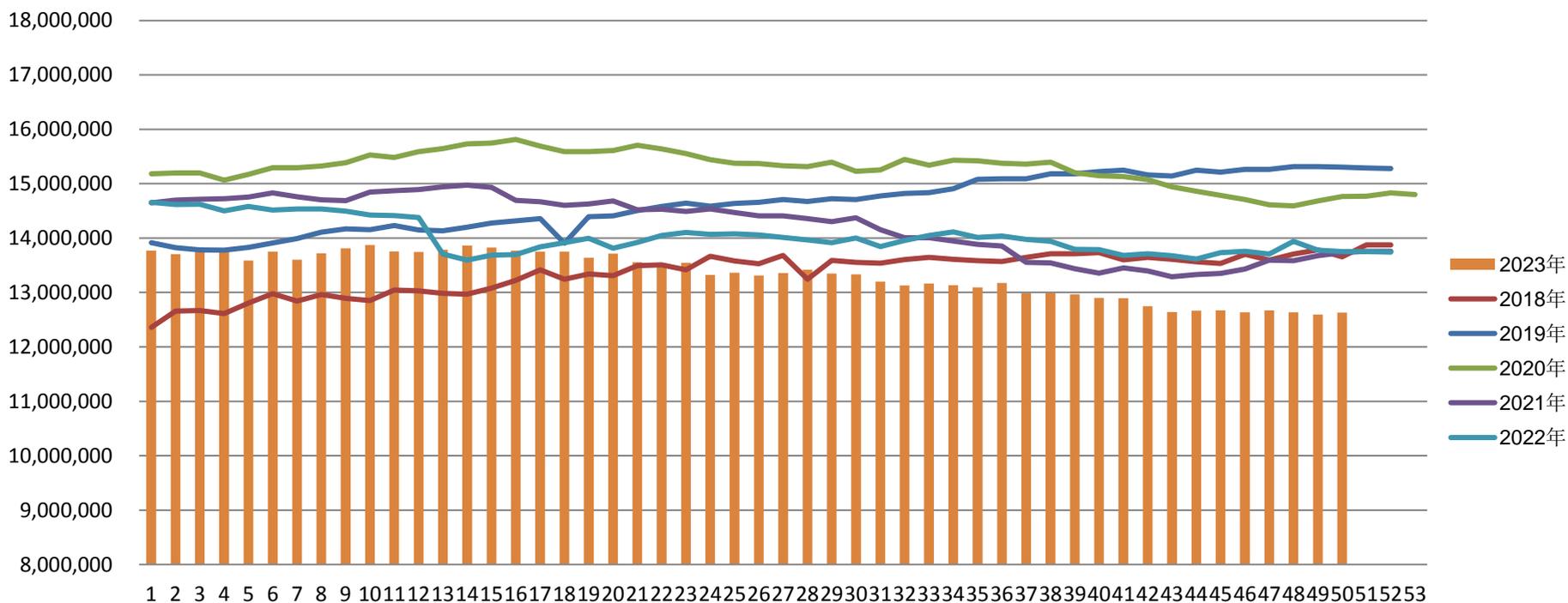
	2018	2019	2020	2021	2022	2023
1月	15.5	15.2	11.8	15.8	16.6	15.0
2月	15.2	14.2	10.6	16.7	16.8	15.2
3月	15.2	13.5	13.9	15.9	15.4	15.8
4月	14.4	14.4	14.7	15.2	14.9	15.8
5月	13.6	16.3	13.5	14.8	15.6	16.3
6月	12.8	16.6	11.8	13.5	16.6	15.7
7月	13.3	17.3	13.0	12.9	17.8	16.0
8月	15.0	19.4	14.0	13.6	19.5	17.0
9月	15.5	20.7	14.5	14.8	20.6	17.3
10月	16.2	18.5	14.4	15.3	20.2	16.6
11月	15.7	18.9	14.2	16.4	18.6	16.2
12月	15.3	15.7	15.0	16.9	16.2	16.3
均价	14.8	16.7	13.5	15.2	17.4	16.1

资料来源：中国畜牧业协会，天风证券研究所

3.2.1 黄鸡复盘：2) 产能变化：在产父母代存栏近5年新低，且处于持续下降区间

- 供给端：产业磨底时间长，去化显著，在产父母代存栏已处于近5年新低。2019年“超级鸡周期”之后，行业急速扩产；2020-2022年上半年，产业陷入低谷期，去化明显，且养殖主体数年亏损带来的资金压力限制再次进入市场/大幅扩产。据畜牧协会，截止2023年50周，在产父母代存栏1263万套，处于2018年以来历史最低位。

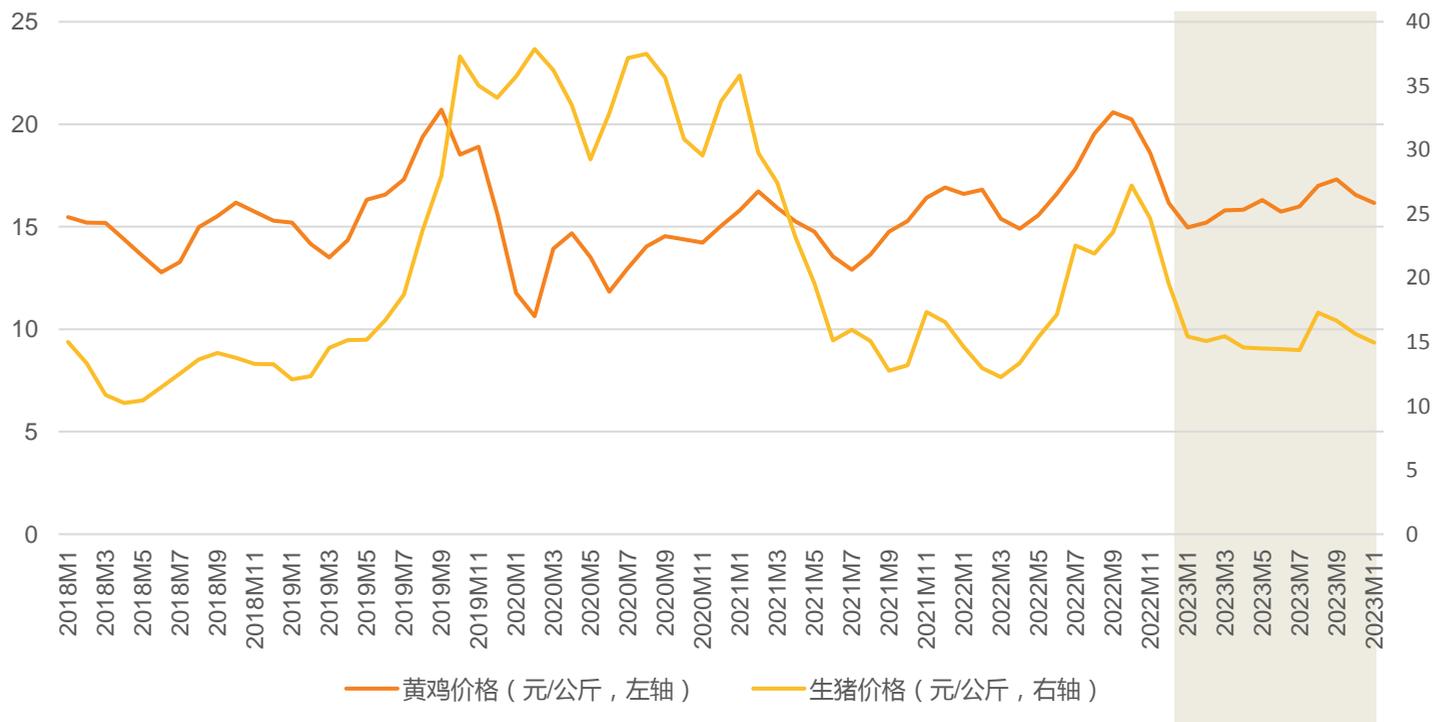
图：在产父母代存栏量（套）



3.2.1 黄鸡复盘：3) 需求端：下游消费需求较弱，对23年黄鸡价格存在压制

- **需求端：2023年黄鸡需求端表现较弱，主要受两方面影响：**1) 受宏观经济影响，下游消费环境较为疲弱；2) 2023年低迷猪价对黄鸡价格压制明显。通过复盘2018年至目前猪价及黄鸡价格情况可见，猪价和黄鸡价格相关性显著，主要系两类肉类蛋白消费渠道高度协同，均以家庭消费为主。2023年生猪价格持续低迷，对黄鸡需求压制明显。

图：黄鸡价格和猪价强相关



3.2.2 黄鸡展望：供给端出清明显，重点关注需求端恢复情况

- 目前供给端出清明显，考虑禽养殖生产周期，预计从父母代扩产到商品代增量至少需要半年以上时间。考虑到行业去化时间长、资金流紧张，短期快速扩产可能性低。参考2022年三季度黄鸡价格表现，彼时在产父母代存栏低位+短期需求快速提振，价格景气度大幅提升，高于2019年同期水平。截止目前，在产父母代存栏量低于2022年三季度水平，处于近5年最低位，出清明显。
- 2024年猪价景气度有望改善，或提振黄鸡价格。如前文所述，目前黄鸡产业供给端出清明显，周期判断的核心矛盾点集中在需求端，以2023年7月底为例，产能端环比变动不大的情况下，猪肉价格迅速反弹带动黄鸡价格迅速提振，两者起涨点基本一致。
- 具体标的上，建议关注【温氏股份】、【立华股份】。供给近5年低位+猪价提振需求，黄鸡价格景气度有望改善。近年来黄鸡市场整体萎缩趋势下，龙头企业黄鸡出栏量逆势提升，预计2023年温氏、立华出栏量分别为11+亿羽、4.5亿羽，市占率分别约占30%、10%+。重视周期景气回暖的受益标的！
- 风险提示：价格波动风险；禽流感等疫病发生；下游消费恢复不及预期。

一、板块回顾：冬夜漫漫，养殖产业资金压力不断蓄积

二、养猪板块：产能去化趋势已成，且有望加速，重视大周期机会

三、禽板块：白鸡引种持续断档，黄鸡产能出清彻底，有望猪鸡共振！

四、后周期板块：寒冬洗盘，静待后周期，重视优质标的 α 机会

五、种子板块：转基因玉米品种公示！2024年种植开启

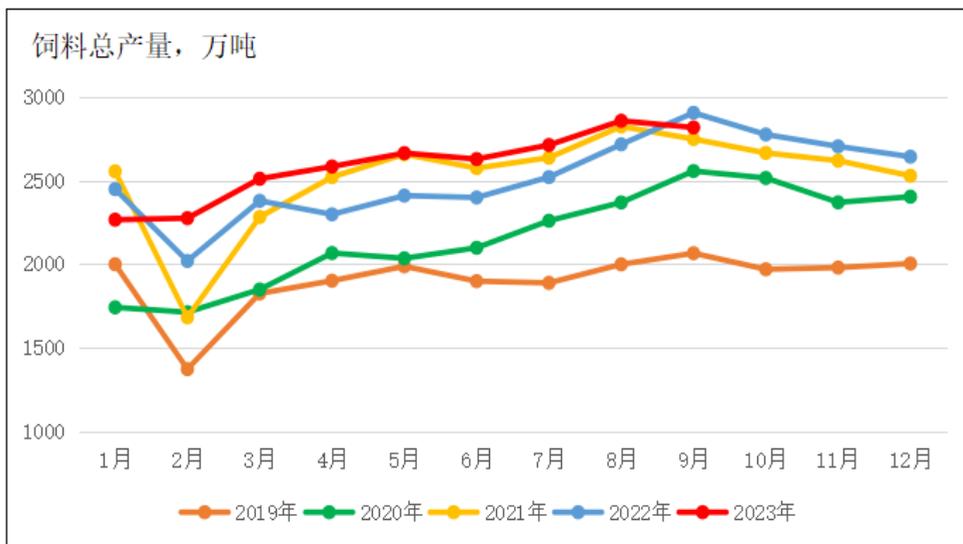
六、宠物板块：国内消费韧性强，国产品牌加速崛起

七、十大金股

4.1.1 饲料板块：2023年总量整体增长，畜禽料恢复明显，水产料下滑

- 2023年饲料产量整体增长，畜禽料恢复较明显，水产料受消费端低迷影响有所下滑。2023Q1-Q3，我国工业饲料总产量23264万吨，同比增长5.3%。
- 猪料：创历史新高，在各品类中增长最快。2023年以来，行业大猪存栏量大，猪料需求较高；叠加2022年前三季度猪料基数低，2023年猪料增速较快。2023Q1-Q3，猪料产量10660万吨，同比增长10.3%；其中仔猪料、母猪料、育肥猪料同比增长9.5%、9.1%、12.6%。
- 禽料：产量稳步增长，其中蛋禽料基本持平；肉禽料增速较快，处于近5年同期较高水平。2023Q1-Q3，禽料产量9268万吨，同比增长3.6%。分结构看，①蛋禽料：同比基本持平，蛋鸡料下滑，蛋鸭料增长。2023Q1-Q3，蛋禽料产量2386万吨，同比增长0.2%，位于近5年平均水平，其中，蛋鸡料同比下滑2.6%，蛋鸭料同比增长6.2%。②肉禽料：同比增长较快，处于近5年同期较高水平，主要系前三季度肉禽养殖盈利水平同比改善，补栏积极性较好。2023Q1-Q3，肉禽产量6882万吨，同比增长4.9%。细分结构看，肉鸡料、肉鸭料同比增长分别为5.2%、4.2%。
- 水产料：2022年底压塘+2023年消费回暖不及预期，水产养殖行情低迷，饲料需求不及预期。2023Q1-Q3，水产饲料产量1876万吨，同比下滑9.3%。

图：2019-2023年9月饲料总产量情况（万吨）



4.1.2 饲料板块：预计2024年水产料逐步回暖、猪料量增承压、禽料盈利改善

■ 行业景气度判断：养殖产能去化，预计2024/2025年景气度向上。

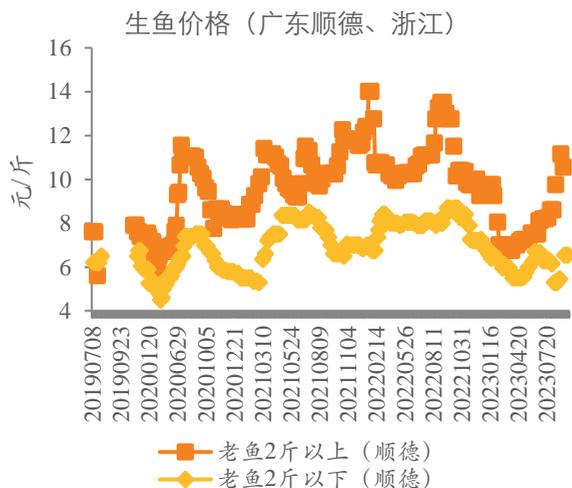
➢ 不同于畜禽料主要由行业现有存栏量决定，水产品可以以浮游生物为食，水产料销量的关键因子包括**绝对存塘量**和**投喂系数**，而投喂系数的高低往往和**当期鱼价**、**未来鱼价预期**、**存塘新老鱼结构**相关。

➢ 2023年以来，受存塘鱼、消费不景气、极端天气等因素影响，行业整体鱼价持续低迷，据水产前沿，1-11月生鱼、加州鲈、白对虾均价同比约-26%/-19%/-9%，下游水产养殖端承压明显，多品种水产投苗意愿不强，养殖产能或有去化，2024/2025年有望迎来水产景气行情。

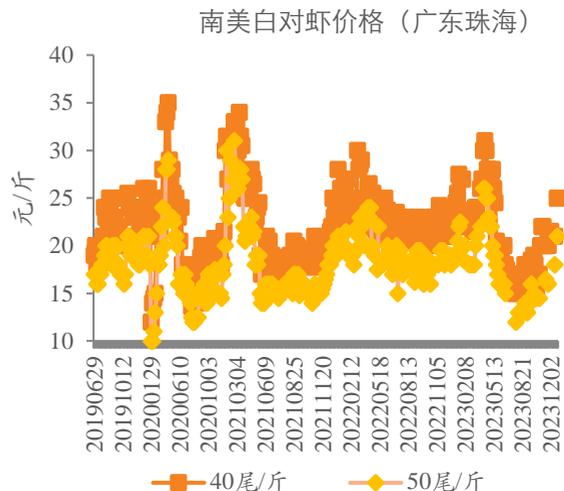
■ 竞争格局：需求疲弱+原材料急速上涨，中小饲料企业或加速退出，行业集中度有望提升。

➢ 2022-2023年是水产料行业寒冬，水产养殖行情差，饲料特别是普水料需求变差；其次是大宗原材料，尤其是秘鲁鱼粉配额取消导致鱼粉价格急速上涨，中小饲料企业压力明显，行业集中度有望提升。

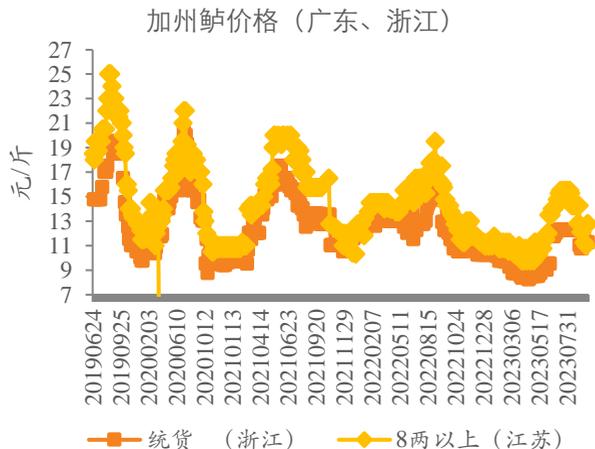
图：2019-2023年生鱼价格（广东顺德、浙江）



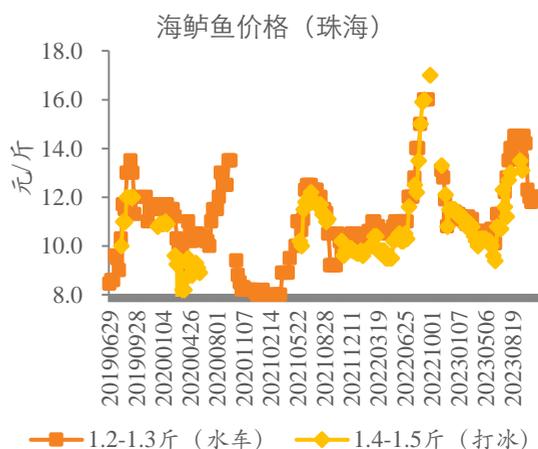
图：2019-2023年南美白对虾价格（广东珠海）



图：2019-2023年加州鲈价格（广东、浙江）



图：2019-2023年海鲈鱼价格（珠海）



4.1.2 饲料板块：预计2024年水产料逐步回暖、猪料量增承压、禽料盈利改善

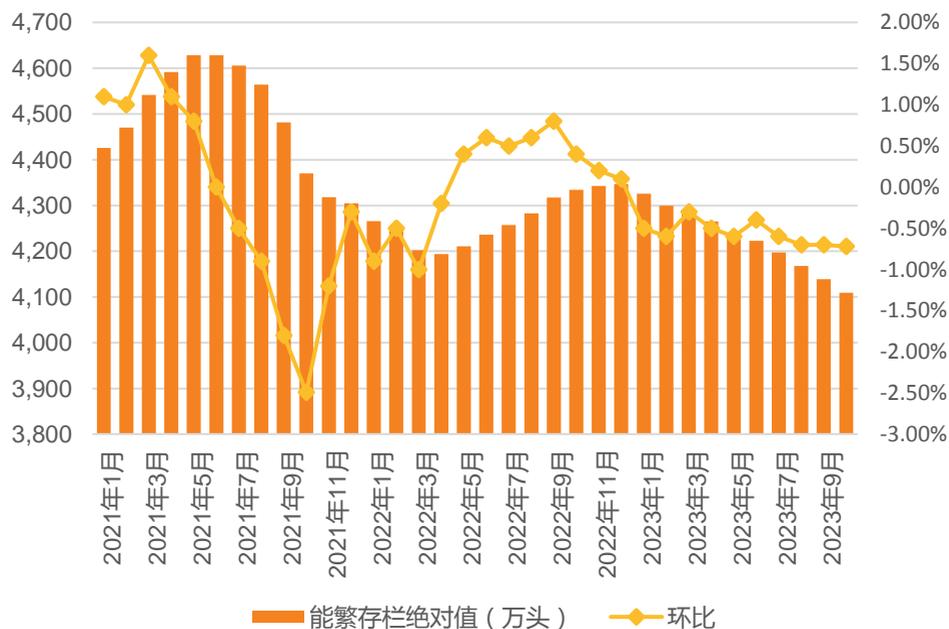
■ 猪料：产量与10个月前的猪价走势相关；考虑到2023年猪价低迷，产能逐步去化，叠加2023年高基数，预计2024年猪料量增承压。

- 短期看，猪料需求量与下游养殖景气相关，直接受下游养殖规模变动影响，呈现周期波动的特征。数据拟合显示，猪价与10个月后的猪料产量走势基本一致。这与行业补栏节奏相关，当生猪价格底部向上，养殖户补栏增加，对应到10个月后猪料需求边际向上。
- 考虑到2023年猪价持续低迷，能繁逐步去化，预计2024年行业生猪存栏量下降，猪料需求下降。叠加2023年猪料增速较快，基数较高，我们预计2024年猪料销量增长有一定压力。

图：2019-2023年9月饲料总产量情况（万吨）



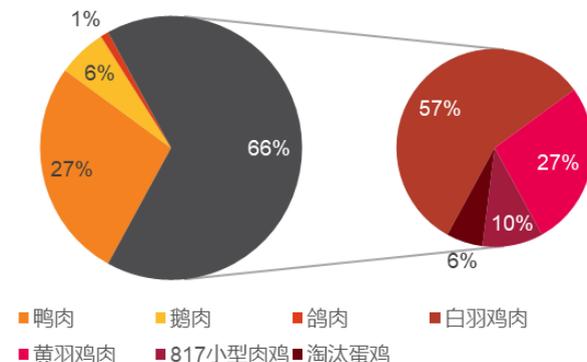
图：2021-2023年9月能繁母猪存栏量（万头）及环比增速



4.1.2 饲料板块：预计2024年水产料逐步回暖、猪料量增承压、禽料盈利改善

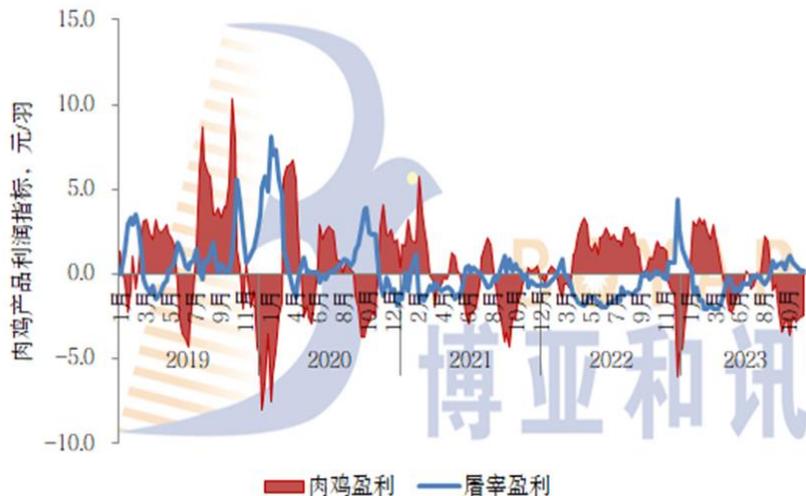
- 肉鸡、肉鸭是最主要的禽肉品种。从结构上看，2021年鸡肉在禽肉中占比66%，鸭肉占比27%，合计达93%。鸡肉中，白羽鸡占比最大，达57%；黄羽鸡其次，占比27%。
- 展望2024年，养殖景气度改善+大宗原材料回落，禽料盈利水平有望提升。一方面，2023年白羽鸡、黄羽鸡产能持续去化，预计2024年下游养殖景气度有望改善；另一方面，2023Q4开始，大宗原材料价格明显回落，或进一步增厚禽料吨利水平。

图：鸡肉、鸭肉是主要的禽肉品种（2021年）



资料来源：中国畜牧业协会家禽业公众号，观研报告网，天风证券研究所

图：2019-2023年白羽鸡养殖端、屠宰端盈利



图：2023年9月开始，大宗原材料价格回落明显



资料来源：博亚和讯，天风证券研究所

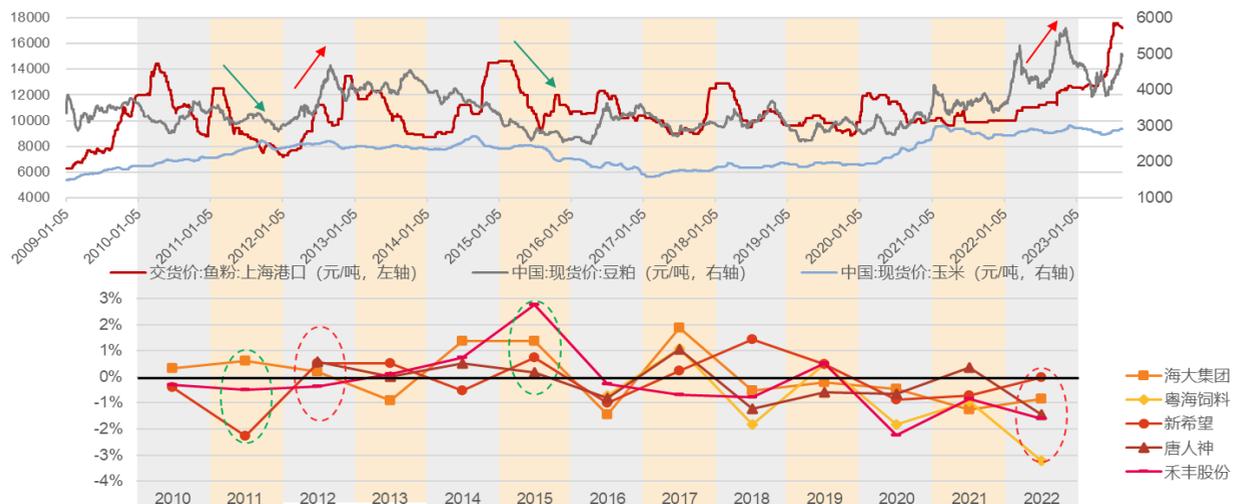
资料来源：wind，天风证券研究所

4.1.2 饲料板块：重点推荐基本面拐点+估值相对底部的【海大集团】！

■ 短期重视水产景气周期向上带来的业绩拐点，长期关注公司核心竞争力带来的市占率持续提升！

- **水产料**：国内市场，海大超额优势提升，有望迎景气大周期；海外市场，空间大、竞争小，海大具备先发优势，有望持续贡献增量。国内目前已形成“2+N”竞争格局，梯队差距明显，海大在国内市占率15%+。2023年以来，受消费低迷+大宗原材料（鱼粉、豆粕等）涨价影响，水产养殖户亏损严重，多品种鱼养殖产能均有去化，蓄力景气大周期；在原材料快速波动中，预计海大原材料采购及配方优势将进一步凸显，市占率有望加速提升。以东南亚为代表的海外市场水产料空间大、竞争小。目前东南亚市场养殖技术及设备仍相对落后，逐步向工业化养殖转换，水产饲料渗透率有提升空间，且竞争较小，基本是正大+1-2个本地企业为主。随着海大在东南亚、非洲等地资源投入增加，增量空间较大。
- **猪料**：产品、客户结构改善有望带动公司吨利改善。目前生猪产能逐步去化，预计2024年行业猪料增长承压。考虑到公司持续加强对猪场服务队伍的打磨与建设，目标客户转向家庭农场和规模场，整体抗养殖周期能力提升。此外，高毛利的前端料占比持续提升有望进一步增厚吨利！
- **禽料**：重视禽链养殖景气向上带来的量利齐升！2024年下游禽养殖景气度有望改善，饲料需求增加或带动公司产能利用率提升，吨利有望改善。

图：2009-2022年，原材料价格、各饲料公司毛利率同比变动幅度



4.2.1 动保板块：2023Q3养殖利润转负，动保业绩承压

□ 动保板块作为养殖上游，营收、利润增速与养殖板块的营收、利润增速有较强的相关性。

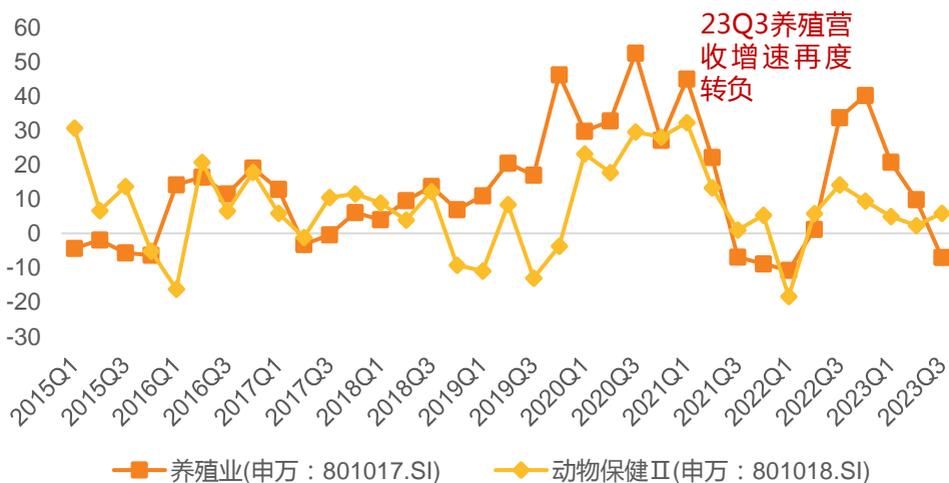
- 随2022年内随着Q2猪价快速上行，对应着养殖行业营收、利润同比迅速回正，同时动保板块22Q4以后板块利润增速同比转正。
- 随着年内猪价23年3月以来的持续低位，养殖业利润于23Q2再度同比转负，对应动保后周期业绩承压，板块增速于23Q3重新同比转负。

图：22省市平均猪价走势（元/kg）

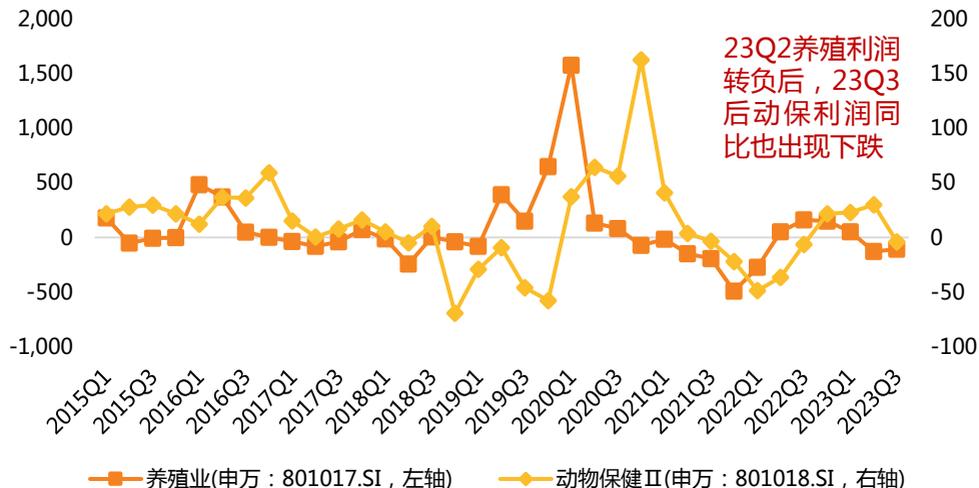


资料来源：wind，天风证券研究所

图：动保行业与养殖业营收增速对比（%）



图：动保行业与养殖业利润增速对比（%）



4.2.1 动保板块：2023Q3养殖利润转负，动保业绩承压

□ 动保板块营收利润承压背景下，关注动保企业底部的新变化，以梳理启动时的新逻辑！

- 在市场关注的重点中，动保公司呈现几个新趋势：①在当前历史底部阶段，积极多种模式**绑定集团客户**成为突破动保竞争格局恶化的重要方式；②多家上市公司重点进军**宠物板块**，宠物动保的高增长或将创造新市场空间；③**非洲猪瘟疫苗**依然为传统动保市场的重点把握方向！

图：动保个股情况

	同比(%)	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	关注点
中牧股份	营收	-12.9	13.8	15.7	26.5	-5.5	-1.8	8.0	•国企改革逐有成效；多资产注入创造业绩弹性；签约中科院亚单位非瘟疫苗递交应急审批有望率先打开非瘟疫苗市场。
	净利润	-17.1	-20.7	-3.0	204.0	4.8	4.5	-10.7	
生物股份	营收	-34.2	-6.5	-6.3	-4.0	6.5	6.8	14.5	•多种非口疫苗结构上升；签约中科院亚单位非瘟疫苗递交应急审批有望率先打开非瘟疫苗市场。
	净利润	-61.7	-48.6	-34.6	101.7	31.8	15.6	46.4	
瑞普生物	营收	-30.2	7.6	24.0	19.5	13.3	6.5	4.3	•禽苗联合圣农打造集团客户合作标杆；宠物板块新品驱动快速增长+猫三联获批有望打开新空间。
	净利润	-37.9	-22.5	5.2	-5.7	11.9	44.1	2.4	
普莱柯	营收	-20.5	-1.2	29.5	44.9	24.6	15.5	-0.2	•集团客户渗透率稳步提升；大单品销售持续增长；降本增效显著；合作兰研所亚单位非瘟疫苗递交应急审批有望率先打开非瘟疫苗市场。
	净利润	-56.8	-44.3	-21.5	205.5	74.5	21.8	28.7	
科前生物	营收	-36.5	-15.5	27.0	-3.8	37.9	32.1	0.9	•圆环、腹泻疫苗等大单品的逐步落地；宠物板块快速布局，中心医院打造中，猫三联获批有望打开新空间；独立研发非瘟活载体、亚单位疫苗双重路径。
	净利润	-46.3	-41.7	24.6	-31.8	49.3	51.6	-4.9	
回盛生物	营收	-34.4	-13.9	30.6	40.4	12.0	14.3	-11.7	•原料药工艺持续优化；和新产能的持续投产与产能爬坡进度；集团客户的持续开拓。
	净利润	-96.8	-88.1	8.1	100.2	634.0	-76.8	-105.1	

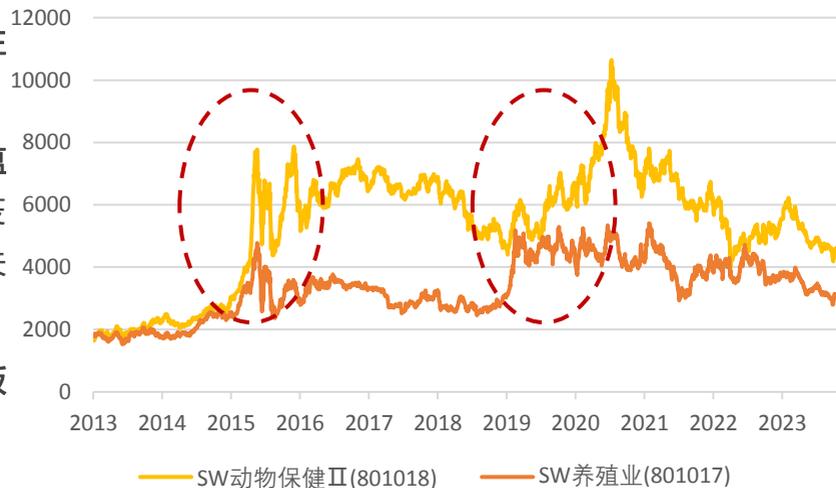
资料来源：Wind，各公司公告，天风证券研究所

4.2.2 动保板块：养殖后周期和大单品有望成为驱动动保板块景气的核心因素

□ 养殖后周期和大单品有望成为驱动动保板块景气的核心因素。

- 从后周期看，我们认为目前生猪养殖行业累计去化已经持续较长时间，应该关注养殖后周期带来的动保景气逻辑演绎。
- 22年8月、23年1-2月动保板块走出了相对独立行情，我们分析这主要是因为非瘟疫苗进展驱动短期板块行情：春季疫病反复，非洲猪瘟疫情加重+海外禽流感疫情蔓延，下游养殖对于高质量、可靠的非瘟疫苗的需求再提高，对应1-2月相关个股（中牧股份、科前生物、生物股份、普莱柯、瑞普生物）涨幅板块内领先。
- 我们预计，2024年动保大单品有望获批与销售，叠加生猪产能去化带动的养殖板块与后周期板块的逻辑演绎，动保板块或有望迎来持续行情！

图：动保板块行情与生猪板块行情相关性



资料来源：Wind，天风证券研究所

图：2022年1月-2023年11月养殖业&动物保健指数及动保主要个股的月度股价涨跌幅（%）

	2022年												2023年										
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月
养殖业	-0.5	1.1	5.4	-13	1.1	9.9	7.9	-0.5	-11	-9.4	5.5	1.8	2.7	0	1	-3.8	-14	5.1	6.7	-9.6	-3.0	2.4	3.4
动物保健Ⅱ	-8.8	4	-7.2	-22	12.9	5.8	-3.3	10.3	-3.9	2.6	9.4	-3.2	10.4	12.2	-7.4	-7.7	-5.7	-2.3	2.6	-5.5	-0.2	-2.5	2.5
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月
回盛生物	-13	2.1	-15	-23	38.5	-1.4	-7.5	21	6.6	-15	-3.6	-5.5	4.9	2.3	-11	-7.6	-6.5	0.0	4.8	-7.0	-4.1	0.3	4.2
金河生物	-11	1.8	-5.2	-20	10.5	2.2	-0.8	14.2	-2.4	-3.8	7.1	-5	10.3	-2.6	-4.3	-4.7	-1.6	-2.7	4.0	-1.0	2.3	0.4	0.8
科前生物	-8.5	7	-6.6	-28	20.9	19.9	-6	-0.6	-15	16	7.9	-14	8.3	29	-13	-6	-9.8	3.9	-3.9	-10.1	0.5	1.2	-1.2
普莱柯	8.1	20.5	-4	-27	20.2	10.3	4.4	6.9	-5.1	-3.3	0.1	-0.2	3.8	12.3	-11	-6.5	-9.1	-2.4	2.5	-7.7	-3.1	0.3	2.7
瑞普生物	-11	-0.3	-11	-20	10.6	5.8	-3	22.4	-6	2.6	-3.4	-3.9	7.5	11.8	-3.3	-0.6	-12	-4.3	5.2	1.1	-3.4	-0.2	-0.3
生物股份	-13	-2.6	-16	-29	3.2	6.3	-7.3	2.3	-8.9	6	6.8	1.8	18.5	18	-5.7	-9.4	-4.7	-6.6	7.5	-7.9	0.0	3.8	9.5
中牧股份	-7.5	8.9	-1.7	-14	12.5	-1.7	-6.5	16.2	0.1	0.7	-0.5	-12	10.6	23.9	-6.3	-13	-5	-3.9	5.7	-6.2	-2.5	0.7	3.9

4.2.2 动保板块：非洲猪瘟疫苗大单品有望突破

□ 非洲猪瘟防疫需求提振，疫苗审批稳步推进中！

- **新疫病催生新需求。**当前经济动物养殖依然面临着众多疫病，例如生猪养殖的非洲猪瘟（目前仍无有效疫苗/药物，亚单位疫苗路径有望率先突破）、蓝耳病、圆环病、伪狂犬病等；禽养殖的禽流感、鸡新城疫、鸡传染性支气管炎等；牛羊养殖的布病、小反刍兽疫、结核病等。
- **我们认为：** 1）2023猪病仍存，对养殖企业的养殖成本影响依然存在，行业内对高质量、有效的疫苗需求再度提振；2）非瘟疫苗技术路径重要性突出，亚单位疫苗具有显著突出的安全性。
- 2023年4月，中科院（中牧股份、生物股份）和兰研所（普莱柯）两条路径于正式向农业农村部上报非瘟亚单位疫苗的应急审批流程。截至2023年12月，普莱柯、中牧股份等已提交了非洲猪瘟亚单位疫苗应急评价申请，由农业农村部组织应急评审。
- 除此以外腺病毒载体疫苗、mRNA疫苗等多条路线也有望持续推进。我们预计，若报批流程顺利，相关上市企业业绩或迎来业绩高增长的新空间！

4.2.2 动保板块：宠物动保需求增长快，国产品牌有望崛起

□ 宠物动保产品需求增长快！

➢ 根据国际动保联盟，国外宠物兽药使用量占兽药总体比重达40%（2020年），显著高于我国。

➢ 我国宠物行业发展迅速，宠物动保成长空间大！我国宠物市场规模总体增长较快，其中宠物医疗市场份额稳步提升，2023年我国宠物药品市场规模有望达63亿元，有望于2027年市场规模突破百亿（兽药信息资讯预测）。对应我国未来宠物药品市场规模有望5年实现翻倍增长。

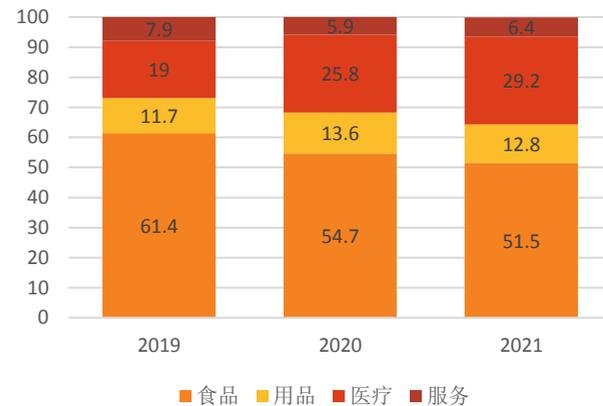
➢ 我国宠物动保市场中，国外品牌占据主导。根据前瞻产业研究院，截至2023年12月，宠物用药品领域国际品牌仍占据主导地位，代表性企业包括Zoetis(硕腾)、MSD(默沙东)、Boehringer Ingelheim(勃林格殷格翰)等，但是瑞普等公司已有布局。在我国宠物医疗设备、耗材领域，国产品牌已经突起。

图：2017-2021年中国犬猫宠物消费市场整体规模（亿元）



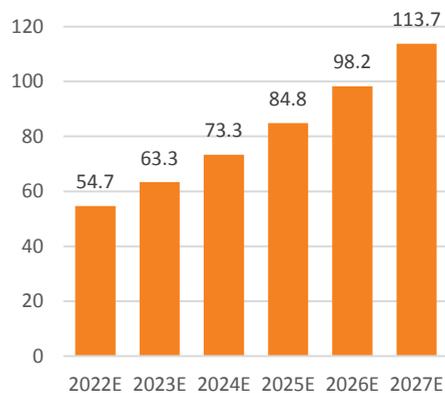
资料来源：维宠宠物，中国宠物行业白皮书，天风证券研究所

图：2019-2021年宠物行业消费结构变化（%）



资料来源：中国宠物行业白皮书，天风证券研究所

图：我国宠物药品市场规模预测（亿元）



资料来源：兽药信息资讯公众号，天风证券研究所

图：2023年我国宠物医疗产业链主要品牌



资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

4.2.2 动保板块：宠物动保需求增长快，国产品牌有望崛起

- 国内动保公司积极进军宠物动保行业，国产品牌有望持续突围宠物动保市场空间广阔，国内动保标的公司也积极进行相关产品储备，瑞普生物驱虫产品线储备较完备，生物股份、科前生物以多种猫/犬联苗为主，普莱柯目前在宠物用药品已初步建立产品条线，积极推进宠物联苗产线。

图：部分上市公司部分宠物动保产品

公司	产品	适用	用途	进度
瑞普生物	克林霉素磷酸酯颗粒	犬类	用于宠物犬皮肤创伤、脓肿和深层感染治疗的速溶性口服药物	已获批
	复方制霉菌素软膏	犬类、猫类	抵抗细菌、真菌、寄生虫以及瘙痒，是犬猫通用耳部外用软膏制剂	已获批
	吡虫啉莫昔克丁滴剂	犬类、猫类	绕过肝脏首过效应和胃肠道刺激，一站式防治犬、猫体内外28种寄生虫	已获批
	伊维菌素吡喹酮咀嚼片	犬类	用于治疗犬线虫感染和绦虫感染	已获批
	犬瘟热、细小病毒病、腺病毒病、副流感四联活疫苗	犬类	用于预防犬瘟热、犬细小病毒病、犬腺病毒病和犬副流感	已获批
	猫鼻气管炎、杯状病毒病、泛白细胞减少症三联灭活疫苗	猫类	用于预防猫鼻气管炎、杯状病毒病和泛白细胞减少症	截止2023年8月，产品已获得应急评价
普莱柯	犬二联活疫苗	犬类	犬瘟热、细小病毒病二联活疫苗	截止2023年6月，产品已通过新兽药注册技术初审
	犬四联活疫苗	犬类	犬瘟热、细小病毒病、传染性肝炎、副流感四联活疫苗	截止2023年6月，产品正在临床试验阶段
	猫三联灭活疫苗	猫类	猫泛白细胞减少症、嵌杯病毒病、鼻气管炎三联疫苗	截止2023年12月，产品已获得应急评价
	复方非泼罗尼滴剂（猫用）	猫类	高效体外驱虫药	截止2022年6月，产品已取得临床试验备案批准
	复方非泼罗尼滴剂（倍宠恩）	犬类	高效体外驱虫药	生产销售中
	非泼罗尼喷剂（倍宠恩喷剂）	犬类	高效体外驱虫药	生产销售中
	氟苯尼考甲硝唑滴耳液（尔舒康）	犬类、猫类	治疗犬、猫耳炎	生产销售中
生物股份	犬四联疫苗	犬类	犬瘟热、犬细小病毒病、犬腺病毒病、犬副流感四联活疫苗	截止2023年11月，产品处于新兽药注册阶段
	犬三联疫苗	犬类	犬瘟热、犬细小病毒病、犬腺病毒病三联活疫苗	截止2023年6月，产品临床试验工作进展顺利
	猫三联疫苗	猫类	猫泛白细胞减少症、鼻气管炎、鼻结膜炎三联灭活疫苗	截止2023年6月，产品已提交农业农村部应急评价
	猫四联疫苗	猫类	预防猫泛白细胞减少症、猫鼻气管炎、猫鼻结膜炎、猫狂犬病	截止2023年6月，产品临床试验工作进展顺利
科前生物	猫三联灭活疫苗	猫类	预防猫鼻气管炎、杯状病毒症、泛白细胞减少	截止2023年10月，已经获得应急评价
	猫疱疹病毒基因工程缺失活疫苗	猫类	用于防控猫疱疹病毒病	截止2023年9月，依然处于研发中
	狂犬病灭活疫苗（SAD-dOG株）	犬类	用于预防犬狂犬病	截止2023年9月，依然处于研发中

4.3 动保板块投资建议

- 动保下游养殖户防疫需求逐渐回暖+冬季为猪病多发季节，有望带动短期需求。后续若有新疫苗产品推出，或将进一步打开行业成长空间！技术路径方面，亚单位非瘟疫苗提交应急评价申请后，正在由农业农村部组织应急评审中，有望率先取得积极进展！
- 推荐：**【中牧股份】**（央企背景动保龙头，产品线布局齐全）、**【生物股份】**（行业龙头，研发、工艺、渠道显著领先）、**【普莱柯】**（研发兑现+产品补齐+营销升级，业绩有望持续增长）、**【科前生物】**（非强免疫苗龙头，核心产品市占率持续领先）。建议关注：**【瑞普生物】**（禽疫苗为代表的经济动物板块有望延续高增长，宠物板块打开未来成长空间）、**【回盛生物】**（动保化药领先公司）。
- 风险提示：兽用生物制品行业监管政策变化风险；产品质量控制风险；生物安全风险。

目录

一、板块回顾：冬夜漫漫，养殖产业资金压力不断蓄积

二、养猪板块：产能去化趋势已成，且有望加速，重视大周期机会

三、禽板块：白鸡引种持续断档，黄鸡产能出清彻底，有望猪鸡共振！

四、后周期板块：寒冬洗盘，静待后周期，重视优质标的 α 机会

五、种子板块：转基因玉米品种公示！2024年种植开启

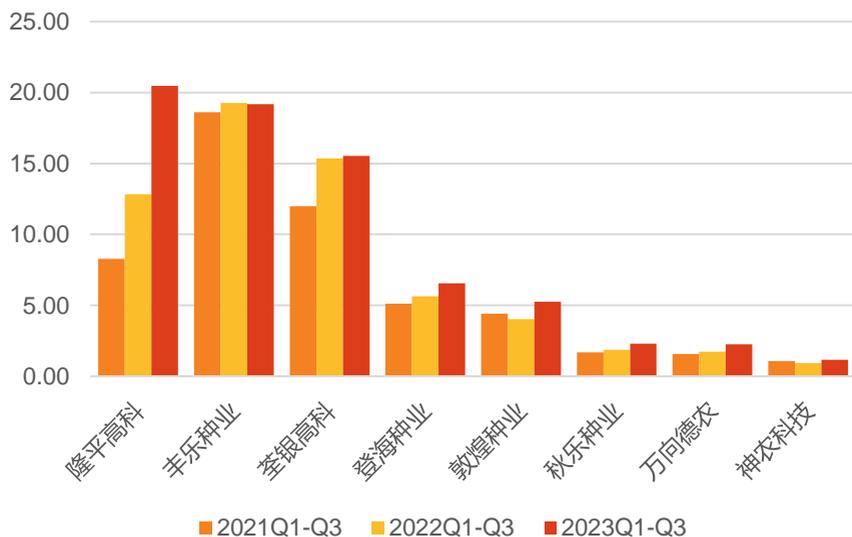
六、宠物板块：国内消费韧性强，国产品牌加速崛起

七、十大金股

5.1 头部种子收入保持增长，行业集中度有望提升

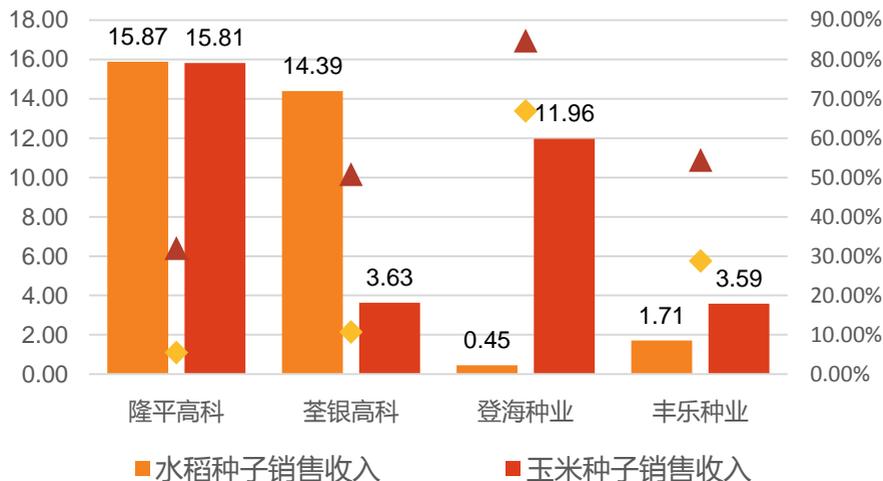
- 从财务年度营业收入来看，2023Q1-Q3大多数公司取得同比增长的成绩。其中隆平高科收入取得较快增长，隆平的水稻种子业务因政府推广低镉品种、国际业务增长、新品种销售上量等多重因素的叠加，收入同比大幅增加；玉米种子业务因公司品种类型丰富且符合市场需求、同时叠加东北并购主体的增量，收入同比大幅增加。
- 从经营年度销售情况来看，头部公司大多取得增长，隆平高科水稻种子和玉米种子销售收入均位列前列。根据隆平高科2022-2023业务年度经营情况报告，隆平高科经营年度水稻种子销售收入同比增长5.5%，玉米种子同比增长26.5%；登海种业经营年度玉米种子销售收入同比增长17.88%；荃银高科经营年度水稻种子销售收入同比增长10.7%，玉米种子同比增长40.1%；丰乐种业经营年度水稻种子销售收入同比增长28.7%，玉米种子同比增长25.7%。

图：2023Q1-Q3种业板块上市公司营业收入（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图：种业板块主要上市公司2022-2023经营报告销售收入（亿元）

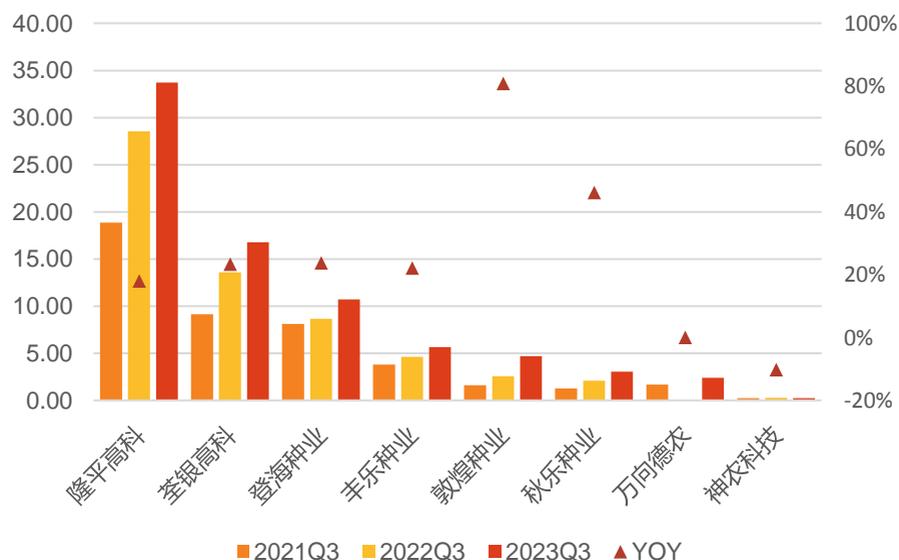


资料来源：各公司经营报告，天风证券研究所 注明：2022-2023经营年度在隆平高科和登海种业指2022.10-2023.9；在荃银高科和丰乐种业指2022.8-2023.7；

5.1 头部种子收入保持增长，行业集中度有望提升

- 2023Q1-Q3种业板块相关公司从合同负债来看，多家种子企业三季度合同负债（销售预收款）同比增幅较快。登海种业Q3合同负债同比增幅达23.76%，荃银高科达23.37%，丰乐种业达22.11%，隆平高科达18.02%。合同负债的增长预示着经销商打款积极性较高，为新一季种子销售的高景气奠定基础。其中，从合同负债数额来看，隆平高科达33.7亿，位列第一。
- 对于中央种业振兴决策部署，深入实施种业企业扶优行动，支持重点优势企业做强做优做大，农业农村部组织开展了国家种业阵型企业遴选工作，加快构建“破难题、补短板、强优势”企业阵型，遴选袁隆平农业高科技股份有限公司等69家企业为国家农作物种业阵型企业，其中玉米种子企业14家。

图：近些年种业板块上市公司合同负债（亿元）及23Q3同比增速（右轴）



图：农业农村部划定玉米阵型企业

省份	企业
北京	中农发种业集团股份有限公司
	北京顺鑫农科种业科技有限公司
河北	先正达集团中国（三北种业有限公司）
内蒙古	内蒙古巴彦淖尔市科河种业有限公司
辽宁	辽宁东亚种业有限公司
吉林	吉林省鸿翔农业集团鸿翔种业有限公司
黑龙江	北大荒垦丰种业股份有限公司
山东	山东登海种业股份有限公司
河南	河南秋乐种业科技股份有限公司
湖北	湖北康农种业股份有限公司
湖南	袁隆平农业高科技股份有限公司
云南	云南大天种业有限公司
甘肃	甘肃省敦煌种业集团股份有限公司
新疆	九圣禾种业股份有限公司

5.2 转基因玉米种子品种审定公示，转基因玉米产业化在即

- 2023年10月17日，农业部发布《关于第五届全国农作物品种审定委员会第四次审定会议初审通过品种的公示》，公示包括37个转基因玉米品种，14个转基因大豆品种。从品种数量来看，隆平高科公司数量第一；性状获批数量来看：大北农公司数量第一。龙头企业竞争优势明显，预计将进一步提升市占率推动行业集中。
- 2023年12月6日，农业农村部发布37个转基因玉米品种审定证书，预计2024年春季转基因玉米种子可销售、种植。

图：转基因玉米品种公司名单（部分公司）

公司名称	申请/育种主体	品种名	性状	增产效果
隆平高科	北京联创种业有限公司	裕丰303D*	抗亚洲玉米螟，耐草甘膦除草剂	7.5%
	北京联创种业有限公司	中科玉505D*	抗亚洲玉米螟、粘虫，耐草甘膦除草剂	5.0%
	北京联创种业有限公司	嘉禧100D	抗亚洲玉米螟，耐草甘膦除草剂	1.6%
	北京联创种业有限公司	中科玉505R*	抗亚洲玉米螟	3.0%
	北京联创种业有限公司	裕丰303R	抗亚洲玉米螟	0.6%
	北京联创种业有限公司	裕丰303H	耐草甘膦、草铵膦除草剂	5.7%
	湖北惠民农业科技有限公司	惠民207R	抗亚洲玉米螟、粘虫	4.1%
	河北巡天农业科技有限公司	农大372R	抗亚洲玉米螟、粘虫、棉铃虫	4.7%
先正达	中国种子集团有限公司	远科105WG	抗亚洲玉米螟、粘虫，耐草甘膦除草剂	5.3%
	中国种子集团有限公司	远科105D	抗亚洲玉米螟、粘虫，耐草甘膦除草剂	8.6%
	中国种子集团有限公司	和育187D	抗亚洲玉米螟、粘虫，耐草甘膦除草剂	4.9%
	中国种子集团有限公司	先达901ZL	抗亚洲玉米螟、粘虫、棉铃虫、草地贪夜蛾，耐草甘膦、草铵膦除草剂	10.2%
大北农	云南大天种业有限公司	罗单566DT	抗亚洲玉米螟，耐草甘膦除草剂	0.5%
	北京丰度高科种业有限公司	郑单958D*	抗亚洲玉米螟，耐草甘膦除草剂	0.3%
	北京丰度高科种业有限公司	农华803D	抗粘虫	5.4%
登海种业	山东登海种业股份有限公司	登海605D*	抗亚洲玉米螟，耐草甘膦除草剂	6.8%
	山东登海种业股份有限公司	登海533D	抗亚洲玉米螟，耐草甘膦除草剂	3.9%
丰乐种业	四川同路农业科技有限责任公司	铁391K	抗亚洲玉米螟、粘虫，耐草甘膦除草剂	5.7%

5.2 转基因增产效果明显，科普同步推进，提价可期

- **转基因技术为美国玉米产量增加做出贡献。**美国是全球最大的转基因作物生产和消费国，在转基因作物尚未商业化应用的1995年，玉米大豆平均每亩单产分别为475/158公斤，2022年美国转基因玉米大豆种植面积超过90%，平均单产已分别达到725/222公斤，转基因技术发挥了革命性的作用。
- **我国转基因玉米种植增产降本优势明显，转基因品种可增产5.6%–11.6%。**2023年我国将转基因玉米大豆试点范围扩展到河北、内蒙古、吉林、四川、云南5个省区20个县并在甘肃安排制种。从试点看，转基因玉米大豆抗虫耐除草剂性状表现突出，对草地贪夜蛾等鳞翅目害虫的防治效果在90%以上，除草效果在95%以上；转基因玉米大豆可增产5.6%–11.6%。
- **同时，农业农村部也在科普转基因的安全性。**提出“安全性是转基因品种产业化的基础和前提，转基因产品上市前都要经过科学的、全面的、严格的食用安全评价和环境安全评价”、转基因食品进入人体后跟其他食物一样被正常消化吸收，所以“虫子吃了会死，人吃了没事儿”。CCTV节目也做出转基因玉米相关科普。**我们预估在推广初期，转基因玉米品种供不应求可能性大，提价或超预期!**

图：我国转基因玉米（左）和普通玉米（右）抗虫效果对比



图：CCTV节目做转基因玉米相关科普

CCTV生活圈：转基因玉米和非转基因玉米营养成分是一样的
中国农业转基因管理 2023-10-14 09:00 发表于北京



5.2 制度保护力度加大，创新力强的种企有望受益

- **制度修改，门槛提高，创新品种有望得到更强保护。**2021年7月，最高人民法院发布《最高人民法院关于审理侵害植物新品种权纠纷案件具体应用法律问题的若干规定》，加大司法保护力度。2021年10月，国家农作物品种审定委员会办公室关于《国家级玉米、稻品种审定标准（2021年修订）》实施，该标准对玉米要求“申请审定品种与已知品种DNA指纹检测差异位点数 \geq 4个”，审定门槛大幅提升。2021年12月，全国人民代表大会常务委员会修改《中华人民共和国种子法》，新修改的种子法扩大了植物新品种权的权利内容及保护范围；强化原始创新保护；加大假、劣种子打击力度，让种业市场健康发展。
- **打击力度加大，农业农村部2023年在全国部署开展了农业综合行政执法“稳粮保供”专项行动。**各地农业综合行政执法机构聚焦品种权保护、农资质量、农产品质量安全等重点领域，紧盯关键主体、关键环节、关键产品和重要时节，依法严厉打击各类违法行为，有力维护了农民群众的切身利益和农业生产经营主体的合法权益。

表：农业农村部公布2023年全国农业综合行政执法“稳粮保供”典型案例

地区	事件	惩处
内蒙古自治区巴彦淖尔市乌拉特前旗	某农业科技公司和临河区某农业发展公司经营假劣种子，无产品标签和产品名称，且发芽率仅70%，明显低于国家标准，为假劣种子。	2023年6月，公安机关以涉嫌生产、销售伪劣产品罪对当事人进行立案侦查。
江苏省盐城市东台市	某供销合作社加盟店经营假种子，涉嫌以“常农粳X号”包装袋套包“津稻XXX”种子进行销售，侵犯其“津稻XXX”品种权。	2023年5月，公安机关以涉嫌生产、销售伪劣产品罪对当事人进行立案侦查。
江西省宜春市丰城市	未取得种子生产经营许可证生产经营假种子。当事人无证生产了8个品种的水稻种子，共计3.36万公斤，货值金额99.96万元。其中，4个品种依法鉴定为假种子，共计3.3万公斤。	2023年4月，公安机关现已侦查终结，以涉嫌生产、销售伪劣产品罪移送检察机关依法提起公诉。
新疆维吾尔自治区塔城地区托里县	某农资经销部经营应当审定未经审定的玉米种子。当事人从塔城地区裕民县某农资公司（另案查处）购入涉案玉米种子5300袋，货值金额50.02万元，至案发时尚未售出，无违法所得。	新疆维吾尔自治区塔城地区农业农村局对当事人作出没收违法经营的玉米种子，并处罚款12万元的行政处罚。

5.2 转基因玉米种子品种审定公示，转基因玉米产业化在即

我们认为，转基因玉米产业化之后，玉米种子行业集中度有望提升。转基因技术难度较大，掌握转基因技术的公司数量稀缺，因此未来转基因性状市场集中度有望较高。以转基因玉米为例，性状行业利润规模有望达30亿+，TOP4市占率有望达90%。

转基因品种储备较早、品种实力强劲、渠道布局完善的种子企业有望凭借先发优势在行业中获得更高的市占率，我们预计转基因玉米种子市场市占率有望向全球水平靠拢，头部公司获近20%的市占率，TOP5市占率超50%。

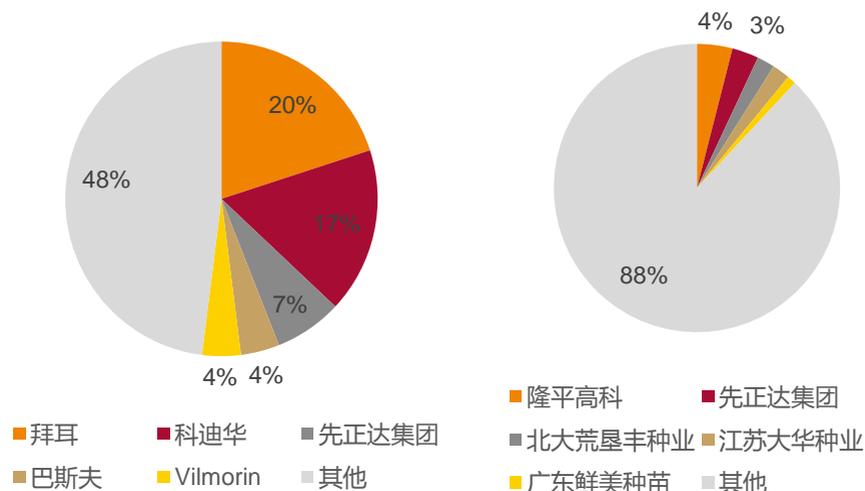
我们认为国内性状-种子-渠道的利润分配或更趋于平衡。我们预计，后期性状-种子-渠道或达成1:1:1的利润分配模式。

图：2023年10月转基因玉米公示品种所用转基因性状来源

性状名称	关联集团	数量	占比	增产效果
瑞丰125（抗虫）	杭州瑞丰生物科技有限公司	9	24.3%	2.66%
ND207（抗虫）	北京粮元生物科技有限公司	4	10.8%	3.40%
DBN9858（抗除草剂）	大北农生物技术有限公司	1	2.7%	5.70%
DBN3601T（双抗）		2	5.4%	4.10%
DBN9936（双抗）		19	51.4%	4.15%
Bt11XGA21（双抗）	中国种子集团有限公司	1	2.7%	5.30%
Bt11XMIR162XGA21（双抗）		1	2.7%	10.20%

资料来源：农业农村部，天风证券研究所

图：2020年全球种业市场格局vs我国种业市场格局



资料来源：先正达招股书，天风证券研究所

5.3 投资建议

- **粮食安全大背景下，转基因技术应用加速。**我国转基因玉米种植增产降本优势明显，转基因品种可增产5.6%–11.6%。农业农村部也在科普转基因的安全性。预估在推广初期，转基因玉米品种供不应求可能性大，提价或超预期!
- **转基因布局领先公司有望受益。**转基因品种储备较早、品种实力强劲、渠道布局完善的种子企业有望凭借先发优势在行业中获得更高的市占率。重点推荐转基因品种布局领先的标的。
- **推荐标的：首推【隆平高科】**（首批转基因玉米品种公示品种数量第一），**其次【大北农】**（首批转基因玉米品种公示性状数量第一）、**【登海种业】、【荃银高科】**。
- **风险提示：政策变动风险；粮价上涨不及预期；自然灾害/病虫害风险。**

目录

一、板块回顾：冬夜漫漫，养殖产业资金压力不断蓄积

二、养猪板块：产能去化趋势已成，且有望加速，重视大周期机会

三、禽板块：白鸡引种持续断档，黄鸡产能出清彻底，有望猪鸡共振！

四、后周期板块：寒冬洗盘，静待后周期，重视优质标的 α 机会

五、种子板块：转基因玉米品种公示！2024年种植开启

六、宠物板块：国内消费韧性强，国产品牌加速崛起

七、十大金股

6.1 行业复盘：宠物数量持续增长，宠物经济较快发展

- 国内宠物经济快速发展，城镇化率提升、银发一族数量增加、Z世代在宠物主中的占比提高、内容社交平台、直播电商平台的兴起等均为推动因素。
- 2022年，城镇宠物（犬猫）消费市场规模为2706亿元，较2021年增长8.7%。其中，犬消费市场规模较2021年增长有所减缓，增长3.1%，猫市场规模持续稳定增长，较2021年增长16.1%。疫情下迸发的“猫”经济给宠物行业的稳步增长带来了新的发展动力，而疫情开放的2023年，当“外出”经济再次回归常态，犬经济的发展同样逐步提升。

图：2018-2022年中国宠物市场规模（单位：亿元）



资料来源：派读宠物参考公众号，《中国宠物行业白皮书——2022年中国宠物消费报告》，天风证券研究所

主要消费节日期间宠物消费表现较2022年有所提升：

- 2023年618期间：**京东618开门红期间（5月31日20:00-6月1日24:00）宠物零售成交同比增长超56%，新用户同比增长超120%，宠物破百万大单品数量同比增长超3倍。天猫&淘宝618全阶段，宠物品牌直播成交额同比增长近40%；天猫57个店铺破千万，740个店铺同比超100%，63个品牌破千万，306个品牌同比超500%。
- 2023年双11期间：**天猫平台双十一首日6个品牌预售金额超1000万，43品牌实现翻倍；京东平台双十一首日28小时宠物破百万爆品数量同比增长62%，烘焙主粮、主食湿粮、除臭猫砂等品类成交额同比增长510%、125%、450%。全阶段战报，新用户同比增长32%，销量破百万宠物产品数量同比增长48%；抖音平台开门红当日（2023.10.31）预售支付GMV同比提升420%。

6.1.1行业复盘：国产品牌加速崛起，表现强势

- 从线上销售渠道端来看，国产品牌在激烈竞争环境下持续崛起中；麦富迪、皇家地位保持稳固！
 - 本次双11大促期间，京东、天猫平台国产品牌上榜率总体提升。2023年天猫&京东的双十一宠物品牌整体呈现几个突出特征：①国产势力整体占比已经较高；②宠物品牌综合来看，依然处于竞争阶段，相对来说麦富迪、皇家在天猫、京东榜单排名来看地位依然稳固。
 - 细分来看，主粮品类中国产品牌占比保持上升趋势，其中猫主粮国产品牌新上榜速度快于狗主粮；零食品类，国产品牌优势明显，其中天猫狗零食销售品牌榜单上，乖宝、佩蒂、中宠连续两年包揽前三；区别于宠物食品品牌，天猫猫狗用品品牌榜除铂钻外全部为国产品牌，Pidan、小佩、霍曼连续两年稳居榜单前三。

图：天猫双十一猫狗食品品牌榜变化对比

天猫猫狗食品品牌榜		
2023年双十一	排名变化	2022年双十一
① 麦富迪【乖宝】	-	① 麦富迪【乖宝】
② 皇家	-	② 皇家
③ 蓝氏	↑7	③ 原始猎食渴望
④ 诚实一口	新上榜	④ 网易严选
⑤ 鲜朗	新上榜	⑤ 爱肯拿
⑥ 网易严选	↓2	⑥ Instinct
⑦ Instinct	↓1	⑦ ZIWI
⑧ 原始猎食渴望	↓5	⑧ 阿飞和巴弟
⑨ 伯纳天纯	新上榜	⑨ 卫仕
⑩ 素力高	新上榜	⑩ 蓝氏

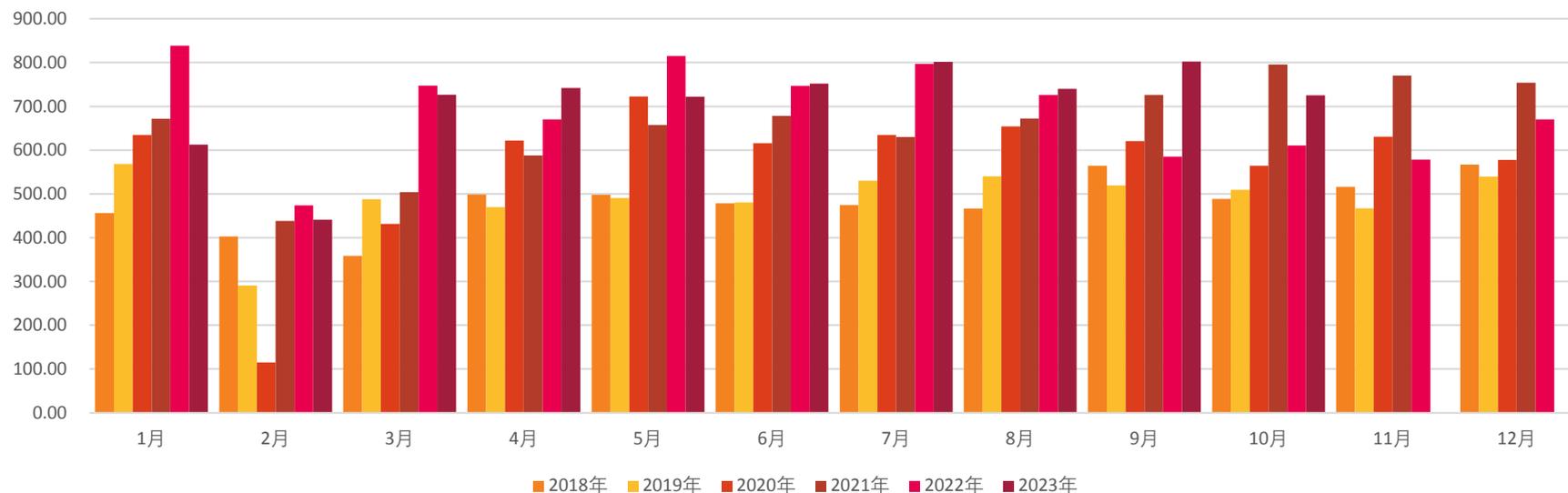
图：京东双十一猫狗食品品牌榜变化对比

京东宠物品牌热卖大牌榜		
2023年双十一	排名变化	2022年双十一
① 皇家	-	① 皇家
② 麦富迪【乖宝】	-	② 麦富迪【乖宝】
③ 网易严选	-	③ 网易严选
④ 原始猎食渴望	↑2	④ 爱肯拿
⑤ 伯纳天纯	-	⑤ 伯纳天纯
⑥ 爱肯拿	↓2	⑥ 原始猎食渴望
⑦ pidan	↑2	⑦ 卫仕
⑧ 素力高	-	⑧ 素力高
⑨ 冠能	↑1	⑨ pidan
⑩ instinct	新上榜	⑩ 冠能

6.1.2 行业复盘：海外市场库存调整结束，出口重回增长趋势

- **受去库存周期影响，2022年9月至2023年3月，我国宠物食品出口承压。**2022年1月-8月我国零售包装的狗食或猫食饲料出口额共计为58.14亿人民币，同比+20.13%。而9月后，海外市场下游宠物食品客户因囤货需求下降进入去库存周期，受此影响我国宠物零食出口2022年9月至2023年3月始连续7个月同比下滑。
- **2023年下半年海外去库结束，出口重回增长。**海外市场下游品客户去货结束，2023年4月，我国零售包装的狗食或猫食饲料出口同比回正，5月小幅下降后，6-10月连续5个月实现同比增长，分月度来看，2023年6-10月我国零售包装的狗食或猫食饲料出口额分别为7.52亿、8.01亿、7.40亿、8.02亿、7.25亿元，同比变化+0.7%/+0.5%/+1.9%/+37.1%/+18.8%，可以看到出口同比已经重新呈现显著增长趋势。

图：零售包装的狗食或猫食饲料出口额（单位：百万人民币）



6.2 行业趋势：国产品牌凭借差异化创新加速崛起

□ 产品端趋势：原料、工艺、成分差异化，创造品牌记忆点。

- 国产品牌不断差异化，重点从选材、工艺方向可见一斑：1) 传统的鸡肉、鱼肉之外，如乳鸽、鹿肉、羊乳、深海鱼类等多种原材料开始得以更广泛的应用；2) 根据宠物营销界数据，工艺上膨化粮的市场份额正在被烘焙粮、冻干粮等细分品类不断稀释，更具有差异化的宠物食品产品逐渐占据更多的席位。
- 从产品端的原料来看，鸡肉、鱼肉等是国内宠物食品肉源的主要原材料，但随着需求多元化，宠物食品企业在原料方面也不断升级迭代。
 - 国产品牌**蓝氏** (legend sandy) 在2023年双11天猫宠物品牌榜位列第3，核心产品以乳鸽作为原材料，将“一包猫粮2只乳鸽”、“还原野性、激发食欲”作为产品卖点，其天猫官方旗舰店销量前2名的产品分别为“蓝氏猎鸟乳鸽冻干猫粮”、“蓝氏猫粮猎鸟乳鸽荒野猎兔全价冻干生骨肉猫主粮”，总销量分别达到70万+、40万+。
 - 佩蒂的品牌**爵宴** (Meatyway) 也有亮眼表现，在2023年双11天猫狗零食榜单第2，核心产品使用鸭肉，用“大包2磅≈23只鸭子”作为卖点，将“鸭肉干”与“野性”、“天然”进行捆绑，塑造品牌独特记忆点。

图：蓝氏突出“乳鸽”原材料

¥ 409.00 前往淘宝APP购买更优惠

¥ 769.00

【老爸抽检】蓝氏猎鸟乳鸽冻干猫粮生骨肉成猫幼猫通用猫粮1.5kg
总销量：70万+

蓝氏猫粮猎鸟乳鸽荒野猎兔全价冻干生骨肉幼猫成猫通用猫主粮
总销量：40万+

图：佩蒂的爵宴品牌突出“鸭肉”原材料

¥ 399.00 前往淘宝APP购买更优惠

¥ 576.00 前往淘宝APP购买更优惠

Meatyway爵宴狗狗零食鸭胸肉干训练奖励宠物磨牙棒鸡肉干零食
总销量：10万+

Meatyway爵宴鸭胸肉干佩蒂狗狗零食泰迪金毛磨牙棒训练宠物鸭肉干
总销量：7万+

6.2 行业趋势：国产品牌凭借差异化创新加速崛起

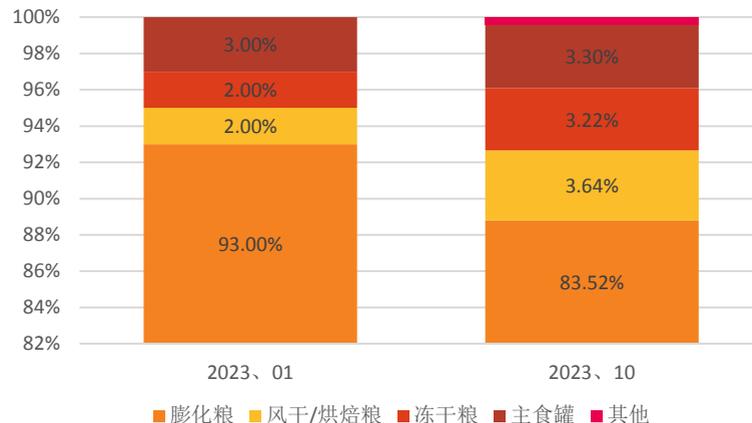
□ 从产品端的工艺来看，烘焙粮、冻干粮崛起较快。

- 根据宠物营销界数据，膨化粮的市场份额正在被烘焙粮、冻干粮等细分品类不断稀释。以淘宝平台为例，2023年膨化猫粮整体销售额占比已由1月的93%下滑到10月的83.5%。与之相对应的，烘焙粮占比由1月的2%上涨到10月的3.6%，冻干粮占比由1月的2%上涨到10月的3.2%。
- 国产品牌**鲜朗**此前获得2022天猫宠物黑马品牌的称号，在天猫烘焙粮销量排名第一，以“新工艺能为我们的宠物带来健康改变”为理念，主打“低温烘焙猫粮”产品，单款产品在天猫旗舰店销量超过80万，突出“营养好、吸收快”。此外，鲜朗推出的另一款“无谷主食冻干生骨肉全价猫粮”位列天猫旗舰店销量第四，主打冻干工艺。

□ 从产品端的成分来看，蛋白质含量也成为宠物主关心的指标。

- 成年猫比狗或人类需要更多的蛋白质作为其饮食的百分比。AAFCO（美国饲料管理协会）指南建议“生长和繁殖”生命阶段至少使用30%的蛋白质猫粮，在成长维持阶段使用至少26%的蛋白质，但最佳健康可能需要更高百分比的膳食蛋白质。
- 国产品牌**诚实一口**在2023年双11天猫宠物品牌榜位列第5，是新上榜的品牌，跃升快速。其天猫旗舰店销量第一的产品为“P40高蛋白猫粮”，以“蛋白专家”作为品牌标签，产品以“口口好蛋白，吃出好身体”为宣传语，突出“40%蛋白含量”，卖点鲜明突出“高蛋白”的特点。

图：2023年淘宝猫主粮销售额品类占比——烘焙粮、冻干粮占比提升



图：诚实一口在官网、品牌包装等方面持续突出“黄金蛋白”的标签

优质高蛋白

40% + 0%

诚实一口 黄金蛋白 40%

AAFCO 美国饲料管理协会	成年猫 粗蛋白最小值	26%	谷物与豆类添加
欧洲宠物食品工业协会	成年猫 粗蛋白最小值	25%	化学诱食剂添加
GB/T 中国标准	成年猫 粗蛋白最小值	25%	

6.3 投资建议：建议关注国内自主品牌快速增长的标的

□ 双11是每年宠物线上销售的主要时间段，我们希望通过梳理上市公司自主品牌在双11期间的表现，分析其自主品牌布局效果。

□ 乖宝宠物：表现依然强势，自主品牌线上销售保持领先地位，同时多款大单品稳步成长，弗列加特品牌快速崛起中。

➢ 【麦富迪】：龙头地位依然稳固。天猫平台宠物品牌榜、猫狗食品、猫零食、狗零食品牌榜蝉联第1、狗主粮品牌榜第2、全价猫主粮品牌榜第11；在京东平台，麦富迪位列京东宠物品牌综合排名榜单第2、狗食品、猫零食榜单第1；抖音商场双11好物节宠物品牌累计销售榜第1，同时包揽猫/狗主粮、猫/狗零食第1；拼多多平台，麦富迪位列宠物品牌综合排名第一，综合来看表现十分强势！大单品方面，麦富迪Barf、双拼粮系列全网销售额超3000万元，羊奶肉、肉干零食等大单品超1500万元。

➢ 【弗列加特】：品牌销售快速增长。弗列加特双11全网GMV达6400万，其中天猫平台3666万元（yoy+193%），抖音平台1956万元（yoy+300%）。排名方面，猫主粮品牌榜第10（新上榜），其中冻干猫粮（全网销售超2000万元）天猫全价冻干猫粮品类榜第1，烘焙粮（全网销售超1000万元）天猫猫全价风干/烘焙粮品类榜第3，猫主食罐天猫猫全价湿粮/主食罐品类榜第4。

图：乖宝宠物2023年双十一自主品牌表现

乖宝宠物双十一排名汇总		
麦富迪	天猫平台	
	【宠物品牌】	全平台第1
	【猫狗食品】	品牌榜第1
	【狗主粮】	品牌榜第2
	【猫全价主粮】	品牌榜第11
	【猫零食】	品牌榜第1
	【狗零食】	品牌榜第1
	京东平台	
	【宠物品牌】	热卖大牌榜第2
	抖音平台	
	【狗主粮】	品类榜第1
【猫主粮】	品类榜第1	
【狗零食】	品类榜第1	
【猫零食】	品类榜第1	
弗列加特	天猫平台	
	【猫主粮】	品牌榜第10
	-冻干猫粮	品类榜第1
	-猫主食罐	品类榜第4
	-烘焙粮	品类榜第3

图：乖宝宠物2023年双十一核心单品表现

品牌	产品名	表现
麦富迪	Barf（生骨肉猫粮）系列	全网销售超3000万元，同比+91%
	双拼粮系列	全网销售额超3300万元
	羊奶肉系列	全网销售额超1500万元
	肉干零食系列	全网销售额超1500万元
弗列加特	全价冻干粮	全网销售额超2000万元
	高肉天然粮	全网销售额超1100万元
	鲜肉烘焙粮	全网销售额超1000万元

6.3 投资建议：建议关注国内自主品牌快速增长的标的

□ 中宠股份领先品牌、Zeal品牌增速令人瞩目

- **【顽皮】**：天猫平台顽皮旗下狗罐位列天猫狗罐好评榜第2、猫条位列天猫鸡肉猫条热销榜第3、白金罐位列天猫猫零食罐热销榜第4；京东平台上，顽皮自营店铺位列猫零食品牌销量榜第1、顽皮位列猫零食品牌榜第4；大单品方面，顽皮双鲜粮天猫销售额超180万、鲜封包天猫销售额超190万、白肉猫罐猫销售额超150万、猫条系列天猫销售额超130万、四拼系列天猫销售额超百万。
- **【领先】**：领先双11全周期全渠销售额超3000万，同比增长130%。其中天猫销售额超1500万，同比2022年增长95%；抖音平台销售额同比增长350%，京东平台销售额同比增长100%。排名方面领先位列天猫烘焙猫粮榜单第4、天猫主食罐榜单第3，其中主食猫罐累计售出超130万罐。
- **【Zeal】**：Zeal位列天猫进口狗零食品牌榜第1，其中0号全价主食罐销售额超400万元，同比增速200%，风干牛肋骨单品登顶狗零食预售榜单；京东平台，Zeal列狗零食品牌榜第4。

□ 佩蒂股份零食大单品人气火热，单品类第一，好适嘉罐头实现快速放量

- **【爵宴】**：爵宴品牌双11全周期全网总销售额超2500万，同比2023年618增长65%，同比2022年双11增长67%；排名方面，爵宴天猫狗零食品牌榜连续两年第2，其中鸭肉干位列天猫狗零食单品榜单第1、狗罐头天猫狗零食销量榜单第3，纯脆鸡肉干和鸭肉甘薯卷新品组合销量超千万。
- 公司品牌好适嘉罐头全网销量超百万罐，同比增长达60%；品牌SmartBones本次双十一期间天猫狗零食品牌榜第8，也是该品牌首次登上榜单。

图：中宠股份2023年双十一自主品牌表现

中宠股份双十一排名汇总		
领先	天猫平台	品牌GMV同比+95%
	【主食罐】	品牌榜第3
	-领先99猫罐	主食猫罐好评第1
	-领先99猫罐	主食猫罐热卖第2
Zeal	【烘焙猫粮】	品牌榜第4
	天猫平台	
	【进口狗零食】	品牌榜第1
	-0号全价主食罐	同比+200%
顽皮	-风干小牛肋骨	狗零食预售榜第1
	京东平台	品牌GMV同比+110%
	【狗零食】	品牌榜第4
	天猫平台	
顽皮	【犬零食】	品牌榜第4
	-白金罐	猫零食罐热销榜第4
	京东平台	
	【猫零食】	自营店铺第1、品牌猫零食第4

图：佩蒂股份2023年双十一自主品牌表现

佩蒂股份双十一排名汇总		
爵宴	天猫平台	
	【狗零食】	品牌榜第2
	-鸭肉干	品类第1
	-狗零食罐头	销量第3
	京东平台	
	【狗零食】	热销榜第2
爵宴	抖音平台	
	【宠物零食】	品类榜第1
	-狗零食罐头	幼犬零食人气榜第1

6.3 投资建议：建议关注国内自主品牌快速增长的标的

- 我们认为，国内宠物市场发展强劲，国内双11大促高增长彰显宠物消费活力，多个国产品牌突出，看好头部公司自主品牌布局策略；宠物食品出口下游经销商调整库存结束，宠物食品公司出口重回稳定增长趋势，2024年或有望延续增长趋势！
- 推荐标的：
 - 【乖宝宠物】（自主品牌表现依然强势，盈利能力持续改善）、【中宠股份】（三大聚焦战略成效初现，三大核心品牌推行差异化营销）、【佩蒂股份】（海外业务拐点逐渐显露，爵宴表现优异国内自主品牌拓展再上台阶）等。
- 风险提示：贸易、关税等政策对出口的影响；汇率波动风险；原材料价格上涨风险。

目录

一、板块回顾：冬夜漫漫，养殖产业资金压力不断蓄积

二、养猪板块：产能去化趋势已成，且有望加速，重视大周期机会

三、禽板块：白鸡引种持续断档，黄鸡产能出清彻底，有望猪鸡共振！

四、后周期板块：寒冬洗盘，静待后周期，重视优质标的 α 机会

五、种子板块：转基因玉米品种公示！2024年种植开启

六、宠物板块：国内消费韧性强，国产品牌加速崛起

七、十大金股

温氏股份：量增&成本兼顾的养殖龙头企业

1、生猪养殖板块：量增与成本兼得的行业龙头！

1) 出栏增速高，出栏兑现度高。22-24年年复合增长率32%，量与增速兼得，叠加上充足的能繁母猪和后备母猪储备，公司2024年年出栏3100万头目标完成概率大。2) 成本行业领先，下降路径明确。随着各项生产指标改善，养殖综合成本持续下降，10月综合成本继续下降至7.8元/斤（23Q2 8.5元/斤、23Q3 8.1元/斤），成本改善趋势明显。往后看，随着公司种猪群优化（提升杜洛克公猪精液使用比例）、前期低成本仔猪出栏（10月份猪苗生产成本已降至350元/头）、“公司+农户”模式更迭带来的效率提升，再加上料肉比等生产指标优化，公司有望2023年四季度实现7.7元/斤和2024年全年7.5-7.8元/斤的成本目标。出栏增速高&成本下降趋势强，使得公司成为量增&成本兼得的行业龙头。

2、黄鸡板块：养殖成绩优秀+完善配套设施，筑牢黄鸡养殖龙头地位

深耕黄鸡行业数十载，各项生产指标持续保持高水平发展。公司作为黄鸡龙头，生产成绩及规模带来养殖成本的优势，公司三季度肉鸡完全成本已降至6.6元/斤（23Q2/23Q1完全成本分别为6.9元/斤和7.2+元/斤），超额完成公司目标。此外，随着三季度黄鸡价格上涨&成本改善，黄鸡单羽实现约3元/只盈利。2024年公司将继续成本改善趋势，预计在饲料成本不变背景下全年完全成本保持在6.6-6.8元/斤，夯实行业领先地位。

3、资金储备雄厚，可支撑公司后续出栏量高增长

行业亏损资金已超半年，企业资产负债率边际恶化。但公司作为深耕生猪赛道多年的养猪龙头，经验丰富，始终坚持稳健的资金及现金流管理。从财务指标上看，公司综合偿债指标对比同行也相对优异。公司的资产负债率、长期负债率、现金比率、质押比例等均处于相对优秀水平，其中资产负债率截止23Q3末约为60%，相比23Q2末有所改善。另外，公司储备较为充裕的资金，截止23Q3末各类可用资金超80亿元，其中非受限资金近60亿元，且三季度公司经营性现金流和现金流总净额均为正数，进一步夯实资金安全性。

4、投资建议：“买入”评级。基于：1) 后续成本改善可预期；2) 出栏量增速在千万头部企业中较高；3) 当前市值对应2024年预估出栏量头均市值为2000-3000元/头，处于历史相对底部区间，且考虑到资金紧张&猪价反弹力度有限&仔猪价格低位情况下，行业产能去化有望加速，有望提升后续猪价高点和打开公司头均盈利空间，进一步打开市值空间，继续重点推荐！

风险提示：猪价不达预期风险；公司出栏不达预期风险；动物疫情风险；成本下降不达预期风险。

牧原股份：养殖龙头，出栏量增稳健，成本优势显著

1、产能储备充分，出栏增速稳健。

牧原自2002年开始创新型轮回二元育种体系，即用白猪（长白或大白）作终端父本取代杜洛克。一方面该模式使得产能释放杠杆呈数倍放大；其次牧原公猪更新快，同时配套低蛋白日粮饲喂体系，使得公司猪群表现出良好的生产性能。截止2023年12月底，公司能繁母猪存栏为312.9万头（较Q3末增加12万头）；同时公司完全成本低于猪价，现金流情况改善，公司对部分养殖项目复工建设，截至2023年11月公司养殖产能达7900万头。

2、成本优势显著，下降空间可观。

截止2023年11月，公司养殖完全成本在14.9元/kg左右，在上市公司中维持领先位置。一方面轮回二元育种体系使得公司母猪群可快速扩张且保持较低的仔猪成本，截止2023年9月份，公司断奶仔猪成本300元/头（同行350-400元/头）。另一方面，在采购端，公司通过多种渠道寻找低价优质原粮；同时，公司会根据粮食市场行情变化趋势及时调整饲料配方，并应用低蛋白日粮技术降低豆粕使用量（饲料原料中豆粕用量占比在7%左右，行业约16%）。此外，近期公司养殖指标持续优化，截止2023年10月份，公司PSY在27左右（2022年年初为25），育肥阶段料肉比在2.8左右（5月料肉比为2.9），截止2023年8月，全程存活率87%以上（5月全程存活率为86%左右），对应公司未来完全成本有望继续下降。

3、屠宰产能逐步投产，有望实现利润贡献。

截止2023年8月，公司生猪屠宰业务已投产产能2900万头。目前屠宰肉食板块暂未实现盈利，主要原因为东北区域屠宰厂投产时间短，销售渠道开拓不足导致产能利用率较低，头均固定成本较高。2023年10月份屠宰肉食板块产能利用率近50%，相比2022年已明显提升。23年1-10月份头均亏损在70元左右，22年全年头均亏损在120元左右，头均亏损明显降低。下一步屠宰肉食板块将继续开拓市场和渠道，深挖客户需求，提高分割品比例，进一步增强屠宰肉食业务综合运营能力和盈利能力。

4、投资建议：“买入”评级。基于公司：1）成本领先优势，预计随饲料配方、内部管理等方面进一步优化，成本下降仍有空间；2）成长性，我们预计公司24生猪出栏量为7300万头（23年为6381.6万头），出栏稳步增长；3）最新市值对应2024年出栏量头均市值3000-3500元/头，处于历史相对底部区间，预计头均市值向上空间大。继续重点推荐！

风险提示：猪价不达预期风险；出栏不达预期风险；动物疫情风险；成本下降不达预期风险。

华统股份：高速高质成长的区域养猪龙头

1、养猪板块：高质量的快速成长，站稳500万头可期

1) 高质量为先，构建养猪核心优势。育种上，法系种猪体系迭代逐步提升生产效率（法系种猪产仔数更高），截止23M10，公司PSY24-25（23Q1末近24），预计后期持续提升；营养上，自供饲料节约原材料成本，同时持续的配方和设备更迭将有效减少饲料浪费，提高料肉比（截止23M10，料肉比2.7左右）；防疫上，浙江地理优势（养殖密度小，散户少）&高规格自繁自养楼房养殖模式，截止2023M10，公司防控效果理想；运营管理上，截止2023M5，公司已建成18个猪场均分布在浙江省内，即使公司再进行省外产能扩张（如目前在建的安徽绩溪项目等），但管理半径仍控制在较近范围内，同时组织架构扁平化，员工以老带新，提高管理效率；激励上，股权激励和日常生产考核激发员工积极性。基于养猪多维的基本功打磨，公司23Q3公司养殖完全成本16-17元/kg左右，全年成本目标17.5元/kg。

2) 资金储备充足，出栏增速领先行业。截止三季度末，公司货币资金6.85亿，整体资金储备相对充裕，流动负债率（流动负债/负债合计）约47.6%，短期偿债压力较小；同时公司融资渠道也相对丰富，授信额度充足；此外，在养殖亏损状态下，屠宰盈利长期稳健（截止2023M8）。猪价磨底寒冬中，充足资金有望支撑公司高速扩张。我们预计公司2023年生猪出栏230万头，2024年400-500万头，近3年复合增速约93%，站稳500万头可期。

2、屠宰板块：重视热鲜屠宰，稳健扩张

截止2023M9，公司年屠宰设计能力可达1400万头。一方面公司积极“进军”华南西南等热鲜肉消费市场，公司预计2023年屠宰量为500-600万头。另一方面依托屠宰多年蓄积的渠道优势，积极提升产能利用率，进一步夯实盈利能力。从公司历史年报复盘看，公司屠宰盈利可观，在2021年屠宰行业普遍亏损情况下，公司屠宰板块仍能实现头均约31元的净利。在养殖板块亏损阶段，屠宰板块将有利提供风险对冲及资金支持作用。

3、投资建议：“买入”评级。1) 后续成本改善可预期且空间较大；2) 出栏量增速远高于行业友商；3) 当前市值对应2024年预估出栏量头均市值为1500-2000元/头，处于历史相对底部区间，且考虑到资金紧张&猪价反弹力度有限&仔猪价格低位情况下，行业产能去化有望加速，有望提升后续猪价高点和打开公司头均盈利空间，进一步打开市值空间，继续重点推荐！

风险提示：猪价不达预期风险；出栏不达预期风险；动物疫情风险；成本下降不达预期风险。

圣农发展：多点开花，白鸡龙头高成长可期！

1、养殖板块“乘风”：预计公司将在周期景气向上趋势中，实现 β 、 α 共振

1) 传统养殖：①自建+收并购，产能稳步扩张。公司现有白羽鸡养殖产能超6亿羽，通过自建+收并购的方式逐步扩张（甘肃圣越农牧现有产能接近1亿羽，2023年已顺利并表；安徽太阳谷产能0.65亿只，公司持股比例46%），规划2025年白羽鸡养殖产能10亿羽。②周期景气向上+公司溢价优势，鸡肉价格向上弹性较为充分。公司拥有优质客户资源，多年来基本与行业保持500元/吨左右的溢价空间。③持续精细化管理，公司养殖端全成本存在下降空间。此外，甘肃圣越农牧包含部分笼养，顺利并表后，有望进一步优化公司成本。

2) 种鸡板块“破浪”：公司自主育种突破，有望打造新的业绩增长点。圣农种鸡突破，一方面为公司产能扩张奠定基础，2025年10亿羽目标达成可期；另一方面，海外引种受限利好sz901的市场推广，2023年规划外销量约500万套，我们预计2024年有望达到800-1000万套，打造新的利润点。

2、食品板块“厚积薄发”：产品力优势显著；B端渠道力强，品牌力逐步打造

1) 产品端：公司产品矩阵丰富，研发能力突出；多款大单品推出验证公司产品推广及爆品打造能力。2019-2022年公司新品销售额年复合增长率达13%；2021年新推出的“脆皮炸鸡”和“嘟嘟翅”两产品成功实现单月销售额破千万；2022年推出的手枪腿、脆皮炸翅等产品有望成为新的爆款。

2) 渠道端：B端有望携手肯、麦扩张超预期增长。2023年1-8月，公司大B渠道已达到接近2022年全年收入体量。2023年9月，百胜中国官宣启动RGM2.0战略，将2023年净新增门店目标从之前的1100-1300家提高至1400-1600家，规划2026年达20000家门店目标迈进（截止2023年9月为14102家）。圣农作为百胜中国的头部鸡肉供应商，大B渠道有望迎来快速增长。C端成长性显著，有望逐步贡献利润。2022年C端含税收入超14亿元，同比增长64%，占食品深加工板块收入的比重由2019年的7%左右提升至2022年23%以上；2021年新推出的“脆皮炸鸡”和“嘟嘟翅”两产品成功实现单月销售额破千万，2022年推出的手枪腿、脆皮炸翅等产品有望成为新的爆款。

3、投资建议：“买入”评级。行业祖代鸡引种缺口已成，自主可控、粮食安全等大背景下，公司作为国内自主育种唯一上市公司标的，有望充分受益。重视周期景气向上及公司自身的成长性。目前估值相对低位，重点推荐！

风险提示：鸡肉价格波动的风险；消费不及预期；收并购进度不及预期；食品C端开拓不及预期；大宗农产品价格波动；禽流感疫病风险。

海大集团：农业优质赛道核心资产，超额优势突出，市占率有望加速提升！

1、卓越的产品力、极致的运营效率、协同的板块效应构筑公司高护城河，是公司竞争力根基。

随着市场空间相对饱和，叠加大宗原材料涨价带来的成本压力，以成本控制为核心追求产品性价比模式和以差异化服务为核心赋能下游养殖户的模式，共同推动市场集中度提升。公司ROE水平在农牧企业中保持稳定较高水平，体现了公司通过动物营养和原料利用的研发能力、饲料产品的配方技术能力、原材料价值采购能力、高效的内部运营能力等各项专业能力和“四位一体”快速联动机制共同打造的卓越产品力。

2、短期重视水产景气周期向上带来的业绩拐点，长期关注公司核心竞争力带来的市占率持续提升！

1) 水产料：国内市场，海大超额优势提升，有望迎景气大周期；海外市场，空间大、竞争小，海大具备先发优势，有望持续贡献增量。受益于水产蛋白消费增加、养殖技术突破、消费结构升级等多因素，水产料行业快速发展、持续扩容。此外，水产养殖具有较难规模化、品类多样的特点，不同于猪鸡饲料，水产饲料在水产产业链中的价值分配不会因为下游养殖规模化程度提升而发生商业模式的被动变革，利润率相对稳定且维持在较高水平。国内目前已形成“2+N”竞争格局，梯队差距明显，海大在国内市占率15%+。2023年以来，受消费低迷+大宗原材料（鱼粉、豆粕等）涨价影响，水产养殖户亏损严重，多品种鱼养殖产能均有去化，蓄力2024/2025年景气大周期；在原材料快速波动中，预计海大原材料采购及配方优势将进一步凸显，市占率有望加速提升。以东南亚为代表的海外市场水产料空间大、竞争小。目前东南亚市场养殖技术及设备仍相对落后，逐步向工业化养殖转换，水产饲料渗透率有提升空间，且竞争较小，基本是正大+1-2个本地企业为主。随着海大在东南亚、非洲等地资源投入增加，增量空间较大。

2) 猪料：产品、客户结构改善有望带动公司吨利改善。目前生猪产能逐步去化，预计2024年行业猪料增长承压。考虑到公司持续加强对猪场服务队伍的打磨与建设，目标客户转向家庭农场和规模场，整体抗养殖周期能力提升。此外，高毛利的前端料占比持续提升有望进一步增厚吨利！

3) 禽料：重视禽链养殖景气向上带来的量利齐升！2024年下游禽养殖景气度有望改善，饲料需求增加或带动公司产能利用率提升，吨利有望改善。

3、投资建议：“买入”评级。基本面逐步改善，随着餐饮恢复、下游养殖景气度回升，重视业绩拐点带来的主升浪！目标市值1200亿元，维持“买入”评级，重点推荐！

风险提示：极端天气；原材料波动风险；动物疫病风险；消费不达预期。

隆平高科：国内领先种子企业，领先布局转基因玉米品种！

1、隆平高科是国内种子领先企业，落实“种业振兴行动”的主力军

公司1999年成立，2000年上市，是由袁隆平院士作为主要发起人之一设立的现代种业高科技集团。2022年公司实现营业收入36.89亿元，位居国内领先地位，全球种业企业前十强。2022年，公司及旗下主要产业子公司分别入选国家种业阵型企业名单，是践行国家粮食安全战略、落实“种业振兴行动”的主力军。

2、公司保持高研发投入，品种竞争力强劲，新一季品种预售火爆

公司注重研发投入，近5年研发费用率持续提升，2022年公司研发费用达4.39亿，研发费用率达11.9%；2023年前三季度研发费用达2.7亿，研发费用率达13.2%。公司杂交水稻种子业务全球领先，杂交玉米种子业务中国领先、巴西前三，辣椒、黄瓜、谷子、食葵业务中国领先。近三年，公司自主研发的水稻、玉米等主要作物品种累计推广2.5亿亩，累计增产粮食50亿公斤以上。2023Q1-Q3种业板块相关公司从合同负债来看，隆平高科同比增幅达18.02%，数额达33.7亿，位列种子板块第一。其中水稻种子玮两优8612、玮两优7713和隆两优8612在2023年全国农业技术推广服务中心超级稻品种确认中获得了超级稻“身份证”（是2023年度仅有的3个籼型两系超级稻品种）；玉米种子中玉303入选2023年农业农村部推介发布的农业主导品种。

3、转基因品种储备行业领先，种业技术变革应用可期

2023年12月6日，农业农村部发布37个转基因玉米品种审定证书，预计2024年春季转基因玉米种子可销售、种植。从品种数量来看，隆平高科品种数量达8个，数量位列第一，预计销售价格将有望彰显品种竞争力。与此同时，公司布局杭州瑞丰、隆平生物等主体，同时拥有转基因玉米、大豆安全证书。公司有望在转基因品种审定正式落地后抢先占据市场份额，迎来业绩兑现期。公司于2023年11月发布《将隆平农业发展股份有限公司纳入合并报表范围的公告》，隆平发展脱胎于陶氏益农在巴西的特定玉米种子业务（包括陶氏益农原巴西子公司的玉米种子加工业务、相关育种研发中心、种子加工厂，相关玉米种质资源库的非排他使用权等），拥有丰富的适宜热带及亚热带区域为主的种质资源，是巴西第三大玉米种业公司。隆平发展成为公司控股子公司后，公司能够更高效地将巴西玉米种质资源及现代化育种体系引入国内，补足国内玉米种质资源短板，巴西的转基因玉米推广经验也能应用于国内市场。

4、投资建议：“买入”评级。公司转基因品种储备领先，种子竞争力有望持续增强。

风险提示：政策变动风险；自然灾害和病虫害风险；新品种研发和推广风险；市场风险。

中牧股份：疫苗、化药双轮驱动的央企动保龙头，非瘟疫苗+资产注入打开未来空间！

1、公司动保优势稳固：动保产品线齐全，生药化药双轮驱动

在生物制品方面，公司口蹄疫基础扎实，新品迭出：①口蹄疫产品上，公司对产线进行提档升级，进一步增强产品竞争力，为口蹄疫市场苗突破保驾护航；②公司2023年在伪狂犬、猫三联以及牛结节上均有里程碑的突破，新产品迭出。在化药方面，公司产品生产线齐全，并入成都中牧提升竞争力，联合牧原新建厂打开销售空间：①收购成都中牧后将进一步完善化药产品，提升公司化药竞争力；②与行业养殖龙头牧原股份共建生产线，形成上下游有效互补，有望促进各自优势业务领域协同加速发展。

2、中牧集团收购新希望禽相关业务，公司禽动保业务有望受益！

2023年12月，公司股东中国牧工商集团有限公司收购新希望禽相关业务公司（山东中新食品集团有限公司）。该公司前身是新希望禽产业平台，产业涵盖种禽养殖、禽屠宰、调熟品加工、禽肉产品销售等。2023年1-8月，中新食品实现营业收入136.32亿元。本次合作，新希望集团与中牧集团两大集团积极建立全面战略合作关系，重点围绕自主知识产权育种、粮食和肉蛋奶保供、农牧产业链建设等领域，开展务实合作。公司作为中牧集团旗下唯一动保上市公司，禽苗优势稳固，重要子公司公司是行业内禽用疫苗产品种类最为丰富的企业之一。公司有望在集团禽产业合作种进一步发挥优势，推动禽相关动保产品销售，为公司创造新的业绩增长点。

3、非瘟疫苗布局领先，进展积极

生猪养殖仍受疫病困扰，行业内对高质量、有效的非瘟疫苗需求再度提振。非洲猪瘟疫苗潜在市场空间较大，有望突破百亿规模。2023年3月公司与中科院生物物理所等联合开发非洲猪瘟亚单位（纳米颗粒）疫苗创制研发项目并签订合作合同。截至2023年12月20日，公司已提交了非洲猪瘟亚单位疫苗应急评价申请，目前正由农业农村部组织应急评审中。我们认为，若非洲猪瘟疫苗成功获批，公司有望凭借较为领先的布局获得优势，非洲猪瘟疫苗业务有望带动公司业绩成长。

4、投资建议：“买入”评级。公司动保领先地位优势明确，集团加大禽产业布局有望为公司拓展新销售渠道，非洲猪瘟疫苗布局有望创造公司又一大单品，维持“买入”评级！

风险提示：动物疫情风险；市场竞争风险；汇率异常波动的风险；新单品审批节奏不达预期。

生物股份：口蹄疫龙头地位稳固，非口蹄疫产品蓄势待发

1、公司凭借口蹄疫市场苗成长为动保行业龙头

口蹄疫行业市场竞争白热化，公司市占率稳居行业第一。口蹄疫疫苗是目前市场份额最高的兽用疫苗单品，市场份额占比超过兽用生物制品总销售额的四分之一，约为40亿。依托公司在产品品质（首创悬浮培养技术，制定抗原含量、杂蛋白含量、抗原和杂蛋白检测三项行业标准）和销售渠道（2012年在政府招采基础上引入大客户之下的销售模式）的变革，公司口蹄疫市场苗在2012年以来取得了快速的发展，在口蹄疫市场苗领域遥遥领先。虽然此后口蹄疫苗行业随着参与者增加，市场竞争加剧，但金宇生物仍是口蹄疫疫苗市场的龙头，2022年口蹄疫疫苗的市场占有率稳居行业第一。

2、积极布局非口疫苗，有望成为公司新增长点

完善产品矩阵，加速非口蹄疫产品布局。随着口蹄疫市场竞争的加剧，公司近年来也在不断完善产品矩阵，开始在非口蹄疫产品上发力，产品线不断向其他猪用、禽用、反刍和宠物疫苗延伸，未来有望加速增长。公司目前拥有金宇保灵、扬州优邦和辽宁益康三大动物疫苗智能制造生产基地，产品聚焦预防口蹄疫、猪圆环病、猪支原体肺炎、猪繁殖与呼吸综合征、猪伪狂犬病、高致病性禽流感、布鲁氏菌病、牛病毒性腹泻/黏膜病、传染性鼻气管炎等国内一、二、三类动物疫病，可满足国内绝大多数养殖场目前重点流行、常见疾病的防疫需求。此外，公司与日本最大动保公司合资设立金宇共立，布局宠物动保赛道。

3、依托 P3 实验室研发平台，开展非瘟疫苗多技术路线研究

研发资源丰富，研究技术平台成熟完备。公司经过多年的积淀，在研发方面已拥有兽用疫苗国家工程实验室、P3高级别生物安全实验室、农业部反刍动物生物制品重点实验室三大国家级技术研发平台，是国内首家可以同时开展口蹄疫、非洲猪瘟、布鲁氏菌病疫苗研究开发相关实验活动的动物疫苗企业。公司依托行业中较为稀缺的P3实验室平台公司可同时开展亚单位疫苗、mRNA疫苗、基因缺失疫苗多条技术路线的研究。目前，公司完成多组非洲猪瘟mRNA疫苗、腺病毒载体疫苗、亚单位疫苗的效力评价实验，并取得一定成果。若未来非瘟疫苗实现商业化，将为公司带来显著增量。

4、投资建议：“买入”评级。口蹄疫需求偏刚性且优势明显，公司龙头地位稳固；同时，公司积极布局非口蹄疫产品业务，未来有望成为公司业绩增长的另一驱动力。

风险提示：动物疫情风险；市场竞争风险；汇率异常波动的风险；新单品审批节奏不达预期。

乖宝宠物：宠物食品自主品牌表现强势，业绩持续高增长！

1、构建强大宠物食品供应链，严控原材料、持续推动生产技术升级

乖宝宠物拥有完整的国内外供应链。处于行业领先地位，国内、泰国两大生产基地合计拥有主粮产能 12.6 万吨、零食产能4.0万吨（截至 2022 年末）；公司生产严选原材料供应商。供应商主要为圣农发展、新希望六和等国内大型鸡鸭产品企业；持续推动生产技术升级。提前布局引进美国进口温格尔双螺杆膨化设备后进行工艺创新升级，利用冻干技术开发设计多种冻干系列产品，在国内第一个使用直线电子加速器进行辐照灭菌。

2、自主品牌表现强势，多品牌战略稳步推行

公司早在2013年开始就开始把国内市场视为战略重点，打造了麦富迪品牌。从原先的单一出口美国、只做海外市场，转变为多国家发展、国内国外同时布局、电商和实体代理同步开展。国内市场发展迅速，麦富迪品牌销量连续5年翻番，远远超过国内宠物行业30%的平均增速。**自主品牌表现强势，增长较快！**①核心品牌【麦富迪】，2023年618及双11线上大促期间，多次斩获天猫、京东、抖音等多平台、多榜单的榜首，在国内自有宠物食品品牌中产品力显著领先！后续在提升市场占有率的同时，麦富迪品牌将持续推行中高端化转型，提高产品力，提升高端系列占比；②品牌【弗列加特】重点发力高端猫用食品市场，本次双11期间，冻干猫粮（全网销售超2000万元；天猫全价冻干猫粮品类榜第1）、烘焙粮（全网销售超1000万元，天猫猫全价风干/烘焙粮品类榜第3）等多品类高速推广中，获得宠物主的广泛青睐，未来将帮助公司继续提升高端品牌的市场影响力和销售规模，引领行业的国产替代！

3、出口业务拐点或已过，盈利能力有望持续改善

2022年9月至2023年3月，我国宠物食品出口持续同比下滑，2023年4月，我国零售包装的狗食或猫食饲料出口同比回正，6-10月连续5个月实现同比增长。而对应公司2022Q4销售净利率降至低点5.52%，随后连续多季度盈利能力环比改善，截止23Q2、23Q3销售净利率回升至10.47%、10.33%，为公司上市以来新高。我们判断出口业务拐点或已过，公司盈利能力有望持续改善

4、投资建议：“买入”评级。我们认为公司宠物食品产品覆盖全面，国内自主品牌建设领先，维持“买入”评级！

风险提示：贸易摩擦风险；海外市场拓展不利风险；原材料价格波动风险；测算具有一定主观性。

中宠股份：海外业绩恢复快，国内自主品牌建设显成效！

1、公司国内外产能同时布局，生产能力强

作为中国宠物行业第一家深交所主板上市企业，公司在全球拥有22间现代化高端宠物食品生产基地以及1所国家级研发中心，开创了中国宠物行业第一家到海外发达国家建厂以及收购企业和品牌的先河。产品涵盖犬用、猫用两大类，涉及宠物干粮、湿粮、零食、冻干、饼干、洁齿骨、皮卷等全线产品1000余个品种，是中国宠物食品行业产品线最长、产品最全的企业之一。除了在国内山东等地布局，公司还拥有美国工厂、加拿大工厂、新西兰工厂、柬埔寨工厂等海外产能。

2、国内营销投放显成效，大单品策略有望持续奏效

营销方面，2023年4月，公司与分众传媒正式签约，深化线上、线下全渠道布局，助力公司“聚焦战略”，助力顽皮品牌成为行业头部品牌。产品方面，伴随公司湿粮（罐头）及干粮产能逐步释放，干湿粮业务迅速放量，公司“聚焦主粮产品”战略卓有成效。2023年双十一期间，在天猫平台公司品牌顽皮旗下狗罐位列天猫狗罐好评榜第2、猫条位列天猫鸡肉猫条热销榜第3；京东平台上，顽皮自营店铺位列猫零食品牌销量榜第1。Zeal位列天猫进口狗零食品牌榜第1，其中0号全价主食罐销售额超400万元，同比增速200%。

3、出口业务及时恢复，盈利能力有望持续改善

2023Q1公司因海外客户调整库存，订单受到较大影响，导致海外业务收入和利润承压。随着海外客户减负接近尾声，2023年4月公司出口订单已基本恢复正常，5月已实现正向增长，主要原因在于公司海外客户绑定深入。

4、投资建议：“买入”评级。公司的核心品牌在产品定位、消费者认知、品牌溢价等多方面成果显著，未来中宠股份将继续以品牌建设作为落地“聚焦国内市场、聚焦自主品牌、聚焦主粮产品”战略的核心抓手，持续夯实品牌优势，做大做强国内业务，维持“买入”评级！

风险提示：原材料价格波动的风险；汇率波动的风险；渠道拓展不及预期等。

风险提示

- 1、养殖疫病风险。**非洲猪瘟疫情使得生猪养殖产业受到极大影响，产业结构以及猪价都随之变化。养殖企业在疫病方面的防疫能力构成其发展壮大的基础。
- 2、价格波动风险。**猪价、农产品价格的波动都会对农业企业的经营产生较大影响。
- 3、市场系统性风险。**若股票市场整体出现较大波动，也会对农业板块投资产生影响。
- 4、下游消费恢复不及预期。**若未来国内整体餐饮消费疲软，鸡肉销量增长将受到影响。
- 5、兽用生物制品行业监管政策变化风险。**近年来，行业监管力度加大，环保限产、限抗政策频出，对污染较大、以药物饲料添加剂为主打产品、产品结构单一的企业影响较大。
- 6、自然灾害/病虫害风险。**农业生产具有周期性和季节性的特征，大田农业及种子生产均属于露天作业，以雨养农业为主，季节性强，对自然条件的敏感度较高，易受自然气候剧变和极端天气影响，抗风险能力较差。
- 7、宠物出口汇率波动风险。**行业内主要公司海外市场贡献收入占比高，人民币汇率存在较大的波动风险，给行业和公司造成业绩的不确定性。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下