

农林牧渔

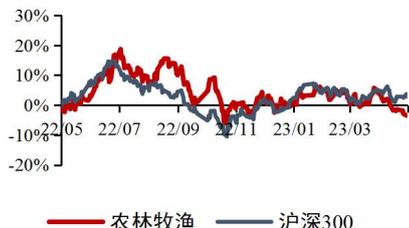
2022&2023Q1 业绩总结和展望 同步大市-A(维持)

以“亏损期+低 PB”策略逢低布局经营稳健的养殖股

2023年5月10日

行业研究/行业分析

农林牧渔板块近一年市场表现



资料来源：最闻

首选股票		评级
002311.SZ	海大集团	买入-A
002299.SZ	圣农发展	买入-B
300498.SZ	温氏股份	买入-B
002567.SZ	唐人神	增持-B
001201.SZ	东瑞股份	增持-B
605296.SH	神农集团	增持-B
603477.SH	巨星农牧	增持-B
000876.SZ	新希望	增持-B

相关报告：

【山证农林牧渔】建议逢低布局经营稳健和低 PB 的养殖股-【山证农业】农业行业周报 2023.5.7

【山证农林牧渔】建议以“亏损期+低 PB”策略逢低布局养殖股-农业行业周报 2023.4.23

分析师：

陈振志

执业登记编码：S0760522030004

邮箱：chenzhenzhi@sxzq.com

投资要点：

➢ 根据 2022 年和 2023 年 1 季报披露的业绩同比数据，在农业各子行业中，养殖、饲料动保、食用菌种植、种子等大部分子行业均有较好表现，同时部分子行业内部出现不同程度分化。其中，生猪板块受到价格同比抬升、成本下降等因素影响，2023Q1 业绩环比 2022Q4 虽然有所回落，但同比减亏；家禽板块里的白羽肉鸡和黄羽肉鸡在 2023Q1 出现分化，白羽优于黄羽；饲料动保则由于上游成本压力下降、下游需求有所恢复、以及同比低基数等原因，同比出现改善；食用菌种植受到产品价格上涨利好影响，业绩同比大幅改善；2023Q1 种子龙头企业之间出现分化。目前时点，我们对农业行业的策略观点如下。

➢ 本轮猪周期已经进入第三个“亏损底”。第三个“亏损底”相比第二个“亏损底”更有可能成为新一轮周期的起点。经历过 2021-2022 年两个“亏损底”的资金消耗后，生猪养殖行业的负债率已经处于较高的水平。根据历史经验，随着亏损时间的不断累积，资金持续消耗，负债率和现金流进入较为紧张的临界区域，即使小幅的亏损也有可能引发较大规模的被动淘汰。此外，第三个“亏损底”也有望使得本轮产业投机行为大幅收敛。

➢ 根据我们的养殖股“亏损期+低 PB”投资策略，我们建议在第三个“亏损底”期间选择 PB 接近或跌破自身历史底部的优质标的进行布局。如果在第三个“亏损底”期间实现较大幅度的产能去化，则有可能是周期反转的起点；即使在第三个“亏损底”期间产能去化依然不够彻底，则也有机会迎来一次可观的反弹行情，推荐温氏股份、唐人神、东瑞股份、神农集团、巨星农牧、新希望等经营相对稳健的生猪养殖股。根据我们的生猪养殖股的逻辑框架，预计近期生猪养殖股或沿着“产能去化”的逻辑演绎。

➢ 推荐海大集团：1、饲料行业 2023 年景气度或优于 2022 年；2、行业整合持续推进，市场份额有望进一步往头部集中；3、从业绩同比趋势来看，公司 2023 年 H1 的同比业绩基数较低，具有较大的增长潜力，且年度业绩有望进入回升期；4、目前股价对应 2023 年 PE 估值处于历史底部区域。

➢ 推荐圣农发展：白羽肉鸡行业正处于周期底部，对于业绩和估值处于历史底部区域的圣农发展，随着供需格局改善，或有望继续迎来估值修复行情。

➢ 风险提示：非洲猪瘟等疫情风险；自然灾害风险；饲料原料价格波动风险。

目录

农业行业 2022 年&2023 年 1 季度业绩总览.....	5
生猪养殖板块业绩总结和展望.....	6
生猪板块 2022&2023Q1 业绩总结：2023Q1 环比回落，同比减亏.....	6
生猪板块中期展望：以“亏损期+低 PB”策略逢低布局经营稳健的养殖股.....	8
家禽养殖板块业绩总结和展望.....	13
家禽板块 2022&2023Q1 业绩总结：白羽肉鸡和黄羽肉鸡出现分化.....	13
家禽板块中期展望：处于业绩和估值周期底部的优质个股已具配置价值.....	14
饲料动保板块业绩总结和展望.....	16
饲料动保板块 2022&2023Q1 业绩总结：2023Q1 业绩同比明显改善.....	16
饲料动保板块中期展望：在上下游压力缓解之下，毛利率有望趋于改善.....	18
种子板块业绩总结和展望.....	19
种子板块 2022&2023Q1 业绩总结：2023Q1 业绩有所分化.....	19
种子板块中期展望：产品价格或有望趋好.....	20
投资建议.....	21
风险提示.....	21

图表目录

图 1： 农业各子行业营收同比增速.....	5
图 2： 农业各子行业归母净利润同比增速.....	5
图 3： 农业各子行业毛利率变化趋势.....	5
图 4： 农业各子行业销售净利率变化趋势.....	5
图 5： 国内生猪价格走势（单位：元/公斤）.....	6
图 6： 国内猪肉价格走势（单位：元/公斤）.....	6
图 7： 国内二元母猪价格走势（单位：元/公斤）.....	6
图 8： 国内仔猪价格走势（单位：元/公斤）.....	6
图 9： 自繁自养的生猪养殖利润（元/头）.....	7
图 10： 外购仔猪的生猪养殖利润（元/头）.....	7

图 11: 生猪养殖上市公司归属净利润(累计)	7
图 12: 生猪养殖公司归属净利润同比增速(累计)	7
图 13: 生猪养殖上市公司单季度净利润趋势	7
图 14: 生猪养殖上市公司生猪出栏量趋势	8
图 15: 生猪养殖上市公司资产负债率趋势	8
图 16: 2006 年以来我国各轮猪周期概况	9
图 17: 我国能繁母猪存栏量和猪价走势关系	9
图 18: 2013-2015 年生猪养殖行业产能去化幅度对亏损幅度的敏感度趋于明显增强	10
图 19: 在猪周期的运行中, 生猪养殖上市公司资产负债率变动趋势	11
图 20: 生猪养殖股运行方向的驱动因素	12
图 21: 能繁母猪产能和猪价走势组合的 4 个象限, 及其可能对应的逻辑演绎	12
图 22: 国内生猪和肉鸡价格走势	13
图 23: 家禽养殖上市公司归属净利润(累计)	13
图 24: 家禽养殖公司归属净利润同比增速(累计)	13
图 25: 家禽养殖上市公司单季度净利润趋势	14
图 26: 家禽养殖上市公司资产负债率趋势	14
图 27: 我国祖代白羽肉种鸡历史引种量(万套)	15
图 28: 我国白羽肉鸡主产区均价(元/公斤)	15
图 29: 我国商品代白羽肉鸡苗价格走势(元/羽)	15
图 30: 中速鸡全国均价(元/斤)	15
图 31: 快大鸡全国均价(元/斤)	15
图 32: 国内鸡蛋市场零售价(元/公斤)	15
图 33: 我国饲料总产量趋势	16
图 34: 饲料动保上市公司归属净利润(累计)	17
图 35: 饲料动保上市公司归母净利润增长趋势	17
图 36: 饲料动保上市公司毛利率趋势	17
图 37: 饲料动保上市公司销售净利率趋势	17
图 38: 饲料动保上市公司单季度净利润趋势	17
图 39: 育肥猪配合饲料均价(元/公斤)	18

图 40: 国内玉米平均价格 (元/公斤)	18
图 41: 国内大豆和豆粕价格 (元/吨)	18
图 42: 国内小麦平均价格 (元/吨)	18
图 43: 种业上市公司营业收入增长趋势.....	19
图 44: 种业上市公司归母净利润增长趋势.....	19
图 45: 种业上市公司毛利率趋势.....	19
图 46: 种业上市公司销售净利率趋势.....	19
图 47: 种业上市公司单季度净利润趋势.....	20
图 48: 全国杂交玉米制种面积和制种量趋势.....	20
图 49: 全国杂交水稻制种面积和制种量趋势.....	20

农业行业 2022 年&2023 年 1 季度业绩总览

根据 2022 年和 2023 年 1 季报披露的业绩同比数据，在农业各子行业中，食用菌种植、种子、养殖、饲料动保等大部分子行业均有较好表现。其中养殖板块受到价格同比抬升、成本下降等因素影响，同比减亏；食用菌种植受到产品价格上涨利好影响，业绩同比大幅改善；饲料动保则由于上游成本压力下降、下游需求有所恢复、以及同比低基数等原因，同比出现改善。

图 1：农业各子行业营收同比增速

营业收入同比增速	2021-12-31	2022-03-31	2022-06-30	2022-09-30	2022-12-31	2023-03-31
种子生产	15.26%	9.95%	6.41%	17.21%	17.28%	18.43%
粮食种植	17.40%	22.66%	30.68%	21.68%	17.19%	5.97%
食用菌种植	-2.57%	12.19%	14.13%	27.69%	20.96%	89.41%
果蔬加工	14.69%	10.66%	5.00%	5.95%	4.14%	4.44%
粮油加工	16.35%	9.78%	14.88%	14.86%	13.00%	7.75%
其他农产品加工	17.90%	8.04%	4.02%	1.55%	2.68%	0.47%
饲料(含养殖)	21.01%	-4.19%	-5.14%	-0.69%	3.31%	10.77%
海洋捕捞	1.18%	-27.37%	-15.86%	-6.67%	3.89%	26.81%
水产养殖	7.82%	5.94%	11.75%	10.41%	7.01%	13.28%
畜禽养殖	8.19%	-12.79%	0.75%	22.05%	32.86%	33.38%
动物保健	11.43%	-18.14%	-6.96%	0.12%	3.16%	4.49%
农业综合	28.15%	10.70%	23.52%	30.13%	18.82%	10.74%
宠物食品	16.23%	29.00%	23.71%	29.70%	19.92%	-23.93%

资料来源：Wind、山西证券研究所

图 2：农业各子行业归母净利润同比增速

归母净利润增速	2021-12-31	2022-03-31	2022-06-30	2022-09-30	2022-12-31	2023-03-31
种子生产	73.08%	65.95%	-297.32%	-169.36%	-147.64%	33.69%
粮食种植	106.43%	14.74%	15.38%	34.19%	12.76%	13.54%
食用菌种植	-132.21%	-38.32%	-67.53%	220.98%	98.67%	392.20%
果蔬加工	30.07%	-11.18%	21.26%	-35.11%	-9.86%	53.73%
粮油加工	-33.19%	-96.00%	-40.49%	-45.96%	-52.02%	1253.14%
其他农产品加工	88.14%	23.48%	15.15%	2.59%	-38.43%	-55.07%
饲料(含养殖)	-261.56%	-382.58%	-178.19%	52.28%	67.36%	40.24%
海洋捕捞	923.85%	66.05%	-41.81%	-43.29%	10.27%	-384.42%
水产养殖	-131.30%	68.01%	266.85%	582.76%	-40.21%	206.31%
畜禽养殖	-123.14%	-210.21%	-229.60%	1508.68%	301.88%	56.18%
动物保健	7.78%	-47.50%	-41.78%	-31.39%	-24.80%	23.58%
农业综合	36.34%	120.37%	183.97%	104.87%	90.62%	39.78%
宠物食品	-29.67%	16.72%	26.37%	59.94%	32.69%	-143.14%

资料来源：Wind、山西证券研究所

图 3：农业各子行业毛利率变化趋势

毛利率	2021-12-31	2022-03-31	2022-06-30	2022-09-30	2022-12-31	2023-03-31
种子生产	27.58%	32.30%	26.75%	23.27%	26.17%	31.25%
粮食种植	21.27%	26.16%	20.08%	21.06%	19.54%	26.52%
食用菌种植	10.40%	22.13%	6.57%	16.52%	17.17%	33.28%
果蔬加工	10.97%	10.82%	11.39%	9.99%	9.96%	12.65%
粮油加工	8.19%	7.07%	7.35%	5.89%	5.61%	5.37%
其他农产品加工	14.91%	16.45%	17.10%	16.28%	15.62%	12.47%
饲料(含养殖)	1.18%	1.73%	3.43%	5.26%	6.91%	3.42%
海洋捕捞	25.47%	31.29%	29.31%	27.49%	27.20%	16.71%
水产养殖	15.41%	14.71%	15.77%	15.33%	15.40%	14.71%
畜禽养殖	6.53%	-9.42%	-2.62%	8.98%	14.45%	0.63%
动物保健	44.13%	39.87%	37.17%	37.66%	38.01%	41.00%
农业综合	15.00%	12.87%	13.41%	13.04%	15.30%	13.43%
宠物食品	20.93%	20.33%	21.66%	21.33%	20.66%	22.46%

资料来源：Wind、山西证券研究所

图 4：农业各子行业销售净利率变化趋势

销售净利率	2021-12-31	2022-03-31	2022-06-30	2022-09-30	2022-12-31	2023-03-31
种子生产	7.60%	12.42%	-0.69%	-8.35%	-0.31%	14.09%
粮食种植	8.42%	15.67%	12.96%	13.13%	8.80%	16.64%
食用菌种植	-4.09%	11.15%	-4.13%	6.46%	-0.83%	24.80%
果蔬加工	1.39%	3.56%	3.98%	2.36%	1.33%	4.63%
粮油加工	0.09%	-0.06%	0.01%	-0.06%	-0.37%	0.17%
其他农产品加工	15.46%	9.71%	17.51%	14.04%	9.69%	9.77%
饲料(含养殖)	-9.24%	-9.22%	-5.72%	-3.23%	-3.25%	-5.01%
海洋捕捞	4.47%	-0.89%	9.12%	5.66%	4.60%	-3.36%
水产养殖	-8.89%	-0.73%	1.47%	1.90%	-11.41%	0.68%
畜禽养殖	-7.04%	-10.54%	-4.46%	0.48%	2.12%	-5.09%
动物保健	16.57%	14.75%	12.95%	13.00%	12.00%	17.01%
农业综合	4.48%	3.94%	3.57%	4.08%	5.51%	4.67%
宠物食品	4.54%	4.97%	6.76%	7.55%	5.02%	-1.27%

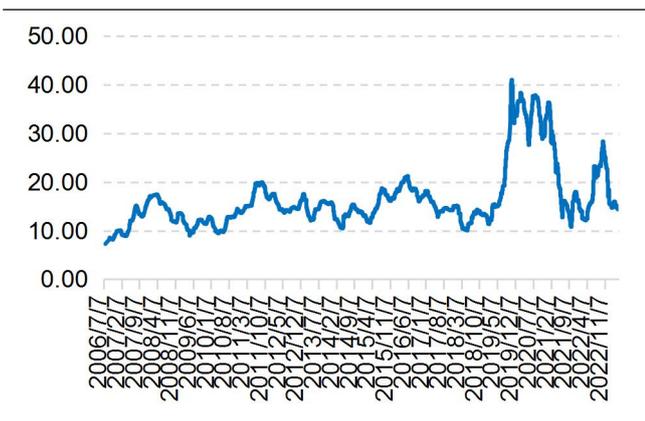
资料来源：Wind、山西证券研究所

生猪养殖板块业绩总结和展望

生猪板块 2022&2023Q1 业绩总结：2023Q1 环比回落，同比减亏

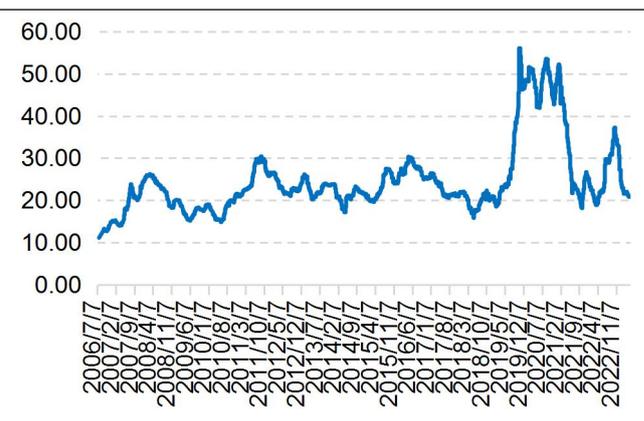
2022 年，在二次育肥等产业投机行为的影响之下，国内生猪价格出现“淡季不淡”、“旺季不旺”、“急涨急跌”等反常现象。2022 年初猪价低迷，最低接近 12 元/公斤。3 月底，生猪价格比往常更早开始回升，7 月份猪价站上 20 元/公斤大关。随着猪价上涨预期不断强化，行业里的压栏惜售和二次育肥等行为又进一步拉升猪价。到了 2022 年 4 季度，随着生猪大量集中出栏上市，导致生猪供给过剩，10 月下旬猪价重回下行区间，呈现出旺季不旺现象。行业在 12 月底开始再次进入亏损状态，并持续至今。受到猪价回调影响，生猪养殖板块 2023Q1 整体业绩环比 2022Q4 有所回落，但由于价格和养殖成本均同比有所好转，从而使得 2023Q1 整体业绩同比减亏。

图 5：国内生猪价格走势（单位：元/公斤）



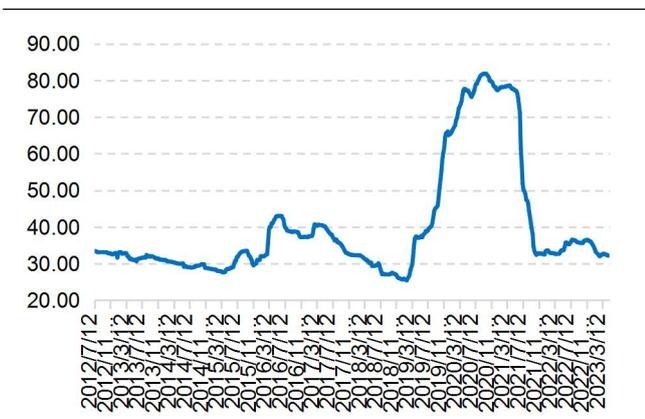
资料来源：Wind、山西证券研究所

图 6：国内猪肉价格走势（单位：元/公斤）



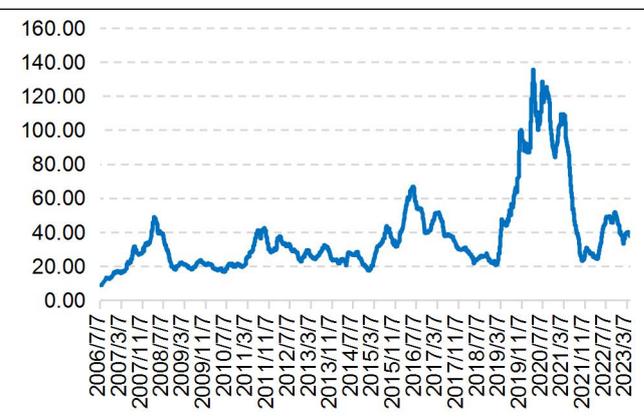
资料来源：Wind、山西证券研究所

图 7：国内二元母猪价格走势（单位：元/公斤）



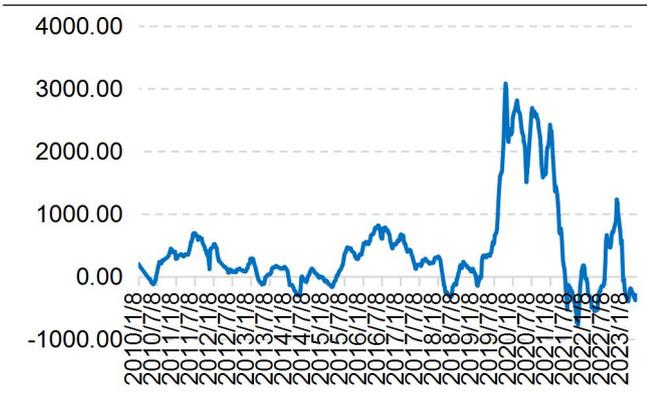
资料来源：Wind、山西证券研究所

图 8：国内仔猪价格走势（单位：元/公斤）



资料来源：Wind、山西证券研究所

图 9：自繁自养的生猪养殖利润（元/头）



资料来源：Wind、山西证券研究所

图 10：外购仔猪的生猪养殖利润（元/头）



资料来源：Wind、山西证券研究所

图 11：生猪养殖上市公司归属净利润（累计）

归母净利润 (百万元)	2021-12-31	2022-03-31	2022-06-30	2022-09-30	2022-12-31	2023-03-31
牧原股份	6,903.78	-5,180.23	-6,683.60	1,512.30	13,266.16	-1,198.05
温氏股份	-13,404.36	-3,763.30	-3,523.53	685.54	5,289.01	-2,749.10
新希望	-9,590.87	-2,879.19	-4,139.74	-2,706.67	-1,460.61	-1,685.74
天康生物	-685.96	-69.61	-97.48	257.96	301.55	-14.28
唐人神	-1,147.41	-149.20	-139.73	34.23	135.07	-340.18
新五丰	-280.26	-112.08	-176.70	-151.80	-76.00	-226.35
神农集团	245.29	-150.01	-122.76	31.88	255.38	-105.87
东瑞股份	211.58	-32.23	-59.09	4.95	42.91	-190.88
巨星农牧	258.98	-311.13	-263.96	-96.80	158.09	-205.58
大北农	-440.34	-232.57	-510.51	-328.62	55.60	-305.34
金新农	-989.10	-148.56	-184.61	-38.21	19.84	-99.05
傲农生物	-1,519.87	-351.68	-676.74	-572.71	-1,039.03	-179.71
天邦股份	-4,461.80	-673.65	583.22	1,000.03	489.45	-663.78
正邦科技	-18,818.82	-2,433.28	-4,285.65	-7,643.89	-13,387.15	-1,178.64

资料来源：公司公告、Wind、山西证券研究所

图 12：生猪养殖公司归属净利润同比增速（累计）

归母净利润 增速	2021-12-31	2022-03-31	2022-06-30	2022-09-30	2022-12-31	2023-03-31
牧原股份	↓ -74.85%	↓ -174.40%	↓ -170.16%	↑ -82.63%	↑ 92.16%	↑ 76.87%
温氏股份	↓ -280.51%	↓ -792.39%	↓ -41.07%	↑ 107.07%	↑ 139.46%	↑ 26.95%
新希望	↓ -293.98%	↓ -2204.50%	↓ -21.22%	↑ 57.72%	↑ 84.77%	↑ 41.45%
天康生物	↓ -139.87%	↓ -123.12%	↓ -140.38%	↑ 233.76%	↑ 143.96%	↑ 79.48%
唐人神	↓ -220.74%	↓ -153.45%	↓ -179.50%	↑ 108.61%	↑ 111.77%	↓ -128.00%
新五丰	↓ -199.13%	↓ -357.54%	↓ -338.98%	↓ -51.16%	↑ 72.88%	↓ -101.95%
神农集团	↓ -78.44%	↓ -147.71%	↓ -133.73%	↓ -86.07%	↑ 4.11%	↑ 29.42%
东瑞股份	↓ -68.94%	↓ -117.41%	↓ -125.50%	↓ -97.91%	↓ -79.72%	↓ -492.15%
巨星农牧	↑ 102.84%	↓ -234.63%	↓ -191.60%	↓ -147.78%	↓ -38.96%	↑ 33.92%
大北农	↓ -122.52%	↓ -159.49%	↓ -202.35%	↓ -405.94%	↑ 112.63%	↓ -31.29%
金新农	↓ -847.90%	↓ -869.14%	↓ -563.80%	↑ 86.93%	↑ 102.01%	↑ 33.32%
傲农生物	↓ -365.25%	↓ -317.06%	↓ -316.18%	↓ -13.89%	↑ 31.64%	↑ 48.90%
天邦股份	↓ -237.50%	↓ -444.78%	↑ 189.65%	↑ 137.09%	↑ 110.97%	↑ 1.47%
正邦科技	↓ -427.62%	↓ -1249.73%	↓ -199.68%	↓ -0.22%	↑ 28.86%	↑ 51.56%

资料来源：公司公告、Wind、山西证券研究所

图 13：生猪养殖上市公司单季度净利润趋势

单季度归属于母 公司股东的净利润 (百万元)	2020-03-31	2020-06-30	2020-09-30	2020-12-31	2021-03-31	2021-06-30	2021-09-30	2021-12-31	2022-03-31	2022-06-30	2022-09-30	2022-12-31	2023-03-31
牧原股份	4,131.39	6,652.64	10,203.80	6,463.59	6,963.07	2,562.91	-821.71	-1,800.49	-5,180.23	-1,503.37	8,195.89	11,753.86	-1,198.05
温氏股份	1,892.16	2,261.18	4,088.15	-815.61	543.52	-3,041.19	-7,203.65	-3,703.04	-3,763.30	239.78	4,209.06	4,603.47	-2,749.10
新希望	1,626.87	1,537.00	1,920.72	-140.39	136.81	-3,551.88	-2,986.12	-3,189.68	-2,879.19	-1,260.56	1,433.07	1,246.06	-1,685.74
天康生物	334.55	499.24	643.79	242.83	301.01	-59.61	-434.26	-493.11	-69.61	-27.87	355.44	43.59	-14.28
新五丰	100.49	48.85	87.88	45.50	43.52	30.42	-174.36	-179.84	-112.08	-64.61	24.90	75.80	-226.35
神农集团	341.17	288.42	308.03	200.29	314.38	49.54	-135.04	16.41	-150.01	27.24	154.65	223.50	-105.87
东瑞股份			220.58	137.86	185.20	46.58	4.60	-24.80	-32.23	-26.86	64.04	37.96	-190.88
大北农	465.46	427.61	589.61	473.04	390.93	107.84	-391.36	-547.76	-232.57	-277.95	181.89	384.22	-305.34
唐人神	212.78	218.94	274.65	243.97	279.15	-103.38	-573.40	-749.77	-149.20	9.47	173.96	100.84	-340.18
巨星农牧	-3.36	-17.16	55.26	92.94	231.10	57.05	-85.54	56.37	-311.13	47.17	167.15	254.89	-205.58
傲农生物	151.06	186.85	164.36	70.71	162.02	-324.63	-340.26	-1,017.00	-351.68	-325.06	104.03	-466.31	-179.71
金新农	68.40	116.83	140.06	-193.04	19.31	20.49	-332.17	-696.73	-148.56	-36.05	146.40	58.05	-99.05
天邦股份	476.28	1,058.60	1,289.49	420.62	195.39	-845.92	-2,045.60	-1,765.66	-673.65	1,256.87	416.80	-510.58	-663.78
正邦科技	905.62	1,511.60	3,015.79	311.13	211.64	-1,641.72	-6,197.05	-11,191.69	-2,433.28	-1,852.38	-3,358.24	-5,743.25	-1,178.64

资料来源：公司公告、Wind、山西证券研究所

图 14：生猪养殖上市公司生猪出栏量趋势

生猪销量(万头)	唐人神	牧原股份	温氏股份	傲农生物	天邦食品	正邦科技	新希望	天康生物	金新农	大北农	东瑞股份	神农集团	新五丰
2021年1月	16.39		100.4	15.9	46.51	78.67	73.19	15.1	9.63	30.59			
2021年2月	15.13	488.7	49.87	14.9	30.4	75.36	69.78	10.05	4.75	17.25	10.34		
2021年3月	14.78	283.3	59.45	22.67	33.27	103.82	85.39	10.25	7.28	28.2			
2021年4月	12.41	314.5	62.24	20.59	20.28	118.44	83.79	13.16	9.25	29.58	2.44		
2021年5月	12.52	309.7	95.67	29.5	22.73	164.84	69.33	12.45	6.53	32.28	2.48		
2021年6月	15.72	347.5	101.1	22.38	31.94	158.53	64.63	12.66	7.67	28.44	2.52		
2021年7月	8.7	301.1	127.85	25.27	28.39	175.11	63.48	12.45	5.83	46.02	2.38		
2021年8月	8.71	257.3	131.06	21.34	35.33	171.16	77.97	19.95	4.39	40.1	2.43		
2021年9月	10.8	308.6	169.88	32.59	32.12	137.6	93.57	15.8	7.02	42.41	2.52		
2021年10月	17.19	525.8	181.96	36.71	53.64	128.23	119.09	11.53	12.16	45.15	3.97		
2021年11月	9.36	387.4	119.56	41.06	56.63	100.38	90.43	12.26	11.77	45.41	3.69		
2021年12月	12.52	502.5	122.7	41.69	36.77	80.52	107.16	14.73	20.61	45.35	3.99		
2022年1月	13.04		150.61	38.08	38.13	95.87	129.26	12.69	7.06	41.65	4.66		
2022年2月	12.24	783.1	106.9	30.53	28.68	50.02	97.73	8.03	6.75	28.10	3.01		
2022年3月	13.06	598.6	144.84	36.06	33.62	96.72	142.69	16.97	19.77	37.39	4.91		
2022年4月	16.55	632.1	142.7	38.52	38.1	91.86	112.66	15.88	8.52	34.56	4.5		
2022年5月	15.08	586.3	132.34	42.5	38.39	74.97	104.56	18.79	11.68	28.04	3.89		
2022年6月	16.33	527.9	123.2	48.69	30.98	75.08	97.92	20.79	13.18	28.58	3.31		
2022年7月	18.21	459.4	132.43	42.92	32.69	88.25	94.23	16.59	9.81	27.03	4.21		
2022年8月	17.21	488.7	150.41	48.36	31.71	61.35	94.28	20.6	9.69	34.03	3.53		
2022年9月	20.59	446.2	158.44	46.61	36.89	67.95	116.72	20.23	9.01	41.04	4.38		
2022年10月	20.83	477.9	165.24	50.34	38.56	64.3	145.55	14.49	13.32	37.95	5.33		
2022年11月	23.81	517.1	196.44	44.99	46.02	29.58	169.1	17.78	12.94	49.45	5.51		
2022年12月	28.84	602.7	187.32	51.31	48.38	48.71	156.69	19.88	3.91	55.31	4.78		
2023年1月	23.23		158.71	41.78	38.31	56.5	129.11	15.91	5.01	49.42	5.32		
2023年2月	28.58	884.4	193.55	50.12	40.28	67.4	173.3	19.89	13.85	49.07	7.4		
2023年3月	26.6	500.1	207.28	46.68	54.2	48.72	169.1	21.14	8.87	45.28	8.27		

资料来源：公司公告、Wind、山西证券研究所

图 15：生猪养殖上市公司资产负债率趋势

资产负债率	2021-12-31	2022-03-31	2022-06-30	2022-09-30	2022-12-31	2023-03-31
正邦科技	92.60%	97.03%	102.88%	113.82%	148.41%	156.99%
天邦股份	79.93%	83.67%	78.68%	76.45%	79.61%	83.15%
傲农生物	87.18%	89.92%	84.30%	79.16%	81.61%	83.12%
新五丰	58.74%	63.39%	66.45%	66.77%	71.18%	75.37%
新希望	64.98%	68.43%	71.49%	69.86%	68.02%	70.40%
金新农	65.75%	68.76%	74.03%	61.08%	68.74%	69.23%
唐人神	57.88%	61.15%	62.95%	63.38%	59.69%	60.83%
温氏股份	64.10%	66.48%	65.70%	60.72%	56.25%	59.22%
大北农	52.76%	55.65%	58.53%	60.06%	58.28%	59.01%
牧原股份	61.30%	65.18%	66.48%	61.47%	54.36%	56.37%
巨星农牧	44.68%	49.15%	53.15%	52.00%	48.85%	54.13%
天康生物	54.71%	55.51%	52.96%	49.08%	50.08%	52.05%
东瑞股份	15.62%	21.40%	28.40%	31.35%	34.14%	40.75%
神农集团	13.03%	11.12%	12.20%	11.41%	14.46%	13.48%

资料来源：公司公告、Wind、山西证券研究所

生猪板块中期展望：以“亏损期+低PB”策略逢低布局经营稳健的养殖股

根据对过去几轮猪周期的复盘，2008年3月-2011年9月前后两轮周期高点之间的底部区域出现了两个“亏损底”；2011年9月-2016年6月前后两轮周期高点之间的底部区域出现了三个“亏损底”；2016年6月-2020

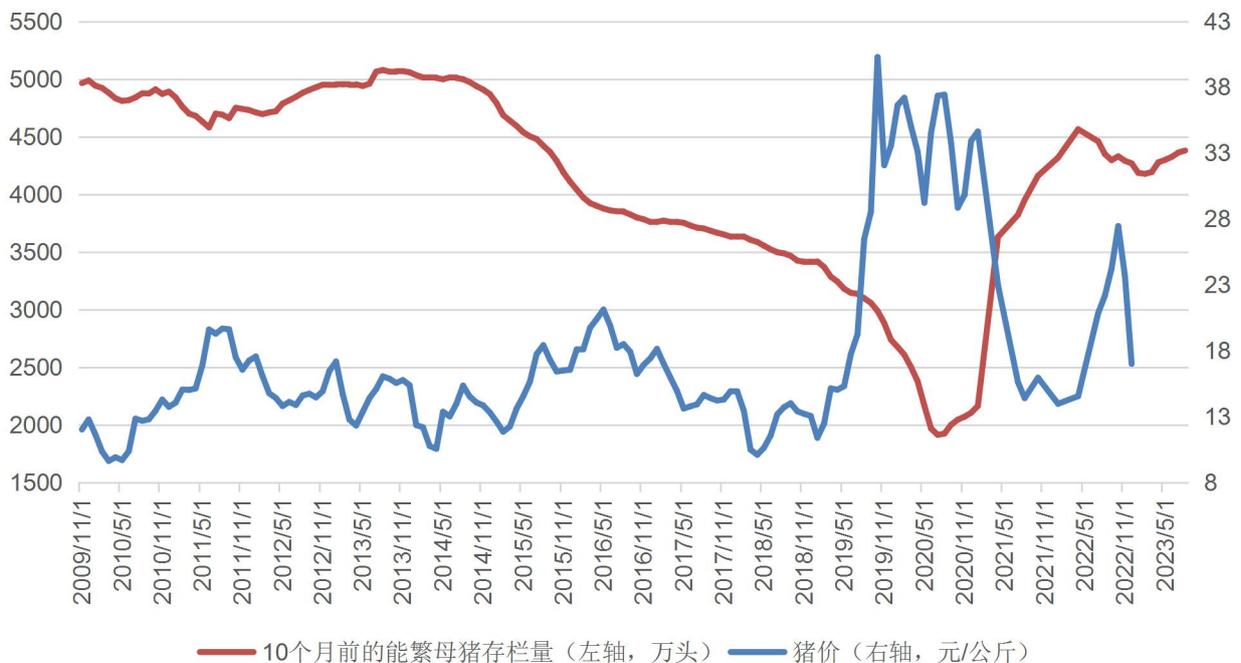
年前后两轮周期高点之间的底部区域出现了两个“亏损底”。2006年-2020年三轮周期底部均出现两个以上“亏损底”。2023年已经进入本轮周期的第三个“亏损底”。

图 16：2006 年以来我国各轮猪周期概况



资料来源：Wind、山西证券研究所

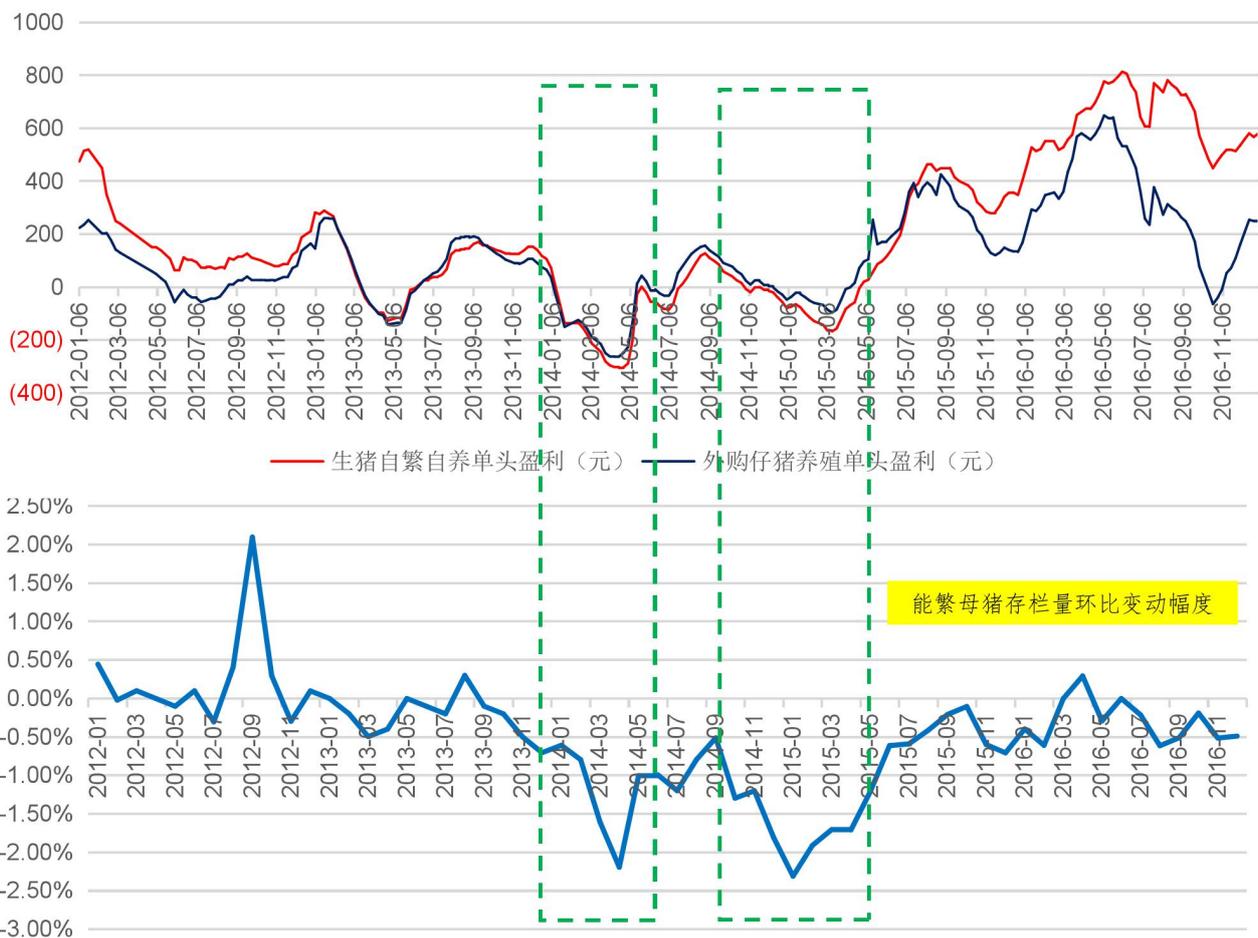
图 17：我国能繁母猪存栏量和猪价走势关系



资料来源：Wind、山西证券研究所

第三个“亏损底”或更有可能成为周期反转的起点。复盘 2013-2015 年的周期底部（2018-2019 年为非洲猪瘟疫情带来的产能淘汰，不具有可比性），2015 年的亏损幅度虽然比 2014 年明显要小，但 2015 年能繁母猪产能去化的幅度不亚于 2014 年；与此同时，虽然 2015 年的亏损幅度与 2013 年较为接近，但是 2015 年能繁母猪产能去化的幅度要明显大于 2013 年。这一现象背后潜在的逻辑在于：在周期底部的初期，虽然行业有所亏损，但此时现金流和负债率还相对宽松；随着亏损时间的不断累积，资金持续消耗，负债率和现金流进入较为紧张的临界区域，即使小幅的亏损也有可能引发较大规模的被动淘汰。

图 18：2013-2015 年生猪养殖行业产能去化幅度对亏损幅度的敏感度趋于明显增强



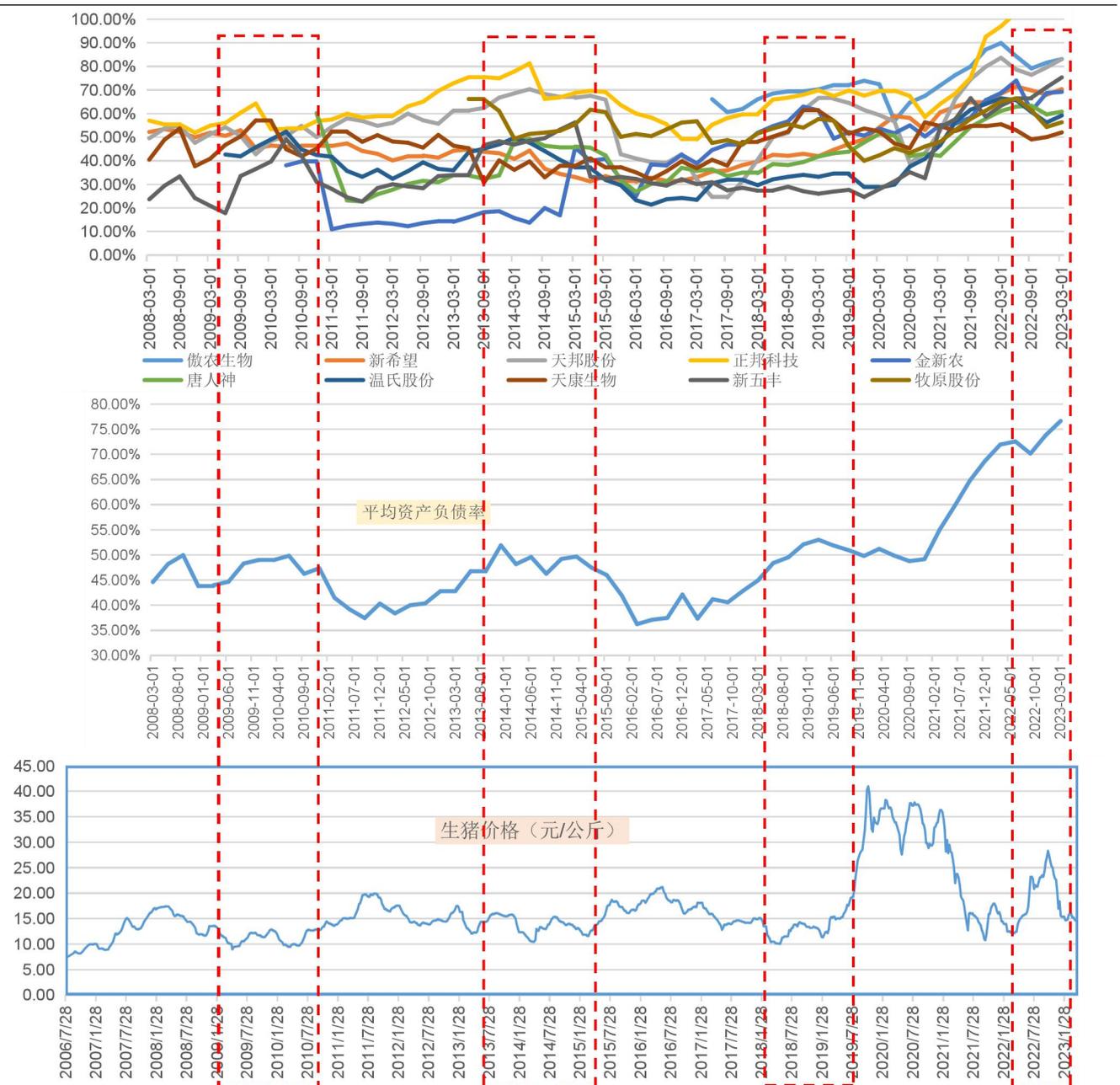
资料来源：Wind、山西证券研究所

经历过本轮周期第一个和第二个“亏损底”的消耗后，生猪养殖行业的负债率已经处于较高的水平。虽然 2022 年 4 月猪价出现回升，但外购仔猪养殖和自繁自养分别从 5 月下旬和 7 月初才开始摆脱亏损进入盈利区，12 月底又再次触及亏损区，几个月的盈利对生猪行业资产负债表的修复程度较为有限。以上市公司为



例，截止 2023Q1，总体负债率仍处于历史较高水平。根据历史经验，再次进入亏损期后，随着资金的持续消耗和负债率水平处于历史高位，后续生猪养殖行业产能去化进度对亏损幅度的敏感度有可能会趋于明显增强。此外，第三个“亏损底”也有望使得本轮产业投机行为大幅收敛。因此，第三个“亏损底”相比第二个“亏损底”将更为关键，且更有可能成为新一轮周期的起点。

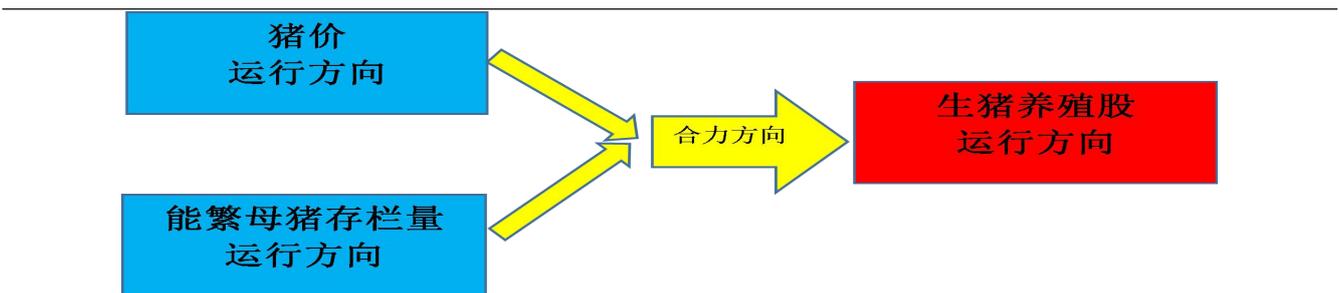
图 19：在猪周期的运行中，生猪养殖上市公司资产负债率变动趋势



资料来源：Wind、山西证券研究所

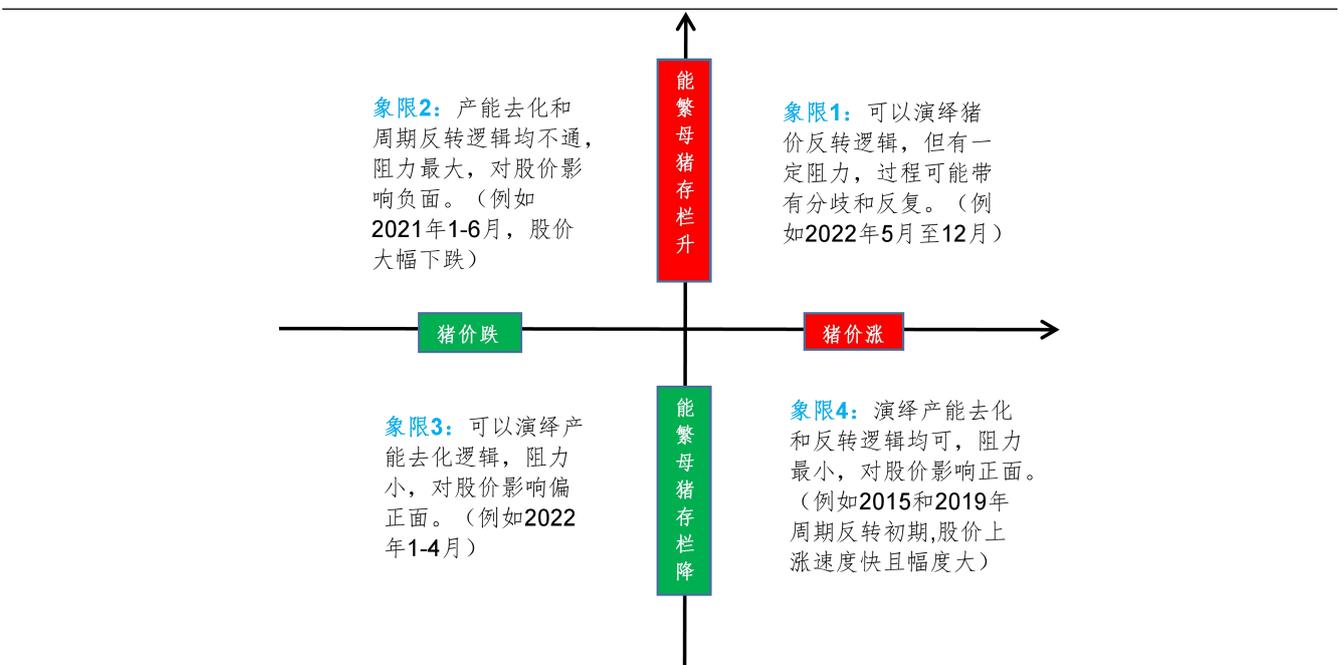
根据我们的养殖股“亏损期+低PB”投资策略，我们建议在第三个“亏损底”期间选择PB接近或跌破自身历史底部的优质标的进行布局。如果在第三个“亏损底”期间实现较大幅度的产能去化，则有可能是周期反转的起点；即使在第三个“亏损底”期间产能去化依然不够彻底，则也有机会迎来一次可观的反弹行情，推荐温氏股份、唐人神、东瑞股份、神农集团、巨星农牧、新希望等经营相对稳健的生猪养殖股。根据我们的生猪养殖股的逻辑框架，预计近期生猪养殖股或沿着“产能去化”的逻辑演绎。

图 20：生猪养殖股运行方向的驱动因素



资料来源：山西证券研究所

图 21：能繁母猪产能和猪价走势组合的 4 个象限，及其可能对应的逻辑演绎



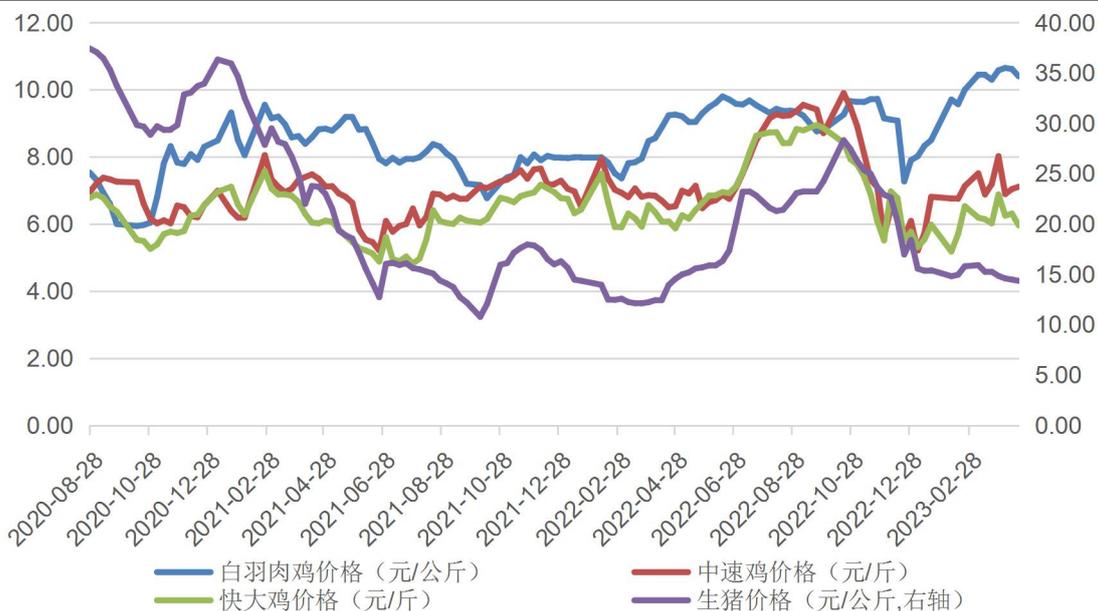
资料来源：山西证券研究所

家禽养殖板块业绩总结和展望

家禽板块 2022&2023Q1 业绩总结：白羽肉鸡和黄羽肉鸡出现分化

年初以来，白羽肉鸡和黄羽肉鸡价格走势出现分化。在经历过 2022 年下半年的相对景气后，2023 年 1 季度国内黄羽肉鸡价格环比有所回落。与此同时，国内白羽肉鸡价格在 2023 年 1 季度呈现出震荡走高的趋势。受此影响，白羽肉鸡板块 2023Q1 业绩同比明显增长，而黄羽肉鸡板块 2023Q1 业绩同比则有所下滑，两个子板块之间分化较为明显。

图 22：国内生猪和肉鸡价格走势



资料来源：Wind、山西证券研究所

图 23：家禽养殖上市公司归属净利润（累计）

归母净利润 (百万元)	2021-12-31	2022-03-31	2022-06-30	2022-09-30	2022-12-31	2023-03-31
圣农发展	448.24	-65.33	-98.80	192.23	410.90	89.45
民和股份	47.61	-182.87	-297.35	-332.02	-452.06	56.86
益生股份	28.45	-288.01	-370.28	-402.41	-367.05	313.83
仙坛股份	82.14	-43.74	16.84	102.36	128.36	92.05
立华股份	-395.59	-177.58	-155.13	649.94	890.77	-390.93
湘佳股份	25.68	11.69	4.88	97.23	105.87	-28.25
晓鸣股份	81.85	13.64	21.22	17.88	7.32	-11.10
华英农业	-2,538.05	-38.49	130.72	-219.42	-597.02	4.79

资料来源：公司公告、Wind、山西证券研究所

图 24：家禽养殖公司归属净利润同比增速（累计）

归母净利润增速	2021-12-31	2022-03-31	2022-06-30	2022-09-30	2022-12-31	2023-03-31
圣农发展	↓ -78.04%	↓ -181.53%	↓ -135.96%	↓ -47.83%	↓ -8.33%	↑ 236.91%
民和股份	↓ -28.60%	↓ -236.08%	↓ -274.79%	↓ -299.53%	↓ -1049.51%	↑ 131.09%
益生股份	↓ -69.07%	↓ -357.21%	↓ -234.25%	↓ -276.05%	↓ -1390.00%	↑ 208.96%
仙坛股份	↓ -76.70%	↓ -170.34%	↓ -86.19%	↓ -17.70%	↑ 56.26%	↑ 310.44%
立华股份	↓ -255.70%	↓ -161.63%	↑ 44.64%	↑ 207.49%	↑ 325.18%	↓ -120.15%
湘佳股份	↓ -85.28%	↑ 42.89%	↑ 196.54%	↑ 1061.80%	↑ 312.30%	↓ -341.63%
晓鸣股份	↑ 62.88%	↓ -21.23%	↓ -59.15%	↓ -76.80%	↓ -91.05%	↓ -181.36%
华英农业	↓ -121.89%	↑ 58.45%	↑ 179.54%	↑ 2.81%	↑ 76.48%	↑ 112.46%

资料来源：公司公告、Wind、山西证券研究所

图 25：家禽养殖上市公司单季度净利润趋势

单季度归属于母 公司股东的利润 (百万元)	2020-03-31	2020-06-30	2020-09-30	2020-12-31	2021-03-31	2021-06-30	2021-09-30	2021-12-31	2022-03-31	2022-06-30	2022-09-30	2022-12-31	2023-03-31
圣农发展	700.72	631.49	474.23	235.01	80.14	194.57	93.76	79.77	-65.33	-33.46	291.02	218.67	89.45
仙坛股份	162.39	116.18	49.52	24.48	62.18	59.78	2.42	-42.24	-43.74	60.58	85.53	25.99	92.05
民和股份	146.56	85.77	-153.61	-12.04	134.39	35.73	-3.71	-118.79	-182.87	-114.47	-34.67	-120.04	56.86
益生股份	195.74	8.27	-59.12	-52.90	111.97	163.84	-47.24	-200.12	-288.01	-82.27	-32.12	35.36	313.83
立华股份	-196.84	-81.61	400.27	132.26	288.11	-568.34	-324.41	209.05	-177.58	22.45	805.07	240.83	-390.93
湘佳股份	108.47	31.33	39.91	-5.27	8.18	-13.23	-5.06	35.79	11.69	-6.82	92.35	8.64	-28.25
晓鸣股份	16.98	15.24	17.98	0.05	17.32	34.63	25.12	4.78	13.64	7.58	-3.34	-10.56	-11.10
华英农业	-149.92	-198.51	-120.25	-675.18	-92.63	-71.71	-61.43	-2,312.28	-38.49	169.21	-350.15	-377.60	4.79

资料来源：公司公告、Wind、山西证券研究所

图 26：家禽养殖上市公司资产负债率趋势

资产负债率	2021-12-31	2022-03-31	2022-06-30	2022-09-30	2022-12-31	2023-03-31
华英农业	66.12%	65.27%	55.17%	61.62%	61.43%	60.44%
圣农发展	41.78%	47.67%	50.86%	49.39%	47.47%	48.86%
湘佳股份	41.46%	44.70%	49.49%	48.60%	49.47%	48.43%
晓鸣股份	28.93%	31.67%	40.64%	41.52%	45.07%	46.95%
益生股份	42.91%	47.35%	48.70%	50.66%	51.95%	46.81%
立华股份	42.91%	46.77%	48.94%	37.93%	37.65%	40.78%
民和股份	18.57%	24.40%	25.16%	29.12%	32.50%	34.16%
仙坛股份	21.05%	22.17%	23.58%	24.69%	24.48%	24.16%

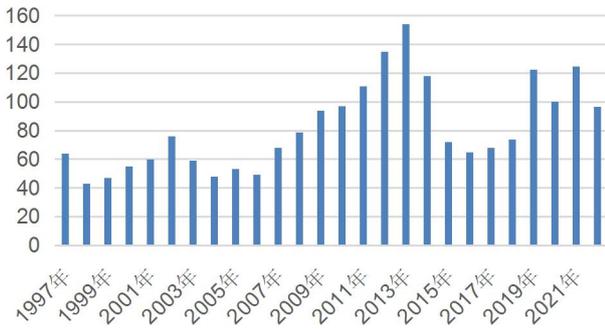
资料来源：公司公告、Wind、山西证券研究所

家禽板块中期展望：处于业绩和估值周期底部的优质个股已具配置价值

受国内猪价周期底部磨底和白羽肉鸡行业产能高位的影响，白羽肉鸡行业正处于周期底部。随着 2022 年国内祖代白羽肉鸡引种更新量下降带来供给收缩的影响逐步体现，后续白羽肉鸡供需格局有望趋于改善。站在目前时点，从周期角度，圣农发展处于业绩周期和 PB 估值周期的双底部，已经具备配置价值。

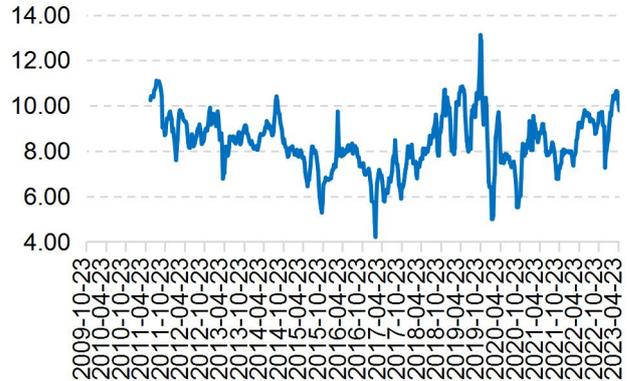


图 27：我国祖代白羽肉种鸡历史引种量（万套）



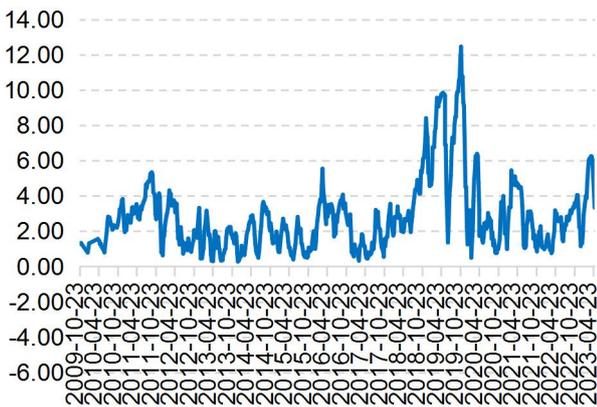
资料来源：禽业协会、山西证券研究所

图 28：我国白羽肉鸡主产区均价（元/公斤）



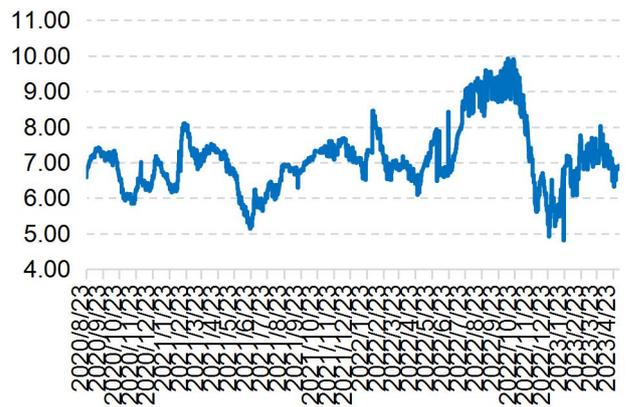
资料来源：Wind、山西证券研究所

图 29：我国商品代白羽肉鸡苗价格走势（元/羽）



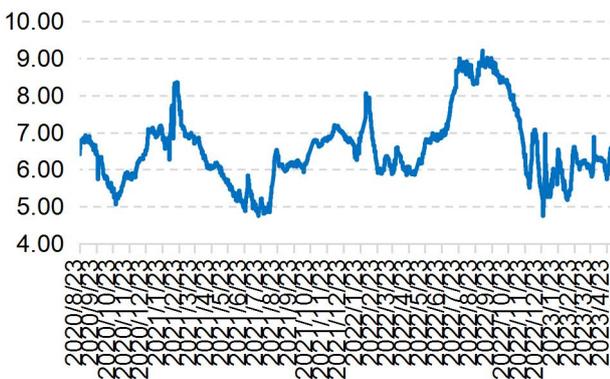
资料来源：Wind、山西证券研究所

图 30：中速鸡全国均价（元/斤）



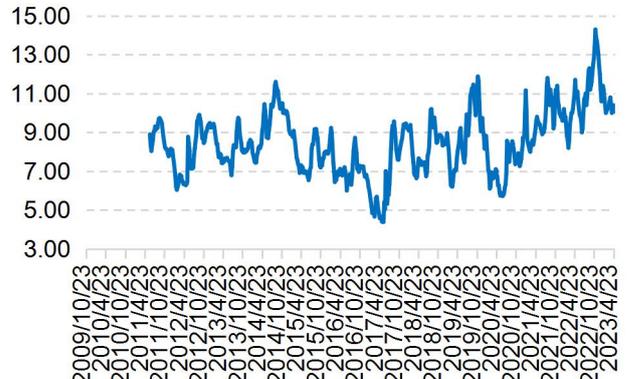
资料来源：Wind、山西证券研究所

图 31：快大鸡全国均价（元/斤）



资料来源：Wind、山西证券研究所

图 32：国内鸡蛋市场零售价（元/公斤）



资料来源：Wind、山西证券研究所

饲料动保板块业绩总结和展望

饲料动保板块 2022&2023Q1 业绩总结：2023Q1 业绩同比明显改善

2022 年我国工业饲料总产量 30223.4 万吨，同比增长 3.0%。分品种看，猪饲料产量 13597.5 万吨，增长 4.0%；蛋禽饲料产量 3210.9 万吨，下降 0.6%；肉禽饲料产量 8925.4 万吨，增长 0.2%；反刍动物饲料产量 1616.8 万吨，增长 9.2%；水产饲料产量 2525.7 万吨，增长 10.2%；宠物饲料产量 123.7 万吨，增长 9.5%。2023 年 1 季度，我国工业饲料总产量 7052 万吨，同比增长 3.0%。

在同比高基数、上游原料大幅涨价和下游畜禽养殖总体需求下滑等多因素影响之下，饲料动保板块 2022 业绩大部分同比出现下滑。进入 2023 年 1 季度，行业基本面出现好转。在同比基数低、上游原料价格高位回落、下游养殖需求有所回暖等利好因素驱动之下，饲料动保板块大部分上市公司 2023Q1 业绩同比有明显改善。

图 33：我国饲料总产量趋势



资料来源：中国饲料工业协会、山西证券研究所

图 34：饲料动保上市公司归属净利润（累计）

归母净利润 (百万元)	2021-12-31	2022-03-31	2022-06-30	2022-09-30	2022-12-31	2023-03-31
海大集团	1,596.05	200.70	918.53	2,101.75	2,954.14	407.91
粤海饲料	187.72	-41.69	-52.88	44.32	115.07	-48.54
普莱柯	244.14	37.52	80.26	132.85	174.11	65.46
金河生物	93.99	31.77	86.69	102.46	75.54	36.92
瑞普生物	412.78	72.21	139.83	233.02	346.70	80.82
蔚蓝生物	132.57	18.08	37.41	54.21	69.84	10.56
中牧股份	513.86	134.11	257.11	400.44	550.07	140.50
生物股份	382.29	80.97	104.94	210.07	210.68	106.71
科前生物	570.74	90.77	159.11	283.43	409.52	135.54
回盛生物	132.87	2.02	6.51	26.41	52.71	14.86
中联生物	110.20	23.93	23.28	72.36	61.10	15.87
溢多利	-118.91	-31.78	15.56	26.66	18.23	-13.68

资料来源：公司公告、Wind、山西证券研究所

图 35：饲料动保上市公司归母净利润增长趋势

归母净利润 增速	2021-12-31	2022-03-31	2022-06-30	2022-09-30	2022-12-31	2023-03-31
海大集团	-36.73%	-71.62%	-40.07%	20.34%	85.09%	103.24%
粤海饲料	-2.60%	-108.26%	-182.73%	-72.27%	-38.70%	-16.44%
普莱柯	7.20%	-56.80%	-50.94%	-42.40%	-28.68%	74.45%
金河生物	-19.89%	-54.61%	-15.27%	-7.09%	-19.63%	16.20%
瑞普生物	3.66%	-37.94%	-31.32%	-20.25%	-16.01%	11.93%
蔚蓝生物	21.65%	-37.68%	-39.02%	-42.63%	-47.32%	-41.59%
中牧股份	22.22%	-17.06%	-18.86%	-13.82%	7.05%	4.76%
生物股份	-5.89%	-61.68%	-59.32%	-49.82%	-44.89%	31.78%
科前生物	27.45%	-46.28%	-44.39%	-26.56%	-28.25%	49.33%
回盛生物	-11.52%	-96.81%	-93.57%	-77.95%	-60.33%	634.03%
中联生物	-14.91%	-15.70%	-47.58%	-21.25%	-44.56%	-33.69%
溢多利	-173.53%	-225.23%	-74.26%	-62.54%	115.33%	56.97%

资料来源：公司公告、Wind、山西证券研究所

图 36：饲料动保上市公司毛利率趋势

毛利率	2021-12-31	2022-03-31	2022-06-30	2022-09-30	2022-12-31	2023-03-31
海大集团	8.49%	8.02%	8.76%	9.03%	9.27%	8.39%
粤海饲料	12.64%	9.36%	8.76%	9.52%	9.82%	9.66%
溢多利	38.20%	26.43%	26.38%	29.21%	31.68%	43.80%
普莱柯	65.41%	61.85%	62.24%	62.93%	62.76%	58.98%
金河生物	31.33%	30.40%	28.62%	28.61%	28.92%	29.41%
瑞普生物	51.80%	49.40%	48.40%	47.71%	48.44%	50.98%
蔚蓝生物	46.26%	42.74%	43.19%	42.28%	43.23%	43.80%
中牧股份	29.06%	25.80%	22.59%	21.70%	21.59%	22.05%
生物股份	61.88%	55.15%	51.60%	53.50%	55.17%	59.69%
科前生物	79.80%	72.95%	72.69%	72.90%	73.61%	77.34%
回盛生物	27.17%	20.17%	19.21%	20.46%	22.03%	24.18%
中联生物	75.73%	73.61%	73.94%	75.63%	75.23%	72.46%

资料来源：公司公告、Wind、山西证券研究所

图 37：饲料动保上市公司销售净利率趋势

销售净利率	2021-12-31	2022-03-31	2022-06-30	2022-09-30	2022-12-31	2023-03-31
海大集团	2.11%	1.16%	2.22%	2.89%	3.02%	1.86%
粤海饲料	2.76%	-4.36%	-1.98%	0.80%	1.63%	-5.18%
溢多利	-4.51%	-6.33%	3.79%	4.51%	3.20%	-6.89%
普莱柯	22.22%	15.30%	15.65%	16.09%	14.18%	21.42%
金河生物	5.88%	8.37%	9.95%	8.46%	5.56%	7.67%
瑞普生物	21.60%	20.37%	16.91%	17.34%	17.93%	19.76%
蔚蓝生物	13.04%	7.75%	7.98%	7.51%	7.34%	5.40%
中牧股份	11.08%	12.51%	10.87%	9.95%	9.34%	12.56%
生物股份	21.90%	24.59%	15.93%	18.46%	13.09%	30.29%
科前生物	51.73%	44.78%	40.41%	41.26%	40.86%	48.45%
回盛生物	13.34%	0.98%	1.64%	3.93%	5.15%	6.45%
中联生物	29.14%	26.87%	16.83%	25.25%	18.56%	19.39%

资料来源：公司公告、Wind、山西证券研究所

图 38：饲料动保上市公司单季度净利润趋势

单季度归属于母 公司股东的净利润 (百万元)	2020-03-31	2020-06-30	2020-09-30	2020-12-31	2021-03-31	2021-06-30	2021-09-30	2021-12-31	2022-03-31	2022-06-30	2022-09-30	2022-12-31	2023-03-31
海大集团	303.69	800.33	969.44	449.28	707.28	825.31	213.89	-150.43	200.70	717.83	1,183.22	852.39	407.91
粤海饲料			97.76	33.11	-20.02	83.94	95.93	27.88	-41.69	-11.20	97.20	70.75	-48.54
普莱柯	59.40	60.63	40.45	67.27	86.85	76.75	67.03	13.51	37.52	42.74	52.59	41.26	65.46
金河生物	54.08	40.93	6.93	15.39	70.00	32.32	7.96	-16.29	31.77	54.92	15.77	-26.91	36.92
瑞普生物	73.13	74.17	104.97	145.93	116.35	87.23	88.61	120.59	72.21	67.63	93.19	113.68	80.82
蔚蓝生物	21.83	22.13	29.10	35.92	29.02	32.32	33.16	38.07	18.08	19.32	16.81	15.63	10.56
中牧股份	131.71	224.57	129.81	-65.66	161.69	155.18	147.77	49.22	134.11	123.00	143.34	149.62	140.50
生物股份	150.51	31.93	113.29	110.46	211.33	46.61	160.68	-36.33	80.97	23.97	105.13	0.60	106.71
科前生物	92.59	90.30	136.84	128.06	168.95	117.19	99.76	184.83	90.77	68.35	124.32	126.09	135.54
回盛生物	25.32	27.24	44.38	53.21	63.46	37.87	18.40	13.14	2.02	4.49	19.89	26.30	14.86
中联生物	47.13	13.62	76.68	-7.91	28.38	16.04	47.47	18.31	23.93	-0.64	49.08	-11.27	15.87
溢多利	18.75	50.77	53.51	38.69	25.38	35.06	10.73	-190.08	-31.78	47.34	11.10	-8.43	-13.68

资料来源：公司公告、Wind、山西证券研究所

饲料动保板块中期展望：在上下游压力缓解之下，毛利率有望趋于改善

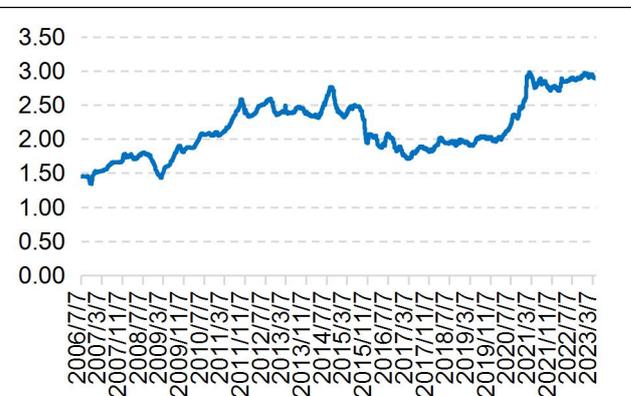
在 2022 年，俄乌战争和南美天气导致全球农产品价格出现较大涨幅，豆粕小麦等饲料原料成本压力剧增。受到原料涨价影响，饲料行业产品价格也经历了多轮价格调整。然而，尤其在 2022 年上半年下游养殖盈利不佳的影响之下，饲料行业也难以把成本上涨压力全部往下游传导，从而使得行业内部两端受挤压。展望 2023 年，我们认为上游原料供需压力有望呈现边际减小的趋势，2023 年饲料原料上涨压力或有所缓解。年初以来，小麦和豆粕价格已经出现不同程度的回落。与此同时，2023 年下游畜禽养殖需求总体或好于 2022 年。在上下游压力缓解之下，饲料行业毛利率有望趋于改善。

图 39：育肥猪配合饲料均价（元/公斤）



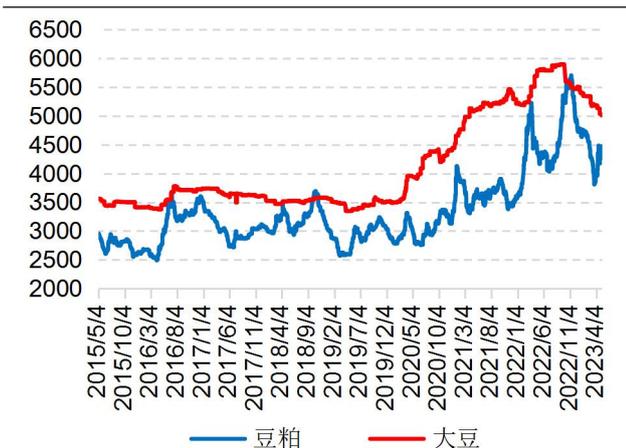
资料来源：Wind、山西证券研究所

图 40：国内玉米平均价格（元/公斤）



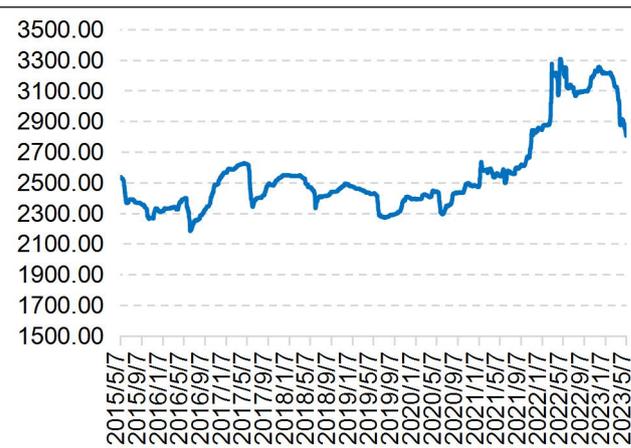
资料来源：Wind、山西证券研究所

图 41：国内大豆和豆粕价格（元/吨）



资料来源：Wind、山西证券研究所

图 42：国内小麦平均价格（元/吨）



资料来源：Wind、山西证券研究所

种子板块业绩总结和展望

种子板块 2022&2023Q1 业绩总结：2023Q1 业绩有所分化

种子板块 2023 年 1 季度业绩出现分化。其中，隆平高科 2023Q1 营业收入同比增长 17.49%，归母净利润同比增长 213.22%，主要原因在于：1、玉米种子业务同比增长，主营业务毛利润增加；2、联营企业经营业绩好转，权益法确认的投资收益同比增加。登海种业 2023Q1 归母净利润同比下降 57.12%，主要原因在于当期销售较去年同期有所下滑。

图 43：种业上市公司营业收入增长趋势

营业收入同比增速	2021-12-31	2022-03-31	2022-06-30	2022-09-30	2022-12-31	2023-03-31
丰乐种业	6.54%	-11.97%	-5.45%	3.59%	14.83%	10.96%
隆平高科	6.47%	6.48%	6.98%	55.20%	5.29%	17.49%
登海种业	22.20%	45.78%	6.12%	10.01%	20.45%	-21.51%
荃银高科	57.38%	49.66%	42.46%	28.09%	38.47%	40.22%
神农科技	14.27%	28.27%	-12.68%	-12.49%	28.90%	-16.96%
敦煌种业	-3.36%	-4.88%	-13.23%	-8.59%	8.95%	70.27%
万向德农	-7.65%	1.43%	3.10%	11.65%	5.99%	15.24%

资料来源：公司公告、Wind、山西证券研究所

图 44：种业上市公司归母净利润增长趋势

归母净利润增速	2021-12-31	2022-03-31	2022-06-30	2022-09-30	2022-12-31	2023-03-31
丰乐种业	263.05%	-46.85%	-26.10%	165.12%	-67.86%	9.72%
隆平高科	-46.12%	34.38%	-421.52%	-138.17%	-1503.53%	213.22%
登海种业	128.33%	76.89%	6.67%	-3.81%	8.77%	-57.12%
荃银高科	26.68%	1085.45%	421.95%	4043.42%	38.03%	53.40%
神农科技	51.90%	-899.29%	-39.18%	-24.86%	-13.68%	17.39%
敦煌种业	-69.36%	-50.55%	-55.18%	-54.37%	121.07%	208.42%
万向德农	-31.26%	221.23%	174.47%	136.14%	89.66%	-17.47%

资料来源：公司公告、Wind、山西证券研究所

图 45：种业上市公司毛利率趋势

毛利率	2021-12-31	2022-03-31	2022-06-30	2022-09-30	2022-12-31	2023-03-31
丰乐种业	13.89%	13.57%	11.67%	10.59%	12.65%	12.71%
隆平高科	34.27%	44.89%	40.48%	36.80%	33.31%	45.13%
登海种业	36.31%	37.89%	37.45%	33.17%	31.89%	32.35%
荃银高科	28.83%	23.91%	20.90%	19.96%	26.84%	22.83%
神农科技	30.19%	29.59%	25.79%	40.91%	32.05%	27.11%
敦煌种业	21.43%	34.49%	31.98%	26.78%	24.42%	35.79%
万向德农	49.58%	38.56%	45.65%	43.56%	47.76%	32.69%

资料来源：公司公告、Wind、山西证券研究所

图 46：种业上市公司销售净利率趋势

销售净利率	2021-12-31	2022-03-31	2022-06-30	2022-09-30	2022-12-31	2023-03-31
丰乐种业	7.12%	1.42%	1.26%	0.20%	1.83%	1.28%
隆平高科	4.94%	11.81%	-20.17%	-51.64%	-20.93%	22.24%
登海种业	21.68%	30.32%	25.26%	19.02%	21.79%	19.15%
荃银高科	8.43%	6.78%	3.77%	2.12%	8.81%	6.09%
神农科技	-38.10%	-10.98%	-37.28%	-25.01%	-33.07%	-6.88%
敦煌种业	4.56%	14.88%	5.63%	-4.59%	6.33%	16.92%
万向德农	19.20%	62.77%	43.52%	35.47%	33.91%	44.94%

资料来源：公司公告、Wind、山西证券研究所

图 47：种业上市公司单季度净利润趋势

单季度归属于母 公司股东的利润 (百万元)	2020-03-31	2020-06-30	2020-09-30	2020-12-31	2021-03-31	2021-06-30	2021-09-30	2021-12-31	2022-03-31	2022-06-30	2022-09-30	2022-12-31	2023-03-31
丰乐种业	20.97	8.18	-11.86	33.12	13.74	7.23	-28.11	190.14	7.30	8.19	-10.84	54.16	8.01
隆平高科	23.96	-97.55	-266.13	455.62	40.53	-97.64	-241.17	360.72	54.46	-352.30	-412.56	-166.06	170.58
登海种业	33.60	23.71	1.07	43.58	58.95	46.19	11.63	116.03	104.28	7.87	0.17	140.90	44.72
荃银高科	8.82	1.24	-4.94	128.33	-2.07	-7.40	8.51	170.00	20.42	10.06	7.35	195.51	31.32
神农科技	-4.15	52.32	-13.02	-153.30	-0.41	-13.46	-4.66	-38.30	-4.05	-15.25	-3.84	-41.46	-3.35
敦煌种业	-7.96	-26.23	108.48	-44.75	16.18	-20.29	-18.37	31.53	8.00	-14.37	-28.33	54.71	24.68
万向德农	13.48	21.82	6.03	13.87	13.02	4.65	5.71	14.56	41.84	6.68	6.71	16.75	34.53

资料来源：公司公告、Wind、山西证券研究所

种子板块中期展望：产品价格或有望趋好

根据全国农技推广服务中心的统计，2022 年杂交玉米制种收获面积大幅增加至 366 万亩，全国新产玉米种子 13.6 亿公斤，同比增加 3.2 亿公斤，增幅为 31%；预计 2023 年杂交玉米种子总供应量 16.5 亿公斤，总需求量 11.5 亿公斤；预计全国玉米种子销售均价为 35.4 元/公斤，折合成亩用种成本为每亩 63.8 元，比去年同期上升 14.1%。

杂交稻方面，2022 年杂交稻制种面积同比增加 40 万亩，增幅为 25%，但受到天气影响，平均单产同比下降 22%；预计 2022 年全国新产杂交稻种子约 2.8 亿公斤，与 2021 年相比基本持平；预计 2023 年杂交稻种子总供应量 3.3 亿公斤，总需求量 2.7 亿公斤；预计全国杂交水稻种子每公斤平均价格为 78.44 元，比去年同期上升 4.2%。

图 48：全国杂交玉米制种面积和制种量趋势



资料来源：Wind、全国农技推广服务中心、山西证券研究所

图 49：全国杂交水稻制种面积和制种量趋势



资料来源：Wind、全国农技推广服务中心、山西证券研究所

投资建议

本轮猪周期已经进入第三个“亏损底”。第三个“亏损底”相比第二个“亏损底”更有可能成为新一轮周期的起点。经历过 2021-2022 年两个“亏损底”的资金消耗后，生猪养殖行业的负债率已经处于较高的水平。根据历史经验，随着亏损时间的不断累积，资金持续消耗，负债率和现金流进入较为紧张的临界区域，即使小幅的亏损也有可能引发较大规模的被动淘汰。此外，第三个“亏损底”也有望使得本轮产业投机行为大幅收敛。

根据我们的养殖股“亏损期+低 PB”投资策略，我们建议在第三个“亏损底”期间选择 PB 接近或跌破自身历史底部的优质标的进行布局。如果在第三个“亏损底”期间实现较大幅度的产能去化，则有可能是周期反转的起点；即使在第三个“亏损底”期间产能去化依然不够彻底，则也有机会迎来一次可观的反弹行情，推荐温氏股份、唐人神、东瑞股份、神农集团、巨星农牧、新希望等经营相对稳健的生猪养殖股。根据我们的生猪养殖股的逻辑框架，预计近期生猪养殖股或沿着“产能去化”的逻辑演绎。

推荐海大集团：1、饲料行业 2023 年景气度或优于 2022 年；2、行业整合持续推进，市场份额有望进一步往头部集中；3、从业绩同比趋势来看，公司 2023 年 H1 的同比业绩基数较低，具有较大的增长潜力，且年度业绩有望进入回升期；4、目前股价对应 2023 年 PE 估值处于历史底部区域。

推荐圣农发展：白羽肉鸡行业正处于周期底部，对于业绩和估值处于历史底部区域的圣农发展，随着供需格局改善，或有望继续迎来估值修复行情。

风险提示

因畜禽养殖疫情和自然灾害导致养殖存栏出现损失的风险。极端天气和自然灾害导致养殖基地受损，从而影响生产和出栏的风险。昆虫灾害、干旱洪涝等自然灾害导致玉米大豆等原料供给减少和饲料原料涨价的风险。疫情导致交通运输不畅的风险。

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 6 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336

