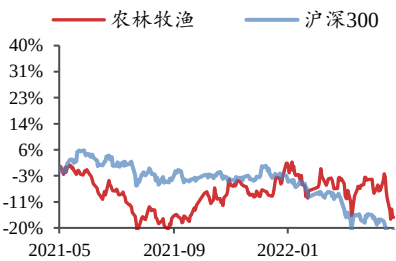


农林牧渔

2022 年 05 月 04 日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《行业周报-猪价或存在短期失真，后期猪价高度无需过度悲观》-2022.4.24

《行业周报-生猪短期过剩矛盾仍在，猪价波动难改亏损现状》-2022.4.17

《行业点评报告-3 月黄、白羽鸡价格变动分化，黄羽产能缓慢去化》-2022.4.14

2021 年养殖板块承压，种子板块盈利能力持续改善

——行业点评报告

陈雪丽（分析师）

chenxueli@kysec.cn

证书编号：S0790520030001

李怡然（联系人）

liyiran@kysec.cn

证书编号：S0790121050058

● 2021 年养殖板块承压，种子板块盈利能力持续改善

2021 年农业行业实现营业收入 8520.3 亿元，同比增长 17.3%，归母净利润-300.1 亿元，同比下降 142.2%。2022Q1 实现营业收入 2006.2 亿元，同比增长 2.9%；归母净利润-95.9 亿元，同比下降 162.9%。2021 年行业销售毛利率 8.56%，同比下降 12.20pct；销售净利率-3.16%，同比下降 14.12pct；净资产收益率-1.94%，同比下降 6.73pct。2022Q1 行业销售毛利率 6.51%，同比下滑 12.44pct；销售净利率-5.23%，同比下滑 14.02pct；净资产收益率-5.23%，同比下滑 8.66pct。整体来看，2021 年盈利能力同比下降明显，2022Q1 盈利能力持续下降。

● 子行业分析：种子板块受益于粮价景气，盈利面改善明显

2021 年农业各子行业中收入均同比上升；利润来看，除动保、种子、农产品加工及林业板块利润分别同比增长 4.77%/ 68.44%/ 418.45%，其他板块均同比下降，其中渔业板块同比跌幅最大，降幅为 417.29%。

● 畜禽养殖：2021 年上市公司生猪出栏量延续高增，禽企净利有所下滑

2021 年养猪企业实现收入 3868.0 亿元，同比增长 12.3%，归母净利润-397.4 亿元，同比下降 111.5%。2022Q1 养猪企业实现营收 837.0 亿元，同比减少 78.9%，行业净利润-147.7 亿元，同比下降 65.2%。2022Q1 行业猪价仍处于周期低位，行业仍整体面临严重亏损状态。加之饲料成本抬升，养殖企业降本增效难度加大。
禽养殖：2021 年全年禽养殖企业实现收入 365.1 亿元，同比增长 15.1%；归母净利润 3.2 亿元，同比下滑 89.5%。2022Q1 肉鸡养殖企业实现收入 84.9 亿元，同比增长 1.2%；归母净利润-7.3 亿元，同比下滑 201.7%。禽产能正处在缓慢去化途中，禽企业绩整体延续承压态势，预计 2022H2 将迎来猪价鸡价共振上行情。

● 饲料和种子：2021 年饲料企业营收同比大幅增长，种企盈利能力同比改善

饲料：2021 年饲料企业实现收入 1570.8 亿元，同比增长 37.0%；归母净利润 3.7 亿元，同比下降 93.8%。2021 年饲料行业持续恢复，2022Q1 行业受益于畜禽高存栏，延续增长趋势，实现收入 353.3 亿元，同比增长 72.6%；归母净利润 14.3 亿元，同比增长 23.3%。饲料行业维持景气向好趋势，猪料业务出现收入同比显著改善，但由于原料价格较高，利润增长相对承压。

种子：2021 年种子企业实现收入 97.4 亿元，同比增长 18.1%，归母净利润 6.5 亿元，同比增长 61.0%。粮食价格上行，种植业景气度回升，上游种业企业盈利能力大幅改善。2022Q1 行业景气度延续，种子企业实现收入 22.4 亿元，同比增长 11.5%；归母净利润 1.9 亿元，同比增长 113.5%。商品粮价格景气叠加转基因商业化落地，预计未来 2-3 年种业将延续景气行情。

● **风险提示：**畜禽及农产品价格大幅下跌将直接影响企业收入及利润；动物疫情爆发将导致动物死亡率提升、消费需求下降，直接和间接影响企业业绩。

目 录

1、 行业总体：2021 年养殖板块承压，种子板块延续景气.....	4
1.1、 收入及利润表现：营收规模延续增长，利润兑现能力进一步下降.....	4
1.2、 2021H2 行业盈利能力恶化，2022Q1 行业盈利面仍延续亏损.....	4
2、 子行业分析：种子板块盈利改善，养殖板块业绩承压.....	5
2.1.1、 子行业数据一览：种子板块受益于粮价景气，盈利面改善明显.....	5
2.1.2、 生猪养殖：2021 年上市公司出栏量延续高增，生产性生物资产因减值降低.....	6
2.1.3、 禽养殖：2021 年鸡苗企业净利润下降，黄羽鸡、蛋鸡企业业绩逐步企稳.....	8
2.1.4、 饲料：受益于生猪养殖后周期，饲料企业营收规模同比大幅增长.....	11
2.1.5、 动保：养殖亏损导致动保销量下滑，短期业绩承压.....	12
2.1.6、 种子：受益于粮价上行，种子提价，种企盈利能力同比显著改善.....	13
3、 风险提示.....	15

图表目录

图 1： 2011 年至今行业收入持续增长	4
图 2： 2021 年和 2022Q1 行业利润同比下降	4
图 3： 2022Q1 行业盈利能力延续亏损，同比下滑明显.....	5
图 4： 行业三项费用率保持相对稳定	5
图 5： 养猪企业 2021-2022Q1 收入增速较快	6
图 6： 养猪企业 2021-2022Q1 利润下降	6
图 7： 养猪企业 2021 年盈利能力分化明显	7
图 8： 养猪企业 2022Q1 盈利能力进一步分化	7
图 9： 业务结构导致养猪企业 2021 年三费率分化	7
图 10： 业务结构导致养猪企业 2022Q1 三费率存在分化.....	7
图 11： 2021-2022Q1 主要养猪企业合计出栏量保持高速增长（万头）	8
图 12： 主要养猪企业生产性生物资产同比下降，主要系计提资产减值所致.....	8
图 13： 禽企收入 2021 年同比上升，2022Q1 同比微增.....	9
图 14： 禽企 2021-2022Q1 净利润大幅下滑	9
图 15： 2021 年龙头禽养殖企业盈利能力突出	9
图 16： 2022Q1 鸡苗企业盈利能力回落	9
图 17： 2021 年白羽肉鸡企业期间费用较低	10
图 18： 2022Q1 湘佳股份渠道费用延续高投入	10
图 19： 饲料企业 2021-2022Q1 收入同比增长	11
图 20： 除金新农外饲料企业 2021-2022Q1 利润同比提升	11
图 21： 2021 年头部饲料企业 ROE 水平下挫	11
图 22： 饲料企业 2022Q1 盈利能力出现分化	11
图 23： 2021 年大型饲料企业管理费用率较高	12
图 24： 2022Q1 头部饲料企业费用控制能力优异.....	12
图 25： 动保企业 2021 收入同比上升	12
图 26： 动保企业 2022Q1 利润承压	12
图 27： 动保企业 2021 年盈利能力整体稳定	13
图 28： 动保企业 2022Q1 盈利能力小幅下降	13
图 29： 动保企业 2021 年三费率分化	13

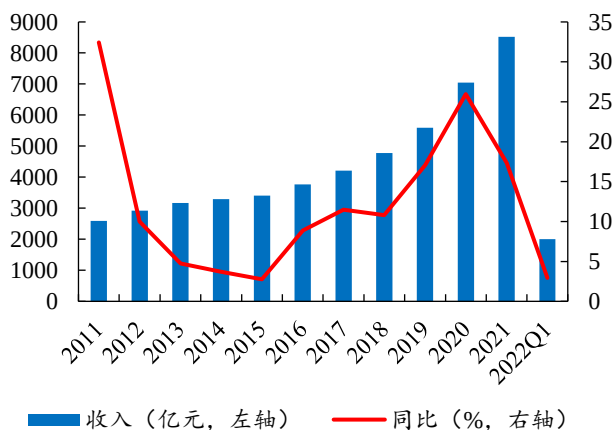
图 30: 动保企业 2022Q1 三费率分化	13
图 31: 2021-2022Q1 种子企业收入同比增加	14
图 32: 2021-2022Q1 种子企业利润同比增加	14
图 33: 2021 年种子企业毛利水平较高	14
图 34: 2022Q1 隆平高科、登海种业毛利率优势明显	14
图 35: 2021 年种子企业期间费用率较高	15
图 36: 2022Q1 登海种业期间费用有所改善	15
表 1: 2021 年子板块财务数据: 动保、种子、农产品加工及林业利润增长	5
表 2: 2022Q1 子板块财务数据: 畜养殖、禽养殖、动保、种植、渔业板块利润同比下降	6
表 3: 2021 年立华股份、湘佳佳股份出栏增幅较大	10
表 4: 2021-2022Q1 圣农发展鸡肉及肉制品销量同比增加	10
表 5: 2021-2022Q1 仙坛股份鸡肉及肉制品销量同比增加	10

1、行业总体：2021 年养殖板块承压，种子板块延续景气

1.1、收入及利润表现：营收规模延续增长，利润兑现能力进一步下降

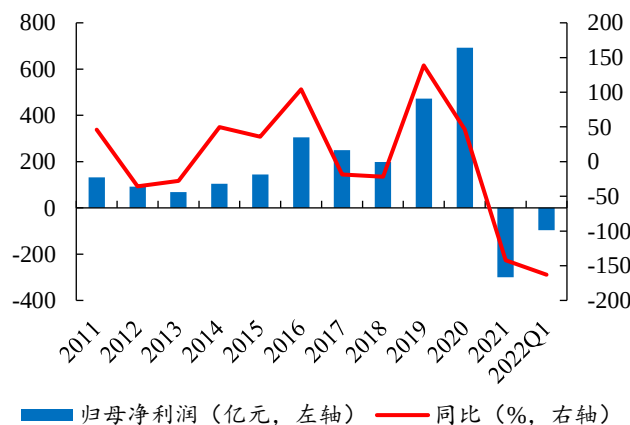
2021 年农业行业实现营业收入 8520.3 亿元，同比增长 17.3%，归母净利润-300.1 亿元，同比下降 142.2%。2022Q1 实现营业收入 2006.2 亿元，同比增长 2.9%；归母净利润-95.9 亿元，同比下降 162.9%。

图1：2011 年至今行业收入持续增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2021 年和 2022Q1 行业利润同比下降

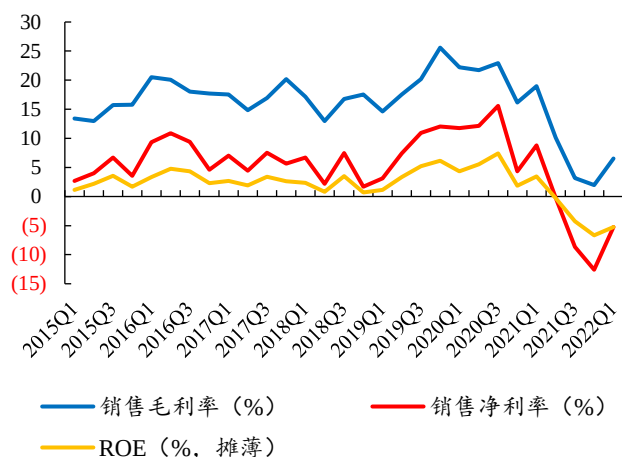


数据来源：Wind、开源证券研究所

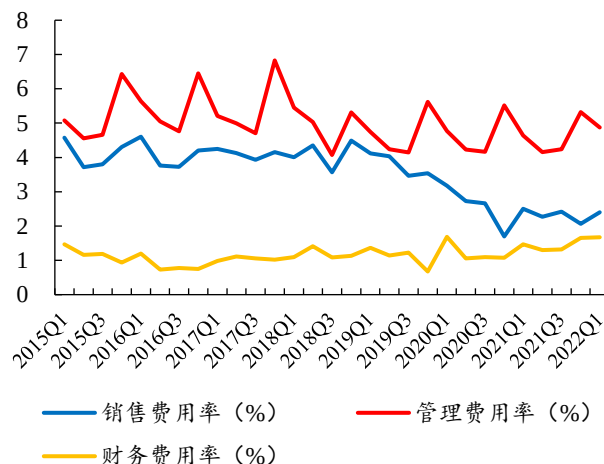
1.2、2021H2 行业盈利能力恶化，2022Q1 行业盈利面仍延续亏损

盈利能力：2021Q4 行业销售毛利率 1.97%，同比下滑 14.21pct；销售净利率-12.59%，同比下滑 16.94pct；净资产收益率-6.67%，同比下滑 8.52pct。2021 年行业销售毛利率 8.56%，同比下降 12.20pct；销售净利率-3.16%，同比下降 14.12pct；净资产收益率-1.94%，同比下降 6.73pct。2022Q1 行业销售毛利率 6.51%，同比下滑 12.44pct；销售净利率-5.23%，同比下滑 14.02pct；净资产收益率-5.23%，同比下滑 8.66pct。整体来看，2021 盈利能力同比下降明显，2022Q1 盈利能力持续下降。

期间费用率：2021Q4 行业期间费用率 9.04%，同比上升 0.75pct；2021 年全年行业期间费用率 8.34%，同比下降 0.13pct。2022Q1 行业期间费用率 8.94%，同比上升 0.34pct。行业财务费用率相对平稳，销售费用率在 2020Q4 下降至最低点后升高，管理费用率及财务费用率同比小幅波动，保持稳定。

图3：2022Q1 行业盈利能力延续亏损，同比下滑明显


数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：行业三项费用率保持相对稳定


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、子行业分析：种子板块盈利改善，养殖板块业绩承压

2.1.1、子行业数据一览：种子板块受益于粮价景气，盈利面改善明显

2021 年农业各子行业收入均同比上升，归母净利润兑现情况来看，除动保、种子、农产品加工及林业板块利润分别同比增长 4.77%/68.44%/418.45%，其他板块均同比下降，其中渔业板块同比跌幅最大，降幅为 417.29%。

盈利能力看，2021 年动保、种子、渔业、农产品加工及林业毛利率有所提升，畜养殖、禽养殖毛利率和净利率均较明显下挫，饲料、种植、宠物食品及渔业净利率下滑幅度较小。

表1：2021 年子板块财务数据：动保、种子、农产品加工及林业利润增长

子行业	收入（亿元）			归母净利润（亿元）			毛利率		净利率		ROE	
	2021	2020	同比	2021	2020	同比	2021	同比 (pct)	2021	同比 (pct)	2021	同比 (pct)
畜养殖	3946	3674	7.42%	-399	524	-176.06%	1.41%	-23.04	-10.01%	-25.47	-23.90%	-49.93
禽养殖	417	348	19.92%	-22	21	-203.00%	8.72%	-4.93	-5.49%	-11.28	-7.32%	-14.21
饲料	2685	1715	56.57%	59	101	-41.85%	12.41%	-2.42	2.05%	-4.88	7.16%	-7.42
动物保健	152	145	4.97%	25	24	4.77%	45.51%	1.02	17.39%	0.02	9.78%	-0.80
种子	148	132	12.11%	7	4	68.44%	22.99%	0.86	6.18%	2.39	4.38%	1.62
种植	227	199	13.90%	12	13	-6.93%	18.48%	-1.94	4.59%	-1.57	5.35%	-0.12
宠物食品	42	36	15.35%	2	2	-12.19%	20.93%	-4.07	4.54%	-2.96	4.88%	-2.59
渔业	119	110	8.50%	-10	-2	-417.29%	18.69%	0.87	-8.72%	-7.13	-11.09%	-8.85
农产品加工及林业	784	686	14.25%	26	5	418.45%	12.77%	0.94	3.33%	2.73	6.55%	5.13

数据来源：Wind、开源证券研究所

表2：2022Q1 子板块财务数据：畜养殖、禽养殖、动保、种植、渔业板块利润同比下降

子行业	收入 (亿元)			归母净利润 (亿元)			毛利率		净利率		ROE	
	2021Q1	2020Q1	同比	2021Q1	2020Q1	同比	2021Q1	同比 (pct)	2021Q1	同比 (pct)	2021Q1	同比 (pct)
畜养殖	878	1017	-13.71%	-155	92	-268.78%	-5.97%	-26.37	-19.36%	-29.93	-9.99%	-14.32
禽养殖	94	89	5.89%	-8	6	-226.49%	2.70%	-12.33	-8.49%	-15.41	-2.58%	-4.56
饲料	703	465	51.13%	43	24	80.71%	16.04%	0.98	6.67%	0.52	4.90%	1.48
动物保健	33	42	-22.54%	5	10	-50.00%	41.57%	-5.72	16.32%	-7.74	1.91%	-2.14
种子	35	33	7.03%	3	1	151.23%	25.99%	3.91	9.82%	4.81	1.56%	0.59
种植	56	46	21.27%	6	7	-7.76%	24.05%	-1.64	11.76%	-2.99	2.67%	-0.29
宠物食品	11	9	26.25%	1	0	16.72%	20.33%	-1.57	4.97%	-0.71	1.42%	0.11
渔业	24	24	-1.80%	0	-1	-45.81%	18.50%	-3.11	-1.18%	-0.11	-0.29%	0.06
农产品加工及林业	173	168	2.98%	9	5	87.06%	14.31%	1.37	5.82%	2.74	2.31%	0.93

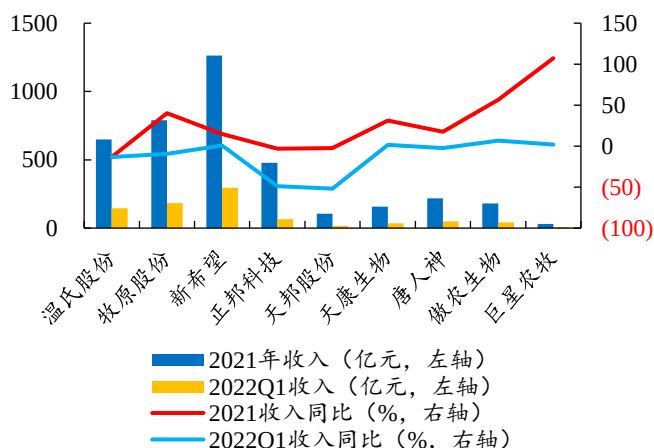
数据来源：Wind、开源证券研究所

2.1.2、生猪养殖：2021 年上市公司出栏量延续高增，生产性生物资产因减值降低

生猪养殖行业我们选取温氏股份、牧原股份、新希望、正邦科技、天邦股份、天康生物、唐人神、傲农生物、巨星农牧为代表进行分析。

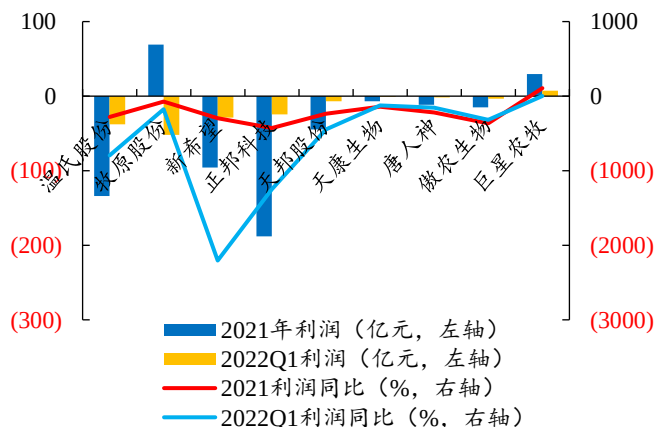
收入及利润：2021 年养猪企业实现收入 3868.0 亿元，同比增长 12.3%，归母净利润-397.4 亿元，同比下降 111.5%。其中巨星农牧、傲农生物、牧原股份收入同比增速最高，分别为 56.6%、40.2%；净利润兑现方面，受猪价下行影响，除牧原股份及巨星农牧外，其余生猪企业均于 2021 年出现亏损。**2022Q1** 养猪企业实现营收 837.0 亿元，同比减少 78.9%，行业净利润-147.7 亿元，同比下降 65.2%。2022Q1 行业猪价仍处于周期低位，行业仍整体面临严重亏损状态。加之饲料成本抬升，养殖企业降本增效难度加大。

图5：养猪企业 2021-2022Q1 收入增速较快



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：养猪企业 2021-2022Q1 利润下降



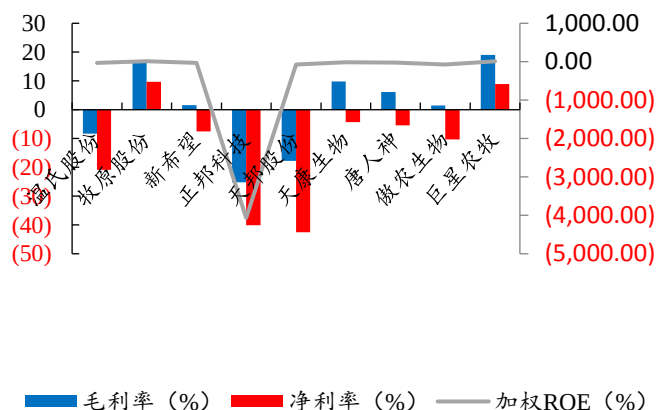
数据来源：Wind、开源证券研究所

盈利能力：2021 年养猪企业毛利率、净利率、ROE 均值分别为 0.37%、-12.49%、-24.43%，同比分别下降 27.15、29.17、53.64pct。2022Q1 行业三项盈利指标仍相对较弱，毛利率、净利率、ROE 均值分别为-9.30%、-23.57%、-9.87%（2021 年及 2022Q1 ROE

均值均剔除正邦科技)。

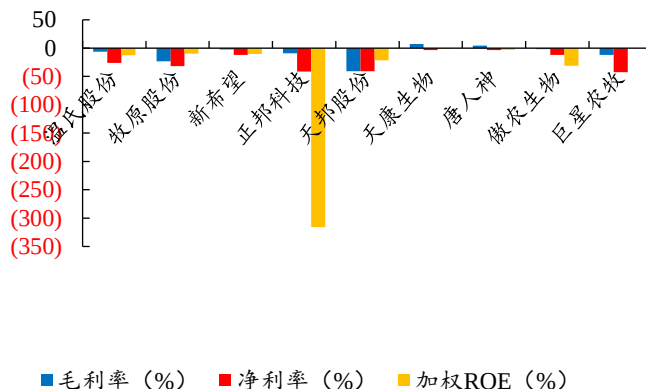
横向对比来看,牧原股份盈利能力领先优势明显,2021 年三项指标分别达 17%、10%、13%。此外产业链纵向延伸的兼具饲料及养殖业务的企业盈利 beta 变化亦相对较小。

图7: 养猪企业 2021 年盈利能力分化明显



数据来源: Wind、开源证券研究所

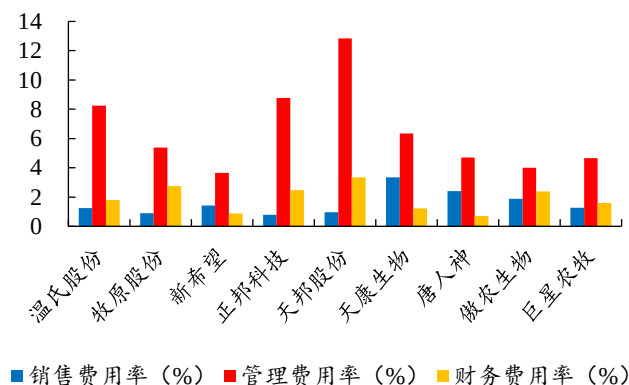
图8: 养猪企业 2022Q1 盈利能力进一步分化



数据来源: Wind、开源证券研究所

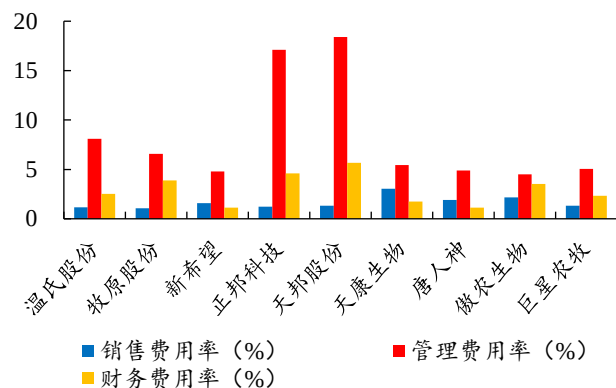
期间费用率: 2021 年新希望处于行业最低位,主要系其饲料业务收入占比较高;纵向来看,温氏股份、天康生物及巨星农牧三费比率同比减少,牧原股份、温氏股份、新希望、正邦科技、天邦股份、天康生物均同比上升。2022Q1 养猪企业三费比率均值同比进一步上升,牧原股份、新希望、傲农生物、唐人神、巨星农牧三项费用率同比下降,正邦科技、天邦股份费用率涨幅显著。

图9: 业务结构导致养猪企业 2021 年三费率分化



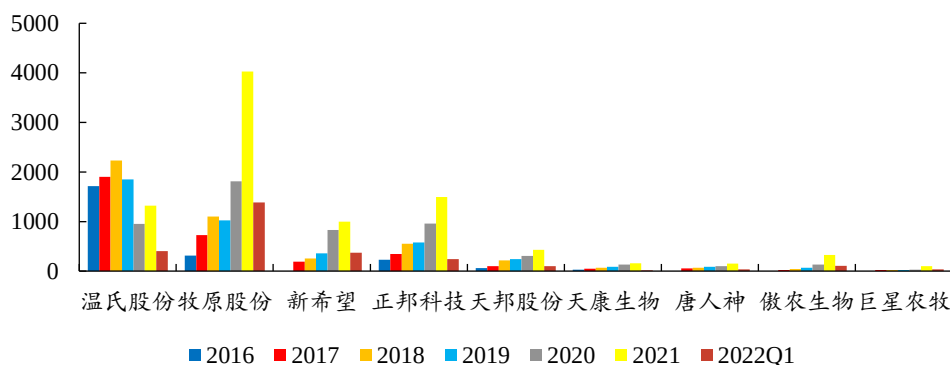
数据来源: Wind、开源证券研究所

图10: 业务结构导致养猪企业 2022Q1 三费率存在分化



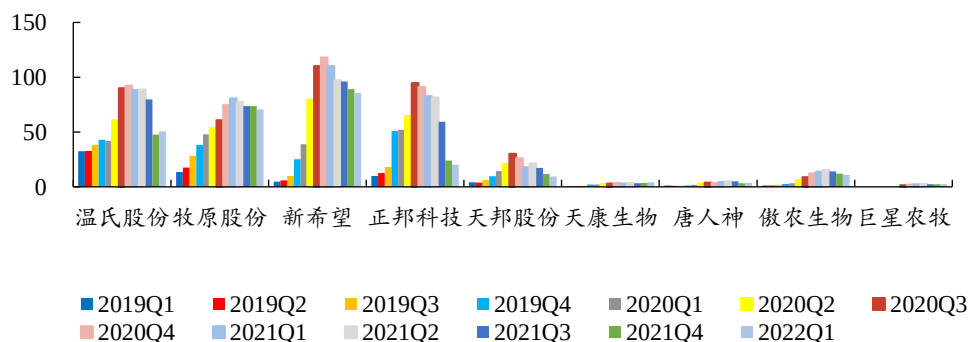
数据来源: Wind、开源证券研究所

出栏量: 2021 年 9 家企业合计出栏量生猪 9006 万头,同比增长 71.2%。2021 年生猪产能恢复较快,各家生猪出栏量均呈现同比增长。横向对比来看,傲农生物、牧原股份出栏量同比增幅最高,分别同比增长 141.1%、122.3%。天康生物、新希望出栏量增速相对较小,分别为 19.2%、20.3%。2022Q1 养殖企业普遍延续高增长态势,9 家养猪企业合计 2690.5 万头,同比增加 57.0% (2021Q1 不包含巨星农牧出栏量,其未披露)。横向对比来看,傲农生物、温氏股份、牧原股份、新希望生猪出栏量同比增幅较大,分别同比增长 95.8%、91.9%、79.0%、61.9%;天康生物小幅增长 6.5%;正邦科技、天邦股份、唐人神出栏量同比下降,降幅分别为 5.9%、8.8%、17.2%。

图11：2021-2022Q1 主要养猪企业合计出栏量保持高速增长（万头）


数据来源：Wind、开源证券研究所

生产性生物资产：2019Q2 起头部猪企种猪存栏陆续恢复，至 2020Q4 末达到此轮生产性生物资产的峰值。2022Q1，9 家猪企业生产性生物资产合计 257.8 亿元，同比减少 36.1%，分拆来看，天康生物及巨星农牧同比增加，牧原股份、唐人神、傲农生物同比减幅最少，分别减少 12.3%、17.5%、20.6%。结合各企业能繁存栏量看，除少量产能轮换及优化外，生产性生物资产同比降幅显著主要系计提资产减值所致。

图12：主要养猪企业生产性生物资产同比下降，主要系计提资产减值所致


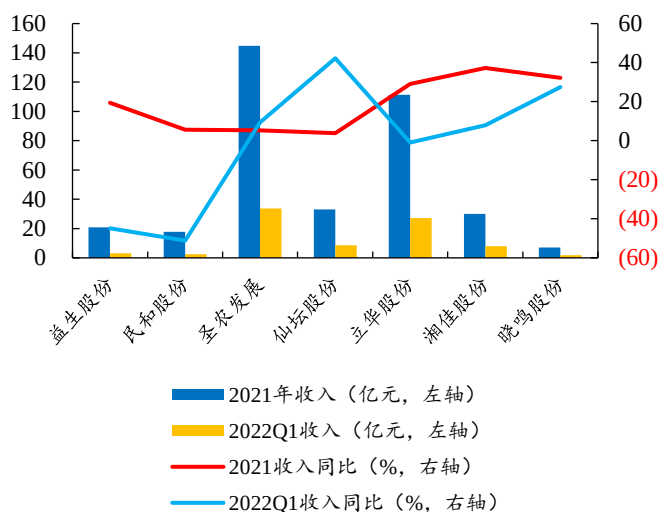
数据来源：Wind、开源证券研究所

2.1.3、禽养殖：2021 年鸡苗企业净利润下降，黄羽鸡、蛋鸡企业业绩逐步企稳

禽养殖行业我们选取益生股份、民和股份、圣农发展、仙坛股份、立华股份、湘佳股份、晓鸣股份为代表进行分析。

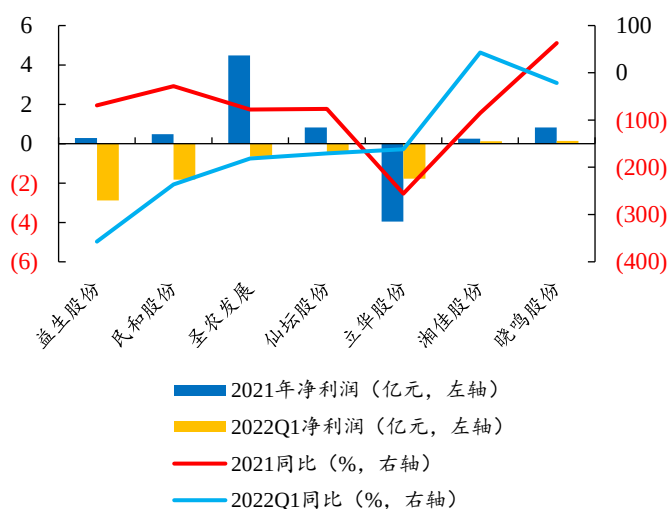
收入及利润：2021 年全年肉鸡养殖企业实现收入 365.1 亿元，同比增长 15.1%；归母净利润 3.2 亿元，同比下滑 89.5%。2022Q1 肉鸡养殖企业实现收入 84.9 亿元，同比增长 1.2%；归母净利润-7.3 亿元，同比下滑 201.7%。2021 年白羽鸡产业链整体呈现供给过剩，在产祖代鸡及父母代鸡同比继续增加，拖累肉鸡产业链上下游企业业绩。2022Q1 鸡苗企业收入同比减少，主要由于 2022Q1 报告期猪价低迷致使鸡价承压，下游养殖企业补栏意愿下降；Q1 禽企整体净利润同比下滑，主要系禽肉价格持续低迷导致利润挤压。2022Q1 新冠疫情反复导致销售通路受阻，预计 2022 年下半年猪价反转将带动鸡价上行，禽养殖企业收入将环比改善。全年来看，肉禽产能缓慢去化，禽企业整体业绩延续承压态势。

图13：禽企收入 2021 年同比上升，2022Q1 同比微增



数据来源：Wind、开源证券研究所

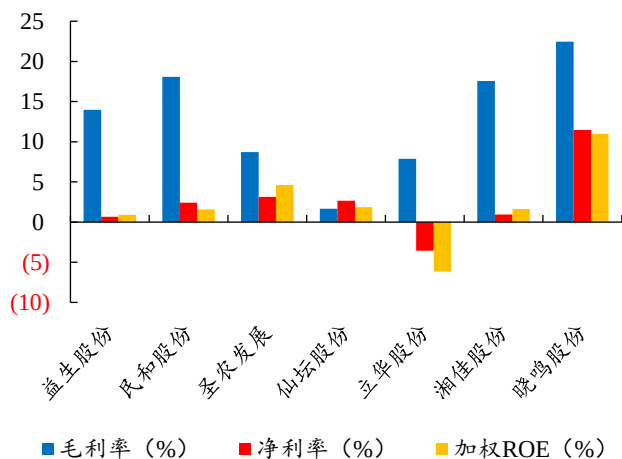
图14：禽企 2021-2022Q1 净利润大幅下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

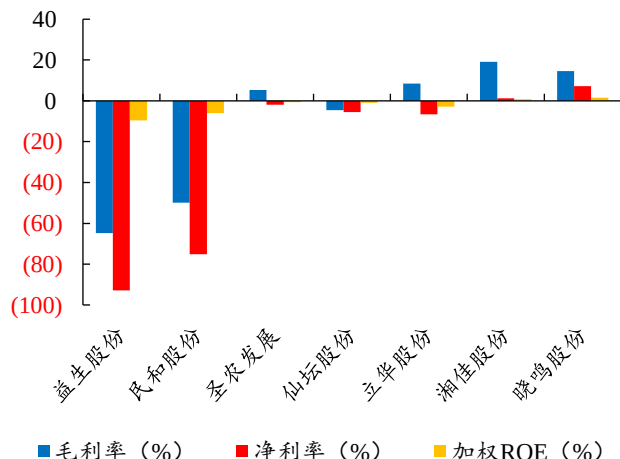
盈利能力：2021 年受禽肉价格周期下行影响，禽企业盈利能力有所下降，整体毛利率均值为 12.9%（同比-5.3pct），净利率 2.5%（同比-5.4pct），ROE 为 2.2%（同比-6.7pct）。细分来看，圣农发展作为白羽肉鸡龙头企业，得益于其食品加工业务已占比超过 30%，盈利稳定性较强。黄羽鸡方面，立华股份受生猪业务影响，盈利性指标由正转负，湘佳股份得益于活禽流通市场受限，公司主营冰鲜业务继续延续较稳健盈利水平。受饲料价格上涨、猪价下行及叠加新冠疫情导致消费需求恢复较慢的影响，鸡肉价格同比小幅上涨，但盈利能力相对较差。上游鸡苗情况看，自 2021 年下半年开始，商品代肉鸡苗价格开始波动下行，第四季度商品代肉鸡苗价格开始低于 2020 年同期均价。2022Q1 鸡苗价格亦同比下降，饲料价格进一步环比升高，企业盈利指标显著恶化。

图15：2021 年龙头禽养殖企业盈利能力突出



数据来源：Wind、开源证券研究所

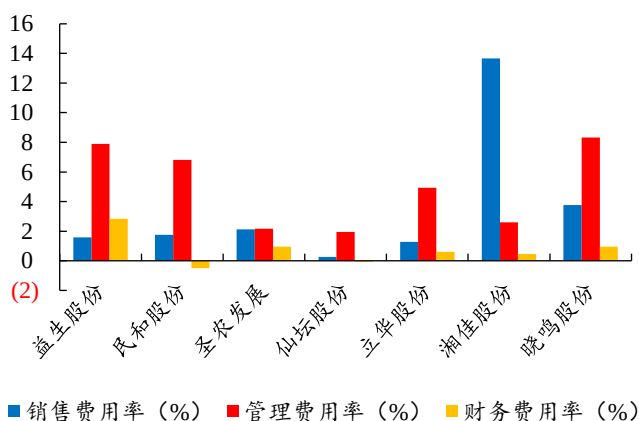
图16：2022Q1 鸡苗企业盈利能力回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

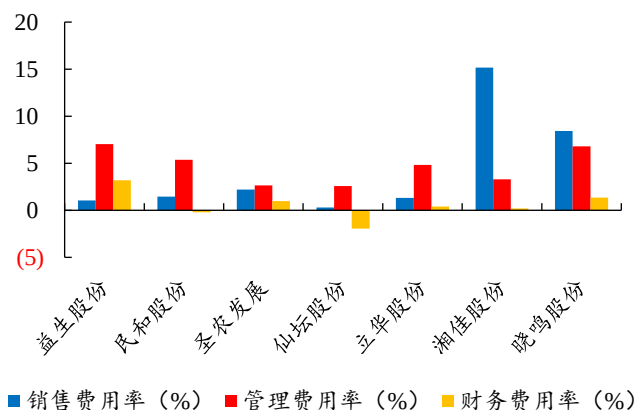
期间费用率：从费用率角度看，圣农发展、仙坛股份管理费用率明显低于行业其他企业，主要系白羽肉鸡销售及管理费用较低。销售费用率方面，湘佳股份主打冰鲜禽肉销售，渠道费用投入较大，销售费用率仍然相对更高。

图17：2021 年白羽肉鸡企业期间费用较低



数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：2022Q1 湘佳股份渠道费用延续高投入



数据来源：Wind、开源证券研究所

出栏量：2021 肉鸡养殖企业出栏量情况来看，鸡苗销售企业益生股份、民和股份销量同比下降，白羽鸡、黄羽鸡出栏量均同比增长。随着疫情逐渐得到控制，冰鲜鸡肉销量出现同比下滑，湘佳股份活禽销量同比增加。2021 年白羽鸡企圣农发展及仙坛股份鸡肉及鸡肉制品销量均同比增加；2022Q1 两家企业肉制品销量同比延续增长，但仙坛股份鸡肉销量同比增长幅度较大。

表3：2021 年立华股份、湘佳股份出栏增幅较大

公司	2021		2022Q1	
	出栏量 (亿羽)	同比	出栏量 (亿羽)	同比
益生股份	4.69	-3.50%	1.39	41.99%
民和股份	3.10	-4.32%	0.63	-25.55%
立华股份	3.70	14.55%	0.86	5.68%
湘佳股份	0.36	34.70%	0.09	8.75%

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

注：民和股份仅统计商品鸡苗外销量

表4：2021-2022Q1 圣农发展鸡肉及肉制品销量同比增加

公司	圣农发展		圣农发展	
	鸡肉销量(万吨)	同比	肉制品销量 (万吨)	同比
2021	105.33	7.64%	24.9	29.82%
2022Q1	24.13	10.18%	5.9	6.46%

数据来源：圣农发展公司公告、开源证券研究所

表5：2021-2022Q1 仙坛股份鸡肉及肉制品销量同比增加

公司	仙坛股份		仙坛股份	
	鸡肉销量(万吨)	同比 (%)	肉制品销量 (万吨)	同比 (%)
2021	33.55	5.34%	0.95	2.15%
2022Q1	8.73	56.45%	0.27	17.39%

数据来源：仙坛股份公司公告、开源证券研究所

当前价格行情：2021 禽链整体景气度大幅下滑，白羽肉鸡上游鸡苗企业盈利能力仍然承压，2022Q1 由于新冠疫情导致封路等情况出现，鸡苗、种蛋和饲料的运输

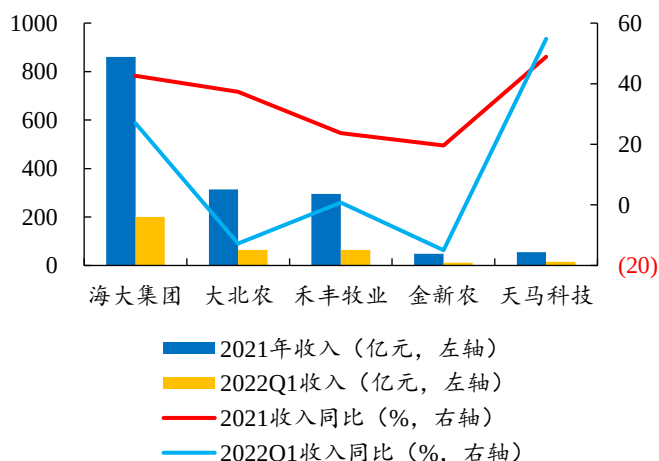
不畅。短期看，商品代鸡苗销售价格低，且饲料成本上涨导致企业盈利能力不佳。中长期来看，随着猪肉价格和毛鸡价格的走高，商品代鸡苗的价格有足够的支撑。部分育种优势企业已率先获得自育种鸡苗新品种认定，优异的性能可得以稳定地遗传给后代，国产替代效益突出，未来受益于育繁推一体化发展，将有望显现出更加稳定的盈利能力。

2.1.4、饲料：受益于生猪养殖后周期，饲料企业营收规模同比大幅增长

饲料行业选取海大集团、大北农、禾丰牧业、金新农、天马科技为代表进行分析。

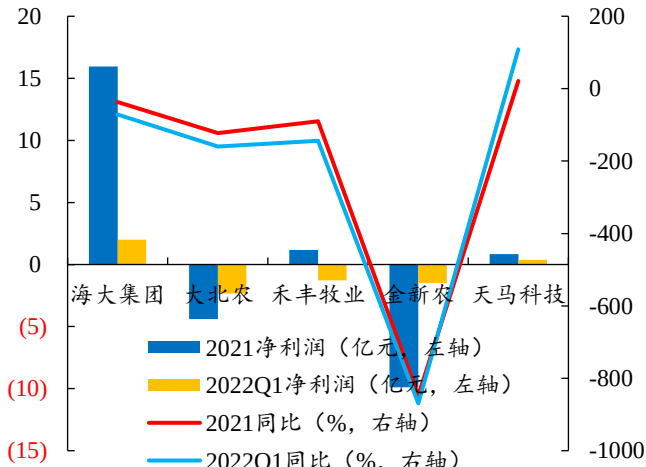
收入及利润：2021 年饲料企业实现收入 1570.8 亿元，同比增长 37.0%；归母净利润 3.7 亿元，同比下降 93.8%。2021 年饲料行业持续恢复，2022Q1 行业受益于畜禽高存栏，延续增长趋势，实现收入 353.3 亿元，同比增长 72.6%；归母净利润 14.3 亿元，同比增长 23.3%。饲料行业维持景气向好趋势，猪料业务出现收入同比显著改善，但由于原料价格较高，利润增长相对承压。

图19：饲料企业 2021-2022Q1 收入同比增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

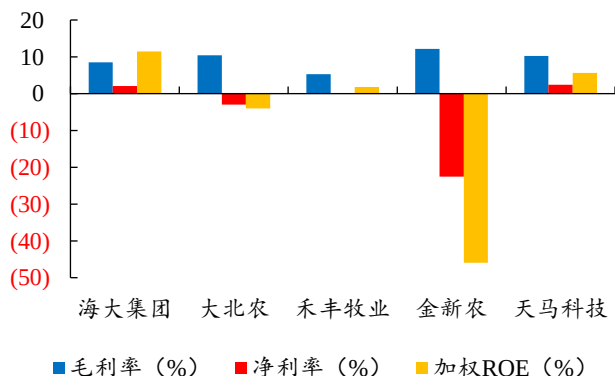
图20：除金新农外饲料企业 2021-2022Q1 利润同比提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

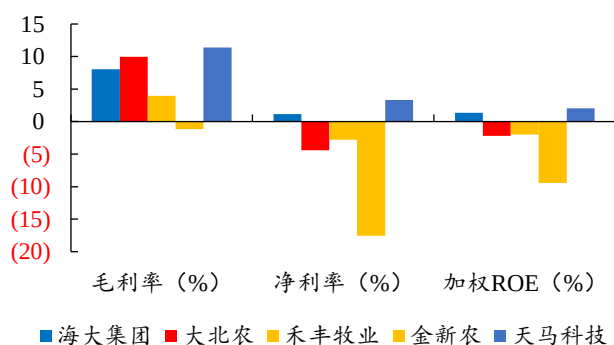
盈利能力：各大饲料企业盈利能力存在较大分化。由于生猪养殖业务的拖累，海大集团、金新农及大北农的盈利水平承压。2021 年随着行业养殖规模扩大，饲料业务展现了较强的增长力。2022Q1 饲料企业中，海大集团及天马科技的毛利水平大幅提升，主要系其饲料销量增加，受生猪养殖业务拖累较小所致。

图21：2021 年头部饲料企业 ROE 水平下挫



数据来源：Wind、开源证券研究所

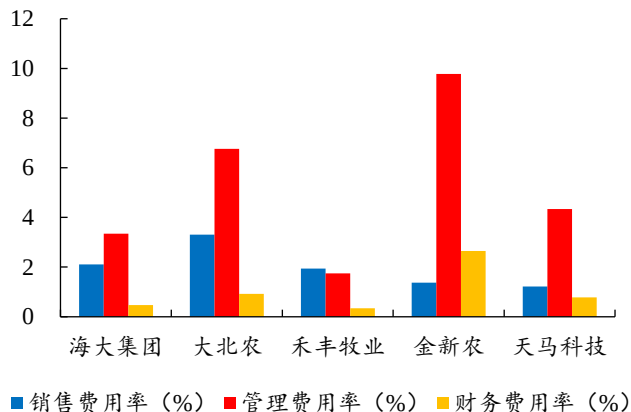
图22：饲料企业 2022Q1 盈利能力出现分化



数据来源：Wind、开源证券研究所

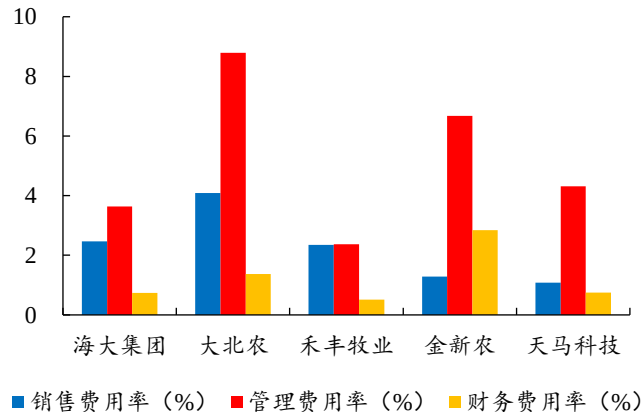
期间费用率：差异角度看，饲料企业中禾丰牧业管理费用率最低，金新农管理费用率最高，延续往期趋势。整体来看，2022Q1 海大集团、禾丰牧业费用率仍相对较低且较为稳定，管理费用控制能力优于行业平均水平。

图23：2021 年大型饲料企业管理费用率较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：2022Q1 头部饲料企业费用控制能力优异



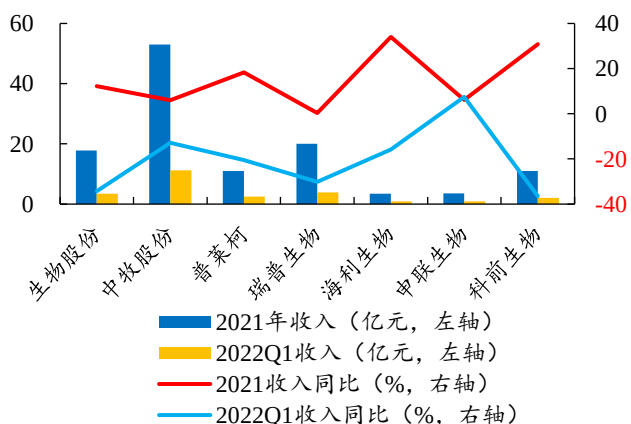
数据来源：Wind、开源证券研究所

2.1.5、动保：养殖亏损导致动保销量下滑，短期业绩承压

动保行业我们选取生物股份、中牧股份、普莱柯、瑞普生物、海利生物、申联生物、科前生物、回盛生物为代表进行分析。

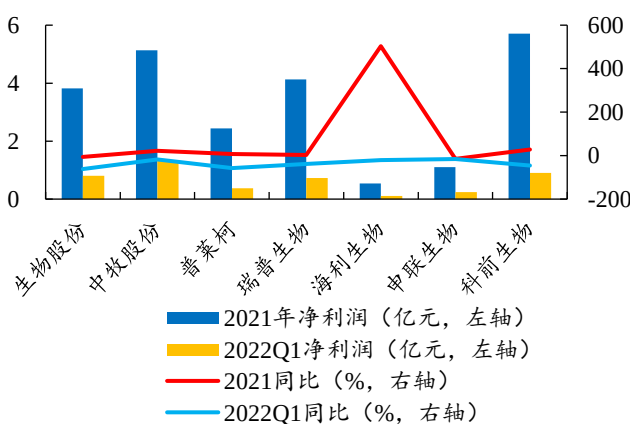
收入及利润：2021 年动保企业实现收入 119.9 亿元，同比增长 2.5%，归母净利润 22.9 亿元，同比增长 4.0%。具体而言，2021H1 受益于下游养殖集团存栏高速扩张，动保企业收入均同比上升，但 2022H2 行业陷入亏损，养殖单位补栏意愿下降，动保企业销量环比上半年下滑；2022Q1 由于整体养殖行业仍处于深亏状态，动保非强免产品需求受挫，叠加原料药价格回落，化药收入亦有下降，动保企业业绩同比减少，科前生物、生物股份、普莱柯等动保企业 2022Q1 营收及利润均同比下滑。

图25：动保企业 2021 收入同比上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图26：动保企业 2022Q1 利润承压

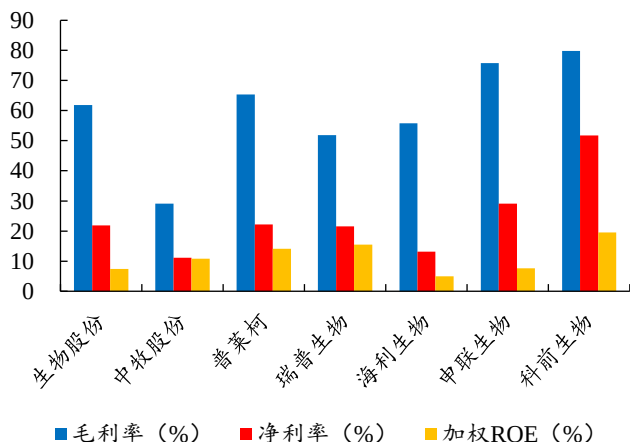


数据来源：Wind、开源证券研究所

盈利能力：整体而言，动保企业企业保持较高的毛利率，其中申联生物、科前生物、普莱柯毛利率最高，2021 年分别为 74%、73%、62%，申联生物由于仅销售高毛利的口蹄疫合成肽产品，科前生物伪狂犬领域产品竞争力较强，因此毛利率水平较

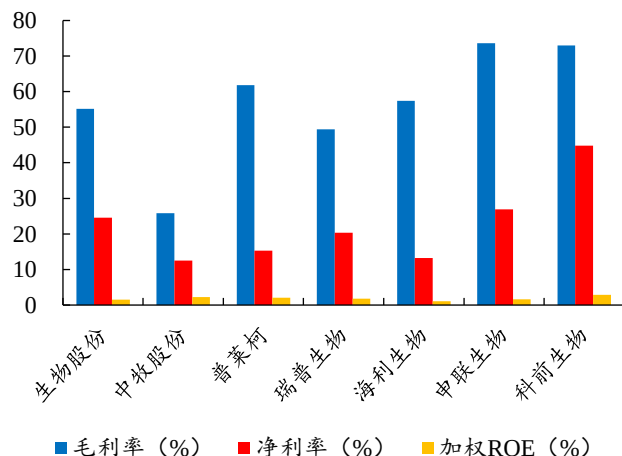
高，而中牧股份由于存在饲料和贸易业务，所以一定程度摊低毛利率及净利率水平。

图27：动保企业 2021 年盈利能力整体稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

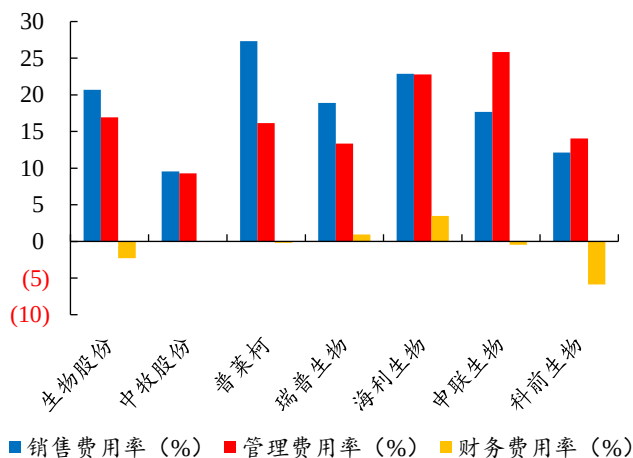
图28：动保企业 2022Q1 盈利能力小幅下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

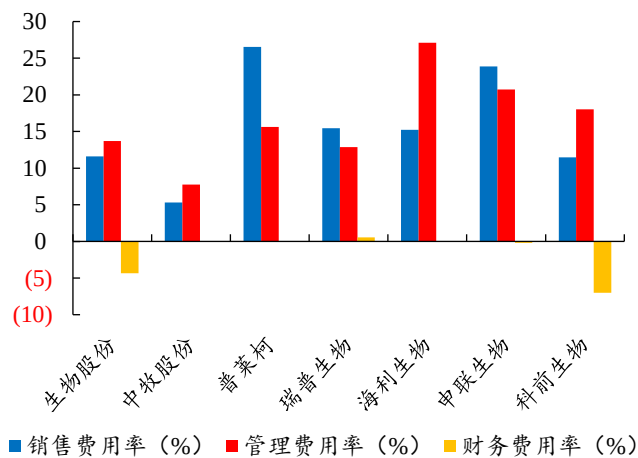
期间费用率：整体而言，动保企业财务费用率较低甚至为负，但销售费用和管理费用率较高，平均分别达到 18%和 17%，2021 年普莱柯、海利生物销售费用率较高，分别为 27%、23%，海利生物、中联生物管理费用率较高，分别达 23%、26%。

图29：动保企业 2021 年三费率分化



数据来源：Wind、开源证券研究所

图30：动保企业 2022Q1 三费率分化



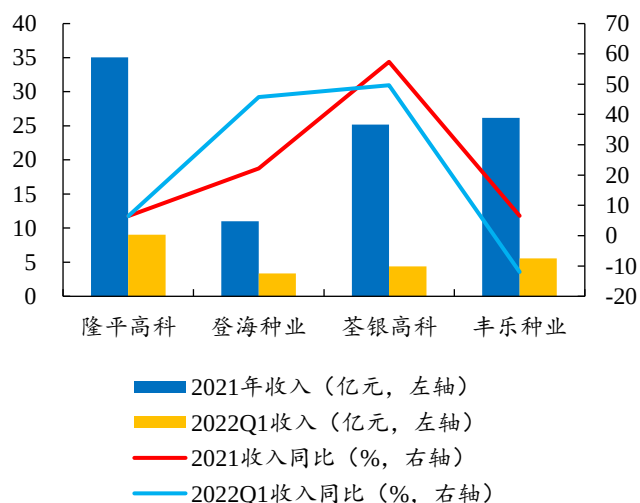
数据来源：Wind、开源证券研究所

2.1.6、种子：受益于粮价上行，种子提价，种企盈利能力同比显著改善

种子行业我们选取隆平高科、登海种业、荃银高科、丰乐种业为代表进行分析。

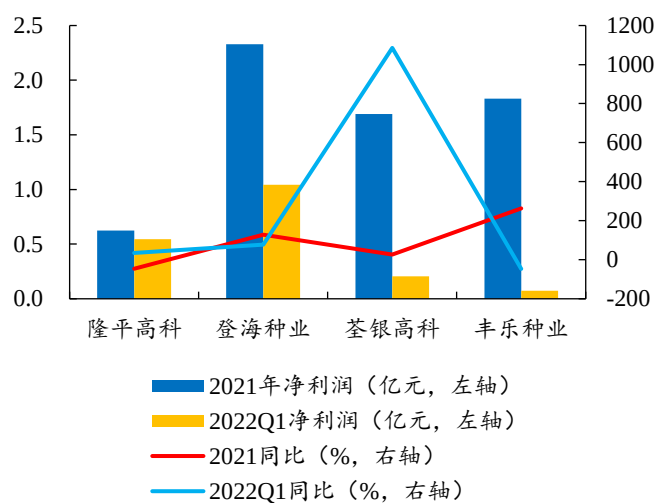
收入及利润：2021 年种子企业实现收入 97.4 亿元，同比增长 18.1%，归母净利润 6.5 亿元，同比增长 61.0%。粮食价格上行，种植业景气度回升，上游种业企业盈利能力大幅改善。2022Q1 行业景气度延续，种子企业实现收入 22.4 亿元，同比增长 11.5%；归母净利润 1.9 亿元，同比增长 113.5%。商品粮价格景气叠加转基因商业化落地，预计未来 2-3 年种业将延续景气行情。

图31：2021-2022Q1 种子企业收入同比增加



数据来源：Wind、开源证券研究所

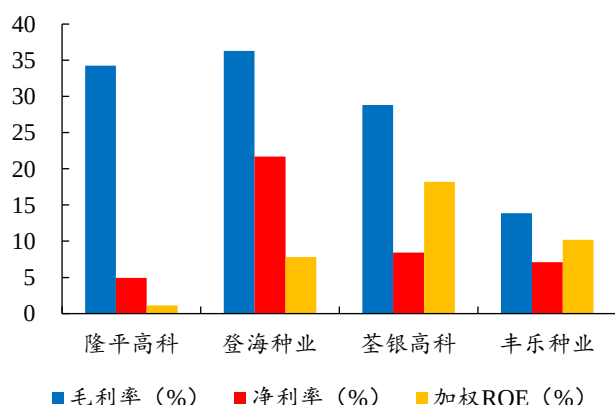
图32：2021-2022Q1 种子企业利润同比增加



数据来源：Wind、开源证券研究所

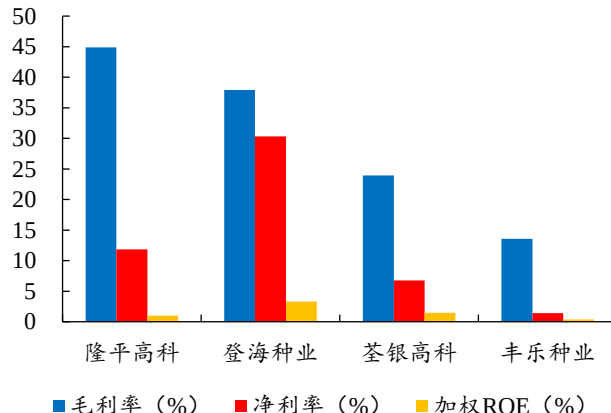
盈利能力：种子企业毛利率较高，优势种企业毛利水平优势明显。随着商品粮价格上涨，以玉米种子为代表的商品粮种子需求旺盛。登海种业受益明显，净利率和当期 ROE 水平同步提升。2022Q1 登海种业及隆平高科盈利能力同比提升，2021 年隆平高科净利率大幅下滑主要系存货跌价准备计提 4.93 亿元所致。

图33：2021 年种子企业毛利水平较高



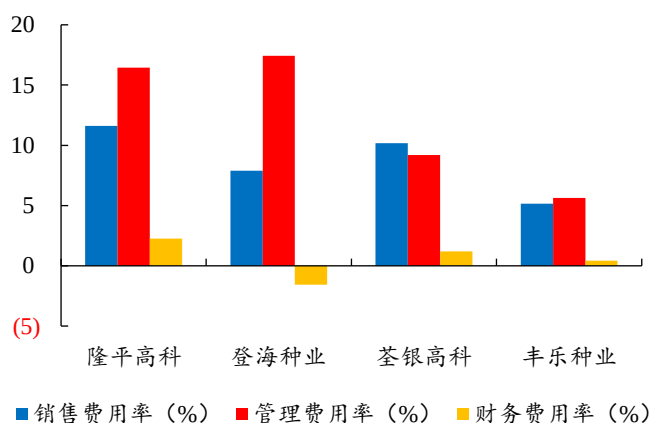
数据来源：Wind、开源证券研究所

图34：2022Q1 隆平高科、登海种业毛利率优势明显

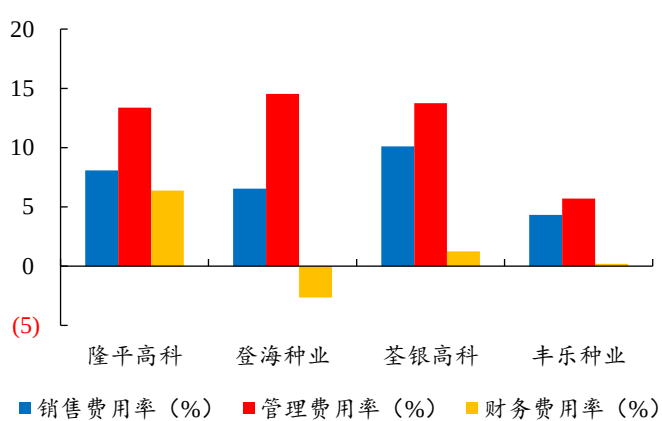


数据来源：Wind、开源证券研究所

期间费用率：2021 年，登海种业三项费用率均高于行业平均水平。2021Q1 登海种业期间费用率有所改善。管理费用率方面，丰乐种业管理费用率较低。财务费用率方面，隆平高科由于海外业务形成汇兑损益，财务费用率仍然最高。

图35：2021 年种子企业期间费用率较高


数据来源：Wind、开源证券研究所

图36：2022Q1 登海种业期间费用有所改善


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、风险提示

畜禽及农产品价格大幅下跌将直接影响企业收入及利润；动物疫情爆发将导致动物死亡率提升、消费需求下降，直接和间接影响企业业绩。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn