



弘业期货股份有限公司  
HOLLY FUTURES CO., LTD.

天之将明，其黑尤烈



研究员 唐其山

从业资格证号：F3060528

投资咨询资格证号：Z0016400

## 生猪年报：天之将明，其黑尤烈

### 内容摘要：

供应端存量偏大是今年市场的主线交易逻辑，虽然年初全行业已处亏损状态，但在规模化浪潮推动下，资本的加持使得头部企业多实施逆周期扩张战略，规模企业也陷入囚徒困境之中，从而导致行业产能去化速度偏慢、存栏居高不下，全年生猪出栏量预计将创下历史新高。

2023 年需求端虽整体在恢复之中，但消费的兑现情况明显不及市场预期，淡季猪价的底部支撑弱而旺季又缺乏强有力拉动，资金和预期制约下投机性二次育肥和主动分割入库行为减少，全年猪价波幅收窄。

2023 年四季度以及 2024 年一季度生猪产能预计加速去化至正常保有量以下水平，二季度以后母猪存栏保持相对稳定，存量上明年年初市场仍面临较大的出栏压力，其中因疫病和现金流引起的被动出栏概率提升，二季度以后出栏压力趋减；价格表现上，我们认为 2024 年猪价大致呈“勺子”型走势，年后猪价跌至低位后窄幅调整，待存量压力被消化后走出低价区，下半年部分养殖企业实现盈利，但上方受生猪产能不缺和企业综合成本下滑等制约，暂不存在大幅盈利空间，全年期价波动区间预计 13000-18000 元/吨。

**风险因素：**养殖原料大幅上涨，生猪疫病

## 2023 年行情回顾

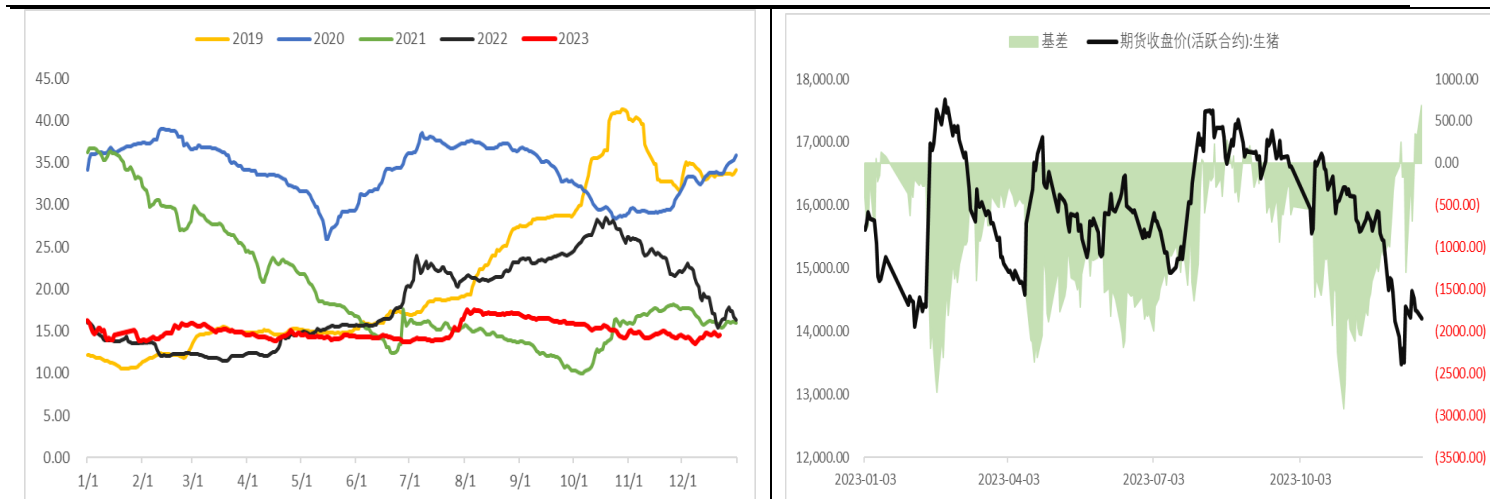
2023 年生猪期、现货价格整体呈下跌态势，1 月至 12 月中，生猪现货价格从 15.3 元/kg 跌至 14.77 元/kg，跌幅达 3.52%，期货主力合约跌幅超 8%，按养殖单位出栏节奏和心态，具体可以分为两个阶段：

1-9 月份：希望与失望之间来回切换。年后现货猪价很快跌破 14 元/kg，自繁自养最高亏损超 200 元/头，但业内对节后淡季有一定心理预期，对后市盼涨情绪还在，且产业现金流相对充裕；2 月底国家收储带动屠宰企业分割入库操作，二次育肥入场等拉动猪价快速反弹，盘面最高升至 17680 元/吨，后因消费跟进不足，屠企入库减少导致猪价回落；下半年养殖和屠宰企业现金流趋紧，不过肥标价差提前走扩带动市场压栏情绪，形成涨价-压栏-涨价的正向反馈，7-8 月份猪价最大涨幅约 28%，双节前养殖单位顺势出栏，屠宰企业冻品出库，价格回落。

10 月份至今：预期破灭后的集体恐慌。天气转凉后终端进入传统消费旺季，月初散户扛价惜售叠加二育入场行为，对价格形成短暂支撑，后因北方多地猪病导致小体重猪出栏增加，集团场增量引发市场抛售，期现货价格均下破前期低点。11 月中旬腌腊零星开启，但因南方温度偏高，提振效果不佳，直至 12 月中全面降温后消费预期开始兑现，短期虽利好猪价，但预期一再被打破，行业整体情绪仍偏悲观。

图 1 全国生猪均价：元/kg

图 2 生猪主力与基差走势：元/吨



数据来源: wind 涌益咨询 弘业期货农产品所

## 周期底部拉长

今年产能下滑速度偏慢, 1-10 月份调减母猪 180 万头, 月均仅 18 万头, 累计去化幅度为 4.1%, 而以往历史周期生猪产能去化幅度均超过 8%, 上一轮为 9.7%。农业农村部公布的 10 月份全国能繁存栏量为 4210 万头, 相当于正常保有量 4100 万头的 102.7%, 需要注意的是, 4100 万头正常保有量由农业农村部于 2021 年 9 月在《生猪产能调控实施方案(暂行)》中提出, 彼时 PSY 及 MSY 分别为 18.2 和 16, 近两年行业内卷严重, 降本增效是各大猪企重要抓手, 企业在成本控制、产能利用率方面下足功夫, 养殖效率趋势上行, 2023 年全国平均 PSY 约 22, 头部企业可以达到 26-28, 平均 MSY 约 18.5, 较之前两年有了大幅提升, 且未来还有改善空间, 所以从当下来看两年前提出的 4100 万头正常保有量已明显偏高。7 月份农业农村部在回复十四届全国人大一次会议代表建议时表示, 将会同财政部等有关部门, 进一步优化完善生猪产能调控实施方案, 拟将能繁母猪保有量由 4100 万头调减为 3900 万头。12 月份全国畜牧业生产形势分析会召开, 会议强调“要不断优化完善生猪产能调控措施”, 具体优化方案有望在 2024 年发布。

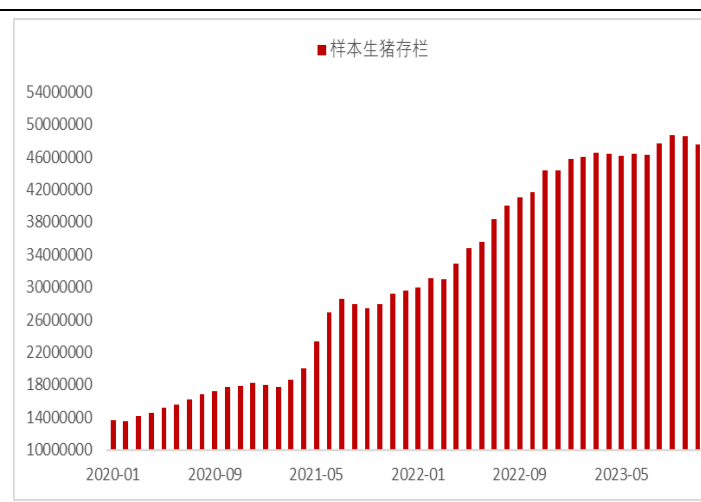
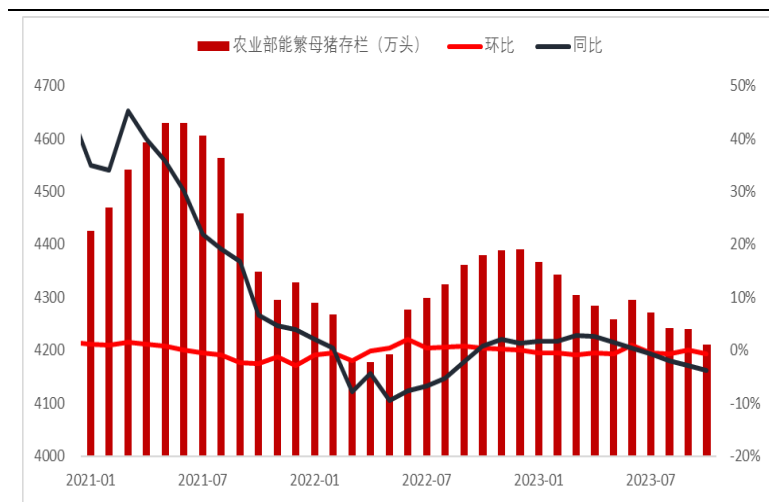
此轮漫长的下行周期超出大多数人的想象, 产能去化缓慢与规模化进程加快、头

部企业积极提高市场占有率有关，猪企通过逆周期操作实现产业份额的提升，只有经历比以往周期底部更严酷的寒冬，方能享受下一波周期上涨带来的红利，规模场亦想入因徒困境之中，使得此轮亏损时间拉长，行业内卷严重，猪企集中力量在资本和成本两方面打拼，而显然头部企业具备这些优势。2022 年 12 家上市猪企出栏量 1.17 亿头，按年出栏 7 亿头算，市场占有率为 16.7%，而今年出栏目标为 1.46 亿头，同比增幅为 24.8%，头部企业通过降本增效以及多渠道融资来对抗周期底部风险，如某上市猪企表示通过提高  $psy$  降低断奶成本，通过提高成活率降低育肥成本以及提高管理水平等使得企业生猪完全成本从一季度的 17.4 元/kg 降至 11 月份的 15.6 元/kg，预计明年降至 15 元/kg 以下，若饲料成本下滑，则仍有进一步下降空间。

相较于散户，规模及头部猪企具备资金、人才、技术优势，但不意味着自身安全性足够高，因为成本下降需要一个过程，而大型企业厂房、设备等固定成本需通过较大的生猪存量来摊销，折旧年限越短，意味着每期进入存货成本的折旧就越高，从而抬升生猪出栏成本，这就意味着猪价低迷时企业将承受更大的损失，需要留有充足现金流来填补，因而在周期底部上市公司两大经营核心要务便是成本管理和资金管理。企业一般通过筹资、投资以及经营活动获取，经营性现金流入依赖于猪价上来带来的盈利，1 月份随着猪价跌破自繁自养成本线，全行业陷入亏损，但上半年养母猪卖仔猪环节尚有利润空间，故行业主动去产能不足；集团企业猪舍、生物资产规模庞大，举债经营也成为猪企必选项，今年行业负债率再度提升，截至三季度末，前 12 大猪企平均负债率为 67.35%，部分甚至超过 80%，为历史最高水平，平均速动比率处于历史低位；下半年产业现金流普遍吃紧，上市猪企频繁定增用于补充流通资金、偿还到期债务、猪场生物安全防控和数智化升级，春节前猪价有望回暖，猪企尚可支撑，而节后或同时面临出栏增加和需求不振双重打压，加之冬季疫病扰动，被动去化预计加速。

图 3 能繁母猪存栏：万头

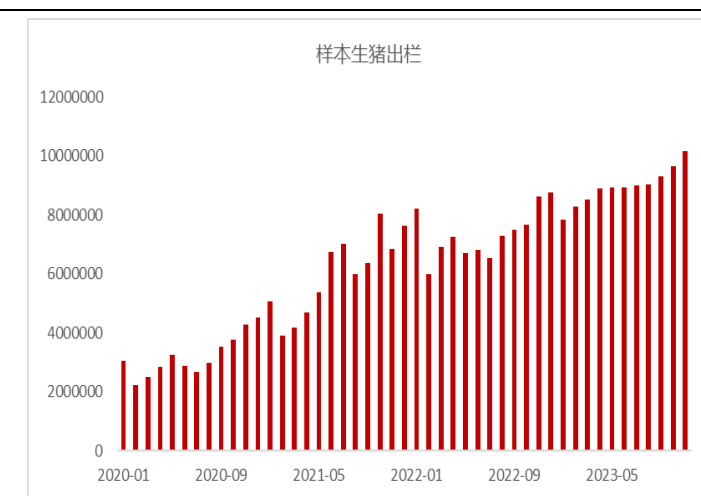
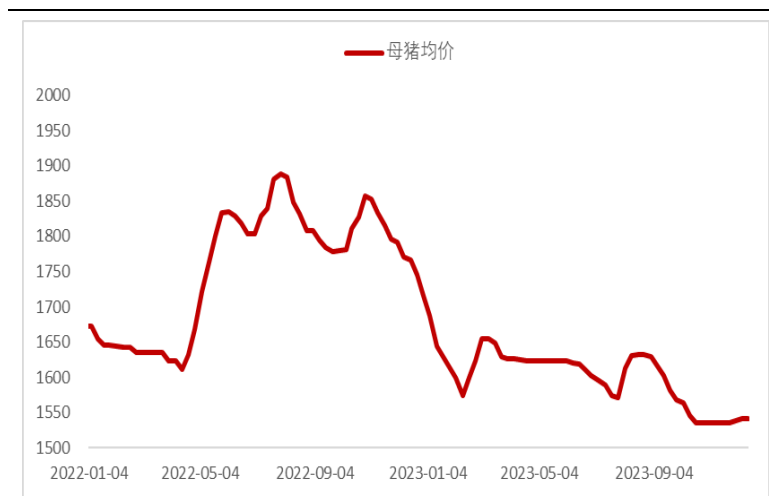
图 4 生猪存栏量：头



数据来源：wind 涌益 卓创 弘业期货农产品所

图 5 二元母猪价格：元/头

图 6 生猪出栏量：头



数据来源：wind 涌益 卓创 弘业期货农产品所

政策层面上，近年来国家积极引导养殖场扩大养殖规模，提升标准化水平，早在 2020 年国务院办公厅《关于促进畜牧业高质量发展的意见》中提出至 2025 年畜禽养殖规模化率达到 70% 以上，近年来各级政府对规模化企业支持力度加强，对不符合要求的猪场依法禁养。2023 年中央一号文件中提出“推进畜禽规模化养殖场和水产养殖池塘改造升级”，近期，多地陆续颁布环保政策规定，湖北省首部规模以下畜禽养殖污染防治

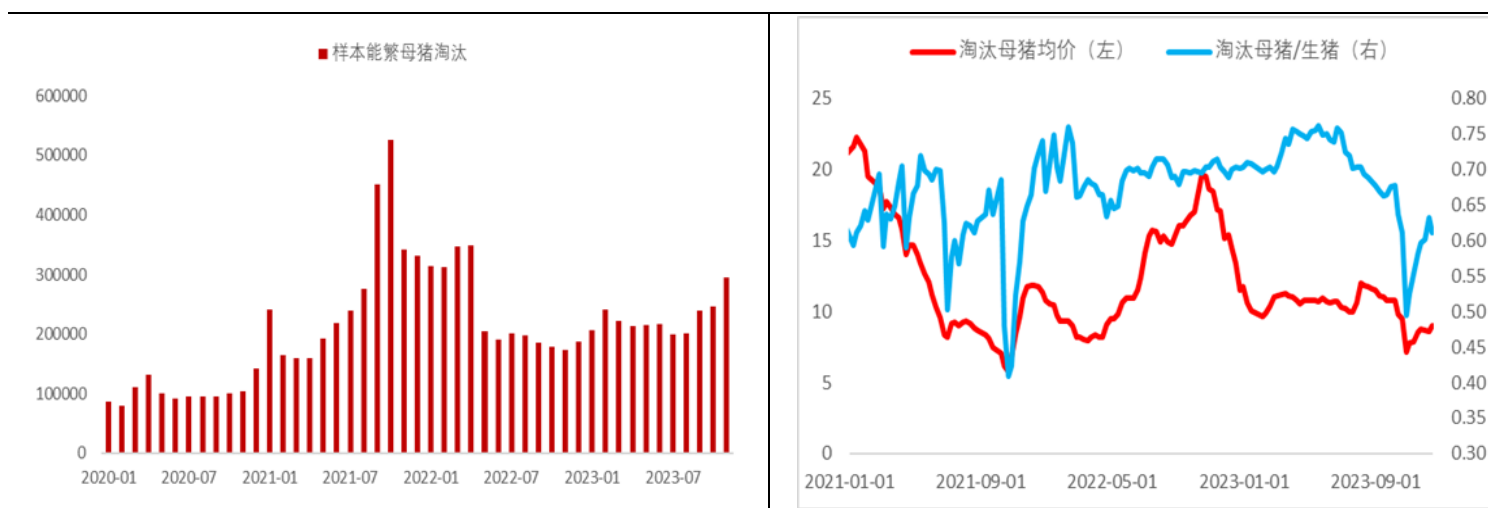


治县级法规-《长阳土家族自治县畜禽养殖污染防治条例》将于 2024 年 1 月 1 日起施行；江苏首部针对畜禽养殖污染防治“规模以上和以下”双向规制的地方性法规-《扬州市畜禽养殖污染防治条例》将于 2024 年 3 月 1 日起实施，若环保政策趋严，行政力量介入，则散户退出速度将进一步加快，去产能逻辑将更明晰。

就淘汰节奏而言，前三季度产能去化速度偏慢，能繁月均仅去化 17 万头，10 月份开始母猪淘汰增速，主要因国庆旺季需求被证伪，市场预期扑空，悲观情绪蔓延后主动去产动作增多，加之当月下旬华中、华北猪病爆发导致被动出栏增加，10 月份农业农村部能繁母猪降幅为今年最大，11 月三方机构样本企业能繁母猪存栏降幅继续扩大，降幅 1.48%-1.92% 区间不等；从淘汰母猪角度，10-11 月份卓创样本企业能繁母猪淘汰量同比增幅 54%，上海钢联规模场母猪淘汰量同比增幅 58.7%，11 月涌益调研辽宁、河南、山东、四川、广西五地淘汰母猪宰量环比提升 8.7%，同比增加 23.8%。截至 12 月中旬，淘汰母猪价格降至 8.56 元/kg，较年初降幅约 22%；另从饲料角度看，10 月份猪料销量虽环比继续增加，但增幅放缓，其中母猪料、教保料销量出现环比下滑，且降幅较大，侧面印证了加速去化的事实。

图 7 能繁母猪淘汰量：头

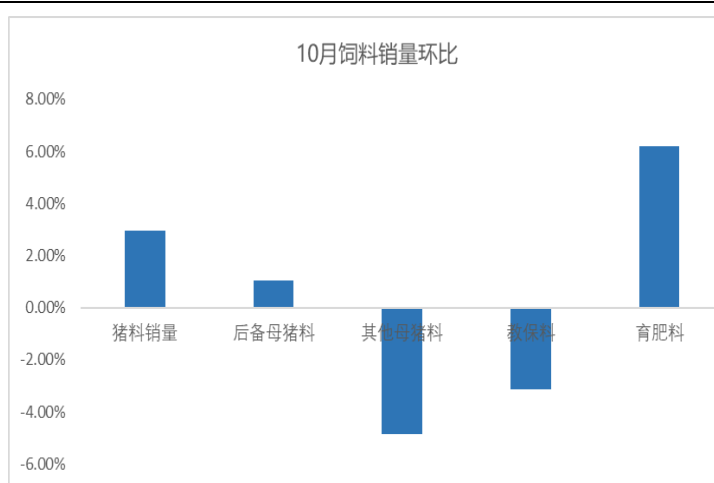
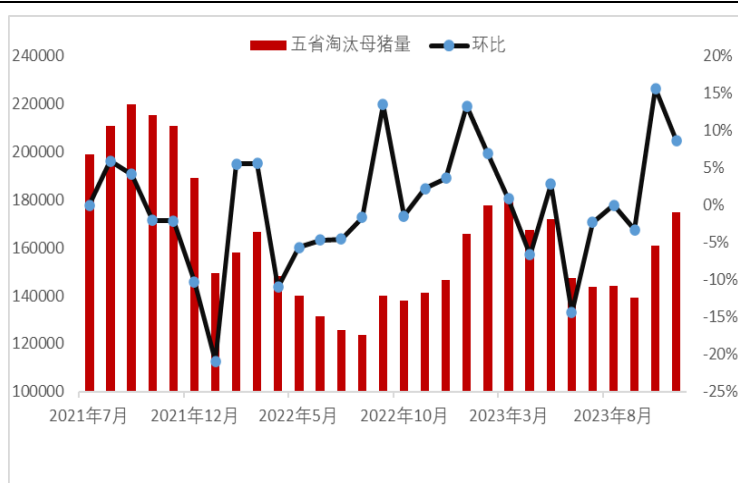
图 8 淘汰母猪均价：元/kg



数据来源：wind 涌益 卓创 弘业期货农产品所

图 9 淘汰母猪宰量：头

图 10 饲料销量环比：%



数据来源：wind 涌益 卓创 弘业期货农产品所

## 冻品去库节奏偏慢

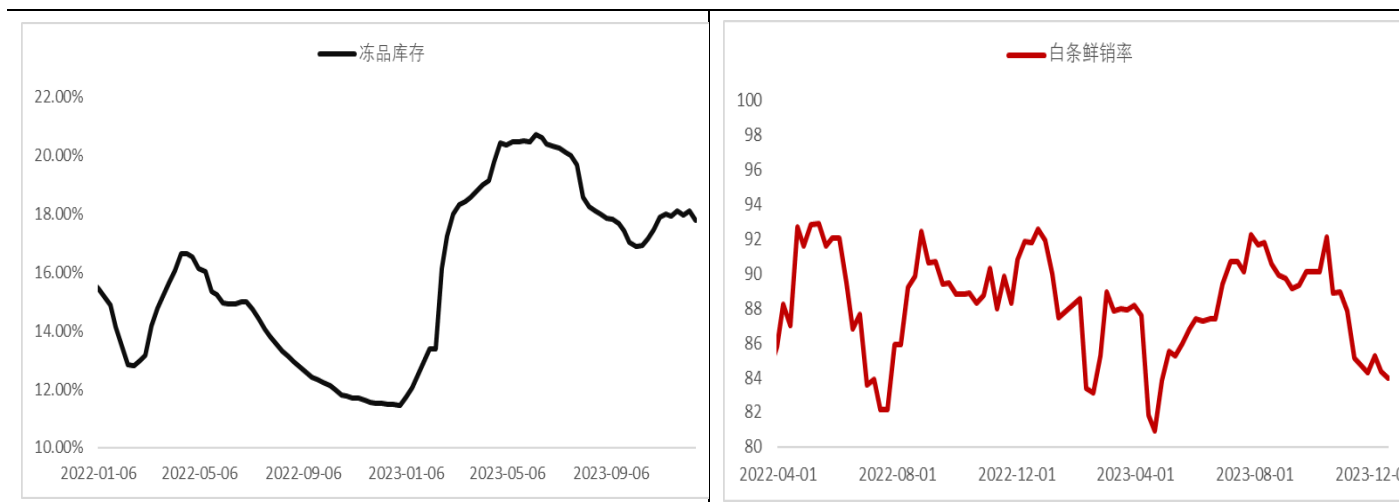
国内生猪存栏偏高，进口猪肉难以打开利润空间，近两年冻品进口量呈递减态势，海关数据显示 2023 年前 10 个月猪肉进口总量为 137 万吨，月均 13.7 万吨，同比减少 1.23%。年初国内冻品库存处于偏低水平，随着 2 月份国家政策收储提振市场信心，屠宰企业商业性入库动作增多，根据涌益咨询数据统计，上半年国内冻品库容率从 17.35% 攀升至 35.45%，创历史新高。下半年屠企资金压力加大，开始寻求逢高出库，但由于终端餐饮消费支撑不佳，猪价持续低迷，贸易商基本处于亏损状态；同时因资金、疫病问题导致的主/被动出栏增多，屠宰企业被动入库使得短时冻品不降反增，下半年国家又进行了两次收储，但对市场提振十分有限，全年看来累库速度较快而出库速度偏慢，往年 11-12 月份通常是冻品集中出库时间段，今年由于鲜品和冻品市场处于双充裕状态，冻品一定程度上挤压鲜品市场份额。11-12 月份常规猪病影响，低价白条冲击抢夺常规白条需求，导致鲜销率出现较大幅度下滑，截至 12 月中旬，全国冻品库容率为 24.81%，较去年同期高出约 8 个百分点；同期白条鲜销率为 83.97%，同比下滑 7.8 个



百分点。年前屠企资金压力较大，多有清库意愿，但由于鲜-冻价差较小，冻品不具竞争优势，加之渠道限制，春节前或难以实现去库目标。

图 11 冻品库容率：%

图 12 白条鲜销率：%



数据来源：wind 卓创 涌益 弘业期货农产品所

## 需求兑现情况不佳

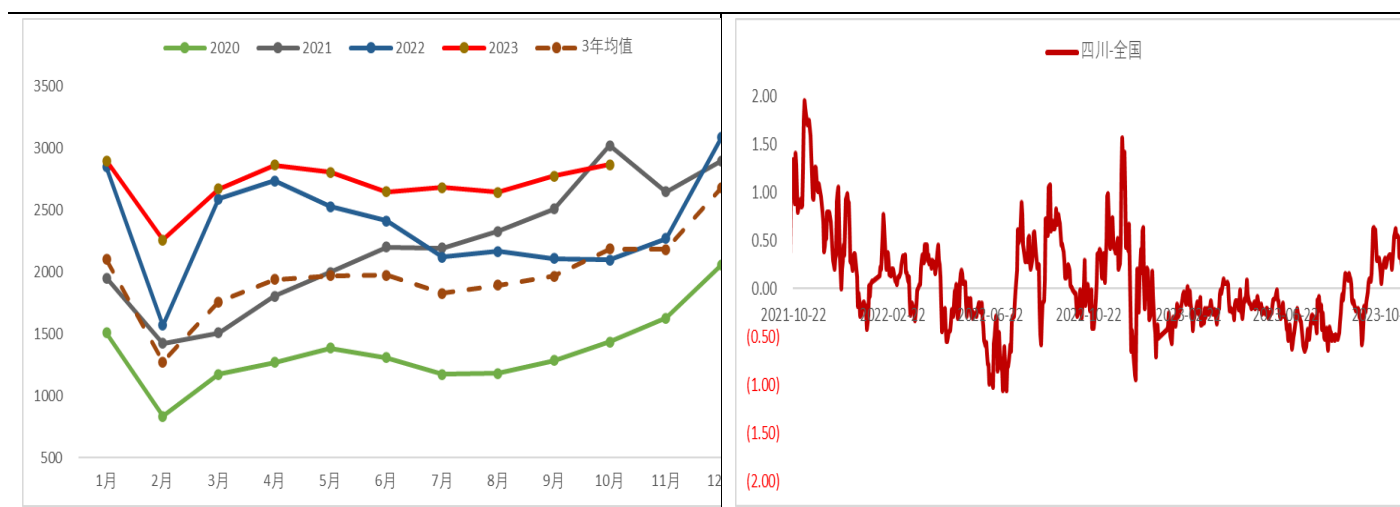
疫情恢复元年，市场对终端消费的回暖抱有较高期待，整体而言消费端保持了正增长，1-11月社会消费品零售总额同比增长7.2%，其中餐饮同比增速为19%；从屠宰数据来看，1-10月规模以上生猪定点屠宰企业宰量合计27113万头，同比增幅16.98%，宰量指标既反映供应增减，也体现需求淡旺，今年猪源供应充裕自不必多说，但终端市场承接能力则显不足，宰量偏高的同时伴随着冻品库存的高企以及鲜销率的下滑，全年屠企开工率维持偏高位置但盈利状况不佳，毛-白价差长期处于较低水平，说明消费端跟进乏力，白条走货整体不畅，这也直接造成了9/11月合约临近交割升水被大幅挤出。

四季度旺季需求市场给予了较高的关注度，从往年表现来看，气温降至10摄氏度以下西南地区开始腌腊，但是今年冬季气温降速缓慢，西南区域迟迟没有到达腌腊适宜

温度，因此 11 月底 12 月初腌腊虽零星进行，对市场拉力并不明显，直至 12 月中旬冷空气南下后才进入全面旺季，距离冬至时间窗口较短，且前期压栏及二育群体出栏较为积极，市场肥猪供应充足，标肥价差走窄，今年春节时间偏晚，供需节奏方面或稍有延后，但整体承接能力仍欠缺。

图 13 规模以上屠企宰量：万头

图 14 四川-全国生猪价差：元/kg



数据来源：wind 卓创 农业农村部 弘业期货农产品所

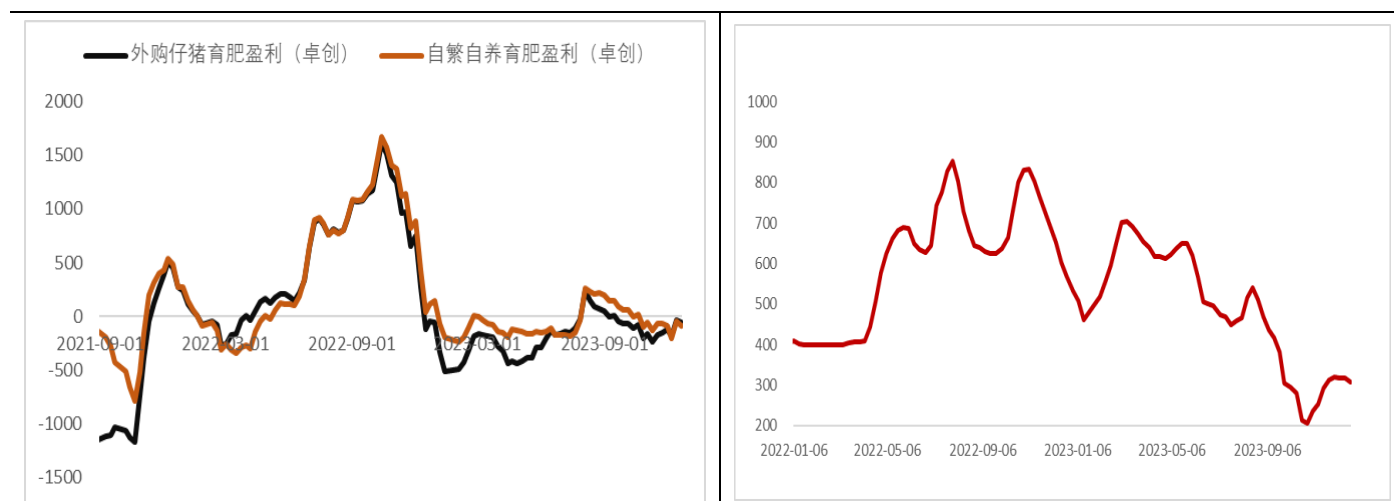
## 补栏积极性下滑

2023 年上半年 7kg 断奶仔猪成本约 400 元/头，而销售价格在 370-580 元/头区间运行，养母猪卖仔猪环节尚存一定利润空间，具体原因有三：一则因冬春仔猪腹泻导致数量减少，开春正值传统补栏旺季，市场成交氛围较好，二则业内对于四季度冬季消费抱有期待，按仔猪育肥周期，6-7 月份采购仔猪能在春节前完成出栏；三则对外销售仔猪群体多为集团场，2 季度部分集团场限价采购政策一定程度上减缓了仔猪价格下滑速度。随着 7-8 月份补栏进入淡季，养殖单位补栏情绪下滑，仔猪价格跌破成本价，10 月底，7kg 仔猪均价跌至 138 元/头低点，后虽反弹至 200 元/头左右水平，卖仔猪环节仍

亏损 130-200 元/头不等。当前养殖单位看涨后市预期普遍较弱，叠加猪病散发，冬季补栏仔猪存活率存在诸多不确定性，养殖户补栏积极性较差，导致仔猪市场整体有价无市。

图 15 生猪养殖利润：元/头

图 16 15kg 仔猪价格：元/头



数据来源：wind 卓创 商务部 弘业期货农产品所

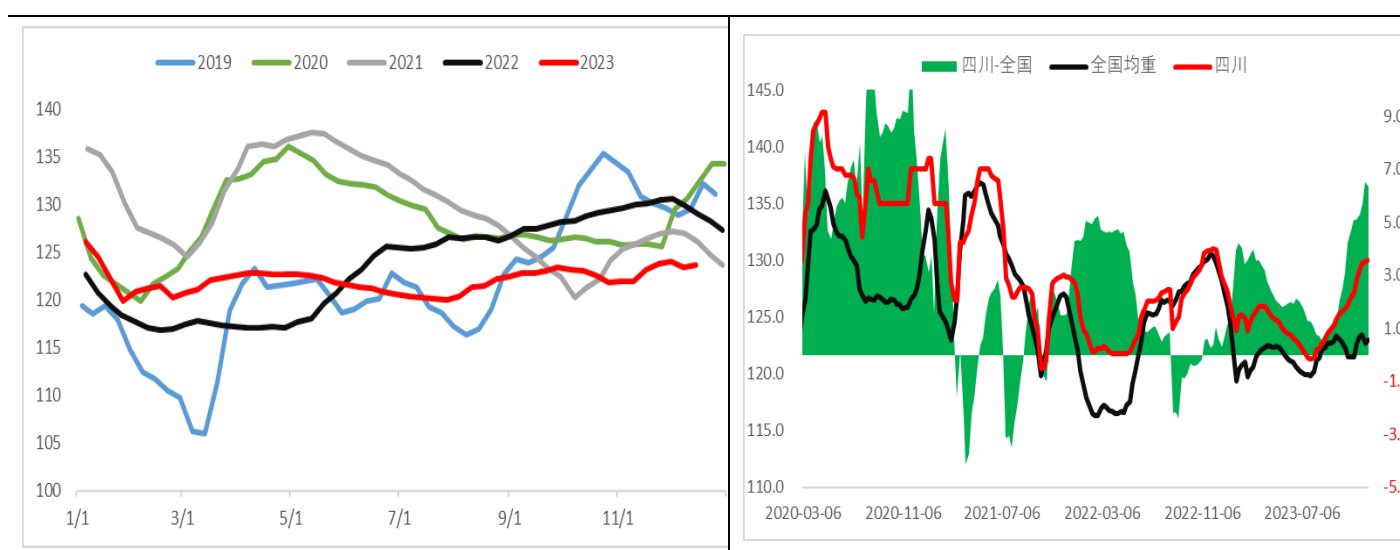
## 投机性操作趋减

由于年初开始全行业便进入亏损状态，现金流消减背景下本年养殖单位投机氛围较之前几年偏弱，具体表现为压栏动作不多以及二育比例减少。压栏行为可以根据商品猪出栏均重来判断，出栏均重增加或较高，说明压栏情绪上升，出栏均重下降或较低，说明压栏情绪较差。相关数据显示 1-12 月中旬全国生猪交易均重为 122.1kg，最高为 123.8kg，最低为 119.4kg，而去年同期交易均重为 123.6kg，最高为 130.6kg，最低为 116.4kg，体重在偏低位置窄幅波动，可见今年养殖端压栏情绪整体一般。7 月份因大猪供给结构性短缺，标肥价差提前转正，猪价上涨带动散户压栏增重，但此轮增重起点低、幅度小，四季度天气转冷后消费表现不如市场预期，加之部分地区常规猪病发生，

小体重猪源抛售带动养殖户恐慌性出栏；直至 12 月份南方腌腊全面开启，大猪需求上升，体重才缓慢上升至 124kg 左右，但绝对值仍低于近 5 年平均值，后期体重上升空间不大，且按往年规律 1-2 月份行业大多数养殖户有降重计划，距年前高点最高调减 10kg 左右，据此推算，年后均重有较大概率降至 115kg 以下水平，明年上半年头均生猪对于猪肉的供给能力将大幅减弱。

图 17 生猪交易均重：kg

图 18 四川-全国均重：kg



数据来源：wind 卓创 商务部 弘业期货农产品所

## 2024 年行情展望

2024 年一季度市场承受压力或不亚于年前，从能繁母猪口径，2-3 季度母猪去化速率整体缓慢，平均存栏 4265 万头，根据能繁-出栏 10 个月时间推算，7 月以前出栏量下降幅度较为有限。但考虑到冬季猪病影响，可能使母猪与仔猪数据存在一定差异，我们倾向于利用仔猪数据来推演，根据草根样本数据，2023 年 7-10 月分娩母猪窝数及窝均健仔数均较高，对应明年 4 月前出栏量仍在高位维持，冬季猪病多发，从 11 月开

始仔猪成活率多有下滑，影响5月后出栏水平，但整体而言2024年上半年出栏量要高于2023年同期水平，下半年出栏量同比减少。再基于体重端先减后增对于产量进行修正，预计市场猪肉供给曲线呈扁平“N”型。

需求端因经济复苏预期偏弱，居民收入水平下滑导致消费能力不足，加之人口结构、消费习惯的改变，对于猪肉的刚需消费预计小幅下滑；投机性需求方面，养殖端和屠宰端均面临现金流吃紧问题，年后二次育肥和分割入库动作也将有所减少，对于猪价的支撑作用减弱。

成本端玉米和豆粕存在一定下行压力，仔猪价格目前已跌至历史偏低位置，年前补栏仔猪至下半年出栏，疫病稳定前提下其综合成本在14元/kg上下，资金允许情况下，年后预计仍有部分养殖单位选择逢低补栏，具体需结合冬季猪病、饲料价格综合判断。

综上，产能方面，今年四季度至明年一季度能繁母猪数量有望调减至正常保有量以下水平而后维持相对平稳；出栏方面，一季度市场同时面临供应偏大和需求疲软双窘境，猪价或跌至同期低位，而受情绪和现金流影响，养殖和屠宰端低价区“抄底”动作偏少，发改委预计的收储动作难对市场形成有效托底；后随着存量和体重的双下滑，以及低价刺激消费，行业有望迎来曙光；价格表现上，我们认为2024年猪价大致呈“勺子”型走势，年后猪价跌至低位后窄幅调整，待存量压力被消化后方能走出低价区，叠加饲料成本下移预期，下半年部分养殖企业实现盈利，但上方受生猪产能不缺、企业综合成本下滑等制约，暂不存在大幅上涨空间，全年期价波动区间预计13000-18000。经过此轮周期的严酷洗礼，养殖单位应深刻体会到风险管理的重要性，利用期货市场进行套期保值、实现稳定经营将成为猪企持续发展的不二选择。

## 分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 免责声明

本报告中的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变更。

我们已力求报告内容的客观和公正，但文中的观点和建议仅供参考，客户应审慎考量本身需求。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告版权归弘业期货所有，未经书面许可，任何机构和个人不得翻版、复制和发布；如引用、刊发需注明出处为弘业期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。