

## 农林牧渔

2021年05月05日

## 2020年至今农业延续高景气

——行业点评报告

投资评级：看好（维持）

陈雪丽（分析师）

陈昕晖（联系人）

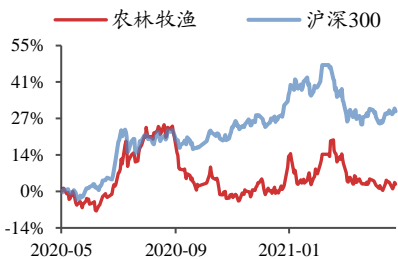
chenxueli@kysec.cn

chenxinhui@kysec.cn

证书编号：S0790520030001

证书编号：S0790120090006

### 行业走势图



数据来源：贝格数据

### 相关研究报告

《行业周报-广西地区产能恢复良好，后续跟踪南方雨季影响》-2021.4.25

《行业周报-蛋鸡第一股晓鸣股份上市，中枢育种企业能力外扩》-2021.4.18

《行业点评报告-USDA 下调玉米、小麦期末库存，上调大豆库存》-2021.4.14

### ● 2020年至今农业延续高景气

2020年农业行业实现营业收入7045亿元，同比增长25.9%，归母净利润693亿元，同比增长46.7%。2021Q1实现营业收入1893亿元，同比增长42.2%；归母净利润145.3亿元，同比增长0.8%。2020Q4行业销售毛利率16.17%，同比下滑9.42pct，销售净利率4.35%，同比下滑7.70pct，净资产收益率1.85%，同比下滑4.32pct；2021Q1行业销售毛利率18.95%，同比下滑3.27pct，销售净利率8.78%，同比下滑2.96pct，净资产收益率3.42%，同比下滑0.91pct。整体上，2020Q4盈利能力同比下降明显，2021Q1小幅回升，好于非瘟前同期水平。

### ● 子行业分析：畜养殖高景气延续，动保、饲料加速恢复

2020年农业各子行业中，除禽养殖、种子及渔业板块收入分别下滑16.56%、6.91%和11.89%，其他均实现同比增长，利润角度看，除畜养殖、饲料、动保、宠物食品板块利润同比增长81.85%、62.54%、67.22%和93.55%，其他均同比下降，其中种子和农产品加工及林业板块降幅超过100%。盈利能力来看，畜养殖和种子毛利率、净利率提升明显，饲料、动保、宠物食品均有不同幅度提升，禽养殖盈利能力大幅下滑，种植小幅下滑。

### ● 生猪养殖：2020年上市公司出栏量高增，生产性生物资产加速恢复

2020年养猪企业实现收入3430.02亿元，同比增长46%，归母净利润520.54亿元，同比增长88%，其中牧原股份收入同比增速高达178%，位列第一。由于2019年同期低基数影响，天邦股份、傲农生物归母净利润同比增速高达3132%、1865%。2020年养猪企业毛利率、净利率、ROE分别为27.13%、17.61%、37.51%，同比分别提升8.07、7.77、19.57pct。横向对比来看，牧原股份盈利水平大幅领先，体现其养殖成本优势，2020年三项指标分别达61%、54%、74%。纵向来看，2020年温氏股份、牧原股份、正邦科技、天邦股份盈利水平环比下降。

### ● 饲料：受益于生猪养殖后周期，2020年利润稳步回升

收入及利润：2020年饲料企业实现收入1146.65亿元，同比增长32.09%；归母净利润59.15亿元，同比增长66.20%。2021年饲料行业持续恢复，2021Q1实现收入316.45亿元，同比增长54.60%；归母净利润14.27亿元，同比增长23.26%。饲料行业维持景气向好趋势，部分饲料企业享受养猪业务的利润增厚，同时猪料业务出现改善，利润同比增幅提升显著。由于产品结构上的差异，各企业毛利率、净利率水平差异较大。部分饲料企业由于加大生猪养殖业务投入，整体盈利能力得到抬升。2020年随着饲料企业业绩逐步向好，海大集团、禾丰牧业、大北农及金新农ROE水平均表现良好。2020Q1饲料企业整体盈利能力稳定，金新农毛利水平大幅提升，主要系仔猪及种猪销量增加所致。

● **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：2020 年至今农业延续高景气 .....                 | 4  |
| 1.1、 收入及利润表现：营收持续提速，利润增速放缓 .....              | 4  |
| 1.2、 2021Q1 行业盈利能力回升 .....                    | 4  |
| 2、 子行业分析：畜养殖高景气延续，动保、饲料加速恢复 .....             | 5  |
| 2.1.1、 子行业数据一览：宠物食品利润高涨，种子板块跌幅居前 .....        | 5  |
| 2.1.2、 生猪养殖：2020 年上市公司出栏量高增，生产性生物资产加速恢复 ..... | 6  |
| 2.1.3、 肉鸡养殖：2020 年鸡苗企业净利润大幅下降，黄羽鸡企业业绩企稳 ..... | 8  |
| 2.1.4、 饲料：受益于生猪养殖后周期，2020 年利润稳步回升 .....       | 10 |
| 2.1.5、 动物疫苗：2020 年收入高增，盈利能力提高 .....           | 12 |
| 2.1.6、 种子：2020 年隆平高科净利润扭亏，种业企业净利润同比增加 .....   | 13 |
| 3、 风险提示 .....                                 | 15 |

## 图表目录

|   |    |
|---|----|
| 图 1： 2011 年至今行业收入增长持续提速 .....           | 4  |
| 图 2： 2019-2021Q1 行业利润保持高速增长 .....       | 4  |
| 图 3： 2021Q1 行业盈利能力回升 .....              | 5  |
| 图 4： 行业三项费用率近几季度较为稳定 .....              | 5  |
| 图 5： 养猪企业 2020-2021Q1 收入增速较快 .....      | 6  |
| 图 6： 养猪企业 2020-2021Q1 利润高速增长 .....      | 6  |
| 图 7： 养猪企业 2020 年盈利能力分化 .....            | 7  |
| 图 8： 养猪企业 2021Q1 盈利能力进一步分化 .....        | 7  |
| 图 9： 业务结构导致养猪企业 2020 年三费率分化 .....       | 7  |
| 图 10： 业务结构导致养猪企业 2021Q1 三费率分化 .....     | 7  |
| 图 11： 2020-2021Q1 猪企出栏量高增（万头） .....     | 7  |
| 图 12： 主要养猪企业生产性生物资产增长持续提速 .....         | 8  |
| 图 13： 禽企收入 2020 年同比下滑，2021Q1 同比增加 ..... | 8  |
| 图 14： 禽企 2020-2021Q1 净利润大幅下滑 .....      | 8  |
| 图 15： 2020 年龙头禽肉企业盈利能力突出 .....          | 9  |
| 图 16： 2021Q1 鸡苗企业盈利能力回升 .....           | 9  |
| 图 17： 2020 年白羽肉鸡企业期间费用较低 .....          | 9  |
| 图 18： 2020Q1 湘佳股份渠道费用延续高投入 .....        | 9  |
| 图 19： 饲料企业 2020-2021Q1 收入同比增长 .....     | 11 |
| 图 20： 饲料企业 2020-2021Q1 利润同比提升 .....     | 11 |
| 图 21： 2020 年头部饲料企业 ROE 水平较高 .....       | 11 |
| 图 22： 饲料企业 2021Q1 盈利能力稳定 .....          | 11 |
| 图 23： 2020 年大型饲料企业期间费用率相对较低 .....       | 12 |
| 图 24： 2021Q1 头部饲料企业费用控制能力优异 .....       | 12 |
| 图 25： 动物疫苗企业 2020-2021Q1 收入普遍高增 .....   | 12 |
| 图 26： 动物疫苗企业 2020-2021Q1 利润大幅增长 .....   | 12 |
| 图 27： 动物疫苗企业 2020 年盈利能力提升 .....         | 13 |
| 图 28： 动物疫苗企业 2021Q1 盈利能力提升 .....        | 13 |
| 图 29： 动物疫苗企业 2020 年三费率分化 .....          | 13 |

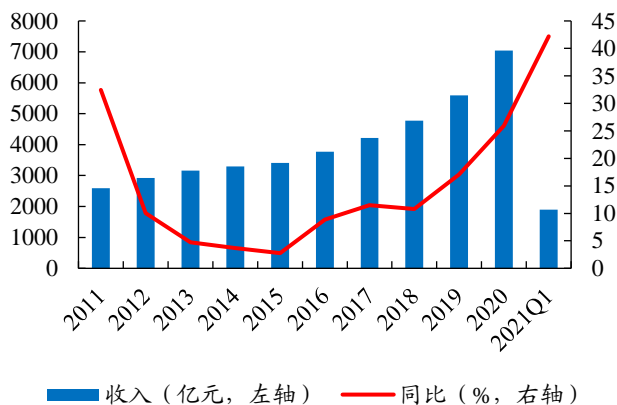
|   |    |
|---|----|
| 图 30: 动物疫苗企业 2021Q1 三费率分化 .....                           | 13 |
| 图 31: 2020-2021Q1 种子企业收入同比增加 .....                        | 14 |
| 图 32: 2020-2021Q1 种子企业利润同比增加 .....                        | 14 |
| 图 33: 2020 年种子企业毛利水平较高 .....                              | 14 |
| 图 34: 2021Q1 隆平高科、登海种业毛利率优势明显 .....                       | 14 |
| 图 35: 2020 年种子企业期间费用率较高 .....                             | 15 |
| 图 36: 2021Q1 登海种业期间费用有所改善 .....                           | 15 |
| <br>  |    |
| 表 1: 2020 年子板块财务数据: 畜养殖、饲料、动保、宠物食品利润高增 .....              | 5  |
| 表 2: 2021Q1 子板块财务数据: 畜养殖、饲料、动保、种植、宠物食品、农产品加工及林业利润高增 ..... | 6  |
| 表 3: 2020 年肉鸡养殖企业出栏量大幅增加, 2021Q1 益生股份鸡苗外销量减少 .....        | 10 |
| 表 4: 2020-2021Q1 圣农发展鸡肉及肉制品销量同比增加 .....                   | 10 |
| 表 5: 2020 年仙坛股份鸡肉销量同比增加, 2021Q1 鸡肉销量同比减少 .....            | 10 |

## 1、行业总体：2020 年至今农业延续高景气

### 1.1、收入及利润表现：营收持续提速，利润增速放缓

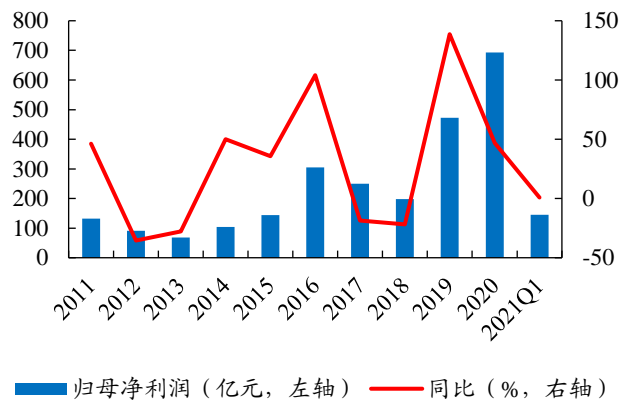
2020 年农业行业实现营业收入 7045 亿元，同比增长 25.9%，归母净利润 693 亿元，同比增长 46.7%。2021Q1 实现营业收入 1893 亿元，同比增长 42.2%；归母净利润 145.3 亿元，同比增长 0.8%。

图1：2011 年至今行业收入增长持续提速



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2019-2021Q1 行业利润保持高速增长

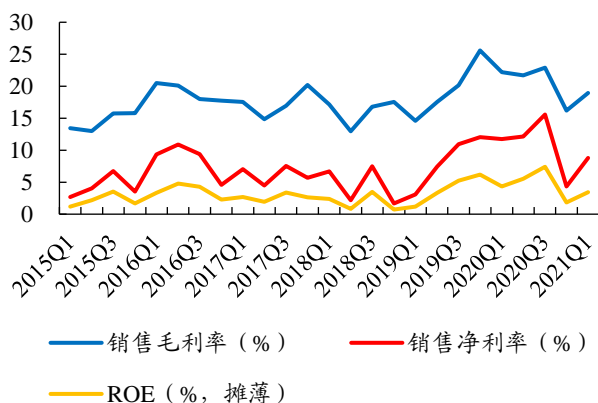


数据来源：Wind、开源证券研究所

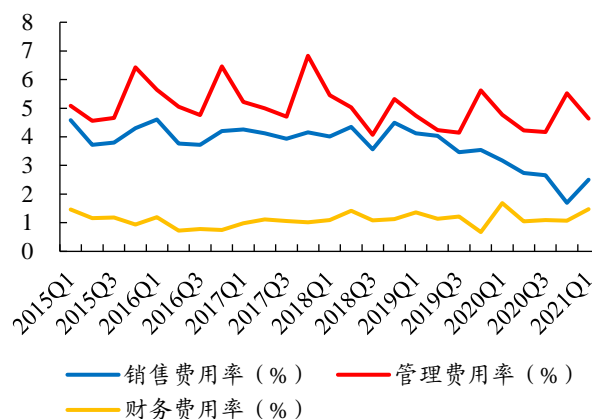
### 1.2、2021Q1 行业盈利能力回升

**盈利能力：**2020Q4 行业销售毛利率 16.17%，同比下滑 9.42pct；销售净利率 4.35%，同比下滑 7.70pct；净资产收益率 1.85%，同比下滑 4.32pct。2020 年行业销售毛利率 20.76%，同比增加 1.28pct；销售净利率 10.96%，同比增加 2.57pct；净资产收益率 4.78%，同比增加 0.81pct。2021Q1 行业销售毛利率 18.95%，同比下滑 3.27pct；销售净利率 8.78%，同比下滑 2.96pct；净资产收益率 3.42%，同比下滑 0.91pct。整体上，2020Q4 盈利能力同比下降明显，2021Q1 小幅回升，好于非瘟前同期水平。

**期间费用率：**2020Q4 行业期间费用率 8.29%，同比减少 1.54pct；2020 年全年行业期间配用率 8.46%，同比减少 0.39pct。2021Q1 行业期间费用率 8.61%，同比下降 1.02pct。行业财务费用率相对平稳，销售费用率在 2020Q4 下降至最低点后升高，管理费用率及财务费用率同比小幅波动，保持稳定。

**图3: 2021Q1 行业盈利能力回升**


数据来源: Wind、开源证券研究所

**图4: 行业三项费用率近几季度较为稳定**


数据来源: Wind、开源证券研究所

## 2、子行业分析: 畜养殖高景气延续, 动保、饲料加速恢复

### 2.1.1、子行业数据一览: 宠物食品利润高涨, 种子板块跌幅居前

2020年农业各子行业中,除禽养殖、种子及渔业板块收入分别下滑16.56%、6.91%和11.89%外,其他子板块均实现同比增长,利润角度看,种子、农产品加工及林业、宠物食品、畜养殖、渔业、动保、饲料板块利润分别同比增长174.99%/145.63%/93.55%/81.85%/72.51%/67.22%/62.54%。禽养殖及种植板块同比下降,降幅分别为81.25%及31.05%。2021Q1农业各子板块收入均实现同比增长。净利润方面,农产品加工及林业、宠物食品、种子板块涨幅居前。

盈利能力看,2020年畜养殖和种子毛利率、净利率提升明显,饲料、动保、宠物食品均有不同幅度提升,禽养殖盈利能力大幅下滑,种植小幅下滑。

**表1: 2020年子板块财务数据: 畜养殖、饲料、动保、宠物食品利润高增**

| 子行业      | 收入 (亿元) |      |         | 归母净利润 (亿元) |      |         | 毛利率    |          | 净利率    |          | ROE    |          |
|----------|---------|------|---------|------------|------|---------|--------|----------|--------|----------|--------|----------|
|          | 2020    | 2019 | 同比      | 2020       | 2019 | 同比      | 2020   | 同比 (pct) | 2020   | 同比 (pct) | 2020   | 同比 (pct) |
| 畜养殖      | 3674    | 2626 | 39.93%  | 524        | 288  | 81.85%  | 24.45% | 4.20     | 15.46% | 3.75     | 26.03% | 4.56     |
| 禽养殖      | 348     | 418  | -16.56% | 21         | 111  | -81.29% | 13.65% | -20.37   | 5.79%  | -21.12   | 6.89%  | -29.14   |
| 饲料       | 1715    | 1313 | 30.60%  | 101        | 62   | 62.54%  | 14.83% | 0.01     | 6.93%  | 1.62     | 14.58% | 1.27     |
| 动物保健     | 145     | 115  | 26.43%  | 24         | 14   | 67.22%  | 44.49% | 1.14     | 17.37% | 4.35     | 10.58% | 2.99     |
| 种子       | 132     | 142  | -6.91%  | 4          | -5   | 174.99% | 22.13% | 2.37     | 3.79%  | 7.43     | 2.76%  | 6.35     |
| 种植       | 199     | 184  | 8.28%   | 13         | 18   | -31.05% | 20.42% | -7.01    | 6.16%  | -3.69    | 5.47%  | -2.56    |
| 宠物食品     | 36      | 27   | 31.13%  | 2          | 1    | 93.55%  | 25.00% | 0.77     | 7.50%  | 2.30     | 7.47%  | 0.57     |
| 渔业       | 110     | 125  | -11.89% | -2         | -7   | 72.51%  | 17.82% | -0.30    | -1.59% | 4.37     | -2.24% | 5.66     |
| 农产品加工及林业 | 686     | 644  | 6.52%   | 5          | -11  | 145.63% | 11.83% | -3.15    | 0.60%  | 2.76     | 1.42%  | 4.77     |

数据来源: Wind、开源证券研究所



表2: 2021Q1 子板块财务数据: 畜养殖、饲料、动保、种植、宠物食品、农产品加工及林业利润高增

| 子行业      | 收入 (亿元) |        |        | 归母净利润 (亿元) |        |          | 毛利率    |          | 净利率    |          | ROE    |          |
|----------|---------|--------|--------|------------|--------|----------|--------|----------|--------|----------|--------|----------|
|          | 2021Q1  | 2020Q1 | 同比     | 2021Q1     | 2020Q1 | 同比       | 2021Q1 | 同比 (pct) | 2021Q1 | 同比 (pct) | 2021Q1 | 同比 (pct) |
| 畜养殖      | 1017    | 710    | 43.26% | 92         | 101    | -9.01%   | 20.40% | -4.50    | 10.57% | -4.82    | 4.33%  | -2.60    |
| 禽养殖      | 89      | 75     | 19.37% | 6          | 10     | -38.05%  | 15.03% | -5.32    | 6.92%  | -6.20    | 1.98%  | -1.36    |
| 饲料       | 465     | 302    | 53.96% | 24         | 17     | 47.28%   | 15.06% | -0.99    | 6.15%  | -0.53    | 3.42%  | 0.31     |
| 动物保健     | 42      | 32     | 33.06% | 10         | 7      | 45.81%   | 47.29% | 0.47     | 24.06% | 2.32     | 4.05%  | 1.03     |
| 种子       | 33      | 23     | 42.41% | 1          | 1      | 78.88%   | 22.08% | -4.81    | 5.01%  | 2.04     | 0.97%  | 0.44     |
| 种植       | 46      | 35     | 28.80% | 7          | 7      | -7.91%   | 25.69% | -5.95    | 14.75% | -5.71    | 2.96%  | -0.15    |
| 宠物食品     | 9       | 6      | 43.45% | 0          | 0      | 122.11%  | 21.90% | -0.93    | 5.68%  | 1.67     | 1.31%  | 0.25     |
| 渔业       | 24      | 22     | 10.46% | 0          | 0      | -806.73% | 21.61% | 3.68     | -1.07% | -0.59    | -0.35% | -0.31    |
| 农产品加工及林业 | 168     | 126    | 33.13% | 5          | 2      | 171.15%  | 12.94% | -1.10    | 3.08%  | 1.52     | 1.38%  | 0.82     |

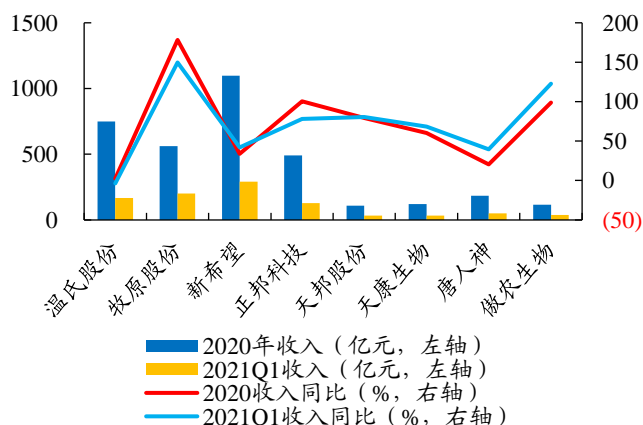
数据来源: Wind、开源证券研究所

### 2.1.2、生猪养殖: 2020 年上市公司出栏量高增, 生产性生物资产加速恢复

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、傲农生物为代表进行分析。

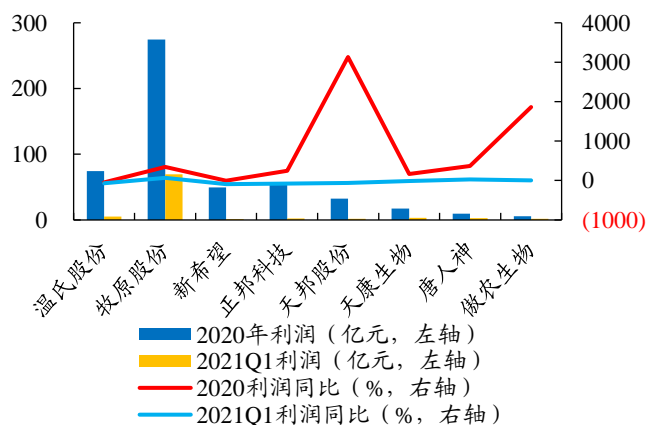
**收入及利润:** 2020 年养猪企业实现收入 3430.02 亿元, 同比增长 46%, 归母净利润 520.54 亿元, 同比增长 88%。其中牧原股份收入同比增速高达 178%, 位列第一; 由于 2019 年同期低基数影响, 天邦股份、傲农生物归母净利润同比增速高达 3132%/1865%, 远超同行。

图5: 养猪企业 2020-2021Q1 收入增速较快



数据来源: Wind、开源证券研究所

图6: 养猪企业 2020-2021Q1 利润高速增长

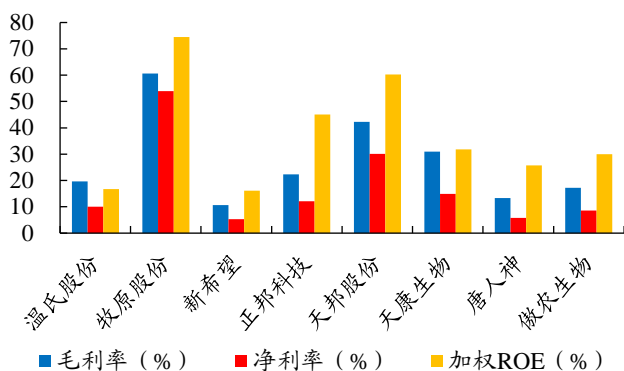


数据来源: Wind、开源证券研究所

**盈利能力:** 2020 年养猪企业毛利率、净利率、ROE 分别为 27.13%、17.61%、37.51%，同比分别提升 8.07、7.77、19.57pct。

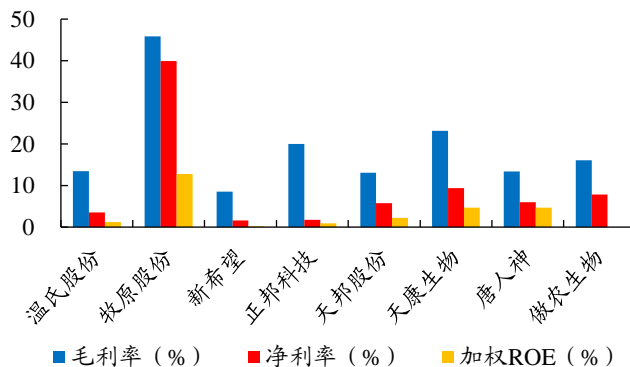
横向对比来看, 牧原股份盈利水平大幅领先, 体现其养殖成本优势, 2020 年三项指标分别达 61%、54%、74%。纵向来看, 2020 年温氏股份、牧原股份、正邦科技、天邦股份盈利水平同比下降。

图7: 养猪企业 2020 年盈利能力分化



数据来源: Wind、开源证券研究所

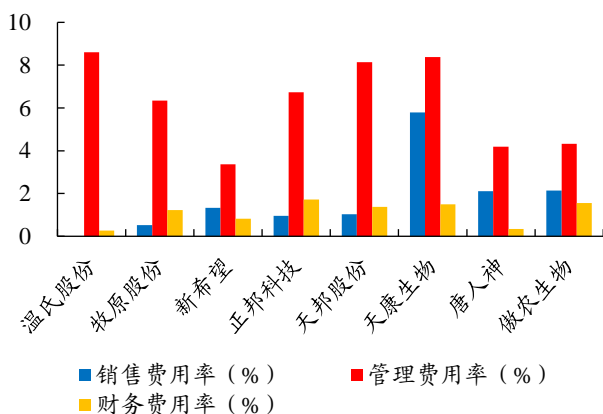
图8: 养猪企业 2021Q1 盈利能力进一步分化



数据来源: Wind、开源证券研究所

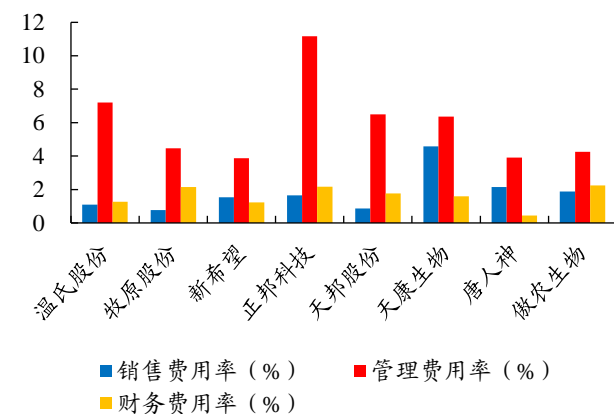
**期间费用率:** 从费用率角度看, 2020 年新希望处于行业最低位, 主要系其饲料业务收入占比较高; 纵向来看, 新希望、正邦科技三费比率环比持续提升, 温氏股份、牧原股份、天邦股份、天康生物持续下降, 其余公司略有波动。

图9: 业务结构导致养猪企业 2020 年三费率分化



数据来源: Wind、开源证券研究所

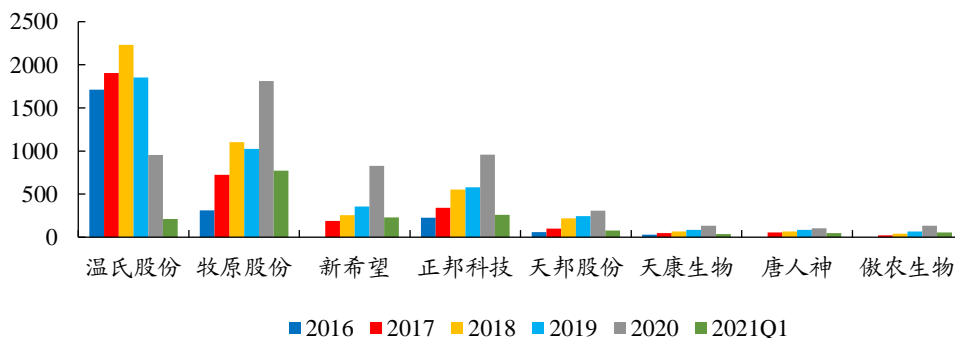
图10: 业务结构导致养猪企业 2021Q1 三费率分化



数据来源: Wind、开源证券研究所

**出栏量:** 2020 年除温氏股份出栏量下降外, 其余猪企均上升, 主要系 2020 年生猪产能恢复, 2020Q3 养殖企业普遍迎来出栏拐点。整体来看, 养殖企业出栏量迎来大幅增长。

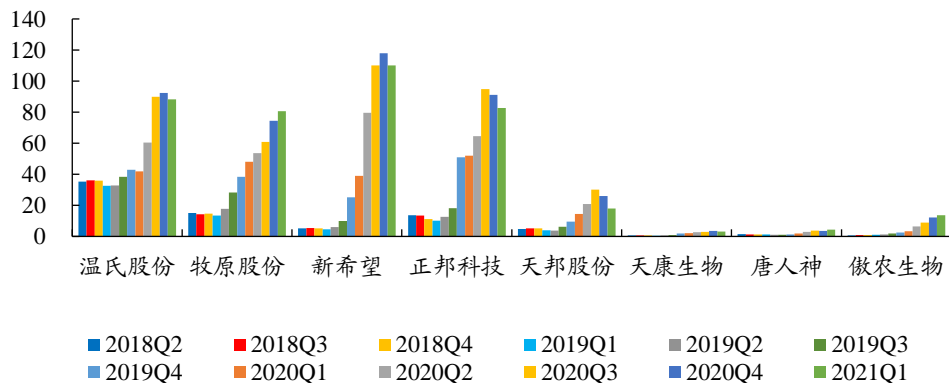
图11: 2020-2021Q1 猪企出栏量高增 (万头)



数据来源: Wind、开源证券研究所

**生产性生物资产:** 2019Q2 起头部猪企种猪存栏陆续恢复,且环比增幅持续提速。截至 2021Q1, 8 家猪企业生产性生物资产合计 401 亿元, 同比增长 284%, 分拆来看, 傲农生物、新希望及唐人神同比增幅位列前三, 分别增长 316%、182%、137%。

图12: 主要养猪企业生产性生物资产增长持续提速



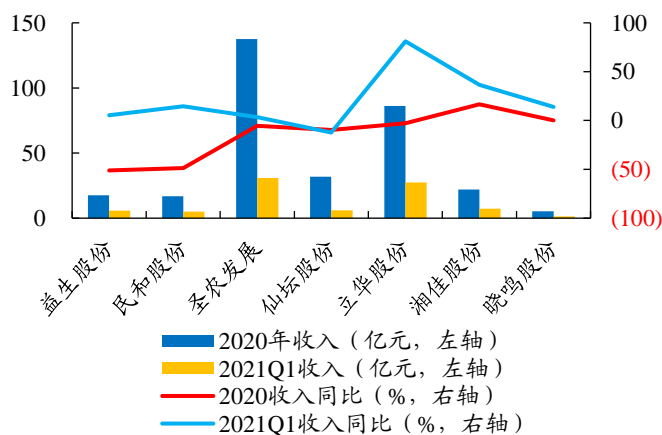
数据来源: Wind、开源证券研究所

### 2.1.3、肉鸡养殖: 2020 年鸡苗企业净利润大幅下降, 黄羽鸡企业业绩企稳

肉鸡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。

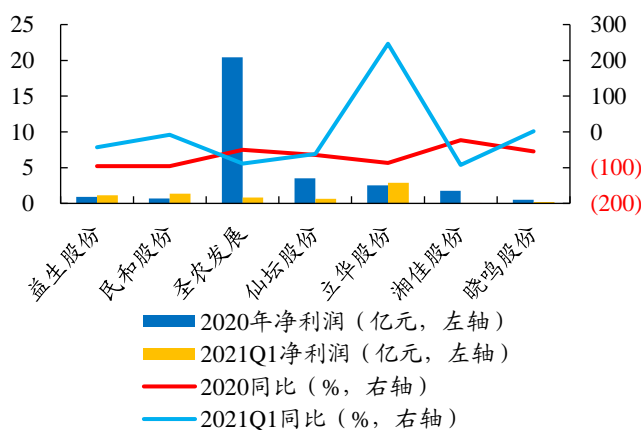
**收入及利润:** 2020 年全年肉鸡养殖企业实现收入 317.16 亿元, 同比下滑 12.48%; 归母净利润 30.31 亿元, 同比下滑 72.89%。2021Q1 肉鸡养殖企业实现收入 83.85 亿元, 同比增长 22.63%; 归母净利润 7.02 亿元, 同比下滑 38.07%。2020 年白羽鸡产业链整体呈现供给过剩, 在产祖代鸡及父母代鸡同比大幅度增加, 肉鸡产业链上下游企业业绩承压。2021Q1 鸡苗企业收入同比增加, 主要由于 2020Q1 报告期受国内新冠疫情影响, 销售流通环节受限; Q1 禽企整体净利润同比下滑, 主要系禽肉价格持续低迷导致利润挤压。2021 春节前鸡苗停供提前影响, 节后肉鸡及鸡苗价格景气上行, 预计 2021Q2 禽企收入及净利润环比增加。但全年来看, 猪肉供应量持续恢复, 对禽肉消费量挤压效应显著, 预计全年肉禽产能缓慢去化, 禽企业整体业绩延续承压态势。

图13: 禽企收入 2020 年同比下滑, 2021Q1 同比增加



数据来源: Wind、开源证券研究所

图14: 禽企 2020-2021Q1 净利润大幅下滑

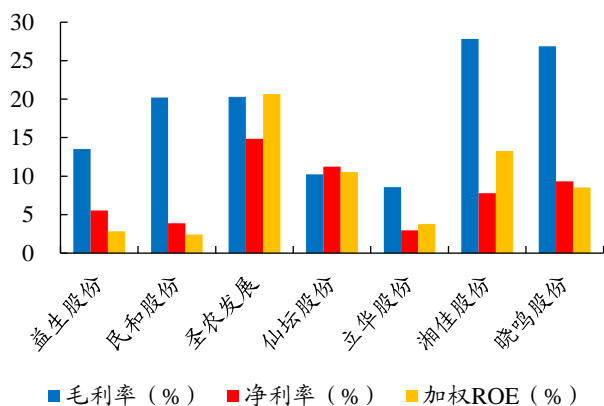


数据来源: Wind、开源证券研究所



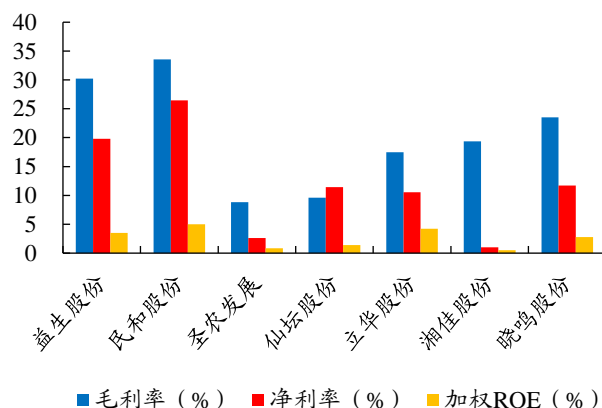
**盈利能力：**2020年受禽肉价格周期下行影响，禽企业盈利能力有所下降，整体毛利率为18.22%（同比-23.77pct），净利率7.93%（同比-23.96pct），ROE为8.86%（同比-39.13pct）。细分来看，圣农发展作为白羽肉鸡龙头企业，得益于其熟食业务已占比接近30%，盈利稳定性突出。黄羽鸡方面，立华股份盈利性指标由负转正，湘佳股份得益于上半年活禽流通市场受限，公司主营冰鲜业务实现大幅增长。2021Q1鸡苗价格上涨，鸡苗企业盈利指标环比提升，但同比仍有所下降，主要系年前鸡苗企业停供提前，年后养殖端补栏积极，推动鸡苗价格上涨。

图15：2020年龙头禽肉企业盈利能力突出



数据来源：Wind、开源证券研究所

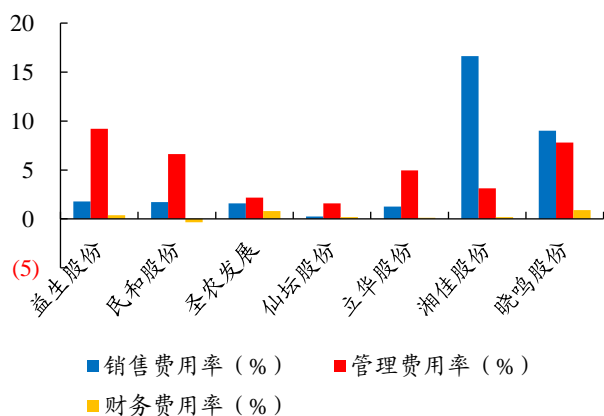
图16：2021Q1鸡苗企业盈利能力回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

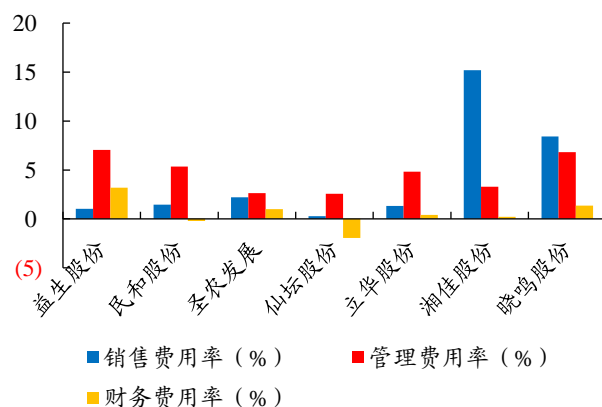
**期间费用率：**从费用率角度看，圣农发展、仙坛股份管理费用率明显低于行业其他企业。销售费用率方面，湘佳股份主打冰鲜禽肉销售，渠道费用投入较大，销售费用率相对更高。

图17：2020年白羽肉鸡企业期间费用较低



数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：2020Q1湘佳股份渠道费用延续高投入



数据来源：Wind、开源证券研究所

**出栏量：**2020年肉鸡养殖企业（鸡苗及黄羽鸡养殖）出栏量除湘佳股份外，其余禽企出栏量均同比增长。2021Q1除益生股份外，其余均同比增加。随着疫情得到有效控制，冰鲜鸡肉销量出现同比下滑，湘佳股份活禽销量同比增加。2020年白羽鸡企圣农发展及仙坛股份鸡肉及鸡肉制品销量均同比增加；2021Q1两家企业肉制品销量同比大幅增加，但仙坛股份鸡肉销量同比减少，圣农发展同比增加。

**表3: 2020 年肉鸡养殖企业出栏量大幅增加, 2021Q1 益生股份鸡苗外销量减少**

| 公司   | 2020     |        | 2021Q1   |        |
|------|----------|--------|----------|--------|
|      | 出栏量 (亿羽) | 同比 (%) | 出栏量 (亿羽) | 同比 (%) |
| 益生股份 | 4.86     | 29.53  | 0.98     | -5.77  |
| 民和股份 | 3.24     | 9.89   | 0.84     | 9.90   |
| 立华股份 | 3.23     | 11.85  | 0.81     | 27.70  |
| 湘佳股份 | 0.27     | -3.70  | 0.08     | 100.40 |

数据来源: 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: 2020-2021Q1 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 (%) |
| 2020   | 97.85    | 10.56  | 19.18      | 5.70   |
| 2021Q1 | 21.90    | 16.21  | 5.57       | 56.85  |

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**表5: 2020 年仙坛股份鸡肉销量同比增加, 2021Q1 鸡肉销量同比减少**

| 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 (%) |
| 2020   | 31.85    | 5.86   | 0.93       | 56.11  |
| 2020Q1 | 5.58     | -3.87  | 0.23       | 32.94% |

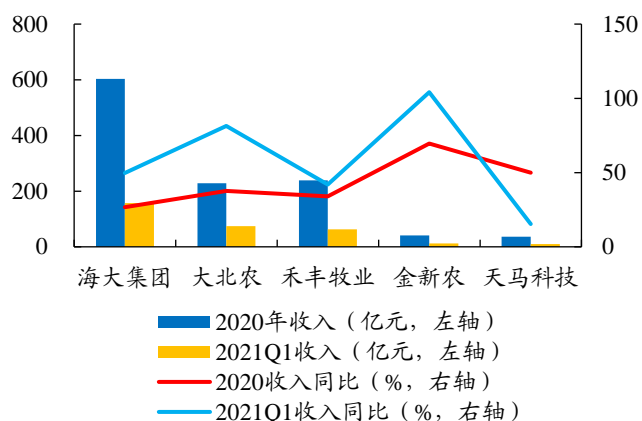
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**当前价格行情:** 2020 禽链整体景气度大幅下滑, 白羽肉鸡上游鸡苗企业盈利能力受冲击明显, 鸡苗企业于 2020Q3 出现亏损; 下游鸡肉价格受猪肉价格回落影响亦维持低迷走势, 肉制品价格表现相对稳定。短期看, 禽养殖企业盈利能力承压, 主要受猪肉供应量持续恢复和饲料成本抬升影响; 中长期来看, 养殖企业逐步向下游加工企业延伸, 可以有效平滑业绩周期性波动, 提升整体盈利能力, 下游鸡肉及肉制品加工企业或将长期受益。

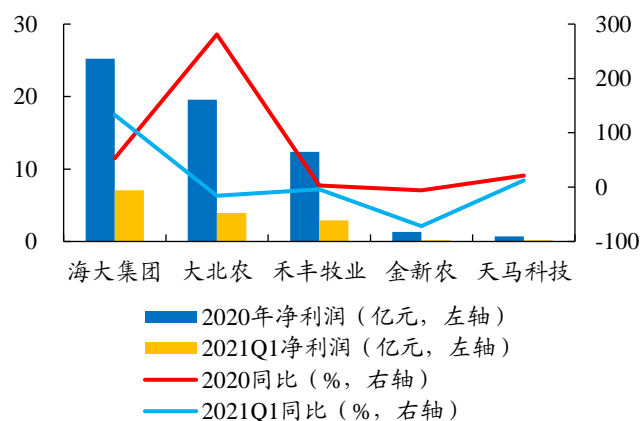
#### 2.1.4、饲料: 受益于生猪养殖后周期, 2020 年利润稳步回升

饲料行业我们选取海大集团、大北农、禾丰牧业、金新农、天马科技为代表进行分析。

**收入及利润:** 2020 年饲料企业实现收入 1146.65 亿元, 同比增长 32.09%; 归母净利润 59.15 亿元, 同比增长 66.20%。2021 年饲料行业持续恢复, 2021Q1 实现收入 316.45 亿元, 同比增长 54.60%; 归母净利润 14.27 亿元, 同比增长 23.26%。饲料行业维持景气向好趋势, 部分饲料企业享受养猪业务的利润增厚, 同时猪料业务出现改善, 利润同比增幅提升显著。

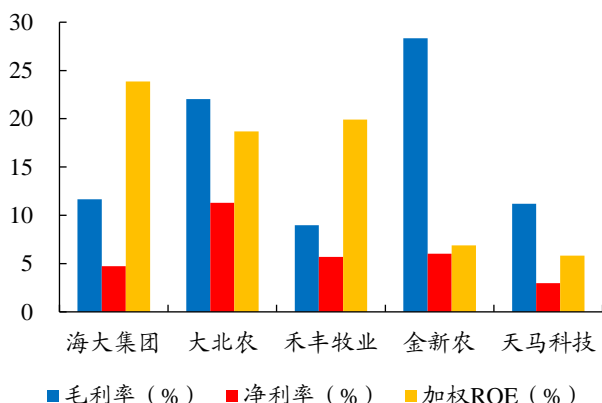
**图19: 饲料企业 2020-2021Q1 收入同比增长**


数据来源: Wind、开源证券研究所

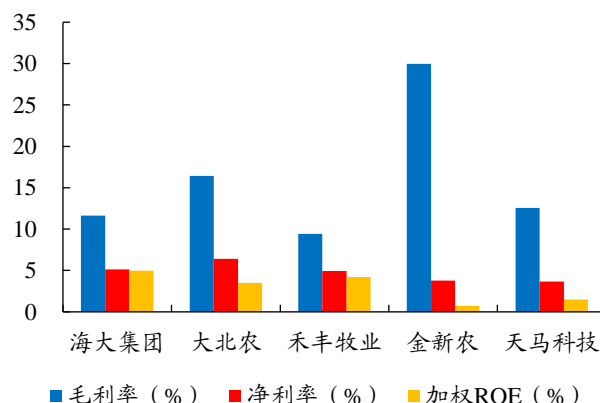
**图20: 饲料企业 2020-2021Q1 利润同比提升**


数据来源: Wind、开源证券研究所

**盈利能力:** 由于产品结构上的差异, 各企业毛利率、净利率水平差异较大。部分饲料企业由于加大生猪养殖业务投入, 整体盈利能力得到抬升。2020年随着饲料企业业绩逐步向好, 海大集团、禾丰牧业、大北农及金新农 ROE 水平均表现良好。2020Q1 饲料企业整体盈利能力稳定, 金新农毛利水平大幅提升, 主要系仔猪及种猪销量增加所致。

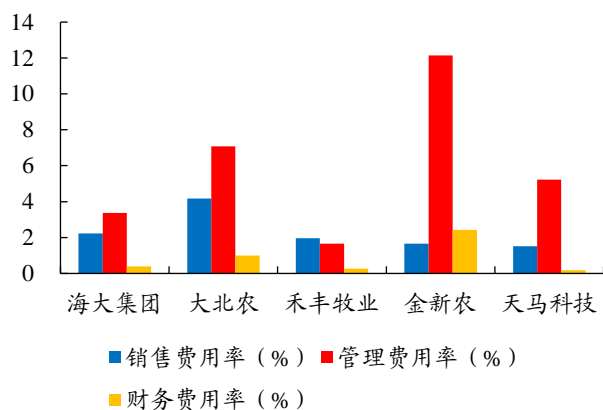
**图21: 2020 年头部饲料企业 ROE 水平较高**


数据来源: Wind、开源证券研究所

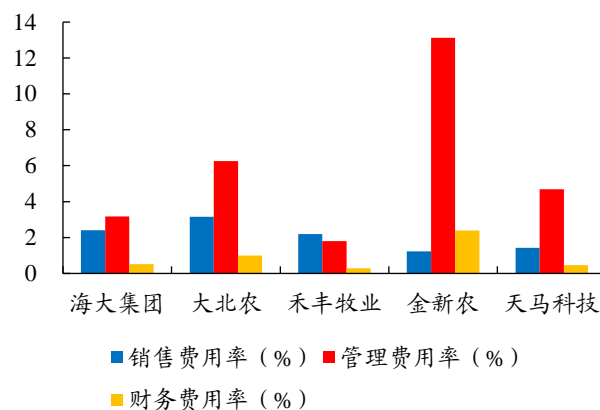
**图22: 饲料企业 2021Q1 盈利能力稳定**


数据来源: Wind、开源证券研究所

**期间费用率:** 差异角度看, 饲料企业中禾丰牧业管理费用率最低, 金新农管理费用率最高。整体来看, 2020-2021Q1 海大集团、禾丰牧业费用率仍相对较低且较为稳定, 管理费用控制能力优于行业平均水平。

**图23: 2020年大型饲料企业期间费用率相对较低**


数据来源: Wind、开源证券研究所

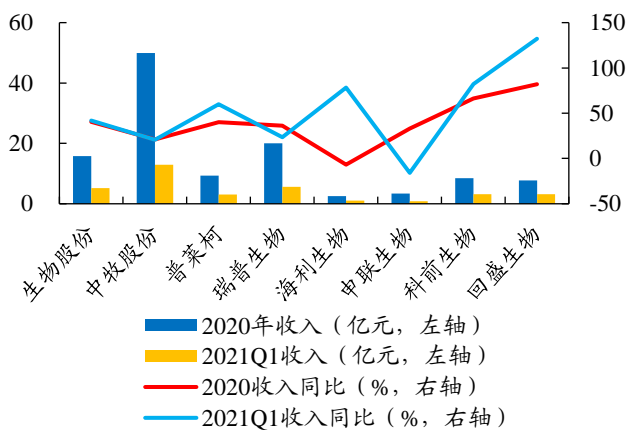
**图24: 2021Q1头部饲料企业费用控制能力优异**


数据来源: Wind、开源证券研究所

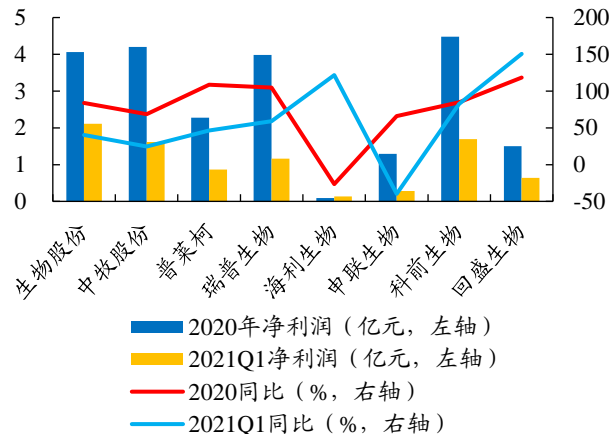
### 2.1.5、动物疫苗: 2020年收入高增, 盈利能力提高

动物疫苗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、中联生物、科前生物、回盛生物为代表进行分析。

**收入及利润:** 2020年动物疫苗企业实现收入117亿元, 同比增长33%, 归母净利润22亿元, 同比增长85%。具体而言, 2020-2021Q1受益于下游养殖集团存栏高速扩张, 除海利生物业绩下降, 动保企业业绩同比普遍增长, 海利生物2020年利润同比下降26%。

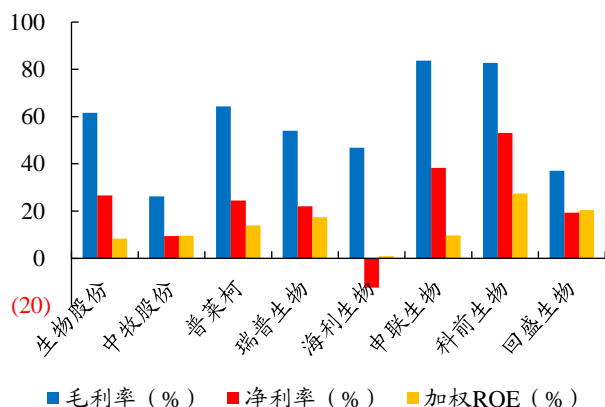
**图25: 动物疫苗企业2020-2021Q1收入普遍高增**


数据来源: Wind、开源证券研究所

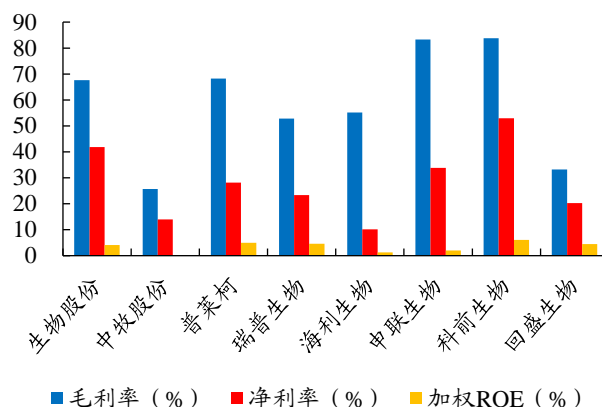
**图26: 动物疫苗企业2020-2021Q1利润大幅增长**


数据来源: Wind、开源证券研究所

**盈利能力:** 整体而言, 动物疫苗企业保持较高的毛利率及净利率, 其中中联生物、科前生物、普莱柯毛利率最高, 2020年分别为84%、83%、64%, 中联生物由于仅销售高毛利的口蹄疫合成肽产品, 科前生物伪狂犬领域产品竞争力较强, 因此毛利率水平较高, 而中牧股份由于饲料和贸易业务收入占比较高, 所以毛利率及净利率水平相对较低。

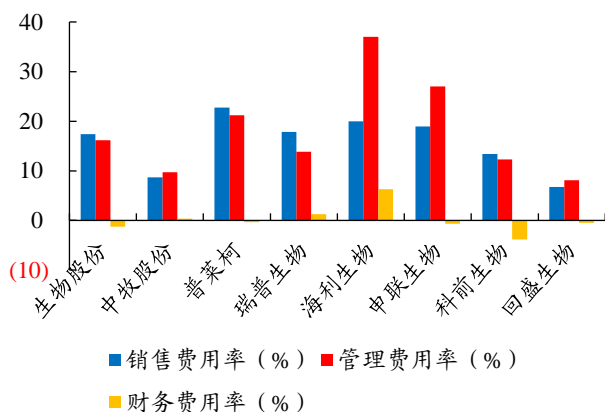
**图27: 动物疫苗企业 2020 年盈利能力提升**


数据来源: Wind、开源证券研究所

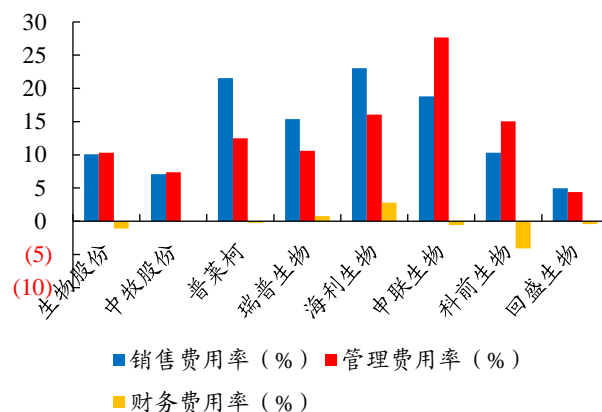
**图28: 动物疫苗企业 2021Q1 盈利能力提升**


数据来源: Wind、开源证券研究所

**期间费用率:** 整体而言, 动保企业财务费用率较低, 但销售费用和管理费用率较高, 平均分别达到 16% 和 18%, 其中普莱柯、海利生物销售费用率较高, 分别为 23%、20%, 海利生物、申联生物、普莱柯管理费用率较高, 分别达 37%、27%、21%。

**图29: 动物疫苗企业 2020 年三费率分化**


数据来源: Wind、开源证券研究所

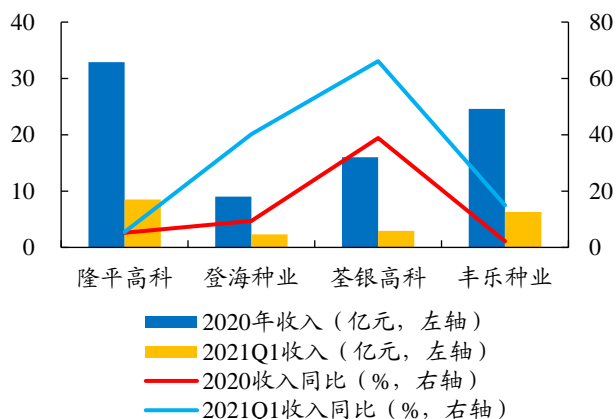
**图30: 动物疫苗企业 2021Q1 三费率分化**


数据来源: Wind、开源证券研究所

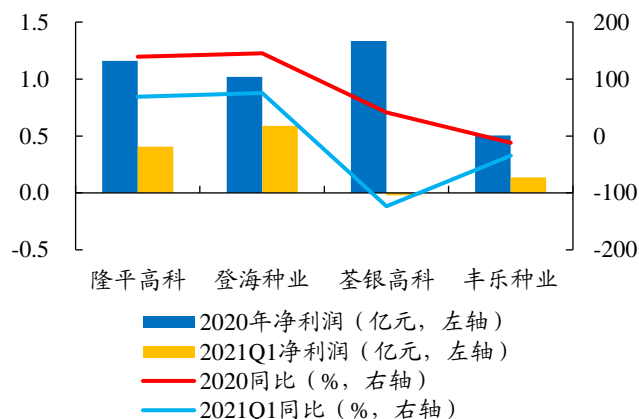
### 2.1.6、种子: 2020 年隆平高科净利润扭亏, 种业企业净利润同比增加

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:** 2020 年种子企业实现收入 82.50 亿元, 同比增长 9.80%, 归母净利润 4.02 亿元, 同比增长 501.71%。粮食价格上行, 种植业景气度回升, 上游种业企业盈利能力大幅改善。2021Q1 行业景气度延续, 种子企业实现收入 20.04 亿元, 同比增长 18.21%; 归母净利润 1.11 亿元, 同比增长 27.24%。预计未来 2-3 年种业受粮价影响景气向好。

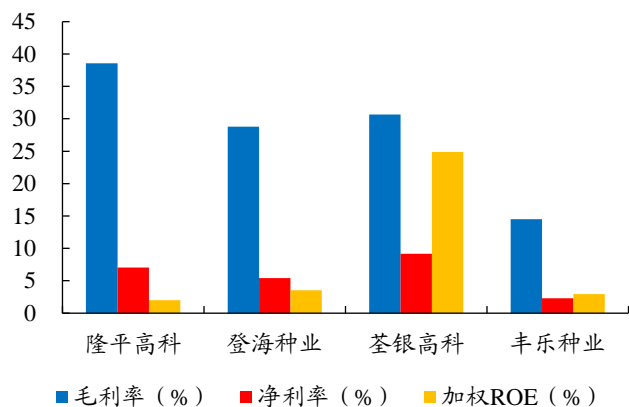
**图31: 2020-2021Q1 种子企业收入同比增加**


数据来源: Wind、开源证券研究所

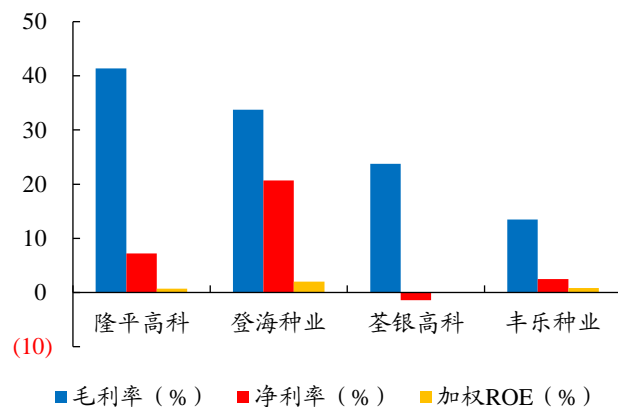
**图32: 2020-2021Q1 种子企业利润同比增加**


数据来源: Wind、开源证券研究所

**盈利能力:** 种子企业毛利率较高, 优势种企业毛利水平优势明显。随着玉米价格大幅上涨, 玉米种子需求旺盛。隆平高科、登海种业受益, 净利率改善提升当期 ROE 水平。2021Q1 隆平高科及登海种业盈利能力同比提升, 报告期登海种业净利率大幅提升主要系财务费用同比下降 402.80% 所致。

**图33: 2020 年种子企业毛利水平较高**


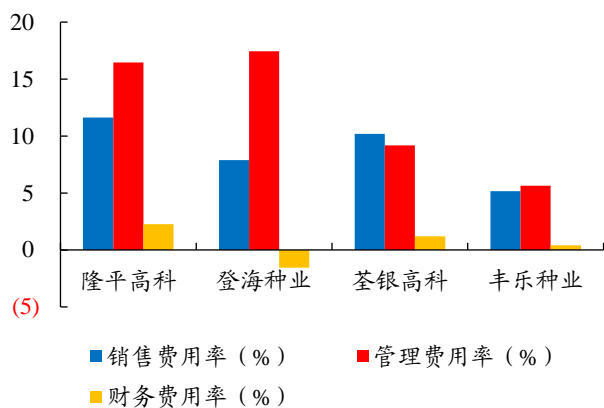
数据来源: Wind、开源证券研究所

**图34: 2021Q1 隆平高科、登海种业毛利率优势明显**


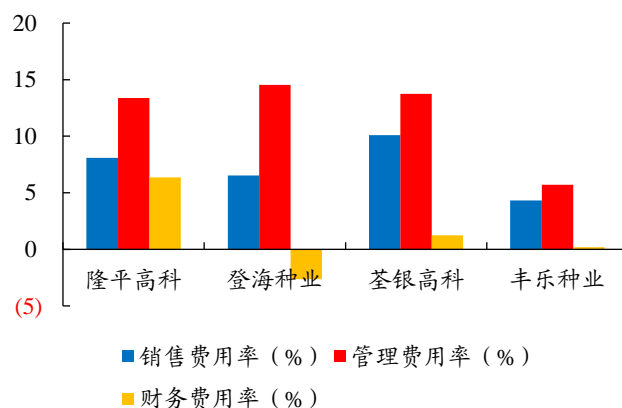
数据来源: Wind、开源证券研究所

**期间费用率:** 2020 年, 隆平高科三项费用率均高于行业平均水平。2021Q1 登海种业期间费用率有所改善。行业来看, 管理费用率方面, 丰乐种业管理费用率较低。财务费用率方面, 隆平高科受海外项目贷款汇兑损失影响, 财务费用率最高。



**图35: 2020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: 2021Q1 登海种业期间费用有所改善**


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的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             | 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             | 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，属于机密材料，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