

信义山证汇通天下

证券研究报告

农林牧渔

农业行业分析

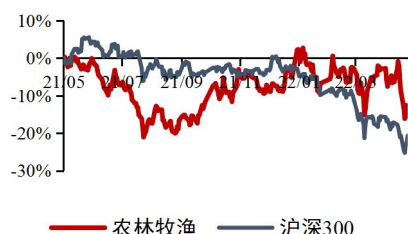
同步大市-A(维持)

2022 年 1 季度业绩总结和当前行业策略

2022 年 5 月 1 日

行业研究/行业分析

农林牧渔板块近一年市场表现



相关报告:

分析师:

陈振志

执业登记编码: S0760522030004

邮箱: chenchenzhi@sxzq.com

投资要点:

- 2022 年 1 季度, 国内生猪养殖行业仍处于亏损期, 生猪养殖上市公司 2022 年 1 季度业绩均出现不同程度的亏损。在后续不发生严重生猪疫情的情况下, 综合考虑前期高效母猪占比的提升, 我们预计 2022 年国内生猪价格后续存在季节性回暖的可能性, 但全年整体仍将承压。
- 国内禽业养殖板块在 2022 年 1 季度整体业绩同比出现下滑。虽然行业局部出现去产能迹象, 但是目前产能仍处于较高位置, 预计肉鸡养殖行业仍将处于震荡筑底阶段, 黄羽肉鸡的景气度相对要优于白羽肉鸡。
- 在下游养殖盈利回落和同比高基数的影响下, 2022 年饲料动保行业景气度呈现边际减弱的趋势, 上市公司 2022 年 1 季度业绩同比出现不同程度下滑。豆粕等饲料原料成本压力剧增, 没有规模优势和配方研发储备优势的中小饲料企业将加速退出, 市场份额有望进一步向头部饲料企业集中。
- 受玉米等粮食价格上涨和种子供需结构性改善等因素影响, 种业板块 2022 年 1 季度业绩同比有所改善。预计 2022 年杂交玉米种子供需继续改善, 杂交水稻种子供给压力仍存。
- 2021 年受上游大宗原料价格上涨影响, 食用菌企业的生产成本压力明显提升。与此同时, 在行业产能扩张和餐饮端消费低迷的影响, 产品价格承压。在生产端和销售端两头挤压的背景下, 食用菌上市公司 2021 年业绩同比出现大幅下滑。进入 2022 年, 上述影响因素仍对食用菌企业 1 季度和后续业绩构成压力。

投资建议: 目前时点, 我们继续重点推荐海大集团, 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, 1 季度或为全年低点, 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) 剔除生猪养殖业务的其他业务对应估值处于历史中低水平; (3) 今年以来上游原料价格上涨和下游养殖行情低迷虽然短期内对整个饲料带来了压力, 但是由于中小企业的抗压能力相对更差, 这将使得中小企业将加速退出, 公司竞争环境进一步优化; (4) 公司的股票期权激励计划, 员工覆盖面广、目标清晰, 目前股价接近股权激励行权价格; (5) 公司实控人拟全额认购增发, 彰显对公司未来发展信心。预计公司 2022-2024 年归母公司净利润 25.20/45.22/55.09 亿元, 对应 EPS 为 1.52/2.72/3.32 元, 维持“买入-A”评级。

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。

目录

农业行业 2022 年 1 季度业绩总览	6
畜禽养殖板块业绩总结和展望	7
生猪养殖板块 2022 年 1 季度业绩总结：上市公司出现不同程度亏损	7
生猪板块展望：后续存在季节性回暖的可能性，但全年整体仍将承压	9
家禽养殖板块 2022 年 1 季度业绩总结：大部分上市公司出现不同程度亏损	10
家禽养殖板块展望：预计仍将震荡筑底，黄羽肉鸡或优于白羽肉鸡	12
饲料动保板块业绩总结和展望	13
饲料动保板块 2022 年 1 季度业绩总结：上市公司同比出现不同程度下滑	13
饲料动保板块展望：饲料市场份额有望进一步向头部企业集中	15
种子板块业绩总结和展望	18
种子板块 2022 年 1 季度业绩总结：同比有所改善	18
2022 年杂交玉米种子供需继续改善，杂交水稻种子供给压力仍存	19
食用菌板块业绩总结和展望：成本和价格双重压力仍存	20
投资建议	22
风险提示	22

图表目录

图 1：农业各子行业营业收入同比增长趋势	6
图 2：农业各子行业归属净利润同比增长趋势	6
图 3：农业各子行业毛利率变化趋势	6
图 4：农业各子行业销售净利率变化趋势	6

图 5：自繁自养的生猪养殖利润（元/头）	7
图 6：外购仔猪的生猪养殖利润（元/头）	7
图 7：生猪养殖上市公司归属净利润（累计）	7
图 8：生猪养殖公司归属净利润同比增速（累计）	7
图 9：生猪养殖上市公司单季度净利润趋势	8
图 10：生猪养殖上市公司资产负债率趋势	8
图 11：生猪养殖上市公司生猪出栏量趋势	9
图 12：当期猪价和 10 个月前能繁母猪存量的对应关系	9
图 13：国内生猪价格走势（单位：元/公斤）	10
图 14：国内猪肉价格走势（单位：元/公斤）	10
图 15：国内二元母猪价格走势（单位：元/公斤）	10
图 16：国内仔猪价格走势（单位：元/公斤）	10
图 17：家禽养殖上市公司归属净利润（累计）	11
图 18：家禽养殖公司归属净利润同比增速（累计）	11
图 19：家禽养殖上市公司单季度净利润趋势	11
图 20：家禽养殖上市公司资产负债率趋势	11
图 21：我国祖代白羽肉种鸡历史引种量（万套）	12
图 22：我国白羽肉鸡主产区均价（元/公斤）	12
图 23：我国商品代白羽肉鸡苗价格走势（元/羽）	12
图 24：中速鸡全国均价（元/斤）	12
图 25：快大鸡全国均价（元/斤）	13

图 26：国内鸡蛋市场零售价（元/公斤）	13
图 27：全国饲料总产量当年累计同比增速	13
图 28：全国猪饲料产量当年累计同比增速	13
图 29：全国蛋禽饲料产量当年累计同比增速	14
图 30：全国肉禽饲料产量当年累计同比增速	14
图 31：全国水产饲料产量当年累计同比增速	14
图 32：全国反刍饲料产量当年累计同比增速	14
图 33：饲料动保上市公司营业收入增长趋势	14
图 34：饲料动保上市公司归母净利润增长趋势	14
图 35：饲料动保上市公司毛利率趋势	15
图 36：饲料动保上市公司销售净利率趋势	15
图 37：饲料动保上市公司单季度净利润趋势	15
图 38：全球和中国玉米库存消费比	16
图 39：全球和中国大豆库存消费比	16
图 40：全球和中国小麦库存消费比	16
图 41：国内玉米平均价格（元/公斤）	16
图 42：国内大豆和豆粕价格（元/吨）	16
图 43：国内小麦平均价格（元/吨）	16
图 44：海大集团历史年度饲料销量（万吨）	17
图 45：海大集团饲料业务市场份额	17
图 46：2006-2021 年海大集团饲料销量增长驱动因素拆解	17

图 47：2006-2021 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	17
图 48：种业上市公司营业收入增长趋势	18
图 49：种业上市公司归母净利润增长趋势	18
图 50：种业上市公司毛利率趋势	18
图 51：种业上市公司销售净利率趋势	18
图 52：种业上市公司单季度净利润趋势	18
图 53：全国杂交玉米制种面积和制种量趋势	19
图 54：国杂交玉米库存消费比趋势	19
图 55：全国杂交水稻制种面积和制种量趋势	20
图 56：国杂交水稻库存消费比趋势	20
图 57：食用菌上市公司营业收入增长趋势	20
图 58：食用菌上市公司归母净利润增长趋势	20
图 59：食用菌上市公司毛利率趋势	21
图 60：食用菌上市公司销售净利率趋势	21
图 61：食用菌上市公司单季度净利润趋势	21
图 62：金针菇和杏鲍菇价格（元/公斤）	21
图 63：香菇与平菇价格（元/公斤）	21

农业行业 2022 年 1 季度业绩总览

根据 2022 年 1 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种子、粮食种植、海洋捕捞、水产养殖和宠物食品等。种子板块主要受益于玉米等粮食景气行情和种子行业供需格局的改善，粮食种植板块主要受益于粮食市场的行情。受到养殖景气度下滑影响，饲料动保和养殖板块业绩表现在农业板块中表现落后。

图 1：农业各子行业营业收入同比增长趋势

营业收入同比增长	2020-12-31	2021-03-31	2021-06-30	2021-09-30	2021-12-31	2022-03-31
种子生产	5.41%	17.59%	7.29%	6.78%	15.26%	9.95%
粮食种植	8.09%	29.06%	11.48%	18.86%	17.40%	22.66%
食用菌种植	14.42%	-6.02%	-4.33%	-7.36%	-2.57%	12.19%
果蔬加工	9.06%	40.10%	18.25%	15.58%	14.69%	10.66%
粮油加工	14.73%	29.34%	19.09%	16.75%	16.35%	9.78%
其他农产品加工	10.19%	32.83%	22.90%	22.53%	17.90%	8.04%
饲料（含养殖）	38.62%	52.32%	46.18%	34.94%	23.88%	10.53%
海洋捕捞	-13.49%	8.79%	1.56%	3.84%	1.18%	-27.37%
水产养殖	-12.40%	9.84%	5.37%	5.59%	7.82%	5.94%
畜禽养殖	27.82%	35.48%	21.90%	8.10%	7.21%	-12.83%
动物保健	27.26%	32.23%	23.29%	14.59%	11.43%	-18.14%
农业综合	-22.21%	173.38%	55.50%	33.14%	28.15%	10.70%
宠物食品	31.13%	43.45%	25.39%	12.93%	16.23%	29.00%

资料来源：公司公告、Wind、山西证券研究所

图 2：农业各子行业归属净利润同比增长趋势

归母净利润增速	2020-12-31	2021-03-31	2021-06-30	2021-09-30	2021-12-31	2022-03-31
种子生产	168.07%	57.74%	-17.97%	-91.60%	73.08%	65.95%
粮食种植	-46.92%	8.72%	0.69%	-8.49%	106.43%	14.74%
食用菌种植	32.54%	-46.42%	-121.25%	-137.09%	-132.21%	-38.32%
果蔬加工	-53.09%	36.63%	-9.49%	-9.42%	16.46%	-11.18%
粮油加工	30.67%	30.27%	-1.53%	-27.02%	-33.19%	-96.00%
其他农产品加工	-10.91%	70.73%	59.03%	65.18%	88.14%	23.48%
饲料（含养殖）	88.44%	-32.88%	-100.62%	-143.30%	-207.72%	-148.54%
海洋捕捞	-106.59%	66.70%	580.84%	356.23%	923.85%	66.05%
水产养殖	79.15%	-204.29%	-1133.75%	1813.44%	-139.52%	68.01%
畜禽养殖	26.35%	15.98%	-53.69%	-101.41%	-124.79%	-209.38%
动物保健	68.01%	42.75%	23.87%	14.80%	7.78%	-47.50%
农业综合	-14.73%	275.25%	54.77%	34.14%	36.34%	120.37%
宠物食品	93.55%	122.07%	40.55%	-4.93%	-29.67%	16.72%

资料来源：公司公告、Wind、山西证券研究所

图 3：农业各子行业毛利率变化趋势

毛利率	2020-12-31	2021-03-31	2021-06-30	2021-09-30	2021-12-31	2022-03-31
种子生产	27.85%	29.21%	26.45%	20.67%	27.58%	32.30%
粮食种植	20.79%	30.69%	24.07%	22.49%	21.27%	26.16%
食用菌种植	24.91%	23.42%	5.75%	4.69%	10.40%	22.13%
果蔬加工	13.44%	12.90%	11.17%	11.49%	10.97%	10.82%
粮油加工	12.18%	13.04%	11.73%	8.96%	8.19%	7.07%
其他农产品加工	14.42%	15.47%	16.23%	15.66%	14.91%	16.45%
饲料（含养殖）	15.44%	13.71%	10.44%	7.55%	4.77%	8.71%
海洋捕捞	26.24%	32.90%	29.31%	28.11%	25.47%	31.29%
水产养殖	13.98%	17.26%	16.64%	16.64%	15.41%	14.71%
畜禽养殖	29.26%	25.73%	17.51%	9.68%	6.34%	-9.23%
动物保健	44.44%	47.09%	44.98%	44.70%	44.13%	39.87%
农业综合	13.10%	9.90%	9.81%	11.03%	15.00%	12.87%
宠物食品	25.00%	21.90%	22.76%	22.33%	20.93%	20.33%

资料来源：公司公告、Wind、山西证券研究所

图 4：农业各子行业销售净利率变化趋势

销售净利率	2020-12-31	2021-03-31	2021-06-30	2021-09-30	2021-12-31	2022-03-31
种子生产	4.70%	7.17%	2.37%	-3.89%	7.60%	12.42%
粮食种植	5.33%	17.47%	15.03%	10.82%	8.42%	15.67%
食用菌种植	13.55%	16.07%	-4.43%	-5.45%	-4.09%	11.15%
果蔬加工	1.18%	4.21%	3.37%	3.64%	1.22%	3.56%
粮油加工	3.21%	3.54%	3.17%	0.25%	0.09%	-0.06%
其他农产品加工	3.50%	6.39%	7.25%	18.41%	15.46%	9.71%
饲料（含养殖）	7.81%	4.23%	0.43%	-2.83%	-6.15%	-1.71%
海洋捕捞	-0.45%	-1.60%	13.30%	9.28%	4.47%	-0.89%
水产养殖	-3.81%	-2.01%	-0.23%	0.62%	-9.01%	-0.73%
畜禽养殖	21.13%	18.03%	9.22%	-5.77%	-7.38%	-10.04%
动物保健	17.92%	23.96%	20.94%	19.32%	16.57%	14.75%
农业综合	3.00%	0.56%	0.45%	3.24%	4.48%	3.94%
宠物食品	7.50%	5.68%	6.94%	6.36%	4.54%	4.97%

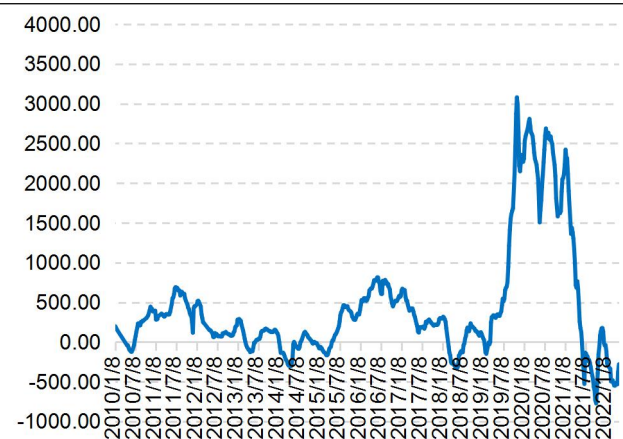
资料来源：公司公告、Wind、山西证券研究所

畜禽养殖板块业绩总结和展望

生猪养殖板块 2022 年 1 季度业绩总结：上市公司出现不同程度亏损

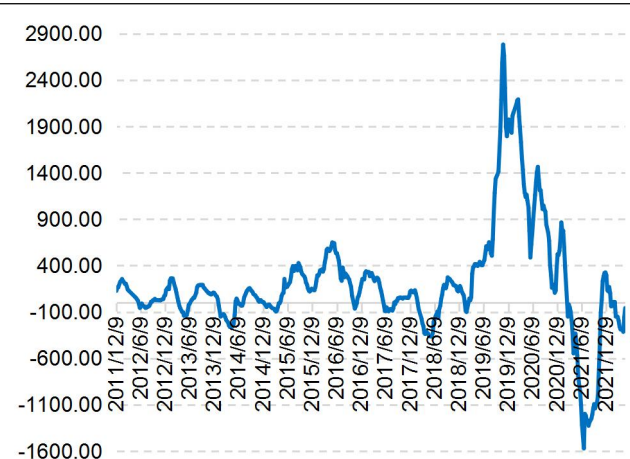
2021 年 2 季度以来，国内生猪养殖行业进入下行周期，生猪养殖上市公司的业绩周期也跟随猪价出现明显的回落。进入 2022 年 1 季度，国内生猪价格仍处于周期筑底阶段，且市场价格明显低于行业成本线，整个生猪养殖行业处于亏损期。虽然部分企业的养殖成本已经有明显改善，但仍难抵猪价大幅下滑的负面冲击。受此影响，生猪养殖上市公司 2022 年 1 季度业绩均出现不同程度的亏损。由于去年（2021 年）1 季度国内生猪价格仍处于相对高位，业绩盈利较好，因此在同比高基数的作用下，生猪养殖上市公司 2022 年 1 季度业绩同比均出现大幅下滑。

图 5：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 6：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 7：生猪养殖上市公司归属净利润（累计）

归母净利润 (百万元)	2020-12-31	2021-03-31	2021-06-30	2021-09-30	2021-12-31	2022-03-31
温氏股份	7425.87	543.52	-2497.67	-9701.32	-13404.36	-3763.30
牧原股份	27451.42	6963.07	9525.98	8704.27	6903.78	-5180.23
新希望	4944.19	136.81	-3415.07	-6401.19	-9590.87	-2879.19
正邦科技	5744.14	211.64	-1430.08	-7627.14	-18818.82	-2433.28
天邦股份	3244.99	195.39	-650.54	-2696.14	-4461.80	-673.65
傲农生物	572.99	162.02	-162.61	-502.87	-1519.87	-351.68
大北农	1955.72	390.93	498.78	107.41	-440.34	-232.57
金新农	132.25	19.31	39.80	-292.37	-989.10	-148.56
唐人神	950.34	279.15	175.77	-397.63	-1147.41	-149.20
天康生物	1720.41	301.01	241.40	-192.86	-685.96	-69.61
新五丰	282.72	43.52	73.94	-100.42	-280.26	-112.08
神农集团	1137.92	314.38	363.92	228.88	245.29	-150.01
东瑞股份	681.29	185.20	231.78	236.38	211.58	-32.23

资料来源：公司公告、Wind、山西证券研究所

图 8：生猪养殖公司归属净利润同比增速（累计）

归母净利润 增速	2020-12-31	2021-03-31	2021-06-30	2021-09-30	2021-12-31	2022-03-31
温氏股份	-46.83%	-71.28%	-160.14%	-217.71%	-280.51%	-792.39%
牧原股份	348.97%	68.54%	-11.67%	-58.53%	-74.85%	-174.40%
新希望	-1.94%	-91.59%	-207.94%	-225.89%	-293.98%	-2204.50%
正邦科技	248.75%	-76.63%	-159.16%	-240.39%	-427.62%	-1249.73%
天邦股份	3131.98%	-58.98%	-142.38%	-195.46%	-237.50%	-444.78%
傲农生物	1865.27%	7.26%	-148.12%	-200.12%	-365.25%	-317.06%
大北农	281.02%	-16.01%	-44.15%	-92.76%	-122.52%	-159.49%
金新农	-5.89%	-71.76%	-78.51%	-189.88%	-847.90%	-869.14%
唐人神	369.64%	31.19%	-59.29%	-156.29%	-220.74%	-153.45%
天康生物	166.94%	-10.03%	-71.05%	-113.05%	-139.87%	-123.12%
新五丰	346.66%	-56.69%	-50.49%	-142.33%	-199.13%	-357.54%
神农集团	142.59%	-7.85%	-42.20%	-75.59%	-78.44%	-147.71%
东瑞股份	160.16%		-28.21%	-56.50%	-68.94%	-117.41%

资料来源：公司公告、Wind、山西证券研究所

图 9：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)	2019-03-31	2019-06-30	2019-09-30	2019-12-31	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
温氏股份	-460.46	1,843.39	4,702.07	7,882.20	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
牧原股份	-540.94	385.24	1,542.61	4,727.45	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
天康生物	28.92	51.09	221.69	342.78	334.55	499.24	643.79	242.83	301.01	-59.61	-434.26	-493.11	-69.61
新五丰	-29.45	35.46	-47.75	105.03	100.49	48.85	87.88	45.50	43.52	30.42	-174.36	-179.84	-112.08
傲农生物	17.41	3.99	19.06	-11.30	151.06	186.85	164.36	70.71	162.02	-324.63	-340.26	-1,017.00	-351.68
新希望	666.39	895.46	1,509.74	1,970.41	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
天邦股份	-335.29	-32.05	379.28	88.46	476.28	1,058.60	1,289.49	420.62	195.39	-845.92	-2,045.60	-1,765.66	-673.65
正邦科技	-414.23	139.30	325.18	1,596.80	905.62	1,511.60	3,015.79	311.13	211.64	-1,641.72	-6,197.05	-11,191.69	-2,433.28
金新农	-10.97	28.26	17.68	105.56	68.40	116.83	140.06	-193.04	19.31	20.49	-332.17	-696.73	-148.56
唐人神	5.39	39.62	84.66	72.68	212.78	218.94	274.65	243.97	279.15	-103.38	-573.40	-749.77	-149.20
神农集团									314.38	49.54	-135.04	16.41	-150.01
东瑞股份									185.20	46.58	4.60	-24.80	-32.23

资料来源：公司公告、Wind、山西证券研究所

图 10：生猪养殖上市公司资产负债率趋势

资产负债率	2020-12-31	2021-03-31	2021-06-30	2021-09-30	2021-12-31	2022-03-31
温氏股份	40.88%	46.65%	56.47%	61.67%	64.10%	66.48%
牧原股份	46.09%	48.07%	53.09%	57.77%	61.30%	65.18%
新希望	53.06%	60.56%	62.93%	64.83%	64.98%	68.43%
正邦科技	58.56%	64.09%	68.57%	75.23%	92.60%	97.03%
天邦股份	43.25%	52.79%	66.21%	74.54%	79.93%	83.67%
傲农生物	67.52%	71.96%	76.36%	79.96%	87.18%	89.92%
大北农	45.77%	47.59%	46.98%	49.64%	52.76%	55.65%
金新农	50.33%	55.10%	55.77%	58.36%	65.75%	68.76%
唐人神	42.99%	42.11%	48.20%	54.38%	57.88%	61.15%
天康生物	56.34%	54.75%	52.67%	54.78%	54.71%	55.51%
新五丰	32.64%	54.21%	57.68%	66.57%	58.74%	63.39%
神农集团	21.42%	17.15%	10.90%	11.54%	13.03%	11.12%
东瑞股份	31.05%		12.99%	14.33%	15.62%	21.40%

资料来源：公司公告、Wind、山西证券研究所

图 11：生猪养殖上市公司生猪出栏量趋势

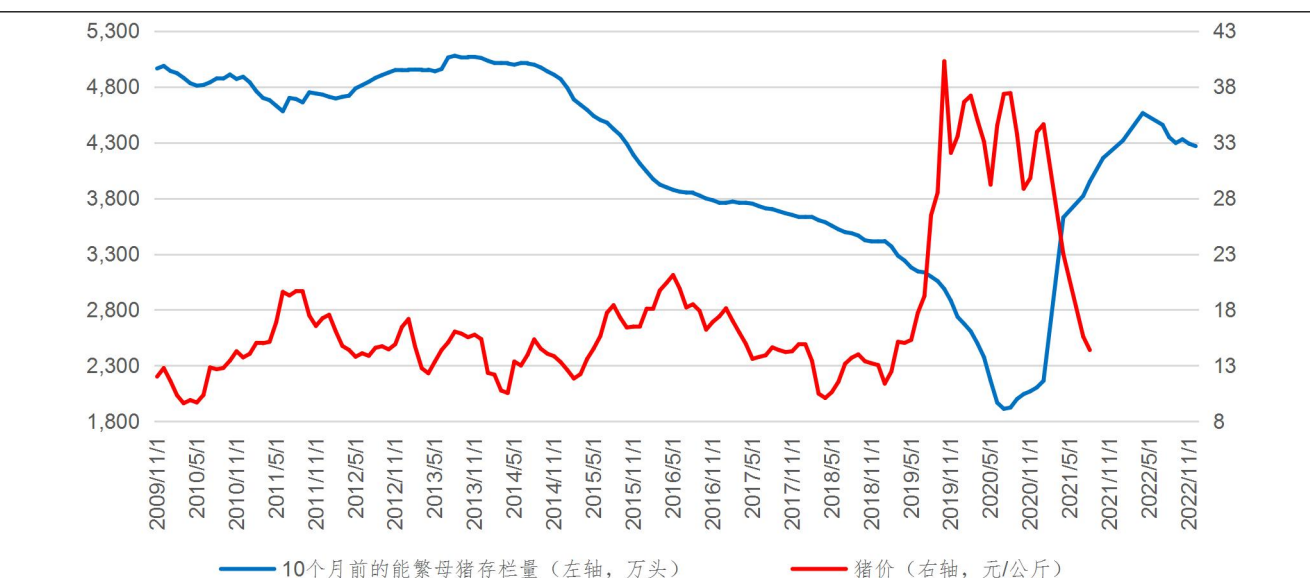
生猪销量（万吨）	唐人神	牧原股份	温氏股份	傲农生物	天邦股份	正邦科技	新希望	天康生物	金新农	大北农	东瑞股份	新五丰	神农集团
2020年1-2月	6.61	139.5	140.06	11.49	28.79	64.24	55.29	8.81	4.53	15.07		1-12月生猪销售量32.69万吨，其中：自有活猪销售31.02万吨，外购活猪贸易销售1.67万吨。	2020年度出栏生猪41.11万头
2020年3月	5.14	116.9	85.2	7.9	22.59	40.58	27.07	6.65	2.55	8.87			
2020年4月	5.2	124.7	86.42	8.73	17.48	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			
2021年1月	16.39		100.4	15.9	46.51	78.67	73.19	15.1	9.63	30.59		1-12月生猪销售量39.04万吨，其中：自有活猪销售36.62万吨，外购活猪贸易销售2.42万吨。	生猪销售量65.37万头，其中：对外销售44.18万头，对集团内部屠宰企业销售21.19万头。
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		
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		
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		
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		
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		
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		
2022年1月	13.04		150.61	38.08	38.13	95.87	129.26	12.69	7.06	41.65	4.66	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。	生猪销售量22.38万头，其中：对外销售17.46万头，对集团内部屠宰企业销售4.92万头。
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		
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		

资料来源：公司公告、Wind、山西证券研究所

生猪板块展望：后续存在季节性回暖的可能性，但全年整体仍将承压

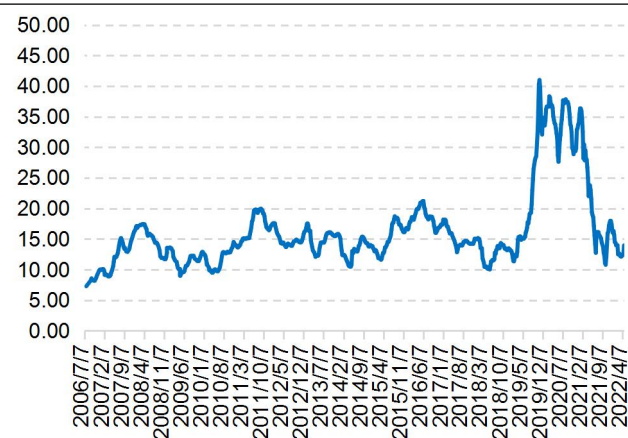
根据国家统计局披露的数据，2022年一季度末我国能繁母猪存栏量为4185万头，环比下降1.94%，相当于4100万头正常保有量的102%。根据生猪生产的时间周期，当期猪价和10个月前能繁母猪存量存在良好对应关系。在后续不发生严重生猪疫情的情况下，综合考虑高效母猪占比的提升，我们预计2022年国内生猪价格后续存在季节性回暖的可能性，但全年整体仍将承压。

图 12：当期猪价和 10 个月前能繁母猪存量的对应关系



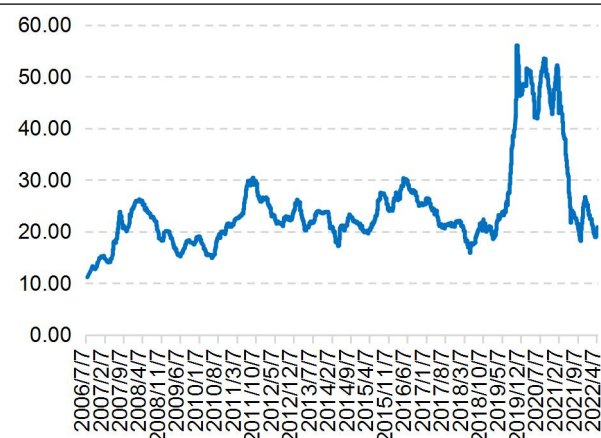
资料来源：Wind、山西证券研究所

图 13：国内生猪价格走势（单位：元/公斤）



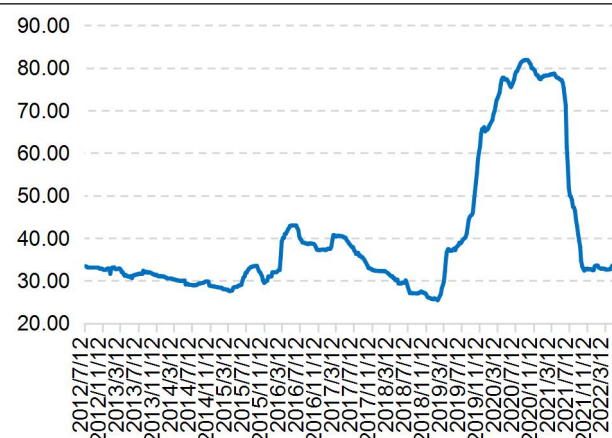
资料来源：Wind、山西证券研究所

图 14：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 15：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 16：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

家禽养殖板块 2022 年 1 季度业绩总结：大部分上市公司出现不同程度亏损

受低迷的生猪价格和禽业养殖行情周期回落的影响，国内禽业养殖板块在 2022 年 1 季度整体业绩同比出现下滑，大致延续 2021 年以来的业绩趋势。大部分禽业上市公司 2022 年 1 季度业绩出现不同程度的亏损。

图 17：家禽养殖上市公司归属净利润（累计）

归母净利润 (百万元)	2020-12-31	2021-03-31	2021-06-30	2021-09-30	2021-12-31	2022-03-31
圣农发展	2041.44	80.14	274.70	368.46	448.24	-65.33
立华股份	254.08	288.11	-280.23	-604.63	-395.59	-177.58
湘佳股份	174.44	8.18	-5.05	-10.11	25.68	11.69
民和股份	66.68	134.39	170.12	166.40	47.61	-182.87
华英农业	-1143.85	-92.63	-164.34	-225.77	-2538.05	-38.49
益生股份	91.99	111.97	275.82	228.57	28.45	-288.01
仙坛股份	352.56	62.18	121.96	124.38	82.14	-43.74
晓鸣股份	50.25	17.32	51.95	77.07	81.85	13.64

资料来源：公司公告、Wind、山西证券研究所

图 18：家禽养殖公司归属净利润同比增速（累计）

归母净利润 增速	2020-12-31	2021-03-31	2021-06-30	2021-09-30	2021-12-31	2022-03-31
圣农发展	-50.12%	-88.56%	-79.38%	-79.60%	-78.04%	-181.53%
立华股份	-87.07%	246.37%	-0.64%	-596.35%	-255.70%	-161.63%
湘佳股份	-23.19%	-92.46%	-103.61%	-105.63%	-85.28%	42.89%
民和股份	-95.86%	-8.30%	-26.78%	111.40%	-28.60%	-236.08%
华英农业	-2086.94%	38.21%	52.83%	51.83%	-121.89%	58.45%
益生股份	-95.77%	-42.79%	35.20%	57.76%	-69.07%	-357.21%
仙坛股份	-64.77%	-61.71%	-56.22%	-62.09%	-76.70%	-170.34%
晓鸣股份	-54.91%	2.00%	61.23%	53.52%	62.88%	-21.23%

资料来源：公司公告、Wind、山西证券研究所

图 19：家禽养殖上市公司单季度净利润趋势

单季度归属于 公司股东的净利润 (百万元)	2019-03-31	2019-06-30	2019-09-30	2019-12-31	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
圣农发展	652.79	1,000.14	1,052.51	1,387.18	700.72	631.49	474.23	235.01	80.14	194.57	93.76	79.77	-65.33
立华股份	106.64	323.93	840.37	693.32	-196.84	-81.61	400.27	132.26	288.11	-568.34	-324.41	209.05	-177.58
湘佳股份	32.80	32.42	104.75	57.13	108.47	31.33	39.91	-5.27	8.18	-13.23	-5.06	35.79	11.69
华英农业	18.44	38.24	17.35	-126.33	-149.92	-198.51	-120.25	-675.18	-92.63	-71.71	-61.43	-2,312.28	-38.49
益生股份	381.94	521.57	565.03	707.50	195.74	8.27	-59.12	-52.90	111.97	163.84	-47.24	-200.12	-288.01
晓鸣股份	23.43	22.68	36.21	29.13	16.98	15.24	17.98	0.05	17.32	34.63	25.12	4.78	13.64
仙坛股份	156.50	246.19	243.91	354.06	162.39	116.18	49.52	24.48	62.18	59.78	2.42	-42.24	-43.74
民和股份	385.79	483.05	383.49	357.65	146.56	85.77	-153.61	-12.04	134.39	35.73	-3.71	-118.79	-182.87

资料来源：公司公告、Wind、山西证券研究所

图 20：家禽养殖上市公司资产负债率趋势

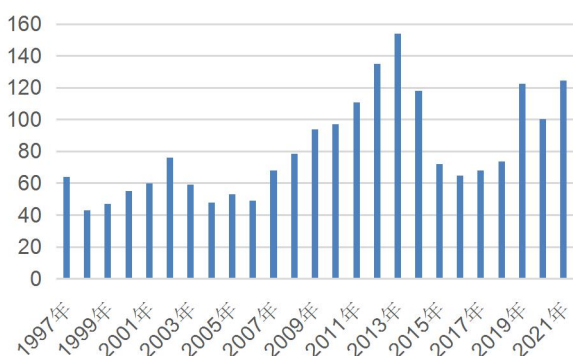
资产负债率	2020-12-31	2021-03-31	2021-06-30	2021-09-30	2021-12-31	2022-03-31
圣农发展	36.22%	38.35%	40.37%	40.80%	41.78%	47.67%
立华股份	27.79%	32.56%	38.72%	41.39%	42.91%	46.77%
湘佳股份	31.30%	32.64%	35.12%	38.72%	41.46%	44.70%
民和股份	20.89%	20.69%	15.58%	14.29%	18.57%	24.40%
华英农业	74.85%	75.78%	78.62%	78.62%	66.12%	65.27%
益生股份	31.09%	38.32%	37.77%	38.48%	42.91%	47.35%
仙坛股份	15.00%	15.68%	17.47%	17.18%	21.05%	22.17%
晓鸣股份	29.67%	30.80%	25.98%	26.34%	28.93%	31.67%

资料来源：公司公告、Wind、山西证券研究所

家禽养殖板块展望：预计仍将震荡筑底，黄羽肉鸡或优于白羽肉鸡

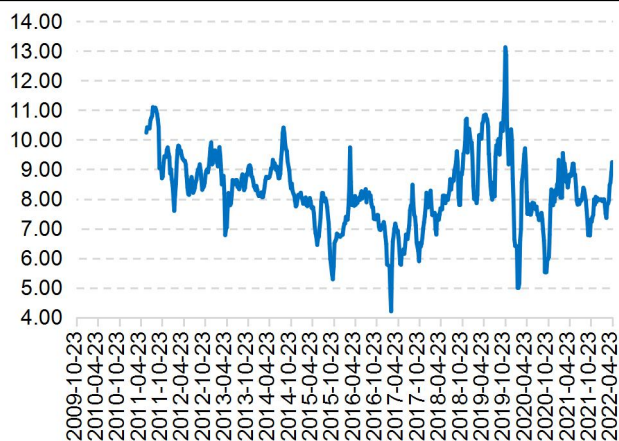
2018年下半年“非洲猪瘟”疫情发生后，国内生猪产能大幅萎缩，猪肉价格大幅上涨。在消费替代的作用下，国内肉鸡产品价格也跟随猪价出现多年难见的高度景气行情。在高盈利的驱动之下，国内肉鸡养殖行业产能出现大规模扩张。随着生猪产能的加速恢复和猪价的回落，国内肉鸡产业对生猪的替代效应逐渐消退，行业周期趋于回落。虽然前期经历过一轮行情低迷后，行业局部出现去产能迹象，但是目前产能仍处于历史较高位置，肉鸡养殖行业预计仍将处于低位震荡和筑底阶段。在肉鸡行业内部，由于黄羽肉鸡行业产能去化的进度优于白羽肉鸡，从而有望使得2022年黄羽肉鸡的景气度要优于白羽肉鸡。

图 21：我国祖代白羽肉种鸡历史引种量（万套）



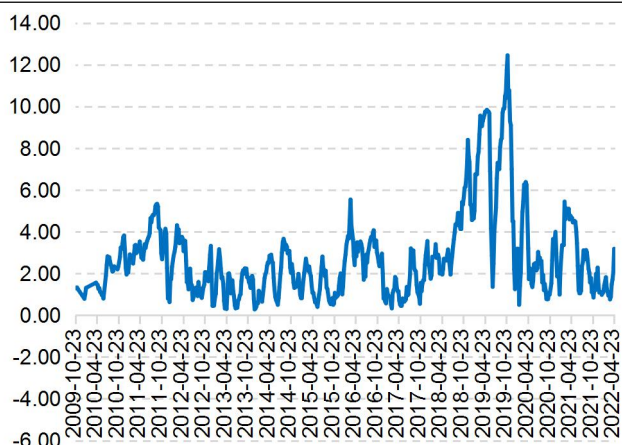
资料来源：禽业协会、山西证券研究所

图 22：我国白羽肉鸡主产区平均价（元/公斤）



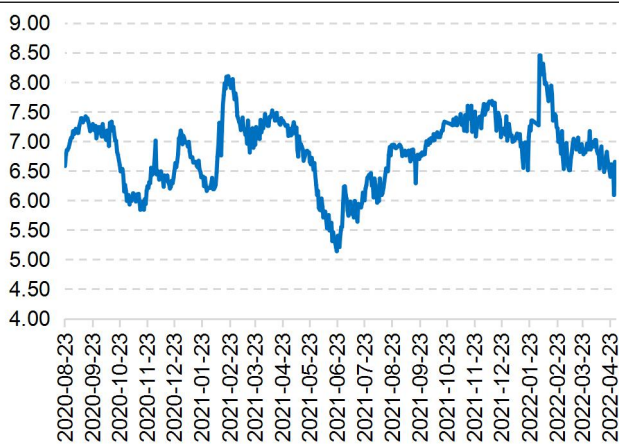
资料来源：Wind、山西证券研究所

图 23：我国商品代白羽肉鸡苗价格走势（元/羽）



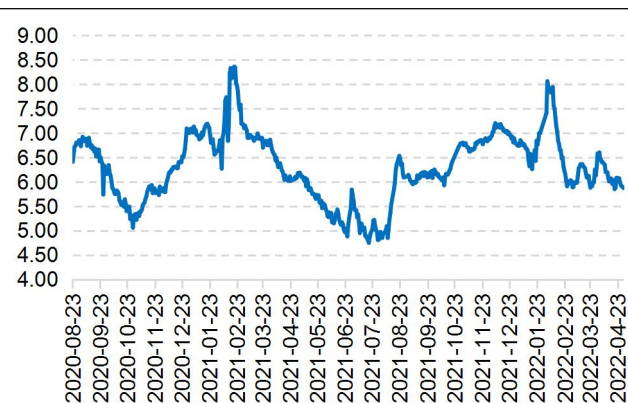
资料来源：Wind、山西证券研究所

图 24：中速鸡全国均价（元/斤）



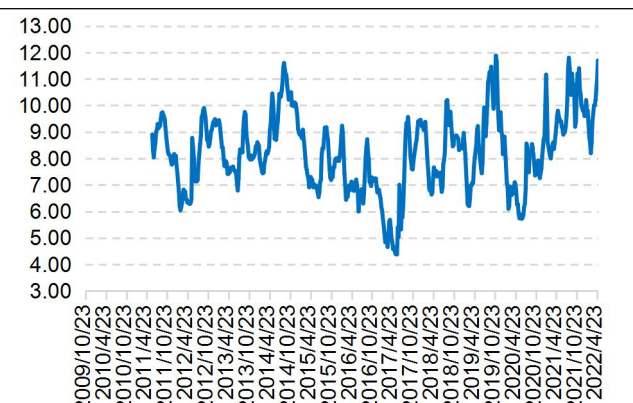
资料来源：Wind、山西证券研究所

图 25：快大鸡全国均价（元/斤）



资料来源：Wind、山西证券研究所

图 26：国内鸡蛋市场零售价（元/公斤）



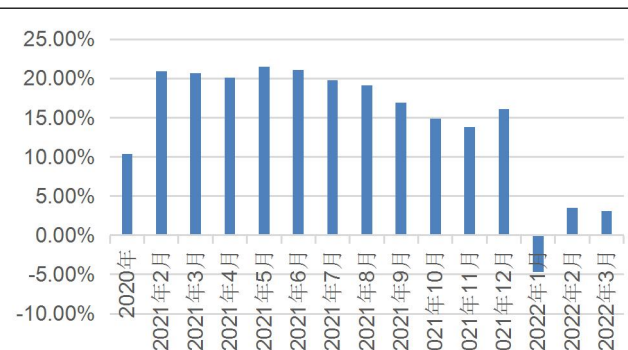
资料来源：Wind、山西证券研究所

饲料动保板块业绩总结和展望

饲料动保板块 2022 年 1 季度业绩总结：上市公司同比出现不同程度下滑

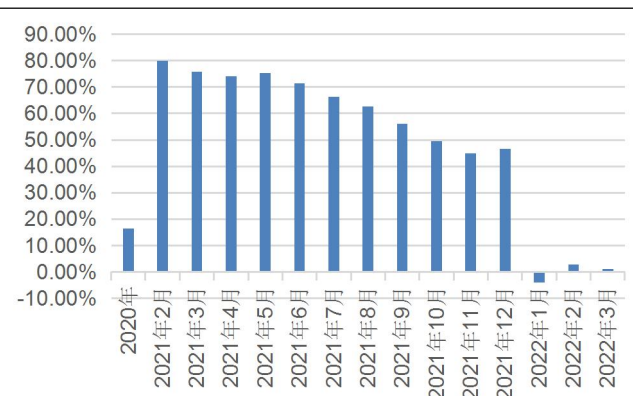
中国饲料工业协会披露 3 月全国饲料产量数据，2022 年 1-3 月全国工业饲料累计产量 6720 万吨，同比增长 3.1%。分品种看，猪饲料产量 3137 万吨，同比增长 1.2%；肉禽、水产、反刍动物饲料产量分别为 1995 万吨、352 万吨、376 万吨，同比分别增长 2.9%、37.2%、7.9%；蛋禽饲料产量 788 万吨，同比下降 0.6%。从各产品累计同比增速趋势来看，猪饲料有所下滑、蛋禽饲料负增速继续收窄、肉禽饲料增速自 2 月以来转正、水产饲料同比高增。进入 2022 年，在下游养殖盈利回落和同比高基数的影响下，2022 年饲料动保行业景气度呈现边际减弱的趋势，上市公司 2022 年 1 季度业绩同比出现不同程度下滑。

图 27：全国饲料总产量当年累计同比增速



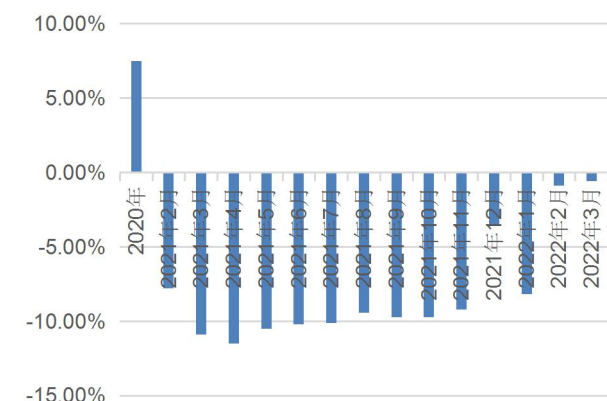
资料来源：中国饲料工业协会、山西证券研究所

图 28：全国猪饲料产量当年累计同比增速



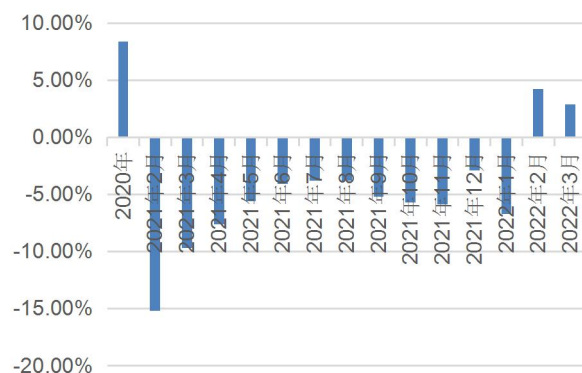
资料来源：中国饲料工业协会、山西证券研究所

图 29：全国蛋禽饲料产量当年累计同比增速



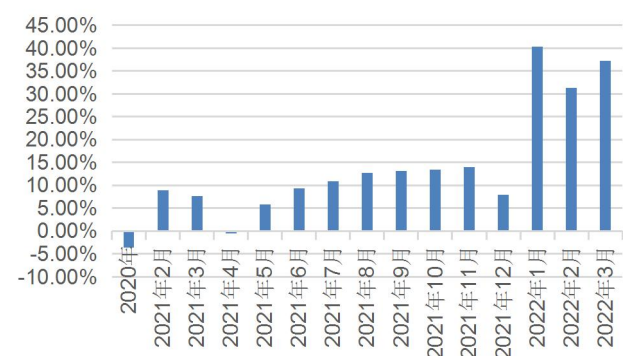
资料来源：中国饲料工业协会、山西证券研究所

图 30：全国肉禽饲料产量当年累计同比增速



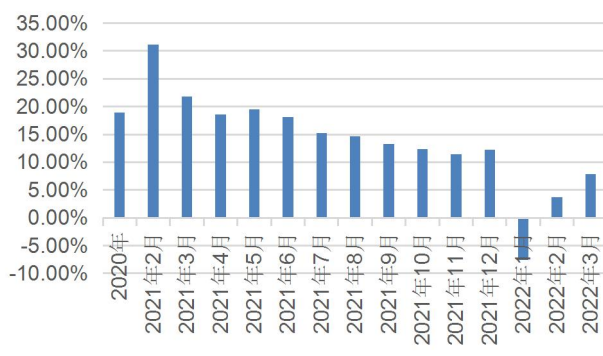
资料来源：中国饲料工业协会、山西证券研究所

图 31：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 32：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 33：饲料动保上市公司营业收入增长趋势

营业收入同比增速	2020-12-31	2021-03-31	2021-06-30	2021-09-30	2021-12-31	2022-03-31
海大集团	26.70%	49.77%	47.54%	46.82%	42.56%	26.98%
粤海饲料			8.09%	11.06%	15.08%	28.79%
天马科技	49.89%	15.35%	39.25%	44.07%	48.88%	54.80%
溢多利	-6.51%	-1.27%	-5.06%	-9.95%	-1.18%	6.57%
普莱柯	40.01%	59.81%	37.34%	26.81%	18.31%	-20.54%
金河生物	1.81%	6.73%	13.27%	19.21%	14.51%	12.46%
瑞普生物	36.40%	23.35%	12.59%	2.58%	0.34%	-30.20%
蔚蓝生物	13.40%	35.50%	27.27%	20.20%	19.85%	-3.83%
中牧股份	21.39%	21.03%	13.83%	7.60%	6.06%	-12.93%
生物股份	40.39%	41.85%	34.61%	20.82%	12.29%	-34.22%
科前生物	66.15%	82.31%	53.49%	28.37%	30.81%	-36.46%
回盛生物	81.98%	132.22%	86.78%	50.27%	28.14%	-34.40%
申联生物	33.07%	-15.84%	-1.03%	-9.84%	6.13%	7.48%

资料来源：公司公告、Wind、山西证券研究所

图 34：饲料动保上市公司归母净利润增长趋势

归母净利润增速	2020-12-31	2021-03-31	2021-06-30	2021-09-30	2021-12-31	2022-03-31
海大集团	53.01%	132.90%	38.82%	-15.77%	-36.73%	-71.62%
粤海饲料			3.31%	0.14%	-2.60%	-108.26%
天马科技	21.26%	12.20%	7.46%	3.61%	21.21%	108.62%
溢多利	26.81%	35.38%	-13.05%	-42.14%	-173.53%	-225.23%
普莱柯	108.47%	46.21%	36.30%	43.72%	7.20%	-56.80%
金河生物	-36.56%	29.45%	7.70%	8.18%	-19.89%	-54.61%
瑞普生物	104.88%	59.11%	38.21%	15.83%	3.66%	-37.94%
蔚蓝生物	40.16%	32.95%	39.54%	29.34%	21.65%	-37.68%
中牧股份	64.54%	22.76%	-11.06%	-4.41%	22.22%	-17.06%
生物股份	83.76%	40.41%	41.38%	41.55%	-5.89%	-61.68%
科前生物	84.55%	82.47%	56.45%	20.69%	27.45%	-46.28%
回盛生物	118.36%	150.59%	92.77%	23.50%	-11.52%	-96.81%
申联生物	66.14%	-39.77%	-26.88%	-33.13%	-14.91%	-15.70%

资料来源：公司公告、Wind、山西证券研究所

图 35：饲料动保上市公司毛利率趋势

毛利率	2020-12-31	2021-03-31	2021-06-30	2021-09-30	2021-12-31	2022-03-31
海大集团	11.66%	11.65%	10.62%	9.11%	8.49%	8.02%
粤海饲料	14.06%	12.81%	13.98%	12.95%	12.64%	9.36%
天马科技	11.18%	12.56%	11.24%	10.47%	10.21%	11.40%
溢多利	38.56%	42.48%	42.85%	43.68%	38.20%	26.43%
普莱柯	64.32%	68.29%	67.66%	67.29%	65.41%	61.85%
金河生物	34.71%	40.89%	34.90%	33.70%	31.33%	30.40%
瑞普生物	54.04%	52.78%	52.93%	52.14%	51.80%	49.40%
蔚蓝生物	48.73%	46.16%	46.40%	46.22%	46.26%	42.74%
中牧股份	26.22%	25.69%	26.99%	28.29%	29.06%	25.80%
生物股份	61.60%	67.66%	62.40%	62.11%	61.88%	55.15%
科前生物	82.78%	83.72%	81.69%	79.15%	79.80%	72.95%
回盛生物	37.03%	33.17%	33.20%	31.13%	27.17%	20.17%
申联生物	83.69%	83.31%	81.70%	78.09%	75.73%	73.61%

资料来源：公司公告、Wind、山西证券研究所

图 36：饲料动保上市公司销售净利率趋势

销售净利率	2020-12-31	2021-03-31	2021-06-30	2021-09-30	2021-12-31	2022-03-31
海大集团	4.72%	5.12%	4.39%	3.06%	2.11%	1.16%
粤海饲料	3.26%	-2.81%	2.44%	3.03%	2.76%	-4.36%
天马科技	2.98%	3.67%	3.62%	3.02%	2.43%	3.32%
溢多利	10.57%	8.77%	8.85%	7.41%	-4.51%	-6.33%
普莱柯	24.53%	28.14%	28.24%	28.09%	22.22%	15.30%
金河生物	7.67%	16.89%	12.52%	9.40%	5.88%	8.37%
瑞普生物	21.97%	23.34%	21.57%	21.33%	21.60%	20.37%
蔚蓝生物	12.74%	12.72%	12.49%	12.72%	13.04%	7.75%
中牧股份	9.47%	14.00%	13.88%	13.39%	11.08%	12.51%
生物股份	26.70%	41.82%	31.51%	31.83%	21.90%	24.59%
科前生物	53.11%	52.97%	52.50%	49.75%	51.73%	44.78%
回盛生物	19.31%	20.24%	18.91%	16.05%	13.34%	0.98%
申联生物	38.30%	33.78%	27.82%	33.06%	29.14%	26.87%

资料来源：公司公告、Wind、山西证券研究所

图 37：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
海大集团	303.69	800.33	969.44	449.28	707.28	825.31	213.89	-150.43	200.70
粤海饲料			97.76	33.11	-20.02	83.94	95.93	27.88	-41.69
天马科技	16.43	40.22	24.35	-12.06	18.43	42.45	23.05	-0.36	38.45
溢多利	18.75	50.77	53.51	38.69	25.38	35.06	10.73	-190.08	-31.78
普莱柯	59.40	60.63	40.45	67.27	86.85	76.75	67.03	13.51	37.52
金河生物	54.08	40.93	6.93	15.39	70.00	32.32	7.96	-16.29	31.77
瑞普生物	73.13	74.17	104.97	145.93	116.35	87.23	88.61	120.59	72.21
蔚蓝生物	21.83	22.13	29.10	35.92	29.02	32.32	33.16	38.07	18.08
中牧股份	131.71	224.57	129.81	-65.66	161.69	155.18	147.77	49.22	134.11
生物股份	150.51	31.93	113.29	110.46	211.33	46.61	160.68	-36.33	80.97
科前生物	92.59	90.30	136.84	128.06	168.95	117.19	99.76	184.83	90.77
回盛生物	25.32	27.24	44.38	53.21	63.46	37.87	18.40	13.14	2.02
申联生物	47.13	13.62	76.68	-7.91	28.38	16.04	47.47	18.31	23.93

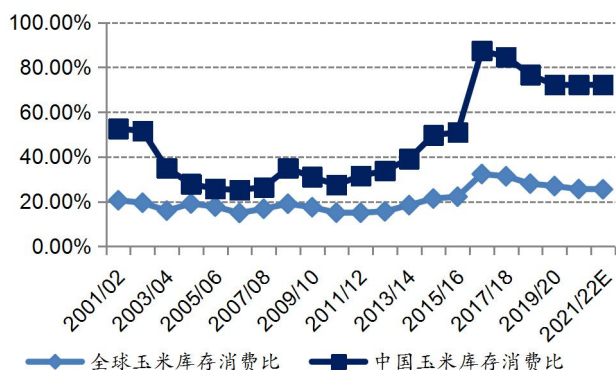
资料来源：公司公告、Wind、山西证券研究所

饲料动保板块展望：饲料市场份额有望进一步向头部企业集中

年初以来，俄乌战争和南美天气导致全球农产品价格出现较大涨幅，豆粕等饲料原料成本压力剧增，没有规模优势和配方研发储备优势的中小企业加速退出，市场份额进一步向头部集中。自下而上的市场份额扩张是头部企业增长的主要驱动力。我们对海大集团 2006-2021 年饲料销量历史增长的驱动因素进行拆解，市场份额扩张贡献了约 3/4，行业总量增长只贡献了约 1/4。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，1 季度或为全年低点，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）剔除生猪养殖业务的其他业务对应估值处于历史中低水平；（3）今年以来上游原料价格上涨和下游养殖行情低迷虽然短期内对整个饲料带来了压力，但是由于中小企业的抗压能力相对更差，这将使得中小企业将加速退出，公司竞争环境进一步优化；（4）公司的股票期权激励计划，员工覆盖面广、目标清晰，目

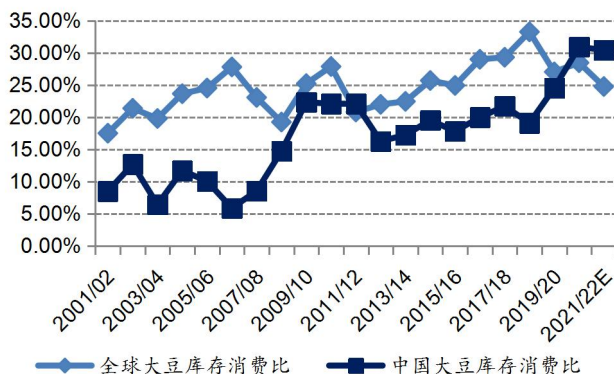
前股价接近股权激励行权价格；（5）公司实控人拟全额认购增发，彰显对公司未来发展信心。

图 38：全球和中国玉米库存消费比



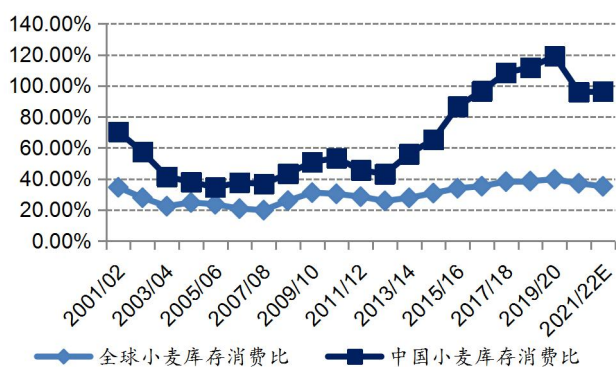
资料来源：USDA、山西证券研究所

图 39：全球和中国大豆库存消费比



资料来源：USDA、山西证券研究所

图 40：全球和中国小麦库存消费比



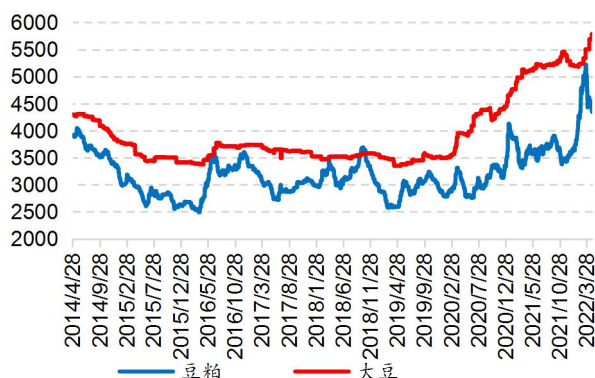
资料来源：USDA、山西证券研究所

图 41：国内玉米平均价格（元/公斤）



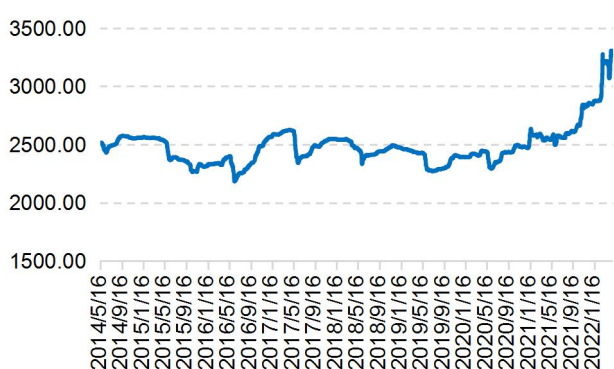
资料来源：Wind、山西证券研究所

图 42：国内大豆和豆粕价格（元/吨）



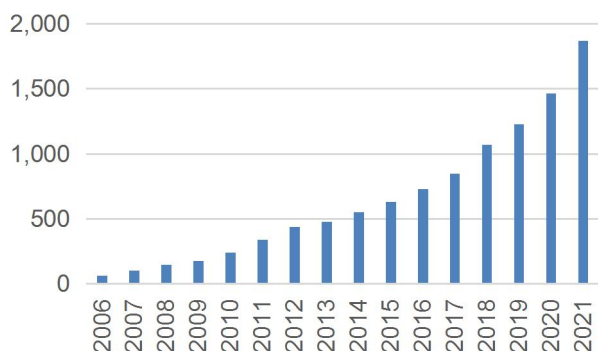
资料来源：Wind、山西证券研究所

图 43：国内小麦平均价格（元/吨）



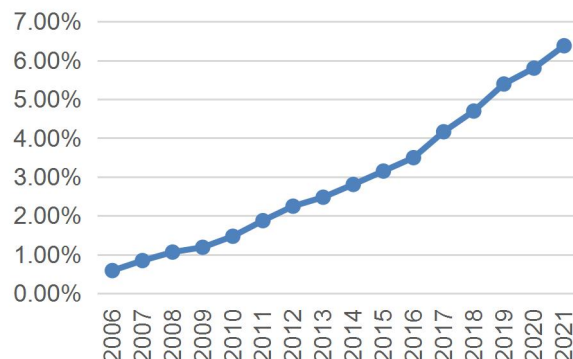
资料来源：Wind、山西证券研究所

图 44：海大集团历史年度饲料销量（万吨）



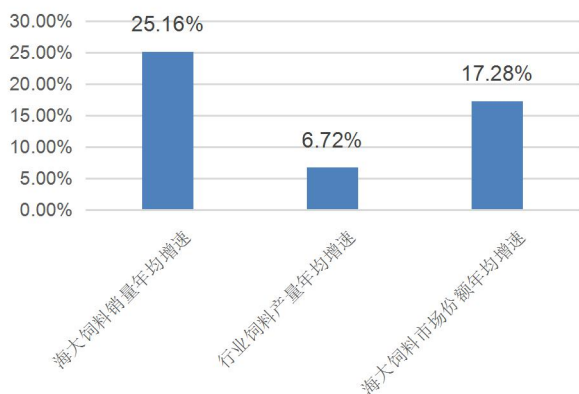
资料来源：公司公告、中国饲料工业协会、山西证券研究所

图 45：海大集团饲料业务市场份额



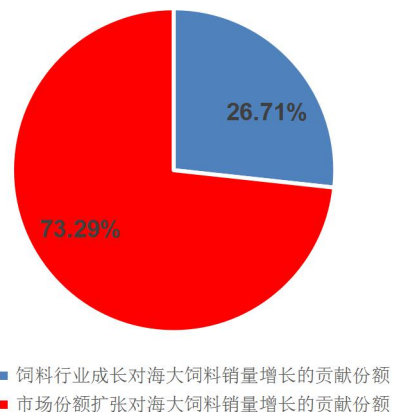
资料来源：公司公告、中国饲料工业协会、山西证券研究所

图 46：2006-2021 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 47：2006-2021 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

种子板块业绩总结和展望

种子板块 2022 年 1 季度业绩总结：同比有所改善

受玉米等粮食价格上涨和种子供需改善等因素影响，种业板块 2022 年 1 季度业绩同比有所改善。其中登海种业和隆平高科 2022 年 1 季度归属净利润同比增长显著。

图 48：种业上市公司营业收入增长趋势

营业收入同比增速	2020-12-31	2021-03-31	2021-06-30	2021-09-30	2021-12-31	2022-03-31
丰乐种业	2.19%	14.95%	11.14%	11.00%	6.54%	-11.97%
隆平高科	5.14%	5.44%	-1.06%	-12.40%	6.47%	6.48%
登海种业	9.42%	40.17%	22.40%	19.63%	22.20%	45.78%
荃银高科	38.84%	66.13%	20.66%	35.49%	57.38%	49.66%
神农科技	15.04%	73.21%	47.08%	45.66%	14.27%	28.27%
敦煌种业	-19.39%	12.05%	-13.31%	-27.31%	-3.36%	-4.88%
万向德农	-12.83%	1.37%	-4.13%	-5.62%	-7.65%	1.43%

资料来源：公司公告、Wind、山西证券研究所

图 49：种业上市公司归母净利润增长趋势

归母净利润增速	2020-12-31	2021-03-31	2021-06-30	2021-09-30	2021-12-31	2022-03-31
丰乐种业	-11.92%	-34.49%	-28.07%	-141.36%	263.05%	-46.85%
隆平高科	139.44%	69.14%	22.39%	12.20%	-46.12%	34.38%
登海种业	145.18%	75.46%	83.47%	100.02%	128.33%	76.89%
荃银高科	41.10%	-123.48%	-194.05%	-118.73%	26.68%	1085.45%
神农科技	64.12%	90.22%	-128.79%	-152.72%	51.90%	-899.29%
敦煌种业	117.38%	303.36%	87.99%	-130.26%	-69.36%	-50.55%
万向德农	-6.00%	-3.37%	-49.93%	-43.42%	-31.26%	221.23%

资料来源：公司公告、Wind、山西证券研究所

图 50：种业上市公司毛利率趋势

毛利率	2020-12-31	2021-03-31	2021-06-30	2021-09-30	2021-12-31	2022-03-31
丰乐种业	14.50%	13.45%	11.75%	10.18%	13.89%	13.57%
隆平高科	38.59%	41.36%	40.87%	25.73%	34.27%	44.89%
登海种业	28.81%	33.77%	40.13%	38.21%	36.31%	37.89%
荃银高科	30.67%	23.77%	22.45%	21.05%	28.83%	23.91%
神农科技	30.31%	21.33%	20.84%	29.91%	30.19%	29.59%
敦煌种业	14.09%	28.43%	24.84%	23.62%	21.43%	34.49%
万向德农	48.17%	37.54%	42.38%	43.78%	49.58%	38.56%

资料来源：公司公告、Wind、山西证券研究所

图 51：种业上市公司销售净利率趋势

销售净利率	2020-12-31	2021-03-31	2021-06-30	2021-09-30	2021-12-31	2022-03-31
丰乐种业	2.31%	2.46%	1.68%	-0.30%	7.12%	1.42%
隆平高科	7.06%	7.22%	-1.27%	-33.40%	4.94%	11.81%
登海种业	5.43%	20.66%	21.16%	17.53%	21.68%	30.32%
荃银高科	9.17%	-1.42%	-1.86%	-0.44%	8.43%	6.78%
神农科技	-94.45%	-3.27%	-21.97%	-14.18%	-38.10%	-10.98%
敦煌种业	2.66%	15.43%	2.91%	-2.75%	4.56%	14.88%
万向德农	25.69%	20.02%	16.55%	16.94%	19.20%	62.77%

资料来源：公司公告、Wind、山西证券研究所

图 52：种业上市公司单季度净利润趋势

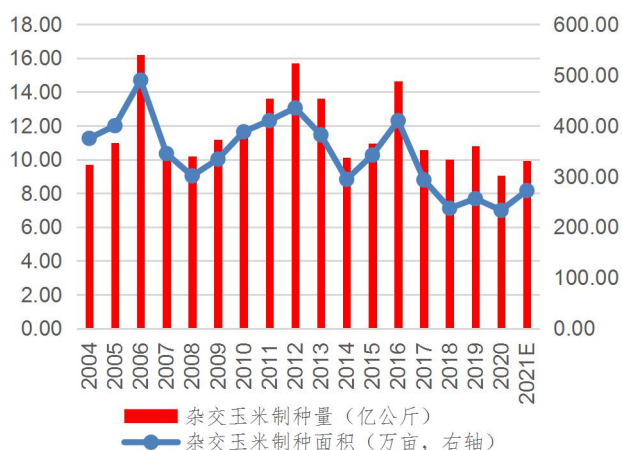
单季度归属 于母公司股 东的利润 (百万元)	2019-09-30	2019-12-31	2020-03-31	2020-06-30	2020-09-30	2020-12-31	2021-03-31	2021-06-30	2021-09-30	2021-12-31	2022-03-31
丰乐种业	-20.90	51.21	20.97	8.18	-11.86	33.12	13.74	7.23	-28.11	190.14	7.30
隆平高科	-337.18	-25.20	23.96	-97.55	-266.13	455.62	40.53	-97.64	-241.17	360.72	54.46
登海种业	-19.09	29.54	33.60	23.71	1.07	43.58	58.95	46.19	11.63	116.03	104.28
荃银高科	-24.64	123.44	8.82	1.24	-4.94	128.33	-2.07	-7.40	8.51	170.00	20.42
神农科技	-50.99	-241.95	-4.15	52.32	-13.02	-153.30	-0.41	-13.46	-4.66	-38.30	-4.05
敦煌种业	-27.93	-60.30	-7.96	-26.23	108.48	-44.75	16.18	-20.29	-18.37	31.53	8.00
万向德农	8.74	14.56	13.48	21.82	6.03	13.87	13.02	4.65	5.71	14.56	41.84

资料来源：公司公告、Wind、山西证券研究所

2022 年杂交玉米种子供需继续改善，杂交水稻种子供给压力仍存

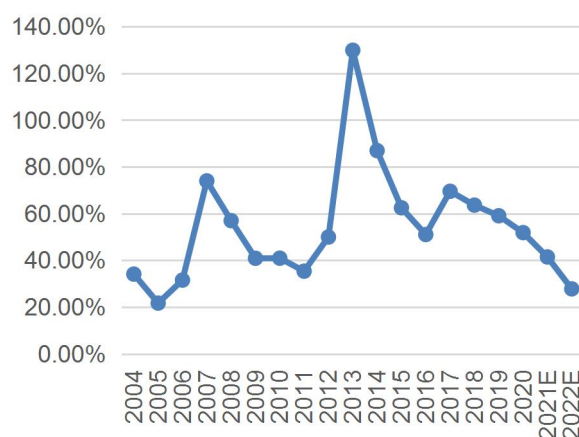
根据全国农技推广服务中心的统计和预测，2021 年全国杂交玉米落实制种面积 272 万亩，比 2020 年增加 39 万亩，但相比于 2011-2017 年仍处于历史低位。预计 2021 年新产杂交玉米种子 9.93 亿公斤，加上季末有效库存 4.77 亿公斤，预计 2022 年玉米种子有效供应量约 14.7 亿公斤。预计 2022 年春季种子市场结束后，玉米种子有效库存将降至 3 亿公斤，未来两年的种子供需形势将从整体过剩转为总体平衡略有盈余。根据我们的测算，2022 年杂交玉米种子的库存消费比环比 2021 年将进一步回落，是连续第 5 年出现回落，行业供需形势进一步改善。

图 53：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

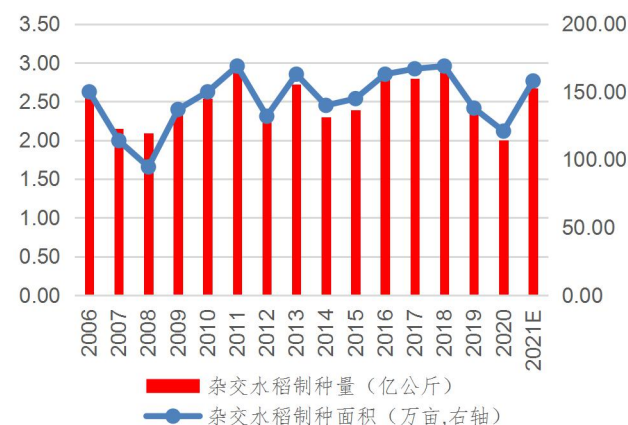
图 54：国杂交玉米库存消费比趋势



资料来源：Wind、全国农技推广服务中心、山西证券研究所

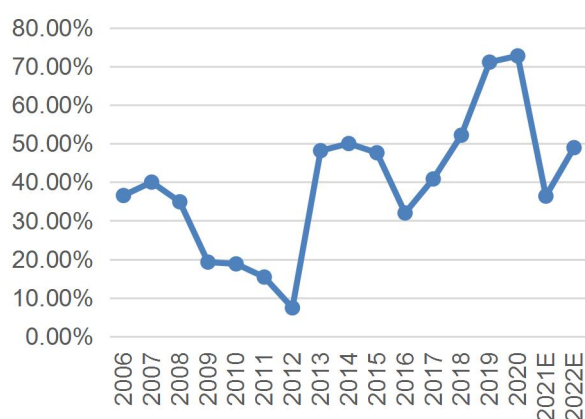
根据全国农技推广服务中心的统计和预测，2021 年全国杂交水稻落实制种面积 158 万亩，比 2020 年增加 37 万亩。据初步统计，全国平均制种单产 170 公斤/亩，比 2020 年增加 31 公斤/亩。预计 2021 年杂交水稻新产种子约 2.67 亿公斤，加上当期末约 0.84 亿公斤的有效库存种子，预计 2022 年杂交水稻种子有效供应量超过 3.5 亿公斤。在需求方面，预计 2022 年杂交水稻大田用种与出口需求合计 2.35 亿公斤。根据我们的测算，2022 年杂交水稻种子的库存消费比环比 2021 年将有明显反弹，供应过剩的态势将进一步加剧。

图 55：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 56：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

食用菌板块业绩总结和展望：成本和价格双重压力仍存

2021 年受上游大宗原料价格上涨影响，食用菌企业的生产成本压力明显提升。与此同时，在行业产能扩张和餐饮端消费低迷的影响，产品价格承压。在生产端和销售端两头挤压的背景下，食用菌上市公司 2021 年业绩同比出现大幅下滑。进入 2022 年，上述影响因素仍对食用菌企业 1 季度和后续业绩构成压力。

图 57：食用菌上市公司营业收入增长趋势

营业收入同比增速	2020-12-31	2021-03-31	2021-06-30	2021-09-30	2021-12-31	2022-03-31
众兴菌业	28.32%	7.96%	11.22%	2.44%	4.92%	23.35%
雪榕生物	12.09%	-5.72%	-6.73%	-8.58%	-6.33%	1.66%
万辰生物	-0.21%	-23.96%	-23.50%	-24.21%	-5.44%	12.98%
华绿生物	5.90%	-22.10%	-15.85%	-13.53%	-5.14%	22.76%

资料来源：公司公告、Wind、山西证券研究所

图 58：食用菌上市公司归母净利润增长趋势

归母净利润增速	2020-12-31	2021-03-31	2021-06-30	2021-09-30	2021-12-31	2022-03-31
众兴菌业	176.24%	-41.83%	-77.69%	-140.61%	-70.91%	-67.39%
雪榕生物	12.22%	-40.30%	-145.48%	-153.27%	-224.94%	-43.38%
万辰生物	4.28%	-57.23%	-125.17%	-129.21%	-74.74%	4.85%
华绿生物	9.80%	-57.43%	-99.91%	-104.04%	-88.30%	-13.20%

资料来源：公司公告、Wind、山西证券研究所

图 59：食用菌上市公司毛利率趋势

毛利率	2020-12-31	2021-03-31	2021-06-30	2021-09-30	2021-12-31	2022-03-31
众兴菌业	27.60%	21.97%	13.71%	12.91%	18.51%	26.74%
雪榕生物	21.84%	23.73%	2.89%	1.02%	5.26%	20.57%
万辰生物	27.85%	28.88%	-5.98%	-3.91%	10.75%	19.85%
华绿生物	27.28%	22.19%	1.63%	1.21%	6.66%	15.79%

资料来源：公司公告、Wind、山西证券研究所

图 60：食用菌上市公司销售净利率趋势

销售净利率	2020-12-31	2021-03-31	2021-06-30	2021-09-30	2021-12-31	2022-03-31
众兴菌业	12.78%	10.97%	1.72%	-4.69%	3.49%	2.91%
雪榕生物	10.22%	16.96%	-9.69%	-10.06%	-16.89%	10.51%
万辰生物	21.36%	22.47%	-7.72%	-8.40%	5.71%	20.85%
华绿生物	21.70%	22.17%	0.09%	-1.06%	2.82%	15.67%

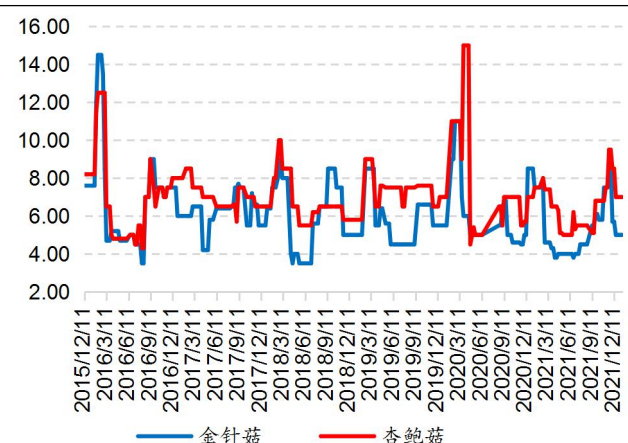
资料来源：公司公告、Wind、山西证券研究所

图 61：食用菌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)	2019-09-30	2019-12-31	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
众兴菌业	-10.14	28.96	74.65	-18.48	64.49	68.29	43.42	-30.89	-61.54	103.97	14.16
雪榕生物	-5.63	110.38	169.81	-14.34	61.17	30.61	101.37	-172.07	-44.69	-193.51	57.40
万辰生物	-33.23	92.19	54.23	-3.49	20.60	24.79	23.20	-35.97	-8.07	45.12	24.32
华绿生物	-59.78	120.67	72.35	-1.18	30.65	30.68	30.80	-30.74	-4.17	19.61	26.73

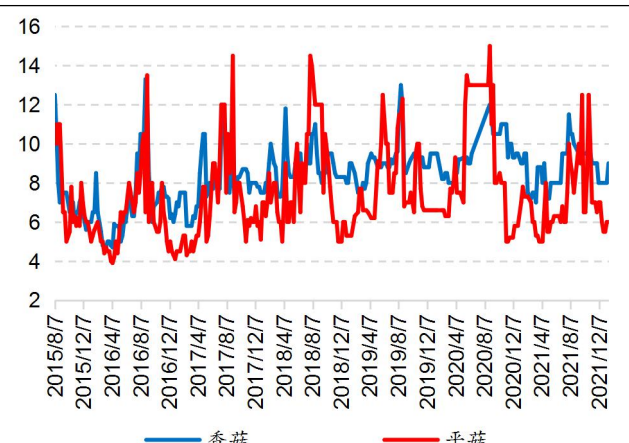
资料来源：公司公告、Wind、山西证券研究所

图 62：金针菇和杏鲍菇价格（元/公斤）



资料来源：Wind、山西证券研究所

图 63：香菇与平菇价格（元/公斤）



资料来源：Wind、山西证券研究所

投资建议

目前时点，我们继续重点推荐海大集团，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，1季度或为全年低点，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）剔除生猪养殖业务的其他业务对应估值处于历史中低水平；（3）今年以来上游原料价格上涨和下游养殖行情低迷虽然短期内对整个饲料带来了压力，但是由于中小企业的抗压能力相对更差，这将使得中小企业将加速退出，公司竞争环境进一步优化；（4）公司的股票期权激励计划，员工覆盖面广、目标清晰，目前股价接近股权激励行权价格；（5）公司实控人拟全额认购增发，彰显对公司未来发展信心。预计公司 2022-2024 年归母公司净利润 25.20/45.22/55.09 亿元，对应 EPS 为 1.52/2.72/3.32 元，维持“买入-A”评级。

风险提示

因畜禽养殖疫情和自然灾害导致养殖存栏、存塘出现损失的风险。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。疫情转好进度低于预期，从而导致交通运输不畅和引起原料价格波动的风险，以及销售运输不畅的风险。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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

