

行业深度报告

2022年09月30日

東亞前海證券有限責任公司
East Asia Qianhai Securities Co., Ltd.

禽畜养殖回暖，后周期景气上行

——农林牧渔行业 2022 年 H1 中报综述

核心观点

猪价开启上行阶段，Q2 亏损大幅收窄。猪价自 4 月份以来持续上涨，年内呈“√”型走势，2022Q2 猪价均价为 14.82 元/kg，环比上涨 11.3%，生猪养殖板块 Q2 净利润为-20.82 亿元，环比大幅度减亏。2022H1 上市猪企出栏量同比大增 48.13%，上市猪企 CR10 达到 16.36%，行业集中度进一步提升。2022H1 多数企业头均养殖毛利亏损收窄，成本边际改善。2022H1 行业平均负债率水平仍处于 69.71% 的较高水平，企业经营压力较大，产能扩张步伐放缓。前期产能去化兑现，四季度生猪供给预计偏紧，叠加消费步入旺季，猪价有望高位运行并带动板块实现全面盈利。

肉鸡养殖上半年普遍亏损，产能去化行业景气上行。2022H1 板块实现营业收入 268.91 亿元，同比增长 6.63%；实现归母净利润-9.84 亿元，同比下降 253.49%，板块业绩承压。白羽肉鸡方面，前期白鸡价格低迷，产能持续去化；同时海外引种受阻进一步缩减产能，有望加速白鸡步入新一轮上升周期。黄羽肉鸡方面，行业现处于前期产能去化的兑现期，肉鸡供给持续收缩，4 月以来黄鸡价格持续走高，未来预计肉鸡供给偏紧态势持续，同时在生猪高价位带动下，黄鸡价格有望维持较高景气。未来随肉鸡价格景气上行，板块有望迎来业绩修复。

种植板块营收稳步增长，关注转基因商业化进程。种植板块 2022H1 营收稳步增长、盈利水平承压，营收稳增主要系高粮价下农民种植积极性有所提升，产品销售收入整体增长，净利润整体亏损主要系汇率变动、联营公司业绩下滑等多因素影响下板块内公司盈利水平下降。此外，种业支持性政策密集发布，转基因商业化进程提速。2022 年 6 月转基因玉米、大豆品种审定标准出台，标志着转基因商业化进程的更进一步。2022 年 8 月国家发布种业阵型企业名单，集中资源打造种业振兴骨干力量。目前有多家上市公司（参股公司）获得了多项转基因生物安全证书。转基因商业化渐行渐近，有望在 2022 年年内落地，转基因技术储备丰富的龙头种企有望乘政策之东风获得市场份额的提升。

农产品加工板块上半年业绩承压，关注成本端变化情况。2022H1 板块营收稳步增长，净利润同比下滑。板块上半年净利润下滑主要系极端天气及俄乌冲突影响下，原料价格、运输成本高涨，产品成本大幅提升；二季度板块净利润环比有所改善，主要系板块内公司金龙鱼衍生金融工具现货利润在二季度随销售逐步实现。2022 年 5 月以来国际粮价有所回落，FAO 食品价格指数已连续 5 个月回落。同时，全球极端天气情况下粮食减产风险犹存，需关注成本端变化情况。

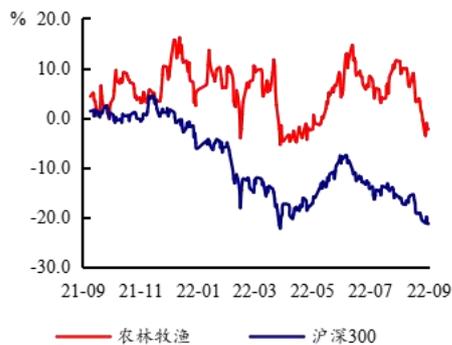
饲料板块二季度经营好转，有望随禽畜养殖景气上行迎来业绩修复。2022 年上半年饲料板块上半年饲料板块业绩承压，二季度净利润扭亏为盈。二季度板块实现扭亏为盈主要系下游禽畜养殖利润转好，饲料需求增幅较大，叠加饲料原材料成本端有所回落，从而饲料板块盈利能力有所回升。板块内，相比禽畜饲料板块业绩低迷，上半年宠物食品与水产饲料板块多家上市企业继续保持盈利状态。伴随生猪养殖开启上行周期，禽类价格持续回暖，叠加全球粮价回落，饲料板块有望受益于其后周期

评级 推荐（维持）

报告作者

作者姓名	汪玲
资格证书	S1710521070001
电子邮箱	wangl665@easec.com.cn
联系人	赵雅斐
电子邮箱	zhaoyf707@easec.com.cn

股价走势



相关研究

- 《猪价延续上涨趋势，看好生猪养殖景气上行》2022.09.25
- 《政策调控加码，供给偏紧支撑猪价高位震荡》2022.09.19
- 《如何看待 8 月猪企销售情况？》2022.09.12
- 《中央投放猪肉储备，生猪供给偏紧趋势不改》2022.09.04
- 《巴西甘蔗产量预期下调，有望支撑国际糖价》2022.09.03

属性迎来业绩的修复。

动物保健板块“至暗时刻”已过，经营业绩边际改善。2022年上半年板块营收、净利润同比双降；Q2板块经营明显改善，营收同比增速转正，环比增幅明显，同时净利润同比下降幅度较Q1明显收窄，主要系禽畜价格行情回暖，疫苗销量提升。下半年禽畜养殖养殖利润有望向好，带动上游疫苗需求恢复增长，动保板块有望凭借其后周期属性实现盈利的持续改善。同时下游养殖业规模化和集中度不断提升，有望助力动保板块提速增长。

投资建议

目前，农林牧渔板块整体持续向好。1) **生猪养殖**：猪价已进入新一轮上行周期，下半年供紧需宽态势下猪价有望高位运行，行业景气上行。建议关注出栏兑现度较高、成本控制能力较强的龙头猪企，建议关注唐人神；相关标的：牧原股份、温氏股份、天康生物、新五丰。2) **肉鸡养殖**：白鸡产能持续去化，拐点有望加速到来；黄鸡产能去化兑现，景气有望持续。建议关注拥有白羽肉鸡自研品种、产业链布局完善的白羽肉鸡龙头企业圣农发展，相关标的：民和股份、益生股份。3) **动物保健、饲料**：养殖后周期行业有望随下游禽畜养殖行情转好而迎来盈利能力的改善。动保板块相关标的：普莱柯；饲料板块建议关注拥有养殖全套产品和解决方案、技术研究储备丰厚的龙头企业海大集团。4) **种植**：转基因商业化落地有望在2022年年内实现，转基因技术储备丰富的龙头种企有望乘政策之东风迎来市场份额的加速提升。建议关注荃银高科；相关标的：大北农、隆平高科、登海种业。

风险提示

动物疫病风险；原材料价格波动的风险；政策落地不及预期等。

正文目录

1. 农林牧渔行业概况	6
2. 2022Q2 持仓分析	7
3. 生猪养殖板块：周期确定拐点，迎来景气上行	10
3.1. 年内猪价呈“√”型反转，板块亏损幅度收窄	10
3.2. 产能持续释放，生猪出栏增幅显著	12
3.3. 养殖利润扭亏为盈，成本边际改善	14
3.4. 猪企现金流情况好转，债务压力仍存	16
3.5. 行业亏损期间，企业控制产能扩张节奏	17
3.6. 总结与展望	18
4. 肉鸡养殖：产能去化，行业景气回升	19
4.1. 白鸡触底回升，黄鸡延续景气	19
4.2. 营收稳步增长，盈利能力逐渐修复	20
4.3. 白鸡企业表现分化，黄鸡企业量价齐增	22
4.4. 总结与展望	24
5. 种植业：营收稳步增长，关注转基因商业化进程	25
5.1. 营收持续增长，板块盈利承压	25
5.2. 支持性政策密集发布，转基因商业化进程提速	28
5.3. 总结与展望	30
6. 农产品加工：成本高企，上半年板块业绩承压	30
6.1. 营收稳步增长，Q2 盈利状况有所改善	30
6.2. 总结与展望	32
7. 饲料业：下游养殖端景气回升，板块盈利能力有望改善	32
7.1. 营收增长减缓，盈利状况承压	32
7.2. 禽畜饲料板块多亏损，宠物食品板块业绩增长	34
7.3. 总结与展望	35
8. 动物保健：走出景气低谷，经营业绩边际改善	35
8.1. 上半年业绩承压，Q2 经营环比改善	35
8.2. 总结与展望	37
9. 风险提示	37

图表目录

图表 1. 农林牧渔行业营业收入稳步增长	6
图表 2. 农林牧渔行业归母净利润波动上行	6
图表 3. 农林牧渔子行业营业收入同比增速	7
图表 4. 农林牧渔子行业归母净利润同比增速	7
图表 5. 2022Q2 农业板块基金减持幅度明显	7
图表 6. 2022Q1-2022Q2 农业子板块持股市值占重仓农业总市值比	8
图表 7. 2022Q2 农业主要子板块持股市值（亿元）	8
图表 8. 2022Q2 农业子板块重仓持股总量（亿股）	8
图表 9. 2022Q2 农业子板块持股市值占基金股票投资市值比(%)	9
图表 10. 2022Q2 农业板块公募基金 TOP10 重仓个股情况	10
图表 11. 2022Q2 公募基金前十大加仓股	10
图表 12. 2022Q2 公募基金前十大减仓股	10
图表 13. 2022 年猪价 4 月以来持续上涨	11

图表 14. 生猪养殖板块营业收入稳步增长	11
图表 15. 生猪养殖板块归母净利润随周期波动	11
图表 16. 生猪养殖板块毛利率和归母净利率随周期波动	12
图表 17. 生猪养殖板块三大费用率整体上行	12
图表 18. 生猪养殖上市公司生猪出栏情况 (万头)	13
图表 19. 2022 年生猪养殖企业出栏规划	13
图表 20. 出栏量前五和前十企业出栏量市场占有率	14
图表 21. 22 个省市猪粮比价 4 月以来持续上行	15
图表 22. 目前外购仔猪和自繁自养生猪养殖利润明显提升	15
图表 23. 出栏量前十企业头均养殖毛利 (元/头)	15
图表 24. 10 家生猪养殖企业完全成本最新情况	16
图表 25. 2022Q2 前十家企业经营性现金流净额 (亿元) 环比改善	17
图表 26. 前十家企业资产负债率 (%) 处于高位	17
图表 27. 2022 年 16 家养殖企业固定资产之和增速有所放缓	18
图表 28. 2022 年 5 家养殖企业固定资产同比增速有所回落	18
图表 29. 2022 年 16 家养殖企业在建工程之和增速有所放缓	18
图表 30. 2022 年 5 家养殖企业在建工程同比增速有所回落	18
图表 31. 2022 年 16 家养殖企业生产性生物资产之和增速有所放缓	18
图表 32. 2022 年 5 家养殖企业生产性生物资产同比增速有所回落	18
图表 33. 白鸡价格二季度有所回暖	19
图表 34. 黄鸡价格二季度有所上涨	19
图表 35. 白羽肉鸡产业链各端利润出现分化	20
图表 36. 肉鸡养殖板块营业收入稳步增长	21
图表 37. 肉鸡养殖板块归母净利润随周期波动	21
图表 38. 肉鸡养殖板块毛利率、净利率	21
图表 39. 2022H1 肉鸡养殖行业经营活动现金流量净额转负	21
图表 40. 父母代鸡苗与商品代鸡苗价格波动较大	22
图表 41. 肉鸡养殖板块主要上市公司毛利率	22
图表 42. 圣农发展家禽饲养加工业务销售情况	23
图表 43. 圣农发展食品加工业务销售情况	23
图表 44. 仙坛股份家禽饲养加工业务销售情况	23
图表 45. 仙坛股份食品加工业务销售情况	23
图表 46. 益生股份白羽肉鸡苗销售情况	24
图表 47. 民和股份商品代鸡苗销售情况	24
图表 48. 立华股份肉鸡销售业务	24
图表 49. 湘佳股份活禽销售业务	24
图表 50. 2022H1 种植板块营业收入稳步增长	26
图表 51. 2022H1 种植业归母净利润有所下滑	26
图表 52. 种植板块毛利率、归母净利率	26
图表 53. 种植板块三大费用率	26
图表 54. 种植板块研发费用及费率	26
图表 55. 种植板块经营活动产生的现金流量净额	27
图表 56. 种植板块部分公司 2022 年上半年业绩情况	28
图表 57. 部分已颁发转基因安全证书	29
图表 58. 种业部分相关政策	30
图表 59. 农产品加工板块营收 (亿元)	31
图表 60. 农产品加工板块净利润 (亿元)	31
图表 61. 农产品加工板块三大费用率	31
图表 62. 农产品加工板块研发费用及费率	31
图表 63. 农产品加工板块部分上市公司毛利率 (%)	32
图表 64. 2022H1 饲料板块营收增速有所放缓	33
图表 65. 2021、2022H1 饲料板块归母净利润持续亏损	33
图表 66. 饲料板块三大费用率	33

图表 67. 饲料板块研发投入稳步增长	33
图表 68. SW 饲料板块上市公司业绩情况	34
图表 69. 饲料板块主要上市公司毛利率	35
图表 70. 饲料板块主要上市公司净利率	35
图表 71. 2022H1 动保板块营业收入增速转负	36
图表 72. 2022H1 动保板块归母净利润有所下滑	36
图表 73. SW 动物保健板块毛利率和归母净利率	36
图表 74. SW 动物保健板块上市公司业绩情况 (亿元)	37

1. 农林牧渔行业概况

上半年农林牧渔板块整体业绩下滑，季度环比改善。2022H1，农林牧渔行业营业总收入为 5552.77 亿元，同比增长 3.91%，营收增速放缓；实现归母净利润-125.47 亿元，同比减少 184.89%，延续下滑趋势。2022Q2，农林牧渔行业营业总收入为 2996.35 亿元，同比增长 7.07%，环比增长 17.21%，实现归母净利润 14.72 亿元，同比增长 178.61%，环比增长 110.50%，板块整体业绩季度环比改善。

养殖端景气度环比回暖，种植板块业绩阶段性承压。2022H1，SW 农业各子行业中 5 个子行业实现了营业收入同比正增长，其中 SW 种植业 (+17.29%)、SW 农产品加工 (+10.07%) 与 SW 农业综合 II (+9.40%) 同比增速较快；各子行业中仅有 2 个子行业实现了归母净利润同比正增长，分别为 SW 渔业 (+33.49%)、SW 农业综合 II (+28.71%)。2022Q2，8 个子行业营业收入的同比增速从高到低依次为 SW 种植业 (+21.98%)、SW 农产品加工 (+12.11%)、SW 渔业 (+11.74%)、SW 饲料 (+6.87%)、SW 农业综合 II (+6.74%)、SW 动物保健 II (+5.73%)、SW 养殖业 (+1.18%)、SW 林业 II (-21.04%)；8 个子行业归母净利润的同比增速从高到低依次为 SW 养殖业 (+51.88%)、SW 农业综合 II (+45.29%)、SW 农产品加工 (+15.50%)、SW 渔业 (-3.14%)、SW 饲料 (-22.64%)、SW 动物保健 II (-36.24%)、SW 林业 II (-50.73%)、SW 种植业 (-69.98%)。受 4 月份以来猪价上涨影响，养殖板块业绩环比回暖；种植板块业绩阶段性承压，主要原因是制种成本大幅上涨。

图表 1. 农林牧渔行业营业收入稳步增长



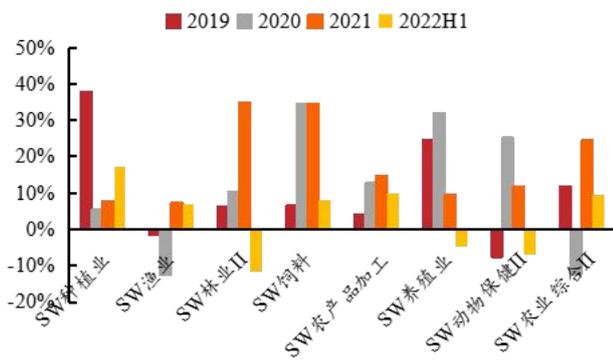
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 2. 农林牧渔行业归母净利润波动上行



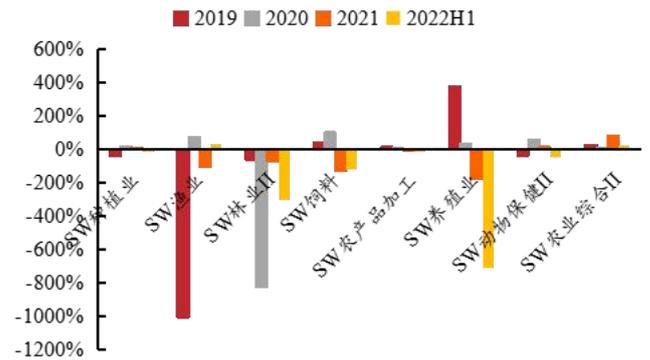
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 3. 农林牧渔子行业营业收入同比增速



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 4. 农林牧渔子行业归母净利润同比增速

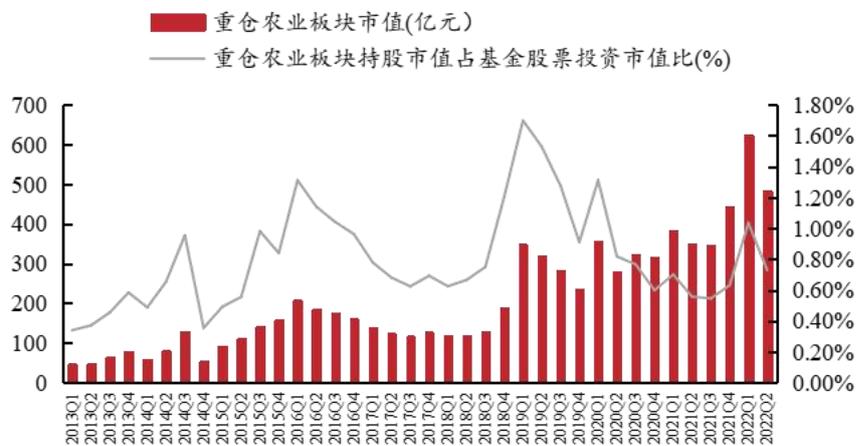


资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

2. 2022Q2 持仓分析

2022Q2 农业板块基金减持幅度明显。2022Q2 基金重仓农业板块总市值 482.16 亿元，环比减少 22.86%。2022Q2 基金重仓农业板块持股市值占基金股票投资市值比为 0.73%，环比 2022Q1 减少 0.31pct。（统计口径：Wind 内地公募基金板块，行业划分依据为 SW 一级行业（2021）以及 SW 二级行业（2021））。

图表 5. 2022Q2 农业板块基金减持幅度明显

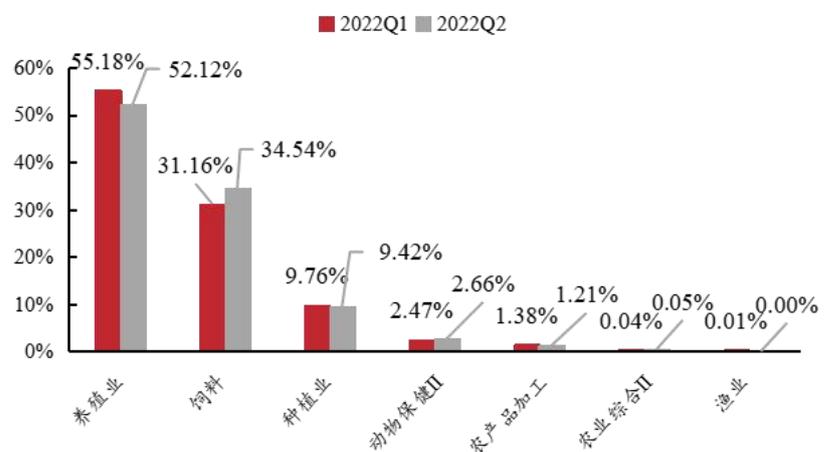


资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

2022Q2 子板块均被减持，养殖和饲料仍为配置主力。从子板块配置情况来看，各板块被不同程度减持，其中养殖和农产品加工板块减持程度较大。2022Q2 养殖板块重仓持股市值为 251.31 亿元，环比减少 27.14%；饲料板块重仓持股市值为 166.56 亿元，环比减少 14.49%；种植业板块重仓持股市值为 45.40 亿元，环比减少 25.55%；动保板块重仓持股市值为 12.84 亿元，环比减少 16.96%；农产品加工板块重仓持股市值为 5.83 亿元，环比减少 32.58%。从农林牧渔板块内配置来看，2022Q2 子板块持股市值占农业重

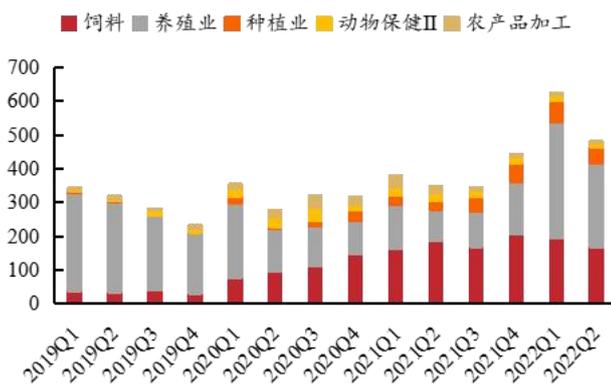
仓总市值比中，养殖业占比 52.12%（环比-3.06pct），饲料业占比 34.54%（环比+3.38pct），种植业占比 9.42%（环比-0.34pct），动物保健占比 2.66%（环比+0.19pct），农产品加工占比 1.21%（环比-0.17pct）。可以看出，养殖和饲料仍是农业板块配置主力，二者 2022Q2 配置占比合计达 86.66%。同时养殖板块配置占比下降，主要系市场多空观点并存，对未来猪价上涨高度和持续时间有所担忧；饲料、动保配置比例有所提高，主要系二季度禽畜价格上涨，疫苗用药需求提升，动保、饲料板块后周期属性凸显，在业绩修复预期下其农业板块内配置占比有所提升。

图表 6. 2022Q1-2022Q2 农业子板块持股市值占重仓农业总市值比



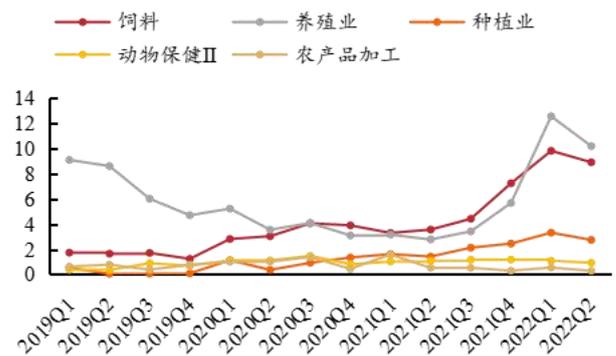
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 7. 2022Q2 农业主要子板块持股市值（亿元）



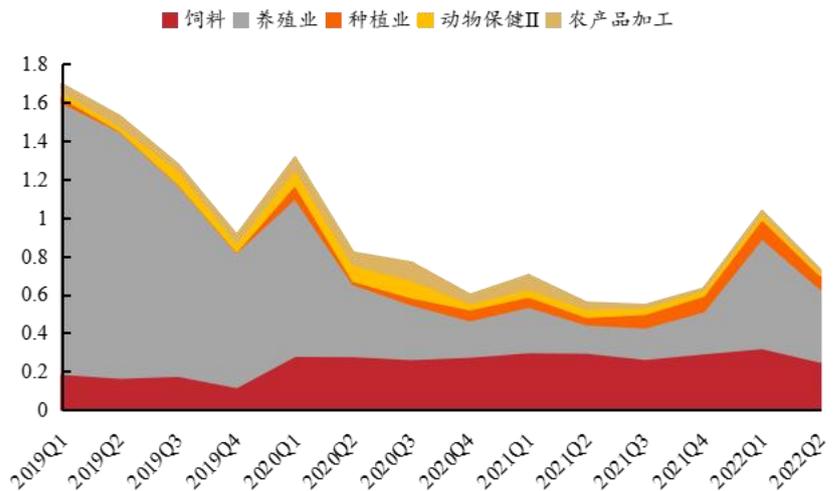
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 8. 2022Q2 农业子板块重仓持股总量（亿股）



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 9. 2022Q2 农业子板块持股市值占基金股票投资市值比(%)



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

个股方面，养殖个股多被减持，农产品加工及后周期板块个股获增持。2022Q2 公募基金前十大重仓个股为牧原股份、温氏股份、海大集团、新希望、天康生物、大北农、唐人神、隆平高科、傲农生物、巨星农牧，包含 4 个养殖个股、5 个饲料个股以及 1 个种植业个股。其中养殖和饲料龙头公司牧原股份、温氏股份和海大集团合计持仓占比较高，三者持股市值占基金股票投资市值 0.60%，环比 Q1 减少 0.17pct；占农业板块重仓总市值的 60.88%，环比 Q1 增长 1.76pct。同时，在前十大减仓个股中，养殖业个股占主要组成部分，牧原股份和新希望减持程度最大，持股数量季度环比分别减少 1.05 亿股和 0.52 亿股；在前十大加仓个股中，后周期板块（饲料、动保）中天马科技、回盛生物获增持，持股数量季度环比分别增长 0.010 亿股和 0.001 亿股；农产品加工板块中道道全、金龙鱼持股数量季度环比分别增长 0.003 亿股和 0.004 亿股。

图表 10. 2022Q2 农业板块公募基金 TOP10 重仓个股情况

代码	名称	持有基金数(个)	持股总量(亿股)	季报持仓变动(亿股)	持股总市值(亿元)	季报持股总市值变动(亿元)	持股占流通股比(%)	持股市值占基金股票投资市值比(%)	所属二级行业
002714.SZ	牧原股份	208	1.93	-1.05	106.71	-62.91	5.36	0.16	养殖业
300498.SZ	温氏股份	206	4.29	-0.18	91.34	-7.34	8.18	0.14	养殖业
002311.SZ	海大集团	140	1.59	-0.25	95.47	-5.75	9.59	0.14	饲料
000876.SZ	新希望	58	1.22	-0.52	18.64	-10.93	2.82	0.03	养殖业
002100.SZ	天康生物	57	1.76	0.05	17.12	-3.42	13.00	0.03	饲料
002385.SZ	大北农	37	3.19	-0.10	24.89	-3.71	9.77	0.04	饲料
002567.SZ	唐人神	32	1.23	-0.31	10.43	-5.69	10.32	0.02	饲料
000998.SZ	隆平高科	27	0.82	-0.02	13.71	-2.67	6.35	0.02	种植业
603363.SH	傲农生物	27	0.48	-0.42	8.98	-12.66	7.27	0.01	饲料
603477.SH	巨星农牧	26	0.44	-0.11	10.54	-3.60	9.12	0.02	养殖业

资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 11. 2022Q2 公募基金前十大加仓股

前十大加仓股	季报持仓变动(亿股)	持股市值占基金股票投资市值比(%)
荃银高科	0.16	0.015
金新农	0.088	0.003
道道全	0.09	0.003
天康生物	0.051	0.026
回盛生物	0.04	0.001
天马科技	0.035	0.010
海南橡胶	0.03	0.001
金龙鱼	0.032	0.004
正邦科技	0.03	0.003
立华股份	0.020	0.007

资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 12. 2022Q2 公募基金前十大减仓股

前十大减仓股	季报持仓变动(亿股)	持股市值占基金股票投资市值比(%)
牧原股份	-1.052	0.161
新希望	-0.523	0.028
傲农生物	-0.424	0.014
农发种业	-0.386	0.003
唐人神	-0.310	0.016
天邦食品	-0.268	0.014
晨光生物	-0.265	0.001
海大集团	-0.253	0.144
温氏股份	-0.185	0.138
新五丰	-0.153	0.003

资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

3. 生猪养殖板块: 周期确定拐点, 迎来景气上行

3.1. 年内猪价呈“√”型反转, 板块亏损幅度收窄

4 月份起猪价开启上行阶段, 板块业绩改善。本轮猪周期于三月份出现拐点, 前期产能去化结果逐步兑现, 2022Q2 生猪均价为 14.81 元/千克, 环比上涨 11.3%, 截至 9 月 16 日, 全国生猪价格达 23.53 元/千克, 年内生猪均价呈“√”型走势。生猪养殖板块亏损幅度收窄, 季度环比减亏, 2022H1 生猪养殖板块营业总收入为 1576.26 亿元, 同比减少 8.14%, 归母净利润

-186.93 亿元,同比减少 841.13%;2022Q2 生猪养殖板块营业总收入为 847.17 亿元,同比减少 1.85%,归母净利润-31.29 亿元,同比增长 50.71%。生猪养殖板块期间费用率略有上升,2022H1 销售费用率为 1.16% (同比+0.0044pct),管理费用率为 5.79% (同比+0.40pct),财务费用率为 2.58% (同比+0.83pct)。

图表 13. 2022 年猪价 4 月以来持续上涨



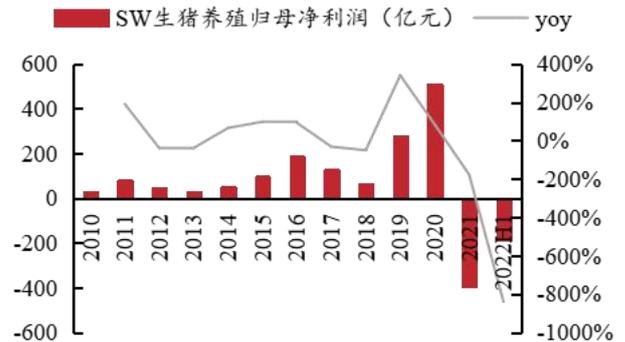
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 14. 生猪养殖板块营业收入稳步增长



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 15. 生猪养殖板块归母净利润随周期波动



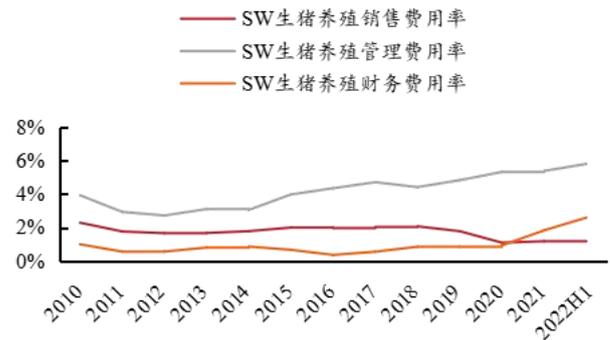
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 16. 生猪养殖板块毛利率和归母净利率随周期波动



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 17. 生猪养殖板块三大费用率整体上行



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

3.2. 产能持续释放，生猪出栏增幅显著

饲料行业发展过程中，很多饲料企业积极进行产业链的延伸，向下游拓展养殖业务，为了更全面地展示生猪养殖行业的现状，因此这里我们将 SW 禽畜饲料中除禾丰股份外 6 家公司（正虹科技、天康生物、大北农、金新农、唐人神和傲农生物）并入 SW 生猪养殖板块 10 家子公司中一起分析。

对应能繁存栏高位时期，上市猪企 2022H1 出栏同比大幅增长。受高利润驱动，我国生猪产能在非瘟疫情后迅速恢复，并于 2021 年 6 月达到能繁母猪存栏量的顶峰，即对应今年 H1 出栏量的大幅增长。2022H1，前十名上市猪企共出栏生猪 5986.1 万头，同比增长 48.13%，其中新五丰（同比+163.29%）、巨星农牧（同比+118.48%）、傲农生物（同比+86.17%）位于上市猪企出栏增速前列。

2022-2023 年上市猪企生猪产能预计持续扩张。多家企业公布了 2022 年生猪出栏规划，普遍预计实现 30% 以上的增幅，其中头部猪企牧原股份 2022 年预计出栏生猪达 5000-5600 万头（取区间中值，同比+31.63%），温氏股份 2022 年肉猪出栏量目标为 1800 万头（同比+36.18%），新希望 2022 年预计出栏生猪 1400 万头（同比+40.31%）。从 2022H1 的出栏情况来看，仅有牧原股份（59.02%）、天邦食品（51.98%）、金新农（51.51%）三家公司的出栏完成度超过 50%，考虑到新产能建设和一定的压栏情况，预计下半年各猪企将逐步加快出栏节奏。

图表 18. 生猪养殖上市公司生猪出栏情况 (万头)

序号	公司	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022H1	2022H1 同比
1	牧原股份	311.39	723.74	1101.11	1025.33	1811.50	4026.30	3128.00	79.39%
2	温氏股份	1712.73	1904.17	2229.70	1851.66	954.55	1321.74	800.60	70.81%
3	新希望	116.69	239.96	255.37	354.99	829.25	997.81	684.82	53.51%
4	正邦科技	226.45	342.25	553.99	578.40	955.97	1492.67	484.52	-30.75%
5	傲农生物	10.70	21.86	41.69	65.94	134.63	324.59	234.39	86.17%
6	大北农	/	/	168.00	164.18	185.28	430.78	198.32	19.25%
7	天邦食品	58.01	101.42	216.97	243.94	307.78	428.00	207.90	12.32%
8	天康生物	30.92	48.94	64.66	84.27	134.50	160.33	93.15	26.56%
9	唐人神	24.53	54.44	68.07	83.93	102.44	154.23	86.30	-0.80%
10	巨星农牧	/	/	/	/	21.30	87.10	68.10	118.48%
11	金新农	4.22	37.48	34.86	39.37	80.36	106.89	66.96	48.47%
12	新五丰	44.67	49.23	68.48	48.84	32.69	39.04	44.39	163.29%
13	神农集团	/	/	22.19	39.78	41.11	65.37	44.31	38.60%
14	东瑞股份	/	/	33.92	25.22	37.30	36.76	24.28	36.48%
15	罗牛山	20.59	18.63	26.00	19.50	15.40	39.40	23.69	33.46%
16	正虹科技	3.63	8.03	13.60	16.08	7.19	24.41	9.34	8.35%
全国出栏量		68502	68861	69382	54419	52704	67128	36587	
CR5				6.28%	7.45%	9.22%	12.32%	14.57%	
CR10				6.87%	8.27%	10.43%	14.07%	16.36%	

资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

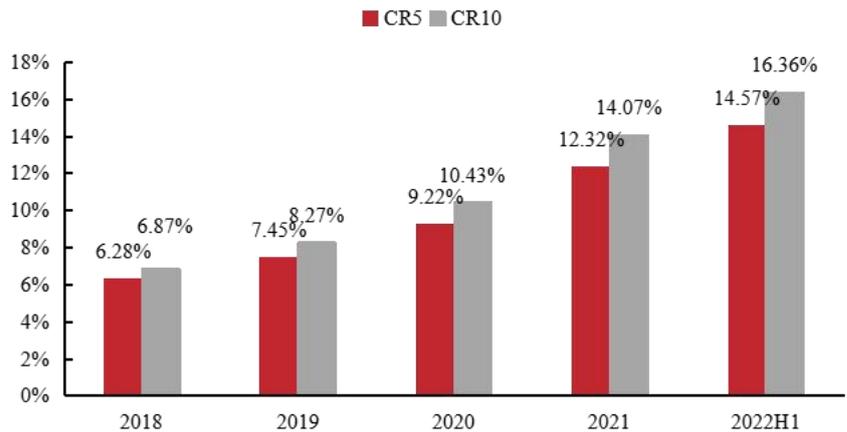
图表 19. 2022 年生猪养殖企业出栏规划

序号	公司名称	更新时间	2021 出栏 (万头)	2022 出栏目标 (万头)	2022 预计同比增幅	2022H1 出栏完成情况
1	牧原股份	2022/7/4	4026.30	5300	31.63%	59.02%
2	温氏股份	2022/9/2	1321.74	1800	36.18%	44.48%
3	新希望	2022/9/5	997.81	1400	40.31%	48.92%
4	正邦科技	/	1492.67	/	/	/
5	傲农生物	2022/8/31	324.59	550	69.44%	42.62%
6	大北农	/	430.78	/	/	/
7	天邦食品	2022/9/3	428.00	400	-6.54%	51.98%
8	天康生物	2022/6/14	160.33	220	37.22%	42.34%
9	唐人神	2022/7/19	154.23	200	29.68%	43.15%
10	巨星农牧	2022/3/19	87.10	150	72.21%	45.40%
11	金新农	2022/5/6	106.89	130	21.62%	51.51%
12	新五丰	/	39.04	/	/	/
13	神农集团	2022/4/29	65.37	90	37.68%	49.23%
14	东瑞股份	2022/4/29	36.76	60	63.22%	40.47%
15	罗牛山	/	39.40	/	/	/
16	正虹科技	/	24.41	/	/	/

资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所 (注: 牧原股份 2022 年出栏目标取其出栏计划区间 5000-5600 万头中值, 5300 万头)

中小散户加速退出，市场集中度稳步提升。非洲猪瘟等动物疫病频发叠加环保政策趋严，生猪养殖技术门槛被抬高，加之猪周期下行阶段猪价波动剧烈，抗风险能力较差的中小散户加速退出，生猪养殖行业市场集中度呈现上升趋势。2018年到2022H1生猪养殖企业市场占有率稳步提升，2022H1生猪出栏量前五的企业占全国生猪出栏量（CR5）14.57%，同比增长4.07pct；CR10达到16.36%，同比增长4.38pct。

图表 20. 出栏量前五和前十企业出栏量市场占有率



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

3.3. 养殖利润扭亏为盈，成本边际改善

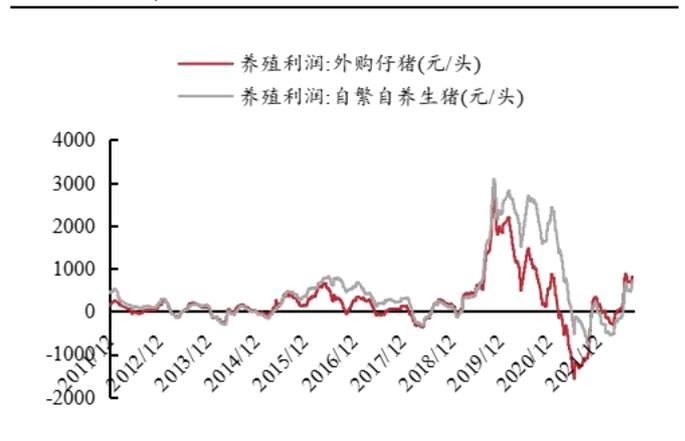
猪粮比价回归正常区间，养殖户盈利情况逐渐改善。随着前期产能去化结果逐步兑现，猪价于三月份确定周期低点并开启反转。随着猪价进入上行阶段，尽管饲料成本仍然高企，但猪粮比价已经从2021年10月18日的3.93涨至2022年9月16日的8.11，脱离国家设定的过度下跌预警区间，回归正常水平。猪价的反转也带动生猪养殖利润在H1收窄亏损幅度，外购仔猪养殖利润和自繁自养生猪利润分别于2022年5月20日、2022年7月1日扭亏为盈，预计未来一段时间，养殖户的盈利水平仍将持续改善。

图表 21. 22 个省市猪粮比价 4 月以来持续上行



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 22. 目前外购仔猪和自繁自养生猪养殖利润明显提升



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

2022H1 多数企业头均养殖毛利亏损收窄，牧原股份首次出现亏损。上半年饲料成本仍然高企，但 4-6 月份猪价有所反弹，且仔猪价格低迷，因此生猪养殖企业虽仍然处于大面积亏损当中，但多数企业头均养殖毛利的亏损幅度出现不同程度收窄。其中牧原股份作为自繁自养龙头，头均养殖毛利首次出现亏损（-133.89 元/头）。

图表 23. 出栏量前十企业头均养殖毛利（元/头）

序号	公司名称	2018	2019	2020	2021	2022H1
1	牧原股份	118.43	709.24	1888.71	325.96	-133.89
	yoy		498.88%	166.30%	-82.74%	-141.08%
2	温氏股份	186.62	651.15	1484.89	-678.12	-201.10
	yoy		248.92%	128.04%	-145.67%	70.34%
3	新希望	204.80	812.70	691.11	-365.40	-318.33
	yoy		296.82%	-14.96%	-152.87%	12.88%
4	正邦科技	109.21	406.47	999.09	-890.02	-451.58
	yoy		272.20%	145.80%	-189.08%	49.26%
5	傲农生物	-26.39	339.70	1113.42	-150.04	-170.23
	yoy		-1387.47%	227.76%	-113.48%	-13.46%
6	大北农	/	/	1074.05	-71.50	9.58
	yoy				-106.66%	113.40%
7	天邦食品	84.80	216.86	1384.11	-498.60	35.11
	yoy		155.71%	538.26%	-136.02%	107.04%
8	天康生物	204.14	828.29	1486.99	-210.19	-109.50
	yoy		305.74%	79.53%	-114.14%	47.90%
9	唐人神	23.51	349.09	1227.02	-53.82	/
	yoy		1385.12%	251.49%	-104.39%	/
10	巨星农牧	/	/	1896.39	552.21	-139.50
	yoy				-70.88%	-125.26%

资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

2022Q2 行业养殖成本普遍环比有所改善，饲料价格高企持续带来成本端压力。根据多家企业披露的养殖成本数据，Q2 行业养殖成本相较 Q1 均有一定程度的改善，但受限于豆粕、玉米等饲料价格一直维持高位，成本改善程度有限，普遍在 16 元/kg-18 元/kg 之间。其中，牧原股份（15.5 元/kg）、巨星农牧（16 元/kg）、大北农（16.5 元/kg）的养殖成本优势最为明显，正邦科技（20 元/kg）与傲农生物（19.5 元/kg）的养殖成本偏高。

图表 24. 10 家生猪养殖企业完全成本最新情况

序号	公司名称	最新时间	生猪养殖完全成本情况
1	牧原股份	2022/9/17	目前阶段略高于 15.5 元/kg
2	温氏股份	2022/8/11	5 月份完全成本为 17.0 元/kg
3	新希望	2022/9/16	8 月份完全成本 17.4 元/kg
4	正邦科技	2022/7/15	一季度末完全成本 20 元/kg，剔除四项费用后的养殖成本为 16.45 元/kg
5	傲农生物	2022/9/15	二季度育肥成本 19.5 元/kg，年底目标为 17 元/kg
6	大北农	2022/9/19	上半年成本 16.5 元/kg
7	天邦食品	2022/7/11	二季度完全成本约不到 18 元/kg，年底目标为 16 元/kg
8	天康生物	2022/9/16	当前为 17 元/kg
9	唐人神	/	/
10	巨星农牧	2022/6/23	5 月份为 16 元/kg

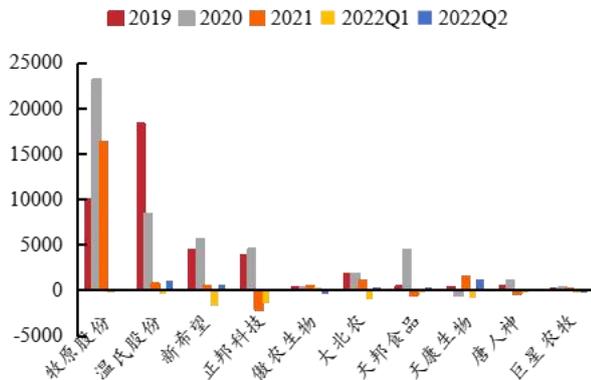
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

3.4. 猪企现金流情况好转，债务压力仍存

猪价反转上行，企业经营压力缓解。Q2 猪价的反弹较为明显地缓解了生猪养殖企业的经营压力，除傲农生物外，其余主要猪企 Q2 经营性净现金流状况环比均有明显的改善。牧原股份、温氏股份、新希望、正邦科技四家出栏量领先的猪企，均实现了季度经营性净现金流的环比转正，10 家主要上市公司 2022Q2 经营性净现金流总和流入 39.3 亿元，环比增加 95.2 亿元。

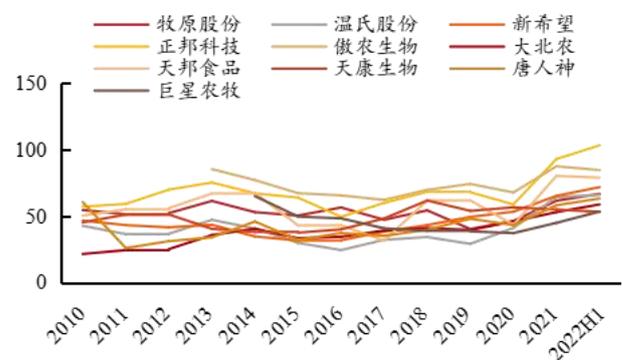
负债率居高不下，企业债务压力不减。尽管多数企业 Q2 经营性净现金流环比转正，但受产能扩张、偿还贷款的影响，行业债务水平并未明显下降，10 家主要上市猪企 Q2 平均负债率反而环比上升 0.50 个百分点。其中正邦科技 Q2 负债率达到新高的 102.88%，傲农生物（84.30%）、天邦食品（78.68%）的负债率也处于较高的水平。

图表 25. 2022Q2 前十家企业经营性现金流净额（百万元）环比改善



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 26. 前十家企业资产负债率（%）处于高位



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

3.5. 行业亏损期间，企业控制产能扩张节奏

债务压力繁重，猪价反转初期难以带动扩产进程，行业产能扩张步伐减缓。固定资产方面，2022H1，16家上市猪企固定资产总和为2313.02亿元，同比增长16.78%，增速持续回落，其中仅有天邦食品（-1.53%）和正虹科技的固定资产（-4.15%）出现同比下降。在建工程方面，2022H1，16家上市猪企在建工程总和为508.68亿元，同比降低1.37%，同比增速较2021年（16.79%）降低了18.16个百分点。16个上市猪企中，包括牧原股份（-40.31%）、温氏股份（-34.05%）、天康生物（-42.19%）在内的8家公司在建工程出现了同比负增长。

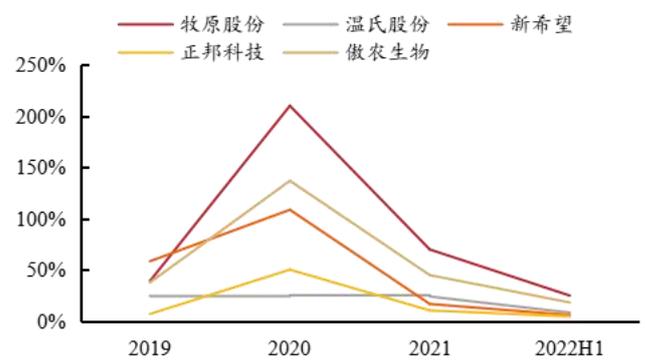
生产性生物资产同比大幅下滑。2022H1，16家上市猪企生产性生物资产总和为266.45亿元，同比下降35.29%，相比2021H2环比下降5.36%。16家上市猪企中，5家公司生产性生物资产同比上涨，东瑞股份（+52.60%）、新五丰（+48.18%）、巨星农牧（+29.64%）同比涨幅较多，11家公司生产性生物资产同比出现下降，正邦科技（-79.98%）、金新农（-58.28%）、天邦食品（-55.89%）同比降幅较大。我们认为，生产性生物资产的大幅下滑主要是淘汰前期高价母猪导致的。

图表 27. 2022 年 16 家养殖企业固定资产之和增速有所放缓



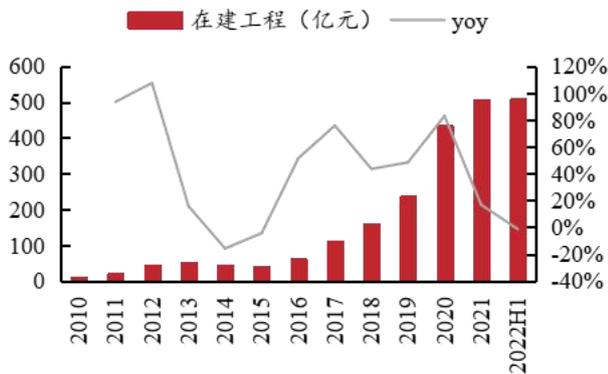
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 28. 2022 年 5 家养殖企业固定资产同比增速有所回落



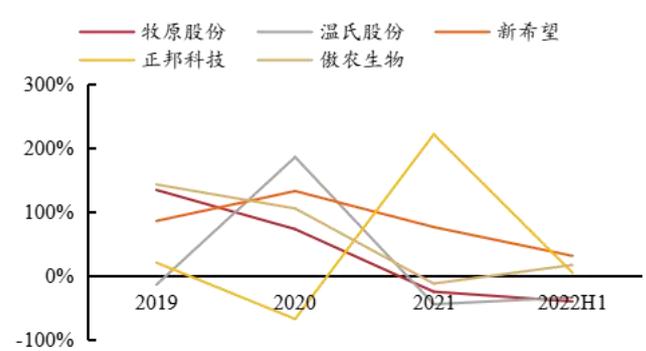
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 29. 2022 年 16 家养殖企业在建工程之和增速有所放缓



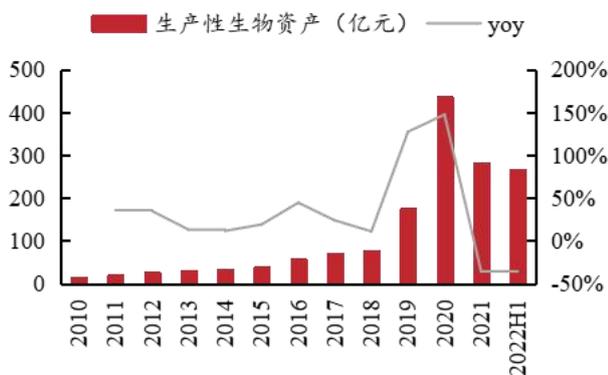
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 30. 2022 年 5 家养殖企业在建工程同比增速有所回落



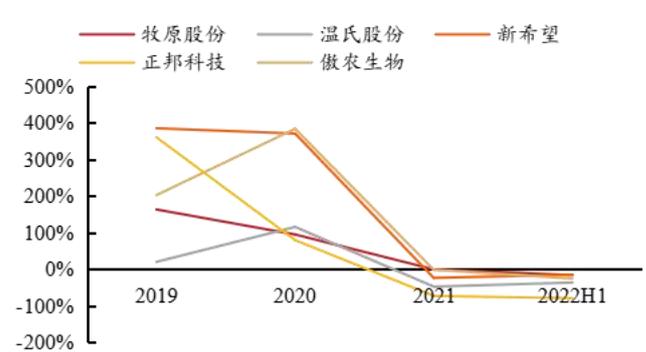
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 31. 2022 年 16 家养殖企业生产性生物资产之和增速有所放缓



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 32. 2022 年 5 家养殖企业生产性生物资产同比增速有所回落



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

3.6. 总结与展望

真实产能去化或超预期, 下半年猪价或将持续震荡向上。猪价于四月

份确定拐点，进入上行阶段，板块投资逻辑也进入涨价兑现阶段，展望后市，产能去化超预期的结果将在三、四季度逐步兑现，猪价有望持续震荡上行并刷新年内新高，另外当下养殖户补栏意愿不强，后续猪价高景气的延续性有望超预期。近期，生猪养殖板块受外盘不稳定因素与投放储的消息面影响，股价有了比较充分的风险释放，未来随着猪价不断地超预期表现，市场有望对生猪养殖企业的估值进行修正。当下生猪养殖板块安全边际凸显，建议把握逢低建仓机会，关注经营稳健、成本控制能力较强的养殖企业。

4. 肉鸡养殖：产能去化，行业景气回升

4.1. 白鸡触底回升，黄鸡延续景气

产能持续去化，白鸡景气回升。2022Q1 白鸡价格低迷，白羽肉鸡价格均价为 7.89 元/公斤，同比下跌 10.13%；二季度随肉鸡供给偏紧叠加猪价上行带动，鸡价回暖，Q2 白羽肉鸡价格均价为 9.23 元/公斤，环比 Q1 上涨 17.04%。产业链各端利润情况出现分化，父母代场养殖利润仍处盈亏平衡线附近、肉鸡养殖端利润改善明显、屠宰场持续亏损。

前期产能去化兑现，黄鸡景气有望持续。受新冠疫情、活禽禁售政策以及猪价大跌影响，黄羽肉鸡行业已持续低迷超过两年，行业产能去化幅度较为显著。2021 年祖代在产黄羽鸡肉种鸡存栏量为 151.45 万套，同比减少 1.31%；2021 年父母代在产黄羽鸡肉种鸡存栏量为 4047.15 万套，同比减少 5.93%。受前期产能去化影响，2022 年黄羽肉鸡供给偏紧，黄鸡价格持续走高。2022 年 4 月受全国多地新冠疫情反复影响黄鸡需求，黄鸡价格有所下滑，后期随疫情形势好转后黄鸡价格又呈上涨态势。截至今年二季度末，中速鸡价格为 6.87 元/斤，同比上涨 10.27%。

图表 33. 白鸡价格二季度有所回暖



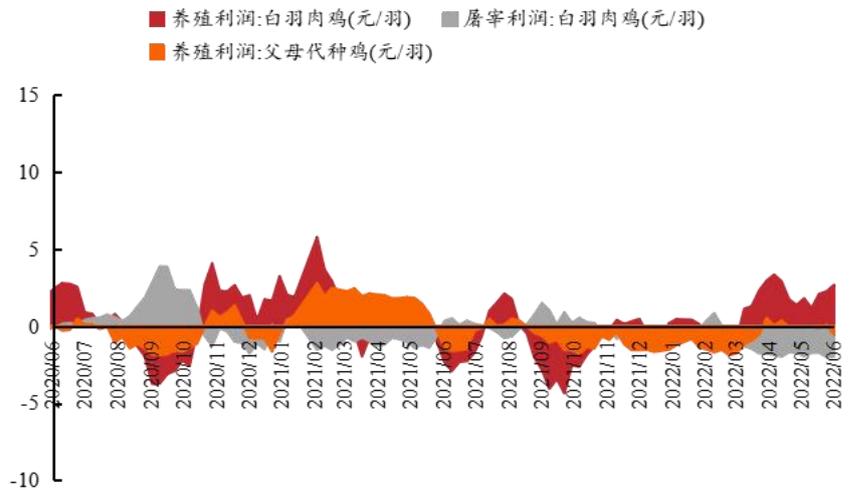
图表 34. 黄鸡价格二季度有所上涨



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 35. 白羽肉鸡产业链各端利润出现分化



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

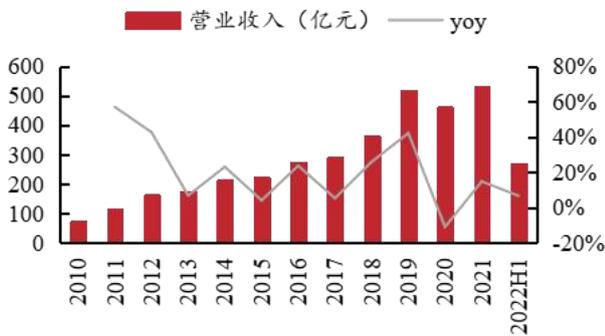
4.2. 营收稳步增长，盈利能力逐渐修复

营收稳步增长，业绩整体承压。2022H1 肉鸡养殖板块实现营业收入 268.91 亿元，同比增长 6.63%；实现归母公司净利润-9.84 亿元，同比减少 253.49%。板块盈利能力下降主要系 2022 上半年多地疫情暴发，一定程度上削弱终端消费需求，鸡价整体处于较低水平；同时玉米、豆粕等原料价格上涨导致饲料成本上升。2022H1 肉鸡养殖板块毛利率和净利率分别为 3.28%、-3.66%，分别同比下降 6.70 和 6.20pct。盈利能力受损下，板块的现金流承受较大压力，2022H1 肉鸡养殖行业经营现金流净流出-14.47 亿元，同比下降 171.11%。公司业绩层面，圣农发展 2022H1 实现营收 72.57 亿元，同比增长 11.16%，实现归母净利润-0.98 亿元，同比减少 135.96%；仙坛股份、益生股份和民和股份分别实现营收 20.23 亿元、8.55 亿元以及 6.40 亿元，实现归母净利润 0.17 亿元、-3.70 亿元以及-2.97 亿元，同比普遍由盈转亏。

受益于鸡价回暖，2022Q2 业绩环比改善。2022Q2 肉鸡养殖板块实现营业收入 147.91 亿元，同比增长 9.85%；2022Q2 板块归母净利润为-1.68 亿元，去年同期为-0.97 亿元，亏损同比增加 72.65%，但亏损环比 Q1 大幅收窄（环比 Q1-79.48%）。2022Q2 板块业绩显著改善主要系鸡价的普遍上涨，白鸡、黄鸡企业经营均有所改善，板块 2022Q2 毛利率和净利率分别为 4.26%、-1.13%，分别环比增加 2.17pct 和 5.61pct，盈利能力逐渐修复。公司业绩层面，圣农发展 2022Q2 实现归母净利润-0.33 亿元，环比减亏 0.32 亿元；仙

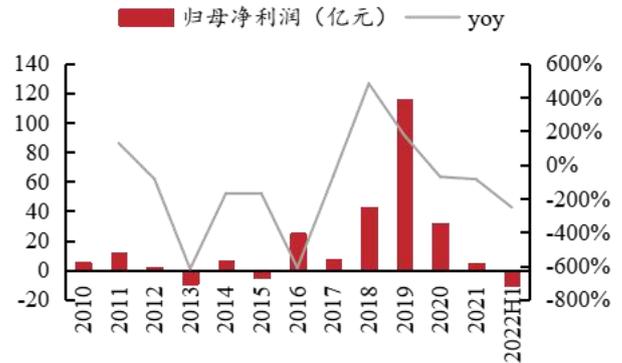
坛股份、益生股份和民和股份 Q2 分别实现归母净利润 0.61 亿元、-0.82 亿元以及-1.14 亿元，环比分别减亏 1.04 亿元、2.06 亿元以及 0.68 亿元。

图表 36. 肉鸡养殖板块营业收入稳步增长



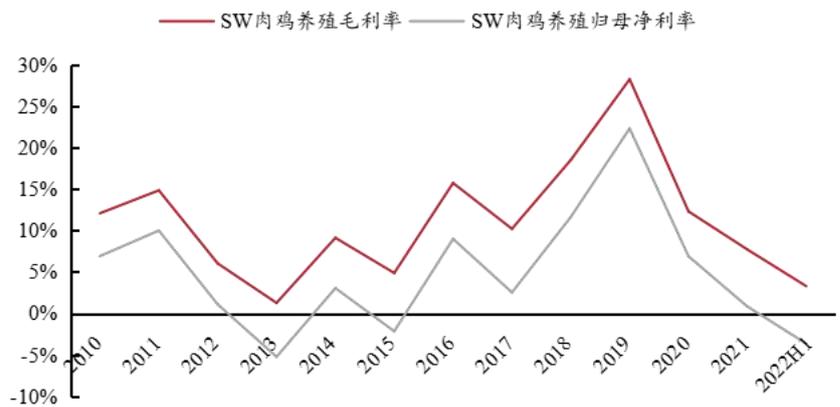
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 37. 肉鸡养殖板块归母净利润随周期波动



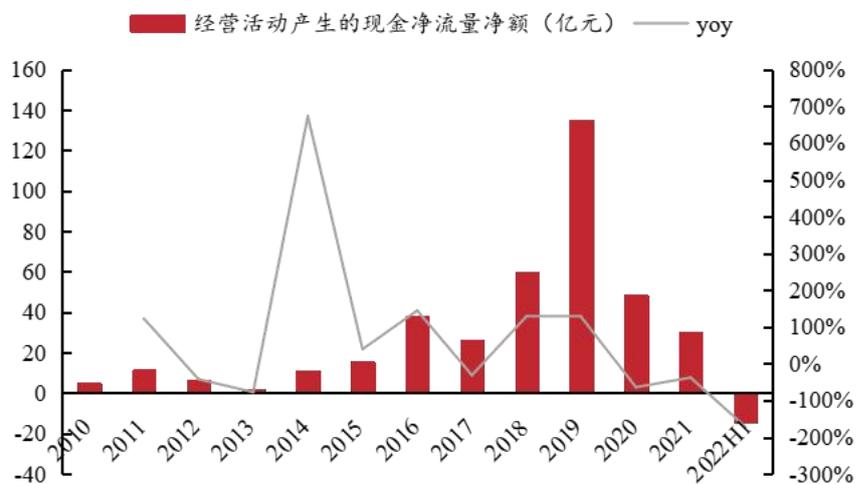
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 38. 肉鸡养殖板块毛利率、净利率



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 39. 2022H1 肉鸡养殖行业经营活动现金流量净额转负



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

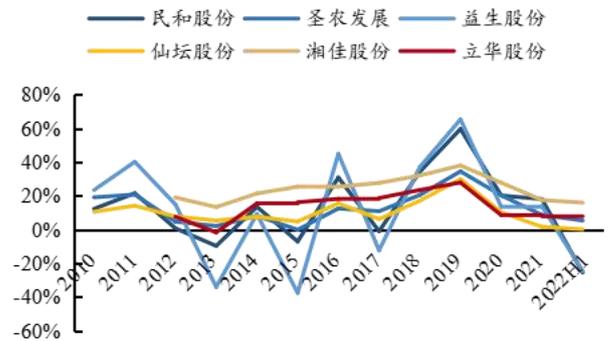
2022 年上半年肉鸡企业毛利率整体企稳，黄鸡企业盈利能力普遍高于白鸡企业。肉鸡养殖板块主要上市公司的毛利率走势较为统一，其中益生股份和民和股份毛利率走势波动幅度较大，主要系益生主营的父母代鸡苗、民和主营的商品代鸡苗价格波动较大，二者 2022H1 毛利率均为-25%左右，盈利能力大幅下降。而立华股份、圣农发展、仙坛股份以及湘佳股份整体更加稳定，2022H1 毛利率分别为 7.18%、5.36%、0.23%和 15.97%，在鸡价整体处于低位的情形下依然保持一定的盈利能力。分肉鸡种类看，2022 年上半年，主营白鸡企业整体毛利率为 0.31%，黄鸡企业整体毛利率为 9.11%，黄鸡企业上半年盈利水平优于白鸡企业。

图表 40. 父母代鸡苗与商品代鸡苗价格波动较大



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 41. 肉鸡养殖板块主要上市公司毛利率



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

4.3. 白鸡企业表现分化，黄鸡企业量价齐增

圣农发展经营改善，产品销量稳步增长。2022H1 圣农发展家禽饲养加工业务实现产品销量 53.54 吨，同比增加 8.53%；销售均价为 1.03 万元/吨，同比下降 5.45%。圣农发展家禽饲养加工业务以量补价，上半年实现销售收入 55.26 亿元，同比+2.62%。2022H1 圣农发展食品加工业务实现产品销量 11.99 万吨，同比增加 1.78%；产品销售均价为 24424.66 元/吨，同比增加 16.58%。食品加工业务实现量价齐增，上半年实现销售收入 29.28 亿元，同比增加 18.69%，食品加工业务实现量价齐增。

图表 42. 圣农发展家禽饲养加工业务销售情况



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

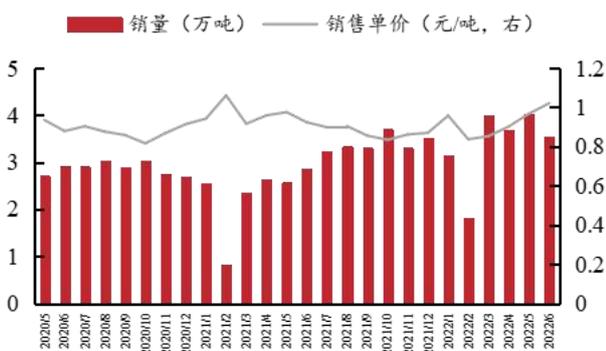
图表 43. 圣农发展食品加工业务销售情况



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

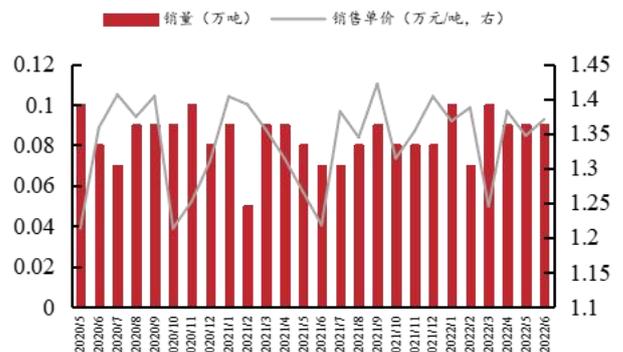
产能持续释放, 仙坛股份产品销售表现亮眼。2022H1 仙坛股份家禽饲养加工业务实现鸡肉产品销量 20.16 吨, 同比增加 46.41%; 实现销售收入 18.31 亿元, 同比增长 43.84%; 销售均价为 9222.59 元/吨, 同比-4.16%。仙坛股份食品加工业务体量较小, 2022H1 实现产品销量 0.54 万吨, 同比增加 14.98%; 实现产品销售收入 0.73 亿元, 同比增长 16.81%; 销售均价为 13498.23 元/吨, 同比增加 1.90%。2022 年上半年仙坛股份产品销量和销售收入大幅增长主要系 2022 年诸城食品和仙坛清食品的屠宰产能逐步得到释放, 商品鸡生产数量逐步增加。

图表 44. 仙坛股份家禽饲养加工业务销售情况



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 45. 仙坛股份食品加工业务销售情况

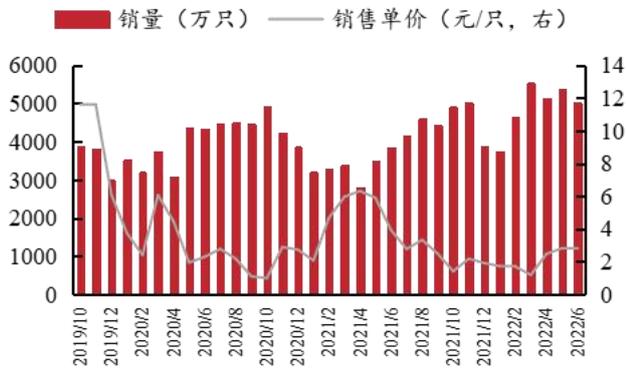


资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

上半年鸡苗价格低迷, 产业链前端白鸡企业经营承压。2022H1 益生股份销售白羽肉鸡鸡苗 (含父母代及商品代) 2.94 亿只, 同比增长 47.38%; 销售均价为 2.12 元/只, 同比-55.38%。2022H1 民和股份销售商品代鸡苗 1.33 亿只, 同比减少 19.58%; 销售均价为 1.64 元/只, 同比-57.28%。受上半年父母代、商品代鸡苗价格大幅下跌影响, 益生股份和民和股份上半年销售收入大幅下降, 分别实现销售收入 6.29 亿元和 2.24 亿元, 同比分别减少

33.99%和 65.91%。

图表 46. 益生股份白羽肉鸡苗销售情况



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

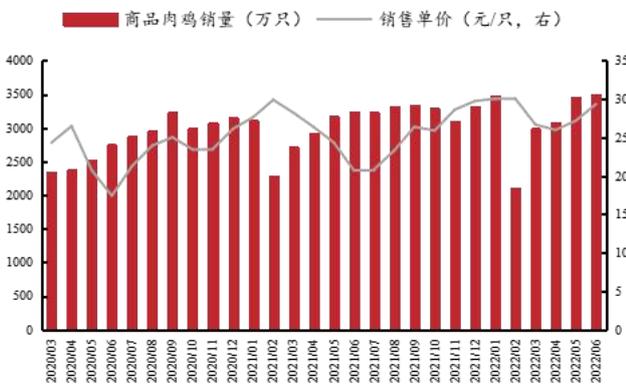
图表 47. 民和股份商品代鸡苗销售情况



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

上半年黄鸡景气上行，立华股份与湘佳股份均实现量价齐增。2022H1，立华股份实现肉鸡销量 1.86 亿只，同比增长 6.49%；销售均价为 28.21 元/只，同比增长 7.69%；实现销售收入 52.31 亿元，同比增长 15.68%。2022H1，湘佳股份实现活禽销量 1814.85 万只，同比增长 10.99%，销售均价为 21.97 元/只，同比增长 5.34%；实现销售收入 3.98 亿元，同比增长 16.20%。

图表 48. 立华股份肉鸡销售业务



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 49. 湘佳股份活禽销售业务



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

4.4. 总结与展望

白鸡：产能持续去化，行业景气逐步回升。2022 年上半年鸡苗价格低迷系前期上游供给较为宽松，叠加饲料成本上升导致种鸡环节亏损严重，父母代种鸡环节产能明显去化，我们预计下半年商品代肉鸡出栏量将加速下降。2022 年上半年整个白羽肉鸡产业链中除了商品代养殖环节以外，其余环节仍处于亏损状态，因此产能去化将持续发生。此外，我国 2022 年 5-7 月海外引种量均为 0，1-7 月累计引种量约 46.85 万套，同比下滑 26.95%。

8月引种量虽恢复，但数量较少。海外引种受阻情况下，未来祖代种鸡或供应不足，后续父母代和商品代鸡苗供应量相应减少，也将驱动鸡价上涨。总体来看，一方面上半年行业的低迷进一步刺激行业产能去化，另一方面下游消费逐步回暖，我们预计行业拐点有望加速到来，下半年行情将整体好于上半年，明年行情将整体好于今年。

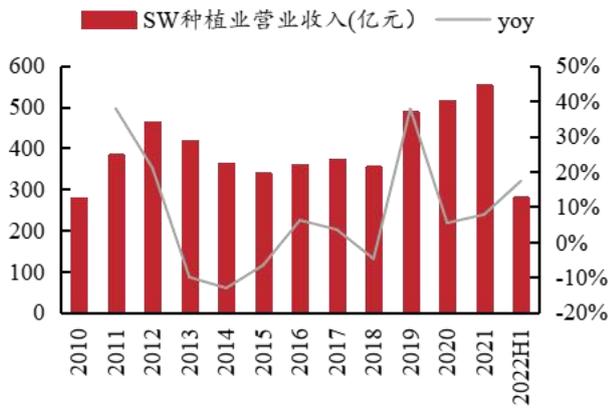
黄鸡：前期产能去化兑现，黄鸡景气有望持续。受新冠疫情、活禽禁售政策以及猪价大跌影响，黄羽肉鸡行业已持续低迷超两年，行业产能去化幅度较为显著。截至2022年9月23日，全国快大鸡和中速鸡出栏价分别达到8.95元/斤和9.41元/斤，相比4月中下旬的低点已分别累计上涨52.99%和54.52%。后期肉鸡供给预计仍处于偏紧状态，叠加四季度猪价有望偏强运行以及迎来消费旺季，我们预计黄羽鸡高景气有望持续。

5. 种植业：营收稳步增长，关注转基因商业化进程

5.1. 营收持续增长，板块盈利承压

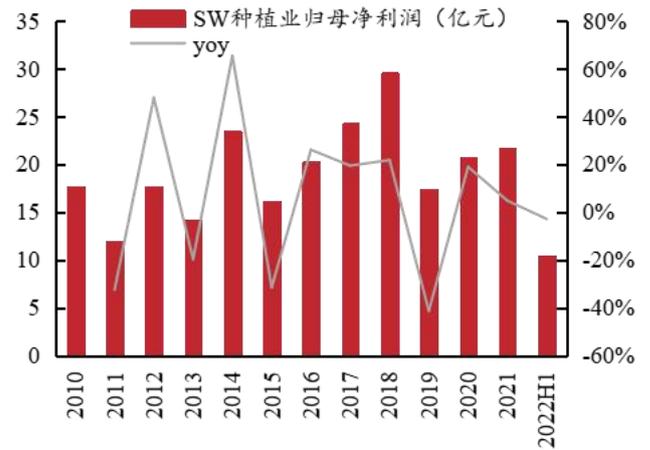
营收稳步增长，盈利水平承压。2022年上半年，种植板块实现营业收入280.31亿元，同比增长17.29%；归母净利润为10.41亿元，同比减少2.87%。分季度来看，2022Q2板块实现营收149.64亿元，同比增长21.98%，环比增长14.51%；2022Q2板块实现归母净利润0.60亿元，同比下降69.98%，环比下降93.85%。2022H1种植板块毛利率为15.36%，同比减少0.44pct，净利率为3.71%，同比减少0.77pct。2022年上半年板块营收稳步增长主要系高粮价下农民种植积极性有所提升，种植板块产品销售收入整体增长；上半年盈利承压主要系板块内隆平高科亏损，隆平高科2022年上半年归母净利润为-2.98亿元，同比增亏2.41亿元，主要系美元兑人民币汇率波动下美元贷款汇兑损失以及联营公司业绩下滑。

图表 50. 2022H1 种植板块营业收入稳步增长



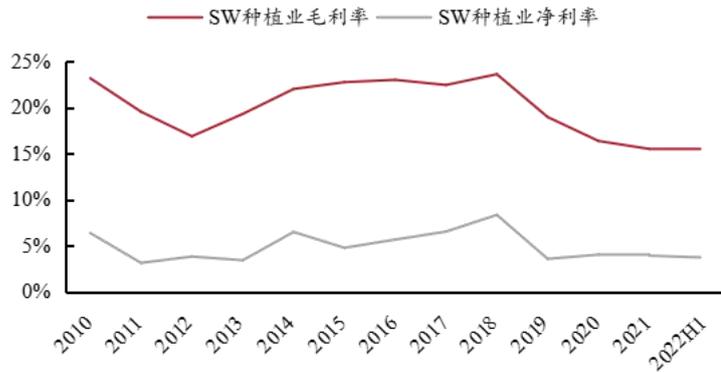
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 51. 2022H1 种植业归母净利润有所下滑



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

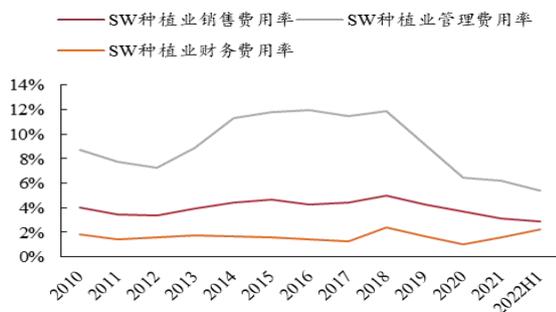
图表 52. 种植板块毛利率、归母净利率



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

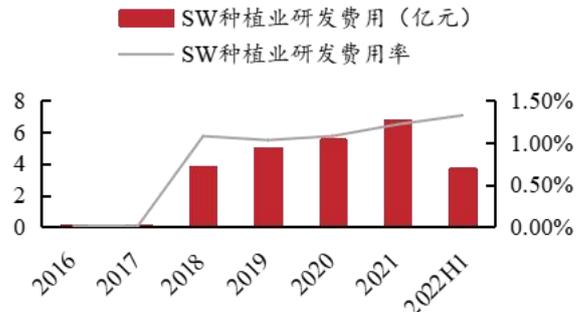
2022H1 销售、管理费率下降, 研发费率稳定增长。2022H1 板块销售、管理和财务费用率分别为 2.86%、5.44%、2.23%, 分别同比下降 0.68pct、下降 0.53pct 和增长 0.44pct。研发费用方面, 2022H1 板块研发费用为 3.71 亿元, 同比增长 43.88%; 2022H1 板块研发费率为 1.32%, 同比增长 0.24pct。

图表 53. 种植板块三大费用率



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

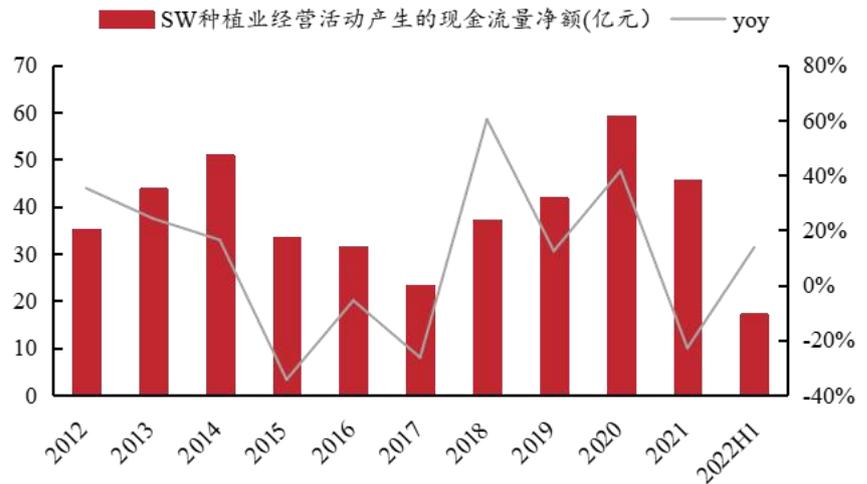
图表 54. 种植板块研发费用及费率



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

种植板块经营活动现金流量净额有所增长。2022H1 种植板块经营现金流净额为 17.15 亿元，同比增长 13.74%，且增速较 2021 年扩大，主要系板块内公司北大荒承包费及生产资料等收现同比增加（2022H1 北大荒经营活动现金流量净额为 27.78 亿元，同比增长 16.56%）。

图表 55. 种植板块经营活动产生的现金流量净额



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

公司业绩层面，2022H1 农发种业、丰乐种业、隆平高科和荃银高科分别实现营收 24.36 亿元、12.88 亿元、11.98 亿元以及 9.65 亿元；实现归母净利润 0.47、0.15、-2.98 以及 0.30 亿元。其中荃银高科 2022H1 营收同比增速较大（同比+42.46%），2022H1 归母净利润同比扭亏为盈，主要系公司自主研发的品种市场占有率持续提升，种子国内外销量同比增长以及 2022 年上半年员工持股计划摊销较去年同期大幅减少。隆平高科 2022H1 营收稳步增长（同比+6.98%），归母净利润亏损幅度较大；其中营收实现增长主要系高粮价下农民种植积极性提高，同时公司玉米种子品种性状优势明显，公司玉米种子业务增长明显；盈利亏损主要系汇率波动下美元贷款汇兑损失 1.17 亿元以及联营公司业绩的下滑。

图表 56. 种植板块部分公司 2022 年上半年业绩情况

序号	公司名称	2022H1 营收 (亿元)	2022H1 营收同 比	2022Q2 营收 (亿元)	2022Q2 营收环 比	2022H1 归母净 利润 (亿元)	2022H1 归 母净利润 同比	2022Q2 归母净 利润 (亿元)	2022Q2 归母净 利润环 比
1	农发种业	24.36	18.57%	14.66	51.27%	0.47	-1433.66%	0.28	46.62%
2	丰乐种业	12.88	-5.45%	7.34	32.45%	0.15	-26.10%	0.08	12.23%
3	隆平高科	11.98	6.98%	2.92	-67.70%	-2.98	421.52%	-3.52	-746.92%
4	荃银高科	9.65	42.46%	5.25	19.23%	0.30	-421.95%	0.10	-50.71%
5	登海种业	4.40	6.12%	1.05	-68.75%	1.12	6.67%	0.08	-92.45%
6	敦煌种业	3.09	-13.23%	1.03	-49.98%	-0.06	55.18%	-0.14	-279.60%
7	万向德农	1.24	3.10%	0.50	-32.52%	0.49	174.47%	0.07	-84.04%
8	神农科技	0.64	-12.68%	0.17	-63.46%	-0.19	39.18%	-0.15	276.08%

资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

5.2. 支持性政策密集发布，转基因商业化进程提速

支持性政策密集发布，转基因商业化进程提速。近年来，受到国际关系、极端气候以及新冠疫情的不利影响，国际间粮食保护主义抬头，全球粮食安全敲响警钟，迫切需要农业科技在转基因商业化上加快走出这一步。转基因技术对于种业振兴和粮食安全有着重要的意义。2022年6月8日，农业部发布了《国家级转基因大豆品种审定标准（试行）》和《国家级转基因玉米品种审定标准（试行）》，两个品种审定标准的更新进一步完善了产业化配套的规章制度，标志着转基因产业化进程进一步加快。2022年8月，农业农村部办公厅印发《关于扶持国家种业阵型企业发展的通知》，从全国3万余家种业企业中遴选了69家农作物、86家畜禽、121家水产种业企业机构，集中力量构建“破难题、补短板、强优势”国家种业企业阵型，加快打造种业振兴骨干力量。2022年9月，农业农村部印发《关于加强主要农作物品种绿色通道和联合体试验管理工作的通知》，从规范品种审定绿色通道和联合体试验入手，全面提升主要农作物品种审定管理水平，优化种业营商环境，为保障国家粮食安全提供高质量的品种支撑。支持性政策频频出台将继续加快生物育种技术发展，赋能生物农业产业，推动种业格局的改变。目前，隆平高科参股公司杭州瑞丰已有三个产品获得农业转基因生物安全证书，分别为瑞丰125、浙大瑞丰8和nCX-1。

图表 57. 部分已颁发转基因安全证书

公司	时间	转基因产品	性状	种植区域
大北农	2019年2月	大豆 DBN-09004-6	耐除草剂	获得阿根廷政府的正式种植许可
大北农	2020年1月	玉米 DBN9936	抗虫耐除草剂	在北方春玉米区生产
大北农	2020年6月	大豆 DBN-09004-6 (进口安全证书)	耐除草剂	/
大北农	2020年7月	玉米 DBN9858	耐除草剂,作为前期获批玉米性状产品 DBN9936 及后续升级产品的配套庇护所	在北方春玉米区
大北农	2021年1月	玉米 DBN9858	耐除草剂	黄淮海夏玉米区、西南玉米区、西北玉米区、南方玉米区
大北农	2021年1月	玉米 DBN9936	耐除草剂	黄淮海夏玉米区、西南玉米区、西北玉米区、南方玉米区
大北农	2021年1月	玉米 DBN9501	抗虫耐除草剂	在北方春玉米区
大北农	2021年1月	大豆 DBN9004	耐除草剂	北方春大豆区
大北农	2021年12月	玉米 DBN3601T	抗虫耐除草剂	西南玉米区
杭州瑞丰	2020年1月	玉米瑞丰 125	抗虫耐除草剂	北方春玉米区
杭州瑞丰	2021年4月	玉米瑞丰 125	抗虫耐除草剂	黄淮海夏玉米区、西北玉米区
杭州瑞丰	2022年4月	玉米 nCX-1	耐除草剂	耐除草剂
中国种子集团有限公司	2022年4月	玉米 Bt11×GA21	抗虫耐除草剂	北方春玉米区
中国种子集团有限公司	2022年4月	玉米 Bt11×MIR162×GA21	抗虫耐除草剂	南方玉米区、西南玉米区
中国种子集团有限公司	2022年4月	玉米 GA21	耐除草剂	北方春玉米区
中国农业科学院作物科学研究所	2020年7月	大豆中黄 6106	耐除草剂	黄淮海夏大豆区
中国农业科学院作物科学研究所	2021年4月	大豆中黄 6106	耐除草剂	北方春大豆区

资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 58. 种业部分相关政策

政策	发布时间	相关内容
《“十四五”生物经济发展规划》	2022/5/1	提高粮食等重要农产品生产能力和质量,有序发展全基因组选择、系统生物学、合成生物学、人工智能等生物育种技术,着力提升良种培育、生产加工、推广应用等能力,加快构建商业化育种创新体系。“现代种业提升工程”为生物经济七大工程之一,工程要求保护种质资源、推动育种创新、开展测试评价以及促进良种繁育。
《国家级转基因大豆品种审定标准(试行)》和《国家级转基因玉米品种审定标准(试行)》	2022/6/9	6月9日,国家农作物品种审定委员会印发《国家级转基因大豆品种审定标准(试行)》和《国家级转基因玉米品种审定标准(试行)》
《关于扶持国家种业阵型企业发展的通知》	2022/8/11	农业农村部根据企业规模、创新能力和发展潜力等关键指标,从全国3万余家种业企业中遴选了69家农作物、86家畜禽、121家水产种业企业机构,集中力量构建“破难题、补短板、强优势”国家种业企业阵型,加快打造种业振兴骨干力量。
《关于加强主要农作物品种绿色通道和联合体试验管理工作的通知》	2022/9/1	从规范品种审定绿色通道和联合体试验入手,全面提升主要农作物品种审定管理水平,优化种业营商环境,为保障国家粮食安全提供高质量的品种支撑。

资料来源:Wind, 东亚前海证券研究所

5.3. 总结与展望

种植业景气上行,转基因商业化渐行渐近。2021年粮价持续上涨,2022年粮价高位运行,近期国际粮价虽有所回落但仍处于历史较高水平,粮价处于较高水平有望激发农民种植积极性从而提升种企种子销量,促进企业经营向好。上半年转基因玉米、大豆审定标准落地极大程度上推进了转基因商业化进程加速。转基因商业化落地将提高行业门槛,改善行业竞争格局,转基因技术储备丰富的龙头种企有望获得市场份额的提升。

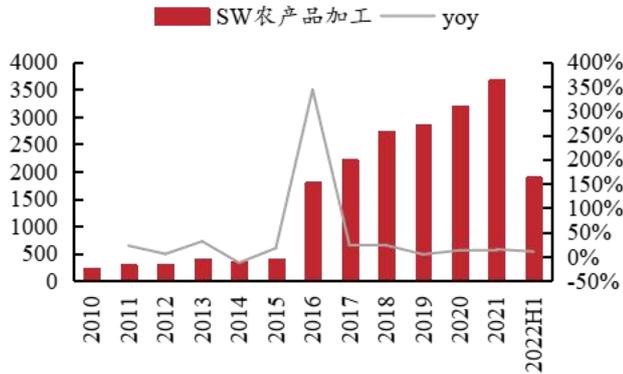
6. 农产品加工: 成本高企, 上半年板块业绩承压

6.1. 营收稳步增长, Q2 盈利状况有所改善

上半年业绩承压, Q2 盈利环比改善。从营收来看, 2022H1 农产品加工板块营业收入为 1892.23 亿元, 同比增长 10.07%。其中, 2022Q2 营收为 996.62 亿元, 环比 Q1 增长 11.28%。从归母净利润来看, 2022H1 农产品加工板块归母净利润为 47.51 亿元, 同比减少 15.59%; 其中 2022Q2 归母净利润为 32.46 亿元, 环比 Q1 增长 115.59%。板块上半年净利润下滑主要系极

端天气及俄乌冲突影响下，原料价格、运输成本高涨，产品成本大幅提升所致。二季度板块净利润环比大幅改善主要系板块内公司金龙鱼带动（金龙鱼 Q2 归母净利润为 629.47 亿元，环比 Q1+1525.97%）。

图表 59. 农产品加工板块营收（亿元）



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所（注：2016 年板块营收大幅增加系纳入金龙鱼公司数据，2016-2022H1 金龙鱼营收占板块比重稳定在 60% 以上）

图表 60. 农产品加工板块净利润（亿元）

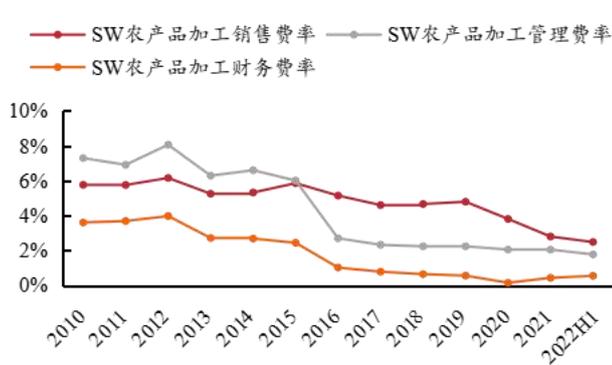


资料来源：Wind，东亚前海证券研究所（注：2016 年板块归母净利润大幅增加系纳入金龙鱼公司数据）

2022H1 农产品加工板块销售、管理费率有所下降，财务费率有所上涨。

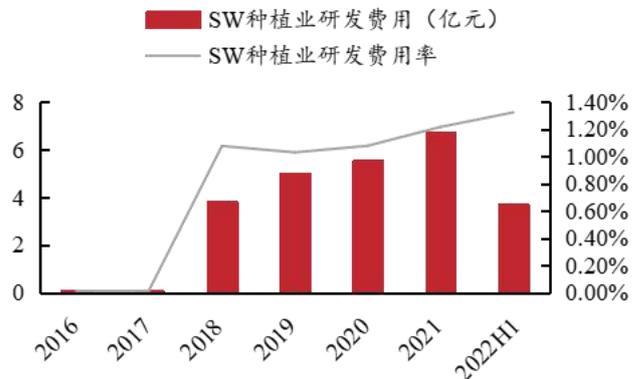
2022H1 销售、管理、财务费率分别为 2.48%、1.77%、0.55%，同比 2021H1 变动幅度为 -1.24pct、-0.13pct 和 0.14pct。自 2015 年以来，农产品加工研发费用持续增加，上市公司愈发重视科技研发投入，2021 年和 2022H1 研发费用分别为 8.48 亿元（同比+16.89%）和 4.03 亿元（同比+1.88%），研发费率分别为 0.23% 和 0.21%。

图表 61. 农产品加工板块三大费用率



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 62. 农产品加工板块研发费用及费率

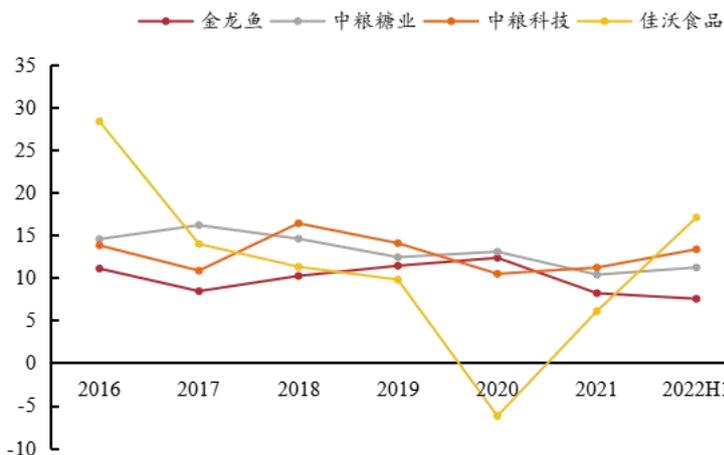


资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

公司层面，2022H1 金龙鱼、中粮糖业、中粮科技、佳沃食品毛利率分别为 7.53%（同比-4.41pct）、11.20%（同比-2.05pct）、13.33%（同比+13.64pct）、

17.07%（同比+5.63pct）。其中佳沃食品毛利率同比提升，主要系上半年三文鱼餐饮需求逐渐恢复，零售需求持续高涨，全球三文鱼供应量紧缺、增长相对有限，推动了2022年上半年全球三文鱼价格上涨至新台阶，公司三文鱼养殖业务盈利能力大幅改善。

图表 63. 农产品加工板块部分上市公司毛利率（%）



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

6.2. 总结与展望

成本端或继续承压，关注全球天气状况。全球流动性趋紧叠加乌克兰粮食恢复出口，全球粮食危机紧张情绪有所缓解，2022年5月以来国际粮价有所回落，FAO 食品价格指数已连续5个月回落。粮价虽有所回落，但仍处于历史高位。FAO 最新《谷物供求简报》下调全球谷物产量预期，叠加全球多地高温干旱，粮食面临减产风险，进一步支撑粮价高位运行。农产品加工板块成本端或继续承压，建议关注经营稳健、成本控制能力较强的龙头企业。

7. 饲料业：下游养殖端景气回升，板块盈利能力有望改善

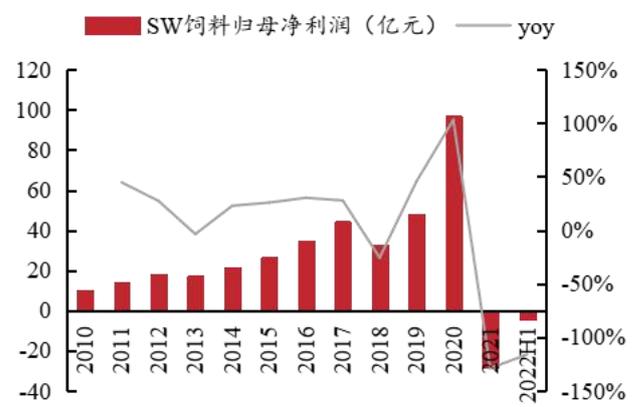
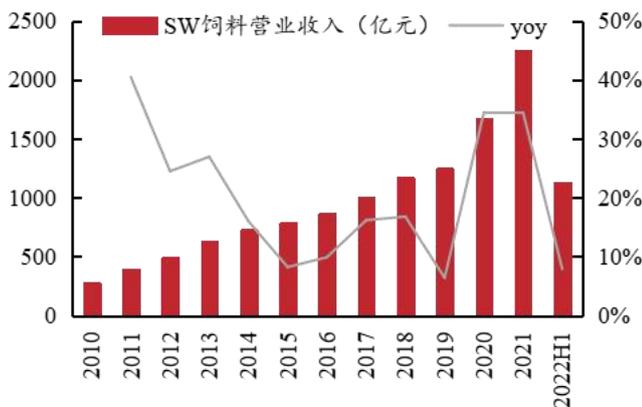
7.1. 营收增长减缓，盈利状况承压

上半年饲料板块业绩承压，二季度净利润扭亏为盈。2022H1 禽畜价格

整体低位运行叠加饲料原材料价格大幅上涨，作为养殖业上游的饲料板块整体亏损。2022H1 饲料板块营业收入 1128.76 亿元，同比增长 7.91%；其中 2022Q2 板块营收 626.39 亿元，环比增长 24.69%。2022H1 板块实现归母净利润-4.42 亿元，同比下跌 116.09%；其中 2022Q2 饲料板块实现归母净利润 4.28 亿元，环比 Q1（归母净利润-8.70 亿元）盈利转正。二季度板块实现扭亏为盈主要系下游禽畜养殖利润转好，饲料需求增幅较大，叠加饲料原材料成本端有所回落，从而饲料板块盈利能力有所回升。

图表 64. 2022H1 饲料板块营收增速有所放缓

图表 65. 2021、2022H1 饲料板块归母净利润持续亏损



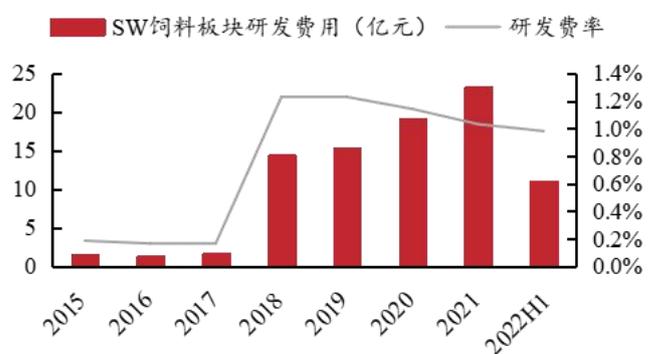
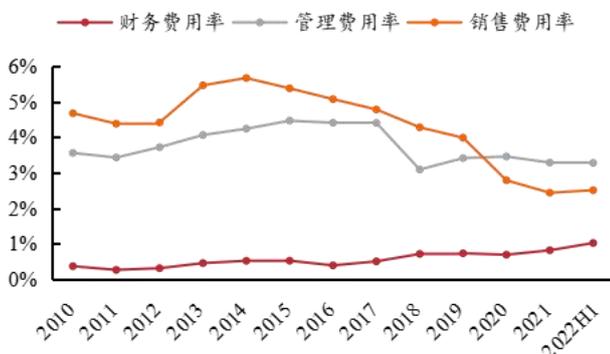
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

三费率较稳定，研发投入增速稳定。2022H1 饲料板块销售、管理、财务费用率分别为 2.51 %、3.28%、1.02%；其中销售与财务费用率分别同比增加 0.17pct 和 0.22pct，管理费用率同比降低 0.14pct。2022H1 饲料板块研发费用为 11.06 亿元，同比增加 11.48%；研发费率为 0.98%，同比增加 0.03pct。三费率以及研发费率总体保持稳定态势。

图表 66. 饲料板块三大费用率

图表 67. 饲料板块研发投入稳步增长



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

7.2. 禽畜饲料板块多亏损，宠物食品板块业绩增长

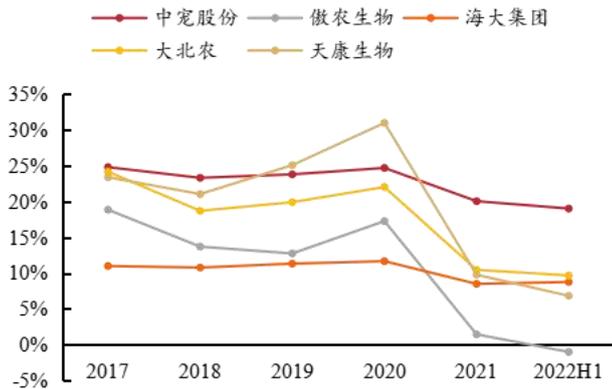
2022H1 禽畜饲料板块业绩承压，宠物食品与水产饲料板块多家上市企业保持盈利。2022 年上半年极端天气、新冠疫情与俄乌冲突等多因素影响下，全球粮价高位运行，饲料行业成本高企，叠加猪价低迷养殖业务深度亏损，禽畜饲料板块持续亏损。2022H1 天康生物、大北农、傲农生物净利率分别为-2.02%、-4.55%、-10.25%。2022H1 水产饲料与宠物食品板块整体持续保持一定盈利，其中海大集团和中宠股份净利率分别为 4.64%和 2.22%。

图表 68. SW 饲料板块上市公司业绩情况

所属板块	公司名称	2021 营收 (亿元)	2021 营收同比	2022H1 营收 (亿元)	2022H1 营收同比	2021 归母净利润 (亿元)	2021 归母净利润同比	2022H1 归母净利润 (亿元)	2022H1 归母净利润同比
SW 禽畜饲料	正虹科技	14.32	34.00%	4.98	-30.95%	-2.24	-768.74%	-0.73	22.78%
	天康生物	157.44	31.35%	80.09	1.16%	-6.86	-139.87%	-0.97	140.38%
	大北农	313.28	37.32%	133.93	-12.28%	-4.40	-122.52%	-5.10	202.35%
	金新农	48.67	19.61%	19.32	-26.22%	-9.89	-847.90%	-1.85	563.80%
	唐人神	217.42	17.44%	113.86	5.10%	-11.47	-220.74%	-1.40	179.50%
	傲农生物	180.38	56.62%	88.17	7.27%	-15.20	-365.25%	-6.77	316.18%
	禾丰股份	294.69	23.73%	137.87	1.05%	1.19	-90.40%	0.47	-81.44%
SW 水产饲料	粤海饲料	67.25	15.08%	27.34	5.95%	1.88	-2.60%	-0.53	182.73%
	海大集团	859.99	42.56%	463.26	21.30%	15.96	-36.73%	9.19	-40.07%
	天马科技	54.19	48.88%	33.11	36.25%	0.84	21.21%	1.50	146.87%
SW 宠物食品	中宠股份	28.82	29.06%	15.90	26.42%	1.16	-14.29%	0.68	12.62%
	佩蒂股份	12.71	-5.15%	8.46	18.93%	0.60	-47.73%	0.90	39.23%
	路斯股份	4.59	8.25%	2.47	16.74%	0.30	-21.61%	0.18	22.12%

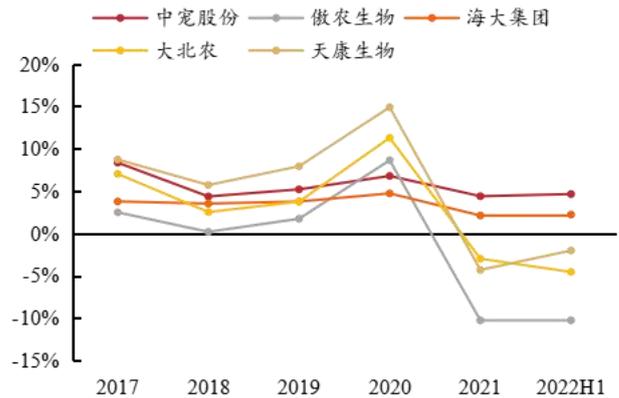
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 69. 饲料板块主要上市公司毛利率



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 70. 饲料板块主要上市公司净利率



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

7.3. 总结与展望

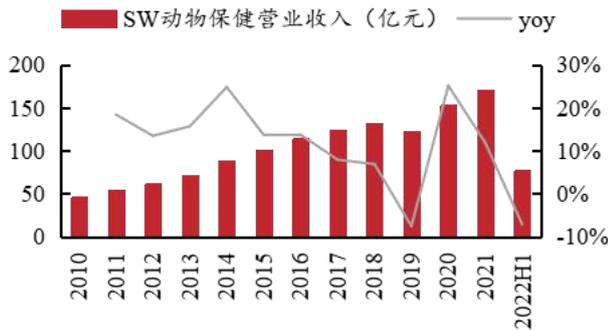
伴随生猪养殖开启上行周期，饲料板块有望充分受益。随猪价进入上行周期，生猪补栏量有所抬升、养户压栏增重动作增多，饲料需求有望持续增加。饲料板块受益于其后周期属性，行业景气度有望回升。同时目前全球粮价已从高点有所回落，原材料下降致使成本端压力降低，下半年饲料板块盈利能力有望持续改善。

8. 动物保健：走出景气低谷，经营业绩边际改善

8.1. 上半年业绩承压，Q2 经营环比改善

上半年业绩承压，Q2 板块经营明显改善。受下游养殖景气度低迷影响，上半年板块业绩承压。营收方面，2022 H1 动保板块实现营业收入 77.81 亿元，同比下降 7.12%；其中 2022Q2 板块实现营收 41.52 亿元，同比增长 5.73%，环比增长 14.42%。归母净利润方面，2022H1 板块实现归母净利润 9.3 亿元，同比下降 43.26%；其中，2022Q1 实现归母净利润 5.12 亿元（同比下降 48.40%），2022Q2 实现归母净利润 4.18 亿元（同比下降 36.24%）。2022 年 H1 动保板块毛利率 37.59%（同比-7.79pct），归母净利率为 11.96%（同比-7.72pct）。可以看出，Q2 动保板块营收同比增速转正，环比增幅明显，同时净利润同比下降幅度较 Q1 明显收窄，二季度板块盈利有所改善。

图表 71. 2022H1 动保板块营业收入增速转负



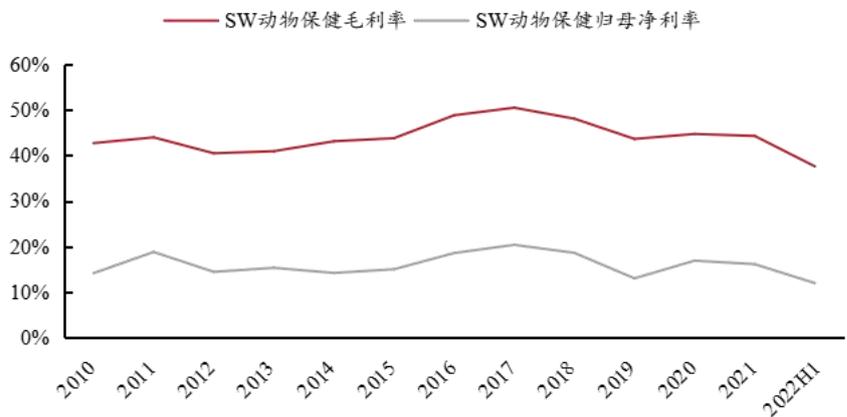
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 72. 2022H1 动保板块归母净利润有所下滑



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 73. SW 动物保健板块毛利率和归母净利润率



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

公司业绩层面上，动保企业上半年普遍亏损，二季度业绩出现分化。2022 年上半年，仅有少数动保板块上市公司实现营收正增长；其中中牧股份 2022H1 实现营收 25.97 亿元，同比增长 0.48%，金河生物实现营收 11.25 亿元，同比增长 17.11%。2022H1 除海利生物（归母净利润 0.3 亿元，同比增长 15.20%）外，其余公司归母净利润同比增速均为负数；其中中牧股份 2022H1 实现归母净利润 2.57 亿元，同比减少 18.86%，金河生物实现归母净利润 0.87 亿元，同比减少 15.27%。分季度来看，二季度动保企业业绩出现分化，多数公司营收出现环比增长，绿康生化（环比+30.14%）、瑞普生物（环比+32.43%）和中牧股份（环比+31.17%）营业收入 Q2 环比增幅较大。同时，2022Q2 动保板块 13 家企业中，8 家归母净利润环比增长，其中回盛生物（+121.79%），海利生物（+85.71%），驱动力（+96.64%）增幅较大。

图表 74. SW 动物保健板块上市公司业绩情况 (亿元)

序号	公司名称	2022H1 营收	2022H1 营收同 比	2022Q2 营收	2022Q2 营收环 比	2022H1 归母净 利润	2022H1 归 母净利润 同比	2022Q2 归母净利 润	2022Q2 归母净 利润环 比
1	中牧股份	25.97	0.48%	14.73	31.17%	2.57	-18.86%	1.23	-8.29%
2	金河生物	11.25	17.11%	6.05	16.52%	0.87	-15.27%	0.55	72.86%
3	瑞普生物	9.08	-12.72%	5.18	32.43%	1.4	-31.32%	0.68	-6.34%
4	生物股份	6.42	-23.63%	3	-12.14%	1.05	-59.32%	0.24	-70.40%
5	蔚蓝生物	5.33	-3.01%	2.77	8.08%	0.37	-39.02%	0.19	6.85%
6	普莱柯	5.13	-11.48%	2.67	9.02%	0.8	-50.94%	0.43	13.89%
7	回盛生物	3.97	-25.89%	1.91	-6.96%	0.07	-93.57%	0.04	121.79%
8	科前生物	3.94	-27.78%	1.91	-5.77%	1.59	-44.39%	0.68	-24.70%
9	海利生物	1.71	1.70%	0.86	0.99%	0.3	15.20%	0.2	85.71%
10	永顺生物	1.56	-17.35%	0.77	-2.35%	0.35	-39.00%	0.18	3.79%
11	绿康生化	1.44	-17.01%	0.82	30.14%	-0.37	-656.46%	-0.45	209.84%
12	申联生物	1.38	-9.65%	0.49	-44.74%	0.23	-47.58%	-0.01	-102.69%
13	驱动力	0.64	7.98%	0.36	24.83%	0.06	-69.87%	0.04	96.64%

资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

8.2. 总结与展望

后周期景气上行, 下半年板块盈利有望改善。2202Q1 畜禽养殖盈利低迷, 猪价持续深跌。2022Q2 动保板块收入边际改善, 主要系生猪养殖回暖, 疫苗销量提升。下半年禽畜养殖养殖利润有望向好, 带动上游疫苗需求恢复增长, 动保板块有望凭借其后周期属性实现盈利的持续改善。同时下游养殖业规模化和集中度不断提升, 有望助力动保板块提速增长。

9. 风险提示

动物疫病风险: 生猪疫病主要有非洲猪瘟、蓝耳病、猪瘟、猪呼吸道病、猪流行性腹泻、猪伪狂犬病等。生猪发生疫病会直接引发生猪产量下降, 进而引发生猪养殖公司盈利下降或亏损的风险。

原材料价格波动的风险: 玉米、小麦、豆粕等农作物的产量容易受到极端天气的影响而减产, 可能会加剧粮食供应的紧张局面, 进而助推粮价的上涨导致公司养殖成本或生产成本的提升。

政策落地不及预期: 目前我国出台了各项推进种业发展的政策, 若政策落地不及预期, 将会影响转基因等生物育种技术的研发和落地进程, 影响种业的发展速度。

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，东亚前海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。

分析师声明

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、竞争性因素以及东亚前海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。

分析师介绍

汪玲，东亚前海证券研究所大消费组长兼食品饮料首席。中央财经大学会计系。2021年加入东亚前海证券，多年消费品研究经验，善于从行业框架、产业发展规律挖掘公司价值。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

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。

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海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。

东亚前海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。东亚前海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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

联系我们

东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>