

推荐 (维持)

2019 年完美收官，2020 年期待后周期再创佳绩

风险评级：中风险

农林牧渔行业 2019 年年报及 2020 年一季报业绩综述

2020 年 5 月 12 日

### 投资要点：

魏红梅

SAC 执业证书编号：

S0340513040002

电话：0769-22119410

邮箱：whm2@dgzq.com.cn

研究助理：雷国轩

SAC 执业证书编号：

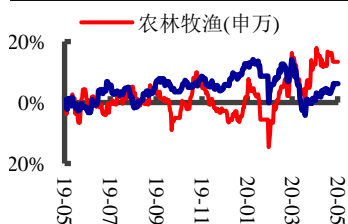
S0340119070037

电话：0769-23320072

邮箱：leiguoxuan@dgzq.com.cn

- **农林牧渔行业：2019年净利润翻倍，2020Q1盈利空间扩大。**2019年，农林牧渔行业实现营收5461.26亿元，同比+15.57%；实现净利润453.07亿元，同比+198.35%。2020年Q1，营收和净利润分别同比+16.29%和+402.95%。利润暴增是猪肉价格高位运行带动养殖板块业绩上行所致。
- **生猪养殖：2019年净利润连翻数倍，2020年Q1业绩环比下滑。**2019年，生猪养殖板块营收1026.86亿元，同比+31.07%；净利润202.75亿元，同比+376.11%。2019年非洲猪瘟影响导致行业供给下降，肉价大涨带动企业业绩造好。2020年Q1业绩同比虽然大幅提升，但由于猪价正在下行阶段，Q1营收和归母净利润分别环比-21.14%和-48.56%。
- **禽类养殖：2019年营收大增，净利润增长超四倍。**2019年禽类养殖板块营收340.51亿元，同比+37.66%；净利润107.83亿元，同比+437.82%。2019年猪价走高带动鸡价上涨，鸡肉供给没有大幅减少的前提下鸡价走高带动禽类养殖企业业绩大增，2020Q1板块业绩已开始环比下行。
- **饲料：营收稳增净利润翻倍。**2019年，饲料板块营收2307.65亿元，同比+11.80%；净利润123.63亿元，同比+130.89%。2020年Q1，营收和净利润分别同比+22.59%和+586.45%。净利润大增主要原因是部分饲料企业兼顾生猪养殖，猪价走高带动养猪业绩造好。
- **动物保健：2019年业绩下滑，补栏加速有望带动行业业绩恢复。**2019年，动物保健板块营收105.85亿元，同比-5.24%；净利润11.12亿元，同比增-37.09%，主要原因是生猪存栏量的大幅下滑导致疫苗需求量减少。2020年Q1，动保板块营收和净利润分别同比+24.05%和+37.77%，分别环比-4.30%和+398.89%，环比数据改善，补栏加速带动业绩恢复。
- **投资策略：维持对行业的推荐评级。**养殖业方面，今年生猪补栏将持续推进，猪肉供给逐步恢复，猪价大概率持续下跌。养殖后周期方面，各大企业纷纷扩大养殖规模，将扩大对饲料和兽用疫苗的需求。往后展望，今年猪价和鸡价维持相对高位运行，养殖企业业绩仍然可观。补栏推进带动猪价和鸡价持续回落，养殖企业盈利空间收缩，部分企业有望通过扩产达到以量补价。非洲猪瘟过后，小散养殖户逐步清退，规模养殖场优势凸显，从各大企业纷纷扩大养殖规模可见，优质饲料和优质兽用疫苗渗透率有望提升，饲料和动保板块持续受益。综上所述，维持对农林牧渔行业的推荐评级。建议关注个股如牧原股份、正邦科技、海大集团、新希望、禾丰牧业、大北农、中牧股份、生物股份、普莱柯、中粮糖业、粤桂股份、荃银高科、农发种业等。
- **风险提示：**猪肉价格大幅下行、鸡肉价格大幅下行、非洲猪瘟和禽流感等疫病大规模爆发、补栏进度不及预期、疫苗研发进度不及预期、虫害加剧、政策变化等。

### 行业指数走势



数据来源：wind

### 相关报告

## 目 录

|  |    |
|--|----|
| 1. 农林牧渔行业：2019 年净利润翻倍，2020Q1 盈利空间扩大 .....  | 4  |
| 2. 生猪养殖板块 .....                            | 5  |
| 2.1 2019 年净利润连翻数倍，2020 年 Q1 业绩环比下滑 .....   | 5  |
| 2.2 盈利能力同比大增 .....                         | 7  |
| 2.3 2019 年及 2020 年 Q1 销售数据一览 .....         | 8  |
| 3. 禽类养殖板块 .....                            | 10 |
| 3.1 2019 年业绩大增，2020Q1 业绩同比下滑 .....         | 10 |
| 3.2 2019 年盈利能力巨幅提升，2020 年盈利空间收缩 .....      | 11 |
| 4. 饲料板块 .....                              | 12 |
| 4.1 营收稳增净利润翻倍 .....                        | 12 |
| 4.2 盈利能力大增 .....                           | 14 |
| 5. 动物保健板块 .....                            | 15 |
| 5.1 2019 年业绩下滑，补栏加速有望带动行业业绩恢复 .....        | 15 |
| 5.2 盈利能力下滑但环比好转 .....                      | 16 |
| 6. 种业板块 .....                              | 18 |
| 6.1 2019 年业绩同比下滑，2020Q1 多数公司业绩有所好转 .....   | 18 |
| 6.2 2019 年净利率同比下滑，2020 年 Q1 盈利能力有所修复 ..... | 19 |
| 7. 投资策略 .....                              | 20 |
| 8. 风险提示 .....                              | 22 |

## 插图目录

|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 图 1：农林牧渔行业营收和净利润（亿元） .....           | 4  |
| 图 2：农林牧渔行业营收和净利润增速（%） .....          | 4  |
| 图 3：农林牧渔细分板块 2019 年营收增速（%） .....     | 4  |
| 图 4：农林牧渔细分板块 2019 年归母净利润增速（%） .....  | 4  |
| 图 5：农林牧渔细分板块 2020 年一季度营收增速（%） .....  | 5  |
| 图 6：农林牧渔细分板块 2020 年一季度净利润增速（%） ..... | 5  |
| 图 7：生猪养殖板块营收和净利润（亿元） .....           | 6  |
| 图 8：生猪养殖板块业绩增速（%） .....              | 6  |
| 图 9：生猪价格开始下行 .....                   | 6  |
| 图 10：能繁母猪数量逐步回升 .....                | 6  |
| 图 11：生猪养殖板块毛利率净利率（%） .....           | 7  |
| 图 12：生猪养殖板块期间费用率（%） .....            | 7  |
| 图 13：禽类养殖板块营收和净利润（亿元） .....          | 10 |
| 图 14：禽类养殖板块业绩增速（%） .....             | 10 |
| 图 15：2020 年 Q1 鸡肉价格开始回落 .....        | 10 |
| 图 16：主产区肉鸡苗价格开始回落 .....              | 10 |
| 图 17：禽类养殖板块毛利率净利率（%） .....           | 11 |
| 图 18：禽类养殖板块期间费用率（%） .....            | 11 |
| 图 19：饲料板块营收和净利润（亿元） .....            | 13 |
| 图 20：饲料板块业绩增速（%） .....               | 13 |
| 图 21：饲料板块毛利率净利率（%） .....             | 14 |
| 图 22：饲料板块期间费用率（%） .....              | 14 |

|                          |    |
|--------------------------|----|
| 图 23 : 动物保健板块营收和净利润 (亿元) | 16 |
| 图 24 : 动物保健板块业绩增速 (%)    | 16 |
| 图 25 : 动物保健板块毛利率净利率 (%)  | 17 |
| 图 26 : 动物保健板块期间费用率 (%)   | 17 |
| 图 27 : 种业板块营收和净利润 (亿元)   | 18 |
| 图 28 : 种业板块业绩增速 (%)      | 18 |
| 图 29 : 种业板块毛利率净利率 (%)    | 19 |
| 图 30 : 种业板块期间费用率 (%)     | 19 |
| 图 31 : 稻谷最低收购价格 (元/斤)    | 19 |
| 图 32 : 玉米现货平均价 (元/吨)     | 19 |

## 表格目录

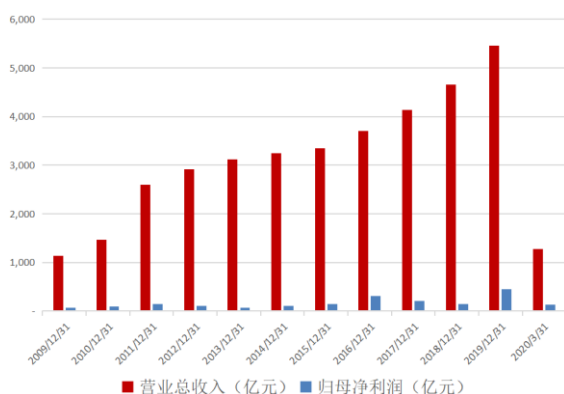
|   |    |
|---|----|
| 表 1 : 2019 年及 2020 年 Q1 生猪养殖板块上市公司业绩简况  | 6  |
| 表 2 : 2019 年生猪养殖上市公司盈利能力                | 7  |
| 表 3 : 2020 年 Q1 生猪养殖上市公司盈利能力            | 7  |
| 表 4 : 温氏股份销售数据                          | 8  |
| 表 5 : 牧原股份销售数据                          | 9  |
| 表 6 : 天邦股份销售数据                          | 9  |
| 表 7 : 2019 年及 2020 年 Q1 禽类养殖板块上市公司业绩简况  | 11 |
| 表 8 : 2019 年禽类养殖上市公司盈利能力                | 12 |
| 表 9 : 2020 年 Q1 禽类养殖上市公司盈利能力            | 12 |
| 表 10 : 2019 年及 2020 年 Q1 饲料板块上市公司业绩简况   | 13 |
| 表 11 : 2019 年饲料上市公司盈利能力                 | 14 |
| 表 12 : 2020 年 Q1 饲料上市公司盈利能力             | 15 |
| 表 13 : 2019 年及 2020 年 Q1 动物保健板块上市公司业绩简况 | 16 |
| 表 14 : 2019 年动物保健上市公司盈利能力               | 17 |
| 表 15 : 2020 年 Q1 动物保健上市公司盈利能力           | 17 |
| 表 16 : 2019 年及 2020 年 Q1 种业板块上市公司业绩简况   | 18 |
| 表 17 : 2019 年种业上市公司盈利能力                 | 20 |
| 表 18 : 2020 年 Q1 种业上市公司盈利能力             | 20 |
| 表 19 : 重点公司盈利预测及投资评级 (2020/5/11)        | 21 |

## 1. 农林牧渔行业：2019 年净利润翻倍，2020Q1 盈利空间扩大

**2019 年净利润翻两倍。**2019 年，农林牧渔行业（SW 农林牧渔行业剔除 B 股及退市股的公司，共 85 家样本公司，下同）实现营业收入 5461.26 亿元，同比增长 15.57%；实现归属于母公司股东的净利润 453.07 亿元，同比增长 198.35%。营收稳步上涨，归母净利润大增，主要是畜禽养殖板块业绩带动所致。2019 年，农林牧渔 8 个细分板块中，营收有 7 个实现正增长，其中畜禽养殖板块涨幅最大且同比+30.89%；种植业板块和饲料板块则分别同比+16.15%和+12.25%。从利润端看，8 个子板块中有 4 个实现同比正增长，畜禽养殖板块同样领涨，归母净利润同比+343.96%；农产品加工和饲料板块归母净利润分别同比+188.72%和+160.60%。

**2020 年 Q1 净利润翻四倍。**2020 年 Q1，农林牧渔行业实现营业总收入和归母净利润分别为 1273.91 亿元和 138.13 亿元，分别同比+16.29%和+402.95%。归母净利润同比暴增，主要是猪肉价格高位运行带动养殖板块业绩上行所致。2020 年 Q1，农林牧渔 8 个细分板块中，营收有 4 个实现正增长，其中畜禽养殖板块同比+29.63%，饲料和动物保健板块分别同比+23.35%和+23.25%。从利润端看，8 个细分板块中有 4 个实现正增长，饲料板块涨幅最大同比+1467.70%，畜禽养殖板块同比+985.01%。随着补栏持续推进，肉类供给恢复，肉价持续下跌，2020 年 Q1 畜禽养殖板块营收环比-27.23%，归母净利润环比-56.77%；动物保健板块营收环比-1.92%，归母净利润环比+440.63%，业绩已开始改善；饲料板块营收环比-14.49%，归母净利润环比-16.84%，未来业绩有望改善。

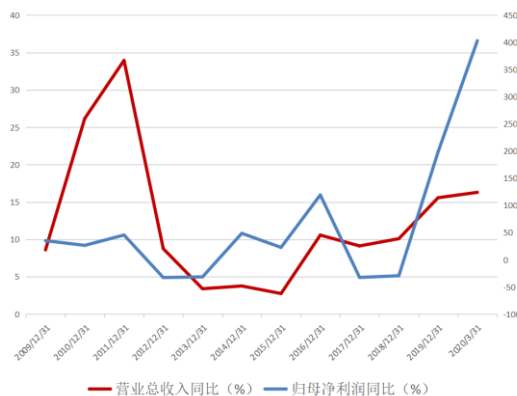
图 1：农林牧渔行业营收和净利润（亿元）



资料来源：东莞证券研究所，wind

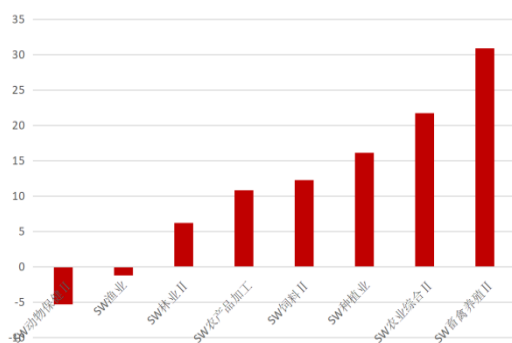
图 3：农林牧渔细分板块 2019 年营收增速（%）

图 2：农林牧渔行业营收和净利润增速（%）

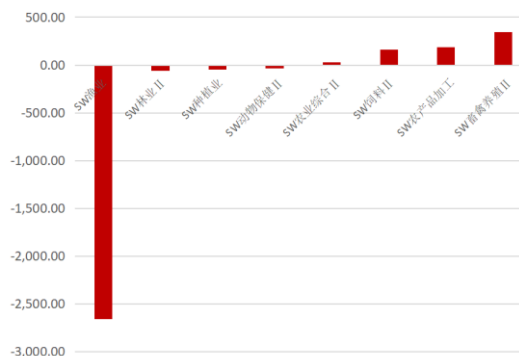


资料来源：东莞证券研究所，wind

图 4：农林牧渔细分板块 2019 年归母净利润增速（%）



2019 年营业总收入增速 (%)

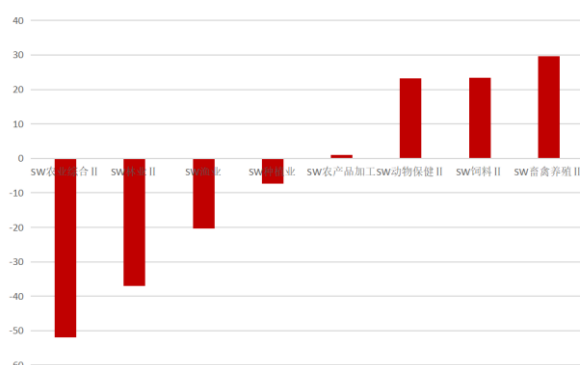


2019 年归母净利润增速 (%)

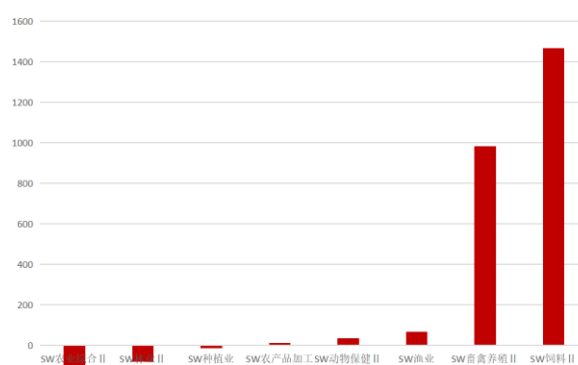
资料来源：东莞证券研究所，wind

资料来源：东莞证券研究所，wind

图 5: 农林牧渔细分板块 2020 年一季度营收增速 (%) 图 6: 农林牧渔细分板块 2020 年一季度净利润增速 (%)



2020 年一季度营业总收入增速 (%)



2020 年一季度归母净利润增速 (%)

资料来源：东莞证券研究所，wind

资料来源：东莞证券研究所，wind

## 2. 生猪养殖板块

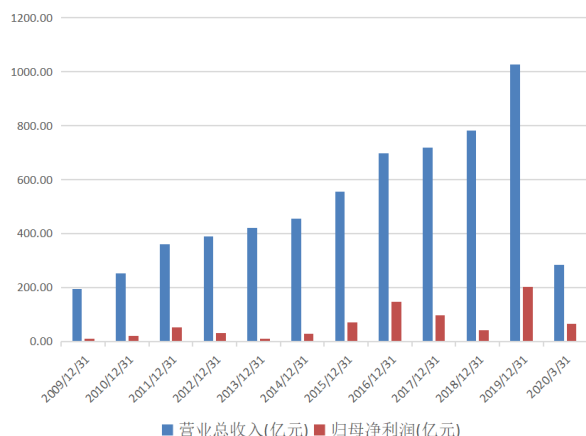
### 2.1 2019 年净利润连翻数倍，2020 年 Q1 业绩环比下滑

**2019 年净利润连翻数倍。**2019 年，生猪养殖板块（共 5 家标的公司，下同）实现营业收入 1026.86 亿元，同比+31.07%；实现归属于母公司股东的净利润 202.75 亿元，同比+376.11%。营收和利润均大幅增长，利润连翻数倍，主要原因是 2019 年非洲猪瘟影响导致行业供给下降，肉价大涨带动企业业绩造好。根据中国畜牧业信息网，22 个省市平均生猪价格从 2019 年年初的 13 元/千克附近一路上涨至 2019 年 11 月的最高位约 41 元/千克，随后疫情得到控制，补栏推进，供应量回升，猪价重新下行，到 2020 年 5 月已回落至 32 元/千克附近，但总体价位仍然偏高。预期 2020 年下半年生猪价格回落至 30 元/千克以下，全年生猪平均价位估计在 30 元/千克附近，绝对值仍然相当高，生猪养殖企业业绩今年仍将相当靓丽。2019 年，生猪养殖上市公司大部分录得较大的同比增幅，其中温氏股份营收和归母净利润分别同比+27.75%和+252.94%；牧原股份营收和归母净利润分别同比+51.08%和+1075.37%，净利润增幅巨大；新五丰同样录得归母净利润同比+276.62%。



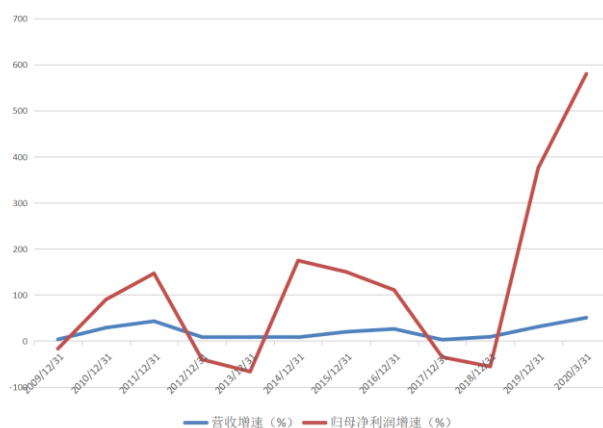
**2020 年 Q1 业绩同比大涨,但环比下滑。**2020 年 Q1,生猪养殖板块实现营业总收入 283.98 亿元,同比+50.43%;实现归母净利润 66.23 亿元,同比+580.05%。值得注意的是,2020 年 Q1 业绩同比虽然大幅提升,但由于猪价正在下行阶段,Q1 营收和归母净利润分别环比-21.14%和-48.56%。根据中国政府网,能繁母猪存栏量已从最低位的 1900 万头回升至目前约 2200 万头的水平,随着补栏持续推进,猪价下行趋势下板块业绩或将继续环比下滑,但由于猪价目前仍然在高位,从绝对值看业绩仍然靓丽。2020 年 Q1,猪肉价格仍然维持高位运行,生猪养殖企业纷纷加快扩产和出栏,所有公司 Q1 业绩同比大增。其中温氏股份营收和净利润分别同比+24.89%和+510.93%;牧原股份营收和净利润分别同比+164.75%和+863.75%;天邦股份营收和净利润分别同比+51.60%和+242.05%。

图 7: 生猪养殖板块营收和净利润(亿元)



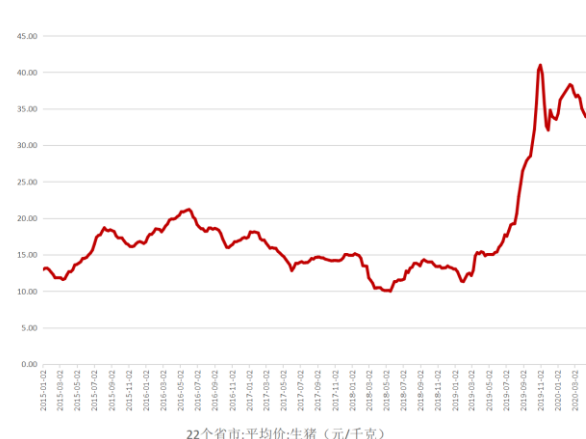
资料来源: 东莞证券研究所, wind

图 8: 生猪养殖板块业绩增速(%)



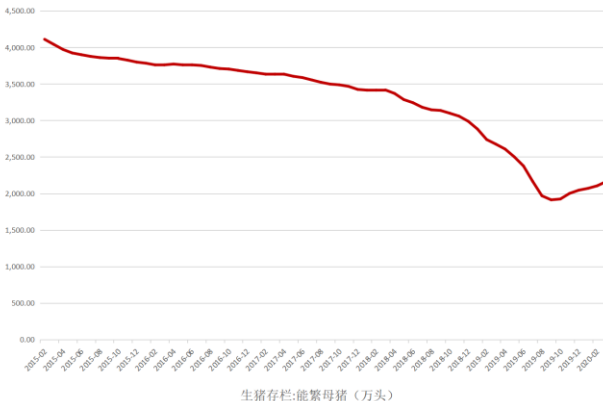
资料来源: 东莞证券研究所, wind

图 9: 生猪价格开始下行



资料来源: 东莞证券研究所, 中国畜牧业信息网

图 10: 能繁母猪数量逐步回升



资料来源: 东莞证券研究所, 中国政府网

表 1: 2019 年及 2020 年 Q1 生猪养殖板块上市公司业绩简况

| 证券代码      | 证券简称 | 2019 年营收(亿元) | 2019 年归母净利润(亿元) | 2019 年营收同比(%) | 2019 年归母净利润同比(%) | 2020Q1 营收同比(%) | 2020Q1 归母净利润同比(%) |
|-----------|------|--------------|-----------------|---------------|------------------|----------------|-------------------|
| 300498.SZ | 温氏股份 | 731.45       | 139.67          | 27.75         | 252.94           | 24.89          | 510.93            |
| 002714.SZ | 牧原股份 | 202.21       | 61.14           | 51.08         | 1075.37          | 164.75         | 863.75            |
| 002124.SZ | 天邦股份 | 60.07        | 1.00            | 33.01         | 117.55           | 51.60          | 242.05            |
| 600975.SH | 新五丰  | 21.30        | 0.63            | 4.39          | 276.62           | 8.41           | 441.27            |

000735.SZ 罗牛山 11.83 0.30 2.98 -92.27 157.34 265.98

资料来源：东莞证券研究所，wind

## 2.2 盈利能力同比大增

**2019 年毛利率大增。**2019 年，生猪养殖板块毛利率同比增长 12.90%至 28.01%，净利率同比增长 14.61%至 20.44%，主要是由于猪价高位运行，带动毛利率和净利率同比大幅提升。期间费用率同比下降 0.24%至 8.10%，其中销售费用率降低 0.20%至 1.19%，管理费用率降低 0.03%至 5.99%，财务费用率降低 0.01%至 0.92%。期间费用总体变动较少，对盈利能力影响不大。2019 年，生猪养殖上市公司中，温氏股份和牧原股份的净利率和毛利率均有大幅提升。其中温氏股份毛利率同比提升 10.81%，净利率同比提升 12.34%；牧原股份毛利率同比提升 26.20%，净利率同比提升 27.43%，同时期间费用率同比下降 1.71%。新五丰和天邦股份的盈利能力均同比提升。

**2020 年 Q1 盈利能力强悍。**2020 年 Q1，生猪养殖板块实现毛利率和净利率分别为 34.04%和 24.78%，盈利能力强悍。2020 年 Q1，生猪养殖上市公司全部毛利率和净利率大增，并且期间费用率大减。其中温氏股份毛利率和净利率分别同比+15.61%和+14.07%，牧原股份毛利率和净利率分别同比+74.92%和+74.69%，罗牛山毛利率和净利率分别同比+2.12%和+11.59%。

图 11：生猪养殖板块毛利率净利率（%）

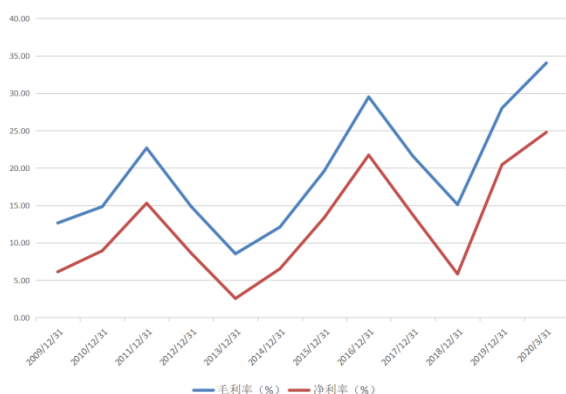
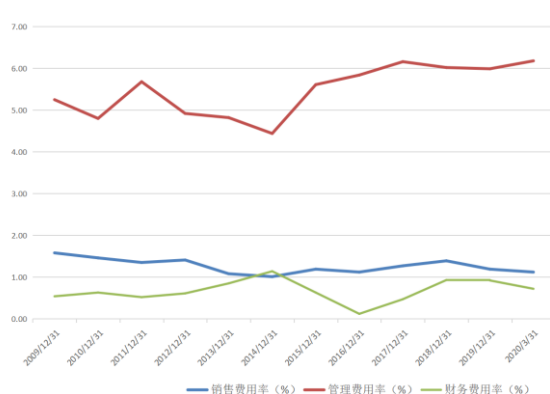


图 12：生猪养殖板块期间费用率（%）



资料来源：东莞证券研究所，wind

资料来源：东莞证券研究所，wind

表 2：2019 年生猪养殖上市公司盈利能力

| 证券代码      | 证券简称 | 毛利率（%） | 净利率（%） | 期间费用率（%） | 毛利率同比（%） | 净利率同比（%） | 期间费用率同比（%） |
|-----------|------|--------|--------|----------|----------|----------|------------|
| 300498.SZ | 温氏股份 | 27.56  | 19.78  | 8.83     | 10.81    | 12.34    | -0.03      |
| 002714.SZ | 牧原股份 | 35.87  | 31.38  | 7.13     | 26.20    | 27.43    | -1.71      |
| 000735.SZ | 罗牛山  | 18.21  | 2.70   | 24.44    | -4.01    | -32.42   | -0.33      |
| 600975.SH | 新五丰  | 8.75   | 3.19   | 5.79     | 5.64     | 5.03     | 0.46       |
| 002124.SZ | 天邦股份 | 13.51  | 1.67   | 13.53    | 2.04     | 14.43    | -0.86      |

资料来源：东莞证券研究所，wind

表 3：2020 年 Q1 生猪养殖上市公司盈利能力

| 证券代码 | 证券简称 | 毛利率（%） | 净利率（%） | 期间费用率 | 毛利率同比 | 净利率同比 | 期间费用率 |
|------|------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|
|------|------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|

|           |      |       |       | (%)   | (%)   | (%)   | 同比 (%) |
|-----------|------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 300498.SZ | 温氏股份 | 20.48 | 10.81 | 8.54  | 15.61 | 14.07 | -0.82  |
| 002714.SZ | 牧原股份 | 64.48 | 56.39 | 9.00  | 74.92 | 74.69 | -3.08  |
| 000735.SZ | 罗牛山  | 12.63 | 5.16  | 11.69 | 2.12  | 11.59 | -15.01 |
| 600975.SH | 新五丰  | 29.50 | 23.73 | 5.28  | 30.05 | 31.12 | -1.12  |
| 002124.SZ | 天邦股份 | 35.42 | 25.26 | 9.69  | 41.75 | 52.32 | -6.61  |

资料来源：东莞证券研究所，wind

## 2.3 2019 年及 2020 年 Q1 销售数据一览

**2019 年销量下降，营收大增。**2019 年，受非洲猪瘟疫情影响，各大企业商品肉猪销售量从年初开始持续下滑。如温氏股份 2019 年 1 月销量 249.32 万头，至 12 月仅销售 127.12 万头；但由于市场猪肉供给收紧，价格走高，温氏 12 月生猪单月销售收入高达 52.87 亿元，远高于 1 月的 31.99 亿元。全年看来，养殖企业普遍呈单月销量下滑，但整体收入上升的趋势。截至年底，温氏股份累计生猪销量同比-17.00%，累计销售收入同比+20.03%；牧原股份累计生猪销量同比-6.89%，累计销售收入同比+48.16%；天邦股份累计生猪销量同比+12.43%，累计销售收入同比+46.76%。

**2020 年 Q1 销售收入暴涨。**2020 年 Q1，各大养殖企业在生猪存栏量较低的水平下开始加速扩产，市场肉价仍然维持高位，总体表现出销售量上升，销售收入同比上涨。截至 3 月，温氏股份累计销售生猪 225.26 万头，累计销售收入同比+17.15%；牧原股份累计销售生猪 116.90 万头，累计销售收入同比+164.02%；天邦股份累计销售生猪 22.59 万头，累计销售收入同比+60.53%。

表 4：温氏股份销售数据

| 时间      | 商品肉猪销量 (万头) | 肉猪销量累计值 (万头) | 肉猪销量累计同比 (%) | 肉猪销售收入 (亿元) | 肉猪销售收入累计值 (亿元) | 肉猪销售收入累计同比 (%) | 肉猪销售均价 (元/公斤) | 肉猪销售均价同比 (%) |
|---------|-------------|--------------|--------------|-------------|----------------|----------------|---------------|--------------|
| 2019.1  | 249.32      | 249.32       | 39.32        | 31.99       | 31.99          | 1.72           | 11.52         | -23.46       |
| 2019.2  | 146.04      | 395.36       | 31.07        | 19.21       | 51.2           | 0.61           | 11.62         | -13.67       |
| 2019.3  | 200.94      | 596.3        | 19.65        | 32.49       | 83.69          | 8.38           | 14.02         | 27.80        |
| 2019.4  | 186.5       | 782.8        | 13.00        | 30.98       | 114.67         | 14.13          | 14.08         | 40.66        |
| 2019.5  | 201.62      | 984.42       | 12.60        | 32.4        | 147.07         | 20.15          | 14.12         | 36.16        |
| 2019.6  | 192.98      | 1177.4       | 13.69        | 33.35       | 180.42         | 25.32          | 15.6          | 34.72        |
| 2019.7  | 172.23      | 1349.63      | 11.97        | 32.22       | 212.64         | 26.04          | 17.37         | 36.88        |
| 2019.8  | 113.73      | 1463.36      | 4.25         | 27.51       | 240.15         | 19.85          | 22.85         | 63.10        |
| 2019.9  | 88.80       | 1552.16      | -4.08        | 28.30       | 268.45         | 14.70          | 28.73         | 102.18       |
| 2019.10 | 89.43       | 1641.59      | -9.20        | 38.59       | 307.04         | 16.13          | 36.19         | 153.79       |
| 2019.11 | 81.94       | 1723.53      | -14.66       | 35.55       | 342.59         | 15.32          | 35.09         | 158.20       |
| 2019.12 | 127.12      | 1850.65      | -17.00       | 52.87       | 395.46         | 20.03          | 34.37         | 150.33       |
| 2020.1  | 86.94       | 86.94        | -65.13       | 37.18       | 37.18          | 16.22          | 36.62         | 217.88       |
| 2020.2  | 53.12       | 140.06       | -64.57       | 24.40       | 61.58          | 20.27          | 38.00         | 227.02       |



|        |       |        |        |       |        |       |       |        |
|--------|-------|--------|--------|-------|--------|-------|-------|--------|
| 2020.3 | 85.20 | 225.26 | -62.22 | 36.46 | 98.04  | 17.15 | 35.23 | 151.28 |
| 2020.4 | 86.42 | 311.68 | -60.18 | 37.78 | 135.82 | 18.44 | 33.24 | 136.08 |

资料来源：东莞证券研究所，wind

表 5：牧原股份销售数据

| 时间       | 商品肉猪销量<br>(万头) | 肉猪销量累<br>计值(万头) | 肉猪销量累<br>计同比(%) | 肉猪销售收<br>入(亿元) | 肉猪销售收<br>入累计值(亿<br>元) | 肉猪销售收<br>入累计同比<br>(%) | 肉猪销售均<br>价(元/公斤) | 肉猪销售均<br>价同比(%) |
|----------|----------------|-----------------|-----------------|----------------|-----------------------|-----------------------|------------------|-----------------|
| 2019.1-2 | 202.61         | 202.61          | 66.35           | 18.02          | 18.02                 | 7.58                  | 9.6              | -29.67          |
| 2019.3   | 105.1          | 307.71          | 38.92           | 12.3           | 30.32                 | 10.37                 | 13.15            | 26.93           |
| 2019.4   | 105.2          | 412.91          | 33.58           | 14.3           | 44.62                 | 22.01                 | 13.68            | 36.94           |
| 2019.5   | 88.5           | 501.41          | 27.62           | 12.03          | 56.65                 | 24.53                 | 13.83            | 37.07           |
| 2019.6   | 80.1           | 581.51          | 22.58           | 11.93          | 68.58                 | 25.05                 | 15.26            | 36.37           |
| 2019.7   | 68             | 649.51          | 13.04           | 11.3           | 79.88                 | 19.31                 | 16.01            | 30.48           |
| 2019.8   | 71.09          | 720.60          | 4.86            | 13.67          | 93.54                 | 15.41                 | 20.27            | 53.44           |
| 2019.9   | 72.52          | 793.10          | 3.73            | 19.22          | 112.76                | 23.83                 | 26.17            | 108.86          |
| 2019.10  | 74.35          | 867.50          | -0.87           | 27.28          | 140.04                | 32.04                 | 33.50            | 173.92          |
| 2019.11  | 75.11          | 942.60          | -2.56           | 28.41          | 168.45                | 43.31                 | 30.30            | 169.57          |
| 2019.12  | 82.72          | 1025.30         | -6.89           | 28.16          | 196.61                | 48.16                 | 30.52            | 186.84          |
| 2020.1-2 | 139.50         | 139.50          | -31.15          | 46.24          | 46.24                 | 156.60                | 32.50            | 238.54          |
| 2020.3   | 116.90         | 256.40          | -16.67          | 33.81          | 80.05                 | 164.02                | 31.38            | 138.63          |
| 2020.4   | 124.70         | 381.10          | -7.70           | 39.90          | 119.95                | 168.89                | 29.10            | 112.72          |

资料来源：东莞证券研究所，wind

表 6：天邦股份销售数据

| 时间       | 商品肉猪销量<br>(万头) | 肉猪销量累<br>计值(万头) | 肉猪销量累<br>计同比(%) | 肉猪销售收<br>入(亿元) | 肉猪销售收<br>入累计值(亿元) | 肉猪销售收<br>入累计同比(%) | 肉猪销售均<br>价(元/公斤) |
|----------|----------------|-----------------|-----------------|----------------|-------------------|-------------------|------------------|
| 2019.1-2 | 51.55          | 51.55           | 117.79          | 6.28           | 6.28              | 60.61             | 10.15            |
| 2019.3   | 24.71          | 76.26           | 78.93           | 3.83           | 10.11             | 60.22             | 13.34            |
| 2019.4   | 27.43          | 103.69          | 80.80           | 4.58           | 14.69             | 80.91             | 14.08            |
| 2019.5   | 24.95          | 128.64          | 76.92           | 4.02           | 18.71             | 88.04             | 13.89            |
| 2019.6   | 23.1           | 151.74          | 69.01           | 3.94           | 22.65             | 87.66             | 15.34            |
| 2019.7   | 16.09          | 167.83          | 55.38           | 2.74           | 25.39             | 74.98             | 16.85            |
| 2019.8   | 16.86          | 184.69          | 45.35           | 3.10           | 28.49             | 65.45             | 25.33            |
| 2019.9   | 18.01          | 202.7           | 40.91           | 4.68           | 33.17             | 68.55             | 48.64            |
| 2019.10  | 13.55          | 216.25          | 28.80           | 3.73           | 36.9              | 57.96             | 42.67            |
| 2019.11  | 9.48           | 225.73          | 16.29           | 2.96           | 39.86             | 47.30             | 41.91            |
| 2019.12  | 18.21          | 243.94          | 12.43           | 6.90           | 46.76             | 54.83             | 34.22            |
| 2020.1-2 | 28.79          | 28.79           | -44.15          | 8.90           | 8.9               | 41.72             | 47.36            |
| 2020.3   | 22.59          | 51.38           | -32.63          | 7.33           | 16.23             | 60.53             | 58.56            |
| 2020.4   | 17.48          | 68.86           | -33.59          | 6.23           | 22.46             | 52.89             | 57.21            |

资料来源：东莞证券研究所，wind

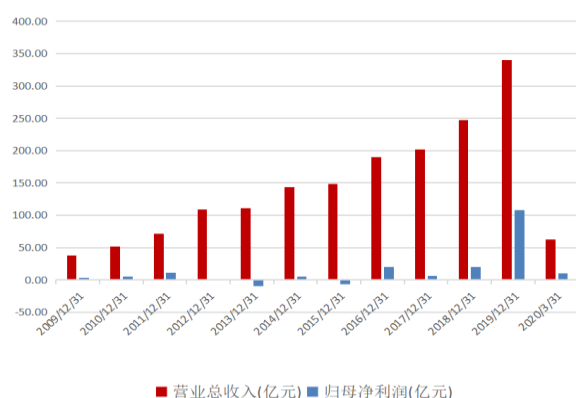
### 3. 禽类养殖板块

#### 3.1 2019 年业绩大增，2020Q1 业绩同比下滑

**2019 年业绩大增。**2019 年禽类养殖板块（共 6 家标的公司，下同）营收 340.51 亿元，同比+37.66%，接近历史最高同比增幅；归母净利润 107.83 亿元，同比+437.82%。2019 年由于生猪行业供给紧张，禽类养殖业受非洲猪瘟影响小，在猪肉价格走高的同时鸡肉价格跟随走高，鸡肉供给量没有大幅减少的前提下鸡价走高带动禽类养殖企业营收大增，归母净利润翻数倍。根据国家发改委，36 个城市平均鸡肉零售价从 2019 年初的约 12 元/斤，一路上涨至 11 月的约 15 元/斤，禽类养殖企业毛利率大增；随后生猪行业产能开始逆转上行，鸡肉价格重新回落，截至 2020 年 5 月鸡肉价格已回落至约 13 元/斤，整体价位处于中高水平。主产区肉鸡苗价格更为敏感，从 2019 年年初的约 5 元/羽冲高至 11 月的约 12 元/羽，目前已回落至 3 元/羽附近。随着生猪养殖产能恢复，肉鸡价格大概率继续下行。2019 年，所有禽类养殖上市公司实现了业绩大增，其中圣农发展营收和净利润分别同比+26.14%和+171.85%，立华股份营收和净利润分别同比+22.95%和+51.13%，益生股份营收和净利润分别同比+143.48%和+499.73%，仙坛股份营收和净利润分别同比+37.23%和+148.95%。

**2020 年 Q1 业绩同比大幅下滑。**2020 年 Q 1，禽类养殖板块实现营收 62.16 亿元，归母净利润 10.04 亿元，分别同比-9.36%和-40.08%，分别环比-39.39%和-71.05%，盈利能力环比大幅下滑，主要是由于生猪供给恢复，肉鸡价格下行所致，未来大概率业绩继续收窄。禽类养殖上市公司中，多家企业业绩同比下滑，其中圣农发展营收和净利润分别同比-3.13%和+7.34%，立华股份营收和净利润分别同比-7.07%和-284.59%，民和股份营收和净利润分别同比-39.68%和-62.01%。

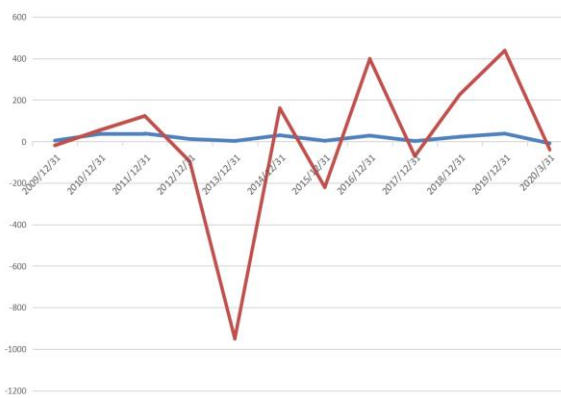
图 13：禽类养殖板块营收和净利润（亿元）



资料来源：东莞证券研究所，wind

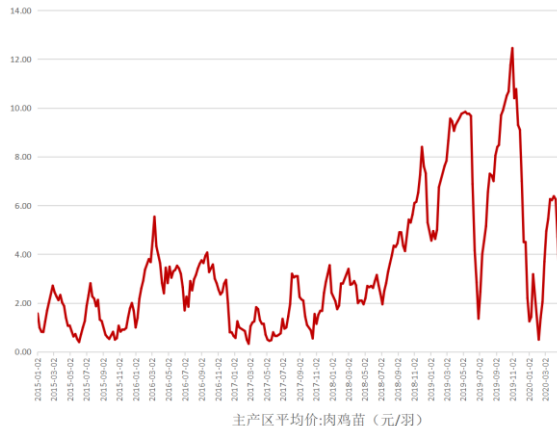
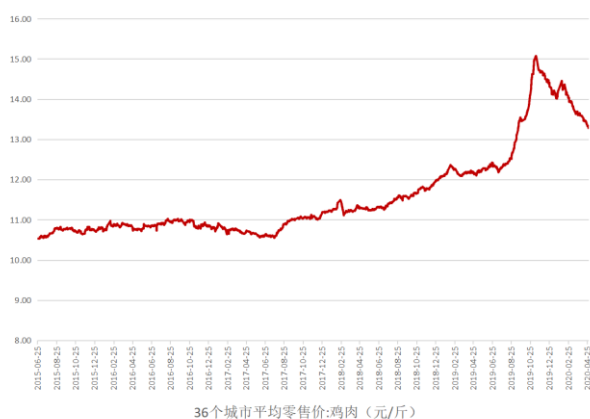
图 15：2020 年 Q1 鸡肉价格开始回落

图 14：禽类养殖板块业绩增速（%）



资料来源：东莞证券研究所，wind

图 16：主产区肉鸡苗价格开始回落



资料来源：东莞证券研究所，国家发改委

资料来源：东莞证券研究所，博亚和讯

表 7：2019 年及 2020 年 Q1 禽类养殖板块上市公司业绩简况

| 证券代码      | 证券简称 | 2019 年营收<br>(亿元) | 2019 年归母<br>净利润 (亿<br>元) | 2019 年营收<br>同比 (%) | 2019 年归母<br>净利润同比<br>(%) | 2020Q1 营收<br>同比 (%) | 2020Q1 归母<br>净利润同比<br>(%) |
|-----------|------|------------------|--------------------------|--------------------|--------------------------|---------------------|---------------------------|
| 002299.SZ | 圣农发展 | 145.58           | 40.93                    | 26.14              | 171.85                   | -3.13               | 7.34                      |
| 300761.SZ | 立华股份 | 88.7             | 19.64                    | 22.95              | 51.13                    | -7.07               | -284.59                   |
| 002458.SZ | 益生股份 | 35.84            | 21.76                    | 143.48             | 499.73                   | -15.3               | -48.75                    |
| 002746.SZ | 仙坛股份 | 35.33            | 10.01                    | 37.23              | 148.95                   | -6.73               | 3.76                      |
| 002234.SZ | 民和股份 | 32.76            | 16.1                     | 80.08              | 322.95                   | -39.68              | -62.01                    |
| 300313.SZ | 天山生物 | 2.29             | -0.61                    | 118.25             | 96.88                    | 35.5                | 42.62                     |

资料来源：东莞证券研究所，wind

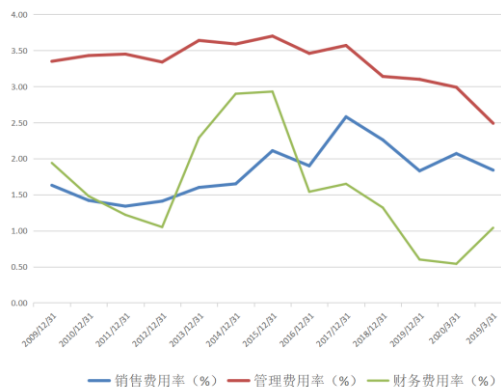
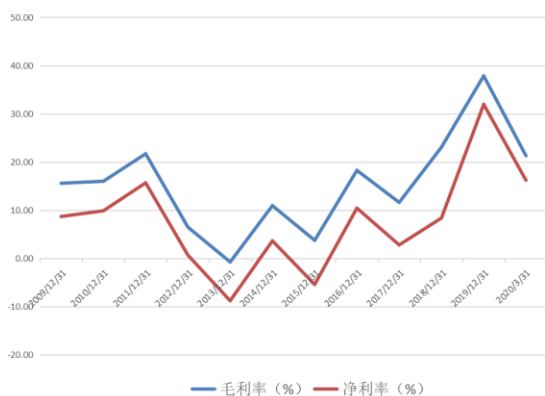
### 3.2 2019 年盈利能力巨幅提升，2020 年盈利空间收缩

**2019 年盈利能力大幅提升。**2019 年，禽类养殖板块毛利率同比大幅增长 14.80%至 37.85%，净利率同比增长 23.58%至 31.94%，主要是由于鸡肉价格攀升导致公司利润大幅上涨。期间费用率同比-1.19%至 5.53%，其中销售费用率同比+0.24%至 1.83%，管理费用率同比-0.04%至 3.10%，财务费用率同比-0.72%至 0.60%。2019 年，所有禽类养殖公司实现盈利能力大幅提升。6 家公司中有 5 家实现毛利率和净利率两位数的正增长，且大所有公司期间费用率同比下降。从净利率看，圣农发展、立华股份、民和股份、仙坛股份、益生股份分别实现同比+28.36%、+22.17%、+49.25%、+30.15%、+60.86%。从期间费用率看，圣农发展、立华股份、民和股份、仙坛股份、益生股份分别实现同比-1.27%、+0.36%、-4.96%、-0.68%、-4.77%。

**2020 年 Q1 盈利空间或将持续收缩。**2020 年 Q1，禽类养殖板块实现毛利率和净利率分别为 21.28%和 16.20%，分别同比-9.01%和-8.80%。各大养殖企业毛利率大减，立华股份毛利率同比-18.33%至-7.70%，民和股份毛利率同比-17.79%至 40.86%，益生股份毛利率同比-25.66%至 36.31%，主要是鸡价下行影响，预期盈利空间或将继续收缩。

图 17：禽类养殖板块毛利率净利率 (%)

图 18：禽类养殖板块期间费用率 (%)



资料来源：东莞证券研究所，wind

资料来源：东莞证券研究所，wind

表 8：2019 年禽类养殖上市公司盈利能力

| 证券代码      | 证券简称 | 毛利率 (%) | 净利率 (%) | 期间费用率 (%) | 毛利率同比增长 (%) | 净利率同比增长 (%) | 期间费用率同比增长 (%) |
|-----------|------|---------|---------|-----------|-------------|-------------|---------------|
| 002299.SZ | 圣农发展 | 34.41   | 28.36   | 5.33      | 14.10       | 14.89       | -1.27         |
| 300761.SZ | 立华股份 | 27.83   | 22.17   | 6.40      | 4.42        | 4.14        | 0.36          |
| 002234.SZ | 民和股份 | 59.58   | 49.25   | 8.77      | 25.38       | 28.29       | -4.96         |
| 002746.SZ | 仙坛股份 | 29.78   | 30.15   | 1.43      | 12.98       | 13.71       | -0.68         |
| 002458.SZ | 益生股份 | 65.34   | 60.86   | 6.59      | 28.40       | 36.39       | -4.77         |
| 300313.SZ | 天山生物 | 11.58   | -26.30  | 31.33     | -13.32      | 1834.14     | -38.14        |

资料来源：东莞证券研究所，wind

表 9：2020 年 Q1 禽类养殖上市公司盈利能力

| 证券代码      | 证券简称 | 毛利率 (%) | 净利率 (%) | 期间费用率 (%) | 毛利率同比增长 (%) | 净利率同比增长 (%) | 期间费用率同比增长 (%) |
|-----------|------|---------|---------|-----------|-------------|-------------|---------------|
| 002299.SZ | 圣农发展 | 29.79   | 23.52   | 5.97      | 1.29        | 1.41        | 0.00          |
| 300761.SZ | 立华股份 | -7.70   | -13.05  | 7.07      | -18.33      | -19.62      | 1.66          |
| 002234.SZ | 民和股份 | 40.86   | 33.26   | 8.08      | -17.79      | -19.58      | 0.91          |
| 002746.SZ | 仙坛股份 | 22.33   | 24.08   | 1.55      | -1.31       | 1.05        | -0.06         |
| 002458.SZ | 益生股份 | 36.31   | 35.76   | 5.69      | -25.66      | -22.81      | 0.31          |
| 300313.SZ | 天山生物 | 12.95   | -12.41  | 27.22     | -14.03      | 15.81       | -26.24        |

资料来源：东莞证券研究所，wind

## 4. 饲料板块

### 4.1 营收稳增净利润翻倍

**2019 年净利润暴增超十倍。**2019 年，饲料板块（共 14 家标的公司，下同）实现营业总收入 2307.65 亿元，同比增长 11.80%；实现归属于母公司股东的净利润 123.63 亿元，同比增长 130.89%。饲料上市公司中，2019 年大部分公司实现了业绩正增长。其中龙头企业新希望增加了生猪养殖规模，实现营收和净利润分别+18.84%和+195.78%的业绩增速。

海大集团主要经营饲料业务，在养殖规模下滑的 2019 年成功实现了 12.94%的营收增速和 14.71%的净利润增速。正邦科技、禾丰牧业、大北农 2019 年营收分别同比+10.84%、+12.97 %和-14.13%，净利润分别同比+751.53%、+117.30% 和+1.26%。

**2020 年 Q1 净利润同比大增。**2020 年 Q1，饲料板块实现营业总收入 567.04 亿元，同比增长 22.59%；实现归属于母公司股东的净利润 44.65 亿元，同比增长 586.45%。净利润大增主要原因是部分饲料企业兼顾生猪养殖，猪价走高带动养猪业绩造好。2020 年 Q1，饲料上游农产品价格走高，饲料产品有望提价，同时部分饲料企业加大养殖规模，大部分企业 Q1 业绩同比大增。海大集团、正邦科技、禾丰牧业 Q1 营收分别同比+18.25%、+37.41%、+26.96%，净利润分别同比+147.93%、+318.63%和+115.38%。

图 19：饲料板块营收和净利润（亿元）

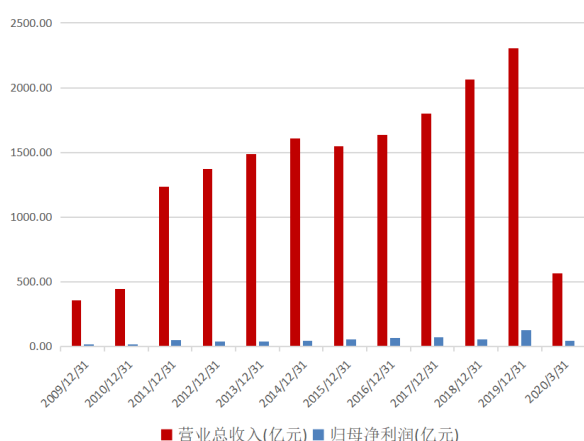
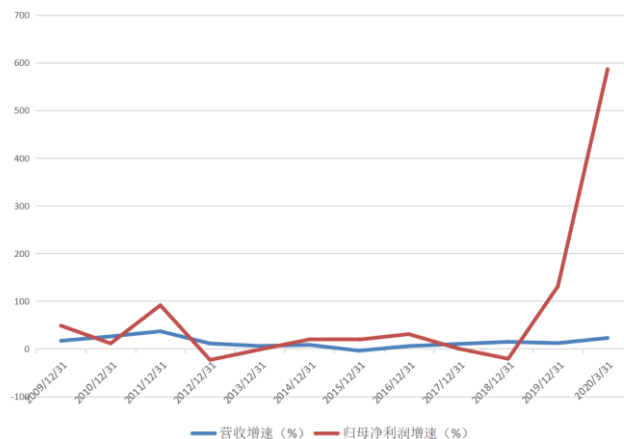


图 20：饲料板块业绩增速（%）



资料来源：东莞证券研究所，wind

资料来源：东莞证券研究所，wind

表 10：2019 年及 2020 年 Q1 饲料板块上市公司业绩简况

| 证券代码      | 证券简称 | 2019 年营收<br>(亿元) | 2019 年归母净<br>利润 (亿元) | 2019 年营收同<br>比 (%) | 2019 年归母净<br>利润同比 (%) | 2020Q1 营收同<br>比 (%) | 2020Q1 归母净<br>利润同比 (%) |
|-----------|------|------------------|----------------------|--------------------|-----------------------|---------------------|------------------------|
| 000876.SZ | 新希望  | 820.51           | 50.42                | 18.84              | 195.78                | 26.89               | 144.13                 |
| 002311.SZ | 海大集团 | 476.13           | 16.49                | 12.94              | 14.71                 | 18.25               | 147.93                 |
| 002157.SZ | 正邦科技 | 245.18           | 16.47                | 10.84              | 751.53                | 37.41               | 318.63                 |
| 603609.SH | 禾丰牧业 | 177.92           | 11.99                | 12.97              | 117.3                 | 26.96               | 115.38                 |
| 002385.SZ | 大北农  | 165.78           | 5.13                 | -14.13             | 1.26                  | 0.57                | 1,298.16               |
| 002567.SZ | 唐人神  | 153.55           | 2.02                 | -0.42              | 47.78                 | 7.27                | 3,844.97               |
| 002100.SZ | 天康生物 | 74.76            | 6.44                 | 41.87              | 105.43                | 64.7                | 1,056.82               |
| 603363.SH | 傲农生物 | 57.88            | 0.29                 | 0.45               | -3.22                 | 30.52               | 767.69                 |
| 000048.SZ | 京基智农 | 49.19            | 11.01                | 36.49              | 151.68                | -42.31              | -46.44                 |
| 603668.SH | 天马科技 | 24.28            | 0.57                 | 41.75              | -26.01                | 131.98              | 15.55                  |
| 002548.SZ | 金新农  | 24.00            | 1.41                 | -14.35             | 148.94                | 2.46                | 723.36                 |
| 002891.SZ | 中宠股份 | 17.16            | 0.79                 | 21.66              | 39.97                 | -1.95               | 20.85                  |
| 000702.SZ | 正虹科技 | 11.23            | 0.09                 | -16.29             | -83.2                 | -40.53              | 48.66                  |
| 300673.SZ | 佩蒂股份 | 10.08            | 0.50                 | 16.13              | -64.36                | 48.6                | 91.67                  |

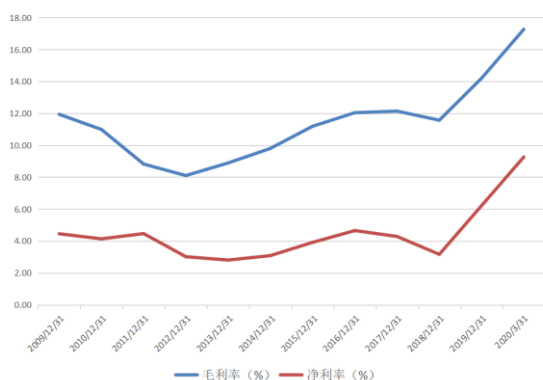
资料来源：东莞证券研究所，wind

## 4.2 盈利能力大增

**2019 年毛利率和净利率同比大增。**2019 年，饲料板块毛利率同比大幅增加 2.63%至 14.20%，净利率同比大幅增长 3.05%至 6.21%，净利率突破历年最高位。毛利率和净利率大增带动业绩走高。期间费用率同比小幅增长 0.06%至 7.47%，其中销售费用率增长 -0.42%至 3.19%，管理费用率增长 0.48%至 3.56%，财务费用率不变，三费整体水平稳定，变化较小。2019 年，饲料上市公司大部分实现毛利率和净利率的正增长，新希望、海大集团、正邦科技、大北农毛利率分别同比+3.36%、+0.55%、+5.49%、+1.20%。金新农、京基智农分别实现净利率同比+16.94%和+13.32%。

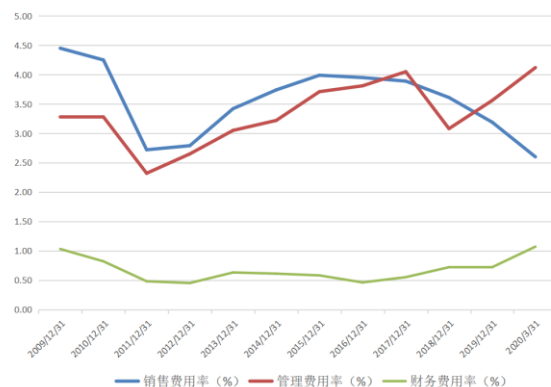
**2020 年 Q1 盈利能力同比大增。**2020 年 Q1，饲料板块实现毛利率和净利率分别为 17.27%和 9.26%，分别同比+6.87%和+7.31%。饲料公司净利率普遍大增，新希望同比+4.14%，海大集团同比+2.13%，正邦科技同比+20.83%，大北农同比+15.36%，天康生物同比+16.46%。受益于优质饲料需求量上升，板块有望实现量价齐升。展望 2020 年，由于新冠疫情冲击，国际粮食贸易受阻，且草地贪夜蛾和非洲蝗虫等虫害预期加剧，Q1 粮食已走高。目前肉价仍然在高位，单头生猪养殖利润仍然相当可观，且生猪补栏正进行的如火如荼，饲料上游原材料虽有提价，但饲料企业有望把成本提价部分转移至养殖企业。另外，有相当一部分饲料企业兼营生猪养殖且公布了养殖扩产计划，在猪价维持高位的目前有望凭借养殖板块带动公司整体业绩上行。

图 21：饲料板块毛利率净利率（%）



资料来源：东莞证券研究所，wind

图 22：饲料板块期间费用率（%）



资料来源：东莞证券研究所，wind

表 11：2019 年饲料上市公司盈利能力

| 证券代码      | 证券简称 | 毛利率（%） | 净利率（%） | 期间费用率（%） | 毛利率同比增长（%） | 净利率同比增长（%） | 期间费用率同比增长（%） |
|-----------|------|--------|--------|----------|------------|------------|--------------|
| 000876.SZ | 新希望  | 11.91  | 7.55   | 6.24     | 3.36       | 3.60       | 0.25         |
| 002311.SZ | 海大集团 | 11.21  | 3.76   | 7.10     | 0.55       | 0.24       | 0.28         |
| 002157.SZ | 正邦科技 | 15.60  | 6.92   | 10.74    | 5.49       | 6.05       | 1.89         |
| 002385.SZ | 大北农  | 19.68  | 3.76   | 15.89    | 1.20       | 1.24       | -0.40        |
| 603609.SH | 禾丰牧业 | 11.11  | 8.43   | 5.08     | 2.81       | 4.58       | 0.10         |
| 002567.SZ | 唐人神  | 9.40   | 1.88   | 6.85     | 1.22       | 0.61       | 0.96         |
| 002100.SZ | 天康生物 | 24.84  | 7.95   | 17.16    | 4.11       | 2.22       | 2.60         |
| 603363.SH | 傲农生物 | 12.58  | 1.74   | 10.65    | -0.96      | 1.56       | -2.11        |



|           |      |       |       |       |       |        |       |
|-----------|------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|
| 002548.SZ | 金新农  | 23.08 | 7.57  | 17.83 | 8.60  | 16.94  | 0.39  |
| 000048.SZ | 京基智农 | 42.74 | 28.34 | 6.99  | 8.34  | 13.32  | -4.97 |
| 603668.SH | 天马科技 | 12.52 | 3.13  | 9.27  | -4.72 | -1.77  | -2.72 |
| 002891.SZ | 中宠股份 | 23.57 | 5.22  | 15.64 | 0.58  | 0.84   | -0.60 |
| 000702.SZ | 正虹科技 | 12.01 | 1.37  | 9.73  | 4.02  | -2.58  | 1.93  |
| 300673.SZ | 佩蒂股份 | 24.74 | 5.23  | 19.45 | -9.75 | -11.11 | 2.99  |

资料来源：东莞证券研究所，wind

表 12：2020 年 Q1 饲料上市公司盈利能力

| 证券代码      | 证券简称 | 毛利率 (%) | 净利率 (%) | 期间费用率 (%) | 毛利率同比增长 (%) | 净利率同比增长 (%) | 期间费用率同比增长 (%) |
|-----------|------|---------|---------|-----------|-------------|-------------|---------------|
| 000876.SZ | 新希望  | 14.58   | 9.78    | 7.41      | 5.44        | 4.14        | 0.73          |
| 002311.SZ | 海大集团 | 11.93   | 3.52    | 6.81      | 2.09        | 2.13        | -0.49         |
| 002157.SZ | 正邦科技 | 25.30   | 12.92   | 11.17     | 23.13       | 20.83       | 2.03          |
| 002385.SZ | 大北农  | 24.75   | 14.01   | 13.67     | 8.02        | 15.36       | -1.93         |
| 603609.SH | 禾丰牧业 | 11.52   | 7.92    | 4.34      | 2.57        | 3.30        | -1.87         |
| 002567.SZ | 唐人神  | 14.37   | 6.88    | 7.33      | 6.78        | 6.53        | 0.37          |
| 002100.SZ | 天康生物 | 30.92   | 16.46   | 12.50     | 12.95       | 16.46       | -3.73         |
| 603363.SH | 傲农生物 | 23.95   | 14.38   | 9.36      | 9.38        | 12.42       | -2.72         |
| 002548.SZ | 金新农  | 28.55   | 16.00   | 16.38     | 11.02       | 16.87       | 0.92          |
| 000048.SZ | 京基智农 | 29.36   | 17.05   | 8.45      | -3.67       | -0.57       | -0.05         |
| 603668.SH | 天马科技 | 11.47   | 2.81    | 6.21      | -3.95       | -1.04       | -3.75         |
| 002891.SZ | 中宠股份 | 24.30   | 3.21    | 19.70     | 3.90        | 0.47        | 3.77          |
| 000702.SZ | 正虹科技 | 11.90   | -1.53   | 12.10     | 5.32        | 0.28        | 3.18          |
| 300673.SZ | 佩蒂股份 | 19.76   | 5.31    | 14.96     | -12.35      | 0.83        | -12.39        |

资料来源：东莞证券研究所，wind

## 5. 动物保健板块

### 5.1 2019 年业绩下滑，补栏加速有望带动行业业绩恢复

**2019 年业绩大幅下滑。**2019 年，动物保健板块（共 8 家标的公司，下同）实现营业总收入 105.85 亿元，同比-5.24%；实现归属于母公司股东的净利润 11.12 亿元，同比增长-37.09%，主要原因是生猪存栏量的大幅下滑导致疫苗需求量减少。动物保健上市公司中，2019 年业绩分化较大。龙头企业中牧股份营收和净利润分别同比-7.01%和-38.52%，生物股份营收和净利润分别同比-40.87%和-70.70%，主要原因是生猪存栏下降带动疫苗销售下降。

**2020 年 Q1 业绩显著修复。**2020 年 Q1，动保板块实现营收和净利润分别为 28.48 亿元和 5.10 亿元，分别同比+24.05%和+37.77%，分别环比-4.30%和+398.89%，环比数据大幅改善，主要是由于补栏加速带动业绩恢复。2020Q1 动保公司业绩逐步回暖，中牧股份、金河生物、瑞普生物、生物股份营收分别同比+33.52%、+12.52%、+48.09%、+9.66%，归母净利润分别同比+49.05%、+43.31%、+68.92%、-5.13%。随着多家养殖企业扩大养殖

规模，并且有外部企业开始进入养殖行业，补栏后期存栏量有望超过正常水平，带动疫苗需求量大幅上行，动保企业业绩有望超预期。并且目前非洲猪瘟疫苗正在临床试验阶段，一旦研发成功将为行业带来巨大扩容，乐观预期明年有望进入研发最后阶段。

图 23：动物保健板块营收和净利润（亿元）

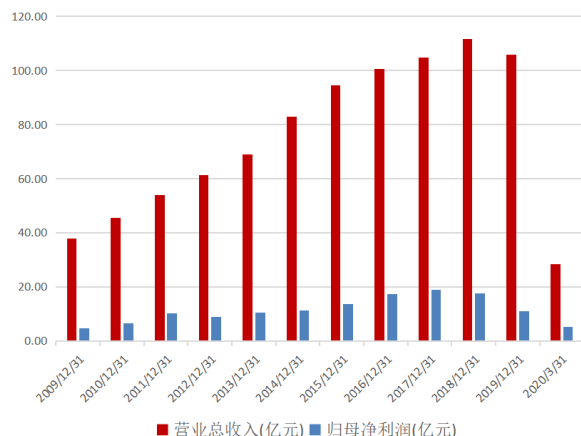
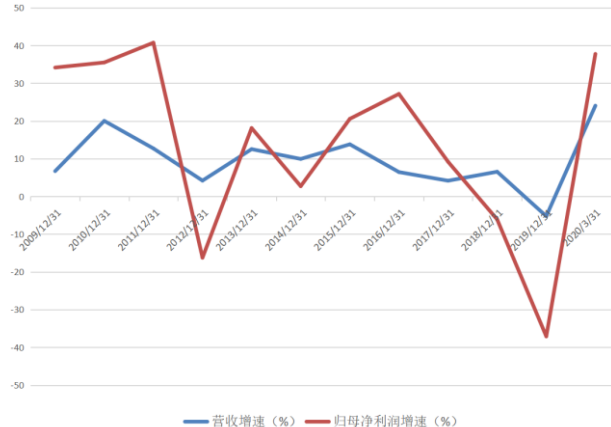


图 24：动物保健板块业绩增速（%）



资料来源：东莞证券研究所，wind

资料来源：东莞证券研究所，wind

表 13：2019 年及 2020 年 Q1 动物保健板块上市公司业绩简况

| 证券代码      | 证券简称 | 2019 年营收<br>(亿元) | 2019 年归母净<br>利润 (亿元) | 2019 年营收同<br>比 (%) | 2019 年归母净<br>利润同比 (%) | 2020Q1 营收同<br>比 (%) | 2020Q1 归母净<br>利润同比 (%) |
|-----------|------|------------------|----------------------|--------------------|-----------------------|---------------------|------------------------|
| 600195.SH | 中牧股份 | 41.18            | 2.56                 | -7.01              | -38.52                | 33.52               | 49.05                  |
| 002688.SZ | 金河生物 | 17.82            | 1.85                 | 9.32               | 13.02                 | 12.52               | 43.31                  |
| 300119.SZ | 瑞普生物 | 14.67            | 1.94                 | 23.48              | 63.36                 | 48.09               | 68.92                  |
| 600201.SH | 生物股份 | 11.27            | 2.21                 | -40.87             | -70.7                 | 9.66                | -5.13                  |
| 603739.SH | 蔚蓝生物 | 8.47             | 0.78                 | 4.38               | -6.75                 | 13.43               | 109.76                 |
| 603566.SH | 普莱柯  | 6.63             | 1.09                 | 9.15               | -19.44                | 31.65               | 311.98                 |
| 002868.SZ | 绿康生化 | 3.04             | 0.57                 | -11.79             | -23.73                | 21.75               | 22.55                  |
| 603718.SH | 海利生物 | 2.78             | 0.12                 | 9.29               | -42.95                | -29.69              | -6.47                  |

资料来源：东莞证券研究所，wind

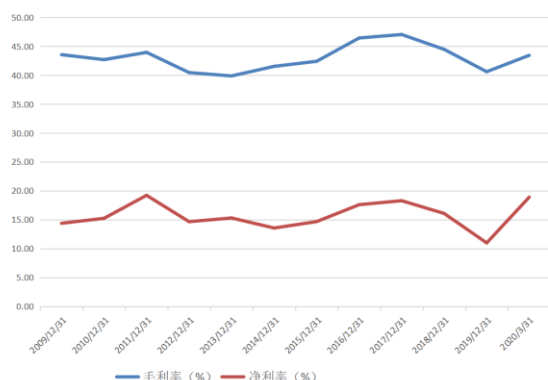
## 5.2 盈利能力下滑但环比好转

**2019 年毛利率大减。**2019 年，动物保健板块毛利率同比-3.87%至 40.61%，净利率同比-5.10%至 10.97%。期间费用率同比+1.69%至 23.90%，其中销售费用率同比+0.70%至 13.95%，管理费用率同比+0.86%至 9.29%，财务费用率同比+0.13%至 0.66%。2019 年，动物保健上市公司中大部分公司毛利率和净利率同比下降。其中龙头企业中牧股份毛利率和净利率分别同比下降 1.97%和 3.12%，同时期间费用率增加了 0.39%。生物股份毛利率和净利率分别同比下降了 10.48%和 19.53%，同时期间费用率同比增长了 10.48%。

**2020 年 Q1 盈利能力回升。**2020 年 Q1，动保行业毛利率已回升至 43.45%，净利率已回升至 18.89%，期间费用率下降至 19.14%，业绩基本面明显好转，随着补栏持续推进业绩水平有望继续提升。上市公司净利率大部分同比回升，其中中牧股份同比+1.71%，金

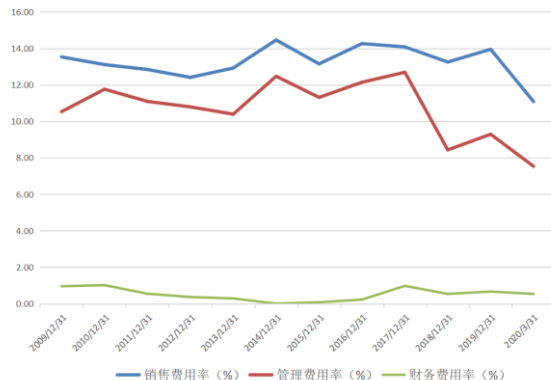
河生物同比+4.22%，瑞普生物同比+1.69%。生猪存栏见底后已开始逐月回升，补栏趋势有望全年持续，存栏高点尚未可见，动保企业业绩有望随存栏回升持续修复。

图 25：动物保健板块毛利率净利率（%）



资料来源：东莞证券研究所，wind

图 26：动物保健板块期间费用率（%）



资料来源：东莞证券研究所，wind

表 14：2019 年动物保健上市公司盈利能力

| 证券代码      | 证券简称 | 毛利率（%） | 净利率（%） | 期间费用率（%） | 毛利率同比增长（%） | 净利率同比增长（%） | 期间费用率同比增长（%） |
|-----------|------|--------|--------|----------|------------|------------|--------------|
| 600195.SH | 中牧股份 | 26.98  | 7.11   | 22.17    | -1.97      | -3.12      | 0.39         |
| 002688.SZ | 金河生物 | 35.85  | 10.81  | 24.57    | -1.26      | 0.60       | -0.09        |
| 300119.SZ | 瑞普生物 | 51.74  | 15.45  | 36.74    | 2.33       | 3.43       | -0.04        |
| 600201.SH | 生物股份 | 61.69  | 20.47  | 35.50    | -10.48     | -19.53     | 10.48        |
| 603739.SH | 蔚蓝生物 | 47.92  | 10.65  | 40.11    | -1.14      | -0.91      | 3.80         |
| 603566.SH | 普莱柯  | 60.60  | 16.71  | 48.09    | -5.98      | -5.93      | 2.42         |
| 002868.SZ | 绿康生化 | 32.27  | 18.99  | 17.82    | -1.30      | -3.02      | 4.03         |
| 603718.SH | 海利生物 | 46.01  | -9.59  | 55.90    | -9.39      | -4.15      | -7.26        |

资料来源：东莞证券研究所，wind

表 15：2020 年 Q1 动物保健上市公司盈利能力

| 证券代码      | 证券简称 | 毛利率（%） | 净利率（%） | 期间费用率（%） | 毛利率同比增长（%） | 净利率同比增长（%） | 期间费用率同比增长（%） |
|-----------|------|--------|--------|----------|------------|------------|--------------|
| 600195.SH | 中牧股份 | 26.06  | 12.85  | 15.83    | -6.17      | 1.71       | -8.10        |
| 002688.SZ | 金河生物 | 37.55  | 13.90  | 21.43    | -4.90      | 4.22       | -9.01        |
| 300119.SZ | 瑞普生物 | 56.59  | 18.81  | 34.73    | 6.96       | 1.69       | 5.48         |
| 600201.SH | 生物股份 | 70.31  | 43.69  | 19.81    | -1.68      | -4.72      | 2.35         |
| 603739.SH | 蔚蓝生物 | 47.91  | 12.84  | 35.71    | 2.46       | 5.71       | -5.13        |
| 603566.SH | 普莱柯  | 63.85  | 31.15  | 33.25    | -1.39      | 21.20      | -24.63       |
| 002868.SZ | 绿康生化 | 33.56  | 16.21  | 15.24    | 4.05       | 0.11       | -2.28        |
| 603718.SH | 海利生物 | 44.32  | 2.46   | 45.64    | 5.76       | -0.20      | 3.40         |

资料来源：东莞证券研究所，wind

## 6. 种业板块

### 6.1 2019 年业绩同比下滑，2020Q1 多数公司业绩有所好转

**2019 年净利润同比大减。**2019 年，种业板块（共 8 家标的公司，下同）实现营业总收入 142.18 亿元，同比增长 20.20%；实现归属于母公司股东的净利润-5.27 亿元，同比增长-163.40%。2019 年，种业上市公司中大部分公司实现了业绩正增长。龙头企业农发种业营收同比+49.10%但净利润同比-42.64%。隆平高科表现较差，营收同比-12.70%，净利润同比-137.71%。敦煌种业、荃银高科、登海种业、万向德农均实现了归母净利润两位数以上的正增长。

**2020 年 Q1 业绩跌幅收窄。**2020 年 Q1，种业板块实现营业总收入 23.15 亿元，同比增长-16.55%；实现归属于母公司股东的净利润 0.79 亿元，同比-43.96%。上市公司中，农发种业营收和净利润跌幅很大，隆平高科营收同比+9.12 但净利润同比-82.17%，荃银高科营收同比+26.72%同时净利润同比+7.92%，登海种业营收同比+20.77%同时净利润同比+613.09%。2020 年，新冠疫情影响了全球粮食贸易，虫害预期加剧导致了国内粮食预期供给收紧；政策方面，国家逐步开放了转基因作物的种植限制，大力加强虫害防治，并公布了长期粮食战略，未来十年将逐步加大主粮自给自足水平。种植业板块受全球经济下行影响较少，避险属性凸显，政策持续利好板块。

图 27：种业板块营收和净利润（亿元）

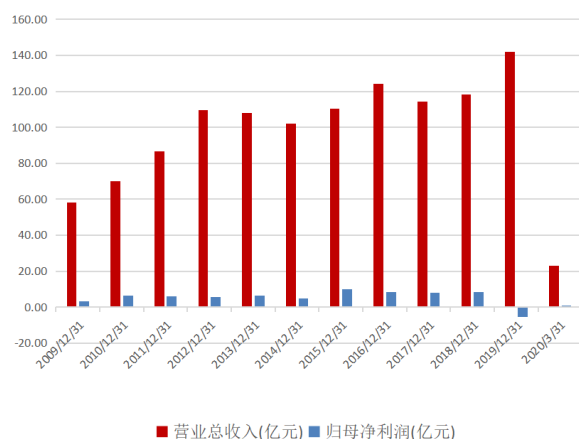
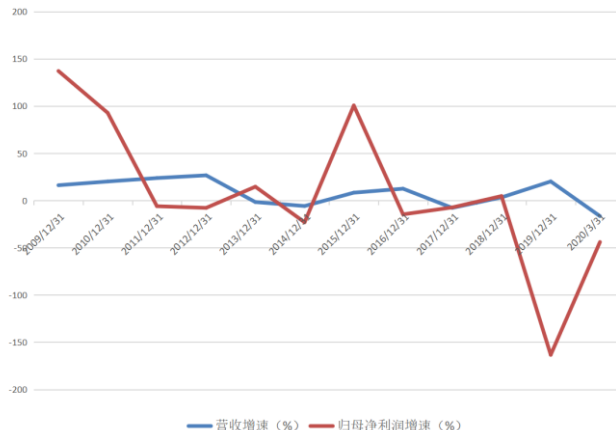


图 28：种业板块业绩增速（%）



资料来源：东莞证券研究所，wind

资料来源：东莞证券研究所，wind

表 16：2019 年及 2020 年 Q1 种业板块上市公司业绩简况

| 证券代码      | 证券简称   | 2019 年营收<br>(亿元) | 2019 年归母净<br>利润 (亿元) | 2019 年营收同<br>比 (%) | 2019 年归母净<br>利润同比 (%) | 2020Q1 营收同<br>比 (%) | 2020Q1 归母净<br>利润同比 (%) |
|-----------|--------|------------------|----------------------|--------------------|-----------------------|---------------------|------------------------|
| 600313.SH | 农发种业   | 51.36            | 0.18                 | 49.1               | -42.64                | -65.84              | -30.27                 |
| 000998.SZ | 隆平高科   | 31.3             | -2.98                | -12.7              | -137.71               | 9.12                | -82.17                 |
| 000713.SZ | 丰乐种业   | 24.04            | 0.57                 | 24.73              | 7.59                  | -3.89               | -42.69                 |
| 600354.SH | *ST 敦种 | 11.84            | -1.7                 | 55.08              | 21.89                 | 14.1                | 79.5                   |
| 300087.SZ | 荃银高科   | 11.54            | 0.95                 | 26.81              | 38.43                 | 26.72               | 7.92                   |
| 002041.SZ | 登海种业   | 8.23             | 0.42                 | 8.18               | 27.83                 | 20.77               | 613.09                 |
| 600371.SH | 万向德农   | 2.75             | 0.59                 | 4.67               | 12.86                 | 3.76                | 6.8                    |

300189.SZ 神农科技 1.12 -3.29 -34.42 -1,713.09 -26.44 65.15

资料来源：东莞证券研究所，wind

## 6.2 2019 年净利率同比下滑，2020 年 Q1 盈利能力有所修复

**2019 年净利率大幅下滑。**2019 年，种业板块毛利率同比-5.73%至 25.49%，净利率同比-11.20 至-3.64%。期间费用率同比-3.20%至 17.15%，其中销售费用率同比-1.41%至 7.55%，管理费用率同比-0.60%至 7.19%，财务费用率同比-1.19%至 2.41%。2019 年，种业上市公司中盈利能力分化明显。农发种业、敦煌种业、登海种业、荃银高科净利率均录得负值。从毛利率看，农发种业、隆平高科、丰乐种业、敦煌种业分别同比-1.83%、+0.37%、-2.71%、11.72%；从净利率看，农发种业、隆平高科、丰乐种业、敦煌种业分别同比+1.07%、-6.39%、+2.13%、+27.38%。各公司期间费用率变化较大，农发种业和丰乐种业分别同比-3.17%和-3.65%，隆平高科同比+8.96%。

**2020 年 Q1 盈利能力有所修复。**2020 年 Q1 种植业板块毛利率同比+3.64%至 26.70%，盈利能力部分修复。上市公司大部分盈利能力有所修复，其中农发种业毛利率同比+2.55%，敦煌种业毛利率和净利率分别同比+3.58%和+18.58%，登海种业毛利率和净利率分别同比+6.64%和+21.54%。展望 2020 年粮食供应收紧，政策加强扶持力度利好种业板块。

**往后展望。**在农作物价格上看，在连续 4 年下调水稻最低收购价格下，今年国家公布上调水稻最低收购价格：早籼稻的价格为 1.21 元/斤，同比上涨 0.01 元/斤，中晚籼稻的价格为 1.27 元/斤，同比上涨 0.01 元/斤，粳稻价格保持在 1.3 元/斤。今年小麦的最低收购价格也保持去年的水平：1.12 元/斤，止住连续下调 3 年的趋势。国内玉米的现货均价从年头的 1917.12 元/吨上涨到 4 月底的 2092.21 元/吨，前 4 个月涨幅为 175.09 元/吨。自 2016 年国家推行农业供给侧的改革以来，三大主粮作物的库存有所下降，今年受虫害（蝗虫，草地贪夜蛾）影响，部分粮食主产区的播种面积和产量或将有所下降。因此，今年的粮食价格有希望小幅上涨。

图 29：种业板块毛利率净利率（%）

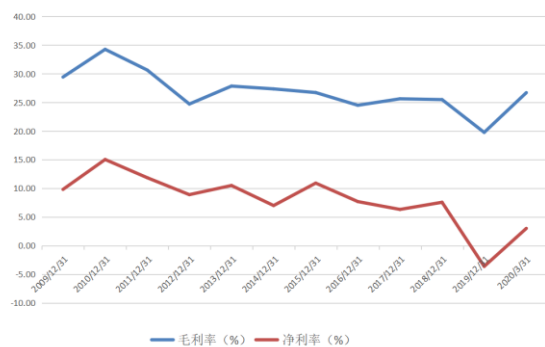
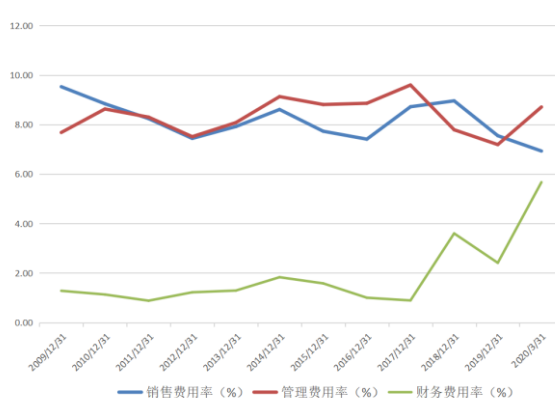


图 30：种业板块期间费用率（%）

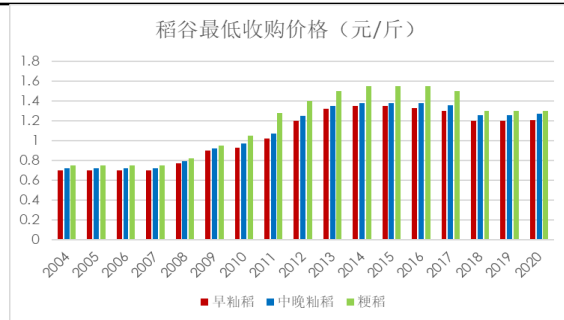


资料来源：东莞证券研究所，wind

图 31：稻谷最低收购价格（元/斤）

资料来源：东莞证券研究所，wind

图 32：玉米现货平均价（元/吨）



资料来源：东莞证券研究所，国家发改委



资料来源：东莞证券研究所，Wind

表 17：2019 年种业上市公司盈利能力

| 证券代码      | 证券简称 | 毛利率 (%) | 净利率 (%) | 期间费用率 (%) | 毛利率同比增长 (%) | 净利率同比增长 (%) | 期间费用率同比增长 (%) |
|-----------|------|---------|---------|-----------|-------------|-------------|---------------|
| 600313.SH | 农发种业 | 2.99    | -0.85   | 4.31      | -1.83       | 1.07        | -3.17         |
| 000998.SZ | 隆平高科 | 46.52   | 10.79   | 37.90     | 0.37        | -6.39       | 8.96          |
| 000713.SZ | 丰乐种业 | 13.71   | 2.39    | 11.09     | -2.71       | 2.13        | -3.65         |
| 600354.SH | 敦煌种业 | 5.08    | -22.80  | 25.10     | -11.72      | 27.38       | -33.79        |
| 002041.SZ | 登海种业 | 30.25   | -2.28   | 41.65     | -3.44       | -6.74       | -0.03         |
| 300087.SZ | 荃银高科 | 40.22   | -6.82   | 52.09     | 1.43        | 5.40        | 1.66          |
| 600371.SH | 万向德农 | 41.74   | 30.58   | 24.29     | 3.95        | 34.99       | 0.44          |
| 300189.SZ | 神农科技 | 27.53   | -34.30  | 52.81     | 4.44        | -28.07      | -4.89         |

资料来源：东莞证券研究所，wind

表 18：2020 年 Q1 种业上市公司盈利能力

| 证券代码      | 证券简称   | 毛利率 (%) | 净利率 (%) | 期间费用率 (%) | 毛利率同比增长 (%) | 净利率同比增长 (%) | 期间费用率同比增长 (%) |
|-----------|--------|---------|---------|-----------|-------------|-------------|---------------|
| 600313.SH | 农发种业   | 5.78    | -6.21   | 13.08     | 2.55        | -4.78       | 7.97          |
| 000998.SZ | 隆平高科   | 42.81   | 5.11    | 35.14     | -5.07       | -15.42      | 13.52         |
| 000713.SZ | 丰乐种业   | 14.48   | 3.55    | 10.37     | -2.75       | -2.94       | 0.14          |
| 600354.SH | *ST 敦种 | 14.19   | -3.60   | 21.47     | 3.58        | 18.58       | -7.71         |
| 002041.SZ | 登海种业   | 34.84   | 11.96   | 31.01     | 6.64        | 21.54       | -17.37        |
| 300087.SZ | 荃银高科   | 28.33   | 3.18    | 25.51     | -10.15      | -3.18       | -10.03        |
| 600371.SH | 万向德农   | 35.94   | 20.94   | 15.76     | -6.50       | 0.53        | -6.49         |
| 300189.SZ | 神农科技   | 26.48   | -20.78  | 57.06     | -11.38      | 21.55       | -22.99        |

资料来源：东莞证券研究所，wind

## 7. 投资策略

2019 年业绩完美收官，2020 年预期业绩可观。2019 年，农林牧渔行业实现营收 5461.26 亿元，同比增长 15.57%；实现归母净利润 453.07 亿元，同比增长 198.35%。行业业绩大幅增长主要是非洲猪瘟造成生猪供给大减，猪价和鸡价上涨带来养殖行业毛利率大幅



上涨所致。2020 年 Q1，养殖行业产能逐步恢复，但整体供给水平仍然较低，肉价维持高位运行，生猪养殖板块 Q1 营收和净利润分别同比增长 50.43%和 580.05%，致农林牧渔行业整体营收和净利润分别同比增长 16.29%和 402.95%。

**2020 年养殖业业绩预期靓丽但盈利空间逐步收缩。**养殖业方面，今年生猪补栏将持续推进，猪肉供给逐步恢复，猪价大概率持续下跌。从产能角度看，能繁母猪存栏从低位的约 1900 万头已恢复至目前约 2200 万头，上年年末开始的大规模补栏计划预测在今年下半年开始显著释放。从价格端看，1-4 月生猪价格持续回落，高位约 38 元/千克，低位约 32 元/千克，均值约 35 元/千克，预期价格随产能恢复持续下滑，预测全年生猪均价在 30 元/千克附近。随着生猪产能恢复，禽类消费需求热度下降，鸡价跟随猪价持续回落，禽类养殖企业毛利率环比下滑，今年禽业景气度或将不再。一季度，生猪养殖和禽类养殖板块归母净利润分别环比-48.56%和-71.05%，养殖企业盈利空间逐月收缩。

**2020 年养殖后周期业绩弹性预期上升。**养殖后周期方面，各大企业纷纷扩大养殖规模，其他行业的企业也有部分开始进入生猪养殖领域，持续的补栏将扩大对饲料和兽用疫苗的需求。从一季度数据看，饲料板块营收同比+22.59%，净利润同比+586.45%；动保板块归母净利润同比+37.77%，环比+398.89%，环比数据大幅改善，补栏加大疫苗需求带来业绩修复效果明显。种植业方面，今年受虫害预期影响和国际粮食贸易受阻，政策上国家逐步放开转基因作物限制，粮食价格维持上升趋势，种业企业盈利空间有望修复。

**维持对行业推荐评级。**往后展望，今年猪价和鸡价维持相对高位运行，养殖企业业绩仍然可观。补栏推进带动猪价和鸡价持续回落，养殖企业盈利空间收缩，部分企业有望通过扩产达到以量补价。非洲猪瘟过后，小散养殖户逐步清退，规模养殖场优势凸显，从各大企业纷纷扩大养殖规模可见，优质饲料和优质兽用疫苗渗透率有望提升，饲料和动保板块持续受益。综上所述，维持对农林牧渔行业的推荐评级。建议关注个股如牧原股份、正邦科技、海大集团、新希望、禾丰牧业、大北农、中牧股份、生物股份、普莱柯、中粮糖业、粤桂股份、荃银高科、农发种业等。

表 19：重点公司盈利预测及投资评级（2020/5/11）

| 股票代码   | 股票名称 | 股价(元)  | EPS (元) |       |       | PE    |       |       | 评级   | 评级变动 |
|--------|------|--------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|------|------|
|        |      |        | 2019A   | 2020E | 2021E | 2019A | 2020E | 2021E |      |      |
| 300498 | 温氏股份 | 29.64  | 2.63    | 5.65  | 4.52  | 11.48 | 5.35  | 6.68  | 谨慎推荐 | 维持   |
| 002714 | 牧原股份 | 116.60 | 2.77    | 16.78 | 14.97 | 44.46 | 7.35  | 8.24  | 谨慎推荐 | 维持   |
| 002124 | 天邦股份 | 11.71  | 0.09    | 3.02  | 3.02  | 142.3 | 4.1   | 4.1   | 谨慎推荐 | 维持   |
| 002299 | 圣农发展 | 23.34  | 3.29    | 3.13  | 2.28  | 6.6   | 6.9   | 9.5   | 中性   | 下调   |
| 300761 | 立华股份 | 43.70  | 4.86    | 4.70  | 3.71  | 9.1   | 9.4   | 11.9  | 中性   | 下调   |
| 002234 | 民和股份 | 23.98  | 5.33    | 3.15  | 2.71  | 4.5   | 7.7   | 8.9   | 中性   | 下调   |
| 002746 | 仙坛股份 | 13.90  | 2.16    | 1.94  | 1.54  | 6.4   | 7.1   | 8.9   | 中性   | 下调   |
| 002458 | 益生股份 | 16.81  | 2.22    | 1.67  | 1.27  | 7.8   | 10.3  | 13.6  | 中性   | 下调   |
| 000876 | 新希望  | 30.87  | 1.20    | 3.37  | 4.03  | 27.1  | 9.6   | 8.0   | 推荐   | 维持   |
| 002311 | 海大集团 | 43.50  | 1.04    | 1.54  | 2.03  | 42.6  | 28.8  | 21.9  | 推荐   | 维持   |
| 002157 | 正邦科技 | 17.26  | 0.66    | 4.00  | 4.59  | 28.0  | 4.6   | 4.0   | 推荐   | 维持   |
| 002385 | 大北农  | 9.83   | 0.12    | 0.65  | 0.71  | 81.1  | 15.4  | 14.0  | 推荐   | 维持   |

|        |      |       |       |      |      |       |       |      |      |    |
|--------|------|-------|-------|------|------|-------|-------|------|------|----|
| 603609 | 禾丰牧业 | 15.17 | 1.30  | 1.65 | 1.71 | 11.7  | 9.2   | 8.9  | 推荐   | 上调 |
| 002567 | 唐人神  | 9.96  | 0.24  | 2.32 | 1.64 | 42.8  | 4.5   | 6.3  | 谨慎推荐 | 维持 |
| 600195 | 中牧股份 | 15.51 | 0.30  | 0.50 | 0.61 | 50.6  | 30.7  | 25.2 | 推荐   | 维持 |
| 002688 | 金河生物 | 7.60  | 0.29  | 0.44 | 0.60 | 26.2  | 17.4  | 12.7 | 推荐   | 维持 |
| 600201 | 生物股份 | 25.94 | 0.20  | 0.44 | 0.62 | 131.0 | 57.9  | 41.4 | 推荐   | 上调 |
| 603739 | 蔚蓝生物 | 22.50 | 0.50  | 0.59 | 0.70 | 45.5  | 38.5  | 32.8 | 推荐   | 上调 |
| 603566 | 普莱柯  | 24.22 | 0.34  | 0.57 | 0.75 | 68.9  | 41.3  | 31.1 | 推荐   | 上调 |
| 600313 | 农发种业 | 4.37  | 0.02  | 0.20 | 0.40 | 252.9 | 21.3  | 10.6 | 推荐   | 上调 |
| 000998 | 隆平高科 | 18.25 | -0.23 | 0.32 | 0.55 | -80.8 | 56.7  | 33.4 | 推荐   | 首次 |
| 002041 | 登海种业 | 13.95 | 0.05  | 0.13 | 0.22 | 292.7 | 105.8 | 62.7 | 推荐   | 首次 |
| 300087 | 荃银高科 | 13.73 | 0.22  | 0.34 | 0.51 | 64.2  | 41.9  | 27.9 | 推荐   | 首次 |
| 600737 | 中粮糖业 | 8.37  | 0.27  | 0.47 | 0.63 | 31.1  | 17.9  | 13.5 | 推荐   | 维持 |
| 000833 | 粤桂股份 | 4.74  | 0.12  | 0.19 | 0.21 | 38.5  | 25.6  | 22.3 | 推荐   | 维持 |

资料来源：东莞证券研究所，wind

## 8.风险提示

猪肉价格大幅下行、鸡肉价格大幅下行、非洲猪瘟和禽流感等疫病大规模爆发、补栏进度不及预期、疫苗研发进度不及预期、虫害加剧、政策变化等。

**东莞证券研究报告评级体系：**

| 公司投资评级 |                                      |
|--------|--------------------------------------|
| 推荐     | 预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上          |
| 谨慎推荐   | 预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间       |
| 中性     | 预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间           |
| 回避     | 预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上           |
| 行业投资评级 |                                      |
| 推荐     | 预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上        |
| 谨慎推荐   | 预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间     |
| 中性     | 预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间         |
| 回避     | 预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上         |
| 风险等级评级 |                                      |
| 低风险    | 宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告              |
| 中低风险   | 债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告               |
| 中风险    | 可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告                 |
| 中高风险   | 科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告 |
| 高风险    | 期货、期权等衍生品方面的研究报告                     |

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

**分析师承诺：**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明：**

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，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本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn