

养殖产业链高景气，宠物与种业蓄势待发 ——2020 年中期农业投资策略

农林牧渔行业

推荐 维持评级

核心观点：

- **疫苗：后周期的排头兵。**在养殖后周期领域，疫苗为确定性较高的子行业，且多重因素利好行业上行：生猪存栏提升利好疫苗消费量增长，集中度提升带动市场苗渗透率提升，招采苗提价增厚行业规模，非瘟疫苗为行业扩容带来想象，此外，可选疫苗成为养殖利润丰厚、存栏回升阶段的受益弹性主体。行业整体呈现 19 年相对萎靡、20Q1 边际好转的状态。目前我们认为行业拐点已经来临，未来业绩相对确定。
- **生猪：迎接可能的拐点。**受新冠疫情影响，年后猪肉消费大幅下降，供给在春节后两周亦跌入谷底，猪价出现反弹。此后随着供给的逐步恢复，大量母猪集中出栏，需求持续处于底部，猪价一蹶不振，直至 5 月下旬开始猪价企稳上行。历史规律中 5-8 月为需求回升阶段，目前国内需求亦处于疫情后持续恢复中；19 年 9 月能繁母猪存栏最低位对应 20 年 6 月生猪出栏低位。假若在此后，需求恢复速度快于供给恢复，那 20H2 猪价将出现年内高点或次高点，随后才开启下行周期。经历非洲猪瘟的洗礼，生猪养殖优势向具备资金优势的大型养殖场倾斜，未来两年生猪养殖行业集中度将得到显著提升。
- **宠物：代表未来的消费品。**19 年我国宠物行业规模达 2212 亿元，同比+29.51%。目前我国家庭宠物渗透率仅为 17%，户均宠物数量不足 0.3 只，与发达国家相比，存在显著差距。同时随着老龄化趋势的到来，以及人均 GDP 逐步增长、养宠观念等变化，我国宠物市场前景可期。观察宠物行业结构，我们发现宠物食品与医疗份额在 50% 以上。19 年我国宠物食品行业规模约 1242.74 亿元，同比+33.06%，高于宠物行业的整体增速；近五年复合增速达 45%。细分品类中宠物零食或为新增长点。此外，宠物医疗亦是潜力增长点，包括宠物医院集中度提升、国产宠物疫苗研发。
- **种业：潜在的行业变革。**16 年取消临储政策，玉米价格下行，17 年玉米供需差额由正转负，19 年缺口达 -6715.2 万吨，为近十年最大缺口。受玉米产品价格下跌影响，玉米制种意愿受挫，玉米种子库存压力减轻。叠加养殖饲料端对玉米需求的提升，在可见的未来，玉米供需矛盾将在价格端有所表现。另外受草地贪夜蛾影响，转基因玉米或将加速落地，届时玉米种子行业将迎来百亿级的规模增厚。我们估算 18 年玉米种子市场规模约为 316 亿元，登海种业、隆平高科市占率分别为 2.14%、1.91%；行业龙头具备在“蛋糕变大”的同时市占率提高的优势。
- **投资建议：**在疫苗方面，可关注中牧股份（600195），招采提价以及渗透率提升显著受益者；普莱柯（603566），可选疫苗高弹性标的叠加禽苗高增长。在生猪板块，我们核心推荐具备成本优势、出栏量快增长、低估值的天康生物（002100），以及具备出栏量高增长、成本下行优势的新希望（000876）。宠物板块中可关注宠物食品，包括佩蒂股份（300673）、中宠股份（002891）。种业建议关注龙头企业隆平高科（000998）。
- **风险提示：**新冠疫情带来的风险，疫病的风险，政策的风险，原材料价格波动的风险，食品安全的风险，自然灾害的风险等。

分析师

谢芝优

☎：021-68597609

✉：xiezhijou_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编号：S0130519020001

相对上证综指表现图



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

投资概要:

研究框架及主要结论:

本报告主要从四个行业块出发,包括生猪养殖行业、后周期疫苗行业、宠物行业、种业,进而分别阐述行业逻辑及潜在投资机会,给出投资建议。1)跳出市场对猪价巨大分歧,阐述分析逻辑给出我们对猪价走势的判断,并选出弹性个股;2)后周期板块确定性高,从四个因素阐述利好逻辑;3)宠物行业区别于农业其他子行业,具备显著的消费属性,通过分析宠物产业发展推动力以及内部结构,找到最有突破性的品类;4)供给侧改革后种业持续处于低迷状态,而玉米供需变化以及转基因玉米的商业化潜在突破,给该行业注入新的活力。

我们与市场不同的观点:

我们与市场不同的观点主要有:1)市场普遍不看好未来猪价走势,因需求的萎靡而提前进入下行周期;而我们认为5月末的上行拐点突破意味着供需博弈发生变化,20H2会出现年内高点或次高点。2)市场大多了解疫苗后周期行情,而我们z从多个方面给出未来业绩方面触底反弹的动力,更是强于之前的后周期。3)A股中纯宠物标的只有两家,涉及宠物食品加工,而本文同时强调宠物医疗(内含宠物疫苗等),市场对宠物疫苗国产化存在一定顾虑,我们认为改变正在悄然发生。4)在没有实质性落地之前,市场认为转基因玉米只处于概念阶段;我们认为在草地贪夜蛾影响加重,玉米供需矛盾加剧的背景下,转基因玉米商业化将加速落地并将在业绩上有所表现。

投资策略:

站在当前时点看2020H2,农林牧渔板块的潜在机会集中于养殖产业链、宠物及种业这几个方面。

在养殖后周期领域,疫苗为确定性较高的子行业,且多重因素利好行业上行:生猪存栏提升利好疫苗消费量增长,集中度提升带动市场苗渗透率提升,招采苗提价增厚行业规模,非瘟疫苗为行业扩容带来想象,此外,可选疫苗成为养殖利润丰厚、存栏回升阶段的受益弹性主体。基于上述利好,我们认为可以关注1)中牧股份(600195),招采提价以及渗透率提升显著受益者;2)普莱柯(603566),可选疫苗高弹性标的叠加禽苗高增长;3)天康生物(002100),招采苗收入回归,市场苗高增长;4)生物股份(600201),口蹄疫疫苗龙头,重回快速增长之路确定性高。

虽然当前市场对猪价未来走势分歧较大,但通过分析母猪存栏量、时点、生产周期以及供需之间的博弈,我们认为下半年在需求恢复速度快于供给的情况下,H2会给出年内猪价的高

点或次高点，并形成猪价下行周期的拐点。意味着猪价走势将打破市场的大部分认知，形成较大预期差，从而走出一段超额收益行情。在个股方面，我们核心推荐具备成本优势、出栏量快速增长、低估值的天康生物(002100)，以及具备出栏量高增长、成本下行优势的新希望(000876)。

宠物子行业是农业板块中相对独立的消费类行业，区别于其他子行业。受益于我国社会经济快速发展，人均 GDP 逐步提升，以及老龄化趋势、养宠观念的改变，我国宠物行业发展迅速。在宠物产业结构中，宠物食品与医疗占据半壁江山。其中，宠物食品将最先受益于宠物消费观的改变，宠物主食、零食的消费将快速增长，受益标的包括佩蒂股份(300673)、中宠股份(002891)。此外，宠物医疗亦是潜力增长点，包括宠物医院集中度提升、国产宠物疫苗研发，都将是未来的看点与增长点，值得持续关注。

种业方面受转基因玉米主题的影响，有一定关注度。但从玉米及其种子的供需层面来看，多年的供给侧改革已见成效，供需缺口将库存逐步消化，库消比处历史低位，叠加养殖饲料端对玉米需求的提升，在可见的未来，玉米供需矛盾将在价格有所表现。另外，受草地贪夜蛾影响，转基因玉米或将加速落地，届时玉米种子行业将迎来百亿级的规模增厚，我们认为种业龙头隆平高科(000998)将显著受益于此。

行业表现的催化剂

不同子行业对应不同催化剂：生猪需求端快速回升、生猪供给端恢复缓慢/不及预期。非洲猪瘟疫苗研制成功、养殖户复养成功率提高；生猪存栏量显著提升。转基因玉米商业化加速、草地贪夜蛾危害加剧等。

主要风险因素：

新冠疫情带来的风险，疫病的风险，政策的风险，原材料价格波动的风险，食品安全的风险，自然灾害的风险等。

目录

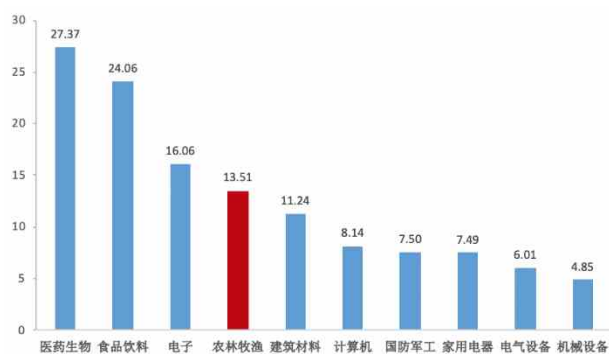
一、农林牧渔板块概况	1
二、疫苗：后周期的排头兵	2
（一）市场苗扩容的双线逻辑	2
1、必选疫苗：后周期下的销量上行与后疫情时代的渗透率提升	2
2、可选疫苗：存栏边际上行叠加养殖利润高位下的爆发式增长	3
（二）招采苗提价带动规模回升	4
（三）非瘟疫苗增厚行业规模	6
三、生猪：迎接可能的拐点	7
（一）现状解析：新冠疫情引发的行业共振逐步缓解，向上拐点已来	7
（二）供需博弈：两者恢复的相对速度，决定猪价未来走势	9
（三）企业情况：头部养殖企业优势显著，集中度提升为趋势	11
四、宠物：代表未来的消费品	12
（一）宠物行业的核心增长因素	12
1、中国宠物产业规模增长势头强劲	12
2、对标美国：渗透率提升带动规模扩张	14
3、对标日本：老龄化趋势助推行业增长	17
（二）宠物行业增长的潜力板块	19
1、宠物食品与医疗构建行业半壁江山	19
2、宠物食品高增长，零食或成新增长点	20
3、宠物医疗需求刚性，疫苗成未来发力点	22
五、种业：潜在的行业变革	23
（一）玉米行业供需改善，公司市占率提升有空间	23
1、玉米供需缺口持续扩大，行业拐点将至	23
2、玉米供需改善，价格或进入上行通道	27
3、玉米种子市场规模较大，市占率提升有空间	29
（二）转基因玉米或于 1-2 年内上市，市场空间增厚	31
六、投资建议	33
七、风险提示	34

一、农林牧渔板块概况

年初至 6 月 9 日，农林牧渔板块整体上涨 13.51%，同期沪深 300 下跌 1.27%，跑赢市场整体表现。在申万 28 个一级行业分类中，涨幅排列第 4 位。对比各子行业，种植业、动物保健、饲料板块涨幅居前，分别为+25.29%、+24.85%、+17.81%。

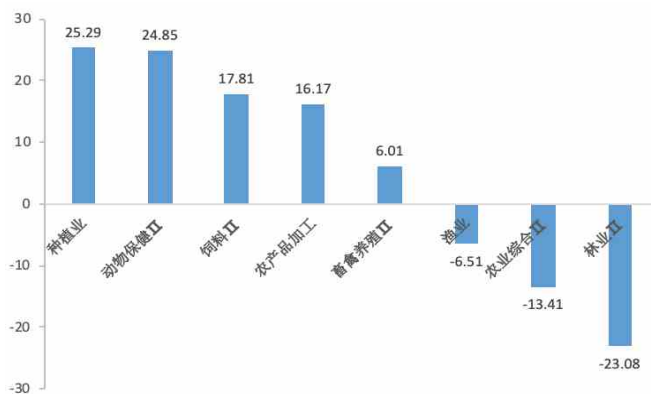
个股方面，今年板块内次新股、农产品加工、种植业的个股表现较亮眼。年初至 6 月 9 日，涨幅前十的个股中，湘佳股份、金健米业、金丹科技分别上涨 147.25%、136.41%、78.18%；跌幅前十的个股中，ST 天宝、ST 东海洋、福建金森居前，分别为-64.63%、-50.81%、-34.49%。

图 1：申万一级行业涨幅前十板块/%（2020.1.1-2020.6.9）



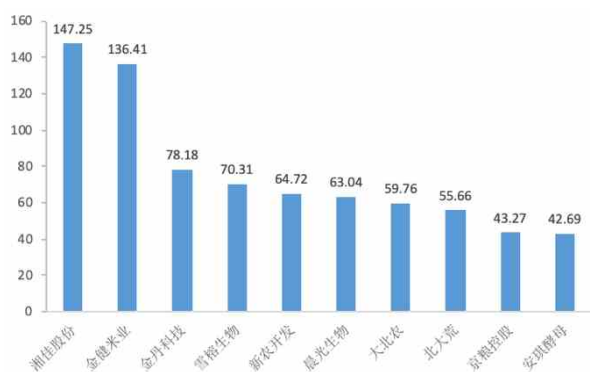
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 2：农林牧渔各细分板块涨跌幅情况/%（2020.1.1-2020.6.9）



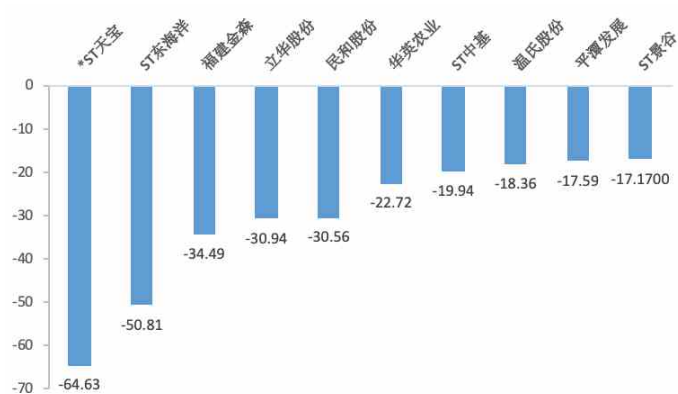
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 3：农林牧渔板块涨幅前十个股/%（2020.1.1-2020.6.9）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 4：农林牧渔板块跌幅前十个股/%（2020.1.1-2020.6.9）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

二、疫苗：后周期的排头兵

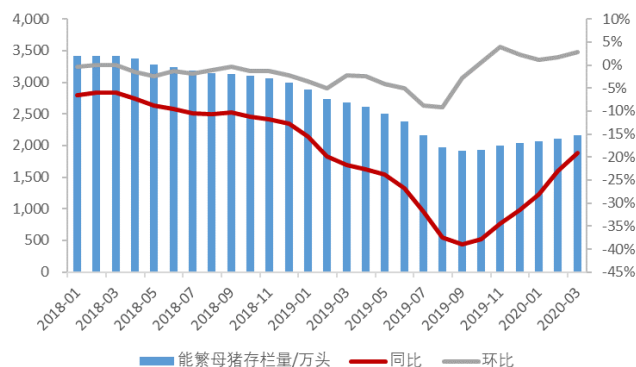
（一）市场苗扩容的双线逻辑

1、必选疫苗：后周期下的销量上行与后疫情时代的渗透率提升

动物疫病中存在着一类高传染性、高致命性疫病，该类疫病对于养殖场的危害极大，疫苗的存在很大程度上可以预防抑制该类疫病的传播。目前除非洲猪瘟外，典型生猪高危疫病主要有口蹄疫、猪瘟、伪狂犬、以及蓝耳，这四种疫病疫苗也是各养殖场必选疫苗品种。常规免疫程序对于这四种疫苗注射有着严格要求，针对种猪一般普免 3-4 次每年，后备母猪配种前需 2 次免疫，仔猪自出生起分日龄免疫，外购商品猪入场即需隔离免疫。

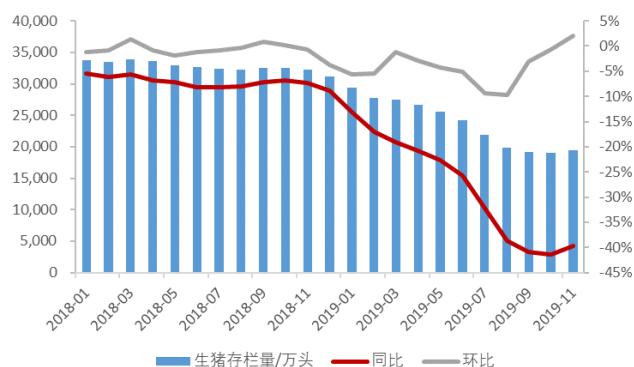
1) 存栏量回升带动必选疫苗消费量提升。根据国家统计局、中国政府网数据，20Q1 末，我国能繁母猪存栏量为 2164 万头、生猪存栏量为 2.35 亿头，同比-19.1%、-14.4%，季度环比+5.8%、+3.98%。能繁母猪存栏量持续增长支撑未来生猪存栏回升。一般情况下，不论猪价高低，养殖户都会给生猪使用必选疫苗，因此必选疫苗消费量随着生猪存栏量的回升而逐步增加。

图 5：20 年 3 月我国能繁母猪存栏量 2164 万头，环比+2.8%



资料来源：中国政府网，中国银河证券研究院

图 6：19 年 11 月我国生猪存栏 19457 万头，环比+2%



资料来源：中国政府网，中国银河证券研究院

2) 行业集中度与规模化加速推进，市场苗渗透率提升。国内生猪养殖行业格局正处于大变革阶段，曾经国内生猪养殖行业为完全竞争市场，表现为行业集中度低、养殖门槛低、散户养殖占比高、竞争激烈等特点。非洲猪瘟一定程度上加速了生猪养殖行业的整合，非瘟防控成本高、风险大、养殖资本及技术要求大幅上升等因素提升了行业门槛，上市养殖企业及龙头养殖企业对于疫情的抵抗能力强于小散养殖户，因此行业进入加速整合的阶段。

2019 年生猪养殖行业 CR3 为 6.35%，CR10 为 9.4%，我国生猪养殖业行业集中度依旧偏低。19 年开始各大上市集团加速圈地扩张，产能将于未来陆续释放，市场占有率将随之上升。

图 7：2019 年前十大养殖企业生猪出栏情况



资料来源：公司公告等，中国银河证券研究院

规模养殖场极为重视疫苗使用，有专业的免疫程序，对仔猪、外购猪、种猪进行不同的免疫计划。不同于政府招采苗，各规模养殖场生物环境不同对应不同品种疫苗需求，为降低生猪应激反应和免疫数，养殖场使用联苗获得组合免疫意愿逐渐强烈。

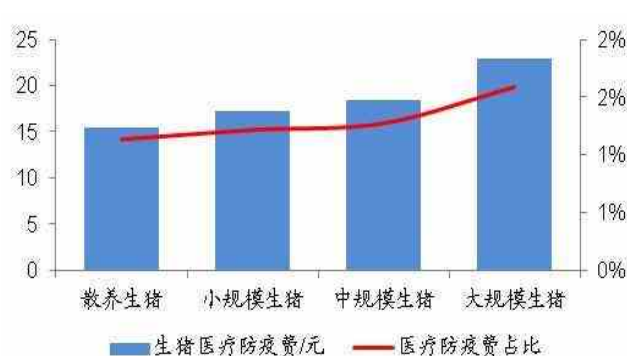
各大规模养殖场对于场内生物安全要求明显高于小散养殖户，愿意支付更高价格采购优质疫苗。因此，行业集中度的快速提升、规模化的逐步推进，促使我国动物疫苗市场化改革进程加速，未来市场苗渗透率将显著提升，市场规模进一步扩大。

图 8：生猪防疫费用呈现逐年递增趋势



资料来源：《全国农产品收益成本资料汇编》，中国银河证券研究院

图 9：养殖规模越大，生猪医疗防疫费占比越高



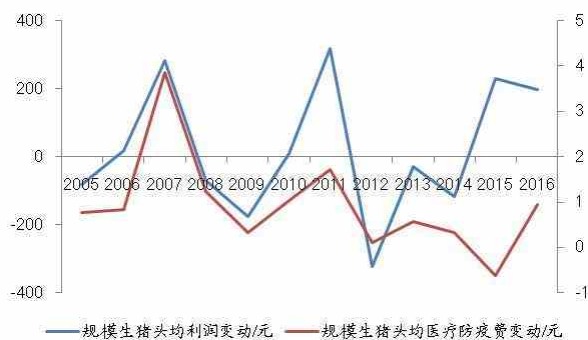
资料来源：《全国农产品收益成本资料汇编》，中国银河证券研究院

2、可选疫苗：存栏边缘上行叠加养殖利润高位下的爆发式增长

生猪疫病种类繁多，除上述所提四种疫病外，也存在部分传染面较小、传播速度较慢、致死率不高的动物疫病，如猪圆环、链球菌、副猪嗜血杆菌、猪丹毒等。这类疫病病原多为细菌，其传播途径为高度接触传播，发病尽快隔离一定程度上可以控制其传播速度，在往年养殖利润较低的年份，很多养殖户为节省成本，会选择放弃接种这类疫苗。从防疫费与生猪头均利润变

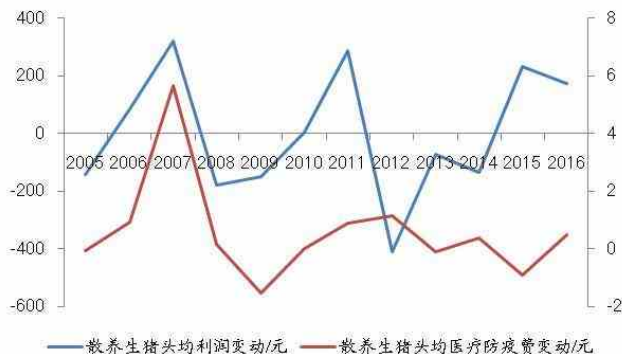
动关系来看,两者基本保持同向变动关系,意味着随着养殖利润的提升,防疫费用亦随之提升。

图 10: 规模生猪防疫费与利润变动方向基本一致



资料来源:《全国农产品收益成本资料汇编》, 中国银河证券研究院

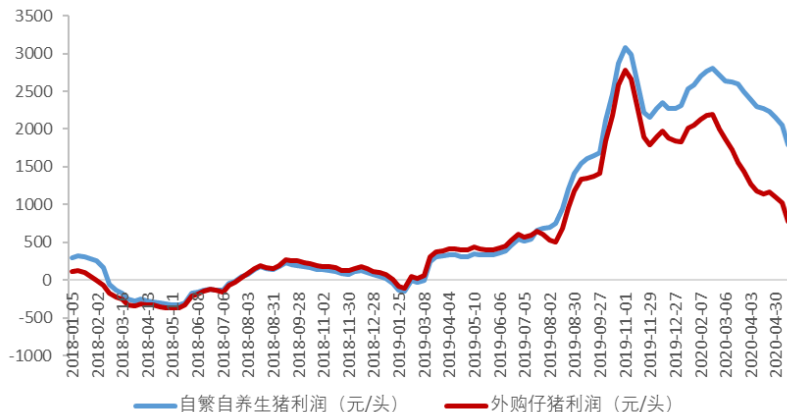
图 11: 散养生猪防疫费与利润变动方向部分一致



资料来源:《全国农产品收益成本资料汇编》, 中国银河证券研究院

目前,生猪头均养殖利润为处于历史高位。根据 Wind 数据显示,20Q1 自繁自养与外购仔猪养殖利润分别为 2616 元/头、1909 元/头。养殖利润高位使得养殖户对成本敏感度相应减小,对生物安全的重视程度不断提升,疫苗成本的投入预算大幅提升,大部分养殖户选择增加可选疫苗免疫程序。在头均利润高位、生猪存栏边际上行的背景下,可选疫苗销量高弹性。

图 12: 2018 年至今自繁自养与外购仔猪养殖利润情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(二) 招采苗提价带动规模回升

我国动物疫苗可分为市场苗和政府招采苗。疫苗政策的变化对疫苗企业有较大的影响。

2017 年以前招采苗包括四类: 口蹄疫疫苗、禽流感疫苗、猪瘟疫苗、蓝耳病疫苗。受益于国家强制免疫政策,招采苗成为部分疫苗企业的稳定销售产品,具有价格较低、质量一般的特征。

2016 年 7 月，农业部发文调整完善动物疫病防控政策，2017 年开始对猪瘟和高致病性猪蓝耳病暂不实施国家强制免疫政策，对符合条件的养殖场户的强制免疫实行“先打后补”，逐步实现自主采购、财政直补，表明疫苗市场化趋势。

2018 年 1 月，农业部公告自 2018 年 7 月 1 日起，在全国范围内停止亚洲 I 型口蹄疫免疫，停止生产销售含有亚洲 I 型口蹄疫病毒组分的疫苗。经过上述一系列政策变化，目前我国动物疫苗招采产品主要包括两类：口蹄疫疫苗（不含亚洲 I 型）、禽流感疫苗。

随着政府对疫苗质量的重视，有采取优质优价策略的趋势，招采价格有缓慢提升迹象。2019 年开始，我国招采苗价格提升幅度显著。从部分省份招采价格变化来看，相比于 2018 年，2020 年春防招采价格禽流感疫苗提价 50% 以上，口蹄疫疫苗提价幅度不等，但可以看出价差很大。

招采苗市场规模由量和价决定，量呈现底部向上缓慢恢复状态，价呈现大幅上涨态势，将显著提升市场规模。

表 1：部分省份政府招采疫苗价格变化表

省份	名称	2018 年价格	2020 年价格	价差
甘肃	禽流感疫苗	200 元/升	300 元/升	+100
	猪口蹄疫 O 型灭活疫苗	434 元/升	500 元/升	+66
黑龙江	猪口蹄疫 O 型灭活疫苗	440 元/升	740 元/升	+300
	猪口蹄疫 O 型合成肽疫苗	8800 元/万头份	14900 元/万头份	+6100
	禽流感疫苗	200 元/升	280 元/升	+80
山东	禽流感疫苗	900 元/万头份	3000 元/万头份	+2100
	口蹄疫 O 型、A 型二价灭活疫苗	497 元/升	500 元/升	+3
	猪口蹄疫 O 型灭活疫苗	499 元/升	499 元/升	0
	口蹄疫 O 型合成肽疫苗	9980 元/万头份	9990 元/万头份	+10
福建	禽流感疫苗	80 元/升	250 元/升	+170
广东	禽流感疫苗	200 元/升	290 元/升	+90

猪口蹄疫 O 型灭活疫苗	450 元/升	500 元/升	+50
--------------	---------	---------	-----

资料来源：甘肃、黑龙江、山东、福建、山东政府采购网，中国银河证券研究院

（三）非瘟疫苗增厚行业规模

非洲猪瘟是由非洲猪瘟病毒 (ASFV) 引起的，可导致家猪网状内皮系统出血及高死亡率。ASFV 在自然环境中非常稳定，在冷冻猪肉中甚至可以保存数年，因此研究强效疫苗是控制疫情的唯一选择。然而病毒的特性使得有效疫苗开发变得非常困难。ASFV 能够以两种不同的形式分别存在于细胞内外，使得免疫系统难以有效识别病毒。同时，ASFV 会感染巨噬细胞，削弱免疫系统，且病毒本身具有高突变率。因此，目前全球尚无防控本病有效的商业化疫苗。

针对非瘟疫苗，我国全力开展研发工作。19 年 2 月获得 ASFV 全基因组序列信息，至 9 月，哈兽研公布完成实验室研究，提出转基因生物安全评价申请，20 年 3 月进入临床试验阶段。我们可以看到疫苗研发的不断推进，但仍需要注意的是试验结果和时间均存在不确定性，面临保护力持续性、生产、散毒等诸多潜在难点。

非瘟作为当下生猪养殖领域最严重传染病，其疫苗潜在空间巨大。对标口蹄疫市场苗来看，其 18 年市场规模在 25 亿左右，考虑疫情严重性、疫苗迫切性，非瘟疫苗空间只增不减，建议关注头部疫苗企业。

表 2：我国非洲猪瘟疫苗研发进展

时间	进程
2020 年 3 月 23 日	非洲猪瘟疫苗已获准开展临床试验
2020 年 3 月 1 日	中国农业科学院哈尔滨兽医研究所在线发表研究论文，称一株人工缺失七个基因的非洲猪瘟弱毒活疫苗对家猪具有良好的安全性和有效性。
2020 年 2 月 22 日	完成免疫抑制机制研究、鉴定和抗原筛选；开发的 4 种快速检测试剂盒已广泛应用于非洲猪瘟临床诊断和检测；筛选出高敏感性消毒剂产品、高效复配杀虫剂、生物媒介杀灭化药新组方；病毒活载体疫苗创制取得初步进展；基因缺失疫苗完成实验室研究工作，正按照国家相关规定有序推进疫苗评价工作；创建了规模化猪场生物安全防控体系，制订复养技术要点在多地推广应用，为我国生猪复产提供了技术保障。
2019 年 10 月 18 日	采用单颗粒三维重构方法首次解析非洲猪瘟病毒全颗粒三维结构，提出非洲猪瘟病毒可能的组装机理，为揭示非洲猪瘟病毒入侵宿主细胞以及逃避和对抗宿主抗病毒免疫的机制提供了重要线索。
2019 年 9 月 11 日	猪瘟双基因缺失病毒活疫苗完成实验室安全评估与有效试验，突破了以原代骨髓巨噬细胞实现疫苗规模化生产的重大技术瓶颈，完成了兽药 GMP 条件下的中间产品制备和检验。即将进入临床试验阶段。
2019 年 5 月 24 日	创制非洲猪瘟候选疫苗，证明大剂量和重复剂量接种安全。初步完成临床前中试产品工艺研究，已建立两种候选疫苗的生产种子库，初步完成了疫苗生产种子批纯净性及外源病毒检验，初步优化了候选疫苗的细胞培养及冻干工艺。
2019 年 3 月 22 日	成功分离出我国第一个 ASFV 毒株。
2019 年 2 月 27 日	获得可靠的 ASFV 全基因组序列信息。

数据来源：中国农业科学院，中国银河证券研究院

表 3: 非洲猪瘟疫苗现有种类

疫苗种类	疫苗介绍	
传统灭活疫苗	作用原理	去除病原活性, 使其丧失感染能力而保留抗原性。
	局限性	猪接种后获得了抗体, 但无法避免病毒的毒害
弱毒疫苗	作用原理	使用致弱毒株诱导机体强效且持久的免疫反应, 提供 66% ~ 100% 的保护率
	局限性	可能引发热、感染、关节肿大等不良反应, 生物安全问题是阻碍其应用的限制因素
亚单位疫苗	作用原理	筛选能诱导机体免疫保护的候选抗原, 利用杆状病毒系统进行表达。
	局限性	无法提供完全保护, 部分联合免疫 (p72、p54、p30) 甚至无法提供保护作用
病毒载体活疫苗	作用原理	以腺病毒或痘病毒作为载体, 表达 ASFV 保护性抗原, 以激发机体的细胞免疫。
	局限性	保护效力不确定, 需要进一步评估。
基因缺失疫苗	作用原理	通过基因工程技术, 使毒株缺失或替换某些与病毒复制无关但与病毒毒力相关的基因, 使其保持复制能力和免疫原性, 但毒力降低。
	局限性	保护性高, 但有部分残余毒力。

数据来源: 河北工程大学生命科学与食品工程学院, 分子生物学实验室, 中国银河证券研究院

三、生猪: 迎接可能的拐点

(一) 现状解析: 新冠疫情引发的行业共振逐步缓解, 向上拐点已来

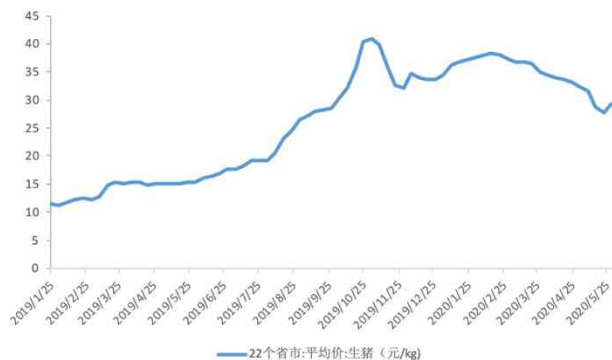
2020H1 全国 22 省市生猪平均价格整体呈下行趋势, 1 月 3 日生猪均价为 34.35 元/kg, 受春节行情推动及年后疫情导致供给断档, 猪价逐步上升至 2 月 14 日, 达到年内高点 38.32 元/kg。此后猪价进入长达 13 周的持续下行期, 直至 5 月 22 日, 生猪均价为 27.61 元/kg, 较 2 月高点-27.95%。5 月下旬猪价企稳上行。

19H2 的生猪高价行情推动生猪出栏均重持续上升, 20 年 3 月出栏均重达 119.85kg。自 19 年 9 月起能繁母猪存栏量连续 6 个月呈环比增长趋势, 20 年 3 月全国能繁母猪存栏 2164 万头, 环比+2.8%; 3 月生猪存栏 2.35 亿头, 较 19 年 12 月+4.07%, 供给端整体呈上行恢复状态。

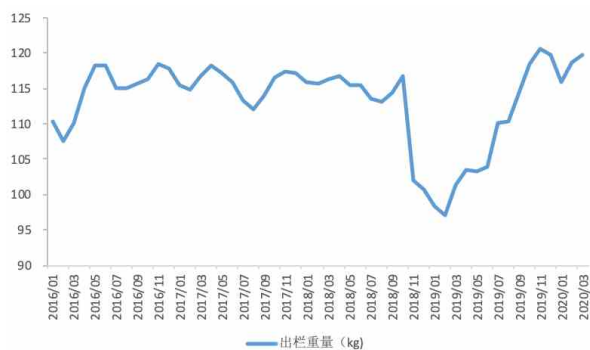
受新冠疫情影响, 20H1 全国猪肉消费端萎靡, 各大餐饮行业受影响严重, 居民猪肉消费下降, 叠加传统生猪消费淡季因素, 以及大量牛猪集中出栏, 20H1 生猪价格整体呈下行走势。直至 5 月下旬, 消费端出现回暖趋势, 牛猪产能已释放, 各地区猪价呈反弹趋势; 叠加年内季节性效应, 预计生猪价格有望进一步上涨。

图 13: 20 年 5 月猪价结束持续下行趋势并企稳上行

图 14: 目前生猪出栏均重处于高位



数据来源: 中国畜牧业信息网, 中国银河证券研究院



数据来源: 青松农牧, 中国银河证券研究院

图 15: 18 年至今能繁母猪存栏量 (右轴) 及其增速 (左轴)



数据来源: 中国政府网, 中国银河证券研究院

图 16: 18 年至今生猪存栏量 (右轴) 及其增速 (左轴)



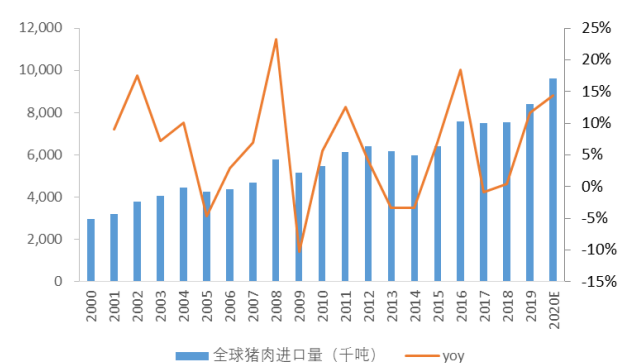
数据来源: 中国政府网, 中国银河证券研究院

图 17: 20 年 3 月我国猪肉进口量为 38.4 万吨, 同比 201.86%



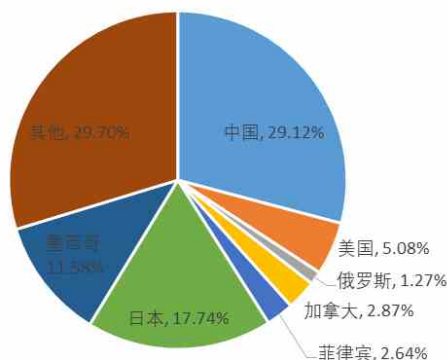
数据来源: 海关总署, 中国银河证券研究院

图 18: 2020E 年全球猪肉进口量预计为 9627 万吨(+14%)



数据来源: 美国农业部, 中国银河证券研究院

图 19: 19 年全球猪肉进口量分布情况



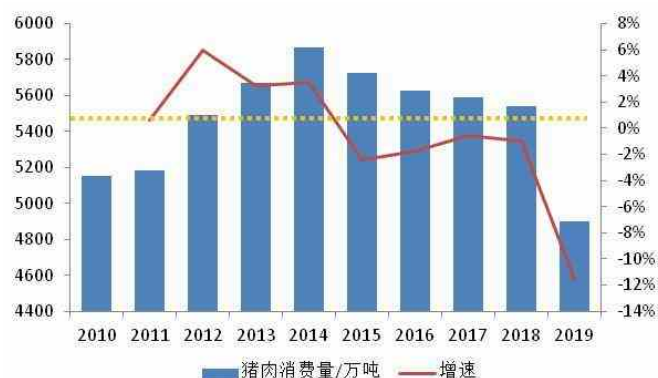
资料来源: 美国农业部, 中国银河证券研究院

(二) 供需博弈: 两者恢复的相对速度, 决定猪价未来走势

1、猪肉缺口依旧存在, 三元母猪减缓供给恢复。根据青松农牧预计, 19H2-20H1 我国猪肉缺口约为 1574.6 万吨 (能繁母猪角度测算), 加上育肥猪死亡减产 281.3 万吨、育肥猪急抛减产 278 万吨, 合计减产约 2135.9 万吨, 约占 19 年猪肉消费量的 43.62%。

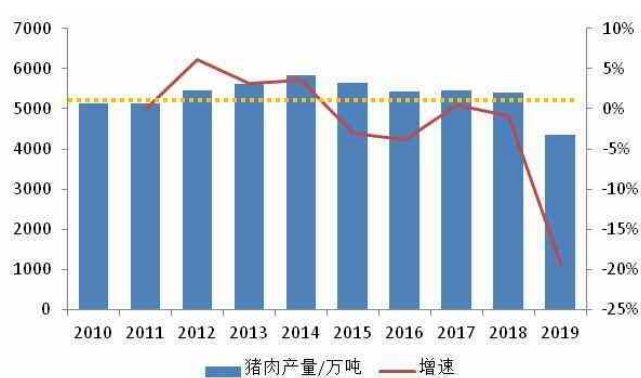
19 年 9 月, 我国能繁母猪存栏达到历史低点 1913 万头, 对应 10 个月后即 20H2 猪肉供给最低位。假设 PSY 为 19、出栏体重 115kg/头、出肉率 78%, 对应猪肉产量为 3260.33 万吨。2010-19 年我国猪肉消费量均值为 5474.77 万吨, 对应 2020 年我国猪肉缺口最大值约为 2214.44 万吨 (不考虑进口、放储等因素)。

图 20: 2010-19 年我国猪肉消费量均值为 5474.77 万吨



资料来源: 美国农业部, 中国银河证券研究院

图 21: 2010-19 年我国猪肉产量均值为 5343.44 万吨

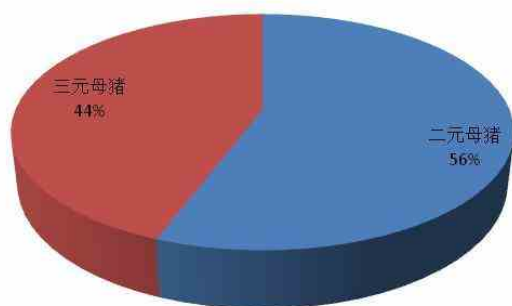


资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院

根据涌益咨询 2019 年 12 月初数据，我国能繁母猪中二元、三元猪占比分别为 55.76%、44.24%；后备母猪中二元、三元猪占比分别为 9.85%、90.15%。一般来说，后备母猪至能繁母猪的初次配种期间约为 3 个月，那意味着 2020Q2 以后我国能繁母猪结构中三元猪比例将大幅提升。

目前来看，三元母猪生产效率较二元母猪至少低 30%，且淘汰时间提前；此外，部分三元母猪存在二胎综合征，淘汰比例约 20%。我们认为三元母猪确实可以暂时提升育肥猪出栏量，但存在效率低、成活率低等问题；随着后期三元母猪占比提升，猪肉产量或将低于预期。

图 22：2019 年 12 月初能繁母猪结构



资料来源：涌益咨询，中国银河证券研究院

图 23：19 年 12 月初后备母猪结构



资料来源：涌益咨询，中国银河证券研究院

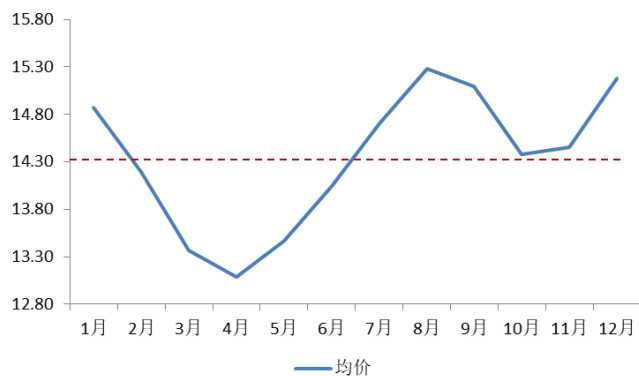
2、需求加速恢复，供给逐步探底，年内新高可期。受新冠疫情影响，年后猪肉消费大幅下降，同时供给在春节后两周亦跌入谷底，猪价出现反弹。此后随着供给的逐步恢复，大猪的持续抛售，需求持续处于底部，猪价一蹶不振。

我国猪肉消费存在年内小周期。从历史数据来看（非洲猪瘟出现以前），由于供给充沛叠加需求低迷，2-4 月猪价环比下降；随后出栏持续下降，需求缓慢回升，供需呈现紧平衡状态，5-8 月猪价环比转正；Q3 出栏量增加（散户年后补栏所对应出栏时间），供给大于需求的增长，9-10 月猪价呈现环比下跌趋势；Q4 出栏量持续增加，年前需求高涨，推动 11 月至次年 1 月猪价逐步攀升。

如上文所述，历史规律中 5-8 月为需求回升阶段，目前国内需求亦处于疫情后持续恢复阶段；受 19 年 9 月能繁母猪存栏低位影响，对应 20 年 6 月开始的生猪出栏低位。假若在此期间，需求恢复速度快于供给恢复，那 20H2 猪价将出现高点，随后才开启下行周期。从价格走势看，

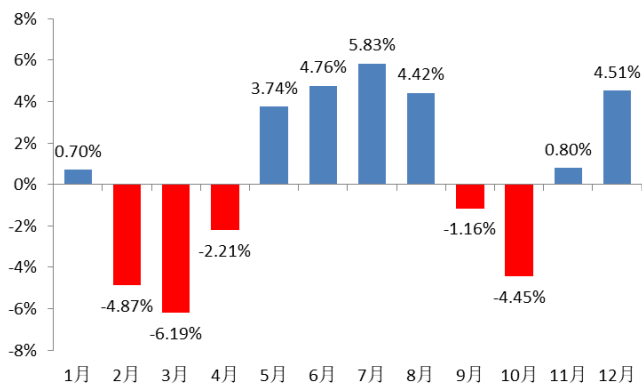
5月下旬已出现猪价上行拐点，我们预期H2猪价亦将出现高点（但无法确定是否超越2月高点）。

图 24: 2008-2018 年历史月度均价情况



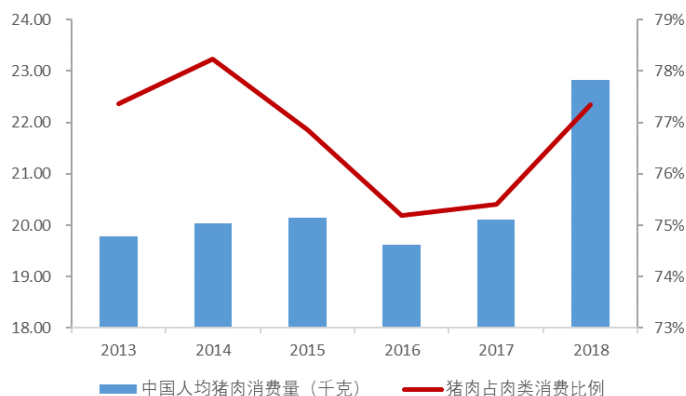
资料来源: 中国畜牧业信息网, 中国银河证券研究院

图 25: 生猪养殖存在显著的年内短周期特征



资料来源: 中国畜牧业信息网, 中国银河证券研究院

图 26: 2013 年至今我国猪肉人均消费量及其占肉类消费比例情况



资料来源: 中国国家统计局, 中国银河证券研究院

(三) 企业情况: 头部养殖企业优势显著, 集中度提升为趋势

经历非洲猪瘟的洗礼, 生猪养殖优势向具备资金优势的大型养殖场倾斜。从最新财报数据来看, 养殖头部企业基本处于产能持续扩张状态, 20Q1 末牧原股份、新希望、天康生物生产性生物资产环比+25.15%、+55.47%、+7.07%, 同比+258.18%、+739.9%、+319.75%。经历一年时间的布局与拓展, 头部优秀企业在量上实现跨越式发展, 为后续成长性奠定基础。从出栏层面看, 2020E 牧原股份、新希望、天康生物预计出栏 1750 万头、800 万头、150 万头, 同比+70.73%、+125.35%、+78.57%。

根据 2019 年出栏数据, 我们测算 CR22 为 11.41%, CR10 为 9.4%, CR5 为 7.64%。随着头部企业产能的快速扩张, 未来两年生猪养殖行业集中度将得到显著提升。

当前市场对猪价分歧较大，我们的观点上文已阐述，关于估值，我们观察历史估值情况。观察上轮周期类似区间，2016 年纯生猪养殖标的牧原股份市值高点为 313.48 亿元，对应 16 年业绩其 PE 为 13.5 倍，对应 17 年业绩其 PE 为 13.25 倍；从全年均值来看，对应 16、17 年业绩，其 PE 均值为 11.46 倍、11.25 倍。对比当前个股估值，我们认为依旧存在提升空间，持续看好具备成本优势、出栏量优势的养殖个股。

表 4：部分养殖企业生产性生物资产变动情况

代码	企业名称	生产性生物资产（单位：亿元）				
		19Q1 末	19 年末	20Q1 末	20Q1 末环比	20Q1 末同比
002100	天康生物	0.50	1.98	2.12	7.07%	319.75%
300498	温氏股份	32.58	42.96	41.87	-2.55%	28.51%
002714	牧原股份	13.40	38.35	47.99	25.15%	258.18%
002157	正邦科技	10.09	50.95	51.95	1.96%	415.03%
002124	天邦股份	4.02	9.54	14.38	50.69%	257.21%
000876	新希望	4.65	25.11	39.03	55.47%	739.90%
603363	傲农生物	1.07	2.53	3.29	29.88%	206.76%
002567	唐人神	1.19	1.29	1.85	42.75%	55.58%
002548	金新农	0.34	0.82	0.83	1.96%	143.23%

数据来源：公司公告，中国银河证券研究院

表 5：部分养殖企业生猪出栏情况

代码	企业名称	生猪出栏量/万头		
		2019A	2020E	2021E
002100	天康生物	84	150	250
000876	新希望	355	800	1500
002714	牧原股份	1025	1750	2650
300498	温氏股份	1852	1800	3000
002157	正邦科技	578	900-1100	
002124	天邦股份	244	350-500	
002548	金新农	39	80	

数据来源：公司公告，中国银河证券研究院

四、宠物：代表未来的消费品

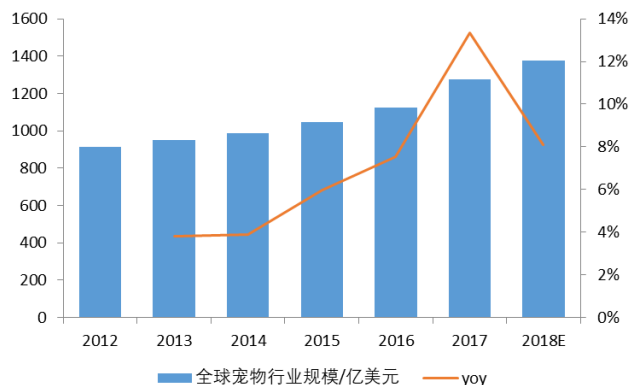
（一）宠物行业的核心增长因素

1、中国宠物产业规模增长势头强劲

中国宠物产业规模增速远超全球增长，势头强劲。2017 年全球宠物产业规模达到 1275 亿美元（+13.3%），近五年复合增速约为 6.86%。受益于诸多因素，我国宠物行业在近十年得到

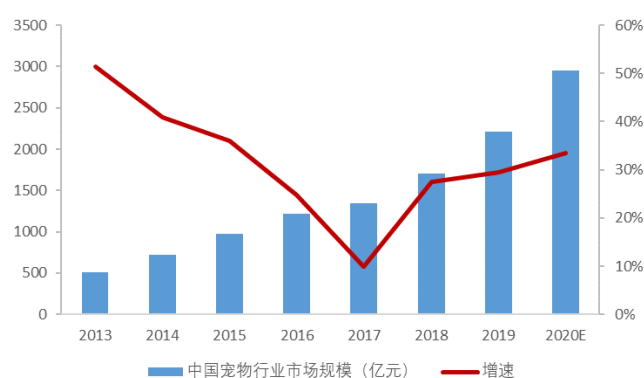
快速发展，市场突破千亿。我国宠物行业整体规模在 2019 年达到 2212 亿元，同比+29.51%。根据艾媒咨询预测，2020 年我国宠物行业规模将达到 2953 亿元。

图 27: 2017 年全球宠物产业规模达到 1275 亿美元(+13.3%)



资料来源：中商情报网，中国银河证券研究院

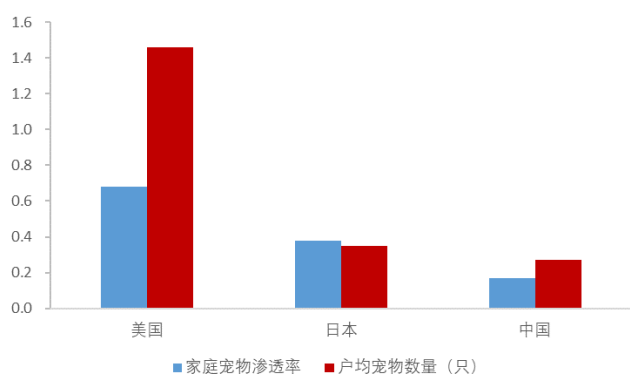
图 28: 2020 年我国宠物市场规模预期达到 2953 亿元



资料来源：艾媒咨询，中国银河证券研究院

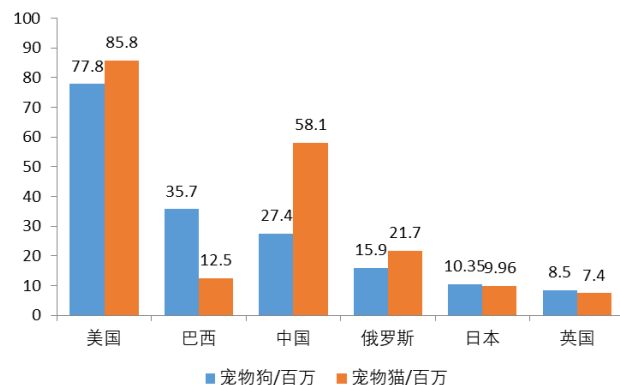
中国宠物渗透率有巨大提升空间。据《2019 宠物行业白皮书》统计，19 年全国城镇宠物猫、宠物狗总数达到 9915 万只，同比+8.4%；全国城镇养宠人数达到 6120 万人，同比+8.4%。与美国、日本等宠物行业相对较成熟的国家相比，2019 年美国家庭宠物渗透率达到 68%，户均宠物数高达 1.46 只，而我国家庭宠物渗透率仅为 17%，户均宠物数量不足 0.3 只。我国宠物渗透率具有巨大发展空间。

图 29: 美日中家庭宠物渗透率为 68%、38%、17%



资料来源：《宠物行业白皮书》，中国银河证券研究院

图 30: 14 年我国宠物狗、猫数量位列全球第三、第二



资料来源：智研咨询，中国银河证券研究院

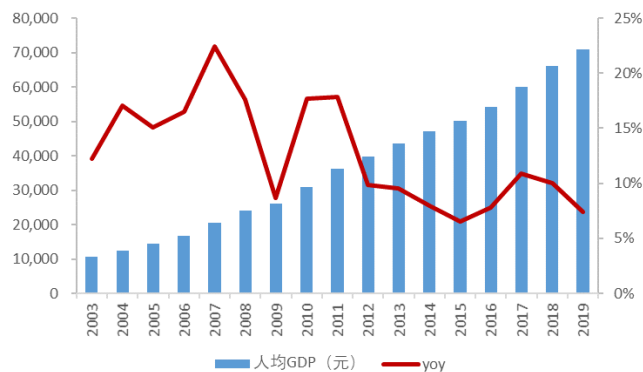
老龄化与宠物角色变化助推行业规模扩张。近年，由于我国人口结构改变，空巢青年、老人给宠物市场带来新的增长空间，同时 GDP 提升助推服务业发展。宠物的角色已经由传统的“看家护院”逐渐转向“情感陪伴”。据统计，59%的饲主将宠物看作自己孩子，28%的饲主将宠物视作亲人。随着宠物地位的提高，消费者更愿意为宠物消费，2018 年宠物消费占比为 2010 年的四倍，饲主在宠物上的花费逐年提升。

图 31: 2018 年我国 60 岁以上人口占比 17.88%, 同比+0.55pct



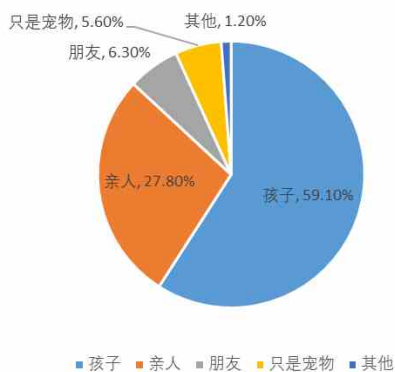
资料来源: 中国国家统计局, 中国银河证券研究院

图 32: 2019 年我国人均 GDP70892 元, 同比+7.4%



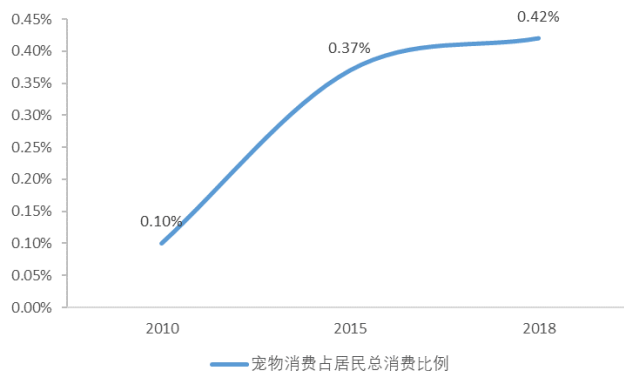
资料来源: 中国国家统计局, 中国银河证券研究院

图 33: 2019 年我国宠物饲主对于宠物的态度



资料来源: 《宠物行业白皮书》, 中国银河证券研究院

图 34: 宠物消费占居民总消费比例逐年提高



资料来源: CBNDdata, 中国银河证券研究院

表 6: 我国宠物市场发展阶段

中国宠物行业发展阶段	时间段	进程
萌芽期	20 世纪 90 年代	中国小动物保护协会成立; 国外宠物行业巨头 (如玛氏) 进入中国市场; 北京上海等大城市出现国内首批宠物用品零售店。
成长期	2000 年-2009 年	宠物数量迅速增长; 家庭与居民对宠物观念开始转变, 出现了与宠物相关的工厂与企业; 第一批线上宠物服务平台涌现。
快速发展期	2010 年-2019 年	互联网宠物服务平台兴起; 人口结构的改变为宠物市场带来较大发展空间; 出现云养宠等新的服务模式; 市场规模达到千亿时代。
成熟期	2020 年以后	线上+线下的新零售模式主导市场

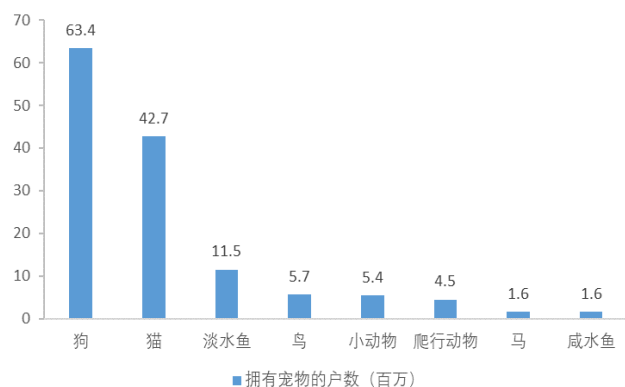
资料来源: 狗民网, 中国银河证券研究院

2、对标美国: 渗透率提升带动规模扩张

20 世纪 80 年代,美国宠物产业兴起,宠物数量快速增加,传统宠物零售商店显现;至 2010 年,美国宠物产业进入加速整合期,综合性零售大店时代到来。从产业规模角度来看,1994 年美国宠物产业消费规模仅为 170 亿美元。据 APPA 统计,2019 年美国宠物行业总支出达 957 亿美元,同比+5.75% (其中 2018 年高增长原因为协会数据统计口径变更);协会预测 2020 年该支出将达到 990 亿美元,同比+3.45%。

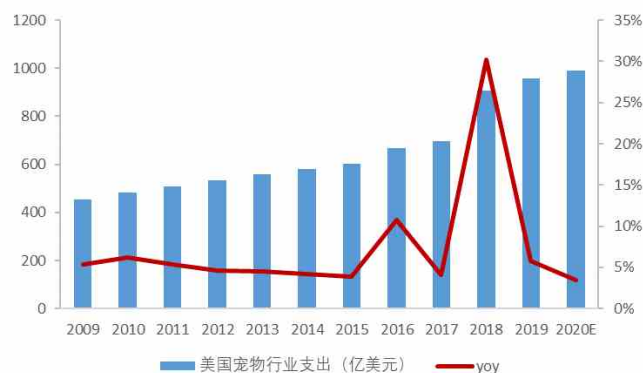
美国拥有世界上规模最大、最发达的宠物经济体,宠物行业较成熟。据美国宠物产品协会 APPA 统计,2019 年度美国共有 8490 万户家庭饲养宠物,宠物渗透率从统计开始的 1988 年 56% 上升到 68%。从宠物类别来看,狗和猫最受欢迎。2019 年养狗的家庭户数达到 0.63 亿,养猫的家庭户数达到 0.43 亿。此外,美国家庭中养马的不在少数,饲养户数达到 160 万。

图 35: 2019 年美国最受欢迎的宠物为狗,其次为猫



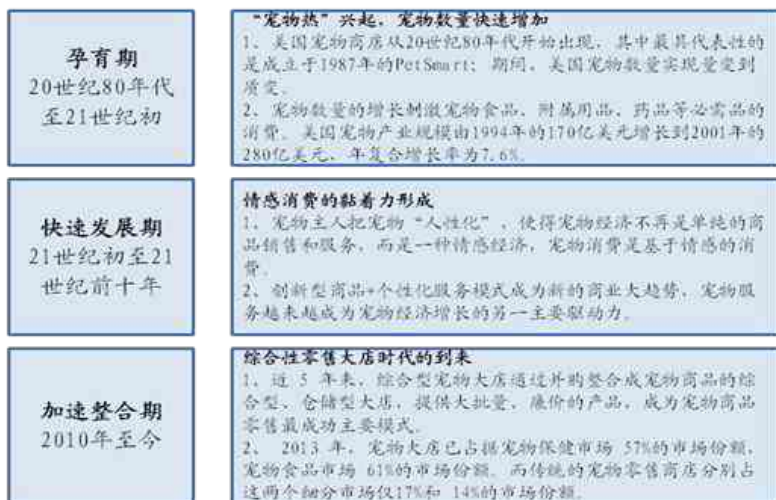
资料来源: APPA, 中国银河证券研究院

图 36: 2020 年美国宠物市场规模预期达到 990 亿美元



资料来源: APPA, 中国银河证券研究院

图 37: 美国宠物产业发展历程

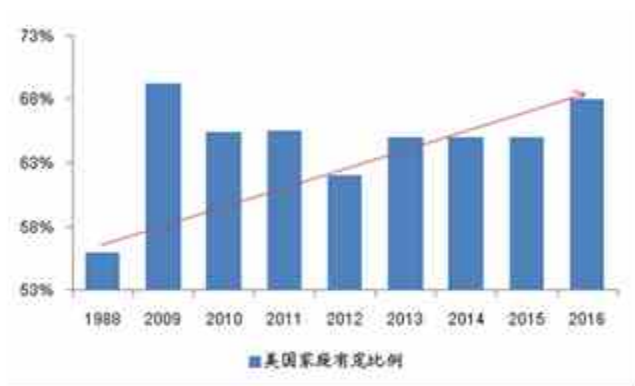


资料来源：中国产业信息网，中国银河证券研究院

1) 家庭有宠比例提高成就宠物经济增长的基础。根据 APPA2017-2018 年的调查数据，美国约 68% 的家庭至少拥有一只宠物，而 1988 年该指标对应数据为 56%。

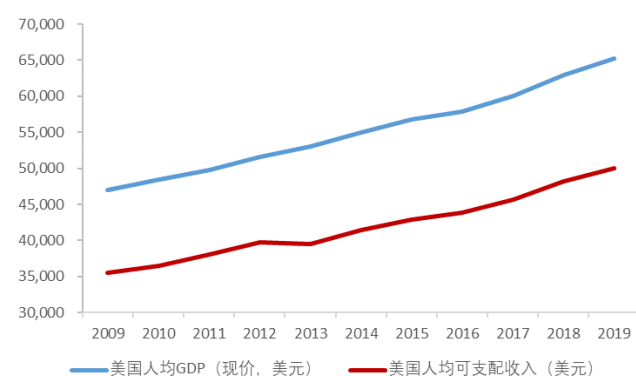
2) 成熟的宠物行业支出与人均 GDP 增速存一定相关性。观察美国人均 GDP 增速与宠物支出增速的关系，我们发现两者基本呈现同向变动关系。此外，我们发现宠物消费逐步成为家庭的必需消费支出，具有消费依赖和粘性。2008-2009 年以及 2012-2013 年，美国人均可支配收入分别下降 1.4% 和 0.76%，但美国宠物产业规模分别增长 5.32% 和 4.5%。

图 38： 1988-2016 年美国家庭有宠比例提升 12pct



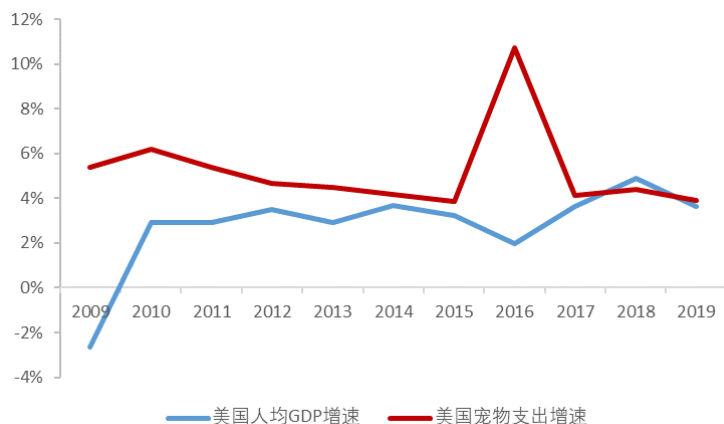
资料来源：APPA，中国银河证券研究院

图 39： 2009-19 年美国人均 GDP、美国人均可支配收入



资料来源：美国经济分析局，中国银河证券研究院

图 40: 美国人均 GDP 增速与宠物支出增速变动相关性(18 年增长率为调整口径前增长率)



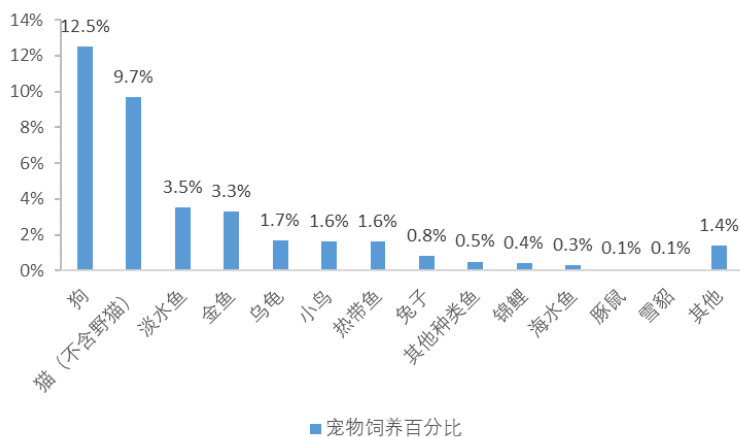
资料来源: APPA、美国经济分析局, 中国银河证券研究院

3、对标日本: 老龄化趋势助推行业增长

日本是亚洲宠物饲养和消费大国, 国民尤其喜爱猫与狗, 柴犬、秋田犬等日本代表犬种具有极高人气, 田代岛等“猫岛”吸引了来自各地的观光客。根据日本宠物食品协会抽样调查, 日本饲养率最高宠物为狗, 饲养率达到 12.5%; 其次为猫, 饲养率达到 9.7%。

日本宠物食品协会数据显示, 由于养狗需要面对强制疫苗、遛狗等问题, 且养狗比养猫消费更高(狗一生全部饲养费用约 200.41 万日元, 而猫的费用约为 134.48 万日元), 宠物狗数量连续四年下滑, 宠物猫的数量逐年提升。但由于日本收入水平提升和陪伴需求增长, 日本饲主的消费意愿不减, 日本宠物市场整体规模保持稳定增长。矢野经济研究所显示, 2019 年日本宠物市场规模为 15,700 亿日元, 近年增长率基本处于 1.5% 左右。

图 41: 2019 年日本犬类饲养率达到 12.5%, 猫类饲养率达到 9.7%



资料来源：日本宠物食品协会，中国银河证券研究院

图 42：2019 年日本猫狗总数为 1857.5 万只



资料来源：《令和元年全国犬猫饲育实态调查》，中国银河证券研究院

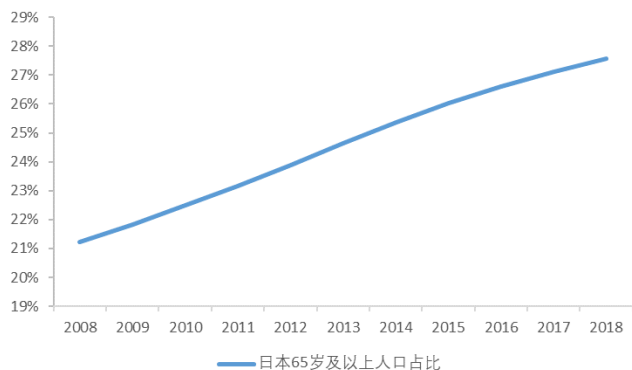
图 43：2021 年日本宠物市场规模预期 16257 亿日元



资料来源：矢野经济研究所，中国银河证券研究院

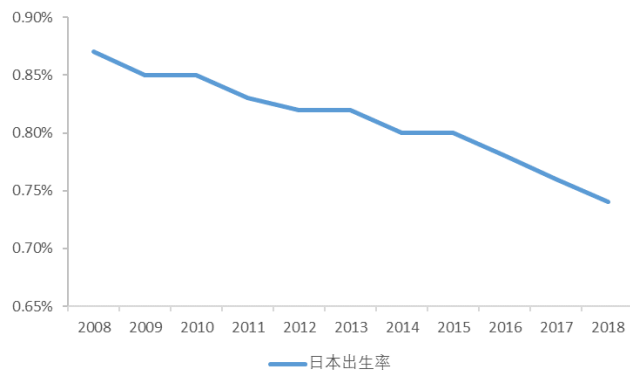
从日本人口结构来看，日本老龄化问题日益严重。2018 年 65 岁及以上老人占比为 28%，日本总务省预测 2025 年该比例可达 30%。日本少子化问题同样突出。2018 年日本出生率仅为 0.74%。据日本厚生劳动省公布，“令和凤潮”也未能阻挡出生率下滑，日本 2019 年新生儿人数不足 90 万，创下 1899 年以来最低纪录。在老龄化和少子化并行的背景下，宠物成为日本民众的精神慰藉。日本宠物食品协会发布的《令和元年全国犬猫饲育实态调查》显示，无论是宠物狗或是宠物猫，饲养宠物的理由中“想慰藉心灵”均排名第一。对标日本宠物市场发展规律，老龄化趋势是宠物市场规模增加的支撑之一。

图 44：2018 年日本 65 岁及以上人口占比 27.58%，同比 +0.47pct



资料来源：世界银行，中国银河证券研究院

图 45：2018 年日本出生率为 0.74%，同比 -0.02pct



资料来源：日本统计局，中国银河证券研究院

表 7: 宠物狗、宠物猫饲养理由

宠物类别	饲养理由	比例
宠物狗	慰藉心灵	35.9%
	在之前的饲养经历中非常享受过程	29.2%
	增进家庭沟通	16.8%
宠物猫	慰藉心灵	31.8%
	在之前的饲养经历中非常享受过程	29.2%
	让生活更加充实	11.5%

数据来源:《令和元年全国犬猫饲养实态调查》, 中国银河证券研究院

(二) 宠物行业增长的潜力板块

1、宠物食品与医疗构建行业半壁江山

从产业结构来看, 宠物产业涉及宠物繁殖交易、宠物食品、宠物用品、宠物美容、宠物医疗、宠物培训等。观察美日宠物产业结构, 其宠物食品与医疗占比合计均达 60%以上, 为增长的最主要动力。

1) 以 2014 年数据来看, 美国宠物食品与医疗消费占比分别为 38%、26%, 占据宠物行业的主要地位; 其中宠物医疗是最主要的增长点, 广义医疗占比可达 50%以上, 2009-2014 年宠物医疗规模年均复合增速约为 4.6%, 2015 年美国大约有 300 亿美元用于兽医护理、兽药以及医疗上。

2) 根据 JPFA 统计数据, 2010 年日本宠物行业消费中宠物食品、医疗分别占比 36%、26%。其中, 宠物医疗是近年推动日本宠物行业增长的主要因素, 2007-2010 年年均复合增长率 2.8%, 远超宠物行业总体平均增速。另外, 2010-2015 年间, 日本犬、猫类宠物零食市场规模年均增长率约为 1.33%, 高于整体宠物产业规模增速 0.8%。

根据艾媒咨询统计, 2018 年我国宠物行业细分板块中占比最大的板块为宠物食品 (34%) 和宠物医疗 (23%)。在宠物行业整体潜力巨大的背景下, 宠物食品和宠物医疗板块发展更可期。

图 46: 2014 年美国宠物食品与医疗消费占比达 64%

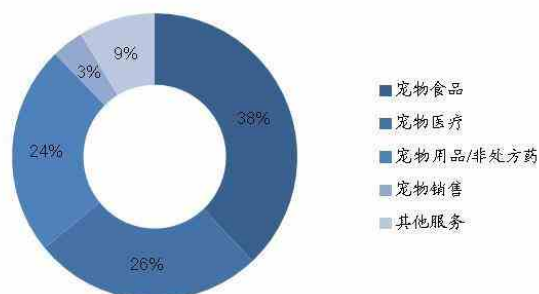
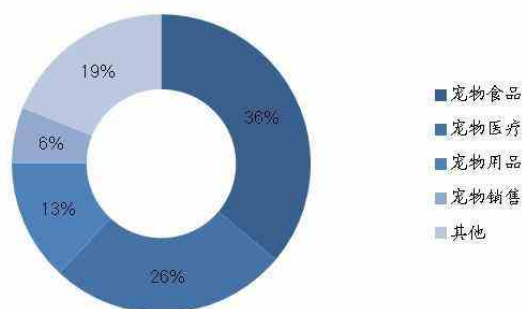


图 47: 2010 年日本宠物食品与医疗消费占比达 62%



资料来源: APPA, 中宠股份年报中国银河证券研究院

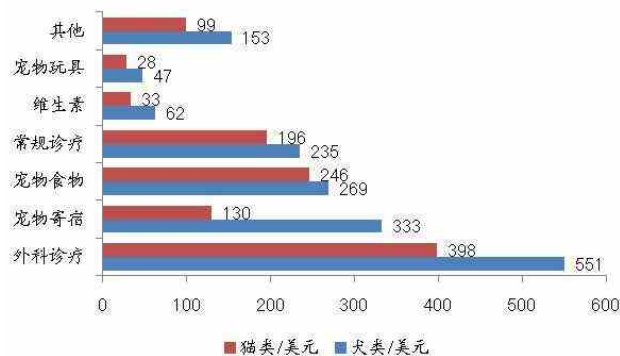
图 48: 18 年我国宠物消费占比最大板块为宠物食品 (34%) 和宠物医疗 (23%)



资料来源: 艾媒咨询, 中宠股份年报中国银河证券研究院

资料来源: 中JPFA, 中国银河证券研究院

图 49: 2015 年美国宠物狗、猫消费中诊疗花费最多



资料来源: 中JPFA, 中国银河证券研究院

2、宠物食品高增长，零食或成新增长点

1980 年左右，宠物食品以商品狗粮的形式在英国问世，进而衍生出其他类宠物的专用食品。根据 Euromonitor International, 2018 年全球宠物食品销售额约 911 亿美元，同比+9.98%。

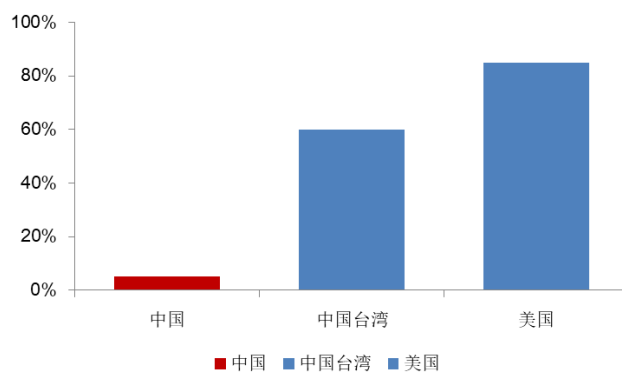
宠物食品作为饲养宠物的刚性需求，与宠物整体行业协同发展，是我国宠物消费支出中最大的一项。2019 年，我国宠物食品行业市场规模约为 1242.74 亿元，同比+33.06%，高于宠物行业的整体增速；近五年复合增速达到 45%，成为全球增长最快的地区之一。另外，我们了解到目前我国使用宠物食品比例约为 5%，远低于美国及中国台湾。我们认为宠物数量的增长、人们对宠物消费意愿的提升将持续推动宠物食品行业增长。

图 50: 19 年我国宠物食品行业市场规模 1243 亿元，同比+33%



资料来源: 艾媒咨询, 中宠股份年报, 中国银河证券研究院

图 51: 中国使用宠物食品比例约为 5%

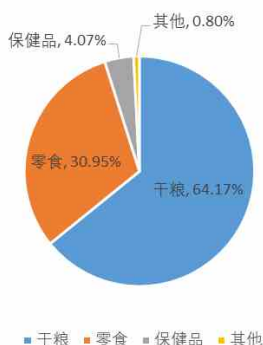


资料来源: 艾媒咨询, 中国银河证券研究院

宠物食品可细分为三类: 主食、零食和保健品; 其中最为主要的支出为主食, 占总食品支

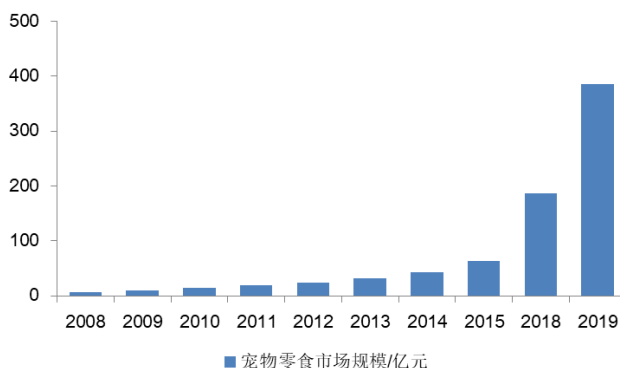
出的 64%。此外，由于宠物零食品种丰富、适口性好，能增加宠物主与宠物的互动，同时兼备了一定功能性，市场认可度大幅提升。2019 年宠物零食消费占比达到 31.21%，较上年 +10.06pct，支出同比增幅达到 106.35%；较 2005 年占比提升 19.5pct。19 年我国宠物零食市场规模约为 385 亿元，近五年复合增速达 57%。未来具有一定功能性的宠物零食或将成为一大新的增长点。

图 52：2019 年宠物食品行业中占比最大为干粮（主食）



资料来源：中宠股份年报，中国银河证券研究院

图 53：2019 年我国宠物零食市场规模约为 385 亿元



资料来源：国家统计局，前瞻产业研究院，中国银河证券研究院

表 8：我国宠物食品分类

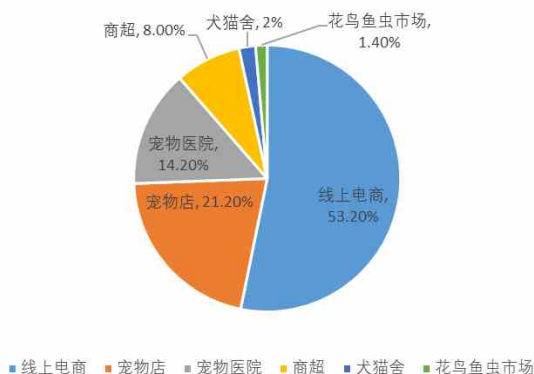
宠物食品分类	描述
宠物主食	按照产品的形态和加工方式不同，可以分为干粮和湿粮两类，主要是用来提供宠物日常维持体能的能量和营养成分。
宠物零食	包括肉干、肉条、咬胶、洁齿骨等，宠物零食主要是在宠物休闲的时候主用来吸引宠物注意力或者是调节宠物口味的食物，主要是帮助主人加深与宠物之间的感情，增强与宠物之间的互动。
宠物保健品	根据宠物的生理状况等制作的营养调理品，摄入适当的营养成分有利于宠物的健康发育和成长，同时也可作为辅助治疗用于患病宠物的恢复。

资料来源：中国产业信息网，中国银河证券研究院

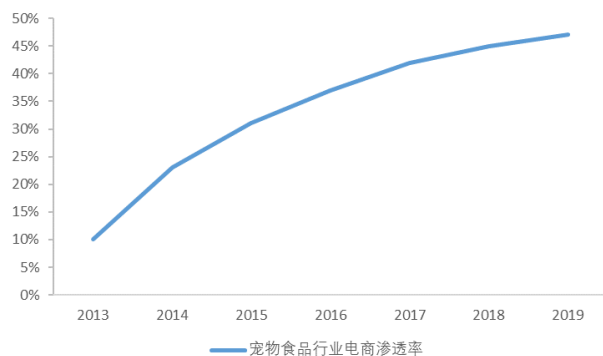
当前，宠物食品行业呈现明显的低品牌集中度和高电商渗透率特点。1）宠物食品行业品牌集中度相对较低，2019 年淘宝系渠道前五大品牌市场占有率仅有 19.6%（2015 年为 21.7%）。2）电商渗透率则在逐年上升。2019 年宠物食品购买渠道统计中，“线上电商”项占到 53%，且 95 后宠物主中有 76.9%喜欢在淘宝上购买宠物食品。

图 54：2019 年我国宠物食品购买主要渠道为线上电商（53%）

图 55：宠物食品行业电商渗透率逐年提高



资料来源: 宠物行业白皮书, 中国银河证券研究院



资料来源: 智研咨询, 中国银河证券研究院

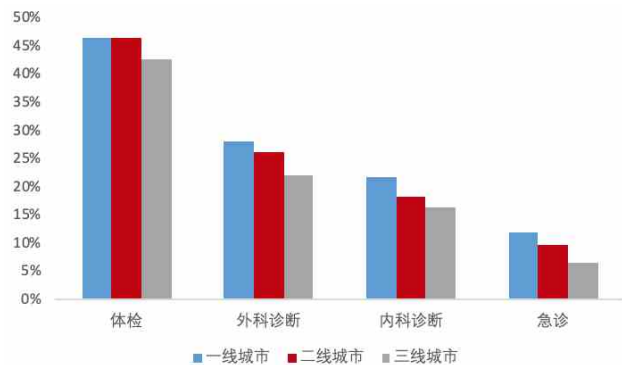
3、宠物医疗需求刚性, 疫苗成未来发力点

宠物医疗作为宠物行业的细分领域, 是宠物整体消费支出结构的重要组成部分。根据 APPA 数据, 19 年美国养宠家庭宠物医疗消费支出约 35.4 亿美元, 高于宠物食品消费 (31.7 亿美元)。宠物医疗行业主要包括药品、疫苗、诊断服务等。

根据 2019 宠物行业白皮书显示, 我国宠物药品和宠物诊断两项支出占整体消费比例达 19%, 其中宠物药品占比为 9%, 同比+4pct。我国宠物诊断服务表现出显著的区域性差异, 一二线城市诊断服务体系较三线城市更为完善与全面, 相比之下, 三线城市诊断服务的渗透程度较低。从诊断结构来看, 主要是宠物疫苗注射和宠物体检, 占比分别为 77.8%和 45.2%。

我国宠物疫苗接种率最高的疫苗种类为狂犬疫苗, 根据 2019 年宠物行业白皮书, 狂犬疫苗接种占比达 47.2%, 并且已形成较成熟的疫苗消费习惯, 85.7%的宠物主会定期为宠物接种疫苗。在预防胜过治疗的保健观念下, 人们对疫苗产品的可支付意愿提升, 宠物疫苗渗透率快速提升, 从而进一步打开宠物疫苗市场规模。

图 56: 2019 年中国一二三线城市诊断类别占比



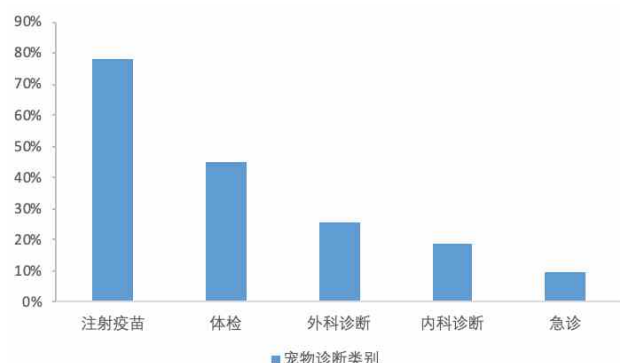
资料来源: 《2019年中国宠物行业白皮书》, 中国银河证券研究院

图 57: 2019 年中国宠物药品消费类别



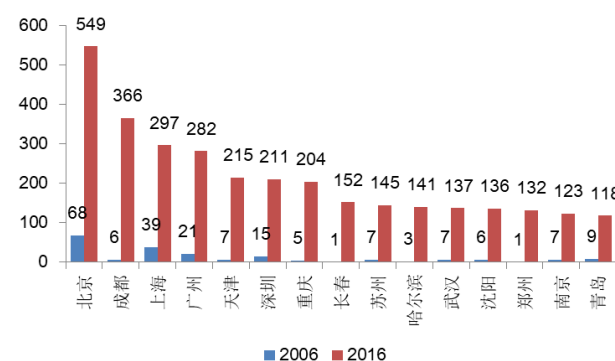
资料来源: 《2019年中国宠物行业白皮书》, 中国银河证券研究院

图 58: 2019 年中国宠物诊断类别占比



资料来源:《2019 年中国宠物行业白皮书》, 中国银河证券研究院

图 59: 2006-16 年间中国宠物医院数量增长超过 18 倍



资料来源: 大众点评网, 中国银河证券研究院

五、种业: 潜在的行业变革

(一) 玉米行业供需改善, 公司市占率提升有空间

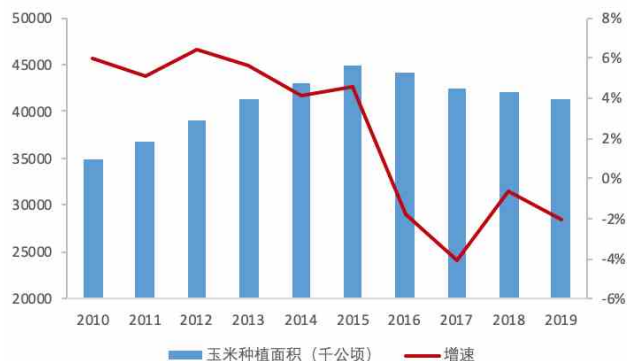
1、玉米供需缺口持续扩大, 行业拐点将至

供给端: 玉米产能持续下降, 库存消化迅速, 行业拐点将至。2007 年我国为稳定粮食生产, 对东北三省和内蒙古自治区实施玉米临时收储政策, 玉米价格开启上行通道, 玉米种植面积持续增长, 产量逐步上升; 2011 年起我国玉米供需差额持续扩大, 玉米库存压力逐步增大。2016 年初, 为缓解玉米高库存压力和产业结构调整需求, 国家对玉米停止收购, 调整为“市场化收购+补贴”, 以此打开我国玉米供给侧改革序列。

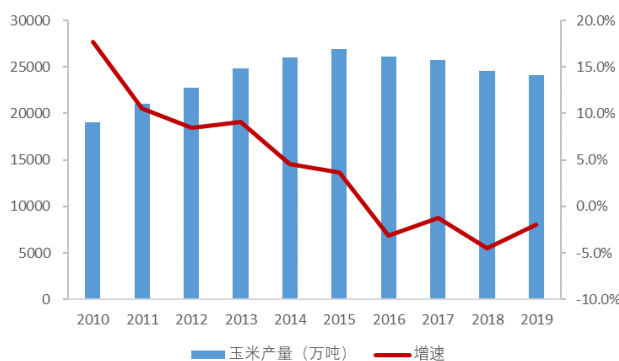
由于多年实行临储政策, 国内玉米库存、产能均位于历史高位, 玉米临时储备政策改革后, 玉米价格主要由市场供需关系决定, 玉米价格回落, 2016 年我国玉米种植面积和产量双双开启下行趋势, 2019 年玉米种植面积为 4128 万公顷, 同比-2.02%, 较 2015 年-8.20%; 2019 年玉米产量为 2.41 亿吨, 同比-1.99%, 较 2015 年-10.51%。

图 60: 2019 年我国玉米种植面积 4128 万公顷, 同比-2.02%

图 61: 2019 年我国玉米产量 24106 万吨, 同比-1.99%



资料来源：中国国家统计局，中国银河证券研究院



资料来源：中国汇易，中国银河证券研究院

2016 年以来我国玉米行业进入去库存周期，玉米库存逐步消化，库消比快速下降。根据中国汇易显示，截至 2019 年，国内玉米期末库存 12309 万吨，同比-33.68%，库消比降至 39.93%。预计 2020 年国内玉米消费持续消化库存，库消比将持续下行。

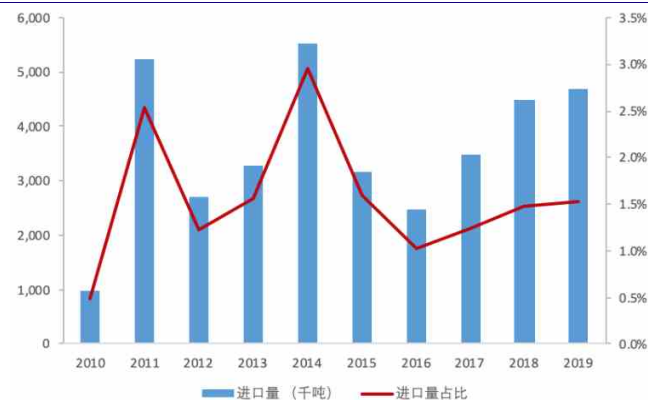
我国长期实施玉米进口配额制度，目前进口额度维持在 720 万吨，60%为国营贸易，40%实行公开竞标。配额内玉米进口关税为 1%，配额外进口税率为 65%，普通进口税率为 180%。目前我国玉米进口量维持在配额之内，2019 年我国玉米进口量为 470 万吨，同比+4.84%，占国内玉米消费量比重为 1.52%，进口依赖度很低。

图 62: 玉米去库存效果显著，库消比持续下降



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 53: 我国玉米进口依赖度低

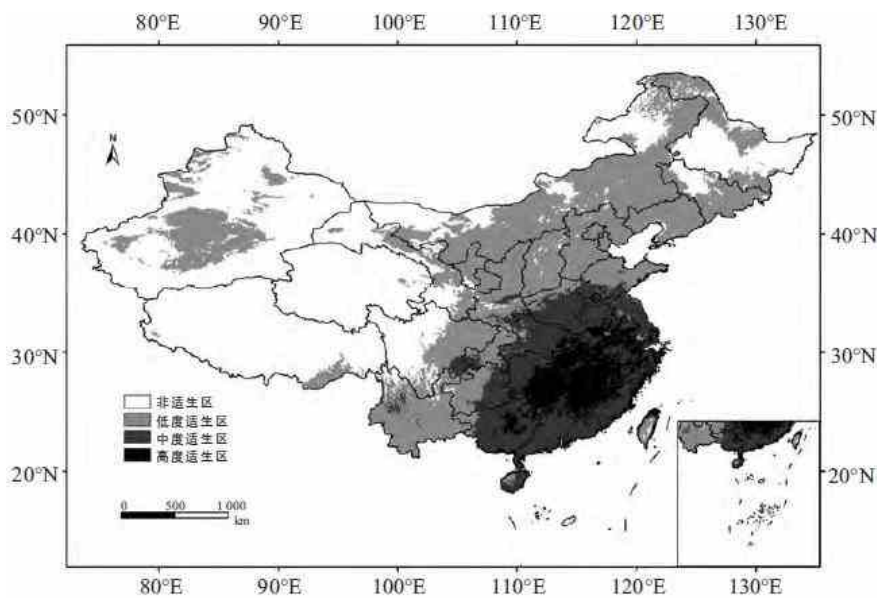


资料来源：中国汇易，中国银河证券研究院

2020 年草地贪夜蛾危害形势严峻，玉米产能或受影响。草地贪夜蛾偏爱玉米，其适生区与我国玉米主产区域有部分重叠，东北地区气候适应有利于贪夜蛾繁衍。根据全国农机推广网病虫害测报处分析，我国草地贪夜蛾发生区域涉及西南、华南、江南、长江中下游、江淮、黄淮、华北、西北玉米区，有迁入东北春玉米区的可能，发生区域占玉米种植区面积的 80%以

上，各地区均有集中危害的可能，南方省份发生代次多、危害重，见虫区域可能超过 1 亿亩。2020 年草地贪夜蛾防控工作尤为关键，若虫害扩张迅速或将影响全年玉米产能。

图 64：草地贪夜蛾在中国的潜在地理分布区



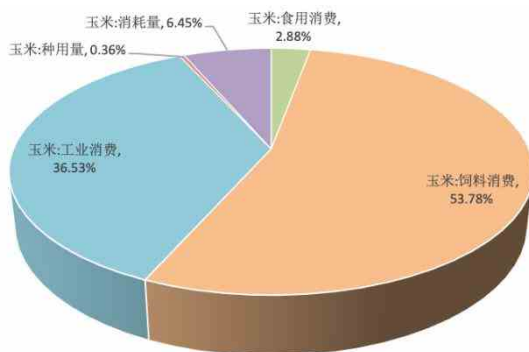
资料来源：《基于 MaxEnt 模型的草地贪夜蛾适生性分析》，中国银河证券研究院

需求端：全国母猪存栏呈环比上升趋势，玉米饲用消费逐步回暖。2019 年我国玉米消费以饲料消费为主，占总消费比重为 53.78%，其次工业消费占比为 36.53%，主要用于乙醇制作及深加工，其余消费种类占比不足 10%。根据 USDA 统计，中国畜禽饲料原料以玉米为主，占比为 66.02%，其次豆粕及大豆占比达 24.39%。

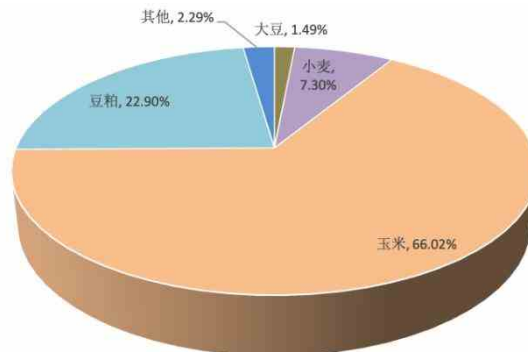
由于国内养殖环保压力叠加非洲猪瘟疫情对全国能繁母猪存栏量造成巨大影响，自 2018 年 4 月起，能繁母猪存栏量持续 18 个月持续下跌，2019 年 9 月跌至最低点 1913 万头，同比-38.25%。2019 年全国生猪出栏量为 5.44 亿头，同比-21.57%；2019 年全国生猪存栏量为 3.1 亿头，同比-27.50%。2019 年 10 月，我国能繁母猪存栏环比增长率由负转正，且持续 5 个月维持正增长，预计 2020 年生猪存栏有望上升，带动饲料需求量上涨。

图 65：中国玉米消费结构

图 66：中国畜禽饲料原料结构

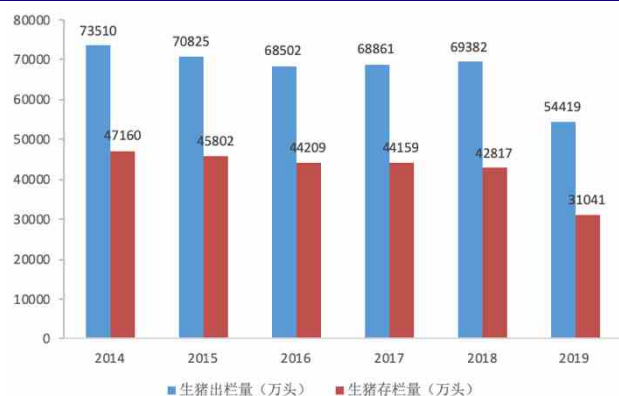


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院



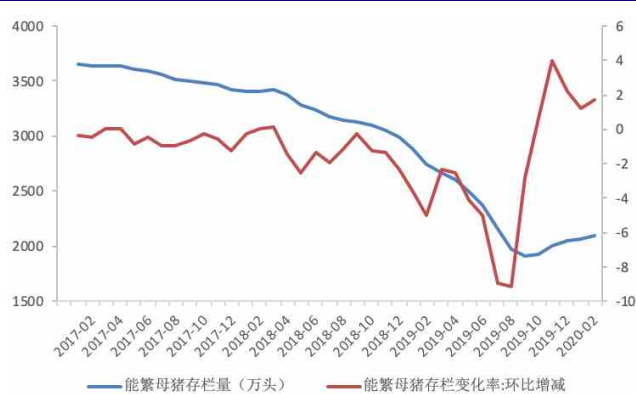
资料来源: USDA, 中国银河证券研究院

图 67: 全国生猪出栏量和存栏量统计情况



资料来源: 中国国家统计局, 中国银河证券研究院

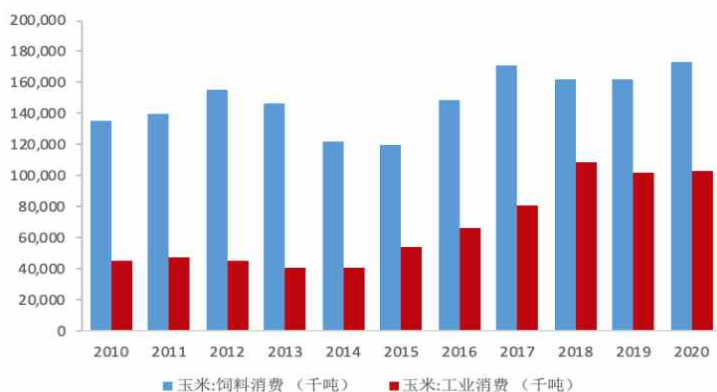
图 68: 全国能繁母猪存栏量和环比增减情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

受益于生猪存栏拐点的到来,猪料带动玉米饲料消费增幅明显,预计2020年我国玉米饲料消费量为1.73亿吨,同比+7.18%。我国玉米工业消费用途主要为制作玉米淀粉和酒精等产品,目前玉米加工产业维持稳定,2020年工业消费量预计为1.03亿吨,同比+0.91%。

图 69: 预计2020年玉米饲料消费量1.73亿吨,同比+7.18%



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

产需缺口扩大，玉米行业拐点将至。2016 年取消临储政策后，玉米价格持续下行，玉米消费量持续上升，至 2019 年我国玉米消费量 3.08 亿吨，同比+1.56%，且伴随未来玉米饲用消费的上涨，玉米消费量预计持续上行。2017 年我国玉米产需差额由正转负，且产需缺口持续扩大，2019 年玉米产需差额为-6715.2 万吨，为近十年最低位，行业拐点将至。我们认为玉米价格或将开启上行趋势。

图 70: 2019 年我国玉米消费量 30829 万吨，增速 1.56%

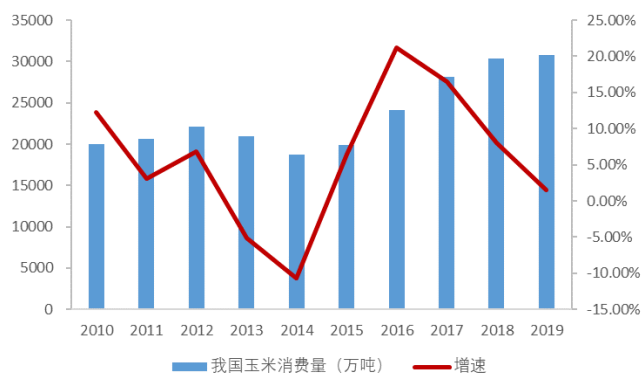


图 71: 2019 年我国玉米产需差额为-6723 万吨



资料来源: 中国汇易, 中国银河证券研究院

资料来源: 中国汇易, 中国银河证券研究院

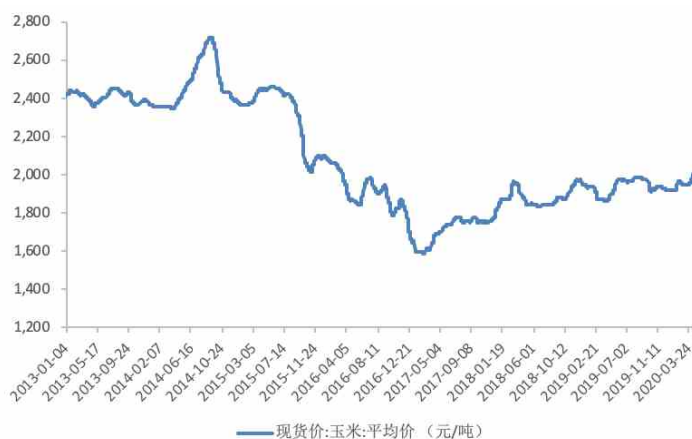
2、玉米供需改善，价格或进入上行通道

受 2007 年玉米临时收储政策影响，国内玉米产能持续上升，2014 年我国玉米产能严重过剩，产需差额达到 7287 万吨为历史高位，玉米现货平均价格最高达到 2713 元/吨。自此，国内玉米价格开启下行通道，玉米库存持续增长。2016 年为了调整国内玉米产业结构，消化高库存，国家停止临时收储政策，国内玉米价格进一步下跌，2017 年达到最低点 1585 元/吨，较 2014 年最高点-41.58%。

为确保玉米供给侧改革进展顺利，国家颁布多项政策，包括调整规划玉米产销区、发放玉

米生产和加工补贴、以及设立金融信贷基金等。从玉米供给端来看，自 2016 年停止临时收储政策后，玉米库存压力逐步缓解，供需缺口不断缩小，2019 年产需缺口达到-6723 万吨，库消比降至 39.93%，或已进入去库存周期尾声。需求端的饲用玉米消费量随下游生猪存栏的恢复有望逐步上升，带动玉米消费提升。因此，根据供需关系来看，我们认为国内玉米价格将进入上行通道。

图 72：玉米现货平均价或开启上行通道



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

表 9：2016 年至今与玉米相关的政策

时间	政策	具体内容
2016.3.28	玉米停止临储收购	国家发改委、财政部、国家粮食局等部门宣布东北三省和内蒙古自治区将取消玉米临时收储政策，调整为“市场化收购”加“补贴”的新机制。
2016.4.28	《全国种植业结构调整规划（2016-2020 年）》	调减籽粒玉米，扩大青贮玉米，适当发展鲜食玉米。巩固提升玉米优势区，适当调减非优势区，大力推广适合籽粒机收品种，推进全程机械化生产。到 2020 年，玉米面积稳定在 5 亿亩左右，重点是调减“镰刀弯”地区玉米面积 5000 多万亩。
2016.8	下发玉米种植者补贴	报经国务院批准，中央财政拨付第一批玉米生产者补贴资金 3003860 万元，三个月后拨付第二批补贴资金 900000 万元。
2016.8.19	恢复玉米淀粉等深加工产品出口退税	财政部发文，表明自 2016 年 9 月 1 日起，将恢复玉米淀粉、酒精等玉米深加工产品的增值税出口退税率恢复至 13%。
2016.11	实施玉米深加工补贴	针对生产淀粉或酒精类玉米深加工、且销售收入 2000 万元及以上或具备年加工能力 10 万吨及以上的企业，吉林省、内蒙古、辽宁省、黑龙江分别给予深加工企业 200 元/吨、200 元/吨、100 元/吨、300 元/吨。
2016.11.28	构建玉米外运“绿色通道”缓解运力紧张	国家发改委组织召开全国主要产区玉米收购工作电视电话会议，对进一步做好玉米收购工作进行部署，避免出现“卖粮难”问题。地方政府及铁路局积极响应，为玉米外运开辟“绿色通道”，缓解产区玉米外运的物流制约。
2016.11.29	设立贷款信用保证基金确保东北玉米收购	农发行、财政部、银监会、国家粮食局四部门联合发文明确，在内蒙古、辽宁、吉林和黑龙江四省建立东北地区玉米收购贷款信用保证基金，专项用于防范东北

		地区玉米市场化收购贷款风险的基金。
2017.2.9	《2017 年粮食流通工作要点》	提出推进粮食收储制度改革、国有粮企改革和加快粮食“去库存”等多项供给侧改革措施；特别是玉米库存，扩大有效消费新途径，加快粮食加工转化，配合做好扩大燃料乙醇产量和使用区域工作。
2018.1.31	2018 年种植业工作要点	巩固玉米调减成果，继续调减“镰刀弯”非优势产区籽粒玉米面积；因地制宜发展青贮玉米等优质饲草。
2019.2.2	2019 年种植业工作要点	完善稻谷、小麦最低收购价，玉米、大豆生产者补贴政策，更好发挥市场机制作用；完善粮食主产区利益补偿机制，保护农民种粮积极性和地方政府抓粮积极性；巩固非优势区玉米结构调整成果，适当调减低质低效区水稻种植，调减东北地下水超采区井灌稻种植。
2020.2.6	2020 年种植业工作要点	调整完善稻谷、小麦最低收购价政策，保持玉米、大豆生产者补贴总额稳定，推进稻谷、小麦、玉米完全成本保险和收入保险试点，稳定农民基本收益，保护和调动农民种粮积极性；抓好草地贪夜蛾防控；巩固“镰刀弯”地区结构调整成果，防止非优势区玉米面积大幅反弹；提升优势产区玉米产能，确保全国玉米面积基本稳定。

资料来源：农业农村部，公开信息，中国银河证券研究院

3、玉米种子市场规模较大，市占率提升有空间

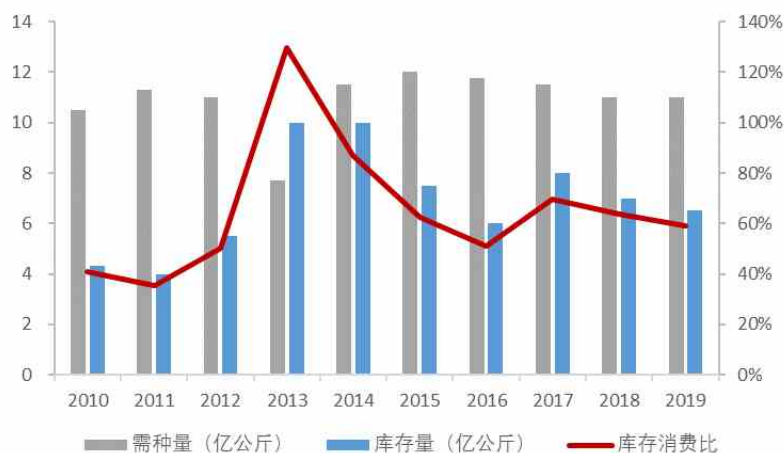
受 2016 年玉米临储政策取消影响，国内玉米产品价格大幅下跌，玉米制种意愿受挫，2017 年起杂交玉米制种面积大幅下滑，降幅达 28.54%。近年由于需求端回暖、玉米库存压力缓解，制种面积出现小幅回升。2019 年我国杂交玉米制种面积为 260 万亩，同比+9.7%。单产为 380.77 公斤/亩，同比小幅下滑 1.91%，但仍处于历史较高水平。期末库存量为 6.5 亿公斤，库存/需种量连续两年下滑，玉米种子库存压力减轻。

表 10：杂交玉米种子供需平衡表（万亩，亿公斤）

年份	制种面积（万亩）	可供种量（亿公斤）	需种量（亿公斤）	制种量（亿公斤）	库存量（亿公斤）
2010	388	15.8	10.5	11.5	4.3
2011	410	17.6	11.3	13.6	4.0
2012	435	15.0	11.0	15.7	5.5
2013	382	21.2	7.7	13.6	10.0
2014	294	23.6	11.5	10.1	10.0
2015	342	20.0	12.0	11.0	7.5
2016	410	18.5	11.8	14.7	6.0
2017	293	20.0	11.5	10.6	8.0
2018	237	18.0	11.0	9.2	7.0
2019	260	16.2	11.0	9.9	6.5

数据来源：全国农技推广中心，中国银河证券研究院

图 73: 2019 年杂交玉米种子需种量 11 亿公斤, 库存量 6.5 亿公斤, 库消比 59%



资料来源: 全国农机推广中心, 中国银河证券研究院

图 74: 转基因玉米种子演变

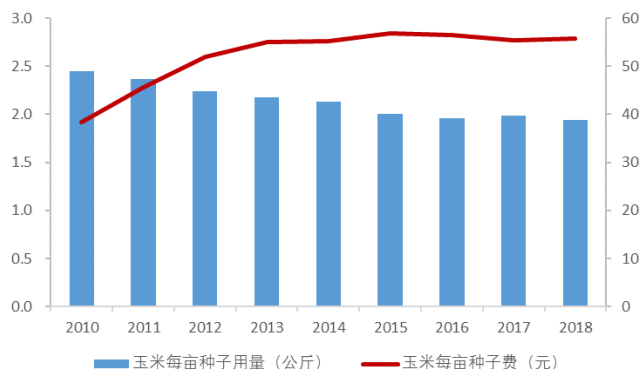


资料来源: 农业部种子管理局, 中国银河证券研究院

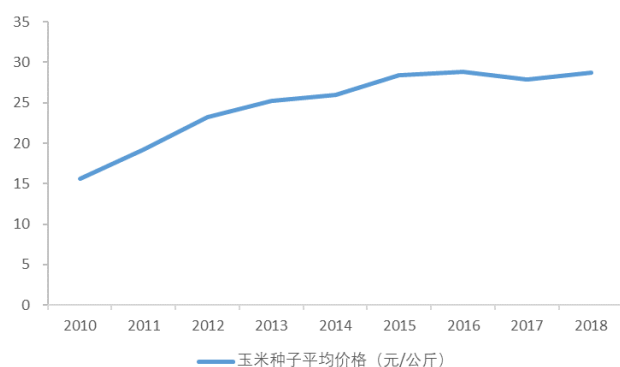
根据发改委发布的《全国农产品成本收益资料汇编 2019》, 2018 年我国玉米种植业每亩玉米种子用量 1.94 公斤, 每亩玉米种子费用为 55.72 元, 推算得 2018 年玉米种子平均价格为 28.72 元/公斤。结合 2018 年我国杂交玉米需种量约为 11 亿公斤, 估算玉米市场规模约为 316 亿元。2018 年登海种业、隆平高科玉米板块营收 6.76 亿元、6.03 亿元, 推算其杂交玉米行业市占率分别为 2.14%、1.91%。

图 75: 2018 年玉米种子成本 55.72 元/亩, 用量 1.94 公斤/亩

图 76: 2018 年玉米种子平均价格 28.72 元/公斤

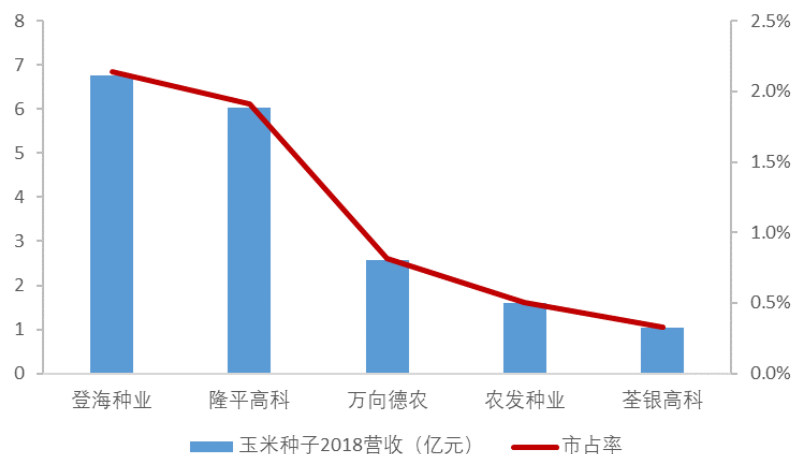


资料来源：国家发改委，中国银河证券研究院



资料来源：国家发改委，中国银河证券研究院

图 77: 2018 年登海种业、隆平高科玉米种子市占率分别为 2.14%、1.91%



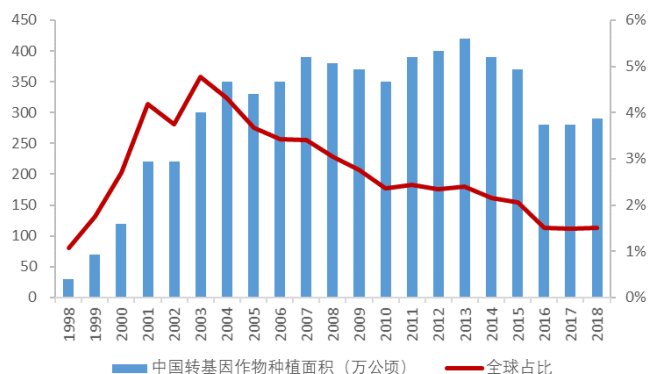
资料来源：全国农机推广中心，中国银河证券研究院

（二）转基因玉米或于 1-2 年内上市，市场空间增厚

转基因玉米或于 1-2 年内上市，潜力巨大。2018 年，我国转基因植物种植面积为 290 万公顷，主要种植棉花、木瓜杨树、番茄等，但小麦、玉米、水稻、大豆等主要粮食作物未种植转基因品种。

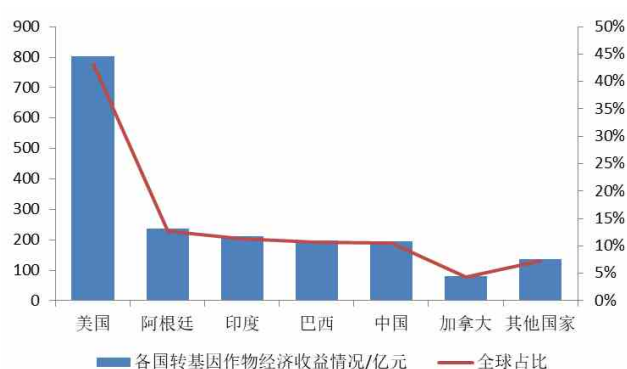
受草地贪夜蛾影响，综合多种防治手段来看，转基因玉米为长期抗虫的最有方式。目前农业部已为相关产品颁发转基因生物安全证书。根据我国转基因农作物商业化流程，在品种取得生物安全证书以后，还需经历商业化许可、品种审定、种子生产经营许可等步骤。我们认为在一切顺利的背景下，我国转基因玉米在 1-2 年内可实现终端市场销售。

图 78: 2018 年我国转基因作物种植面积为 290 万公顷



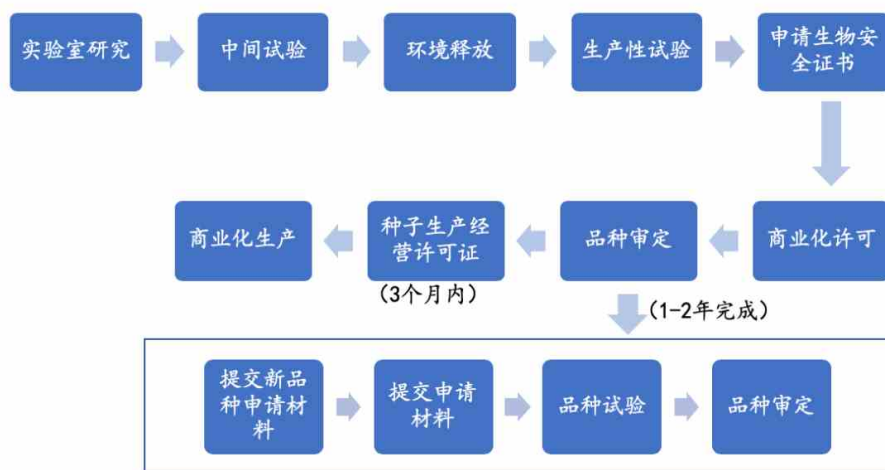
资料来源: ISAAA, 中国银河证券研究院

图 79: 1996-2016 年我国转基因作物收益合计 196 亿美元



资料来源: 前瞻产业研究院, 中国银河证券研究院

图 80: 转基因农作物上市流程



资料来源: 农业部, 中国银河证券研究院

转基因玉米未来市场空间巨大。转基因玉米的市场化价值可从两个角度看:

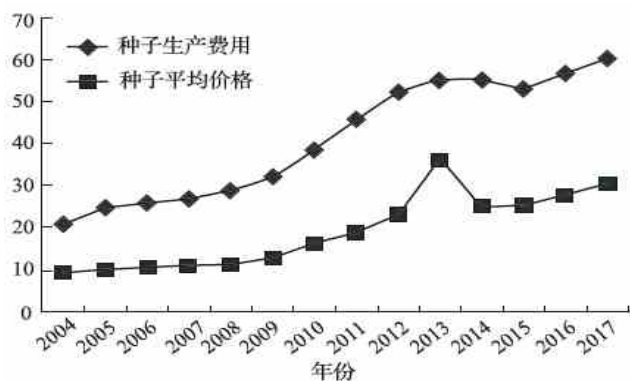
1) 种植户角度, 转基因玉米具备抗虫抗药性, 可以有效避免可能的草地贪夜蛾灾害, 保证自身收益。

2) 种业公司角度, 拥有转基因玉米专利的企业将受益于种子价格提升带来的弹性以及基因专利费带来的业绩增厚。

根据发改委发布的《全国农产品成本收益资料汇编 2019》, 我们推算得 2018 年玉米种子平均价格为 28.72 元/公斤。结合 2018 年我国杂交玉米需种量约为 11 亿公斤, 估算玉米市场规模约为 316 亿元。比对美国玉米价格情况, 其转基因玉米种子较常规种子溢价约 25-50%, 由

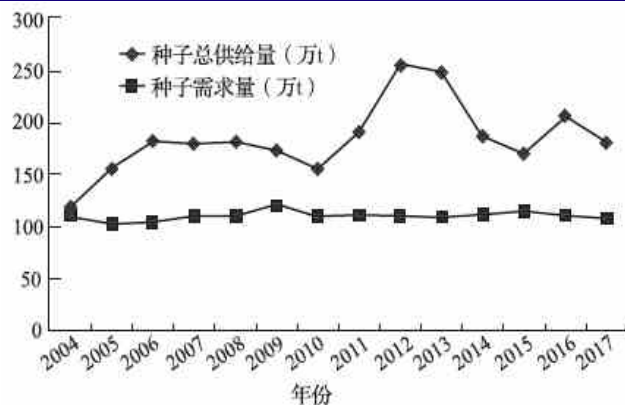
此推算，基于 18 年数据，我国转基因玉米种子价格或约为 35.9-43.08 元/kg，市场规模增加 79-158 亿元，潜在空间巨大。

图 81: 2013-17 年国内玉米制种费用与价格变动图



资料来源:《中国玉米种子市场供需分析》，中国银河证券研究院

图 82: 2004-17 年国内玉米种子供需情况



资料来源:《中国玉米种子市场供需分析》，中国银河证券研究院

六、投资建议

站在当前时点看 2020H2，农林牧渔板块的潜在机会集中于养殖产业链、宠物及种业这几个方面。

在养殖后周期领域，疫苗为确定性较高的子行业，且多重因素利好行业上行：生猪存栏提升利好疫苗消费量增长，集中度提升带动市场苗渗透率提升，招采苗提价增厚行业规模，非瘟疫苗为行业扩容带来想象，此外，可选疫苗成为养殖利润丰厚、存栏回升阶段的受益弹性主体。基于上述利好，我们认为可以关注 1) 中牧股份 (600195)，招采提价以及渗透率提升显著受益者；2) 普莱柯 (603566)，可选疫苗高弹性标的叠加禽苗高增长；3) 天康生物 (002100)，招采苗收入回归，市场苗高增长；4) 生物股份 (600201)，口蹄疫疫苗龙头，重回快速增长之路确定性高。

虽然当前市场对猪价未来走势分歧较大，但通过分析母猪存栏量、时点、生产周期以及供需之间的博弈，我们认为下半年在需求恢复速度快于供给的情况下，H2 会给出年内猪价的高点或次高点，并形成猪价下行周期的拐点。意味着猪价走势将打破市场的大部分认知，形成较大预期差，从而走出一段超额收益行情。在个股方面，我们核心推荐具备成本优势、出栏量快速增长、低估值的天康生物 (002100)，以及具备出栏量高增长、成本下行优势的新希望 (000876)。

宠物子行业是农业板块中相对独立的消费类行业，区别于其他子行业。受益于我国社会经济快速发展，人均 GDP 逐步提升，以及老龄化趋势、养宠观念的改变，我国宠物行业发展迅速。在宠物产业结构中，宠物食品与医疗占据半壁江山。其中，宠物食品将最先受益于宠物消费观的改变，宠物主食、零食的消费将快速增长，受益标的包括佩蒂股份 (300673)、中宠股份 (002891)。此外，宠物医疗亦是潜力增长点，包括宠物医院集中度提升、国产宠物疫苗研发，都将是未来的看点与增长点，值得持续关注。

种业方面受转基因玉米主题的影响，有一定关注度。但从玉米及其种子的供需层面来看，

多年的供给侧改革已见成效，供需缺口将库存逐步消化，库消比处历史低位，叠加养殖饲料端对玉米需求的提升，在可见的未来，玉米供需矛盾将在价格有所表现。另外，受草地贪夜蛾影响，转基因玉米或将加速落地，届时玉米种子行业将迎来百亿级的规模增厚，我们认为种业龙头隆平高科（000998）将显著受益于此。

表 11：重点公司相关财务指标（收盘价为 2020 年 6 月 9 日，ROE 为 2020Q1 数据）

公司名称	代码	收盘价/ 元	EPS		PE		ROE
			2020E	2021E	2020E	2021E	
海大集团	002311.SZ	45.61	1.57	1.98	29.05	23.04	17.01
天康生物	002100.SZ	14.41	2.47	2.23	5.83	6.46	8.59
新希望	000876.SZ	28.06	3.38	4.1	8.30	6.84	5.96
中牧股份	600195.SH	15.06	0.48	0.57	31.38	26.42	6.68
生物股份	600201.SH	24.5	0.42	0.62	58.33	39.52	5.06
普莱柯	603566.SH	26.28	0.54	0.73	48.67	36.00	5.82
隆平高科	000998.SZ	16.11	0.3	0.47	53.70	34.28	0.39
温氏股份	300498.SZ	27.43	5.59	4.82	4.91	5.69	4.11
正邦科技	002157.SZ	15.99	4.04	4.63	3.96	3.45	9.19
中粮糖业	600737.SH	8	0.47	0.62	17.02	12.90	1.66
北大荒	600598.SH	14.8	0.59	0.66	25.08	22.42	5.52
佩蒂股份	300673.SZ	37.42	0.71	1	52.70	37.42	1.14
中宠股份	002891.SZ	37.21	0.66	0.95	56.38	39.17	0.98
圣农发展	002299.SZ	25.07	3.28	2.56	7.64	9.79	7.02
益生股份	002458.SZ	15.57	1.71	1.32	9.11	11.80	5.73

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

七、风险提示

疫病的风险：若再次发生非洲猪瘟疫情，将给生猪养殖行业带来巨大影响（产能、价格等）。另外，若发生类似于 H7N9 “禽流感”的人感染疫病，造成消费恐慌，将对猪价、禽类价格产生较大负面影响，严重损害养殖企业盈利。

政策的风险：良种补贴政策、知识产权保护政策、品种政策的变化将对种子企业造成较大影响；疫苗招标政策、品种审核政策的变化等将对疫苗企业造成影响。

原材料价格波动的风险：玉米、小麦、豆粕等原材料价格波动将会对养殖、饲料等企业的盈利能力带来影响。

食品安全的风险：农业生产环节众多，若食品安全防范措施不到位，易引发食品安全问题，对行业和企业均会造成较大的负面影响。

自然灾害的风险：极端灾害天气会对农业生产（特别是种植业）造成巨大负面影响，从而导致农产品价格大幅波动。

插图目录

图 1: 申万一级行业涨幅前十板块/% (2020.1.1-2020.6.9)	1
图 2: 农林牧渔各细分板块涨跌幅情况/% (2020.1.1-2020.6.9)	1
图 3: 农林牧渔板块涨幅前十个股/% (2020.1.1-2020.6.9)	1
图 4: 农林牧渔板块跌幅前十个股/% (2020.1.1-2020.6.9)	1
图 5: 20 年 3 月我国能繁母猪存栏量 2164 万头, 环比+2.8%	2
图 6: 19 年 11 月我国生猪存栏 19457 万头, 环比+2%	2
图 7: 2019 年前十大养殖企业生猪出栏情况	3
图 8: 生猪防疫费用呈现逐年递增趋势	3
图 9: 养殖规模越大, 生猪医疗防疫费占比越高	3
图 10: 规模生猪防疫费与利润变动方向基本一致	4
图 11: 散养生猪防疫费与利润变动方向部分一致	4
图 12: 2018 年至今自繁自养与外购仔猪养殖利润情况	4
图 13: 20 年 5 月猪价结束持续下行趋势并企稳上行	7
图 14: 目前生猪出栏均重处于高位	7
图 15: 18 年至今能繁母猪存栏量 (右轴) 及其增速 (左轴)	8
图 16: 18 年至今生猪存栏量 (右轴) 及其增速 (左轴)	8
图 17: 20 年 3 月我国猪肉进口量为 38.4 万吨, 同比 201.86%	8
图 18: 2020E 年全球猪肉进口量预计为 9627 万吨 (+14%)	8
图 19: 19 年全球猪肉进口量分布情况	9
图 20: 2010-19 年我国猪肉消费量均值为 5474.77 万吨	9
图 21: 2010-19 年我国猪肉产量均值为 5343.44 万吨	9
图 22: 2019 年 12 月初能繁母猪结构	10
图 23: 19 年 12 月初后备母猪结构	10
图 24: 2008-2018 年历史月度均价情况	11
图 25: 生猪养殖存在显著的年内短周期特征	11
图 26: 2013 年至今我国猪肉人均消费量及其占肉类消费比例情况	11
图 27: 2017 年全球宠物产业规模达到 1275 亿美元 (+13.3%)	13
图 28: 2020 年我国宠物市场规模预期达到 2953 亿元	13
图 29: 美日中家庭宠物渗透率为 68%、38%、17%	13
图 30: 14 年我国宠物狗、猫数量位列全球第三、第二	13
图 31: 2018 年我国 60 岁以上人口占比 17.88%, 同比+0.55pct	14
图 32: 2019 年我国人均 GDP70892 元, 同比+7.4%	14
图 33: 2019 年我国宠物饲主对于宠物的态度	14
图 34: 宠物消费占居民总消费比例逐年提高	14
图 35: 2019 年美国最受欢迎的宠物为狗, 其次为猫	15
图 36: 2020 年美国宠物市场规模预期达到 990 亿美元	15
图 37: 美国宠物产业发展历程	15
图 38: 1988-2016 年美国家庭有宠比例提升 12pct	16
图 39: 2009-19 年美国人均 GDP、美国人均可支配收入	16

图 40: 美国人均 GDP 增速与宠物支出增速变动相关性 (18 年增长率为调整口径前增长率)	17
图 41: 2019 年日本犬类饲养率达到 12.5%, 猫类饲养率达到 9.7%	17
图 42: 2019 年日本猫狗总数为 1857.5 万只	18
图 43: 2021 年日本宠物市场规模预期 16257 亿日元	18
图 44: 2018 年日本 65 岁及以上人口占比 27.58%, 同比+0.47pct	18
图 45: 2018 年日本出生率为 0.74%, 同比-0.02pct	18
图 46: 2014 年美国宠物食品与医疗消费占比达 64%	19
图 47: 2010 年日本宠物食品与医疗消费占比达 62%	19
图 48: 18 年我国宠物消费占比最大板块为宠物食品 (34%) 和宠物医疗 (23%)	20
图 49: 2015 年美国宠物狗、猫消费中诊疗花费最多	20
图 50: 19 年我国宠物食品行业市场规模 1243 亿元, 同比+33%	20
图 51: 中国使用宠物食品比例约为 5%	20
图 52: 2019 年宠物食品行业中占比最大为干粮 (主食)	21
图 53: 2019 年我国宠物零食市场规模约为 385 亿元	21
图 54: 2019 年我国宠物食品购买主要渠道为线上电商 (53%)	21
图 55: 宠物食品行业电商渗透率逐年提高	21
图 56: 2019 年中国一二三线城市诊断类别占比	22
图 57: 2019 年中国宠物药品消费类别	22
图 58: 2019 年中国宠物诊断类别占比	23
图 59: 2006-16 年间中国宠物医院数量增长超过 18 倍	23
图 60: 2019 年我国玉米种植面积 4128 万公顷, 同比-2.02%	23
图 61: 2019 年我国玉米产量 24106 万吨, 同比-1.99%	23
图 62: 玉米去库存效果显著, 库消比持续下降	24
图 63: 我国玉米进口依赖度低	24
图 64: 草地贪夜蛾在中国的潜在地理分布区	25
图 65: 中国玉米消费结构	25
图 66: 中国畜禽饲料原料结构	25
图 67: 全国生猪出栏量和存栏量统计情况	26
图 68: 全国能繁母猪存栏量和环比增减情况	26
图 69: 预计 2020 年玉米饲料消费量 1.73 亿吨, 同比+7.18%	26
图 70: 2019 年我国玉米消费量 30829 万吨, 增速 1.56%	27
图 71: 2019 年我国玉米产需差额为-6723 万吨	27
图 72: 玉米现货均价或开启上行通道	28
图 73: 转基因玉米种子演变	30
图 74: 2018 年玉米种子成本 55.72 元/亩, 用量 1.94 公斤/亩	30
图 75: 2018 年玉米种子平均价格 28.72 元/公斤	30
图 76: 2018 年我国转基因作物种植面积为 290 万公顷	32
图 77: 1996-2016 年我国转基因作物收益合计 196 亿美元	32
图 78: 转基因农作物上市流程	32
图 79: 2013-17 年国内玉米制种费用与价格变动图	33
图 80: 2004-17 年国内玉米种子供需情况	33

表格目录

表 1: 部分省份政府招采疫苗价格变化表	5
表 2: 我国非洲猪瘟疫苗研发进展	6
表 3: 非洲猪瘟疫苗现有种类	7
表 4: 部分养殖企业生产性生物资产变动情况	12
表 5: 部分养殖企业生猪出栏情况	12
表 6: 我国宠物市场发展阶段	14
表 7: 宠物狗、宠物猫饲养理由	19
表 8: 我国宠物食品分类	21
表 9: 2016 年至今与玉米相关的政策	28
表 10: 杂交玉米种子供需平衡表（万亩，亿公斤）	29
表 11: 重点公司相关财务指标（收盘价为 2020 年 6 月 9 日，ROE 为 2020Q1 数据）	34

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

谢芝优，农林牧渔行业证券分析师。本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。除

银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒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。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

机构请致电：

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京地区：耿尤繇 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn