

猪周期磨底中，鸡周期兑现进行时

——农林牧渔行业2023年中期策略报告

行业投资评级：强于大市

中邮证券研究所 农林牧渔团队

分析师:王琦 SAC登记编号:S1340522100001 Email:wangqi2022@cnpsec.com

中邮证券

2023年7月11日

- **生猪：行业产能持续去化中。** 2022年12月至今，生猪养殖行业已累计亏损超半年，但能繁母猪存栏仅累计下降3%，产能去化缓慢，主因：1) 规模化程度提高、抗风险能力增强；2) 生产效率提升、复产能力增强；3) 仔猪价格高位，种猪企业减产动力不足。预计下半年猪价有一定的季节性回升，但行业依然处于下行周期，去产能持续。低估值铸就行业投资安全边际，同时建议优选成本优势明显兼顾成长性的标的：1) 龙头企业成本优势明显且出栏增长稳健，确定性更高。建议关注：牧原股份、温氏股份。2) 中小企业出栏增长更快、成本下降空间更大，弹性更大。建议关注：巨星农牧、华统股份、天康生物和唐人神。
- **白羽鸡：周期兑现进行时。** 22年祖代引种短缺已成定局，当前祖代存栏已较22年高点下降了9.5%。预计三季度祖代引种不足影响将传导至中下游，同时7-8月为补栏旺季，鸡苗价格有望回升，行业进入业绩兑现期。产业内上市公司都将受益于行业周期反转：上游养殖企业弹性更大（益生股份、民和股份）；全产业链覆盖企业更加稳健（圣农发展、仙坛股份、禾丰股份），下游食品加工企业亦将受益（春雪食品）。
- **动保：景气度改善。** 1) 22年行业面临着外部需求低迷、内部竞争加剧的双重困境，经过行业大动荡后，当前情况有所缓解；2) 非洲猪瘟疫苗有望在2023年底上市，行业将进一步扩容。动保行业投资既有基本面改善支撑，亦有事件催化预期，建议关注：中牧股份、普莱柯和科前生物。
- **风险提示：发生动物疫病风险、政策波动风险、原材料价格波动风险。**



目录

一 | **生猪：产能持续深度去化**

二 | **白羽鸡：周期兑现进行时**

三 | **动保：行业深度变革**

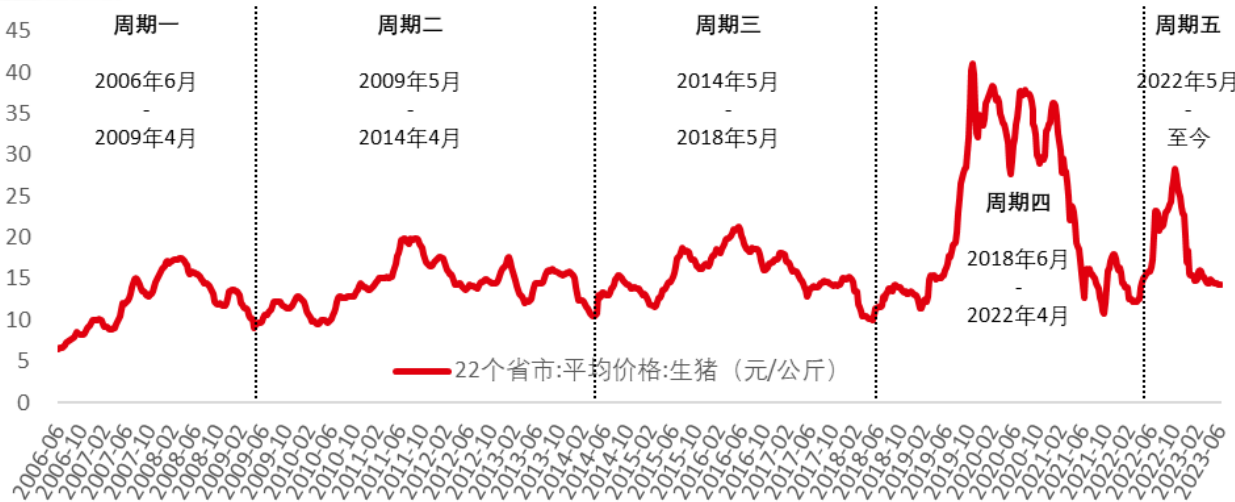


生猪：产能持续去化，低估值铸就安全边际

1.1 生猪行业处于下行周期中

- 我国“猪周期”在4年左右，大周期中又包含小周期。2006年以来，生猪市场经历过了4次完整周期，分别为：2006-2010年，2010-2014年，2014-2018年以及2018年-2022年上半年，猪价最高涨幅分别高达183%、106%、84%和252%。
- 22年下半年生猪行业开启新的周期，当前猪价二次探底中。生猪价格在2022年5月开启新一轮上涨趋势，但在22年10月末到达阶段性高点后开始持续下降。2月中旬，生猪价格达13.8元/公斤的阶段低点后，有过短暂反弹。但由于需求疲弱而供给充足，猪价3月中下旬后再度开启下跌趋势。截至7月9日生猪价格为14.0元/公斤，依然处于低位。

图表1：2022年12月以来猪价持续下行



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表2：历史“猪周期”中猪价表现

	完整周期	上升阶段	下降阶段	完整周期	上升周期	下降周期	严重疫病	生猪价格（元/公斤）		
								最高	最低	涨幅
周期一	2006/5-2010/4	2006/5-2008/4	2008/4-2010/4	47个月	23个月	24个月	蓝耳病	16.9	6.0	183.1%
周期二	2010/4-2014/4	2010/4-2011/9	2011/9-2014/4	48个月	17个月	21个月	口蹄疫	19.7	9.5	106.5%
周期三	2014/4-2018/5	2014/4-2016/5	2016/5-2018/5	49个月	25个月	24个月	猪丹毒	20.5	10.6	83.7%
周期四	2018/5-2022/4	2018/5-2021/1	2021/1-2022/4	47个月	32个月	15个月	非瘟	37.9	10.8	251.5%

资料来源：iFind，中邮证券研究所

1.2 当前生猪行业持续亏损时间和幅度处于历史前列

- 从历史上看，一般亏损6个月后，行业产能将有较多出清，迎来新一轮上涨。2014年以来行业已经历了5次大规模亏损，平均亏损时长在5-7个月左右，随后将迎来盈利周期。2022年上半年为亏损最为严重的时间，最严重时头均亏损超过500元。
- 当前亏损幅度、亏损持续时间仅次于2022年下半年。22年12月中下旬生猪价格跌破成本线，行业正式进入亏损区间，目前已累计亏损超过6个月，平均头均亏损在300元左右，仅次于2022年上半年。截至6月30日，自繁自养生猪头均亏损362元。从当前生猪供需情况来看，下半年猪价或有季节性回升，但行业依然处于下行周期。

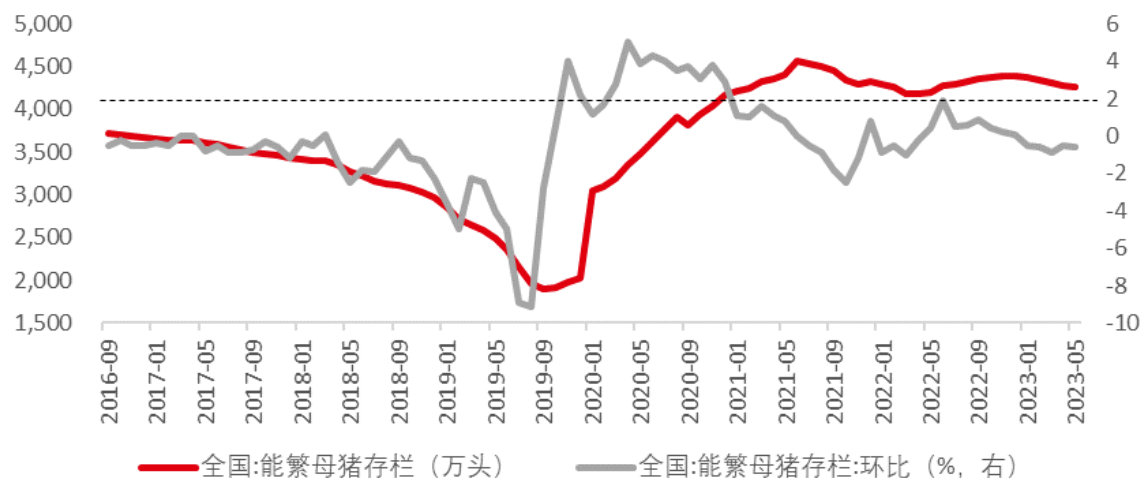
图表3：自繁自养生猪头均盈利情况（元/头）

年\月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2014年	-31	-155	-241	-301	-107	-65	-36	88	89	19	-7	-32
2015年	-78	-128	-152	-53	58	155	358	454	423	344	289	351
2016年	486	539	578	688	779	780	676	758	678	470	513	565
2017年	658	536	426	392	254	160	187	238	262	214	218	286
2018年	304	214	-176	-279	-318	-140	-35	139	205	162	112	103
2019年	-23	-76	171	321	337	438	599	1005	1623	2485	2615	2293
2020年	2477	2748	2587	2298	1834	2027	2575	2591	2409	1793	1638	2032
2021年	2282	1632	1323	762	258	-275	-175	-291	-516	-530	82	42
2022年	-249	-438	-524	-446	-200	-116	500	485	728	1161	853	246
2023年	-264	-337	-238	-337	-327	-321						

1.3 产能充裕，依然处于下行周期

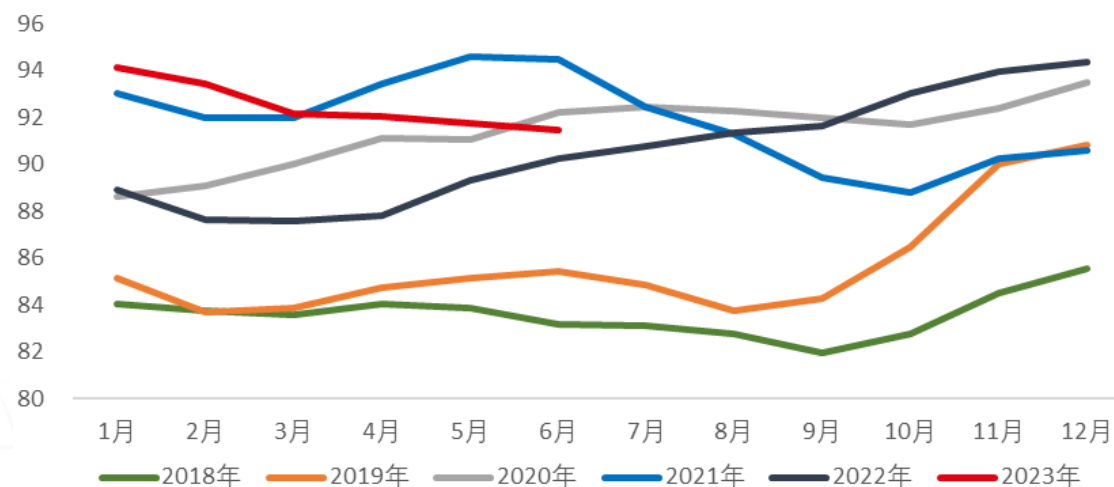
- **能繁母猪存栏持续下降近半年，但依然过剩。**根据农业农村部数据，1-5月能繁母猪存栏环比分别：-0.5%、-0.6%、-0.87%、-0.5%和-0.6%，产能去化已持续近半年。截止5月末，全国能繁存栏为4258万头，累计去化仅3%，高于上一轮周期低点4177万头（22年4月），亦高于农业部设定的“4100万头合理区间”。
- **出栏体重仍处于高位。**根据农业部数据，16省市宰后均重自22年11月以来持续下降，但是下降幅度较慢，且春节后下降幅度远低于历史同期。截至6月最后一周，宰后均重为91.3公斤，依然处于历史同期高位。生猪体重高位表明行业或依然存在较多的压栏现象，生猪价格持续低位，且天气转热，需求下滑、养殖难度加大，不排除7-8月有集中出栏风险。

图表4：能繁母猪存栏依然充足



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表5：16省市宰后均重处于高位（单位：公斤）

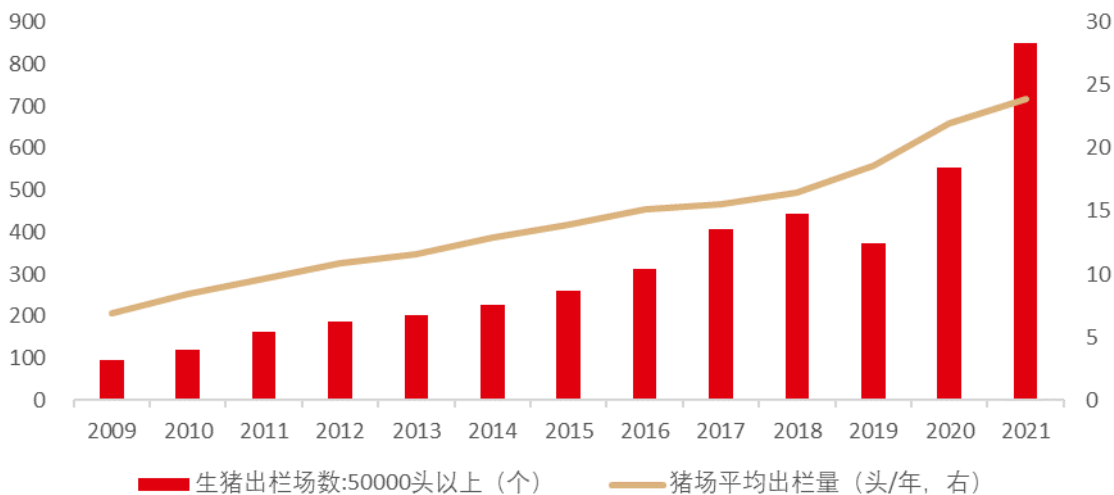


资料来源：iFind，中邮证券研究所

1.4 为什么产能去化缓慢？（一）

- **行业集中度显著提升，而规模化企业获得资金实力更雄厚、抗压能力更强。**非洲猪瘟后，行业集中度快速提升，规模场出栏占比已大幅提升。而集团化生猪养殖企业产能优化调节较为温和，即便行业持续亏损严重，其亦拥有更多的融资渠道，从而帮助企业提升风险抵抗能力、持续推进产能扩张。
- **行业复产能力增强，生产效率显著提升。**非洲猪瘟之后，行业普遍建立起严密的生物安全防控体系。即使出现母猪损失，行业也可通过三系杂交、二元回交、肉转种等多种方式快速补充母猪，行业复产能力增强，市场供给能够快速补上。同时21年年底至2022年初，行业进行了大规模的低效母猪淘汰，当前能繁母猪生产性能处于高位水平。根据涌益咨询监测样本，2023年5月，行业平均PSY已经近22，已超过了非瘟疫情前水平。

图表6：年出栏量5万头以上养殖场数量及行业平均出栏量



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表7：窝均健仔数显著提高



资料来源：涌益咨询，中邮证券研究所

1.4 为什么产能去化缓慢？（二）

- **1-5月仔猪价格高位，延缓能繁母猪产能去化。**今年1-5月商品猪养殖亏损严重，但仔猪（15kg）价格在550-600元/头的高位徘徊，远高于400-430元/头的行业平均成本线。在高盈利下，种猪企业减少母猪存栏动力不足。而仔猪价格持续高位，主要原因或在于一季度疾病导致仔猪供应减少、规模场仍有外购仔猪需求。但下游持续深度亏损，现金流压力不断增大以及信心愈加不足，仔猪价格独木难支。
- **后期产能去化有望加速。**商品猪深度亏损，仔猪价格难以支撑，6月以来仔猪价格下跌明显，6月底已跌至420元/头，已逼至成本线附近。展望下半年，生猪价格仅季节性回升，养殖户补栏动力不足，预计产能去化速度将有所加速。

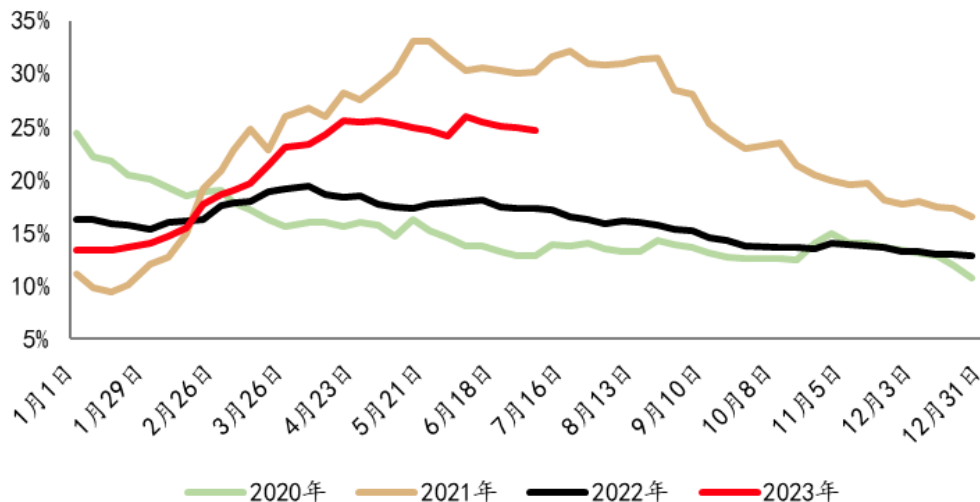
图表8：1-5月仔猪价格高位，6月下降



1.5 未来怎么看？产能去化幅度决定周期高度

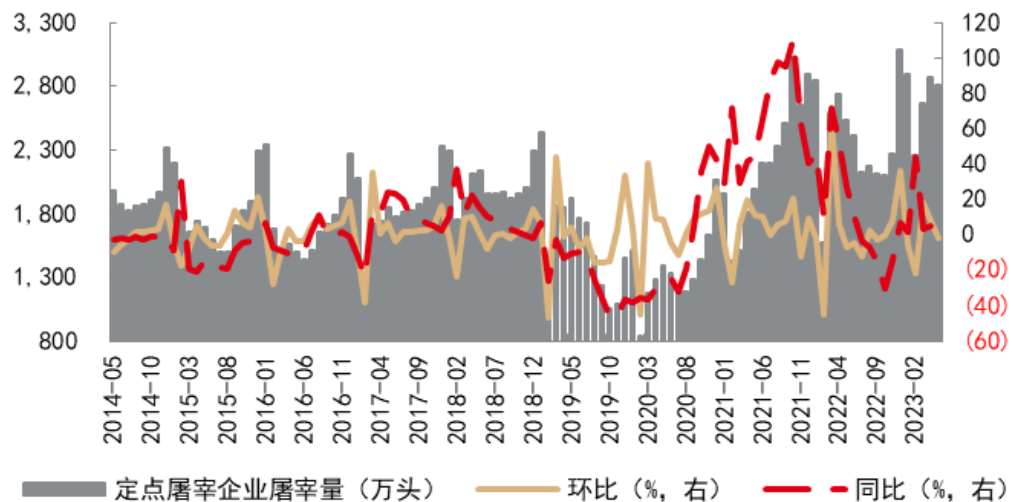
- **短期：生猪价格将依然低迷。**当前有部分大猪尚未出清，供给依然充足。同时上半年冻肉入库操作频繁，当前冻肉库存高位，而天气炎热，鲜肉需求低迷，整体需求依然较差。行业依然供大于求。
- **下半年：小幅回升，但依然处于下行周期。**从能繁存栏推断，下半年生猪供给将逐步减少，同时餐饮消费等需求好转明显，格局稍有改善。预计下半年生猪均价将较上半年有所抬升，在16-18元/公斤左右。
- **2024年：环比向好。**一是2024年的生猪供给由2023年3月以后的能繁存栏决定，而当前行业产能仍处于出清过程中，且叠加猪病影响，出清程度或超预期。二是亏损时间越久，对企业资金考验越严峻，而当前部分规模场资产负债率已处于高位，不排除其风险暴露的可能。三是二育群体在长期亏损后，逐渐退出市场，行业产能进一步下降。

图表9：冻品库容率高位



资料来源：涌益咨询，中邮证券研究所

图表10：屠宰需求低位



资料来源：iFind，公司公告中邮证券研究所测算

1.6 上市公司放缓扩张步伐

- 行业周期低迷，企业资金压力不断增大，难以维持前期的快速扩张。自2021年下半年开始，行业投资增速明显下降，22年进一步减速。我们统计了14家上市公司生猪出栏情况，22年合计出栏量增长为43%；预计23、24年将下降至22%、20%。

图表11：生猪养殖公司出栏情况

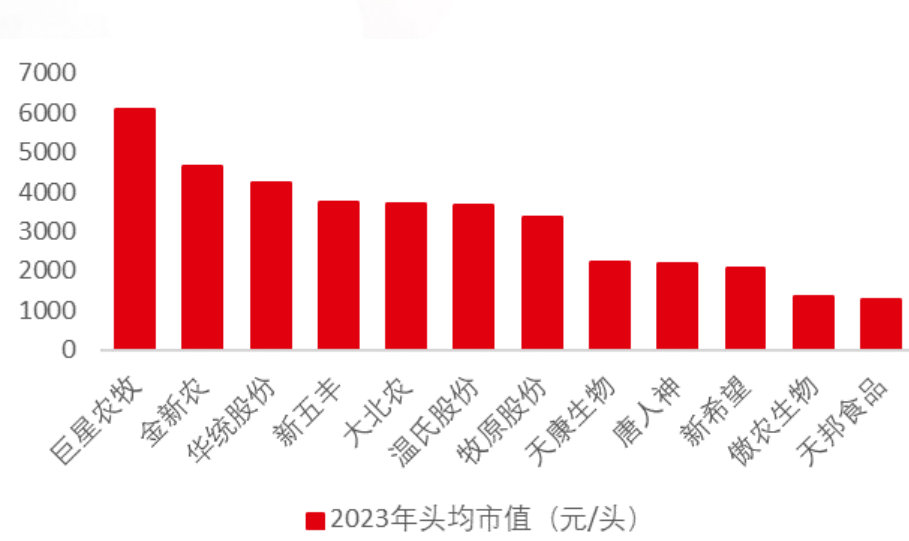
代码	公司	历史出栏（万头）		出栏预期/目标（万头）		2023年1-5月累计	2023年1-5月累计 同比	截至5月，全年目 标完成比例
		2021年	2022年	2023E	2024E			
002714. SZ	牧原股份	4026	6120	6800	7200	2495	-4. 0%	36. 7%
300498. SZ	温氏股份	1322	1791	2600	3300	980	44. 6%	37. 7%
000876. SZ	新希望	998	1461	1850	2350	773	31. 7%	41. 8%
603363. SH	傲农生物	325	519	600	800	231	24. 6%	38. 6%
002385. SZ	大北农	431	443	500	600	239	40. 7%	47. 8%
002124. SZ	天邦食品	428	442	650	750	245	38. 2%	37. 6%
002567. SZ	唐人神	154	216	350	500	135	92. 6%	38. 5%
002100. SZ	天康生物	160	203	280	500	107	48. 0%	38. 2%
002548. SZ	金新农	107	126	130	180	47	-13. 4%	35. 8%
002840. SZ	华统股份	13	120	250	450	93	152. 7%	37. 2%
001201. SZ	东瑞股份	37	52	80	180	33	56. 9%	41. 1%
605296. SH	神农集团	65	93	130	220	56	47. 5%	43. 0%
000735. SZ	罗牛山	39	50	70	85	31	62. 3%	44. 9%
1610. HK	中粮家佳康	344	410	450	500	537	173. 4%	119. 3%
合计		8449	12046	14740	17615	6001	22. 4%	40. 7%

1.7 投资建议：低估值是最根本逻辑，成本优势为最强护城河

中邮证券
CHINA POST SECURITIES

- **低估值保底，安全边际高。**当前行业生猪的平均头均市值仅在3300元/头左右，行业估值处于历史低位。
- **优选成本优势突出的标的，兼顾成长性。**1) 龙头企业成本优势相对明显，且出栏增长稳健，其确定性更强。建议关注：牧原股份、温氏股份。2) 中小企业出栏增速更快，且成本下降空间更大，其弹性更大。建议关注：巨星农牧、华统股份、天康生物和唐人神。
- **风险提示：**发生动物疫情风险，需求不及预期风险

图表12：上市公司23年头均市值（2023年7月10日）



资料来源：iFind，公司公告，中邮证券研究所测算

图表13：主要上市公司盈利和估值情况（股价为2023年7月10日收盘价）

代码	股票简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元/股)	EPS（元/股）			PE（倍）			评级
				2022年	2023年E	2024年E	2022年	2023年E	2024年E	
002714.SZ	牧原股份	2,295	42	2.43	3.22	5.66	17	13	7	买入
300498.SZ	温氏股份	1,205	18.39	0.81	0.90	2.80	23	21	7	买入
000876.SZ	新希望	532	11.73	-0.32	0.46	0.43	-36	25	28	增持
002100.SZ	天康生物	113	8.32	0.22	0.49	1.34	37	17	6	买入
002840.SZ	华统股份	106	17.23	0.14	0.81	1.72	120	21	10	买入
002567.SZ	唐人神	97	6.99	0.10	0.36	0.87	72	20	8	买入
603477.SH	巨星农牧	164	32.4	0.31	1.09	3.25	104	30	10	未评级

资料来源：ifind，中邮证券研究所

注：巨星农牧2023和2024年EPS为ifind一致预期；其余为中邮证券研究所预测

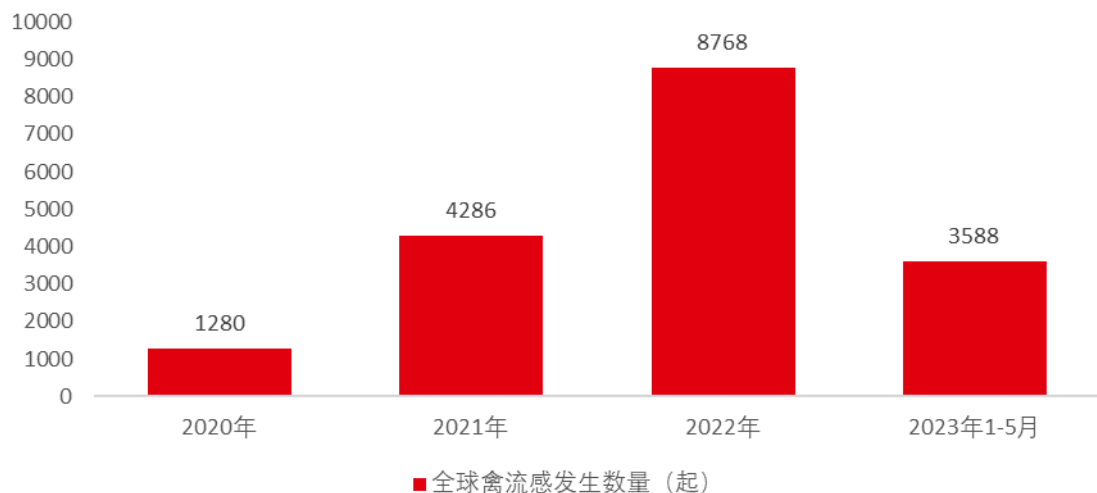


白羽肉鸡：周期兑现进行时

2.1 海外禽流感形势依然严峻，海外引种不确定性仍存

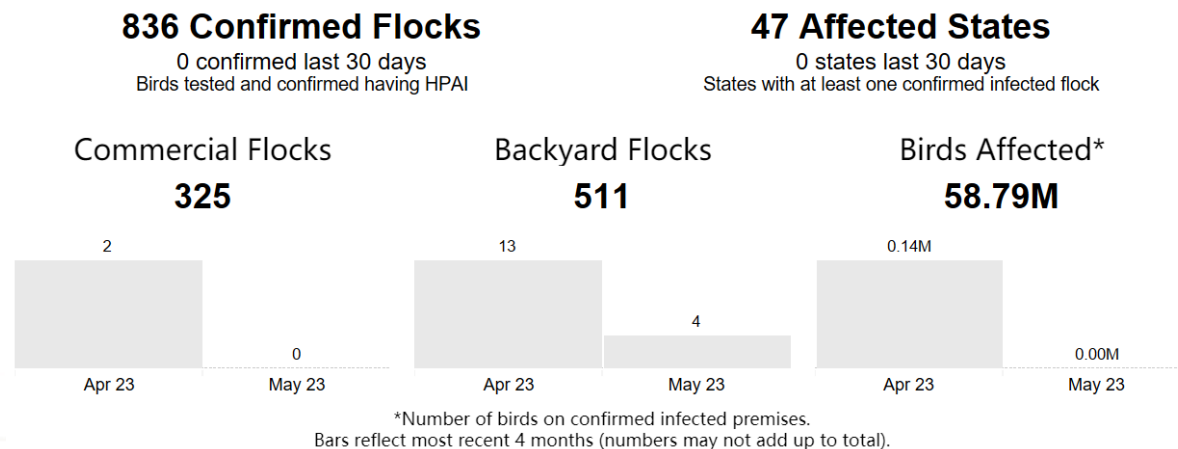
- **全球禽流感依然处于高发期。**自2021年10月以来，H5N1毒株在全球范围内蔓延，已是有记录以来最严重的一次。根据农业农村部数据统计，2022年全球共发生8768起禽流感，比2020和2021年的总和还多；2023年1-5月发生3588起，依然处于高发期。
- **海外引种只剩美国阿拉巴马州和新西兰。**受禽流感影响，我国对英、法等欧洲国家已封关多年。当前美国仅剩阿拉巴马州尚可引种（主要品种为：利丰、AA+、罗斯308），其余主要引种州依然受禽流感困扰，短期内放开较难。新西兰自去年海关检测出疾病后，截止当前仍只可引种科宝。

图表14：全球禽流感发生数量



资料来源：农业农村部，中邮证券研究所

图表15：美国禽流感情况（数据更新日期2023年7月4日）

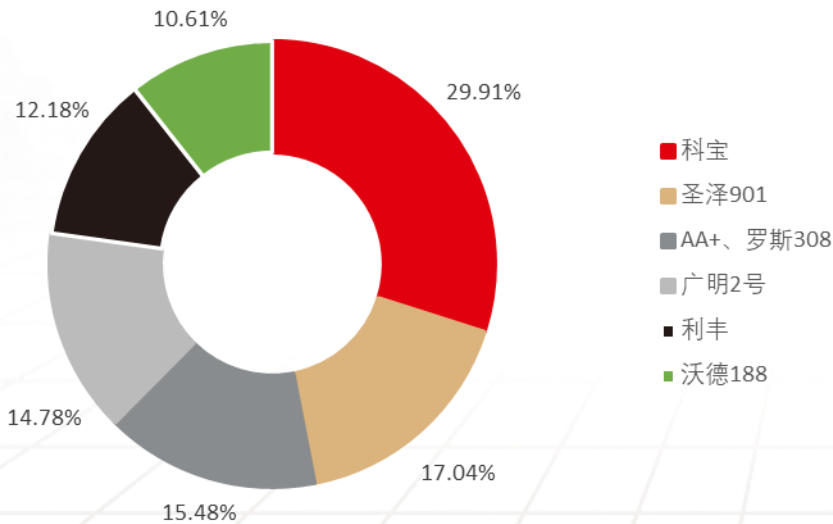


资料来源：USDA，中邮证券研究所

2.2 国产育种兴起，弥补部分供给缺口

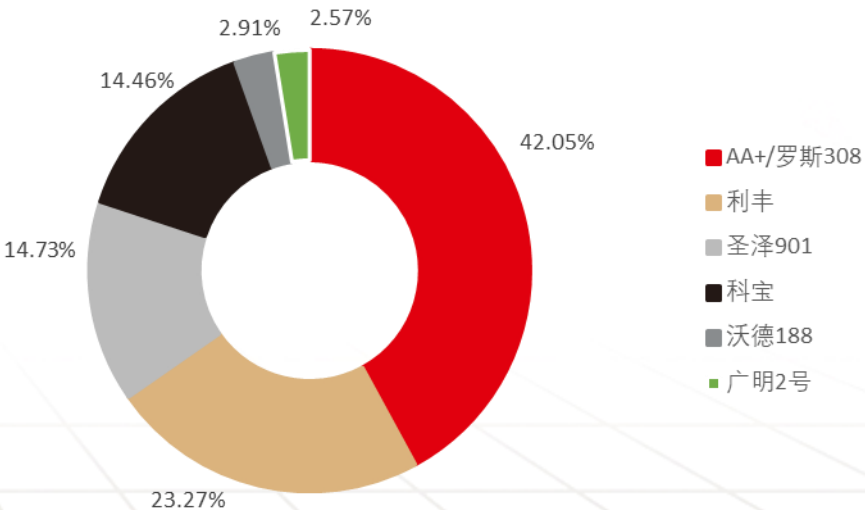
- 2021年白羽肉鸡三大国产品种通过审定，22年下半年正式开启产业化推广应用。截至当前，圣泽901、广明2号、沃德188父母代种鸡推广数量分别达到了380万套、100万套和79万套，三大品种累计推广父母代种鸡数量达559万套。力争到2030年，我国三个自主培育的白羽肉鸡新品种市场占有率超过50%。
- **23年上半年国产品种市占率快速上升。**根据钢联农产品统计，1) 祖代更新量中：2022年国产品种占比25%，2023年1-5月已上升至42.43%；2) 在父母代鸡苗的销量中：2023年1-5月销量占比达20.21%。海外引种受限，为国产品种发展提供了良好机遇，但国产品种仍然面临着种鸡性能、养殖方式等多种质疑，仍需经受市场考验。

图表16：2023年1-5月祖代更新品种占比



资料来源：Mysteel，中邮证券研究所

图表17：2023年1-5月父母代鸡苗销量占比

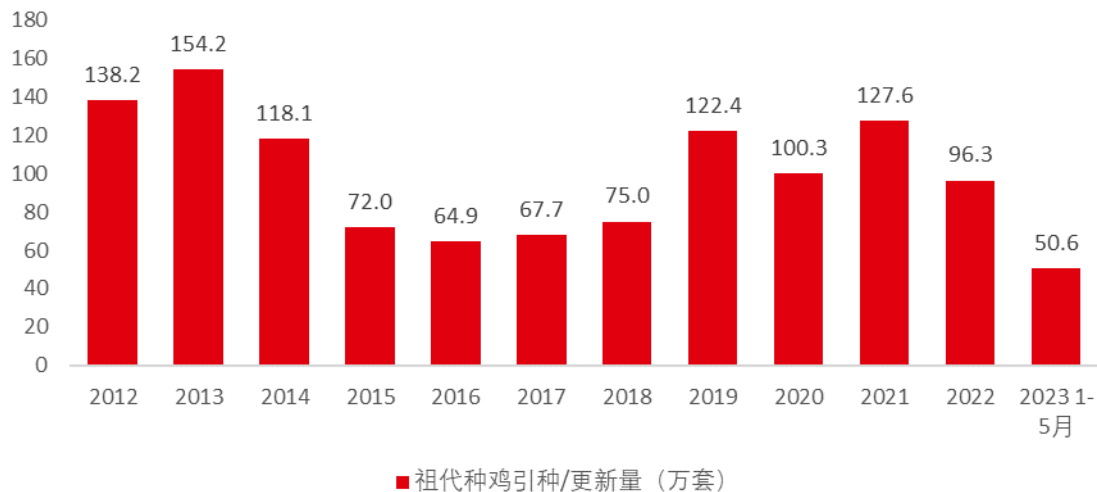


资料来源：Mysteel，中邮证券研究所

2.3 22年引种不足已成定局，23年情况有所缓解

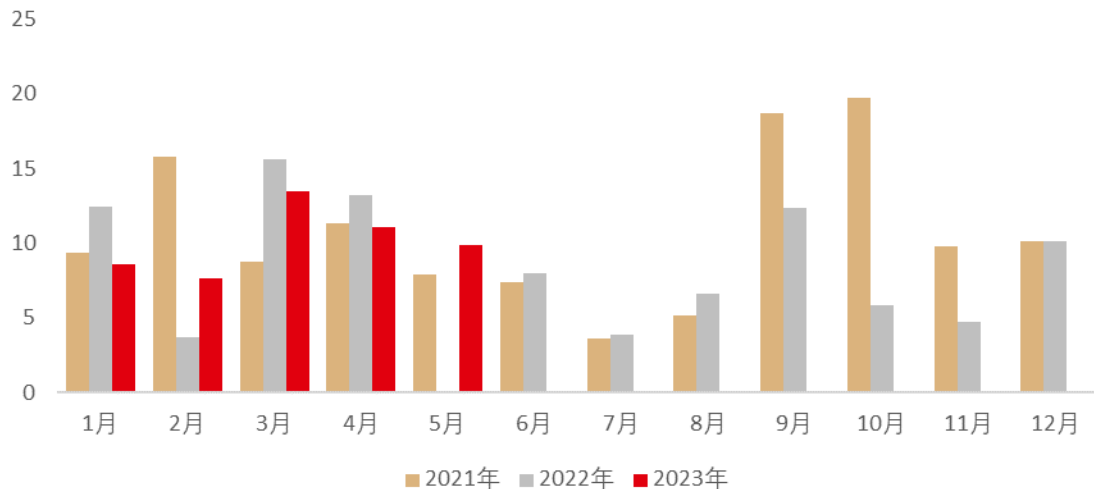
- **2022年：远低于均衡量。**2022年1-4月份祖代引种正常，但受航班问题及国际禽流感疫情影响，2022年5-7月、10-11月，我国未能从国外进口祖代肉种鸡，仅在去年8月、9月和12月有少量引种。根据畜牧业协会数据，2022年1-12月我国白羽肉鸡祖代种鸡更新量合计96.34万套，同比下降24.51%，这一数据远低于110-120万套的均衡量。
- **2023年：**2023年1月祖代种鸡暂无引种，2-5月引种状况明显改善，平均每月有4万套左右的海外引种。另叠加国产品种发力，上半年祖代供给明显好转。1-5月我国祖代更新为50.57万套，同比增长12.6%。按照当前形势来看，预计23年全年可达120万套左右。

图表18：白羽肉鸡祖代更新量（全年，万套）



资料来源：禽业协会，中邮证券研究所

图表19：白羽肉鸡祖代更新量（月度，万套）

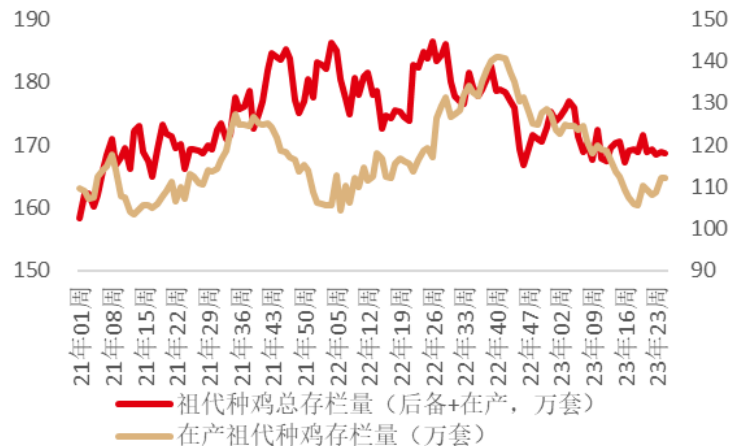


资料来源：禽业协会，中邮证券研究所

2.4 引种不足开始向下传导，祖代存栏下滑明显

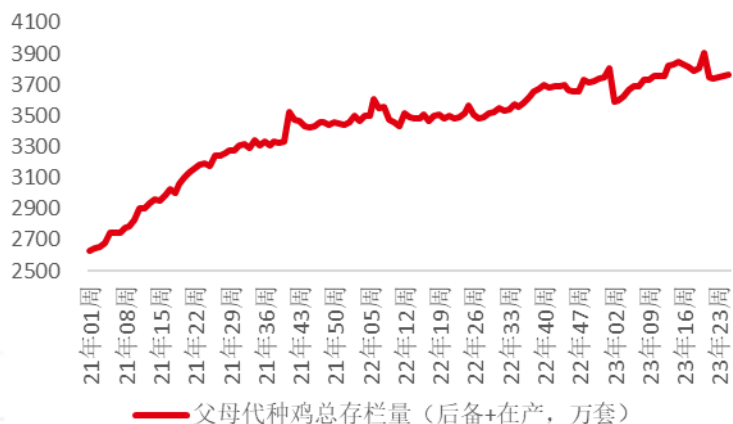
- 存栏情况来看：1) **祖代存栏明显下降**。截至6月25日当周，全国祖代总存栏168.7万套，较22年7月初的阶段高点下降了9.5%，其中产祖代存栏为112.03万套，较22年高点下降了20.57%，下降幅度更加明显。而随着年初祖代更新量的增加，后备祖代存栏有所回升。2) **强制换羽及国产品种增加影响下，父母代存栏高位**。全国父母代鸡苗存栏在5月25日达3906万套，为近年来最高点。6月以来有所下降，截止6月25日当周，为3765万套。
- 价格情况：1) **父母代价格持续高位**。自去年10月以来父母代鸡苗价格快速走高，今年上半年维持在高位，同时国产和进口之间差价明显。其中，市场认可度较高的AA+父母代报价持续在70-80元/套，为近2年的最高点；而国产品种报价在30-40元/套。2) **商品代鸡苗价格坚挺**。受停孵期影响，2-4月鸡苗供应短缺、价格攀升至高位；5-6月供应增加叠加淡季影响，鸡苗价格回落，但同比依然改善较多。

图表20：祖代存栏情况



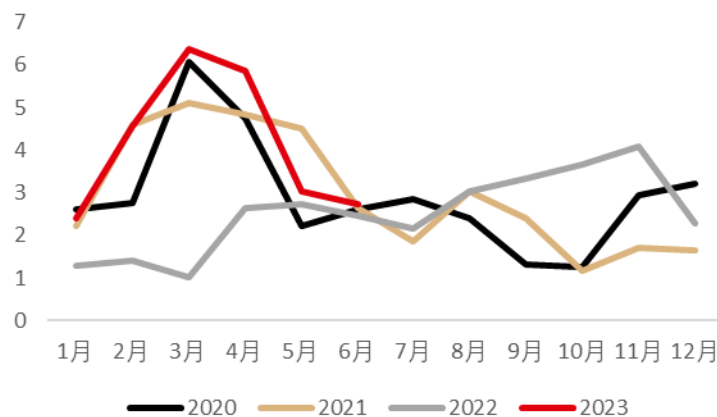
资料来源：禽业协会，中邮证券研究所

图表21：父母代存栏情况



资料来源：禽业协会，中邮证券研究所

图表22：烟台商品代鸡苗均价（元/羽）



资料来源：ifind，中邮证券研究所

2.5 投资建议：关注周期兑现情况，上游企业弹性更大

- **下半年鸡苗价格有望回升。**祖代供应量将影响12个月后的鸡苗和14个月后的肉鸡供给。2022年5-7月、10-11月祖代海外引种量均为0，22年我国祖代更新量远低于均衡所需，2023年供给不足已成定局。同时疾病、强制换羽等影响下，祖代性能下降明显，上游供给将进一步紧张。预计三季度祖代引种不足影响开始传导至中下游，同时7-8月为鸡苗补栏旺季，鸡苗价格有望回升，行业进入业绩兑现期。
- 产业内上市公司都将受益于行业周期反转：上游养殖企业弹性更大（益生股份、民和股份）；全产业链覆盖企业更加稳健（圣农发展、仙坛股份、禾丰股份），下游食品加工企业亦将受益（春雪食品）。
- 风险提示：需求不及预期风险、供给释放超预期风险、发生动物疫情风险

图表23：主要上市公司盈利和估值情况（股价为2023年7月10日收盘价）

代码	股票简称	总市值（亿元）	收盘价 （元/股）	EPS（元/股）			PE			评级
				2022年	2023年E	2024年E	2022年	2023年E	2024年E	
002458. SZ	益生股份	101	10.16	-0.37	1.17	0.81	--	9	13	买入
002234. SZ	民和股份	62	17.69	-1.30	1.91	1.57	--	9	11	买入
002299. SZ	圣农发展	236	19.01	0.33	1.39	1.50	58	14	13	买入
002746. SZ	仙坛股份	79	9.19	0.15	0.42	0.35	62	22	26	增持
603609. SH	禾丰股份	92	10.05	0.56	0.59	1.30	18	17	8	未评级
605567. SH	春雪食品	30	14.97	0.40	0.48	0.66	38	31	23	未评级

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

注：益生股份、民和股份、圣农发展和仙坛股份2023和2024年EPS为中邮证券研究所预测；其余为iFind一致预期。

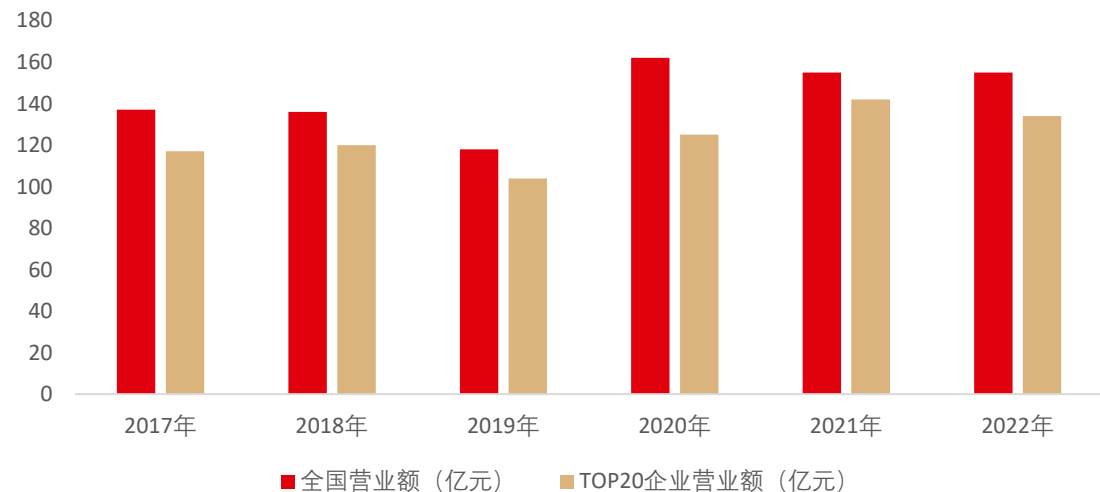
三

动物疫苗：行业深刻变革，关注非瘟疫苗进展

3.1 2022年行业低迷，当前有所企稳

- **22年量价齐跌，23年上半年有所缓和。**22年养殖行业亏损严重，养殖集团纷纷采用集采，一方面导致动保行业需求萎缩，另一方面迫使企业为保住市场份额而降价。22年动保行业量价齐跌，企业困难重重。根据新猪派统计，2022年TOP20企业（共计23家）营业额共计134亿，相较于2021年的142亿下降8亿，占全国市场的9成左右。而随着四季度生猪价格的回暖，22年底动保行业情况有所改善。
- 从主要的10家动保上市公司来看，22年行业盈利能力大幅下挫，23年Q1有所企稳。1) 毛利率：22年整体毛利率仅为37.17%，较21年下降6.41个百分点。23年Q1则稍有恢复至40.39%。2) 从盈利来看，22年全年行业归母净利润同比大幅下降24.45%，23年Q1在行业触底及低基数双重影响下，利润同比增长26.48%。

图表24：动物疫苗企业CR20合计销售额



资料来源：新猪派，中邮证券研究所

图表25：10家动保上市企业整体毛利率情况

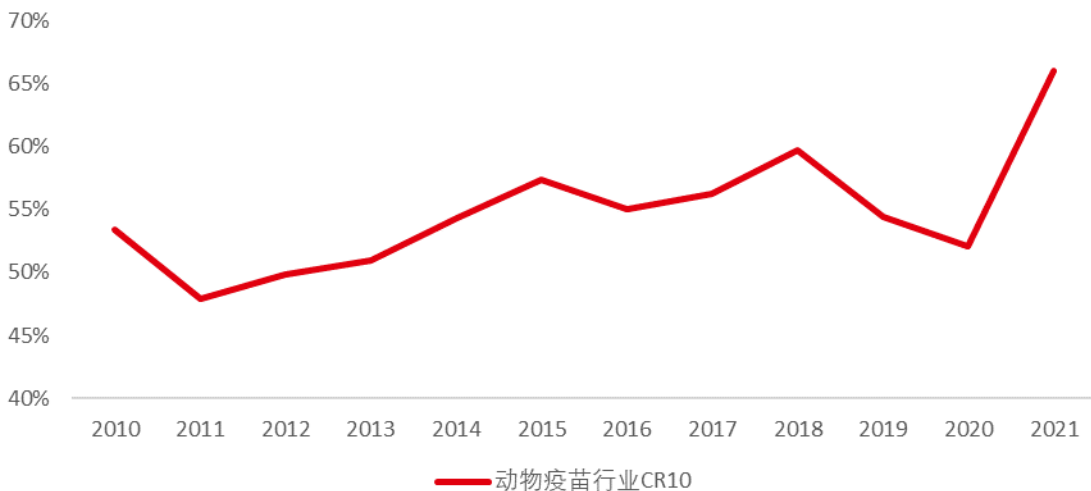


资料来源：iFind，中邮证券研究所

3.2 变革一：养殖规模化倒逼行业集中度提升

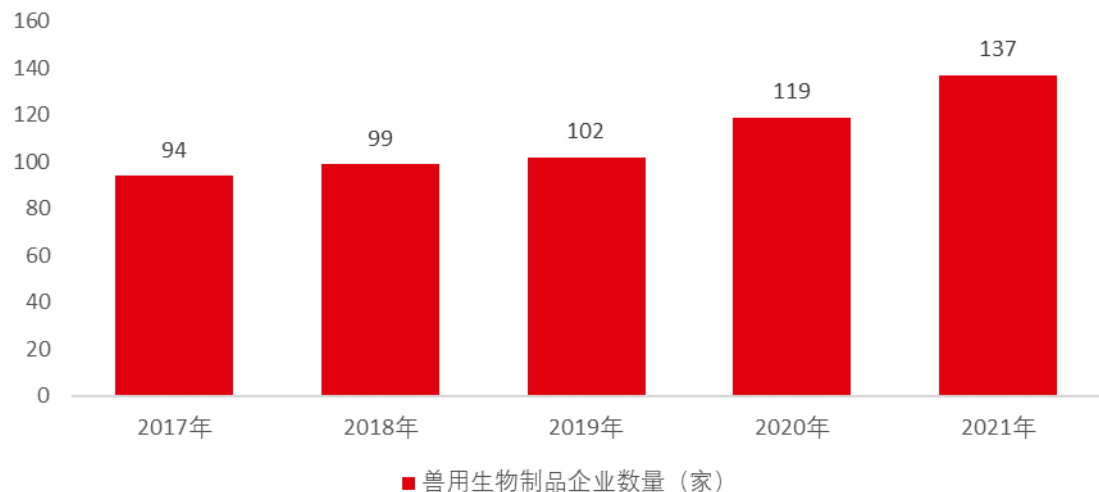
- **行业集中度提升。**养殖规模化进程不仅将带动动保行业整体扩容，同时头部动保企业在研发、产品和渠道等方面的优势进一步凸显，进而与养殖企业形成深度合作绑定，在规模化进程中能够抢占更多份额。非瘟之前，我国动物疫苗行业CR10稳定在50%-60%左右，在非瘟常态化后，21年快速提升至66%左右，预计22年进一步提升。
- **“研发能力”、“大客户获取能力”的重要性越发突出。**2020年以前，我国动保企业的竞争是基于生产牌照、生产工艺和销售的竞争。随着动物疫苗市场走向全面的市场化，下游养殖企业的选择将更多、话语权增强，而与大型养殖企业形成深度稳定合作将是动保企业竞争的重点。

图表26：动物疫苗行业销售额CR10情况



资料来源：中国兽药协会，中邮证券研究所

图表27：通过GMP认证的兽用生物制品企业数量

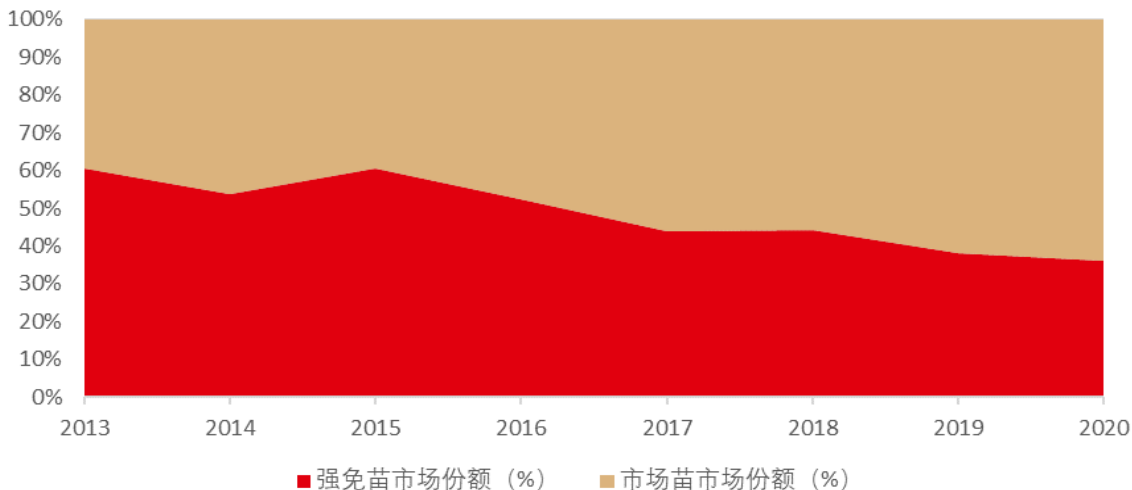


资料来源：中国兽药协会，中邮证券研究所

3.3 变革二：政策推动，市场化竞争加剧

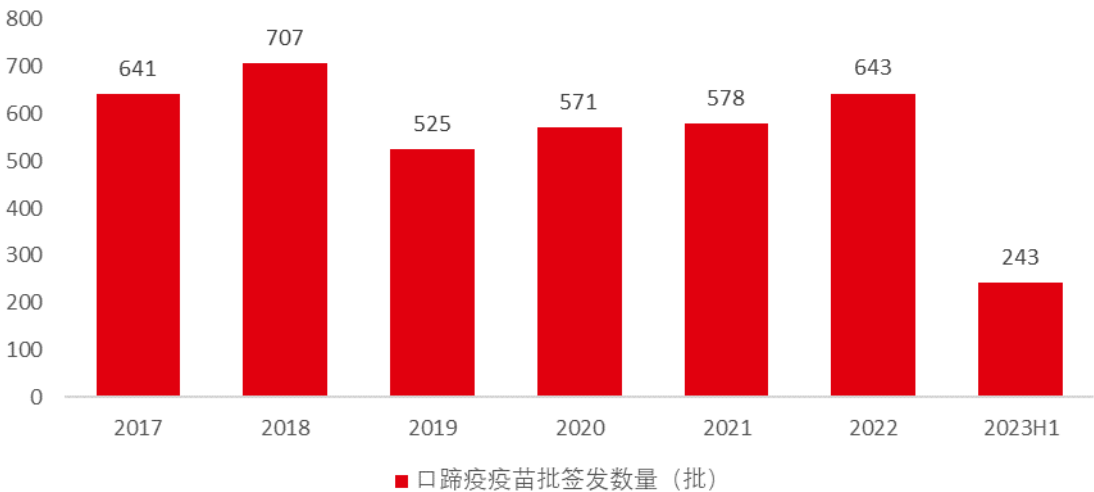
- **强免疫苗退出倒计时，行业走向全面市场化。**动保行业政策不断：20年7月起“饲料全面禁抗”；22年6月新版GMP正式施行；另已明确“2025年全面取消政府招标采购强免疫苗”。2015年后，非强免品种市场占比逐步提高，根据兽药协会数据，2016年国家强制免疫疫苗的销售额约占兽用生物制品总体量的53%，20年下降至36.1%，21、22年预计进一步下降。
- **行业竞争加剧，市场化产品明显增多。**伴随着先打后补政策的逐步落地，财政直补养殖户的总量逐步增加，政府集中采购总量大幅下降，各生产企业为了确保政采端份额，价格战也愈演愈烈。以主要大单品口蹄疫疫苗为例，22年其批签发数达643批，同比增长11.2%。

图表28：市场疫苗销售额占比逐年提升



资料来源：中国兽药协会，中邮证券研究所

图表29：口蹄疫疫苗批签发数量



资料来源：国家兽药基础信息数据库，中邮证券研究所

3.4 变革三：非瘟疫苗带来新的契机

- **有望在2023年底获批上市。**目前国内的非瘟疫苗主要有灭活疫苗、减毒活疫苗、亚单位疫苗、病毒载体疫苗、DNA疫苗和mRNA疫苗等6种技术路线，其中亚单位疫苗进展相对较快。4月初多家研发机构已向农业农村部提交了应急评价申请，最快有望在2023年底获批。
- **行业扩容，格局有望重塑。**非洲猪瘟后，猪场的疫病的防控成本大幅上涨，当前折合每头猪大概在110-130元。即便非瘟疫苗只有70%左右的免疫率，依然能大大降低养殖成本，故而行业对非瘟疫苗期待较高。而对于动保行业，非瘟疫苗上市的影响将主要体现在两方面：1) 新增大单品，行业扩容明显。非瘟疫苗有望按照市场定价，预计价格在15-20元/头份，非瘟疫苗市场规模可达200-300亿。2) 龙头企业优势将更加突出。非瘟疫苗生产工艺复杂，对企业研发、生产能力等要求更高，头部企业将展开激烈争夺。

图表30：当前我国非瘟疫苗研发进展

研发机构	合作企业	技术路线
兰州所	普莱柯	亚单位疫苗
中科院	生物股份、金宇生物、国药	亚单位疫苗
华中农大	科前生物	病毒活载体疫苗

资料来源：中邮证券研究所根据公司公告整理

图表31：不同价格下非瘟疫苗市场规模测算

单价（元/头份）	免疫数量（万头）	免疫次数（次）	市场规模（亿元）
10	67,000	2	134
15	67,000	2	201
20	67,000	2	268
25	67,000	2	335

资料来源：中邮证券研究所测算

3.5 投资建议：景气改善，关注非瘟疫苗进展

- 近年来行业经历了较大变革，2023年行业景气度有望改善，一是：下游养殖端集中度快速提升，对动保产品的品质要求也更高，倒逼动保行业由牌照竞争向研发“大客户”、“大单品”竞争，市场化程度进一步提升。22年行业已经经过一轮激烈竞争，当前格局有所稳定；二是非洲猪瘟疫苗有望在2023年底上市，行业将进一步扩容，同时行业格局亦将有所影响。动保行业投资既有基本面改善支撑，亦有事件催化预期，建议关注：中牧股份、普莱柯和科前生物。
- 政策变动风险，需求恢复不及预期风险

图表32：主要上市公司盈利和估值情况（股价为2023年7月10日收盘价）

代码	股票简称	总市值（亿元）	收盘价 （元/股）	EPS（元/股）			PE			评级
				2022年	2023年E	2024年E	2022年	2023年E	2024年E	
600195.SH	中牧股份	120	11.77	0.54	0.60	0.80	22	20	15	买入
603566.SH	普莱柯	79	22.51	0.49	0.75	0.88	46	30	26	买入
688526.SH	科前生物	108	23.27	0.88	1.43	1.79	26	16	13	未评级

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

注：中牧股份、普莱柯2023和2024年EPS为中邮证券研究所预测；其余为iFind一致预期。

- **发生动物疫病风险：**重大疫病的出现将会给畜牧养殖业带来较大的经济损失，同时也会对兽药、饲料行业造成较大的影响。若非洲猪瘟或其他重大疾病影响超预期，将给养殖行业及其上游企业的稳定经营带来不确定性。
- **政策变动风险：**养殖、动保等行业面临着严格的监管，如果不能及时适应新的政策，公司经营将受严重影响。
- **原材料价格波动风险：**如果玉米、大豆等农产品因国内外粮食播种面积减少或产地气候反常导致减产，或受国家农产品政策、市场供求状况、运输条件等多种因素的影响，市价大幅上升，将增加行业内公司生产成本的控制和管理难度，对未来经营业绩产生不利影响。

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号大厦3楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048



中 邮 证 券

CHINA POST SECURITIES