

农业深度研究报告

# 日本农业发展启示

日本农业是东亚小规模精细化农业的典型代表。在人均耕地资源并不丰富的情况下，日本农业依靠机械化、生物科技等技术投入、品牌塑造，走出了一条优质优价的“反内卷”道路，农业政策表现为以保护小农户利益的“小农论”和促进产业融合、提升农民收入的“六次产业化”。我们也对日本丸红集团进行了实地调研，丸红是跨时代的产业链整合者、日本五大综合商社之一，农产品业务极具优势。丸红在资源端通过提前的技术投入与投资布局，对产业链关键环节形成了掌控；在生产经营端，强调精细化经营，全产业综合效益最大化；在终端消费上，通过产业链延伸和品牌塑造，实现优质优价。当前中国农业大而不强的问题亟待解决，借鉴日本农业发展经验，我们认为中国农业企业应加强在关键技术和资源的投资布局、坚持农业品牌塑造。

- 东亚小规模精细化农业的代表：**日本岛屿的地理特征决定了日本农业属于资源紧缺型农业，农业人口老龄化等问题也导致食物自给率逐步下降，粮食安全问题日益严峻；另一方面，日本农业机械化、精细化程度高，在品牌打造上卓有成效，“一村一品”的政策推广以来已经注册 134 个地理标志农产品。在产业主体结构上，日本放弃学习美国的规模化经营道路，基于遍及全国的“农协”组织指导农业生产、保护小规模农户利益，既解决了“菜贱伤农”的问题，又通过标准化的生产管理提升产品品质，并通过加工和销售渠道的整合让农户在价值链中享受更大收益。在农业政策方面，“小农论”与“产业化”的日本农业政策决定了当前的日本农业现状，强有力的农业保护政策使得日本农民收入普遍较好，走出优质优价的发展道路，政府积极引导产业出海构建全球价值链，同时产业融合的促进政策进一步实现收入提升。
- 丸红：贸易+投资的产业链深度整合。**丸红作为日本五大综合商社之一，拥有“类伯克希尔”的多元投资组合，涵盖能源化工、金属、食品农产、大众消费等领域的贸易和基础设施投资等业务，且不断向上下游延伸，构建了一个全球化、多元化的商业平台。回顾公司发展，公司顺应时代扩展贸易品类、并执行严格的风险管控措施，经历泡沫经济破灭风险后仍能穿越周期，在日本过去三十年的经济低迷期实现成长。同时公司实施贸易+投资的产业链深度整合，实现产业综合优势。丸红 22 年归母净利为 5430 亿日元，yoy+28%，ROE 连续 2 年超过 22%，股价从 20 年 2 月至 23 年 6 月涨幅约 257%，相对日经指数的超额收益达到 200% 以上。
- 丸红农业：全球化布局，从农田到餐桌的农业产业链。**公司通过海外的投资布局打造了从农田到餐桌的一体化产业链。在上游谷物领域，掌握关键的收购销售网络 and 港口物流资源，曾占据中国大豆贸易量的 20% 份额；在畜禽业务，通过一体化、专业化运营模式，实现综合单只利润最大化，并向下游延伸，塑造 Master Chef、“红雪”、“那须猪”、“森林鸡”等高端肉类品牌。
- 中国农业的借鉴：**目前中国农业大而不强的特征较为突出，农业产业利润相对微薄。对比发现，要提升农业产业收益，首先要有在专业细分领域打桩的定力，提升产业研发技术水平。未来农业总量需求增长逐步放缓，国内消费者对于农产品品质与品牌的需求日益增长，因此在消费品牌意识逐步提升的当下，企业应当积极布局下游品牌，实施优质优价的差异化竞争策略；此外，关键资源的把握是产业安全乃至国家安全的重要保障。应积极通过技术或者关键资源的控制，提升产业链地位，而进行海外布局是必不可缺的一环。研发技术能力持续提升、品牌塑造能力强、拥有海外供应链等资源优势的企业将大有可为。
- 风险提示：**中日经济社会环境不同、企业竞争加剧、农产品价格大幅波动。

## 推荐（维持）

华创证券研究所

证券分析师：雷轶

邮箱：leiyi@hcyjs.com  
执业编号：S0360522060001

联系人：顾超

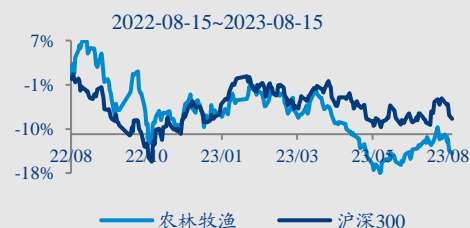
邮箱：guchao@hcyjs.com

### 行业基本数据

|          |           | 占比%  |
|----------|-----------|------|
| 股票家数(只)  | 97        | 0.01 |
| 总市值(亿元)  | 13,211.81 | 1.43 |
| 流通市值(亿元) | 9,548.44  | 1.34 |

### 相对指数表现

|      | %     | 1M     | 6M     | 12M    |
|------|-------|--------|--------|--------|
| 绝对表现 | -1.6% | -11.6% | -14.5% | -14.5% |
| 相对表现 | -0.5% | -4.6%  | -6.5%  | -6.5%  |



### 相关研究报告

《华创农业周报(20230807-20230813): 生猪产能持续去化, 白鸡产业景气可期》

2023-08-13

《华创农业周报(20230731-20230806): 生猪中期供给依旧宽松, 白鸡重视拐点性机会》

2023-08-06

《华创农业周报(20230724-20230728): 猪价情绪性反弹, 白鸡或迎来长短期拐点》

2023-07-30

## 投资主题

### 报告亮点

报告对日本农业的发展模式进行了总结，指出日本农业是东亚小规模精细化农业的典型代表，并结合对日本丸红集团的调研，对丸红的农业业务进行分析，丸红的全球化布局、关键资源掌握，以及优质优价的道路值得中国企业学习。在人均耕地资源并不丰富的情况下，依靠机械化、生物科技等技术投入，以及品牌塑造，日本农业走出了一条优质优价的“反内卷”道路。对农业政策表现出以农协主导的“小农论”和促进产业融合的特征，助力日本农业发展。报告结合我们也对日本丸红集团进行了实地调研，丸红是跨时代的产业链整合者、日本五大综合商社之一，农产品业务也极具优势。在资源端，通过提前的技术投入与投资布局，对产业链关键环节形成了掌控；在生产经营端，强调精细化经营，全产业综合效益最大化；在终端消费上，通过产业链延伸和品牌塑造，实现优质优价。当前中国农业大而不强的问题亟待解决，借鉴日本农业发展经验，我们认为中国农业企业应加强在关键技术和资源的投资布局、坚持品牌塑造。

### 投资逻辑

中国农业大而不强的特征较为突出，农业产业利润相对微薄。对比发现，要提升农业产业的利润，首先要有在专业细分领域打桩的定力，提升产业研发技术水平；在消费品牌意识逐步提升的当下，农业企业应当积极布局下游品牌打造，实施优质优价的差异化竞争策略；此外，通过技术或者关键资源的控制，提升产业链地位，积极进行海外布局是必不可少的一环。研发技术能力持续提升、品牌塑造能力强、拥有海外供应链资源优势强的企业将大有可为。

## 目 录

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| 一、 日本农业：东亚小规模精细化农业的代表.....      | 6  |
| （一） 资源受限，技术与品牌破局，农协发挥重要作用 ..... | 6  |
| 1、 资源相对受限，粮食安全问题凸显 .....        | 6  |
| 2、 农业技术先进，品牌化程度高 .....          | 7  |
| 3、 产业组织“农协”紧密联系农户 .....         | 9  |
| （二） 日本农业政策：反内卷的小农论、六次产业融合 ..... | 10 |
| 1、 反内卷的小农论 .....                | 11 |
| 2、 “六次产业”政策提升农业收入 .....         | 15 |
| 二、 丸红调研：全球化布局，优质优价 .....        | 16 |
| （一） 跨时代的产业链投资整合者 .....          | 16 |
| 1、 专注于产业链投资整合的综合商社 .....        | 16 |
| 2、 持续增长、高回报的财务表现 .....          | 18 |
| （二） 全球布局，打造从农田到餐桌的农业产业链 .....   | 20 |
| 1、 分布全球的农业集群 .....              | 20 |
| 2、 掌握关键资源的谷物业务 .....            | 21 |
| 3、 品牌化、高盈利的畜牧业务 .....           | 22 |
| 三、 中国农业借鉴 .....                 | 25 |
| （一） 坚持研发、提升技术，在专业细分领域打桩 .....   | 25 |
| （二） 着力塑造品质与品牌 .....             | 25 |
| （三） 掌握产业关键资源 .....              | 26 |
| 四、 风险提示 .....                   | 26 |

## 图表目录

|       |                               |    |
|-------|-------------------------------|----|
| 图表 1  | 日本农业不同部门产值趋势 .....            | 6  |
| 图表 2  | 日本种植业不同作物种植面积 .....           | 6  |
| 图表 3  | 日本农业土地逐年缩减 .....              | 6  |
| 图表 4  | 日本小规模经营主体数量仍占多数 .....         | 7  |
| 图表 5  | 日本农业老龄化趋势明显 .....             | 7  |
| 图表 6  | 日本食物自给率持续下降 .....             | 7  |
| 图表 7  | 日本农业生产率持续提升 .....             | 8  |
| 图表 8  | 日本农业育种的持续投入 .....             | 8  |
| 图表 9  | 日本全国各地产品 GI 注册情况 .....        | 9  |
| 图表 10 | 日本和牛从农场至商店的溯源系统 .....         | 9  |
| 图表 11 | 日本地理标志农产品注册数量持续增长 .....       | 9  |
| 图表 12 | 提供综合性服务的日本 JA 农协 .....        | 10 |
| 图表 13 | 日本 JA 农协标准化推广流程 .....         | 10 |
| 图表 14 | 日本稻米与蔬菜价格趋势 .....             | 11 |
| 图表 15 | 日本稻米价格远高于其他国家 .....           | 11 |
| 图表 16 | 日本种植业不同主体比例 .....             | 11 |
| 图表 17 | 日本畜牧业不同主体比例 .....             | 11 |
| 图表 18 | 日本的农业 PSE 占比远高于其他国家 .....     | 12 |
| 图表 19 | “高品质·良味米”的 10 条准则 .....       | 13 |
| 图表 20 | 组建企业联合体并提供规划支持，促进本地企业进入 ..... | 14 |
| 图表 21 | GFVC 打造从生产、加工、分销和消费的链条 .....  | 14 |
| 图表 22 | 日本农林水产省官网传播饮食文化 .....         | 14 |
| 图表 23 | 日本海外料理店数量持续增长 .....           | 14 |
| 图表 24 | 伊贺市养猪乐园的商业模式 .....            | 15 |
| 图表 25 | 九红业务架构图 .....                 | 17 |
| 图表 26 | 九红多元投资业务组合 .....              | 17 |
| 图表 27 | 泡沫经济破灭后九红的经营战略调整 .....        | 18 |
| 图表 28 | 九红“投资+交易”的事业战略 .....          | 18 |
| 图表 29 | 2023 财年总体业绩表现 .....           | 18 |
| 图表 30 | FYE 3/2023 分部业绩 .....         | 19 |
| 图表 31 | 2022 年公司净利与股息向好 .....         | 20 |
| 图表 32 | 九红股价超额收益明显 .....              | 20 |
| 图表 33 | 从农场到餐桌的全球业务集群 .....           | 20 |

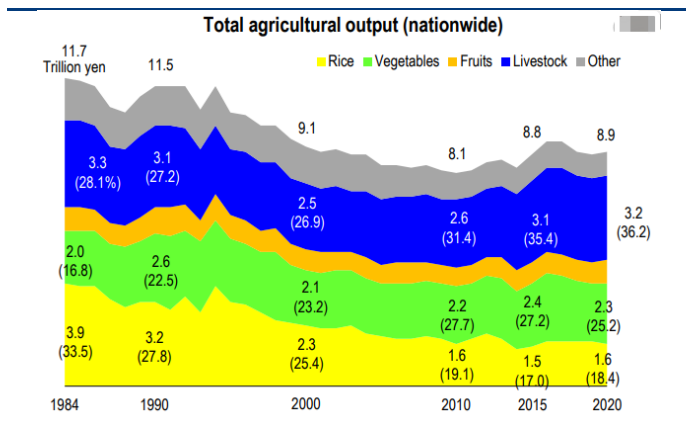
|       |                              |    |
|-------|------------------------------|----|
| 图表 34 | 丸红的畜牧业务版图 .....              | 20 |
| 图表 35 | 美国农业投入分布 .....               | 21 |
| 图表 36 | Adubos Real 销售网点增长 .....     | 21 |
| 图表 37 | 丸红谷物贸易链条 .....               | 22 |
| 图表 38 | 专注于高档牛肉生产业务，促进贸易 .....       | 23 |
| 图表 39 | 丸红塑造的猪肉品牌 .....              | 23 |
| 图表 40 | 丸红肉鸡全产业链经营模式 .....           | 23 |
| 图表 41 | 丸红禽业务一体化运营，实现综合单只利润最大化 ..... | 24 |

## 一、日本农业：东亚小规模精细化农业的代表

### （一）资源受限，技术与品牌破局，农协发挥重要作用

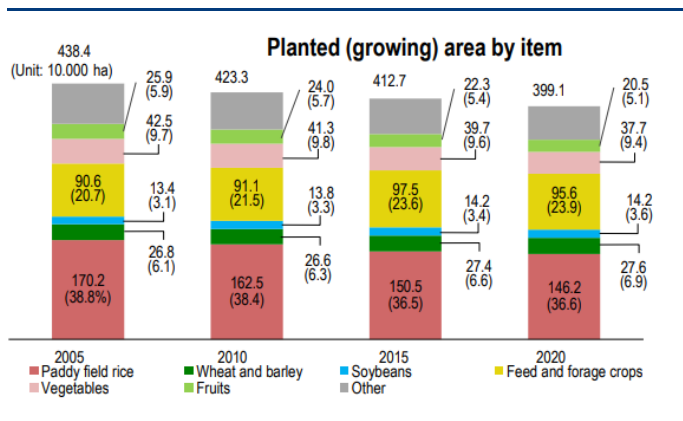
日本农业列岛土地资源有限，同时面临着人口老龄化、农民减少等挑战，但日本农业生产技术高度发达、质量优良、品牌建设卓有成效。自明治维新时期，日本就确立了工业化发展路径，并于 20 世纪 60 年代初实现了工业化，而受工业化和城镇化不断发展的影响，农业总产值和农业收入自 1984 年以来一直呈下降趋势，已低于 GDP 的 1%。从品种来看，大米一直是日本农业生产重点。

图表 1 日本农业不同部门产值趋势



资料来源：MAFF

图表 2 日本种植业不同作物种植面积

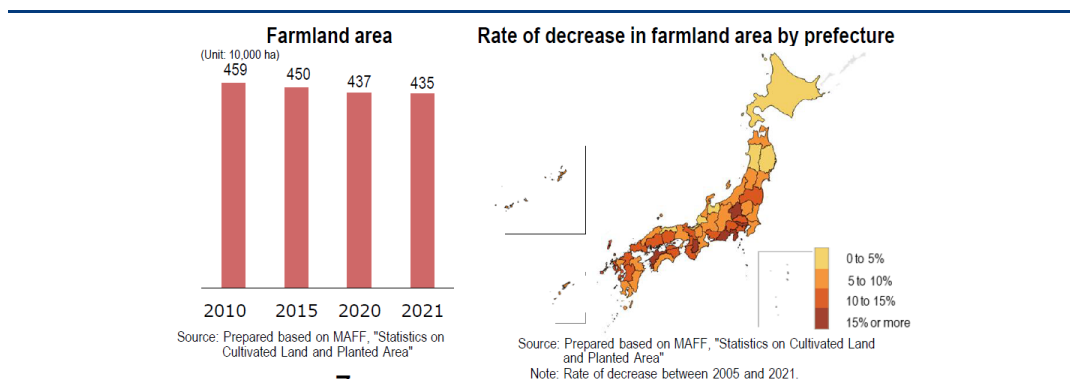


资料来源：MAFF

### 1、资源相对受限，粮食安全问题凸显

日本列岛土地资源有限，平原面积狭小，人均耕地较低。日本山地和丘陵约占国家总面积的 80%，农业耕地地块小且分散，适宜农业和城镇建设用地仅占国土总面积的 30%，工业化和城镇化发展不断挤占农业用地，导致耕地资源更加紧缺。2021 年，日本耕地面积 435 万公顷，与 1960 年相比减少超 25%。稀缺的土地资源也导致日本以小规模个体经营农户为主。日本虽在上世纪六十年代开始全面调整农业政策，扩大经营规模，但进展非常缓慢。2020 年耕地面积 1 公顷以下的小规模农户占 51%，5 公顷以上的规模经营的农户仅占 10% 左右；同时兼业农户比重大，以 2015 年的调查数据为例，自家在农村本就有地有房的新务农者（即兼业农户）占 50% 以上，真正的新型农业创业者占 10% 左右，还有 40% 左右的新务农者是各种农业组织的聘用人员。

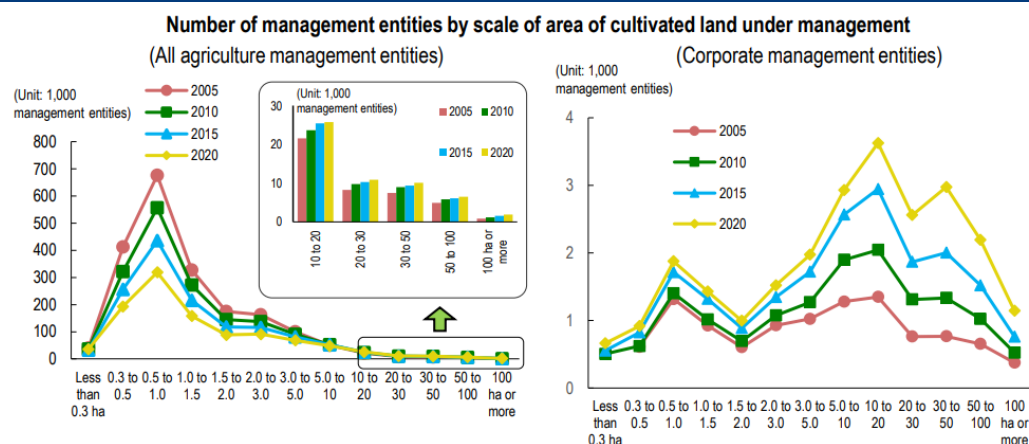
图表 3 日本农业土地逐年缩减



资料来源：MAFF



图表 4 日本小规模经营主体数量仍占多数

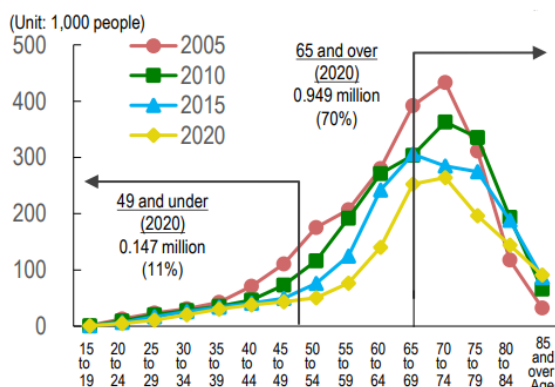


资料来源: MAFF

**日本农业人口老龄化严重。**在日本工业化进程中,由于农业经营比较效益不高,导致农村青壮年劳动力流失,农业劳动力老龄化加重,农业上出现了青壮年劳动力严重不足与老年劳动力过剩并存的现象。2018 年日本农业从业人员 175 万,平均年龄 66.8 岁;65 岁以上的农民占到了 60%。《日本农业科技创新和可持续发展报告》预计到 2055 年,日本劳动年龄人口预计将减少 41%,而 65 岁以上人口的比例预计将增加到同期的近 40%。

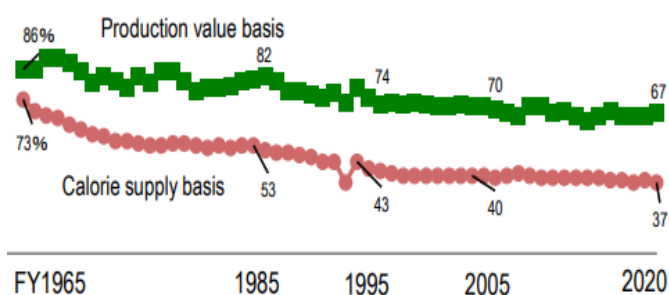
**食物自给率问题逐步凸显。**2020 年度,日本的食物自给率仅为 37.17%(以热量为基准),刷新了自 1965 年开始统计以来的最低纪录。据日本农林水产省的数据,在 1960~2018 年期间,日本的谷物、肉类、蔬菜、油脂这四类主要食物的国内供需缺口持续扩大,不得不靠扩大进口来满足需求。其中,谷物供应的进口依存度从 37.5%升至 73.2%,肉类供应的进口依存度从 10.3%升至 46.3%,蔬菜供应的进口依存度从 0.2%升至 20.7%,油脂供应的进口依存度从 18.1%升至 32.3%。

图表 5 日本农业老龄化趋势明显



资料来源: MAFF

图表 6 日本食物自给率持续下降



资料来源: MAFF

## 2、农业技术先进,品牌化程度高

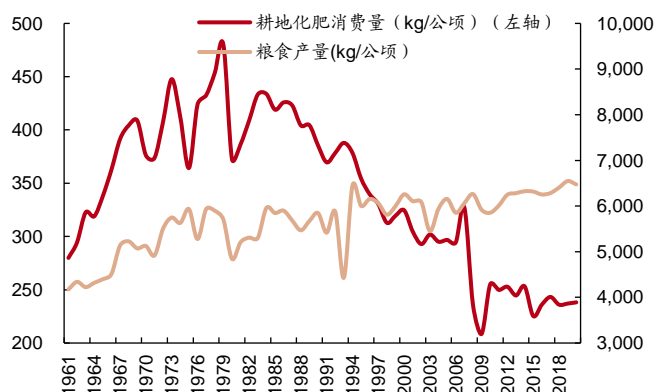
**通过机械化等精细作业方式,提升单位要素生产率。**2020 年日本耕地面积共 0.69 亿亩,且因人口分布密集,其人均耕地面积仅为 0.60 亩/人。受地理、人口等因素的限制,小型农业机械在日本的小规模、精耕细作生产模式中被广泛应用,在其主要作物水稻的田间作业中,耕地、插秧、植保、收获等环节基本完全实现机械化,日本的水稻育秧、插秧、

半喂入联合收获机械居世界领先水平。同时，日本大力发展生物科技和农药化肥产业，改善生产环境、作物品种，提升单产。在农药和化肥使用量均下降的情况下，粮食单产仍在持续提升，2021年已达到6787kg/公顷。

**育种端持续投入、研发品种创新。**目前日本大米已经有超过700个品种，且保持每三至四年推出新一代品质、产量更优的品种。而育种是一个非常漫长的过程，以葡萄为例，从选配组合，到杂交授粉、种子播种到结果，再优选到品种审定、推广，整个杂交育种到推广过程往往需要8至10年时间，而20世纪20年代开始日本国内的育种家开始致力于品质优、适应日本气候的葡萄品种选育，建立了日本葡萄的杂交育种体系，并一直持续至今。在大米和水果等领域持续的育种投入也带来了产品优势。我国流行的水果种植品种有很多都来自日本，例如葡萄的阳光玫瑰、妮娜皇后等，其他品种中如柑橘的爱媛28、不知火、甘平、春见等，草莓的红颜、章姬等，苹果主要品种富士等也都来源于日本。同时日本拥有不少世界级种子企业，坂田育种公司和泷井种苗公司在蔬菜花卉领域位居世界前列，西蓝花、向日葵等品种市占率达到50%以上。

**机械化与生物科技技术的发展依赖于研发的投入。**日本的公共农业研发强度2009年达到6.35%，日本文部科学省下属科学技术与学术政策研究所（NISTEP）近期发布的《科学技术指标2022》显示，在世界主要国家中，日本的研发费用、研究人员数量均居第三位。

图表7 日本农业生产率持续提升



资料来源：Wind，华创证券

图表8 日本农业育种的持续投入

| 阶段   | 育种年度               | 产量<br>(农家阶段) | 备注  |
|------|--------------------|--------------|---|
| 第1阶段 | 3年                 | 增产10%        | 从现在培育的品系中选出(1981~1983)作为临时措施从各地培育中的品系里选出那些虽然在品质上存在问题，但具有高产、稳产性能的品系。   |
| 第2阶段 | 8年<br>(第一阶段达成后5年)  | 增产30%        | 改良现有的高产品种，韩国品种，以及极大粒品种等(1984~1988)以现有的品种为材料，导入早熟、抗寒抗倒伏等特性，以培育超高产品种，作为具体的产量目标500kg地区提高到650kg，650kg地区要提高到850kg。 |
| 第3阶段 | 15年<br>(第二阶段达成后7年) | 增产50%        | 以第2阶段培育的品系为材料，进一步改良早熟、抗病虫害、抗寒、抗倒伏株型等特性，以达到超高产目标。产量目标是500~650kg地区提高到750~950kg，高产田要实现1000kg/10a以上目标。(1989~1995) |

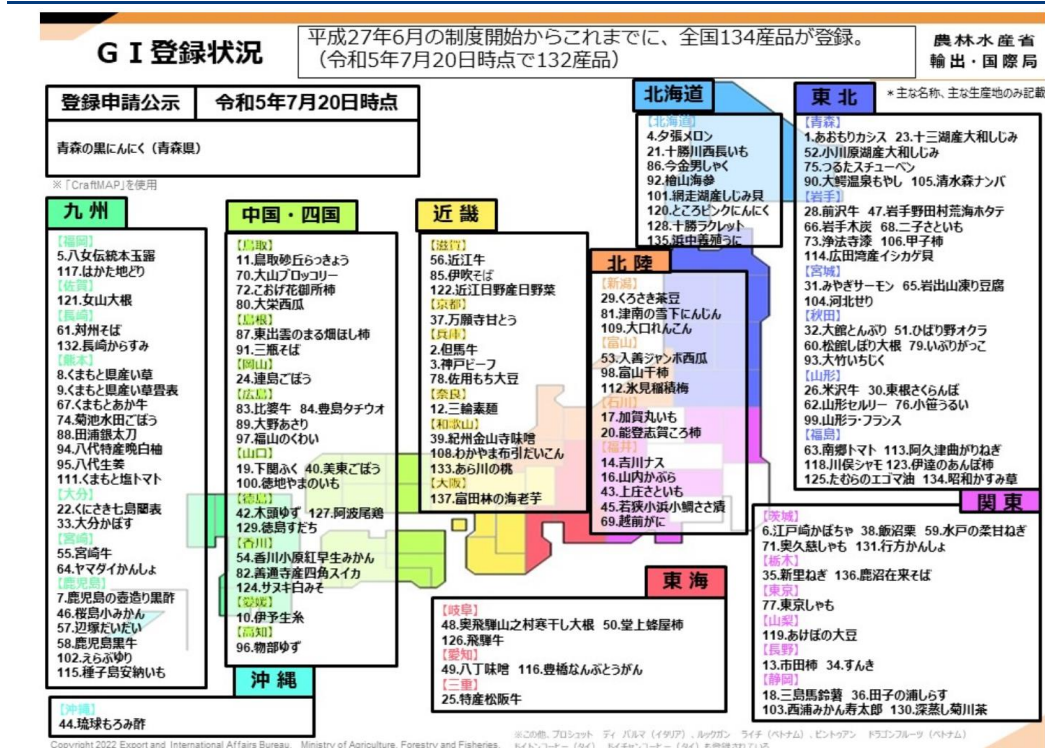
资料来源：丸山清明《日本的高产育种》

**日本农业注重品牌建设，自20世纪70年代开启的“一村一品”运动中诞生了无数的品牌。**1979年，日本以大分县开始的“一村一品运动”为契机，逐步发展“品牌农业”。80年代后，日本的生产者利用当地资源条件及特征，在产品规模化生产的同时实现差异化销售。在加强规模化的差别营销战略的同时，生产者开始关注如何利用区域特点和特别制作方法来增加附加值实施品牌化，以满足消费者因收入增加而对产品不断提高的要求。

地理标志（GI）保护制度将独特的地区产品名称作为知识产权保护，2021年日本注册了13种新产品，使产品总数达到119种。日本农业通过提高产品质量和推广特色农产品，打造具有较高附加值的品牌，以提高市场竞争力和价格优势。2021年瞭望网文章指出，在泰国一家大型超市的进口水果区中国的洛川苹果是15元一公斤，而旁边的日本青森苹果是150元一个，折合约30倍价差。

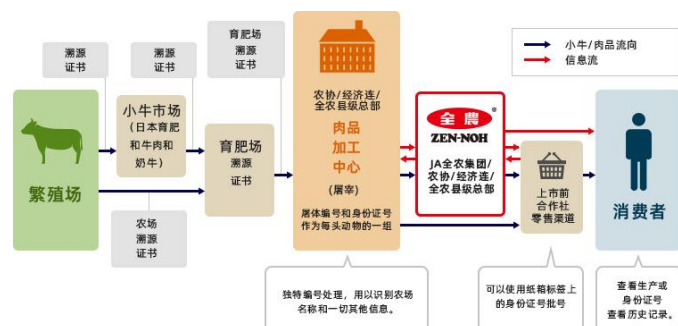


图表 9 日本全国各地产品 GI 注册情况



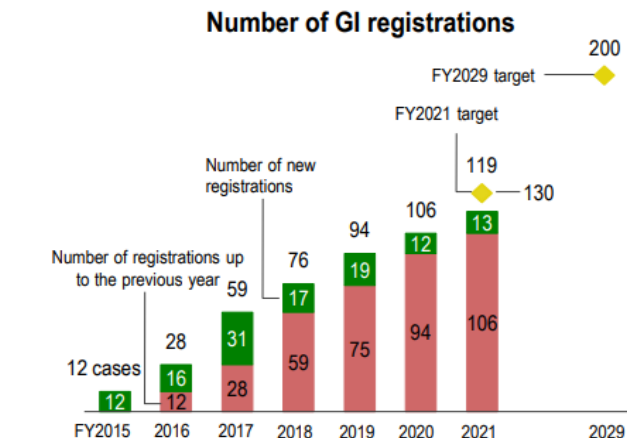
资料来源: MAFF

图表 10 日本和牛从农场至商店的溯源系统



资料来源: 全农官网

图表 11 日本地理标志农产品注册数量持续增长



资料来源: MAFF

### 3、产业组织“农协”紧密联系农户

在近百年的实践中，日本农协已发展成集经济职能与社会职能于一体的团队，其功能多样而全面，涵盖了农业生产、农产品购销流通等各个领域，负责农业生产资料采购、农民生产计划、农产品销售，将政府发放的补助金分发给农户或有关团体，代表农民向政府行政部门反映意见。日本农业因为农协的综合服务而得到发展，其作用无可替代。

日本农协由自发到政府立法，形成覆盖全国的合作组织。19 世纪末，存在于茶叶、蚕丝等行业中的“同业组合”逐渐成为农业发展的新形式。由农民和手工业者自发组织，从事产品和生产资料的销售和购买以及生产资金的相互融通。随后通过政府立法，农业合作组织以“农业协同组合”（农协）的形式在全国范围内组建了各级农协，1950 年时全日本

99%以上的农民都已加入了农协组织，农民出资、农民管理、农民利用、农民享受，是日本农协的一个明显特点，将农协与会员紧密结合，振兴农户经济、提高农民收入。

**从田头到餐桌的统一指导协调，日本农协能力逐步延伸。**从种植品种、投入品到生产加工、销售，加入农业合作社和农协的农民受到农协的统一指导。每一年农业合作社和农协可以指导农民根据全国蔬菜的销量进行按需生产，避免了因盲目生产导致的“菜贱伤农”现象。同时，农民通过组织起来把农产品直接卖向市场，减少了中间环节渠道费用，让农民直接享受到分配各环节的收益。日本农协已经成为一个全国性的农村集体经济组织，通过其遍及全国各个角落的机构和广泛的业务活动，在农业发展的各个环节发挥着服务性、技术性和综合性的作用。

**标准化管理助力日本农业产品质量与品牌发展。**日本农协在生产经营环节所成功实施的行政指导，让日本农产品的质量安全世人瞩目。通过指导分散经营的农户，按照统一的农业技术、农产品标准要求进行农业生产，建立了从育种、农田规划、播种、除草、施肥、田间管理、收获、贮藏、流通、上市全过程的农业生产体系，实现了小农制基础上的农业社会化和标准化的生产，从而扫除了标准化管理中的障碍。

图表 12 提供综合性服务的日本 JA 农协



资料来源：全农官网

图表 13 日本 JA 农协标准化推广流程



资料来源：MAFF，华创证券

## （二）日本农业政策：反内卷的小农论、六次产业融合

日本农业政策主要历程可分为如下几个阶段：

- 1) 二战后的农地改革政策（1945-1952）：**政策主要是农地改革，包括土地的公平分配，消除地主阶级，提高农民的社会地位，改善农业生产条件。政策思路是通过改革土地所有制，使农民成为土地的所有者，激发他们的生产积极性，提高农业生产力。
- 2) 经济高速增长期的“基本法农政”（1952-1973）：**政策主要是推动农业现代化，提高农业机械化水平，实施农业集约化生产、扩大经营规模。政策思路是通过技术进步和生产方式的改变，提高农业生产效率，以满足日本快速增长的工业化进程对食品和农产品的需求。
- 3) 稳定增长期的农业保护政策（1973-1990）：**政策主要是实施农业保护政策，如设定农产品价格保障制度，实施农业补贴政策等。政策思路是通过政策干预，保持农业生产的稳定，保护农民的利益，以应对国际农产品市场的波动。
- 4) 全球化时期的农业产业升级政策（1990 至今）：**政策主要是推动农业结构调整，提高

农业竞争力，同时继续实施农业保护政策，如农业补贴，农产品进口配额等。政策思路是在全球化的背景下，通过调整农业结构，提高农业的竞争力，同时通过保护政策，保护国内农业，以实现农业的可持续发展。

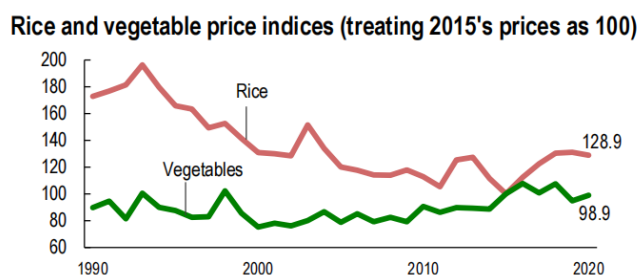
总的来看，日本农业政策的主要特点在于农民利益的保护和农业收益的提高。

## 1、反内卷的小农论

### 1) 注重小规模农户利益保护的“小农论”。

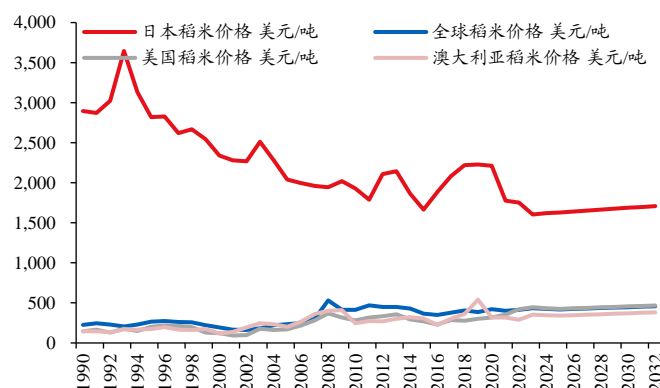
日本政府虽曾采取了一系列政策措施来鼓励农民流动和农业经营规模扩大，但未能从根本上改变日本农业以小规模农户经营为基础和主体的特点。农水族议员以及农林水产部门依靠在农业领域广撒补助金的方式保住“票田”，维持大米等农产品的高价。Aurelia George Mulgan 的研究中提到“日本是唯一用高达百分之几百的关税（如对大米是 700%，而对魔芋是 1000%）来保护特定农业品的国家”，日本的小麦、大米、大麦、大豆等主要农产品的价格比其他发达国家的数倍（2020 年日本大米价格是全球的 5 倍、美国和澳大利亚的 7 倍），较高的价格使得小规模兼业农户没有意愿退出市场，规模化程度无法提升。

图表 14 日本稻米与蔬菜价格趋势



资料来源：MAFF 注：稻米价格虽由于产量提升和需求减少逐步下降，但仍处于较高位置。

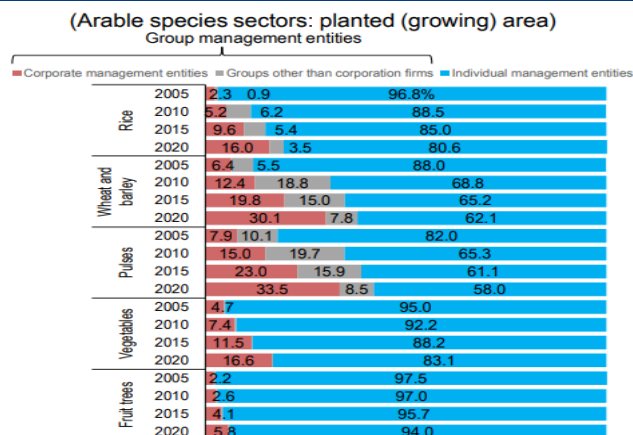
图表 15 日本稻米价格远高于其他国家



资料来源：Wind，华创证券

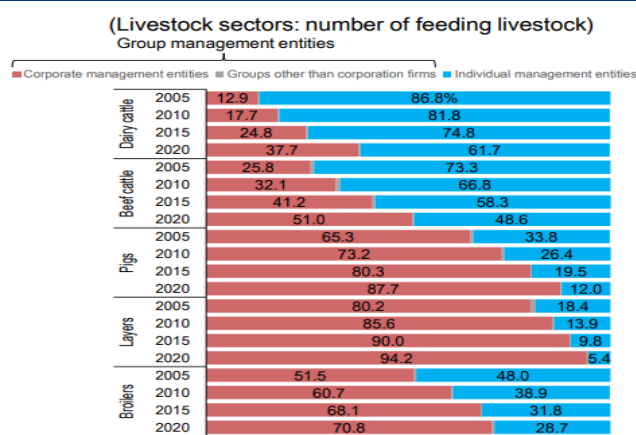
注：2023 年及之后数据为 FAO 预测数据

图表 16 日本种植业不同主体比例



资料来源：MAFF

图表 17 日本畜牧业不同主体比例



资料来源：MAFF



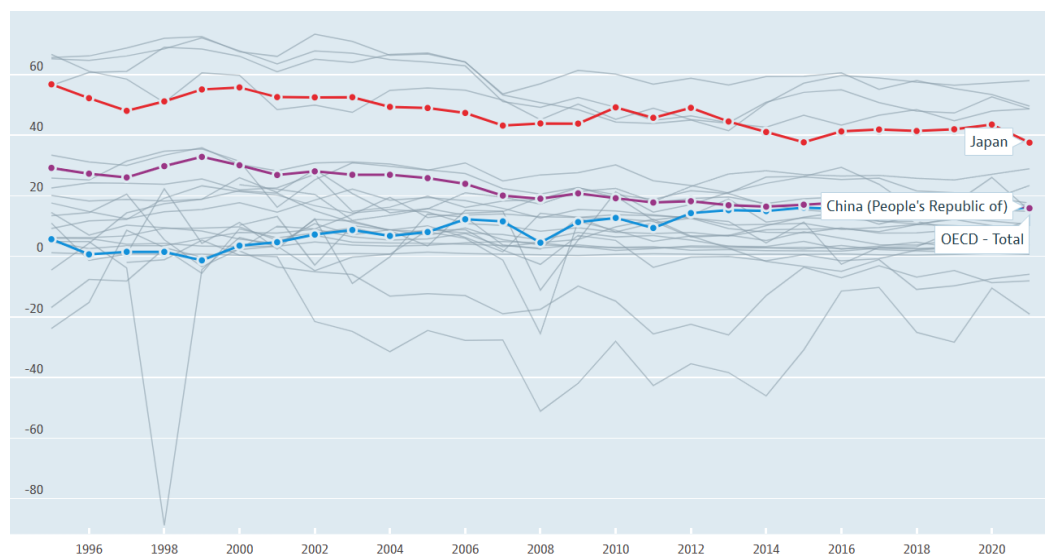
## 2) 日本农业支持保护政策历史悠久，当前仍处于较高水平。

二战后日本直接管制农产品的内外贸易，对本国农业生产和农产品流通实施了一系列强有力的支持保护政策措施。采取对国内主要农产品（尤其是大米）给予巨额财政补贴，到 1965 年，日本已成为农业支持保护水平最高的工业化国家之一。

签署《乌拉圭回合农业协定》后，日本农业保护政策开始由“黄箱”转向“绿箱”，其中与农产品生产直接挂钩且对贸易产生扭曲作用的“黄箱”政策综合支持量（AMS）由基准的 49661 亿日元，下降至 2000 年日本的“黄箱”补贴总额为 7085 亿日元，而“绿箱”政策支持额从 22044 亿日元增加到 26519 亿日元，增加了 20.3%。这种转向有利于在农业生产经营中更多地引入市场机制、提高农业经营效率。

日本农业国内支持政策的基本方向是从价格补贴转向增强农业生产能力，但日本仍然是仅次于欧盟、韩国的农业保护水平最高的国家之一，从 OECD 衡量农业保护程度的指标生产者支持估计（PSE）的总额来看，2021 年日本为 336 亿美元，中国、美国分别为 2890 亿美元和 530 亿美元；按 PSE 占农业生产总值的比例看，2021 年日本为 38%，明显高于美国的 11% 和中国的 16%。从关税税率看，日本农产品进口关税呈现一种“金字塔式”的结构，即大部分品种的关税较低，但一部分高关税的品种十分突出。特别是为了保护其最为重要的农产品大米。OECD 报告显示世界农业关税平均水平由 20 世纪 80 年代末期的 78% 降到 2004 年的 60%，美国由 39% 降到 35%，欧盟由 87% 降到了 53%，日本却一直维持在 90% 左右。

图表 18 日本的农业 PSE 占比远高于其他国家



资料来源：OECD，华创证券

（注：数值为 PSE 占农业收入比例）

### 3) 追求优质优价的反内卷。

由榨取和内卷推动的农产品商品化，并不能提高农民收益，反而会出现“谷贱伤农”的现象，而由盈利型农场所推动的商品化，则可通过优质优价的策略实现农民收益的提升。中国人民大学郑风田教授 2014 年在日本调研时发现，日本饲用大米是亩产 600 斤以上的大米，而直接食用的是亩产 600 斤以下的大米。这是因为日本农业多年在育种上对品质有很大的要求，优质大米在粘度，硬度和甜度上有更佳表现，因而产品溢价明显，特别是地理标志产品越光大米，采用 0 氮肥方式种植，牺牲了产量但保证了产品品质，售价虽高达每斤几十元仍受到市场追捧。

我国近年来无论是育种还是栽培重视产量，品质方面重视不足，满足不了我国消费者日益增长的对品质的需求。常山胡柚的“胡柚悲歌”在各类水果上重复发生，一边是种植面积快速扩大后的丰产不丰收，一边是高端水果“论个卖”的优质优价，矛盾背后的深层次原因是产品质量未能产生差异，以及产业链深加工链条不够完善。当前我国粮油、水果、豆类、肉蛋、水产品等深加工率仅有 30% 左右，远低于发达国家 70% 以上的水平。60% 以上的加工副产物没有得到综合利用，产品附加值较低。

图表 19 “高品质·良味米”的 10 条准则

| 序号 | 内容  |
|----|---|
| 1  | 为了制作把美味和品质作为最优先的大米，目标产量以 510kg/10a（8.5 袋）为基准。 |
| 2  | 糙米蛋白质含量以美味基准 6.0% 为目标。                        |
| 3  | 水稻秸秆还田，施用堆肥和土制肥料等，努力培土。                       |
| 4  | 种子使用县内捕获的稻种，每年更新。                             |
| 5  | 为了在 8 月 8 日以后抽穗，插秧要在 5 月中下旬进行。                |
| 6  | 配合水稻生长进行中干、切沟，根据生长诊断施用穗肥。                     |
| 7  | 为了更好地培育水稻，灌溉要在抽穗后 25 天以后，高温的情况下尽量不要很晚。        |
| 8  | 为了防止开膛等品质下降，应适期收割，适当干燥。                       |
| 9  | 为了完成整粒比率高的米，调制时使用 1.90mm 以上的筛眼。               |
| 10 | 要仔细观察水稻，注意气象信息，适当地实践各项工作，使其全部被评为 1 等米。        |

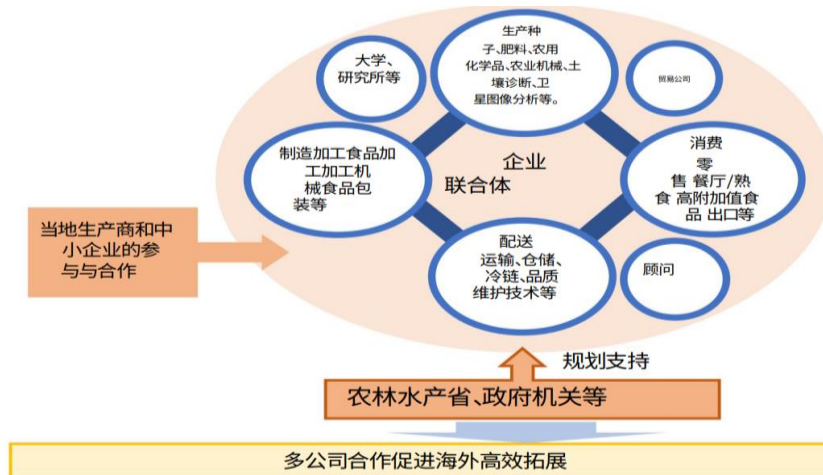
资料来源：新潟县官网，华创证券

### 4) 构建全球食品价值链，寻求更大市场。

**鼓励企业出海扩张，扩大生产资源与产品市场。**日本政府早在 2014 年就提出《全球食品价值链建设推进计划》，旨在构造全球食品价值链，拓展海外食品产业。《战略》通过产学研官的研究合作，发挥日本优势组建企业联合体，将食品价值链（FVC）每个阶段的附加值联系起来，为生产、加工、分销商和消费者创造更大的附加值。



图表 20 组建企业联合体并提供规划支持，促进本地企业进入



资料来源: MAFF, 华创证券

图表 21 GFVC 打造从生产、加工、分销和消费的链条



资料来源: MAFF, 华创证券

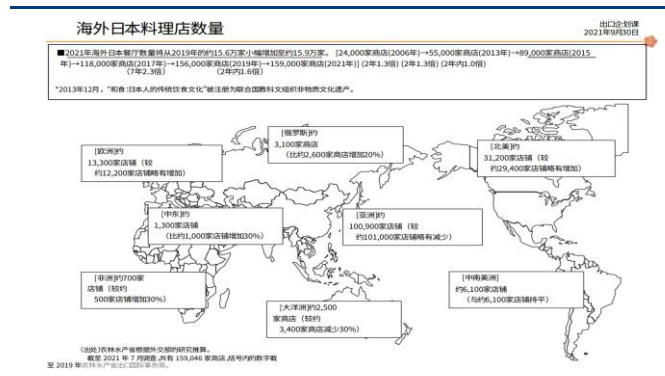
以饮食文化作为载体，以贸易+投资落地产业出海。出海伴随着“和食文化”的推广，不仅是日本的农产品和食品作为“商品”出口，且随着 FVC 的建立，与当地生产、加工和商店开发等公司的海外扩张（投资）相结合也很有效。海外餐厅数量由 2006 年的 2.4 万家商店扩张至 2021 年的 15.9 万左右。

图表 22 日本农林水产省官网传播饮食文化



资料来源: MAFF, 华创证券

图表 23 日本海外料理店数量持续增长



资料来源: MAFF, 华创证券

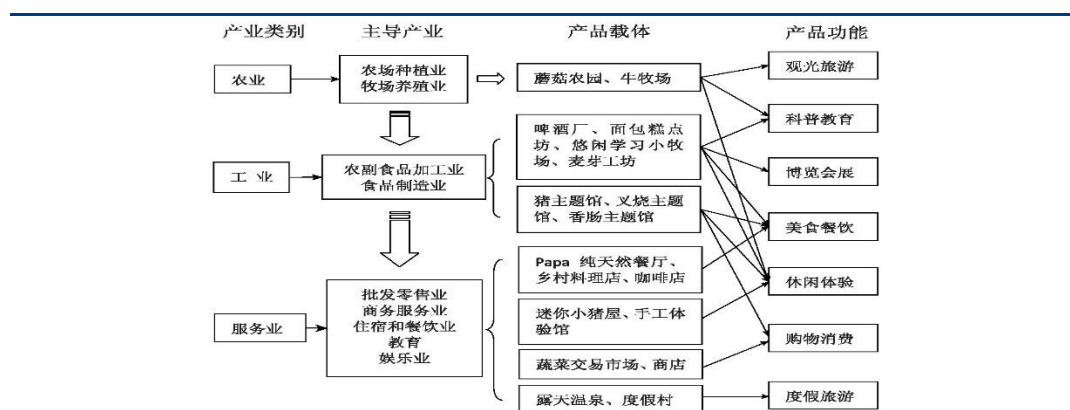
## 2、“六次产业”政策提升农业收入

日本政府鼓励发展六次产业，通过产业融合提升农业收入。进入 21 世纪后，日本农户的收入大幅度减少，2008 年农户收入的绝对值（294 万日元）下降至高峰期的一半。食品加工、流通及餐饮等环节的收益没有能够留在农业生产者手中，以 2017 年数据为例，日本农业生产额 8.5 万亿日元，而其食品加工业是农业生产总额的 9 倍。日本农业经济学专家今村奈良臣 1994 年首次提出农业“六次产业”的概念，他认为要提高农民的收入必须整合农业关联的第二产业（农产品加工和食品制造）和第三产业（农产品流通、销售和观光旅游等），延长农业产业链，实现收益倍增，即“六次产业 = 第一产业×第二产业×第三产业”。

从 2011 年起，日本正式实施由农林水产省组织制定的《六次产业化法》，并大力推行。一方面设立了专门基金及其管理机构，充分吸引社会资本参与六次产业，2013—2015 年日本政府共成立 53 个子基金，基金总规模达到 750 亿日元，为 65 个六次产业化经营主体提供资金支持。另一方面成立专门机构提供服务保障，2020 年日本政府在中央和地方共设立了 46 个“六次产业化支援中心”。

自发展六次产业以来，不仅农民的参与数量明显增长，而且总销售额和农民收入均有了显著提升，从而使农民获得了实在效益。2010-2018 年，六次产业从业总数量增长了 5.4%，生产总销售金额从 16543.72 亿日元增长到 23384.21 亿日元，增长了 41.3%，户均销售额增长了 34.3%。伊贺市的 Mokumoku 农场通过产业融合实现年收入超 50 亿日元，是日本集生产、加工、销售、休闲观光农业、网络购物于一体的六次产业化最成功的主题农场。

图表 24 伊贺市养猪乐园的商业模式



资料来源：刘建芳等《田园综合体商业模式创新的国际经验及启示》

## 二、九红调研：全球化布局，优质优价

综合商社通常规模庞大、实力雄厚，产品、行业跨度大，涵盖能源化工、金属、食品农业、大众消费等领域的贸易和基础设施等业务，且不断向上下游延伸，构建了一个全球化、多元化的商业平台。巴菲特在访谈中提到：“这些商社公司与伯克希尔非常相似，不仅在日本，也在全球各地拥有多元化业务。”我们实地调研了日本五大综合商社之一的九红集团，发现九红在资源端通过技术投入与投资布局，对产业链关键环节形成了掌控；在生产经营端，强调精细化经营，实现全产业综合效益最大化；在终端消费上，通过产业链延伸和品牌塑造，精细化农业实现优质优价，最终打造出一条从农田到餐桌的全球产业链。

### （一）跨时代的产业链投资整合者

九红集团通过贸易+投资的产业链深度整合，实现产业综合优势，在农业业务上优质优价、盈利能力强，塑造了“红雪”等肉类高端品牌。同时公司风险管理意识突出，经历泡沫经济破灭风险后仍能穿越周期、在日本过去三十年的经济低迷期实现成长。

得益于公司产业综合优势以及穿越周期的风险管控能力，九红股价从2020年2月至今涨幅约257%，相对日经指数的超额收益达到200%以上，22年归母净利为5430亿日元，yoy+28%，ROE连续2年超过22%，同时公司正进行约300亿日元的股票回购，以提升股东回报。

### 1、专注于产业链投资整合的综合商社

九红是成立于1858年的百年企业，日本五大综合商社之一。公司在日、美等亚欧美洲的68个国家和地区设立了132个分支机构，集团员工数达4.61万，2022年度《财富》“世界500强企业”第157位，总营业额达757亿美元。

公司业务具有如下特点：1）**业务领域广**。在消费品（食品&农业等）、原材料贸易、能源和基础设施、金融等领域均有布局。2）**与中国合作紧密**。自1979年开始，九红在中国15个城市设立了17分支机构，投资企业66家，在华业务涉及农业粮食、冷链物流、环境保护、新能源开发、医疗保健和海外第三方市场合作等。3）**战略稳健**。公司22-24年中期战略认为，面对新冠大流行后世界巨大不确定性和不连续变化的特点，现有观念遭受到巨大挑战，公司一方面加强现有业务，使用多种方法建立新的商业模式，另一方面在所有商业领域拓展“绿色商业”和“绿化”。



图表 25 九红业务架构图



资料来源：公司投资者关系演示材料

图表 26 九红多元投资业务组合



资料来源：公司投资者关系演示材料

公司组织架构分为 5 个产业部门，主要包括：

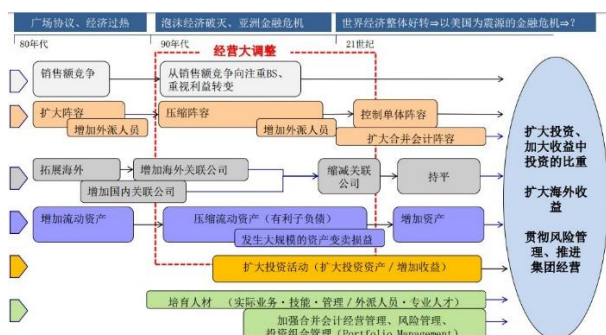
- **消费品产业：从农场到餐桌的全产业链布局。**1) 农业部：销售化肥、作物保护、种子等农资产品，为农业生产者提供高质量解决方案；2) 食品 I 部：糖、咖啡等加工食品贸易业务；3) 食品 II 部：粮食贸易、动物养殖及肉品加工。
- **原材料产业：深入布局产业链上游，获取资源优势。**主要包括金属、矿产、化工、林业等资源品贸易。
- **能源/基础设施产业：低碳、清洁能源，满足国内与海外能源需求。**通过生产、运输、销售石油、天然气等燃料，满足日本和海外能源需求的能力，公司也为布局核能业务等新能源业务，实现低碳、无碳社会。
- **金融产业：规模庞大，全球布局。**包括金融、租赁、房地产等。
- **新一代产业等。**

不同商社在贸易投资领域各有专长。日本 5 家综合商社三菱商事、伊藤忠商事、三井住友、九红、住友商事，主要利润来源均为金属矿产、能源、农业领域。这五家商社分为两类，一类如三井、三菱是从财阀系贸易公司发展过来的，而另一类的九红、伊藤忠（实际上两家同宗同源，都是由伊藤忠兵卫创立的）则是依靠上世纪日本发达的纺织工业起家。

**九红顺应时代发展，严格的风险控制手段度过经济周期波动。**九红起初以纺织品贸易为主，而在战后经济高速增长期，抓住机遇转向化工、食品领域，参与铁矿石、煤炭、石油等资源的进口生意，并把生产出来的钢板、汽车、重机电等出口到海外去，目前在电力能源、食品农业等产业具有优势，最近几年开始朝非能源方面转型。日本泡沫经济破灭之后，九红的呆帐坏账扎堆，资产负债率居高不下，同时日元升值使得公司传统贸易业务风险急剧上升，因此公司在业务投资领域专注于更有把握的投资方向，风险资产管理理念深入到经营过程中；同时严控财务风险指标，近年来现金流、D/E 比率逐步优化。

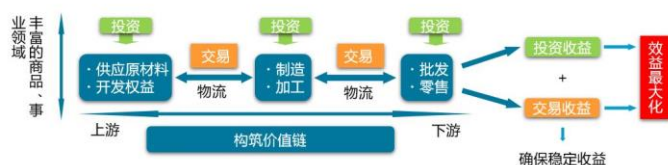
**九红“投资+交易”的战略构筑价值链。**九红以贸易起家，但石油危机让公司意识到关键资源的稀缺性，因此公司向上游积极布局。在矿产资源方面公司广泛投资于海外能源、资源类企业，如墨西哥湾的石油资源以及智利的铜矿资源。在农产品方面，公司从谷物的国外收购，到物流仓储运输，以及后端的工厂生产、销售，已经形成了完整的供应链。

图表 27 泡沫经济破灭后九红的经营战略调整



资料来源：土士学习联盟公众号

图表 28 九红“投资+交易”的事业战略



资料来源：土士学习联盟公众号

## 2、持续增长、高回报的财务表现

2023 财年公司业绩稳定增长:

- **利润方面**: 截至 2023 年 3 月 31 日的财年，归母净利润为 5430 亿日元，同比增长 1187 亿日元 (+28%)。扣除净利润中的一次性项目，调整后净利润为 5260 亿日元，较上一财年增加 370 亿日元。其中，非资源事业为 3200 亿日元，资源事业为 1990 亿日元。
- **现金流方面**: 核心经营现金流同比增加 136 亿日元至 5842 亿日元，股东分配后的自由现金流(不包括营运资本和其他变化)为 5728 亿日元。
- **资产负债方面**: 截至 2023 年 3 月 31 日，股东权益约为 2.9 万亿日元，由于留存收益和其他因素的增加，比上一财年末减少了 6400 亿日元。由于出售 Gavilon 谷物业务所得的资金已用于偿还债务，该公司将从上一财年末削减 3800 亿日元。净 DE 率降至历史最低水平 0.52 倍，比上一财年末改善了 0.31 个百分点。

图表 29 2023 财年总体业绩表现

| (billion yen)   | FYE 3/2022 | FYE 3/2023   | Change               |
|---|------------|--|----------------------|
| Net profit  | 424.3      | 543.0  | +118.7 (+28%)        |
| Adjusted net profit   | 489.0      | 526.0  | +37.0 (8%)           |
| Core operating cash flow  | +570.5     | +584.2   | +13.6 (+2%)          |
| Free cash flow after shareholder distributions<br>(excluding changes in working capital and others) | —          | +572.8   | —                    |
| ROE   | 23.0%      | 22.4%  | down 0.6 points      |
| Net DE ratio  | 0.83 times | 0.52 times   | improved 0.31 points |
| Dividend per share (annual)   | 62.0 yen   | 78.0 yen<br>interim(paid) 37.5 yen,<br>year-end(plan) 40.5 yen | +16.0 yen            |

资料来源：公司投资者关系演示材料

### 1) FYE 3/2023 分部业绩：非资源分部利润保持增长。

- **电力**: 利润同比增长 320 亿日元至 540 亿日元，主要是由于英国电力批发/零售业务 Smartest Energy 的利润增加。

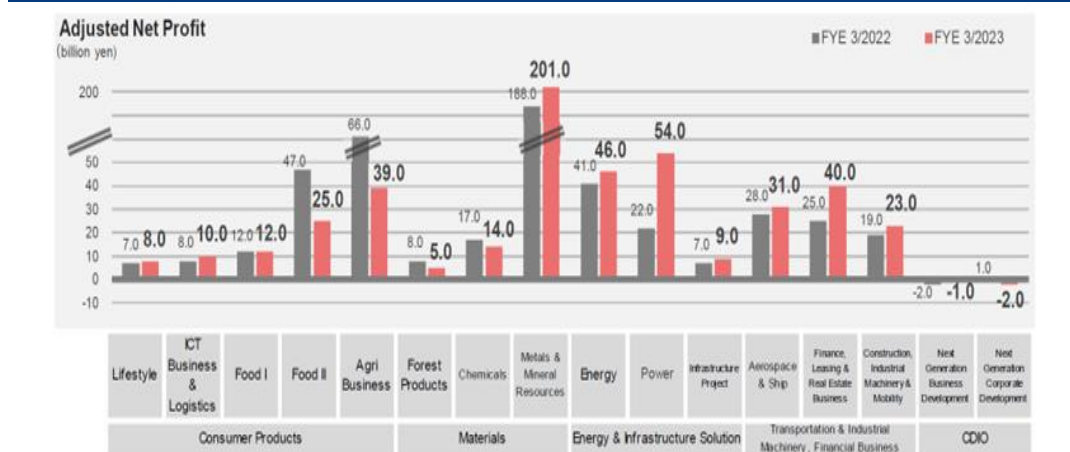


- 金融、租赁和房地产业务：随着美国二手车零售融资业务的增长，诺莱克的利润有所增加，Aircastle 业务的业绩有所改善，该细分业务的利润从去年的 250 亿日元增长至 400 亿日元。
- 建筑、工业机械：由于工程机械业务的利润增加，利润同比增加 40 亿日元，达到 230 亿日元。
- 航空航天船舶：利润比去年同期增加了 30 亿日元，达到 310 亿日元。这是因为航空相关业务的利润随着需求的恢复而增加。
- 农业：美国农资商 Helena 的利润增加，反映了上半年对农资产品的强劲需求，而 MacroSource 的利润则因肥料价格下跌而下降。因此，该部门的利润为 390 亿日元，同比减少 270 亿日元。在 Food II 中，利润为 250 亿日元，同比减少 220 亿日元，主要原因是美国牛肉加工和销售企业 Creekstone 的利润较去年有利的市场状况出现了下滑。

## 2) FYE 3/2023 分部业绩：资源部分，利润大幅增长。

- 金属及矿产资源：调整后净利润同比增加 130 亿日元至 2010 亿日元，主要原因是澳大利亚炼焦煤业务反映出较高的市场价格，利润大幅增加，同时钢铁产品业务表现强劲。
- 能源：由于以石油和液化天然气为中心的贸易业务盈利能力提高，利润同比增加 50 亿日元至 460 亿日元。

图表 30 FYE 3/2023 分部业绩

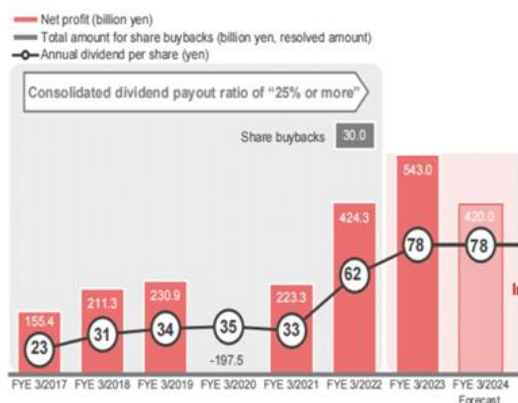


资料来源：公司投资者关系演示材料

## 3) 得益于公司业绩的持续向好，公司股价超额收益明显。

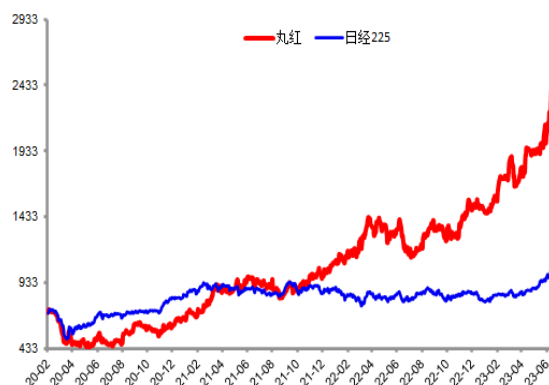
从 2020 年 2 月的 701 涨至 23 年 6 月的 2505，实现 257% 的绝对收益，相对于日经指数的 45% 的涨幅，超额收益达到 200% 以上。主要因素是资源业务受益于大宗商品牛市，公司财报表现好，拥有持续正现金流以及高股息分红。

图表 31 2022 年公司净利与股息向好



资料来源：公司投资者关系演示材料

图表 32 丸红股价超额收益明显



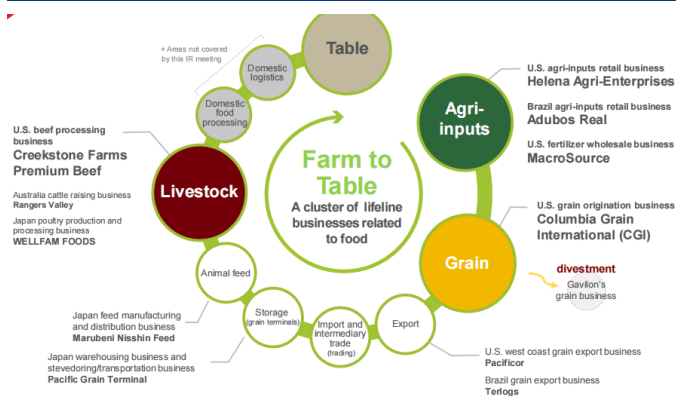
资料来源：wind，华创证券（截至 2023 年 6 月 20 日）

## （二）全球布局，打造从农田到餐桌的农业产业链

### 1、分布全球的农业集群

丸红在全球产业链不同环节均有布局。我们调研发现，丸红通过专业人士管理以及深入现场的方式实现全球协同。

图表 33 从农场到餐桌的全球业务集群



资料来源：公司投资者关系演示材料

图表 34 丸红的畜牧业务版图



资料来源：公司投资者关系演示材料

基于海外投资，丸红已成为农资领域的综合解决方案提供商。公司在全球重点布局了三家企业，分别为：美国的 Helena，巴西的 Adubos Real，和美国的 MacroSource。其中 Helena 是美国第二大农业投入品零售商，MacroSource 是美国头部的肥料经销商之一。丸红还通过在美国、巴西、英国、荷兰、日本、马来西亚、缅甸、泰国和其他地方的农业投入品公司扩大运营基地，利用积累的专业知识、肥料、种子和其他产品，通过一系列服务支持农业生产，包括土壤分析、作物保护产品喷洒和施肥。丸红通过专业人士管理以及深入现场的方式实现投资收购后的全球协同。

### 1) 美国农资零售商：Helena

美国第二大农业投入品零售商，整合趋势良好。丸红在 1987 年收购了 Helena，当时 Helena 是主要销售植保产品的投入品零售商，净销售额约 5 亿美元，拥有 100 个网点和 800 名员工。如今 Helena 已成长为美国第二大农业投入品零售商，在 2023 财年的净销售额约

为 70 亿美元，拥有 500 个门店和 6000 名员工。

## 2) 巴西农资零售商: Adubos Real

**收购南美洲 Adubos Real，强化上游资源。**Adubos Real 成立于 1980 年，于 2019 年被九红收购。40 多年来，它主要在巴西东南部的米纳斯吉拉斯州，一直致力于通过销售农业投入品和咨询服务提高当地种植者的生产力。未来公司将通过收购竞争对手和在圣保罗、圣埃斯皮里图州等周边州开设销售网点等方式不断扩大业务。

## 3) 美国肥料批发商: MacroSource

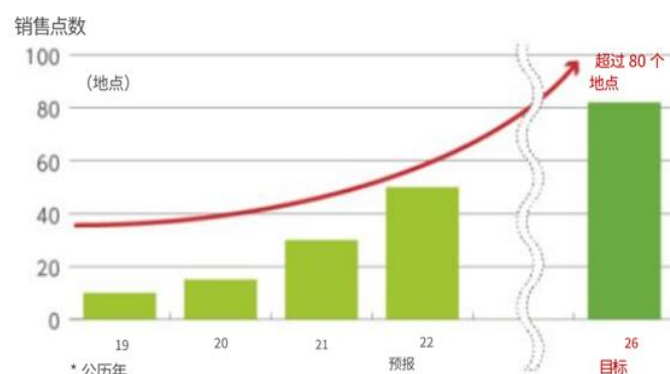
**MacroSource 是美国最大的肥料经销商之一。**MacroSource 凭借其强大的采购和最大的分销网络（全国约有 70 个地点），以及在美国 40 多年的业务和专业经验，在美国肥料批发行业建立了坚实的基础，化肥交易量仍稳定在每年 600 万吨左右，它还通过其在美国和其他国家广泛的化肥采购网络为九红集团稳定的化肥采购做出了贡献。九红将通过分别扩大农业投入品零售商 Helena 和批发商 MacroSource 的处理量和地理覆盖范围，进一步加强九红集团在美国的影响力和购买力。

图表 35 美国农业投入分布



资料来源：公司投资者关系演示材料，华创证券

图表 36 Adubos Real 销售网点增长



资料来源：公司投资者关系演示材料，华创证券

## 2、掌握关键资源的谷物业务

粮食贸易方面，公司拥有包括玉米、小麦、大豆在内的全球粮食贸易网络，日本商社中排名第一，大豆贸易量曾占中国 20% 的进口份额，曾是全球七大粮商之一。

九红通过投资布局，建立粮食收购和仓储物流体系，加强粮食产地和贸易业务，不仅能买到粮食，也能运出去。九红旗下的哥伦比亚谷物公司 (CGI) 建有出口码头、仓库和火车卸货场，具有 100 万吨的谷物处理能力，拥有世界上自动化程度和集成度最高的谷物出口基础设施 5 号仓储物流综合体 (Terminal 5)，公司是美国西北部沿太平洋地区的谷物市场成为领导者之一。九红计划通过巩固粮食业务，加强以内陆原产和出口到亚洲为基础的供应链，旨在提高资本效率和扩大利润。

图表 37 九红谷物贸易链条



资料来源：公司投资者关系演示材料

### 3、品牌化、高盈利的畜牧业务

九红畜产部遵循公司宗旨“正、新、和”的精神，以扎根于消费者生活的商品食材为目标，构建供应链生产放心、安全、高品质的畜产品。

#### 1) 牛肉业务：专注高档牛肉的生产和贸易

为满足世界各国对高品质牛肉日益增长的需求，九红收购澳大利亚 **Rangers Valley** 公司（肉用牛养殖事业）和美国 **Creekstone** 公司（牛肉加工处理事业），生产与加工处理以黑安格斯牛为代表的高级牛肉。

**Rangers Valley Cattle Station** 公司成立于 1972 年 10 月，1988 年 10 月九红投资，主要进行澳大利亚高品质牛育肥及销售业务，饲养 **Black Angus** 长期育肥（270 天谷物育肥）2.3 万头，**Wagyu** 杂交牛（和牛系杂交：380 天谷物育肥）2.8 万头，销往日本、中国、澳大利亚、美国、中东、东南亚等 20 多个国家。

**Creekstone Farms Premium Beef** 公司成立于 1995 年，2017 年 7 月九红 100% 投资，主要进行美国牛肉屠宰及销售业务，平均每天处理约 2000 头牛，销往美国、日本、欧盟、南美、中东等国家和地区。屠宰的牛仅限于全球需求增加的 **Black Angus**，并与严格育种的优秀 **Black Angus** 生产农户签订合同。**Creekstone** 的发生率约为 15~20%（高于行业平均值 5PCT），Choice 以上级别占 95%，并将顶级 Choice 级别进行品牌化（Master Chef）。

#### 2) 猪肉业务：一体化生产与品牌建设

通过 **Smithfield** 的 **Milan** 工厂合作 20 多年的努力，市场对美国高品质猪肉给予了认可。从 2016 年开始以“**DADDY'S**”品牌推广。2017 年开始，推出了一个新的美国猪肉品牌“**红雪**”。



图表 38 专注于高档牛肉生产业务，促进贸易



资料来源：公司投资者关系演示材料

图表 39 九红塑造的猪肉品牌

| 品牌       | 产地 | 品种  | 工厂                            | 特征   |
|----------|----|---|-------------------------------|--|
| 紅雪       | 美国 | 三元猪<br>L×W×D                              | Prestage 公司<br>Eagle globe 工厂 | <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 一体化生产 (全美第六大养猪公司)，生猪完全自己供应</li> <li>✓ 以养猪企业来说特有技术，不给猪施加压力的为理念设计的工厂</li> <li>✓ 不使用莱克多巴胺 (瘦肉精)</li> </ul>   |
|          |    |   | HyLife 公司<br>Windom 工厂        | <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 特点是带有霜降的一样的，肉质柔软多汁</li> <li>✓ 将农户饲养的猪运送到农户设立的屠宰场的体制</li> <li>✓ 原则上3小时内从农场运到屠宰场，减轻猪在运输途中的压力</li> <li>✓ 不使用莱克多巴胺 (瘦肉精)</li> </ul>                           |
| Daddy's  | 美国 | 三元猪<br>L×W×D                              | Smithfield 公司<br>Milan 工厂     | <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 实现了在美国少见的垂直整合育肥 (内部饲料厂/内部管理农户) ...品种/饲料/育肥方法的统一，可以实现安全品质均衡的猪肉生产</li> <li>✓ 独有的高品质三元猪 (SPG240) ...该公司拥有的顶级品种杜洛克组合的三元猪</li> <li>✓ 不使用莱克多巴胺 (瘦肉精)</li> </ul> |
| Pamplona | 巴西 | 三元猪<br>L×W×D<br>四元猪<br>L×W×P×D<br>※不能指定品种 | Pamplona 公司                   | <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 对日出口的猪肉中，巴西对日出口量第三，可对应日本规格</li> <li>✓ 猪臭味少的美味肉质 (公猪腌制)</li> <li>✓ 无笼饲养80%，减轻生猪负担</li> <li>✓ 实施比色板筛选，所有产品过金属检测</li> </ul>                                  |

资料来源：公司投资者关系演示材料

### 3) 鸡肉业务：一体化经营，综合收益最大化

九红已构建饲料、养鸡到屠宰、熟调加工的一条龙产业链。子公司 Wellfam Foods 成立于 1975 年，从事肉鸡养殖、加工、销售业务，肉鸡的年加工处理量为 4300 万只，子公司 Chunky 的种鸡国内份额达到 98%。

Wellfam Foods 构筑了可追溯性体制，提供放心安全的商品。公司多种多样的生产线可生产各种禽类偶蹄类的调熟加工品，并且海外工厂也有九红本公司派遣的日本常驻人员常驻生产现场，实现了安心、安全且日本人喜欢的商品制作。同时公司以“国产”商品为卖点，演绎出多样化产品发展。

九红禽业务一体化运营，实现综合单只利润最大化。九红一体化运营模式中有三个要素，利润中心非常明确，专业的人干专业的事，考虑单只利润最大化。例如公司各个业务板块之间实行虚拟结算，明确成本与利润中心，倒逼各个业务板块专业化，最终实现单只利润的最大化。

图表 40 九红肉鸡全产业链经营模式

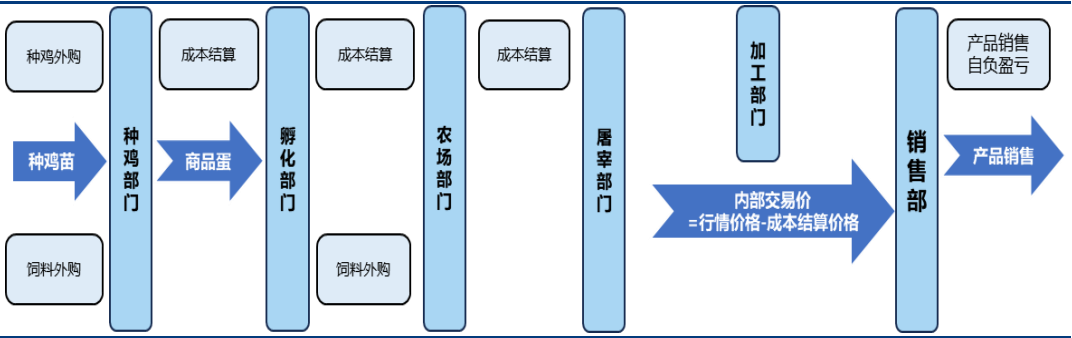


- 利润中心明确。种禽、养殖、饲料、冷藏、调理品只作为加工车间。
- 专业人做专业事。各车间划定为阿米巴考核单元，考核专业与管理。
- 单只利润最大化。一体化统筹调配，每只鸡/鸭利润最大化。

资料来源：渠道调研，华创证券



图表 41 九红禽业务一体化运营，实现综合单只利润最大化



资料来源：渠道调研，华创证券整理

### 三、中国农业借鉴

当前中国农业大而不强的问题亟待解决，借鉴日本农业发展经验，我们认为中国农业企业应加强在关键技术和资源的投资布局、强化品牌塑造能力。**建议关注研发技术能力持续提升、品牌塑造能力强、拥有海外供应链资源优势的企业。**

#### （一）坚持研发、提升技术，在专业细分领域打桩

与日本相比，我国的小农特征更为明显，农业技术水平的提升更为紧迫。通过技术的升级才能实现国家社会层面的粮食安全，实现农业农民层面的收益提升。2019 年我国 2.3 亿农户中 2.1 亿农户经营耕地 10 亩以下，占农户比重超过 90%。面对地少人多的国情，学习日本的精细化农业是一条可行之路，通过技术发展实现农业产值增长。而 2020 年我国农业科技投入强度仅为 0.66%，远低于全行业 2.23% 的平均水平，这也远低于日本、美国等发达国家，与巴西、智利等发展中国家也存在不小差距。农业科技投入强度长期偏低致使粮食生产难以突破水土资源不足的刚性约束。此外，在动植物育种、农业机械化、农业信息化、农业绿色技术等领域存在明显的技术短板，需要大量依赖进口，如 21 年农业科学院研究员透露我国蔬菜种子自给率为 87%，但部分蔬菜仍存在种子对外依存度偏高的问题，我国主要畜禽核心种源自给率虽在 2021 年超过 75%，但育种技术和效率上仍存在差距。

**在农业产业链的细分领域持续的研发投入，积攒优势。**农业技术的投入产出可能不在一朝一夕，从日本水稻育种以及葡萄等水果育种历程来看，需要在细分领域持续的研发投入，有“打桩”的决心，才能够积累优势。同时大量农业企业发展历程证明，聚焦产业链的关键环节打造核心能力，可以构建企业的护城河。未来在国家粮食安全的大背景下，围绕育种环节的种子和耕地“两大要害”，将有企业培育出核心竞争力，当然这也需要国家、社会、企业对产业的钻研精神、持续的资源投入。

#### （二）着力塑造品质与品牌

**未来总量增长逐步放缓，国内消费者对于农产品品质与品牌的需求日益增长。**中国农业的发展应当把握农产品消费升级趋势，通过产品品质的提升，塑造品牌、提升产品价值，走出优质优价的差异化道路。

品牌强农是提升农业竞争力的必然选择。2018 年中央一号文件提出质量兴农之路，突出农业绿色化、优质化、特色化、品牌化，全面推进农业高质量发展。品牌建设贯穿农业全产业链，是助推农业转型升级、提质增效的重要支撑和持久动力。回顾日本农业品牌的发展，产品标准与质量追踪体系的建设是品牌形成的前提。日本农协与农林水产省在标准形成中发挥了重要作用，通过前期投入品、种植过程、生产管理的统一以及“一村一品”的品牌塑造，日本已发展出 134 个地理标志产品。甚至日本农产品销售时都印有产地的生产者姓名，体现出产品质量溯源系统的完备。我们可以借鉴日本“一村一品”的成功经验，总结各地在气候、地理环境和资源等方面的特点，开发地方的特色产品，进行规模化的生产和经营，建立农产品生产基地，培植地域性的主导产业和龙头企业。

**流通环节的选果、包装流程在对于农产品品牌至关重要，也是当前我国农产品亟待提升的环节。**农产品的天然属性导致很难做到外部规格和内部品质的均一化。对于生产者来说，筛选高品质的果蔬，可提升附加价值，有利于提高农户收入。同时选果标准是消费者判断果蔬商品价值的标准，也是市场需求的具体反映。日本果蔬集货商在果蔬农产品的流通中起着关键作用，分布在全国各地的集货设施，是对采摘后的农产品进行分级选

果、预冷及贮藏的场所，也是实现果蔬标准化、保鲜存储，并提升流通效率的重要环节。我们应当加强在流通环节的设施投入与技术应用，保证“所见即所得”，实现品质的全程可控。

### （三）掌握产业关键资源

**关键资源的把握是产业安全乃至国家安全的重要保障。**种子是农业的“芯片”，保障粮食安全、端牢中国饭碗，必须打好种业翻身仗。而我国种业市场大而不强，市场集中度较低。我国种子市场虽是全球第二大市场，但与发达国家相比，我国产业竞争力仍存在较大差距，农作物种子进出口贸易长期处于逆差地位，2020年逆差额为4.93万吨，优质饲草种子等仍需大量进口。另一方面，我国种质资源的多样性仍然不够丰富，2021年国家库保存的51万份农作物种质资源80%来自国内，而美国保存的农业植物种质资源59万份，80%来自海外。因此仍需从多样性中心和富集地区引进我国稀缺的优质资源，支持国内种业公司对海外种业公司的兼并购将是获取种质资源的可行方式。此外，黑海粮食运输协议搁浅、印度禁止大米出口政策给全球粮食供应带来严峻挑战，难免影响我国粮食进口稳定性，因此需要不断增强全球粮食供应链管理能力，确保粮食买得到、运得进。

**海外投资并不是只是买，而在于掌握产业链的核心环节、串联供应链。**丸红以及其他日本综合商社的国际粮食贸易巨头，往往都是通过国际拓展不断控制物流、港口、技术服务和金融服务等核心资源，从而串起整个供应链，而鲜有单纯在某一国家购买土地的。对于中国农业企业的出海，也不应仅将海外作为产地、市场的某一单独环节，应当形成关键资源的把握或是全产业链链条的建立，拥有较强的产业链话语权。

## 四、风险提示

中日经济社会环境不同、企业竞争加剧、农产品价格大幅波动。

## 农业组团队介绍

### 组长、首席分析师：雷轶

中山大学金融硕士，曾任职于招商证券研发中心，2022 年加入华创证券研究所。2019 年、2020 年新财富农林牧渔行业排名第六名；2019 年卖方分析师水晶球奖农林牧渔行业排名第五名。

### 高级研究员：肖琳

四川大学公司金融硕士，曾任职于招商证券研发中心，2022 年加入华创证券研究所。

### 分析师：陈鹏

中国人民大学经济学硕士。2019 年加入华创证券研究所。

### 研究员：顾超

厦门大学税务硕士。曾任职于招商证券研发中心，2022 年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：张皓月

上海财经大学保险硕士。2022 年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

| 地区      | 姓名  | 职务             | 办公电话              | 企业邮箱                    |
|---------|-----|----------------|-------------------|-------------------------|
| 北京机构销售部 | 张昱洁 | 副总经理、北京机构销售总监  | 010-63214682      | zhangyujie@hcyjs.com    |
|         | 张菲菲 | 北京机构副总监        | 010-63214682      | zhangfeifei@hcyjs.com   |
|         | 刘懿  | 副总监            | 010-63214682      | liuyi@hcyjs.com         |
|         | 侯春钰 | 资深销售经理         | 010-63214682      | houchunyu@hcyjs.com     |
|         | 过云龙 | 高级销售经理         | 010-63214682      | guoyunlong@hcyjs.com    |
|         | 蔡依林 | 高级销售经理         | 010-66500808      | caiyilin@hcyjs.com      |
|         | 刘颖  | 高级销售经理         | 010-66500821      | liuying5@hcyjs.com      |
|         | 顾翎蓝 | 高级销售经理         | 010-63214682      | gulinglan@hcyjs.com     |
|         | 车一哲 | 销售经理           |                   | cheyizhe@hcyjs.com      |
| 深圳机构销售部 | 张娟  | 副总经理、深圳机构销售总监  | 0755-82828570     | zhangjuan@hcyjs.com     |
|         | 汪丽燕 | 高级销售经理         | 0755-83715428     | wangliyan@hcyjs.com     |
|         | 张嘉慧 | 高级销售经理         | 0755-82756804     | zhangjiahui1@hcyjs.com  |
|         | 董姝彤 | 销售经理           | 0755-82871425     | dongshutong@hcyjs.com   |
|         | 巢莫雯 | 销售经理           | 0755-83024576     | chaomowen@hcyjs.com     |
|         | 王春丽 | 销售经理           | 0755-82871425     | wangchunli@hcyjs.com    |
|         |     |                |                   |                         |
| 上海机构销售部 | 许彩霞 | 总经理助理、上海机构销售总监 | 021-20572536      | xucaixia@hcyjs.com      |
|         | 官逸超 | 上海机构销售副总监      | 021-20572555      | guanyichao@hcyjs.com    |
|         | 黄畅  | 上海机构销售副总监      | 021-20572257-2552 | huangchang@hcyjs.com    |
|         | 吴俊  | 资深销售经理         | 021-20572506      | wujun1@hcyjs.com        |
|         | 张佳妮 | 高级销售经理         | 021-20572585      | zhangjian@hcyjs.com     |
|         | 蒋瑜  | 高级销售经理         | 021-20572509      | jiangyu@hcyjs.com       |
|         | 施嘉玮 | 高级销售经理         | 021-20572548      | shijiawei@hcyjs.com     |
|         | 朱涨雨 | 销售助理           | 021-20572573      | zhuzhangyu@hcyjs.com    |
|         | 李凯月 | 销售助理           |                   | likaiyue@hcyjs.com      |
|         | 张玉恒 | 销售助理           |                   | zhangyuheng@hcyjs.com   |
| 广州机构销售部 | 段佳音 | 广州机构销售总监       | 0755-82756805     | duanjiayin@hcyjs.com    |
|         | 周玮  | 销售经理           |                   | zhouwei@hcyjs.com       |
|         | 王世韬 | 销售经理           |                   | wangshitao1@hcyjs.com   |
| 私募销售组   | 潘亚琪 | 总监             | 021-20572559      | panyaqi@hcyjs.com       |
|         | 汪子阳 | 副总监            | 021-20572559      | wangziyang@hcyjs.com    |
|         | 江赛专 | 资深销售经理         | 0755-82756805     | jiangsaizhuan@hcyjs.com |
|         | 汪戈  | 高级销售经理         | 021-20572559      | wangge@hcyjs.com        |
|         | 宋丹琦 | 销售经理           | 021-25072549      | songdanyu@hcyjs.com     |



## 华创行业公司投资评级体系

### 基准指数说明:

A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500/纳斯达克指数。

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;

推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;

中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;

回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;

中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;

回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。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、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

## 华创证券研究所

| 北京总部                               | 广深分部                                       | 上海分部                               |
|------------------------------------|--|------------------------------------|
| 地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号<br>恒奥中心 C 座 3A | 地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际<br>商务中心 A 座 19 楼 | 地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号<br>花旗大厦 12 层 |
| 邮编: 100033                         | 邮编: 518034                                 | 邮编: 200120                         |
| 传真: 010-66500801                   | 传真: 0755-82027731                          | 传真: 021-20572500                   |
| 会议室: 010-66500900                  | 会议室: 0755-82828562                         | 会议室: 021-20572522                  |