

# 农林牧渔 2023 年中期投资策略暨 6 月投资策略

## 生猪养殖蓄力反转，种业变革值得期待

**超配**

### 核心观点

**畜禽链：生猪蓄力反转，黄鸡产能回落。**1) **生猪**：2023Q1 行业维持季节性深度亏损，资产负债表与现金流继续恶化；考虑到 Q2 猪价大概率仍维持亏损，生猪或距反转更进一步。目前板块估值回到底部，我们认为接下来 2023 年猪价不论如何，板块都值得重点配置。标的推荐上，左侧关注高质量成长，核心推荐养殖三小龙：华统股份、巨星农牧、新五丰；其次，看好养殖四小虎：天康生物、唐人神、金新农、京基智农；右侧配置白马：牧原股份、温氏股份等。2) **禽**：白鸡景气一方面受 2022 年祖代引种收缩影响外，近年白鸡进入家庭消费，消费提振开启独立周期，2023 年白鸡有望开启高景气。黄鸡近期产能继续回落，伴随生猪和白鸡景气回升，黄鸡价格再起的确定性更高，继续看好。禽板块核心推荐：益生股份、立华股份、圣农发展等。

**动保：看好龙头集中度提升，行业贝塔机会凸显。**兽药行业更分散，头部企业成长更确定，尤其优质公司更能享受养殖规模化的行业红利。疫苗赛道核心关注非瘟疫苗临床进展及商业化落地情况，股票短期更偏主题。综合看，动保核心推荐：科前生物、回盛生物、国邦医药、中牧股份、普莱柯等。

**种植链：看好种业新技术发展，领先种企或迎黄金成长期。**虽然种业周期驱动在边际减弱，但后续转基因商业化落地后，行业将迎来大变革，技术领先企业将迎来成长黄金期。重点推荐：大北农、隆平高科、登海种业、丰乐种业。

**2023 年 5 月市场行情：板块跑输大盘，估值处于低位。**2023 年 5 月 SW 农林牧渔指数下跌 10.1%，沪深 300 指数下跌 5.7%，板块跑输大盘 4.4%。涨幅排名前五的个股依次为獐子岛、万辰生物、福建金森、中宠股份、ST 华英，涨幅分别为 25.65%/15.98%/6.11%/5.44%/4.76%。

**农产品价格跟踪：**1) **生猪**：5 月 31 日全国仔猪、外三元生猪均价分别为 35.67、14.46 元/千克，较 4 月末分别涨 3.30%、涨 0.28%。2) **家禽**：5 月 26 日主产区白羽肉鸡均价为 9.58 元/公斤，较 4 月末跌 6.36%。3) **大豆**：国内大豆现货价 5 月 31 日为 4875.79 元/吨，较上月末跌 3.15%。4) **玉米**：国内玉米现货价 5 月 26 日为 2748 元/吨，较上月同期跌 0.65%。

**投资建议：推荐养殖、后周期、种子。**1) **生猪推荐**：华统股份、新五丰、巨星农牧、天康生物、唐人神、金新农、京基智农、温氏股份、牧原股份等；2) **禽推荐**：益生股份、立华股份、圣农发展等；建议关注春雪食品、湘佳股份。3) **动保推荐**：科前生物、回盛生物、国邦医药、中牧股份、普莱柯等。4) **种业推荐**：大北农、隆平高科、登海种业、丰乐种业、荃银高科等。

**风险提示**：恶劣天气带来的风险；不可控动物疫情引发的潜在风险。

### 重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2023E	2024E	2023E	2024E
002840	华统股份	买入	15.96	9,782	1.61	3.69	10	4
002299	温氏股份	买入	19.44	24,176	1.10	2.30	18	8
002714	牧原股份	买入	40.76	222,948	3.93	5.95	10	7
002311	海大集团	买入	46.82	77,897	2.41	3.18	19	15
300871	回盛生物	买入	17.31	2,874	0.90	1.32	19	13
000998	隆平高科	买入	14.91	19,636	0.27	0.38	55	39

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

### 行业研究 · 行业投资策略

#### 农林牧渔

#### 超配 · 维持评级

**证券分析师：鲁家瑞** 021-61761016  
 lujiarui@guosen.com.cn  
 S0980520110002

**证券分析师：李瑞楠** 021-60893308  
 lirui@guosen.com.cn  
 S0980523030001

**联系人：江海航**  
 010-88005306  
 jianghaihang@guosen.com.cn

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

《农产品研究跟踪系列报告（68）-本周全国生猪均价环比上涨 3.25%，仔猪均价环比上涨 2.59%》——2023-05-29

《农产品研究跟踪系列报告（67）-本周全国生猪均价环比下跌 1.73%，仔猪均价环比上涨 0.55%》——2023-05-22

《农林牧渔 2023 年 5 月投资策略-生猪板块蓄力反转，左侧优选高质量成长标的》——2023-05-07

《农林牧渔 2023Q1 基金持仓分析-养殖持仓环比提升，核心关注弹性成长标的》——2023-04-25

《农产品研究跟踪系列报告（66）-本周全国生猪均价环比上涨 0.56%，仔猪均价环比下跌 1.06%》——2023-04-24

## 内容目录

<b>投资建议：生猪养殖蓄力反转，期待转基因稳步落地</b>	<b>5</b>
畜禽链：生猪蓄力反转，黄鸡产能回落	5
种植链：周期驱动或边际减弱，技术领先种企有望随转基因落地进入黄金成长期	5
<b>养殖：推荐左侧布局，配置价值凸显</b>	<b>6</b>
生猪板块：行业蓄力反转，左侧优选高质量成长标的	6
禽板块：板块面临供需双振，有望开启独立景气	12
投资建议：把握生猪养殖主线，左侧关注优质成长股	15
<b>动保：看好头部集中，关注单品催化</b>	<b>16</b>
批签发数据同比回暖，关注重点单品催化	16
投资建议：看好龙头市占率提升，关注非瘟大单品催化	17
<b>种植链：周期驱动或边际减弱，技术领先种企有望随转基因落地进入黄金成长期</b>	<b>18</b>
粮价：全球粮价景气转弱，周期驱动边际趋缓	18
转基因：转基因审定办法落地，看好技术领先种企成长	20
投资建议：周期驱动或边际减弱，技术领先种企有望随转基因落地进入黄金成长期	23
<b>5 月市场行情：板块跑输大盘，市盈率返低位</b>	<b>24</b>
板块行情	24
板块估值	25
个股行情	26
<b>免责声明</b>	<b>28</b>

## 图表目录

图1: 5月生猪价格较上月同期上涨0.28%	6
图2: 5月仔猪价格较上月同期上涨3.30%	6
图3: 23年4月末能繁母猪存栏较23Q1末减少0.5%	6
图4: 全国2023年4月国内饲料产量环比增加2.9%	6
图5: 我国生猪散养户数量自非瘟爆发后下降较快	7
图6: 散养户产能占比由2017年的53%下降到2020年的43%	7
图7: 行业出栏均重中枢较非瘟前大幅提升,且波动加大	8
图8: 全国能繁母猪存栏从2023年1月起再次开启环比去化	8
图9: 2023Q1各猪企的经营性现金流净额普遍大幅下滑	9
图10: 2023Q1各猪企的投资性现金流净额依然保持较高的净流出	9
图11: 2023Q1各猪企的筹资性现金流量净额普遍大幅抬升	10
图12: 2023Q1各猪企筹资活动产生的现金流量净额占比大幅抬升	10
图13: 2023Q1各猪企在建工程保持回落态势(单位:亿元)	11
图14: 2023Q1各猪企固定资产依然维持在较高水平(单位:亿元)	11
图15: 2023Q1各猪企生产性生物资产变动幅度分化(单位:亿元)	11
图16: 2023Q1各猪企消耗性生物资产变动幅度分化(单位:亿元)	11
图17: 白羽肉鸡祖代鸡存栏(在产+后备)	12
图18: 白羽肉鸡父母代鸡存栏(在产+后备)	12
图19: 白羽肉鸡父母代鸡苗价格与销售量	13
图20: 白羽肉鸡商品代鸡苗销售价格与销售量	13
图21: 受供给充裕、消费淡季影响,黄鸡价格短期承压	13
图22: 黄羽肉鸡祖代鸡存栏(在产+后备)	14
图23: 黄羽肉鸡父母代鸡存栏(在产+后备)	14
图24: 黄羽肉鸡父母代雏鸡销售价格震荡调整	14
图25: 黄羽肉鸡商品代雏鸡销售价格与销售量情况	14
图26: 817肉杂鸡母系及父系存栏量	15
图27: 817肉杂鸡商品代鸡苗销量及价格	15
图28: 817肉杂鸡毛鸡出栏量及价格	15
图29: 益生909销量及价格	15
图30: 生物股份、普莱柯2023Q1批签发量同比增加明显	16
图31: 多数动物疫苗企业2023Q1批签发量环比减少	16
图32: 养殖利润修复或提升养殖户在防疫方面的支出	16
图33: 若未来猪价景气上行,动保板块的贝塔行情值得关注	17
图34: 大豆国际期货收盘价回落明显(美分/蒲式耳)	18
图35: 国内大豆现货价近期持续回落(元/吨)	18
图36: 国内玉米现货价(元/吨)仍处于高位	19
图37: 近期国际玉米期货收盘价有所回升	19

图 38: 我国转基因研发进展 .....	22
图 39: 转基因品种审定的核心内容 .....	22
图 40: 转基因放开后, 玉米有效利润空间或增长 4 倍 .....	23
图 41: 2023 年 5 月 SW 农林牧渔二级行业指数走势变化 (%) .....	24
图 42: 2023 年 5 月种植板块三级子行业指数走势变化 (%) .....	24
图 43: 2023 年 5 月养殖板块三级子行业指数走势变化 (%) .....	24
图 44: 2023 年 5 月农产品加工板块三级子行业指数走势变化 (%) .....	25
图 45: 2023 年 5 月动物保健板块三级子行业指数走势变化 (%) .....	25
图 46: 2023 年 5. 4-5. 31 期间 SW 一级行业指数区间涨跌幅对比 (%) .....	25
图 47: SW 农林牧渔板块近十年市盈率 (TTM) .....	26
表 1: 21 世纪以来五次猪周期猪价波动情况 .....	7
表 2: 2023Q1 末各大上市猪企的资产负债率较 2022 年末均有明显抬升 .....	8
表 3: 2023Q1 末各大上市猪企的应付账款较 2022 年末普遍收缩, 一定程度表征上游供应商放款收紧 ...	9
表 4: 2018Q1-2023Q1 阶段生猪养殖行业上市企业整体结余现金数量不大 (单位: 亿元) .....	10
表 5: 上市猪企 2023Q1 头均亏损、销售均价、完全成本对比 .....	12
表 6: 全球大豆供需平衡表 .....	18
表 7: 全球玉米供需平衡表 .....	19
表 8: 中国玉米供需平衡表 .....	19
表 9: 《种业振兴行动方案》主要内容 .....	21
表 10: 2022 年, 种业市场监管取得 5 个重点突破 .....	21
表 11: 国内截至目前已颁布转基因玉米性状安全证书 13 张, 转基因大豆性状安全证书 4 张 .....	22
表 12: 农林牧渔板块 2023 年 5 月个股涨跌幅排行榜 (截至 5 月 31 日) .....	26

## 投资建议：生猪养殖蓄力反转，期待转基因稳步落地

### 畜禽链：生猪蓄力反转，黄鸡产能回落

1) 生猪：从 2023Q1 业绩来看，行业维持季节性深度亏损，资产负债表继续恶化，现金继续损耗；考虑到 Q2 猪价大概率仍维持亏损，生猪或将距离反转更进一步。目前板块估值重新回到底部，我们认为接下来 2023 年猪价不论表现如何，板块都值得重点配置。标的推荐上，左侧更关注高质量成长，核心推荐养殖三小龙：华统股份、巨星农牧、新五丰；其次，看好养殖四小虎：天康生物、唐人神、金新农、京基智农；右侧配置白马：牧原股份与温氏股份等。

2) 禽板块：白鸡景气一方面受 2022 年祖代引种收缩传导的供给景气外，近年白鸡进入家庭消费，消费提振开启独立周期，因此我们认为 2023 年白鸡板块有望开启高景气。黄鸡近期产能继续回落，伴随着生猪和白鸡景气回升，黄鸡价格再起的确定性更高，继续看好。禽板块核心推荐：益生股份、立华股份、圣农发展等。

3) 动保：受益下游养殖规模化趋势的加速，看好动保龙头市占率提升。从兽药和疫苗两个细分行业来看，我们认为兽药行业更分散，头部企业的成长性更有确定性，尤其是优质公司更能享受下游养殖规模化带来的行业红利；疫苗赛道核心关注非洲猪瘟疫苗临床进展以及商业化落地情况，从股票的角度去看，短期更偏重主题。综合来看，动保板块核心推荐：科前生物、回盛生物、国邦医药、中牧股份、普莱柯等。

4) 饲料及宠物：饲料会更加向技术服务类企业集中，核心看好海大集团估值与业绩的双修复行情。此外，2023 年宠物板块有望伴随消费回暖，迎来较好机会，核心关注：中宠股份、佩蒂股份等。

5) 肉制品：随着猪价的高位回落以及消费回暖，看好双汇发展的业绩上行表现；同时，双汇发展的基金持仓比例处于历史底部位置，建议关注。

### 种植链：周期驱动或边际减弱，技术领先种企有望随转基因落地进入黄金成长期

目前来看，随着南方涛动指数重回低位，2023 年主产区拉尼娜恶劣天气或难再续，供给端有望开启修复，同时全球主要货币当局的紧缩政策预计将对农产品需求及定价产生压制，以玉米为代表的大宗农产品周期景气正在蓄力向下，种业板块的周期驱动边际减弱。然而种业没有周期驱动，并不意味着板块没有机会，我们反而认为后续转基因的商业化落地后，行业将迎来大变革，技术领先企业将迎来成长黄金期。核心推荐标的：大北农、隆平高科、登海种业、丰乐种业、荃银高科、秋乐种业等。

整体上，农业重点推荐养殖、后周期、种业三大主线。其中，1) 生猪养殖推荐：左侧更关注高质量成长，核心推荐养殖三小龙：华统股份、巨星农牧、新五丰；其次，看好养殖四小虎：天康生物、唐人神、金新农、京基智农；右侧配置白马：牧原股份与温氏股份等；2) 禽推荐：益生股份、立华股份、圣农发展等；建议关注：春雪食品、湘佳股份、仙坛股份。3) 动保推荐：科前生物、回盛生物、国邦医药、中牧股份、普莱柯、申联生物、生物股份、瑞普生物等。4) 种植链推荐：大北农、隆平高科、登海种业；建议关注：丰乐种业、荃银高科、秋乐种业、北大荒、苏垦农发、中粮糖业、海南橡胶等。5) 饲料及宠物推荐：海大集团、中宠股份、佩蒂股份等企业。



## 养殖：推荐左侧布局，配置价值凸显

### 生猪板块：行业蓄力反转，左侧优选高质量成长标的

【能繁母猪存栏】根据农业部的数据，官方能繁母猪存栏的环比增速从 2021 年 7 月起结束了连续 21 个月的环比增长，首次出现环比下降，并在 2021 年 7 月以来延续环比去化趋势。截至 2023 年 4 月末，我国能繁母猪存栏 4284 万头，较 2023 年一季度末减少 0.5%。

【仔猪与生猪价格】根据博亚和讯，5 月 31 日全国仔猪均价为 35.67 元/kg，较上月末上涨 3.30%；全国外三元生猪均价为 14.46 元/kg，较上月末上涨 0.28%。

【猪饲料】从饲料工业协会数据来看，2023 年 4 月，全国工业饲料产量 2584 万吨，环比增长 2.9%，同比增长 12.4%，其中育肥猪配合饲料价格 3.71 元/公斤，环比下降 0.7%，同比上涨 0.7%。

图1：5月生猪价格较上月同期上涨0.28%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：5月仔猪价格较上月同期上涨3.30%



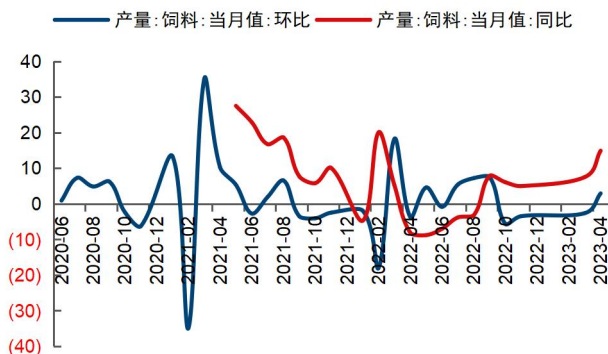
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：23年4月末能繁母猪存栏较23Q1末减少0.5%



资料来源：农业部，国信证券经济研究所整理

图4：全国2023年4月国内饲料产量环比增加2.9%



资料来源：饲料协会，国信证券经济研究所整理

## 生猪板块 2023 年一季报总结：资产负债表持续恶化，行业现金流继续损耗

### ◆ 行业观点：猪周期处于底部，行业反转在即

从历史复盘来看，一轮猪周期的时间跨度基本在 3-4 年，这也基本匹配能繁母猪产能恢复的速度。由于母猪补栏有一定生产时滞，从母猪出生到商品猪出栏需要接近 1.5 年左右的时间，类似的，母猪淘汰带来的未来商品猪减产的周期与扩产周期相同，同样是 1.5 年，再考虑到行业参与者决策与反馈的时间，由此导致猪周期基本维持在 3-4 年左右的一个时间维度波动。

表 1：21 世纪以来五次猪周期猪价波动情况

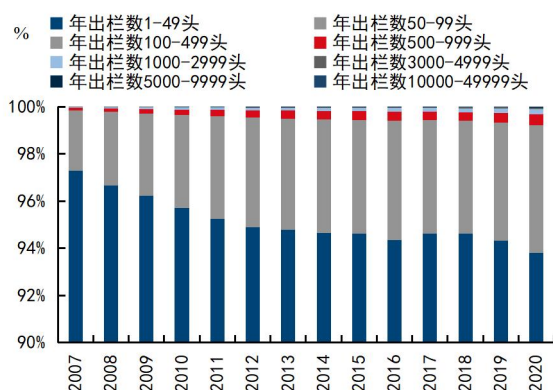
产能去化 核心驱动	起止时间	亏损时长 (月)	最大亏损幅度 (元/头)	盈利时长 (月)	最大盈利幅度 (元/头)	周期长度	上行阶段启动因素
非典去产能	1997. 07~2004. 09	9	-200	11	200	7. 2 年	1. (核心) “非典” 期间宰杀母猪、补栏停滞； 2. (催化剂) 04 年禽流感疫情，猪肉替代消费增加； 3. (催化剂) 豆粕价格上涨带动养殖成本上升。
疫情去产能	2004. 10~2008. 04	13	-105	29	585	3. 5 年	1. (核心) 2006 年高致病性猪蓝耳病疫情导致能繁母猪数量与生产效率双降； 2. (催化剂) 饲料价格再升。
市场去产能	2008. 05~2011. 09	7	-200	33	665	3. 3 年	1. (核心) 猪价两次探底导致的产能去化； 2. (催化剂) 2011 年初雨雪冰冻灾害导致部分地区母猪流产、仔猪腹泻等疫病流行。
市场去产能 环保去产能	2011. 10~2016. 06	42. 5/14	-625/-370 (散户/规模场)	13. 5/42	460/720	4. 7 年	1. (核心) 猪价多底亏损，散户规模场产能双去化； 2. (扰动因素) 成本分化和环保禁养导致的规模场扩张与散户去产能并行。 3. (扰动因素) “中央八项规定”、“闰九月”和新环保法实施导致的供需短期失衡。
非瘟去产能	2016. 07~2019. 11	9/6. 5	-325/-326 (外购仔猪/自繁自养)	29. 5/32	3080/2781	3. 2 年	1. (核心) 18 年非洲猪瘟疫情带来蛋白缺口； 2. (催化剂) 大范围环保禁养导致生产恢复困难。

资料来源：畜牧产业经济观察，国信证券经济研究所整理(注：受数据限制，第一周期盈亏统计仅包含 2003 年 1 月-2004 年 9 月)

但 2018/2019 年国内发现非洲猪瘟疫情后，国内养殖行业也发生了较大的边际变化，我们认为本轮猪周期跟以往周期不同主要集中在两方面：

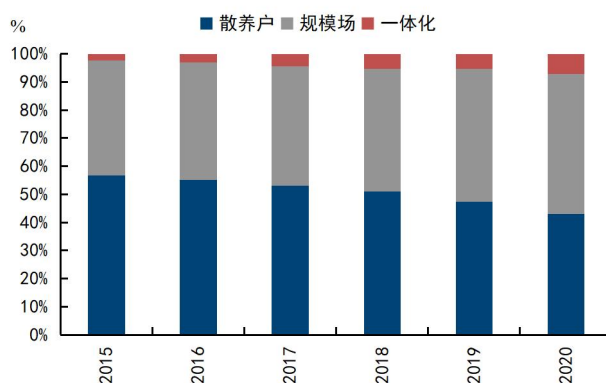
一方面，行业规模化程度大幅度提升。从农业农村部的数据来看，散养户产能占比由 2017 年的 53% 下降到 2020 年的 43%，非瘟爆发后，国内散养户数量加速下降。

图 5：我国生猪散养户数量自非瘟爆发后下降较快



资料来源：畜牧业统计年鉴，国信证券经济研究所整理

图 6：散养户产能占比由 2017 年的 53% 下降到 2020 年的 43%



资料来源：农业农村部，国信证券经济研究所整理

另一方面，猪价年内波动加大，短期猪价的剧烈波动创造了更多二次育肥（养大

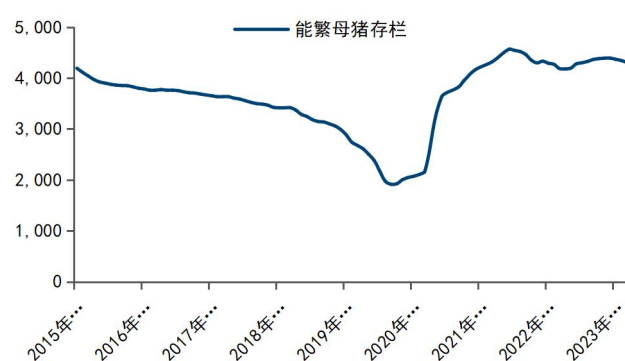
猪)的投机机会,由此带来相关养殖群体的二次育肥或者压栏的一致性行为增加,进一步加大猪价波动幅度。

图7: 行业出栏均重中枢较非瘟前大幅提升, 且波动加大



资料来源: 涌益咨询, 国信证券经济研究所整理

图8: 全国能繁母猪存栏从 2023 年 1 月起再次开启环比去化



资料来源: 农业农村部, 国信证券经济研究所整理

综合来看, 上述两方面变化可能引发一个重要的担忧, 那就是: 是否不存在猪周期了。但我们认为这个结论是不存在的, 原因有两个:

1、虽然养殖行业规模化提升, 但猪企的管理水平并没有跟得上其养殖量的增加, 成本方差反而进一步加大。从上市公司 2023Q1 最新的亏损情况来看, 养殖成本的离散度很大, 比如养殖成本优势领先的上市猪企牧原股份, 其毛猪完全成本在 15.5 元/公斤上下; 而部分养殖成本高的企业成本却高于 20 元/公斤, 行业养殖管理水平明显分化。

2、二次育肥在我们看来更多是行业投机, 从长维度来看, 投机并不创造价值, 反而会降低行业生产效率, 拉升成本, 进一步加快周期底部的行业现金损耗。

因此, 我们认为猪周期离反转或更进一步。一方面, 本轮周期从 2021 年启动下行, 目前行业磨底持续时间接近 3 年(2022 年不属于反转, 因为高猪价持续时间太短, 应该判定为年内季节性反弹); 考虑到 2023Q1 非瘟有抬头, 扰乱了行业正常的生产迭代, 母猪更新淘汰带来更多现金损耗。而且从一季报表现来看, 行业资产负债表进一步恶化, 2023Q1 末各大上市猪企资产负债率较 2022 年末均有明显抬升, 同时 2023Q1 末各大上市猪企的应付账款较 2022 年末普遍收缩, 一定程度表征上游供应商放款收紧, 对养殖企业偿债能力的信心下滑。此外, 我们预计二季度行业大概率继续深度亏损, 因此我们判断, 行业现金流将持续损耗, 部分资产负债率高、现金储备不够充足的企业或将面临产能出清, 猪周期离反转或更进一步。

表2: 2023Q1 末各大上市猪企的资产负债率较 2022 年末均有明显抬升

		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023Q1	2023Q1 环比变动 (pts)
002714.SZ	牧原股份	47.0	54.1	40.0	46.1	61.3	54.4	56.4	2.01
300498.SZ	温氏股份	32.0	34.1	28.9	40.9	64.1	56.2	59.2	2.98
000876.SZ	新希望	38.2	43.0	49.2	53.1	65.0	68.0	70.4	2.38
002548.SZ	金新农	46.9	63.0	50.7	50.3	65.7	68.7	69.2	0.49
002100.SZ	天康生物	48.0	61.5	53.7	56.3	54.7	50.1	52.1	1.97
600975.SH	新五丰	28.6	27.1	24.7	32.6	58.7	71.2	75.4	4.19
002567.SZ	唐人神	35.0	39.5	47.8	43.0	57.9	59.7	60.8	1.15
002157.SZ	正邦科技	59.7	68.0	67.6	58.6	92.6	148.4	157.0	8.58
002124.SZ	天邦食品	31.4	61.5	61.5	43.2	79.9	79.6	83.1	3.53
603363.SH	傲农生物	62.0	69.5	73.9	67.5	87.2	81.6	83.1	1.51

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理



表3：2023Q1 末各大上市猪企的应付账款较 2022 年末普遍收缩，一定程度表征上游供应商放款收紧

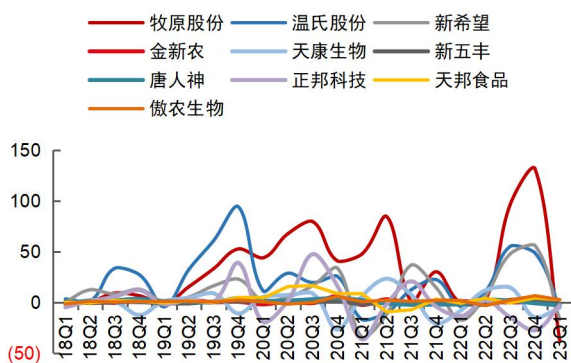
		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023Q1	23Q1 环比变化幅度 (%)
002714.SZ	牧原股份	15.20	27.13	50.98	146.23	319.89	251.86	221.24	-12%
300498.SZ	温氏股份	24.31	28.06	26.58	41.40	50.27	58.02	60.86	5%
000876.SZ	新希望	31.72	37.31	49.66	82.15	83.95	115.65	94.48	-18%
002548.SZ	金新农	2.45	3.15	2.41	3.69	4.63	3.98	2.82	-29%
002100.SZ	天康生物	1.59	1.97	2.51	4.22	4.65	6.27	5.21	-17%
600975.SH	新五丰	0.71	0.73	0.51	0.73	1.40	3.76	5.57	48%
002567.SZ	唐人神	5.15	5.77	5.95	7.58	11.07	19.42	15.33	-21%
002157.SZ	正邦科技	15.26	16.68	16.57	34.39	42.59	38.72	36.90	-5%
002124.SZ	天邦食品	3.07	4.85	2.81	9.32	17.34	28.28	33.86	20%
603363.SH	傲农生物	5.40	7.26	13.24	21.21	36.78	39.51	36.80	-7%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### ◆ 现金流量表分析：经营性亏损叠加投资性流出，行业整体对筹资现金流依赖较高。

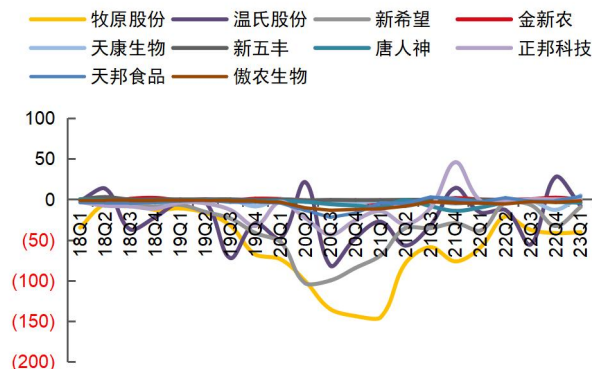
我们进一步分析各大猪企的现金流量表情况，可以得出 3 个主要结论：1) 从经营性现金流来看，上市猪企的经营性现金流净额普遍在 2023Q1 由正转负，由于 2021Q2-2022Q1、以及 2023Q1 猪价大幅下滑导致行业处于深度亏损，因此 2018 年至今大部分猪企的经营性现金流净额结余不高。2) 从投资性现金流来看，由于规模企业依然在保持生猪出栏扩张，因此 2018Q1-2023Q1 的单季度投资性现金流净额基本保持较大的负值，持续性投资支出较大。3) 从筹资性现金流来看，由于持续性的大额固定资本开支以及经营深度亏损，上市企业普遍依赖筹资活动来获取资金支持，尤其在 2023Q1 各猪企筹资活动产生的现金流量净额占比大幅抬升。综合来看，2018Q1-2023Q1 生猪养殖行业上市企业整体结余的现金净增加数量不高，一方面经营性亏损较大，同时投资性开支较高，基本依赖筹资性现金流入以支持公司经营周转。

图9：2023Q1 各猪企的经营性现金流净额普遍大幅下滑



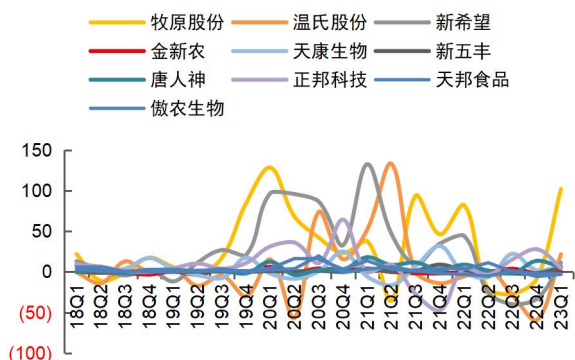
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图10：2023Q1 各猪企的投资性现金流净额依然保持较高的净流出



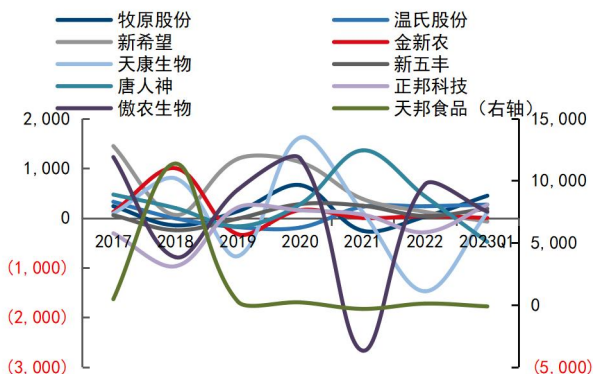
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 11: 2023Q1 各猪企的筹资性现金流量净额普遍大幅抬升



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 12: 2023Q1 各猪企筹资活动产生的现金流量净额占比大幅提升



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表 4: 2018Q1-2023Q1 阶段生猪养殖行业上市企业整体结余现金数量不大（单位：亿元）

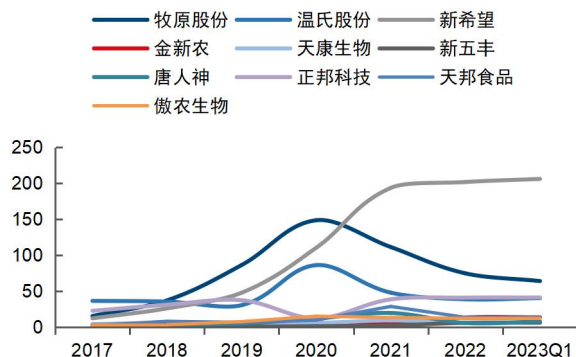
		经营性现金流净额加总	投资性现金流净额加总	筹资性现金流净额加总	现金及现金等价物增加数量
002714.SZ	牧原股份	699.841	-1198.7704	659.0275	160.0981
300498.SZ	温氏股份	445.6559	-480.9508	96.6557	61.3608
000876.SZ	新希望	214.8753	-712.7788	551.3787	53.4752
002548.SZ	金新农	6.8668	-18.0865	16.8944	5.6747
002100.SZ	天康生物	-1.3514	-63.3101	85.7264	21.0649
600975.SH	新五丰	-5.9388	-9.4706	17.7926	2.3832
002567.SZ	唐人神	15.6232	-87.8669	83.7107	11.467
002157.SZ	正邦科技	18.4913	-196.741	169.7803	-8.4694
002124.SZ	天邦食品	55.2339	-92.3849	40.3403	3.1893
603363.SH	傲农生物	22.6811	-99.7662	79.2166	2.1315

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### ◆ 资产负债表分析：资产负债表普遍持续恶化，上游放款额度收紧。

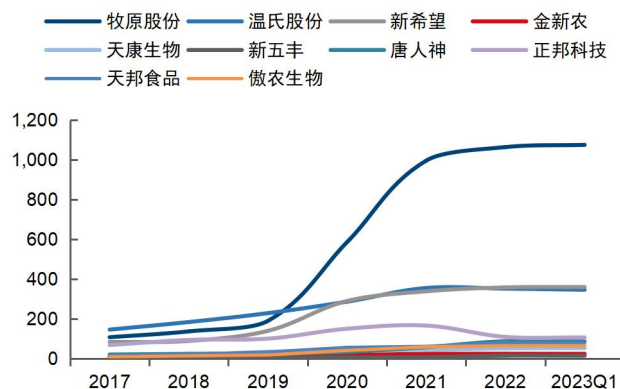
我们进一步分析各大猪企的资产负债表情况，可以得出：1）养殖行业 2023Q1 资产负债率进一步提升，杠杆压力普遍抬升，主要系非瘟后行业头部企业快速扩张，导致猪舍及设备投资对应的在建工程及固定资产数量大幅增加，同时种猪资产对应的生产性生物资产数量大幅扩张。同时 2023Q1 末虽然行业亏损加深，但各大上市猪企的应付账款数量较 2022 年末普遍收缩，一定程度表征上游供应商放款收紧，对养殖企业偿债能力的信心下滑（相关对应图表详见表 2 及表 3）。2）2023Q1 末各猪企的生产性生物资产以及消耗性生物资产的环比变动比例出现分化，主要系部分猪企由于非瘟抬头或其他疫病、以及 2023Q1 猪价较低的影响，进行了种猪淘汰更新或资产减值，侧面表征行业亏损叠加冬季疫病多发期，对行业正常生产带来一定干扰。

图13: 2023Q1 各猪企在建工程保持回落态势（单位:亿元）



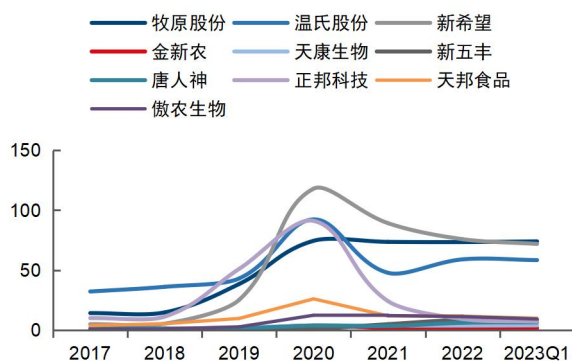
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图14: 2023Q1 各猪企固定资产依然维持在较高水平（单位:亿元）



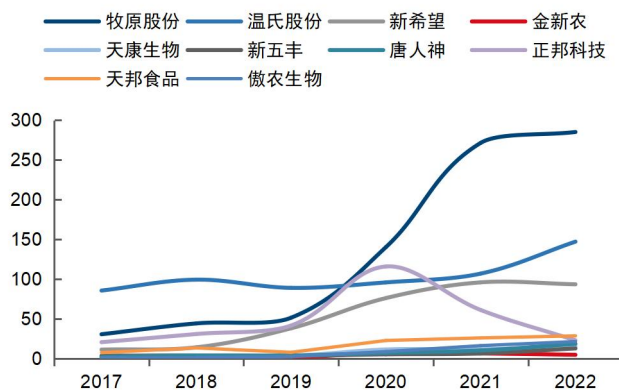
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图15: 2023Q1 各猪企生产性生物资产变动幅度分化（单位:亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图16: 2023Q1 各猪企消耗性生物资产变动幅度分化（单位:亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### ◆ 2023Q1 猪企核心经营指标对比：华统股份、巨星农牧、新五丰的出栏及头均收益综合表现优异。

从出栏增速、头均亏损和养殖成本的综合表现对比来看，我们重点推荐生猪三小龙：华统股份、巨星农牧、新五丰。一方面，从出栏增速来看，华统股份、巨星农牧、新五丰的 2023 年及 2024 年的目标出栏增速领先行业，未来在猪价上升期更有望受益于量价齐升的红利。另外，从头均亏损和完全成本表现来看，2023Q1 行业养殖成本普遍环比抬升，猪企经营分化进一步拉大，其中，第一梯队包括牧原股份；其次，巨星农牧、华统股份、温氏股份头均亏损在 300 元左右；此外，还有部分企业养殖完全成本超过 20 元/公斤，短期盈利承压更加明显。整体上，华统股份、巨星农牧、新五丰在当前行业周期底部综合指标优异。尤其是华统股份，在一季行业养殖成本大幅提升的背景下，公司的成本回落显得更具价值，随

后续公司业绩进一步兑现，公司估值有望迎来修复。

表5：上市猪企 2023Q1 头均亏损、销售均价、完全成本对比

		23Q1 生猪出栏 (万头)	生猪出栏 同比变动 (%)	肥猪出栏 (万头)	头均肥猪收益 (元)	商品猪销售均价 (元/公斤)	预计 Q1 养殖成本 (元/公斤)
002840.SZ	华统股份	53.40	229%	40	-351	15.20	17.80
603477.SH	巨星农牧	51	46%	37	-286	14.36	16.70
600975.SH	新五丰	62.2	146%	37	-640	14.40	19.80
002714.SZ	牧原股份	1384.5	0%	1338	-93	14.68	15.40
300498.SZ	温氏股份	559.54	39%	560	-343	14.87	17.90
002100.SZ	天康生物	56.94	51%	54	-331	14.38	17.10
002567.SZ	唐人神	78.41	106%	72	-632	14.00	19.20
002548.SZ	金新农	27.73	-17%	15	-730	14.79	21.00
002124.SZ	天邦食品	132.79	32%	120	-637	14.78	20.00
000876.SZ	新希望	471.51	28%	377	-647	14.74	19.60
001201.SZ	东瑞股份	20.99	67%	17	-912	16.77	24.00
603363.SH	傲农生物	138.58	32%	76	-703	14.83	20.00

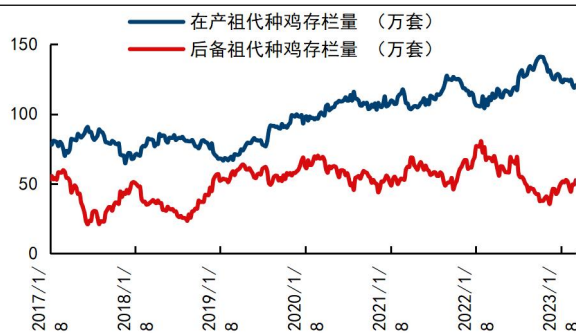
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及测算

## 禽板块：板块面临供需双振，有望开启独立景气

### 白羽鸡：种鸡产能供应受阻，养殖盈利逐步回暖

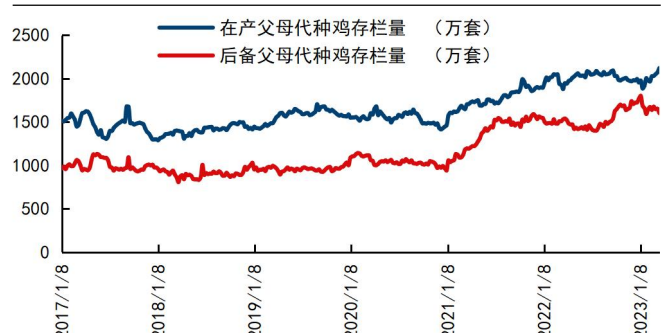
白羽肉鸡产能迭代遭遇短期干扰，终端价格仍有支撑。从禽业分会监测数据来看，截止 2023 年 3 月 19 日，祖代鸡存栏（在产+后备）169 万套，较上年同比减少 6.78%，较上月同期环比减少 0.19%，其中后备祖代鸡存栏为 49 万套，较上年同比减少 26.27%，主要系国外禽流感爆发导致 2022 年国内祖代更新量同比减少 23%。父母代存栏（在产+后备）3724 万套，较上年同比增加 9.21%，较上月同期环比减少 1.56%。我们认为，目前国内祖代种鸡由于海外禽流感影响，引种持续收缩，2023 年商品代供给或趋紧，同时白鸡消费近年进入家庭消费，消费中枢趋势上移，有望支撑白鸡板块开启独立景气周期。

图 17：白羽肉鸡祖代鸡存栏（在产+后备）



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，国信证券经济研究所整理

图 18：白羽肉鸡父母代鸡存栏（在产+后备）



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，国信证券经济研究所整理

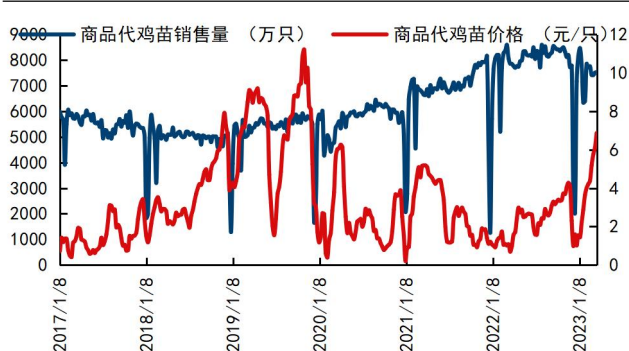


图 19: 白羽肉鸡父母代鸡苗价格与销售量



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，国信证券经济研究所整理

图 20: 白羽肉鸡商品代鸡苗销售价格与销售量



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，国信证券经济研究所整理

### 黄羽鸡：近期产能回落，价格再起确定性较高

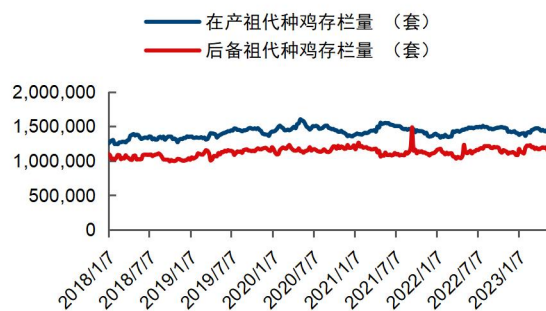
从禽业分会监测的供给端数据来看，截止 2023 年 5 月 21 日，国内祖代鸡存栏（在产+后备）261 万套，同比增加 1.32%；父母代存栏（在产+后备）2262 万套，同比减少 0.88%，在产父母代存栏比 2019 年同期相比下降了 3.81%。黄鸡近期产能回落，伴随着生猪和白鸡景气回升，黄鸡价格再起的确定性较高。

图 21: 受供给充裕、消费淡季影响，黄鸡价格短期承压



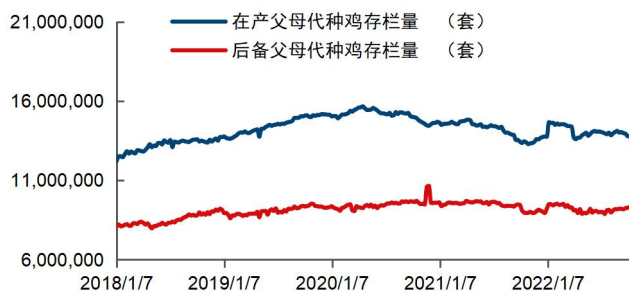
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图22: 黄羽肉鸡祖代鸡存栏（在产+后备）



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，国信证券经济研究所整理

图23: 黄羽肉鸡父母代鸡存栏（在产+后备）



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，国信证券经济研究所整理

图24: 黄羽肉鸡父母代雏鸡销售价格震荡调整



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，国信证券经济研究所整理

图25: 黄羽肉鸡商品代雏鸡销售价格与销售量情况



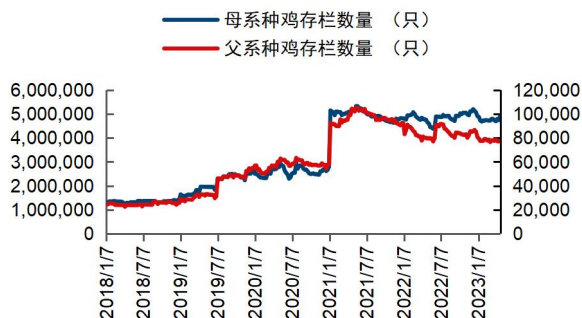
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，国信证券经济研究所整理

### 小白鸡：出栏稳步扩张，看好优质新品种拓展

小白鸡既适用于活杀走白条，又可屠宰加工，目前正在加速替代部分黄羽快速鸡的消费需求，近年以 817 肉杂鸡为代表的小白鸡品种养殖规模正维持扩张。从禽业分会监测的供给端数据来看，截至 2023 年 4 月 23 日，国内 817 肉杂鸡毛鸡累计出栏 9671 万羽，较上年同期增加 16.35%。

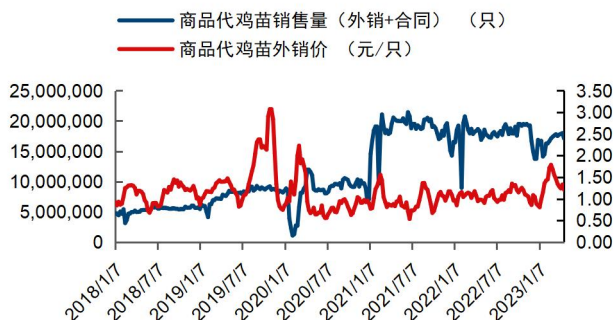
除传统 817 肉杂鸡品种外，益生股份自研“益生 909”小型白羽肉鸡配套系正凭借产肉率高、肉品好、抗病力强、成活率高等性能优势快速推向市场。2023 年 3 月，益生 909 销量为 671.06 万羽，同比增加 25.21%。

图26: 817 肉杂鸡母系及父系存栏量



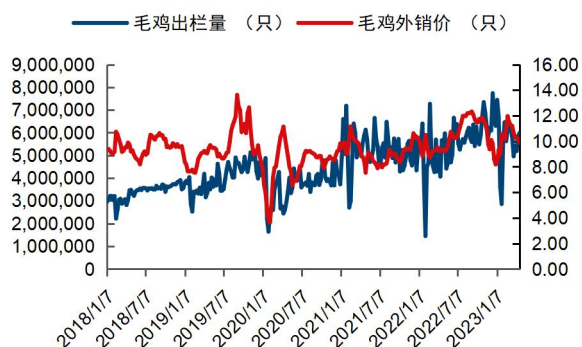
资料来源: 中国畜牧业协会禽业分会, 国信证券经济研究所整理

图27: 817 肉杂鸡商品代鸡苗销量及价格



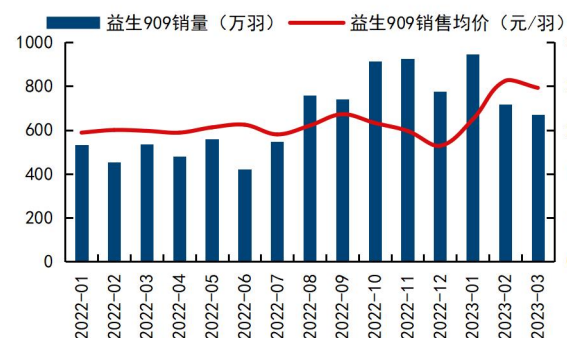
资料来源: 中国畜牧业协会禽业分会, 国信证券经济研究所整理

图28: 817 肉杂鸡毛鸡出栏量及价格



资料来源: 中国畜牧业协会禽业分会, 国信证券经济研究所整理

图29: 益生 909 销量及价格



资料来源: 中国畜牧业协会禽业分会, 国信证券经济研究所整理

## 投资建议：把握生猪养殖主线，左侧关注优质成长股

1) 生猪养殖推荐：左侧更关注高质量成长，核心推荐养殖三小龙：华统股份、巨星农牧、新五丰；其次，看好养殖四小虎：天康生物、唐人神、金新农、京基智农；另外，右侧配置白马：牧原股份与温氏股份等；2) 禽推荐：益生股份、立华股份、圣农发展等；建议关注：春雪食品、湘佳股份、仙坛股份。

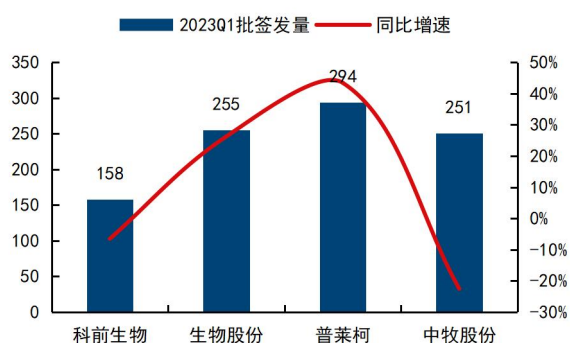
## 动保：看好头部集中，关注单品催化

### 批签发数据同比回暖，关注重点单品催化

生物股份、普莱柯 2023Q1 批签发数据同比增加明显。从动物疫苗企业的 2023Q1 批签发数据来看，普莱柯、生物股份 2023Q1 批签发数据分别同比增加 43%、26%，科前生物、中牧股份 2023Q1 批签发数据分别同比减少 7%、23%。

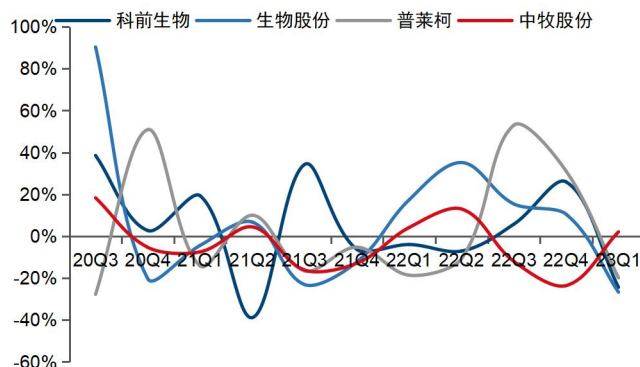
从历史数据来看，养殖利润的提高将增加养殖户在防疫方面的支出。当前猪价处于底部位置，倘若未来猪价回升带来养殖端利润修复，或将缓解养殖户资金紧张情况并改善其对未来养殖利润的预期，养殖户对防疫的要求有望加强，头均防疫费用支出将随之提升，进而推动上游畜用疫苗需求不断回暖，利好畜用疫苗企业的业绩表现。因此我们认为，从底部布局的视角来看，畜用疫苗企业的贝塔行情值得关注。

图 30：生物股份、普莱柯 2023Q1 批签发量同比增加明显



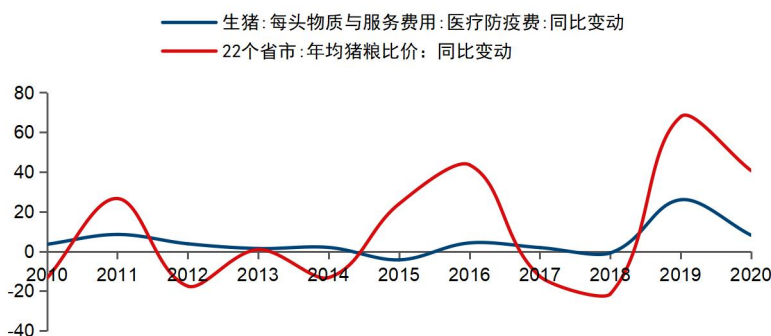
资料来源：国家兽药基础数据库，国信证券经济研究所整理

图 31：多数动物疫苗企业 2023Q1 批签发量环比减少



资料来源：国家兽药基础数据库，国信证券经济研究所整理

图 32：养殖利润修复或提升养殖户在防疫方面的支出



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理



图 33: 若未来猪价景气上行, 动保板块的贝塔行情值得关注



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 投资建议：看好龙头市占率提升，关注非瘟大单品催化

长期，看好龙头市占率提升。从兽药和疫苗两个细分行业来看，我们认为兽药行业更分散，头部企业的成长性更有确定性，尤其是优质公司更能享受下游养殖规模化带来的行业红利；疫苗赛道核心关注非洲猪瘟疫苗临床进展以及商业化落地情况，从股票的角度去看，短期更偏重主题。综合来看，动保板块核心推荐：回盛生物、国邦医药、中牧股份、科前生物、普莱柯、申联生物、生物股份、瑞普生物等。

## 种植链：周期驱动或边际减弱，技术领先种企有望随转基因落地进入黄金成长期

**粮价：全球粮价景气转弱，周期驱动边际趋缓**

**大豆：新季供需预计由偏紧转宽松，价格预计逐步回落。**

国内大豆现货价格近期持续回落，2023年5月31日为4875.79元/吨，较上月末下跌3.15%，我国大豆对外依存度较高，国际大豆价格波动对我国影响较大。目前来看，我国大豆进口主要来自巴西、美国和阿根廷，2019年占比分别为65%、19%和10%，这些国家大豆产量变化引起的价格波动将会影响我国大豆进口成本，进而影响国内大豆价格表现。

**23/24年度全球大豆供需预计由偏紧转宽松，价格预计逐步回落。**根据USDA 5月供需报告，2023/24年度全球大豆产量同比增加4017万吨至4.12亿吨，总消费量同比增加2162万吨至3.86亿吨，期末库存同比增加2146万吨至1.23亿吨，库存消费比同比上升4.12%，重回较高水平，全球供需预计由偏紧转宽松。国内大豆现货价也与国际保持联动，从2022年6月的5800元/吨左右下跌至2023年5月26日的4875.79元/吨。

表6：全球大豆供需平衡表

百万吨	2020/21	2021/22	2022/23 (4月预估)	2022/23 (5月预估)	2023/24 (4月预估)	2023/24 (5月预估)
期初库存	95.1	100.06	99.73	98.67	NA	101.04
产量	368.6	359.85	369.64	370.42	NA	410.59
进口	165.49	156.59	164.76	165.2	NA	169.77
压榨量	315.82	314.23	315.2	313.31	NA	332.31
总使用量	363.97	363.82	365.83	364.87	NA	386.49
出口量	164.86	154.02	168	168.37	NA	172.41
期末库存	100.35	98.67	100.29	101.04	NA	122.5
库销比	27.57%	27.12%	27.41%	27.69%	NA	31.70%

资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

图34：大豆国际期货收盘价回落明显（美分/蒲式耳）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图35：国内大豆现货价近期持续回落（元/吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

### 玉米：玉米库存消费比恢复较慢，短期价格预计维持高位

玉米现货价继续保持高位，2022年5月26日全国玉米粮库收购均价相比4月28日下跌18元/吨至2748元/吨，仍处于历史高位。USDA 5月供需报告发布2023/24年度供需数据，新季全球玉米产量增加6943万吨至12.20亿吨，全球总需求量增加4320万吨至12.04亿吨，期末库存量增加1549万吨至3.13亿吨，库销比增加0.37%至25.99%。中国玉米2023/24年度产量预计减少382万吨、总需求预计增加280万吨、进口量预计增加500万吨。总体上，全国玉米库存消费比恢复较慢，2023/24库相较于2018/19水平仍有较大差距，但价格有望随全球玉米供给趋于宽松而逐步回落。

图36：国内玉米现货价(元/吨)仍处于高位



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图37：近期国际玉米期货收盘价有所回升



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表7：全球玉米供需平衡表

百万吨	2020/21	2021/22	2022/23 (4月预估)	2022/23 (5月预估)	2023/24 (4月预估)	2023/24 (5月预估)
期初库存	307.42	292.91	306.91	308.15	NA	297.41
产量	1129.42	1217.31	1144.5	1150.2	NA	1219.63
进口	184.86	184.49	173.97	175.41	NA	184.5
压榨量	723.87	746.56	726.94	730.46	NA	758.63
总使用量	1144.01	1202.07	1156.06	1160.94	NA	1204.14
出口量	182.7	206.18	173.79	175.44	NA	195.26
期末库存	292.83	308.15	295.35	297.41	NA	312.9
库销比	25.60%	25.63%	25.55%	25.62%	NA	25.99%

资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

表8：中国玉米供需平衡表

百万吨	2020/21	2021/22	2022/23 (4月预估)	2022/23 (5月预估)	2023/24 (4月预估)	2023/24 (5月预估)
期初库存	200.53	205.7	209.14	209.14	NA	205.32
产量	260.67	272.55	277.2	277.2	NA	280
进口	29.51	21.88	18	18	NA	23
压榨量	203	209	216	218	NA	223
总使用量	285	291	297	299	NA	304
出口量	0	0	0.02	0.02	NA	0.02
期末库存	205.7	209.14	207.32	205.32	NA	204.3
库销比	72.18%	71.87%	69.80%	68.67%	NA	67.20%

资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

## 转基因：转基因审定办法落地，看好技术领先种企成长

### 种业振兴稳步推进，种业提速增质有望加速

2021年7月9日，习近平总书记主持召开中央全面深化改革委员会第二十次会议，审议通过了《种业振兴行动方案》，方案提出全面加强种质资源保护利用、大力推进种业创新攻关、扶持优势种业企业发展、提升种业基地建设水平、严厉打击套牌侵权等违法行为五大重点工作方向。截至目前，各项工作均已取得重要进展：

**（1）全面加强种质资源保护利用：**2022年9月农业农村部公告第一批72个国家农作物种质资源库（圃）和19个国家农业微生物种质资源库名单，其中第一批国家农作物种质资源库（圃）包括长期库1个、复份库1个、中期库15个、种质圃55个，基本构建了以长期库为核心，复份库、中期库、种质圃等为依托的我国农作物种质资源保护体系。

**（2）大力推进种业创新攻关：**2021年9月29日，中央政治局就加强生物安全建设组织了第33次集体学习会议，习近平总书记在组织学习的时候强调在尊重科学、严格监管、依法依规、确保安全的前提下，有序推进生物育种的产业化应用。目前我国已经基本形成了自主基因、自主技术、自主品种的创新格局，获得了抗病虫、耐除草剂、耐寒、耐盐碱等具备重大育种价值和应用价值的新基因300多个，解决了玉米、大豆、小麦等优良品种转化的卡脖子技术领域，其中13个抗虫、耐除草剂玉米基因获得安全证书，3个抗虫、耐除草剂玉米基因获得了美国农业部创制许可。

**（3）扶持优势种业企业发展：**2022年8月，农业农村部发布国家种业阵型企业名单，其中包括先正达、隆平高科、登海种业、秋乐种业等玉米补短板企业，隆平高科、荃银高科、丰乐种业等水稻强优势企业，以及现代种业发展基金有限公司等专业化投资或技术平台企业。2023年3月，丰乐种业控股股东合肥市建设投资控股（集团）有限公司与中央企业乡村产业投资基金股份有限公司签署《股份转让框架协议》，合肥市建设投资控股（集团）有限公司向中央企业乡村产业投资基金股份有限公司转让其持有的公司股份合计1.23亿股（占公司股份总数的20.00%），丰乐种业控股股东变更为央企乡村产业基金公司。

**（4）提升种业基地建设水平：**2022年9月，农业农村部发布《关于加快推进种业基地现代化建设的指导意见》，提出完善农作物种业基地布局要求，持续推进甘肃杂交玉米、四川杂交水稻、黑龙江大豆、海南南繁等国家级育种基地建设。目前海南三亚崖州现代农业产业园、天府现代种业园等以种业为主导产业的现代农业产业园已陆续投产运营，其中海南省三亚市崖州区现代农业产业园围绕做强“种业芯片”、打造“南繁硅谷”战略，先后吸引隆平高科、大北农集团、德国科沃施、荷兰科因等国内外种业龙头入驻，育成新品种数千个。

**（5）严厉打击套牌侵权等违法行为：**2022年，种业市场监管“新315”举措推出，一是推动出台3个重要文件（发布七部门文件、打击涉种“八宗罪”、打击“私繁滥制”），二是部署1项重大活动（开展种业监管执法年活动），三是取得5个重点突破（制度、机制、技术、观念和力度五个方面）。



表9：《种业振兴行动方案》主要内容

核心工作方向	主要措施
全面加强种质资源保护利用	进一步加大资源普查力度，及时将新发现的资源保护起来，统筹布局种质资源库圃（场区）建设，打牢种业振兴的种质资源基础。
大力推进种业创新攻关	启动种源关键核心技术攻关，实施生物育种重大项目，有序推进产业化应用。各地要组建一批育种攻关联合体，推进校企合作，推动要素聚合、技术集成、机制创新，促进种质资源、数据信息、人才技术交流共享，加快突破一批重大新品种。
扶持优势种业企业发展	全面研究梳理种业企业阵型，强化具体指导、重点支持，促进种业龙头企业与科研院所、金融机构、种业基地紧密对接，着力培育一批具有较强研发能力、产业带动力和国际竞争力的种业重点龙头企业，发展一批具有差异化竞争优势、专业化服务能力强的“专精特新”企业。
提升种业基地建设水平	持续推进海南南繁、甘肃玉米、四川水稻等育种基地建设，启动建设黑龙江大豆种子基地，抓好100个区域性作物良种繁育基地，支持结合高标准农田建设，完善配套设施和专业服务。
严厉打击套牌侵权等违法行为	扎实推进种业知识产权保护专项整治，强化全链条、全流程监管，加大案件查处力度，健全区域联动响应和案件联查联办机制，推动农业行政执法与刑事司法有机衔接，对套牌侵权、制假售假等违法行为重拳出击，加强转基因非法种植监管，让侵权违法者付出沉重代价。

资料来源：农业农村部，国信证券经济研究所整理

表10：2022年，种业市场监管取得5个重点突破

重点突破	主要内容
在制度上求突破	种业市场净化“三大三小”制度框架基本形成，三大指种子法、畜牧法、种业振兴行动方案；三小指上述的七部文件、打击涉种八宗罪、打击“私繁滥制”。
在机制上求突破	努力构建“左右协同、上下联动”的工作机制。
在技术上求突破	启动运行品种DNA指纹库，推出首批20家打假护权监测机构。
在观念上求突破	2021年全国法院新收植物新品种权安全549件，同比增加88%；全国法院2022年涉种案件共62件，比上年减少55%。
在力度上求突破	对违法违规行为重拳出击。按照中央种业振兴方案要求推动内蒙古、黑龙江等8省区建立了省级储备制度；落实属地监管责任，对种子储备管理进行约谈，将14家企业纳入“黑名单”，三年内禁止承担储备任务。

资料来源：农业农村部，国信证券经济研究所整理

## 转基因审定办法落地，行业迎来发展新阶段

2022年6月8日国家农作物品种审定委员会发布关于印发国家级转基因大豆玉米品种审定标准的通知，《国家级转基因大豆品种审定标准（试行）》和《国家级转基因玉米品种审定标准（试行）》将从印发之日起实施，我们认为这意味着我国转基因大豆及玉米品种的审定工作将正式开始，种业或将迎来新的发展阶段。转基因在落地的过程有两个核心点，一个是转基因转化体的安全证书，一个是品种的审定。其中，转化体安全证书前的准备工作有性状研发、中间实验、环境释放、生产性试验，2019-2021年已有国产玉米、大豆品种连续获批农业转基因生物安全证书；而品种的审定核心在于《品种审定规则》，之前国内品种审定规则没有相关内容，本次修订主要是填补转基因农作物品种的内容，我们认为这在政策上表明，转基因从实验阶段落实到商业化阶段迈出了重要的一步。

2009年我国曾为抗虫水稻和转植酸酶基因玉米颁发农业转基因生物安全证书，但由于国内对转基因作物接受程度较低和技术储备不充分等原因未能进入品种审定阶段，商业化进程搁浅。与2009年生物安全证书获批但商业化失败的情况不同，国内现在具备转基因放开较好条件，一方面，相比2009年，目前我国对转基因的认识已相对成熟，且目前国内已颁布转基因玉米性状安全证书13张，转基因大豆性状安全证书5张，转基因商业化技术储备已较为充足；另一方面，玉米和大豆品种性状商业化优势明显，我国玉米和大豆主要用于饲料和加工原料，符合转基因作物“非食用-间接食用-食用”推广路径，而2009年颁发的抗虫稻由于涉及口粮，因而阻力较大。据上海证券报2023年1月10日报道，农业农村部目前已召开转基因审定会议，首轮审定品种数量预计约为20个，转基因玉米种子最快有望在2023年启动商业化。

图 38: 我国转基因研发进展



资料来源：农村农业部，国信证券经济研究所整理

图 39: 转基因品种审定的核心内容

（十）在第二十五条后增加一条：“申请审定的转基因品种，除目标性状外，其他特征特性与受体品种无变化，受体品种已通过审定且未撤销审定，按以下两种情形进行品种试验：。

（一）申请审定的适宜种植区域在受体品种适宜种植区域范围内，可简化试验程序，只需开展一年的生产试验；。

（二）申请审定的适宜种植区域不在受体品种适宜种植区域范围内的，应当开展两年区域试验、一年生产试验。。

对于转育的新品种，应当开展两年区域试验、一年生产试验和 DUS 测试。”。

资料来源：农村农业部，国信证券经济研究所整理

表 11: 国内截至目前已颁布转基因玉米性状安全证书 13 张，转基因大豆性状安全证书 4 张

申报单位	获批时间	性状名称	种植区域
北京大北农生物技术有限公司	2020/1/21: 北方	转 cry1Ab 和 epsps 基因抗虫耐除草剂玉米 (DBN9936)	北方春玉米区、黄淮海夏玉米区、南方玉米区、西南玉米区、西北玉米区
北京大北农生物技术有限公司	2021/2/4	转 vip3Aa19 和 pat 基因抗虫耐除草剂玉米 (DBN9501)	北方春玉米区
北京大北农生物技术有限公司	2020/7/15: 北方	转 epsps 和 pat 基因耐除草剂玉米 (DBN9858)	北方春玉米区、黄淮海夏玉米区、南方玉米区、西南玉米区、西北玉米区
北京大北农生物技术有限公司	2021/2/4	转 cry1Ab/cry2Aa 和 g10evo-epsps 基因抗虫耐除草剂玉米-瑞丰 125	北方春玉米区、黄淮海夏玉米区、西北玉米区
北京大北农生物技术有限公司	2021/12/27	转 cry1Ab 和 cry2Ab 基因抗虫玉米-浙大瑞丰 8	南方玉米区
北京大北农生物技术有限公司	2022/4/29	转 maroAOC 基因耐除草剂玉米 GC-2	北方春玉米区
北京大北农生物技术有限公司	2023/1/13	转 mcry1Ab 和 mcry2Ab 基因抗虫玉米-ND207	北方春玉米区、黄淮海夏玉米区
杭州瑞丰生物科技有限公司、浙江大学	2020/1/21: 北方	转 cry1Ab/cry2Aa 和 g10evo-epsps 基因抗虫耐除草剂玉米-瑞丰 125	北方春玉米区、黄淮海夏玉米区、西北玉米区
杭州瑞丰生物科技有限公司、浙江大学	2021/12/27	转 cry1Ab 和 cry2Ab 基因抗虫玉米-浙大瑞丰 8	南方玉米区
杭州瑞丰生物科技有限公司	2022/4/29	转 maroAOC 基因耐除草剂玉米 GC-2	北方春玉米区
杭州瑞丰生物科技有限公司	2023/1/13	转 mcry1Ab 和 mcry2Ab 基因抗虫玉米-ND207	北方春玉米区、黄淮海夏玉米区
隆平高科、中国农业科学院生物技术研究所	2023/1/13	转 cry1Ab 和 cry2Ab 基因抗虫玉米-ND207	北方春玉米区、黄淮海夏玉米区
中国种子集团有限公司	2022/4/29	转 cry1Ab 和 cry2Ab 基因抗虫玉米-ND207	北方春玉米区、黄淮海夏玉米区
中国种子集团有限公司	2022/4/29	转 cry1Ab 和 cry2Ab 基因抗虫玉米-ND207	北方春玉米区、黄淮海夏玉米区
中国种子集团有限公司	2022/4/29	转 cry1Ab 和 cry2Ab 基因抗虫玉米-ND207	北方春玉米区、黄淮海夏玉米区
中国农业科学院作物科学研究所	2020/7/15: 黄淮海	转 g2-epsps 和 gat 基因耐除草剂大豆-中黄 6106	黄淮海夏大豆区、北方春大豆区
上海交通大学	2020/1/21	转 g10evo-epsps 基因耐除草剂大豆-SHZD3201	南方大豆区
中国林木种子集团有限公司、中国农业大学	2023/1/13	转 maroAOC 基因耐除草剂玉米 GC-2	北方春玉米区
中国林木种子集团有限公司、中国农业大学	2021/12/27	转 mcry1Ab 和 mcry2Ab 基因抗虫玉米-ND207	北方春玉米区、黄淮海夏玉米区

资料来源：农业农村部，国信证券经济研究所整理

种业将由周期行业转为成长行业，技术领先的头部种企或最收益

假设转基因放开后，国内玉米种业将由周期转为成长行业。前后逻辑变化如下：

◆ 旧逻辑-同质化存量竞争：种植面积不变，玉米种业天花板已现；玉米种子太

容易套牌、冒牌，同质化高，劣币驱逐良币，集中度无法提升。

- ◆ 转基因后新逻辑-增量且市占率集中：转基因可以增产，省人工，省农药，种子价格将提升，天花板明显上移，预计市场容量增加接近 100 亿；打假成本大幅降低，一定程度上减少套牌、冒牌种子数量，“良币”生存环境改善。

**假设转基因放开后，玉米种业格局亦将迎洗牌式重塑，龙头市占率快速提升。前后企业核心竞争力变化如下：**

- ◆ 旧核心竞争力：率先获得有竞争力的亲本，通过领先育种体系选育出优良品种，本质是亲本性状的低成本稳定传递。
- ◆ 转基因后新核心竞争力：转基因性状就是“优势性状”，转基因落地就是一场彻底的品种换代革命，行业龙头市占率快速提升。

另外，转基因品种上市销售将带来新一轮玉米种业的品种换代，目前行业推广品种预估有接近万个，如果转基因落地，预计推广品种会大幅度收缩，将有效缓解行业同质化竞争压力，利好头部企业经营发展。

图 40：转基因放开后，玉米有效利润空间或增长 4 倍

转基因/ 非转基因	亩均出厂价 (元)	亩均利润 (元)	种植面积 (亿亩)	市场规模 (亿元)	市场利润 (亿元)
2023 整体	45	7	6	270	42
转基因后	60	17-22	6	360	100-130

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

### 投资建议：周期驱动或边际减弱，技术领先种企有望随转基因落地进入黄金成长期

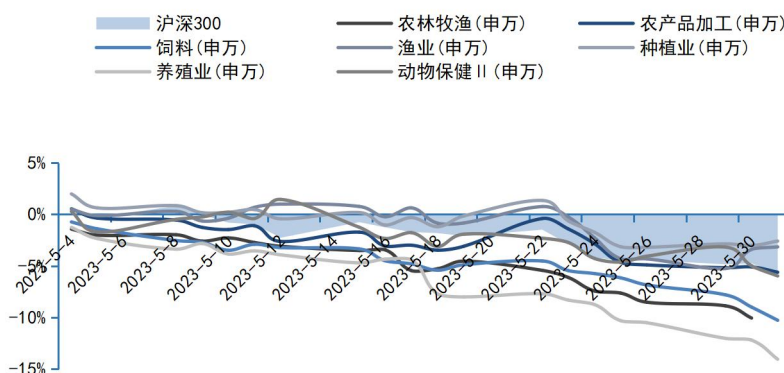
目前来看，随着南方涛动指数重回低位，2023 年主产区拉尼娜恶劣天气或难再续，供给端有望开启修复，同时全球主要货币当局的紧缩政策预计将对农产品需求及定价产生压制，以玉米为代表的大宗农产品周期景气正在蓄力向下，种业板块的周期驱动边际减弱。然而种业没有周期驱动，并不意味着板块没有机会，我们反而认为后续转基因的商业化落地后，行业将迎来大变革，技术领先企业将迎来成长黄金期。核心推荐标的：大北农、隆平高科、登海种业、丰乐种业、荃银高科、秋乐种业等。

## 5 月市场行情：板块跑输大盘，市盈率返低位

### 板块行情

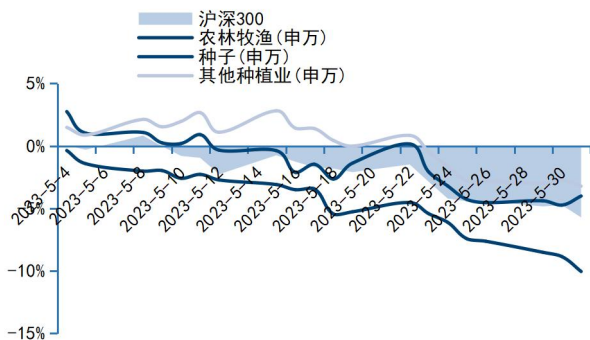
截止 2023 年 5 月 31 日，2023 年 5 月 SW 农林牧渔指数下跌 10.1%，沪深 300 指数下跌 5.7%，板块跑输大盘 4.4%。分 SW 二级行业指数看，在 5 月 4 日至 5 月 31 日之间，养殖业/饲料分别下跌 14.05%/10.27%。三级子板块方面，5 月 4 日至 5 月 31 日之间，生猪养殖/肉鸡养殖分别下跌 14.86%/10.15%。

图 41：2023 年 5 月 SW 农林牧渔二级行业指数走势变化（%）



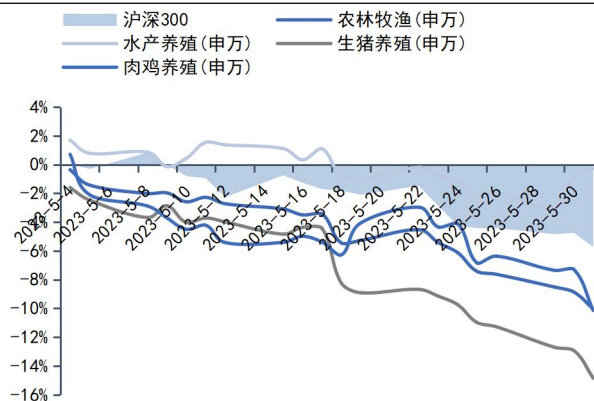
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 42：2023 年 5 月种植板块三级子行业指数走势变化（%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

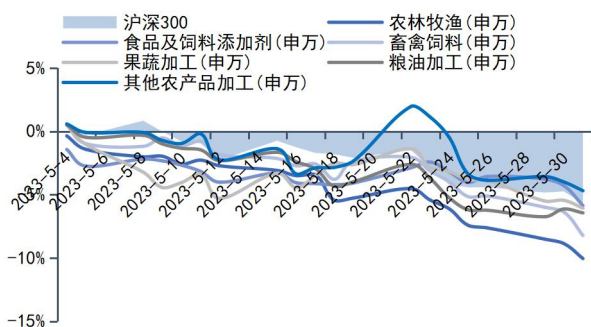
图 43：2023 年 5 月养殖板块三级子行业指数走势变化（%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

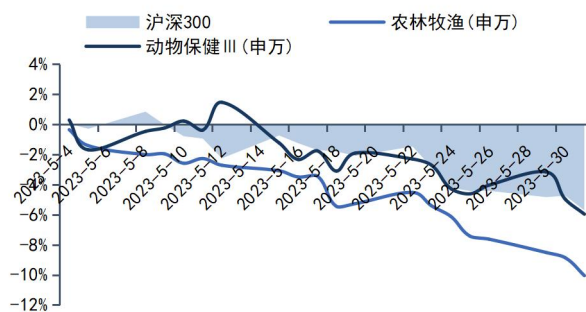


图44: 2023年5月农产品加工板块三级子行业指数走势变化(%)



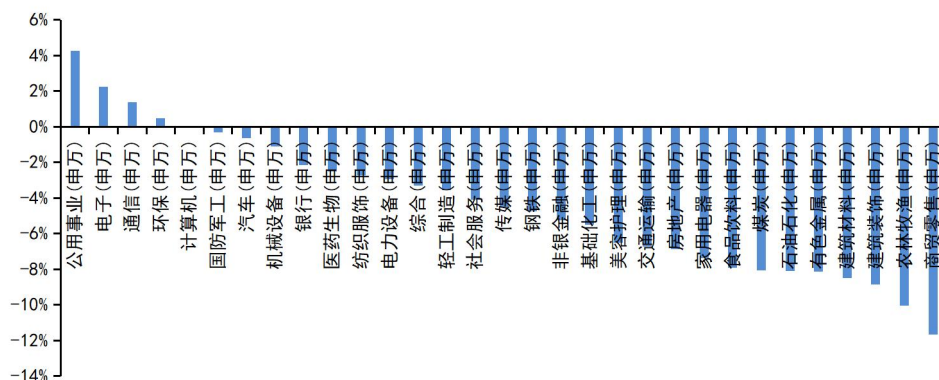
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图45: 2023年5月动物保健板块三级子行业指数走势变化(%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图46: 2023年5.4-5.31期间SW一级行业指数区间涨跌幅对比(%)

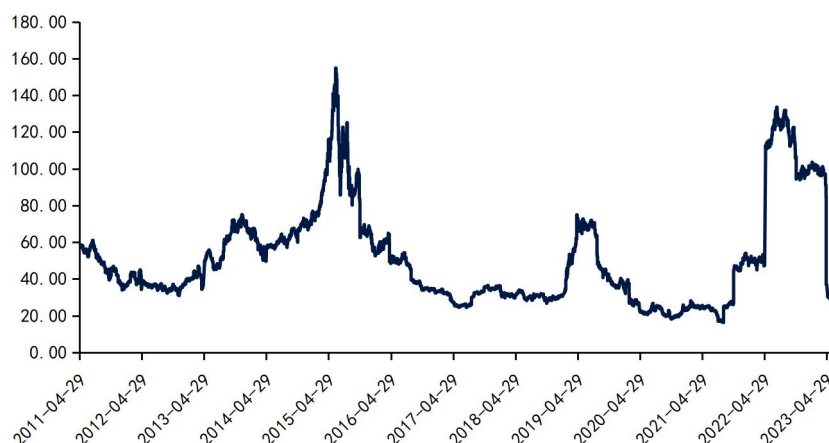


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

## 板块估值

估值方面,截至2023年5月31日,农林牧渔行业PE(TTM)27.66倍,位于2011年以来的16.20%分位,较上月末36.94倍PE(TTM)下降9.28倍。

图 47: SW 农林牧渔板块近十年市盈率 (TTM)



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

## 个股行情

截止 2023 年 5 月 31 日, 本月 SW 农林牧渔板块中, 涨幅排名前五的个股依次为獐子岛、万辰生物、福建金森、中宠股份、ST 华英, 涨幅分别为 25.65%/15.98%/6.11%/5.44%/4.76%; 跌幅排名前五的个股依次为鹏都农牧、天邦食品、牧原股份、海大集团、温氏股份, 跌幅分别为 20.59%/17.52%/16.34%/15.76%/14.96%。

表 12: 农林牧渔板块 2023 年 5 月个股涨跌幅排行榜 (截至 5 月 31 日)

涨幅前十 证券代码	证券简称	5.31 收盘价	4.28 收盘价	月涨跌幅%	跌幅前十 证券代码	证券简称	5.31 收盘价	4.28 收盘价	月涨跌幅%
002069.SZ	獐子岛	4.80	3.82	25.65	002505.SZ	鹏都农牧	1.89	2.38	-20.59
300972.SZ	万辰生物	45.65	39.36	15.98	002124.SZ	天邦食品	4.33	5.25	-17.52
002679.SZ	福建金森	11.64	10.97	6.11	002714.SZ	牧原股份	40.05	47.87	-16.34
002891.SZ	中宠股份	22.80	21.62	5.44	002311.SZ	海大集团	46.24	54.89	-15.76
002321.SZ	ST 华英	2.86	2.73	4.76	300498.SZ	温氏股份	16.82	19.78	-14.96
871970.BJ	大禹生物	8.12	7.76	4.64	600097.SH	开创国际	9.59	11.17	-14.15
832419.BJ	路斯股份	6.28	6.00	4.61	002481.SZ	双塔食品	4.54	5.26	-13.69
839371.BJ	欧福蛋业	3.34	3.20	4.38	000876.SZ	新希望	11.27	13.01	-13.37
002548.SZ	金新农	5.26	5.06	3.95	603363.SH	傲农生物	8.61	9.88	-12.85
000663.SZ	永安林业	9.34	9.06	3.09	000798.SZ	中水渔业	10.05	11.44	-12.15

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

附表：重点公司盈利预测及估值

公司代码	公司名称	投资评级	2023年 6月2日 收盘价	EPS			PE		
				2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
002840.SZ	华统股份	买入	15.96	0.19	1.61	3.69	84	10	4
300498.SZ	温氏股份	买入	16.87	0.82	1.1	2.3	21	15	7
002714.SZ	牧原股份	买入	40.76	2.49	3.93	5.95	16	10	7
603477.SH	巨星农牧	买入	28.77	0.31	1.68	2.97	92	17	10
600975.SH	新五丰	买入	10.10	-0.09	1.11	2.36	-112	9	4
002100.SZ	天康生物	买入	8.10	0.22	1.07	1.12	37	8	7
002567.SZ	唐人神	买入	6.64	0.11	0.39	1.11	59	17	6
002548.SZ	金新农	买入	5.31	-1.43	5.50	2.00	-4	1	3
000048.SZ	京基智农	买入	19.92	1.48	2.61	1.32	13	8	15
001201.SZ	东瑞股份	买入	23.28	0.20	0.05	2.45	116	466	10
000876.SZ	新希望	买入	11.55	-0.36	0.57	1.55	-32	20	7
002124.SZ	天邦食品	买入	4.45	0.27	1.24	1.08	16	4	4
603363.SH	傲农生物	买入	9.49	-1.34	2.35	1.69	-7	4	6
1610.HK	中粮家佳康	买入	1.87	0.09	0.46	0.79	20	4	2
000895.SZ	双汇发展	买入	24.67	1.62	1.76	1.89	15	14	13
002726.SZ	龙大美食	买入	8.93	0.07	0.20	0.35	128	45	26
002311.SZ	海大集团	买入	46.82	1.79	2.41	3.18	26	19	15
002891.SZ	中宠股份	买入	23.61	0.36	0.40	0.45	66	59	52
300673.SZ	佩蒂股份	买入	14.31	0.51	0.54	0.74	28	27	19
000998.SZ	隆平高科	买入	14.91	-0.67	0.27	0.38	-22	55	39
002041.SZ	登海种业	买入	15.68	0.29	0.29	0.34	54	54	46
002385.SZ	大北农	买入	6.64	0.01	0.24	0.54	664	28	12
000713.SZ	丰乐种业	买入	8.94	0.10	0.12	0.17	89	75	53
300087.SZ	荃银高科	买入	10.48	0.35	0.29	0.37	30	36	28
831087.BJ	秋乐种业	未评级	6.41	0.37	0.49	0.34	17	13	19
601952.SH	苏垦农发	买入	12.05	0.60	0.65	0.68	20	19	18
600598.SH	北大荒	买入	13.40	0.55	0.64	0.70	24	21	19
600737.SH	中粮糖业	买入	7.99	0.35	0.68	0.47	23	12	17
601118.SH	海南橡胶	未评级	4.57	0.02	-	-	286	-	-
300761.SZ	立华股份	买入	19.60	2.11	2.63	4.34	9	7	5
002982.SZ	湘佳股份	买入	36.18	1.04	1.47	2.13	35	25	17
605567.SH	春雪食品	买入	13.49	0.40	0.66	0.92	34	20	15
002458.SZ	益生股份	买入	12.76	-0.37	1.39	1.65	-34	9	8
002746.SZ	仙坛股份	买入	8.74	0.15	0.41	0.51	58	21	17
002299.SZ	圣农发展	买入	19.44	0.33	1.35	1.58	59	14	12
300871.SZ	回盛生物	买入	17.31	0.32	0.90	1.32	54	19	13
605507.SH	国邦医药	买入	22.32	1.65	2.02	2.32	14	11	10
600195.SH	中牧股份	买入	12.40	0.54	0.71	0.84	23	17	15
688526.SH	科前生物	买入	23.20	0.88	1.02	1.43	26	23	16
603566.SH	普莱柯	买入	24.18	0.54	0.60	0.79	45	40	31
688098.SH	申联生物	买入	7.67	0.15	0.18	0.30	51	43	26
600201.SH	生物股份	买入	10.30	0.19	0.23	0.34	54	45	30
300119.SZ	瑞普生物	买入	18.95	0.75	0.90	1.30	25	21	15

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理预测（中粮家佳康、龙大美食、佩蒂股份、春雪食品、仙坛股份的盈利预测采用万得一致预期）

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032