2020 年 12 月 04 日
行业研究●证券研究报告

农林牧渔

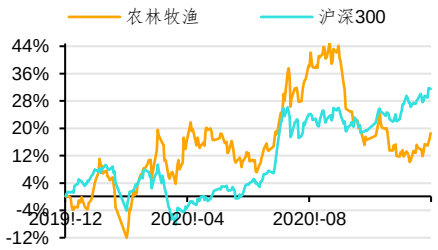
行业年度策略

建议关注结构性机会：后周期&成本端改善

投资评级 同步大市-A 下调

首选股票		评级
002311	海大集团	买入-A
603697	有友食品	买入-B

一年行业表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.35	-21.10	-12.91
绝对收益	5.40	-15.09	18.45

分析师 陈振志
SAC 执业证书编号：S0910519110001
chenzhenzhi@huajinsc.cn
021-20377051

分析师 周蓉
SAC 执业证书编号：S0910520030001
zhourong@huajinsc.cn

相关报告

农林牧渔：继续首推海大集团，同时看好生猪养殖股配置价值 2020-07-14

农林牧渔：继续首推海大集团，生猪养殖仍有配置价值 2020-06-10

农林牧渔：2020 年上半年农业行业前瞻分析 2020-05-03

农林牧渔：生猪产业规模化红利：相对效率曲线效应（二） 2020-04-29

农林牧渔：继续看好海大集团个股机会和养猪板块的配置价值 2020-04-22

投资要点

- **周期下行。**我们预计国内 2021 年猪价将呈现震荡下行的大趋势，下行斜率不会太陡峭，自繁自养生猪 2021 年仍处于盈利区间。综合考虑到目前外购仔猪育肥单头盈利较薄，以及产能恢复带来的仔猪供给增加，预计 2021 年国内仔猪价格有可能迎来一轮比较明显的回调。生猪养殖上市公司将面临“以量补价”的局面。我们认为 2021 年生猪养殖股缺乏板块性机会。同时，我们预计 2021 年随着国内生猪产能的进一步恢复，此前替代部分猪肉蛋白的禽业产能将逐渐显得过剩，且这种过剩的状态将越来越突出，禽肉产品价格总体上仍将处于下行大周期里。禽肉产品价格的周期下行，将利好禽养殖下游的食品加工品牌企业。

- **周期上行。**饲料动保作为大农业中的后周期行业，行业周期一般滞后于养殖周期。进入 2021 年，我们预计生猪、禽业和水产分别呈现“有存栏、有盈利”、“有存栏、低盈利”、“存塘回升”的趋势，总体而言有望驱动饲料动保板块景气度延续上升周期。

- **温和改善。**（1）预计 2020/21 榨季全球和国内的食糖库销比均比 2019/20 榨季有进一步下降，同时国际原糖和原油价格均处于历史低位，糖价具备温和反弹的基本面支撑；（2）预计 2021 年杂交玉米和杂交水稻种子的库存消费比均环比 2020 年回落，行业供需形势有所改善。

- 进入 2021 年，随着占据农业总市值接近 50%的畜禽养殖行业将进入下行周期、通胀预期的降温，我们预计 2021 年农业行业的相对收益将比 2020 年有明显收窄。**我们把 2021 年农业行业的评级从“领先大市-A”下调至“同步大市-A”，同时 2021 年农业的投资策略主要遵循“基本面明显趋好+估值合理”的思路。**

- **我们继续把海大集团作为我们 2021 年年度策略的重点首推个股，主要逻辑在于：**（1）饲料动保板块景气度有望延续上升周期，海大集团是该板块中，兼顾业绩成长和估值的优选标的；（2）2020 年是水产养殖和水产饲料周期见底回升的起点；（3）2020-2022 年同时也是公司高毛利饲料产品的新产能释放周期；（4）外延扩张有望成为公司未来业务发展的潜在增长点之一；（5）公司近期披露和实施的回购方案体现出公司对未来业务发展前景的信心。

- **从受益于上游禽养殖原料价格进入下行周期的角度，我们看好下游的有友食品，主要逻辑在于：**（1）鸡爪作为主要原材料，其成本占公司总成本约 74.1%，上游养殖端的产品价格下降利好公司业绩；（2）泡椒凤爪市占率有望进一步提升；（3）未来随着新市场的不断开拓，有望为收入贡献更多增量；（4）猪皮晶有望成为下一个突破亿元级大单品；（5）相对估值较低。

- **风险提示：**畜禽疫情大规模复燃的风险；玉米豆粕等原材料价格波动风险；原材料等成本上升导致毛利率下降；新品扩张及渠道下沉进度不及预期；行业竞争加剧；食品安全问题等。

内容目录

2020 年农业行业回顾 5
粮油价格同比上涨，禽类同比下跌，生猪同比先涨后跌 5
2020 年 A 股农业行业绝对收益和相对收益先涨后回落 7
2021 年畜禽养殖行业景气度进入下行周期 9
预计 2021 年猪价震荡下行，自繁自养全年仍处于盈利区间 9
生猪养殖上市公司 2021 年生猪出栏量有望延续增长趋势 12
生猪养殖上市公司 2021 年业绩需“以量补价” 13
预计禽业 2021 年产能过剩的局面将更加突出 14
2021 年饲料动保基本面有望延续周期回升态势 17
饲料动保板块景气度在 2020 年见底回升 17
饲料行业需求回升拉动玉米等原料价格上涨 18
2021 年饲料动保板块景气度有望延续上升周期 19
2021 年制糖板块基本面有望改善 20
预计 2020/21 榨季全球食糖有所增长 20
预计巴西和印度在 2020/21 榨季均增产 22
预计中国 2020/21 新榨季食糖小幅增产 24
库存下降、原糖原油价格低位，2021 年糖价具备温和反弹基础 25
2021 年杂交玉米和杂交水稻种子供需格局均趋于改善 27
2020 年前 3 季度种子板块业绩仍显单薄 27
预计 2021 年杂交玉米、杂交水稻种子供需形势均趋于改善 28
2021 年玉米和大豆价格仍具备较强的基本面支撑 29
投资建议 33
风险提示 34

图表目录

图 1：2020 年农产品价格动态跟踪监测一览表 5
图 2：2018-2020 年国内生猪月度价格走势（元/公斤） 6
图 3：2018-2020 年国内白羽肉鸡月度价格走势（元/公斤） 6
图 4：2018-2020 年国内玉米月度价格走势（元/公斤） 6
图 5：2018-2020 年国内豆油月度价格走势（元/吨） 6
图 6：截止 2020 年 11 月，国内农产品价格同比涨跌情况 6
图 7：我国生猪价格同比涨跌幅与 CPI 的历史走势 7
图 8：A 股农业行业指数历史相对收益与 CPI 的关系 7
图 9：2019-2020 年农业指数当年累计相对收益趋势 8
图 10：2020 年年初以来 A 股市场各行业板块累计绝对收益和相对收益 8
图 11：2020 年年初以来农业各子行业累计绝对收益和相对收益 9
图 12：国内生猪价格走势（单位：元/公斤） 9
图 13：国内猪肉价格走势（单位：元/公斤） 9
图 14：国内二元母猪价格走势（单位：元/公斤） 10
图 15：国内仔猪价格走势（单位：元/公斤） 10
图 16：自繁自养的生猪养殖利润（元/头） 10
图 17：外购仔猪的生猪养殖利润（元/头） 10

图 18：我国生猪存栏同比增速 11
图 19：各省 2020 年前 3 季度生猪存栏同比增速 11
图 20：我国生猪出栏量趋势 11
图 21：我国猪肉产量趋势 11
图 22：我国猪饲料及其细分品种单月产量同比增速 11
图 23：农业上市公司生产性生物资产趋势 12
图 24：农业上市公司月度生猪销量 12
图 25：生猪养殖上市公司营业收入（当年累计）增长趋势 13
图 26：生猪养殖公司归母净利润（当年累计）增长趋势 13
图 27：生猪养殖公司销售净利率（当年累计）趋势 13
图 28：生猪养殖公司 ROE（当年累计）趋势 13
图 29：生猪养殖上市公司单季度业绩趋势 14
图 30：我国白羽肉鸡主产区平均价（元/公斤） 14
图 31：国内活鸡平均价（元/公斤） 14
图 32：我国祖代白羽肉种鸡历史引种量（万套） 15
图 33：我国商品代白羽肉鸡苗历史价格走势（元/羽） 15
图 34：全国祖代在产白羽肉种鸡存栏（万套） 15
图 35：全国父母代在产白羽肉种鸡存栏（万套） 15
图 36：全国祖代在产黄羽肉种鸡存栏（万套） 15
图 37：全国父母代在产黄羽肉种鸡存栏（万套） 15
图 38：2010-2020 年我国禽饲料产量及增速 16
图 39：禽业养殖上市公司营业收入（当年累计）增长趋势 16
图 40：禽业养殖公司归母净利润（当年累计）增长趋势 16
图 41：禽业养殖公司销售净利率（当年累计）趋势 16
图 42：禽业养殖公司 ROE（当年累计）趋势 16
图 43：禽业养殖上市公司单季度净利润趋势 17
图 44：饲料动保上市公司营业收入（当年累计）增长趋势 17
图 45：饲料动保上市公司归母净利润（当年累计）增长趋势 17
图 46：饲料动保上市公司毛利率（当年累计）趋势 17
图 47：饲料动保上市公司 ROE（当年累计）趋势 17
图 48：饲料动保上市公司单季度净利润趋势 18
图 49：育肥猪配合饲料价格（元/公斤） 18
图 50：肉鸡配合饲料价格（元/公斤） 18
图 51：国内玉米现货价格（元/公斤） 19
图 52：国内豆粕现货价格（元/公斤） 19
图 53：截至 2020 年 10 月不同品种饲料产量情况 19
图 54：截至 2020 年 10 月饲料细分品种产量情况 19
图 55：2018-2020 年我国饲料行业月度总产量趋势（万吨） 20
图 56：2018-2020 年我国猪饲料月度产量趋势（万吨） 20
图 57：2018-2020 年我国禽饲料月度产量趋势（万吨） 20
图 58：2018-2020 年我国水产饲料月度产量趋势（万吨） 20
图 59：2020/21 榨季食糖主产国及其全球产量占比 21
图 60：2020/21 榨季食糖主要出口国及其全球出口量占比 21
图 61：全球食糖主产国产量增减跟踪情况 21
图 62：全球食糖出口国出口跟踪情况 22

图 63：巴西甘蔗种植和收割面积（千公顷）.....22
图 64：巴西甘蔗产量（千吨）.....22
图 65：巴西甘蔗产量在糖和乙醇之间的分配比例.....23
图 66：巴西甘蔗含糖率（千克/吨）.....23
图 67：印度甘蔗种植和收割面积（千公顷）.....23
图 68：印度甘蔗产量（千吨）.....23
图 69：印度甘蔗产量在糖和乙醇之间的分配比例.....24
图 70：我国甘蔗和甜菜播种面积（千公顷）.....24
图 71：我国甘蔗和甜菜收获面积（千公顷）.....24
图 72：我国甘蔗和甜菜单产（吨/公顷）.....25
图 73：中国甘蔗糖和甜菜糖产量（万吨）.....25
图 74：2020/21 榨季全国糖产量预估（万吨）.....25
图 75：全球和中国食糖供需平衡表.....26
图 76：全球和中国食糖库存消费比.....26
图 77：国内白糖现货价格（元/吨）.....26
图 78：国际原糖和原油价格走势.....27
图 79：种业上市公司营业收入（当年累计）增长趋势.....27
图 80：种业上市公司归母净利润（当年累计）增长趋势.....27
图 81：种业上市公司毛利率（当年累计）趋势.....27
图 82：种业上市公司销售净利率（当年累计）趋势.....27
图 83：种业上市公司单季度净利润趋势.....28
图 84：全国杂交玉米制种面积和制种量趋势.....28
图 85：全国杂交玉米库存消费比趋势.....28
图 86：全国杂交水稻制种面积和制种量趋势.....29
图 87：全国杂交水稻库存消费比趋势.....29
图 88：全球和中国玉米供需平衡表.....29
图 89：全球和中国玉米库存消费比.....30
图 90：国内玉米现货价格（元/公斤）.....30
图 91：全球和中国大豆供需平衡表.....30
图 92：全球和中国大豆库存消费比.....31
图 93：国内大豆现货价格（元/吨）.....31
图 94：全球和中国小麦供需平衡表.....31
图 95：全球和中国小麦库存消费比.....32
图 96：国内小麦现货价格（元/吨）.....32
图 97：全球和中国大米供需平衡表.....32
图 98：全球和中国大米库存消费比.....32
图 99：国内粳米批发平均价(元/公斤).....32

2020 年农业行业回顾

粮油价格同比上涨，禽类同比下跌，生猪同比先涨后跌

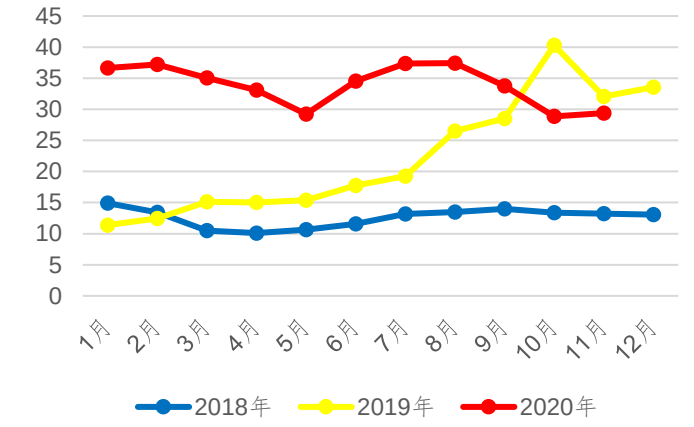
图 1：2020 年农产品价格动态跟踪监测一览表

	农产品指标	单位	数据频率	数据更新日期	本期最新价格	上期价格	价格监测（涨跌幅）						
							本期涨幅	本月以来累计涨幅	本季度以来累计涨幅	年初以来涨跌金额	年初以来累计涨幅	同比去年涨跌金额	同比去年同期涨幅
生猪	生猪价格	元/公斤	周	2020/11/20	29.35	29.35	0.14%	1.84%	-12.89%	-4.16	-12.40%	-2.69	-8.39%
	猪肉价格	元/公斤	周	2020/11/20	43.82	44.36	-1.22%	-6.33%	-12.36%	-3.38	-7.16%	-2.43	-5.25%
	仔猪价格	元/公斤	周	2020/11/20	87.86	89.32	-1.63%	-6.39%	-25.67%	-0.39	-0.44%	-5.81	-6.20%
	二元母猪平均价	元/公斤	周	2020/11/20	79.38	79.64	-0.33%	-0.69%	-2.73%	13.94	21.30%	13.76	20.97%
	育肥猪配合饲料平均价	元/公斤	周	2020/11/20	3.08	3.03	1.65%	2.33%	4.41%	0.43	16.23%	0.39	14.50%
	自繁自养生猪养殖利润	元/头	周	2020/11/20	1623.08	1642.36	-1.17%	2.57%	-22.30%	-651.47	-28.64%	-526.64	-24.50%
	外购仔猪养殖利润	元/头	周	2020/11/20	106.76	160.97	-33.68%	-33.31%	-83.96%	-1739.91	-94.22%	-1686.93	-94.05%
	仔猪出售毛利	元/头	周	2020/11/20	1268.42	1311.32	-3.27%	-8.14%	-13.28%	251.27	24.70%	175.26	16.03%
肉禽	白羽肉鸡主产区平均价	元/公斤	周	2020/11/20	8.32	7.81	6.53%	37.75%	50.45%	-0.36	-4.15%	-1.87	-18.35%
	毛鸡养殖利润	元/羽	周	2020/11/20	4.08	2.70	51.11%	-260.00%	-209.38%	8.44	-193.58%	3.47	568.85%
	肉鸡苗主产区平均价	元/羽	周	2020/11/20	3.65	2.63	38.78%	189.68%	374.03%	1.45	65.91%	-5.45	-59.89%
	白羽肉鸡孵化场利润	元/羽	周	2020/11/20	1.77	1.08	63.89%	-531.71%	-368.18%	3.62	-195.68%	-0.18	-9.23%
	肉鸡配合料平均价	元/公斤	周	2020/11/20	3.27	3.27	0.00%	0.00%	2.19%	0.37	12.76%	0.34	11.60%
	山东毛鸭均价	元/公斤	周	2020/11/20	7.54	7.36	2.45%	10.23%	12.04%	-0.34	-4.31%	-1.12	-12.93%
	山东鸭苗均价	元/羽	周	2020/11/20	3.08	2.44	26.23%	81.18%	48.08%	2.38	340.00%	-3.42	-52.62%
	肉鸭养殖利润	元/羽	周	2020/11/20	2.31	1.72	34.30%	1550.00%	11450.00%	6.14	-160.31%	-1.39	-37.57%
	肉鸭配合料平均价	元/公斤	周	2020/11/20	2.91	2.88	1.04%	1.39%	3.93%	0.28	10.65%	0.29	11.07%
蛋禽	鸡蛋棚前批发价	元/公斤	周	2020/11/20	6.48	6.72	-3.57%	1.57%	-7.69%	-1.48	-18.59%	-1.72	-20.98%
	鸡蛋市场零售价	元/公斤	周	2020/11/20	7.42	7.92	-6.31%	0.00%	-9.51%	-1.44	-16.25%	-1.64	-18.10%
	蛋鸡养殖利润	元/羽	周	2020/11/20	6.48	9.76	-33.61%	-33.88%	-73.04%	-37.58	-85.29%	-49.62	-88.45%
种植加工	小麦	元/吨	日	2020/11/20	2478.89	2478.89	0.00%	-0.62%	1.90%	83.89	3.50%	76.67	3.19%
	棉花	元/吨	日	2020/11/20	14512.31	14433.08	0.55%	-0.52%	12.61%	1145.39	8.57%	1411.16	10.77%
	白糖	元/吨	日	2020/11/20	5210.00	5250.00	-0.76%	-6.13%	-7.13%	-525.00	-9.15%	-570.00	-9.86%
	玉米	元/公斤	周	2020/11/20	2.45	2.47	-0.81%	-0.81%	4.70%	0.46	23.12%	0.45	22.50%
	豆粕	元/公斤	周	2020/11/20	3.36	3.40	-1.18%	-0.59%	3.38%	0.27	8.74%	0.18	5.66%
	金针菇	元/吨	日	2020/11/16	4.50	4.60	-2.17%	-2.17%	-10.00%	-1.00	-18.18%	-2.10	-31.82%
	杏鲍菇	元/吨	日	2020/11/16	5.50	7.00	-21.43%	-21.43%	-21.43%	-1.50	-21.43%	-2.10	-27.63%
	天然橡胶（泰三烟片）	元/吨	日	2020/11/20	18400.00	18300.00	0.55%	-9.80%	13.23%	4000.00	27.78%	4100.00	28.67%
	天然橡胶（越南3L）	元/吨	日	2020/11/20	13300.00	13200.00	0.76%	-12.79%	14.16%	1050.00	8.57%	1600.00	13.68%
	豆油	元/吨	日	2020/11/20	8351.58	8301.58	0.60%	9.13%	15.61%	1538.42	22.58%	1932.11	30.10%
	菜油	元/吨	日	2020/11/20	10606.25	10636.25	-0.28%	1.70%	12.62%	2446.87	29.99%	2662.50	33.52%
奶	国内原奶价格	元/公斤	周	2020/11/11	4.02	4.00	0.50%	1.77%	3.34%	0.19	4.96%	0.18	4.69%
水产	海参	元/公斤	周	2020/11/20	160.00	160.00	0.00%	0.00%	0.00%	-20.00	-11.11%	-20.00	-11.11%
	草鱼	元/公斤	周	2020/11/13	13.75	13.82	-0.51%	-1.50%	-3.91%	0.45	3.38%	0.71	5.44%
	鲫鱼	元/公斤	周	2020/11/20	18.38	18.50	-0.65%	-4.57%	-9.72%	2.26	14.02%	2.21	13.67%
	鲤鱼	元/公斤	周	2020/11/13	12.22	12.13	0.74%	-0.81%	-1.53%	0.02	0.16%	0.06	0.49%

资料来源：Wind、华金证券研究所

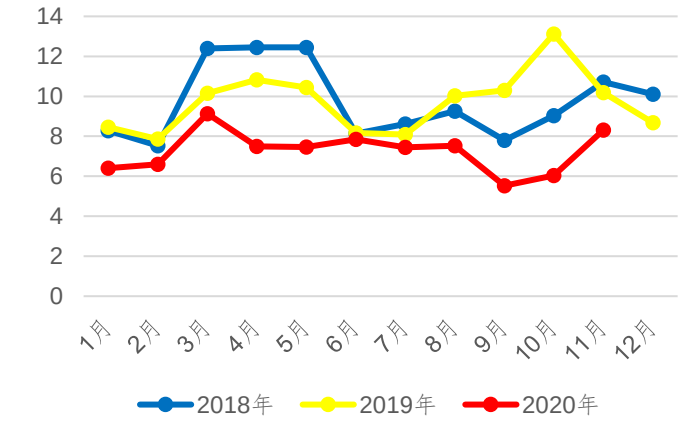
粮油价格同比上涨，禽类同比下跌，生猪同比则先大涨后回落。粮油价格从 2020 年初以来就走出同比上涨的态势，白羽肉鸡价格从 2020 年初以来就持续呈现同比下跌状态。生猪价格在前 9 个月均呈现同比大幅上涨态势，进入 10 月份以后，由于同比基数的明显上升，才逐渐出现同比下跌趋势。截止 2020 年 11 月，玉米价格同比 22.5%、豆粕价格同比 5.66%、小麦价格同比 3.19%、豆油价格同比 30.1%、菜油价格同比 33.52%、棉花价格同比 10.77%、草鱼价格同比 5.44%、鲤鱼价格同比 0.49%、鲫鱼价格同比 13.67%、原奶价格同比 4.69%、天然橡胶（泰国烟片）价格同比 28.67%、猪肉价格同比-5.25%、生猪价格同比-8.39%，仔猪价格同比-6.2%、鸡苗价格同比-59.89%、白羽活鸡价格同比-18.35%、鸡蛋零售价格同比-18.10%、活鸭价格同比-12.93%、鸭苗价格同比-52.62%、白糖价格同比-9.86%、金针菇价格同比-31.82%、杏鲍菇价格同比-27.63%、海参价格同比-11.11%。

图 2：2018-2020 年国内生猪月度价格走势（元/公斤）



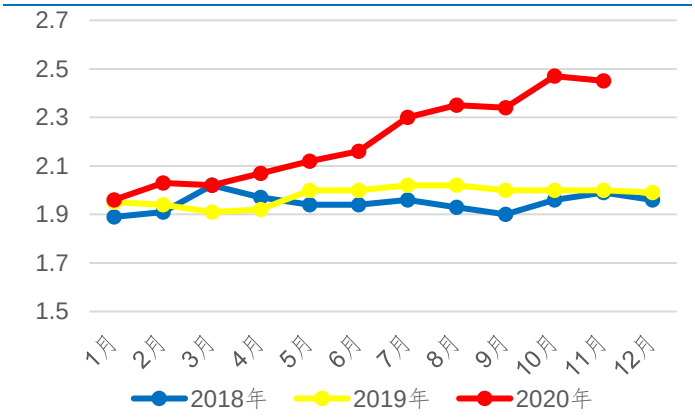
资料来源：Wind、华金证券研究所

图 3：2018-2020 年国内白羽肉鸡月度价格走势（元/公斤）



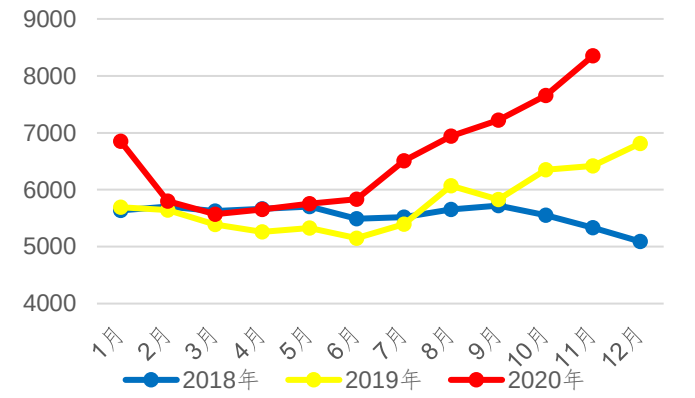
资料来源：Wind、华金证券研究所

图 4：2018-2020 年国内玉米月度价格走势（元/公斤）



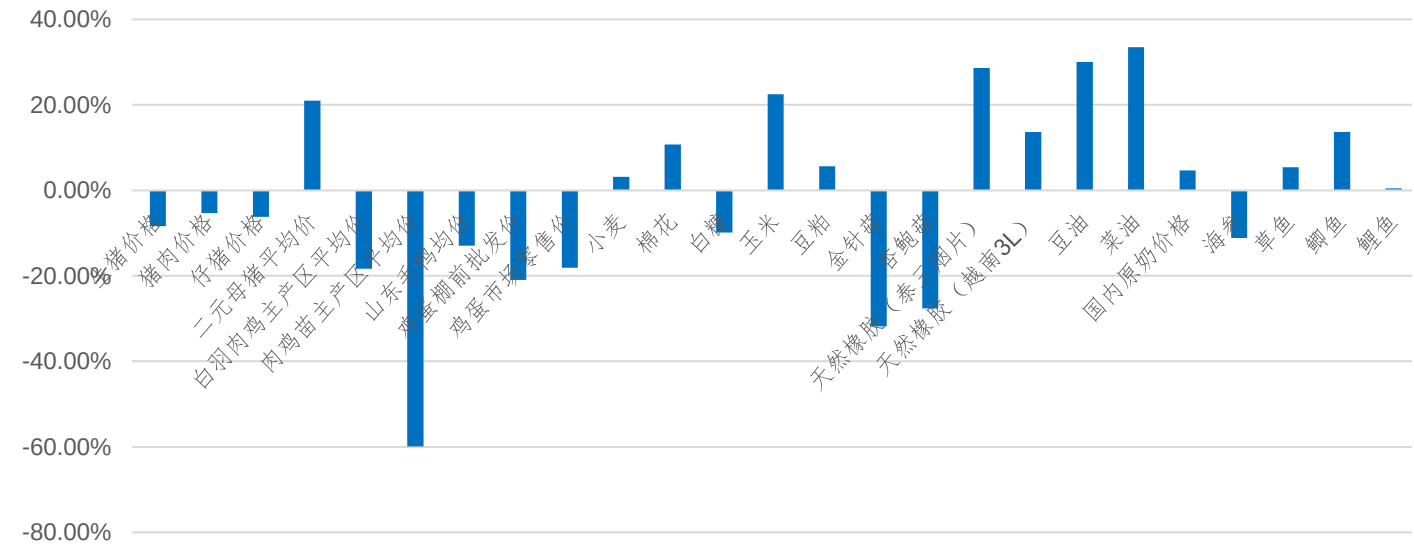
资料来源：Wind、华金证券研究所

图 5：2018-2020 年国内豆油月度价格走势（元/吨）



资料来源：Wind、华金证券研究所

图 6：截止 2020 年 11 月，国内农产品价格同比涨跌情况

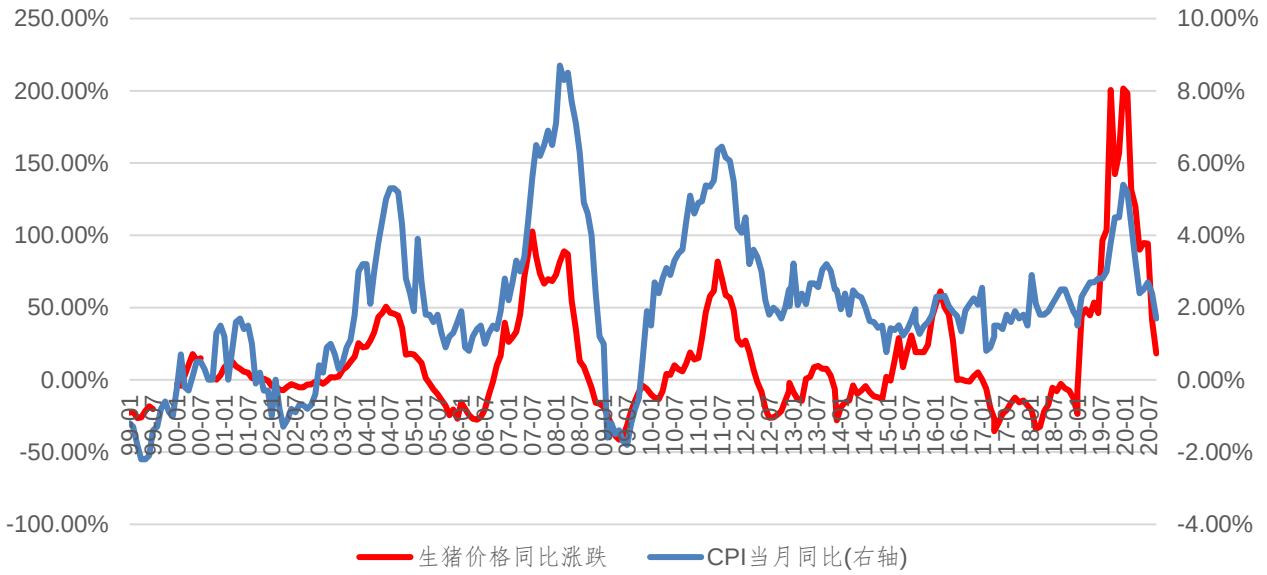


资料来源：Wind、华金证券研究所

2020 年 A 股农业行业绝对收益和相对收益先涨后回落

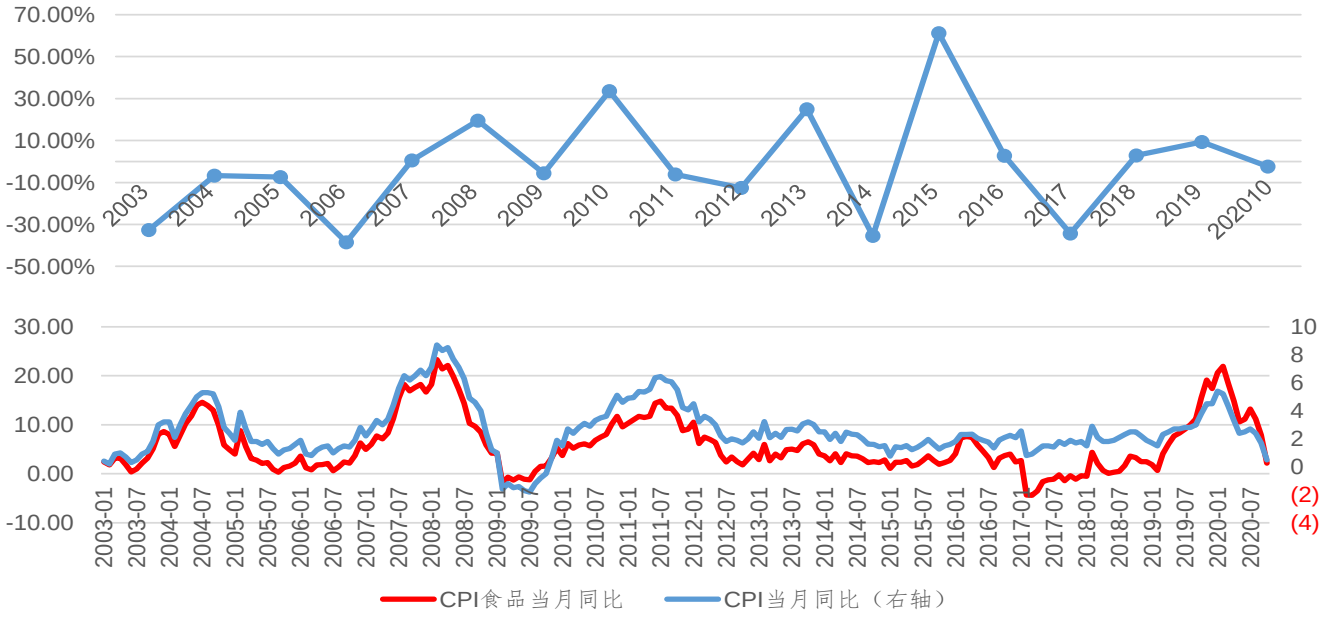
2020 年前 3 季度，在国内 CPI 高位运行、通胀预期以及“新冠”疫情引发全球粮食短缺担忧的宏观背景下，A 股市场农业行业的投资热度较高，相对（沪深 300 基准）收益较为突出。进入 3 季度末，随着猪价同比涨幅明显收窄甚至出现同比下滑，国内 CPI 进一步下探，农业行业相对收益也随着出现明显回落，全年呈现先涨后跌的走势。

图 7：我国生猪价格同比涨跌幅与 CPI 的历史走势



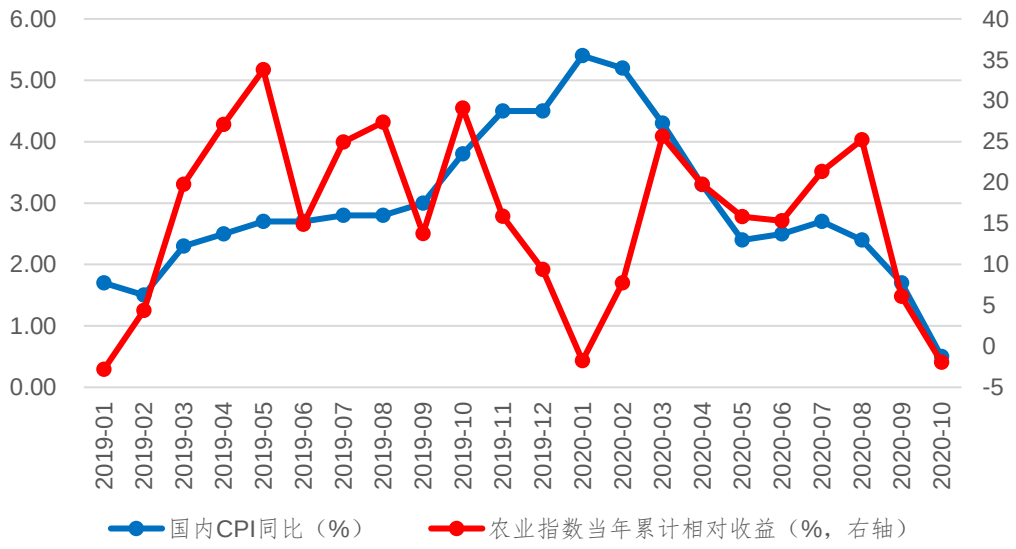
资料来源：Wind、华金证券研究所

图 8：A 股农业行业指数历史相对收益与 CPI 的关系



资料来源：Wind、华金证券研究所

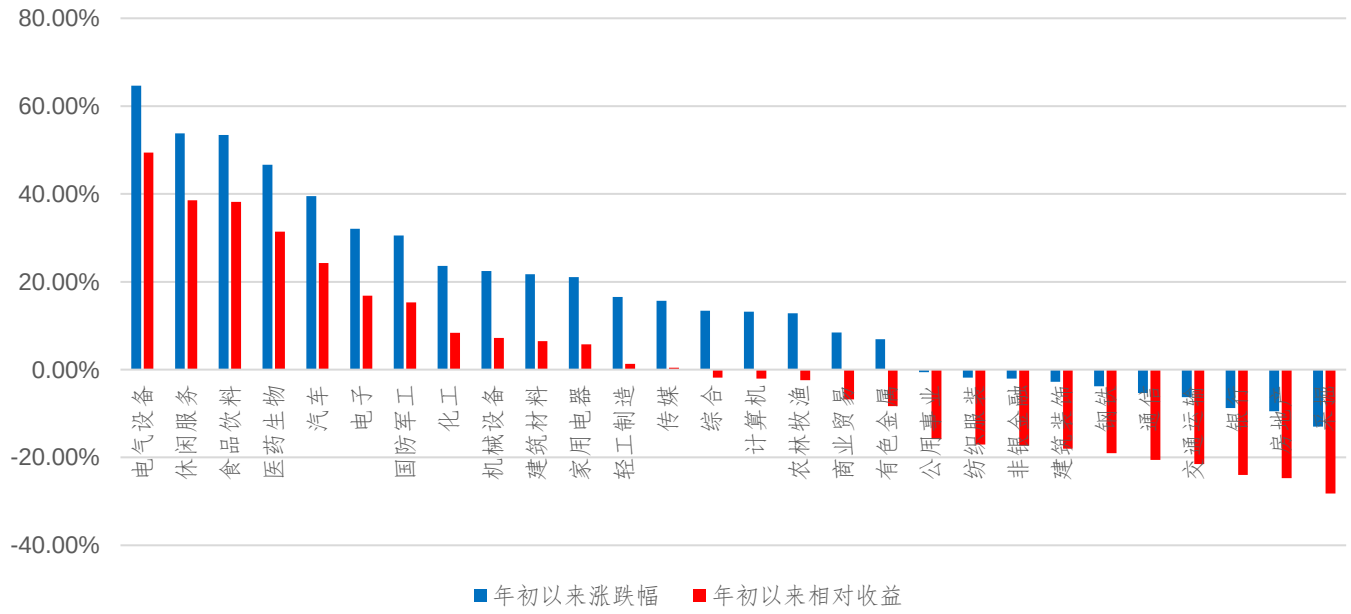
图 9：2019-2020 年农业指数当年累计相对收益趋势



资料来源：Wind、华金证券研究所

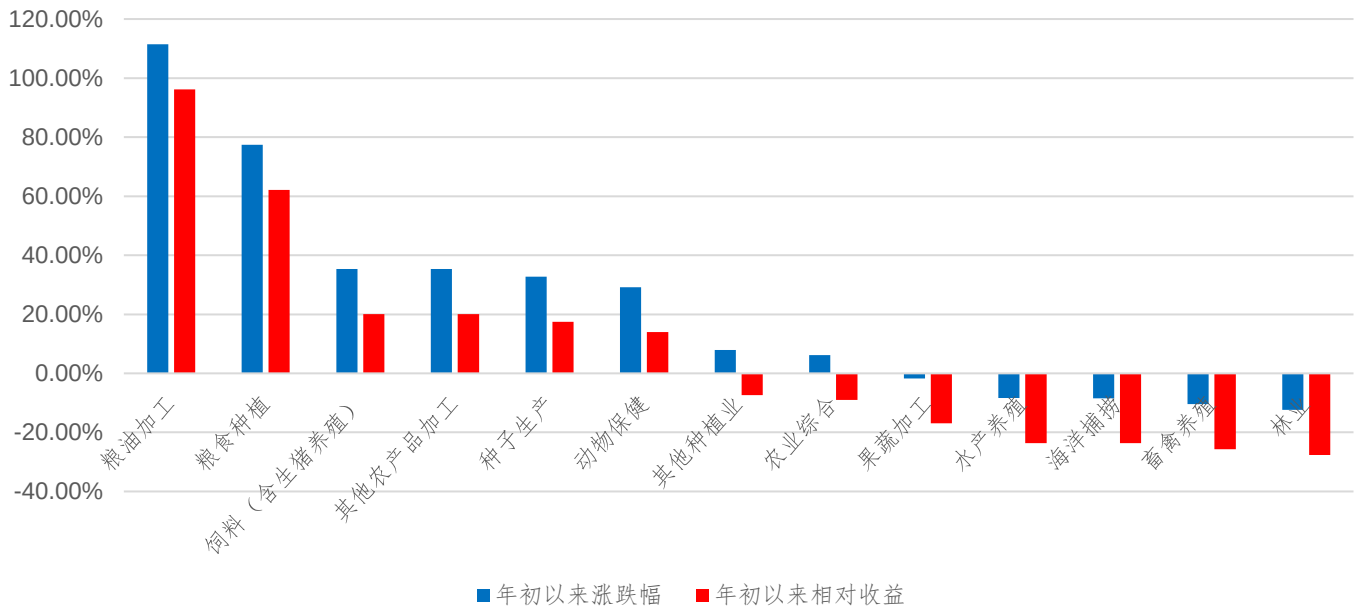
2020 年初以来，农业板块累计涨幅 12.84%，相对收益-2.39%（沪深 300 基准），位列全市场第 16 位。从农业内部子板块拆分来看，涨幅居前的子板块依次为粮油加工、粮食种植、饲料（含生猪养殖）、种子和和动保等子板块，涨幅分别为 111.41%、77.38%、35.34%、32.7%和 29.17%。

图 10：2020 年年初以来 A 股市场各行业板块累计绝对收益和相对收益



资料来源：Wind、华金证券研究所

图 11：2020 年年初以来农业各子行业累计绝对收益和相对收益



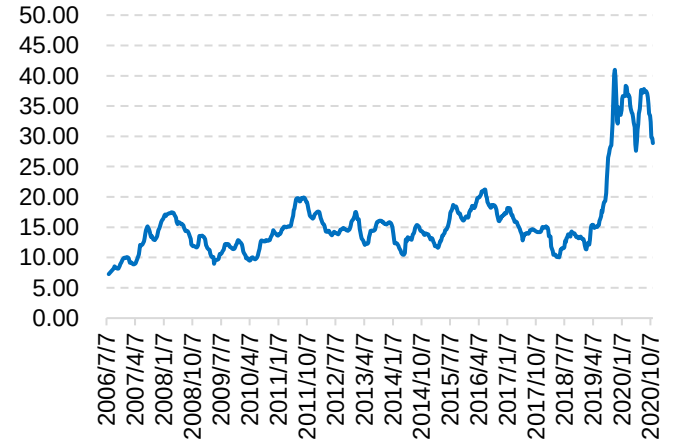
资料来源：Wind、华金证券研究所

2021 年畜禽养殖行业景气度进入下行周期

预计 2021 年猪价震荡下行，自繁自养全年仍处于盈利区间

回顾 2020 年全年猪价，基本呈现出高位震荡的格局，从年初最高的接近 39 元/公斤逐渐回落至 5 月底的约 28 元/公斤，然后又大幅反弹至 8 月份的接近 38 元/公斤，此后又再次回落至最近的 28-30 元/公斤。自繁自养生猪单头盈利全年基本保持在 1500-2800 元/头的区间波动。由于仔猪紧缺，仔猪全年价格保持高位运行，较为坚挺，再加上今年以来玉米和饲料价格持续上涨进一步压缩盈利空间，外购仔猪育肥生猪的单头盈利从 2020 年初的约 2000 元/头，逐渐回落至近期的 100-600 元/头。

图 12：国内生猪价格走势（单位：元/公斤）



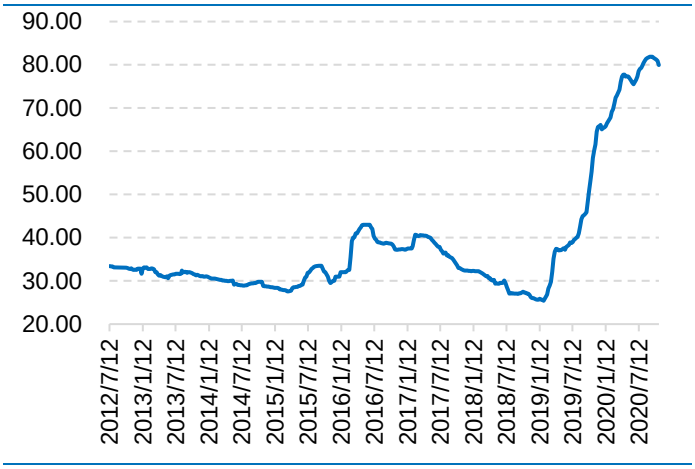
资料来源：Wind、华金证券研究所

图 13：国内猪肉价格走势（单位：元/公斤）



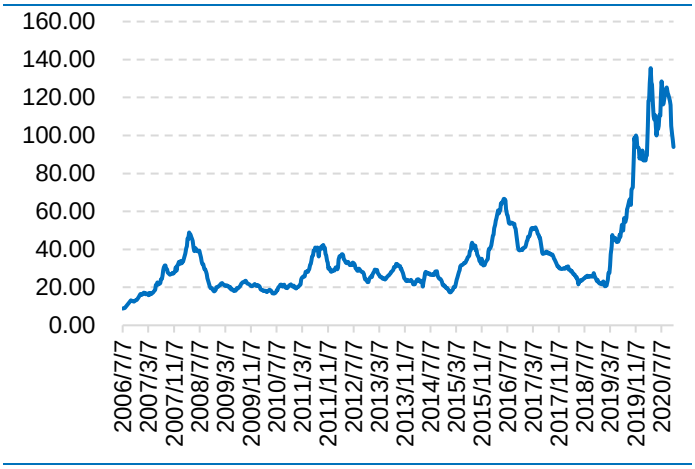
资料来源：Wind、华金证券研究所

图 14：国内二元母猪价格走势（单位：元/公斤）



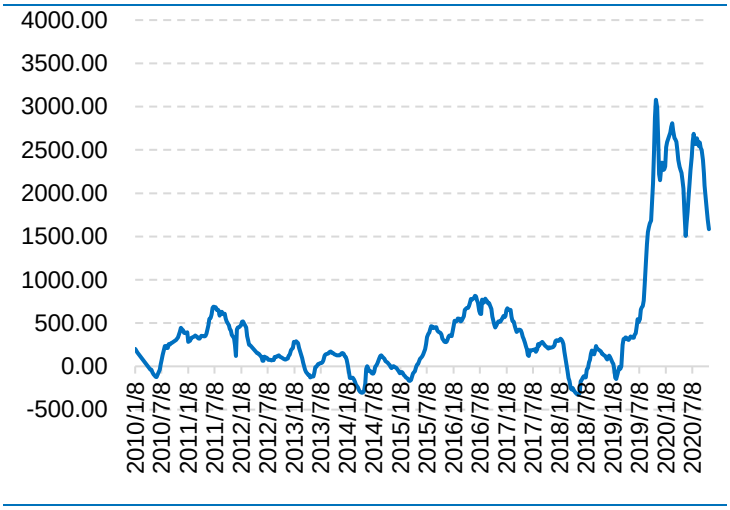
资料来源：Wind、华金证券研究所

图 15：国内仔猪价格走势（单位：元/公斤）



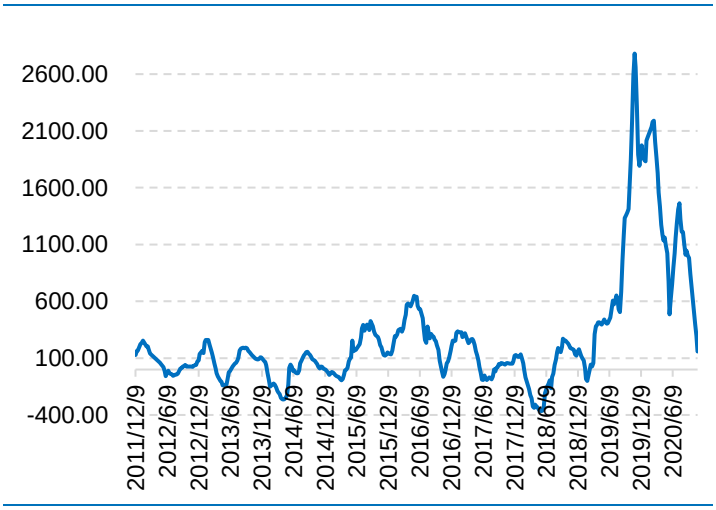
资料来源：Wind、华金证券研究所

图 16：自繁自养的生猪养殖利润（元/头）



资料来源：Wind、华金证券研究所

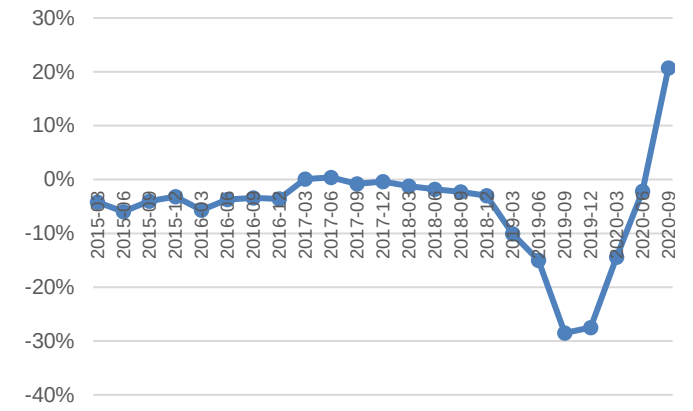
图 17：外购仔猪的生猪养殖利润（元/头）



资料来源：Wind、华金证券研究所

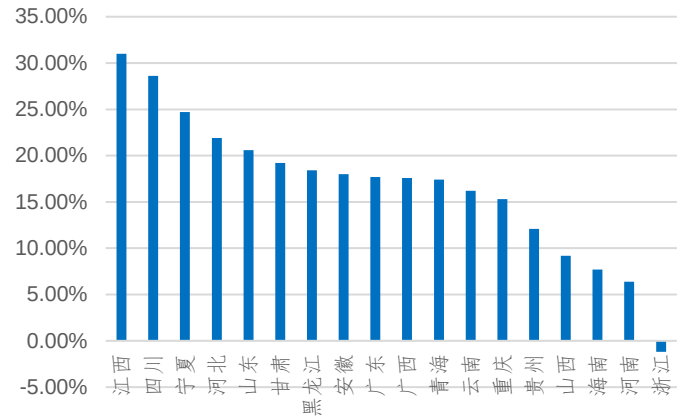
根据农业农村部监测数据，10 月份全国能繁母猪存栏 3950 万头，连续 13 个月增长，比去年同期增长 32%；生猪存栏 3.87 亿头，连续 9 个月增长，比去年同期增长 27%。此外，从已披露前三季度生猪存栏数据的省份来看，除了浙江有小幅减少之外，其余省份都实现了正增长，其中增长较快的前 5 个省份依次为江西、四川、宁夏、河北和山东，增幅分别 31%、28.6%、24.7%、21.9%和 20.6%。从我们草根调研的情况来看，从本轮生猪产能恢复的进度来看，北方区域要明显快于南方区域，这从猪饲料的销售情况可以得到很好的印证。根据统计局数据，前 3 季度全国生猪累计出栏 36186 万头，同比-12%，比 2019 年全年-22%的降幅有明显收窄。此外，前 3 季度全国猪肉产量 2838 万吨，同比-11%，比 2019 年全年-21%的降幅有明显收窄。随着我国生猪产能的逐渐恢复，预计国内 2021 年猪价将呈现震荡下行的大趋势。与此同时，根据产能由北向南的恢复进度以及三元母猪生产效率低于二元的实际情况，预计猪价下行斜率不会太陡峭，自繁自养生猪 2021 年仍处于盈利区间。综合考虑到目前外购仔猪育肥单头盈利较薄，以及产能恢复带来的仔猪供给增加，预计 2021 年国内仔猪价格有可能迎来一轮比较明显的回调。

图 18：我国生猪存栏同比增速



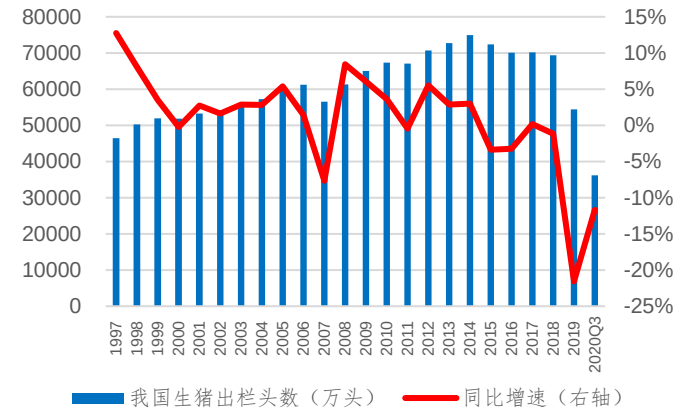
资料来源：Wind、华金证券研究所

图 19：各省 2020 年前 3 季度生猪存栏同比增速



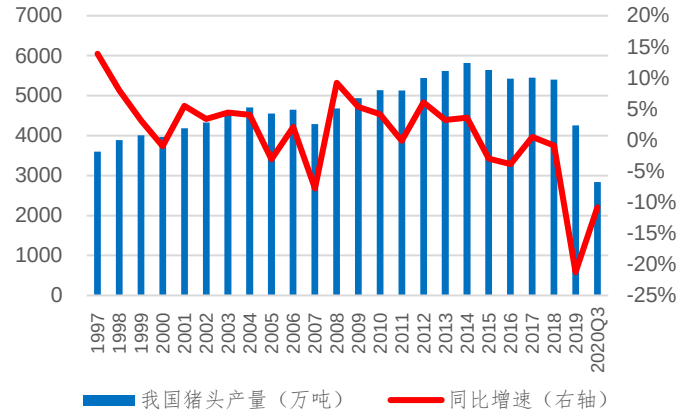
资料来源：猪场动力网、华金证券研究所

图 20：我国生猪出栏量趋势



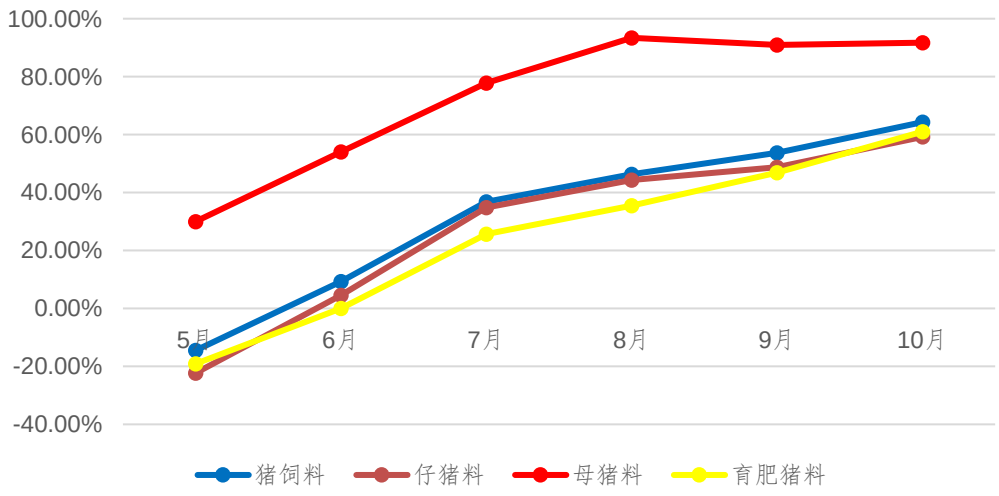
资料来源：Wind、华金证券研究所

图 21：我国猪肉产量趋势



资料来源：Wind、华金证券研究所

图 22：我国猪饲料及其细分品种单月产量同比增速



资料来源：中国饲料工业协会、华金证券研究所

生猪养殖上市公司 2021 年生猪出栏量有望延续增长趋势

非洲猪瘟疫情以来，小养殖户加速退出，大型企业（尤其是上市企业）凭借先进的疫病防控措施和强大的资金实力等优势持续扩大生猪养殖产能，市场份额进一步往大型企业集中。2019 年初以来，生猪养殖上市公司的养殖产能大多保持明显的扩张势头，从生产性生物资产这指标来看，2019 年 1 季度以来基本处于上行趋势，且保持较大幅度的增长。从生猪生产周期来看，在不再大规模发生疫情的情况下，这意味着生猪养殖上市公司 2021 年生猪出栏量有望延续增长趋势。

图 23：农业上市公司生产性生物资产趋势

百万元	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	合计
2019Q1	118.71	1339.95	3257.80	107.22	402.47	1008.73	464.72	50.48	34.17	6784.25
2019Q2	100.76	1768.02	3280.53	122.15	378.36	1253.00	592.32	58.28	82.38	7635.80
2019Q3	101.12	2836.94	3843.91	179.35	619.02	1812.90	986.43	81.61	70.73	10532.01
2019Q4	129.38	3835.01	4296.00	253.24	954.02	5095.16	2510.63	197.89	81.51	17352.84
2020Q1	184.69	4799.42	4186.58	328.91	1437.65	5195.25	3903.17	211.89	83.11	20330.67
2020Q2	285.60	5359.14	6040.00	635.50	2076.00	6460.00	7951.00	278.00	180.00	29265.24
2020Q3	382.73	6086.61	8987.38	883.87	3005.12	9475.34	11004.80	297.94	312.08	40435.87

资料来源：Wind、公司公告、华金证券研究所

图 24：农业上市公司月度生猪销量

生猪销量（万头）	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	合计
2019年1-2月	18.2	202.6	395.36	10.22	51.55	112.24	46.94	13.6	4.53	855.24
2019年3月	9.2	105.1	200.94	6.81	24.71	56.52	21.32	7.48	4.71	436.79
2019年4月	8.37	105.2	186.5	5.53	24.73	57.51	22.41	7.33	5.09	422.67
2019年5月	7.28	88.5	201.62	5.48	24.95	41.13	22.07	5.84	5.17	402.04
2019年6月	7.8	80.1	192.98	5.71	23.1	41.96	21.61	6.54	3.39	383.19
2019年7月	7.98	68	173.23	6.14	16.09	55.9	31.34	8.19	2.75	369.62
2019年8月	7.26	71.1	113.73	8.76	16.86	32.17	35.43	7.57	3.54	296.42
2019年9月	5.98	72.5	88.8	6.35	18.01	52.21	35.76	7.24	3.67	290.52
2019年10月	3.82	74.4	89.43	3.1	13.55	31.41	37.69	7.1	1.74	262.24
2019年11月	4	75.1	81.94	3.4	9.48	35.53	39.58	6.08	2.06	257.17
2019年12月	4.04	82.7	127.12	4.45	18.21	61.83	40.84	7.31	2.89	349.39
2020年1-2月	6.61	139.5	140.06	11.49	28.79	64.24	55.29	8.81	4.53	459.32
2020年3月	5.14	116.9	85.2	7.9	22.59	40.58	27.07	6.65	2.55	314.58
2020年4月	5.2	124.7	86.42	8.73	17.48	48.68	31.04	7.77	1.97	331.99
2020年5月	5.27	144.7	90.06	10.13	19.13	49.62	49.31	8.71	4.39	381.32
2020年6月	5.81	152.3	84.85	9.1	23.98	69.41	49.58	10.55	4.07	409.65
2020年7月	8.21	181.6	73.86	10.14	23.81	91.18	54.19	8.29	4.23	455.51
2020年8月	10.7	163.4	71.97	11.52	25.13	107.12	67.86	10.11	3.47	471.28
2020年9月	11.29	165	74.11	10.74	41.62	121.64	99.42	15.93	8.17	547.92
2020年10月	13.31	151.6	75.28	15.6	34.68	123.75	91.15	15.2	15.6	536.17

资料来源：Wind、公司公告、华金证券研究所

生猪养殖上市公司 2021 年业绩需“以量补价”

如上所述，随着生猪养殖行业产能的逐渐恢复，预计 2021 年国内生猪价格将呈现震荡下行的大趋势。生猪价格的下行和饲料成本的上升将使得生猪养殖单头盈利水平逐渐回归至历史正常区间。与此同时，生猪养殖上市公司前期新增的养殖产能有望在 2021 年进一步释放，从而驱动生猪销量保持增长。总体而言，生猪养殖上市公司 2021 年的业绩需面临“以量补价”的局面。我们认为 2021 年生猪养猪股缺乏板块性机会：（1）猪价这一核心指标进入下行周期将压制市场情绪；（2）价格弹性往往大于销量弹性，即使“以量补价”，业绩增长的边际动能已经在递减。

图 25：生猪养殖上市公司营业收入（当年累计）增长趋势

营业收入同比增速	2019-06-30	2019-09-30	2019-12-31	2020-03-31	2020-06-30	2020-09-30
牧原股份	29.87%	27.79%	51.04%	164.75%	193.76%	233.79%
温氏股份	20.16%	18.24%	27.75%	24.90%	18.20%	14.81%
正邦科技	-6.91%	-0.12%	10.87%	37.37%	45.48%	85.63%
新希望	11.54%	12.01%	18.80%	26.87%	26.64%	31.40%
天邦股份	57.90%	40.12%	32.93%	51.60%	56.79%	80.17%
天康生物	18.72%	39.59%	41.78%	64.63%	73.29%	66.43%
大北农	-10.26%	-14.03%	-14.11%	0.58%	10.43%	24.89%
唐人神	6.51%	2.22%	-0.41%	7.30%	8.54%	17.26%
罗牛山	11.73%	-22.41%	3.84%	162.88%	160.16%	164.27%
顺鑫农业	16.36%	20.19%	23.40%	15.93%	13.12%	12.27%
大康农业	-1.94%	-14.64%	0.70%	-1.64%	-9.10%	-6.46%
傲农生物	-0.95%	0.76%	0.45%	30.51%	50.80%	72.07%
金新农	-10.34%	-14.79%	-14.30%	2.49%	7.72%	29.63%
新五丰	10.17%	22.03%	4.38%	8.41%	12.43%	22.92%

资料来源：公司公告、Wind、华金证券研究所

图 26：生猪养殖公司归母净利润（当年累计）增长趋势

归属净利润增速	2019-06-30	2019-09-30	2019-12-31	2020-03-31	2020-06-30	2020-09-30
牧原股份	-97.95%	296.04%	1075.37%	863.75%	7026.08%	1413.28%
温氏股份	50.76%	109.84%	252.94%	510.93%	200.33%	35.44%
正邦科技	-43.98%	42.90%	751.53%	318.63%	979.24%	10711.29%
新希望	84.61%	111.73%	195.78%	144.13%	102.57%	65.54%
天邦股份	-555.90%	-90.12%	117.55%	242.05%	517.84%	23553.38%
天康生物	-25.96%	16.35%	105.43%	1056.82%	942.09%	389.75%
大北农	-67.67%	-31.45%	1.26%	1298.16%	2556.20%	390.88%
唐人神	-35.96%	2.19%	47.78%	3844.97%	859.06%	444.73%
罗牛山	-114.14%	-110.58%	-92.27%	265.98%	242.81%	340.77%
顺鑫农业	34.64%	23.93%	8.73%	-17.64%	-15.36%	-34.78%
大康农业	32.76%	26.15%	109.05%	5.96%	27.48%	-15.97%
傲农生物	26.97%	27.66%	-3.22%	767.69%	1479.32%	1141.49%
金新农	147.65%	163.92%	148.94%	723.36%	971.48%	830.25%
新五丰	110.72%	3.95%	276.62%	441.27%	2384.61%	668.37%

资料来源：公司公告、Wind、华金证券研究所

图 27：生猪养殖公司销售净利率（当年累计）趋势

销售净利率	2019-06-30	2019-09-30	2019-12-31	2020-03-31	2020-06-30	2020-09-30
牧原股份	-2.09%	12.40%	31.34%	56.32%	55.90%	58.93%
温氏股份	4.74%	13.11%	19.75%	10.81%	11.34%	14.95%
正邦科技	-2.13%	0.47%	6.91%	12.91%	14.83%	16.89%
新希望	5.89%	6.81%	7.53%	9.76%	8.57%	8.00%
天邦股份	-12.52%	0.31%	1.66%	25.23%	33.28%	35.19%
天康生物	1.05%	4.48%	7.92%	16.42%	17.37%	17.57%
大北农	0.22%	2.65%	3.75%	13.97%	12.64%	12.65%
唐人神	0.97%	1.61%	1.88%	6.87%	6.58%	6.14%
罗牛山	-10.24%	-6.07%	2.66%	5.13%	6.56%	6.80%
顺鑫农业	7.75%	6.07%	5.49%	6.44%	5.84%	3.59%
大康农业	0.66%	0.69%	0.48%	0.57%	0.63%	0.63%
傲农生物	1.51%	1.86%	1.73%	14.36%	13.59%	11.11%
金新农	2.76%	3.30%	7.55%	15.94%	16.89%	16.67%
新五丰	0.93%	-2.64%	3.19%	23.66%	15.95%	12.95%

资料来源：公司公告、Wind、华金证券研究所

图 28：生猪养殖公司 ROE（当年累计）趋势

ROE	2019-06-30	2019-09-30	2019-12-31	2020-03-31	2020-06-30	2020-09-30
牧原股份	-1.28%	8.99%	34.55%	16.31%	38.22%	62.71%
温氏股份	4.02%	16.96%	35.06%	4.11%	9.27%	17.94%
正邦科技	-4.03%	0.72%	20.75%	9.19%	22.44%	43.91%
新希望	7.08%	13.46%	21.17%	5.96%	11.32%	16.23%
天邦股份	-16.72%	0.50%	3.82%	15.27%	42.05%	50.33%
天康生物	2.37%	8.59%	16.52%	7.01%	16.87%	27.95%
大北农	0.34%	3.04%	5.17%	4.52%	8.91%	14.38%
唐人神	1.31%	3.78%	6.01%	5.95%	12.03%	16.86%
罗牛山	-1.20%	-1.05%	0.75%	0.54%	1.65%	2.41%
顺鑫农业	8.65%	8.86%	10.69%	4.64%	7.17%	5.71%
大康农业	0.69%	1.16%	1.34%	0.59%	0.79%	0.86%
傲农生物	2.63%	4.90%	3.55%	16.68%	20.06%	28.68%
金新农	1.16%	2.32%	8.99%	3.66%	9.62%	16.25%
新五丰	0.54%	-3.86%	5.58%	8.27%	12.14%	18.61%

资料来源：公司公告、Wind、华金证券研究所

图 29：生猪养殖上市公司单季度业绩趋势

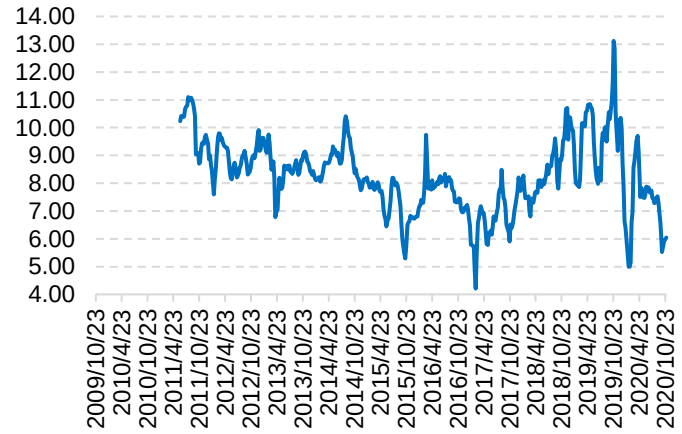
单季度净利润（百万元）	2018-09-30	2018-12-31	2019-03-31	2019-06-30	2019-09-30	2019-12-31	2020-03-31	2020-06-30	2020-09-30
牧原股份	428.85	170.02	-540.94	385.24	1,542.61	4,727.45	4,131.39	6,652.64	10,203.80
温氏股份	1,982.54	1,057.56	-460.46	1,843.39	4,702.07	7,882.20	1,892.16	2,261.18	4,088.15
正邦科技	226.11	158.26	-414.23	139.30	325.18	1,596.80	905.62	1,511.60	3,015.79
新希望	604.70	253.91	666.39	895.46	1,509.74	1,970.41	1,626.87	1,537.00	1,920.72
天邦股份	40.27	-692.81	-335.29	-32.05	379.28	88.46	476.28	1,058.60	1,289.49
天康生物	151.25	54.41	28.92	51.09	221.69	342.78	334.55	499.24	643.79
大北农	336.59	66.33	-38.85	72.47	268.42	211.25	465.46	427.61	589.61
唐人神	56.60	10.04	5.39	39.62	84.66	72.68	212.78	218.94	274.65
傲农生物	14.84	-1.57	17.41	3.99	19.06	-11.30	151.06	186.85	164.36
金新农	-18.43	-232.47	-10.97	28.26	17.68	105.56	68.40	116.83	140.06
新五丰	12.64	7.62	-29.45	35.46	-47.75	105.03	100.49	48.85	87.88

资料来源：Wind、公司公告、华金证券研究所

预计禽业 2021 年产能过剩的局面将更加突出

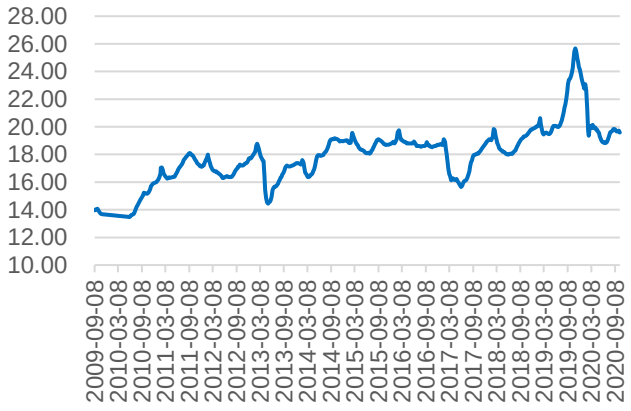
国内禽类价格从 2018 年开始就出现明显的上升势头，并呈现出较高的景气度。进入 2019 年，在非洲猪瘟疫情带来猪肉供给缺口的驱动下，国内禽类价格进一步创出新高。在非洲猪瘟造成肉类蛋白供给缺口和高盈利的驱动下，2018-2020 年国内禽业产能出现较大幅度扩张。进入 2020 年，“新冠”疫情对活禽市场的冲击、禽业产能进一步释放，生猪产能逐渐恢复等多因素叠加的影响之下，国内禽业产品价格迎来了周期拐点。

图 30：我国白羽肉鸡主产区平均价（元/公斤）



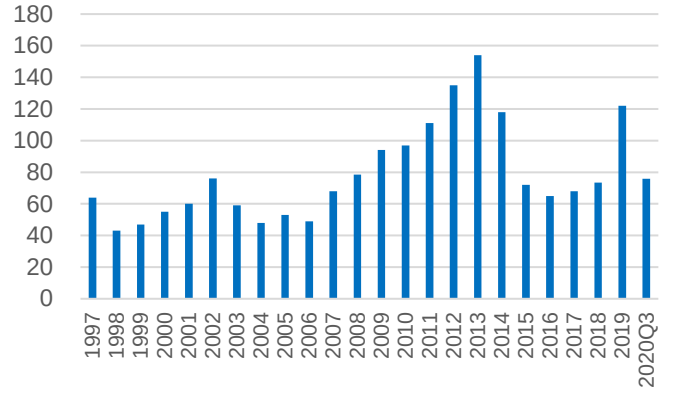
资料来源：Wind、华金证券研究所

图 31：国内活鸡平均价（元/公斤）



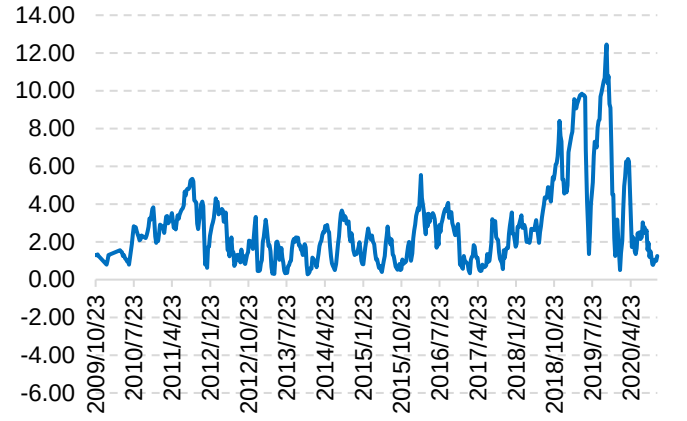
资料来源：Wind、华金证券研究所

图 32：我国祖代白羽肉种鸡历史引种量（万套）



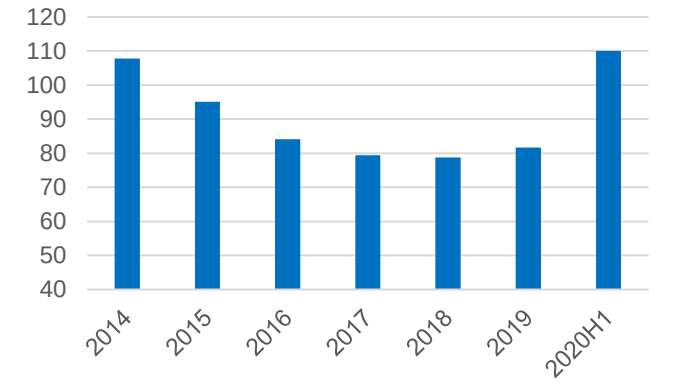
资料来源：禽业协会、华金证券研究所

图 33：我国商品代白羽肉鸡苗历史价格走势（元/羽）



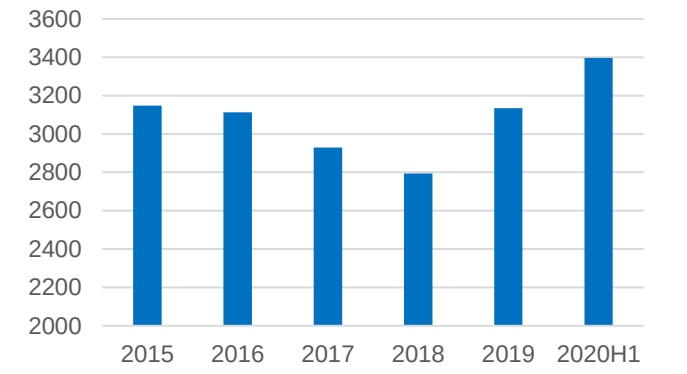
资料来源：Wind、华金证券研究所

图 34：全国祖代在产白羽肉种鸡存栏（万套）



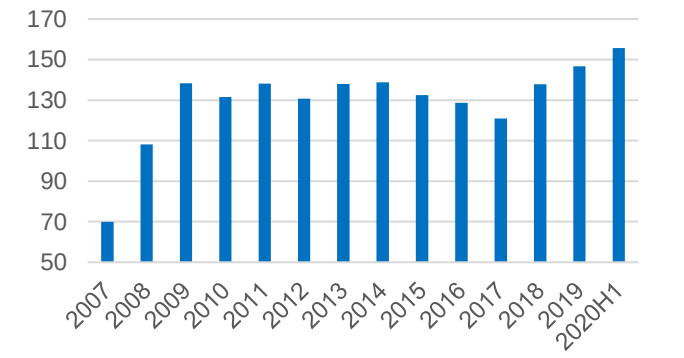
资料来源：禽业协会、华金证券研究所

图 35：全国父母代在产白羽肉种鸡存栏（万套）



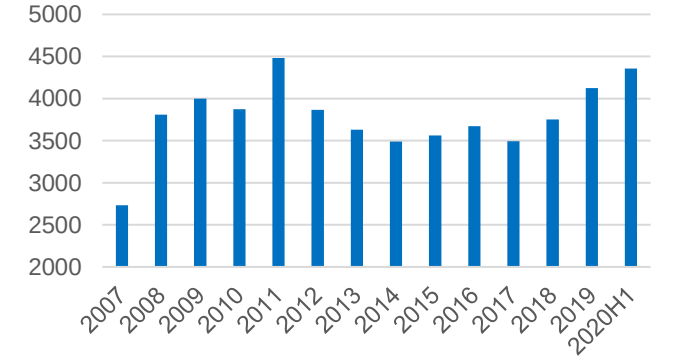
资料来源：禽业协会、华金证券研究所

图 36：全国祖代在产黄羽肉种鸡存栏（万套）



资料来源：禽业协会、华金证券研究所

图 37：全国父母代在产黄羽肉种鸡存栏（万套）

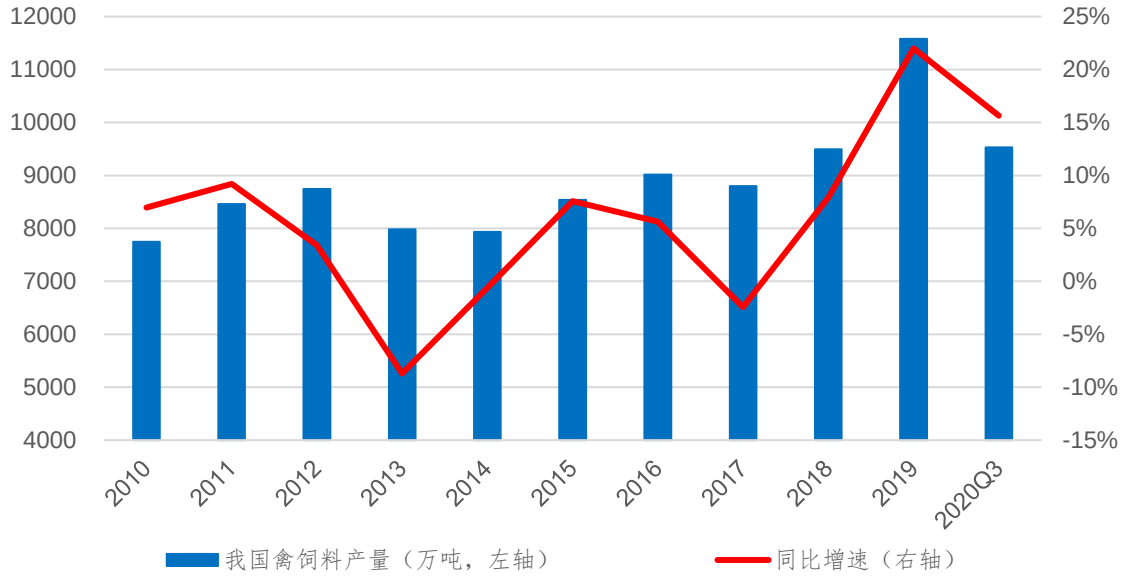


资料来源：禽业协会、华金证券研究所

禽业产能的增长情况可以从饲料消耗量可以印证，根据饲料工业协会的统计，2019 年肉禽饲料同比增长 21%，其中肉鸡和肉鸭饲料同比分别增长 17.9%和 25.2%。随着部分 2019 年的在建产

能在 2020 年陆续释放，在 2019 年基础之上，我国 2020 年前 3 季度禽饲料产量同比再度增长 15.63%。我们预计，2021 年随着国内生猪产能的进一步恢复，此前替代部分猪肉蛋白的禽业产能将逐渐显得过剩，且这种过剩的状态将越来越突出，禽肉产品价格总体上仍将处于下行大周期里。禽肉产品价格的周期下行，将利好禽养殖下游的食品加工品牌企业，例如有友食品。

图 38：2010-2020 年我国禽饲料产量及增速



资料来源：中国饲料工业协会、华金证券研究所

图 39：禽业养殖上市公司营业收入（当年累计）增长趋势

营业收入同比增速	2019-06-30	2019-09-30	2019-12-31	2020-03-31	2020-06-30	2020-09-30
圣农发展	29.27%	27.99%	26.08%	-3.19%	-0.82%	-3.50%
立华股份	8.12%	17.78%	22.96%	-7.08%	-7.17%	-5.57%
仙坛股份	43.15%	41.38%	37.07%	-6.71%	-1.23%	-4.44%
湘佳股份	34.26%	15.60%	24.02%	42.22%	27.62%	17.06%
益生股份	188.07%	152.56%	143.26%	-15.28%	-30.94%	-38.76%
华英农业	2.75%	3.80%	3.16%	-47.03%	-48.55%	-48.12%
民和股份	133.31%	103.41%	80.23%	-39.57%	-42.29%	-44.59%

资料来源：公司公告、Wind、华金证券研究所

图 40：禽业养殖公司归母净利润（当年累计）增长趋势

归属净利润增速	2019-06-30	2019-09-30	2019-12-31	2020-03-31	2020-06-30	2020-09-30
圣农发展	393.40%	236.34%	171.85%	7.34%	-19.40%	-33.23%
立华股份	-19.98%	30.15%	51.13%	-284.59%	-164.67%	-90.42%
仙坛股份	353.19%	194.29%	148.95%	3.76%	-30.82%	-49.26%
湘佳股份	68.17%	0.00%	99.09%	230.73%	114.37%	5.73%
益生股份	2688.67%	996.05%	499.73%	-48.75%	-77.42%	-90.13%
华英农业	6.76%	-16.65%	-143.99%	-913.14%	-714.81%	-733.16%
民和股份	4618.23%	800.74%	322.95%	-62.01%	-73.26%	-93.71%

资料来源：公司公告、Wind、华金证券研究所

图 41：禽业养殖公司销售净利率（当年累计）趋势

销售净利率	2019-06-30	2019-09-30	2019-12-31	2020-03-31	2020-06-30	2020-09-30
圣农发展	25.63%	26.50%	28.29%	23.47%	20.49%	18.15%
立华股份	11.99%	20.48%	22.14%	-13.03%	-8.35%	2.08%
仙坛股份	27.36%	27.51%	30.08%	24.01%	18.41%	13.95%
湘佳股份	-29.08%	-33.79%	12.22%	20.25%	13.94%	11.52%
益生股份	62.40%	61.64%	60.80%	35.72%	20.78%	10.42%
华英农业	2.46%	1.96%	-0.62%	-25.06%	-29.19%	-24.52%
民和股份	55.58%	53.79%	49.13%	33.12%	25.68%	6.01%

资料来源：公司公告、Wind、华金证券研究所

图 42：禽业养殖公司 ROE（当年累计）趋势

ROE	2019-06-30	2019-09-30	2019-12-31	2020-03-31	2020-06-30	2020-09-30
圣农发展	20.83%	31.97%	44.70%	7.02%	12.94%	17.14%
立华股份	9.17%	24.84%	35.80%	-2.93%	-4.29%	1.82%
仙坛股份	15.66%	24.00%	34.84%	4.81%	8.33%	9.74%
湘佳股份	-9.33%	-14.21%	32.86%	12.63%	11.68%	14.89%
益生股份	44.72%	65.66%	83.76%	5.73%	5.89%	4.27%
华英农业	2.17%	2.84%	-2.05%	-6.01%	-14.91%	-20.59%
民和股份	55.76%	71.57%	83.47%	5.22%	8.41%	2.93%

资料来源：公司公告、Wind、华金证券研究所

图 43：禽业养殖上市公司单季度净利润趋势

单季度净利润（百万元）	2018-09-30	2018-12-31	2019-03-31	2019-06-30	2019-09-30	2019-12-31	2020-03-31	2020-06-30	2020-09-30
圣农发展	469.36	701.12	652.79	1,000.14	1,052.51	1,387.18	700.72	631.49	474.23
立华股份	438.41	323.21	106.64	323.93	840.37	693.32	-196.84	-81.61	400.27
仙坛股份	130.86	182.25	156.50	246.19	243.91	354.06	162.39	116.18	49.52
湘佳股份	-38.78	114.07	32.80	32.42	104.75	57.13	108.47	31.33	39.91
益生股份	101.58	228.85	381.94	521.57	565.03	707.50	195.74	8.27	-59.12
华英农业	35.72	30.08	18.44	38.24	17.35	-126.33	-149.92	-198.51	-120.25
民和股份	120.62	241.62	385.79	483.05	383.49	357.65	146.56	85.77	-153.61

资料来源：公司公告、Wind、华金证券研究所

2021 年饲料动保基本面有望延续周期回升态势

饲料动保板块景气度在 2020 年见底回升

饲料动保板块 2020 年上半年业绩表现的主要贡献来源于禽养殖行业的高产能和禽料的高增长。进入 3 季度，在生猪产能加速恢复恢复和高猪价的带动下，猪饲料产品需求加速回升，走出了“量价齐升”的良好趋势。截止 2020 年 3 季度，国内饲料动保板块业绩增长趋势同比明显改善。

图 44：饲料动保上市公司营业收入（当年累计）增长趋势

营业收入同比增速	2019-06-30	2019-09-30	2019-12-31	2020-03-31	2020-06-30	2020-09-30
海大集团	19.14%	15.18%	12.94%	18.22%	22.89%	23.35%
禾丰牧业	12.81%	11.01%	12.96%	26.92%	27.45%	32.29%
溢多利	8.41%	13.08%	15.83%	17.94%	7.30%	2.05%
天马科技	33.47%	61.86%	61.23%	131.71%	103.96%	68.56%
普莱柯	12.02%	9.28%	9.07%	31.12%	31.97%	37.48%
金河生物	18.50%	12.39%	9.42%	12.58%	1.77%	-3.33%
瑞普生物	12.05%	17.86%	23.26%	47.66%	41.45%	41.45%
蔚蓝生物	2.48%	4.46%	4.03%	13.23%	9.34%	12.27%
中牧股份	-3.21%	-7.47%	-7.14%	33.23%	23.69%	22.83%
生物股份	-32.85%	-40.79%	-40.59%	9.62%	22.13%	30.65%
海利生物	28.55%	10.58%	9.20%	-29.99%	-14.53%	-9.74%

资料来源：公司公告、Wind、华金证券研究所

图 45：饲料动保上市公司归母净利润（当年累计）增长趋势

归属净利润增速	2019-06-30	2019-09-30	2019-12-31	2020-03-31	2020-06-30	2020-09-30
海大集团	12.24%	11.13%	14.71%	147.93%	63.82%	46.80%
禾丰牧业	118.43%	75.95%	117.30%	115.38%	68.80%	30.16%
溢多利	24.92%	11.93%	12.35%	203.26%	77.60%	47.73%
天马科技	2.56%	1.67%	-22.70%	15.55%	7.83%	11.91%
普莱柯	-14.86%	-20.17%	-19.44%	311.98%	84.44%	68.79%
金河生物	23.31%	11.14%	13.02%	43.31%	-9.55%	-28.84%
瑞普生物	26.04%	36.54%	63.36%	68.92%	70.60%	74.40%
蔚蓝生物	-6.69%	-8.59%	-6.75%	109.76%	35.06%	52.79%
中牧股份	-15.65%	-19.58%	-38.52%	49.05%	119.51%	78.82%
生物股份	-52.67%	-63.52%	-70.70%	-5.13%	7.33%	19.03%
海利生物	-51.25%	-49.65%	-42.95%	-6.47%	-88.91%	-70.99%

资料来源：公司公告、Wind、华金证券研究所

图 46：饲料动保上市公司毛利率（当年累计）趋势

毛利率	2019-06-30	2019-09-30	2019-12-31	2020-03-31	2020-06-30	2020-09-30
海大集团	11.89%	11.97%	11.32%	12.06%	12.71%	12.44%
禾丰牧业	9.60%	10.39%	11.24%	11.65%	10.58%	9.51%
溢多利	35.48%	35.34%	35.39%	36.04%	35.23%	37.94%
天马科技	16.71%	15.67%	12.72%	11.68%	12.36%	12.48%
普莱柯	64.82%	63.59%	61.15%	64.31%	65.94%	66.10%
金河生物	41.18%	39.09%	36.64%	38.32%	37.56%	39.40%
瑞普生物	50.43%	51.71%	52.33%	56.96%	56.43%	56.31%
蔚蓝生物	47.68%	47.88%	48.38%	48.33%	49.39%	50.40%
中牧股份	28.37%	28.00%	27.44%	26.43%	26.10%	26.94%
生物股份	68.55%	62.83%	62.32%	70.56%	63.96%	62.17%
海利生物	46.30%	43.43%	46.51%	44.48%	47.08%	47.77%

资料来源：公司公告、Wind、华金证券研究所

图 47：饲料动保上市公司 ROE（当年累计）趋势

ROE	2019-06-30	2019-09-30	2019-12-31	2020-03-31	2020-06-30	2020-09-30
海大集团	8.51%	17.01%	19.57%	3.20%	11.37%	19.87%
禾丰牧业	8.26%	15.75%	25.12%	5.20%	10.25%	15.29%
溢多利	1.82%	3.70%	5.54%	0.74%	2.66%	4.63%
天马科技	5.02%	6.81%	5.47%	1.42%	4.83%	6.82%
普莱柯	4.02%	5.82%	6.63%	3.63%	7.36%	9.77%
金河生物	6.36%	8.56%	11.02%	3.16%	5.75%	6.19%
瑞普生物	4.38%	7.22%	9.41%	3.38%	6.85%	11.40%
蔚蓝生物	4.35%	6.36%	10.15%	2.24%	4.54%	7.43%
中牧股份	3.98%	6.68%	6.30%	3.14%	8.25%	11.20%
生物股份	3.35%	5.06%	4.57%	3.19%	3.88%	6.22%
海利生物	1.47%	2.20%	1.15%	0.57%	0.17%	0.65%

资料来源：公司公告、Wind、华金证券研究所

图 48：饲料动保上市公司单季度净利润趋势

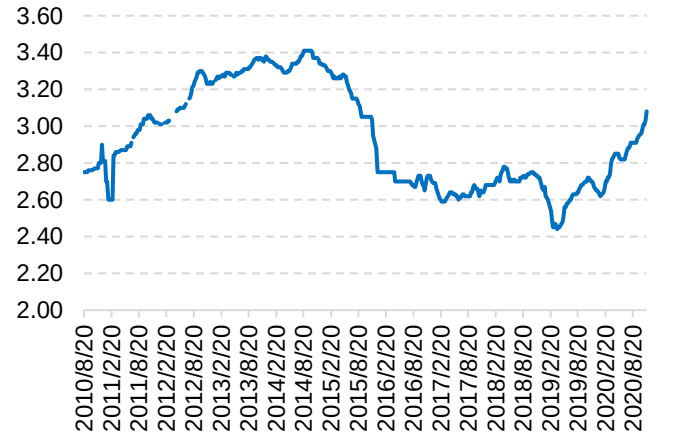
单季度净利润（百万元）	2018-09-30	2018-12-31	2019-03-31	2019-06-30	2019-09-30	2019-12-31	2020-03-31	2020-06-30	2020-09-30
海大集团	670.63	166.22	122.49	551.43	738.55	236.29	303.69	800.33	969.44
禾丰牧业	240.91	146.66	141.00	218.01	354.08	486.26	303.68	302.34	322.17
溢多利	43.07	39.11	-18.15	57.30	44.14	44.25	18.75	50.77	53.51
天马科技	19.97	2.35	14.21	38.32	19.84	-15.52	16.43	40.22	24.35
普莱柯	42.65	16.53	14.42	50.66	29.99	14.18	59.40	60.63	40.45
金河生物	43.72	34.73	37.73	67.30	38.22	41.68	54.08	40.93	6.93
瑞普生物	37.44	13.03	43.29	43.05	58.31	49.71	73.13	74.17	104.97
蔚蓝生物	17.43	31.07	10.41	22.14	15.27	29.93	21.83	22.13	29.10
中牧股份	145.61	77.60	88.37	73.94	109.52	-16.31	131.71	224.57	129.81
生物股份	321.87	73.43	158.65	11.33	78.46	-27.40	150.51	31.93	113.29
海利生物	14.44	-25.19	6.49	9.13	7.78	-11.26	6.07	-4.34	5.06

资料来源：公司公告、Wind、华金证券研究所

饲料行业需求回升拉动玉米等原料价格上涨

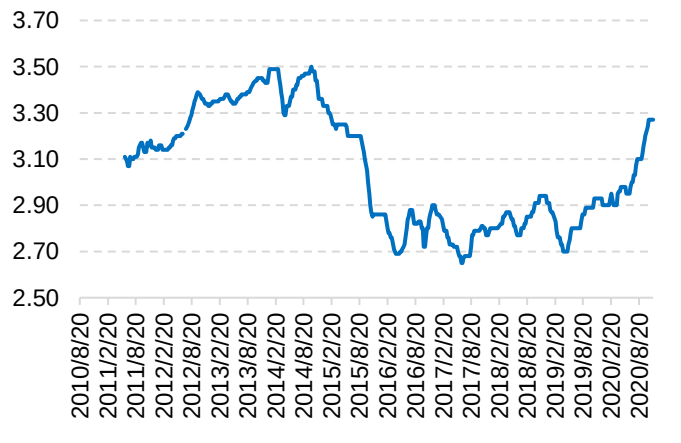
在玉米的下游消费需求中，饲料加工约占 60%。受到养殖行业恢复、饲料需求回升以及库销比回落等因素影响，年初以来玉米持续上涨，并创出近几年来的新高。截止 2020 年 11 月，国内玉米现货价格同比涨幅达到 22.5%。除了玉米以外，下游饲料养殖需求的回升也带动了豆粕价格的上涨，同比涨 5.66%。在养殖高景气度的背景下，饲料企业也具备较强的成本转嫁能力，年初以来育肥猪配合饲料和肉鸡配合饲料同比分别上涨 14.5%和 11.6%。

图 49：育肥猪配合饲料价格（元/公斤）



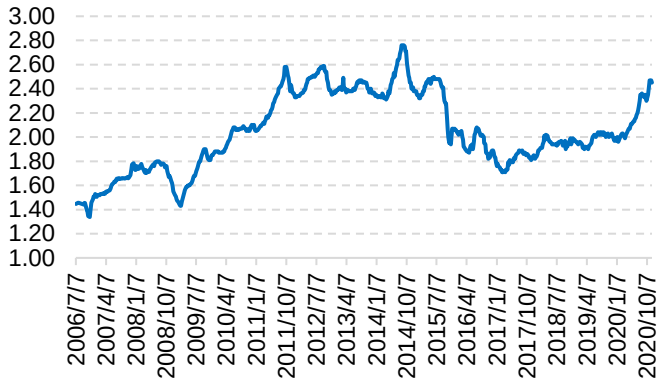
资料来源：Wind、华金证券研究所

图 50：肉鸡配合饲料价格（元/公斤）



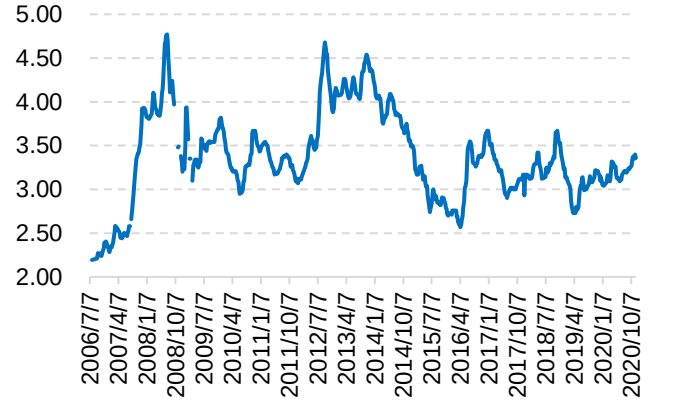
资料来源：Wind、华金证券研究所

图 51：国内玉米现货价格（元/公斤）



资料来源：Wind、华金证券研究所

图 52：国内豆粕现货价格（元/公斤）



资料来源：Wind、华金证券研究所

2021 年饲料动保板块景气度有望延续上升周期

饲料动保作为大农业中的后周期行业，行业周期一般滞后于养殖周期。进入 2021 年，我们预计生猪、禽业和水产分别呈现“有存栏、有盈利”、“有存栏、低盈利”、“存塘回升”的趋势，总体而言有望驱动饲料动保板块景气度延续上升周期。

图 53：截至 2020 年 10 月不同品种饲料产量情况

项目	猪	蛋禽	肉禽	水产	反刍动物	宠物	其他
2020 年 10 月（万吨）	934	284	815	188	123	9	28
环比变化（%）	8.6	-2.2	-4.6	-34.0	9.0	6.6	0.6
同比变化（%）	64.3	4.7	3.9	-11.4	28.0	-5.1	3.5
2020 年 1~10 月（万吨）	6783	2865	7764	1915	1012	66	232
累计同比变化（%）	5.4	13.8	14.5	-4.8	13.8	-3.1	17.4

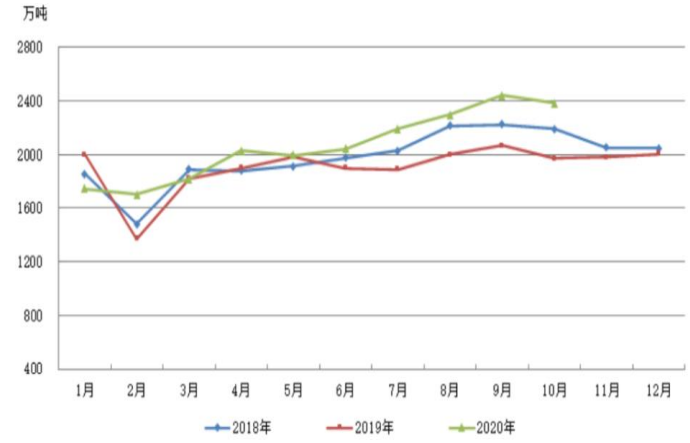
资料来源：中国饲料工业协会、华金证券研究所

图 54：截至 2020 年 10 月饲料细分品种产量情况

项目	仔猪料	母猪料	育肥猪料	蛋鸡料	蛋鸭料	肉鸡料	肉鸭料	淡水料	海水料
2020 年 10 月（万吨）	303	168	412	189	85	520	269	164	25
环比变化（%）	7.3	5.7	11.3	-0.1	-7.3	-5.4	-2.9	-35.3	-24.3
同比变化（%）	59.2	91.7	61.0	9.4	-5.1	2.4	5.1	-12.2	-5.4
2020 年 1~10 月（万吨）	2158	1306	2943	1813	959	4944	2567	1684	231
累计同比变化（%）	0.2	46.2	-0.6	11.4	18.0	15.0	11.6	-6.4	9.1

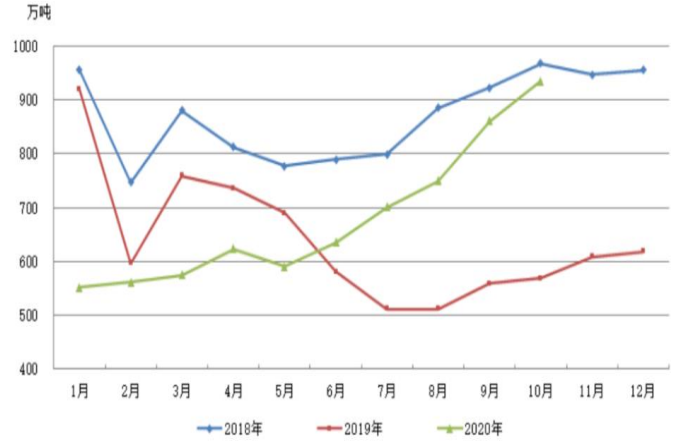
资料来源：中国饲料工业协会、华金证券研究所

图 55：2018-2020 年我国饲料行业月度总产量趋势（万吨）



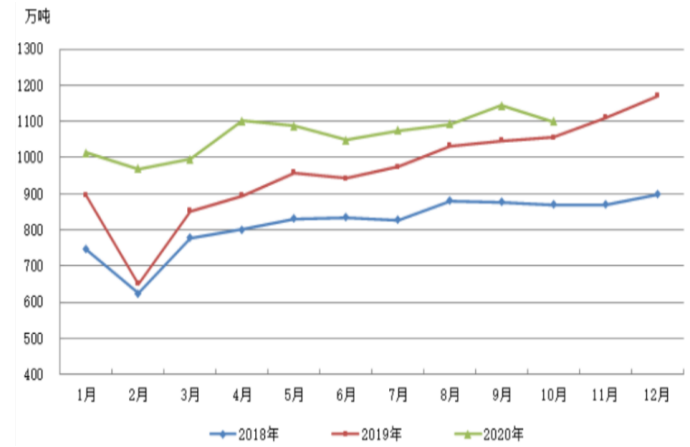
资料来源：中国饲料工业协会、华金证券研究所

图 56：2018-2020 年我国猪饲料月度产量趋势（万吨）



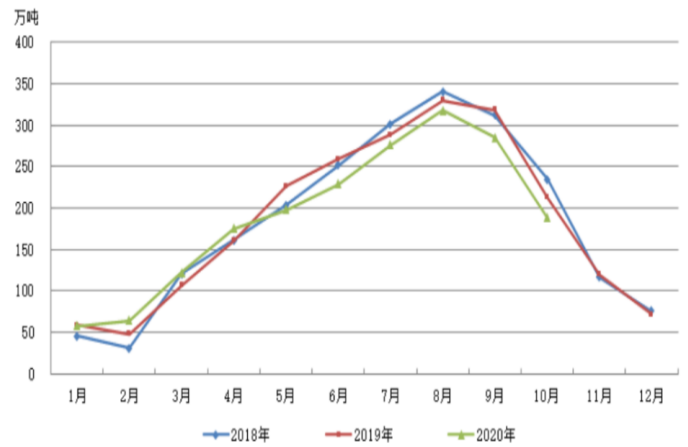
资料来源：中国饲料工业协会、华金证券研究所

图 57：2018-2020 年我国禽饲料月度产量趋势（万吨）



资料来源：中国饲料工业协会、华金证券研究所

图 58：2018-2020 年我国水产饲料月度产量趋势（万吨）



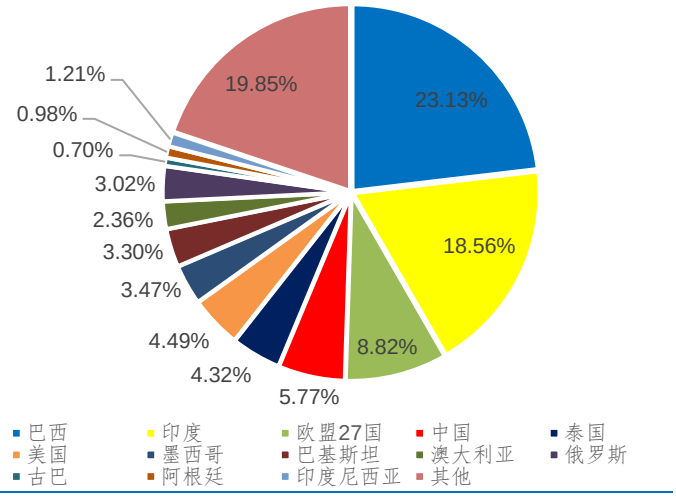
资料来源：中国饲料工业协会、华金证券研究所

2021 年制糖板块基本面有望改善

预计 2020/21 榨季全球食糖有所增长

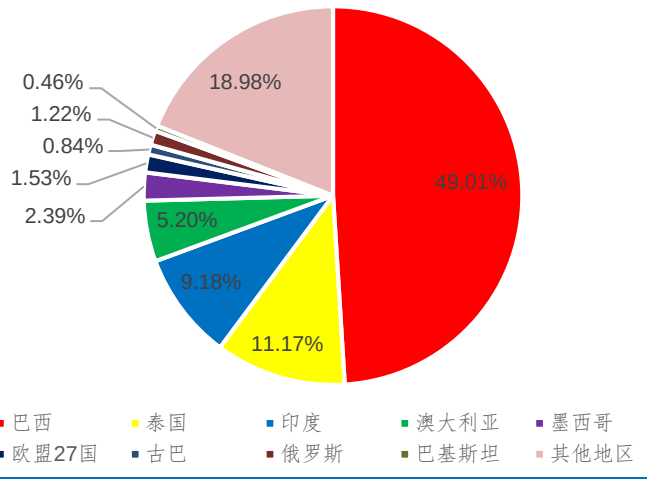
全球食糖主产国主要有巴西、印度、欧盟 27 国、中国、泰国、美国、墨西哥、巴基斯坦、澳大利亚、俄罗斯等国家和地区。根据 USDA11 月最新报告，预计 2020/21 榨季全球食糖产量有望达到 182 万吨，比 2019/20 榨季增长 9.89%，在经历过前两个榨季下滑后出现明显增产，主要原因在于巴西和印度食糖出现明显增产，其中巴西贡献 2020/21 榨季全球食糖增量的 74%。

图 59：2020/21 榨季食糖主产国及其全球产量占比



资料来源：USDA、UNICA、华金证券研究所

图 60：2020/21 榨季食糖主要出口国及其全球出口量占比



资料来源：USDA、UNICA、华金证券研究所

图 61：全球食糖主产国产量增减跟踪情况

糖产量（百万吨）	2009	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20E	2020/21E
巴西	36.40	38.35	36.15	38.60	37.80	35.95	34.65	39.15	38.87	29.50	29.93	42.06
YOY		5.36%	-5.74%	6.78%	-2.07%	-4.89%	-3.62%	12.99%	-0.72%	-24.11%	1.46%	40.53%
印度	20.64	26.57	28.62	27.34	26.61	30.46	27.39	22.20	34.31	34.30	28.90	33.76
YOY		28.77%	7.70%	-4.48%	-2.68%	14.49%	-10.10%	-18.93%	54.55%	-0.03%	-15.74%	16.82%
欧盟27国	16.90	15.94	18.32	16.66	16.02	18.45	14.28	18.31	20.94	17.98	17.00	16.05
YOY		-5.67%	14.94%	-9.09%	-3.81%	15.16%	-22.58%	28.22%	14.33%	-14.13%	-5.45%	-5.59%
中国	11.43	11.20	12.34	14.00	14.26	11.00	9.05	9.30	10.30	10.76	10.40	10.50
YOY		-2.01%	10.20%	13.45%	1.87%	-22.88%	-17.73%	2.76%	10.75%	4.47%	-3.35%	0.96%
泰国	6.93	9.66	10.24	10.02	11.33	10.79	9.74	10.03	14.71	14.58	8.29	7.85
YOY		39.44%	5.92%	-2.06%	13.06%	-4.76%	-9.73%	2.98%	46.62%	-0.88%	-43.15%	-5.31%
美国	7.22	7.10	7.70	8.15	7.68	7.85	8.16	8.14	8.43	8.16	7.39	8.17
YOY		-1.66%	8.39%	5.82%	-5.79%	2.31%	3.85%	-0.22%	3.60%	-3.21%	-9.43%	10.55%
墨西哥	5.12	5.50	5.35	7.39	6.38	6.34	6.48	6.31	6.37	6.81	5.60	6.31
YOY		7.43%	-2.62%	38.16%	-13.68%	-0.60%	2.21%	-2.62%	0.90%	6.92%	-17.79%	12.68%
巴基斯坦	3.42	3.92	4.52	5.00	5.63	5.16	5.27	6.83	7.23	5.27	5.26	6.00
YOY		14.62%	15.31%	10.62%	12.60%	-8.28%	1.96%	29.63%	5.86%	-27.06%	-0.19%	14.07%
澳大利亚	4.70	3.70	3.68	4.25	4.38	4.70	4.90	5.10	4.48	4.73	4.29	4.30
YOY		-21.28%	-0.46%	15.40%	3.06%	7.31%	4.26%	4.08%	-12.16%	5.47%	-9.21%	0.23%
俄罗斯	3.44	3.00	5.55	5.00	4.40	4.35	5.20	6.20	6.56	6.08	7.80	5.50
YOY		-13.01%	85.08%	-9.83%	-12.00%	-1.14%	19.54%	19.23%	5.81%	-7.32%	28.29%	-29.49%
古巴	1.25	1.15	1.40	1.60	1.65	1.85	1.63	1.80	1.10	1.30	1.20	1.28
YOY		-8.00%	21.74%	14.29%	3.12%	12.12%	-12.16%	10.77%	-38.89%	18.18%	-7.69%	6.67%
阿根廷	2.23	2.03	2.15	2.30	1.78	2.15	2.06	2.05	1.87	1.57	1.65	1.78
YOY		-8.97%	5.91%	6.98%	-22.61%	20.79%	-4.19%	-0.49%	-8.78%	-16.04%	5.10%	7.88%
印度尼西亚	1.91	1.77	1.83	2.30	2.30	2.10	2.03	2.05	2.10	2.20	2.25	2.20
YOY		-7.33%	3.39%	25.68%	0.00%	-8.70%	-3.57%	1.23%	2.44%	4.76%	2.27%	-2.22%
其他	31.60	32.33	34.50	35.23	35.75	36.42	34.04	36.58	36.99	36.11	35.54	36.11
YOY		2.32%	6.72%	2.09%	1.50%	1.87%	-6.52%	7.44%	1.12%	-2.37%	-1.59%	1.60%
全球	153.18	162.22	172.35	177.83	175.97	177.58	164.87	174.05	194.25	179.35	165.50	181.87
YOY		5.90%	6.24%	3.18%	-1.05%	0.92%	-7.16%	5.57%	11.61%	-7.67%	-7.72%	9.89%

资料来源：USDA、UNICA、华金证券研究所

图 62：全球食糖出口国出口跟踪情况

糖出口量（百万吨）	2009	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20E	2020/21E
巴西	24.30	25.80	24.65	27.65	26.20	23.95	24.35	28.50	28.20	19.60	19.28	32.02
YOY		6.17%	-4.46%	12.17%	-5.24%	-8.59%	1.67%	17.04%	-1.05%	-30.50%	-1.63%	66.08%
泰国	4.93	6.64	7.90	6.69	7.20	8.25	7.06	7.02	10.91	10.61	7.00	7.30
YOY		34.73%	18.91%	-15.26%	7.58%	14.61%	-14.51%	-0.55%	55.46%	-2.72%	-34.02%	4.29%
印度	0.23	3.90	3.76	1.26	2.81	2.58	3.80	2.13	2.24	4.70	5.80	6.00
YOY		1634.67%	-3.56%	-66.50%	122.52%	-8.05%	47.29%	-44.08%	5.22%	110.20%	23.40%	3.45%
澳大利亚	3.60	2.75	2.80	3.10	3.24	3.56	3.70	4.00	3.60	3.74	3.60	3.40
YOY		-23.61%	1.82%	10.71%	4.58%	9.84%	3.90%	8.11%	-10.00%	3.89%	-3.74%	-5.56%
墨西哥	0.75	1.56	0.99	2.09	2.66	1.55	1.28	1.29	1.15	2.34	1.29	1.56
YOY		107.46%	-36.78%	112.28%	27.26%	-41.94%	-17.15%	0.55%	-10.96%	103.93%	-44.80%	20.93%
欧盟27国	2.65	1.11	2.34	1.66	1.55	1.58	1.55	1.51	3.92	1.95	1.20	1.00
YOY		-57.95%	110.51%	-29.07%	-6.62%	1.93%	-2.15%	-2.52%	159.77%	-50.26%	-38.46%	-16.67%
古巴	0.54	0.58	0.83	0.78	0.96	0.92	1.11	1.17	0.57	0.59	0.55	0.55
YOY		7.25%	43.85%	-6.63%	23.48%	-4.39%	21.53%	4.86%	-51.11%	3.86%	-7.09%	0.00%
俄罗斯	0.03	0.02	0.30	0.02	0.03	0.01	0.02	0.41	0.62	0.39	1.61	0.80
YOY		-50.00%	1664.71%	-95.00%	100.00%	-66.67%	130.00%	1669.57%	52.58%	-37.20%	312.82%	-50.31%
巴基斯坦	0.07	0.07	0.35	1.10	0.73	0.58	0.28	0.40	1.60	1.10	0.35	0.30
YOY		0.00%	400.00%	214.29%	-33.73%	-20.44%	-52.59%	45.45%	300.00%	-31.25%	-68.18%	-14.29%
其他地区	11.23	11.51	11.08	11.40	12.57	12.06	10.73	12.63	12.30	12.07	12.59	12.40
YOY		2.47%	-3.76%	2.88%	10.35%	-4.10%	-11.04%	17.74%	-2.61%	-1.86%	4.30%	-1.51%
全球	48.33	53.94	55.00	55.74	57.95	55.03	53.87	59.04	65.10	57.09	53.27	65.33
YOY		11.61%	1.96%	1.36%	3.96%	-5.04%	-2.11%	9.60%	10.26%	-12.30%	-6.69%	22.64%

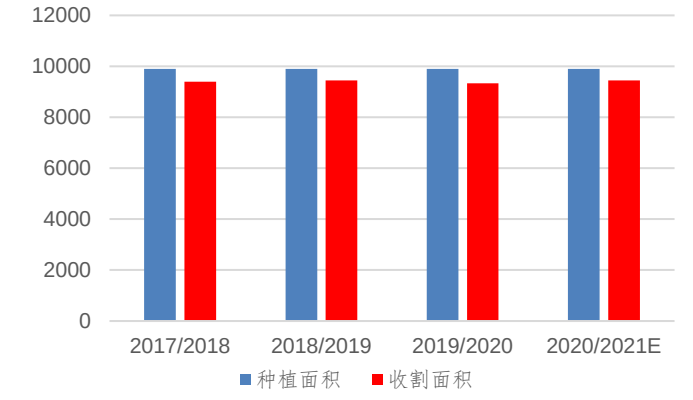
资料来源：USDA、UNICA、华金证券研究所

预计巴西和印度在 2020/21 榨季均增产

2020/21 榨季巴西食糖预计大幅增产 40.54%，产量大幅增长的原因主要在于“新冠”疫情和社交防控措施压制了燃料需求，燃料乙醇行业盈利受损，从而使得用于榨糖的甘蔗比例大幅提升。此外，良好的天气也利于甘蔗和蔗糖增产，甘蔗产量和出糖率均有所提升。

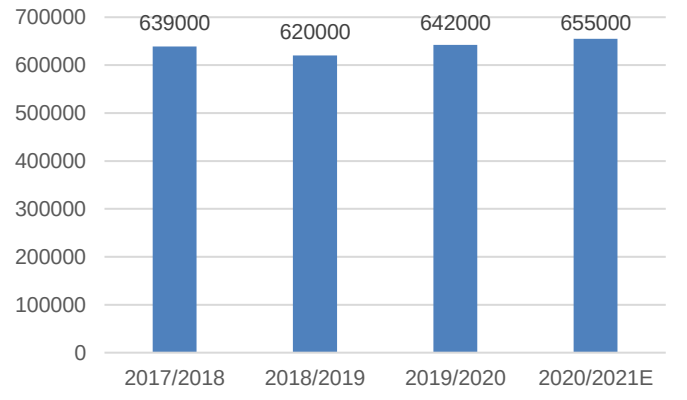
根据 USDA 报告，预计 2020/21 榨季巴西甘蔗收割面积 9450 千公顷，甘蔗产量 655000 千吨，比 2019/20 榨季增加 13000 千吨；预计 2020/21 榨季巴西甘蔗的制糖比例为 48%，比 2019/20 榨季的 35%大幅提升 13 个百分点。由于巴西国内需求下滑，预计 2020/21 榨季巴西的食糖出口量和库存均有所上升，其中食糖出口量从 2019/20 榨季 19.28 百万吨大幅攀升至 32 万吨，大幅增长 66%。

图 63：巴西甘蔗种植和收割面积（千公顷）



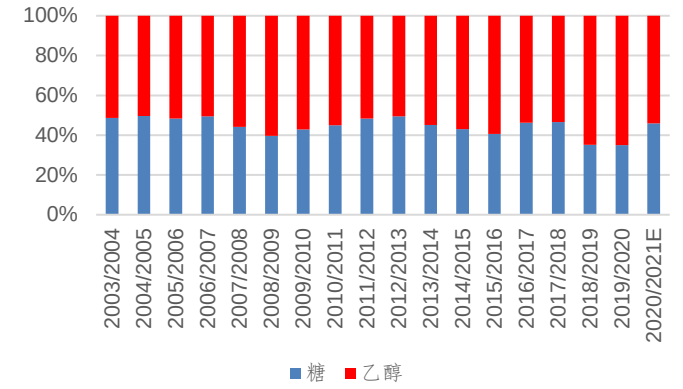
资料来源：USDA、UNICA、华金证券研究所

图 64：巴西甘蔗产量（千吨）



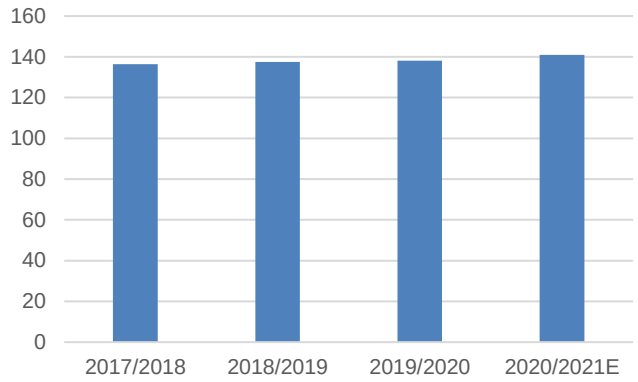
资料来源：USDA、UNICA、华金证券研究所

图 65：巴西甘蔗产量在糖和乙醇之间的分配比例



资料来源：USDA、UNICA、华金证券研究所

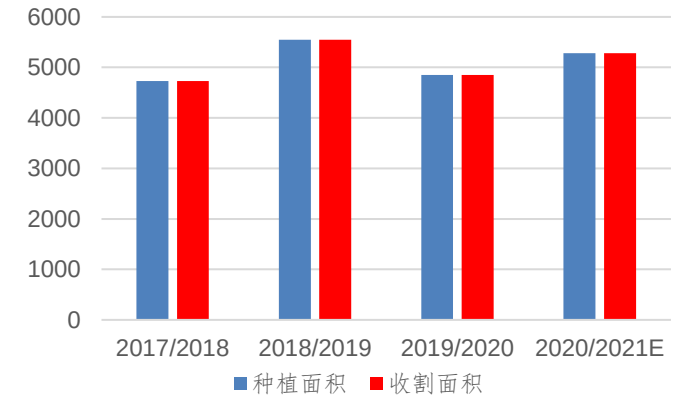
图 66：巴西甘蔗含糖率（千克/吨）



资料来源：USDA、UNICA、华金证券研究所

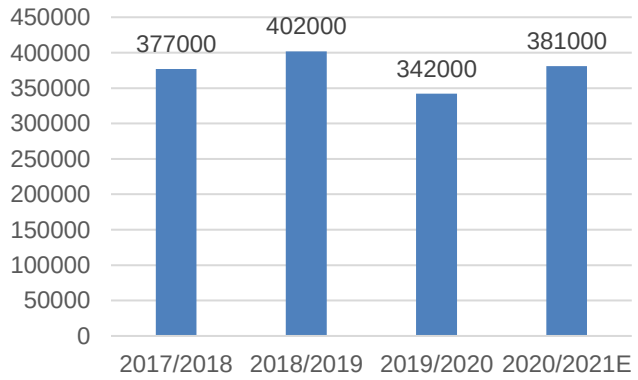
2020/21 榨季印度食糖预计增产 16.82%，增产的原因主要在于甘蔗种植面积的增加和甘蔗榨糖比例的提升。根据 USDA 报告，预计 2020/21 榨季印度甘蔗收割面积 5283 千公顷，甘蔗产量 381000 千吨，比 2019/20 榨季增加 39000 千吨；预计 2020/21 榨季印度甘蔗的制糖比例为 75.85%，比 2019/20 榨季的 71.64%有明显提升。

图 67：印度甘蔗种植和收割面积（千公顷）



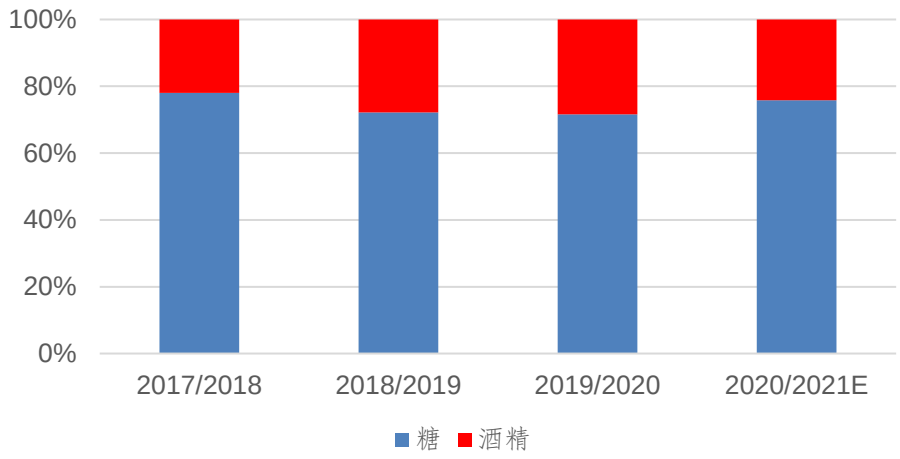
资料来源：USDA、华金证券研究所

图 68：印度甘蔗产量（千吨）



资料来源：USDA、华金证券研究所

图 69：印度甘蔗产量在糖和乙醇之间的分配比例

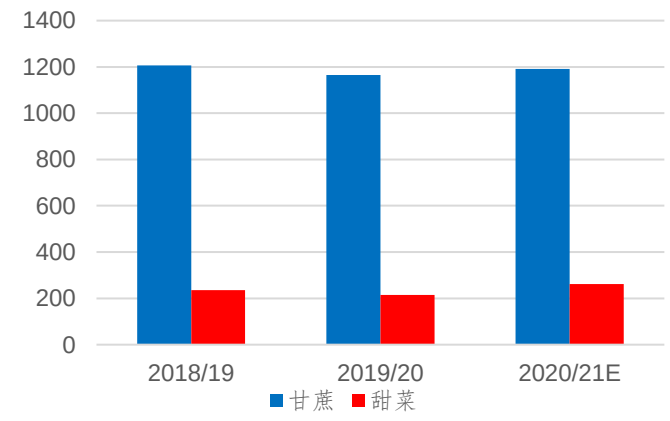


资料来源：USDA、华金证券研究所

预计中国 2020/21 新榨季食糖小幅增产

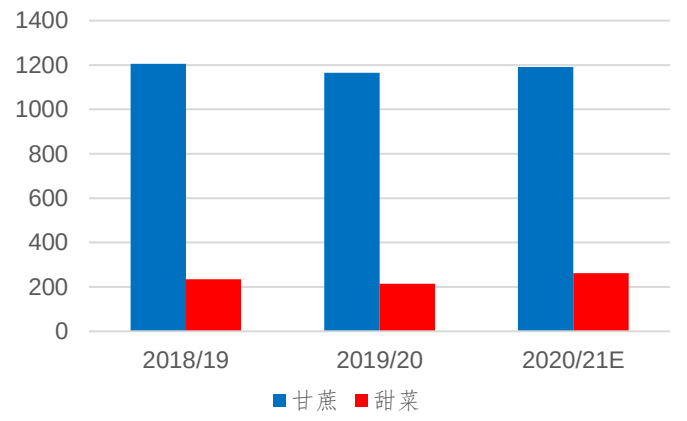
2020/21 榨季中国食糖预计增产约 1%，增产的原因主要在于甜菜种植收获面积和甜菜糖产量的增长。甘蔗的种植面积和单产虽然有所增长，但是今年雨水较多，导致出糖率有所下降。根据中国糖业协会统计，预计 2020/21 榨季中国甘蔗和甜菜的收割面积分别为 1191 千公顷和 262 千公顷，分别比 2019/20 榨季增加 26 千公顷和 47 千公顷；预计 2020/21 榨季甘蔗和甜菜单产分别为 64.5 吨/公顷和 52.02 吨/公顷，甘蔗单产比 2019/20 榨季增加 1.8 吨/公顷，甜菜单产则下降 4.05 吨/公顷；预计 2020/21 榨季甘蔗糖和甜菜糖产量分别为 896 万吨和 154 万吨，甘蔗糖产量比 2019/20 榨季减少 6 万吨，甜菜糖产量则增加 15 万吨。

图 70：我国甘蔗和甜菜播种面积（千公顷）



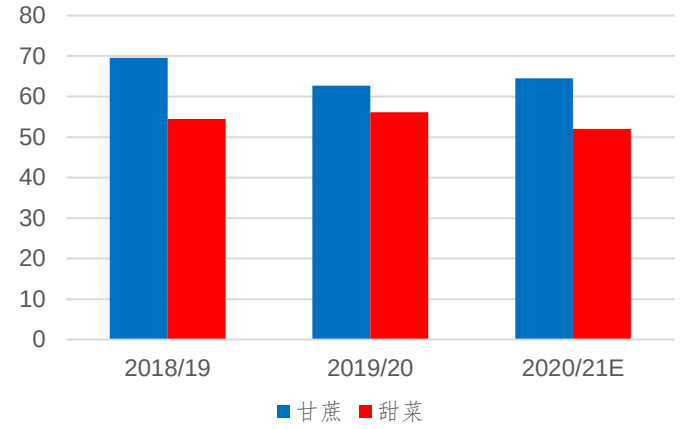
资料来源：中国糖业协会、华金证券研究所

图 71：我国甘蔗和甜菜收获面积（千公顷）



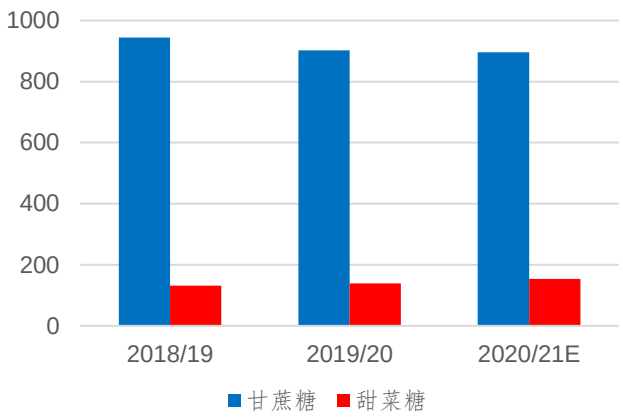
资料来源：中国糖业协会、华金证券研究所

图 72：我国甘蔗和甜菜单产（吨/公顷）



资料来源：中国糖业协会、华金证券研究所

图 73：中国甘蔗糖和甜菜糖产量（万吨）



资料来源：中国糖业协会、华金证券研究所

图 74：2020/21 榨季全国糖产量预估（万吨）

区域	2019/20	2020/21	同比增减（万吨）	备注
广西	600	600	0	预计种植面积1140万亩，同比基本持平，甘蔗增产，糖分下降。
云南	216.92	220	3.08	预计糖产量将有所增长，但幅度不会太大
广东	70.91	65	-5.91	目前甘蔗长势还行，但雨水较多，出糖可能降低
海南	12.09	12	-0.09	预计产糖12万吨，接近上榨季水平（不含土糖）。
内蒙	72.5	85	12.5	
新疆	58.28	59	0.72	
其他	10.81	11	0.19	
全国	**1041.51**	**1052**	**10.49**	

资料来源：中国糖业协会、沐甜科技、华金证券研究所

库存下降、原糖原油价格低位，2021 年糖价具备温和反弹基础

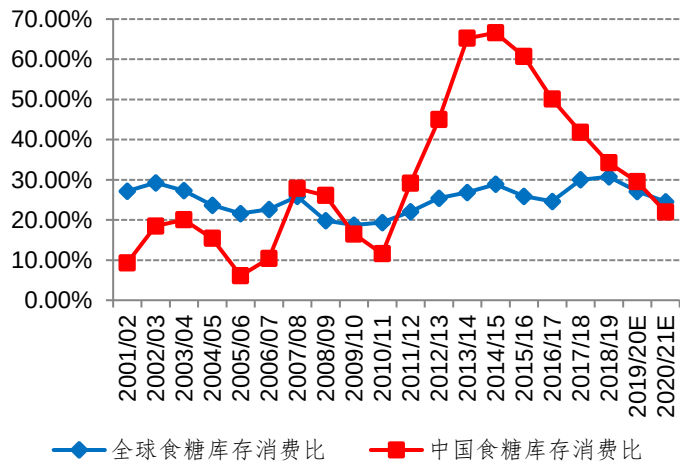
根据 USDA 报告，虽然 2020/21 榨季全球食糖产量有所增长，但消费需求也有明显提升，从而有利于库存的消化，预计 2020/21 榨季全球和国内的食糖库销比分别为 24.53%和 21.98%，均比 2019/20 榨季有进一步下降。与此同时，国际原糖和原油价格分别为 14.34 美分/磅和 44.75 美元/桶，均处于历史低位。展望 2021 年，糖价具备温和反弹的基本面支撑。

图 75：全球和中国食糖供需平衡表

全球食糖	单位	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19E	2019/20E	2020/21E
期初库存	百万吨	29.01	29.49	35.19	42.29	44.82	48.76	44.10	42.55	52.12	53.23	46.24
产量	百万吨	161.76	172.35	177.83	175.97	177.58	164.87	174.03	194.26	179.35	165.50	181.87
进口	百万吨	50.40	48.56	51.44	51.45	50.25	54.75	54.35	54.22	52.03	51.66	54.51
国内消费总计	百万吨	155.51	159.60	166.44	166.96	168.86	170.24	171.59	173.81	173.17	170.87	174.48
出口	百万吨	55.59	55.00	55.74	57.93	55.01	54.04	58.68	65.10	57.09	53.27	65.33
期末库存	百万吨	30.07	35.19	42.29	44.82	48.77	44.10	42.20	52.12	53.23	46.24	42.81
库存消费比	%	19.33%	22.05%	25.41%	26.84%	28.88%	25.90%	24.60%	29.98%	30.74%	27.06%	24.53%
中国食糖	单位	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19E	2019/20E	2020/21E
期初库存	百万吨	2.36	1.62	4.14	6.79	9.98	10.39	9.59	7.81	6.57	5.41	4.54
产量	百万吨	11.20	12.34	14.00	14.26	11.00	9.05	9.30	10.30	10.76	10.40	10.50
进口	百万吨	2.14	4.43	3.80	4.28	5.06	6.12	4.60	4.35	4.09	4.35	4.40
国内消费总计	百万吨	14.00	14.20	15.10	15.30	15.60	15.80	15.60	15.70	15.80	15.40	15.80
出口	百万吨	0.08	0.05	0.05	0.05	0.05	0.17	0.08	0.19	0.21	0.22	0.17
期末库存	百万吨	1.62	4.14	6.79	9.98	10.39	9.59	7.81	6.57	5.41	4.54	3.47
库存消费比	%	11.58%	29.15%	44.99%	65.21%	66.60%	60.70%	50.07%	41.83%	34.23%	29.50%	21.98%

资料来源：USDA、华金证券研究所

图 76：全球和中国食糖库存消费比



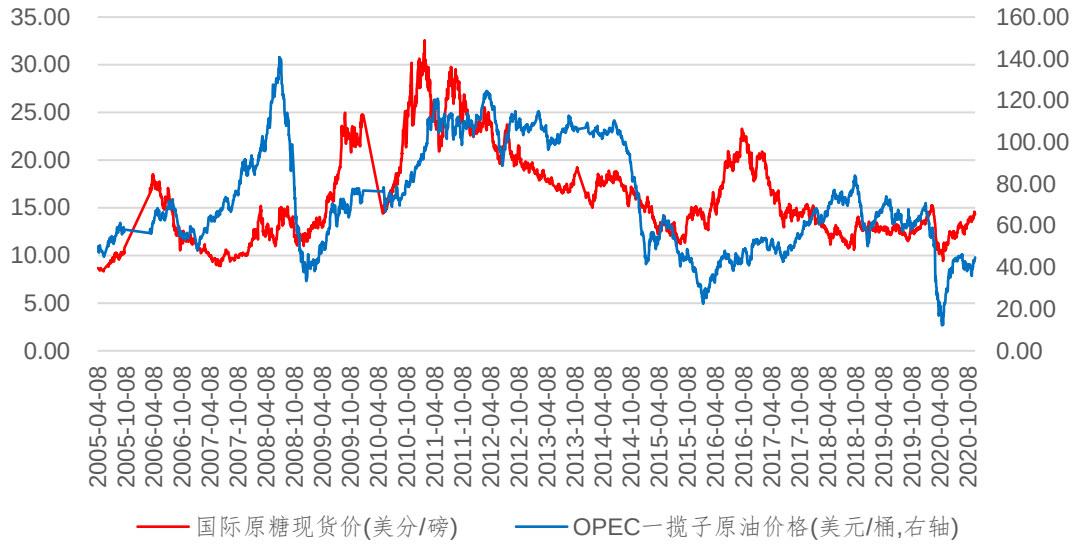
资料来源：USDA、华金证券研究所

图 77：国内白糖现货价格（元/吨）



资料来源：Wind、华金证券研究所

图 78：国际原糖和原油价格走势



资料来源：Wind、华金证券研究所

2021 年杂交玉米和杂交水稻种子供需格局均趋于改善

2020 年前 3 季度种子板块业绩仍显单薄

种子行业 2020 年前 3 季度业绩整体表现较为平淡，内部分化较大，玉米种子业绩明显优于水稻种子业绩。与此同时，相比对应的市值，种子业绩仍显得过于单薄。

图 79：种业上市公司营业收入（当年累计）增长趋势

营业收入同比增速	2019-06-30	2019-09-30	2019-12-31	2020-03-31	2020-06-30	2020-09-30
丰乐种业	47.96%	48.08%	24.74%	-3.88%	3.27%	1.96%
隆平高科	-7.79%	-17.66%	-12.58%	9.05%	-9.00%	-21.28%
登海种业	3.80%	11.49%	8.16%	20.39%	10.01%	16.35%
荃银高科	6.26%	17.37%	26.73%	26.45%	161.35%	179.17%
神农科技	-6.64%	-20.47%	-34.58%	-27.15%	-52.98%	-33.88%
敦煌种业	121.10%	86.84%	54.24%	14.60%	9.50%	1.38%
万向德农	6.59%	4.77%	4.35%	3.63%	-3.58%	-11.08%

资料来源：公司公告、Wind、华金证券研究所

图 80：种业上市公司归母净利润（当年累计）增长趋势

归属净利润增速	2019-06-30	2019-09-30	2019-12-31	2020-03-31	2020-06-30	2020-09-30
丰乐种业	1219.41%	128.55%	7.59%	-42.69%	8.29%	187.21%
隆平高科	-56.52%	-447.90%	-137.71%	-82.17%	-207.43%	-26.44%
登海种业	-8.00%	118.48%	27.83%	613.09%	84.08%	384.89%
荃银高科	72.68%	28.64%	38.43%	7.92%	338.43%	117.75%
神农科技	-1161.34%	-356.84%	-1713.09%	65.15%	232.41%	140.23%
敦煌种业	-2.72%	11.52%	21.89%	79.50%	61.03%	167.75%
万向德农	803.23%	33.69%	12.86%	6.80%	-0.33%	-6.41%

资料来源：公司公告、Wind、华金证券研究所

图 81：种业上市公司毛利率（当年累计）趋势

毛利率	2019-06-30	2019-09-30	2019-12-31	2020-03-31	2020-06-30	2020-09-30
丰乐种业	13.99%	13.77%	16.05%	14.58%	13.81%	13.86%
隆平高科	46.79%	46.32%	38.55%	42.97%	43.53%	45.02%
登海种业	30.92%	30.84%	32.29%	35.24%	29.36%	28.12%
荃银高科	40.81%	33.73%	37.74%	28.58%	18.78%	18.24%
神农科技	28.18%	3.50%	-21.59%	27.46%	38.50%	27.91%
敦煌种业	6.02%	6.01%	10.42%	14.93%	15.26%	13.75%
万向德农	42.04%	43.31%	47.79%	36.00%	40.38%	41.48%

资料来源：公司公告、Wind、华金证券研究所

图 82：种业上市公司销售净利率（当年累计）趋势

销售净利率	2019-06-30	2019-09-30	2019-12-31	2020-03-31	2020-06-30	2020-09-30
丰乐种业	2.38%	0.56%	2.64%	3.55%	2.39%	1.13%
隆平高科	10.73%	-18.34%	-5.91%	5.10%	-1.05%	-31.85%
登海种业	-2.26%	-17.56%	-4.89%	11.89%	7.73%	2.75%
荃银高科	-6.75%	-17.81%	7.52%	3.17%	0.63%	-0.83%
神农科技	-33.99%	-83.35%	-300.57%	-20.50%	90.58%	44.36%
敦煌种业	-22.57%	-20.85%	-18.24%	-3.57%	-7.87%	8.99%
万向德农	30.42%	26.70%	23.86%	20.92%	31.40%	28.07%

资料来源：公司公告、Wind、华金证券研究所

图 83：种业上市公司单季度净利润趋势

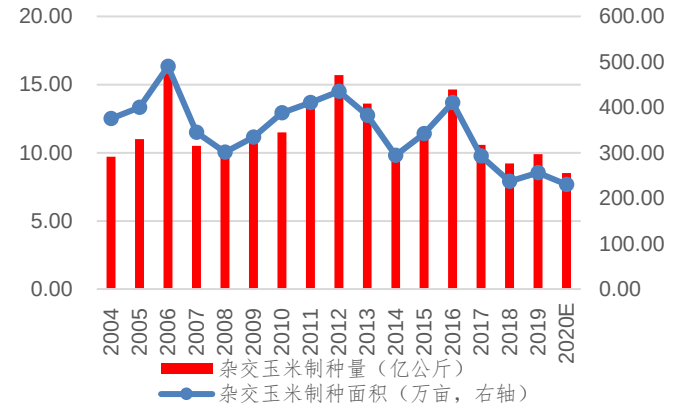
单季度净利润（百万元）	2018-09-30	2018-12-31	2019-03-31	2019-06-30	2019-09-30	2019-12-31	2020-03-31	2020-06-30	2020-09-30
丰乐种业	-23.12	74.27	36.58	-9.67	-20.90	51.21	20.97	8.18	-11.86
隆平高科	-80.30	713.77	134.39	-65.89	-337.18	-29.58	23.96	-97.55	-266.13
登海种业	-28.33	27.02	4.71	26.42	-19.09	29.54	33.60	23.71	1.07
荃银高科	-25.00	108.77	8.18	-12.40	-24.64	123.44	8.82	1.24	-4.94
神农科技	36.90	-13.60	-11.91	-24.47	-50.99	-241.95	-4.15	52.32	-13.02
敦煌种业	-44.38	-93.64	-35.47	-46.25	-27.93	-60.30	-7.27	-24.58	106.14
万向德农	38.07	19.00	12.62	22.80	8.74	14.56	13.48	21.82	6.03

资料来源：公司公告、Wind、华金证券研究所

预计 2021 年杂交玉米、杂交水稻种子供需形势均趋于改善

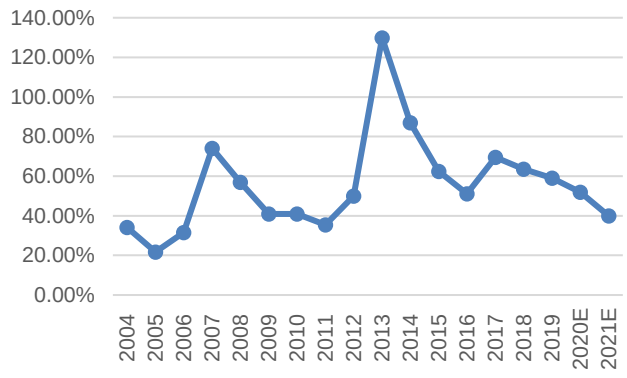
根据全国农技推广服务中心的统计和预测，2020 年全国杂交玉米落实制种面积 230 万亩，比去年减少 26 万亩，预计 2020 年新产杂交玉米种子 8-9 亿公斤，由于上期末的企业库存 5 亿公斤以上，预计 2021 年玉米种子有效供应量将超过 14 亿公斤。在需求方面，预计 2021 年大田用种总量 10 亿公斤左右。根据我们的测算，2021 年杂交玉米种子的库存消费比环比 2020 年将进一步回落，是连续第四年出现回落，行业供需形势进一步改善。

图 84：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、华金证券研究所

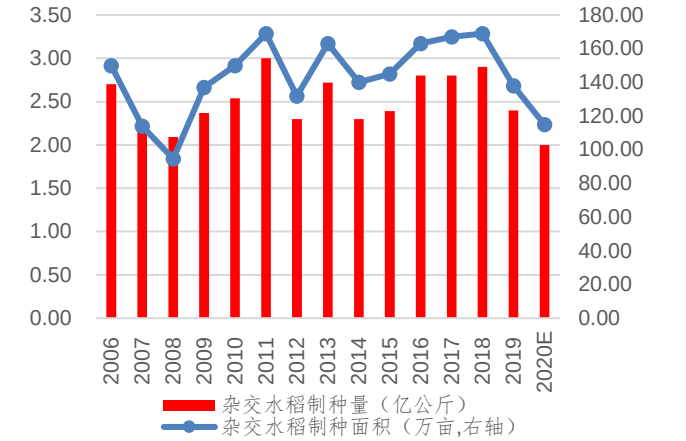
图 85：全国杂交玉米库存消费比趋势



资料来源：Wind、全国农技推广服务中心、华金证券研究所

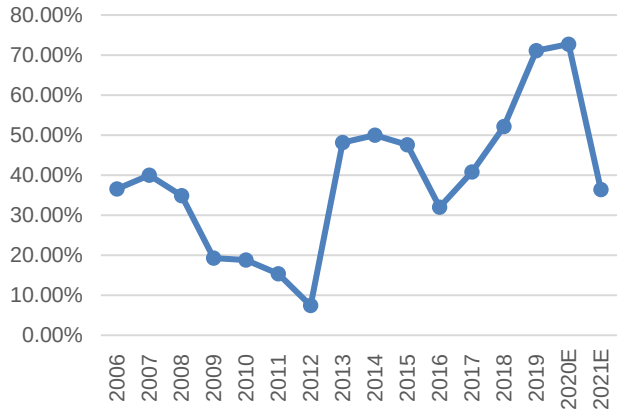
根据全国农技推广服务中心的统计和预测， 2020 年全国杂交水稻落实制种面积 115 万亩，比 2019 年减少 23 万亩，降至近 5 年新低，制种面积继续大幅度下降的主要原因是：（1）种子库存仍然较大；（2）杂交稻种子需求量受常规稻的持续挤压，从而使得杂交稻面积减少。预计 2020 年杂交水稻新产种子约 2 亿公斤，加上本期末约 1 亿公斤的有效库存种子，预计 2021 年杂交水稻种子有效供应量约 3 亿公斤。在需求方面，预计 2021 年大田用种总量 2.2 亿公斤左右。根据我们的测算，2021 年杂交水稻种子的库存消费比环比 2020 年将有明显下降，是连续大幅上升四年后的首次回落，行业供需形势有所改善。

图 86：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、华金证券研究所

图 87：全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、华金证券研究所

2021 年玉米和大豆价格仍具备较强的基本面支撑

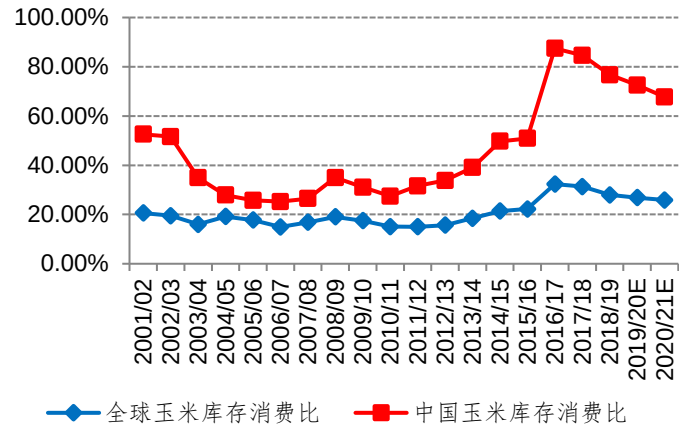
根据 USDA 的最新报告，预计 2020/21 年度中国玉米的库存消费比为 67.91%，比 2019/20 年度的 72.13%继续有所下降。饲料消耗占玉米下游需求的 60%以上，随着国内生猪存栏的进一步回升，饲料和玉米需求也将随着出现恢复性增长，从而进一步驱动库存消化。此外，根据 USDA 的最新报告，预计 2020/21 年度全球大豆的库存消费比为 23.45%，比 2019/20 年度的 26.94%有所下降，是 2018/19 年度以来连续第二年下滑，供需格局继续趋于改善。展望 2021 年，玉米和大豆价格仍具备较强的基本面支撑。

图 88：全球和中国玉米供需平衡表

全球玉米	单位	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20E	2020/21E
期初库存	百万吨	146.01	129.35	132.16	133.41	174.80	209.78	311.44	351.96	340.76	319.83	303.33
产量	百万吨	832.49	886.64	868.00	990.47	1,016.03	973.45	1,123.30	1,080.10	1,123.35	1,116.19	1,144.63
进口	百万吨	92.40	99.92	99.43	123.95	125.17	139.25	135.59	149.93	164.42	165.79	178.23
饲料消费	百万吨	501.85	507.10	517.95	571.08	584.70	601.78	656.07	672.36	703.43	713.61	725.71
国内消费总计	百万吨	850.31	883.16	864.73	948.85	981.01	968.23	1,084.12	1,090.45	1,144.29	1,132.68	1,156.54
出口	百万吨	91.46	116.98	95.16	131.10	142.20	119.74	160.05	148.24	181.73	171.01	184.77
期末库存	百万吨	128.19	132.82	135.43	175.03	209.82	215.00	350.63	341.60	319.83	303.33	291.43
库存消费比	%	15.08%	15.04%	15.66%	18.45%	21.39%	22.21%	32.34%	31.33%	27.95%	26.78%	25.20%
中国玉米	单位	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19E	2019/20E	2020/21E
期初库存	百万吨	51.30	49.42	59.34	67.57	81.32	100.47	212.02	222.53	222.53	210.16	200.53
产量	百万吨	177.25	192.78	205.61	218.49	215.65	224.63	263.61	257.17	257.17	260.78	260.00
进口	百万吨	0.98	5.23	2.70	3.28	5.52	3.17	2.46	4.48	4.48	7.60	13.00
饲料消费	百万吨	128.00	131.00	144.00	150.00	140.00	153.50	185.00	191.00	191.00	193.00	195.00
国内消费总计	百万吨	180.00	188.00	200.00	208.00	202.00	217.50	255.00	274.00	274.00	278.00	282.00
出口	百万吨	0.11	0.09	0.08	0.02	0.01	0.00	0.08	0.02	0.02	0.01	0.02
期末库存	百万吨	49.42	59.34	67.57	81.32	100.47	110.77	223.02	210.16	210.16	200.53	191.51
库存消费比	%	27.46%	31.56%	33.79%	39.10%	49.74%	50.93%	87.46%	76.70%	76.70%	72.13%	67.91%

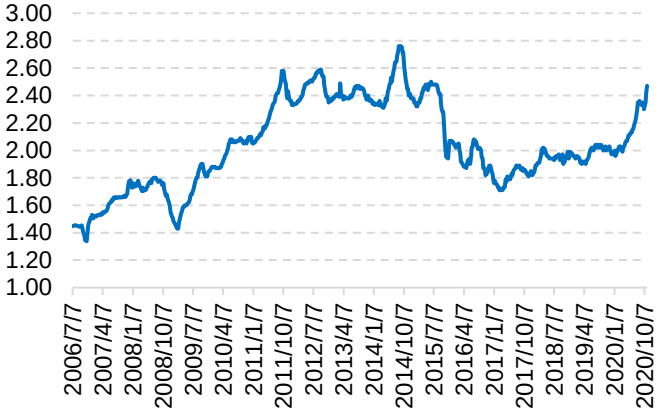
资料来源：USDA、华金证券研究所

图 89：全球和中国玉米库存消费比



资料来源：USDA、华金证券研究所

图 90：国内玉米现货价格（元/公斤）



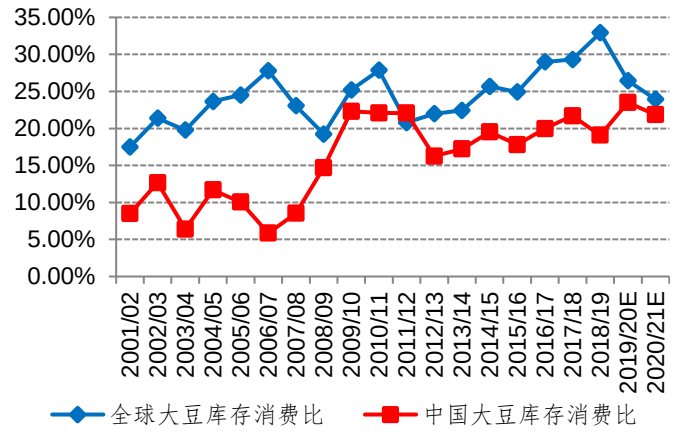
资料来源：Wind、华金证券研究所

图 91：全球和中国大豆供需平衡表

全球大豆	单位	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19E	2019/20E	2020/21E
期初库存	百万吨	60.76	70.36	54.45	55.26	61.65	77.89	80.41	94.83	98.81	112.85	95.34
产量	百万吨	263.90	239.57	268.77	282.61	319.60	313.77	349.31	342.09	361.06	336.69	362.64
进口	百万吨	88.73	93.46	95.91	111.85	124.36	133.33	144.22	153.26	145.26	164.34	165.39
压榨量	百万吨	221.36	228.16	230.19	241.27	264.07	275.36	287.28	294.64	297.92	308.27	320.89
国内消费总计	百万吨	251.63	257.65	261.20	275.25	301.85	314.15	330.61	338.07	343.46	353.87	369.03
出口	百万吨	91.66	92.16	100.53	112.70	126.22	132.56	147.50	153.07	148.82	164.67	167.82
期末库存	百万吨	70.11	53.58	57.40	61.77	77.53	78.28	95.82	99.05	112.85	95.34	86.52
库存消费比	%	27.86%	20.80%	21.98%	22.44%	25.68%	24.92%	28.98%	29.30%	32.86%	26.94%	23.45%
中国大豆	单位	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19E	2019/20E	2020/21E
期初库存	百万吨	13.26	14.54	15.91	12.38	13.85	17.01	17.14	20.12	23.06	19.46	26.80
产量	百万吨	15.10	14.49	13.05	11.95	12.15	11.79	13.64	15.28	15.97	18.10	17.50
进口	百万吨	52.34	59.23	59.87	70.36	78.35	83.23	93.50	94.10	82.54	98.53	100.00
压榨量	百万吨	55.00	60.97	64.95	68.85	74.50	81.50	88.00	90.00	85.00	91.50	99.00
国内消费总计	百万吨	65.95	72.07	76.18	80.60	87.20	95.00	103.50	106.30	102.00	109.20	117.40
出口	百万吨	0.19	0.28	0.27	0.22	0.14	0.11	0.11	0.13	0.12	0.09	0.10
期末库存	百万吨	14.56	15.91	12.38	13.88	17.01	16.91	20.66	23.06	19.46	26.80	26.80
库存消费比	%	22.08%	22.08%	16.25%	17.22%	19.51%	17.80%	19.96%	21.69%	19.08%	24.54%	22.83%

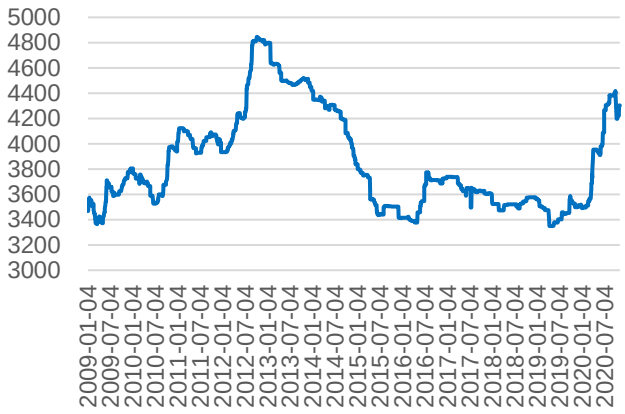
资料来源：USDA、华金证券研究所

图 92：全球和中国大豆库存消费比



资料来源：USDA、华金证券研究所

图 93：国内大豆现货价格（元/吨）



资料来源：Wind、华金证券研究所

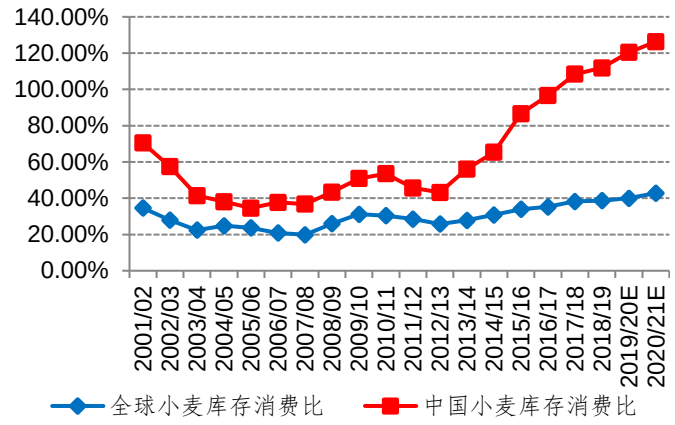
根据 USDA 的最新报告，预计 2020/21 年度中国小麦和大米的库存消费比分别为 124.95%和 79.52%，其中小麦的库存消费比相比 2019/20 年度的 120.38%继续有所上升，国内小麦供给继续呈现供给宽松和库存充足的局面。大米的库存消费比基本与 2019/20 年度的 80.33%持平，国内大米的库存仍处于历史高位，供给充足。在饲料需求回升带动国内玉米价格高位运行的趋势之下，由于小麦和玉米在饲料生产中具有替代作用，强势的玉米价格将对小麦价格形成有力的支撑。

图 94：全球和中国小麦供需平衡表

全球小麦	单位	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19E	2019/20E	2020/21E
期初库存	百万吨	201.47	198.93	196.84	176.88	194.89	217.89	244.38	262.70	287.97	284.11	300.76
产量	百万吨	652.17	697.04	658.72	714.92	728.07	735.21	756.41	762.88	730.90	764.94	772.38
进口	百万吨	131.94	149.32	145.29	158.35	159.07	170.19	178.92	180.86	171.12	185.29	187.62
饲料消费	百万吨	116.06	146.87	136.98	126.54	131.60	136.50	147.56	146.52	139.20	139.06	137.13
国内消费总计	百万吨	654.74	697.08	679.96	697.89	705.38	711.61	739.84	742.05	734.75	748.30	752.68
出口	百万吨	132.88	157.78	137.36	165.90	164.45	172.84	183.35	182.47	173.67	191.83	190.79
期末库存	百万吨	198.90	198.89	175.59	193.92	217.58	241.49	260.95	283.53	284.11	300.76	320.45
库存消费比	%	30.38%	28.53%	25.82%	27.79%	30.85%	33.94%	35.27%	38.21%	38.67%	40.19%	42.57%
中国小麦	单位	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19E	2019/20E	2020/21E
期初库存	百万吨	54.43	59.09	55.95	53.96	65.27	76.11	97.00	114.93	131.20	139.77	151.68
产量	百万吨	115.18	117.40	121.02	121.93	126.21	130.19	133.27	134.33	131.43	133.59	136.00
进口	百万吨	0.93	2.93	2.96	6.77	1.93	3.48	4.41	3.94	3.15	5.38	8.00
饲料消费	百万吨	13.00	24.00	25.00	16.00	16.00	10.50	17.00	17.50	20.00	19.00	21.00
国内消费总计	百万吨	110.50	122.50	125.00	116.50	116.50	112.00	119.00	121.00	125.00	126.00	131.00
出口	百万吨	0.94	0.98	0.97	0.89	0.80	0.73	0.75	1.00	1.01	1.05	1.00
期末库存	百万吨	59.09	55.95	53.96	65.27	76.11	97.04	114.93	131.20	139.77	151.68	163.68
库存消费比	%	53.48%	45.67%	43.17%	56.03%	65.33%	86.64%	96.58%	108.43%	111.82%	120.38%	124.95%

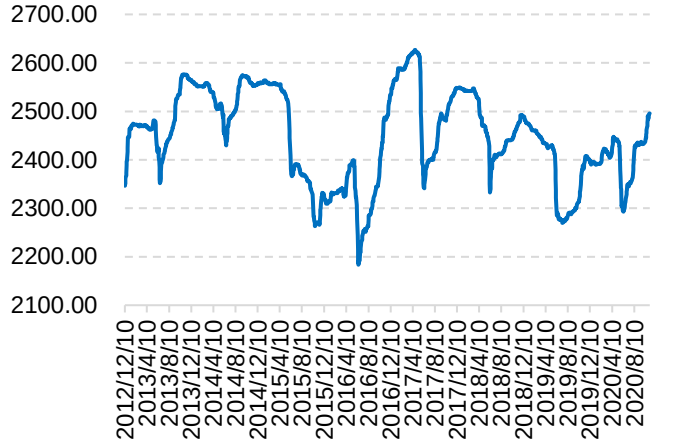
资料来源：USDA、华金证券研究所

图 95：全球和中国小麦库存消费比



资料来源：USDA、华金证券研究所

图 96：国内小麦现货价格（元/吨）



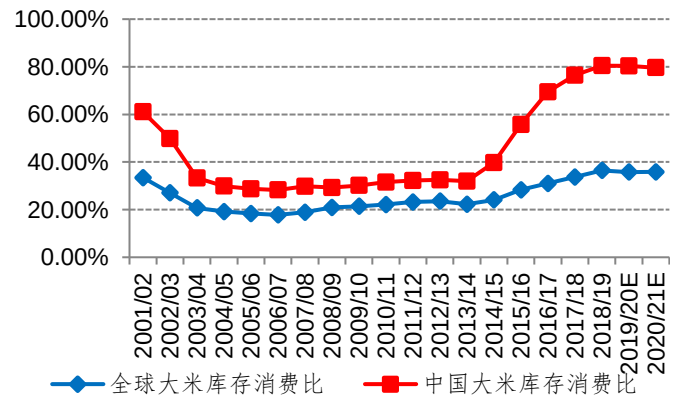
资料来源：Wind、华金证券研究所

图 97：全球和中国大米供需平衡表

全球大米	单位	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19E	2019/20E	2020/21E
期初库存	百万吨	95.19	99.55	106.80	110.56	113.87	127.89	142.58	149.90	164.22	176.93	177.91
产量	百万吨	449.09	466.92	471.94	478.42	478.55	472.94	490.94	494.84	497.04	496.07	501.11
进口	百万吨	32.86	35.62	36.54	38.40	41.12	38.33	41.21	46.59	44.05	41.22	42.15
国内消费总计	百万吨	445.61	459.79	468.52	481.61	477.49	468.11	483.55	482.17	484.34	495.09	499.24
出口	百万吨	34.90	39.79	39.33	42.23	43.58	40.34	47.19	47.25	43.89	42.87	44.30
期末库存	百万吨	98.68	106.68	110.22	107.37	114.93	132.72	149.97	162.57	176.93	177.91	179.78
库存消费比	%	22.14%	23.20%	23.53%	22.29%	24.07%	28.35%	31.01%	33.72%	36.53%	35.93%	36.01%
中国大米	单位	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19E	2019/20E	2020/21E
期初库存	百万吨	40.53	42.57	45.02	46.83	53.10	69.00	88.00	98.50	109.00	115.00	116.50
产量	百万吨	137.00	140.70	143.00	142.53	144.56	145.77	147.77	148.87	148.49	146.73	147.00
进口	百万吨	0.54	1.79	3.14	4.00	4.70	4.80	5.30	5.50	3.20	2.40	2.20
国内消费总计	百万吨	135.00	139.60	144.00	146.30	144.50	140.80	141.76	142.51	142.92	145.03	146.50
出口	百万吨	0.50	0.44	0.34	0.26	0.43	0.27	0.81	1.36	2.77	2.60	2.70
期末库存	百万吨	42.57	45.02	46.83	46.80	57.44	78.50	98.50	109.00	115.00	116.50	116.50
库存消费比	%	31.53%	32.25%	32.52%	31.99%	39.75%	55.75%	69.48%	76.49%	80.46%	80.33%	79.52%

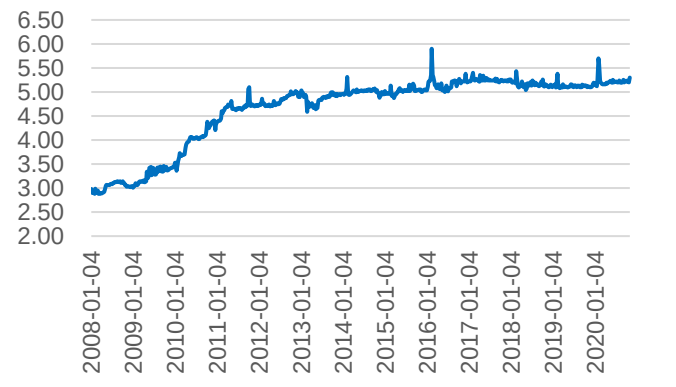
资料来源：USDA、华金证券研究所

图 98：全球和中国大米库存消费比



资料来源：USDA、华金证券研究所

图 99：国内粳米批发平均价(元/公斤)



资料来源：Wind、华金证券研究所

投资建议

2020 年前 3 季度，在国内猪价和 CPI 高位运行、通胀预期以及“新冠”疫情引发全球粮食短缺担忧的宏观背景下，A 股农业行业的投资热度较高，相对（沪深 300 基准）收益较为突出。进入 3 季度末，随着猪价同比涨幅明显收窄甚至出现同比下滑，国内 CPI 进一步下探，农业行业相对收益也随着出现明显回落，全年呈现先涨后跌的走势。进入 2021 年，随着占据农业总市值接近 50%的畜禽养殖行业将进入下行周期、通胀预期的降温，我们预计 2021 年农业行业的相对收益将比 2020 年有明显收窄。有鉴于此，我们把 2021 年农业行业的评级从“领先大市-A”下调至“同步大市-A”。2021 年农业行业的机会更多在于子板块的机构性机会。在 2019-2020 年多个板块普涨过后，虽然个别品种具有基本面改善趋势，但是估值并不显优势。因此，我们 2021 年农业的投资策略主要遵循“基本面明显趋好+估值合理”的思路。

我们继续把海大集团作为我们 2021 年年度策略的重点首推个股，主要逻辑在于：（1）饲料动保作为大农业中的后周期行业，行业景气周期一般滞后于养殖周期。进入 2021 年，饲料动保板块景气度有望延续上升周期，海大集团是在该板块中，综合考量业绩成长和估值水平等框架下的优选标的；（2）根据过去几轮周期的运行规律，水产饲料景气周期一般滞后于生猪景气周期，且呈现出 4-5 年一轮周期的特征。我们认为在经历过 2017 年的前轮周期高点和 2018-2019 年的周期下行后，2020 年将是水产养殖和水产饲料周期见底回升的起点；（3）2020-2022 年同时也是公司高毛利饲料产品的新产能释放周期；（4）根据公司公开披露的经营信息可以看出，公司计划加快通过收购/租赁等并购投资方式，加快产能扩张和完善产业布局，在产业链上高效延伸，外延扩张有望成为公司未来业务发展的潜在增长点之一；（5）公司近期披露和实施的回购方案既体现出公司对未来业务发展前景的信心，又体现出公司良好的治理结构和长期激励机制。

从受益于上游禽养殖原料价格进入下行周期的角度，我们看好下游的有友食品，主要逻辑在于：（1）鸡爪作为主要原材料，其成本占公司总成本约 74.1%，我们测算公司 2020-21 年利润总额变动幅度对凤爪平均单位成本变动的敏感系数分别为-2.32、-2.28，上游养殖端产能过剩和价格下行周期，利好公司业绩基本面；(2)受益行业规范化以及消费者消费水平和品牌意识持续提升，小型企业和传统夫妻店将加速退出市场，公司凭借品牌、产品、渠道等优势将充分受益行业发展和整合，泡椒凤爪市占率有望进一步提升；(3)近年来公司加强华东和华南两大潜力市场的开拓，进行人力资源补充和渠道拓宽，逐步从 KA 扩充至流通和线上等新兴渠道。未来随着新市场的不断开拓，有望为收入贡献更多增量；（4）公司 19 年下半年推出猪皮晶 B 端火锅业务，打造火锅新食材，创造新吃法。公司已设立专门团队，负责猪皮晶 B 端业务的运营管理，公司计划在销售推广上加大力度，未来餐饮端猪皮晶成长可期，有望成为下一个突破亿元级大单品；（5）与其他食品标的相比，估值较低。

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。草地贪夜蛾和蝗虫等昆虫灾害，以及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。新冠肺炎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。

原材料等成本上升导致毛利率下降；新品扩张及渠道下沉进度不及预期；行业竞争加剧；食品安全问题等。

行业评级体系

收益评级：

领先大市—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

陈振志、周蓉声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn