

农林牧渔

2024年11月05日

2024Q3 生猪养殖业绩修复，宠物高景气延续

——行业点评报告

投资评级：看好（维持）

陈雪丽（分析师）

王高展（联系人）

朱本伦（联系人）

chenxueli@kysec.cn

wanggaozhan@kysec.cn

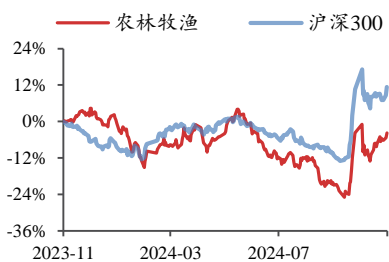
zhubenlun@kysec.cn

证书编号：S0790520030001

证书编号：S0790123060055

证书编号：S0790124060020

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《2024Q3 生猪养殖业绩修复，宠物板块高景气延续—行业周报》-2024.11.3

《Q4 旺季猪价仍有支撑，农业后周期板块逻辑边际改善—行业周报》-2024.10.27

《2024Q4 旺季已至，肉鸡价格上行有供需双重支撑—行业点评报告》-2024.10.23

● 2024Q3 生猪养殖业绩修复，宠物高景气延续

2024Q1-Q3 年农业行业实现营业收入 8203.02 亿元，同比-7.03%，归母净利润 320.70 亿元，同比扭亏 417.65 亿元。2024Q1-Q3 行业销售毛利率 11.67%，同比+4.73pct；销售净利率 4.00%，同比+5.24pct；净资产收益率 6.47%，同比+8.56pct。2024Q3 能繁损失缺口传导至肉猪端，猪价相对高位运行，叠加玉米、豆粕等饲料原料价格下跌驱动养殖成本下降，生猪养殖盈利能力大幅提升驱动农业板块利润修复向上。

● 子行业分析：生猪养殖业绩持续兑现，宠物板块高景气延续

2024Q1-Q3 农业子行业中，禽养殖、宠物食品行业收入同比增长，其余子行业收入同比下滑，其中宠物食品受益于国内市场扩张以及海外订单修复，收入增幅居行业之首。归母净利润方面，饲料、畜养殖、宠物食品归母净利润增幅靠前，增幅分别为 1318.53%/222.69%/81.34%。Q4 为肉类消费旺季，市场肥猪供给偏紧，猪价有望相对高位运行，生猪养殖业绩有望持续兑现。随生猪存栏逐步恢复，饲料及动保农业后周期板块价格压力缓解，盈利边际改善。宠物板块海外订单回暖，国内市场持续拓展，高景气有望延续。

● 畜禽养殖：2024Q3 生猪供给偏紧猪价上行，Q4 猪鸡有望共振相对高位运行

畜养殖：2024Q1-Q3 养猪企业实现营收 3150.55 亿元，同比-4.84%，行业净利润 194.01 亿元，同比扭亏为盈。受 2023 年 9-11 月非瘟各阶段猪群损失影响，2024Q1-Q3 生猪供给偏紧，猪价逐季抬升，生猪板块于 2024Q2 起逐步实现盈利，2024Q3 猪价高位运行，生猪板块盈利扩大，预计 2024Q4 猪肉消费旺季生猪供给仍相对偏紧，生猪板块保持盈利状态，业绩有望持续兑现。

禽养殖：2024Q1-Q3 肉鸡养殖企业实现收入 376.12 亿元，同比+1.16%；归母净利润 18.19 亿元，同比+57.95%。2024Q1-Q3 白羽肉鸡价格仍相对低位运行，需求端偏承压，供给端受前期引种缺口传导，白羽肉鸡供给同比收缩，饲料价格低位运行推动肉鸡养殖成本下降。2024Q4 需求旺季，白鸡供给同比仍收缩，禽养殖企业利润有望进一步改善。

● 饲料和宠物：饲料后周期盈利边际改善，宠物板块高景气延续

饲料：2024Q1-Q3 饲料企业实现收入 1369.48 亿元，同比-6.35%，归母净利润 41.44 亿元，同比+319.30%。后市生猪存栏逐步恢复叠加猪价相对高位运行，饲料企业经营压力缓解，业绩边际改善。

宠物：2024Q1-Q3 实现收入 81.83 亿元，同比+21.39%，归母净利润 9.07 亿元，同比+96.38%。境外业务方面，随国外通胀压力缓解，客户去库进入尾声，各宠食公司海外订单迅速回暖。境内业务方面，各公司自主品牌市场拓展顺利，线上销售增长亮眼。内外销售高增驱动收入增长，叠加鸡肉等原材料价格下跌，公司利润端同比高弹性增长。

● 风险提示：动物疫病风险、原料价格波动风险、下游需求不及预期。

目 录

1、 行业总体：2024Q3 生猪养殖业绩修复， 宠物高景气延续.....	4
1.1、 收入及利润表现：2024Q3 猪价高位运行驱动农业板块利润修复.....	4
1.2、 猪价上行驱动盈利能力改善， 期间费用率略有抬升.....	4
2、 子行业分析：生猪养殖业绩持续兑现， 宠物板块高景气延续.....	5
2.1、 子行业数据一览：生猪养殖业绩持续兑现， 宠物板块高景气延续.....	5
2.2、 生猪养殖：2024Q3 生猪供给偏紧猪价上行， 盈利扩大业绩兑现.....	6
2.3、 禽养殖：白羽肉鸡供给同比收缩， 禽企利润边际改善.....	8
2.4、 饲料：后周期受益， 饲料业绩有望边际改善.....	10
2.5、 动保：短期业绩承压， 后周期业绩有望边际改善.....	11
2.6、 种子：行情低迷致业绩承压， 期待粮价回暖打开盈利空间.....	13
2.7、 宠物：业绩逐步进入兑现期， 收入增长及原料降价驱动利润高增.....	14
3、 风险提示.....	16

图表目录

图 1： 2024Q1-Q3 行业营收同比-7.03 %.....	4
图 2： 2024Q1-Q3 行业归母净利润同比扭亏为盈.....	4
图 3： 2024Q3 行业盈利能力同环比均上行.....	5
图 4： 2024Q3 行业销售、管理费用率同比上升.....	5
图 5： 2024Q1-Q3 养猪企业整体收入同比下滑.....	6
图 6： 2024Q1-Q3 养猪企业整体利润扭亏为盈.....	6
图 7： 养猪企业 2024Q1-Q3 盈利能力同比上升.....	6
图 8： 养猪企业 2023 Q1-Q3 盈利受猪价影响表现较差.....	6
图 9： 2024 Q1-Q3 华统股份期间费用率最低， 为 6.44%.....	7
图 10： 2023 Q1-Q3 新希望期间费用率最低， 为 6.37%.....	7
图 11： 2024Q1-Q3 养猪企业合计生猪出栏量呈增长态势（万头）.....	7
图 12： 主要养猪企业生产性生物资产增减不一， 神农集团增幅居前（亿元）.....	8
图 13： 禽企收入 2024Q1-Q3 同比增长.....	8
图 14： 2024Q1-Q3 禽企净利润同比增幅达 57.95%.....	8
图 15： 2024Q1-Q3 禽养殖企业盈利能力分化.....	9
图 16： 2023Q1-Q3 禽养殖企业盈利能力分化明显.....	9
图 17： 2024Q1-Q3 晓鸣股份期间费用率较高.....	9
图 18： 2023Q1-Q3 禽企平均期间费用率约 9.85%.....	9
图 19： 饲料企业 2024Q1-Q3 收入增减不一.....	10
图 20： 饲料企业 2024Q1-Q3 利润同比上升.....	10
图 21： 2024Q1-Q3 大北农毛利率居饲料企业前列.....	11
图 22： 2024Q1-Q3 海大集团 ROE 居饲料企业前列.....	11
图 23： 2024Q1-Q3 多数头部饲料企业期间费用率同比抬升.....	11
图 24： 2023Q1-Q3 大北农管理费用率较高.....	11
图 25： 瑞普生物 2024Q1-Q3 收入增速居动保企业前列.....	12
图 26： 2024 Q1-Q3 动保企业归母净利润均同比下滑.....	12
图 27： 动保企业 2024Q1-Q3 盈利能力承压.....	12
图 28： 动保企业 2023 Q1-Q3 净利率均值同比改善.....	12

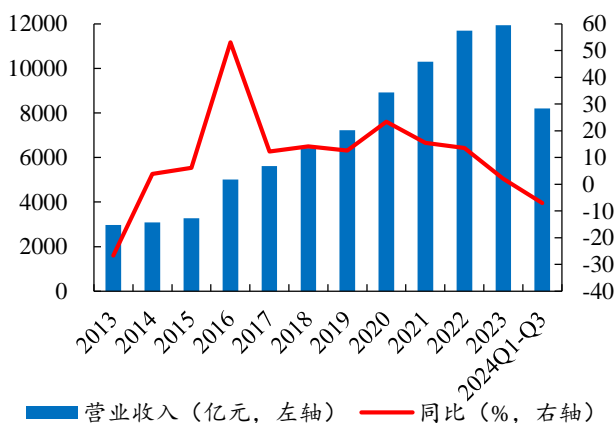
图 29: 2024Q1-Q3 中牧股份期间费用率行业最低	13
图 30: 动保企业 2023Q1-Q3 销售费用率均值同比上升	13
表 1: 2024Q1-Q3 子板块财务数据: 饲料、畜养殖、宠物食品利润同比涨幅靠前	5
表 2: 2024Q1-Q3 立华股份出栏增幅较大	9
表 3: 2024Q1-Q3 圣农发展、仙坛股份肉制品销量同比增加	10

1、行业总体：2024Q3 生猪养殖业绩修复，宠物高景气延续

1.1、收入及利润表现：2024Q3 猪价高位运行驱动农业板块利润修复

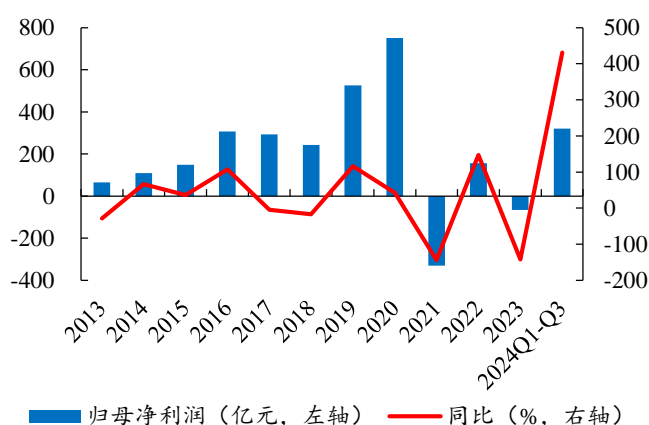
2024Q3 猪价高位运行驱动农业板块利润修复。2024Q1-Q3 年农业行业实现营业收入 8203.02 亿元，同比-7.03%，归母净利润 320.70 亿元，同比扭亏 417.65 亿元。2024Q3 能繁损失缺口传导至肉猪端，猪价相对高位运行，叠加玉米、豆粕等饲料原料价格下跌驱动养殖成本下降，生猪养殖盈利能力大幅提升驱动农业板块利润修复向上。

图1：2024Q1-Q3 行业营收同比-7.03 %



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2024Q1-Q3 行业归母净利润同比扭亏为盈

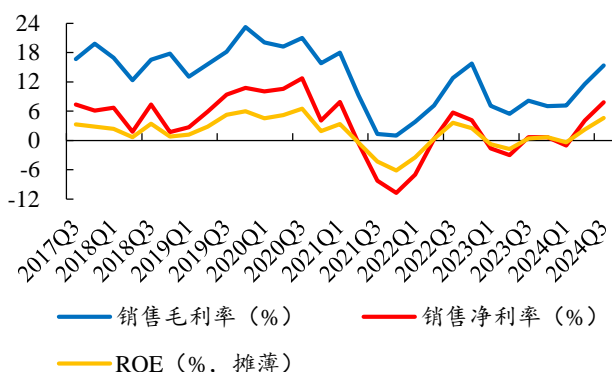


数据来源：Wind、开源证券研究所

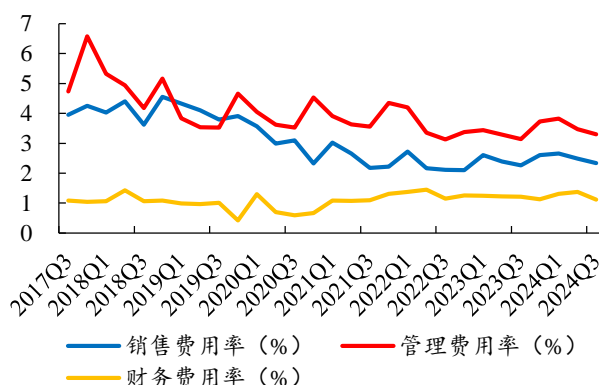
1.2、猪价上行驱动盈利能力改善，期间费用率略有抬升

猪价上行驱动盈利能力改善，期间费用率略有抬升。(1) **盈利能力：**2024Q1-Q3 行业销售毛利率 11.67%，同比+4.73pct；销售净利率 4.00%，同比+5.24pct；净资产收益率 6.47%，同比+8.56pct。2024Q3 行业销售毛利率 15.39%，同比+7.24pct；销售净利率 7.84%，同比+7.17pct；净资产收益率 4.63%，同比+4.20pct。行业盈利能力同比好转，其中 2024Q2 盈利能力大幅回暖，主要系 2024Q2 猪价上行扩大盈利空间。

(2) **期间费用率：**2024Q1-Q3 行业期间费用率 7.22%，同比+0.30pct。2024Q3 行业期间费用率 6.75%，同比+0.13pct。具体看，前三季度行业销售、管理及财务费用率均同比增加。

图3：2024Q3 行业盈利能力同环比均上行


数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2024Q3 行业销售、管理费用率同比上升


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、子行业分析：生猪养殖业绩持续兑现，宠物板块高景气延续

2.1、子行业数据一览：生猪养殖业绩持续兑现，宠物板块高景气延续

Q4 旺季已至，生猪养殖业绩持续兑现，农业后周期板块盈利边际改善，宠物板块高景气延续。(1) 收入：2024Q1-Q3 农业子行业中，禽养殖、宠物食品行业收入同比增长，其余子行业收入同比下滑，其中宠物食品受益于国内市场扩张以及海外订单修复，收入增幅居行业之首。(2) 归母净利润：农产品加工及林业、动物保健、种子、种植板块利润同比下滑，分别同比-28.51%/-45.19%/-39.63%/-11.74%，其他板块均同比增长，其中饲料、畜养殖、宠物食品归母净利润增幅靠前，增幅分别为1318.53%/222.69%/81.34%。(3) 盈利能力：2024Q1-Q3 畜养殖、禽养殖、饲料、渔业、宠物食品板块毛利率和净利率均有所提升。Q4 为肉类消费旺季，市场肥猪供给偏紧，猪价有望相对高位运行，生猪养殖业绩有望持续兑现。随生猪存栏逐步恢复，饲料及动保农业后周期板块价格压力缓解，盈利边际改善。宠物板块海外订单回暖，国内市场持续拓展，高景气有望延续。

表1：2024Q1-Q3 子板块财务数据：饲料、畜养殖、宠物食品利润同比涨幅靠前

子行业	收入 (亿元)			归母净利润 (亿元)			毛利率		净利率		ROE	
	2024 Q1-Q3	2023 Q1-Q3	同比	2024 Q1-Q3	2023 Q1-Q3	同比	2024 Q1-Q3	同比(pct)	2024 Q1-Q3	同比(pct)	2024 Q1-Q3	同比(pct)
畜养殖	3296	3568	-7.62%	215	-176	222.69%	13.82%	9.62	6.80%	12.01	10.84%	21.26
禽养殖	432	419	2.96%	19	12	56.00%	12.21%	1.70	4.44%	1.43	5.36%	1.81
农产品加工及林业	2349	2526	-7.02%	22	31	-28.51%	6.23%	0.21	0.90%	-0.30	1.74%	-0.73
饲料	1515	1699	-10.86%	33	-3	1318.53%	10.52%	3.25	2.25%	2.67	7.34%	7.92
动物保健	121	123	-1.26%	10	18	-45.19%	36.01%	-3.68	8.28%	-6.18	3.24%	-2.72
种子	113	114	-0.39%	-5	-3	-39.63%	18.51%	-0.69	-7.07%	-5.62	-3.00%	-0.84
种植	177	188	-5.64%	17	19	-11.74%	19.20%	-0.44	9.73%	-0.52	7.00%	-1.01
渔业	109	112	-2.63%	-1	-1	55.16%	13.18%	0.49	-0.22%	0.23	-0.67%	0.75
宠物食品	91	75	21.97%	10	6	81.34%	32.92%	4.39	11.75%	3.34	10.51%	4.06

数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、生猪养殖：2024Q3 生猪供给偏紧猪价上行，盈利扩大业绩兑现

生猪养殖行业我们选取温氏股份、牧原股份、新希望、正邦科技、ST天邦、天康生物、唐人神、*ST傲农、巨星农牧、华统股份、神农集团、东瑞股份为代表进行分析。

收入及利润：2024Q1-Q3 养猪企业实现营收 3150.55 亿元，同比-4.84%，行业净利润 194.01 亿元，同比扭亏。受 2023 年 9-11 月非瘟各阶段猪群损失影响，2024Q1-Q3 生猪供给偏紧，猪价逐季抬升，生猪板块于 2024Q2 起逐步实现盈利，2024Q3 猪价高位运行，生猪板块盈利扩大，预计 2024Q4 猪肉消费旺季生猪供给仍相对偏紧，生猪板块保持盈利状态，业绩有望持续兑现。

图5：2024Q1-Q3 养猪企业整体收入同比下滑

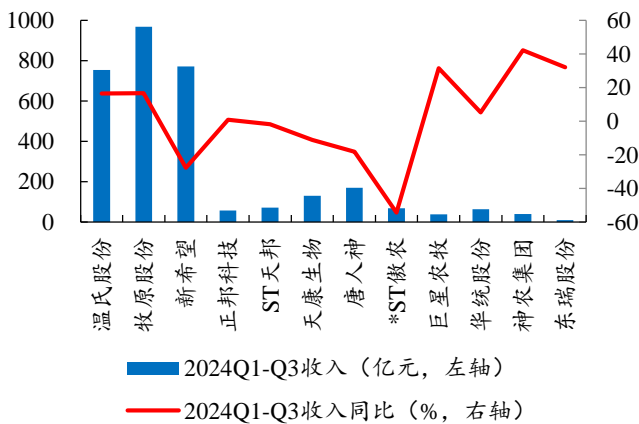
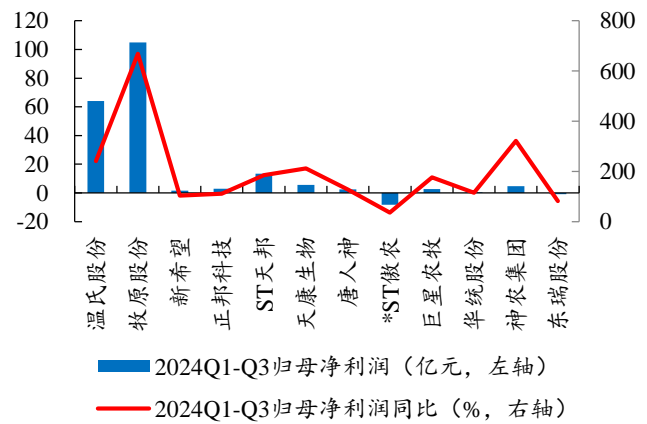


图6：2024Q1-Q3 养猪企业整体利润扭亏为盈



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

盈利能力：2024 Q1-Q3 行业三项盈利指标仍相对较弱，毛利率、净利率、ROE 均值分别为 13.08%、4.01 %、9.34 %（2023 Q1-Q3 及 2024 Q1-Q3 ROE 均值均剔除正邦科技），分别同比+ 13.34 pct、+ 19.15 pct、+ 27.52 pct。

图7：养猪企业 2024Q1-Q3 盈利能力同比上升

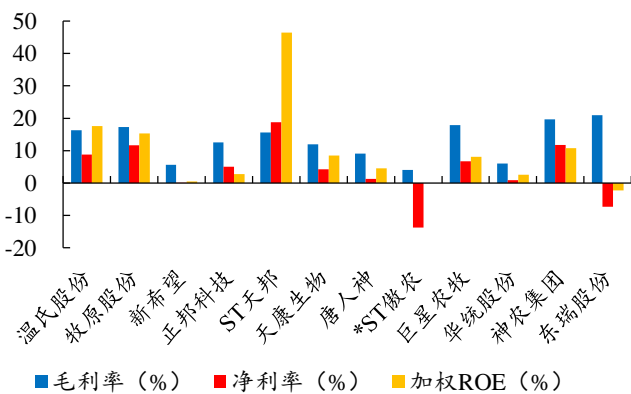
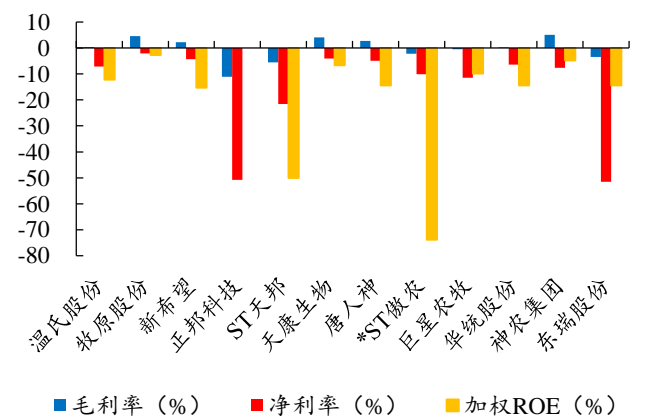


图8：养猪企业 2023 Q1-Q3 盈利受猪价影响表现较差

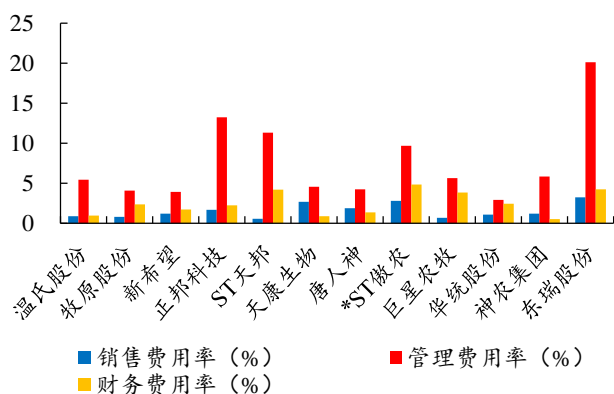


数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

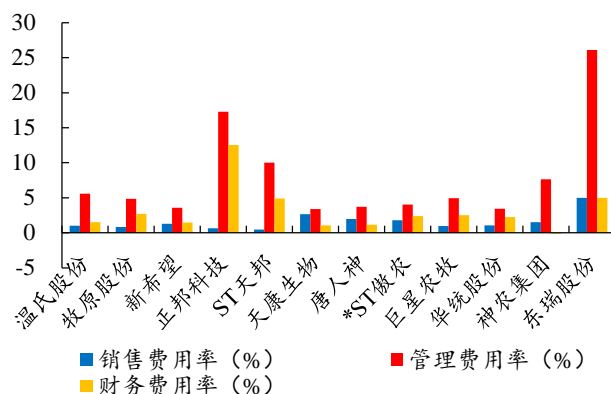
期间费用率：2024 Q1-Q3 行业整体期间费用率均值为 11.63 %，同比-0.98 pct。其中牧原股份、新希望、华统股份期间费用率行业较低，分别为 7.26%、6.87%、6.44%，*ST傲农、东瑞股份期间费用率较高，分别为 17.33%、27.62%，东瑞股份期间费用较高主要系管理费用率处于高位。

图9：2024 Q1-Q3 华统股份期间费用率最低，为 6.44%



数据来源：Wind、开源证券研究所

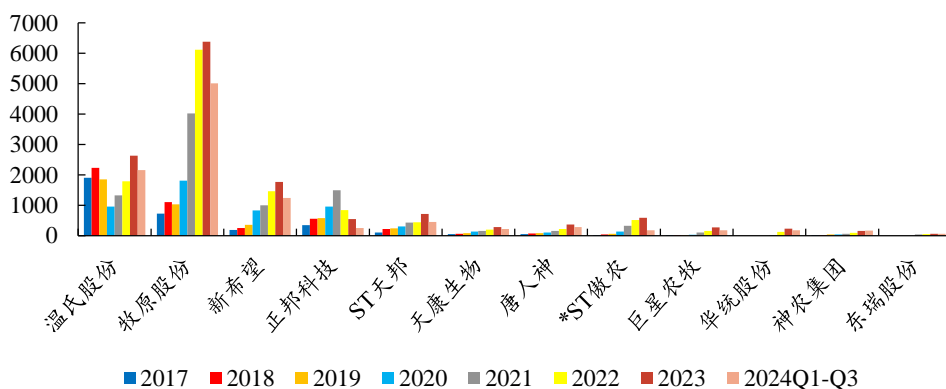
图10：2023 Q1-Q3 新希望期间费用率最低，为 6.37%



数据来源：Wind、开源证券研究所

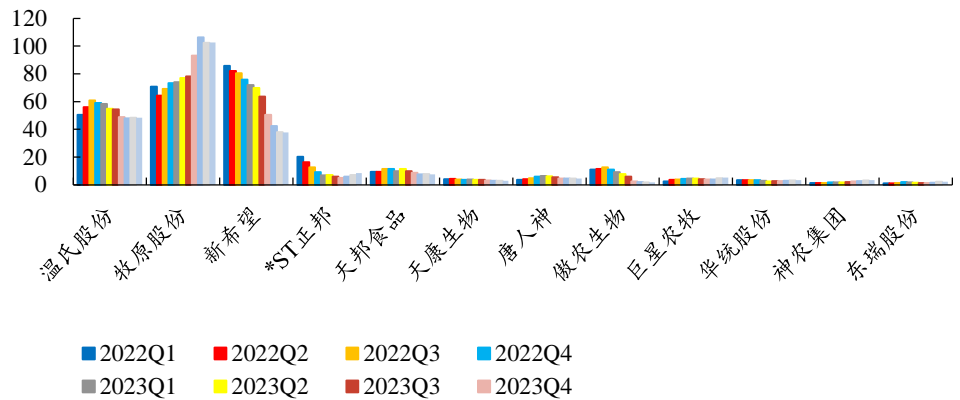
出栏量：2024Q1-Q3 养殖企业整体呈增长态势，12家养猪企业合计出栏 10359.39 万头，同比+2.02%。横向对比来看，温氏股份、牧原股份、天康生物、唐人神、华统股份、神农集团、东瑞股份生猪出栏量同比增长，分别同比+17.66%、+6.67%、+4.16%、+6.10%、+3.45%、+49.59%、+15.39%；新希望、正邦科技、ST天邦、*ST傲农、巨星农牧出栏量同比下降，降幅分别为-4.91%、-40.13%、-2.02%、-60.12%、-9.64%。

图11：2024Q1-Q3 养猪企业合计生猪出栏量呈增长态势（万头）



数据来源：Wind、开源证券研究所

生产性生物资产：2024Q3，12家猪企业生产性生物资产合计 228.07 亿元，同比减少 3.8%，分拆来看，牧原股份、正邦科技、巨星农牧、华统股份、神农集团、东瑞股份同比增加，温氏股份、新希望、ST天邦、天康生物、唐人神、*ST傲农同比减少，分别-10.83%、-40.60%、-24.91%、-22.75%、-17.11%、-68.09%。

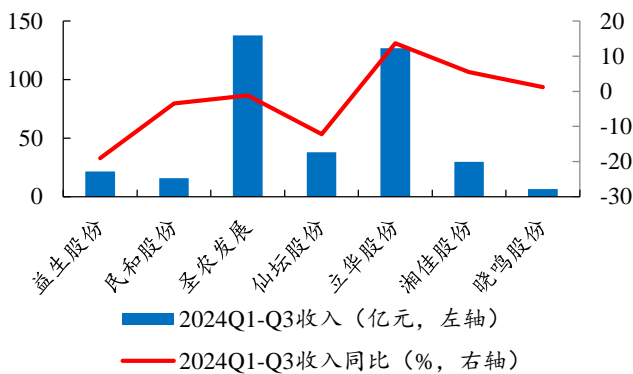
图12：主要养猪企业生产性生物资产增减不一，神农集团增幅居前（亿元）


数据来源：Wind、开源证券研究所

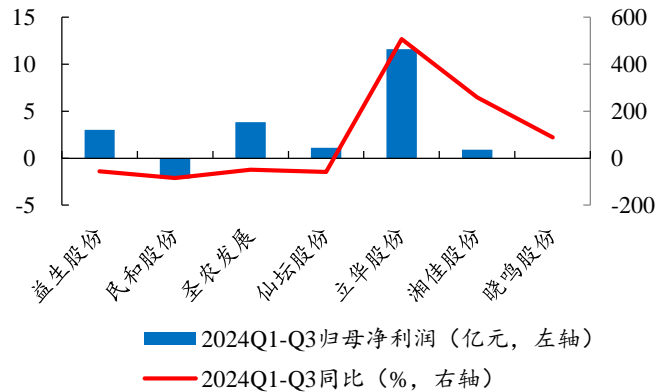
2.3、禽养殖：白羽肉鸡供给同比收缩，禽企利润边际改善

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

收入及利润：2024Q1-Q3 肉鸡养殖企业实现收入 376.12 亿元，同比+1.16%；归母净利润 18.19 亿元，同比+57.95%。2024Q1-Q3 白羽肉鸡价格仍相对低位运行，需求端偏承压，供给端受前期引种缺口传导，白羽肉鸡供给同比收缩，饲料价格低位运行推动肉鸡养殖成本下降，立华股份同时拥有生猪养殖业务使得禽板块利润同比增幅较大。2024Q4 需求旺季，预计白鸡供给同比仍收缩，禽养殖企业利润有望进一步改善。

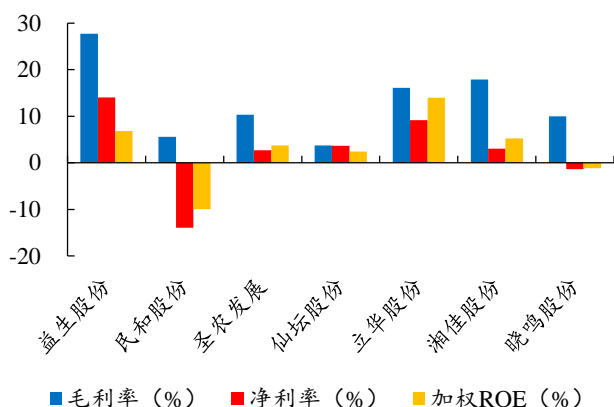
图13：禽企收入 2024Q1-Q3 同比增长


数据来源：Wind、开源证券研究所

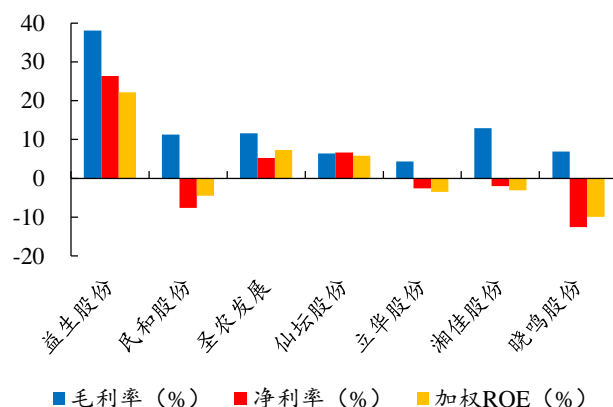
图14：2024Q1-Q3 禽企净利润同比增幅达 57.95%


数据来源：Wind、开源证券研究所

盈利能力：受益于 2023Q1 春节后白羽鸡苗及肉鸡供给偏紧，白羽鸡价格上行带动禽养殖盈利能力提升。2024Q1-Q3 禽养殖板块毛利率、净利率、净资产收益率均值分别为 13.04%、2.47%、3.00%，分别同比-0.03pct、+0.54pct、+0.95pct。其中白羽鸡龙头企业益生股份、立华股份、湘佳股份毛利率分别为 27.70%、16.11%、17.88%。

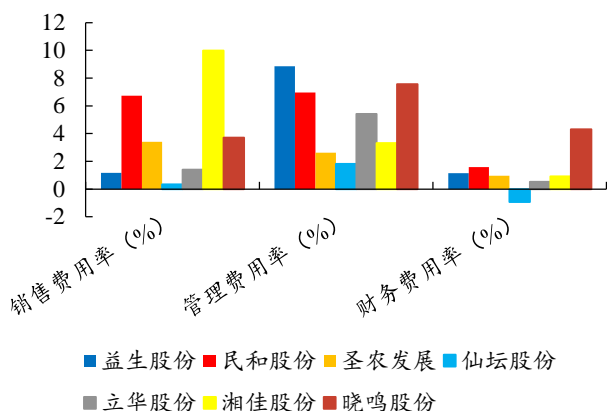
图15：2024Q1-Q3 禽养殖企业盈利能力分化


数据来源：Wind、开源证券研究所

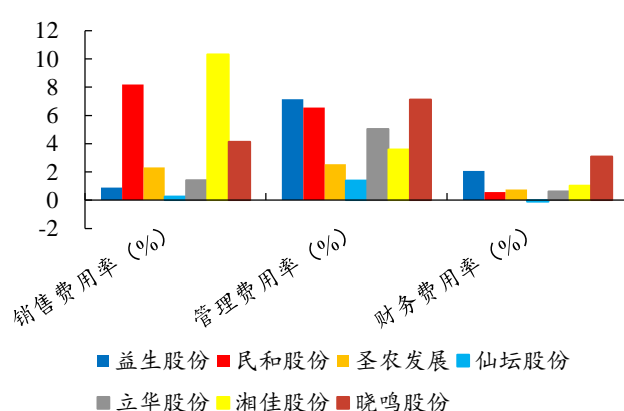
图16：2023Q1-Q3 禽养殖企业盈利能力分化明显


数据来源：Wind、开源证券研究所

期间费用率：2024Q1-Q3 禽养殖企业期间费用率均值 10.24%，同比+0.39pct。具体看，2023Q1-Q3 民和股份、晓鸣股份期间费用率较高，分别为 15.25%、15.55%，民和股份主要系销售及管理费用率较高，湘佳股份销售费用仍维持较高水平开拓市场，仙坛股份期间费用率最低，为 1.22%。

图17：2024Q1-Q3 晓鸣股份期间费用率较高


数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：2023Q1-Q3 禽企平均期间费用率约 9.85%


数据来源：Wind、开源证券研究所

出栏量：2024Q1-Q3 肉鸡养殖企业出栏量情况来看，除立华股份出栏增幅较大，益生股份、民和股份、湘佳股份鸡苗销售企业销量均同比下滑。2024Q1-Q3 白羽鸡企业圣农发展鸡肉及鸡肉制品销量均同比增加，仙坛股份鸡肉销量同比下降，鸡肉制品销量同比增加。

表2：2024Q1-Q3 立华股份出栏增幅较大

公司	2024Q1-Q3	
	出栏量 (亿羽)	同比
益生股份	4.31	-14.42%
民和股份	1.91	-7.19%
立华股份	3.76	12.07%
湘佳股份	0.33	-0.55%

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

注：民和股份仅统计商品鸡苗外销量

表3：2024Q1-Q3 圣农发展、仙坛股份肉制品销量同比增加

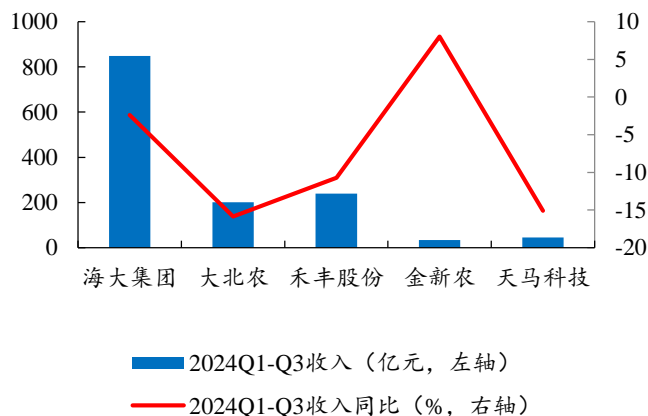
公司	鸡肉销量(万吨)	同比 (%)	肉制品销量(万吨)	同比 (%)
圣农发展	102.3	18.87%	26.72	9.33%
仙坛股份	38.36	-1.97%	1.94	48.09%

数据来源：圣农发展公司公告、仙坛股份公司公告、开源证券研究所

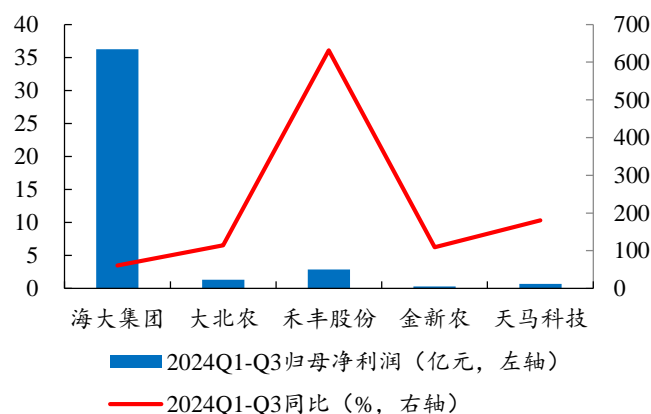
2.4、饲料：后周期受益，饲料业绩有望边际改善

饲料行业选取海大集团、大北农、禾丰股份、金新农、天马科技为代表进行分析。

收入及利润：2024Q1-Q3 饲料企业实现收入 1369.48 亿元，同比-6.35%，实现归母净利润 41.44 亿元，同比+319.30%。2024Q1-Q3 受生猪存栏偏低影响，饲料整体销售承压，海大集团等饲料企业生猪养殖业务同比扭亏带动饲料板块利润同比实现较大幅度增长。后市生猪存栏逐步恢复叠加猪价相对高位运行，饲料企业经营压力缓解，业绩边际改善。

图19：饲料企业 2024Q1-Q3 收入增减不一


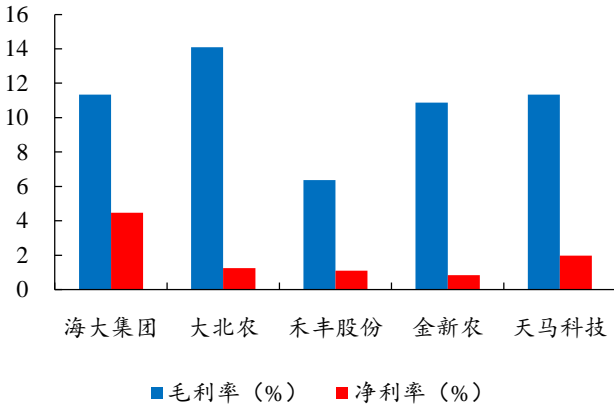
数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：饲料企业 2024Q1-Q3 利润同比上升


数据来源：Wind、开源证券研究所

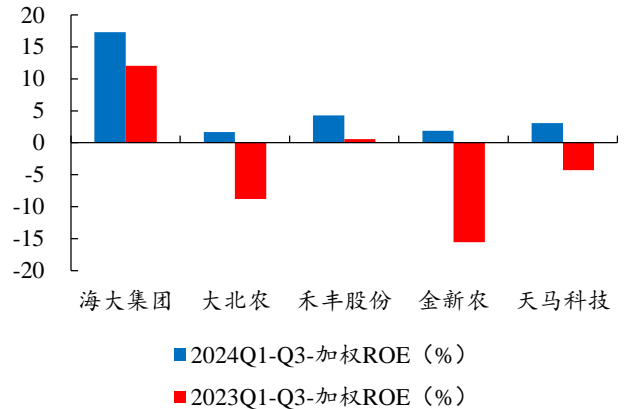
盈利能力：2024Q1-Q3 饲料企业毛利率、净利率、ROE 均值分别为 10.80%（同比+3.67pct）、1.93%（同比+4.47pct）、5.64%（同比+8.85pct）。具体看，海大集团、大北农、天马科技毛利率居前，分别为 11.33%、14.09%、11.34%。ROE 来看，海大集团 ROE 居饲料企业前列，各饲料企业 ROE 均同比上升。

图21: 2024Q1-Q3 大北农毛利率居饲料企业前列



数据来源: Wind、开源证券研究所

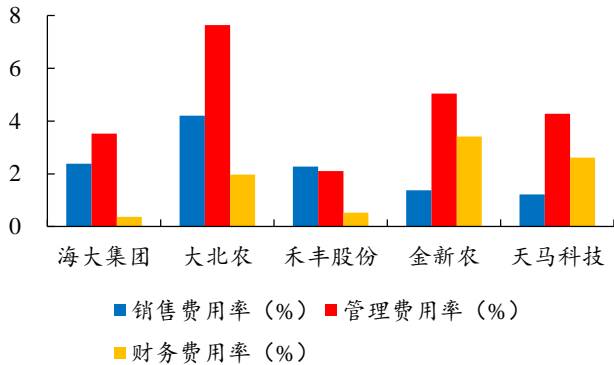
图22: 2024Q1-Q3 海大集团 ROE 居饲料企业前列



数据来源: Wind、开源证券研究所

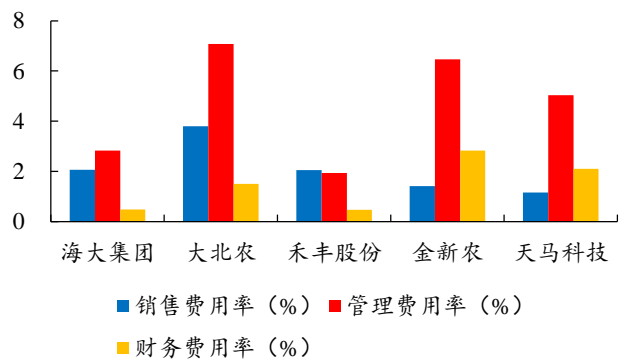
期间费用率: 2024Q1-Q3 饲料企业期间费用率均值 8.58%，同比+0.33pct。具体看，2024Q1-Q3 大北农、金新农期间费用率较高，分别为 13.81%、9.82%，大北农主要系管理费用率及销售费用率较高，金新农系管理费用率及财务费用率较高。禾丰股份期间费用率最低为 4.90%，禾丰股份财务负担小，且管理水平较为优异。

图23: 2024Q1-Q3 多数头部饲料企业期间费用率同比抬升



数据来源: Wind、开源证券研究所

图24: 2023Q1-Q3 大北农管理费用率较高



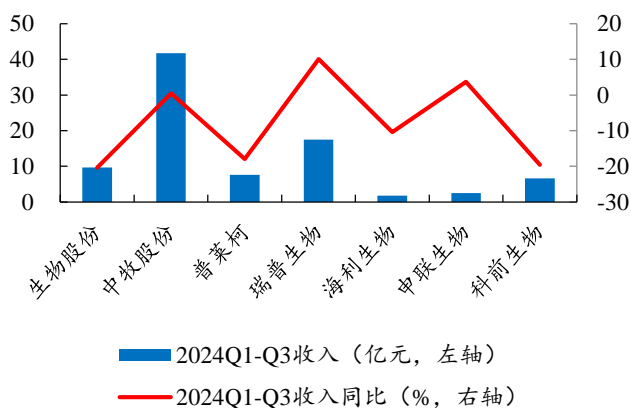
数据来源: Wind、开源证券研究所

2.5、动保: 短期业绩承压, 后周期业绩有望边际改善

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

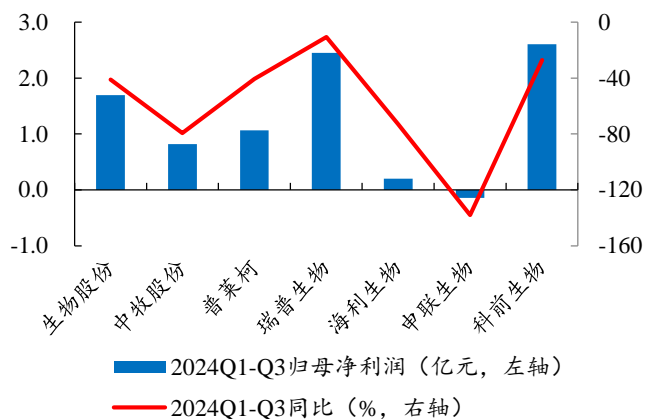
收入及利润: 2024Q1-Q3 实现收入 87.46 亿元，同比-4.47%，归母净利润 8.69 亿元，同比-45.93%。2024Q1-Q3 受生猪存栏偏低及行业竞争加剧影响，动保企业业绩整体承压。动保企业依靠推出新品及降低成本推动业绩增长，技术创新龙头市占率有望提升。2024Q4 猪价高位运行叠加生猪存栏逐步恢复，动保企业业绩有望边际改善。

图25：瑞普生物 2024Q1-Q3 收入增速居动保企业前列



数据来源：Wind、开源证券研究所

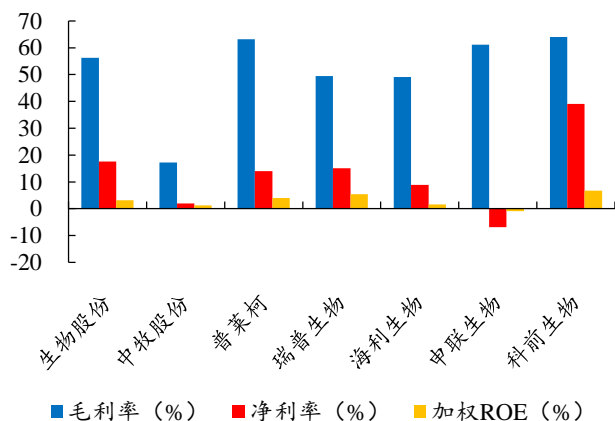
图26：2024 Q1-Q3 动保企业归母净利润均同比下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

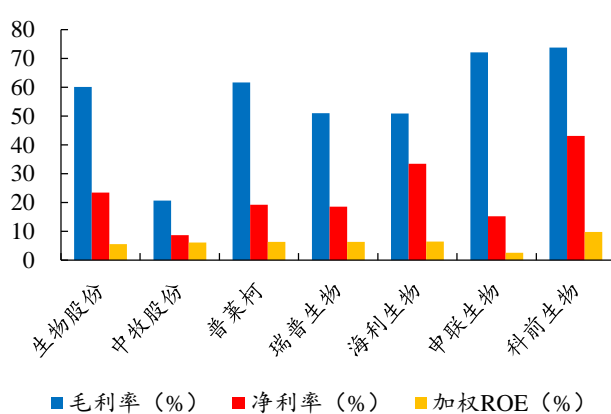
盈利能力：2024Q1-Q3 动保企业毛利率、净利率、ROE 均值分别为 51.45%（同比-4.28pct）、12.79%（同比-10.33pct）、3.03%（同比-3.15pct）。具体看，科前生物、中联生物、普莱柯毛利率居前，分别为 64.01%、61.12%、63.15%，中牧股份毛利率最低，为 17.23%，主要系其饲料和贸易业务占比较大。

图27：动保企业 2024Q1-Q3 盈利能力承压



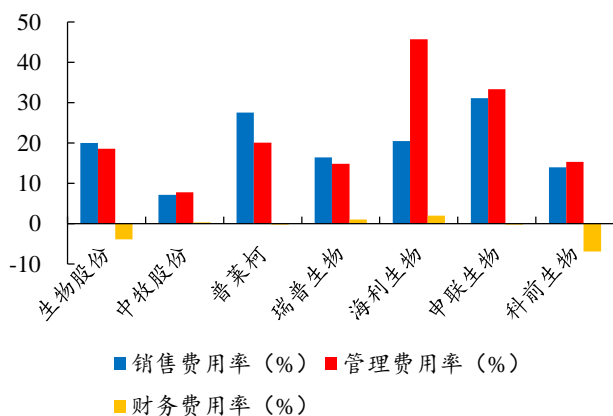
数据来源：Wind、开源证券研究所

图28：动保企业 2023 Q1-Q3 净利率均值同比改善

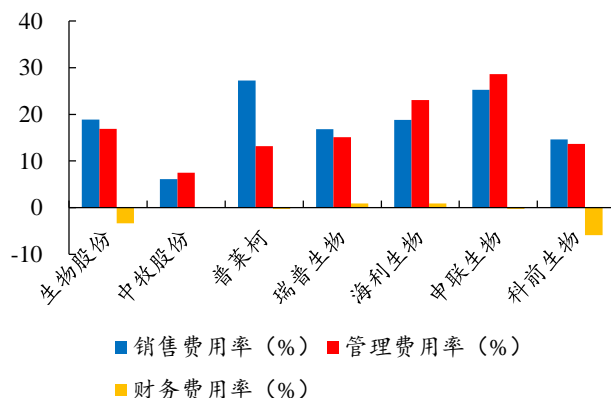


数据来源：Wind、开源证券研究所

期间费用率：2024Q1-Q3 动保企业期间费用率均值 40.68%，同比+6.68pct。动保企业财务费用率普遍较低，而销售费用率及管理费用率则高于其他农业子行业。具体看，2024Q1-Q3 中联生物、海利生物期间费用率较高，分别为 64.19%、68.24%，主要系管理费用率及销售费用率较高。中牧股份期间费用率最低，为 15.32%，由于饲料等业务营收占比较大，其销售费用占比较其他动保更低。

图29：2024Q1-Q3 中牧股份期间费用率行业最低


数据来源：Wind、开源证券研究所

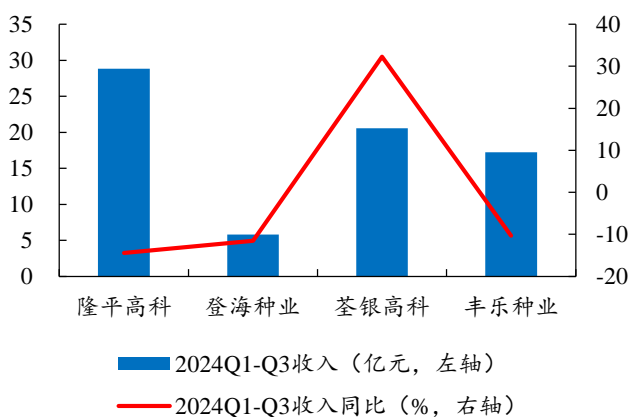
图30：动保企业 2023Q1-Q3 销售费用率均值同比上升


数据来源：Wind、开源证券研究所

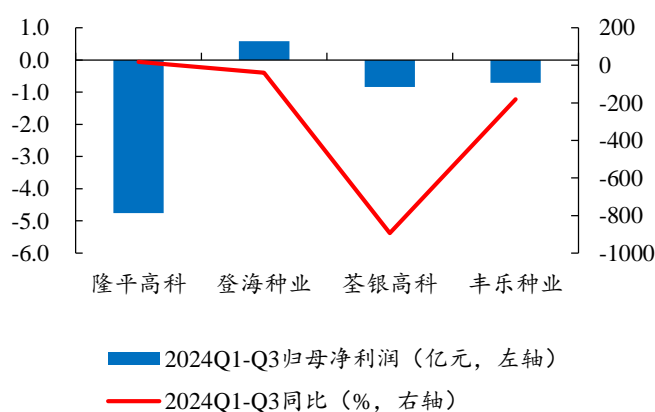
2.6、种子：行情低迷致业绩承压，期待粮价回暖打开盈利空间

种子行业我们选取隆平高科、登海种业、荃银高科、丰乐种业为代表进行分析。

收入及利润：2024Q1-Q3 实现收入 72.35 亿元，同比-3.46%，归母净利润-5.72 亿元，同比-23.78%。收入端看，荃银高科同比增速较高，主要系订单业务增速亮眼。利润端看，玉米、小麦等农产品价格大幅下挫拖累种子价格及销量，各种企盈利空间收窄。隆平高科 2024H1 处置隆平生物股权形成投资收益 3.4 亿元，10 月公告拟以 1.38 亿元的价格转让兴隆种业 49% 股权，随公司持续处置低效资产，盈利质量有望进一步优化。

图31：2024Q1-Q3 种子企业收入同比-3.46%


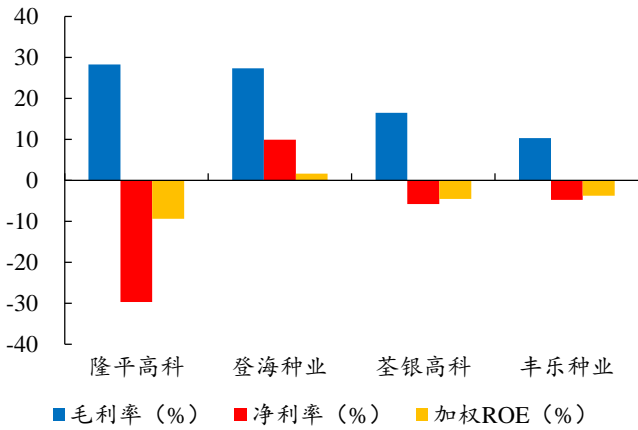
数据来源：Wind、开源证券研究所

图32：2024Q1-Q3 隆平高科利润同比增速居前


数据来源：Wind、开源证券研究所

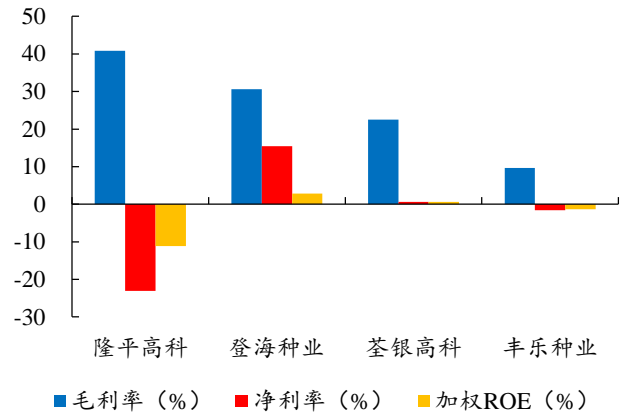
盈利能力：2024Q1-Q3 种子企业毛利率、净利率、ROE 均值分别为 20.58% (同比-5.32pct)、-7.60% (同比-5.45pct)、-4.00% (同比-1.76pct)。国内玉米种子同质化程度提升、品种数量增多导致市场竞争激烈，种价持续下滑，各种企净利率均同比下滑。

图33: 2024Q1-Q3 隆平高科、登海种业毛利率优势明显



数据来源: Wind、开源证券研究所

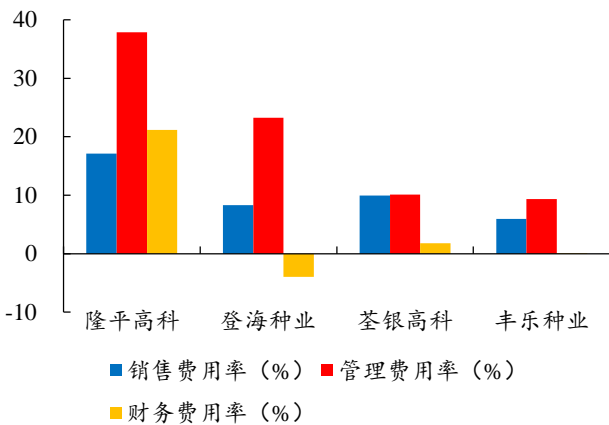
图34: 2023Q1-Q3 种子企业毛利率水平整体较高



数据来源: Wind、开源证券研究所

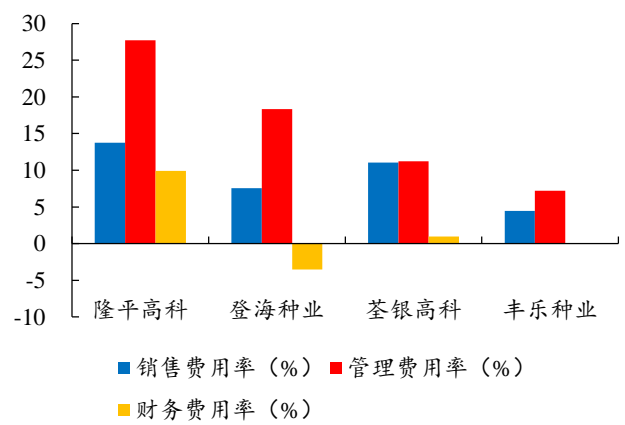
期间费用率: 2024Q1-Q3 种子企业期间费用率均值 35.26%，同比+8.09pct。随转基因育种持续推进，各种企研发投入力度增加，2024Q1-Q3 隆平高科/登海种业/荃银高科/丰乐种业研发费用分别为 4.40/0.62/0.62/0.70 亿元，同比+9.19%/+40.53%/+20.14%/+36.32%。

图35: 2024Q1-Q3 丰乐种业期间费用率最低



数据来源: Wind、开源证券研究所

图36: 2023Q1-Q3 种子企业平均期间费用率约 27.17%

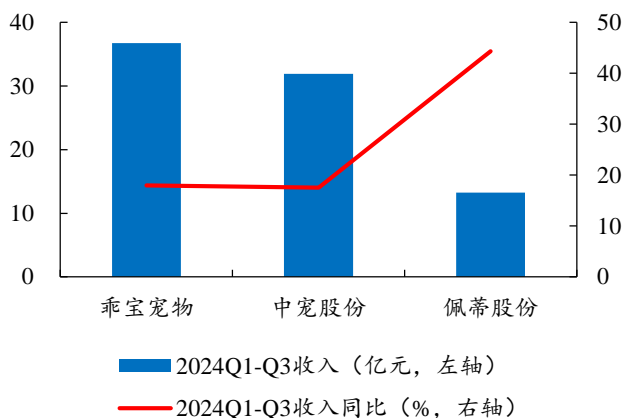


数据来源: Wind、开源证券研究所

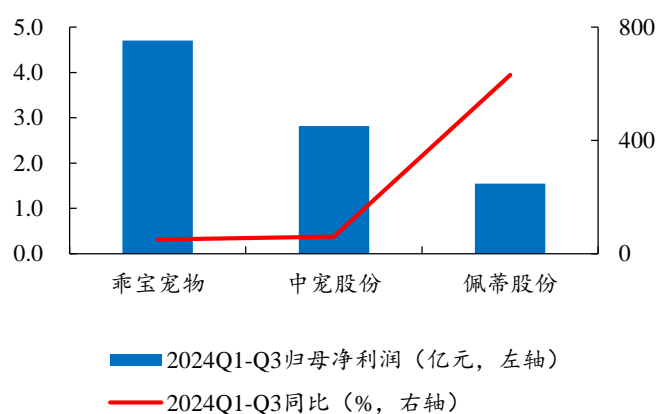
2.7、宠物: 业绩逐步进入兑现期, 收入增长及原料降价驱动利润高增

宠物行业我们选取乖宝宠物、中宠股份、佩蒂股份为代表进行分析。

收入及利润: 2024Q1-Q3 实现收入 81.83 亿元，同比+21.39%，归母净利润 9.07 亿元，同比+96.38%。境外业务方面，随国外通胀压力缓解，客户去库进入尾声，各宠食公司海外订单迅速回暖。境内业务方面，各公司自主品牌市场拓展顺利，线上销售增长亮眼。内外销售高增驱动收入增长，叠加鸡肉等原材料价格下跌，公司利润端同比高弹性增长。

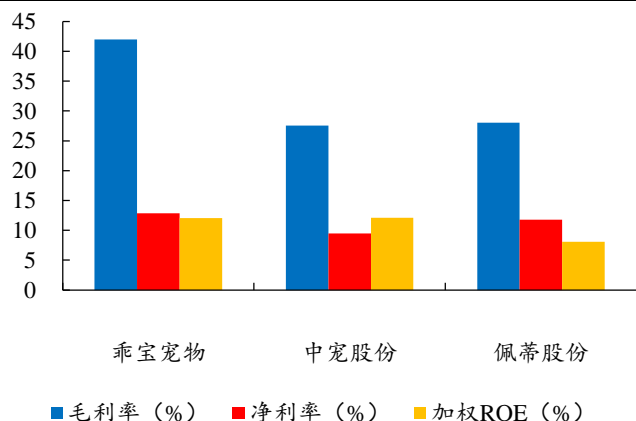
图37：2024Q1-Q3 宠物企业收入同比+21.39%


数据来源：Wind、开源证券研究所

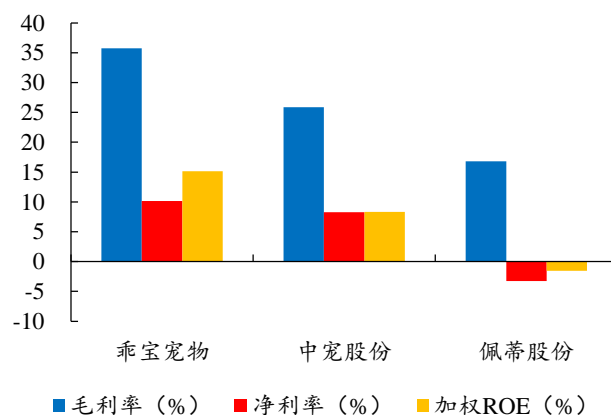
图38：2024Q1-Q3 佩蒂股份利润同比增速居前


数据来源：Wind、开源证券研究所

盈利能力：2024Q1-Q3 宠物企业毛利率、净利率、ROE 均值分别为 32.51%（同比+6.37pct）、11.38%（同比+6.33pct）、10.75%（同比+3.45pct）。公司销售规模扩大驱动产能利用率提升，叠加原材料降价扩大盈利空间，盈利能力大幅提升。

图39：2024Q1-Q3 各宠物企业毛利率及净利率同比提升


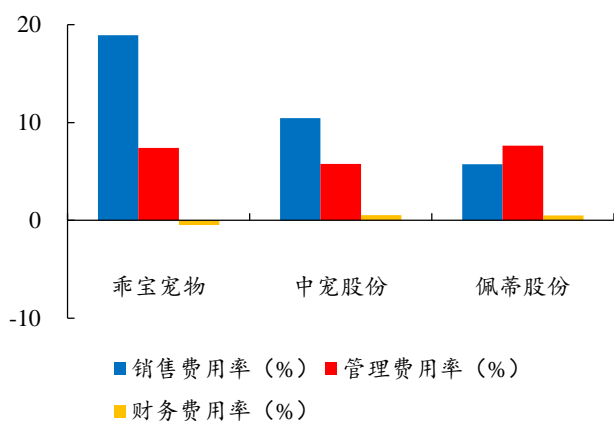
数据来源：Wind、开源证券研究所

图40：2023Q1-Q3 乖宝宠物毛利率领先


数据来源：Wind、开源证券研究所

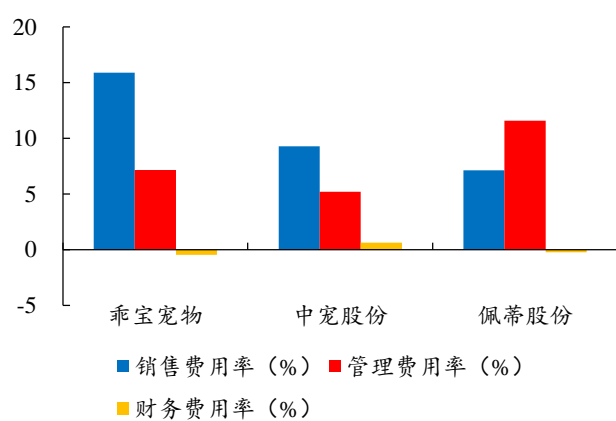
期间费用率：2024Q1-Q3 宠物企业期间费用率均值 18.82%，同比+0.08pct。乖宝宠物销售费用率大幅提升，主要系公司加大自有品牌宣传和直销渠道投放力度，销售费用同比增加 40.30%至 6.95 亿元，考虑公司自有品牌通过参展、增加曝光等方式迅速扩大销售规模，且增加直销渠道有利于强化渠道管控，抬升整体利润率，实际费用投放合理。佩蒂股份管理费用率大幅下降，主要系公司收入规模扩大驱动产能利用率提升，人员及管理效率显著优化。

图41: 2024Q1-Q3 佩蒂股份期间费用率最低



数据来源: Wind、开源证券研究所

图42: 2023Q1-Q3 宠物企业平均期间费用率约 18.74%



数据来源: Wind、开源证券研究所

3、风险提示

动物疫病风险、原料价格波动风险、下游需求不及预期。

特别声明

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

分析师承诺

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

股票投资评级说明

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

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

分析、估值方法的局限性说明

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

法律声明

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

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

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

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

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

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

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

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

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