

## 消费未知 猪业寒冬再至？

——2023 年生猪年报

### 观点概述

2023 年度是生猪产能再度步入回升通道的一年，拐点或在 4 月前后出现，二季度开始供应趋增，但初期环比增速或不及预期，真正的供应增量或在三季度开始出现。

需求端将是明年最大的不确定性因素，将同时受宏观经济形势变化和放开后消费趋势变化的影响，目前主流观点下，一季度需求低迷，二季度需求能否好转不确定性大，三季度为传统的季节性需求淡季，四季度需求或迎来年内高光阶段。

从产能持续回升角度看，2023 年生猪现货价格重心将下移，若需求仍持续低迷，不排除行业再度触及亏损的可能。

### 风险关注

消费超预期恢复

研究员：许晓燕

邮 箱：xuxy@ghlsqh.com.cn

TEL：0571-85238905

从 业 资 格 号：F0255539

投资咨询资格号：Z0002333

报告时间：2022/12/15

## 一、行情回顾

图 1 全国外三元生猪价格



图 2 生猪养殖利润



数据来源：同花顺、国海良时期货研究所

数据来源：同花顺、国海良时期货研究所

- 供应高峰叠加春节后消费淡季，一季度生猪价格持续下跌，生猪养殖行业持续两个月全行业深度亏损状态；
- 超跌反弹+持续收储托市+集中踩踏出栏后供应缩减，3月下旬开始生猪现货价格止跌企稳后拉开上涨序幕；
- 2021年7月开始能繁母猪存栏量步入下降趋势，兑现为2022年二季度生猪供应持续缩减，6月下旬供应紧张刺激猪价再度拉涨，截至7月上旬触及24元/公斤，猪价涨幅达100%。
- 7月4日开始，发改委、农业农村部、统计局先后发声维稳：能繁母猪产能相对充足，猪价不具备持续上涨条件，研究冻肉抛储措施。同时，步入7月份后，高温期消费淡季，叠加多地疫情反复影响，下游需求异常惨淡，猪价回落调整。
- 8月中下旬开始，出栏再度放缓，需求端回暖，猪价再度上涨，同时肥-标价差逆季节性走扩，二育窗口打开；
- 9-10月份，受二育利润、空栏主体的补栏需求、及补栏后正好时值年底旺季出栏等因素的影响，市场掀起大规模二次育肥热潮，造成短期标猪供应减少，加剧短期供需趋紧格局，驱动猪价大幅拉涨创出年内新高，一度突破28元/公斤。在此阶段内，政府再度持续发声保供稳价，并敦促市场主体保持正常出栏节奏，严禁压栏、哄抬猪价。
- 11月后，需求端由于降温推迟，南方地区气温迟迟不见下降，叠加高价抑制需求和疫情反复影响等，市场翘首以待的腌腊季需求迟迟不见启动，而以头部养殖集团为首的规模大场再度“抢跑”，提前开始增量出栏，11月初计划增加3-5%的出栏量，但实际出栏量大幅超过期初计划，12月再度拟增加10%出栏量。而伴随价格下跌及消费预期落空，散户出栏意愿增强，并随着价格的大幅杀跌演变为恐慌性出栏，在12月气温转冷，腌腊需求启动的情况下，供应仍未见收缩，促使猪价继续崩塌。截至12月14日，河南地区外三元生猪价格跌至18元/吨一线。

## 二、供需分析

### （一）生猪产能重回增长趋势 长期供应整体充足

#### 1. 生猪产能重回增长趋势 长期供应趋增。

能繁母猪存栏自 2021 年 6 月 4564 万头开始步入下跌，至 2022 年度 4 月份见阶段性存栏低点 4177 万头，2022 年 5 月开始再度步入持续上升阶段，截至 2022 年 10 月底，农业农村部公布能繁存栏量为 4379 万头，超过正常保有量的 6.8%。行业机构的样本监测数据显示 11 月份能繁母猪存栏量继续环比增加，样本点增幅在 1-3%。

能繁母猪存栏量对应 10-11 个月后的生猪出栏供应量水平。根据今年能繁母猪存栏量的变动情况，对应 2023 年一季度供应基数处阶段性低位水平，4 月前后将出现低位拐点，随后出栏供应基数步入上升通道，至少增长态势将维持到明年 9 月份。

图 3 能繁母猪存栏量（万头）

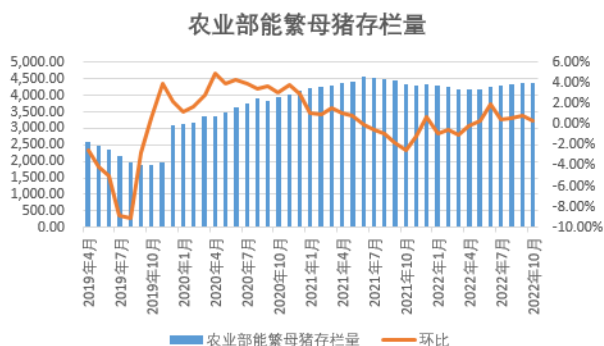


图 4 月度生猪存栏量（万头）



数据来源：农业部、国海良时期货研究所

数据来源：农业部、国海良时期货研究所

#### 2. 上半年供应自低位开始恢复，二季度供应增速或不及预期

一季度中后期供应基数低。1-2 月主要面临春节集中供应压力，考虑到年前 11-12 月份的集中抛售态势，不同于存栏压力延至 2022 年 3 月春节后集中释放，今年若能在春节前完成相当部分的存栏出清，则年后供应压力将有明显缓解，同时 2022 年 4 月份能繁存栏低位决定了 2023 年 3 月份前后的基础供应量处最低水平。

二季度增速或不及预期。2022 年 5 月，能繁存栏量开始回升，意味着明年 4 月份前后开始，生猪出栏量将持续趋增，但是从进一步细化的跟踪指标来看，二季度所处的供应增加初期，环比增速或低于预期，主要原因是 2022 年 7 月前的猪价上涨是从深度亏损水平的超跌反弹开始的，至少 5-6 月份养殖主体的补栏热情持续谨慎，实际补栏增量并不多。首先从后备母猪的量价来看，2022 年 5-6 月，后备母猪价格涨幅明显小于生猪价格，样本点后备母猪销售量同样增幅有限，直至生猪价格走出 6 月底至七月份的飙涨行情后，后备母猪销售才出现量价双旺的变化。其次，据投资公司研究团队跟踪的输精管使用量数据，今年 2-7 月份该数据持续维持低位水平，分别为 274、547、563、756、644、600 万根，说明 8 月份之前虽然能繁存栏持续回升，但是实际配种量并未紧跟增长。咨询机构跟踪的样本点

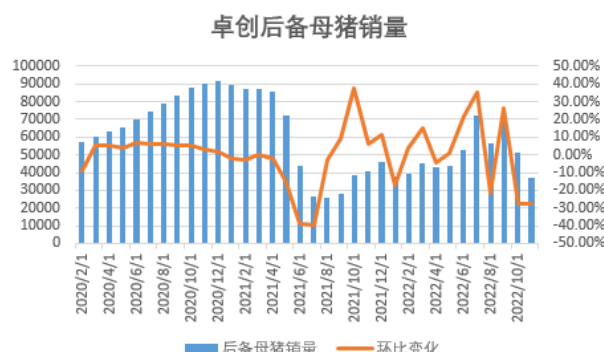
母猪配种率在 4 月以后持续走低，也说明初期增长的能繁存栏并未有效转化成实际配种，及产能增长并未直接兑现为产量增加，2-4 月样本点母猪配种量同比大致持平，但 5 月份开始的配种数量都同比低于 2021 年相同月份水平。另外，从生产性能变化来看，今年 2-6 月份分娩率、存活率等指标自低位逐步恢复，到 7 月过后才回到相对高位水平。因此，综合样本数据来看，至少 2023 年二季度的基础供应能力或环比增幅有限，并且同比下降。

三季度供应预计增量明显。今年 7-8 月份开始，后配能繁销售量价双旺，母猪配种量经过累积的缓慢攀升回到偏高水平，同时母猪生产性能指标好转。以 10-11 个月的孕期+育肥期推演，明年 6 月过后生猪供应量或将快速增长。

图 5 二元后备母猪均价



图 6 后备母猪销量



数据来源：卓创资讯、国海良时期货研究所

数据来源：卓创资讯、国海良时期货研究所

图 7 母猪配种

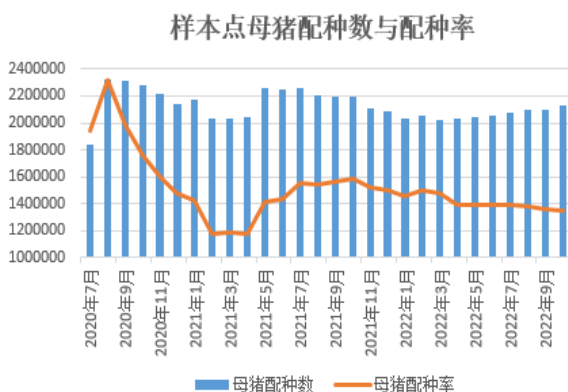
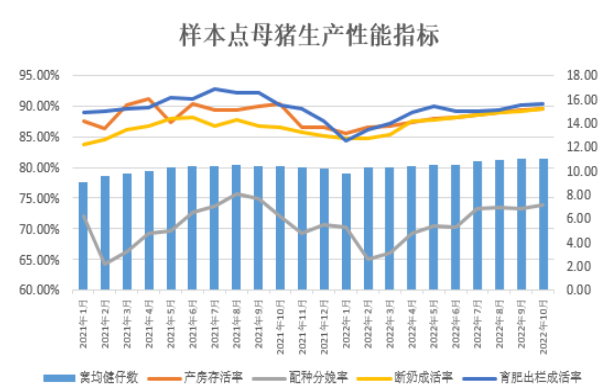


图 8 母猪生产性能



数据来源：涌益咨询、国海良时期货研究所

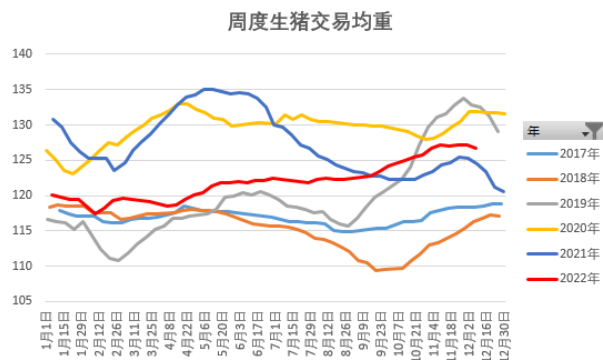
数据来源：涌益咨询、国海良时期货研究所

### 3. 出栏均重再度开启下行趋势

一般在上涨过程当中，猪价、利润、与体重呈负反馈关系，即“涨价—增利润—增体重”，而在下跌过程当中，三者转为负反馈关系，即“跌价—降利润—降体重”。2022 年 11-12 月份，在超预期供应主导下，生猪价格旺季不旺，反而大幅跳水，导致养殖利润快速崩塌，更加刺激了养殖主体的出栏意愿，随着大肥猪存栏去化，生猪交易均重数据出现高位拐头的迹象。在大体重存栏去化过后，回落到

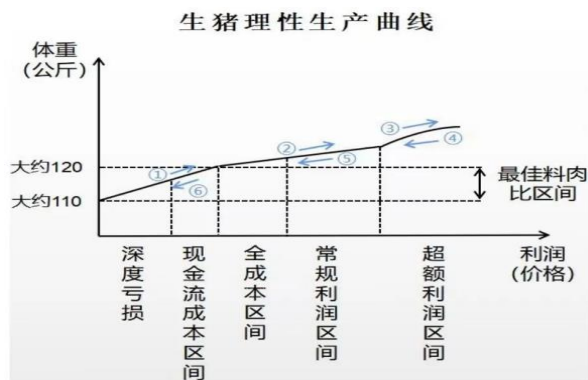
正常区间内的养殖利润水平，将引导出栏均重回归到正常水平，即 2023 年度，预计生猪出栏均重将回落到 120KG/头上下。

图 9 生猪交易均重



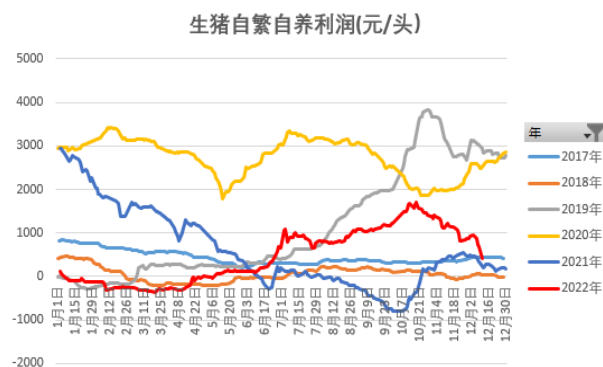
数据来源：卓创资讯、国海良时期货研究所

图 10 利润与体重



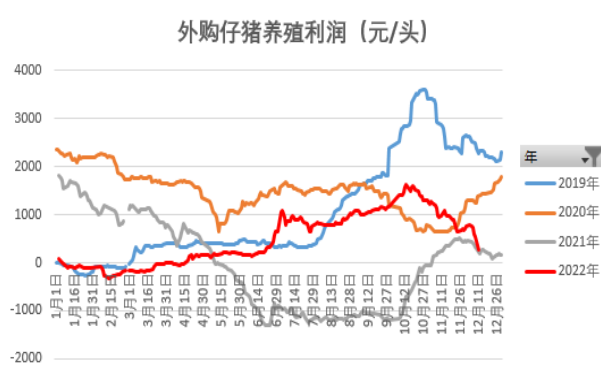
数据来源：网络媒体、国海良时期货研究所

图 11 自繁自养养殖利润



数据来源：卓创资讯、国海良时期货研究所

图 12 外购仔猪养殖利润



数据来源：卓创资讯、国海良时期货研究所

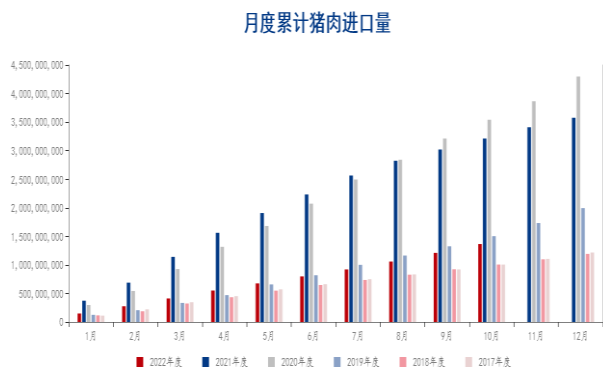
#### 4.进口维持正常水平 冻品库存不高

随着国内生猪产能恢复并保持在相对充裕状态，2022 年度猪肉进口量回归正常水平。2023 年国内供应依旧整体充足，进口量预计维持正常水平。

今年二季度开始猪价持续偏高水平运行，冻品建库意愿不高，冻品库容率持续处于往年均值水平，同比 2021 年度大幅下降。截至目前，屠企冻品库容率降至同比偏低水平。2023 年度，产能上升为主的年份，猪价重心或下移，若再度出现行业利润转亏阶段，关注屠企冻品建库意愿是否会帮助猪价托底反弹。

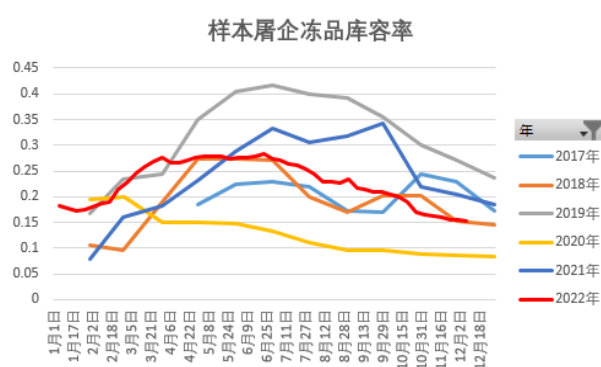


图 13 猪肉进口量



数据来源：上海钢联、国海良时期货研究所

图 14 冻品库容率



数据来源：卓创资讯、国海良时期货研究所

## （二）需求端是最大的不确定性

卓创猪肉月度表需数据显示 2022 年 1-10 月累计需求 4491 万吨，11-12 月需求数量若按照 2021 年同期下滑 20% 计算，则 2022 年度猪肉表需在 5239.8 万吨，仍低于疫情前 5500 万吨水平。USDA 预估 2022 年中国猪肉消费量 5269 万吨，2023 年 5357.5 万吨，环比增长 1.68%。

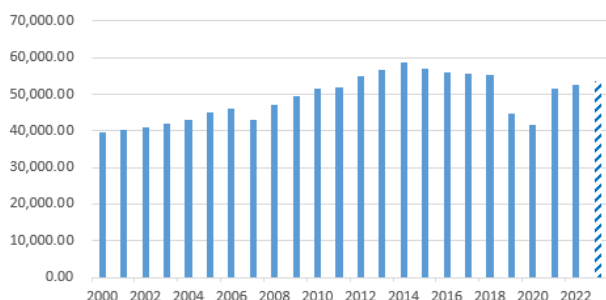
分析 2022 年影响猪肉消费的因素，主要集中在阶段性高猪价带来的抑制，国内经济形势不佳造成消费能力的下降，以及多地疫情防控形势不断反复带来的对大消费行业的阶段性影响。

展望 2023 年，国内经济领先外围率先触底，同时政府层面转向保经济导向，预计将出台更有利的刺激措施，因此来自宏观方面对消费能力的影响预计向好为主。价格水平方面，明年多数时间处于增产阶段，对应价格重心下移概率更高，从当前价格再度跌破 20 元/公斤以下的猪价水平来看，高价抑制消费的利空因素暂时不复存在。防控放开后的恢复形势和节奏预计成为影响明年猪肉消费体量的最大不确定性因素。目前主流观点认为需要 1-3 个季度的时间来度过国内第一个放开高峰。照此推演，2023 年一季度需求端将陷入消费转淡和抗疫高峰抑制需求的双重利空格局；二季度不确定性大，若抗疫形势乐观，居民生产生活逐步恢复正常，则需求端或呈现季节性消费好转叠加放开平稳后的需求回归同时出现，反之二季度继续处于抗疫高峰期，则季节性的二季度回暖也可能落空。从大方向看，2023 年四季度有望出现不错的旺季消费表现，宏观经济形势好转叠加放开后的回归正常生活秩序状态，当然仍需要提防冬季病毒再度肆虐并演变成又一轮高峰的可能。

图 15 中国猪肉消费量

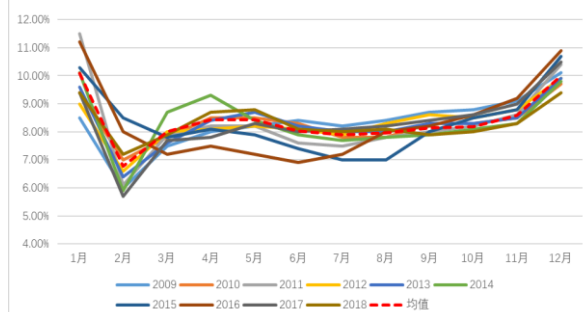
图 16 猪肉消费季节性

中国猪肉消费量（千吨）



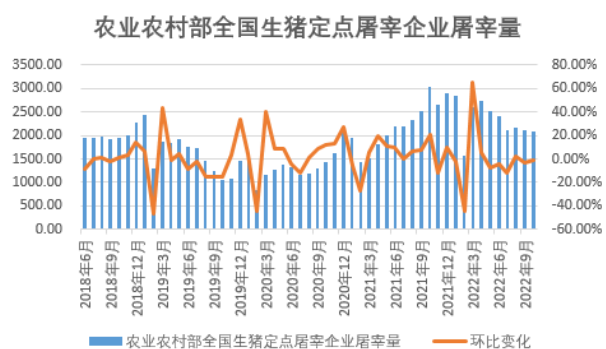
数据来源：usda、国海良时期货研究所

猪肉消费季节性（各月份猪肉供应占比变化）



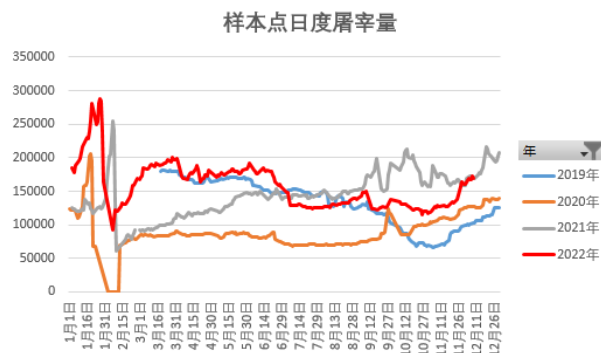
数据来源：国海良时期货研究所

图 17 重点屠宰企业屠宰量



数据来源：农业部、国海良时期货研究所

图 18 样本点日度屠宰量



数据来源：卓创资讯、国海良时期货研究所

### （三）后市展望

通过前述供需分析，我们可大致推演 2023 年度各个季度的供需格局及变量要素。

一季度整体供需双弱，春节前后价格跌幅及存栏去化程度将影响价格变化的节奏：2022 年 2-4 月份能繁存栏低位决定了 2023 年度一季度的供应能力处最低水平，但 1-2 月份预计仍处春节前后集中供应压力之中。同时春节后需求端将面临季节性淡季和放开后抗疫高峰期对消费抑制的双重影响，整体价格水平预计维持低位。考虑到今年腌腊季开始的旺季不旺，价格持续下跌与养殖主体踩踏出栏之间的负反馈格局，若前期价格跌幅过大，同时存栏去化较高，则一季度中后段或在超跌反弹叠加供应压力缓解的驱动下反弹。反之，若同 2022 年 3 月格局一样，持续的弱需求导致被动存栏压力延至释放，则明年一季度猪价将持续维持弱势状态。

二季度，供应端或开启新的增长阶段，但环比增速或将有限，整体供应水平预计可控。需求端或将成为关键因素。季节性来看，4 月份开始，随着端午、五一等节假日的到来，需求往往有阶段性好转。但明年有宏观面保经济和抗疫进程不明朗的双重不确定性，若二季度需求继续受抑，则供增需弱，猪价弱势延续。反之，若经过一个季度的努力，第一个放开高峰平稳过渡，叠加宏观面保经济措施护航，消费也存在超预期可能，驱动猪价阶段性上行。

三季度或将进入供应端快速增长期，而需求端处于全年最淡阶段，届时供应端压力或更甚一筹，需要关注今年一季度天气、仔猪疫病、存活率等情况。

四季度，相信经历三个季度的努力，国内防疫形势有望取得实质性进步，生活消费回归疫情前状态，叠加宏观经济层面的逐步复苏，预计明年四季度旺季有明显的同比增长表现。

### 三、价格分析

#### （一）全年猪价价格重心预计下移

一般来说，能繁母猪存栏持续增加将导致 10-11 个月后生猪出栏供应量的持续增加，在消费相对平稳的情况下，驱动生猪价格重心下移。我们对比滞后 10 个月期的能繁存栏走势和生猪价格走势，也可以看到在多数时间内，两者成反比关系。

从前述供应部分分析可知，2023 年度 4 月前后开始，生猪供应将步入持续增加的阶段，至少持续到 9 月份，若当前能繁母猪存栏环比增长的态势持续，则明年四季度的基础出栏能力将继续增长。对应到生猪价格趋势上，价格重心预计下移为主，风险在于需求端会不会出现超预期的恢复。

图 19 能繁存栏量与生猪价格

滞后10月能繁存栏与猪价走势对比



数据来源：同花顺、国海良时期货研究所

#### （二）成本支撑测算

据机构测算，当前断奶仔猪平均成本约 360 元/头，500 头母猪规模场育肥环节头均费用约 160 元/头，我们以 125 公斤出栏体重，料肉比 2.8: 1，全价料 4200 元/吨，育肥成活率 89.5% 计算，自繁自养养殖成本约 17 元/公斤，按照当前 7KG 仔猪价格 450 元/头计算，外购仔猪养殖成本约 17.7 元/公斤。

2022 年度，作为饲料原料的玉米价格高位运行，而豆粕价格则出现大涨，带动饲料价格大幅上涨，从而带动生猪养殖成本大幅上涨。目前生猪养殖成本构成中，人工、折旧等成本相对稳定，防疫成本将持续保持较高水平，变动项主要集中在饲料成本。展望 2023 年的饲料价格形势，玉米端而言，2022/23 年度国内市场仍存年度缺口，价格相对抗跌，即使出现跟随全球农产品整体价格水平下移的情况，国内新年度玉米下方成本支撑明显。按照国内玉米 2022/23 年度种植成本测算，折合北港 2650 元/吨，即



较当前价格下跌 200 元/吨。豆粕方面，在南美丰产情况下，美豆价格重心或将下移，但同样下有成本支撑，国内豆粕供需最紧张阶段或告一段落，明年豆粕现货价格预计回落为主。

目前 M2301 价格仍在 4000 元/吨左右，M2305、M2309 价格均在 3700 元/吨以上。在玉米下跌 100 元/吨，豆粕跌至 4000 元/吨的情况下，饲料成本下降约 0.26 元/公斤，带动生猪养殖成本下降 0.74 元/公斤左右。以极限跌幅计算，玉米下跌 200 元/吨，豆粕跌至 3500 元/吨，则饲料成本下降 0.42 元/公斤，带动生猪养殖成本下跌 1.2 元/公斤左右。

回顾往次猪周期过程中行业利润变化，除了 2018-2022 年最近一轮超级猪周期中出现的深度亏损情况外，其他猪周期过程中，极限亏损在 300 元/头左右，即可能的极限低点为  $17-1.2-2.4=13.4$  元/吨。即当前远月合约价格虽然已给出目前静态的成本水平，但若后续饲料价格、行业利润继续恶化，下方仍有下跌空间，在当前远期供需格局并不明朗的情况下，贸然单边左侧抄底仍面临较高风险。

图 20 玉米、豆粕价格



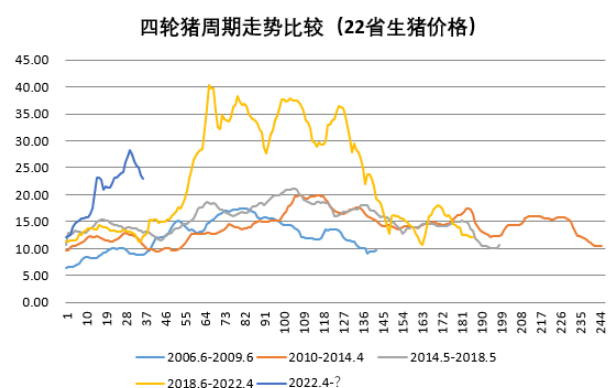
数据来源：同花顺、国海良时期货研究所

图 21 生猪饲料价格



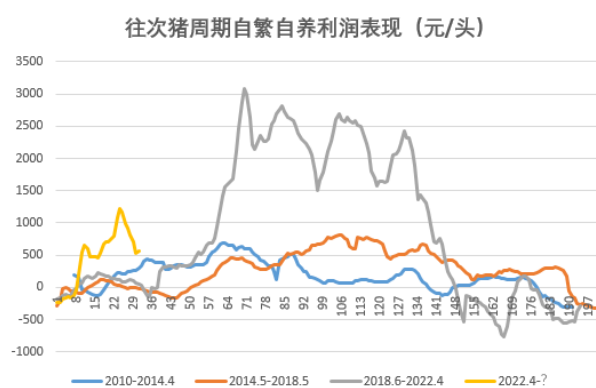
数据来源：同花顺、国海良时期货研究所

图 22 往次猪周期价格走势对比



数据来源：国海良时期货研究所

图 23 往次猪周期利润走势对比



数据来源：国海良时期货研究所

## 四、总结

2023 年度是生猪产能再度步入回升通道的一年，拐点或在 4 月前后出现，二季度开始供应趋增，

报告仅供参考，请阅读末页免责声明。

但初期环比增速或不及预期，真正的供应增量或在三季度开始出现。

需求端将是明年最大的不确定性因素，将同时受宏观经济形势变化和放开后消费趋势变化的影响，目前主流观点下，一季度需求低迷，二季度需求能否好转不确定性大，三季度为传统的季节性需求淡季，四季度需求或迎来年内高光阶段。

从产能持续回升角度看，2023 年生猪现货价格重心将下移，若需求仍持续低迷，不排除行业再度触及亏损的可能。

从估值角度看，成本线构成第一支撑水平，成本-亏损构成第二支撑水平，若考虑明年饲料成本可能的下行风险，则成本线或降至 15.8-16.6 元/公斤一线，若行业再度触及较大亏损，则对应猪价或在 13.4-14.2 元/公斤一线。

策略上来讲，大方向而言，仍依托价格重心下移的判断逢高做空为主，尤其对于养殖主体，建议提前制定套保计划，关注套保机会，出现适当的远期养殖利润时及时锁定。而当下跌发生时，当价格进入亏损区间，则不建议继续追空，鉴于大方向上在度过动荡期后消费终将逐步恢复的判断，有买保需求的主体同样建议及时关注买入套保机会。

风险关注：消费超预期恢复

#### 【免责声明】

本报告中的信息均来源于已公开的资料，国海良时期货有限公司对这些公开资料获得信息的准确性、完整性及未来变更的可能性不做任何保证。

由于本报告观点受作者本人获得的信息、分析方法和观点所限，本报告所载的观点并不代表国海良时期货有限公司的立场，如与公司发布的其他信息不一致或有不同的结论，未免发生疑问，所请谨慎参考。投资有风险，投资者据此入市交易产生的结果与我公司和作者无关，我公司不承担任何形式的损失。本报告版权为我公司所有，未经我公司书面许可，不得以任何形式翻版、更改、复制发布，或投入商业使用。如引用请遵循原本文意，并注明出处为“国海良时期货有限公司”。

如本报告涉及的投资与服务不适合或有任何疑问的，我们建议您咨询客户经理或公司投资咨询部。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议，或担保任何投资及策略契合个别投资者的情况。本报告并不构成给予个人的咨询建议，且国海良时期货有限公司不会因接收人收到本报告而视他们为其客户。

国海良时期货有限公司具有期货投资咨询业务资格。