

农林牧渔行业：9月猪价持续下探，产能去化持续进行中

——上市猪企9月生猪养殖数据跟踪

2021年10月28日

看好/维持

农林牧渔 行业报告

9月猪价持续探底，季节性反弹趋势开启。各家上市养殖企业9月生猪销售均价同比降幅持续扩大，猪价延续了8月跌势。9月以来，猪价持续下探进一步打击了养殖户的信心，市场出栏积极，同时消费端表现持续低迷，双节提振作用有限，9月出栏均价呈现了跌幅扩大的趋势。但伴随猪价深跌以及随之而来的前期出栏节奏较快和冻肉消化，供给端压力逐步缓解；从需求端看，十一期间天气转凉带来季节性需求改善，随后南方腌腊和北方年初需求旺盛有望持续提振Q4市场需求，同时，新一轮收储的开启也有望提振市场信心，支撑猪价反弹。预计旺季反弹高度有望达到16元/公斤，推测全年生猪均价在20元/公斤左右。

出栏节奏月度调整，出栏均重明显降低。十二家上市生猪养殖企业9月生猪销售量分别为2.9至308.6万头不等，养殖企业出栏分化加剧，近半数企业9月出栏同比出现下滑，月度出栏节奏存在调整。从出栏量来看，相较8月，9月整体出栏量恢复上涨，同时从出栏均重来看，除牧原和温氏外，其他公布月度出栏体重的上市养殖企业出栏均重均有所下滑，并且下滑幅度增大。这反映出行业对于后市价格预期较为悲观，压栏行为明显减少，养殖端出栏情绪较为积极。在猪价快速下滑背景下，各上市养殖企业纷纷放缓扩产步伐，叠加去年同期出栏基数较高影响，除温氏外各公司出栏同比增幅均有所收窄。在当前周期下行阶段，成本优势是在目前市场行情下保证公司盈利的最核心要素，增量成为相对次要矛盾。

能繁母猪再次减少，产能去化逐步加速。我们认为，无论是饲料端数据（9月猪饲料产量首次出现环比下降）还是从能繁母猪存栏数据（三季度末全国能繁母猪存栏较6月末减少2.30%）都体现出目前行业处于产能去化阶段，且去化过程逐步加速。前期猪价急跌没有给养殖企业留下调整时间，导致行业快速进入集体亏损阶段。目前行业已经步入产能去化期，各养殖企业纷纷开始调整种群结构，淘汰低效落后产能，养殖效率将逐步提升。

全年成本有望逐步回归，企业阶段性亏损有望修复。二、三季度猪价快速下滑给各家上市生猪养殖企业都带来较大经营压力，三季报显示各家公司养殖业务均出现较大亏损。同时包括牧原、温氏等在内的各家企业在降本增效方面也都陆续做了许多努力，成本优化初见成效。随着各家猪企出栏量增长分摊固定成本+管理优化提高生产效率+种群结构优化调整，全年完全成本有望逐步改善。再叠加下半年需求旺季来临对Q4猪价提振仍有较强支撑，企业阶段性亏损有望得到一定修复。

投资建议：我们认为，前期板块下行已将猪价低迷的风险释放的较为充分，当前行业周期已处于筑底阶段，预计2022年年中有望迎来猪价拐点。而对于企业而言，猪价下行期降本增效修内功仍是核心主题，具备成本优势的企业抵御周期波动能力更强，进而实现逆周期产能布局，在长期持续提升市占率。**建议布局具备成本优势的养殖龙头以及优质二线养殖标的。**

风险提示：畜禽价格波动风险，上市企业出栏量扩张不及预期，疫情风险，企业成本控制不及预期等。

未来3-6个月行业大事：

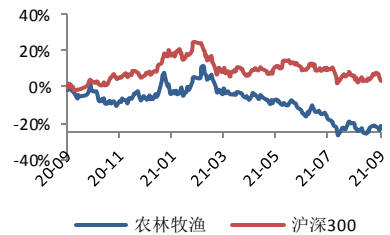
2021-10-29 中国公布9月猪肉进口量(千克)

行业基本资料

占比%

股票家数	108	2.22%
行业市值(亿元)	20013.2	1.35%
流通市值(亿元)	12914.74	1.16%
行业平均市盈率	24.18	/

行业指数走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：程诗月

010-6655458

chengsy_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519050006

研究助理：孟林

010-66554073

menglin@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480120080038

目 录

1. 9月猪价再度下行，十一后季节性反弹趋势开启	3
2. 出栏节奏月度调整，出栏均重继续降低	4
3. 整体出栏量恢复上涨，产能去化逐步加速	5
4. 降本增效是核心主题，阶段性亏损 Q4 有望修复	6
5. 风险提示	8
相关报告汇总	9

插图目录

图 1：上市生猪养殖企业销售均价跟踪（元/公斤）	3
图 2：猪价走势（元/千克）	4
图 3：上市生猪养殖企业月度销量（万头）	4
图 4：上市生猪养殖企业出栏均重（公斤）	5
图 5：十二大上市公司商品猪月度总销量（万头）	6

表格目录

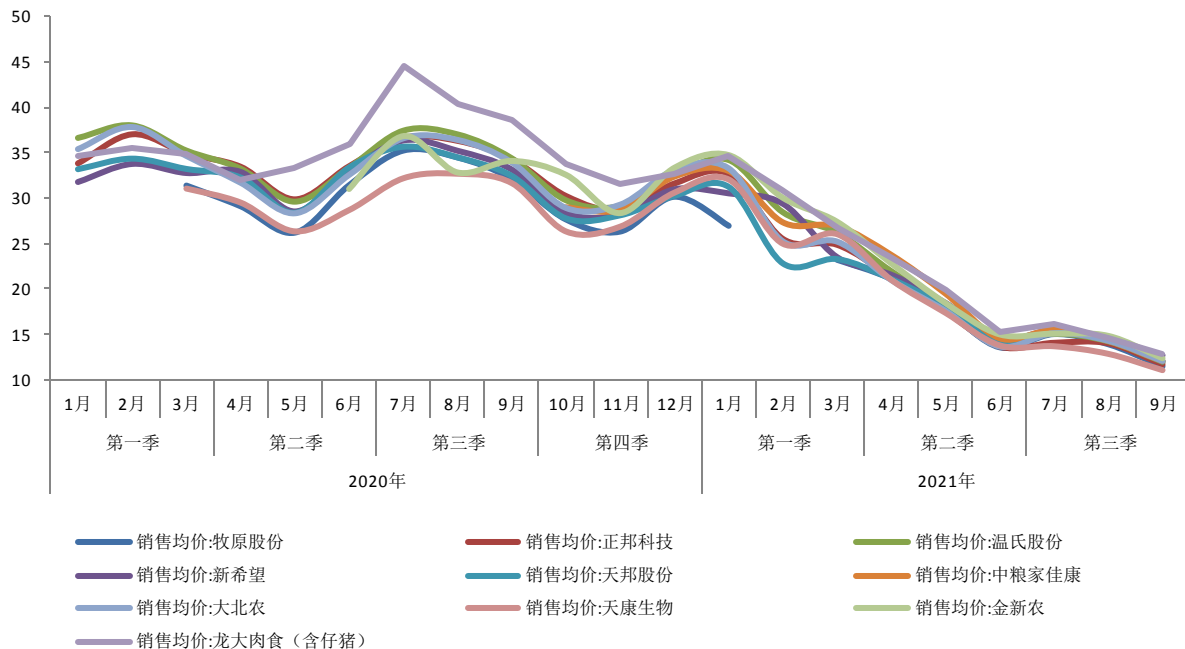
表 1：上市公司生猪出栏量（万头）	5
表 2：上市公司现有产能及 21 年出栏目标（万头）	7
表 3：上市公司完全成本及 21 年完全成本目标（元/公斤）	7

1.9月猪价再度下行，十一后季节性反弹趋势开启

9月猪价持续探底。前五大生猪养殖企业中，牧原股份、正邦科技、温氏股份、新希望、天邦股份9月育肥猪销售均价分别为11.49、11.72、12.00、12.70和12.03元/公斤，同比分别变化-64.23%、-65.82%、-65.10%、-61.68%和-62.90%，环比分别变化-17.46%、-16.41%、-15.73%、-12.17%和-17.21%。各家公司销售均价同比降幅持续扩大，猪价延续了8月跌势。

9月市场出栏积极，需求改善有限。9月以来，猪价的持续下探进一步打击了养殖户的信心，出于对于后市猪价的信心不足，养殖户及规模企业存在加速出栏的行为，导致短期市场供应充足。同时，消费端表现持续低迷，双节提振作用有限，无法为猪价上涨提供有力支撑。收储虽有小幅提振，但其信号作用大于实质作用，9月出栏均价呈现了跌幅扩大的趋势。

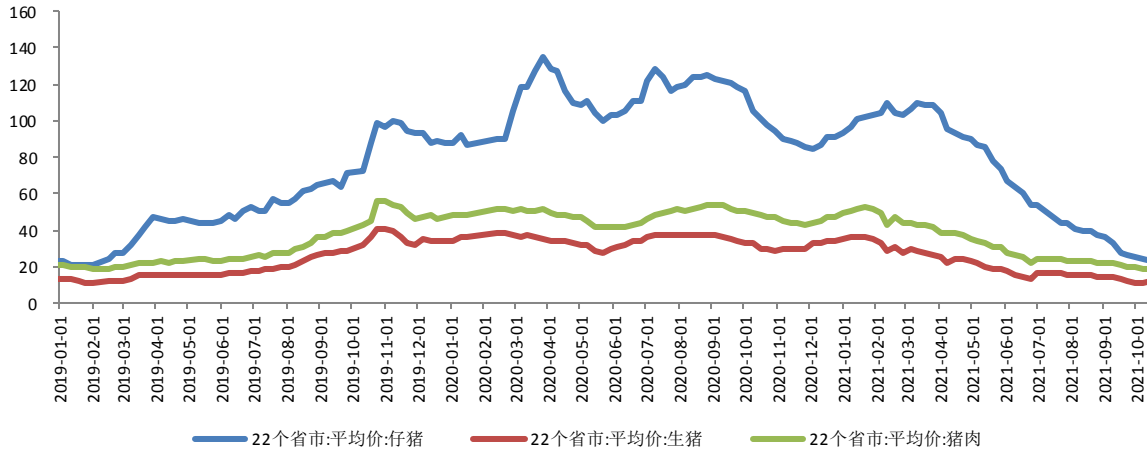
图1：上市生猪养殖企业销售均价跟踪（元/公斤）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

猪价触底反弹，季节性反弹趋势开启。伴随着猪价深跌，以及随之而来的前期出栏生猪节奏加速和冷库冻肉消化，供给端压力得以缓解；需求端，十一期间天气转凉开启季节需求改善趋势，随后南方腌腊需求提振和北方年初需求有望持续提振 Q4 市场猪肉需求，同时，新一轮收储的开启也有望提振市场信心，支撑猪价反弹。预计旺季反弹高度有望达到 16 元/公斤，推测行业全年均价在 20 元/公斤左右。

图 2：猪价走势（元/千克）

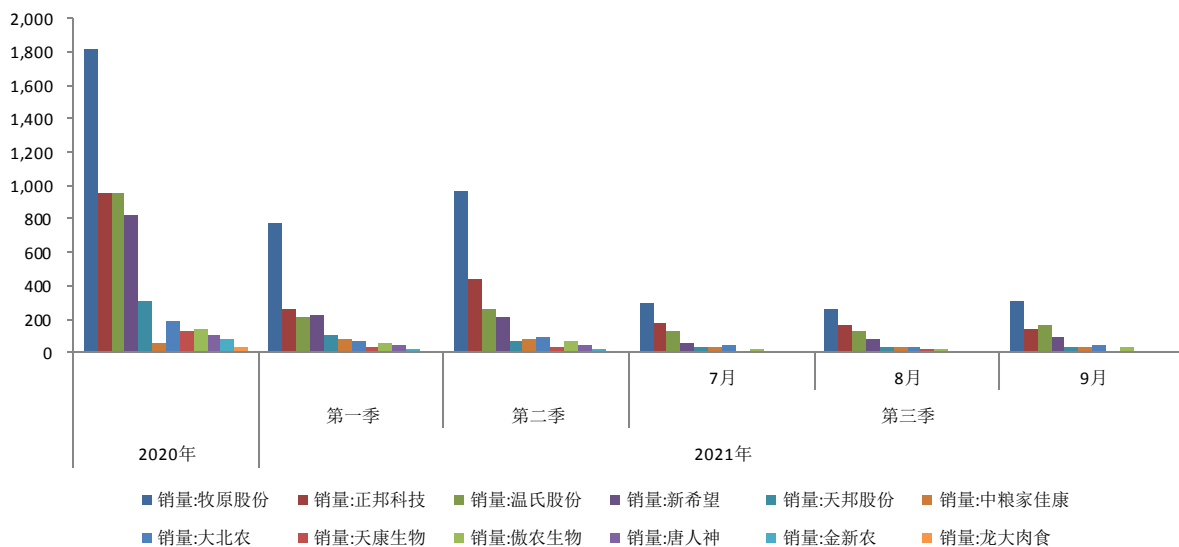


资料来源：Wind，东兴证券研究所

2. 出栏节奏月度调整，出栏均重继续降低

上市养殖企业出栏节奏存在月度调整。十二大上市生猪养殖企业中，牧原股份、正邦科技、温氏股份、新希望、天邦股份、中粮家佳康、大北农、天康生物、傲农生物、唐人神、金新农和龙大肉食9月生猪销售量分别为308.6、137.6、169.9、93.6、32.1、28.8、42.4、15.8、32.6、10.8、7.0和2.9万头，环比分别变化19.9%、-19.6%、29.6%、20.0%、-9.1%、0.35%、5.8%、-20.8%、52.7%、24.0%、59.9%和-24.4%；除中粮家佳康外，同比分别变化87.03%、13.12%、129.23%、-5.88%、-22.83%、135.87%、-0.82%、203.45%、-4.34%、-14.08%和8.27%。养殖企业出栏分化加剧，近半数企业9月出栏同比出现下滑，环比出栏涨跌互现，月度出栏存在调整。

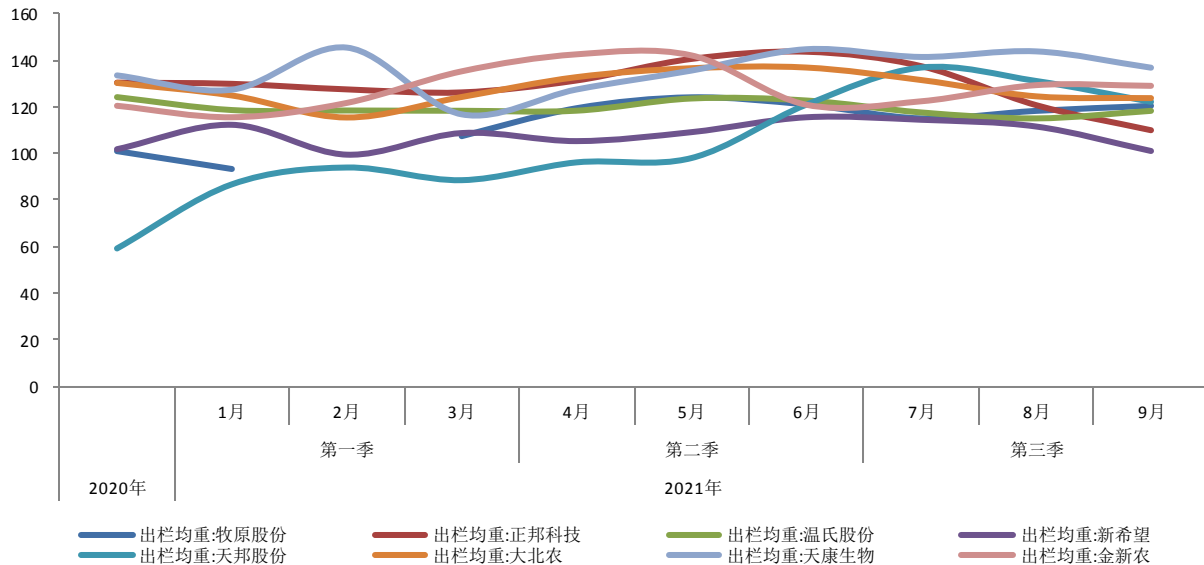
图 3：上市生猪养殖企业月度销量（万头）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所注：牧原股份1-2月销售数据合并公布

出栏均重明显降低。在已公布月度出栏体重的公司中，牧原股份、正邦科技、温氏股份、新希望、天邦股份、大北农、天康生物和金新农9月出栏均重分别为120.37、109.9、118.22、100.98、122.09、123.68、136.75和128.97公斤。相比8月分别变化2.15、-10.77、3.23、-10.51、-8.95、-0.77、-7.01和-0.29公斤。除牧原和温氏外，其他上市养殖企业出栏均重均有所下滑，并且下滑幅度增大，反应出行业对于后市价格预期较为悲观，压栏行为明显减少，养殖端出栏情绪较为积极。

图4：上市生猪养殖企业出栏均重（公斤）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

3. 整体出栏量恢复上涨，产能去化逐步加速

9月整体出栏量恢复上涨。前五大上市猪企中，牧原股份、正邦科技、温氏股份、新希望、天邦股份9月分别实现生猪出栏308.60、137.60、169.88、93.57和32.12万头。相较8月，9月整体出栏量恢复上涨趋势，预计与行业出栏情绪有关。牧原出栏量重新迈入300万头以上，出栏量稳步提升。温氏出栏量同比增幅扩大明显，养殖拐点确立的较为明显。在猪价快速下滑背景下，各上市养殖企业纷纷放缓扩产步伐，叠加去年同期出栏基数较高影响，除温氏外各公司出栏同比增幅均有所收窄。我们认为，在当前周期下行阶段，成本优势是在目前市场行情下保证公司盈利的最核心要素，增量成为相对次要矛盾。

表1：上市公司生猪出栏量（万头）

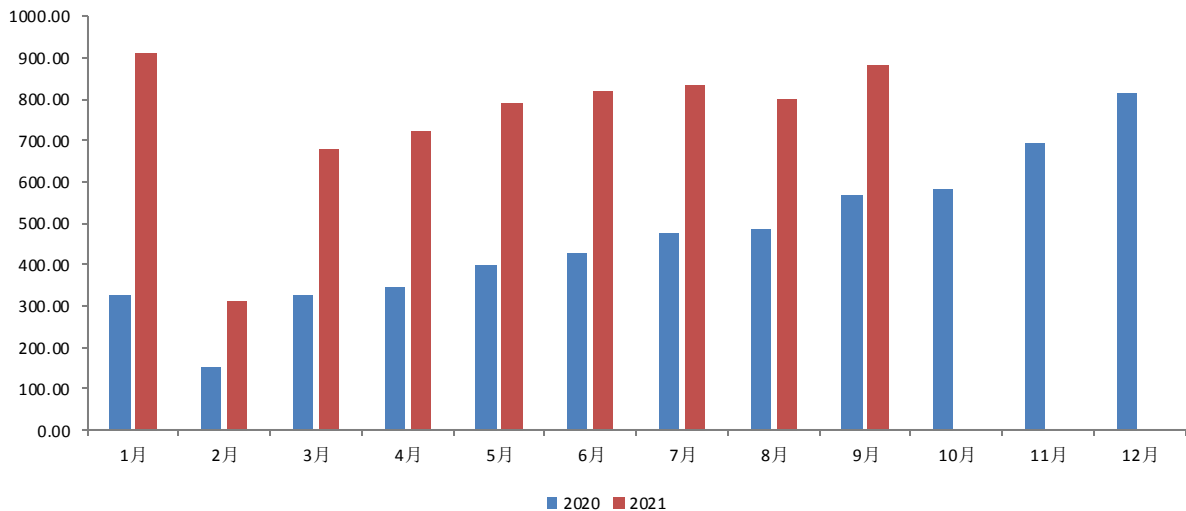
上市企业	9月出栏	9月同比	1-9月出栏	1-9月同比
牧原股份	308.60	87.03%	2610.70	119.74%
正邦科技	137.60	13.12%	1183.53	99.76%
温氏股份	169.88	129.23%	897.52	27.03%
新希望	93.57	-5.88%	681.13	57.03%
天邦股份	32.12	-22.83%	280.97	38.73%
中粮家佳康	28.80	-	260.10	-
大北农（含参股平台）	42.41	135.87%	294.87	166.90%

上市企业	9月出栏	9月同比	1-9月出栏	1-9月同比
天康生物	15.80	-0.82%	121.81	58.57%
傲农生物	32.59	203.45%	205.14	157.23%
唐人神	10.80	-4.34%	115.16	97.77%
金新农	7.02	-14.08%	62.35	86.79%
龙大肉食	2.88	8.27%	31.57	54.08%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

能繁母猪再次减少，产能去化逐步加速。我们统计，十二家上市生猪养殖企业9月生猪合计出栏882.07万头，同比增长55.14%，增幅较8月下降近9pct，呈现进一步下滑趋势。同时，根据中国饲料工业协会数据，2021年9月，全国猪饲料产量1099万吨，环比下降1.7%，9月猪料产量首次出现环比下降，表明行业已经进入产能去化阶段。国家统计局数据显示，截至三季度末，全国能繁母猪存栏4459万头，相较于6月末减少2.30%，其中7、8、9月环比分别减少0.5%、0.9%和0.92%，产能去化逐步加速。我们认为，前期猪价急跌没有给养殖企业留下调整时间，导致行业快速进入集体亏损阶段。农业农村部表示，9月份全国养猪场（户）亏损面达到76.7%，亏损面较8月（52.5%）进一步扩大。目前行业已经步入产能去化期，各养殖企业纷纷开始调整种群结构，淘汰低效落后产能，整体养殖效率将逐步提升。

图5：十二大上市公司商品猪月度总销量（万头）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所注：牧原股份1-2月销售数据合并公布

4. 降本增效是核心主题，阶段性亏损Q4有望修复

出栏规划审慎，种群优化调整是主要发力方向。本月各上市养殖企业全年出栏规划并未做过多调整，表现较为审慎，但围绕降本增效核心主题在母猪种群优化调整上做了较大努力。牧原表示公司近几个月加强了对低效母猪的淘汰。温氏表示自今年二季度起，公司开始着手加快主动淘汰相对低效的母猪，替换成生产性能高的二元杂交或三系杂交母猪，优化母猪群体质量，目前种猪体系已经基本恢复正常。

表 2：上市公司现有产能及 21 年出栏目标（万头）

	能繁母猪存栏	后备母猪存栏	能繁母猪存栏目标	育肥产能	2021 出栏目标
牧原股份	267.5（9 月末）	维持在 100-110		超过 7000（年底）	4000 左右
正邦科技	120（GP/GGP14.5）（6 月底）	70（6 月底）		建成 4000（2021 年）	2000
温氏股份	高效能繁约 110（9 月底）	约 40（9 月底）	高繁母猪约 130，后备约 80（年底）	现有猪苗产能约 4600 万头，育肥产能约 2400 万头	1100-1200（2022 年 1800-2000）
新希望	110-120（GP/GGP20,5 月）		180-200（年底）		900-1000
天邦股份	约 38（9 月底）		接近 100（现有 70+ 储备 8+在建 10）		500 左右
大北农		15.99（6 月末）			400-500
金新农	7.4（7 月初）	2+（7 月初）			120

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

全年成本有望逐步回归，企业阶段性亏损有望修复。二、三季度猪价快速下滑给各家上市生猪养殖企业都带来较大经营压力，三季报显示各家公司养殖业务均出现较大亏损。同时各家企业在降本增效方面也都陆续做了许多努力，成本优化初见成效。牧原表示公司三季度养殖完全成本在 15 元/公斤左右，现阶段公司全程成活率较去年有 2-3 个百分点的提升，未来养殖成本还有继续降低的空间。温氏 Q3 综合养殖完全成本（含自繁苗和外购苗）约 22 元/公斤，其中 9 月自繁苗育肥猪完全成本已经降至约 19 元/公斤，云南子公司 9 月完全成本已经降至约 15.6 元/公斤。天邦表示公司在把饲料和疫苗业务剥离后，未来会将核心业务聚焦于养猪和卖肉，目前公司南方地区效率较高的猪场的断奶成本可低于 200 元。我们认为，随着各家猪企出栏量增长分摊固定成本+管理优化提高生产效率+种群结构优化调整，全年完全成本有望逐步改善。再叠加下半年需求旺季来临对 Q4 猪价提振仍有较强支撑，企业阶段性亏损有望得到一定修复。

表 3：上市公司完全成本及 21 年完全成本目标（元/公斤）

上市企业	上半年完全成本	最新（Q3）完全成本	2021 年目标	2022 年目标
牧原股份	16 左右	15 左右（Q3）	14（年底）	14 以下
正邦科技	Q1: 21.6; Q2: 19.55（不含淘汰母猪），19.9（含淘汰母猪）			
温氏股份	约 25（不含淘汰母猪）	约 22（Q3）	17.4（年底）	15.6 以下
新希望	接近 20（未分摊开办费用）		18	16
天邦股份	Q1: 24（自繁、含公司筹建费）		15	
大北农	18 左右（自繁自养）、略低于 19（外购猪苗）			
金新农	Q1: 17.84（自繁自养）、27.18（农户）			

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

我们认为，从短期供需格局来看，进入消费旺季，终端消费需求和收储政策影响，对 Q4 猪价提振仍有较强支撑，企业阶段性亏损有望得到一定修复；从周期节奏判断，我们认为趋势性反转节奏判断仍待产能去化趋势确立而定，预计 2022 年上半年市场猪肉供应量仍然较为充足，猪价可能会在 2022 年春节之后二次探底。建议持续关注近期猪价反弹走势，以及养殖端情绪和产能变化情况。

我们认为，前期板块下行已将猪价低迷的风险释放的较为充分，当前行业周期已处于筑底阶段，预计 2022 年年中有望迎来猪价拐点。而对于企业而言，猪价下行期降本增效修内功仍是核心主题，具备成本优势的企业抵御周期波动能力更强，进而实现逆周期产能布局，在长期持续提升市占率。建议布局具备成本优势的养殖龙头以及优质二线养殖标的。

5. 风险提示

畜禽价格波动风险，上市企业出栏量扩张不及预期，疫情风险，企业成本控制不及预期等。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	农林牧渔行业：猪价进一步反弹，关注母猪产能去化趋势	2021-10-25
行业普通报告	农林牧渔行业：猪价明显反弹，季报关注绩优板块	2021-10-17
行业普通报告	农林牧渔行业：国庆提振有限，猪价有望出现季节性回暖	2021-10-11
行业普通报告	农林牧渔行业：《生猪产能调控实施方案（暂行）》印发，产能调控常态化“稳”字当先	2021-09-26
行业普通报告	农林牧渔行业：农业农村部发布《生猪产能调控实施方案》	2021-09-26
行业普通报告	农林牧渔行业：中秋提振有限，猪价持续低迷	2021-09-22
行业普通报告	农林牧渔行业：8月猪价再度下行，二次收储有望稳定市场信心	2021-09-17
行业普通报告	农林牧渔行业：猪价继续下跌，《种业振兴行动方案》即将出台	2021-09-12
行业深度报告	农林牧渔行业：深加工行业高速发展，养殖企业食品转型正当时	2021-09-09
行业普通报告	农林牧渔行业：猪价持续下滑，猪肉收储工作再次开启	2021-09-05
公司普通报告	科前生物（688526）：业绩保持较快增长，股权激励激发内部活力	2021-08-27
公司普通报告	科前生物（688526）：核心产品快速放量，Q1业绩表现亮眼	2021-04-29
公司普通报告	海大集团（002311）：养殖拖累短期业绩，饲料市占持续提升	2021-10-27
公司普通报告	海大集团（002311）：主营饲料高速发展，长期优势持续强化	2021-07-28
公司普通报告	隆平高科（000998）：亏损收窄，行业景气叠加政策关注下有望充分受益	2021-08-31
公司普通报告	大北农（002385）：养殖短期承压，种子业务有望打开新空间	2021-10-27
公司普通报告	大北农（002385）：饲料主业快速增长，转基因储备行业领先	2021-08-24
公司普通报告	中宠股份（002891）：汇率影响业绩，国内业务布局稳健发展	2021-10-27
公司普通报告	中宠股份（002891）：境内外市场共同增长，主粮维持高增	2021-08-27

分析师简介

程诗月

美国马里兰大学金融学硕士，2017年加入东兴证券从事农林牧渔行业研究，重点覆盖畜禽养殖、饲料动保、宠物食品等细分子行业。

研究助理简介

孟林

北京外国语大学硕士，本科毕业于苏州大学金融学。2020年8月加入东兴证券研究所，从事农林牧渔行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深300/恒生指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（以沪深300/恒生指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦5层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526