

# 长夜将尽，寻拐点之明灯

## 农业行业 2023 年中期策略报告

### 核心观点

- **养殖：估值周期双底，亏损带动预期重塑。** 1) 生猪：母猪与仔猪产能均指向 Q2-Q3 供应偏高。今年以来商品猪价持续疲软，行业进入消极抵抗阶段。虽然当前产能去化相对偏缓，但持续亏损一旦击溃预期，产能或出现较为彻底的调整。2) 白鸡：2023 年白鸡供应整体宽松。短期看，关注父母代环节亏损淘鸡情况。中期看，2022 年低引种逐步传导，预计在今年 Q4 兑现为鸡价上涨。长期看，国产种鸡已开始市场化销售，若性能不及预期，或可延长价格景气度。3) 黄鸡：父母代存栏下降，存栏结构持续调整，快速型延续萎缩，慢速型占比扩大，带动价格中枢上移。
- **大宗：粮油重心下移，关注加工企业利润修复。** 1) 谷物：国内和海外新作玉米均预计增产，价格重心或下移。2) 大豆：巴西丰产兑现，美豆新作预期增长，供给未存近忧。3) 菜籽：加拿大菜籽延续增产预期，澳大利亚菜籽预计减产。国内库存继续增加，供应宽松局面不改。4) 白糖：巴西增产预期较为确定。印度乙醇分流与天气风险压制食糖增产。外盘价格下修，但内外价差依然倒挂。随着消费旺季到来，下游补库或通过缺口带动进口利润修复，国内糖价仍值得期待。
- **养殖配套：饲料迎拐点，动保待催化。** 1) 饲料：Q2-3 生猪和白鸡存栏整体偏高，利好饲料销售。随鱼价反转、养殖利润修复，水产料整体景气乐观。今年以来原材料价格大幅下跌，长期看，饲料加工利润有望修复。2) 动保：非瘟疫苗主要研发单位已取得突破性进展，兰研所、中科院两条路线均已向农业部提交了应急评价申请，相关评审工作正在进行。非洲猪瘟疫苗一旦商业化，动保行业有望明显扩容。
- **宠物：海外需求向好，国产替代加速。** 1) 海外：短期看，宠物食品出口拐点或至。截至到 2023 年 4 月，中宠股份出口订单已经基本恢复，5-6 月份出口业务有望转正。长期看，欧美需求不减，同时宠物食品具有逆周期属性，因此即使在经济波动之中，仍不需要过分担心海外需求。2) 国内：行业增速已有所放缓，市场集中度低，竞争依旧激烈。一级市场降温优化竞争格局。未来宠物食品行业新生品牌或减少，存量品牌相互竞争，行业迎来洗牌，拥有强大的供应链管理能力和渠道运营能力和现金流支持的国产品牌更有机会抢占市场份额。

### 投资建议与投资标的

- **生猪养殖：**行业生产情绪将在亏损的累计中被击溃，猪周期预期反转机会再度来临，关注牧原股份、温氏股份、巨星农牧、新希望、傲农生物。
- **家禽养殖：**白鸡低引种通过祖代供应减少逐级向下反映，白鸡价格或将于今年年末开启反转。关注圣农发展、益生股份、民和股份、禾丰股份、仙坛股份。黄鸡补栏疲软，鸡价景气跟随消费恢复，关注温氏股份、立华股份、湘佳股份。
- **饲料：**畜禽存栏增加，利好饲料销售；水产存塘消化，鱼价压制解除，水产料整体景气乐观；原料价格下跌，饲料加工利润有望修复。关注饲料龙头企业海大集团。
- **动保：**非瘟疫苗已取得突破性进展，一旦推出，或将进一步打开市场空间，行业强扩容。关注普莱柯、生物股份、中牧股份、科前生物。
- **宠物：**宠物零食出口订单或见拐点，海外需求长期仍具韧性。国内行业增速有所下滑，国产品牌替代加速。关注中宠股份、佩蒂股份。

### 风险提示

农产品价格波动风险、疫病风险、政策风险、行业竞争与产品风险、假设条件变化影响测算结果风险。

行业评级

看好（维持）

国家/地区

中国

行业

农业行业

报告发布日期

2023 年 06 月 13 日



证券分析师

证券分析师 张斌梅

021-63325888\*6090

zhangbinmei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860520020002

香港证监会牌照：BND809

联系人

联系人 樊嘉敏

fanjiamin@orientsec.com.cn

联系人 肖嘉颖

xiaojiaying@orientsec.com.cn

相关报告

掘金安全自主，拾珠周期景气：农业 2023 年年度策略 2022-11-22

猪周期反转渐进，大宗低库存博弈：农业 2022 年中期策略报告 2022-05-28

## 目 录

|                             |    |
|-----------------------------|----|
| <b>养殖：估值周期双底，亏损带动预期重塑</b>   | 6  |
| 生猪：弱价亏损有望持续，底部反转再蓄力         | 6  |
| 肉鸡：产能拐点已至，景气蓄势而升            | 9  |
| 白羽：在产祖代下行，价格拐点将至            | 9  |
| 黄羽：产能低位运行，静待消费复苏            | 11 |
| <b>大宗：粮油重心下移，关注加工企业利润修复</b> | 12 |
| 谷物：内外缺口同步收窄，价格重心料下移         | 12 |
| 油料：旧作丰产兑现，新作未存近忧            | 16 |
| 豆系：旧作全球丰产兑现，新作预期产量增加        | 16 |
| 菜系：加菜籽延续增产预期，澳菜籽预计减产        | 18 |
| 白糖：远水不解近渴，高位或可持续            | 19 |
| 天气：厄尔尼诺发酵，北美干旱再现            | 21 |
| <b>养殖配套：饲料迎拐点，动保待催化</b>     | 24 |
| 饲料：畜禽存栏利好，水产景气乐观            | 24 |
| 动保：猪苗两极分化，非瘟打开空间            | 26 |
| <b>宠物：海外需求向好，国产替代加速</b>     | 29 |
| 海外：出口拐点或至，长期仍具韧性            | 29 |
| 国内：行业增速放缓，迎接新一轮洗牌           | 31 |
| <b>投资建议</b>                 | 35 |
| <b>风险提示</b>                 | 35 |

## 图表目录

|   |    |
|---|----|
| 图 1：2021 年以来猪价与代表性股票累计涨跌幅复盘 .....           | 6  |
| 图 2：农业部能繁母猪存栏量情况 .....                      | 7  |
| 图 3：新出生仔猪数情况 .....                          | 7  |
| 图 4：2023 年 1-4 月全国定点生猪屠宰企业累计屠宰量同比+10% ..... | 7  |
| 图 5：年初以来宰后均重持续回落 .....                      | 7  |
| 图 6：4 月下旬以来猪价持续回落 .....                     | 8  |
| 图 7：2022 年底以来生猪养殖持续亏损超 5 个月 .....           | 8  |
| 图 8：各样本能繁母猪变化情况 .....                       | 8  |
| 图 9：在产父母代存栏量持续上升 .....                      | 9  |
| 图 10：父母代鸡苗销量的趋势性增长持续到 2022 年 11 月 .....     | 9  |
| 图 11：父母代种鸡养殖利润 .....                        | 10 |
| 图 12：商品代毛鸡养殖利润 .....                        | 10 |
| 图 13：在产祖代存栏量持续下降 .....                      | 10 |
| 图 14：父母代鸡苗销量领先 3 个季度商品代鸡苗销量 .....           | 10 |
| 图 15：2023 年祖代白羽肉雏鸡更新量有所恢复 .....             | 11 |
| 图 16：2023 年 1-5 月祖代国内自繁与国外引种占比 .....        | 11 |
| 图 17：父母代黄羽肉种鸡存栏量降至近 5 年最低水平 .....           | 12 |
| 图 18：黄羽父母代鸡苗周均销售量同比下降 .....                 | 12 |
| 图 19：黄鸡慢速型品种的占比持续扩大 .....                   | 12 |
| 图 20：慢速型黄鸡价格表现好于中、快速型 .....                 | 12 |
| 图 21：2023/24 年度中国谷物饲用需求预计平稳 .....           | 13 |
| 图 22：2023/24 年度中国饲用谷物结构有所变化 .....           | 13 |
| 图 23：预计 23/24 年度玉米播种面积和单产双增 .....           | 13 |
| 图 24：预计 23/24 年度玉米产需缺口收窄 .....              | 13 |
| 图 25：小麦与玉米现货价格倒挂 .....                      | 14 |
| 图 26：山东、河南玉米与小麦进场价差 .....                   | 14 |
| 图 27：农业部预计 2023/24 年度玉米进口量 1750 万吨 .....    | 15 |
| 图 28：2022 年中国玉米进口来源构成 .....                 | 15 |
| 图 29：2023 年 1-4 月中国玉米进口来源构成 .....           | 15 |
| 图 30：巴西玉米进口成本具备优势 .....                     | 16 |
| 图 31：23/24 年玉米主产国增减产情况（百万吨） .....           | 16 |
| 图 32：23/24 年海外玉米产量预期与库消比增至偏高水平 .....        | 16 |
| 图 33：23/24 年大豆主产国增减产情况（百万吨） .....           | 17 |
| 图 34：23/24 年全球大豆产量预期与库消比增至偏高水平 .....        | 17 |

|   |    |
|---|----|
| 图 35: 美豆作物进展.....                               | 17 |
| 图 36: 23/24 年菜籽主产国增减产情况（百万吨）.....               | 18 |
| 图 37: 23/24 年全球菜籽产量预计略降，库消比预计上升.....            | 18 |
| 图 38: 油厂菜籽持续累库.....                             | 18 |
| 图 39: 菜籽进口量维持高位.....                            | 18 |
| 图 40: 22/23 榨季全球食糖产量预估 1.77 亿吨，同比-1.8%.....     | 19 |
| 图 41: 主流机构对全球食糖供需缺口的估算.....                     | 19 |
| 图 42: USDA 对 23/24 年食糖主产国增减产情况的预计（百万吨）.....     | 19 |
| 图 43: USDA 预计印度 23/24 年甘蔗单产略降.....              | 20 |
| 图 44: 印度 EBP 计划与耗糖当量.....                       | 20 |
| 图 45: 产区现货价仍低于配额外进口成本.....                      | 21 |
| 图 46: 3、4 月进口量明显下降.....                         | 21 |
| 图 47: 2023 年 5 月 NMME 对 Niño-3.4 温度异常的预测.....   | 21 |
| 图 48: 2023 年 5 月 NOAA 对 ENSO 事件的概率预测.....       | 21 |
| 图 49: 厄尔尼诺时间下的降水模型.....                         | 22 |
| 图 50: 美国干旱指数趋势性下降.....                          | 23 |
| 图 51: 玉米影响面积.....                               | 23 |
| 图 52: 大豆影响面积.....                               | 23 |
| 图 53: 2023 年 1-4 月全国饲料总产量 9638 万吨，同比增长 7%。..... | 24 |
| 图 54: 普水鱼价格同比降幅大幅收窄.....                        | 25 |
| 图 55: 黄颡鱼塘口均价略高于成本线.....                        | 25 |
| 图 56: 生鱼塘口均价接近成本线.....                          | 25 |
| 图 57: 加州鲈塘口均价 13.8 元/斤，环比涨 5%.....              | 26 |
| 图 58: 对虾湛江地区（40 条/斤）塘口价同比上涨 8.7%.....           | 26 |
| 图 59: 今年以来原材料价格大幅下跌.....                        | 26 |
| 图 60: 原材料价格下跌带动饲料产品降价.....                      | 26 |
| 图 61: 今年以来猪用疫苗批签发数量两级分化.....                    | 27 |
| 图 62: 23Q1 以可选苗为主的动保企业收入取得不错的修复.....            | 27 |
| 图 63: 兽药评审过程示意图.....                            | 28 |
| 图 64: 4 月宠物食品出口 1.08 亿美元，同比+2.84%.....          | 30 |
| 图 65: 宠物零食占出口宠物食品金额 95%以上.....                  | 30 |
| 图 66: 4 月宠物零食出口金额 1.03 亿美元，同比+2.12%.....        | 30 |
| 图 67: 4 月宠物零食出口数量 2.01 万吨，同比+2.66%.....         | 30 |
| 图 68: 4 月宠物零食欧亚地区出口金额同比转正，美国出口金额降幅收窄.....       | 30 |
| 图 69: 2022 年美国宠物食品市场规模同比+6%.....                | 31 |
| 图 70: 2022 年德国宠物食品市场规模同比+4%.....                | 31 |
| 图 71: 2008、2020 年美国 GDP 增速下滑但宠物食品仍增长.....       | 31 |
| 图 72: 2020 年德国 GDP 增速下滑但宠物食品仍增长.....            | 31 |

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

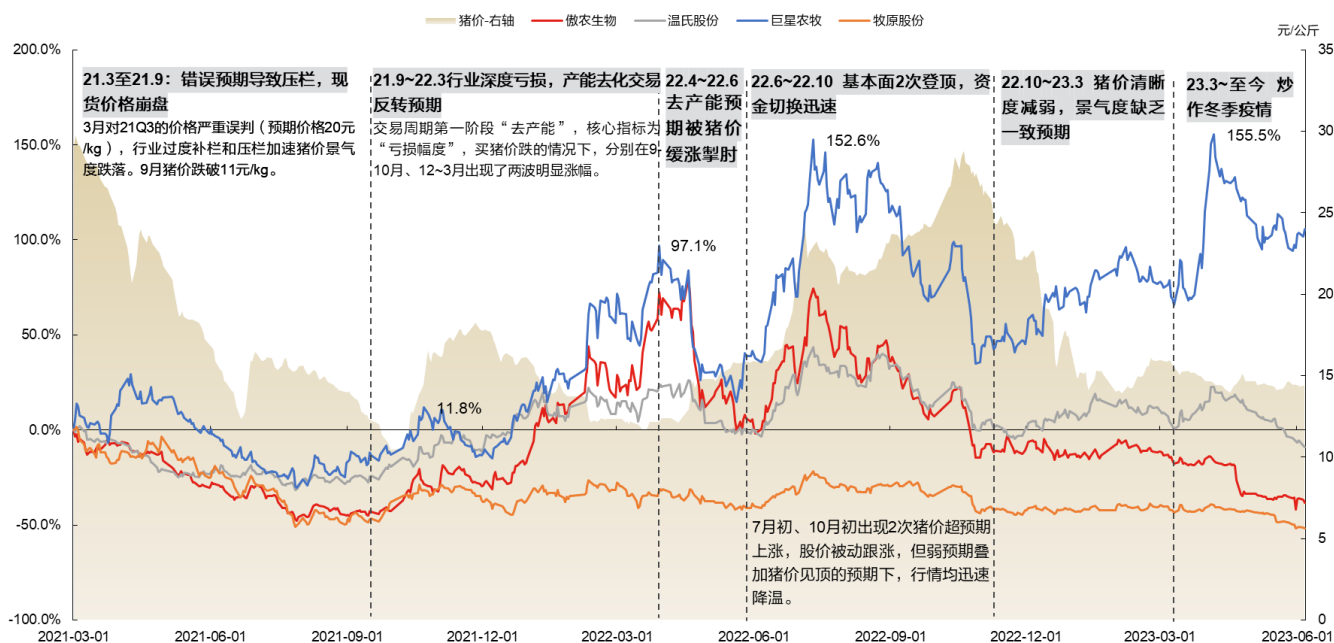
|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 图 73：2022 年我国宠物食品市场规模同比+12%..... | 32 |
| 图 74：主粮消费决策因素 .....              | 33 |
| 图 75：4 月宠物食品品牌小红书预估商业笔记投放金额..... | 33 |
| 图 76：宠物主月收入以万元以下为主.....          | 33 |
| 图 77：中国宠物食品销售渠道分布（2022） .....    | 34 |
| 图 78：国内通过高额销售费用投放强化品牌力 .....     | 34 |
| 图 79：中国宠物领域投资事件及金额.....          | 34 |
| 图 80：中国宠物食品新成立创业公司年度分布 .....     | 34 |
| <br>                             |    |
| 表 1：2023 年生猪价格季度预测表.....         | 9  |
| 表 2：主要供种州最新禽流感病例与检疫证书失效状态 .....  | 11 |
| 表 3：2020-2022 年陈稻谷拍卖情况.....      | 14 |
| 表 4：巴西甘蔗-糖产量测算表 .....            | 20 |
| 表 5：厄尔尼诺事件下的主要农产品潜在影响 .....      | 22 |
| 表 6：非瘟疫苗技术路径 .....               | 27 |
| 表 7：我国主要非瘟疫苗研制进展 .....           | 28 |
| 表 8：非洲猪瘟疫苗市场规模测算（单位：亿元） .....    | 29 |
| 表 9：我国宠物食品行业竞争格局（按公司区分） .....    | 32 |

## 养殖：估值周期双底，亏损带动预期重塑

### 生猪：弱价亏损有望持续，底部反转再蓄力

**复盘：价格预期的博弈与兑现。**复盘 2021 年至今的猪股与猪价可以看出，市场对猪股的择时交易离不开“涨价预期”与“涨价兑现”2 个方面，涨价的预期依赖对于产能的判断，可交易的点包括 1) 低猪价或高亏损；2) 能繁母猪存栏，而涨价兑现可交易的内容较少，仅仅在价格超预期上涨后会出现较短暂的行情。由于 2021-2022 年的猪周期始终在“产能去化”不足的阴影下笼罩，因此选股上，具备较强基本面的标的更受青睐，核心关注点无外乎 1) 成本下降空间大；2) 出栏增速预期高。

图 1：2021 年以来猪价与代表性股票累计涨跌幅复盘

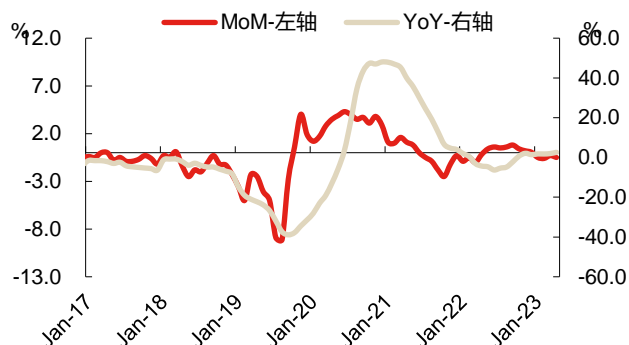


数据来源：Wind，东方证券研究所

**前瞻指标：母猪与仔猪产能均指向 Q2-Q3 供应偏高。**以农业部能繁母猪存栏量作为产能坐标来看，能繁母猪的存栏增加从 2022 年 5 月至 12 月，累计增幅达到 5% 左右，根据生产规律，2023 年 3 月开始行业供应边际恢复，且趋势性恢复至 10 月。能繁母猪从产仔到仔猪育肥依然面临着诸多变数，按规模猪场的仔猪出生量修正，除 1 月受新冠和季节性猪病影响有所下降外，2-4 月维持增长态势，从而预期 Q2-Q3 维持供应偏高状态，但因年初的疫情在二季度末猪价略有反弹。



图 2：农业部能繁母猪存栏量情况



数据来源：农业部，东方证券研究所

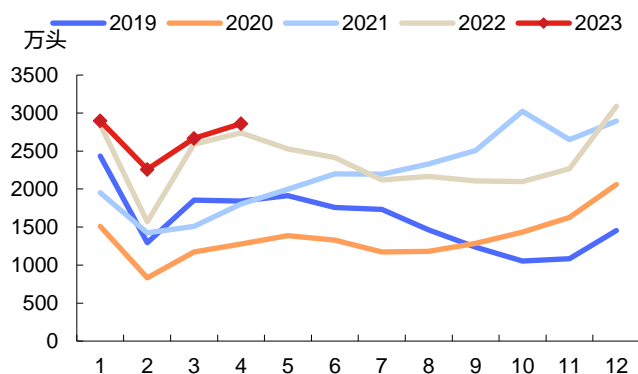
图 3：新出生仔猪数情况



数据来源：农业部，东方证券研究所

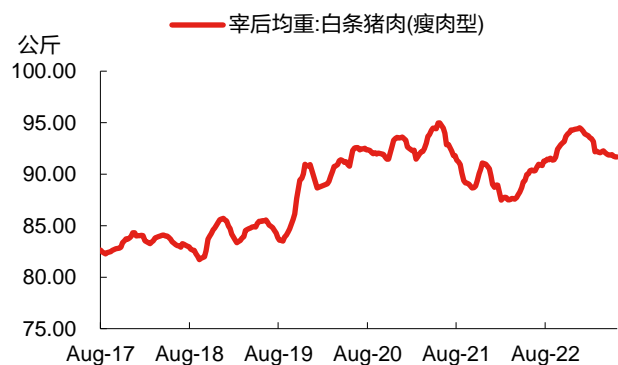
**同步指标：体重维持高位，屠宰量同比增长。**二次育肥常态化后，出栏量数据已经失去参考价值，屠宰数据更具备参考意义，1-4 月全国定点生猪屠宰企业累计屠宰量 1.07 亿头，同比增长 10%，供应增加是不争的事实；体重方面，随着猪价下滑和肥猪需求转弱，宰后均重自 2022 年末高点的 94.49 公斤下降至 91.67 公斤，但相对于去年依然增加 1.9%。综合评估供应的基数与乘数，供应位于偏高水平。

图 4：2023 年 1-4 月全国定点生猪屠宰企业累计屠宰量同比 +10%



数据来源：商务部，东方证券研究所

图 5：年初以来宰后均重持续回落



数据来源：中国农业信息网，东方证券研究所

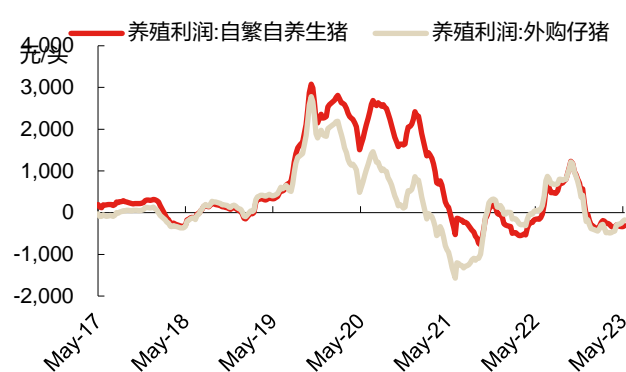
**预期指标：商品猪价疲软，行业进入消极抵抗阶段。**自年初猪价回落以来，4 月至今猪价未能突破 15 元/公斤，与之对应的是自繁自养盈利持续在 300 元/头左右，且连续亏损超 5 个月。虽然 14 元的猪价存在散户现金成本的支撑难以出现行业崩溃和踩踏式的淘汰，但对于高成本以及高杠杆参与者而言，经营困境不言而喻，行业基本步入消极抵抗状态。

图 6：4 月下旬以来猪价持续回落



数据来源：农业部，东方证券研究所

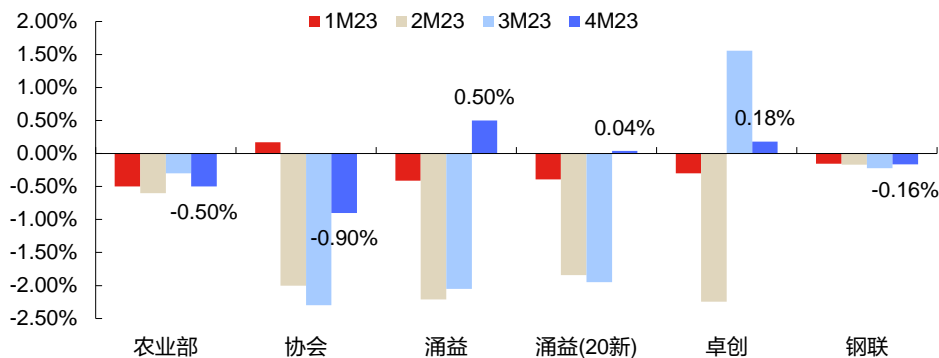
图 7：2022 年底以来生猪养殖持续亏损超 5 个月



数据来源：博亚和讯，东方证券研究所

**预期重塑进行时，情绪质变带来一致性去产。**与 2021 年主动去产能相比，本轮产能去化相对平缓，一季度各样本虽然一致性去产能且部分样本产能去化幅度较高，但或存在季节性的疫病被动去产的可能，4 月数据的分化开始显现，卓创、涌益等数据环比出现逆势增长，其他样本的降幅也并不大，在当前猪价没有进入深跌的状态下、规模养殖占比提升的情况下，偏弱产能去化符合实际，也部分反映了市场对于下半年猪价存在偏乐观预期，随着高供给和弱消费的不断兑现，行业的情绪或逐步从“消极抵抗”转向优化存栏，持续亏损一旦击溃预期，产能或出现较为彻底的调整。

图 8：各样本能繁母猪变化情况



数据来源：农业部，国家统计局，畜牧业协会，涌益咨询，卓创，钢联数据，东方证券研究所

通过对上半年母猪存栏量、规模场仔猪出生量以及实际的价格表现，我们对年度策略报告中生猪价格的季度预测进行修正，按能繁趋势，2022Q4、2023Q1 的能繁分别对应的 2023Q3、2023Q4 的供应增加和供应减少，但由于 Q1 能繁环比降幅较小，同比依然上升，预计 Q4 价格上升幅度主要来自于季节性消费上行，价格涨幅或有限，从而全年均价预计 15-16 元/公斤，三、四季度价格分别较此前下修 2 元/公斤左右至 15、16 元/公斤。



表 1：2023 年生猪价格季度预测表

| 前瞻指标       | 2022Q2 | 2022Q3   | 2022Q4   | 2023Q1   |
|------------|--------|----------|----------|----------|
| 能繁母猪存栏量同比  | -6.3%  | -2.2%    | 1.4%     | 2.9%     |
| 预测指标       | 2023Q1 | 2023Q2 E | 2023Q3 E | 2023Q4 E |
| 定点生猪屠宰量同比  | 12%    | -6%      | 4%       | 7%       |
| 系数（屠宰/能繁）  | -1.38  | 2.50     | 2.50     | 2.50     |
| 体重增速       | 6%     | 3%       | 1%       | -2%      |
| 生猪均价增速     | 11%    | -2%      | -34%     | -36%     |
| 生猪均价（元/公斤） | 15.7   | 14.7     | 15.0     | 16.0     |

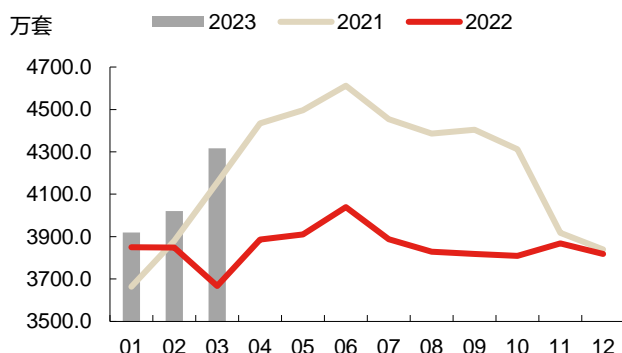
数据来源：农业部，东方证券研究所预测

## 肉鸡：产能拐点已至，景气蓄势而升

### 白羽：在产祖代下行，价格拐点将至

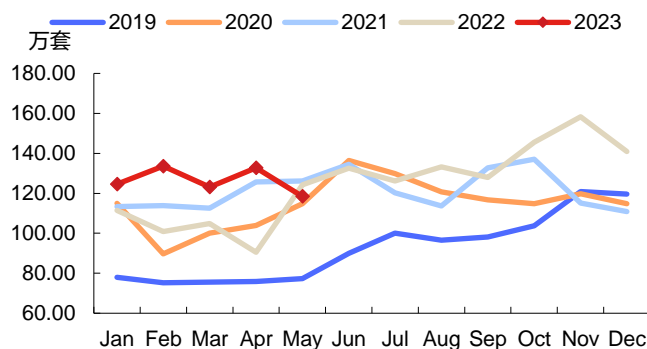
**短期：二季度白鸡景气度跌落，短期关注亏损淘汰逻辑演绎。**2023 年白羽肉鸡的供应整体承接 2021 年的祖代更新 124.6 万套体量，因此行业整体供应宽松在预期之内。短期价格观测的产能前瞻数据是在产父母代存栏量，但由于更新偏慢，在假设父母代鸡苗正常周转情况下可以向前观测父母代鸡苗销量。2023 年 3 月全国在产父母代存栏 4316 万套，同比+17.7%、环比+7.4%；父母代鸡苗销量的趋势性增长一直持续到 2022 年 11 月，因此产能视角下，行业供应预计在三季度维持走阔态势。

图 9：在产父母代存栏量持续上升



数据来源：中国畜牧业协会，东方证券研究所

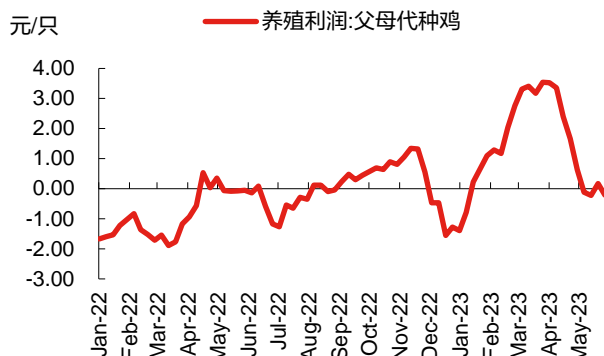
图 10：父母代鸡苗销量的趋势性增长持续到 2022 年 11 月



数据来源：中国畜牧业协会，东方证券研究所

一季度在短期鸡苗断档影响下，行业上游盈利颇丰，但随着产能恢复和需求低迷，价格迅速回踩，6 月第一周商品代鸡苗、商品代毛鸡分别跌至 2.49 元/只、9.42 元/kg，鸡苗价格已经跌入成本线以下，父母代环节养殖亏损达到 0.2 元/只，而商品代养殖已经亏损 6 周，单羽亏损 1.2 元/只，屠宰环节则持续亏损长达 17 周，下游持续亏损或降低补栏预期，带动鸡苗价格继续回落，短期鸡价行情关注父母代环节亏损淘汰鸡情况。

图 11：父母代种鸡养殖利润



数据来源：博亚和讯，东方证券研究所

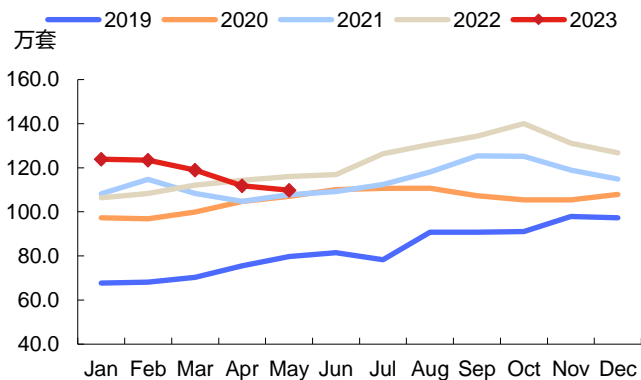
图 12：商品代毛鸡养殖利润



数据来源：博亚和讯，东方证券研究所

**中期：2022 年低引种逐步传导，在产祖代下行。**2022 年全国祖代更新量大幅下降 22.7% 至 96.32 万套，低更新量开始逐步反映在祖代存栏上，5 月全国在产祖代存栏量 109.8 万套，环比-1.8%，同比-5.4%，在产祖代存栏的减少直接影响到父母代鸡苗销量的多寡，5 月周均父母代鸡苗销量 118 万套，较 4 月减少 28.6%，同比-4.7%，父母代鸡苗销量自 2022 年 12 月起开始下降，按父母代鸡苗传导 9 个月商品代鸡苗，叠加商品鸡出栏时长，2022 年的祖代减量有望在今年 Q4 影响到商品代鸡苗供应。

图 13：在产祖代存栏量持续下降



数据来源：中国畜牧业协会，东方证券研究所

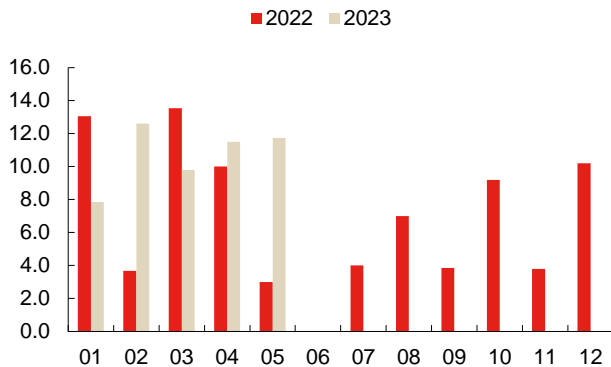
图 14：父母代鸡苗销量领先 3 个季度商品代鸡苗销量



数据来源：中国畜牧业协会，东方证券研究所

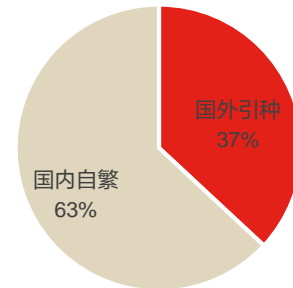
**长期：关注自繁种鸡的性能差异。**随着国产品种的上量，2023 年祖代环节更新从数量上已明显恢复，根据钢联数据，2023 年 1-5 月累计更新量达到 57.5 万套，同比增加 32.8%，月均更新量在 10 万套以上，但从结构上看，国外引种占比仅 36.9%，较大比例仍为国内自繁供应。虽然美国供种州的禽流感发生有所停止，但开关预期仍不明朗，单阿拉巴马州产能需要向全球供应，因此给到国内的量依旧是单批次 1 万套左右。国产品种于上半年进入市场化销售，推广和养户技术配套尚需时间，若性能不及预期，或可延长价格的长期景气度。

图 15：2023 年祖代白羽肉雏鸡更新量有所恢复



数据来源：钢联数据，东方证券研究所

图 16：2023 年 1-5 月祖代国内自繁与国外引种占比



数据来源：钢联数据，东方证券研究所

表 2：主要供种州最新禽流感病例与检疫证书失效状态

| 州           | 报告时间              | 病例情况                                 | 出口检疫证书失效状态 |
|-------------|-------------------|--------------------------------------|------------|
| Alabama     | 2022-12-05        | WOAH Non-Poultry                     | 尚未失效       |
|             | 2023-03-16        | WOAH Non-Poultry                     |            |
|             | 2023-02-17        | WOAH Poultry                         |            |
| Mississippi | <b>2023-02-07</b> | <b>Commercial Broiler Production</b> | 至今失效       |
|             | 2022-11-14        | WOAH Non-Poultry                     |            |
|             | 2022-11-04        | Commercial Broiler Breeder           |            |
| Oklahoma    | 2022-12-06        | WOAH Non-Poultry                     | 至今失效       |
|             | 2022-10-21        | WOAH Non-Poultry                     |            |
|             | 2022-10-20        | WOAH Non-Poultry                     |            |
|             | 2022-10-14        | WOAH Non-Poultry                     |            |
|             | 2022-04-30        | Commercial Broiler Breeder           |            |
| Tennessee   | <b>2023-01-20</b> | <b>Commercial Broiler Production</b> | 至今失效       |
|             | 2022-12-28        | Commercial Broiler Breeder           |            |
|             | 2022-12-28        | Commercial Broiler Breeder           |            |
|             | 2022-12-21        | WOAH Poultry                         |            |
|             | 2022-12-14        | WOAH Poultry                         |            |
|             | 2022-11-23        | WOAH Non-Poultry                     |            |
|             | 2022-11-15        | Commercial Broiler Breeder           |            |
|             | 2022-10-31        | WOAH Non-Poultry                     |            |
|             | 2022-09-15        | WOAH Poultry                         |            |

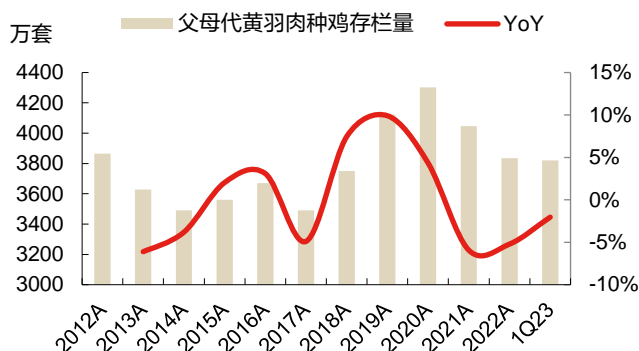
数据来源：CDC，USDA，东方证券研究所

## 黄羽：产能低位运行，静待消费复苏

父母代存栏继续下降，结构性存栏调整持续。2023 年一季度，父母代黄羽肉种鸡存栏量 3820 万套，同比下降 2%，为近 5 年来的最低水平，黄羽肉鸡行业虽然经历 22 年的景气上行，但受到冰鲜转型、中快速型品类冲击等影响，盈利积累仍显不足，行业补栏意愿持续疲弱，5 月周均父母代雏鸡销量 116 万套，同比下降 8.8%。

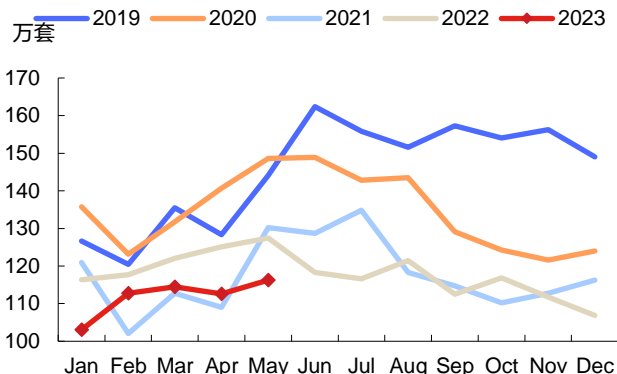
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 17：父母代黄羽肉种鸡存栏量降至近 5 年最低水平



数据来源：中国畜牧业协会，东方证券研究所

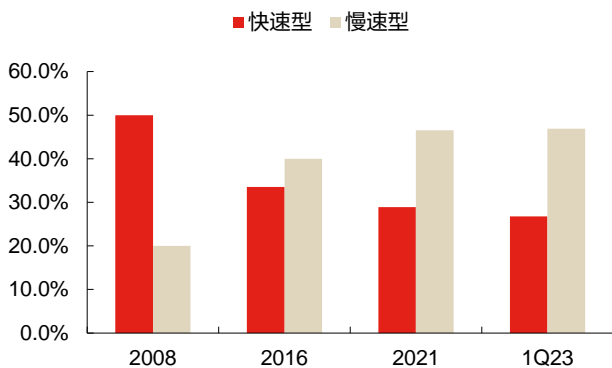
图 18：黄羽父母代鸡苗周均销售量同比下降



数据来源：中国畜牧业协会，东方证券研究所

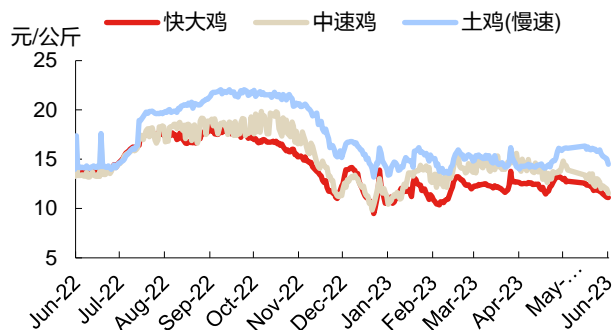
**快速型延续萎缩态势，慢速型占比扩大。**受 817 小型白羽肉鸡对黄鸡市场的冲击，黄鸡市场的结构延续此前调整态势，2023 年一季度，慢速型占比 46.9%，快速型占比已经下降至 26.8%，行业结构性转型仍在持续，带动存栏量级下降和品种优化，从而带动价格中枢上移。从三大品种价格水平来看，快中速型价格近期在下跌速度较快，慢速型价格表现较为坚挺。

图 19：黄鸡慢速型品种的占比持续扩大



数据来源：中国畜牧业协会，东方证券研究所

图 20：慢速型黄鸡价格表现好于中、快速型



数据来源：新牧网，东方证券研究所

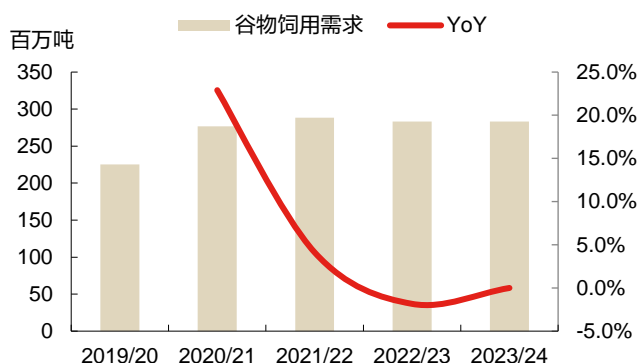
## 大宗：粮油重心下移，关注加工企业利润修复

### 谷物：内外缺口同步收窄，价格重心料下移

**饲用需求整体平稳，关注结构性变化。**谷物供需的核心矛盾仍然围绕饲用需求展开，USDA FAS 在 4 月预测 2023/24 的中国谷物饲用需求量为 2.83 亿吨，同比持平与上一年度，但结构将发生变化，其中饲用玉米预计增加 6.7%，占比 79%，仍是第一大饲用谷物；小麦、陈稻谷预计减少 3.2%、25%，占比分别为 11%、5%。

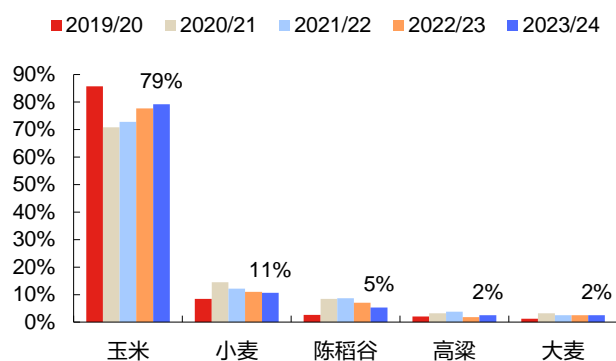
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 21：2023/24 年度中国谷物饲用需求预计平稳



数据来源：USDA，东方证券研究所

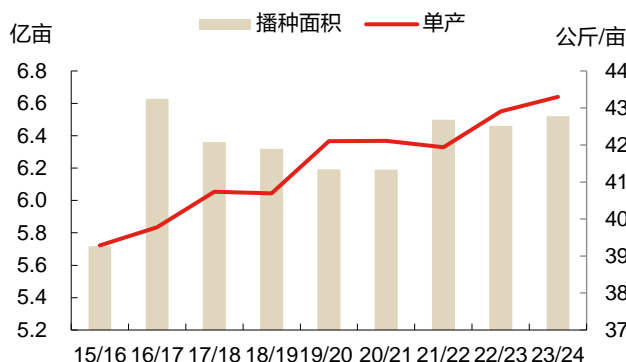
图 22：2023/24 年度中国饲用谷物结构有所变化



数据来源：USDA，东方证券研究所

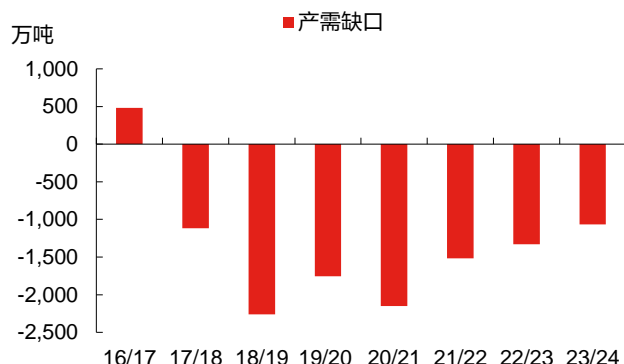
**新作玉米预计增产，产需缺口预计收窄。**6 月农业部对 23/24 年国内玉米产量预估为 2.82 亿吨，同比增加 1.9%，增产基于面积增加 0.9% 至 6.52 亿亩和单产提升 0.9% 至 433 公斤/亩，随着玉米生长进入关键期，后续单产和产量仍有调整空间；需求方面，农业部预计国内消费量增加 0.9% 至 2.93 亿吨，产需缺口进而有望收窄至 1066 万吨。

图 23：预计 23/24 年度玉米播种面积和单产双增



数据来源：MARA，东方证券研究所

图 24：预计 23/24 年度玉米产需缺口收窄

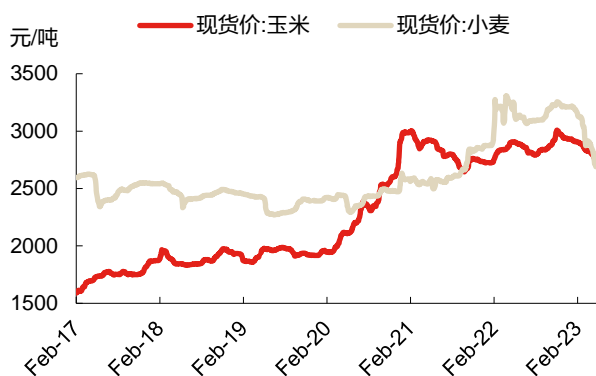


数据来源：MARA，东方证券研究所

**定价重心向下松动，关注供需错配与海外风险。**经历近年来持续的增产和饲用结构的调整，玉米的供需格局有所变化，然而缺口的收窄依然没有扭转缺口存在的事实，这使得玉米缺口定价的逻辑依然适用。

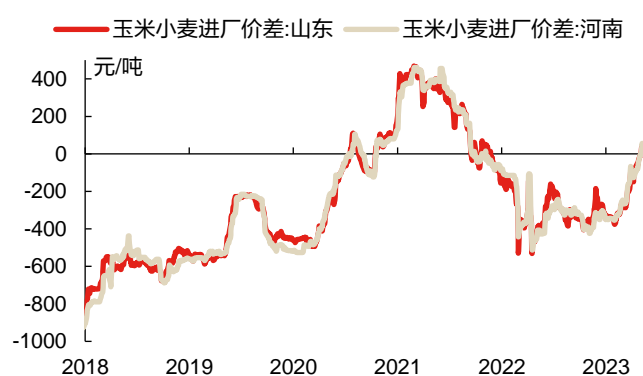
- **替代：小麦价格重心下移，陈稻库存见底。**小麦方面，2023 年以来，小麦一改 2022 年强势，持续下跌，目前全国小麦现货价已经跌入 2700 元/吨一线，山东、河南进厂价差基本上在 3 月末收窄至 150 元以下，目前小麦、玉米价格已经再度倒挂，小麦的饲用替代价值再度凸显。

图 25：小麦与玉米现货价格倒挂



数据来源：iFind，东方证券研究所

图 26：山东、河南玉米与小麦进厂价差



数据来源：国家粮油信息中心，东方证券研究所

陈稻谷方面，经过几年的陈稻谷拍卖，国内的陈稻谷储备已经基本见底。2020-2022 年间累计成交量达到约 5390 万吨，目前估计国内最低收购价稻谷储备 5700 万吨，其中 2018、2019、2021 年分别为 1500、1700、1500 万吨。预计 2023 年饲用稻谷拍卖总量 1800 万吨（2018 年 1500 万吨和 2019 年 300 万吨），较过去 2 年下降半数以上，若拍卖量被全部成交，则稻谷的储备库存或降至 4000 万吨一线，陈稻的去库任务基本完成。

表 3：2020-2022 年陈稻谷拍卖情况

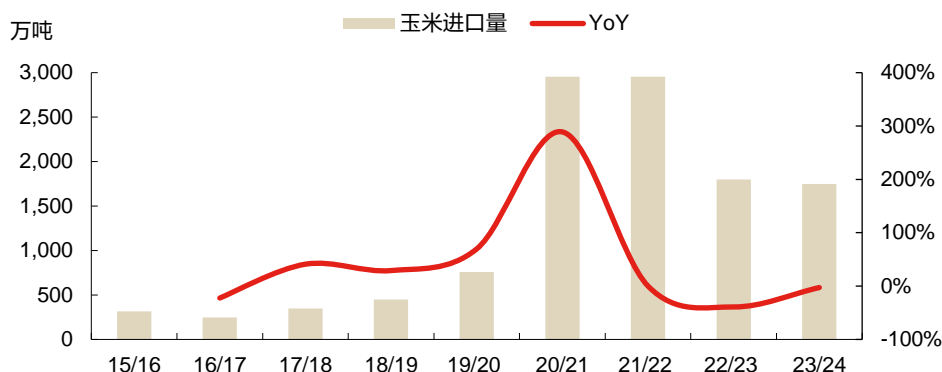
| 拍卖时间  |            | 拍卖量   | 成交量  | 备注   |
|-------|------------|-------|------|--|
| 2020  |            | 1450  | 920  |  |
| 2021  | 3.31-10.28 | 4800  | 1560 | 底价从 1300 元/吨上涨至 1500 元/吨<br>每周投放 200 万吨          |
| 2022  | 3.10-4.14  | 4390  | 450  | 底价保持在 1500 元/吨<br>每周投放 50-100 万吨                 |
|       | 5.15-9.30  |       | 2460 | 东北底价上涨至 1600 元/吨；南方底价上涨至 1700 元/吨<br>每周投放 200 万吨 |
| 合计    |            | 10640 | 5390 |  |
| 2023E |            | 1800  |      | 当前剩余库存 <b>5700</b> 万吨                            |

数据来源：USDA，东方证券研究所

- **进口：进口来源多元化，海外玉米增产预期浓厚。**2023/24 年度，农业部预计玉米进口量 1750 万吨，与上年度水平基本持平。



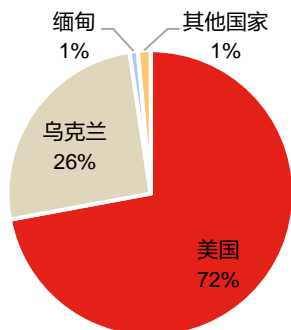
图 27：农业部预计 2023/24 年度玉米进口量 1750 万吨



数据来源：MARA，东方证券研究所

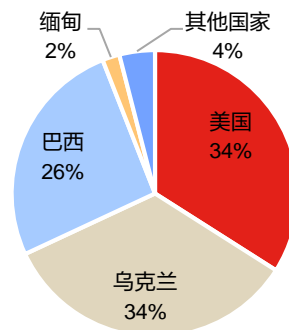
本年度最值得关注的是玉米进口格局的变化。2022 年，国内累计进口玉米 2062 万吨，同比减少 27.3%，其中美国 1486 万吨，占比 72%；乌克兰 526 万吨，占比 26%。2022 年 5 月，中国海关与巴西农业部签署了《巴西玉米输华植物检疫要求议定书》（修订版），解决检验检疫技术问题，开启巴西玉米输华的大门。2023 年 1-4 月，国内累计进口玉米 852 万吨，同比减少 8.4%，其中美国、乌克兰各占 34%，巴西占比达到 26%。

图 28：2022 年中国玉米进口来源构成



数据来源：海关总署，东方证券研究所

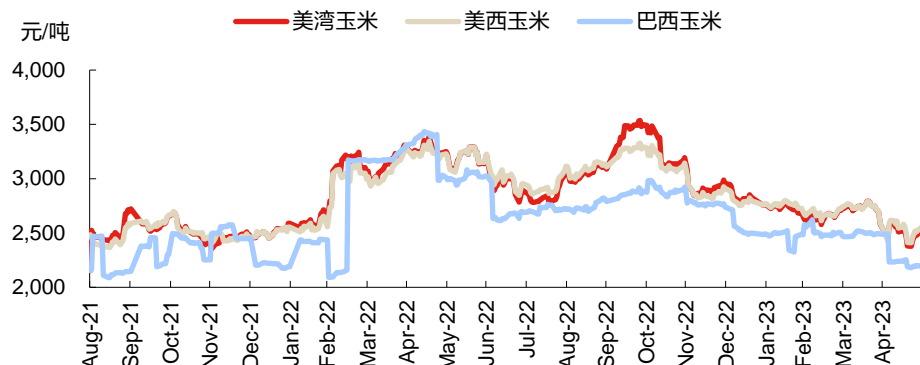
图 29：2023 年 1-4 月中国玉米进口来源构成



数据来源：海关总署，东方证券研究所

从价格上来看，本年度由于巴西二茬玉米的丰产，其价格具备明显的竞争力。7 月船期的美湾玉米进口成本价 2404 元/吨，而巴西玉米进口成本价仅 2254 元/吨（5 月 18 日），两者价差达到 150 元/吨，由于美玉米新作当前仍在生长期，价格优势或促使巴西玉米继续保持大规模出口。

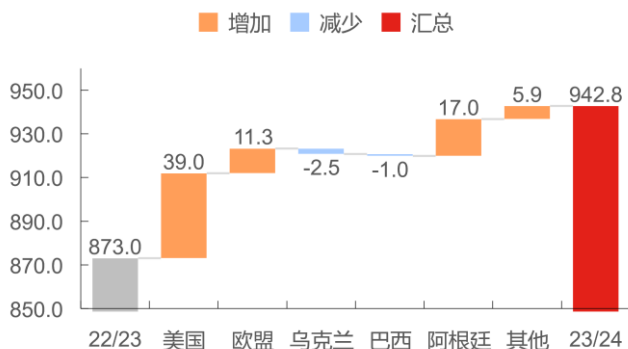
图 30：巴西玉米进口成本具备优势



数据来源：汇易网，东方证券研究所

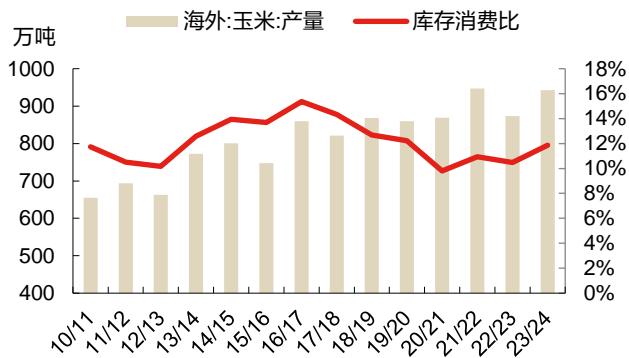
**旧作减产落地，新作全球增产预期强烈。**随着巴西二茬玉米收获，22/23 年度海外玉米产量基本确定在 8.73 亿吨量级，同比下降 7.8%，上年度受北半球和阿根廷高温干旱的影响，主产国均出现了明显的减产，巴西二茬玉米的增产相对而言杯水车薪。但 23/24 年度 USDA 给出了相对宽松的平衡表，从近月种植的北半球主产区来看，美国、欧盟预计分别增产 3900 万吨（+11%）、1133 万吨（+21.4%），乌克兰则减产 250 万吨（-18.5%），远月种植的南半球给予阿根廷增产 1700 万吨（+45.9%）的预期，总体看，海外玉米 23/24 年度预计产量达到 9.43 亿吨，同比增加 8.0%，是仅次于 21/22 年的高产年，库存消费比增加 1.4pct 至 11.9%，平衡表总体走阔，但是种植初期的平衡表通常基于趋势单产预测，因此对产量的估计隐含中性的天气预期，需要关注后续天气扰动对产量的调整。

图 31：23/24 年玉米主产国增减产情况（百万吨）



数据来源：USDA，东方证券研究所

图 32：23/24 年海外玉米产量预期与库消比增至偏高水平



数据来源：USDA，东方证券研究所

## 油料：旧作丰产兑现，新作未存近忧

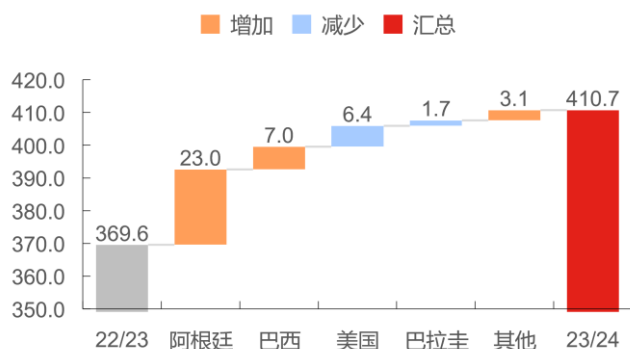
### 豆系：旧作全球丰产兑现，新作预期产量增加

22/23 年度，由于美豆的率先减产，市场交易的重心在南美大豆的产量兑现上，阿根廷大豆产量的持续下调一度引发了大豆供应短缺的担忧，但依靠巴西的超预期增产，年度大豆产量仍预估达

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

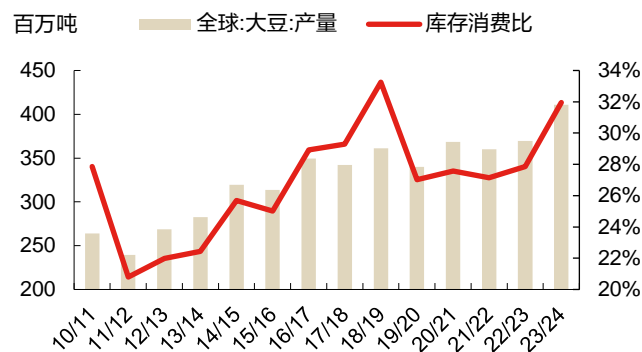
到 3.7 亿吨，同比增长 2.7%。23/24 年度，在天气中性预期下，大豆产量预计继续增长 11.1%至 4.1 亿吨，其中阿根廷、巴西、美国分别增产 2300 万吨（+92%）、700 万吨（+4.5%）、636 万吨（5.5%）。23/24 年度库存消费比有望增加 4.1pct 至 31.9%，仅次于 18/19 年度。

图 33：23/24 年大豆主产国增减产情况（百万吨）



数据来源：USDA，东方证券研究所

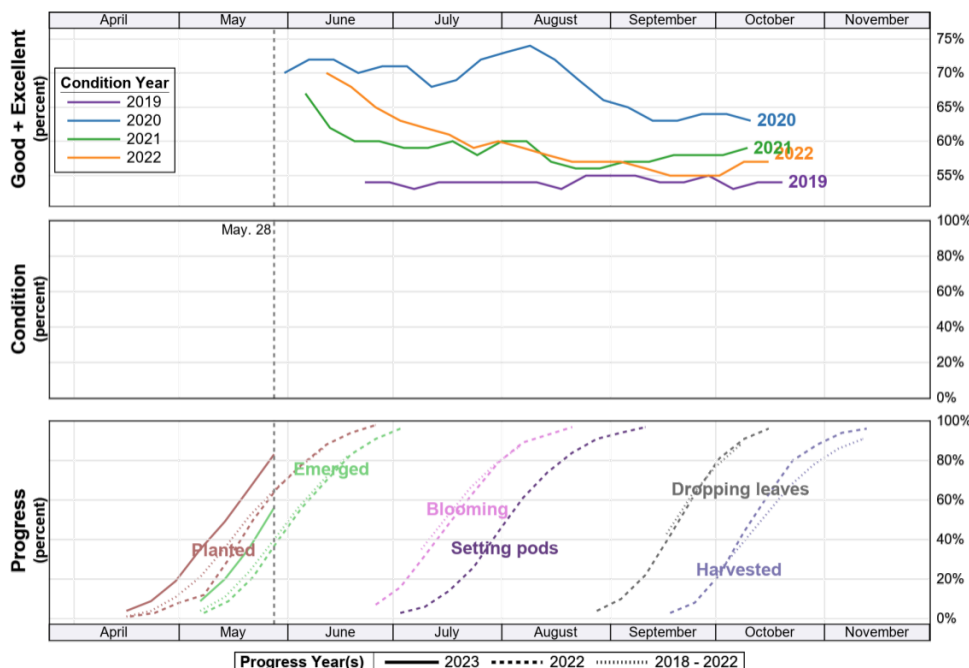
图 34：23/24 年全球大豆产量预期与库消比增至偏高水平



数据来源：USDA，东方证券研究所

**美豆播种速度偏快，关注生长关键期天气表现。**23/24 年度，全球大豆收获面积预计 1.39 亿公顷，同比增长 3.9%；单产 2.94 吨/公顷，同比增长 6.7%，产量的增长仍然较为依赖天气。本年度美豆的播种进度快于历史同期，截止 5 月 28 日，18 个州的播种进度 83%，较同期快 19pct，通常美豆的播种预计在 6 月下旬结束，并进入开花、结荚的关键生长期，关注天气对单产的影响。

图 35：美豆作物进展

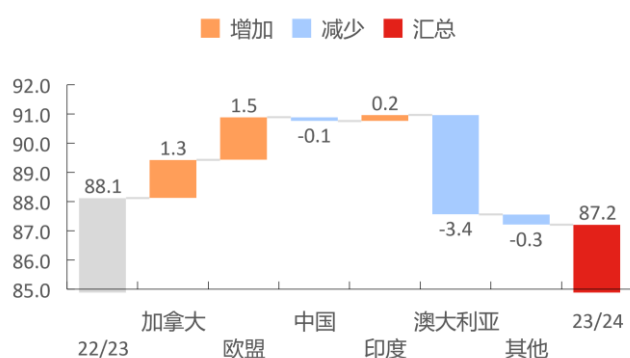


数据来源：NASS，东方证券研究所

## 菜系：加菜籽延续增产预期，澳菜籽预计减产

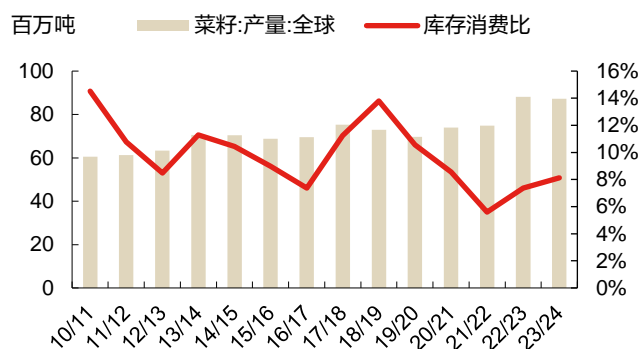
23/24 年度全球菜籽产量预计下降 1%至 8721 万吨，主要生产与贸易国加拿大维持增产态势，预计产量增加 6.8%至 2030 万吨；欧盟、印度预计分别增产 146.4 万吨（+7.5%）、20 万吨（+1.7%）。但中国、澳大利亚预计分别减产 130、300 万吨，拉平了上述国家的增产贡献。由于过去 2 年澳大利亚大幅扩种菜籽后需要在第 3 年轮作或休耕，从而面积有所降低，同时前湿后干的天气预报拉平单产至历史均值，但是 490 万吨的产量水平依然是澳历史上第三高的菜籽产量，平衡表并未给出超预期的减产预估。23/24 年度全球菜籽库消比预计增加 0.8pct 至 8.1%，旧作库存高位状态下，平衡表预期新季菜籽供应依然宽松。

图 36：23/24 年菜籽主产国增减产情况（百万吨）



数据来源：USDA，东方证券研究所

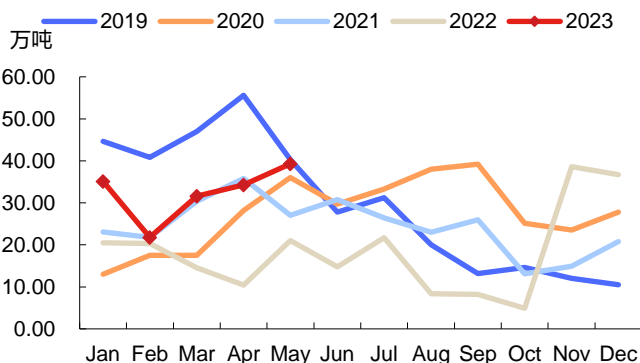
图 37：23/24 年全球菜籽产量预计略降，库消比预计上升



数据来源：USDA，东方证券研究所

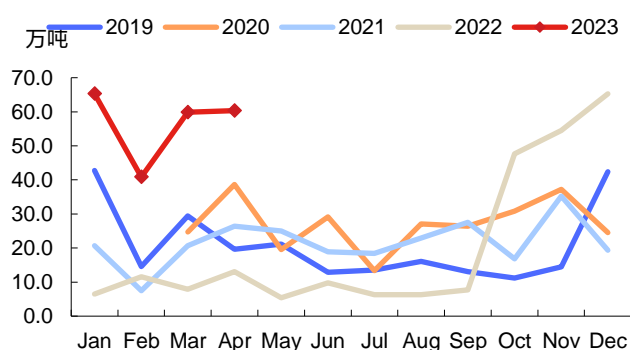
**国内库存继续增加，供应宽松局面不改。**随着 2022 年 10 月起加菜籽的大量到港，国内菜籽持续累库，1-4 月累计进口菜籽 226.3 万吨，同比增加 480%；5 月末油厂菜籽库存量 39.3 万吨，同比增加 87.1%，近 2 个月单月菜籽进口量持续在 60 万吨左右，预计 5、6 月到港数量约为 36 万吨、53 万吨，菜籽供应预计维持宽松局面。

图 38：油厂菜籽持续累库



数据来源：汇易网，东方证券研究所

图 39：菜籽进口量维持高位

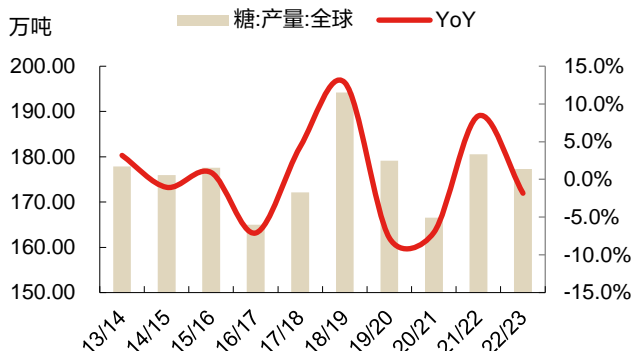


数据来源：海关总署，东方证券研究所

## 白糖：远水不解近渴，高位或可持续

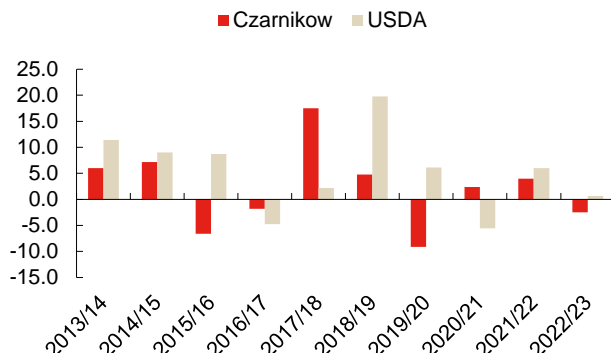
**旧榨季主产国减产落地，新榨季产量预期仍不明朗。**22/23 年度，全球糖产量在北半球超预期的减产中落下帷幕，全球最终产量预估在 1.77 亿吨左右（USDA），同比减少 1.8%（约 300 万吨），印度、中国、欧盟分别减产 488 万吨、60 万吨、159.8 万吨，巴西、泰国分别增产 260、88.3 万吨，总体而言产量不及预期，USDA 口径下的产需为盈余 65.1 万吨；主流机构 Czarnikow 预计为缺口 250 万吨；ISO 预计为盈余 85 万吨，总体看旧榨季全球食糖呈现出紧平衡状态。

图 40：22/23 榨季全球食糖产量预估 1.77 亿吨，同比-1.8%



数据来源：USDA，东方证券研究所

图 41：主流机构对全球食糖产需缺口的估算



数据来源：Czarnikow，USDA，东方证券研究所

23/24 新榨季目前预期分歧较大，USDA 预计产量有望增加 1060 万吨，各主产国中巴西、印度、中国、欧盟、泰国将分别增加 396、400、57.6、16 万吨，对应产需缺口为盈余 710 万吨。Czarnikow 则预计产量增幅在 440 万吨左右，对应产需缺口为缺口 10 万吨，预期差异主要在于后者考虑了不良天气对印度与泰国产量的影响。

图 42：USDA 对 23/24 年食糖主产国增减产情况的预计（百万吨）



数据来源：USDA，东方证券研究所

**巴西：高糖价提振制糖比，增产预期较为确定。**22/23 年度全巴西糖产量约为 3805 万吨，同比增长 260 万吨（+7.3%），在高糖价刺激下，预计巴西 23/24 年度甘蔗收获面积与制糖比均会上升至偏高水平，分别达到 1.4 亿亩（+1.4%）和 47.8%（+2.6pct），同时由于厄尔尼诺事件下，预

期南美降雨将会增加，从而提升了甘蔗单产预期，综合来看，预计新榨季巴西糖产量有望达到 4201 万吨，同比增长 396 万吨（+10.4%）。巴西蔗糖的产量变化因素虽然纷繁，但高糖价下，高制糖比预期较为确定且将随着榨季推进逐渐被定价，后续的预期差在于天气引发的降水过剩是否可能导致糖份降低。

表 4：巴西甘蔗-糖产量测算表

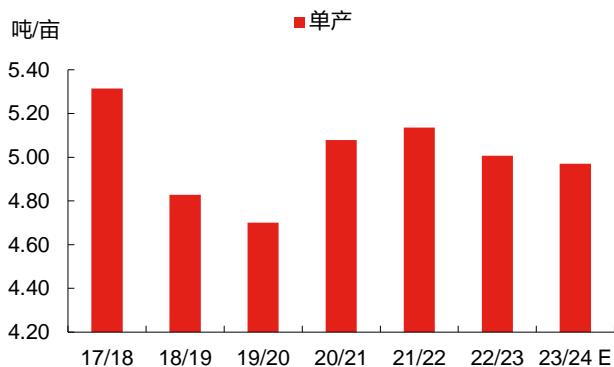
|                  | 2019/20       | 2020/21       | 2021/22       | 2022/23       | 2023/24       |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 甘蔗收获面积（亿亩）       | 1.40          | 1.42          | 1.40          | 1.38          | 1.40          |
| YoY              |               | 1.3%          | -1.1%         | -1.6%         | 1.4%          |
| 单产（吨/亩）          | 4.59          | 4.63          | 4.11          | 4.50          | 4.73          |
| YoY              |               | 1.0%          | -11.4%        | 9.6%          | 5.0%          |
| <b>甘蔗产量（百万吨）</b> | <b>642.00</b> | <b>657.00</b> | <b>576.00</b> | <b>621.00</b> | <b>661.36</b> |
| YoY              |               | 2.3%          | -12.3%        | 7.8%          | 6.5%          |
| 制糖比              | 35.0%         | 46.1%         | 45.0%         | 45.2%         | 47.8%         |
| TRS（kg/吨蔗）       | 138.15        | 143.62        | 141.42        | 140.13        | 141.20        |
| <b>蔗糖产量（百万吨）</b> | <b>30.30</b>  | <b>42.05</b>  | <b>35.45</b>  | <b>38.05</b>  | <b>42.01</b>  |
| YoY              |               | 38.8%         | -15.7%        | 7.3%          | 10.4%         |

数据来源：USDA，东方证券研究所

**印度：高库存已成过去式，乙醇分流与天气风险压制食糖增产。**22/23 年度印度糖产量约为 3200 万吨，同比减少 488 万吨（-13.2%），23/24 榨季来看，面积受政策托底依然稳步增长 1.8%至 0.84 亿亩，但天气产生的预期差将会影响甘蔗单产和最终的产量表现：

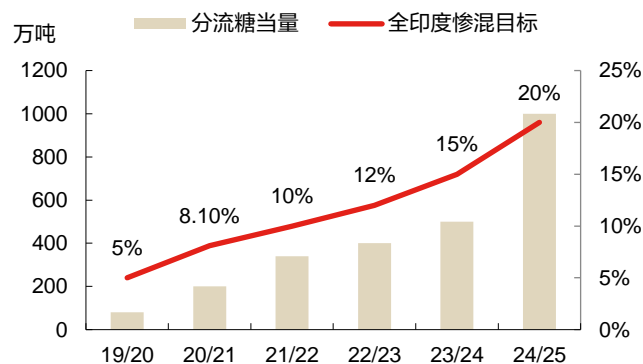
- 按当前 USDA 预估的 4.97 吨/亩（-0.7%）计算下的甘蔗产量在 4.18 亿吨，折糖 4487 万吨，考虑 80% 的食糖分流量，则产量在 3600 万吨，同比增加 400 万吨（+12.5%）；
- 假设受天气影响，单产降低至 19/20 年水平的 4.7 吨/亩，同样的分流量和糖份预估下，糖产量在 3405 万吨，增量降至 205 万吨；
- 此外 USDA 的平衡表未考虑印度乙醇分流量增加的影响，印度 EBP 计划 2025 年达到 E20，23/24 年的惨混目标在 15%，从而预计对应的惨混当量至少分流糖当量 500-550 万吨左右，较 22/23 年增加 100-150 万吨，叠加天气影响，将进一步收窄增产预期至 55-105 万吨。

图 43：USDA 预计印度 23/24 年甘蔗单产略降



数据来源：USDA，东方证券研究所

图 44：印度 EBP 计划与耗糖当量



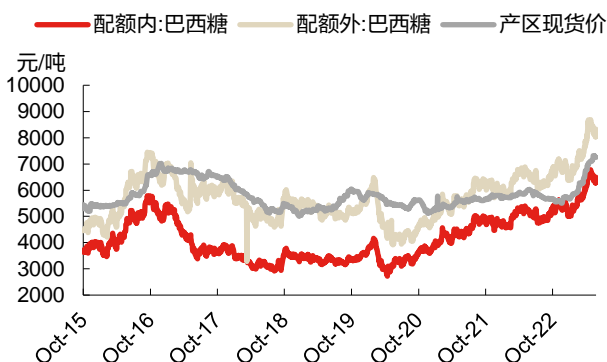
数据来源：ISMA，Czarnikow，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。



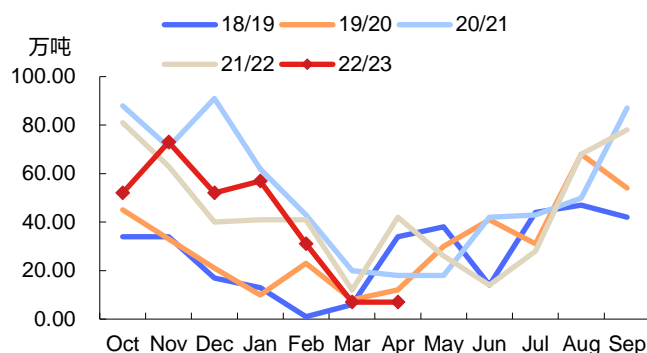
外盘价格下修，但内外价差依然倒挂。我们在《拨云见日，再寻周期定价锚》中指出，国内产需缺口依赖进口补足，因此配额外进口成本依然会明显影响到国内的现货价格。虽然国际原糖价格下探，但考虑人民币贬值后，进口成本仍然巨高不下，按当前 24-25 美分/磅的原糖区间，对应配额外进口成本达到 8000~8300 元/吨，远高于产区现货价 7245 元/吨，受进口价格倒挂影响，食糖进口明显减少，3、4 月各仅进口 7 万吨，1-4 月累计进口量 102 万吨，同比减少 25%。随着消费旺季到来，下游补库或通过缺口带动进口利润修复，国内糖价仍值得期待。

图 45：产区现货价仍低于配额外进口成本



数据来源：Wind，广西糖网，东方证券研究所

图 46：3、4 月进口量明显下降



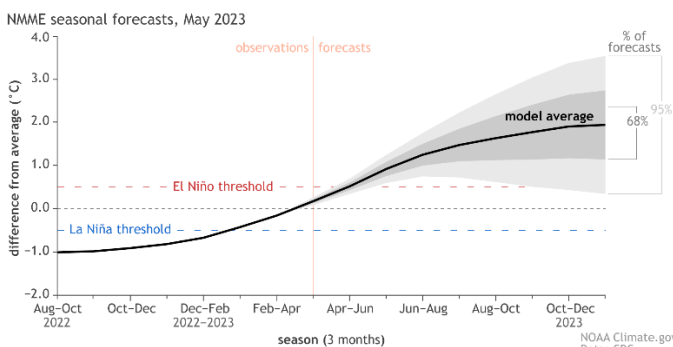
数据来源：海关总署，东方证券研究所

## 天气：厄尔尼诺发酵，北美干旱再现

随着北半球逐步进入生长关键期，农产品开始进入天气市。目前全球天气的关注点主要是厄尔尼诺和北美干旱两个方面。

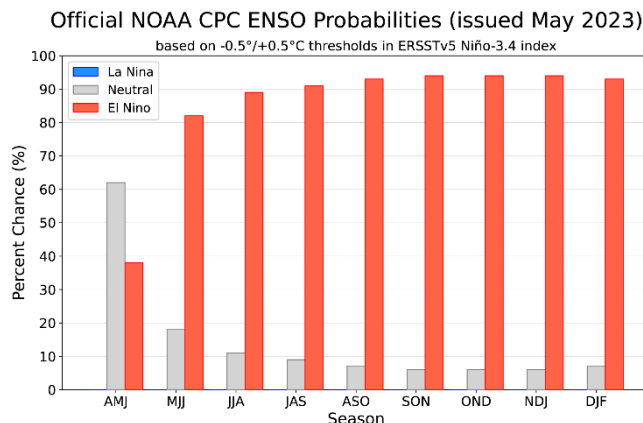
**厄尔尼诺：**夏季发生概率接近 90%，以太平洋为中心呈现“东涝西旱”。截止 2023 年 5 月中旬，赤道太平洋中东部的海面异常低温已经成为过去时，取而代之的是太平洋的东部和中部区域的异常变暖，虽然当前东太平洋仍然处于 ENSO 中性区域，但关键的海洋和大气变量已经反映出厄尔尼诺事件潜在的发展趋势。北美多模型集合（NMME）目前的预测表明，Niño-3.4 海平面温度很有可能在 6 月后攀升至厄尔尼诺的阈值以上，同时持续上升；NOAA 预计今夏厄尔尼诺发生的概率接近 90%、而在秋冬季概率超过 90%。

图 47：2023 年 5 月 NMME 对 Niño-3.4 温度异常的预测



数据来源：NOAA，东方证券研究所

图 48：2023 年 5 月 NOAA 对 ENSO 事件的概率预测

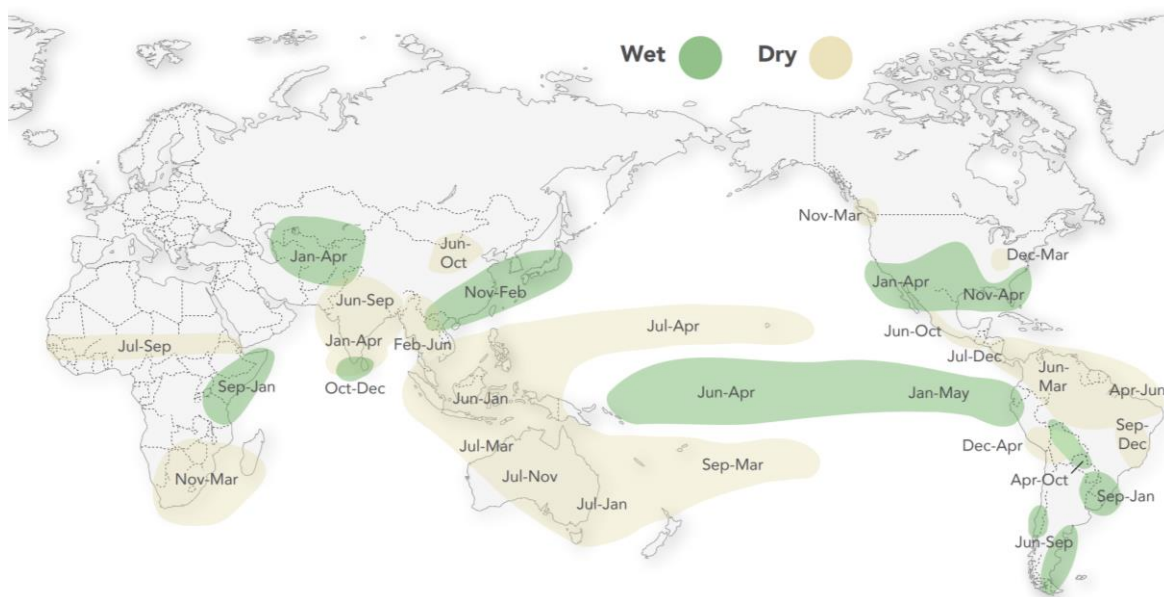


数据来源：NOAA，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

亚洲热带作物或受干旱影响，美洲粮食作物影响或偏小。ENSO 事件对全球气候的影响会受到当年其他天气系统的交叉影响表现出不同的结果，因此全球各气象研究对厄尔尼诺影响下的气候变化也有不同的模型。我们援引 IRI 最新的模型结果，其结果显示厄尔尼诺下，对位于热带太平洋西部的区域在夏季多为干旱天气、冬季部分区域可能多雨；热带太平洋东部的区域的北美冬、春季较为多雨，南美的多数时候干旱。

图 49：厄尔尼诺时间下的降水模型



数据来源：IRI，东方证券研究所

基于 IRI 的厄尔尼诺模型，我们将全球主要农作物根据生长区域、时间与模型中的降水情况进行对比，可以看出，厄尔尼诺事件下对农作物的影响主要集中在北半球的亚洲国家，由于生长期的面临干旱的概率较高，印度和泰国的甘蔗、东南亚的棕榈面临减产的风险；而由于美洲大部时间是多雨气候，且影响面、时间与种植区域、生长期重合较小，我们认为对于产量的影响不大，但若收获季节出现大面积的洪涝灾害，也会影响农作物产量。

表 5：厄尔尼诺事件下的主要农产品潜在影响

| 区域   | 农产品 | 产量预期（百万吨） |        |       | 生长期    | 种植区域  | El Niño 影响 |
|------|-----|-----------|--------|-------|--------|-------|------------|
|      |     | 22/23     | 23/24  | YoY   |        |       |            |
| 中国   | 稻谷  | 208.49    | 212.86 | 2.1%  | 6-7 月  | 南部、东北 | -          |
|      | 冬小麦 | 137.72    | 140.00 | 1.7%  | 11-5 月 | 东部    | 多雨         |
|      | 春小麦 |           |        |       | 5-8 月  | 北部    | -          |
|      | 玉米  | 277.20    | 280.00 | 1.0%  | 5-7 月  | 东部、北部 | 东部多雨       |
|      | 甘蔗  | 70.00     | 78.00  | 11.4% | 3-9 月  | 南部    | -          |
| 印度   | 甘蔗  | 413.00    | 417.50 | 1.1%  | 3-7 月  | 南部、北部 | 干旱         |
| 泰国   | 甘蔗  | 96.80     | 98.30  | 1.5%  | 7-11 月 | 大部    | 干旱         |
| 马来西亚 | 棕榈油 | 19.00     | 19.30  | 1.6%  | 全年     | 大部    | 干旱         |

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

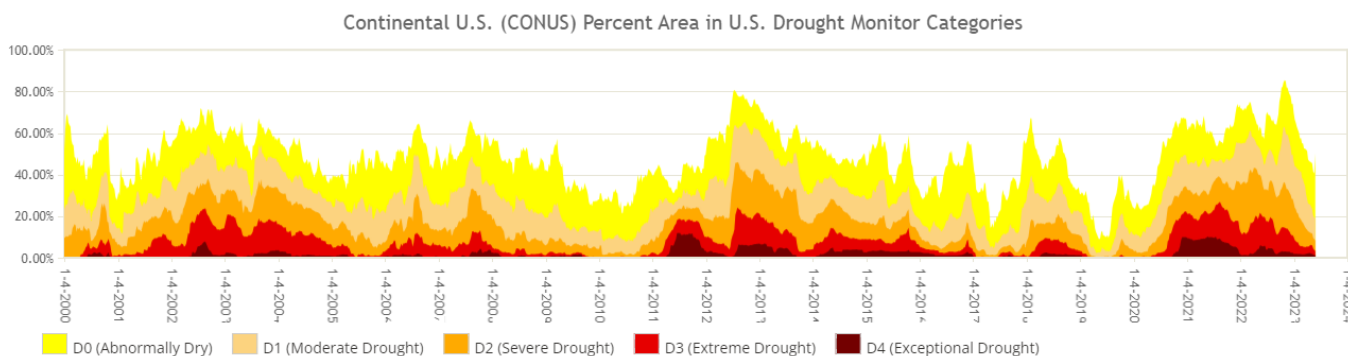
|       |     |        |        |       |         |       |           |
|-------|-----|--------|--------|-------|---------|-------|-----------|
| 印度尼西亚 | 棕榈油 | 46.00  | 47.00  | 2.2%  | 全年      | 大部    | 干旱        |
| 加拿大   | 菜籽  | 19.00  | 20.30  | 6.8%  | 7月      | 南部    | -         |
| 美国    | 玉米  | 348.75 | 387.75 | 11.2% | 5-8月    | 中北部   | -         |
|       | 大豆  | 116.38 | 122.74 | 5.5%  | 7-8月    | 中北及东部 | -         |
| 巴西    | 玉米  | 130.00 | 129.00 | -0.8% | 1月、3-5月 | 中西及南部 | 干旱（一茬）    |
|       | 大豆  | 155.00 | 163.00 | 5.2%  | 1-2月    | 中南部   | 中部干旱、南部多雨 |
|       | 甘蔗  | 621.00 | 661.36 | 6.5%  | 10-次年4月 | 中南部   | 部分时间多雨    |
| 阿根廷   | 大豆  | 27.00  | 48.00  | 77.8% | 1-4月中   | 北部    | -         |

数据来源：USDA，东方证券研究所

注：巴西一茬玉米产量占比约 27%，主要种植于巴西的中部及南部

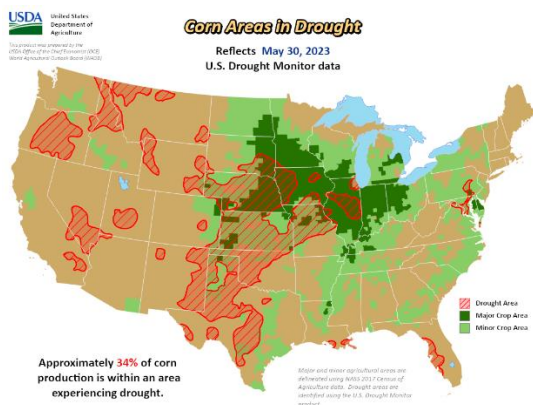
**北美干旱：中西部地区干旱严重，关注后续蔓延程度。**美国今夏干旱情况主要集中在在中西部和东北部的大部分地区，覆盖玉米产区的 34%、大豆产区的 28%，但从干旱的严重程度来看，当前的 DSCI 指数 82 较去年同期的 170 偏低，且干旱水平趋势性下降，当前玉米、大豆尚未进入生长关键期，关注后续干旱演绎情况。

图 50：美国干旱指数趋势性下降



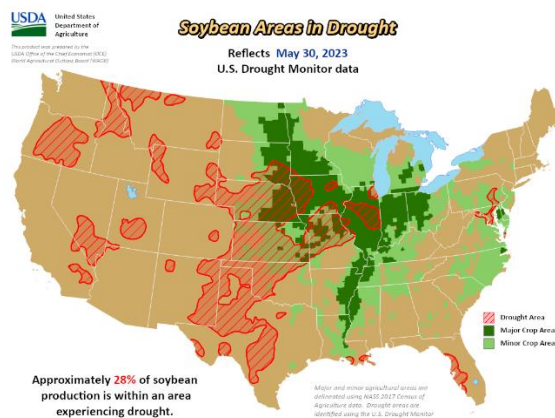
数据来源：U.S. Drought Monitor，东方证券研究所

图 51：玉米影响面积



数据来源：USDA，东方证券研究所

图 52：大豆影响面积



数据来源：USDA，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

## 养殖配套：饲料迎拐点，动保待催化

### 饲料：畜禽存栏利好，水产景气乐观

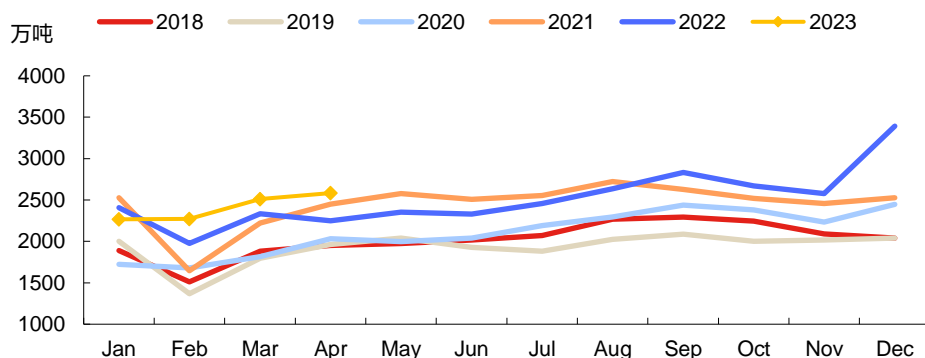
2023 年 1-4 月全国饲料总产量 9638 万吨，同比增长 7%。

畜禽料销售首先取决于下游存栏。

**猪料方面：**从能繁母猪看，虽有冬季疫病等因素扰动，但我们认为 Q2-3 生猪存栏偏高的状态不变，利好猪料销售。Q4 猪料销售或略有承压，一方面生猪存栏从高点回落，另一方面去年 Q4 生猪压栏、二育现象较多，大体重猪肉肉比更高，猪料销售从中受益。

**禽料方面：**今年白鸡整体供应宽松，存栏提升利好禽料销售。2022 年祖代短缺依然较为确定，预计在 23Q4 反映为商品代鸡存栏下降，24 年白鸡料或承压。黄鸡产能调整，且补栏速度较慢，黄鸡料或受到一定影响。

图 53：2023 年 1-4 月全国饲料总产量 9638 万吨，同比增长 7%。

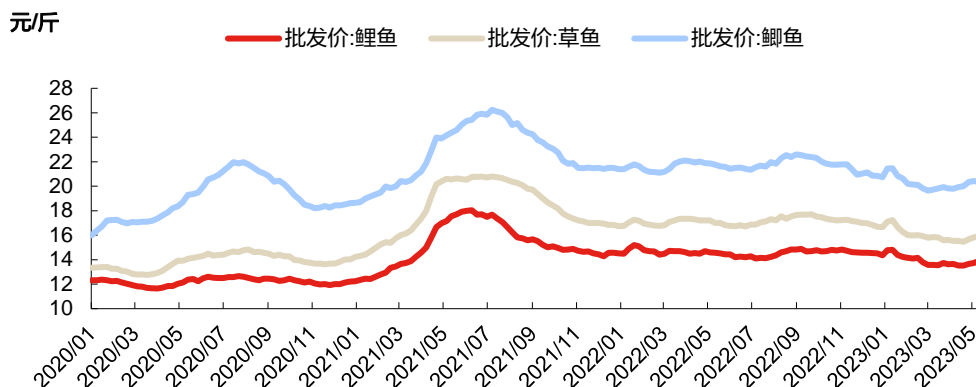


数据来源：中国饲料工业协会，东方证券研究所

**水产料销售首先取决于水产品价格。**2022 年末正值水产品大量上市之时，疫情管控放开导致市场短期消费力下降，水产品需求减少、流通缓慢、存塘积压严重，消费回暖后，养殖户集中出塘，导致鱼价整体承压。但近日随存塘去化，鱼价有所反弹。

**普水方面：**根据商务部，截止 2023 年 5 月 26 日，草鱼全国批发价 15.91 元/公斤，环比上涨 1%，同比下跌 6%。鲫鱼全国批发价 20.35 元/公斤，环比持平，同比下跌 6%。鲤鱼全国批发价 13.89 元/公斤，环比上涨 1%，同比下跌 5%。鲢鱼全国批发价 13.51 元/公斤，环比持平，同比下跌 1%。虽然普水鱼价仍低于去年同期水平，但同比降幅已大幅收窄。我们认为，**随成鱼存塘持续减少，养殖户陆续放苗，后续各地鱼价或将继续稳步上扬。**

图 54：普水鱼价格同比降幅大幅收窄



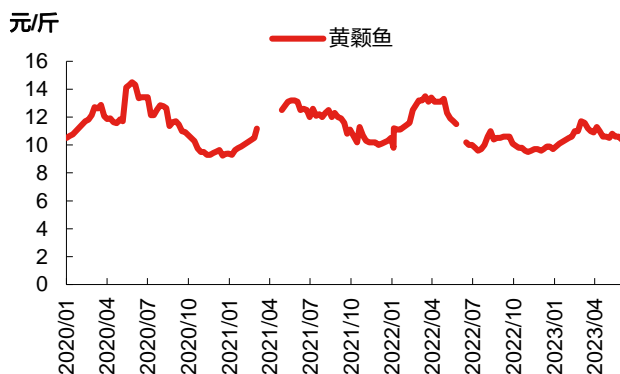
数据来源：商务部，东方证券研究所

#### 特水方面：

**黄颡鱼：**截至 6 月 2 日，黄颡鱼全国塘口均价 10.4 元/斤，环比-2%，同比-9%，同比跌幅大幅收窄。目前养殖成本基本在 9-10 元/斤，养殖技术较好的养殖户仍有一定盈利。三四月份时，很多地方已经出现了大规格黄颡鱼缺货的情况，往后看，价格或有进一步回暖的可能。

**生鱼：**生鱼受上年度高景气影响导致养殖量激增、当前供应量充足，市场端需求相对减少，价格同比下降较多。但环比来看，价格以从 4 月最低的 5.6 元/斤回升至近期的 6.8 元/斤，接近 7 元/斤的成本线。生鱼养殖区域集中，一旦价格低于成本线，养殖户倾向于惜售不卖，因此从历史上来看，生鱼价格低于成本线的时间一般也较短。

图 55：黄颡鱼塘口均价略高于成本线



数据来源：通威农牧，东方证券研究所

图 56：生鱼塘口均价接近成本线



数据来源：通威农牧，东方证券研究所

**加州鲈：**从历史波动看，加州鲈价格具有明显的季节性变化，1-4 月保持稳定，5-8 月逐渐上升至全年最高价，10 月后随成鱼大量上市，价格开始下跌。今年 3 月下旬以来，加州鲈价格触底反弹，近日持续攀升。截至 6 月 2 日，全国加州鲈塘口均价 13.8 元/斤，环比涨 5%，同比跌 22%。往后看，预计加州鲈将迎来季节性旺季。

**南美白对虾：**截至 6 月 2 日，对虾湛江地区（40 条/斤）塘口价为 25 元/斤，环比持平，同比上涨 8.7%。对虾养殖成本在 10 元/斤，在保证成活率的情况下，南美白对虾养殖有不错的盈利。

对于水产料而言，高鱼价下的投料弹性远大于存塘弹性。随鱼价反转、养殖利润修复，我们认为水产料整体景气乐观。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

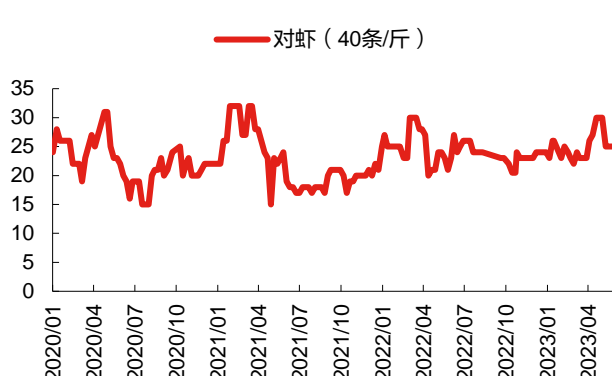


图 57：加州鲈塘口均价 13.8 元/斤，环比涨 5%



数据来源：通威农牧，东方证券研究所

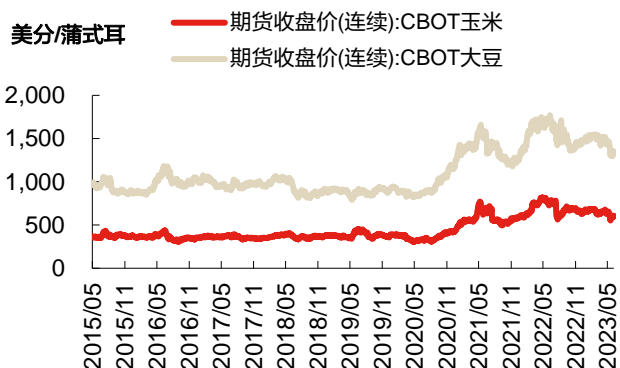
图 58：对虾湛江地区（40 条/斤）塘口价同比上涨 8.7%



数据来源：水产门户网，东方证券研究所

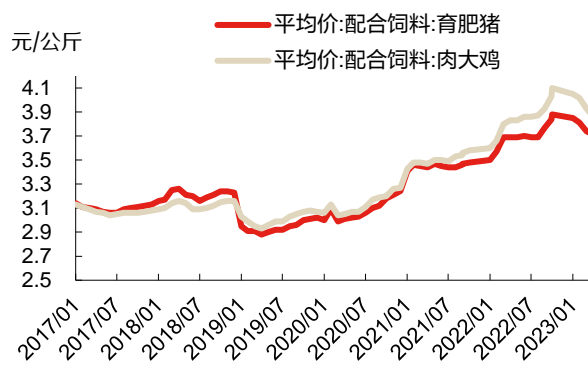
**原材料价格下跌，饲料加工利润修复。**今年以来，玉米、豆粕等饲料原料价格大幅快速下跌。短期来看，原材料价格下跌带动饲料产品降价，但大型饲料企业受前期高价库存所累，在原材料价格下跌初期，吨利受损严重。长期看，随高价库存消耗完毕，饲料加工利润将逐步修复，饲料企业毛利率有望上升。

图 59：今年以来原材料价格大幅下跌



数据来源：CBOT，东方证券研究所

图 60：原材料价格下跌带动饲料产品降价



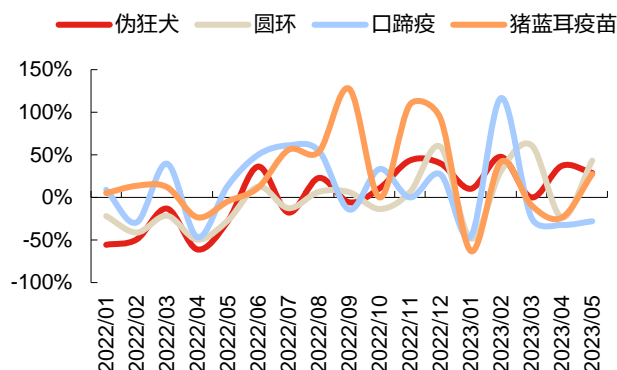
数据来源：中国饲料工业协会，东方证券研究所

## 动保：猪苗两极分化，非瘟打开空间

**2023 年以来，猪用疫苗批签发数量出现两极分化。**1-5 月圆环、伪狂犬疫苗批签发数同比+8%、+22%，而口蹄疫、蓝耳批签发数同比-2%、-10%。原因在于圆环、伪狂犬等可选疫苗受猪价影响远大于存栏影响。猪价低迷、下游亏损严重之时，养殖户倾向于降低头均防疫支出。相反，在猪价高位、养殖盈利可观之时，养户更有疫苗积极性。23 年以来虽然猪价仍处于低位运行，但较去年同期有明显改善，因此可选苗出现明显修复。相比之下，对于口蹄疫、蓝耳等免疫率较高的疫苗而言，对猪价的敏感性更低、对存栏的敏感性更高，导致在年批签发数同比下滑。从上市公司一季报也可发现，主要单品为可选苗的企业一季度收入均取得不错的修复。考虑到下半年，生猪供应偏高、猪价持续低迷，动保企业或再度承压。

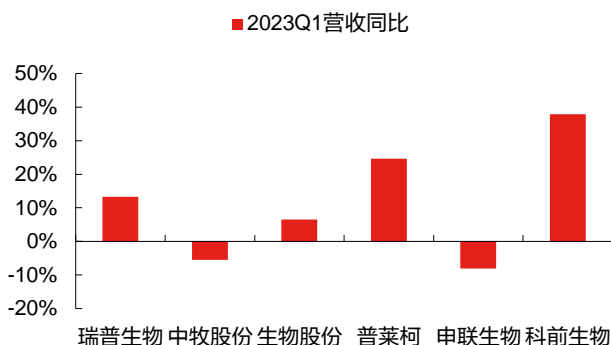


图 61：今年以来猪用疫苗批签发数量两级分化



数据来源：中国兽药基础数据库，东方证券研究所

图 62：23Q1 以可选苗为主的动保企业收入取得不错的修复



数据来源：公司公告，东方证券研究所

**当前动保板块的核心关注点仍在于非洲猪瘟疫苗。**非洲猪瘟 (African swine fever, ASF) 是由非洲猪瘟病毒 (African swine fever virus, ASFV) 引起的一种急性、高致死性传染病，于 2018 年 8 月首次传入我国，严重危害我国养猪业。近年来，非洲猪瘟出现毒力减弱、潜伏期长、前期不易发掘等新特征，导致传统的拔牙手段有所失效，**非洲猪瘟疫苗或将成为重要的防疫手段。**

非瘟疫苗研发路径主要有灭活疫苗、传统弱毒疫苗、基因缺失弱毒疫苗、亚单位疫苗、核酸疫苗、病毒载体疫苗等，目前已知灭活疫苗不具备对 ASFV 的保护力，传统弱毒疫苗存在毒力返强等安全性问题，这两种路径基本宣告失败。基因缺失弱毒疫苗、亚单位疫苗、活载体疫苗仍处于研发试验中。

表 6：非瘟疫苗技术路径

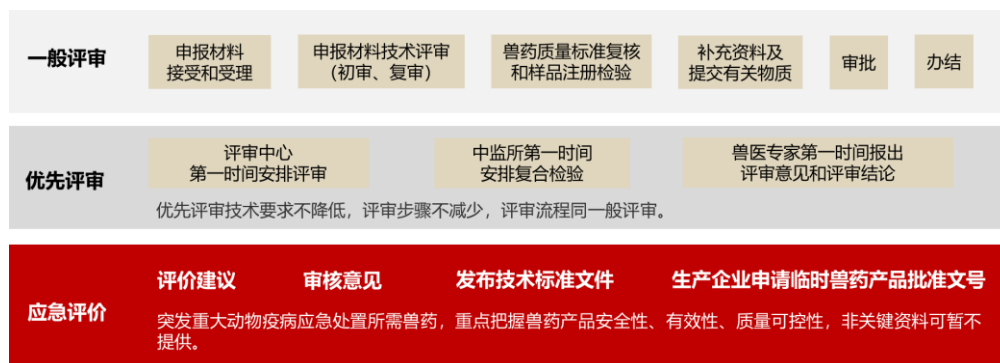
| 疫苗类型   | 含义   | 效果   |
|--------|--|--|
| 灭活疫苗   | 使病毒失去致病力而保留抗原性   | 安全性较高但无保护效果，非瘟灭活苗的研制都以失败告终                                       |
| 弱毒疫苗   | 病原致病力减弱但仍保留其免疫原性的疫苗，分为传统弱毒疫苗和基因重组弱活疫苗                        | 可提供完全的同源保护和部分异源保护，但是毒力不稳定，接种后易返强，或造成水平传播，可能出现强毒攻击后最终导致慢性感染及死亡的情况 |
| 亚单位疫苗  | 通过可控制性的蛋白质分解等方法，提取病毒的特殊蛋白质结构，筛选出具有免疫活性的片段制成的疫苗               | 安全性高，但非瘟病毒蛋白结构复杂，有 167 种可编码蛋白，使得保护性抗原筛选变得非常困难                    |
| 核酸疫苗   | 将含有编码抗原蛋白的外源基因直接导入宿主细胞内，并利用宿主表达系统合成特异性抗原蛋白，诱导宿主产生对该抗原蛋白的免疫应答 | 目前已报道的可应用于构建核酸疫苗的非瘟病毒保护性抗原仍不足以对免疫猪群提供完全保护，未来发展潜力大                |
| 病毒载体疫苗 | 利用基因工程技术将编码病原体保护性抗原的基因插入活载体中并使之表达的活疫苗                        | 病毒载体疫苗激活免疫应答的能力因其携带的基因不同而存在差异，大多数疫苗保护效果还有待验证                     |

数据来源：吴慧如等 (2021)《非洲猪瘟疫苗研究进展》、陈江华等 (2019)《非洲猪瘟疫苗研究趋势》、东方证券研究所

**农业农村部已开通非洲猪瘟疫苗应急评价绿色通道。**根据农业部 392 号公告，兽药评审有一般评审、优先评审、应急评价、备案审查四种评审方式。其中应急评价是指对重大动物疫病应急处置所需的兽药，农业农村部可启动应急评价。评审中心按照农业农村部畜牧兽医局要求开展应急评价，重点把握兽药产品安全性、有效性、质量可控性，非关键资料可暂不提供。经评价建议可应急使用的，农业农村部畜牧兽医局根据评审中心评价意见提出审核意见，报分管部领导批准后发布技术标准文件。有关兽药生产企业按《兽药产品批准文号管理办法》规定申请临时兽药产品批准文号。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

图 63：兽药评审过程示意图



数据来源：农业部，东方证券研究所

**目前非瘟疫苗主要研发单位已取得突破性进展。**今年 4 月兰州兽医研究所与普莱柯合作的非洲猪瘟亚单位疫苗，中科院、武汉病毒所、生物股份与中牧股份合作的非洲猪瘟亚单位（纳米颗粒）疫苗两条路线均已向农业农村部提交了兽药应急评价申请，相关评审工作正在进行。

兰研所路线方面，5 月根据《兰州晚报》发布，兰研所所长郑海学表示：“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”。

中科院路线方面，非洲猪瘟亚单位（纳米颗粒）疫苗是多组分的纳米颗粒结合纳米载体技术、新型免疫佐剂以及基于结构解析深度优化设计的新型疫苗。在安全性和有效性上，经多轮动物实验验证，均展示了良好的安全性和保护效果，且免疫的猪只攻毒后体温无明显升高，口、鼻、肛无排毒，血液及组织亦不带毒。生物股份、中牧股份两家公司均享有产品相应知识产权及在监测期内和监测期外的生产权和销售权。

除以上两条路线外，其他非瘟疫苗技术路线仍在持续研发中：

生物股份除与中科院合作的亚单位路线外，同时自主研发非洲猪瘟 mRNA 疫苗、基因缺失减毒活疫苗、载体疫苗。1）mRNA 疫苗方面，公司已筛选出多个非洲猪瘟病毒抗原蛋白进行 mRNA 疫苗表达验证以及本动物实验，在多个靶点上展现了良好的保护效果，而且保护效果随优化工作的不断深入，针对猪、牛、禽、猫、犬等多种动物开展其不同靶动物疫苗和药物的研究显著提升，目前研发工作正在有序推进。2）基因缺失减毒活疫苗方面，公司完成了 1177 单基因缺失、双基因缺失、以及多基因缺失等基因工程毒株的构建，结果显示以上各基因缺失疫苗均具有较高的保护性和较好的安全性。3）载体疫苗方面，公司承接了非洲猪瘟活载体组合疫苗效果评价和产业化工艺研究的国家重点研发项目，目前已完成动物实验评价。

科前生物自主研发非洲猪瘟亚单位疫苗和载体疫苗，两者均取得重大进展。非洲猪瘟活载体组合疫苗效果评价和产业化工艺研究正处在实验室研究阶段。

表 7：我国主要非瘟疫苗研制进展

| 单位          | 技术路径  | 发展阶段                                  |
|-------------|-------|---------------------------------------|
| 普莱柯、兰州兽医研究所 | 亚单位疫苗 | 已向农业农村部提交了兽药应急评价申请。已完成药品生产质量管理规范静态验收。 |

|                     |             |   |
|---------------------|-------------|---|
| 生物股份、中牧股份、中科院、武汉病毒所 | 亚单位疫苗       | 已向农业农村部提交了兽药应急评价申请。经多轮动物实验验证，均展示了良好的安全性和保护效果，且免疫的猪只攻毒后体温无明显升高，口、鼻、肛无排毒，血液及组织亦不带毒。生物股份、中牧股份两家公司均享有产品相应知识产权及在监测期内和监测期外的生产权和销售权。 |
|                     | mRNA 疫苗     | 已筛选出多个非洲猪瘟病毒抗原蛋白进行 mRNA 疫苗表达验证以及本动物实验，在多个靶点上展现了良好的保护效果，而且保护效果随优化工作的不断深入，针对猪、牛、禽、猫、犬等多种动物开展其不同靶动物疫苗和药物的研究显著提升，目前研发工作正在有序推进。    |
| 生物股份                | 基因缺失减毒活疫苗   | 完成了 1177 单基因缺失、双基因缺失、以及多基因缺失等基因工程毒株的构建，结果显示以上各基因缺失疫苗均具有较高的保护性和较好的安全性  |
|                     | 载体疫苗        | 承接了非洲猪瘟活载体组合疫苗效果评价和产业化工艺研究的国家重点研发项目，目前已完成动物实验评价   |
| 科前生物                | 亚单位疫苗、活载体疫苗 | 非洲猪瘟亚单位疫苗和载体疫苗等产品研究取得重大进展。非洲猪瘟活载体组合疫苗效果评价和产业化工艺研究处在实验室研究阶段。   |

数据来源：公司公告，兰州晚报，东方证券研究所

非洲猪瘟疫苗一旦商业化，动保行业有望明显扩容。正常年份生猪出栏+能繁母猪存栏约 7 亿头。根据普莱柯交流，由于非洲猪瘟亚单位疫苗研发难度大、工艺复杂程度高，若非洲猪瘟亚单位疫苗能够获批上市，预计出厂价在 25 元/支左右，每头猪需要免疫两次。若考虑流通成本，则终端售价更高。我们对非洲猪瘟疫苗市场空间进行测算，在终端售价 30 元/支，行业渗透率 80% 的情况下，非瘟疫苗市场规模超过 300 亿。

表 8：非洲猪瘟疫苗市场规模测算（单位：亿元）

| 渗透率/<br>终端价格（元/支） | 10  | 15  | 20  | 25  | 30  |
|-------------------|-----|-----|-----|-----|-----|
| 20%               | 28  | 42  | 56  | 70  | 84  |
| 40%               | 56  | 84  | 112 | 140 | 168 |
| 60%               | 84  | 126 | 168 | 210 | 252 |
| 80%               | 112 | 168 | 224 | 280 | 336 |
| 100%              | 140 | 210 | 280 | 350 | 420 |

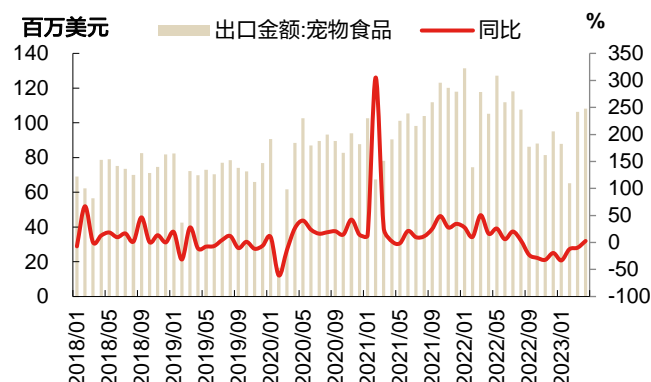
数据来源：东方证券研究所测算

## 宠物：海外需求向好，国产替代加速

### 海外：出口拐点或至，长期仍具韧性

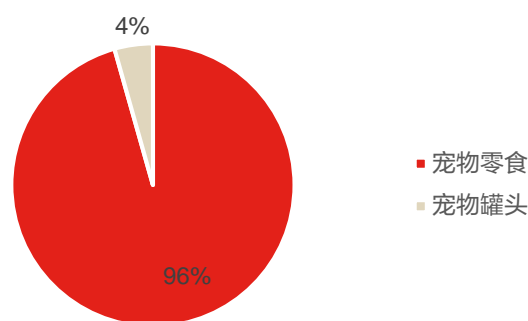
**短期：宠物食品出口拐点或至。**出口宠物食品主要包括宠物零食和宠物罐头，以金额计算，宠物零食占比 95% 以上。受地缘政治、高通胀、下游客户库存积压等因素影响，2022 年 9 月起，中国宠物零食出口出现明显下滑。根据海关统计，2022 年四季度宠物零食出口金额同比下降 28%，且下降趋势一直延续到今年 3 月份。今年 4 月，我国宠物零食出口同比首次转正，出口金额 1.03 亿美元，同比+2.12%，环比+2.30%，出口数量 2.01 万吨，同比+2.66%，环比+4.93%，带动宠物食品整体出口金额同比+2.84%，环比+1.68%。

图 64：4 月宠物食品出口 1.08 亿美元，同比+2.84%



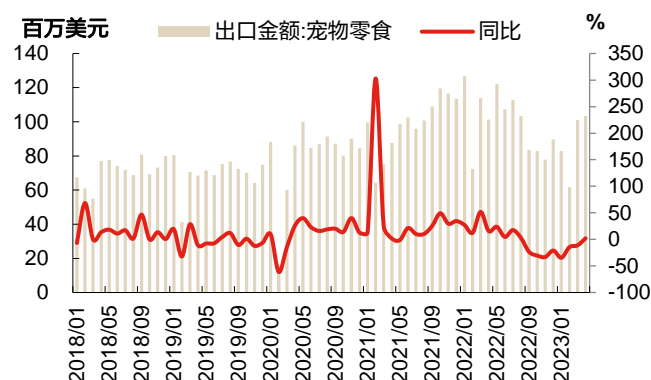
数据来源：海关统计数据平台，方证券研究所

图 65：宠物零食占出口宠物食品金额 95%以上



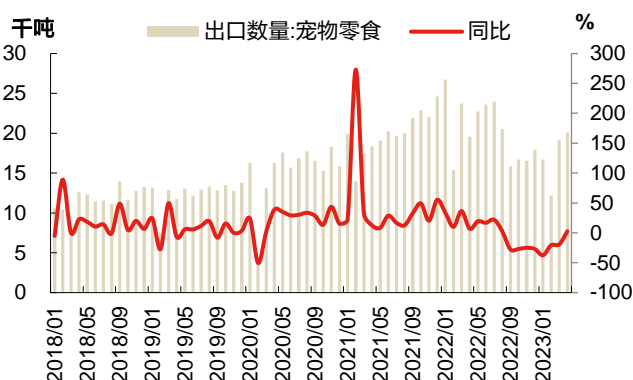
数据来源：海关统计数据平台，方证券研究所

图 66：4 月宠物零食出口金额 1.03 亿美元，同比+2.12%



数据来源：海关统计数据平台，东方证券研究所

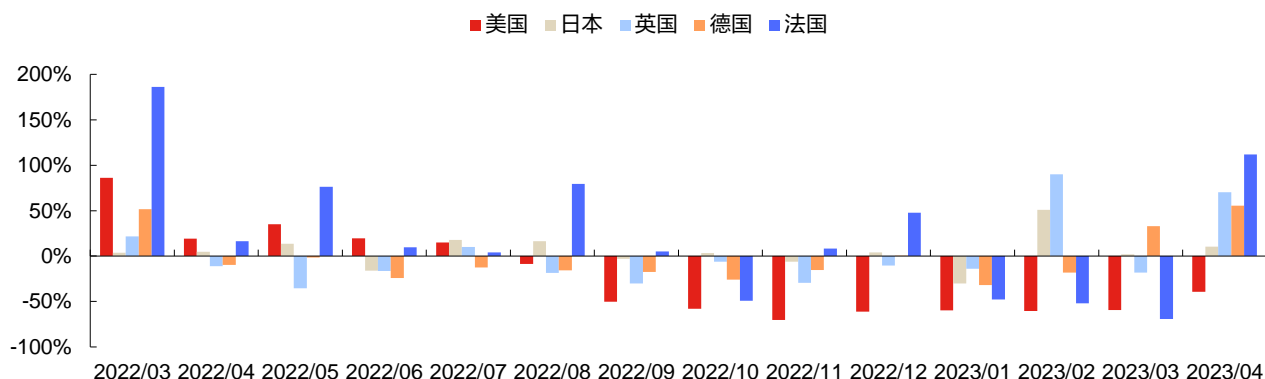
图 67：4 月宠物零食出口数量 2.01 万吨，同比+2.66%



数据来源：海关统计数据平台，东方证券研究所

分区域来看，4 月中国出口美国/德国/英国/日本 0.16/0.19/0.09/0.09 亿美元，占比 15.3%/18.6%/8.9%/8.6%，同比-39.42%/55.42%/70.14%/10.24%。日本和几大西欧国家的出口增速已经转正，美国虽仍有所压力，但降幅也较前几个月大幅收窄。中宠股份订单情况同样出现明显好转。据公司公告，截至到 2023 年 4 月公司出口订单已经基本恢复，且在 5-6 月份的出口业务有望转正，公司整体境外收入将得到大幅改善。

图 68：4 月宠物零食欧亚地区出口金额同比转正，美国出口金额降幅收窄

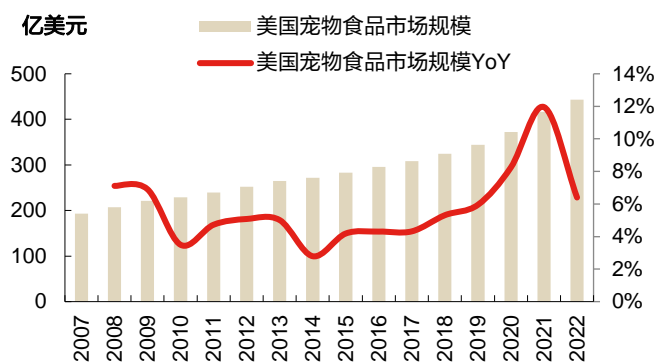


数据来源：海关统计数据平台，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

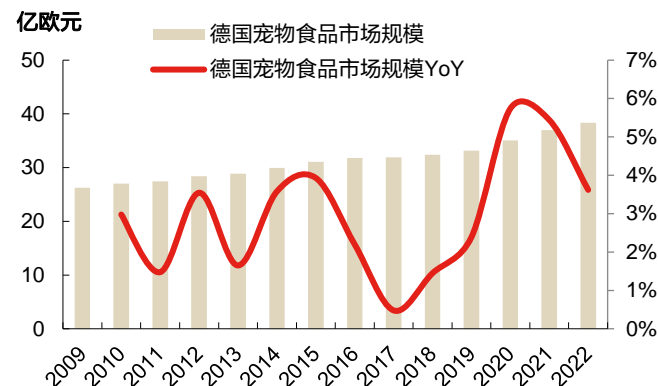
**长期：欧美需求不减，宠物仍具韧性。**以中国宠物零食出口最主要的两个国家美国、德国为例，2022 年美国宠物食品市场规模 443 亿美元，同比+6%，2009-2022 年间 CAGR 达 5%。2022 年德国宠物食品市场规模 38 亿欧元，同比+4%，2009-2022 年间 CAGR 达 4%。可见，纵使海外宠物行业已经较为成熟，欧美国家宠物食品需求仍在稳健增长。

图 69：2022 年美国宠物食品市场规模同比+6%



数据来源：欧睿，东方证券研究所

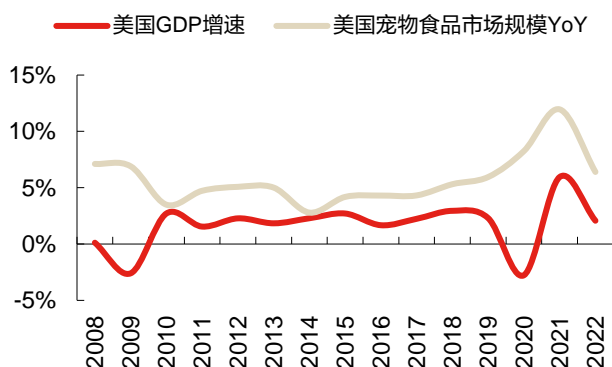
图 70：2022 年德国宠物食品市场规模同比+4%



数据来源：欧睿，东方证券研究所

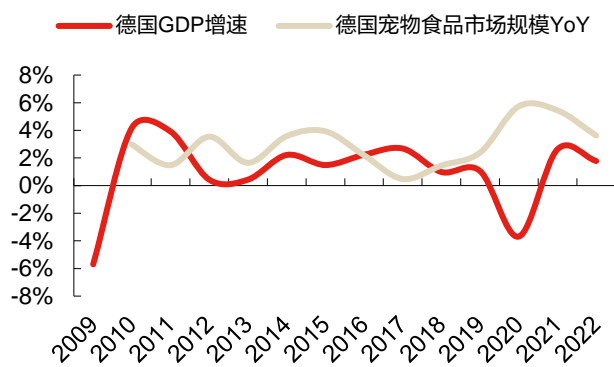
**宠物食品具有一定逆周期属性。**回顾美国、德国的经济周期可以发现，在 2008 年金融危机和 2020 年疫情期间，GDP 虽然显著下滑，但宠物食品行业却仍维持增长，甚至增速有所提升。我们认为，一方面，宠物的情感慰藉属性突出，越是在经济低谷时期，人们越是需要宠物的陪伴；另一方面，宠物食品作为宠物行业中的刚需消费，其韧性则更加明显。因此，即使在经济波动之中，宠物食品需求仍不需要过分担心。

图 71：2008、2020 年美国 GDP 增速下滑但宠物食品仍增长



数据来源：欧睿，国际货币基金组织，东方证券研究所

图 72：2020 年德国 GDP 增速下滑但宠物食品仍增长

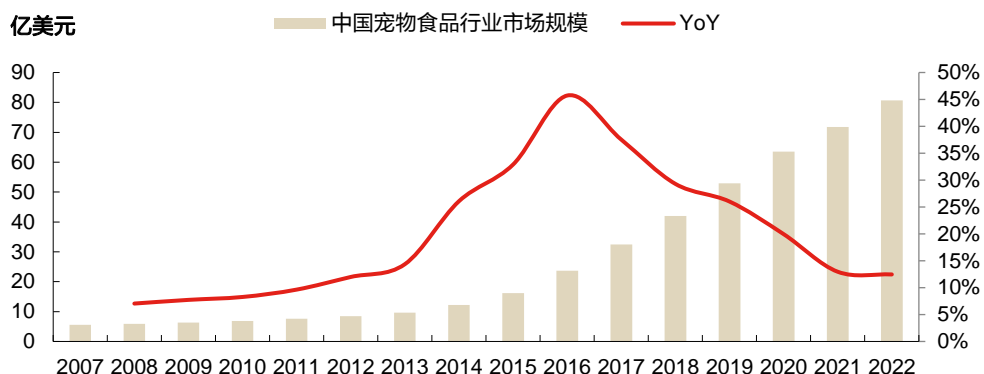


数据来源：欧睿，国际货币基金组织，东方证券研究所

## 国内：行业增速放缓，迎接新一轮洗牌

**我国宠物食品行业经历了快速成长，当前增速已有所放缓。**根据欧睿咨询，2022 年我国宠物食品市场规模达到 81 亿美元，同比增加 12%。2013-2022 年 CAGR 为 24%。我国宠物食品行业已度过高速增长期，增速相对放缓。

图 73：2022 年我国宠物食品市场规模同比+12%



数据来源：欧睿，东方证券研究所

**市场集中度低，竞争依旧激烈。**按公司区分，2022 年我国宠物食品行业 CR10 仅为 29.8%，远低于美日等成熟市场的 60%以上。玛氏集团凭借旗下的皇家位居第一，22 年市占率达 8.7%，高出第二名乖宝 3.9pct。

表 9：我国宠物食品行业竞争格局（按公司区分）

| %   | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|-----|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 玛氏  | 19.0 | 16.7 | 15.2 | 13.1 | 11.4 | 9.9  | 8.8  | 8.2  | 8.4  | 8.7  |
| 乖宝  | 2.1  | 2.4  | 2.4  | 2.2  | 2.6  | 3.3  | 4.1  | 5.0  | 4.6  | 4.8  |
| 雀巢  | 8.0  | 6.0  | 4.2  | 3.4  | 3.1  | 3.0  | 2.8  | 2.9  | 3.0  | 3.1  |
| 中宠  | 1.0  | 1.1  | 1.1  | 1.1  | 1.3  | 1.4  | 1.6  | 2.0  | 2.2  | 2.4  |
| 依蕴  | -    | -    | 0.3  | 0.9  | 1.2  | 1.6  | 1.8  | 2.0  | 2.2  | 2.3  |
| 华兴  | 0.5  | 0.8  | 1.3  | 1.5  | 1.5  | 1.6  | 1.7  | 2.0  | 2.6  | 2.3  |
| 比瑞吉 | 6.7  | 7.9  | 9.5  | 8.1  | 6.3  | 4.8  | 2.7  | 2.5  | 2.3  | 2.1  |
| 冠军  | -    | -    | -    | 0.2  | 0.4  | 1.0  | 1.2  | 1.2  | 1.5  | 1.6  |
| 荣喜  | 0.4  | 0.8  | 1.1  | 1.4  | 1.3  | 1.2  | 1.1  | 1.0  | 1.5  | 1.5  |
| 耐威克 | 1.8  | 1.9  | 2.0  | 1.9  | 1.6  | 1.3  | 1.1  | 1.0  | 1.0  | 1.0  |
| 其他  | 60.5 | 62.4 | 62.9 | 66.2 | 69.3 | 70.9 | 73.1 | 72.2 | 70.7 | 70.2 |

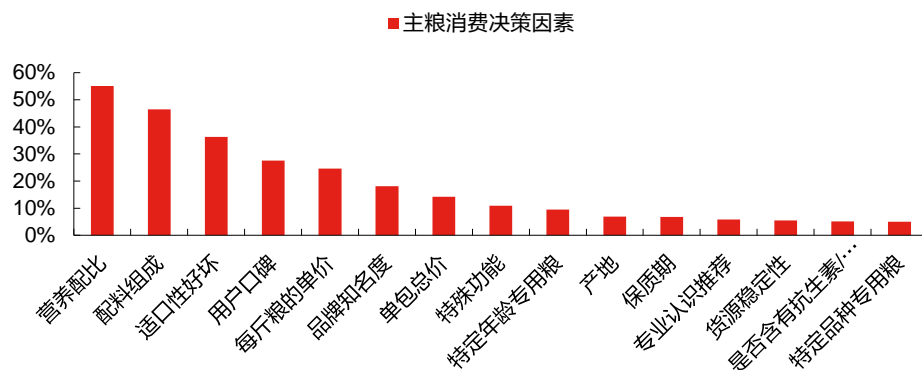
数据来源：欧睿，东方证券研究所

我国宠物食品行业的主要品牌可以分为三类：

1) 以皇家、宝路、冠能等为代表国际大牌，在宠物食品方面起步早，积累了丰富的研发运营经验，产品质量经过成熟市场的多年检验，且背靠国际快消集团，品牌形象深入人心，且在中国拥有自己的工厂，供应链稳定，整体定位中端和高端。但随着国内“成分党”的崛起，玛氏、雀巢的产品配方与高蛋白、鲜肉、无谷等新养宠理念与形成冲突，产品老化、性价比低等问题充分暴露，导致其与十年前相比市占率明显下滑。相比之下，国产品牌紧跟市场动态，持续产品迭代，把握新渠道优势，逐步对国际巨头形成替代。



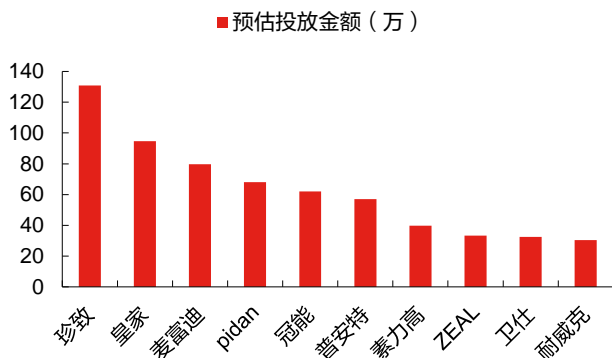
图 74：主粮消费决策因素



数据来源：中国宠物行业白皮书，东方证券研究所

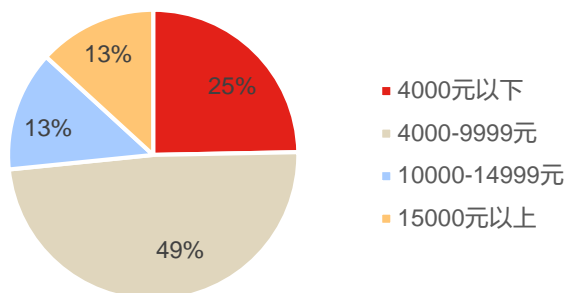
2) 以渴望、爱肯拿、百利等为代表的进口品牌，定位高端和超高端，其高蛋白、高鲜肉含量、低碳水的配方完美迎合了当下宠物主的需求，进口的天然光环也使得消费者有较高的信任度。然而，进口品牌短板在于远离消费者，通过代理商开拓国内市场效率较低。同时，高端和超高端的定位使得纯进口外资品牌的目标人群有限，市场份额有比较明显的天花板。

图 75：4 月宠物食品品牌小红书预估商业笔记投放金额



数据来源：宠物营销界，东方证券研究所

图 76：宠物主月收入以万元以下为主

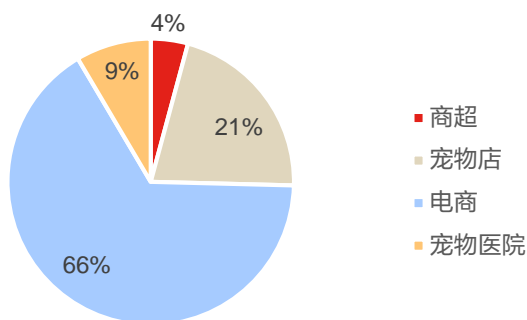


数据来源：中国宠物行业白皮书，东方证券研究所

3) 国产品牌。国产品牌价格带范围广，除超高端方面有所缺位外，高端、中端、经济型均有布局，既有老牌国产品牌伯纳天纯、比瑞吉、麦富迪、顽皮等，卡位中高端品牌，也有奥丁、力狼等品牌在经济型遥遥领先。考虑到我国宠物市场未来“猫经济”特征愈发显著，对应消费升级趋势明显，未来预计龙头国产品牌将进一步在中端和高端重点发力。

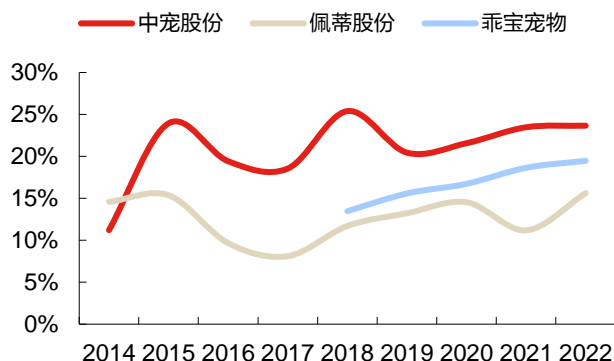
当下我们已经可以看到，国产品牌之间的竞争日益激烈。“品牌+代工”的生产模式，较为松散的生产监管和产品标准，导致宠物食品行业进入壁垒低。电商等新渠道的兴起和繁荣给新品牌带来机遇，也给传统渠道品牌带来挑战。红海市场中，各大品牌从产品、营销等各维度切入，通过高额销售费用投放，努力占据消费者心智，强化品牌影响力。

图 77：中国宠物食品销售渠道分布（2022）



数据来源：欧睿、东方证券研究所

图 78：国内通过高额销售费用投放强化品牌力

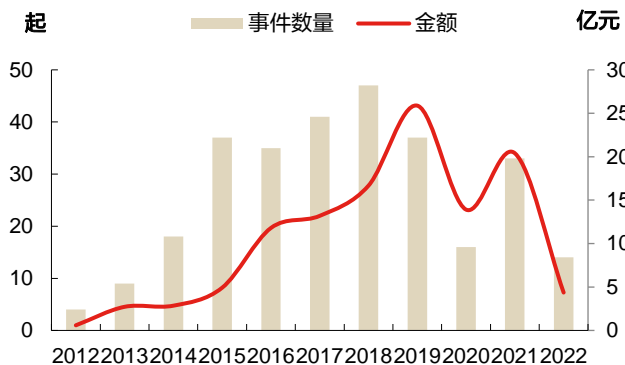


数据来源：欧睿、东方证券研究所

注：此处为宣传推广与销售服务费用/国内营业收入

**一级市场降温推进竞争格局优化。**2019-2021 年宠物领域的股权投资逐步冷却，宠物食品创业活跃度明显收缩。2022 年一级市场整体活跃度进一步减弱。**未来宠物食品行业新生品牌或减少，存量品牌相互竞争，行业迎来洗牌，拥有强大的供应链管理能力和渠道运营能力和现金流支持的国产品牌更有机会抢占市场份额。**

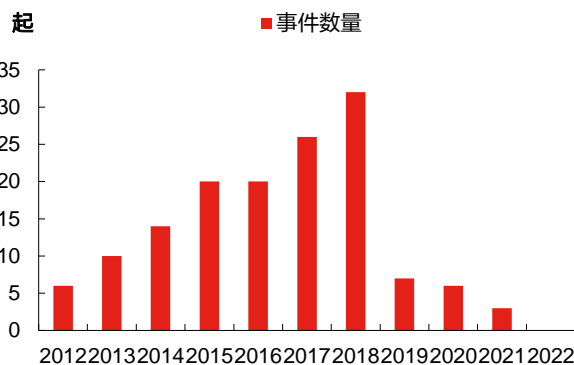
图 79：中国宠物领域投资事件及金额



数据来源：亿欧咨询，东方证券研究所

注：2022 年统计数据为 1 月 1 日至 11 月 1 日

图 80：中国宠物食品新成立创业公司年度分布



数据来源：亿欧咨询，东方证券研究所

注：2022 年统计数据为 1 月 1 日至 11 月 1 日

## 投资建议

**生猪养殖：**供强需弱的格局或仍会维持，亏损幅度预计继续处于相对高位，行业生产情绪将在亏损的累计中被击溃。猪周期预期反转机会再度来临，关注牧原股份(002714，买入)、温氏股份(300498，买入)、巨星农牧(603477，未评级)；以及成本改善空间大、成长性较强养殖标的的预期差机会，关注新希望(000876，买入)、傲农生物(603363，买入)。

**家禽养殖：**白鸡低引种通过祖代供应减少逐级向下反映，白鸡价格或将于今年年末开启反转。关注具备自主种源和养殖、食品两端的白鸡养殖龙头圣农发展(002299，买入)以及具备苗价和鸡价弹性的相关标的益生股份(002458，未评级)、民和股份(002234，未评级)、禾丰股份(603609，买入)、仙坛股份(002746，未评级)。黄鸡补栏疲软，鸡价景气跟随消费恢复，关注温氏股份(300498，买入)、立华股份(300761，未评级)、湘佳股份(002982，未评级)。

**饲料：**畜禽存栏增加，利好饲料销售；水产存塘消化，鱼价压制即将解除，水产料整体景气乐观；原料价格下跌，饲料加工利润有望修复。关注饲料龙头企业海大集团(002311，买入)。

**动保：**非瘟疫苗已取得突破性进展，兰研所与中科院两条路线均已向农业农村部提交了兽药应急评价申请，相关评审工作正在进行。非瘟疫苗推出，或将进一步打开市场空间，行业强扩容。关注普莱柯(603566，未评级)、生物股份(600201，未评级)、中牧股份(600195，未评级)、科前生物(688526，未评级)。

**宠物：**宠物零食出口订单或见拐点，海外需求长期仍具韧性。国内行业增速有所下滑，国产品牌替代加速。随一级市场降温，未来宠物食品行业新生品牌或减少，存量品牌相互竞争，行业迎来洗牌，拥有强大的供应链管理能力和渠道运营能力和现金流支持的国产品牌更有机会抢占市场份额，关注中宠股份(002891，未评级)、佩蒂股份(300673，未评级)。

## 风险提示

**农产品价格波动风险：**农产品极易受到天气影响，若发生较大自然灾害，会影响销售情况、运输情况和价格走势；

**疫病风险：**畜禽类价格的阶段性波动易受到疫病等因素影响；

**政策风险：**农业政策推进的进度和执行过程易受非政策本身的因素影响，造成效果不及预期，影响行业变革速度和公司的经营情况；

**行业竞争与产品风险：**公司产品（种子、疫苗等）的推广速度受到同行业其他竞争品的影响，可能造成销售情况不及预期；

**假设条件变化影响测算结果风险：**文中测算基于设定的前提假设基础之上，存在假设条件发生变化导致结果产生偏差的风险。

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；  
增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；  
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；  
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；  
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；  
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并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。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。