

生猪：产能前高后低，行业微利时代重启

易乐

期货从业资格号：

F0272877

投资咨询从业证书号：

Z0011428

侯晓瑞

期货从业资格号：

F3044447

投资咨询从业证书号：

Z0015326

报告制作时间：

2023年12月5日

审核人：易乐

一德期货投资咨询业
务资格：证监许可
【2012】38号

■ 内容摘要

23年现货波动幅度较前两年明显降低。现货上方的压力主要来源于22年能繁母猪存栏基数偏高，23年产能去化速度偏慢，叠加母猪性能较以往有所提升，现货均以冲高回落草草结尾；现货下方支撑主要来源于产能过剩程度有限，因此23年增产周期中猪价下跌幅度有限。另外，规模化生产占比的增加一定程度上使得生猪产能变化幅度变小，尤其在猪价下行周期。

从供应端来看，24年全年产能表现为下滑趋势，其中4月前生猪出栏量仍面临较大压力（高于22年同期水平），24年4-7月生猪出栏基数继续缓慢下调。受23年10月后母猪产能去化有加速苗头，少补+多淘或使得24年7月后毛猪供应进一步减少，24年下半年现货价格整体表现或偏强。

24年需求仍将维持季节性波动为主，投机需求（冻品/活体库存）会比23年更弱，因此淡季绝对价格的底部支撑力度会减弱，年中现货的拉升幅度可能会不及预期。

■ 核心观点

- 生猪养殖赛道拥挤，行业进入微利时代。24年上半年供应压力偏高，下半年偏低，叠加需求表现，猪价或表现为前低后高。
- 投机性需求对行情影响进一步减小，主要表现为春节后淡季冻品托底效应减弱，已经为24年底需求旺季备货活体库存需求的减少，进而制约年中猪价反弹幅度。
- 期货近月成本线下贴水，建议谨慎追空，可关注反弹做空机会。远月（2407后合约）成本线上升水，在无明显驱动下谨慎抄底，可跌至成本（远月14.5元/kg）附近后关注抄底可行性。

目 录

1. 2023 年行情回顾:	1
2. 基本面研判:	2
2.1 长期: 能繁母猪存栏变化.....	2
2.2 影响母猪存栏到生猪出栏的变量.....	5
2.3 年内出栏及“抄底”节奏变化.....	6
2.4 长期消费连续回落, 阶段性旺季不旺惹争议.....	7
3. 行情展望:	8
免责声明	10

1. 2023 年行情回顾

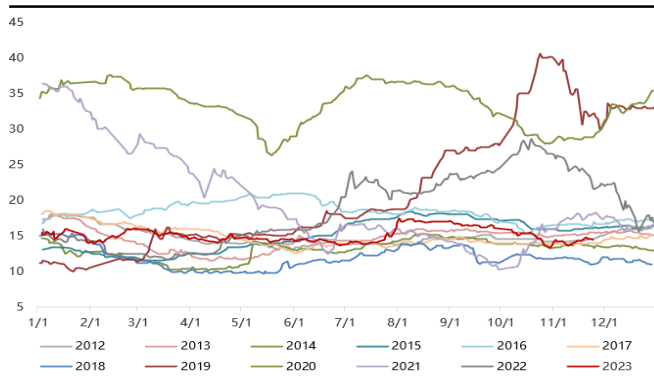
纵观全年猪价走势，现货波动幅度较前两年明显降低，表现为成本线上下小幅波动为主。现货上方的压力主要来源于 22 年能繁母猪存栏基数偏高，23 年产能去化速度偏慢，叠加母猪性能较以往有所提升，现货均以冲高回落草草结尾；现货下方支撑主要来源于产能过剩程度有限，22 年现货虽然出现了超预期上涨，但持续时间较短，母猪存栏增幅有限，因此 23 年增产周期中猪价下跌幅度有限（甚至未跌破部分散户现金流成本）。另外，规模化生产占比的增加一定程度上使得生猪产能变化幅度变小，尤其在猪价下行周期。具体来看 23 年现货端变化：

上半年：产能过剩，供应压力释放，出栏体重连续下滑。市场对现货中期反弹行情有一定预期，且企业现金流状况尚可，猪价底部存在扛价心理，且冻品入库量偏多，生猪产能去化速度偏慢，出栏体重缓慢下滑，现货整体表现稳中偏弱。但随着时间推移，现货迟迟未有好转，企业现金流逐步紧张，被动出栏现象增多，出栏体重加速下跌，短期供应压力得到释放。另外，投机力量（二育等）在经历了 22 年 11 月及 23 年 2 月的“滑铁卢”后，入场抄底意愿明显不足，现货波动率显著下降。

下半年：季节性好转后再次走弱。在经历了长期的亏损及低迷后，育肥猪产能阶段性出现去化，供需强弱发生转变，猪价迅速由 14 元/kg 左右拉至 18 元/kg 左右，出栏体重底部开始回升，截止 12 月养殖端仍维持增重动作，但增幅相对有限。另外，天气转凉后季节性疫病开始多发，部分区域发生抛售现象，但放在全国占比相对有限，抛售比例不及压栏比例，但需要考虑年底需求回升后，当前增重幅度能否覆盖需求增量，春节前现货走势仍有一定不确定性。

猪价长期低迷，现货端长期盼涨情绪存在，期货年内持续升水现货，直至交割月前一个月在逐步回归，因此除 7 月现货反弹行情导致的近月拉涨回归外，其他时间生猪各合约均以期货向下回归收复升水。目前现货偏低位置震荡下（刨除季节性因素），期货端各合约仍存上涨预期，盘面维持逐月升水态势，若后续现货反弹，盘面结构将会有所变化。

图 1.1: 河南外三元均价 (元/kg)



资料来源: wind, 一德期货生鲜品事业部

图 1.2: 主力合约走势



资料来源: 博易大师, 一德期货生鲜品事业部

2. 基本面研判:

2.1 长期: 能繁母猪存栏变化

农业农村部数据显示, 2023 年 10 月能繁母猪存栏 4210 万头, 较 22 年 12 月高点下降 180 万头, 高于 22 年 4 月母猪存栏低点 33 万头, 母猪产能下降速度偏慢。24 年生猪供应量整体呈现缓慢下滑态势, 同时考虑需求季节性表现, 现货价格或表现为前低后高。

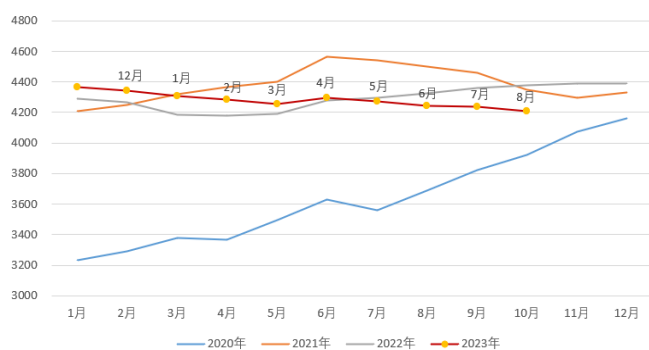
从时间推算, 淘汰或补栏母猪大致影响 10 个月后毛猪供应, 短期淘汰母猪量增加会对即期供应产生压力。影响母猪淘汰鸡补栏的因素有两个: 一是行业现金流状况 (核心影响因素); 二是生猪疫病发展情况, 其中行业现金流状况取决于长期以来仔猪及育肥猪盈亏情况。

23 年 1-5 月外售仔猪利润表现较为乐观, 主要原因为市场存在盼涨情绪, 叠加每年的 1-2 季度为补栏旺季, 养殖端补栏意愿较足, 因此尽管生猪价格不高, 部分企业养殖亏损, 但行业现金流表现尚可, 市场补栏热情偏高, 淘汰热情偏低, 能繁母猪产能下滑较为缓慢。23 年 1-5 月母猪对应 23 年 11 月-24 年 3 月生猪出栏 (具体供应基数水平可参考图 2.1), 这阶段产能虽有下滑, 但产能基数偏高, 供应或表现为相对过剩状态。23 年 5-6 月育肥猪连续亏损导致市场情绪较为低迷, 外售仔猪利润明显缩水, 市场补栏积极性下滑, 二元后备母猪价格亦出现明显下跌, 但市场淘汰热情一般, 母

猪产能变化幅度偏小。7月后现货虽然反弹，但由于高度及时间均有限，未能对行业补栏及淘汰热情产生明显提振，母猪存栏延续前期缓慢下滑趋势。10月后现货加速下滑，仔猪及淘汰&后备母猪价格创下年内低点，主要原因为下半年为补栏淡季，且行业现金流状况进一步收紧，母猪及仔猪下方支撑力度减弱，跌幅高于育肥猪，但由于持续时间较短，行业产能去化幅度不及预期。后续能繁母猪存栏变化幅度及速度取决于现货表现，若猪价在需求旺季超预期下跌，产能去化有望加速，否则产业仍面临产能基数去化缓慢的问题。

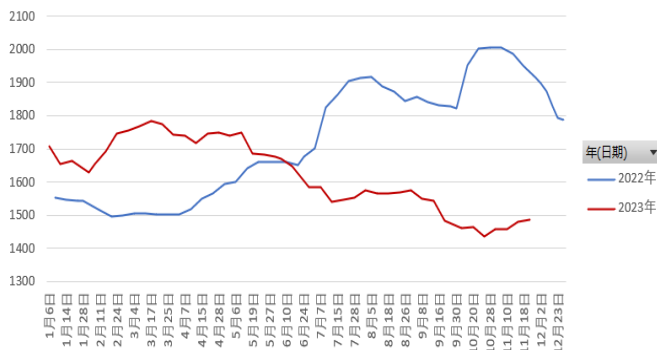
纵观 23 年存栏变化我们可以发现，母猪产能下滑幅度偏慢（尤其 5 月前），对应 24 年一季度-二季度初现货价格上方仍然面临母猪存栏基数偏大导致的供应压力，下半年随着供应压力减弱及需求好转，现货重心有望上移。

图 2.1: 能繁母猪存栏对应出栏月份 (万头)



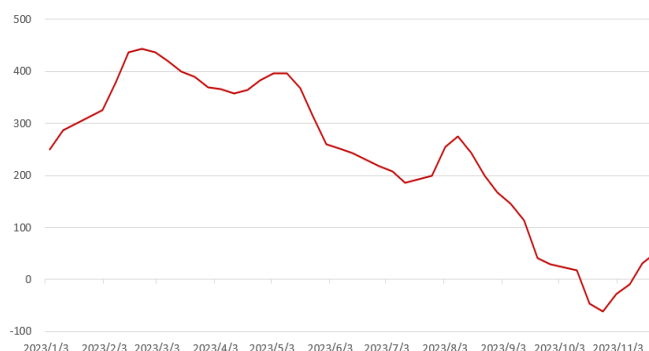
资料来源: 农业农村部, 一德期货生鲜品事业部

图 2.2: 二元后备母猪价格 (元/50kg)



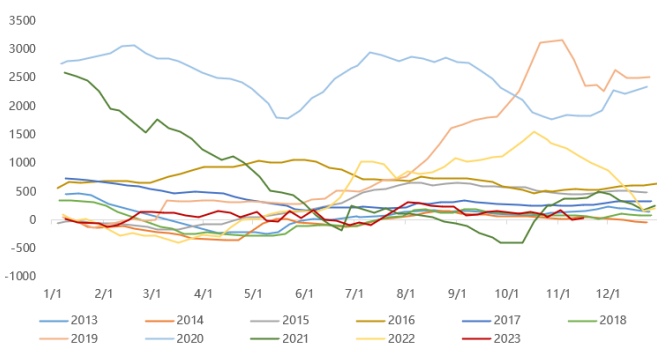
资料来源: 卓创资讯, 一德期货生鲜品事业部

图 2.3: 卖仔猪利润 (元/15kg)



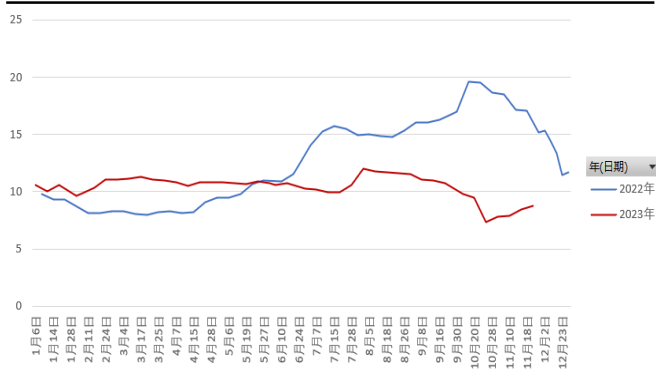
资料来源: wind, 一德期货生鲜品事业部

图 2.4: 自繁自养养殖利润 (元/头)



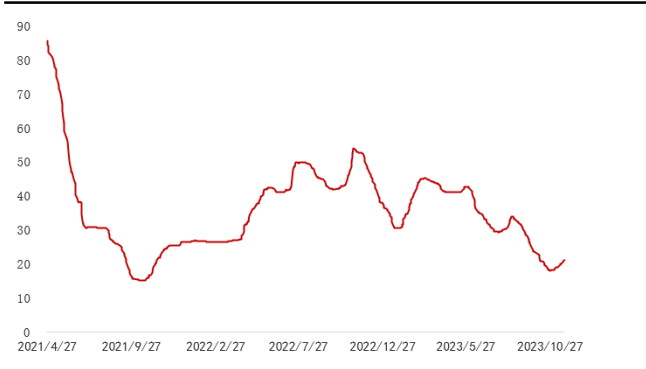
资料来源: wind, 一德期货生鲜品事业部

图 2.5: 淘汰母猪价格 (元/kg)



资料来源: 卓创资讯, 一德期货生鲜品事业部

图 2.6: 仔猪价格 (元/kg)



资料来源: wind, 一德期货生鲜品事业部

2.2 影响母猪存栏到生猪出栏的变量

能繁母猪存栏到生猪出栏需要十个月的时间, 期间有较多变量会影响到最后育肥猪出栏量, 如配种率、生产效率 (psy)、仔猪/育肥成活率、生猪疫病等, 23 年全年行业配种率表现相对平缓, 未出现明显变化, 也表现出在, 具体来看当前这几个指标处于什么水平:

1、配种率: 年内配种率波动较小, 基本稳定在 22.5% 附近波动。3-6 月配种率高于 21-22 年同期水平, 体现出行业相对乐观的态度, 市场补栏情绪尚可; 6 月后配种率有所下滑, 但仍高于 22 年同期水平, 不过明显低于 21 年同期水平, 前两年配种率的大幅变化主要受母猪基数短期变化明显影响, 23 年由于母猪变化幅度减小, 配种率变化也相对偏小。因此 23 年母猪按部就班配种为主, 母猪存栏至配种过程暂未出现对后市行情产生明显影响的可能。

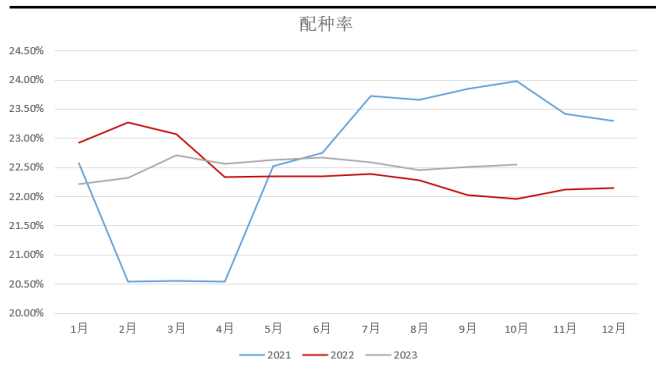
2、生产效率 (psy): 对行情起到长期潜移默化的影响。随着这两年母猪群的优化, 母猪生产效率明显提升, psy 平均提升 1-2 头, 对应产能提升 5%-10%, 即当前 4100 万头的母猪相当于 19-21 年同期的 4300 万头, 但受技术等因素影响, 生产效率难以维持稳步提升态势, 暂时以稳定看待为主, 不会对 24 年供应产生较为明显影响。另外, 考虑到母猪优化后平均胎龄偏低, 非极端行情下较难出现淘汰低龄母猪现象。

3、仔猪/育肥猪成活率: 同母猪生产效率表现, 仔猪及育肥猪成活率较非瘟时代已经明显好转, 继续提升需要技术的革新, 否则自然状态下将保持稳定为主。

4、生猪疫病：呈现季节性发病为主，秋冬北方发病为主，夏季南方疫病多发。23 年季节性猪病对行业的冲击主要体现在十一前后，尤其十一之后，天气转凉，生猪发病量增多，叠加行业在长期亏损资金压力下，母猪淘汰现象增多，淘汰胎龄有所提前，育肥猪产能也有所下滑，但持续时间尚短，尚未对行业产生较明显影响。行业长期看涨预期下，市场洗牌可能比我们预期的还要慢一些。

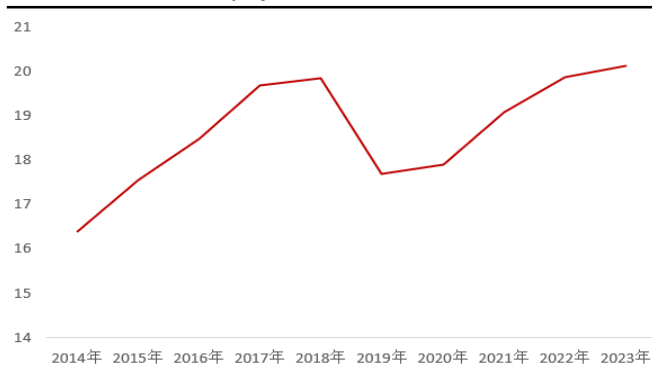
考虑到当前生产效率等指标已经恢复至较高水平，且母猪胎龄偏低，在未看到母猪产能大幅去化的情况下，24 年下半年现货好转程度或相对有限。若后续看到能繁母猪产能大幅去化，后续现货或有较大上涨空间。

图 2.7：配种率



资料来源：一德期货生鲜品事业部

图 2.8：行业平均 psy



资料来源：新闻整理，一德期货生鲜品事业部

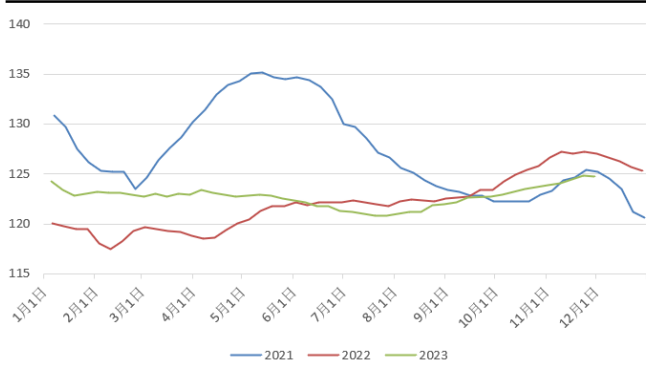
2.3 年内出栏及“抄底”节奏变化

受现货波动率下降影响，23 年情绪性的推涨杀跌猪价行为有明显减少，但猪价跌至低位后市场存在抄底行为，主要分为两个阶段：一是春节后消费低迷表现下，现货跌至偏低位置后，下游冻品抄底对现货产生拖底作用；二是年中现货价格触底后抄底活猪的行为。可以看到 2023 年上半年猪价缓慢下滑，冻品库存逐月增加，7 月后，现货阶段性触底反弹，行业在看涨年底需求旺季预期，以及看涨肥标价差预期下，抄底活体库存意愿增加，23 年 12 月生猪出栏体重较 7 月低点增长 4kg。春节前进入需求旺季兑现期，前期积压的冻品及活体压力陆续释放，猪价走势完全取决于供需强弱变化。

目前来看，24 年春节前生猪供应压力仍偏大，阶段性疫情也对市场产生冲击，现货表现明显不及预期，旺季现货偏弱的走势会使得本就不富裕的现金流雪上加霜，行

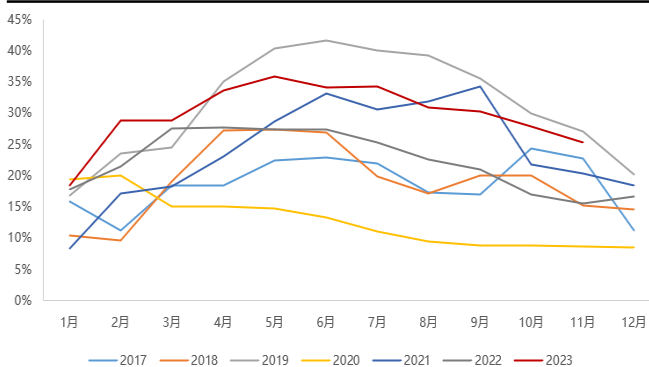
业产能有望加速去化，关注 24 年初生猪存栏去化速度。但需要考虑目前行业虽然悲观，但对未来仍有向往，可能出现比我们预期更能“扛”的局面，主要受到行业集中化程度提升影响，生猪工业品属性加强（生产具备连续性，短期亏损不会使得产能下降），外加部分企业使用金融衍生品规避风险，行业现金流可能比预期的更能“扛”，那么在冻品库存偏高，节后淡季市场抄底意愿偏弱的情况下，现货节后并不乐观，关注市场出栏及抄底节奏变化。

图 2.9：生猪出栏体重 (kg)



资料来源：卓创资讯，一德期货生鲜品事业部

图 2.10：冻品库存



资料来源：卓创资讯，一德期货生鲜品事业部

2.4 长期消费连续回落，阶段性旺季不旺惹争议

猪肉消费具有明显的季节性特点，具体表现为上半年低，下半年高，其中年底的腌腊及春节备货为年内需求最高峰，肥猪需求表现会强于标猪（上半年则相反），因此下半年肥标价差大概率会高于上半年，肥标价差由负/零转正过程中一般会伴随着现货价格的反弹。

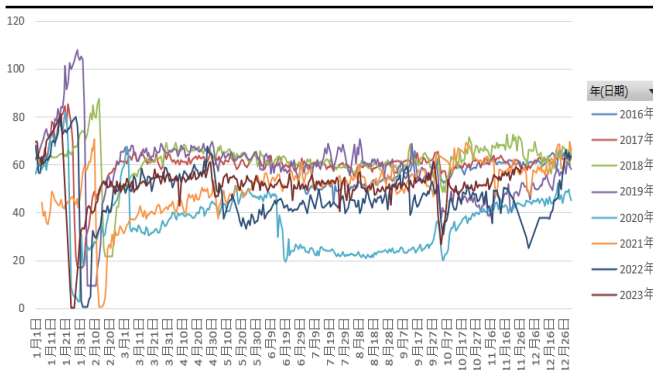
23 年市场表现也不例外，肥标价差于 6 月下旬触底回升，现货价格开始好转，伴随着市场压栏增重情绪抬升，猪价被进一步抬升。需求进入旺季兑现期后，肥猪需求依然偏紧，但由于标猪供应仍过剩，现货价格于 10 月开始大幅下行，进入 12 月也未出现明显好转，此阶段肥标价差虽然继续走扩，但由于时间偏晚（压栏来不及），部分地区疫情加重，肥标价差扩大未能对猪价形成正反馈，现货价格连续走弱，时间是一方面，主要原因仍为标猪供应过剩。需求一步步进入市场预期的季节性旺季，但市场走货情况却不及预期，主要受三个原因影响：

1、暖冬影响各地气温偏高，例如成都等地在12月上旬最低温度仍维持在9以上，叠加24年春节时间较为靠后，南方等地腌腊活动迟迟未能大面积展开。

2、今冬各类呼吸道感染病情较为严重，虽不及22年同期，但仍对社会活动及消费造成影响。另外，网络传媒的发展导致猪病消息被传播，影响到一部分居民猪肉消费热情。

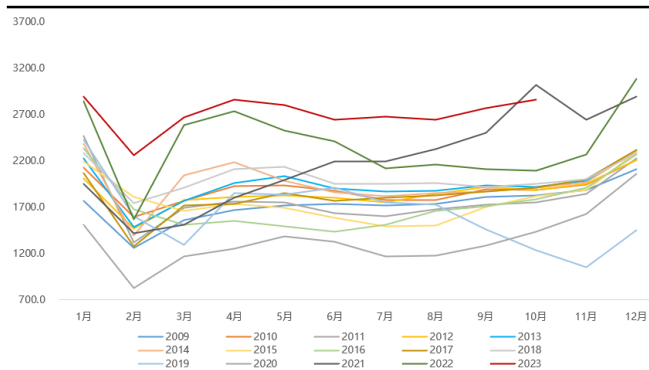
3、随着我国人均GDP水平的提升，以及居民消费习惯的变化（减肥养生等观念逐步深入人心），猪肉消费占比逐年下滑，其中2015年猪肉消费占比能达到65%左右，目前预计降至50%左右，但仍是我国消费占比最大的肉类。另外，随着我国人口增速下滑，未来可能面临负增长局面，消费主体有见顶回落趋势。

图 2.11: 北京猪肉上市量 (万公斤)



资料来源：价格早报，一德期货生鲜品事业部

图 2.12: 定点企业屠宰量 (万头)



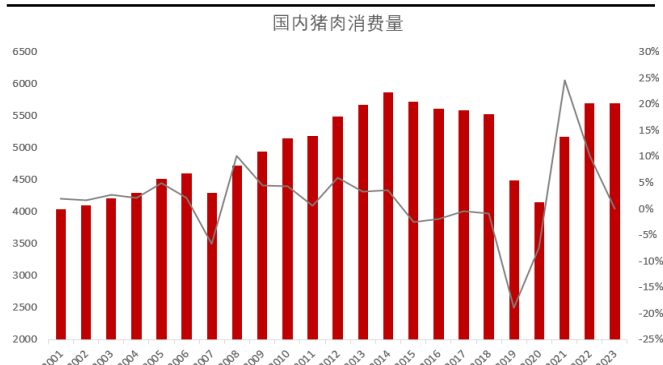
资料来源：农业农村部，一德期货生鲜品事业部

图 2.13: 重点区域肥标价差走势图



资料来源：卓创资讯

图 2.14: 国内猪肉消费量



资料来源：统计局，一德期货生鲜品事业部

3. 行情展望:

生猪养殖赛道拥挤，行业进入微利时代，24年年内猪价维持成本附近震荡。

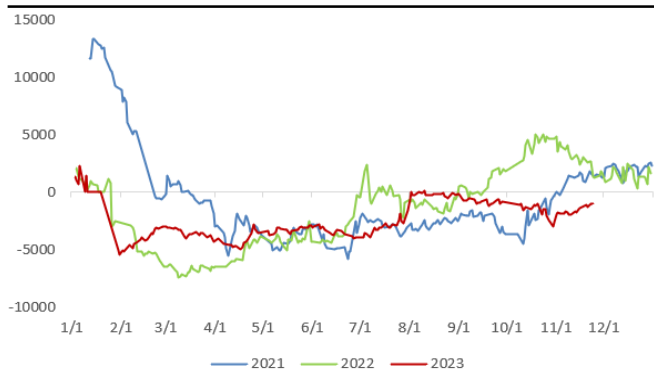
从供应端来看，24年全年产能表现为下滑趋势，其中4月前生猪出栏量仍面临较大压力（高于22年同期水平），现阶段产能虽有下滑，但产能基数偏高，供应或仍将表现为相对过剩状态，且考虑到年后为需求淡季，供应压力若无法提前释放，会对现货产生更大压力。另外，由于冻品库存水平仍偏高，若春节前无法有效释放，淡季冻品对现货的支撑力度将明显低于23年同期。

23年5-9月市场补栏母猪积极性出现明显下滑，但市场淘汰热情一般，少补+少淘对应24年4-7月生猪出栏基数继续缓慢下调。23年10月后母猪产能去化有加速苗头，旺季不旺的现货表现将在一定程度上对行业信心产生打击，少补+多淘或使得24年7月后毛猪供应进一步减少，考虑到年中看涨旺季消费预期，若出现活体库存储备，或使得现货在7月前后迎来明显上涨机会。另外需要考虑后续养殖端成本如果能够有效下行，24年上半年的去产能进度有不及预期的可能。

24年需求仍将维持季节性波动为主，投机需求（冻品/活体库存）会比23年更弱，因此淡季绝对价格的底部支撑力度会减弱，年中现货的拉升幅度可能会不及预期。

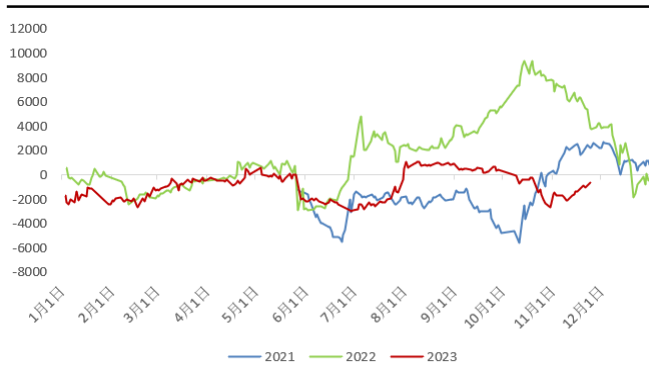
当前期货基本反映出当前基本面推出的24年价格表现模式。近月合约已经成本线以下定价，后续跟随现货波动为主，成本线下不追空，反弹可继续做空。近月产能去化后远期猪价迎来上涨机会，因此远月给出一定升水，但由于升水程度偏高，在无明确驱动下谨慎抄底，可跌至成本（远月14.5元/kg）附近后关注抄底可行性。

图 3.1: 03 合约基差



资料来源：文华财经，一德期货生鲜品事业部

图 3.2: 05 合约基差




资料来源：文华财经，一德期货生鲜品事业部


免责声明

本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）编制，本公司具有中国证监会许可的期货投资咨询业务资格（证监许可【2012】38号）。

本研究报告由一德期货向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。

本报告所载内容及观点基于研究人员认为可信的公开信息或实地调研资料，仅反映本报告作者的不同设想、见解及分析方法，但一德期货对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，且一德期货不保证这些信息不会发生任何变更。本报告中的信息以及所表达意见，仅作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，一德期货不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保，不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。

 公司总部地址：天津市和平区小白楼街解放北路 188 号信达广场 16 层

 全国统一客服热线：400-7008-365

 官方网站：www.ydqh.com.cn