

信义山证 汇通天下

证券研究报告

农林牧渔

2022Q3 业绩总结和展望

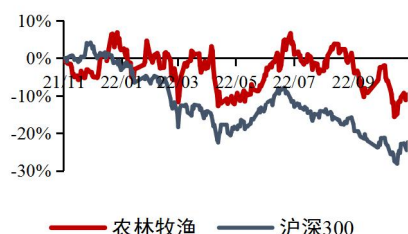
同步大市-A(维持)

继续重点推荐圣农发展、海大集团

2022 年 11 月 13 日

行业研究/行业分析

农林牧渔板块近一年市场表现



首选股票	评级
002299.SZ 圣农发展	买入-B
002311.SZ 海大集团	买入-A

相关报告:

【山证农林牧渔】继续重点推荐圣农发展、海大集团-农业行业动态和策略配置观点 2022.11.1

分析师:

陈振志

执业登记编码: S0760522030004

邮箱: chenzzhenzhi@sxzq.com

投资要点:

➢ 受益于国内生猪和家禽产品价格回升, 生猪养殖上市公司 Q3 单季度业绩环比 Q2 大幅改善, 并实现盈利; 禽业养殖板块 Q3 整体业绩环比 Q2 也有进一步改善, 其中白羽肉鸡下游养殖加工环节业绩要好于育种环节。在下游畜禽养殖产品价格回升的驱动之下, Q3 饲料动保产品需求有所回暖, 基本面趋于改善。相比 Q2, 种业板块 2022Q3 整体业绩仍较为平淡, 未见明显改善, 其中玉米种子要好于水稻种子。展望 2022Q4, 预计畜禽养殖和饲料动保仍有望保持良好的基本面趋势。目前时点, 我们的农业策略配置观点如下。

➢ 继续重点推荐圣农发展, 逻辑演绎阻力小、有望进一步展开: (1) 白羽肉鸡行业正处于周期底部, 对于业绩和估值处于历史底部区域的圣农发展, 在行业供需格局趋于改善、股份回购、股东增持等多重因素驱动下, 或有望继续迎来估值修复行情。(2) 重申我们有别于市场大众的观点, 目前产业资本在生猪行业的博弈程度和拥挤程度要明显高于肉鸡行业, 生猪养殖股投资逻辑的演绎容易受到二次育肥和母猪补栏的干扰。相较于生猪行业, 肉鸡行业投资逻辑演绎的阻力可能要小于生猪行业。

➢ 继续重点推荐海大集团: (1) 从季度业绩同比趋势来看, 未来 3 个季度同比业绩基数压力大幅释放, 后续有望呈现逐季改善的趋势, 且年度业绩也有望进入回升周期; (2) 今年以来上游原料价格上涨对饲料行业带来了压力, 使得中小企业加速退出, 公司竞争环境进一步优化; (3) 生猪价格的回升利好公司畜禽料和生猪养殖业务基本面的改善; (4) 年底逐渐进入估值切换期。

➢ 生猪养殖股投资框架: 猪价与能繁母猪的 4 象限模型。我们认为生猪养殖股的运行方向主要取决于“猪价运行方向”和“能繁母猪存栏量运行方向”这两个因素的合力方向。沿着“猪价运行方向”和“能繁母猪存栏量运行方向”这两个维度可以分为 4 个象限。在猪价周期的运行过程中, 这 4 个象限出现轮动, 并通过各个象限里的逻辑演绎, 影响着生猪养殖股的运行方向。在猪价和能繁母猪存栏量的 4 个组合象限中, 生猪养殖股上涨的驱动力从强到弱依次是: 象限 4 > 象限 3 ≥ 象限 1 > 象限 2。根据我们的 4 象限模型, 预计目前到年底阶段更多是围绕“象限 1”的逻辑演绎, 优质个股或仍有相对收益。

➢ 风险提示: 新冠疫情导致运输不畅风险、养殖疫情风险、原材料涨价风险、自然灾害风险。



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1

目录

报告核心观点前瞻.....	4
圣农发展：始于“亏损期+低 PB”策略，受益于基本面改善、股份回购、股东增持、产能去化预期等.....	4
海大集团：同比业绩基数压力大幅释放，景气度环比有望改善.....	6
生猪养殖股的投资框架：猪价与能繁母猪的 4 象限模型.....	7
农业行业 2022 年 3 季度业绩总览.....	9
生猪养殖板块业绩总结和展望.....	10
生猪养殖板块 2022Q3 业绩总结：Q3 环比 Q2 明显改善、扭亏为盈.....	10
生猪养殖 2022Q4 展望：旺季需求对猪价仍有支撑.....	12
家禽养殖板块业绩总结和展望.....	14
家禽养殖板块 2022Q3 业绩总结：整体 Q3 环比 Q2 改善，养殖好于育种.....	14
家禽养殖 2022Q4 展望：基本面有望进一步改善，继续看好圣农发展.....	15
饲料动保板块业绩总结和展望.....	17
饲料动保板块 2022Q3 业绩总结：整体 Q3 环比 Q2 有所改善.....	17
饲料动保 2022Q4 展望：基本面有望进一步改善，继续看好海大集团.....	20
种子板块业绩总结和展望.....	21
种子板块 2022Q3 业绩总结：Q3 业绩平淡，玉米种子好于水稻种子.....	21
2022Q4 展望：玉米种子供需继续改善，水稻种子供给压力仍存.....	22
投资建议.....	24
风险提示.....	24

图表目录

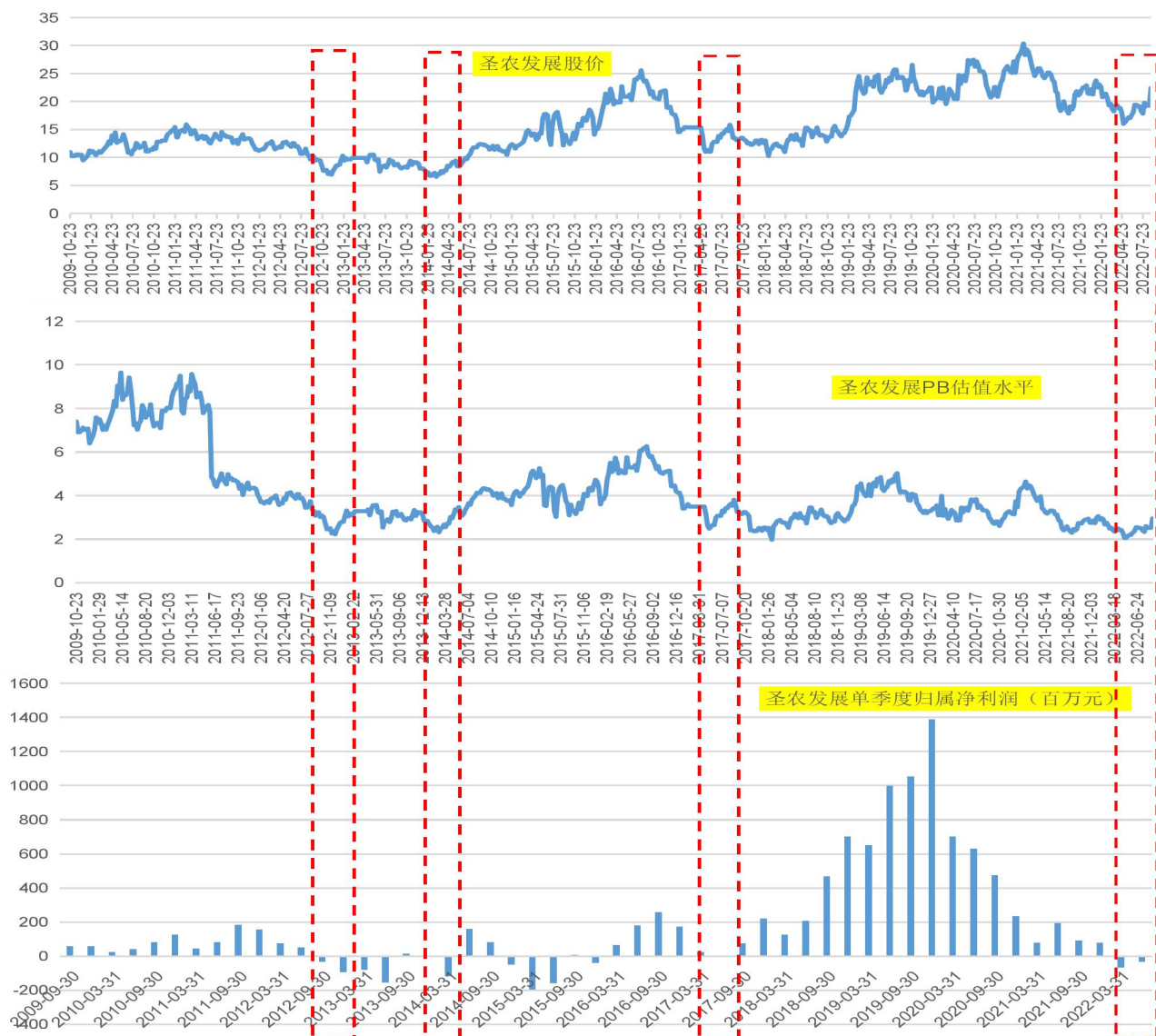
图 1：圣农发展 2022 年 2 季度进入了养殖股“亏损期+低 PB”策略的标的.....	4
图 2：参考生猪养殖板块，本轮周期的能繁母猪存栏高位区间对应是本轮股价周期的低点.....	5
图 3：2020-2022 年海大集团单季度净利润情况（亿元）.....	6
图 4：海大集团历史年度饲料销量（万吨）.....	6
图 5：海大集团饲料业务市场份额.....	6
图 6：2006-2021 年海大集团饲料销量增长驱动因素拆解.....	7
图 7：2006-2021 年海大集团饲料销量增长驱动因素拆解：市场份额扩张贡献了约四分之三.....	7
图 8：能繁母猪产能和猪价走势组合的 4 个象限，及其可能对应的逻辑演绎.....	8
图 9：农业各子行业营收同比增速.....	9
图 10：农业各子行业归母净利润同比增速.....	9
图 11：农业各子行业毛利率变化趋势.....	9
图 12：农业各子行业销售净利率变化趋势.....	9
图 13：自繁自养的生猪养殖利润（元/头）.....	10
图 14：外购仔猪的生猪养殖利润（元/头）.....	10
图 15：生猪养殖上市公司归属净利润（累计）.....	10
图 16：生猪养殖公司归属净利润同比增速（累计）.....	10
图 17：生猪养殖上市公司单季度净利润趋势.....	11
图 18：生猪养殖上市公司生猪出栏量趋势.....	11
图 19：生猪养殖上市公司资产负债率趋势.....	12

图 20：国内生猪价格走势（单位：元/公斤）	12
图 21：国内猪肉价格走势（单位：元/公斤）	12
图 22：国内二元母猪价格走势（单位：元/公斤）	13
图 23：国内仔猪价格走势（单位：元/公斤）	13
图 24：我国能繁母猪存栏量（万头）	13
图 25：能繁母猪产能和猪价走势组合的 4 个象限，及其可能对应的逻辑演绎	14
图 26：家禽养殖上市公司归属净利润（累计）	14
图 27：家禽养殖公司归属净利润同比增速（累计）	14
图 28：家禽养殖上市公司单季度净利润趋势	15
图 29：家禽养殖上市公司资产负债率趋势	15
图 30：我国生猪和肉鸡价格历史走势关系	16
图 31：我国祖代白羽肉种鸡历史引种量（万套）	16
图 32：我国白羽肉鸡主产区平均价（元/公斤）	16
图 33：我国商品代白羽肉鸡苗价格走势（元/羽）	17
图 34：中速鸡全国均价（元/斤）	17
图 35：快大鸡全国均价（元/斤）	17
图 36：国内鸡蛋市场零售价（元/公斤）	17
图 37：全国饲料总产量当年累计同比增速	18
图 38：全国猪饲料产量当年累计同比增速	18
图 39：全国蛋禽饲料产量当年累计同比增速	18
图 40：全国肉禽饲料产量当年累计同比增速	18
图 41：全国水产饲料产量当年累计同比增速	19
图 42：全国反刍饲料产量当年累计同比增速	19
图 43：饲料动保上市公司归属净利润（累计）	19
图 44：饲料动保上市公司归母净利润增长趋势	19
图 45：饲料动保上市公司毛利率趋势	19
图 46：饲料动保上市公司销售净利率趋势	19
图 47：饲料动保上市公司单季度净利润趋势	20
图 48：育肥猪配合饲料平均价（元/公斤）	20
图 49：国内玉米平均价格（元/公斤）	20
图 50：国内大豆和豆粕价格（元/吨）	21
图 51：国内小麦平均价格（元/吨）	21
图 52：种业上市公司营业收入增长趋势	21
图 53：种业上市公司归母净利润增长趋势	21
图 54：种业上市公司毛利率趋势	22
图 55：种业上市公司销售净利率趋势	22
图 56：种业上市公司单季度净利润趋势	22
图 57：全国杂交玉米制种面积和制种量趋势	23
图 58：全国杂交玉米库存消费比趋势	23
图 59：全国杂交水稻制种面积和制种量趋势	23
图 60：全国杂交水稻库存消费比趋势	23

报告核心观点前瞻

圣农发展：始于“亏损期+低 PB”策略，受益于基本面改善、股份回购、股东增持、产能去化预期等

图 1：圣农发展 2022 年 2 季度进入了养殖股“亏损期+低 PB”策略的标的



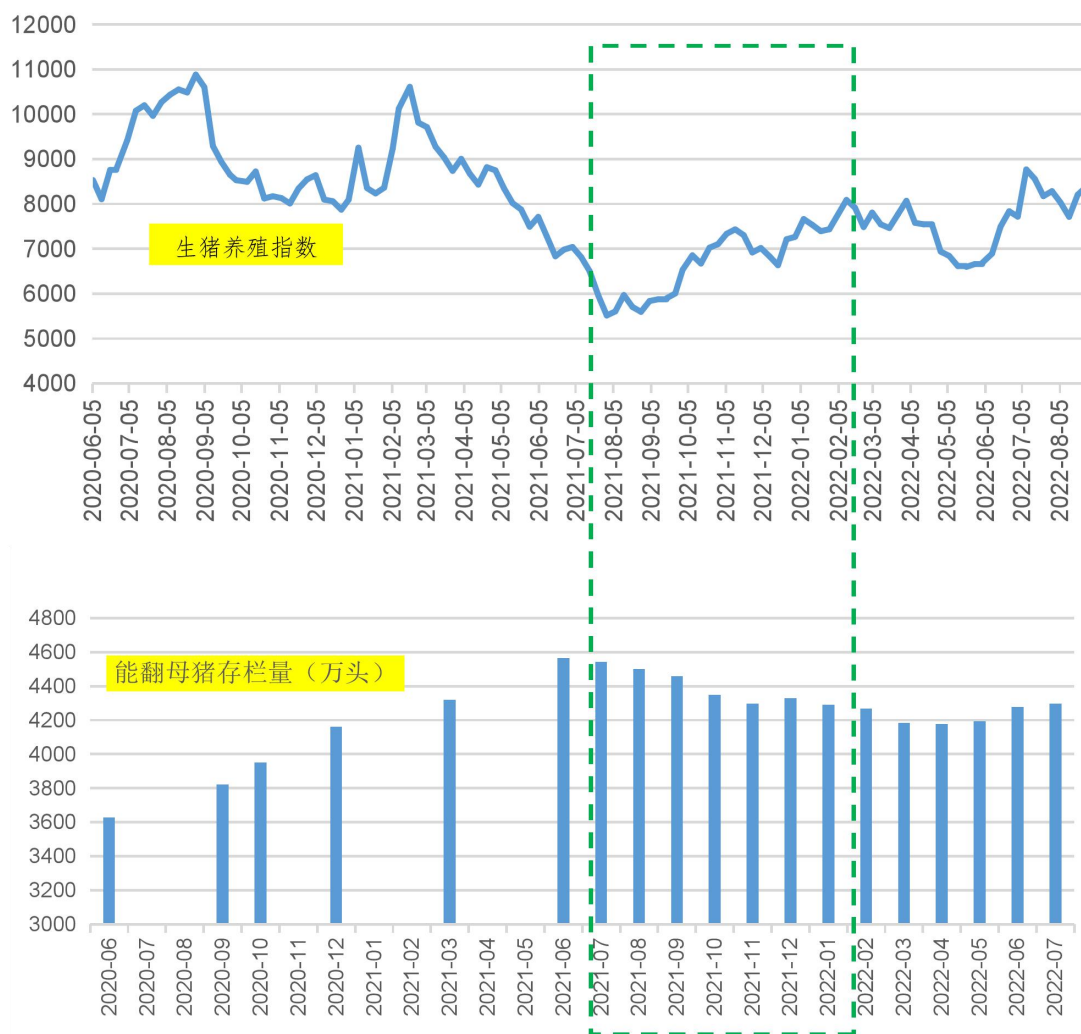
资料来源：Wind、山西证券研究所

圣农发展投资逻辑的演绎受益于基本面改善、股份回购、股东增持、产能去化预期等。参考生猪养殖板块的经验，2021 年 6-9 月期间是本轮周期国内能繁母猪存栏的高峰区间，生猪养殖股的低点也出现此期间。后续随着能繁母猪产能的逐步去化，行业也迎来一波估值修复行情。2022 年上半年白羽肉鸡产业链个环节

中，除了商品代肉鸡养殖环节以外，其余环节仍处于亏损状态。与此同时，欧美地区禽流感疫情引发国内白羽肉种鸡引种量降低的预期。白羽肉鸡行业正处于周期底部，对于业绩和估值处于历史底部区域的圣农发展，在行业供需格局趋于改善、股份回购、股东增持、产能去化预期等多重因素驱动下，或有望继续迎来估值修复行情。

目前产业资本在生猪行业的博弈程度和拥挤程度要明显高于肉鸡行业，生猪养殖股投资逻辑的演绎容易受到二次育肥和母猪补栏的干扰。相较于生猪行业，肉鸡行业投资逻辑演绎的阻力可能要小于生猪养殖股。

图 2：参考生猪养殖板块，本轮周期的能繁母猪存栏高位区间对应是本轮股价周期的低点

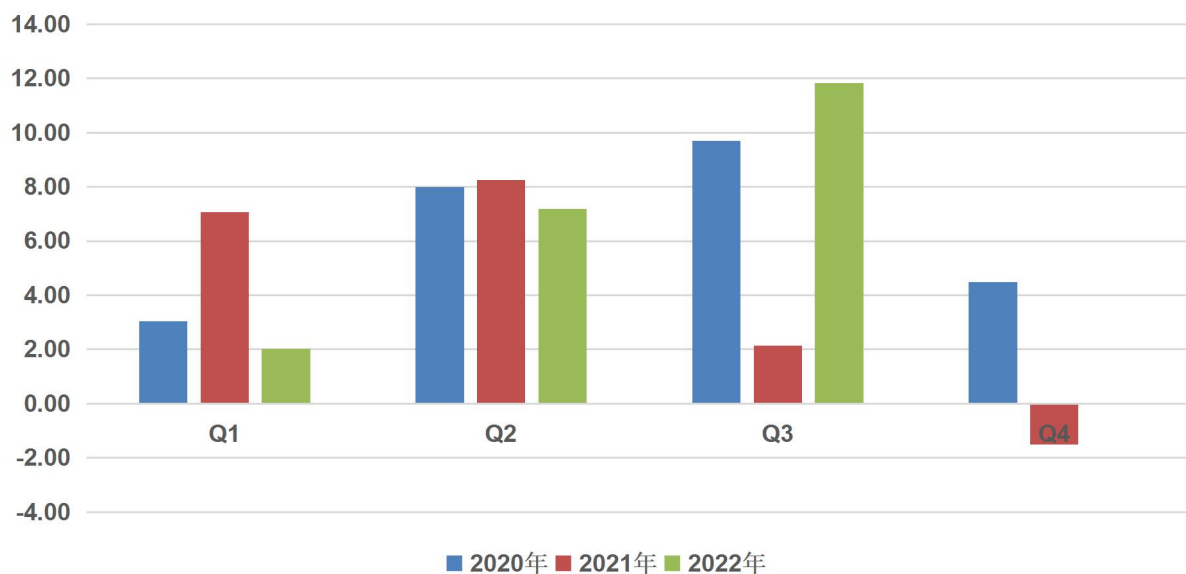


资料来源：Wind、山西证券研究所

海大集团：同比业绩基数压力大幅释放，景气度环比有望改善

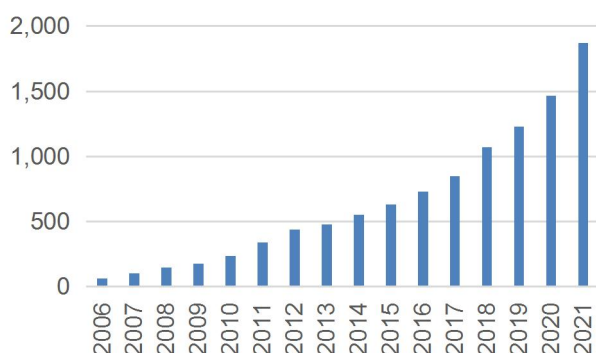
我们推荐海大集团，我们看好海大集团的主要逻辑在于：（1）从季度业绩同比趋势来看，未来3个季度同比业绩基数压力大幅释放，后续有望呈现逐季改善的趋势，且年度业绩也有望进入回升周期；（2）今年以来上游原料价格上涨对饲料行业带来了压力，使得中小企业加速退出，公司竞争环境进一步优化；（3）生猪价格的回升利好公司畜禽料和生猪养殖业务基本面的改善；（4）年底逐渐进入估值切换期。

图3：2020-2022年海大集团单季度净利润情况（亿元）



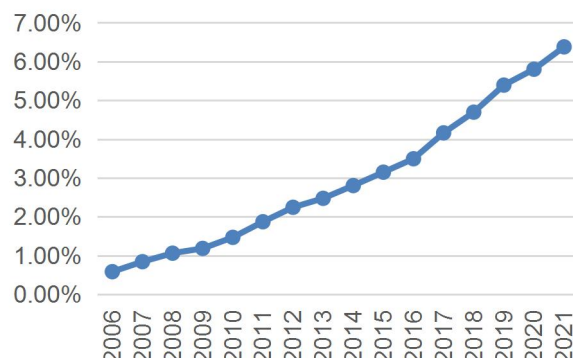
资料来源：Wind、山西证券研究所

图4：海大集团历史年度饲料销量（万吨）



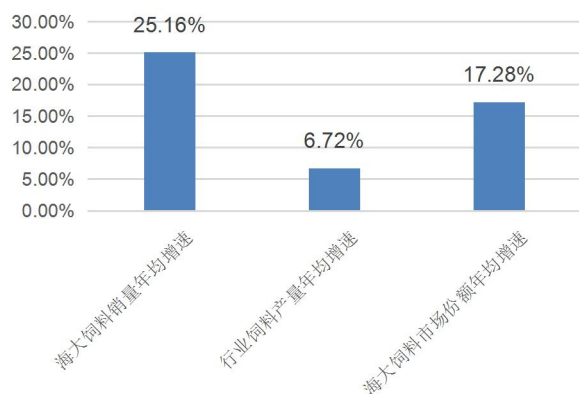
资料来源：公司公告、中国饲料工业协会、山西证券研究所

图5：海大集团饲料业务市场份额



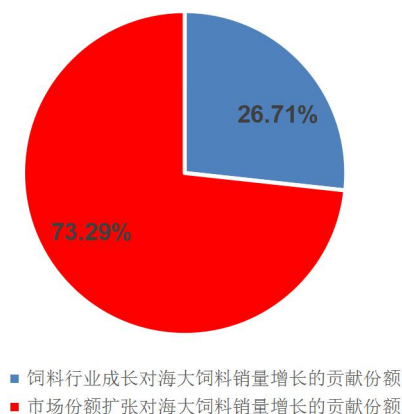
资料来源：公司公告、中国饲料工业协会、山西证券研究所

图 6：2006-2021 年海大集团饲料销量增长驱动因素拆解



资料来源：公司公告、中国饲料工业协会、山西证券研究所

图 7：2006-2021 年海大集团饲料销量增长驱动因素拆解：市场份额扩张贡献了约四分之三



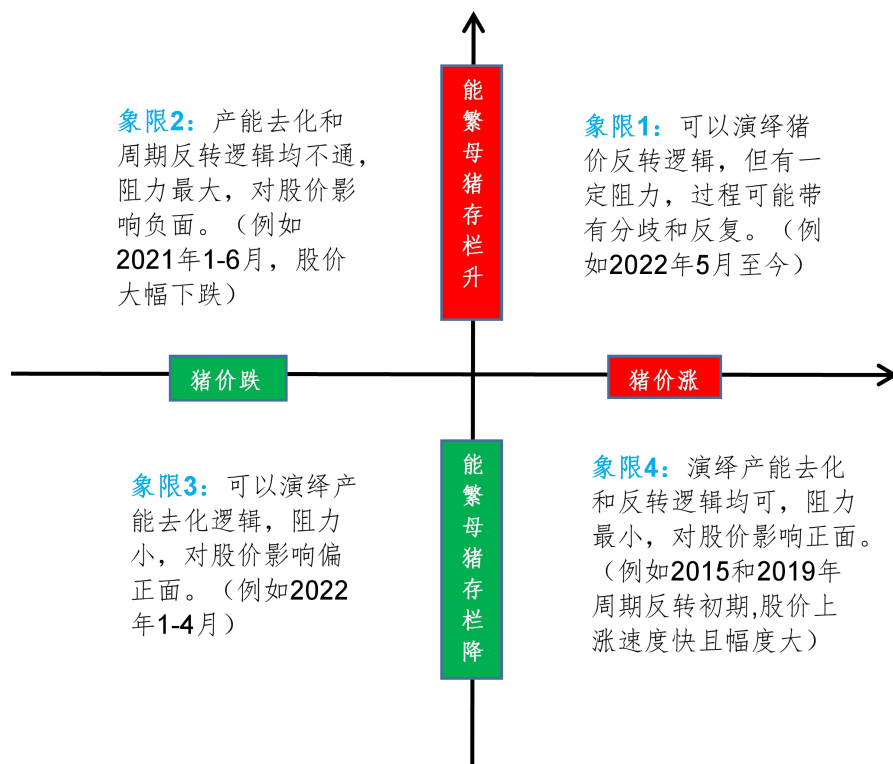
资料来源：公司公告、中国饲料工业协会、山西证券研究所

生猪养殖股的投资框架：猪价与能繁母猪的 4 象限模型

生猪养殖股的投资框架：猪价与能繁母猪的 4 象限模型。我们认为生猪养殖股的运行方向主要取决于“猪价运行方向”和“能繁母猪存栏量运行方向”这两个因素的合力方向。沿着“猪价运行方向”和“能繁母猪存栏量运行方向”这两个维度大致可以分为 4 个象限。在猪价周期的运行过程中，这 4 个象限出现轮动，并通过各个象限里的逻辑演绎，影响着生猪养殖股的运行方向。在猪价和能繁母猪存栏量的 4 个组合象限中，生猪养殖股上涨的驱动力从强到弱依次是：象限 4 > 象限 3 ≥ 象限 1 > 象限 2。

年底是国内猪肉消费的传统旺季，需求的回升有望对生猪价格形成较强的支撑，猪价总体可能会呈现高位震荡走势。根据我们的生猪养殖股投资逻辑框架，在猪价和能繁母猪存栏量的 4 个组合象限中，年底大致会落在“象限 1”里，优质的生猪养殖个股或仍有可能获取相对收益。建议关注温氏股份、唐人神、东瑞股份、新希望、神农集团等经营相对稳健的生猪养殖股。

图 8：能繁母猪产能和猪价走势组合的 4 个象限，及其可能对应的逻辑演绎



资料来源：山西证券研究所

农业行业 2022 年 3 季度业绩总览

根据 2022 年 3 季报披露的业绩同比数据，在农业各子行业中，表现相对较好的板块主要有畜禽养殖、饲料、粮食种植、食用菌种植等。2022 年上半年，饲料、生猪养殖、肉鸡养殖等子行业净利润同比出现不同程度的下滑。进入 3 季度，随着国内畜禽价格的进一步回升，畜禽养殖板块和饲料板块的基本面环比 2 季度均有明显改善。

图 9：农业各子行业营收同比增速

营业收入同比增速	2021-06-30	2021-09-30	2021-12-31	2022-03-31	2022-06-30	2022-09-30
种子生产	7.29%	6.78%	15.26%	9.95%	6.41%	17.21%
粮食种植	11.48%	18.86%	17.40%	22.66%	30.68%	21.68%
食用菌种植	-4.33%	-7.36%	-2.57%	12.19%	14.13%	27.69%
果蔬加工	18.25%	15.58%	14.69%	10.66%	5.00%	5.95%
粮油加工	19.09%	16.75%	16.35%	9.78%	14.88%	14.86%
其他农产品加工	22.90%	22.53%	17.90%	8.04%	4.02%	1.55%
饲料（含养殖）	46.12%	32.67%	21.01%	-4.19%	-5.14%	-0.69%
海洋捕捞	1.56%	3.84%	1.18%	-27.37%	-15.86%	-6.67%
水产养殖	5.37%	5.59%	7.82%	5.94%	11.75%	10.41%
畜禽养殖	23.80%	9.29%	8.19%	-12.79%	0.75%	22.05%
动物保健	23.29%	14.59%	11.43%	-18.14%	-6.96%	0.12%
农业综合	55.50%	33.14%	28.15%	10.70%	23.52%	30.13%
宠物食品	25.39%	12.93%	16.23%	29.00%	23.71%	29.70%

资料来源：Wind、山西证券研究所

图 11：农业各子行业毛利率变化趋势

毛利率	2021-06-30	2021-09-30	2021-12-31	2022-03-31	2022-06-30	2022-09-30
种子生产	26.45%	20.67%	27.58%	32.30%	26.75%	23.27%
粮食种植	24.07%	22.49%	21.27%	26.16%	20.08%	21.06%
食用菌种植	5.75%	4.69%	10.40%	22.13%	6.57%	16.52%
果蔬加工	11.17%	11.49%	10.97%	10.82%	11.39%	9.99%
粮油加工	11.73%	8.96%	8.19%	7.07%	7.35%	5.89%
其他农产品加工	16.23%	15.66%	14.91%	16.45%	17.10%	16.28%
饲料（含养殖）	8.54%	4.81%	1.18%	1.73%	3.43%	5.26%
海洋捕捞	29.31%	28.11%	25.47%	31.29%	29.31%	27.49%
水产养殖	16.64%	16.64%	15.41%	14.71%	15.77%	15.33%
畜禽养殖	17.67%	9.80%	6.53%	-9.42%	-2.62%	8.98%
动物保健	44.98%	44.70%	44.13%	39.87%	37.17%	37.66%
农业综合	9.81%	11.03%	15.00%	12.87%	13.41%	13.04%
宠物食品	22.76%	22.33%	20.93%	20.33%	21.66%	21.33%

资料来源：Wind、山西证券研究所

图 10：农业各子行业归母净利润同比增速

归母净利润增速	2021-06-30	2021-09-30	2021-12-31	2022-03-31	2022-06-30	2022-09-30
种子生产	-17.97%	-91.60%	73.08%	65.95%	-297.32%	-169.36%
粮食种植	0.69%	-8.49%	106.43%	14.74%	15.38%	34.19%
食用菌种植	-121.25%	-137.09%	-132.21%	-38.32%	-67.53%	220.98%
果蔬加工	-9.49%	-9.42%	16.46%	-11.18%	21.26%	-35.11%
粮油加工	-1.53%	-27.02%	-33.19%	-96.00%	-40.49%	-45.96%
其他农产品加工	59.03%	65.18%	88.14%	23.48%	15.15%	2.59%
饲料（含养殖）	-127.39%	-179.60%	-261.56%	-382.58%	-178.19%	52.28%
海洋捕捞	580.84%	356.23%	923.85%	66.05%	-41.81%	-43.29%
水产养殖	-1133.75%	1813.44%	-139.52%	68.01%	266.85%	582.76%
畜禽养殖	-52.10%	-100.48%	-123.14%	-210.21%	-229.60%	1508.68%
动物保健	23.87%	14.80%	7.78%	-47.50%	-41.78%	-31.39%
农业综合	54.77%	34.14%	36.34%	120.37%	183.97%	104.87%
宠物食品	40.55%	-4.93%	-29.67%	16.72%	26.37%	59.94%

资料来源：Wind、山西证券研究所

图 12：农业各子行业销售净利率变化趋势

销售净利率	2021-06-30	2021-09-30	2021-12-31	2022-03-31	2022-06-30	2022-09-30
种子生产	2.37%	-3.89%	7.60%	12.42%	-0.69%	-8.35%
粮食种植	15.03%	10.82%	8.42%	15.67%	12.96%	13.13%
食用菌种植	-4.43%	-5.45%	-4.09%	11.15%	-4.13%	6.46%
果蔬加工	3.37%	3.64%	1.22%	3.56%	3.98%	2.36%
粮油加工	3.17%	0.25%	0.09%	-0.06%	0.01%	-0.06%
其他农产品加工	7.25%	18.41%	15.46%	9.71%	17.51%	14.04%
饲料（含养殖）	-1.16%	-5.31%	-9.24%	-9.22%	-5.72%	-3.23%
海洋捕捞	13.30%	9.28%	4.47%	-0.89%	9.12%	5.66%
水产养殖	-0.23%	0.62%	-9.01%	-0.73%	1.47%	1.90%
畜禽养殖	9.41%	-5.54%	-7.04%	-10.54%	-4.46%	0.48%
动物保健	20.94%	19.32%	16.57%	14.75%	12.95%	13.00%
农业综合	0.45%	3.24%	4.48%	3.94%	3.57%	4.08%
宠物食品	6.94%	6.36%	4.54%	4.97%	6.76%	7.55%

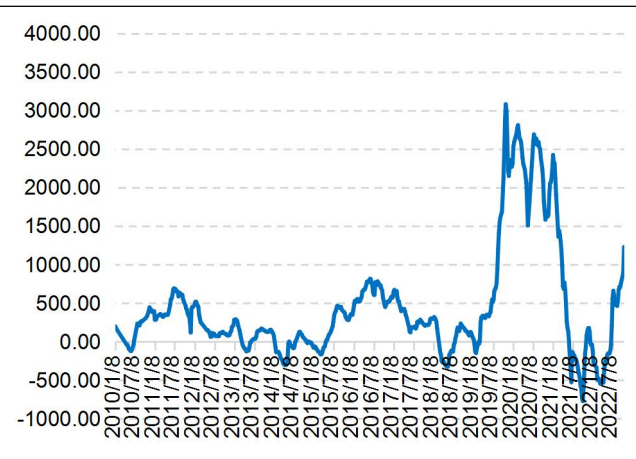
资料来源：Wind、山西证券研究所

生猪养殖板块业绩总结和展望

生猪养殖板块 2022Q3 业绩总结：Q3 环比 Q2 明显改善、扭亏为盈

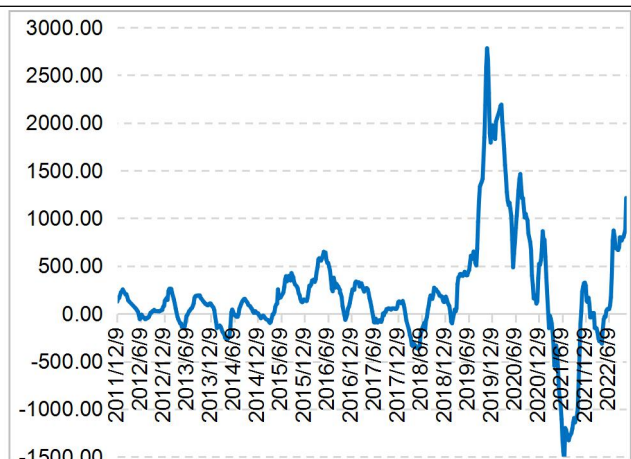
2022 年上半年，猪价先跌后涨，生猪养殖行业整体处于亏损区域。分月度数据来看，随着猪价的回升，部分生猪养殖上市公司从 6 月开始扭亏为盈。进入 3 季度，随着猪价的进一步回升，国内自繁自养和外购仔猪养殖的单头盈利水平分别从上半年的-329 元/头和-78 元/头大幅回升至 Q3 的 577 元/头和 731 元/头。受益于国内生猪价格上涨、生产效率回升等因素，生猪养殖上市公司 Q3 单季度业绩环比 Q2 大幅改善，并实现盈利。

图 13：自繁自养的生猪养殖利润（元/头）



资料来源：Wind、山西证券研究所

图 14：外购仔猪的生猪养殖利润（元/头）



资料来源：Wind、山西证券研究所

图 15：生猪养殖上市公司归属净利润（累计）

归母净利润 (百万元)	2021-06-30	2021-09-30	2021-12-31	2022-03-31	2022-06-30	2022-09-30
牧原股份	9525.98	8704.27	6903.78	-5180.23	-6683.60	1512.30
天邦股份	-650.54	-2696.14	-4461.80	-673.65	583.22	1000.03
温氏股份	-2497.67	-9701.32	-13404.36	-3763.30	-3523.53	685.54
天康生物	241.40	-192.86	-685.96	-69.61	-97.48	257.96
唐人神	175.77	-397.63	-1147.41	-149.20	-139.73	34.23
神农集团	363.92	228.88	245.29	-150.01	-122.76	31.88
东瑞股份	231.78	236.38	211.58	-32.23	-59.09	4.95
金新农	39.80	-292.37	-989.10	-148.56	-184.61	-38.21
巨星农牧	288.15	202.61	258.98	-311.13	-263.96	-96.80
新五丰	73.94	-100.42	-280.26	-112.08	-176.70	-151.80
大北农	498.78	107.41	-440.34	-232.57	-510.51	-328.62
傲农生物	-162.61	-502.87	-1519.87	-351.68	-676.74	-572.71
新希望	-3415.07	-6401.19	-9590.87	-2879.19	-4139.74	-2706.67
正邦科技	-1430.08	-7627.14	-18818.82	-2433.28	-4285.65	-7643.89

资料来源：公司公告、Wind、山西证券研究所

图 16：生猪养殖公司归属净利润同比增速（累计）

归母净利润 增速	2021-06-30	2021-09-30	2021-12-31	2022-03-31	2022-06-30	2022-09-30
温氏股份	-160.14%	-217.71%	-280.51%	-792.39%	-41.07%	107.07%
牧原股份	-11.67%	-58.53%	-74.85%	-174.40%	-170.16%	-82.63%
巨星农牧	1503.87%	483.32%	102.84%	-234.63%	-191.60%	-147.78%
神农集团	-42.20%	-75.59%	-78.44%	-147.71%	-133.73%	-86.07%
东瑞股份	-28.21%	-56.50%	-68.94%	-117.41%	-125.50%	-97.91%
傲农生物	-148.12%	-200.12%	-365.25%	-317.06%	-316.18%	-13.89%
天康生物	-71.05%	-113.05%	-139.87%	-123.12%	-140.38%	233.76%
新五丰	-50.49%	-142.33%	-199.13%	-357.54%	-338.98%	-51.16%
新希望	-207.94%	-225.89%	-293.98%	-2204.50%	-21.22%	57.72%
天邦股份	-142.38%	-195.46%	-237.50%	-444.78%	189.65%	137.09%
正邦科技	-159.16%	-240.39%	-427.62%	-1249.73%	-199.68%	-0.22%
大北农	-44.15%	-92.76%	-122.52%	-159.49%	-202.35%	-405.94%
金新农	-78.51%	-189.88%	-847.90%	-869.14%	-563.80%	86.93%
唐人神	-59.29%	-156.29%	-220.74%	-153.45%	-179.50%	108.61%

资料来源：公司公告、Wind、山西证券研究所

图 17：生猪养殖上市公司单季度净利润趋势

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

资料来源：公司公告、Wind、山西证券研究所

图 18：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	神农集团	新五丰
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年度出 栏生猪41.11 万头
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			1-12月生猪销 售量32.69万 头，其中，自 有活猪销售 31.02万头， 外购活猪贸易 销售1.67万头 。
2021年1月	16.39	100.4	100.4	15.9	46.51	78.67	73.19	15.1	9.63	30.59			
2021年2月	15.13	488.7	49.87	14.9	30.4	75.36	69.78	10.05	4.75	17.25	10.34		
2021年3月	14.78	283.3	59.45	22.67	33.27	103.82	85.39	10.25	7.28	28.2			
2021年4月	12.41	314.5	62.24	20.59	20.28	118.44	83.79	13.16	9.25	29.58	2.44		
2021年5月	12.52	309.7	95.67	29.5	22.73	164.84	69.33	12.45	6.53	32.28	2.48		
2021年6月	15.72	347.5	101.1	22.38	31.94	158.53	64.63	12.66	7.67	28.44	2.52		
2021年7月	8.7	301.1	127.85	25.27	28.39	175.11	63.48	12.45	5.83	46.02	2.38	4.71	
2021年8月	8.71	257.3	131.06	21.34	35.33	171.16	77.97	19.95	4.39	40.1	2.43	6.26	
2021年9月	10.8	308.6	169.88	32.59	32.12	137.6	93.57	15.8	7.02	42.41	2.52	6.64	
2021年10月	17.19	525.8	181.96	36.71	53.64	128.23	119.09	11.53	12.16	45.15	3.97	5.2	1-12月生猪销 售量39.04万 头，其中，自 有活猪销售 36.62万头， 外购活猪贸易 销售2.42万头 。
2021年11月	9.36	387.4	119.56	41.06	56.63	100.38	90.43	12.26	11.77	45.41	3.69	3.45	
2021年12月	12.52	502.5	122.7	41.69	36.77	80.52	107.16	14.73	20.61	45.35	3.99	7.14	
2022年1月	13.04		150.61	38.08	38.13	95.87	129.26	12.69	7.06	41.65	4.66	8.29	
2022年2月	12.24	783.1	106.9	30.53	28.68	50.02	97.73	8.03	6.75	28.10	3.01	5.22	
2022年3月	13.06	598.6	144.84	36.06	33.62	96.72	142.69	16.97	19.77	37.39	4.91	8.87	
2022年4月	16.55	632.1	142.7	38.52	38.1	91.86	112.66	15.88	8.52	34.56	4.5	7.32	
2022年5月	15.08	586.3	132.34	42.5	38.39	74.97	104.56	18.79	11.68	28.04	3.89	8.2	
2022年6月	16.33	527.9	123.2	48.69	30.98	75.08	97.92	20.79	13.18	28.58	3.31	6.41	
2022年7月	18.21	459.4	132.43	42.92	32.69	88.25	94.23	16.59	9.81	27.03	4.21	5.81	
2022年8月	17.21	488.7	150.41	48.36	31.71	61.35	94.28	20.6	9.69	34.03	3.53	8.04	生猪销售量 12.92万头，其 中，自有销售 12.28万头，外 购活猪销售0.64 万头。
2022年9月	20.59	446.2	158.44	46.61	36.89	67.95	116.72	20.23	9.01	41.04	4.38	6.08	

资料来源：公司公告、Wind、山西证券研究所

图 19：生猪养殖上市公司资产负债率趋势

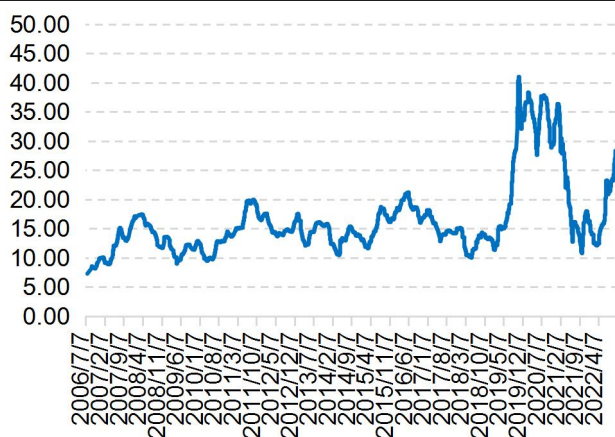
资产负债率	2021-06-30	2021-09-30	2021-12-31	2022-03-31	2022-06-30	2022-09-30
正邦科技	68.57%	75.23%	92.60%	97.03%	102.88%	113.82%
傲农生物	76.36%	79.96%	87.18%	89.92%	84.30%	79.16%
天邦股份	66.21%	74.54%	79.93%	83.67%	78.68%	76.45%
新希望	62.93%	64.83%	64.98%	68.43%	71.49%	69.86%
新五丰	57.68%	66.57%	58.74%	63.39%	66.45%	66.77%
唐人神	48.20%	54.38%	57.88%	61.15%	62.95%	63.38%
牧原股份	53.09%	57.77%	61.30%	65.18%	66.48%	61.47%
金新农	55.77%	58.36%	65.75%	68.76%	74.03%	61.08%
温氏股份	56.47%	61.67%	64.10%	66.48%	65.70%	60.72%
大北农	46.98%	49.64%	52.76%	55.65%	58.53%	60.06%
巨星农牧	39.26%	41.98%	44.68%	49.15%	53.15%	52.00%
天康生物	52.67%	54.78%	54.71%	55.51%	52.96%	49.08%
东瑞股份	12.99%	14.33%	15.62%	21.40%	28.40%	31.35%
神农集团	10.90%	11.54%	13.03%	11.12%	12.20%	11.41%

资料来源：公司公告、Wind、山西证券研究所

生猪养殖 2022Q4 展望：旺季需求对猪价仍有支撑

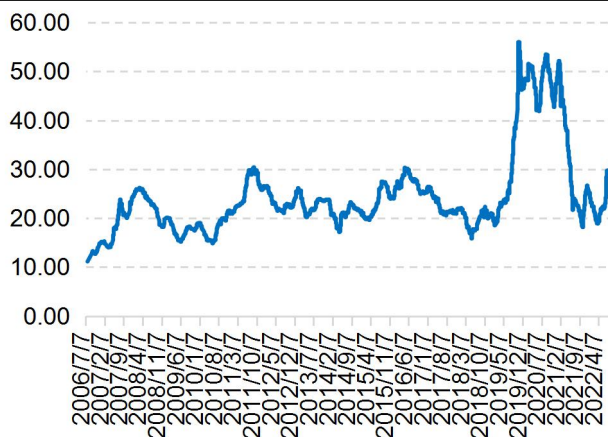
年底冬季是国内猪肉消费的传统旺季，需求的回升有望对生猪价格形成较强的支撑。根据我们的生猪养殖股投资逻辑框架，在猪价和能繁母猪存栏量的 4 个组合象限中，年底大致会落在“象限 1”里。其次，年底一般是农业政策预期较多的时期，板块活跃度较高。我们预计优质的生猪养殖个股在年底仍有可能获取相对收益。

图 20：国内生猪价格走势（单位：元/公斤）



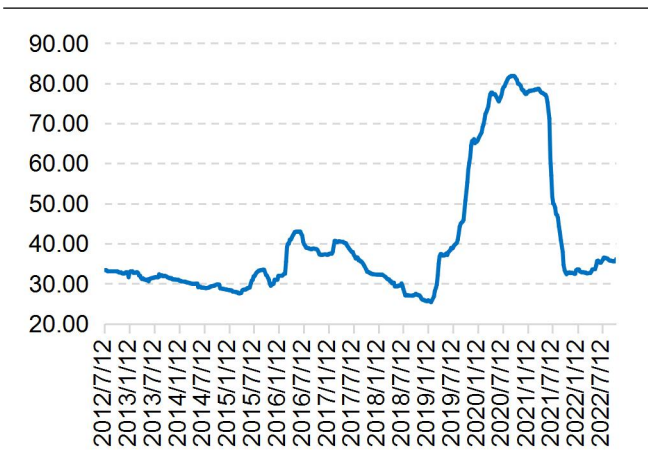
资料来源：Wind、山西证券研究所

图 21：国内猪肉价格走势（单位：元/公斤）



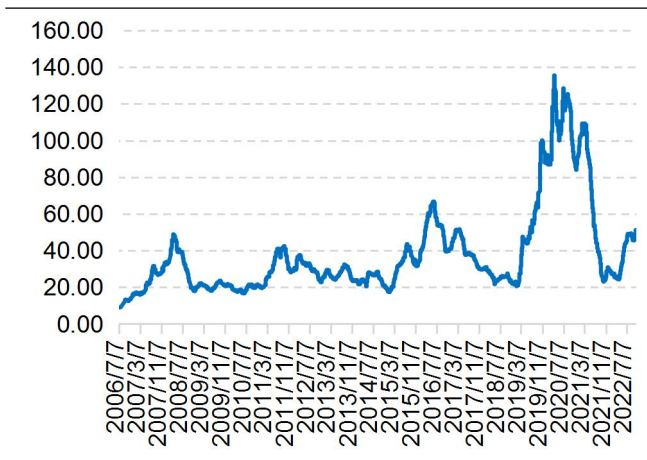
资料来源：Wind、山西证券研究所

图 22：国内二元母猪价格走势（单位：元/公斤）



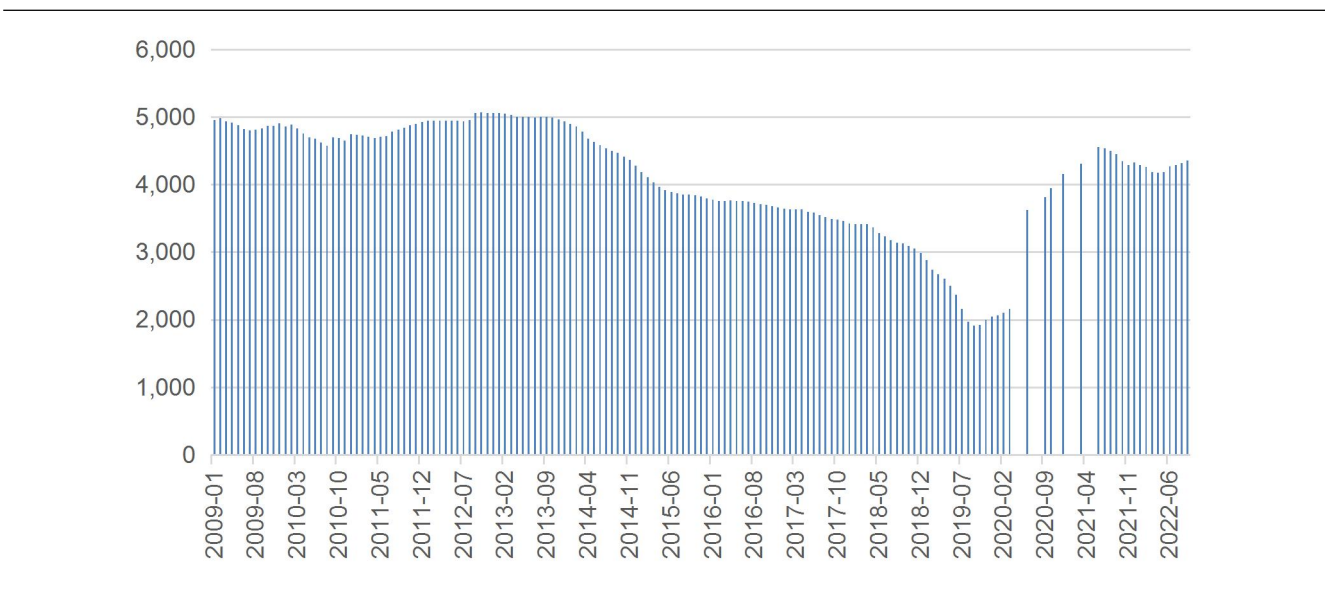
资料来源：Wind、山西证券研究所

图 23：国内仔猪价格走势（单位：元/公斤）



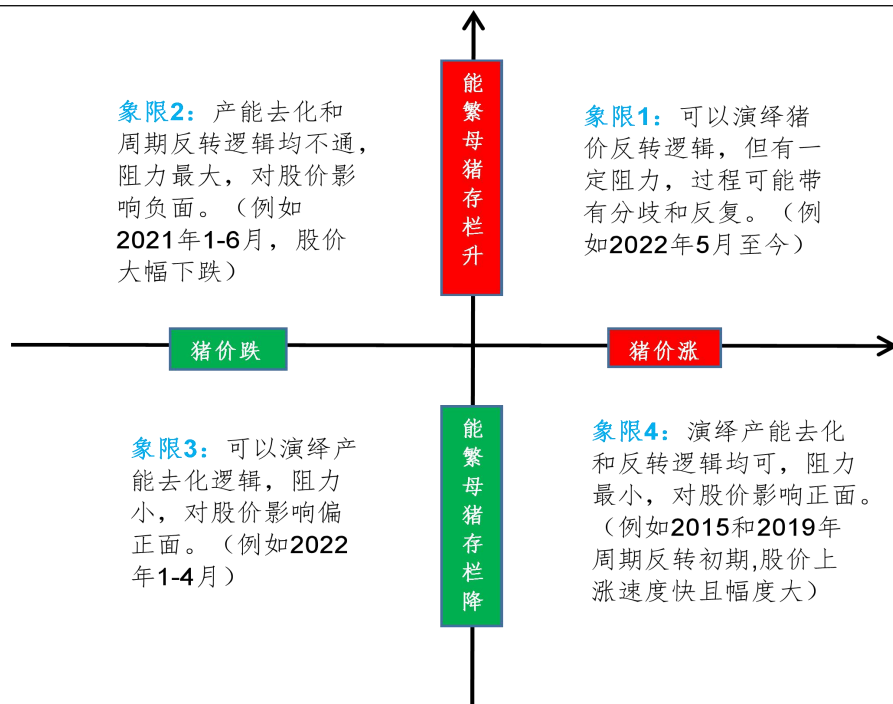
资料来源：Wind、山西证券研究所

图 24：我国能繁母猪存栏量（万头）



资料来源：Wind、山西证券研究所

图 25：能繁母猪产能和猪价走势组合的 4 个象限，及其可能对应的逻辑演绎



资料来源：山西证券研究所

家禽养殖板块业绩总结和展望

家禽养殖板块 2022Q3 业绩总结：整体 Q3 环比 Q2 改善，养殖好于育种

在 3 季度猪肉价格回升的带动之下，国内禽肉价格也随之出现回升，从而使得国内禽业养殖板块 2022 年 3 季度整体业绩环比 2 季度进一步改善。其中，白羽肉鸡下游养殖加工环节的业绩表现要好于上游育种环节。

图 26：家禽养殖上市公司归属净利润（累计）

归母净利润 (百万元)	2021-06-30	2021-09-30	2021-12-31	2022-03-31	2022-06-30	2022-09-30
圣农发展	274.70	368.46	448.24	-65.33	-98.80	192.23
益生股份	275.82	228.57	28.45	-288.01	-370.28	-402.41
民和股份	170.12	166.40	47.61	-182.87	-297.35	-332.02
仙坛股份	121.96	124.38	82.14	-43.74	16.84	102.36
晓鸣股份	51.95	77.07	81.85	13.64	21.22	17.88
立华股份	-280.23	-604.63	-395.59	-177.58	-155.13	649.94
湘佳股份	-5.05	-10.11	25.68	11.69	4.88	97.23
华英农业	-164.34	-225.77	-2538.05	-38.49	130.72	-219.42

资料来源：公司公告、Wind、山西证券研究所

图 27：家禽养殖公司归属净利润同比增速（累计）

归母净利润 增速	2021-06-30	2021-09-30	2021-12-31	2022-03-31	2022-06-30	2022-09-30
圣农发展	-79.38%↓	-79.60%↓	-78.04%↓	-181.53%↓	-135.96%↓	-47.83%↓
益生股份	35.20%↑	57.76%↑	-69.07%↓	-357.21%↓	-234.25%↓	-276.05%↓
民和股份	-26.78%↓	111.40%↑	-28.60%↓	-236.08%↓	-274.79%↓	-299.53%↓
仙坛股份	-56.22%↓	-62.09%↓	-76.70%↓	-170.34%↓	-86.19%↓	-17.70%↓
晓鸣股份	61.23%↑	53.52%↑	62.88%↑	-21.23%↓	-59.15%↓	-76.80%↓
立华股份	-0.64%↓	-596.35%↓	-255.70%↓	-161.63%↓	44.64%↑	207.49%↑
湘佳股份	-103.61%↓	-105.63%↓	-85.28%↓	42.89%↑	196.54%↑	1061.80%↑
华英农业	52.83%↑	51.83%↑	-121.89%↓	58.45%↑	179.54%↑	2.81%↑

资料来源：公司公告、Wind、山西证券研究所

图 28：家禽养殖上市公司单季度净利润趋势

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

资料来源：公司公告、Wind、山西证券研究所

图 29：家禽养殖上市公司资产负债率趋势

资产负债率	2021-06-30	2021-09-30	2021-12-31	2022-03-31	2022-06-30	2022-09-30
华英农业	78.62%	75.76%	66.12%	65.27%	55.17%	61.62%
益生股份	37.77%	38.48%	42.91%	47.35%	48.70%	50.66%
圣农发展	40.37%	40.80%	41.78%	47.67%	50.86%	49.39%
湘佳股份	35.12%	38.72%	41.46%	44.70%	49.49%	48.60%
晓鸣股份	25.98%	26.34%	28.93%	31.67%	40.64%	41.52%
立华股份	38.72%	41.39%	42.91%	46.77%	48.94%	37.93%
民和股份	15.58%	14.29%	18.57%	24.40%	25.16%	29.12%
仙坛股份	17.47%	17.18%	21.05%	22.17%	23.58%	24.69%

资料来源：公司公告、Wind、山西证券研究所

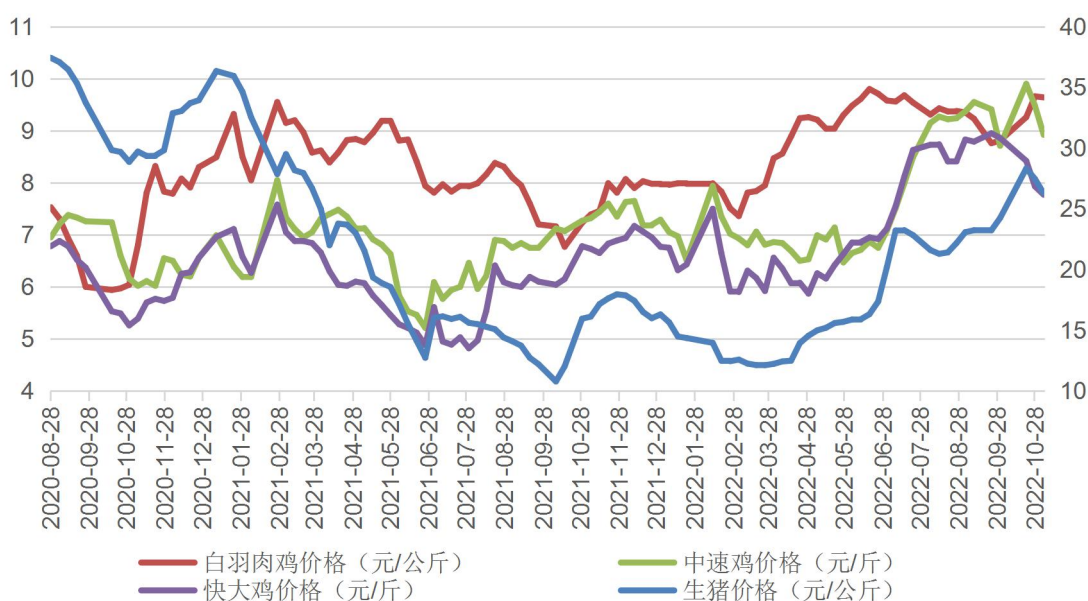
家禽养殖 2022Q4 展望：基本面有望进一步改善，继续看好圣农发展

在自身产能去化和国内猪肉价格回升的驱动之下，国内肉鸡行业 3 季度整体的经营情况环比 2 季度继续改善。展望 4 季度，在年底冬季肉类消费旺季的支撑之下，我们预计肉鸡养殖行业的基本面有望进一步改善。重申我们有别于市场大众的观点，目前产业资本在生猪行业的博弈程度和拥挤程度要明显高于肉鸡行业，生猪养殖股投资逻辑的演绎容易受到二次育肥和母猪补栏的干扰。相较于生猪行业，肉鸡行业投资逻辑演绎的阻力可能要小于生猪行业。

圣农发展投资逻辑的演绎受益于基本面改善、股份回购、股东增持、产能去化预期等。参考生猪养殖板块的经验，2021 年 6-9 月期间是本轮周期国内能繁母猪存栏的高峰区间，生猪养殖股的低点也出现此期间。

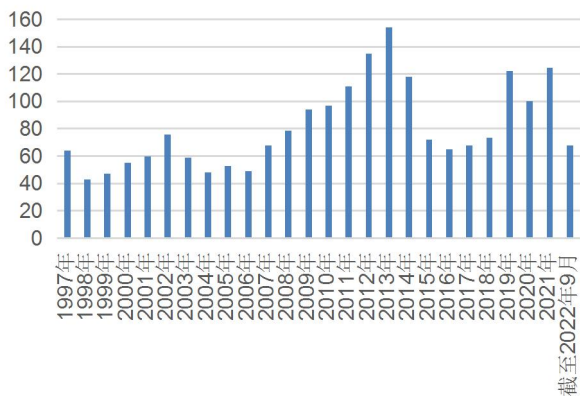
后续随着能繁母猪产能的逐步去化，行业也迎来一波估值修复行情。2022 年上半年白羽肉鸡产业链个环节中，除了商品代肉鸡养殖环节以外，其余环节仍处于亏损状态。与此同时，欧美地区禽流感疫情引发国内白羽肉种鸡引种量降低的预期。白羽肉鸡行业正处于周期底部，对于业绩和估值处于历史底部区域的圣农发展，在行业供需格局趋于改善、股份回购、股东增持、产能去化预期等多重因素驱动下，或有望继续迎来估值修复行情。

图 30：我国生猪和肉鸡价格历史走势关系



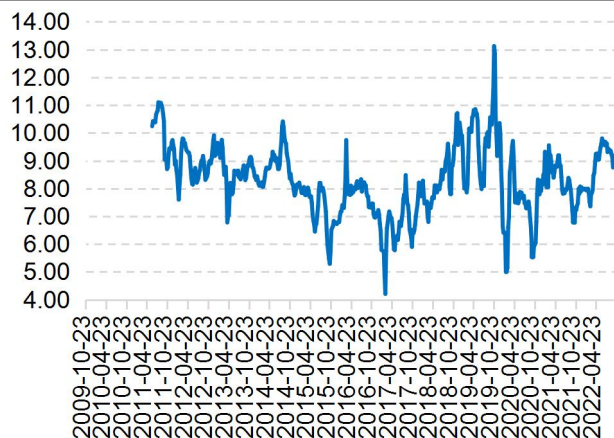
资料来源：Wind、山西证券研究所

图 31：我国祖代白羽肉种鸡历史引种量（万套）



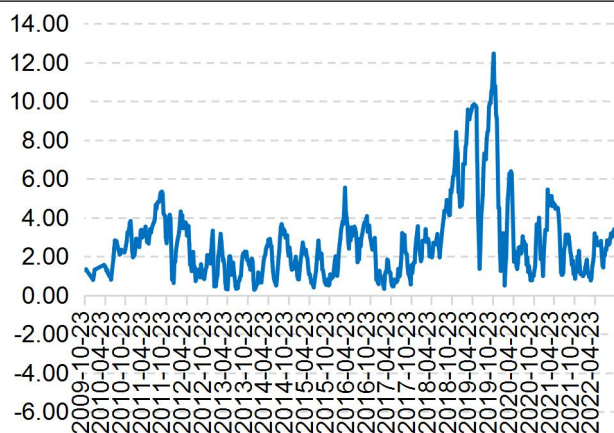
资料来源：禽业协会、山西证券研究所

图 32：我国白羽肉鸡主产区平均价（元/公斤）



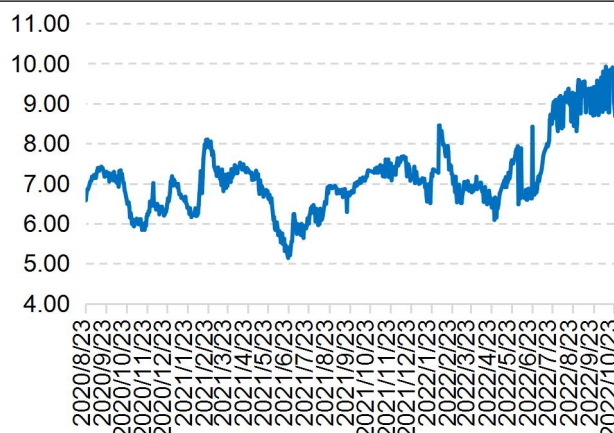
资料来源：Wind、山西证券研究所

图 33：我国商品代白羽肉鸡苗价格走势（元/羽）



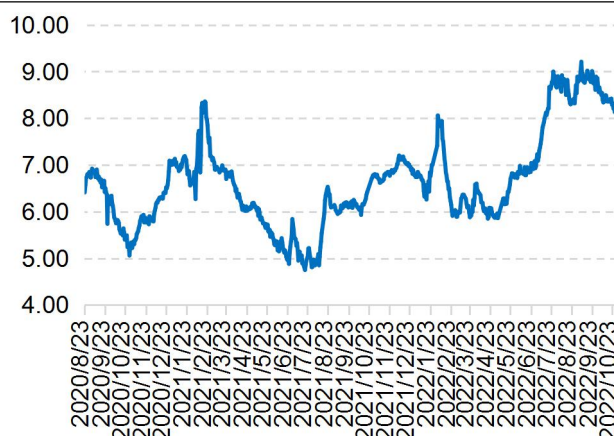
资料来源：Wind、山西证券研究所

图 34：中速鸡全国均价（元/斤）



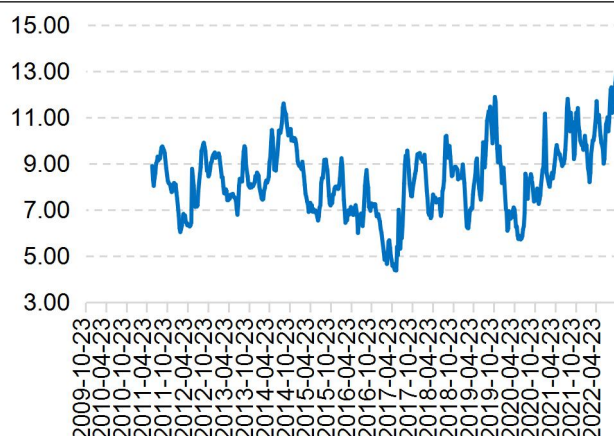
资料来源：Wind、山西证券研究所

图 35：快大鸡全国均价（元/斤）



资料来源：Wind、山西证券研究所

图 36：国内鸡蛋市场零售价（元/公斤）



资料来源：Wind、山西证券研究所

饲料动保板块业绩总结和展望

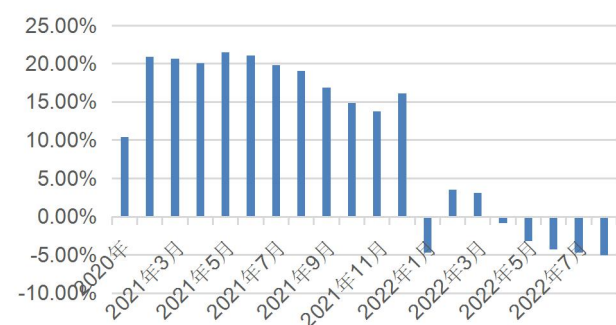
饲料动保板块 2022Q3 业绩总结：整体 Q3 环比 Q2 有所改善

根据中国饲料工业协会披露，2022 年 8 月全国工业饲料总产量 2635 万吨，同比下降 6.7%。分品种看，猪饲料产量 1067 万吨，同比下降 11.2%；蛋禽饲料产量 253 万吨，同比下降 9.9%；肉禽饲料产量 789 万吨，同比下降 4.8%；水产饲料产量 369 万吨，同比增长 3.0%；反刍动物饲料产量 129 万吨，同比增长 4.7%。2022 年 1-8 月全国工业饲料总产量 18746 万吨，同比下降 5.0%。其中，猪、蛋禽、肉禽饲料产量分别为 8081

万吨、2045 万吨、5646 万吨，同比分别下降 7.9%、5.4%、6.8%；水产、反刍动物饲料产量分别为 1803 万吨、970 万吨，同比分别增长 15.1%、3.3%。

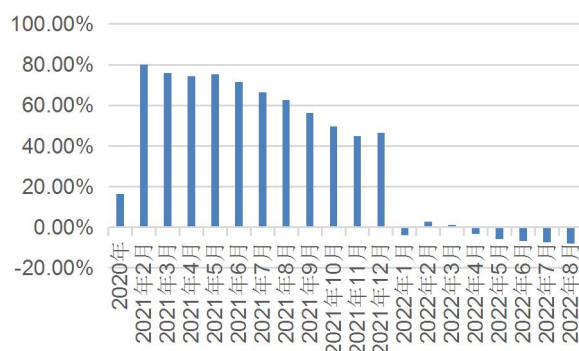
在去年同期高基数、今年上游原料大幅涨价和下游畜禽养殖行情低迷等多因素影响之下，饲料动保板块 2022H1 业绩整体同比出现下滑。进入 Q3，在下游畜禽养殖产品价格回升的驱动之下，饲料动保产品需求有所回暖，从而带动 Q3 业绩环比 Q2 出现改善。

图 37：全国饲料总产量当年累计同比增速



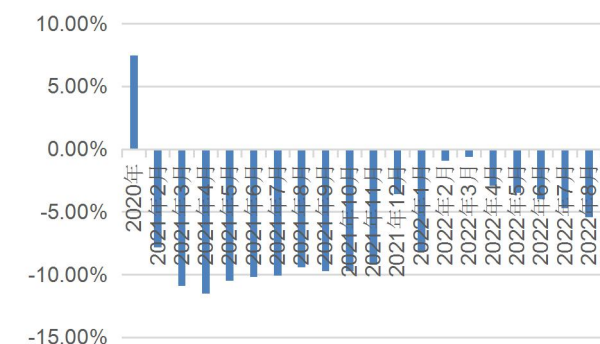
资料来源：中国饲料工业协会、山西证券研究所

图 38：全国猪饲料产量当年累计同比增速



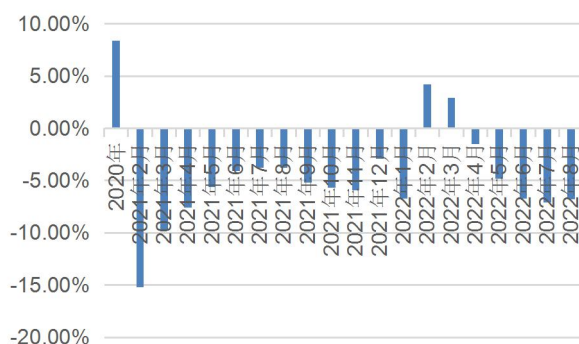
资料来源：中国饲料工业协会、山西证券研究所

图 39：全国蛋禽饲料产量当年累计同比增速



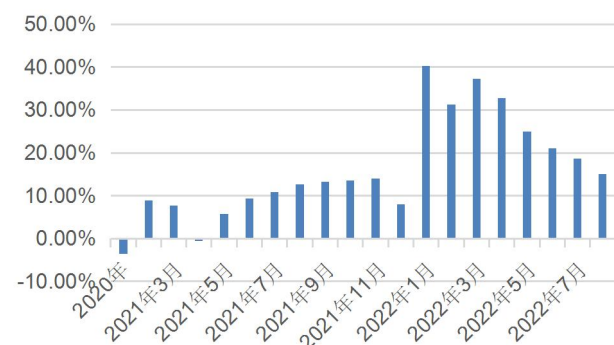
资料来源：中国饲料工业协会、山西证券研究所

图 40：全国肉禽饲料产量当年累计同比增速



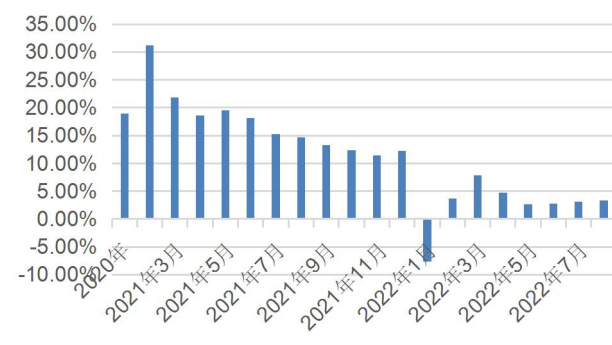
资料来源：中国饲料工业协会、山西证券研究所

图 41：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、山西证券研究所

图 42：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、山西证券研究所

图 43：饲料动保上市公司归属净利润（累计）

归母净利润 (百万元)	2021-06-30	2021-09-30	2021-12-31	2022-03-31	2022-06-30	2022-09-30
海大集团	1532.59	1746.47	1596.05	200.70	918.53	2101.75
粤海饲料	63.92	159.85	187.72	-41.69	-52.88	44.32
溢多利	60.44	71.17	-118.91	-31.78	15.56	26.66
天马科技	60.88	83.93	83.57	38.45	150.28	241.09
普莱柯	163.60	230.63	244.14	37.52	80.26	132.85
金河生物	102.32	110.28	93.99	31.77	86.69	102.46
瑞普生物	203.59	292.19	412.78	72.21	139.83	233.02
蔚蓝生物	61.34	94.50	132.57	18.08	37.41	54.21
中牧股份	316.87	464.64	513.86	134.11	257.11	400.44
生物股份	257.94	418.62	382.29	80.97	104.94	210.07
科前生物	286.14	385.91	570.74	90.77	159.11	283.43
回盛生物	101.33	119.73	132.87	2.02	6.51	26.41
中联生物	44.42	91.89	110.20	23.93	23.28	72.36

资料来源：公司公告、Wind、山西证券研究所

图 44：饲料动保上市公司归母净利润增长趋势

归母净利润 增速	2021-06-30	2021-09-30	2021-12-31	2022-03-31	2022-06-30	2022-09-30
海大集团	38.82%	-15.77%	-36.73%	-71.62%	-40.07%	20.34%
粤海饲料	3.31%	0.14%	-2.60%	-108.26%	-182.73%	-72.27%
溢多利	-13.05%	-42.14%	-173.53%	-225.23%	-74.26%	-62.54%
天马科技	7.46%	3.61%	21.21%	108.62%	146.87%	187.26%
普莱柯	36.30%	43.72%	7.20%	-56.80%	-50.94%	-42.40%
金河生物	7.70%	8.18%	-19.89%	-54.61%	-15.27%	-7.09%
瑞普生物	38.21%	15.83%	3.66%	-37.94%	-31.32%	-20.25%
蔚蓝生物	39.54%	29.34%	21.65%	-37.68%	-39.02%	-42.63%
中牧股份	-11.06%	-4.41%	22.22%	-17.06%	-18.86%	-13.82%
生物股份	41.38%	41.55%	-5.89%	-61.68%	-59.32%	-49.82%
科前生物	56.45%	20.69%	27.45%	-46.28%	-44.39%	-26.56%
回盛生物	92.77%	23.50%	-11.52%	-96.81%	-93.57%	-77.95%
中联生物	-26.88%	-33.13%	-14.91%	-15.70%	-47.58%	-21.25%

资料来源：公司公告、Wind、山西证券研究所

图 45：饲料动保上市公司毛利率趋势

毛利率	2021-06-30	2021-09-30	2021-12-31	2022-03-31	2022-06-30	2022-09-30
海大集团	10.62%	9.11%	8.49%	8.02%	8.76%	9.03%
粤海饲料	13.98%	12.95%	12.64%	9.36%	8.76%	9.52%
天马科技	11.24%	10.47%	10.21%	11.40%	12.51%	12.36%
溢多利	42.85%	43.68%	38.20%	26.43%	26.38%	29.21%
普莱柯	67.66%	67.29%	65.41%	61.85%	62.24%	62.93%
金河生物	34.90%	33.70%	31.33%	30.40%	28.62%	28.61%
瑞普生物	52.93%	52.14%	51.80%	49.40%	48.40%	47.71%
蔚蓝生物	46.40%	46.22%	46.26%	42.74%	43.19%	42.28%
中牧股份	26.99%	28.29%	29.06%	25.80%	22.59%	21.70%
生物股份	62.40%	62.11%	61.88%	55.15%	51.60%	53.50%
科前生物	81.69%	79.15%	79.80%	72.95%	72.69%	72.90%
回盛生物	33.20%	31.13%	27.17%	20.17%	19.21%	20.46%
中联生物	81.70%	78.09%	75.73%	73.61%	73.94%	75.63%

资料来源：公司公告、Wind、山西证券研究所

图 46：饲料动保上市公司销售净利率趋势

销售净利率	2021-06-30	2021-09-30	2021-12-31	2022-03-31	2022-06-30	2022-09-30
海大集团	4.39%	3.06%	2.11%	1.16%	2.22%	2.89%
粤海饲料	2.44%	3.03%	2.76%	-4.36%	-1.98%	0.80%
天马科技	3.62%	3.02%	2.43%	3.32%	5.22%	5.11%
溢多利	8.85%	7.41%	-4.51%	-6.33%	3.79%	4.51%
普莱柯	28.24%	28.09%	22.22%	15.30%	15.65%	16.09%
金河生物	12.52%	9.40%	5.88%	8.37%	9.95%	8.46%
瑞普生物	21.57%	21.33%	21.60%	20.37%	16.91%	17.34%
蔚蓝生物	12.49%	12.72%	13.04%	7.75%	7.98%	7.51%
中牧股份	13.88%	13.39%	11.08%	12.51%	10.87%	9.95%
生物股份	31.51%	31.83%	21.90%	24.59%	15.93%	18.46%
科前生物	52.50%	49.75%	51.73%	44.78%	40.41%	41.26%
回盛生物	18.91%	16.05%	13.34%	0.98%	1.64%	3.93%
中联生物	27.82%	33.06%	29.14%	26.87%	16.83%	25.25%

资料来源：公司公告、Wind、山西证券研究所

图 47：饲料动保上市公司单季度净利润趋势

单季度归属于母 公司股东的利润 (百万元)	2020-03-31	2020-06-30	2020-09-30	2020-12-31	2021-03-31	2021-06-30	2021-09-30	2021-12-31	2022-03-31	2022-06-30	2022-09-30
海大集团	303.69	800.33	969.44	449.28	707.28	825.31	213.89	-150.43	200.70	717.83	1,183.22
粤海饲料			97.76	33.11	-20.02	83.94	95.93	27.88	-41.69	-11.20	97.20
天马科技	16.43	40.22	24.35	-12.06	18.43	42.45	23.05	-0.36	38.45	111.83	90.81
溢多利	18.75	50.77	53.51	38.69	25.38	35.06	10.73	-190.08	-31.78	47.34	11.10
普莱柯	59.40	60.63	40.45	67.27	86.85	76.75	67.03	13.51	37.52	42.74	52.59
金河生物	54.08	40.93	6.93	15.39	70.00	32.32	7.96	-16.29	31.77	54.92	15.77
瑞普生物	73.13	74.17	104.97	145.93	116.35	87.23	88.61	120.59	72.21	67.63	93.19
蔚蓝生物	21.83	22.13	29.10	35.92	29.02	32.32	33.16	38.07	18.08	19.32	16.81
中牧股份	131.71	224.57	129.81	-65.66	161.69	155.18	147.77	49.22	134.11	123.00	143.34
生物股份	150.51	31.93	113.29	110.46	211.33	46.61	160.68	-36.33	80.97	23.97	105.13
科前生物	92.59	90.30	136.84	128.06	168.95	117.19	99.76	184.83	90.77	68.35	124.32
回盛生物	25.32	27.24	44.38	53.21	63.46	37.87	18.40	13.14	2.02	4.49	19.89
申联生物	47.13	13.62	76.68	-7.91	28.38	16.04	47.47	18.31	23.93	-0.64	49.08

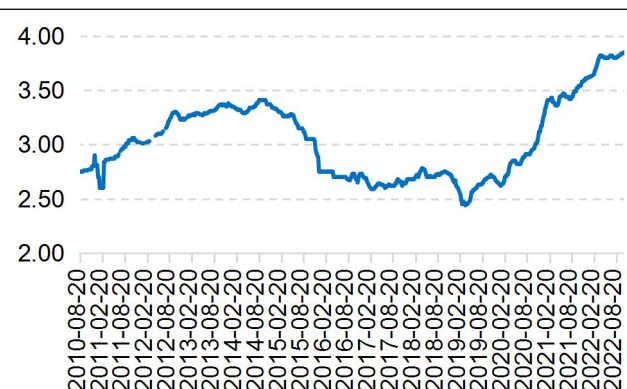
资料来源：公司公告、Wind、山西证券研究所

饲料动保 2022Q4 展望：基本面有望进一步改善，继续看好海大集团

2022 年上半年，受主产区气候条件变化、俄乌冲突等因素影响，玉米、小麦、豆粕等原料价格在上半年出现较大幅度上涨。进入 3 季度，国内玉米现货价格在经历小幅回调后出现反弹，并保持高位运行，国内豆粕现货价格在经历前期回调后再次出现上涨并创出新高。整体而言，玉米豆粕等饲料原料价格上涨对国内饲料行业造成一定成本压力，缺乏规模优势和配方研发优势的中小企业或进一步退出市场，从而加速行业整合进程。展望 4 季度，在国内肉类消费旺季需求的带动下，预计畜禽价格有望保持高位运行，养殖利润仍有望保持可观水平，饲料动保需求有望进一步得到恢复。

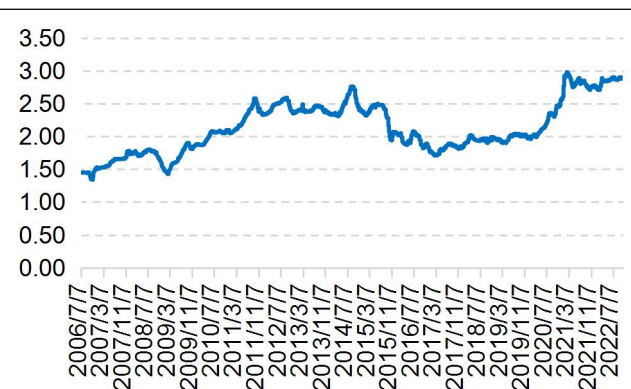
我们继续看好海大集团，主要逻辑在于：（1）从季度业绩同比趋势来看，未来 3 个季度同比业绩基数压力大幅释放，后续有望呈现逐季改善的趋势，且年度业绩也有望进入回升周期；（2）今年以来上游原料价格上涨对饲料行业带来了压力，使得中小企业加速退出，公司竞争环境进一步优化；（3）生猪价格的回升利好公司畜禽料和生猪养殖业务基本面的改善；（4）年底逐渐进入估值切换期。

图 48：育肥猪配合饲料平均价（元/公斤）



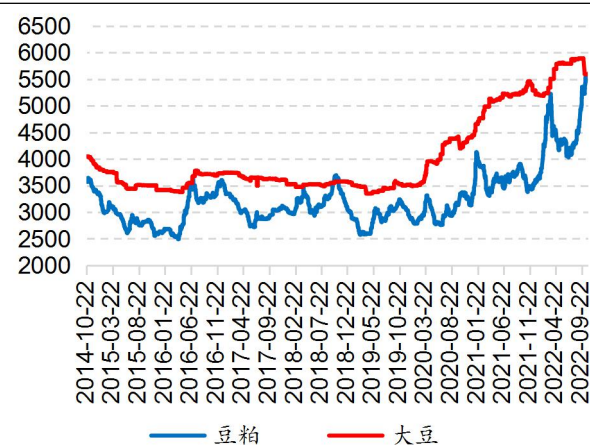
资料来源：Wind、山西证券研究所

图 49：国内玉米平均价格（元/公斤）



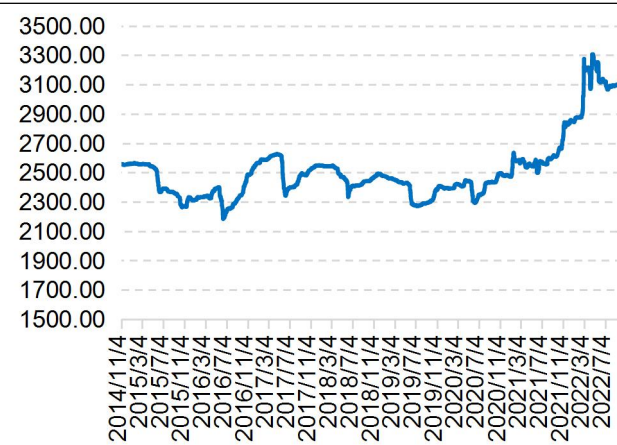
资料来源：Wind、山西证券研究所

图 50：国内大豆和豆粕价格（元/吨）



资料来源：Wind、山西证券研究所

图 51：国内小麦平均价格（元/吨）



资料来源：Wind、山西证券研究所

种子板块业绩总结和展望

种子板块 2022Q3 业绩总结：Q3 业绩平淡，玉米种子好于水稻种子

相比 Q2，种业板块 2022Q3 整体业绩仍较为平淡，未见明显改善，其中玉米种子要好于水稻种子。今年以来，国内玉米种子库存有所下降，供给过剩的格局继续改善。随着国内玉米价格回升和种植积极性提高，玉米种子需求量有所增长。与此同时，受国内玉米种子审定品种数量多和同质化程度高的影响，玉米种子市场竞争也相对激烈。

图 52：种业上市公司营业收入增长趋势

营业收入同比增长	2021-06-30	2021-09-30	2021-12-31	2022-03-31	2022-06-30	2022-09-30
丰乐种业	11.14%	11.00%	6.54%	-11.97%	-5.45%	3.59%
隆平高科	-1.06%	-12.40%	6.47%	6.48%	6.98%	55.20%
登海种业	22.40%	19.63%	22.20%	45.78%	6.12%	10.01%
荃银高科	20.66%	35.49%	57.38%	49.66%	42.46%	28.09%
神农科技	47.08%	45.66%	14.27%	28.27%	-12.68%	-12.49%
敦煌种业	-13.31%	-27.31%	-3.36%	-4.88%	-13.23%	-8.59%
万向德农	-4.13%	-5.62%	-7.65%	1.43%	3.10%	11.65%

资料来源：公司公告、Wind、山西证券研究所

图 53：种业上市公司归母净利润增长趋势

归母净利润同比增长	2021-06-30	2021-09-30	2021-12-31	2022-03-31	2022-06-30	2022-09-30
丰乐种业	-28.07%	-141.36%	263.05%	-46.85%	-26.10%	165.12%
隆平高科	22.39%	12.20%	-46.12%	34.38%	-421.52%	-138.17%
登海种业	83.47%	100.02%	128.33%	76.89%	6.67%	-3.81%
荃银高科	-194.05%	-118.73%	26.68%	1085.45%	421.95%	4043.42%
神农科技	-128.79%	-152.72%	51.90%	-899.29%	-39.18%	-24.86%
敦煌种业	87.99%	-130.26%	-69.36%	-50.55%	-55.18%	-54.37%
万向德农	-49.93%	-43.42%	-31.26%	221.23%	174.47%	136.14%

资料来源：公司公告、Wind、山西证券研究所

图 54：种业上市公司毛利率趋势

毛利率	2021-06-30	2021-09-30	2021-12-31	2022-03-31	2022-06-30	2022-09-30
丰乐种业	11.75%	10.18%	13.89%	13.57%	11.67%	10.59%
隆平高科	40.87%	25.73%	34.27%	44.89%	40.48%	36.80%
登海种业	40.13%	38.21%	36.31%	37.89%	37.45%	33.17%
荃银高科	22.45%	21.05%	28.83%	23.91%	20.90%	19.96%
神农科技	20.84%	29.91%	30.19%	29.59%	25.79%	40.91%
敦煌种业	24.84%	23.62%	21.43%	34.49%	31.98%	26.78%
万向德农	42.38%	43.78%	49.58%	38.56%	45.65%	43.56%

资料来源：公司公告、Wind、山西证券研究所

图 55：种业上市公司销售净利率趋势

销售净利率	2021-06-30	2021-09-30	2021-12-31	2022-03-31	2022-06-30	2022-09-30
丰乐种业	1.68%	-0.30%	7.12%	1.42%	1.26%	0.20%
隆平高科	-1.27%	-33.40%	4.94%	11.81%	-20.17%	-51.64%
登海种业	21.16%	17.53%	21.68%	30.32%	25.26%	19.02%
荃银高科	-1.86%	-0.44%	8.43%	6.78%	3.77%	2.12%
神农科技	-21.97%	-14.18%	-38.10%	-10.98%	-37.28%	-25.01%
敦煌种业	2.91%	-2.75%	4.56%	14.88%	5.63%	-4.59%
万向德农	16.55%	16.94%	19.20%	62.77%	43.52%	35.47%

资料来源：公司公告、Wind、山西证券研究所

图 56：种业上市公司单季度净利润趋势

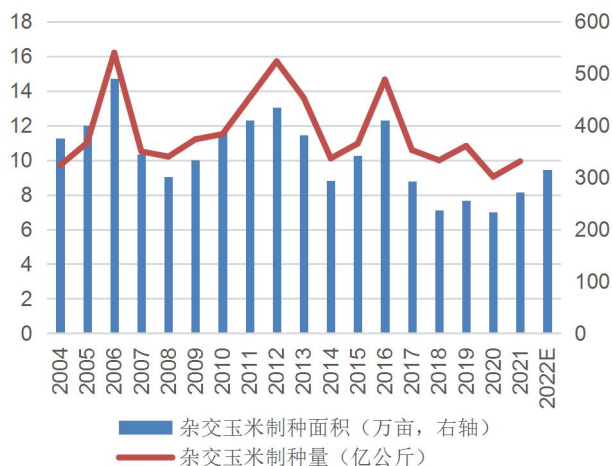
单季度归属于母公司股东的净利润 (百万元)	2020-03-31	2020-06-30	2020-09-30	2020-12-31	2021-03-31	2021-06-30	2021-09-30	2021-12-31	2022-03-31	2022-06-30	2022-09-30
隆平高科	23.96	-97.55	-266.13	455.62	40.53	-97.64	-241.17	360.72	54.46	-352.30	-412.56
登海种业	33.60	23.71	1.07	43.58	58.95	46.19	11.63	116.03	104.28	7.87	0.17
丰乐种业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

资料来源：公司公告、Wind、山西证券研究所

2022Q4 展望：玉米种子供需继续改善，水稻种子供给压力仍存

根据全国农技推广服务中心的统计，2021 年全国杂交玉米落实制种面积 272 万亩，比 2020 年增加 39 万亩，但相比于 2011-2017 年仍处于历史低位。2021 年新产杂交玉米种子 9.93 亿公斤，加上季末有效库存 4.77 亿公斤，2022 年玉米种子有效供应量约 14.7 亿公斤。预计 2022 年春季种子市场结束后，玉米种子有效库存将降至 3 亿公斤，供需形势将从整体过剩转为总体平衡略有盈余。根据我们的测算，2022 年杂交玉米种子的库存消费比环比 2021 年将进一步回落，是连续第 5 年出现回落，行业供需形势进一步改善。

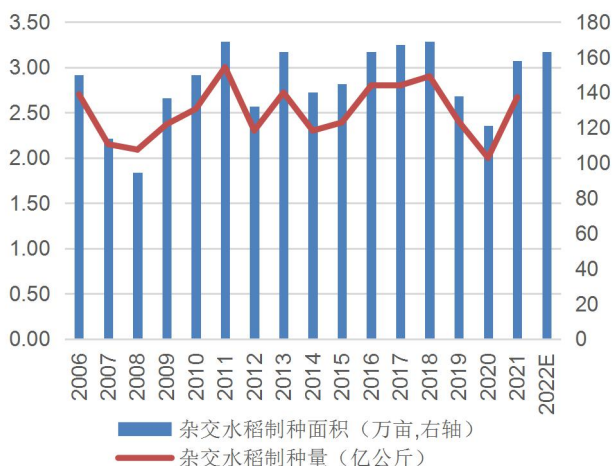
图 57：全国杂交玉米制种面积和制种量趋势



资料来源：Wind、全国农技推广服务中心、山西证券研究所

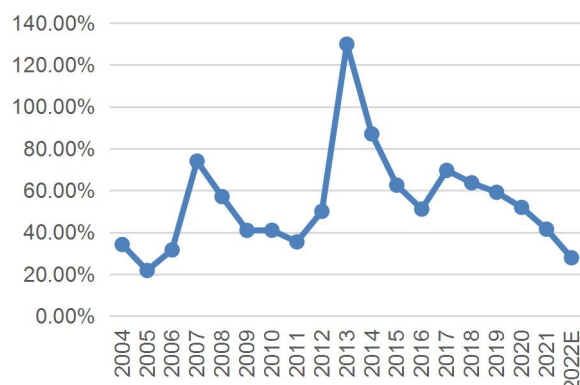
根据全国农技推广服务中心的统计，2021 年全国杂交水稻落实制种面积 158 万亩，比 2020 年增加 37 万亩。全国平均制种单产 170 公斤/亩，比 2020 年增加 31 公斤/亩。2021 年杂交水稻新产种子约 2.67 亿公斤，加上当期末约 0.84 亿公斤的有效库存种子，预计 2022 年杂交水稻种子有效供应量超过 3.5 亿公斤。在需求方面，预计 2022 年杂交水稻大田用种与出口需求合计 2.35 亿公斤。根据我们的测算，2022 年杂交水稻种子的库存消费比环比 2021 年将有明显反弹，供应过剩的态势将进一步加剧。

图 59：全国杂交水稻制种面积和制种量趋势



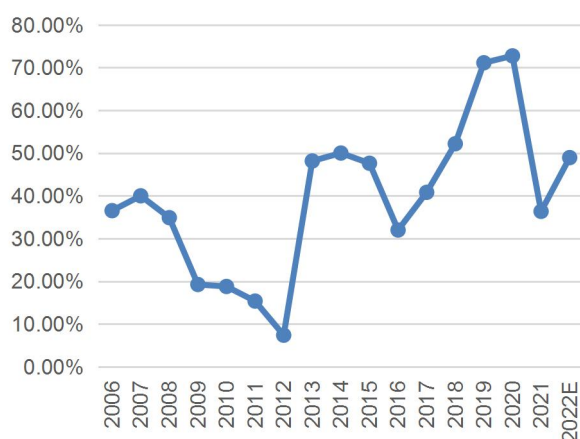
资料来源：Wind、全国农技推广服务中心、山西证券研究所

图 58：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、山西证券研究所

图 60：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、山西证券研究所

投资建议

继续重点推荐圣农发展，逻辑演绎阻力小、有望进一步展开：（1）白羽肉鸡行业正处于周期底部，对于业绩和估值处于历史底部区域的圣农发展，在行业供需格局趋于改善、股份回购、股东增持等多重因素驱动下，或有望继续迎来估值修复行情。（2）重申我们有别于市场大众的观点，目前产业资本在生猪行业的博弈程度和拥挤程度要明显高于肉鸡行业，生猪养殖股投资逻辑的演绎容易受到二次育肥和母猪补栏的干扰。相较于生猪行业，肉鸡行业投资逻辑演绎的阻力可能要小于生猪行业。

继续重点推荐海大集团：（1）从季度业绩同比趋势来看，未来3个季度同比业绩基数压力大幅释放，后续有望呈现逐季改善的趋势，且年度业绩也有望进入回升周期；（2）今年以来上游原料价格上涨对饲料行业带来了压力，使得中小企业加速退出，公司竞争环境进一步优化；（3）生猪价格的回升利好公司畜禽料和生猪养殖业务基本面的改善；（4）年底逐渐进入估值切换期。

生猪养殖股投资框架：猪价与能繁母猪的4象限模型。我们认为生猪养殖股的运行方向主要取决于“猪价运行方向”和“能繁母猪存栏量运行方向”这两个因素的合力方向。沿着“猪价运行方向”和“能繁母猪存栏量运行方向”这两个维度可以分为4个象限。在猪价周期的运行过程中，这4个象限出现轮动，并通过各个象限里的逻辑演绎，影响着生猪养殖股的运行方向。在猪价和能繁母猪存栏量的4个组合象限中，生猪养殖股上涨的驱动力从强到弱依次是：象限4 > 象限3 ≥ 象限1 > 象限2。根据我们的4象限模型，预计目前到年底阶段更多是围绕“象限1”的逻辑演绎，优质个股或仍有相对收益，建议关注温氏股份、唐人神、东瑞股份、新希望、神农集团等经营相对稳健的生猪养殖股。

风险提示

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

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

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

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

评级体系：**——公司评级**

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

——行业评级

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

——风险评级

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

免责声明：

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

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

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

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

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴
世纪金融广场 3 号楼 802 室

太原

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

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业
园 5 栋 17 层

北京

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

