

农林牧渔行业 2022 中报总结

养殖链 Q2 业绩边际改善，种植链整体业绩依然承压

超配

核心观点

2022 上半年：养殖链承压明显，周期景气上行。2022 上半年，农林牧渔板块整体营业收入同比增长 3.96%；板块整体归母净利润延续亏损，同比大幅减少 185.99%。子板块方面，从 2022H1 营收同比增速来看，林业（+28%）>种植业（+13%）>农产品加工（+11%）>农业综合（+9%）>饲料（+8%）>渔业（+1%）>养殖业（-5%）>动物保健（-8%）；从 2022H1 归母净利润同比增速来看，林业（+1261%）>农业综合（+29%）>种植业（+2%）>农产品加工（-17%）>渔业（-25%）>动物保健（-44%）>饲料（-115%）>养殖业（-714%）。在猪价低迷和原材料价格上涨双重压力下，饲料板块（傲农生物、唐人神、大北农、金新农、海大集团等加码养殖）和养殖业 2022H1 净利均延续下滑。

2022Q2：养殖链盈利触底，种植链持续回暖。2022Q2 农林牧渔板块整体营业收入同比增长 7.52%，环比增加 184.06%。具体来看，**生猪板块** 2022Q2 归母净利润同比下降 43%，环比+77%。其中，牧原股份及华统股份业绩下滑增速处于较低水平，分别同比下降 174%、213%，相较于同行的单位超额盈利优势进一步凸显。**肉禽板块**，板块整体受禽价环比回升影响有所回暖，但高粮价令导致禽养殖业盈利依旧承压，营收及净利分别环比变动+23%及+83%。**动保板块** 2022Q2 营收环比增加 14%，归母净利润同比减少 36%，环比减少 18%。由于 2022Q2 猪价开启回暖，下游养殖端对于动保的需求有所修复，因此头部动保企业营收及净利虽仍同比下降，但幅度明显收窄。我们认为未来随猪价环比改善，板块有望实现量利齐增，看好动保板块的估值修复。**饲料板块** 整体 22Q2 营收同比增长 7%，但归母净利润同比下降 1%，其中海大集团/大北农/金新农 2022Q2 的营业收入同比分别为+17%/-12%/-37%，归母净利润同比变动分别为-13%/-358%/-276%，海大集团得益于饲料技术研发积累与数字化大幅度提升，相对于行业的单位超额收益进一步拉大，在优秀管理层的带动下，熵减进化持续成长。**种植板块** 整体净利同比减少 44%，环比下降 88%。我们看好 2022 年品种端实质性推进，相关头部受益标的 2022 年业绩有望迎来改善。

投资建议：重点推荐养殖、动保及种子三大主线。其中，1）生猪养殖推荐：华统股份、巨星农牧、傲农生物、天康生物、东瑞股份、唐人神、新五丰、中粮家佳康、牧原股份、新希望、温氏股份、天邦食品等，建议关注双汇发展、龙大美食等；2）禽推荐：圣农发展、立华股份；建议关注：春雪食品、益生股份、仙坛股份、湘佳股份。3）动保推荐：回盛生物、中牧股份、科前生物、普莱柯。4）种业推荐：隆平高科、登海种业、大北农。

风险提示：不可控动物疫情引发的潜在风险；原材料价格剧烈波动的风险。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2022E	2023E	2022E	2023E
002840	华统股份	买入	22.21	13,461	0.77	3.09	29	7
002299	圣农发展	买入	22.20	27,611	0.01	0.95	2220	23
002714	牧原股份	买入	59.00	314,007	2.25	7.44	26	8
300761	立华股份	买入	45.68	21,004	1.07	3.04	43	15
000998	隆平高科	买入	15.52	20,439	0.06	0.38	259	41
002385	大北农	买入	8.67	35,905	-0.02	0.41	-434	21

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

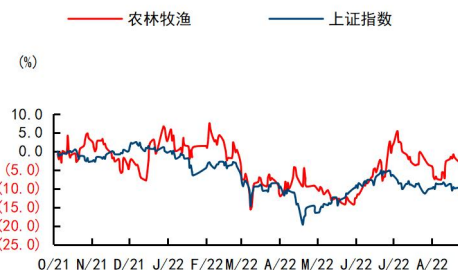
行业研究 · 行业专题

农林牧渔

超配 · 维持评级

证券分析师：鲁家瑞 联系人：**李瑞楠**
 021-61761016 021-60893308
 lujiarui@guosen.com.cn lirunan@guosen.com.cn
 S0980520110002
联系人：江海航
 010-88005306
 jianghaihang@guosen.com.cn

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《农林牧渔 2022 年 9 月投资策略-把握养殖链景气上行，重视种业板块布局》——2022-08-28
 《农产品研究跟踪系列报告（44）-本周全国外三元生猪均价涨幅为 1.22%，全国仔猪均价跌幅为 1.50%》——2022-08-20
 《农产品研究跟踪系列报告（43）-本周全国外三元生猪均价跌幅为 0.93%，全国仔猪均价跌幅为 0.71%》——2022-08-14
 《农产品研究跟踪系列报告（42）-本周全国外三元生猪均价涨幅为 1.37%，全国仔猪均价涨幅为 0.02%》——2022-08-07
 《农林牧渔 2022 年 8 月投资策略-继续看好养殖链景气上行，把握种业板块新布局》——2022-07-31

内容目录

2022 中报业绩总结：养殖链整体承压明显，种植链玉米标的表现突出	4
2022H1 农林牧渔板块整体收入同比+4%，归母净利同比-186%	4
2022H1 子行业情况：养殖业绩承压明显，种植受益粮价后周期	4
2022Q2 业绩总结：养殖链环比回暖，种植链阶段下滑	6
2022Q2 农林牧渔板块营收、归母净利分别同比+7.52%、+184.06%	6
生猪：个股表现分化，华统及牧原具备超额盈利	7
禽板块：周期底部导致板块业绩低迷，食品消费转型带来新曙光	8
动物保健：近期猪价景气上行，销售收入环比回暖	9
饲料：海大集团优势显著，单位超额收益进一步拉大	10
种植链：玉米或迎转基因催化，静待种业格局重塑	11
投资建议：重点推荐养殖、动保、种子三大主线	15
养殖：周期景气上行，重点推荐华统、牧原与海大	15
动保：看好板块估值修复，行业贝塔机会凸显	15
种植链：看好 2022 年品种端的实质性推进，重视头部受益标的布局	15
风险提示	16
免责声明	18

图表目录

图 1: 2022H1 农林牧渔板块收入同比增长 3.96%	4
图 2: 2022H1 年农林牧渔板块归母净利同比减少 185.99%	4
图 3: 2022H1 农林牧渔各板块营收增速	5
图 4: 2022H1 农林牧渔各板块归母净利增速	5
图 5: 2022H1 农林牧渔板块营收环比增加 18%	6
图 6: 2022H1 农林牧渔板块归母净利同比增加 184%	6
图 7: 2022H1 农林牧渔子板块营收同比增速	6
图 8: 2022H1 农林牧渔子板块归母净利同比增速	6
图 9: 22Q2 肉禽企业营收同比增速情况	9
图 10: 湘佳股份冷鲜产品毛利率受禽价周期影响较小	9
图 11: 2022Q2 头部动保公司营收环比改善明显	10
图 12: 2022Q2 头部动保公司归母净利环比改善明显	10
图 13: 部分动物疫苗企业 2022Q2 批签发量同比回暖明显	10
图 14: 多数动物疫苗企业 2022M7 批签发量环比回暖	10
图 15: 22Q2 部分饲料企业营收同比增速情况	11
图 16: 22Q2 部分饲料企业归母净利同比增速情况	11
图 17: 22Q2 部分种植企业营收同比增速情况	11
图 18: 22Q2 部分种植企业归母净利同比增速情况	11
图 19: 我国转基因研发进展	12
图 20: 转基因品种审定的核心内容	12
图 21: 转基因放开后, 玉米有效利润空间增长 4 倍	13
图 22: 我国玉米国审品种数量增多, 预计明年起改善	14
图 23: 派生品种需要得到原始品种的许可才能销售	14
表 1: 各子行业选取公司列表	4
表 2: 22Q2 农林牧渔各子行业营业收入同比增速情况	7
表 3: 22Q2 农林牧渔各子行业归母净利同比增速情况	7
表 4: 22Q2 多数猪企营收环比回升明显	7
表 5: 2022Q2 猪企净利同比有所回暖	8
表 6: 2022Q2 主要生猪标的出栏及盈利情况	8

2022 中报业绩总结：养殖链整体承压明显，种植链玉米标的表现突出

2022H1 农林牧渔板块整体收入同比+4%，归母净利同比-186%

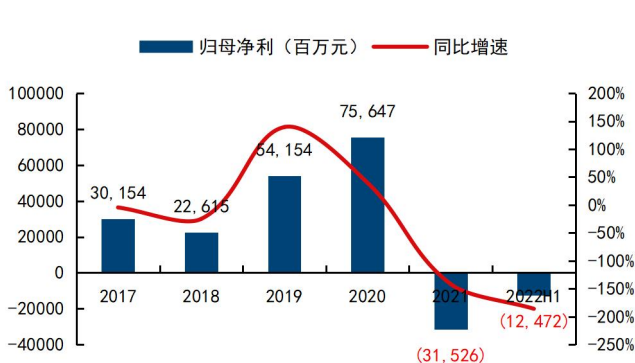
2022H1 农林牧渔板块整体营收同比+3.96%；归母净利延续亏损，同比-185.99%。

图1：2022H1 农林牧渔板块收入同比增长 3.96%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：2022H1 年农林牧渔板块归母净利同比减少 185.99%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2022H1 子行业情况：养殖业绩承压明显，种植受益粮价后周期

为分析子行业变化趋势，我们将 SW 农林牧渔板块的 103 个上市公司分为 8 个子板块，分别是养殖业/动物保健/饲料/种植业/农产品加工/渔业/林业/农业综合。

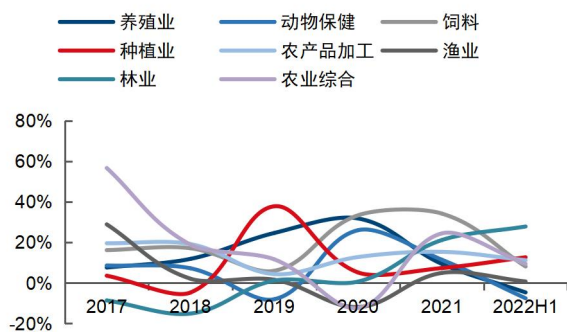
表1：各子行业选取公司列表

养殖业	动物保健	饲料	种植业	农产品加工	渔业	林业	农业综合
福成股份	驱动力	路斯股份	亚盛集团	金健米业	开创国际	ST 景谷	润农节水
新五丰	永顺生物	傲农生物	农发种业	华资实业	大湖股份	平潭发展	辉隆股份
巨星农牧	大禹生物	禾丰股份	敦煌种业	冠农股份	好当家	永安林业	大禹节水
神农集团	中牧股份	天马科技	新农开发	中粮糖业	中水渔业	福建金森	
罗牛山	生物股份	正虹科技	万向德农	国投中鲁	ST 獐子岛		
新希望	普莱柯	粤海饲料	新赛股份	德利股份	国联水产		
东瑞股份	海利生物	天康生物	北大荒	深粮控股			
天邦食品	申联生物	海大集团	博闻科技	京粮控股			
正邦科技	科前生物	大北农	海南橡胶	西王食品			
民和股份	金河生物	金新农	苏垦农发	南宁糖业			
圣农发展	绿康生化	唐人神	宏辉果蔬	中粮科技			
ST 华英	瑞普生物	百洋股份	丰乐种业	ST 中基			
益生股份	回盛生物	中宠股份	隆平高科	保龄宝			
鹏都农牧		佩蒂股份	登海种业	双塔食品			
牧原股份			众兴菌业	克明食品			
仙坛股份			荃银高科	道道全			
湘佳股份			神农科技	祖名股份			
ST 天山			雪榕生物	晨光生物			
温氏股份			华绿生物	朗源股份			
立华股份			万辰生物	佳沃食品			
晓鸣股份				金龙鱼			
益客食品							

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

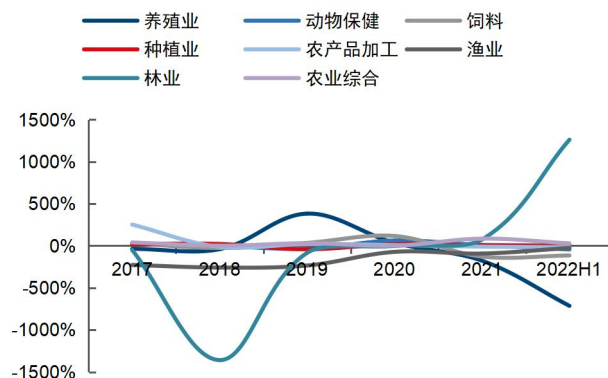
对于农林牧渔各子板块，从 2022H1 营收同比增速来看，林业（+28%）>种植业（+13%）>农产品加工（+11%）>农业综合（+9%）>饲料（+8%）>渔业（+1%）>养殖业（-5%）>动物保健（-8%）；从 2022H1 年归母净利润同比增速来看，林业（+1261%）>农业综合（+29%）>种植业（+2%）>农产品加工（-17%）>渔业（-25%）>动物保健（-44%）>饲料（-115%）>养殖业（-714%）。2022H1，在猪价低迷和原材料价格上涨的双重压力下，饲料板块（其中，傲农生物、唐人神、大北农、金新农、海大集团等加码养殖）和养殖业 2021 年净利均出现大幅下滑。

图3：2022H1 农林牧渔各板块营收增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：2022H1 农林牧渔各板块归母净利润增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

具体来看：

养殖板块头部生猪企业虽出栏扩张明显，但在猪价低迷、粮价上涨双重压力下，盈利承压明显。板块整体 2021 年收入同比-5%，归母净利润同比-714%。另外，生猪龙头牧原股份的业绩表现明显优于板块整体，其 2022H1 实现生猪出栏 3128 万头，归母净利达-66.8 亿元，同比增长-170.16%，营业收入达 442.7 亿元，同比增长 6.57%。

饲料板块业绩受益后周期销售实现高增长，但盈利承压明显，一方面，生猪及家禽产能保持高位，利好下游饲料销售，另一方面，部分饲料企业如傲农生物、唐人神、大北农等向下游生猪养殖业务延伸，2021 年生猪业务承压明显。饲料板块整体 2022H1 收入同比+8%，归母净利润同比-115%。

动保板块 2022H1 受猪价低迷冲击，短期业绩下滑明显。板块整体 2022H1 收入同比-8%，归母净利润同比-44%。其中，头部企业的业绩增速优于行业平均，2022H1，中牧股份归母净利达 2.57 亿元，同比-18.86%。

种植板块 2022H1 营收稳增，玉米标的表现突出。板块整体 2022H1 年收入同比+13%，归母净利润同比+2%。其中，登海种业 2022H1 年营业收入达 4.40 亿元，同比+6%，归母净利达 1.12 亿元，同比+7%。隆平高科 2022H1 玉米种子收入达 3.27 亿元，同比+104%。

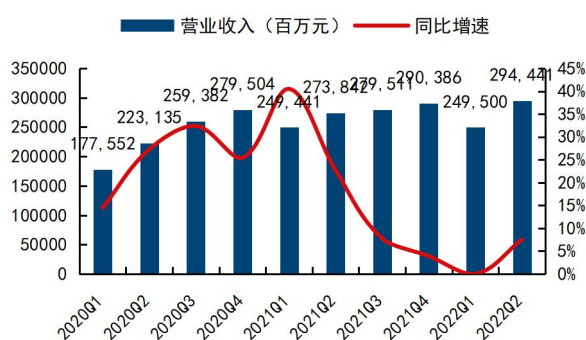
农产品加工板块整体受高粮价影响业绩延续承压，板块整体 2021 年收入同比+11%，归母净利润同比-17%。其中，金龙鱼 2022H1 营业收入达 1194.83 亿元，同比+16%，归母净利达 19.76 亿元，同比-33%，收入保持稳定增长。

2022Q2 业绩总结：养殖链环比回暖，种植链阶段下滑

2022Q2 农林牧渔板块营收、归母净利分别同比+7.52%、+184.06%

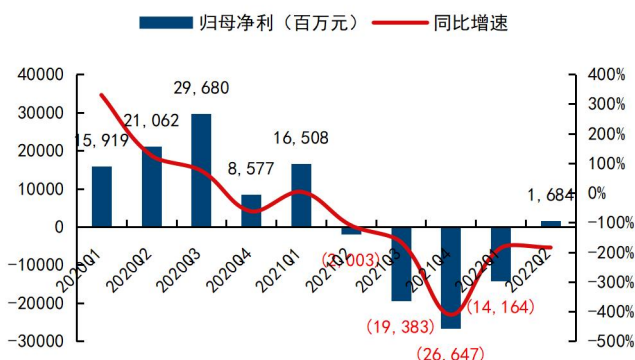
2022Q2，农林牧渔板块整体营业收入同比增长 7.52%，环比增加 184.06%，其中，养殖业/动物保健/饲料/种植/农产品加工板块分别同比-5%/-8%/+8%/+13%/+11%。农林牧渔板块整体 2022Q2 归母净利同比增加 184.06%，环比转盈。其中，畜禽养殖/动物保健/饲料/种植/农产品加工板块分别同比-52%/-37%/-18%/-44%/+17%。

图5：2022H1 农林牧渔板块营收环比增加 18%



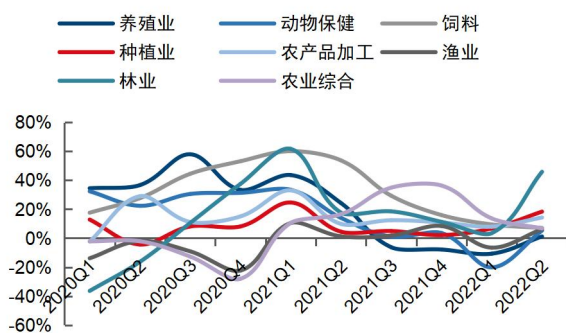
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图6：2022H1 农林牧渔板块归母净利同比增加 184%



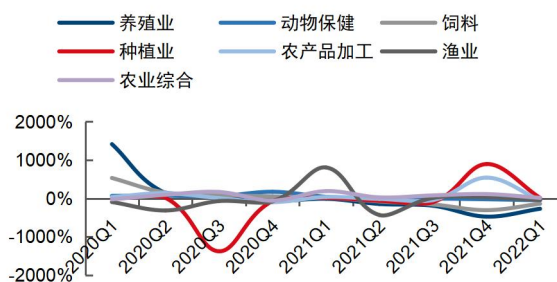
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图7：2022H1 农林牧渔子板块营收同比增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图8：2022H1 农林牧渔子板块归母净利同比增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表 2: 22Q2 农林牧渔各子行业营业收入同比增速情况

	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2
养殖业	-6%	-8%	-11%	1%
动物保健	1%	4%	-20%	5%
饲料	29%	16%	9%	7%
种植业	5%	2%	7%	18%
农产品加工	12%	11%	8%	14%
渔业	2%	8%	-7%	6%
林业	18%	11%	3%	46%
农业综合	35%	36%	14%	7%

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

表 3: 22Q2 农林牧渔各子行业归母净利润同比增速情况

	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2
养殖业	-192%	-475%	-270%	-52%
动物保健	-4%	-23%	-49%	-37%
饲料	-159%	-307%	-140%	-18%
种植业	-99%	895%	13%	-44%
农产品加工	-44%	541%	-50%	17%
渔业	13%	31%	-46%	-29%
林业	178%	190%	-146%	124748%
农业综合	78%	112%	14%	45%

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

生猪：个股表现分化，华统及牧原具备超额盈利

2022Q2 生猪板块 14 家上市企业合计营业收入同比下降 2%，环比增加 17%；合计归母净利润同比下降 43%，环比下降 77%。我们认为 2021 年非洲猪瘟疫情会更加奖励管理能力强的养殖群体，业绩分化可能更为极端。从归母净利润来看，生猪板块整体受春节后猪价走低影响，盈利同比大幅下滑。其中，行业龙头牧原股份业绩表现靓丽，22Q2 的营收同比增速及归母净利润同比增速均位于行业领先，分别变动 +22%及 -159%，生猪龙头地位稳固，成长性进一步凸显。此外，华统股份 Q2 扭亏为盈，公司拥有浙江省稀缺的养殖资产，享有浙江省猪价高、疫情防控好等优势，因而单头生猪出栏具备明显的超额盈利优势。

表 4: 22Q2 多数猪企营收环比回升明显

	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2
华统股份	-23%	-22%	-35%	8%
牧原股份	-19%	32%	-9%	22%
温氏股份	-18%	-6%	-13%	23%
大北农	30%	4%	-13%	-12%
天康生物	13%	1%	2%	1%
傲农生物	57%	13%	7%	8%
唐人神	1%	4%	-2%	11%
天邦股份	-17%	-24%	-52%	4%
新希望	10%	-9%	1%	2%
巨星农牧	-3%	43%	2%	8%
正邦科技	-17%	-54%	-49%	-74%
金新农	6%	-31%	-15%	-37%
新五丰	-46%	-39%	-19%	59%
东瑞股份	-56%	-38%	-44%	-5%

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

表5: 2022Q2 猪企净利同比有所回暖

	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2
华统股份	-762%	-545%	-213%	-6%
牧原股份	-108%	-128%	-174%	-159%
温氏股份	-276%	354%	-792%	-108%
大北农	-166%	-216%	-159%	-358%
天康生物	-167%	-303%	-123%	-53%
傲农生物	-307%	-1538%	-317%	0%
唐人神	-309%	-407%	-153%	-109%
天邦股份	-259%	-520%	-445%	-249%
新希望	-255%	2172%	-2204%	-65%
巨星农牧	-255%	-39%	-235%	-17%
正邦科技	-305%	-3697%	-1250%	13%
金新农	-337%	261%	-869%	-276%
新五丰	-298%	-495%	-358%	-312%
东瑞股份	-98%	-118%	-117%	-158%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表6: 2022Q2 主要生猪标的出栏及盈利情况

股票名称	2022Q2 出栏情况							2022Q2 盈利情况			
	生猪出栏 (万头)	生猪出栏环 比变动 (%)	生猪出栏同 比变动 (%)	肥猪出栏 (万头)	仔猪出栏 (万头)	种猪出栏 (万头)	归母净利润 (亿元)	头均生猪 盈利估算 (元)	头均肥猪 盈利估算 (元)	商品猪 销售均价 (元/公斤)	Q2 养殖 完全成本 (元/公斤)
华统股份	32.37	100%	1923%	29.37	2.7	0.3	0.3	89	98	16.1	-
牧原股份	1746.3	26%	80%	1400	328.5	17.8	-15	-86	-107	14.51	15.6-15.8
傲农生物	129.7	24%	79%	-	-	-	-3	-251	-	-	19.5
东瑞股份	11.71	-7%	57%	8.75	2.51	0.43	-0.27	-229	-307	19.1	上半年 18
新希望	315.14	-15%	45%	-	-	-	-14.5	-460	-	14.42	17.7
天邦食品	107.47	7%	43%	106.39	1.0769	-	13	1170	1181	15.05	-
唐人神	48.26	27%	19%	40.56	7.4	-	0.09	20	23	-	-
天康生物	55.46	47%	45%				-0.28	-50	-	-	17-17.4
温氏股份	398.24	-1%	54%	-	-	-	2	60	-	15.05	17
中粮家佳康	110.9	-4%	27%	-	-	-	-	-	-	14.75	-
大北农	91.18	-15%	1%	-	-	-	-3	-305	-	14.79	上半年 16.5 1-5 月商品 猪完全成本 18.05
金新农	33.38	-1%	42%	-	-	-	-0.36	-108	-	15.67	18.05
巨星农牧	33.1	-5%	-	-	-	-	0.47	143	-	-	16.52
正邦科技	241.91	0%	-45%	147.78	94.12	-	-19	-766	-1253	13.99	-

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 (头均生猪盈利=Q2 归母净利润/Q2 生猪总出栏量, 头均肥猪盈利=Q2 归母净利润/Q2 肥猪总出栏量, 其中, 新希望按公司公告的实际猪产业 Q2 亏损计算, 其余公司按整体归母净利润计算; 另外 Q2 养殖完全成本数据均来源于公司公告)

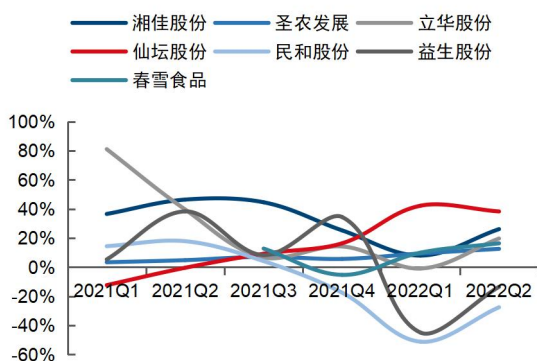
对于猪周期, 近期猪价上涨达到 22 元/公斤以上, 我们继续看好行业景气上行, 生猪养殖板块有望迎来高光时刻。受益标的选择开始向业绩确定性标的转移, 核心推荐: 华统股份、牧原股份、海大集团。其中, 华统股份 2022H1 业绩预告表现优秀, 是少数实现盈利的猪企之一, 公司出栏增速快与单位超额盈利的优势进一步得到验证, 继续予以重点推荐。

禽板块: 周期底部导致板块业绩低迷, 食品消费转型带来新曙光

2022Q2 肉禽板块 7 家上市企业合计营业收入同比增加 14%, 环比增加 23%; 合计归母净利润同比增长 6%, 环比增长 83%, 板块整体受禽价环比回升影响有所回暖, 但高粮价令导致禽养殖业盈利依旧承压。另外, 行业内向食品消费积极转型的禽板块公司盈利向好, 其中, 湘佳股份 22Q2 的营收同比增长 26%, 环比增加 8%, 归母净利润同比增长 48%, 环比减少 158%。立华股份 22Q2 的营收同比增加 20%, 环比

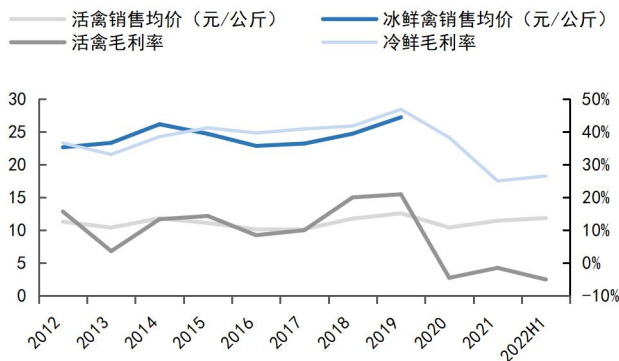
增加 12%，归母净利同比增加 104%，环比增加 113%。圣农发展 22Q2 的营收同比增长 13%，环比增加 23%，归母净利同比下降 117%，环比增长 49%。

图9：22Q2 肉禽企业营收同比增速情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图10：湘佳股份冷鲜产品毛利率受禽价周期影响较小



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

白羽肉鸡周期底部反转时点或将临近，黄羽肉鸡养殖盈利有望好转。白羽鸡方面，我们认为当前行业产能处于历史高位，板块估值处于底部位置，截止 2022 年 7 月 31 日，祖代鸡存栏（在产+后备）170 万套，较上年同比增加 0.5%，较上月同期环比减少 4.06%，父母代存栏（在产+后备）3244 万套，较上年同比增加 1.08%，较上月同期环比增加 0.91%。祖代种鸡存栏开始出现加速淘汰趋势，当前养殖各环节深度亏损，预计亏损或将继续加深，有望加速产能出清。

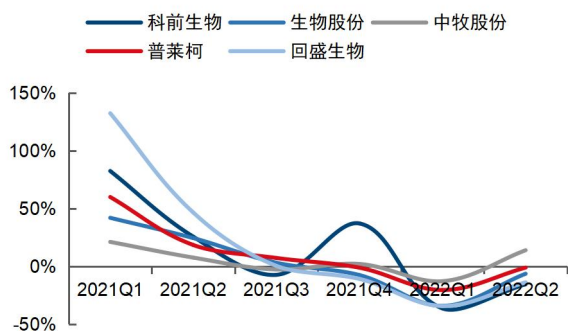
黄羽鸡方面，截止 2022 年 8 月 14 日，国内祖代鸡存栏（在产+后备）271 万套，同比增加 6.63%；父母代存栏（在产+后备）2276 万套，同比下降 2.63%，在产父母代存栏比 2019 年同期相比下降了 6.79%。我们认为，黄羽肉鸡市场在经历一年多价格低迷行情后，目前父母代种鸡存栏处于三年内新低水平，当前高粮价有望推动产能去化趋势延续，预计 2022 年起养殖盈利有望开始好转。

此外，禽链的成长股机会不在于养殖，而在于消费。黄羽鸡行业的未来是冰鲜，“大行业+渗透率低+龙头市占率低”是该行业的特点，未来是有可能诞生优秀的消费企业。白羽鸡行业相对成熟，当前产业链整体正在向食品深加工下沉，行业龙头有望迎来估值修复。禽链推荐：圣农发展、湘佳股份、和立华股份。

动物保健：近期猪价景气上行，销售收入环比回暖

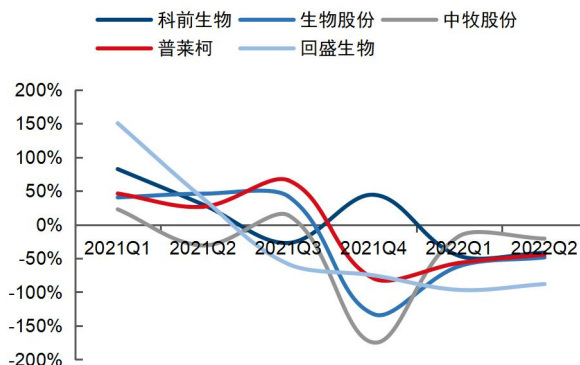
2022Q2 动保板块方面，SW 动物保健的 13 家上市企业合计营业收入同比增加 6%，环比增加 14%；合计归母净利同比减少 36%，环比减少 18%。其中，头部动保企业由于 2022Q2 猪价开启回暖，下游养殖端对于动保的需求有所修复，因此营收及净利虽仍同比下降，但幅度明显收窄。分公司来看，科前生物/生物股份/中牧股份/普莱柯/回盛生物 2022Q1 的营业收入同比分别为-16%/-6%/+14%/-1%/-14%，归母净利同比分别为-42%/-49%/-21%/-44%/-88%。

图 11: 2022Q2 头部动保公司营收环比改善明显



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

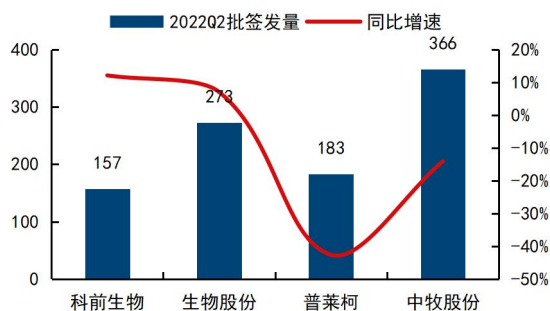
图 12: 2022Q2 头部动保公司归母净利环比改善明显



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

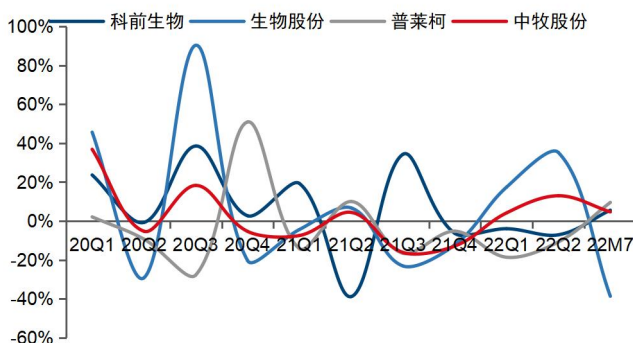
猪价持续上行推动头部企业 7 月批签发数据环比回暖。从动物疫苗企业的 2022 年 7 月的批签发数据来看, 多数头部企业的整体业绩销售环比回暖明显, 其中普莱柯、科前生物、中牧股份 7 月批签发数据分别环比增加 10%、6%、5%, 生物股份 7 月批签发数据环比减少 39%。从历史数据来看, 养殖利润的提高将增加养殖户在防疫方面的支出。虽然 2022Q1 惨淡的猪价抑制了动保企业的销售业绩表现, 但当前生猪行业景气度已明显恢复, 猪价回升带来的养殖端利润修复或将缓解养殖户资金紧张情况并改善其对未来养殖利润的预期, 养殖户对防疫的要求有望加强, 头均防疫费用支出将随之提升, 进而推动上游畜用疫苗需求不断回暖, 利好畜用疫苗企业的业绩表现。因此我们认为, 从底部布局的视角来看, 畜用疫苗企业的贝塔行情值得关注。

图 13: 部分动物疫苗企业 2022Q2 批签发量同比回暖明显



资料来源: 国家兽药基础数据库, 国信证券经济研究所整理

图 14: 多数动物疫苗企业 2022M7 批签发量环比回暖



资料来源: 国家兽药基础数据库, 国信证券经济研究所整理

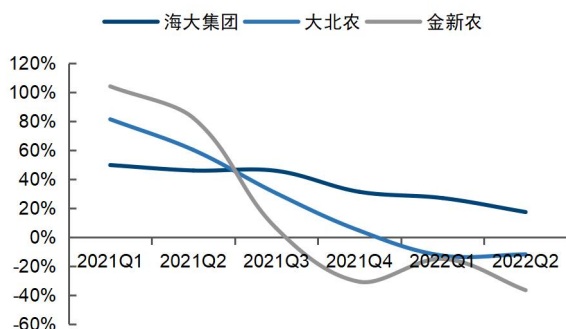
饲料: 海大集团优势显著, 单位超额收益进一步拉大

2022Q2 饲料板块方面, SW 饲料的 13 家上市企业合计营业收入同比+7%, 环比+25%; 合计归母净利同比-18%, 环比+153%。其中, 海大集团的业绩表现优异, 竞争优势明显, 得益于饲料技术研发积累与数字化大幅度提升, 海大相对于行业的单位超额收益进一步拉大, 和同业公司对比来看, 海大集团/大北农/金新农 2022Q2 的营业收入同比分别为+17%/-12%/-37%, 归母净利同比变动分别为-13%/-358%/-276%。

我们认为海大集团是大农业领域的稀缺成长股, 公司最大优势在于拥有主动做熵减以及拥有进化能力的管理层。一方面, 董事长决策得当, 通过塑造良好的企业

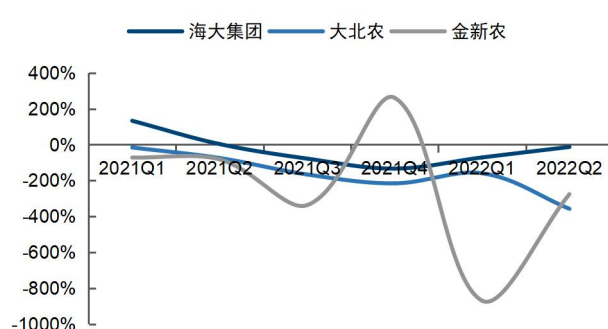
文化氛围、制定切实有效的员工激励制度，由上而下地调动全体员工的主观能动性。另一方面，公司允许内部犯错试探，一旦试探成功，在好的激励下，公司就会快速并且成功地向下游做延伸；这表明公司是主动去进化的公司，通过不断对自身做熵减，打破原有的经营平衡状态，保持组织活力，不断拥有活力之源。短期，公司充分受益后周期，特种水产饲料市占率提升空间广阔，新增生猪养殖项目将带来丰厚利润。长期来看，公司管理层优势显著，在做专做稳主业的基础上，聚焦农业产业从田园到餐桌的十几万亿市场，有序尝试、布局新业务，公司有望成为农牧行业的标杆企业。

图 15: 22Q2 部分饲料企业营收同比增速情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 16: 22Q2 部分饲料企业归母净利润同比增速情况

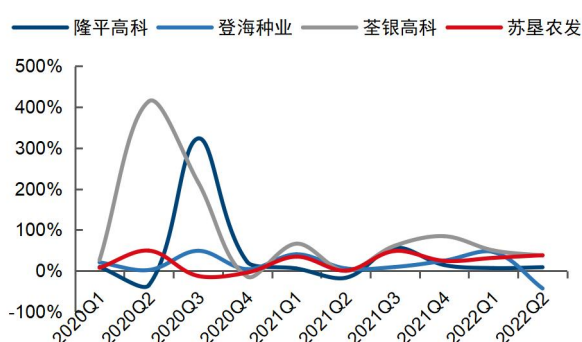


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

种植链：玉米或迎转基因催化，静待种业格局重塑

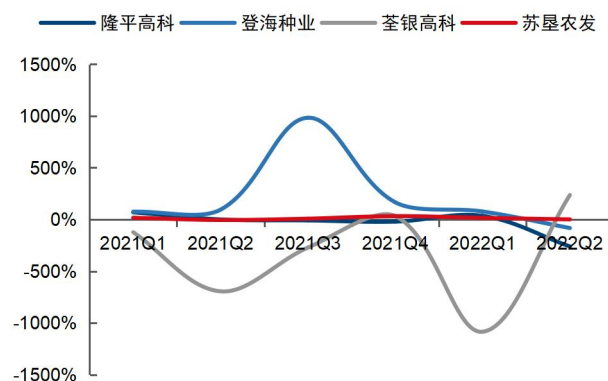
2022Q2 种植板块方面，SW 种植的 20 家上市企业合计营业收入同比增长 18%，环比增加 16%；合计归母净利润同比减少 44%，环比减少 88%。其中，隆平高科/登海种业/荃银高科/苏垦农发 2022Q2 的营业收入同比增长分别为 +9%/-43%/+37%/+38%，归母净利润同比分别为 -261%/-83%/+236%/+1%。我们看好全球潜在粮食安全危机的背景下，国内合理有序安全地推进转基因种子落地，看好 2022 年品种端实质性推进，相关头部受益标的 2022 年业绩有望迎来改善。

图 17: 22Q2 部分种植企业营收同比增速情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 18: 22Q2 部分种植企业归母净利润同比增速情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

转基因审定办法落地，行业迎来发展新阶段。2021 年 11 月 12 日，为落实党中央、国务院农业转基因生物安全管理及现代种业发展有关决策部署，农业农村部发布

关于《农业农村部关于修改部分种业规章的决定（征求意见稿）》公开征求意见的通知，其中新增了关于转基因农作物品种审定的相关细则，我们认为这标志着转基因农作物商业化正式落地，种业或将迎来新的发展阶段。转基因在落地的过程有两个核心点，一个是转基因转化体的安全证书，一个是品种的审定。其中，转化体安全证书前的准备工作有性状研发、中间实验、环境释放、生产性试验，2019-2021 年已有国产玉米、大豆品种连续获批农业转基因生物安全证书；而品种的审定核心在于《品种审定规则》，之前国内品种审定规则没有相关内容，本次修订主要是填补转基因农作物品种的内容，我们认为这在政策上表明，转基因从实验阶段落实到商业化阶段迈出了重要的一步。我们预计在正常情况下，转基因品种有望在 2023 年前后上市销售。

2009 年我国曾为抗虫水稻和转植酸酶基因玉米颁发农业转基因生物安全证书，但由于国内对转基因作物接受程度较低和技术储备不充分等原因未能进入品种审定阶段，商业化进程搁浅。与 2009 年生物安全证书获批但商业化失败的情况不同，国内现在具备转基因放开较好条件，一方面，相比 2009 年，目前我国对转基因的认识已相对成熟，同时技术储备也有了很大进步；另一方面，玉米和大豆品种性状商业化优势明显，我国玉米和大豆主要用于饲料和加工原料，符合转基因作物“非食用-间接食用-食用”推广路径，而 2009 年颁发的抗虫稻由于涉及口粮，因而阻力较大。此外，2019-2021 年颁布的大豆和玉米品种安全证书聚焦抗虫和耐除草剂性状，商业价值明显，尤其对治理 2019 年来肆虐的草地贪夜蛾灾害具有重要意义。

图 19：我国转基因研发进展



资料来源：农村农业部，国信证券经济研究所整理

图 20：转基因品种审定的核心内容

（十）在第二十五条后增加一条：“申请审定的转基因品种，除目标性状外，其他特征特性与受体品种无变化，受体品种已通过审定且未撤销审定，按以下两种情形进行品种试验：

（一）申请审定的适宜种植区域在受体品种适宜种植区域范围内，可简化试验程序，只需开展一年的生产试验；

（二）申请审定的适宜种植区域不在受体品种适宜种植区域范围内的，应当开展两年区域试验、一年生产试验。

对于转育的新品种，应当开展两年区域试验、一年生产试验和 DUS 测试。”

资料来源：农村农业部，国信证券经济研究所整理

假设转基因放开后，国内玉米种业将由周期转为成长行业。前后逻辑变化如下：

- ◆ 旧逻辑-同质化存量竞争：种植面积不变，玉米种业天花板已现；玉米种子太容易套牌、冒牌，同质化高，劣币驱逐良币，集中度无法提升。
- ◆ 转基因后新逻辑-增量且市占率集中：转基因可以增产，省人工，省农药，种子价格将提升，天花板明显上移，预计市场容量增加接近 100 亿；打假成本大幅降低，一定程度上减少套牌、冒牌种子数量，“良币”生存环境改善。

假设转基因放开后，玉米种业格局亦将迎洗牌式重塑，龙头市占率快速提升。前后企业核心竞争力变化如下：

- ◆ 旧核心竞争力：率先获得有竞争力的亲本，通过领先育种体系选育出优良品种，本质是亲本性状的低成本稳定传递。

◆ **转基因后新核心竞争力：转基因性状就是“优势性状”，转基因落地就是一场彻底的品种换代革命，行业龙头市占率快速提升。**

另外，转基因品种上市销售将带来新一轮玉米种业的品种换代，目前行业推广品种预估有接近万个，如果转基因落地，预计推广品种会大幅度收缩，将有效缓解行业同质化竞争压力，利好头部企业经营发展。

图 21：转基因放开后，玉米有效利润空间增长 4 倍

转基因/ 非转基因	亩均 出厂价 (元)	亩均利润 空间 (元)	种植面积 (亿亩)	市场 规模 (亿元)	市场利润 空间 (亿元)
2018 整体	30	5	6	180	30
转基因后	45	15-20	6	270	90-120

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

行业供给端与需求端边际改善明显，国家扶持种业强企的决心提升。首先，从供给端来看，2021 年以前我国种业产品同质化严重，竞争有加剧倾向。国家从 2016 年开始放开品种的审定，开启绿色通道审批。2017 年以后国审新品种数量明显增多，再加上玉米行业周期下行，行业竞争加剧，行业盈利降低。从国审品种数量上来看，虽然头部企业市占率低，但竞争优势依然具备，国内研发领先企业和研究所主要为北京农林科学院、登海种业、隆平高科（联创种业+安徽隆平）和铁岭先锋。

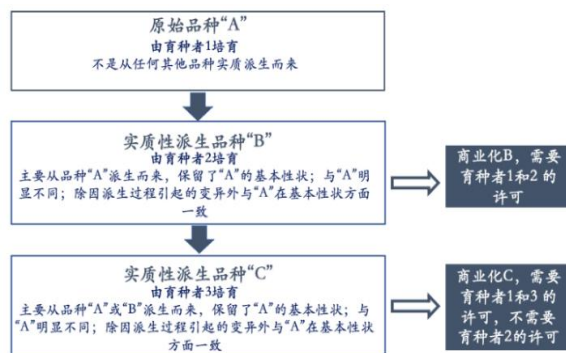
从 2021 年起，种业受国家重视程度持续升温，迎来种子法修订草案提请审议、玉米及稻品种审定标准提升等多项重磅催化，我国育种同质化问题有望改善，供给侧头部种企业经营环境向好。一方面，《国家级玉米、稻品种审定标准（2021 年修订）》于 2021 年 10 月 1 日起实施，新标准提升了玉米、稻品种的审定门槛，新增一致性和真实性要求，玉米新品种差异位点数需 ≥ 4 个，水稻新品种差异位点数需 ≥ 3 个。另一方面，2021 年 8 月 17 日，第十三届全国人大常委会第三十次会议对《中华人民共和国种子法（修正草案）》进行了审议，本次种子法修正草案拟扩大植物新品种权的保护范围及保护环节，建立实质性派生品种制度，该制度对育种创新提出更高要求，行业同质化育种严重的现状有望大幅改善，预计未来新审定品种数量将显著改善，新品种保护法规有望加速落地，头部研发实力强的企业或最为受益。

图22: 我国玉米国审品种数量增多, 预计明年起改善



资料来源: 农业农村部, 国信证券经济研究所整理

图23: 派生品种需要得到原始品种的许可才能销售



资料来源: 农业农村部, 国信证券经济研究所整理

其次, 从需求端来看, 我国土地经营由小农向适度规模化发展, 也利好农业生产者对正规的种子等农资产品的需求, 行业监管环境改善。具体来看, 当行业以小农民为主时, 主要消费群体对价格敏感度高, 因此让套牌种子拥有了一定的行业生长土壤。而在当前这个时点, 由于农村劳动力流失加速, 土地适度规模化在市场因素下稳步推进。考虑到种粮大户的崛起对正规厂家的产品需求更为刚性, 而且便于行业监管, 可能使得行业经营更为规范, 头部企业的经营环境也因此改善。

综上所述, 无论是供给端对于品种保护的重视, 还是需求端土地适度规模化带来的正规农资需求上升, 都给种业经营环境带来了明显的边际改善, 国家对种业强企扶持的决心提升, 利好头部企业发展。

投资建议：重点推荐养殖、动保、种子三大主线

养殖：周期景气上行，重点推荐华统、牧原与海大

我们认为 2022 年是提前布局板块最好的阶段，看好生猪板块在 2022 年的表现，具体观点如下：

生猪：近期猪价上涨达到 22 元/公斤以上，我们认为行业景气上行，生猪养殖板块有望迎来高光时刻。受益标的选择开始向业绩确定性标的转移，核心推荐：华统股份、牧原股份、海大集团。

禽链：白羽鸡短期产能去化幅度较大，看好白马股的估值修复逻辑。2022 年在低价格和高成本的打压下，白鸡行业亏损处于历史之最，未来有望迎来产能加速出清，我们看好行业的估值修复，尤其是白马股的估值修复，重点推荐：圣农发展。黄羽鸡在产父母代存栏处于三年以来最低水平，且产能去化趋势仍在延续，预计黄鸡养殖盈利 2022 年或将好转，推荐优质养殖标的：立华股份、湘佳股份。

动保：看好板块估值修复，行业贝塔机会凸显

短期，看好板块估值修复（一个季度），一是后续猪价环比改善，动保行业经营边际向好，二是估值处于历史的底部，安全边际足够。中期，看好行业反转（2-4 个季度），猪周期景气上行，受益于下游养殖的高盈利和规模化趋势的加速，动保行业有望迎来业绩的量利双击。长期，看好龙头市占率提升，一方面，养殖规模化有望带动动保行业扩容，且头部动保企业在研发、产品和渠道等方面的优势或将进一步凸显；另一方面，强免市场化加速推进+国内非瘟疫苗研发稳步推进+宠物疫苗行业进口替代，都将推动国内兽用生物制品市场继续高速增长，尤其利好头部企业成长；此外，新版 GMP+饲料禁抗，兽用化药行业转型升级加速，头部企业有望核心受益。推荐：科前生物、中牧股份、回盛生物、普莱柯。

种植链：看好 2022 年品种端的实质性推进，重视头部受益标的的布局

2022 年转基因品种有望落地，关注相关受益标的。2022 年种业继续看好周期与成长的共振。周期方面，大宗农产品景气继续上行，种业作为后周期继续受益利润兑现。成长方面，我们看好在全球潜在粮食安全危机的背景下，国内合理有序安全地的推进转基因种子的落地，看好 2022 年品种端的实质性推进，看好相关头部受益标的。重点推荐：隆平高科、登海种业和大北农。

农业整体投资观点如下，重点推荐养殖、动保、粮食安全三大主线。其中，1) 生猪养殖推荐：华统股份、巨星农牧、傲农生物、天康生物、东瑞股份、唐人神、新五丰、中粮家佳康、牧原股份、新希望、温氏股份、天邦股份等，建议关注双汇发展、龙大美食等；2) 禽板块推荐：圣农发展、立华股份；建议关注：春雪食品、益生股份、仙坛股份、湘佳股份。3) 动保板块推荐：科前生物、中牧股份、回盛生物、普莱柯。4) 种植链推荐：隆平高科、登海种业、大北农、苏垦农发。

风险提示

恶劣天气、重大自然灾害等系统性风险

不可控的动物疫情引发的潜在风险

附表：重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	2022 年 9 月 2 日 收盘价	EPS			PE		
				2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
002714.SZ	牧原股份	买入	59.00	1.31	2.25	7.44	45	26	8
002840.SZ	华统股份	买入	22.21	-0.42	0.77	3.09	-53	29	7
603477.SH	巨星农牧	买入	30.76	0.51	0.58	2.92	60	53	11
603363.SH	傲农生物	买入	20.55	-2.22	0.03	2.35	-9	685	9
002100.SZ	天康生物	买入	11.88	-0.51	0.12	1.04	-23	99	11
001201.SZ	东瑞股份	买入	38.72	1.19	1.43	4.54	32	27	9
000876.SZ	新希望	买入	15.71	-2.13	-0.36	0.97	-7	-44	16
002124.SZ	天邦食品	买入	7.79	-2.43	0.42	1.24	-3	19	6
002567.SZ	唐人神	买入	9.58	-0.95	0.18	0.90	-10	53	11
600975.SH	新五丰	买入	9.14	-0.35	-0.72	1.51	-26	-13	6
1610.HK	中粮家佳康	买入	2.92	0.27	0.26	0.63	11	11	5
300498.SZ	温氏股份	买入	24.04	-2.11	-0.62	1.58	-11	-39	15
000895.SZ	双汇发展	买入	26.38	1.40	1.78	1.98	19	15	13
002726.SZ	龙大美食	买入	9.13	-0.61	1.28	1.63	-15	7	6
002311.SZ	海大集团	买入	60.50	0.96	1.68	2.41	63	36	25
000998.SZ	隆平高科	买入	15.52	0.05	0.06	0.38	327	259	41
002041.SZ	登海种业	买入	21.79	0.26	0.37	0.51	82	59	43
002385.SZ	大北农	买入	8.67	-0.11	-0.02	0.41	-82	-434	21
601952.SH	苏垦农发	买入	14.19	0.53	0.63	0.65	27	23	22
300761.SZ	立华股份	买入	45.68	-0.98	1.07	3.04	-47	43	15
002982.SZ	湘佳股份	买入	44.06	0.25	0.47	1.47	175	94	30
605567.SH	春雪食品	买入	15.84	0.28	0.66	0.72	56	24	22
002458.SZ	益生股份	买入	10.24	0.03	0.22	0.82	357	47	12
002746.SZ	仙坛股份	买入	9.99	0.10	0.69	0.18	105	14	57
002299.SZ	圣农发展	买入	22.20	0.36	0.01	0.95	62	2220	23
688526.SH	科前生物	买入	24.38	1.23	0.97	1.46	20	25	17
600195.SH	中牧股份	买入	13.52	0.51	0.61	0.71	27	22	19
603566.SH	普莱柯	买入	32.00	0.76	1.07	1.37	42	30	23
300871.SZ	回盛生物	买入	26.72	0.80	0.39	1.49	33	69	18

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理预测（未评级公司盈利预测采用万得一致预期）

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032