

2021年09月06日

# 农林牧渔

# 行业动态分析

## 2021年半年报业绩总结和趋势展望

### 投资要点

- ◆ 根据 2021 年半年报披露，在农业各子行业中，表现相对较好的板块主要有饲料动保、宠物食品和种子等。其中，饲料动保板块表现突出，主要是受益于生猪养殖存栏回升和产品需求的增长，种子板块主要受益于玉米等粮食价格的上涨和种子行业供需格局的改善。畜禽养殖板块整体表现欠佳，主要原因在于生猪价格同比大幅下滑。
- ◆ 受猪价同比下滑影响，生猪养殖上市公司 2021 年 H1 整体业绩同比明显下滑。我们预计猪价在年底旺季可能会有局部反弹，但由于去年 3 季度猪价的高基数，国内生猪养殖企业 3 季度业绩同比增长压力仍较大。禽业养殖板块在 2021 年 H1 整体业绩同比表现不佳，内部出现分化，蛋鸡行业业绩表现优于肉鸡，上游环节业绩表现优于下游。我们预计禽业板块整体景气度仍将处于低位。
- ◆ 饲料动保板块 2021 年 H1 业绩表现较为突出，主要受益于养殖后周期和生猪存栏的回升。在猪饲料行业产量高增长和水产饲料高景气的驱动下，我们认为饲料动保板块后续有望延续高景气度。
- ◆ 种业板块 2021 年 H1 业绩同比有所改善。与去年的内部分化较大不同，今年玉米种子和水稻种子同比均有所改善。我们预计玉米和水稻种子行业景气度有望进一步修复。
- ◆ 食用菌板块 2021 年 H1 业绩整体表现欠佳，主要是受到产品市场价格下行和生产原材料价格上涨的双重不利影响。展望 2021 年后趋势，我们预计食用菌行业的产品价格和原材料成本压力难以出现明显拐点，行业整体景气度仍将承压。
- ◆ 我们继续重点推荐海大集团，主要逻辑在于：（1）经过近期的调整，我们认为猪价带来的负面预期逐渐得到消化，公司上半年饲料业务的强劲表现有望增强市场对公司饲料业务未来增长的信心，公司饲料业务布局有望重回市场关注的主线；（2）饲料动保板块处于景气度周期，海大集团是在该板块中，综合考量业绩成长性、持续性和估值水平等框架下的优选标的；（3）根据过去几轮周期的运行规律，水产饲料景气周期一般滞后于生猪景气周期，且呈现出 4-5 年一轮周期的特征。我们认为在经历过 2017 年的前轮周期高点、2018-2019 年的周期下行、以及 2020 年疫情和洪水的扰动后，2021 年水产饲料有望保持高景气行情；（4）公司的 2021 年股票期权激励计划，员工覆盖面广、业务增长目标清晰，公司有望加快产能扩张和行业并购整合，进一步提升市场份额；（5）公司开始布局反刍动物饲料板块，反刍动物饲料渗透率低、增速高、市场分散，是有待开发的一片蓝海，有望成为公司中长期的又一增长点。我们预测公司 2021 年至 2023 年每股收益分别为 2.00、2.35 和 2.80 元，维持买入-A 建议。
- ◆ 风险提示：畜禽疫情复燃导致畜禽料销量低于预期、极端天气导致水产饲料销量低于预期、鱼粉和玉米豆粕等原材料价格波动风险。

投资评级

同步大市-A 维持

首选股票

评级

002311	海大集团	买入-A
603697	有友食品	买入-B

一年行业表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-14.80	-23.89	-32.03
绝对收益	-17.17	-18.32	-28.31

分析师

陈振志

 SAC 执业证书编号：S0910519110001  
 chenzhenzhi@huajinsec.com  
 021-20377051

分析师

周蓉

 SAC 执业证书编号：S0910520030001  
 zhourong@huajinsec.com

相关报告

- 农林牧渔：饲料行业延续高景气度，水产饲料增速亮眼 2021-08-17
- 农林牧渔：关注养殖配套环节高景气和下游食品成本下行 2021-06-24
- 农林牧渔：2021 年 1 季报总结和趋势展望 2021-05-03
- 农林牧渔：反刍动物饲料：有待开发的一片蓝海 2021-03-22
- 农林牧渔：2021 年中央一号文件点评 2021-02-22

## 内容目录

农业行业 2021 年 H1 业绩总览 .....	4
畜禽养殖板块展望 .....	4
生猪养殖板块 2021 年 H1 整体业绩同比明显下滑 .....	4
猪价在年底旺季可能会有局部反弹，但同比压力仍较大 .....	8
禽业板块 H1 业绩整体表现欠佳，蛋鸡优于肉鸡，上游优于下游 .....	9
受猪价低迷影响，禽业板块整体景气度仍将处于低位 .....	11
饲料动保板块展望 .....	12
饲料动保板块 H1 业绩表现突出 .....	12
2021 年水产养殖和水产饲料保持高景气行情 .....	15
饲料动保板块后续有望延续高景气度 .....	16
种子行业板块展望 .....	18
种业行业景气度有望进一步修复 .....	18
食用菌板块展望 .....	20
食用菌行业景气度仍将承压 .....	20
投资建议：继续重点首推海大集团 .....	22
风险提示 .....	23

## 图表目录

图 1：农业各子行业营业收入同比增长趋势 .....	4
图 2：农业各子行业归属净利润同比增长趋势 .....	4
图 3：农业各子行业毛利率变化趋势 .....	4
图 4：农业各子行业销售净利率变化趋势 .....	4
图 5：国内生猪价格走势（单位：元/公斤） .....	5
图 6：国内猪肉价格走势（单位：元/公斤） .....	5
图 7：国内二元母猪价格走势（单位：元/公斤） .....	5
图 8：国内仔猪价格走势（单位：元/公斤） .....	5
图 9：自繁自养的生猪养殖利润（元/头） .....	6
图 10：外购仔猪的生猪养殖利润（元/头） .....	6
图 11：生猪养殖上市公司年度累计归母净利润 .....	6
图 12：生猪养殖上市公司归母净利润同比增速（累计） .....	6
图 13：生猪养殖上市公司单季度净利润趋势 .....	7
图 14：生猪养殖上市公司资产负债率趋势 .....	7
图 15：生猪养殖上市公司生猪出栏量趋势 .....	8
图 16：我国生猪和能繁母猪存栏量历史变动趋势（万头） .....	8
图 17：国内生猪存栏同比增速（单位：%） .....	9
图 18：全国猪饲料产量当年累计同比增速 .....	9
图 19：国内生猪价格（元/公斤） .....	9
图 20：国内仔猪价格（元/公斤） .....	9
图 21：禽业养殖上市公司年度累计归属净利润 .....	10
图 22：禽业养殖上市公司归属净利润同比增速（累计） .....	10
图 23：禽业养殖上市公司资产负债率趋势 .....	10
图 24：禽业养殖上市公司单季度净利润趋势 .....	11

图 25: 我国白羽肉鸡主产区平均价 (元/公斤)	11
图 26: 江苏黄羽活鸡平均价 (元/公斤)	11
图 27: 国内鸡蛋棚前批发价 (元/公斤)	12
图 28: 国内鸡蛋市场零售价 (元/公斤)	12
图 29: 我国祖代白羽肉种鸡历史引种量 (万套)	12
图 30: 我国商品代白羽肉鸡苗历史价格走势 (元/羽)	12
图 31: 全国猪饲料产量当年累计同比增速	13
图 32: 全国蛋禽饲料产量当年累计同比增速	13
图 33: 全国肉禽饲料产量当年累计同比增速	13
图 34: 全国水产饲料产量当年累计同比增速	13
图 35: 全国反刍饲料产量当年累计同比增速	13
图 36: 全国饲料总产量当年累计同比增速	13
图 37: 饲料动保上市公司营业收入增长趋势	14
图 38: 饲料动保上市公司归母净利润增长趋势	14
图 39: 饲料动保上市公司毛利率趋势	14
图 40: 饲料动保上市公司销售净利率趋势	14
图 41: 饲料动保上市公司 ROE 趋势	14
图 42: 饲料动保上市公司年度累计归母净利润	14
图 43: 饲料动保上市公司单季度净利润趋势	15
图 44: 草鱼、鲫鱼和生猪的价格周期波动 (元/公斤)	16
图 45: 全球和中国玉米库存消费比变化趋势	17
图 46: 全球和中国大豆库存消费比变化趋势	17
图 47: 国内玉米现货价格 (元/吨)	18
图 48: 国内豆粕现货价格 (元/公斤)	18
图 49: 育肥猪配合饲料价格 (元/公斤)	18
图 50: 肉鸡饲料价格 (元/公斤)	18
图 51: 种业上市公司营业收入增长趋势	19
图 52: 种业上市公司归母净利润增长趋势	19
图 53: 种业上市公司毛利率趋势	19
图 54: 种业上市公司销售净利率趋势	19
图 55: 种业上市公司 ROE 趋势	19
图 56: 种业上市公司年度累计归母净利润	19
图 57: 种业上市公司单季度净利润趋势	20
图 58: 全国杂交水稻库存消费比趋势	20
图 59: 全国杂交玉米库存消费比趋势	20
图 60: 食用菌上市公司营业收入增长趋势	21
图 61: 食用菌上市公司归母净利润增长趋势	21
图 62: 食用菌上市公司毛利率趋势	21
图 63: 食用菌上市公司销售净利率趋势	21
图 64: 食用菌上市公司 ROE 趋势	21
图 65: 食用菌上市公司年度累计归母净利润	21
图 66: 食用菌上市公司单季度净利润趋势	21

## 农业行业 2021 年 H1 业绩总览

根据 2021 年半年报披露的数据，在农业各子行业中，表现相对较好的板块主要有饲料动保、宠物食品和种子等。其中，饲料动保板块表现突出，主要是受益于生猪养殖存栏回升和饲料动保产品需求的增长，种子板块主要受益于玉米等粮食价格的上涨和种子行业供需格局的改善。畜禽养殖板块整体表现欠佳，主要原因在于生猪价格同比大幅下滑。

图 1：农业各子行业营业收入同比增长趋势

营业收入同比增长	2020-03-31	2020-06-30	2020-09-30	2020-12-31	2021-03-31	2021-06-30
种子生产	↑ 5.71%	↑ 5.46%	↑ 5.96%	↑ 5.41%	↑ 17.59%	↑ 7.29%
粮食种植	↓ -0.20%	↑ 17.43%	↑ 10.33%	↑ 8.09%	↑ 29.06%	↑ 11.48%
食用菌种植	↑ 31.64%	↑ 13.79%	↑ 24.40%	↑ 14.42%	↓ -6.02%	↓ -4.33%
果蔬加工	↓ -2.30%	↑ 33.33%	↑ 16.92%	↑ 9.06%	↑ 40.10%	↑ 18.25%
粮油加工	↓ -0.88%	↑ 11.04%	↑ 12.44%	↑ 14.73%	↑ 29.34%	↑ 19.09%
其他农产品加工	↑ 3.21%	↑ 15.81%	↑ 10.97%	↑ 10.19%	↑ 32.83%	↑ 22.90%
饲料(含养殖)	↑ 24.15%	↑ 25.69%	↑ 33.16%	↑ 38.62%	↑ 52.32%	↑ 46.18%
海洋捕捞	↓ -10.94%	↓ -12.80%	↓ -16.40%	↓ -13.49%	↑ 8.79%	↑ 1.56%
水产养殖	↓ -16.57%	↓ -10.74%	↓ -9.37%	↓ -12.40%	↑ 9.84%	↑ 5.37%
畜禽养殖	↑ 41.37%	↑ 41.21%	↑ 39.03%	↑ 27.82%	↑ 34.52%	↑ 21.90%
动物保健	↑ 39.04%	↑ 22.74%	↑ 25.98%	↑ 27.26%	↑ 32.23%	↑ 23.29%
农业综合	↓ -61.53%	↓ -37.74%	↓ -35.03%	↓ -22.21%	↑ 173.38%	↑ 55.50%
宠物食品	↑ 13.14%	↑ 32.24%	↑ 35.39%	↑ 31.13%	↑ 43.45%	↑ 25.39%

资料来源：公司公告、Wind、华金证券研究所

图 2：农业各子行业归属净利润同比增长趋势

归母净利润增速	2020-03-31	2020-06-30	2020-09-30	2020-12-31	2021-03-31	2021-06-30
种子生产	↓ -40.50%	↑ 82.19%	↑ 74.98%	↑ 168.07%	↑ 57.74%	↓ -17.97%
粮食种植	↑ 13.22%	↑ 14.63%	↑ 11.62%	↓ -46.92%	↑ 8.72%	↑ 0.69%
食用菌种植	↑ 50.71%	↑ 29.19%	↑ 125.78%	↑ 32.54%	↓ -46.42%	↓ -121.25%
果蔬加工	↑ 494.55%	↑ 476.08%	↑ 493.51%	↓ -53.09%	↑ 36.63%	↓ -9.49%
粮油加工	↑ 25.85%	↑ 64.23%	↑ 37.47%	↑ 30.67%	↑ 30.27%	↓ -1.53%
其他农产品加工	↑ 0.44%	↑ 27.96%	↑ 12.54%	↓ -10.91%	↑ 70.73%	↑ 59.03%
饲料(含养殖)	↑ 664.55%	↑ 226.96%	↑ 180.42%	↑ 88.44%	↓ -32.88%	↓ -100.62%
海洋捕捞	↑ 33.51%	↑ 12.48%	↓ -67.89%	↓ -106.59%	↑ 66.70%	↑ 580.84%
水产养殖	↑ 581.50%	↓ -104.86%	↓ -98.83%	↑ 79.15%	↓ -204.29%	↓ -1133.75%
畜禽养殖	↑ 865.58%	↑ 225.45%	↑ 118.50%	↑ 26.94%	↑ 13.65%	↓ -53.69%
动物保健	↑ 69.01%	↑ 47.52%	↑ 53.31%	↑ 68.01%	↑ 45.11%	↑ 25.10%
农业综合	↓ -121.24%	↓ -68.55%	↓ -41.14%	↓ -14.73%	↑ 275.25%	↑ 54.77%
宠物食品	↑ 54.34%	↑ 129.00%	↑ 131.80%	↑ 93.55%	↑ 122.07%	↑ 40.55%

资料来源：公司公告、Wind、华金证券研究所

图 3：农业各子行业毛利率变化趋势

毛利率	2020-03-31	2020-06-30	2020-09-30	2020-12-31	2021-03-31	2021-06-30
种子生产	30.11%	26.14%	23.35%	27.85%	29.21%	26.45%
粮食种植	31.98%	24.52%	24.78%	20.79%	30.69%	24.07%
食用菌种植	38.81%	25.20%	23.88%	24.91%	23.42%	5.75%
果蔬加工	16.40%	14.22%	14.48%	13.44%	12.90%	11.17%
粮油加工	12.87%	11.56%	12.29%	12.18%	13.04%	11.73%
其他农产品加工	18.11%	17.93%	17.04%	14.42%	15.47%	16.23%
饲料(含养殖)	17.29%	17.15%	17.28%	15.44%	13.71%	10.44%
海洋捕捞	27.90%	26.08%	28.50%	26.24%	32.90%	29.31%
水产养殖	14.63%	13.44%	14.01%	14.08%	17.26%	16.64%
畜禽养殖	27.74%	29.95%	31.24%	29.26%	25.51%	17.51%
动物保健	46.86%	45.25%	46.25%	44.44%	47.09%	44.98%
农业综合	11.50%	11.74%	10.88%	13.10%	9.90%	9.81%
宠物食品	22.83%	24.83%	26.19%	25.00%	21.90%	22.76%

资料来源：公司公告、Wind、华金证券研究所

图 4：农业各子行业销售净利率变化趋势

销售净利率	2020-03-31	2020-06-30	2020-09-30	2020-12-31	2021-03-31	2021-06-30
种子生产	4.40%	2.29%	-2.93%	4.70%	7.17%	2.37%
粮食种植	20.59%	16.46%	15.69%	5.33%	17.47%	15.03%
食用菌种植	28.37%	14.86%	12.45%	13.55%	16.07%	-4.43%
果蔬加工	4.05%	4.32%	4.53%	1.18%	4.21%	3.37%
粮油加工	3.14%	3.64%	3.82%	3.21%	3.54%	3.17%
其他农产品加工	5.34%	5.54%	4.84%	3.50%	6.39%	7.25%
饲料(含养殖)	8.94%	9.22%	10.12%	7.81%	4.23%	0.43%
海洋捕捞	-7.72%	-2.52%	2.28%	-0.45%	-1.60%	13.30%
水产养殖	2.05%	0.30%	0.30%	-3.81%	-2.01%	-0.23%
畜禽养殖	19.64%	21.12%	24.02%	21.23%	17.84%	9.22%
动物保健	22.09%	20.69%	20.02%	17.92%	24.40%	21.17%
农业综合	-3.58%	0.47%	0.96%	3.00%	0.56%	0.45%
宠物食品	4.02%	6.22%	7.49%	7.50%	5.68%	6.94%

资料来源：公司公告、Wind、华金证券研究所

## 畜禽养殖板块展望

### 生猪养殖板块 2021 年 H1 整体业绩同比明显下滑

随着国内生猪产能的逐渐恢复，国内生猪价格在 2021 年 2 季度同比和环比均出现明显回落。受猪价同比下滑影响，生猪养殖上市公司 2021 年 H1 整体业绩同比明显下滑，部分成本压力较大

的上市公司甚至出现亏损。在行业景气下行周期里，除了个别刚上市融资的生猪养殖公司外，其余大部分生猪养殖上市公司的资产负债率从年初以来呈现出上升趋势。

图 5：国内生猪价格走势（单位：元/公斤）



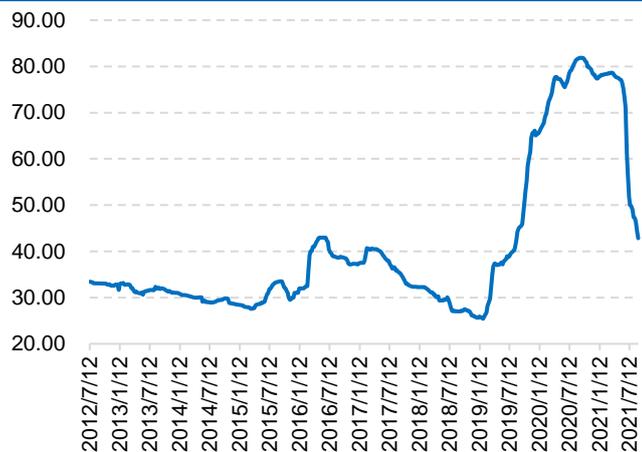
资料来源：Wind、华金证券研究所

图 6：国内猪肉价格走势（单位：元/公斤）



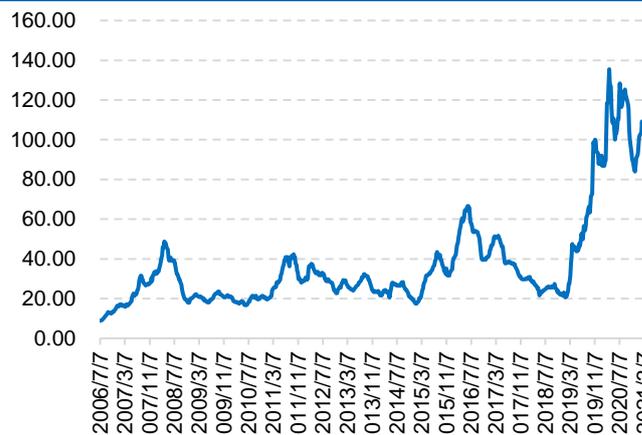
资料来源：Wind、华金证券研究所

图 7：国内二元母猪价格走势（单位：元/公斤）



资料来源：Wind、华金证券研究所

图 8：国内仔猪价格走势（单位：元/公斤）



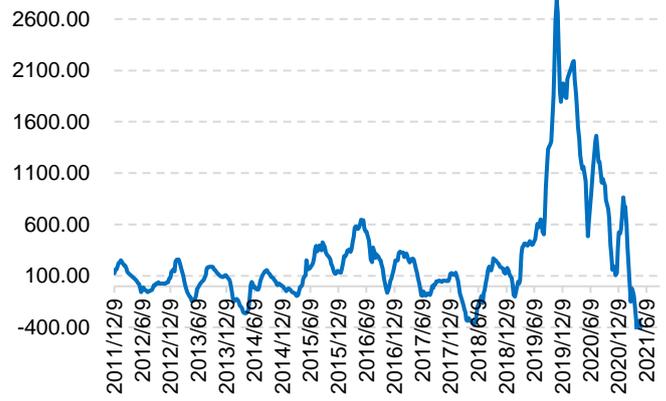
资料来源：Wind、华金证券研究所

图 9：自繁自养的生猪养殖利润（元/头）



资料来源：Wind、华金证券研究所

图 10：外购仔猪的生猪养殖利润（元/头）



资料来源：Wind、华金证券研究所

图 11：生猪养殖上市公司年度累计归母净利润

归母净利润（百万元）	2020-03-31	2020-06-30	2020-09-30	2020-12-31	2021-03-31	2021-06-30
温氏股份	1,892.16	4,153.34	8,241.48	7,425.87	543.52	-2,497.67
牧原股份	4,131.39	10,784.03	20,987.83	27,451.42	6,963.07	9,525.98
神农集团	341.17	629.59		1,137.92	314.38	363.92
大北农	465.46	893.07	1,482.68	1,955.72	390.93	498.78
金新农	68.40	185.23	325.29	132.25	19.31	39.80
唐人神	212.78	431.73	706.37	950.34	279.15	175.77
东瑞股份		322.85		681.29		231.78
天康生物	334.55	833.80	1,477.59	1,720.41	301.01	241.40
新五丰	100.49	149.35	237.22	282.72	43.52	73.94
傲农生物	151.06	337.92	502.27	572.99	162.02	-162.61
新希望	1,626.87	3,163.87	5,084.58	4,944.19	136.81	-3,415.07
天邦股份	476.28	1,534.88	2,824.37	3,244.99	195.39	-650.54
正邦科技	905.62	2,417.22	5,433.01	5,744.14	211.64	-1,430.08

资料来源：公司公告、Wind、华金证券研究所

图 12：生猪养殖上市公司归母净利润同比增速（累计）

归母净利润增速	2020-03-31	2020-06-30	2020-09-30	2020-12-31	2021-03-31	2021-06-30
温氏股份	↑ 510.93%	↑ 200.33%	↑ 35.44%	↓ -46.83%	↓ -71.28%	↓ -160.14%
牧原股份	↑ 863.75%	↑ 7026.08%	↑ 1413.28%	↑ 348.97%	↑ 68.54%	↓ -11.67%
神农集团				↑ 142.59%	↓ -7.85%	↓ -42.20%
大北农	↑ 1298.16%	↑ 2556.20%	↑ 390.88%	↑ 281.02%	↓ -16.01%	↓ -44.15%
金新农	↑ 723.36%	↑ 971.48%	↑ 830.25%	↓ -5.89%	↓ -71.76%	↓ -78.51%
唐人神	↑ 3844.97%	↑ 859.06%	↑ 444.73%	↑ 369.64%	↑ 31.19%	↓ -59.29%
东瑞股份				↑ 160.16%		↓ -28.21%
天康生物	↑ 1056.82%	↑ 942.09%	↑ 389.75%	↑ 166.94%	↓ -10.03%	↓ -71.05%
新五丰	↑ 441.27%	↑ 2384.61%	↑ 668.37%	↑ 346.66%	↓ -56.69%	↓ -50.49%
傲农生物	↑ 767.69%	↑ 1479.32%	↑ 1141.49%	↑ 1865.27%	↑ 7.26%	↓ -148.12%
新希望	↑ 144.13%	↑ 102.57%	↑ 65.54%	↓ -1.94%	↓ -91.59%	↓ -207.94%
天邦股份	↑ 242.05%	↑ 517.84%	↑ 23553.38%	↑ 3131.98%	↓ -58.98%	↓ -142.38%
正邦科技	↑ 318.63%	↑ 979.24%	↑ 10711.29%	↑ 248.75%	↓ -76.63%	↓ -159.16%

资料来源：公司公告、Wind、华金证券研究所

图 13: 生猪养殖上市公司单季度净利润趋势

单季度归母净利润 (百万元)	2019-03-31	2019-06-30	2019-09-30	2019-12-31	2020-03-31	2020-06-30	2020-09-30	2020-12-31	2021-03-31	2021-06-30
温氏股份	-460.46	1,843.39	4,702.07	7,882.20	1,892.16	2,261.18	4,088.15	-815.61	543.52	-3,041.19
牧原股份	-540.94	385.24	1,542.61	4,727.45	4,131.39	6,652.64	10,203.80	6,463.59	6,963.07	2,562.91
神农集团									314.38	49.54
天康生物	28.92	51.09	221.69	342.78	334.55	499.24	643.79	242.83	301.01	-59.61
新五丰	-29.45	35.46	-47.75	105.03	100.49	48.85	87.88	45.50	43.52	30.42
傲农生物	17.41	3.99	19.06	-11.30	151.06	186.85	164.36	70.71	162.02	-324.63
新希望	666.39	895.46	1,509.74	1,970.41	1,626.87	1,537.00	1,920.72	-140.39	136.81	-3,551.88
天邦股份	-335.29	-32.05	379.28	88.46	476.28	1,058.60	1,289.49	420.62	195.39	-845.92
正邦科技	-414.23	139.30	325.18	1,596.80	905.62	1,511.60	3,015.79	311.13	211.64	-1,641.72
大北农	-38.85	72.47	268.42	211.25	465.46	427.61	589.61	473.04	390.93	107.84
金新农	-10.97	28.26	17.68	105.56	68.40	116.83	140.06	-193.04	19.31	20.49
唐人神	5.39	39.62	84.66	72.68	212.78	218.94	274.65	243.97	279.15	-103.38
罗牛山	-13.45	-33.98	6.19	71.27	22.32	45.41	31.55	2.80	44.81	-12.99

资料来源: 公司公告、Wind、华金证券研究所

图 14: 生猪养殖上市公司资产负债率趋势

资产负债率	2020-03-31	2020-06-30	2020-09-30	2020-12-31	2021-03-31	2021-06-30
傲农生物	72.46%	56.99%	64.68%	67.52%	71.96%	76.36%
正邦科技	69.57%	69.75%	67.51%	58.56%	64.09%	68.57%
天邦股份	59.41%	56.65%	39.06%	43.25%	52.79%	66.21%
新希望	54.17%	58.95%	58.19%	53.06%	60.56%	62.93%
新五丰	27.98%	31.32%	35.21%	32.64%	54.21%	57.68%
温氏股份	28.65%	29.95%	37.55%	40.88%	46.65%	56.47%
金新农	53.66%	51.68%	55.04%	50.33%	55.10%	55.77%
牧原股份	42.35%	45.37%	43.34%	46.09%	48.07%	53.09%
天康生物	52.49%	47.37%	45.32%	56.34%	54.75%	52.67%
罗牛山	38.57%	42.57%	46.00%	49.09%	49.44%	49.84%
唐人神	51.38%	50.69%	41.99%	42.99%	42.11%	48.20%
大北农	40.73%	44.86%	45.04%	45.77%	47.59%	46.98%
东瑞股份		37.79%		31.05%		12.99%
神农集团		16.47%		21.42%	17.15%	10.90%

资料来源: 公司公告、Wind、华金证券研究所

图 15：生猪养殖上市公司生猪出栏量趋势

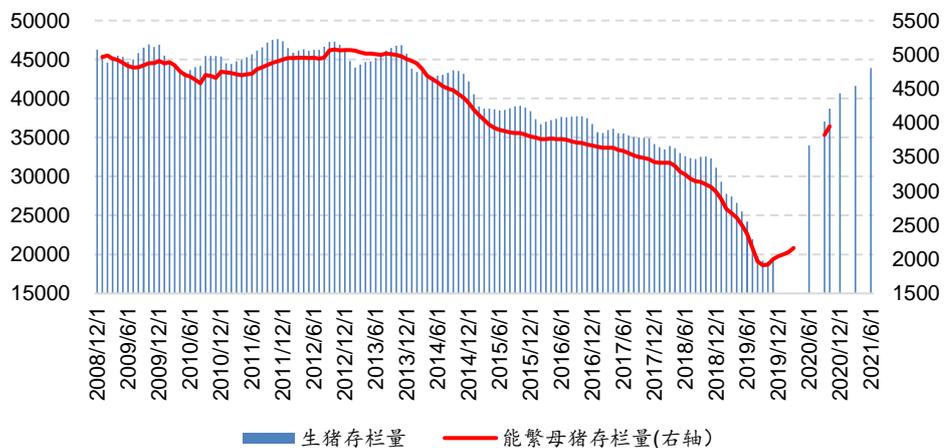
生猪销量(万头)	唐人神	牧原股份	温氏股份	傲农生物	天邦股份	正邦科技	新希望	天康生物	金新农	大北农	东瑞股份	新五丰	神农集团
2019年1-2月	18.2	202.6	395.36	10.22	51.55	112.24	46.94	13.6	4.53			1-12月生猪销售量68.48万头,其中,自有活猪销售63.96万头,外购活猪贸易销售4.52万头。	2019年度出栏生猪39.78万头
2019年3月	9.2	105.1	200.94	6.81	24.71	56.52	21.32	7.48	4.71				
2019年4月	8.37	105.2	186.5	5.53	24.73	57.51	22.41	7.33	5.09				
2019年5月	7.28	88.5	201.62	5.48	24.95	41.13	22.07	5.84	5.17	14.03			
2019年6月	7.8	80.1	192.98	5.71	23.1	41.96	21.61	6.54	3.39	13.4			
2019年7月	7.98	68	173.23	6.14	16.09	55.9	31.34	8.19	2.75	15			
2019年8月	7.26	71.1	113.73	8.76	16.86	32.17	35.43	7.57	3.54	11.53			
2019年9月	5.98	72.5	88.8	6.35	18.01	52.21	35.76	7.24	3.67	10.68			
2019年10月	3.82	74.4	89.43	3.1	13.55	31.41	37.69	7.1	1.74	9.77			
2019年11月	4	75.1	81.94	3.4	9.48	35.53	39.58	6.08	2.06	7.7			
2019年12月	4.04	82.7	127.12	4.45	18.21	61.83	40.84	7.31	2.89	12.92			
2020年1-2月	6.61	139.5	140.06	11.49	28.79	64.24	55.29	8.81	4.53	15.07			
2020年3月	5.14	116.9	85.2	7.9	22.59	40.58	27.07	6.65	2.55	8.87			
2020年4月	5.2	124.7	86.42	8.73	17.48	48.68	31.04	7.77	1.97	10.43			
2020年5月	5.27	144.7	90.06	10.13	19.13	49.62	49.31	8.71	4.39	13.43			
2020年6月	5.81	152.3	84.85	9.1	23.98	69.41	49.58	10.55	4.07	16.86			
2020年7月	8.21	181.6	73.86	10.14	23.81	91.18	54.19	8.29	4.23	15.22			
2020年8月	10.7	163.4	71.97	11.52	25.13	107.12	67.86	10.11	3.47	12.62			
2020年9月	11.29	165	74.11	10.74	41.62	121.64	99.42	15.93	8.17	17.98			
2020年10月	13.31	151.6	75.28	15.63	34.68	123.75	91.15	15.2	15.6	17.54			
2020年11月	14.83	207.6	83.8	19.92	43.91	105.52	138.52	18.04	12.53	23.77			
2020年12月	16.08	264.1	88.96	22.22	26.67	134.21	165.82	24.43	18.87	33.25			
2021年1月	16.39	488.7	100.4	15.9	46.51	78.67	73.19	15.1	9.63	30.59	1-3月共销售生猪10.34万头	2021年1-6月生猪销售量15.08万头,其中,自有活猪销售13.75万头,外购活猪贸易销售1.33万头。	2021年1-6月生猪销售量31.97万头,其中:对外销售21.13万头,对集团内部屠宰企业销售10.84万头。
2021年2月	15.13		49.87	14.9	30.4	75.36	69.78	10.05	4.75	17.25			
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		

资料来源：公司公告、Wind、华金证券研究所

## 猪价在年底旺季可能会有局部反弹，但同比压力仍较大

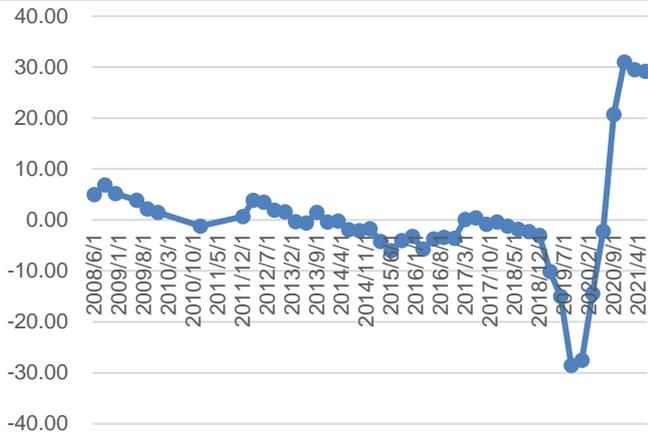
根据我国猪肉传统消费习惯，后续随着消费需求的季节性回升，我们预计猪价在年底旺季可能会有局部反弹，但反弹高点难以突破前期高位。由于去年3季度猪价的高基数，我们预计国内生猪养殖企业3季度业绩同比增长压力仍较大，尤其是成本控制能力较弱的企业。

图 16：我国生猪和能繁母猪存栏量历史变动趋势（万头）



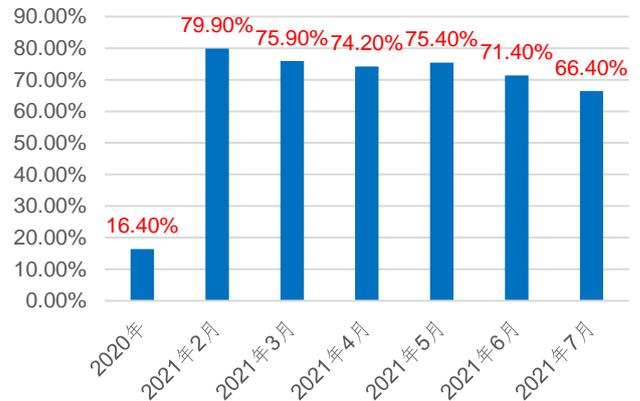
资料来源：Wind、华金证券研究所

图 17: 国内生猪存栏同比增速 (单位: %)



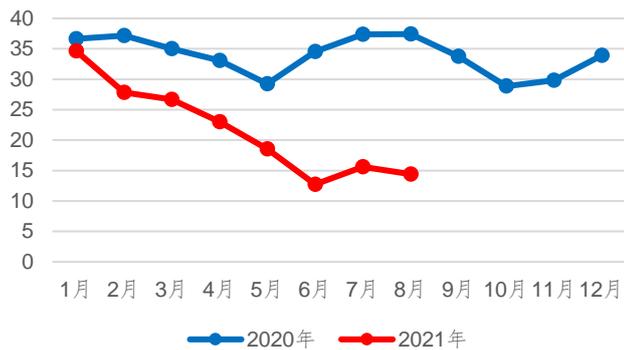
资料来源: Wind、华金证券研究所

图 18: 全国猪饲料产量当年累计同比增速



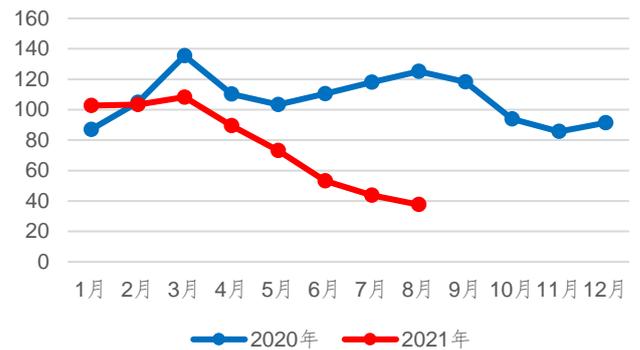
资料来源: 中国饲料工业协会、华金证券研究所

图 19: 国内生猪价格 (元/公斤)



资料来源: Wind、华金证券研究所

图 20: 国内仔猪价格 (元/公斤)



资料来源: 中国饲料工业协会、华金证券研究所

## 禽业板块 H1 业绩整体表现欠佳，蛋鸡优于肉鸡，上游优于下游

受肉禽养殖行情周期回落影响，国内禽业养殖板块在 2021 年 H1 整体业绩同比表现不佳。与此同时，禽业养殖板块内部出现分化，蛋鸡行业业绩表现优于肉鸡，主要原因在于年初以来蛋鸡行业价格同比出现较为明显的反弹，从而带动行业盈利改善。与此同时，肉鸡行业产业链内部，上游环节业绩表现优于下游。

图 21: 禽业养殖上市公司年度累计归属净利润

归母净利润 (百万元)	2020-03-31	2020-06-30	2020-09-30	2020-12-31	2021-03-31	2021-06-30
晓鸣股份	16.98	32.22	50.20	50.25	17.32	51.95
民和股份	146.56	232.33	78.72	66.68	134.39	170.12
圣农发展	700.72	1,332.21	1,806.44	2,041.44	80.14	274.70
华英农业	-149.92	-348.42	-468.68	-949.41	-92.63	-164.34
益生股份	195.74	204.00	144.89	91.99	111.97	275.82
立华股份	-196.84	-278.45	121.82	254.08	288.11	-280.23
湘佳股份	108.47	139.80	179.71	174.44	8.18	-5.05
仙坛股份	162.39	278.57	328.09	352.56	62.18	121.96

资料来源: 公司公告、Wind、华金证券研究所

图 22: 禽业养殖上市公司归属净利润同比增速(累计)

归母净利润 增速	2020-03-31	2020-06-30	2020-09-30	2020-12-31	2021-03-31	2021-06-30
晓鸣股份	↓ -27.53%	↓ -30.13%	↓ -39.02%	↓ -54.91%	↑ 2.00%	↑ 61.23%
民和股份	↓ -62.01%	↓ -73.26%	↓ -93.71%	↓ -95.86%	↓ -8.30%	↓ -26.78%
圣农发展	↑ 7.34%	↓ -19.40%	↓ -33.23%	↓ -50.12%	↓ -88.56%	↓ -79.38%
华英农业	↓ -913.14%	↓ -714.81%	↓ -733.16%	↓ -1715.19%	↑ 38.21%	↑ 52.83%
益生股份	↓ -48.75%	↓ -77.42%	↓ -90.13%	↓ -95.77%	↓ -42.79%	↑ 35.20%
立华股份	↓ -284.59%	↓ -164.67%	↓ -90.42%	↓ -87.07%	↑ 246.37%	↓ -0.64%
湘佳股份	↑ 230.73%	↑ 114.37%	↑ 5.73%	↓ -23.19%	↓ -92.46%	↓ -103.61%
仙坛股份	↑ 3.76%	↓ -30.82%	↓ -49.26%	↓ -64.77%	↓ -61.71%	↓ -56.22%

资料来源: 公司公告、Wind、华金证券研究所

图 23: 禽业养殖上市公司资产负债率趋势

资产负债率	2020-03-31	2020-06-30	2020-09-30	2020-12-31	2021-03-31	2021-06-30
华英农业	62.99%	67.66%	68.98%	72.03%	72.91%	75.85%
圣农发展	39.00%	34.17%	29.36%	36.22%	38.35%	40.37%
立华股份	22.21%	22.33%	23.19%	27.79%	32.56%	38.72%
益生股份	9.64%	14.70%	21.01%	31.09%	38.32%	37.77%
湘佳股份	39.02%	28.36%	29.40%	31.30%	32.64%	35.12%
晓鸣股份		28.90%	27.68%	29.67%	30.80%	25.98%
仙坛股份	20.50%	18.31%	18.26%	15.00%	15.68%	17.47%
民和股份	19.78%	19.13%	19.78%	20.89%	20.69%	15.58%

资料来源: 公司公告、Wind、华金证券研究所

图 24：禽业养殖上市公司单季度净利润趋势

单季度归母净利润 (百万元)	2019-03-31	2019-06-30	2019-09-30	2019-12-31	2020-03-31	2020-06-30	2020-09-30	2020-12-31	2021-03-31	2021-06-30
晓鸣股份	23.43	22.68	36.21	29.13	16.98	15.24	17.98	0.05	17.32	34.63
民和股份	385.79	483.05	383.49	357.65	146.56	85.77	-153.61	-12.04	134.39	35.73
圣农发展	652.79	1,000.14	1,052.51	1,387.18	700.72	631.49	474.23	235.01	80.14	194.57
华英农业	18.44	38.24	17.35	-126.33	-149.92	-198.51	-120.25	-480.74	-92.63	-71.71
益生股份	381.94	521.57	565.03	707.50	195.74	8.27	-59.12	-52.90	111.97	163.84
立华股份	106.64	323.93	840.37	693.32	-196.84	-81.61	400.27	132.26	288.11	-568.34
湘佳股份	32.80	32.42	104.75	57.13	108.47	31.33	39.91	-5.27	8.18	-13.23
仙坛股份	156.50	246.19	243.91	354.06	162.39	116.18	49.52	24.48	62.18	59.78

资料来源：公司公告、Wind、华金证券研究所

## 受猪价低迷影响，禽业板块整体景气度仍将处于低位

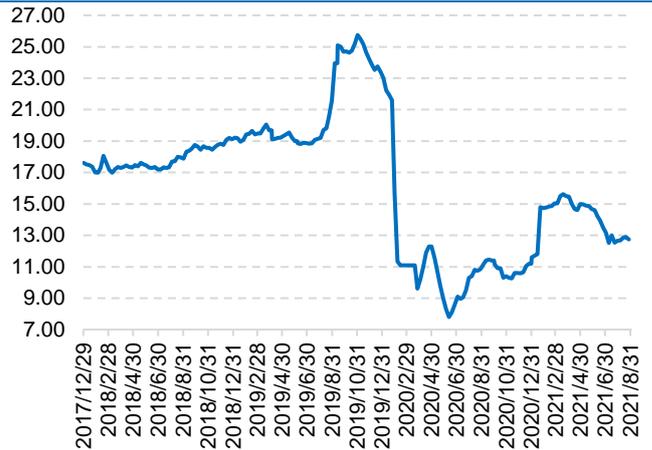
受前期价格行情高企和禽肉替代预期的影响，国内禽业养殖行业产能出现大幅增长。虽然已经出现局部去产能迹象，但是目前产能仍处于历史较高水平。与此同时，随着生猪产能的恢复，禽业产能过剩的矛盾将愈加突出。展望 2021 年后续趋势，我们预计受猪价低迷影响，禽业板块整体景气度仍将处于低位。

图 25：我国白羽肉鸡主产区均价（元/公斤）



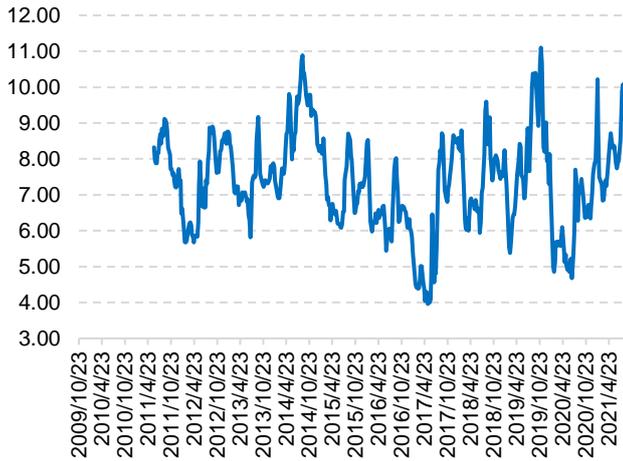
资料来源：Wind、华金证券研究所

图 26：江苏黄羽活鸡均价（元/公斤）



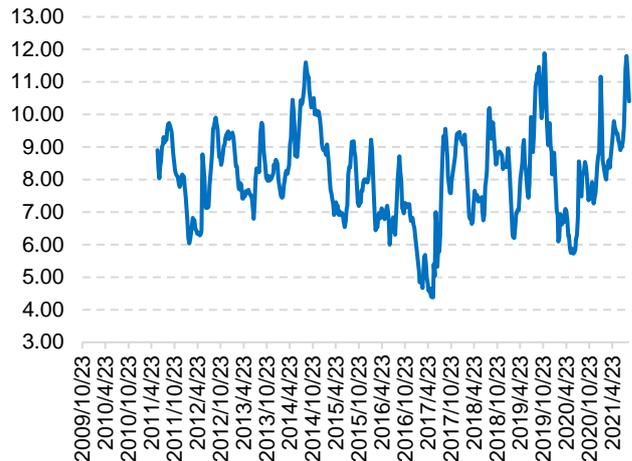
资料来源：Wind、华金证券研究所

图 27：国内鸡蛋棚前批发价（元/公斤）



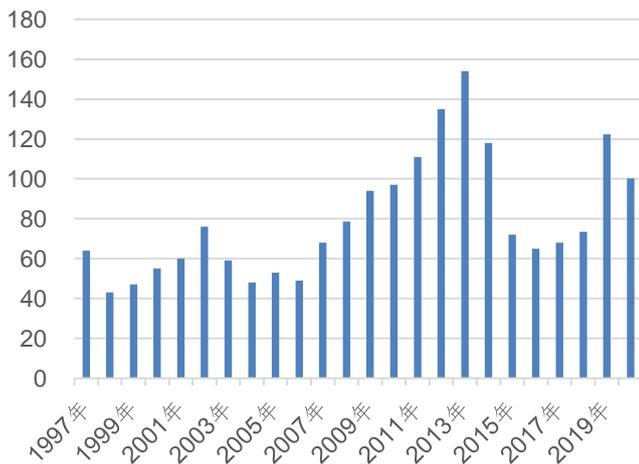
资料来源：Wind、华金证券研究所

图 28：国内鸡蛋市场零售价（元/公斤）



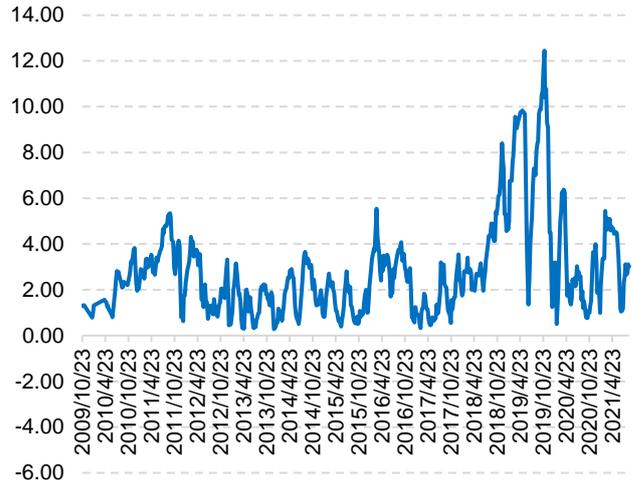
资料来源：Wind、华金证券研究所

图 29：我国祖代白羽肉种鸡历史引种量（万套）



资料来源：禽业协会、华金证券研究所

图 30：我国商品代白羽肉鸡苗历史价格走势（元/羽）



资料来源：Wind、华金证券研究所

## 饲料动保板块展望

### 饲料动保板块 H1 业绩表现突出

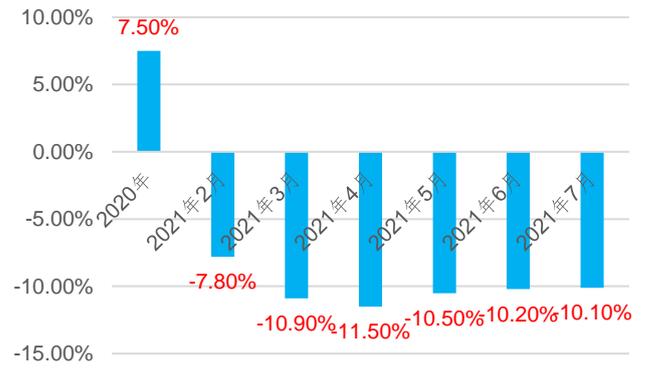
饲料动保板块 2021 年 H1 业绩表现较为突出，主要受益于养殖后周期和生猪存栏的回升。据中国饲料工业协会的披露，2021 年 1-7 月全国工业饲料累计总产量同比增长 19.8%，其中猪饲料同比增长 66.4%、蛋禽饲料同比下降 10.1%、肉禽饲料同比下降 3.8%、反刍动物饲料同比增长 15.2%、水产饲料同比增长 10.9%。

图 31: 全国猪饲料产量当年累计同比增速



资料来源: 中国饲料工业协会、华金证券研究所

图 32: 全国蛋禽饲料产量当年累计同比增速



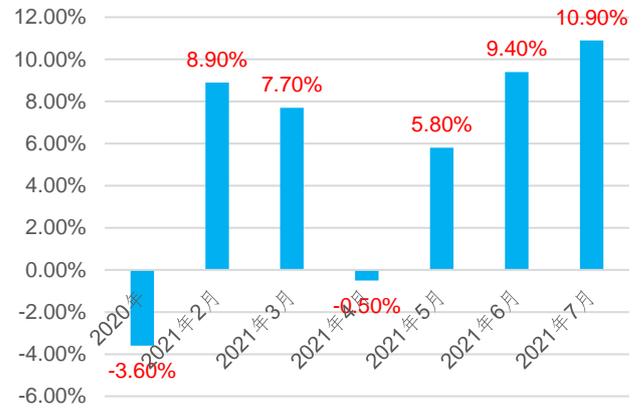
资料来源: 中国饲料工业协会、华金证券研究所

图 33: 全国肉禽饲料产量当年累计同比增速



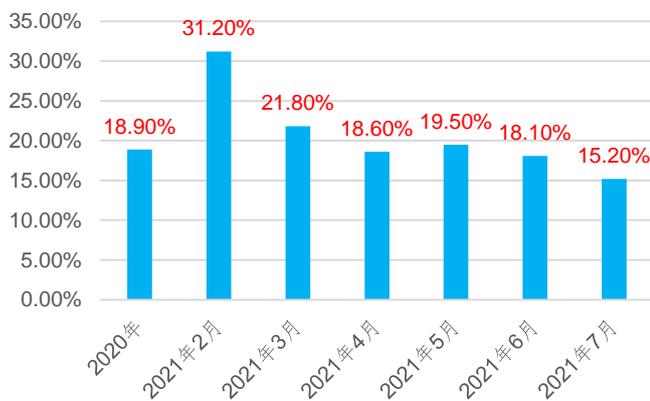
资料来源: 中国饲料工业协会、华金证券研究所

图 34: 全国水产饲料产量当年累计同比增速



资料来源: 中国饲料工业协会、华金证券研究所

图 35: 全国反刍饲料产量当年累计同比增速



资料来源: 中国饲料工业协会、华金证券研究所

图 36: 全国饲料总产量当年累计同比增速



资料来源: 中国饲料工业协会、华金证券研究所

图 37：饲料动保上市公司营业收入增长趋势

营业收入 同比增速	2020-03-31	2020-06-30	2020-09-30	2020-12-31	2021-03-31	2021-06-30
海大集团	↑ 18.22%	↑ 22.89%	↑ 23.35%	↑ 26.70%	↑ 49.77%	↑ 47.54%
溢多利	↑ 17.94%	↑ 7.30%	↑ 2.05%	↓ -6.51%	↓ -1.27%	↓ -5.06%
天马科技	↑ 131.71%	↑ 103.96%	↑ 68.56%	↑ 49.89%	↑ 15.35%	↑ 39.25%
普莱柯	↑ 31.12%	↑ 31.97%	↑ 37.48%	↑ 40.01%	↑ 59.81%	↑ 37.34%
金河生物	↑ 12.58%	↑ 1.77%	↓ -3.33%	↑ 1.81%	↑ 6.73%	↑ 13.27%
瑞普生物	↑ 47.66%	↑ 41.45%	↑ 41.45%	↑ 36.40%	↑ 23.35%	↑ 12.59%
蔚蓝生物	↑ 13.23%	↑ 9.34%	↑ 12.27%	↑ 13.40%	↑ 35.50%	↑ 27.27%
中牧股份	↑ 33.23%	↑ 23.69%	↑ 22.83%	↑ 21.39%	↑ 21.03%	↑ 13.83%
生物股份	↑ 9.62%	↑ 22.13%	↑ 30.65%	↑ 40.39%	↑ 41.85%	↑ 34.61%
科前生物		↑ 23.86%	↑ 55.37%	↑ 66.15%	↑ 82.31%	↑ 53.49%
回盛生物		↑ 58.13%	↑ 84.97%	↑ 81.98%	↑ 132.22%	↑ 86.78%
申联生物	↑ 3.81%	↑ 18.59%	↑ 33.85%	↑ 33.07%	↓ -15.84%	↓ -1.03%

资料来源：公司公告、Wind、华金证券研究所

图 38：饲料动保上市公司归母净利润增长趋势

归母净利润 增速	2020-03-31	2020-06-30	2020-09-30	2020-12-31	2021-03-31	2021-06-30
海大集团	↑ 147.93%	↑ 63.82%	↑ 46.80%	↑ 53.01%	↑ 132.90%	↑ 38.82%
溢多利	↑ 203.26%	↑ 77.60%	↑ 47.73%	↑ 26.81%	↑ 35.38%	↓ -13.05%
天马科技	↑ 15.55%	↑ 7.83%	↑ 11.91%	↑ 21.26%	↑ 12.20%	↑ 7.46%
普莱柯	↑ 311.98%	↑ 84.44%	↑ 68.79%	↑ 108.47%	↑ 46.21%	↑ 36.30%
金河生物	↑ 43.31%	↓ -9.55%	↓ -28.84%	↓ -36.56%	↑ 57.97%	↑ 23.66%
瑞普生物	↑ 68.92%	↑ 70.60%	↑ 74.40%	↑ 104.88%	↑ 59.11%	↑ 38.21%
蔚蓝生物	↑ 109.76%	↑ 35.06%	↑ 52.79%	↑ 40.16%	↑ 32.95%	↑ 39.54%
中牧股份	↑ 49.05%	↑ 119.51%	↑ 78.82%	↑ 64.54%	↑ 22.76%	↓ -11.06%
生物股份	↓ -5.13%	↑ 7.33%	↑ 19.03%	↑ 83.76%	↑ 40.41%	↑ 41.38%
科前生物		↑ 18.14%	↑ 67.48%	↑ 84.55%	↑ 82.47%	↑ 56.45%
回盛生物		↑ 99.89%	↑ 172.18%	↑ 118.36%	↑ 150.59%	↑ 92.77%
申联生物	↑ 34.30%	↑ 55.92%	↑ 78.17%	↑ 66.14%	↓ -39.77%	↓ -26.88%

资料来源：公司公告、Wind、华金证券研究所

图 39：饲料动保上市公司毛利率趋势

毛利率	2020-03-31	2020-06-30	2020-09-30	2020-12-31	2021-03-31	2021-06-30
海大集团	12.06%	12.71%	12.44%	11.66%	11.65%	10.62%
溢多利	36.04%	35.23%	37.94%	38.56%	42.48%	42.85%
天马科技	11.68%	12.36%	12.48%	11.18%	12.56%	11.24%
普莱柯	64.31%	65.94%	66.10%	64.32%	68.29%	67.66%
金河生物	38.32%	37.56%	39.40%	34.71%	40.89%	34.90%
瑞普生物	56.96%	56.43%	56.31%	54.04%	52.78%	52.93%
蔚蓝生物	48.33%	49.39%	50.40%	48.73%	46.16%	46.40%
中牧股份	26.43%	26.10%	26.94%	26.22%	25.69%	26.99%
生物股份	70.56%	63.96%	62.17%	61.60%	67.66%	62.40%
科前生物	80.31%	82.29%	83.36%	82.78%	83.72%	81.69%
回盛生物	38.62%	38.29%	37.65%	37.03%	33.17%	33.20%
申联生物	85.56%	85.86%	86.41%	83.69%	83.31%	81.70%

资料来源：公司公告、Wind、华金证券研究所

图 40：饲料动保上市公司销售净利率趋势

销售净利率	2020-03-31	2020-06-30	2020-09-30	2020-12-31	2021-03-31	2021-06-30
海大集团	3.52%	4.91%	5.35%	4.72%	5.12%	4.39%
溢多利	4.20%	8.77%	10.45%	10.57%	8.77%	8.85%
天马科技	2.80%	3.87%	3.66%	2.98%	3.67%	3.62%
普莱柯	30.75%	28.46%	24.79%	24.53%	28.14%	28.24%
金河生物	13.73%	12.63%	9.80%	7.67%	20.82%	14.38%
瑞普生物	18.66%	18.33%	19.59%	21.97%	23.34%	21.57%
蔚蓝生物	12.74%	11.75%	12.20%	12.74%	12.72%	12.49%
中牧股份	12.79%	16.45%	14.27%	9.47%	14.00%	13.88%
生物股份	43.31%	30.46%	28.03%	26.70%	41.82%	31.51%
科前生物	52.93%	51.50%	52.91%	53.11%	52.97%	52.50%
回盛生物	18.76%	18.33%	19.53%	19.31%	20.24%	18.91%
申联生物	47.87%	39.29%	45.48%	38.30%	33.78%	27.82%

资料来源：公司公告、Wind、华金证券研究所

图 41：饲料动保上市公司 ROE 趋势

ROE	2020-03-31	2020-06-30	2020-09-30	2020-12-31	2021-03-31	2021-06-30
海大集团	3.20%	11.37%	19.87%	21.86%	5.06%	10.82%
溢多利	0.74%	2.66%	4.63%	5.94%	0.85%	2.02%
天马科技	1.42%	4.83%	6.82%	5.83%	1.50%	4.88%
普莱柯	3.63%	7.36%	9.77%	13.53%	4.95%	9.55%
金河生物	3.16%	5.75%	6.19%	7.12%	5.15%	7.16%
瑞普生物	3.38%	6.85%	11.40%	17.40%	4.63%	8.21%
蔚蓝生物	2.24%	4.54%	7.43%	10.92%	2.77%	4.74%
中牧股份	3.14%	8.25%	11.20%	9.77%	3.54%	6.82%
生物股份	3.19%	3.88%	6.22%	8.44%	4.15%	5.11%
科前生物	8.27%	15.11%	17.29%	23.40%	6.05%	10.28%
回盛生物	6.69%	12.99%	11.35%	17.09%	4.50%	7.20%
申联生物	3.61%	4.67%	10.25%	9.67%	2.01%	3.17%

资料来源：公司公告、Wind、华金证券研究所

图 42：饲料动保上市公司年度累计归母净利润

归母净利润 (百万元)	2020-03-31	2020-06-30	2020-09-30	2020-12-31	2021-03-31	2021-06-30
海大集团	303.69	1,104.01	2,073.46	2,522.73	707.28	1,532.59
溢多利	18.75	69.51	123.02	161.71	25.38	60.44
天马科技	16.43	56.65	81.00	68.94	18.43	60.88
普莱柯	59.40	120.03	160.47	227.74	86.85	163.60
金河生物	54.08	95.01	101.94	117.32	85.43	117.48
瑞普生物	73.13	147.30	252.27	398.20	116.35	203.59
蔚蓝生物	21.83	43.96	73.06	108.98	29.02	61.34
中牧股份	131.71	356.28	486.09	420.43	161.69	316.87
生物股份	150.51	182.45	295.73	406.20	211.33	257.94
科前生物	92.59	182.90	319.74	447.80	168.95	286.14
回盛生物	25.32	52.57	96.94	150.16	63.46	101.33
申联生物	47.13	60.75	137.43	129.51	28.38	44.42

资料来源：公司公告、Wind、华金证券研究所

图 43：饲料动保上市公司单季度净利润趋势

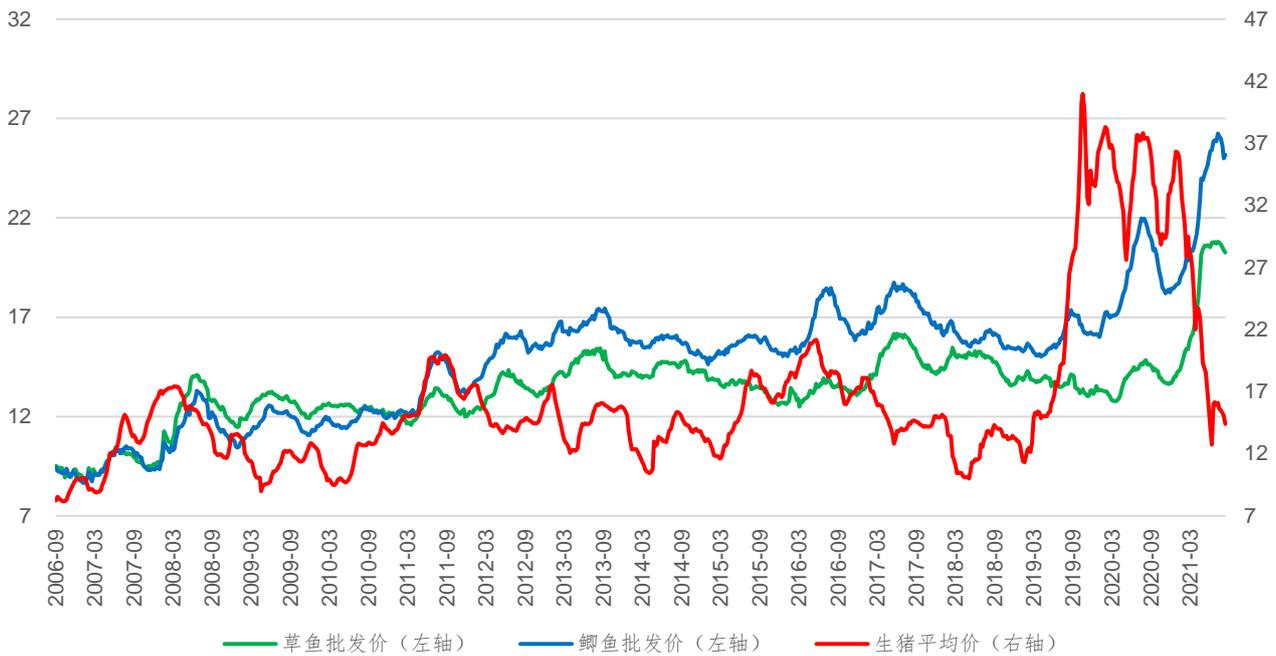
单季度归母净利润 (百万元)	2019-03-31	2019-06-30	2019-09-30	2019-12-31	2020-03-31	2020-06-30	2020-09-30	2020-12-31	2021-03-31	2021-06-30
海大集团	122.49	551.43	738.55	236.29	303.69	800.33	969.44	449.28	707.28	825.31
溢多利	-18.15	57.30	44.14	44.25	18.75	50.77	53.51	38.69	25.38	35.06
天马科技	14.21	38.32	19.84	-15.52	16.43	40.22	24.35	-12.06	18.43	42.45
普莱柯	14.42	50.66	29.99	14.18	59.40	60.63	40.45	67.27	86.85	76.75
金河生物	37.73	67.30	38.22	41.68	54.08	40.93	6.93	15.39	85.43	32.06
瑞普生物	43.29	43.05	58.31	49.71	73.13	74.17	104.97	145.93	116.35	87.23
蔚蓝生物	10.41	22.14	15.27	29.93	21.83	22.13	29.10	35.92	29.02	32.32
中牧股份	88.37	73.94	109.52	-16.31	131.71	224.57	129.81	-65.66	161.69	155.18
生物股份	158.65	11.33	78.46	-27.40	150.51	31.93	113.29	110.46	211.33	46.61
科前生物			36.10	51.73	92.59	90.30	136.84	128.06	168.95	117.19
回盛生物			9.32	33.15	25.32	27.24	44.38	53.21	63.46	37.87
申联生物			38.17	0.83	47.13	13.62	76.68	-7.91	28.38	16.04

资料来源：公司公告、Wind、华金证券研究所

## 2021 年水产养殖和水产饲料保持高景气行情

从水产饲料行业的运行特征和历史经验来看，水产品价格与水产饲料销售一般表现出较为明显的正相关性。与生猪和禽业不同，水产养殖种类较多，各品种的价格走势可能会出现不完全一致的情况，但是从价格大周期角度，由于水产品之间存在消费替代，因而往往具有价格趋同性。以草鱼和鲫鱼为例，2005-2020 年趋同性和周期性较为明显，且呈现 4-5 年一周期的特征。从猪价和鱼价的历史走势来看，并不完全一致，生猪养殖前三轮周期高点分别出现在 2008 年上半年、2011 年下半年、2016 年上半年，而鱼价前三轮周期高点分别出现在 2008 年年中、2012-2013 年、2017 年。综上所述，从历史规律来看，无论是从 4-5 年一周期的角度，还是从鱼价滞后于猪价的角度，在经历过 2017 年的前轮周期高点、2018-2019 年的周期下行、以及 2020 年疫情和洪水的扰动后，2021 年水产养殖和水产饲料开始迎来高景气行情。截止 2021 年 7 月，全国水产饲料产量累计同比增速达 10.9%，持续第三个月增速提升。我们预计水产养殖和水产饲料的景气行情有望贯穿全年。

图 44：草鱼、鲫鱼和生猪的价格周期波动（元/公斤）



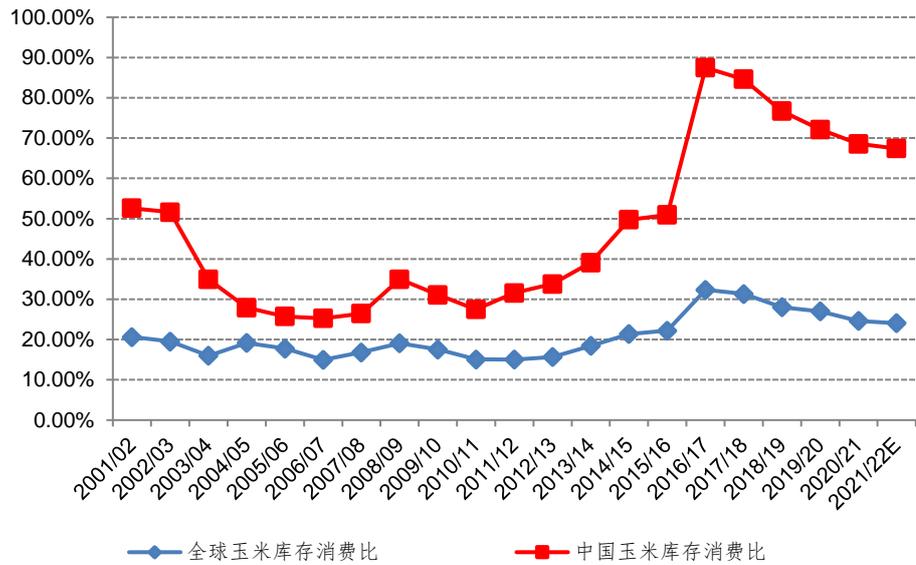
资料来源：Wind、华金证券研究所

## 饲料动保板块后续有望延续高景气度

在 2020 年低基数和 2021 年生猪产能恢复带动下，猪饲料行业产量后续仍有望保持较高的增长水平，禽饲料行业产量同比下滑幅度逐渐收窄，水产饲料在下游水产养殖行情较好的带动下，后续有望保持较高景气度。综上，我们认为饲料动保板块后续有望延续高景气度。

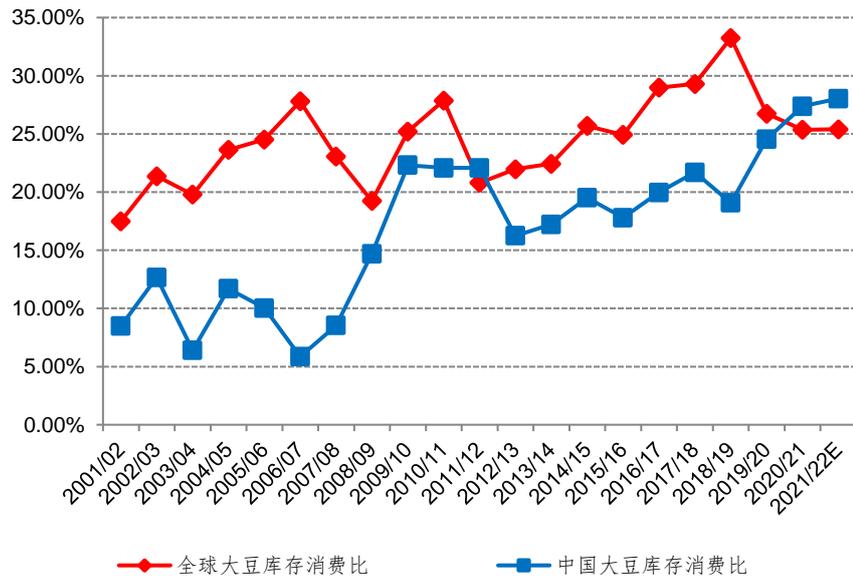
受到养殖行业恢复、饲料需求回升以及库销比回落等因素影响，2020 年初以来玉米和豆粕价格均出现不同程度的上涨。受去年低基数影响，2021 年玉米和豆粕价格同比涨幅较大，中小饲料企业由于在原料采购和配方技术储备方面的弱势，面临着较大的成本压力。具有原料采购优势和配方技术优势的企业有望在此行业环境下更好地体现其竞争优势，从而进一步扩大市场份额。例如，海大集团 2021 上半年饲料对外销量同比增长 31%，高于行业 21.1% 的增速；其中上半年猪饲料销量同比增长 148%，大幅高于行业 71.4% 的增速，水产饲料销量同比增长 21%，高于行业 9.4% 的增速。

图 45: 全球和中国玉米库存消费比变化趋势



资料来源: USDA、华金证券研究所

图 46: 全球和中国大豆库存消费比变化趋势



资料来源: USDA、华金证券研究所

图 47: 国内玉米现货价格 (元/吨)



资料来源: Wind、华金证券研究所

图 48: 国内豆粕现货价格 (元/公斤)



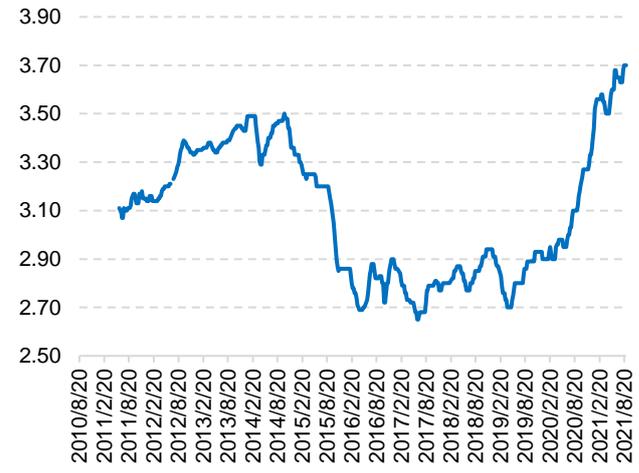
资料来源: Wind、华金证券研究所

图 49: 育肥猪配合饲料价格 (元/公斤)



资料来源: Wind、华金证券研究所

图 50: 肉鸡饲料价格 (元/公斤)



资料来源: Wind、华金证券研究所

## 种子行业板块展望

### 种业行业景气度有望进一步修复

受玉米等粮食价格上涨和种子行业进一步去库存影响,种业板块 2021 年 H1 业绩同比有所改善。与去年的内部分化较大不同,今年玉米种子和水稻种子同比均有所改善。我们预计玉米和水稻种子行业供需关系将有望延续改善趋势,种业行业景气度有望进一步修复,但由于业绩基数较低,种业板块整体估值的吸引力欠佳。

图 51：种业上市公司营业收入增长趋势

营业收入 同比增速	2020-03-31	2020-06-30	2020-09-30	2020-12-31	2021-03-31	2021-06-30
丰乐种业	↓ -3.88%	↑ 3.27%	↑ 1.96%	↑ 2.19%	↑ 14.95%	↑ 11.14%
隆平高科	↑ 9.05%	↓ -9.00%	↓ -21.28%	↑ 5.14%	↑ 5.44%	↓ -1.06%
登海种业	↑ 20.39%	↑ 10.01%	↑ 16.35%	↑ 9.42%	↑ 40.17%	↑ 22.40%
荃银高科	↑ 26.45%	↑ 161.35%	↑ 179.17%	↑ 38.84%	↑ 66.13%	↑ 20.66%
神农科技	↓ -27.15%	↓ -52.98%	↓ -33.88%	↑ 15.04%	↑ 73.21%	↑ 47.08%
敦煌种业	↑ 1.44%	↓ -9.73%	↓ -11.41%	↓ -19.39%	↑ 12.05%	↓ -13.31%
万向德农	↑ 3.63%	↓ -3.58%	↓ -11.08%	↓ -12.83%	↑ 1.37%	↓ -4.13%

资料来源：公司公告、Wind、华金证券研究所

图 52：种业上市公司归母净利润增长趋势

归母净利润 增速	2020-03-31	2020-06-30	2020-09-30	2020-12-31	2021-03-31	2021-06-30
丰乐种业	↓ -42.69%	↑ 8.29%	↑ 187.21%	↓ -11.92%	↓ -34.49%	↓ -28.07%
隆平高科	↓ -82.17%	↓ -207.43%	↓ -26.44%	↑ 139.44%	↑ 69.14%	↑ 22.39%
登海种业	↑ 613.09%	↑ 84.08%	↑ 384.89%	↑ 145.18%	↑ 75.46%	↑ 83.47%
荃银高科	↑ 7.92%	↑ 338.43%	↑ 117.75%	↑ 41.10%	↓ -123.48%	↓ -194.05%
神农科技	↑ 65.15%	↑ 232.41%	↑ 140.23%	↑ 64.12%	↑ 90.22%	↓ -128.79%
敦煌种业	↑ 77.57%	↑ 58.17%	↑ 167.75%	↑ 117.38%	↑ 303.36%	↑ 87.99%
万向德农	↑ 6.80%	↓ -0.33%	↓ -6.41%	↓ -6.00%	↓ -3.37%	↓ -49.93%

资料来源：公司公告、Wind、华金证券研究所

图 53：种业上市公司毛利率趋势

毛利率	2020-03-31	2020-06-30	2020-09-30	2020-12-31	2021-03-31	2021-06-30
丰乐种业	14.58%	13.81%	13.86%	14.50%	13.45%	11.75%
隆平高科	42.97%	43.53%	45.02%	38.59%	41.36%	40.87%
登海种业	35.24%	29.36%	28.12%	28.81%	33.77%	40.13%
荃银高科	28.58%	18.78%	18.24%	30.67%	23.77%	22.45%
神农科技	27.46%	38.50%	27.91%	30.31%	21.33%	20.84%
敦煌种业	15.67%	16.60%	14.44%	14.09%	28.43%	24.84%
万向德农	36.00%	40.38%	41.48%	48.17%	37.54%	42.38%

资料来源：公司公告、Wind、华金证券研究所

图 54：种业上市公司销售净利率趋势

销售净利率	2020-03-31	2020-06-30	2020-09-30	2020-12-31	2021-03-31	2021-06-30
丰乐种业	3.55%	2.39%	1.13%	2.31%	2.46%	1.68%
隆平高科	5.10%	-1.05%	-31.85%	7.06%	7.22%	-1.27%
登海种业	11.89%	7.73%	2.75%	5.43%	20.66%	21.16%
荃银高科	3.17%	0.63%	-0.83%	9.17%	-1.42%	-1.86%
神农科技	-20.50%	90.58%	44.36%	-94.45%	-3.27%	-21.97%
敦煌种业	-4.73%	-10.67%	9.67%	2.66%	15.43%	2.91%
万向德农	20.92%	31.40%	28.07%	25.69%	20.02%	16.55%

资料来源：公司公告、Wind、华金证券研究所

图 55：种业上市公司 ROE 趋势

ROE	2020-03-31	2020-06-30	2020-09-30	2020-12-31	2021-03-31	2021-06-30
丰乐种业	1.23%	1.72%	1.02%	2.96%	0.80%	1.22%
隆平高科	0.39%	-1.21%	-5.76%	2.00%	0.73%	-1.03%
登海种业	1.18%	2.02%	2.05%	3.56%	2.02%	3.59%
荃银高科	1.82%	2.08%	1.07%	23.07%	-0.30%	-1.43%
神农科技	-0.40%	4.49%	3.30%	-11.95%	-0.04%	-1.50%
敦煌种业	-1.51%	-6.66%	13.06%	5.18%	2.62%	-0.67%
万向德农	2.71%	6.96%	8.28%	10.91%	2.46%	3.42%

资料来源：公司公告、Wind、华金证券研究所

图 56：种业上市公司年度累计归母净利润

归母净利润 (百万元)	2020-03-31	2020-06-30	2020-09-30	2020-12-31	2021-03-31	2021-06-30
丰乐种业	20.97	29.15	17.28	50.40	13.74	20.97
隆平高科	23.96	-73.59	-339.72	115.90	40.53	-57.11
登海种业	33.60	57.31	58.38	101.96	58.95	105.14
荃银高科	8.82	10.07	5.12	133.45	-2.07	-9.47
神农科技	-4.15	48.17	35.15	-118.15	-0.41	-13.87
敦煌种业	-7.96	-34.19	74.29	29.54	16.18	-4.10
万向德农	13.48	35.30	41.33	55.20	13.02	17.68

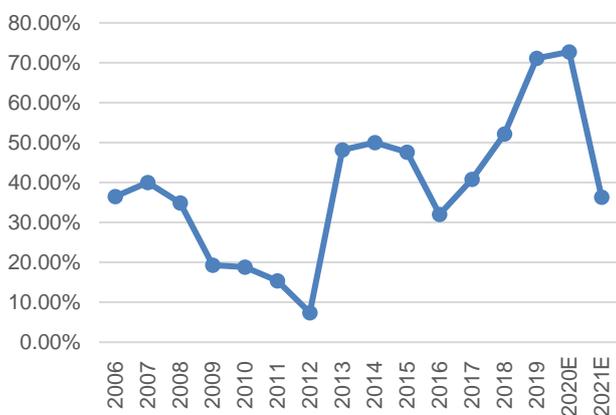
资料来源：公司公告、Wind、华金证券研究所

图 57：种业上市公司单季度净利润趋势

单季度归母净利润 (百万元)	2019-03-31	2019-06-30	2019-09-30	2019-12-31	2020-03-31	2020-06-30	2020-09-30	2020-12-31	2021-03-31	2021-06-30
丰乐种业	36.58	-9.67	-20.90	51.21	20.97	8.18	-11.86	33.12	13.74	7.23
隆平高科	134.39	-65.89	-337.18	-25.20	23.96	-97.55	-266.13	455.62	40.53	-97.64
登海种业	4.71	26.42	-19.09	29.54	33.60	23.71	1.07	43.58	58.95	46.19
荃银高科	8.18	-12.40	-24.64	123.44	8.82	1.24	-4.94	128.33	-2.07	-7.40
神农科技	-11.91	-24.47	-50.99	-241.95	-4.15	52.32	-13.02	-153.30	-0.41	-13.46
敦煌种业	-35.47	-46.25	-27.93	-60.30	-7.96	-26.23	108.48	-44.75	16.18	-20.29
万向德农	12.62	22.80	8.74	14.56	13.48	21.82	6.03	13.87	13.02	4.65

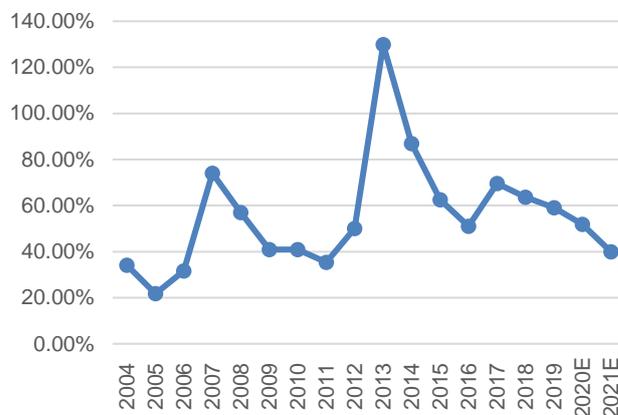
资料来源：公司公告、Wind、华金证券研究所

图 58：全国杂交水稻库存消费比趋势



资料来源：Wind、全国农技推广服务中心、华金证券研究所

图 59：全国杂交玉米库存消费比趋势



资料来源：Wind、全国农技推广服务中心、华金证券研究所

## 食用菌板块展望

### 食用菌行业景气度仍将承压

食用菌板块 2021 年 H1 业绩整体表现欠佳，主要是受到产品市场价格下行和生产原材料价格上涨的双重不利影响。展望 2021 年后续趋势，我们预计食用菌行业的产品价格和原材料成本压力难以出现明显拐点，行业整体景气度仍将承压。

图 60：食用菌上市公司营业收入增长趋势

营业收入 同比增速	2020-03-31	2020-06-30	2020-09-30	2020-12-31	2021-03-31	2021-06-30
众兴菌业	↑ 19.20%	↑ 24.41%	↑ 34.67%	↑ 28.32%	↑ 7.96%	↑ 11.22%
雪榕生物	↑ 12.04%	↑ 12.75%	↑ 18.43%	↑ 12.09%	↓ -5.72%	↓ -6.73%
万辰生物	↑ 4.59%	↑ 4.63%		↓ -0.21%	↓ -23.96%	↓ -23.50%
华绿生物		↑ 4.37%		↑ 5.90%	↓ -22.10%	↓ -15.85%

资料来源：公司公告、Wind、华金证券研究所

图 61：食用菌上市公司归母净利润增长趋势

归母净利润 增速	2020-03-31	2020-06-30	2020-09-30	2020-12-31	2021-03-31	2021-06-30
众兴菌业	↑ 10.89%	↑ 13.28%	↑ 205.92%	↑ 176.24%	↓ -41.83%	↓ -77.69%
雪榕生物	↑ 24.66%	↑ 34.51%	↑ 97.03%	↑ 12.22%	↓ -40.30%	↓ -145.48%
万辰生物	↑ 27.11%	↑ 52.71%		↑ 4.28%	↓ -57.23%	↓ -125.17%
华绿生物		↑ 19.05%		↑ 9.80%	↓ -57.43%	↓ -99.91%

资料来源：公司公告、Wind、华金证券研究所

图 62：食用菌上市公司毛利率趋势

毛利率	2020-03-31	2020-06-30	2020-09-30	2020-12-31	2021-03-31	2021-06-30
众兴菌业	33.73%	23.53%	25.72%	27.60%	21.97%	13.71%
雪榕生物	38.59%	23.62%	22.66%	21.84%	23.73%	2.89%
万辰生物	45.71%	30.50%	0.00%	27.85%	28.88%	-5.98%
华绿生物	44.75%	30.36%	0.00%	27.28%	22.19%	1.63%

资料来源：公司公告、Wind、华金证券研究所

图 63：食用菌上市公司销售净利率趋势

销售净利率	2020-03-31	2020-06-30	2020-09-30	2020-12-31	2021-03-31	2021-06-30
众兴菌业	20.46%	8.90%	11.71%	12.78%	10.97%	1.72%
雪榕生物	26.97%	13.91%	12.93%	10.22%	16.96%	-9.69%
万辰生物	39.95%	23.46%	0.00%	21.36%	22.47%	-7.72%
华绿生物	40.52%	24.79%	0.00%	21.70%	22.17%	0.09%

资料来源：公司公告、Wind、华金证券研究所

图 64：食用菌上市公司 ROE 趋势

ROE	2020-03-31	2020-06-30	2020-09-30	2020-12-31	2021-03-31	2021-06-30
众兴菌业	2.85%	2.17%	4.60%	7.09%	1.58%	0.43%
雪榕生物	9.31%	8.66%	11.66%	13.10%	4.85%	-3.58%
万辰生物	15.73%	14.49%	0.00%	25.79%	5.63%	-2.51%
华绿生物	9.81%	9.34%	0.00%	16.72%	3.57%	0.01%

资料来源：公司公告、Wind、华金证券研究所

图 65：食用菌上市公司年度累计归母净利润

归母净利润 (百万元)	2020-03-31	2020-06-30	2020-09-30	2020-12-31	2021-03-31	2021-06-30
众兴菌业	74.65	56.17	120.67	188.96	43.42	12.53
雪榕生物	169.81	155.47	216.63	247.24	101.37	-70.70
万辰生物	54.23	50.74		96.13	23.20	-12.77
华绿生物	72.35	71.16		132.50	30.80	0.06

资料来源：公司公告、Wind、华金证券研究所

图 66：食用菌上市公司单季度净利润趋势

单季度归母净利润 (百万元)	2019-03-31	2019-06-30	2019-09-30	2019-12-31	2020-03-31	2020-06-30	2020-09-30	2020-12-31	2021-03-31	2021-06-30
众兴菌业	67.32	-17.74	-10.14	28.96	74.65	-18.48	64.49	68.29	43.42	-30.89
雪榕生物	136.21	-20.63	-5.63	110.38	169.81	-14.34	61.17	30.61	101.37	-172.07
万辰生物									23.20	-35.97
华绿生物									30.80	-30.74

资料来源：公司公告、Wind、华金证券研究所

## 投资建议：继续重点首推海大集团

我们继续重点推荐海大集团，主要逻辑在于：（1）我们认为 2 季度以来的猪价下行是压制公司近期市场表现的主要原因之一。经过近期的调整和猪价的企稳，我们认为猪价带来的负面预期逐渐得到消化。公司上半年饲料业务的强劲表现有望增强市场对公司饲料业务未来增长的信心，3 季度的饲料销售旺季和公司未来的饲料业务布局有望重回市场关注的主线；（2）饲料动保板块处于景气度周期，海大集团是在该板块中，综合考量业绩成长性、持续性和估值水平等框架下的优选标的；（3）根据过去几轮周期的运行规律，水产饲料景气周期一般滞后于生猪景气周期，且呈现出 4-5 年一轮周期的特征。我们认为在经历过 2017 年的前轮周期高点、2018-2019 年的周期下行、以及 2020 年疫情和洪水的扰动后，2021 年水产饲料有望保持高景气行情；（4）公司的 2021 年股票期权激励计划，员工覆盖面广、业务增长目标清晰，公司有望加快产能扩张和行业并购整合，进一步提升市场份额；（5）公司开始布局反刍动物饲料板块，反刍动物饲料渗透率低、增速高、市场分散，是有待开发的一片蓝海，有望成为公司中长期的又一新增增长点。我们预测公司 2021 年至 2023 年每股收益分别为 2.00、2.35 和 2.80 元，维持买入-A 建议。

**风险提示：** 畜禽疫情复燃导致畜禽料销量低于预期、极端天气导致水产饲料销量低于预期、鱼粉和玉米豆粕等原材料价格波动风险。

受益于上游禽养殖原料价格进入下行周期，我们看好下游的有友食品，主要逻辑在于：（1）由于进口受关税政策及疫情和贸易摩擦等原因，加之国内养殖企业的供货能力和产品质量显著提高，我们判断 21 年及未来国内将是公司鸡爪采购的主要渠道，我们判断鸡肉价格 21 年仍将处于下降通道，伴随公司原材料库存逐步消化，公司全年毛利率将有望稳重有升；（2）公司推出的员工股权激励计划，激励对象主要集中在部分高管及中层管理人员和核心骨干，激励范围较广，充分调动公司主要核心骨干员工的积极性，同时激励考核要求制定也相对严格、锚定中长期的持续稳定增长，有望激活管理层及骨干团队的潜能；（3）公司目前关注度较低，相对估值较低，市场预期较低。我们预测公司 2021 年至 2023 年每股收益分别为 0.83、1.00 和 1.16 元，维持买入-B 建议。

**风险提示：** 原材料等成本上升导致毛利率下降、新品扩张及渠道下沉进度不及预期、行业竞争加剧、食品安全问题等。

## 风险提示

因畜禽养殖疫情和自然灾害导致养殖存栏、存塘出现损失的风险。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。新冠肺炎疫情转好进度低于预期，从而导致交通运输不畅和引起原料价格波动的风险，以及销售运输不畅的风险。

## 行业评级体系

收益评级：

领先大市—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

陈振志、周蓉声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本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、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn