

证券研究报告 | 农林牧渔 | 2023年07月02日

方正证券农业·中期行业策略报告

把握成长，静候周期

分析师

娄倩

登记编号：S1220522060003

联系人

冯永坤

登记编号：S1220523040002

邱星皓



生猪养殖板块：

生猪板块历史走势背后的基本面投资逻辑：周期与成长从何而来？

成长性：过去生猪行业规模化、集中度不断提升，市场份额不断向上市公司集中，上市公司养殖体量长期不断上升；

周期性：猪价周期性波动，导致上市公司盈利周期性波动；在猪价周期由低迷困境反转向上后，板块公司盈利将明显同比上升。

周期与成长双击：管理能力优秀、养殖成本较低的企业，有望穿越猪价牛熊周期，持续扩张养殖规模；且有望借助猪价行情上升期，实现快速扩张，最终体现为公司养殖量与单位盈利的量价齐升，实现公司 α 与行业 β 的双击。

市场当前的困惑：未来猪价与猪周期怎么走？

①当产业规模化提升、养殖主体结构发生变化，产业对周期认知普遍提升了以后，未来猪价与猪周期怎么走？

②当前低猪价情形下，目前以及未来的产能出清速度以及出清幅度，是否足够迎来一轮完整的新猪周期，何时迎来新周期，且周期猪价高度是否足够？

我们的答案：把握成长，静候周期。生猪板块周期与成长是两条并行的投资主线，在当前周期底部状态下，把握较确定性的成长机会，相信周期反转会有时，周期催化会有时。

投资建议：建议关注低成本+高成长的【巨星农牧】，快速扩张的【新五丰】，具有成本优势的养猪龙头【温氏股份】、【牧原股份】、【神农集团】，价格优势+高成长的【华统股份】、【京基智农】。

白羽鸡板块：

祖代引种传导至商品代毛鸡：祖代引种量决定未来商品毛鸡供给，因此祖代引种对毛鸡价格波动有较好解释力，从祖代引种变化传导到商品代的毛鸡价格变化，中间有大概1.5-2年左右的传导周期。**行业仍在景气向下阶段：**从白羽肉鸡代际传导来看，2023年毛鸡供应主要受2021H2和2022H1的祖代引种决定，而由于2021H2和2022H1引种较为充足，且呈增加趋势，因此目前行业仍在景气向下阶段。

景气拐点渐行渐近：自2022年5月以来祖代引种受限，经过代际传导其影响将在2023Q4以后逐渐显现，祖代环节的紧缺问题叠加今年白羽鸡生产效率问题，景气拐点有望在2023Q4开启。

投资建议：建议关注自有种鸡+产业链一体化龙头【**圣农发展**】，以及祖代白羽鸡苗龙头企业【**益生股份**】、商品代鸡苗龙头企业【**民和股份**】。

宠物板块：

宠物食品出口持续改善，预期下半年将同比转正：2022年受海运受限的影响，海外库存压力增加，下半年出口端持续消化库存，导致订单减少，国内宠物公司22Q4和23Q1业绩承压；2023年4月出口数据同比转正，5月出口同比减少主要是受2022年5月高基数的影响，环比出口量仍微增；当前海外库存去化已近尾声，对出口业务的影响不断减轻。

国内宠物食品线上销量保持高增速，618消费景气，国产替代成效显著：据炼丹炉数据，2023年5月宠物食品和用品行业线上销售额达35.2亿元，同比+10%；根据618战报指出，整个618期间，天猫平台有57个店铺破千万，368个店铺破百万，740个店铺同比超100%。在成交榜TOP10中，国产品牌达到半数，其中麦富迪品牌稳居榜首，并有两个品牌新上榜。可见，随着消费者线上消费热情的高涨和国产品牌的认可度的提升，国产品牌的发展将凝聚新的动力。

投资建议：建议关注宠物食品标的【乖宝宠物】（拟上市）、【中宠股份】、【佩蒂股份】，关注宠物用品标的【依依股份】、【天元宠物】、【源飞宠物】。

种子板块：

国内主粮价格短期回落但仍有支撑：短期来看，谷物价格仍有回落压力。首先小麦市场，湖北、河南新麦陆续上市，供给端不断增强。其次玉米市场，小麦的价格优势使得饲用玉米需求相对低迷，同时短期需求没有明显改善，进一步抑制玉米价格。但长期来看，玉米价格较难回到低位。近年来国内玉米产量稳定，国内消费量稳定在3亿吨左右。2015年开始玉米库存消费比不断下降，至2022年库存消费比为49%。

转基因玉米正式商业化后将大大拓展市场空间：假设国内玉米播种量保持6.5亿亩，第T年为转基因品种大规模推广的元年（第一年覆盖率为10%，市场规模为484亿元），且覆盖率逐年提升，至第T+5年可提升至85%，对应的玉米种子市场规模为595亿元，其中转基因性状营收55亿元，转基因性状利润为27.6亿元。

投资建议：建议关注具有转基因先发优势的高科技种企【大北农】、【隆平高科】。

全文风险提示：养殖行业疫病风险；农产品市场行情波动风险；自然灾害风险。

1、生猪板块投资机会历史复盘：强周期+强成长

2、生猪板块当下周期位置与投资策略：把握成长，静候周期

3、白羽鸡：景气拐点渐行渐近

4. 宠物食品出口端持续向好，线上消费高增速

5、转基因等待政策催化，相关公司有望开启新增长

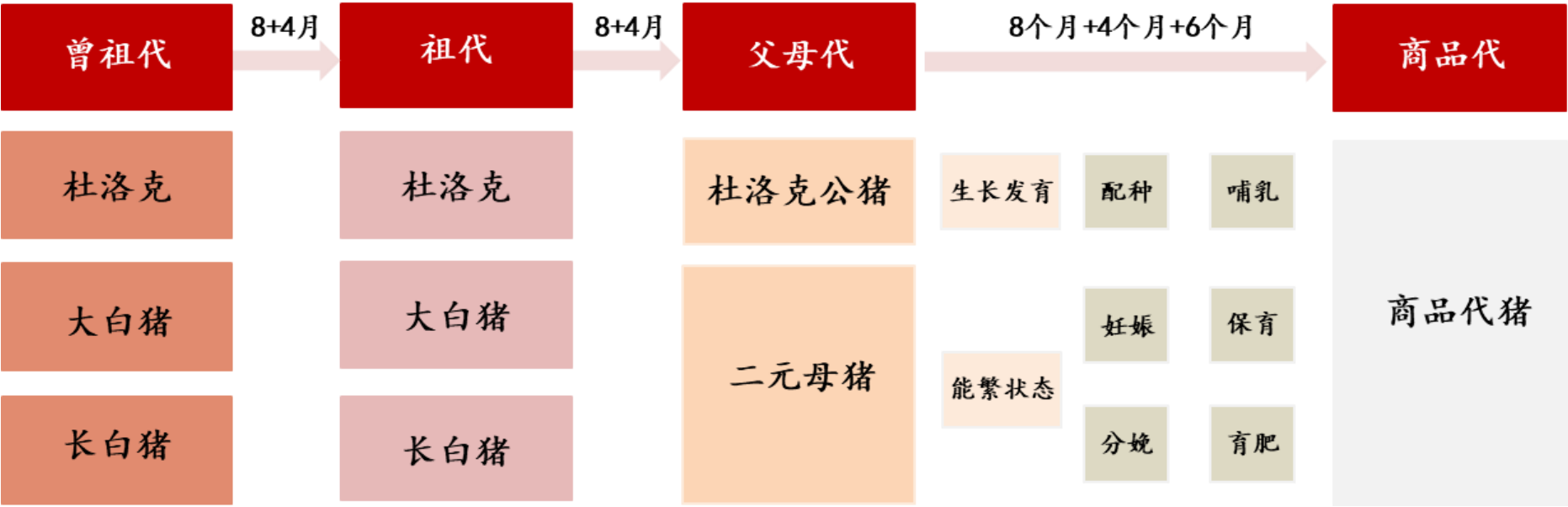
猪周期源起：商品猪生产长周期，产能阀门是能繁母猪

商品猪生产长周期：（曾祖代）-祖代-父母代-商品代多代际生产，生产长周期。

产能阀门是能繁母猪：由于曾祖代和祖代猪多为原种较娇贵，因此行业普遍对猪价行情的反应是补栏/淘汰父母代的能繁母猪，所以决定生猪产能多少的阀门是（二元）能繁母猪。

能繁母猪配种到商品猪出栏生产周期需要10个月：4个月的母猪怀孕分娩时间+6个月的商品猪育肥时间。

图表1：商品猪生产周期

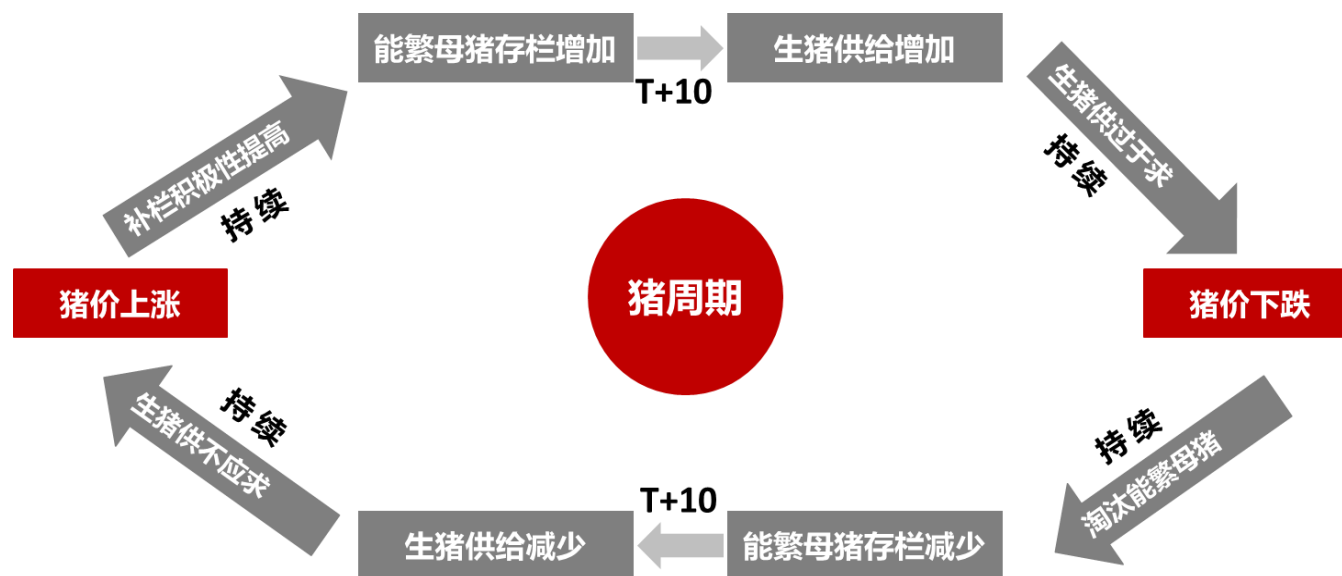


猪周期本质：生猪生产长周期导致的供需错配下的蛛网运动

猪周期本质猪产能增减受当期价格影响，在生猪长生产周期下，影响未来的市场供给与猪价，循环往复。

在猪价上涨时，养殖户对市场存乐观预期，补栏积极性提高，能繁母猪存栏随之增加，传导后表现为10个月后的生猪供给随之增长，而随着供给的持续增加，供过于求以致猪价下跌；在猪价下跌后，养殖户生产经营承压，加大低效能繁母猪淘汰，传导后表现为10月后的生猪供给减少，而随着生猪供给的减少，猪价逐渐回升上涨，如此循环往复。由此，随着供需关系与猪价的持续变化，最后演绎形成了猪周期。

图表2：猪周期传导机制图

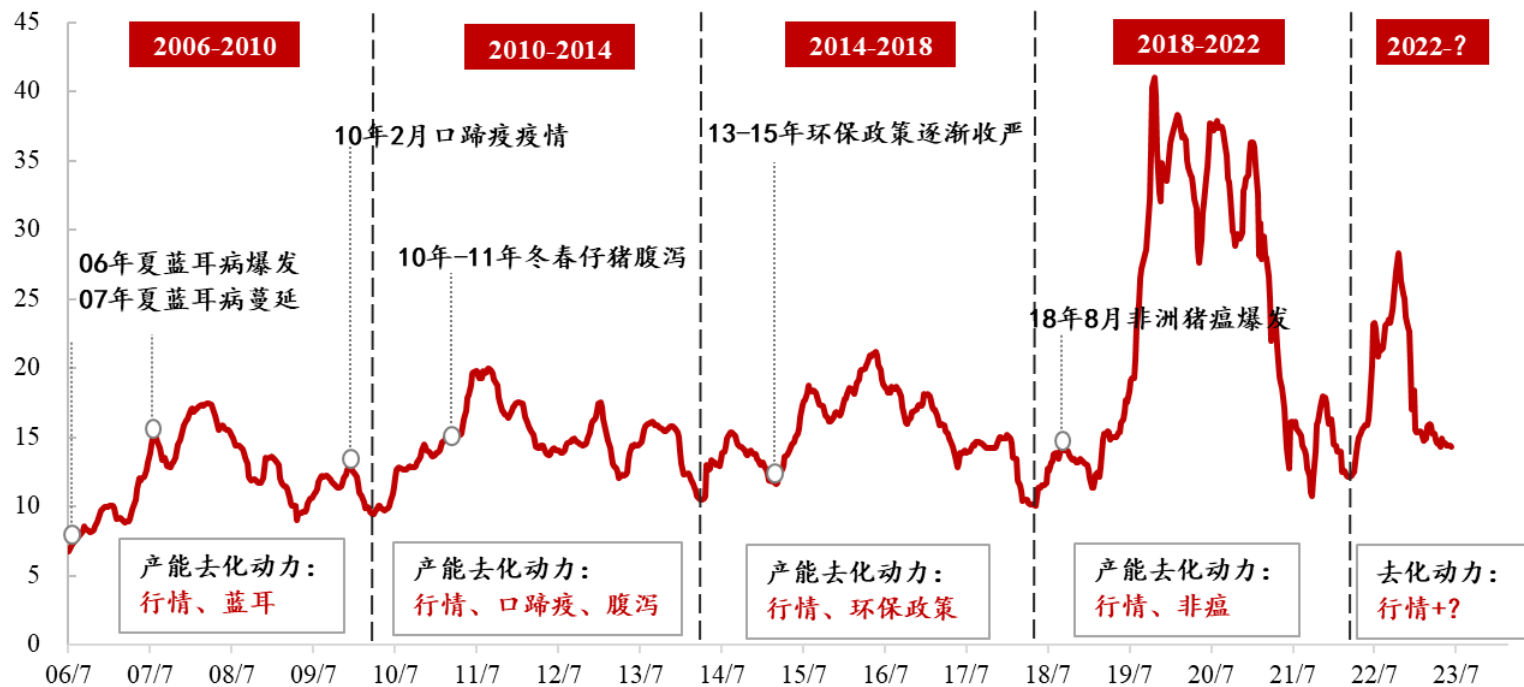


猪价复盘：由行情+疫病/政策驱动产能出清下的四年一轮猪周期

历次猪价周期展现的规律：

- ① 2022年之前的四轮猪周期一轮时间都是4年左右，较规律；
- ② 一轮猪周期中，猪价上行周期往往短于下行周期（牛短熊长是常态）；
- ③ 在季节性等因素作用下，猪价上行期也有阶段下跌，下行期也存在阶段反弹；
- ④ 各轮周期的价格反转依赖于母猪产能出清，出清催化都是行情+外界因素（疫病或政策）；
- ⑤ 行业在猪价低迷期往往爆发较大疫病；
- ⑥ 周期走向符合常识，往往可以用最朴素的常识判断未来中长期趋势；

图表3：2006年-至今的猪价走势复盘（元/kg）



猪周期对应的生猪板块股票表现：强周期+强成长

2006年至今，生猪养殖板块的指数表现为周期性 with 成长性共舞：

- ① 成长性：生猪养殖板块整体呈**高成长长期趋势**，**2006年至今板块指数涨幅超500%**。
- ② 周期性：猪价周期性波动下，**股价对猪周期进行前瞻演绎**。
- ③ 板块涨幅边际放缓：在长期增长趋势下，每轮周期的板块**最大涨幅逐渐递减**。

图表4：2006年-至今生猪养殖指数与猪价波动对比



注：图表中最大涨幅、累积涨幅为区间生猪养殖指数最大涨幅

生猪板块走势背后的基本面投资逻辑：周期与成长从何而来？

周期与成长背后的基本面逻辑：

- ① 成长性：过去生猪行业规模化、集中度不断提升，市场份额不断向上市公司集中，**上市公司养殖体量长期不断上升**；
- ② 成长边际放缓：随着生猪板块公司体量上升，行业集中度提升，公司**规模增速边际放缓**，因此每轮周期板块**最大涨幅逐渐递减**。
- ③ **板块成长边际放缓启示**：在行业市场空间大+集中度/规模化仍在快速提升背景下，**小体量公司仍享有超高潜在成长**，**低成本公司有望兑现高成长**。
- ④ 周期性：猪价周期性波动，导致**上市公司盈利周期性波动**；在猪价周期由低迷困境反转向后，板块公司盈利将明显同比上升。
- ⑤ **周期与成长双击**：管理能力优秀、养殖成本较低的企业，有望穿越猪价牛熊周期，持续扩张养殖规模；且有望借助猪价行情上升期，实现快速扩张，最终体现为**公司养殖量与单位盈利的量价齐升，实现公司 α 与行业 β 的双击**。

图表5：2006年-至今生猪养殖指数与猪价波动对比



注：图表中最大涨幅、累积涨幅为区间生猪养殖指数最大涨幅

生猪板块周期维度布局择时：产能去化与价格兑现两阶段

第一阶段：产能去化（预期困境反转）阶段。

投资逻辑：此时往往猪价在低位，行业处于猪价下行期。且由于母猪产能高位，猪价将持续在低位运行，那么行业低迷期下母猪产能将得到淘汰。若母猪产能在持续低猪价或叠加外界因素（疫病/政策）下，实现持续出清，那么便可以预期猪价在一段低迷期后将迎来困境反转，重新进入上行期。在猪价周期由低迷困境反转向后，板块公司盈利将明显同比上升。

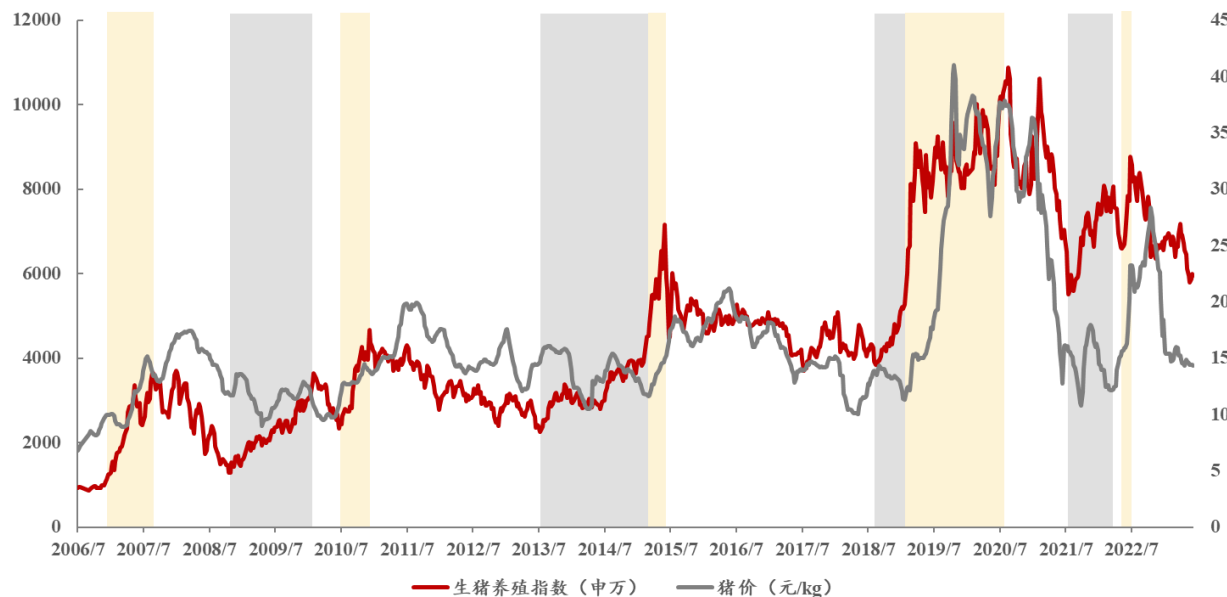
股价位置和表现：股价往往在低位开始上涨，表现为猪价低位但股票上涨。

第二阶段：猪价兑现（困境反转兑现）阶段。

投资逻辑：在经历一段时间的产能持续出清后，猪价下行周期结束，上行周期开启，且上行周期持续，猪价持续边际向好。带动板块公司业绩即将迎来反转，兑现盈利回升。

股价位置和表现：股价在第一阶段的上涨后，迎来第二阶段的主升浪，表现为猪价股价齐升，且时间短涨速快。

图表6：生猪养殖板块周期布局两阶段



1、生猪板块投资机会历史复盘：强周期+强成长

2、生猪板块当下周期位置与投资策略：把握成长，静候周期

3、白羽鸡：景气拐点渐行渐近

4. 宠物食品出口端持续向好，线上消费高增速

5、转基因等待政策催化，相关公司有望开启新增长

当前市场的疑惑：未来猪价与猪周期怎么走？

猪周期投资机会，核心在三个问题：一是猪周期是否仍然存在；二是若猪周期存在，那么周期何时反转；三是若周期反转，反转高点是否足够高。第一个问题决定了猪股是否仍有周期性投资机会；第二个问题决定了猪股周期性机会的布局时点；第三个问题决定了猪周期投资机会的大小。

市场当前的困惑：未来猪价与猪周期怎么走？

- ①当产业规模化提升、养殖主体结构发生变化，产业对周期认知普遍提升了以后，未来猪价与猪周期怎么走？
- ②当前低猪价情形下，目前以及未来的产能出清速度以及出清幅度，是否足够迎来一轮完整的新猪周期，何时迎来新周期，且周期猪价高度是否足够？

猪价自去年底跌破成本线以来，至今已持续低位运行6个月。然而与以往周期不同的是，由于产业规模化与集中度持续提升，叠加产业始终有看好后市的强预期存在，导致在已长达半年的亏损时间里母猪产能出清速度较为缓慢。因此当前大家较为疑虑的是，当前行业已处于困境，但是未来产业能否实现持续的产能出清，进而迎来一轮新的猪周期，何时迎来新一轮猪周期，实现困境反转，亟待研究与验证。

我们的答案：把握成长，静候周期。生猪板块周期与成长是两条并行的投资主线，在当前周期底部状态下，把握较确定性的成长机会，相信周期反转会有时，周期催化会有时。

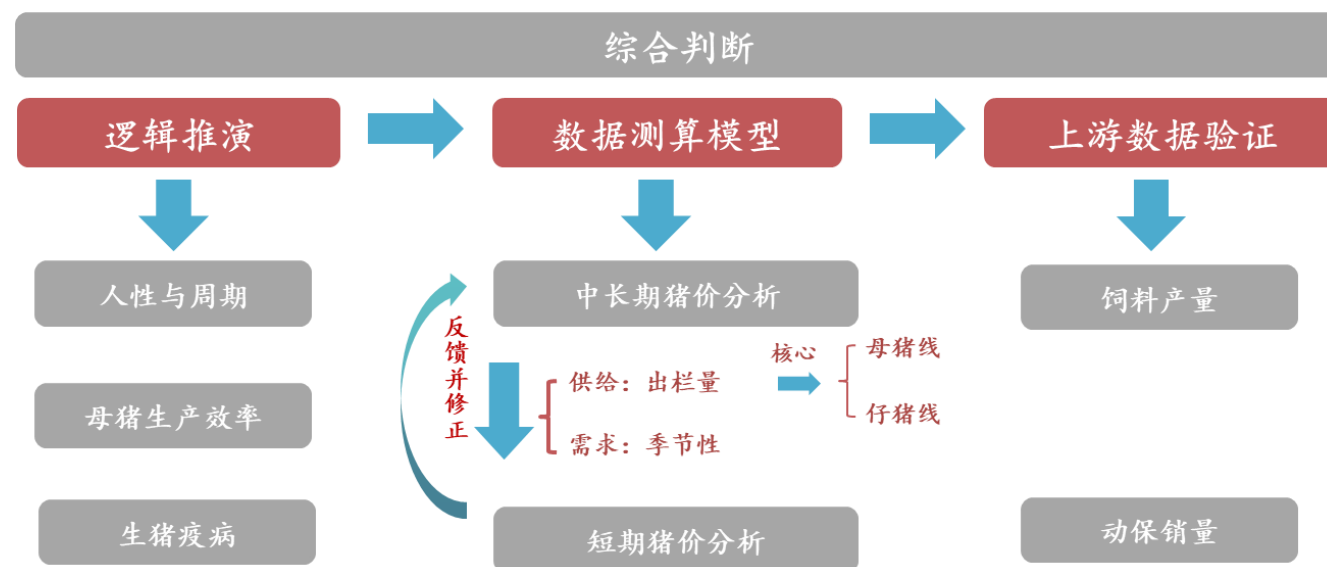
未来猪价分析框架：逻辑推演+数据测算+产业上游验证

猪价分析逻辑：猪价由供给主导，供给由产能决定，因此猪价分析核心在于分析未来的产能变动趋势和方向，需求端主要分析需求季节性。

猪价分析四步骤：

- ① 逻辑推演——大势研判。从人性与周期、生猪疫病传播、母猪生产效率变化三方面逻辑推演产能变动趋势，进而推演猪价的变动方向与趋势。
- ② 数据测算——精确定位。通过能繁母猪等前瞻指标测算未来供给量，再测算需求端的季节性波动，然后综合供需变动得到精确的猪价测算结果。
- ③ 产业上游数据——长短期侧面验证。通过饲料、动保等产业上游数据走势判断产能趋势和波动，进而判断猪价。
- ④ 综合分类判断。综合逻辑推演、数据测算、产业上游数据三维度的结果，得出分类的、综合的判断。

图表7：猪价分析框架



逻辑推演结论：今年7-10月猪价走势不明朗，年底应有一定回升，明年Q1走势不明朗

人性与周期母猪、母猪生产效率、生猪疫病三维度的逻辑推演结论：

- ① 今年上半年价格趋势下跌（实际已应验，且由于母猪生产效率提升与去年冬季行业压栏惜售行为，猪价在春节前就快跌至成本线以下）；
- ② 今年7-10月的猪价：人性与周期、生产效率维度利空猪价，猪病与消费季节性利多猪价，暂无法得到确切判断；
- ③ 今年年底到春节的猪价：理论应有一定回升；
- ④ 明年春节后的猪价：理论供给下降猪价回升，但考虑节后需求淡季与产能减少较慢，走势便不明朗。

图表8：对未来猪价走势的逻辑推演结果

	23年春节后-23年10月	23年10月-24年4月
人性与周期	正常下跌，越往后价格越低	价格较慢回升
生产效率	价格较快下跌，越往后价格越低	价格缓慢回升，甚至继续底部震荡
生猪疫病	7月猪价反弹，后期价格不一定更低	价格在冬季就较快回升
预期行为	无	产能去化慢，猪价回升慢
需求季节性	7月猪价涨/跌/横都有可能，10月理论拐点提前	冬季猪价明显好转，淡季承压
综合结论	上半年下跌；7-10月涨跌不明	冬季价格回升；春节后猪价涨跌不明
实际走势	上半年价格快跌后震荡微跌，下半年仍待验证	
后验看假设	生产效率提升/预期补栏行为/前期压栏导致拐点前移	

注：本页PPT内容与结论来源于方正证券6.27日外发报告《猪价回顾与演绎系列（三）：下半年猪价仍不乐观，产能或持续去化》，具体分析与测算过程请参照原报告。

数据测算结果：2023H2或在15.6±1元/kg，2024Q1或在14.2±1元/kg

采用同比与环比方式，农业部、涌益咨询数据体系测算的理论猪价结果如下所示：两个数据体系、同比或环比方式得到的猪价测算结果不同，因此我们综合四个猪价测算结果；

- ① 对2023H1的综合测算结果显示均价在14.8元/kg左右，与2023H1的实际均价14.9元/kg相比误差较小
- ② 对2023H2的综合测算结果显示均价在15.6元/kg左右；
- ③ 对2024Q1的综合测算结果显示均价在14.2元/kg左右；
- ④ 根据模型历史误差看，最终的猪价走势与模型误差大部分时间在1元/kg内。

图表9：综合的中长期猪价测算结果（元/kg）

	涌益体系		农业部体系		按权重综合	实际猪价	价差
	环比	同比	环比	同比			
2023H1	15.6	14.1	15.7	13.8	14.8	14.9	0.1
2023H2	14.8	15.6	15.5	16.6	15.6		
2024Q1	14.4	13.9	14.5	13.9	14.2		

注：图表猪价测算结果根据模型过程数据推导而来，由于过程数据较多且数据来源较多，因此结果仅做模型讨论参考，并不能保证预测的准确性。

注：本页PPT内容与结论来源于方正证券6.27日外发报告《猪价回顾与演绎系列（三）：下半年猪价仍不乐观，产能或持续去化》，具体分析与测算过程请参照原报告。

饲料产量对猪价走势判断的佐证：

- ① 从饲料销量来看，考虑春节饲料产量季节性的影响后，饲料产量与4个月后的猪价有较好的反向对应关系；
- ② 从今年的饲料产量拐点来看，饲料产量高峰对应的理论猪价低点在23年的4月附近；
- ③ 从波动幅度来看，延后4个月的饲料产量在4月以后缓慢向下，对应理论猪价应在4月以后缓慢回升。
- ④ 受限于饲料端的前瞻性仅有4个月，因此其前瞻指引仅能到今年9月。

图表10：饲料产量变化与猪价变化对比

	22年10月-23年4月	23年4月-23年9月
饲料产量（+4月）	快速上升后震荡	震荡缓慢向下
拐点	23年4月	
对应理论猪价反映	快速下降后震荡	震荡缓慢向上
实际猪价拐点	23年4月？	
实际猪价反映	快速下降后震荡	

注：本页PPT内容与结论来源于方正证券6.27日外发报告《猪价回顾与演绎系列（三）：下半年猪价仍不乐观，产能或持续去化》，具体分析与测算过程请参照原报告。

猪价判断结论：7-10月均价在14-16，年底上涨至18.3±1，H2均价在16±1（元/kg）

图表11：对未来猪价的综合分类判断（元/kg）

影响因素	2023H1	2023年7-10月	2023年11月-2024年3月
	逻辑演绎		
人性与周期	正常下跌	仍旧下跌	价格较慢回升
生产效率	下跌速度加快	越往后价格越低	价格缓慢回升，甚至继续底部震荡
生猪疫病	无	价格逐渐反弹	较快回升
预期行为	无	无	产能去化慢，猪价回升慢
需求季节性	淡季猪价下跌加速	价格逐渐反弹	冬季猪价明显好转，淡季转弱
猪价结论	正常下跌/下跌较快	涨跌不明	冬李价格回升，春节后猪价涨跌不明
	数据测算		
趋势和价格	23H1均价14.8元/kg	前高后低窄幅震荡，均价14.3左右	今年临近年底上涨至18.3左右，24Q1淡季回归14.4
拐点	5月	无	
猪价结论	正常速度下跌，H1均价14.8±1	前高后低窄幅震荡，均价14.3左右	2023H2均价在15.6左右，年底涨至18.3附近，淡季回归14.4附近
	上游验证		
饲料数据	较稳定	前低后高慢速反弹（或超过15）	饲料产量趋势减少，23年下半年或有持续慢速反弹
猪价结论	较稳定	前低后高慢速反弹（或超过15）	
	综合判断		
综合结论	正常下跌/较稳定，均价14.8±1	窄幅震荡，均价14-16	2023H2均价在16±1左右，年底上涨至18.3±1左右，淡季回归成本线以下/附近

注： 1、以上猪价皆指月度均价，单位为元/kg；2、以上为正常供需节奏下的猪价，未考虑压栏、二次育肥等短期影响；3、以上猪价分析结果由前文过程讨论所得，仅作参考方法参考，并不能保证预测的准确性。

注：本页PPT内容与结论来源于方正证券6.27日外发报告《猪价回顾与演绎系列（三）：下半年猪价仍不乐观，产能或持续去化》，具体分析与测算过程请参照原报告。

我们对后市猪价的判断：

今年下半年生猪均价或整体在16元/kg附近，且节奏上7-10月低于16元/kg，10月以后高于16元/kg。

若猪价走势如上所述，生猪养殖产业可能会出现：

- ① 自去年底猪价跌破成本线算起，猪价或整体持续在成本线以下运行10个月；
- ② 产业对后市信心进一步减退；
- ③ 仔猪价格逐渐跌破成本线。且8月以后逐渐进入仔猪补栏淡季，因此若猪价无法较快回升、或回升幅度较小，仔猪价格在下半年或整体都将在成本线附近甚至以下。
- ④ 母猪产能持续去化，且如仔猪价格一样，随着强预期消退，弱现实冲击，母猪产能去化速度或陡然加快。且若猪价Q4才上涨至成本线以上，且上涨幅度不高，那么意味2024H1猪价或仍较差，产能去化持续时间会较长。

猪价判断风险提示：历史规律失效风险；数据异常与失真风险；模型误差风险（本篇报告仅作猪价分析方法参考，并不能保证预测的准确性）。

- ① 把握成长：生猪养殖板块公司仍享有较高成长，且成长确定性较高。
- ② 静候周期：现在行业仍处于困境，且处于困境累积阶段。后续若猪价延续低迷，仔猪价格或加速下跌，催动产能加速出清，有望迎来板块的困境反转。

投资建议：建议关注低成本+高成长的【巨星农牧】，快速扩张的【新五丰】，具有成本优势的养猪龙头【温氏股份】、【牧原股份】、【神农集团】，价格优势+高成长的【华统股份】、【京基智农】。

图表12：主要上市猪企近期利润与成本情况（亿元、元/kg）

盈利能力	23Q1归母净利	22年归母净利	23Q1完全成本 (不含母猪死淘)
牧原股份	-11.98	132.66	15.4-15.5
温氏股份	-27.49	52.89	17.5-17.8
新希望	-16.86	-14.61	19-20
天邦食品	-6.64	4.89	18-19
傲农生物	-1.80	-10.39	19-19.5
唐人神	-3.40	1.35	18.5-19
天康生物	-0.14	3.02	17-17.5
新五丰	-2.26	-0.76	19-19.5
巨星农牧	-2.06	1.58	16.5-16.7
金新农	-0.99	0.20	19-19.5
京基智农	12.20	7.73	19-19.5
华统股份	-1.05	0.88	17.6-18
神农集团	-1.06	2.55	16.2-16.4

图表13：主要上市猪企出栏及其目标情况（万头）

生猪出栏量	2022A	2023E	2024E	仔猪比例	两年复合增速
牧原股份	6120	6800	-	3%	-
温氏股份	1791	2600	3300	0%	36%
新希望	1461	1850	2350	12%	27%
天邦食品	442	650	700	9%	26%
傲农生物	389	600	600	35%	24%
唐人神	216	350	500	7%	52%
天康生物	203	300	450	10%	49%
新五丰	183	350	550	40%	73%
巨星农牧	153	300	500	30%	81%
金新农	126	140	200	33%	26%
京基智农	126	200	230	17%	35%
华统股份	120	275	500	25%	104%
神农集团	93	150	250	2%	64%

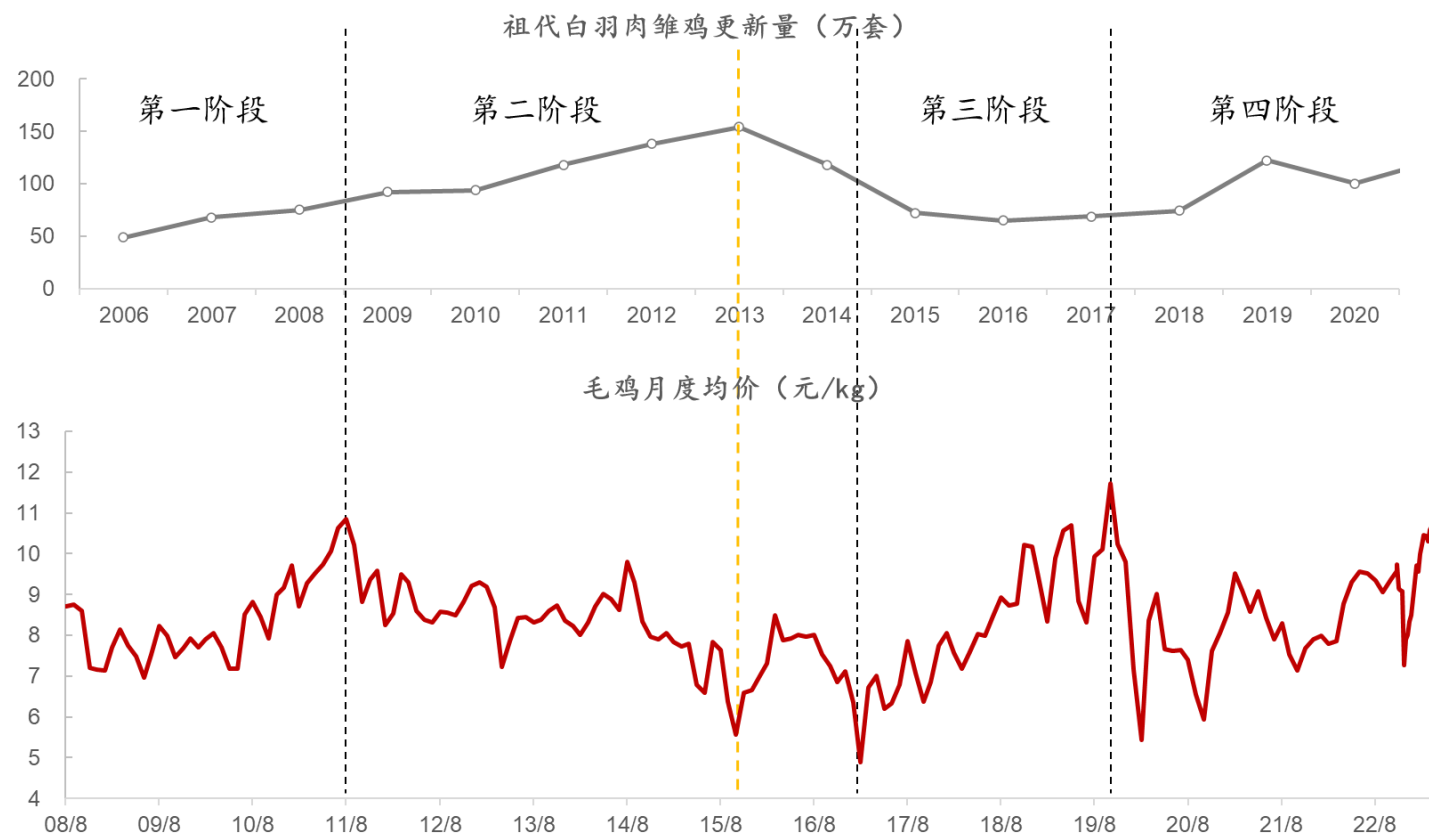
注：仔猪比例为猪企23年已出栏生猪的仔猪占比，新五丰为估算；24年猪企出栏目标为估算

- 1、生猪板块投资机会历史复盘：强周期+强成长
- 2、生猪板块当下周期位置与投资策略：把握成长，静候周期
- 3、白羽鸡：景气拐点渐行渐近
4. 宠物食品出口端持续向好，线上消费高增速
- 5、转基因等待政策催化，相关公司有望开启新增长

白羽鸡祖代引种与商品代毛鸡价：1.5-2年传导时间

祖代引种量对后续毛鸡价格波动有较好解释力，从祖代引种变化传导到商品代的毛鸡价格变化，中间有大概1.5-2年左右的传导周期。

图表14：祖代白羽鸡更新量与肉鸡价格走势对比



历史上的祖代引种变化与商品鸡价格变化规律：

- ① 祖代引种量在13年达到顶峰，导致后续供给增加，对应毛鸡价格在15年10月见底，传导时间是22个月；
- ② 祖代引种量在14年初大幅下降，然后在下半年恢复，并在10-12月保持高引种量，因此我们看到鸡价在16年上半年回升，而在下半年再次回落，叠加换羽与17年初禽流感的因素，鸡价在17年2月再次见底，传导时间是26个月；
- ③ 祖代引种量在15-18年8月保持低位，中间同样叠加禽流感和猪鸡共振的因素，对应的毛鸡价格从17年2月持续上升至19年12月，传导时间是16个月；
- ④ 祖代引种量在18年9月到19年底保持高位，对应的毛鸡价格从19年12月呈回落趋势至21年10月，传导时间是23个月。

图表15：引种变化和毛鸡价格变化

引种变化	毛鸡价格变化	传导时间	扰动因素
06-13年引种持续上升	先上升后拐点向下	-	
13年引种巅峰	15年10月见底	22个月	
14年初同比大幅下降，但下半年恢复，10-12月高位	16年上半年价格上升，但在下半年再次回落，17年2月见底	26个月	禽流感、换羽
15-18年8月保持低位	17年2月-19年12月价格上行	16个月	猪鸡共振、换羽
18年9月-19年底高位	19年12月进入下行期-21年10月	23个月	

白羽鸡：行业仍在景气向下阶段，景气拐点渐行渐近

行业仍在景气向下阶段：从白羽肉鸡代际传导来看，2023年毛鸡供应主要受2021H2和2022H1的祖代引种决定，而由于2021H2和2022H1引种较为充足，且呈增加趋势，因此目前行业仍在景气向下阶段。

景气拐点渐行渐近：自2022年5月以来祖代引种受限，经过代际传导其影响将在2023Q4以后逐渐显现，祖代环节的紧缺问题叠加今年白羽鸡生产效率问题，景气拐点有望在2023Q4开启。

图表16：近三年毛鸡价格与养殖利润（元/kg、左，元/羽、右）



图表17：近三年鸡苗价格与鸡苗养殖利润（元/羽，鸡苗价格在左）

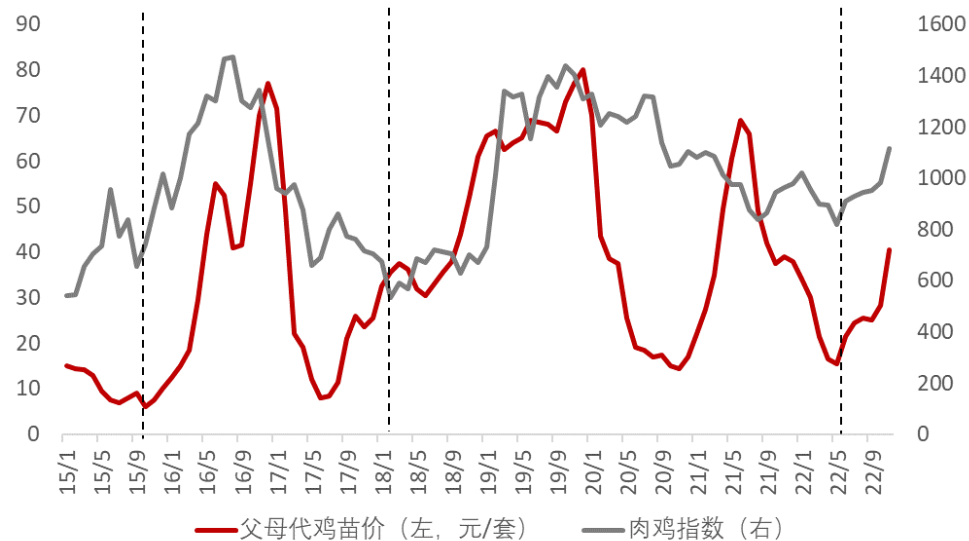


投资建议：关注父母代鸡苗价格与商品代肉鸡价格

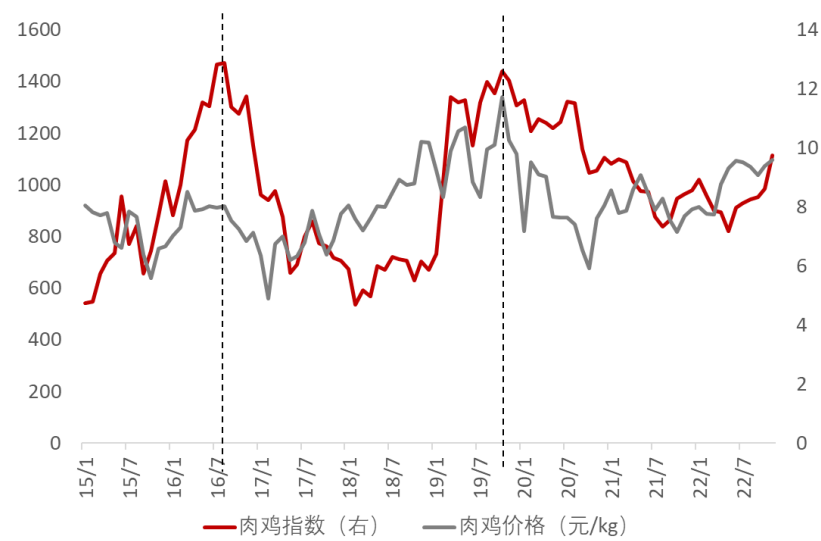
关注父母代鸡苗价格与商品代肉鸡价格。通过回顾，白羽鸡板块历次投资行情启动与父母代鸡苗价格涨价基本同步，止于商品代毛鸡价格大趋势下行。因此，关注祖代引种受限情况，以及判断鸡苗/毛鸡价格波动趋势是明年白羽鸡板块投资的核心观察要素。

投资建议：建议关注自有种鸡+产业链一体化龙头【圣农发展】，以及祖代白羽鸡苗龙头企业【益生股份】、商品代鸡苗龙头企业【民和股份】。

图表18：父母代苗价上涨是行情启动标志



图表19：肉鸡价格大趋势下行是行情结束标志

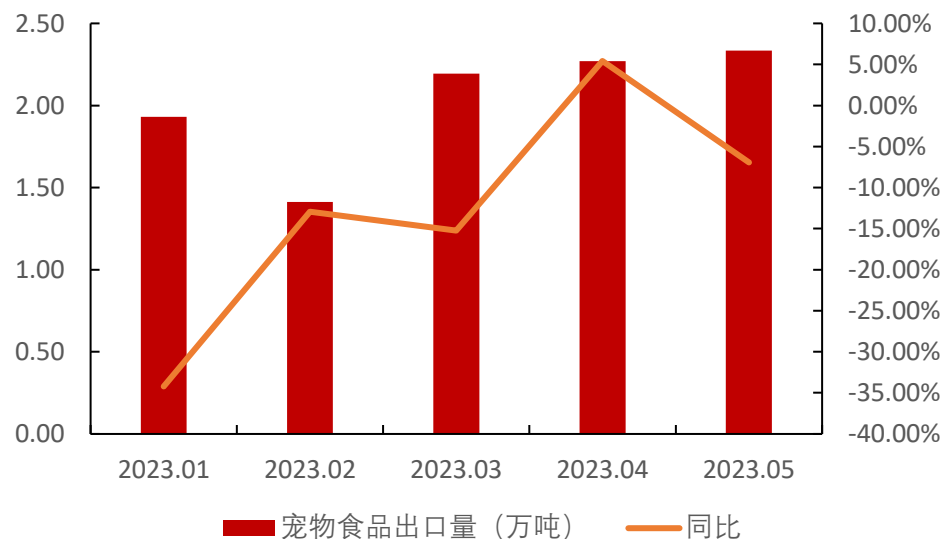


- 1、生猪板块投资机会历史复盘：强周期+强成长
- 2、生猪板块当下周期位置与投资策略：把握成长，静候周期
- 3、白羽鸡：景气拐点渐行渐近
4. 宠物食品出口端持续向好，线上消费高增速
- 5、转基因等待政策催化，相关公司有望开启新增长

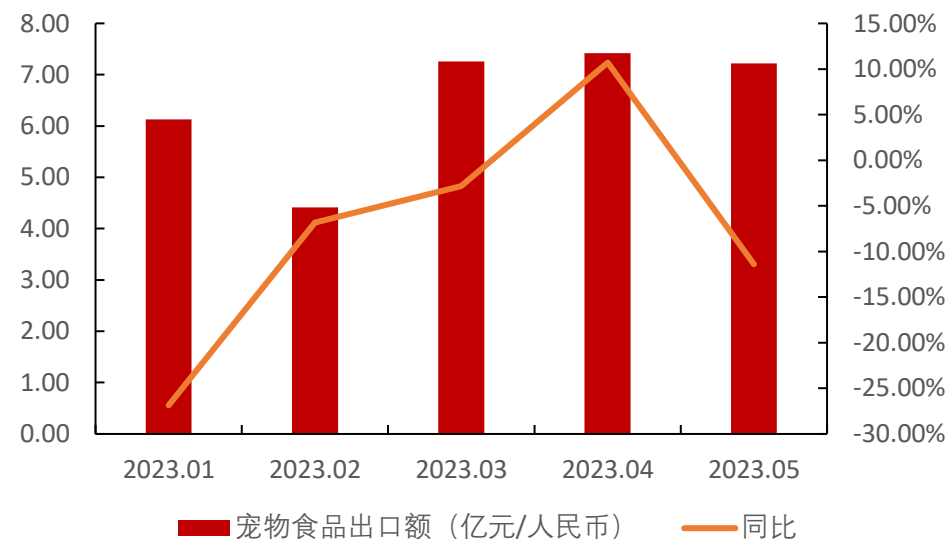
宠物食品出口量边际微增，Q3出口预期持续改善

5月出口同比减少环比微增，预期出口数据持续改善。据海关总署，2023年5月中国零售包装的宠物食品出口额为7.22亿元，同比-11.40%，环比-2.74%；出口量为2.33万吨，同比-6.95%，环比+2.85%；1-3月出口量同比下降，原因主要是2022年受海运受限的影响，海外库存压力增加，下半年出口端持续消化库存，导致订单减少；4月出口数据同比转正，5月出口同比减少主要是受2022年5月高基数的影响，环比出口量仍微增；当前海外库存去化已近尾声，对出口业务的影响不断减轻。

图表20：中国零售包装的宠物食品出口量及YOY

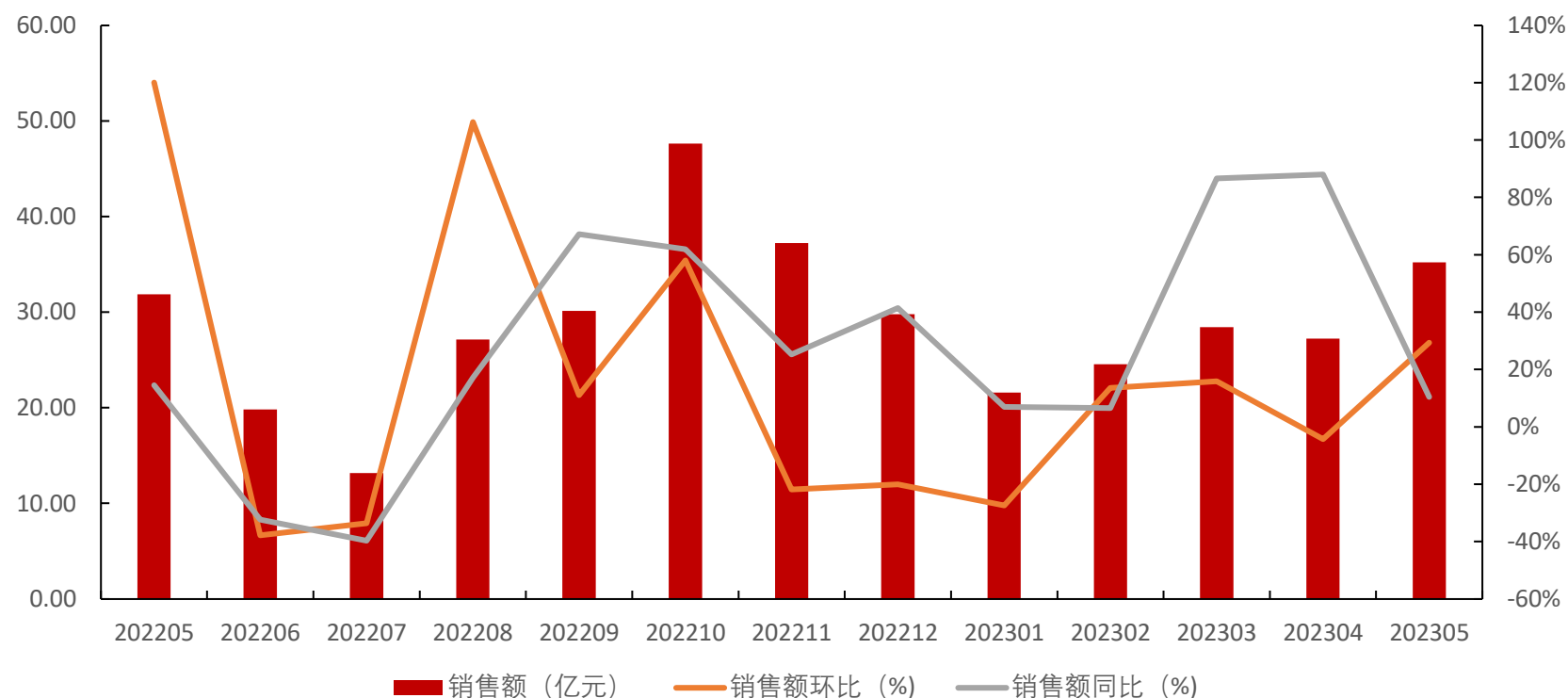


图表21：中国零售包装的宠物食品出口额及YOY



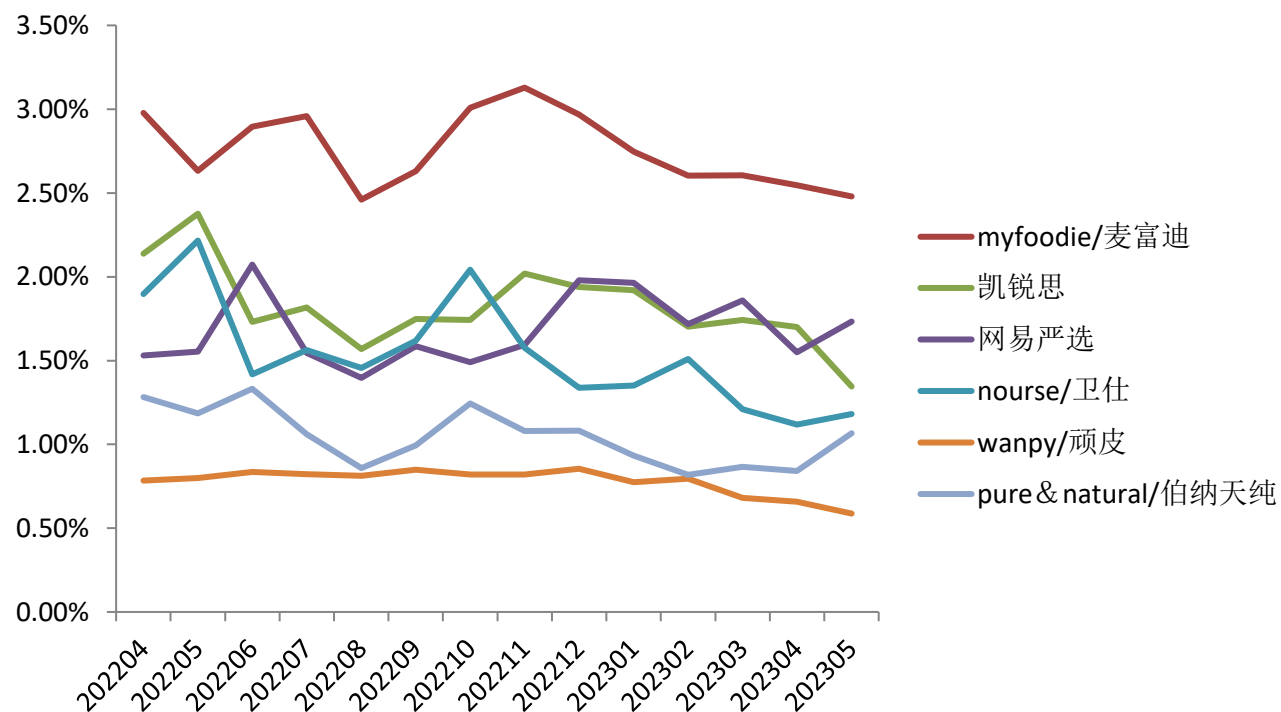
国内宠物市场仍旧维持了较快增速，据炼丹炉数据，2023年5月宠物食品和用品行业线上销售额达35.2亿元，同比+10%。

图表22：宠物行业线上销售额趋势（亿元）



国内宠物食品品牌的市占率基本维持稳定，多个品牌市占率在2023年一季度下滑后恢复回升态势，其中卫仕、伯纳天纯等高端品牌的增长更显著。

图表23：国内品牌市占率（%）



国内宠物品牌线上销售维持较快增速

据炼丹炉数据，2023 年 5 月淘系中宠主要品牌顽皮销售额达 1993.93万元，同比-19.07%，品牌领先销售额达985.48万元，同比+119.71%；佩蒂主要品牌爵宴销售额达51.53 万元，同比+166.34%，品牌好适嘉销售额达326.16万元，同比+127.67%；乖宝主要品牌麦富迪销售额达8425.5 万元，同比+3.67%，品牌弗列加特销售额达1177.32万元，同比+118.61%。

图表24：国内宠物食品品牌线上销售保持较高增速

公司	品牌	2023年5月		2023Q1		2022Q4		2022年Q3		2022年Q2	
		GMV（万元）	YOY	GMV（万元）	YOY	GMV（万元）	YOY	GMV（万元）	YOY	MV（万元）	YOY
国产品牌											
已上市											
合计		395.26	131.10%	636.90	249.85%	1260.89	590.10%	655.73	250.05%	321.67	91.21%
佩蒂股份	爱娣（ITI）	0.40	72.20%	4.46	808.33%	0.34	-46.55%	0.38	-77.58%	0.45	-85.65%
	好适嘉	326.16	127.67%	525.64	263.39%	1107.84	646.66%	557.94	269.55%	270.59	111.50%
	齿能	16.63	143.14%	23.30	125.43%	35.75	162%	22.11	92.85%	15.88	23.59%
	贝家	0.54	-60.20%	4.32	-11.81%	9.21	71.45%	8.04	-32.97%	4.59	-62.32%
	爵宴	51.53	166.34%	79.18	265.27%	107.75	634.13%	67.26	501.95%	30.16	148.55%
合计		3437.12	-1.39%	7647.19	38.04%	13442.81	80.46%	7717.93	26.33%	7161.75	-5.15%
中宠股份	Wanpy顽皮	1993.93	-19.07%	5366.48	31.83%	9148.25	72.51%	5647.50	31.24%	5103.42	2.42%
	中宠	13.43	4338.66%	56.82	3290.38%	50.69	1977.14%	15.78	351.71%	1.82	-39.91%
	Zeal真致	420.01	-23.31%	1041.24	34.81%	2029.19	87.26%	1069.33	8.86%	1148.85	-12.96%
	Topdress领先	985.48	119.71%	1093.94	77.35%	2017.65	108.73%	877.19	18.24%	853.04	-23.49%
	King Kitty	19.62	-7.61%	70.30	36.66%	175.49	183.65%	99.07	85.82%	46.04	-50.34%
	ProBiotic LIVE	4.65	13.12%	18.41	-30.83%	21.54	-31.45%	9.06	-64.28%	8.58	-76.71%
拟上市											
合计		10361.38	4.16%	22626.81	29.95%	39989.46	51.29%	20551.46	8.39%	21293.18	-12.22%
乖宝股份	麦富迪	8425.50	3.67%	19047.65	27.05%	33515.85	44.79%	17860.29	6.28%	17647.11	-17.51%
	欧力优	29.59	68.35%	86.34	25.51%	129.34	21.29%	66.65	-40.12%	43.16	-66.74%
	k9Natural	728.97	-42.34%	2154.66	10.89%	3750.83	32.41%	1836.79	-5.68%	2817.61	3.07%
	弗列加特	1177.32	118.61%	1338.16	228.37%	2593.44	653.29%	787.73	718.75%	785.30	68181.62%
合计		2673.24	-24.49%	4431.74	10.74%	8163.54	50.35%	4431.88	9.08%	6250.35	12.41%
福贝股份	比乐	2673.24	-24.49%	4432.74	10.74%	8164.54	50.35%	4432.88	9.08%	6251.35	12.41%

根据618战报，整个618期间，天猫平台有57个店铺破千万，368个店铺破百万，740个店铺同比超100%；63个宠物品牌成交额破千万、405个品牌破百万、306个品牌同比超500%。在成交榜TOP10中，国产品牌达到半数，其中麦富迪品牌稳居榜首，并有两个品牌新上榜。京东平台，宠物破百万爆品数量同比增长超2倍，国产品牌在热卖榜中位居前列。可见，随着消费者线上消费热情的高涨和国产品牌的认可度的提升，国产品牌的发展将凝聚新的动力。

图表25：2022-2023年天猫、京东618宠物品牌排行榜

图表26：2023年天猫、京东平台618宠物食品品类排行榜

天猫618宠物品牌成交榜TOP10				京东618宠物热卖大牌TOP10			
品牌	2023年	2022年	变化	品牌	2023年	2022年	变化
麦富迪	1	1	/	皇家	1	1	/
皇家	2	2	/	网易严选	2	7	↑5
网易严选	3	5	↑2	麦富迪	3	2	↓1
渴望	4	3	↓1	伯纳天纯	4	4	/
鲜朗	5	/	新上榜	渴望	5	3	↓2
诚实一口	6	/	新上榜	冠能	6	6	/
爱肯拿	7	10	↑3	卫仕	7	5	↓2
instinct	8	/	新上榜	爱肯拿	8	/	新上榜
蓝氏	9	/	新上榜	素力高	9	9	/
卫仕	10	4	↓6	ZIWI	10	/	新上榜

天猫品类成交排行榜				京东品类热卖排行榜		
猫主粮	犬主粮	猫零食	犬零食	猫粮	狗粮	零食
皇家	麦富迪	麦富迪	麦富迪	皇家	伯纳天纯	麦富迪
网易严选	伯纳天纯	希宝	MEATYWAY	网易严选	皇家	滋益巅峰
instinct	比乐	朗诺	疯狂小狗	渴望	麦富迪	珍致
渴望	皇家	网易严选	顽皮	阿飞和巴弟	冠能	富力鲜
诚实一口	爱肯拿	瓜洲牧	ZEAL	卫仕	渴望	顽皮

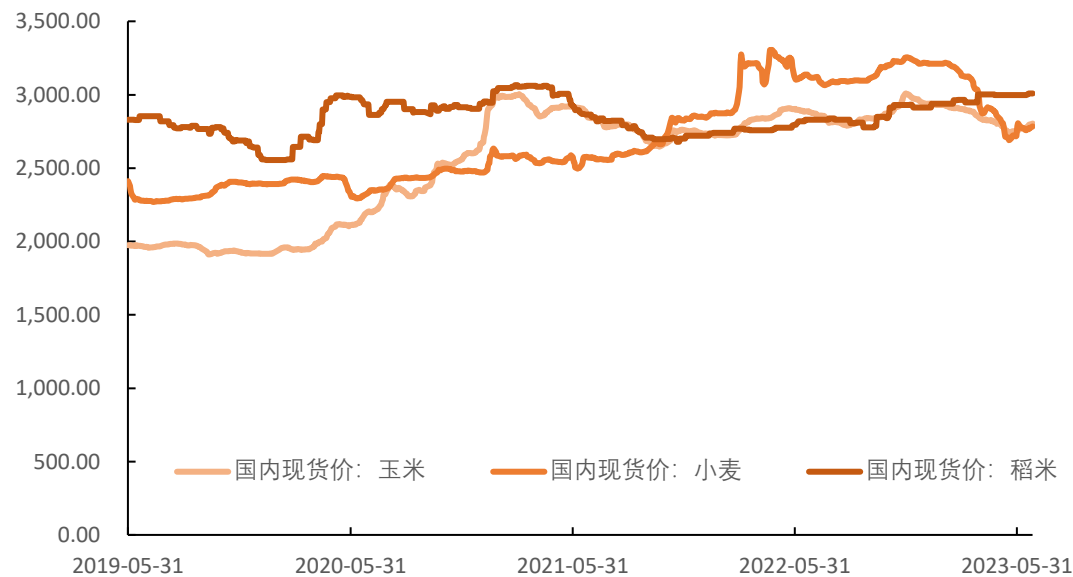
当前海外库存去化已近尾声，预期相关上市公司Q2海外业务持续向好，不考虑汇率影响，相关龙头企业 Q2末或Q3海外业务盈利有望恢复同比正增长；龙头公司在国内市场持续布局全渠道营销，品牌效应逐步显现，线上销售提供可喜增量，建议关注宠物食品标的：乖宝宠物（拟上市）、中宠股份、佩蒂股份，关注宠物用品标的：依依股份、天元宠物、源飞宠物。

- 1、生猪板块投资机会历史复盘：强周期+强成长
- 2、生猪板块当下周期位置与投资策略：把握成长，静候周期
- 3、白羽鸡：景气拐点渐行渐近
4. 宠物食品出口端持续向好，线上消费高增速
- 5、转基因等待政策催化，相关公司有望开启新增长

国内主粮价格短期回落但仍有支撑

短期来看，谷物价格仍有回落压力。首先小麦市场，湖北、河南新麦陆续上市，供给端不断增强，小麦市场继续下跌。其次玉米市场，新麦陆续上市对玉米陈作产生持续压力，小麦的价格优势使得饲用玉米需求相对低迷，农户和贸易商收麦腾库继续增加玉米陈作的出清，同时短期需求没有明显改善，进一步抑制玉米价格。但小麦玉米价格与2019/2020相比仍处高位。

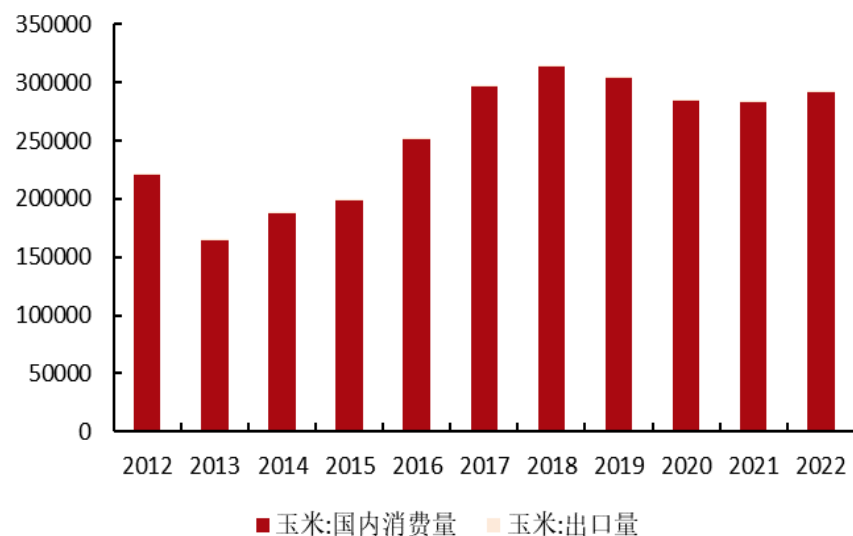
图表27： 2019至今国内玉米、小麦、水稻现货价走势（元/吨）



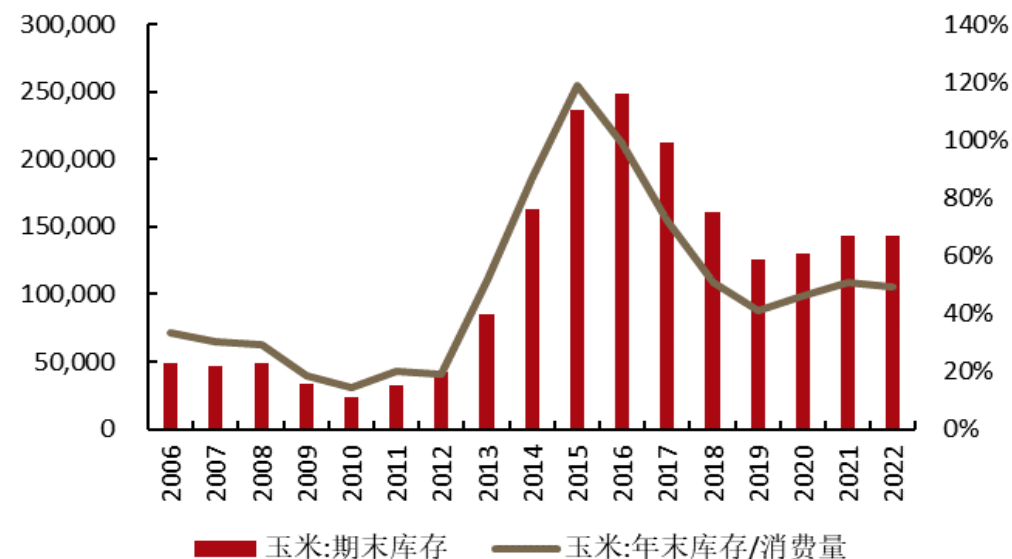
玉米供需偏紧，短期回落但长期仍有支撑

长期来看，玉米价格较难回到低位。近年来国内玉米产量稳定，消费量2019、2020年不断减少，2021年略有回升，进口量不断增加，但供给主要依赖国内生产，国内消费量稳定在3亿吨左右。2015年开始玉米库存消费比不断下降，至2022年库存消费比为49%。

图表28：国内玉米需求情况（千吨）



图表29：玉米库存/消费比例降低到较低水平



今年小麦价格将在合理区间内运行

从供给看，2004-2020年，我国小麦总产量年复合增长率2.23%，呈稳步增长趋势。从需求看，整体平稳；我国是小麦消费量最高的国家，主要用于口粮消费，年消费量常见维持在1亿吨以上。

图表30：国内小麦供需平衡表

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
播种面积(千公顷)	24,459	24,524	24,576	24,470	24,472	24,596	24,694	24,508	24,266	23,728	23,380	22,911	22,962
单位面积产量(吨/公顷)	4.10	4.17	3.97	4.25	4.64	5.06	4.84	5.40	5.30	5.54	5.65	5.87	5.84
产量(千吨)	100,300	102,292	97,576	104,021	113,612	124,472	119,538	132,370	128,646	131,400	132,005	134,385	134,200
进口量(千吨)	885	2,886	2,898	6,665	1,811	3,353	4,227	3,491	2,680	4,780	10,292	8,800	8,000
总供给量(千吨)	161,058	158,396	138,800	138,726	149,517	158,492	168,854	207,557	227,116	247,917	279,024	285,837	287,374
出口量(千吨)	0.00	40.00	0.00	2.00	4.00	13.00	8.00	17.00	9.00	0.00	2.00	3.00	1.00
总消费量(千吨)	107,840	120,070	110,760	104,632	108,584	113,403	120,458	111,767	115,379	111,190	136,372	140,663	112,741
期末库存(千吨)	53,218	38,326	28,040	34,094	40,933	45,089	48,396	95,790	111,737	136,727	142,652	145,174	174,633
年末库存/消费量(%)	49.35	31.92	25.32	32.58	37.70	39.76	40.18	85.71	96.84	122.97	104.61	103.21	154.90

转基因玉米正式商业化后将大大拓展市场空间

玉米不同类型品种之间、同一类型品种之间价格差别较大，假设转基因玉米性状产品商业价格比普通玉米高20-25元/亩。假设国内玉米播种量保持6.5亿亩，第T年为转基因品种大规模推广的元年（第一年覆盖率为10%，市场规模为484亿元），且覆盖率逐年提升，至第T+5年可提升至85%，对应的玉米种子市场规模为595亿元，其中转基因性状营收55亿元，转基因性状利润为27.6亿元。

图表31：转基因商业化后玉米种子市场规模预测

年	T	T+1	T+2	T+3	T+4
玉米播种面积（亿亩）	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5
非转基因玉米种子价格（元/亩）	66	68	69	71	72
转基因玉米种子价格（元/亩）	91	92	93	93	95
转基因玉米覆盖率	10%	25%	55%	70%	85%
玉米种子市场规模（亿元）	445	481	534	562	595
种子公司销售收入（亿元）	267	289	321	337	357
种子公司销售利润（亿元）	55	61	72	78	84
转基因性状营收（亿元）	7	16	36	46	55
转基因性状利润（亿元）	3.3	8.1	17.9	22.8	27.6

大北农和隆平是转基因性状储备最多的龙头公司，预期转基因商业化凭借性状优势，将开启新增长点。

建议关注具有转基因先发优势的高科技种企【大北农】、【隆平高科】。

图表32：我国转基因玉米安全证书获批情况

单位	获批品种	抗性基因片段	有效区域
北京大北农有限公司	抗虫耐除草剂玉米 DBN3601T	cry1Ab、 SPSPS vip3Aa19、pat	西南玉米区
	耐除草剂玉米 DBN9858	SPSPS pat	黄淮海夏玉米区
	耐除草剂玉米 DBN9858	SPSPS pat	南方玉米区
	耐除草剂玉米 DBN9858	SPSPS pat	西南玉米区
	耐除草剂玉米 DBN9858	SPSPS pat	西北玉米区
	耐除草剂玉米 DBN9858	SPSPS pat	北方春玉米区
	抗虫耐除草剂玉米 DBN9936	cry1Ab、 SPSPS	黄淮海夏玉米区
	抗虫耐除草剂玉米 DBN9936	cry1Ab、 SPSPS	南方玉米区
	抗虫耐除草剂玉米 DBN9936	cry1Ab、 SPSPS	西南玉米区
	抗虫耐除草剂玉米 DBN9936	cry1Ab、 SPSPS	西北玉米区
隆平高科中国 农业科学院生 物技术研究所	抗虫耐除草剂玉米 BFL4-2	cry1Ab、cry1F 和 cp4epsps	北方春玉米区
	抗虫耐除草剂玉米瑞丰 125	cry1Ab/cry2Aj、 g10evo-epsps	黄淮海夏玉米区
	抗虫耐除草剂玉米瑞丰 125	cry1Ab/cry2Aj、 g10evo-epsps	西北玉米区
杭州瑞丰 生物科技有限公司	抗虫耐除草剂玉米瑞丰 125	cry1Ab/cry2Aj、 g10evo-epsps	北方春玉米区
	耐除草剂玉米 nCX-1	CdP450、cp4epsps	南方玉米区
	抗虫玉米浙大瑞丰 8	cry1Ab、cry2Ab	南方玉米区
中国种子集团 有限公司	抗虫耐除草剂玉米 Bt11×GA21	cry1Ab、pat、 MSRSPS	北方春玉米区
	抗虫耐除草剂玉米 Bt11×MIR162×GA21	cry1Ab、pat、vip3Aa20、 MSRSPS	南方玉米区、西南玉米区
	耐除草剂玉米 GA21	MSRSPS	北方春玉米区
中国林木种子 集团有限公司	抗虫玉米 ND207	mcry1Ab、mcry2Ab	北方春玉米区
	抗虫玉米 ND207	mcry1Ab、mcry2Ab	黄淮海夏玉米区
	耐除草剂玉米 CC-2	maoACC 基因	北方春玉米区

北京大北农有限公司	抗虫耐除草剂玉米 DBN3601T	cry1Ab、 SPSPS vip3Aa19、pat	西南玉米区
	耐除草剂玉米 DBN9858	SPSPS pat	黄淮海夏玉米区
	耐除草剂玉米 DBN9858	SPSPS pat	南方玉米区
	耐除草剂玉米 DBN9858	SPSPS pat	西南玉米区
	耐除草剂玉米 DBN9858	SPSPS pat	西北玉米区
	耐除草剂玉米 DBN9858	SPSPS pat	北方春玉米区
	抗虫耐除草剂玉米 DBN9936	cry1Ab、 SPSPS	黄淮海夏玉米区
	抗虫耐除草剂玉米 DBN9936	cry1Ab、 SPSPS	南方玉米区
	抗虫耐除草剂玉米 DBN9936	cry1Ab、 SPSPS	西南玉米区
	抗虫耐除草剂玉米 DBN9936	cry1Ab、 SPSPS	西北玉米区
隆平高科中国 农业科学院生 物技术研究所	抗虫耐除草剂玉米 BFL4-2	cry1Ab、cry1F 和 cp4epsps	北方春玉米区
	抗虫耐除草剂玉米瑞丰 125	cry1Ab/cry2Aj、 g10evo-epsps	黄淮海夏玉米区
	抗虫耐除草剂玉米瑞丰 125	cry1Ab/cry2Aj、 g10evo-epsps	西北玉米区
杭州瑞丰 生物科技有限公司	抗虫耐除草剂玉米瑞丰 125	cry1Ab/cry2Aj、 g10evo-epsps	北方春玉米区
	耐除草剂玉米 nCX-1	CdP450、cp4epsps	南方玉米区
	抗虫玉米浙大瑞丰 8	cry1Ab、cry2Ab	南方玉米区
中国种子集团 有限公司	抗虫耐除草剂玉米 Bt11×GA21	cry1Ab、pat、 MSRSPS	北方春玉米区
	抗虫耐除草剂玉米 Bt11×MIR162×GA21	cry1Ab、pat、vip3Aa20、 MSRSPS	南方玉米区、西南玉米区
	耐除草剂玉米 GA21	MSRSPS	北方春玉米区
中国林木种子 集团有限公司	抗虫玉米 ND207	mcry1Ab、mcry2Ab	北方春玉米区
	抗虫玉米 ND207	mcry1Ab、mcry2Ab	黄淮海夏玉米区
	耐除草剂玉米 CC-2	maoACC 基因	北方春玉米区

全文风险提示：养殖行业疫病风险；农产品市场行情波动风险；自然灾害风险。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

本研究报告由方正证券制作及在中国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告内容仅供我公司适当性评级为C3及以上等级的投资者使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。若您并非前述等级的投资者，为保证服务质量、控制风险，请勿订阅本报告中的信息，本资料难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。

在任何情况下，本报告的内容不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求，方正证券不对任何人因使用本报告所载任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告版权仅为方正证券所有，本公司对本报告保留一切法律权利。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处且不得进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

类别	评级	说明
公司评级	强烈推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有20%以上的涨幅。
	推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的涨幅。
	中性	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数在-10%和10%之间波动。
	减持	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的跌幅。
行业评级	推荐	分析师预测未来12个月内行业表现强于同期基准指数。
	中性	分析师预测未来12个月内行业表现与同期基准指数持平。
	减持	分析师预测未来12个月内行业表现弱于同期基准指数。
基准指数说明		A 股市场以沪深300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普500指数为基。



专注 · 专心 · 专业

北京市西城区展览路48号新联写字楼6层
长沙市天心区湘江中路二段36号华远国际中心37层

上海市静安区延平路71号延平大厦2楼
深圳市福田区竹子林紫竹七道光大银行大厦31层

广州市天河区兴盛路12号楼隼峰院2期3层方正证券