

推荐 (维持)

肉价持续回落，养殖后周期景气度回升

风险评级：中风险

农林牧渔行业 2020 年下半年投资策略

2020 年 6 月 17 日

投资要点：

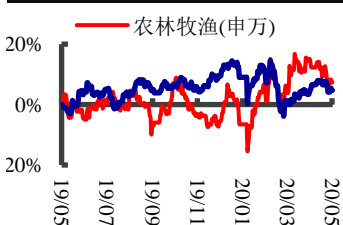
分析师：魏红梅
SAC 执业证书编号：
S0340513040002
电话：0769-22119410
邮箱：whm2@dgzq.com.cn

研究助理：雷国轩
SAC 执业证书编号：
S0340119070037
电话：0769-23320072
邮箱：
leiguoxuan@dgzq.com.cn

细分行业评级

种植业	推荐
渔业	推荐
林业	谨慎推荐
饲料	推荐
农产品加工	推荐
农业综合	谨慎推荐
畜禽养殖	谨慎推荐
动物保健	推荐

行业指数走势



数据来源：wind，东莞证券研究所

相关报告

农林牧渔行业 2020 年上半年投资策略：肉价
高企，养殖产业链持续景气
农林牧渔行业 2019 年年报及 2020 年一季报
业绩综述：2019 年完美收官，2020 年期待后
周期再创佳绩

- **2020 年上半年市场表现：逆市上涨，远超沪深300指数。**2020 年上半年，沪深300指数下跌7.83%；SW农林牧渔行业指数上涨13.80%，其中一季度上涨18.42%，4-5月下跌3.92%。上半年SW农林牧渔涨幅在所有申万一级行业指数中居第三，跑赢同期沪深300指数21.63个百分点。
- **生猪养殖：周期下行猪价持续回落。**生猪存栏于2019年9月见底后触底反弹，目前已连续环比上涨6个月，能繁母猪存栏量恢复至2200万头附近。截至3月，能繁母猪存栏同比-19.10%，仍有较大修复空间。全年价格走势有望稳定走低，综合预测全年生猪均价在30元/千克附近。今年生猪价格绝对值仍然相当高，生养养殖企业利润非常可观。猪场为保持较高的盈利水平，普遍采取“以量增弥补价跌”的战略。
- **禽类养殖：景气度下行，盈利空间萎缩。**猪周期反转后，鸡价迅速下行。截至5月29日鸡产品价格已回落至9.45元/千克；主产区肉鸡苗价格跌幅更大，已回落至1.35元/羽，低于正常水平，反映未来供给过剩的趋势。市场肉类供给总体有所修复，禽类消费需求平稳前提下供应过剩趋势已现，禽类价格跌幅和下跌速度均领先猪价。未来生猪扩产规模持续扩大下，禽类养殖景气度不再，盈利空间大幅萎缩。
- **饲料板块：兼营模式下关注饲料占比高的企业。**猪料比价从高点回落，向平衡点回归。猪料比价5月20日已回落至11.33，平衡点上升至7.26，比价差距缩小至4.07。目前生猪存栏约2.4亿头，距离正常水平3亿头仍有较大距离。补栏的持续加速，饲料需求量有望跟随回升。在多空交织的经营前景下，饲料业务占比高的企业未来业绩弹性更有保障。
- **动物保健板块：乘补栏之势，业绩增长迅速。**本轮猪周期补栏趋势如火如荼，众多外部企业加码养殖，未来存栏量有望超越3亿头的水平，给兽用疫苗带来巨大的消费需求。受益于上半年持续的补栏回升，动物保健板块业绩持续上升，2020Q1，动物保健板块实现营业总收入28.48亿元，同比+24.05%，环比-4.03%；实现归属于母公司股东的净利润5.10亿元，同比+37.77%，环比+398.89%。
- **投资策略：维持对行业的推荐评级。**养殖业方面，今年生猪补栏将持续推进，猪肉供给逐步恢复，猪价大概率持续下跌。养殖后周期方面，各大企业纷纷扩大养殖规模，将扩大对饲料和兽用疫苗的需求。养殖企业压力较大，饲料和动保板块持续受益。建议关注个股如牧原股份、正邦科技、海大集团、新希望、禾丰牧业、大北农、中牧股份、生物股份、普莱柯、中粮糖业、粤桂股份、荃银高科、农发种业等。
- **风险提示：**猪肉价格大幅下行、鸡肉价格大幅下行、非洲猪瘟和禽流感等疫病大规模爆发、补栏进度不及预期、虫害加剧、政策变化等。

目 录

1. 农林牧渔行业 2020 年上半年市场表现回顾	4
1.1 逆市上涨，远超沪深 300 指数	4
1.2 种植业板块疫情下领跑，饲料动保板块崭露头角	4
1.3 涨幅榜多见种植业股，养殖股落榜	5
2. 行业 Q1 净利润翻四倍	6
2.1 畜禽养殖板块为行业贡献一半的利润	6
2.2 农林牧渔行业 Q1 净利润同比翻四倍	6
3. 生猪养殖：周期下行猪价持续回落	7
3.1 周期逆转，存栏持续回升	7
3.2 头部养殖场倍数级扩产，未来有望以量补价	9
4. 禽类养殖：景气度下行，盈利空间萎缩	11
4.1 肉鸡替代效应随生猪供给回升减弱，鸡价跟随下行	11
4.2 一季度业绩大幅下滑	12
5. 饲料板块：兼营模式下关注饲料占比高的企业	13
5.1 去年饲料企业业绩分化明显	13
5.2 存栏回升，养殖规模化率提升有望带动饲料量价齐升	14
6. 动物保健板块：乘补栏之势，业绩增长迅速	16
6.1 行业景气度高，市场规模快速增长	16
6.2 存栏回升初期，板块业绩环比暴增	17
6.3 加速补栏正在进行时，非瘟疫苗进入临床试验上市可期	18
7. 投资策略	20
8. 风险提示	21

插图目录

图 1：2020 年 1-5 月申万一级行业涨跌幅（%）	4
图 2：2020 年 1-5 月 SW 农林牧渔行业二级子行业涨跌幅（%）	4
图 3：SW 农林牧渔行业 1-5 月涨幅榜个股（%）	5
图 4：SW 农林牧渔行业 1-5 月跌幅榜个股（%）	5
图 5：2020Q1SW 农林牧渔子版块营收占比	6
图 6：2020Q1SW 农林牧渔行业子版块净利润占比	6
图 7：农林牧渔行业营收和利润情况（亿元）	6
图 8：农林牧渔行业营收和利润同比（%）	6
图 9：细分板块 2020Q1 营收增速（%）	7
图 10：细分板块 2020Q1 归母净利润增速（%）	7
图 11：能繁母猪存栏量止跌回升	7
图 12：能繁母猪存栏环比上升	7
图 13：生猪存栏同比大幅修复	8
图 14：今年猪肉产量预期仍较低	8
图 15：猪价持续回落	9
图 16：养殖利润开始持续下滑	9
图 17：屠宰量仍处于低位	9
图 18：猪粮比价已从高位回落	9
图 19：猪周期蛛网模型	9

图 20 : 肉鸡苗和鸡产品价格已从高位回落	12
图 21 : 鸡料比价已跌至平衡点以下	12
图 22 : 父母代种鸡养殖利润跌至负值	12
图 23 : 36 个城市鸡肉价格持续下滑	12
图 24 : 禽类养殖板块营收和净利润 (亿元)	13
图 25 : 禽类养殖板块业绩增速 (%)	13
图 26 : 生猪存栏大幅回升	14
图 27 : 猪料比价向平衡点回归	14
图 28 : 玉米和豆粕价格走高	15
图 29 : 鱼粉和大米价格走高	15
图 30 : 2019 年饲料企业板块毛利占比	15
图 31 : 2014-2018 年中国动物疫苗行业市场规模	16
图 32 : 2019-2025 年我国动物疫苗的市场规模预测	16
图 33 : 2018 年我国肉类消费结构	17
图 34 : 2017 年生物制品分类市场份额	17
图 35 : 猪用和禽用疫苗市场规模预测	17
图 36 : 动物保健板块营收和净利润 (亿元)	18
图 37 : 动物保健板块业绩增速 (%)	18
图 38 : 猪周期运行至量升价跌区间	19
图 39 : 非洲猪瘟疫苗研发进程	19

表格目录

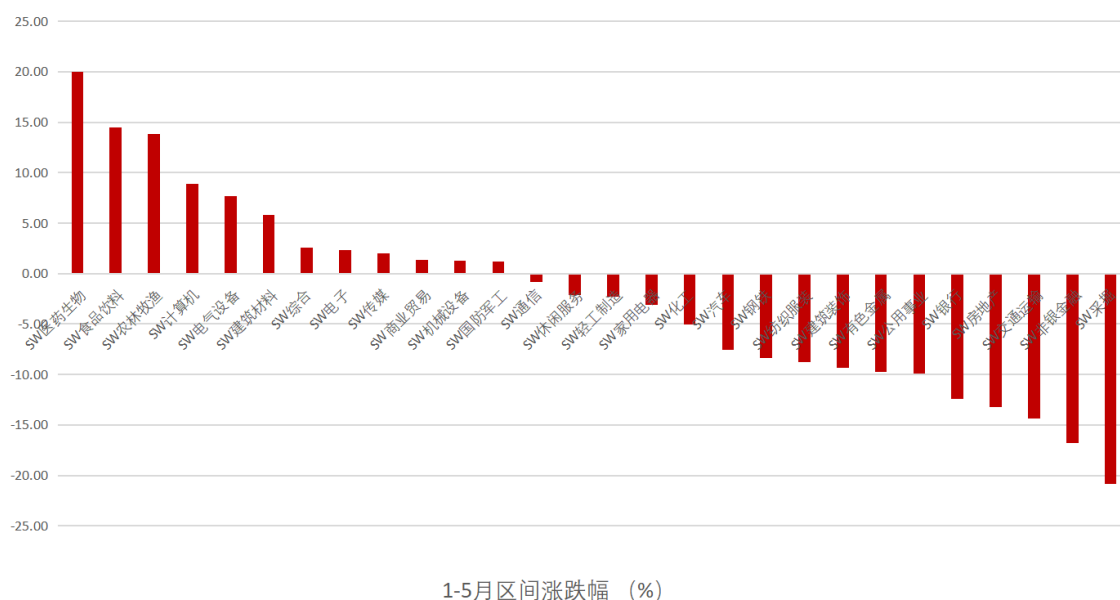
表 1: 主要养殖企业出栏量	10
表 2: 温氏股份销售数据	10
表 3: 牧原股份销售数据	11
表 4: 2019 年及 2020 年 Q1 禽类养殖板块上市公司业绩简况	13
表 5: 2019 年饲料企业业绩分化较大	13
表 6: 2019 年及 2020 年 Q1 动物保健板块上市公司业绩简况	18
表 7: 非瘟疫苗市场规模测算 (6 亿头, 50% 政采苗+50% 市场苗)	20
表 8: 重点公司盈利预测及投资评级 (2020/6/16)	20

1. 农林牧渔行业 2020 年上半年市场表现回顾

1.1 逆市上涨，远超沪深 300 指数

行业整体大涨。2020 年上半年（数据统计截止 5 月底，下同），沪深 300 指数下跌 7.83%；SW 农林牧渔行业指数上涨 13.80%，其中一季度上涨 18.42%，4-5 月下跌 3.92%。上半年 SW 农林牧渔涨幅在所有申万一级行业指数中居第三，跑赢同期沪深 300 指数 21.63 个百分点。

图 1: 2020 年 1-5 月申万一级行业涨跌幅 (%)

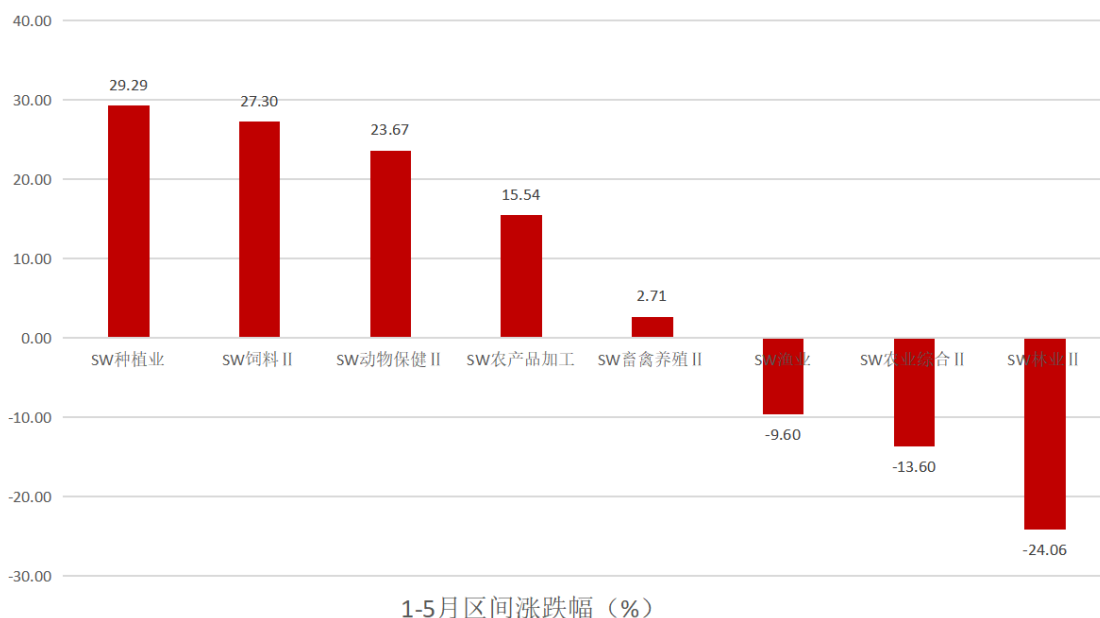


资料来源：东莞证券研究所，wind

1.2 种植业板块疫情下领跑，饲料动保板块崭露头角

种植业板块领涨。2020 年上半年，SW 农林牧渔行业中与养殖产业链相关的板块普遍录得正收益。种植业板块涨幅最大，上涨 29.29%。养殖后周期的饲料和动保板块分别上涨 27.30%和 23.67%。另外农产品加工板块上涨 15.54%。畜禽养殖板块对比上年涨幅明显回落，仅上涨 2.71%。林业板块下跌最多，下跌 24.06%，渔业则下跌 9.60%。

图 2: 2020 年 1-5 月 SW 农林牧渔行业二级子行业涨跌幅 (%)

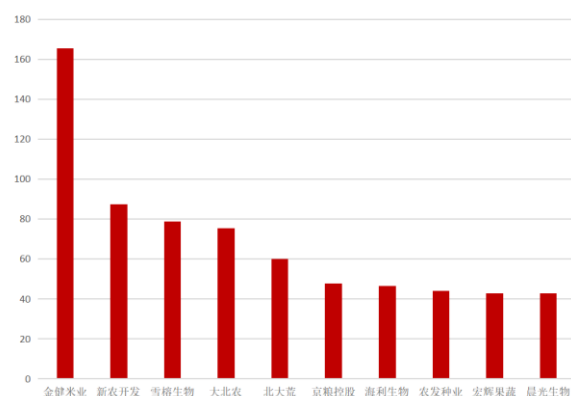


资料来源：东莞证券研究所，wind

1.3 涨幅榜多见种植业股，养殖股落榜

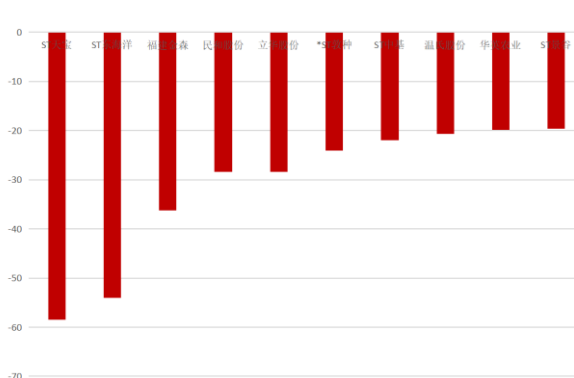
种植业个股强势霸榜。2020 年上半年，SW 农林牧渔行业约 64%的个股录得正收益，其中约有 5.9%的个股涨幅大于 50%，约有 15.3%的个股涨幅在 30%-50%，约有 14.1%的个股涨幅在 20%-30%。由于新冠疫情影响，种植业板块内需属性较高，加上多个粮食主产国相继减少或禁止粮食出口，叠加东南亚虫害灾情较为严重，粮食价格普遍走高，带动种植业板块上涨。金健米业上涨 165.34%，新农开发上涨 87.39%，雪榕生物上涨 78.73%，北大荒上涨 75.42%，北大荒上涨 60.07，京粮控股上涨 47.64，海利生物上涨 46.56，农发种业上涨 43.97，宏辉果蔬上涨 42.93，晨光生物上涨 42.76。跌幅榜靠前的主要为基本面比较差的 ST 股。

图 3：SW 农林牧渔行业 1-5 月涨幅榜个股 (%)



资料来源：东莞证券研究所，wind

图 4：SW 农林牧渔行业 1-5 月跌幅榜个股 (%)



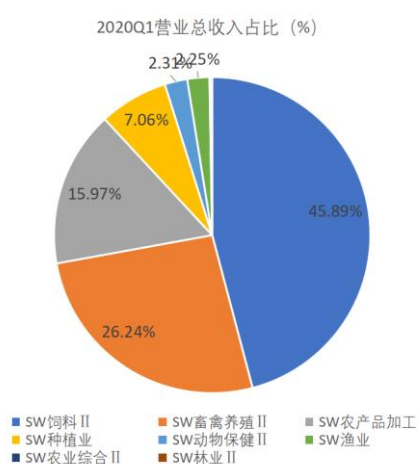
资料来源：东莞证券研究所，wind

2. 行业 Q1 净利润翻四倍

2.1 畜禽养殖板块为行业贡献一半的利润

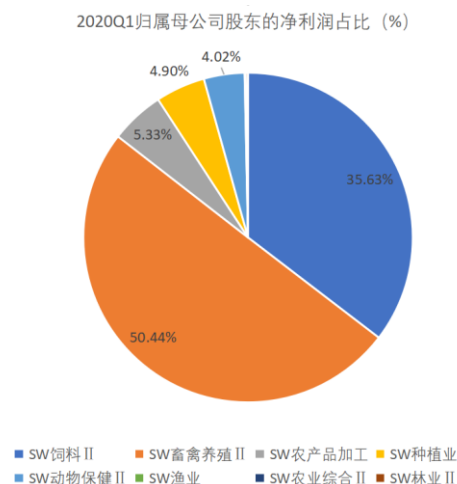
饲料营收贡献近半，畜禽养殖利润占比过半。从 2020Q1 数据来看，子板块中营收比重最大的仍然是饲料板块，占比高达 45.89%。畜禽养殖、农产品加工、种植业分别占营收的 26.24%、15.97%、7.06%。从利润端看，畜禽养殖板块凭借高毛利率，为农林牧渔行业贡献了最多的利润，归母净利润占比高达 50.44%。饲料板块则贡献了 35.63% 的利润。农产品加工、种植业和动物保健板块利润占比均在 5% 左右。

图 5：2020Q1SW 农林牧渔子版块营收占比



资料来源：东莞证券研究所，wind

图 6：2020Q1SW 农林牧渔行业子版块净利润占比



资料来源：东莞证券研究所，wind

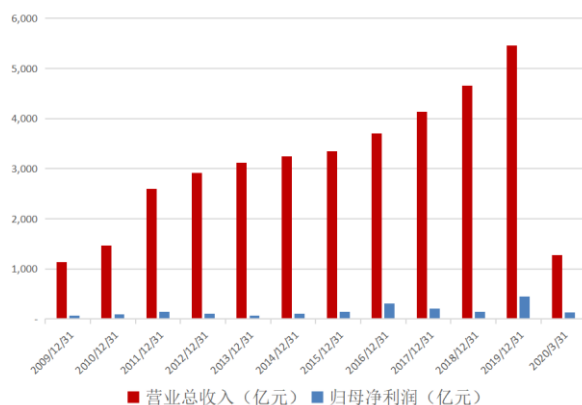
2.2 农林牧渔行业 Q1 净利润同比翻四倍

营收大增，净利润翻倍。2019 年，农林牧渔行业（SW 农林牧渔行业剔除 B 股及退市股的公司，共 85 家样本公司）实现营业收入 5461.26 亿元，同比增长 15.57%；实现归属于母公司股东的净利润 453.07 亿元，同比增长 198.35%。2020Q1，农林牧渔行业实现营业收入和归母净利润分别为 1273.97 亿元和 138.13 亿元，分别同比+16.29%和+402.95%。

多个细分板块正增长。2020Q1，农林牧渔 8 个细分板块中，营收有 4 个实现正增长，畜禽养殖板块增长最多，营收同比+29.63%；饲料和动保板块则分别同比+23.35%和+23.25%。从利润端看，饲料板块 Q1 利润同比+1467.70%，同比涨幅巨大，主要是由于生猪价格高企，多数企业兼营生猪养殖带动企业业绩上行。畜禽养殖板块同样受益，Q1 净利润同比+985.01%，渔业和动保板块则分别同比+67.13%和+37.47%。

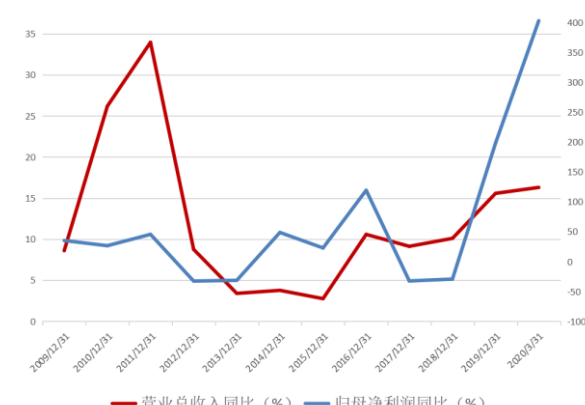
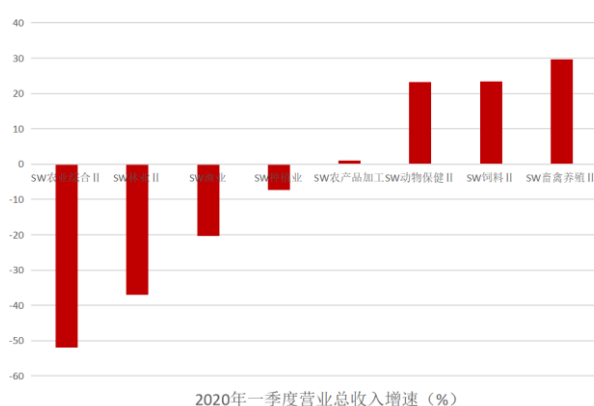
图 7：农林牧渔行业营收和利润情况（亿元）

图 8：农林牧渔行业营收和利润同比（%）



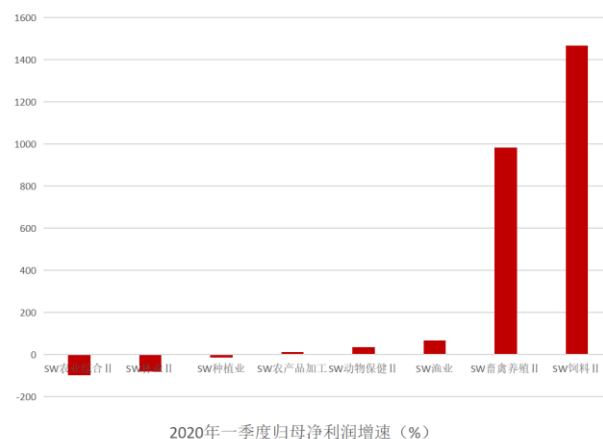
资料来源：东莞证券研究所，wind

图 9：细分板块 2020Q1 营收增速 (%)



资料来源：东莞证券研究所，wind

图 10：细分板块 2020Q1 归母净利润增速 (%)



资料来源：东莞证券研究所，wind

资料来源：东莞证券研究所，wind

3. 生猪养殖：周期下行猪价持续回落

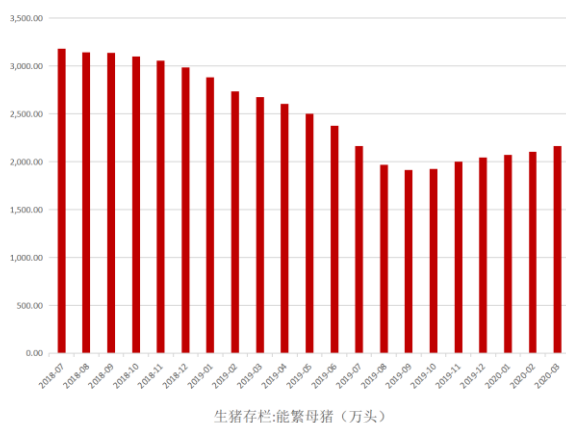
3.1 周期逆转，存栏持续回升

能繁母猪存栏已连续 6 个月上升。能繁母猪是衡量生猪出栏的先行指标，2019 年受非洲猪瘟影响，存栏量从正常水平的 3000 万头迅速下滑至不足 2000 万头。存栏于 2019 年 9 月见底后触底反弹，意味着猪周期反转，自此存栏开始持续回升。目前已连续环比上涨 6 个月，存栏量恢复至 2200 万头附近。各大猪场纷纷扩大补栏计划，外部竞争者同时加速进入行业竞争。截至 3 月，能繁母猪存栏同比-19.10%，仍有较大修复空间。根据国家统计局，Q1 生猪存栏仅同比-14.40%，未来有望随母猪产能释放逐步回升。根据美国农业部，2020 年受母猪基数较低影响，全年预期猪肉产量 3400 万吨，同比-20.01%。对

图 11：能繁母猪存栏量止跌回升

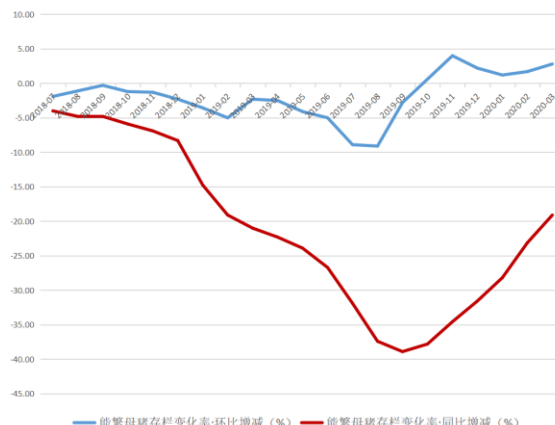
图 12：能繁母猪存栏环比上升

比正常年份约 5000 万吨的产能，今年猪肉供给缺口或超过 1500 万吨。



资料来源：中国政府网，东莞证券研究所

图 13: 生猪存栏同比大幅修复

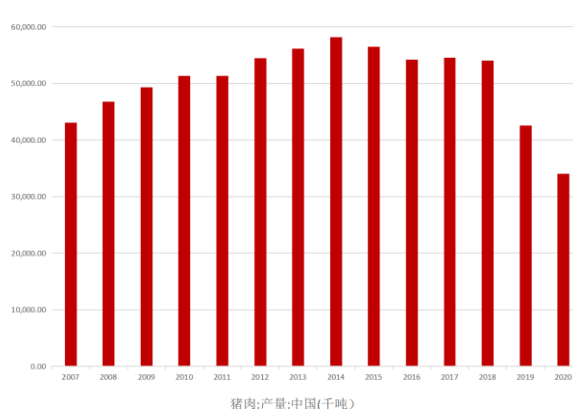


资料来源：农业部，东莞证券研究所

图 14: 今年猪肉产量预期仍较低



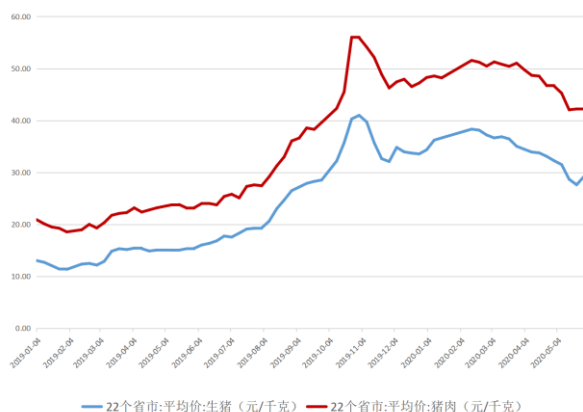
资料来源：国家统计局，东莞证券研究所



资料来源：美国农业部，东莞证券研究所

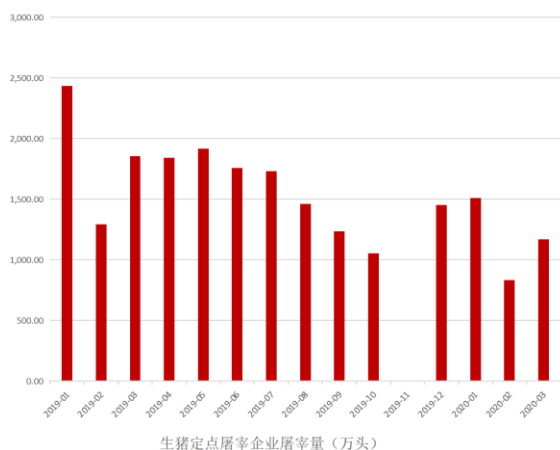
生猪价格持续回落，全年预期均价约 30 元/千克。生猪行业目前仍然处于供不应求状态，从生猪定点屠宰企业屠宰量看，3 月份屠宰量仅 1171 万头，而正常月份屠宰量约 2000 万头，较为实际的反映目前市场的供给短缺。虽然能繁母猪存栏自上年年底开始持续恢复，但从能繁母猪到商品肥猪出栏需要约 10 个月时间，预测今年下半年肥猪才会大规模出栏，上半年市场供给仍属短缺。自繁自养生猪利润从最高位约 3000 元/头已回落至约 1500 元/头，猪粮比价也从超 20 的高位回落至 13 附近。从生猪价格看，2019 年年底生猪行业供应最低的时候出现了历史最高价，往后补栏回升，价格持续回落。2019 年 11 月最高位约 41 元/千克，截至 5 月 29 日报 29.23 元/千克，已稳定回落至 30 元/千克以下。2020 年 1-5 月实际生猪价格随着市场供给恢复而呈持续回落状态，均价 34.23 元/千克，整体符合预期。展望下半年，在各大养殖企业浩浩荡荡的倍数补栏计划和政府政策的持续刺激下，补栏修复是大势所趋，并有望在年底修复至正常供应水平，明年有望超越市场需求。目前生猪价格在 29 元/千克附近，下半年大概率继续下滑，全年价格走势有望稳定走低，综合预测全年生猪均价在 30 元/千克附近。2020 年虽然生猪价格下滑不可逆转，但对比往年的猪周期高位约 20 元/千克的价格，今年生猪价格绝对值仍然相当高，生养养殖企业利润非常可观。

图 15：猪价持续回落



资料来源：中国畜牧业信息网，东莞证券研究所

图 17：屠宰量仍处于低位



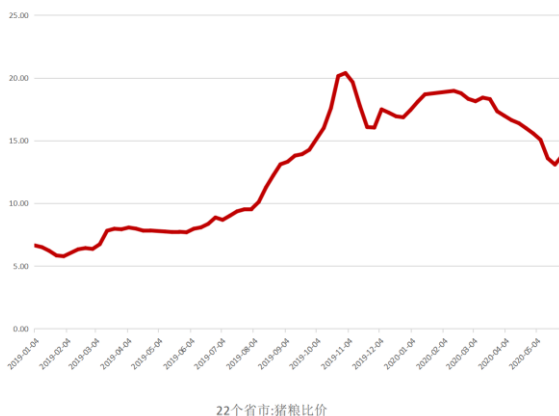
资料来源：商务部，东莞证券研究所

图 16：养殖利润开始持续下滑



资料来源：wind，东莞证券研究所

图 18：猪粮比价已从高位回落

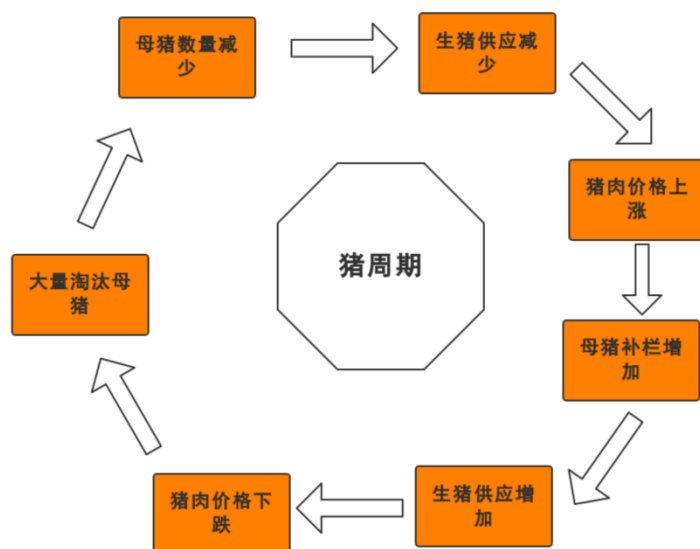


资料来源：中国畜牧业信息网，东莞证券研究所

3.2 头部养殖场倍数级扩产，未来有望以量补价

头部养殖场大规模扩产。猪周期遵循蛛网模型，即“量增价跌，量跌价增”的基本原理。2019 年年底生猪存栏触底回升，猪周期逆转下行，目前正处于“量增价跌”的周期运行阶段，从实际存栏数据和价格数据走势也反映了这个事实。站在当前时点往后看，猪价将继续下行，养殖毛利率下降。猪场为保持较高的盈利水平，普遍采取“以量增弥补价跌”的战略，即大规模扩大出栏量，弥补生猪价格下跌带来的盈利空间萎缩，最终意图达到盈利总水平维持高位的目的。截至 5 月 29 日，生猪完全养殖成本 16.57 元/千克，对比约 29 元/千克的生猪价格，仍然具有相当大的盈利空间，高额的养殖利润是促使猪企扩大的主要因素。龙头猪企牧原股份 2020 年预期出栏约 2000 万头，对比 2019 年的实际出栏 1025 万头接近翻倍。从正邦科技、新希望、天邦股份等领先猪企的扩产计划来看，2020 年对比 2019 年均有接近翻倍的补栏计划。同时多家企业公布了 2021 年甚至往后的出栏规划，部分对比 2019 年出栏有数倍的增幅。

图 19：猪周期蛛网模型



资料来源：东莞证券研究所

表 1：主要养殖企业出栏量

出栏量/万头	温氏股份	牧原股份	正邦科技	新希望	天邦股份
2017	1904	724	342	/	101
2018	2230	1101	554	255	217
2019	1852	1025	578	355	244
2020E	2900	2000	1000	800	500

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

2020 年 Q1 销售收入同比大增，环比下滑较多。2020 年 Q1，各大养殖企业在生猪存栏量较低的水平下开始加速扩产，市场肉价仍然维持高位，总体表现出销售量上升，销售收入同比上涨。截至 3 月，温氏股份累计销售生猪 225.26 万头，累计销售收入同比+17.15%；牧原股份累计销售生猪 116.90 万头，累计销售收入同比+164.02%；天邦股份累计销售生猪 22.59 万头，累计销售收入同比+60.53%。从环比数据看，对比生猪价格最高的 2019Q4，一季度行业利润空间快速下滑，归母净利润环比普遍大减，温氏股份和牧原股份 Q1 分别环比-75.99%和-12.61%。在养殖毛利率下降的趋势下，企业需通过大幅扩产，方才有望以量补价。

表 2：温氏股份销售数据

时间	商品肉猪销量（万头）	肉猪销量累计值（万头）	肉猪销量累计同比（%）	肉猪销售收入（亿元）	肉猪销售收入累计值（亿元）	肉猪销售收入累计同比（%）	肉猪销售均价（元/公斤）	肉猪销售均价同比（%）
2019.1	249.32	249.32	39.32	31.99	31.99	1.72	11.52	-23.46
2019.2	146.04	395.36	31.07	19.21	51.2	0.61	11.62	-13.67
2019.3	200.94	596.3	19.65	32.49	83.69	8.38	14.02	27.80
2019.4	186.5	782.8	13.00	30.98	114.67	14.13	14.08	40.66
2019.5	201.62	984.42	12.60	32.4	147.07	20.15	14.12	36.16
2019.6	192.98	1177.4	13.69	33.35	180.42	25.32	15.6	34.72

2019.7	172.23	1349.63	11.97	32.22	212.64	26.04	17.37	36.88
2019.8	113.73	1463.36	4.25	27.51	240.15	19.85	22.85	63.10
2019.9	88.80	1552.16	-4.08	28.30	268.45	14.70	28.73	102.18
2019.10	89.43	1641.59	-9.20	38.59	307.04	16.13	36.19	153.79
2019.11	81.94	1723.53	-14.66	35.55	342.59	15.32	35.09	158.20
2019.12	127.12	1850.65	-17.00	52.87	395.46	20.03	34.37	150.33
2020.1	86.94	86.94	-65.13	37.18	37.18	16.22	36.62	217.88
2020.2	53.12	140.06	-64.57	24.40	61.58	20.27	38.00	227.02
2020.3	85.20	225.26	-62.22	36.46	98.04	17.15	35.23	151.28
2020.4	86.42	311.68	-60.18	37.78	135.82	18.44	33.24	136.08

资料来源：东莞证券研究所，wind

表 3：牧原股份销售数据

时间	商品肉猪销量（万头）	肉猪销量累计值（万头）	肉猪销量累计同比（%）	肉猪销售收入（亿元）	肉猪销售收入累计值（亿元）	肉猪销售收入累计同比（%）	肉猪销售均价（元/公斤）	肉猪销售均价同比（%）
2019.1-2	202.61	202.61	66.35	18.02	18.02	7.58	9.6	-29.67
2019.3	105.1	307.71	38.92	12.3	30.32	10.37	13.15	26.93
2019.4	105.2	412.91	33.58	14.3	44.62	22.01	13.68	36.94
2019.5	88.5	501.41	27.62	12.03	56.65	24.53	13.83	37.07
2019.6	80.1	581.51	22.58	11.93	68.58	25.05	15.26	36.37
2019.7	68	649.51	13.04	11.3	79.88	19.31	16.01	30.48
2019.8	71.09	720.60	4.86	13.67	93.54	15.41	20.27	53.44
2019.9	72.52	793.10	3.73	19.22	112.76	23.83	26.17	108.86
2019.10	74.35	867.50	-0.87	27.28	140.04	32.04	33.50	173.92
2019.11	75.11	942.60	-2.56	28.41	168.45	43.31	30.30	169.57
2019.12	82.72	1025.30	-6.89	28.16	196.61	48.16	30.52	186.84
2020.1-2	139.50	139.50	-31.15	46.24	46.24	156.60	32.50	238.54
2020.3	116.90	256.40	-16.67	33.81	80.05	164.02	31.38	138.63
2020.4	124.70	381.10	-7.70	39.90	119.95	168.89	29.10	112.72

资料来源：东莞证券研究所，wind

4. 禽类养殖：景气度下行，盈利空间萎缩

4.1 肉鸡替代效应随生猪供给回升减弱，鸡价跟随下行

生猪供给恢复，鸡价持续下行。2019 年底猪周期反转后，市场肉类供给开始逐步回升，原本猪肉替代效应明显的鸡肉供应受未来预期供给过剩影响，价格迅速下行。观察主产区鸡产品价格发现，截至 5 月 29 日鸡产品价格已回落至 9.45 元/千克，价格回归至正常水平；主产区肉鸡苗价格跌幅更大，已回落至 1.35 元/羽，低于正常水平，反映未来供给过剩的趋势。根据国家发改委 5 月 20 日数据显示，鸡料比价跌至 2.44，低于同期的 2.82 平衡点，禽类养殖企业已较难盈利。5 月 29 日 wind 数据显示父母代种鸡养殖利润已跌至负值，为 -1.12 元/羽，对比上年末高位近 10 元/羽的利润，养殖利润空寂已大

幅萎缩。36 个城市鸡肉价格目前跌至 13 元/斤附近，较高位 15 元/斤跌幅超 23%。多项数据显示，随着生猪供应恢复，市场肉类供给总体有所修复，禽类消费需求平稳前提下供应过剩趋势已现，禽类价格跌幅和下跌速度均领先猪价。未来生猪扩产规模持续扩大下，禽类养殖景气度不再，盈利空间大幅萎缩。

图 20：肉鸡苗和鸡产品价格已从高位回落

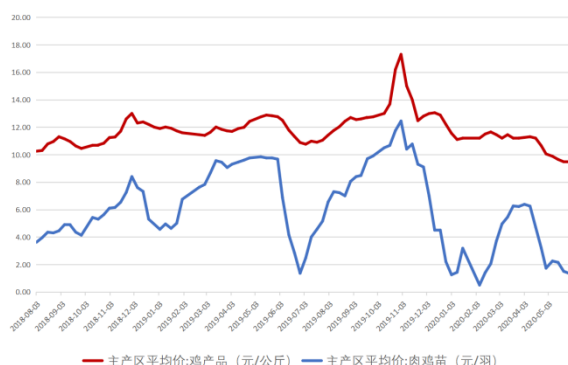
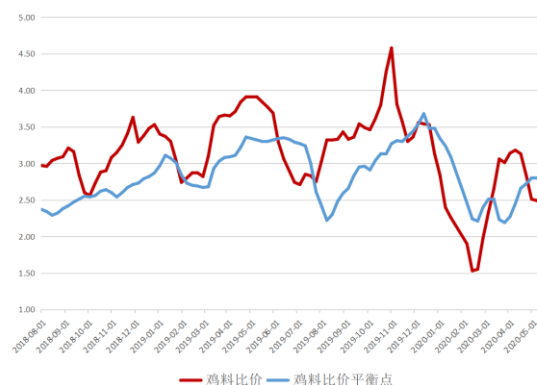


图 21：鸡料比价已跌至平衡点以下



资料来源：博亚和讯，东莞证券研究所

资料来源：国家发改委，东莞证券研究所

图 22：父母代种鸡养殖利润跌至负值



图 23：36 个城市鸡肉价格持续下滑



资料来源：wind，东莞证券研究所

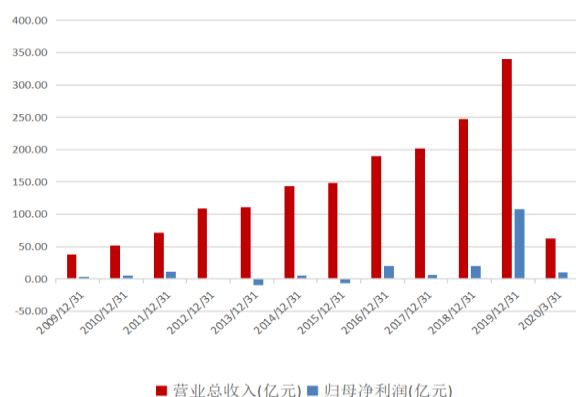
资料来源：国家发改委，东莞证券研究所

4.2 一季度业绩大幅下滑

2019 年景气度最高点已过。2019 年禽类养殖板块（共 6 家标的公司，下同）营收 340.51 亿元，同比+37.66%，接近历史最高同比增幅；归母净利润 107.83 亿元，同比+437.82%。由于 2019 年猪肉供给不足，鸡肉发挥了良好的替代效应，鸡价大涨带动板块业绩实现超高速增长。

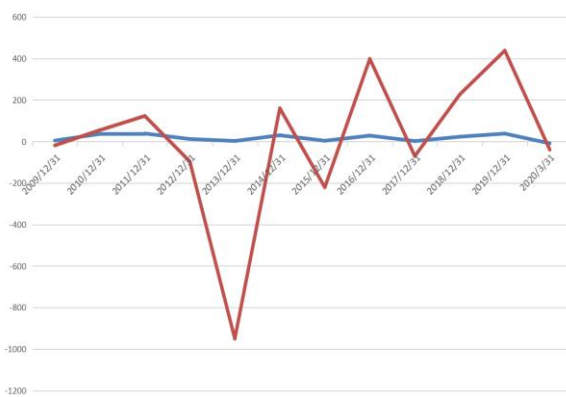
2020 年 Q1 业绩同比大幅下滑。2020 年 Q 1，禽类养殖板块实现营收 62.16 亿元，归母净利润 10.04 亿元，分别同比-9.36%和-40.08%，分别环比-39.39%和-71.05%，盈利能力环比大幅下滑，主要是由于生猪供给恢复，肉鸡价格下行所致，未来大概率业绩继续收窄。禽类养殖上市公司中，多家企业业绩同比下滑，其中圣农发展营收和净利润分别同比-3.13%和+7.34%，立华股份营收和净利润分别同比-7.07%和-284.59%，民和股份营收和净利润分别同比-39.68%和-62.01%。

图 24：禽类养殖板块营收和净利润（亿元）



资料来源：东莞证券研究所，wind

图 25：禽类养殖板块业绩增速（%）



资料来源：东莞证券研究所，wind

表 4：2019 年及 2020 年 Q1 禽类养殖板块上市公司业绩简况

证券代码	证券简称	2019 年营收 (亿元)	2019 年归母 净利润 (亿 元)	2019 年营收 同比 (%)	2019 年归母 净利润同比 (%)	2020Q1 营收 同比 (%)	2020Q1 归母 净利润同比 (%)
002299.SZ	圣农发展	145.58	40.93	26.14	171.85	-3.13	7.34
300761.SZ	立华股份	88.7	19.64	22.95	51.13	-7.07	-284.59
002458.SZ	益生股份	35.84	21.76	143.48	499.73	-15.3	-48.75
002746.SZ	仙坛股份	35.33	10.01	37.23	148.95	-6.73	3.76
002234.SZ	民和股份	32.76	16.1	80.08	322.95	-39.68	-62.01
300313.SZ	天山生物	2.29	-0.61	118.25	96.88	35.50	42.62

资料来源：东莞证券研究所，wind

5. 饲料板块：兼营模式下关注饲料占比高的企业

5.1 去年饲料企业业绩分化明显

2019年业绩分化明显。多数饲料企业兼营畜禽养殖，饲料和养殖业务业绩分化明显。2019年由于生猪存栏下滑，饲料需求量明显减少，猪料占比较高的企业饲料营收下滑明显。正邦科技、大北农、唐人神饲料业务2019年营收分别同比-11.41%、-21.78%、-5.14%。相反，猪价走高带动养殖业务业绩大增，所有饲料企业养殖业务营收大幅增长。新希望、正邦科技、大北农养殖业务2019年营收分别同比+31.89%、+49.25%、+46.72%。2019年饲料企业普遍出现了饲料业绩下滑，养殖业绩暴增的情况。

表 5：2019 年饲料企业业绩分化较大

饲料业务营 收（亿元）	新希望	海大集团	正邦科技	大北农	禾丰牧业	唐人神	天康生物	傲农生物
2018	394.19	349.65	132.79	166.70	72.99	142.86	25.62	53.30
2019	424.31	389.85	117.64	130.40	77.86	135.51	29.31	46.99
同比 (%)	7.64	11.50	-11.41	-21.78	6.67	-5.14	14.40	-11.84
养殖业务营	新希望	海大集团	正邦科技	大北农	禾丰牧业	唐人神	天康生物	傲农生物

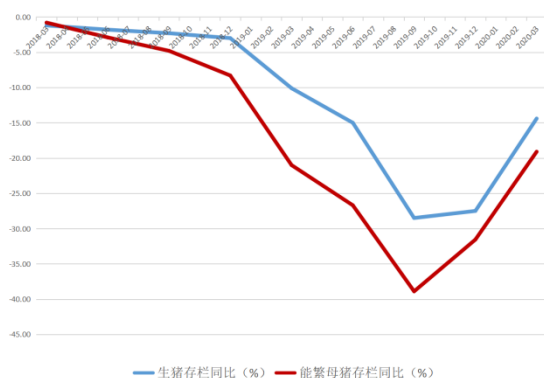
收（亿元）								
2018	218.72	/	76.26	13.27	39.60	5.46	3.36	2.88
2019	288.46	/	113.82	19.47	68.01	8.03	4.81	8.82
同比（%）	31.89	/	49.25	46.72	71.74	47.07	43.15	206.25

资料来源：东莞证券研究所，wind

5.2 存栏回升，养殖规模化率提升有望带动饲料量价齐升

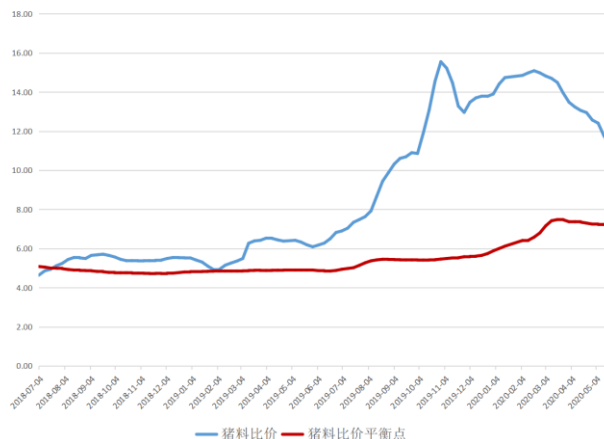
生猪存栏持续回升，饲料需求量跟随回升。生猪存栏自2019年年底后开始快速回升，根据农业部，2019年9月生猪存栏同比-38.90%，至3月已回升至同比-19.10%。根据中国政府网，2019年9月能繁母猪存栏同比-28.50%，至3月已回升至同比-14.40%。随着存栏回升，猪价下行，猪料比价从高点回落，逐步向平衡点回归。猪料比价于2019年10月30日报15.55，大幅抛离平衡点10.09。5月20日已回落至11.33，平衡点上升至7.26，比价差距缩小至4.07。根据农业部存栏数据估算，目前生猪存栏约2.4亿头，距离正常水平3亿头仍有较大距离。补栏的持续加速，饲料需求量有望跟随回升。

图 26：生猪存栏大幅回升



资料来源：农业部，中国政府网，东莞证券研究所

图 27：猪料比价向平衡点回归



资料来源：国家发改委，东莞证券研究所

上游原料价格走高，高猪价下有望进行成本转移。2020年基础粮食价格上涨趋势较为显著，一是受到新冠疫情影响，粮食主要出产地禁运或减少输出，二是非洲蝗虫和草地贪夜蛾等虫害预期加剧影响收成。饲料的主要成分玉米、豆粕、鱼粉等对比年初均有一定的涨幅。根据大连商品交易所，黄玉米期货结算价6月2日报2068元/吨，对比1月2日涨幅达8.16%；6月2日豆粕期货结算价2795元/吨，对比年初涨幅约4%。鱼粉涨幅较大，6月2日报11641.30元/吨，对比年初9936.96元/吨涨幅达17.15%。目前生猪价格仍在高位，预测全年生猪价格约30元/千克，猪料比价仍在11以上。猪价大幅高于饲料价格，饲料企业成本上涨部分有望向养殖企业转移。根据wind，饲料企业（共14家样本公司）2020Q1销售毛利率为17.27%，比2019年提升3.07%。政策方面，《关于稳定生猪生产促进转型升级的意见》指出猪肉自给率保持在95%左右；到2022年，养殖规模化率达到58%左右；

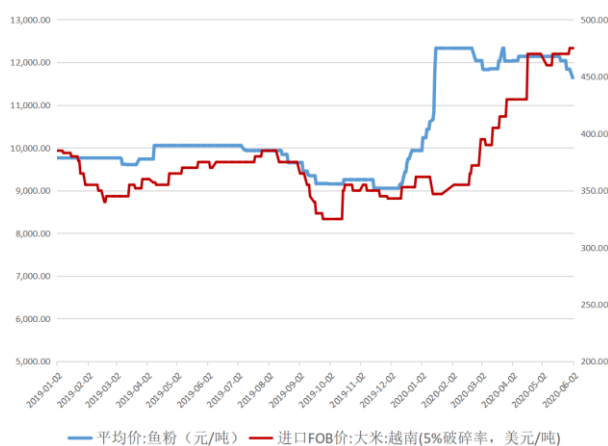
到2025年，养殖规模化率达到65%以上。各地纷纷出台政策加快落实《意见》，促进生猪生产，保障市场供应。展望未来，补栏加大增加饲料需求，规模养殖场纷纷入场扩大饲料渗透率，饲料业务有望实现量价齐升。

图 28：玉米和豆粕价格走高



资料来源：大连商品交易所，东莞证券研究所

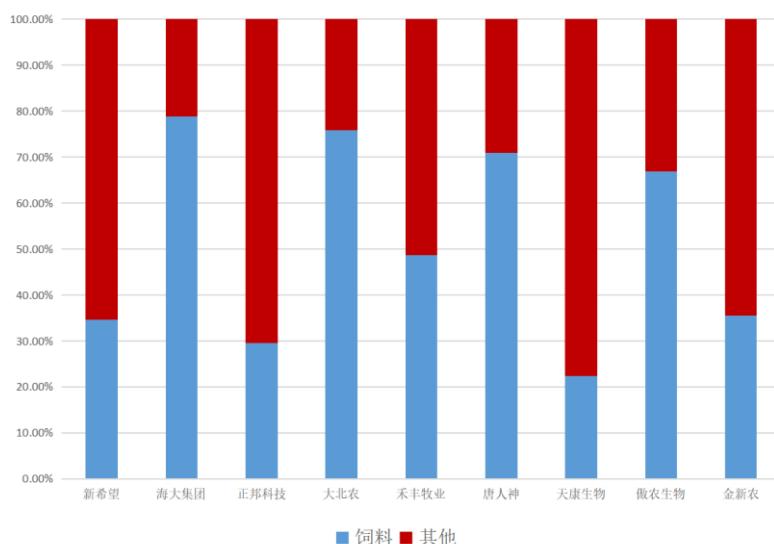
图 29：鱼粉和大米价格走高



资料来源：国家粮油信息中心，东莞证券研究所

关注饲料业务占比高的企业。由于饲料上市企业多数同时兼营饲料和养殖业，在生猪价格下跌的大趋势下，养殖业利润空间势必被压缩，而饲料业务有望实现量价齐升。在多空交织的经营前景下，饲料业务占比高的企业未来业绩弹性更有保障，如海大集团、大北农、唐人神等，2019年饲料毛利占比超过70%，主要利润来源为饲料业务。对于养殖利润占比较高的企业，如新希望、正邦科技、天康生物等，则有望通过养殖业务以量补价抵消猪价下行带来的利润空间萎缩。

图 30：2019 年饲料企业板块毛利占比



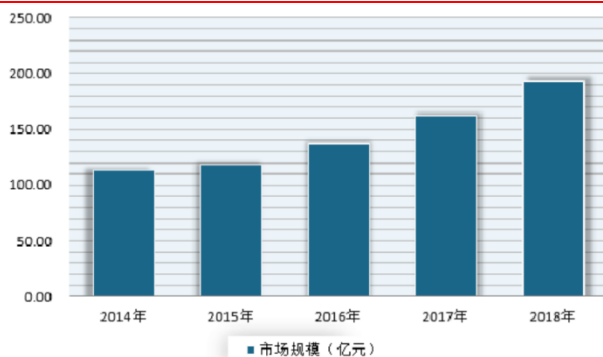
资料来源: wind, 东莞证券研究所

6. 动物保健板块：乘补栏之势，业绩增长迅速

6.1 行业景气度高，市场规模快速增长

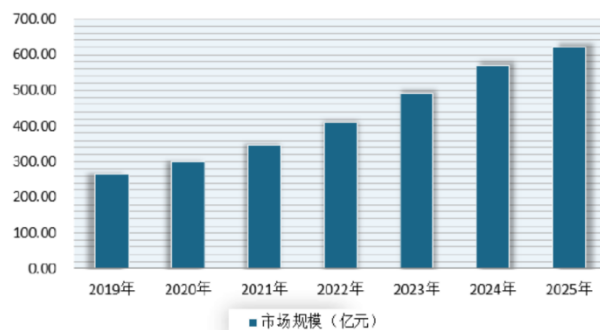
动物疫苗市场规模攀升迅速。近年来我国养殖业规模化是主要的发展方向，规模化的养殖场对动物疫苗有刚性需求，是疫苗市场的主要推动力。2000 年后，我国动物疫苗行业保持快速发展态势，截止 2019 年我国动物疫苗市场规模已经接近 250 亿元。非洲猪瘟疫情将加速动物疫苗行业的发展，预测 2020 年我国动物疫苗市场规模约 300 亿元，并将持续保持高速发展，预测到 2025 年市场规模有望突破 600 亿元。

图 31：2014-2018 年中国动物疫苗行业市场规模



资料来源: 观研天下, 东莞证券研究所

图 32：2019-2025 年我国动物疫苗的市场规模预测

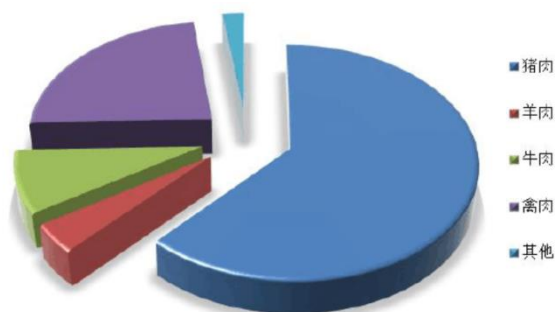


资料来源: 观研天下, 东莞证券研究所

生猪和禽用生物制品占比最大。我国肉类消费结构中，猪肉是占比最大的品种，2018 年国内消费猪肉 5539.8 万吨，占据我国肉类消费总量的约 61.9%。其次是禽肉和牛肉，2018 年消费量分别为 1153.5 万吨和 791.0 万吨，占比分别约 12.9%和 8.9%。由于猪肉

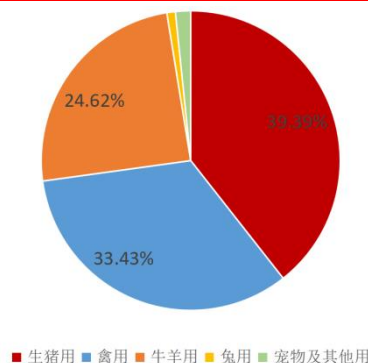
和鸡肉是我国消费量最大的两种肉类，针对其生物制品同时也是市场占比最大的种类。兽药发展报告显示 2017 年我国生猪用和禽用生物制品市场份额占比分别为 39.39%和 33.43%，是占比最大的两类生物制品。2019 年预测猪用疫苗市场规模达到 106.6 亿元，禽用疫苗市场规模达到 87.0 亿元。由于养殖规模化加速，到 2024 年猪用疫苗和禽用疫苗市场规模有望分别达到 160.8 亿元和 131.2 亿元。

图 33：2018 年我国肉类消费结构



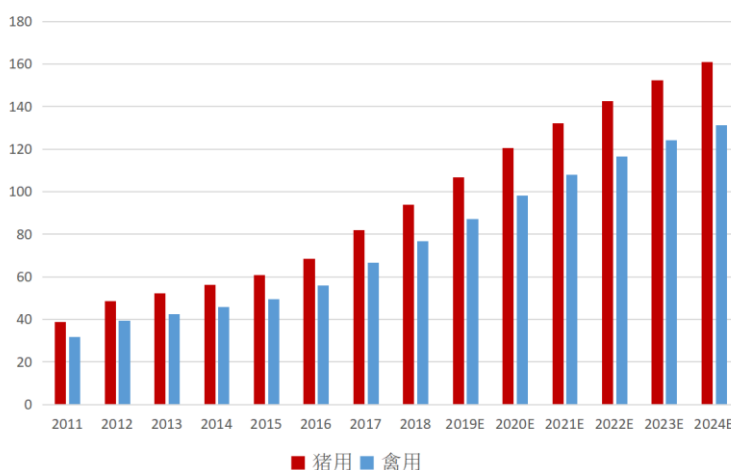
资料来源：观研天下，东莞证券研究所

图 34：2017 年生物制品分类市场份额



资料来源：兽药发展报告，东莞证券研究所

图 35：猪用和禽用疫苗市场规模预测



资料来源：智研咨询，东莞证券研究所

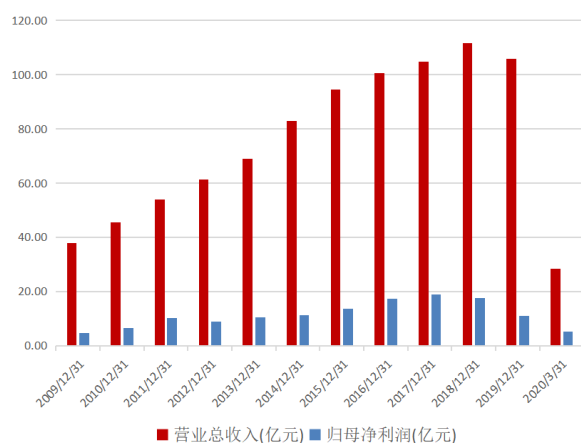
6.2 存栏回升初期，板块业绩环比暴增

板块 Q1 业绩环比大增。从 2019 年底开始的生猪补栏，给兽用疫苗带来了刚性需求，生猪存栏从最低位的 1.9 亿头，目前补栏至约 2.4 亿头，距离正常水平 3 亿头还较大距离，并且本轮猪周期补栏趋势如火如荼，众多外部企业加码养殖，未来存栏量有望超越 3 亿头的水平，给兽用疫苗带来巨大的消费需求。受益于上半年持续的补栏回升，动物保健板块业绩持续上升，2020Q1，动物保健板块（共 8 家标的公司）实现营业总收入 28.48 亿元，同比+24.05%，环比+4.03%；实现归属于母公司股东的净利润 5.10 亿元，同比+37.77%，

环比+398.89%。

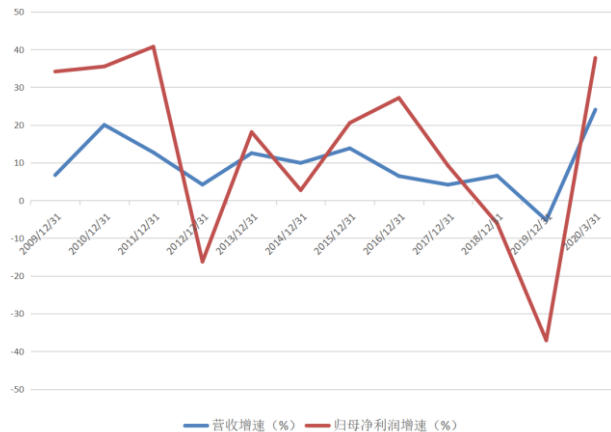
上市企业 Q1 业绩显著修复。上市企业环比数据大幅改善，主要是由于补栏加速带动业绩恢复。2020Q1 动保公司业绩逐步回暖，中牧股份、金河生物、瑞普生物、生物股份营收分别同比+33.52%、+12.52%、+48.09%、+9.66%，归母净利润分别同比+49.05%、+43.31%、+68.92%、-5.13%。随着多家养殖企业扩大养殖规模，并且有外部企业开始进入养殖行业，补栏后期存栏量有望超过正常水平，带动疫苗需求量大幅上行，动保企业业绩有望超预期。并且目前非洲猪瘟疫苗正在临床试验阶段，一旦研发成功将为行业带来巨大扩容，乐观预期明年有望进入研发最后阶段。

图 36：动物保健板块营收和净利润（亿元）



资料来源：东莞证券研究所，wind

图 37：动物保健板块业绩增速（%）



资料来源：东莞证券研究所，wind

表 6：2019 年及 2020 年 Q1 动物保健板块上市公司业绩简况

证券代码	证券简称	2019 年营收 (亿元)	2019 年归母净 利润 (亿元)	2019 年营收同 比 (%)	2019 年归母净 利润同比 (%)	2020Q1 营收同 比 (%)	2020Q1 归母净 利润同比 (%)
600195.SH	中牧股份	41.18	2.56	-7.01	-38.52	33.52	49.05
002688.SZ	金河生物	17.82	1.85	9.32	13.02	12.52	43.31
300119.SZ	瑞普生物	14.67	1.94	23.48	63.36	48.09	68.92
600201.SH	生物股份	11.27	2.21	-40.87	-70.7	9.66	-5.13
603739.SH	蔚蓝生物	8.47	0.78	4.38	-6.75	13.43	109.76
603566.SH	普莱柯	6.63	1.09	9.15	-19.44	31.65	311.98
002868.SZ	绿康生化	3.04	0.57	-11.79	-23.73	21.75	22.55
603718.SH	海利生物	2.78	0.12	9.29	-42.95	-29.69	-6.47

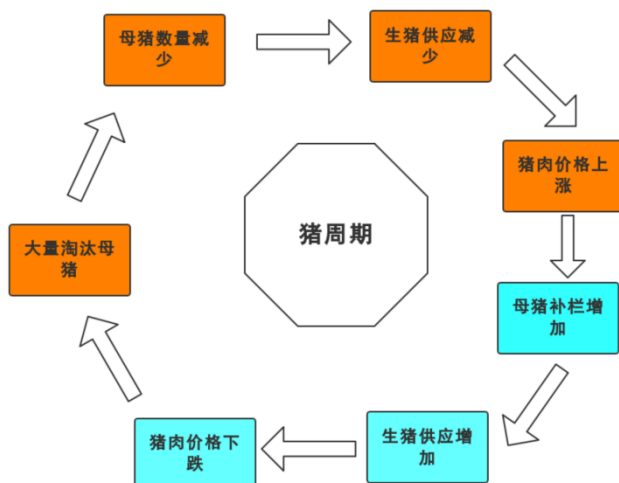
资料来源：东莞证券研究所，wind

6.3 加速补栏正在进行时，非瘟疫苗进入临床试验上市可期

重点关注龙头动保企业。补栏将加大动物疫苗需求量，对动保企业是确定性的行情，当前猪周期已运行至量升价跌区间。拥有常见疫苗如口蹄疫疫苗、高致病性禽流感疫苗、圆环疫苗、蓝耳疫苗等等生产资质的企业将受益于大量补栏带来的机会，业绩将随补栏增加上行。由于非瘟影响，养殖行业加速清退小散养殖场，养殖规模化加速，大规模养

殖场对防疫要求高，有利于提高疫苗渗透率，新型 O-A 二价口蹄疫疫苗和三价禽流感疫苗推行配合补栏需求有望令动保行业迎来“价量齐升”的行业机会。

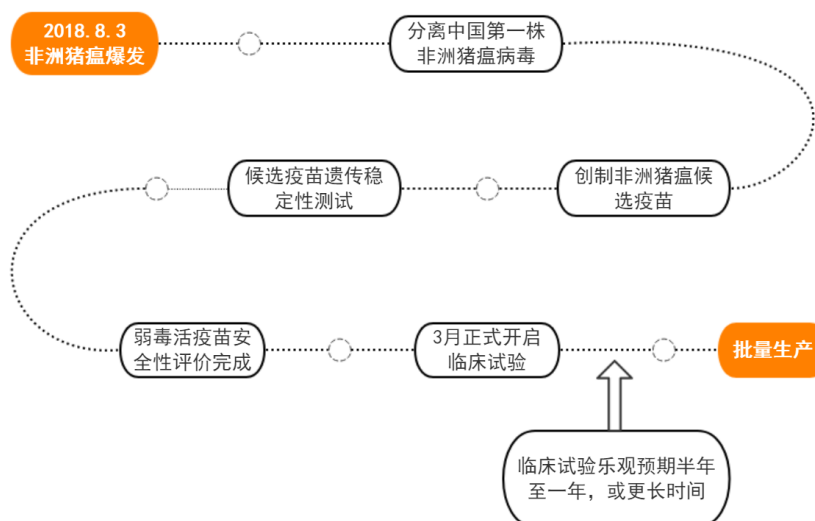
图 38：猪周期运行至量升价跌区间



资料来源：东莞证券研究所

非瘟疫苗已进入临床试验阶段。在中国，疫苗研发分为三个阶段，实验室研究阶段、中试阶段和临床试验阶段。三个阶段完成后，才能推向应用。目前，中国的非洲猪瘟疫苗的实验室研究阶段和中试阶段都已经完成。哈兽研是中国非瘟疫苗的领军研究所，从实验室阶段开始研究一路取得了众多里程碑性进展。3月23日，中国农科院哈尔滨兽医研究所创制的非洲猪瘟疫苗通过农业农村部兽药评审中心组织的专家评审，获准在指定区域开展临床试验。哈兽研所长步志高接受采访表示，“农业部已经批准做一个临床试验，临床试验需要半年、一年甚至更长时间。”若非洲猪瘟疫苗研发成功，在6亿头猪情况下，市场潜在规模超过100亿元。

图 39：非洲猪瘟疫苗研发进程



资料来源：根据新闻整理，东莞证券研究所

表 7：非瘟疫苗市场规模测算（6 亿头,50%政采苗+50%市场苗）

政采苗市场规模测算 (3 亿头)	免疫次数		
每头份单价（元）	1	2	3
4	12	24	36
5	15	30	45
6	18	36	48
市场苗市场规模测算 (3 亿头)	免疫次数		
每头份单价（元）	1	2	3
9	27	54	81
10	30	60	90
11	33	66	99

资料来源：东莞证券研究所

7. 投资策略

2020 年养殖业业绩预期靓丽但盈利空间逐步收缩。养殖业方面，今年生猪补栏将持续推进，猪肉供给逐步恢复，猪价大概率持续下跌。从产能角度看，能繁母猪存栏从低位的约 1900 万头已恢复至目前约 2200 万头，上年年末开始的大规模补栏计划预测在今年下半年开始显著释放。从价格端看，1-5 月生猪价格持续回落，高位约 38 元/千克，低位约 29 元/千克，均值约 35 元/千克，预期价格随产能恢复持续下滑，预测全年生猪均价在 30 元/千克附近。随着生猪产能恢复，禽类消费需求热度下降，鸡价跟随猪价持续回落，禽类养殖企业毛利率环比下滑，今年禽业景气度或将不再。一季度，生猪养殖和禽类养殖板块归母净利润分别环比-48.56%和-71.05%，养殖企业盈利空间逐月收缩。

2020 年养殖后周期业绩弹性预期上升。养殖后周期方面，各大企业纷纷扩大养殖规模，其他行业的企业也有部分开始进入生猪养殖领域，持续的补栏将扩大对饲料和兽用疫苗的需求。从一季度数据看，饲料板块营收同比+22.59%，净利润同比+586.45%；动保板块归母净利润同比+37.77%，环比+398.89%，环比数据大幅改善，补栏加大疫苗需求带来业绩修复效果明显。种植业方面，今年受虫害预期影响和国际粮食贸易受阻，政策上国家逐步放开转基因作物限制，粮食价格维持上升趋势，种业企业盈利空间有望修复。

维持对行业推荐评级。往后展望，今年猪价和鸡价维持相对高位运行，养殖企业业绩仍然可观。补栏推进带动猪价和鸡价持续回落，养殖企业盈利空间收缩，部分企业有望通过扩产达到以量补价。非洲猪瘟过后，小散养殖户逐步清退，规模养殖场优势凸显，从各大企业纷纷扩大养殖规模可见，优质饲料和优质兽用疫苗渗透率有望提升，饲料和动保板块持续受益。综上所述，维持对农林牧渔行业的推荐评级。建议关注个股如牧原股份、正邦科技、海大集团、新希望、禾丰牧业、大北农、中牧股份、生物股份、普莱柯、中粮糖业、粤桂股份、荃银高科、农发种业等。

表 8：重点公司盈利预测及投资评级（2020/6/16）

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS (元)			PE			评级	评级变动
			2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E		
300498	温氏股份	35.60	2.63	5.65	4.52	11.48	5.35	6.68	谨慎推荐	维持
002714	牧原股份	91.00	2.77	16.78	14.97	44.46	7.35	8.24	谨慎推荐	维持
002124	天邦股份	13.16	0.09	3.02	3.02	142.3	4.1	4.1	谨慎推荐	维持
002299	圣农发展	24.64	3.29	3.13	2.28	6.6	6.9	9.5	中性	下调
300761	立华股份	59.71	4.86	4.70	3.71	9.1	9.4	11.9	中性	下调
002234	民和股份	33.03	5.33	3.15	2.71	4.5	7.7	8.9	中性	下调
002746	仙坛股份	15.99	2.16	1.94	1.54	6.4	7.1	8.9	中性	下调
002458	益生股份	30.80	2.22	1.67	1.27	7.8	10.3	13.6	中性	下调
000876	新希望	21.50	1.20	3.37	4.03	27.1	9.6	8.0	推荐	维持
002311	海大集团	31.80	1.04	1.54	2.03	42.6	28.8	21.9	推荐	维持
002157	正邦科技	15.14	0.66	4.00	4.59	28.0	4.6	4.0	推荐	维持
002385	大北农	4.34	0.12	0.65	0.71	81.1	15.4	14.0	推荐	维持
603609	禾丰牧业	12.06	1.30	1.65	1.71	11.7	9.2	8.9	推荐	上调
002567	唐人神	8.85	0.24	2.32	1.64	42.8	4.5	6.3	谨慎推荐	维持
600195	中牧股份	12.55	0.30	0.50	0.61	50.6	30.7	25.2	推荐	维持
002688	金河生物	5.29	0.29	0.44	0.60	26.2	17.4	12.7	推荐	维持
600201	生物股份	18.82	0.20	0.44	0.62	131.0	57.9	41.4	推荐	上调
603739	蔚蓝生物	24.75	0.50	0.59	0.70	45.5	38.5	32.8	推荐	上调
603566	普莱柯	18.84	0.34	0.57	0.75	68.9	41.3	31.1	推荐	上调
600313	农发种业	2.63	0.02	0.20	0.40	252.9	21.3	10.6	推荐	上调
000998	隆平高科	8.03	-0.23	0.32	0.55	-80.8	56.7	33.4	推荐	首次
002041	登海种业	8.23	0.05	0.13	0.22	292.7	105.8	62.7	推荐	首次
300087	荃银高科	4.79	0.22	0.34	0.51	64.2	41.9	27.9	推荐	首次
600737	中粮糖业	35.60	0.27	0.47	0.63	31.1	17.9	13.5	推荐	维持
000833	粤桂股份	91.00	0.12	0.19	0.21	38.5	25.6	22.3	推荐	维持

资料来源：东莞证券研究所，wind

8.风险提示

猪肉价格大幅下行、鸡肉价格大幅下行、非洲猪瘟和禽流感等疫病大规模爆发、补栏进度不及预期、疫苗研发进度不及预期、虫害加剧、政策变化等。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，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，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告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证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn