



中信证券研究部

核心观点



盛夏  
农林牧渔行业首席  
分析师  
S1010516110001



彭家乐  
农林牧渔分析师  
S1010518080001



王聪  
农林牧渔分析师  
S1010522020001

农林牧渔行业

评级

强于大市（维持）

今年二季度以来，猪价触底反弹，生猪景气持续向上，建议重点关注头均利润领先的温氏股份、巨星农牧、天康生物、唐人神、中粮家佳康、华统股份等。黄鸡景气向上，建议重点关注立华股份等。白鸡价格近期反弹，建议关注 C 端布局卓有成效的圣农发展等。养殖后周期静待景气好转，动保需求有望改善，推荐普莱柯、科前生物、瑞普生物等。粮价持续高位支撑业绩向上弹性，推荐种植优质标的苏垦农发。“三期叠加”驱动种子行业变革发展，集中度有望加快提升，推荐大北农、登海种业等。宠物板块上半年出口业绩稳增，国内增长进入快车道，推荐中宠股份、佩蒂股份。

■ **生猪养殖：深度亏损，扩张放缓。**2022 年 4 月以来，伴随着猪价底部回暖，生猪养殖板块亏损幅度缩窄，部分企业在减值冲回影响下实现季度盈利。尽管 22Q2 饲料价格高位，但企业持续通过内部降本增效，多数企业成本稳步下降。连续五个季度的亏损使得企业的产能扩张在 22Q2 进一步放缓。虽部分企业在 6 月已实现月度盈利但整体 Q2 资本支出、在建工程、生产性生物资产同比环比均下降。从上市公司出栏进度来看，22H1 合计出栏进度已超 50%，我们预计 H2 出栏或环比下降。随着前期产能去化兑现叠加需求旺季到来，猪价 H2 以来景气持续向上，H2 上市公司业绩大幅改善可期。当前时点建议重点关注头均盈利能力领先的公司，重点推荐温氏股份、巨星农牧、天康生物、唐人神、中粮家佳康、华统股份等。

■ **肉禽养殖：黄鸡盈利，白鸡回暖。**2022 年上半年，在前期产能持续去化后黄鸡整体相对景气，但 22Q2 由于新冠疫情干扰以及成本高位，只均盈利略有下滑。22H2 随着消费旺季到来，黄鸡景气有望持续回升；白羽肉鸡板块，22Q2 在生猪、黄鸡带动下，价格触底反弹，毛鸡养殖 Q2 实现盈利，但行业父母代存栏仍在相对高位。今年祖代引种的减少或带来 2023 年供给减量，白羽鸡行业或已走出底部。拉长维度来看，肉禽的食品化进程将成未来核心竞争力之一，拥有产品、渠道、品牌的公司将致胜，建议关注圣农发展等。

■ **养殖后周期：H1 业绩承压，静待景气好转。**伴随下游养殖的亏损，后周期企业经营压力凸显，22Q2 动保企业营收虽有增长，但利润仍同比下滑，饲料企业 Q2 量利增长也承压。展望 H2 随着猪价景气高位，动保需求有望改善，H2 动保业绩或高增。叠加行业大产品研发持续推进，化药格局持续优化。建议继续重点关注普莱柯、科前生物、瑞普生物等。中长期来看，后周期企业成长核心动能来自管理高效和研发高壁垒，推荐海大集团等。

■ **种植板块：粮价持续高位支撑业绩向上弹性。**2022 年上半年，国内小麦价格同比高位，推动种植企业 22H1 业绩同比高增。进入下半年随着疫情缓和带来下游需求边际修复，叠加种植成本持续高位，我们预计年内粮价或将继续保持高位。粮价高企，进一步支撑种植板块业绩向上预期。推荐种植优质标的苏垦农发。

■ **种业与生物育种：“三期叠加”驱动行业变革发展。**受退货、销售淡季等因素影响，22Q2 部分种企业绩阶段性回调。生物育种产业化临近，预计首批转基因玉米品种审定证书年内颁布，板块确定性进一步提升。我们认为：第一，粮价高企将持续提振优质种子需求；第二，强有力的种业振兴政策持续推出，有望继续释放强政策红利；第三，生物育种产业化稳步推进，国家高层多次提及种业振兴。高行业景气期、强政策支持期、新技术升级期“三期叠加”，驱动行业变革发展。推荐具备生物育种产业化领先优势的大北农、具备优质品种资源的杂交玉米种业龙头登海种业。

■ **宠物板块：出口业绩稳增，国内增长进入快车道。**受海外需求强劲、人民币贬

值带动，22Q2 动保企业业绩增长加速。展望全年，海外市场订单稳健，人民币持续贬值，出口盈利能力有望回升，带动业绩高增持续。国内市场开拓上，22Q2 佩蒂国内市场爆品成效渐显，收入增长高达 30%-40%，22H2 高增有望持续。中宠股份 22H1 国内市场收入增长 20%-25%，我们预计下半年在新品带动下，增长将进一步提速。国内宠物目前仍处于“大行业，小龙头阶段”，我们看好龙头公司通过产品创新、品牌和渠道建设不断提升市场份额。继续推荐中宠股份、佩蒂股份。

**风险因素：**动物疫病大规模爆发；食品安全问题；自然灾害；政策推出力度或执行进度不达预期；猪价不达预期；粮食价格波动；地缘政治风险等。

### 重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	代码	收盘价	EPS				PE				评级
			21	22E	23E	24E	21	22E	23E	24E	
温氏股份	300498.SZ	24.04	-2.05	0.37	1.94	1.04	-12	65	12	23	买入
中粮家佳康	1610.HK	2.92	-0.14	-0.18	0.57	0.48	-21	-16	5	6	买入
圣农发展	002299.SZ	22.20	0.36	0.39	0.97	1.45	62	57	23	15	买入
海大集团	002311.SZ	60.50	0.96	1.79	3.03	3.75	63	34	20	16	买入
普莱柯	603566.SH	32.00	0.76	0.79	1.04	1.29	42	41	31	25	买入
中宠股份	002891.SZ	28.42	0.39	0.62	0.88	1.18	73	46	32	24	买入
佩蒂股份	300673.SZ	23.83	0.24	0.65	0.83	1.01	99	37	29	24	买入
苏垦农发	601952.SH	14.19	0.53	0.80	0.93	0.94	27	18	15	15	买入
大北农	002385.SZ	8.67	-0.11	0.01	0.41	0.45	-79	867	21	19	买入
登海种业	002041.SZ	21.79	0.26	0.40	0.57	0.70	84	54	38	31	买入

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2022 年 9 月 2 日收盘价

## 目录

生猪养殖：板块减亏，在建缓慢启动.....	6
Q2 生猪板块减亏.....	6
经营压力有所缓解，在建工程启动缓慢.....	8
H1 出栏高增，H2 出栏或环比减少.....	12
展望：猪价景气高位，H2 利润有望大幅改善.....	14
肉禽养殖：黄鸡盈利，白鸡回暖.....	15
饲料：养殖低迷拖累，盈利边际下行.....	17
兽药疫苗：收入同比增长，静待盈利改善.....	19
种植业：粮价持续高位支撑业绩向上弹性.....	21
种业与生物育种：“三期叠加”驱动行业变革发展。.....	23
宠物：出口业绩稳增，国内增长进入快车道.....	26
重点公司盈利预测.....	28
风险因素.....	29

## 插图目录

图 1: 生猪价格 (元/公斤)	6
图 2: 育肥猪配合饲料价格 (元/公斤)	6
图 3: 玉米现货价 (元/吨)	6
图 4: 豆粕现货价 (元/吨)	6
图 5: 生猪养殖板块收入与同比增长率	7
图 6: 生猪养殖板块净利率与同比增长率	7
图 7: 主要上市公司 2014 年以来累计季度利润情况 (亿元)	7
图 8: 主要上市公司 2015 年以来盈利能力情况	7
图 9: 22Q2 部分生猪养殖公司毛利率变动情况	7
图 10: 22Q2 部分生猪养殖公司净利率变动情况	7
图 11: 主要上市公司头均亏损缩窄 (元/头)	8
图 12: 主要上市公司完全成本变化情况 (元/公斤)	8
图 13: 部分生猪养殖企业资产负债率	8
图 14: 生猪养殖企业经营性现金流净额情况 (亿元)	9
图 15: 生猪养殖企业融资现金流净额情况 (亿元)	9
图 16: 生猪养殖板块货币资金与同比增长率	9
图 17: 部分养殖企业货币资金情况 (亿元)	9
图 18: 主要上市公司现金比率指标	10
图 19: 主要上市公司生产性生物资产金额合计 (亿元)	10
图 20: 部分生猪养殖企业生物性资产 (亿元)	11
图 21: 部分生猪养殖公司生物性资产环比变化	11
图 22: 部分生猪养殖企业资本开支 (亿元)	12
图 23: 部分生猪养殖企业固定资产 (亿元)	12
图 24: 部分生猪养殖企业在建工程 (亿元)	12
图 25: 部分生猪养殖公司年度出栏量 (万头)	13
图 26: 部分生猪养殖公司 21Q1-22Q2 季度出栏量	13
图 27: 白羽鸡行业各产业链利润情况 (元/羽)	16
图 28: 白鸡价格及烟台鸡苗价格	16
图 29: 肉鸡配合饲料价格 (元/公斤)	16
图 30: 中速鸡价格 (元/斤)	17
图 31: 猪饲料增长情况	18
图 32: 蛋禽饲料增长情况	18
图 33: 肉禽饲料增长情况	18
图 34: 水产饲料增长情况	18
图 35: 饲料板块主要公司饲料业务营收 (亿元)	18
图 36: 饲料板块主要公司饲料业务毛利率	18
图 37: 动保疫苗板块收入与同比增长率	19
图 38: 动保疫苗板块归母净利润与同比增长率	19
图 39: 22Q2 动保板块盈利能力持续下滑	20
图 40: 22Q2 部分动保企业毛利率环比变动情况	20
图 41: 22Q2 部分动保疫苗公司净利率变动	20
图 42: 动保疫苗板块期间费用率	21

图 43: 22Q2 动保疫苗部分公司期间费用变动 .....	21
图 44: 苏垦农发收入与同比增长率 .....	21
图 45: 苏垦农发归母净利润与同比增长率 .....	21
图 46: 苏垦农发盈利能力环比持平 .....	22
图 47: 国内小麦现货价 (元/吨) .....	22
图 48: 国内玉米现货价 (元/吨) .....	22
图 49: 种业板块收入与同比增长率 .....	23
图 50: 种业板块归母净利润与同比增长率 .....	23
图 51: 22Q1 种业板块盈利能力同比提升 .....	23
图 52: 22Q1 及 22Q2 部分种业公司毛利率情况 .....	24
图 53: 22Q1 及 22Q2 部分种业公司净利率情况 .....	24
图 54: 种业板块各公司预收账款情况 (亿元) .....	24
图 55: 种业板块预收账款情况 .....	24
图 56: 宠物板块收入与同比增长率 .....	27
图 57: 宠物板块净利率与同比增长率 .....	27
图 58: 佩蒂股份毛利率、净利率趋势 .....	27
图 59: 中宠股份毛利率、净利率趋势 .....	27
图 60: 近期汇率走势情况 .....	27
图 61: 鸡肉价格变化情况 .....	27
图 62: 国内宠物食品行业规模及增速 (亿元) .....	28

## 表格目录

表 1: 主要上市公司 22Q1 及 22Q2 能繁母猪情况 (万头) .....	11
表 2: 主要上市公司 2018-2022Q2 出栏量及同比增长情况 (万头) .....	13
表 3: 主要上市公司半年度出栏情况及存货变化 .....	14
表 4: 主要上市公司头均市值一览 .....	14
表 5: 白羽鸡主要企业 Q2 量价情况 .....	16
表 6: 主要黄羽鸡上市公司 Q2 量价情况一览 .....	17
表 7: 主要上市公司上半年饲料销量同比情况 .....	19
表 8: 2021 年以来重要会议和文件持续关注种业 .....	24
表 9: 国内已颁发的玉米、大豆农业转基因生物安全证书 (生产应用) .....	25
表 10: 重点公司盈利预测 (股价为 2022 年 9 月 2 日收盘价) .....	28

## ■ 生猪养殖：板块减亏，在建缓慢启动

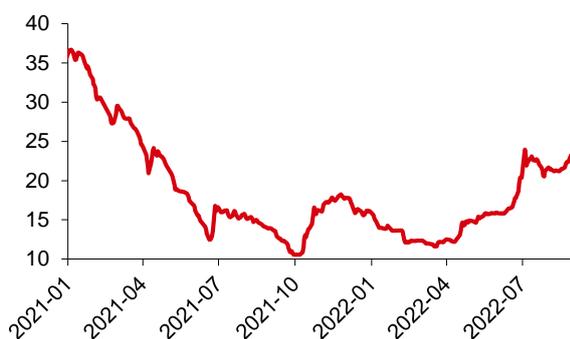
### Q2 生猪板块减亏

猪价回暖+减值冲回，22Q2 生猪养殖板块减亏。4 月以来，受标猪供应减少等影响，猪价底部反弹，22Q2 生猪均价 15.33 元/公斤，同比下降 19.16%，环比增加 19.11%。但由于前期产能扩张、死淘、饲料成本高位运行等影响（22Q2 育肥猪配合饲料均价 3.86 元/公斤，同比+7.39%，环比+3.90%），22Q2 生猪养殖板块仍亏损（生猪板块连续亏损五个季度，龙头上市公司亏损时间和幅度创历史纪录），但亏损已明显缩窄。

22H1 生猪养殖板块 15 家公司（见图 9）合计营收 1915.85 亿元，同比下降 7.6%，归母净利润-200.14 亿元，同比下降-691.7%。其中，22Q2 15 家公司合计营收 1035 亿元，同比下降 0.9%，环比增加 17.5%；归母净利润-35.30 亿元，同比增加 47.2%，环比减亏。22Q2 生猪养殖板块毛利率环比回升至 2.32%，净利率环比回升至-2.93%。

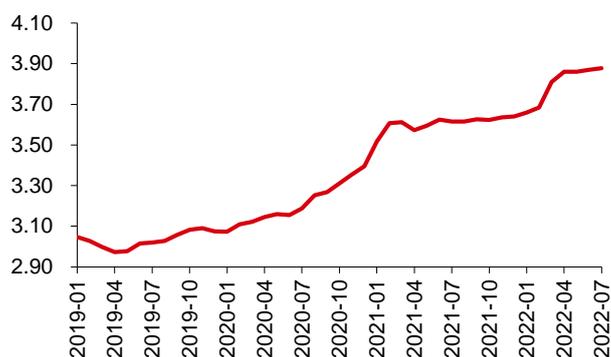
分企业来看，受益于猪价回暖以及减值冲回等影响，温氏股份、天邦食品、唐人神、巨星农牧、华统股份、神农集团 22Q2 已实现盈利，其余企业 22Q2 亏损环比均大幅缩窄。

图 1：生猪价格（元/公斤）



资料来源：博亚和讯，中信证券研究部

图 2：育肥猪配合饲料价格（元/公斤）



资料来源：饲料工业协会，中信证券研究部

图 3：玉米现货价（元/吨）



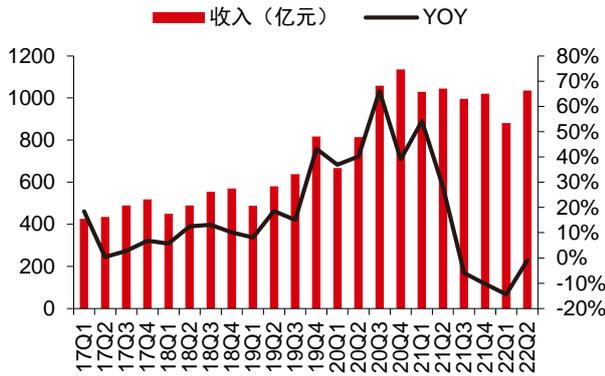
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 4：豆粕现货价（元/吨）



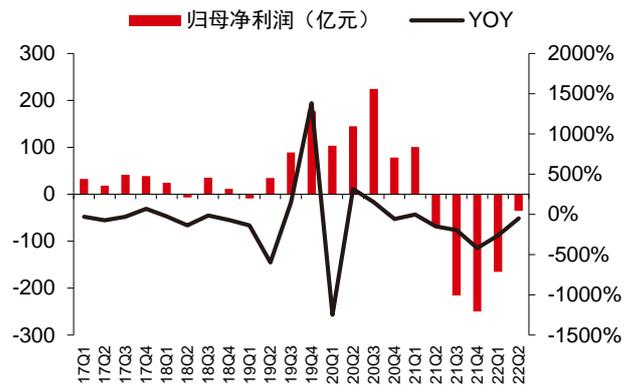
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 5：生猪养殖板块收入与同比增长率



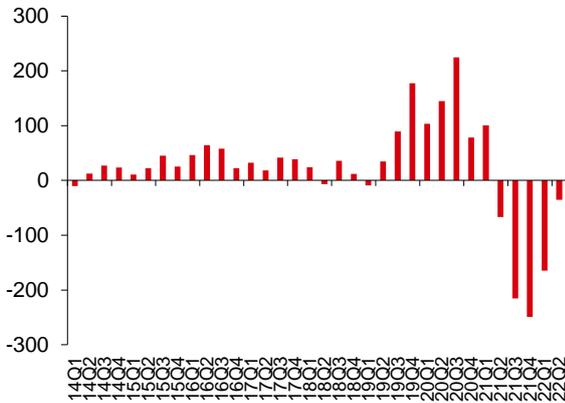
资料来源：各公司公告，中信证券研究部

图 6：生猪养殖板块净利率与同比增长率



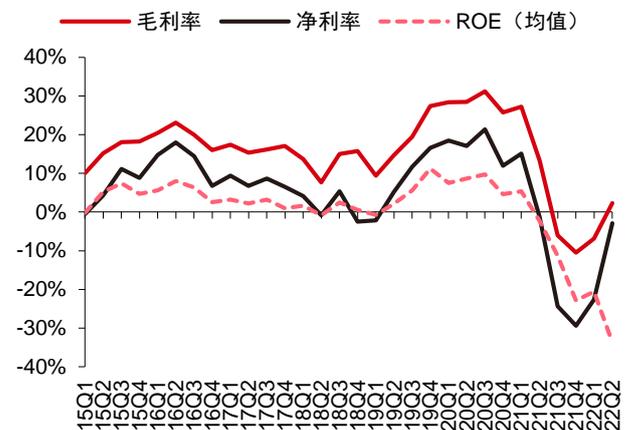
资料来源：各公司公告，中信证券研究部

图 7：主要上市公司 2014 年以来累计季度利润情况（亿元）



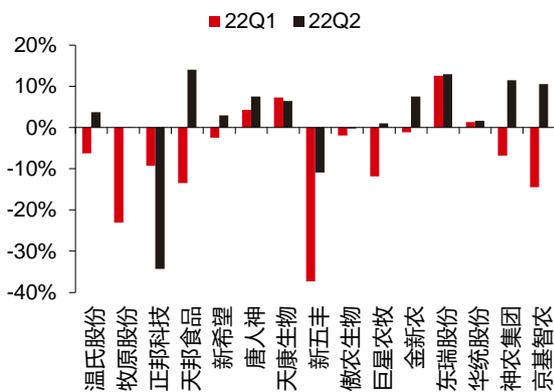
资料来源：各公司公告，中信证券研究部

图 8：主要上市公司 2015 年以来盈利能力情况



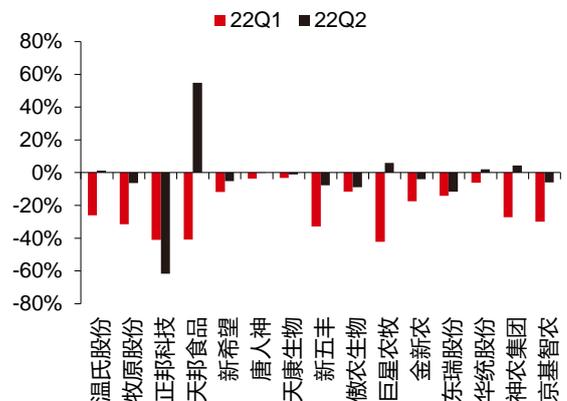
资料来源：各公司公告，中信证券研究部

图 9：22Q2 部分生猪养殖公司毛利率变动情况



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

图 10：22Q2 部分生猪养殖公司净利率变动情况

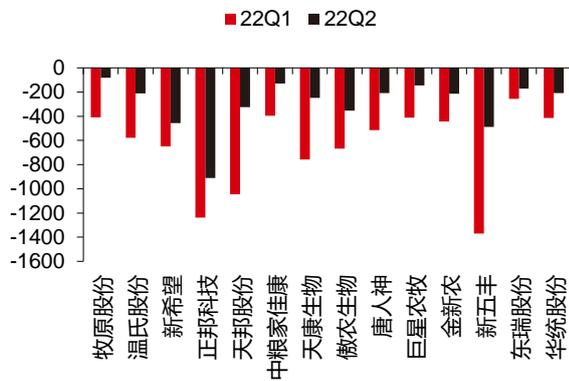


资料来源：各公司公告，中信证券研究部

**Q2 头均亏损缩窄，完全成本持续优化。**2021-2022Q1，生猪行情低迷，上市公司季度头均亏损创历史纪录，22Q2 猪价开启上行，主要上市企业头均亏损较 Q1 有所收窄，

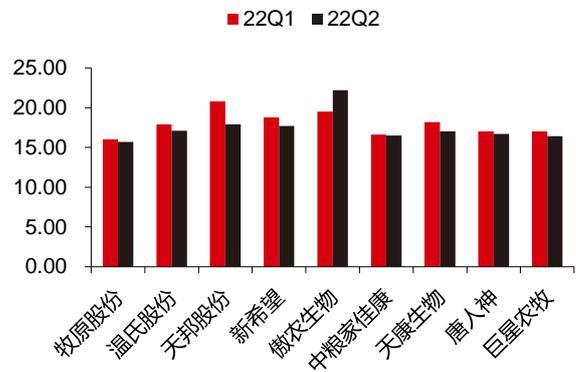
其中牧原/温氏/巨星/东瑞/唐人神等头均亏损幅度小于其他主要上市企业。尽管饲料成本高位，但上市公司持续降本增效，成本均有 0.3 元/公斤以上的下降，其中牧原/巨星/家佳康/唐人神/天康生物/温氏股份等完全成本水平领先。

图 11：主要上市公司头均亏损缩窄（元/头）



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

图 12：主要上市公司完全成本变化情况（元/公斤）



资料来源：各公司公告，中信证券研究部 注：该口径为上市公司口径成本，成本具体包含项有所差别

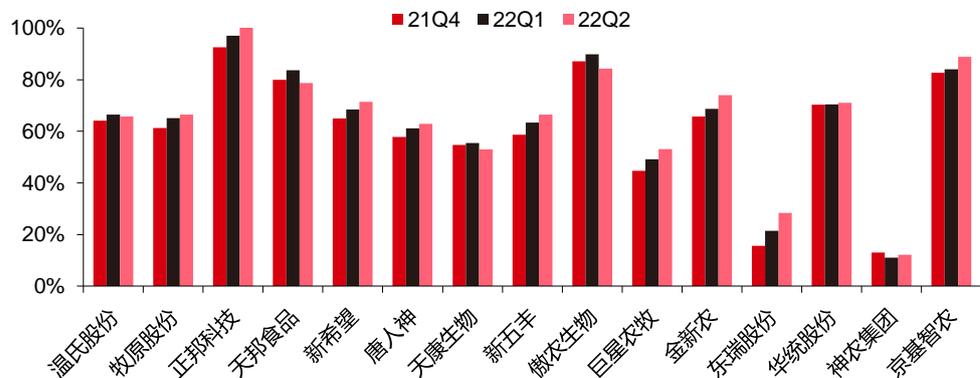
## 经营压力有所缓解，在建工程启动缓慢

### 资金压力略有缓解

2021 年以来，生猪养殖企业经营持续亏损，资金压力加大，且上市公司均收紧投资规模，避免现金流问题，主要猪企在建工程启动缓慢，产能建设有所滞后。

**资产负债率：**15 家公司 22Q1 平均资产负债率为 65.30%，同比增加 12.42pcts，环比增加 1.59pcts，半数以上的公司资产负债率环比 Q1 有所增加。其中正邦科技资产负债率超 100%，傲农生物/京基智农资产负债率超 80%；东瑞股份、神农股份资产负债率低于 30%，其中神农集团资产负债率最低，为 12.20%。

图 13：部分生猪养殖企业资产负债率

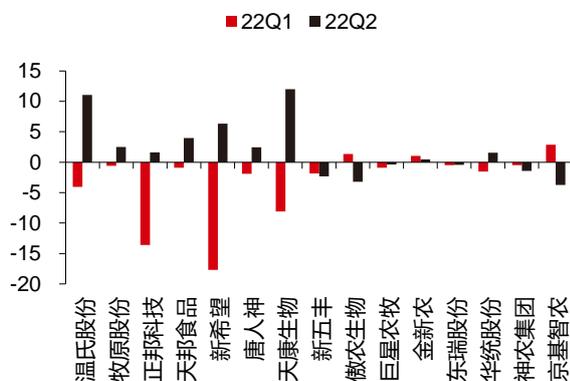


资料来源：各公司公告，中信证券研究部

**货币资金和现金比率：**从现金流来看，Q2 上市公司经营性现金流明显转正（22Q2 上市公司经营性现金流净额 30.4 亿，Q1 为-46.9 亿），但受资本支出（22 Q2 上市公司资本开支 81.8 亿，Q1 为 151.83 亿）、偿还贷款（22Q2 上市公司融资性现金流净额-45 亿，Q1 为 144 亿）等因素影响，Q2 上市公司货币资金环比有所下滑。22Q2 15 家上市公司货币资金合计 444.68 亿元，同比下滑 7.3%，环比下滑 14.2%。其中新希望、牧原股份、天康生物、新五丰、傲农生物、巨星农牧、京基智农 Q2 货币资金同比增长。环比来看，22Q1 天邦食品、唐人神、天康生物、傲农生物、巨星农牧货币资金有所改善，其中巨星农牧 Q2 货币资金 11.76 亿元，环比高增 174.78%

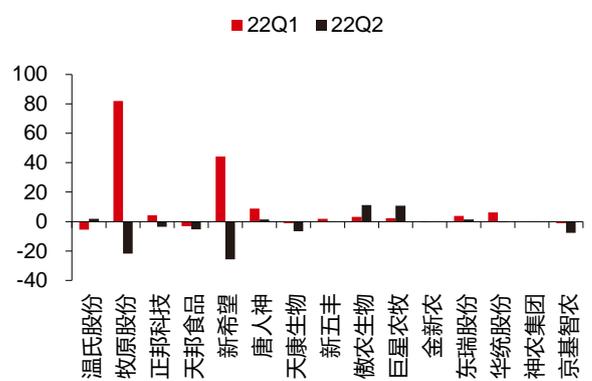
从现金比率指标来看，温氏股份、天康生物、新五丰、巨星农牧、东瑞股份、神农集团均高于 0.4，其中神农集团现金比率达 2.5，正邦科技仅 0.07。

图 14：生猪养殖企业经营性现金流净额情况（亿元）



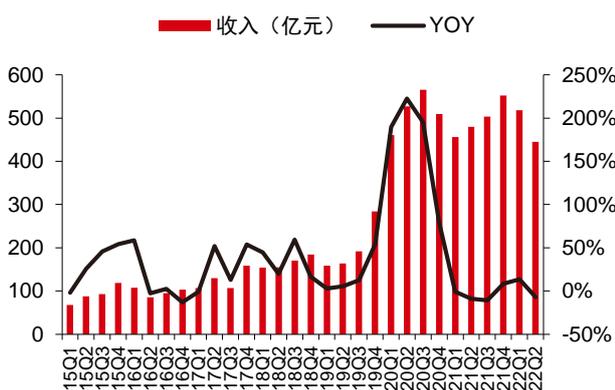
资料来源：各公司公告，中信证券研究部

图 15：生猪养殖企业融资现金流净额情况（亿元）



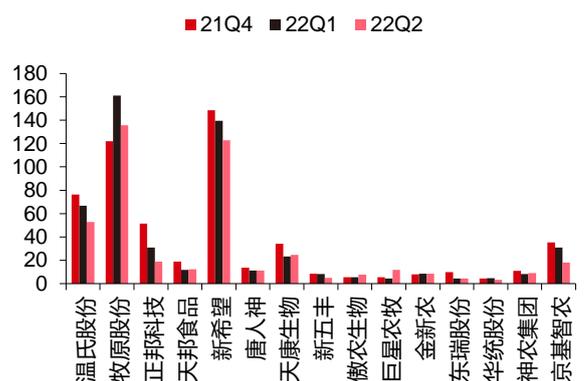
资料来源：各公司公告，中信证券研究部

图 16：生猪养殖板块货币资金与同比增长率



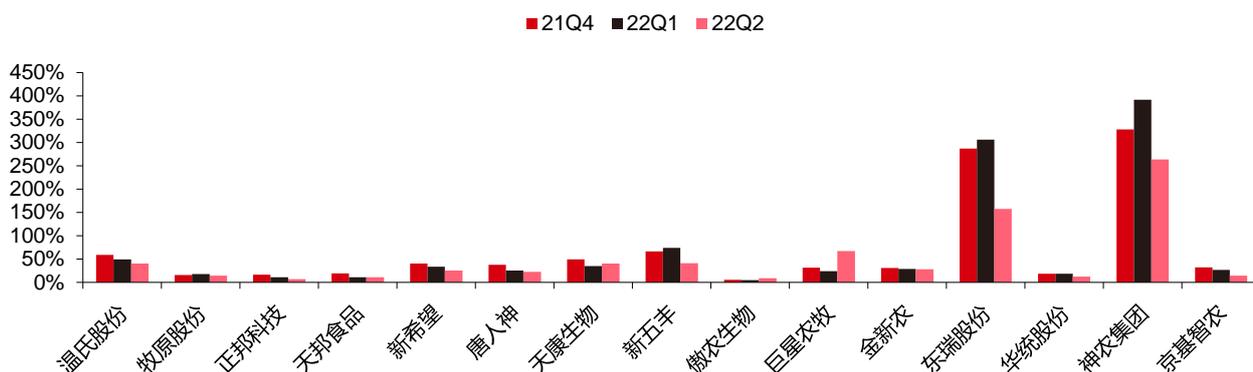
资料来源：各公司公告，中信证券研究部

图 17：部分养殖企业货币资金情况（亿元）



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

图 18: 主要上市公司现金比率指标



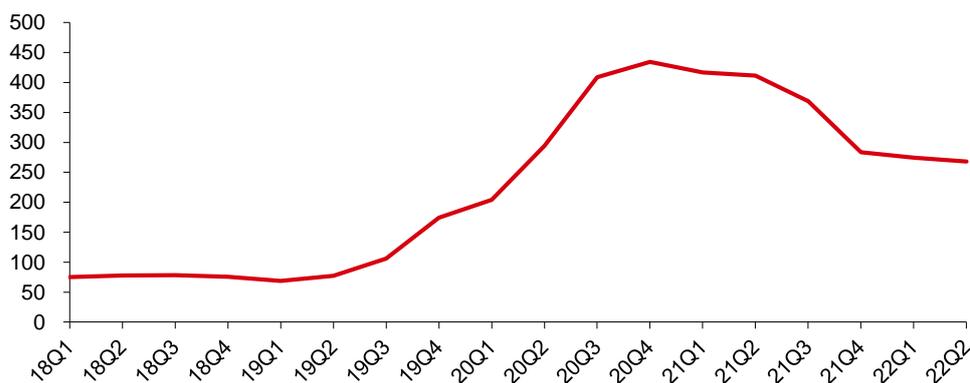
资料来源: 各公司公告, 中信证券研究部

### 母猪产能扩张逐步开启, 在建工程缓慢启动

**母猪产能整体环比仍下降。**截至 22Q2, 15 家上市公司生产性生物资产合计 267.90 亿元, 同比减少 34.87%, 环比减少 2.49%, 环比降幅较 22Q1 收窄。22Q2 温氏股份、新希望、唐人神、天康生物、傲农生物、巨星农牧、金新农、东瑞股份生产性生物资产环比实现增长, 其中巨星农牧 22Q2 生产性生物资产, 环比增速接近 50%。22Q2 天康生物、新五丰、巨星农牧、华统股份、神农集团、京基智农生产性生物资产同比实现增长, 其中神农集团与新五丰同比增速超 100%。

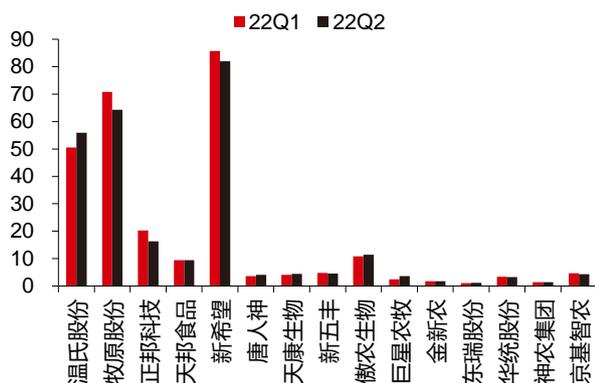
从能繁母猪存栏情况来看, 除却牧原等少数企业外, 绝大部分上市公司 22Q2 能繁母猪数量较 22Q1 已有增长, 但增长缓慢, 合计母猪数环比 22Q1 小幅下降。随着猪价转暖, 多数公司已逐步开启母猪产能扩张进程。

图 19: 主要上市公司生产性生物资产金额合计 (亿元)



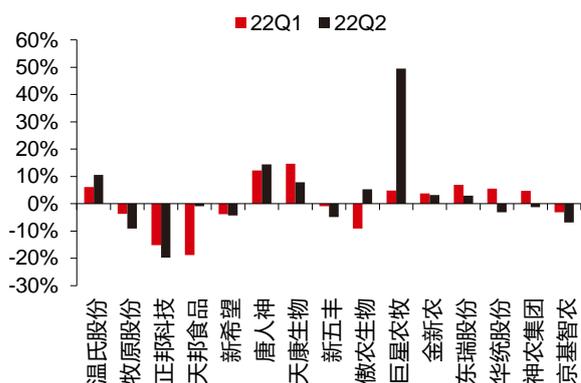
资料来源: 各公司公告, 中信证券研究部

图 20: 部分生猪养殖企业生物性资产 (亿元)



资料来源: 各公司公告, 中信证券研究部

图 21: 部分生猪养殖公司生物性资产环比变化



资料来源: 各公司公告, 中信证券研究部

表 1: 主要上市公司 22Q1 及 22Q2 能繁母猪情况 (万头)

	22Q1	22Q2	环比
温氏股份	100-110	120	14%
牧原股份	275.2	247	-10%
正邦股份	38	40	5%
天邦食品	28	30	7%
新希望	90	90	0%
中粮家佳康	20	21	5%
唐人神	11	12	9%
天康生物	12.19	13	7%
傲农生物	26	28	8%

资料来源: 各公司公告, 中信证券研究部

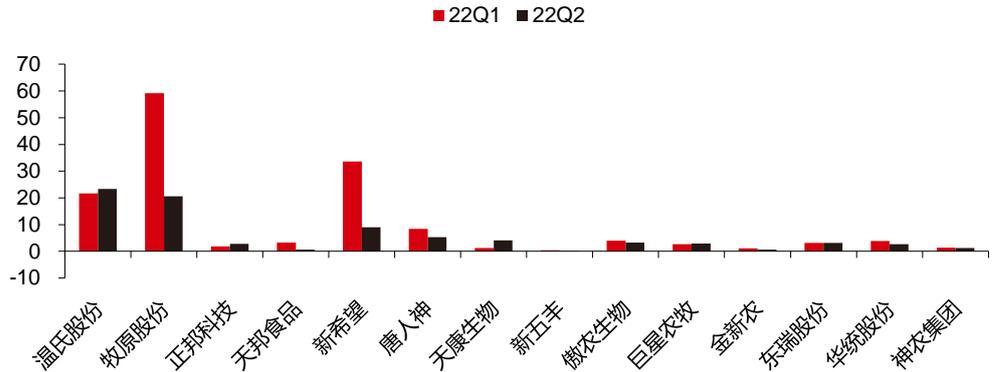
### 在建工程、资本支出继续放缓

**固定资产增速进一步放缓。**截至 22Q2, 15 家上市公司固定资产合计 2264 亿元, 同比上升 18.95%, 环比上升 1.88%, 同比增速进一步放缓, 环比略微回升 (22Q1 同比增长 32.34%, 环比增长 0.87%)。其中温氏股份固定资产为 347.4 亿元, 环比下降 0.16%, 同比增长 8.49%; 牧原股份固定资产约 1040 亿元, 环比增长 3.03%, 同比增长 25.12%。

**在建工程建设放缓, 同环比均下滑。**截至 22Q2, 15 家公司在建工程合计 511.56 亿元, 同比下滑 3.50%, 环比下滑 6.50% (22Q1 环比增加 5.94%, 同比+6.77%)。其中神农集团、华统股份、新五丰、巨星农牧在建工程环比增加 18.4%/15.4%/13%/10%。

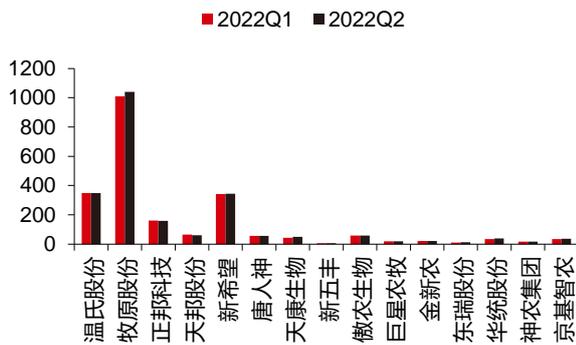
**资本支出同比、环比减少。**截至 22Q2, 15 家公司资本支出合计 81.8 亿元, 同比下滑 65.5%, 环比下滑 45.1%。其中天康生物、巨星农牧、正邦科技、温氏股份环比增加 226%/9%/56%/8%。

图 22：部分生猪养殖企业资本开支（亿元）



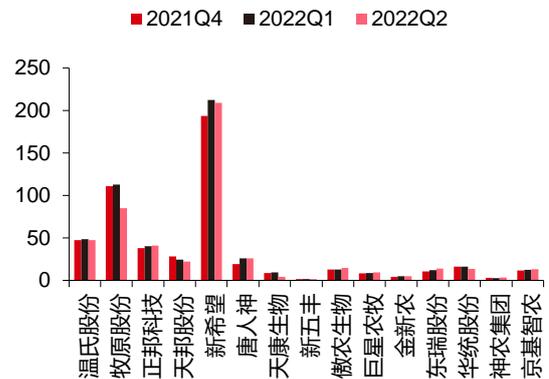
资料来源：各公司公告，中信证券研究部

图 23：部分生猪养殖企业固定资产（亿元）



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

图 24：部分生猪养殖企业在建工程（亿元）



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

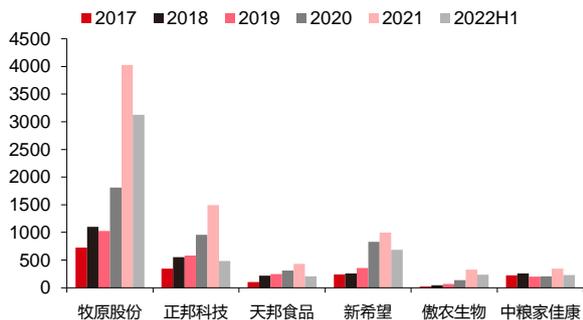
## H1 出栏高增，H2 出栏或环比减少

22H1 16 家生猪养殖公司（见表 2）共计出栏生猪 6441.47 万头，同比增长 50.70%，多数公司同比实现增长，其中温氏股份、牧原股份、傲农生物、东瑞股份、华统股份、神农集团同比增幅超过 50%。

22Q2 16 家生猪养殖公司共计出栏 3406.97 万头，同比增长 44.59%，环比增长 12.27%。其中天邦食品、牧原股份、傲农生物、天康生物、唐人神、华统股份、新五丰出栏环比增长，华统 Q2 出栏 32.39 万头，环比增长达 100%，新五丰 Q2 出栏 30.80 万头，环比出栏增长达 126.64%。

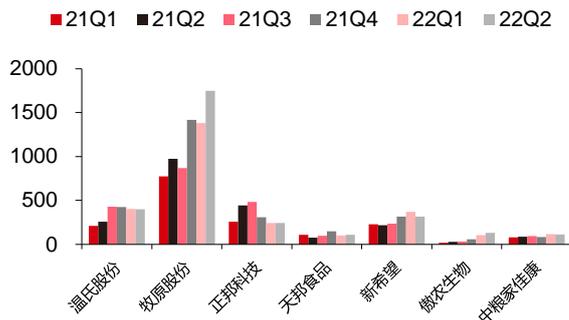
从消耗性生物资产余额来看，15 家上市公司 22H1 合计为 617.5 亿元，同比增长 0.3%，较 2021 年底增长 3.1%，从 1-6 月上市公司完成率来看，合计完成 6295 万出栏，完成率超 50%，整体下半年出栏或减少。

图 25: 部分生猪养殖公司年度出栏量 (万头)



资料来源: 各公司公告, 中信证券研究部

图 26: 部分生猪养殖公司 21Q1-22Q2 季度出栏量



资料来源: 各公司公告, 中信证券研究部

表 2: 主要上市公司 2018-2022Q2 出栏量及同比增长情况 (万头)

	2018	2019	2020	2021	2022Q1	2022Q2
温氏股份	2229.7	1851.7	954.6	1321.7	402.4	398.24
YOY	17.10%	-16.95%	-48.45%	38.47%	92%	54%
牧原股份	1101.1	1025.3	1811.5	4026.3	1381.7	1746.30
YOY	52.14%	-6.88%	76.67%	122.26%	78.98%	80%
正邦科技	554.0	578.4	956.0	1492.7	242.6	241.91
YOY	61.87%	4.41%	65.28%	56.14%	-5.9%	-45%
新希望	255.4	355.0	829.0	997.8	369.7	315.14
YOY	6.42%	39.01%	133.52%	20.36%	62%	45%
大北农	168.0	164.2	185.3	430.8	107.1	91.18
YOY	161.48%	-2.27%	12.85%	132.50%	40.9%	0.97%
天邦食品	217.0	243.9	307.8	428.0	100.4	107.47
YOY	113.93%	12.43%	26.17%	39.06%	-8.8%	43%
中粮家佳康	255.0	198.5	204.6	343.7	115.9	110.90
YOY	14.56%	-22.16%	3.07%	67.99%	44.5%	27%
傲农生物	41.7	65.9	134.6	324.6	104.7	129.71
YOY	90.76%	58.17%	104.17%	141.10%	95.8%	79%
天康生物	64.7	84.3	134.5	163.7	37.7	55.46
YOY	32.12%	30.33%	59.61%	21.68%	6.5%	45%
唐人神	68.1	83.9	102.4	154.2	38.3	47.96
YOY	25.18%	23.25%	22.05%	50.56%	-17.2%	18%
金新农	24.1	39.5	80.4	106.9	33.6	33.38
YOY	-35.15%	63.86%	103.24%	33.01%	55.0%	42%
新五丰	74.5	64.1	32.9	44.2	13.6	30.8
YOY	35.46%	-13.97%	-48.69%	34.19%	156.42%	230%
东瑞股份	33.9	25.2	30.1	36.8	12.6	11.70
YOY	18.39%	-25.65%	19.32%	22.16%	21.7%	57%
巨星农牧			31.5	87.1	35.6	32.5
YOY				176.51%		
华统股份				13.7	16.22	32.39
YOY					409%	1160%
神农集团	22.19	39.78	41.11	65.37	22.38	21.93
YOY		79.27%	3.34%	59.01%	409%	1160%

资料来源：公司公告，中信证券研究部

表 3：主要上市公司半年度出栏情况及存货变化

	2022H1 出 栏量 (万头)	2021H2 出 栏量 (万头)	2022H1 存货 (亿元)	2022H1 消耗性生物 资产 (亿元)	2021 消耗性生物 资产 (亿元)	2022H1 存货环比	2022H1 存货同比	2022H1 消耗性生物 资产同比
温氏股份	801	853	162	118	106	+12.21%	-11.85%	-16.53%
牧原股份	3128	2283	353	280	271	-1.46%	+19.50%	+27.74%
正邦股份	485	793	49	44	58	-17.90%	-76.02%	-24.65%
天邦食品	208	243	26	24	16	+2.55%	-33.38%	-31.68%
新希望	685	552	170	72	82	+1.32%	-13.52%	-23.98%
傲农生物	234	199	30	18	14	+0.74%	+20.50%	+32.64%
中粮家佳康	227	177	10				-37.90%	
天康生物	93	87	51	12	14	-11.65%	+7.45%	-31.38%
唐人神	86	67	28	13	7	+18.49%	+20.23%	+29.17%
巨星农牧	68	56	12	6	7	+2.71%	+1.10%	-1.48%
新五丰	44	27	12	8	5	+18.21%	+22.36%	+20.95%
金新农	67	62	6	3	5	-16.89%	-42.69%	-52.50%
东瑞股份	24	19	3	3	2	+11.89%	+67.97%	+65.03%
华统股份	49	8	10	7	3	+51.35%	+122.20%	+163.11%
神农集团	44	33	8	5	5	+21.54%	+4.27%	+23.41%
京基智农	52		54	7	5	+16.66%	+91.04%	+617.65%

资料来源：公司公告，中信证券研究部

## 展望：猪价景气高位，H2 利润有望大幅改善

猪价自 6 月跳涨后，在大企业、大肥加速出栏、需求淡季等下，7 月有所回调，但依然稳定在 20-21 元/公斤左右，背后反映的是生猪供需偏紧的状态。近期猪价高位继续上涨，后续需求旺季到来，供需缺口有望放大，猪价有望持续景气。目前上市公司整体仍处在降本增效通道中，伴随着猪价上行，预计 22H2 业绩将大幅改善。多数上市公司当前估值对应 2023 年头均市值仅 2000-5000 元，建议积极布局，重点关注温氏股份、巨星农牧、天康生物、唐人神、东瑞股份、中粮家佳康、华统股份等。

表 4：主要上市公司头均市值一览

	总市值 (亿元)	其余市值 (亿元)	生猪市值 (亿元)	2021 出栏量 (万头)	2022E 出栏量 (万头)	2023E 出栏量 (万头)	2022E 头均 市值 (元)	2023E 头均 市值 (元)
温氏股份	1,573.72	400	1,173.72	1321.74	1800.00	2600.00	8,880.09	6,520.65
正邦科技	183.86	0	183.86	1492.67	700.00	700.00	1,231.77	2,626.61
天邦食品	143.27	0	143.27	428.00	400.00	800.00	3,347.50	3,581.83
新希望	707.81	300	407.81	997.81	1300.00	2000.00	4,087.05	3,137.00
傲农生物	179.12	0	179.12	204.49	325.00	560.00	8,759.38	5,511.45
中粮家佳康 (HKD)	113.94	0	113.94	343.70	440.00	500.00	3,315.05	2,589.51
天康生物	160.89	70	90.89	160.33	220.00	500.00	5,668.81	4,131.27
唐人神	115.54	0	115.54	154.23	200.00	350.00	7,491.18	5,776.82

	总市值 (亿元)	其余市值 (亿元)	生猪市值 (亿元)	2021 出栏量 (万头)	2022E 出栏量 (万头)	2023E 出栏量 (万头)	2022E 头均 市值(元)	2023E 头均 市值(元)
大北农	359.05	300	59.05	258.47	300.00	300.00	2,284.58	1,968.30
巨星农牧	155.67	0	155.67	87.10	150.00	265.00	17,873.06	10378
新五丰	73.58	0	73.58	44.50	110.00	300.00	16,535.00	6,689.16
金新农	48.37	0	48.37	107.00	130.00	150.00	4,520.62	3,720.82
东瑞股份	82.40	0	82.40	36.76	60.00	120.00	22,415.21	13,733.05
华统股份	134.61	20	114.61	15.00	120.00	230.00	76,409.44	9,551.18
神农集团	154.56	0	154.56	65.00	90.00	130.00	23,779.23	17,173.89
京基智农	94.03	0	94.03	8.00	100.00	200.00	117,532.62	9,402.61

资料来源：各公司公告，中信证券研究部预测 注：股价为 2022 年 9 月 2 日收盘价（2022/2023 年出栏量均为预测）

## ■ 肉禽养殖：黄鸡盈利，白鸡回暖

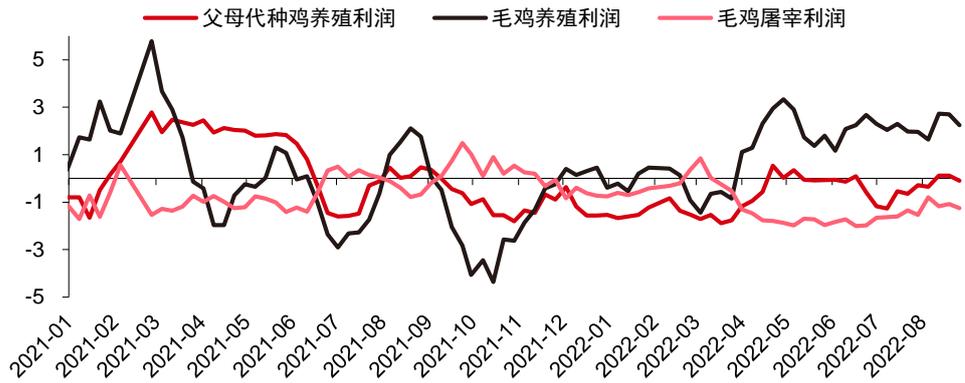
**白鸡量价齐升，22Q2 板块亏损收窄。**随着生猪价格逐步向上，22Q2 白羽鸡价同时开始回暖。22H1 白羽鸡均价 8.60 元/公斤，同比下降 1.69%，烟台鸡苗均价 1.86 元/羽，同比下降 50.96%。

其中，22Q2 白鸡均价 9.28 元/公斤，同比增加 6.77%，环比增加 17.94%；烟台鸡苗均价 2.49 元/羽，同比下降 35.60%，环比增加 108.98%。饲料成本整体仍在高位，22Q2 肉鸡配合料均价 3.86 元/公斤，同比+6.69%，环比+3.74%。产业链内部利润分化继续，22Q2 父母代种鸡利润-0.2 元/羽，毛鸡养殖利润 2.08 元/羽，环比减亏（22Q1 父母代种鸡利润-1.51 元/羽，毛鸡养殖利润-0.36 元/羽）。而受制于新冠疫情对需求的压制，毛鸡屠宰利润亏损加大，22Q2 毛鸡屠宰利润-1.78 元/羽（22Q1 毛鸡屠宰利润-0.21 元/羽）。

22H1 圣农发展、益生股份、民和股份、仙坛股份实现营收 110.45 亿元，同比+5.55%，归母净利润-7.50 亿元，同比-188.96%。受价格回暖带动，圣农发展、益生股份、民和股份、仙坛股份四家白羽肉鸡企业 22Q2 合计实现营收 62.44 亿元，同比增加 9.8%，环比增加 30.0%（其中圣农发展实现营收 41.48 亿元，同比增加 12.6%，环比增加 22.8%），合计实现归母净利润-1.70 亿元，同比下降 137.4%，环比增加 70.8%，整体亏损收窄（其中圣农发展连续 2 个季度亏损，民和股份、益生股份连续 4 个季度亏损）。

分拆量价来看，22Q2 白羽鸡上市公司整体量价齐升，价格整体多有改善。销量上，圣农发展家禽业务部销量稳增（但食品受疫情影响销量略有下滑），益生股份销量同比大增 53%，环比增长 22%。

图 27：白羽鸡行业各产业链利润情况（元/羽）



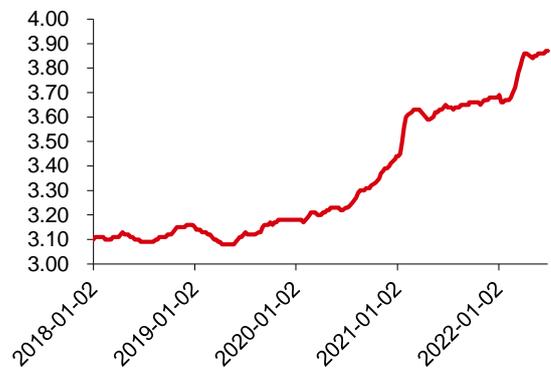
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 28：白鸡价格及烟台鸡苗价格



资料来源：博亚和讯，中信证券研究部

图 29：肉鸡配合饲料价格（元/公斤）



资料来源：博亚和讯，中信证券研究部

表 5：白羽鸡主要企业 Q2 量价情况

	22Q2 销量 (万只)	同比	环比	22Q2 均价 (元/羽)	同比	环比
益生股份	15505.74	53.27%	11.43%	2.71	-48.42%	81.36%
民和股份	7094.61	-13.36%	13.43%	2.19	-44.76%	98.23%
行业平均	-	-	-	2.49	-35.60%	108.98%
	22Q2 销量 (万吨)	同比	环比	22Q2 均价 (元/公斤)	同比	环比
圣农发展	29.41	7.22%	21.88%	10.30	-4.10%	-0.47%
圣农发展 (深加工)	6.06	-2.42%	2.19%	25.69	23.69%	11.13%
仙坛股份	11.34	39.14%	26.00%	9.67	1.08%	7.98%
仙坛股份 (深加工)	0.27	12.50%	0.00%	13.66	7.60%	2.95%

资料来源：wind，中信证券研究部

黄鸡整体相对景气，受制于饲料成本高位运行，22Q2 只均盈利略有下降。受前期产能去化影响，22H1 黄鸡整体相对景气，但 4 月以来受新冠疫情影响鸡价有所回落。22H1 中速鸡均价 14.47 元/公斤，同比+6.14%，其中，22Q2 中速鸡均价 14.68 元/公斤，同比+12.06%，环比+2.90%。龙头上市公司 22Q2 均价略有下行，叠加饲料成本高位，22Q2 只均盈利略有下滑。销量上，立华股份、温氏股份、湘佳股份 22Q2 销量同比、环比均有所增长，市占率进一步提升。

图 30: 中速鸡价格 (元/斤)



资料来源: 新牧网, 中信证券研究部

表 6: 主要黄羽鸡上市公司 Q2 量价情况一览

	22Q2 销量 (万只)	同比	环比	22Q2 均价 (元/公斤)	同比	环比
立华股份	10015.79	7.35%	17.01%	13.20	10.97%	-4.43%
温氏股份	26170.32	1.52%	15.48%	13.82	10.66%	-0.90%
湘佳股份	939.93	17.49%	7.43%	12.02	15.20%	3.14%
行业平均	-	-	-	14.68	12.06%	2.90%

资料来源: Wind, 中信证券研究部

### 展望: 白鸡景气度改善, 黄鸡景气 H2 有望高位维持。

**黄鸡:** 由于前期深度亏损时间较长叠加去年以来的产能持续去化, 黄鸡供应偏紧, 随着疫情后消费转好以及传统消费旺季的到来, 我们预计 22H2 黄鸡整体景气有望高位持续。

**白羽鸡:** 短期来看, 前期产能去化叠加生猪价格高位, 白鸡价格底部回暖。中期来看, 受美国禽流感等影响, 海外引种今年持续低位, 预计 2023 年供给有望下降, 产能去化兑现, 届时白羽鸡行业景气有望持续上行。

## ■ 饲料: 养殖低迷拖累, 盈利边际下行

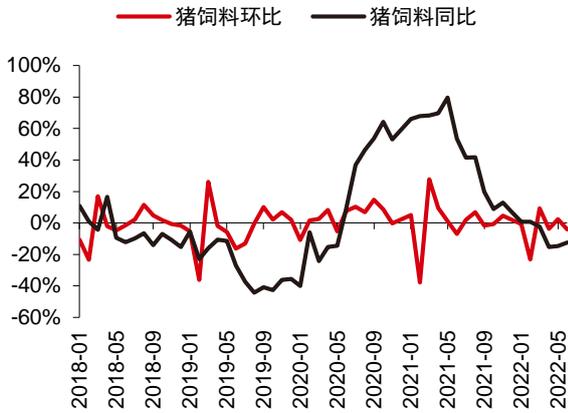
**Q2 饲料销量增长承压。** 受畜禽价持续低迷、存栏数量减少等影响, 22H1 全国饲料工业总产量超 1.3 亿吨, 同比下降 2.1%; 其中猪饲料 6031 万吨, 同比下降 3.4%; 禽饲料 5660 万吨, 同比下降 4.1%; 水产饲料 1089 万吨, 同比增长 17.9%。

其中 Q2 饲料销量 6933 万吨, 环比+3.17%, 同比-8.00%。畜禽饲料明显承压, 22Q2 全国猪饲料产量 2894 万吨 (同比-10.10%, 环比-7.75%), 蛋禽饲料产量 758 万吨 (同比-4.29%, 环比-3.81%), 肉禽饲料产量 2119 万吨 (同比-12.47%, 环比+6.22%), 水产饲料产量 737 万吨 (同比+10.33%, 环比+109.38%)。

分企业来看, 海大猪料、禽料市占率持续提升, 水产市占率整体稳固, 通威猪料、水产料上量较为明显; 从毛利率趋势来看, 受原料价格高位、畜禽价格低迷等影响, 饲料企

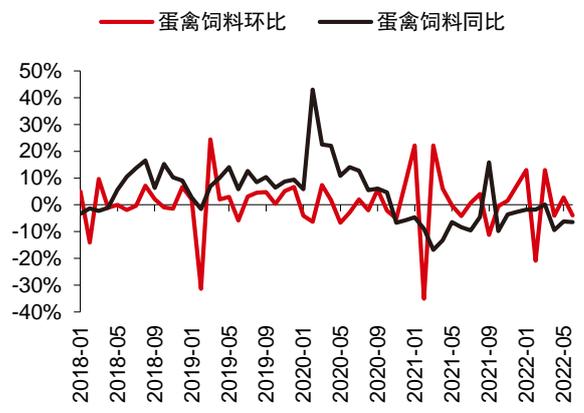
业毛利率同比下滑，海大毛利率下降幅度低于行业。

图 31：猪饲料增长情况



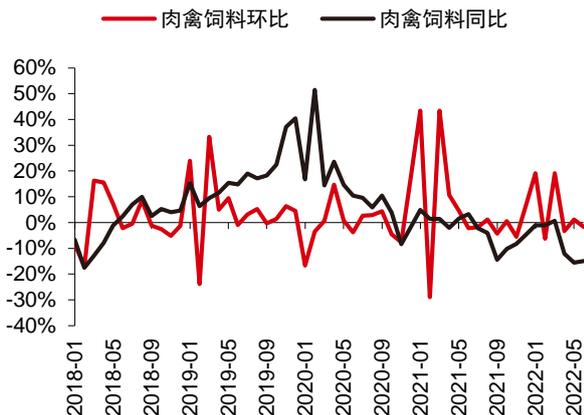
资料来源：饲料工业协会，中信证券研究部

图 32：蛋禽饲料增长情况



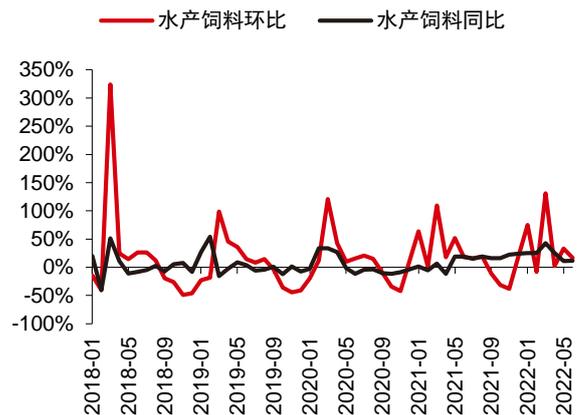
资料来源：饲料工业协会，中信证券研究部

图 33：肉禽饲料增长情况



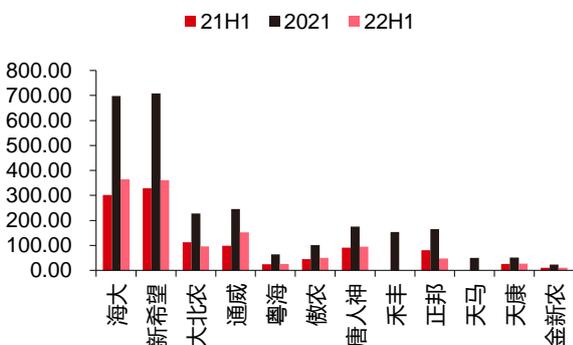
资料来源：饲料工业协会，中信证券研究部

图 34：水产饲料增长情况



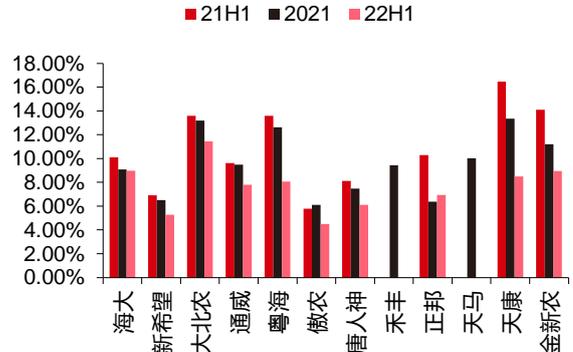
资料来源：饲料工业协会，中信证券研究部

图 35：饲料板块主要公司饲料业务营收（亿元）



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

图 36：饲料板块主要公司饲料业务毛利率



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

表 7：主要上市公司上半年饲料销量同比情况

	总量同比	猪料同比	禽料同比	水产料同比
海大集团	9.00%	8.00%	5.00%	17.00%
新希望	-2.00%	-0.38%	-4.43%	14.06%
大北农	-19.42%	-21.08%	-	11.03%
通威股份	49.31%	149.43%	-	33.81%
粤海饲料	2.77%	-	-	2.77%
傲农生物	3.50%	1.15%	-6.02%	37.19%
唐人神	-0.36%	-	-	-
禾丰股份	-12.89%	-27.68%	-0.22%	-
正邦科技	-46.64%	-47.75%	-47.89%	-
天马科技	25.92%	-	25.97%	25.60%
天康生物	-2.90%	-	-	-
金新农	-6.30%	-	-	-
行业平均	-2.01%	-3.44%	-4.12%	17.86%

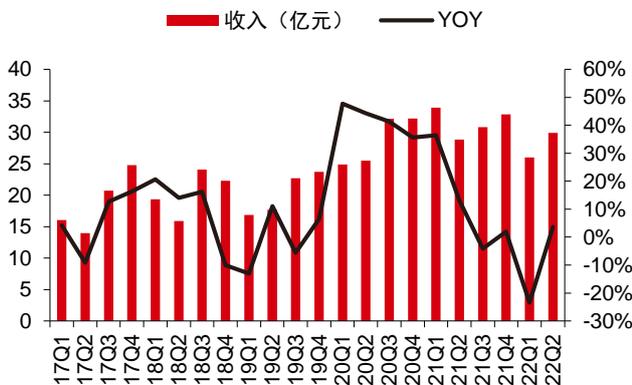
资料来源：Wind，中信证券研究部

展望 22Q3，畜禽产能整体偏紧，叠加前期异常天气对水产不利影响，我们预计整体 22Q3 饲料增长难有明显提速，22Q4 增长或有提速。建议关注抗周期能力强、研发管理壁垒深厚的海大集团。

## ■ 兽药疫苗：收入同比增长，静待盈利改善

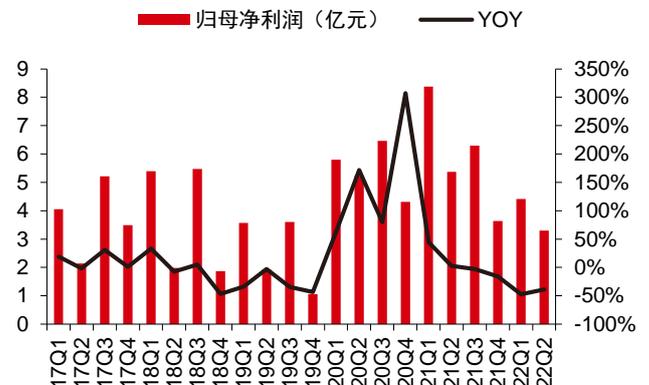
下游亏损拖累，Q2 收入增长，盈利改善不明显。22H1 7 家上市公司（见图 40）合计营收 55.88 亿元，同比下降 11.0%；合计归母净利润 7.71 亿元，同比下降 43.9%。22Q2 上市公司合计营收 29.90 亿元，同比增加 3.6%，环比+15%，其中中牧股份、瑞普生物 22Q2 收入环比+31.2%/32.4%；22Q2 上市公司合计归母净利润 3.30 亿元，同比下降 38.6%，环比下降 25.4%。

图 37：动保疫苗板块收入与同比增长率



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

图 38：动保疫苗板块归母净利润与同比增长率



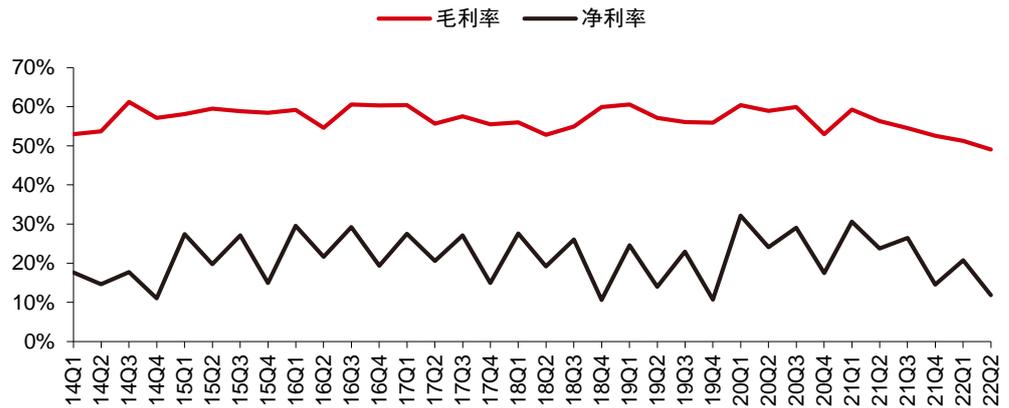
资料来源：各公司公告，中信证券研究部

从盈利能力来看，22H1 动保疫苗板块毛利率为 50.10%，同比下降 8.0pcts；费用率同比增加 2.69pcts 至 30.34%，主要系行情低迷促销费用加大影响，其中销售费用率上升

1.50pcts, 财务费用率下降 0.41pct, 管理费用率增加 0.56pct, 研发费用率增加 1.04pcts。22H1 净利率为 16.89%, 同比下降 10.9pcts。

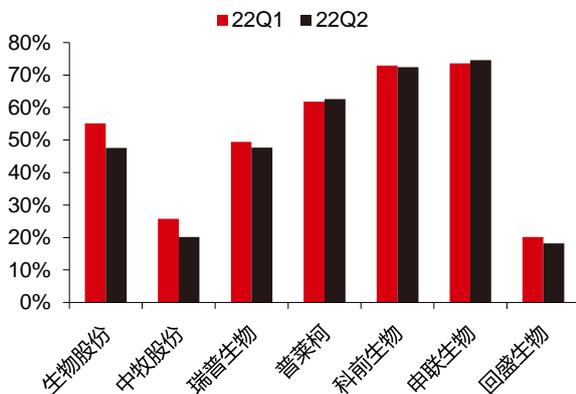
22Q2 动保疫苗板块毛利率 49.01%, 环比下降 2.27pcts, 净利率 11.83%, 环比下降 8.95pcts。费用率环比增加 7.91pcts 至 34.96%, 其中销售费用率上升 3.60pcts, 财务费用率上升 0.04pct, 管理费用率增加 2.45pcts, 研发费用率增加 1.82pcts。其中普莱柯毛利率、净利率 22Q2 均有所回升。

图 39: 22Q2 动保板块盈利能力持续下滑



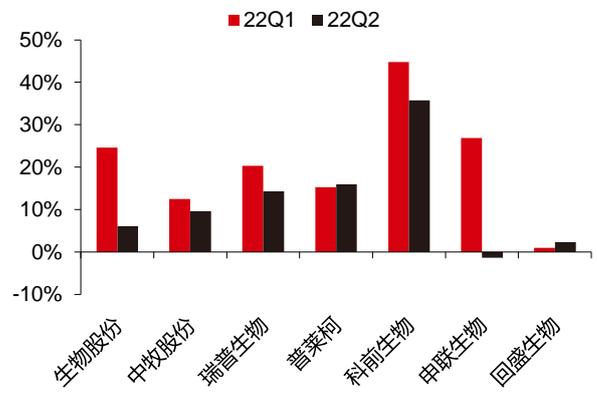
资料来源: 各公司公告, 中信证券研究部

图 40: 22Q2 部分动保企业毛利率环比变动情况



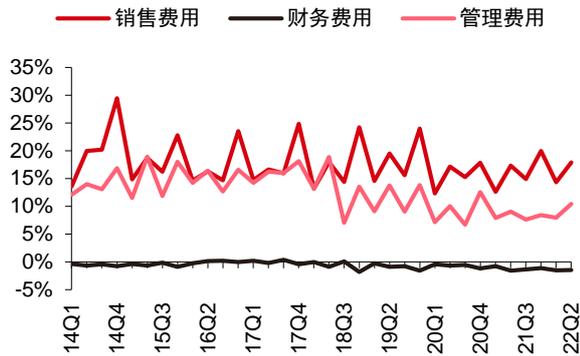
资料来源: 各公司公告, 中信证券研究部

图 41: 22Q2 部分动保疫苗公司净利率变动



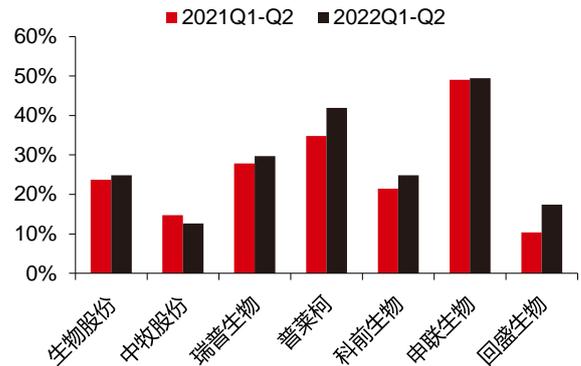
资料来源: 各公司公告, 中信证券研究部

图 42: 动保疫苗板块期间费用率



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

图 43: 22Q2 动保疫苗部分公司期间费用变动



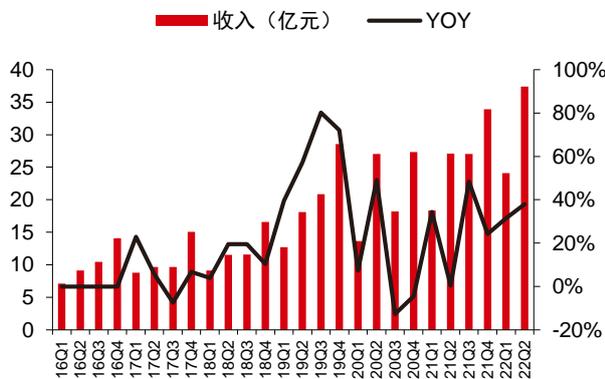
资料来源：各公司公告，中信证券研究部

展望后续，随着畜禽价格持续高位，动保产品使用意愿有望明显改善，22H2 动保板块业绩有望高增。此外，非洲猪瘟疫苗研发持续推进中，后续如若上市，将对板块形成较大催化。长期来看，行业规模化提升、养宠渗透率提升趋势不改，优质疫苗需求持续提升。

## ■ 种植业：粮价持续高位支撑业绩向上弹性

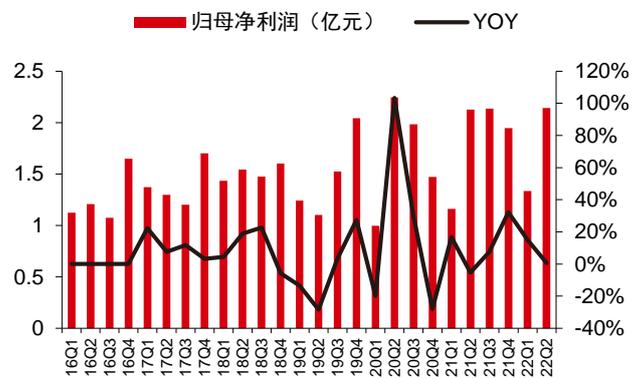
**板块业绩：**我们选择种植业板块具有代表性的自营种植模式的上市公司苏垦农发，22H1 苏垦农发营收 61.5 亿元，同比增加 35.3%，归母净利润 3.48 亿元，同比增加 10.1%。22Q1 营收 24.09 亿元，同比增加 31.4%，归母净利润 1.34 亿元，同比增加 15.0%。2021 年苏垦农发毛利率为 14.91%，同比略降 0.1pct；净利率为 7.35%，同比略降 0.9pct。22Q1 苏垦农发毛利率 14%，净利率 6.02%。

图 44: 苏垦农发收入与同比增长率



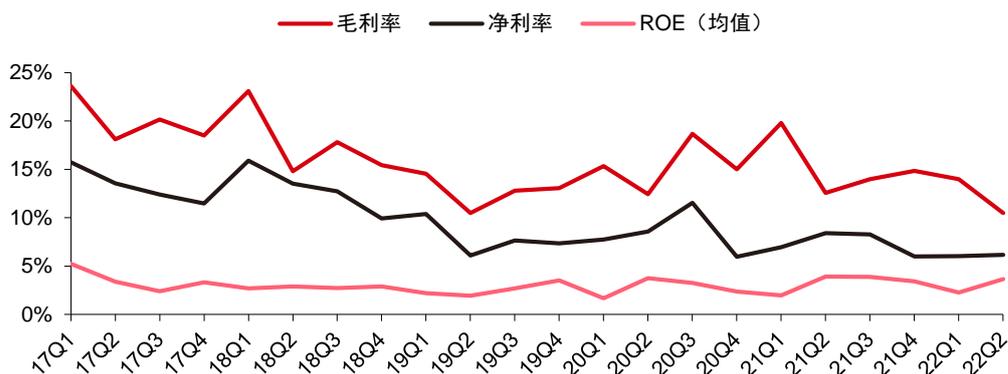
资料来源：苏垦农发公告，中信证券研究部

图 45: 苏垦农发归母净利润与同比增长率



资料来源：苏垦农发公告，中信证券研究部

图 46：苏垦农发盈利能力环比持平

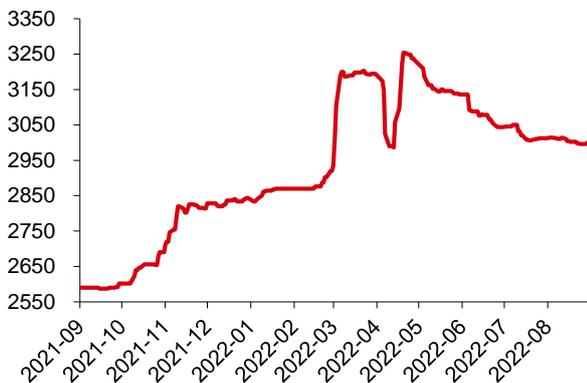


资料来源：苏垦农发公告，中信证券研究部

**夏粮生产优于预期，全年麦价或将保持高位震荡。**7月20日，国新办就2022年上半年农业农村经济运行情况举行发布会。会上指出，上半年夏粮生产整体形势良好，我国农产品有望继续保持量足价稳的态势。

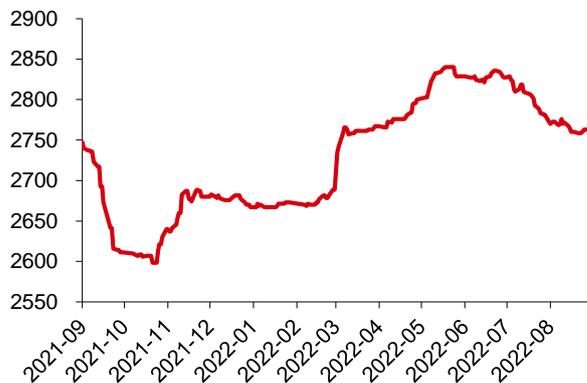
受南旱北涝影响，秋粮丰收存在一定不确定性。今年夏季，长江流域附近一季稻、玉米受高温干旱气象影响，产量形成受到挑战；东北地区雨水较多、土壤偏湿，据中粮期货调研统计，预计今年东北地区减产幅度在600-800万吨左右。叠加疫情缓和会带来需求边际修复，我们预计国内小麦现货价格或将保持高位震荡，玉米现货价格继续高位企稳。

图 47：国内小麦现货价（元/吨）



资料来源：Choice，中信证券研究部

图 48：国内玉米现货价（元/吨）



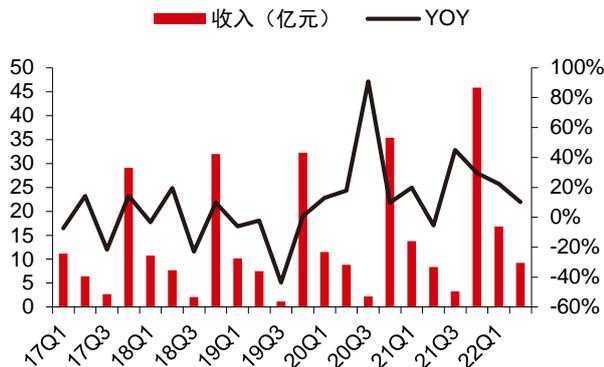
资料来源：Choice，中信证券研究部

我们认为，年内小麦收购价保持高位震荡，利好粮食种植板块业绩向上弹性释放。建议关注粮食种植板块，推荐主营水稻、小麦种植的优质标的苏垦农发。

## ■ 种业与生物育种：“三期叠加”驱动行业变革发展。

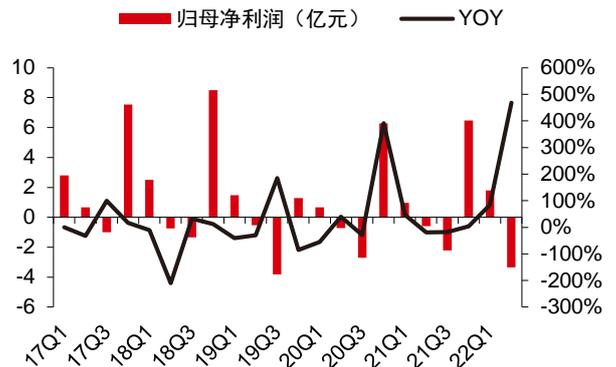
**板块业绩：Q2 业绩季节性回调。**选择种业板块 3 家上市公司（见图 52），采用整体法计算，22H1 年 3 家上市公司合计营收 26.0 亿元，同比增加 17.7%；合计归母净利润-1.55 亿元，同比转亏。22Q2 板块营收 9.2 亿元，同比增加 10.1%，归母净利润 3.3 亿元，同比增亏。其中隆平高科 22Q2 出现大幅亏损，归母净利润为-3.5 亿元，同比亏损大幅扩大。受销售淡季、季节性退货、库存不足等因素叠加影响，22Q2 主要种企出现阶段性回落。

图 49：种业板块收入与同比增长率



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

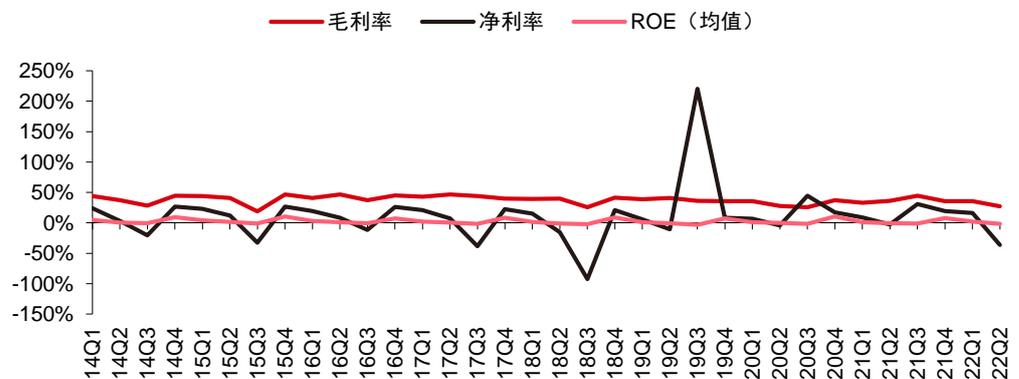
图 50：种业板块归母净利润与同比增长率



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

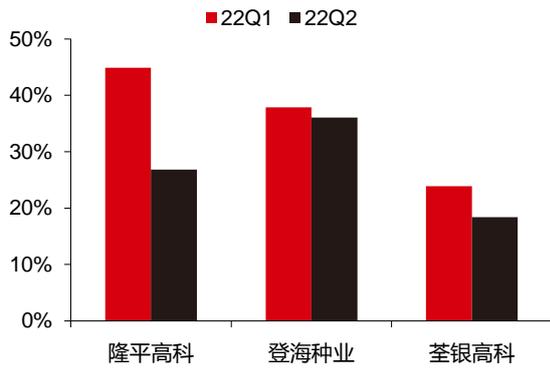
**盈利能力：22H1 种业板块平均毛利率为 32.9%，同比小幅下降 1.5pcts；净利率为 2.95%，同比减少 3.1%。**其中登海种业、荃银高科 22H1 净利率小幅回升，分别同比提升 4.1pcts 和 5.6pcts，但隆平高科净利率同比大幅下降，降低 18.9pcts 至-20.2%。22Q2 种业板块平均毛利率 27.1%，同比降低 9.2pcts，净利率-36.3%，同比大幅下降 33.5pcts。其中龙头企业登海种业 22Q1 净利率同比增长 9.65pcts，至 30.32%，毛利率同比提升 4.1pcts。受季节性回调等因素影响，种业板块 Q2 盈利能力均有下调。

图 51：22Q1 种业板块盈利能力同比提升



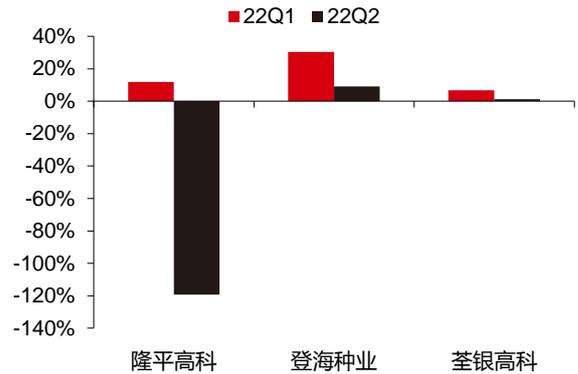
资料来源：各公司公告，中信证券研究部

图 52: 22Q1 及 22Q2 部分种业公司毛利率情况



资料来源: 各公司公告, 中信证券研究部

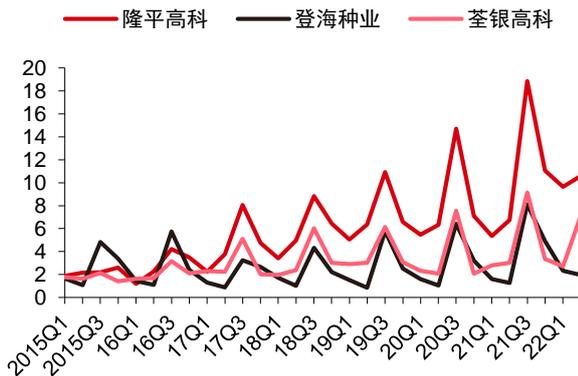
图 53: 22Q1 及 22Q2 部分种业公司净利率情况



资料来源: 各公司公告, 中信证券研究部

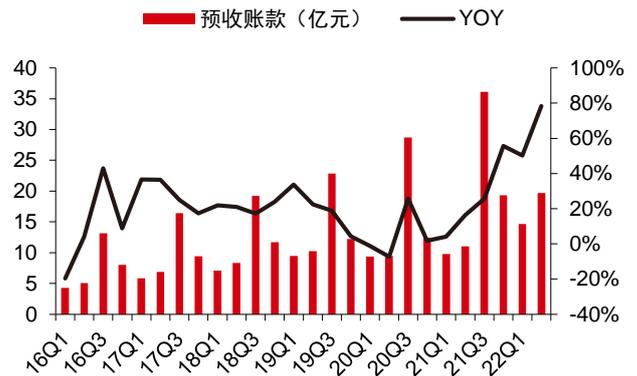
**预收账款:** 截止 22Q2 末, 种业板块上市公司预收款合计 19.7 亿元, 同比高增 78.4%。几乎所有种业公司均有增长, 其中荃银高科同比大增 136.8% 达 71.2 亿元。

图 54: 种业板块各公司预收账款情况 (亿元)



资料来源: 各公司公告, 中信证券研究部

图 55: 种业板块预收账款情况



资料来源: 各公司公告, 中信证券研究部

**国家高层持续关注种业, 行业迎来强政策红利期。** 2021 年以来, 中央深改委会议、国务院常务会议、中央经济工作会议、中央农村工作会议、中央“一号文件”等一系列重要会议和文件, 持续关注和聚焦种业发展。

表 8: 2021 年以来重要会议和文件持续关注种业

时间	会议或文件	主要内容
2021 年 7 月 9 日	中央全面深化改革委员会会议	通过《种业振兴行动方案》, 将种源安全提升到关系国家安全的战略高度, 加快实施农业生物育种重大科技项目
2021 年 8 月 20 日	第十三届全国人大常委会第三十次会议	公布《种子法》修正草案, 扩大植物新品种保护范围和环节, 完善侵权赔偿制度。
2021 年 11 月 2 日	国务院常务会议	聚焦种子、农机装备等加快研发创新。
2021 年 12 月 8 日	中央经济工作会议	深入实施种业振兴行动
2021 年 12 月 24 日	第十三届全国人民代表大会常委会第三十二次会议	通过新《种子法》, 自 2022 年 3 月 1 日起施行
2021 年 12 月 25 日	中央农村工作会议	大力推进种源等农业关键核心技术攻关

时间	会议或文件	主要内容
2022 年 2 月 22 日	中央一号文件	大力推进种源等农业关键核心技术攻关，全面实施种业振兴行动方案，推进种业领域国家重大创新平台建设，启动农业生物育种重大项目，加快实施农业关键核心技术攻关工程
2022 年 7 月 28 日	2022 年中国种子大会	各省已陆续制定自身的种业振兴行动方案，种业振兴已进入全面落实阶段
2022 年 8 月 4 日	关于扶持国家种业阵型企业发展的通知	公布国家种业阵型企业名单，加快打造种业振兴骨干力量

资料来源：中国政府网，中国人大网，农业农村部官网，中信证券研究部

今年以来，国家最高层领导人多次强调种业振兴。3 月 26 日，习近平总书记在参加全国政协十三届五次会议时强调：“我国农业科技进步有目共睹，但也存在短板，其中最大的短板就是种子。**种源安全关系到国家安全，必须下决心把我国种业搞上去，实现种业科技自立自强、种源自主可控。**”4 月 10 日，习近平总书记在海南省三亚市考察崖州湾种子实验室，了解海南支持种业创新情况，并强调“**只有攥紧中国种子，才能端稳中国饭碗，实现粮食安全**”。

8 月 25 日，胡春华副主席出席全国农业科技创新工作会议并讲话，强调“坚持以现实需求为导向，加快培育重要农产品优良品种。”“各地区各有关部门要把加快农业科技创新摆在更加重要位置来抓，**实施好种业振兴行动和农业关键核心技术攻关。**”

**生物育种产业化推进提速，带来未来业绩高增和竞争格局优化预期。**2021 年 11 月 12 日，农业农村部对转基因管理的四部规章进行全面修改，包括《农业转基因生物安全评价管理办法》《主要农作物品种审定办法》《农作物种子生产经营许可管理办法》和《农业植物品种命名规定》，并于 2022 年 1 月 21 日正式发布并施行。2021 年底以来，转基因生物安全证书（国内生产应用）审批节奏加快。我们预计，年内或将还有一批转基因安全证书审定颁布。

表 9：国内已颁发的玉米、大豆农业转基因生物安全证书（生产应用）

性状产品	适用范围	基因	申报单位	有效期
玉米 DBN9936	北方春玉米区；黄淮海夏玉米区南方玉米区；西南玉米区；西北玉米区	<i>cry1Ab; epsps</i>	北京大北农生物技术有限公司	北方春玉米区：2019 年 12 月 2 日至 2024 年 12 月 2 日 黄淮海夏玉米区、南方玉米区、西南玉米区、西北玉米区：2020 年 12 月 29 日至 2025 年 12 月 28 日
瑞丰 125	北方春玉米区；黄淮海夏玉米区西北玉米区	<i>cry1Ab/cry2Aj; g10evo-epsps</i>	杭州瑞丰生物科技有限公司	北方春玉米区：2019 年 12 月 2 日至 2024 年 12 月 2 日 黄淮海夏玉米区、西北玉米区：2021 年 2 月 10 日至 2026 年 2 月 9 日
玉米 DBN9858	北方春玉米区；黄淮海夏玉米区南方玉米区；西南玉米区；西北玉米区	<i>epsps; pat</i>	北京大北农生物技术有限公司	北方春玉米区：2020 年 6 月 11 日至 2025 年 6 月 11 日 黄淮海夏玉米区、南方玉米区、西南玉米区、西北玉米区：2020 年 12 月 29 日到 2025 年 12 月 28 日
玉米 DBN9501	北方春玉米区	<i>vip3Aa19; pat</i>	北京大北农生物技术有限公司	北方春玉米区：2020 年 12 月 29 日至 2025 年 12 月 28 日
玉米 DBN3601T	西南玉米区	<i>cry1ab; epsps; vip3Aa19; pat</i>	北京大北农生物技术有限公司	西南玉米区：2021 年 12 月 17 日至 2026 年 12 月 16 日
浙大瑞丰 8	南方玉米区	<i>cry1ab-cry2ab</i>	杭州瑞丰生物科技有限公司	南方玉米区：2021 年 12 月 17 日至 2026 年 12 月 16 日
玉米 ND207	北方春玉米区；黄淮海	<i>mcryiab; mcy2Ab</i>	中国林木种子集团有限	北方春玉米区、黄淮海夏玉米区：2021 年 12

性状产品	适用范围	基因	申报单位	有效期
	夏玉米区		公司 中国农业大学	月 17 日至 2026 年 12 月 16 日
玉米 nCX-1	南方玉米区	<i>cdP450;</i> <i>cp4epsps</i>	杭州瑞丰生物科技有限 公司	南方玉米区: 2022 年 4 月 22 日至 2027 年 4 月 21 日
玉米 Bt11× GA21	北方春玉米区	<i>cry1Ab; pat;</i> <i>mepsps</i>	中国种子集团有限公司	北方春玉米区: 2022 年 4 月 22 日至 2027 年 4 月 21 日
玉米 Bt11× MIR162×GA21	南方玉米区; 西南玉米 区	<i>cry1Ab; pat;</i> <i>vip3Aa20;</i> <i>mepsps</i>	中国种子集团有限公司	南方玉米区、西南玉米区: 2022 年 4 月 22 日 至 2027 年 4 月 21 日
玉米 GA21	北方春玉米区	<i>mepsps</i>	中国种子集团有限公司	北方春玉米区: 2022 年 4 月 22 日至 2027 年 4 月 21 日
大豆 DBN9004	北方春大豆区	<i>epsps; pat</i>	北京大北农生物技术有 限公司	北方春大豆区: 2020 年 12 月 29 日至 2025 年 12 月 28 日
大豆 SHZD3201	南方大豆区	<i>g10evo-epsps</i>	上海交通大学	南方大豆区: 2019 年 12 月 2 日至 2024 年 12 月 2 日
中黄 6106	黄淮海夏大豆区; 北方 春大豆区	<i>g2-epsps; gat</i>	中国农业科学院作物科 学研究所	黄淮海夏大豆区: 2020 年 6 月 11 日至 2025 年 6 月 11 日 北方春大豆区: 2021 年 2 月 10 日至 2026 年 2 月 9 日

资料来源: 农业农村部官网, 中信证券研究部

本制种季, 已陆续安排 6.6 万亩转基因玉米制种, 目前有 100 余个转基因玉米品种正在  
 在进行生产试验, 预计 11 月中旬结束试验并报送数据, 加上之前试验数据追溯认可的数  
 十品种, 超 110 个品种在年底前将具备品审条件。我们乐观预期 12 月底之前, 首批转基  
 因品种将获审定证书颁布。

我们认为, 多政策支持叠加生物育种产业化进程加速, 种业板块业绩预期进入高增通  
 道。高行业景气期、强政策支持期、新技术升级期“三期叠加”, 驱动行业变革发展。

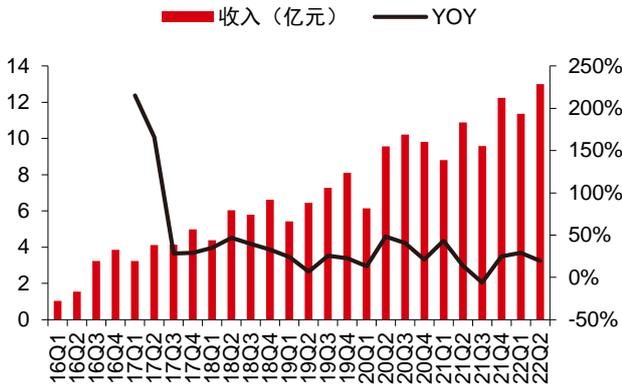
## ■ 宠物: 出口业绩稳增, 国内增长进入快车道

**海外需求稳定, 人民币贬值带动, 22H1 业绩稳增。**22H1 两家上市公司(佩蒂股份和  
 中宠股份)合计营收 24.36 亿元, 同比增加 23.7%; 合计归母净利润 1.59 亿元, 同比增  
 加 26.4%。其中 22Q2 合计营收 12.99 亿元, 同比增长 19.4%, 环比增加 14.4%; 合计归  
 母净利润 1.07 亿元, 同比增加 31.7%, 环比增加 105.7%。

而受人民币贬值影响, 22Q2 两公司毛利率、净利率有所改善, 22Q2 宠物板块毛利率  
 环比增长 2.2pcts 至 23.76%, 净利率环比增长 3.1pcts 至 9.07%。其中佩蒂股份 22Q2 毛利率  
 环比增长 3.3pcts 至 27.93%, 净利率环比增长 3.9pcts 至 12.33%, 中宠股份毛利率环比增长  
 1.1pcts 至 19.59%。净利率环比增长 2.4pcts 至 5.81%。

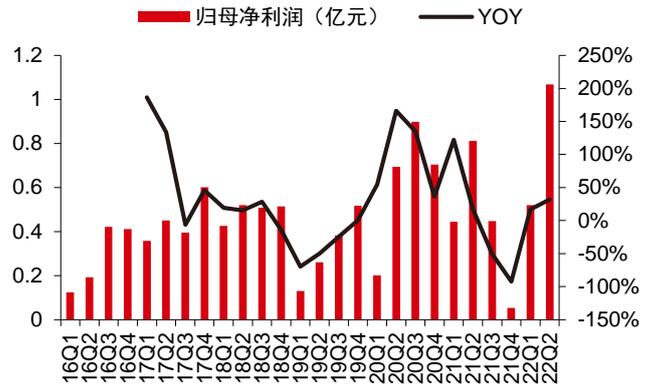
展望后续, 随着出口产能持续释放、人民币持续贬值等, 22H2 业绩高增有望持续。

图 56: 宠物板块收入与同比增长率



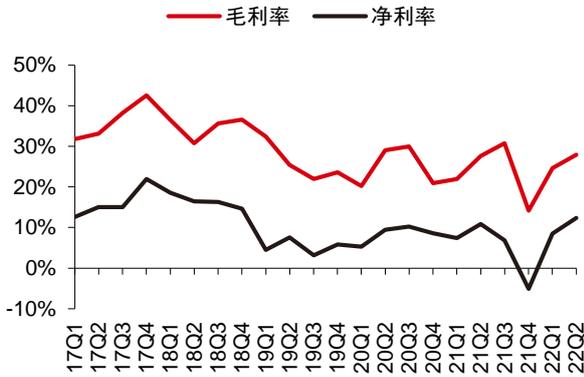
资料来源: 各公司公告, 中信证券研究部

图 57: 宠物板块净利率与同比增长率



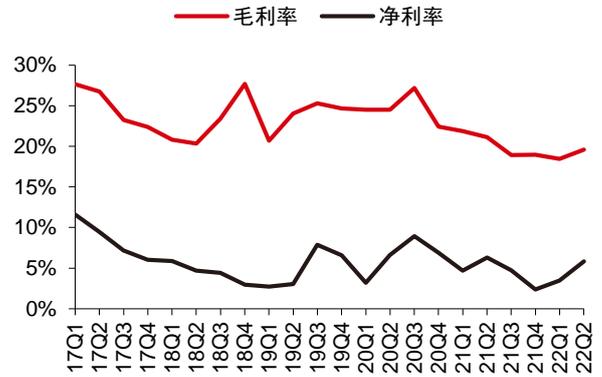
资料来源: 各公司公告, 中信证券研究部

图 58: 佩蒂股份毛利率、净利率趋势



资料来源: 各公司公告, 中信证券研究部

图 59: 中宠股份毛利率、净利率趋势



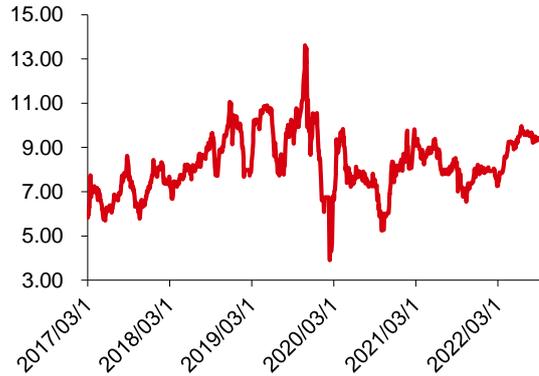
资料来源: 各公司公告, 中信证券研究部

图 60: 近期汇率走势情况



资料来源: 各公司公告, 中信证券研究部

图 61: 鸡肉价格变化情况



资料来源: 各公司公告, 中信证券研究部

**国内市场持续上量, 长期发展潜力巨大。**上半年中宠股份国内收入增长 20-25%, 其中顽皮品牌增长 40%+, 佩蒂上半年国内市场增长 7%, 但 22Q2 国内增长提速到 30-40%。展望 22H2, 两公司国内市场收入有望高增: 中宠受干粮高增持续, zeal 罐头、领先品牌

上新等带动，叠加拓展抖音等渠道，国内市场增长将加速；佩蒂持续补短板，调结构，依托新媒体平台，爆品策略成效已显，预计后续增长将进入快车道。

长期来看，宠物食品属于大行业、小龙头，当前竞争格局分散，国内公司市场份额普遍较低，拥有持续产品创新能力、品牌建设能力、渠道能力的公司将胜出。

图 62：国内宠物食品行业规模及增速（亿元）



资料来源：欧瑞数据（含预测），中信证券研究部

## 重点公司盈利预测

表 10：重点公司盈利预测（股价为 2022 年 9 月 2 日收盘价）

行业	公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (x)				
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E	
肉禽养殖	立华股份	300761.SZ	45.68	-0.98	2.89	3.17	1.73	-47	16	14	26
	圣农发展	002299.SZ	22.20	0.36	0.39	0.97	1.45	62	57	23	15
宠物	佩蒂股份	300673.SZ	23.83	0.24	0.65	0.83	1.01	99	37	29	24
	中宠股份	002891.SZ	28.42	0.39	0.62	0.88	1.18	73	46	32	24
动保疫苗	生物股份	600201.SH	8.70	0.36	0.40	0.55	0.70	24	22	16	12
	普莱柯	603566.SH	32.00	0.76	0.79	1.04	1.29	42	41	31	25
	科前生物	688526.SH	24.38	1.23	1.31	1.68	1.97	20	19	15	12
生猪养殖	温氏股份	300498.SZ	24.04	-2.05	0.37	1.94	1.04	-12	65	12	23
	中粮家佳康	01610.HK	2.92	-0.14	-0.18	0.57	0.48	-21	-16	5	6
	唐人神	002567.SZ	9.58	-1.00	0.37	1.23	0.86	-10	26	8	11
	天康生物	002100.SZ	11.88	-0.51	0.44	1.37	1.01	-23	27	9	12
	巨星农牧	603477.SH	30.76	0.51	0.86	2.83	2.90	60	36	11	11
饲料	东瑞股份	001201.SZ	38.72	0.99	0.78	3.94	3.53	39	50	10	11
	海大集团	002311.SZ	60.50	0.96	1.79	3.03	3.75	63	34	20	16
种植板块	大北农	002385.SZ	8.67	-0.11	0.01	0.41	0.45	-79	867	21	19
	苏垦农发	601952.SH	14.19	0.53	0.80	0.93	0.94	27	18	15	15
	登海种业	002041.SZ	21.79	0.26	0.40	0.57	0.70	84	54	38	31

行业	公司	股价(元)	EPS (元)				PE (x)				
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E	
农产品加工	中粮科技	000930.SZ	8.95	0.61	0.74	0.78	0.85	15	12	11	11
	中粮糖业	600737.SH	7.74	0.24	0.40	0.51	0.57	32	19	15	14
	百龙创园	605016.SH	25.71	0.59	0.98	1.42	1.98	44	26	18	13

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

## ■ 风险因素

动物疫病大规模爆发；食品安全问题；自然灾害；政策不达预期；猪价不达预期；粮食价格波动；地缘政治风险等。

## ■ 相关研究

农林牧渔行业景气度盘点专题—供需格局逆转，猪价拾级而上 (2022-06-15)

农林牧渔行业跟踪报告—景气叠加成长，动保有望业绩估值双升 (2022-05-17)

农林牧渔行业 2021 年年报及 2022 年一季报总结—养殖触底酝酿反转，种植持续景气向上 (2022-05-06)

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 一般性声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断并自行承担投资风险。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告或其所包含的内容产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可跌可升。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问 <https://research.citicsinfo.com/disclosure>。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited（于中国香港注册成立的有限公司）分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由 CLSA Europe BV 分发；在英国由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：8/F, Dalamal House, Nariman Point, Mumbai 400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国大陆：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**中国香港：**本研究报告由 CLSA Limited 分发。本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）及其下颁布的任何规则界定的），不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA 客户应联系 CLSA Limited 的罗鼎，电话：+852 2600 7233。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则界定且 CLSA Americas, LLC 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所述任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas, LLC（在美国证券交易委员会注册的经纪交易商），以及 CLSA 的附属公司。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系 CLSA Singapore Pte Ltd，地址：80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624，电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就 CLSA Singapore Pte Ltd. 可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSA Singapore Pte Ltd 豁免遵守《财务顾问法》（第 110 章）、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA 业务条款的新加坡附件中证券交易服务 C 部分所披露）的某些要求。MCI (P) 085/11/2021。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**英国：**本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由 CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。

**欧洲经济区：**本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的 CLSA Europe BV 分发。

**澳大利亚：**CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

**印度：**CLSA India Private Limited，成立于 1994 年 11 月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编号：INZ000001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH000001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM000010619）。CLSA 及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA 及其关联方在过去 12 个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。如需了解 CLSA India “关联方”的更多详情，请联系 Compliance-India@clsa.com。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2022 版权所有。保留一切权利。