

推荐 (维持)

布局超跌优质龙头，把握种业景气拐点

2021 年 06 月 27 日

农林牧渔行业 2021 年中期投资策略

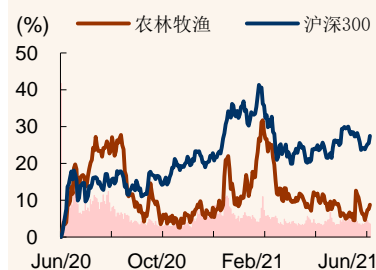
上证指数 3608

行业规模

	占比%
股票家数 (只)	85 2.0
总市值 (亿元)	14077 1.7
流通市值 (亿元)	11679 1.7

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	3.0	1.3	10.1
相对表现	4.5	-2.7	-16.5



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《农林牧渔行业热点聚焦 20210609—猪价或现政策底，年内反弹仍可期》2021-06-09
- 2、《招商证券农林牧渔行业周报 20210530—猪价反弹虽迟必至，把握龙头超跌窗口》2021-05-31
- 3、《农林牧渔行业周报 20210516—如何看待 4 月畜禽产业链数据？》2021-05-16

熊承慧

xiongchenghui@cmschina.com.cn
S1090521030002

以合理估值买入优质龙头，把握种业景气拐点，是我们对下半年农林牧渔板块的整体投资策略。对猪股的筛选标准应从侧重规模扩张和结构、转为关注成本控制和现金流。继续坚定推荐自繁自养的龙头猪企、饲料龙头海大集团和白鸡龙头圣农发展；推荐龙头种企隆平高科等。

风险提示：农产品价格波动超预期，上市公司销量/成本不达预期，突发疫病，极端天气等。

- **生猪养殖：关注产能收缩，紧守优质龙头。** 牛猪大量出栏+冻肉压力，21Q2 猪价急跌致行业深亏。6 月下旬，猪价企稳且反弹。牛猪消化+消费转旺+冬季疫情影响了年初仔猪产量+政策收储预警，预计后续有望实现持续性反弹，幅度或在 30%-50%。预计周期反转最早或在明年。当前部分猪企的头均市值跌至历史低位，已具备配置价值。积极推荐低成本+现金流良好的自繁自养龙头猪企，建议关注成本或现改善、头均市值接近历史底部的温氏股份、正邦科技等。
- **白鸡养殖：供给压力或缓解，关注产业链延伸。** 以父母代销量进行推导，预计今年下半年商品代白鸡出栏量或逐季下降。进口利润压薄或带动禽肉进口量自 5 月起持续回落。整体预计白鸡行业在 2021 年处于供给宽松的格局，但过剩幅度或同比收敛，全年或维持低盈利状态。关注白鸡产业链的食品化大方向，积极推荐规模和模式优势明显、且在 C 端持续投入的圣农发展。
- **饲料：景气接力，龙头长青。** 生猪存栏的回升带动下，预计猪料仍有望保持同比增长，但同比增速或受外购比例下降、母猪存栏的调整等因素而有所回落。但是，鱼虾涨价有望拉动水产料景气接力、迈入上行通道。玉米、豆粕等大宗原料高位波动，龙头采购及配方优势有望凸显。当前十家上市饲企的合计市占率仅 26%，仍有进一步提升的空间。继续积极推荐销量增速优势明显的饲料龙头海大集团，预计其下半年受养猪业务的负面拖累或边际减弱，建议把握回调机会。
- **种植：高景气可持续，新变革稳步推进。** 供需缺口收窄+玉米及替代品进口量高增的背景下，预计玉米价格难以再创新高。但是，缺口仍存+国际玉米库销比维持低位，预计玉米价格在未来 2-3 年仍有望维持高位，进而通过饲用消费替代等方式带动小麦等涨价，并向上游种子端传导。同时，玉米种子行业的供需格局已有改善，且有望迎来转基因商业化推动的行业扩容、格局优化的机会。推荐龙头种企隆平高科，建议关注稻麦种植龙头、转基因性状龙头大北农、登海种业等。
- **投资策略：1) 以合理估值买入优质龙头：** 在行业集中度提升、产业链延伸拓展的大趋势下，我们认为周期的下行阶段是以低成本布局优质龙头的黄金时期。对于猪股的筛选标准应该从侧重规模扩张速度和结构、转为关注成本控制和现金流状况。对于饲料和白鸡等成熟板块中历经多轮周期、已经通过管

敬请阅读末页的重要说明

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

理优势等展示相对优势的龙头企业也可积极布局。坚定推荐低成本的自繁自养龙头、海大集团和圣农发展，建议关注温氏股份和正邦科技。2) 把握种业景气拐点：我们判断下半年开始的 2021/22 种子销售季有望迎来量价齐升的拐点，其中经营管理已理顺筑底的龙头种企或爆发更大弹性。推荐隆平高科，建议关注稻麦种植龙头、大北农、登海种业等。

风险提示：生猪/肉鸡/粮食价格波动超预期，突发大规模不可控疫病，极端天气，重大食品安全事件，宏观经济系统性风险，上市公司销量/成本不达预期。

重点公司主要财务指标

	股价	20EPS	21EPS	22EPS	21PE	22PE	PB	评级
海大集团	76.0	1.60	2.11	2.31	36	33	7.2	强烈推荐-A
圣农发展	24.3	1.64	1.07	1.20	71	63	2.8	强烈推荐-A
隆平高科	16.0	0.09	0.17	0.31	454	242	3.7	强烈推荐-A
大北农	6.7	0.48	0.55	0.40	138	190	2.1	强烈推荐-A
温氏股份	14.0	1.18	1.26	1.16	60	66	1.7	强烈推荐-A
登海种业	15.1	0.12	0.31	0.38	242	198	4.2	审慎推荐-A

资料来源：公司公告、招商证券。注：股价为2021年6月25日收盘价。

正文目录

生猪养殖：关注产能收缩，紧守优质龙头	5
肉鸡养殖：供给压力或缓解，关注产业链延伸	11
饲料：景气接力，龙头长青	14
种植：高景气可持续，新变革稳步推进	17
投资策略及重点公司估值	22
风险提示	22

图表目录

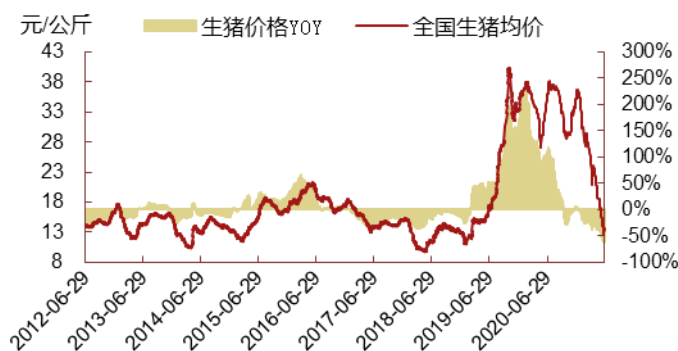
图 1：2021 年 6 月 25 日，国内生猪价格 13.6 元/公斤	5
图 2：2021 年 6 月 25 日，国内仔猪价格 33.2 元/公斤	5
图 3：自繁自养生猪与外购仔猪养殖盈利图	5
图 4：生猪存栏及其变化趋势	6
图 5：能繁母猪存栏及其变化趋势	6
图 6：猪肉进口数量变化趋势图	6
图 7：近 7 年的生猪养殖上市公司月度出栏量统计	6
图 8：截至 6 月 24 日，生猪出栏体重已连续 6 周下降	7
图 9：截至 6 月 24 日，牛猪的出栏占比下滑至 18%	7
图 10：2015 年至 2021 年猪粮比变化趋势	8
图 11：2015 年 Q3 至 2021 年 12 家猪企的资本开支	9
图 12：头部猪企的育肥猪出栏成本	10
图 13：头部猪企的自供仔猪育肥猪出栏成本	10
图 14：头部猪企的资产负债率	10
图 15：祖代白羽种鸡引种更新趋势	11
图 16：白羽种鸡父母代销量	11
图 17：商品代白羽鸡苗出栏量预测	11
图 18：鸡肉进口量情况	11
图 19：巴西鸡肉价格走势	12
图 20：美国鸡肉价格走势	12
图 21：国内白羽鸡肉供需情况	12
图 22：按收入划分的中国深加工白羽鸡肉制品的市场规模	13

图 23: 圣农的食品收入渠道划分.....	13
图 24: 圣农的食品收入占比和销量占比.....	13
图 25: 圣农的生肉及熟食业务毛利率.....	13
图 26: 圣农的熟食业务毛利率远超同行.....	13
图 27: 草鱼、鲈鱼及石斑鱼价格涨至历史高位.....	14
图 28: 对虾价格涨至历史高位.....	14
图 29: 育肥猪料的模拟毛利率系数.....	14
图 30: 主要饲料上市公司的毛利率情况.....	14
图 31: 海大集团及 10 家上市公司的饲料销量及市占率情况.....	15
图 32: 海大的水产料销量增速高于行业平均水平.....	15
图 33: 海大的禽料销量增速高于行业平均水平.....	15
图 34: 海大的猪料销量增速高于行业平均水平.....	16
图 35: 2021 年全球玉米的产量构成.....	18
图 36: 美国玉米的种植面积.....	18
图 37: 玉米及替代品的进口量.....	18
图 38: 小麦和玉米的价格走势及比价.....	18
图 39: 美国的玉米种子费用和玉米价格的走势.....	19
图 40: 国内的玉米种子费用和玉米价格的走势.....	19
图 41: 国内玉米种子的供需格局.....	19
图 42: 国内杂交稻种的供需格局.....	19
图 43: 转基因作物在中国的商业化流程.....	20
表 1: 近 5 个季度生猪养殖上市公司的生产性生物资产.....	7
表 2: 历史年份猪价的反弹情况.....	8
表 3: 历史猪周期价格表现.....	9
表 4: 前五大生猪养殖上市公司的头均市值一览.....	9
表 5: 国内玉米供需平衡表.....	17
表 6: 国际玉米供需平衡表(单位: 亿吨).....	17
表 7: 国内小麦供需平衡表(单位: 百万吨).....	18
表 8: 国内已批发的转基因玉米安全证书.....	20
表 9: 重点公司的盈利预测及估值.....	22

生猪养殖：关注产能收缩，紧守优质龙头

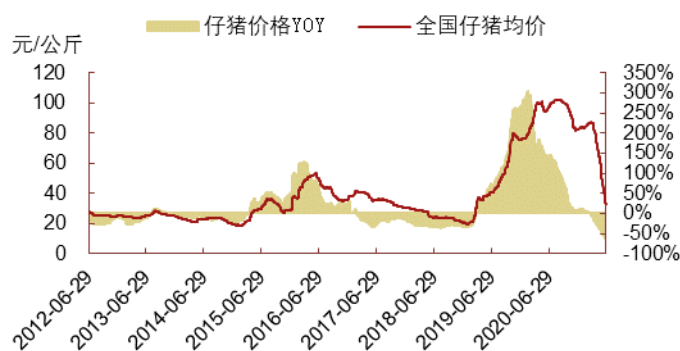
牛猪大量出栏+冻肉压力，21Q2猪价急跌致行业深亏。5月以来，猪价急速快跌并跌破行业的养殖成本线，最低时（6月22日）猪价跌至12.5元/公斤、养殖户均亏损约500-1000元。我们认为，这一波猪价的超预期急跌主要系三方面因素造成的：

图 1：2021 年 6 月 25 日，国内生猪价格 13.6 元/公斤



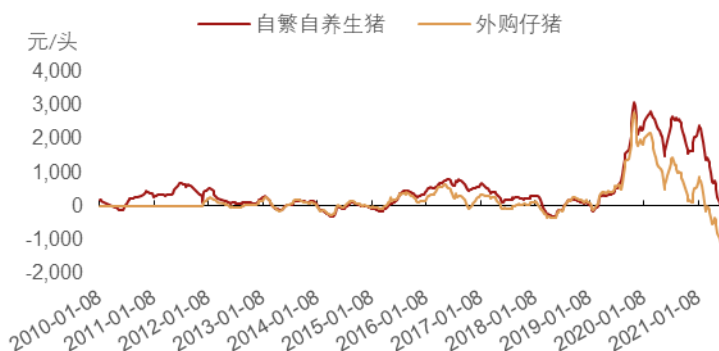
资料来源：中国畜牧业信息网、招商证券

图 2：2021 年 6 月 25 日，国内仔猪价格 33.2 元/公斤



资料来源：中国畜牧业信息网、招商证券

图 3：自繁自养生猪与外购仔猪养殖盈利图



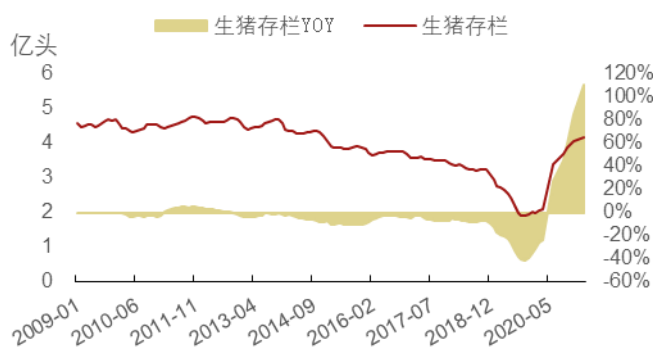
资料来源：WIND、招商证券

1) 养殖产能的恢复带动国内生猪出栏量增长。根据农业农村部的监测，我国的能繁母猪存栏自 2019 年 10 月起已恢复环比增长，2020 年 6 月开始持续同比增长；截至 2021 年 2 月，全国能繁母猪存栏已恢复至 2017 年年末的 95%。考虑到母猪存栏到生猪出栏的产能传导周期一般在 10-12 个月左右，我们判断 2020 年四季度起，国内的肥猪出栏量已恢复环比增长。

2) 受冬季疫情复发等因素的影响，产业内对 5 月猪价反弹的预期过于一致，导致普遍压栏、二次育肥现象明显增多，出栏体重的提升加大了国内猪肉供给压力。根据我们的跟踪和统计，10 家主要上市猪企的合计出栏量在今年 3 月至 5 月持续环比增长，其中肥猪出栏量保持双位数的环比增速；不仅如此，10 家猪企在 4 月和 5 月几乎都出现了不同程度的出栏均重提升，其中 5 月的平均肥猪出栏体重约 132 公斤/头、环比增长 4%。

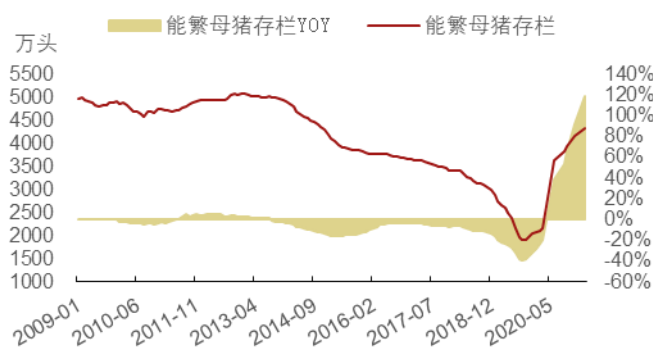
3) 1-4 月猪肉进口量仍在同比增长，且受新冠疫情的影响而推迟投放到市场，使得二季度供给压力尤甚。1-4 月，我国的猪肉及杂碎进口量合计约 202 万吨、同比增长 14%。其中，一季度部分进口冻猪肉受春节前后新冠疫情的影响而未能及时销售，其延迟投放进一步加大了国内猪肉市场的供给压力。

图 4: 生猪存栏及其变化趋势



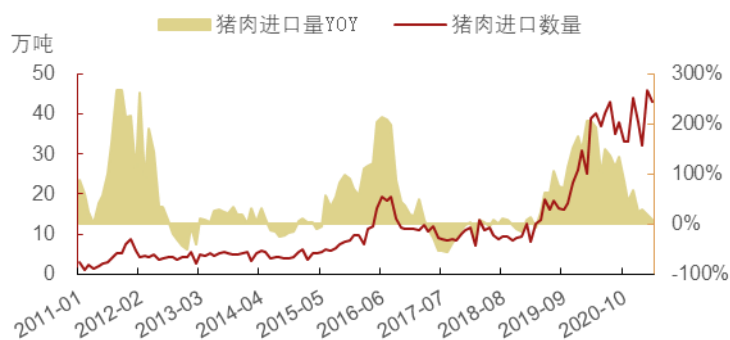
资料来源：中国政府网、招商证券

图 5: 能繁母猪存栏及其变化趋势



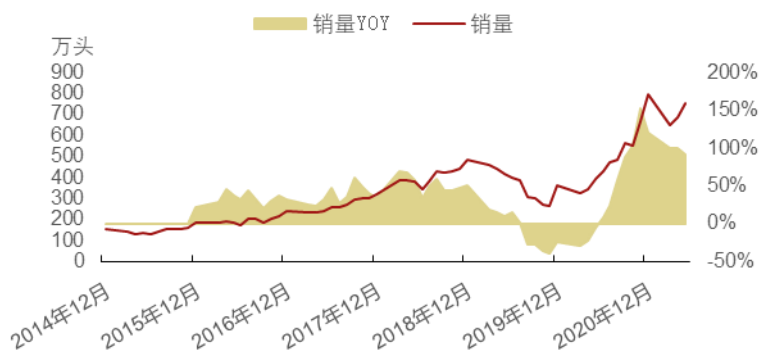
资料来源：中国政府网、招商证券

图 6: 猪肉进口数量变化趋势图



资料来源：海关总署、招商证券

图 7: 近 7 年的生猪养殖上市公司月度出栏量统计



资料来源：公司公告、招商证券

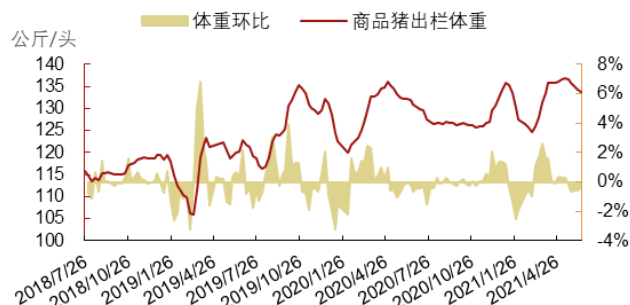
年内反弹仍可期。6 月 23 日，猪价初步企稳且略有反弹。截至 6 月 25 日，国内猪价反弹至 13.6 元/公斤，反弹幅度约 9%。我们判断猪价年底底部已基本确定，后续有望实现持续性反弹。主要逻辑系：

1) 牛猪在消化，生猪出栏体重有望回落至正常水平。这一轮猪价的急跌，对行业内的养户乃至集团场的现金流都造成了影响。对后市预期转为悲观、加快销售以回笼资金、天气炎热使得压栏难以持续等诸多因素影响下，我们预计牛猪有望加快消化，生猪出栏体重或可回落至正常水平。根据涌益咨询的监测数据，截至 6 月 24 日，商品猪出栏体

重已连续 6 周下降、降至 133 公斤/头；

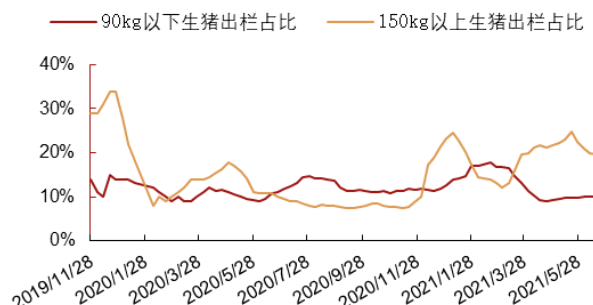
2) 下半年通常为猪肉消费的旺季，需求端有望对价格形成支撑作用。

图 8: 截至 6 月 24 日, 生猪出栏体重已连续 6 周下降



资料来源：涌益咨询、招商证券

图 9: 截至 6 月 24 日, 生猪的出栏占比下滑至 18%



资料来源：涌益咨询、招商证券

3) 冬季疫情影响了当时的仔猪产量，或将相应影响三季度的肥猪出栏量。根据农业农村部监测数据，今年 1-2 月的新生健仔数结束了连续 11 个月的环比增长、出现了较大幅度下降。从上市公司的一季报来看，12 家猪企的生产性生物资产合计达 414 亿元，环比下降 5%，其中正邦、温氏、新希望、天邦、大北农均呈现下降。我们分析，这正是主动淘汰低效母猪、冬季疫情复发导致母猪损失等因素导致的，预计将对 21Q4 乃至 22Q1 的猪价形成一定支撑。

表 1: 近 5 个季度生猪养殖上市公司的生产性生物资产

	生产性生物资产 (单位: 亿元)					生产性生物资产环比			
	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1
牧原股份	48	54	61	74	81	12%	14%	22%	8%
正邦科技	52	65	95	91	83	24%	47%	-4%	-9%
温氏股份	42	60	90	92	88	44%	49%	3%	-4%
新希望	39	80	110	118	110	104%	38%	7%	-7%
天邦股份	14	21	30	26	18	44%	45%	-14%	-31%
大北农	2.7	4.4	6.0	6.5	5.5	63%	37%	9%	-17%
傲农生物	3.3	6.4	8.8	12.2	13.7	93%	39%	38%	12%
天康生物	2.1	2.8	3.0	3.5	3.1	31%	7%	18%	-11%
唐人神	1.8	2.9	3.8	3.6	4.4	55%	34%	-5%	20%
金新农	0.8	1.8	3.1	3.6	3.5	117%	73%	16%	-2%
新五丰	0.4	0.7	0.8	1.0	2.2	51%	21%	22%	121%
罗牛山	0.7	1.0	1.2	1.2	1.5	39%	26%	-1%	25%
合计	207	299	412	433	414	44%	38%	5%	-5%

资料来源：公司公告、招商证券

4) 当前猪价如持续，或将引发政策收储。根据国家发改委今年 6 月初引发的《完善政府猪肉储备调节机制 做好猪肉市场保供稳价工作预案》，猪粮比持续 3 周低于 6:1 则将触发猪肉收储的二级预警，政府可酌情启动猪肉收储；而猪粮比低于 5:1 则将触发猪肉收储的一级预警，政府将启动猪肉收储。根据发改委的监测，6 月 7 日-11 日，全国平均猪粮比价为 5.88:1、已低于 6:1。我们估算，截至 6 月 27 日，全国猪粮比已连续三周低于 6:1，已满足二级预警的启动条件。如果猪价继续下跌，则将引发一级预警、进

而启动国家猪肉收储。

图 10: 2015 年至 2021 年猪粮比变化趋势



资料来源：国家发改委、博亚和讯、wind、招商证券

回顾历史猪价反弹情况，我们发现，下行周期里的猪价反弹分为两种类型：1) Q2 出现亏损、后续猪价反弹幅度在 30%-50%，如 2009 年 43%、2013 年 33%、2014 年 47% 等；2) 全年未出现明显亏损、年内猪价反弹幅度在 15-20%，如 2012 年 20%、2017 年 17%。我们判断，今年的猪价反弹或更偏向于第一种类型。

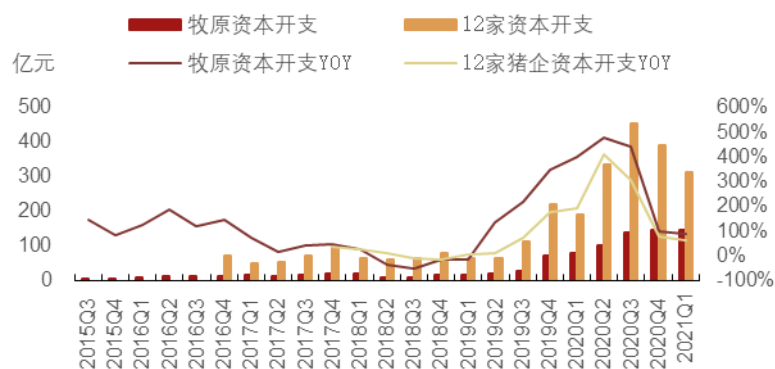
表 2: 历史年份猪价的反弹情况

	最低猪价 所在月份	最高猪价 所在月份	年内最低猪价 (元/千克)	最低猪价对应 的猪粮比	9 月猪价(元 /千克)	9 月猪 粮比	11 月猪价(元 /千克)	11 月猪 粮比	年内最大涨幅
2009 年	5 月	1 月	9.0	5.6	12.1	6.4	11.6	6.4	43.3%
2010 年	4 月	11 月	9.5	5.0	12.8	6.2	14.1	6.8	52.8%
2011 年	1 月	9 月	13.7	6.7	19.7	7.8	16.7	6.9	45.7%
2012 年	6 月	1 月	13.7	5.5	14.8	5.8	14.8	6.2	20.5%
2013 年	4 月	1 月	12.1	5.1	16.0	6.5	15.6	6.3	33.4%
2014 年	4 月	8 月	10.5	4.5	14.9	5.7	13.9	5.4	47.0%
2015 年	3 月	8 月	11.6	4.9	17.7	8.2	16.2	7.1	61.2%
2016 年	10 月	6 月	16.0	8.8	18.1	10.0	17.0	9.0	-
2017 年	6 月	1 月	12.8	7.2	14.7	7.4	14.3	8.4	17.3%
2018 年	5 月	1 月	10.0	5.1	14.2	6.8	13.3	6.4	43.1%
2019 年	2 月	11 月	11.3	5.8	28.0	13.8	36.2	17.5	262.0%
2020 年	5 月	2 月	27.6	13.1	35.7	15.1	29.6	18.5	37.0%

资料来源：中国畜牧业信息网、招商证券

周期反转最早或在明年。以历史经验来看，猪价的周期波动频率约 3-4 年，其中下行周期长度一般在一年半到两年半。我们以月度数据来看，本轮猪周期的顶点在 2020 年的 8 月份，则猪价下行底部预计将在明年年中至后年年中期间出现。我们注意到，生猪养殖行业自 20Q4 起已开始放缓资本开支。12 家上市猪企的合计资本开支在 20Q4 和 21Q1 连续两个季度环比减少。除了牧原和傲农外，其余 10 家猪企均在减少资本开支。考虑到 Q2 行业普遍亏损的现状，预计 21Q1 上市猪企的自本开始将继续环比减少、且降幅明显。不仅如此，21Q2 猪价的急跌深跌或将引发行业的产能调整，如母猪淘汰优化、猪场停建缓建等，并逐渐传导至生猪供给端。考虑到资本开支到出栏的传导周期约 1-2 年，我们预计本轮周期见底反转最早或在明年。

图 11: 2015 年 Q3 至 2021 年 12 家猪企的资本开支



资料来源：公司公告、招商证券

表 3: 历史猪周期价格表现

	上行时长 (月)	下行时长 (月)	猪价波谷 (元/ 公斤)	猪价波峰 (元/ 公斤)	猪价上行涨幅	猪价下行跌幅
2003/6-2006/5	15	20	4.4	10.2	131.8%	54.9%
2006/5-2009/5	20	15	4.6	16.5	258.7%	45.6%
2009/5-2014/3	28	32	9.0	19.9	121.8%	47.5%
2014/3-2018/5	25	24	10.5	21.2	102.9%	52.8%
2018/5-今	26	-	10.0	37.8	278.3%	≥66.0%

资料来源：农业部、中国畜牧业信息网、招商证券

部分猪企的头均市值跌至历史低位，已具备配置价值。头均市值和 PE 是市场对生猪养殖股常用的两种估值方式。其中，在下行周期中，由于净利润或阶段性受猪价影响而出现低值、甚至亏损的状况，如果拘泥于 PE 则容易错失股票投资机会，头均市值是惯常采用的估值参考。在 2017/2018 年时，四家头部生猪养殖上市公司的头均市值曾达到过其历史最低水平，分别约牧原头均 3272 元、温氏 3869 元、正邦 1487 元、天邦 2084 元。当前，部分猪企的头均市值已跌到了历史低位，已具备了配置价值。

表 4: 前五大生猪养殖上市公司的头均市值一览

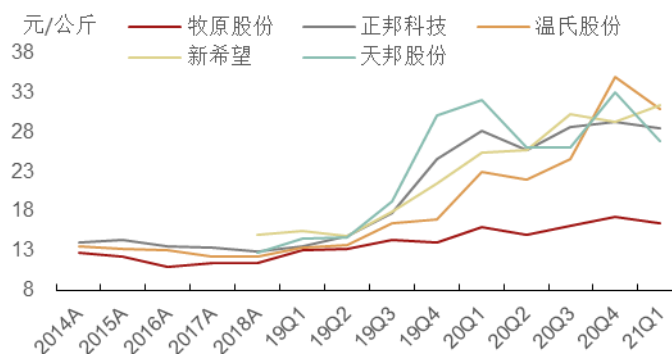
	牧原股份	温氏股份	正邦科技	新希望	天邦股份
2014 年	3984				
2015 年	5561	9500	1888		
2016 年	6807	7144	4318		
历年最低头均市值	3272	4354	2838		
2018 年	4017	3869	1487		2084
2019 年	5818	6430	2181		3444
2020 年	8960	9999	3126		3148
历史最低头均市值	3272	3869	1487		2084
当前头均市值	7613	5448	1758	2366	2706

资料来源：wind、公司公告、招商证券

积极推荐低成本+现金流良好的优质龙头。猪价已进入下行周期，成本控制将成为生猪养殖行业未来 1-2 年的核心矛盾。低成本的猪企才能扛住猪价的下跌风险、在行业微利时期掌握更好的主动权。我们认为，未来一两年行业将不再有类似 2020 年那样龙头普

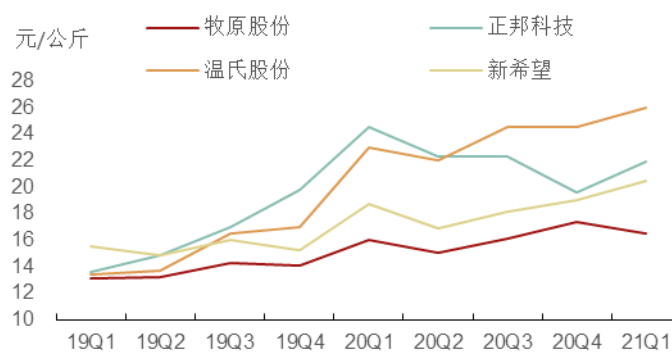
遍扩张的状况，只有资产负债率低、和/或融资渠道畅通的企业，才能保持良好的现金流、在低猪价时代继续扩张规模。我们继续坚定推荐自繁自养的龙头猪企，看好其凭借低成本构建的护城河继续保持盈利和较低资产负债率，预计其头均盈利中枢有望持续上行。同步建议关注成本或现改善、头均市值接近历史底部的温氏股份、正邦科技等。

图 12: 头部猪企的育肥猪出栏成本



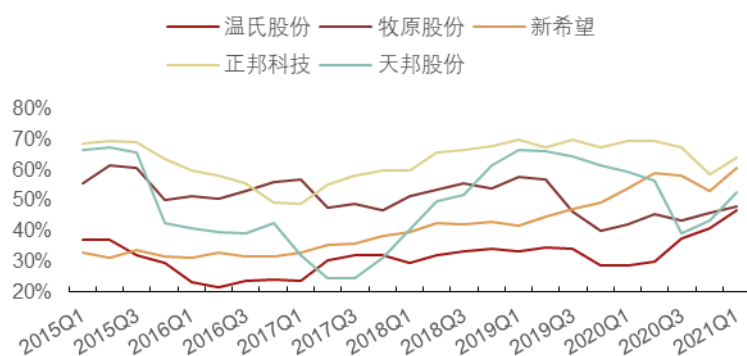
资料来源：公司公告、招商证券

图 13: 头部猪企的自供仔猪育肥猪出栏成本



资料来源：公司公告、招商证券

图 14: 头部猪企的资产负债率

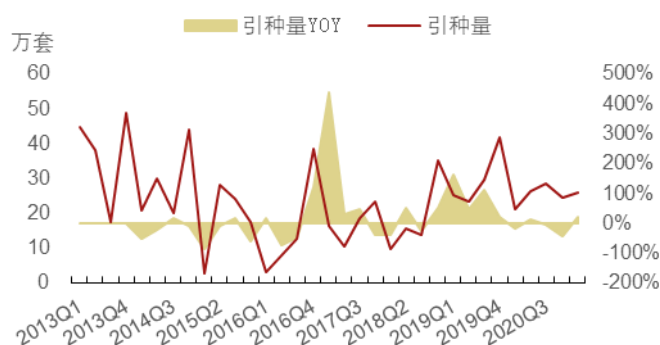


资料来源：公司公告、招商证券

肉鸡养殖：供给压力或缓解，关注产业链延伸

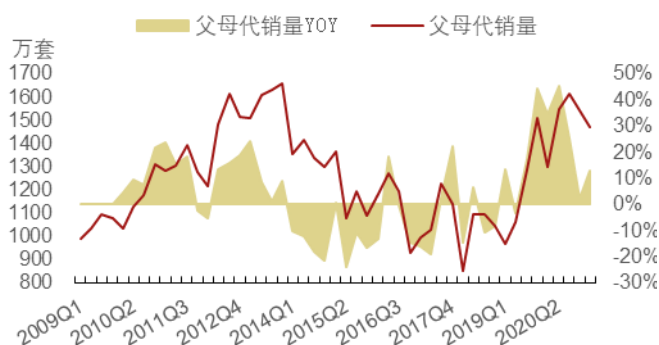
下半年白鸡供给压力有望缓解。以种鸡的产能高峰期进行推演，商品代鸡苗的销量与一年半前的祖代引种量、三个季度前的父母代销量依次对应。我国的祖代更新量自 2017 年起逐渐增长，其中 2019 年陡增至 120 万套、2020 年回落至 100 万套。而根据白羽鸡行业协会的监测数据，国内的父母代销量在 20Q3 达到今年来的最高值（1613 万套/季度）后，出现了连续两个季度的回落。我们相应预计，今年下半年商品代白鸡的出栏量或出现逐季度下降。同时，我国的禽肉进口量自今年 5 月开始出现了下降。1-5 月我国共进口禽肉近 60 万吨，其中 5 月的禽肉单月进口量约 10.1 万吨，同比下降 13%、环比下降 17%。我们判断，这主要系国内鸡肉价格偏低、而国外鸡肉价格受新冠疫情等因素影响而有所上涨、导致鸡肉进口利润压薄所致，预计未来 1-2 年我国的禽肉进口量或继续回落至低位。整体而言，我们估计 2021 年国内白羽鸡肉产量或同比微增至 1060 万吨左右、禽肉进口量或下降至 100-120 万吨，整体鸡肉供应量约 1160-1180 万吨、同比略有下降；其中，下半年国内白鸡出栏量或下降、禽肉进口量有望回落，两方面作用下，国内的白鸡供给压力有望缓解。

图 15：祖代白羽种鸡引种更新趋势



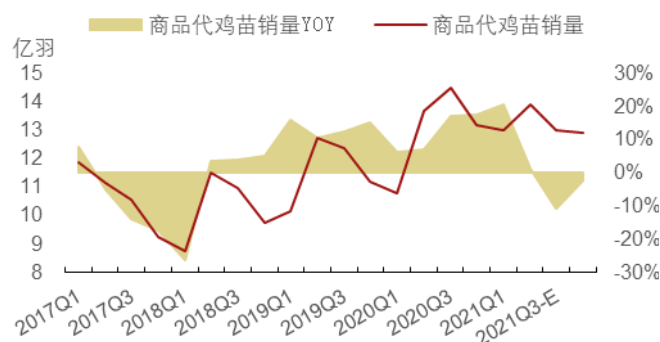
资料来源：白羽鸡行业协会、招商证券

图 16：白羽种鸡父母代销量



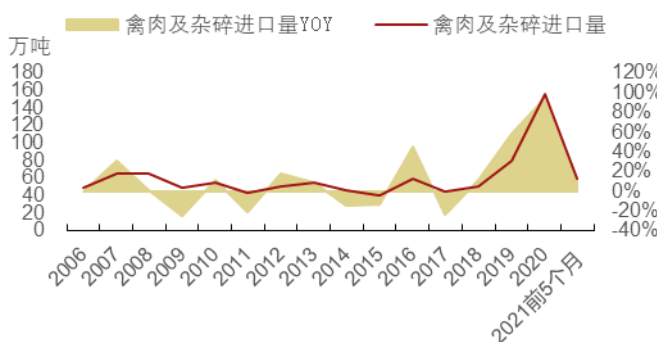
资料来源：白羽鸡行业协会、招商证券

图 17：商品代白羽鸡苗出栏量预测



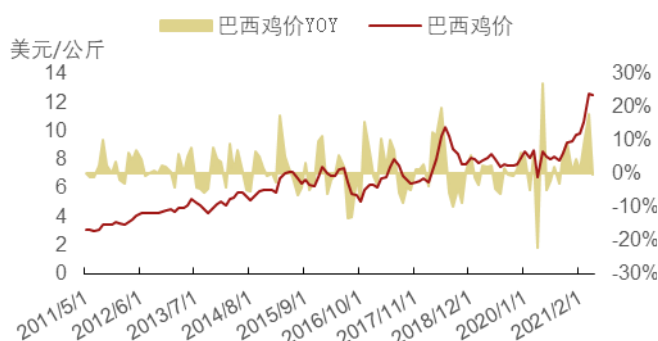
资料来源：白羽鸡行业协会、招商证券

图 18：鸡肉进口量情况



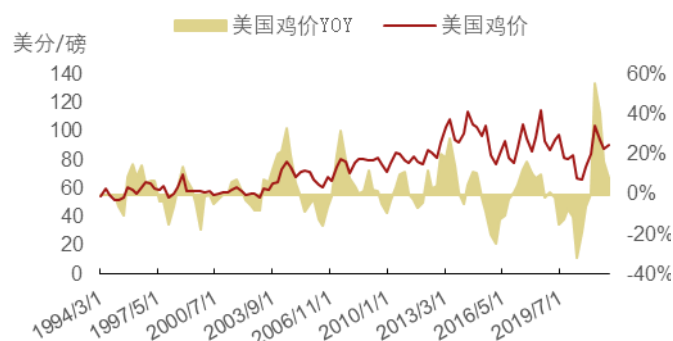
资料来源：白羽鸡行业协会、招商证券

图 19: 巴西鸡肉价格走势



资料来源: Bloomberg、招商证券

图 20: 美国鸡肉价格走势

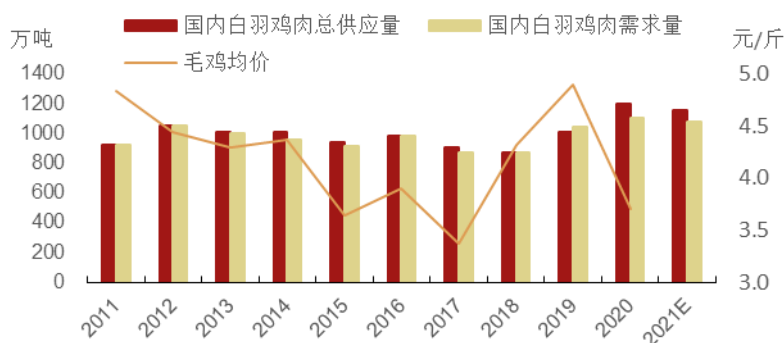


资料来源: USDA、招商证券

鸡肉需求量或略降至近 1100 万吨，其中下半年压力更甚。以历史经验来看，国内的鸡肉消费量主要受两方面因素的影响：猪肉价格和供给、高致病性禽流感疫情。2019 年至 2020 年，国内的鸡肉需求量曾充分受益于猪肉供给的短缺和价格的高位、从而实现了快速增长。结合国内的实际鸡肉供给量和价格表现，我们估计 2020 年国内的白鸡需求量或在 1100 万吨以上。考虑到猪肉供给的恢复或在消费端挤压鸡肉的需求、且挤压效应或逐季增强，我们预计 2021 年国内的白鸡需求量或出现下降。综合考虑到近两年国内禽流感疫情感染人的案例并无发生、未对鸡肉消费形成大的冲击，我们估计 2021 年国内的白鸡需求量或略降至接近 1100 万吨的水平。

全年或维持低盈利状态。结合对供需的分析，我们判断白鸡行业在 2021 年整体处于供给宽松的格局，但供给过剩幅度或较 2020 年有所减小；其中下半年或出现供需双降的局面。同时，考虑到玉米价格的上行对肉禽养殖的成本端也有一定压力，我们相应估计 2021 年白鸡产业链或维持低盈利的状态。

图 21: 国内白羽鸡肉供需情况

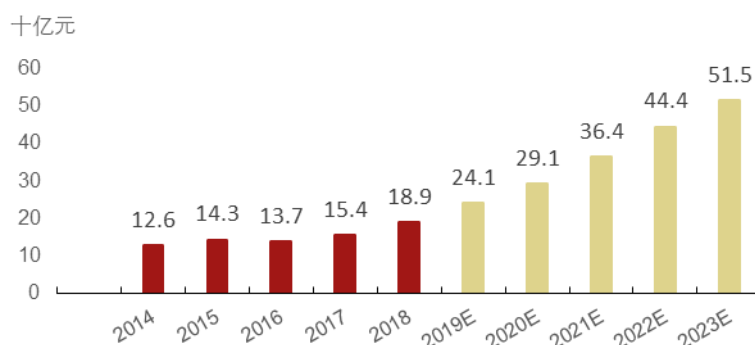


资料来源: 禽业协会、招商证券

关注白鸡产业链的食品化大方向，积极推荐圣农发展。近几年，白鸡行业出现了明显的产业链延伸趋势：由屠宰加工生肉，向深加工调理品/熟食转变。其中，圣农、凤翔、春雪等公司表现尤佳。我们认为，白鸡产业链食品化的驱动主要来自于两方面：1）人工及店面租金的涨价使得连锁餐饮企业越来越倾向于将部分加工环节（预炸、裹粉等）留在鸡肉供应环节，从而带动养殖屠宰企业的食品业务 B 端增长；2）新冠疫情影响了国人的饮食消费习惯（在家烹饪、追求便捷等），从而催化了 C 端增长。食品化的趋势给相关公司带来了向下获取深加工环节利润和市场的机会，也有利于其毛利率更趋平滑、盈利波动减小。例如，近 5 年里，圣农发展的鸡肉（生肉）业务的毛利率在 6%-34% 之

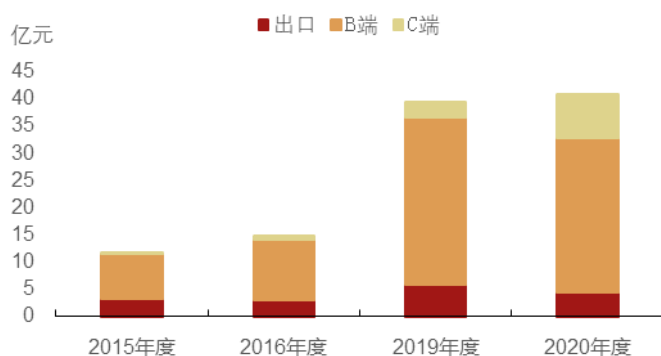
间高波动，而食品加工业务毛利率的波动范围就小得多（24%-35%）。而白鸡养殖屠宰公司向食品端拓展也面临诸多挑战，例如：1）连锁餐饮、出口渠道对鸡肉生产环节及质量的高标准；2）如何满足连锁餐饮发展的需求；3）新品研发的能力；4）品牌建设的挑战；等等。我们认为，自繁自养模式、行业第一的规模优势、持续布局且减持的产业精神等因素，使得圣农发展在食品化的方向上根基更具有优势。这种优势在连锁餐饮渠道和出口渠道等B端高端渠道上已有显现。相应的，公司的熟食收入和销量占比在过去8年里持续提升，熟食业务毛利率也远超同行。考虑到公司已加大对C端渠道的费用投放和研发投入、有望形成食品业务的增长新动力，我们预计公司公司的食品业务收入占比或在4-5年后提升至50%以上、从而使得公司的估值体系产生质的飞跃。

图 22：按收入划分的中国深加工白羽鸡肉制品的市场规模



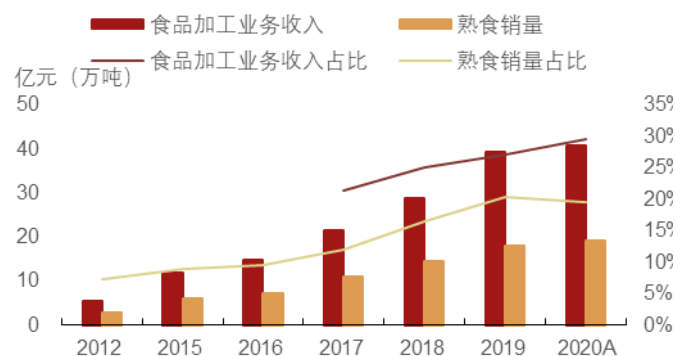
资料来源：弗若斯特沙利文、公司公告、招商证券

图 23：圣农的食品收入渠道划分



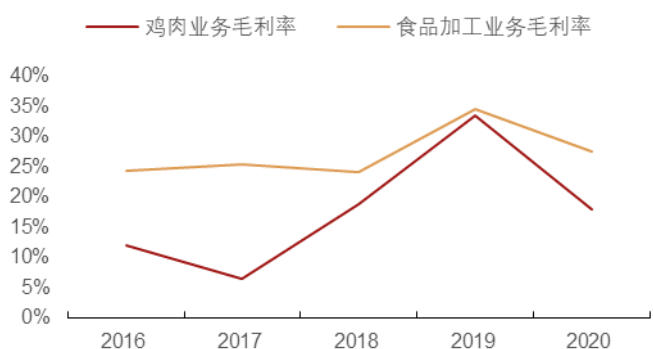
资料来源：公司公告、招商证券

图 24：圣农的食品收入占比和销量占比



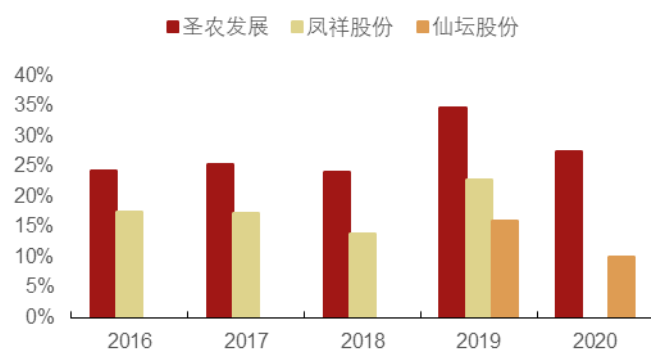
资料来源：公司公告、招商证券

图 25：圣农的生肉及熟食业务毛利率



资料来源：公司公告、招商证券

图 26：圣农的熟食业务毛利率远超同行



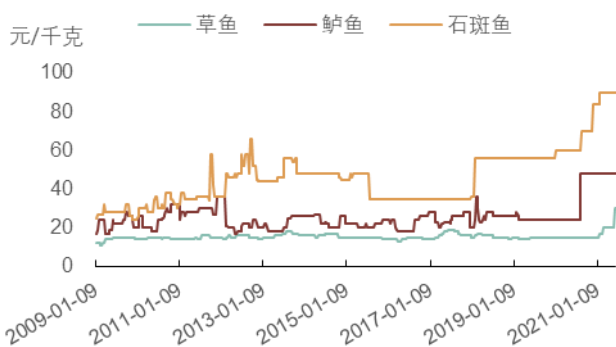
资料来源：公司公告、招商证券

饲料：景气接力，龙头长青

存栏回升，猪料景气不改、增速或回落。受益于高额的养殖盈利及生猪存栏的恢复，国内的猪料销量自 2020 年 6 月起已恢复同比增长、其同比增速震荡向上。截至 2021 年 5 月，国内的猪料销量同比增速已提升至 80%。考虑到能繁母猪存栏在 19Q4 至 21Q1 持续保持环比增长，我们预计生猪存栏在未来一年左右仍将保持增长趋势、猪料需求量或相应提振。但是，猪价的低迷或带动饲料外购比例的下降、母猪存栏的调整等，从而冲击商业化猪料的销量。另外考虑到基数的变动影响，我们估计下半年猪料销量仍有望保持同比增长，但同比增速或有所回落。

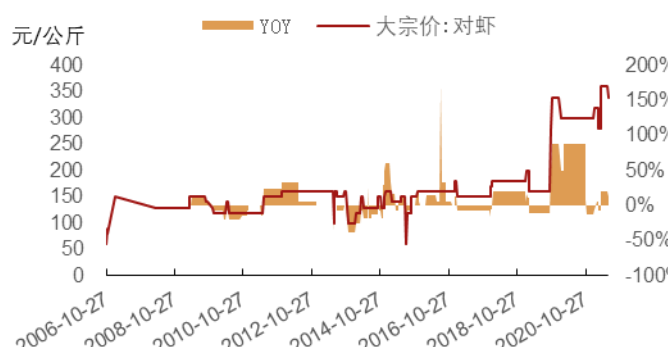
鱼虾涨价，水产料景气向好。自去年下半年起，多种鱼虾价格出现显著上涨。根据农业部的监测数据，截至 2021 年 6 月，草鱼、鲈鱼和石斑鱼的大宗售价均同比上涨 1 倍历史最高价格；对虾的大宗售价同比上涨约 20%至历史最高价格。受鱼价涨价的影响，国内的水产料销量增速也结束了去年同比下降的趋势、转为同比增长、并在今年 5 月实现了单月同比增长 19%的较高增速。

图 27：草鱼、鲈鱼及石斑鱼价格涨至历史高位



资料来源：农村农业部、招商证券

图 28：对虾价格涨至历史高位



资料来源：农村农业部、招商证券

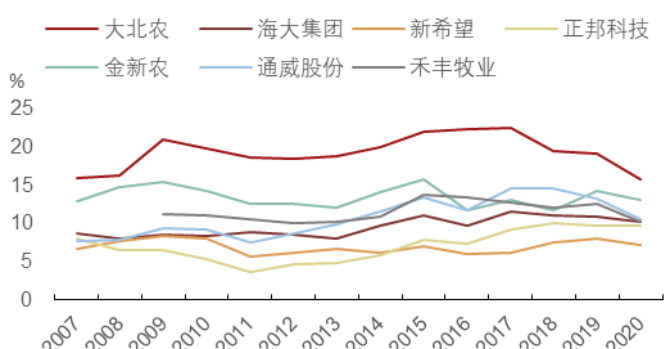
大宗原料高位波动，龙头采购及配方优势凸显。以历史经验来看，当玉米、豆粕等原料价格上涨时，饲料的毛利率将相应承压。但是，龙头企业可通过规模采购的定价优势、原料套保的管理优势、原料替代的配方优势等因素来降低原料价格上涨的负面影响。我们预计本轮也不例外。从 2020 年年报和 21Q1 一季报各饲料企业的经营情况来看，海大集团等饲料龙头企业的毛利率降幅明显小于同行。考虑到玉米和豆粕价格在未来 2 年仍有望高位运行，我们预计龙头企业的采购及配方优势有望持续。

图 29：育肥猪料的模拟毛利率系数



资料来源：农村农业部、wind、招商证券

图 30：主要饲料上市公司的毛利率情况



资料来源：公司公告、招商证券

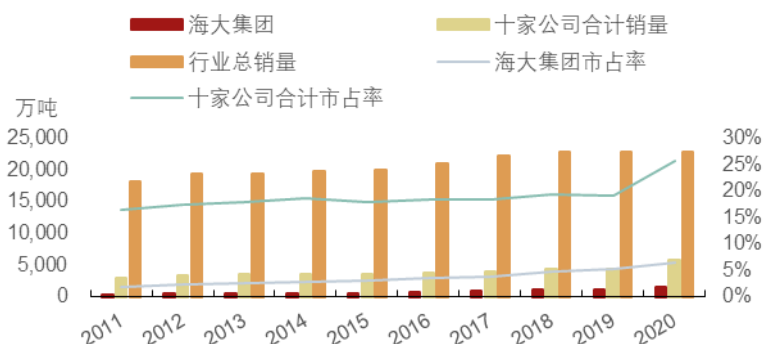
敬请阅读末页的重要说明

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

行业集中度仍有进一步提升的空间。根据全国饲料工业协会的统计数据，我国的饲料总销量约 2.3 亿吨左右。其中，销量排名前两位的新希望和海大集团在 2020 年的饲料销量分别为 1768 万吨、1466 万吨，市占率分别约 8%、6%，分别较 2019 年提升 0.9 个百分点、1 个百分点；十家上市饲料企业的合计饲料销量达 5894 万吨、合计市占率约 26%，较 2019 年提升 7 个百分点。考虑到养殖产能的迁移、养殖行业格局的变化、饲料行业的景气波动及低毛利率等因素或继续加速中小型饲料企业退出，我们预计饲料行业的集中度仍有进一步提升的空间。

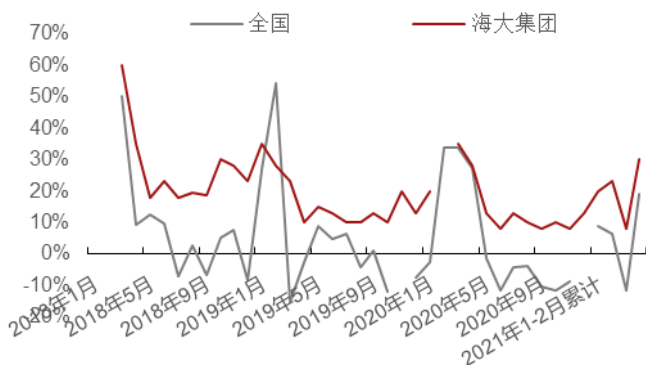
图 31：海大集团及 10 家上市公司的饲料销量及市占率情况



资料来源：公司公告、招商证券 注：10 家上市公司为海大集团、新希望、通威股份、唐人神、大北农、正邦科技、禾丰股份、傲农生物、天马科技和金新农

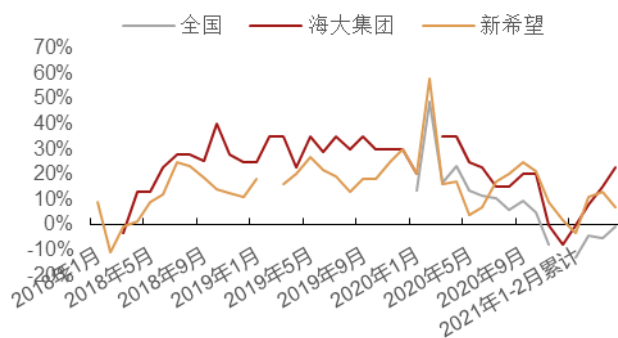
销量增速优势明显，继续推荐饲料龙头海大集团。在过去 10 年里，海大集团的饲料销量保持了 16% 的复合增速。根据我们的跟踪调研，今年以来海大的月度销量增速也持续保持了明显的相对优势，甚至优于部分龙头企业。我们认为，这是海大在研发、原料采购、服务、产业链布局等多方面的综合优势所带来的，未来有望持续。即，我们预计公司能在保持良好利润率的基础上持续提升市占率，实现 2025 年饲料销量增长至 4000 万吨、市占率约 20% 的目标。不仅如此，我们判断公司的三大饲料板块有望景气接力，下半年受生猪养殖业务的负面影响或边际减弱，建议积极把握回调机会。

图 32：海大的水产料销量增速高于行业平均水平



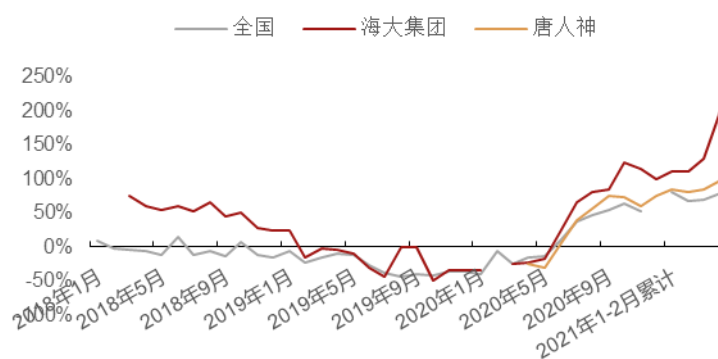
资料来源：饲料工业协会、招商证券

图 33：海大的禽料销量增速高于行业平均水平



资料来源：饲料工业协会、招商证券

图 34: 海大的猪料销量增速高于行业平均水平



资料来源: 饲料工业协会, 招商证券

种植：高景气可持续，新变革稳推进

供需缺口仍在，玉米价格有望高位运行。受国储库存拍卖殆尽、生猪存栏提升拉动饲料消费等因素的影响，今年以来，国内的玉米价格一直在 2650-3000 元/吨的历史高位运行。根据农业农村部 6 月发布的国内玉米供需平衡表，预计 2021/22 年度我国的玉米产量有望恢复增长，玉米期末结余约-150 万吨，缺口较 2020/21 年度的-350 万吨有所收窄。同时，玉米及其替代品的进口量自 2020 年下半年起开始明显提升。根据海关总署的统计，2021 年 1-5 月，我国的玉米进口量已达 1173 万吨、高于 2020 年全年的进口量；高粱进口量已达 369 万吨，同比增长 237%、接近 2020 年全年的进口量（481 万吨）；大麦进口量已达 465 万吨，同比增长 138%；DDGS 进口量也同比高增 6 倍至 11 万吨。供需缺口收窄+玉米及替代品进口量高增的背景下，我们预计前期 3000 元/吨的价格或为本轮玉米涨价的周期高点，玉米价格难以再创新高。但是，考虑到国内玉米仍存在供需缺口，美国玉米面积增长有限、巴西干旱等因素也使得 2021/22 年度全球玉米的供需格局存在变数、或进而影响到国内玉米的进口量，我们预计玉米价格仍有望高位运行。具体来说：1）美国是全球最大的玉米产地，其玉米产量约占全球的 32%。根据美国农业部的统计，2021 年美国的玉米播种面积预计约 5.53 亿亩，同比增幅仅 0.4%、低于近 10 年的平均水平。2）巴西是全球第三大的玉米产地，其玉米产量约占全球的 10%。受干旱天气的影响，巴西农业部下属的国家商品供应公司(CONAB)发布的 6 月月度报告将预期玉米产量从 1.06 亿吨下调为 0.96 亿吨（下调后的产量同比下降 6%）。而 USDA 本月报告也相应的将巴西 2020/21 年度的玉米产量从 5 月份的 1.02 亿吨下调为 6 月份的 0.99 亿吨，从而影响了 2021/22 年度的玉米期初库存。3）整体而言，USDA 预计 2021/22 年度全球玉米的供需格局将从产不足需向供大于求转变，但期末库销比预计仍将维持在 21%左右的低位。

表 5：国内玉米供需平衡表

		2019/20	2020/21E	2021/22E (5 月预测)	2021/22E (6 月预测)
单产	千克/公顷	6316	6317	6370	6370
面积	百万公顷	41.3	41.3	42.7	42.7
产量	亿吨	2.6	2.6	2.7	2.7
进口量	百万吨	7.6	22.0	20.0	20.0
国内消费量	亿吨	2.8	2.9	2.9	2.9
出口量	万吨	1.0	2.0	2.0	2.0
总消费量	亿吨	2.8	2.9	2.9	2.9
期末结余	百万吨	(9.9)	(3.5)	(1.9)	(1.9)

资料来源：农村农业部、招商证券

表 6：国际玉米供需平衡表（单位：亿吨）

	2019	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
期初库存	1.5	1.5	1.3	1.3	1.3	1.7	2.1	3.1	3.5	3.4	3.2	3.1	2.8
产量	8.2	8.3	8.9	8.7	9.9	10.2	9.7	11.2	10.8	11.2	11.2	11.3	11.9
进口量	0.9	0.9	1.0	1.0	1.2	1.3	1.4	1.4	1.5	1.6	1.7	1.8	1.9
总供给量	10.6	10.7	11.2	11.0	12.5	13.2	13.2	15.7	15.8	16.3	16.1	16.1	16.6
国内消费量	8.2	8.5	8.8	8.6	9.5	9.8	9.7	10.8	10.9	11.4	11.3	11.5	11.8
出口量	1.0	0.9	1.2	1.0	1.3	1.4	1.2	1.6	1.5	1.8	1.7	1.9	2.0
总消费量	9.2	9.4	10.0	9.6	10.8	11.2	10.9	12.4	12.4	13.3	13.1	13.4	13.8
期末库存	1.4	1.3	1.3	1.4	1.8	2.1	2.1	3.5	3.4	3.2	3.1	2.8	2.9
期末库销比	16%	14%	13%	14%	16%	19%	20%	28%	28%	24%	23%	21%	21%

敬请阅读末页的重要说明

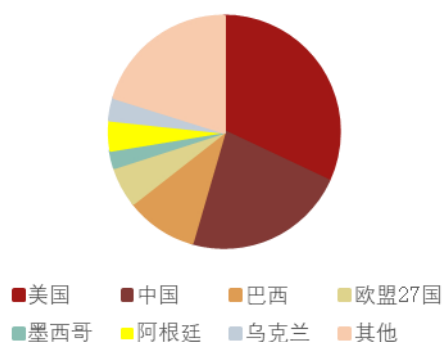
Page 17

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

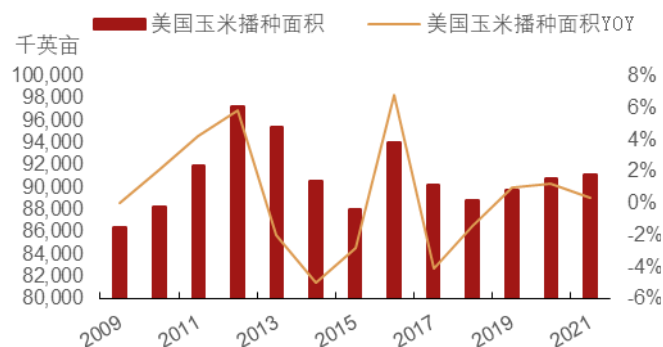
资料来源: USDA、招商证券

图 35: 2021 年全球玉米的产量构成



资料来源: USDA、招商证券

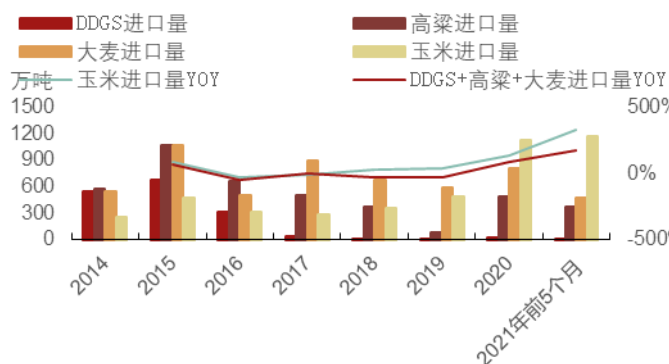
图 36: 美国玉米的种植面积



资料来源: USDA、招商证券

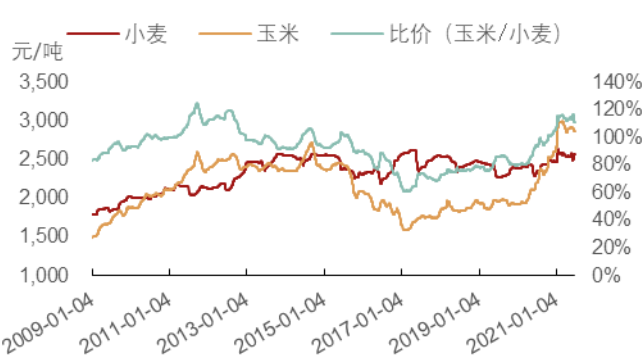
饲用消费替代, 小麦价格涨价可期。小麦可在饲料加工中替代玉米作为能量饲料。在酶制剂的配合使用下, 1 吨小麦约可替代 0.83 吨玉米和 0.17 公斤豆粕。在 2011 年-2012 年, 玉米的价格较小麦高出了约 200-300 元/吨, 曾引发大规模的小麦替代玉米、小麦的饲用消费量陡增。今年以来, 国内玉米再度较小麦出现了 200 元/吨以上的价格差, 玉米和小麦的比价升至历史高位水平。截至 2021 年 6 月 25 日, 玉米现货价较小麦高 273 元/吨。我们预计, 在高价格差的带动下, 小麦的饲用消费量有望明显增长。考虑到玉米价格仍有望维持高位, 预计小麦的价格仍具备上行空间。

图 37: 玉米及替代品的进口量



资料来源: 海关总署、招商证券

图 38: 小麦和玉米的价格走势及比价



资料来源: 农村农业部、招商证券

表 7: 国内小麦供需平衡表 (单位: 百万吨)

	2019	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
期初库存	-	59.9	53.2	38.3	28.0	34.1	40.9	45.1	48.4	68.5	77.5	102.4	111.6
产量	101.4	100.3	102.3	97.6	104.0	113.6	124.5	119.5	128.4	121.7	131.4	130.5	134.2
进口量	1.4	0.9	2.9	2.9	6.7	1.8	3.4	4.2	3.5	2.7	4.8	10.0	8.2
总供给量	160.9	161.1	158.4	138.8	138.7	149.5	158.5	168.9	180.3	192.8	213.6	243.0	254.0
国内消费	101.0	107.8	120.1	110.8	104.6	108.6	113.4	120.5	111.8	115.4	111.2	131.4	115.9
出口量	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
总消费量	101.0	107.8	120.1	110.8	104.6	108.6	113.4	120.5	111.8	115.4	111.2	131.4	115.9
期末库存	59.9	53.2	38.3	28.0	34.1	40.9	45.1	48.4	68.5	77.5	102.4	111.6	138.2
供需比	0.4	(7.5)	(17.8)	(13.2)	(0.6)	5.0	11.1	(0.9)	16.6	6.3	20.2	(0.8)	18.4
期末库销	59%	49%	32%	25%	33%	38%	40%	40%	61%	67%	92%	85%	119%

资料来源: 中国汇易、招商证券

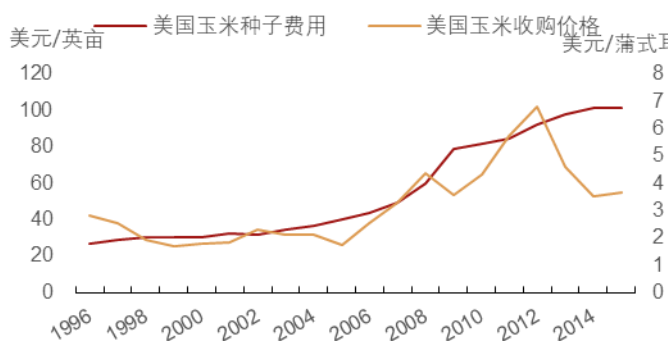
敬请阅读末页的重要说明

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

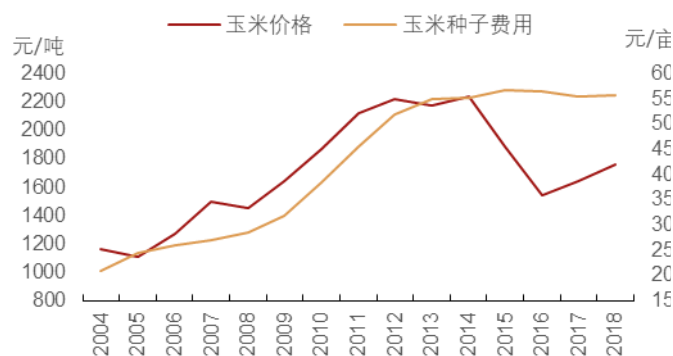
粮价景气传导，种子行业有望回暖。粮食价格是影响种子价格的重要因素之一。主要原因在于粮价的波动会影响农户种植收益、进而影响农户的种子费用投入。不管是国际经验还是国内表现，都显示当粮价明显上行时，种子价格也较易上涨。例如，2008 年，美国玉米价格受减产、燃料乙醇消费提高等因素的影响而大涨 41%；次年美国的玉米种子费用同比上涨 31%。又例如，2005 年至 2012 年，国内玉米价格受临储政策的影响而持续上涨，国内的玉米种子费用也持续上涨。2018 年，我国玉米的种植完全成本约 2081 元/吨。即便考虑了农资涨价等因素，我们判断今年以来 2600-3000 元/吨的现货价格也足以给种植户带来历史高位的种植收益。考虑到国内玉米价格仍有望高位运行，我们预计高企的种植收益有望支撑玉米种子行业景气回暖。

图 39: 美国的玉米种子费用和玉米价格的走势



资料来源：布瑞克、USDA、招商证券

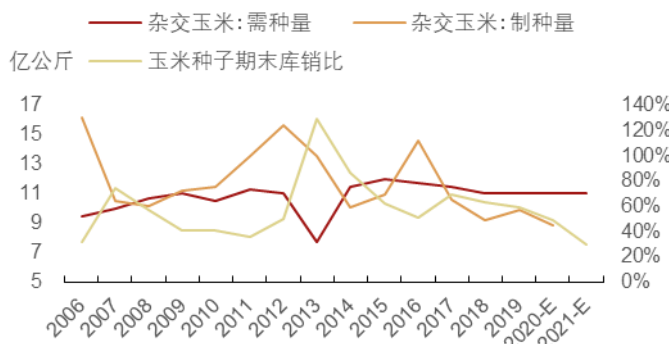
图 40: 国内的玉米种子费用和玉米价格的走势



资料来源：全国农产品成本收益资料汇编、招商证券

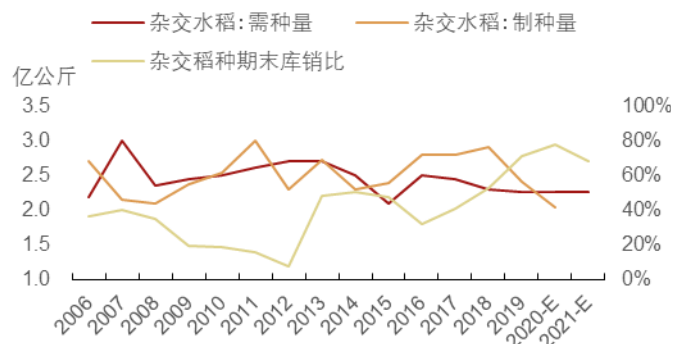
种子库存压力减轻，行业价格战或缓解。2017 年以来，国内的玉米制种面积持续低于 300 万亩、年制种量在 11 亿公斤以内，而国内的玉米需种量约 11 亿公斤。相应的，国内的玉米种子进入去库存通道。截至 2020 年年底，估算国内的玉米种子库存量已经降低 6 亿公斤以内、期末库销比约 50% 左右。而农技推广中心的统计显示，2020 年全国杂交玉米落实制种面积 230 万亩、同比再降 9.5%。我们相应估计 2021 年国内的玉米种子期末库销比将进一步下降，从而使得玉米种子行业的库存压力明显减轻，或相应带动玉米种子行业的价格战缓解。整体而言，国内的杂交稻种库存压力大于玉米种子。但是，2020 年，国内的杂交稻种制种面积已减少 17% 至 115 万亩，我们估算制种量或在 2 亿公斤、低于需种量。相应的，预计 2021 年国内杂交稻种的库存压力有望减缓。

图 41: 国内玉米种子的供需格局



资料来源：中国农技推广中心、招商证券

图 42: 国内杂交稻种的供需格局



资料来源：中国农技推广中心、招商证券

转基因商业化稳步推进。2019 年 12 月，在转基因既定推广路线推进、草地贪夜蛾虫害传入中国、玉米国储库存降至低位等诸多因素配合的背景下，我国农业农村部批准颁发了两张转基因玉米的生物安全证书。这是近十年来转基因玉米首次在生物安全证书环节

有所突破，也是国内第一次给抗虫抗除草剂性状的转基因玉米批发安全证书。在之后的一年半时间了，农业部又再批准了三批转基因玉米安全证书。截至 2021 年 6 月，国内共有 3 个抗虫耐除草剂转基因玉米性状获批有安全证书，分别是北京大北农生物技术有限公司的 DBN9936 和 DBN9501、杭州瑞丰生物技术有限公司的瑞丰 125。另外，大北农还有一个耐受除草剂的性状 DBN9858 也已获得安全证书。参考转基因棉花在国内商业化的流程，我们预计转基因玉米在中国的商业化流程主要分为四个阶段：1) 转化体的生物安全证书申请：技术难度最高也是政策限制最紧的环节，需时 5 年以上；2) 衍生品系的生物安全证书申请：需时 1-5 年；3) 品种审定：需时 2-3 年；4) 制种及销售：需时约 1 年。其中，环节 2 和环节 3 或有可能酌情简化加速。目前大北农和杭州瑞丰已领先完成了第一环节，并进入了示范阶段。我们推测，如果转基因玉米相关的品种审定办法落地，预计最早明年有望商业化推广。参考国外的经验，我们判断转基因玉米的商业化将有力提振种子价格、带动种子行业规模的扩张；同时，由于转基因技术存在研发周期长、难度大、专利保护较为周全等壁垒，我们预计转基因玉米的商业化推广也将带动行业集中度的明显提升，具备转基因技术和产品的龙头企业（如大北农、隆平高科、先正达等）或有望从中获取更大利益。

图 43：转基因作物在中国的商业化流程



资料来源：农业农村部、招商证券

表 8：国内已批发的转基因玉米安全证书

获批时间	获批公司/机构	转化体名称	插入基因	性状功能	推广区域
2019-12-02	北京大北农生物技术有限公司	DBN9936	cry1Ab 和 epsps 基因	抗虫耐除草剂	北方春玉米区
	杭州瑞丰生物科技有限公司	瑞丰 125	cry1Ab/cry2Aj 和 g10evo-epsps 基因	抗虫耐除草剂	北方春玉米区
2020-06-11	北京大北农生物技术有限公司	DBN9858	epsps 和 pat 基因	耐除草剂	北方春玉米区
2020-12-29	北京大北农生物技术有限公司	DBN9501	vip3Aa19 和 pat 基因	抗虫耐除草剂	北方春玉米区
	北京大北农生物技术有限公司	DBN9858	epsps 和 pat 基因	耐除草剂	黄淮海夏玉米 南方地区 西南地区 西北地区
	北京大北农生物技术有限公司	DBN9936	cry1Ab 和 epsps 基因	抗虫耐除草剂	黄淮海夏玉米

敬请阅读末页的重要说明

Page 20

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

获批时间	获批公司/机构	转化体名称	插入基因	性状功能	推广区域
				草剂	南方地区
					西南地区
					西北地区
2021-02-10	杭州瑞丰生物科技有限公司	瑞丰 125	cry1Ab/cry2Aj 和 g10evo-epsps 基因	抗虫耐除 草剂	黄淮海夏玉米 西北地区

资料来源：农业农村部、招商证券

粮价景气高企+种业技术变革在即，推荐种子龙头。整体而言，我们预计粮价的高景气在未来 2-3 年内有望持续、并向上游种子端传导。同时，玉米种子行业的供需格局已有改善，且有望迎来转基因商业化推动的行业扩容、格局优化的机会。建议可积极关注稻麦种植龙头企业。同时，推荐种子龙头隆平高科（全球 TOP10 种企，已出现经营拐点）、建议关注大北农（国内转基因性状龙头）、及登海种业（纯正玉米种子企业）等。

投资策略及重点公司估值

以合理估值买入优质龙头，把握种业景气拐点，是我们对下半年农林牧渔板块的整体投资策略。具体来说：1) 以合理估值买入优质龙头：在行业集中度提升、产业链延伸拓展的大趋势下，我们认为周期的下行阶段是以低成本布局优质龙头的黄金时期。如头均市值已跌至历史低位的生猪养殖龙头企业，如股价受猪价拖累而回调、但饲料主业经营仍稳健向上的海大集团，如食品业务收入/销量占比持续提升的圣农发展。其中，对于生猪养殖企业，我们认为，对优质龙头的筛选标准应该从过去一两年的侧重规模扩张速度和结构、转为关注成本控制和现金流状况。具备低成本壁垒的企业能够更好的对抗猪价下行的风险，在行业微利时代掌握更好的主动权。未来一两年行业将不再有类似 2020 年那样龙头普遍扩张的状况，只有资产负债率低、和/或融资渠道畅通的企业，才能保持良好的现金流、在低猪价时代继续扩张规模。我们继续坚定推荐自繁自养的龙头猪企，同步建议关注成本或现改善、头均市值接近历史底部的温氏股份、正邦科技等。继续坚定推荐优质饲料龙头海大集团和白鸡龙头圣农发展。2) 把握种业景气拐点：粮价在未来 2-3 年有望维持高位，我们预计高企的种植收益有望带动种子行业景气向上。同时玉米种子行业本身的供给格局也已有所改善，更有望迎来转基因玉米商业化的技术变革。我们判断下半年开始的 2021/22 种子销售季有望迎来量价齐升的拐点，其中经营管理已理顺筑底的龙头种企或爆发更大弹性。推荐龙头种企隆平高科，建议关注稻麦种植龙头、转基因性状龙头大北农、登海种业等。

表 9：重点公司的盈利预测及估值

	股价	20EPS	21EPS	22EPS	21PE	22PE	PB	评级
海大集团	76.0	1.60	2.11	2.31	36	33	7.2	强烈推荐-A
圣农发展	24.3	1.64	1.07	1.20	71	63	2.8	强烈推荐-A
隆平高科	16.0	0.09	0.17	0.31	454	242	3.7	强烈推荐-A
大北农	6.7	0.48	0.55	0.40	138	190	2.1	强烈推荐-A
温氏股份	14.0	1.18	1.26	1.16	60	66	1.7	强烈推荐-A
登海种业	15.1	0.12	0.31	0.38	242	198	4.2	审慎推荐-A

资料来源：wind、招商证券。注：股价为 2021 年 6 月 25 日收盘价。

风险提示

1. 生猪/肉鸡/粮食价格波动超预期或影响生猪养殖/肉鸡养殖/种植产业链上市公司的收入及盈利情况。
2. 突发大规模不可控疫病，如动物疫情，可能会导致肉类消费受到影响，或影响上市公司的销量/成本控制。
3. 极端天气可能会影响畜禽养殖、粮食种植等的生产效率，从而引发收入端和/或成本端的超预期变化。
4. 重大食品安全事件可能会影响消费端，进而影响农产品价格。
5. 宏观经济系统性风险。
6. 上市公司销量/成本不达预期。

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

熊承慧：中科院生物学博士，武汉大学学士。2 年实业经验，6 年卖方研究经验。曾就职于国际种业龙头孟山都生物技术部门，继而先后在华泰证券、中信证券担任分析师。2020 年 3 月加入招商证券，任农林牧渔首席分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

敬请阅读末页的重要说明

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>