



# 农林牧渔行业研究

**买入（维持评级）**
**行业专题研究报告**

证券研究报告

食品饮料组

分析师：刘宸倩（执业 S1130519110005）

liuchengqian@gjzq.com.cn

## 生猪板块亏损承压 静待周期反转

### 行业概览

2023 年动物蛋白价格比较低迷，生猪养殖板块作为农业重要的子板块，全年生猪均价处于行业平均成本线以下，板块在收入缓慢增长的同时再次出现全年净亏损的情况。2023 年农林牧渔板块实现营业收入为 1.29 万亿，同比+4.18%，板块营收端实现稳健增长；实现归母净利润-48.29 亿元，同比由盈转亏，主要系养殖板块终端产品价格低迷导致亏损。2023Q4 板块实现营业收入 3463 亿元，同比-3.37%，实现归母净利润 41.22 亿元，同比-67.18%；2024Q1 板块实现营业收入 2785 亿元，同比-3.72%，实现归母净利润-16.55 亿元，同比+61.91%，一季度动物蛋白的价格低迷对整体业绩造成压制。从子板块来看，在农林牧渔 8 个子行业中，2023 年有 5 个子行业收入端实现增长，其中收入增长较快的有种植业（+63%），主要系农产品价格处于高位，带动种子销售旺盛；林业（+20%）；动物保健（+9%），主要系下游养殖存量处于高位。从利润端表现来看，养殖业与饲料行业出现较为严重的亏损，主要系动物蛋白价格低迷导致养殖亏损，以及部分饲料企业延伸产业链至养殖行业导致深度亏损，2023 年亏损幅度多于 2022 年。

### 生猪养殖

生猪养殖板块 2023 年实现收入 4981.68 亿元，同比-1.19%；实现归母净利润-157.57 亿元，同比-420.84%，虽然板块生猪出栏量较此前有所增加，但是猪价的低迷使得收入与利润端出现明显下滑。2024Q1 板块实现收入 1013.38 亿元，同比-14.54%；实现归母净利润-62.74 亿元，同比+21.85%，板块亏损较去年同期略有减少。2023 年生猪价格整体表现低迷，全年生猪均价低于行业平均成本线，行业内上市公司生猪养殖业务均出现不同程度的亏损。从产能角度来看，根据农业农村部数据，行业持续亏损下我国能繁母猪存栏量自 2023 年初开始环比下行，截至今年 4 月份产能已经连续 15 个月持续下滑，随着产能去化的不断加深，新一轮猪周期上行可期。根据生猪供需情况判断，预计下半年生猪价格有望好转，随着周期反转时间渐近，建议重点关注生猪板块的投资机会，逢低积极布局，从企业的出栏量增长弹性、出栏量兑现度、估值情况、成本水平等多维度选择标的。

### 禽养殖

2023 年禽养殖板块实现营业收入 715.30 亿元，同比增长 12.81%，实现归母净利润 1.34 亿元，同比-82.68%，板块前三季度实现较好盈利，然而四季度鸡价整体表现低迷拖累板块全年表现。23Q4 板块实现营收 177.78 亿元，同比-2.83%，实现归母净利润-10.12 亿元，同比-308.62%。进入 2024 年后，由于需求端持续承压叠加供给端较为充裕，禽类产品价格整体受到压制，春节旺季期间短时带动禽类产品价格好转，24Q1 板块实现营收 158.34 亿元，同比-6.55%，实现归母净利润 1.49 亿元，同比-37.76%。白羽鸡方面：目前海外引种预期趋于稳定，虽然海外供给偏紧，但是国内种鸡供给逐步增加，整体供给端依旧处于相对高位，目前产能缺口仍在持续传导中。黄羽鸡方面：目前在产父母代存栏处在 2018 年以来的低位，我们预计下半年黄鸡价格有望跟随猪价回暖，行业可以取得较好盈利。

### 种子板块

2023 年样本种子公司实现营业收入 263.96 亿元，同比+45.12%，实现归母净利润 9.67 亿元，扭亏为盈。24Q1 样本种子公司实现营业收入 49.92 亿元，同比+17.37%，实现归母净利润 2.22 亿元，同比-33%，行业内公司收入端实现稳健增长。我国转基因大豆与玉米有望在今年春天实现商业化销售，从而带动龙头种子企业量利齐升，板块景气度有望提升。

### 风险提示

转基因玉米推广进程延后/动物疫病爆发/产品价格波动。



## 内容目录

|    |                          |    |
|----|--------------------------|----|
| 一、 | 行业概览：2023 年养殖链承压，种植链好转   | 4  |
| 二、 | 生猪养殖：亏损下行业产能持续去化，新一轮周期可期 | 5  |
| 三、 | 禽养殖：供强需弱导致亏损，关注产能传导进程    | 10 |
| 四、 | 种子板块：盈利端出现好转，关注转基因种子推广   | 13 |
|    | 风险提示                     | 15 |

## 图表目录

|        |                    |    |
|--------|--------------------|----|
| 图表 1：  | 农林牧渔板块营业收入与增速      | 4  |
| 图表 2：  | 农林牧渔板块归母净利润与增速     | 4  |
| 图表 3：  | 农林牧渔板块单季度营收情况      | 4  |
| 图表 4：  | 农林牧渔板块单季度净利润情况     | 4  |
| 图表 5：  | 子版块收入与利润表现情况       | 4  |
| 图表 6：  | 2023 年板块表现         | 5  |
| 图表 7：  | 2024Q1 板块表现        | 5  |
| 图表 8：  | 2023 年农林牧渔子版块走势    | 5  |
| 图表 9：  | 2024Q1 农林牧渔子版块走势   | 5  |
| 图表 10： | 生猪养殖盈利情况           | 6  |
| 图表 11： | 能繁母猪存栏持续下行（万头）     | 6  |
| 图表 12： | 板块收入与利润情况          | 6  |
| 图表 13： | 板块单季度收入与利润情况       | 6  |
| 图表 14： | 板块重点公司收入情况         | 6  |
| 图表 15： | 板块重点公司利润情况         | 7  |
| 图表 16： | 生猪出栏量统计            | 7  |
| 图表 17： | 生产性生物资产分析（亿元）      | 8  |
| 图表 18： | 生猪养殖企业资本开支情况（亿元）   | 9  |
| 图表 19： | 生猪养殖企业资产负债率变化情况（%） | 9  |
| 图表 20： | 期末现金与现金等价物余额（亿元）   | 10 |
| 图表 21： | 2023 年板块盈利减少       | 11 |
| 图表 22： | 24Q1 板块营收同比减弱      | 11 |
| 图表 23： | 禽养殖板块毛利率与净利率情况     | 11 |
| 图表 24： | 禽板块分季度毛利率与净利率      | 11 |
| 图表 25： | 禽板块重点公司收入情况        | 11 |



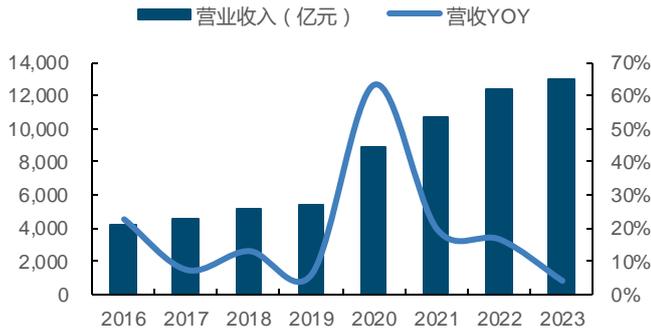
|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 图表 26: 禽板块重点公司利润情况 .....          | 11 |
| 图表 27: 重点公司出栏情况 .....             | 12 |
| 图表 28: 2023 年禽养殖企业盈利指标 (%) .....  | 12 |
| 图表 29: 2024Q1 禽养殖企业盈利指标 (%) ..... | 12 |
| 图表 30: 禽养殖公司费用率情况 .....           | 13 |
| 图表 31: 种子重点公司收入与增长情况 .....        | 13 |
| 图表 32: 种子重点公司归母净利润与增长情况 .....     | 13 |
| 图表 33: 2023 年重点种子公司盈利指标 (%) ..... | 14 |
| 图表 34: 24Q1 年重点种子公司盈利指标 (%) ..... | 14 |
| 图表 35: 2023 年重点种子公司费用指标 (%) ..... | 14 |
| 图表 36: 24Q1 年重点种子公司费用指标 (%) ..... | 14 |
| 图表 37: 重点种子公司库存情况 (亿元) .....      | 15 |



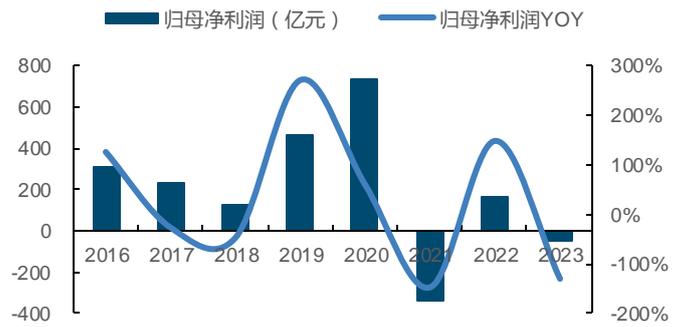
## 一、行业概览：2023 年养殖链承压，种植链好转

2023 年动物蛋白价格比较低迷，生猪养殖板块作为农业重要的子版块，全年生猪均价处于行业平均成本线以下，板块在收入缓慢增长的同时再次出现全年净亏损的情况。2023 年农林牧渔板块实现营业收入为 1.29 万亿，同比+4.18%，板块营收端实现稳健增长；实现归母净利润-48.29 亿元，同比由盈转亏，主要系养殖板块终端产品价格低迷导致亏损。2023Q4 板块实现营业收入 3463 亿元，同比-3.37%，实现归母净利润 41.22 亿元，同比-67.18%；2024Q1 板块实现营业收入 2785 亿元，同比-3.72%，实现归母净利润-16.55 亿元，同比+61.91%，一季度动物蛋白的价格低迷对整体业绩造成压制。

图表1：农林牧渔板块营业收入与增速



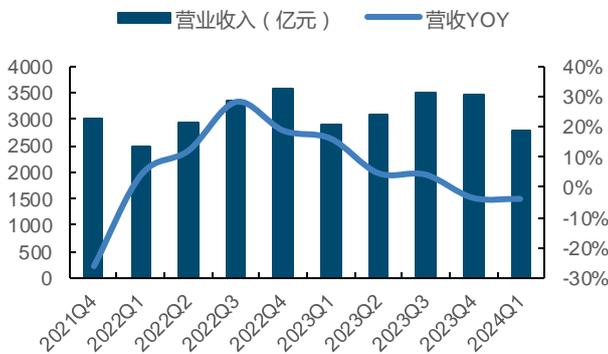
图表2：农林牧渔板块归母净利润与增速



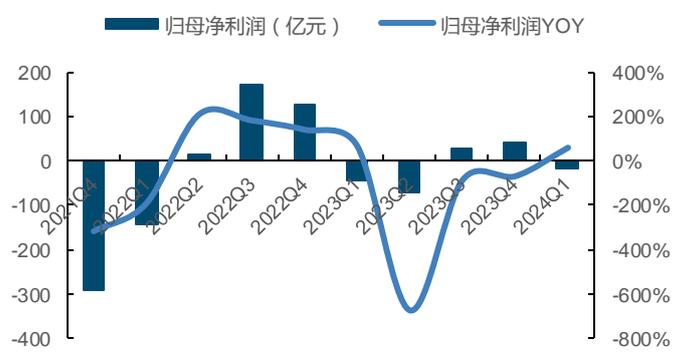
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

图表3：农林牧渔板块单季度营收情况



图表4：农林牧渔板块单季度净利润情况



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

根据申万行业分类，在农林牧渔 8 个子行业中，2023 年有 5 个子行业收入端实现增长，其中收入增长较快的有种植业(+63%)，主要系农产品价格处于高位，带动种子销售旺盛；林业(+20%)；动物保健(+9%)，主要系下游养殖存量处于高位。从利润端表现来看，养殖业与饲料行业出现较为严重的亏损，主要系动物蛋白价格低迷导致养殖亏损，以及部分饲料企业延伸产业链至养殖行业导致深度亏损，2023 年亏损幅度多于 2022 年。从季度角度来看，养殖行业受益原材料成本下行、养殖效率提升等因素影响，环比亏损幅度减少，但是依旧处于亏损；24Q1 有 4 个子行业实现营收增长，分别是林业(+62%)、种植业(+38%)、渔业(+25%)以及动物保健(+13%)，其余板块出现不同程度的收入下滑。

图表5：子版块收入与利润表现情况

| 子行业  | 收入 (亿元) |      |      | 收入 YOY |      |      | 归母净利润 (亿元) |      |      | 归母净利润 YOY |       |      |
|------|---------|------|------|--------|------|------|------------|------|------|-----------|-------|------|
|      | 2023    | 23Q4 | 24Q1 | 2023   | 23Q4 | 24Q1 | 2023       | 23Q4 | 24Q1 | 2023      | 23Q4  | 24Q1 |
| 养殖业  | 4723    | 1203 | 1006 | -1%    | -18% | -9%  | -511       | -107 | -59  | -22%      | -288% | 29%  |
| 动物保健 | 158     | 40   | 35   | 9%     | -4%  | 13%  | 46         | 17   | 4    | 22%       | 15%   | -16% |



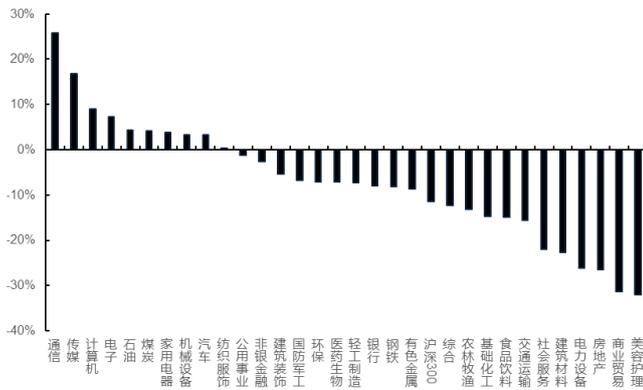
|       |      |     |     |     |      |      |      |     |    |       |       |       |
|-------|------|-----|-----|-----|------|------|------|-----|----|-------|-------|-------|
| 饲料    | 2853 | 711 | 551 | 8%  | 0%   | -9%  | -122 | -73 | 1  | -407% | -297% | 119%  |
| 种植业   | 1027 | 408 | 239 | 63% | 84%  | 38%  | 82   | 36  | 10 | 39%   | 83%   | -44%  |
| 农产品加工 | 3781 | 991 | 869 | -2% | -7%  | -4%  | 148  | 58  | 20 | 3%    | 60%   | 14%   |
| 渔业    | 154  | 42  | 34  | 0%  | -34% | 25%  | -5   | -3  | 0  | -161% | -178% | 9%    |
| 林业    | 27   | 9   | 8   | 20% | 46%  | 62%  | 4    | 1   | 0  | -39%  | 40%   | -218% |
| 农业综合  | 220  | 62  | 44  | -1% | 12%  | -10% | 9    | 2   | 1  | -57%  | -72%  | -31%  |

来源：Wind，国金证券研究所

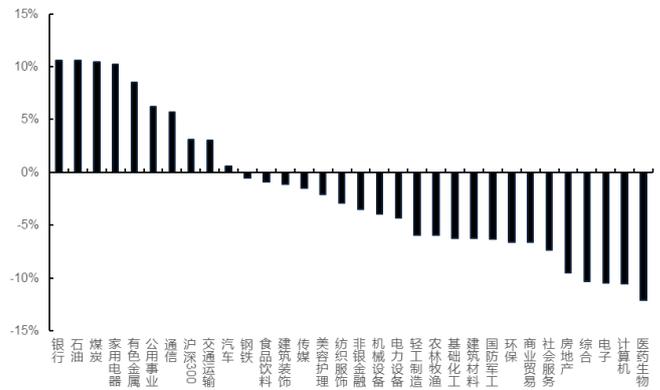
从板块走势来看，2023 年农林牧渔板块整体下跌 13.13%，在 31 个子行业中排名第 22；2024Q1 农林牧渔板块整体下跌 5.97%，在 31 个子行业中排名第 20。2023 年农林牧渔子版块中表现前 3 的分别为动物保健、渔业与畜禽养殖，分别-4.46%、-8.79%与-10.96%；2024Q1 农林牧渔子版块中表现前 3 的分别为畜禽养殖、种植业与农产品加工，分别-2.10%、-6.60%与-8.14%。2023 年与 2024Q1 农林牧渔板块均跑输沪深 300，板块整体呈现负收益。

图表6：2023 年板块表现

图表7：2024Q1 板块表现



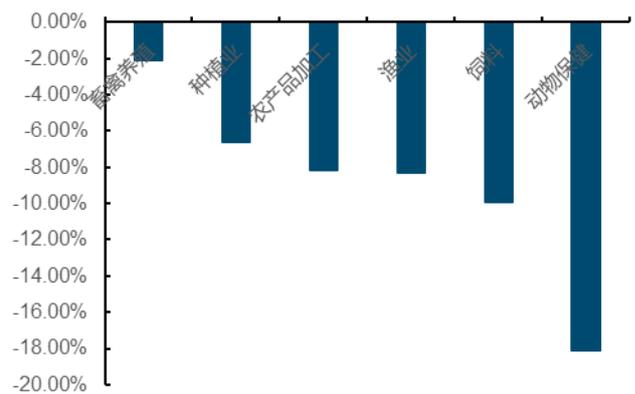
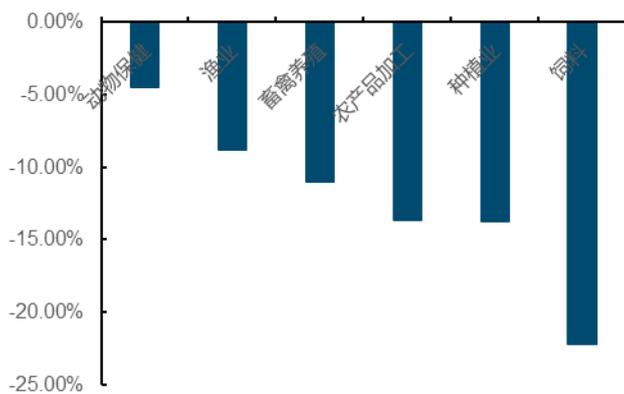
来源：Wind，国金证券研究所



来源：Wind，国金证券研究所

图表8：2023 年农林牧渔子版块走势

图表9：2024Q1 农林牧渔子版块走势



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

## 二、 生猪养殖：亏损下行业产能持续去化，新一轮周期可期

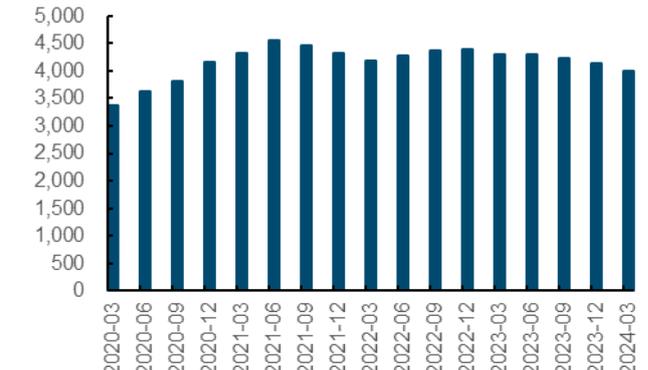
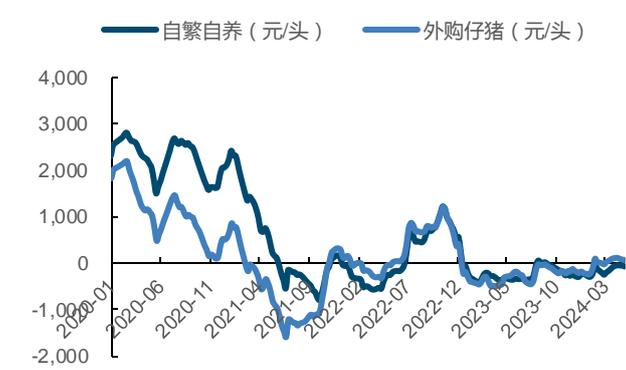
生猪价格持续低迷，行业产能持续去化。2023 年生猪价格整体表现低迷，全年生猪均价低于行业平均成本线，行业内上市公司生猪养殖业务均出现不同程度的亏损，而 24Q1 生猪价格依旧处在养殖平均成本线以下，行业亏损持续进行。从产能角度来看，根据农业农村部数据，行业持续亏损下我国能繁母猪存栏量自 2023 年初开始环比下行，截至今年 4 月份产能已经连续 15 个月持续下滑，随着产能去化的不断加深，新一轮猪周期上行可期。我们选取牧原股份、温氏股份、新希望、\*ST 正邦、傲农生物、天康生物、唐人神、大北



农、天邦食品、新五丰、巨星农牧、华统股份、神农集团、京基智农、金新农与东瑞股份共计 16 家企业作为样本，统计板块内收入与利润情况。生猪养殖板块 2023 年实现收入 4981.68 亿元，同比-1.19%；实现归母净利润-157.57 亿元，同比-420.84%，虽然板块生猪出栏量较此前有所增加，但是猪价的低迷使得收入与利润端出现明显下滑。2024Q1 板块实现收入 1013.38 亿元，同比-14.54%；实现归母净利润-62.74 亿元，同比+21.85%，板块亏损较去年同期略有减少。

图表10：生猪养殖盈利情况

图表11：能繁母猪存栏持续下行（万头）

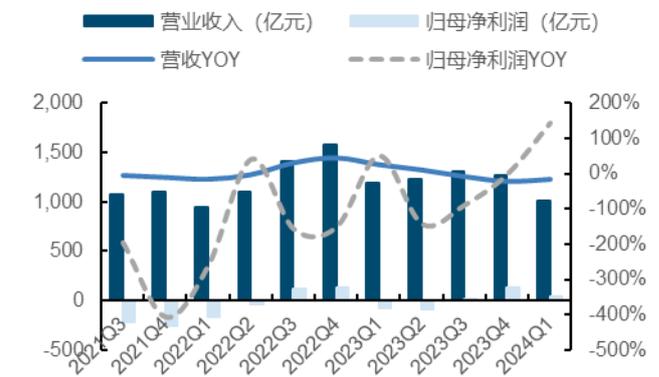
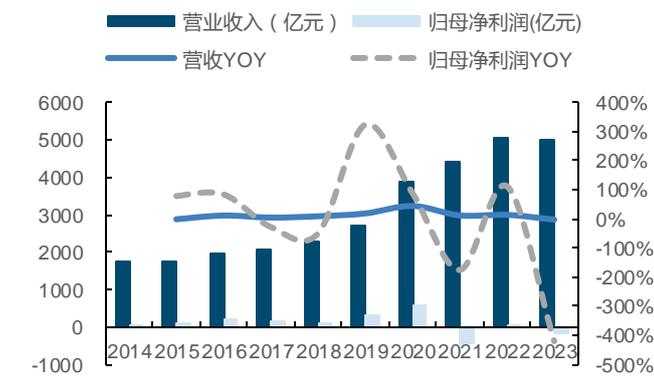


来源：Wind，国金证券研究所

来源：国家统计局，国金证券研究所

图表12：板块收入与利润情况

图表13：板块单季度收入与利润情况



来源：国金证券研究所

来源：国金证券研究所

图表14：板块重点公司收入情况

| 公司名称   | 营收（亿元）  |         |        |        | 营收 YOY  |         |         |         |
|--------|---------|---------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|
|        | 2022    | 2023    | 23Q4   | 24Q1   | 2022    | 2023    | 23Q4    | 24Q1    |
| 牧原股份   | 1248.26 | 1108.61 | 278.92 | 262.72 | 58.23%  | -11.19% | -36.68% | 8.57%   |
| 温氏股份   | 837.25  | 899.21  | 252.18 | 218.48 | 28.87%  | 7.40%   | -9.46%  | 9.38%   |
| 新希望    | 1415.08 | 1417.03 | 349.55 | 239.08 | 12.07%  | 0.14%   | -14.93% | -29.49% |
| *ST 正邦 | 144.15  | 69.92   | 12.06  | 14.42  | -69.76% | -51.50% | 16.02%  | -36.08% |
| 傲农生物   | 216.13  | 194.58  | 42.81  | 24.08  | 19.82%  | -9.97%  | -31.07% | -50.02% |
| 天康生物   | 167.28  | 190.26  | 43.20  | 37.77  | 6.47%   | 11.99%  | 5.27%   | -2.93%  |
| 唐人神    | 265.39  | 269.49  | 60.79  | 48.80  | 22.06%  | 1.55%   | -22.47% | -25.19% |
| 大北农    | 323.97  | 333.90  | 94.59  | 67.07  | 3.41%   | 3.07%   | -8.19%  | -13.76% |
| 天邦食品   | 95.71   | 102.32  | 29.63  | 20.50  | -8.91%  | 6.91%   | 8.26%   | -5.69%  |
| 新五丰    | 49.32   | 56.32   | 17.58  | 14.30  | 101.78% | 12.52%  | -0.81%  | 16.98%  |
| 巨星农牧   | 39.68   | 40.41   | 10.35  | 9.49   | 33.02%  | 1.83%   | -28.73% | 6.16%   |



|      |       |        |       |       |         |         |         |         |
|------|-------|--------|-------|-------|---------|---------|---------|---------|
| 华统股份 | 94.52 | 85.78  | 24.14 | 19.96 | 13.30%  | -9.24%  | -20.39% | 0.52%   |
| 神农集团 | 33.04 | 38.91  | 10.22 | 10.82 | 18.89%  | 17.76%  | -17.08% | 20.82%  |
| 京基智农 | 59.96 | 124.17 | 24.89 | 12.58 | 86.12%  | 107.10% | -34.66% | -81.12% |
| 金新农  | 39.74 | 40.40  | 8.59  | 10.51 | -18.35% | 1.67%   | -8.92%  | -3.55%  |
| 东瑞股份 | 12.17 | 10.37  | 2.30  | 2.80  | 15.68%  | -14.77% | -43.85% | -13.95% |

来源: Wind, 国金证券研究所

从收入角度来看, 2023 年仅有牧原股份、\*ST 正邦、傲农生物、华统股份与东瑞股份出现下滑, 主要系生猪出栏量增长幅度、销售节奏等因素导致, 其余生猪企业收入端均实现增长。其中收入增长较快的企业有京基智农、神农集团与新五丰, 分别同比+107.10%、+17.76%与+12.52%, 其中京基智农收入增长与房地产业务收入增加相关, 其余企业主要系生猪出栏量的增加。2024Q1 企业收入增长分化较为严重, 16 家企业中仅有 6 家实现收入增长, 其余企业收入端出现下滑, 其中收入增长的有神农集团、新五丰、温氏股份、牧原股份、巨星农牧与华统股份, 分别实现收入增长 21%、17%、9%、9%、6%与 1%。

从利润端看, 2023 年除新希望、京基智农与\*ST 正邦外, 所有生猪养殖企业均出现亏损, 这三家企业的盈利主要系通过出售资产与其他业务盈利, 生猪养殖板块均出现亏损。24Q1 除天康生物、天邦食品与京基智农外, 其余企业均出现不同程度亏损, 生猪养殖业务依旧处于深度亏损状态。

图表15: 板块重点公司利润情况

| 公司名称   | 归母净利润 (亿元) |        |        |        | 归母净利润 YOY |        |        |      |
|--------|------------|--------|--------|--------|-----------|--------|--------|------|
|        | 2022       | 2023   | 23Q4   | 24Q1   | 2022      | 2023   | 23Q4   | 24Q1 |
| 牧原股份   | 132.66     | -42.63 | -24.21 | -23.79 | 92%       | -132%  | -121%  | -99% |
| 温氏股份   | 52.89      | -63.90 | -18.60 | -12.36 | 139%      | -221%  | -140%  | 55%  |
| 新希望    | -14.61     | 2.49   | 41.07  | -19.34 | 85%       | 117%   | 230%   | -15% |
| *ST 正邦 | -133.87    | 85.29  | 113.47 | -0.49  | 29%       | 164%   | 298%   | 96%  |
| 傲农生物   | -10.39     | -36.51 | -23.61 | -2.92  | 32%       | -252%  | -406%  | -62% |
| 天康生物   | 2.81       | -13.63 | -8.59  | 0.54   | 140%      | -586%  | -3870% | 479% |
| 唐人神    | 1.35       | -15.26 | -6.15  | -1.98  | 112%      | -1229% | -710%  | 42%  |
| 大北农    | 0.56       | -21.74 | -12.65 | -2.09  | 113%      | -4356% | -429%  | 31%  |
| 天邦食品   | 4.89       | -28.83 | -13.18 | 6.04   | 111%      | -689%  | -158%  | 191% |
| 新五丰    | -0.76      | -12.03 | -4.54  | -2.54  | 74%       | -1449% | -699%  | -12% |
| 巨星农牧   | 1.58       | -6.45  | -3.03  | -1.38  | -39%      | -508%  | -219%  | 33%  |
| 华统股份   | 0.88       | -6.05  | -2.47  | -1.57  | 146%      | -789%  | -682%  | -50% |
| 神农集团   | 2.55       | -4.01  | -1.84  | -0.04  | 4%        | -257%  | -182%  | 97%  |
| 京基智农   | 7.73       | 17.46  | 4.88   | 0.54   | 99%       | 126%   | -40%   | -96% |
| 金新农    | 0.20       | -6.60  | -3.51  | -0.52  | 102%      | -3421% | -705%  | 47%  |
| 东瑞股份   | 0.43       | -5.16  | -1.00  | -0.83  | -80%      | -1303% | -365%  | 56%  |

来源: Wind, 国金证券研究所

图表16: 生猪出栏量统计

| 公司     | 出栏量 (万头) |      |      |        | 出栏增速 (%) |      |        |
|--------|----------|------|------|--------|----------|------|--------|
|        | 2021     | 2022 | 2023 | 2024Q1 | 2022     | 2023 | 2024Q1 |
| 牧原股份   | 4026     | 6120 | 6382 | 1601   | 52%      | 4%   | 16%    |
| 温氏股份   | 1322     | 1791 | 2626 | 748    | 35%      | 47%  | 34%    |
| 新希望    | 998      | 1461 | 1768 | 1768   | 46%      | 21%  | -3%    |
| *ST 正邦 | 1493     | 845  | 548  | 93     | -43%     | -35% | -47%   |
| 傲农生物   | 325      | 519  | 586  | 94     | 60%      | 13%  | -30%   |
| 天康生物   | 160      | 203  | 282  | 65     | 26%      | 39%  | 14%    |
| 唐人神    | 154      | 216  | 371  | 95     | 40%      | 72%  | 21%    |



|      | 出栏量 (万头) |       |       |      | 出栏增速 (%) |      |      |
|------|----------|-------|-------|------|----------|------|------|
| 大北农  | 431      | 443   | 605   | 145  | 3%       | 37%  | 1%   |
| 天邦食品 | 428      | 442   | 712   | 151  | 3%       | 61%  | 14%  |
| 新五丰  | 39       | 179   | 312   | 88   | 358%     | 74%  | 49%  |
| 巨星农牧 | 87       | 153   | 267   | 51   | 76%      | 75%  | 1%   |
| 华统股份 | 14       | 120   | 230   | 66   | 761%     | 91%  | -11% |
| 神农集团 | 65       | 93    | 152   | 50   | 43%      | 64%  | 41%  |
| 京基智农 | 13       | 126   | 185   | 46   | 857%     | 46%  | 12%  |
| 金新农  | 107      | 126   | 33    | 33   | 17%      | -74% | 20%  |
| 东瑞股份 | 37       | 52    | 62    | 17   | 41%      | 20%  | -21% |
| 合计   | 9699     | 12889 | 15121 | 5110 | 33%      | 17%  | 7%   |

来源: Wind, 国金证券研究所

从出栏量角度看, 2023 年统计内 16 家上市公司共计出栏 1.51 亿头生猪, 同比+17%, 较 2022 年出栏增速略有放缓, 2023 年整体出栏目标完成率较高。2024Q1 统计内 16 家上市公司共计出栏 5110 万头生猪, 同比+7%, 出栏量增速较 2023 年出现明显下滑, 其中新希望、正邦科技、傲农生物、华统股份、东瑞股份出栏量同比出现下滑。目前出栏量同比增长较快的有新五丰、神农集团与温氏股份, 分别同比+49%、+41%与+34%, 而根据部分公司披露全年出栏目标数据来看, 预计今年出栏增速较去年出现下滑。

从生产性生物资产角度来看, 行业整体扩张速度出现明显放缓, 部分企业生产性生物资产价值出现下滑。行业生产性生物资产的下滑一方面与生猪价格下跌导致单头母猪价值下跌有关, 另一方面也与行业内产能数量出现减少有关。截至 2024Q1, 统计内上市公司合计生产性生物资产 248 亿元, 同比-8%, 其中仅有牧原股份、神农集团、新五丰与华统股份 4 家企业生产性生物资产同比增长, 其余企业生产性生物资产均出现不同程度的下滑。

图表17: 生产性生物资产分析 (亿元)

| 公司名称   | 2022Q1 | 2022Q2 | 2022Q3 | 2022Q4 | 2023Q1 | 2023Q2 | 2023Q3 | 2023Q4 | 2024Q1 | 24Q1 同比 |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 牧原股份   | 70.79  | 64.34  | 69.10  | 73.35  | 73.94  | 77.07  | 78.12  | 93.15  | 106.37 | 43.87%  |
| 温氏股份   | 50.56  | 55.88  | 60.90  | 58.91  | 58.28  | 54.88  | 54.37  | 48.91  | 47.92  | -17.78% |
| 新希望    | 85.68  | 82.04  | 80.50  | 75.77  | 71.81  | 69.91  | 63.62  | 50.50  | 42.47  | -40.86% |
| *ST 正邦 | 20.32  | 16.30  | 12.60  | 9.09   | 6.93   | 6.95   | 6.02   | 5.00   | 6.02   | -13.12% |
| 傲农生物   | 10.88  | 11.45  | 12.49  | 11.10  | 9.07   | 7.85   | 5.81   | 2.46   | 1.95   | -78.46% |
| 天康生物   | 4.08   | 4.40   | 3.85   | 3.59   | 3.79   | 3.63   | 3.63   | 3.21   | 2.96   | -22.07% |
| 唐人神    | 3.60   | 4.12   | 4.68   | 5.95   | 6.32   | 6.14   | 5.48   | 4.56   | 4.49   | -28.87% |
| 大北农    | 3.74   | 4.07   | 4.81   | 5.14   | 5.07   | 4.99   | 4.66   | 4.09   | 4.28   | -15.73% |
| 天邦食品   | 9.48   | 9.39   | 11.56  | 11.44  | 9.72   | 11.48  | 9.92   | 8.63   | 7.48   | -23.04% |
| 新五丰    | 4.72   | 4.49   | 4.35   | 8.41   | 8.23   | 8.24   | 8.60   | 9.51   | 8.70   | 5.69%   |
| 巨星农牧   | 2.43   | 3.63   | 3.93   | 4.39   | 4.55   | 4.45   | 4.15   | 3.86   | 3.77   | -17.14% |
| 华统股份   | 3.42   | 3.31   | 3.37   | 3.25   | 2.87   | 2.49   | 2.63   | 2.75   | 2.88   | 0.47%   |
| 神农集团   | 1.37   | 1.35   | 1.32   | 1.65   | 1.78   | 1.83   | 1.95   | 2.34   | 2.57   | 44.65%  |
| 京基智农   | 4.61   | 4.29   | 4.12   | 4.16   | 4.06   | 3.94   | 3.66   | 3.44   | 3.33   | -18.14% |
| 金新农    | 1.74   | 1.79   | 1.64   | 1.60   | 1.47   | 1.52   | 1.49   | 1.23   | 1.24   | -15.95% |
| 东瑞股份   | 1.08   | 1.11   | 1.33   | 1.91   | 1.75   | 1.54   | 1.31   | 1.19   | 1.61   | -7.82%  |
| 合计     | 278.50 | 271.98 | 280.55 | 279.70 | 269.64 | 266.91 | 255.42 | 244.83 | 248.03 | -8.01%  |

来源: Wind, 国金证券研究所

从资本开支角度看, 行业自 2021 年下半年资本开支开始出现明显收缩, 随着 2023 年行业的持续亏损, 企业资本开支策略逐步转向收缩, 24Q1 统计企业共计资本开支 96 亿元, 同比-13%, 主要系在建项目的持续投资与部分运营场线的维护投资。分企业来看, 24Q1 资本开支同比增长的企业有牧原股份、温氏股份、\*ST 正邦、天康生物, 其余企业均处于资本开支同比下滑的状态。


**图表18: 生猪养殖企业资本开支情况 (亿元)**

| 公司     | 2022Q1 | 2022Q2 | 2022Q3 | 2022Q4 | 2023Q1 | 2023Q2 | 2023Q3 | 2023Q4 | 2024Q1 | 24Q1 同比 |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 牧原股份   | 59.14  | 20.57  | 36.42  | 41.26  | 40.59  | 54.96  | 42.88  | 31.74  | 48.12  | 18.57%  |
| 温氏股份   | 21.64  | 23.36  | 23.59  | 24.94  | 21.21  | 24.30  | 25.64  | 26.61  | 22.23  | 4.84%   |
| 新希望    | 33.60  | 9.02   | 6.91   | 19.00  | 16.47  | 8.12   | 4.00   | 7.66   | 7.31   | -55.61% |
| *ST 正邦 | 1.79   | 2.80   | 0.06   | 8.59   | 0.01   | 0.10   | 3.25   | 3.16   | 0.08   | 534.88% |
| 傲农生物   | 4.05   | 3.32   | 4.35   | 3.27   | 2.22   | 1.04   | 0.90   | 0.95   | 1.38   | -38.08% |
| 天康生物   | 1.28   | 4.16   | 1.88   | 6.98   | 0.93   | 3.63   | 2.67   | 2.79   | 2.01   | 116.40% |
| 唐人神    | 8.44   | 5.26   | 0.92   | 6.36   | 3.69   | 2.13   | 2.35   | 2.96   | 1.41   | -61.88% |
| 大北农    | 5.00   | 4.43   | 2.64   | 3.44   | 2.51   | 2.55   | 2.43   | 2.98   | 2.27   | -9.46%  |
| 天邦食品   | 3.30   | 0.64   | 4.70   | 2.33   | 1.68   | 0.61   | 0.71   | 3.00   | 1.36   | -19.03% |
| 新五丰    | 0.38   | -0.07  | 0.92   | 1.34   | 0.79   | 1.00   | 1.22   | 0.33   | 0.36   | -54.36% |
| 巨星农牧   | 2.67   | 2.91   | 2.23   | 3.36   | 3.02   | 3.21   | 2.53   | 1.29   | 2.67   | -11.78% |
| 华统股份   | 3.91   | 2.66   | 1.88   | 2.87   | 3.15   | 2.58   | 1.90   | 3.32   | 1.86   | -40.73% |
| 神农集团   | 1.31   | 1.28   | 1.96   | 3.46   | 2.28   | 2.79   | 1.25   | 3.68   | 1.87   | -17.80% |
| 京基智农   | 6.04   | 2.12   | 4.41   | 6.68   | 6.50   | 1.51   | 0.64   | 1.02   | 0.68   | -89.56% |
| 金新农    | 1.08   | 0.65   | 1.03   | 1.18   | 0.82   | 0.64   | 0.52   | 1.43   | 0.44   | -46.47% |
| 东瑞股份   | 3.21   | 3.12   | 3.41   | 3.19   | 3.92   | 2.06   | 1.93   | 1.32   | 1.78   | -54.44% |
| 合计     | 156.84 | 86.23  | 97.30  | 138.25 | 109.79 | 111.23 | 94.80  | 94.23  | 95.85  | -12.70% |

来源: Wind, 国金证券研究所

从资产负债率角度来看,行业资产负债率环比有所增加,24Q1 行业平均资产负债率为 66%,较 23Q4 行业平均资产负债率增加 0.75pct,其中资产负债率处于 65%以下的有牧原股份、温氏股份、\*ST 正邦、天康生物、巨星农牧、神农集团与东瑞股份。从公司现金与现金等价物余额来看,多数企业通过融资等方式筹措资金,24Q1 账面现金与现金等价物余额较 23Q4 有所改善。

**图表19: 生猪养殖企业资产负债率变化情况 (%)**

| 公司名称   | 2022Q1 | 2022Q2 | 2022Q3 | 2022Q4 | 2023Q1 | 2023Q2 | 2023Q3 | 2023Q4 | 2024Q1 | 24Q1 环比 |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 牧原股份   | 65.18  | 66.48  | 61.47  | 54.36  | 56.37  | 60.06  | 59.65  | 62.11  | 63.59  | 1.48    |
| 温氏股份   | 66.48  | 65.70  | 60.72  | 56.25  | 59.22  | 61.32  | 60.31  | 61.41  | 63.37  | 1.96    |
| 新希望    | 68.43  | 71.49  | 69.86  | 68.02  | 70.40  | 71.79  | 72.76  | 72.28  | 74.03  | 1.75    |
| *ST 正邦 | 97.03  | 102.88 | 113.82 | 148.41 | 156.99 | 160.10 | 162.61 | 53.97  | 50.43  | -3.54   |
| 傲农生物   | 89.92  | 84.30  | 79.16  | 81.61  | 83.12  | 86.72  | 89.41  | 103.69 | 106.84 | 3.15    |
| 天康生物   | 55.51  | 52.96  | 49.08  | 50.08  | 52.05  | 51.84  | 47.06  | 52.75  | 53.75  | 1.00    |
| 唐人神    | 61.15  | 62.95  | 63.38  | 59.69  | 60.83  | 62.07  | 64.75  | 64.84  | 67.35  | 2.51    |
| 大北农    | 55.65  | 58.53  | 60.06  | 58.28  | 59.01  | 60.71  | 63.00  | 66.29  | 67.75  | 1.46    |
| 天邦食品   | 83.67  | 78.68  | 76.45  | 79.61  | 83.15  | 85.78  | 87.03  | 86.73  | 80.74  | -5.99   |
| 新五丰    | 63.39  | 66.45  | 66.77  | 71.18  | 75.37  | 69.82  | 70.15  | 74.99  | 76.05  | 1.06    |
| 巨星农牧   | 49.15  | 53.15  | 52.00  | 48.85  | 54.13  | 55.17  | 56.59  | 59.85  | 62.19  | 2.34    |
| 华统股份   | 70.47  | 71.02  | 61.43  | 62.29  | 68.78  | 71.59  | 72.11  | 74.68  | 76.78  | 2.09    |
| 神农集团   | 11.12  | 12.20  | 11.41  | 14.46  | 13.48  | 18.35  | 22.27  | 26.41  | 29.53  | 3.12    |
| 京基智农   | 84.03  | 88.86  | 88.83  | 84.82  | 71.56  | 73.42  | 73.78  | 67.78  | 66.47  | -1.31   |
| 金新农    | 68.76  | 74.03  | 61.08  | 68.74  | 69.23  | 70.36  | 70.53  | 74.06  | 73.66  | -0.40   |
| 东瑞股份   | 21.40  | 28.40  | 31.35  | 34.14  | 40.75  | 46.97  | 47.82  | 42.47  | 43.82  | 1.35    |
| 平均     | 63.21  | 64.88  | 62.93  | 65.05  | 67.15  | 69.13  | 69.99  | 65.27  | 66.02  | 0.75    |

来源: Wind, 国金证券研究所


**图表20：期末现金与现金等价物余额（亿元）**

| 公司     | 2022Q1 | 2022Q2 | 2022Q3 | 2022Q4 | 2023Q1 | 2023Q2 | 2023Q3 | 2023Q4 | 2024Q1 | 24Q1 环比 |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 牧原股份   | 106.25 | 65.91  | 97.86  | 179.10 | 201.76 | 147.31 | 132.76 | 137.76 | 154.00 | 16.24   |
| 温氏股份   | 77.54  | 76.90  | 47.51  | 64.18  | 72.03  | 46.96  | 66.80  | 61.24  | 94.13  | 32.89   |
| 新希望    | 130.44 | 106.92 | 108.19 | 97.14  | 81.59  | 91.03  | 98.35  | 86.56  | 86.90  | 0.34    |
| *ST 正邦 | 7.06   | 2.50   | 2.78   | 2.91   | 4.66   | 4.40   | 2.61   | 23.32  | 29.04  | 5.72    |
| 傲农生物   | 4.11   | 6.33   | 5.73   | 6.23   | 3.97   | 2.60   | 1.97   | 1.52   | 1.44   | -0.08   |
| 天康生物   | 21.76  | 23.39  | 58.12  | 32.01  | 38.03  | 37.14  | 37.48  | 26.73  | 25.48  | -1.24   |
| 唐人神    | 10.51  | 10.53  | 9.49   | 18.11  | 17.52  | 15.26  | 28.01  | 19.57  | 22.22  | 2.65    |
| 大北农    | 42.23  | 44.01  | 55.20  | 56.32  | 46.99  | 46.03  | 52.15  | 45.73  | 28.52  | -17.21  |
| 天邦食品   | 8.97   | 9.57   | 7.86   | 4.61   | 7.38   | 8.02   | 4.17   | 9.76   | 0.59   | -9.17   |
| 新五丰    | 8.04   | 4.78   | 3.44   | 5.65   | 8.24   | 20.11  | 12.48  | 14.20  | 9.14   | -5.06   |
| 巨星农牧   | 3.95   | 11.41  | 10.04  | 8.55   | 10.51  | 6.24   | 6.02   | 4.02   | 3.45   | -0.56   |
| 华统股份   | 4.61   | 2.98   | 12.15  | 9.02   | 7.25   | 6.65   | 5.30   | 5.28   | 5.51   | 0.23    |
| 神农集团   | 8.13   | 8.76   | 6.98   | 9.37   | 5.98   | 5.39   | 7.85   | 5.42   | 6.04   | 0.62    |
| 京基智农   | 30.79  | 17.98  | 20.89  | 21.29  | 15.54  | 11.45  | 9.56   | 10.55  | 8.52   | -2.03   |
| 金新农    | 7.56   | 7.60   | 11.26  | 12.17  | 10.18  | 10.26  | 7.28   | 6.84   | 3.61   | -3.23   |
| 东瑞股份   | 4.22   | 4.16   | 2.52   | 3.06   | 4.17   | 4.99   | 2.70   | 11.52  | 8.82   | -2.70   |
| 合计     | 476.18 | 403.72 | 460.01 | 529.72 | 535.81 | 463.84 | 475.48 | 470.01 | 487.41 | 17.40   |

来源：Wind，国金证券研究所

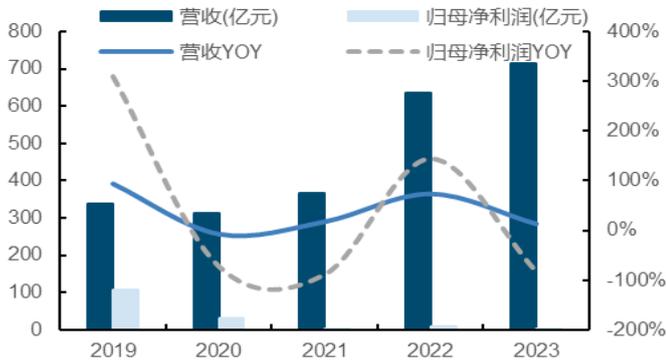
根据能繁母猪存栏量推算，2024H1 生猪供给量依旧处于高位，此前生猪出栏体重持续增加、二次育肥滚动入场等事件使得库存增加，虽然近期累库下猪价略有好转，后续随着库存的释放生猪价格或出现回调。目前行业内有能力大量补充产能的主体较少，3 月份在生猪价格回暖的状态下行业产能持续去化，在行业现金状况持续恶化的背景下，猪价的回调或使得行业产能持续调减，从而加深本轮周期反转的高度。此外，近期南方出现大范围降水，在高温天气下水系的流动或使得生猪疫病爆发，从而加速行业产能去化的进程。生猪产能已经去化 15 个月之久，生猪产能已经处于 2021 年以来的低位，根据供需情况判断预计下半年生猪价格有望好转，随着周期反转时间渐近，建议重点关注生猪板块的投资机会，逢低积极布局。建议从企业的出栏量增长弹性、出栏量兑现度、估值情况、成本水平等多维度选择标的，建议关注：牧原股份：成本控制行业领先。巨星农牧：出栏增速高，养殖成本优秀。温氏股份：资金储备充足，猪鸡共振。华统股份、新五丰、唐人神等。

### 三、 禽养殖：供强需弱导致亏损，关注产能传导进程

2023 年禽养殖板块实现营业收入 715.30 亿元，同比增长 12.81%，实现归母净利润 1.34 亿元，同比-82.68%，板块前三季度实现较好盈利，然而四季度鸡价整体表现低迷拖累板块全年表现。23Q4 板块实现营收 177.78 亿元，同比-2.83%，实现归母净利润-10.12 亿元，同比-308.62%。进入 2024 年后，由于需求端持续承压叠加供给端较为充裕，禽类产品价格整体受到压制，春节旺季期间短时带动禽类产品价格好转，24Q1 板块实现营收 158.34 亿元，同比-6.55%，实现归母净利润 1.49 亿元，同比-37.76%。

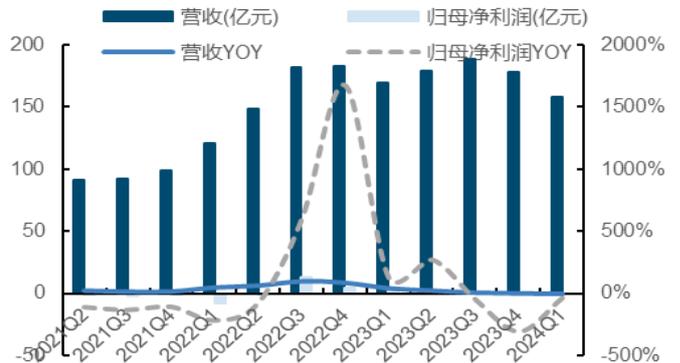


图表21: 2023 年板块盈利减少



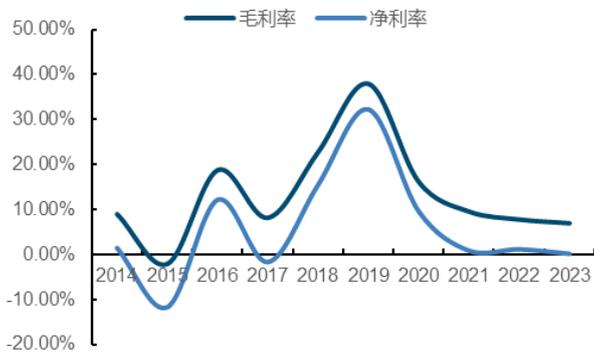
来源: Wind, 国金证券研究所

图表22: 24Q1 板块营收同比减弱



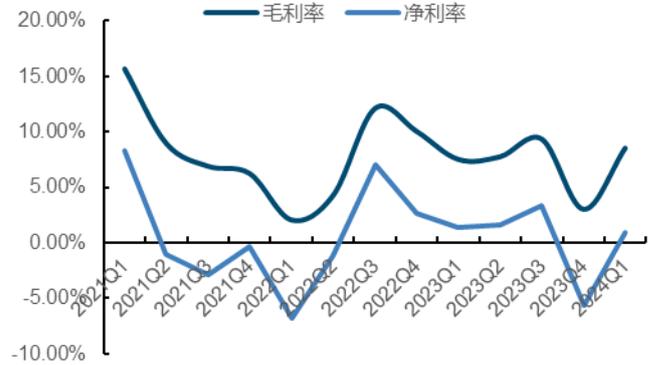
来源: Wind, 国金证券研究所

图表23: 禽养殖板块毛利率与净利率情况



来源: Wind, 国金证券研究所

图表24: 禽板块分季度毛利率与净利率



来源: Wind, 国金证券研究所

从公司业绩层面来看: 2023 年禽板块重点公司收入端均实现上涨, 其中增长幅度较大的有益生股份、民和股份与仙坛股份, 分别同比+53%、+29%、+13%, 收入增长与此前海外禽流感导致鸡苗价格上涨相关。利润方面 2023 年白羽鸡产业链相关企业除民和股份外均实现较好盈利, 盈利端出现分化主要系所处产业链上下游不同, 益生股份利润端实现增长弹性最大, 同比增长 247%; 黄羽鸡与蛋鸡相关公司则因为终端产品价格表现低迷出现亏损。24Q1 由于终端需求端恢复较慢, 叠加供给端相对充足, 禽类产品终端价格受到压制, 整体产业链一季度表现略有承压, 而主营鸡苗售卖的益生股份依旧实现较好盈利。

图表25: 禽板块重点公司收入情况

| 公司名称 | 营收 (亿元) |        |       |       | 营收 YOY |        |         |         |
|------|---------|--------|-------|-------|--------|--------|---------|---------|
|      | 2022    | 2023   | 23Q4  | 24Q1  | 2022   | 2023   | 23Q4    | 24Q1    |
| 民和股份 | 16.09   | 20.74  | 4.42  | 5.22  | -9.39% | 28.96% | -15.57% | -9.55%  |
| 圣农发展 | 168.17  | 184.87 | 45.60 | 42.15 | 16.15% | 9.93%  | 2.14%   | -7.10%  |
| 益生股份 | 21.12   | 32.25  | 5.66  | 6.87  | 0.64%  | 52.71% | -17.76% | -24.75% |
| 仙坛股份 | 51.02   | 57.81  | 14.46 | 10.78 | 54.06% | 13.31% | -8.36%  | -11.80% |
| 湘佳股份 | 38.23   | 38.90  | 10.60 | 9.05  | 27.20% | 1.76%  | -3.99%  | -0.44%  |
| 立华股份 | 144.47  | 153.54 | 41.93 | 36.62 | 29.79% | 6.28%  | -3.05%  | 7.34%   |
| 晓鸣股份 | 7.86    | 8.31   | 1.94  | 1.75  | 8.57%  | 5.77%  | -6.62%  | -17.24% |

来源: Wind, 国金证券研究所

图表26: 禽板块重点公司利润情况

| 公司名称 | 归母净利润 (亿元) | 归母净利润 YOY |
|------|------------|-----------|
| 益生股份 | 32.25      | 247%      |
| 民和股份 | 4.42       | 13%       |
| 仙坛股份 | 14.46      | 13%       |
| 立华股份 | 41.93      | 6%        |
| 圣农发展 | 45.60      | 9%        |
| 湘佳股份 | 10.60      | 1%        |
| 晓鸣股份 | 1.94       | -6%       |



|      | 2022  | 2023  | 23Q4  | 24Q1  | 2022   | 2023   | 23Q4   | 24Q1  |
|------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|-------|
| 民和股份 | -4.52 | -3.86 | -2.68 | -0.35 | -1050% | 15%    | -123%  | -161% |
| 圣农发展 | 4.11  | 6.64  | -0.75 | -0.62 | -8%    | 62%    | -134%  | -169% |
| 益生股份 | -3.67 | 5.41  | -1.43 | 1.09  | -1348% | 247%   | -504%  | -65%  |
| 仙坛股份 | 1.28  | 2.26  | -0.41 | 0.07  | 56%    | 76%    | -257%  | -92%  |
| 湘佳股份 | 1.06  | -1.47 | -0.91 | -0.19 | 312%   | -239%  | -1158% | 31%   |
| 立华股份 | 8.91  | -4.37 | -1.53 | 0.80  | 325%   | -149%  | -163%  | 120%  |
| 晓鸣股份 | 0.07  | -1.55 | -0.75 | -0.10 | -91%   | -2213% | -611%  | 11%   |

来源: Wind, 国金证券研究所

图表27: 重点公司出栏情况

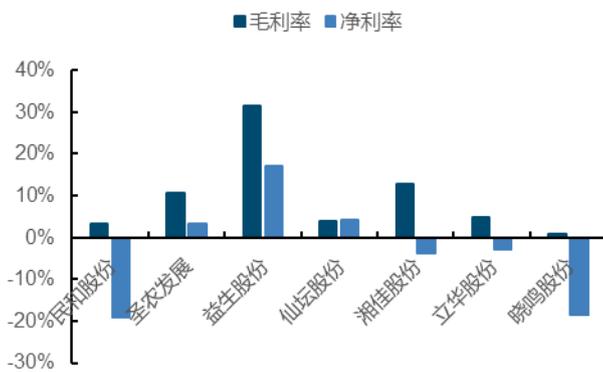
| 公司名称 | 2023 出栏量 (亿羽) | 同比     | 24Q1 出栏 (亿羽) | 同比      |
|------|---------------|--------|--------------|---------|
| 民和股份 | 2.67          | 3.11%  | 0.62         | -9.46%  |
| 益生股份 | 6.45          | 12.27% | 1.3          | -13.48% |
| 湘佳股份 | 0.45          | 8.47%  | 0.11         | -4.53%  |
| 立华股份 | 4.57          | 12.81% | 1.13         | 11.68%  |

来源: Wind, 国金证券研究所

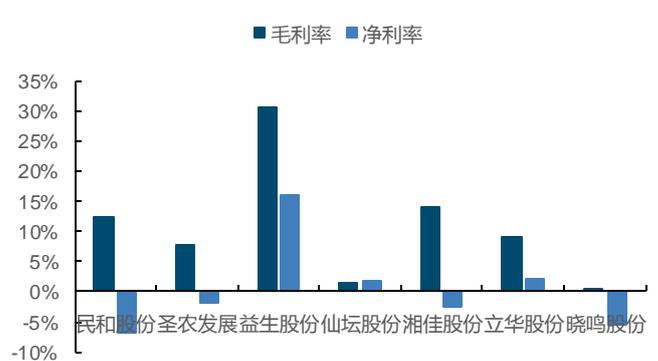
白羽鸡因为此前海外禽流感影响引种, 鸡苗价格表现相对强势, 然而因为强制换羽与国产种鸡替代等因素的影响, 商品鸡供给缺口出现被持续延后, 然而鸡苗端的短缺依旧使得销售父母代鸡苗与全产业链布局企业存在较好盈利。2023 年益生股份、湘佳股份与圣农发展在板块内毛利率领先, 分别为 31.61%、12.63%与 10.56%, 益生股份主要系销售终端产品价格提升, 另外两家主要系全产业链布局与直接销售加工品相关。净利率方面领先的为益生股份、仙坛股份与圣农发展, 分别为 16.98%、4.27%与 3.37%, 白羽鸡 2023 年盈利表现优于黄羽鸡。24Q1 益生股份、湘佳股份与民和股份在板块内毛利率领先, 分别为 30.68%、14.15%与 12.36%, 净利率表现较好的为益生股份、立华股份与仙坛股份, 主要系销售终端产品不同导致湘佳股份与民和股份期间费用率较高。

图表28: 2023 年禽养殖企业盈利指标 (%)

图表29: 2024Q1 禽养殖企业盈利指标 (%)



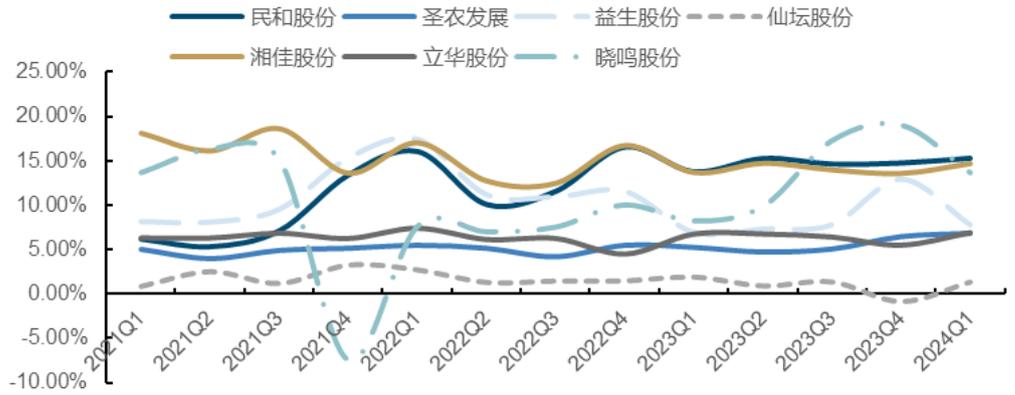
来源: Wind, 国金证券研究所



来源: Wind, 国金证券研究所



图表30: 禽养殖公司费用率情况



来源: Wind, 国金证券研究所

白羽鸡方面: 目前海外引种预期趋于稳定, 虽然海外供给偏紧, 但是国内种鸡供给逐步增加, 整体供给端依旧处于相对高位; 24Q1 白羽鸡价格低于去年同期, 目前产能缺口仍在持续传导中。黄羽鸡方面: 目前在产父母代存栏处在 2018 年以来的低位, 年后黄鸡价格的走低使得行业去产能再次进行, 我们预计下半年黄鸡价格有望跟随猪价回暖, 行业可以取得较好盈利。

#### 四、 种子板块: 盈利端出现好转, 关注转基因种子推广

种子板块我们选取农发种业、敦煌种业、万向德农、丰乐种业、隆平高科、登海种业、荃银高科与神农科技共计 8 家公司进行分析。2023 年样本内公司实现营业收入 263.96 亿元, 同比+45.12%, 实现归母净利润 9.67 亿元, 扭亏为盈。其中收入与利润增长较快的是隆平高科, 公司玉米种业业务高增长叠加海外并表实现扭亏为盈, 2023 年实现营业收入 92.23 亿元, 同比+22.45%, 实现归母净利润 2.00 亿元, 同比+124%。24Q1 样本内公司实现营业收入 49.92 亿元, 同比+17.37%, 实现归母净利润 2.22 亿元, 同比-33%, 行业内公司收入端实现稳健增长。

图表31: 种子重点公司收入与增长情况

| 公司名称 | 营收 (亿元) |        |        |       | 营收 YOY |         |         |         |
|------|---------|--------|--------|-------|--------|---------|---------|---------|
|      | 2022    | 2023   | 23Q4   | 24Q1  | 2022   | 2023    | 23Q4    | 24Q1    |
| 农发种业 | 52.48   | 67.61  | 24.09  | 8.47  | 39.42% | 28.82%  | 66.67%  | -30.38% |
| 敦煌种业 | 10.05   | 11.58  | 6.32   | 4.43  | 8.95%  | 15.24%  | 5.10%   | 26.20%  |
| 万向德农 | 2.35    | 3.19   | 0.95   | 0.94  | 5.99%  | 35.89%  | 54.22%  | 9.46%   |
| 丰乐种业 | 30.05   | 31.14  | 11.95  | 5.80  | 14.83% | 3.61%   | 10.84%  | -5.63%  |
| 隆平高科 | 36.89   | 92.23  | 71.76  | 20.72 | 5.29%  | 22.45%  | 14.85%  | 16.56%  |
| 登海种业 | 13.26   | 15.52  | 8.98   | 2.32  | 20.45% | 17.06%  | 17.84%  | -11.57% |
| 荃银高科 | 34.91   | 41.03  | 25.49  | 6.73  | 38.47% | 17.54%  | 30.41%  | 8.99%   |
| 神农科技 | 1.91    | 1.67   | 0.50   | 0.50  | 28.90% | -12.51% | -47.85% | 27.62%  |
| 合计   | 181.89  | 263.96 | 150.05 | 49.92 | 22.91% | 45.12%  | 78.52%  | 17.37%  |

来源: Wind, 国金证券研究所

图表32: 种子重点公司归母净利润与增长情况

| 公司名称 | 归母净利润 (亿元) |      |      |       | 归母净利润 YOY |      |      |       |
|------|------------|------|------|-------|-----------|------|------|-------|
|      | 2022       | 2023 | 23Q4 | 24Q1  | 2022      | 2023 | 23Q4 | 24Q1  |
| 农发种业 | 2.30       | 1.27 | 0.27 | 0.45  | 534%      | -45% | -83% | 16%   |
| 敦煌种业 | 0.20       | 0.41 | 0.54 | 0.39  | 121%      | 104% | -1%  | 60%   |
| 万向德农 | 0.72       | 0.65 | 0.14 | 0.35  | 90%       | -9%  | -17% | 0%    |
| 丰乐种业 | 0.59       | 0.40 | 0.65 | -0.14 | -68%      | -32% | 21%  | -271% |



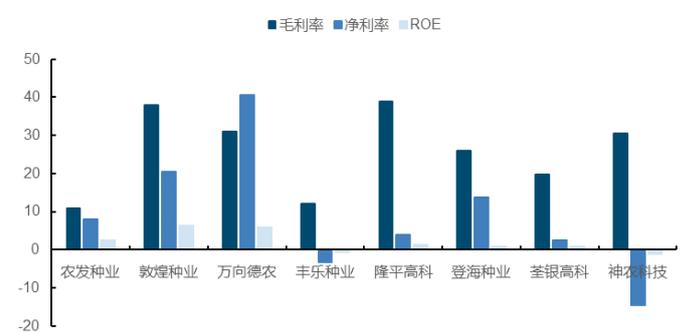
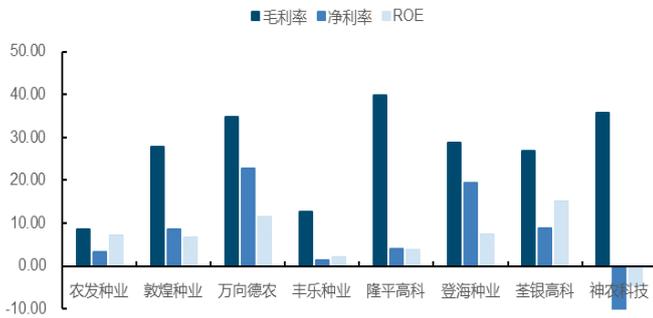
|      |       |       |       |       |        |       |      |       |
|------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|------|-------|
| 隆平高科 | -8.76 | 2.00  | 7.43  | 0.77  | -1504% | 124%  | 547% | -49%  |
| 登海种业 | 2.53  | 2.56  | 1.60  | 0.30  | 9%     | 1%    | 14%  | -33%  |
| 荃银高科 | 2.33  | 2.74  | 2.63  | 0.18  | 38%    | 17%   | 35%  | -43%  |
| 神农科技 | -0.65 | -0.36 | -0.24 | -0.08 | -14%   | 44%   | 41%  | -152% |
| 合计   | -0.74 | 9.67  | 13.03 | 2.22  | -111%  | 1413% | 216% | -33%  |

来源: Wind, 国金证券研究所

从盈利指标来看 2023 年种子企业毛利率水平较高, 其中隆平高科以 39.76% 的毛利率位居行业第一, 但是受限于期间费用和非经常性损益, 公司净利率水平仅为 4.05%, 处于行业中下游。登海种业 2023 年毛利率为 28.77%, 净利率为 19.28%, 处于行业领先地位。从 24Q1 来看, 毛利水平最高的企业依旧是隆平高科, 毛利率为 38.80%, 毛利率最低的企业为农发种业, 毛利率为 10.94%; 净利率最高的企业为万向德农, 为 40.68%, 净利率最低的企业为神农科技, 为-14.50%。

图表33: 2023 年重点种子企业盈利指标 (%)

图表34: 24Q1 年重点种子企业盈利指标 (%)

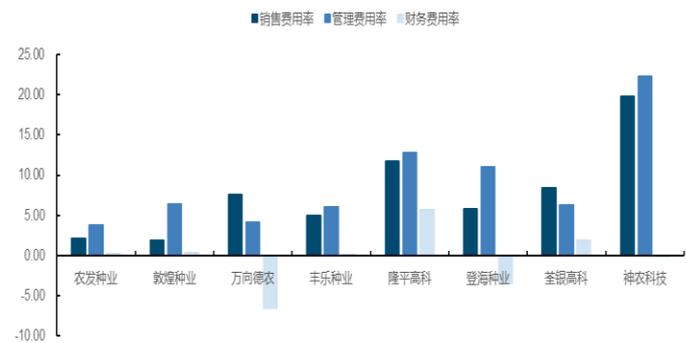
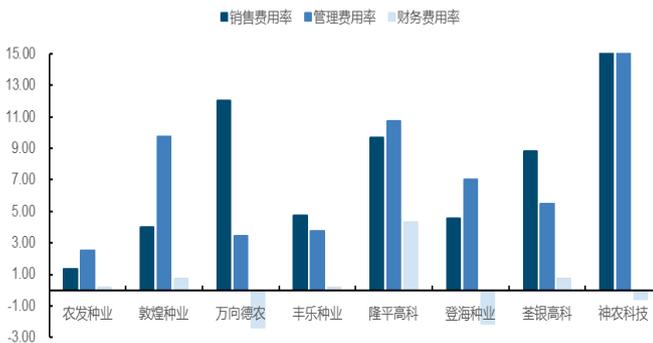


来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表35: 2023 年重点种子企业费用指标 (%)

图表36: 24Q1 年重点种子企业费用指标 (%)



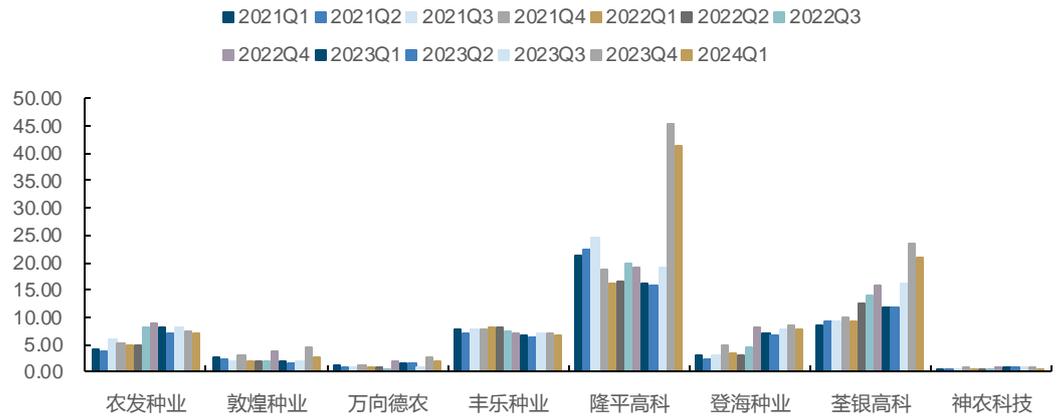
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

从库存情况看, 24Q1 统计的 8 家企业中有 6 家库存较去年增加, 其中库存增加最多的为隆平高科, 截至 24Q1 库存为 41.48 亿元, 同比+157.69%, 库存增加的主要原因系种子价格变动以及海外并表后增加海外库存所致; 其次为荃银高科, 截至 24Q1 库存为 20.75 亿元, 同比+77.49%。随着销售季节的持续进行, 行业内公司库存有望逐步消化。



图表37: 重点种子公司库存情况 (亿元)



来源: Wind, 国金证券研究所

2024年2月3日,《中共中央国务院关于学习运用“千村示范、万村整治”工程经验有力有效推进乡村全面振兴的意见》发布,其中提出“加快推进种业振兴行动,完善联合研发和应用协作机制,加大种源关键核心技术攻关,加快选育推广生产急需的自主优良品种。开展重大品种研发推广应用一体化试点,推动生物育种产业化扩面提速”。今年种植季即将到来,我国转基因大豆与玉米有望在今年春天实现商业化销售,转基因种子较传统种子或能销售出较高溢价,从而带动龙头种子企业量利齐升。建议关注:隆平高科:水稻与玉米种子龙头,参股公司转基因技术领先;登海种业:玉米种子有望实现量价齐升。

### 风险提示

- 转基因玉米推广进程延后——转基因推进需要政策推动;
- 动物疫病爆发——动物疫病爆发将使养殖行业大额亏损;
- 产品价格波动——农产品价格大幅波动使得盈利受到影响。



**行业投资评级的说明：**

- 买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
- 中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

| 上海                                | 北京                               | 深圳                                     |
|-----------------------------------|----------------------------------|--|
| 电话：021-80234211                   | 电话：010-85950438                  | 电话：0755-86695353                       |
| 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn         | 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn        | 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn              |
| 邮编：201204                         | 邮编：100005                        | 邮编：518000                              |
| 地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号<br>紫竹国际大厦 5 楼 | 地址：北京市东城区建内大街 26 号<br>新闻大厦 8 层南侧 | 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心<br>18 楼 1806 |



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究