

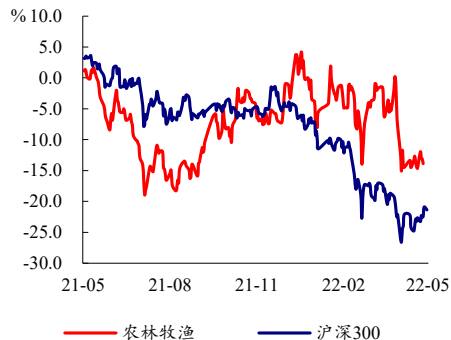


评级 推荐（维持）

报告作者

作者姓名 汪玲
 资格证书 S1710521070001
 电子邮箱 wangl665@easec.com.cn

股价走势



相关研究

《能繁母猪存栏降幅缩窄，产能去化放缓》
2022.05.23
 《如何看待猪企四月销售数据？》2022.05.16
 《猪价回升态势向好，持续看好养殖板块》
2022.05.09
 《农业 2022Q1 持仓分析：配置提升，持续推荐》
2022.05.05
 《能繁去化超预期，把握猪周期配置机遇》
2022.04.25

养殖链曙光在望，种植链景气延续

农林牧渔行业 2021 年报及 2022 一季报综述

核心观点

生猪养殖产能持续去化，行业曙光在望：2021 年春节后，猪价开启持续下跌的态势，叠加饲料成本高企，生猪养殖企业普遍陷入深度亏损，能繁母猪存栏于 2021 年 7 月开始下降，产能去化开始。2022Q1 猪价延续下降走势，行业亏损程度持续扩大，产能持续去化，一季度末已累计去化 8.30%。与此同时，随着前期增加产能的不断兑现，2021-2022Q1 养殖企业生猪出栏量大幅增长，产能持续释放。养殖利润不断冲击历史最低点，猪企现金流紧张，资产负债率呈上升趋势，企业面临的长期偿债压力较大。行业产能扩张步伐减缓。近期猪价回升态势向好，但行业仍处于亏损状态，产能去化持续进行，有望加速猪价大幅上涨阶段到来。

肉鸡养殖共渡“至暗时刻”，静待周期回暖：2022Q1，肉鸡养殖板块分别实现营业收入和归母净利润 121.00 亿元、-8.16 亿元，同比变化 +2.95%、-210.61%，行业业绩急剧下滑。2021 年以来，多点爆发的疫情在一定程度上抑制了消费的复苏，国内鸡肉价格持续探底并创年内新低，行业普遍亏损。目前处于行业筑底阶段，静待周期回暖。

支持性政策叠加高粮价，种植业景气上行：2022Q1，种植板块分别实现营业收入和归母净利润 130.67 亿元和 9.81 亿元，同比增长 12.35% 和 12.61%。2021 年国际粮价持续上涨，2022 年俄乌局势尚不明朗，近期天气原因或造成部分地区农作物减产，有望继续助推国际粮价上行。国内粮价有望维持高景气，粮食种植企业业绩向上弹性有望释放。此外，《种业振兴行动方案》、《种子法》、中央一号文件和生物经济五年规划将护航国内种业发展，推动转基因等生物育种技术的发展，改善行业竞争格局，龙头种企或将获得市场份额的提升。

农产品加工板块营收增长，盈利下降：2021-2022Q1 农产品加工板块整体营收持续增长，增速减缓；归母净利润有所下滑，主要系原材料价格上涨。天气因素和俄乌冲突影响下，国际农粮价格有望继续上行。国内粮食价格走势整体偏强，农产品加工板块成本端或将继续承压。

饲料营收保持增长，盈利能力出现分化：2021 年和 2022Q1，饲料板块归母净利润分别为 -28.15 亿元和 -8.70 亿元，同比下降 129.10% 和 139.64%，亏损企业大部分为禽畜饲料企业，宠物食品板块业绩有所增长。饲料作为养殖后周期行业，有望随周期上行迎来盈利能力的改善。目前国内粮价走势偏强，饲料原料成本或将继续承压。未来随着禽畜周期步入上行阶段，养殖业务本身业绩有望改善，加之禽畜价格上涨逐渐激发下游养殖户的补栏需求而增加对饲料的消费，饲料板块整体盈利有望改善。

动物保健处于“寒冬”时期，有望随猪周期反转顺势启航：2021 年以来，随猪周期进入下行阶段，动物保健板块作为养殖后周期行业也迎来了寒冬。2021 年动保板块营收增速放缓，2022Q1 盈利能力同比大幅下滑。2021 年动物保健板块实现归母净利润 27.53 亿元，同比小幅增长 6.74%；2022Q1 实现归母净利润 5.12 亿元，同比大幅下降 48.40%。目前养殖行

业曙光乍现，动物保健板块也有望随猪周期反转顺势启航。下游养殖业规模化和集中度不断提升以及对生物防疫的重视程度不断提高，将助力动物保健行业提速增长。

投资建议

目前，农林牧渔板块整体来说持续向好。养殖板块猪价回升态势良好，产能持续去化，生猪养殖行业曙光在望；肉鸡养殖已到周期筑底阶段。动物保健、饲料作为养殖后周期行业也有望随猪周期反转而迎来盈利能力的改善。粮价高企叠加政策支持，种植业景气度上行，龙头种企有望趁政策之东风，获得市场份额的提升。生猪养殖板块，我们建议关注经营稳健、成本控制能力较强的龙头猪企，如牧原股份、温氏股份。种植板块，我们建议关注品种优势明显、具有核心育种优势的种子企业，如隆平高科，登海种业，荃银高科等。肉鸡养殖板块，相关标的有圣农发展、立华股份等。动物保健板块，相关标的有中牧股份、瑞普生物等。农产品加工板块，相关标的有金龙鱼等。饲料板块，相关标的有海大集团、禾丰股份等。

风险提示

动物疫病风险；原材料价格波动的风险；政策落地不及预期等。

正文目录

1. 农林牧渔行业概况	5
2. 2021Q4-2022Q1 持仓分析	6
3. 生猪养殖板块：产能持续去化，行业曙光在望	10
3.1. 2021 猪价开启下跌趋势，行业深陷亏损	10
3.2. 产能持续释放，生猪出栏增幅显著	12
3.3. 成本高企，养殖利润不断冲击历史低点	15
3.4. 猪企现金流紧张，资产负债率呈上升趋势	17
3.5. 猪价低迷，行业产能扩张步伐减缓	18
3.6. 总结与展望	20
4. 肉鸡养殖：周期筑底，静待回暖	20
4.1. 收入增长，盈利持续下降	20
4.2. 三项费率保持上升趋势，研发费率呈现增长态势	22
4.3. 总结与展望：周期筑底，育种优势逐步凸显	22
5. 种植业：趁政策之东风，迎来景气上行	23
5.1. 营收、盈利能力双增长	23
5.2. 支持性政策密集颁布，种业投资价值显著	25
5.3. 粮价高位运行，景气有望持续	26
5.4. 总结与展望：支持性政策叠加高粮价，种植业景气上行	27
6. 农产品加工：营收增长，盈利下降	28
6.1. 营收持续增长，盈利有所下降	28
6.2. 总结与展望：成本端或将承压，关注企业成本控制能力	29
7. 饲料业：营收保持增长，盈利能力出现分化	30
7.1. 饲料营收保持增长，盈利状况欠佳	30
7.2. 禽畜饲料板块多亏损，宠物食品板块业绩增长	31
7.3. 总结与展望：养殖后周期行业，有望随周期上行迎来盈利能力的改善	33
8. 动物保健：处于“寒冬”时期，有望随猪周期反转顺势启航	33
8.1. 2021 年业绩增速放缓，2022Q1 盈利能力大幅下降	33
8.2. 总结与展望	35
9. 风险提示	35

图表目录

图表 1. 农林牧渔行业营业收入（亿元）	5
图表 2. 农林牧渔行业归母净利润（亿元）	5
图表 3. 农林牧渔子行业营业收入同比增速	6
图表 4. 农林牧渔子行业归母净利润同比增速	6
图表 5. 农林牧渔板块持仓情况	6
图表 6. 2021Q4-2022Q1 农业子板块持股市值占重仓农业总市值比	8
图表 7. 2019Q1-2022Q1 农业主要子板块持股市值（亿元）	8
图表 8. 2019Q1-2022Q1 农业子板块重仓持股总量（亿股）	8
图表 9. 2019Q1-2022Q1 农业子板块持股市值占基金股票投资市值比(%)	9
图表 10. 2022Q1 农业板块公募基金 TOP10 重仓个股情况	10
图表 11. 22 个省市生猪平均价格（元/千克）	11
图表 12. 生猪养殖板块营业收入（亿元）	11
图表 13. 生猪养殖板块归母净利润（亿元）	11

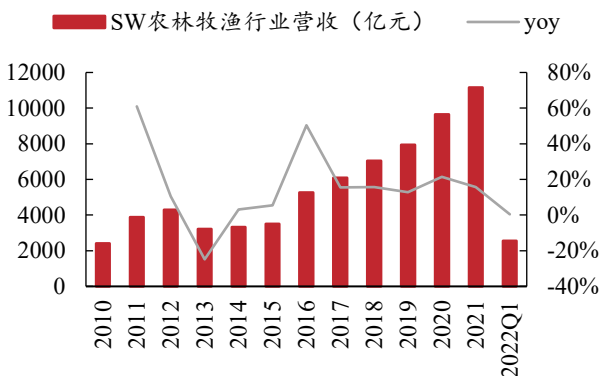
图表 14.	生猪养殖板块毛利率和归母净利率.....	11
图表 15.	生猪养殖板块三大费用率.....	11
图表 16.	生猪养殖上市公司生猪出栏情况 (万头)	13
图表 17.	2022 年生猪养殖企业出栏规划.....	14
图表 18.	出栏量前五和前十企业出栏量市场占有率 (%)	15
图表 19.	22 个省市猪粮比价.....	15
图表 20.	外购仔猪和自繁自养生猪养殖利润 (元/头)	15
图表 21.	出栏量前十企业头均养殖毛利 (元/头)	16
图表 22.	10 家生猪养殖企业完全成本最新情况.....	17
图表 23.	前十家企业经营活动产生的现金流量净额 (百万元)	18
图表 24.	前十家企业资产负债率 (%)	18
图表 25.	16 家养殖企业固定资产之和 (亿元)	19
图表 26.	5 家养殖企业固定资产同比增速.....	19
图表 27.	16 家养殖企业在建工程之和 (亿元)	19
图表 28.	5 家养殖企业在建工程同比增速.....	19
图表 29.	16 家养殖企业生产性生物资产之和 (亿元)	19
图表 30.	5 家养殖企业生产性生物资产同比增速.....	19
图表 31.	肉鸡养殖板块营业收入 (亿元)	20
图表 32.	肉鸡养殖板块归母净利润 (亿元)	20
图表 33.	肉鸡养殖板块毛利率、净利率.....	21
图表 34.	肉鸡养殖行业经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	21
图表 35.	肉鸡养殖板块主要上市公司毛利率.....	22
图表 36.	肉鸡养殖板块三大费用率.....	22
图表 37.	肉鸡养殖研发费用 (亿元) 及费率.....	22
图表 38.	种植板块营业收入 (亿元)	23
图表 39.	种植业归母净利润 (亿元)	23
图表 40.	种植板块毛利率、净利率.....	24
图表 41.	种植板块三大费用率.....	24
图表 42.	种植板块研发费用 (亿元) 及费率.....	24
图表 43.	种植板块经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	25
图表 44.	种子板块营收 (亿元)	25
图表 45.	种子板块归母净利润 (亿元)	25
图表 46.	种业部分相关政策.....	26
图表 47.	大豆产业链价格数据.....	27
图表 48.	玉米产业链价格数据.....	27
图表 49.	小麦产业链价格数据.....	27
图表 50.	农产品加工板块营收 (亿元)	28
图表 51.	农产品加工板块净利润 (亿元)	28
图表 52.	农产品加工板块三大费用率.....	29
图表 53.	农产品加工板块研发费用 (亿元) 及费率.....	29
图表 54.	农产品加工板块部分上市公司毛利率.....	29
图表 55.	饲料板块营收 (亿元)	30
图表 56.	饲料板块归母净利润 (亿元)	30
图表 57.	饲料板块三大费用率.....	31
图表 58.	饲料板块研发费用 (亿元) 及费率.....	31
图表 59.	SW 饲料板块上市公司业绩情况 (亿元)	32
图表 60.	饲料板块主要上市公司毛利率.....	32
图表 61.	饲料板块主要上市公司净利率.....	32
图表 62.	SW 动物保健营业收入 (亿元)	33
图表 63.	SW 动物保健归母净利润 (亿元)	33
图表 64.	SW 动物保健板块毛利率和归母净利率	34
图表 65.	SW 动物保健板块上市公司业绩情况 (亿元)	35

1. 农林牧渔行业概况

2021-2022Q1 农林牧渔行业营收增速放缓，归母净利润大幅下跌。2021年，农林牧渔行业营业总收入为 11163.42 亿元，同比增长 15.78%，较 2020 年营收增速（+21.53%）有所放缓；2021 年农林牧渔行业实现归母净利润 -319.82 亿元，同比减少 142.12%。2021 年营收增速放缓以及归母净利润大幅下跌主要系 2021 年猪周期下行叠加饲用成本高企，生猪养殖板块深度亏损。2022Q1，农林牧渔行业营业总收入为 2556.46 亿元，同比增长 0.44%；归母净利润为 -140.17 亿元，同比减少 184.17%。

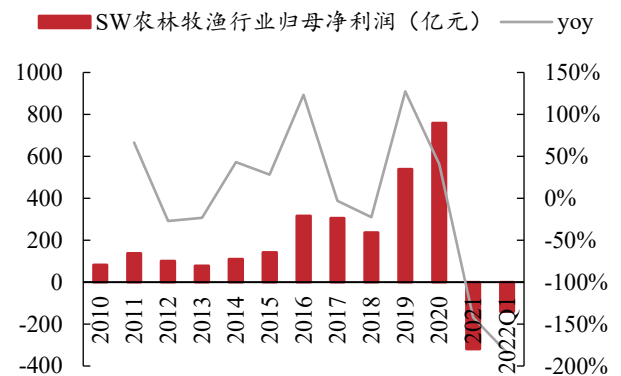
种植业景气向上，养殖链景气下行。营业收入方面，SW 农业各子行业中，2021 年，8 个子行业均实现了营业收入的正增长，其中 SW 饲料、SW 养殖、SW 动物保健 II、SW 种植业和 SW 农产品加工营收同比增长 34.48%、9.40%、11.86%、7.74%和 14.74%；SW 饲料、SW 养殖、SW 动物保健 II、SW 种植业和 SW 农产品加工归母净利润同比增长 -129.10%、-177.31%、6.74%、4.79%和 -9.02%。2022Q1，8 个子行业中有 6 个子行业实现了营业收入的正增长，SW 养殖业和 SW 动物保健营收分别同比下跌 10.70%和 18.46%，SW 饲料、SW 种植业和 SW 农产品加工营收分别增长 9.23%、12.35%和 7.88%。**归母净利润方面**，2022Q1 只有 SW 种植业实现了归母净利润的同比增长（+12.61%）；SW 饲料（同比-139.64%）、SW 农产品加工（同比-47.04%）、SW 养殖业（同比-270.10%）和 SW 动物保健 II（同比-48.40%）归母净利润分别有不同程度的减少。可以看出，种植业 2021-2022Q1 均实现了营收和净利润的同比增长，且增速加快，种植业表现较好主要系粮食价格的高涨下种植业景气度提升。养殖和养殖后周期板块（饲料和动物保健）受猪周期下行影响，盈利能力大幅下降。

图表1. 农林牧渔行业营业收入（亿元）



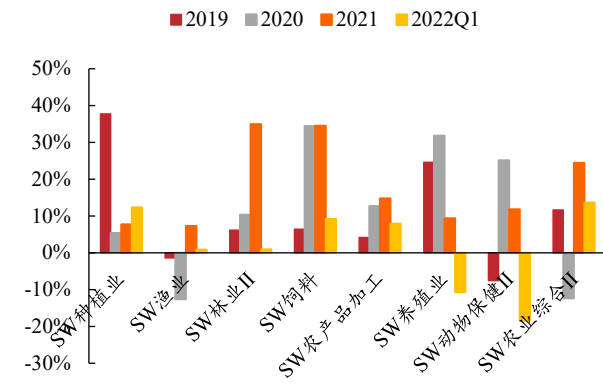
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表2. 农林牧渔行业归母净利润（亿元）



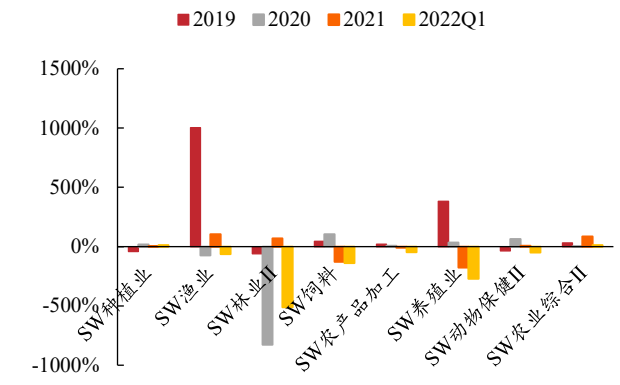
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表3. 农林牧渔子行业营业收入同比增速



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表4. 农林牧渔子行业归母净利润同比增速

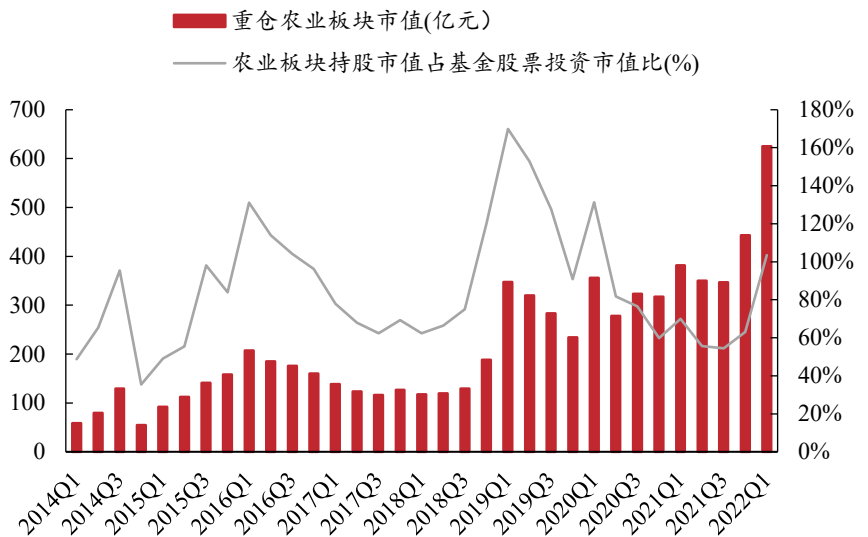


资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

2. 2021Q4-2022Q1 持仓分析

2021-2022Q1 公募基金重仓农业板块市值增速持续提升。2021Q4 公募基金重仓农业板块 443.33 亿元，相比 2020Q4 同比增长 39.82%。2022Q1 公募基金重仓农业板块市值增幅明显。2022Q1，内地公募基金重仓股中农业板块总市值为 625.07 亿元，环比增长 40.99%且环比增速有所扩大。2022Q1 基金重仓农业板块持股市值占基金股票投资市值比为 1.03%，环比 2021Q4 增长约 0.40pct，自 2021Q4 已连续 2 个季度环比提升。（统计口径：Wind 内地公募基金板块，行业划分依据为 SW 一级行业（2021）以及 SW 二级行业（2021））。

图表5. 农林牧渔板块持仓情况



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

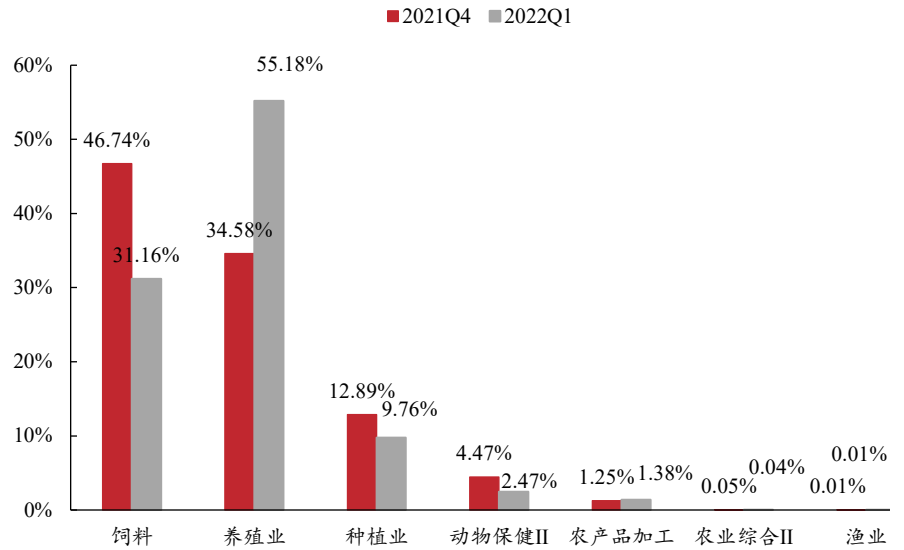
子板块来看，农业板块 2022Q1 养殖业和饲料业配置占比超 85%，养殖、饲料、种植产业链板块基金配置比例环比 2021Q4 提升。2022Q1 子板

块持股市值占农业总市值比中，养殖业占比 55.18%（环比+20.60pct），饲料业占比 31.16%（环比-15.58pct），种植业占比 9.76%（环比-3.14pct），动物保健占比 2.47%（环比-2.00pct），农产品加工占比 1.38%（环比+0.14pct）。**2022Q1 农业子板块持股总量中**，养殖业持仓 12.57 亿股（环比+121.39%），饲料业持仓 9.83 亿股（环比+35.65%），种植业持仓 3.32 亿股（环比+35.50%），动物保健持仓 1.08 亿股（环比-8.02%），农产品加工持仓 0.54 亿股（环比+82.48%）。**2022Q1 农业子板块持股市值占基金股票投资市值比中**，养殖业占比 0.57%（环比+0.35pct），饲料业占比 0.32%（环比+0.03pct），种植业占比 0.10%（环比+0.02pct），动物保健占比 0.03%（环比-0.003pct），农产品加工占比 0.01%（环比+0.001pct）。

基金持续加仓养殖板块，但距离历史高点仍有一定距离。可以看出，自 2021 年猪周期步入下行阶段时，2021Q2-2022Q1 公募基金不断加仓养殖板块，且随着猪价深跌，养殖企业深度亏损，产能去化加速，加仓速度不断加快（2021Q3/2021Q4/2022Q1 养殖板块持股总量环比+23.23%/+65.86%/+121.39%，2021Q3/2021Q4/2022Q1 养殖板块持股市值环比+12.57%/+47.91%/+124.97%），养殖板块持股总量以及市值都有了明显的提升。然而，从养殖板块持股市值占基金股票投资市值比来看，目前养殖板块持仓离历史上 2019Q1（0.82%）和 2020Q1（1.41%）的高点仍有一段距离，有较大提升空间。

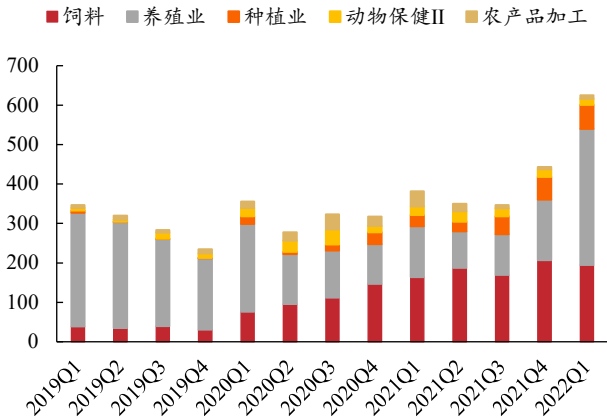
积极布局种植产业和养殖后周期饲料板块。2021Q4/2022Q1，饲料板块持股数量环比增长 63.80%/35.65%；种植板块持股数量环比增长 15.20%/35.50%；农产品加工板块持股数量环比增长-43.21%/82.48%；动物保健板块持股数量环比增长 0.25%/-8.02%。2022Q1，由于饲料板块股价有所下跌，因此饲料板块持股市值小幅下跌（环比-6.01%）；种植板块持股市值环比增长 6.68%；农产品加工板块持股市值环比增长 56.37%；动物保健板块持股市值环比下跌 21.96%。可以看出，基金积极布局饲料板块以及种植板块，主要系对猪周期预期上行，为生猪养殖后周期饲料带来发展机遇；以及国内粮价上涨，种植业景气度上行。此外，动物保健板块有所减仓，主要系生猪养殖产能去化加速，猪周期上行预期下生猪供给或减少。

图表6. 2021Q4-2022Q1 农业子板块持股市值占重仓农业总市值比



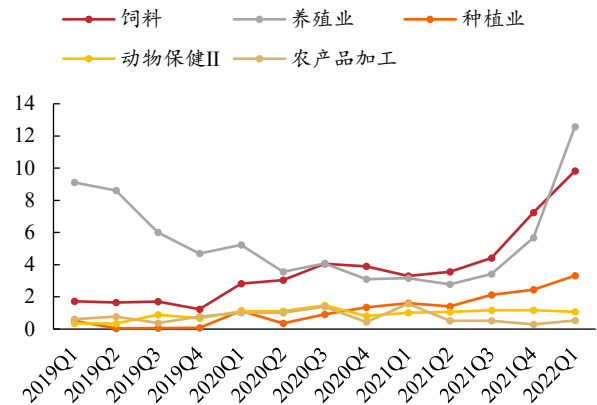
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表7. 2019Q1-2022Q1 农业主要子板块持股市值 (亿元)



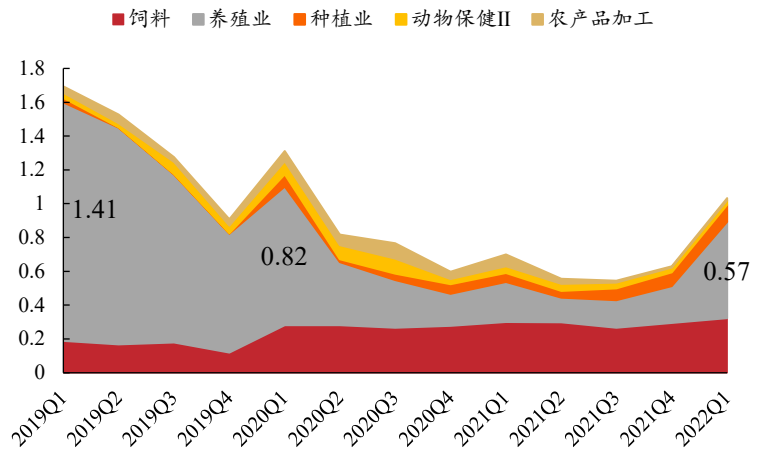
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表8. 2019Q1-2022Q1 农业子板块重仓持股总量 (亿股)



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表9. 2019Q1-2022Q1 农业子板块持股市值占基金股票投资市值比 (%)



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

个股方面，各子板块龙头公司受公募基金青睐。2022Q1 公募基金前十大重仓个股为牧原股份、海大集团、温氏股份、新希望、大北农、登海种业、傲农生物、天康生物、隆平高科、唐人神。前十大重仓个股中，养殖板块有 3 家，饲料板块有 5 家，种植板块有 2 家，均为各子板块中经营稳健的龙头企业。养殖、饲料个股为基金重点布局板块，牧原股份、海大集团和温氏股份合计持仓占比较高，三者持股市值占基金股票投资市值 0.61%，占到了农业板块重仓总市值的 59.12%。养殖个股 2022Q1 环比获明显增持，牧原股份、温氏股份和新希望持股总量环比增加 1.46 亿股、1.99 亿股和 1.42 亿股，持股市值环比增长 88.18 亿元、50.90 亿元和 24.69 亿元。饲料个股持仓 2022Q1 环比有增有减，其中海大集团减持显著，持股总量环比减少 0.24 亿股，持股市值环比减少 51.87 亿元，大北农持股市值环比减少 2.79 亿元；傲农生物（增持市值 16.29 亿元）、天康生物（增持市值 8.93 亿元）和唐人神（增持市值 12.14 亿元）获不同程度增持。整体来看，2022Q1 对猪周期预期上行带动基金对养殖板块关注度显著提升。

图表10. 2022Q1 农业板块公募基金TOP10重仓个股情况

名称	持有基金数	持股总量(亿股)	持仓环比变动(亿股)	持股占流通股比(%)	持股总市值(亿元)	持股总市值环比变动(亿元)	持股市值占农业总市值比例(%)	持股市值占基金股票投资市值比(%)	所属二级行业
牧原股份	385	2.98	1.46	8.28	169.63	88.18	27.14	0.28	养殖业
海大集团	153	1.84	-0.24	11.12	101.22	-51.87	16.19	0.17	饲料
温氏股份	336	4.47	1.99	9.45	98.67	50.90	15.79	0.16	养殖业
新希望	107	1.74	1.42	4.03	29.57	24.69	4.73	0.05	养殖业
大北农	58	3.29	0.29	10.62	28.60	-2.79	4.58	0.05	饲料
登海种业	38	0.92	0.11	10.40	21.85	1.20	3.50	0.04	种植业
傲农生物	82	0.91	0.49	13.77	21.63	16.29	3.46	0.04	饲料
天康生物	86	1.71	0.60	15.88	20.54	8.93	3.29	0.03	饲料
隆平高科	39	0.85	-0.08	6.51	16.38	-5.07	2.62	0.03	种植业
唐人神	65	1.54	1.00	12.92	16.12	12.14	2.58	0.03	饲料

资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

3. 生猪养殖板块: 产能持续去化, 行业曙光在望

3.1. 2021 猪价开启下跌趋势, 行业深陷亏损

2021 年猪价高位回落, 生猪养殖板块深度亏损。2018 年至今非洲猪瘟背景下的“超级”猪周期在 2021 年春节后开始进入下行周期, 猪价从 2021 年 1 月的高位 35.72 元/千克开始持续下跌。2021 年生猪养殖板块营业总收入为 3389.71 亿元, 同比增长 8.80%; 归母净利润为-393.59 亿元, 同比减少 176.96%。生猪养殖板块亏损严重, 盈利能力大幅下降。2021 年生猪养殖板块毛利率为-0.70%, 同比减少 26.19pct; 归母净利率为-11.61%, 同比减少 28.03pct。同时, 生猪养殖板块费用率有小幅提升, 2021 年销售费用率为 1.17% (同比+0.09pct), 管理费用率为 5.37% (同比+0.06pct), 财务费用率为 1.82% (同比+0.90pct)。

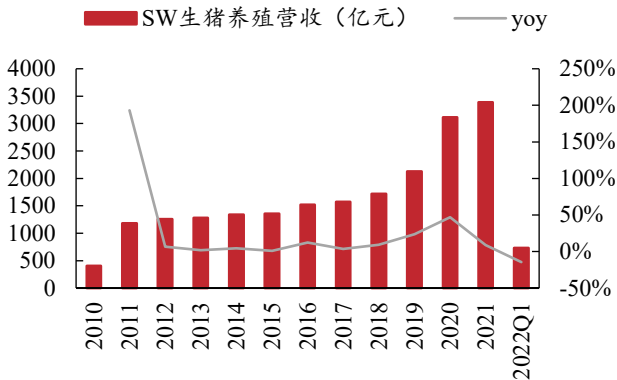
2022Q1 猪价延续下降走势, 行业亏损程度持续扩大。2022 年 3 月生猪月平均价格为 12.27 元/千克, 相比 2021 年 12 月的 16.82 元/千克下降 27.03%, 一季度猪价持续下跌。2022Q1 生猪养殖板块营业收入为 729.09 亿元, 同比减少 14.50%; 归母净利润为-155.64 亿元, 同比减少 275.48%。2022Q1 年生猪养殖板块毛利率为-9.42%, 同比减少 30.63pct; 归母净利率为-21.35%, 同比减少 31.75pct。生猪养殖板块费用率继续提升, 2022Q1 销售费用率为 1.34% (同比+0.07pct), 管理费用率为 6.71% (同比+1.28pct), 财务费用率为 2.56% (同比+0.94pct)。

图表11. 22个省市生猪平均价格（元/千克）



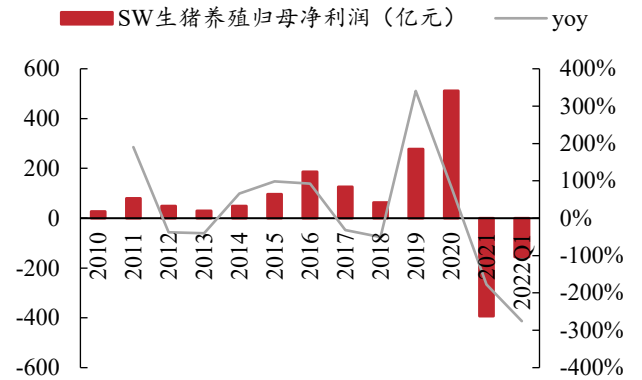
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表12. 生猪养殖板块营业收入（亿元）



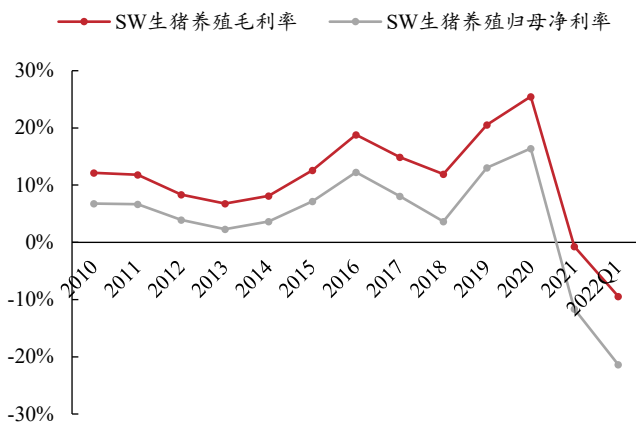
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表13. 生猪养殖板块归母净利润（亿元）



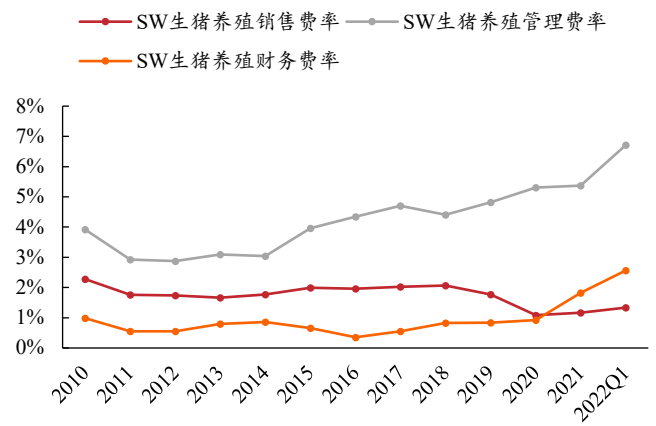
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表14. 生猪养殖板块毛利率和归母净利率



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表15. 生猪养殖板块三大费用率



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

3.2. 产能持续释放，生猪出栏增幅显著

饲料行业发展过程中，很多饲料企业积极进行产业链的延伸，向下游拓展养殖业务，为了更全面地展示生猪养殖行业的现状，因此这里我们将 SW 禽畜饲料中除禾丰股份外 6 家公司（正虹科技、天康生物、大北农、金新农、唐人神和傲农生物）并入 SW 生猪养殖板块 10 家子公司中一起分析。

2021-2022Q1 生猪产能迅速恢复，企业出栏增幅显著。受到 2018 年至今的猪周期上行以及高位震荡阶段的超高利润驱动，2020 年 3 月能繁母猪存栏量快速增长，产能迅速恢复，与之对应的是 2021 年生猪出栏量的大幅增长。2021 年，前十家上市公司共出栏生猪 9443.34 万头，同比增长 71.81%，包括牧原股份（同比+122.26%）、大北农（同比+132.50%）、傲农生物（同比+141.10%）等多家公司生猪出栏量增速大于 100%。2022Q1 生猪产能持续释放，前十家公司 2022 年一季度共出栏 2818.20 万头，同比增长 55.62%。

2022 年养殖企业生猪产能预计持续扩张。截至 5 月 10 日，多家企业公布了 2022 年生猪出栏规划，生猪产能普遍预计实现正增长。其中，头部猪企牧原股份 2022 年预计出栏生猪达 5000 万头以上，预计同比增幅最高可达 39.09%；温氏股份 2022 年肉猪出栏量目标为 1800 万头左右，预计同比增长 36.18%；新希望 2022 年预计出栏生猪 1300 万头以上，同比增幅最高可达 80.40%。2022 年预计增幅最大的为傲农生物（同比+84.85%）。

图表16. 生猪养殖上市公司生猪出栏情况 (万头)

序号	公司名称	2018	2019	2020	2021	2022Q1	2021 同比	2022Q1 同比
1	牧原股份	1101.11	1025.33	1811.50	4026.30	1381.70	122.26%	78.98%
2	正邦科技	553.99	578.40	955.97	1492.67	242.61	56.14%	-5.91%
3	温氏股份	2229.70	1851.66	954.55	1321.74	402.35	38.47%	91.85%
4	新希望	255.37	354.99	829.25	997.81	369.68	20.33%	61.88%
5	大北农	168.00	164.18	185.28	430.78	107.14	132.50%	40.90%
6	天邦股份	216.97	243.94	307.78	428.00	100.43	39.06%	-8.85%
7	傲农生物	41.69	65.94	134.63	324.59	104.68	141.10%	95.81%
8	天康生物	64.66	84.27	134.50	160.33	37.69	19.20%	6.47%
9	唐人神	68.07	83.93	102.44	154.23	38.34	50.55%	-17.19%
10	金新农	34.86	39.37	80.36	106.89	33.58	33.01%	54.96%
11	巨星农牧	/	/	21.30	87.10	/	308.87%	/
12	神农集团	22.19	39.78	41.11	65.37	22.38	59.01%	/
13	罗牛山	26.00	19.50	15.40	39.40	10.37	155.84%	30.77%
14	新五丰	68.48	48.84	32.69	39.04	12.92	19.42%	157.88%
15	东瑞股份	33.92	25.22	37.30	36.76	12.57	-1.45%	21.57%
16	正虹科技	13.60	16.08	7.19	24.41	3.68	239.36%	2.51%
	全国生猪出 栏量	69382	54419	52704	67128	19566		
	CR5	6.21%	7.30%	8.99%	12.32%	12.80%		
	CR10	6.82%	8.25%	10.43%	14.07%	14.40%		

资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

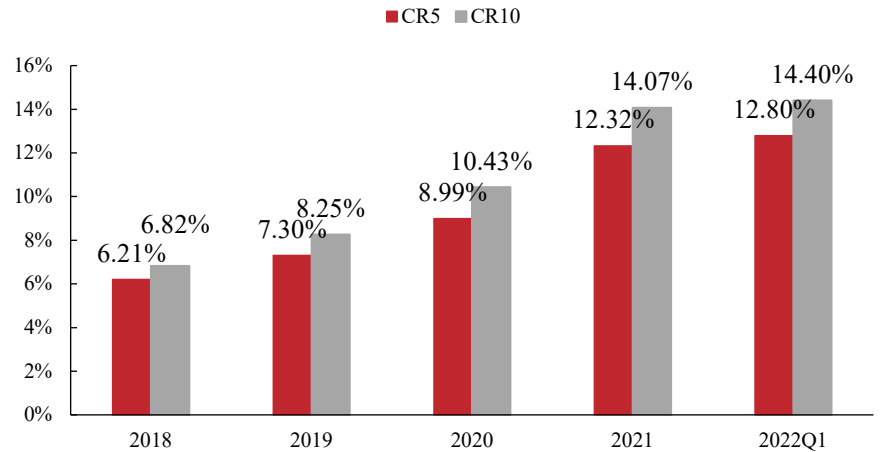
图表 17. 2022 年生猪养殖企业出栏规划

序号	公司名称	更新时间	出栏计划	2022 预计 同比增幅
1	牧原股份	2022/5/4	2022 年生猪出栏区间为 5,000-5,600 万头。	24.18%-39.09%
2	正邦科技		/	/
3	温氏股份	2022/5/4	2022 年肉猪出栏量目标为 1800 万头左右。	36.18%
4	新希望	2022/2/14	计划 2022 年 1300~1800 万头，2023 年 2000 万头左右。	30.29%-80.40%
5	大北农	2022/3/11	2021 年出栏量 430 万头，2022 年预计出栏量不会有较大增长，以稳为主。	/
6	天邦股份	2022/4/29	2022 年的生猪出栏目标是 500 万头。	16.82%
7	傲农生物	2022/3/8	出栏目标是 2022 年出栏 600 万头、2023 年出栏 800 万头、2024 年达到出栏 1000 万头。	84.85%
8	天康生物	2022/2/8	2022 年生猪养殖业务出栏目标初步确定为 220 万头。	37.22%
9	唐人神	2022/5/5	2022-2024 年生猪出栏预计分别为 200 万头、350 万头、500 万头。	29.68%
10	金新农	2022/3/7	2022 年生猪出栏量 130 万头左右	21.62%
11	巨星农牧	2022/3/19	2022 年计划出栏 150 万头左右。	72.21%
12	神农集团	2022/4/29	2022 年 90 万头，2023 年 130 万头，2024 年 150 万头。	37.68%
13	罗牛山		/	/
14	新五丰		/	/
15	东瑞股份	2022/4/29	出栏规模目标：2022 年 60 万头，2023 年 120 万头，2024 年 180 万头。	63.22%
16	正虹科技		/	/

资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

中小散户加速退出，市场集中度稳步提升。非洲猪瘟等动物疫病频发叠加环保政策趋严，生猪养殖技术门槛被抬高，加之猪周期下行阶段猪价波动剧烈，抗风险能力较差的中小散户加速退出，生猪养殖行业市场集中度呈现上升趋势。2018 年到 2022Q1 生猪养殖企业市场占有率稳步提升，2021 年生猪出栏量前五的企业占全国生猪出栏量（CR5）12.32%，同比增长 3.33pct，相比 2018 年增长 6.11pct；生猪出栏量前十的企业占全国生猪出栏量（CR10）14.07%，同比增长 3.64pct，相比 2018 年增长 7.24pct。2022Q1 市场集中度进一步提升，CR5 达到 12.80%，同比增长 1.03pct；CR10 达到 14.40%，同比增长 0.61pct。

图表18. 出栏量前五和前十企业出栏量市场占有率 (%)



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

3.3. 成本高企，养殖利润不断冲击历史低点

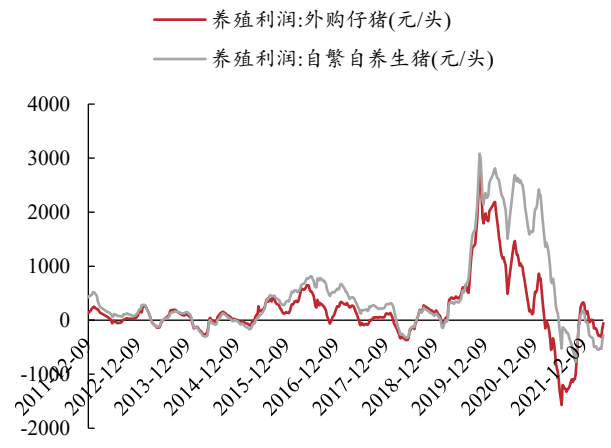
2021 年猪价持续下跌，生猪养殖利润不断冲击历史低点。随着 2021 年生猪产能兑现，猪价持续下跌。同时饲料成本高涨，猪粮比价在 2021 年 10 月一度跌破 4，降至 3.93。养殖成本高企让生猪养殖企业的经营雪上加霜，生猪养殖利润大幅下降，外购仔猪养殖利润在 2021 年 6 月 25 日降至 -1,570.78 元/头，自繁自养生猪利润在 2021 年 10 月 8 日降至 -771.46 元/头，亏损程度相比以往猪周期不断加深。

图表19. 22个省市猪粮比价



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表20. 外购仔猪和自繁自养生猪养殖利润 (元/头)



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

2021 年生猪养殖企业头均养殖毛利大幅下滑，多数企业由盈转亏。2021 农产品价格居高不下，养殖成本高企，10 家企业头均养殖毛利均大幅减少，除牧原股份和金新农仍保持头均养殖毛利盈利外，其余企业头均养殖毛利

均转为负数，且同比降幅均超出 100%。

图表21. 出栏量前十企业头均养殖毛利（元/头）

序号	公司名称	2018	2019	2020	2021
1	牧原股份	118.43	709.24	1888.71	325.96
	yoy		498.88%	166.30%	-82.74%
2	正邦科技	109.03	406.29	999.09	-890.02
	yoy		272.65%	145.90%	-189.08%
3	温氏股份	415.66	1058.13	1472.42	-465.30
	yoy		154.57%	39.15%	-131.60%
4	新希望	205.19	812.70	691.11	-365.40
	yoy		296.07%	-14.96%	-152.87%
5	大北农		278.96	1073.51	-71.50
	yoy			284.82%	-106.66%
6	天邦股份	80.66	216.86	1393.53	-488.32
	yoy		168.87%	542.60%	-135.04%
7	傲农生物	-28.78	339.70	1113.42	-150.34
	yoy		-1280.18%	227.76%	-113.50%
8	天康生物	47.94	167.32	985.13	-251.98
	yoy		249.00%	488.77%	-125.58%
9	唐人神	23.51	349.09	1227.02	-56.41
	yoy		1385.12%	251.49%	-104.60%
10	金新农	80.32	546.10	1024.14	171.20
	yoy		579.90%	87.54%	-83.28%

资料来源：Wind，东亚前海证券研究所 注：头均养殖毛利=(养殖营业收入-养殖营业成本)/出栏量

2022Q1 行业养殖成本普遍在 16 元/kg 之上，牧原股份和温氏股份成本控制较为优秀。根据多家企业披露的养殖成本数据，可以看到，行业养殖成本普遍在 16 元/kg 之上，正邦科技一季度末育肥完全成本为 20 元/kg 左右，天邦股份一季度育肥全成本为 18.68 元/kg，金新农一季度自繁自养的整体成本是 17.49 元/公斤。成本控制较好的企业有牧原股份和温氏股份，牧原股份一季度养殖完全成本略低于 16 元/kg，温氏股份的优秀养猪分公司一季度综合成本低于 16 元/kg。

图表22. 10 家生猪养殖企业完全成本最新情况

序号	公司名称	最新时间	生猪养殖完全成本情况
1	牧原股份	2022/5/9	公司一季度养殖完全成本略低于 16 元/kg，较去年四季度有所上升。
2	正邦科技	2022/5/7	公司一季度末育肥完全成本为 20 元/kg 左右，剔除四项费用后的养殖成本为 16.45 元/kg。
3	温氏股份	2022/4/27	一季度，若剔除存货跌价准备影响，3 月份养猪综合成本低于 9 元/斤，相比 1 月份略有下降。公司表现优秀的养猪分公司，剔除存货跌价准备影响后，一季度综合成本低于 8 元/斤。
4	新希望	2022/2/10	2021 年四季度：年底自繁仔猪育肥猪的全成本已降到 17.9 元；存栏的商品猪在 800 万头左右，对未来价格变化有预计，希望 2022 年 6~7 月份将养殖完全成本降低至 16 元。
5	大北农	2022/2/18	养猪 12 月的成本，生产成本在 7 块多钱，完全成本还在 8 块多。整体来说，中南地区来说生产成本 7 块以下。整个公司今年下半年完全成本 8 块钱以下是可以的。
6	天邦股份	2022/4/29	公司一季度育肥全成本 18.68 元/kg。
7	傲农生物	2022/3/3	由于公司育肥工作处于刚刚开始进入全面配套的阶段，仍有较大下降空间，公司的目标是全力使育肥成本降到 16 元/公斤。
8	天康生物	/	/
9	唐人神	/	/
10	金新农	2022/4/26	一季度自繁自养的整体成本是 17.49 元/公斤，其中商品猪成本 16.65 元/公斤。

资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

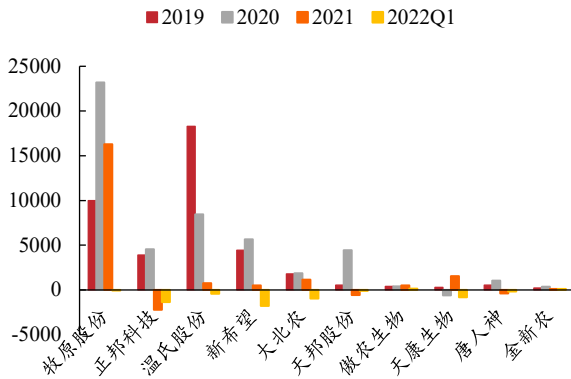
3.4. 猪企现金流紧张，资产负债率呈上升趋势

生猪养殖企业深度亏损，现金流紧张。2021 年正邦科技（同比-148.41%）、天邦股份（同比-112.48%）、唐人神（同比-136.22%）经营活动产生的现金流量净额同比降幅超过 100%；生猪养殖龙头牧原股份和温氏股份经营活动产生的现金流量净额同比降幅也分别达到 29.72%和 90.95%。2022Q1 多数生猪养殖企业经营活动产生的现金流量净额转为负数，牧原股份、正邦科技、温氏股份和新希望 2022Q1 经营活动产生的现金流量净额为-0.58 亿元、-13.61 亿元、-4.07 亿元和-17.68 亿元。

资产负债率呈上升趋势，企业面临较大的资金压力。养殖企业近些年通过股权、债权等多种渠道融资，多用于新建和扩张产能以及补充流动资金，猪企资产负债率呈现上升态势，企业面临的长期偿债压力较大。2021 年，多家企业资产负债率高于 60%，同比增长幅度较大。2021 年正邦科技、傲农生物和天邦股份资产负债率高达 92.60%（同比+34.04pct）、87.18%（同比+19.65pct）和 79.93%（同比+36.69pct）；牧原股份、温氏股份和新希望资产负债率分别为 61.30%（同比+15.21 pct）、64.10%（同比+23.21 pct）

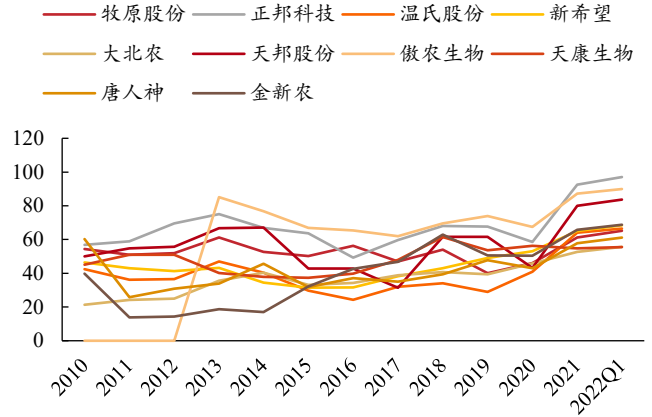
和 64.98% (同比+11.92 pct)。2022Q1 资产负债率继续提升, 正邦科技、傲农生物和天邦股份资产负债率分别为 97.03% (环比+ 4.43 pct)、89.92% (环比+ 2.75 pct) 和 83.67% (环比+ 3.74 pct)。

图表23. 前十名企业经营活动产生的现金流量净额 (百万元)



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表24. 前十名企业资产负债率 (%)



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

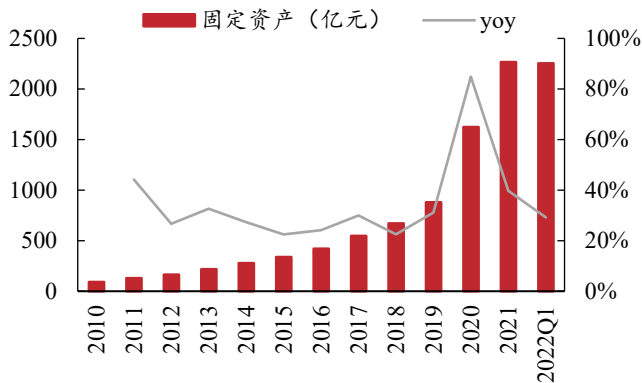
3.5. 猪价低迷, 行业产能扩张步伐减缓

猪价低迷, 产能过剩, 行业产能扩张步伐减缓。固定资产方面, 2021 年 16 家养殖企业固定资产总和为 2267.16 亿元, 同比增长 39.69%, 相比 2020 年同比增速下滑 45.17pct。2022Q1, 除去神农集团和东瑞股份, 14 家养殖企业固定资产总和为 2253.21 亿元, 同比增长 29.22%, 增速进一步下降 (环比-10.46pct)。其中, 牧原股份 2021 年固定资产达到 995.51 亿元, 2022Q1 达到 1009.38 亿元, 同比增速从 2021 年的 70.08% 降至 2022Q1 的 43.78%; 温氏股份 2021 年固定资产达到 354.04 亿元, 2022Q1 达到 348.00 亿元, 同比增速从 2021 年的 24.19% 降至 2022Q1 的 18.32%。在建工程方面, 2021 年 16 家养殖企业 在建工程总和为 506.41 亿元, 同比增长 16.79%, 增速相比上一年减少 66.18pct。2022Q1, 除去神农集团和东瑞股份, 14 家养殖企业 在建工程总和为 524.19 亿元, 同比增长 6.35%, 增速环比下降 10.44pct。其中, 牧原股份和温氏股份在 2021 年 在建工程同比增速即转为负数, 分别 同比下降 25.15% 和 44.63%; 2022Q1 增速进一步回落, 年度同比分别下降 29.59% 和 44.01%。

随着产能去化步伐的加速, 以及猪价持续下跌, 养殖企业计提资产减值损失, 行业生产性生物资产发生下滑。2021 年 16 家养殖企业生产性生物资产之和为 281.54 亿元, 同比下降 35.71%; 2022Q1, 除去东瑞股份, 15

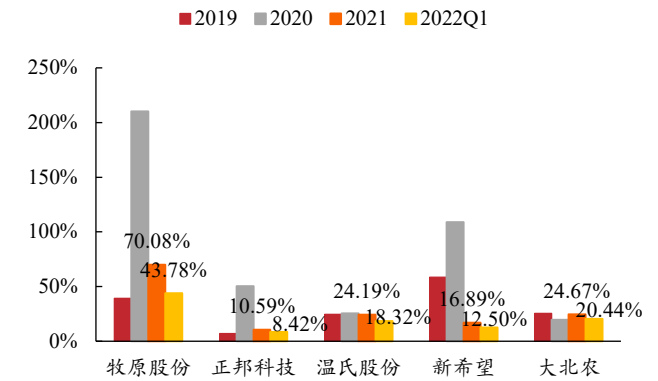
家养殖企业生产性生物资产之和为 272.27 亿元，同比下降 34.78%，环比下降 3.29%。牧原股份、正邦科技、温氏股份、新希望和大北农 2021 和 2022Q1 生产性生物资产同比均发生了不同程度的下滑。

图表25. 16家养殖企业固定资产之和(亿元)



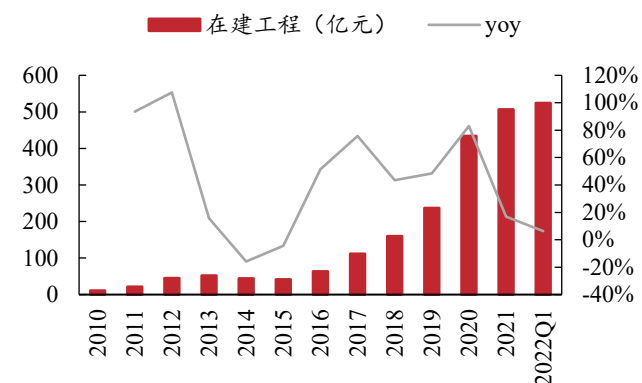
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表26. 5家养殖企业固定资产同比增速



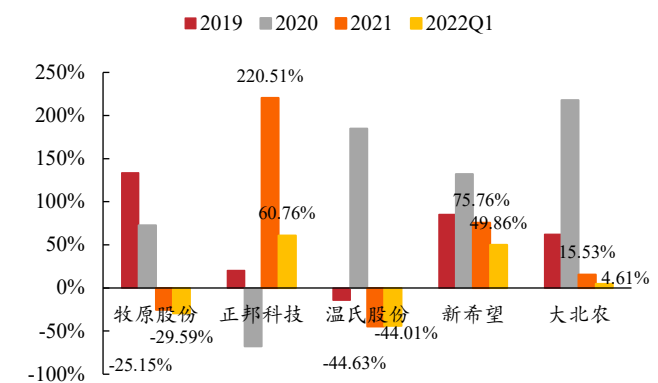
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所 注: 新希望 2022Q1 未披露固定资产情况

图表27. 16家养殖企业在建工程之和(亿元)



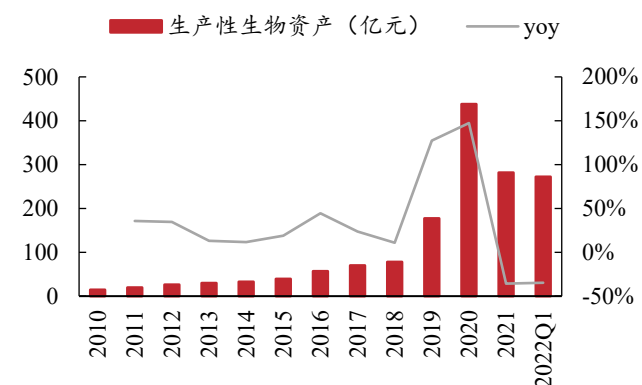
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表28. 5家养殖企业在建工程同比增速



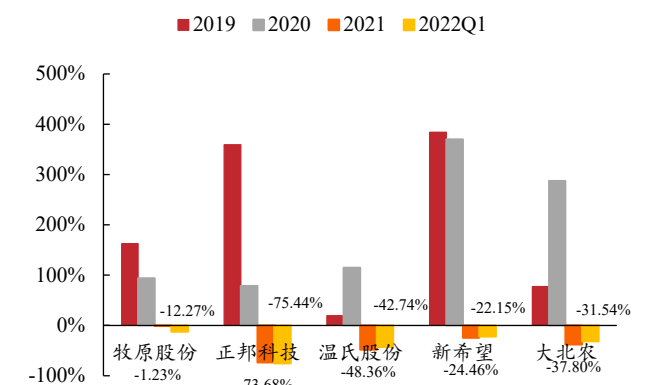
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所 注: 新希望 2022Q1 未披露在建工程情况

图表29. 16家养殖企业生产性生物资产之和(亿元)



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表30. 5家养殖企业生产性生物资产同比增速



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

3.6. 总结与展望

产能持续去化，行业曙光在望，生猪养殖板块配置机遇显著。2021 年以来，生猪养殖行业深度亏损，产能持续去化。截至 2022 年一季度末，能繁母猪存栏累计去化 8.30%，已连续 5 个月处于产能调控的绿色合理区间，产能去化超预期。近期猪价回升态势向好，但 2022 年二季度生猪供给仍将处于高位。需求端猪肉消费的不确定性随着国内疫情的反复仍然存在。供需紧需态势仍需时间来改变。目前养殖企业仍处于亏损状态，产能去化趋势不改，将继续加速猪价大幅上涨阶段的到来。生猪养殖板块配置机遇显著，建议把握左侧布局时机，关注经营稳健、成本控制能力较强的养殖企业。

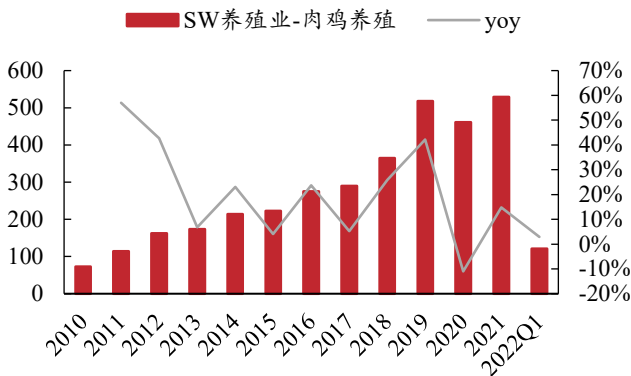
4. 肉鸡养殖：周期筑底，静待回暖

4.1. 收入增长，盈利持续下降

2021-2022Q1 肉鸡养殖板块营业收入增长，增速下降。2021 年及 2022Q1 板块分别实现营业收入 529.21 亿元、121.00 亿元，同比增长 14.78%、2.95%。2021 年以来，多点爆发的疫情在一定程度上抑制了消费的复苏，国内鸡肉价格持续探底并创年内新低，行业普遍亏损。

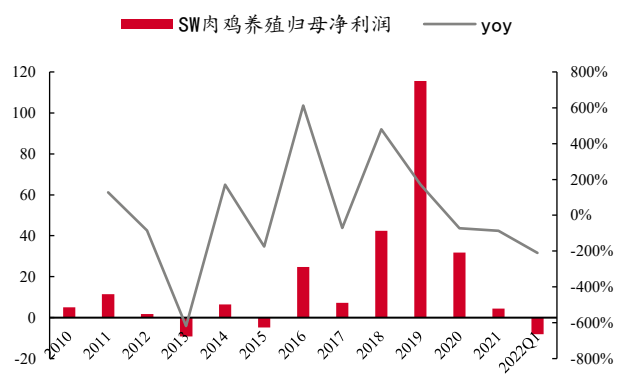
2021-2022Q1 归母净利润持续下降。2021 年及 2022Q1，肉鸡养殖板块分别实现归属于母公司净利润 4.36 亿元、-8.16 亿元，同比变化-86.29%、-210.61%。2010 年以来，归母净利润波动幅度较大，2019 年受到偶然发生的非洲猪瘟的影响，促使肉鸡养殖行业获得了历史最好的行情，进入周期上行阶段；2021 年开始处于周期下行，并且 2022Q1 明显亏损。根据周期波动情况，2022 年底有望开启新一轮鸡周期。

图表31. 肉鸡养殖板块营业收入（亿元）



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

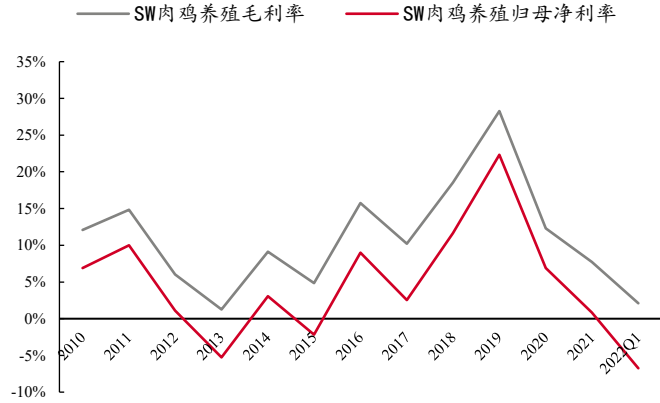
图表32. 肉鸡养殖板块归母净利润（亿元）



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

2021-2022Q1，肉鸡养殖盈利能力持续下降。2022Q1 毛利率和净利率分别为 2.09%、-6.75%，同比下降 10.49 和 13.03 个百分点，主要系鸡价承压和玉米、豆粕以及其他原料价格大幅涨价影响，饲料成本急剧上升，上市企业的原料采购成本也较去年同期大幅增加。

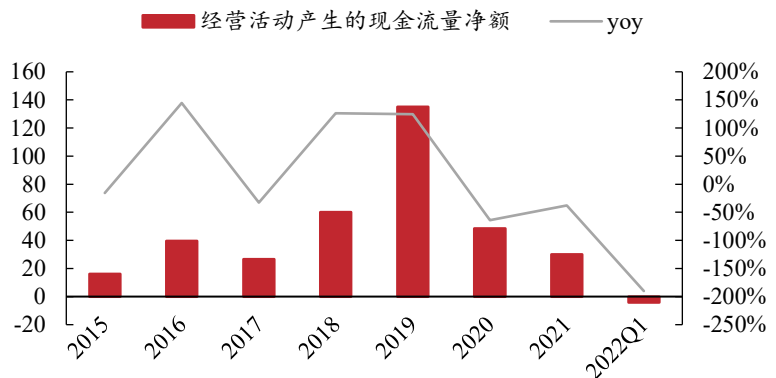
图表33. 肉鸡养殖板块毛利率、净利率



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

2022Q1 肉鸡养殖行业经营现金流净流出-4.15 亿元，同比下降 190.11%。2021 年经营现金流净额为 21.96 亿元，同比下降 38.05%，连续两年呈现负增长。2015-2019 年经营现金流净额大幅上升，而后受新冠疫情影响，消费增长乏力，鸡肉销售价格持续低迷；叠加 2021 年玉米、豆粕等饲料价格大幅上升的影响，养殖成本明显增加，双重因素共同导致行业亏损。加之在 2022 年春节之后饲料价格再次大幅上涨，同时我国新冠疫情呈现点多、面广、频发的态势，经营性现金流入不敷出，行业面临更加严峻的形势。

图表34. 肉鸡养殖行业经营活动产生的现金流量净额（亿元）

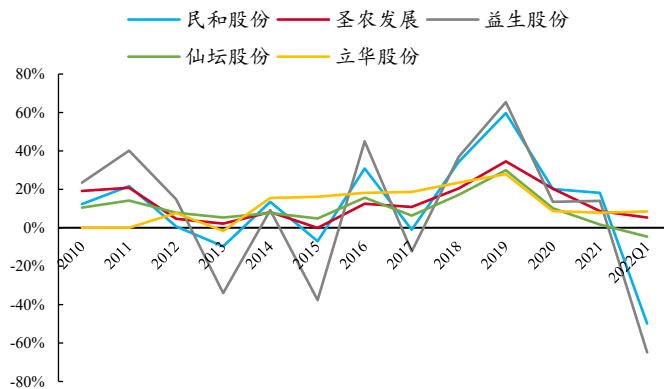


资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

公司层面，立华股份、圣农发展、仙坛股份毛利率保持稳定。主要上市公司的毛利率走势较为统一，其中益生股份和民和股份走势波动幅度较大，2022Q1 毛利率低于-70%，盈利能力大幅下降。而立华股份、圣农发展和仙坛股份整体更加稳定，2022 年一季度毛利率分别为 8.52%、5.30%、

-4.62%，在行业普遍亏损的同时依然保持一定的盈利能力。

图表35. 肉鸡养殖板块主要上市公司毛利率

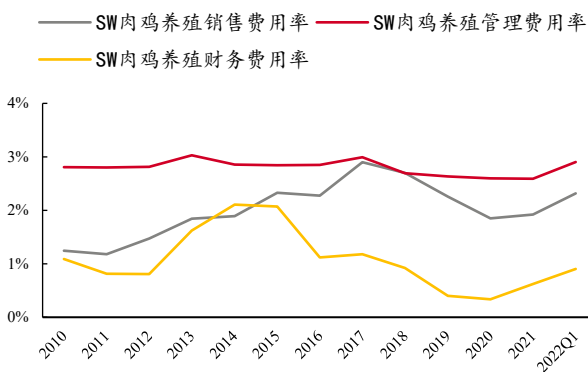


资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

4.2. 三项费率保持上升趋势，研发费率呈现增长态势

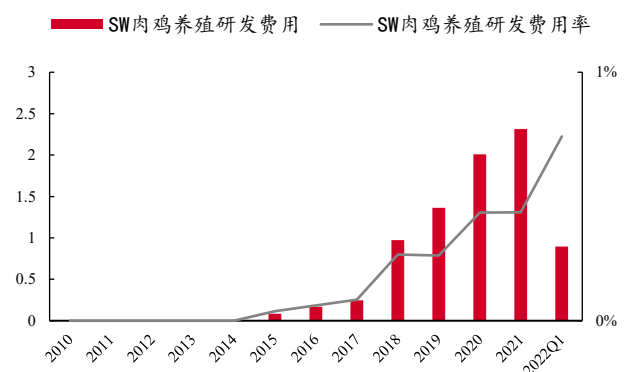
三项费率保持上升趋势，研发费率呈现增长态势。2022Q1 销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 2.31%、2.90%、0.91%，环比有所增长。研发费用率呈现增长趋势，2015 年起肉鸡养殖板块开始投入研发，到 2022Q1 研发费用率增长到 0.74%，主要为白羽肉鸡育种项目的研发投入，并且向国内外养殖企业供应种鸡的计划有望为行业带来利润增长点。

图表36. 肉鸡养殖板块三大费用率



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表37. 肉鸡养殖研发费用（亿元）及费率



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

4.3. 总结与展望：周期筑底，育种优势逐步凸显

周期已到筑底阶段。肉鸡养殖行业在经历 2019-2020 年周期高点之后由于疫情等因素的影响急剧下滑，目前处于行业筑底阶段。2022 年春节之后饲料价格再次大幅上涨，同时我国新冠疫情呈现点多、面广、频发的态势，直接促使肉鸡养殖行业面临更加严峻的形势，应及时把握左侧布局机会。

白羽鸡育种前景光明。白羽肉种鸡的成功研发，有利于提升行业的竞

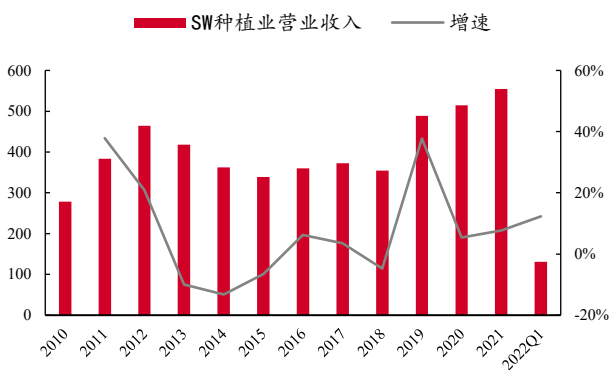
争优势，我们认为向国内外养殖企业供应种鸡的计划有望为行业带来更高的利润增长点。

5. 种植业：趁政策之东风，迎来景气上行

5.1. 营收、盈利能力双增长

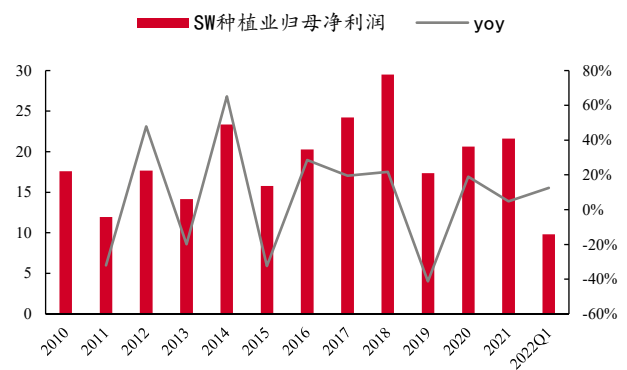
2021-2022Q1 种植板块营收持续增长，增速持续扩大。2021-2022 年一季度，种植板块营业收入分别为 554.61 亿元、130.67 亿元，同比增长 7.74%、12.35%，期间粮食市场行情较好，水稻、小麦、玉米等主要农产品销量增加，粮食价格上行，种植业经营状况良好。种植企业通过持续优化农业种植结构、夯实农业基础设施建设、加快推进农业科技创新，农业现代化水平得以大幅提升，营业收入增长潜力巨大。**2021 年归母净利润保持增长态势，2022Q1 增速有所提高。**归母净利润在 2021-2022 年一季度分别为 21.62 亿元、9.81 亿元，同比增长 4.79%、12.61%。

图表38. 种植板块营业收入（亿元）



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

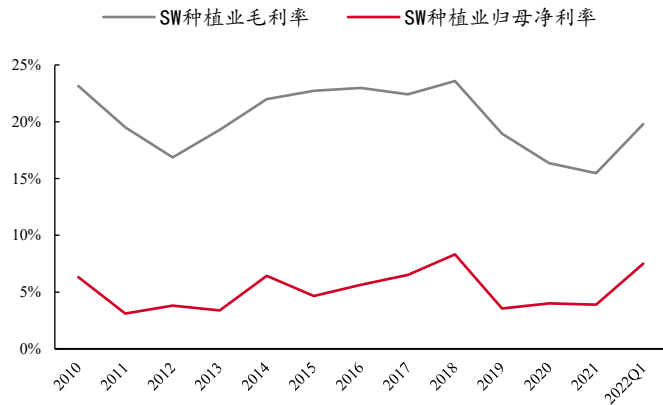
图表39. 种植业归母净利润（亿元）



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

2022Q1 种植板块毛利率、净利率有所提高。2010-2021 年，种植业毛利率保持在 20%左右，净利率也始终在 5%上下浮动。2022Q1，毛利率和净利率分别为 19.80%、7.50%，同比增加 0.22pct 和 0.02pct。粮食种植业作为国计民生产业，竞争性与波动性并不明显。随着国家农业产业化、规模化、标准化生产政策的推广以及农村土地流转规模持续扩大，种植业向产业化发展，规模化种植是农业生产的趋势和方向，农业科技创新是提高农业单产和生产效率的有效手段，越来越多的组织化粮食生产企业会接踵出现。

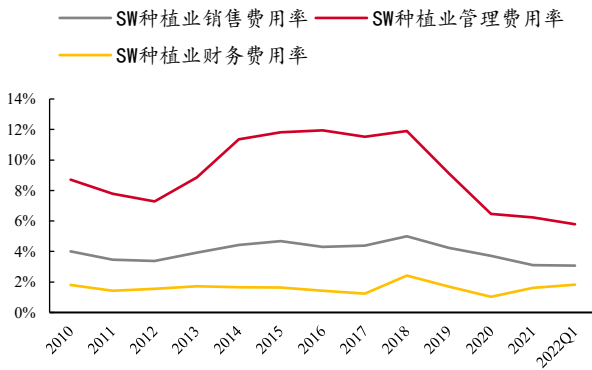
图表40. 种植板块毛利率、净利率



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

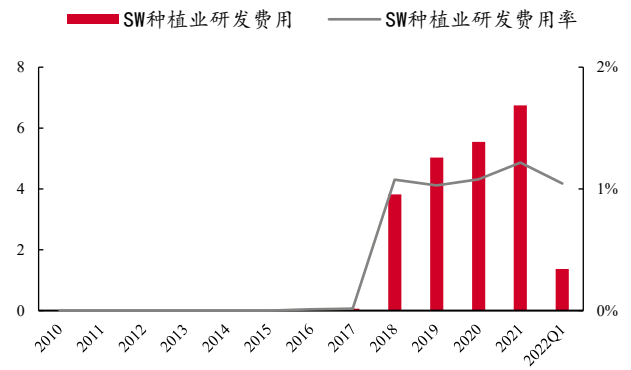
种植板块三项费用率近年来呈平稳态势, 研发费用保持稳定增长。2022Q1, 销售、管理和财务费用率分别为 3.07%、5.79%、1.83%, 同比变动幅度为-0.64pct, -0.10pct 和-0.21pct。2021 年和 2022Q1 研发费用分别为 6.74 亿元 (同比+21.60%) 和 1.36 亿元 (同比+23.78%), 研发费率分别为 1.22%和 1.04%。近年来, 种业自主创新能力明显提升, 种业企业品种权申请和授权数量以及品种审定数量已全面超过科研教学单位。有实力的“育繁推一体化”种子企业已经自行开展自有品种区域试验、生产试验, 在绿色通道试行后, 种子品种审定的速度明显加快, 大型种子企业可以快速将研发成果进行市场转化, 从而进一步巩固自身优势。

图表41. 种植板块三大费用率



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表42. 种植板块研发费用 (亿元) 及费率

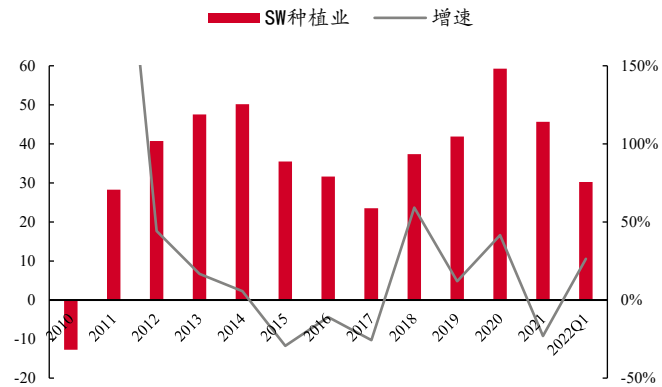


资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

种植板块经营现金流波动较大。2021-2022Q1 种植板块经营现金流净额分别为 45.68 亿元、30.22 亿元, 同比变化-22.92%、+26.45%。2021 年受疫情影响, 农药、化肥等生产物资的国际市场价格波动较大, 一定程度上带动国内农资价格上涨, 间接推高种植业生产成本, 导致经营现金流有所下降; 加之农业生产环境保护政策日趋严格, 外资粮食巨头逐步布局国内市

场，种植企业面临粮食价格“天花板”、农业成本“高地板”、资源环境“硬夹板”的较大挑战，在一定压力之下，有助于种植企业实现转型升级、提质增效。

图表43. 种植板块经营活动产生的现金流量净额（亿元）

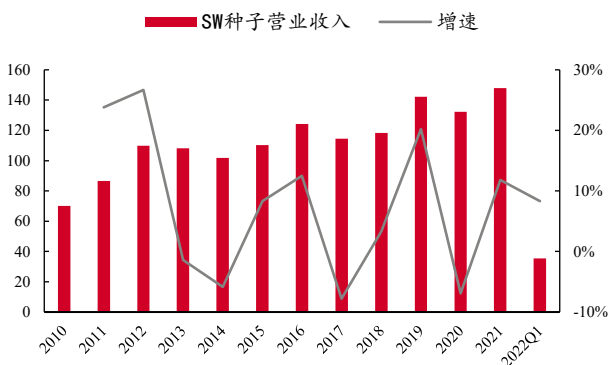


资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

5.2. 支持性政策密集颁布，种业投资价值显著

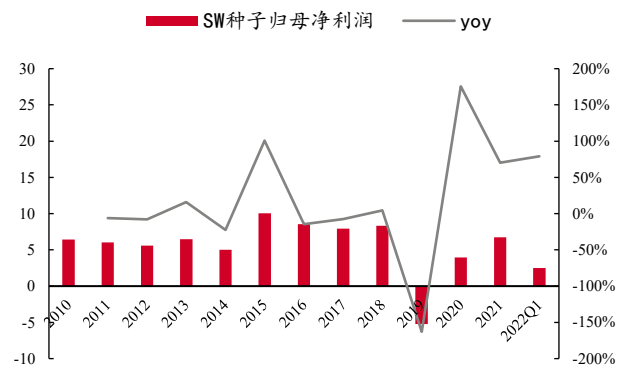
从 SW 种植业的子板块 SW 种子来看，2021-2022Q1 种业子板块营收和盈利能力均有所提升。从营业收入来看，2021-2022Q1，种业分别实现营业收入 147.98 亿元、35.32 亿元，同比分别上涨 11.80%、8.30%。从归母净利润来看，2021-2022Q1 归母净利润为 6.74 亿元、2.51 亿元，同比增长 70.40%、79.00%，盈利能力大幅提升。

图表44. 种子板块营收（亿元）



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表45. 种子板块归母净利润（亿元）



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

支持性政策密集颁布，种业投资价值显著。2021 年 7 月份，中央通过《种业振兴行动方案》，明确提出大力推进种业创新攻关行动，在政策、经费及核心技术等方面扶持优势种企高质量发展，着力培养一批具有较强研发能力、产业带动力和国际竞争力的种业重点龙头企业。2021 年 12 月，《种子法》进行第四次修改，新种子法扩大了植物新品种权的保护范围及

保护环节，并新增实质性派生品种制度，完善侵权处罚赔偿和行政处罚制度。2022年2月22日，中央一号文件发布，强调全面实施种业振兴行动方案，重点加快实施核心技术和强化种业知识产权保护，启动农业生物育种重大项目等。2022年5月10日，首部生物经济五年计划出炉。国家发改委印发《“十四五”生物经济发展规划》，其中提出了“现代种业提升工程”，工程要求保护种质资源、推动育种创新、开展测试评价以及促进良种繁育。支持性政策频频出台以及4月29日新一批转基因安全技术证书颁发，将继续加快生物育种技术发展，赋能生物农业产业，推动种业格局的改变，种业板块有望维持高景气。

图表46. 种业部分相关政策

政策	发布时间	相关内容
《种业振兴行动方案》	2021/7	明确了分物种、分阶段的具体目标任务，提出了五大行动：一要全面加强种质资源保护利用；二要大力推进种业创新攻关；三要扶持优势种业企业发展；四要提升种业基地建设水平；五要严厉打击套牌侵权等违法行为。
新《种子法》	2021/12	第一，扩大植物新品种权的保护范围及保护环节；第二，建立实质性派生品种制度；第三，完善侵权处罚赔偿和行政处罚制度。为进一步鼓励育种创新，《种子法》加强种业科学技术研究，重点收集珍稀、濒危、特有资源和特色地方品种，开展主要粮食作物、重要经济作物育种攻关，保障育种科研设施用地合理需求等。自2022年3月1日起施行。
中央一号文件	2022/2	大力推进种源等农业关键核心技术攻关。全面实施种业振兴行动方案。加快推进农业种质资源普查收集，强化精准鉴定评价。推进种业领域国家重大创新平台建设。启动农业生物育种重大项目。加快实施农业关键核心技术攻关工程，实行“揭榜挂帅”、“部省联动”等制度，开展长周期研发项目试点。贯彻落实种子法，实行实质性派生品种制度，强化种业知识产权保护，依法严厉打击套牌侵权等违法犯罪行为。
《“十四五”生物经济发展规划》	2022/5	规划中提到了要提高粮食等重要农产品生产能力和质量，有序发展全基因组选择、系统生物学、合成生物学、人工智能等生物育种技术，着力提升良种培育、生产加工、推广应用等能力，加快构建商业化育种创新体系。“现代种业提升工程”为生物经济七大工程之一，工程要求保护种质资源、推动育种创新、开展测试评价以及促进良种繁育。

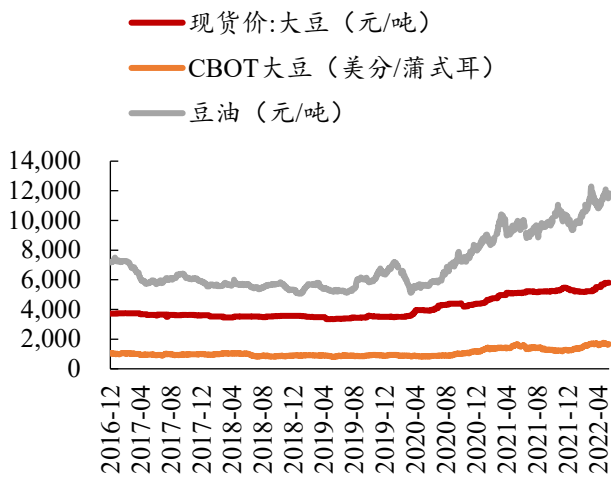
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

5.3. 粮价高位运行，景气有望持续

粮价高位运行，种植业景气有望继续维持。国际上，俄乌冲突扰动世界粮食供应链，叠加新冠疫情以及全球通胀影响，国际粮价高位运行。可以看到，2021-2022Q1国际上大豆、玉米和小麦价格呈现持续增长的态势。加之近期美国和欧洲面临干旱夏天，影响农作物生产。印度遭遇高温或造成小麦减产，5月13日印度政府宣布禁止小麦出口，此举或将进一步助推国际粮价上行。国内来看，粮食供需双紧、种植成本上涨叠加国际粮价冲击，

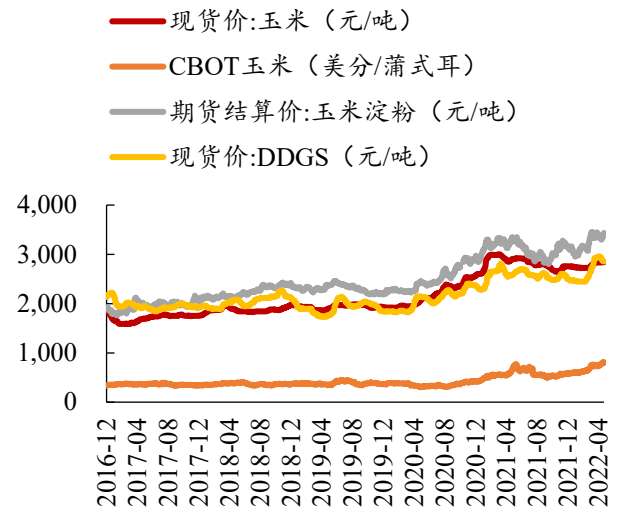
国内粮价也进入了上行通道，2022年5月17日玉米、小麦和大豆现货价分别达到2904.86元/吨、3197.22元/吨和5802.11元/吨，相比2020年初增长了51.51%、33.46%和66.20%。国际粮价影响下，国内粮价走势偏强，种植业景气上行。

图表47. 大豆产业链价格数据



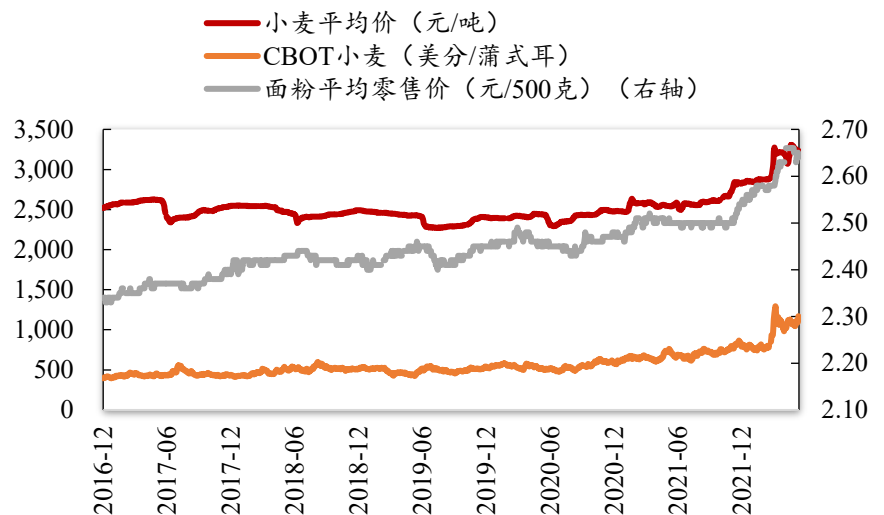
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表48. 玉米产业链价格数据



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表49. 小麦产业链价格数据



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

5.4. 总结与展望：支持性政策叠加高粮价，种植业景气上行

支持性政策叠加高粮价，种植业景气上行。2021年粮价持续上涨，2022年粮价继续高位运行。目前国际局势尚不明朗，加之近期天气原因或造成部分地区农作物减产，可能继续助推国际粮价上行。国内粮价有望维持高

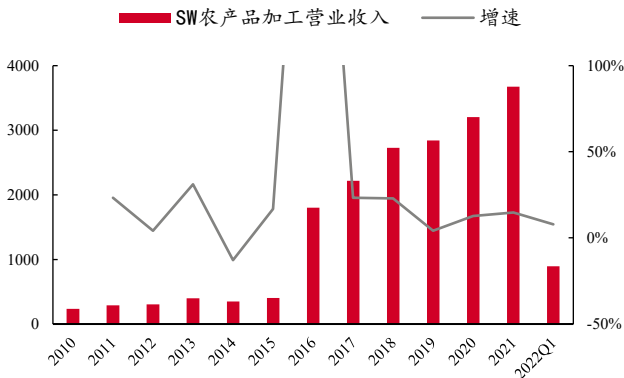
景气，粮食种植企业业绩向上弹性有望释放。此外，政策频频出台，《种业振兴行动方案》、《种子法》、中央一号文件和生物经济五年规划将护航国内种业发展，推动转基因商业化进程加速以及生物育种技术的发展，改善行业竞争格局，龙头种企或将获得市场份额的提升。

6. 农产品加工：营收增长，盈利下降

6.1. 营收持续增长，盈利有所下降

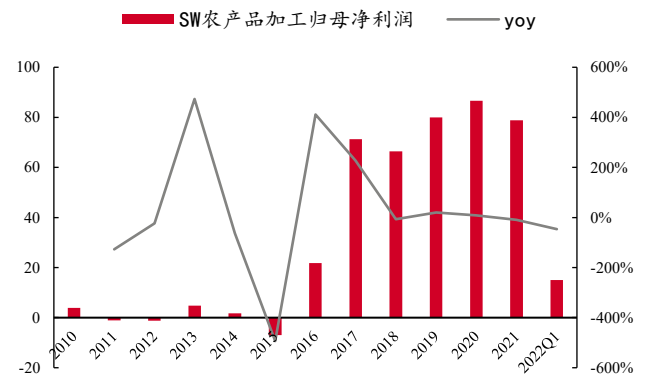
2021-2022Q1 农产品加工板块整体营收持续增长，增速减缓，归母净利润有所下滑。从营收来看，2021-2022Q1，板块营业收入分别为 3675.91 亿元、895.61 亿元，同比增长 14.74%、7.88%。2016 年营收大幅增加主要系纳入金龙鱼公司数据，营收同比增加 344.01%。从归母净利润来看，2021 年农产品加工板块归母净利润为 78.79 亿元，同比减少 9.02%；2022Q1 归母净利润为 15.06 亿元，同比减少 47.04%。板块营收增速减缓以及归母净利润下滑主要系板块内公司金龙鱼业绩变动所致（近些年营收占板块比例始终高于 50%）。公司金龙鱼业绩下滑主要系南美干旱天气影响大豆产量预期以及俄乌冲突等影响下，公司主要原材料大豆、大豆油及棕榈油等价格出现前所未有的快速大幅上涨，导致产品成本大幅上升，公司产品提价无法覆盖成本的上升，公司主要产品盈利能力明显下降。此外，农产品加工板块其余公司也一定程度上受到原材料价格上涨影响。

图表50. 农产品加工板块营收（亿元）



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所（注：2016 年营收大幅增加系纳入金龙鱼公司数据，营收同比增加 344.01%）

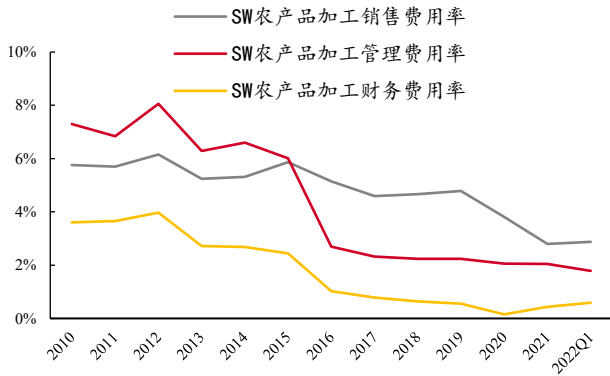
图表51. 农产品加工板块净利润（亿元）



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

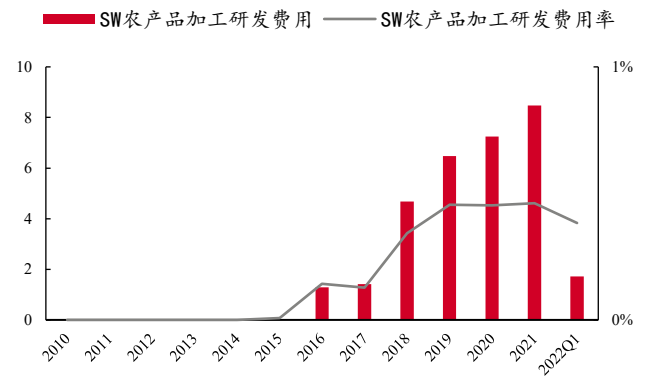
费用方面，2021 年农产品加工销售费率下降幅度较大，管理和财务费率变动幅度不大；2022Q1 销售、管理、财务费率分别为 2.88%、1.79%、0.59%，同比 2021Q1 变动幅度为 -1.20pct、-0.17pct 和 0.23pct。农产品加工研发费用自 2015 年来持续增加，上市企业对科技研发投入愈发重视，2021 年和 2022Q1 研发费用分别为 8.48 亿元（同比+16.89%）和 1.72 亿元（同比+13.89%），研发费率分别为 0.23%和 0.19%。

图表52. 农产品加工板块三大费用率



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

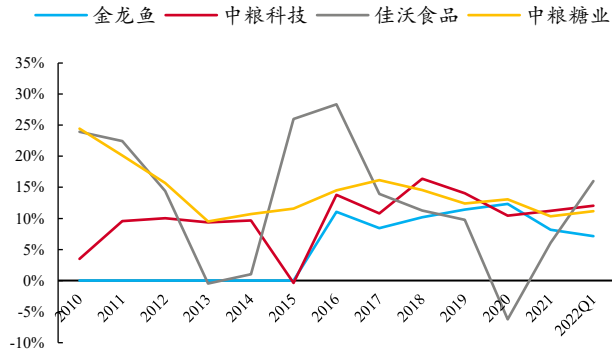
图表53. 农产品加工板块研发费用(亿元)及费率



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

公司盈利层面, 2022Q1 金龙鱼、中粮科技、佳沃食品、中粮糖业毛利率分别为 0.20%、6.49%、9.00%、4.71%, 处于盈利状态。佳沃食品近年来毛利率波动较大, 2022Q1 毛利率有较大幅度增长, 主要系三文鱼终端市场需求及销售价格的回暖, 公司整体盈利大幅提升。

图表54. 农产品加工板块部分上市公司毛利率



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

6.2. 总结与展望: 成本端或将继续承压, 关注企业成本控制能力

农产品加工板块成本端或将继续承压。全球农粮价格波动的紧张形势目前很难发生明显改善, 加之天气因素造成国际部分地区粮食或减产, 印度政府禁止小麦出口, 国际农粮价格有望继续上行。国内粮食价格走势整体偏强, 农产品加工板块成本端或将继续承压, 建议关注经营稳健、成本控制能力较强的龙头企业。

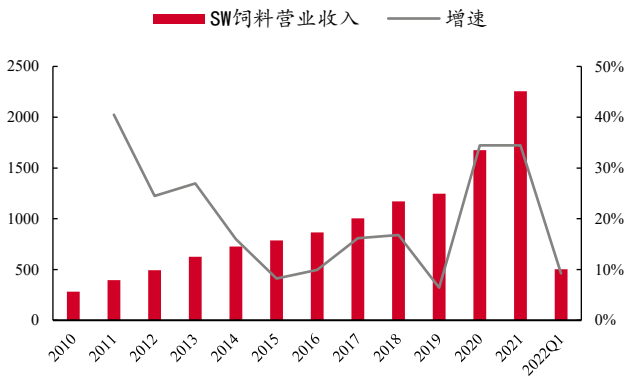
7. 饲料业：营收保持增长，盈利能力出现分化

7.1. 饲料营收保持增长，盈利状况欠佳

2021 年营收增长稳健，2022Q1 增速放缓。2021 年随着生猪生产加快恢复，水产和反刍动物养殖持续发展，带动饲料工业产量较快增加，饲料行业高质量发展取得新成效。2021 年饲料板块实现营收 2,253.74 亿元，同比增长 34.48%。2022 年一季度营业收入为 502.36 亿元，同比增加 9.23%。

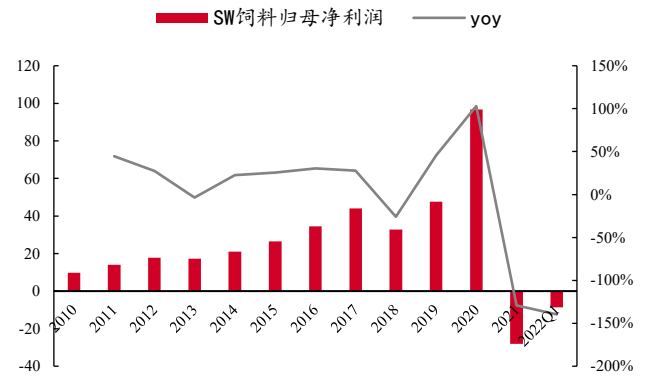
2021 年归母净利润大幅下滑，2022Q1 持续亏损。2021 年和 2022 年一季度归母净利润分别为-28.15 亿元、-8.70 亿元，同比下降 129.10%、139.64%。亏损企业大部分为禽畜饲料企业，主要系多家饲料企业从事生猪养殖业务，自 2021 年猪价步入下行周期后，养殖业务深度亏损连累板块整体业绩。同时，受俄乌冲突催化、新冠疫情和全球通胀等问题影响，饲料原料价格高涨，叠加养殖业务深度亏损，饲料板块的盈利能力减弱。

图表 55. 饲料板块营收（亿元）



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

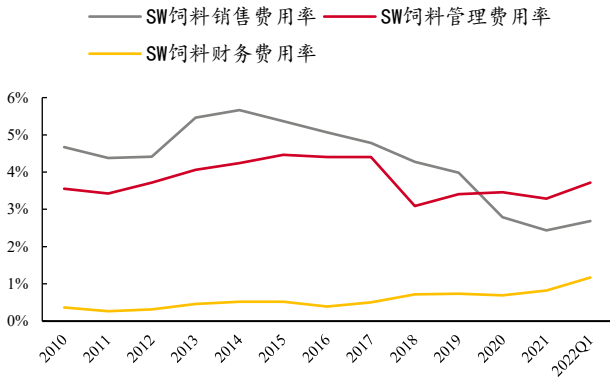
图表 56. 饲料板块归母净利润（亿元）



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

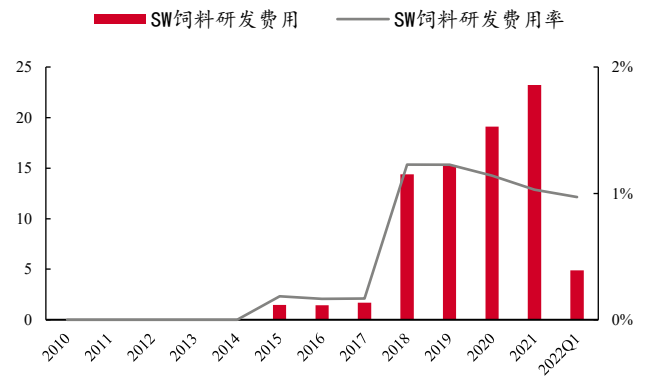
三费率呈现上升趋势，研发投入持续增加。2022Q1 饲料板块销售、管理、财务费用率分别为 2.69%、3.72%、1.17%，同比分别增加 0.03pct、0.19pct 和 0.34pct。2018 年饲料研发费用率由 0.17% 上涨至 1.23%，主要系上市饲料企业均开始增设研发中心，持续加大新产品新项目研究开发投入。2021 年饲料板块研发费用为 23.22 亿元，研发费率为 1.03%。2022Q1 饲料板块研发费用为 4.87 亿元，研发费率为 0.97%，保持平稳态势。

图表57. 饲料板块三大费用率



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表58. 饲料板块研发费用(亿元)及费率



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

7.2. 禽畜饲料板块多亏损，宠物食品板块业绩增长

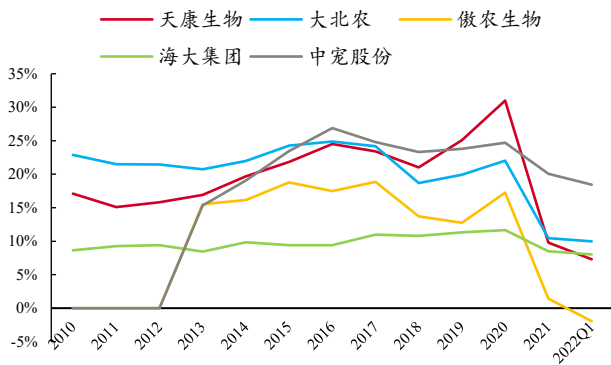
2021-2022Q1 禽畜饲料企业盈利能力下降。2020 年得益于生猪产能持续恢复以及牛羊产品产销两旺等因素拉动，饲料企业毛利率和净利率实现较快增长。2021-2022 年一季度，国际局势的不稳定使粮价持续高位运行，饲料行业成本上行，加之 SW 禽畜饲料板块多家公司养殖业务深度亏损，板块受影响较大，2021-2022Q1 多数禽畜饲料企业归母净利润为负数，处于持续亏损的状态；2022Q1 天康生物、大北农、傲农生物净利率分别为-2.05%、-3.60%、-8.46%。

图表59. SW 饲料板块上市公司业绩情况 (亿元)

所属板块	公司名称	2021 营收 (亿元)	2021 营收 同比	2022Q1 营收 (亿元)	2022Q1 营收 同比	2021 归母净利润 (亿元)	2021 归母净利润 同比	2022Q1 归母净利润 (亿元)	2022Q1 归母净利润 同比
SW 禽畜 饲料	正虹科技	14.32	34.00%	2.20	-38.51%	-2.24	-768.74%	-0.45	731.18%
	天康生物	157.44	31.35%	33.92	1.58%	-6.86	-139.87%	-0.70	-123.12%
	大北农	313.28	37.32%	64.60	-12.73%	-4.40	-122.52%	-2.33	-159.49%
	金新农	48.67	19.61%	10.70	-14.97%	-9.89	-847.90%	-1.49	-869.14%
	唐人神	217.42	17.44%	49.07	-2.31%	-11.47	-220.74%	-1.49	-153.45%
	傲农生物	180.38	56.62%	41.55	6.71%	-15.20	-365.25%	-3.52	-317.06%
	禾丰股份	294.69	23.73%	63.74	0.81%	1.19	-90.40%	-1.28	-144.06%
SW 水产 饲料	粤海饲料	67.25	15.08%	9.82	28.79%	1.88	-2.60%	-0.42	108.26%
	海大集团	859.99	42.56%	199.53	26.98%	15.96	-36.73%	2.01	-71.62%
	天马科技	54.19	48.88%	14.69	54.80%	0.84	21.21%	0.38	108.62%
SW 宠物 食品	中宠股份	28.82	29.06%	7.93	41.58%	1.16	-14.29%	0.23	10.73%
	佩蒂股份	12.71	-5.15%	3.43	7.03%	0.60	-47.73%	0.29	22.12%
	路斯股份	4.59	8.25%	1.18	33.64%	0.30	-21.61%	0.05	-25.67%

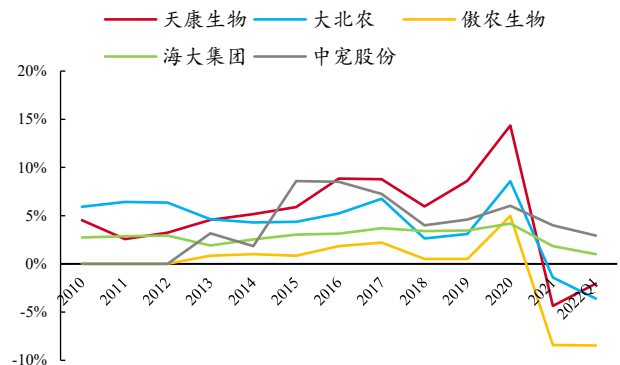
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表60. 饲料板块主要上市公司毛利率



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表61. 饲料板块主要上市公司净利率



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

2021-2022Q1 宠物食品和 水产饲料领域多家企业仍然保持正盈利。可以看到, 在饲料原材料成本上行期间, 2021 年水产饲料和宠物食品板块公司营收多数保持正增长, 归母净利润同比下滑但仍保持了正盈利状态。2022Q1 多数企业营收增速恢复, 4 家企业归母净利润在保持为盈利状态下, 增速有所扩大。2022Q1 海大集团、中宠股份净利率分别为 1.01%、2.95%。

7.3. 总结与展望：养殖后周期行业，有望随周期上行迎来盈利能力的改善

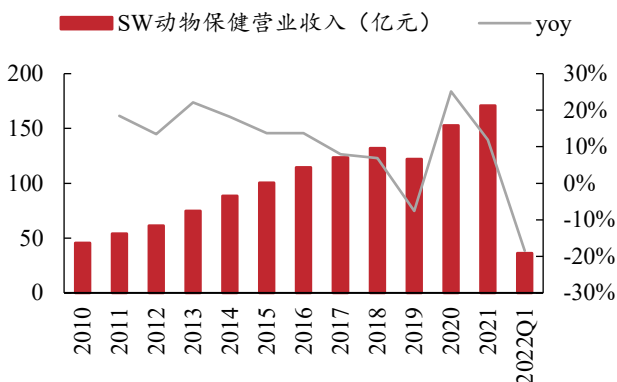
饲料为养殖后周期行业，有望随周期上行迎来盈利能力的改善。目前国际粮价高位运行，国内粮价走势偏强，饲料原料成本或将继续承压。未来随着禽畜周期步入上行阶段，养殖业务本身业绩有望改善，加之禽畜价格上涨逐渐激发下游养殖户的补栏需求而增加对饲料的消费，饲料板块盈利有望改善。

8. 动物保健：处于“寒冬”时期，有望随猪周期反转顺势启航

8.1. 2021 年业绩增速放缓，2022Q1 盈利能力大幅下降

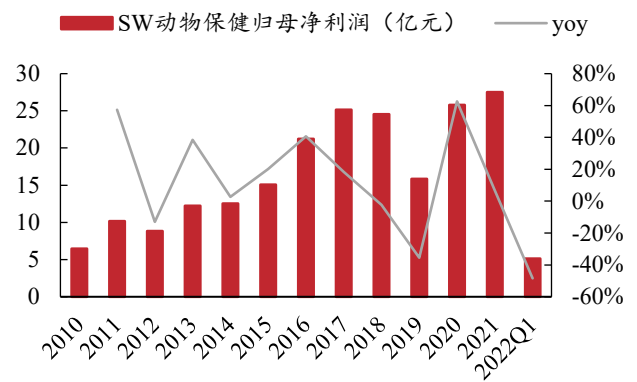
2021 年动物保健板块业绩增速放缓，2022Q1 盈利能力同比大幅下滑。2021 年，动物保健板块实现营业收入 170.81 亿元，同比增长 11.86%，较上一年增速有所下滑；2022Q1 营业收入为 36.29 亿元，同比减少 18.46%。2021 年动物保健板块实现归母净利润 27.53 亿元，同比小幅增长 6.74%；2022Q1 实现归母净利润 5.12 亿元，同比大幅下降 48.40%。2021 年动保板块毛利率为 44.27%（同比-0.44pct），归母净利率为 16.11%（同比-0.77pct）。2022Q1 盈利能力继续下滑，毛利率环比下降 4.06pct，归母净利率环比下降 1.99pct。动物保健为养殖后周期行业，2021-2022 年动保板块盈利能力下降主要受下游养殖行业低迷影响。随着猪周期反转，下游养殖行业盈利改善以及养殖业规模化和集中度的不断提升，动物保健板块未来将顺势启航。

图表62. SW 动物保健营业收入（亿元）



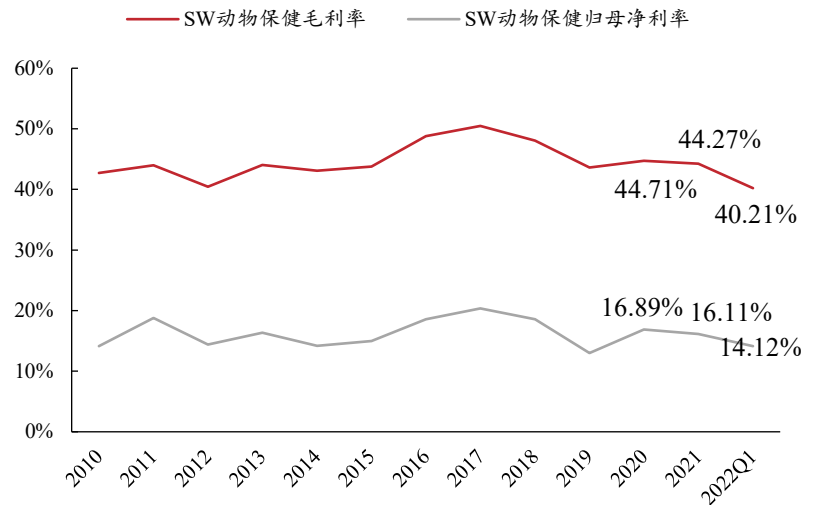
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表63. SW 动物保健归母净利润（亿元）



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表64. SW 动物保健板块毛利率和归母净利率



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

企业层面上，2021 动保企业盈利能力出现分化，2022Q1 归母净利润增速均转负。2021 年动保企业均实现了营业收入的正增长，中牧股份（53.02 亿元）、金河生物（20.78 亿元）和瑞普生物（20.07 亿元）营收处于行业前列。由于同比基数较小，海利生物（同比+34.02%）、科前生物（同比+30.81%）和回盛生物（同比+28.14%）营业收入增幅较大。同时，2021 年动保企业盈利能力出现分化，6 家企业归母净利润同比增速为负数，7 家企业实现了归母净利润的正增长。2022Q1，受下游养殖行业低迷影响，除金河生物和中联生物外，其余动保企业营业收入增速均转为负数。2022Q1 动保板块 13 家企业归母净利润增速均转为负数。

图表65. SW 动物保健板块上市公司业绩情况 (亿元)

序号	公司名称	2021 营收	2021 营收同比	2022Q1 营收	2022Q1 营收同比	2021 归母净利润	2021 归母净利润同比	2022Q1 归母净利润	2022Q1 归母净利润同比
1	金河生物	20.78	14.51%	5.20	12.46%	0.94	-19.89%	0.32	-54.61%
2	绿康生化	3.63	17.93%	0.63	-31.06%	-0.26	-160.28%	-0.09	-471.12%
3	瑞普生物	20.07	0.34%	3.91	-30.20%	4.13	3.66%	0.72	-37.94%
4	回盛生物	9.96	28.14%	2.06	-34.40%	1.33	-11.52%	0.02	-96.81%
5	中牧股份	53.02	6.06%	11.23	-12.93%	5.14	22.22%	1.34	-17.06%
6	生物股份	17.76	12.29%	3.42	-34.22%	3.82	-5.89%	0.81	-61.68%
7	普莱柯	10.99	18.31%	2.45	-20.54%	2.44	7.20%	0.38	-56.80%
8	海利生物	3.47	34.02%	0.85	-15.82%	0.54	503.33%	0.11	-21.20%
9	蔚蓝生物	11.51	19.85%	2.56	-3.83%	1.33	21.65%	0.18	-37.68%
10	申联生物	3.58	6.13%	0.89	7.48%	1.10	-14.91%	0.24	-15.70%
11	科前生物	11.03	30.81%	2.03	-36.46%	5.71	27.45%	0.91	-46.28%
12	驱动力	1.37	7.73%	0.29	-9.86%	0.40	-0.17%	0.02	-76.68%
13	永顺生物	3.64	9.30%	0.79	-25.46%	0.91	13.86%	0.17	-46.62%

资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

8.2. 总结与展望

下游养殖业曙光乍现，动保板块有望迎来盈利改善。2021 年以来，随猪周期进入下行阶段，猪价深跌，动物保健板块作为养殖后周期行业也迎来了寒冬。目前养殖行业曙光乍现，动物保健板块也将随猪周期的反转后对兽药产品的总体需求量增长，而迎来盈利改善。下游养殖业规模化和集中度不断提升以及对生物防疫的重视程度不断提高，也将助力动物保健行业提速增长。建议关注动物保健板块龙头企业，如中牧股份、瑞普生物。

9. 风险提示

动物疫病风险：生猪疫病主要有非洲猪瘟、蓝耳病、猪瘟、猪呼吸道病、猪流行性腹泻、猪伪狂犬病等。生猪发生疫病会直接引发生猪产量下降，进而引发生猪养殖公司盈利下降或亏损的风险。

原材料价格波动的风险：玉米、小麦、豆粕等农作物的产量容易受到极端天气的影响而减产，可能会加剧粮食供应的紧张局面，进而助推粮价的上涨导致公司养殖成本或生产成本的提升。

政策落地不及预期：目前我国出台了各项推进种业发展的政策，若政策落地不及预期，将会影响转基因等生物育种技术的研发和落地进程，影响种业的发展速度。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

汪玲，东亚前海证券研究所大消费组长兼食品饮料首席。中央财经大学会计系。2021年加入东亚前海证券，多年消费品研究经验，善于从行业框架、产业发展规律挖掘公司价值。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

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

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

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

东亚前海证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。东亚前海证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

联系我们

东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>