

季度报告-生猪

投机持续，主动去产窗口尚未开启

走势评级：

生猪：震荡

报告日期：

2023 年 3 月 31 日

★ 产能：新一轮去产周期尚未开启

在后备充足、猪病季节性影响趋弱的前提之下，被动去产动作将有所收敛，养殖单位的主动去产仍取决于利润表现。我们认为上半年产能继续大幅缩减可能性不高，预计二季度能繁母猪存栏水平将以稳定为主。从方向上来看，23 年增产的逻辑难以打破。一方面，22 年母猪补产为关键前提；另一方面，包括二元替换三元、低胎龄替换高胎龄的种群结构调整给到行业 MSY 1 头以上的提升空间。

★ 投机是否持续

行业投机行为来源于市场份额的挤兑：一为集团企业对散户的挤兑，二为中游养殖对下游屠宰的挤兑。投机是否持续将是近期价格有无支撑的要点。在 5、7 月合约的讨论中，我们优先关注现价回调过程中二育是否再度入场，3 月底毛猪采购成本已给到盘面二育利润，而 4、5 月二次育肥猪大概率出栏兑现，5 月合约依旧承压。屠宰端，目前市场对于下半年仍有较好的旺季提振预期，近期北方屠宰量再度回暖，但鲜销率下降，冻品生意的投机仍在反复。

★ 消费：改善有迹可循

餐饮恢复在一定程度上体现出“报复性反弹”的特点。我们通过屠宰量数据、鲜销率、北京农批市场白条批发量以及屠宰利润进一步对消费的恢复予以佐证。

★ 投资建议

我们从出栏量、体重压力后移、消费暂难见持续向上突破等三个维度判断 5 月合约依然承压，肥标价差走弱或压制养殖端二次育肥积极性，短期关注屠宰分割入库能否持续支撑价格底部。往远处去看，7、9、11 月分别有冬季仔猪腹泻、过渡月需求拐点及冬季母猪淘汰增量支撑，相对主力更为扛跌，但 7 月或受 5 月出栏节奏拖累。策略上，单边角度，主力合约依旧以逢高沽空思路对待（关注 15000 元/吨支撑），警惕需求超预期风险，而远月合约在盘面下调估值超跌后或将迎来补涨机会，可适当逢低买入；持续关注反套机会。

★ 风险提示

双疫情；踩踏出栏；饲料原料波动；合约流动性风险等。

重要事项：本报告版权归上海东证期货有限公司所有。未获得东证期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告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任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成交易建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

有关分析师承诺，见本报告最后部分。并请阅读报告最后一页的免责声明。

**东证期货**
ORIENT FUTURES

黄玉萍 资深分析师(油籽&豆类粕)

从业资格号：F3079233

投资咨询号：Z0015897

Tel: 8621-63325888-3907

Email: yuping.huang@orientfutures.com

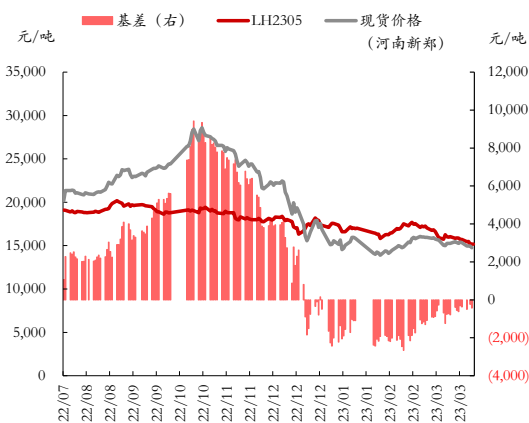
联系人 吴冰心

从业资格号：F03087442

Tel: 8621-63325888-4192

Email: bingxin.wu@orientfutures.com

主力合约行情走势图（生猪）



相关报告

《辩证看待供应扰动——四川 3 月生猪调研报告_230320》

《重节奏，轻趋势——辽宁 2 月生猪调研报告_230213》

《近忧在前，产能变数尚存_230112》

《眼看高楼将起，情绪领先崩溃_221212》

《展望 2023：增产趋势难以扭转，消费曙光何在？_221129》

目录

| | |
|----------------------------|----|
| 1、行情回顾：节奏扰动提前 | 4 |
| 2、 产能：新一轮去产周期尚未开启 | 5 |
| 2.1、关注北方产区异动 | 5 |
| 2.2、产能难现大幅缩减 | 7 |
| 2.3、养殖效率改善有望带动年内增产兑现 | 10 |
| 3、投机是否持续 | 11 |
| 4、消费：改善有迹可循 | 12 |
| 5、投资建议 | 15 |
| 6、风险提示 | 15 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图表 1: 主力基差走势..... | 4 |
| 图表 2: 价差表现..... | 4 |
| 图表 3: LH2305 合约开始生猪交割区域升贴水新标准及前后调整情况..... | 5 |
| 图表 4: 分省能繁母猪存栏变动 | 6 |
| 图表 5: 2022 年全年重点省份出栏占全国比 | 6 |
| 图表 6: 销区-产区价差收窄 | 6 |
| 图表 7: 四川-全国均价价差 | 6 |
| 图表 8: 自繁自养利养殖利润 | 7 |
| 图表 9: 外购仔猪养殖利润..... | 7 |
| 图表 10: 母猪淘汰量..... | 8 |
| 图表 11: 二元后备母猪销量 | 8 |
| 图表 12: 冬季常见生猪疾病种类及影响 | 8 |
| 图表 13: 二元后备母猪销价表现平平..... | 9 |
| 图表 14: 各机构能繁母猪环比变动对比 | 9 |
| 图表 15: 样本企业分阶段饲料销售环比变动情况..... | 10 |
| 图表 16: 年中可能存在阶段性出栏减量 | 10 |
| 图表 17: 21 年以来产能（能繁母猪存栏）变动情况 | 11 |
| 图表 18: 冻品库容率显著提升 | 12 |
| 图表 19: 宰量与鲜销率背离..... | 12 |
| 图表 20: 二次育肥成本（截至 3 月 31 日） | 12 |
| 图表 21: 餐饮收入同比显著改善..... | 13 |
| 图表 22: 人口迁徙指数..... | 13 |
| 图表 23: 日度屠宰量有所好转 | 13 |
| 图表 24: 年后鲜销率下滑幅度弱于往年 | 13 |
| 图表 25: 北京农批市场白条批发量（农历） | 14 |
| 图表 26: 屠宰盈利表现趋弱..... | 14 |
| 图表 27: 出栏均重稳定维持高位..... | 14 |
| 图表 28: 肥标价差走弱 | 14 |

1、行情回顾：节奏扰动提前

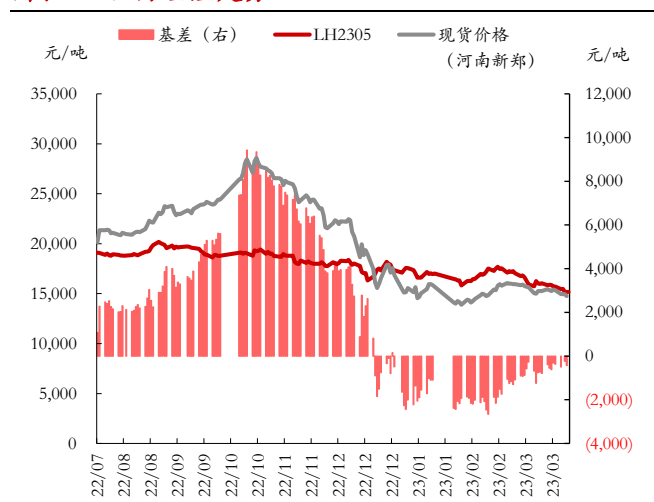
2023 年开年序幕以投机拉开，春节为重要分水岭。节前，猪价受到 2022 年年底供给集中释放、防疫管控放松影响而呈现旺季不旺特点，盘面承压下行；节后，猪价延续低位走势并一度向下逼近 14 元/公斤，步入 2 月中旬，伴随屠宰、养殖投机增强，现货价格逐渐企稳反弹并带动合约估值上修，随后资金提前抢跑供应压力后延预期，主力高空坠落。

产业端投机节奏扰动提前的同时，多空博弈较为激烈。首先，伴随现价提前出现企稳迹象，以 3、5 月为代表的近月合约优先显著走强；其次，我们关注到交割地升贴水规定调整对 3、5 月合约产生分化影响，3 月合约最终以贴水现货的形态落幕，而 5 月合约则逐步受制于偏投机性的二次育肥与压栏；另外，伴随 1、2 月产能小幅去化，远月合约相对近月合约体现出更为抗跌的特性，主要原因有四：（1）远月流动性匮乏（也是套利的一大弊端）；（2）从基本面角度，下半年需求回暖暂难以证伪，空头布局远月动机匮乏；（3）基于产能、产量给盘面定价难度较高，远月现阶段接近仔猪育肥成本线附近的估值属于安全定价；（4）市场释放关于北方猪病减产的诸多信息，暂难完全证伪。

近期市场再度受冬季生猪疫病、上市猪企计提生物性资产减值损失等信息扰动。二级市场基于亏损加剧、去产预期强化而带动养殖板块强势走强；相较而言，生猪期货跟涨幅度较为有限，但在短期超跌后，基于猪病影响出发的 7、11 合约均迎来了补涨机会。

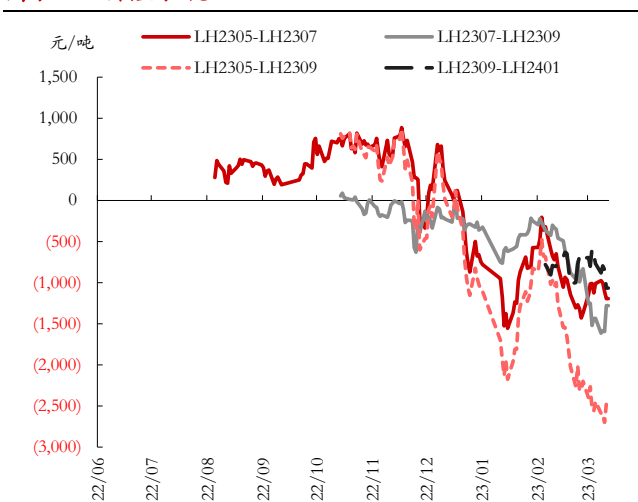
本报告基于一季度市场调研反馈，重点就当前几个关注点作相关讨论：去产周期是否开启、投机持续性、消费改善程度。

图表 1：主力基差走势



资料来源：WIND、东证衍生品研究院

图表 2：价差表现



资料来源：WIND、东证衍生品研究院

图表 3: LH2305 合约开始生猪交割区域升贴水新标准及前后调整情况

| | 调整前 (元/吨) | 调整后 (元/吨) |
|----------|-----------|-----------|
| 内蒙古 (东部) | -600 | -800 |
| 辽宁 | -500 | -700 |
| 山西 | -300 | -400 |
| 河北 | -300 | -100 |
| 陕西 | -300 | -300 |
| 山东 | -200 | 0 |
| 河南 | 0 | 0 |
| 安徽 | 100 | 300 |
| 江苏 | 500 | 500 |
| 湖北 | 500 | 0 |
| 湖南 | 1300 | 100 |
| 江西 | 1400 | 100 |
| 重庆 | 1400 | -200 |
| 浙江 | 1500 | 1100 |
| 四川 | 1500 | -200 |
| 云南 | | -1400 |
| 贵州 | | -1000 |
| 黑龙江 | | -1000 |
| 吉林 | | -800 |
| 广西 | | -200 |
| 福建 | | 400 |
| 广东 | | 600 |

资料来源：大商所、东证衍生品研究院

2、产能：新一轮去产周期尚未开启

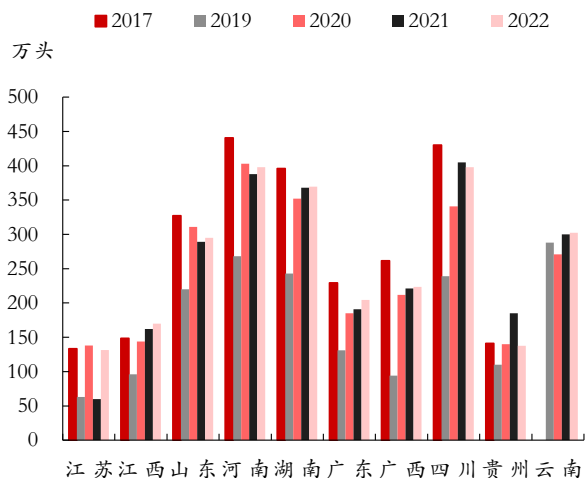
我们在报告《辩证看待供应扰动——四川 3 月生猪调研》中首先摆明了关于信息差的问题，区域产能调整是市场交易生猪定价中枢的重要依据，北方区域价格变动将是对于猪病与投机性检验的前瞻信号。此外，在后备充足、猪病季节性影响趋弱的前提之下，被动去产动作将有所收敛，养殖单位的主动去产仍取决于利润表现。然而就当前仔猪销售情况而言，我们认为上半年产能继续大幅缩减可能性不高，新一轮去产周期尚未开启。

2.1、关注北方产区异动

从各地区能繁母猪存栏变动、22 年全国部分省份生猪出栏数据来看，以川渝、两湖、两广地区为代表的南方养殖大区产能显著增长。一方面，非瘟期间严重的产能损失使得地区补产动作加快；另一方面，分养殖大区圈地养殖可一定程度上避免长途调运所增加的猪病风险。

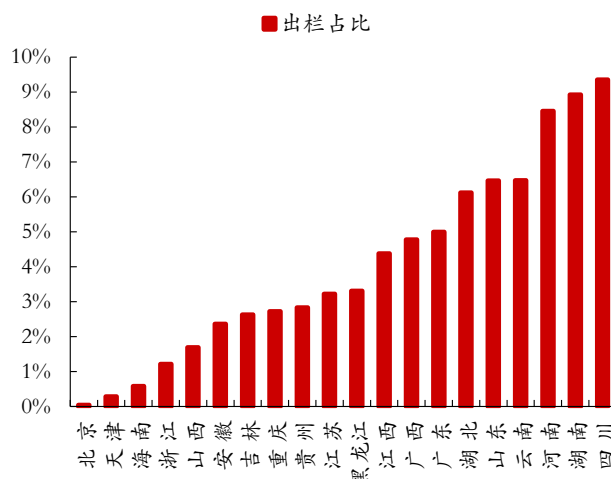
随之而来的是地区价差收窄，通过南方主销区（广东、湖南、四川、浙江）均价与北方主产区（河南、黑龙江、辽宁、山东）均价作差，我们发现近几年以四川为代表的南方主销区逐渐从高价区沦为价格洼地。结合年后调研反馈，因南北价格平水甚至倒挂，调运利润有限，北方养殖大区外调驱动极弱。

图表 4：分省能繁母猪存栏变动



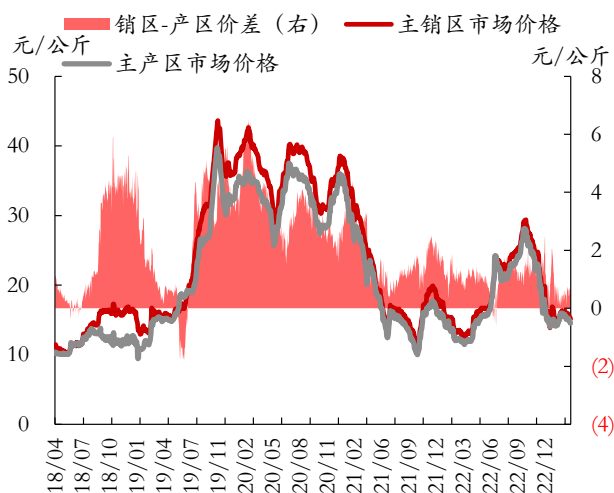
资料来源：国家统计局、东证衍生品研究院

图表 5: 2022 年全年重点省份出栏占全国比



资料来源：国家统计局、东证衍生品研究院

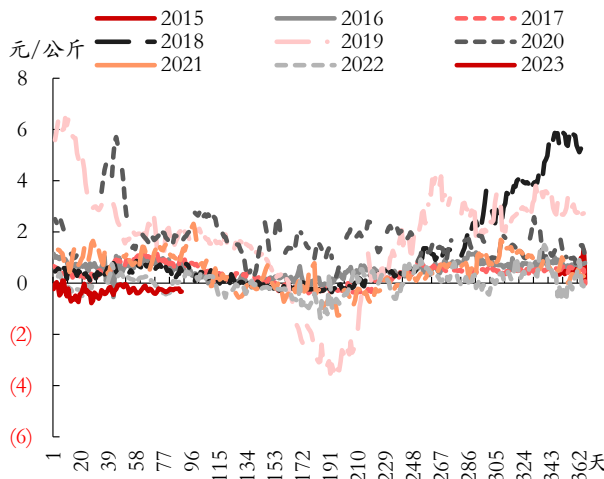
图表 6：销区-产区价差收窄



资料来源：钢联农产品、东证衍生品研究院

注：其中南方主销区价格=（广东+湖南+四川+浙江）/4，北方主产区价格=（河南+黑龙江+辽宁+山东）/4。

图表 7: 四川-全国均价价差



资料来源：钢联农产品、东证衍生品研究院

但我们依然关心近期北方地区市场会否出现异动，假设变化如下：（1）价格深跌+体重企稳：说明投机性散户情绪溃散，大体重猪陆续出栏，猪肉供应增加压制价格上涨空间，同时体重难见明显降幅；（2）价格深跌+体重下滑：关注猪病。目前猪病受损养殖区域主要为北方主产区，育肥阶段猪病扰动优先体现在抛售行为上，进而带动北方地区猪价下行、均重下滑，而后在折损影响下进入企稳阶段。基于两类深跌假设，北方散户是否交易仔猪腹泻、母猪淘汰对年中与年底市场出栏的影响同样会体现在二次育肥、外购仔猪育肥体量上，近期现货价格或出现假设之外的反弹驱动。

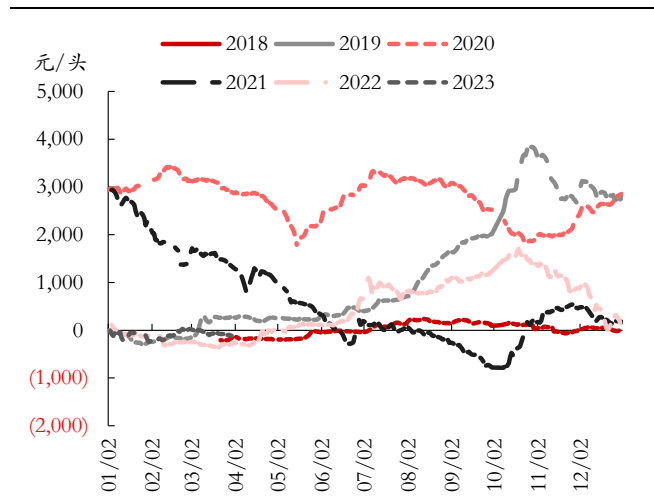
2.2、产能难现大幅缩减

由于近一年后备母猪补产均较为平稳，而去年已然经历周期性上涨阶段，23年主动补产动作放缓，行业产能的边际变化主要来自于母猪淘汰，因此这里主要讨论关于淘汰的问题。

被动淘汰领先主动淘汰发生。从历史经验总结，当且仅当价格长久运行在成本线下方，使得行业补产信心大幅受挫，才会催生连续的主动去产从而带动价格周期性上涨。根据当前后备母猪补栏与能繁母猪淘汰情况，行业明显缺乏补产动力，近月的淘汰增量并非来自低价下的主动淘汰，而是冬季猪病所导致的被动淘汰。

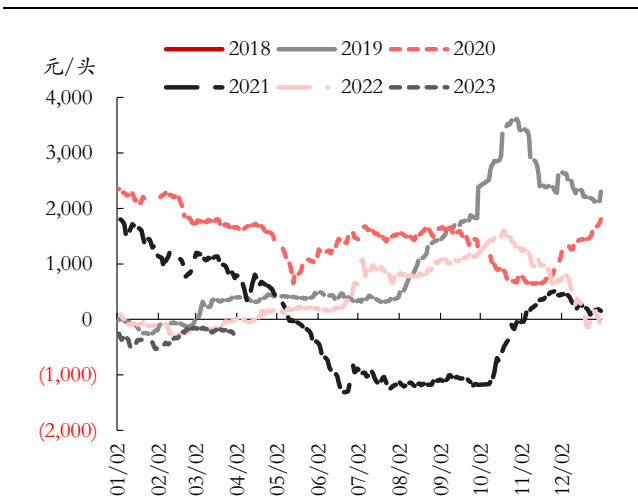
实际淘汰增量有限。从淘汰量数据来看，涌益咨询（我们对比农业部信息来看，认为该机构的指标同比变动与大样本较为一致）所监测的山东、河南两大主要淘汰母猪屠宰产能分布区域显示1-2月淘汰母猪宰杀量同比增幅高达12%。除了猪病影响以外，我们应当考虑到去年一季度能繁母猪存栏低基数下淘汰量有限的事实，年初2个月实际淘汰绝对增量不高。

图表 8：自繁自养利养殖利润



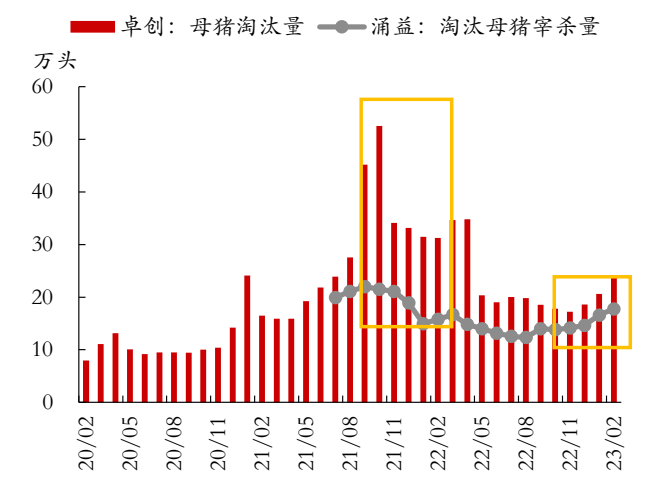
资料来源：卓创资讯、东证衍生品研究院

图表 9：外购仔猪养殖利润



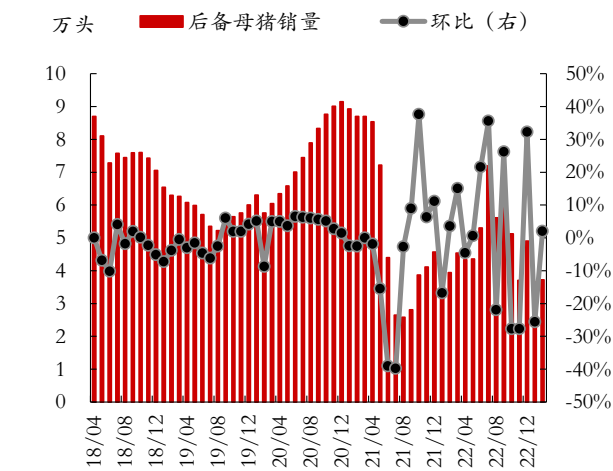
资料来源：卓创资讯、东证衍生品研究院

图表 10: 母猪淘汰量



资料来源: 卓创资讯、涌益咨询、东证衍生品研究院

图表 11: 二元后备母猪销量



资料来源: 卓创资讯、东证衍生品研究院

受猪病带动的被动淘汰增量边际收敛。关于猪病的讨论早前我们已列举诸多，这里我们再度汇总罗列几个观点：（1）区域性：冬季关注北方低温扰动，夏季关注南方高温、多雨影响；（2）季节性：关注仔猪腹泻对年中出栏量的影响；（3）周期性：非洲猪瘟对长周期产能影响在逐步削弱，近期猪蓝耳对于养殖群体影响更大，但致死率不高。其中，就市场最为关心的非洲猪瘟而言，一方面，猪场网格化管理已大幅减少猪病传播，前期拔牙处置较为妥当；另一方面，市场后备体量较为充足，且过去已有肥转母经验，伴随养殖生产效率提升，难复现非洲猪瘟期间由产能巨大折损所带来的价格暴涨。而在过去2-3年同时期不乏关于北方地区猪病的炒作，当前猪病是否持续、会否受人流、物流放开而产生超预期变化仍有待观察，单从季节性角度，猪病影响边际减弱。

图表 12: 冬季常见生猪疾病种类及影响

| 所属类型 | 常见疾病 | 特征 | 影响 |
|-------|-------|--|--|
| 呼吸道疾病 | 猪流感 | 一类常见的急性传染性呼吸系统疾病。主要临床表现为发热、呼吸不畅。 | 易引致其他病症产生，如支气管炎、胸膜炎、肺炎。病原菌通过呼吸道分泌物向四周扩散，短时间内 易造成群体性感染 ，虽然致死率低，但是难彻底根除。 |
| 肠道病 | 流行性腹泻 | 发病率高 ，多发于 每年12月至次年2月 。发病病猪不断腹泻、呕吐。 | 初生仔猪秋冬季节腹泻病死率高至90% ，10-20日龄仔猪死亡率一般下降至10%-30%。 仔猪腹泻受寒冬影响的原因主要包括： （1）细菌性腹泻：气温骤变过程中仔猪受到细菌感染所致，常整窝猪同时发病。 （2）仔猪受寒所致腹泻：仔猪受寒下胃肠道功能紊乱，导致大肠杆菌大量体内繁殖，进而引发腹泻。 |

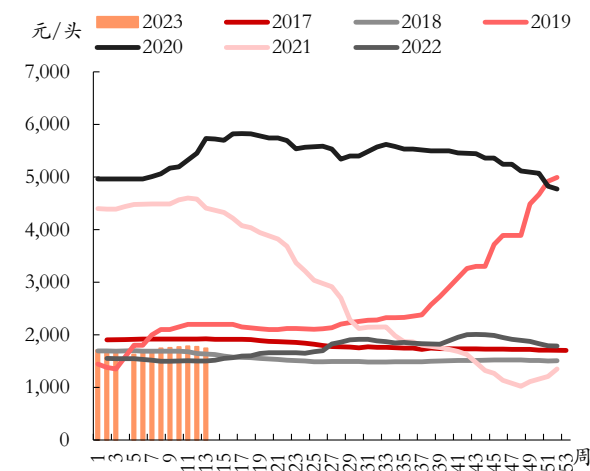
| | | | |
|----------|------|---------------------------------------|--|
| 细菌和病毒性疾病 | 猪瘟 | 一类病毒性传染病。传染性强， 各种品类、年龄段生猪均可感染。 | 轻症： 导致猪群食欲下降，影响生长发育。 重症： 造成死亡，养殖户承受经济损失。 |
| | 猪口蹄疫 | 口蹄病毒感染所致，发病速度快、病死率高、 对仔猪危害最大。 | 轻症： 导致猪群食欲下降，蹄冠、趾间以及蹄踵等部位皮肤发红、发热。 重症： 相关部位感染甚至化脓坏死。 另外，若发生于母猪生长时，极易导致幼猪发育不全、抵抗力弱，最终导致幼猪极易发生口蹄疫，并在表现出临床症状前死亡。 |

资料来源：《生猪秋冬季节常见疾病的预防和治疗措施》、《冬季猪多发疾病诊治》、《秋冬季节生猪腹泻的原因及其防治》、东证衍生品研究院

最后回到补产驱动。现货价格难现明显涨势，且猪病仍有点状散发，养殖压力有所增加，行业在母猪补栏上普遍较为谨慎，以避免产能进一步受损，近期种苗价格已侧面反映养殖端的谨慎心态。那么对应未来几个月新增产能将较为有限，能繁母猪存栏水平极大程度取决于淘汰量的边际变化。

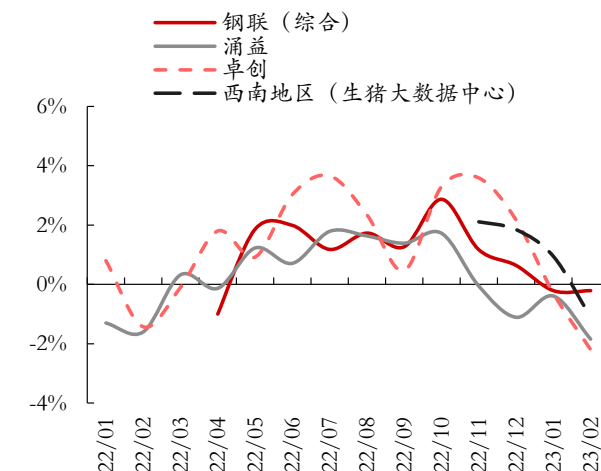
由此，在被动淘汰边际减量以及补产意愿不强的预期下，关于上半年产能讨论的重点应当落脚于能繁母猪的主动淘汰量，即现货价格拖累养殖利润所带动的去产。但考虑到当前仔猪销售仍有较好的盈利表现（成本约350元/头），且二季度行业饲料原料（玉米、豆粕）为震荡偏弱格局，成本重心有望下移，叠加来自投机性需求与节假日需求的阶段性支撑，主动淘汰增量应当也较为有限，**预计二季度能繁母猪存栏水平将以稳定为主。**

图表 13：二元后备母猪销价表现平平



资料来源：卓创资讯、东证衍生品研究院

图表 14：各机构能繁母猪环比变动对比



资料来源：卓创资讯、钢联农产品、涌益咨询、国家生猪大数据中心、东证衍生品研究院

2.3、养殖效率改善有望带动年内增产兑现

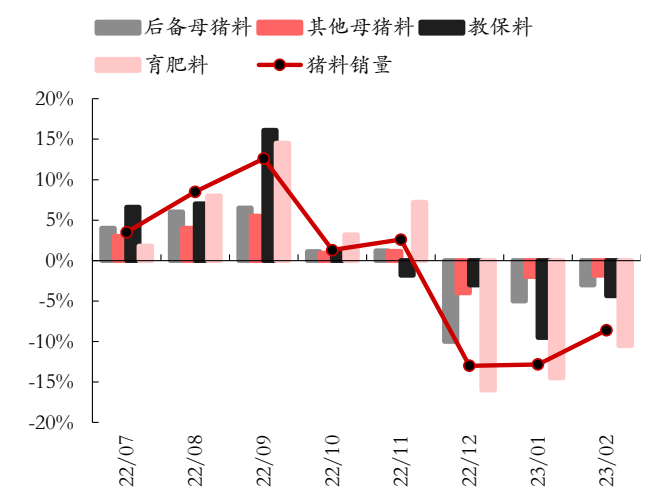
22 年 4 月以来，行业进入全面母猪补栏阶段，但至今实际仅补栏不到 8 个月时间已进入短暂去化阶段。再话周期，本轮周期因受短期投机行为带动，整体补栏速度较历史周期偏慢，且补栏时间区间更短。由此可见，22 年的补栏并不充分，这也为后市基于猪病扰动看好 23 年底至 24 年初行情奠定基础。

但从方向上来看，23 年增产的逻辑难以打破。一方面，22 年母猪补产为关键前提条件；另一方面，除了能繁母猪存栏增加以外，包括二元替换三元、低胎龄替换高胎龄的种群结构性调整给到行业 MSY 1 头以上的提升空间。

我们在年报《展望 2023：增产趋势难以扭转，消费曙光何在？》中详细论述关于产能（能繁母猪）与中间指标（仔猪）两类口径的用途。虽然同是产能到产量所涉及到的重要指标，因产仔、育肥效率受环境影响较大（尤其冬季），母猪数据与仔猪数据存在背离的可能。因此在指标运用过程中，我们主要通过前者确定周期方向，而后者则用以修正偏差。这里我们同样更新来自仔猪端口的反馈，从教保料与样本企业产仔情况来看，冬季仔猪腹泻对今年 6-8 月的出栏量产生阶段性影响。这同样是 5-7 反套逻辑年初至今挺立的重要原因。

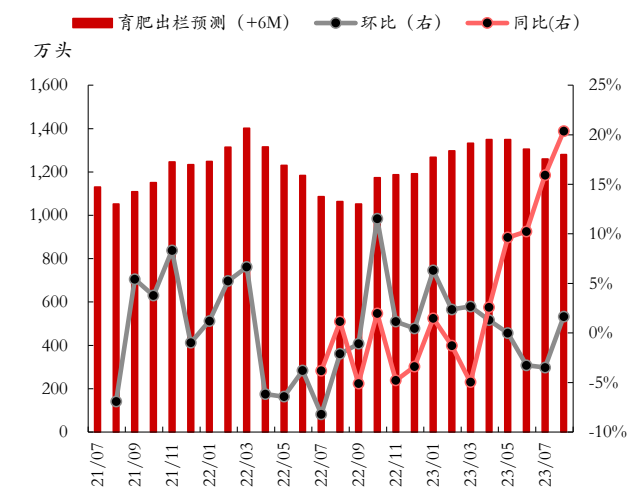
但综合母猪与仔猪的情况来看，我们更加确定的是此前年报中提到关于全年出栏量呈现“N 型”走势的观点已被初步论证，持续关注二季度生产效率季节性改善情况。

图表 15：样本企业分阶段饲料销售环比变动情况



资料来源：涌益咨询、东证衍生品研究院

图表 16：年中可能存在阶段性出栏减量



资料来源：涌益咨询、东证衍生品研究院

图表 17: 21 年以来产能（能繁母猪存栏）变动情况

| 样本来源 | | 21年存栏峰值所在月份 | 理论底部拐点时间 | 22年存栏低点所在月份 | 理论顶部拐点时间 | 22年2月末能繁母猪存栏 | 21年高点至22年低点去化幅度 | 高点到低点用时 |
|--------|--------|-------------|----------|-------------|----------|--------------|-----------------|---------|
| 官方机构 | 统计局 | 6月 | 2022年4月 | 3月 | 2023年1月 | 95.16% | 8.30% | 9个月 |
| | 农业部 | 6月 | 2022年4月 | 4月 | 2023年2月 | 92.80% | 9.40% | 10个月 |
| 民间三方机构 | 钢联-规模场 | 6月 | 2022年4月 | 4月 | 2023年2月 | 95.87% | 14.73% | 10个月 |
| | 涌益 | 5月 | 2022年3月 | 4月 | 2023年2月 | 89.73% | 14.66% | 11个月 |
| | 卓创 | 7月 | 2022年5月 | 3月 | 2023年1月 | 101.37% | 15.67% | 8个月 |
| | 协会 | 6月 | 2022年4月 | 4月 | 2023年2月 | 84.01% | 23.87% | 10个月 |

资料来源：农业农村部、国家统计局、钢联农产品、卓创资讯、涌益咨询、畜牧业协会、东证衍生品研究院

注：22 年 12 月底以及 23 年 2 月底能繁母猪存栏均为相对数，对比 21 年峰值。

3、投机是否持续

除了产量兑现以外，近月合约更关注短期的投机扰动。我们观察到，在过去的一季度里，投机需求主导力量发生切换。2 月中下旬前市场以分割入库做冻品为主导，14 元/公斤为屠宰端主动加大冻品量安全价格；2 月底至 3 月则更多来自二次育肥的反反复复，取决于二次育肥户采购成本，而后伴随猪价企稳回升而有所冷却。

总结来看，行业投机行为来源于市场份额的挤兑：一为集团企业对散户的挤兑，二为中游养殖对下游屠宰的挤兑。投机是否持续将是近期价格有无支撑的要点。

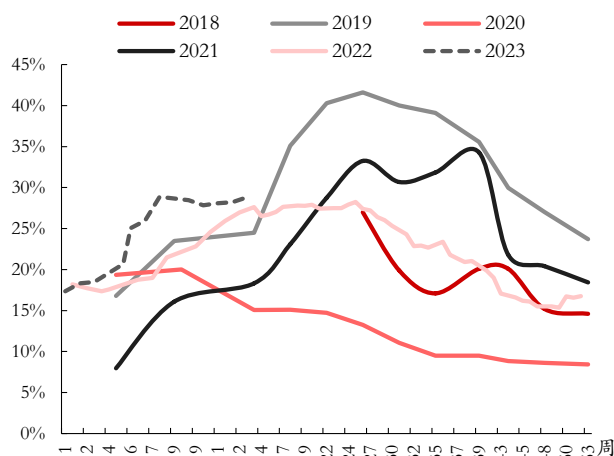
(1) 养殖内部挤兑

集团企业市场份额的大幅提升也是近两年市场老生常谈的话题（不多做赘述）。逐渐退出自繁自养历史舞台的小散户以更灵活的形式存在于市场，而同样，包括拉猪经纪在内的资金方不乏介入市场博弈的案例。23 年以来，二次育肥进入到了干中学后周期，以北方散户为代表的养殖单位操作上相较过去体现出“短平快”的特点。春节后第一个月的二次育肥较 22 年时间上提前，但心态上相对谨慎，在 3 月初跌价后几乎全线偃旗息鼓。在 5、7 月合约的讨论中，我们优先关注现货价格回调过程中二次育肥是否再度入场，需要注意一点，3 月底毛猪采购成本已给到盘面二育利润，而 4-5 月前期二次育肥猪大概率出栏兑现，5 月合约依旧承压。

(2) 产业中下游挤兑

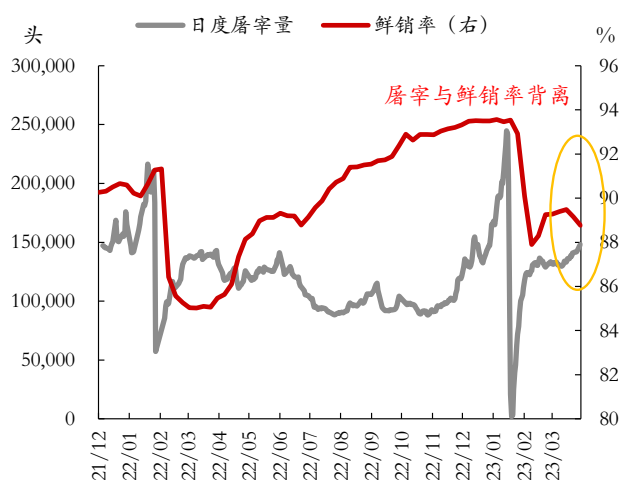
有意思的是，养殖下游开始普遍提前做冻品的生意，包括屠宰、深加工、商场等在内全线铺开的冻品体量成为北方地区猪价底部的强劲支撑，而南方地区因消费习惯、冻库限制积极性稍低。目前市场对于下半年仍有较好的旺季提振预期，近期北方屠宰量再度回暖，但鲜销率下降，说明冻品生意的投机仍在反复。

图表 18: 冻品库容率显著提升



资料来源：卓创资讯、东证衍生品研究院

图表 19: 宰量与鲜销率背离



资料来源：钢联农产品、东证衍生品研究院

图表 20: 二次育肥成本 (截至 3 月 31 日)

| 项目 | 数值 |
|-------------------|------|
| 采购体重 (公斤) | 120 |
| 对应体重区间毛猪价格 (元/公斤) | 14.4 |
| 毛猪采购成本 (元) | 1728 |
| 运费+损耗 (元/公斤) | 0.5 |
| 料肉比 | 4 |
| 目标出栏体重 (公斤) | 150 |
| 增重量 (公斤) | 30 |
| 全价料到场价 (元/公斤) | 4.1 |
| 增重饲料成本 (元) | 462 |
| 总成本 (元) | 2250 |
| 最终出栏成本 (元/公斤) | 15 |

资料来源：涌益咨询、东证衍生品研究院

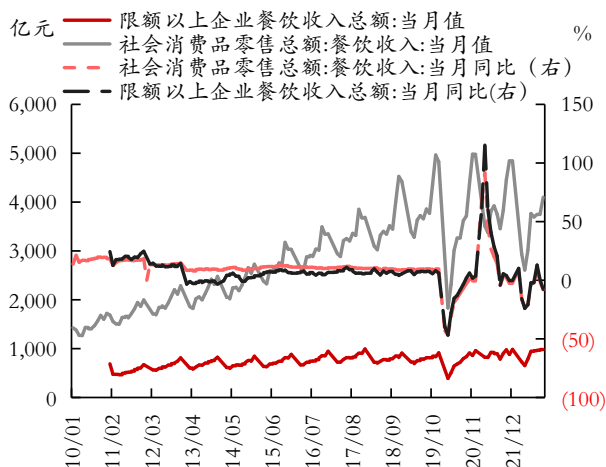
4、消费：改善有迹可循

宏观层面，出行流动性向好给到餐饮收入的支撑显而易见。据国家统计局数据，1-2 月全国社会消费品零售总额为 77,067 亿元，同比增长 3.5%，其中餐饮收入 8,429 亿元，同比增长 9.2%。限额以上单位餐饮收入 2,002 亿元，占餐饮总收入 23.75%，同比增长 10.2%。

倘若单独观察年内首个节假日春节期间的餐饮表现，餐饮恢复在一定程度上体现出“报复性反弹”的特点。据国家税务总局的数据，2023 年春节旅游饭店销售收入较 2022 年同比增长了 16.4%，恢复至 2019 年的 73.4%。商务部数据同样显示类似结果，春节假期餐饮

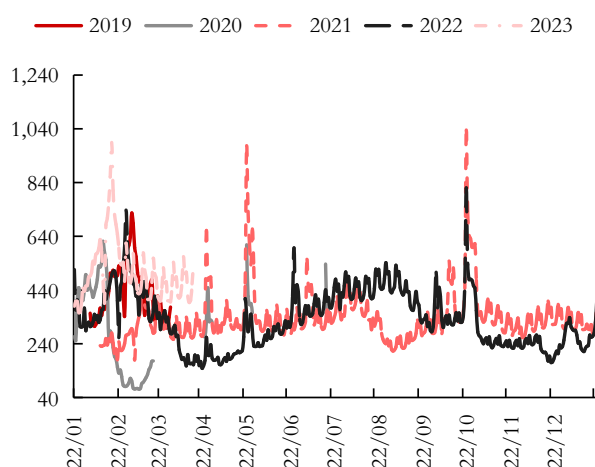
堂食消费同比增长 15.4%，店均消费增长 10.8%。而在中国饭店协会发布的春节调查中，有超六成受调查餐企反馈，春节期间的营业收入已恢复至疫情前水平，其中 40%与 2019 年春节同期持平，20%高于 2019 年春节同期，平均增长 10%。

图表 21：餐饮收入同比显著改善



资料来源：国家统计局、东证衍生品研究院

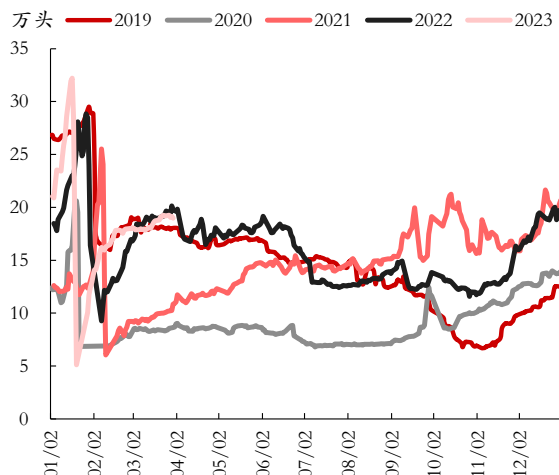
图表 22：人口迁徙指数



资料来源：百度、东证衍生品研究院

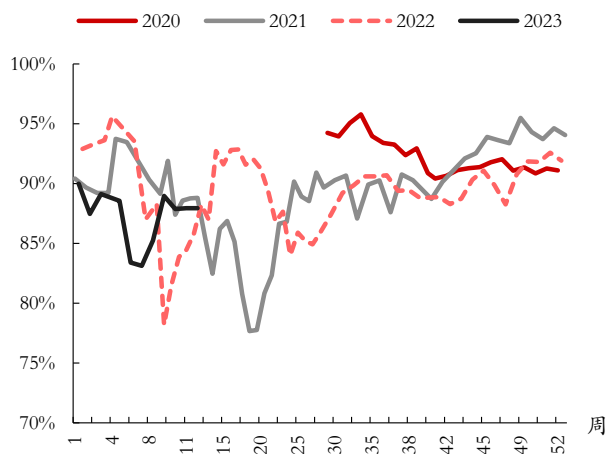
当然我们不能仅凭餐饮数据对猪肉消费作出较为看好的乐观判断，虽然餐饮业的逐步复苏在当下是不争的事实。在餐饮受到压抑的 2022，我们看到商超行业需求井喷式增长。时间回到 2023，人口流通受限下降，伴随疫情高峰的提前到来，外出消费、团餐都逐步恢复。而出行所带动的餐饮业需求再度挤占部分商超需求。这里我们通过屠宰量数据、鲜销率、北京农批市场白条批发量以及屠宰利润进一步对消费的恢复予以佐证。

图表 23：日度屠宰量有所好转



资料来源：卓创资讯、东证衍生品研究院

图表 24：年后鲜销率下滑幅度弱于往年

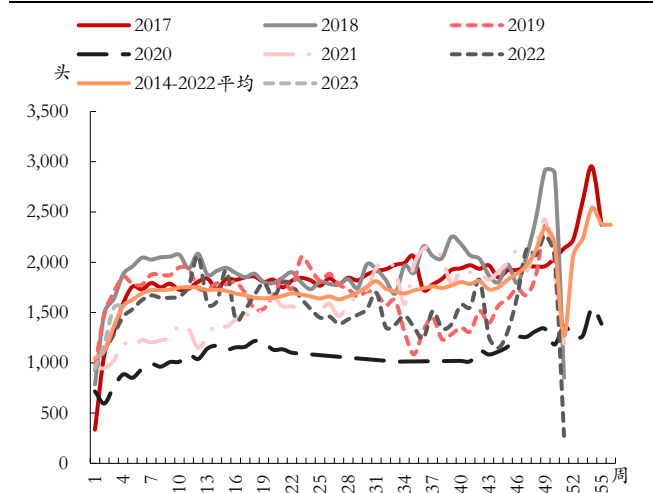


资料来源：卓创资讯、东证衍生品研究院

从宰量与鲜销率变化来看，年后市场屠宰量在冻品入库与鲜销走货好转的基础上显著恢复，两项指标较年前降幅均弱于往年，而一线城市白条批发量也体现了应有的改善。这里以鲜销为例，春节后首月鲜销绝对量同比增幅 10-15%，3 月以来白条市场持续改善动力乏乏，鲜销率有所回调，且与宰量呈背离走势，屠宰盈利再度趋弱。因此 23 年虽然有确定性的需求改善预期，但需求的锚仍有待商榷，清明节前备货将是春节后首个检验窗口。

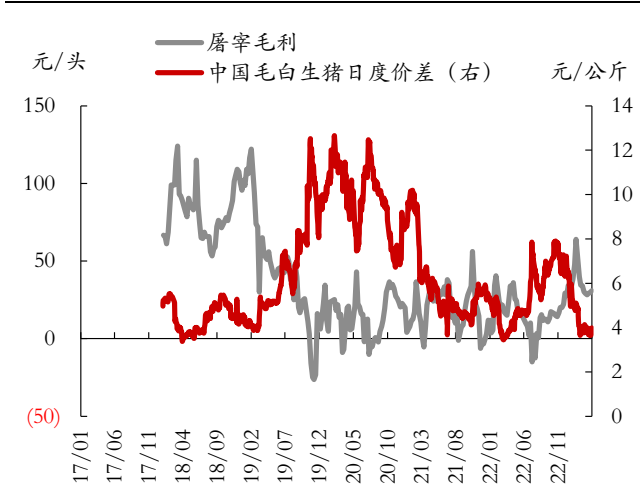
关于替代品的影响可参考鸡蛋季度报告，我们重点讨论挂钩供给端的肥-标消费结构。伴随气温回暖，肥猪价格显著走弱于标猪，意味着大体重猪存在体重折价而非体重溢价，未来 1-2 个月为前期二次育肥与压栏兑现窗口，从需求倒逼供给调整，叠加体重难见明显降幅，二季度出栏压力较大。

图表 25：北京农批市场白条批发量（农历）



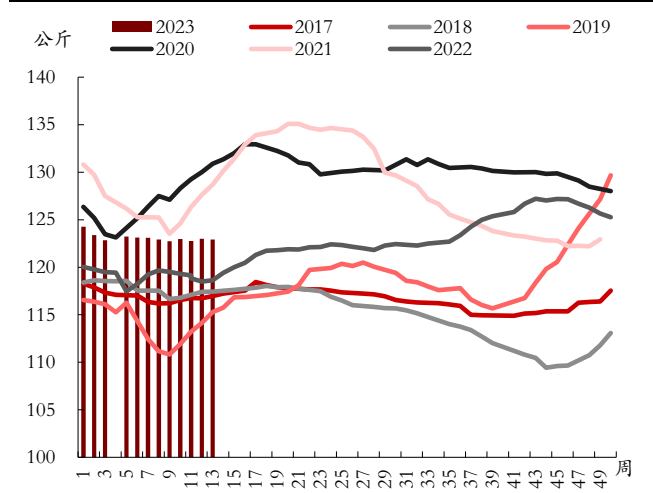
资料来源：北京新发地、东证衍生品研究院

图表 26：屠宰盈利表现趋弱



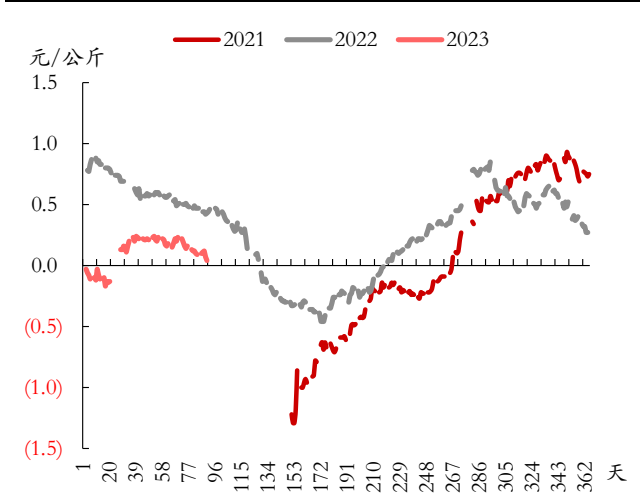
资料来源：卓创资讯、东证衍生品研究院

图表 27：出栏均重稳定维持高位



资料来源：卓创资讯、东证衍生品研究院

图表 28：肥标价差走弱



资料来源：钢联农产品、东证衍生品研究院

5、投资建议

我们从出栏量、体重压力后移、消费暂难见持续向上突破等三个维度判断 5 月合约依然承压，而肥标价差走弱或压制养殖端二次育肥积极性，短期关注屠宰分割入库能否持续支撑价格底部。往更远处去看，7、9、11 月分别有冬季仔猪腹泻、过渡月需求拐点及冬季母猪淘汰增量支撑，相对主力更为扛跌，但 7 月或受 5 月出栏节奏拖累。

基于上述逻辑，单边角度，建议落脚于由散户放量到集团场放量出栏对近月的压制，主力合约依旧以逢高沽空思路对待（关注 15000 元/吨支撑），警惕需求超预期风险，而远月合约在盘面下调估值超跌后或将迎来补涨机会，可适当逢低买入下半年旺季合约；套利角度，持续关注反套。

6、风险提示

新冠疫情和非瘟疫情；踩踏出栏；饲料原料价格波动；合约流动性风险等。

期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

| 走势评级 | 短期（1-3 个月） | 中期（3-6 个月） | 长期（6-12 个月） |
|------|------------|------------|-------------|
| 强烈看涨 | 上涨 15%以上 | 上涨 15%以上 | 上涨 15%以上 |
| 看涨 | 上涨 5-15% | 上涨 5-15% | 上涨 5-15% |
| 震荡 | 振幅-5%-+5% | 振幅-5%-+5% | 振幅-5%-+5% |
| 看跌 | 下跌 5-15% | 下跌 5-15% | 下跌 5-15% |
| 强烈看跌 | 下跌 15%以上 | 下跌 15%以上 | 下跌 15%以上 |

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于 2008 年，是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货交易咨询、资产管理、基金销售等业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所、上海国际能源交易中心和广州期货交易所会员资格，是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司，上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

自成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持以金融科技助力衍生品发展为主线，通过大数据、云计算、人工智能、区块链等金融科技手段打造研究和技术两大核心竞争力，坚持市场化、国际化、集团化发展方向，朝着建设一流衍生品服务商的目标继续前行。

免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2011】1454号。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证期货衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2号楼21楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com