

农林牧渔

粮食安全奠定种植腾飞，生猪寒冬已现投资希望  
——2022年农林牧渔行业年度策略报告

✍ 分析师：孟维肖 证书编号：S1230521120002

✉ 邮箱：mengweixiao@stocke.com.cn

行业评级

农林牧渔

看好

□ 核心观点

● **农业投资的本源：通胀就是 $\alpha$** ，回顾历史发现，在强通胀的背景下，农林牧渔板块往往出现明显的超额收益。我们认为2022年国内核心CPI仍有一定修复空间，进而带动CPI逐季回升，农业板块或受到通胀加持呈现震荡偏强走势。

● **种植链条**：供需偏紧背景下，看好明年玉米、大豆（豆粕）、小麦、糖。受益于粮食安全和种业振兴催化，2022年转基因玉米或率先落地，玉米种业迎来强扩容预期，建议关注优质种业龙头。

**推荐**：【大北农】转基因性状获批较多，先发优势明显，公司转基因玉米品种DBN9858、DBN9936、DBN9501已获安全证书，数量在同行中最多，若明年三季度转基因商业化制种落地，有望率先受益；【隆平高科】水稻和玉米种子龙头，传统品种优势突出，参股公司转基因技术储备丰富；【登海种业】玉米种子龙头，公司新销售季发货情况良好，在明年玉米行情下，业绩有望创新高，充分消化现有估值。

● **生猪养殖**：短期产能呈现趋势性去化，以今年6月份能繁母猪存栏量出现绝对值拐点推算，明年4、5月份理应出现生猪供应最大值，对应猪价的二次探底。上市猪企头均市值跌至历史底部，建议把握板块左侧投资机会；长期受益规模化集中，上市猪企产能扩张仍有超车机会。

**推荐**：【温氏股份】成本改善持续兑现，母猪产能储备丰富支撑出栏增长；【新希望】能繁母猪效率持续提升，成本下降空间大，资金储备充裕支撑寒冬产能扩张，当前估值可提供较高安全边际；【牧原股份】自繁自养铸就核心成本优势，产能稳步扩张稳坐龙头地位；【天康生物】成本控制行业领先，出栏成长可期，携手饲料、动保、屠宰和食品加工布局全产业链。其次建议关注【正邦科技】【天邦股份】【唐人神】【傲农生物】等企业的成本改善兑现程度和能繁母猪存栏变化情况。

● **肉禽**：白羽鸡上游供给压力仍较大，产业链深度亏损或倒逼上游去产能，关注种鸡场产能调节节奏，长期产业链延伸有

相关报告

- 1《粮食安全奠定种植腾飞，生猪寒冬已现投资希望》2021.12.21
- 2《猪价横盘调整，种业维持高景气度》2021.12.27

报告撰写人：孟维肖

联系人：孟维肖

望带来估值重塑，推荐【圣农发展】布局白羽鸡全产业链，下游肉制品加工业务快速发展稳步提升盈利水平。其次推荐产业链上游主营鸡苗销售业务的弹性标的【民和股份】【益生股份】。

黄羽鸡上游产能明显收缩，2022年有望持续回暖，长期把握冰鲜产品增长红利。推荐【温氏股份】国内黄羽鸡市场绝对龙头）；【立华股份】产能快速扩张，成本控制行业领先；【湘佳股份】黄羽鸡冰鲜龙头，冰鲜产品销量增长带动盈利水平提升。

- **疫苗：**短期猪价拖累行业景气度下行，板块已现投资价值；长期受益养殖规模化带动市场苗渗透率提升，猪苗板块仍有增量空间。

**推荐：**【中牧股份】口蹄疫市场苗快速增长，化药受益禁抗和环保政策表现亮眼；【普莱柯】研发投入持续加大，优势产品储备丰富；【生物股份】口蹄疫市场苗龙头，新产品支撑长期成长。

#### □ 风险提示

- 企业出栏量不及预期；
- 动物疫病大规模爆发；
- 农产品价格大幅波动；
- 新冠疫情反复；
- 自然灾害影响。

## 正文目录

<b>1. 核心观点：受益通胀，2022 年板块有望迎来上行周期</b>	<b>7</b>
<b>2. 种植链条：供需缺口支撑粮价上行，政策催化带动种业扩容</b>	<b>9</b>
2.1. 大豆供需缺口明显，政策和科技或有超预期助力	9
2.2. 小麦供给保持稳定，小麦-玉米价差缩减	14
2.3. 政策催化转基因育种落地，玉米种业迎来强扩容预期	15
<b>3. 生猪养殖：产能趋势性去化，板块已现投资希望</b>	<b>18</b>
3.1. 历史猪周期	19
3.2. 猪价研究框架	20
3.3. 产能趋势性去化，2022 年或迎周期拐点	21
3.3.1. 2021 年生猪市场行情：供给过剩带动猪价深跌，养殖亏损驱动产能去化	21
3.3.2. 短期猪价下行压力大，母猪产能有望再度加速去化	26
3.3.3. 如何布局上市猪企的投资机会？	27
<b>4. 肉禽：白鸡产能仍处高位，黄鸡养殖或持续回暖</b>	<b>32</b>
4.1. 白羽鸡：上游供给压力仍较大，产业链延伸有望带来估值重塑	32
4.2. 黄羽鸡：上游产能加速收缩，看好明年养殖回暖	39
<b>5. 疫苗：短期猪价拖累板块景气度下行，长期仍有增量空间</b>	<b>41</b>
5.1. 猪价深跌影响免疫情绪，疫苗批签发数据环比下降明显	41
5.2. 养殖规模化提升推动猪用疫苗扩容，宠物疫苗或成为新的增长点	43
<b>6. 风险提示</b>	<b>45</b>

## 图表目录

图 1：原油价格到粮食价格的传导逻辑	7
图 2：粮食价格指数和原油价格相关	7
图 3：核心 CPI 同比变化(%)	8
图 4：家电项 PPI 向 CPI 传递（滞后 3-5 期）	8
图 5：CPI 走势与农林牧渔指数走势	8
图 6：大豆播种面积（万公顷）	9
图 7：大豆单产（斤/公顷）	9
图 8：大豆产量（万吨）	10
图 9：国内大豆消费总量（千吨）	10
图 10：国内大豆进口量（万吨）	10
图 11：大豆国际现货价（美元/吨）	12
图 12：国内大豆现货价（元/吨）	12
图 13：国内大豆单产明显低于美国（kg/亩）	13
图 14：国内大豆单位土地成本（元/亩）	13

图 15: 国内大豆单位人工成本 (元/亩)	13
图 16: 国内大豆成本收益 (元/亩)	13
图 17: 国内豆油消费量 (千吨)	13
图 18: 国内豆粕消费量 (千吨)	13
图 19: 小麦市场价	15
图 20: 杂交玉米制种量和需种量 (亿公斤)	17
图 21: 杂交玉米制种面积 (万亩)	17
图 22: 玉米收购平均价 (元/吨)	17
图 23: 国内玉米存在产需缺口 (百万吨)	18
图 24: 玉米收购平均价 (元/吨)	18
图 25: 历史猪周期	19
图 26: 国内猪肉年消费量 (万吨)	20
图 27: 国内猪肉人均年消费量 (kg)	20
图 28: 猪价年内周期波动 (元/kg)	21
图 29: 猪价分析框架	21
图 30: 全国能繁母猪存栏量	22
图 31: 全国生猪存栏量	22
图 32: 2021 年生猪出栏均重明显较高 (kg)	22
图 33: 2021 年肥猪出栏比例大幅提高	22
图 34: 全国平均冻品库容比	23
图 35: 2021 年月均进口鲜冷冻猪肉数量高于往年 (吨)	23
图 36: 2021 年以来国内生猪价格走势 (元/kg)	23
图 37: 2021 年 1-11 月国内生猪月度均价 (元/kg)	23
图 38: 自繁自养盈利 (元/头)	24
图 39: 外购仔猪育肥盈利 (元/头)	24
图 40: 2021 年仔猪价格走势 (元/kg)	24
图 41: 2021 年二元母猪价格持续下跌 (元/kg)	24
图 42: 全国生猪定点屠宰企业月度屠宰量 (万头)	25
图 43: 10 月之后市场大体重肥猪价格迅速上涨	25
图 44: 10 月之后市场标肥价差迅速扩大	25
图 45: 能繁母猪存栏量自 2021 年 7 月起环比下降	26
图 46: 10、11 月屠宰厂母猪占比回落	26
图 47: 能繁母猪存栏结构	27
图 48: 后备母猪销量 (头)	27
图 49: 近两年上市猪企资产负债率明显上升	29
图 50: 国内生猪出栏前 10 市占率	32
图 51: 2021 年白羽肉鸡市场行情低迷	32
图 52: 2021 年白羽鸡产业链盈利持续分化 (元/羽)	32
图 53: 国内白羽鸡祖代鸡引种量 (万套)	33
图 54: 全国后备祖代种鸡存栏量 (万套)	34
图 55: 全国在产祖代种鸡存栏量 (万套)	34
图 56: 全国后备父母代种鸡存栏量 (万套)	34
图 57: 全国在产父母代种鸡存栏量 (万套)	34
图 58: 全国父母代鸡苗销售量 (万套)	35

图 59: 全国父母代鸡苗平均销售价格 (元/套)	35
图 60: 全国商品代鸡苗销售量 (万套)	35
图 61: 全国商品代鸡苗平均销售价格 (元/套)	35
图 62: 2020-2021 年 11 月鸡肉产品综合售价和 5 年均值对比	36
图 63: 屠宰场库容率和养殖毛利率变化	36
图 64: 鸡肉综合售价与白条猪价格、鸭肉综合售价对比	36
图 65: 国内鸡肉进出口量 (万吨)	36
图 66: 白羽鸡企业产业链布局情况	37
图 67: 圣农发展白羽鸡养殖产能稳步扩张 (亿羽)	38
图 68: 圣农发展肉制品销量稳步增长 (万吨)	38
图 69: 圣农发展肉制品收入稳步增长 (亿元)	38
图 70: 圣农发展肉制品毛利率较高且稳定	38
图 71: 公司肉制品销售均价波动幅度小 (元/吨)	38
图 72: 全国在产祖代种鸡存栏量 (套)	39
图 73: 全国在产父母代种鸡存栏量 (套)	39
图 74: 全国部分商品代肉雏鸡销售量走势 (只)	39
图 75: 全国部分商品代肉雏鸡销售均价走势 (元/只)	39
图 76: 全国部分黄羽鸡毛鸡销售均价和成本对比 (元/kg)	40
图 77: 黄羽鸡快大鸡全国均价持续上涨 (元/斤)	40
图 78: 黄羽鸡中速鸡全国均价持续上涨 (元/斤)	40
图 79: 近几年温氏股份黄羽鸡销量稳步增长 (亿只)	41
图 80: 立华股份黄羽鸡销量持续增长 (亿只)	41
图 81: 湘佳股份冰鲜产品量稳步增长 (吨)	41
图 82: 湘佳股份冰鲜产品毛利率明显高于活禽	41
图 83: 国内动物疫苗市场规模整体在稳步增长 (亿元)	42
图 84: 2019 年动物疫苗销售额占比 (按受用动物分)	42
图 85: 猪用疫苗和禽用疫苗销售额 (亿元)	42
图 86: 猪口蹄疫疫苗批签发次数	43
图 87: 猪圆环疫苗批签发次数	43
图 88: 猪伪狂犬疫苗批签发次数	43
图 89: 猪细小病毒疫苗批签发次数	43
图 90: 规模场的防疫费用高于散户 (元/头)	44
图 91: 龙头企业的头均药苗费用非常高 (元/头)	44
图 92: 宠物行业市场规模 (亿元)	44
图 93: 国内宠物疫苗渗透率还很低 (%)	44
图 94: 动保板块景气度与猪价密切相关	45
图 95: 动保行业分析逻辑	45
表 1: 世界大豆供需平衡表	10
表 2: 中国大豆供需平衡表	11
表 3: 世界小麦供需平衡表	14
表 4: 中国小麦供需平衡表	14
表 5: 种业转基因政策回顾	15
表 6: 杂交玉米种子供需平衡表	17

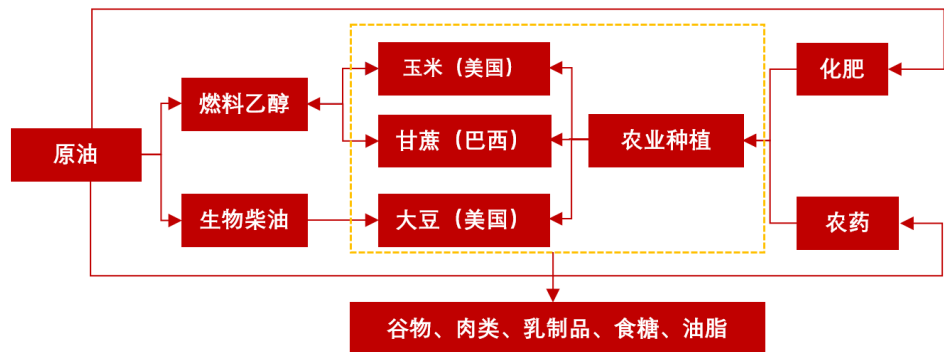
表 7: 国内转基因玉米市场规模预测 .....	18
表 8: 2006 年之后的四轮猪周期 .....	20
表 9: 样本监测点淘汰母猪屠宰情况 .....	26
表 10: 2021 年上市猪企大举扩张产能 .....	28
表 11: 主要上市猪企自产仔猪育肥成本 (元/公斤) .....	28
表 12: 2021 年上市猪企盈利分化 .....	29
表 13: 2021Q3 头部猪企能繁母猪存栏环比明显减少 (万头) .....	30
表 14: 上市猪企生产性生物资产自 2021 年 Q1 起趋于回落 (亿元) .....	30
表 15: 2021 年以来前五大上市猪企资本开支环比下降明显 (亿元) .....	30
表 16: 主要上市猪企头均市值 .....	31
表 17: 2021 年主要猪用疫苗批签发次数月度变化 .....	43

## 1. 核心观点：受益通胀，2022 年板块有望迎来上行周期

**农业投资的本源：通胀就是  $\alpha$ 。**回顾历史发现，在强通胀的背景下，农林牧渔板块往往出现明显的超额收益。我们认为 2022 年国内核心 CPI 仍有一定修复空间，进而带动 CPI 逐季回升，农业板块或受到通胀加持呈现震荡偏强走势。

**粮食价格和原油价格密切相关。**原油→燃料乙醇→玉米是原油价格影响农产品和食品价格的主要传导路径，此外，原油对蔗糖价格、农产品种植成本也会通过植保产品（农药、化肥等农资）产生影响，故石油危机即是粮食危机。拟合全球原油价格和联合国粮农组织食品价格指数走势，2000 年后二者相关性显著提升。

图 1：原油价格到粮食价格的传导逻辑



资料来源：浙商证券研究所整理

图 2：粮食价格指数和原油价格相关



资料来源：Wind、浙商证券研究所

**农业板块走势多跟 CPI 呈明显的正向相关，2022 年 CPI 温和上升或加持板块震荡偏强。**预计 2022 年猪价先降后升，油价先升后降，猪油对冲背景下，CPI 出现超预期上行的风险不大，但有可能在核心 CPI 的带动下温和回升，节奏上呈现逐季回升的趋势，农业板块或受益维持震荡偏强走势。

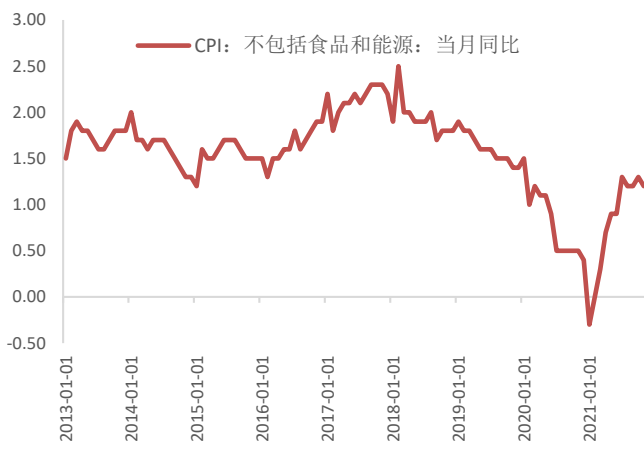
**(1) 生猪价格先降后升。**2021 年上半年国内能繁母猪存栏量持续回升，并于 6 月份出现绝对值拐点，意味着 2022 年上半年市场可供出栏生猪会持续增加，并于明年 4、5 月份充分释放产能，叠加春节后几个月是传统的肉类消费淡季，预计明年猪价将在二季度末见底，随后伴随生猪供应的环比减少缓慢回升，全年呈现先降后升的走势。

(2) 油价中枢进一步上行, 节奏上呈现先升后降走势。2022 年一季度供应缺口依然存在, 冬季供暖、用电高峰有望进一步提升天然气需求, 压力也将传导至原油市场, 油价有望持续上行。二季度之后, 随着美国页岩油企业产量逐渐修复, OPEC+减产力度减小, 而原油需求提升空间有限, 预计油价在明年年中出现拐点。

猪价先降后升, 油价先升后降, 猪油对冲背景下, CPI 超预期上行压力不大, 重点核心 CPI 的修复。2021 年 1 月份核心 CPI 一度下探到-0.3%, 经过三个季度的修复, 9 月份回升到 1.2%。我们认为, 2022 年核心 CPI 仍有一定回升空间。主要在于: (1) 随着新冠疫苗的接种速度加快、疫情情绪逐步减弱, 消费场景逐渐丰富, 核心 CPI 中拖累较多的旅游项、其他用品及服务项(如旅馆住宿、美容美发洗浴等)、交通和通信项(如机票等)都有望获得修复; (2) 上游原材料的涨价压力将通过工业消费品向 CPI 进行小幅传递, 时间上之后 1-2 个季度。实际上, 2021 年受原材料价格上涨影响, 家电、装潢材料、电脑、自行车等消费品均有小幅提价。

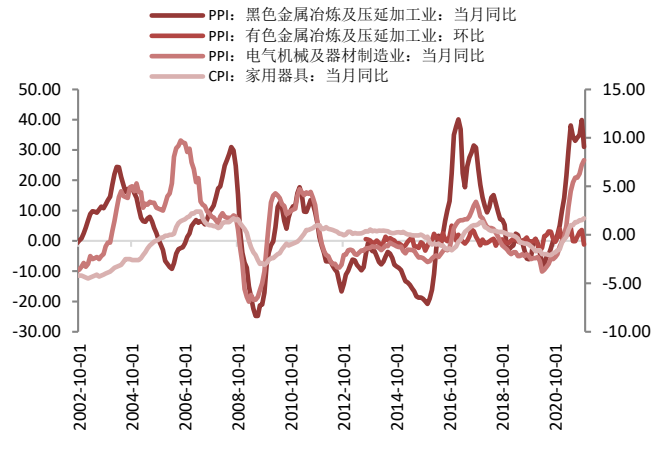
综上所述, 我们认为 2022 年 CPI 同比今年仍有上涨空间, 并呈现逐季修复的趋势。农业板块种植链条有望率先受益通胀, 实现超额收益。

图 3: 核心 CPI 同比变化(%)



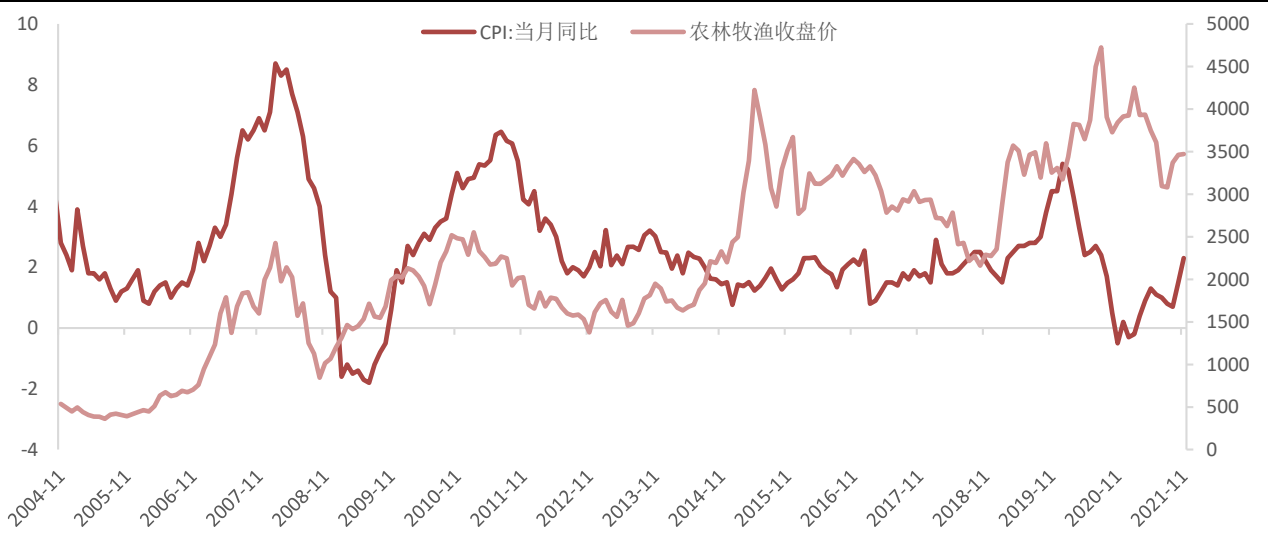
资料来源: Choice、浙商证券研究所

图 4: 家电项 PPI 向 CPI 传递(滞后 3-5 期)



资料来源: Choice、浙商证券研究所

图 5: CPI 走势与农林牧渔指数走势



资料来源: Wind、浙商证券研究所



## 2. 种植链条：产需缺口支撑粮价上行，政策催化带动种业扩容

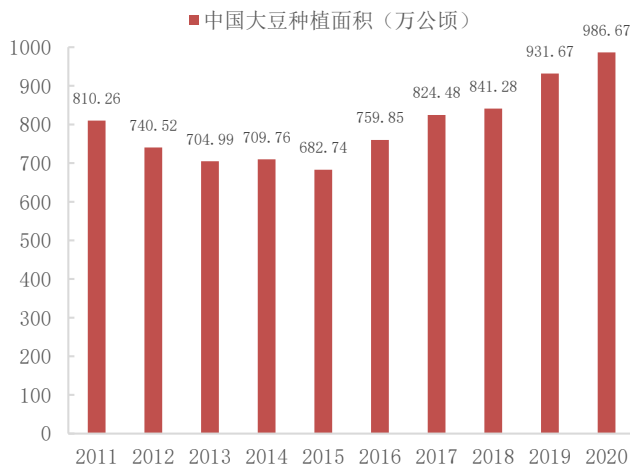
### 2.1. 大豆产需缺口明显，政策和科技或有超预期助力

国内大豆产需缺口明显，大豆供给高度依赖进口的局面难以改变。我国大豆年产量不足 2000 万吨，但每年的消费量高达 1 亿吨，大豆产需缺口巨大，高度依赖进口，大豆自给率不足 20%。

(1) 近年来国产大豆种植面积、单产和产量均有所增长。①大豆种植面积自 2011 年起开始调减，2016 年起逐年增加。2019 年农业农村部重启大豆振兴计划，2019 和 2020 年种植面积实现了同比大幅增长，2020 年全国大豆播种面积 986.67 万公顷，同比增长 5.9%。②大豆单产受益于中国农业种植技术的提高和农业机械化水平的提升，2011-2020 年，国内大豆单产整体呈上升趋势。2020 年，国产大豆单产达到了 1986.5 斤/公顷，同比增长 12.87%。③大豆产量在 2011-2020 年的平均值为 1483 万吨，其中 2015 年中国大豆产量仅为 1237 万吨，近年来国家出台一系列政策扶持大豆产业发展，国内大豆产量才逐步恢复提高，2020 年大豆产量达到 1960 万吨。

(2) 产需缺口明显，大豆进口突破新高。我国是世界上最大的大豆消费国，年消费量在 1 亿吨以上，主要分为食用和饲用两个相对独立的市场，国产大豆主要用作食品、加工豆制品和大豆蛋白；进口大豆主要用于满足植物油和蛋白粕需求，其中 20%加工成油脂，80%加工成豆粕。不足 2000 万吨的国产大豆难以满足日益增长的消费需求，超 80% 的大豆消费依赖进口。尤其是近两年养殖业持续快速恢复带动饲用豆粕需求大幅增长，导致进口大豆进口创新高，2020 年我国累计进口大豆 10033 万吨，首次超过 1 亿吨，进口占比达到 83.4%。2021 年 1-11 月大豆进口量 8765.3 万吨，预计全年进口量在 9500 万吨左右。

图 6：大豆播种面积（万公顷）



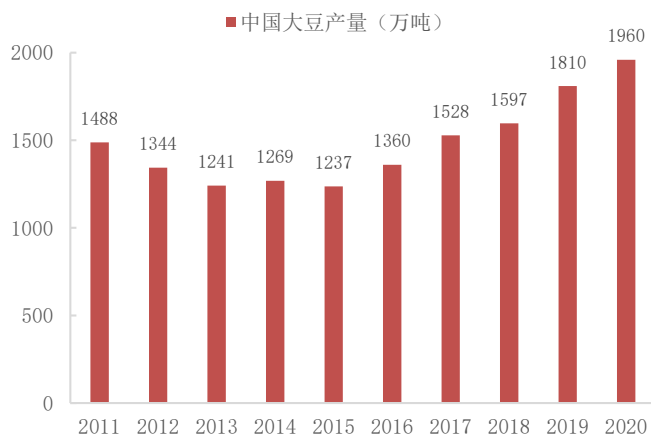
资料来源：Wind、国家统计局、浙商证券研究所

图 7：大豆单产（斤/公顷）



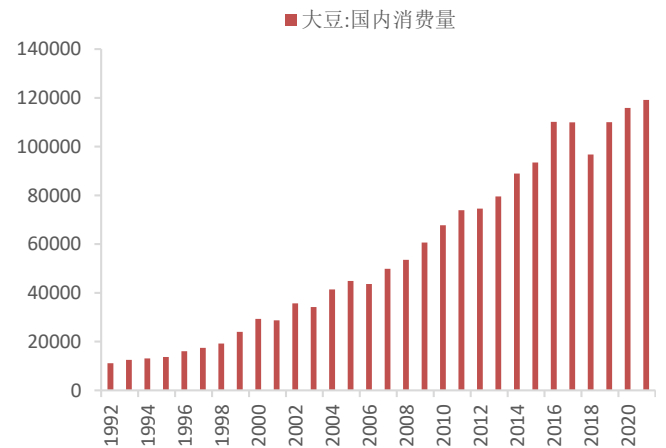
资料来源：Wind、国家统计局、浙商证券研究所

图 8：大豆产量（万吨）



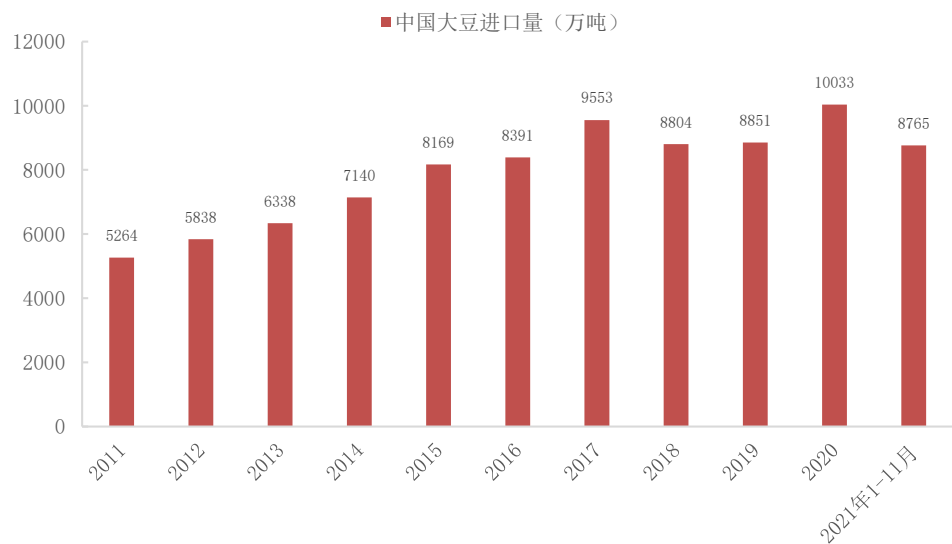
资料来源：Wind、国家统计局、浙商证券研究所

图 9：国内大豆消费总量（千吨）



资料来源：Wind、中国汇易、浙商证券研究所

图 10：国内大豆进口量（万吨）



资料来源：Wind、中国海关总署、浙商证券研究所

表 1：世界大豆供需平衡表

	2019/2020	2020/2021 (11月估计)	2021/2022 (11月预测)
	百万吨		
期初库存	114.1	95.49	100.11
产量	339.89	366.23	384.01
进口量	164.97	166.24	169.78
总供给	618.96	627.96	653.9
压榨量	312.48	316.04	328.82
国内需总量	358.4	363.05	378.03
出口	165.06	164.8	172.09
总需求	523.46	527.85	550.12

结转库存	95.49	100.11	103.78
库存消费比	18.24%	18.97%	18.86%

资料来源: Wind, 中国农技推广中心, 浙商证券研究所

**表 2: 中国大豆供需平衡表**

	2019/2020	2020/2021 (8月估计)	2021/2022 (8月预测)
		千公顷	
播种面积	9354	9882	9347
收获面积	9354	9882	9347
		公斤/公顷	
单产	1935	1983	1995
		万吨	
产量	1810	1960	1865
进口	9853	9860	10200
消费	10860	11326	11908
压榨消费	9100	9500	10067
食用消费	1380	1420	1435
种子用量	80	76	76
损耗及其他	300	330	330
出口	9	6	15
结余变化	794	488	142
		元/吨	
国产大豆销区批发均价	4938	5800-6000	5300-5500
进口大豆到岸税后均价	3213	4100-4300	3600-3800

资料来源: 农业农村部市场预警专家委员会、中国大豆产业协会、浙商证券研究所

**国际大豆价格维持高位调整。**从国际市场来看,去年全球大豆价格同比上涨 20%-30%,主要系主要大豆产区的产量都受到影响:美国大豆产区遭遇不利天气,大豆产量及库存预期下调;南美大豆产区天气仍比较干旱,大豆种植受到影响,引发对南美尤其是阿根廷大豆减产的预期。2021 年巴西大豆和美国大豆顺利收货,全球大豆产量预期调增,但仍受到新冠疫情和极端恶劣天气等不确定性因素的影响,全球大豆价格维持在高位震荡。

**国内大豆价格仍处于历史相对高位,未来将持续高位运行。**2021 年国内生猪产能全面释放带动饲料需求同比继续增长,叠加进口高价大豆的冲击,国内大豆价格维持在 5000-5500 元/吨的高位运行。根据国家统计局发布的数据,2021 年中国大豆播种面积 1.26 亿亩,比上年减少 2200 万亩,下降 14.8%;大豆单产每亩 130 公斤,每亩产量比上年减少 2.3 公斤,下降 1.8%;大豆产量 328 亿斤,比上年减少 64 亿斤,下降 16.4%。减产背景下,预计大豆价格将持续在高位盘整。

图 11: 大豆国际现货价 (美元/吨)



资料来源: Wind、商务部、浙商证券研究所

图 12: 国内大豆现货价 (元/吨)



资料来源: Wind、浙商证券研究所

**单产不高，种植收益低+消费增长是国内大豆自给率不高的主要原因。**

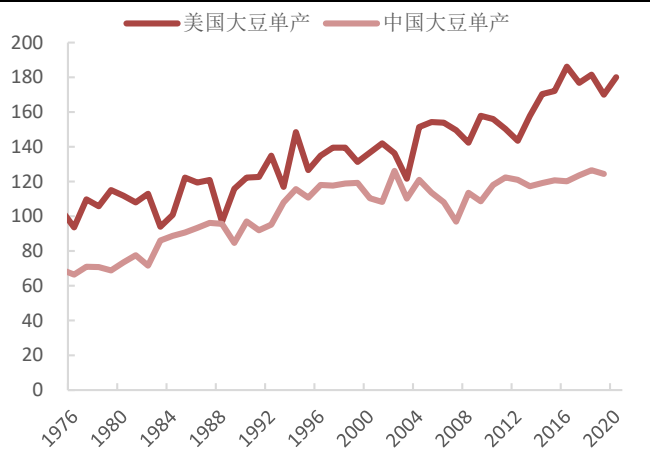
(1) 耕地资源禀赋受限，农业种植结构倾向于高产值农产品。大豆是土地密集型作物，生产过程中一半要占用较多的土地和使用相对较少劳动力，大豆的单位面积产量较低，以 2020 年的 133kg/亩的单产估算，进口 1 亿吨大豆相当于 7.52 亿亩耕地面积的产出，而我国目前约有 20 亿亩耕地，但满足约 14 亿人口的粮食需求，人均土地资源禀赋十分有限。若依靠大幅增加大豆播种面积来实现自给，就需要大幅调减玉米、小麦和水稻等口粮的种植面积，势必又会威胁到国家粮食安全。因此在全球化社会，农业依据比较优势更多的出口单产较高的果蔬、水产品等优势产品，进口大豆等大宗农产品。

(2) 土地、劳动力等成本上升，农户种植积极性受挫。近几年受制于土地、劳动力成本持续上涨，大豆的每亩种植收益明显下降。2019 年，农业农村部重启大豆振兴计划，大豆播种面积在 2019 年实现 1.40 亿亩、2020 年实现 1.48 亿亩，同比增幅分别为 10.9%、5.9%。但到了 2021 年，大豆播种面积 1.26 亿亩，比上年减少 2200 万亩，同比下降 14.8%。种植收益不及预期，农户种植积极性严重受挫。

(3) 国内豆油和饲用豆粕消费快速增长。大豆消费总量在近 20 年增长了约四倍，但主要增长并不是大豆或传统豆制品消费的增加，而主要是居民食用的豆油和养殖业所用饲料中的豆粕。豆油消费的增加主要来自伴随居民收入水平提高带来的食用油需求，而豆油一般选择进口的大豆作为原料，不仅是因为其价格便宜，还因为其含油量(19%)要高于国产大豆(17%)。另一方面豆粕消费增加主要受益于国内养殖业的快速扩增，促使饲料需求大规模增长(豆粕含有多种氨基酸适合于家禽和猪对营养的需求，是饲料的主要原料之一)，进口大豆大部分用于生产饲料。

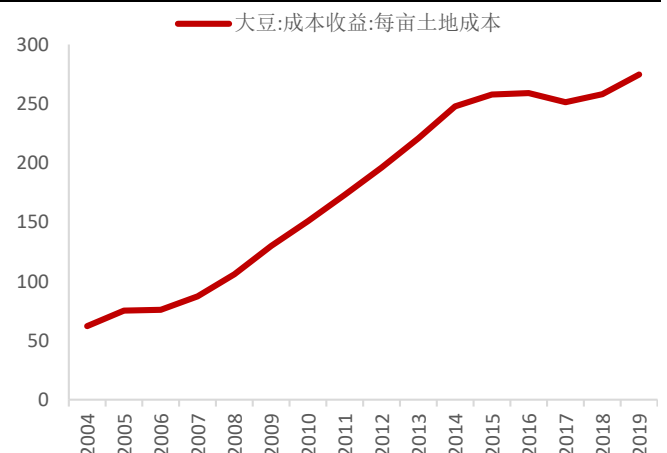
整体来看，我国大豆自给率不高主要系单产低、农户种植积极性不高、豆制品消费量快速增长所致，且短时间内大豆进口为主、自给为辅的局面无法改变。我们认为，面对国际政治经济形势和疫情的巨大不确定性，中国作为全球最大的大豆进口国，大豆对外依存度超过 80%意味着稳定国内供应安全面临严峻考验。未来实现大豆振兴，或需要政策和科技上的双重助力，政策上我们或将看到农业种植结构的调整，大豆种植面积或适当调增，农户的种植补贴或有提升可能；科技上伴随转基因生物育种的推进，我们或将看到转基因大豆的加快落地，依靠种子科技攻关，提高单产水平。

图 13: 国内大豆单产明显低于美国 (kg/亩)



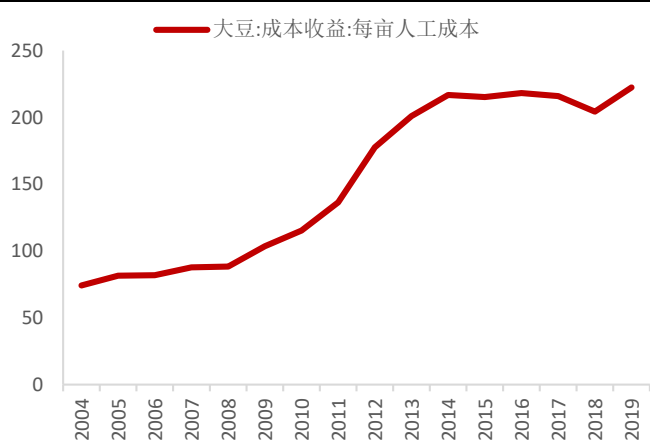
资料来源: Wind、国家统计局、美国农业部、浙商证券研究所  
注: 图中数据依据单位换算比例计算, 略有计算误差

图 14: 国内大豆单位土地成本 (元/亩)



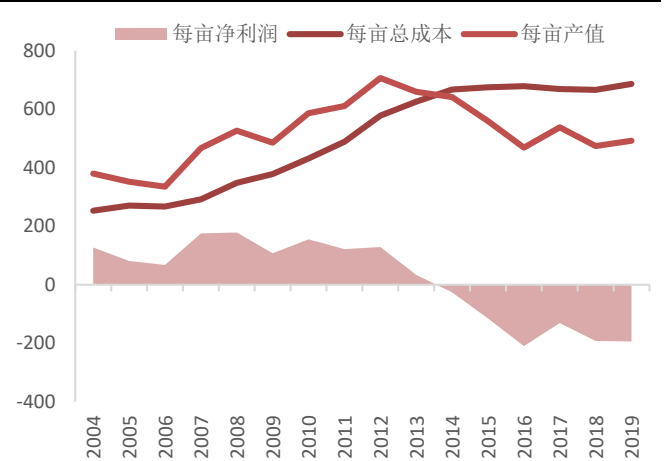
资料来源: Wind、全国农产品成本收益资料汇编、浙商证券研究所

图 15: 国内大豆单位人工成本 (元/亩)



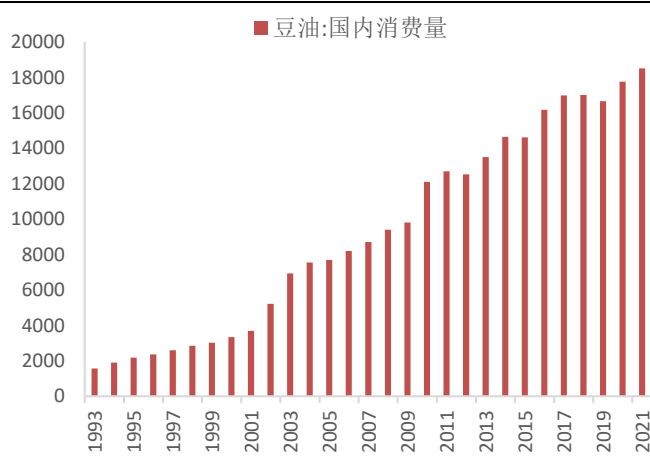
资料来源: Wind、全国农产品成本收益资料汇编、浙商证券研究所

图 16: 国内大豆成本收益 (元/亩)



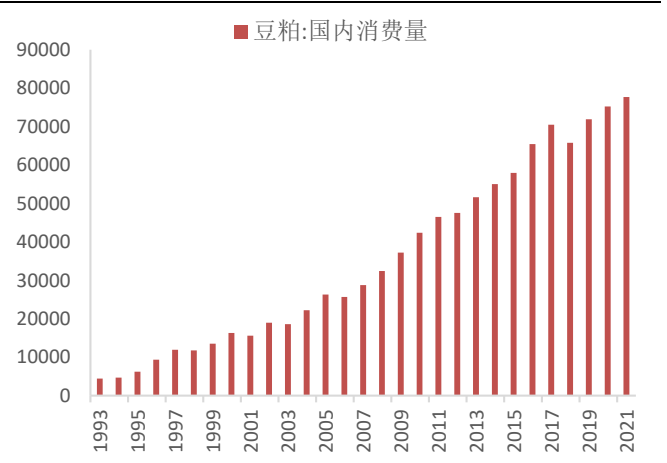
资料来源: Wind、浙商证券研究所

图 17: 国内豆油消费量 (千吨)



资料来源: Wind、中国汇易、浙商证券研究所

图 18: 国内豆粕消费量 (千吨)



资料来源: Wind、浙商证券研究所

## 2.2. 小麦供给保持稳定，小麦-玉米价差缩减

小麦供给保持稳定，2020/2021 年度世界产量 7.75 亿吨，中国产量 1.34 亿吨，与之前两年产量水平相当，目前小麦库存水平仍处于高位。

小麦需求稳中有升，2020/2021 年度世界饲用和消费量共 9.39 亿吨，中国饲用和消费量共 1.90 亿吨，较往年有所增长，预计明年小麦需求总体保持稳定，全球范围内的小麦需求可能小幅上涨，世界小麦库存和中国小麦库存将进一步下降。

**表 3：世界小麦供需平衡表**

	2019/2020	2020/2021 (11 月估计)	2021/2022 (11 月预测)
	百万吨		
期初库存	280.69	295.50	288.36
产量	762.21	774.66	775.87
进口	188.17	194.18	198.05
国内饲用	139.19	157.14	158.69
国内消费	747.40	782.21	787.05
出口	194.33	202.25	199.63
期末库存	295.50	287.95	277.18
期初库存	280.69	295.50	288.36

资料来源：USDA，浙商证券研究所

**表 4：中国小麦供需平衡表**

	2019/2020	2020/2021 (11 月估计)	2021/2022 (11 月预测)
	百万吨		
期初库存	138.09	150.02	144.12
产量	133.60	134.25	136.90
进口	5.38	10.62	10.00
国内饲用	19.00	40.00	36.00
国内消费	126.00	150.00	149.00
出口	1.05	0.76	1.00
期末库存	150.02	144.12	141.02
期初库存	138.09	150.02	144.12

资料来源：USDA，浙商证券研究所

小麦价格近期走高，使得小麦与玉米价差有所缩减，下游饲料能量原料需求中，小麦对玉米的替代作用有所减弱，预计明年下一种植季小麦饲用需求小幅下降，进一步支撑玉米的价格高位。

图 19：小麦市场价



资料来源：Wind，国家统计局，浙商证券研究所

### 2.3. 政策催化转基因育种落地，玉米种业迎来强扩容预期

#### (1) 政策助力种业振兴

**种业振兴从顶层设计转向全面推进。**2021 年中央全面深化改革委员会第二十次会议上审议通过了《种业振兴行动方案》，提出种业振兴是我国农业现代化的基础，种源安全是国家粮食安全的保障，未来将集中力量破难题、补短板、强优势、控风险，实现种业科技自立自强、种源自主可控。我国近几年对种业振兴愈发重视，从 2018 年提出要培育具有自主知识产权的优良品种，到 2020 年中央经济工作会议提出打赢种业翻身仗，以及《国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》对生物育种产业化应用做出重大部署，我国种业的政策扶持已经从顶层设计向全面推进发展。

表 5：种业转基因政策回顾

时间	文件名称	主要内容
2001 年	《农业转基因生物安全管理条例》	2017 年最新修订，全面规范境内农业转基因生物的研究与试验，生产与加工，经营，进口与出口，监督检查，惩罚等环节。
2002 年	《农业转基因生物安全评价管理办法》	2016 年最新修订，加强农业转基因生物安全评价管理，保障人类健康和动植物、微生物安全，保护生态环境。
2002 年	《农业转基因生物标识管理办法》	2017 年最新修订，加强对农业转基因生物的标识管理，规范农业转基因生物的销售行为，引导农业转基因生物的生产 and 消费，保护消费者的知情权。
2002 年	《农业转基因生物进口安全管理办 法》	2017 年最新修订，加强对农业转基因生物进口的安全管理。
2006 年	《农业转基因生物加工审批办法》	由农业部（现农业农村部）发布，2019 年最新修订，规定从事农业转基因生物加工的单位和个人，应取得加工许可证，应具备专业设备设施和安全管理 制度。
2020 年	《2020 年农业转基因生物监管工作 方案》	由农业农村部发布，以强化制度执行力为主要抓手，坚持原则、敢抓敢管，严厉打击非法研究、试验、制种、经营、种植、加工和进口等行为，确保各项管理制度不折不扣贯彻执行、落地生根，促进我国农业转基因生物技术研究 和应用健康发展。
2021 年	《2021 年农业转基因生物监管工作 方案》	严格落实《生物安全法》、《种子法》、《农业转基因生物安全管理条例》等法律 法规，严厉打击非法研究、试验、制种、经营、种植、加工和进口等行为，

		确保各项管理制度不折不扣贯彻执行。
2021 年	《种业振兴行动方案》	1、种质资源保护方面，打造具有先进水平的种质资源保护利用体系。 2、育种创新方面，打造具有先进水平的基础性、前沿性研究和商业化育种体系，支持创新型企业发展。 3、测试评价方面，全面提升设施装备条件和品种测试（测定）能力。 4、良种繁育方面，打造国家农作物、畜禽和水产良种生产基地，有效保障良种供应，全面提升良种化水平。
2021 年	《“十四五”现代种业提升工程建设规划》	全面部署“十四五”种业基础设施建设布局的总体思路、框架体系、重点项目、保障措施，加快推进种业振兴，实现种业科技自立自强、种源自主可控。
2021 年	《种子法（修正草案）》	扩大植物新品种权保护范围及环节，将保护范围由授权品种的繁殖材料延伸到收获材料，将保护环节由生产、繁殖、销售扩展到生产、繁殖、加工、许诺销售、销售、进口、出口、储存等。建立实质性派生品种制度，明确实质性派生品种可以申请植物新品种权，并可以获得授权，但对其以商业为目的的利用时，应当征得原始品种的植物新品种权所有人的同意。完善侵权赔偿制度和法律责任。
2021 年	《农业农村部关于修改部分种业规章的决定（征求意见稿）》	落实党中央、国务院农业转基因生物安全管理及现代种业发展有关决策部署，加强农业转基因生物安全管理，贯彻落实《农业转基因生物安全管理条例》和国务院“放管服”改革精神。

资料来源：中国政府网、农业农村部、浙商证券研究所

**转基因商业化渐行渐近。**2001 年《农业转基因生物安全管理条例》出台以来，经过多次修订，三个配套规章《农业转基因生物安全评价管理办法》、《农业转基因生物标识管理办法》、《农业转基因生物进口安全管理办法》自 2002 年发布后，同样经过多次更新。进入 2021 年，转基因重要文件密集修订，（1）推动转基因品种从研究试验、生产加工、经营、进出口到监管监察的全面落实，不仅做到有法可依，而且注重贯彻执行。（2）简化转基因品种审定程序，完善转基因生物安全评价，并对安全证书五年后延期做出了相应安排，加速推进转基因品种商用化。（3）严格规定转基因产品的生产经营管理流程，淡化转基因作物特殊性，提高转基因研发门槛。基于我国转基因政策落地加速，我们推荐具备审批时间优势和研发技术优势的龙头企业大北农、隆平高科。2021 年，抗虫耐除草剂玉米 MZIR098 获批安全证书，建议关注拟上市的正正达。

### （2）杂交玉米供给收缩，玉米种子景气度上行

**杂交玉米种子供给正在收缩，**（1）2021 年制种量 9.93 亿公斤，制种量自 2016 年以来持续下降，需种量保持稳定，使得库存量不断减少，2021 年库存量 4.77 亿公斤，已接近历史低位。（2）2021 年部分制种基地受灾，西北基地受前期低温阴雨和后期高温天气影响，产量较正常年份减少 10-15%，较丰收年份减少 20-25%；西南基地受收获期连续阴雨天气影响，产量较正常年份减少 5-10%，较丰收年份减少 10-15%。

**杂交玉米种子需求保持平稳，**（1）玉米价格处于历史高位，2021 年平均收购价达到 2790 元/吨，高于 2020 年的 2208 元/吨，远高于 2019 年的 1967 元/吨，原因是国家保障粮食安全，收紧玉米深加工项目审批，严格限制玉米燃料乙醇加工产能扩张。（2）若明年玉米价格保持高位，预计玉米需种量将保持稳定，在 11.7 亿公斤左右，则明年春季种子市场结束后，玉米种子有效库存将降至 3 亿公斤，未来两年的种子供需形势将从整体过剩转为总体平衡略有盈余。

**高价格+低库存+旺盛需求，玉米种子有望迎来上行周期。**玉米消费主要为饲用，随着下游养殖行业产能逐步释放，高需求有望支撑玉米价格维持高位。我们认为，未来 1-2 年玉米种植面积将缓慢增加，带动玉米种子销量增加，利好以杂交玉米为主业的登海种业、万向德农。

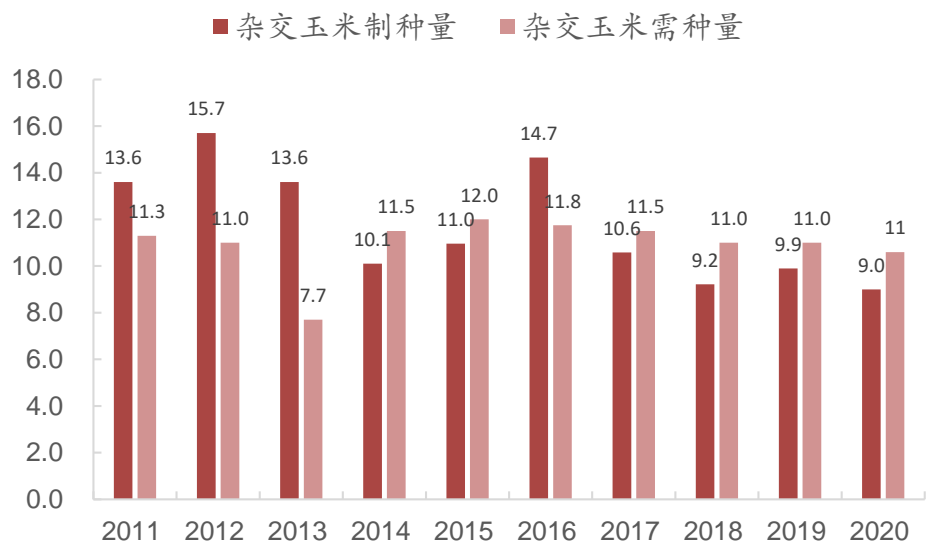


表 6：杂交玉米种子供需平衡表

年	制种面积/万亩	制种量/亿公斤	需种量/亿公斤	库存量/亿公斤	可供种量/亿公斤
2011	410	13.6	11.3	4.0	17.6
2012	435	15.7	11.0	5.5	15.0
2013	382	13.6	7.7	10.0	21.2
2014	294	10.1	11.5	10.0	23.6
2015	342	11.0	12.0	7.5	20.0
2016	410	14.7	11.8	6.0	18.5
2017	293	10.6	11.5	8.0	20.0
2018	237	9.2	11.0	7.0	18.0
2019	256	9.9	11.0	6.5	16.2
2020	230	9.0	10.6	4.8	16.4

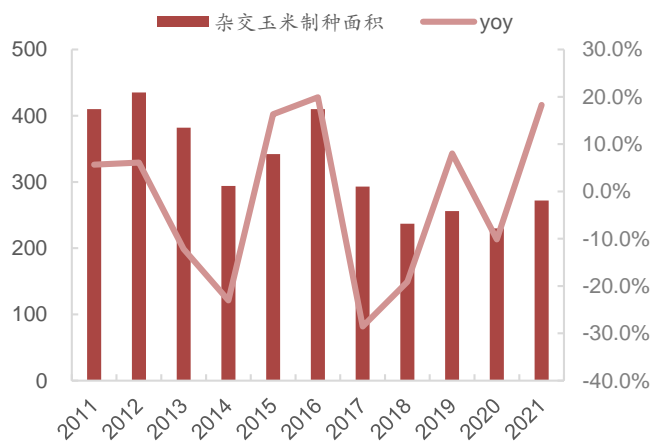
资料来源：Wind、中国农技推广中心、浙商证券研究所

图 20：杂交玉米制种量和需种量（亿公斤）



资料来源：Wind、中国农技推广中心、浙商证券研究所

图 21：杂交玉米制种面积（万亩）



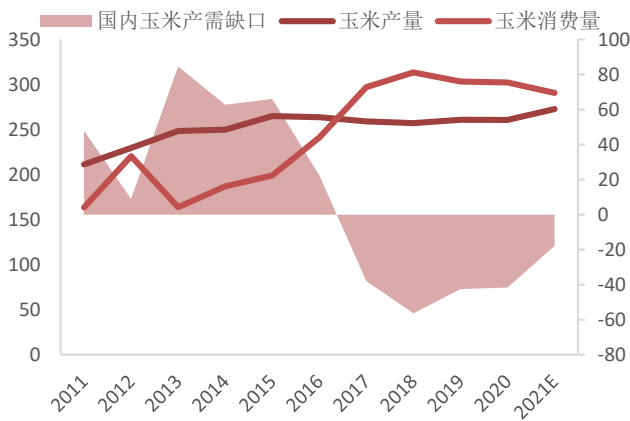
资料来源：Wind、中国农技推广中心、浙商证券研究所

图 22：玉米收购平均价（元/吨）



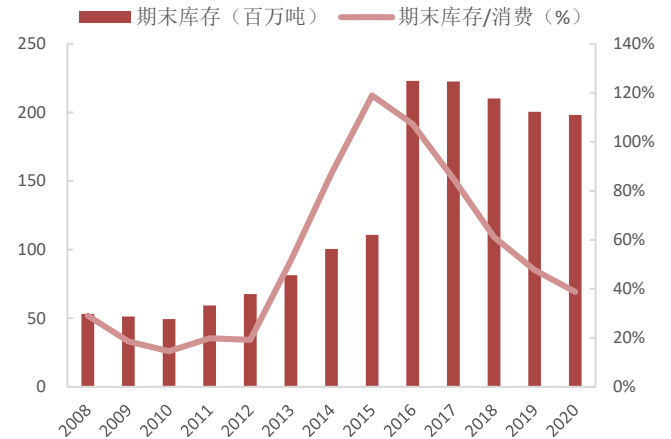
资料来源：Wind、浙商证券研究所

图 23: 国内玉米存在产需缺口 (百万吨)



资料来源: Wind、中国汇易、浙商证券研究所

图 24: 玉米收购均价 (元/吨)



资料来源: Wind、浙商证券研究所

**转基因玉米覆盖率提高将带来巨大市场空间。**假设国内杂交玉米需种量保持 11 亿公斤, 参考国内杂交玉米种子价格 (30 元/公斤), 若按 1.3 倍价格来估计成本更高的转基因玉米种子价格 (39 元/公斤), 按 30% 来估计净利率, 假设第 T 年为转基因品种大规模推广的元年, 且覆盖率逐年提升, 至第 T+6 年可提升至 80%, 对应的市场规模为 343.2 亿元, 净利润规模为 103.0 亿元。目前, 转基因玉米种子已有 DBN9936、DBN9858、DBN9501 和瑞丰 125 获得农业转基因生物安全证书, 我们认为这方面具有先发优势的大北农、隆平高科具有投资价值。

表 7: 国内转基因玉米市场规模预测

年	T	T+1	T+2	T+3	T+4	T+5	T+6
国内杂交玉米需种量 (亿公斤)	11	11	11	11	11	11	11
国内转基因玉米种子价格 (元/公斤)	39	39	39	39	39	39	39
国内转基因玉米覆盖率	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%
市场规模 (亿元)	85.8	128.7	171.6	214.5	257.4	300.3	343.2
净利润规模 (亿元)	25.7	38.6	51.5	64.4	77.2	90.1	103.0

资料来源: Wind、浙商证券研究所

### 3. 生猪养殖: 产能趋势性去化, 板块已现投资希望

#### 核心观点:

(1) 猪价: 我们认为在生猪供应趋势性增长而消费萎靡的情况下, 短期猪价或开启下行通道, 年前若养殖主体集体恐慌性出栏, 猪价或有深跌可能。年后生猪产能充分释放, 加上春节后传统的肉类消费淡季, 2022 年上半年猪价或延续单边下行行情。以今年 6 月份能繁母猪存栏量出现绝对值拐点推算, 明年 4、5 月份理应出现生猪供应最大值, 对应猪价的二次探底。但考虑到进口量和压栏行为回归理性, 以及成本中枢上移提供支撑, 二次探底猪价或高于 10 元/kg。

(2) 母猪产能去化。11 月猪价反弹至成本线以上放缓母猪淘汰节奏, 但不改产能去化的趋势, 出于对明年猪价的悲观预期, 产能去化将持续推进。

(3) 投资建议: 短期上市猪企的股价已经跌至较低位置, 头均市值也位于历史底部区域, 建议左侧布局; 长期受益行业规模化集中, 规模企业依然有产能扩张的空间, 成本控制领先, 产能稳步扩张的企业有望在之后周期中赶上红利, 实现弯道超车。

### 3.1. 历史猪周期

从2006年至今，我国共完整经历了三轮猪周期，每一轮周期的起点都是在市场规律作用下叠加环保政策或动物疫病等非市场因素的影响，造成猪价更大幅度的波动。

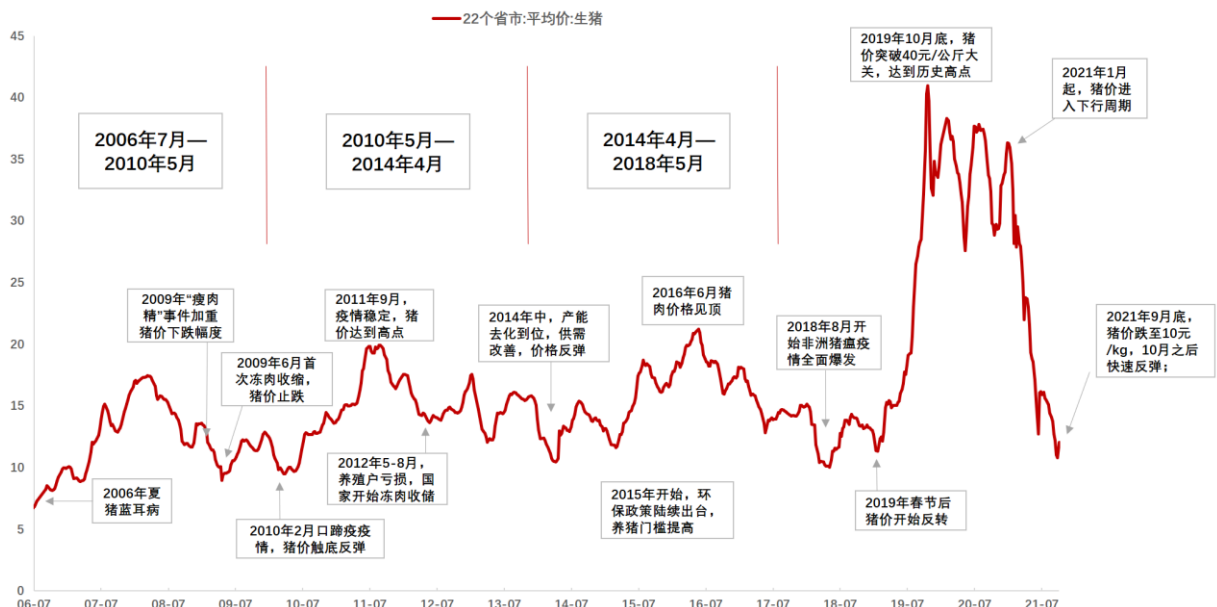
第一轮：2006年7月-2010年5月。2006年夏季爆发“蓝耳病”疫情导致能繁母猪存栏量减少，市场供给不足，2006年7月到2008年3月猪价上涨，于2008年3月出现周期高点，生猪价格突破17.45元/公斤。此后疫情得到控制，产能恢复，生猪存栏量持续回升，猪价进入下行周期。2009年春节后猪价持续下跌，2009年6月政府启动冻肉收储工作兜底猪价，释放底部信号。

第二轮：2010年5月-2014年4月。2010年2月爆发“口蹄疫”疫情加速猪价触底，2010年6月跌至9.70元/公斤，此后开始新一轮反弹，于2011年9月出现周期高点，猪价拉升至19.92元/公斤，涨幅达到105.4%。此后市场再次步入淘汰母猪的产能去化阶段，猪价进入下行通道。

第三轮：2014年4月-2018年5月。受2013-14年猪价低迷影响，生猪养殖行业全面亏损，养殖户淘汰母猪意愿提高，能繁母猪淘汰速度加快，2014年4月猪价触底反弹。2015年起环保政策趋严，各地区禁养、限养和清拆力度加大，养猪门槛提高，中小养殖场加速退出行业，猪价持续反弹至2016年6月见顶，突破21.2元/公斤。此后2017年全年猪价处于下行阶段，一直2018年5月，猪价跌至10元/公斤。

新一轮超级猪周期波动幅度创历史新高。2018年正处上轮周期底部，环保政策收紧叠加非洲猪瘟大范围爆发，国内能繁母猪存栏加速去化，猪价一路涨至2019年10月份的40元/kg，2020年继续维持在30-35元/kg的范围内震荡。之后伴随非瘟疫情防控取得明显成效，叠加各地支持复产的政策推出，生猪产能迅速恢复，2021年1月起猪价从36元/kg的高位一路下跌至9月底的10元/kg，仅耗时8个月时间。新一轮猪价的大涨大跌不论是时间跨度还是猪价波动幅度都创下记录。

图 25：历史猪周期



资料来源：Wind、农业农村部、浙商证券研究所

表 8：2006 年之后的四轮猪周期

	完整周期	上升阶段	下降阶段	完整跨度	上升跨度	下降跨度	猪价波动 (元/kg)		
							最高点	最低点	最大涨幅
第一轮	2006/7- 2010/2	2006/7- 2008/3	2008/3- 2010/5	47 个月	20 个月	27 个月	17.45	5.96	192.70%
第二轮	2010/5- 2014/4	2010/5- 2011/9	2011/9- 2014/4	47 个月	16 个月	31 个月	19.92	9.08	119.38%
第三轮	2014/4- 2018/5	2014/4- 2016/6	2016/6- 2018/5	49 个月	26 个月	23 个月	21.20	10.01	111.79%
第四轮	2018/5- 2020/8	2018/5- 2020/8	2021/1-		27 个月		37.80	10.01	277.62%

资料来源：Wind、浙商证券研究所

注：依据生猪均价走势整理

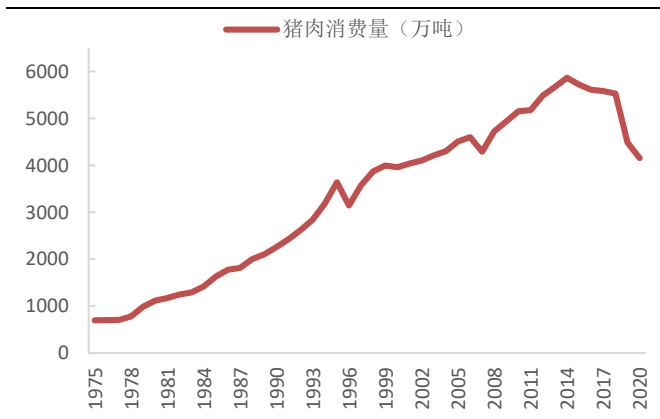
### 3.2. 猪价研究框架

**供需失衡造成猪价周期性波动，核心关注能繁母猪存栏变化。**

拉长来看，国内猪肉消费量在 2014 年达到 5865 万吨的高点后便趋于回落，2013-2020 年期间国内人均猪肉消费量维持在 18-23kg，因此中长期猪价波动主要由供给变化引起。能繁母猪代表核心产能，当期能繁母猪存栏将会影响到未来 10 个月左右的商品猪出栏情况。若能繁母猪存栏减少，将会导致 10 个月后生猪供不应求，从而出现猪价的高峰期。因此对未来猪价的判断核心在于观察现在能繁母猪的存栏变化情况。

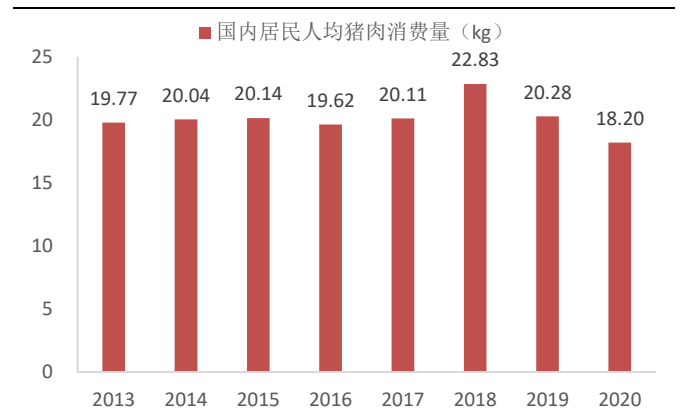
短期来看，猪价在年内出现波动主要受供给和需求季节性变化影响，例如在春节后几个月猪肉消费一般比较低迷，猪价往往缺乏需求支撑，下半年猪价则受到节日消费和年前备货需求提振。近些年，新冠疫情的冲击和进口冻肉的变化也增加了猪价波动的不确定性。

图 26：国内猪肉年消费量（万吨）



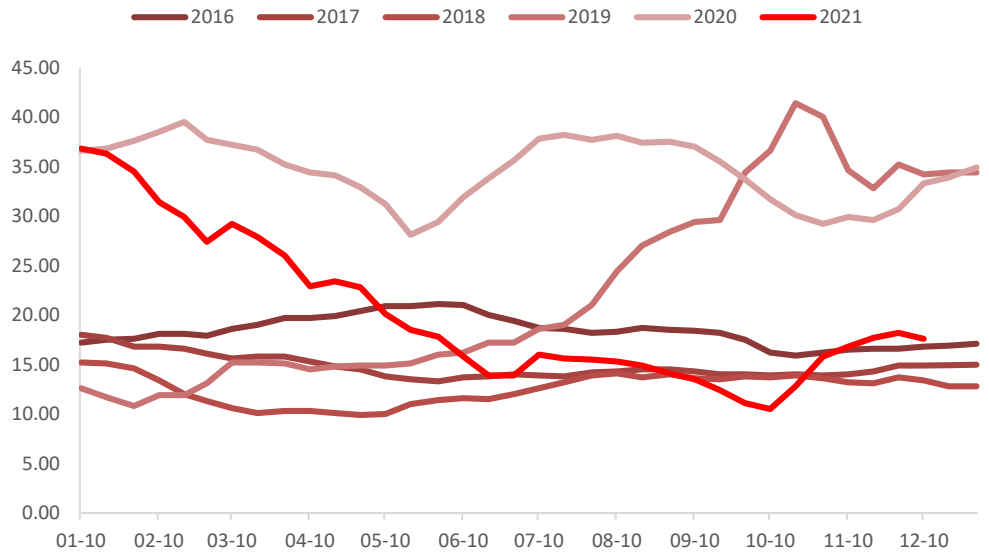
资料来源：Wind、浙商证券研究所

图 27：国内猪肉人均年消费量（kg）



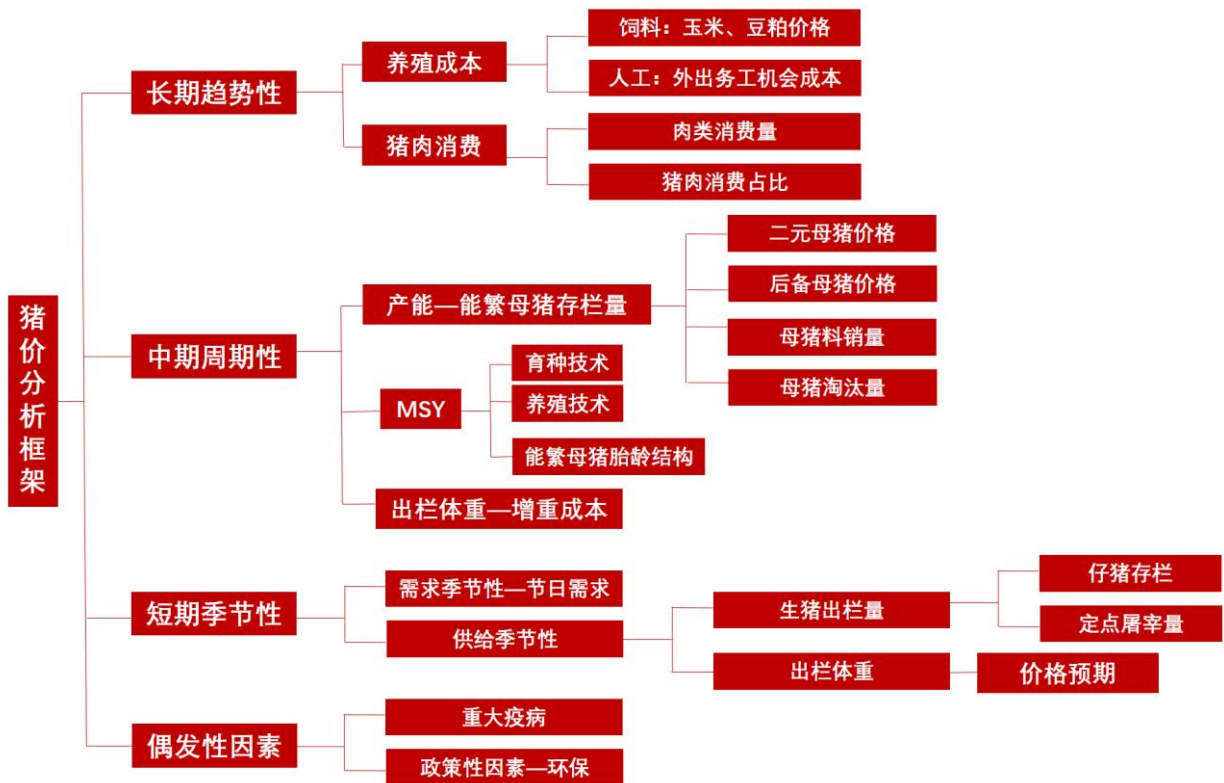
资料来源：Wind、浙商证券研究所

图 28：猪价年内周期波动（元/kg）



资料来源：Wind、中国农技推广中心、浙商证券研究所

图 29：猪价分析框架



资料来源：浙商证券研究所整理

### 3.3. 产能趋势性去化，2022 年或迎周期拐点

#### 3.3.1. 2021 年生猪市场行情：供给过剩带动猪价深跌，养殖亏损驱动产能去化

产能恢复+出栏体重增长+进口增加，市场猪肉供给严重过剩。

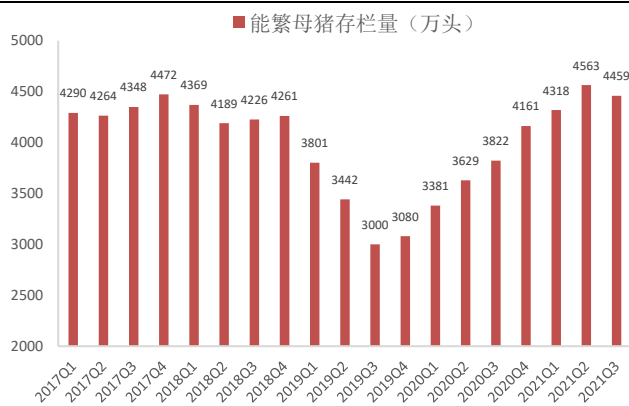
2021 年以来猪肉供给过剩主要体现在三方面：（1）国内产能恢复较快。（2）生猪出栏体重同比明显增加。（3）进口冻肉持续增长。

(1) **生猪产能恢复较快。**2020 年以来伴随国内非洲猪瘟疫情防控取得明显成效，叠加多项政策支持养殖户恢复生产，以及超高盈利刺激下大量三元留种现象出现，国内生猪产能加速恢复。截至 2020 年 6 月末，国内能繁母猪存栏数量已经恢复至 4563 万头，超出 2017 年年末的正常水平。

(2) **出栏生猪体重大幅增加。**正常年份生猪出栏体重在 110kg-120kg，但 2021 年年初部分地区非洲猪瘟疫情影响被放大，市场看涨情绪升温，养殖主体普遍压栏严重，导致二季度肥猪（130kg 以上）出栏比例大幅提高，甚至有不少 150kg 以上的肥猪出栏。相当于出栏相同数量生猪的情况下，市场猪肉供给量同比增长 10%以上。

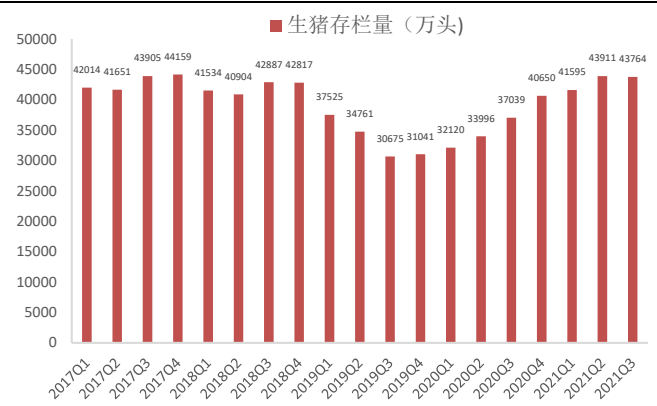
(3) **进口冻肉持续增加。**按照以往数据，国内每个月进口冻肉在 10 万吨左右，约占全国猪肉月均消费量的 2%，但今年贸易商出于对猪价的乐观预期，大量进口冻肉，月均进口量在 40 万吨以上，高出正常年份 4 倍，冻肉库存的释放也对国内生猪价格造成冲击。

图 30：全国能繁母猪存栏量



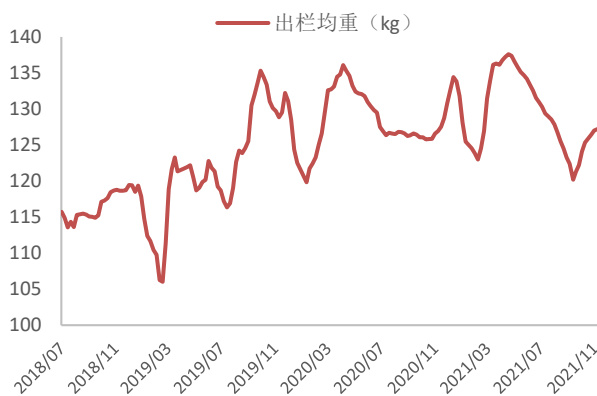
资料来源：国家统计局、浙商证券研究所

图 31：全国生猪存栏量



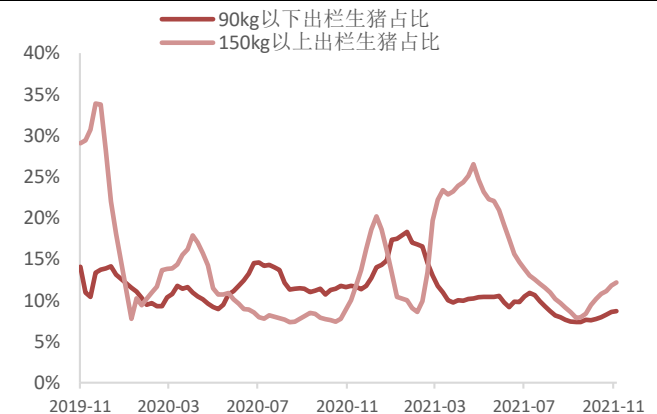
资料来源：国家统计局、浙商证券研究所

图 32：2021 年生猪出栏均重明显较高 (kg)



资料来源：涌益咨询、浙商证券研究所

图 33：2021 年肥猪出栏比例大幅提高



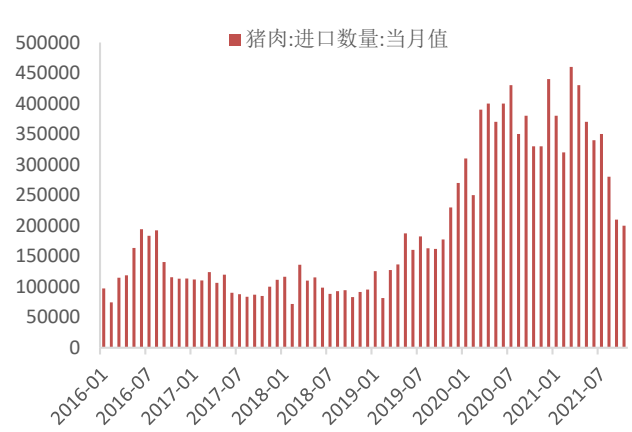
资料来源：涌益咨询、浙商证券研究所

图 34：全国平均冻品库容比



资料来源：涌益咨询、浙商证券研究所

图 35：2021 年月均进口鲜冷冻猪肉数量高于往年（吨）



资料来源：Wind、海关总署、浙商证券研究所

**猪价深跌+成本上行，生猪养殖全面亏损。**

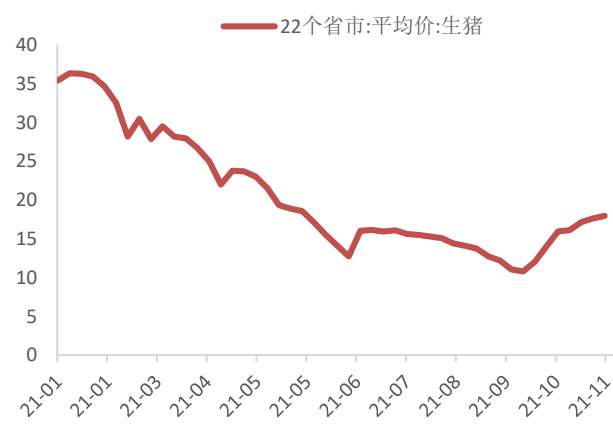
2021 年在供给超预期增加而消费萎靡的情况下，市场猪肉供给严重过剩，猪价自 2021 年 1 月起一路震荡下跌，叠加成本端受到饲料价格上涨和外购高价种猪及仔猪影响，养殖盈利受到严重冲击。

**(1) 生猪价格：**2021 年 1 月起，猪价从高点 36.34 元/kg 一路震荡下跌至 9 月底的 10.5 元/kg，跌幅超过 70%。10 月初以来，受市场肥猪断供与灌肠、腌腊等需求提前影响，猪价快速反弹，于 11 月底达到 18、19 元/kg 的高位。

**(2) 养殖盈利：**外购仔猪育肥的养殖场（户）受低猪价和年初高价仔猪影响，自 2021 年 2 月底便出现亏损，并于 6 月底出现超 1500 元的头均亏损；自繁自养的养殖场（户）在 2021 年 6 月初开始出现亏损，并于 10 月初出现超 800 元的头均亏损。

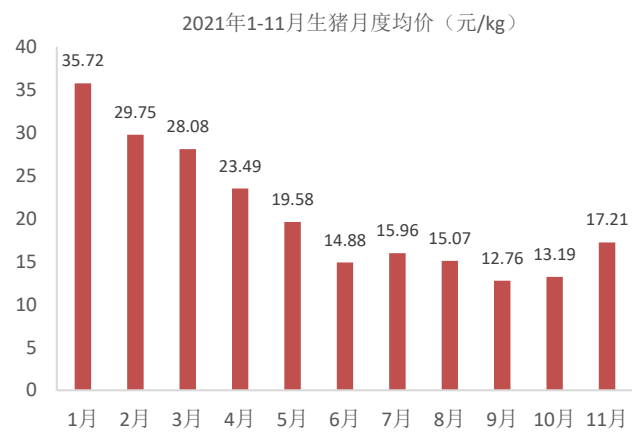
**(3) 母猪价格和仔猪价格：**二元母猪价格和仔猪价格反应养殖户补栏情绪。仔猪价格在年初受看涨情绪影响一路飙升至 2000 元/头，而后伴随猪价的下跌一路走低，10 月之后跟随猪价反弹出现小幅回升。考虑到从母猪补栏到商品猪出栏相隔 14 个月时间，母猪价格自猪价下行周期确立后持续下跌，于 10 月初跌至 1200 元/头。

图 36：2021 年以来国内生猪价格走势（元/kg）



资料来源：Wind、浙商证券研究所整理

图 37：2021 年 1-11 月国内生猪月度均价（元/kg）



资料来源：Wind、浙商证券研究所整理

图 38：自繁自养盈利（元/头）



资料来源：Wind、浙商证券研究所

图 39：外购仔猪育肥盈利（元/头）



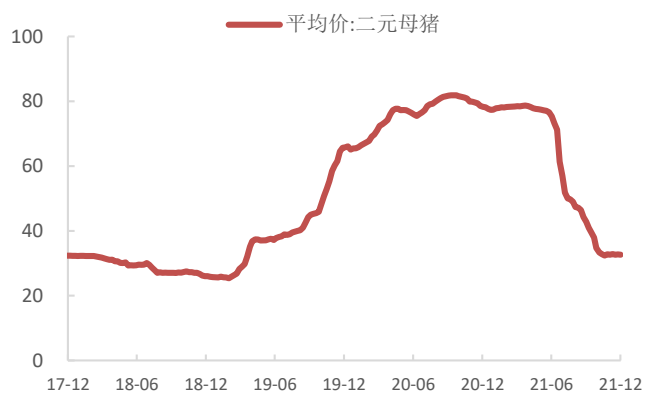
资料来源：Wind、浙商证券研究所

图 40：2021 年仔猪价格走势（元/kg）



资料来源：Wind、浙商证券研究所

图 41：2021 年二元母猪价格持续下跌（元/kg）

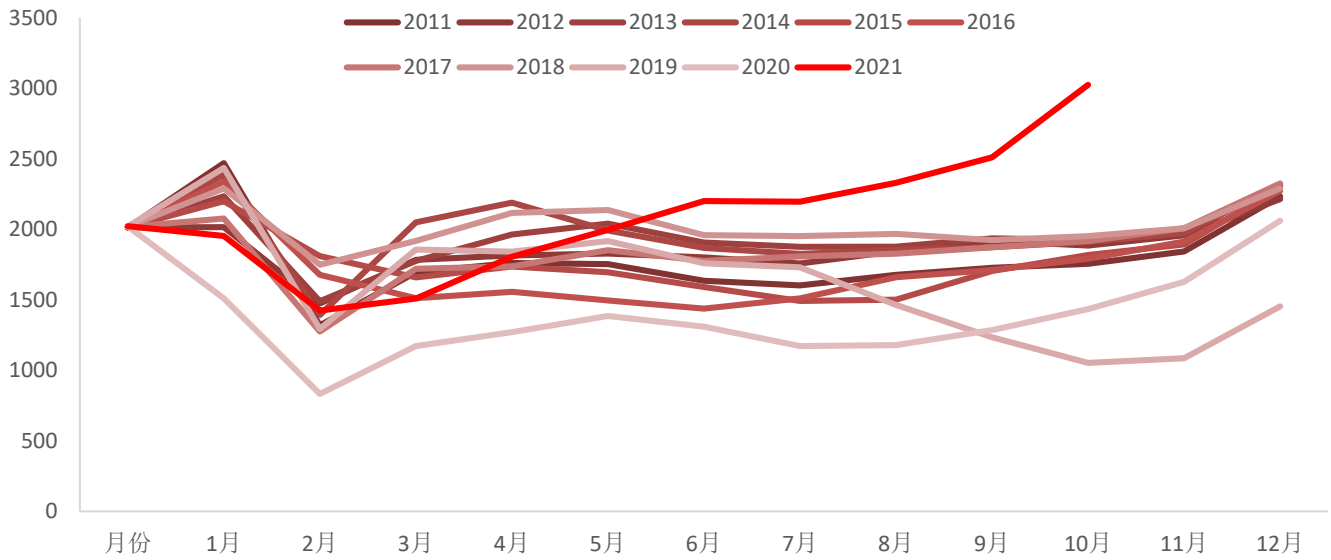


资料来源：Wind、浙商证券研究所

近期猪价反弹主要系需求驱动叠加供应减量所致。10 月份以来多省份气温下降，低猪价下北方猪肉消费明显增加，南方四川、湖北等地灌腊肠现象增多，市场大肥猪需求旺盛，据农业农村部监测显示，全国生猪定点屠宰企业 10 月份屠宰量达到 3023 万头，同比增长 110.9%。而前期肥猪恐慌性抛售导致市场肥猪供应有限，肥猪价格快速上涨，据涌益咨询监测数据显示，10 月份之后，175kg 和 200kg 的大体重肥猪和 120-130kg 的标猪之间的价差迅速拉大，在 11 月下旬价差超过 1 元/kg，据此推断，9 月份前后市场集中出栏透支了 10 月、11 月市场的肥猪供给。加上北方雨雪天气影响，以及东北部分地区受新冠疫情影响导致冻肉出库困难，生猪调运不畅，市场供应链受阻，多因素叠加助推猪价持续上涨。

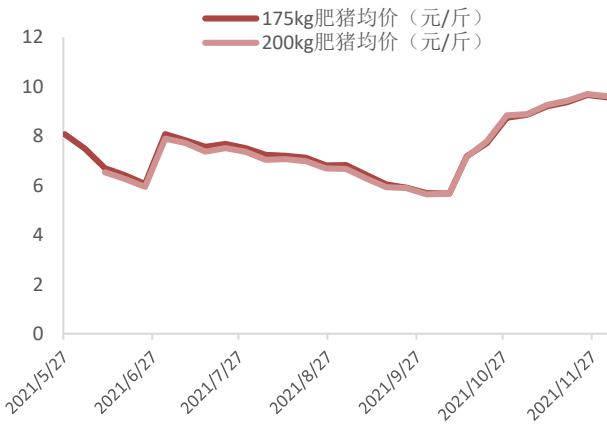


图 42：全国生猪定点屠宰企业月度屠宰量（万头）



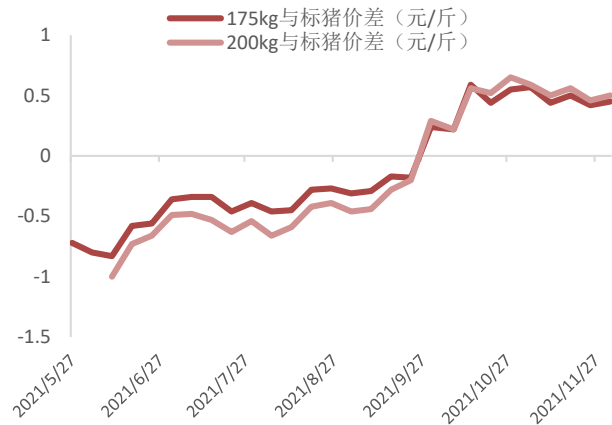
资料来源：农业农村部、浙商证券研究所

图 43：10 月之后市场大体重肥猪价格迅速上涨



资料来源：涌益咨询、浙商证券研究所

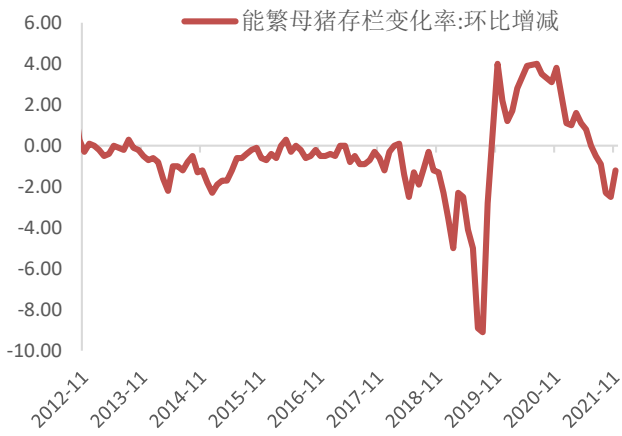
图 44：10 月之后市场标肥价差迅速扩大



资料来源：涌益咨询、浙商证券研究所

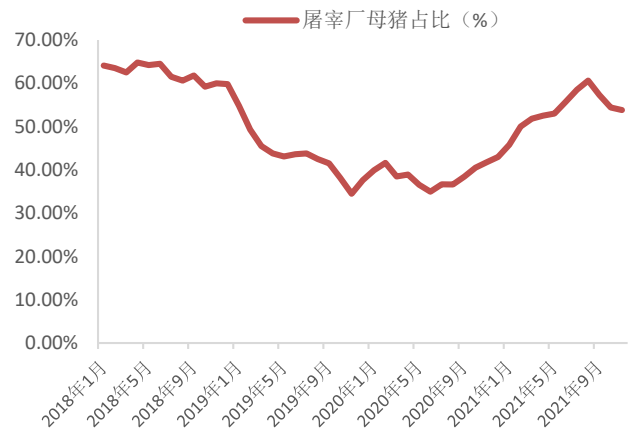
母猪产能自 Q3 起加速去化，11 月受猪价上涨影响去化节奏放缓，但仍于正常淘汰水平。据农业农村部的数据显示，国内能繁母猪存栏量自今年 6 月起达到 4563 万头的峰值，后伴随养殖亏损加重连续 5 个月回落，7 月、8 月、9 月、10 月、11 月环比分别下降了 0.5%、0.9%、2.3%、2.5%、1.2%，前 4 个月呈现加速出清的趋势，近期受猪价快速反弹影响，部分地区母猪产能又转为正常淘汰，据涌益咨询监测数据显示，10 月、11 月淘汰母猪屠宰量环比持续降低，据此推断，近两月受养殖回归盈亏平衡点以上影响，养殖主体淘汰产能的节奏有所放缓，仔猪价格跟随猪价反弹也反应出市场补栏情绪重新点燃，致使 11 月份能繁母猪存栏量环比降幅有所收窄。但是回顾历史母猪淘汰水平，基本上都稳定在 1-1.5%，表明 11 月份养殖盈利并没有影响产能去化的趋势。

图 45：能繁母猪存栏量自 2021 年 7 月起环比下降



资料来源：农业农村部、浙商证券研究所

图 46：10、11 月屠宰厂母猪占比回落



资料来源：涌益咨询、浙商证券研究所

表 9：样本监测点淘汰母猪屠宰情况

省份	7 月淘汰母猪屠宰	8 月淘汰母猪屠宰	9 月淘汰母猪屠宰	10 月淘汰母猪屠	11 月淘汰母猪屠宰
	量环比	量环比	量环比	宰量环比	量环比
河南	11.00%	4.71%	4.15%	-4.34%	-1.48%
山东	6.00%	7.24%	4.31%	-3.87%	0.40%
辽宁	6.00%	7.11%	0.59%	-5.54%	-7.36%
四川	8.00%	6.70%	5.04%	2.30%	-5.04%
广西	3.00%	5.54%	8.79%	2.72%	-4.92%

资料来源：涌益咨询、浙商证券研究所

样本点数：河南 5 家、山东 6 家、辽宁 3 家、四川 3 家、广西 5 家

### 3.3.2. 短期猪价下行压力大，母猪产能有望再度加速去化

#### 短期供应趋势性增长+消费不振，猪价或开启二次探底。

我们认为今年年底至 2022 年上半年，国内生猪价格将再度进入下行通道，并难有大幅反弹机会，产能释放或在明年二季度达到最大值，预计 2022 年下半年或迎来回暖，全年维持在微利状态。

(1) **母猪产能还未充分释放。**虽然能繁母猪存栏已经连续 5 个月下降，但近几个月养殖主体主要是在优化母猪存栏结构，淘汰低效母猪并逐渐将三元替换成二元母猪，8 月以来后备母猪销量连续 4 个月环比增加，意味着高效二元母猪的产能释放实际上还没有到顶。此外我们观察到近月新生仔猪数量依然处于相对高位，预示着未来半年可供出栏生猪数量依旧充裕。据此推断，生猪产能将在明年上半年会有一个加速的释放。

(2) **近期猪价反弹刺激压栏情绪，肥猪释放增加猪肉供给。**短期猪价反弹，养殖户压栏现象再度出现，据涌益咨询样本监测点统计，全国商品猪出栏均重从 10 月初的 120.20kg 反弹至 12 月初的 127.21kg，压栏肥猪的释放进一步增加猪肉供给。

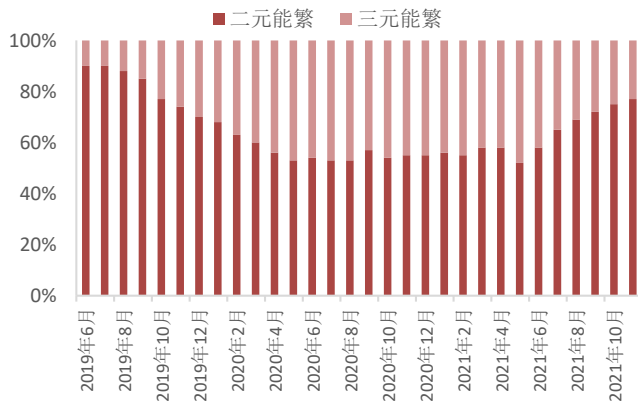
(3) **进口猪肉释放冲击市场。**据海关总署监测，10 月份进口鲜冷冻猪肉 20 万吨，同比减少 41.1%，但前期较高进口量的累计库存释放，仍将冲击国内生猪市场。

(4) **消费相对疲软，对猪价支撑力度弱。**此前市场腌腊、灌肠行为透支当下需求，11 月以来生猪屠宰量持续性下滑，反映大猪需求在逐步减弱，春节后则又是传统的肉类消费淡季，加上新冠疫情压制旅游和团餐需求恢复，消费需求短期内难有明显改善。

综上，我们认为在供给充裕、需求疲软的背景下，未来半年国内猪价下行压力仍然较

大。12月上旬我们观察到规模场和散户在加速生猪出栏，集团养殖场为完成年度目标调增约10%的月度出栏量，预计12月下旬猪价或迎来持续的环比下跌。春节后的消费淡季或有加速下跌可能，近月新生仔猪将在明年二季度充分释放，预计二季度猪价或迎来二次探底。但考虑到猪肉进口量的持续减少、规模场完成产能目标后顺势出栏、冬季口蹄疫和非洲猪瘟散发增加死淘率，明年上半年猪价或不会过于悲观，二次探底或高于10元/kg。

图 47：能繁母猪存栏结构



资料来源：涌益咨询、浙商证券研究所

图 48：后备母猪销量 (头)



资料来源：涌益咨询 (全国40家种猪企业)、浙商证券研究所

### 产能趋势性去化，二次探底或加速行业出清。

部分观点认为此轮猪周期受前期高盈利的影响，养殖主体资金储备丰厚，可以应对周期下行风险，因此产能去化的时间跨度会拉长，但实际上行业产能已经呈现趋势性去化。

(1) 养殖主体的资金状况并不过于乐观。通过上市公司的三季报可以发现，此轮周期中养殖主体大举扩张产能已经过快消耗库存资金，同时员工素质及固定资产使用效率短期内难以明显提高，导致大型规模企业的成本对比小散户并无明显优势。头部猪企放缓产能扩张和出栏节奏反应出债务压力下产能去化压力不小，因此前期的高盈利和规模化养殖的推进并不能拉长本轮猪周期去化的时间。

(2) 散户依然是产能去化的主力，一旦亏损便开始加快淘汰母猪。散户退出行业的成本是极低的，因此近几个月产能去化主要是依靠散户淘汰母猪。11月猪价反弹至成本线以上，养殖盈利的情况下母猪淘汰依然在进行，因此我们认为，出于对明年猪价的悲观预期，以及养殖成本的边际改善并不明显的情况下，散户为规避明年上半年的亏损势必会选择继续淘汰产能，若猪价跌破成本线，行业产能去化的速度或加速进行。

综上所述我们认为，短期猪价的小幅反弹并不会影响到产能去化的趋势，后市猪价跌破到成本线以下或加速行业产能出清。

本轮周期拐点或出现明年下半年。根据能繁母猪存栏决定10个月之后的生猪出栏的规律推断，今年6月份全国能繁母猪存栏量出现绝对值拐点，意味着明年4、5月份市场生猪供应达到最大值，此时恰逢一年中的肉类消费淡季，因此明年猪价的二次探底或出现在4、5月份，随后伴随市场生猪供应的环比持续减少，猪价或温和上涨至成本线附近，年末有望受供应减量叠加消费提振出现小幅上涨。按照4年一轮的猪周期推断，明年年中猪价探底对应2018年5月的时间跨度也是4年左右。

### 3.3.3. 如何布局上市猪企的投资机会？

2021年上市猪企出栏量同比增长明显。受2020年养猪带来的超高盈利刺激，上市猪价在2021年大举扩张产能，2021年1-11月主要上市猪企出栏量均实现了同

比大幅增长。其中牧原股份（3524 万头，同比增加 127.8%）、大北农（385 万头，同比增加 153.3%）、傲农生物（283 万头，同比增加 146.1%）前 11 个月累计出栏量均实现了同比超 100%的涨幅。

**成本差异明显，上市猪企的盈利分化严重。**伴随猪价持续下跌，主要上市猪企的盈利受到冲击，2021 年 Q1 主要猪企头均盈利平均可达 384 元/头，Q2 平均头均亏损达到 503 元，Q3 平均头均亏损高达 1073 元。但不同企业之间由于成本差异明显，造成盈利水平上出现显著分化，牧原股份凭借自繁自养体系带来成本优势，在周期下行阶段展现出超越市场平均水平的盈利能力，而正邦科技、天邦股份、新希望等企业因为去年外购高价种猪和仔猪，以及快速扩张导致经营管理效率难以跟上，出栏成本同比非瘟前大幅增长，单三季度头均亏损都在 1000 元以上，后续持续关注各家企业成本改善的兑现情况。

**表 10：2021 年上市猪企大举扩张产能**

公司	2016	2017	2018	2019	2020	2021 年 1-11 月	2021 年 1- 11 月同比	2021 年 目标	2021 年目 标 完成度	2022E
温氏股份	1713	1904	2230	1852	959	1199	38.5%	1200	99.9%	2000
牧原股份	311	724	1101	1025	1812	3524	127.8%	4000	88.1%	5500
正邦科技	226	342	554	578	956	1412	71.8%	2000	70.6%	2000
新希望	117	172	255	355	829	891	34.4%	1600	55.7%	1500
天邦股份	58	101	217	244	308	391	39.1%	700	55.9%	600
大北农	40	64	168	163	182	385	153.3%	360	106.9%	500
唐人神	25	54	72	84	102	142	65.1%	200	71.0%	250
天康生物	31	49	65	84	145	146	32.7%	200	73.0%	220
金新农	33	37	24	41	80	86	38.7%	120	71.7%	140
傲农生物	11	22	45	66	135	283	146.1%	400	70.8%	600

资料来源：公司公告，公司调研，浙商证券研究所

**表 11：主要上市猪企自产仔猪育肥成本（元/公斤）**

	牧原股份	正邦科技	温氏股份	新希望	天邦股份	天康生物	大北农
2017	11.6	14.1	11.9		13.3		
2018	11.4	12.5	12	12.3	12.6		
2019	13.5	18	14.8	13	17.6		
2020	15.5	20	23.2	15.8	19.6	15.6	14.0
2021Q1	16	21.6	26.5	23.2	27.5		18.5
2021Q2	15.2	20.5	25	22	26	15	
2021Q3	14.8	19.8	22.5	21	22	18.6	15.5
2021 年年底目标	14.5		17.4	18	17.6	14.8	
2022 年目标	13		15.6	6-7 月 16 元			

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

表 12：2021 年上市猪企盈利分化

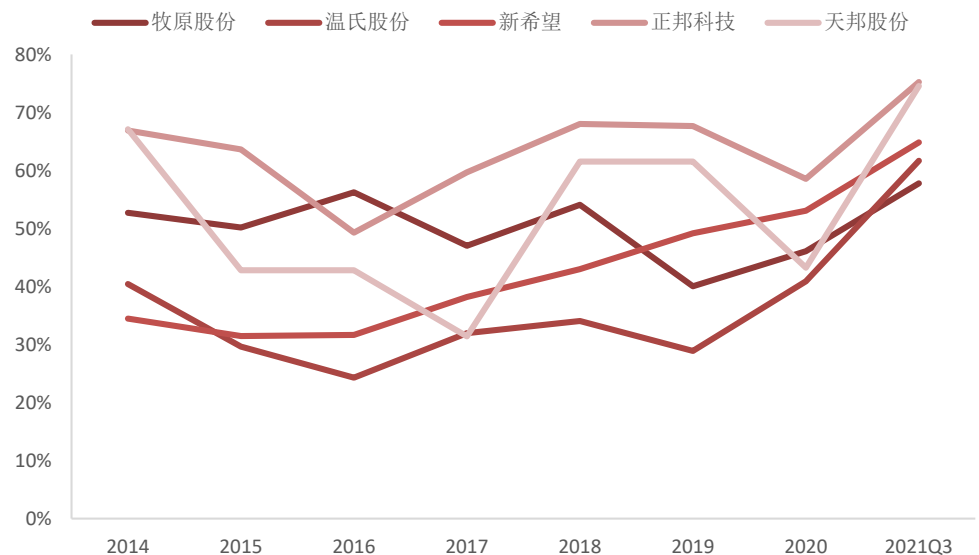
	牧原股份	温氏股份	天邦股份	新希望	正邦科技	天康生物	唐人神	傲农生物	大北农	平均
2021Q1										
出栏量 (万头)	772	210	110	228	258	36	46.3	53.5	76	
净利润 (亿元)	69.6	-0.2	2	-4.8	2.1	3	2.8	3	3.9	
头均盈利 (元)	902	-10	181	-210	81	836	605	561	513	384
2021Q2										
出栏量 (万头)	972	259	75	218	442	38.2	40.7	72.5	90.3	
净利润 (亿元)	25.6	-30.4	-8.5	-30	-16.4	-0.6	-1	-3.3	1.1	
头均盈利 (元)	263	-1174	-1133	-1377	-371	-157	-246	-455	122	-503
2021Q3										
出栏量 (万头)	867	429	96	235	484	48	28	79	129	
净利润 (亿元)	-8.2	-52	-20.46	-29.9	-62	-4.3	-5.73	-3.4	-3.9	
头均盈利 (元)	-95	-1213	-2136	-1272	-1281	-892	-2032	-429	-304	-1073

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

注：已剔除部分公司非养猪业务

**现金流压力下上市猪企持续缩减资本开支，调整母猪产能。**受前期养殖高盈利趋势，上市猪企举债扩张导致现金流消耗过快，加上经营管理效率和固定资产使用效率低而推高成本，债务压力下上市猪企及时调整母猪产能，放缓扩张节奏。主要上市猪企的生产性生物资产自 2021 年一季度起趋于回落，头部猪企能繁母猪存栏已经开始去化，未来半年上市猪企在资金压力下或有持续淘汰母猪的可能。

图 49：近两年上市猪企资产负债率明显上升



资料来源：Wind、浙商证券研究所

**表 13：2021Q3 头部猪企能繁母猪存栏环比明显减少（万头）**

	牧原股份	温氏股份	新希望	正邦科技	天邦股份
2018Q4	65	119.4	10	30.1	18.1
2019Q4	128.3	127	27	50	22
2020Q2	191.1	115	60	75	26
2020Q4	262.4	120	120	110	50
2021Q1	284.6	115	100	100	40
2021Q2	275.6	110	108	120	43
2021Q3	267.5	110	102	110	38

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

**表 14：上市猪企生产性生物资产自 2021 年 Q1 起趋于回落（亿元）**

	牧原股份	正邦科技	温氏股份	新希望	天邦股份	大北农	傲农生物	唐人神	天康生物	金新农
2020Q3	60.87	94.75	89.87	110.05	30.05	6.03	8.84	3.83	2.98	3.12
环比	13.6%	46.7%	48.8%	38.4%	44.8%	36.7%	39.1%	34.0%	7.1%	73.1%
2020Q4	74.42	91.06	92.26	117.98	25.91	6.54	12.23	3.63	3.52	3.63
环比	22.3%	-3.9%	2.7%	7.2%	-13.8%	8.6%	38.4%	-5.2%	18.0%	16.4%
2021Q1	80.69	82.73	88.31	110.06	17.89	5.46	13.70	4.37	3.11	3.55
环比	8.4%	-9.1%	-4.3%	-6.7%	-30.9%	-16.5%	12.0%	20.4%	-11.5%	-2.4%
2021Q2	77.59	81.40	88.96	97.23	21.29	6.51	15.51	4.93	3.62	4.29
环比	-3.8%	-1.6%	0.7%	-11.7%	19.0%	19.2%	13.3%	12.9%	16.2%	20.9%
2021Q3	73.64	59.47	79.80	96.20	17.14	6.17	13.96	4.94	3.37	3.26
环比	-5.1%	-26.9%	-10.3%	-1.1%	-19.5%	-5.2%	-10.0%	0.1%	-6.8%	-24.1%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

**表 15：2021 年以来前五大上市猪企资本开支环比下降明显（亿元）**

	牧原股份	正邦科技	温氏股份	新希望	天邦股份
2019Q3	25.32	13.08	31.58	26.47	4.53
2019Q4	72.63	35.01	51.83	38.89	4.40
2020Q1	78.05	10.51	35.15	49.60	4.52
2020Q2	101.85	23.11	73.62	100.54	13.14
2020Q3	136.98	43.72	109.76	108.70	20.09
2020Q4	143.83	26.15	81.37	83.66	12.79
2021Q1	144.92	15.33	46.38	66.86	7.31
2021Q2	78.30	30.82	39.63	36.92	6.77
2021Q3	59.03	10.40	33.23	36.64	4.02

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

**投资建议：板块短期已现投资希望，长期受益行业规模化集中**

**短期来看，我们认为当下布局养猪板块的胜率极高，建议专注优质猪企的经营改善情况。**

**(1) 猪价跌破 10 元/kg 的可能性较小，三季度将是企业单季亏损的最大值。**

我们认为在经历了最惨单个亏损季之后，市场压栏肥猪、贸易商进口冻肉的行为逐渐回归理性，未来生猪顺势出栏的情况下，市场猪肉供给相比今年三季度将有明显减

少，叠加成本中枢上行的支撑，猪价二次探底跌破 10 元/kg 的可能性非常小，观察历史猪周期发现猪价二次探底的低点往往也高于第一次。企业随着高价仔猪的消化完毕、母猪生产效益的提升、经营管理水平的提高以及压栏行为的减少，生猪出栏成本或实现持续的环比改善，即使猪价跌破成本线出现亏损，也不太可能超过今年第三季度的亏损幅度。

**(2) 上市猪企股价已经跌至合理区间。** 生猪价格的底部区域基本上也对应着股价的相对低点，当下股价继续下跌的空间非常有限，此时布局投资能够提供较高的安全边际。

**(3) 上市猪企的头均市值处于历史底部。** 头均市值是企业的总市值和当年出栏量的比值，若以 2022 年的预期出栏量衡量，目前主要上市猪企头均市值都处于历史底部区域。

综上所述，我们认为当下养猪板块已经进入合理投资区间，建议关注行业优质龙头。我们围绕两条主线选择标的，其一是未来 1-2 个季度能繁母猪数量持续上升的企业，其二是未来 1-2 个季度成本改善最快的企业。因此重点推荐第一梯队：温氏股份（成本改善持续兑现，母猪产能储备丰富支撑出栏增长）、新希望（能繁母猪效率持续提升，成本下降空间大，资金储备充裕支撑寒冬产能扩张；当前股价仍在底部区域，可提供较高安全边际）、牧原股份（自繁自养铸就核心成本优势，产能稳步扩张稳坐龙头地位）。其次推荐第二梯队：天康生物（成本控制行业领先；新疆和甘肃区域享有天然非瘟防控优势，河南地区成本略高但对整体影响较小；出栏成长可期，到 2023 年实现年出栏量 500 万头；动保和饲料板块稳步发展）。建议关注正邦科技、天邦股份、唐人神、傲农生物等企业的成本改善和能繁母猪存栏情况。

**表 16：主要上市猪企头均市值**

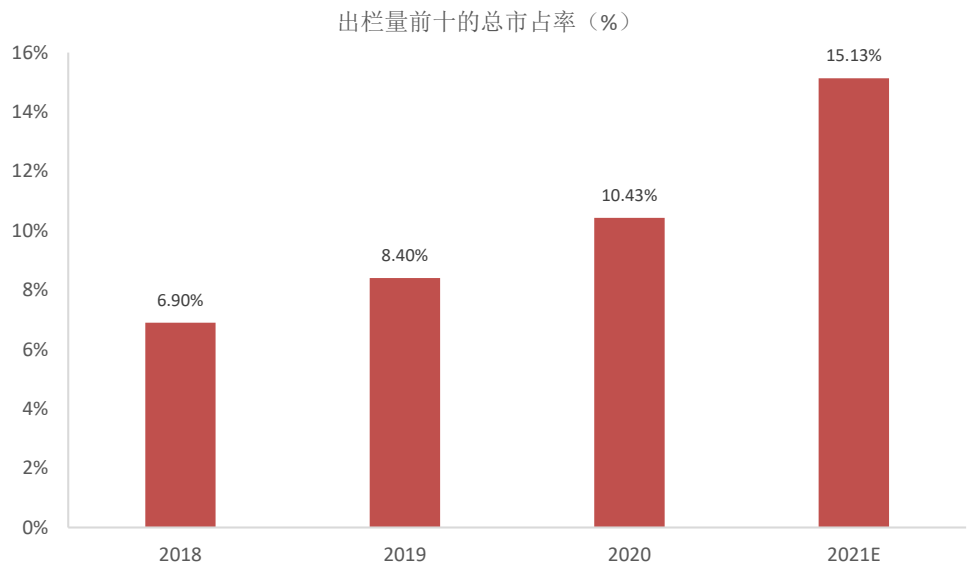
	牧原股份	温氏股份	正邦科技	天邦股份
截止 2020 年底最低头均市值（元）	3300	3500	1480	2100
截止 2020 年底最高头均市值（元）	16000	12000	8600	13000
2021 年出栏量（万头）	4000	1300	1550	460
2022 年预期出栏量（万头）	5500	2000	2000	600
当前头均市值（元）	6231	6895	1864	2435
与最低头均市值相比（%）	88.82%	97.00%	25.95%	15.95%
2022 年头均市值（元）	4531	4140	1204	1867
与最低头均市值相比（%）	37.31%	18.29%	25.95%	-11.11%

资料来源：Wind，浙商证券研究所整理

注：当前市值截止 2021 年 12 月 17 日；温氏股份已经剔除肉鸡业务。

**长期受益行业规模化集中，规模企业仍有超车机会。** 我们认为养猪行业依然是值得投资的赛道，猪价在未来几年的波动依然会比较剧烈，行业出现大牛股的可能性非常大。国内生猪养殖趋向规模化发展，虽然近几年规模化进程有所加速，头部猪企市占率快速提高，但对比美国的集中化程度还有很大提升空间，还不足以达到熨平猪周期的程度，再叠加疫病、新冠疫情等因素的干扰，猪价在未来几年依然会维持大涨大跌的弹性。养殖门槛提高促使小散户持续退出行业，为规模场的产能扩张提供了空间，上市猪企的母猪存栏和生猪出栏排名快速调整反映出行业的强周期属性，我们认为成本控制领先，产能稳步扩张的企业有望在之后周期中赶上红利，实现弯道超车。

图 50：国内生猪出栏前 10 市占率



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

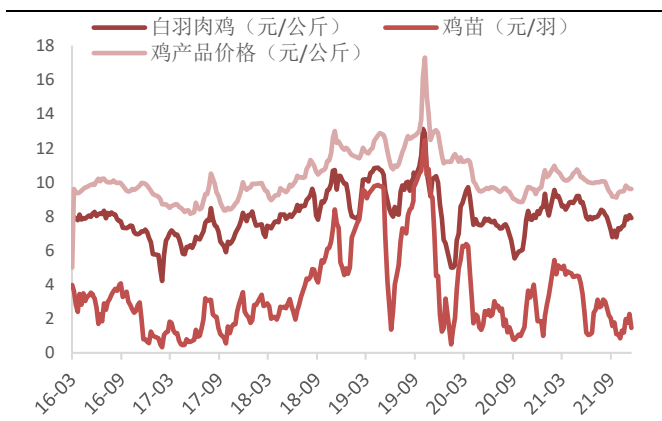
## 4. 肉禽：白鸡产能仍处高位，黄鸡养殖或持续回暖

### 4.1. 白羽鸡：上游供给压力仍较大，产业链延伸有望带来估值重塑

**2021 年白羽肉鸡行情低迷，11 月毛鸡价格环比小幅上涨。**2021 年以来伴随 2019、2020 年上游祖代鸡和父母代鸡产能的充分释放、替代品生猪价格的持续暴跌。11 月上旬多地区新冠疫情及北方降雪，贸易商鸡肉冻品要货情绪高涨，屠宰企业冻品库容率降低，鸡肉综合售价低位反弹至 9800 元/吨；11 月下旬鸡肉需求减弱，餐饮、集团等消费疲弱，鸡肉要货谨慎，鸡肉价格再次下跌。11 月份肉毛鸡价格震荡上涨，但冻品涨幅有限，鸡价整体在 8 元/公斤以下运行。2021 年 11 月毛鸡均价 7.67 元/公斤，环比上涨 8.5%，同比下降 0.3%；11 月鸡肉产品综合售价 9.65 元/公斤，环比上涨 4.9%，同比上涨 0.5%；鸡苗均价 1.60 元/羽，环比上涨 35.6%，同比下降 43.9%。

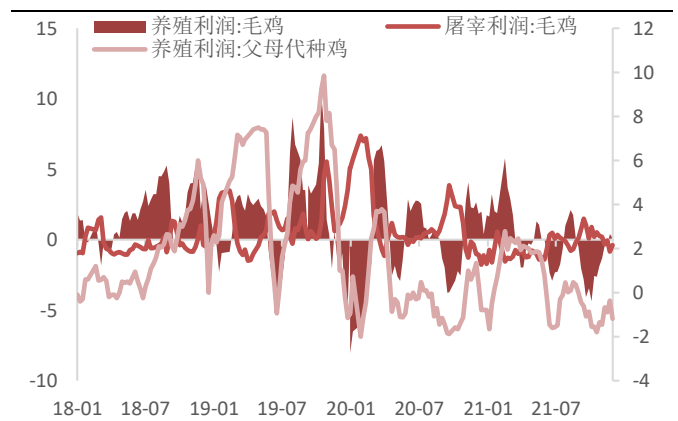
**11 月产业链盈利持续分化，2021 年 11 月份市场商品鸡养殖亏损收窄，独立屠宰环节小幅盈利，父母代种鸡养殖出现亏损。**据博亚和讯监测显示，2021 年 11 月父母代种鸡养殖亏损 1.09 元/羽；规模化商品鸡养殖亏损收窄，月均亏损 0.96 元/羽，环比收窄 73.4%，同比下降 143.8%；屠宰环节盈利 0.02 元/羽，环比下降 96.4%，同比增长 116.7%。

图 51：2021 年白羽肉鸡市场行情低迷



资料来源：Wind、博亚和讯、浙商证券研究所

图 52：2021 年白羽鸡产业链盈利持续分化（元/羽）



资料来源：Wind、博亚和讯、浙商证券研究所



**祖代鸡和父母代鸡产能处于历史相对高位，上游供给压力仍较大。**

(1) 2021年祖代鸡引种量较高。我国祖代鸡引种量波动较大，2008-2013年期间下游需求增长带来行业高景气度，引种量从79万套增加至154万套；2014年1月国内成立白羽肉鸡联盟，加强祖代种鸡引种管理，引种量跌至117万套；2015年美国 and 法国相继爆发禽流感导致国内对其实施引种禁令，引种量一路下降70万套；2017、2018年波兰、西班牙等地连续爆发高致病性禽流感，国内引种禁令再度升级，祖代鸡引种量在69-75万套之间徘徊；2019年3月起，农业农村部联合海关总署解除法国禽流感疫情禁令，祖代鸡引种量快速恢复，受益于非瘟疫情下超高猪价带来的替代需求增长，2019年底祖代鸡更新量猛增至122万套，2020年产业链盈利能力下降，祖代更新量回落至100万套。2021年1-11月我国祖代鸡合计更新量约116.8万套，同比增加22.95%，预计全年更新量或超过120万套，同比增加16.5%，与2019年基本持平。

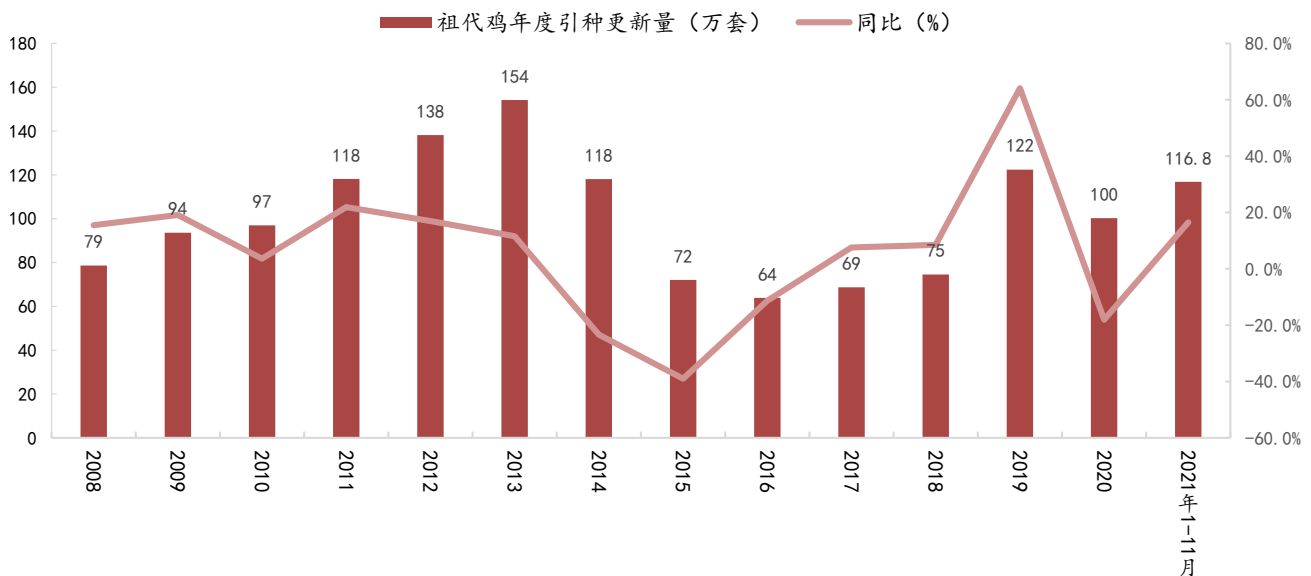
**(2) 在产祖代种鸡和在产父母代种鸡存栏量处在历史相对高位。**

祖代鸡：据中国畜牧业协会禽业分会监测显示，截至2021年11月28日，全国后备祖代种鸡存栏60.26万套，同比增加16.93%，全国在产祖代种鸡存栏量121.17万套，月环比下降3.1%，同比增加15.41%。

父母代鸡：据中国畜牧业协会禽业分会监测显示，截至2021年11月28日，全国后备父母代种鸡存栏1270.13万套，同比增加30.90%，全国在产父母代种鸡存栏1587.33万套，月环比下降4.03%，同比增加7.06%。

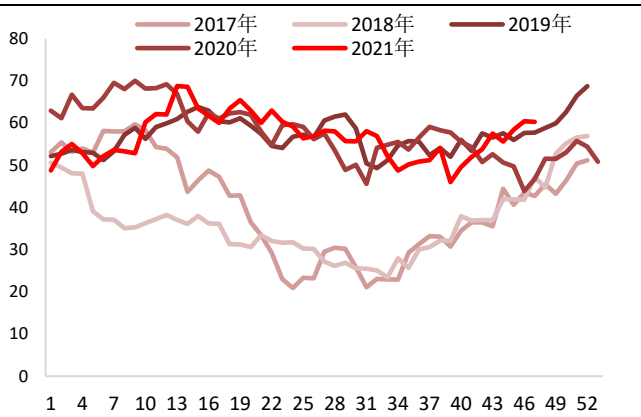
综上所述，虽然在产祖代种鸡存栏和父母代种鸡存栏已经呈现环比小幅下降的趋势，但存栏量的绝对值与往年同期相比仍处于相对高位，意味着上游产能依旧充裕，叠加2021年祖代鸡引种更新量同比增长明显，未来一年上游的供给压力仍较大。

图 53：国内白羽鸡祖代鸡引种量（万套）



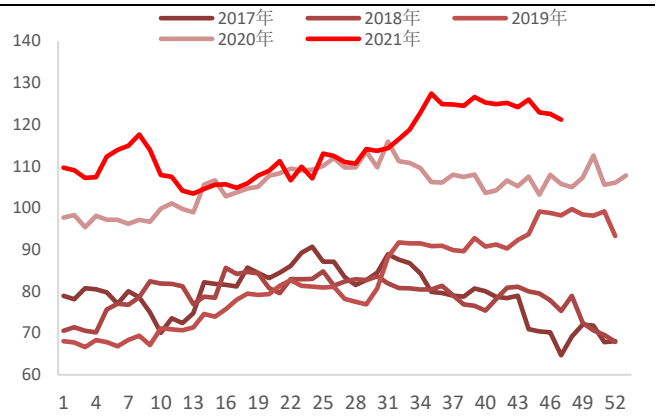
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会、浙商证券研究所

图 54：全国后备祖代种鸡存栏量（万套）



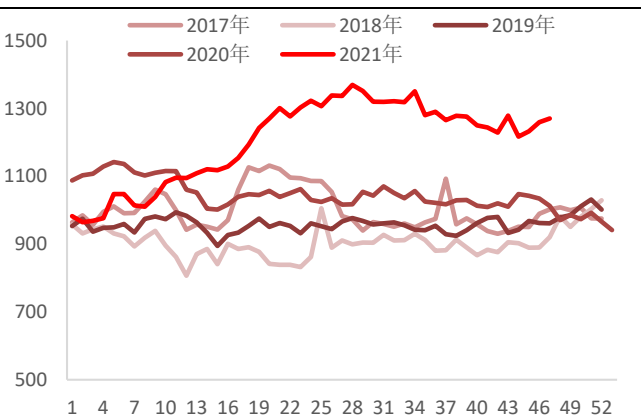
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会、浙商证券研究所

图 55：全国在产祖代种鸡存栏量（万套）



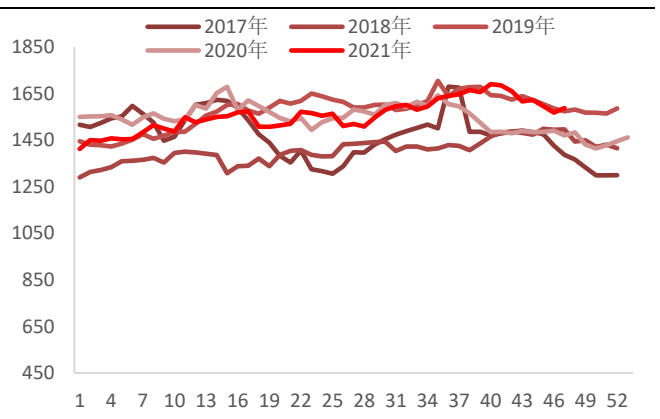
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会、浙商证券研究所

图 56：全国后备父母代种鸡存栏量（万套）



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会、浙商证券研究所

图 57：全国在产父母代种鸡存栏量（万套）

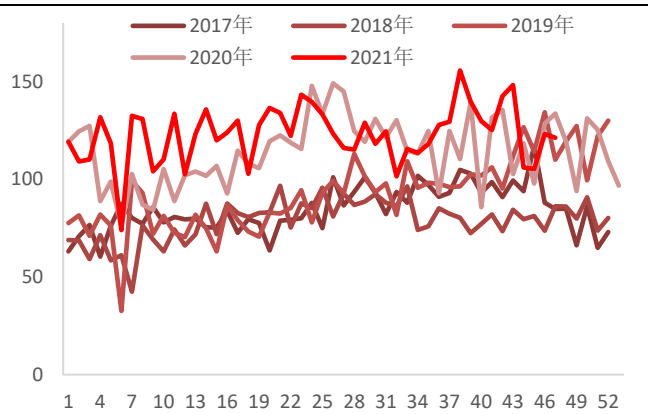


资料来源：中国畜牧业协会禽业分会、浙商证券研究所

**2021 年 1-11 月父母代鸡苗累计销量同比增加 5.26%。**2021 年上半年父母代鸡苗需求旺盛，三季度销售量持续高位，11 月父母代鸡苗销量环比小幅下降，1-11 月份父母代鸡苗销售量达到 5776.01 万套，同比增长 5.26%。2021 年下半年白羽鸡产业链逐步转入亏损，父母代鸡苗补栏相对谨慎，父母代鸡苗震荡下跌，10 月之后，父母代鸡苗价格在 35-40 元/套之间盘整。

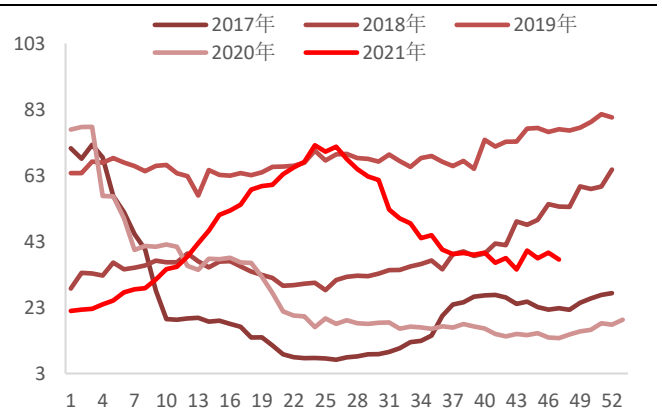
**2021 年 1-11 月商品代鸡苗累计销量同比增加 6.86%。**2021 年商品代鸡苗销量持续走高，1-11 月份商品代鸡苗销售量达到 29.56 亿羽，同比增加 6.86%。11 月以来肉毛鸡、鸡肉价格震荡上涨，补栏积极性回暖，种鸡企业鸡苗订单加快，鸡苗价格低位反弹至 2 元/羽，但 11 月下旬种鸡订单再次放缓，高价苗抑制补栏情绪，鸡苗价格再次回落。

图 58：全国父母代鸡苗销售量（万套）



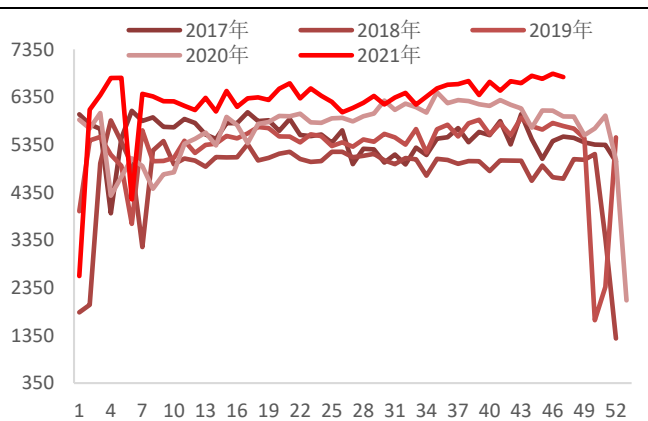
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会、浙商证券研究所

图 59：全国父母代鸡苗平均销售价格（元/套）



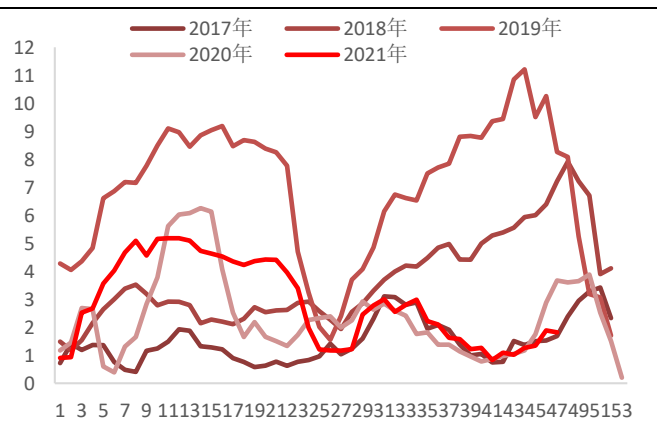
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会、浙商证券研究所

图 60：全国商品代鸡苗销售量（万套）



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会、浙商证券研究所

图 61：全国商品代鸡苗平均销售价格（元/套）



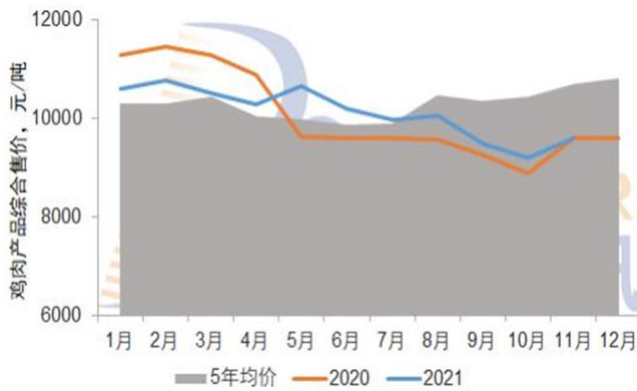
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会、浙商证券研究所

**三季度鸡肉需求恢复低于预期，鸡肉产品跌至年内新低；**3 季度鸡肉供应增至高位，而需求恢复低于预期：（1）8 月份江苏、河南等地出现新冠疫情，抑制餐饮和集团消费恢复，电商社区团购需求低于上半年，鸡肉消费信心低落。（2）三季度鸡肉替代品生猪价格大幅下跌，低价猪肉刺激市场消费，挤占鸡肉消费市场。从消费渠道看，家庭消费受到冲击，餐饮、集团消费恢复缓慢，依旧低于正常年份。3 季度鸡肉冻品走货放缓，屠宰企业冻品库存升至 80%以上，批发市场、商超、电商等需求疲弱，鸡肉综合售价持续探底，9 月末接近 9000 元/吨，创 2020 年 12 月以来新低。

**四季度下游鸡肉备货情绪高涨，鸡肉产品售价小幅反弹，但仍低于历史均值水平。**10 月之后鸡肉消费受到宁夏、内蒙古、甘肃等地新冠疫情影响，餐饮、集团消费受阻，市场鸡肉需求信心一般。10 月下旬屠宰企业冻品库存高位将至 70%左右，再叠加生猪价格的低位快速反弹，11 月上旬鸡肉冻品要货情绪增强，屠宰企业涨价出库存，鸡肉产品价格开始持续环比上涨，11 月鸡肉产品综合售价 9650 元/吨，环比上涨 4.9%，但仍远低于五年均值。

**2021 年 1-10 月份国内鸡肉进口量小幅减少，出口量增加明显。**（1）进口：2021 年 1-10 月份鸡肉进口量 119.16 万吨，同比下降 3.58%。其中 10 月份鸡肉进口 12.11 万吨，环比增加 5.90%，同比下降 3.38%。（2）出口：2021 年 1-10 月我国鸡肉出口量为 35.97 万吨，同比增加 14.55%。其中冷鲜冻肉出口 14.77 万吨，同比增加 15.87%；加工鸡肉出口 21.20 万吨，同比增加 13.65%。

图 62：2020-2021 年 11 月鸡肉产品综合售价和 5 年均值对比



资料来源：博亚和讯、浙商证券研究所

图 63：屠宰场库容率和养殖毛利率变化



资料来源：博亚和讯、浙商证券研究所

图 64：鸡肉综合售价与白条猪价格、鸭肉综合售价对比



资料来源：博亚和讯、浙商证券研究所

图 65：国内鸡肉进出口量（万吨）



资料来源：博亚和讯、浙商证券研究所

**投资建议：关注种鸡产能调节节奏，布局一体化企业的转型机会**

**下游深度亏损或倒逼行业去产能，持续关注种鸡调节节奏。**当前上游祖代种鸡、父母代种鸡产能维持在高位，根据祖代—父母代—商品代鸡苗的产能传导周期，预计明年上半年白羽鸡产能会充分释放，考虑到替代品猪肉价格的低迷，预计 2022 年上半年白羽鸡价格或难有明显提振，但下半年市场行情我们认为不必过于悲观。

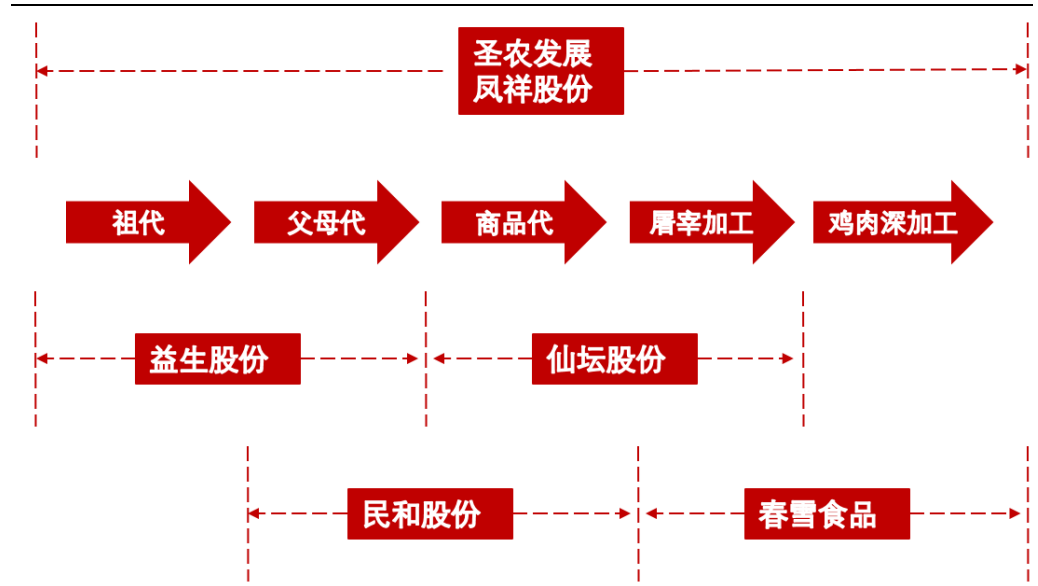
(1) 我们注意到白羽鸡产业链已经历 1 年的亏损，肉鸡养殖虽然有部分盈利窗口期，但短期的盈利远赶不上亏损的深度；屠宰环节全年维持在微利或亏损状态。虽然目前上游供给压力依然较大，但我们认为下游深度亏损抑制补栏积极性，鸡苗价格下滑影响孵化场盈利，或倒逼种鸡场主动去产能，我们或在明年三季度看到鸡苗供应量的环比收缩。

(2) 鸡肉消费增长。消费端我们注意到白羽鸡消费场景主要是团膳配餐（65%）、城镇居民消费（23%）、快餐（12%），其中团膳配餐的工业属性较强，明年或受到基建发力带来工厂消费增加；居民消费虽受到猪价影响，但在非洲猪瘟背景下的禽肉消费增长，短期内不会明显收缩；快餐消费需求则在稳定增长，因此我们认为市场有能力消化掉供给的增量，产能的释放一定程度上会冲击市场行情，但也不会过于惨烈。

综上，我们认为明年白羽鸡养殖端或维持微利的状态，建议持续关注上游种鸡场产能调节节奏。推荐关注行业上游弹性较大的标的民和股份、益生股份。

产业链延伸成为趋势，一体化企业有望迎来估值重塑。为减少单一的肉鸡养殖带来的盈利周期波动，国内肉鸡养殖企业加快推进上下游业务协同发展，上游依靠白羽鸡种源培育提高肉鸡供应能力和成本控制能力，下游则主要向肉制品深加工领域延伸，相对于毛鸡的价格波动，熟食品的毛利水平更高且相对稳定，有利于增强盈利稳定性。传统养殖业务门槛相对较低，企业在资本市场无法享受高的估值水平，而下游肉制品加工业务占比的逐步提升，帮助企业向消费公司转型，带动估值中枢上移。推荐关注布局全产业链的圣农发展、凤祥股份。

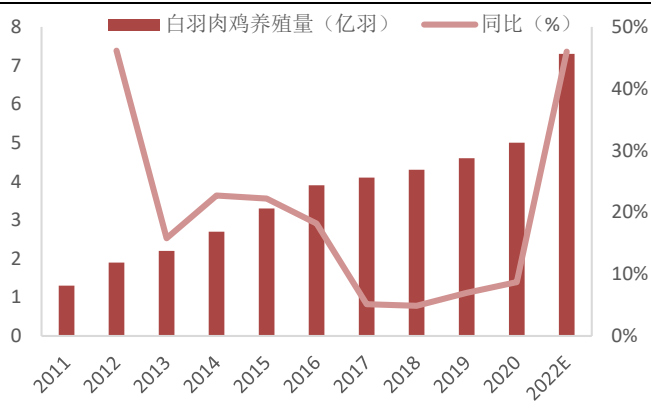
图 66：白羽鸡企业产业链布局情况



资料来源：依据公司公告整理、浙商证券研究所

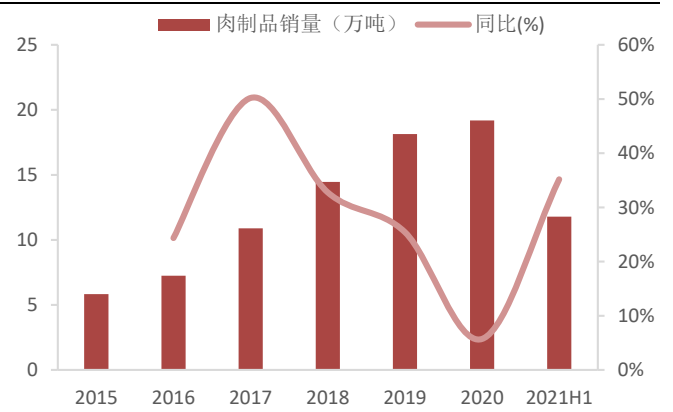
强烈推荐关注龙头圣农发展，公司养殖业务稳步扩张，肉制品加工业务实现产销快速增长。公司的核心竞争优势是建立了全球最完整配套的白羽肉鸡自繁自养自宰及深加工全产业链，上游实现祖代种鸡自育种，摆脱了国外种源供给的束缚，下游延伸至鸡肉产品深加工，并通过独具特色的分层次渠道，将品牌影响力逐渐延伸至终端消费领域。公司目前白羽鸡养殖产能已经近 6 亿羽，向 10 亿羽迈进，有望进一步扩大市场份额。肉制品加工业务发展迅速，B 端大客户快速扩张带来规模效应，为肉制品营收做出主要贡献，C 端爆品打造初显成效，今年双十一活动时段后，公司“脆皮炸鸡”及“嘟嘟翅”月销售额均突破千万元，逐渐在消费者心中形成品牌效应。肉制品加工业务收入占比的持续提高，帮助公司有效提高并稳定盈利能力，有望享受消费股的估值，公司长期成长可期。

图 67: 圣农发展白羽鸡养殖产能稳步扩张 (亿羽)



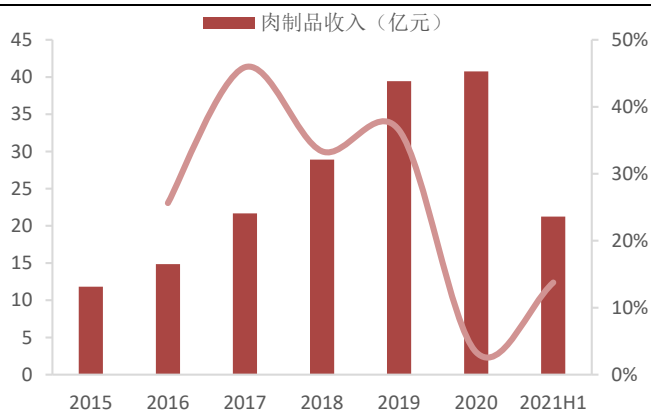
资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图 68: 圣农发展肉制品销量稳步增长 (万吨)



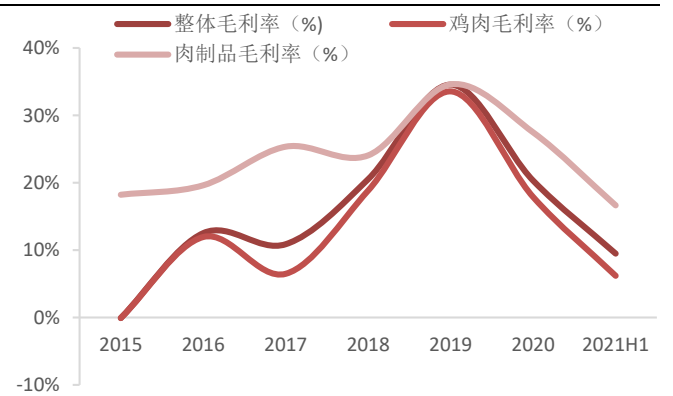
资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图 69: 圣农发展肉制品收入稳步增长 (亿元)



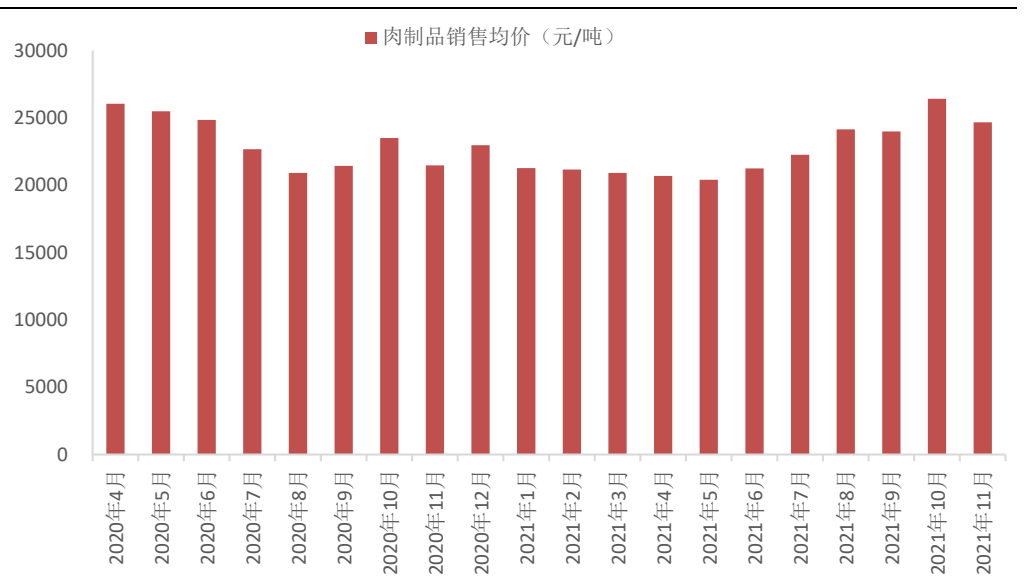
资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图 70: 圣农发展肉制品毛利率较高且稳定



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图 71: 公司肉制品销售均价波动幅度小 (元/吨)

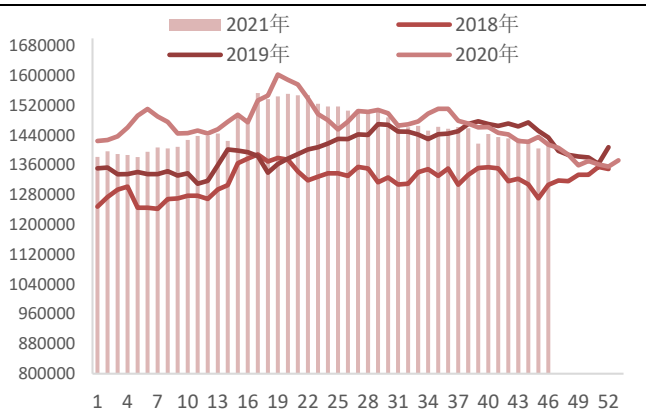


资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

## 4.2. 黄羽鸡：上游产能加速收缩，看好明年养殖回暖

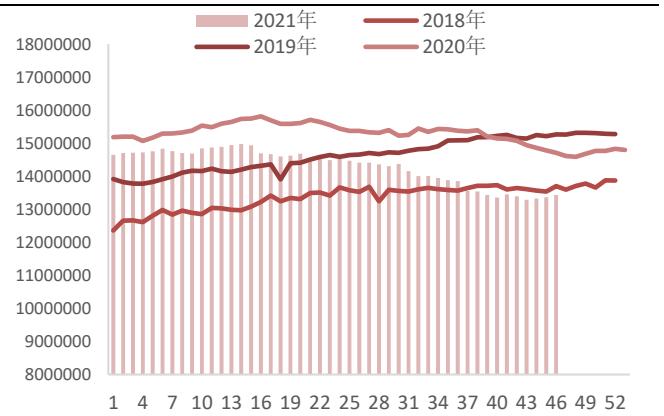
行业产能持续去化，在产祖代种鸡和在产父母代种鸡存栏环比持续下滑。2018年之前受“H7N9”流感和消费萎靡的影响，国内黄羽鸡产能遭受冲击，祖代鸡存栏连续多年下滑。2018年之后行业生产步入正轨，2019年黄羽鸡市场景气度上行，祖代鸡和父母代鸡存栏迅速增加，2020年上半年祖代种鸡存栏规模创历史新高。2020年黄羽鸡上游产能释放叠加新冠疫情冲击消费，养殖陷入亏损，2020年下半年开始祖代鸡产能展开去化，但在今年1季度祖代鸡存栏量持续上升，2021年4月份开始伴随养殖再次转入深度亏损，商品代雏鸡销量明显下降反应补栏情绪低迷，上游开始主动去产能，在产祖代种鸡和在产父母代种鸡存栏环比加速下滑。截止2021年11月21日，国内在产祖代种鸡存栏142万套，同比今年4月末的155万套减少8.73%；在产父母代种鸡存栏1344万套，同比今年4月中旬的1498万套减少10.28%。

图 72：全国在产祖代种鸡存栏量（套）



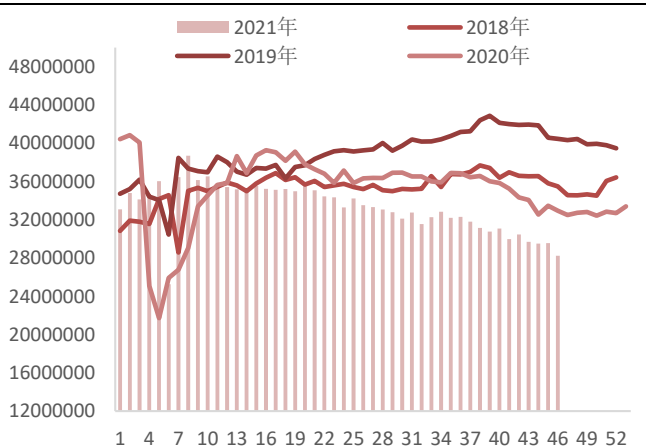
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会、浙商证券研究所

图 73：全国在产父母代种鸡存栏量（套）



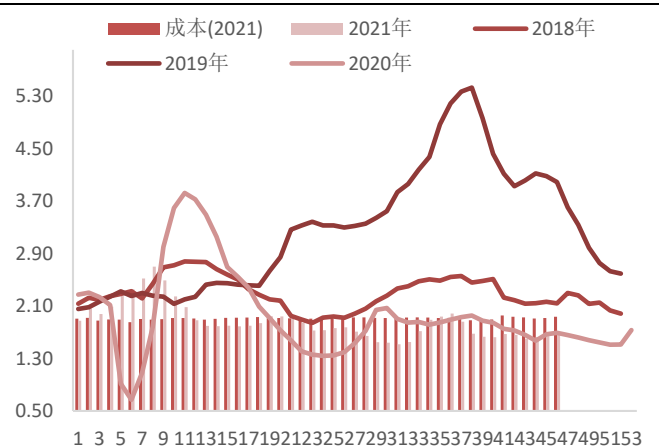
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会、浙商证券研究所

图 74：全国部分商品代肉雏鸡销售量走势（只）



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会、浙商证券研究所

图 75：全国部分商品代肉雏鸡销售均价走势（元/只）

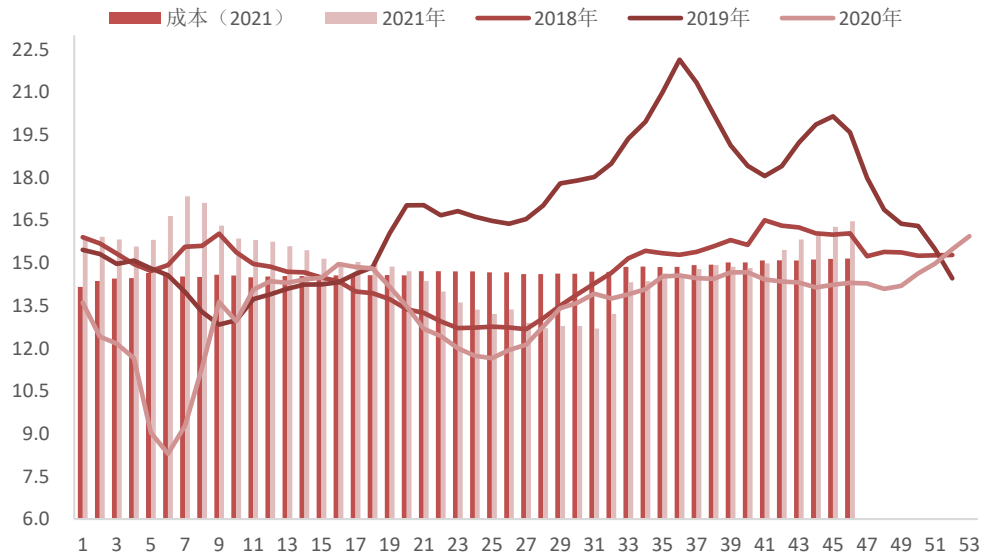


资料来源：中国畜牧业协会禽业分会、浙商证券研究所

毛鸡均价触底后持续反弹，养殖收益有所好转。2021年黄羽鸡毛鸡价格持续走低，出栏亏损抑制养殖户补栏情绪，商品代雏鸡销量环比持续减少。8月初毛鸡价格跌破13元/kg，对应上半年较低的鸡苗补栏量，市场可供出货的毛鸡量不足，毛鸡价格触底反弹。截止2021年11月21日，全国黄羽肉鸡毛鸡销售均价16.47元/kg，同比8月初的12.70元/kg上涨29.7%。11月份湘佳股份、立华股份、温氏股份的黄羽肉鸡出栏均价分别为

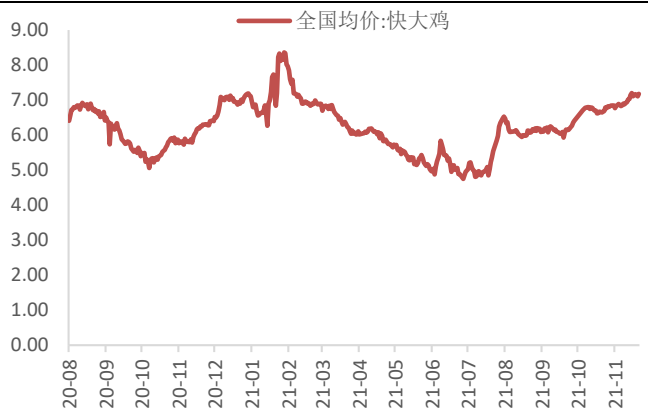
11.95 元/kg、13.72 元/kg、14.37 元/kg，同比分别上涨 17.47%、18.28%、14.41%，环比分别上涨 1.56%、7.02、8.05%。毛鸡销售均价突破成本线，肉鸡养殖再度扭亏为盈。

图 76：全国部分黄羽鸡毛鸡销售均价和成本对比（元/kg）



资料来源：中国畜牧业协会禽业协会、浙商证券研究所

图 77：黄羽鸡快大鸡全国均价持续上涨（元/斤）



资料来源：Wind、浙商证券研究所

图 78：黄羽鸡中速鸡全国均价持续上涨（元/斤）



资料来源：Wind、浙商证券研究所

**投资建议：持续关注种鸡存栏环比变化，低位布局产能快速扩张的行业龙头，把握冰鲜产品增长红利。**

我们认为，当下黄羽鸡上游在产祖代种鸡存栏量已经低于 2019、2020 年同期水平，在产父母代种鸡存栏量已经达到 2018 年之后的同期最低水平，11 月行业盈利并没有明显放缓产能去化的节奏，种鸡去化依然在进行，根据父母代—商品代的传递周期，当前在产父母代种鸡存栏的低位意味着明年可供出货的商品代肉鸡并不多，而黄羽鸡消费场景集中在家庭、宴席等，考虑到疫情好转和季节性提振，预计明年黄羽鸡价格或延续上涨态势，养殖盈利或有明显好转。我们观察到，即使在周期低谷，行业在加速产能出清，头部企业依然逆势扩张，2021 年三大黄羽鸡上市公司的肉鸡销售量依然在环比持续增长，预计未来散养户逐步退出后头部企业的市占率将进一步提升。

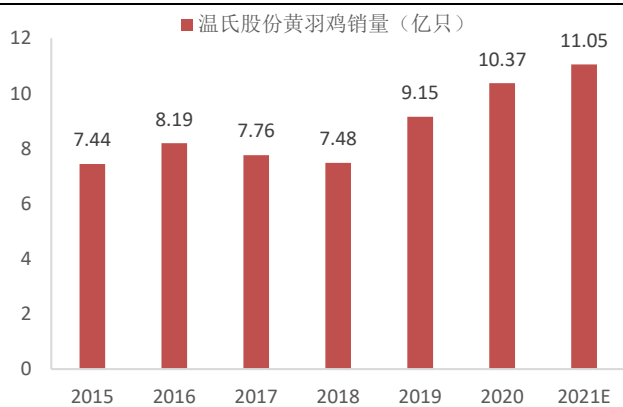
活禽市场交易受限，冰鲜鸡肉迎来高速增长。传统黄羽鸡消费以活禽交易为主，近年



来伴随消费者对公共卫生、食品安全等问题更加关注，多地市场关闭活禽交易，“集中屠宰、冷链运输、冰鲜上市”的政策相继出台，叠加新冠疫情影响，以及近年来冷链物流快速建设发展，助力黄羽鸡冰鲜消费渗透率快速提高。冰鲜销售的毛利率一般要高于活禽交易，黄羽鸡企业有望通过扩大冰鲜销售比例提高盈利能力。

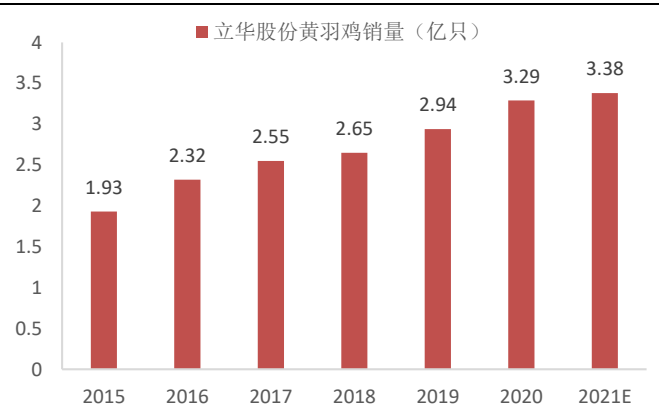
综上所述，我们推荐关注产能快速扩张的温氏股份、立华股份，布局冰鲜黄羽鸡龙头湘佳股份。(1)温氏股份：国内黄羽鸡行业绝对龙头，产能快速扩张，目前年销售量约占全国的25%，毛鲜联动战略初显成效，前三季度鲜销比例达15%。(2)立华股份：国内第二大黄羽鸡企业，黄羽鸡出栏量多年保持快速增长，2021年拟定增8.54亿元用于扩张产能，市占率有望进一步提升。(3)湘佳股份：黄羽鸡冰鲜龙头，冰鲜产品销量稳步提升，高毛利带动公司盈利水平提升，冰鲜销售渠道布局全面，享受行业成长红利。

图 79：近几年温氏股份黄羽鸡销量稳步增长（亿只）



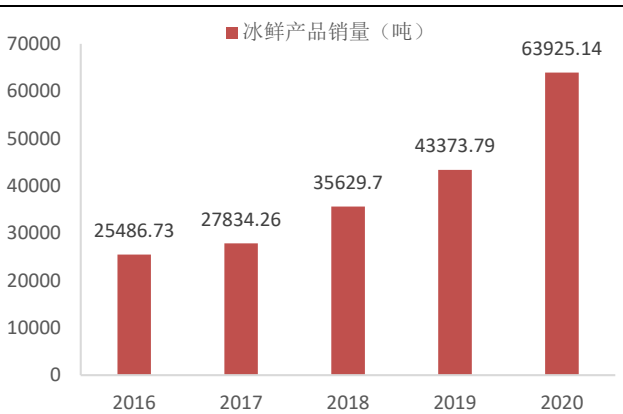
资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 80：立华股份黄羽鸡销量持续增长（亿只）



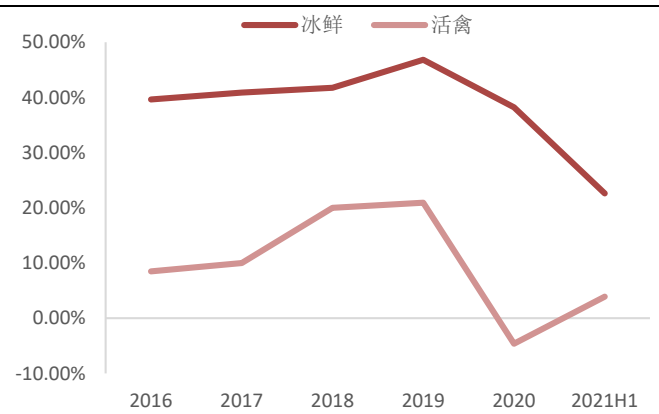
资料来源：公司公告、招股说明书、浙商证券研究所

图 81：湘佳股份冰鲜产品量稳步增长（吨）



资料来源：公司公告、招股说明书、浙商证券研究所

图 82：湘佳股份冰鲜产品毛利率明显高于活禽



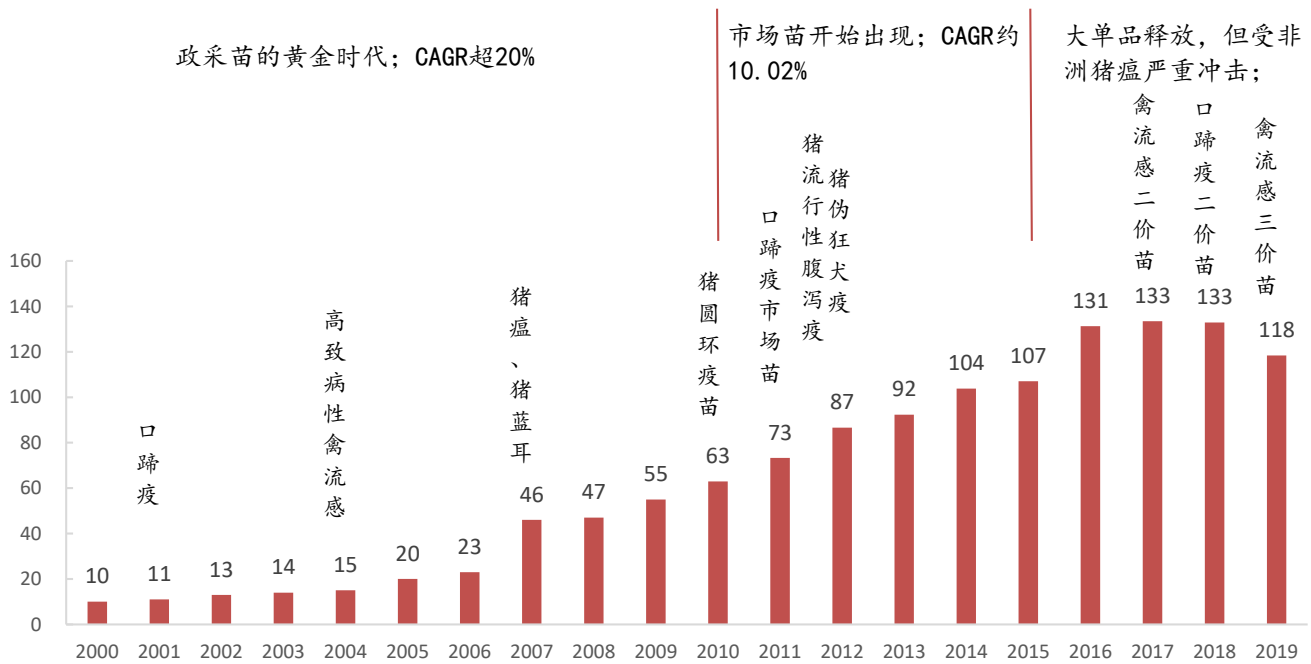
资料来源：公司公告、浙商证券研究所

## 5. 疫苗：短期猪价拖累板块景气度下行，长期仍有增量空间

### 5.1. 猪价深跌影响免疫情绪，疫苗批签发数据环比下降明显

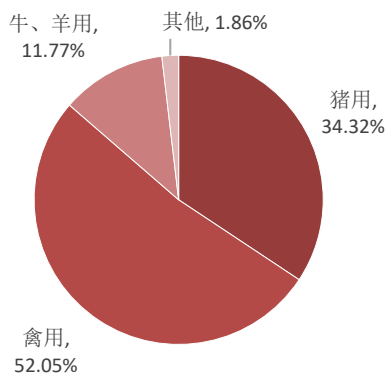
**动物疫苗行业整体稳步增长。**我国动物疫苗主要以猪用和禽用为主，生猪和肉禽的存栏量直接影响到疫苗的需求。2018年国内爆发非洲猪瘟导致能繁母猪和生猪存栏大幅减少，动物疫苗行业遭受冲击，2020年之后生猪存栏持续恢复带动下疫苗需求回升，预计2020年国内猪用疫苗销售额回到2018年同期水平。禽用疫苗则受益于下游祖代鸡存栏维持高位提供需求支撑，近年来销售额保持较快增长。

图 83：国内动物疫苗市场规模整体在稳步增长（亿元）



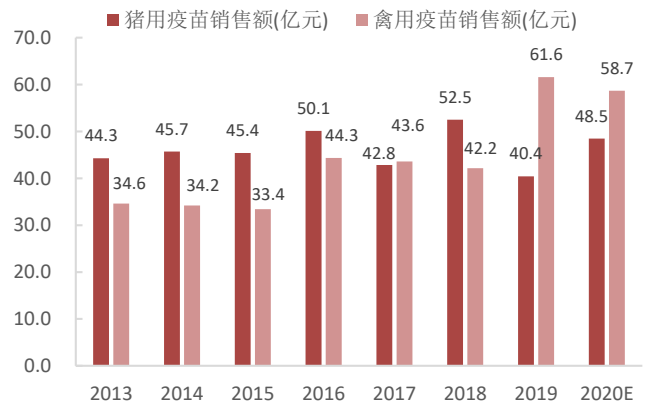
资料来源：中国兽药协会、浙商证券研究所

图 84：2019 年动物疫苗销售额占比（按受用动物分）



资料来源：兽药产业发展报告（2019 年度）、浙商证券研究所

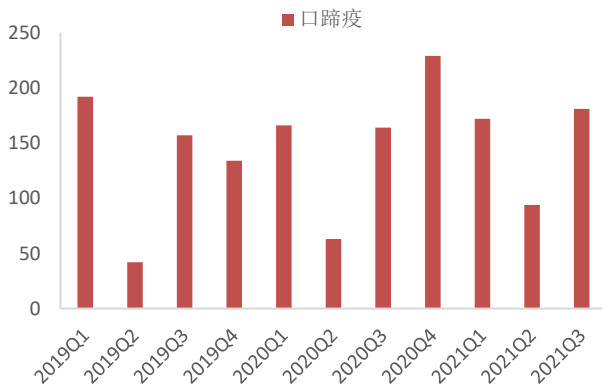
图 85：猪用疫苗和禽用疫苗销售额（亿元）



资料来源：中国兽药协会、浙商证券研究所

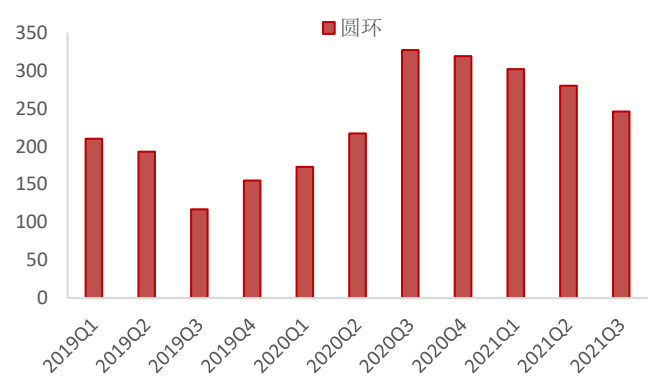
**2021 年猪价下跌影响免疫积极性，猪用疫苗承压。**疫苗免疫情绪受到猪价的强烈扰动，上半年生猪产能持续恢复，养殖盈利下下游免疫积极性尚可，但下半年猪价持续下跌严重冲击养殖主体免疫情绪，尤其在三季度出现大幅亏损后，散户为节省成本停止了大部分疫苗的使用。根据国家兽药基础数据库的数据显示，10 月、11 月主要猪用疫苗批发签发数据出现了明显的环比下滑。

图 86: 猪口蹄疫疫苗批签发次数



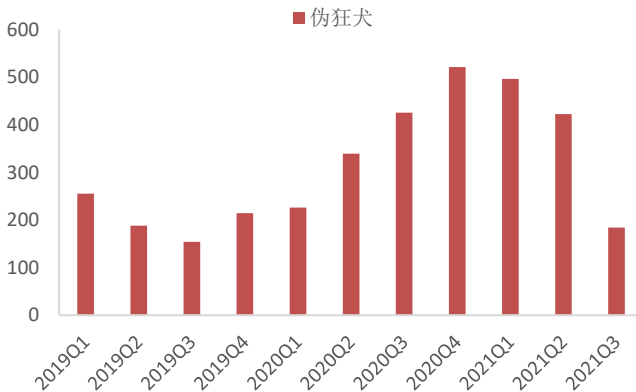
资料来源: 国家兽药基础数据库、浙商证券研究所

图 87: 猪圆环疫苗批签发次数



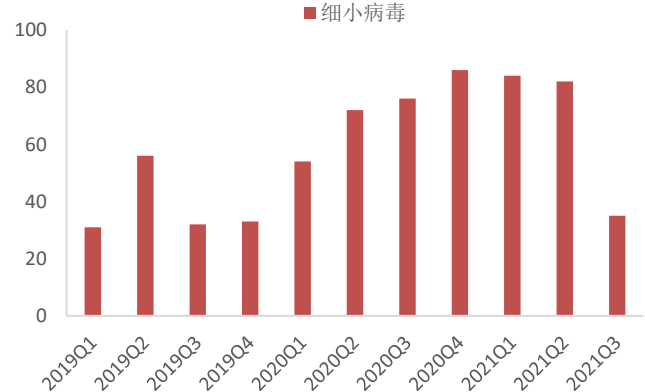
资料来源: 国家兽药基础数据库、浙商证券研究所

图 88: 猪伪狂犬疫苗批签发次数



资料来源: 国家兽药基础数据库、浙商证券研究所

图 89: 猪细小病毒疫苗批签发次数



资料来源: 国家兽药基础数据库、浙商证券研究所

表 17: 2021 年主要猪用疫苗批签发次数月度变化

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月
口蹄疫	56	68	48	58	22	14	37	53	91	30	42
圆环	114	109	79	135	92	53	87	61	98	110	81
伪狂犬	178	166	152	207	121	94	85	34	65	54	44
腹泻	46	41	46	41	26	28	29	23	36	28	16
细小病毒	27	28	29	43	24	25	18	8	9	15	8
乙脑	29	15	15	24	13	9	7	1	5	3	2

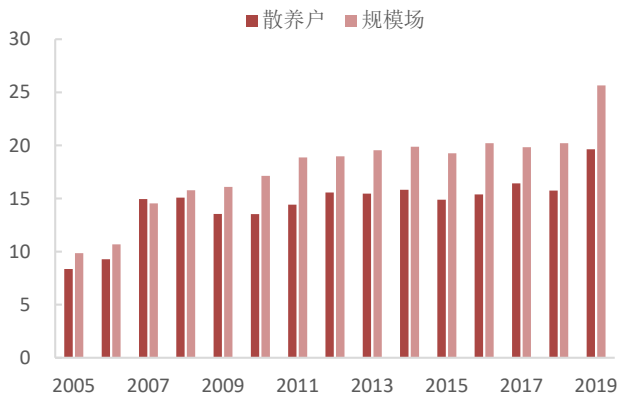
资料来源: 国家兽药基础数据库、浙商证券研究所

## 5.2. 养殖规模化提升推动猪用疫苗扩容, 宠物疫苗或成为新的增长点

养殖规模化提高是猪用疫苗行业成长的核心驱动力。非洲猪瘟疫情防控常态化, 国内生猪养殖规模化率快速提高。大规模养殖场猪群密度大, 疫病更易发生和快速传染, 防疫需求更加旺盛, 体现在平均防疫费用要高于散户, 类似于牧原股份、温氏股份的超大规模集团企业头均防疫费用更是超过散户 3-5 倍。我们认为, 生猪养殖行业规模化进程正加速提升, 全行业头均生猪的疫苗使用量将会增加, 且规模养殖场更愿意为高品质疫苗支付更高价格, 量价齐升的逻辑下, 猪用疫苗行业有望迎来持续扩容阶段。以年出栏 6.5 亿头猪、头均疫苗 25 元计算, 国内猪用疫苗市场至少有 162.5 亿元的规模, 相比现在的 50 亿

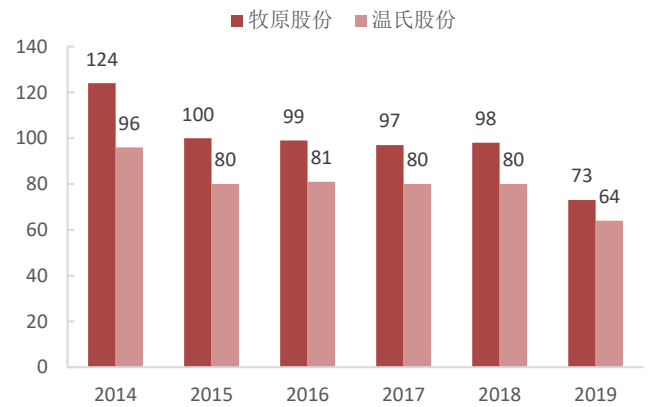
的销售额还有两倍以上增长空间。

图 90：规模场的防疫费用高于散户（元/头）



资料来源：全国农产品成本收益资料汇编、浙商证券研究所

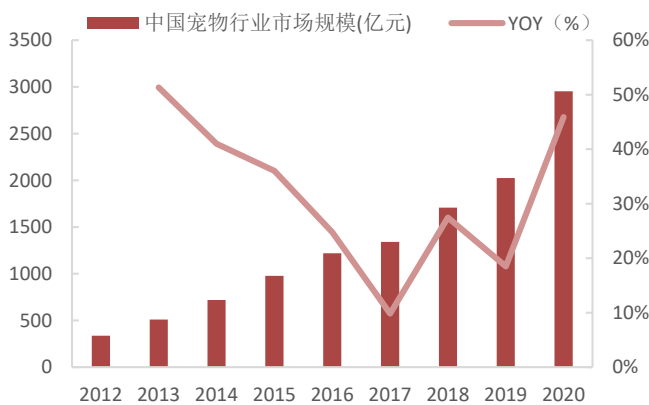
图 91：龙头企业的头均药苗费用非常高（元/头）



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

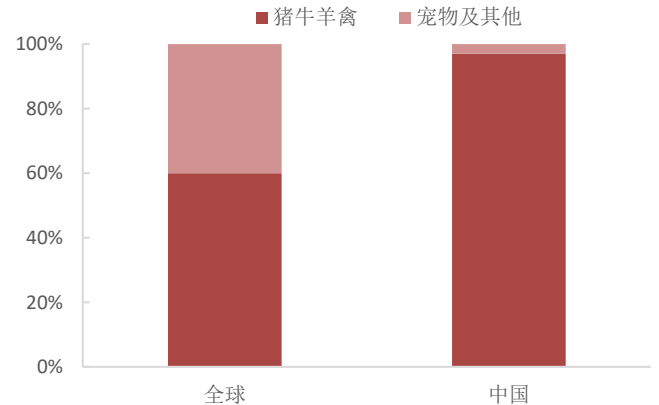
**宠物疫苗有望成为行业远期增长点。**我国宠物数量基数大，但是宠物疫苗的渗透率低，2020 年我国宠物数量约 10084 万只，其中宠物犬 5222 万只，宠物猫 4862 万只。但目前国内宠物疫苗的渗透率不足 3%，与国外发达国家 40% 的水平还有很大差距。我们观察到，目前国内已有多家企业在布局宠物疫苗的研发生产，高品质的国产宠物疫苗产品值得期待，虽然行业整体还在培育阶段，但我们认为随着养宠数量的逐年增长，人们对国产宠物疫苗产品的支付意愿有望提高，宠物疫苗市场仍有较大发展空间。

图 92：宠物行业市场规模（亿元）



资料来源：2020 年中国宠物行业发展报告、浙商证券研究所

图 93：国内宠物疫苗渗透率还很低（%）



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

**投资建议：受累猪价，板块已到合理区间，关注业绩有保障、研发水平和产品储备丰富的优质龙头。**

**受累猪价，板块已调整到合理位置。**通过拟合生猪价格和动保行业指数走势发现，动保企业的股价与猪价几乎是同步的，在新一轮猪价上涨时，动保板块的表现通常比较亮眼。在猪价下行时，市场担心养殖主体的免疫情绪受到影响而减少疫苗需求量，进而影响到公司业绩，但实际上随着国内规模养殖的逐步提高，规模场处于安全考虑一般不会随意改变免疫方案，即使在周期下行阶段对疫苗的需求也是比较刚性的，因此动保企业的业绩并不会受到太大影响，而股价伴随猪价下跌主要是受到估值影响。我们认为，当下动保板块受猪价拖累已跌至合理区间，生猪产能去化顺势推进，预计明年下半年猪价反转会带动疫苗景气度上行，动保板块有望迎来估值修复。推荐关注中牧股份（口蹄疫市场苗快速增长，化药受益禁抗表现亮眼）、普莱柯（研发投入持续加大，优势产品储备丰富）、生物股份（口蹄疫市场苗龙头，新产品支撑长期成长）。

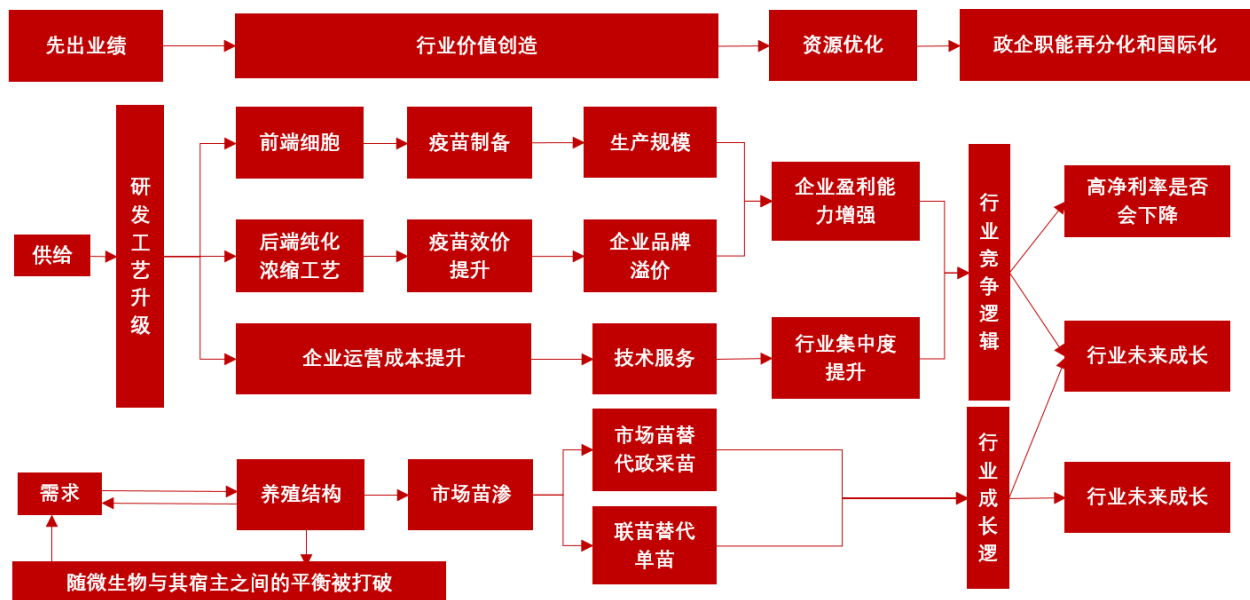
**动保行业长期趋向强者恒强，企业向综合服务商转型。**动物疫苗行业本身受生产资质和实验室硬件条件影响存在较高壁垒，P3、P4 实验室的建设应用和新版 GMP 推行更是提高了行业门槛，行业集中度进一步提升。随着政府招采苗的逐步取消，头部优质企业在技术、品牌知名度、渠道铺设方面有明显优势，和下游客户绑定长期深度合作关系，行业加速形成强者恒强的竞争格局。规模场养殖体量越来越大，更希望通过一家企业来提供配套的疫苗、化药和相应的防疫技术指导，企业逐渐转型做动保综合服务商。

图 94：动保板块景气度与猪价密切相关



资料来源：Wind、浙商证券研究所

图 95：动保行业分析逻辑



资料来源：浙商证券研究所整理

## 6. 风险提示

企业出栏量不及预期；动物疫病大规模爆发；农产品价格大幅波动；新冠疫情反复；自然灾害影响。

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

### 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

### 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>