

## 农林牧渔行业2023年中期投资策略

# 多条主线严重低估，重点关注底部价值

西南证券研究发展中心  
农林牧渔研究团队  
2023年7月

## 核心观点

- ❑ **养殖板块：**从能繁母猪存栏量看，产能持续去化。当前行业现金流紧张短期存在加速去产能的可能。Q3消费旺季临近，价格有望回升至成本线以上。但仍需关注二次育肥影响，猪价存在持续低位运行的可能。黄羽鸡或迎景气度提升，截至23年2月中在产父母代存栏处于相对低位，且雏鸡价格相对偏低，未来消费提振，供需缺口体现，形成价格支撑。推荐牧原股份（002714）、巨星农牧（603477）、温氏股份（300498）、立华股份（300761）。

风险提示：养殖端突发疫情，消费需求不及预期等。

- ❑ **动保板块：**当前动保领域迎双重机遇，一方面非瘟疫苗相关研究稳步推进，若未来顺利实现商业化，新产品将推动市场扩容，另一方面规模养殖场占比不断提升，动保重视程度提高，下游需求增长，行业蓬勃发展。禁抗令的施行推动治疗用抗生素下游需求，新版GMP的实施提高化药行业门槛，当前行业集中度低，拥有丰富产品矩阵的头部动保企业具有明显竞争优势，市场份额将进一步提升。重点推荐中牧股份（600195）、瑞普生物（300119）、回盛生物（300871）。

风险提示：下游需求不及预期，产品研发进度不及预期等。

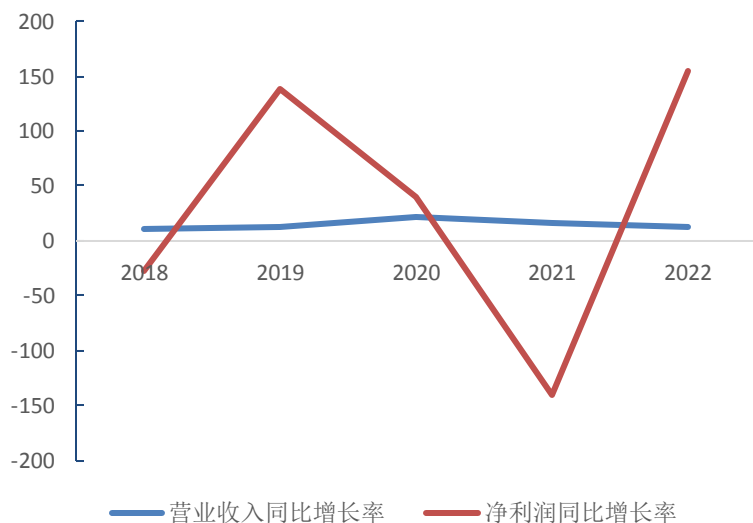
- ❑ **油脂油料板块：**一方面菜籽油价格下降，食品油加工企业成本将得到有效控制。菜籽油在国际社会上一重要用途在于制作生物柴油，其与棕榈油、豆油价格走势高度相关。未来棕榈油进入产出旺季，加之植物油做生物柴油比例逐步降低，面临较大库存压力，短期难回高位，有利于打开菜油加工行业的盈利空间，另一方面国内菜籽的种植面积持续上升，上游供给改善。推荐道道全（002852）。

风险提示：极端天气、自然灾害、原材料成本升高、消费端需求不及预期等。

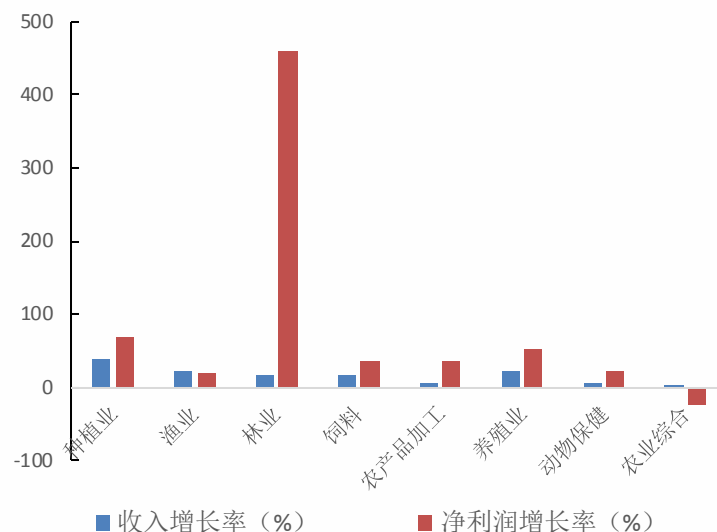
## 板块数据回顾

■ 2022年农林牧渔板块收入12389.97亿元（+12.83%），净利润171.45亿元（-115.34%）。23Q1来看，农林牧渔板块收入2889.29亿元（15.69%），净利润-41.35亿元（-70.73%）。分子板块来看，种植业/渔业/林业/饲料/农产品加工业/养殖业/动物保健/农业综合板块收入增速37.76%/21.15%/15.8%/17.35%/6.57%/20.80%/6.03%/0.99%，净利润增速67.48%/19.47%/460.37%/34.75%/35.63%/51.76%/23.11%/-24.39%。展望下半年来看，养殖板块现金流紧张短期存在加速去产能的可能；动保板块迎来新产品和重视程度提高双重机遇，油脂油料板块原材料价格回落打开盈利空间。

18-22年申万农林牧渔板块收入/利润增速（%）



2023Q1各子板块收入/净利润增速



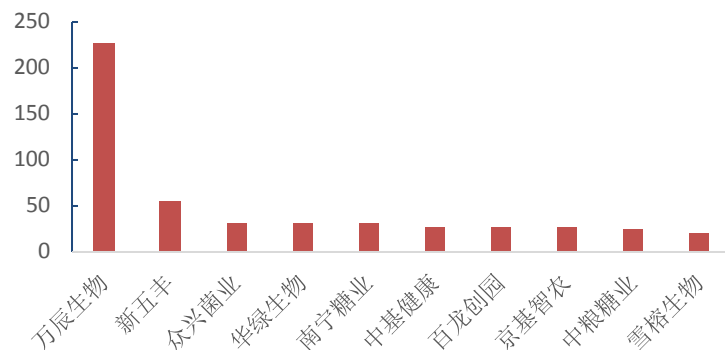
数据来源: Wind, 西南证券整理

[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

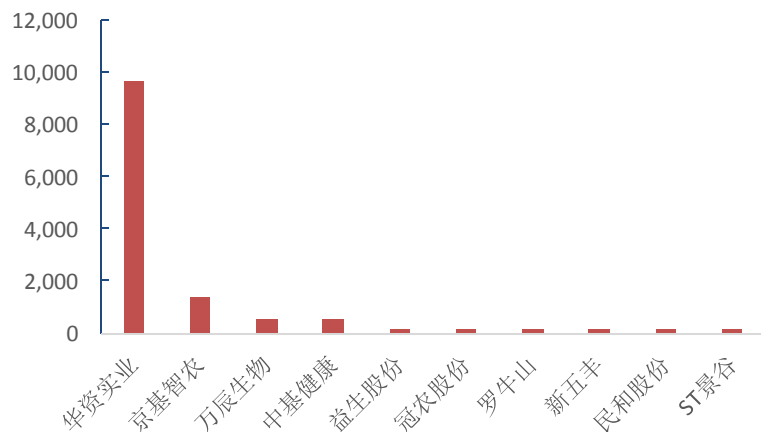
## 板块数据回顾

- 个股层面来看，23Q1个股的收入利润增速在基数效应下分化较大。报告期内种植企业受益于行业集中度提升及价格上涨，盈利状况较好。2023年1-5月涨幅居前的个股以种植板块企业为主，如众兴菌业、京基智农等，主要由于国家政策大力支持，叠加受地缘冲突升温的影响，国内外粮价短期有继续上涨的动力。具备先发优势的头部企业有望受益其中，获得更多市场份额。

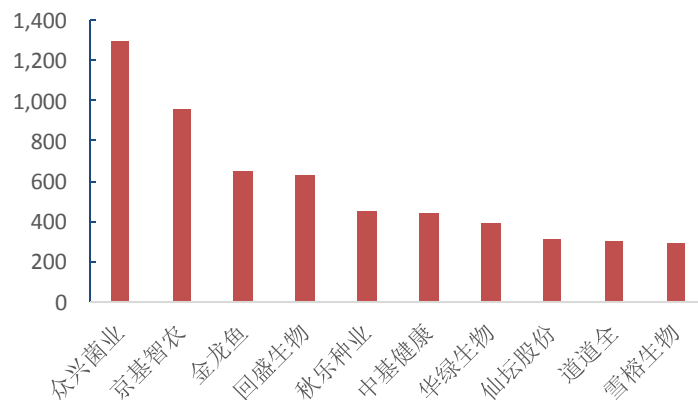
23年1-5月农林牧渔板块涨跌幅TOP10 (%)



23Q1年申万农林牧渔板块收入增速TOP10 (%)



23Q1申万农林牧渔板块净利润增速TOP10 (%)



数据来源: Wind, 西南证券整理

[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

# 目 录

---

◆ **养殖行业：养殖景气或提升，优质养殖企业稳步发展**

◆ **动物保健：创新推动成长，发展格局广阔**

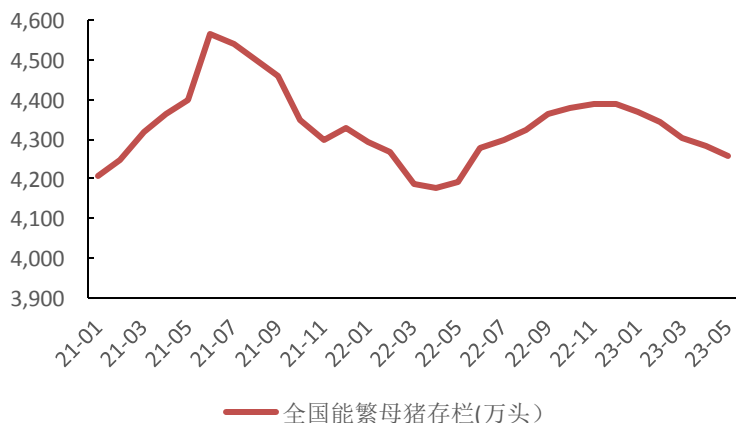
◆ **油脂油料：原料成本回调，盈利空间打开**

◆ **重点投资标的**

## 养殖行业：供给方——产能去化进行时，生产效率持续优化

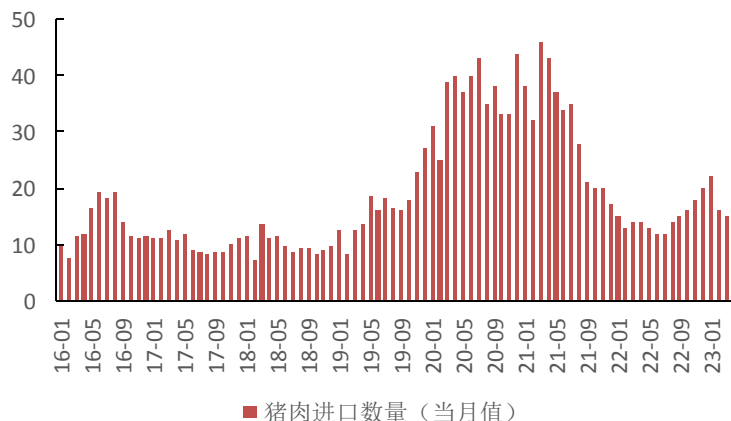
- ❑ **能繁母猪存栏：产能去化进行时。** 能繁母猪于2022年4月见底以后一路微幅增加至2022年12月。2023年开始能繁母猪存栏不断下降。1月/2月/3月/4月/5月能繁母猪存栏环比分别增长-0.50%/-0.60%/-0.87%/-0.5%/-0.60%。2023年5月末能繁母猪存栏为4258万头。
- ❑ **产能结构：生产效率持续优化。** 2020年能繁母猪数量仍较大程度地受到猪瘟影响，2022年一季度的样本能繁母猪存栏数量较2020年一季度同比恢复了48.8%，并且，由于当时过热的二次育肥压栏的影响，2022年四季度的实际出栏量较2020年四季度同比增长了72.2%。
- ❑ **冻肉进口：大幅下降，未来增量有限。** 《“十四五”全国畜牧兽医行业发展规划》提到,到2025年,猪肉自给率保持在95%左右。2022年1-12月,全国累计进口猪肉175.79万吨,同比较2021年1-12月下降52.6%。2023年1-5月累计进口猪肉81万吨，同比增长17.4%。

能繁母猪存栏



数据来源：ifind，中国种猪信息网，西南证券整理

猪肉进口数量（万吨）

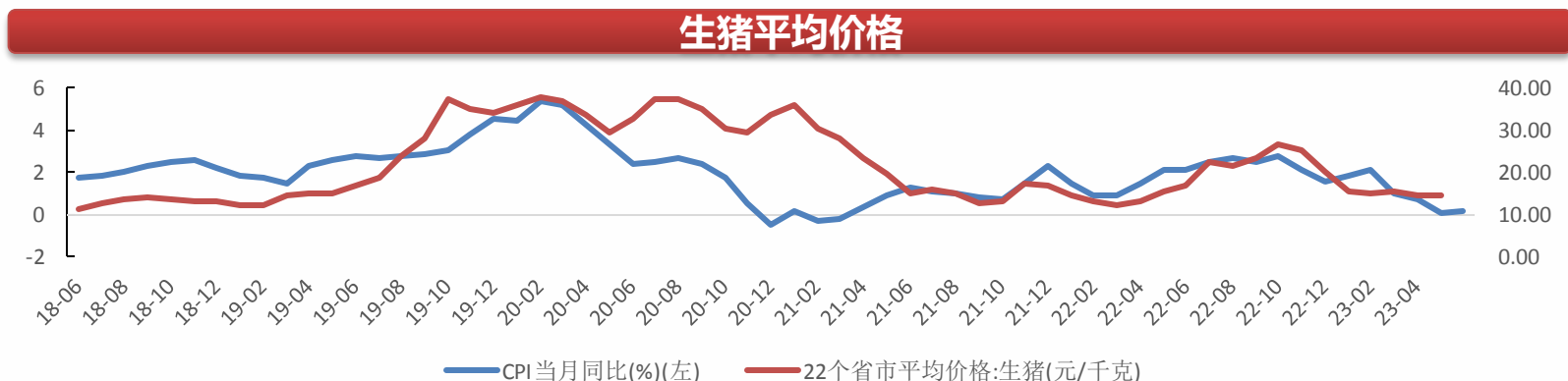


数据来源：ifind，海关总署，西南证券整理

# 养殖行业：消费方——自周期性强 需求刚性强

## □ 猪价自周期性较强

猪价自周期性较强，同时因为在CPI中占比较大，对CPI有明显影响。



数据来源：ifind，中国种猪信息网，西南证券整理

## □ 猪肉需求刚性强

根据华南农业大学《我国农村居民猪肉需求弹性测算及其周期性比较》研究结果，除蔬菜以外，猪肉的平均收入弹性普遍低于其他食品。农村居民对其他食品诸如牛羊肉的价格变化比猪肉更敏感。猪肉作为一个刚性需求，是中国必不可少一种肉类食用。事实上，供给对猪肉价格的决定作用经常大于需求的作用，猪价的剧烈波动往往来自于猪肉产能大幅波动。猪肉消费的需求端相对稳定，是刚性需求。**影响因素**主要有：猪肉价格、消费者收入水平、相关肉类替代价格等。猪肉需求收入弹性、需求价格弹性绝对值小于1。2022年猪肉最大消费国仍是中国。据经济合作与发展组织数据表明，中国大陆人均猪肉消费量为25.39千克/人。预计2023年中国大陆为26.94千克/人。

# 养殖行业：2023价格预测

## □ 2023年价格预测：寻找合理的成本定价锚定。

今年以来在上市养猪企业中，已有多家头部养猪企业提出把成本管控作为今年工作重点。在行业中保持中上水平的成本控制力，将有机会在猪价走出低谷后，获得更大的机会。2023年6月，中国农业科学院北京畜牧兽医研究所研究员表示，国内生猪养殖成本线一般在16元/公斤，下半年行业若不出现超预期变化，上市猪企估测2023年生猪规模养殖平均成本或有16元/公斤。

### 部分猪企养殖成本

企业	养殖成本(元/斤)	2023年目标成本
牧原股份	7.75 (一季度末)	7.75元/斤以下
神农集团	8.35(2022年度)	7.9元/斤以下
新希望	8.35(2022年四季度)	7.75-8元/斤
京基智农	8.4 (2022年度)	7.83元/斤
温氏股份	8.5 (三月末)	降至8元/斤以下
天康生物	8.5(2022年四季度)	8.25元/斤
傲农生物	9(2022年末)	8.5元/斤以下
大北农	9-9.5(2022年度)	8元/斤以内
天邦食品	9(2022年末)	8元/斤
金新农	9.2 (2022年度)	8元/斤以下
东瑞股份	9.2(2022年四季度)	8.5元/斤以下

数据来源：上市公司公告，西南证券整理

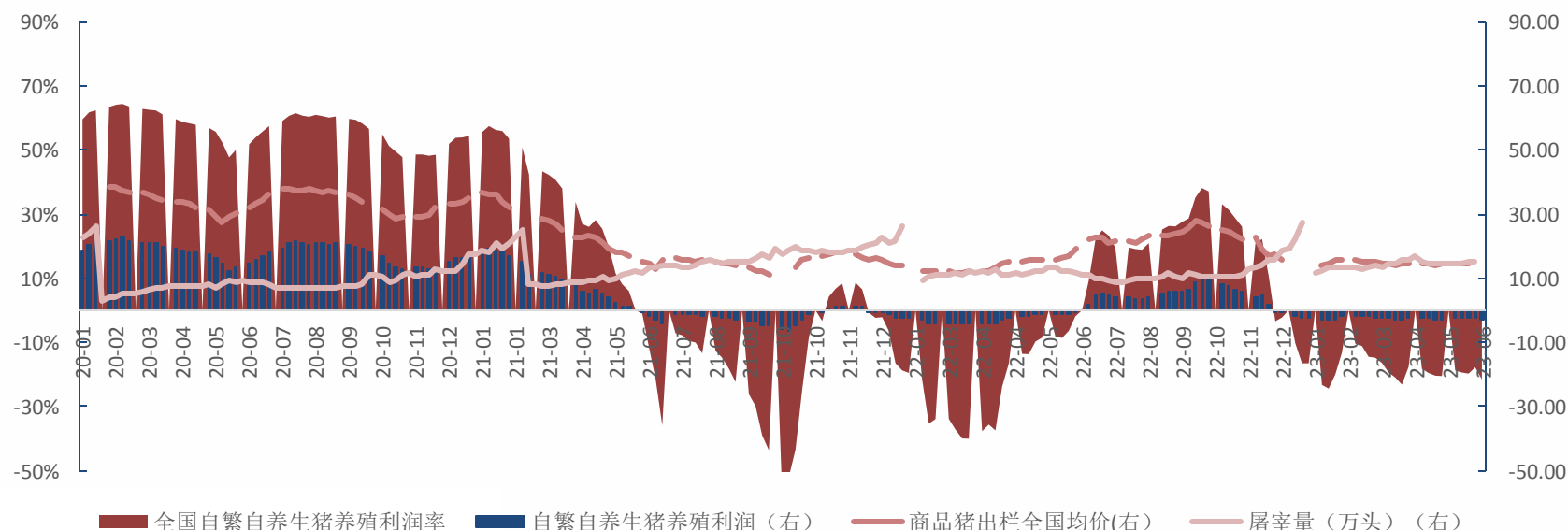


# 养殖行业：2023价格预测

## □ 2023年价格预测：从产能规模角度分析

在没有长期稳定的高毛利率驱动的情况下，前期退出的中小规模场没有动力重新复产，行业外新增资本也没有2022年涌入养殖行业的冲动。根据农业农村部数据，2022年3月-2023年2月能繁母猪存栏均值为4306万头，仍在农业部基准线4100万头的95%-105%合理区间范围内，预计2023年全年生猪均价在成本附近，或有16.5元/公斤，行业全年微利。

### 商品猪盈利状况（元/斤）



数据来源：ifind，畜牧业监测预警信息网，西南证券整理

[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

## 养殖行业：产能持续深度去化 养殖景气或提升

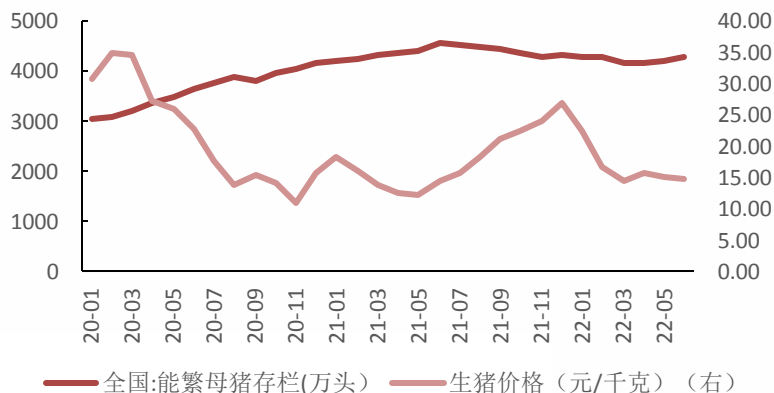
1) 随着市场对板块的研究发展，生猪养殖板块的投资节奏已经从以前买拐点的逻辑前置到买产能去化的逻辑上。今年1月份以来，整个行业持续亏损5个月，头均的平均亏损达到了接近200元/头，前4个月在持续去化，能繁母猪存栏数量的下降幅度平均在0.5%-0.6%。

2) 仔猪价格快速下跌，产能去化加速预期提升。2023年6月，规模场15公斤的仔猪出栏价从3月初的700元下降到400元，基本持平仔猪成本价格。

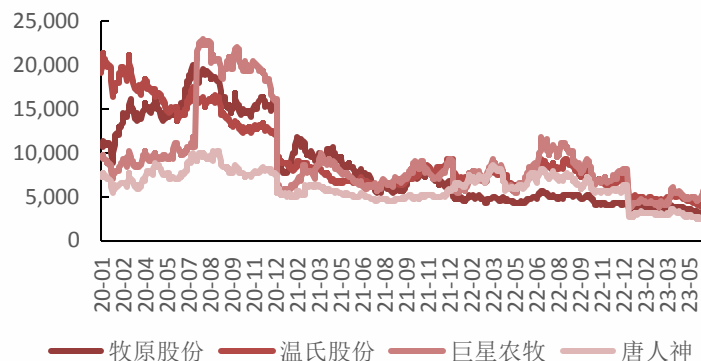
3) 预计前期周期扩张带来的供给快速释放阶段将结束，后续猪价上行趋势确定性增加，伴随猪肉消费持续恢复，成本随饲料价格下行逐步进入下行通道，未来生猪均价及板块盈利水平趋势向好。

4) 生猪养殖整体板块的头均市值处在历史分位线的底部，甚至接近最低点，悲观预期已基本全部反应，股价的位置调整非常充分。

### 能繁母猪与10个月后生猪价格对比



### 上市公司头均市值(万元)



数据来源: ifind 农业农村部, 西南证券整理  
[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

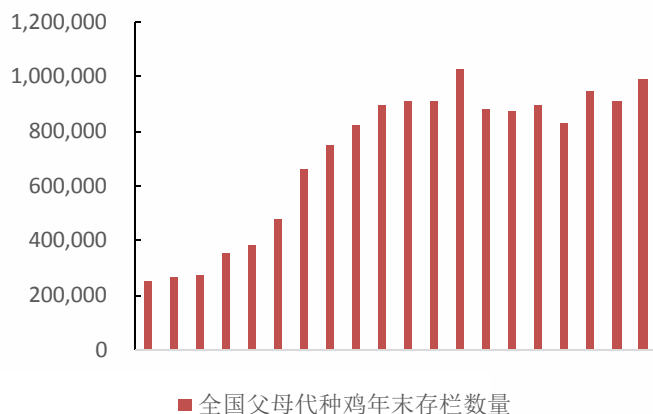
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

## 养殖行业：黄羽鸡存在供需缺口

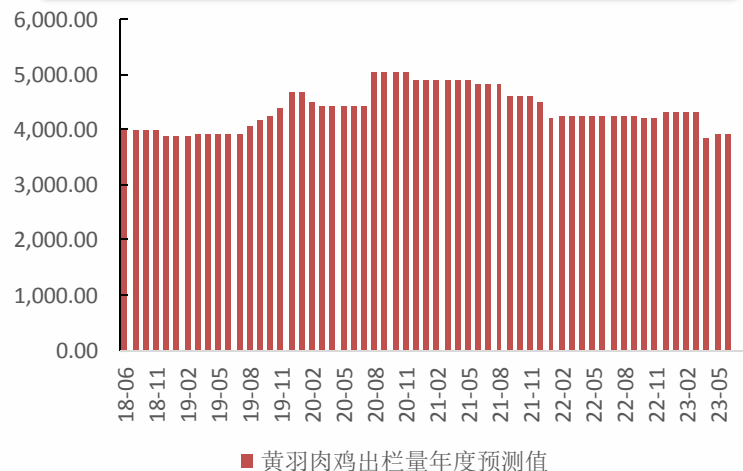
□ 黄羽鸡价格景气有望提升，行业内龙头企业养殖地位进一步巩固。

从供给端看，产能去化提供支撑。父母代存栏当前处于低位，且雏鸡销售价格偏低。截至2023年2月中旬，在产父母代黄羽鸡1378.4万套，较2020年1575万套左右的最高水平降低12%左右，基本与2019年同期持平，低于2020-2022年同期水平。父母代雏鸡价格2月中为9.5元/套，23年第六周销量为108.5万套，补栏积极性不高。从需求端来看，黄羽鸡作为我国本土品种，需求具有一定的刚性，在疫情得到有效控制后，黄羽鸡供需缺口将为其价格上涨提供支撑，且在经历长时间产能调整以及周期底部后，高景气度具有一定的可持续性。

父母代种鸡年末存栏数量（套）



黄羽肉鸡出栏量（百万羽）



数据来源：ifind，汇易网，西南证券整理

www.swsc.com.cn

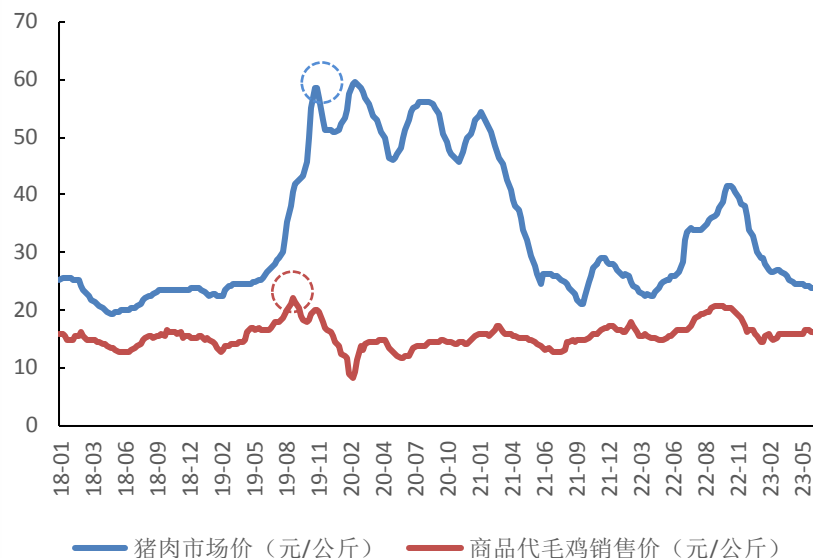
# 养殖行业：产能持续深度去化 养殖景气或提升

❑ **行业整体盈利状况有望改善。**2019年猪肉价格达到59元/公斤，猪价大幅上涨带动替代性需求增强。黄羽鸡价格达到20元/公斤以上，刺激黄羽鸡产能大幅扩张。2020年至2021年10月中旬期间，行业多数时期处于亏损阶段，主要原因是供给端行业产能过剩，需求端由于疫情冲击导致终端消费疲软，行业产能不断去化。当前，行业产能已降至较低水平，消费方面随着疫情的影响减弱，餐饮等消费复苏明显，加之黄羽鸡销售渠道中主要为餐饮和家庭消费为主，行业的整体盈利状况有望改善。

❑ **建议关注养殖板块养殖成本有优势的标的：**牧原股份（002714）、巨星农牧（603477）、温氏股份（300498）、立华股份（300761）。

❑ **风险提示：**景气度不及预期，上市公司养殖成本下降不及预期。

鸡猪价格变动图



数据来源：ifind，农业农村部，西南证券整理

# 目 录

---

◆ 养殖行业：养殖景气或提升，优质养殖企业稳步发展

◆ 动物保健：创新推动成长，发展格局广阔

◆ 油脂油料：原料成本回调，盈利空间打开

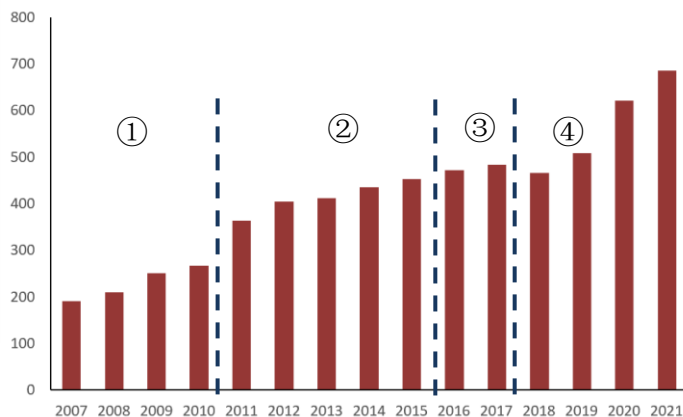
◆ 重点投资标的

# 动物保健：市场规模持续发展

将动保市场规模的发展按其背后驱动因素大致分为四个阶段：

- ① **2007-2010**：该阶段内养殖行业主要面临疾病影响为蓝耳病，且彼时散户养殖占比较高，动保重视程度相对较低，市场份额相对较小。
- ② **2011-2015**：主要驱动因素为口蹄疫疫苗，新产品推动市场扩容。从疫苗产品来看，21世纪我国进入悬浮培养应用时代，各大生产企业悬浮培养线陆续通过GMP认证，当前市场上经农业部批准拥有口蹄疫疫苗生产资质的企业共有8家
- ③ **2016-2017**：主要系环保政策推动养殖集中度提升，动保重视程度提高。
- ④ **2018年至今**：双重因素共同推进，市场迅速成长。双重驱动即指：1) 未来非瘟相关新产品若成功上市，市场空间将进一步拓展；2) 新政策，新技术，新领域提升有效产能，规模场占比不断提升，动保重视程度持续增强。

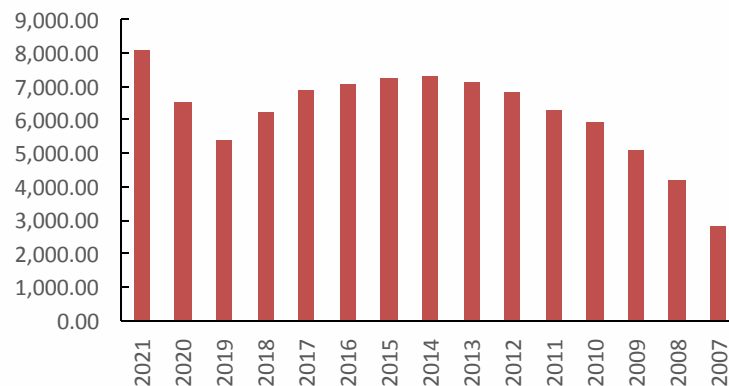
## 中国兽药产业销售总额（万元）



数据来源：ifind，中国兽药协会，西南证券整理

[www.swsc.cn](http://www.swsc.cn)

## 生猪出栏场数5000-9999头



数据来源：ifind，农业农村部公告，西南证券整理

## 动物保健：当前双重驱动因素—新产品

- ❑ **非洲猪瘟**：非洲猪瘟病毒向流行性方向发展，致死性减弱、传染性增强。中国农业科学院哈尔滨兽医研究所国家非洲猪瘟专业实验室表示，2020年在对黑龙江、吉林等省的农场和屠宰场的为期6个月的检测中，收集到3660个样本，发现并分离出22株流行毒株，由特征判断是Ⅱ型非洲猪瘟。
- ❑ **非洲猪瘟疫苗或有新进展**。2021年12月20日农业农村部科技发展中心关于国家重点研发计划“动物疫病综合防控关键技术研发与应用”重点专项2021年度揭榜挂帅项目安排进行了公示，4个项目中包含有以下三个，亚单位疫苗相较于基因缺失弱病毒苗在有效性上可能会有所不及，但安全性相对更高，相关研发工作正处于推进中，结合当前非瘟弱毒株流行性强的特点未来推广可能性更高，若顺利达成市场化则动保板块市场规模扩张，成长性进一步增强。

表：不同非瘟疫苗研发项目对比

项目名称	原理	项目牵头研制单位	安全性	周期
非洲猪瘟基因缺失疫苗研发	基因缺失疫苗是利用基因工程去掉病毒基因组中负责毒力的基因中的某个片断，使其成为缺损病毒株，所制成的一类疫苗。	中国农业科学院北京畜牧兽医研究所	有残留毒力	3年
非洲猪瘟亚单位疫苗研发	将具有中和表位的非洲猪瘟病毒保护性抗原基因在原核或真核细胞中表达，并将产生的蛋白质或多肽递呈给抗原递呈细胞，以诱导产生高滴度的抗非洲猪瘟病毒的中和抗体。	中国农业科学院兰州兽医研究所	安全性相对较高	3年
非洲猪瘟活载体疫苗研发	活载体疫苗是利用基因工程技术将被病毒或细菌（常为疫苗弱毒株）构建为疫苗载体（或称外源基因携带者），再把外源基因（包括重组多肽、肽链抗原位点等插入其中使之表达的活疫苗。	军事科学院军事医学研究院军事兽医研究所	有残留毒力	3年

数据来源：百度百科、农业农村部，西南证券整理

## 动物保健：禁抗带来动保行业的变化

❑ **“禁抗”对动保行业的影响主要体现在畜禽抵抗力变弱**：为避免细菌产生耐药性，保障食品安全，农业农村部于2019年7月发布194号文件，指出禁止促生长类抗生素在饲料中的添加。在禁抗令实施后，畜禽免疫力受影响，发病率将增加，易出现发热感染等情况，**治疗类抗生素用量增加**，幼崽因抵抗力较弱，存活率降低，染病后的治疗成本也将增长。对于蓝耳、猪圆环等非强制免疫疾病，养殖户采取积极预防的态度，相应非强免动保产品需求增加。

❑ 参考欧洲“禁抗”工作经验，过程初期因畜禽抵抗力受到影响，治疗类抗生素需求增长，**以丹麦为例**，根据danmap2000(DVI2001)、danmap2001(DVI2002)，1996年治疗类抗生素总体有效用量为48t，自开展禁抗后，2001总体有效用量达到94吨，增长接近100%。**相同趋势在荷兰也有所体现。**

表：关于“禁抗”、“限抗”相关政策

时间节点	工作内容
2020年1月以前	修订“既有促进生长又有防治作用”品种的质量标准，仅保留防治用途。改变抗球虫和中药类药物饲料添加剂管理方式；不再核发“兽药添字”批准文号，改为“兽药字”批准文号。
2020年1月起	退出除中药外的所有促生长类药物饲料添加剂品种，兽药生产企业停止生产、进口兽药代理商停止进口；注销相应的兽药产品批准文号和进口兽药注册证书。此前已生产、进口的相应兽药产品可流通至2020年6月30日。
2020年7月起	饲料生产企业停止生产含有促生长类药物饲料添加剂（中药类除外）的商品饲料
2020年8月起	将养殖者自行配制饲料纳入饲料管理体系，对养殖者生产自配料时的原料、添加剂和兽药等使用提出明确要求。
2021年10月	发布《全国兽用抗菌药使用减量化行动方案（2021—2025年）》，提出到2025年末，50%以上的规模养殖场实施养殖减抗行动，建立完善并严格执行兽药安全使用管理制度，做到规范科学用药，全面落实兽用处方药制度、兽药休药期制度和“兽药规范使用”承诺制度。

数据来源：农业农村部公告，西南证券整理

❑ 参考我国养殖密度高，结合当前对疫病防控的重视程度以及高要求等实际情况，国内治疗类抗生素需求将迎来增长。



## 动物保健：新版GMP促集中

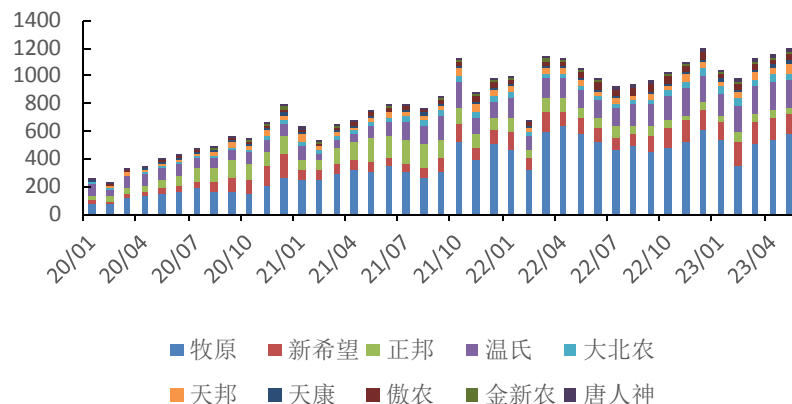
- **兽药生产质量受国家高度重视，新版GMP促进兽药行业结构变化：**新版GMP实施以2022年5月31日为节点，此后若未通过认证则不可进行兽药生产销售，落后产能淘汰，优质企业市场份额有望进一步扩张。

日期	政策	相关内容
2020.02	《2020年畜牧兽医工作要点》	强化饲料兽药质量安全监管。实施“双随机、一公开”饲料质量安全监督抽检,落实饲料质量安全管理规范。实现兽药生产、经销单位全覆盖追溯,加快推进兽药使用环节追溯。
2017.06	《全国遏制动物源细菌耐药行动计划（2017-2020）》	加强重要兽用抗菌药物风险评估和预警提示，加大安全风险评估力度，明确评估时间表和技术路线图，加快淘汰风险隐患品种，推动促生长用抗菌药物逐步退出；严格市场准入

数据来源：农业农村部公告，西南证券整理

- **动保为高效养殖的重要一环。**高效养殖的标准主要体现在**养殖环节的精细化管理**以及**对待疫病的科学化治疗**。动保市场本次较以往而言拥有更大空间增长潜力的主要原因即过往均为单因素驱动，而今新产品蓄势待发，规模场比例不断提升，二者相辅相成，共同推进市场扩容，想象空间广阔。

上市生猪养殖企业出栏数据（万头）



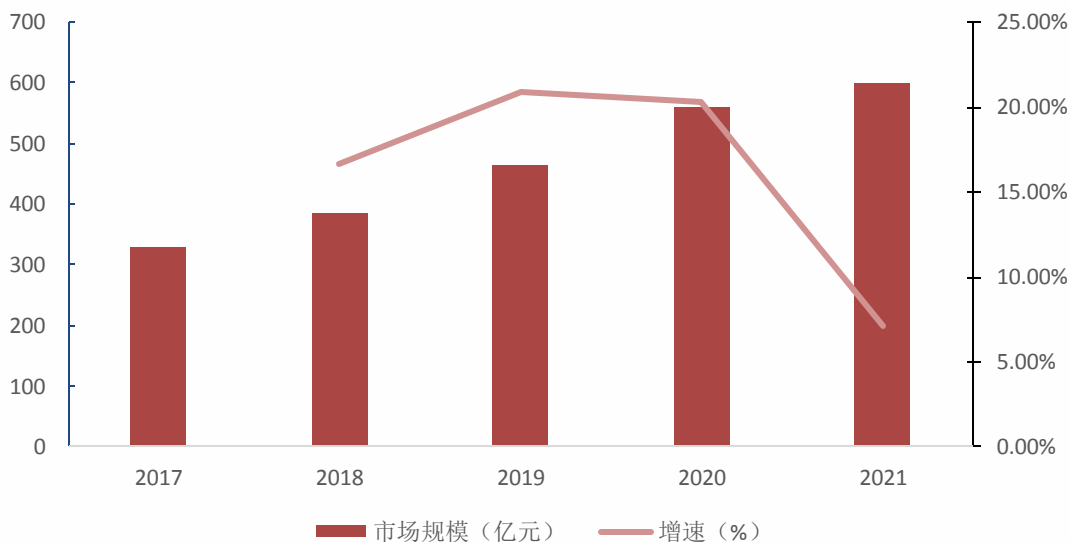
数据来源：各公司公告，西南证券整理

## 动物保健：宠物动保新兴领域有望带来行业增量

□ 根据《爱宠-2021宠物医疗白皮书》数据，宠物医疗行业作为除宠物食品外的第二大刚需市场，规模达到了675亿元，约占整个宠物产业的22.5%，且占比逐年提升。2021年中国宠物动保市场规模达到288.84亿元，在整个宠物医疗市场占比39.73%，同比增长45.7%。从市场结构来看，在健康养宠的主流理念驱动下，宠物医疗目前已成为国内宠物消费市场的第二大细分市场，其中狂犬病疫苗等疫苗产品作为刚需消费，有望充分受益我国宠物数量和宠物市场规模的持续扩张。

□ 2010年-2022年，我国宠物类新兽药证书共有77个，其中一类新兽药5个，二类新兽药25个，三类新兽药18个，四类新兽药9个，五类新兽药20个。整体来说，注册获批的新药较少，大多国产的宠物药品都是《中国兽药典》及国家兽药标准收载的品种。说明国内宠物药市场潜力巨大。

图：2017-2021年中国宠物医疗市场规模变化情况



数据来源：2021宠物消费趋势白皮书，西南证券整理

## 动物保健：矩阵丰富的龙头动保企业

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

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

数据来源：农业农村部公告，西南证券整理

- **综上所述，规模场占比提升动保需求有望明显提升**，产品优质可提供配套服务的动保企业将获得竞争优势；从产品布局的角度来说，生药市场非瘟相关产品相关研究工作顺利推进，未来若能顺利市场化，作为**新产品将为市场空间提供增量**；化药市场成长空间大，当前格局分散，集中度有望进一步提升，综合布局生物制药以及化药的公司成长性强，重点推荐中牧股份（600195）、瑞普生物（300119）、回盛生物（300871）。

# 目 录

---

◆ 养殖行业：养殖景气或提升，优质养殖企业稳步发展

◆ 动物保健：创新推动成长，发展格局广阔

◆ 油脂油料：原料成本回调，盈利空间打开

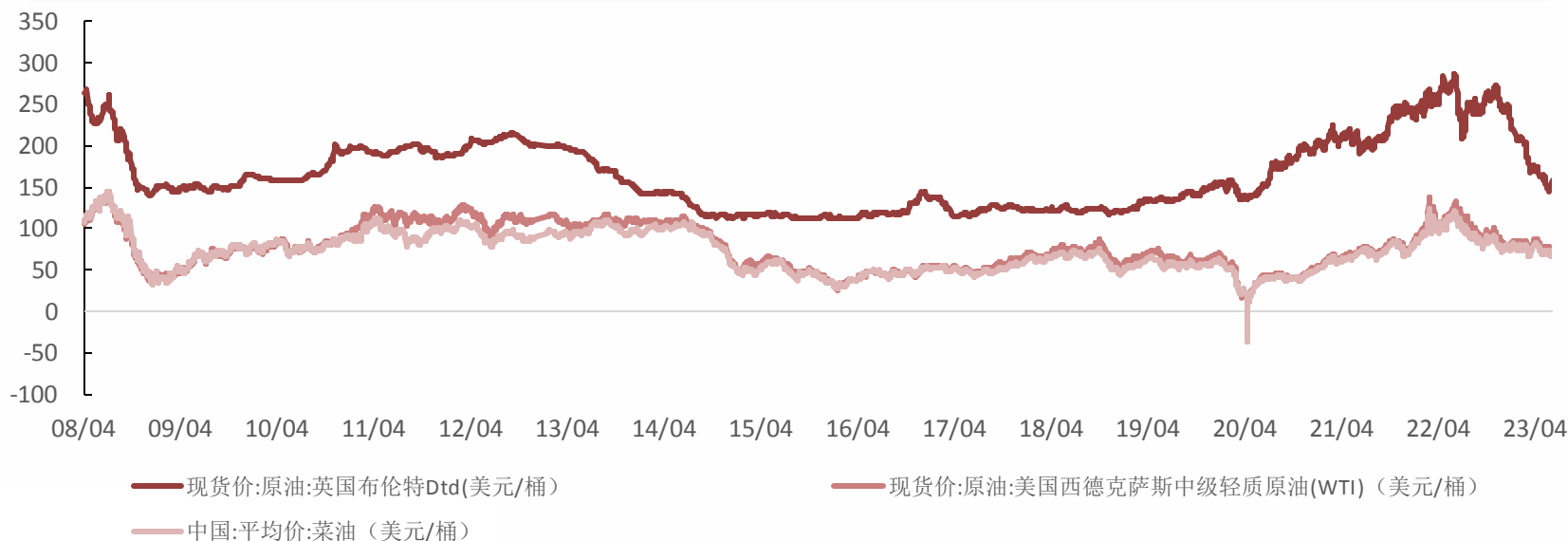
◆ 重点投资标的

## 油脂油料：原材料价格回调—菜籽油价格回落

□ 原油价格持续下跌，菜籽油价格下降，食品油加工企业成本将得到有效控制。

1) 从供需角度来看：OPEC+维持产量计划不变、美国页岩油生产较21年有所增长；全球经济增速放缓；汽油消费量相对较弱；需求方面，国际航班恢复、航煤消费将带来新增需求驱动。供需关系将由紧缺转向宽松。2) 美联储加息，流动性边际收紧，能源通胀同样将迎来缓和，原油价格继续下跌，原油和菜油的价格成同向运动，基于此判断基础，菜籽油价格将会回撤。

原油价格



数据来源：IMF，西南证券整理

[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

## 油脂油料：原材料价格回调—三大油脂高位回落

---

□ **植物油做生物柴油比例逐步降低**，棕榈油和豆油制成的生物柴油被列为ILUC高风险作物，未来其制作生物柴油的使用于欧盟地区将逐步减少。

□ **以粮食作物为原料制作生物柴油比例将降低。**

在2018年重修的《可再生能源指令（RED II）》中提及：

1 ) 2030年总体交通领域掺混比例达到14%；

2 ) 植物油原料生柴掺混上限将从2021年的7%下降到2030年的3.8%；

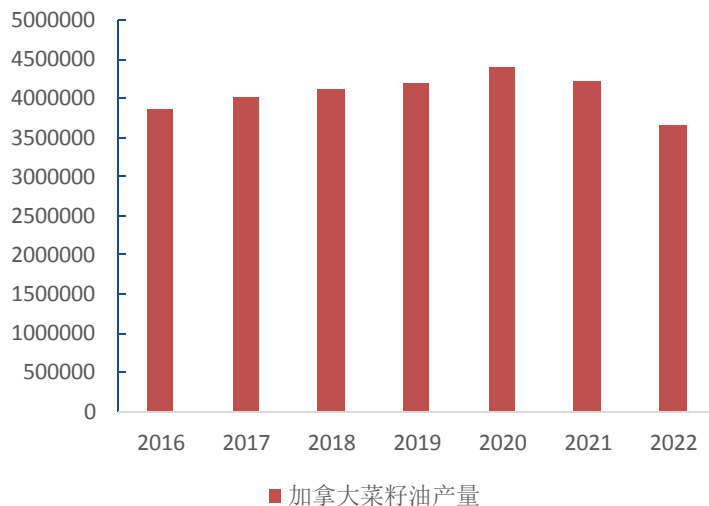
3 ) 第二代生物燃料掺混下限将从2021年的1.5%上升到2030年的6.8%（二代与一代最核心的区别即在于是否以粮食作物为原料）；

4 ) 非食物为原料的先进生物燃料UCOME在 2030 年要求比例为1.7%。

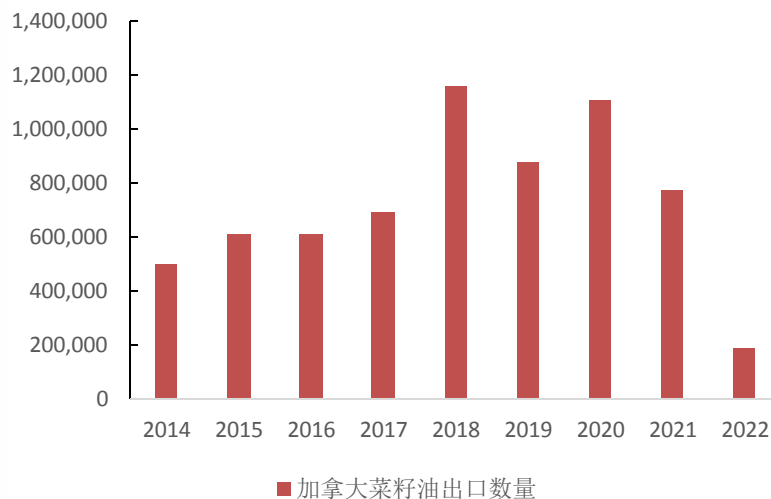
## 原材料价格回调—供给端恢复

- **国际油菜籽产量有望迎来回升。**加拿大油菜籽一般是4-5月播种，9月收割，21年7月加拿大遭遇罕见高温与干旱，加拿大农业部供需报告预计2021/22年度加拿大油菜籽供应为1450万吨，同比下降37%，且高温使得作物含油量降低。2022年加拿大油菜籽播种面积为2140万英亩，7月整体气候较为稳定，较去年呈现恢复趋势。加拿大农业暨农业食品部（AAFC）发布8月份主要作物展望报告显示，2022/23年度加拿大油菜籽出口预期值调高到了920万吨。

加拿大菜籽油产量（吨）



加拿大菜籽油出口数量（吨）



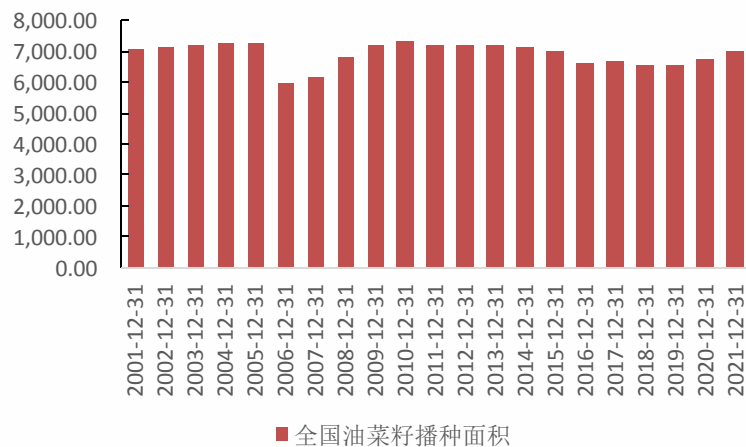
数据来源：加拿大油籽加工商协会，西南证券整理

www.swsc.com.cn

## 油脂油料：原材料价格回调—供给端恢复

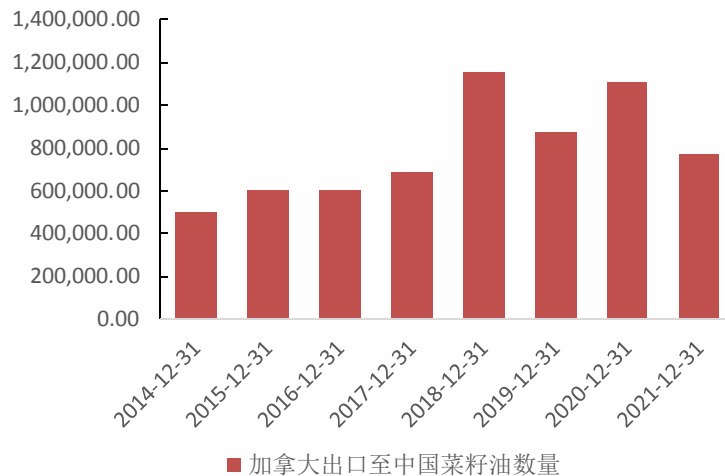
- **国内菜籽供应量提升。** 21年中国内油菜籽产量1430万吨，较往年增长约25万吨，油菜籽进口量230万吨，有所减少。近年来我国油菜籽价格呈现上涨趋势，农户种植积极性提高，**近3年我国油菜籽种植面积呈增加态势**，若后期不出现极端天气，2022年我国油菜籽产量有望再创历史新高，预计产量达到1450万吨以上。

全国油菜籽播种数量（千公顷）



数据来源：国家统计局，西南证券整理

加拿大菜籽油产量（吨）



数据来源：加拿大油籽加工商协会，西南证券整理

- **重点推荐投资标的：道道全（002852）**



# 目 录

---

◆ 养殖行业：养殖景气或提升，优质养殖企业稳步发展

◆ 动物保健：创新推动成长，发展格局广阔

◆ 油脂油料：原料成本回调，盈利空间打开

◆ 重点投资标的

# 牧原股份（002714）：牢铸成本优势 稳步扩张产能

- ❑ **投资逻辑：1）生猪价格面临调整，公司牢铸成本优势。**2022年，行业产能全面恢复，公司持续加大在养殖现场管理、技术研发创新等方面的投入，在生猪健康管理、疫病净化等方面取得了显著成效，2022 年公司各项生产指标较 2021 年有明显改善，全年养殖成本呈现持续下降趋势。**2）产能扩张稳步推进。**公司由养殖向下游屠宰业务延伸，作为大型养殖企业就地就近配套发展生猪屠宰加工业务，可转债募集资金中的19亿将投入至屠宰项目，预计共增加屠宰产能1300万头/年。**3）顺应政策发展趋势，布局ESG管理体系。**企业发布行业首份《绿色低碳行动报告》。公司累计申请专利1982项。打通17种疫病净化路径，蓝耳、巴氏、波氏净化实现突破；涌现出育肥日增重1033g的标杆成绩。
- ❑ **业绩预测与投资建议：**预计2023-2024年EPS分别为4.59元、4.88元，对应动态PE分别为9.18/8.64倍，维持“持有”评级。
- ❑ **风险提示：**产能扩张或不及预期；产品销售情况或不及预期；养殖业突发疫情风险等。

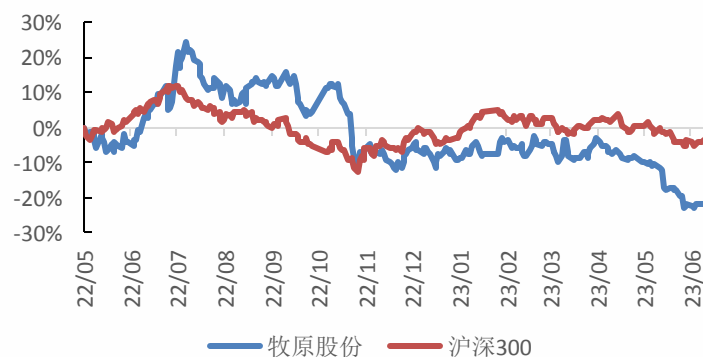
业绩预测和估值指标

指标	2022A	2023E	2024E
营业收入（百万元）	124826.21	176179.38	213817.93
营业收入增长率	58.23%	41.14%	21.36%
净利润（百万元）	13266.16	25122.34	26703.06
净利润增长率	-17.50%	89.37%	6.29%
EPS（元）	2.49	4.59	4.88
P/E	16.93	9.18	8.64

数据来源：Wind，西南证券

www.swsc.com.cn

股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

# 巨星农牧（603477）：牢铸生物安全优势，优质养殖企业稳步发展

- **投资逻辑：**1) 公司业绩情况主要受到生猪价格影响，22年上半年生猪养殖景气度偏低，价格低迷，公司产生亏损，三季度市场受到压栏惜售以及二次育肥的影响，生猪价格反弹，并于10月左右达到 28元/公斤的水平，公司把握时机调整出栏节奏，顺利实现全年盈利。2) **与国际领先企业深度合作，把握生物安全核心优势。**公司从 PIC 购置供曾祖代公猪以及曾祖代和祖代小母猪，在其基础之上繁育初四阴种猪，不携带蓝耳、伪狂犬 GE、PED（猪流行性腹泻）、非洲猪瘟等常见猪传染病毒，在后续养殖过程中患病率较低。3) **高效养殖牢铸优势。**充分利用“完整养殖产业链”优势，有效发挥养殖业务与饲料业务的协同效应，保障饲料对内供给充裕、营养精准科学，以实现养殖高效性；
- **业绩预测与投资建议：**预计2023-2025年EPS分别为1.11元、2.06元、3.81元，对应动态PE分别为30.05/16.19/8.75倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**养殖端突发疫情，下游需求不及预期等风险。

业绩预测和估值指标				
指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	3967.94	6952.17	11220.57	15384.37
营业收入增长率	33.02%	75.21%	61.40%	37.11%
净利润（百万元）	158.09	563.36	1043.14	1927.37
净利润增长率	-38.96%	256.36%	85.16%	84.77%
EPS（元）	0.31	1.11	2.06	3.81
P/E	107.58	30.05	16.19	8.75

数据来源：Wind，西南证券

www.swsc.com.cn



数据来源：Wind，西南证券整理

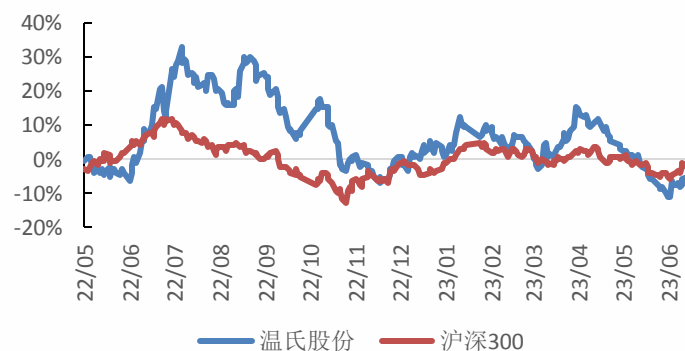
# 温氏股份（300498）：养殖业务持续向好 扭亏为盈稳步发展

- **投资逻辑：**1) **生猪养殖业务持续向好。**公司于养殖效率与出栏量上不断增强自身竞争力，截至截至2022年12月份，公司肉猪上市率提升至93%，猪业一部已提升至94%，能繁母猪存栏方面，截至22年底为140万头左右，计划23年达到170万头，优质能繁母猪数量不断提高。2) **黄鸡养殖稳步发展。**黄羽鸡供需缺口将为其价格上涨提供支撑，且在经历长时间产能调整以及周期底部后，高景气度具有一定的可持续性。公司为全国最大的黄羽鸡养殖企业，注重研发创新，拥有专业的鸡育种公司，建立了行业内规模领先、结构合理的黄羽鸡育种基地，是国内掌握优质鸡遗传资源最多的单位之一。
- **业绩预测与投资建议：**预计2023-2024年EPS分别为2.06元、2.23元，对应动态PE分别为8.91/8.23倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**产能释放不及预期、下游需求不及预期、养殖端突发疫情等风险。

业绩预测和估值指标

指标	2022A	2023E	2024E
营业收入（百万元）	83725.11	105968.17	126198.05
营业收入增长率	58.23%	26.57%	19.09%
净利润（百万元）	5289.01	13508.52	14648.16
净利润增长率	-17.50%	155.41%	8.44%
EPS（元）	0.82	2.06	2.23
P/E	22.38	8.91	8.23

股价表现



数据来源：Wind，西南证券

数据来源：Wind，西南证券整理

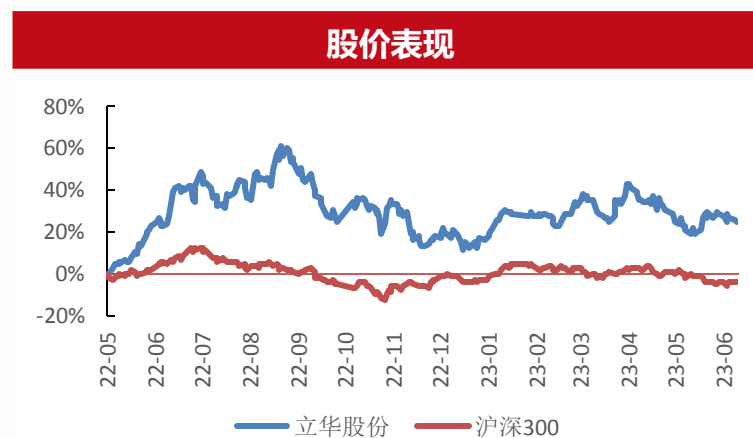
# 立华股份（300761）：黄羽鸡高景气，多板块发展业绩向好

- **投资逻辑：**1) **黄羽鸡价格景气有望提升，公司龙头养殖地位进一步巩固。**从供给端看，产能去化提供支撑。父母代存栏当前处于低位，且雏鸡销售价格偏低。从需求端来看，黄羽鸡作为我国本土品种，需求具有一定的刚性，在疫情得到有效控制后，黄羽鸡供需缺口将为其价格上涨提供支撑，且在经历长时间产能调整以及周期底部后，高景气度具有一定的可持续性。2) **生猪产能利用率有望提高，屠宰板块顺利发展。**2011年公司开始布局生猪养殖行业，公司已建成生猪养殖150万的产能，出于对周期的考虑，稳健进行出栏扩张，未来产能利用率提升，相应折旧摊销均将降低，成本进一步降低叠加售价回升，整体公司业绩有望增长。
- **业绩预测与投资建议：**预计2023-2025年EPS分别为3.13元、4.46元、4.36元，对应动态PE分别为5.89/4.13/4.23倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**产品销售情况不及预期、养殖业突发疫情等风险。

业绩预测和估值指标				
指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	14,447.4	18,596.7	21,807.1	24,470.6
营业收入增长率	29.79%	28.72%	17.26%	12.21%
净利润（百万元）	890.46	1437.30	2049.61	2005.83
净利润增长率	125.18%	61.37%	42.60%	-2.13%
EPS（元）	1.94	3.13	4.46	4.36
P/E	9.50	5.89	4.13	4.23

数据来源：Wind，西南证券整理

www.swsc.com.cn



数据来源：Wind，西南证券整理

# 中牧股份（600195）：非瘟疫苗持续推进 多样产品强化优势

- **投资逻辑：****1）应急产品获批丰富公司产品结构，提升市场竞争力。**与中国农业科学院兰州兽医研究所等联合研制的牛结节性皮肤病灭活疫苗（山羊痘病毒AV41株，悬浮培养）已通过农业农村部组织的应急评价。该产品是我国第一个获批的用于紧急预防牛结节性皮肤病的疫苗产品，属于国家重大动物疫病应急处置所需的兽药。**2）细分领域显优势，持续强化主业产业链经营并向纵深延伸拓展，在宠物等细分领域形成明显竞争优势。****3）非瘟疫苗“2+2”联合研制。**公司与中国科学院生物物理研究所等签署了《非洲猪瘟亚单位（纳米颗粒）疫苗（以实际注册批准名称为准）技术开发（合作）合同》，共同研究开发非洲猪瘟亚单位疫苗。该项目已取得突破性进展。**4）发展化药业务，注重产业布局，公司积极扩产泰万、泰乐原料药等大环内酯类药物，原料药与制剂均布局，实现上下游产业一体化，作为“药、料、苗”集成服务供应商，公司全产品服务优势逐步显著，集团客户稳定增加。**
- **业绩预测与投资建议：**预计2023-2025年EPS分别为0.64元、0.86元、1.07元，对应动态PE分别为18.25/13.58/10.92倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**产品研发或不及预期；产品销售情况或不及预期；养殖业突发疫情风险等。

业绩预测和估值指标				
指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	5891.52	6704.37	7885.86	9089.11
营业收入增长率	11.13%	13.80%	17.62%	15.26%
净利润（百万元）	550.07	654.10	879.20	1091.29
净利润增长率	7.05%	18.91%	34.41%	24.12%
EPS（元）	0.54	0.64	0.86	1.07
P/E	21.63	18.25	13.58	10.92



数据来源：Wind，西南证券  
[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

数据来源：Wind，西南证券整理

# 瑞普生物（300119）：战略合作助力发展，盈利能力持续回升

- **投资逻辑：** 1）“三方合作”战略实施，为公司家禽板块发展保驾护航。2023年一季度，公司与我国规模最大白羽肉鸡养殖企业圣农发展、新兴兽药疫苗生产企业圣维生物签署战略合作协议此次合作开启公司与圣农发展全面深度合作的新模式，为家禽用药业务板块持续发展提供支持。2）**依托领先的产品架构，搭建宠物产业生态圈。**2022年公司推出体内外同驱的驱虫药“莫普欣”，短时间内即成为“千万级爆品”，带动了其他宠物产品的销售，，同时也突破了同成分进口产品对市场的垄断格局。3）**原料药产能释放提升化药板块整体盈利空间**，22年3月，龙翔药业新厂一期工程开始是生产，2023年产能逐步释放，为公司进一步提升“原料药+制剂”一体化竞争优势奠定基础，化药板块整体盈利能力将快速回升
- **业绩预测与投资建议：** 预计2023-2025年EPS分别为1.15元、1.44元、1.80元，对应动态PE为15.48/12.36/9.89倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：** 养殖端突发疫病、产品研发进度不及预期、下游需求不及预期等风险。

业绩预测和估值指标				
指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	2084.25	2743.08	3289.71	4015.91
营业收入增长率	3.84%	31.61%	19.93%	22.07%
净利润（百万元）	346.70	540.06	671.79	844.74
净利润增长率	-17.50%	55.77%	24.39%	25.74%
EPS（元）	0.75	1.15	1.44	1.80
P/E	23.73	15.48	12.36	9.89

数据来源：Wind，西南证券



数据来源：Wind，西南证券整理



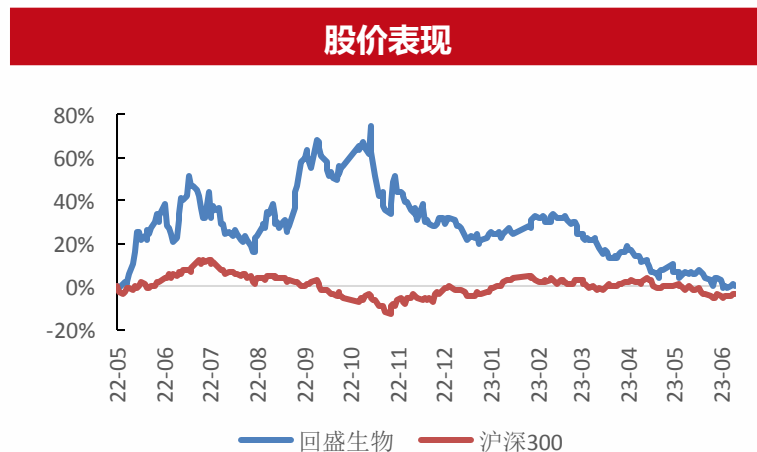
# 回盛生物（300871）：核心产品一体化，化药龙头前景向好

- **投资逻辑：**1) 产能放量核心产品一体化+集团客户稳步开拓。“猪生病，找回盛”已在行业内建立起较高知名度，公司已实现国内生猪养殖行业TOP10全覆盖，同国内众多大型养殖企业建立了稳定的合作关系，2) 打造回盛特色产品，宠物业务为公司再增新增长曲线。公司积极打造具有回盛特色产品体系：特色方案“稳蓝增免”可以显著地抑制蓝耳病毒在动物体内的增殖，另有禽滑液囊支原体的整体解决方案、第四代抗菌药品泰地罗新、第三代口服头孢菌素头孢泊肟酯片、新款驱虫药非泼罗尼等具有回盛特色的创新方案、创新药品，已经构建起了涵盖禽、猪、牛、宠物等多个方面的产品矩阵，并加速布局宠物药品市场发展的蓝海，为公司再赋新增长曲线。
- **业绩预测与投资建议：**预计2023-2025年EPS分别为1.22元、2.03元、2.73元，对应动态PE分别为13.51/8.12/6.04倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**下游养殖端突发疫病、研发进度不及预期等风险。

业绩预测和估值指标				
指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	1022.90	1581.32	2005.97	2477.61
营业收入增长率	2.68%	54.59%	26.85%	23.51%
净利润（百万元）	52.71	202.17	337.13	453.22
净利润增长率	-60.33%	283.58%	66.76%	34.43%
EPS（元）	0.32	1.22	2.03	2.73
P/E	51.50	13.51	8.12	6.04

数据来源：Wind，西南证券

www.swsc.com.cn



数据来源：Wind，西南证券整理



# 道道全（002852）：盈利能力改善 成长性逐步体现

- **投资逻辑：**1) **原材料价格回落，公司盈利能力明显改善。**菜籽供应有望宽松，加拿大作为全球第一大菜籽油出口国，2022年播种面积为2140万英亩，整体生产情况呈现恢复趋势，菜油平均价格自22年11月以来持续下跌，公司作为油料加工企业，其原材料成本将会降低，盈利水平将迎来提高。2) **持续建设自有品牌，成长性逐步体现。**公司持续投入品牌建设，丰富产品矩阵，扩展产能，毛利水平有望提高。公司布局高油酸菜籽油、山茶油等产品将进一步扩大高端消费市场份额，当前市场反馈良好，未来毛利水平有望进一步提升。3) **持续研发新技术，产品质量得到保证。**拥有多项自主研发的专利，涵盖了产品设计、制造及生产装备等诸多环节。利用新工艺提升产品风味，确保产品质量，降低生产成本，提高产品竞争力，未来销量有望提升。
- **业绩预测与投资建议：**预计2023-2025年EPS分别为1.1元、1.46元、1.80元，对应动态PE分别为11.75/8.86/7.18倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**产能建设不及预期、原材料价格上升等。

业绩预测和估值指标				
指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	7028.34	9213.66	10818.07	11872.67
营业收入增长率	28.97%	31.09%	17.41%	9.75%
净利润（百万元）	-417.96	380.03	501.28	619.84
净利润增长率	-117.70%	-	31.91%	23.65%
EPS（元）	-1.22	1.10	1.46	1.80
P/E	-10.60	11.75	8.86	7.18

数据来源：Wind，西南证券

www.swsc.com.cn



数据来源：Wind，西南证券整理

## 重点公司估值表

代码	公司	股价	EPS				PE				投资 评级
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
002714	牧原股份	42.15	2.49	4.59	4.88	-	16.93	9.18	8.64	-	持有
603477	巨星农牧	33.35	0.31	1.11	2.06	3.81	107.58	30.05	16.19	8.75	买入
300498	温氏股份	18.35	0.82	2.06	2.23	-	22.38	8.91	8.23	-	买入
300761	立华股份	18.43	1.94	3.13	4.46	4.36	9.50	5.89	4.13	4.23	买入
600195	中牧股份	11.68	0.54	0.64	0.86	1.07	21.63	18.25	13.58	10.92	买入
300119	瑞普生物	17.8	0.75	1.15	1.44	1.80	23.73	15.48	12.36	9.89	买入
300871	回盛生物	16.48	0.32	1.22	2.03	2.73	51.50	13.51	8.12	6.04	买入
002852	道道全	12.93	-1.22	1.10	1.46	1.80	-10.60	11.75	8.86	7.18	买入

数据来源：Wind，西南证券（股价截止日期2023.06.30）



分析师：徐卿  
执业证号：S1250518120001  
电话：021-68415832  
邮箱：xuq@swsc.com.cn

## 西南证券投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

### 公司 评级

买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上  
持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间  
中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间  
回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间  
卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下

### 行业 评级

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上  
跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间  
弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

## 分析师承诺

报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



# 西南证券研究发展中心

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴21世纪大厦10楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦22楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼21楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱	姓名	职务	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理/销售总监	18621310081	jsf@swsc.com.cn	汪艺	销售经理	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	clw@swsc.com.cn	张玉梅	销售经理	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	tsz@swsc.com.cn	陈阳阳	销售经理	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	xsy@swsc.com.cn	李煜	销售经理	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	刘中一	销售经理	19821158911	lzhongy@swsc.com.cn	卞黎旻	销售经理	13262983309	bly@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	cyryf@swsc.com.cn	龙思宇	销售经理	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	yfly@swsc.com.cn	徐铭婉	销售经理	15204539291	xumw@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn	胡青璇	销售经理	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	yangwei@swsc.com.cn	王宇飞	销售经理	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	wyf@swsc.com.cn	路漫天	销售经理	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	yhang@swsc.com.cn	巢语欢	销售经理	13667084989	cyh@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	mbz@swsc.com.cn				
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn	张文锋	销售经理	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	yxy@swsc.com.cn	陈紫琳	销售经理	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	gongzh@swsc.com.cn	陈韵然	销售经理	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn				