

布局养殖周期反转，拥抱新技术新消费

华泰研究

2023年10月27日 | 中国内地

年度策略

养殖周期反转将近，新技术、新消费如日方升

2024年农业板块投资三条主线：1) 猪、鸡、鱼价格周期反转向上，建议关注生猪养殖优质龙头牧原股份、温氏股份，白羽鸡全产业链龙头圣农发展等，及饲料龙头海大集团。2) 转基因种子品审落地、猫三联疫苗应急评审通过、非瘟疫苗应急评价推进，三大新技术方向有望在2024年陆续实现商业化落地，市场空间扩容可期。建议关注性状品种双受益的隆平高科、性状龙头大北农等。3) “低成本下的高品质+高性价比”的新消费需求驱动下，宠物零食的国产替代及量贩零食崛起或迎新机遇。建议关注宠食龙头乖宝宠物、中宠股份等，量贩零食行业龙头万辰集团等。

肉类价格磨底，周期反转可期

目前猪、鸡、鱼价格均在周期底部，考虑到1) 猪：22H2母猪存栏持续增加、23H1母猪存栏仅累计去化2.14%且行业MSY或仍在提升，我们预计23Q4和24H1供给压力仍存、猪价或持续承压，养殖持续亏损、现金流压力加大或刺激行业产能加速去化，有望带动猪价在2024H2迎来上涨主升浪。推荐牧原股份、温氏股份等。2) 鸡：2022年引种收缩逐步传导，2024年白羽肉鸡供需大概率出现缺口，有望带动白羽肉鸡产业链盈利明显好转，建议关注圣农发展、益生股份、民和股份、仙坛股份等。3) 鱼：根据以往周期规律，我们推算本轮周期底部或出现在2023年11月~2024年4月，触底反转后有望迎来持续一年半左右的周期上行。4) 海大集团：有望受益于提前投放营销资源而实现抢先于后周期修复，建议关注海大集团。

技术变革红利，关注转基因、猫三联、非瘟三大方向

技术变革红利期或将到来，其中，1) 转基因种子：首批品种审定已落地，目前产业内对初审通过的转基因玉米品种需求旺盛，定价有望较非转基因杂交种子实现明显溢价，或带动国内种子市场明显扩容。粮价高位震荡、板块估值相对低位等多重利好加持，推荐隆平高科、大北农、登海种业、荃银高科等。2) 猫三联疫苗：瑞普生物和科前生物的猫三联苗均已通过应急评价、生物股份和普莱柯的也处于应急评价过程中，产品或于明年陆续上市，宠物板块或将成为动保公司第二增长曲线。3) 非瘟疫苗：应急评价相关评审工作积极推进，我们预计非瘟疫苗最快有望于2024年中实现生产销售，或带动猪苗市场明显扩容。建议关注率先布局的科前生物、普莱柯、中牧股份等。

宠食国产替代，量贩零食崛起

新消费需求驱动下，宠物零食国产替代和量贩零食崛起或迎新机遇。1) 宠食：我国宠物市场快速增长，国产替代空间广阔，国内宠企有望依靠高性价比及出色的营销运营及研发实力强势崛起。建议关注乖宝宠物、中宠股份、佩蒂股份等。2) 量贩零食：万亿市场渠道持续变革，量贩零食行业竞赛本质或为效率比拼，供应链或为关键环节。建议关注行业龙头万辰集团等。

风险提示：畜禽价格表现不及预期，上市公司生猪出栏量不及预期，母猪产能去化幅度/速度不及预期，粮食价格表现不及预期，农业支持政策力度不及预期等。

农林牧渔

增持 (维持)

研究员

SAC No. S0570522120004
SFC No. BPK020

熊承慧, PhD

xiongchenghui@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

联系人

SAC No. S0570123010003

张正芳

zhangzhengfang@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

联系人

SAC No. S0570123070139

季珂

jike@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

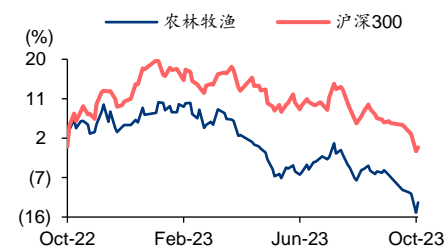
联系人

SAC No. S0570123040109

施琪

shiqi@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

行业走势图



资料来源: Wind, 华泰研究

重点推荐

股票名称	股票代码	目标价 (当地币种)	投资评级
牧原股份	002714 CH	66.46	买入
温氏股份	300498 CH	22.00	买入
海大集团	002311 CH	63.04	买入
隆平高科	000998 CH	21.50	买入
大北农	002385 CH	10.14	买入
圣农发展	002299 CH	29.94	买入
益生股份	002458 CH	16.90	买入
万辰集团	300972 CH	38.97	增持
民和股份	002234 CH	21.24	买入
登海种业	002041 CH	18.00	增持
荃银高科	300087 CH	15.08	买入
乖宝宠物	301498 CH	49.98	买入
中宠股份	002891 CH	34.00	买入
佩蒂股份	300673 CH	14.10	买入
科前生物	688526 CH	33.30	买入
普莱柯	603566 CH	28.00	买入
中牧股份	600195 CH	18.90	买入
仙坛股份	002746 CH	9.63	买入

资料来源: 华泰研究预测

正文目录

三条主线：养殖周期反转将近，新技术、新消费如日方升.....	5
周期：肉类价格磨底，周期反转可期	6
猪：周期底部明确，行业蓄力反转.....	7
白羽肉鸡：产能收缩逐步传导，周期大概率迎反转	9
鱼：2024H1 或迎周期反转向上，静待夏日花开.....	11
海大集团：后周期修复或较晚，海大有望抢先修复	13
技术变革红利：关注三大方向	14
转基因种子：品审终落地，先发种企量价齐升.....	14
猫三联疫苗：进口垄断下，国产苗或于明年上市	19
非瘟疫苗：应急评价推进，2024 年中或启动生产	20
性价比新消费需求：宠食国产替代，零食量贩崛起.....	22
宠物食品：关注国产宠牌替代新机遇	22
量贩零食：极致性价比下的零食零售业态新变革	26
风险提示.....	35

图表目录

图表 1：猪价指数、鸡价指数、草鱼价格指数走势	6
图表 2：全国生猪均价及同比变化	7
图表 3：自繁自养生猪和外购仔猪养殖利润.....	7
图表 4：各方口径下能繁母猪存栏环比变化总览.....	8
图表 5：以往周期亏损期与猪价底部.....	8
图表 6：全国生猪存栏量及同比变化.....	9
图表 7：国内饲料同比变化	9
图表 8：白鸡产业链上下游产品的价格情况.....	9
图表 9：上市公司的白鸡商品代苗和鸡肉销售价格	9
图表 10：白鸡产业链上下游盈利情况.....	10
图表 11：禽类屠宰场开工率和库容率.....	10
图表 12：全国定点监测企业白羽肉种鸡祖代及父母代在产存栏.....	10
图表 13：全国白羽肉鸡祖代更新量	10
图表 14：4 家白鸡板块企业深加工肉制品业务收入及占总收入比重	11
图表 15：布局调理品深加工的主要禽企的调理品深加工产能情况	11
图表 16：草鱼价格周期梳理	12
图表 17：国内主要淡水养殖鱼类产量.....	12
图表 18：国内主要消费鱼类价格走势.....	12
图表 19：猪饲料产量、饲料总产量的同比及猪价月度变化	13
图表 20：2024 年农业板块值得关注的三大新技术及进展.....	14
图表 21：首批过审转基因品种性状公司及育种公司梳理.....	14

图表 22: 转基因品审落地后商业化流程展望.....	15
图表 23: 美国转基因玉米种子售价较常规杂交种子高 10%-50%.....	15
图表 24: 我国转基因棉花种子比非转基因贵 20-30 元/亩	15
图表 25: 种子企业与性状企业同时受益于转基因商业化.....	16
图表 26: 1997 年美国转基因作物收益在各环节的利润分配情况	16
图表 27: 2022 年全球种业市场 CR5 达 52%.....	16
图表 28: 2022 年中国种业市场 CR5 仅为 19%	16
图表 29: 国内转基因玉米性状环节的竞争分析.....	17
图表 30: 2022/23 年度黑龙江玉米种植成本低于现货价	18
图表 31: 全球玉米供需平衡表	18
图表 32: 截至 10 月 20 日中国玉米价格位于过去 10 年 75%分位.....	18
图表 33: 我国玉米种子价格及市场规模的历史情况及展望	19
图表 34: 布局猫三联疫苗上市公司的进展	19
图表 35: 猫联苗市场空间测算	20
图表 36: 国内非瘟疫苗研发主要技术路线及相关信息梳理.....	20
图表 37: 非洲猪瘟疫苗市场空间情景分析	21
图表 38: 对标美日, 中国宠物市场仍在快速发展期.....	22
图表 39: 我国养宠家庭渗透率相比于美日仍有差距.....	22
图表 40: 中国相对于其他发达国家单宠支出仍有提升空间	22
图表 41: 预计 2024 年宠物行业市场规模为 3802 亿	23
图表 42: TOP10 宠企内国内宠物食品企业市占率稳步提升.....	23
图表 43: TOP10 宠牌内国内宠物食品品牌市占率稳步提升.....	23
图表 44: 2021、2022 年犬主粮市场国产可替代比例为 65.2%、55%.....	24
图表 45: 2021、2022 年猫主粮市场国产可替代比例为 39.8%、50.7%.....	24
图表 46: 国外品牌件均价约为国内品牌 3 倍左右	24
图表 47: 乖宝/中宠/佩蒂销售费用/国内业务收入比例均在 30%左右	24
图表 48: 2018 年至 2022 年国内宠物行业品牌市占率排行榜 TOP10	25
图表 49: 2018 年至 2022 年国内宠物行业公司市占率排行榜 TOP10	25
图表 50: 乖宝宠物拟用超募资金 5.6 亿元投资建设“年产 10 万吨高端宠物食品项目”	26
图表 51: 中宠股份到 25 年公司将新增 9 万吨干粮产能、6 万吨湿粮产能及 1.2 万吨零食产能	26
图表 52: 相较于 2018 年, 2022 年河北宠物饲料产量下滑约 4 万吨.....	26
图表 53: 中国各省份宠物饲料年产量占比, 河北下滑、山东崛起	26
图表 54: 欧睿口径下, 2024E 我国零食行业零售额高达 1.7 万亿	27
图表 55: 艾媒咨询预计 2024E 我国零食行业规模为 1.2 万亿	27
图表 56: 零食行业 40 年渠道变迁, 量贩零食店开启新时代.....	27
图表 57: 量贩零食店采购价格低、渠道毛利低, 终端价格降低约 25%.....	28
图表 58: 加盟店单店模型对比: 量贩零食店 VS 零食品牌店	28
图表 59: 线下渠道 SKU 数对比, 量贩零食约为传统商超的 1.13 倍	29
图表 60: 长沙零食很忙(解放西路店)直营店内张艺兴周边	29
图表 61: 万辰系品牌门店数稳步扩张.....	29



图表 62: 量贩零食行业集中度稳步提升	29
图表 63: 量贩零食店分布: “北万辰, 南很忙, 中一鸣, 西有鸣, 东南糖巢, 其余偏安”	30
图表 64: 万辰旗下来优品/好想来/吖嘀吖嘀/陆小馋统一整合为好想来	30
图表 65: 公司在苏皖地区根基深厚, 收购老婆大人进军浙江	30
图表 66: 头部量贩零食品牌选品采购、门店管理及营销推广梳理	31
图表 67: 万辰系/零食很忙/零食有鸣/零食优选仓配体系梳理	31
图表 68: 量贩零食品牌仓储面积比较, 万辰系仓储面积遥遥领先	31
图表 69: 2024 年底将建成 50 个仓储中心, 计划服务 1.2 万家门店	31
图表 70: 报告提及公司一览表	32
图表 71: 重点公司推荐一览表	32
图表 72: 重点推荐公司最新观点	32

三条主线：养殖周期反转将近，新技术、新消费如日方升

我们认为，2024 年农业板块投资可从三条主线出发：1) 周期：猪、鸡、鱼价格周期有望在 2024 年迎来反转向上；2) 新技术：转基因种子品审落地、猫三联疫苗应急评审通过、非瘟疫苗应急评价推进，三大新技术方向有望在 2024 年陆续实现商业化落地，市场空间扩容可期；3) 新消费：“低成本下的高品质+高性价比”的新消费需求驱动下，宠物零食的国产替代及量贩零食崛起或迎新机遇。

- 1、**肉类价格磨底，周期反转可期。**猪、鸡、鱼价格分别通常每 4 年、3 年、4 年左右一轮周期。1) 猪：本轮周期自 2020 年 2 月起见顶下行，目前或正处第 4 个探底期。考虑到 22H2 能繁母猪持续增加，23H1 能繁母猪仅累计去化 2.14%、且行业 MSY 或仍在提升，我们预计 23Q4 和 24H1 供给压力仍存、猪价大概率难现大涨。养殖持续亏损、现金流压力加大或催化行业产能加速去化，有望带动猪价在 24H2 迎来上涨主升浪。建议布局牧原股份、温氏股份等优质猪企。2) 鸡：2022 年海外引种收缩逐步传导，2024 年白羽肉鸡供需大概率出现缺口，有望带动白羽肉鸡养殖盈利明显好转。建议关注圣农发展、益生股份、民和股份、仙坛股份等。3) 鱼：按历史周期规律推算底部或出现在 2023 年 11 月~2024 年 4 月，触底反转后有望迎来持续一年半左右的周期上行。4) 海大集团：后周期修复或较晚，但海大或受益于提前投放营销资源而实现抢先恢复，推荐饲料龙头并积极探索第二成长曲线的海大集团。
- 2、**技术变革红利，关注三大方向。**1) 转基因种子：首批转基因玉米和大豆的品种审定已于 10 月落地，有望带动种子涨价、种业扩容。我们预计转基因玉米种子的溢价幅度有望超 20 元/亩、并有望持续涨价，或相应带动 2026 年我国玉米种子市场规模达 548 亿元、较 2021 年增长 69%。同时，在粮价高位震荡、板块估值相对低位的多重利好因素加持下，种业板块业绩增长与估值中枢或上移。推荐大北农、隆平高科、登海种业、荃银高科等。2) 猫三联疫苗：龙头动保公司纷纷布局。瑞普生物和科前生物的猫三联疫苗均已通过应急评价、生物股份和普莱柯的也处在应急评价过程中，产品或最早于明年陆续上市、打破进口垄断。我们预计 2025 年国内猫三联市场规模或可达 51.4 亿元、相比 2022 年扩容 1.85 倍。宠物医疗板块或将成为动保公司第二增长曲线，建议关注具备先发优势的龙头企业。3) 非瘟疫苗：国内非洲猪瘟疫苗研发工作持续推进，目前兰研所、中科院等单位的亚单位疫苗处于应急评价流程中，相关评审工作积极推进。我们预计非瘟疫苗最快有望于 2024 年中实现生产销售，或带动猪苗市场明显扩容，中性预期下非瘟疫苗市场规模约 105 亿元、相当于现有猪苗市场规模的 128%。建议关注率先布局的科前生物、普莱柯、中牧股份等。
- 3、**宠食国产替代，量贩零食崛起。**1) 宠食：我国宠物市场快速增长，国产替代空间广阔。我们预计明年国内宠物行业或将持续向好，国内宠企有望依靠高性价比及出色的营销运营及研发实力强势崛起。建议关注龙头宠企乖宝宠物、供应链及研发实力均占优的老牌宠企中宠股份、佩蒂股份等。2) 量贩零食：万亿市场渠道持续变革，现已历经百货店、大型连锁商超、电商渠道，进入到高性价比消费需求主导下的量贩零食阶段。我们认为量贩零食行业竞赛本质为效率比拼，在此过程中供应链或为关键环节。建议关注四大品牌逐步整合、或将借助规模优势实现市占率进一步提升的量贩零食行业龙头万辰集团等。

周期：肉类价格磨底，周期反转可期

周期反转可期，布局优质龙头。作为传统第一产业，猪、鸡、鱼等食用动物的养殖具备其固有的生长周期、供给调节具有滞后性，供需之间往往出现错配，导致其价格表现出明显的周期性。从历史数据来看，猪、鸡、鱼价格分别通常每4年、3年、4年左右一轮周期。结合当前行业产能、周期时长等因素来看，我们预计明年猪价、鸡价、鱼价均有望迎来周期反转，带动产业内相关企业盈利好转。同时，饲料龙头海大集团或受益于营销资源抢先投放而实现加速修复。

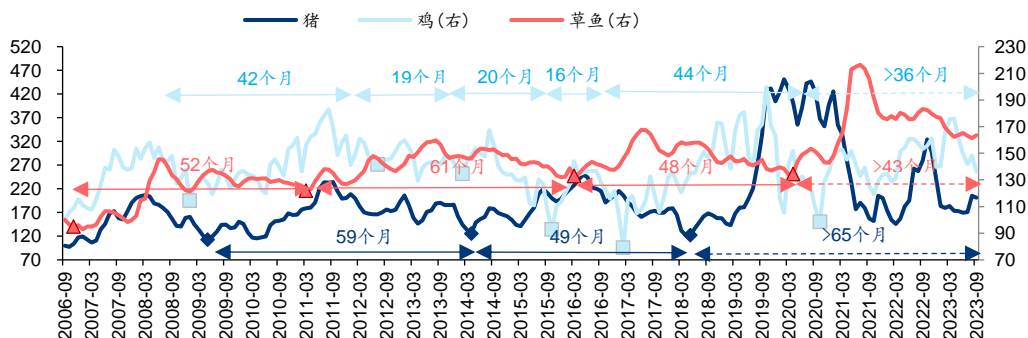
1、猪价：自2020年2月见顶下行，2023年9月至今或处于主升浪来临前的第4个探底期（2021年6月~11月为第1个，2021年12月~2022年6月为第2个，2022年12月~2023年7月为第3个，2023年9月至今为第4个）。考虑到2022H2能繁母猪存栏持续增加，今年上半年能繁母猪存栏仅累计去化2.14%、而行业MSY或仍在提升，我们预计23Q4和24H1供给压力仍存、对应猪价大概率难现大涨。23Q4和24H1大概率的低猪价下，养殖端或持续亏损、行业现金流压力或进一步加大，有望驱动行业产能去化加速，进而带动2024年下半年猪价周期迎来反转向。建议布局成本控制优异、负债及现金流情况较好的优质猪企，如牧原股份、温氏股份等。

2、鸡价：自2023年4月见顶下行，2022年海外引种收缩已逐步传导至父母代种鸡存栏、最早或于今年底或明年上半年传导至商品代出栏，2024年白羽肉鸡供需大概率出现缺口，有望带动白羽肉鸡养殖盈利明显好转。同时，猪价上涨时，鸡肉在冻肉端对猪肉的替代增加、通常带动鸡价上行，若2024年下半年猪价如期迎来反转、则鸡价上涨的弹性或进一步放大。此外，2022H2以来的祖代更新伴随着明显的结构恶化、国内品种祖代至商品代的扩繁系数或仍存不确定性，周期反转后的价格弹性和持续性有望获得进一步支撑。关注全产业链白鸡龙头并布局食品转型的圣农发展、种禽龙头益生股份、民和股份、仙坛股份等。

3、鱼价：自2021年7月见顶下行，至今已下行近27个月、截至2023年9月跌幅约24%。按以往周期上行时间通常为1年半左右、下行时间通常为2~3年左右，周期低点价格较上一轮周期高点价格的跌幅通常在15%~20%之间来看，当前周期或仍需1~6个月左右时间触底反弹、但继续下行的空间或有限。结合鱼价通常在每年年底或次年年初较低、在夏季6/7/8月通常较高的季节性特征，我们预计国内鱼价或于2024年中迎来周期反转、进入新一轮上涨周期，且周期上行有望至少持续至2025年。

4、后周期：从周期视角而言，养殖端价格反转后，后周期的景气回升仍需等待养殖盈利的充分回升、及养殖产能的充分修复等。但是，考虑到龙头企业海大集团已提前投放营销资源为明年的增长做准备，并积极探索生猪养殖、对虾和生鱼养殖等除饲料以外的第二成长曲线，我们认为海大集团明年或能够抢先行业实现恢复，推荐海大集团。

图表1：猪价指数、鸡价指数、草鱼价格指数走势



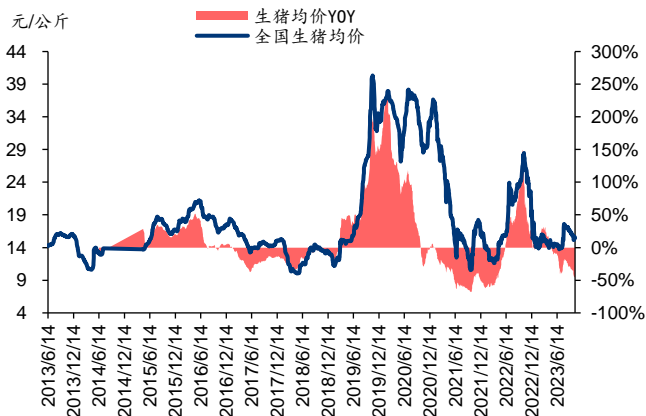
注：猪价指数、鸡价指数、草鱼价格指数均以2006年9月价格为基数、100为基点编制。

资料来源：商务部，博亚和讯，中国种猪信息网，华泰研究

猪：周期底部明确，行业蓄力反转

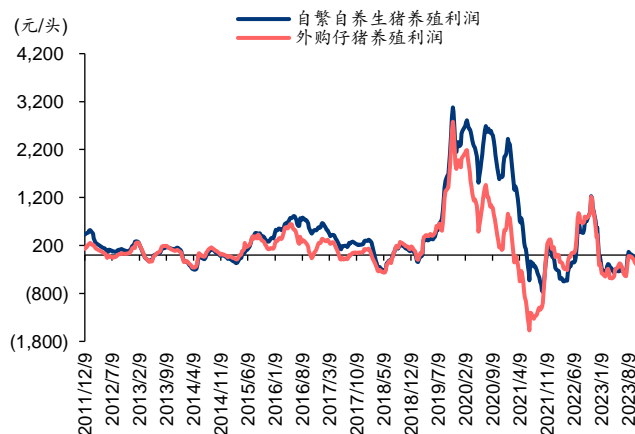
猪价低位震荡，供给充足或是主因。今年以来，猪价整体呈低位震荡态势，养殖端除 8 月有微薄盈利外、其余月份均陷于亏损中。2023 年 1~9 月国内生猪均价约 15.27 元/公斤、同比下滑了 9.5%，自繁自养生猪头均亏损约 234 元、去年同期约亏损 31 元。我们分析，2022H1 母猪产能去化幅度不足、同时或伴随着母猪生产效率提升，且 2022H2 国内能繁母猪产能又有所增加，导致今年生猪供给充足或是使得今年以来猪价持续低位震荡的主因。据国家统计局数据，2023 年前三季度国内累计出栏生猪 5.37 亿头、同比增加了 3.3%。

图表2：全国生猪均价及同比变化



资料来源：博亚和讯，华泰研究

图表3：自繁自养生猪和外购仔猪养殖利润



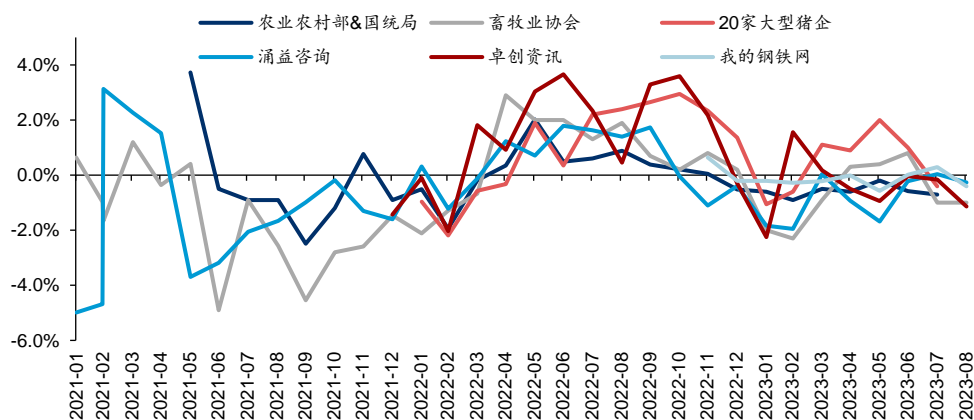
资料来源：博亚和讯，华泰研究

短期供给压力较大，猪价或难现起色。1) 23Q4 猪价展望：考虑到 2022 年下半年国内能繁母猪存栏持续增加、今年的新生仔猪数除了 1 月和 5 月均呈现环比增长趋势、7 月下旬~8 月的二次育肥可能到 23Q4 集中出栏，我们预计 23Q4 生猪供应压力或仍较大。虽然四季度为传统猪肉消费旺季，但是供给承压背景下我们预计 23Q4 猪价或难现大幅上涨。2) 24H1 猪价展望：供给端，从母猪数量来看，23H1 国内能繁母猪去化速度不快、6 个月时间内官方口径能繁母猪累计去化 2.14%。从母猪生产效率来看，行业 MSY 可能有所提升。我们认为，上半年能繁母猪去化或以散养户为主、部分大型集团场仍在逆势扩张，而大型集团场非瘟防控更为成熟、种猪质量或更高，行业母猪生产性能整体或有所提升；同时，今年部分养殖企业为加强成本管控，将产仔数较少的美系种猪替换为了更高产的丹系等种猪、并在提高仔猪与肥猪成活率等方面持续努力，行业 MSY 或有所提升。我们预计 24H1 生猪供给或较难出现明显减少。需求端，Q1 和 Q2 为传统猪肉消费淡季。供需双双承压，我们预计 24H1 猪价或难现大涨。但从 2022 年的经验来看，不排除出现因市场普遍预期 24H2 猪价或迎反转而进行压栏、二次育肥等短期调节猪肉供给的行为，从而导致猪价上涨前置的可能。

产能去化有望加速，周期蓄力反转。我们预计 24H2 国内猪价有望迎来周期反转。一方面，今年三季度猪价旺季不旺、养殖长时间亏损，尤其仔猪价格快速下跌至深度亏损区间，导致能繁母猪去化有所加速，统计局口径国内能繁母猪 23Q3 环比降幅为 1.3%、较 23Q2 的 0.21% 明显加速。另一方面，23Q4 和 24H1 猪价或难现起色，养殖亏损或持续，养殖端现金流压力或进一步加剧，有望驱动能繁母猪加速去化，从而带动国内猪价在 2024 年下半年迎来反转向上的、并对猪价上涨的弹性和持续性形成支撑。具体来说：

1、能繁母猪：官方口径母猪今年累计去化 3.42%，低猪价或催化去化加速。根据国家统计局&农业农村部数据，全国能繁母猪存栏在 2022 年 12 月已经见顶，至 2023 年 9 月已持续下行 9 个月的时间、累计下降了约 3.42%。结合第三方监测的数据来看，20 家大型生猪养殖企业能繁母猪今年累计增加了 4.75%（20 家大型猪企 2023 年 1~9 月生猪出栏市占率为 23.6%），存栏监测样本以规模种猪场为主的畜牧业协会口径能繁母猪今年累计去化了 5.5%，存栏监测样本多为散养户的涌益咨询口径能繁母猪今年累计去化了 7%。我们认为，国内大型养殖集团今年整体或仍在逆势扩张，而规模稍小的生猪养殖企业尤其散户去化较为明显。对于大型养殖集团而言，我们预计持续亏损背景下资金压力加剧或加速其能繁母猪去化。以上市公司为例，虽然 14 家上市猪企在 23Q2 的经营性现金流同环比好转，但资产负债表仍在继续恶化、23Q2 末资产负债率进一步上升至 68%。且 23Q3 国内 16.06 元/公斤的平均猪价仍低于部分企业的现金成本，我们预计在猪价低位震荡、母仔猪也持续跌价的背景下上市猪企的资金压力或进一步加剧，有望带动其能繁母猪去化。同时，非上市规模场的融资能力较弱，我们预计其去化幅度或大于上市企业。而对于中小规模场以及散户而言，资金压力或更甚，短期难现起色的猪价或进一步催化其加速去化。

图表4：各方口径下能繁母猪存栏环比变化总览



资料来源：农业农村部，国家统计局，畜牧业协会，涌益咨询，卓创资讯，我的钢铁网，华泰研究

2、养殖亏损：亏损时长超越历史周期，行业产能有望加速去化。在以往周期中，自繁自养生猪的盈利通常会经历 2~3 个亏损期才会进入持续盈利阶段。目前，国内的生猪养殖亏损已进入第 4 阶段（2021 年 6~11 月为第一阶段、2022 年 1~6 月为第二阶段、2023 年 1~7 月为第三阶段，2023 年 9 月至今为第四阶段），今年国内自繁自养生猪除 8 月有微薄盈利外均处于亏损状态。我们认为，周期的核心是供需的匹配，亏损时长比深度更重要。从亏损时长来看，本轮周期自繁自养生猪已累计亏损 19 个月以上、远超历史周期的亏损幅度，且往轮周期最多仅经历了两个亏损期。我们认为，超过历史周期的亏损时长或通过资金压力加剧和打击养殖户信心等方面刺激行业产能加速去化，助力猪价上涨主升浪在 2024 年下半年到来。

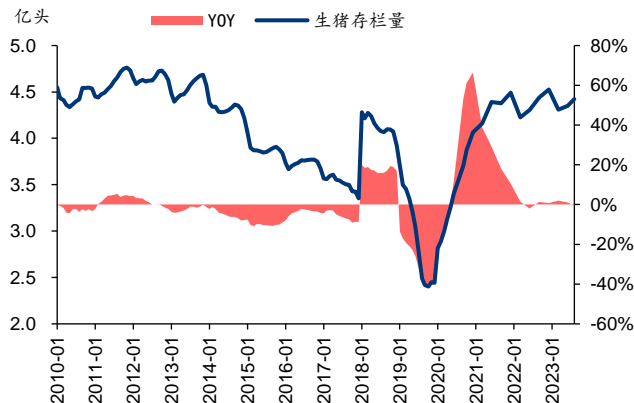
图表5：以往周期亏损期与猪价底部

	第一个亏损期	第二个亏损期	第三个亏损期	第四个亏损期	周期合计亏损时长
2009-2011 需求周期	3 个月	-	-	-	3 个月
2014-2016 环保周期	7 个月	6 个月	-	-	13 个月
2018-2020 非瘟周期	5 个月	2 个月	-	-	7 个月
新一轮周期	5 个月	6 个月	7 个月	>1 个月	>19 个月

资料来源：博亚和讯，华泰研究

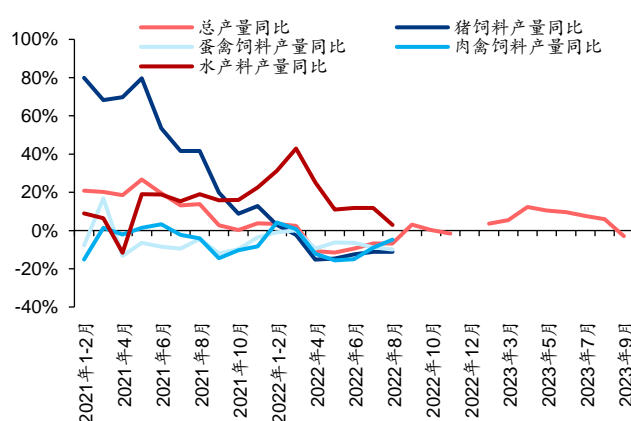
3、生猪存栏及饲料产量：23Q3 末生猪存栏和饲料产量同比下降。根据国家统计局和农业农村部数据,23Q3 末国内生猪存栏总量为 4.42 亿头,同比下降 0.4%、环比增长 1.6%;据饲料工业协会数据,9 月全国饲料产量约 2818 万吨,同比减少 3.0%、环比减少 1.4%。这是今年以来国内生猪存栏总量和全国饲料产量同环比变化首次出现由正转负。

图表6：全国生猪存栏量及同比变化



资料来源：农业农村部，国家统计局，华泰研究

图表7：国内饲料同比变化

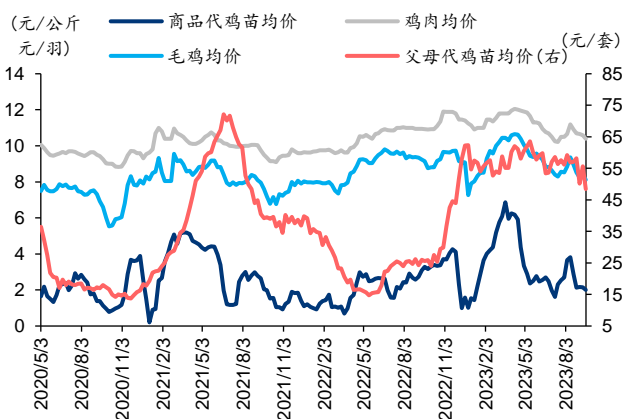


资料来源：饲料工业协会，华泰研究

白羽肉鸡：产能收缩逐步传导，周期大概率迎反转

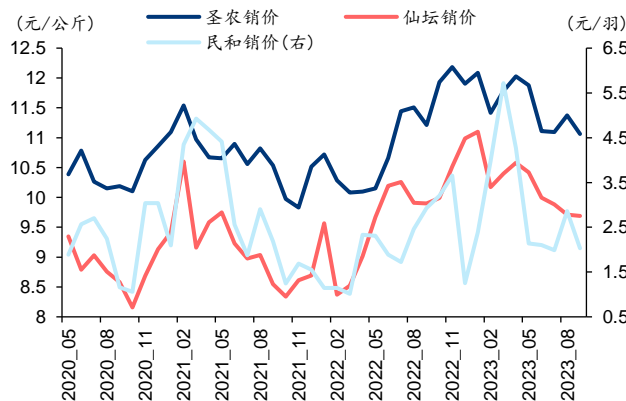
下游价格震荡下跌，上游父母代苗价高位运行。今年 Q2 以来，受供给充足、需求恢复有限的影响，国内白羽肉鸡肉、毛鸡、商品代价格震荡走低。截至 2023 年 9 月下旬，白羽肉鸡肉、毛鸡、商品代鸡苗价格分别较 4 月初的价格高点下滑了 14%、24%、68%。而父母代鸡苗价格则受益于 2022 年海外引种明显收缩、优质品种祖代种鸡产能较为短缺而维持高位，2023 年 1~9 月均价约 57 元/套、同比上涨了 141%。

图表8：白鸡产业链上下游产品的价格情况



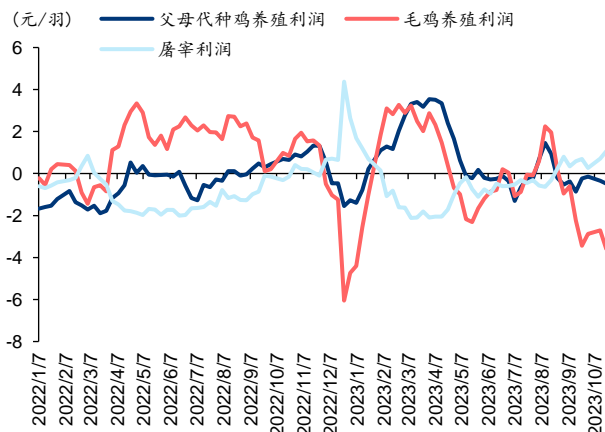
资料来源：畜牧业协会，博亚和讯，华泰研究

图表9：上市公司的白鸡商品代苗和鸡肉销售价格



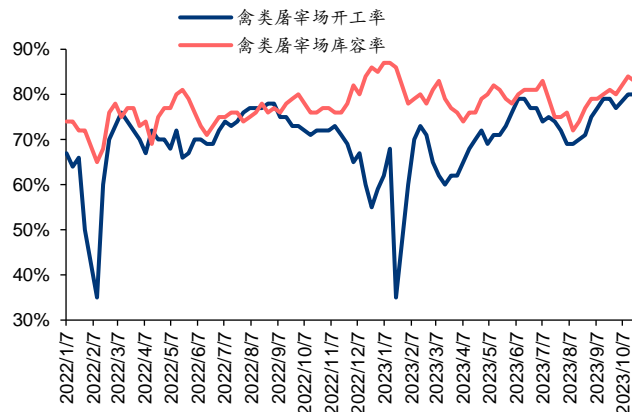
资料来源：公司公告，华泰研究

图表10：白鸡产业链上下游盈利情况



资料来源：博亚和讯，华泰研究

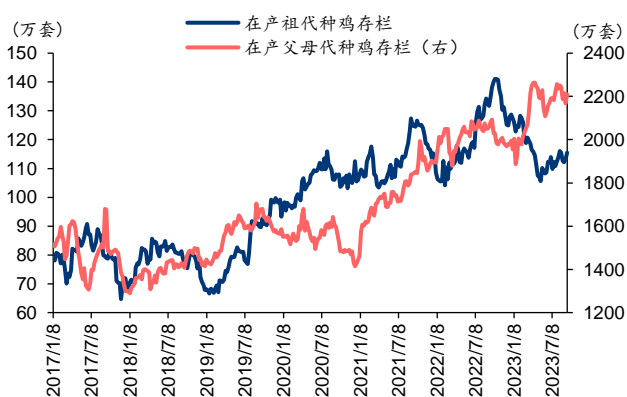
图表11：禽类屠宰场开工率和库容率



资料来源：博亚和讯，华泰研究

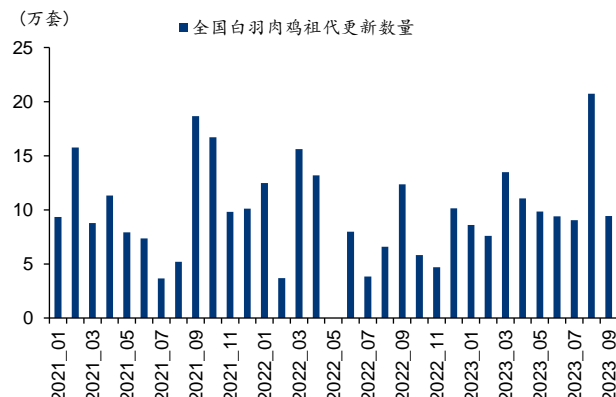
供给收缩逐步传导，2024 年周期大概率迎反转。2022 年 5 月起，受国际航班减少、海外禽流感疫情蔓延等因素影响，白羽肉鸡祖代种鸡进口受阻、引种明显减少；同时国内品种尚处推广期、放量相对有限，2022Q2~Q4 祖代种鸡更新持续处于低位。2022 年白羽鸡祖代更新不足 100 万套，同比减少 23%。目前祖代产能减少已逐步传导至父母代种鸡存栏环节，9 月全国在产父母代种鸡存栏环比减少 3.08%、同比增幅收缩至 20%。祖代产能传导至商品代需要 1.5~2 年的时间，我们预计商品代出栏或最早于今年年底或明年年初开始收缩，2024 年白羽鸡肉供需或现缺口，有望带动肉鸡养殖产业链盈利好转。同时，今年祖代更新量的增加伴随着明显的结构恶化。据我的钢铁网统计，2023 年 1~9 月白羽祖代种鸡引种更新量为 95 万套、同比增长 64%，其中国外品种更新量约 55 万套、占比约 58%（去年同期国外品种占比约 79%）。考虑到国产品种生产性能尚待验证、下游对国产鸡苗的接受度仍有待观察，国产祖代更新量至商品代的扩繁系数仍存不确定性。今年优质品种引种仍不多、国内品种更新量占比明显提升或对鸡价反转后的弹性和持续性形成进一步支撑。

图表12：全国定点监测企业白羽肉种鸡祖代及父母代在产存栏



资料来源：畜牧业协会，华泰研究

图表13：全国白羽肉鸡祖代更新量

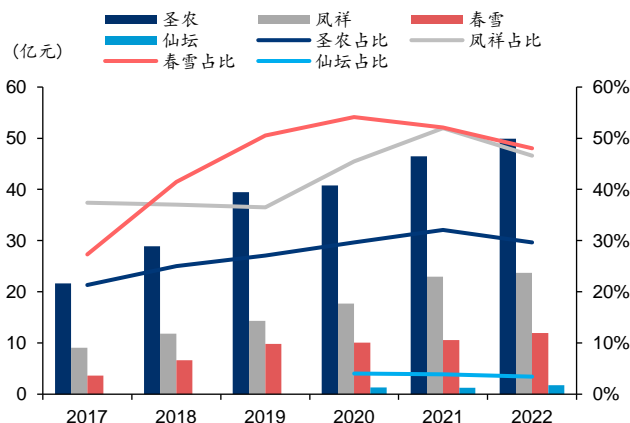


资料来源：畜牧业协会，华泰研究

北美商业群再现禽流感，关注海外引种。据世界动物卫生信息系统（WAHIS）数据，9月底以来，美国南达科他州、犹他州、明尼苏达州以及加拿大的阿尔伯塔省等地报告了商业鸡群感染高致病性禽流感（HPAI）的病例。目前我国引进的白羽祖代种鸡主要为美国的利丰、AA+、罗斯 308 和新西兰的科宝，但科宝品种接受度相对较低、且国内有科宝基地，因此我国目前主要从美国引种，而美国的主要引种州中仅剩阿拉巴马州商业鸡群未发生 HPAI 疫情、可以向中国供种。考虑到每年 10 月至次年 2 月是 HPAI 季节性高发期，候鸟迁徙、天气转凉可能导致阿拉巴马州也出现 HPAI，从而使得美国无法对中国供应祖代种鸡。同时，从历史经验来看，从引种国 HPAI 疫情结束到我国海关允许其供应种鸡，一般至少需要 7 个月。我们预计，若仅剩的阿拉巴马州引种受阻，则国内祖代更新结构或将进一步恶化，高性能的国外品种祖代更新占比或进一步下降。

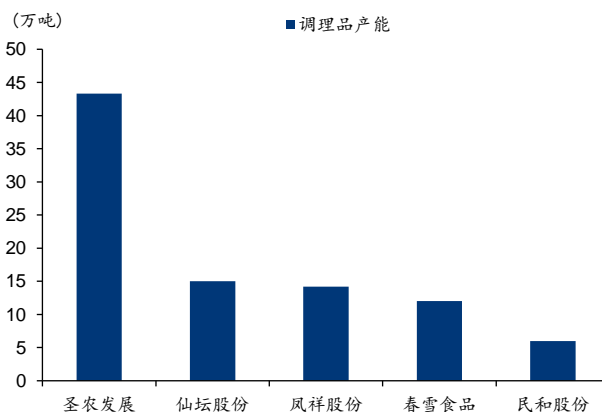
食品深加工大势所趋，关注产业链延伸。从美国白羽肉鸡产业发展历史来看，食品化转型或是白羽肉鸡产业未来发展方向。在国内餐饮企业人工及店面租金上涨压力大、餐饮连锁化持续推进、外卖市场迅速发展背景下，餐饮企业对于降本增效、食材标准化等方面的需求日趋强烈。同时，我国家庭结构日渐小型化、宅家文化和懒人经济的不断发展，也催生了居民对于预制菜的需求。B 端、C 端共同催化下，食品深加工乃大势所趋。顺应大势，白鸡行业近几年出现了明显的产业链延伸趋势，由屠宰加工生肉向深加工调理品/熟食延伸。除成立以来就开展肉制品深加工的风祥股份和春雪食品外，圣农发展、仙坛股份、民和股份、禾丰股份等亦陆续开展食品深加工业务，其中圣农的调理品产能及销量明显领先同业。

图表 14：4 家白鸡板块企业深加工肉制品业务收入及占总收入比重



资料来源：公司公告，华泰研究

图表 15：布局调理品深加工的主要禽企的调理品深加工产能情况



资料来源：公司公告，华泰研究

鱼：2024H1 或迎周期反转向上，静待夏日花开

4 年左右一轮周期，季节性特征明显。回顾 2005 年底以来的鱼价表现，可以发现其呈现明显的周期性特征。考虑到几大淡水养殖鱼类的价格走势相近，我们以国内淡水养殖鱼类品种产量占比最高的草鱼的月度均价为例（2021 年草鱼产量占国内淡水养殖鱼类产量约 22%），对鱼类价格周期进行梳理。我们以价格低点为周期划分节点，2005 年底以来，国内草鱼价格共经历了 3 轮完整周期，目前正处于第 4 轮周期的探底阶段。每轮周期时长为 4 年左右，其中周期上行时长通常为 1 年半左右、下行时长通常为 2~3 年。同时，草鱼价格在年内通常呈现出明显的季节性特征。每年年底或年初通常为价格低点，夏季如 6/7/8 月通常为年内价格高点。

供需格局影响价格，生产特性产生周期。作为传统农产品，鱼类价格主要受供需结构影响，其中供给端的波动或是造成价格波动的主因。一般来说，淡水鱼的生长受温度影响较大、20~30℃为适合淡水鱼生长的温度，温度过高或过低鱼通常都会停止生长。因此养殖户多在温度达到16℃以上开始投苗，如淡水鱼养殖大省湖北通常在每年的12月到次年2月投苗，草鱼主要在4~10月生长，7月左右部分草鱼可以陆续上市、10月~次年2月为出鱼高峰期，具体出售时间由养殖户根据行情与其养殖习惯选择。以草鱼为例，一般养殖户看到草鱼价格出现明显上涨趋势后，开始购入草鱼苗、或者增加草鱼水花的数量，待到增加的草鱼大量出塘时，草鱼价格又逐步下行。一方面，草鱼的繁殖季节主要集中在4~7月份、第一轮扩大养殖量的养殖户群体或受限于鱼苗供应而不能大幅提升产量；另一方面，养殖户不养草鱼时通常也不会将鱼塘/网箱空置，会养殖其他品种，其他品种养殖户转养草鱼往往会滞后一到两个养殖周期。因此，草鱼价格从低点上行到高点通常需要1年半左右的时间。年内价格来看，年底~次年年初为出鱼高峰期、因此价格通常较低，夏季高峰时期鱼一方面产量较少、另一方面不易运输导致价格通常较高。

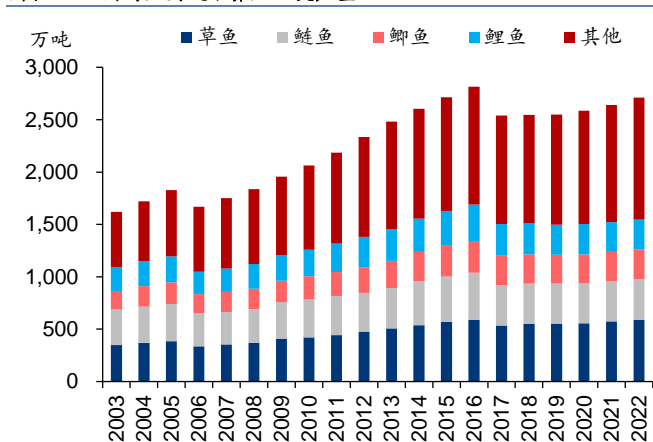
本轮价格下行近27个月，周期底部或在今年底或明年初。本轮鱼价周期在2021年7月达到高点后，开始出现阶梯式下滑，其中2022年初和2023年初均为明显的价格下降时点。从价格周期下滑时长来看，本轮周期鱼价下滑已近27个月，按照以往周期来看，鱼价触底或仍需1~6个月、也就是在2023年11月~2024年4月左右；从周期底部价格来看，以往周期低点价格在9~13元/公斤之间，每轮周期的低点价格均有所上行、但上行幅度有所收敛，周期低点价格的变化或反映养殖人工、地租等成本的变化。截至2023年9月，国内草鱼均价约15.68元/公斤，我们预计草鱼价格在今年年底或明年年初或将进一步下探。结合鱼价季节性特征来看，每年年底至次年年初价格通常较差，鱼价反转向上或最早在二季度出现。综合以上，我们预计国内鱼价或于2024年上半年迎来周期反转、进入新一轮上涨周期，且上涨时间有望至少持续至2025年。

图表16：草鱼价格周期梳理

草鱼价格低点	草鱼价格高点	上涨时长（月）	下跌时长（月）	周期内最大涨幅	低点价格(元/公斤)	高点价格(元/公斤)
2006-11	2008-06	19	33	53%	9.11	13.97
2011-03	2013-08	29	32	31%	11.70	15.33
2016-04	2017-06	14	33	25%	12.90	16.08
2020-03	2021-07	16	>27?	61%	12.86	20.76

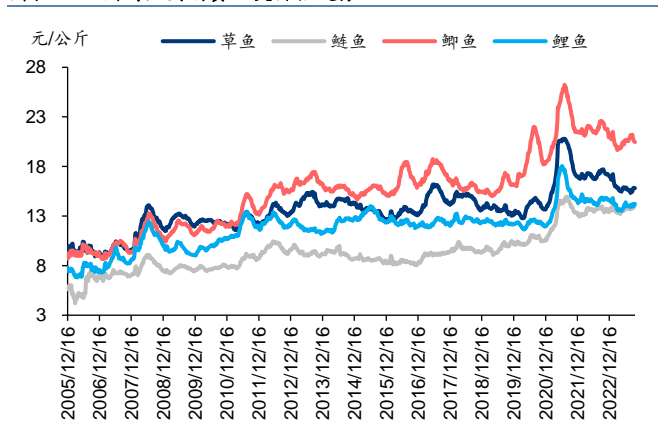
资料来源：商务部，华泰研究

图表17：国内主要淡水养殖鱼类产量



资料来源：中国渔业统计年鉴，华泰研究

图表18：国内主要消费鱼类价格走势

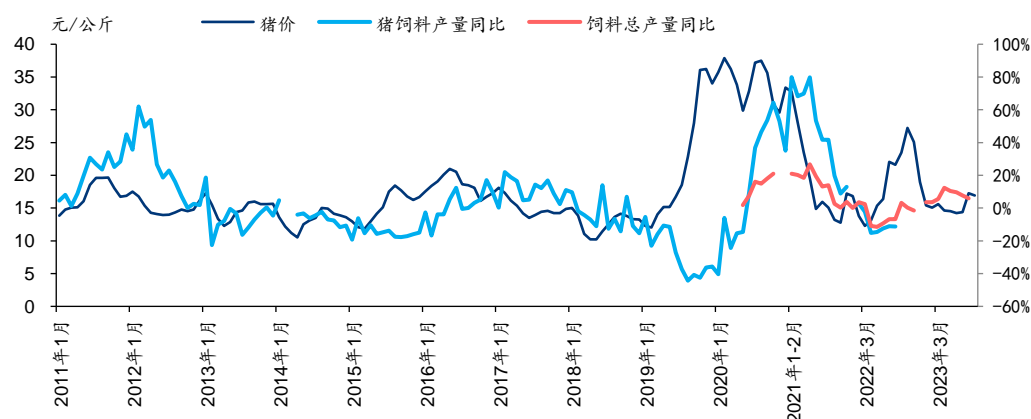


资料来源：商务部，华泰研究

海大集团：后周期修复或较晚，海大有望抢先修复

后周期修复或较晚，海大有望抢先恢复。饲料是传统的后周期板块。在上一轮周期，2020年2月生猪月度均价见顶，4个月后猪料销量的同比增速转正，2021年1~2月的猪料同比增速见顶。而在2012年和2017年，猪料销量的同比增速见顶分别滞后猪价见顶5个月和9个月。即猪料的景气约滞后猪价3~4个季度的时间，且滞后期有逐轮周期拉长的趋势。我们预计猪价、鸡价、鱼价或于明年逐步出现反转向上，饲料板块景气度修复或难在2024年出现。但考虑到龙头企业海大集团已提前投放营销资源为明年的增长做准备，并积极探索生猪养殖、对虾和生鱼养殖等除饲料以外的第二成长曲线，我们认为海大集团明年或能够抢先行业实现恢复，推荐海大集团。

图表19：猪饲料产量、饲料总产量的同比及猪价月度变化



资料来源：饲料工业协会，博亚和讯，华泰研究

技术变革红利：关注三大方向

技术变革是驱动行业空间扩容的重要动因，我们认为把握技术红利为 2024 年农林牧渔行业投资的主线之一，具体体现在转基因种子、猫三联疫苗、非瘟疫苗三大方向。

图表20：2024 年农业板块值得关注的三大新技术及进展

农业板块重点技术方向	位置	进展	后续板块潜在催化因素
转基因种子	右侧初期	转基因品种审定号已公示	公示期结束后转基因种子启动销售
猫三联疫苗	右侧初期	至少有 2 家上市公司已通过应急评审	相关上市公司启动量产
非洲猪瘟疫苗	左侧	多家公司应急评审处于受理状态	农业农村部公布评审结果

资料来源：农业农村部，华泰研究

接下来我们分别针对三大方向，主要回答以下三个问题：1) 新技术商业化落地进展如何？2) 技术变革带来的增量空间多大？3) 如何挖掘相关投资机遇？

转基因种子：品审终落地，先发种企量价齐升

商业化进程几何？首批转基因品审落地，商业化启动在即。10 月 17 日，农业农村部公示首批通过初审的 37 个转基因玉米品种和 14 个转基因大豆品种。我们详细分析本轮品种清单发现：

- 性状公司中大北农、杭州瑞丰占主导：**大北农总共获批 22 个转基因玉米审定号及 5 个转基因大豆审定号，分别占总体的 59%和 36%，数量优势显著；杭州瑞丰（隆平高科持股 23.2%）获批 9 个转基因玉米审定号，占比 24%。
- 育种公司中隆平高科过审数量最多：**针对转基因玉米，隆平高科通过联创种业、河北巡天、湖北惠民共 8 个品种获批，占比 22%，另外先正达、大北农（通过北京丰度、云南大天）、登海种业、丰乐种业（通过四川同路）分别获批 4/3/2/1 个品种，其余公司仅获批个别品种、整体相对分散。

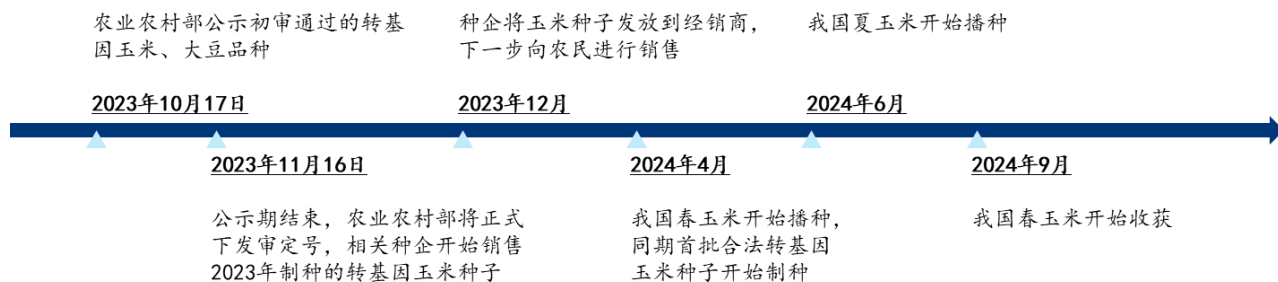
图表21：首批过审转基因品种性状公司及育种公司梳理

性状公司			育种公司		
公司名称	获批审定号数量	占比	公司名称	获批审定号数量	占比
转基因玉米：					
大北农	22	59%	隆平高科（通过联创种业、河北巡天、湖北惠民）	8	22%
杭州瑞丰（隆平高科参股）	9	24%	先正达	4	11%
中国农大	4	11%	大北农（通过北京丰度、云南大天）	3	8%
先正达	2	5%	登海种业	2	5%
			丰乐种业（通过四川同路）	1	3%
			其他	19	51%
小计	37	100%	小计	37	100%
转基因大豆：					
中国农科院	9	64%	中国农科院	9	64%
大北农	5	36%	大北农	5	36%
小计	14	100%	小计	14	100%

资料来源：农业农村部，华泰研究

2023 年试制种的转基因玉米种子有望顺利进入新一季销售，伴随 2024 年春播启动、放开制种，种业或迎持续催化。本次审定号的公示正值 2023/24 种子销售季启动初期，我们预计 30 天公示期结束后或将正式下发审定号、并启动销售制种等商业化流程，具体而言，2023 年 12 月种企将玉米种子发放到经销商、下一步向农民进行销售，2024 年 4 月我国春玉米开始播种、同期首批合法转基因玉米种子开始制种。我们认为伴随转基因市场化推广，其在增产、降本、提质等方面的优势将更直观地被大众所认知，参考美国、巴西等地区推广转基因的经验，越晚推广转基因技术的国家、其渗透率提升越快，我们认为国内转基因渗透率提升为大势所趋，种业或迎持续催化。

图表22：转基因品审落地后商业化流程展望

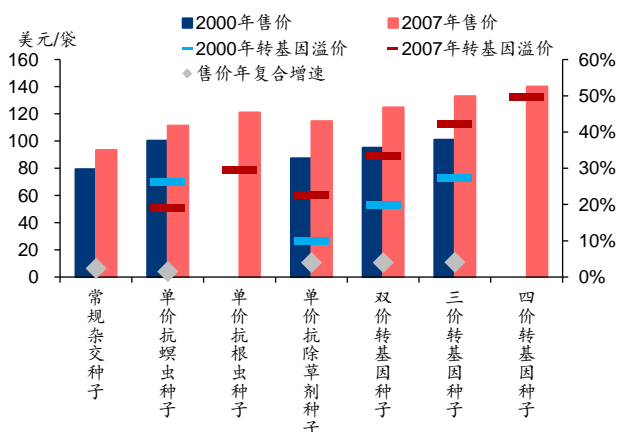


资料来源：农业农村部，华泰研究

国内推进转基因有望带动种子涨价、种业扩容。具体实现机制包括以下三方面：

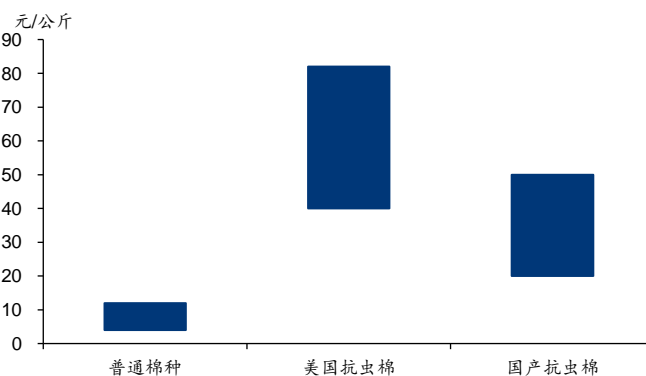
- 1、转基因品种定价高于非转基因**：假设玉米价格为 2900 元/吨，按照农业农村部对 2022 年玉米的估算单产(427.3 公斤/亩)、国内转基因玉米种子的表观增产幅度(5%~10%)进行折算，预计转基因玉米种子在中国可为农民创造 62~124 元/亩的收入增厚机会，同时考虑到转基因种子可减少田间管理和杀虫剂喷洒、为农民节约人力成本和农药成本，我们估计转基因玉米种子整体可为中国农民带来 100~150 元/亩的价值，参考海外种企的定价思路（提取 30% 价值创造作为种子涨价基础），我们估计首年转基因玉米种子的涨价幅度有望达 20 元/亩以上，实际涨价幅度由市场供求关系决定。
- 2、转基因技术的商业化运用将开创玉米种子升级迭代的新路径**：结合海外的产业化经验，我们预计中国转基因玉米未来的产品升级迭代有三种可能性①事件叠加以实现更多功能基因的组合②转化技术的优化③新基因的优化和挖掘。
- 3、转基因将抑制非转基因种子的制种面积**：从而带动玉米种业供需格局趋紧、种子涨价阻力减小。

图表23：美国转基因玉米种子售价较常规杂交种子高 10%-50%



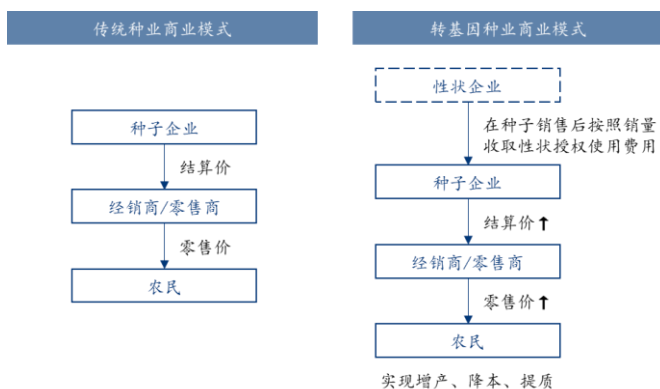
资料来源：《Agricultural & Applied economics》（2009 年），华泰研究

图表24：我国转基因棉花种子比非转基因贵 20-30 元/亩

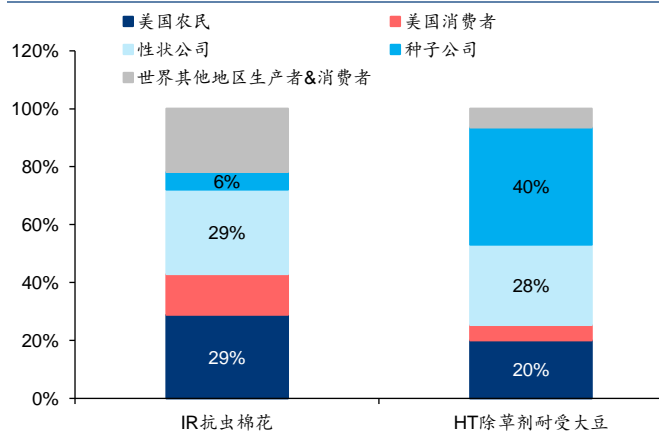


资料来源：《国产转基因抗虫棉研究回顾与展望》（2007 年），华泰研究

种子企业与性状企业同时受益于转基因商业化，其中前者由于掌握下游渠道，受益确定性或更高。传统种业销售模式中，种子企业制种后通过经销商、渠道商向下游农民进行销售；推广转基因后，我们预期种子价格将有所提振，同时性状企业在种子销售后按照销量向种子企业收取性状授权使用费用，因此转基因溢价将由性状企业、种子企业、渠道三个环节共同分享。考虑到我国具有“小农经济”特征，下游销售相对分散，种子企业在传统模式中已积累下游重要渠道资源，而性状企业采用后端收费模式存在一定不确定性，因此我们认为种子企业在转基因推广的背景下或具有更高的受益确定性。但是产业链实际利润分配情况仍取决于具体谈判。

图表25：种子企业与性状企业同时受益于转基因商业化


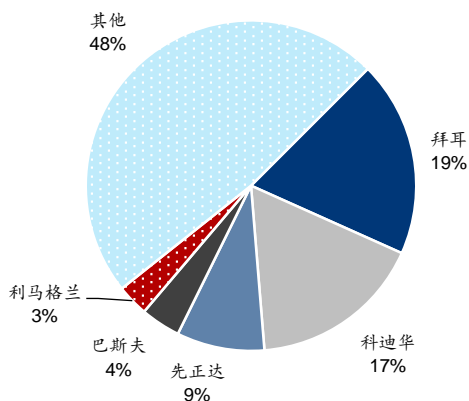
资料来源：华泰研究

图表26：1997年美国转基因作物收益在各环节的利润分配情况


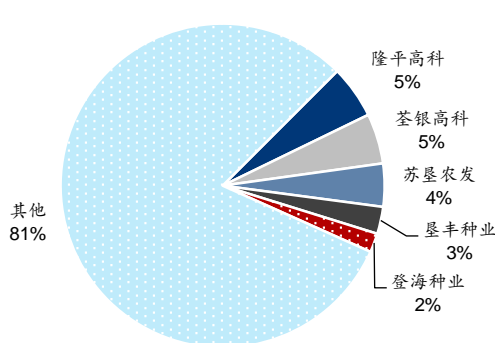
资料来源：《国产转基因抗虫棉研究回顾与展望》（2007年），华泰研究

针对种子企业，转基因有助于提升行业壁垒、优化竞争格局，以隆平高科为代表的龙头有望迎来量价齐升。具体而言：

- 转基因品种过审为必要条件，龙头种企享先发优势：**在转基因替代非转基因的背景下，无法拿到转基因性状授权的中小种企将被淘汰，能获得转基因性状授权的中大型种企有望实现市占率的提升，其中布局早的种企或更容易实现“抢跑”、提升其渠道和客户粘性。
- 转基因推广后期竞争加剧、种企分化，更看重其渠道、种质资源等综合能力：**我们预计在5年左右的时间内，转基因性状的渗透率有望提升至75%，届时能获得转基因性状授权的种企或都已具备转基因产品，那么他们之间的竞争则将落在杂交育种、转基因性状和种质资源的结合、区域市场的拓展及产品营销等方面。
- 国内种业高度分散，龙头企业扩张空间大：**2022年，全球和中国种业市场CR5分别为52%和19%，我们认为转基因商业化推进有望强化龙头种企的竞争优势，优化行业竞争格局。

图表27：2022年全球种业市场CR5达52%


资料来源：Kynetec，华泰研究

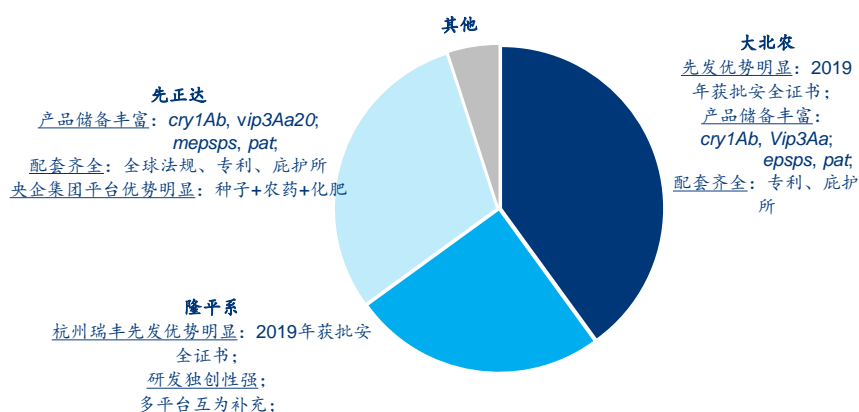
图表28：2022年中国种业市场CR5仅为19%


资料来源：亿渡数据，华泰研究

针对性状企业，我们认为大北农、“隆平系”和先正达有望成为国内转基因玉米性状环节的三大龙头。具体而言：

- 1、**大北农先发优势明显、产品储备丰富且配套齐全**：其转基因抗虫性状已覆盖了 Cry1Ab 和 Vip3Aa 这两个国际上推广较广的杀虫蛋白，且均有相关专利已经获批授权；在商业化开发上，大北农的产品形成了两个杀虫功能基因、单一性状和叠加性状的产品梯队，并申请有抗除草剂耐受的单一性状用以作为庇护所、和抗虫抗除草剂性状搭配使用，能显著延长其产品的生命周期。
- 2、**隆平系**：包含三大主体①**杭州瑞丰**，先发优势明显、研发独创性较强，和大北农同为国内第一批获批转基因抗虫玉米安全证书的两家公司之一，且和下游传统种子公司的合作较早；②**隆平高科和中国农科院生物技术所的合作/北京国丰生科生物科技**，具有一定先发优势，较早地在国内开发了 Cry1F 杀虫蛋白并在 2023 年 1 月率先获批转基因生物安全证书；③**海南隆平**，研发经验丰富、产品功能升级，其正在研发的转基因玉米事件 LP007 未来有望申报转基因生物安全证书并逐渐商业化。
- 3、**先正达产品储备丰富、全球法规审批配套齐全、央企集团平台优势明显**：先正达在国内获批转基因种植用安全证书的时间较晚，但其性状产品也已覆盖了 Cry1Ab 和 Vip3Aa 这两大杀虫蛋白、且形成了单一性状和叠加性状的产品梯队，并配套有庇护所。公司的最大优势来自于其齐全的全球法规审批文件，且其作为大型农化央企，农药和化肥业务可与转基因种子形成良好的协同效应。

图表29：国内转基因玉米性状环节的竞争分析



资料来源：农业农村部，华泰研究

我们预计 2023/24 年度玉米种植具有利润，有望带动下一年度下游种植积极性。叠加低库存矛盾仍存，玉米价格下行速度或缓于市场预期。据紫金天风期货数据，2023/24 年度东北玉米种植成本约 2514-2711 元/吨，与 10 月 25 日现货价 2710 元/吨相比，存在一定利润空间，考虑到后续转基因推广带来的利润增厚，我们认为下游种植积极性仍将维持。另一方面，从全球玉米供需情况来看，据 USDA 十月预测，2023/24 年度期末库存比为 22.4%，较 2016/17 年度下降 5.8pct，低库存下供需矛盾未充分解决；另外考虑到俄乌冲突（黑海协议中止）、巴以冲突等潜在地缘政治风险，我们认为玉米价格或维持高位震荡，下行速度或缓于市场预期，进一步支撑种子价格空间。

图表30：2022/23 年度黑龙江玉米种植成本低于现货价

地区	单产	22/23 年成本(元/亩)				23/24 年成本(元/亩)			
		租地	农资	总成本	折合成盘面价格(元/吨)	租地	农资	总成本	折合成盘面价格(元/吨)
齐齐哈尔	平年 1300-1400	750	427	1177	2430	840	413	1253	2588
哈尔滨	平年 1400-1600	850	445	1295	2470	980	439	1419	2711
佳木斯	平年 1400-1500	700	418	1118	2330	810	420	1230	2514
双鸭山	平年 1400-1500	750	440	1190	2350	860	429	1289	2637
绥化	平年 1300-1500	780	428	1208	2410	870	416	1286	2637

资料来源：我的农产品，紫金天风期货，华泰研究

图表31：全球玉米供需平衡表

		2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24 九月预测	2023/24 十月预测	2023/24 环比	2023/24 同比
期初库存	百万吨	311.0	352.0	341.0	322.0	307.0	292.9	310.5	299.5	298.1	-0.4%	-4.0%
产量	百万吨	1123.0	1080.0	1125.0	1120.0	1129.0	1218.7	1155.0	1214.3	1214.5	0.0%	5.1%
进口	百万吨	136.0	150.0	164.0	168.0	185.0	184.4	174.2	187.1	186.9	-0.1%	7.3%
总消费	百万吨	1244.0	1238.0	1327.0	1308.0	1326.0	1408.0	1348.4	1396.0	1396.5	0.0%	3.6%
饲料消费	百万吨	656.1	672.4	703.9	716.0	723.9	745.2	731.8	756.1	756.3	0.0%	3.4%
国内消费	百万吨	1084.0	1090.0	1145.0	1136.0	1143.0	1201.1	1167.4	1199.8	1200.2	0.0%	2.8%
出口	百万吨	160.0	148.0	182.0	172.0	183.0	206.6	181.0	196.2	196.3	0.0%	8.4%
期末库存	百万吨	351.0	342.0	321.0	306.0	293.0	310.5	298.1	314.0	312.4	-0.5%	4.8%
库销比		28.2%	27.6%	24.2%	23.4%	22.1%	22.0%	22.2%	22.5%	22.4%	-0.1pct	0.2pct

资料来源：USDA、华泰研究

图表32：截至 10 月 20 日中国玉米价格位于过去 10 年 75%分位



资料来源：Wind，华泰研究

增量空间多大？转基因加持下 2028 年我国玉米种子市场规模有望达 592 亿元，较 2021 年增长 82%。2021 年，我国的玉米种子零售价仅 50 元/亩，对应的零售价口径市场规模约 325 亿元、种企销售规模约 162 亿元。考虑到传统种业景气的回升、转基因技术带来的溢价、转基因渗透率的快速提升、及粮价变化对玉米总种植面积的影响，我们预计到 2028 年零售价口径的玉米种业市场规模将增长 82%至 592 亿元（复合增速约 8.9%）、其中种企销售规模增长 89%至 306 亿元（复合增速约 9.5%）；其中，2025 年和 2026 年或是增速较高年份（详细分析见《技术红利再现，农业重塑可期》-华泰农业 20230331）。

图表33：我国玉米种子价格及市场规模的历史情况及展望

		2015	2020	2021	2022-E	2023-E	2024-E	2025-E	2026-E	2027-E	2028-E
玉米种植面积	百万亩	675	619	650	638	657	657	657	657	644	631
YOY		4.6%	0.0%	5.0%	-1.8%	3.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-2.0%	-2.0%
转基因玉米推广率						1%	5%	23%	49%	66%	79%
转基因玉米推广面积	百万亩					4	30	150	325	425	500
玉米种子零售价-非转基因	元/亩	57	54	50	60	64	67	70	70	70	70
玉米种子结算价-非转基因	元/亩	28	27	25	30	32	34	35	35	35	35
渠道收入-非转基因	元/亩	28	27	25	30	32	34	35	35	35	35
玉米种子零售价-转基因	元/亩					70	90	95	97	98	100
玉米种子结算价-转基因	元/亩					38	48	50	51	51	52
渠道收入-转基因	元/亩					32	42	45	46	47	48
玉米种子市场规模（零售价）	亿元	383	337	325	383	421	447	497	548	570	592
YOY			-1%	-4%	18%	10%	6%	11%	10%	4%	4%
种企销售规模	亿元	192	169	162	191	210	224	252	282	293	306
YOY			-1%	-4%	18%	10%	7%	12%	12%	4%	4%

资料来源：国家统计局，全国农产品成本收益资料汇编，农业农村部，华泰研究预测

投资机遇何在？转基因玉米商业化逐步推进，龙头种企有望受益。此前我们提出“品种审定号的下发或为商业化信号弹”，站在当前时点，考虑到品审落地、粮价高位、板块估值相对低位等多重利好因素，我们认为种业景气度上行确定性较高，随着 2023/24 年度销售季逐步推进，新一轮销售与制种情况将强化市场对于转基因渗透率提升的预期，带动板块业绩增长与估值中枢上移。通过对安全证书、功能基因和专利储备的梳理，我们预计大北农和“隆平系”有望成为国内生物育种玉米性状环节的龙头，而隆平高科、登海种业和荃银高科等布局早、研发强的传统种企有望凭借先发优势和知识产权保护力度的提高在种子销售环节实现量价齐升。

猫三联疫苗：进口垄断下，国产苗或于明年上市

国内猫联苗市场为海外企业一家独大，国产苗尚处于空白阶段。我国宠物疫苗行业较国外发展稍晚，且大部分国产企业专注于经济动物疫苗研发而非宠物疫苗，尤其是猫联苗市场，其始终处于进口垄断状态，国内唯一获得农业农村部正式批文的猫专用三联疫苗为美国硕腾旗下的妙三多疫苗。对标海外动物保健市场，与经济动物疫苗相比，由于宠物饲养规模增速可观、宠物医疗支付意愿强，因此宠物疫苗整体发展空间更广阔。

商业化进程几何？龙头动保公司纷纷布局，猫三联产品取得里程碑式进展、或于明年陆续上市。考虑到宠物行业的迅速发展以及国内尚未填补的“猫三联”疫苗市场空白，国内领先的动保公司纷纷开始着手研发和制造该疫苗。以瑞普生物为例，公司于 2013 年起对猫鼻气管炎病毒、猫杯状病毒和猫泛白细胞减少症病毒进行分离、鉴定，历经 8 年，完成了猫三联疫苗的实验室研究和中间试制研究，并于 2022 年 3 月 15 日获批临床试验批件，2023 年 6 月完成临床试验，2023 年 8 月 22 日通过农业农村部组织的应急评价，十年磨一剑，终迎来国产猫三联疫苗的上市曙光。我们预计瑞普生物的猫三联产品或于 2024 年开始上市销售。此外，科前生物的猫三联疫苗已于 2023 年 10 月通过应急评审，公司预计明年开始上市销售；生物股份的猫三联产品也已经提交农业部的应急评审，公司预计在明年上半年可以拿到农业部批文；普莱柯的猫三联产品在农村农业部的应急评价过程中。

图表34：布局猫三联疫苗上市公司的进展

公司名称	证券代码	猫三联疫苗产品进展
科前生物	688526 CH	已通过应急评审，预计 2024 年上市销售
瑞普生物	300119 CH	已通过应急评审，预计 2024 年上市销售
生物股份	600201 CH	已经提交农业部的应急评审，预计在 2024 年上半年可以拿到农业部批文
普莱柯	603566 CH	已经提交农业部的应急评审

资料来源：公司公告，华泰研究

增量空间多大？2022 年猫联苗市场规模约 27.8 亿元，我们认为 2026 年有望增长至 51.4 亿元。考虑到国产疫苗或以低价优势抢占市场并带动猫三联注射接种率提高，同时考虑到养宠数量或持续增长，我们预计 2026 年国内猫三联疫苗的接种率或可达 60%，对应市场规模 51.4 亿元，相比于 2022 年扩容 1.85 倍，其中接种率的提高贡献 20% 的增长空间、养猫数量的增加贡献 63.9% 的增长空间。

图表35：猫联苗市场空间测算

	单位	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
城镇猫数量	万只	5806	6536	7386	8353	9456	10713
同比			12.6%	13.0%	13.1%	13.2%	13.3%
猫联苗单价	元/只	85	85	85	80	80	80
猫联苗接种率		43%	50%	53%	56%	59%	60%
猫联苗市场规模	亿元	21.3	27.8	33.3	37.4	44.6	51.4
同比			20%	12%	19%	15%	31%

资料来源：宠物行业白皮书，瑞派宠物医院，华泰研究预测

投资机遇何在？国产猫三联疫苗前景广阔，宠物板块或将成为动保公司第二增长曲线。以瑞普生物为例，其设立蓝瑞生物来独立运营宠物板块，继推出莫普欣（宠物驱虫药）千万级大单品后，也将利用供应链及终端瑞派宠物医院的产业优势，将猫三联疫苗打造成过亿级大单品。考虑到动物疫苗产品的整体筹备周期较长，从研制到上市通常需要近 10 年时间，因此率先实现商业化的企业有望享受较长时间的窗口红利，建议关注在猫联苗产品管线上具备先发优势的龙头企业。

非瘟疫苗：应急评价推进，2024 年中或启动生产

海外非瘟疫苗率先落地，国内应急评价加速推进。非洲猪瘟是急性、烈性传染病，发病后死亡率高，因此疫苗研发重要性较高。2023 年 7 月，越南农业和农村发展部批准 2 种非洲猪瘟疫苗；同期，俄罗斯首款非洲猪瘟疫苗在商业猪场通过了初步测试。反观国内，根据农业农村部 2021 年修订发布的《兽药注册评审工作程序》，对重大动物疾病应急处置所需的兽药，农业农村部可启动应急评价，目前农业农村部已开通非瘟疫苗应急评价绿色通道，预计后续申请注册流程将明显加速。

商业化进程几何？亚单位非瘟疫苗推进速度最快，最快有望于 2024 年中实现生产销售。国内非洲猪瘟疫苗研发工作持续推进，主要研发路线有基因缺失疫苗、亚单位疫苗、活载体疫苗、mRNA 疫苗研发四类，其中亚单位疫苗具备表达技术成熟、生物安全性高、产品质量可控的显著优势，整体推进速度较快，目前兰研所、中科院等单位的非洲猪瘟亚单位疫苗已分别向农业农村部提交兽药应急评价申请，相关评审工作正在积极推进，我们预计后续若不需做大规模临床试验，非瘟疫苗最快有望于 2024 年中实现生产销售。另外，针对活载体疫苗路线，目前亦有两家企业的产品待申请应急评价。

图表36：国内非瘟疫苗研发主要技术路线及相关信息梳理

疫苗类型	主要科研单位	进展	拟合作单位
非洲猪瘟基因缺失疫苗	哈兽研	申请临床试验后效果不佳	-
非洲猪瘟亚单位疫苗	兰研所	已提交应急评价申请并获受理	普莱柯、中农威特等
	中科院	已提交应急评价申请并获受理	生物股份、中牧股份、武汉国药
	科前生物	研发中	-
非洲猪瘟活载体疫苗	科前生物	待申请应急评价	-
	军科院	待申请应急评价	-
非洲猪瘟 mRNA 疫苗	生物股份	研发中	-

资料来源：农业农村部、公司公告、华泰研究

增量空间多大？中性预期下国内非瘟疫苗市场规模约 105 亿元，相当于现有猪苗市场规模的 128%。按照兽药协会口径，2021 年国内猪苗市场空间约 82 亿元。如果按照全国每年出栏约 7 亿头生猪（国家统计局数据）测算，假设乐观、中性、悲观情况下，非洲猪瘟疫苗渗透率分别为 70%、50%、30%，每头份疫苗出厂价分别为 25、15、10 元，免疫次数为两次，则在中性预测下，非瘟疫苗市场空间可达 105 亿元。如果按照猪用疫苗通常净利率在 20%~40%测算，非瘟疫苗行业净利润总额约 8.4~98 亿元，中性预测下约 32 亿元。

图表37：非洲猪瘟疫苗市场空间情景分析

	生猪出栏量 (亿头)	渗透率	每头份出厂价 (元)	免疫次数 (次)	行业市场空间 (亿元)	净利率	行业净利润 (亿元)
乐观	7	70%	25	2	245	40%	98
中性	7	50%	15	2	105	30%	32
悲观	7	30%	10	2	42	20%	8.4

资料来源：华泰研究预测

投资机遇何在？关注非瘟疫苗进展，先发布局企业有望享受红利。由于非洲猪瘟疫病防控对生猪养殖成本存在一定拖累，对于下游企业而言非洲猪瘟疫苗的应用存在一定必要性，我们认为非洲猪瘟疫苗产品对猪用疫苗市场扩容的确定性较高，而率先布局的动保公司有望享受这一新兴大单品带来的市场红利，建议关注科前生物（同时布局亚单位疫苗与活载体疫苗）、普莱柯（拟与兰研所合作）、中牧股份（拟与中科院合作）等。

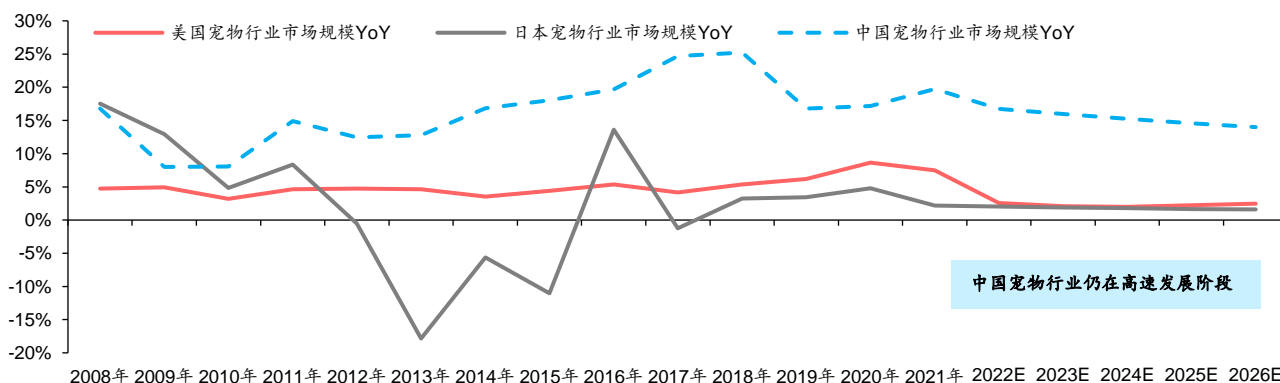
性价比新消费需求：宠食国产替代，零食量贩崛起

经济偏弱运行背景下，消费紧缩强化了人们对价格的诉求。“低成本下的高品质+高性价比”或为优质国货崛起及零售业态变革的主要动因。基于此，我们认为高性价比下的新消费需求或为 2024 年新农业板块投资的主线之一，具体表现为宠物食品的国产替代及量贩零食崛起两方面。

宠物食品：关注国产宠牌替代新机遇

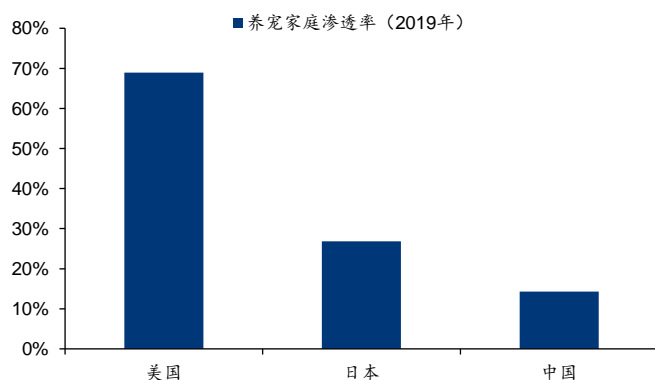
我国宠物行业持续扩容，预计 2024E 市场规模可达 3802 亿元。我国宠物行业现处蓬勃发展期，人口结构转变（出生人口同比下滑、结婚率下跌、老龄化率提升等）及爱宠意识提升共同推动我国宠物行业规模持续扩张。据宠物白皮书数据，2010 年至 2022 年我国宠物行业市场规模 CAGR 高达 28%，高于社会零售额同期增速 18.7pct。相较于美日等成熟宠物市场，我国宠物行业仍处快速发展期，在养宠家庭渗透率及单宠支出方面仍有提升空间。我们按照人口数*人均养宠量*单宠消费来对我国宠物行业市场规模进行测算，结合联合国对我国未来人口数的预测以及参考韩国人均养宠量及单宠支出水平，预计 2024E 我国宠物市场规模可达 3802 亿，约为 2022 年的 1.4 倍。

图表38：对标美日，中国宠物市场仍在快速发展期



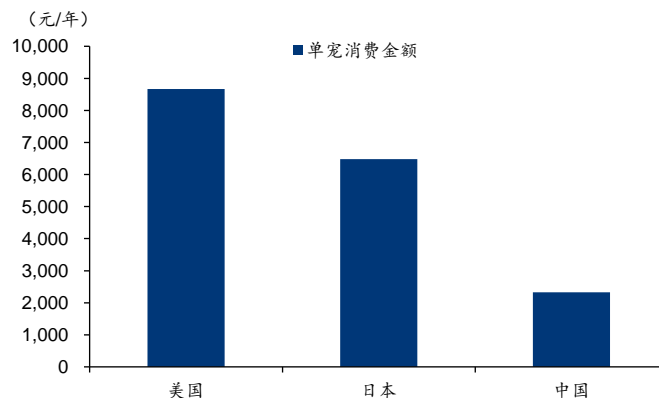
资料来源：欧睿，华泰研究

图表39：我国养宠家庭渗透率相比于美日仍有差距



资料来源：宠物行业白皮书，APPA，弗若斯沙文，华泰研究

图表40：中国相对于其他发达国家单宠支出仍有提升空间



注：美国为 2021 年数据，其余均为 2022 年

资料来源：宠物白皮书，日本宠物食品协会，APPA，华泰研究

图表41：预计 2024 年宠物行业市场规模为 3802 亿

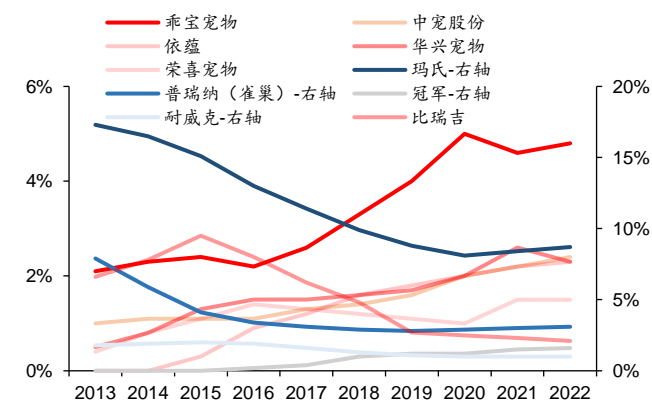
天花板测算	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年
人口数 (万人)	140011	140541	141008	141212	141260	141175	141025	140875	140725	140575
-人口数 YoY		0.4%	0.3%	0.1%	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
人均养宠量 (每百人)	6.25	6.51	7.03	7.14	7.95	8.26	8.86	9.46	10.06	10.66
养宠数量 (万只)	8746	9149	9915	10084	11235	11655	12489	13321	14151	14979
-养宠数量 YoY		5%	8%	2%	11%	4%	7%	7%	6%	6%
单只宠物消费水平 (元)	1532	1867	2041	2048	2216	2322	2576	2854	3159	3493
-单宠消费水平 YoY		22%	9%	0%	8%	5%	11%	11%	11%	11%
人均 GDP (元)	59592	65534	70078	71828	80976	85698	91697	98116	104984	112333
-人均 GDP YoY		10.0%	6.9%	2.5%	12.7%	5.8%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
单宠消费水平占人均 GDP 比例	2.57%	2.85%	2.91%	2.85%	2.74%	2.71%	2.81%	2.91%	3.01%	3.11%
市场规模 (亿元)	1340	1708	2024	2065	2490	2706	3217	3802	4471	5232
-市场规模 YoY		27.5%	18.5%	2.0%	20.6%	8.7%	18.9%	18.2%	17.6%	17.0%

注：蓝色为原始数据，红色为假设值，黑色为利用公式计算所得数据

资料来源：Wind，宠物行业白皮书，华泰研究预测

行业现状：国外宠企/宠牌市占率下降，国内宠企/宠牌强势崛起。在我国宠物行业蓬勃发展的进程中，国产宠物食品品牌、企业也乘行业红利，依靠高性价比及出色的营销运营及研发实力快速崛起，从品牌及公司市占率演绎角度分析，我国宠物行业呈现海外宠企/品牌市占率下降、国内宠企/品牌市占率迅速提升态势。1) 企业角度：2013 年至 2022 年，玛氏市占率下降 8.6pct，乖宝宠物、中宠股份等公司市占率分别上升 2.7pct、1.4pct。2) 品牌角度：2013 年至 2022 年皇家品牌市占率下滑 4.2pct，麦富迪、顽皮等品牌市占率分别提升 2.7pct、1.4pct。

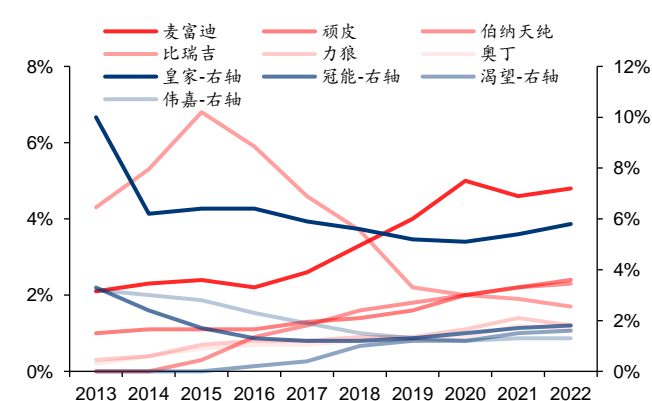
图表42：TOP10 宠企内国内宠物食品企业市占率稳步提升



注：红色为国产品牌，蓝色为国外品牌

资料来源：欧睿，华泰研究

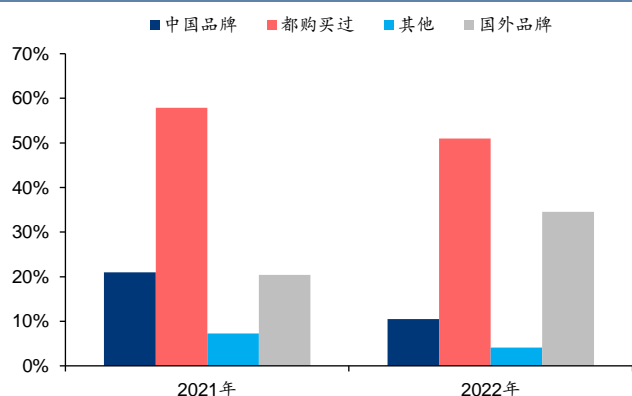
图表43：TOP10 宠牌内国内宠物食品品牌市占率稳步提升



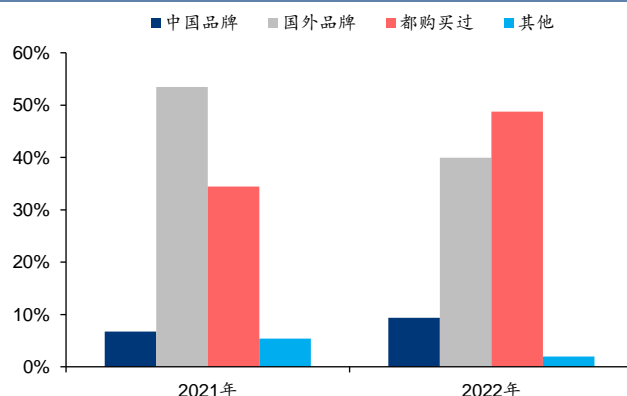
注：红色为国产品牌，蓝色为国外品牌

资料来源：欧睿，华泰研究

经测算，2022 年国内犬猫主粮市场仍有 53% 的国产替代空间。结合宠物白皮书数据，我们测算出 2021 年、2022 年犬主粮市场规模约为 489、493 亿元。2021 年犬主粮市场内，只购买国产品牌、只购买国外品牌、没有明确的品牌偏好（国内国外品牌均购买过）、其他的消费者占比分别为 24.1%、11.6%、49.1%、15.2%。我们认为没有“明确的品牌偏好及其他”或为未来国产品牌可发力空间，二者合计占比为 64.3%。考虑到在不同品牌偏好内用户购买力分布不均，我们参考电商平台内国外品牌（渴望及爱肯拿为代表）和国内品牌（麦富迪为代表）的单价倍数差异，采用加权的思想对比例进行相应调整，最后得出经调整后的 2021 年、2022 年犬主粮市场可替代比例分别为 65.2%、55.0%。对应可替代空间为 319 亿元、271 亿元。同理可得 2021、2022 年猫主粮市场可替代比例为 39.8%、50.7%，对应市场空间为 161 亿元、234 亿元。即 2021 年、2022 年犬猫主粮市场可替代市场空间可达 480、505 亿元，占犬猫主粮整体市场比例分别为 53.8%、52.9%。我国宠物行业国产替代进程稳步推进，伴随宠物行业稳步扩张，国内宠牌替代空间广阔。

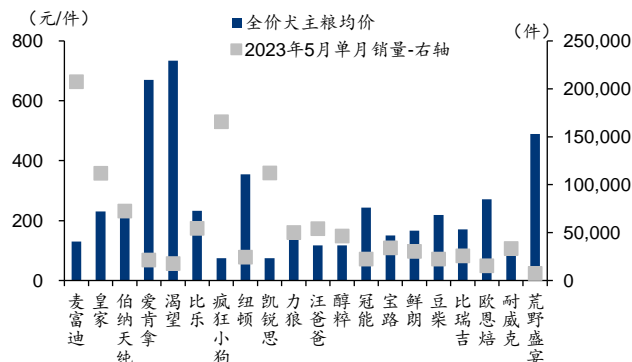
图表 44：2021、2022 年犬主粮市场国产可替代比例为 65.2%、55%


资料来源：宠物行业白皮书，华泰研究

图表 45：2021、2022 年猫主粮市场国产可替代比例为 39.8%、50.7%


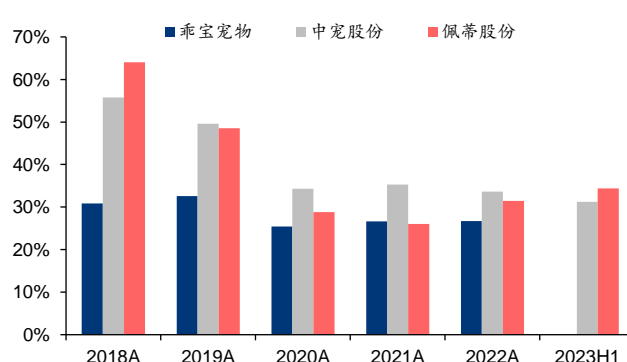
资料来源：宠物行业白皮书，华泰研究

相比海外品牌，国产宠牌在产品、渠道及营销运营方面更具优势。1) 产品端更具性价比。据魔镜数据，2023 年 5 月销量 TOP20 的全价犬主粮内，国外品牌的件均价约为国产品牌的 3 倍左右。且相比较于国外品牌，国内品牌普遍鲜肉添加含量更高，并通过升级产品工艺（烘焙粮、冻干粮等）来提升食品蛋白含量、为宠物提供更为多元、优质的食品选择。2) 渠道方面，国产品牌深谙流量运营之道，在线上渠道建设方面更具优势。以乖宝宠物为例，早在 2015 年时，乖宝宠物便开始在淘系等线上平台对于麦富迪进行主推并给予流量。随后伴随自有电商团队组建（2016 年）；物流及订单体系优化、渠道区隔（2017 年-2018 年），乖宝宠物线上渠道成功打通。2018 年至 2022 年公司自有品牌线上直销收入（主要来自电商平台内的麦富迪旗舰店）CAGR 高达 56%。2022 年乖宝宠物自有品牌内 77.6% 的收入均来自线上，高达 15.9 亿元。3) 营销投入方面，国内品牌高举高打，2022 年乖宝宠物、中宠股份、佩蒂股份销售费用/国内业务收入比例均为 30% 左右。

图表 46：国外品牌件均价约为国内品牌 3 倍左右


注：数据维度为 2023 年 5 月单月销量 TOP20 品牌数据

资料来源：魔镜数据，华泰研究

图表 47：乖宝/中宠/佩蒂销售费用/国内业务收入比例均在 30% 左右


资料来源：公司公告，华泰研究

国产替代进展几何？麦富迪为国产宠牌榜首，中宠股份产业化思维有望兑现。麦富迪产品、渠道及营销均占优，自 2018 年起市占率便位列国产宠牌榜首、在国内市场上的市占率仅次于皇家。乖宝宠物在公司市占率上仅次于玛氏。中宠股份旗下拥有顽皮/ZEAL/领先三品牌，多品牌矩阵战略奏效，未来或有望复刻海外龙头发展路径。佩蒂股份爵宴品牌已完成“1-10”跨越，老牌宠企再转型，有望从单一的 ODM/OEM 业务转变为国内外协同发展。

图表48：2018 年至 2022 年国内宠物行业品牌市占率排行榜 TOP10

品牌市占率	2018	2019	2020	2021	2022
皇家	5.6%	5.2%	5.1%	5.4%	5.8%
麦富迪	3.3%	4.0%	5.0%	4.6%	4.8%
顽皮	1.4%	1.6%	2.0%	2.2%	2.4%
伯纳天纯	1.6%	1.8%	2.0%	2.2%	2.3%
冠能	1.2%	1.3%	1.5%	1.7%	1.8%
比瑞吉	3.7%	2.2%	2.0%	1.9%	1.7%
渴望	1.0%	1.2%	1.2%	1.5%	1.6%
伟嘉	1.5%	1.3%	1.2%	1.3%	1.3%
力狼	0.9%	0.9%	1.1%	1.4%	1.2%
奥丁	0.8%	0.8%	0.9%	1.2%	1.1%

资料来源：欧睿，华泰研究

图表49：2018 年至 2022 年国内宠物行业公司市占率排行榜 TOP10

公司市占率	2018	2019	2020	2021	2022
玛氏	9.9%	8.8%	8.1%	8.4%	8.7%
乖宝宠物	3.3%	4.0%	5.0%	4.6%	4.8%
普瑞纳（雀巢）	2.9%	2.8%	2.9%	3.0%	3.1%
中宠股份	1.4%	1.6%	2.0%	2.2%	2.4%
依蕴	1.6%	1.8%	2.0%	2.2%	2.3%
华兴宠物	1.6%	1.7%	2.0%	2.6%	2.3%
比瑞吉	4.8%	2.7%	2.5%	2.3%	2.1%
冠军	1.0%	1.2%	1.2%	1.5%	1.6%
荣喜宠物	1.2%	1.1%	1.0%	1.5%	1.5%
耐威克	1.3%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%

资料来源：欧睿，华泰研究

未来成长空间？市占率层面，保守估计麦富迪/乖宝宠物仍有约 1 倍/4 倍的成长空间。品牌层面，我们发现 2013 年至 2022 年间中国、日本及美国品牌市占率历史最高值可达 10%、12%、8.0%，我们参考三者的平均水平 10%，预计麦富迪市占率仍有约 1 倍的增长空间。同理可得中国、日本及美国宠企市占率 2013 年至 2022 年间历史最高值分别为 17.3%、22.3%、29.6%。我们参考三者的平均水平 23.1%，预计未来乖宝宠物仍有约 4 倍的成长空间。

国内头部宠企在产能扩建、产品推新及品牌塑造等方面多维发力，进而推动市占率的稳步提升。具体来看：

- 1、产能扩建：**乖宝宠物、中宠股份等纷纷增资扩产。一方面抢占海外品牌市场份额，另一方面力求以“高品质山东粮”代替“低端河北粮”。据饲料工业协会数据，相较于 2018 年，2022 年河北地区宠物饲料产量下滑约 4 万吨，占全国宠物饲料总产量比例下滑 23pct。
- 2、产品推新：**中宠股份旗下顽皮、领先品牌于 23 年上半年推出鲜肉粮、主食罐及烘焙粮，下半年将着重进行产品系列叠新等；佩蒂股份于 23 年上半年推出鸡肉胡萝卜卷、鸡肉香蕉卷等单品，下半年将陆续推出新西兰原切羊肝/鹿肺/牛小胃等产品。
- 3、品牌塑造：**中宠股份自今年 2 月聘任陆敏吉先生负责国内市场拓潜以来，陆续进行了削减产品 sku 数量/更换产品外包装/对 ZEAL 品牌控价等操作，公司产品品牌力得以增强。佩蒂股份上半年则对爵宴品牌进行控货、控价以及调整其分销模式。在此过程中爵宴的零售价上升了 10%。此外，佩蒂股份还开展了品牌植入（电视剧《莲花楼》）、与 Tims 联名、线下举办摇尾营地等活动。

图表50：乖宝宠物拟用超募资金 5.6 亿元投资建设“年产 10 万吨高端宠物食品项目”

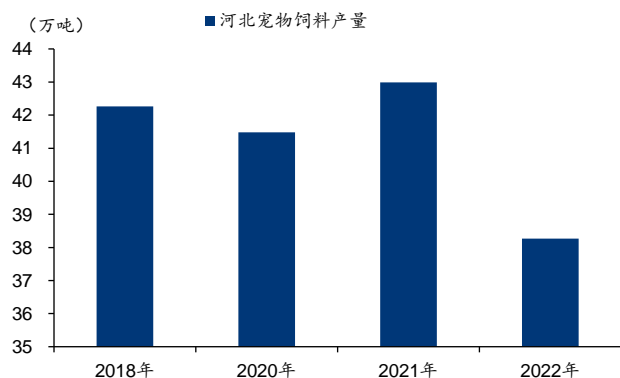
序号	项目	投资额（万元）	投资比例
1	宠物食品湿粮和液态奶项目	21,953.00	39.2%
2	宠物食品冻干产品项目	16,179.00	28.89%
3	宠物食品烘焙粮项目	12,282.00	21.93%
4	宠物食品研发和工艺创新项目	5,586.00	9.98%
合计		56,000.00	100%

资料来源：公司公告，华泰研究

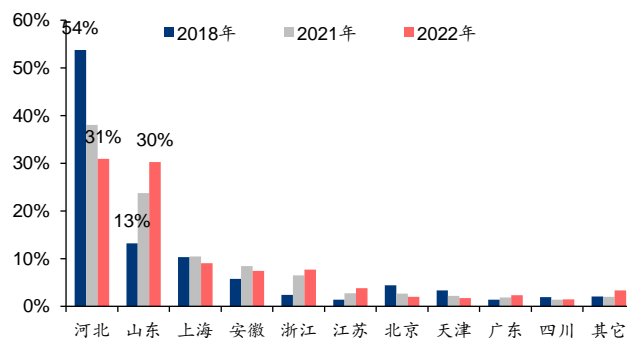
图表51：中宠股份到 25 年公司将新增 9 万吨干粮产能、6 万吨湿粮产能及 1.2 万吨零食产能

项目	所在地区	总投资额（万元）	已投资额（万元）
年产 6 万吨宠物干粮项目	中国	23700	20933
年产 2 万吨宠物湿粮新西兰项目	新西兰	27861	23243
年产 6 万吨高品质宠物干粮项目	中国	28425	2564
年产 4 万吨新型宠物湿粮项目	中国	31196	9.98%
年产 2000 吨冻干宠物食品项目	中国	6479	4349
年产 1.2 万吨高品质宠物零食项目	美国	6000 万美元	-

资料来源：公司公告，华泰研究

图表52：相较于 2018 年，2022 年河北宠物饲料产量下滑约 4 万吨

资料来源：中国饲料工业协会，华泰研究

图表53：中国各省份宠物饲料年产量占比，河北下滑、山东崛起

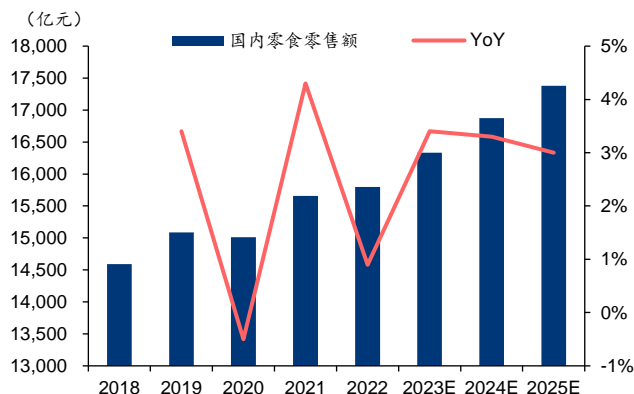
资料来源：中国饲料工业协会，华泰研究

建议关注乖宝宠物、中宠股份、佩蒂股份等。展望后市，我们预计明年国内宠物行业或将维持欣欣向荣态势。国产宠牌价优物美，营销灵活，或将能够迎合市场趋势，在产品上推陈出新、在渠道上持续优化、在品牌上不断扩充。建议关注龙头宠企乖宝宠物、供应链及研发实力均占优的老牌宠企中宠股份、佩蒂股份等。

量贩零食：极致性价比下的零食零售业态新变革

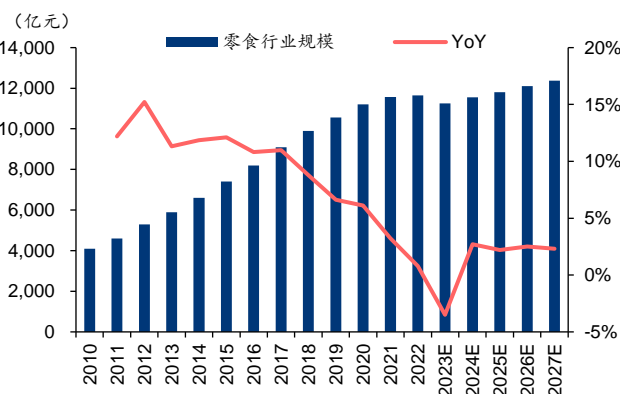
零食零售行业天花板高企，量贩零食店以高性价比引领第四次渠道变迁。零食零售行业天花板高企，欧睿口径、艾媒咨询口径下 2024 年我国零食行业规模分别高达 1.7 万亿、1.2 万亿。万亿市场渠道持续变革，现已历经百货店、大型连锁商超、电商渠道，进入到高性价比消费需求主导下的量贩零食阶段。以好想来、零食很忙为代表的量贩零食店跑通新业态，以低价格、多品类的模式迎合消费趋势，门店规模快速扩张，开启零食零售渠道新纪元。

图表54：欧睿口径下，2024E 我国零食行业零售额高达 1.7 万亿



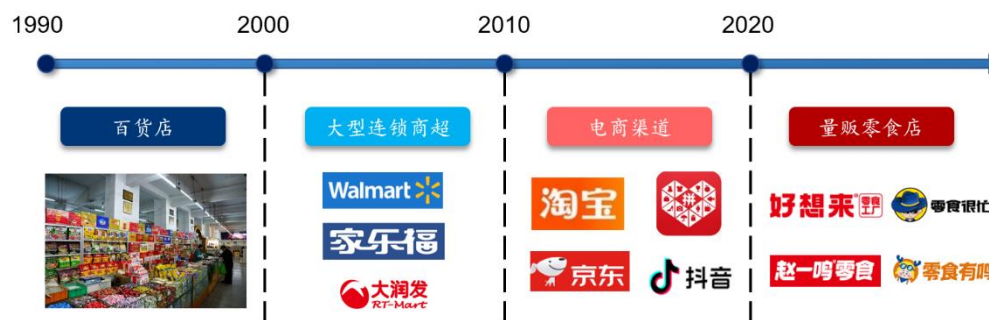
资料来源：欧睿，华泰研究

图表55：艾媒咨询预计 2024E 我国零食行业规模为 1.2 万亿



资料来源：艾媒咨询，华泰研究

图表56：零食行业 40 年渠道变迁，量贩零食店开启新时代

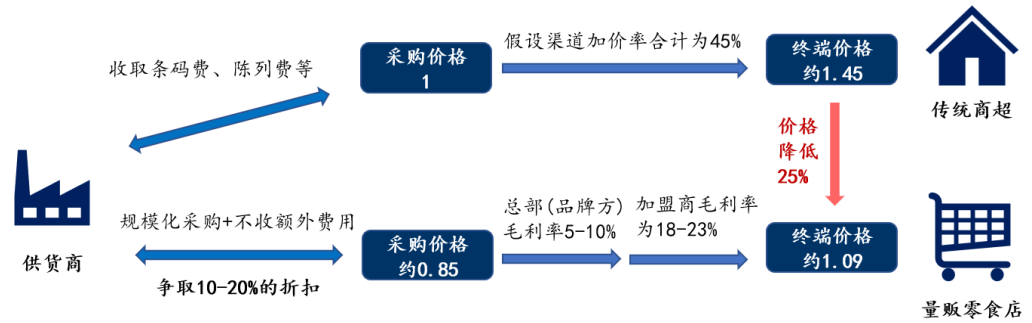


资料来源：尼克森，华泰研究

量贩零食业态优势一：供给端低毛利+高周转，规模效应突出让利消费者

1、规模化采购压低价格。相较传统商超，量贩零食品牌直达厂商，不收取条码费、陈列费等额外费用，从而能够向供货商争取折扣，压低采购价格，进而让利消费者。结合万辰公司公告及我们草根调研数据，我们推测若假设传统商超的渠道加价率为 45%，则量贩零食品牌的采购价格约能降低 10-20%。

2、高周转带来高收入，进而摊薄费用。结合公司官网、公告及草根调研数据，我们发现与良品铺子相比，来优品、吡滴吡滴、零食很忙等量贩零食门店虽然毛利率偏低，均为 18%~20%左右，但其较高的年销售额推升了单店的毛利润，并摊薄了租金、人工、水电等费用，最终使得单店净利润可达 24~54 万元/年不等，约为良品铺子的 2~4 倍。与良品铺子相比，量贩零食店的单店坪效及人效更高。

图表57：量贩零食店采购价格低、渠道毛利低，终端价格降低约 25%


资料来源：公司官网，公司公告，华泰研究估算

图表58：加盟店单店模型对比：量贩零食店 VS 零食品牌店

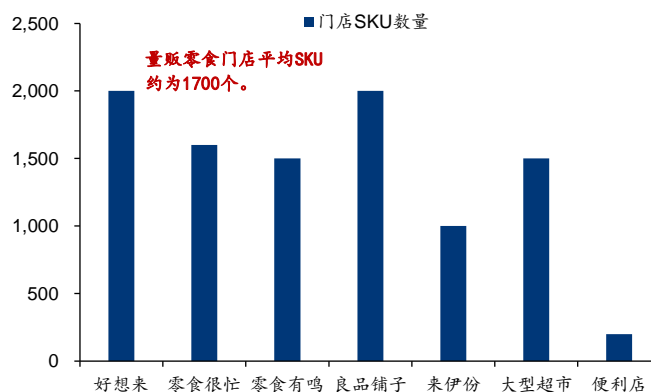
	量贩零食加盟门店		零食品牌店	
	来优品	叮咚叮咚	零食很忙	良品铺子
年销售额（万元）	400	767	533	170
毛利率	20%	18%	18%	30%
毛利润（万元）	80	138	96	51
店铺面积（平方米）	120	200	120	60
年租金（万元）	30	28	25	25
租金费用率	7.50%	3.6%	4.7%	15%
店员人数	6	9	6	3
人工费用率	5.40%	6.3%	6.8%	6.40%
水电杂费（万元）	4	8.4	6.3	2.5
水电杂费费用率	1.00%	1.1%	1.2%	1.50%
年净利润（万元）	24	54	29	13
年净利率	6.10%	7.0%	5.4%	7.50%
坪效（元/平方米）	3.3	3.8	4.4	2.8
人数（元/人）	67	85	89	57

注：良品铺子相关数据由年报披露数据推算得到，其中年销售额通过直营门店收入估算；表中净利率为加盟商获得的净利率。来优品、叮咚叮咚、零食很忙单店数据分别来自河北廊坊、江西南昌、湖南长沙的样本门店调研数据，与真实流水或有一定偏差。

资料来源：草根调研，各公司官网，各公司年报，华泰研究预测

优势二：需求端，多快好省+营销运营服务，满足消费者即时性/尝鲜性消费需求。与电商相比，量贩零食店选址多为小区/学校等附近，可以满足消费者零食购买的即时性需求。与传统商超门店相比，量贩零食店单店平均 SKU 数在 1700 个左右，约为大型超市的 1.13 倍，且价格更低。营销运营层面，量贩零食店如来优品、零食很忙会在店内播放品牌自有魔性音乐、品牌代言人口播等，并举办抖音快闪领券、抖音下单立减、美团团购、与盐津铺子等品牌联名等，可以满足消费者的尝鲜性需求。

图表59：线下渠道SKU数对比，量贩零食约为传统商超的1.13倍



资料来源：草根调研，公司官网，华泰研究

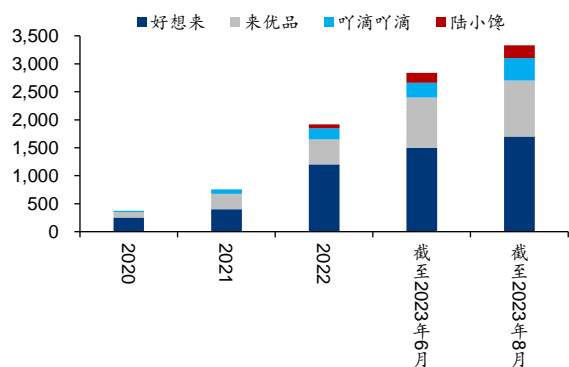
图表60：长沙零食很忙（解放西路店）直营店内张艺兴周边



资料来源：草根调研，华泰研究

截至2023年9月，万辰集团以3751家门店位列国内量贩零食行业龙头。量贩零食行业群雄割据，以万辰系、零食很忙为代表的量贩零食品牌纷纷跑马圈地，实现规模的迅速扩张。1) 据欧睿数据，截至2023年9月，万辰系品牌以3751家门店位列国内量贩零食行业龙头，领先第二名（零食很忙）约561家门店。现如今量贩零食行业或已形成两超多强格局，除万辰系、零食很忙外，赵一鸣、零食有鸣、糖巢、零食优选等也紧随其后。2) 截至2023年9月，量贩零食行业CR3占比超半数（50.7%），较2021年提升了11.1pct。头部品牌在选品品控、标准化运营、供应链履约及配送效率方面更具优势，扩张速度或将保持领先，我们预计行业集中度有望进一步提升。

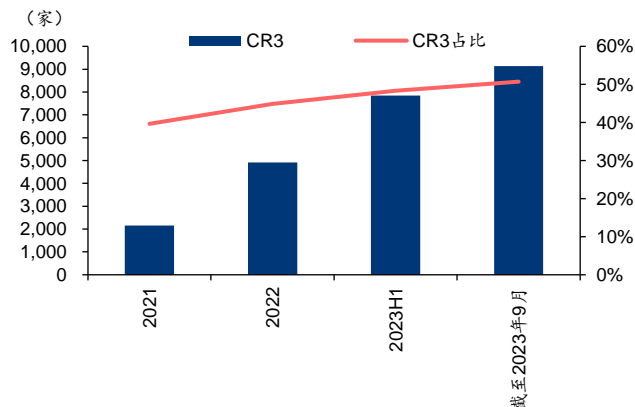
图表61：万辰系品牌门店数稳步扩张



注：万辰系品牌包括好想来、来优品、叮滴叮滴、陆小饒

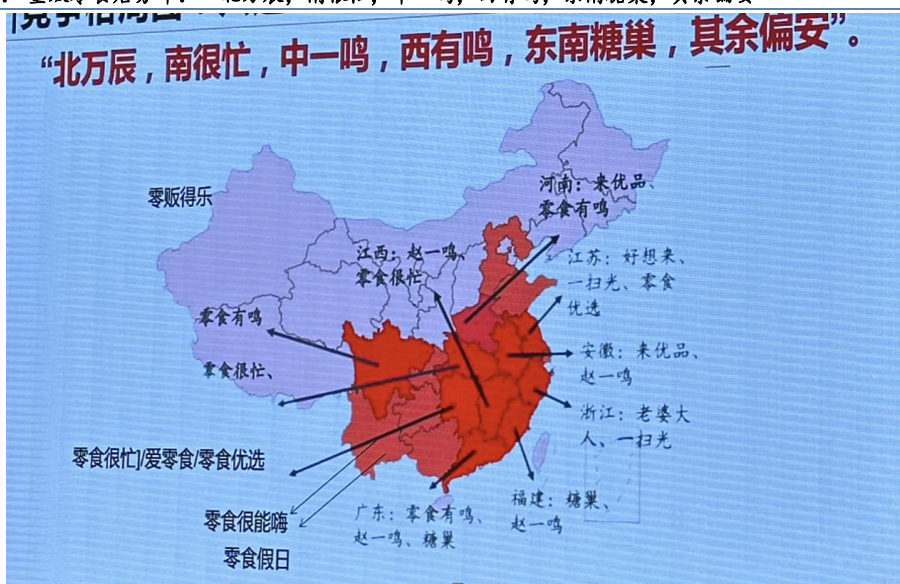
资料来源：公司官网，公司公众号，华泰研究估算

图表62：量贩零食行业集中度稳步提升



资料来源：公司官网，欧睿，华泰研究

图表63：量贩零食店分布：“北万辰，南很忙，中一鸣，西有鸣，东南糖巢，其余偏安”



资料来源：量贩零食产业大会，华泰研究

品牌整合获规模优势，收购“老婆大人”布局浙江。万辰集团1)于2023年9月12日宣布将旗下四大品牌即来优品、好想来、一鸣、陆小馋统一整合为“好想来品牌零食”。合并后的四大品牌将以统一品牌、加盟政策、物流供应链体系运作，并通过万优、万好、万昌、万兴四个分公司运营管理。2)于今年9月28日收购宁波量贩零食品牌“老婆大人”。据窄门餐眼数据，截至2023年10月，老婆大人共有538家门店，主要分布在浙江地区。我们认为，此次品牌整合将在中长期维度提升公司规模优势，有助于降低品牌认知成本、获取更多上游议价权、吸引加盟商等。收购“老婆大人”也为万辰在浙江地区业务拓展提供突破口。万辰集团在苏皖地区根基深厚，未来拟通过发行定增的方式进军河南、山东，此次联合浙江，有望共同打造五省零食龙头。

图表64：万辰旗下来优品/好想来/一鸣/陆小馋统一整合为好想来



资料来源：公司官网，华泰研究

图表65：公司在苏皖地区根基深厚，收购老婆大人进军浙江



资料来源：各公司官网，百度地图，华泰研究

万辰系品牌的仓储面积领先同行，供应链优势突出。我们从产品、仓储物流、门店运营及营销四方面对万辰系品牌（好想来等）、零食很忙等头部量贩零食品牌进行分析。发现在前期选品、门店运营方面，各品牌差异不大。在营销运营层面，零食很忙以较为丰富的品牌代言、新潮的品宣活动或更胜一筹。而在仓储物流建设层面，万辰系品牌以高达30万的仓储面积、22个仓储中心遥遥领先。此外，到2024年底万辰集团计划将建成50个仓储中心，计划服务1.2万家门店。我们认为量贩零食行业竞争本质为效率比拼，在此过程中供应链或为关键环节，伴随万辰旗下四大品牌逐步整合、品牌收购落地，万辰集团或将借助规模优势实现市占率的进一步提升，建议关注量贩零食行业龙头万辰集团等。

图表66：头部量贩零食品牌选品采购、门店管理及营销推广梳理

	品牌名	万辰系品牌	零食很忙	零食有鸣	赵一鸣	零食优选
产品	选品采购	超百人选品团队；厂家直供，华东地区最大体量量贩零食品牌服务商	选品仅找同类行业前列厂商	与新希望乳业、洽洽食品等品牌达成战略合作，商品厂家直达	百大厂商，零中间商；多年从业经验和专业团队精准选品	与行业头部厂商达成合作，拥有 1000+ 优质厂商资源
门店管理	门店运营	定制 ERP 门店管理系统，高标准化门店管理体系	形成线上+线下结合的强管理巡店评分体系，每月公布门店标准化评分	专业运营督导辅助管理	新店专人指导，门店标准化管理	线上线下全程监督管理，进行综合考评奖励机制及改善帮助
营销活动	折扣促销	每月 8 号 88 节，商品 88 折	灵活进行 88 折活动	不做会员不打折	每月 8 号 88 节，商品 88 折	结合门店经营情况指定营销方案
	形象 IP、品牌代言等	高辨识度的“兔子”卡通形象，好想来自编品牌歌曲	打造卡通形象 IP “零小忙”；品牌代言人张艺兴；	打造卡通形象 IP “YUMMY”	打造卡通形象 IP “SUPER MING”	打造卡通形象品牌 IP “优仔”
	线上营销	抖音 2.4 万粉丝；未开通微博账号（好想来品牌）	抖音 40 万粉丝；微博 60 万粉丝；举办抖音快闪直播等活动	抖音、微博粉丝数未超 2 千	抖音 40 万粉丝；微博 3.2 万粉丝	抖音 1.5 万粉丝；未开通微博账号

时间维度：截至 2023 年 10 月 19 日

资料来源：各公司官网，各公司在抖音、微博平台的官方账号，华泰研究

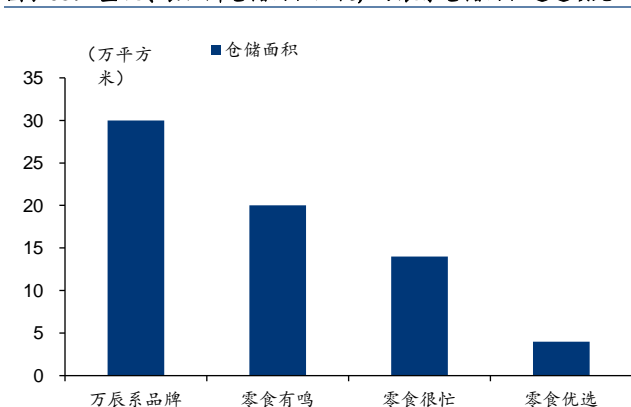
图表67：万辰系/零食很忙/零食有鸣/零食优选仓储配体系梳理

	仓储体系			物流配送	
	仓储面积	仓储中心	分布省份	管理系统	
万辰系	超 30 万平方米	22 个	横跨 17 省	PDA 智能仓库管理系统；高位立体库双边月台、冷藏+常温双温存储等	T+1 原则极速配送。200 公里以内：当日下单当日达；200 公里以外：当日下单次日达
零食很忙	超 14 万平方米	有 8 大供应链中心	横跨 5 省	计划投资 5 亿建设数字化总部供应链中心	全国门店货物 24 小时必达
零食有鸣	20 万平方米智能仓配一体化物流系统	-	-	实际工作中达到 3 倍于传统模式的整箱分拣效率，6 倍于传统模式的拆零分拣效率	
零食优选	超 4 万平方米现代化仓储物流中心	3 大仓储中心	横跨 3 省	运用 WMS 仓储管理系统等	

注：统计时间截至 2023 年 10 月 19 日

资料来源：各公司官网，公众号，华泰研究

图表68：量贩零食品牌仓储面积比较，万辰系仓储面积遥遥领先



注：数据截至 2023 年 10 月 19 日

资料来源：各公司官网，华泰研究

图表69：2024 年底将建成 50 个仓储中心，计划服务 1.2 万家门店



资料来源：好想来品牌战略发布会，华泰研究

图表70：报告提及公司一览表

公司	上市信息	公司	上市信息	公司	上市信息	公司	上市信息
002714 CH	牧原股份	603566 CH	普莱柯	300087 CH	荃银高科	002891 CH	中宠股份
300498 CH	温氏股份	603609 CH	禾丰股份	601952 CH	苏垦农发	300673 CH	佩蒂股份
002299 CH	圣农发展	002311 CH	海大集团	831888 CH	垦丰种业	301498 CH	乖宝宠物
002458 CH	益生股份	002385 CH	大北农	688526 CH	科前生物	300972 CH	万辰集团
002234 CH	民和股份	000998 CH	隆平高科	300119 CH	瑞普生物	未上市	中农威特
002746 CH	仙坛股份	002041 CH	登海种业	600201 CH	生物股份	未上市	武汉国药
605567 CH	春雪食品	000713 CH	丰乐种业	9977 CH	凤祥股份	未上市	先正达

资料来源：Bloomberg，华泰研究

图表71：重点公司推荐一览表

股票名称	股票代码	投资评级 (当地币种)	收盘价	目标价	市值 (百万)	EPS (元)				PE (倍)			
			(当地币种)	(当地币种)	(当地币种)	2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
牧原股份	002714 CH	买入	34.34	66.46	187,680	2.43	1.44	4.09	4.91	14.13	23.85	8.40	6.99
温氏股份	300498 CH	买入	18.25	22.00	121,286	0.80	-0.47	0.82	2.35	22.81	-38.83	22.26	7.77
海大集团	002311 CH	买入	41.77	63.04	69,495	1.78	1.97	2.61	3.61	23.47	21.20	16.00	11.57
隆平高科	000998 CH	买入	16.26	21.50	21,414	-0.67	0.22	0.44	0.46	-24.27	73.91	36.95	35.35
大北农	002385 CH	买入	6.77	10.14	28,014	0.01	-0.23	0.01	0.27	677.00	-29.43	677.00	25.07
圣农发展	002299 CH	买入	17.44	29.94	21,689	0.33	0.96	2.46	3.06	52.85	18.17	7.09	5.70
益生股份	002458 CH	买入	10.07	16.90	9,999	-0.37	0.91	1.69	1.70	-27.22	11.07	5.96	5.92
万辰生物	300972 CH	增持	36.17	38.97	5,552	0.31	0.41	1.08	2.11	116.68	88.22	33.49	17.14
民和股份	002234 CH	买入	12.44	21.24	4,341	-1.30	0.02	1.77	1.84	-9.57	622.00	7.03	6.76
登海种业	002041 CH	增持	15.03	18.00	13,226	0.29	0.36	0.46	0.58	51.83	41.75	32.67	25.91
荃银高科	300087 CH	买入	8.96	15.08	8,488	0.25	0.29	0.40	0.54	35.84	30.90	22.40	16.59
乖宝宠物	301498 CH	买入	41.68	49.98	16,674	0.67	0.93	1.19	1.58	62.21	44.82	35.03	26.38
中宠股份	002891 CH	买入	21.76	34.00	6,400	0.36	0.68	0.89	1.11	60.44	32.00	24.45	19.60
佩蒂股份	300673 CH	买入	13.10	14.10	3,320	0.50	0.32	0.53	0.71	26.20	40.94	24.72	18.45
科前生物	688526 CH	买入	18.29	33.30	8,526	0.88	1.19	1.50	1.80	20.78	15.37	12.19	10.16
普莱柯	603566 CH	买入	19.36	28.00	6,832	0.49	0.70	1.02	1.32	39.51	27.66	18.98	14.67
中牧股份	600195 CH	买入	10.54	18.90	10,763	0.54	0.63	0.76	0.89	19.52	16.73	13.87	11.84
仙坛股份	002746 CH	买入	7.19	9.63	6,187	0.15	0.35	1.07	1.30	47.93	20.54	6.72	5.53

注：数据截至 2023 年 10 月 26 日

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

图表72：重点推荐公司最新观点

股票名称	最新观点
牧原股份 (002714 CH)	<p>猪价周期已在底部，公司成本优势明显</p> <p>近期猪价持续磨底，肥猪尤其仔猪猪价有望带动行业母猪产能加速去化，从而利好明后年的猪价。公司 1-9 月累计出栏生猪 4701 万头、同比增长 4%，规模扩张稳步推进；同时，尝试共创共享新模式以多方拓潜、降低养殖成本，资金风险亦较低。我们维持盈利预测，预计公司 23-25 年 BVPS 分别为 14.58、18.62、23.32 元，参考可比公司 2023 年 3.18x PB 均值（Wind 一致预期），考虑到公司成本控制、资金优势明显，龙头地位稳固，我们给予公司 23 年 4.56x PB，对应目标价 66.46 元，维持“买入”评级。</p> <p>风险提示：生猪出栏量不达预期，猪价不达预期，爆发大规模动物疾病等。</p> <p>报告发布日期：2023 年 10 月 10 日</p> <p>点击下载全文：牧原股份(002714 CH,买入)：月出栏缩量降重，新模式降本拓潜</p>
温氏股份 (300498 CH)	<p>盈利短期承压，维持“买入”评级</p> <p>受猪价下行影响，2023 年前三季度公司实现营收 647 亿元（yoy+15.8%）、归母净利润-45.3 亿元（同比转亏）；其中 23Q3 受猪价价格反弹的带动而实现营收 235 亿元（yoy-3.39%）、归母净利润 1.59 亿元（同比-96%、环比扭亏）。考虑到猪价旺季反弹力度低于预期、短期或难现大涨，我们下调公司 23/24/25 年归母净利润至-31.4/54.2/156 亿元（前值为 27.9/68.0/130 亿元）、预计 BVPS 分别为 5.5/6.12/8.26 元，参考可比公司 23 年 3.6X PB 均值（Wind 一致预期），考虑到公司财务稳健、养殖成本持续改善，我们给予公司 23 年 4.0 倍 PB，目标价 22 元，维持“买入”评级。</p> <p>风险提示：生猪出栏量不达预期，猪价不达预期，非瘟疫情反复，爆发大规模动物疾病，扩张节奏与市场需求不匹配等。</p> <p>报告发布日期：2023 年 10 月 25 日</p> <p>点击下载全文：温氏股份(300498 CH,买入)：猪价旺季反弹，23Q3 环比扭亏</p>

股票名称	最新观点
海大集团 (002311 CH)	饲料主业稳健增长，维持买入评级 饲料业务销量稳增、养猪业务放量缩价，2023 年前三季度公司实现营业收入 869 亿元（yoy+10%）、归母净利润 22.5 亿元（yoy+7.13%），其中 23Q3 实现营业收入 342 亿元（yoy+4.78%）、归母净利润 11.51 亿元（yoy+2.69%）。我们维持公司 2023/24/25 年归母净利润预测为 32.78/43.43/60.02 亿元。参考 2023 年可比公司 Wind 一致预期 26 倍 PE 均值，考虑到公司的饲料行业龙头地位及多元发展前景，给予公司 2023 年 32 倍 PE 估值，目标价 63.04 元，维持“买入”评级。 风险提示：下游养殖景气不及预期、饲料行业竞争加剧、极端天气等。 报告发布日期：2023 年 10 月 19 日 点击下载全文：海大集团(002311 CH,买入)：饲料主业稳增长，养殖盈利暂拖累
隆平高科 (000998 CH)	2023H1 归母净利润亏损 1.45 亿元，同比减亏 8 月 30 日公司发布半年报：23H1 公司实现总营收 17.85 亿元，同比+49.0%，归母净亏损 1.45 亿元，同比减亏（去年同期亏损 2.98 亿元）；23Q2 公司总营收 7.20 亿元，归母净亏损 2.96 亿元，同比减亏（去年同期亏损 3.52 亿元）。由于资产减值、汇兑损益等因素影响，我们下调公司 23 年、维持 24-25 年盈利预测，预计公司 23-25 年 EPS 分别为 0.22、0.44、0.46 元，由于公司今年业绩受汇兑影响较大，因此采用 24 年估值以反映公司的主业经营稳健性，参考可比公司 24 年 38x PE 均值，基于公司在水稻&玉米种子行业的龙头地位、转基因性状端的龙头优势、研发端的持续大力投入，我们给予公司 24 年 49x PE，目标价 21.50 元，维持“买入”评级。 风险提示：转基因品种推广进度不及预期，转基因作物对产量的提升不及预期，种业监管力度不及预期，发生严重自然灾害，粮价表现不及预期等。 报告发布日期：2023 年 08 月 31 日 点击下载全文：隆平高科(000998 CH,买入)：主业强势增长，经营稳步提效
大北农 (002385 CH)	转基因业务迎来曙光，维持“买入”评级 猪周期下行拖累公司养殖业务盈利、进而影响 23Q3 饲料业务增速，2023 年前三季度公司实现营收 239 亿元（yoy+8.31%）、归母净利润-9.08 亿元（yoy-174%）。23Q3 实现营业收入 82.6 亿元（yoy-5.02%）、归母净利润-1.34 亿元（yoy-175%）。考虑到猪价低于预期，我们下调公司 23/24/25 年归母净利润预测至-9.62/0.23/11.1 亿元（前值为 1.3/8.3/11.2 亿元）；预计 BVPS 为 2.37/2.30/2.54 元。我们参考 23 年可比公司 Wind 一致预期 3.09X PB 均值，考虑到当下转基因商业化启动在即，公司在性状端具备领先优势，我们给予公司 23 年 4.28XPB 估值，目标价 10.14 元，维持“买入”评级。 风险提示：转基因品种推广进度或效果/种业监管力度/猪价表现不及预期。 报告发布日期：2023 年 10 月 25 日 点击下载全文：大北农(002385 CH,买入)：低猪价拖累主业，转基因迎来曙光
圣农发展 (002299 CH)	23Q3 实现盈利 3.13 亿元，同比+7.61%、环比-7.05% 公司发布 2023 年三季度报告。2023 年前三季度实现营业收入 139 亿元、同比+13%，归母净利润 7.40 亿元、同比+285%。其中，23Q3 实现营业收入 48.47 亿元，同比+0.44%、环比+6.68%；归母净利润 3.13 亿元，同比+7.61%、环比-7.05%。我们维持盈利预测，预计公司 2023/24/25 年归母净利润分别为 11.9/30.6/38.1 亿元，参考可比公司 Wind 一致预期，考虑到圣农父母代鸡苗前期或以促销提升市占率为主策略、调理品业务 C 端净利率或持续改善，我们对圣农 2024 年生肉和父母代鸡苗业务盈利给予 10x PE、调理品业务盈利给予 20x PE，对应目标价 29.94 元，维持“买入”评级。 风险提示：鸡价上涨/成本下降不及预期，突发大规模禽流感疫情等。 报告发布日期：2023 年 10 月 25 日 点击下载全文：圣农发展(002299 CH,买入)：养殖持续扩产降本,食品 C 端收入高增
益生股份 (002458 CH)	2023Q3 实现归母净利润 1.19 亿元，同比扭亏、环比-52.72% 公司发布 2023 年三季度报告。2023 前三季度公司实现营业收入 26.58 亿元、同比+86.82%，实现归母净利润 6.84 亿元、同比扭亏。其中 23Q3 实现营业收入 8.05 亿元，同比+41.76%、环比-14.36%；实现归母净利润 1.19 亿元，同比扭亏、环比-52.72%。我们估算 23Q3 盈利或主要由父母代鸡苗业务贡献。我们维持盈利预测，预计 2023/24/25 年分别录得归母净利润 9.06/16.76/16.93 亿元，对应 EPS 分别为 0.91/1.69/1.70 元。参考可比公司 2024 年 Wind 一致预期 11x PE，考虑到鸡苗价格波动较大，给予益生 2024 年盈利 10 倍 PE，对应目标价约 16.9 元，维持“买入”评级。 风险提示：鸡价上涨/成本下降不及预期，突发大规模禽流感疫情等。 报告发布日期：2023 年 10 月 13 日 点击下载全文：益生股份(002458 CH,买入)：父母代苗贡献盈利,商品代苗加速放量
万辰生物 (300972 CH)	量贩零食稀缺标的，首次覆盖给予“增持”评级 公司由食用菌业务转型量贩零食赛道，目前是国内门店数量前二的量贩零食经营企业。量贩零食行业快速扩张的背景下，我们看好公司凭借相对优势实现超额增长。参考可比公司 Wind 一致预期，并考虑到公司所处量贩零食赛道的优越性，我们对公司 2024 年量贩零食业务盈利给予 36xPE、对 2023 年食用菌业务盈利给予 10xPE，分部估值目标市值 59.8 亿元，对应目标价 38.97 元，首次覆盖给予“增持”评级。 风险提示：零食店增速/金针菇价格/产能投产不及预期，零食店盈利恶化。 报告发布日期：2023 年 08 月 24 日 点击下载全文：万辰生物(300972 CH,增持)：转型量贩零食，把握赛道红利
民和股份 (002234 CH)	2023H1 实现归母净利润-3990 万元，同比减亏 公司发布 2023 年半年度报告。2023H1 公司实现营业收入 11.21 亿元、同比+75%，归母净利润-3990 万元、同比减亏。其中 23Q2 实现营业收入 5.43 亿元，同比+38%、环比-5.91%；归母净利润-9675 万元，同比减亏、环比转亏。我们维持盈利预测，预计 2023/24/25 年分别录得归母净利润 0.07/6.19/6.40 亿元，对应 EPS 分别为 0.02/1.77/1.84 元。参考可比公司 2024 年 Wind 一致预期 13x PE，考虑到熟食业务产能爬坡尚需时间、渠道建设任重道远，我们给予民和 2024 年盈利 12 倍 PE，对应目标价 21.24 元，维持“买入”评级。 风险提示：鸡价上涨/成本下降不及预期，突发大规模禽流感疫情等。 报告发布日期：2023 年 09 月 01 日 点击下载全文：民和股份(002234 CH,买入)：苗价驱动收入增长，熟食建设致亏损

股票名称	最新观点
登海种业 (002041 CH)	2023H1 归母净利润 7458 万元，同比-33.5% 8 月 28 日公司发布半年报：2023H1 公司实现总营收 4.83 亿元，同比+9.9%，归母净利润 7458 万元，同比-33.5%；单季度来看，2023Q2 公司实现总营收 2.20 亿元，同比+110.4%，归母净利润 2986 万元，同比+279.3%。我们维持盈利预测，预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.36、0.46、0.58 元。参考可比公司 23 年 49 倍 PE 估值，考虑公司玉米品种优势，我们给予公司 23 年 50 倍 PE，目标价 18.00 元，维持“增持”评级。 风险提示：转基因品种推广进度不及预期，转基因作物对产量的提升不及预期，种业监管力度不及预期，发生严重自然灾害，粮价表现不及预期等。 报告发布日期：2023 年 08 月 28 日 点击下载全文：登海种业(002041 CH,增持)：玉米种稳健增长，或受益下游高景气
荃银高科 (300087 CH)	2023H1 归母净利润 3942 万元，同比+29.3% 2023 年 8 月 25 日公司发布半年报：2023H1 公司实现营业总营收 10.8 亿元，同比+11.9%，归母净利润 3942 万元，同比+29.3%；单季度来看，2023Q2 公司实现总营收 4.6 亿元，同比-11.9%，归母净利润 810 万元，同比-19.5%，归母净利下降主要系销售淡季小基数下正常波动。我们维持盈利预测，预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.29、0.40、0.54 元，参考可比公司 2023 年 52x PE 均值（Wind 一致预期），我们给予公司 23 年 52x 估值，目标价 15.08 元，维持“买入”评级。 风险提示：转基因品种推广进度不及预期，转基因作物对产量的提升不及预期，种业监管力度不及预期，发生严重自然灾害，粮价表现不及预期等。 报告发布日期：2023 年 08 月 26 日 点击下载全文：荃银高科(300087 CH,买入)：稻种毛利率改善，玉米种子收入高增
乖宝宠物 (301498 CH)	2023Q3 归母净利润 1.09 亿元，YoY +36.8% 2023 年前三季度公司实现营业收入 31.1 亿元，同比+25.1%，实现归母净利润 3.14 亿元，同比+45%。23Q3 实现收入 10.5 亿元，同比+30.7%，实现归母净利润 1.09 亿元，同比+36.8%。考虑到公司国内市场开拓良好，我们上调公司 23-25 年宠物主粮等营收增速及毛利率，相应上调公司 23-25 年盈利预测，预计公司 23-25 年归母净利润分别为 3.74/4.75/6.32 亿元（前值为 3.2/3.9/5.0 亿元）。考虑到公司与中宠股份业务发展等更为接近，我们参考其 24 年估值 27XPE，考虑到麦富迪现为国产宠牌龙头，我们给予公司 24 年盈利 42 倍 PE，目标价 49.98 元（前值 48.6 元），维持“买入”评级。 风险提示：原材料价格波动超预期，汇率波动超预期，渠道及营销拓展不及预期，食品安全风险等。 报告发布日期：2023 年 10 月 25 日 点击下载全文：乖宝宠物(301498 CH,买入)：国内市场顺利开拓，关注双十一大促
中宠股份 (002891 CH)	23H1 实现营收/归母净利润 17.1/0.96 亿元，YoY 7.9%/40.7% 公司发布 23H1 业绩报告。23H1 实现营收 17.1 亿元，同比增长 7.9%；归母净利润 0.96 亿元，同比增长 40.7%。23Q2 实现营收 10 亿元，同比增长 26%；实现归母净利润 0.8 亿元，同比增长 78%、环比增长 400%。我们预计 2023/24/25 年归母净利润分别为 2.0/2.6/3.3 亿元，对应 EPS 分别为 0.68/0.89/1.11 元。参考公司上市以来 61.9 倍 PE 中位数，考虑到海外业务正稳步恢复、国内品牌表现突出，我们给予 2023 年估值 50X PE，对应目标价 34 元，维持“买入”评级。 风险提示：海外去库恢复不及预期，原材料价格波动，汇率波动风险，国内市场竞争加剧，自主品牌建设不及预期，食品安全风险。 报告发布日期：2023 年 08 月 03 日 点击下载全文：中宠股份(002891 CH,买入)：海外国内双轮驱动，23H1 业绩高增长
佩蒂股份 (300673 CH)	2023 Q3 归母净利润 1354 万元，YoY -79.9%/环比+393% 2023 年前三季度公司实现营业收入 9.16 亿元，同比-32.3%，实现归母净亏损 2916 万元，同比-118%。23Q3 实现收入 4.24 亿元，同比-16.7%，实现归母净利润 1354 万元，同比-79.9%。考虑到 23 年公司出口业务整体承压、未来或存一定修复期，我们下调公司 23-25 年咬胶及零食类产品销量增速及毛利率，相应下调公司 23-25 年盈利预测，预计公司 2023/24/25 年归母净利润分别为 0.82/1.3/1.8 亿元（前值为 1.15/1.51/1.95 亿元）。参考公司上市以来 44 倍的 PE 中位数，考虑到公司国内业务稳步拓展，我们给予公司 2023 年 44 倍 PE，目标价 14.1 元（前值 18.1 元），维持“买入”评级。 风险提示：原材料价格波动超预期，汇率波动超预期，渠道及营销拓展不及预期，食品安全风险等。 报告发布日期：2023 年 10 月 23 日 点击下载全文：佩蒂股份(300673 CH,买入)：出口边际改善，Q3 归母净利润扭亏
科前生物 (688526 CH)	2023H1 实现归母净利润 2.39 亿元，同比+50% 公司发布 2023 年半年度报告。2023H1 公司实现营业收入 5.32 亿元、同比+35%，实现归母净利润 2.39 亿元、同比+50%；其中 23Q2 实现营业收入 2.52 亿元、同比+32%，实现归母净利润 1.02 亿元、同比+54%。我们分析，盈利增长主要系公司抢抓机遇开拓市场同时降费增效带来。我们维持盈利预测，预计公司 2023/24/25 年归母净利分别为 5.54/6.99/8.38 亿元，对应 EPS 分别为 1.19/1.50/1.80 元，参考可比公司 2023 年 Wind 一致预期 24 倍 PE，考虑到公司猪苗护城河明显，我们给予公司 2023 年盈利 28 倍 PE，目标价 33.3 元，维持“买入”评级。 风险提示：生猪存栏恢复不及预期，市场化销售推进不及预期，动物疫苗市场竞争加剧。 报告发布日期：2023 年 08 月 28 日 点击下载全文：科前生物(688526 CH,买入)：猪苗强势增长，费率明显下降
普莱柯 (603566 CH)	23Q3 实现盈利 0.62 亿元，同比+29%、环比+18% 公司发布 2023 年三季报。2023 年前三季度实现营收 9.29 亿元，同比+12%；归母净利润 1.79 亿元，同比+40%。其中 23Q3 实现营收 3.14 亿元，同比-0.18%、环比+1.63%；归母净利润 0.62 亿元，同比+29%、环比+18%。我们维持盈利预测，预计公司 2023/24/25 年归母净利润分别为 2.47/3.61/4.65 亿元，对应 EPS 分别为 0.70/1.02/1.32 元，参考 2023 年可比公司 Wind 一致预期 21 倍 PE，考虑到公司新品更新能力强、非瘟疫苗有望率先上市销售，我们给予公司 2023 年 40 倍 PE，对应目标价 28 元，维持“买入”评级。 风险提示：生猪存栏恢复不及预期，市场化销售推进不及预期，动物疫苗市场竞争加剧，猪价波动剧烈影响产品需求。 报告发布日期：2023 年 10 月 25 日 点击下载全文：普莱柯(603566 CH,买入)：降费增效盈利增，猪苗化药略承压

股票名称	最新观点
中牧股份 (600195 CH)	2023H1 实现归母净利润 2.69 亿元，同比+4.61% 公司发布 2023 年半年报。2023H1 实现营收 25.08 亿元，同比-3.40%；归母净利润 2.69 亿元，同比+4.61%。其中 23Q2 实现营收 14.47 亿元，同比-1.81%、环比+36.27%；归母净利润 1.28 亿元，同比+4.45%、环比-8.56%。 风险提示：生猪存栏恢复/市场化销售推进不及预期，市场竞争加剧等。 报告发布日期：2023 年 08 月 30 日 点击下载全文：中牧股份(600195 CH,买入): Q2 收入降幅收窄，投资收益支撑盈利
仙坛股份 (002746 CH)	销售规模持续增长，维持买入评级 公司发布 2023 年三季度报告。2023 前三季度公司实现营业收入 43.35 亿元、同比+23%，实现归母净利润 2.67 亿元、同比+161%。其中 23Q3 实现营业收入 15.5 亿元，同比+3.24%、环比-0.83%；实现归母净利润 0.64 亿元，同比-26%、环比-43%。我们维持盈利预测，预计 2023/24/25 年分别录得归母净利润 2.99/9.21/11.18 亿元，对应 EPS 分别为 0.35/1.07/1.30 元。参考可比公司 2024 年 Wind 一致预期 9x PE，考虑到公司诸城项目产能逐步释放和成本优势，给予仙坛 2024 年盈利 9 倍 PE，对应目标价约 9.63 元，维持“买入”评级。 风险提示：鸡价上涨/成本下降不及预期，突发大规模禽流感疫情等。 报告发布日期：2023 年 10 月 24 日 点击下载全文：仙坛股份(002746 CH,买入): 量增价跌收入稳，投资收益拖累盈利

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

风险提示

畜禽价格表现不及预期。如果生猪/肉禽价格表现低于预期，则会影响养殖企业利润/亏损水平，进而影响饲料及动保产品的销量及/或毛利率。

上市公司的生猪出栏量不及预期。生猪出栏量是上市公司成长性及 α 因素的主要体现。如果上市公司因疫情防控疏忽或其他因素导致生猪出栏量不达预期，则自身盈利水平将会受到影响，行业基本面兑现程度或将受损。

母猪产能去化幅度/速度不及预期。目前猪价处于三次探底阶段，母猪产能去化的幅度和速度将会影响猪周期何时、以怎样的斜率进入上涨阶段。如果母猪产能去化幅度较低、较慢，则周期拐点的到来或迟于预期。

粮食价格表现不及预期。目前玉米等粮食价格高位震荡，但仍处于种植成本线以上。较好的种植收益支撑种子的涨价和需求回升。如果粮食价格持续回落、且快速跌破成本线，则种子行业的景气度或将受损。

农业支持政策力度不及预期。政策的制定及执行力度将影响种子行业的竞争格局、决定转基因玉米/非洲猪瘟疫苗在国内的商业化进度、影响部分农业上市公司的补贴收益、等等。如果农业支持政策的力度不及预期，则部分农业上市公司的盈利兑现能力或受影响。

免责声明

分析师声明

本人，熊承慧，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并未就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰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，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 圣农发展（002299 CH）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本价值的 1%或以上。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师熊承慧本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 普莱柯（603566 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前的 12 个月内担任了标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 圣农发展（002299 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15%以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2023华泰证券股份有限公司