

## 农林牧渔

2023年05月01日

## 2022年养殖板块盈利恢复，种子板块延续景气

——行业点评报告

投资评级：看好（维持）

陈雪丽（分析师）

李怡然（联系人）

chenxueli@kysec.cn

liyiran@kysec.cn

证书编号：S0790520030001

证书编号：S0790121050058

### 行业走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《五一节日支撑生猪消费，宠物食品月度出口回暖—行业周报》-2023.4.23

《非瘟疫苗商业化流程再迎进展，猪价低迷或加速产能去化节奏—行业周报》-2023.4.16

《3月需求疲软猪价下行，猪病及低猪价共驱产能去化—行业点评报告》-2023.4.13

### ● 2022年养殖板块盈利恢复，种子板块延续景气

2022年农业行业实现营业收入11667.29亿元，同比增长13.52%，归母净利润153.22亿元，同比上升146.16%。2023Q1实现营业收入2741.33亿元，同比增长17.12%；归母净利润-38.68亿元，同比上升74.29%。2022年行业销售毛利率10.47%，同比+3.33pct；销售净利率1.42%，同比+4.64pct；净资产收益率3.20%，同比+10.60pct。2023Q1行业销售毛利率7.01%，同比+3.26pct；销售净利率-1.62%，同比+5.41pct；净资产收益率-0.82%，同比+2.62pct。整体来看，2022及2023Q1行业盈利能力同比均有所好转，2022年行业实现扭亏为盈，2023Q1实现减亏。

### ● 子行业分析：养殖板块利润恢复，盈利面改善明显

2022年农业各子行业收入均同比上升，归母净利润兑现情况来看，除动保、农产品加工及林业、种子板块利润同比下滑，分别同比-21.74%/-48.96%/-110.93%外，其他板块均同比增长，其中渔业板块归母净利润同比涨幅最大，涨幅为756.41%。

### ● 畜禽养殖：2022年猪企出栏量延续高增，白羽鸡引种受阻景气抬升

2022年养猪企业实现收入4428.96亿元，同比增长14.50%，归母净利润75.62亿元，同比上升117.81%。2023Q1养猪企业实现营收986.34亿元，同比增加17.85%，行业净利润-71.16亿元，同比上升54.99%。受2022年下半年猪价上行影响，养猪企业实现扭亏为盈。2023Q1猪价下行造成养殖亏损，但猪价仍好于同期水平，2023Q1养猪企业整体实现减亏。新一轮产能去化有望持续进行，年内猪价预计呈现前高后低态势，猪企盈利能力有望环比改善。

**禽养殖：**2022年全年肉鸡养殖企业实现收入446.96亿元，同比+22.43%；归母净利润7.24亿元，同比+127.43%。2023Q1肉鸡养殖企业实现收入117.82亿元，同比+38.87%；归母净利润1.22亿元，同比+116.65%。2022年5月祖代白羽鸡引种受阻以来，白羽鸡行业景气度逐步提升，白羽鸡产业链盈利能力有所改善，消费复苏背景下禽养殖企业盈利能力有望提升。

### ● 饲料和种子：2022年饲料企业营收同比增长，种企转基因商业化持续推进

**饲料：**2022年饲料企业实现收入1809.05亿元，同比+15.17%；归母净利润36.73亿元，同比+896.31%。2023Q1实现收入415.98亿元，同比+17.75%；归母净利润0.29亿元，同比+110.57%。随饲料原料价格下行，饲料企业成本压力有望减弱。

**种子：**2022年种企业现收入115.10亿元，同比+18.15%；归母净利润-3.31亿元，同比-151.15%。2023Q1实现收入25.59亿元，同比+14.50%；归母净利润2.55亿元，同比+36.56%。随转基因商业化推进，种子行业景气度有望进一步抬升。

**● 风险提示：**畜禽及农产品价格大幅下跌将直接影响企业收入及利润；动物疫情爆发将导致动物死亡率提升、消费需求下降，直接和间接影响企业业绩。

## 目 录

1、 行业总体：2022 年养殖板块盈利恢复， 种子板块延续景气.....	4
1.1、 收入及利润表现：营收规模延续增长， 利润有所恢复.....	4
1.2、 2023Q1 行业盈利能力同比好转， 但亏损仍在延续.....	4
2、 子行业分析： 饲料养殖板块利润高增， 种子板块利润承压.....	5
2.1、 子行业数据一览： 养殖板块利润恢复， 盈利面改善明显.....	5
2.2、 生猪养殖： 2022 年上市公司出栏量延续高增， 归母净利润实现扭亏为盈.....	6
2.3、 禽养殖： 引种受阻推升白羽鸡景气度， 鸡价上涨禽企盈利能力增强.....	8
2.4、 饲料： 受益于生猪养殖后周期， 饲料企业营收规模同比增长.....	10
2.5、 动保： 养殖利润不佳导致动保需求下滑， 短期业绩承压但逐步向好.....	12
2.6、 种子： 转基因商业化持续推进， 行业景气度抬升.....	13
3、 风险提示.....	15

## 图表目录

图 1： 2013 年至今行业营收持续增长.....	4
图 2： 2022 及 2023Q1 行业归母净利润均实现同比增长.....	4
图 3： 2023Q1 行业盈利能力同比改善， 但环比下行.....	5
图 4： 行业销售及管理费用率环比有所抬升.....	5
图 5： 2023Q1 养猪企业整体收入实现同比增长.....	6
图 6： 2023Q1 养猪企业整体利润同比减亏.....	6
图 7： 养猪企业 2022 年盈利能力分化明显.....	7
图 8： 养猪企业 2023Q1 盈利受猪价影响表现较差.....	7
图 9： 2022 年猪企中新希望期间费用率最低， 为 6.07%.....	7
图 10： 2023Q1 仅正邦科技期间费用率同比提升.....	7
图 11： 2022 及 2023Q1 主要养猪企业合计出栏量保持增长（万头）.....	8
图 12： 主要养猪企业生产性生物资产增减不一， 巨星农牧增幅居前.....	8
图 13： 禽企收入 2022 及 2023Q1 均实现同比增长.....	9
图 14： 2023Q1 禽企净利润同比增幅达 116.65%.....	9
图 15： 2022 年龙头禽养殖企业盈利能力突出.....	9
图 16： 2023Q1 白羽鸡高景气带动禽养殖盈利能力提升.....	9
图 17： 2022 年禽企平均期间费用率 10.23%（+1.04pct）.....	10
图 18： 2023Q1 民和股份期间费用率较高.....	10
图 19： 饲料企业 2023Q1 收入均实现同比增长.....	11
图 20： 饲料企业 2023Q1 利润增减不一.....	11
图 21： 2022 年海大集团 ROE 居饲料企业前列.....	11
图 22： 2023Q1 饲料企业盈利能力出现分化.....	11
图 23： 2022 年大型饲料企业管理费用率较高.....	12
图 24： 2023Q1 头部饲料企业费用控制能力优异.....	12
图 25： 科前生物 2023Q1 收入增速居动保企业前列.....	12
图 26： 普莱柯 2023Q1 净利润增速居动保企业前列.....	12
图 27： 动保企业 2022 年盈利能力整体稳定.....	13
图 28： 动保企业 2022Q1 盈利能力有所提升.....	13
图 29： 动保企业 2022 年销售费用率较高.....	13

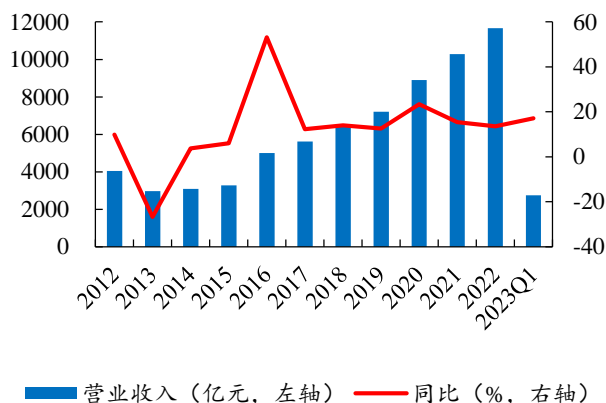
图 30: 2023Q1 中牧股份期间费用率行业最低.....	13
图 31: 2022 种子企业收入同比增幅整体较高.....	14
图 32: 2023Q1 种子企业利润均实现同比增长.....	14
图 33: 2022 年种子企业毛利水平较高 .....	14
图 34: 2023Q1 隆平高科、登海种业毛利率优势明显.....	14
图 35: 2022 年种子企业期间费用率较高 .....	15
图 36: 2023Q1 丰乐种业期间费用率最低.....	15
表 1: 2022 年子板块财务数据: 渔业、饲料、畜养殖、禽养殖利润增幅靠前 .....	5
表 2: 2023Q1 子板块财务数据: 禽养殖、饲料、种植板块利润同比涨幅靠前 .....	6
表 3: 2022 年益生股份、湘佳佳股份出栏增幅较大.....	10
表 4: 2022-2023Q1 圣农发展鸡肉及肉制品销量同比增加 .....	10
表 5: 2022-2023Q1 仙坛股份鸡肉及肉制品销量同比增加 .....	10

## 1、行业总体：2022 年养殖板块盈利恢复，种子板块延续景气

### 1.1、收入及利润表现：营收规模延续增长，利润有所恢复

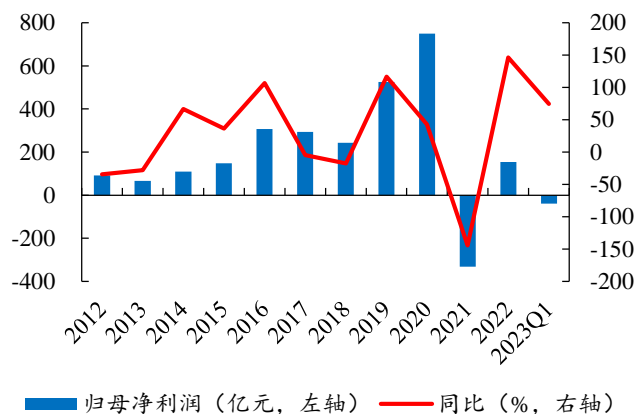
2022 年农业行业实现营业收入 11667.29 亿元，同比增长 13.52%，归母净利润 153.22 亿元，同比上升 146.16%。2023Q1 实现营业收入 2741.33 亿元，同比增长 17.12%；归母净利润-38.68 亿元，同比上升 74.29%。

图1：2013 年至今行业营收持续增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2022 及 2023Q1 行业归母净利润均实现同比增长

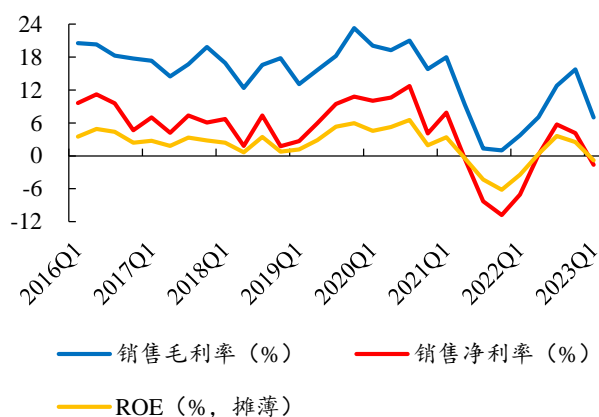


数据来源：Wind、开源证券研究所

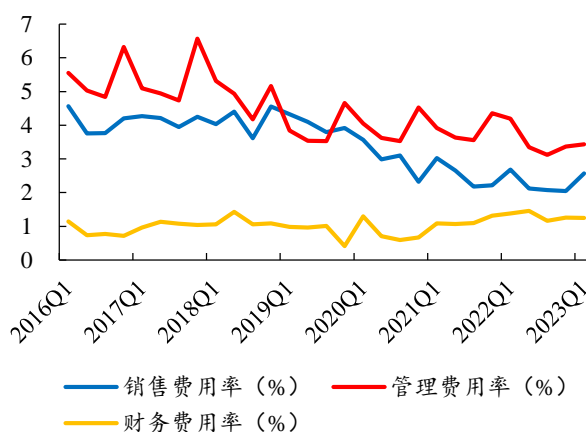
### 1.2、2023Q1 行业盈利能力同比好转，但亏损仍在延续

**盈利能力：**2022Q4 行业销售毛利率 15.73%，同比+14.71 pct；销售净利率 4.13%，同比+14.90 pct；净资产收益率 2.53%，同比+8.70 pct。2022 年行业销售毛利率 10.47%，同比+3.33 pct；销售净利率 1.42%，同比+4.64 pct；净资产收益率 3.20%，同比+10.60 pct。2023Q1 行业销售毛利率 7.01%，同比+3.26 pct；销售净利率-1.62%，同比+5.41 pct；净资产收益率-0.82%，同比+2.62 pct。整体来看，2022 及 2023Q1 行业盈利能力同比均有所好转，2022 年行业实现扭亏为盈，2023Q1 实现减亏。

**期间费用率：**2022Q4 行业期间费用率 6.68%，同比-1.21 pct；2022 年全年行业期间费用率 6.97%，同比-0.55 pct。2023Q1 行业期间费用率 7.25%，同比-1.02 pct。具体看，2023Q1 行业财务费用率相对平稳，销售费用率及管理费用率环比有所抬升。

**图3：2023Q1 行业盈利能力同比改善，但环比下行**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图4：行业销售及管理费用率环比有所抬升**


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2、子行业分析：饲料养殖板块利润高增，种子板块利润承压

### 2.1、子行业数据一览：养殖板块利润恢复，盈利面改善明显

2022 年农业各子行业收入均同比上升，归母净利润兑现情况来看，除动保、农产品加工及林业、种子板块利润同比下滑，分别同比-21.74% / -48.96% / -110.93%，其他板块均同比增长，其中渔业板块归母净利润同比涨幅最大，涨幅为 756.41%。

盈利能力看，2022 年畜养殖、饲料、禽养殖毛利率有所提升，种子、农产品加工及林业、动物保健毛利率和净利率均较明显下挫，宠物食品及种植板块净利率上涨幅度较小。

**表1：2022 年子板块财务数据：渔业、饲料、畜养殖、禽养殖利润增幅靠前**

子行业	收入 (亿元)			归母净利润 (亿元)			毛利率		净利率		ROE	
	2022	2021	同比	2022	2021	同比	2022	同比 (pct)	2022	同比 (pct)	2022	同比 (pct)
畜养殖	4826	4196	15.00%	54	-406	113.37%	11.68%	9.64	1.28%	10.88	2.86%	26.10
禽养殖	501	417	20.02%	2	-22	109.54%	9.69%	0.73	0.43%	5.62	0.63%	7.49
农产品加工及林业	3409	3092	10.26%	29	57	-48.96%	6.89%	-2.19	0.80%	-1.16	2.30%	-2.27
饲料	2141	1871	14.46%	28	-10	397.38%	8.91%	0.91	1.45%	2.43	5.99%	8.38
动物保健	167	162	2.80%	21	26	-21.74%	38.38%	-6.00	12.81%	-4.33	7.16%	-2.53
种子	182	148	22.91%	-1	7	-110.93%	21.73%	-1.27	1.46%	-4.71	-0.47%	-4.85
种植	262	223	17.59%	15	12	18.14%	17.49%	-1.16	5.12%	0.29	6.29%	0.72
渔业	120	115	3.59%	1	0	756.41%	18.28%	-0.96	0.99%	1.15	0.96%	1.14
宠物食品	59	52	13.64%	4	3	25.32%	21.22%	-0.09	7.11%	0.55	7.65%	0.13

数据来源：Wind、开源证券研究所

**表2：2023Q1 子板块财务数据：禽养殖、饲料、种植板块利润同比涨幅靠前**

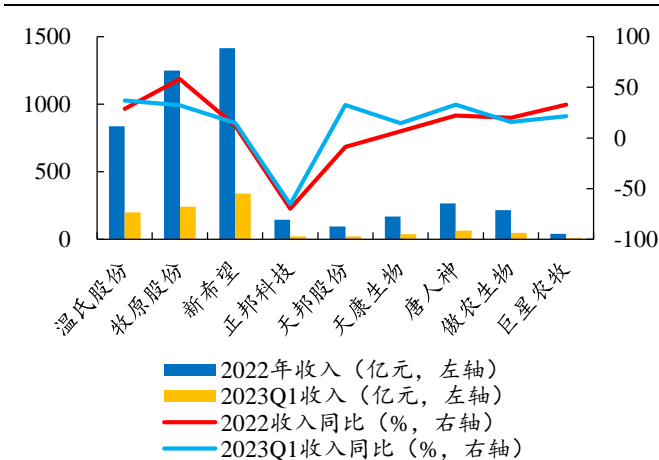
子行业	收入 (亿元)			归母净利润 (亿元)			毛利率		净利率		ROE	
	2023Q1	2022Q1	同比	2023Q1	2022Q1	同比	2023Q1	同比 (pct)	2023Q1	同比 (pct)	2023Q1	同比 (pct)
畜养殖	1159	931	24.48%	-70	-158	55.46%	4.09%	9.09	-6.54%	12.05	-3.90%	5.79
禽养殖	131	94	38.74%	1	-8	117.80%	8.66%	5.72	1.30%	9.48	0.41%	2.87
农产品加工及林业	794	746	6.54%	12	7	63.30%	6.35%	-1.91	1.34%	0.15	0.93%	0.35
饲料	484	413	17.23%	-2	-7	72.53%	7.11%	0.52	-0.72%	1.54	-0.40%	1.42
动物保健	36	35	3.98%	6	5	23.80%	41.38%	1.08	17.50%	2.09	2.10%	0.30
种子	43	35	20.38%	3	3	39.15%	25.42%	-0.56	11.42%	1.60	2.16%	0.60
种植	56	49	15.05%	11	7	68.93%	29.22%	4.21	19.80%	6.26	4.50%	1.77
渔业	27	22	21.15%	-0.1	-0.2	19.48%	14.28%	-3.27	-0.41%	0.35	-0.13%	0.06
宠物食品	11	15	-29.18%	0.0	1.1	-101.12%	22.69%	0.91	1.13%	-6.94	-0.02%	-2.61

数据来源：Wind、开源证券研究所

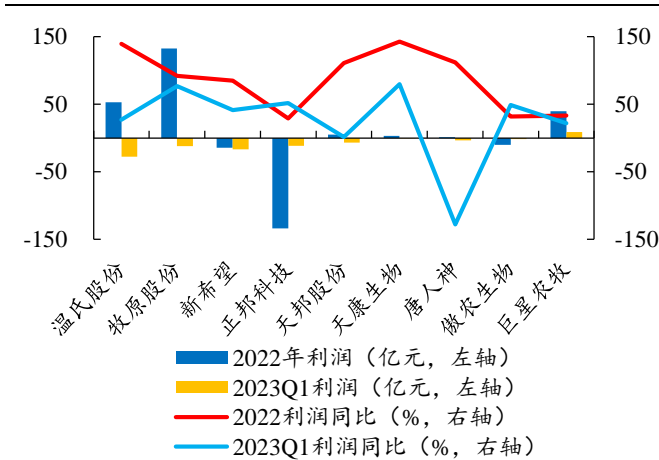
## 2.2、生猪养殖：2022 年上市公司出栏量延续高增，归母净利润实现扭亏为盈

生猪养殖行业我们选取温氏股份、牧原股份、新希望、正邦科技、天邦股份、天康生物、唐人神、傲农生物、巨星农牧为代表进行分析。

**收入及利润：**2022 年养猪企业实现收入 4428.96 亿元，同比增长 14.50%，归母净利润 75.62 亿元，同比上升 117.81%。其中牧原股份、巨星农牧、温氏股份收入同比增速最高，分别为 58.23%、33.02%、28.88%。**2023Q1** 养猪企业实现营收 986.34 亿元，同比增加 17.85%，行业净利润-71.16 亿元，同比上升 54.99%。受益于 2022 年下半年猪价上行，养猪企业实现扭亏为盈。2023Q1 猪价下行造成养殖亏损，但猪价仍好于同期水平，2023Q1 养猪企业整体实现减亏。

**图5：2023Q1 养猪企业整体收入实现同比增长**


数据来源：Wind、开源证券研究所

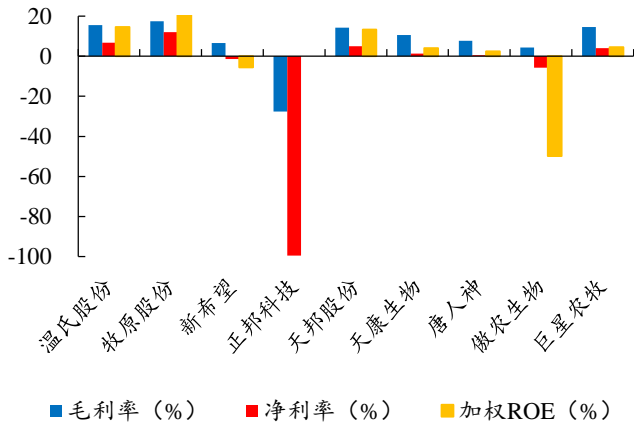
**图6：2023Q1 养猪企业整体利润同比减亏**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**盈利能力：**2022 年养猪企业毛利率、净利率、ROE 均值分别为 7.07%、-8.55%、0.50%，同比分别上升 6.7pct、上升 3.94pct、上升 24.93pct。2023Q1 行业三项盈利指标仍相对较弱，毛利率、净利率、ROE 均值分别为-3.27%、-16.23%、-6.41%（2022 年及

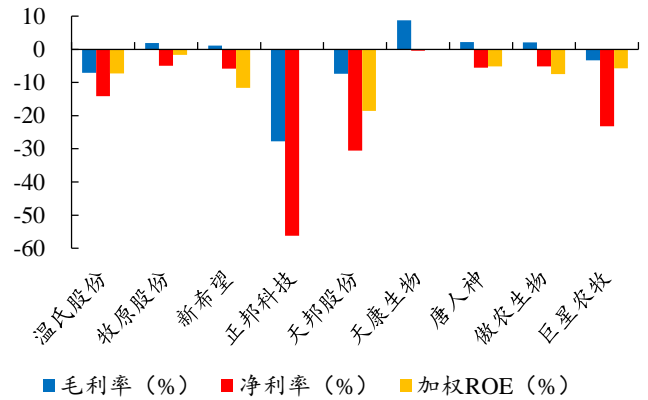
2023Q1ROE 均值均剔除正邦科技)。横向对比来看,牧原股份盈利能力领先优势明显,2022年三项指标分别达17.50%、11.96%、21.01%。

图7: 养猪企业 2022 年盈利能力分化明显



数据来源: Wind、开源证券研究所

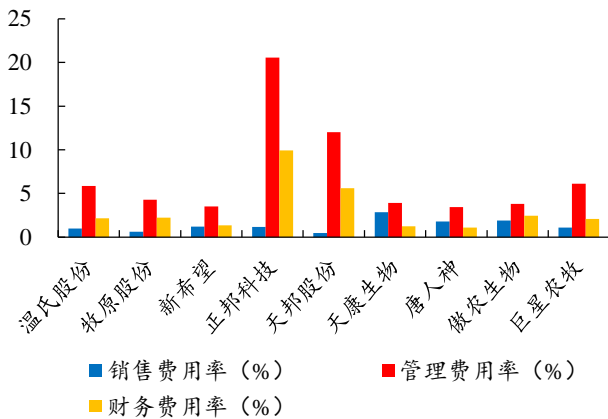
图8: 养猪企业 2023Q1 盈利受猪价影响表现较差



数据来源: Wind、开源证券研究所

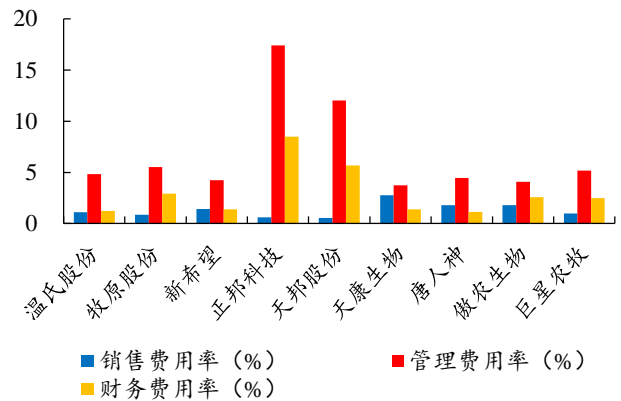
**期间费用率: 2022 年新希望、唐人神、牧原股份期间费用率行业较低, 分别为 6.07%、6.32%、7.11%, 正邦科技、天邦股份期间费用率较高, 分别为 31.70%、18.10%, 正邦科技、天邦股份期间费用增加主要受管理费用率提升影响。同比看, 正邦科技、巨星农牧、天邦股份、新希望期间费用率同比提升, 其他猪企则同比下降。2023Q1 除正邦外, 其他养猪企业期间费用率均同比下降。**

图9: 2022 年猪企中新希望期间费用率最低, 为 6.07%



数据来源: Wind、开源证券研究所

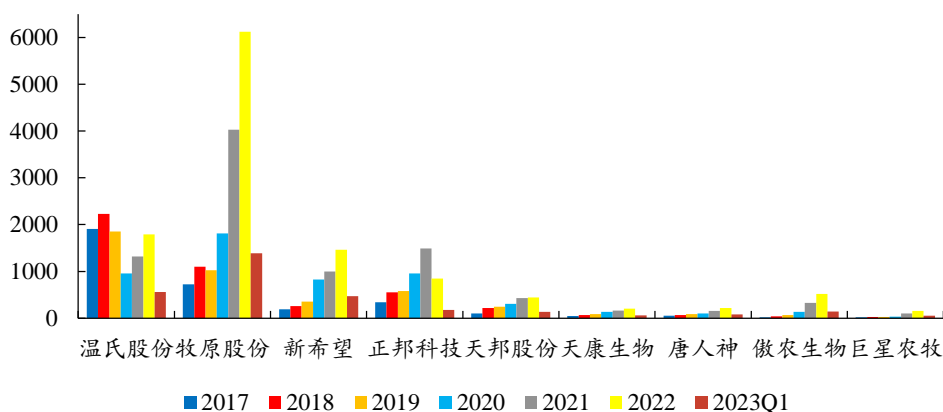
图10: 2023Q1 仅正邦科技期间费用率同比提升



数据来源: Wind、开源证券研究所

**出栏量: 2022 年 9 家猪企合计出栏量生猪 11749.49 万头, 同比增长 30.46%。横向对比来看, 傲农生物、巨星农牧、牧原股份出栏量同比增幅最高, 分别同比+59.66%、+53.00%、+52.01%。2023Q1 养殖企业普遍延续高增长态势, 9 家养猪企业合计出栏 3045.49 万头, 同比增加 13.20%。横向对比来看, 天康生物、唐人神、巨星农牧、温氏股份生猪出栏量同比增幅较大, 分别同比+268.07%、+106.34%、+44.57%、+39.19%; 牧原股份增幅仅 0.18%; 正邦科技出栏量同比下降, 降幅分别为 28.96%。**

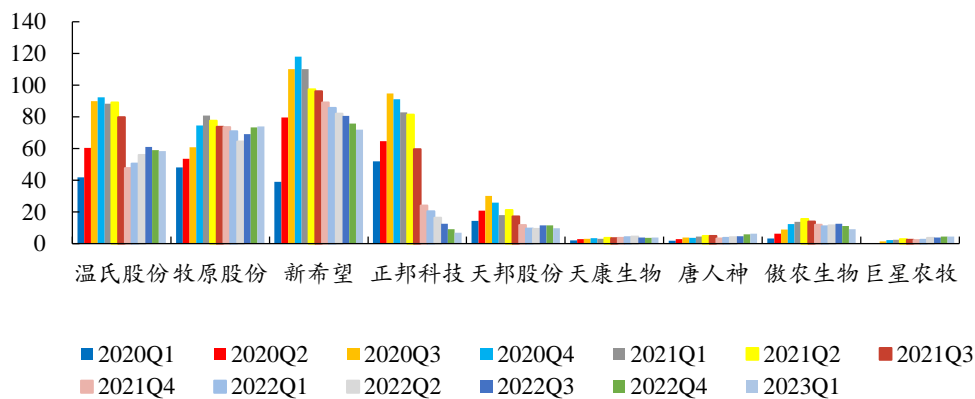
图11: 2022 及 2023Q1 主要养猪企业合计出栏量保持增长 (万头)



数据来源: Wind、开源证券研究所

**生产性生物资产: 2022 年 9 家生产性生物资产变动存在分化, 截止 2022 年末 9 家猪企业生产性生物资产合计 253.57 亿元, 同比减少 5.01%, 其中新希望、正邦科技、天邦股份及傲农生物生产性生物资产同比减少, 其他均同比增长。2023Q1, 9 家猪企业生产性生物资产合计 244.41 亿元, 同比减少 5.20%, 分拆来看, 巨星农牧、唐人神、温氏股份、牧原股份、天邦股份同比增加, 天康生物、新希望、傲农生物、正邦科技同比减少, 分别-7.13%、-16.19%、-16.67%、-65.88%。具备成本优势且资金充裕的头部成长企业依然保持扩张态势。**

图12: 主要养猪企业生产性生物资产增减不一, 巨星农牧增幅居前



数据来源: Wind、开源证券研究所

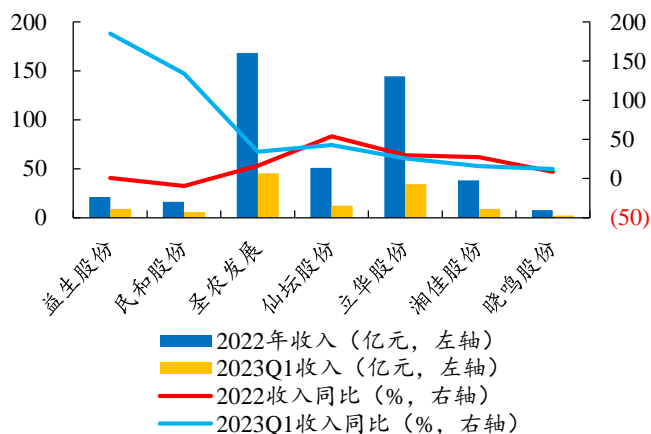
### 2.3、禽养殖: 引种受阻推升白羽鸡景气度, 鸡价上涨禽企盈利能力增强

禽养殖行业我们选取益生股份、民和股份、圣农发展、仙坛股份、立华股份、湘佳股份、晓鸣股份为代表进行分析。

**收入及利润:** 2022 年全年肉鸡养殖企业实现收入 446.96 亿元, 同比+22.43%; 归母净利润 7.24 亿元, 同比+127.43%。2023Q1 肉鸡养殖企业实现收入 117.82 亿元, 同比+38.87%; 归母净利润 1.22 亿元, 同比+116.65%。

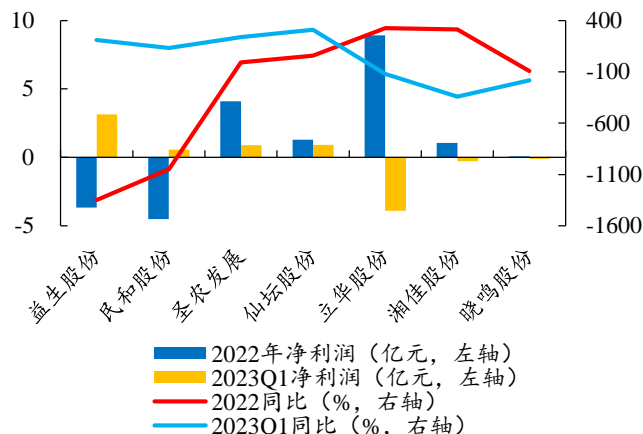


图13: 禽企收入 2022 及 2023Q1 均实现同比增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

图14: 2023Q1 禽企净利润同比增幅达 116.65%

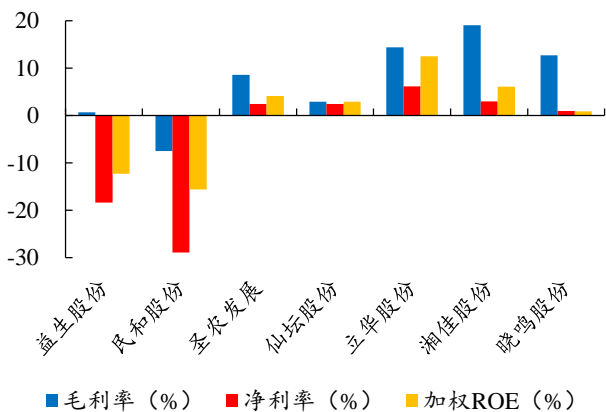


数据来源: Wind、开源证券研究所

**盈利能力:** 2022 年受禽肉价格周期下行影响, 禽企业盈利能力有所下降, 整体毛利率均值为 7.27 % (同比-5.63pct), 净利率-4.62 % (同比-7.15pct), ROE 为-0.19 % (同比-2.39pct)。细分来看, 益生股份和民和股份受 2022Q1 鸡苗价格低迷影响, 全年毛利率表现较差, 至 2022 年 5 月祖代白羽鸡引种受阻以来, 白羽鸡行业景气度逐步提升带来白羽鸡养殖盈利改善。

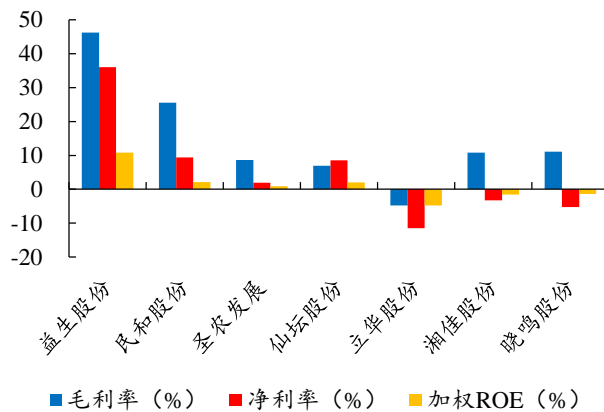
2023Q1 益生股份和民和股份毛利率分别为 46.20%、25.59%。圣农发展作为白羽肉鸡龙头企业, 盈利稳定性较强。2023 年白羽鸡引种仍因高致病性禽流感全球传播存在不确定性, 消费复苏背景下禽养殖企业盈利能力有望提升。

图15: 2022 年圣农发展盈利能力保持稳定



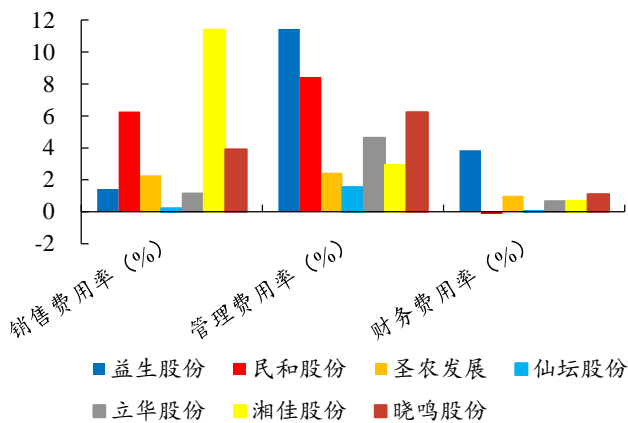
数据来源: Wind、开源证券研究所

图16: 2023Q1 白羽鸡高景气带动禽养殖盈利能力提升

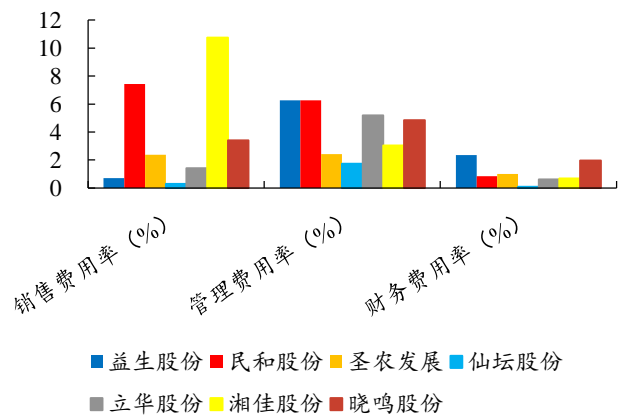


数据来源: Wind、开源证券研究所

**期间费用率:** 2022 年禽养殖企业期间费用率 10.23%, 同比+1.04pct, 益生股份管理费用率及湘佳股份销售费用率较高, 其他企业三费率总体较低。2023Q1 禽养殖企业期间费用率 9.09%, 同比-3.43pct。具体看, 2023Q1 民和股份、湘佳股份期间费用率较高, 分别为 14.52%、14.47%, 民和股份主要系销售及管理费用率较高, 湘佳股份强化冰鲜产品市场开拓, 销售费用投入较大, 仙坛股份期间费用率最低, 为 2.10%。

**图17：2022年禽企平均期间费用率 10.23% (+1.04pct)**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图18：2023Q1 民和股份期间费用率较高**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**出栏量：**2022 肉鸡养殖企业出栏量情况来看，鸡苗销售企业中益生股份销量同比增加，而民和股份销量同比下降。2022 年白羽鸡企圣农发展、仙坛股份鸡肉及鸡肉制品销量均同比增加；2023Q1 两家企业肉制品销量同比延续增长，圣农发展鸡肉销量同比增长幅度较大。

**表3：2022 年益生股份、湘佳佳股份出栏增幅较大**

公司	2022		2023Q1	
	出栏量 (亿羽)	同比	出栏量 (亿羽)	同比
益生股份	5.75	22.57%	1.51	8.26%
民和股份	2.59	-16.46%	0.69	9.85%
立华股份	4.05	9.44%	1.01	18.26%
湘佳股份	0.42	14.64%	0.11	27.55%

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

注：民和股份仅统计商品鸡苗外销量

**表4：2022-2023Q1 圣农发展鸡肉及肉制品销量同比增加**

公司	圣农发展		圣农发展	
	鸡肉销量(万吨)	同比	肉制品销量 (万吨)	同比
2022	114.11	8.34%	25.99	4.38%
2023Q1	26.48	9.74%	7.26	22.43%

数据来源：圣农发展公司公告、开源证券研究所

**表5：2022-2023Q1 仙坛股份鸡肉及肉制品销量同比增加**

公司	仙坛股份		仙坛股份	
	鸡肉销量(万吨)	同比 (%)	肉制品销量 (万吨)	同比 (%)
2022	47.29	40.95%	1.24	30.53%
2023Q1	10.46	19.82%	0.31	14.81%

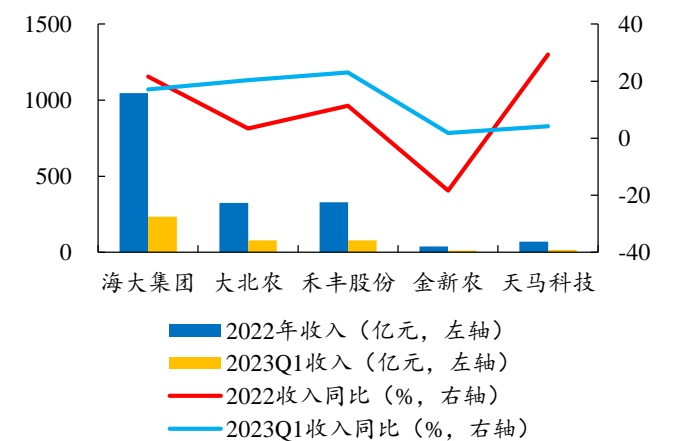
数据来源：仙坛股份公司公告、开源证券研究所

## 2.4、饲料：受益于生猪养殖后周期，饲料企业营收规模同比增长

饲料行业选取海大集团、大北农、禾丰股份、金新农、天马科技为代表进行分析。

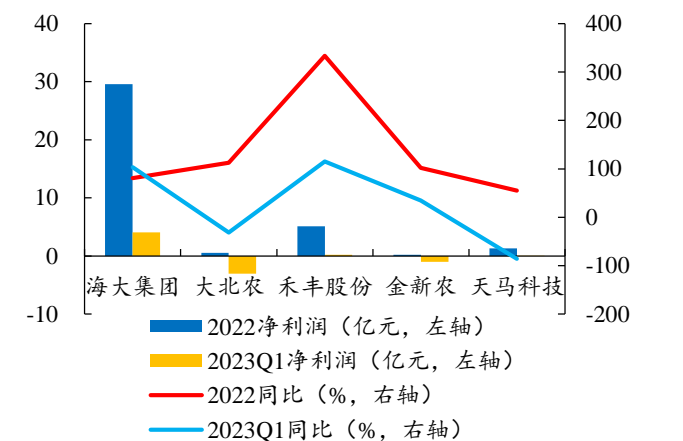
**收入及利润：**2022年饲料企业实现收入1809.05亿元，同比+15.17%；归母净利润36.73亿元，同比+896.31%。2023Q1实现收入415.98亿元，同比+17.75%；归母净利润0.29亿元，同比+110.57%。随饲料原料价格下行，饲料企业成本压力有望减弱。鉴于生猪存栏仍处高位，2023年猪料销量有望实现景气复苏。

图19：饲料企业 2023Q1 收入均实现同比增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

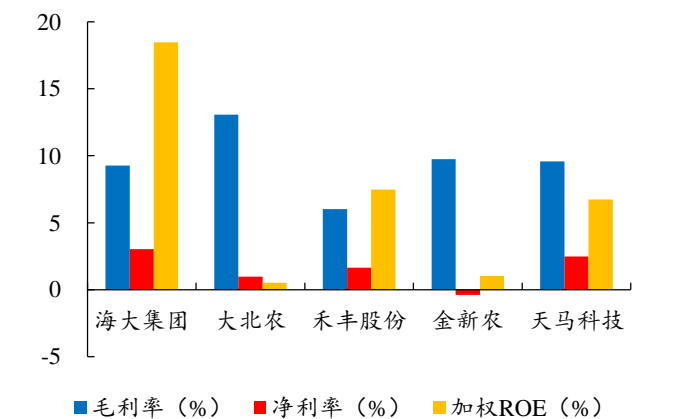
图20：饲料企业 2023Q1 利润增减不一



数据来源：Wind、开源证券研究所

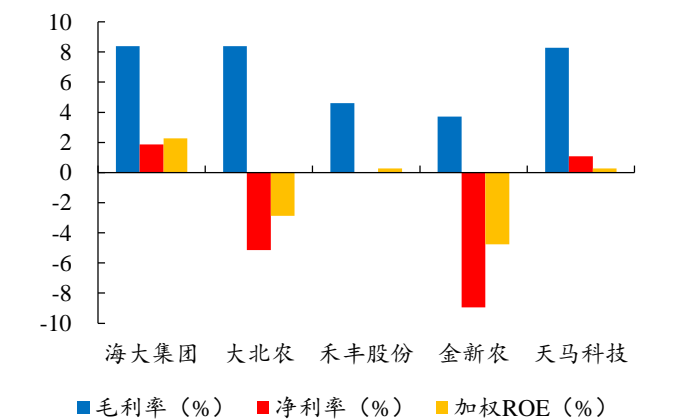
**盈利能力：**2022年海大集团ROE居于饲料企业前列，净利率亦居于首位。2023Q1年饲料企业毛利率、净利率、ROE均值分别为6.68%（同比+0.25pct）、-2.23%（同比+1.82pct）、-0.97%（同比+1.08pct）。具体看，大北农、海大集团、天马科技毛利率居前，分别为8.40%、8.39%、8.28%，金新农毛利率最低，为3.72%。

图21：2022 年海大集团 ROE 居饲料企业前列



数据来源：Wind、开源证券研究所

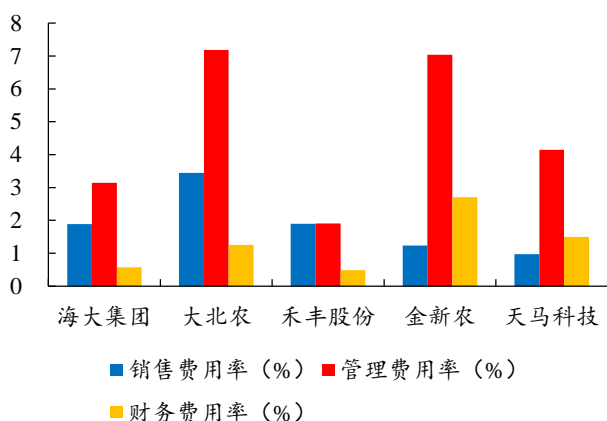
图22：2023Q1 饲料企业盈利能力出现分化



数据来源：Wind、开源证券研究所

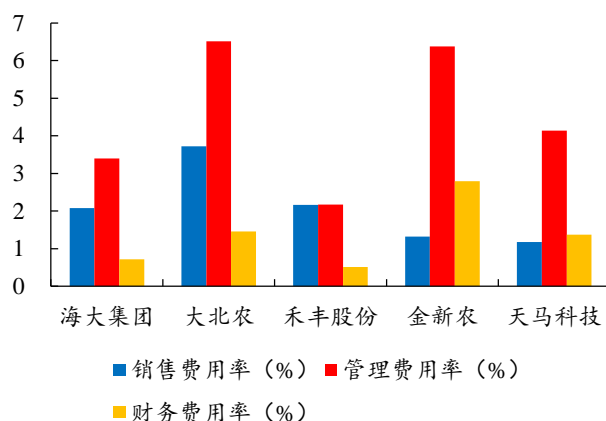
**期间费用率：**2022年饲料企业期间费用率7.88%，同比-0.34pct，其中大北农期间费用率较高，主要系其股权激励相关支出提升当期管理费用较多。2023Q1饲料企业期间费用率7.98%，同比-0.67pct。具体看，2023Q1大北农、金新农期间费用率较高，分别为11.69%、10.49%，大北农主要系管理费用率及销售费用率较高，金新农系管理费用率及财务费用率较高。禾丰股份期间费用率最低为4.85%，禾丰股份财务负担小，且管理水平较为优异。

图23：2022年大北农管理费用率较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：2023Q1头部饲料企业费用控制能力优异



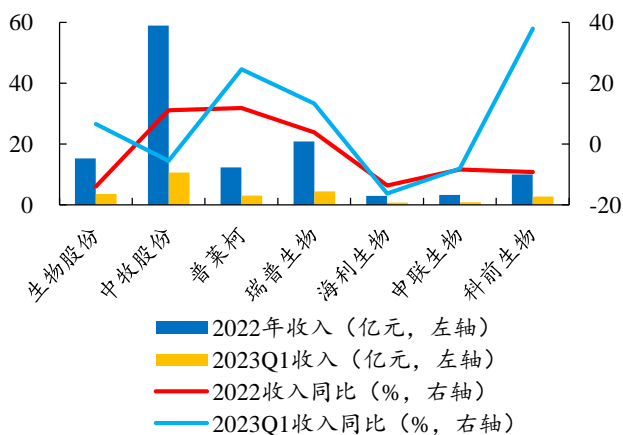
数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2.5、动保：养殖利润不佳导致动保需求下滑，短期业绩承压但逐步向好

动保行业我们选取生物股份、中牧股份、普莱柯、瑞普生物、海利生物、申联生物、科前生物为代表进行分析。

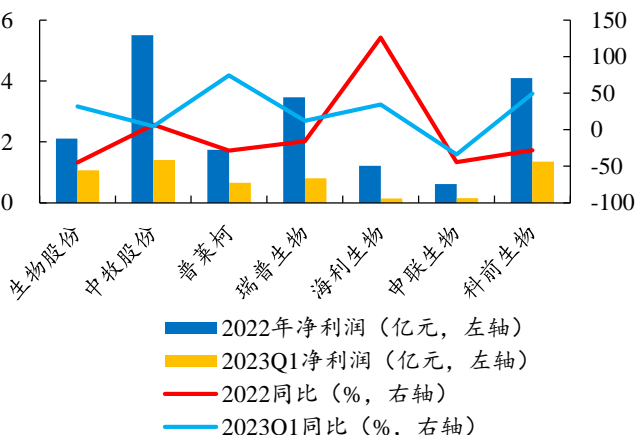
**收入及利润：**2022年动保企业实现收入123.62亿元，同比+3.09%；归母净利润18.74亿元，同比-18.10%。2023Q1实现收入26.07亿元，同比+5.20%；归母净利润5.59亿元，同比+24.22%，2022年养殖链整体承压导致行业利润下滑，2023Q1养殖链压力仍在但同比好转，动保企业盈利能力有所恢复。

图25：科前生物2023Q1收入增速居动保企业前列



数据来源：Wind、开源证券研究所

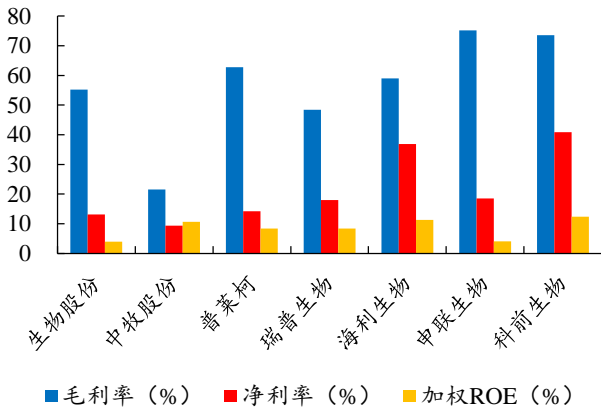
图26：普莱柯2023Q1净利润增速居动保企业前列



数据来源：Wind、开源证券研究所

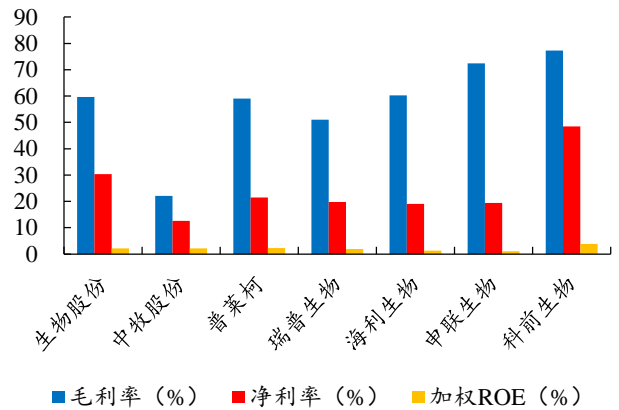
**盈利能力：**2022年动保企业盈利能力整体稳定，其中科前生物毛利率及净利率水平双高，主要系其猪苗业务占比最高，产品结构较其他企业更优，高毛利产品占比较高。2023Q1年动保企业毛利率、净利率、ROE均值分别为57.40% (同比+0.81pct)、24.42% (同比+1.90pct)、2.08% (同比+0.21pct)。具体看，科前生物、申联生物、海利生物毛利率居前，分别为77.34%、72.46%、60.28%，中牧股份毛利率最低，为22.05%，主要系其饲料和贸易业务占比较大。

图27：动保企业 2022 年盈利能力整体稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

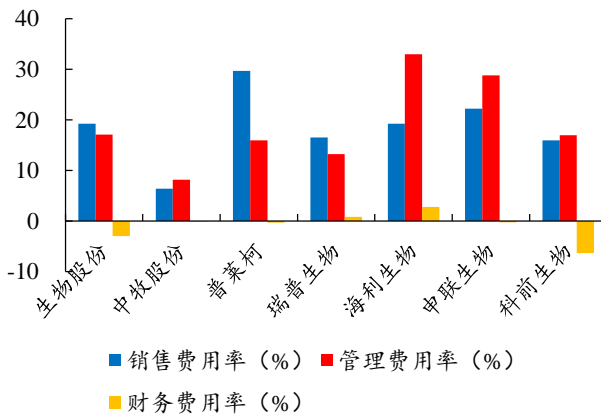
图28：动保企业 2022Q1 盈利能力有所提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

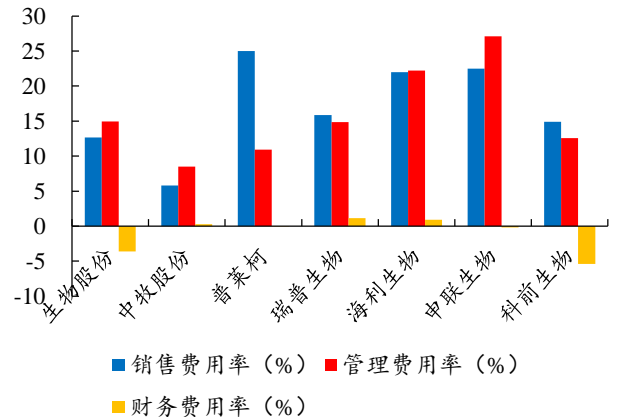
**期间费用率：**2022 年动保企业期间费用率 36.58%，同比+1.85pct，2023Q1 动保企业期间费用率 31.85%，同比+1.26pct。动保企业财务费用率普遍较低，而销售费用率及管理费用率则高于其他农业子行业。具体看，2023Q1 中联生物、海利生物期间费用率较高，分别为 49.43%、45.10%，主要系管理费用率及销售费用率较高。中牧股份期间费用率最低，为 14.60%，由于饲料等业务营收占比较大，其销售费用占比较其他动保更低。

图29：动保企业 2022 年销售费用率较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

图30：2023Q1 中牧股份期间费用率行业最低



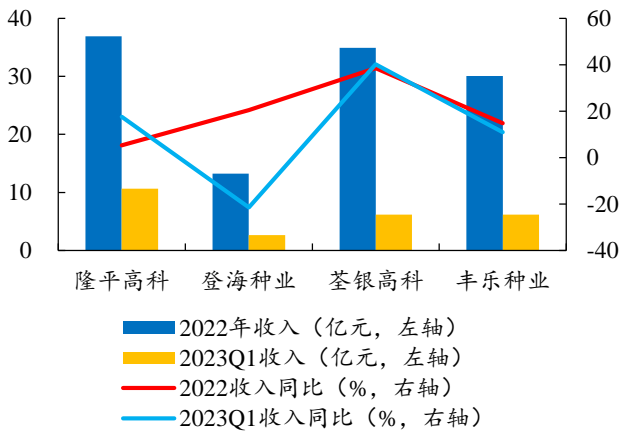
数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2.6、种子：转基因商业化持续推进，行业景气度抬升

种子行业我们选取隆平高科、登海种业、荃银高科、丰乐种业为代表进行分析。

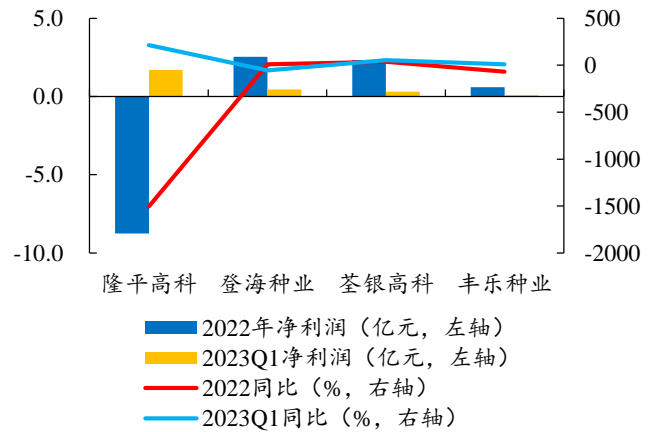
**收入及利润：**2022 年种子企业实现收入 115.10 亿元，同比+18.15%；归母净利润-3.31 亿元，同比-151.15%。2023Q1 实现收入 25.59 亿元，同比+14.50%；归母净利润 2.55 亿元，同比+36.56%。

图31：2022 种子企业收入同比增幅整体较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

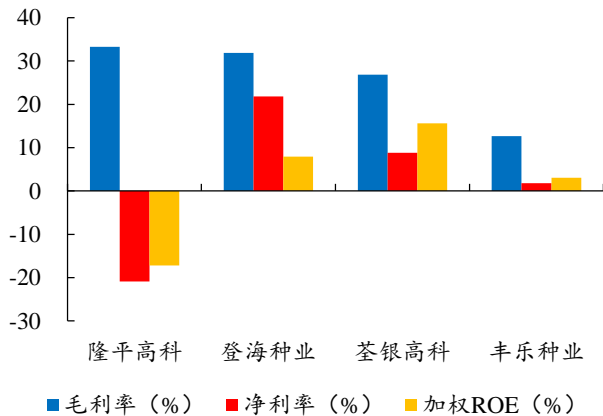
图32：2023Q1 隆平高科利润同比增长居前



数据来源：Wind、开源证券研究所

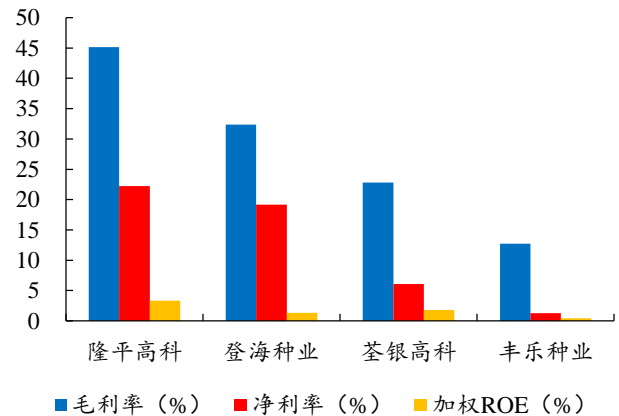
**盈利能力：**2022 年种子企业整体毛利水平较高，但隆平高科由于期间费用及非经常性损益金额较大，净利率大幅度下挫，登海种业净利率居于代表企业中首位。2023Q1 年种子企业毛利率、净利率、ROE 均值分别为 28.25%(同比-1.81pct)、12.19 % (同比-0.39pct)、1.73 % (同比+0.19pct)。具体看，隆平高科、登海种业毛利率居前，分别为 45.13 %、32.35%，丰乐种业毛利率最低，为 12.71%。

图33：2022 年种子企业毛利水平较高



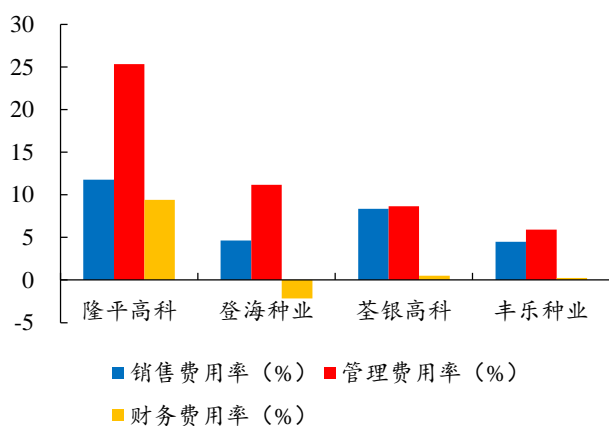
数据来源：Wind、开源证券研究所

图34：2023Q1 隆平高科、登海种业毛利率优势明显

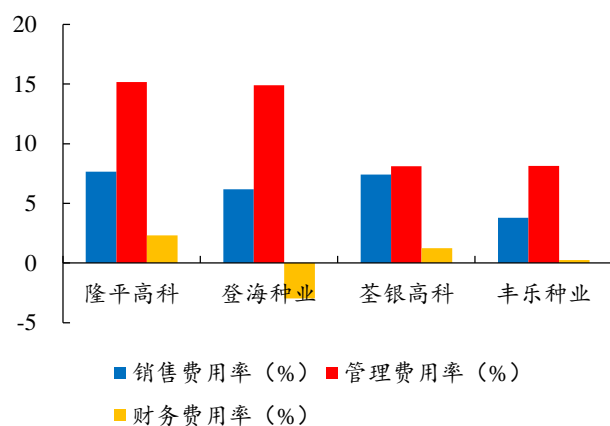


数据来源：Wind、开源证券研究所

**期间费用率：**2022 年种子企业期间费用率 22.08 %，同比+1.72pc。2022 年隆平高科期间费用率最高，且各细分费用率均高于其他种企。2023Q1 种子企业期间费用率 18.04 %，同比+1.20pct。具体来看，2023Q1 隆平高科、登海种业期间费用率较高，分别为 25.12%、18.12 %，主要系管理费用率及销售费用率较高。丰乐种业期间费用率最低，为 12.17 %，公司销售费用率及财务费用率均远低于可比公司。

**图35：2022 年种子企业期间费用率较高**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图36：2023Q1 丰乐种业期间费用率最低**


数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3、风险提示

畜禽及农产品价格大幅下跌将直接影响企业收入及利润；动物疫情爆发将导致动物死亡率提升、消费需求下降，直接和间接影响企业业绩。

## 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，开源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。

## 分析师承诺

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、竞争性因素以及开源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。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 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。



## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn