

生猪养殖曙光将至

——农林牧渔 2021 年报及 2022 一季报点评

申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要:

投资策略:

农林牧渔板块 2021 年实现营业总收入 10679 亿元，同比+16%；归母净利润-332 亿元，同比-144%。2022 年 Q1 实现营业总收入 2504 亿元，同比+0.3%；归母净利润-142 亿元，同比-186.1%。近十年来，农林牧渔板块营收稳步增长，利润则具有较强的周期性，受生猪养殖板块利润影响较大。

生猪养殖板块：周期底部业绩承压 产能去化反转可期

- ◆ **猪周期底部尾声，行业利润严重受损。**2021 年，生猪价格从高位快速回落，拖累生猪养殖板块全年利润达到近十年来最低，板块近十年来首次亏损。2021 年报数据显示，申万生猪养殖板块总营收 3360 亿元，同比+10%；归母净利润-396 亿元，同比-181%。2022 年 Q1，猪价继续低位徘徊，生猪养殖企业利润进一步下滑，亏损持续加深，一季度板块总营收 729 亿元，同比-14%；归母净利润-156 亿元，同比-275%。
- ◆ **2021 年，主要上市公司中，仅牧原股份由于成本优势，加上出售种猪、仔猪获得额外收益，全年净利润 69 亿元，其他企业均承受不同程度亏损。**2022 年 Q1，全行业深度亏损，其中牧原股份出栏量最大，亏损总金额最高。企业 ROE 在 2021 年普遍大幅下滑，2022 年 Q1 延续亏损。
- ◆ **行业现金流紧张，扩张节奏放缓。**2021 年，行业经营活动现金净流入大幅缩减至 162 亿元，同比-65%。2022 年 Q1 猪价低迷，全行业经营活动净流出 39 亿元。沉重的资金压力迫使企业放缓扩张步伐。生猪养殖板块 2022 年 Q1 资本开支大幅缩减至 128 亿元，较去年同期-55%。行业龙头牧原股份 Q1 资本开支 59 亿元，主要为支付前期工程款项支出，新的工程项目建设放缓。
- ◆ **全行业自 2021 年中开启产能去化通道。**2021 年末，申万生猪养殖板块生产性生物资产合计 254 亿元，较 2020 年同期-37%。一季度产能继续去化至 248 亿元，较 2021 年末-3%。2022 年 3 月，能繁母猪存栏降至 4185 万头，从高位产能去化幅度达 8.3%。4 月下旬，生猪价格已出现明显回暖迹象，但仍处于低位，产能将会继续去化，猪价即将进入上行通道，生猪养殖板块基本面改善可期。

肉鸡养殖：2021 年肉鸡养殖板块实现总营收 365 亿元，同比+17%；归母净利润 3 亿元，同比-89%。2022 年 Q1，肉鸡养殖板块总营收 121 亿元，同比+3%；归母净利润-8 亿元，同比-211%。行业 2021 年白羽鸡供给过剩，叠加猪价回落，导致鸡价持续低迷，肉鸡养殖产业链整体亏损。

种子行业：2021 年申万三级行业种子板块实现总营收 148 亿元，同比+12%；归母净利润 6.74 亿元，同比+70%。2022 年 Q1 种子板块总营收 35 亿元。同比+8%；归母净利润 2.5 亿元，同比+79%。受益于下游粮食价格高涨，种子需求旺盛，叠加政策利好不断推出，预期种子板块景气度持续上行。

投资建议：猪周期底部是配置生猪养殖板块的最佳时点，推荐具有成本优势的生猪养殖龙头牧原股份，成本边际改善的温氏股份。政策支持与市场需求共同驱动下，种业未来景气可期，推荐玉米种子龙头登海种业，转基因技术领先的大北农、隆平高科、荃银高科。

风险提示：地缘政治风险，猪周期反转不及预期风险，动物疫病风险

评级

增持（首次）

2022 年 05 月 05 日

曹旭特

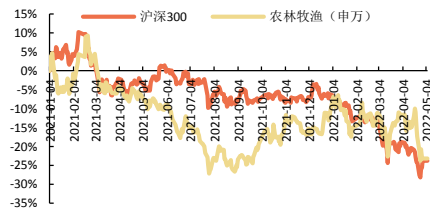
分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

行业基本资料

股票家数	106
行业平均市盈率	47.4
市场平均市盈率	16.09

行业表现走势图



资料来源：Wind，申港证券研究所

内容目录

1. 行业概况：营收稳步增长 利润周期波动	3
2. 生猪养殖：周期底部业绩承压 产能去化反转可期	3
2.1 猪价低迷拖累业绩表现	3
2.2 行业现金流紧张 扩张节奏放缓	5
3. 其他行业	7
3.1 肉鸡养殖：供给过剩鸡价低迷	7
3.2 饲料：拓展下游养殖业务	8
3.3 种子：需求政策共同驱动行业高景气	9
4. 风险提示	9

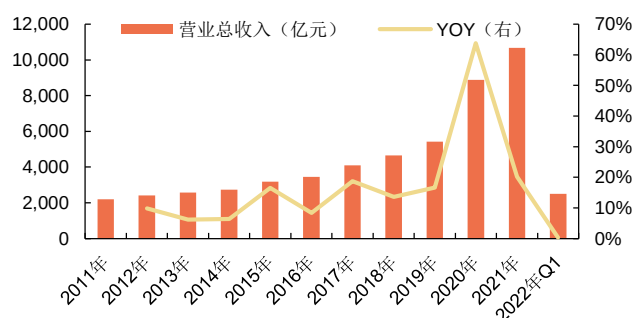
图表目录

图 1：农林牧渔行业营业总收入	3
图 2：农林牧渔行业归母净利润	3
图 3：生猪养殖板块营业总收入	4
图 4：生猪养殖板块归母净利润	4
图 5：生猪养殖企业 ROE	4
图 6：生猪养殖板块经营活动现金流	5
图 7：生猪养殖板块资产负债率创新高	5
图 8：生猪养殖板块生产性生物资产	7
图 9：猪周期底部产能去化	7
图 10：肉鸡养殖板块营业总收入	8
图 11：肉鸡养殖板块归母净利润	8
图 12：鸡肉价格持续低迷（元/斤）	8
图 13：饲料板块营业总收入	8
图 14：饲料板块归母净利润	8
图 15：种子板块营业总收入	9
图 16：种子板块归母净利润	9
表 1：农林牧渔行业 2021 年报及一季报收入盈利情况	3
表 2：生猪养殖企业 2021 年报及 2022Q1 普遍亏损	4
表 3：生猪养殖企业出栏情况（万头）	4
表 4：行业 ROE 下滑	5
表 5：生猪养殖企业资产负债率	6
表 6：生猪养殖行业资本开支大幅缩减（亿元）	6
表 7：生猪养殖企业资本开支（亿元）	6
表 8：行业固定资产在建工程增长停滞（亿元）	6

1. 行业概况：营收稳步增长 利润周期波动

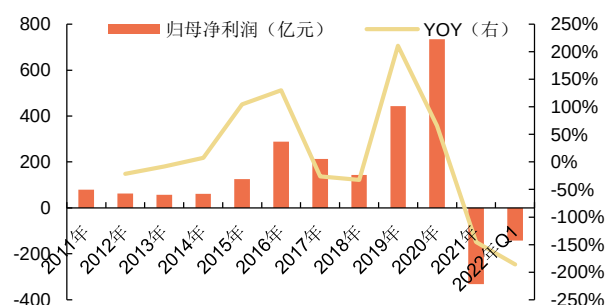
农林牧渔板块 2021 年实现营业总收入 10679 亿元，同比+16%；归母净利润-332 亿元，同比-144%。2022 年 Q1 实现营业总收入 2504 亿元，同比+0.3%；归母净利润-142 亿元，同比-186.1%。近十年来，农林牧渔板块营收稳步增长，利润则具有较强的周期性，受生猪养殖板块影响较大。

图1：农林牧渔行业营业总收入



资料来源：Wind，申港证券研究所

图2：农林牧渔行业归母净利润



资料来源：Wind，申港证券研究所

表1：农林牧渔行业 2021 年报及一季报收入盈利情况

板块	营收 2021 (亿元)	YOY (%)	营收 2022Q1 (亿元)	YOY (%)	归母净利 2021 (亿元)	YOY (%)	归母净利 2022Q1 (亿元)	YOY (%)
SW 农林牧渔	10,678.8	15.9	2,504.4	0.3	-332.1	-144.4	-141.9	-186.1
SW 生猪养殖	3,360.1	8.3	729.1	-14.5	-396.2	-177.7	-155.6	-275.5
SW 粮油加工	2,666.4	14.8	658.4	8.8	47.3	-30.9	2.1	-89.1
SW 畜禽饲料	1,226.2	30.7	265.8	-3.7	-48.9	-174.1	-11.2	-178.2
SW 水产饲料	914.2	42.9	224.0	28.6	16.8	-35.2	2.0	-72.0
SW 其他农产品加工	719.7	15.5	164.1	6.9	22.6	62.7	8.7	28.2
SW 肉鸡养殖	365.1	15.1	121.0	2.9	3.2	-89.5	-8.2	-210.6
SW 农业综合III	231.9	24.4	48.6	13.6	7.0	84.7	2.4	13.5
SW 其他种植业	217.7	0.9	50.5	7.7	1.1	116.4	0.3	-19.6
SW 其他养殖	188.7	5.9	60.0	22.7	-23.0	-129.7	0.4	1,453.8
SW 动物保健III	170.8	11.9	36.3	-18.5	27.5	6.7	5.1	-48.4
SW 种子	148.0	11.8	35.3	8.3	6.7	70.4	2.5	79.0
SW 粮食种植	142.7	20.3	31.3	26.7	15.9	-3.9	5.7	16.9
SW 水产养殖	125.1	8.6	26.4	6.2	-11.4	-130.1	-0.2	62.2
SW 果蔬加工	70.8	39.4	21.1	-8.1	2.5	246.2	2.5	265.1
SW 食用菌	46.2	-2.6	13.5	12.2	-2.1	-132.2	1.2	-38.3
SW 宠物食品	41.5	16.2	12.5	29.4	1.8	-29.7	0.6	11.1
SW 海洋捕捞	24.4	1.2	3.4	-27.4	1.1	923.8	0.0	66.0
SW 林业III	19.3	34.9	3.1	0.9	-4.0	-70.3	-0.2	-512.5

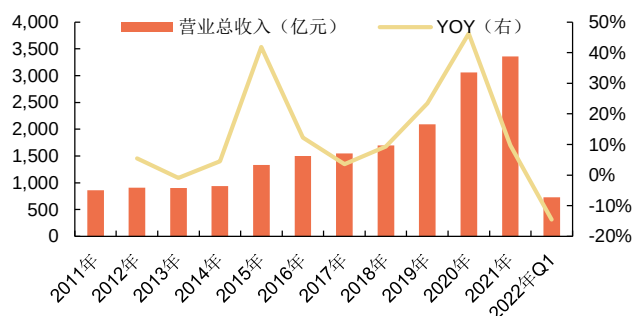
资料来源：Wind，申港证券研究所

2. 生猪养殖：周期底部业绩承压 产能去化反转可期

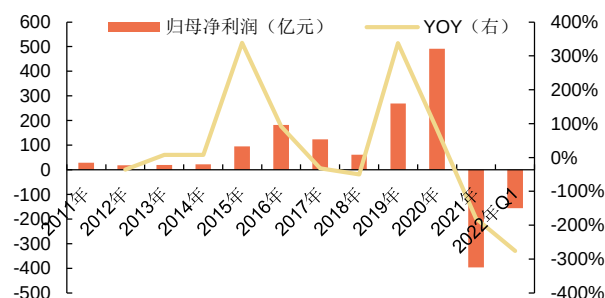
2.1 猪价低迷拖累业绩表现

猪周期底部接近尾声，行业利润严重受损。2021 年，生猪价格从高位快速回落，拖累生猪养殖板块全年利润达到近十年来最低，板块近十年来首次亏损。2021 年报数据显示，申万生猪养殖板块总营收 3360 亿元，同比+10%；归母净利润-396

亿元，同比-181%。2022年Q1，猪价继续低位徘徊，生猪养殖企业利润进一步下滑，亏损持续加深，一季度板块总营收729亿元，同比-14%；归母净利润-156亿元，同比-275%。

图3：生猪养殖板块营业总收入


资料来源：Wind，申港证券研究所

图4：生猪养殖板块归母净利润


资料来源：Wind，申港证券研究所

2021年，主要上市公司中，仅牧原股份由于成本优势，加上出售种猪、仔猪获得额外收益，全年净利润69亿元，其他企业均承受不同程度亏损。2022年Q1，全行业深度亏损，其中牧原股份出栏量最大，亏损总金额最高。企业ROE在2021年普遍大幅下滑，2022年Q1延续亏损。

表2：生猪养殖企业2021年报及2022Q1普遍亏损

证券简称	2021年归母净利润（亿元）	YOY(%)	2022Q1归母净利润（亿元）	YOY(%)
牧原股份	69.04	-75%	-51.80	-174%
温氏股份	-134.04	-281%	-37.63	-792%
新希望	-95.91	-294%	-28.79	-2204%
正邦科技	-188.19	-428%	-24.33	-1250%
天邦股份	-44.62	-237%	-6.74	-445%
傲农生物	-15.20	-365%	-3.52	-317%
唐人神	-11.47	-221%	-1.49	-153%

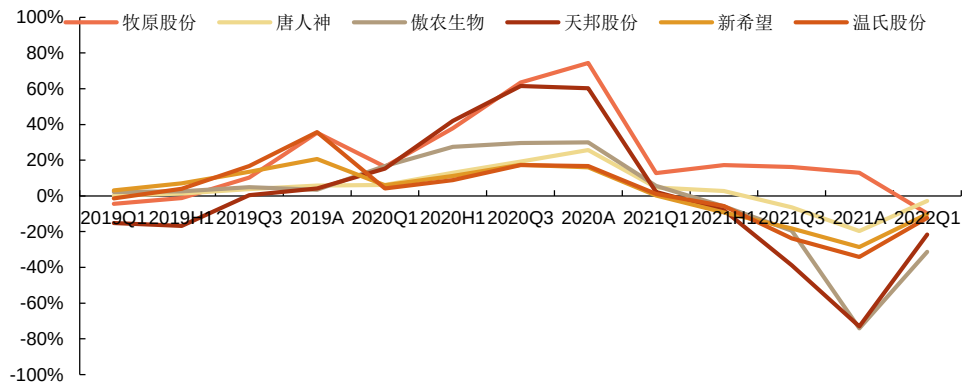
资料来源：Wind，申港证券研究所

表3：生猪养殖企业出栏情况（万头）

	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年Q1
牧原股份	724	1101	1025	1812	4026	1382
温氏股份	1904	2230	1852	955	1322	402
新希望	240	255	355	829	998	370
正邦科技	342	554	578	956	1493	243
天邦股份	101	217	244	308	428	100
傲农生物	22	42	66	135	325	105
唐人神	54	68	84	102	154	38

资料来源：Wind，申港证券研究所

图5：生猪养殖企业 ROE



资料来源: Wind, 申港证券研究所

表4: 行业 ROE 下滑

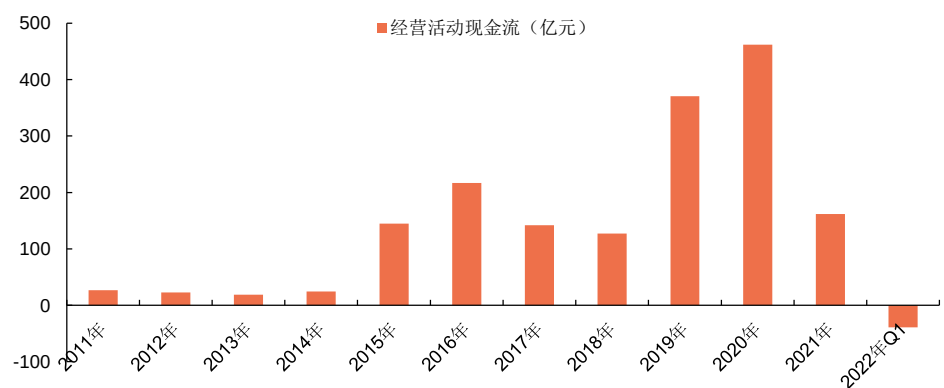
证券简称	2019A	2020A	2021A	2022Q1
牧原股份	35%	74%	13%	-10%
温氏股份	36%	17%	-34%	-12%
新希望	21%	16%	-29%	-10%
正邦科技	22%	45%	-4068%	-316%
天邦股份	4%	60%	-73%	-22%
傲农生物	4%	30%	-74%	-31%
唐人神	6%	26%	-20%	-3%

资料来源: Wind, 申港证券研究所

2.2 行业现金流紧张 扩张节奏放缓

2021 年, 行业经营活动现金净流入大幅缩减至 162 亿元, 同比-65%。2022 年 Q1 猪价低迷, 全行业经营活动净流出 39 亿元。

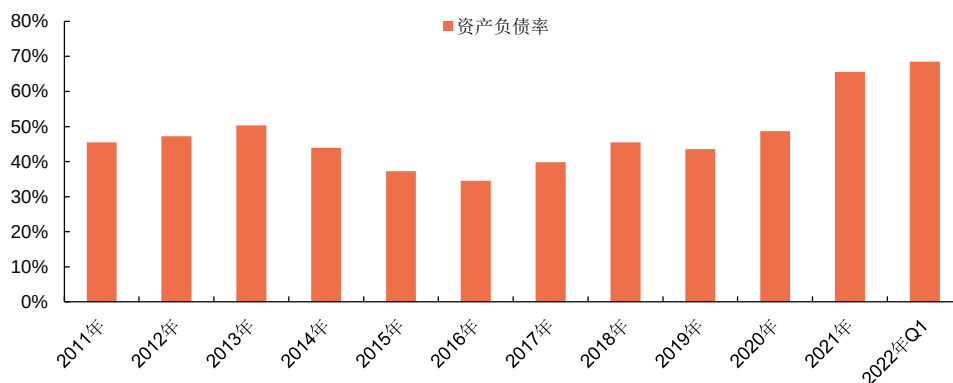
图6: 生猪养殖板块经营活动现金流



资料来源: Wind, 申港证券研究所

截至 2022 年 Q1, 全行业整体资产负债率达到 68% 历史高位。其中, 资产负债率超过 80% 的有正邦科技 (97%)、傲农生物 (90%)、天邦股份 (84%)。

图7: 生猪养殖板块资产负债率创新高



资料来源: Wind, 申港证券研究所

表5: 生猪养殖企业资产负债率

证券简称	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022Q1
唐人神	26%	31%	34%	46%	32%	37%	35%	39%	48%	43%	58%	61%
牧原股份	51%	52%	61%	53%	50%	56%	47%	54%	40%	46%	61%	65%
温氏股份	36%	37%	47%	40%	30%	24%	32%	34%	29%	41%	64%	66%
新希望	43%	41%	43%	34%	31%	32%	38%	43%	49%	53%	65%	68%
天邦股份	55%	56%	67%	67%	43%	43%	31%	62%	62%	43%	80%	84%
傲农生物			85%	77%	67%	65%	62%	69%	74%	68%	87%	90%
正邦科技	59%	70%	75%	67%	64%	49%	60%	68%	68%	59%	93%	97%

资料来源: Wind, 申港证券研究所

沉重的资金压力迫使企业放缓扩张步伐甚至缩减产能。生猪养殖板块 2022 年 Q1 资本开支大幅缩减至 128 亿元, 较去年同期-55%。行业龙头牧原股份 Q1 资本开支 59 亿元, 主要为支付前期工程款项支出, 新的工程项目建设放缓。

表6: 生猪养殖行业资本开支大幅缩减 (亿元)

板块	2013Q1	2014Q1	2015Q1	2016Q1	2017Q1	2018Q1	2019Q1	2020Q1	2021Q1	2022Q1
资本开支	7	7	10	27	46	55	56	179	283	128
YOY	202%	0%	37%	168%	73%	19%	1%	221%	58%	-55%

资料来源: Wind, 申港证券研究所

表7: 生猪养殖企业资本开支 (亿元)

证券简称	2015Q1	2016Q1	2017Q1	2018Q1	2019Q1	2020Q1	2021Q1	2022Q1
牧原股份	3.88	8.65	14.83	18.71	15.65	78.05	144.92	59.14
新希望	3.94	1.74	3.43	7.47	12.47	49.60	66.86	33.60
温氏股份	3.11	13.43	18.77	20.14	20.58	35.15	46.38	21.64
唐人神	0.40	0.32	0.21	0.62	1.42	2.49	6.60	8.44
傲农生物	-	-	0.49	2.28	1.08	3.21	11.60	4.05
天邦股份	0.39	0.27	1.51	4.12	2.31	4.52	7.31	3.30
正邦科技	1.06	1.71	6.00	3.30	4.04	10.51	15.33	1.79

资料来源: Wind, 申港证券研究所

截至 2022 一季度末, 申万生猪养殖板块固定资产总额为 1212 亿元, 较 2021 年末仅增加 3%; 在建工程由去年年末的 437 亿元大幅降低至 240 亿元, 较去年年末-45%。

表8: 行业固定资产在建工程增长停滞 (亿元)

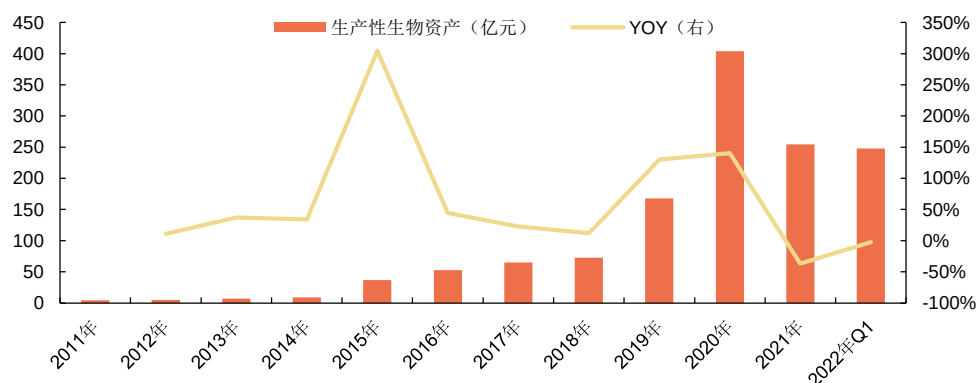
板块	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022Q1
固定资产	63	74	94	131	262	333	439	548	716	1,394	1,979	2,012

板块	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022Q1
YOY		18%	26%	39%	101%	27%	32%	25%	31%	95%	42%	2%
在建工程	8	16	21	30	34	51	93	138	208	375	437	240
YOY		108%	32%	42%	13%	50%	83%	49%	51%	80%	16%	-45%

资料来源: Wind, 申港证券研究所

全行业自 2021 年中开启产能去化通道。2021 年末, 申万生猪养殖板块生产性生物资产合计 254 亿元, 较 2020 年同期-37%。一季度产能继续去化至 248 亿元, 较 2021 年末-3%。

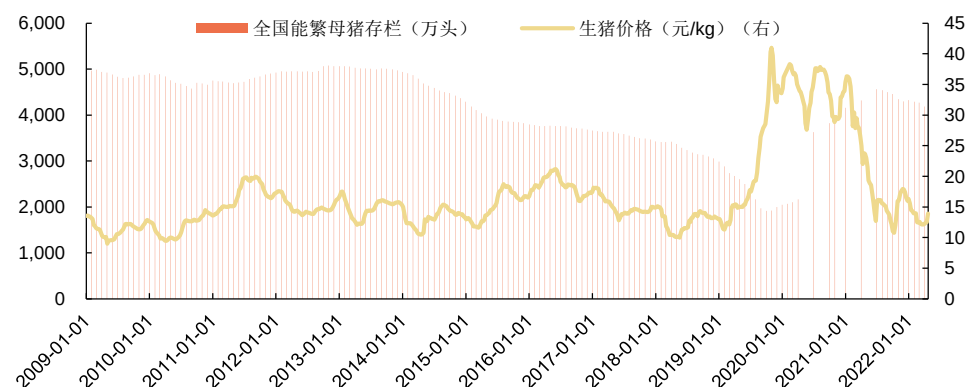
图8: 生猪养殖板块生产性生物资产



资料来源: Wind, 申港证券研究所

根据农业农村部数据, 2021 年 6 月, 能繁母猪存栏达到高位 4564 万头, 推算 2022 年 4 月猪价将会达到低点。2022 年 3 月, 能繁母猪存栏降至 4185 万头, 从高位产能去化幅度达 8.3%。4 月下旬, 生猪价格已出现明显回暖迹象, 但仍处于低位, 产能将会继续去化, 猪价即将进入上行通道, 生猪养殖板块基本面改善可期。推荐具有绝对成本优势的生猪养殖龙头牧原股份, 成本边际改善的温氏股份。

图9: 猪周期底部产能去化



资料来源: Wind, 申港证券研究所

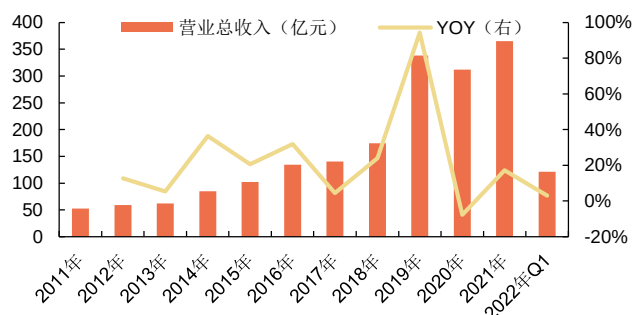
3. 其他行业

3.1 肉鸡养殖: 供给过剩鸡价低迷

2021 年肉鸡养殖板块实现总营收 365 亿元, 同比+17%; 归母净利润 3 亿元, 同比-89%。2022 年 Q1, 肉鸡养殖板块总营收 121 亿元, 同比+3%; 归母净利润-8

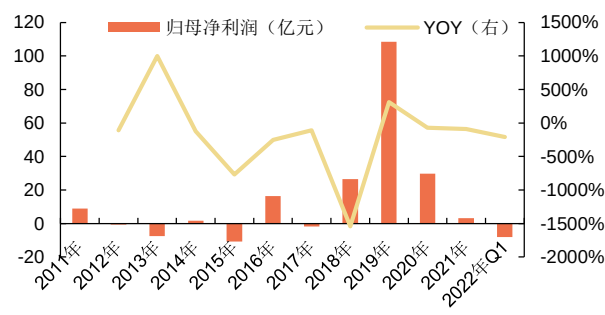
亿元，同比-211%。行业 2021 年白羽鸡供给过剩，叠加猪价回落，导致鸡价持续低迷，肉鸡养殖产业链整体亏损。

图10：肉鸡养殖板块营业总收入



资料来源：Wind，申港证券研究所

图11：肉鸡养殖板块归母净利润



资料来源：Wind，申港证券研究所

图12：鸡肉价格持续低迷（元/斤）

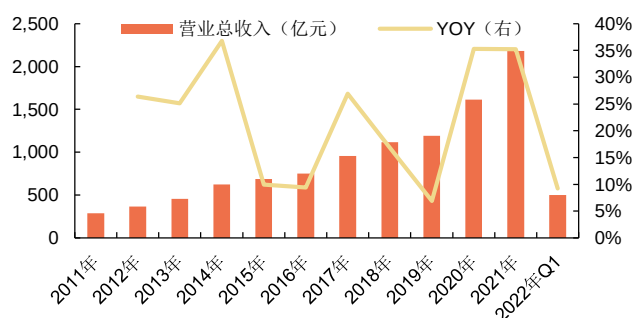


资料来源：Wind，申港证券研究所

3.2 饲料：拓展下游养殖业务

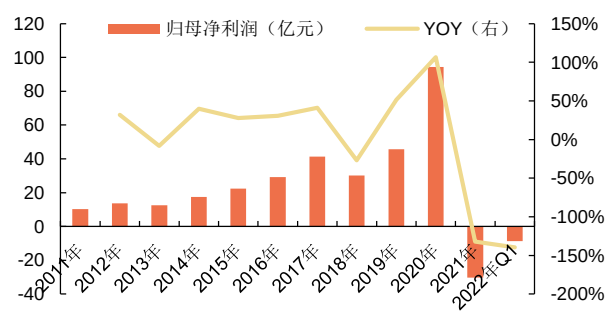
2021 年申万三级行业饲料板块实现总营收 2182 亿元，同比+35%；归母净利润-30 亿元，同比-132%。2022 年 Q1 实现营收 502 亿元，同比+9%；归母净利润-9 亿元，同比-140%。饲料板块与生猪养殖板块表现比较一致，主要系饲料企业转型生猪养殖所致。

图13：饲料板块营业总收入



资料来源：Wind，申港证券研究所

图14：饲料板块归母净利润

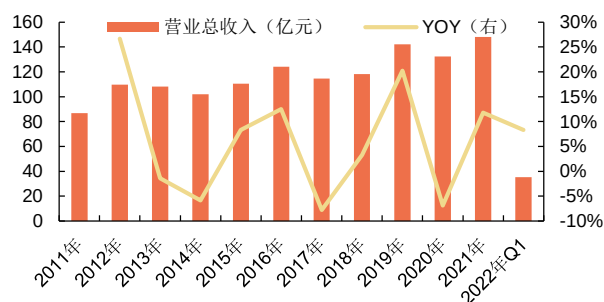


资料来源：Wind，申港证券研究所

3.3 种子：需求政策共同驱动行业高景气

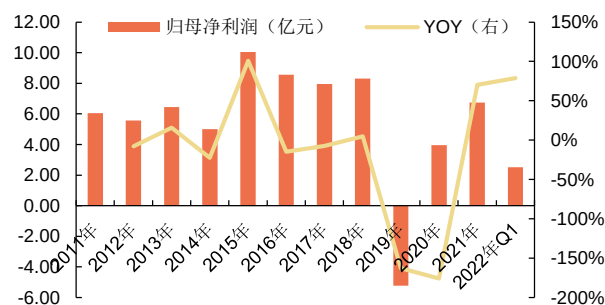
2021 年申万三级行业种子板块实现总营收 148 亿元，同比+12%；归母净利润 6.74 亿元，同比+70%。2022 年 Q1 种子板块总营收 35 亿元。同比+8%；归母净利润 2.5 亿元，同比+79%。受益于下游粮食价格高涨，种子需求旺盛，叠加政策利好不断推出，预期种子板块景气度持续上行。

图15：种子板块营业总收入



资料来源：Wind，申港证券研究所

图16：种子板块归母净利润



资料来源：Wind，申港证券研究所

4. 风险提示

地缘政治风险，猪周期反转不及预期风险，动物疫病风险

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，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。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

行业评价体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上