

从三季报中我们读出了什么？

——2018年农林牧渔板块三季报业绩综述

✍️ : 梁晗 执业证书编号: S1230518090004
 ☎️ : 021-80105915
 ✉️ : lianghan@stocke.com.cn

行业评级

农林牧渔 看好

报告导读

2018年三季度猪价回暖，鸡价高企，业绩环比大幅改善，我们判断，板块业绩拐点已经出现，建议关注畜禽价格上涨带来的相关投资机会。

投资要点

□ 农林牧渔：猪价回暖，禽价高歌，板块业绩显著改善

2018年前三季SW农业营收同增12.31%，扣非净利同减20.21%，单三季度营收同增14.06%，环增13.28%，扣非净利同增5.51%，环增747%。生猪养殖受益于猪价回暖，单三季度环比扭亏，禽养殖因鸡价持续上涨三季度同比扭亏，环比大幅增长。建议关注畜禽价格上涨的投资机会，农产品价格修复亦值得关注。

□ 生猪养殖：单三季度环比扭亏，看好四季度行情

2018年前三季生猪养殖营收同增10.75%，扣非净利同减67.02%。猪价回升是生猪养殖板块三季度业绩扭亏主因，我们认为看好四季度猪价行情，建议积极布局板块龙头。重点推荐享南方地利之便的**温氏股份**。

□ 禽养殖：鸡价高歌猛进，业绩表现靓丽

2018年前三季生猪养殖营收同增31.33%，扣非净利扭亏。鸡价前三季同增21.71%，单三季度同增18.66%，环增10.74%是板块扭亏主因。近期因供给低位，需求刚性，鸡苗价格已突破6元/只，预计四季度淡季不淡，我们判断，鸡价景气向上或持续到2019年。重点推荐**圣农发展**，关注**民和股份**、**益生股份**。

□ 动物疫苗：利空出尽，三季度迎来业绩拐点

2018年前三季动保营收同增12.97%，扣非净利同增8.25%。三季度新品上市叠加秋防开启推升市场苗需求，在猪价触底回升、非洲猪瘟增强养殖防疫意识的共振下，单三季度市场苗销售量，行业整体盈利出现拐点。市场苗仍是行业增长核心动力，未来更依靠渠道下沉及综合服务能力。重点推荐**生物股份**。

□ 饲料板块：板块业绩环比改善，龙头优势愈发凸显

2018年前三季饲料营收同增10.79%，扣非净利同减13.95%。单三季度生猪养殖扭亏为盈推动板块业绩环比改善。饲料受养殖行情影响，生猪均价存栏均维持高位时，行业盈利明显改善。未来行业竞争保持销量增长是关键，以专业化优质饲料提升市场份额的龙头公司将在竞争中充分受益。重点推荐**海大集团**。

□ 种业板块：业绩整体下滑，关注利润率回升及边际改善

2018年前三季种业营收同减11.46%，扣非净利同减184%。制约种业发展的高库存、产品同质化、竞争激烈等负面因素仍未消除，板块业绩整体下滑，目前利润率已有所回升，行业将迎边际改善，后期在市场环境逐步净化，农产品价格修复的背景下，龙头种企或将充分受益。

□ 宠物食品：行业处于高速发展期

2018年前三季宠物食品营收同增40.93%，扣非净利同增13.95%。行业快速发展，业内公司均受益。佩蒂股份三季度因海外订单增长，扣非净利大幅增加52.27%；中宠股份开拓国内市场，完善线上渠道，宠物食品销量有望持续增长。

相关报告

- 1《农产品专题之玉米：如何解读真实的玉米库存？》2018.10.28
- 2《饲料原料价格上涨对畜禽养殖成本影响敏感性分析》2018.10.14
- 3《浙商农业周度专题研究：近期肉毛鸡价格缘何下跌？四季度鸡价将如何演绎？》2018.09.24
- 4《凛冬将尽，静待春来——2018农林牧渔板块中报业绩综述》2018.09.02
- 5《农业行业3月月报：关注下跌之后的反弹机会》2011.03.17

数据支持人：梁晗

正文目录

农林牧渔：猪价回暖，禽价高歌，板块业绩显著改善	4
生猪养殖：单三季环比扭亏，看好四季度行情	6
禽养殖：鸡价高歌猛进，业绩表现靓丽	7
动物疫苗：利空出尽，三季度迎来业绩拐点	9
饲料板块：板块业绩环比改善，龙头优势愈发凸显	10
种业板块：业绩整体下滑，关注利润率回升及边际改善	11
宠物食品：行业处于高速发展期	13

图表目录

图 1：农林牧渔板块营业收入（亿元）	4
图 2：农林牧渔板块扣非净利润（亿元）	4
图 3：农林牧渔板块单季营收（亿元）	4
图 4：农林牧渔板块单季扣非净利润（亿元）	4
图 5：生猪养殖板块营业收入（亿元）	7
图 6：生猪养殖板块扣非净利润（亿元）	7
图 7：生猪养殖板块单季营收（亿元）	7
图 8：生猪养殖板块单季扣非净利润（亿元）	7
图 9：生猪养殖板块毛利率、净利率	7
图 10：生猪养殖板块单季毛利率、净利率	7
图 11：禽养殖板块营业收入（亿元）	8
图 12：禽养殖板块扣非净利润（亿元）	8
图 13：禽养殖板块单季营收（亿元）	8
图 14：禽养殖板块单季扣非净利润（亿元）	8
图 15：禽养殖板块毛利率、净利率	9
图 16：禽养殖板块单季毛利率、净利率	9
图 17：动物疫苗板块营业收入（亿元）	9
图 18：动物疫苗板块扣非净利润（亿元）	9
图 19：动物疫苗板块单季营收（亿元）	10
图 20：动物疫苗板块单季扣非净利润（亿元）	10
图 21：动物疫苗板块毛利率、净利率	10
图 22：动物疫苗板块单季毛利率、净利率	10
图 23：饲料板块营业收入（亿元）	11
图 24：饲料板块扣非净利润（亿元）	11
图 25：饲料板块单季营收（亿元）	11
图 26：饲料板块单季扣非净利润（亿元）	11
图 27：饲料板块毛利率、净利率	11
图 28：饲料板块单季毛利率、净利率	11

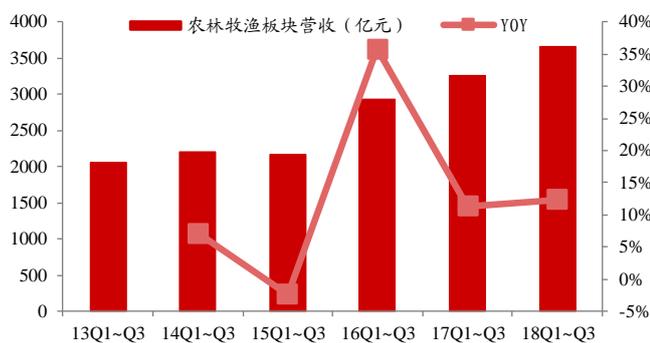
图 29: 种业板块营业收入 (亿元)	12
图 30: 种业板块扣非净利润 (亿元)	12
图 31: 种业板块单季营收 (亿元)	12
图 32: 种业板块单季扣非净利润 (亿元)	12
图 33: 种业板块毛利率、净利率	13
图 34: 种业板块单季毛利率、净利率	13
图 35: 宠物食品板块营业收入 (亿元)	13
图 36: 宠物食品板块扣非净利润 (亿元)	13
图 37: 宠物食品板块单季营收 (亿元)	14
图 38: 宠物食品板块单季扣非净利润 (亿元)	14
图 39: 宠物食品板块毛利率、净利率	14
图 40: 宠物食品板块单季毛利率、净利率	14
表 1: 各细分板块公司营收同比增速	5
表 2: 各细分板块公司扣非净利润同比增速	5

农林牧渔：猪价回暖，禽价高歌，板块业绩显著改善

整体上，尽管三季度猪价回暖，鸡价高企，但受上半年生猪养殖行情低迷影响，前三季度农业板块业绩仍未实现增长，但单三季度业绩小幅增长，环比大幅改善，行业各板块业绩普遍下滑的最差时点或已过去。2018年前三季度SW农林牧渔板块营业收入同增12.31%，扣非净利润同减20.21%，其中单三季度营收同比增长14.06%，环比增长13.28%，扣非净利润同比增长5.51%，环比增长747%。细分行业中，生猪养殖受益于猪价回暖，单三季环比扭亏，前三季度生猪养殖板块营收同增10.75%，扣非净利润同减67.03%，禽养殖受益于鸡价持续上涨三季度同比扭亏，环比大幅增长，前三季度禽养殖板块营收同增31.33%，扣非净利润同比扭亏；此外，前三季度动物疫苗板块营收同增12.97%，扣非净利润同增8.25%，饲料板块营收同增10.79%，扣非净利润同减13.95%，种子板块营收同减11.46%，扣非净利润同减184%，宠物食品板块营收同增40.93%，扣非净利润同增13.95%。

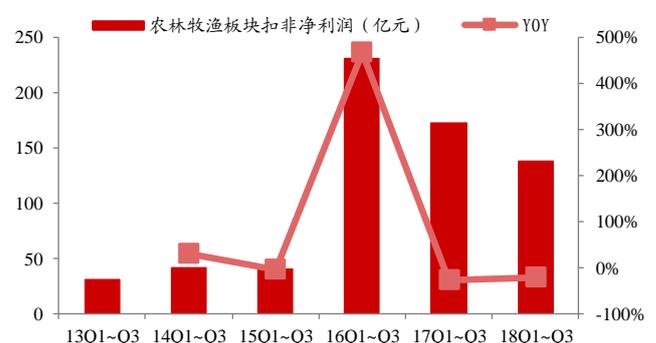
现阶段我们认为养殖产业链值得重点布局，建议关注畜禽价格上涨带来的相关投资机会，农产品价格修复亦值得关注。1、非洲猪瘟持续发酵，全国生猪调运基本暂停，受疫情禁运影响，南北价差持续扩大，温氏股份受益于南方猪价高涨，三季度业绩表现靓丽，重点推荐，非洲猪瘟常态化或加速产能出清，猪周期反转背景下，优质白马牧原股份，弹性标的天邦股份、正邦科技亦值得关注；2、坚定看好禽养殖板块投资机会，主要基于：祖代鸡产能收缩逻辑延续，且目前商品代鸡苗供给短缺，鸡苗价格已突破6元/只，预计后期供给不足格局将延续，鸡价有望持续上涨，重点推荐圣农发展，建议关注民和股份、益生股份、仙坛股份；3、动物疫苗板块中，市场苗因猪价回暖及养殖规模化进程加快，后期销售有望放量，生物股份因技术、产品和服务优势最为受益，重点推荐；4、农产品去库存改善供给过剩格局，农产品价格进入修复通道，种企库存亦逐步消化，建议关注优质种企投资机会。

图 1：农林牧渔板块营业收入（亿元）



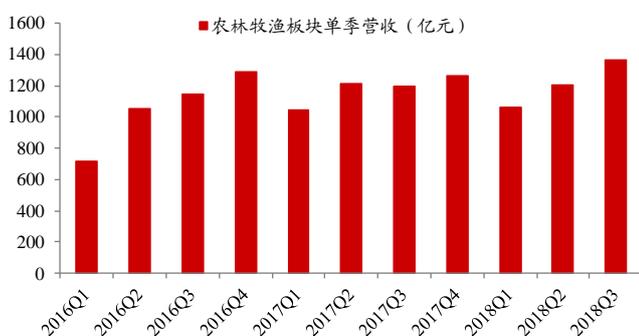
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 2：农林牧渔板块扣非净利润（亿元）



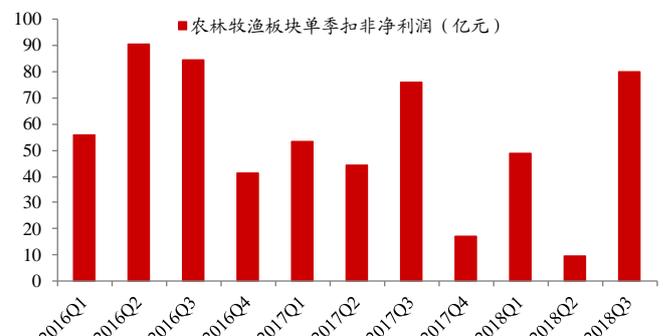
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 3：农林牧渔板块单季营收（亿元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 4：农林牧渔板块单季扣非净利润（亿元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

表 1：各细分板块公司营收同比增速

行业	公司名称	2015Q1~Q3	2016Q1~Q3	2017Q1~Q3	2018Q1~Q3	2018Q3
生猪养殖	温氏股份	27.29%	30.07%	-10.14%	4.13%	10.12%
	牧原股份	11.61%	100.40%	83.51%	28.28%	25.35%
	天邦股份	-18.50%	6.77%	26.29%	40.42%	43.45%
	正邦科技	5.62%	8.23%	6.06%	19.39%	-5.74%
	雏鹰农牧	100%	92.78%	-12.54%	-5.40%	-16.07%
禽养殖	圣农发展	9.68%	21.35%	7.05%	22.57%	19.62%
	益生股份	-19.74%	175.29%	-62.42%	97.23%	167%
	民和股份	-19.46%	51.83%	-31.32%	58.89%	75.52%
	仙坛股份	7.23%	14.81%	3.49%	12.42%	28.54%
	华英农业	8.45%	25.05%	62.14%	43.70%	28.92%
动物疫苗	生物股份	19.92%	16.58%	28.25%	8.09%	17.43%
	中牧股份	21.21%	-11.81%	-4.64%	21.88%	17.21%
	普莱柯	-2.32%	17.99%	-10.70%	13.08%	18.58%
	天康生物	10.95%	3.19%	6.44%	7.06%	19.06%
	瑞普生物	22.55%	27.96%	5.44%	17.75%	8.36%
饲料	海大集团	8.16%	13.49%	32.69%	16.34%	9.88%
	新希望	-8.57%	-4.82%	3.44%	10.80%	19.26%
	通威股份	-8.04%	41.50%	24.95%	9.04%	4.87%
	唐人神	-3.57%	7.30%	32.40%	6.93%	10.94%
	大北农	-11.66%	1.44%	13.22%	6.22%	2.89%
	金新农	32.10%	2.53%	21.64%	-10.89%	-19.94%
	禾丰牧业	9.57%	15.15%	17.86%	14.85%	15.89%
种业	隆平高科	8.02%	17.75%	20.48%	15.70%	-30.56%
	登海种业	2.29%	22.08%	-37.71%	-33.13%	-22.28%
	荃银高科	21.92%	-2.53%	0.23%	-2.60%	-7.29%
	丰乐种业	-17.99%	24.52%	39.63%	19.37%	16.23%
	神农基因	16.47%	68.84%	148.66%	-86.62%	-41.11%
	农发种业	58.29%	5.23%	-18.86%	-2.61%	70.56%
	万向德农	0.80%	-7.16%	-11.62%	8.46%	32.47%
宠物食品	佩蒂股份	—	—	9.18%	44.11%	39.80%
	中宠股份	—	—	27.89%	39.07%	39.63%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

表 2：各细分板块公司扣非净利润同比增速

行业	公司名称	2015Q1~Q3	2016Q1~Q3	2017Q1~Q3	2018Q1~Q3	2018Q3
生猪养殖	温氏股份	—	—	-64.66%	-26.47%	-10.76%
	牧原股份	3501%	549%	3.77%	-82.47%	-32.19%
	天邦股份	376%	840%	-35.75%	-108%	-57.01%
	正邦科技	200%	572%	-52.67%	-84.30%	77.78%
	雏鹰农牧	-2.27%	811%	-13.42%	-285%	-462%
禽养殖	圣农发展	-411%	204%	-89.68%	1597%	522%

	益生股份	-343%	279%	-141%	164%	254%
	民和股份	-7126%	208%	-219%	144%	217%
	仙坛股份	—	2058%	-76.46%	345%	514%
	华英农业	155%	116%	-12.00%	37.89%	4.17%
	生物股份	29.11%	20.80%	38.40%	-0.16%	10.75%
动物疫苗	中牧股份	-2.76%	-9.60%	-5.70%	72.61%	75.37%
	普莱柯	—	9.97%	-44.42%	30.17%	150%
	天康生物	41.39%	60.79%	-1.30%	-19.97%	16.79%
	瑞普生物	115%	21.49%	-2.27%	12.89%	-13.91%
	海大集团	36.66%	19.68%	33.36%	10.86%	6.86%
	新希望	6.99%	23.58%	-5.83%	-13.83%	0.21%
饲料	通威股份	9.45%	65.36%	165%	5.74%	-5.13%
	唐人神	-28.24%	231%	65.04%	-32.28%	-18.29%
	大北农	-33.85%	111%	37.08%	-87.02%	-79.04%
	金新农	91.80%	41.12%	-27.41%	-193%	-196%
	禾丰牧业	17.79%	54.17%	-11.83%	59.65%	57.72%
	隆平高科	69.66%	36.10%	88.74%	-102%	-62.01%
	登海种业	9.54%	34.18%	-53.13%	-96.76%	-217%
种业	荃银高科	-27.03%	7.89%	-140.39%	-38.28%	-28.19%
	丰乐种业	6.75%	-41.17%	8.70%	70.10%	62.44%
	神农基因	99.73%	-38238%	35.54%	-81.13%	62.38%
	农发种业	-116%	2582%	-826%	64.96%	112%
	万向德农	104%	2409%	14.41%	7.80%	5.97%
宠物食品	佩蒂股份	—	—	—	52.27%	44.81%
	中宠股份	—	—	—	-25.21%	12.45%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

生猪养殖：单三季度环比扭亏，看好四季度行情

2018 年前三季度生猪养殖板块营收同比增长 10.75%，扣非净利润同比下降 67.02%；其中单三季度营收同比增长 8.5%，环比增长 9.94%，扣非净利润同比下降 27.55%，环比扭亏。利润率方面，2018 年前三季度生猪养殖板块毛利率 12.95%，同比减少 4.74pct，净利率 3.68%，同比减少 7.17pct；其中单三季度板块毛利率 17.37%，同比减少 2.77pct，环比增加 11.99pct，净利率 8.87%，同比减少 4.34pct，环比增加 16.17pct。

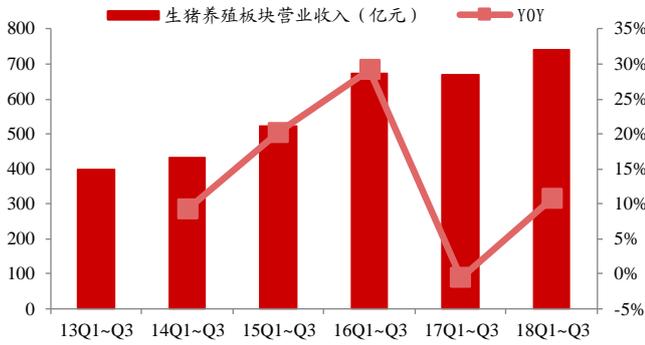
2018 年前三季度，受上半年猪价低迷影响，板块业绩出现下滑。2018 年上半年生猪价格处于下行通道，22 省市生猪均价同减 23.7%，仔猪同减 42.4%，其中 5 月份猪价出现今年以来低点，仅为 10 元/公斤，因上半年猪价拖累，前三季度生猪均价同比减少 17.9%，仔猪均价同比减少 39.1%，板块前三季度扣非净利润同比下滑。

2018 年三季度，猪价持续回升，板块业绩虽同比仍下滑，但环比大幅扭亏。单三季度 22 省市生猪均价 13.5 元/公斤，环比增长 25.1%，仔猪均价 25.7 元/公斤，环比增长 7.3%，猪价基本在生猪养殖企业成本线上运行，三季度净利回升带动板块环比扭亏。

我们看好四季度猪价行情，建议积极布局板块龙头。主要基于：自辽宁发现首例非洲猪瘟后，疫情逐渐向南蔓延到湖南、云贵等省份，预计生猪调运暂停仍将持续，生猪供给结构性矛盾突出，产销区价差或长期存在。我们判断，

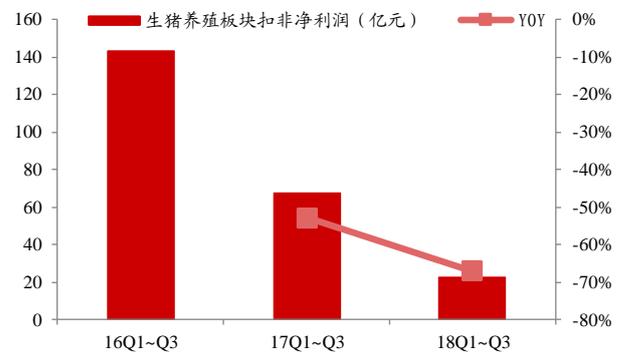
四季度非洲猪瘟影响仍将延续，北方产能或被迫出清，南方猪价将维持高位运行，温氏股份享地利之便，四季度有望延续三季度靓丽表现，重点推荐。

图 5：生猪养殖板块营业收入（亿元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 6：生猪养殖板块扣非净利润（亿元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 7：生猪养殖板块单季营收（亿元）



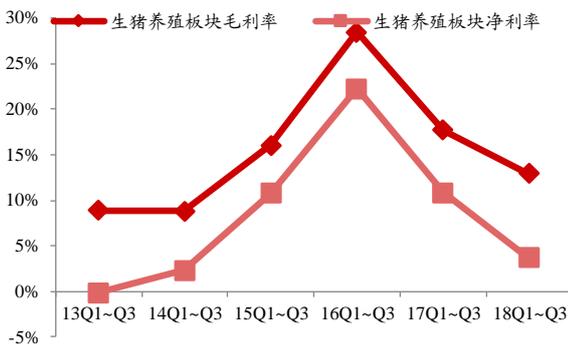
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 8：生猪养殖板块单季扣非净利润（亿元）



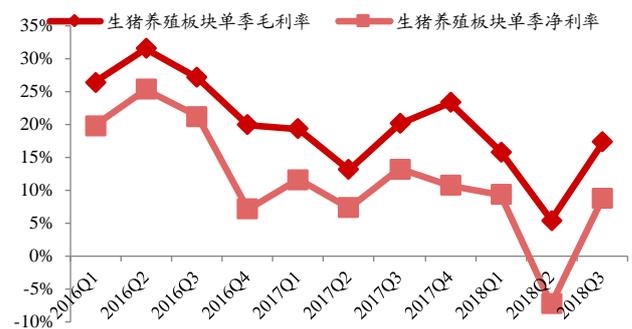
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 9：生猪养殖板块毛利率、净利率



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 10：生猪养殖板块单季毛利率、净利率



资料来源：Wind，浙商证券研究所

禽养殖：鸡价高歌猛进，业绩表现靓丽

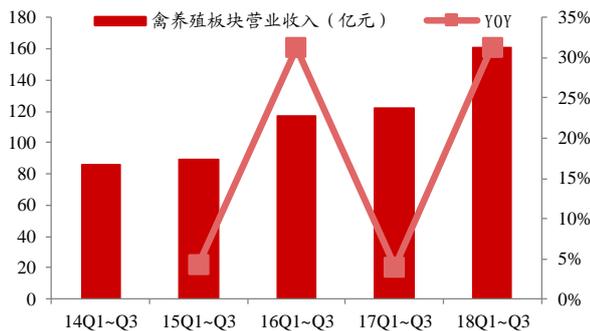
2018 年前三季度禽养殖板块营收同比增长 31.33%，扣非净利润实现扭亏，板块扣非净利润合计达 12.75 亿元，去年同期亏损 3.66 亿元；其中单三季度营收同比增长 38.9%，环比增长 14.12%，扣非净利润同比实现扭亏，三季度扣非净利达 8.44 亿元，去年同期亏损 4273 万元，环比增长 193%。利润率方面，2018 年前三季度禽养殖板块毛利率 16.27%，

同比增加 10.8pct, 净利率 9.06%, 同比增加 11.46pct; 其中单三季度板块毛利率 21.34%, 同比增加 1.19pct, 环比增加 15.96pct, 净利率 14.54%, 同比增加 21.84pct, 环比增加 1.33pct。

鸡价大幅上涨为禽养殖板块三季度业绩扭亏主因。自 2015 年以来, 祖代鸡年引种量持续低于 80 万套, 且去年行业亏损导致养殖户淘汰产能, 加之肝病使父母代种鸡死淘率上升, 行业供给下行, 鸡价大幅上涨, 今年 1-9 月祖代鸡引种量仅 39 万套, 产能收缩延续。2018 年前三季度父母代鸡苗销售均价 34.37 元/套, 同比增长 44.27%, 商品代鸡苗均价 2.96 元/只, 同比增长 114.5%, 白羽肉鸡均价 8.05 元/公斤, 同比增长 21.71%。单三季度, 鸡价继续上涨, 2018 年单三季度父母代鸡苗售价 35.43 元/套, 同比上涨 144%, 环比上涨 8.93%, 商品代鸡苗均价 3.84 元/只, 同比增长 88.98%, 环比增长 55.01, 白羽肉鸡均价 8.7 元/公斤, 同比增长 18.66%, 环比增长 10.74%。受益于禽产业链各环节价格的全面上涨, 禽养殖板块公司业绩扭亏为盈。

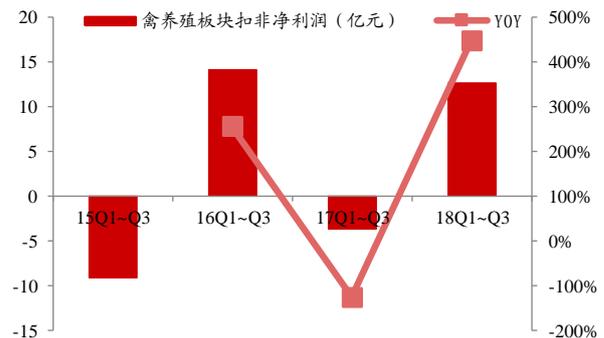
我们认为, 禽养殖行业大周期已至, 鸡价进入持续上涨阶段, 景气向上或持续到 2019 年。主要基于: 1、产能持续收缩奠定鸡价长期上涨基础。近 3 年祖代鸡引种量低位徘徊, 产能去化逐步体现, 预计祖代鸡存栏下行趋势将持续, 并传导到父母代, 且受贸易摩擦影响, 祖代鸡引种量或将长期处于低位, 今年 1-9 月引种量不足 40 万套, 同比下滑 13.3%, 预计全年祖代鸡引种+更新量仍低于 70 万套, 供给端的持续收缩使得鸡价长期上涨趋势确立。2、消费负面因素消除叠加非洲猪瘟替代需求, 四季度鸡价或淡季不淡。前几年禽流感等事件对鸡肉消费的负面影响已逐步消化, 非洲猪瘟爆发催生对猪肉消费的替代需求, 预计四季度鸡价将保持上行势头。3、在供给持续低位徘徊, 需求增多的催化下, 商品代鸡苗价格已突破 6 元/只, 预计后续鸡苗及毛鸡价格均将维持高位运行。重点推荐一体化养殖龙头圣农发展, 在鸡苗价格持续上涨背景下民和股份、益生股份亦值得关注。

图 11: 禽养殖板块营业收入 (亿元)



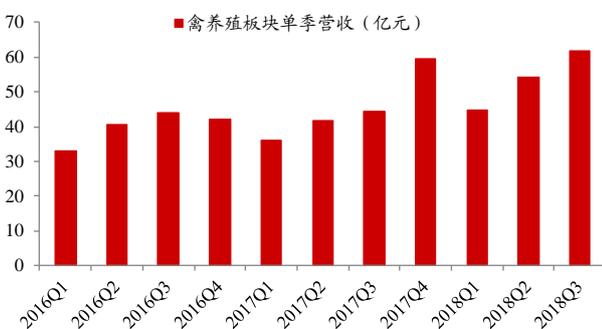
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 12: 禽养殖板块扣非净利润 (亿元)



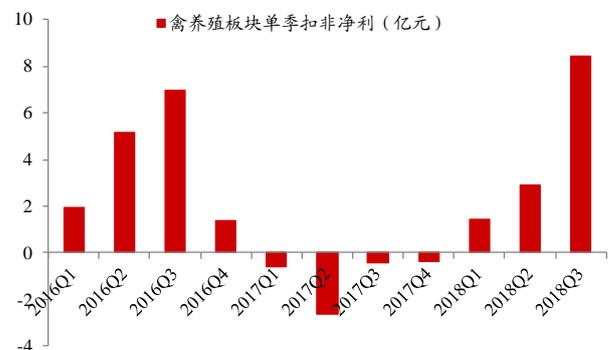
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 13: 禽养殖板块单季营收 (亿元)



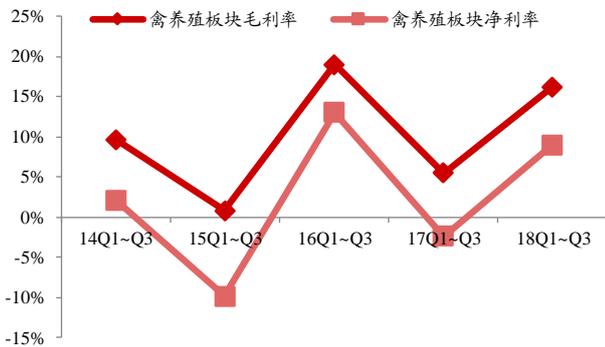
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 14: 禽养殖板块单季扣非净利润 (亿元)



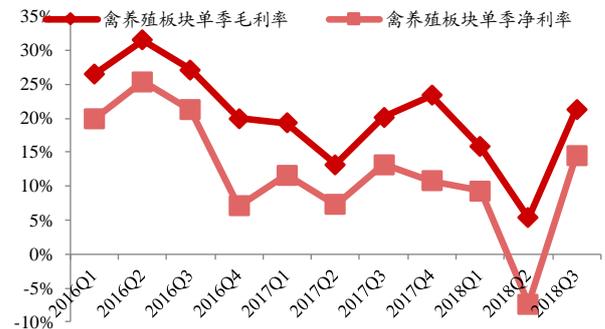
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 15：禽养殖板块毛利率、净利率



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 16：禽养殖板块单季毛利率、净利率



资料来源：Wind，浙商证券研究所

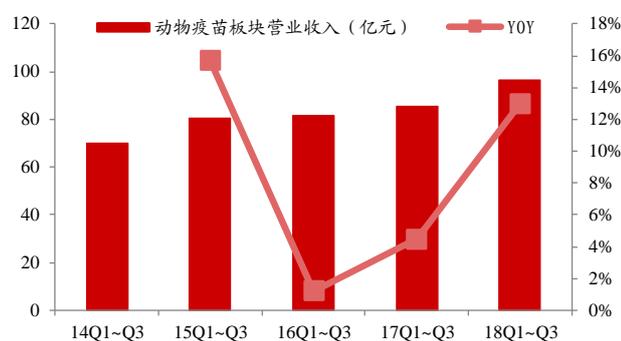
动物疫苗：利空出尽，三季度迎来业绩拐点

2018 年前三季度动物疫苗板块营收同比增长 12.97%，扣非净利润同比增长 8.25%；其中单三季度营收同比增长 14.04%，环比增长 30.9%，扣非净利润同比增长 70.22%，环比扭亏（2018Q2 亏损 7560 万元）。利润率方面，2018 年前三季度动物疫苗板块毛利率 36.02%，同比减少 2.3pct，净利率 16.1%，同比减少 1.44pct；其中单三季度板块毛利率 37.76%，同比减少 3.2pct，环比增加 7.29pct，净利率 18.72%，同比减少 1.87pct，环比增加 9.45pct。

我们判断，猪价触底回升及新品 OA 二价苗的逐步放量是三季度板块业绩环比大幅改善的主因。上半年口蹄疫三价苗去库存压力及生猪养殖行业亏损拖累板块业绩，三季度新品上市叠加秋防开启推升市场苗需求，在猪价触底回升、非洲猪瘟增强养殖防疫意识的共振下，单三季度市场苗销售放量。同时禽苗受益于鸡价景气，维持增长态势，行业整体盈利出现拐点，单三季度业绩同比环比均大幅改善。

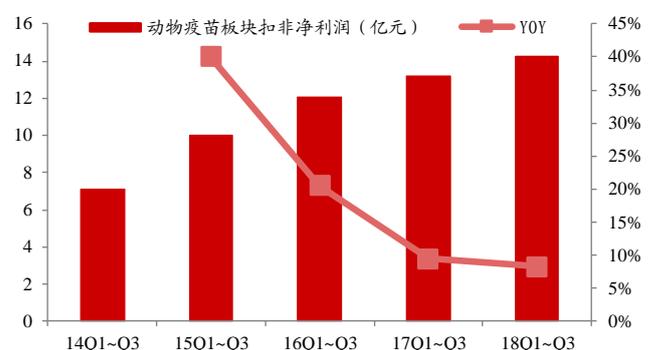
我们认为，市场苗依旧是驱动动物疫苗行业增长的核心动力，未来市场份额的争夺更多取决于渠道下沉及综合服务能力。2018 年三季度猪价回升刺激养殖户市场苗的购买需求，龙头企业在提升疫苗品质的同时，积极向中小规模养殖户渗透，依靠长尾市场的增长巩固市场地位。我们判断，具备核心研发实力，能持续推出一系列占领市场的优质疫苗产品，领先布局渠道下沉，综合服务能力突出的公司将在未来的行业竞争中脱颖而出。重点推荐生物股份。

图 17：动物疫苗板块营业收入（亿元）



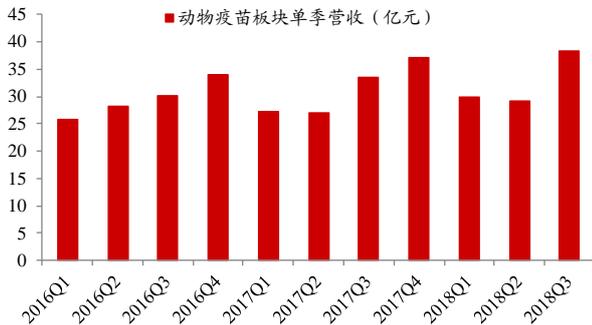
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 18：动物疫苗板块扣非净利润（亿元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 19：动物疫苗板块单季营收（亿元）



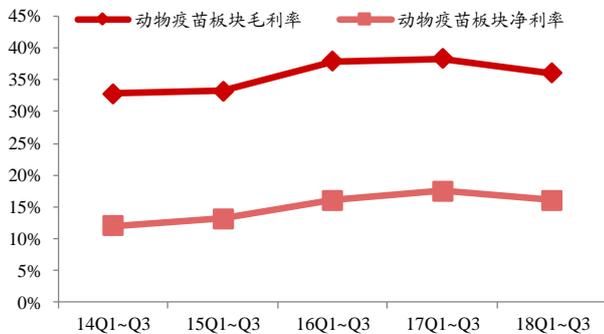
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 20：动物疫苗板块单季扣非净利润（亿元）



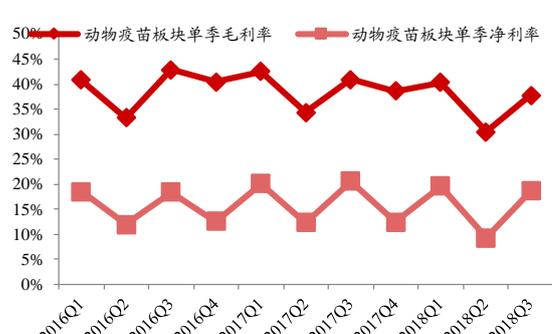
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 21：动物疫苗板块毛利率、净利率



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 22：动物疫苗板块单季毛利率、净利率



资料来源：Wind，浙商证券研究所

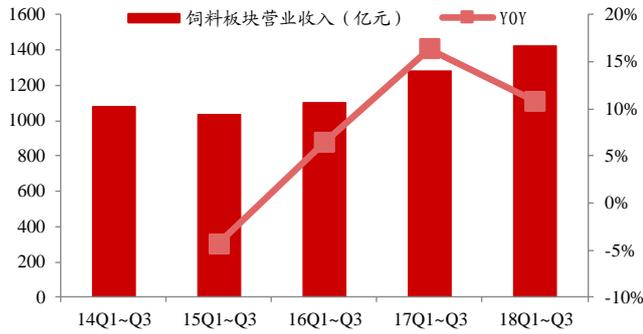
饲料板块：板块业绩环比改善，龙头优势愈发凸显

2018 年前三季度饲料板块营收同比增长 10.79%，扣非净利润同比下降 13.95%；其中单三季度营收同比增长 11.34%，环比增长 19.4%，扣非净利润同比下降 7.77%，环比增长 90.78%。利润率方面，2018 年前三季度饲料板块毛利率 11.83%，同比减少 0.65pct，净利率 4.41%，同比减少 0.87pct；其中单三季度板块毛利率 11.92%，同比减少 0.97pct，环比增长 0.24pct，净利率 5.27%，同比减少 0.82pct，环比增加 1.69pct。

2018 年单三季度，生猪养殖扭亏为盈推动板块业绩环比改善。2018 年三季度自繁自养及外购仔猪平均盈利分别为 105.7 元/头和 115.7 元/头，较二季度-237.7 元/头和-271.9 元/头明显改善，行业扭亏使企业出栏量增长，有利于饲料企业销量增长。同时，鸡价持续高景气带旺禽料需求，三季度板块业绩环比改善。但整体上，生猪养殖周期反转未至，母猪及生猪存栏仍处于相对低位，饲料板块整体业绩依旧相对低迷。海大集团作为龙头企业，在夏季台风影响销量的情况下，业绩表现仍具比较优势，重点推荐。

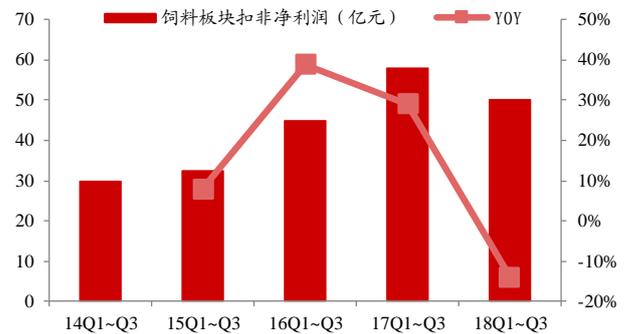
我们认为，饲料作为养殖后周期板块，其盈利水平受养殖行情影响较大，在生猪均价及存栏均维持一定高位时，行业盈利将明显改善。我们判断，在行业竞争日趋激烈的背景下，保持饲料销量的增长是关键，能以专业化的优质饲料产品提升市场份额的龙头公司将在竞争中充分受益。

图 23：饲料板块营业收入（亿元）



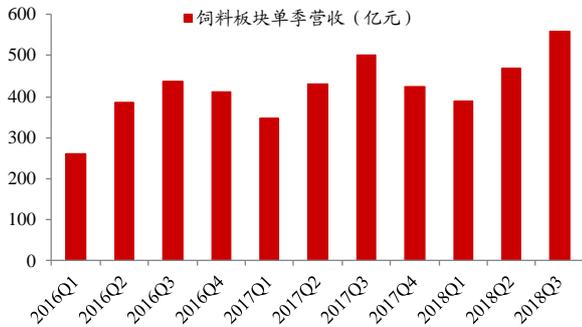
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 24：饲料板块扣非净利润（亿元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 25：饲料板块单季营收（亿元）



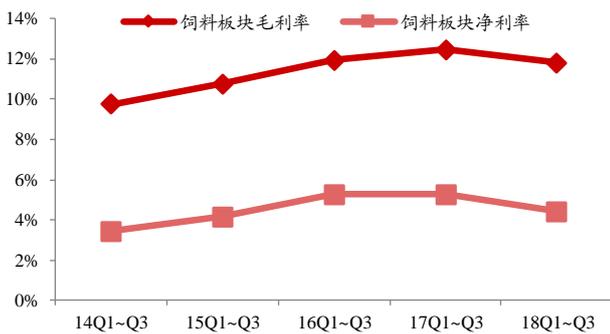
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 26：饲料板块单季扣非净利润（亿元）



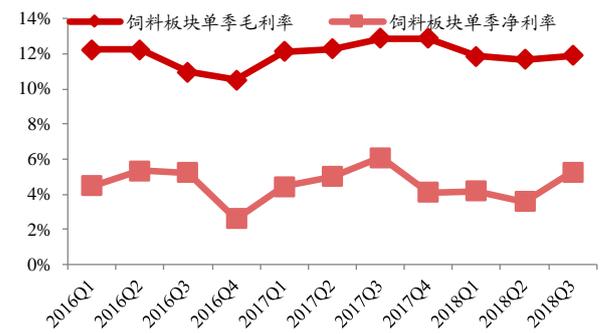
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 27：饲料板块毛利率、净利率



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 28：饲料板块单季毛利率、净利率



资料来源：Wind，浙商证券研究所

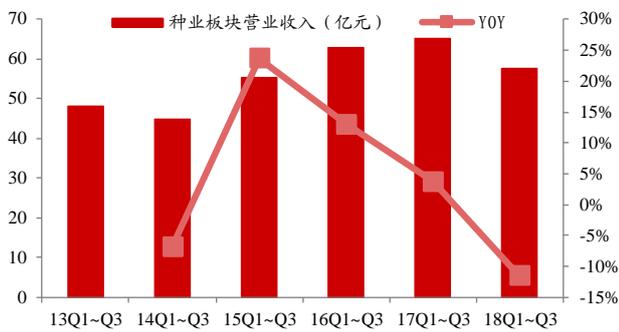
种业板块：业绩整体下滑，关注利润率回升及边际改善

2018 年前三季度种业营收同比减少 11.46%，扣非净利润同比减少 184%，其中单三季度营业收入同比减少 2.81%，扣非净利润同比增加 29.95%。利润率方面，2018 年前三季度种业毛利率 22.22%，同比增加 2.13pct，净利率 1.53%，同比减少 2.17pct；其中单三季度板块毛利率 14.6%，同比增加 1.96pct，净利率 -6.62%，同比增加 10.18pct。

2018年三季度制约种业发展的高库存、产品同质化、竞争激烈等负面因素仍未消除，板块业绩整体下滑，但我们判断，行业将迎来边际改善，目前利润率水平已有所回升，后期在市场环境逐步净化，农产品价格修复的背景下，龙头种企或将充分受益。玉米种子方面，登海种业作为传统优势企业，产品及研发能力积累深厚，近期有17个玉米新品种通过国审，在玉米价格回升的预期下，销售下滑局面有望缓解，三季度预收账款同比增长34%，不排除后期玉米种子销量重回增长通道。水稻种子方面，尽管水稻收购价下调，但隆平高科的隆两优、晶两优和梦两优等主打品系优势稳固，公司杂交稻市占率持续提升，且随着联创及巴西的玉米种子资源逐渐整合，公司的玉米种子市占率亦有望提升。

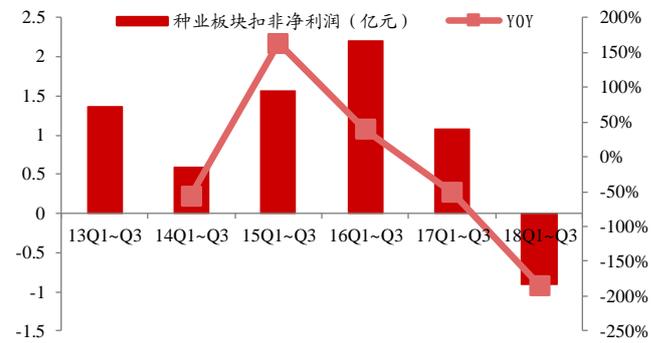
我们认为，优质种企的投资机会依旧值得关注。短期看，尽管行业受制于同质化竞争，农产品价格修复对种企利好有限，但从中长期角度出发，农业部开展“种子质量年专项行动”，严查假冒伪劣和转基因种子，行业市场竞争环境或将大幅改善，利好优质种企。我们判断隆平高科、登海种业分别作为水稻、玉米种子的行业龙头，或将在新一轮周期中获益。

图 29：种业板块营业收入（亿元）



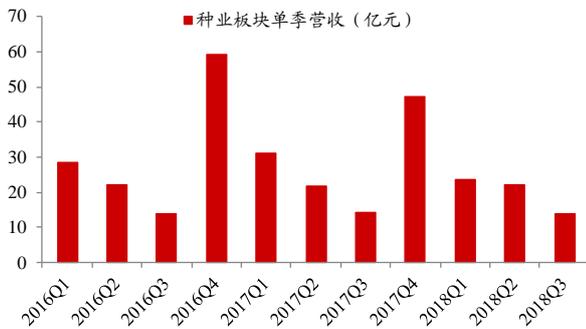
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 30：种业板块扣非净利润（亿元）



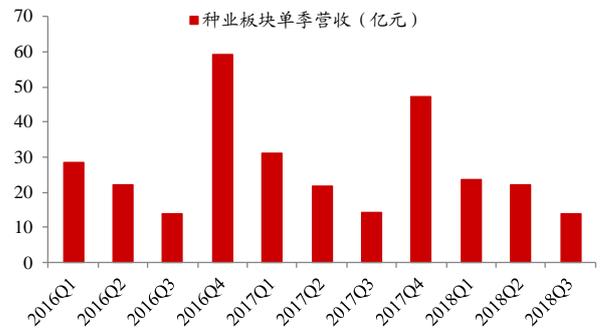
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 31：种业板块单季营收（亿元）



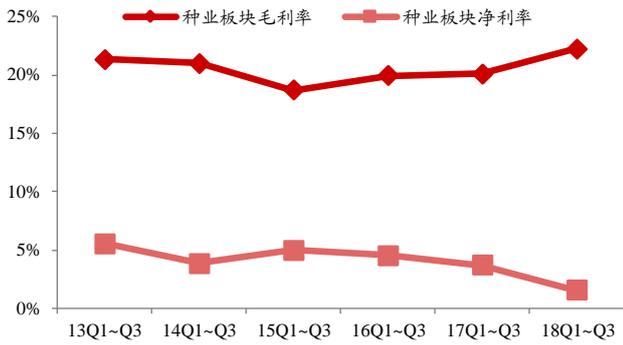
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 32：种业板块单季扣非净利润（亿元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 33：种业板块毛利率、净利率



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 34：种业板块单季毛利率、净利率



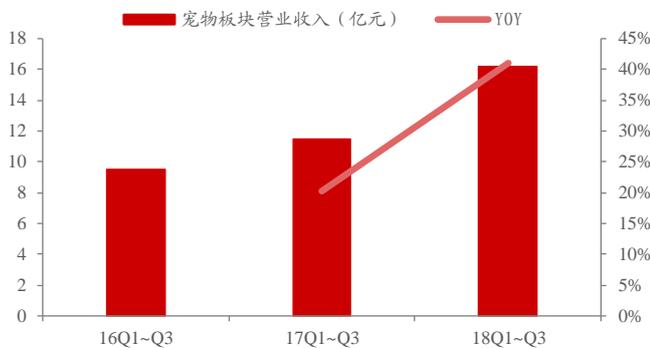
资料来源：Wind，浙商证券研究所

宠物食品：行业处于高速发展期

2018 年前三季度宠物食品板块营收同比增长 40.93%，扣非净利润同比增长 13.95%；其中单三季度营收同比增长 39.7%，环比减少 4.13%，扣非净利润同比增长 31.41%，环比减少 3.62%。利润率方面，2018 年前三季度宠物食品板块毛利率 26.25%，同比减少 2.8pct，净利率 9.45%，同比减少 1.72pct；其中单三季度板块毛利率 27.91%，同比减少 0.86pct，环比增长 3.62pct，净利率 8.85%，同比减少 1.26pct，环比减少 0.39pct。

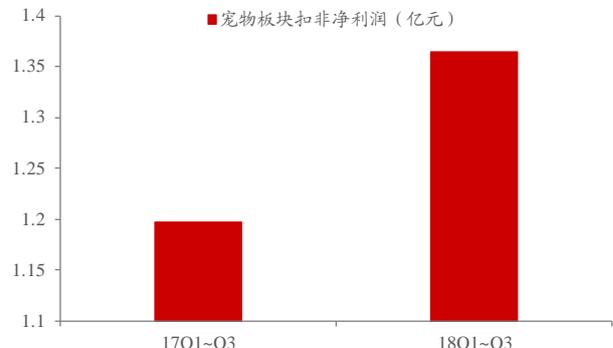
宠物食品行业目前正处于快速发展期，业内公司均受益。佩蒂股份三季度受益于海外订单增长，扣非净利大幅增加 52.27%，公司在扩张咬胶产能的同时亦注重宠物主粮，海外市场快速增长的同时也开始培育国内市场，未来业绩有望保持较高增速。中宠股份加速国内市场开拓，并与阿里巴巴合作完善线上渠道，公司宠物食品销量有望持续增长。

图 35：宠物食品板块营业收入（亿元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 36：宠物食品板块扣非净利润（亿元）



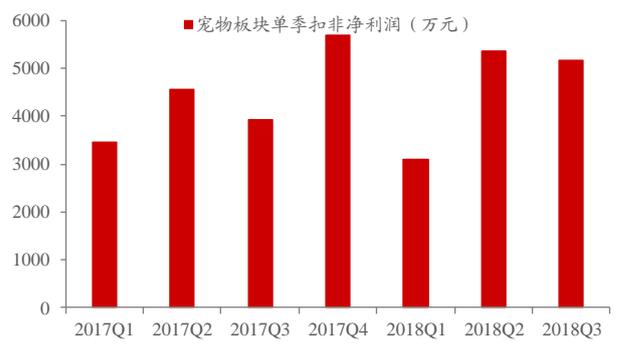
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 37: 宠物食品板块单季营收 (亿元)



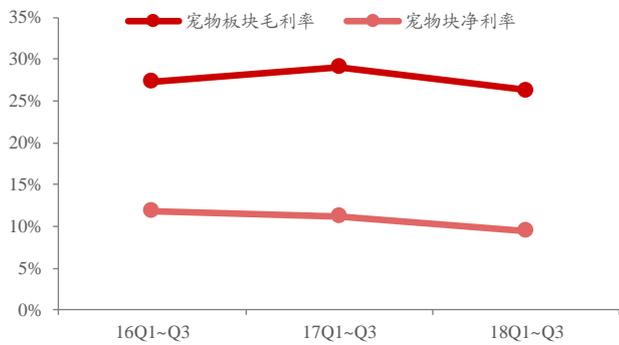
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 38: 宠物食品板块单季扣非净利润 (亿元)



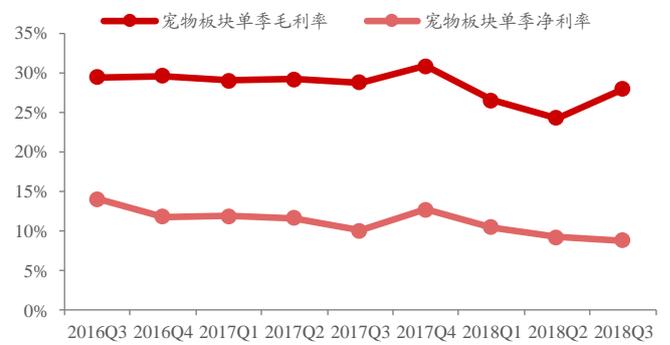
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 39: 宠物食品板块毛利率、净利率



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 40: 宠物食品板块单季毛利率、净利率



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

风险提示: 畜禽价格上涨不达预期; 重大突发疫情; 市场苗销售推广低于预期。

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市浦东南路 1111 号新世纪办公中心 16 层

邮政编码：200120

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>