

农林牧渔行业2024年中期投资策略

产能去化持续兑现，主线低估

西南证券研究发展中心
农林牧渔研究团队
2024年7月

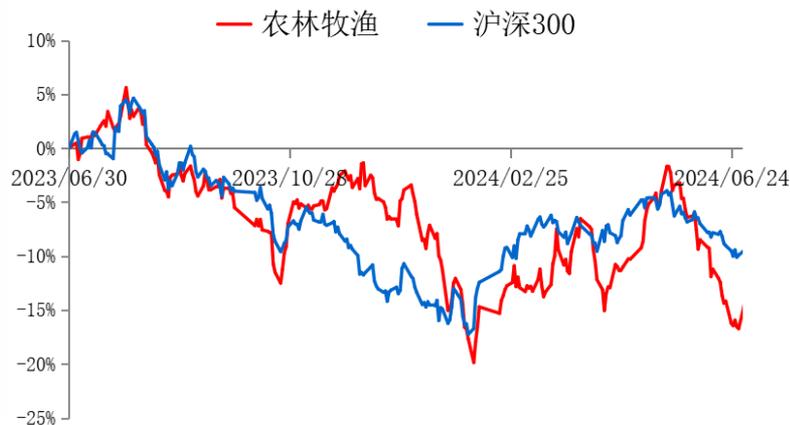
核心观点

- ❑ **养殖板块：产能去化持续兑现，养殖产业链反转突破。** 2023年开始能繁母猪存栏不断下降，2024年4月，能繁母猪存栏量为3986万头，同比下降6.9%，能繁母猪创4年新低。二季度末能繁母猪存栏4038万头，同比减少259万头，下降6.0%，环比增加46万头，增长1.1%，产能增长较慢，盈利期持续性好。生猪产能去化持续兑现，猪价持续走高。黄羽鸡景气度提升，截至24年5月中在产父母代存栏处于绝对低位，黄鸡猪价关联性强，猪价上涨打开盈利空间。推荐牧原股份（002714）、温氏股份（300498）、立华股份（300761）、华统股份（002840）。
- ❑ **风险提示：**养殖端突发疫情，消费需求不及预期等。
- ❑ **动保板块：销量和净利率双向提升，新产品及国产替代发展格局广阔。** 生猪均价及板块盈利水平趋势向好带动动保需求，销量和净利率双向提升。非瘟疫苗相关研究稳步推进，若未来顺利实现商业化，新产品将推动市场扩容。宠物消费市场规模持续增长，新产品带动我国宠物疫苗国产替代正加速推进中。综合布局生物制药以及化药的公司成长性强，建议关注瑞普生物（300119）、科前生物（688526）、生物股份（600201）、普莱柯（603566）、邦基科技（603151）。
- ❑ **风险提示：**下游需求不及预期，产品研发进度不及预期等。

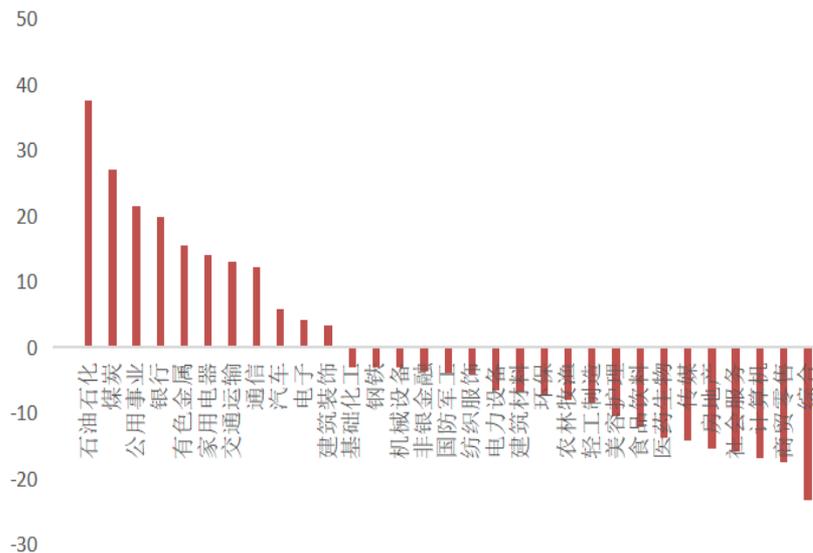
2024年板块数据回顾：消费预期低迷，农业走势弱于大盘

- 2024年初截至6月30日申万农林牧渔指数指数下跌7.94%，在申万行业中涨跌幅排名第二十一。
- 上半年消费预期持续低迷，农业板块走势弱于大盘。统计局披露，上半年，全国生猪出栏36395万头，同比减少1153万头，下降3.1%；猪肉产量2981万吨，减少51万吨，下降1.7%。二季度末，全国生猪存栏41533万头，同比减少1984万头，下降4.6%。供给全面减少，生猪价格持续超预期兑现。但宏观换复苏预期使得市场谨慎，养殖板块走势与基本面猪价走势劈叉。下半年来看，供给方面持续兑现产能去化，猪价维持上涨趋势，且受限于行业资金情况，产能增长缓慢，盈利持续性好，农业板块修复可期。

农业指数走势弱于大盘



年初至今农林牧渔行业涨幅偏后



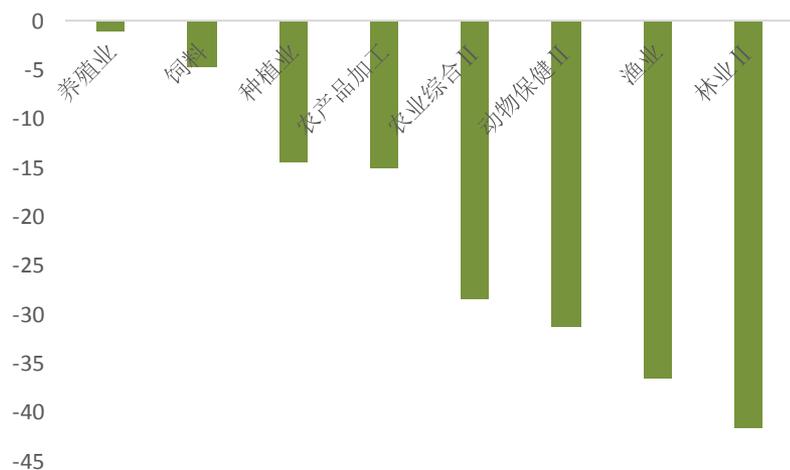
数据来源：ifind，西南证券整理（数据截止6月30日）

www.swsc.com.cn

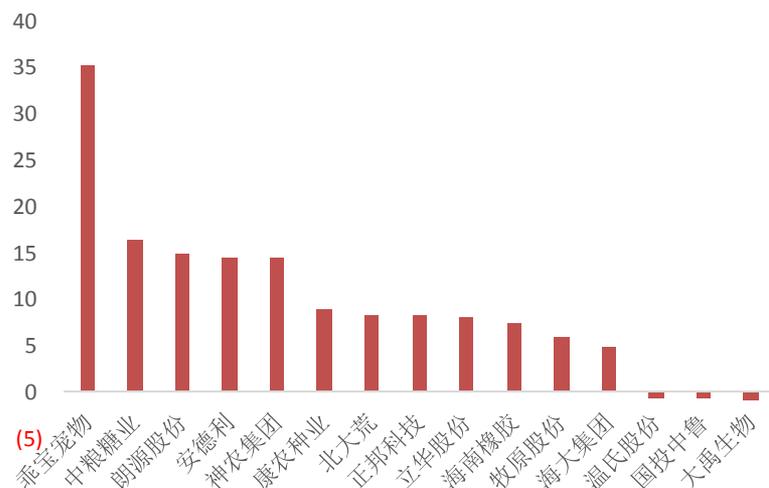
2023年行业块数据回顾：消费预期低迷，农业走势弱于大盘

- 分板块来看，农业行业各个板块全面下跌。受到养殖景气好转影响，养殖板块跌幅最小，基本持平，饲料板块跌幅相对较小，年初至今下跌4.7%。
- 个股来看，涨幅最高的是宠物领域龙头乖宝宠物。此外，随着养殖景气度好转，养殖利润回升，养殖领域龙头牧原股份（+5.9%）、温氏股份（-0.7%），养殖效率提升，产能持续增长的神农集团（+14.4%），黄鸡领域龙头立华股份（+8.0%）涨幅居前。

农业行业子板块走势（%）



农业行业个股涨幅前五（%）



数据来源：ifind，西南证券整理（数据截止6月30日）

www.swsc.com.cn

目 录

◆ **养殖行业：产能去化持续兑现，养殖产业链反转突破**

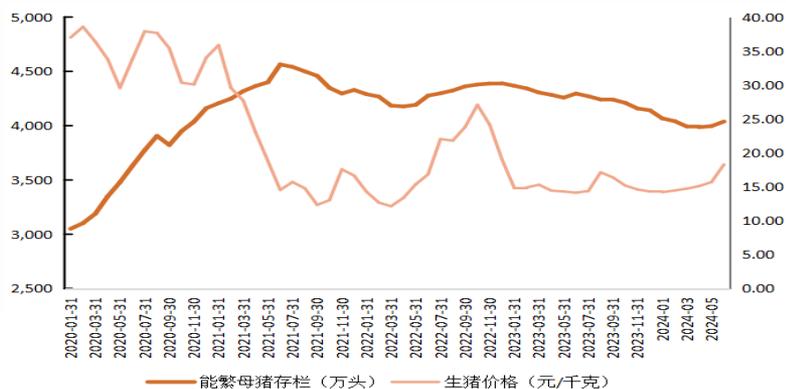
◆ **后周期：猪周期反转已至，布局后周期**

◆ **重点投资标的**

养殖行业：供给方——生猪产能基本调减到位，市场供应过剩压力缓解

- **能繁母猪存栏：生猪产能调减到位，市场供应过剩压力缓解。**能繁母猪于2022年12月4390万头见顶后持续回落，2023年四季度加速能繁母猪存栏加速下降，2024年4月末全国能繁母猪存栏量3986万头，同比下降6.9%，较23年高点累计去化9.2%，创下4年新低。二季度末能繁母猪存栏4038万头，同比减少259万头，下降6.0%，环比增加46万头，增长1.1%。我们通过回顾历史发现22年能繁存栏止跌回升也是在5月份，但24年的社会面能繁补栏速度不及22年产能增长较慢，盈利期持续性好。
- **生猪价格：产能去化兑现，生猪价格持续回升。**全国生猪产能调减效果显现，生猪供需形势改善。6月全国生猪平均价格为每公斤18.27元，较3月上涨24%。

能繁母猪存栏与生猪价格



仔猪价格



数据来源：ifind，西南证券整理

www.swsc.com.cn

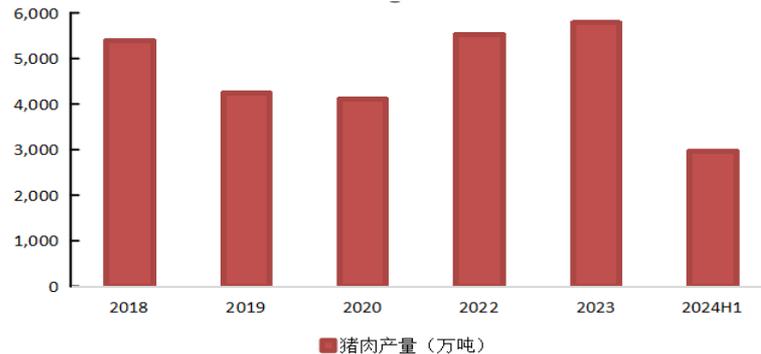
养殖行业：供给方——生猪产能基本调减到位，市场供应过剩压力缓解

- ❑ **商品猪存栏**：二季度末，全国生猪存栏41533万头，同比减少1984万头，下降4.6%，环比增加684万头，增长1.7%。二季度末生猪存栏如期回升。但从绝对数量上看，仅高于今年一季末，仍低于22年3月末，与21年3月末存栏量基本相当，依旧为近两年存栏低位。这也就意味着下半年出栏增长有限。
- ❑ **疫病因素：冬季疫病多发出现断档期**。23年4季度北方出现了三波较为明显的疫情。疫病使得淘汰母猪数量大幅增加，仔猪存活率降低。北方冬季疫情整体影响范围较大，受影响场户比例也高于往年，散户无法通过拔牙控制疫情，损失较大；规模以上养殖场户亦受到影响。对应2024年6-8月份出现供给断档期。
- ❑ **商品猪出栏与肉类产量**：统计局公布半年度经济数据。上半年，全国生猪出栏36395万头，同比减少1153万头，下降3.1%；猪肉产量2981万吨，减少51万吨，下降1.7%。结合半年度猪肉产量来看，今年社会面压栏增重的体现也较为明显，这与今年饲料原料价格低，增重利润可观不无关系。

商品猪存栏



肉类产量



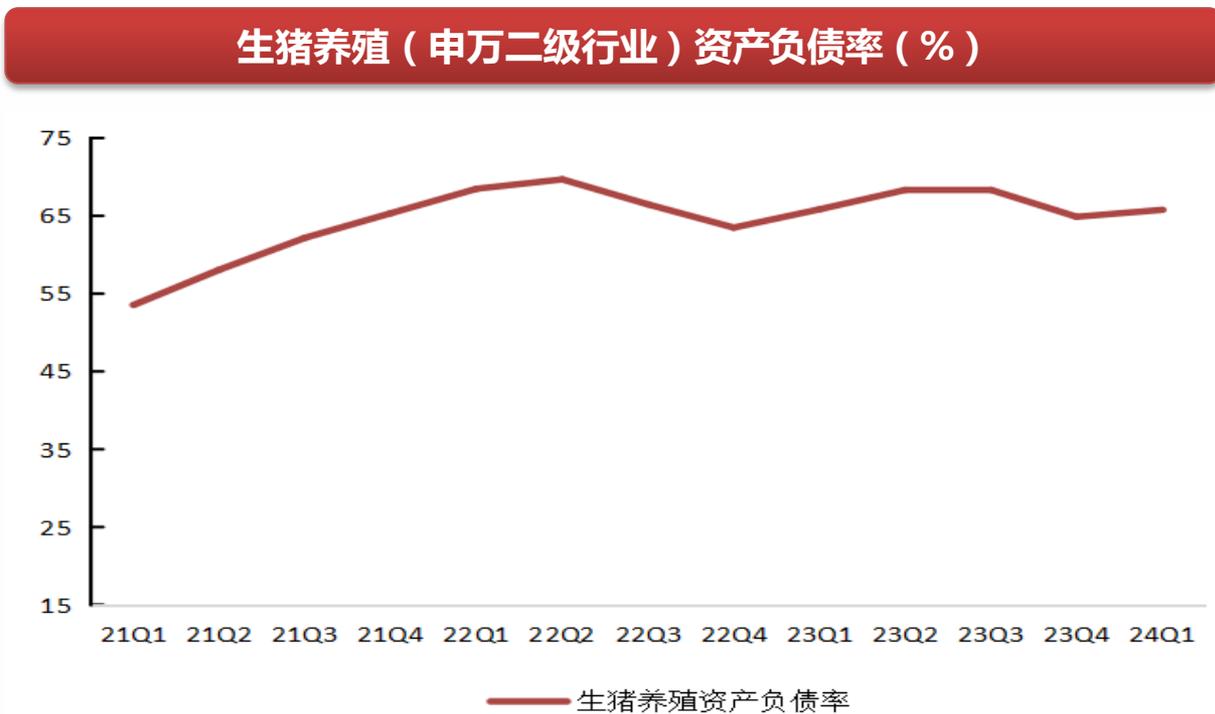
数据来源：ifind，西南证券整理

www.swsc.com.cn

养殖行业：供给方——资产负债率仍处高位，资金压力限制产能增长

养殖行业：资产负债率仍处高位，资金压力限制产能增长。

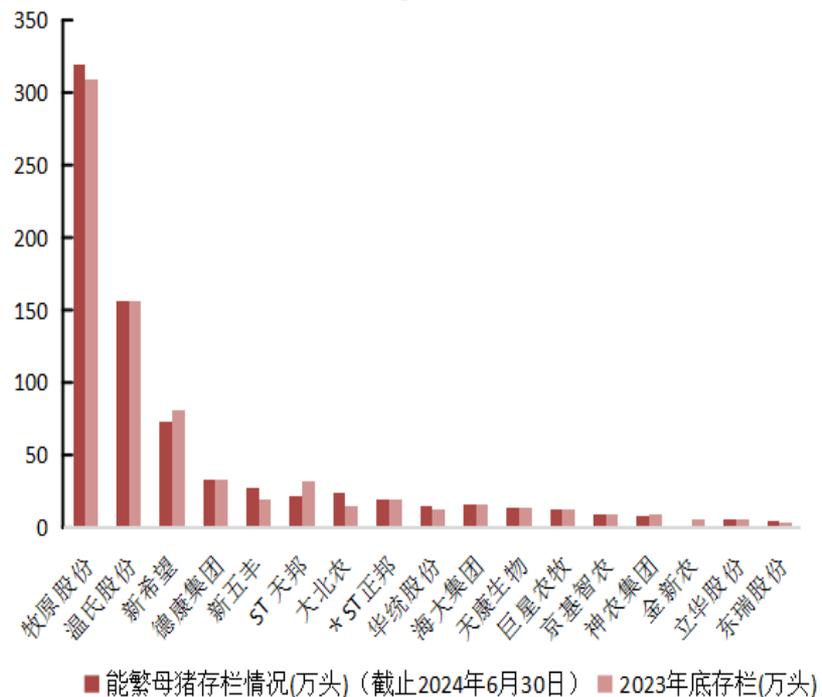
- 行业资产负债率不断提高，行业整体负债率由21年初53.5%攀升至2023Q3的68.3%。2023Q4疫情进一步影响行业养殖成本，截止2024Q1，行业资产负债率仍旧保持高位。



数据来源：ifind, 西南证券整理

养殖行业：供给方——资产负债率仍处高位，资金压力限制产能增长

上市猪企产能变化情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

上市猪企产能变化情况

能繁母猪存栏情况			
	（万头）（截止2024年6月30日）	2023年底存栏（万头）	变化数量（万头）
牧原股份	320	310	10
温氏股份	157	157	0
新希望	73	82	-9
德康集团	33.32	33.32	0
新五丰	28.36	19.8	8.56
ST天邦	22.6	32	-9.4
大北农	24	15	9
*ST正邦	20	20	0
华统股份	15	13	2
海大集团	16	16	0
天康生物	14	14	0
巨星农牧	12.5	12.5	0
京基智农	10	9.9	0.1
神农集团	8.5	10	-1.5
金新农	栏位约10万	6.1	/
立华股份	6	6	0
东瑞股份	5	4	1

数据来源：新牧网，公司公告，西南证券整理

养殖行业：消费方——自周期性强 需求刚性强

□ 猪价自周期性较强

猪价自周期性较强，同时因为在CPI中占比较大，对CPI有明显影响。



数据来源：中国种猪信息网，西南证券整理

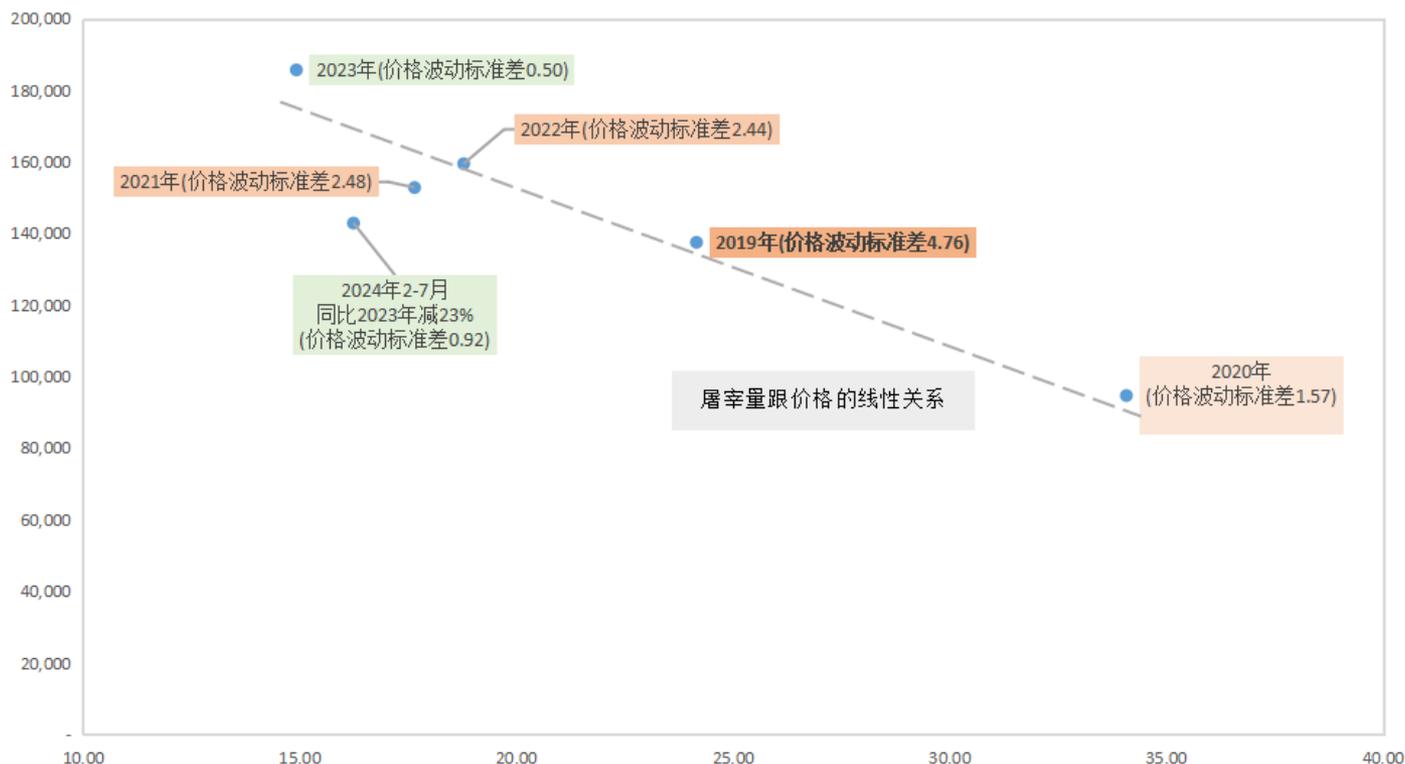
□ 猪肉需求刚性强

根据华南农业大学《我国农村居民猪肉需求弹性测算及其周期性比较》研究结果，除蔬菜以外，猪肉的平均收入弹性普遍低于其他食品。农村居民对其他食品诸如牛羊肉的价格变化比猪肉更敏感。猪肉作为一个刚性需求，是中国必不可少一种肉类食用。事实上，供给对猪肉价格的决定作用经常大于需求的作用，猪价的剧烈波动往往来自于猪肉产能大幅波动。猪肉消费的需求端相对稳定，是刚性需求。**影响因素**主要有：猪肉价格、消费者收入水平、相关肉类替代价格等。猪肉需求收入弹性、需求价格弹性绝对值小于1。

养殖行业：消费方——价格已经反应消费下降

生猪屠宰量（头/日）与价格（元/公斤）的线性关系

卓创日均屠宰量--年度均价（农历年）



2024年春节后到7月，24年的日均宰量已经比去年日均降约20%。2024年2-7月所处的位置明显在过去几年的需求曲线下方。消费下降已反应在价格中。

数据来源：卓创资讯，西南证券整理

www.swsc.com.cn

养殖行业：2024猪价展望

- 2024下半年价格展望：供给缺口同比扩大，维持上行趋势，周期持续性好于2022年。
- 随着能繁母猪存栏量的下降，自2023年10月份以来全国新生仔猪数量高位回落，对应2024年4-8月生猪上市量减少，目前全国生猪产能基本调减到位，市场供应过剩压力缓解。具体从新生仔猪数量看，2023年10月-2024年3月同比下降4.9%，2023年11月至2024年4月新生仔猪数量较去年同期降6.5%，2023年12月-2024年5月新生仔猪数同比下降7%。3月以来新生仔猪环比虽然转增了，但是供给同比降幅反而是在扩大的，推算后期猪价同比的涨幅应该也是扩大的。去年全年猪价较为稳定，下半年上涨趋势预计可以延续。



数据来源：博亚和讯，统计局，西南证券整理

养殖行业：猪价上行，行业逐步走出亏损区间

部分企业生猪养殖成本最新情况

企业名称	育肥猪养殖成本	目标成本
京基智农	2024年5月育肥猪完全成本约14.1元/公斤	2024年全年生猪成本目标14.98元/公斤。
温氏	2024年5月公司肉猪养殖综合成本降至14.2元/公斤左右，环比下降0.2元/公斤。	2024年全年平均肉猪养殖综合成本目标为15-15.6元/公斤。
神农	2024年4月生猪平均完全成本14.2元/公斤。	2024年生猪完全成本目标15元/公斤
牧原	2024年5月生猪完全成本下降至14.3元/公斤。	2024年度生猪完全成本平均目标为14元/公斤，年底降至13元/公斤。
新希望	2024年5月运营场线出栏肥猪完全成本14.7元/公斤。	2024年度平均成本15.5元/公斤，预计12月运营场线肥猪成本降至14.2-14.3元左右。
天康	2024年5月完全成本已降至14.88元/公斤。	2024年争职生猪养殖成本控制在15.5元/公斤。
大北农	2024年5月育肥完全成本约14.7元/公斤	2024年底育肥猪完全成本目标降至14.5元/公斤以内。
金新农	2024年1季度商品猪销售成本15.68元/公斤，3月商品猪销售成本降至15.2元/公斤。	2024年商品猪销售成本的目标是15-15.5元/公斤以下。
华统	2023年4季度完全成本是16.5元/公斤	2024年生猪完全成本平均16元/公斤
东瑞	2024年5月生猪完全成本16.8元/公斤。	2024年下半年完全成本目标为16元/公斤。
立华	2024年1季度完全养殖成本在17.6元左右，其中3月降至16元/公斤以下。	2024年生猪完全成本目标16元/公斤

数据来源：公司公告，西南证券整理

养殖行业：产能去化持续兑现，主线低估

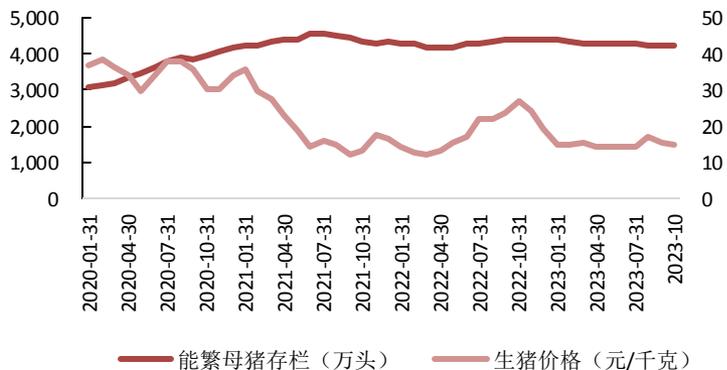
1) 2023年产能化明显，能繁存栏与商品猪存栏均达到4年新低。

2) 连续十五个月的亏损带来的去化影响将体现在五月开始的猪价里。2024年，猪价打破逢节必跌的魔咒。猪价每次回调均伴随大猪出栏迹象（出栏体重从高位逐步回落）。屠宰地板量的情况下，猪价难以下跌韧性强劲，后续上涨趋势显著。

3) 接下来几个月的出栏量逐月减少、需求逐月增加，预计三季度达到高点，四季度维持高位震荡。

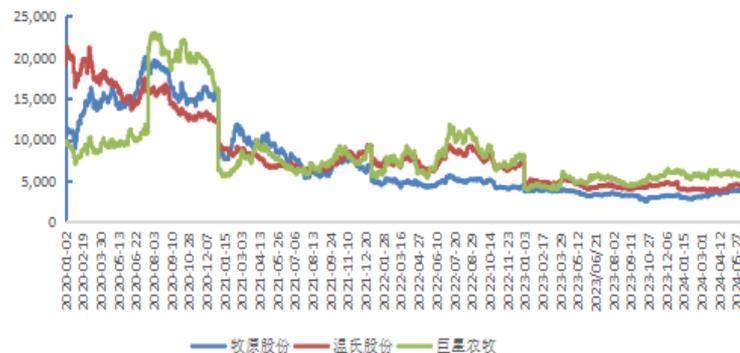
3) 板块整体估值底部区域，代表性企业头均市值较历史中枢有较大上行空间，安全垫厚。

能繁母猪存栏与猪价



数据来源：农业农村部，西南证券整理

部分上市公司头均市值（元/头）

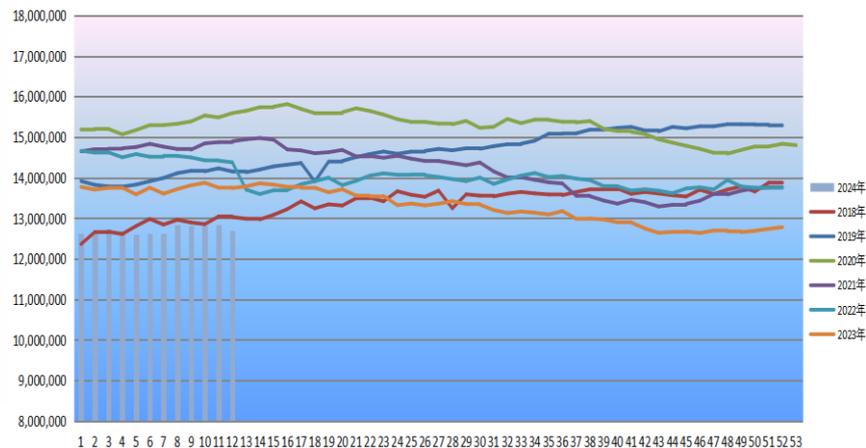


数据来源：公司公告，西南证券整理

养殖行业：黄羽鸡存在供需缺口

- 黄羽鸡价格景气提升，行业内龙头企业养殖地位进一步巩固。从供给端看，产能去化提供支撑。父母代存栏当前处于低位。截至2024年5月下旬，在产父母代黄羽鸡1269万套，较2020年1575万套左右的高点降低20%左右，为2018年以来低位水平。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，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。

在产父母代存栏量（套）



数据来源：中国畜牧业信息网，西南证券整理

黄羽肉鸡出栏量（百万羽）



数据来源：ifind，西南证券整理

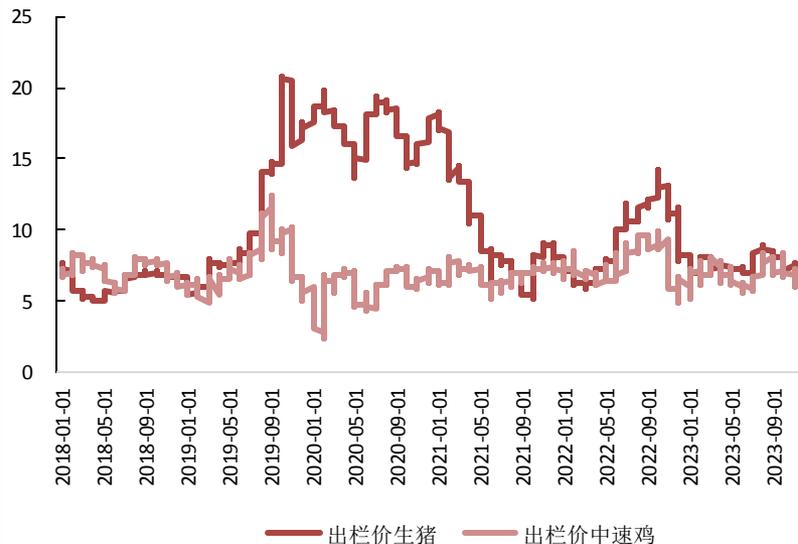
养殖行业：鸡猪共振，猪价上涨打开鸡价盈利空间

□ **黄鸡行业盈利状况改善。** 2019年生猪价格达到21元/斤，猪价大幅上涨带动替代性需求增强。黄羽鸡价格达到10元/斤以上，刺激黄羽鸡产能大幅扩张。2020年至2021年10月中旬期间，行业多数时期处于亏损阶段，主要原因是供给端行业产能过剩，需求端由于疫情冲击导致终端消费疲软，行业产能不断去化。2023年，黄鸡价格受生猪价格压制。当前，黄鸡行业产能仍处于较低水平，二季度以来鸡猪价格同涨。未来，黄鸡价格随猪价上涨进一步打开上行空间，行业利润改善。

□ **建议关注养殖板块养殖成本有优势的标的：**牧原股份（002714）、温氏股份（300498）、立华股份（300761）、华统股份（002840）

□ **风险提示：**景气度不及预期，上市公司养殖成本下降不及预期。

鸡猪价格变动图（元/斤）



数据来源：新牧网，西南证券整理

目 录

◆ **养殖行业：产能去化持续兑现，养殖产业链反转突破**

◆ **后周期：猪周期反转已至，布局后周期**

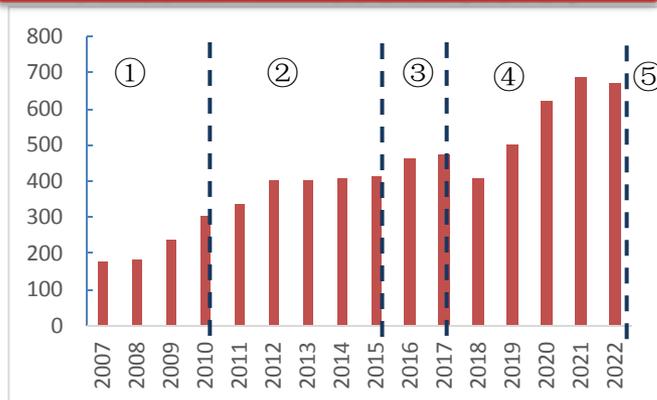
◆ **重点投资标的**

后周期：动保市场规模持续发展

将动保市场规模的发展按其背后驱动因素大致分为五个阶段：

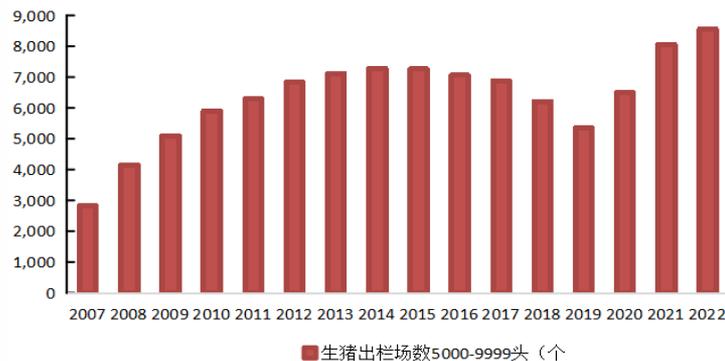
- ① **2007-2010**：该阶段内养殖行业主要面临疾病影响为蓝耳病，且彼时散户养殖占比较高，动保重视程度相对较低，市场份额相对较小。
- ② **2011-2015**：主要驱动因素为口蹄疫疫苗，新产品推动市场扩容。从疫苗产品来看，21世纪我国进入悬浮培养应用时代，各大生产企业悬浮培养线陆续通过GMP认证，当前市场上经农业部批准拥有口蹄疫疫苗生产资质的企业共有8家
- ③ **2016-2017**：主要系环保政策推动养殖集中度提升，规模场占比快速提升，拉动动保需求提升。
- ④ **2018-2023**：非瘟疫情大幅拉升疫病防控成本，且饲料成本提升并维持高位，非瘟后产能过度恢复等多因素影响养殖行业利润，动保企业盈利能力降至历史底部。
- ⑤ **2023之后**：养殖行业景气度底部回升，养殖利润改善提升动保需求。非瘟疫苗稳步推进、宠物新品不断上市共同扩张市场规模。

中国兽药产业销售总额（万元）



数据来源：中国兽药协会，西南证券整理

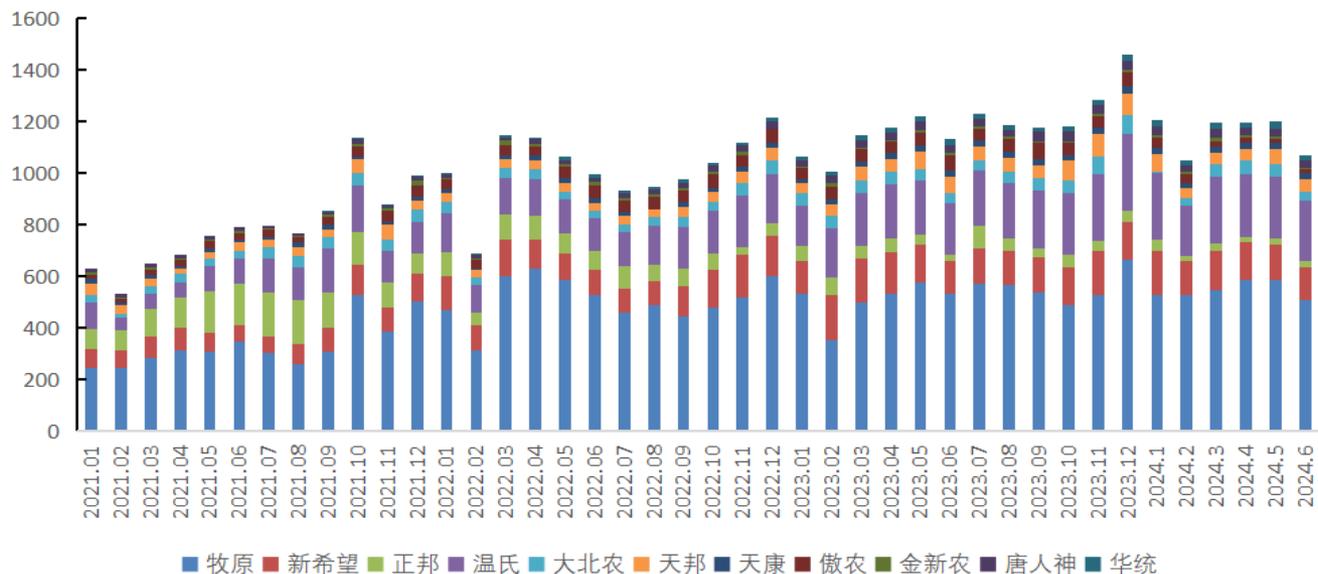
生猪出栏场数5000-9999头



数据来源：ifind，西南证券整理

后周期：养殖行业集中度提高

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**。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。

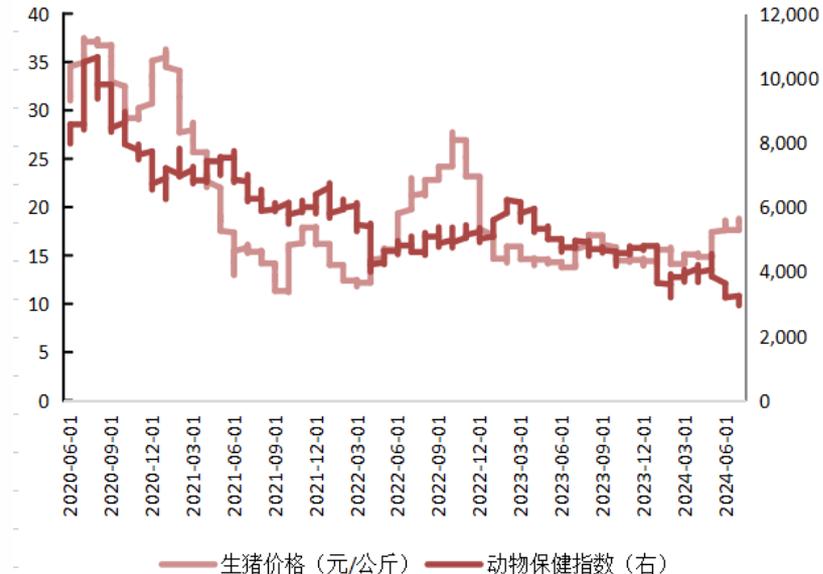
动物保健：关注上行期生猪价格上升的弹性

关注上行期生猪价格上升的弹性。通过回顾历史数据，我们可以看到动保指数在猪价和养殖指数上涨后有显著的滞后性：与养殖指数相比，动保指数的上涨通常会滞后两至三个季度；与猪价相比，动保指数的上涨通常会滞后一个至两个季度。

申万动保指数与畜牧养殖指数对比



动保指数与猪价对比走势对比



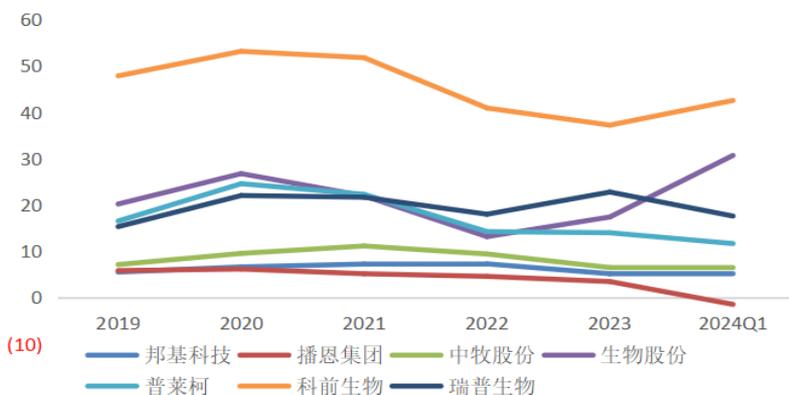
数据来源：ifind，西南证券整理

www.swsc.com.cn

动物保健：养殖景气回升，后周期板块销量和净利率双向提升

受制于近年养殖景气不足，养殖行业持续亏损，动保企业近两年净利率、净利润处于筑底或底部回升的趋势。2024年养殖景气上升，预计相关板块业绩增速有望提升。动物疫苗板块的毛利率与猪价密切相关。当猪价低迷时，养户减少疫苗使用量或选择价格较低的疫苗；而当猪价上涨至下游养殖户实现盈利时，养户则会选择价格高且质量优秀疫苗。因此，疫苗毛利率水平也会随着猪价波动而波动。随着猪价的回升，预计第三季度行业预期将逐步修复，疫苗板块可能迎来较好的配置时机。

养殖后周期企业净利率(%)



养殖后周期企业净利润及同比变化

	2023		2024Q1	
	净利润 (百万元)	同比变化	净利润 (百万元)	同比变化
邦基科技	83.8896	-30.27%	20.3335	-13.09%
播恩集团	48.7064	-36.90%	-3.6882	-119.91%
中牧股份	403.0516	-26.73%	76.5274	-45.53%
生物股份	283.6308	34.63%	105.5868	-1.05%
普莱柯	174.5174	0.23%	27.3071	-58.28%
科前生物	395.9349	-3.32%	87.2284	-35.64%
瑞普生物	452.9421	30.64%	87.5711	8.35%

数据来源: ifind, 西南证券整理

www.swsc.com.cn

动物保健：当前双重驱动因素—新产品

- **非洲猪瘟**：非洲猪瘟病毒向流行性方向发展，致死性减弱、传染性增强。非洲猪瘟依然是我国生猪养殖重点防控的疫病。虽然物理防控方式有所增强，但是非洲猪瘟依然对我国生猪养殖造成较大威胁，是我国生猪养殖重点防控的疫病。
- **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个项目包含基因缺失疫苗、全病毒灭活疫苗、亚单位疫苗三个，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。

主要技术路线

项目研发路径	主要参与单位	时点进展	合作生产企业	进度
基因缺失疫苗	哈尔滨兽医研究所			
全病毒灭活疫苗	军事兽医研究所	已提交临床试验申请		
亚单位疫苗	兰州兽医研究所	已提交应急评价申请，正按照首次专家评审意见完善相关资料	中农威特，普莱柯，待定	快，预计2024年年初开始复核试验
亚单位疫苗 (纳米颗粒)	中国科学院	已提交应急评价申请，正按照首次专家评审意见完善相关资料	国药动保，中牧股份，生物股份	快，预计2024年年初开始复核试验
活载体疫苗	华中农业大学	实验室研究阶段	科前生物，瑞普生物，兆丰华	较快，预计亚单位路线开始复核试验后提交应急评价材料
MRNA疫苗	生物股份	实验室研究阶段	生物股份	慢

数据来源：中国农业科学院，各公司公告，西南证券整理

动物保健：当前双重驱动因素—新产品

□ **非洲猪瘟市场规模测算**：2023年我国生猪出栏量为7.26亿头，我们假定以年均生猪出栏量7亿头，每头猪需要接种两针进行测算；新产品净利率按40%测算。非瘟新品给予20倍PE估值。

1) 保守测算：预计非瘟亚单位疫苗价格约为20元，按照2020年国内口蹄疫渗透率为40%测算，对应市场空间约112亿元；预计第一批生产企业不超过6家，平均每家对应7.5亿利润，对应增厚市值150亿；

2) 中性测算：预计非瘟亚单位疫苗价格约为25-30元，按照目前国内规模场占比为60%测算，对应市场空间约210-252亿元；预计第一批生产企业不超过6家，平均每家对应14-17亿利润，对应增厚市值280-340亿；

3) 乐观测算：预计非瘟亚单位疫苗价格约为35元，假设行业规模场与散户接受度均较高，按照渗透率为80%测算，对应市场空间约392亿元；预计第一批生产企业不超过6家，平均每家对应26亿利润，对应增厚市值520亿。

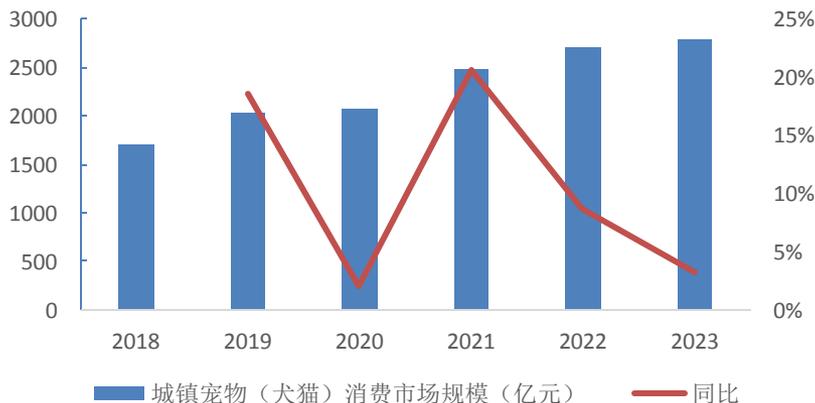
我国非瘟疫苗市场空间测算/亿元

	渗透率/单价	疫苗售价/元每头份				
		20	25	30	35	40
疫苗 渗透率	10%	28	35	42	49	56
	20%	56	70	84	98	112
	30%	84	105	126	147	168
	40%	112	140	168	196	224
	50%	140	175	210	245	280
	60%	168	210	252	294	336
	70%	196	245	294	343	392
	80%	224	280	336	392	448
	90%	252	315	378	441	504
	100%	280	350	420	490	560

动物保健：宠物动保新兴领域有望带来行业增量

2023年，城镇宠物（犬猫）消费市场规模为2793亿元，较2022年增长3.2%，增长幅度进一步放缓。其中，犬消费市场规模较2022年微增0.9%，猫市场规模则持续稳定增长，较2022年增长6%。从整体趋势来看，我国城镇宠物（犬猫）市场规模稳中有升。细分领域看，医疗领域已是第二大领域，除诊疗外占比均有上升。狂犬病疫苗等疫苗产品作为刚需消费，有望充分受益我国宠物数量和宠物市场规模的持续扩张。

我国城镇宠物消费市场规模（2018-2023）



我国宠物（犬猫）消费结构

	宠物（犬猫）消费结构											
	食品			医疗					服务			
	主粮	零食	营养品	用品	药品	诊疗	疫苗	体检	洗澡美容	训练	寄养	保险
2022	35.30%	13.30%	2.10%	13.30%	9.40%	13.80%	2.80%	3.10%	4.80%	0.60%	0.70%	0.70%
2023	35.30%	13.60%	3.40%	12.50%	9.80%	12.90%	2.60%	3.20%	4.70%	0.70%	0.70%	0.70%

数据来源：2023-2024年中国宠物行业白皮书，齐鲁晚报网，西南证券整理

动物保健：当前双重驱动因素—新产品

我国猫三联疫苗情况

申请企业	疫苗毒株	批准日期
瑞普生物	猫三联 (RPVFO304 株+RPVF0207 株 +RPVF0110 株)	2024年1月获得兽药批准文号
博莱得利生物、中瑞动检 生物技术	猫三联 (HBX05 株+BJS01 株+BJH13 株)	2024年1月获得兽药批准文号
哈药集团	猫三联 (WX 株+SH14 株+0918 株)	2024年5月获得兽药批准文号
科前生物、华派生物	猫三联 (WH-2017 株+LZ-2016 株+CS-2016 株)	2024年3月获得兽药批准文号
普莱柯	猫三联 (708 株+60 株+64 株)	2024年6月获得兽药批准文号

动物保健：猫三联疫苗通过应急评价

国产猫三联疫苗有望凭借本土优势成为市场领军。目前国内宠物疫苗市场长期由进口产品主导，但国产猫三联产品受到广泛需求。截至目前，已有7家企业获得国产猫三联产品批准文号，其中瑞普生物的产品瑞喵舒上市50天销售超过50万份。

数据来源：农业农村部，国家兽药基础数据库，西南证券整理

动物保健：矩阵丰富的龙头动保企业，国产替代正当时

1) 我国宠物医药行业起步较晚，长期以来受进口产品主导，近几年国家出台了多条宠物药品相关标准，同时，针对新药研发时间无法满足现有宠物药品需求的现象，国家出台政策大力推进国产宠物药品的上市：放宽部分宠物药品注册的要求、加速人用化学药品转宠用的要求落地等，国内宠物医药市场国产替代的空间巨大。

2) 伴随国内宠物市场的不断扩大，增量宠物主容易被国内宠企旗下新锐国产品牌吸引，国外公司的强势地位也被逐步打破。截至2024年6月，已有7家企业获得国产猫三联产品批准文号，美国硕腾旗下的猫三联灭活疫苗“妙三多”在国内市场一家独大的局面即将被打破。我国宠物疫苗国产替代正加速推进中。

发布时间	发布部门	政策名称	相关内容
2020年9月	农业农村部	《人用化学药品转宠物用化学药品注册资料要》	为解决当前兽医临床上宠物用药短缺问题，推动宠物用化学药品的研发和上市，在保证安全、有效、质量可控的前提下，借鉴相关评审评价办法，制定人用化学药品转宠物用药注册资料要求
2020年9月	农业农村部	《废止的药物饲料添加剂品种增加治疗用途注册资料要求》	加快推进宠物兽药注册工作，进一步合理利用现有药用资源，促进技术创新，更好满足预防、治疗动物疾病需求。

数据来源：农业农村部，西南证券整理

养殖后周期：销量和净利率双向提升，新产品及国产替代发展格局广阔

- 1) 受制于近年养殖景气不足，养殖行业持续亏损，动保企业近两年净利率、净利润处于筑底或底部回升的趋势。
- 2) 2024年养殖景气上升。动物疫苗板块的毛利率与猪价密切相关。随着猪价的回升，预计第三季度行业预期将逐步修复，疫苗板块可能迎来较好的配置时机。
- 3) 非洲猪瘟疫苗或有新进展，百亿新市场扩容市场规模。
- 4) 宠物消费市场规模持续增长，新产品带动我国宠物疫苗国产替代正加速推进中。
- 5) 综合布局生物制药以及化药的公司成长性强，建议关注瑞普生物（300119）、科前生物（688526）、普莱柯（603566）、邦基科技（603151）。

目 录

◆ **养殖行业：产能去化持续兑现，养殖产业链反转突破**

◆ **后周期：猪周期反转已至，布局后周期**

◆ **重点投资标的**

牧原股份（002714）：疫情短期扰动，成本优势突出

- **投资逻辑**：1) **公司牢铸成本优势**。公司在生猪健康管理、疫病净化等方面持续取得进展，养殖生产成绩持续改善，生猪养殖成本总体下降，各项主要生产指标较2022年均有所改善，公司2023年全年平均商品猪完全成本在15元/kg左右，较2022年15.7元/kg明显下降。2) **屠宰产能利用率进一步提升**。公司持续完善业务布局，2023年公司屠宰生猪1326万头，同比增长80%。2023年，公司屠宰产能利用率提升至46%，头均亏损降至70元左右。公司积极拓展屠宰销售渠道，配合养殖业务屠宰板块随产能利用率提升有望逐步盈利。3) **养殖产能稳健增长**。当前公司生猪养殖产能在8,000万头/年左右，截至2024年6月末，能繁母猪存栏为330万头。结合目前的生产经营规划，公司预计2024年全年生猪出栏区间为6600-7200万头。
- **业绩预测与投资建议**：预计2024-2026年EPS分别为2.31元、2.81元、3.06元，对应动态PE分别为20/16/15倍，维持“买入”评级。
- **风险提示**：产能扩张不及预期、产品销售情况不及预期、养殖业突发疫情等风险。

业绩预测和估值指标				
指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	110,861	132,769	143,449	154,988
营业收入增长率	-11.19%	19.76%	8.04%	8.04%
净利润（百万元）	-4,263	12,620	15,376	16,700
净利润增长率	-132.14%	396.01%	21.84%	8.61%
EPS（元）	-0.79	2.31	2.81	3.06
P/E	—	19.86	16.33	14.99

数据来源：ifind，西南证券，截至7月19日

www.swsc.com.cn



数据来源：ifind，西南证券整理

温氏股份（300498）：养殖成绩持续好转竞争力增强

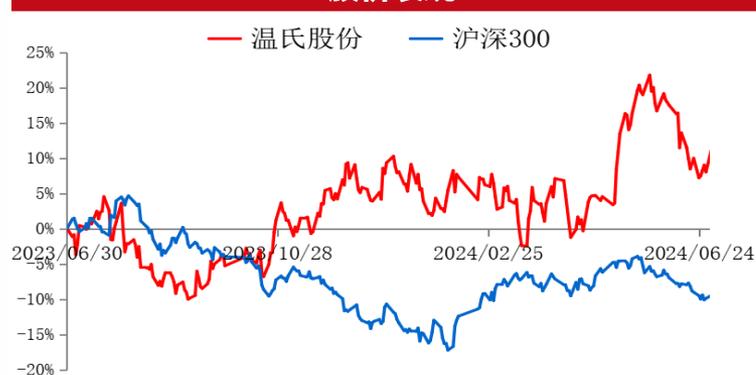
- ❑ **投资逻辑：**（1）**生猪养殖业务持续向好。**公司生猪产能稳步发展，养殖成绩持续改善。2023年公司销售肉猪2626万头，同比增长46.65%。截至3月末，公司能繁母猪约155万头，后备母猪较为充足。公司3月份肉猪养殖综合成本降至7.4元/斤左右。公司2024年肉猪销售目标为3000-3300万头，相比2023年增加400-700万头。目前公司肉猪有效饲养能力已提升至3500万头以上。（2）**黄鸡养殖稳步发展，高景气靠持续。**2023年公司销售肉鸡11.83亿只，同比增长9.51%。一季度毛鸡出栏完全成本降至6.4元/斤左右，其中3月份已降至6.3元/斤左右。黄鸡行业当前产能低位，高景气度具有可持续性。全周期看，公司每只鸡可盈利2-3元。
- ❑ **业绩预测与投资建议：**预计2024-2026年EPS分别为1.09元、1.69元、1.35元，对应动态PE分别为19/12/15倍，维持“买入”评级。
- ❑ **风险提示：**产能释放不及预期、下游需求不及预期、养殖端突发疫情等风险。

业绩预测和估值指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	89,902	112,717	126,158	136,318
营业收入增长率	7.40%	25.38%	11.93%	8.05%
净利润（百万元）	-6,390	7,247	11,274	8,972
净利润增长率	-220.81%	213.42%	55.57%	-20.42%
EPS（元）	-0.97	1.09	1.69	1.35
P/E	—	18.99	12.25	15.33

数据来源：ifind，西南证券，截至7月19日

股价表现



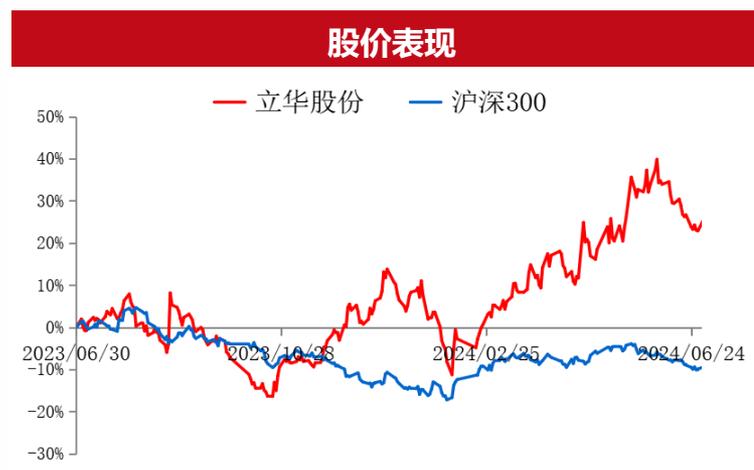
数据来源：ifind，西南证券整理

立华股份（300761）：养殖成绩持续改善，2024扭亏为盈

- **投资逻辑**：1) 行业产能低位，高景气度具有可持续性。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。全周期看，公司每只鸡可盈利2-3元，景气周期中可达到单只盈利7元。2) **2024年一季度，黄羽鸡的经济成本降至6.3元/斤**。成本优势构筑盈利壁垒，盈利持续性强。3) **生猪产能快速增长，产能利用率有望提高**；生猪产能利用率有望提高，养殖成绩显著改善。2023年肉猪上市量为85万头，同比增长约50%。；公司今明两年将继续进行商品猪的产能建设，2024年出栏目标100-120万头，目标是到2025年实现200万头的商品猪产量。
- **业绩预测与投资建议**：预计2023-2025年EPS分别为1.45元、1.94元、1.61元，对应动态PE分别为17/12/15倍，维持“买入”评级。
- **风险提示**：产品销售情况不及预期、养殖业突发疫情等风险。

业绩预测和估值指标				
指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	15,354	18,556	22,104	23,572
营业收入增长率	6.28%	20.85%	19.12%	6.64%
净利润（百万元）	-437	1,200	1,604	1,333
净利润增长率	-149.10%	374.26%	33.74%	-16.93%
EPS（元）	-0.53	1.45	1.94	1.61
P/E	-	16.55	12.37	14.91

数据来源：ifind，西南证券整理截至7月19日



数据来源：ifind，西南证券整理

华统股份（002840）：华东生猪养殖一体化龙头，成长性显著

- 投资逻辑：**1) 能繁母猪进一步加速去化，养殖行业反转成确定性趋势。2) 产能进入快速释放期，降本增效持续兑现。2023年公司共计销售生猪230.3万头，同比+91.1%。截止2023年3月，公司能繁母猪目前15万头，较2023年年底13万头增加2万头；后续预计保持持续增长。母猪PSY进一步提升至25头左右，生产效率仍有进一步提升空间。公司目前已有育肥产能310-330万头，2023年四季度完全成本是16.5元每公斤。2024年成本目标是年内平均16元/公斤。成本下降的途径包括饲料价格和原材料价格下降、高健康度的种族群体更新、提高生产管理水平和降低饲料浪费、提高存活率等措施。
- 业绩预测与投资建议：**预计2024-2026年EPS分别为1.11元、2.03元、1.99元，对应动态PE分别为14/7/8倍。维持“买入”评级。
- 风险提示：**下游养殖业出现疫情风险；生猪出栏量不及预期风险；产品销售情况不及预期风险等。

业绩预测和估值指标				
指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	8,578	14,019	18,661	22,037
营业收入增长率	-9.24%	63.42%	33.11%	18.09%
净利润（百万元）	-605	686	1,257	1,234
净利润增长率	-789.34%	213.46%	83.23%	-1.83%
EPS（元）	-1.03	1.11	2.03	1.99
P/E	-	13.65	7.46	7.61

数据来源：ifind，西南证券整理，截至7月19日



数据来源：ifind，西南证券整理

瑞普生物（300119）：研发助力盈利改善，利润质量提升

- **投资逻辑：** 1) **研发投入持续增长，注重研发驱动发展。** 2023年公司研发投入2.33亿元，占营业收入比重达到10.35%。公司深入研发宠物前沿产品线，持续的高饱和研发投入，建立高品质、多元化、全品类的产品矩阵，构成市场份额扩容的核心驱动力。公司猫三联疫苗市场响应良好，填补国产空白。自主研发的犬四联疫苗已完成临床试验，正进行新兽药注册申请。 2) **积极布局非洲猪瘟疫苗，加大口蹄疫苗市场竞争力。** 公司与科前生物及华中农业大学签署《重组非洲猪瘟病毒疫苗（腺病毒载体）合作开发及技术实施许可协议》。公司于2024年3月28日签署了《股权转让协议》，计划以2.30亿元自有资金或自筹资金收购保定收骏100%的股权。此次交易完成后，公司将间接持有必威安泰55.20%的股权，从而获得口蹄疫苗升产资质。公司通过收购必威安泰来实现口蹄疫苗产品的补足，整体的产品布局也越发完善，进入一个收获期。
- **业绩预测与投资建议：** 我们预计2024~2026年公司EPS为1.1、1.35、1.61元。动态PE12、10、8倍，维持“买入”评级。。
- **风险提示：** 养殖端突发疫病、产品研发进度不及预期、下游需求不及预期等风险。

业绩预测和估值指标				
指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	2,249	2,789	3,400	4,062
营业收入增长率	7.90%	24.02%	21.89%	19.49%
净利润（百万元）	453	511	631	750
净利润增长率	30.64%	12.85%	23.39%	18.88%
EPS（元）	0.98	1.10	1.35	1.61
P/E	13.85	12.34	10.05	8.43

数据来源：ifind，西南证券，截至7月19日



数据来源：ifind，西南证券整理

科前生物（688526）：龙头地位稳固，猪用疫苗带动营收增长

- 投资逻辑：**
 - 1) 养殖端产能持续去化，周期反转带动动保板块量价齐升。** 2023年，生猪价格持续低迷，下游需求谨慎。2024年以来，猪价淡季不淡，上行趋势确立。未来生猪均价及板块盈利水平趋势向好带动动保需求，销量和净利率双向提升。另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，新产品将推动市场扩容。宠物消费市场规模持续增长，新产品带动我国宠物疫苗国产替代正加速推进中。
 - 2) 推动技术创新，打造公司核心竞争力。** 公司继续加大研发投入，2023年研发费用8850.53万元，研发投入占营收比重8.32%。非瘟疫苗研发方面，公司病毒活载体非瘟疫苗已于2023年12月提交应急评价，当前正根据反馈有序推进补充实验。
- 业绩预测与投资建议：** 预计2024~2026年公司EPS为1.26、1.52、1.71元。动态PE11、9、8倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：** 下游养殖端突发疫病、研发进度不及预期等风险。

业绩预测和估值指标				
指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1,064	1,368	1,630	1,851
营业收入增长率	6.27%	28.61%	19.09%	13.57%
净利润（百万元）	396	589	709	799
净利润增长率	-3.32%	48.82%	20.25%	12.75%
EPS（元）	0.85	1.26	1.52	1.71
P/E	16.16	10.90	9.04	8.04

数据来源：ifind，西南证券，截至7月19日



数据来源：ifind，西南证券整理

邦基科技（603151）：降本增效穿越低谷，猪周期反转量价齐升

- 投资逻辑：**
 - 1) 生猪均价及板块盈利水平趋势向好带动后周期需求，销量和净利率双向提升。受制于近年养殖景气不足，养殖行业持续亏损，动保、饲料等后期行业近两年净利率、净利润处于筑底或底部回升的趋势。24年猪周期反转且盈利周期预计能持续较长时间。公司饲料销售结构中，前端高价饲料有望受益于养殖行情回暖，在公司销售结构中占比提升。
 - 2) 募资扩张饲料产能，未来3年产能将增加145%。面对不断增长的市场需求，公司计划未来三年扩大猪饲料产能。公司目前产能61.7万吨，全部项目完成后，公司将新增产能达90万吨，产能增长145.9%。
- 业绩预测与投资建议：** 预计2024~2026年公司EPS为0.91、1.1、1.26元，对应动态PE分别为11/9/8倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：** 生猪及猪肉价格波动风险、动物疫情风险、规模扩张不及预期的风险、产品竞争力降低的风险。

业绩预测和估值指标				
指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1,647	2,390	2,841	3,378
营业收入增长率	-0.71%	45.17%	18.87%	18.89%
净利润（百万元）	84	153	185	212
净利润增长率	-30.34%	82.00%	21.13%	14.76%
EPS（元）	0.50	0.91	1.10	1.26
P/E	20.26	11.13	9.21	8.04

数据来源：ifind，西南证券，截至7月19日



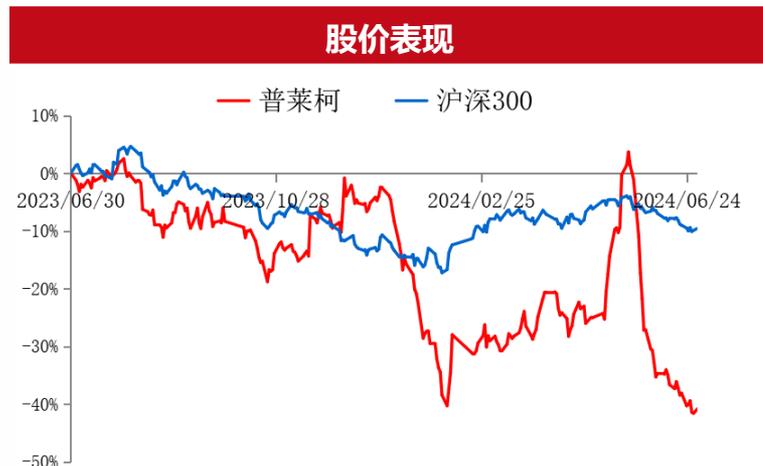
数据来源：ifind，西南证券整理

普莱柯（603566）：猪苗业务短期承压，猪周期反转前途光明

- 投资逻辑：**
 - 1) 养殖端产能持续去化，周期反转带动动保板块量价齐升。** 2023年，生猪价格持续低迷，下游需求谨慎。2024年以来，猪价淡季不淡，上行趋势确立。未来生猪均价及板块盈利水平趋势向好带动动保需求，销量和净利率双向提升。
 - 2) 大力推进重大产品研发，拓宽产品矩阵。** 公司犬三联活疫苗等4项疫苗产品取得临床试验批件。公司及子公司申请发明专利23项，获得发明专利授权13项，其中国际发明专利3项。非洲猪瘟亚单位疫苗进入农业农村部组织的应急评价；猪口蹄疫（O型+A型）二价基因工程亚单位疫苗目前已具备申报临床试验条件，禽流感（H5+H7）重组三价亚单位疫苗已提交新兽药注册，猫三联疫苗已获得兽药批准文号。
- 业绩预测与投资建议：** 预计2024-2026年EPS分别为0.73元、0.82元、0.99元，对应动态PE分别为17/16/13倍，维持“持有”评级。
- 风险提示：** 下游养殖端突发疫病、研发进度不及预期等风险。

业绩预测和估值指标				
指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1,253	1,280	1,426	1,588
营业收入增长率	1.84%	2.22%	11.33%	11.38%
净利润（百万元）	175	254	284	343
净利润增长率	3.99%	45.34%	12.03%	20.80%
EPS（元）	0.50	0.73	0.82	0.99
P/E	25.46	17.44	15.52	12.86

数据来源：ifind，西南证券，截至7月19日



数据来源：ifind，西南证券整理

部分公司估值表

代码	公司	股价	EPS			PE			投资评级
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
002714	牧原股份	45.88	-0.79	2.31	2.81	-	19.86	16.33	买入
300498	温氏股份	20.7	-0.97	1.09	1.69	-	18.99	12.25	买入
300761	立华股份	24	-0.53	1.45	1.94	-	16.55	12.37	买入
300119	瑞普生物	13.57	0.98	1.1	1.35	13.85	12.34	10.05	买入
002840	华统股份	15.15	-1.03	1.11	2.03	-	13.65	7.46	买入
688526	科前生物	13.74	0.85	1.26	1.52	16.16	10.90	9.04	买入
603151	邦基科技	10.13	0.5	0.91	1.1	20.26	11.13	9.21	买入
603566	普莱柯	12.73	0.5	0.73	0.82	25.46	17.44	15.52	持有

数据来源：ifind，西南证券，截至7月19日收盘价



分析师：徐卿

执业证号：S1250518120001

电话：021-68415832

邮箱：xuq@swsc.com.cn

联系人：赵磐

电话：010-57758503

邮箱：zhaopan@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21世纪大厦10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：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦22楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼21楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱	姓名	职务	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理/销售总监	18621310081	jsf@swsc.com.cn	魏晓阳	销售经理	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	clw@swsc.com.cn	欧若诗	销售经理	18223769969	ors@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	tsz@swsc.com.cn	李嘉隆	销售经理	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn	龚怡芸	销售经理	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	卞黎昶	高级销售经理	13262983309	bly@swsc.com.cn	孙启迪	销售经理	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	tjw@swsc.com.cn	蒋宇洁	销售经理	15905851569	jyj@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	zmyf@swsc.com.cn				
北京	李杨	销售总监	18601139362	yfly@swsc.com.cn	王一菲	销售经理	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn	王宇飞	销售经理	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	yangwei@swsc.com.cn	路漫天	销售经理	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	yhang@swsc.com.cn	马冰竹	销售经理	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	zhxin@swsc.com.cn				
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn	丁凡	销售经理	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	yxy@swsc.com.cn	陈紫琳	销售经理	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	zwf@swsc.com.cn	陈韵然	销售经理	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	gongzh@swsc.com.cn	林哲睿	销售经理	15602268757	lzh@swsc.com.cn