



农林牧渔行业研究

买入（维持评级）

行业年度报告

证券研究报告

食品饮料组

分析师：刘宸倩（执业 S1130519110005）

liuchengqian@gjzq.com.cn

周期底部蓄力 技术变革引领种业振兴

投资逻辑

2024 年农业投资建议关注以下几条主线：1. 养殖产业链底部蓄势：首推生猪养殖周期反转，其次关注禽养殖持续去产能下，终端产品价格跟随生猪价格上涨的机会；2. 转基因种子商业化落地：转基因种子商业化落地带来种业扩容，同时有望推动龙头种企提高市占率和盈利能力；3. 动保新品催化：关注非瘟疫苗商业化落地进程。

生猪养殖：周期底部蓄力，布局优质龙头企业。2023 年生猪出栏量持续增长，行业供大于求的状态未能改变，预计全年养殖利润为负。从周期角度看，行业自 2021 年下半年步入下行周期，已经连续亏损 3 年，养殖企业资金压力持续累积，资产负债率持续提升，行业在亏损下已经连续 11 月去产能。展望 2024 年，预计 24 年上半年供需格局难有改善，生猪价格依旧低迷，随着亏损的持续进行，行业去产能速度或出现非线性加速，从而推动周期底部反转，建议把握左侧周期反转的机会，重视行业 β ，优选弹性标的。

白羽鸡：引种缺口仍待传导，需求好转或拉动产品价格。在行业引种缺口预期传导至终端的背景下，2023 年上游环节盈利好于养殖及屠宰端，父母代鸡苗销售全年处于较好盈利区间，下游环节则在下半年出现亏损。展望 2024 年，当前在产父母代存栏量处于高位，明年上半年仍然面临供给压力，下半年产业链或受益供需改善及猪价上行，建议重点关注父母代产能以及海外引种端的变化情况，优选全产业链布局标的。

黄羽鸡：产能持续去化，猪鸡共振可期。2023 年上半年，由于需求不振和消费替代，黄鸡价格表现低迷，养殖持续亏损。进入 3 季度黄鸡迎来传统消费旺季，叠加产能处于相对低位，终端产品价格有所反弹，然而全年黄羽鸡养殖或维持盈亏平衡。展望 2024 年，黄鸡行业产能逐年下降至历史低位，考虑到明年下半年猪价的回暖或带动黄羽鸡消费需求好转，行业将迎来景气回升，重点关注成本和成长性优秀的养殖龙头。

种业：极端天气频发扰动粮价，技术革新带动行业发展。今年厄尔尼诺现象持续冲击农作物生产，极端天气或对白糖、玉米、大豆、棕榈等农作物产量造成影响，目前中等强度厄尔尼诺事件已经形成，建议关注极端天气后续对粮食价格的扰动。根据农业农村部公告，首批转基因玉米品种通过审定，转基因作物产业化进一步推进，后续获得生产经营许可证后即有望销售。目前仅有 33 家种子企业获得转基因种子销售批准，4 家主体获得性状审定批准，转基因种子商业化落地后，种业的盈利与竞争格局有望优化，种业变革大幕逐步开启。

动保：养殖低迷短期需求承压，关注非瘟疫苗进度。2023 年下游养殖盈利低迷和去产能趋势给动保行业带来压力，动保板块的反转或要等待 24H2 养殖周期底部反转。除下游养殖周期反转外，行业大单品的审批落地或将催化板块上行，目前非瘟疫苗已经进入了商用落地前的关键评审验收期，非瘟疫苗实现商用落地将显著扩张动保市场百亿元左右空间，首批参与生产的企业收入利润有望显著增厚。此外，宠物动保国产化处于起步阶段，多家企业猫三联产品通过应急评审，有望成为动保企业第二增长曲线。

风险提示

猪价不及预期、动物疫病风险、原材料价格风险、政策风险等。



内容目录

1 农林牧渔行业复盘以及核心观点总结	4
核心投资观点:	5
2 生猪养殖: 周期底部反转蓄力, 左侧布局把握良机	6
3. 禽养殖: 白羽鸡产能缺口或将显现, 黄鸡周期有望回暖	10
4. 动保: 猪价低迷拖累动保业绩, 非瘟疫苗打开成长空间	14
5. 种子: 极端天气扰动农产品价格, 技术革新推动行业发展	16
风险提示	18

图表目录

图表 1: 年初至今农林牧渔板块涨跌幅	4
图表 2: 单月农林牧渔板块与沪深 300 涨跌幅对比	4
图表 3: 农林牧渔行业年初至今走势表现	5
图表 4: 农林牧渔二级子行业年初至今涨跌幅	5
图表 5: 农林牧渔三级子行业年初至今涨跌幅	5
图表 6: 生猪价格全年表现低迷	6
图表 7: 行业在旺季依旧处于亏损状态 (元/头)	6
图表 8: 生猪出栏均重 (公斤/头)	6
图表 9: 单季度生猪出栏量 (万头)	6
图表 10: 15KG 仔猪价格年初反弹后下行 (元/公斤)	7
图表 11: 二元母猪价格持续走弱 (元/公斤)	7
图表 12: 利润指导产能调整方向, 亏损时间拉长使得去化幅度加深	7
图表 13: 年初以来农业部产能数据去化-5.5%	7
图表 14: 年初以来涌益咨询产能数据去化-8.0%	7
图表 15: 年底与明年上半年供给压力犹存	8
图表 16: 周期底部生猪价格或旺季不旺	8
图表 17: 生猪均重仍有积累空间	8
图表 18: 标肥价差已经到达高位	8
图表 19: 鲜销率低于往年同期	8
图表 20: 冻品库存处于历史高位	8
图表 21: 上市企业在未来 2 月出栏量供给依旧较大	9
图表 22: 上市公司平均资产负债率持续攀升	9
图表 23: 资本开支逐步缩减	9

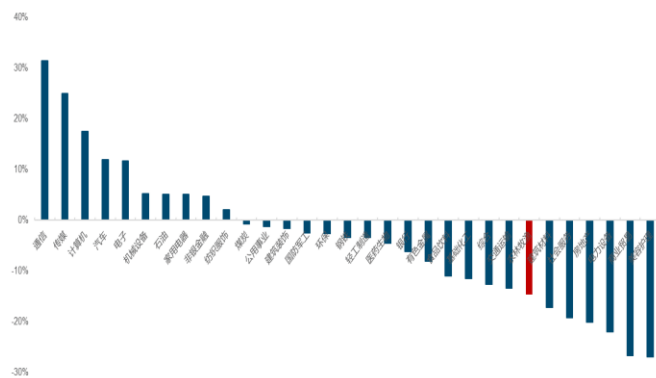


图表 24: 生产性生物资产开始下滑	9
图表 25: 生猪养殖上游企业应收账款周转天数增长	10
图表 26: 重点生猪养殖企业出栏量 (万头) 与头均市值 (元/头)	10
图表 27: 白羽鸡价格前高后低 (元/公斤)	11
图表 28: 白羽鸡养殖各环节利润出现分化 (元/羽)	11
图表 29: 祖代鸡更新量缓步回升	11
图表 30: 月度祖代鸡更新量 (万套)	11
图表 31: 在产祖代鸡存栏较去年降低 (万套)	12
图表 32: 后备祖代鸡数量高于去年 (万套)	12
图表 33: 在产父母代鸡处于历史高位 (万套)	12
图表 34: 后备父母代鸡出现下滑 (万套)	12
图表 35: 父母代鸡苗价格全年处于较高价格 (元/套)	12
图表 36: 商品鸡苗价格相对低迷 (元/套)	12
图表 37: 黄鸡价格持续低迷 (元/公斤)	13
图表 38: 黄羽在产祖代鸡存栏量 (万套)	13
图表 39: 黄羽在产父母代鸡处于历史低位 (万套)	13
图表 40: 生猪价格与黄鸡价格对比	14
图表 41: 动保板块指数与生猪价格走势关联	14
图表 42: 国内规模化养殖占比持续提升	15
图表 43: 规模场动保投入较多 (元/头)	15
图表 44: 各公司非洲猪瘟疫苗路线	15
图表 45: 猫三联疫苗状态	15
图表 46: 全球粮食价格依旧处于高位	16
图表 47: 全球主要农作物库存消比 (%)	16
图表 48: 我国玉米种植面积	16
图表 49: 我国玉米种子供需情况	16
图表 50: 转基因玉米种子空间测算	17
图表 51: 初审品种涉及上市公司	17

1 农林牧渔行业复盘以及核心观点总结

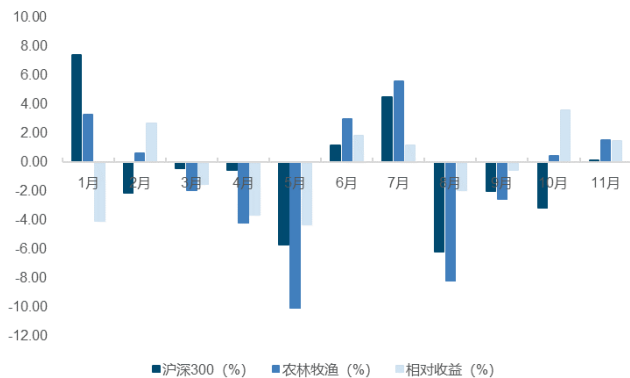
2023 年初至今，农林牧渔板块在动物蛋白价格承压、动物疫病冲击、资金和情绪面扰动等因素的影响下，收益率表现一般。2023 年初至今，农林牧渔板块涨跌幅为-14.69%，在 31 个申万一级行业中位居 25 位，跑输沪深 300 指数。从单月表现看，农林牧渔板块在过去 10 个月中有 5 个月取得正收益，其中 4 个月较沪深 300 存在超额收益，板块存在阶段性行情。

图表1：年初至今农林牧渔板块涨跌幅



来源：I find，国金证券研究所（数据截至11月20日）

图表2: 单月农林牧渔板块与沪深300涨跌幅对比



来源：I find，国金证券研究所（数据截至11月20日）

复盘收益率，2023 年至今板块走出“W”曲线：

年初至4月初，疫情开放后终端消费有所好转，市场对消费端恢复有较好预期，部分观点认为畜禽产品需求端会有明显提振。而动物蛋白价格则表现相对低迷，生猪价格的持续走低使得行业自年初开始去产能，肉鸡价格小幅提振后再度走弱，肉类产品消费端恢复不及预期。期间由于动物疫病、政策等因素的扰动使得板块存在阶段性行情，板块整体上涨3%以上。

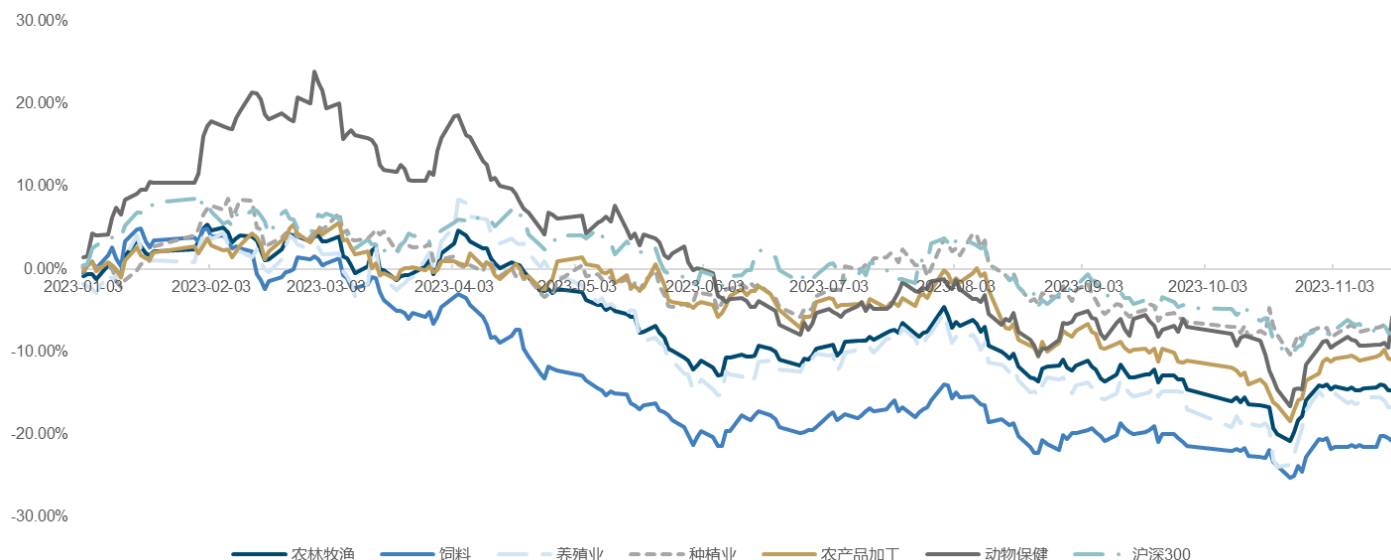
4月-6月份初,年初消费端的火热情况有所降温,餐饮端表现相对疲软一定程度上影响了畜禽产品的需求,动物蛋白价格持续走低。由于行业内规模化养殖占比的提升和下半年对猪价的乐观预期,生猪板块产能去化速度较慢,市场担忧猪周期磨底时间拉长。白羽鸡板块预期引种受阻传导的产能缺口由于换羽、国产替代等行为延后,需求疲软导致终端产品价格持续走弱,而祖代鸡更新量也较2022年有所恢复。板块整体转为调整期,期间板块整体下跌15%。

6月-8月初，生猪价格的持续低迷带动仔猪价格下跌，市场预期行业去产能速度有望加快，生猪养殖板块触底回升；期间白羽鸡受季节性消费影响，鸡苗价格大幅上涨，带动板块上行。同时厄尔尼诺现象使得全球范围内极端天气频发，农产品价格上涨预期较强，种植板块在此阶段有较好表现，此阶段板块整体上涨6%。

8月-10月中旬，猪价的小幅回暖使得市场担忧去产能进程受阻，生猪板块出现回调；鸡苗价格在8月初见顶后持续回落，白鸡板块随之下跌。从整体市场来看，双节期间消费端表现一般致使市场情绪较差，整个大盘出现回调，期间板块下跌15%。

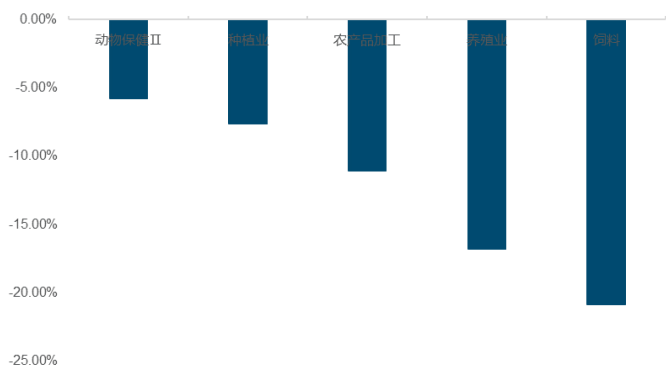
10 月份底至今，经济刺激政策持续推行，市场情绪较前期有所好转。生猪价格旺季不旺，产能加速去化的确定性逐步加强，养殖板块从估值角度看处于底部区间，板块再次震荡上行。

图表3: 农林牧渔行业年初至今走势表现



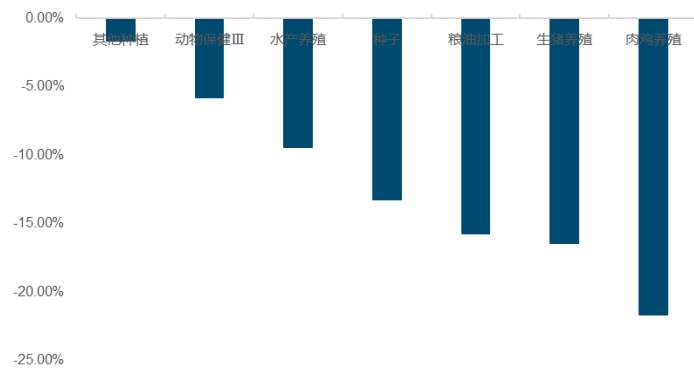
来源：I find，国金证券研究所（数据截至11月20日）

图表4：农林牧渔二级子行业年初至今涨跌幅



来源：Ifind，国金证券研究所（数据截至11月20日）

图表5: 农林牧渔三级子行业年初至今涨跌幅



来源：I find，国金证券研究所（数据截至11月20日）

核心投资观点:

生猪养殖：周期底部蓄力，布局优质龙头企业。2023 年生猪出栏量持续增长，行业供大于求的状态未能改变，预计全年养殖利润为负。从周期角度看，行业自 2021 年下半年步入下行周期，已经连续亏损 3 年，养殖企业资金压力持续累积，资产负债率持续提升，行业在亏损下已经连续 11 月去产能。展望 2024 年，预计 24 年上半年供需格局难有改善，生猪价格依旧低迷，随着亏损的持续进行，行业去产能速度或出现非线性加速，从而推动周期底部反转，建议把握左侧周期反转的机会，重视行业 β ，优选弹性标的。大型养殖企业重点推荐：牧原股份、温氏股份、新希望等；中小养殖企业重点推荐：巨星农牧、新五丰、华统股份、唐人神等。

白羽鸡：引种缺口仍待传导，需求好转或拉动产品价格。在行业引种缺口预期传导至终端的背景下，2023 年上游环节盈利好于养殖及屠宰端，父母代鸡苗销售全年处于较好盈利区间，下游环节则在下半年出现亏损。展望 2024 年，当前在产父母代存栏量处于高位，明年上半年仍然面临供给压力，下半年产业链或受益供需改善及猪价上行，建议重点关注父母代产能以及海外引种端的变化情况，优选全产业链布局标的。重点关注圣农发展、益生股份等。

黄羽鸡：产能持续去化，猪鸡共振可期。2023 年上半年，由于需求不振和消费替代，黄鸡价格表现低迷，养殖持续亏损。进入 3 季度黄鸡迎来传统消费旺季，叠加产能处于相对低位，终端产品价格有所反弹，然而全年黄羽鸡养殖或维持盈亏平衡。展望 2024 年，黄鸡行业产能逐年下降至历史低位，考虑到明年下半年猪价的回暖或带动黄羽鸡消费需求好转，行业将迎来景气回升，推荐成本和成长性优秀的养殖龙头，重点关注立华股份。



种业：极端天气频发扰动粮价，技术革新带动行业发展。今年厄尔尼诺现象持续冲击农作物生产，极端天气或对白糖、玉米、大豆、棕榈等农作物产量造成影响，目前中等强度厄尔尼诺事件已经形成，建议关注极端天气后续对粮食价格的扰动。根据农业农村部公告，首批转基因玉米品种通过审定，转基因作物产业化进一步推进，后续获得生产经营许可证后即有望销售。目前仅有 33 家种子企业获得转基因种子销售批准，4 家主体获得性状审定批准，转基因种子商业化落地后，种业的盈利与竞争格局有望优化，种业变革大幕逐步开启。重点关注：隆平高科、大北农、登海种业等。

动保：养殖低迷短期需求承压，关注非瘟疫苗进度。2023 年下游养殖盈利低迷和去产能趋势给动保行业带来压力，动保板块的反转或要等待 24H2 养殖周期底部反转。除下游养殖周期反转外，行业大单品的审批落地或将催化板块上行，目前非瘟疫苗已经进入了商用落地前的关键评审验收期，非瘟疫苗实现商用落地将显著扩张动保市场百亿左右空间，首批参与生产的企业收入利润有望显著增厚。此外，宠物动保国产化处于起步阶段，多家企业猫三联产品通过应急评审，有望成为动保企业第二增长曲线。重点推荐关注标的普莱柯、科前生物、生物股份等。

2 生猪养殖：周期底部反转蓄力，左侧布局把握良机

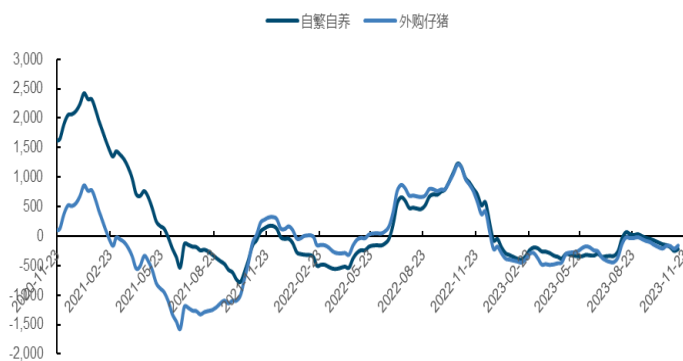
2023 年生猪供大于求，猪价全年表现低迷。2023 年年初，市场部分声音认为随着消费端的好转，预计全年生猪价格会有不错的表现，然而今年生猪价格上涨预期却持续落空。由于去年年底生猪被迫压栏，2023 年初生猪出栏体重在 120 公斤/头以上，较去年同期高 4% 左右，叠加出栏量较去年相比增加 2% 左右，生猪价格表现低迷。进入三季度以来，由于市场对旺季需求存在乐观预期，在二次育肥和压栏行为助力下猪价小有回升，随着旺季猪价上涨预期落空，供强需弱的基本面再度显现，生猪价格开始震荡回落，行业再次陷入亏损状态。根据万得数据，今年自繁自养生猪仅在 8 月实现盈利且盈利高点仅为 70 元/头，行业全年持续亏损已成定局。

图表6：生猪价格全年表现低迷



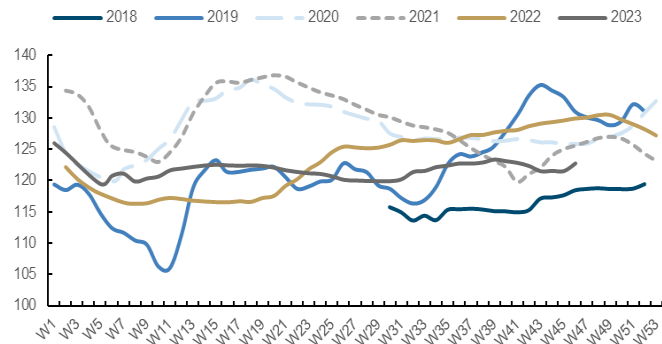
来源：Wind，国金证券研究所

图表7：行业在旺季依旧处于亏损状态（元/头）



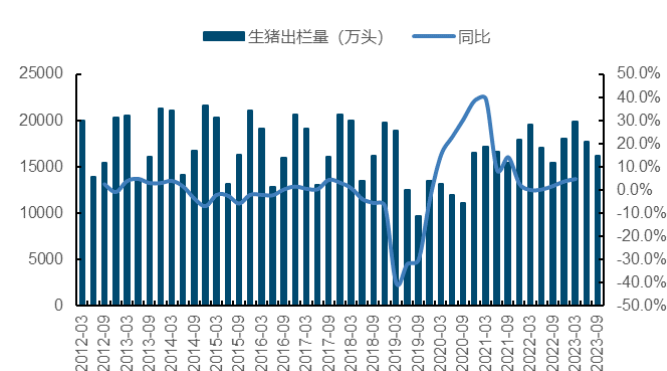
来源：Wind，国金证券研究所

图表8：生猪出栏均重（公斤/头）



来源：涌益咨询，国金证券研究所

图表9：单季度生猪出栏量（万头）



来源：国家统计局，国金证券研究所

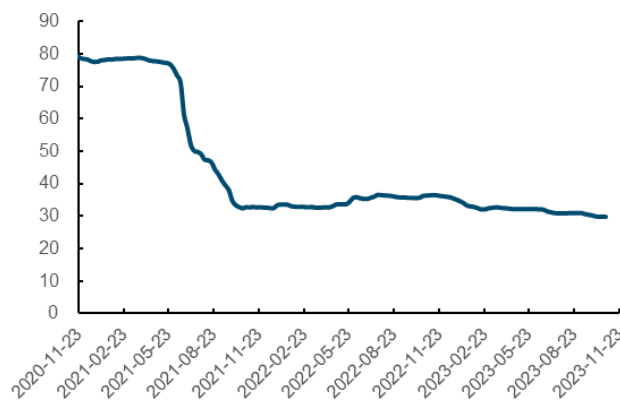
仔猪价格和二元母猪价格反应养殖户对 5/10 个月后生猪行情的预期。年初产业端对下半



年猪价预期较为乐观，母猪与仔猪在需求好转的情况下价格略有回升，随着猪价表现持续低于预期，养殖户补栏积极性回落，仔猪价格和母猪价格开始快速回落，7KG 仔猪价格一度跌至 100 元/头以下。近期由于仔猪育肥出栏时间已经对应明年 5 月份，仔猪价格略有好转，但是仍旧处于亏损状态，产业对明年年中行情仍有较大分歧。

图表10：15KG 仔猪价格年初反弹后下行（元/公斤）

图表11：二元母猪价格持续走弱（元/公斤）



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

能繁母猪存栏量的环比变化跟随利润和利润预期波动。历史上只要开始出现亏损，能繁母猪存栏量开始环比减少，而去化速度则与行业的资金情况相关，亏损时间越长能繁母猪单月去化幅度越深。年初产业对下半年猪价一致性看涨，仔猪价格较高使得规模企业仍有资金回笼的手段，所以即使在肥猪亏损的背景下主动去产能意愿较差。随着行业预期逐渐转悲，仔猪与肥猪销售都陷入亏损，行业现金流持续消耗，能繁母猪去化速度有望随着亏损的持续进行出现非线性加速。

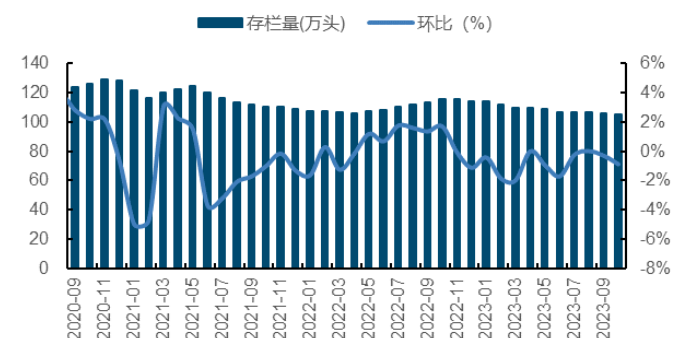
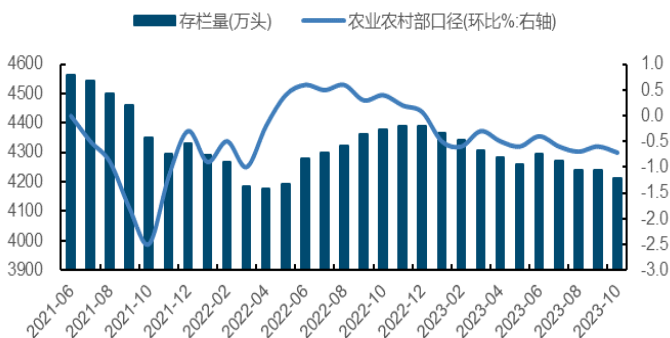
图表12：利润指导产能调整方向，亏损时间拉长使得去化幅度加深



来源：Wind，农业农村部，国金证券研究所

图表13：年初以来农业部产能数据去化-5.5%

图表14：年初以来涌益咨询产能数据去化-8.0%



来源：农业农村部，国金证券研究所

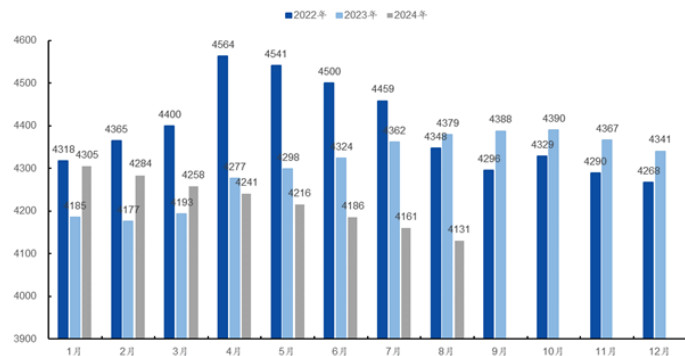
来源：涌益咨询，国金证券研究所

年初至今，农业农村部能繁母猪存栏已经去化 5.5%且逐月去化幅度有缓慢加速情况。展



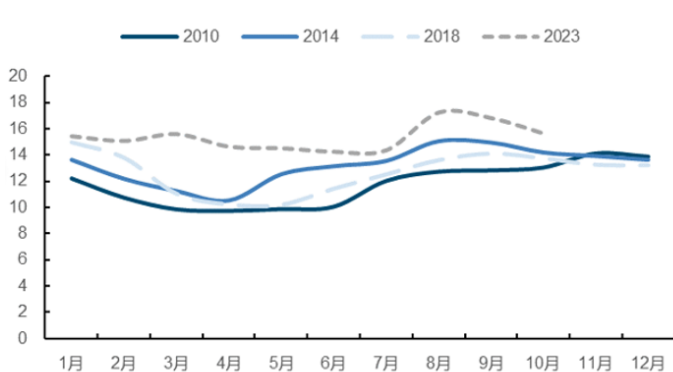
望年前，由于生猪出栏量依旧处于高位且冻品库存也处于历史较高位置，而上市集团 11-12 月出栏量较 10 月份有明显提升，生猪价格或出现旺季不旺，向上反弹幅度有限。而 2024 年上半年根据能繁母猪存栏推算的生猪出栏量大概率多于 2023 年同期，上半年生猪价格或被持续压制，亏损下产能去化速度有望加快，下半年生猪价格的表现则受未来几个月去产能情况影响。

图表15：年底与明年上半年供给压力犹存



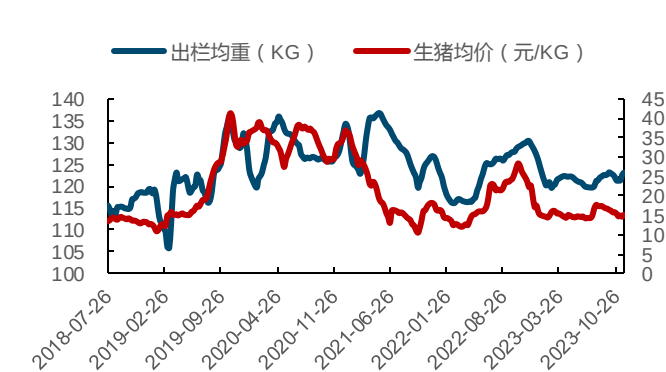
来源：Wind，国金证券研究所（根据月度环比数据推算产能）

图表16：周期底部生猪价格或旺季不旺



来源：Wind，国金证券研究所

图表17：生猪均重仍有积累空间



来源：涌益咨询，国金证券研究所

图表18：标肥价差已经到达高位



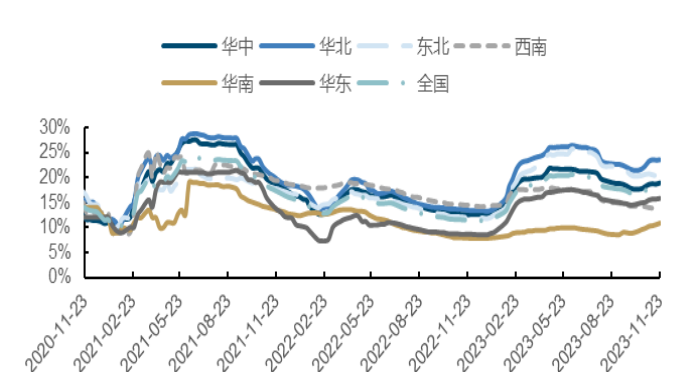
来源：涌益咨询，国金证券研究所

图表19：鲜销率低于往年同期



来源：涌益咨询，国金证券研究所

图表20：冻品库存处于历史高位



来源：涌益咨询，国金证券研究所



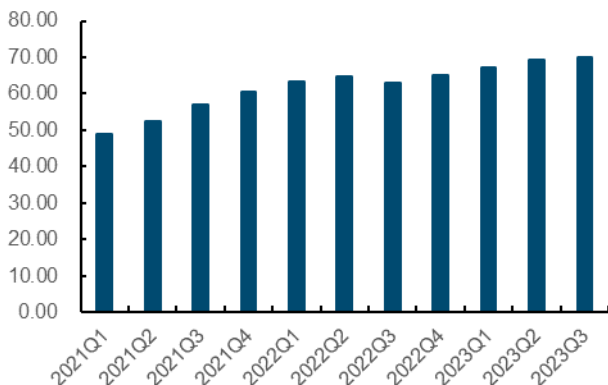
图表21：上市企业在未来2月出栏量供给依旧较大

	10月出栏量（万头）	1-10月累计（万头）	目标销售量	预计后续单月销售量	环比10月
牧原股份	488.00	5189	6500	656	34%
温氏股份	239.56	2072	2600	264	10%
新希望	147.15	1453	1850	198	35%
唐人神	38.41	302	350	24	-37%
京基智农	16.26	152	200	24	49%
华统股份	18.42	187	250	32	72%
天康生物	23.14	229	280	26	10%
傲农生物	45.86	490	600	55	20%
东瑞股份	4.29	55	80	13	195%
神农集团	11.68	123	150	14	16%
天邦食品	79.08	539	600	31	-61%
大北农	47.32	463	550	43	-8%
金新农	7.67	85	140	27	256%
总量	1166.84	11338	14150	1406	21%

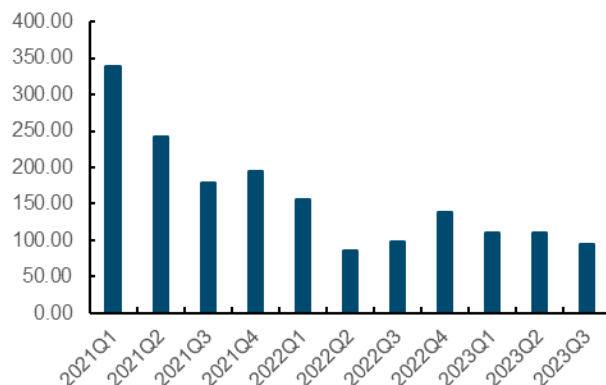
来源：各公司公告，国金证券研究所

长期亏损下行业现金流持续恶化，规模猪企主动去产能速度或将加快。截至2023年Q3，上市生猪养殖企业的平均资产负债率已经上升至70%，上市公司边际增加借贷能力逐步减弱。此外，我们也可以观察到2022年以来上市猪企资本开支开始大幅减少，进入Q3以来，已经有多家企业生产性生物资产出现下滑，部分头部企业产能开始下滑。从账期角度来看，作为上游的饲料企业和动保企业的应收账款周转天数持续上升，目前已经超过2022年Q1的水平，行业资金压力与当时相比只增不减。

图表22：上市公司平均资产负债率持续攀升



图表23：资本开支逐步缩减



来源：各公司公告，国金证券研究所

来源：各公司公告，国金证券研究所

图表24：生产性生物资产开始下滑

公司名称	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3
牧原股份	80.69	77.59	73.64	73.51	70.79	64.34	69.10	73.35	73.94	77.07	78.12
温氏股份	88.31	88.96	79.80	47.64	50.56	55.88	60.90	58.91	58.28	54.88	54.37
新希望	110.06	97.23	96.20	89.12	85.68	82.04	80.50	75.77	71.81	69.91	63.62
正邦科技	82.73	81.40	59.47	23.97	20.32	16.30	12.60	9.09	6.93	6.95	6.02
傲农生物	13.70	15.51	13.96	11.96	10.88	11.45	12.49	11.10	9.07	7.85	5.81
天康生物	3.11	3.62	3.37	3.56	4.08	4.40	3.85	3.59	3.79	3.63	3.63
唐人神	4.37	4.93	4.94	3.21	3.60	4.12	4.68	5.95	6.32	6.14	5.48
大北农	5.46	6.51	6.17	4.07	3.74	4.07	4.81	5.14	5.07	4.99	4.66
天邦食品	17.89	21.29	17.14	11.66	9.48	9.39	11.56	11.44	9.72	11.48	9.92
新五丰	2.18	3.03	3.86	4.77	4.72	4.49	4.35	8.41	8.23	8.24	8.60
巨星农牧	2.42	2.80	2.52	2.31	2.43	3.63	3.93	4.39	4.55	4.45	4.15
华统股份	2.80	3.67	3.61	3.24	3.42	3.31	3.37	3.25	2.87	2.49	2.63
神农集团	0.62	1.51	1.37	1.31	1.37	1.35	1.32	1.65	1.78	1.83	1.95
京基智农	4.16	4.76	4.80	4.76	4.61	4.29	4.12	4.16	4.06	3.94	3.66
金新农	3.55	4.29	3.26	1.67	1.74	1.79	1.64	1.60	1.47	1.52	1.49
东瑞股份	0.00	0.73	0.86	1.01	1.08	1.11	1.33	1.91	1.75	1.54	1.31



来源：各公司公告，国金证券研究所

图表25：生猪养殖上游企业应收账款周转天数增长

公司名称	2020	2021	2021		2022				2023		
			Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
科前生物	52	69	60	69	119	118	114	106	107	118	117
瑞普生物	71	91	93	91	139	127	121	114	150	138	137
普莱柯	65	81	79	81	116	116	116	113	139	136	132
生物股份	134	135	143	135	205	206	185	176	199	204	187
海利生物	98	78	83	78	107	108	113	112	126	151	154
中牧股份	29	32	44	32	58	54	53	42	82	69	71
平均水平	75	81	84	81	124	122	117	111	134	136	133
饲料企业											
海大集团	6	5	8	5	7	8	8	6	10	9	10
新希望	3	3	4	3	4	4	4	3	4	4	4
大北农	15	9	13	9	14	15	15	10	15	15	16
唐人神	4	4	4	4	6	5	5	4	5	4	4
金新农	15	8	15	8	8	8	9	7	9	9	11
禾丰牧业	6	7	10	7	13	11	12	9	14	13	14
平均水平	8	6	9	6	9	8	9	6	10	9	10

来源：Wind，国金证券研究所

周期底部蓄力，布局优质龙头企业。2023 年生猪出栏量持续增长，行业处于供大于求的状态，预计全年养殖利润为负。从周期维度看，行业自 2021 年步入下行周期，行业已经连续亏损第 3 个年头，产业资金链压力持续累积，上市公司资产负债率持续提升。展望 2024 年，预计 24 年上半年生猪价格依旧低迷，随着亏损的持续进行，去产能速度或出现非线性加速，新一轮周期可期，建议把握左侧周期反转的机会，重视行业β，优选弹性标的。大型养殖企业重点推荐：牧原股份、温氏股份、新希望等；中小养殖企业重点推荐：巨星农牧、新五丰、华统股份、唐人神等。

图表26：重点生猪养殖企业出栏量（万头）与头均市值（元/头）

出栏量	出栏情况								复合增速	23头均市值	24头均市值
	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E				
牧原股份	1101	1025	1812	4026	6120	6500	8000	14.33%	3244	2636	
温氏股份	2230	1852	955	1322	1791	2600	3300	35.75%	3541	2790	
新希望	255	355	829	998	1461	1850	2350	26.81%	890	700	
傲农生物	42	66	135	325	519	500	500	-1.84%	985	985	
天康生物	65	84	135	160	203	290	375	35.92%	2214	1712	
唐人神	68	84	102	154	216	350	470	47.58%	1890	1408	
天邦食品	217	244	308	428	442	600	800	34.51%	1180	885	
中粮家佳康	255	199	205	344	410	460	550	15.78%	1823	1525	
新五丰	70	49	33	40	183	350	550	73.36%	3531	2247	
巨星农牧			32	90	153	270	400	61.69%	5462	3687	
华统股份				14	121	250	400	81.82%	3791	2369	
神农集团	22	40	41	65	93	150	250	64.04%	7823	4694	
京基智农					126	185	280	49.07%	3667	2423	

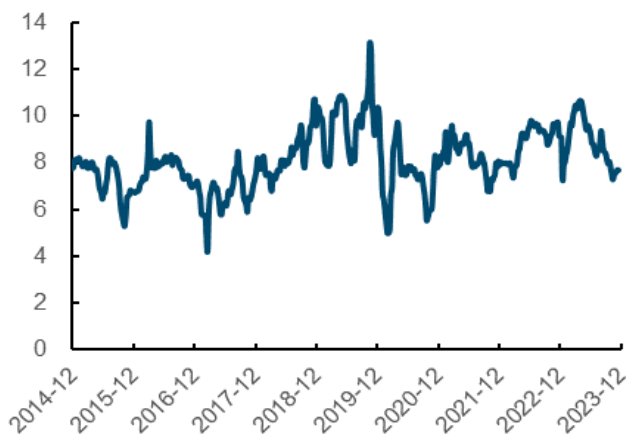
来源：Wind，各公司公告，国金证券研究所（市值数据根据 2023 年 12 月 2 日数据，出栏量存在推测）

3.禽养殖：白羽鸡产能缺口或将显现，黄鸡周期有望回暖

白羽鸡：国产替代加速，关注祖代鸡产能传导情况。白羽肉鸡行情自今年第一季度以来呈下行趋势，仅在 7 月底至 8 月初略有反弹，随后继续下跌至年内新低。主要系去年祖代鸡引种受阻使得养殖端对市场前景持乐观态度，养殖端补栏积极性较为旺盛，而换羽、国产替代等事件的扰动使得产能缺口传导较慢，叠加全年终端消费较为低迷，白羽鸡全年表现较为低迷。由于引种不畅且养殖户对后市鸡价存在较为乐观预期，所以父母代鸡苗全年价格较好，父母代鸡苗销售盈利较好。

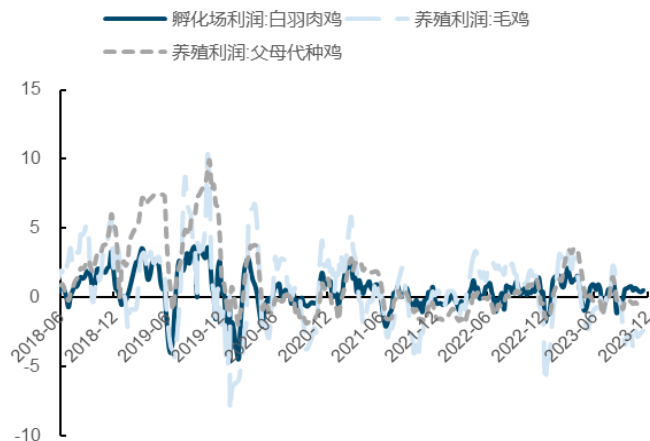


图表27：白羽鸡价格前高后低（元/公斤）



来源：Wind，国金证券研究所

图表28：白羽鸡养殖各环节利润出现分化（元/羽）



来源：Wind，国金证券研究所

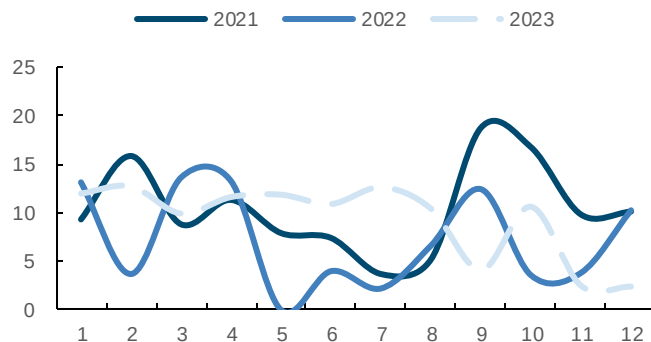
23 年引种端有所恢复，后续风险犹存。2019-2021 年间我国祖代鸡年更新量在 100-120 万套左右，2022 年受到海外引种端大幅削减的影响，全年祖代鸡更新量为 98 万套，同比-25.28%。今年 1-9 月份全国祖代鸡更新量合计为 99.19 万套，同比增长 31.1%；结构上看，国内自繁品种占比明显高于国外引种量，国内自繁、海外引种累计占比分别约 64%、36%，国产替代在一定程度上减小了引种缺口的影响。23 年 10 月底，阿拉巴马州再度发现禽流感疫情或导致引种中断，引种缺口或再一步扩大，建议关注疫病对祖代鸡产能的影响。

图表29：祖代鸡更新量缓步回升



来源：中国畜牧业协会，国金证券研究所

图表30：月度祖代鸡更新量（万套）



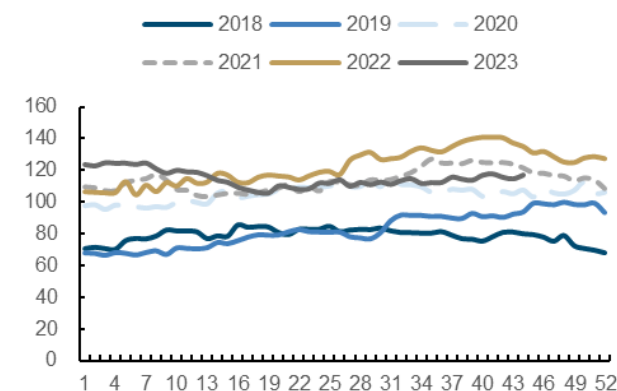
来源：中国畜牧业协会，国金证券研究所

祖代鸡方面，自 2022 年引种断档后国内在产祖代鸡整体呈现下降趋势，目前在产祖代鸡低于过去两年的水平；而后备祖代鸡则较去年 10 月份后持续升高，目前处于近 6 年最高水平。父母代鸡方面并没有看到明显的下滑，截至 11 月初，我国在产父母代鸡存栏为 2245.68 万套，同比增加 10.94%；后备父母代鸡数量基本与去年持平。

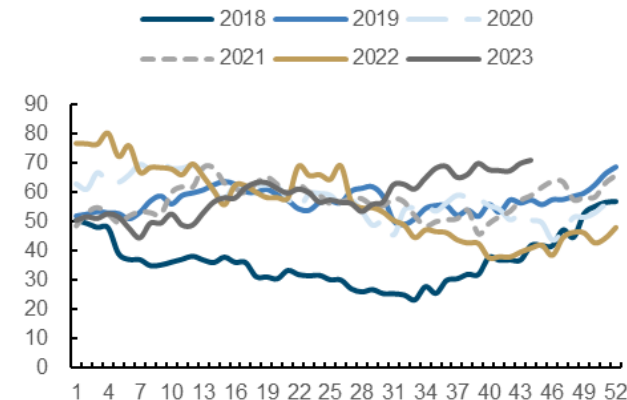


图表31：在产祖代鸡存栏较去年降低（万套）

图表32：后备祖代鸡数量高于去年（万套）



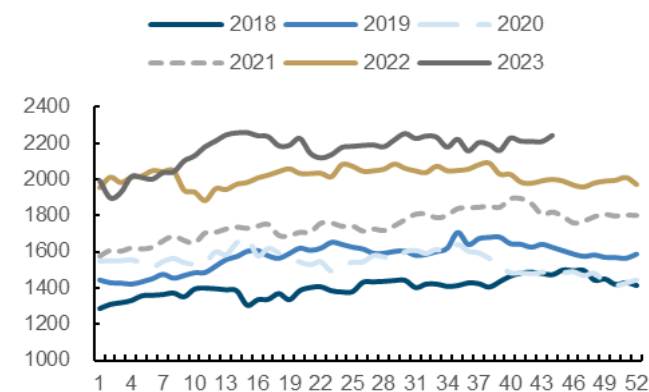
来源：中国畜牧业协会，国金证券研究所



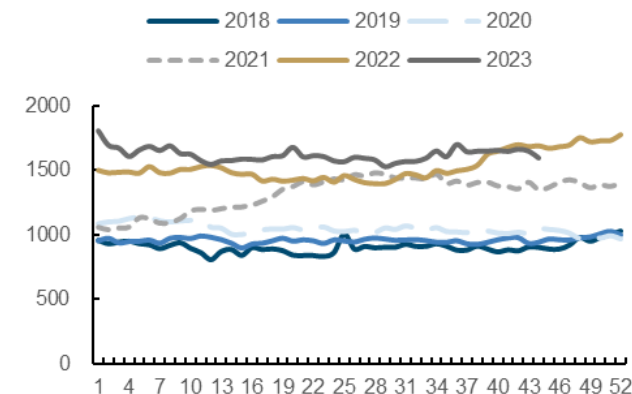
来源：中国畜牧业协会，国金证券研究所

图表33：在产父母代鸡处于历史高位（万套）

图表34：后备父母代鸡出现下滑（万套）



来源：中国畜牧业协会，国金证券研究所

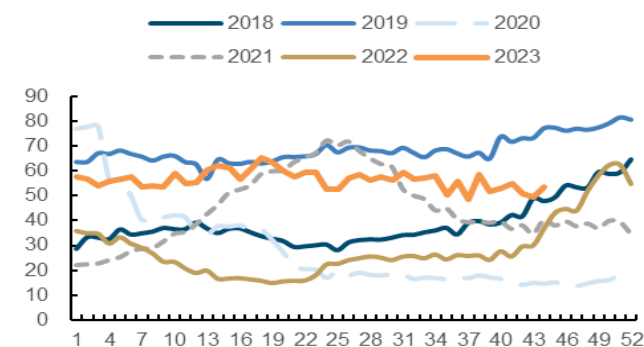


来源：中国畜牧业协会，国金证券研究所

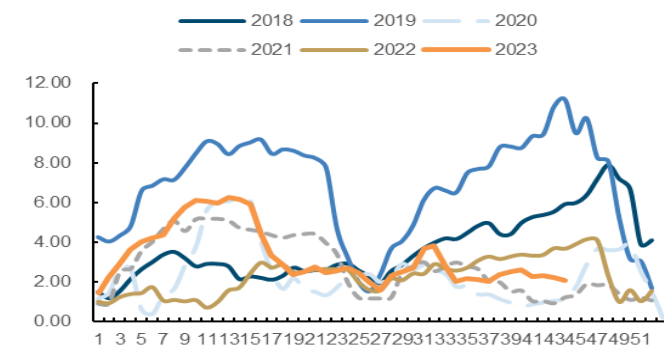
受益于引种缺口带来的涨价预期，父母代鸡苗全年价格处于较高位置，销售父母代鸡苗的企业今年获得较好盈利。而终端白鸡价格的相对低迷则使得商品鸡苗价格虽然存在季节性高点，但是整体处于较低位置，商品代鸡苗销售企业出现亏损。展望2024年，当前父母代产能依旧处于高位，白羽鸡供给相对充裕，预计上半年白鸡价格持续承压；下半年有望随着供需格局的改善和生猪价格的上涨而好转，建议关注父母代鸡苗存栏数据。此外，禽流感疫病的影响或对生产端造成影响，建议关注疫病的发展情况，重点关注圣农发展、益生股份等。

图表35：父母代鸡苗价格全年处于较高价格（元/套）

图表36：商品鸡苗价格相对低迷（元/套）



来源：中国畜牧业协会，国金证券研究所



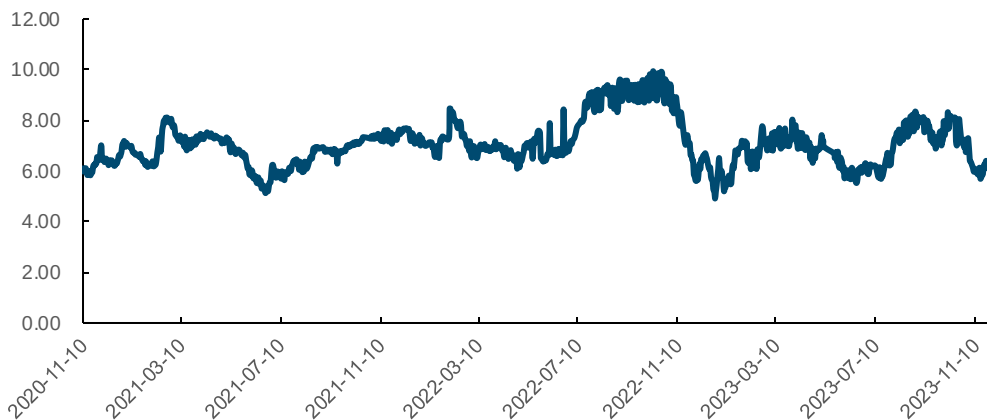
来源：中国畜牧业协会，国金证券研究所

黄羽鸡：产能持续去化，猪鸡共振有望出现。2023年上半年，由于黄羽鸡消费承压，黄鸡



价格表现持续低迷，行业整体陷入亏损状态。三季度随着需求旺季到来，黄鸡价格有所反弹，行业短暂实现盈利。截至 11 月底，黄羽中速鸡价格为 6.31 元/公斤，较去年同期下滑 10%，行业依旧处于亏损状态。

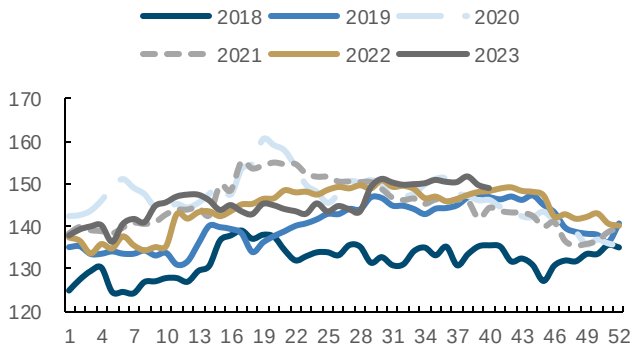
图表37：黄鸡价格持续低迷（元/公斤）



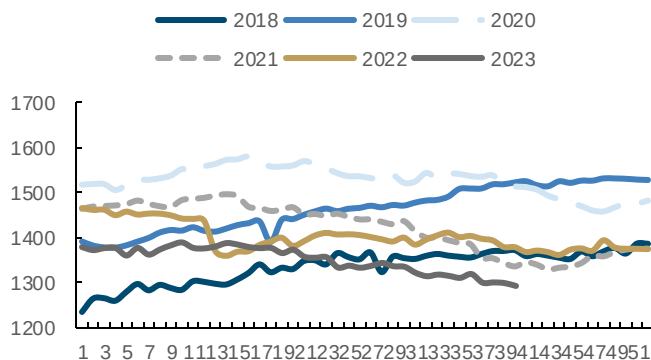
来源：Wind，国金证券研究所（采用快大鸡数据）

2020 年以来，黄鸡行业经历连续多年的产能去化，当前行业产能处于历史低位。从黄羽鸡协会数据看，截止 2023 年第 42 周，样本企业父母代种鸡存栏量约为 2127 万套，存栏量处于 2018 年以来的较低水平。展望 2024 年，黄鸡行业有望受益猪价反转带来的消费需求边际改善，叠加产能持续下降的供给端支撑，行业将迎来景气回升，养殖有望重回盈利状态，重点关注立华股份。

图表38：黄羽在产祖代鸡存栏量（万套）



图表39：黄羽在产父母代鸡处于历史低位（万套）



来源：中国畜牧业协会，国金证券研究所

来源：中国畜牧业协会，国金证券研究所



图表40：生猪价格与黄鸡价格对比

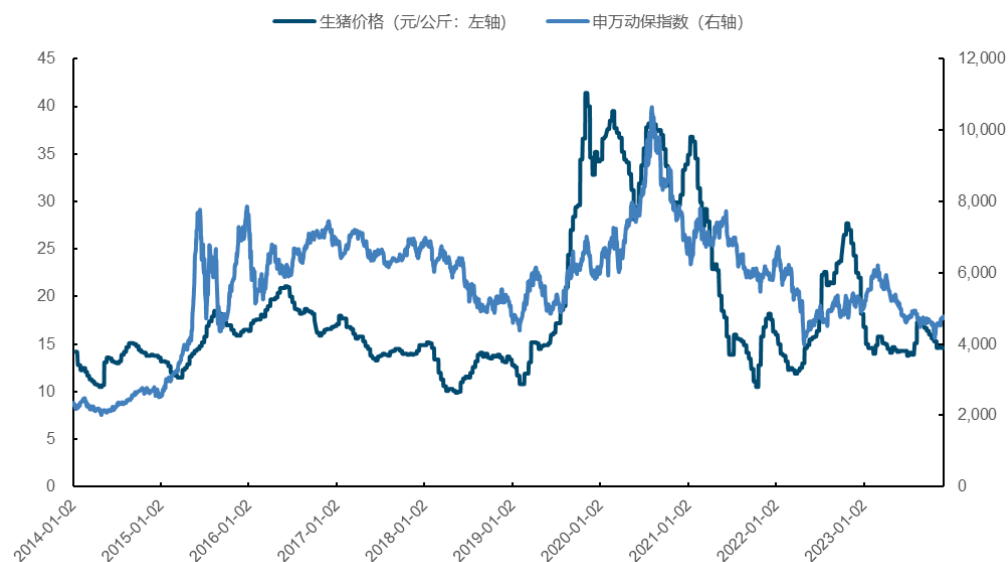


来源：Wind，国金证券研究所

4.动保：猪价低迷拖累动保业绩，非瘟疫苗打开成长空间

短期养殖利润压制动保需求，新产品落地带动行业扩容。2023 年下游养殖盈利低迷和去产能趋势给动保行业带来压力，动保板块的反转或要等待 24H2 养殖周期底部反转。复盘历史可以看到，动保板块呈现出明显的后周期属性，并且受大单品落地的催化。我们认为短期内生猪价格依旧低迷，产能去化趋势还将延续，动保板块依旧承压，明年下半年猪价触底反转或带来行业底部上行，而非瘟疫苗落地的进程则会催化板块上涨的一大重要因素。

图表41：动保板块指数与生猪价格走势关联



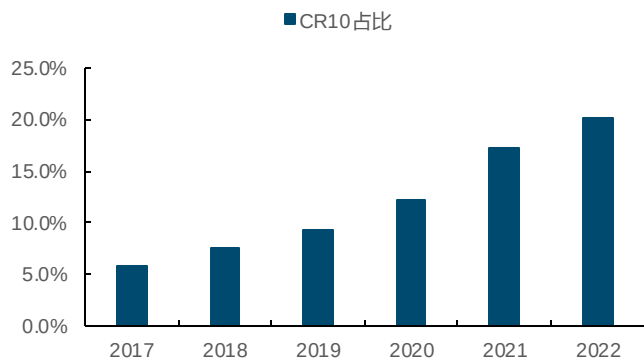
来源：Wind，国金证券研究所

中长期来看，我国规模化养殖占比持续提升或拉动物保行业扩容。我国规模化养殖占比已经从 2015 年的 40%左右的水平提升至 2022 年的 65%左右，随着规模养殖场防疫水平、养殖技术等方面的提升，我国生猪养殖规模化占比有望持续上升。2014-2021 年规模场相较于散养户在动物保护的投入多投入 4.9 元/头，随着规模化占比的持续提升，动保行业或持续扩容。此外，我国动物疫病强免制度改革正持续推进，到 2025 年，逐步全面取消政府招采，动保全面市场化时代即将到来，头部企业凭借优质的产品力和市场竞争力，有望持

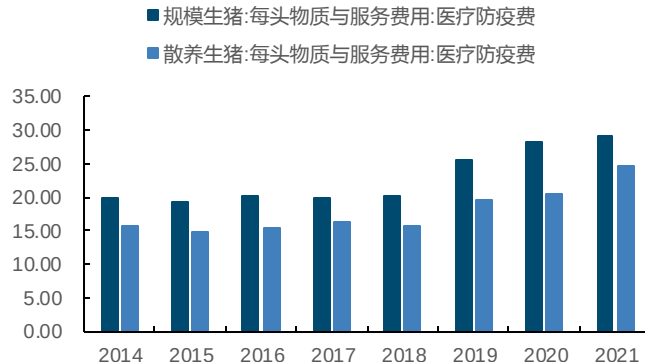


持续提升市占率。

图表42：国内规模化养殖占比持续提升



图表43：规模场动保投入较多（元/头）



来源：Wind，各公司公告，国金证券研究所

来源：全国农产品成本收益资料汇编，国金证券研究所

非洲猪瘟疫苗有望在 24 年落地，大单品或带来行业扩容。非洲猪瘟作为困扰生猪养殖行业的严重猪病，显著提升了行业养殖成本，若有效疫苗可以商业化投入，疫苗在可以提高养殖效益的背景下或快速推行，有望显著打开动保市场空间，建议持续关注相关进展与催化。非瘟疫苗实现商用落地将显著扩张动保市场空间，中性假设下（假设疫苗单价 10 元/针，渗透率 80%）预计行业扩容超百亿，首批参与生产的企业有望获得先发优势，收入利润有望显著增厚。

图表44：各公司非洲猪瘟疫苗路线

公司名称	技术路线	最新进展
普莱柯	亚单位疫苗	亚单位疫苗应急评价申请材料已提交
生物股份	亚单位疫苗、mRNA、基因缺失	正式向农业农村部提交非洲猪瘟亚单位疫苗应急评价材料
中牧股份	亚单位	2023 年 11 月，公司提交亚单位疫苗应急评价申请，目前农业农村部组织应急评审中
科前生物	亚单位、病毒活载体疫苗	转基因安全生物评价通过
金河生物	冻干灭活苗	目前冻干灭活非洲猪瘟疫苗仍处于审批阶段。

来源：各公司公告，国金证券研究所

除非瘟疫苗外，国产宠物疫苗落地也有望进一步打开市场空间。根据农业农村部公告，2023 年瑞普生物及科前生物猫三联疫苗产品先后通过农业农村部应急评价审核，目前正在申报新兽药临时批准文号，国产猫三联疫苗产品突破全球动保巨头硕腾在该领域的垄断地位，宠物疫苗进口替代空间打开，目前全国存量约 7000 万只猫，或带来 10 亿元以上收入增量。目前上市企业中，瑞普生物、普莱柯较早布局有宠物动保相关产品。

图表45：猫三联疫苗状态

相关上市公司名称	通用名称	状态
科前生物	猫鼻气管炎、杯状病毒病、泛白细	通过农业农村部应急评价，正准备临时批准文号申报工作
	胞减少症三联灭活疫苗	
瑞普生物	猫鼻气管炎、杯状病毒病、泛白细	通过农业农村部应急评价，正在申报临时批准文号
	胞减少症三联灭活疫苗	
生物股份	猫三联灭活疫苗	已申报农业农村部应急评价
普莱柯	猫三联灭活疫苗	即将通过农业农村部应急评价

来源：各公司公告，国金证券研究所

2023 年下游养殖盈利低迷和去产能趋势给动保行业带来压力，动保板块的反转或要等待 24H2 养殖周期底部反转。除下游养殖周期反转外，行业大单品的审批落地或将催化板块

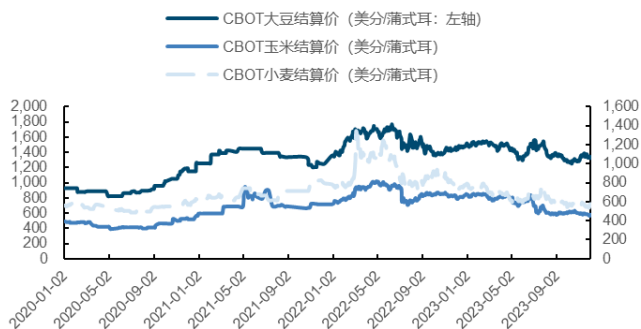


上行，目前非瘟疫苗已经进入了商用落地前的关键评审验收期，非瘟疫苗实现商用落地将显著扩张动保市场百亿左右空间，首批参与生产的企业收入利润有望显著增厚。此外，宠物动保国产化处于起步阶段，多家企业猫三联产品通过应急评审，有望成为动保企业第二增长曲线。重点推荐关注标的普莱柯、科前生物、生物股份等。

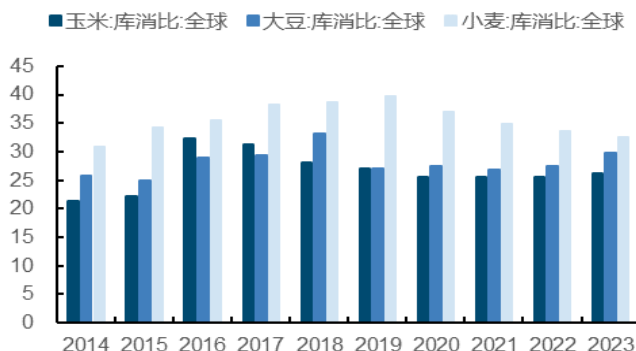
5.种子：极端天气扰动农产品价格，技术革新推动行业发展

海内外粮价仍处于高位运行，我们认为粮价景气提升农户种植积极性，支撑用种需求，促进企业种子扩大制种面积，行业种子逐渐累库，但考虑到近两年部分制种基地出现减产，且制种成本持续抬升，或将对优势品种的种子价格形成有力支撑。随着农作物种子市场整体供需形势有所缓和，但品种需求结构分化，市场竞争仍然激烈，粮食种植逐渐向规模化服务、订单农业方向发展。在政策鼓励种业自主自强的背景下，不具备独立研发能力的小型种企难以维持发展，我们预计国内种企集中度有望持续提升。

图表46：全球粮食价格依旧处于高位



图表47：全球主要农作物库消比 (%)

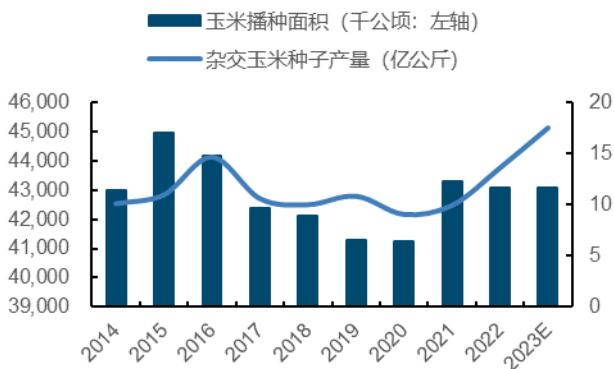


来源：Wind，国金证券研究所

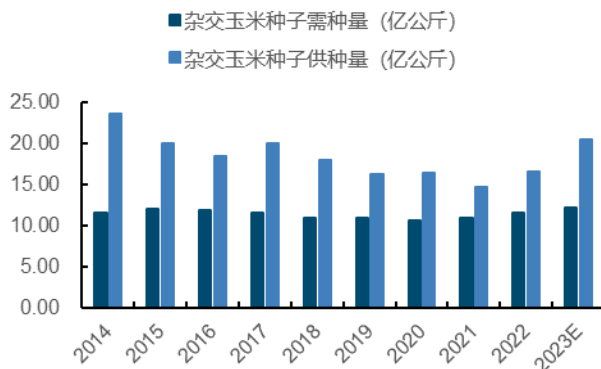
来源：Wind，国金证券研究所

玉米种子进入去库存期，有效库存量不断下降：2015 年我国进行供给侧改革，开始调减玉米种植面积，2016 年玉米临储政策取消后，玉米种植面积下滑导致玉米种子需求持续走弱，我国玉米种子进入去库存周期。2021 年以来由于下游需求旺盛，玉米价格处于历史高位，玉米种子行业迎来景气周期，制种面积与播种面积开始大幅上涨。今年虽然玉米种子供给相对充足，但是玉米价格依旧处于高位，农民播种积极性较高，预计玉米种子景气度有望延续。

图表48：我国玉米种植面积



图表49：我国玉米种子供需情况



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

市场空间 = 种子价格*玉米种植面积*渗透率。目前我国玉米种植面积为 6.5 亿亩，假设未来几年玉米种植景气度持续，玉米种植面积稳定在 6.5 亿亩左右。目前行业普遍认为转基因作物可以增产 10%-15% 之间，同时转基因种子可以减少杀虫药的使用，增加的收益将会分配给农民、性状公司、种子公司和渠道商。我们假设转基因种子拥有 50% 的提价空间和 80% 的终局市占率，考虑到目前技术水平相对成熟，预计转基因种子 5-6 年实现渗透率达峰，从而得到转基因玉米终局利润空间为 100 亿元左右。



图表50：转基因玉米种子空间测算

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
玉米种植面积(亿亩)	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5
玉米种子价格(元/公斤)	65	60	55	55	55	55
转基因种子溢价率	50%	50%	50%	50%	50%	50%
转基因种子价格(元/亩)	97.5	90	82.5	82.5	82.5	82.5
种子渗透率(亿元)	3%	20%	40%	55%	70%	80%
转基因种子市场规模(亿元)	19.65	117	214.5	294.94	375.38	429
转基因种子增量(亿元)	6.55	39	71.5	98.31	125.13	143
种子+性状公司收入(亿元)	12.77	76.05	139.43	191.71	243.99	278.85
性状公司收入(亿元)	2.29	13.65	25.03	34.41	43.79	50.05
种子+性状公司利润空间(亿元)	4.47	26.62	48.8	67.1	85.4	97.6
性状公司利润规模(亿元)	1.6	9.56	17.52	24.09	30.66	35.04
种子销售利润(亿元)	2.87	17.06	31.28	43.01	54.74	62.56

来源：国金证券研究所

2023年10月17日，农业农村部种业管理司发布《关于第五届全国农作物品种审定委员会第四次审定会议初审通过品种的公示》，公示内容包含37个转基因玉米品种与14个大豆品种初审通过。从转基因玉米品种适用范围来看，审定区域覆盖了主产区18个省份的部分地区，涉及范围较广，有利于后续大范围的推广。（实际种植区域还应符合国家生物育种产业化有关安排）初审通过的37个品种在生产实验中平均较对比组增产3.89%（增产区间为0.00%-10.20%），抗虫效果达到90%以上，农艺性状优质品种实验增产效果明显（推广千万亩以上品种裕丰303+7.5%、郑单958+6.6%、中科玉505+5%、登海605+3.7%），转基因玉米种植有望快速渗透，掌握优质转基因玉米品种的龙头公司优势凸显，有望在先发优势下快速提升市占率。从性状角度来看仅有4个主体的性状获批，大北农/隆平高科（瑞丰）/农大/先正达在此次初审通过合作性状的品种数量分别为22/9/4/2个，占比为60%/24%/11%/5%。从品种角度来看，隆平高科/先正达/大北农/登海种业/丰乐种业分别获批8/4/3/2/1个品种，占比为22%/11%/8%/5%/3%。

图表51：初审品种涉及上市公司

相关上市公司过审品种明细				
上市主体	品种申请公司	品种名称	增产	平均增产
隆平高科	北京联创种业有限公司	裕丰 303D	7.50%	4.14%
	北京联创种业有限公司	中科玉 505D	5.00%	
	北京联创种业有限公司	嘉禧 100D	1.60%	
	北京联创种业有限公司	中科玉 505R	3.95%	
	北京联创种业有限公司	裕丰 303H	5.70%	
	北京联创种业有限公司	裕丰 303R	0.60%	
	湖北惠民农业科技有限公司	惠民 207R	4.10%	
	河北巡天农业科技有限公司	农大 372R	4.70%	
大北农	云南大天种业有限公司	罗单 566DT	0.50%	2.07%
	北京丰度高科种业有限公司	郑单 958D	0.30%	
	北京丰度高科种业有限公司	农华 803D	5.40%	
先正达	中国种子集团有限公司	先达 901ZL	10.20%	7.25%
	中国种子集团有限公司	远科 105WG	5.30%	
	中国种子集团有限公司	远科 105D	8.60%	
	中国种子集团有限公司	和育 187D	4.90%	
登海种业	山东登海种业股份有限公司	登海 605D	3.65%	3.78%
	山东登海种业股份有限公司	登海 533D	3.90%	
丰乐种业	四川同路农业科技有限责任公司	铁 391K	5.70%	5.70%

来源：农业农村部，国金证券研究所

国家层面重视粮食安全和种源自主可控，近年来支持种业发展的政策频出，市场对转基因作物商业化落地预期不断增强，预计最快2024年转基因种子有望实现商业化销售。转基因种子商业化销售有望增大行业空间，同时由于现在转基因技术的成熟度优于21世纪初，转基因作物推广速度可能会加快。种业知识产权保护政策的完善将提升行业的技术壁垒，从而提高种业公司科研创新的积极性，具有先进育种能力的公司有望开发出优质品种，改



善行业竞争格局，提升行业盈利水平。重点推荐：大北农：多年布局转基因性转，拥有最多的安全证书；隆平高科：种业龙头，多家参股企业拥有转基因性状研发能力；登海种业：玉米种子龙头，种质资源优秀。

风险提示

猪价不及预期：生猪养殖企业盈利受猪价影响，如果最终猪价表现不及预期，企业盈利水平或受到较大影响。

动物疫病风险：动物疫病对养殖行业有较大影响，如果发生疫病，行业或快速去产能。

原材料价格风险：厄尔尼诺现象使得全球农产品生产或受影响，粮食价格或有较大波动。

政策风险：政策对转基因、非瘟疫苗推广影响较大，若政策推行力度弱于预期，或影响企业利润释放节奏。



行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

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、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮编：201204	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究