

猪市聚焦系列（一）：

春节前还有机会吗？

投资咨询业务资格：

证监许可【2012】669号

报告要点

本报告为生猪聚焦系列的开篇之作，旨在对各阶段生猪行业基本面特征、市场关注热点进行追踪和分析，希望能对投资者有所帮助。

当前，正值2023年春节前夕，需求形势的变化给生猪市场短期带来负面冲击，大猪库存难以消化，现货市场低迷带动近月合约弱势运行，而远月合约在难以证伪的需求复苏逻辑下给出升水预期。我们认为，在需求拐点尚未明朗前，盘面或维持近弱远强格局。

摘要：

当前生猪市场，供给压力主要来自于前期大量的二次育肥，将出栏累积到年底集中释放，需求的问题主要在于疫情影响下，餐饮消费遭受打击，旺季预期落空，随着春节窗口临近，目前尚未看到大面积的恢复信号。

市场的关注点在于：

- （1）大猪库存出清进度，反映前期累积的供给压力何时释放完成；
- （2）生猪出栏均重，反映猪源供给压力变化；
- （3）补栏情绪，影响明年出栏量；
- （4）屠宰量，反映消费复苏情况。

短期来看，标肥价差倒挂的提前结束，说明现阶段大猪猪源相对充足，而消费正面临着疫情带来的低迷表现，近月情绪跟随现货市场，表现悲观。

长期来看，随着疫情高峰逐步褪去，未来消费复苏的预期难以证伪，在需求拐点未见明朗的状态下，消费恢复预期可能持续给远月合约带来高升水。但是，2023年行业依旧面临母猪复产兑现的供给压力，当需求侧回归正常后，供给增量的持续兑现，预计使周期再度回归到下行走势当中。同时，我们关注到2022年底利润亏损后母猪复产进程停滞，这对于2023年四季度及之后的合约形成支撑预期。

风险因素：疫情；政策。



农产品研究团队

研究员：

李兴彪

010-58135950

lixingbiao@citicsf.com

从业资格号 F3048193

投资咨询号 Z0015543

王聪颖

010-58135955

wcy@citicsf.com

从业资格号 F0254714

投资咨询号 Z0002180

目录

摘要：	1
一、 近期市场表现回顾.....	3
二、 供给变化：利润亏损，补栏收缩.....	3
（一） 利润由盈转亏	3
（二） 均重持续下降	4
（三） 补栏积极性变弱	5
三、 需求变化：旺季难旺，标肥逆转	5
（一） 餐饮消费大降，旺季需求收缩.....	5
（二） 屠宰利润较差，下游情绪不高.....	6
四、 焦点分析与后期展望.....	7
免责声明	8

图表目录

图表 1：生猪价格走势	3
图表 2：养殖利润和毛利率	4
图表 3：生猪出栏均重变化	4
图表 4：能繁母猪存栏量	5
图表 5：社会餐饮零售同比和生猪标肥价差.....	6
图表 6：肉/猪比价和屠宰量价变化	6

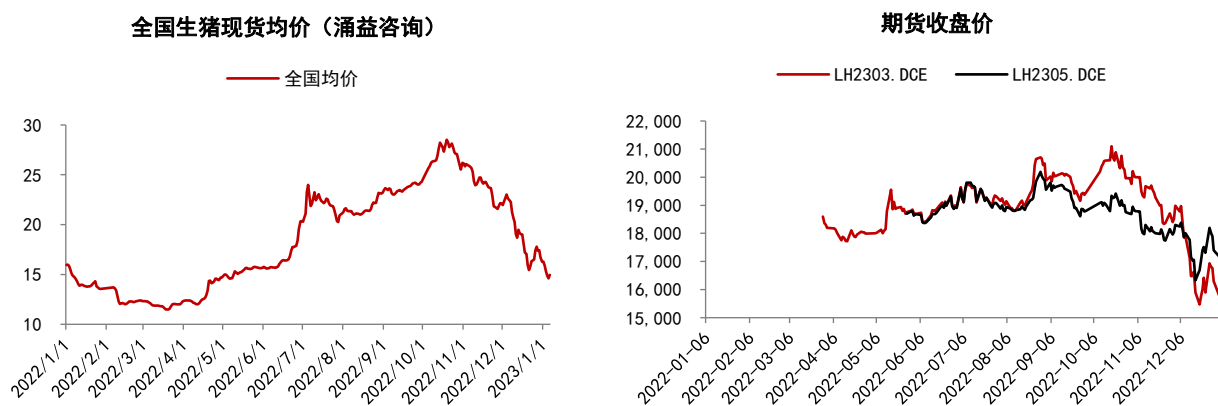
一、 近期市场表现回顾

进入年底，养殖场出栏进度加快，而消费端陷入低迷，2022 年 12 月生猪现货价格从月初的 22 元/公斤，下跌至月末的 16 元/公斤。元旦过后，尽管屠宰量环比小幅增长，但生猪出栏压力并未得到缓解，现货价格继续下跌。涌益咨询数据显示，截至 2023 年 1 月 6 日，全国生猪均价 15 元/公斤，较元旦前下跌 8%。

期货方面，在全国消费陷入断崖式下跌的初期，期货合约跟随现货大幅走弱。近期，随着部分城市消费呈现复苏迹象，市场对于远月消费恢复的预期升温，远月合约小幅反弹。截至 2023 年 1 月 6 日，LH2303 合约收盘价 15780，较 12 月初的 18520 变化-14.8%，较本周初的 15615 变化+1.1%；LH2305 合约收盘价 17555，较 12 月初的 18520 变化-5.2%，较本周初的 17100 变化+2.7%。

图表 1：生猪价格走势

单位：元/公斤；元/吨



资料来源：涌益咨询 Wind 中信期货研究所

二、 供给变化：利润亏损，补栏收缩

（一） 利润由盈转亏

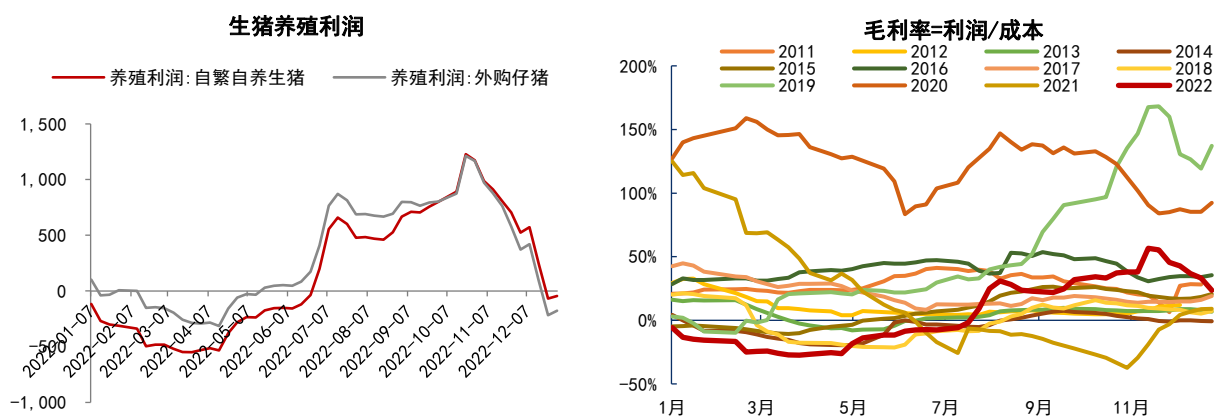
2022 年 4 月以来，随着猪价开启上行周期，养殖利润也开始修复，自繁自养在 7 月进入盈利阶段，10 月头均利润超 1000 元。而后，随着猪价持续下跌，养殖利润减少，12 月底，养殖利润再次亏损。截至 12 月 30 日当周，自繁自养利润-44.30 元/头，外购仔猪养殖利润-175.97 元/头，均出现亏损。

毛利率来看，剔除上一轮非瘟带来的超级猪周期，自繁自养的历史平均毛利率在 14%左右，四季度旺季的历史平均毛利率在 16%左右。当前，猪价的

下跌，导致养殖毛利率快速下降，从 2022 年 9 月的 23%，回落至 12 月末的-3%，行业从盈利转为亏损状态。

图表 2：养殖利润和毛利率

单位：元/头



资料来源：Wind 中信期货研究所

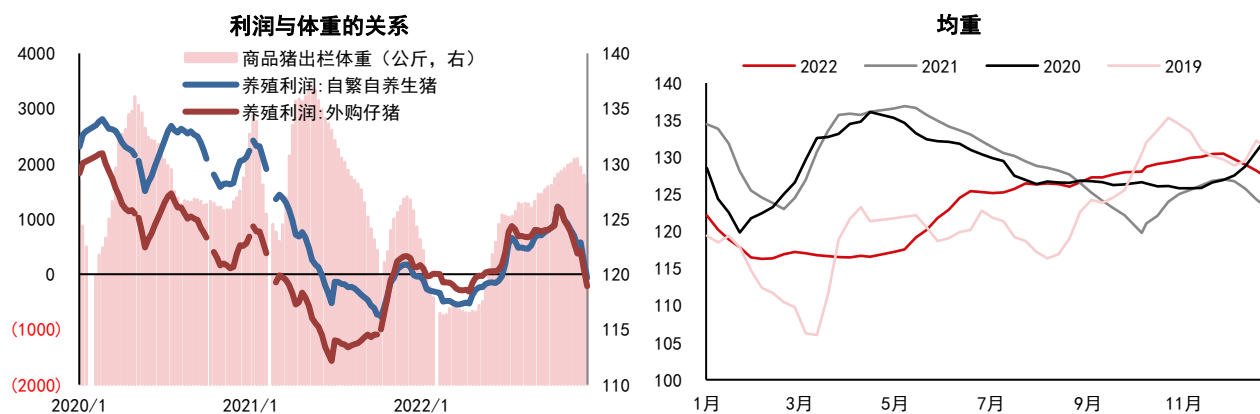
（二）均重持续下降

今年二季度以来，随着猪价的上涨和养殖利润的增加，全国生猪出栏均重从一季度的 117 公斤左右，增长至 12 月初的 130 公斤，单体猪肉供应量明显提升。

但是，进入 12 月后，集团企业阳历年底集中出栏进度加快，近期临近春节，散户出栏心态也开始积极，前期压栏和育肥的大猪释放，在猪价下跌的担忧情绪下，标猪出栏节奏也加快，出栏均重连续四周持续下降，目前降至 127 公斤。

图表 3：生猪出栏均重变化

单位：元/头；公斤



资料来源：涌益咨询 Wind 中信期货研究所

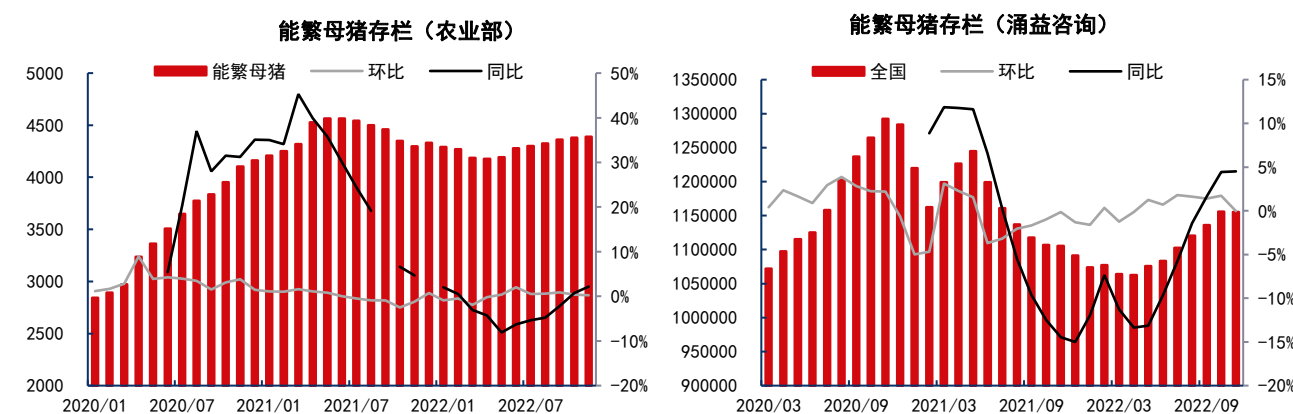
（三） 补栏积极性变弱

利润的变化影响行业补栏心态，2022 年 5 月以来，随着猪价上涨，行业补栏开始环比持续增加，而近期由于利润回落，补栏积极性开始减弱。

农业部数据显示，11 月全国能繁母猪存栏 4388 万头，环比+0.21%，同比+2.14%。涌益咨询数据显示，11 月样本点能繁母猪存栏月度环比变化-0.05%，同比变化+4.51%。从母猪补栏数据来看，农业部监测的补栏环比增幅出现收窄，补栏情绪不如前期积极，第三方机构监测的样本点母猪存栏甚至环比下降，说明养殖户不仅补栏节奏放缓，有些还开始出现去产能的迹象。

图表 4：能繁母猪存栏量

单位：万头；头



资料来源：涌益咨询 Wind 中信期货研究所

三、 需求变化：旺季难旺，标肥逆转

（一） 餐饮消费大降，旺季需求收缩

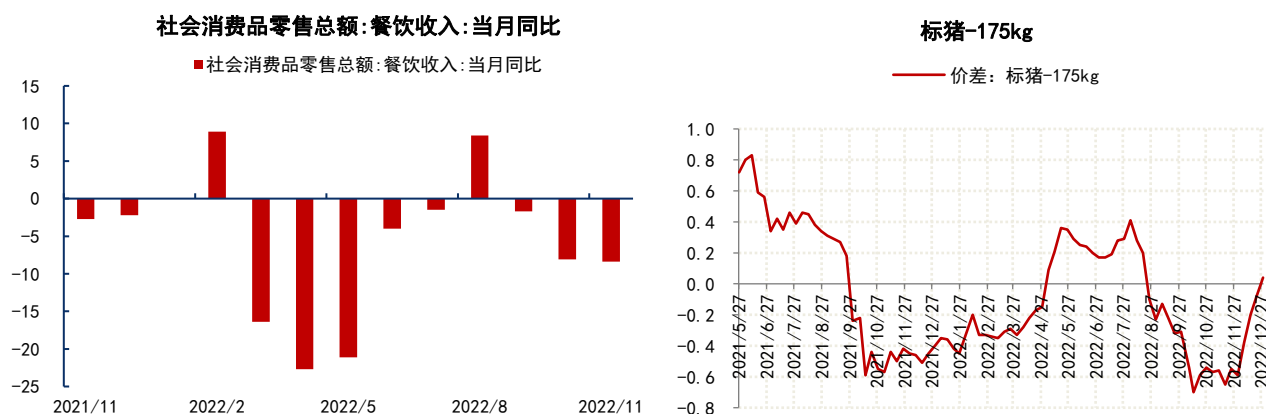
猪肉的需求主要来自于餐饮消费。今年来看，受到疫情影响，2022 年社会消费品（餐饮）月度零售总额同比降幅最高超过 20%，近期随着疫情的进一步影响，2022 年 11 月，社会消费品（餐饮）月度零售总额同比变化-8.4%。餐饮行业景气度较弱，直接影响生猪下游消费，需求表现低迷。

年底是猪肉消费旺季，尤其是腌腊和年货备货，市场对大肥猪的偏好较强。从标肥价差来看，往年年底肥猪供需关系紧张，标肥价差在 10 月至次年 4 月持续倒挂。但是今年年底受到疫情影响，腌腊规模不及往年，餐饮消费整

体偏弱，导致旺季大肥猪需求收缩，且前期二次育肥较多，积累了大量的高体重猪。在 2022 年 12 月底，标肥价差提前结束倒挂，肥猪供需较往年宽松。

图表 5：社会餐饮零售同比和生猪标肥价差

单位：%；元/公斤



资料来源：涌益咨询 Wind 中信期货研究所

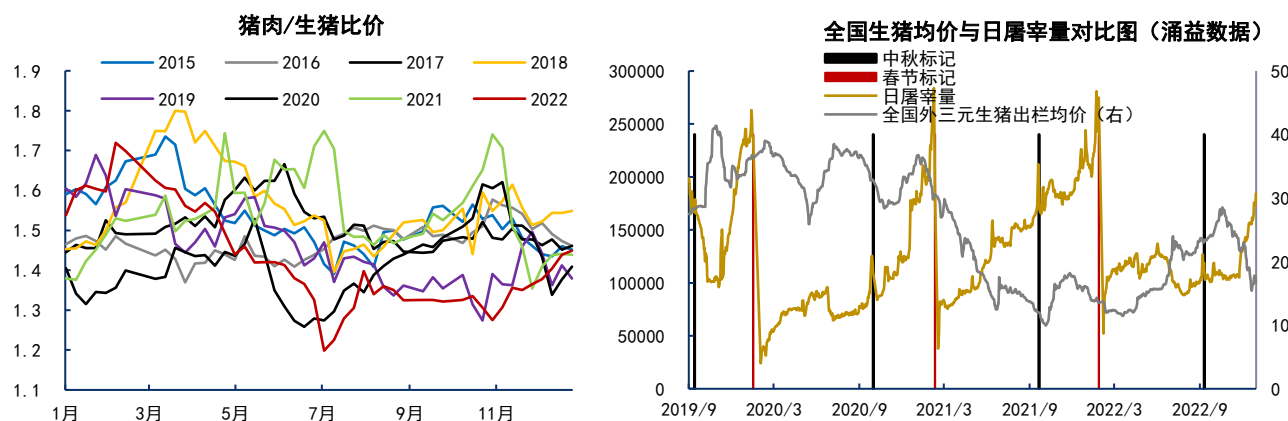
（二）屠宰利润较差，下游情绪不高

从屠宰端的情况来看，由于终端需求低迷，屠宰企业白条肉销售不畅，生猪宰杀成本较难向白条肉消费者转嫁，因此，今年下半年以来，“肉/猪”比价持续位于历史偏低水平。

屠宰利润不佳，直接影响屠企收猪意愿，从近期宰量来看，节前环比略有增长，但幅度明显不及往年，年底旺季需求高度有限。

图表 6：肉/猪比价和屠宰量价变化

单位：头；元/公斤



资料来源：涌益咨询 Wind 中信期货研究所

四、 焦点分析与后期展望

当前生猪市场，供给压力主要来自于前期大量的二次育肥，将出栏累积到年底集中释放，需求的问题主要在于疫情影响下，餐饮消费遭受打击，旺季预期落空，随着春节窗口临近，目前尚未看到大面积的恢复信号。

市场的关注点在于：

- （1） 大猪库存出清进度，反映前期累积的供给压力何时释放完成；
- （2） 生猪出栏均重，反映猪源供给压力变化；
- （3） 补栏情绪，影响明年出栏量；
- （4） 屠宰量，反映消费复苏情况。

短期来看，标肥价差倒挂的提前结束，说明现阶段大猪猪源相对充足，而消费正面临着疫情带来的低迷表现，近月情绪跟随现货市场，表现悲观。

长期来看，随着疫情高峰逐步褪去，未来消费复苏的预期难以证伪，在需求拐点未见明朗的状态下，消费恢复预期可能持续给远月合约带来高升水。但是，2023 年行业依旧面临母猪复产兑现的供给压力，当需求侧回归正常后，供给增量的持续兑现，预计使周期再度回归到下行走势当中。同时，我们关注到 2022 年底利润亏损后母猪复产进程停滞，这对于 2023 年四季度及之后的合约形成支撑预期。

风险因素：疫情；政策。

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

中信期货有限公司

深圳总部 地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826。