

推荐 (维持)

畜禽价格上涨利好 2019 年整体业绩

风险评级：中风险

农林牧渔行业 2018 年年报及 2019 年一季报业绩综述

2019 年 5 月 16 日

投资要点：

魏红梅

SAC 执业证书编号：

S0340513040002

电话：0769-22110925

邮箱：whm2@dgzq.com.cn

研究助理：周嘉瑶

S0340119020000

电话：0769-23320059

邮箱：

zhoujiayao@dgzq.com.cn

细分行业评级

种植业	推荐
饲料业	推荐
畜禽养殖	谨慎推荐
动物保健	谨慎推荐

行业指数走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

相关报告

- 种植业：2018年及2019年一季度种业业绩持续增长，规模龙头市占率稳步上升。**国家农业供给侧改革持续推行下整体行业量价齐跌但上市规模公司业绩稳定增长。主要得益于1) 龙头企业得益于在资本和技术上的优势，进行外延并购带来业绩的增长。2) 规模龙头企业市场份额不断扩大促进营收稳定增长。
- 饲料业：畜禽产品出栏稳定增长，带动饲料业业绩稳步增长。**国内饲料主要以猪禽饲料为主，2018年产量各占38.81%和46.01%。2018年，全国生猪出栏数为6.94亿头，同比增长0.76%，绝对数增长521万头；2018年鸡肉产品实现1,179万吨，同比增长0.86%。因四大家鱼2018年下半年价格走低，养殖利润下滑导致传统水产料销量下降；受消费升级带动，新兴特种水产如小龙虾、鲈鱼、鳜鱼等饲料增量明显。**业绩稳增长主要得益于下游畜禽出栏增加，以及规模户的市占率提升。**另外，饲料企业从10,000多家减少到2015年的6,000多家，规模户市占率逐渐提升利好业绩增长。
- 畜禽养殖业：猪鸡价格分化，猪企业绩下滑，禽企业绩大幅反转。**2018年，生猪价格同比下滑14.98%达到周期性低位12.79元/公斤，农户养殖利润大幅下滑打击养殖积极性叠加下半年非洲猪瘟侵袭猪价承压；国内白羽肉鸡供需关系得以改善支撑鸡价上行，主产区白羽肉鸡2018年均价为8.50元/公斤，同比上涨26.31%。**畜禽养殖业绩分化主要来源于畜禽价格分化。**截止到2019年4月，生猪和能繁母猪存量分别同比下滑20.80%和22.30%，预期猪价上涨将利于猪企业绩大幅改善。
- 动物保健：个股业绩分化主要受下游畜牧产品景气度分化导致。**受到猪周期下行以及非洲猪瘟带来的生猪存栏的下滑，以生猪动保产品为主的生物股份、普莱柯业绩有所下滑；产品在畜禽种类中相对均衡的中牧股份业绩相对稳定。
- 投资策略：维持推荐评级。**主要因为看好2019年畜禽产品价格的上涨。2019年行业生猪供应得到有效去化并形成缺口支撑猪价上涨，利好生猪养殖及其替代性产品如白羽肉鸡继续延续2018年高景气的态势。后周期板块如饲料以及动物疫苗板块将得益于生猪板块的业绩改善以及禽板块持续走好，养殖利润改善将利于其业绩的稳定增长。我们推荐关注的标的公司有：隆平高科(000998)、温氏股份(300498)、牧原股份(002714)、正邦科技(002157)、天邦股份(002124)、海大集团(002311)、新希望(000876)、圣农发展(002299)、益生股份(002458)、民和股份(002234)、生物股份等(600201)。
- 风险提示：**下游养殖业产品价格低迷；大型动物疫病的爆发；极端天气的发生。

目录

1. 种植业	4
1.1 2018 年年报：业绩保持稳定增长态势 龙头市占率稳步攀升	4
1.1.1 营收业绩持续增长，龙头市占率有所提升	4
1.1.2 盈利能力：价格下滑拖累毛利率，三项费用逐步上升	5
1.2 2019 年 Q1：规模种植市占率稳步提升 业绩稳健增长	6
1.2.1：玉米种子库存缓解 种业业绩稳步	6
1.2.2：农产品价格下滑拖累行业毛利率，	7
2. 饲料业	8
2.1 2018 年：畜禽产品出栏稳定增长，带动饲料业业绩稳步增长	8
2.1.1 原材料成本轻微上涨，下游出栏稳增长带动业绩保持增长	8
2.1.2 成本上升，毛利率净利率轻微下跌	9
2.2. 2019 年 Q1：受非瘟影响母猪生猪存栏急剧下降拖累行业业绩	10
2.2.1 生猪母猪存栏幅下滑拖累净利润	10
2.2.2 盈利能力有所下滑	11
3. 畜禽养殖	12
3.1 2018 年：猪价价格分化 猪企业绩下滑，禽企业绩大幅反转	12
3.1.1 猪价触及周期低点，鸡价供需偏紧维持高景气	12
3.1.2 盈利能力有所下滑	14
3.2 2019 年 Q1：猪价下跌鸡价坚挺 企业业绩分化	15
3.2.1 畜禽价格分化	15
3.2.2 三费用率下降拉升销售净利率	16
4. 动物保健	17
4.1 2018 年：畜牧水产存栏分化导致公司业绩分化	17
4.1.1 个股业绩分化主要受下游畜牧产品景气度分化导致	17
4.1.2 利润上升提升盈利能力	18
4.2 2019 年 Q1：业绩保持增长，成本增加下拉净利率	19
4.2.1 业绩受生猪存栏下滑而拖累	19
4.2.2 利润下滑拖累毛利率	20
5. 投资策略	21
6. 风险提示	23

插图目录

图 1：2018 年行业总营业收入和同比增速	4
图 2：2018 年行业归母净利润和同比增速	4
图 3：2018 年种植业毛利率与净利率	5
图 4：2018 年种植业三大费用率	5
图 5：2018 年第一季度种植业营业收入及其增速	7
图 6：2018 年第一季度种植业归母净利润及其增速	7
图 7：2019 年第一季度种植业毛利率与净利率	8
图 8：2019 年第一季度种植业三大费用率	8

图 9: 2018 年饲料业营业收入及其增速	9
图 10: 2018 年饲料业归母净利润及其增速	9
图 11: 2018 年饲料业毛利率与净利率	9
图 12: 2018 年饲料业三大费用率	9
图 13: 2019 年第一季度饲料业营业收入及其增速	11
图 14: 2019 年第一季度饲料业归母净利润及其增速	11
图 13: 2019 年一季度饲料业毛利率与净利率	11
图 14: 2019 年第一季度饲料业三大费用率	11
图 17: 2018 年畜禽养殖业营业收入及其增速	13
图 18: 2018 年畜禽养殖业归母净利润及其增速	13
图 19: 2018 年畜禽养殖业毛利率与净利率	14
图 20: 2018 年畜禽养殖业三大费用率	14
图 21: 2019 年一季度畜禽养殖业营业收入及其增速	15
图 22: 2019 年一季度畜禽养殖业归母净利润及其增速	15
图 23: 2019 年一季度畜禽养殖业毛利率与净利率	16
图 24: 2019 年一季度畜禽养殖业三大费用率	16
图 25: 2018 年动物保健业营业收入及其增速	17
图 26: 2018 年动物保健业归母净利润及其增速	17
图 27: 2018 年动物保健业毛利率与净利率	19
图 28: 2018 年动物保健业三大费用率	19
图 29: 2019 一季度年动物保健业营业收入及其增速	20
图 30: 2019 一季度年动物保健业归母净利润及其增速	20
图 31: 2019 一季度年动物保健业毛利率与净利率	20
图 32: 2019 一季度年动物保健业期间费用率	20

表格目录

表 1: 2018 年种植业龙头业绩增速	5
表 2: 2018 年种植业龙头盈利能力	6
表 3: 2019 年第一季度种植业龙头业绩情况	7
表 4: 2019 年第一季度种植业龙头盈利能力	8
表 5: 2018 年饲料业龙头业绩增速	9
表 6: 2018 年饲料业龙头盈利能力	10
表 7: 2019 年第一季度饲料业龙头业绩情况	11
表 8: 2019 年第一季度饲料业龙头盈利情况	12
表 9: 2018 年畜禽养殖业龙头业绩增速	13
表 10: 2018 年畜禽养殖业龙头盈利能力	15
表 11: 2019 年第一季度畜禽养殖业龙头业绩增速	16
表 12: 2019 年第一季度畜禽养殖业龙头盈利能力	17
表 13: 2018 年动物保健业公司业绩增速	18
表 14: 2018 年动物保健业公司盈利能力	19
表 15: 2019 年一季度动物保健业公司业绩增速	20
表 16: 2019 年一季度动物保健业公司盈利能力	21
表 17: 农林牧渔上市公司 2019 年上半年业绩预告	22
表 18: 农林牧渔上市公司业绩预测表	22

1. 种植业

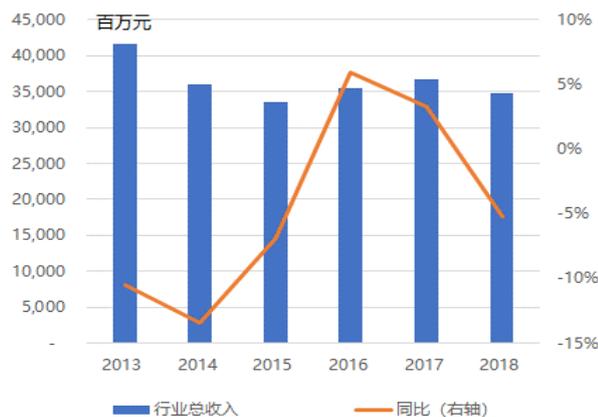
1.1 2018 年年报：业绩保持稳定增长态势 龙头市占率稳步攀升

1.1.1 营收业绩持续增长，龙头市占率有所提升

2018 年，种植业(共 18 家样本公司,下同)实现营业总收入 347.27 亿元，同比下滑 5.24%；实现归属于母公司股东的净利润 28.62 亿元，同比增长 22.12%，业绩增速同比较轻微增长 0.57 个百分点。2018Q4，种植业实现营业总收入 132.86 亿元，同比上升 22.55%；实现归属于母公司股东的净利润 7.19 亿元，同比上升 31.85%。种植业从 2018 年业绩增速整体呈现平稳的趋势。

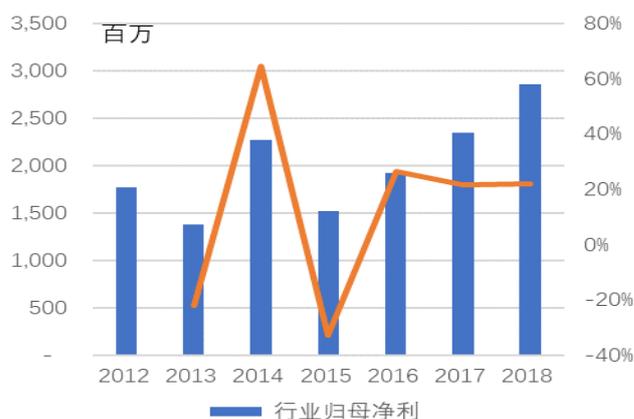
2018 年种植业上市公司业绩增速保持平稳，主要原因是 1) **龙头企业得益于在资本和技术上的优势，进行外延并购带来业绩的增长。**如 2018 年期间，隆平高科成功并购联创种业，河北巡天、四川隆平玉米种子有限公司业务保持成长态势，公司玉米种子业务全年实现营业收入 6.03 亿元，比上年增长 2.53 亿元，自主研发玉米市场份额跃居全国首位。2) **规模龙头企业市场份额不断扩大促进营收稳定增长。**为了化解行业高库存，提升经营效益，近年来国家持续推行农业供给侧改革，主要针对水稻和玉米两作物品种。全行业来看，种植业整体体现出量价起跌的行业趋势。根据国家粮油信息 2019 年四月发布的《食用谷物市场供需状况月报》预测显示，2018 年，全国稻谷播种面积为 3018.8 万公顷，同比减少 55.92 万公顷；小麦种植面积 2426.7 万公顷，同比减少 24.10 万公顷；玉米种植面积 4,212.9 万公顷，减少 27 万公顷。在价格方面，2018/19 生产期，白小麦、红小麦以及混合麦最低收购价均下调 60 元/吨；水稻最低收购价相对持平；受到农业供给侧改革以及中美贸易摩擦影响，进口玉米量下滑带动国内玉米库存得到有效去化，2018 年玉米价格现货均价为 1,882 元/吨，同比上涨 10.03%。在水稻、玉米、小麦种植面积减少的情况下，龙头企业凭借着自身资本以及技术优势逆势扩张，市占率提升带动种业板块业绩稳定增长。

图 1: 2018 年行业总营业收入和同比增速



资料来源: Wind, 东莞证券研究所

图 2: 2018 年行业归母净利润和同比增速



资料来源: Wind, 东莞证券研究所

隆平高科：2018 年，隆平高科实现营业收入 35.80 亿元，同比增长 12.22%；实现归母净利润 7.91 亿元，同比增长 2.49%。其中，2018 年 Q4 公司实现营业收入 21.23 亿元，结构性改革的持续推进、水稻最低收购价下调及种植面积调减等产业政策的影响，报告期内中国水稻种子行业的市场价格和销量均受一定压力，但公司水稻种子业务逆势扩张，杂交水稻种子市场占有率进一步提升，全年实现营业收入 21.25 亿元，比上年增长 1.83 亿元。玉米种子方面，报告期内并购的联创种业，河北巡天、四川隆平玉米种子有限公司财务数据并表，玉米种子业务全年实现营业收入 6.03 亿元，同比上年增长 2.53 亿元，自主研发玉米市场份额跃居全国首位。

登海种业：2018 年公司实现营业总收入 7.61 亿元，同比减少 5.32%，实现归母净利润 0.33 亿元，同比减少 80.49%；其中，2018 年 Q4 公司实现收入 4.31 亿元，同比增长 38.95%，实现归母净利润 2702 万元，同比减少 49.19%。受到国内农业供给侧改革，镰刀湾非优势地区的玉米播种面积继续调减，以及 2016 年国家取消“玉米临储价格政策”后，玉米价格低位徘徊，农民种粮积极性受到一定影响，公司玉米种子销售受限；另外，国内种子市场审定品种较多、玉米种子库存量较大，种子产能过剩，竞争加剧以及套牌假冒侵权和非法经营的种子对公司经营产生严重打击。报告期间，公司玉米种子占总营收的 88.80%（2017 年为 93.05%），实现营收 6.76 亿元，同比下滑 9.65%。

表 1：2018 年种植业龙头业绩增速

代码	名称	2018 年营收同比	2018 年归母净利润同比	2018 年 Q4 营收同比	2018Q4 年归母净利润同比
600598.SH	北大荒	9.10%	25.19%	-6.96%	-86.68%
000998.SZ	隆平高科	12.22%	2.49%	9.94%	16.75%
601952.SH	苏垦农发	13.16%	8.66%	10.41%	-5.71%
600371.SH	万向德农	2.37%	-9.72%	-8.08%	-21.61%
300511.SZ	雪榕生物	38.81%	23.74%	1.14%	-55.73%
002041.SZ	登海种业	-5.32%	-80.49%	38.95%	-49.19%

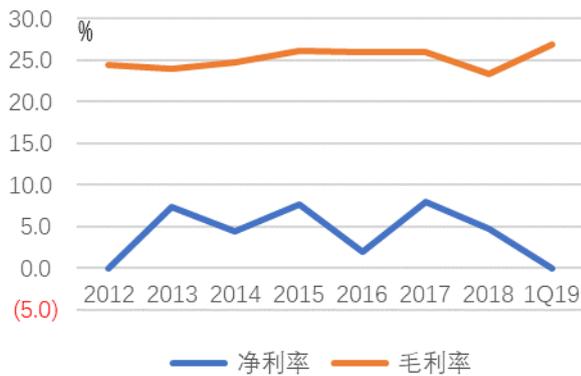
资料来源：东莞证券研究所，wind

1.1.2 盈利能力：价格下滑拖累毛利率，三项费用逐步上升

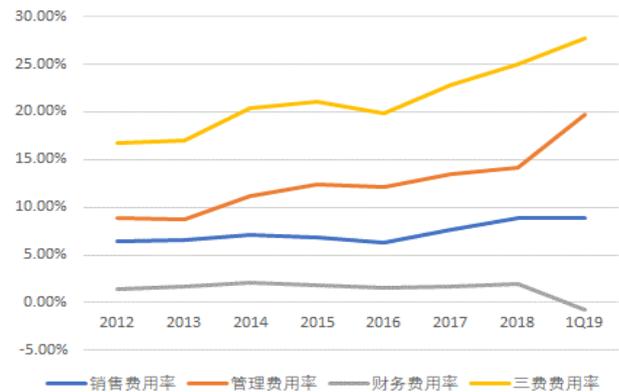
2018 年，种植业上市公司毛利率 48.62%，同比降低 2.55 个百分点，主要原因是因农产品价格下降导致相关种子售价下降。期间费用率同比上升 2.22 个百分点至 25.07%，其中销售费用率、管理费用率和财务费用率分别同比上升了 1.18 个百分点、0.71 个百分点和 0.34 个百分点，分别达到 8.86%、14.23% 和 2.05%。受到期间费用率的攀升，净利率同比下降 3.26 个百分点至 4.59%。

图 3：2018 年种植业毛利率与净利率

图 4：2018 年种植业三大费用率



资料来源: Wind, 东莞证券研究所



资料来源: Wind, 东莞证券研究所

隆平高科: 2018 年公司销售毛利率为 43.59%，同比下降 2.12 个百分点；销售净利率为 25.23%，同比下降 2.75 个百分点。然而，受到国家最低收购价下调影响，水稻业务销售毛利率为 41.14%，同比下降 4.24 个百分点，玉米种子销售毛利率为 40.05%，同比上升 3.65 个百分点。公司总体销售毛利率的同比下降，主要是农业供给侧改革下稻谷价格有所下滑以及制种成本有所上升。2018 年，公司期间费用率同比上升 13.45 个百分点，为 31.16%。销售费用率、管理费用率和财务费用率分别上升 0.83 个百分点、2.76 个百分点和 9.86 个百分点，分别为 10.04%、11.07% 和 10.05%。期间费用率上升主要是并购联创种业员工，人员有所增加导致薪酬支出增加，固定资产及研发投入增幅明显以及并购产生的中介机构咨询费用增加。

登海种业: 2018 年公司销售毛利率为 33.59%，同比下降 7.51 个百分点，销售净利率为 -3.24%，同比下降 20.22 个百分点。毛利率下降主要是市场竞争愈加激烈，纵然玉米现货价在 2018 年同比上升约 10.03%，但公司产品老化难以销量提高和提价。2018 年，公司期间费用率为 35.98%，同比上升 2.43%。

表 2: 2018 年种植业龙头盈利能力

代码	名称	销售毛利率	销售净利率	销售费用率	管理费用率	财务费用率	期间费用率
600598.SH	北大荒	84.67%	28.04%	0.54%	51.57%	0.01%	52.12%
000998.SZ	隆平高科	43.59%	25.23%	10.04%	11.07%	10.05%	31.16%
601952.SH	苏垦农发	17.29%	12.56%	3.42%	7.36%	-0.02%	10.75%
600371.SH	万向德农	48.99%	22.05%	19.60%	12.52%	-1.19%	30.92%
300511.SZ	雪榕生物	14.27%	6.76%	1.01%	5.95%	4.05%	11.01%
002041.SZ	登海种业	33.59%	-3.24%	15.24%	21.04%	-0.30%	35.98%

资料来源: 东莞证券研究所, wind

1.2 2019 年 Q1: 规模种植市占率稳步提升 业绩稳健增长

1.2.1: 玉米种子库存缓解 种业业绩稳步增长

2019 年一季度，种植业实现营业收入 81.32 亿元，同比上升 15.73%；实现归母净利润 7.91 亿元，同比上升 21.42%，业绩稳步上升。种植业业绩增长的主要原因是行业中商品种子数量和市值最大的玉米种子过剩局面得到有效缓解，是种业上市企业盈利水平回

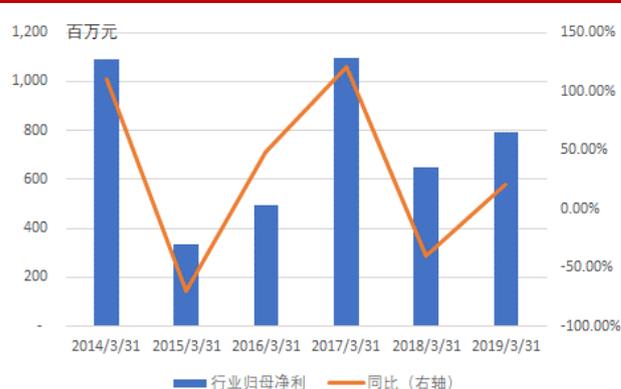
升的主要原因。根据中国汇易数据,2019 年我国玉米库存为 1.39 亿吨,同比下降 26.93%;2019 年库销比为 44.15%,对比 2018 年的 62.44%,下降 18.29 个百分点。受库存去化等因素影响,2019 年玉米价格 2019 第一季同比上涨 0.90%。

图 5: 2018 年第一季度种植业营业收入及其增速



资料来源: Wind, 东莞证券研究所

图 6: 2018 年第一季度种植业归母净利润及其增速



资料来源: Wind, 东莞证券研究所

隆平高科: 2019 年第一季度公司实现营业总收入 7.40 亿元,同比下降-9.15%,实现归母净利润 1.34 亿元,同比下降-40.22%。净利润下降主要是上年同期因美元借款汇率变动确认汇兑收益 1.04 亿元,以及非正常经营业务的投资收益大幅减少 2780.91 万元。

登海种业: 2018 年第一季度公司实现营业收入 1.36 亿元,同比下降-2.29%,实现归母净利润 0.05 亿元,同比下降 75.82%。公司业绩下降的主要原因是镰刀湾非优势地区的玉米播种面积继续调减,自隆平高科并购联创种业,河北巡天、四川隆平玉米等玉米种子企业并跃升成为自主研发玉米种子龙头后,行业竞争愈加激烈,公司产品老旧缺乏拳头创新品种,导致业绩下滑。

表 3:2019 年第一季度种植业龙头业绩情况

代码	名称	营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	营业收入同比	归母净利润同比
600598.SH	北大荒	5.72	2.71	-16.89%	-5.57%
000998.SZ	隆平高科	7.40	1.34	-9.15%	-40.22%
601952.SH	苏垦农发	12.71	1.24	39.58%	-13.44%
600371.SH	万向德农	0.70	0.13	5.56%	0.68%
300511.SZ	雪榕生物	5.36	1.36	-1.02%	21.46%
002041.SZ	登海种业	1.36	0.05	-2.29%	-75.82%

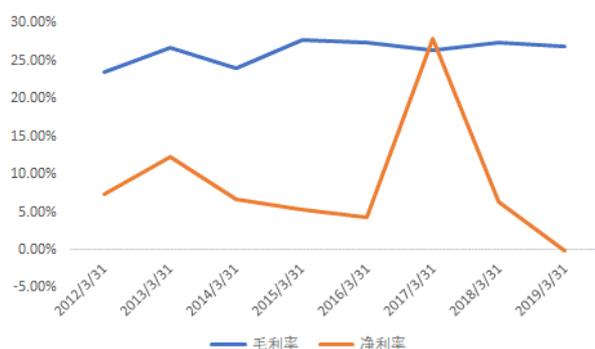
资料来源: 东莞证券研究所, wind

1.2.2: 农产品价格下滑拖累行业毛利率

截止到 2019 年 3 月底,2019 年一季度玉米均价同比上升 0.90%,小麦价格同比下跌 3.36%,粳稻价格同比下降 2.92%。受畜牧养殖业生猪以及肉禽存栏下降,饲料需求降低影响,原粮农产品价格一季度相继走低,大大降低农民种植的积极性,种业公司盈利能力下滑。2019 年一季度,种植业销售毛利率为 26.89%,同比下降 0.46 个百分点。销售净利率为-0.08%,同比下降 6.46 个百分点。期间费用率为 30.25%,同比上升 7.44 个

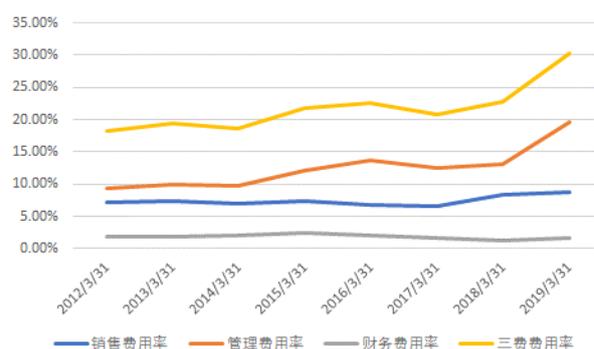
百分点。期间费用率的上升明显，主要因为管理费用率的上升，同比上升 6.51 个百分点。

图 7：2019 年第一季度种植业毛利率与净利率



资料来源：东莞证券研究所，wind

图 8：2019 年第一季度种植业三大费用率



资料来源：东莞证券研究所，wind

隆平高科：2019 年第一季度，公司销售毛利率为 43.59%，同比上升 3.99 个百分点。销售净利率为 20.46%，同比下降 10.93 个百分点，期间费用率上升 13.31 个百分点。

登海种业：2019 年第一季度，公司销售毛利率为 28.86%，同比下降 6.45 个百分点，销售净利率为 -9.49%，同比下降 17.93 个百分点。销售毛利率下降的原因是公司生产种子成本增加。销售净利率下降的原因是期间费用同比上升 8.72 个百分点，主要为管理费用率上升。同比上升 11.30 个百分点。

表 4：2019 年第一季度种植业龙头盈利能力

代码	名称	销售毛利率	销售净利率	销售费用率	管理费用率	财务费用率	期间费用率
600598.SH	北大荒	96.09%	46.93%	0.66%	49.92%	-0.09%	50.48%
000998.SZ	隆平高科	48.05%	20.46%	10.37%	12.53%	-1.28%	21.62%
601952.SH	苏垦农发	14.56%	10.39%	3.18%	6.04%	0.19%	9.41%
600371.SH	万向德农	42.56%	20.36%	14.54%	10.97%	-3.26%	22.25%
300511.SZ	雪榕生物	32.23%	25.76%	0.93%	4.41%	3.42%	8.76%
002041.SZ	登海种业	28.86%	-9.49%	15.97%	32.98%	-0.57%	48.38%

资料来源：东莞证券研究所，wind

2. 饲料业

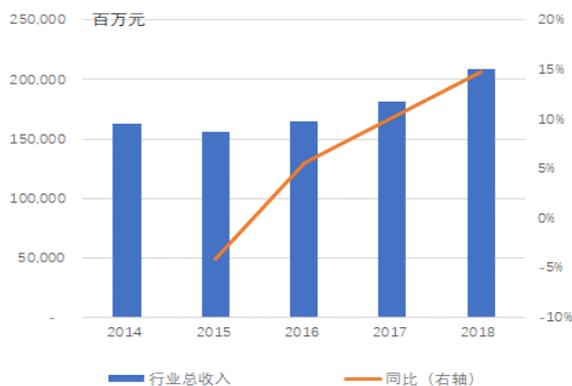
2.1 2018 年：畜禽产品出栏稳定增长，带动饲料业业绩稳步增长

2.1.1 原材料成本轻微上涨，下游出栏稳增长带动业绩保持增长

2018 年，饲料业（SW 饲料业剔除中宠股份、佩蒂股份和通威股份，共 13 家样本公司，下同）实现营业总收入 2084.47 亿元，同比增长 14.78%；实现归母净利润 45.83 亿元，同比下滑 33.70%。2018 年，玉米价格同比上涨 10.03%，大豆同比价格下降 3.46%，豆粕价格同比上升 6.08%，鱼粉价格同比上升 8.25%。业绩稳增长主要得益于下游畜禽出栏增加以及规模饲料企业的市占率提升。2018 年动物蛋白产量出栏稳定，报告期内，生猪出栏数为 6.94 亿头，同比增长 0.76%，绝对数增长 521 万头；2018 年鸡肉产品实现 1,179 万吨，同比增长 0.86%。受制四大家鱼 2018 年下半年价格走低，传统水产料销量

下降；受消费升级带动，新兴特种水产如小龙虾、鲈鱼、鳊鱼等消费带动，特种水产饲料增量明显。另外，饲料企业数量由 2010 年的 10,000 多家减少到 2015 年的 6,000 多家，规模龙头市占率提升，行业逐渐向规模化和集约化转变，利好上市公司业绩增长。

图 9：2018 年饲料业营业收入及其增速



资料来源：东莞证券研究所，wind

图 10：2018 年饲料业归母净利润及其增速



资料来源：东莞证券研究所，wind

海大集团：2018 年公司实现营业总收入 421.57 亿元，同比增长 29.49%；实现归母净利润 14.37 亿元，同比增长 19.06%。公司饲料业务稳步增长，饲料板块销售收入实现 349.65 亿元，同比增长 31.77%；对外销量达到 1,070 万吨，同比增长 26%。饲料板块市占率达到 4.7%，同比上升 0.4 个百分点。饲料分养殖种类来看，水产、猪、禽饲料销量分别为 311 万吨、232 万吨和 527 万吨，分别同比增长 23%、53%和 19%。

表 5:2018 年饲料业龙头业绩增速

代码	名称	2018 年营收同比	2018 年归母净利润同比	2018Q4 年营收同比	2018Q4 年归母净利润同比
000876.SZ	新希望	10.38%	-25.23%	9.25%	-25.41%
002311.SZ	海大集团	29.49%	19.06%	87.03%	187.22%
002157.SZ	正邦科技	7.27%	-63.21%	-23.07%	34.60%
002567.SZ	唐人神	12.28%	-55.87%	28.64%	-89.64%
603609.SH	禾丰牧业	15.00%	17.18%	15.41%	-29.11%

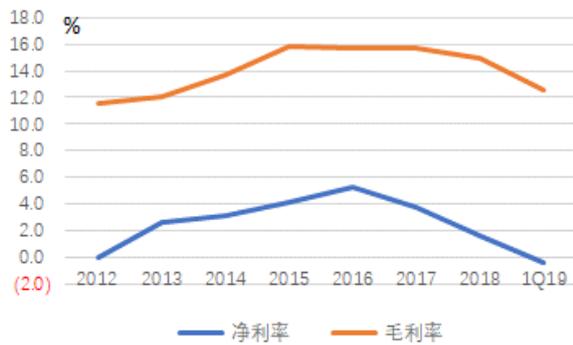
资料来源：东莞证券研究所，wind

2.1.2 成本上升，毛利率净利率轻微下跌

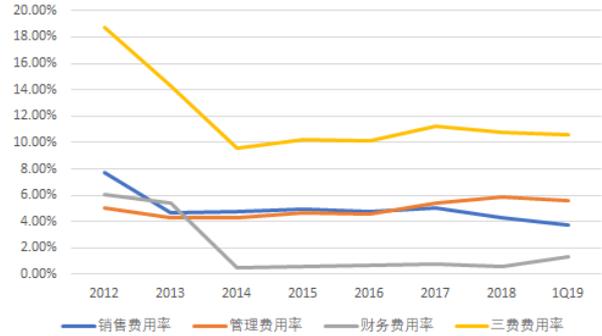
2018 年，饲料业毛利率是 15.00%，同比下滑 0.77 个百分点，主要原因在于因中美贸易摩擦带来上游农产品价格上涨导致生产成本上升。期间费用率同比下降 0.51 个百分点至 10.74%，其中销售费用率和财务费用率分别同比下降 0.76 个百分点和 0.20 个百分点，分别达到 4.26%和 0.62%；管理费用率同比上升 0.45 个百分点至 5.86%。整体行业净利率同比下滑 2.13 个百分点，达到 1.67%。

图 11：2018 年饲料业毛利率与净利率

图 12：2018 年饲料业三大费用率



资料来源：东莞证券研究所，wind



资料来源：东莞证券研究所，wind

海大集团：2018年，公司销售毛利率为10.77%，同比下跌0.22个百分点。其中，饲料业务毛利率为11.04%，同比下降0.52个百分点，饲料销售毛利率下降主要原因为1) 生猪行业低迷； 2) 大宗水产价格下跌，养殖户降低标准档次购买使用毛利率较低的饲料。公司销售净利率为3.52%，同比下降0.25个百分点主要因为短期借款增加及利率上涨，导致财务费用同比增长172.27%；以及公司减值损失计提增大，同比扩大45.18%，主要为坏账损失和商誉减值准备大幅增加。销售净利率下降幅度大于毛利率主要是因为期间费用率上升0.06个百分点，为6.82%。

表 6:2018 年饲料业龙头盈利能力

代码	名称	销售毛利率 (%)	销售净利率 (%)	销售费用率 (%)	管理费用率 (%)	财务费用率 (%)	期间费用率 (%)
000876.SZ	新希望	8.73%	3.94%	2.39%	3.10%	0.49%	5.99%
002311.SZ	海大集团	10.77%	3.52%	3.27%	3.03%	0.52%	6.82%
002157.SZ	正邦科技	10.23%	0.87%	3.33%	4.03%	1.49%	8.85%
002567.SZ	唐人神	8.34%	1.27%	2.67%	3.05%	0.16%	5.88%
603609.SH	禾丰牧业	8.44%	3.84%	2.67%	1.84%	0.48%	4.98%

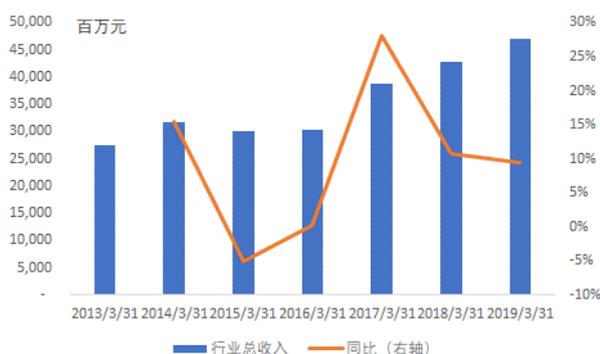
资料来源：东莞证券研究所，wind

2.2. 2019 年 Q1: 受非瘟影响母猪生猪存栏急剧下降拖累行业业绩

2.2.1 生猪母猪存栏幅下滑拖累净利润

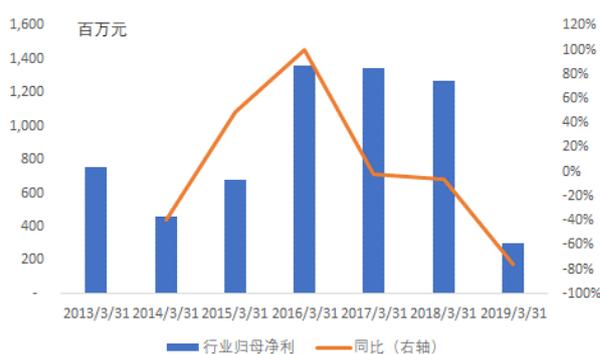
2019年一季报，饲料业实现营业收入469.58亿元，同比增长9.48%；实现归属于母公司股东的净利润3.02亿元，同比下降76.14%。饲料业业绩大幅下滑的主要原因是1) 非洲猪瘟侵袭，2019年3月生猪和母猪存栏分别同比大幅下降18.80%和21.00%，导致下游需求大幅下滑；2) 2019年一季报，传统四大家鱼价格下滑，其中鲤鱼、草鱼以及罗非鱼价格同比分别下滑7.64%，19.84%和5.93%，达到10.04元/公斤、10.39元/公斤和19.51元/公斤，价格下滑降低渔民养殖的积极性，对于传统水产饲料销量有所下滑。

图 13：2019 年第一季度饲料业营业收入及其增速



资料来源：东莞证券研究所，wind

图 14：2019 年第一季度饲料业归母净利润及其增速



资料来源：东莞证券研究所，wind

海大集团：2019 年第一季度公司实现营业总收入 88.75 亿元，同比增长 22.25%；实现归母净利润 1.22 亿元，同比增长 21.81%；扣非后归母净利为 1.20 亿元，同比增长 28.55%。公司业绩继续延续 2018 年高增长的势头。公司预收账款、应收票据及应收账款较上年期末分别增加 63.25%和 30.80%，增速大于 2018 年全年增速，持续高增长态势明确。

表 7：2019 年第一季度饲料业龙头业绩情况

代码	名称	2019 年 Q1 营收 (百万元)	2019 年 Q1 营收同比 (%)	2019 年 Q1 归母净利润 (百万元)	2019 年 Q1 归母净利润同比 (%)
000876.SZ	新希望	162.12	6.66	9.49%	10.38%
002311.SZ	海大集团	88.75	1.22	22.25%	21.81%
002157.SZ	正邦科技	51.94	-4.14	4.74%	-743.42%
002567.SZ	唐人神	33.58	0.05	2.21%	-87.85%
603609.SH	禾丰牧业	35.12	1.41	12.23%	53.65%

资料来源：东莞证券研究所，wind

2.2.2 盈利能力有所下滑

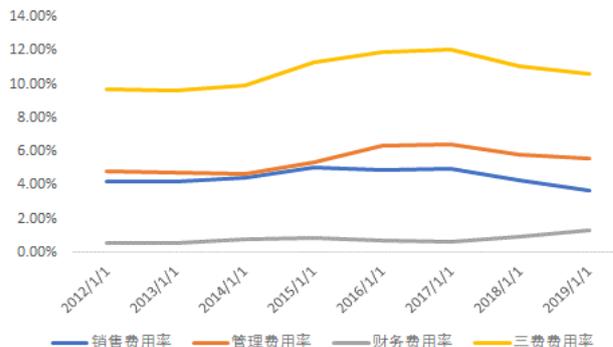
2019 年一季度玉米均价同比上升 0.90%，小麦价格同比下跌 3.36%，国内豆粕同比下跌 9.43%。虽然原材料主成分价格下降但同时下游养殖大幅减少使饲料业毛利率在 2019 年第一季度同比下降 1.65 个百分点达 12.62%。期间费用率同比下降 0.51 个百分点，其中销售费用率和管理费用率分别同比下降 0.63 个百分点和 0.24 个百分点，达到 3.71%和 5.58%。销售净利率受拖累下降 4.46 个百分点，为 -0.44%。

图 13：2019 年一季度饲料业毛利率与净利率

图 14：2019 年第一季度饲料业三大费用率



资料来源：东莞证券研究所，wind



资料来源：东莞证券研究所，wind

海大集团：2019年一季度，公司销售毛利率为9.98%，与2018年一季报销售毛利率9.98%水平大致持平。销售净利率为1.39%，同比下跌0.13个百分点。净利率增长的主要原因是公司成本控制得当，期间费用率同比下降0.65个百分点，为7.25%。报告期内公司销售费用率与管理费用率同比分别下降0.50个百分点、0.25个百分点。

表 8:2019 年第一季度饲料业龙头盈利情况

代码	名称	销售毛利率(%)	销售净利率(%)	销售费用率(%)	管理费用率(%)	财务费用率(%)	期间费用率(%)
000876.SZ	新希望	9.31%	5.63%	2.39%	3.64%	0.51%	6.54%
002311.SZ	海大集团	9.98%	1.39%	3.22%	3.60%	0.43%	7.25%
002157.SZ	正邦科技	2.28%	-7.90%	3.09%	2.62%	1.16%	6.87%
002567.SZ	唐人神	7.76%	0.35%	2.68%	3.00%	0.18%	5.86%
603609.SH	禾丰牧业	9.11%	4.61%	3.25%	2.42%	0.37%	6.03%

资料来源：东莞证券研究所，wind

3. 畜禽养殖

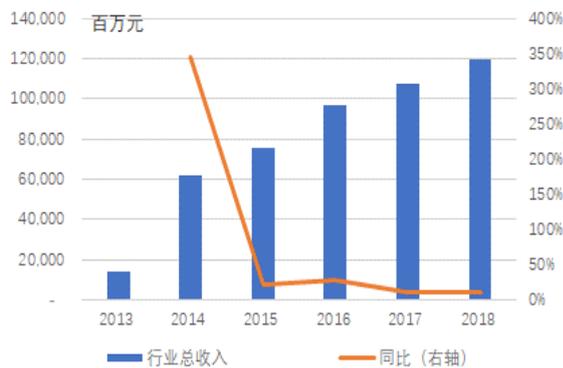
3.1 2018 年：猪鸡价格分化 猪企业绩下滑，禽企业绩大幅反转

3.1.1 猪价触及周期低点，鸡价供需偏紧维持高景气

2018 年，畜禽养殖业（剔除*ST 雏鹰和天山生物，SW 畜禽养殖业共 13 家样本公司，下同）实现营业总收入 1193.28 亿元，同比增长 11.23%；实现归母净利润 83.95 亿元，同比下降 14.30%。2018Q4，畜禽养殖业实现营业总收入 327.62 亿元，同比上升 5.58%；实现归属于母公司股东的净利润 22.03 亿元，同比下降 41.0%。畜禽养殖业主要由生猪养殖与白羽肉鸡养殖组成，2018 年业绩分化主要来源于畜禽价格分化。2018 年，全国生猪出栏量同比增长 0.76%达到 6.94 亿头，然而生猪价格同比下滑 14.98%，达到周期性低位 12.79 元/公斤。2018 年，国内白羽肉鸡供需关系得以改善支撑鸡价上行。根据万得数据显示，主产区白羽肉鸡 2018 年均价为 8.50 元/公斤，同比上涨 26.31%；分季度看，2018 第一季度到第四季度，主产区白羽肉鸡均价分别为 7.60 元/公斤、7.86 元/

公斤、8.83 元/公斤和 9.80 元/公斤。

图 17：2018 年畜禽养殖业营业收入及其增速



资料来源：东莞证券研究所，wind

图 18：2018 年畜禽养殖业归母净利润及其增速



资料来源：东莞证券研究所，wind

温氏股份：2018 年，公司年度营业总收入 572.44 亿元，同比上升 2.85%；归母净利润 39.57 亿元，同比下降 41.38%。公司销售商品肉猪 2,229.7 万头，同比增长 17.10%，然而，受上半年生猪市场供给过剩以及下半年非洲猪瘟侵袭，全年销售价格大幅下跌 14.42%，最终导致肉猪业务营业收入为 337.66 亿元，同比下降 3.7%。肉鸡方面，公司 2018 年销售商品肉鸡 7.48 亿只，同比下降 3.61%；受益市场行情回暖，销售价格同比上涨 17.60%，提振养鸡业务收入，肉鸡板块营收同比增长 13.62% 达到 199.56 亿元。

牧原股份：2018 年，公司实现营业收入 133.88 亿元，同比增长 33.32%；归母净利润 5.20 亿元，同比下降 78.01%。2018 年，公司共销售生猪 1101.10 万头，同比增长 52.16%，其中商品猪 1010.9 万头，仔猪 86.4 万头，种猪 3.8 万头。公司营业总收入增长主要得益于公司商品猪出栏量持续保持较高增速，但因 2018 年生猪供应过剩以及非洲猪瘟侵袭，猪价低迷导致公司商品肉猪销售价格达到周期性低点 11.62 元/公斤（同比下降 19.70%），公司 2018 年归母净利大幅下滑。

圣农发展：2018 年，公司实现营业总收入 115.47 亿元，同比增长 13.67%，归母净利润为 15.05 亿元，同比上升 377.79%。得益于国内白羽肉鸡供需关系得以改善支撑鸡价上行，主产区白羽肉鸡 2018 年均价为 8.50 元/公斤，同比上涨 26.31%

表 9：2018 年畜禽养殖业龙头业绩增速

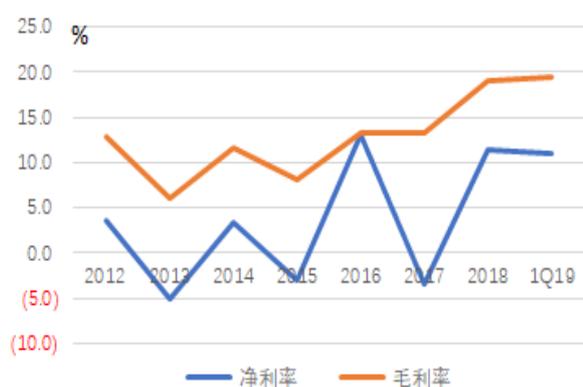
代码	名称	2018 年营业总收入增速	2018 年归母净利润增速	2018 年 Q4 营收增速	2018 年 Q4 归母净利润增速
300498.SZ	温氏股份	2.85%	-41.38%	-0.20%	-61.01%
002714.SZ	牧原股份	33.32%	-78.01%	45.80%	-69.27%
002299.SZ	圣农发展	13.67%	377.79%	-2.65%	218.49%
002458.SZ	益生股份	124.42%	-216.91%	197.84%	-282.75%
002234.SZ	民和股份	70.28%	-231.01%	93.89%	n. a.
002746.SZ	仙坛股份	19.12%	294.20%	36.62%	396.53%

资料来源：东莞证券研究所，wind

3.1.2 盈利能力有所下滑

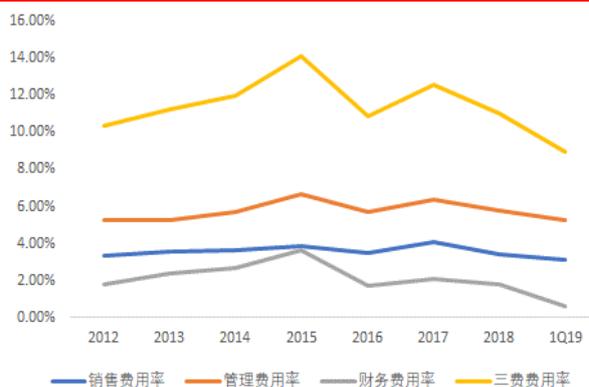
2018 年，受白羽肉鸡板块持续高景气的带动下，即使猪价下滑到周期低位，畜禽养殖业销售毛利率为 19.12%，同比上升 5.86 个百分点，销售净利率为 11.50%，同比上升 14.92 个百分点。销售净利率上升不仅是因为白羽肉鸡鸡价维持高景气态势，也因为期间费用率的下降。2018 年，畜禽养殖业期间费用率 11.01%，同比降低 1.55 个百分点，其中销售费用率同比下降 0.64 个百分点，管理费用率同比下降 0.60 个百分点，财务费用率同比下降 0.30 个百分点。

图 19：2018 年畜禽养殖业毛利率与净利率



资料来源：东莞证券研究所，wind

图 20：2018 年畜禽养殖业三大费用率



资料来源：东莞证券研究所，wind

温氏股份：2018 年，受猪价大幅下降影响，公司销售毛利率为 16.85%，同比下降 3.21 个百分点，其中肉猪类产品销售毛利率为 12.32%，同比下降 12.48 个百分点，肉鸡产品销售毛利率为 23.28%，同比上升 12.11 个百分点。销售净利率为 7.44%，同比下降 5.14%。期间费用率为 8.86%，同比上升 1.64 个百分点。销售费用率、管理费用率、财务费用率均有所上升。

牧原股份：2018 年，公司销售毛利率为 9.82%，同比下降 19.99 个百分点。销售净利率为 3.94%，同比下降 19.61 个百分点。期间费用率 8.84%，同比上升 0.83 个百分点，期间费用率上升主要是因为由于公司财务费用上升。

圣农发展：2018 年，鸡价高景气助推公司盈利大幅攀升，公司销售毛利率为 20.53%，同比上升 9.64 个百分点，销售净利率为 13.43%，同比上升 10.82 个百分点。销售净利率提升主要得益于 2018 年白羽肉鸡高景气行情，同时期间费用率有所降低。2018 年，期间费用率为 6.60%，同比下降 0.83 个百分点。

表 10:2018 年畜禽养殖业龙头盈利能力

代码	名称	销售毛利率(%)	销售净利率(%)	销售费用率(%)	管理费用率(%)	财务费用率(%)	期间费用率(%)
300498.SZ	温氏股份	16.85%	7.44%	1.40%	7.29%	0.18%	8.86%
002714.SZ	牧原股份	9.82%	3.94%	0.40%	4.42%	4.02%	8.84%
002299.SZ	圣农发展	20.53%	13.43%	3.08%	1.67%	1.85%	6.60%
002458.SZ	益生股份	37.05%	24.42%	2.40%	7.09%	1.88%	11.36%
002234.SZ	民和股份	34.31%	20.93%	3.03%	6.89%	3.81%	13.73%
002746.SZ	仙坛股份	17.09%	16.38%	0.62%	1.88%	-0.39%	2.12%

资料来源：东莞证券研究所，wind

3.2 2019 年 Q1：猪价下跌鸡价坚挺 企业业绩分化

3.2.1 畜禽价格分化

2019 年第一季度，由于生猪出栏较同期继续下加快下滑，鸡市受供应偏紧持续维持高景气态势，因此畜禽养殖业实现营业总收入为 296.61 亿元，同比上升 10.78%。虽然鸡价坚挺维持高景气态势，但是猪价 2019 年一季度同比继续下跌 0.82%，因此归母净利润同比下降 70.45%，为 7.23 亿元。

图 21：2019 年一季度畜禽养殖业营业收入及其增速



资料来源：东莞证券研究所，wind

图 22：2019 年一季度畜禽养殖业归母净利润及其增速



资料来源：东莞证券研究所，wind

温氏股份：2019 年第一季度，公司实现营业收入 139.72 亿元，同比增长 6.22%；归属于上市公司股东的净利润-4.60 亿元，同比下降 132.69%。2018 年第一季度公司共销售商品肉猪 596.30 万头，同比增长 19.65%；一季度销售均价为 12.39 元/公斤，同比下滑 5.07%。公司生猪完全养殖成本高于销售价格，生猪业务亏损。公司 2019 年第一季度归母净利润下降主要是受猪价大幅下降影响。

牧原股份：2019 年第一季度，公司实现营业收入 30.48 亿元，同比增长 10.62%；归母净利润-5.41 亿元，同比减少-497.64%。2018 年第一季度公司共销售生猪 307.7 万头，同比增长 159.12%，然而由于一季度生猪销售均价跌破低至成本价到 10.81 元/公斤，公司归母净利润大幅下滑。

圣农发展：2019 年一季度公司实现营业总收入 30.84 亿元，同比上升 31.17%，实现归母净利润 6.53 亿元，同比上升 414.14%。2019 一季度，白羽肉鸡主产区均价鸡肉价格延续 2018 年高景气态势，同比上涨 21.13%达到 9.20 元/公斤。由于 2018 年下半年非洲猪瘟疫情的来袭导致白羽肉鸡替代猪肉消费，同比需求有所上升支撑鸡价上涨带动公司业绩大幅攀升。

表 11：2019 年第一季度畜禽养殖业龙头业绩增速

代码	名称	营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	营业收入同比	归母净利润同比
300498.SZ	温氏股份	139.72	-4.60	6.22%	-132.69%
002714.SZ	牧原股份	30.48	-5.41	10.62%	-497.64%
002299.SZ	圣农发展	30.84	6.53	31.17%	414.14%
002458.SZ	益生股份	6.51	3.82	193.55%	3503.70%
002234.SZ	民和股份	7.31	3.86	149.05%	-2567.86%

资料来源：东莞证券研究所，wind

3.2.2 期间费用率下降拉升销售净利率

2019 年，受价格上涨影响，第一季度畜禽养殖业毛利率为 19.54%，同比上升 6.49 个百分点，销售净利率为 10.98%，同比下降 4.23%。期间费用率同比下降 3.34 个百分点达到 8.95%，其中管理费用率、财务费用率、销售费用率分别同比下降 1.23 个百分点，1.60 个百分点和 0.51 个百分点，达到 5.23%、0.62%和 3.10%。

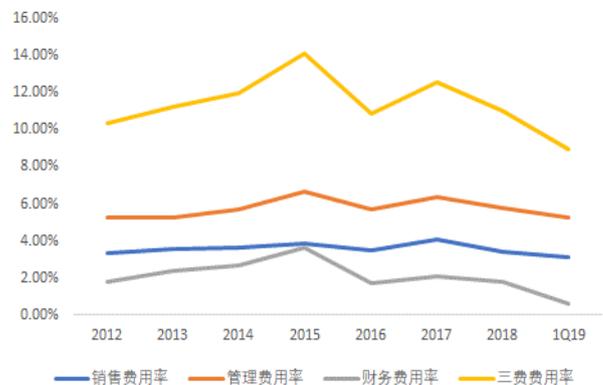
温氏股份：2019 年第一季度，公司销售毛利率为 4.95%，同比下降 13.46 个百分点。销

图 23：2019 年一季度畜禽养殖业毛利率与净利率



资料来源：东莞证券研究所，wind

图 24：2019 年一季度畜禽养殖业三大费用率



资料来源：东莞证券研究所，wind

售净利率同比下降 14.54 个百分点为-3.26%。期间费用率同比上升 2.49 个百分点达到 9.35%。其中管理费用率同比上升 2.10 个百分点，财务费用率同比上升 0.31 个百分点，销售费用 0.07 个百分点。公司管理费用上升主要为应付非瘟疫情，公司疫病预防费用有所增加。

牧原股份：2019 年第一季度公司销售毛利率为-10.22%，同比下降 23.29 个百分点，

销售净利率为-18.27%，同比下降 23.21 个百分点。期间费用率为 9.13%，同比下降 1.47 个百分点。其中，管理费用率同比下降 1.06 个百分点，财务费用率同比下降 0.74 个百分点，销售费用率同比上升 0.33 个百分点。公司盈利能力大幅下降主要是受猪价大幅下降。

圣农发展：2019 年第一季度，公司销售毛利率为 28.69%，同比上升 15.55 个百分点。2019 一季度，白羽肉鸡主产区均价鸡肉价格延续 2018 年高景气态势，同比上涨 21.13% 达到 9.20 元/公斤，对比 2018 第一季度到第四季度主产区白羽肉鸡均价分别为 7.60 元/公斤、7.86 元/公斤、8.83 元/公斤和 9.80 元/公斤，在非洲猪瘟下，白羽肉鸡替代猪肉消费明显，生猪产能的缺口扩大将继续支撑 2019 年白羽肉鸡价格。因此，2018 年第一季度公司销售净利率为 22.04%，同比增长 16.67 个百分点。期间费用率由于销售费用、管理费用以及财务费用降低而整体降低，同比下降 2.21 个百分点，为 5.46%。

表 12：2019 年第一季度畜禽养殖业龙头盈利能力

代码	名称	销售毛利率 (%)	销售净利率 (%)	销售费用率 (%)	管理费用率 (%)	财务费用率 (%)	期间费用率 (%)
300498.SZ	温氏股份	4.95%	-3.26%	1.32%	7.73%	0.30%	9.35%
002714.SZ	牧原股份	-10.22%	-18.27%	0.74%	4.94%	3.46%	9.13%
002299.SZ	圣农发展	28.69%	22.04%	2.72%	1.25%	1.49%	5.46%
002458.SZ	益生股份	62.00%	58.52%	0.85%	3.96%	1.05%	5.85%
002234.SZ	民和股份	58.75%	52.71%	1.64%	3.36%	2.65%	7.65%
002746.SZ	仙坛股份	23.86%	22.96%	0.39%	1.79%	-0.58%	1.60%

资料来源：东莞证券研究所，wind

4. 动物保健

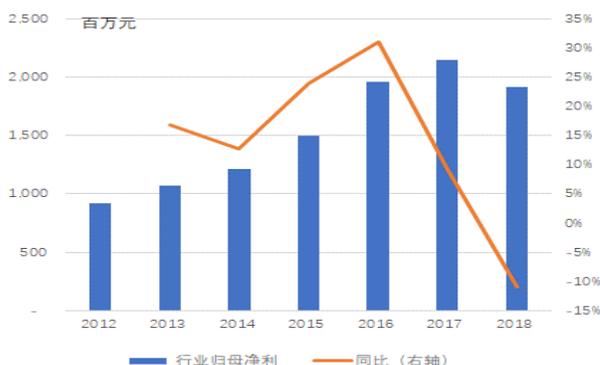
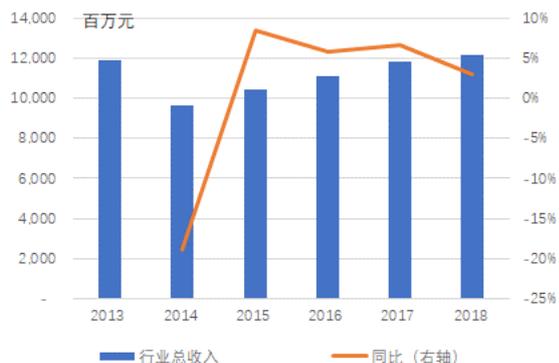
4.1 2018 年：畜牧水产存栏分化导致公司业绩分化

4.1.1 个股业绩分化主要受下游畜牧产品景气度分化导致

2018 年，动物保健业（SW 动物保健业合计 9 家样本公司，下同）实现营业总收入 121.53 亿元，同比增长 2.97%，增速同比下降 3.63 个百分点；实现归母净利润 19.09 亿元，同比增长 2.97%。受到猪周期下行以及非洲猪瘟带来的生猪存栏的下滑，以猪口蹄疫、圆环、伪狂犬、猪流感疫苗等产品为主的生物股份业绩下滑。

图 25：2018 年动物保健业营业收入及其增速

图 26：2018 年动物保健业归母净利润及其增速



资料来源：东莞证券研究所，wind

资料来源：东莞证券研究所，wind

生物股份：2018 年公司实现营业总收入 18.97 亿元，同比下降 -0.23%，实现归属于上市公司股东的净利润 7.55 亿元，同比下降 13.29%。受 2018 年上半年猪周期下行以及下半年非洲猪瘟带来生猪存栏的大幅下降均对公司业绩带来不利影响。另外，报告期内，农业部发布了《2018 年国家动物疫病强制免疫计划》的通知，自 2018 年 7 月 1 日起全国停止销售、生产、免疫含有亚洲 I 型口蹄疫病毒组分的疫苗。公司口蹄疫三价苗受政策影响销售受限。2018 年，公司口蹄疫疫苗销售量同比增长 9.80%（2017 年同比涨幅为 17.80%）达到 98,409.10 万毫升，布病疫苗销售量同比增长 9.66%（2017 年同比涨幅为 85.65%）达到 13,144.42 万毫升、禽苗灭活苗销售量同比增长 84.65%（2017 年同比涨幅为 43.78%），受制生猪存栏下降以及白羽肉鸡板块回暖，公司旗下猪、禽类产品有所分化。

表 13:2018 年动物保健业公司业绩增速

代码	名称	2018 年营收同比	2018 年归母净利润同比	2018 年 Q 营收同比	2018Q4 年归母净利润同比
600201.SH	生物股份	-0.23%	-13.29%	-19.37%	-60.83%
600195.SH	中牧股份	8.96%	3.94%	-14.39%	-43.35%
603566.SH	普莱柯	14.75%	18.77%	19.03%	-24.07%

资料来源：东莞证券研究所，wind

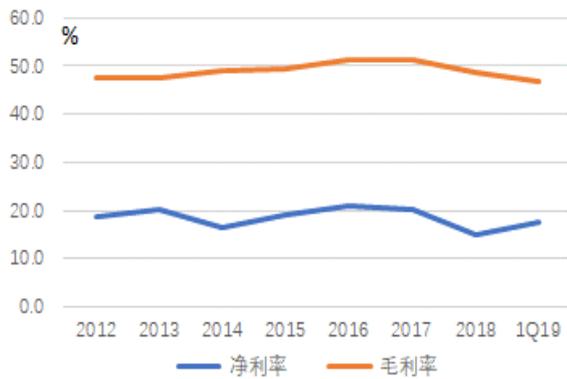
4.1.2 利润上升提升盈利能力

2018 年，动物保健业销售毛利率为 48.62%，同比下降 2.55 个百分点，受益于利润的稳定增长，销售净利率为 15.08%，同比下降 5.27 个百分点。期间费用率上升 1.62 个百分点达到 33.32%。其中，财务费用率下降 0.44 个百分点，管理费用率上升 2.91 个百分点，销售费用率下降 0.86 个百分点。

生物股份：2018 年，公司销售毛利率为 39.52%，同比下降 39.85 个百分点。2018 年公司销售毛利率上升的原因是公司口蹄疫三价苗被禁止销售，同时生猪行情低迷叠加非洲猪瘟侵袭生猪存栏下降，导致猪类疫苗增长明显放缓。另外，营业成本中原材料与制造费用明显上涨，导致生物制药板块营业成本同比上涨 33.38%，毛利率实现 39.52%，同

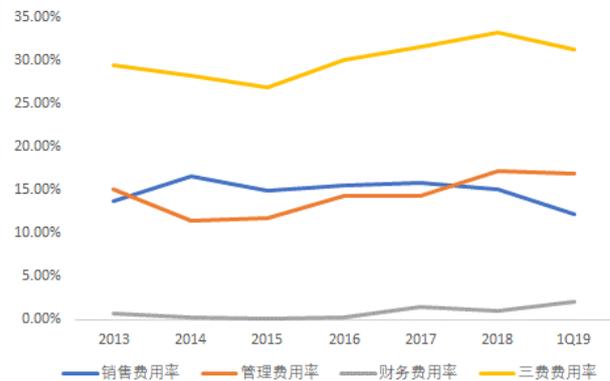
比大幅下滑 39.85 个百分点。2018 年，公司实现销售净利率为 14.25%，同比大幅下滑 31.42 个百分点；期间费用率为 25.02%，与去年基本持平。

图 27：2018 年动物保健业毛利率与净利率



资料来源：东莞证券研究所，wind

图 38：2018 年动物保健业三大费用率



资料来源：东莞证券研究所，wind

表 14:2018 年动物保健业公司盈利能力

代码	名称	销售毛利率 (%)	销售净利率 (%)	销售费用率 (%)	管理费用率 (%)	财务费用率 (%)	期间费用率 (%)
600201.SH	生物股份	72.50%	39.52%	13.55%	13.39%	-1.92%	25.02%
600195.SH	中牧股份	29.50%	10.15%	10.81%	9.97%	1.00%	21.78%
603566.SH	普莱柯	67.07%	22.30%	24.19%	22.38%	-0.90%	45.67%

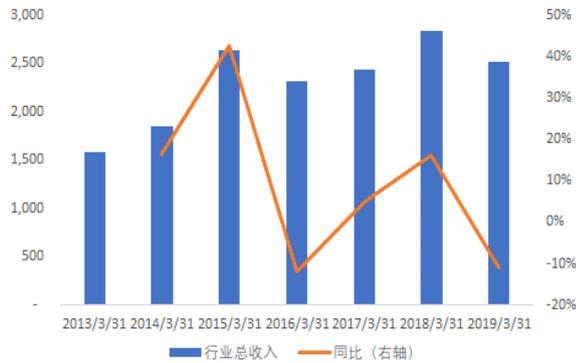
资料来源：东莞证券研究所，wind

4.2 2019 年 Q1：业绩保持增长，成本增加下拉净利率

4.2.1 业绩受生猪存栏下滑而拖累

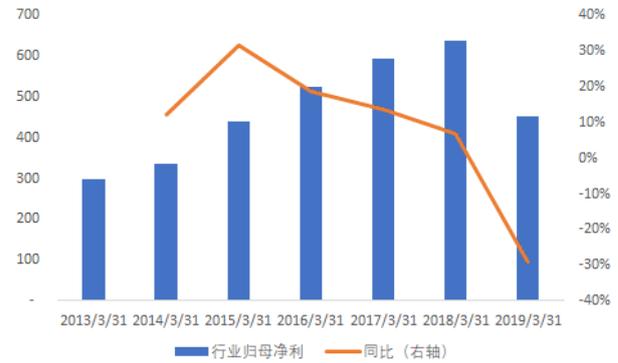
2019 年第一季度，因能繁母猪与生猪存栏的大幅下滑，动物保健业经营状况有所下滑，动物保健业实现营业收入 25.18 亿元，同比下降 10.94%，实现归母净利润 4.53 亿元，同比下滑 28.91%。业绩下滑主要受生猪以及能繁母猪存栏大幅下滑而影响。根据农业农村部数据显示，截止到 2019 年 3 月，我国生猪以及能繁母猪存栏分别同比大幅下滑 18.80% 和 21.00%。

图 29：2019 年一季度年动物保健业营业收入及其增速



资料来源：东莞证券研究所，wind

图 30：2019 年一季度年动物保健业归母净利润及其增速



资料来源：东莞证券研究所，wind

生物股份：2019 年第一季度，公司实现营业收入 3.34 亿元，同比下降 40.06% ，实现归母净利润 1.59 亿元，同比下降 46.46%。主要受到生猪和能繁母猪存栏大幅下滑，对疫苗需求大幅下滑所致。公司作为养殖后周期企业，受下游养殖量影响联动大。

表 15:2019 年一季度动物保健业公司业绩增速

代码	名称	2019Q1 营收(亿元)	2019Q1 营收增速 (%)	2019Q1 归母净利润 (亿元)	2019Q1 归母净利润增速 (%)
600201.SH	生物股份	3.34	1.59	-40.06%	-46.46%
600195.SH	中牧股份	8.00	0.88	-14.85%	-29.25%
603566.SH	普莱柯	1.47	0.14	2.43%	-62.60%

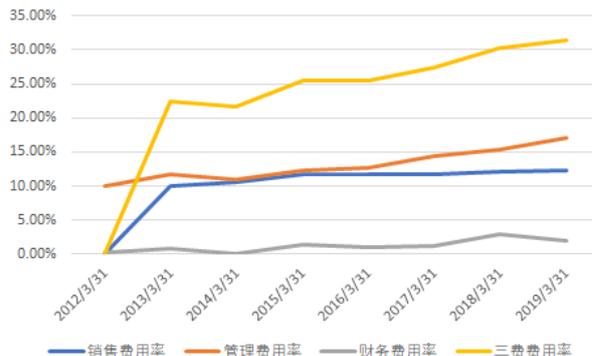
资料来源：东莞证券研究所，wind

4.2.2 利润下滑拖累毛利率

2019 第一季度，动物保健业销售毛利率为 46.91%，同比下滑 3.61 个百分点，销售净利率率为 17.51%，同比下降 4.90 个百分点。期间费用率上升 0.99 个百分点达到 31.33%，其中财务费用率同比下降 0.96 个百分点，管理费用率同比增长 1.74 个百分点，销售费用率上升 0.21 个百分点。

图 31：2019 年一季度年动物保健业毛利率与净利率

图 32：2019 年一季度年动物保健业期间费用率



资料来源：东莞证券研究所，wind

资料来源：东莞证券研究所，wind

生物股份：2019 年第一季度，公司销售毛利率与销售净利率，受股权激励计划的影响，分别同比下降 3.90 个百分点、6.01 个百分点，达到 72.25%和 47.98%。期间费用率同比上升 4.24 个百分点达到 17.46%，其中因公司实施第二次股权激励计划导致管理费用率上升 1.17 个百分点，销售费用率同比上升 3.09 个百分点，财务费用率同比下降 0.01 个百分点。

表 16:2019 年一季度动物保健业公司盈利能力

代码	名称	销售毛利率 (%)	销售净利率 (%)	销售费用率 (%)	管理费用率 (%)	财务费用率 (%)	期间费用率 (%)
600201.SH	生物股份	72.25%	47.98%	8.20%	11.26%	-2.00%	17.46%
600195.SH	中牧股份	32.72%	11.06%	10.28%	12.10%	1.55%	23.93%
603566.SH	普莱柯	65.82%	9.79%	27.05%	31.84%	-1.01%	57.88%

资料来源：东莞证券研究所，wind

5. 投资策略

维持推荐评级。2018 年，除了生猪价格大幅下滑拖累生猪养殖板块和后周期以生猪疫苗为主的疫苗公司以外，种业、饲料、禽类养殖以及动物保健均录得平稳增长。受惠农业供给侧改革，总体原粮库存消费比得到有效缓解，其中玉米以及小麦库存逐渐下降，2019 年库销比分别为 44.60%和 61.80%(对比 2018 年 62.44%和 68.37%)，稻谷为 89.10%(2018 年为 87.90%)。整体原粮供需矛盾逐渐化解，2019 年第一季度继续延续 2018 的良好增长态势。在畜牧养殖板块来看，2018 年上半年生猪供过于求导致行业景气度达到周期性低位，行业普遍存在微利或亏损情况；同时，2018 年下半年非洲猪瘟侵袭直接打击行业供应体系，生猪行业达到周期性低点 12.79 元/公斤，同比下滑 14.98%。近期猪价在 2019 年 3 月份逐渐进入上行通道，预期 2019 年可超过上轮周期峰值。禽业受惠 2017 年禽流感以及祖代引种不足，2018 年维持高景气态势，2018 年以及 2019 年一季度禽业行业总体维持大幅增长的业绩增幅，我们预期受非瘟影响，生猪的供给不足将使白羽肉鸡起到

替代性作用，2019 年白羽肉鸡行业将延续高景气的态势。后周期的饲料板块受益于规模企业的市占率提升以及 2018 年生猪、肉蛋禽出栏量的稳步提升，业绩稳步增长。但受非瘟影响，生猪、母猪存栏大幅下滑，预计饲料行业 2019 年将承压。在动物保健方面，2018 年业绩稳步上涨但受非瘟影响，个股有所分化，以生猪动保为主的生物股份因生猪存栏的大幅下滑，以生猪和禽类产品发展较为均衡的中牧股份业绩稳步增长。

2019 年一季度，生猪养殖规模户总体业绩为负数反映了全行业为亏损状态。但自从一季度末开始，猪价跌势已经终止并进入到上行轨道，我们预计 2019 年全年均价有望达到 16 元/公斤，并利好生猪养殖企业总体业绩触底反弹。受非洲猪瘟影响，行业生猪供应得到有效去化并形成缺口，将利好替代性猪肉产品如白羽肉鸡继续延续 2018 年高景气的态势，2019 年禽业高景气度将持续。后周期板块如饲料以及动物疫苗板块将得益于生猪板块的业绩改善以及禽板块持续走好，将利于其业绩的稳定增长。我们推荐关注的标的公司有：隆平高科（000998），温氏股份（300498）、牧原股份（002714）、正邦科技（002157）、天邦股份（002124）、海大集团（002311）、新希望（000876）、圣农发展（002299）、益生股份（002458）、民和股份（002234）、生物股份等（600201）。

表 17：农林牧渔上市公司 2019 年上半年业绩预告

代码	名称	业绩预告摘要
002299.SZ	圣农发展	净利润 15 亿元-13.5 亿元，增长 347.75%-302.98%
002234.SZ	民和股份	净利润 9.6 亿元-8 亿元，增长 5113.28%-4244.4%
002746.SZ	仙坛股份	净利润 4.2 亿元-3.8 亿元，增长 372.67%-327.65%
002299.SZ	普莱柯	净利润 15 亿元-13.5 亿元，增长 347.75%-302.98%

资料来源：东莞证券研究所，wind

表 18：农林牧渔上市公司业绩预测表

代码 8	名称	股价	EPS(元)			PE(倍)			评级	评级变动
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E		
000876	新希望	17.61	0.40	0.63	1.01	44.03	28.06	17.50	推荐	维持
000998	隆平高科	15.39	0.63	0.72	0.85	24.43	21.24	18.08	谨慎推荐	维持
002041	登海种业	8.28	0.04	0.05	0.06	223.78	172.14	131.23	谨慎推荐	维持
002157	正邦科技	18.88	0.08	0.96	2.26	236.00	19.67	8.35	谨慎推荐	维持
002234	民和股份	32.16	1.26	2.27	2.07	25.52	14.18	15.51	推荐	维持
002299	圣农发展	25.84	1.21	1.82	1.74	21.27	14.18	14.86	谨慎推荐	维持
002311	海大集团	29.87	0.90	1.13	1.35	33.19	26.43	22.13	推荐	维持
002458	益生股份	23.18	1.08	1.73	1.43	21.46	13.41	16.22	推荐	维持
002714	牧原股份	59.93	0.17	1.36	3.65	352.53	44.07	16.40	推荐	维持
300498	温氏股份	35.80	0.75	1.73	3.63	47.66	20.72	9.85	推荐	维持
600195	中牧股份	11.39	0.69	0.76	0.86	16.49	14.99	13.28	推荐	维持
600201	生物股份	15.30	0.67	0.74	0.91	22.84	20.76	16.74	推荐	维持

资料来源：东莞证券研究所，wind，股价截止到 2019 年 5 月 13 日

6.风险提示

农产品价格出现大幅波动、较大疫病发生、政策出现变化等。

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，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，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn