

农业2023年中期投资策略：

# 长夜漫漫终见曙，穿越周期破迷雾

周泰、徐菁、韩晓飞

- **【生猪】**：猪价上涨预期落空带动产能加速去化，看好养殖板块下半年表现。展望三季度，在供应充裕的大环境下，季节性供应减量不及预期、冻品踩踏出库、消费走弱、疫情等外部因素带来额外抛压，或将导致市场对猪价上涨预期落空，猪价持续磨底带来母猪产能的加速去化。而这个过程中行业格局与竞争方式的重塑，决定了下一轮周期的级别。我们认为当前应当重点布局养殖效率优异、现金流充裕、逆周期扩张能力强的成长性标的，推荐**巨星农牧**（高生产效率铸造低成本护城河）、**新五丰**（国资背景并购重组实现出栏量高增），以及**温氏股份**（成本下降持续兑现）、**唐人神**（出栏增速强劲+估值优势）、**华统股份**（浙江区域养殖龙头）、**天康生物**（成本领先+估值优势）。
- **【动保】**：在高存栏低猪价和去产能高猪价的过渡阶段，动保需求或有承压，非瘟疫苗的研发进程将成为动保板块重要的催化剂，推荐有望率先获批非瘟疫苗资质的企业**科前生物**（非瘟疫苗具有更好的免疫效率），**普莱柯**（非瘟疫苗安全性较高，不存在生物安全相关风险），**中牧股份**（有望首批获得非瘟疫苗生产资质）。
- **【白鸡】**：父母代鸡苗价格为产业链风向标，商品代鸡苗价格决定业绩兑现度。全国在产父母代种鸡存栏量虽仍处历史高位，但拐点已现。后续随着父母代鸡苗供应维持偏紧格局，在产父母代存栏量或持续下滑。根据周期传导理论我们预计2023Q3商品代鸡苗供应见顶，Q4开始回落，意味着后续商品代鸡苗价格有上行空间，从估值的角度我们建议逢低参与。业绩最差时点已过，靠近下游的一体化公司或将受益，建议关注**圣农发展**（全产业链一体化龙头）、**益生股份**（白鸡种源先行者）、**民和股份**（养殖食品齐发力）。
- **【种植链条】**：厄尔尼诺发生概率再度上调，白糖、棉花、棕榈油等商品面临较大减产风险，或推动整体价格上行，可以重点关注相关农产品种植与生产相关公司。对于玉米和大豆而言，玉米和大豆库销比处于底部向上恢复通道，供应逐渐宽松，价格趋势向下，有利于饲料企业降低成本，饲料生产相关企业有望受益。海外天气异常高发对农产品的生产带来比较严峻的挑战，国家仍然高度重视种业的发展，未来种子发展的机遇主要集中在转基因育种，重点关注**大北农**（性状公司）、**隆平高科**以及**登海种业**（玉米种子龙头企业）。
- **【宠物食品】**：**海外市场**：对于宠物食品出口来说，库存调整周期逐渐进入尾声，随着海外终端需求逐步回暖，我国宠物食品出口同比有所提升。4月我国宠物食品出口金额同比首次转正，未来宠物公司出口需求或将边际改善。**国内市场**：国内“618”大促活动推动宠物消费需求回暖，在品牌矩阵日趋丰富以及高端原材料和设备的加持下，国产品牌竞争力持续增强。推荐**中宠股份**（宠物食品自有品牌龙头企业），建议关注**佩蒂股份**（宠物食品OEM龙头企业）。
- **风险提示**：政策调控导致猪价反弹不及预期风险；重大突发动物疫病风险；天气灾害导致原材料价格波动风险；自主品牌拓展不及预期。



01

**生猪板块：**上涨预期落空倒逼产能加速出清，  
周期底部静待反转

02

**动保板块：**动保业绩增速或有承压，  
关注非瘟大单品催化扩容

03

**白鸡板块：**在产父母代存栏有望持续下滑，  
周期景气度逐渐向下传导

04

**种植链条：**厄尔尼诺渐行渐近，  
重点关注相关大宗农产品

05

**宠物板块：**海外库存去化已近尾声，  
宠物食品出口有望边际改善

06

**风险提示**

CONTENTS

# 目录





# 生猪：上涨预期落空

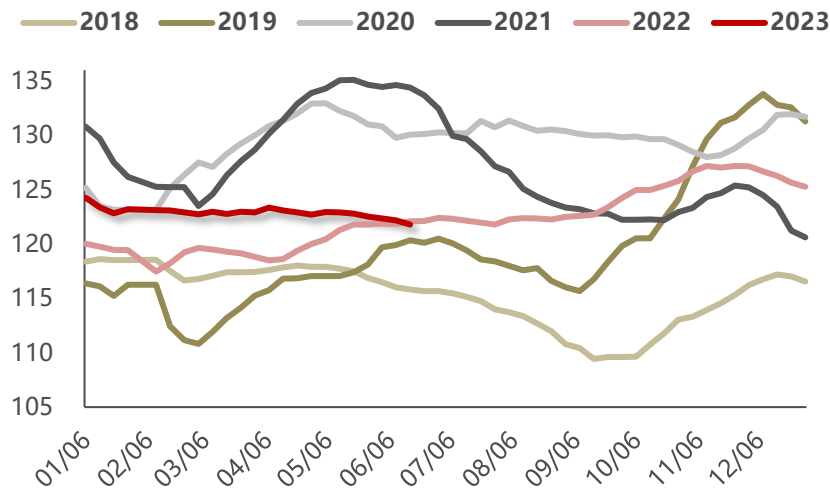
## 01. 倒逼产能加速出清， 周期底部静待反转

# 1.1

## 短期：高宰量对应高供应，关注雨季疫情的影响

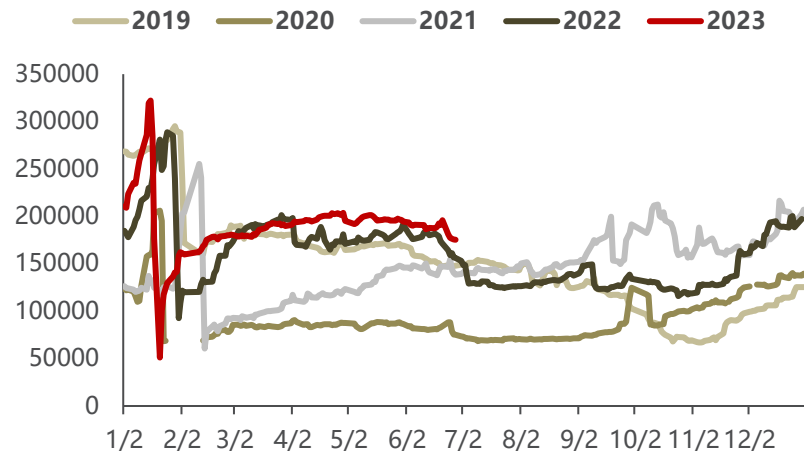
伴随天气转热，叠加养殖端情绪转向悲观，主动降重去库存，生猪出栏体重持续下降，目前处于历史同期中位数水平。屠宰开机率处于相对高位，高屠宰量意味着供应充裕仍然是当下的主旋律。目前进入南方梅雨季，处于猪病季节性的高发期，**可关注出栏体重短期是否加速下滑以判断疫病的严重情况。若育肥端疫病扩散严重，可能会形成进一步抛压对价格造成冲击。**

图表：生猪出栏均重（公斤）



资料来源：卓创资讯，民生证券研究院

图表：生猪日均屠宰量（头）

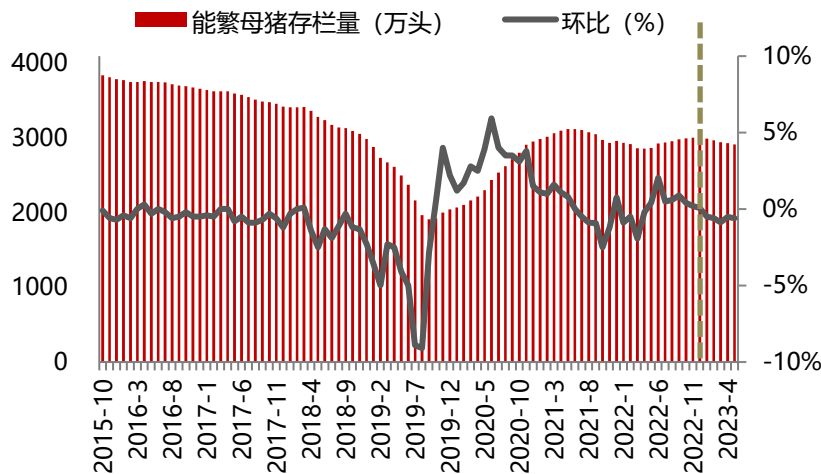


资料来源：卓创资讯，民生证券研究院

## 1.2 中期：前期母猪高基数决定下半年整体供应充足

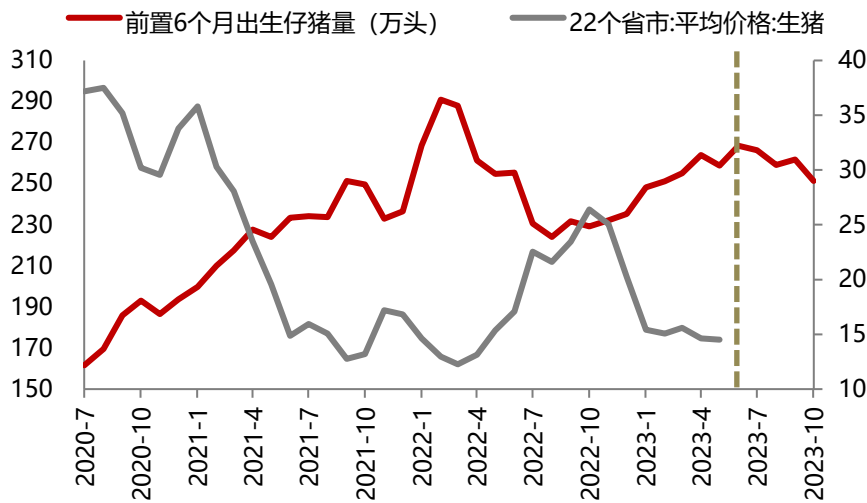
冬季季节性仔猪腹泻、疫病等原因造成出栏有阶段性下降，但前期母猪补栏周期决定下半年供应整体仍然偏高。按照农业农村部的数据，本轮母猪补栏周期始于2022年5月，结束于2022年12月，7个月能繁母猪存栏累计增长5.6%。按照时间推导，今年3到10月处于产能的释放期。由于冬季仔猪腹泻死亡率、生猪疫病发生频率季节性偏高，仔猪造成的损失使得生猪供应向下的拐点或出现在Q3。但受制于前期母猪的高基数以及行业生产效率的提升，供应减量幅度受限。

图表：能繁母猪存栏量（万头）及环比（%）



资料来源：农业农村部，民生证券研究院

图表：新生仔猪数与猪价的对对应关系

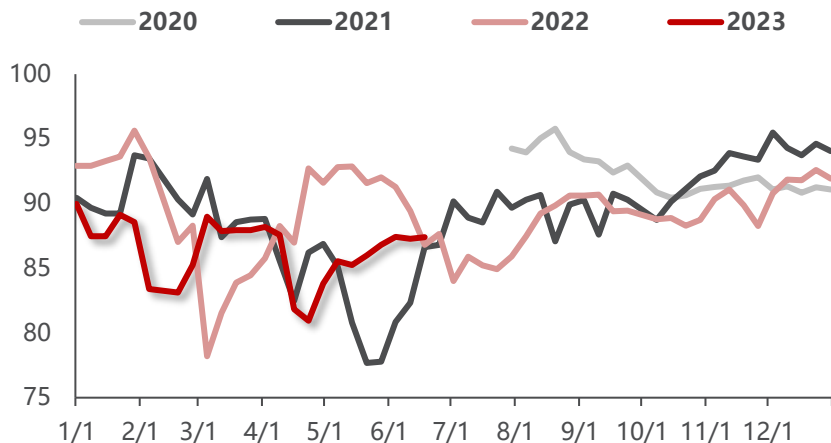


资料来源：畜牧业协会，ifnd，民生证券研究院

## 1.3 中期：冻品库存压力亟待化解

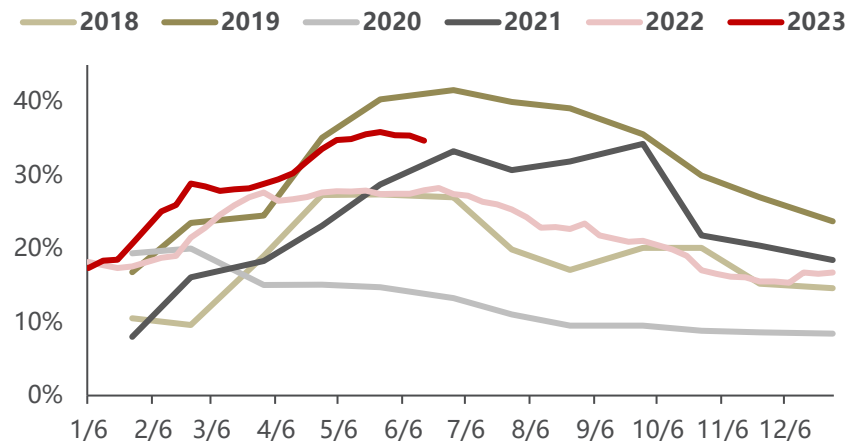
3-4月屠宰场低位入库，冻品库存持续走高。但伴随白条出库压力增加，屠企资金周转困难，主动入库行为减少，分割入库对市场的支撑逐渐减弱。未来为回笼资金，冻品集中踩踏出库可能会对猪肉市场形成持续的供应压力。

图表：生猪屠宰鲜销率（%）



资料来源：卓创资讯，民生证券研究院

图表：屠宰企业库容率（%）

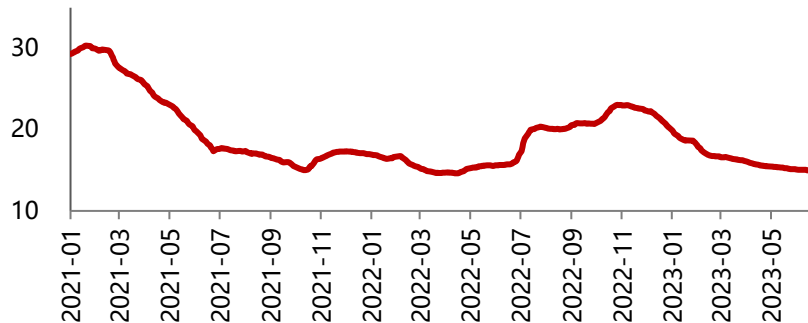


资料来源：卓创资讯，民生证券研究院

## 1.4 中期：替代品价格整体下行侧面印证肉类蛋白消费需求较弱

图表：猪肉价格（元/斤）

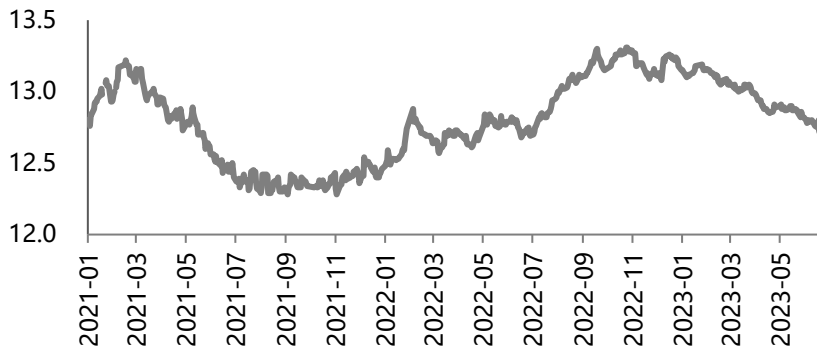
—— 36个城市平均零售价:猪肉 日 元/斤



资料来源：ifind，民生证券研究院

图表：鸡肉价格（元/斤）

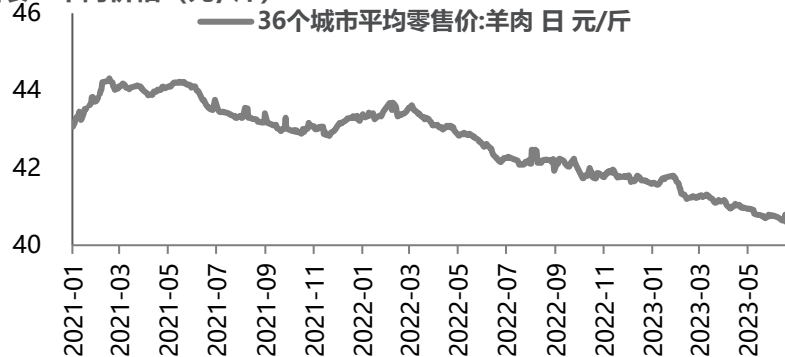
—— 36个城市平均零售价:鸡肉 日 元/斤



资料来源：ifind，民生证券研究院

图表：羊肉价格（元/斤）

—— 36个城市平均零售价:羊肉 日 元/斤



资料来源：ifind，民生证券研究院

图表：牛肉价格（元/斤）

—— 36个城市平均零售价:牛肉 日 元/斤



资料来源：ifind，民生证券研究院



# 1.5

## 长期：行业集中度提升从“门槛竞争”转向“效率竞争”

图表：十大上市猪企出栏量及占比

出栏量 (万头)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
牧原股份	192	311	724	1101	1025	1811	4026	6120
温氏股份	1535	1713	1894	2230	1852	955	1322	1791
新希望	87	117	240	255	355	829	998	1461
正邦科技	158	226	342	554	578	956	1493	845
傲农生物	6	11	22	42	67	135	325	519
大北农	18	40	64	113	164	185	431	443
天邦食品	41	58	101	217	244	308	428	442
中粮家佳康	53	171	223	255	199	205	344	410
唐人神	11	25	54	68	84	102	154	216
天康生物	22	31	49	65	84	134	160	203
合计	2123	2703	3714	4900	4652	5620	9680	12450
全国生猪出栏量	70825	68502	68861	69382	54419	52704	67128	69995
合计占比 (%)	3.0%	3.9%	5.4%	7.1%	8.5%	10.7%	14.4%	17.8%

资料来源：各公司公告，民生证券研究院

# 1.5

## 长期：行业集中度提升从“门槛竞争”转向“效率竞争”

我们认为下半年来看，三季度是一个关键的时间节点。在供应充裕的大环境下，季节性供应减量不及预期、冻品踩踏出库、消费走弱、疫情等外部因素带来额外抛压，或将导致市场对猪价上涨预期落空，猪价持续磨底带来母猪产能的加速去化。而这个过程中行业格局与竞争方式的重塑，决定了下一轮周期的级别。

在非洲猪瘟发生后的几年时间里，养殖行业进入门槛大幅提升，给予了规模企业迅速扩张的红利期，对中小散户形成了较强的挤出效应，行业集中度快速提升。但生猪养殖属于规模不经济行业，对于绝大多数企业来说，规模的扩张并没有带来成本的摊薄，反而带来了边际管理难度的增加，成本和现金流的压力成为所有企业面临的首要问题。头部企业维持高成本下的高速扩张带来了两个问题，一是造成了产能的持续过剩，行业补栏和价格波动周期变快；二是企业利润表和资产负债表迅速恶化，部分企业已经处于连续两年亏损的状态，如果下半年猪价持续萎靡，意味着他们将经历连续第三年亏损，这种超长的亏损期是在以往周期中从未出现的情况。

很显然，上述的状态不可能永远持续，养殖行业从规模化初期头部集体的“门槛竞争”转向个体的“效率竞争”是大势所趋，这个过程代价将是惨痛和激烈的，本轮周期中个股的表现可能会有较大的分化，我们认为当前应当重点布局养殖效率优异、现金流充裕、逆周期扩张能力强的成长性标的，推荐**巨星农牧**（高生产效率铸造低成本护城河）、**新五丰**（国资背景并购重组实现出栏量高增），以及**温氏股份**（成本下降持续兑现）、**唐人神**（出栏增速强劲+估值优势）、**华统股份**（浙江区域养殖龙头）、**天康生物**（成本领先+估值优势）。

# 1.6

## 上市猪企头均市值回落至底部区域

图表：上市猪企头均市值

		牧原股份	新希望	温氏股份	天邦股份	大北农	傲农生物	唐人神	巨星农牧	天康生物	华统股份
对应2022年出栏量	2022年实际出栏量 (万头)	6120	1791	1461	442	443	518	216	153	203	120
	2022年最低头均市值 (元)	3993	4492	2353	2450	2148	1846	3912	5362	2244	5192
	2022年最高头均市值 (元)	5665	7659	4085	3885	5952	4061	6187	11792	5388	12235
对应2023年出栏量	2023年预计出栏量 (万头)	7000	2600	1800	650	550	600	350	300	300	250
	当前头均市值 (元)	3286	3438	1686	1293	1599	1365	2680	5628	1608	3937
	2022年至今最低头均市值 (元)	3123	2957	1550	1225	1396	1250	2412	2735	1481	2502
	2022年至今最低头均市值 (元)	4953	5275	3316	2643	4796	3506	3814	6083	3641	5896

资料来源：各公司公告，wind，民生证券研究院测算

# 1.7

## 关注成长性个股的机会

图表：上市猪企完全成本区间

完全成本范围（元/公斤）	15以内	16~17	17~18	18以上
公司	牧原股份	唐人神 巨星农牧 神农集团 中粮家佳康 温氏股份 新希望	新五丰 华统股份 东瑞股份 天康生物	傲农生物 金新农 东瑞股份 大北农 天邦食品

资料来源：各公司公告，民生证券研究院

图表：上市猪企能繁母猪存栏（万头）

公司/季度	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023年5月
牧原股份	285	276	268	283	275	247	260	282	298
温氏股份	110	110	110	110	110	120	134	140	145
新希望	110	110	100	100	90	85	85	85	85
正邦科技	110	120	100	38	38	35	35	35	20
天邦食品	30	30	30	30	30	30	30	30	30
大北农	20	20	20	20	20	18	20	18	18
傲农生物	36	36	36	26	26	30	31	31	27
天康生物	11	11	11	12	12	14	14	14	14
中粮家佳康	20	21	21	21	21	21	23	22	22
唐人神	8	11	11	11	11	12	15	10	17
巨星农牧				8	10	10	8	11	12
华统股份				5	7	8	11	10	13

资料来源：各公司公告，民生证券研究院





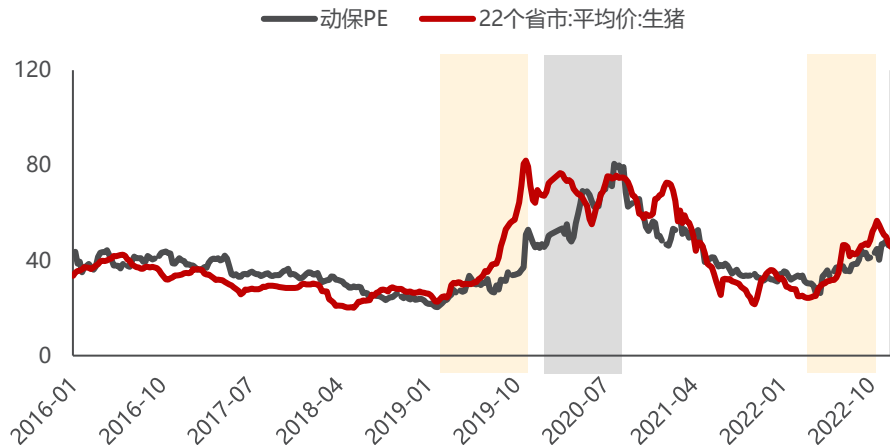
# 动保：动保业绩增速或 02. 有承压，关注非瘟大单 品催化扩容

## 2.1 动保业绩增速或有承压，关注非瘟大单品催化扩容

回顾历史周期波动，动保板块投资一般分为两个阶段，第一阶段为猪价上行阶段，伴随养殖场盈利逐步回流，在动保产品上的支出也开始恢复，动保板块估值同时开启修复行情；第二阶段为生猪存栏恢复阶段，在猪价合理运行期间，养殖端补栏积极性提高，可显著带动对动保、饲料产品需求的增长。

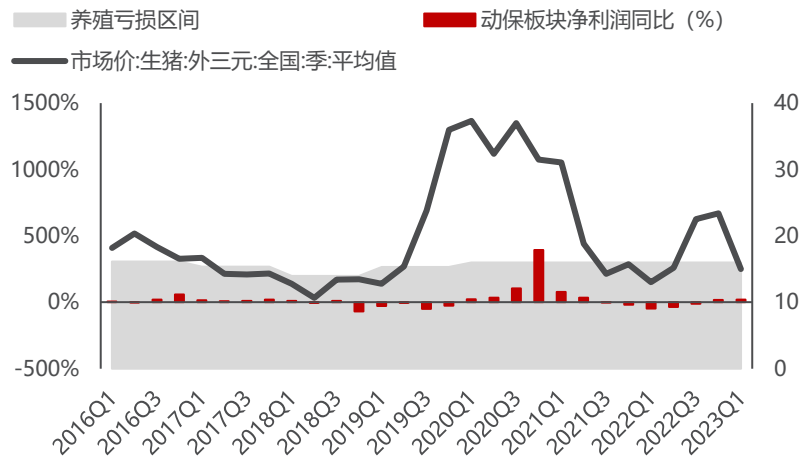
农业部数据显示2023年1月到5月能繁母猪存栏量连续5个月环比下降，但去化幅度并不明显，生猪存栏仍处于相对高位，对于动保行业需求有一定支撑作用。截至2023Q1，动保企业净利润同比出现上升，但我们预计下半年“高存栏+低猪价”仍将持续，后周期板块业绩或有承压。

图表：动保板块估值与生猪价格（元/公斤）



资料来源：wind，民生证券研究院

图表：动保行业利润增速与生猪价格（元/公斤）



资料来源：wind，民生证券研究院

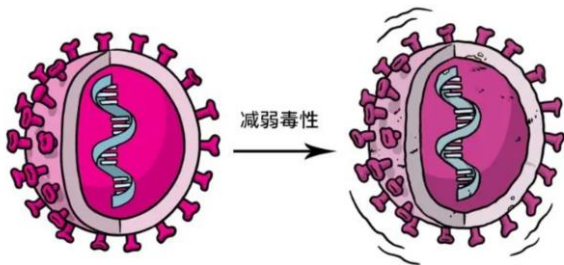
## 2.2 动保业绩增速或有承压，关注非瘟大单品催化扩容

①**基因缺失疫苗**：**原理**，通过减弱病毒的致病力而保留其免疫原性，并靶向缺失毒力相关病毒基因的疫苗。**优点**，能较好的模仿病原的特性，更有效地刺激黏膜免疫或细胞介导免疫；**缺点**，在动物体内存在与野毒株重组而使毒力返强的可能，安全性较弱。

②**亚单位疫苗**：**原理**，利用病毒的某种表面结构成分制成不含有核酸、能诱发机体产生抗体的疫苗。**优点**，研制成分本身不含病毒核酸，具有更高的生物安全性；**缺点**，由于抗原结构蛋白众多，免疫刺激过程复杂，仅靠单一或少数几种蛋白作为抗原刺激机体产生中和抗体，难以获得理想的免疫预防效果，需要添加佐剂来帮助刺激免疫系统反应，并接种加强针来达到持续保护的效果，制作工艺复杂。

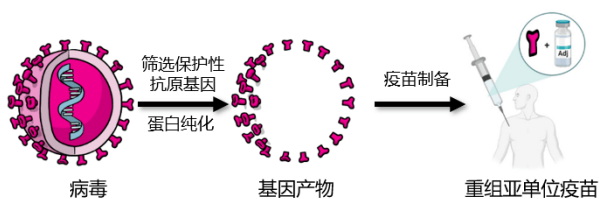
③**病毒载体疫苗**：**原理**，用如腺病毒、伪狂犬病病毒、牛痘病毒或者新城疫病毒等改良过、安全无害的病毒作为载体，插入致病微生物可以生成抗原的遗传物质而构建的疫苗。**优点**，使用病毒载体诱导特异性免疫及非特异性免疫，并通过去除或使用免疫原替换病毒毒力基因，或使病毒载体无法复制来保障疫苗安全性，具备较强的安全性与免疫效率；**缺点**，如果生猪对选用的病毒载体本身具有抗体，则会削弱疫苗的免疫效果。

图表：基因缺失疫苗原理



资料来源：WHO，民生证券研究院

图表：亚单位疫苗制备原理



资料来源：WHO，民生证券研究院

图表：病毒载体疫苗制备原理



资料来源：WHO，民生证券研究院

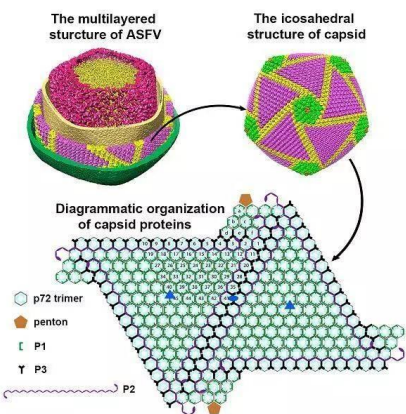


## 2.3 动保业绩增速或有承压，关注非瘟大单品催化扩容

**国内非瘟疫苗研发取得新进展。**4月中旬，普莱柯与兰研所合作的非洲猪瘟亚单位疫苗已向农业农村部提交了兽药应急评价申请；5月24日，兰州晚报发布《“国重室”重组“强心”——兰州科学城生物谷建设已在路上》一文，文中郑海学所在表示“非洲猪瘟亚单位疫苗攻关取得了良好进展，非洲猪瘟疫苗研究已完成药品生产质量管理规范静态验收，向实现产业化迈出了关键一步”。

**非瘟疫苗为动保市场核心增量。**目前国内的研发路径主要为普莱柯与兰研所合作的亚单位疫苗、科前生物与华中农大合作的病毒活载体疫苗、生物股份与中科院合作的亚单位疫苗。普莱柯预计获批上市后出厂价约25元/头份，我们假设生猪年均出栏为6亿头，一头用量为两针，保守估计上市初期渗透率为20%，则市场空间可达60亿元，若为三家公司平分市场，则每家可实现20亿元收入。

图表：ASFV 的主要结构



资料来源：中国动物保健，民生证券研究院

图表：非瘟疫苗研发路径对比

技术路线	亚单位疫苗	基因缺失疫苗	mRNA疫苗	灭活疫苗	病毒载体疫苗	DNA疫苗
研发速度	较快	慢	快	中等	较快	快
安全性	高	毒力返强 基因重组	高	较高	中等 转基因风险	中等 转基因风险
佐剂	需要	不依赖	不依赖	需要	不依赖	不依赖
免疫原性	较低 体液免疫为主	高 体液免疫 细胞免疫	高 细胞免疫 体液免疫	较低 体液免疫	高 体液免疫 细胞免疫	中等 体液免疫 细胞免疫

资料来源：中国动物保健，民生证券研究院

图表：非瘟疫苗不同免疫覆盖率下的市场空间

免疫覆盖率	市场空间（亿元）
20%	60
40%	120
60%	180
80%	240
100%	300

资料来源：公司公告，wind，民生证券研究院测算

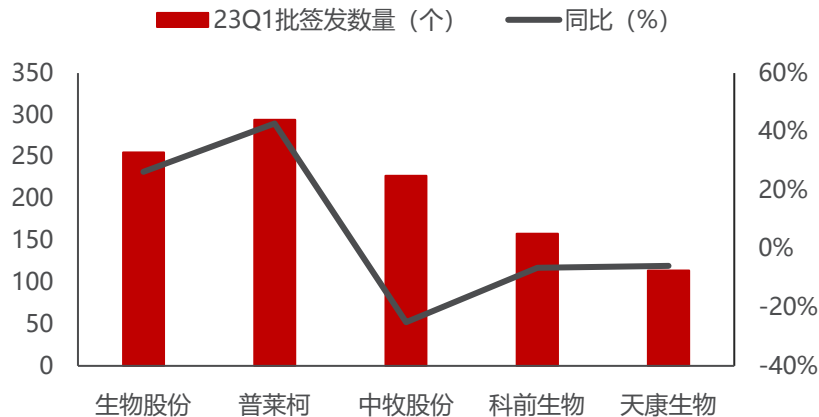


## 2.4 动保业绩增速或有承压，关注非瘟大单品催化扩容

一方面，生猪存栏量的相对高位支撑动保行业需求；另一方面，上半年猪价持续低迷，下游生猪养殖行业连续亏损近两个季度，抑制了高端动保产品采购意愿，两相抗衡导致动保板块持续低位震荡。兽用生物制品批签发数据也同样呈现分化，2023Q1普莱柯、生物股份批签发数量同比+42.7%、+26.2%，中牧股份、科前生物、天康生物批签发数量同比-25.1%、-6.5%、-5.8%。

在高存栏低猪价和去产能高猪价的过渡阶段，动保需求或有承压，非瘟疫苗的研发进程将成为动保板块重要的催化剂，推荐有望率先获批非瘟疫苗资质的企业**科前生物**（非瘟疫苗具有更好的免疫效率），**普莱柯**（非瘟疫苗安全性较高，不存在生物安全相关风险），**中牧股份**（有望首批获得非瘟疫苗生产资质）。

图表：23Q1动保板块企业批签发数量和增速



资料来源：国家兽药基础数据库，民生证券研究院

图表：动保指数与生猪价格走势



资料来源：wind，民生证券研究院



# 白鸡：在产父母代存栏有望 03. 持续下滑，周期景气度逐渐 向上传导

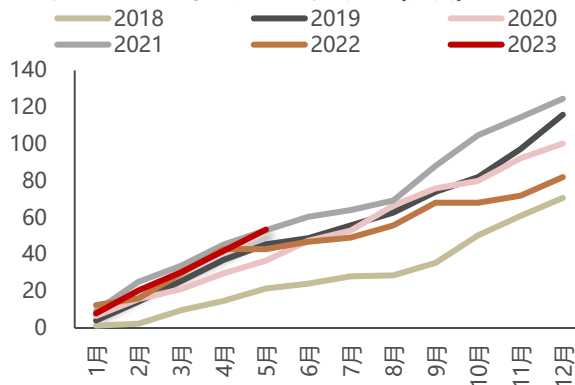
## 3.1 引种节奏恢复正常，结构性问题有待观察

引种断档始于2022年5月，2023年已恢复正

常。国内自2022年5月起开始限制引种，直至7月，白羽祖代引种量持续为0。8-10月虽然政策放开，但是引种量极少，11月引种再次断档，1-12月祖代更新量82.0万套，维持低位，同比-34.2%，供应短缺基本确定。2023年国内引种恢复正常，据Mysteel统计2023年1-5月我国祖代引种更新总量为57.5万套，同比+32.8%。

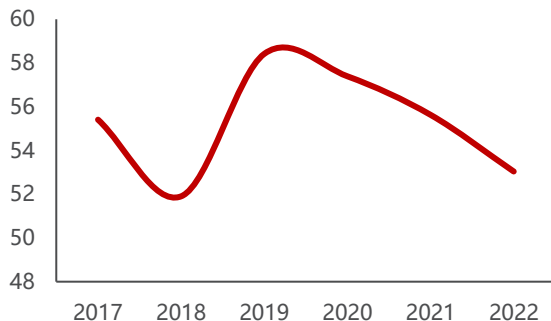
结构性问题有二：①从2022年5月至今，引种整体呈前低后高趋势，前期引种短缺仍未传导至商品代阶段；②高品质引种占比减少，种鸡生产效率或继续下滑。受海外禽流感疫情影响，2023年1-5月祖代鸡海外高质量品种占比下滑，AA+、罗斯308和利丰占15.4%和12.2%，国产自繁品种占比上升，圣泽901、广明2号、沃德188分别占17.0%、14.8%、10.6%。

图表：国内历年祖代白羽鸡更新量（万套）



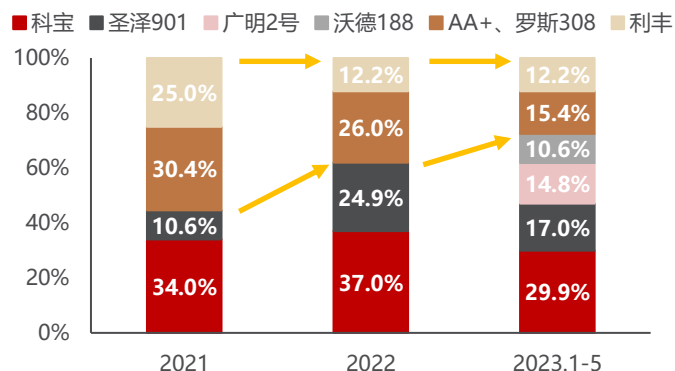
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，民生证券研究院

图表：2017-2022年在产祖代鸡生产效率（套）



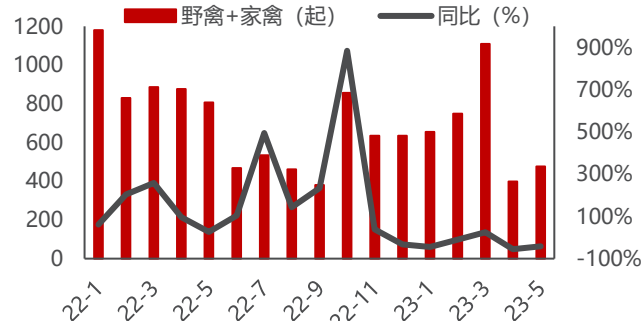
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，民生证券研究院

图表：2021-2023年5月祖代更新品种占比



资料来源：我的钢联，民生证券研究院（2022年数据截至12月16日）

图表：全球H5N1亚型高致病性禽流感疫情

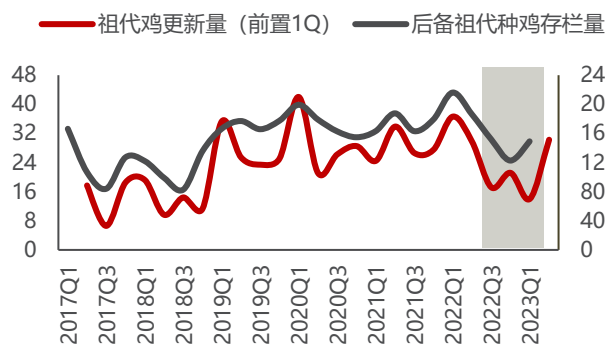


资料来源：农业农村部，民生证券研究院

## 3.2 前期低引种仍未消化，在产祖代鸡和父母代鸡苗供应偏紧格局延续

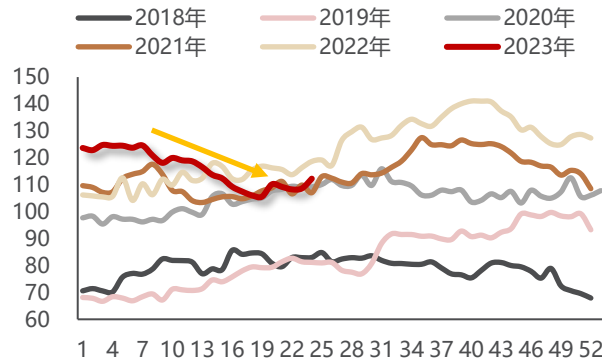
前期祖代鸡低引种仍未消化，根据周期传导祖代鸡更新量下滑大致会在1Q后传导至后备祖代种鸡存栏量，2022Q2开始的祖代鸡引种下滑导致22Q3-23Q1祖代后备种鸡存栏量持续低位运行，进而影响在产祖代鸡存栏量。在产祖代鸡和父母代鸡苗供应偏紧格局延续，截至2023年第24周，全国在产种鸡存栏量112.2万头，较年内高点下降10.0%；根据周期传导后备祖代种鸡存栏下滑大致会在2Q后传导至在产祖代种鸡存栏和父母代鸡苗的供应量，2022Q2开始的祖代鸡引种下滑造成的影响仍在延续。

图表：祖代鸡更新量（万套）与后备祖代种鸡存栏量（万套）



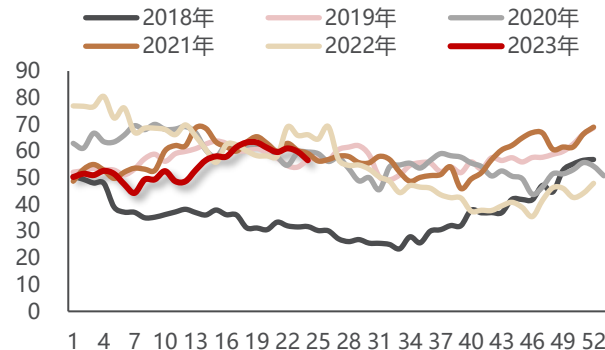
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，民生证券研究院

图表：在产祖代种鸡存栏量（万套）



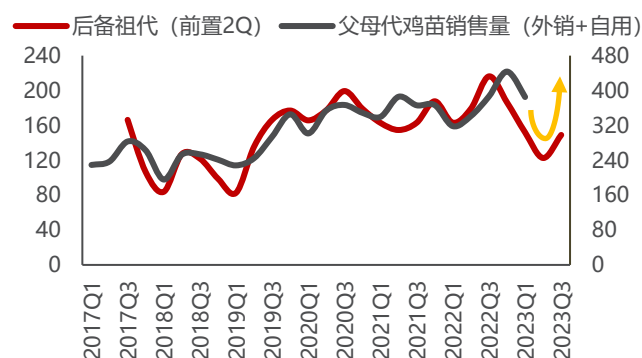
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，民生证券研究院

图表：后备祖代种鸡存栏量（万套）



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，民生证券研究院

图表：后备祖代种鸡存栏量（万套）与父母代鸡苗销售量（万套）



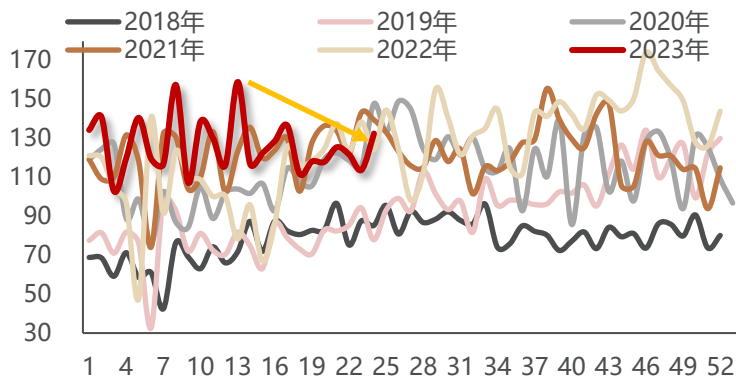
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，民生证券研究院



### 3.3 父母代鸡苗低销量和在产高存栏矛盾依旧，静待周期传导

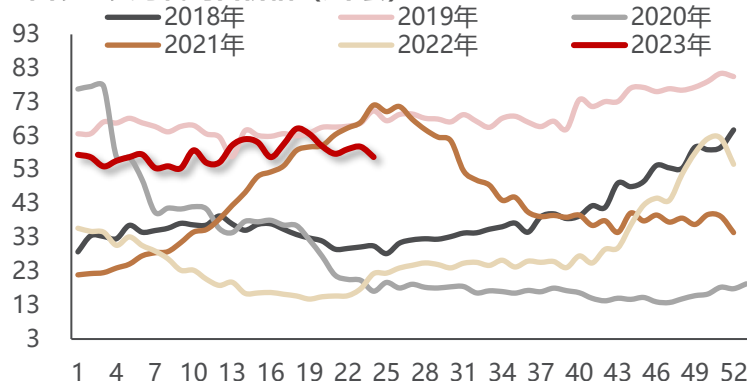
父母代鸡苗低销量和在产高存栏矛盾依旧，静待周期传导。截至2023年第24周，父母代鸡苗销售价格56.8元/套，仍维持高位震荡格局；全国父母代鸡苗销售量132.5万套，较年内最高点下降16.7%；在产父母代种鸡存栏量2159.1万套，较年内最高点下降4.5%，虽仍处历史高位，但拐点已现。后续随着父母代鸡苗供应维持偏紧格局，在产父母代存栏量或持续下滑。

图表：全国父母代鸡苗销售量（万套）

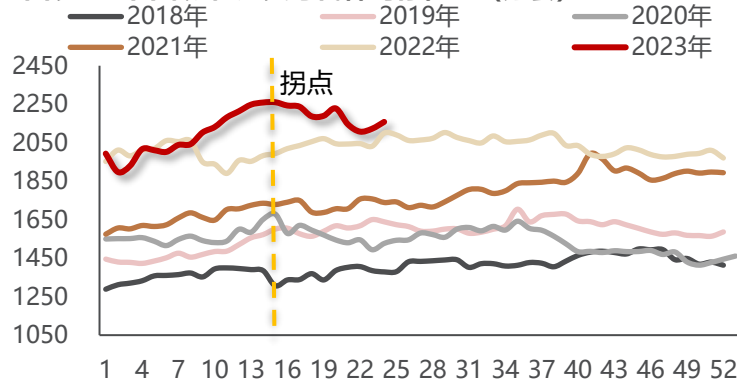


资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，民生证券研究院

图表：父母代鸡苗价格（元/套）



图表：全国部分在产父母代种鸡存栏量（万套）



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，民生证券研究院

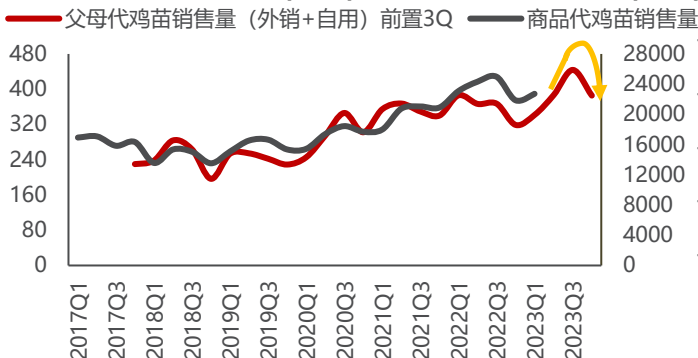
## 3.4 季节性消费复苏+供应高位回落，商品代鸡苗或迎反转

**2023Q3商品代鸡苗或迎反转。**根据周期传导父母代鸡苗销量下滑大致会影响3Q后商品代鸡苗销售量，我们预计2022Q2开始的祖代鸡引种下滑在传导至父母代后，将会导致商品代鸡苗销售量在Q3附近达峰后开始回落。

**现阶段商品代鸡苗供应充裕，叠加需求不振持续压制鸡苗价格。**截至2023年第24周，全国商品代鸡苗销售量8748.2万套，处于历史高位；此外白鸡消费有季节性，一般4-6月为消费淡季，截至6月16日肉鸡分割品售价10.6元/公斤，较年内高点下降15.4%，导致鸡苗价格迅速探底。

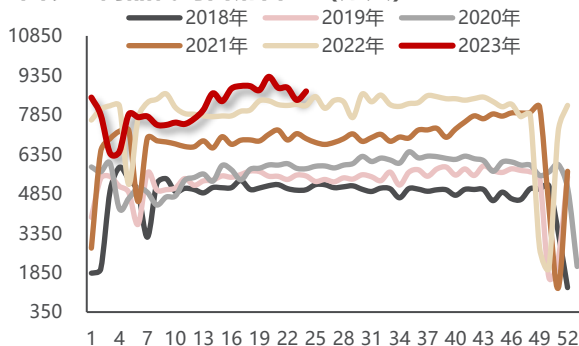
从2020年2月以来，毛鸡养殖的亏损周期为5-12周，后续随着消费季节性复苏以及鸡苗供应高位回落，毛鸡养殖有望迎来利好。

图表：父母代鸡苗销售量（万套）与商品代鸡苗销售量（万只）



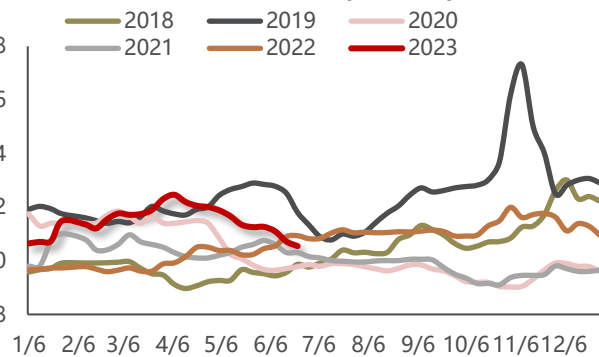
资料来源：我的钢联，民生证券研究院

图表：商品代鸡苗销售量（万只）



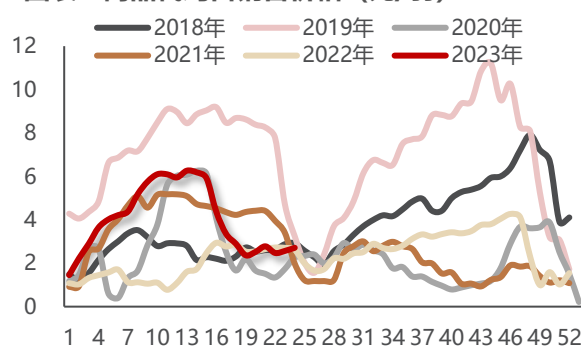
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，民生证券研究院

图表：肉鸡分割品销售价格（元/千克）



资料来源：wind，民生证券研究院

图表：商品代鸡苗销售价格（元/羽）



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，民生证券研究院

# 3.5

## 上游企业迎来量价齐升，下游企业呈稳增长态势

**2023Q1白鸡上游企业迎来量价齐升，后续受鸡苗价格下降影响收入有所下滑。上游：**年初停孵期+商品代鸡苗销量相对低位支撑了商品代供应偏紧格局；**下游：**随着疫情放开，消费快速反弹，推动鸡肉分割品价格创近5年新高。两相叠加推动鸡苗价格一路走高，上游企业率先迎来利好。益生股份、民和股份Q1鸡苗分别实现收入7.9亿元、2.8亿元，同比+278.5%、+303.5%，双双创出阶段性新高。随着后续商品代鸡苗供应抬升，叠加消费有所回落，5月两家公司鸡苗销售收入环比-29.4%、-57.1%，但1-5月同比仍保持大幅增长。

**下游企业保持稳增长态势，**2023年1-5月圣农发展、仙坛股份鸡肉实现收入53.3亿元、21.4亿元，分别同比+18.2%、39.1%。

图表：2023年1-5月白羽肉鸡企业经营情况

	5月						1-5月累计			
	鸡苗销量 (亿羽)	环比 (%)	收入 (亿元)	环比 (%)	均价 (元/公斤)	环比 (%)	鸡苗销量 (亿羽)	同比 (%)	收入 (亿元)	同比 (%)
益生股份	0.6	14.0%	2.4	-29.4%	3.9	-38.1%	2.7	9.5%	13.7	181.2%
民和股份	0.2	-14.4%	0.5	-57.1%	2.1	-49.8%	1.2	6.3%	4.4	142.4%
	5月						1-5月累计			
	鸡肉销量 (万吨)	环比 (%)	收入 (亿元)	环比 (%)	均价 (元/公斤)	环比 (%)	鸡肉销量 (万吨)	同比 (%)	收入 (亿元)	同比 (%)
圣农发展	6.3	-27.9%	11.7	11.4%	18.6	54.6%	41.5	-5.6%	53.3	18.2%
仙坛股份	4.9	4.1%	5.1	1.9%	10.4	-2.1%	20.3	21.0%	21.4	39.1%

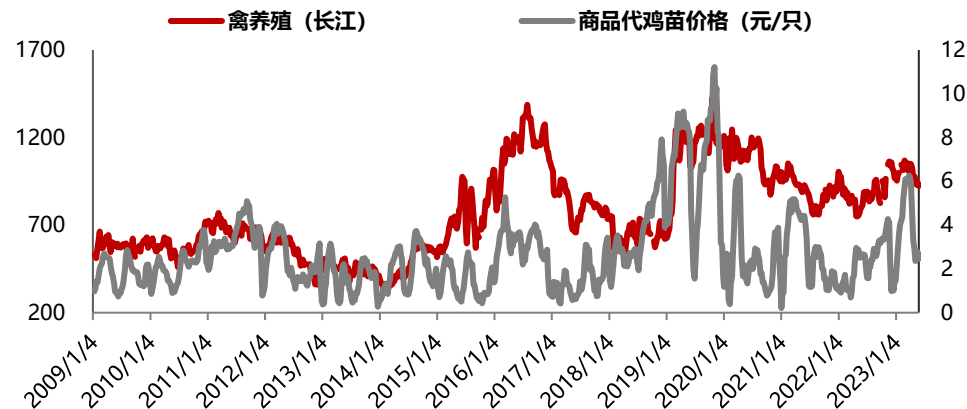
资料来源：各公司公告，民生证券研究院

## 3.6 父母代鸡苗价格为产业链风向标，商品代鸡苗价格决定业绩兑现度

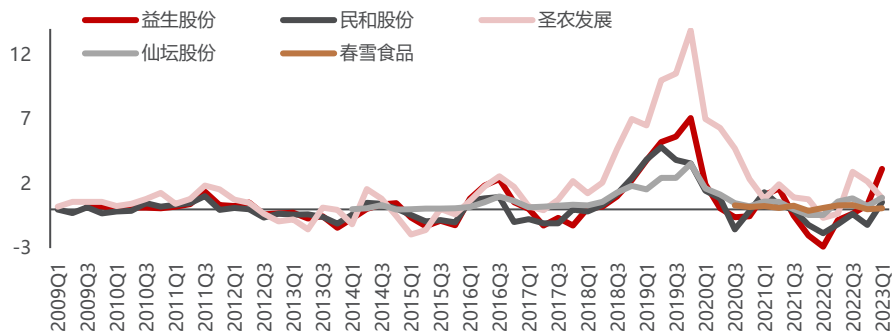
父母代鸡苗价格为产业链风向标，商品代鸡苗价格决定业绩兑现度。全国在产父母代种鸡存栏量虽仍处历史高位，但拐点已现。后续随着父母代鸡苗供应维持偏紧格局，在产父母代存栏量或持续下滑。根据周期传导理论我们预计2023Q3商品代鸡苗供应见顶，Q4开始回落，意味着后续商品代鸡苗价格有上行空间，从估值的角度我们建议逢低配置。

业绩最差时点已过，靠近下游的一体化公司或将受益。禽产业链价格波动从上游父母代鸡销售（益生股份、圣农发展）逐步传导至商品代鸡苗销售（民和股份），最后到下游肉制品销售（仙坛股份、春雪食品、圣农发展）。在本轮周期中处于产业链上游的益生股份、民和股份已率先受益，后续下游企业或将迎来业绩恢复。

图表：商品代鸡苗价格与长江禽养殖指数、白羽肉鸡企业净利润对比



图表：白羽肉鸡企业净利润（亿元）



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，wind，民生证券研究院

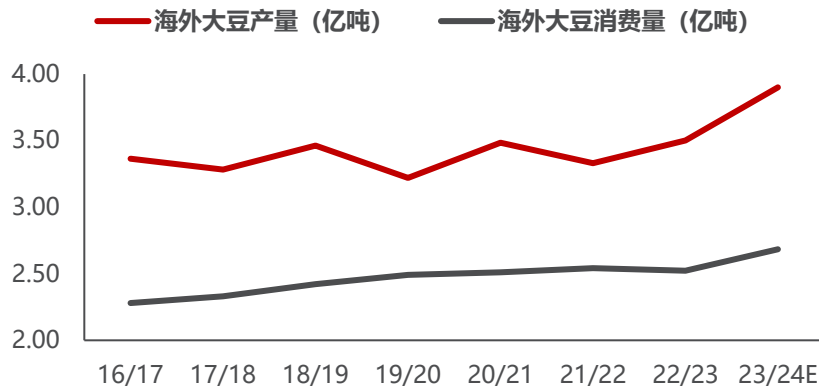


## 04. 厄尔尼诺渐行渐近， 重点关注相关大宗农产品

## 4.1 大豆：密切关注厄尔尼诺对南北美洲天气影响

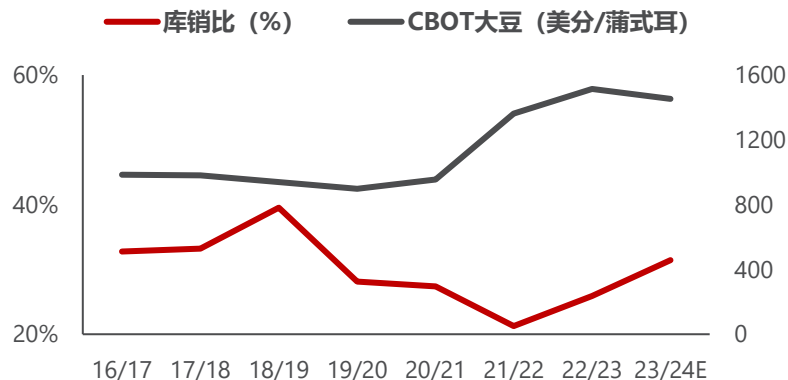
南北美洲产量预估有所上调，价格中枢或进一步下滑。大豆主产国为巴西、美国 and 阿根廷，5月USDA新产季报告称，预计2023/24年度海外大豆产量将达到3.9亿吨，同比+11.4%，其中美国产量预估上调至1.2亿吨，同比+5.5%，种植面积上调至3509万公顷，同比+0.4%；南美地区随着拉尼娜的结束干旱情况有所缓解，厄尔尼诺到来将“激活”南美产区，巴西和阿根廷产量预估均上调，其中阿根廷上调幅度较高为77.8%。最终，预估23/24年度海外大豆结转库存8430万吨，库销比为31.4%，仍处于底部复苏阶段。近期美国大部分产区出现大规模干旱，导致价格暂时仍高位运行，后续关注干旱的持续性对于美国大豆单产的影响。厄尔尼诺的到来或将使美国和南美大豆出产区降水增多，干旱或有所缓解，在增产预期下价格中枢预计会进一步下滑。

图表：海外大豆供需情况



资料来源：USDA，民生证券研究院

图表：库销比与CBOT大豆价格情况



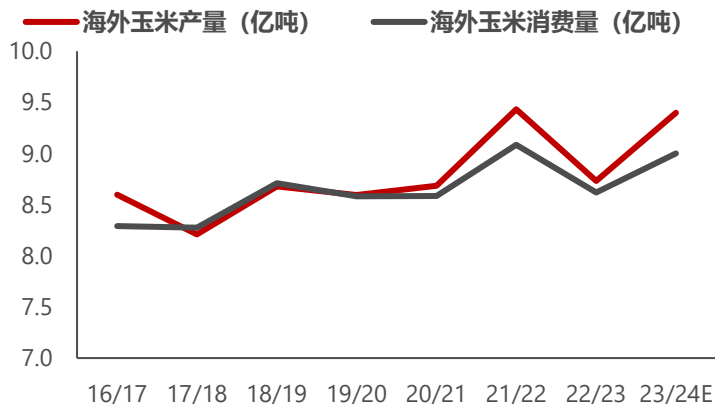
资料来源：wind，USDA，民生证券研究院（注：数据截至2023年6月28日）

## 4.2.1

# 玉米：产量预估上调，价格持续承压

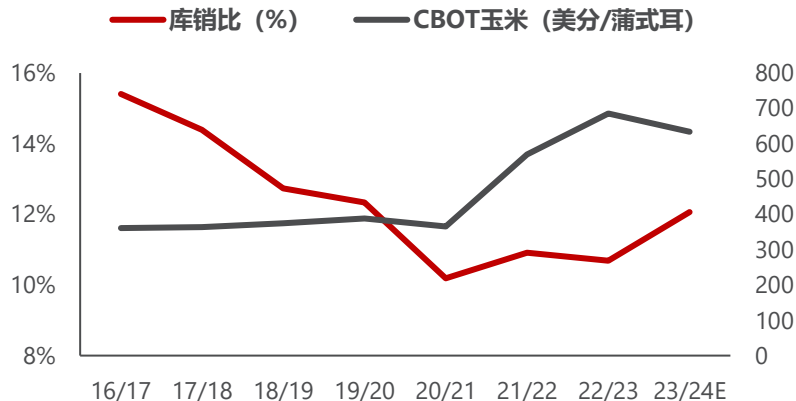
**产量预估上调，价格重心有望继续下行。**2022年年初俄乌冲突导致主要玉米出口国乌克兰产量大幅减少，全球粮食供应链恶化，推动玉米价格一路涨至历史新高；下半年伴随地缘冲突逐步缓和，及美国玉米丰产预期下，玉米价格回落，目前玉米价格仍偏弱势运行。根据5月USDA新产季供需报告，预计2023/24年度海外玉米产量达到9.4亿吨，同比+7.6%。其中，美国玉米播种面积小幅增加，产量上调预估为3.9亿吨，同比+11.2%；厄尔尼诺已经到来，随着干旱的缓解，阿根廷单产预估上升至7.71吨/公顷，产量上调预估为5400万吨，同比+45.9%。由于饲用需求的上升，整体海外玉米消费同比+4.4%，最终预估2023/24年度库销比为12.1%，同比+1.4PCT。持续关注主产国单产变化，受气候影响产量有望增加，带动玉米价格中枢下行。

图表：海外玉米供需情况



资料来源：USDA，民生证券研究院

图表：库销比与CBOT玉米价格情况

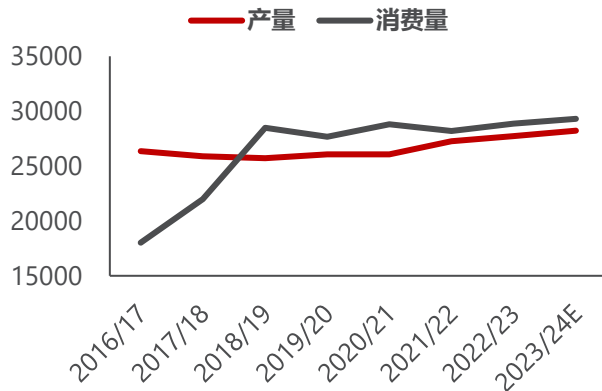


资料来源：wind，USDA，民生证券研究院（注：数据截至2023年6月16日）

## 4.2.2 玉米：国内玉米产销齐增，进口成本或带动国内玉米价格下移

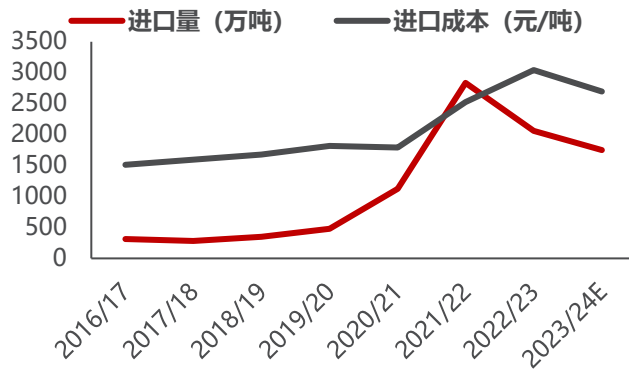
**国内玉米产销齐增，关注巴西进口玉米对国内玉米价格的影响。**截至6月，东北春玉米播种完成，光温整体正常，土壤墒情适宜，利于玉米生长；华北、黄淮等地土壤墒情较好，有利于夏玉米播种出苗。农业农村部预计2023/24年度国内玉米产销齐增，产量可实现2.8亿吨，同比+1.9%，2023/24年玉米消费量整体增长1.5%至2.9亿吨。自2022年末以来，中国开始大规模进口巴西玉米，据农业农村部数据，今年1-5月中国累计进口巴西玉米达到221.5万吨，占比达21.7%，巴西进口玉米可能会重构中国目前的玉米进口结构，巴西玉米的丰产预期削弱了海外对美玉米的需求，未来玉米进口需求或逐渐转向更便宜的南美市场，进口成本可能进一步下降，未来巴西玉米可能会带动国内价格下移。

图表：国内玉米供需情况（万吨）



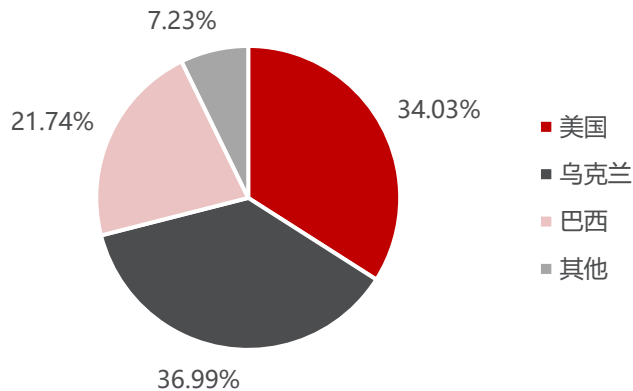
资料来源：农业农村部，民生证券研究院

图表：进口量和进口成本



资料来源：wind，USDA，民生证券研究院

图表：2023年1-5月玉米进口国占比 (%)



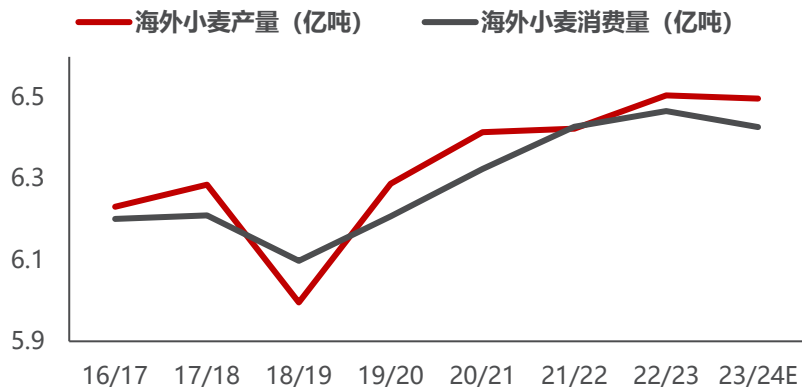
资料来源：农业农村部，民生证券研究院

4.3.1

## 小麦：关注黑海运粮协议进展，供需紧平衡状态持续

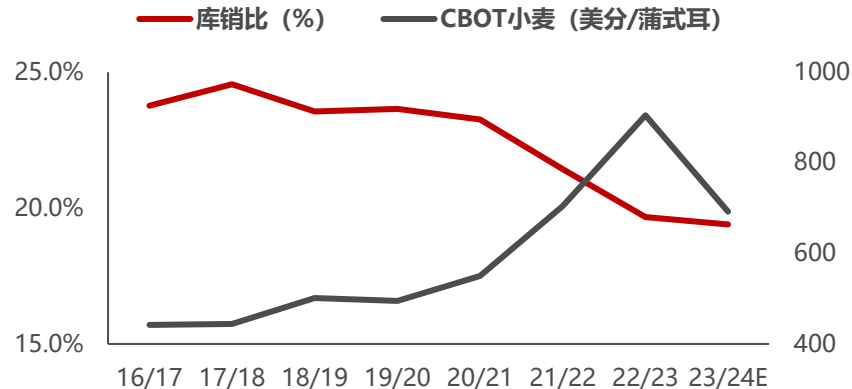
黑海运粮协议稳住粮食供应，关注小麦供给端是否有边际变化及其对价格的影响。近一年国际小麦价格主要受与俄乌冲突相关的黑海运粮协议的进展影响，黑海运粮协议使全球粮食供应不会因俄乌冲突受到太大短缺，黑海运粮协议最初有效期是120天，经过连续三次延期以后，协议下一次到期时间是7月18日，协议的延期都将使小麦价格应声下跌。5月新产季报告USDA预计2023/24年度海外小麦产量将达到6.5亿吨，与上一年度基本持平，其中，俄罗斯在小麦价格低位运行下缩减了5.2%的小麦种植面积，产量相应降低11.4%至8150万吨，然而欧盟与印度均小幅增加小麦种植面积，产量也分别增加3.5%和5.8%。需求方面，饲用需求的下降拉低了小麦整体海外消费量，23/24年度海外消费量为6.4亿吨，同比-0.6%。23/24年度海外小麦库销比为19.4%，同比-0.3PCT，继续维持供需紧平衡状态，价格或持稳运行。

图表：海外小麦供需情况



资料来源：USDA，民生证券研究院

图表：库销比与CBOT小麦价格情况



资料来源：wind，USDA，民生证券研究院（注：数据截至2023年6月28日）

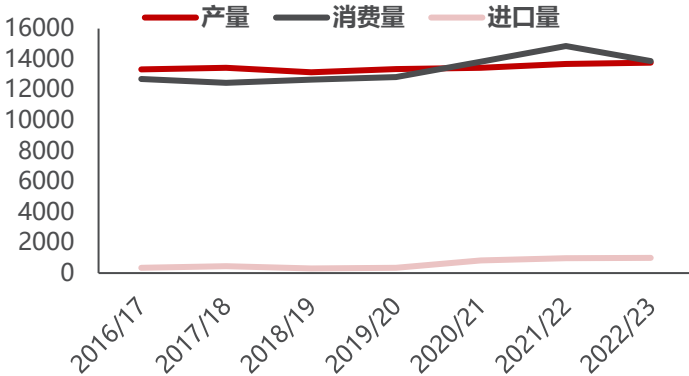


### 4.3.2

## 小麦：整体供应偏松，价格中枢或进一步下行

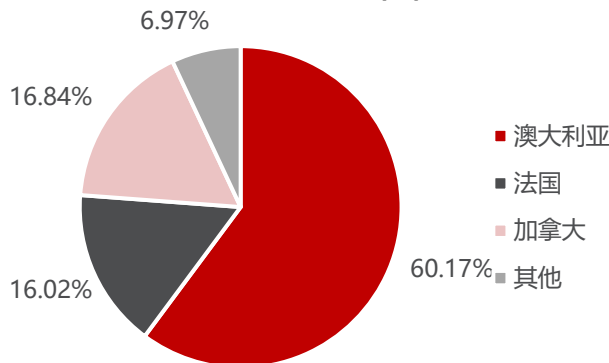
我国小麦整体供应偏松，价格支撑力度减弱。我国小麦种植面积自2016年以来逐年缩减，主要系国家小麦常年供大于求，使得最低收购价开始下调，农民种植积极性下降，2022年我国小麦播种面积3.5亿亩，基本维持稳定。近年来我国小麦基本实现自给自足，2020/21产季受饲用需求大幅增长带动，最低收购价也相应回升。根据国家发改委发布，2023年小麦最低收购价上调至2340元/吨，同比+1.7%，国家托市收购延续，虽然最低收购价较市场价仍明显偏低，但有利于提高农户种植积极性，保障种植面积稳定，供应或进一步提升。从进口量来看，2022/23年小麦进口996万吨，同比+1.9%。2022/23年度我国小麦产量及进口双增，消费量下降导致供应压力后移。整体来看，小麦市场供应宽松，价格下方支撑力度减弱。

图表：国内小麦供需情况（万吨）



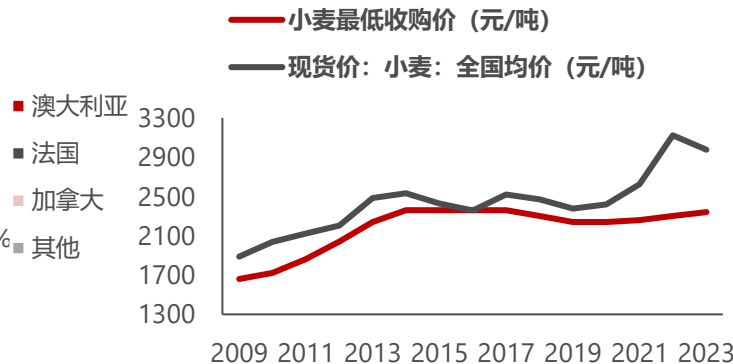
资料来源：农业农村部，民生证券研究院

图表：2022年小麦进口国占比（%）



资料来源：农业农村部，民生证券研究院

图表：国内小麦最低收购价和现货价（元/吨）



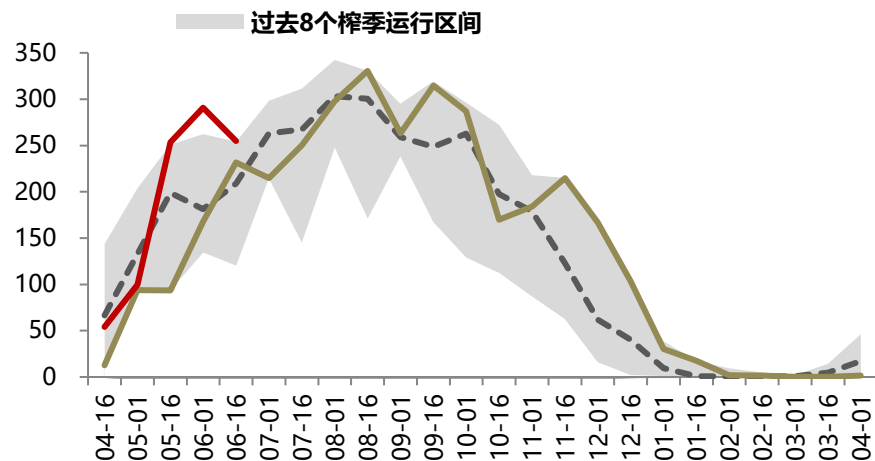
资料来源：国家发改委，wind，民生证券研究院

4.4.1

## 糖：巴西糖集中上市令糖价阶段性承压

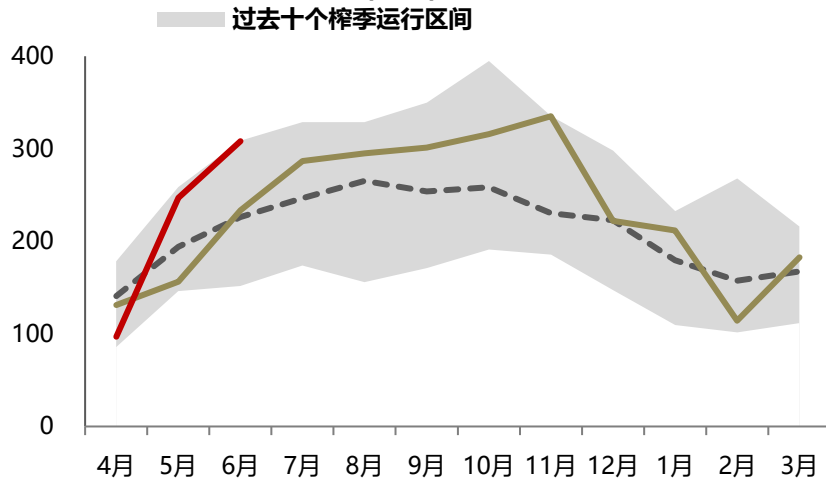
**短期：糖价进入调整阶段。**东南亚22/23榨季减产已经被市场充分交易，而随着巴西中南部降雨减少，开榨得以顺利进行。巴西23/24榨季截止至6月上旬累计产糖952.8万吨，同比+58.9%；截止至6月食糖出口652.5万吨，同比+25.1%。国际食糖贸易流由紧趋松，海外糖市进入调整阶段，这是糖上涨趋势当中的新一轮压力测试。

图表：巴西食糖双周产量（万吨）



资料来源：UNICA，民生证券研究院

图表：巴西食糖月度出口量（万吨）



资料来源：UNICA，民生证券研究院

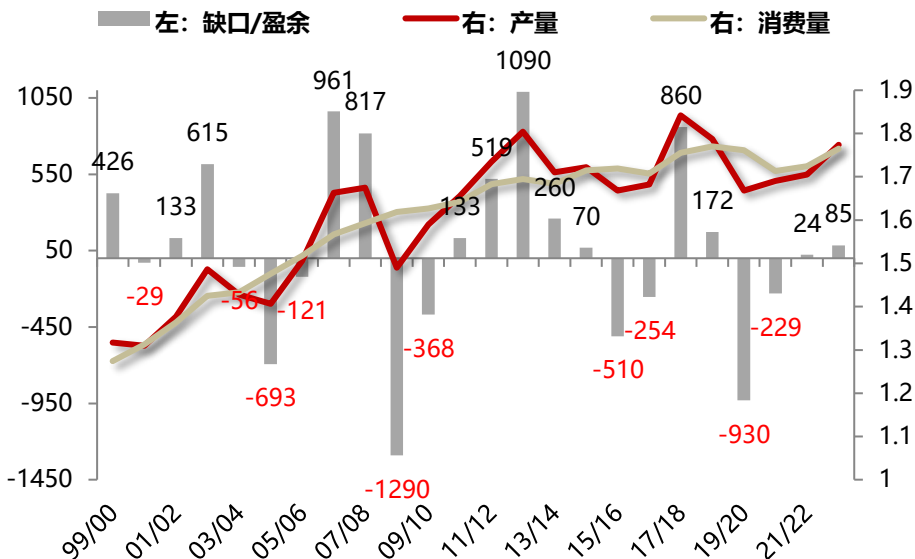
4.4.2

## 糖：全球糖市供应尚未得到有效恢复

**中长期：维持看多观点不变。**在过去十年时间里，全球食糖产量一直维持在1.75亿吨左右，上下浮动约1500万吨，而需求在缓慢增长，如果与全球人口增长速度保持一致，那么消费量每年应当增长约140万吨。1) 全球第二大食糖出口国印度的甘蔗乙醇的产量在持续增加，政府已经将糖基乙醇的价格设定为比制糖更具竞争力的水平，以帮助实现E20计划，意味着印度未来每年可供出口的食糖将严格受限。2) 对于巴西来说，接近49%的制糖比已经达到了其生产的上限，这意味着除非扩大甘蔗的种植面积，食糖产量很难再有更高的突破。3) 另外厄尔尼诺天气模式下，东南亚旱情不容忽视。嘉利高预计23/24榨季的泰国甘蔗产量为6650万吨，是近15年来最低的，因干旱导致一些新种植的甘蔗歉收，并也阻碍了肥料的施用。

综上，我们维持长期对全球糖价看好的判断，基于海外供应难以在23/24榨季得到有效恢复的逻辑，即使短期来看还有向下调整的空间。下半年，当市场开始交易天气与新一年度北半球的产量预期时，国内也会重新回到配额外进口利润修复的主线上，我们同样维持长期看多的观点不变。

图表：ISO全球食糖供需平衡表（万吨）



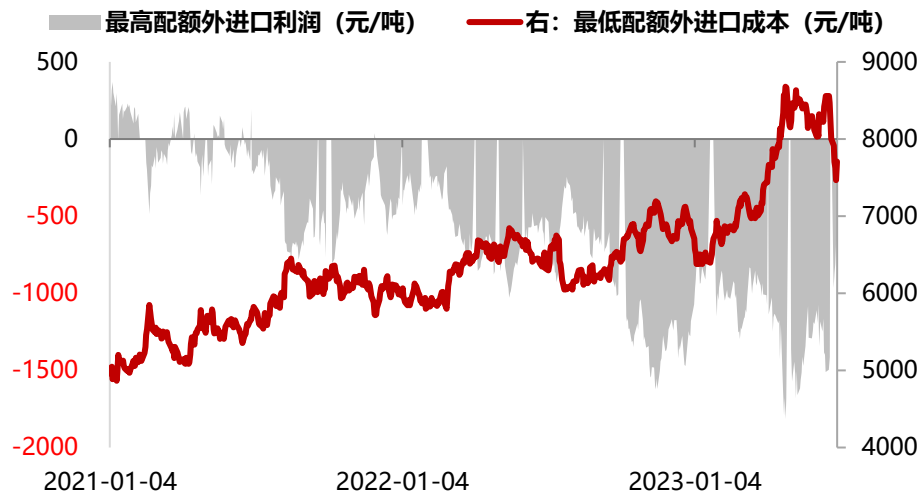
资料来源：ISO，民生证券研究院

4.4.3

## 糖：国内缺口放大驱动进口利润修复

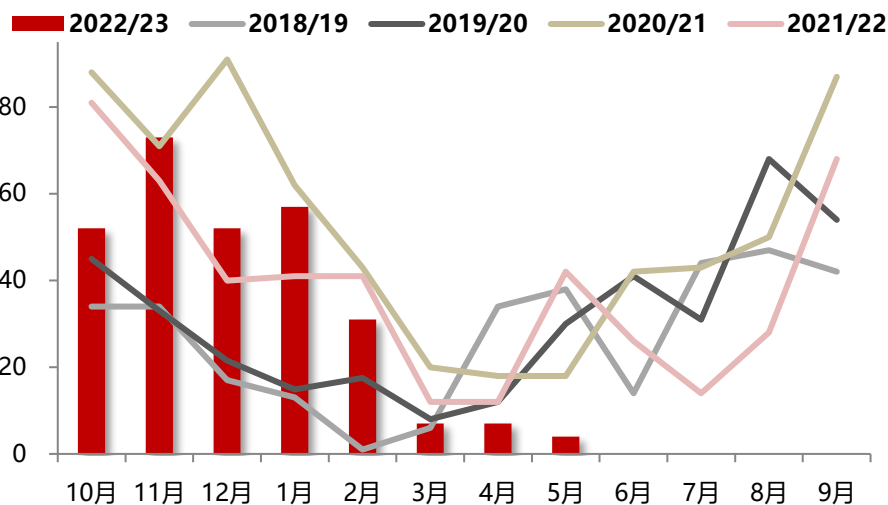
**国内：进口利润亟待修复，国内食糖定价权进一步向进口糖转移。**今年以来国际原糖价格屡创新高，当前国内配额外进口成本为7700-7800元/吨，而国内现货糖价约为6800元/吨，配额外进口利润全线关闭，国内食糖供需由平衡走向短缺，将进一步使得国内食糖定价权向进口糖转移。

图表：2021年1月-2023年6月最高/低配额外进口利润/成本（元/吨）



资料来源：ifind，民生证券研究院

图表：我国食糖月度进口量（万吨）

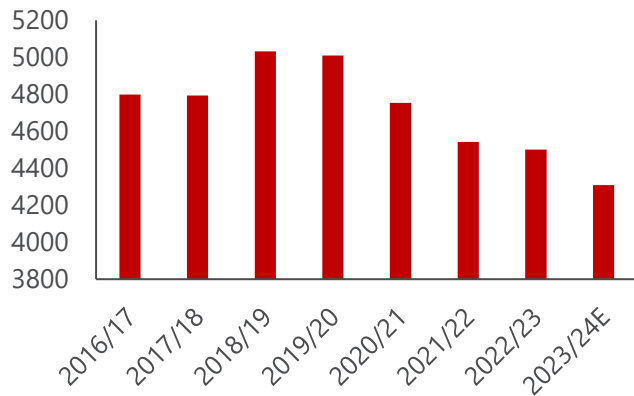


资料来源：ifind，民生证券研究院

## 4.5 棉花：中国棉花供需格局进一步偏紧

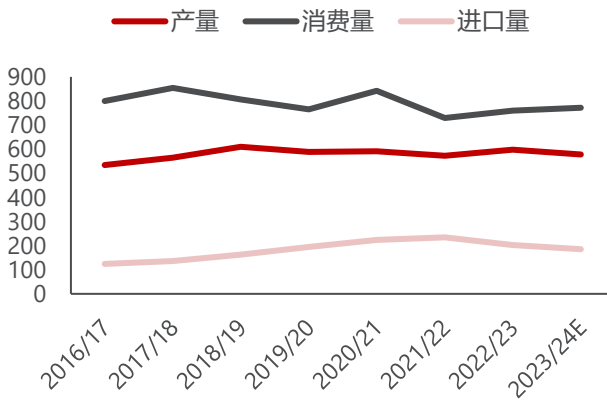
**国内供应有所收紧，海外供应仍受影响。**北疆昌吉、奎屯、塔城等棉花主产区面积仍有进一步下降的可能，截至4月底，受寒潮、低温、大风等不利天气影响，棉花积温回升慢，北疆播种大幅度推迟，积温不足导致棉花出苗减少，不利于其开花；而南疆阿克苏等部分棉区因低温降水导致土壤板结，也在4月下旬开启补种或重播模式；另一方面农民积极响应“自治区增加粮食种植面积480万亩”的号召，加大非宜棉区、次宜棉区的退出，除玉米、小麦等种植面积扩大外，辣椒、番茄、瓜果等经济作物面积有一定增长，因此导致棉花种植面积进一步下调。海外如印度等棉花进口国受厄尔尼诺影响，可能对棉花供应造成一定影响。

图表：中国棉花种植面积（万亩）



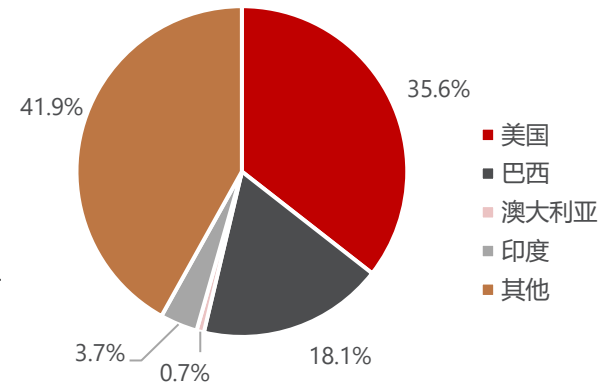
资料来源：农业农村部，民生证券研究院

图表：中国棉花供需结构（万吨）



资料来源：中国棉花协会，民生证券研究院

图表：2022年棉花进口国占比（%）



资料来源：农业农村部，民生证券研究院

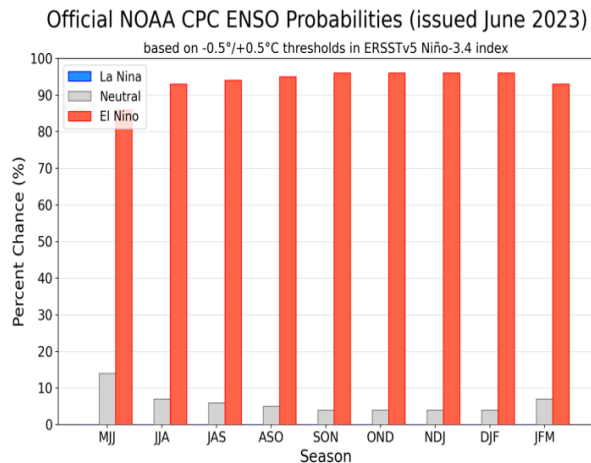


4.6.1

# 厄尔尼诺或将到来，并且可能至少持续一年

厄尔尼诺发生概率上调，此次厄尔尼诺若到来或将持续至少一年。根据美国CPC发布6月ENSO展望报告，将厄尔尼诺在5-7月发生的概率将上调至86%（前值为82%），三季度之后发生概率均超过93%。报告指出，厄尔尼诺现象已经到来，并至少持续到冬季，可能在2023年至2024年初逐渐加强。23年11月-24年1月将有84%的概率出现中等厄尔尼诺事件（Niño-3.4 $\geq$ 1.0 $^{\circ}$ C），约56%的概率会出现强厄尔尼诺事件（Niño-3.4 $\geq$ 1.5 $^{\circ}$ C）。多模型预测此次厄尔尼诺现象或将持续至少一年。

图表：厄尔尼诺发生概率分布图（6月预测）



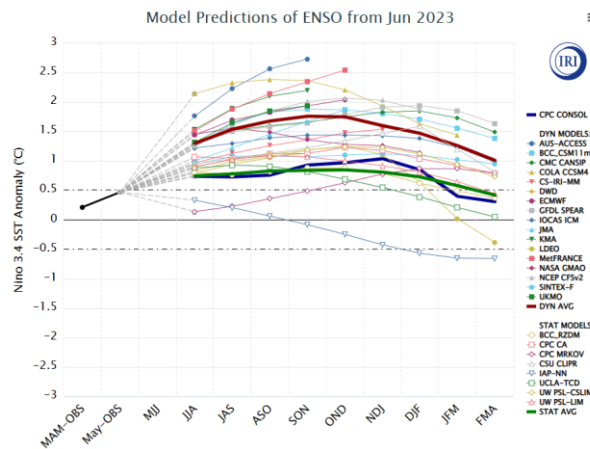
资料来源：NOAA，民生证券研究院

图表：厄尔尼诺不同强度的概率分布图（6月预测）

Target	< -1.5 $^{\circ}$ C	< -1.0 $^{\circ}$ C	< -0.5 $^{\circ}$ C	> 0.5 $^{\circ}$ C	> 1.0 $^{\circ}$ C	> 1.5 $^{\circ}$ C
MJJ	-0	-0	-0	86	8	-0
JJA	-0	-0	-0	93	48	6
JAS	-0	-0	-0	94	66	23
ASO	-0	-0	-0	95	75	37
SON	-0	-0	-0	96	80	47
OND	-0	-0	-0	96	83	54
NDJ	-0	-0	-0	96	84	56
DJF	-0	-0	-0	96	80	50
JFM	-0	-0	-0	93	72	37
	< -1.5 $^{\circ}$ C	< -1.0 $^{\circ}$ C	< -0.5 $^{\circ}$ C	> 0.5 $^{\circ}$ C	> 1.0 $^{\circ}$ C	> 1.5 $^{\circ}$ C

资料来源：NOAA，民生证券研究院

图表：多模型预测ENSO（6月预测）



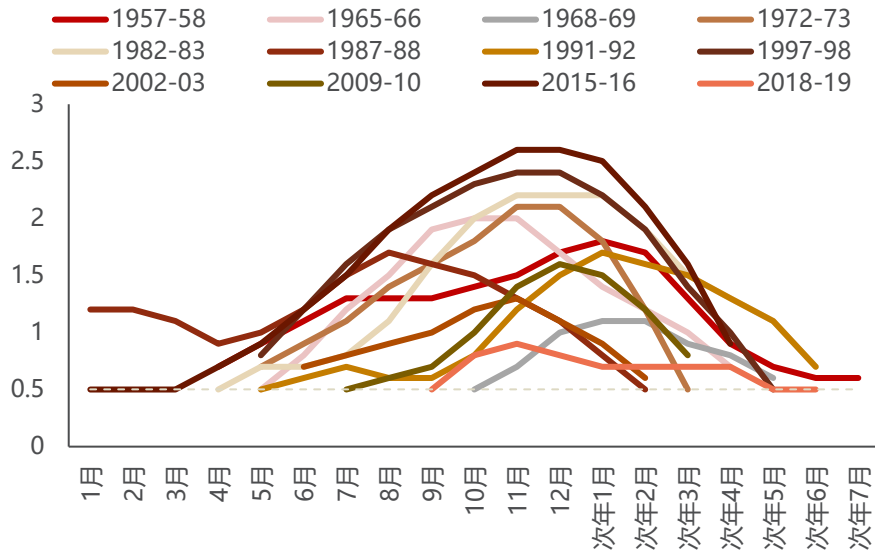
资料来源：IRI，民生证券研究院

4.6.2

## 厄尔尼诺时间发展——“夏”始“冬”高

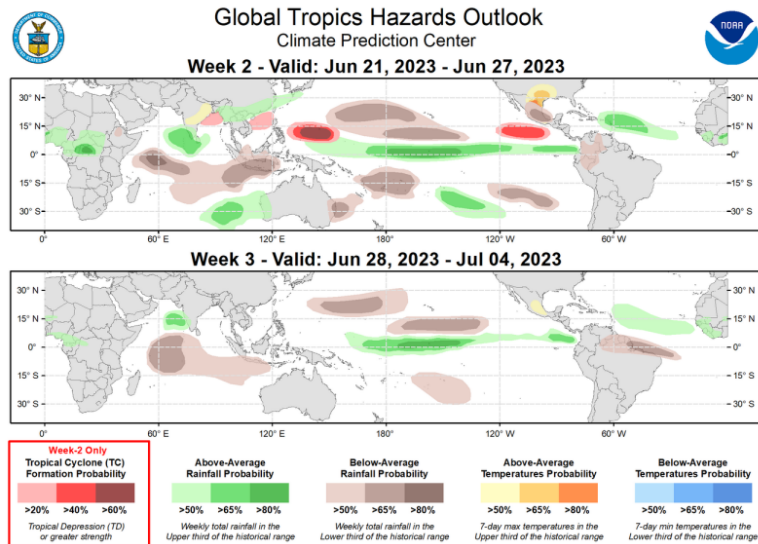
厄尔尼诺一般初夏开始冬季达到高潮。当Nino3.4区域温度异常值 (Nino3.4 SSTA) 3个月滑动平均指数超过 $0.5^{\circ}\text{C}$ ，则可判定为厄尔尼诺的发生。根据以往典型的厄尔尼诺年来看，一般会在4-5月份的春末初夏开始，然后在11-12月的冬季达到峰值。由于东南信风减弱，厄尔尼诺的到来将会使赤道西太平洋暖池变冷，而赤道东太平洋冷舌变暖，最终使北美和南美国家降水增多，东南亚国家降水变少。

图表：历史典型厄尔尼诺年份



资料来源：CPC，民生证券研究院（注：纵坐标为Nino 3.4 SSTA值3个月滑动平均指数）

图表：未来两周全球气候变化



资料来源：CPC，民生证券研究院（注：预测时间为6月21日-7月4日）

### 4.6.3

## 厄尔尼诺使气候多变影响作物生长

厄尔尼诺通过影响降水和气温对作物有提升增产或减产的概率的影响。厄尔尼诺主要影响靠近太平洋的国家的的气温和降水的变化，从而对各作物的生长造成不同程度的影响，有些行业也将从中受益。对于东南亚来说，降水将会减少，通常会使印度、泰国、马来西亚和印度尼西亚等主产国变得干旱，这些产区的白糖、棉花、棕榈油以及小麦都会可能减产。对于南美洲和美国来说，会使其降水增多，利于作物生长，因此这些产区的白糖、棉花、大豆和玉米都会可能增产。

图表：厄尔尼诺对各大宗农产品的影响总结

品种/主产国	美国 (降水增加)	中国 (北涝南旱)	俄罗斯	印度	东南亚 (降水减少)			南美洲 (降水增加)		有望受益的行业
					泰国	马来西亚	印度尼西亚	巴西	阿根廷	
白糖				-	-			+		白糖
棉花	+	-		-						棉花
棕榈油					-	-	-			油料
大豆	+							+	+	饲料
小麦			/	-						小麦
玉米	+	/								饲料

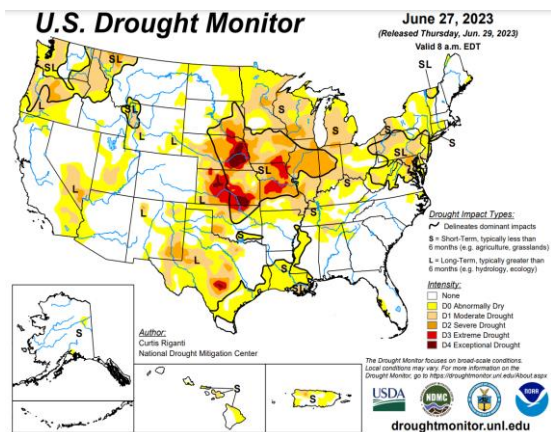
资料来源：民生证券研究院整理（注：“+”为利于增产，“-”为利于减产，“/”为影响不显著）

4.7

## 厄尔尼诺有望缓解美国干旱情况及土壤墒情

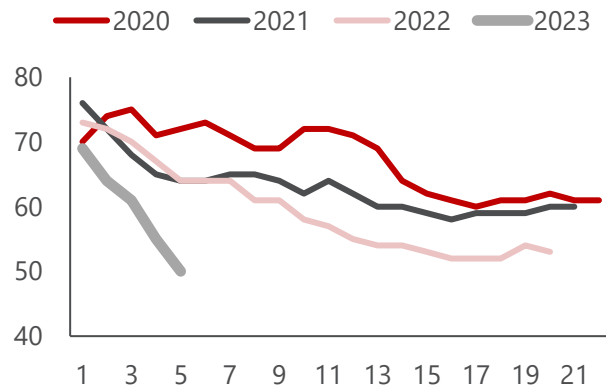
**厄尔尼诺到来或能改善美国旱情，提升作物优良率。**据美国干旱监测中心称，自今年5月初以来，美国中西部大部分地区小平没有降雨，导致该大部分地区被列为异常干旱或处于干旱状态，6月27日的干旱监测地图多显示了大平原地区持续干旱，尤其是中部有列为极端和异常干旱的州。今年以来美国玉米和大豆优良率都在降低，玉米、大豆的主产区多数分布在中西部，厄尔尼诺若到来将会有效缓解美国干旱和土壤墒情，将有利于提升作物优良率。

图表：美国干旱监测地图



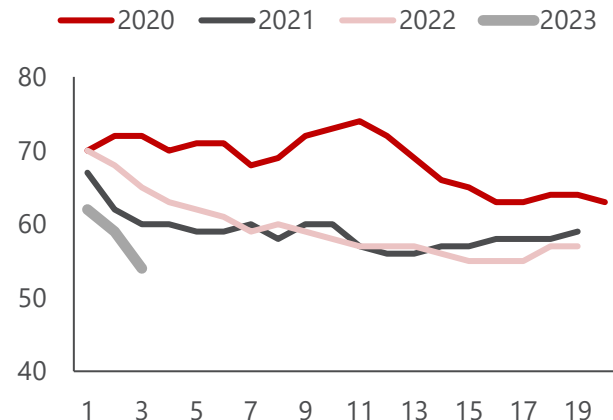
资料来源：CPC，民生证券研究院

图表：美国玉米优良率



资料来源：USDA，民生证券研究院（注，横坐标为第n周）

图表：美国大豆优良率



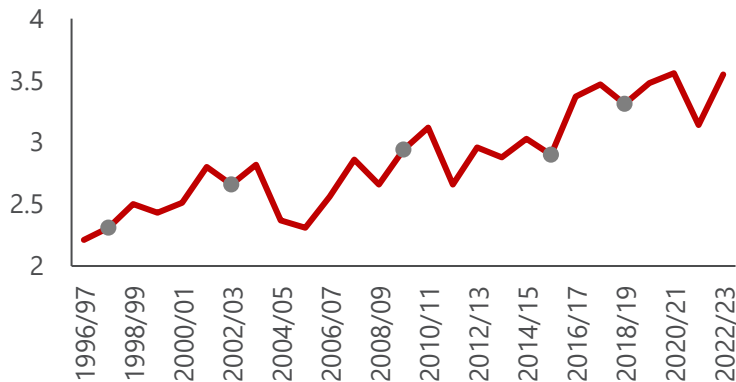
资料来源：USDA，民生证券研究院（注，横坐标为第n周）

4.8.1

## 厄尔尼诺对大豆的影响

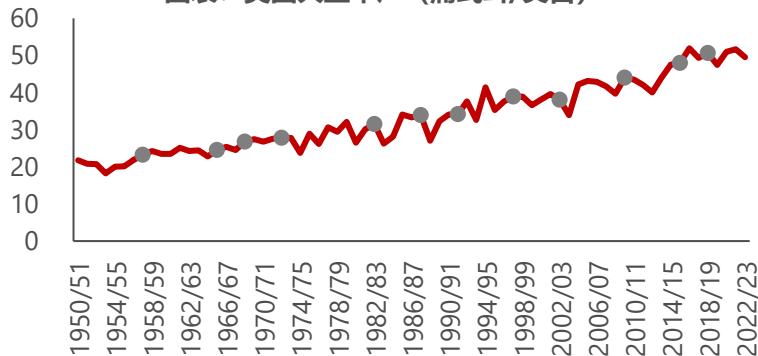
**厄尔尼诺利于两大美洲大豆主产区的大豆增产。**大豆主产国是美国、巴西和阿根廷，在发生厄尔尼诺的年份，美国大豆种植区将带来充沛降雨，巴西和阿根廷干旱情况将会有所缓解，美国、巴西和阿根廷的大豆丰产概率较高。自1950年以来典型的12次厄尔尼诺年份中，11次美国大豆单产都同比增长，其中2009/10产季增幅最高，同比+10.8%，同一产季巴西和阿根廷大豆单产同比+10.5%和46.5%。巴西和阿根廷均在年底播种，中等厄尔尼诺若今年四季度到来，将会有利于该两个主产区的明年产季大豆播种及生长。

图表：巴西大豆单产（公斤/公顷）



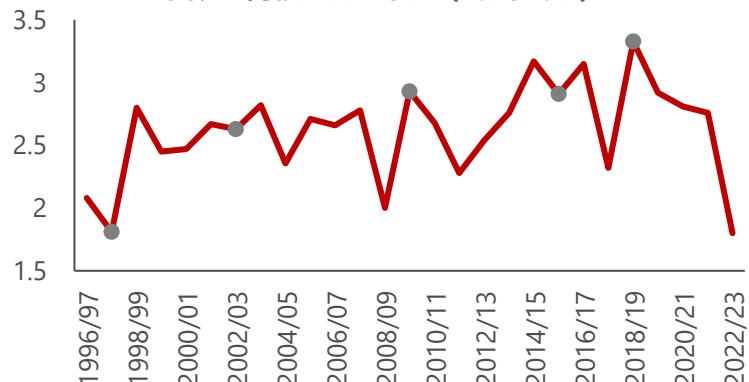
资料来源：USDA，民生证券研究院

图表：美国大豆单产（蒲式耳/英亩）



资料来源：USDA，民生证券研究院

图表：阿根廷大豆单产（公斤/公顷）



资料来源：USDA，民生证券研究院



# 4.8.1

## 厄尔尼诺对大豆的影响

图表：典型厄尔尼诺年份对于美国、巴西和阿根廷大豆单产的影响

起止年月	持续时间（月）	产季	峰值时间	指数峰值	强度等级	美国		巴西		阿根廷	
						覆盖周期	单产同比变化	覆盖周期	单产同比变化	覆盖周期	单产同比变化
1957.04-1958.07	16	1957/58	1958.01	1.8	中等	全周期	6.4%				
1965.05-1966.04	12	1965/66	1965.11	2	中等	全周期	7.5%				
1968.10-1969.05	8	1968/69	1969.02	1.1	弱	种植期、收获期	9.0%				
1972.05-1973.03	11	1972/73	1972.11	2.1	强	全周期	1.1%				
1982.04-1983.06	15	1982/83	1983.01	2.2	超强	全周期	4.7%				
1986.08-1988.02	19	1987/88	1987.08	1.7	中等	全周期	1.8%				
1991.05-1992.06	14	1991/92	1992.01	1.7	中等	全周期	0.3%				
1997.05-1998.05	13	1997/98	1997.11	2.4	超强	全周期	3.5%	全周期	4.5%	全周期	-13.0%
2002.06-2003.02	9	2002/03	2002.11	1.3	中等	生长期、收获期	-4.0%	种植期、生长期	-5.0%	种植期、生长期	-1.5%
2009.07-2010.03	9	2009/10	2009.12	1.6	中等	生长期、收获期	10.8%	种植期、生长期	10.5%	种植期、生长期	46.5%
2014.10-2016.04	19	2015/16	2015.12	2.6	超强	全周期	1.1%	全周期	-4.3%	种植期、生长期	-8.2%
2018.09-2019.06	10	2018/19	2018.11	0.9	弱	种植期、收获期	2.6%	全周期	-4.6%	全周期	43.5%

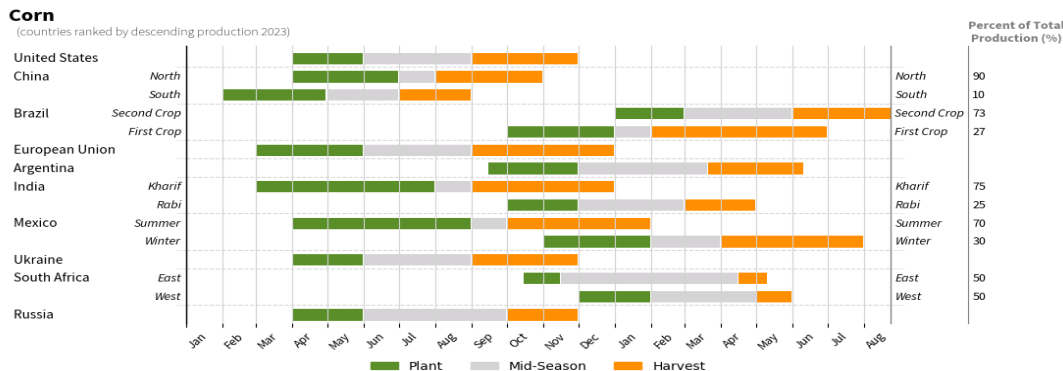
资料来源：USDA，民生证券研究院

## 4.8.2

# 厄尔尼诺对玉米的影响

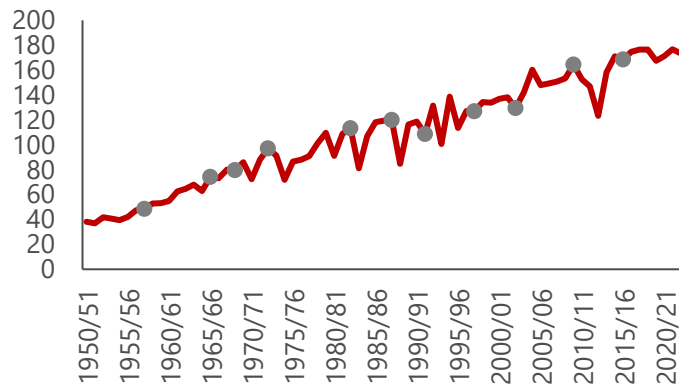
厄尔尼诺对美国玉米影响较为显著，对中国玉米影响有限。玉米最大主产国为美国，厄尔尼诺会带来降雨增多，在厄尔尼诺年份，美国玉米单产较5年均值降低的情况不多，历史上较显著的是1965/66产季美国玉米单产同比+17.8%。从玉米的播种及收获时间上看：美国玉米在4月-5月播种，9月-11月收获。当厄尔尼诺北半球夏季开始出现时，美国玉米正处于生长季，美国西部主产区天气较正常年份相对湿润，从而使玉米有一定的增产。对于第二主产国中国而言，厄尔尼诺将造成中国汛期出现“南涝北旱”的现象，但除厄尔尼诺最为严重的1997年以外的厄尔尼诺年份，国内玉米产量并未受到显著影响，且厄尔尼诺对国内玉米的次年生长没有威胁，总体对玉米产量影响有限。

图表：玉米主产国种植周期



资料来源：USDA，民生证券研究院

图表：美国玉米单产（蒲式耳/英亩）



资料来源：USDA，民生证券研究院

图表：中国玉米单产（公斤/公顷）



资料来源：USDA，民生证券研究院

## 4.8.2

# 厄尔尼诺对玉米的影响

图表：典型厄尔尼诺年份对于美国和中国玉米单产的影响

起止年月	持续时间（月）	产季	峰值时间	指数峰值	强度等级	美国		中国	
						覆盖周期	单产同比变化	覆盖周期	单产同比变化
1957.04-1958.07	16	1957/58	1958.01	1.8	中等	全周期	1.9%		
1965.05-1966.04	12	1965/66	1965.11	2	中等	全周期	17.8%		
1968.10-1969.05	8	1968/69	1969.02	1.1	弱	种植期、收获期	-0.8%		
1972.05-1973.03	11	1972/73	1972.11	2.1	强	全周期	10.1%		
1982.04-1983.06	15	1982/83	1983.01	2.2	超强	全周期	4.0%		
1986.08-1988.02	19	1987/88	1987.08	1.7	中等	全周期	0.3%		5.8%
1991.05-1992.06	14	1991/92	1992.01	1.7	中等	全周期	-8.4%		1.2%
1997.05-1998.05	13	1997/98	1997.11	2.4	超强	全周期	-0.3%	全周期	-15.7%
2002.06-2003.02	9	2002/03	2002.11	1.3	中等	生长期、收获期	-6.4%	种植期、生长期	4.8%
2009.07-2010.03	9	2009/10	2009.12	1.6	中等	生长期、收获期	7.2%	种植期、生长期	-5.4%
2014.10-2016.04	19	2015/16	2015.12	2.6	超强	全周期	-1.5%	全周期	1.5%
2018.09-2019.06	10	2018/19	2018.11	0.9	弱	种植期、收获期	-0.1%	全周期	-0.1%

资料来源：USDA，民生证券研究院

4.8.3

## 厄尔尼诺对小麦的影响

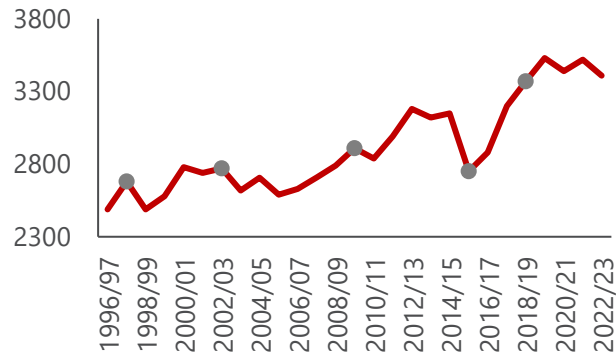
厄尔尼诺对印度小麦主产区影响较为显著。小麦两大主产区俄罗斯和印度，厄尔尼诺主要使太平洋水域表面温度变暖，俄罗斯纬度较高整体受影响不显著。对于印度而言，厄尔尼诺将造成印度降水降低，不利于小麦生长。最为显著的是，2014/16长达19个月的厄尔尼诺曾致印度小麦主产区旱情突出，气象条件明显偏差。因高温干旱天气影响，2015/16产季印度小麦单产大幅下滑，同比-12.7%，为近5年来最低。

图表：典型厄尔尼诺年份对于俄罗斯及印度小麦单产的影响

起止年月	持续时间 (月)	产季	峰值时间	指数峰值	强度等级	俄罗斯		印度	
						覆盖周期	单产同比 变化	覆盖周期	单产同比 变化
1997.05- 1998.05	13	1997/98	1997.11	2.4	超强	全周期	24.3%	全周期	7.6%
2002.06- 2003.02	9	2002/03	2002.11	1.3	中等	全周期	0.0%	种植期、 生长期	1.0%
2009.07- 2010.03	9	2009/10	2009.12	1.6	中等	全周期	-10.0%	种植期、 生长期	4.3%
2014.10- 2016.04	19	2015/16	2015.12	2.6	超强	全周期	-4.4%	全周期	-12.7%
2018.09- 2019.06	10	2018/19	2018.11	0.9	弱	全周期	-12.5%	全周期	5.3%

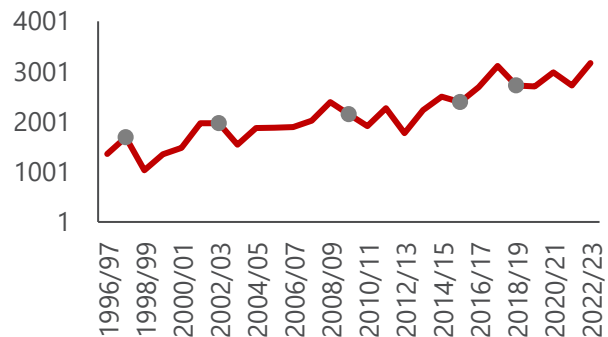
资料来源：USDA，民生证券研究院

图表：印度小麦单产（公斤/公顷）



资料来源：USDA，民生证券研究院

图表：俄罗斯小麦单产（公斤/公顷）



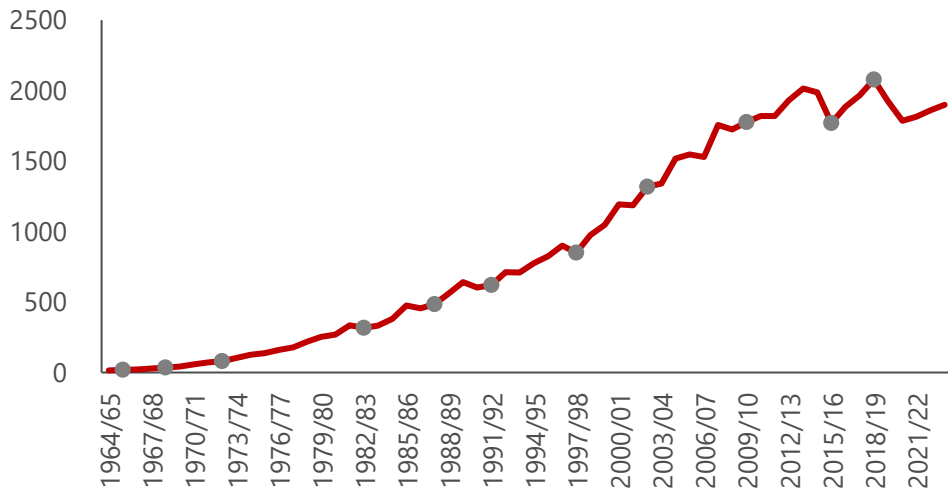
资料来源：USDA，民生证券研究院

4.8.4

## 厄尔尼诺对棕榈油的影响

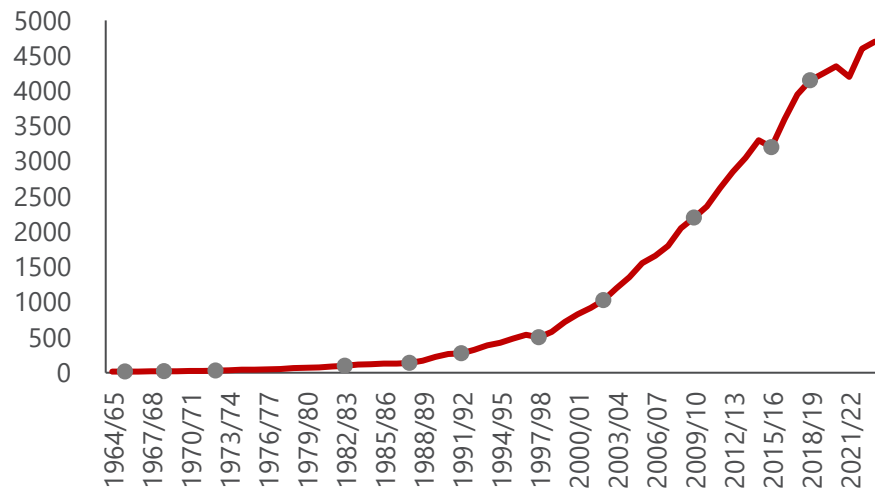
**厄尔尼诺总体对棕榈油主产国的产量有不利影响。**马来西亚和印尼作为棕榈油的主产国，由于种植面积的不断扩大以及政策支持，从1964年以来产量整体呈上涨趋势。厄尔尼诺现象导致东南亚地区干旱，促使棕榈油减产或者产量增速下滑。1997/98和2015/16全球发生超强厄尔尼诺现象，结果是1997年印尼棕榈油减产7.1%，马来西亚棕榈油减产5.5%；2015年印尼棕榈油减产3%，马来西亚棕榈油减产11%。

图表：马来西亚棕榈油产量（万吨）



资料来源：USDA，民生证券研究院

图表：印尼棕榈油产量（万吨）



资料来源：USDA，民生证券研究院



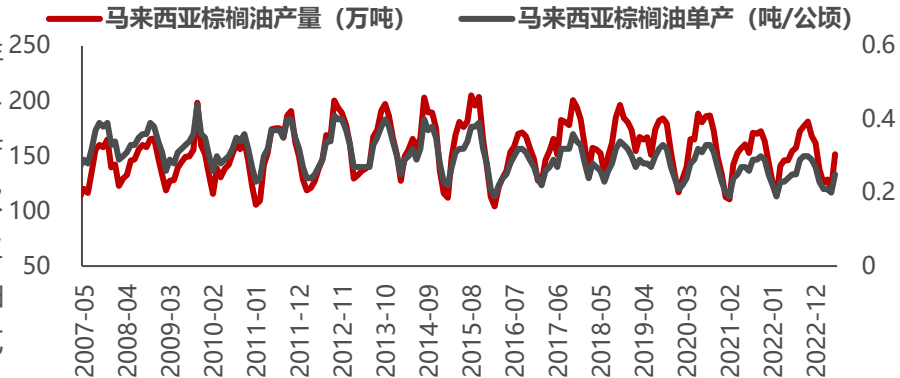
4.8.4

## 厄尔尼诺对棕榈油的影响

棕榈油月度产量呈周期性变化，一般10月为全年最高。棕榈树是一种多年生喜雨作物，一般要求年降雨量维持在1300-2000mm以上。当月降雨量为200-350mm时，棕榈油月度产量和单产相对较高。按照季节性生产规律，棕榈油产量从3月份开始产量持续上升，直至10月达到全年峰值，然后产量逐渐降低到次年2月。主要由于4月至10月份是东南亚地区雨季，充沛的降雨利于棕榈油的生长，而10月份之后，降雨普遍减少，因此棕榈油单产和产量都下滑。由于棕榈油的产量和单产呈周期性变化，目前东南亚处在雨季，仍在增产阶段，若中强度厄尔尼诺在10月左右发生，将会使棕榈油产量降低幅度增大。

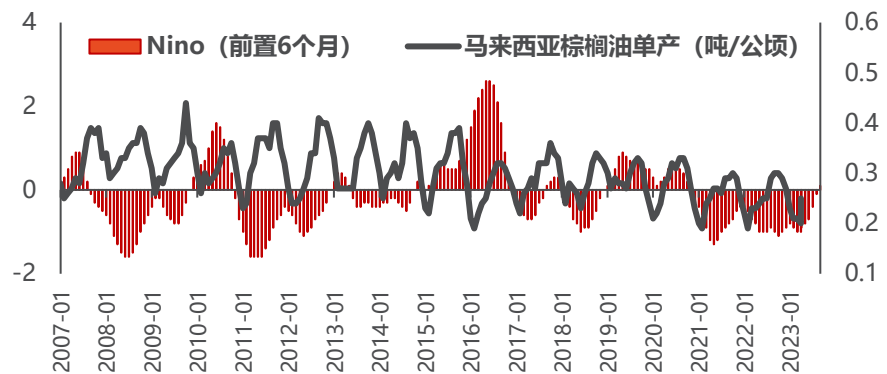
由于棕榈油开花结果压榨周期，厄尔尼诺对于棕榈油的产量影响有滞后性。棕榈果成熟前5-15个月是棕榈树的花絮发芽和授粉阶段，此时降雨量的多寡将影响雌雄花发育比例，过少的降雨将形成更多雄花造成单产下滑。因此，根据从2006年到2022年的马来西亚棕榈油单产与厄尔尼诺指数的走势来看，该两者存在较强的反向关系。当厄尔尼诺指数大于+0.5时，即为厄尔尼诺现象，6个月后的棕榈油月度单产下滑，而当厄尔尼诺指数低于-0.5时，即为拉尼娜现象，东南亚地区降水增强，利于6个月后的棕榈油增产。若中等厄尔尼诺在今年四季度发生，则预计2024年二季度棕榈油或有减产。马来西亚棕榈油局（MPOB）表示，2024年因厄尔尼诺现象造成的棕榈油产量损失可能在100-300万吨之间。

图表：马来西亚月度棕榈油产量与单产



资料来源：马来西亚棕榈油局，民生证券研究院

图表：厄尔尼诺指数与6个月后的棕榈油月度单产呈反向关系



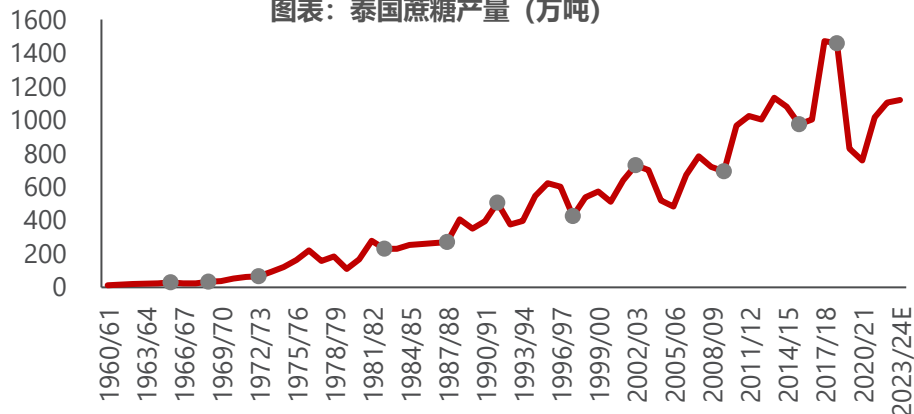
资料来源：wind，马来西亚棕榈油局，民生证券研究院

4.8.5

## 厄尔尼诺对白糖的影响

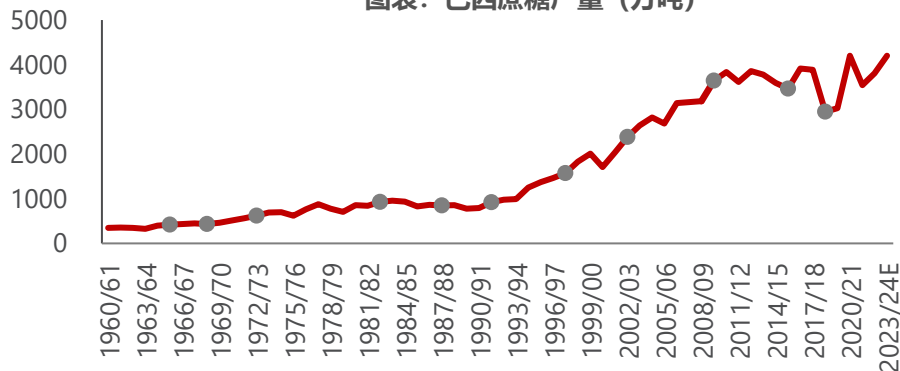
对于白糖而言，厄尔尼诺利于巴西产区，不利于东南亚产区。白糖主产国集中在印度、泰国和巴西。厄尔尼诺往往导致东南亚地区季风雨降水偏少，干旱天气下泰国和印度的甘蔗亩产将受到影响，造成食糖减产。但会给巴西中南部地区带来充沛的降雨，有利于单产的提升。从历史厄尔尼诺年份来看，气候对巴西蔗糖产量增加的程度较为明显，而对于泰国来说，厄尔尼诺将会使蔗糖产量进入阶段性低点。

图表：泰国蔗糖产量（万吨）

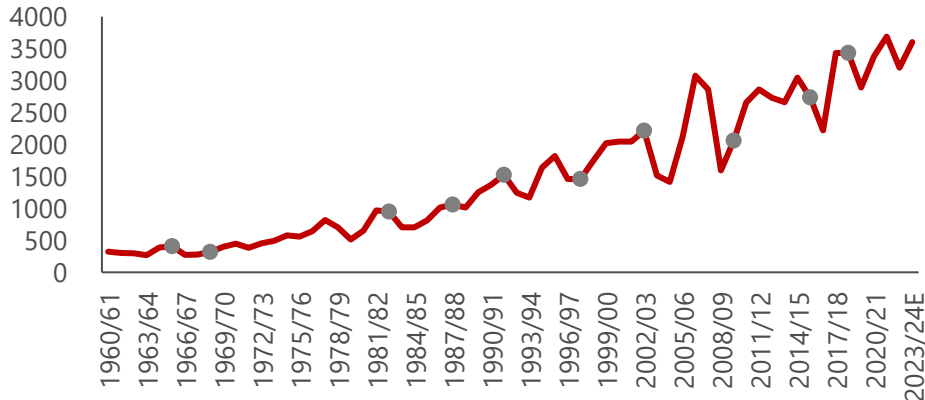


资料来源：USDA，民生证券研究院

图表：巴西蔗糖产量（万吨）



图表：印度蔗糖产量（万吨）



资料来源：USDA，民生证券研究院

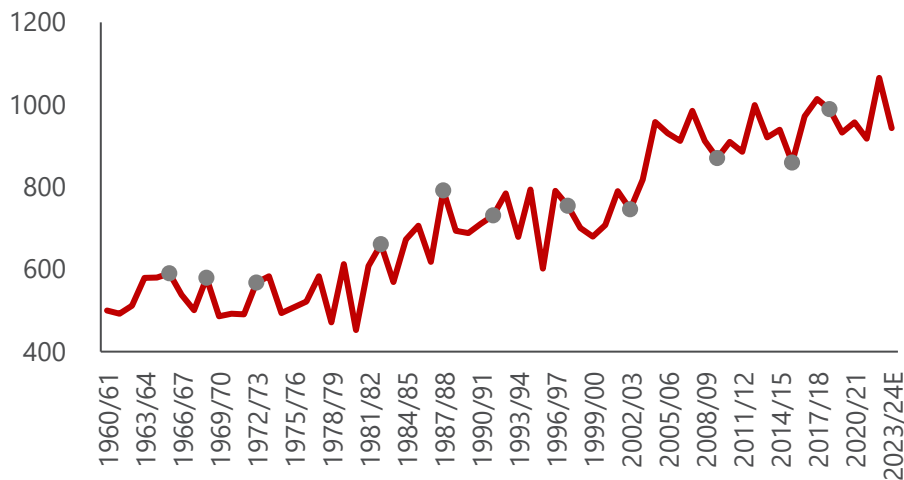
4.8.6

## 厄尔尼诺对棉花的影响

**厄尔尼诺利于美国棉花增产。**美国棉花种植集中在德州及其向东一带，其中德州约占全美产量的42%。厄尔尼诺通常会导致美国西部和南部降雨量增多，适当的降雨有助于改善棉区干旱情况，通常带来更低的弃耕率，从而有助于提升棉花单产。

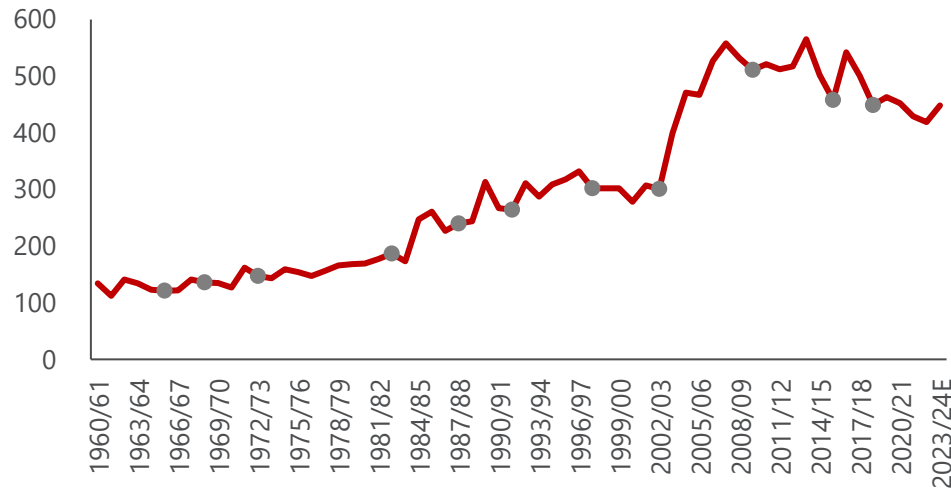
**厄尔尼诺不利于印度棉花生长。**印度的农作物的生长很大程度依赖季风降雨，印度植棉集中于中部及南部，中部在5—12月，厄尔尼诺现象通常会使其5—12月的平均累计降水低于历史均值，从而影响棉花单产。

图表：美国棉花单产（公斤/公顷）



资料来源：USDA，民生证券研究院

图表：印度棉花单产（公斤/公顷）



资料来源：USDA，民生证券研究院

# 4.8.6

## 厄尔尼诺对棉花的影响

图表：典型厄尔尼诺年份对于美国及印度棉花单产的影响

起止年月	持续时间（月）	产季	峰值时间	指数峰值	强度等级	美国		印度	
						覆盖周期	单产同比变化	覆盖周期	单产同比变化
1965.05-1966.04	12	1965/66	1965.11	2	中等	全周期	1.7%	全周期	-1.6%
1968.10-1969.05	8	1968/69	1969.02	1.1	弱	种植期、收获期	15.6%	种植期、收获期	-3.6%
1972.05-1973.03	11	1972/73	1972.11	2.1	强	全周期	15.7%	全周期	-9.3%
1982.04-1983.06	15	1982/83	1983.01	2.2	超强	全周期	8.7%	全周期	5.7%
1986.08-1988.02	19	1987/88	1987.08	1.7	中等	全周期	28.2%	全周期	5.7%
1991.05-1992.06	14	1991/92	1992.01	1.7	中等	全周期	2.8%	全周期	-1.1%
1997.05-1998.05	13	1997/98	1997.11	2.4	超强	全周期	-4.7%	全周期	-2.0%
2002.06-2003.02	9	2002/03	2002.11	1.3	中等	生长期、收获期	-5.6%	全周期	-2.0%
2009.07-2010.03	9	2009/10	2009.12	1.6	中等	生长期、收获期	-4.6%	生长期、收获期	-4.0%
2014.10-2016.04	19	2015/16	2015.12	2.6	超强	全周期	-8.5%	全周期	-8.8%
2018.09-2019.06	10	2018/19	2018.11	0.9	弱	生长期、收获期	-2.5%	生长期、收获期	-10.4%

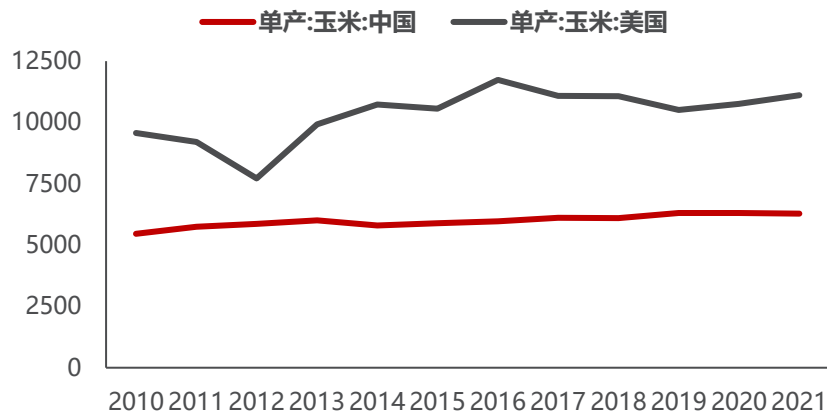
资料来源：USDA，民生证券研究院

4.9.1

## 种业：良种培育为未来主旋律，转基因技术或能缓解气候变化压力

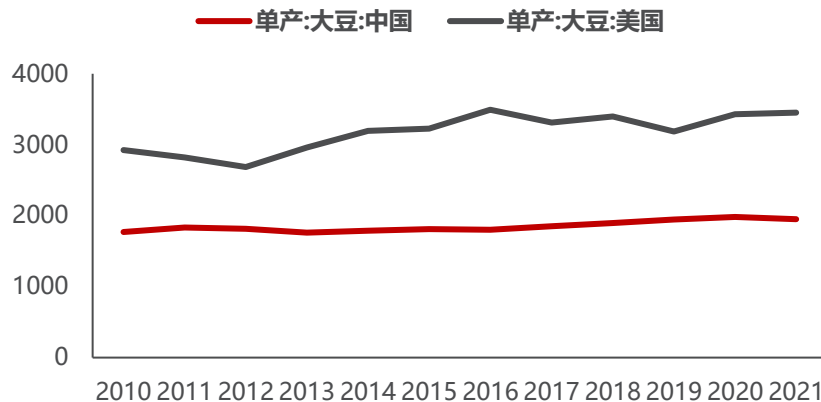
良种培育使单产提高解决增产困惑，转基因技术缓解气候变化带来的减产压力。2022年我国大豆和玉米进口量分别为9108、2062万吨，根据二者分别130、419公斤/亩的单产水平，若要填补进口缺口，理论上我国分别还需要增加7.5亿亩土地，粮食增产难以通过增加耕地面积来解决。对比全球最大的农产品输出国美国，2021年我国大豆、玉米单产分别仅有美国的55.1%、56.6%，仍存在显著的差距。因此，提高作物单产至关重要，良种培育成为我国种业振兴的主旋律。海外天气异常高发对农产品的生产带来比较严峻的挑战，国家仍然高度重视种业的发展，转基因技术或能缓解减产压力，有望迎来新机遇。

图表：中美玉米单产对比（公斤/亩）



资料来源：wind，民生证券研究院

图表：中美大豆单产对比（公斤/亩）



资料来源：wind，民生证券研究院

4.9.2

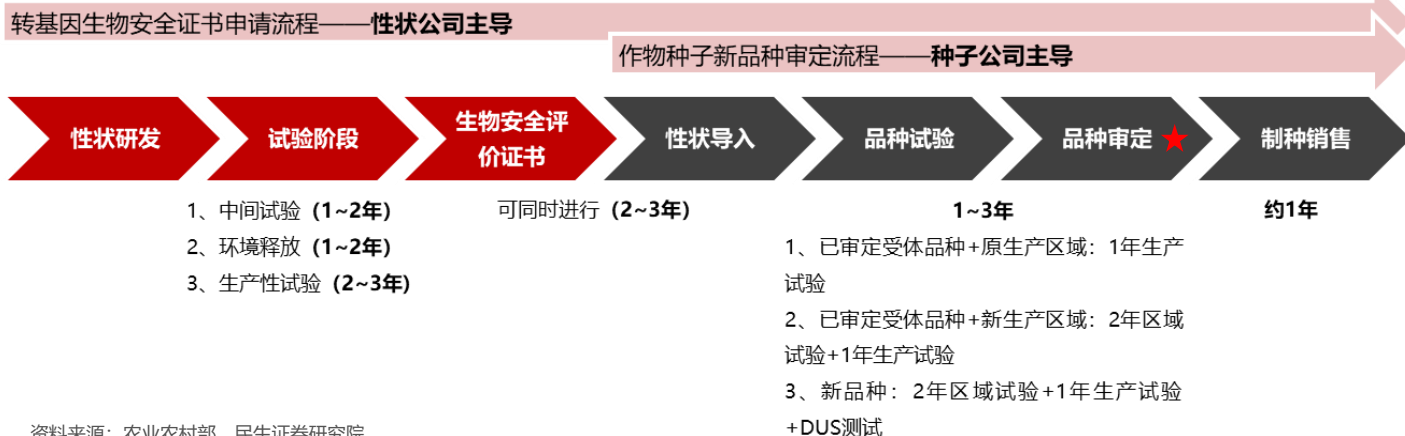
## 种业：转基因技术催化下，种子市场焕发新机

**转基因商业化渐行渐近。**根据我国现行种子法规定，转基因种子需要经历安全证书获批和品种审定上市两个阶段，才能正式推出市场。在种业振兴和生物育种政策稳步推进的背景下，**国内转基因商用落地进程仅剩品种审定一步之遥。**

①转基因安全证书：自2019年以来，我国已陆续有11个转基因抗虫、耐除草剂玉米和3个转基因耐除草剂大豆获得了生产应用安全证书。

②品种审定：农业部于2022年6月发布《国家级转基因玉米、大豆品种审定标准（试行）》，规定了转基因性状应满足的条件，以及回交转育转基因品种的标准。

图表：我国转基因商业化流程梳理



资料来源：农业农村部，民生证券研究院



## 4.10 小结

**厄尔尼诺发生概率再度上调，白糖、棉花、棕榈油等商品面临较大减产风险，或推动整体价格上行**，可以重点关注软商品种植与生产相关公司。对于**白糖**来说，受气候及政策影响，海外供给有不同程度的减产预期，国内缺口放大驱动进口利润修复，我们看好国内糖价能够创新高，关注糖周期的右侧布局机会，弹性标的关注**南宁糖业**。对于**棉花**来说，厄尔尼诺的到来将导致印度的干旱影响单产水平，加上中国供需格局进一步偏紧，棉花价格中枢或进一步上移，建议关注棉花种植相关公司如**冠农股份、新赛股份、新农开发**等或将收益。对于**棕榈油**来说，厄尔尼诺将会使东南亚棕榈油主产区变得异常干旱，导致棕榈油产量减产概率增大，棕榈油价格有望进一步提升。建议关注下游公司如**赞宇科技**，其成本上行有望通过产品转移。

对于玉米和大豆而言，厄尔尼诺对美国 and 南美主产区带来降水增多，尤其是美国，因而对玉米和大豆有不同程度的增产预期。整体来看，玉米和大豆库销比处于底部向上恢复通道，供应逐渐宽松，价格趋势向下，有利于饲料企业降低成本，饲料生产相关企业有望受益。持续推荐猪饲料企业**邦基科技**（专注于高端饲料）以及禽饲料企业**禾丰股份**（高毛利饲料占比进一步提升）。

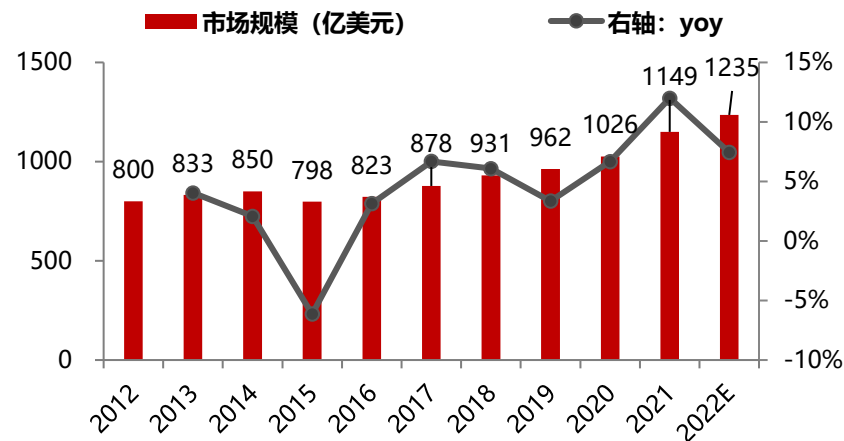
海外天气异常高发对农产品的生产带来比较严峻的挑战，国家仍然高度重视种业的发展，未来种子发展的机遇主要集中在转基因育种，重点关注**大北农**（性状公司）、**隆平高科**以及**登海种业**（玉米种子龙头企业）。

## 05. 海外库存去化已近尾声， 宠物食品出口有望边际改善

## 5.1 我国宠物食品市场规模增速远高于世界平均水平

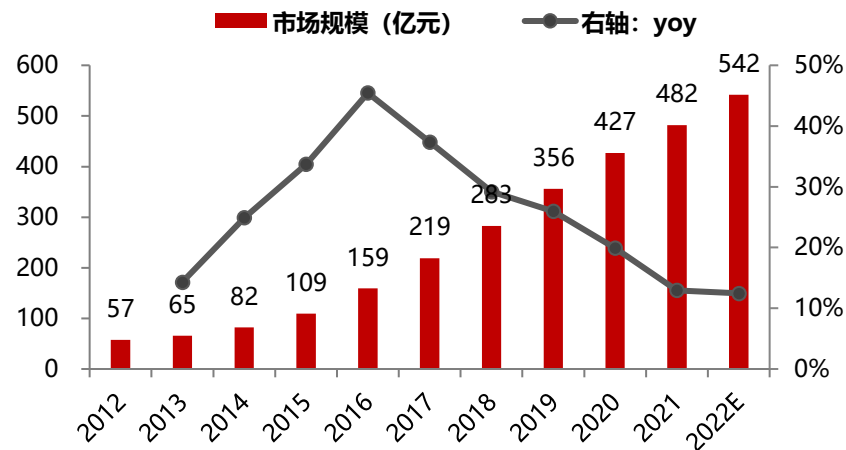
**我国宠物食品市场规模增速远高于世界平均水平。**根据《2021宠物行业白皮书》预计，2022年全球宠物食品零售规模或达到1235亿美元，2012-2022年CAGR约为4.4%。反观国内，随着人们对喂养商品粮的认知提升，市场对宠物食品的需求进一步释放。从2012-2021年，中国宠物食品市场零售规模由57.3亿元增长到481.9亿元，2022年有望进一步增长至541.8亿元。除2021年疫情影响外，2012年-2022年宠物市场规模年增长率大部分都维持在14%以上，CAGR达25.2%，远高于世界平均水平。

图表：2012-2022年全球宠物食品市场规模及增速



资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

图表：2012-2022年中国宠物食品市场规模及增速

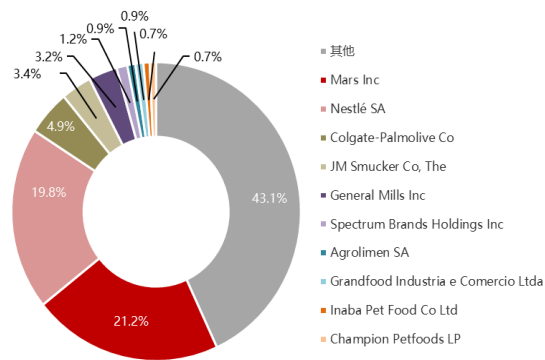


资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

## 5.2 国产自主品牌“搏击”海外品牌加剧

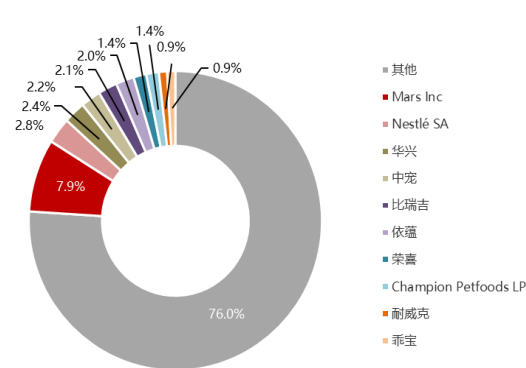
代加工业务海外竞争加剧，向内发展本土自主品牌大势所趋。从全球宠物食品行业的竞争格局来看，玛氏和雀巢普瑞纳早期通过大举并购不断壮大，目前已位列全球宠物食品行业第一梯队，产品带全方位覆盖高中低端。2021年全球宠物食品CR10高达57%，但品牌CR10为23%。随着国内市场需求快速扩容，越来越多的国内厂商以自有品牌加入国内市场的竞争，近年来龙头玛氏和雀巢不断被国产品牌分流市场份额。2021年国内宠物食品企业CR10仅24%，品牌CR10更是低至18.6%，呈现出“国产搏击进口”的激烈势头。

图表：2021年全球宠物食品企业CR10



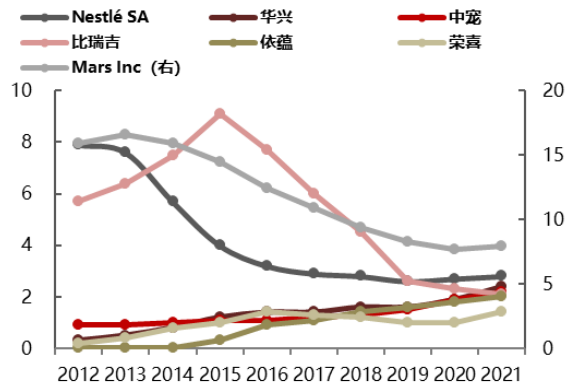
资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

图表：2021年我国宠物食品企业CR10



资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

图表：2012-2021年国内宠物食品企业市场份额变化

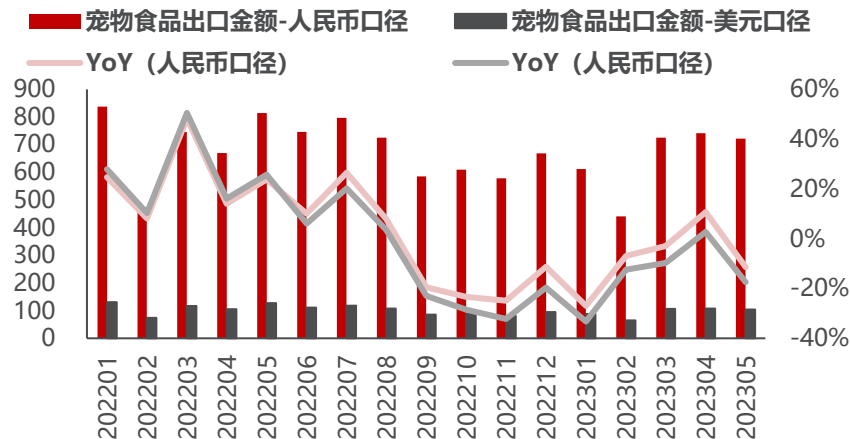


资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

## 5.3 海外库存压力逐步缓解，出口或出现边际改善

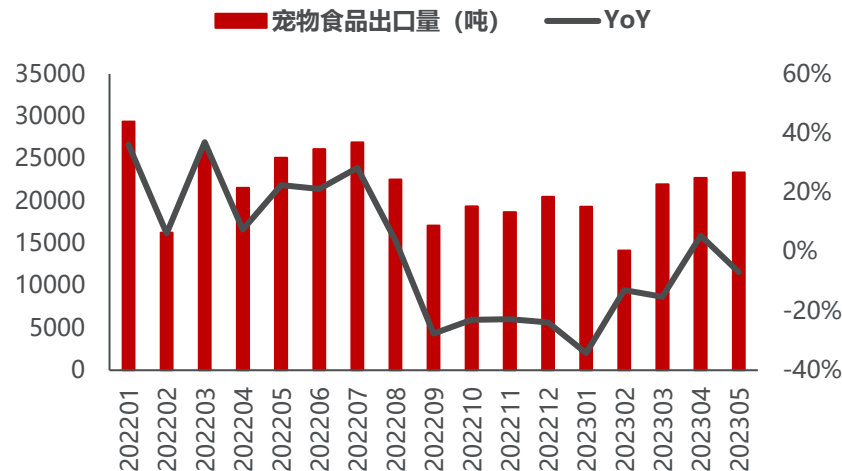
海外库存压力已近尾声，4月出口额增速开始转正。4月宠物食品出口出现明显边际改善。据海关总署，2023年4月零售包装的宠物食品出口额为7.4亿元、同比+10.7%。受美元升值影响，美元口径计价的宠物食品出口额为1.1亿元、同比+2.8%，主要系出口量提升驱动。4月销量为2.27万吨，同比增长5.43%，开始实现转正。5月出口金额同比继续回落，同比增速继续回落至负数，出口量同比-6.9%，但环比有所增长。

图表：2022年1月-2023年5月宠物食品出口额（百万元/百万美元）



资料来源：海关总署，民生证券研究院

图表：2022年1月-2023年5月宠物食品出口量（吨）

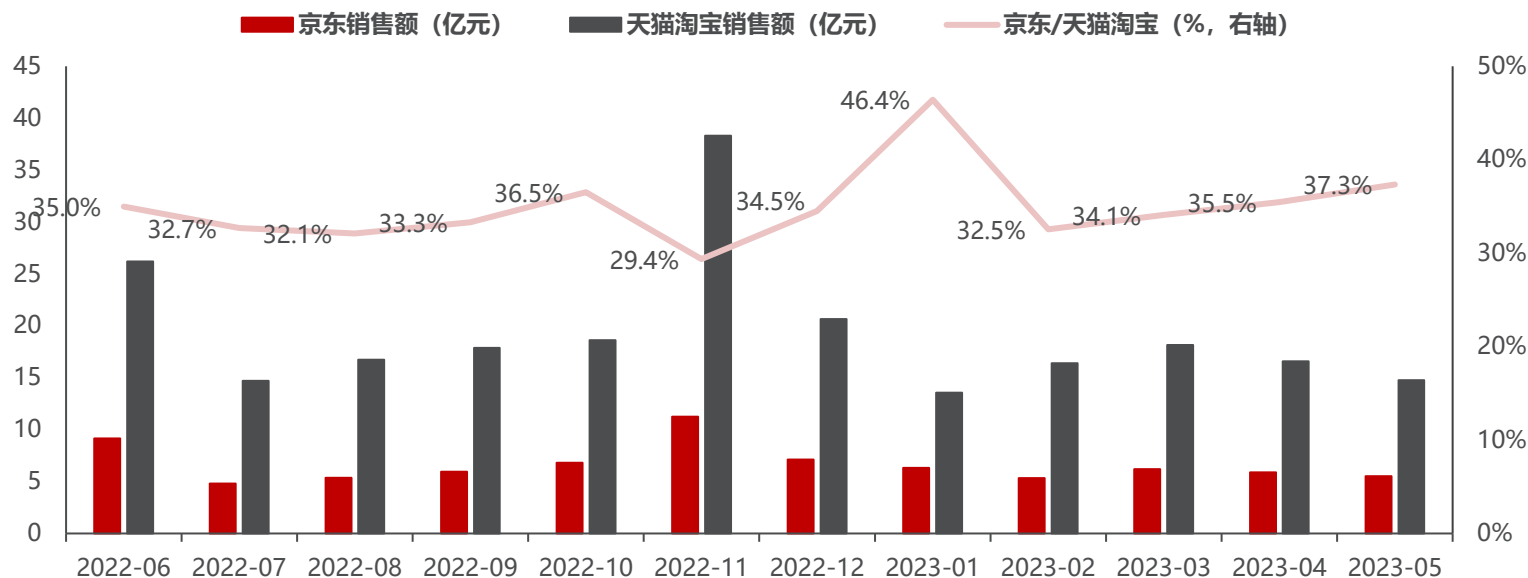


资料来源：海关总署，民生证券研究院

## 5.4 天猫淘宝为宠物食品主要线上渠道

**天猫淘宝为宠物食品线上渠道。**根据datayes数据，一年中主要以6月和11月两次大促活动推动线上宠物食品销售额，而且天猫淘宝已然成为主要线上平台。截至2023年5月，天猫淘宝销售额达14.8亿元，京东销售额为5.5亿元，京东/天猫淘宝占比为37.3%。

图表：2022年6月-2023年5月宠物食品线上销售数据



资料来源：datayes，民生证券研究院



## 5.5 宠物食品在“618”消费大促下持续增长态势

作为天猫和京东“618”消费大促的活动主场，在宠物产品和服务持续升级的推动下，宠物类目整体消费态势也在不断增长。**中宠股份**：顽皮京东平台前10分钟成交额超去年全天，领先天猫平台前1小时成交额超去年“618”全时段。**佩蒂股份**：爵宴全网销售额800万，天猫及京东狗零食品牌热销榜分别位列第一和第二。**乖宝宠物**：弗列加特和麦富迪天猫和京东自营旗舰店成交额突破2708万元，其中麦富迪天猫旗舰店1262万元，麦富迪京东自营旗舰店803万元，弗列加特天猫旗舰店643万元。

图表：顽皮京东“618”开门红战报 图表：领先天猫“618”开门红战报



资料来源：宠物行业观察，民生证券研究院



资料来源：宠物行业观察，民生证券研究院

图表：爵宴全网“618”开门红战报 图表：麦富迪及弗列加特“618”开门红战报



资料来源：宠物行业观察，民生证券研究院



资料来源：宠物行业观察，民生证券研究院

## 5.6 小结

近年来随着中国经济的发展、人均收入的增长、人口老龄化以及消费升级的变化，中国宠物产业已进入蓬勃发展期。从2012-2021年，中国宠物食品市场零售规模由57.3亿元增长到481.9亿元，2022年有望进一步增长至541.8亿元。除2021年疫情影响外，2012年至今市场规模年增长率大部分都维持在14%以上，CAGR达25.2%，远高于世界平均水平。国内宠物食品自主品牌已然崛起，较多公司都从OEM转向OBM，未来“国产搏击进口”的势头或将持续。

**海外市场：**对于宠物食品出口来说，库存调整周期逐渐进入尾声，随着海外终端需求逐步回暖，我国宠物食品出口同比有所提升。4月我国宠物食品出口金额同比首次转正，未来宠物公司出口需求或将边际改善。**国内市场：**国内“618”大促活动推动宠物消费需求回暖，在品牌矩阵日趋丰富以及高端原材料和设备的加持下，国产品牌竞争力持续增强。建议推荐宠物食品自主品牌龙头企业**中宠股份**，建议关注宠物食品OEM龙头企业**佩蒂股份**。

## 06. 风险提示

### 1.政策调控导致猪价反弹不及预期风险:

猪价上涨国家抛储、加大进口等手段调节导致猪价反弹幅度不及预期的风险。

### 2.重大突发动物疫病风险:

动物疫病方面，非洲猪瘟和禽流感困扰国内养殖行业多年，一旦出现大规模疫病，将会造成产能损失、增加养殖成本，冲击养殖业与动保行业；

### 3.天气灾害导致原材料价格波动风险:

玉米、小麦、稻谷等主粮价格若遭遇恶劣天气导致供应下滑，将造成原材料价格大幅上涨，提升养殖业经营成本，拉低业绩。

### 4.自主品牌拓展不及预期风险:

海外市场目前保持稳定，公司未来发展取决于国内市场自主品牌市场份额的扩张带来的收入，目前国内市场宠物食品行业竞争激烈，行业集中度偏低，如果公司自主品牌无法在研发端、生产端、以及渠道端等方面契合国内消费者需求，自主品牌发展将不及预期，国内市场收入将会受到较大影响。



# THANKS 致谢



**分析师 周泰**

执业证号: S0100521110009

邮件: zhoutai@mszq.com



**研究助理 徐菁**

执业证号: S0100121110034

邮件: xujing@mszq.com

**研究助理 韩晓飞**

执业证号: S0100123050029

邮件: hanxiaofei@mszq.com

## 民生证券研究院:

上海: 上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F; 200120

北京: 北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座19层; 100005

深圳: 广东省深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦32层05单元; 518026

### 分析师声明:

本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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

### 评级说明:

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A股以沪深300指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	公司评级	推荐
		谨慎推荐
		中性
		回避
	行业评级	推荐
		中性
		回避

### 免责声明:

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。