

## 莫道桑榆晚，周期亦可期

投资咨询业务资格：  
证监许可【2012】669 号

### 报告要点

3 月以来行业压栏情绪增强，驱动猪价反弹。随着生猪均重连续增长，压栏和二次育肥的生猪预计在二季度先出栏形成供应压力，而 5 月左右，生猪供应因 23 年底疫情期间仔猪的损失而减少，供应收紧。当前养殖利润依旧亏损，企业资金压力较大，下半年即将进入母猪加速去产能的兑现期，而且旺季消费增加，生猪供需关系进一步收紧，将驱动市场逐步回暖。

### 农业组研究团队

研究员：

李兴彪

从业资格号：F3048193

投资咨询号：Z0015543

李青

从业资格号：F3056728

投资咨询号：Z0014122

刘高超

从业资格号：F3011329

投资咨询号：Z0012689

王聪颖

从业资格号：F0254714

投资咨询号：Z0002180

吴静雯

从业资格号：F3083970

投资咨询号：Z0016293

李艺华

从业资格号：F3086449

投资咨询号：Z0019380

程也

从业资格号：F03087739

投资咨询号：Z0019480

### 摘要：

#### 展望 2024 年二季度的生猪市场：

（1）**供给方面**：3 月初行业在低均重和盼涨情绪下，压栏、二次育肥数量增加，预计这批生猪在 4 月出栏时将带来供应压力。而 5 月的生猪出栏对应 23 年底生猪疫情导致的仔猪产能损失，生猪出栏量减少，供需预计再度收紧。

（2）**需求方面**：餐饮消费的回暖传导至生猪消费的进程较为缓慢，人口负增长和老龄化问题也会影响需求恢复幅度。从猪肉终端消费的季节性看，上半年整体偏弱，但是二季度在小长假的影响下，猪肉需求预计较春节后的淡季略有改善。二次育肥需求会给生猪市场带来短期波动，但是二季度肥标价差将逐渐缩小，预计二次育肥的影响缺乏持续性。

（3）**综合来看**：二季度初期面临压栏猪释放的供应压力，而后仔猪疫情损失进入兑现期，生猪供给阶段收紧。长期来看，2024 年 8 月之后，会因为 2023 年 10 月以来母猪产能去化加速，导致生猪出栏量降幅扩大，而且旺季消费增加，生猪供需关系进一步收紧，驱动市场回暖。

**风险因素**：养殖情绪；疫情；政策。

重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅供参考之用，不构成对任何人的投资建议。中信期货不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。如本报告涉及行业分析或上市公司相关内容，旨在对期货市场及其相关性进行比较论证，列举解释期货品种相关特性及潜在风险，不涉及对其行业或上市公司的相关推荐，不构成对任何主体进行或不进行某项行为的建议或意见，不得将本报告的任何内容据以作为中信期货所作的承诺或声明。在任何情况下，任何主体依据本报告所进行的任何作为或不作为，中信期货不承担任何责任。

## 目 录

摘要:	1
一、 2024 年一季度生猪市场回顾	4
二、 供应分析：母猪正常保有量下调，产能仍在去化中	5
（一） 长期产能：母猪去化仍在进行，关注前期配种率降低的影响	5
1. 24 年一季度能繁母猪产能仍在减少	5
2. 补栏、淘汰同步进行，逐渐走出情绪底部	6
3. 存栏结构优化升级、单产 MSY 不断提高	7
4. 配种率出现阶段下滑	7
5. 政策下调能繁母猪正常保有量	8
（二） 中期产能：仔猪产能损失，削弱中期供应压力	9
1. 断奶成活率下降，新生仔猪减少	9
2. 仔猪价格上涨，采购仔猪情绪回暖	10
（三） 饲料销量：能繁、仔猪料环比下降，侧面印证产能损失	10
1. 能繁母猪饲料销量环比下降	10
2. 教保饲料销量环比下降	11
（四） 短期节奏：3 月计划出栏量环比、同比增加	11
三、 库存分析：均重正在增加	12
（一） 生猪均重增加，出栏压力累积	12
（二） 冻品库存缓慢释放	13
四、 需求分析：环比改善仍有空间，人口特征决定上限	13
（一） 餐饮消费逐步复苏	13
（二） 当前消费仍旧疲软，上半年需求淡季为主	14
（三） 人口减少叠加老龄化，猪肉总量消费受限制	14
（四） 3 月二育比例增加，短期拉动生猪需求	15
五、 现金流：集团场杠杆率过高，行业资金持续收紧	16
六、 成本利润：饲料成本下降，有助利润改善	16
1. 玉米、豆粕下跌，生猪饲料价格下降	16
2. 养殖成本下移，有助产业盈利	17
七、 2024 年二季度生猪市场展望	17

## 图表目录

图表 1： 生猪现货价格	4
图表 2： 生猪期货价格	4
图表 3： 自繁自养利润	5
图表 4： 外购仔猪育肥利润	5
图表 5： 能繁母猪存栏（农业部）	6
图表 6： 不同口径能繁母猪环比变化	6
图表 7： 二元母猪价格	6
图表 8： 二元母猪/生猪价格比	6
图表 9： 能繁母猪淘汰量	7
图表 10： 淘汰母猪价格	7
图表 11： 能繁母猪存栏结构	7

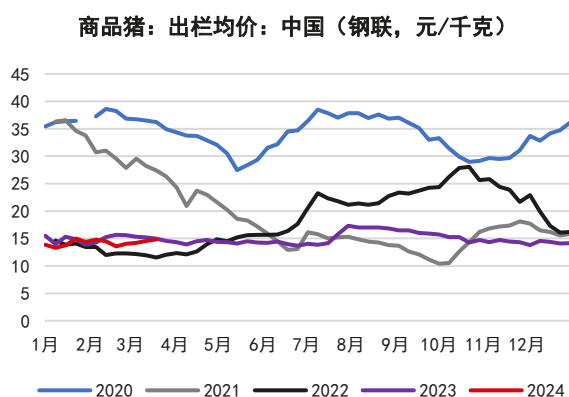
图表 12: MSY 生产效率 .....	7
图表 13: 母猪配种效率 .....	8
图表 14: 母猪分娩率 .....	8
图表 15: 农业部生猪产能调控实施方案 .....	8
图表 16: 断奶环节成活率 .....	9
图表 17: 新生仔猪数量（钢联） .....	9
图表 18: 7kg 仔猪价格 .....	10
图表 19: 仔猪/生猪价格比 .....	10
图表 20: 母猪饲料环比变化 .....	10
图表 21: 教保饲料环比变化 .....	11
图表 22: （涌益咨询）3 月生猪计划出栏量 .....	12
图表 23: （钢联）3 月生猪计划出栏量 .....	12
图表 24: 生猪出栏均重 .....	12
图表 25: 150kg 以上出栏占比 .....	12
图表 26: （涌益咨询）屠宰企业冻品库容率 .....	13
图表 27: （钢联）屠宰企业冻品库容率 .....	13
图表 28: 社会餐饮消费品零售总额 .....	14
图表 29: 社会餐饮消费品零售变化 .....	14
图表 30: 白毛价差 .....	14
图表 31: 肥标价差 .....	14
图表 32: 我国总人口 .....	15
图表 33: 我国人口年龄结构 .....	15
图表 34: 二次育肥成本 .....	15
图表 35: 二育占比 .....	15
图表 36: 规模养殖企业杠杆率 .....	16
图表 37: 规模养殖企业流动性比率 .....	16
图表 38: 玉米豆粕价格 .....	17
图表 39: 生猪饲料价格 .....	17
图表 40: 自繁自养完全成本 .....	17
图表 41: 生猪供需平衡表（万头；万吨） .....	18

## 一、2024 年一季度生猪市场回顾

2024 年一季度，生猪供给依旧维持高位，生猪现货价格中枢在 14.3 元/公斤左右。节奏来看：春节前需求拉动，生猪现货反弹至 16 元/公斤，节后消费回归淡季，现货价格持续跌至 13.5 元/公斤。2 月底以来，由于行业均重低、大猪库存少，卖猪心态不急迫，行业逐渐开始增重压栏，二次育肥量环比增加，供应节奏收紧，猪价止跌反弹，截至 3 月 19 日，全国生猪均价反弹至 14.9 元/公斤。

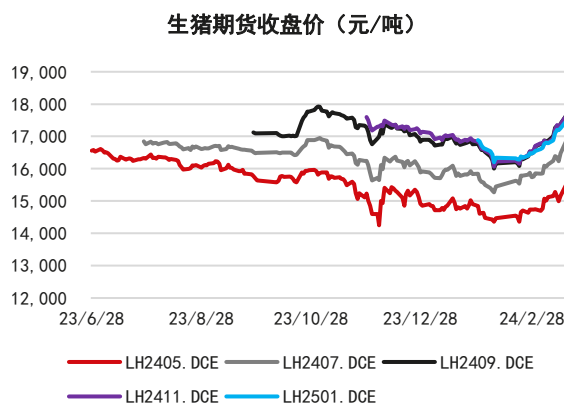
期货方面，春节前旺季需求拉动有限，对节后的悲观预期导致生猪期货价格持续下行。而春节过后，虽然消费进入传统淡季，但是现货跌幅不大，前期估值过低的期货合约开始反弹修复估值，同时农业部公布的 1 月能繁母猪存栏超预期减少，2 月母猪存栏量环比继续减少，也强化了市场对于去产能的信心，推动期货盘面反弹，市场情绪出现回暖。

图表1：生猪现货价格



资料来源：钢联、中信期货研究所

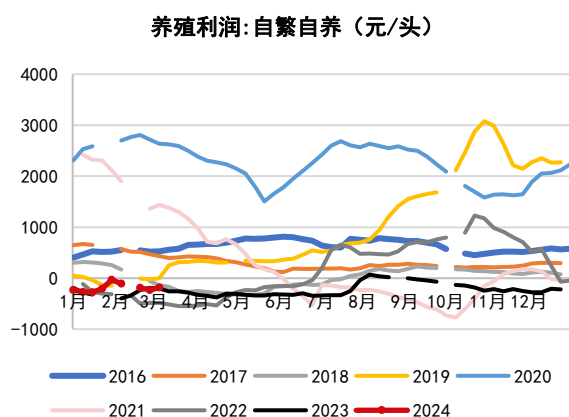
图表2：生猪期货价格



资料来源：Wind、中信期货研究所

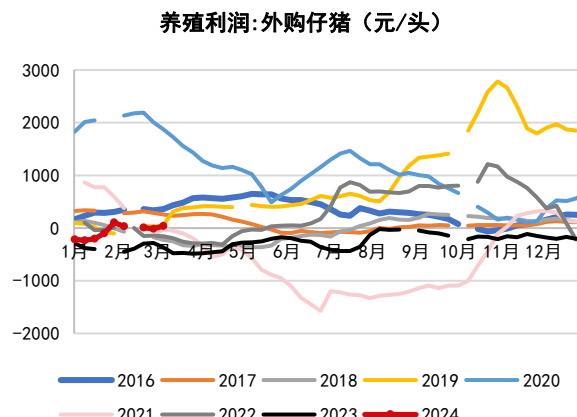
行业利润来看，2024 年一季度生猪自繁自养依旧亏损，年初自繁自养亏损约 -270 元/头，春节前亏损幅度略有缩小，约 -30 元/头，节后随着生猪重新跌价，自繁自养亏损约 -200 元/头。外购仔猪育肥利润在一季度逐渐实现扭亏为盈，2024 年初外购仔猪育肥利润约 -210 元/头，但是随着 2023 年 8 月-12 月仔猪价格持续下跌，导致 2024 年 2 月开始出栏所对应的外购仔猪育肥成本下降，因此外购育肥利润近期明显改善，开始小幅盈利，截至 3 月 8 日当周外购仔猪育肥的养殖利润约 40 元/头。

图表3：自繁自养利润



资料来源：Wind、中信期货研究所

图表4：外购仔猪育肥利润



资料来源：Wind、中信期货研究所

## 二、供应分析：母猪正常保有量下调，产能仍在去化中

### （一）长期产能：母猪去化仍在进行，关注前期配种率降低的影响

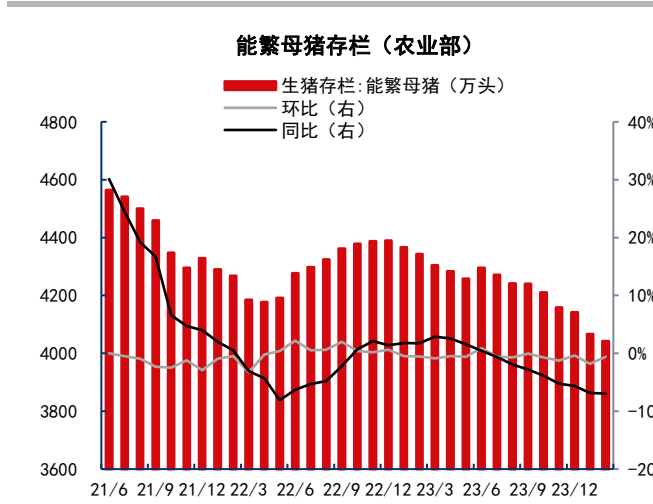
2024 年 1 月，全国能繁母猪存栏量进一步下降，农业部也发文指出随着我国生猪生产效率持续提升，能繁母猪正常保有量从 4100 万头下调至 3900 万头，当前产能仍有去化空间。2023 年四季度上游母猪配种率下降，也将影响 2024 年下半年的生猪供应量。整体来看，行业产能仍在去化，二季度生猪供应预计不会继续增加，往下半年看生猪出栏压力预计减少。

#### 1. 24 年一季度能繁母猪产能仍在减少

2024 年 1 月我国能繁母猪产能延续 2023 年以来的去化趋势，环比仍在下降。据农业部披露，2 月我国能繁母猪存栏量 4042 万头，环比变化-0.61%，同比变化-6.93%，较 2023 年初的 4390 万头，累计变化-7.93%。从其他咨询机构监测样本的能繁母猪存栏变化来看，涌益咨询样本 1 月能繁母猪 102.02 万头，月环比-0.76%，2 月能繁母猪 102.31 万头，月环比+0.28%；钢联样本 1 月能繁母猪 497.17 万头，月环比-0.56%，2 月能繁母猪 495.78 万头，月环比-0.28%。

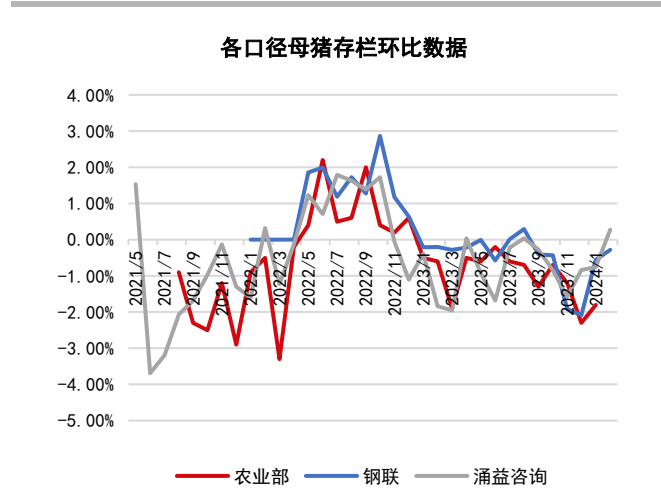
本轮周期中，产能去化从 2023 年 1 月开始，并持续至今，其中 2023 年 10 月-2024 年 1 月的去化出现加速，但是 2024 年 2 月来看，农业部统计的能繁母猪降幅环比收窄，涌益咨询样本母猪存栏止降小增，钢联样本母猪存栏环比降幅收窄。随着生猪价格企稳，养殖户情绪回暖，2024 年二季度去产能存在降速可能。

图表5：能繁母猪存栏（农业部）



资料来源：Wind、农业部、中信期货研究所

图表6：不同口径能繁母猪环比变化

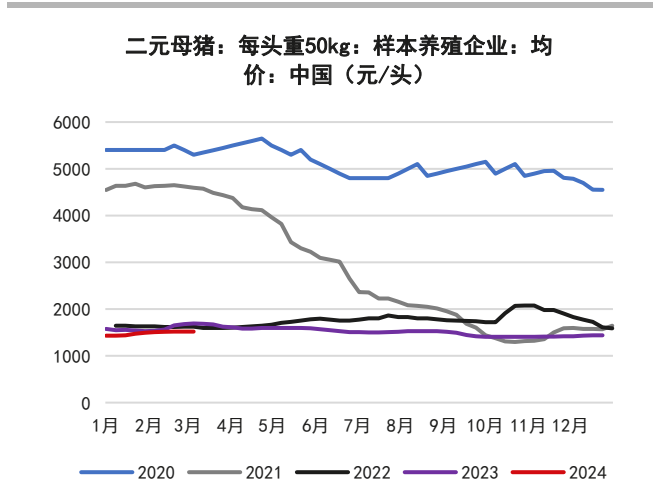


资料来源：Wind、涌益咨询、钢联、中信期货研究所

## 2. 补栏、淘汰同步进行，逐渐走出情绪底部

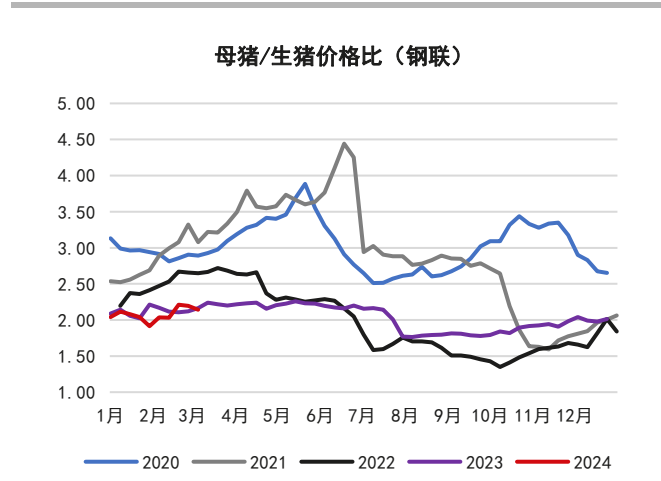
2024 年一季度，二元母猪虽然绝对价格仍处在历史偏低位置，但是环比价格有小幅上涨，截至 3 月 8 日当周 50k 二元母猪价格 1520 元/头，较年初增加+6.08%，一季度养殖户母猪采购情绪略有回暖，但是目前的母猪/生猪比价较去年同期略低，说明一季度的母猪补栏情绪环比增强，但同比仍稍弱。

图表7：二元母猪价格



资料来源：钢联、中信期货研究所

图表8：二元母猪/生猪价格比

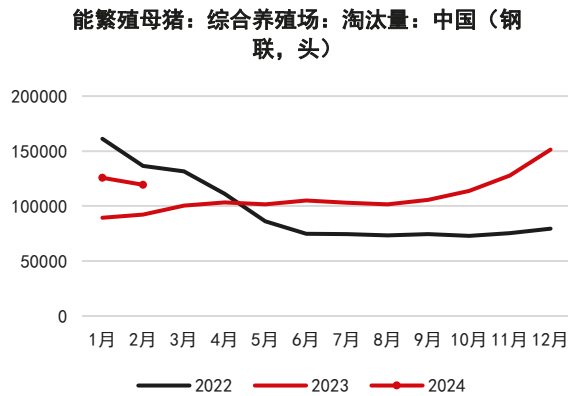


资料来源：钢联、中信期货研究所

一季度能繁母猪淘汰量依旧较高。虽然从钢联数据看，24 年 1 月-2 月的养殖场母猪淘汰数量较 2023 年四季度下降，但是月均淘汰量仍旧明显高于 2023 年前三季度，而且淘汰母猪价格也处在偏低区间，说明母猪淘汰力度依旧较大。

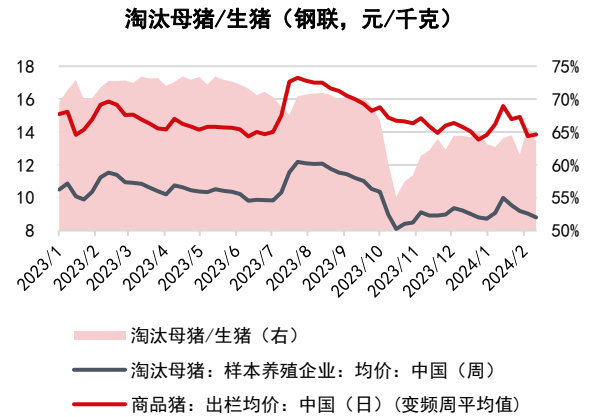


图表9：能繁母猪淘汰量



资料来源：钢联、中信期货研究所

图表10：淘汰母猪价格

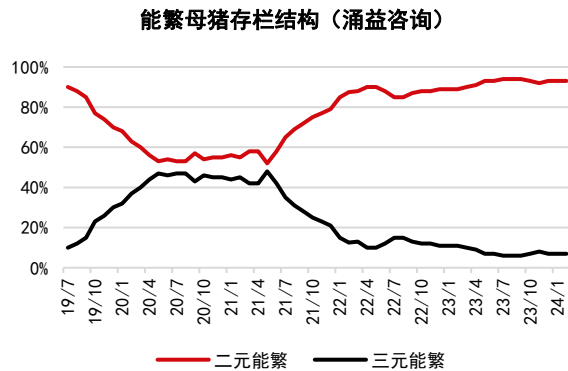


资料来源：钢联、中信期货研究所

### 3. 存栏结构优化升级、单产 MSY 不断提高

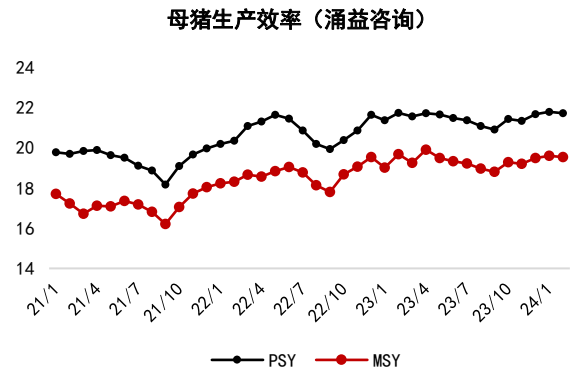
近三年来，我国能繁母猪存栏结构持续优化，窝均健仔数等生产效率更高的二元能繁母猪比例从 2021 年 5 月的不足 50%，到 2023 年已经提升至 90%以上。我国存栏母猪的单产 MSY 指标明显提升，2024 年 1 月预估 MSY 能够达到 19.6，较 2023 年同期的 19.0 相比，过去一年的 MSY 提升了+3.16%，预计将对 2024 年的生猪供应产生正向影响。

图表11：能繁母猪存栏结构



资料来源：Wind、涌益咨询、中信期货研究所

图表12：MSY 生产效率



资料来源：Wind、涌益咨询、中信期货研究所

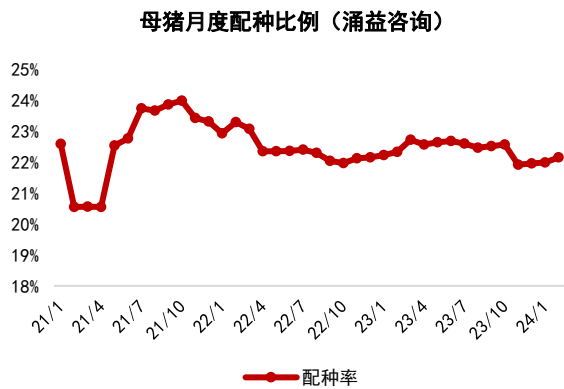
### 4. 配种率出现阶段下滑

从能繁母猪到生猪出栏，首先需要经过配种、妊娠，因此养殖户给能繁母猪的配种积极性，以及母猪妊娠过程的成功率，都将对未来新生仔猪数量、最终生猪出栏数量产生影响。

2023 年 11 月-2024 年 1 月，因为疫情的影响，能繁母猪配种率下滑，分娩

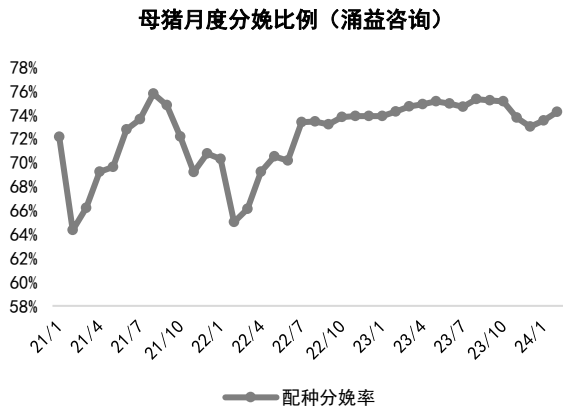
比例也出现下降,从涌溢监测的情况来看,配种率从 22.6%左右最低下滑至 21.9%,分娩率从 75.1%下滑至 73.0%。2024 年一季度,母猪配种率、分娩率虽然开始小幅恢复,但是仍较前期偏低。预计 2023 年 11 月分娩减少的问题,将反映在 5 月的生猪出栏中;配种减少的问题,将反映在 2024 年 9 月的出栏中。

图表13：母猪配种效率



资料来源：Wind、涌益咨询、中信期货研究所

图表14：母猪分娩率



资料来源：Wind、涌益咨询、中信期货研究所

### 5. 政策下调能繁母猪正常保有量

2024 年 3 月 4 日,农业农村部印发《生猪产能调控实施方案（2024 年修订）》的通知：随着生猪生产效率持续提升,猪肉消费趋于稳定。“十四五”后期,以正常年份全国猪肉产量在 5500 万吨时的生产数据为参照,设定能繁母猪存栏量调控目标,即能繁母猪正常保有量稳定在 3900 万头左右。

我国能繁母猪正常保有量由原先的 4100 万头,下调至 3900 万头,绿色产能正常波动区间（92%—105%）,母猪存栏在（3588—4095）属于正常范围。目前,我国能繁母猪存栏 4042 万头,处于绿色波动区间上沿,仍高于 3900 万头的正常数量,产能去化仍有空间。

图表15：农业部生猪产能调控实施方案

情况	范围（万头）		应对措施
绿色区域:产能正常波动	能繁母猪月度存栏量处于正常保有量的 92%—105% 区间（含 92%和 105%两个临界值）。	3588—4095	以市场调节为主,不需要启动调控措施。保持监测预警工作常态化,定期发布动态监测信息。
黄色区域:产能大幅波动	情形一：能繁母猪存栏量大幅减少。能繁母猪月度存栏量处于正常保有量的 85%—92%区间（含 85%的临界值）。	3315—3588	一是加强监测预警。强化能繁母猪存栏量监测调度,及时发布动态监测信息,引导市场预期,增加能繁母猪存栏量。二是启动产能增加机制。农业农村部引导大型生猪养殖企业合理增加产能。相关地方各级农业农村部门引导和督促生猪产能调控基地减缓能繁母猪淘汰,增加能繁母猪补栏,稳定并恢复产能。三是向产能降幅较大的地方发预警函。农业农村部视情况向能繁母猪存栏量降幅较大的省级农业农村部门发预警函,要求及时采取恢复措施。省级和市级农业农村部门可建立相应的预警机制。



	情形二：能繁母猪存栏量大幅增加。能繁母猪月度存栏量处于正常保有量的105%—110%区间（含110%的临界值）。	4095—4290	一是加强监测预警。强化能繁母猪存栏量监测调度，及时发布动态监测信息，引导市场预期，淘汰低产母猪，降低能繁母猪存栏量。二是启动产能调减机制。农业农村部引导大型生猪养殖企业合理调减产能。相关地方各级农业农村部门引导和督促生猪产能调控基地采取延迟能繁母猪补栏、加快淘汰低产母猪等调减产能措施。
红色区域：产能过度波动	情形一：能繁母猪存栏量过度减少。能繁母猪月度存栏量低于正常保有量的85%。	<4095	加大工作力度增加产能，农业农村部向能繁母猪存栏量低于正常保有量的85%，且未采取调控措施或调控不力的省级农业农村部门发预警函，督促进一步采取补贴、信贷、贴息等政策措施，遏制产能下滑势头，尽快恢复能繁母猪存栏量。
	情形二：能繁母猪存栏量过度增加。能繁母猪月度存栏量高于正常保有量的110%。	>4290	全面强化调减产能各项措施，继续加大低产母猪淘汰力度，引导生猪产能调控基地暂缓新增能繁母猪和新建扩建猪场。
其他异常情况调控	能繁母猪月度存栏量处于绿色区域，但种猪生产供应、新生仔猪数量或生猪存栏量出现异常减少等情况时。		各级农业农村部门要会同有关部门及时研究并采取针对性措施，必要时可制定临时性政策措施报本级人民政府批准实施。

资料来源：农业部、中信期货研究所

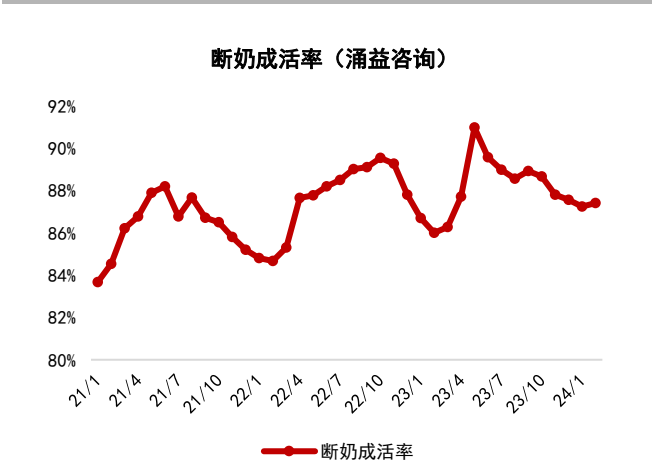
（二）中期产能：仔猪产能损失，削弱中期供应压力

1. 断奶成活率下降，新生仔猪减少

断奶仔猪成活率受疫情影响，在每年夏季、冬季的南北疫情高发期，仔猪成活率下降，产能在由母猪向生猪出栏传递的过程中，可能出现损失。

2023 年 11 月-2024 年 2 月，仔猪断奶成活率下降，将影响 5~6 个月之后的生猪出栏量，削弱 24 年下半年供应压力。同时，钢联样本监测的新生仔猪数量来看，全国 2024 年 2 月新生仔猪量环比减少-3.70%，仔猪出生量减少，也意味着 6 个月之后的生猪出栏量下降。

图表16：断奶环节成活率



资料来源：涌益咨询、中信期货研究所

图表17：新生仔猪数量（钢联）

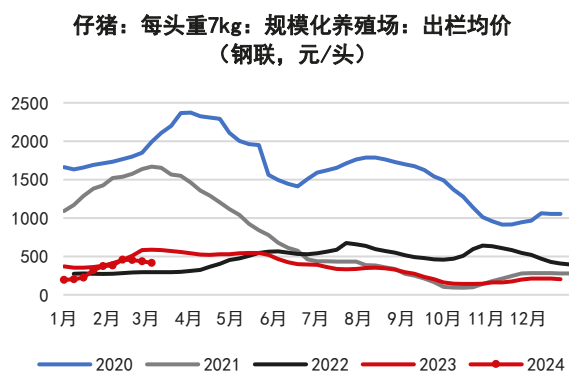
	新生仔猪数（万头）	环比	仔猪销量（万头）	环比
东北	108.40	-11.87%	3.80	-45.71%
西北	14.00	-14.11%	1.80	9.09%
华东	78.60	4.24%	10.40	61.94%
华中	95.97	-1.11%	15.55	-24.59%
西南	144.80	-1.36%	2.28	2.70%
华南	33.80	-4.25%	4.50	7.14%
全国	475.57	-3.70%	37.97	-9.36%

资料来源：钢联、中信期货研究所

## 2. 仔猪价格上涨，采购仔猪情绪回暖

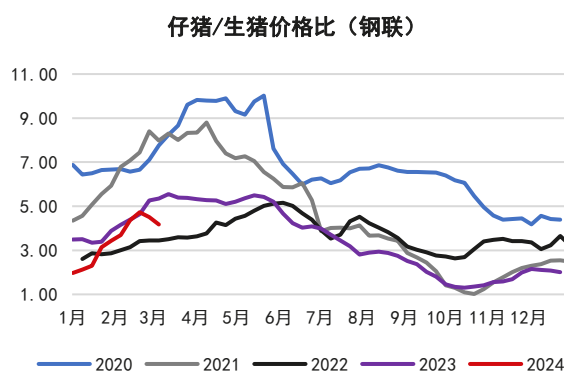
2024 年一季度仔猪价格反弹，从年初的 194 元/头，在春节后最高涨至 456 元/头，3 月仔猪价格小幅回调，但仍在 400 元/头以上，销售仔猪环节处于盈利状态。仔猪价格的上涨，一方面，由于 23 年四季度母猪配种率减少、以及断奶成活率下降，导致 24 年一季度仔猪供给减少，另一方面，春节后是仔猪补栏集中时期，养殖户情绪乐观，补栏需求增加，拉动仔猪价格反弹。

图表18：7kg 仔猪价格



资料来源：钢联、中信期货研究所

图表19：仔猪/生猪价格比



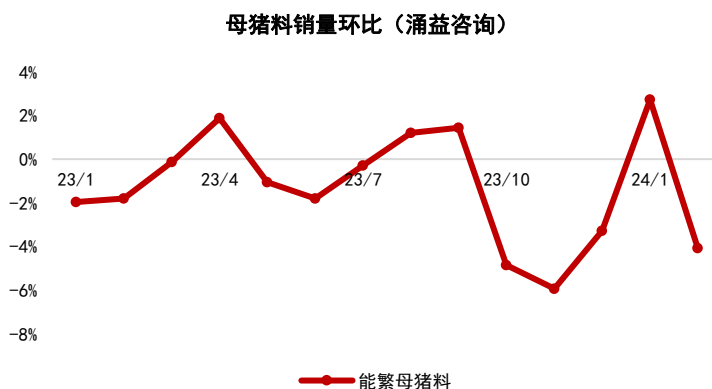
资料来源：钢联、中信期货研究所

## （三）饲料销量：能繁、仔猪料环比下降，侧面印证产能损失

### 1. 能繁母猪饲料销量环比下降

自 2023 年 1 月母猪开始去产能以来，月度母猪饲料销量环比多呈下降趋势，仅个别月份有增长。尤其 2023 年 10 月份开始，能繁母猪料月销量环比降幅扩大，也说明了母猪淘汰量增加，去产能进程加速。

图表20：母猪饲料环比变化

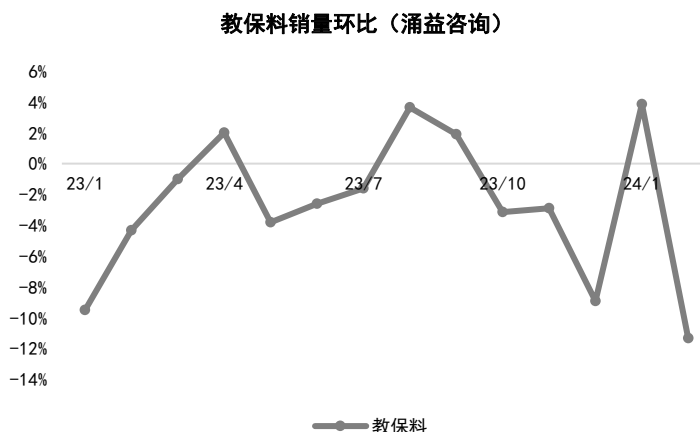


资料来源：涌益咨询、中信期货研究所

## 2. 教保饲料销量环比下降

2023 年 10 月份以来，仔猪教保饲料月度销量环比降幅也在扩大，2024 年 2 月教保料环比降幅扩大至-11.30%。教保料销量的下降，说明新生仔猪数量减少，也印证了前期配种率下降、成活率下降导致的仔猪产能损失。

图表21：教保饲料环比变化

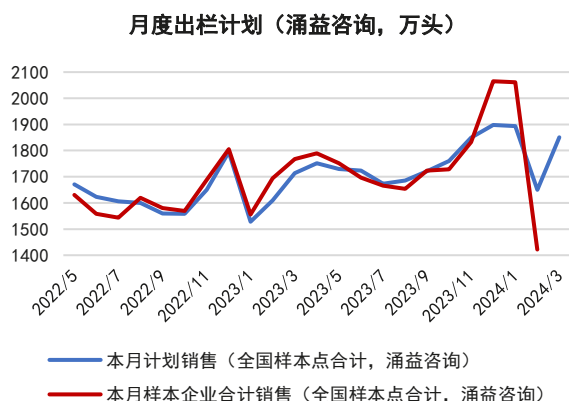


资料来源：涌益咨询、中信期货研究所

## （四）短期节奏：3 月计划出栏量环比、同比增加

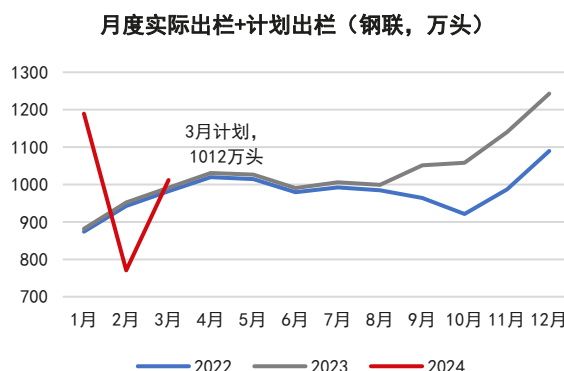
2024 年 3 月，养殖场生猪计划出栏量环比、同比均增加，短期供应压力仍在持续。据钢联数据，3 月养殖场出栏计划 1011.96 万头，较 2 月实际出栏环比+31.35%，日均出栏环比 5.93%，3 月计划出栏较去年同期实际出栏变化+2.06%。据涌益咨询数据，3 月养殖场出栏计划 1851 万头，较 2 月实际出栏环比+30.19%，日均出栏环比 0.79%，3 月计划出栏较去年同期实际出栏变化+4.69%。虽然 2 月出栏计划完成率偏低，但是 2 月计划出栏的生猪有在 1 月提前超计划销售，以及部分转移至 3 月销售，结合近期增长的体重数据，预计短期生猪市场出栏压力依旧存在。

图表22：（涌益咨询）3月生猪计划出栏量



资料来源：Wind、涌益咨询、中信期货研究所

图表23：（钢联）3月生猪计划出栏量



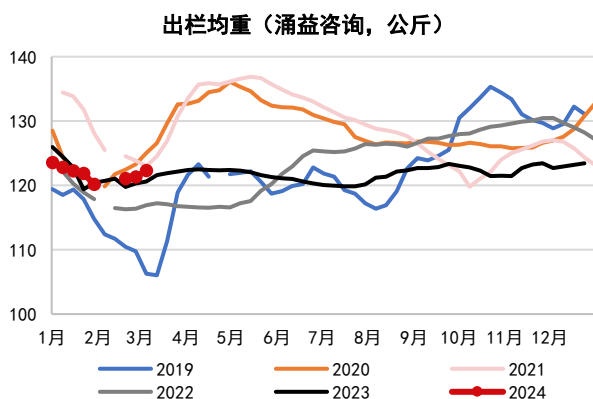
资料来源：Wind、钢联、中信期货研究所

### 三、库存分析：均重正在增加

#### （一）生猪均重增加，出栏压力累积

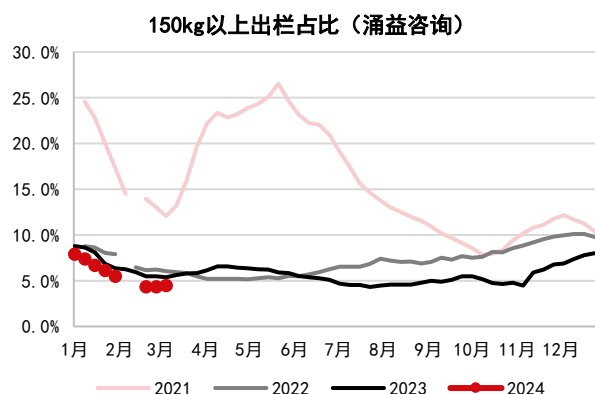
2024 年一季度生猪出栏均重呈现先降后增的变化趋势。从涌益咨询监测的均重来看，春节前生猪出栏均重降至 120 公斤左右，体重压力下降，大猪出栏占比也降至较低水平。春节过后，由于均重低、大猪不多，行业出栏心态并不急迫，随着现货市场止跌反弹，养殖户在看涨情绪影响下，开始惜售压栏，2 月下旬以来生猪均重环比持续增长，近期体重也较去年同期偏高。3 月 14 日当周，出栏均重 123 公斤，环比变化+0.6%，同比变化+1.2%。

图表24：生猪出栏均重



资料来源：涌益咨询、中信期货研究所

图表25：150kg 以上出栏占比

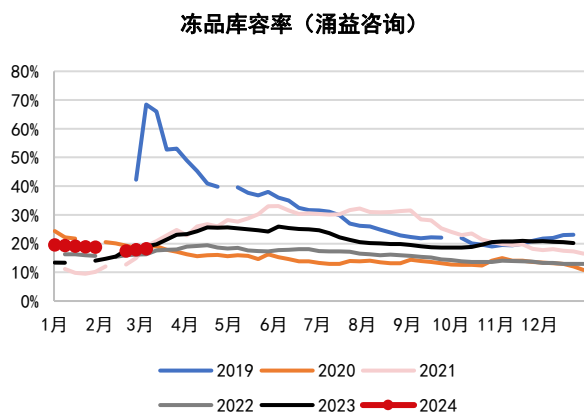


资料来源：涌益咨询、中信期货研究所

## （二）冻品库存缓慢释放

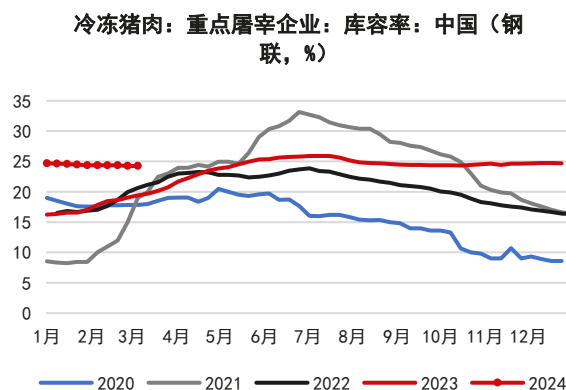
春节期间，全国冻品库存在消费旺季逐渐出库。涌益咨询样本来看，当前库存压力以及较去年同期偏低，但是钢联样本监测的屠宰企业库容率依旧较去年同期偏高。但是整体上，两个监测样本当前库容率低于 23 年上半年的库存高点，冻品库存压力较前期得到一定释放。

图表26：（涌益咨询）屠宰企业冻品库容率



资料来源：Wind、涌益咨询、中信期货研究所

图表27：（钢联）屠宰企业冻品库容率



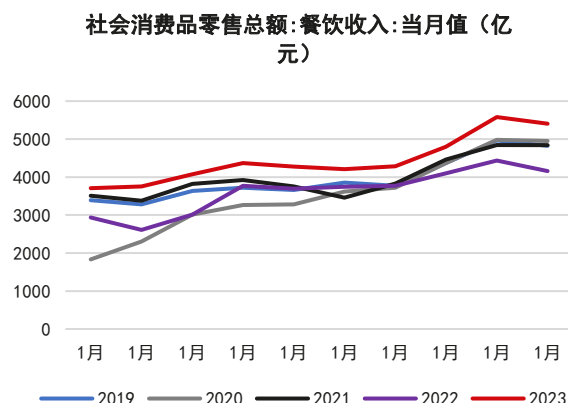
资料来源：Wind、钢联、中信期货研究所

## 四、需求分析：环比改善仍有空间，人口特征决定上限

### （一）餐饮消费逐步复苏

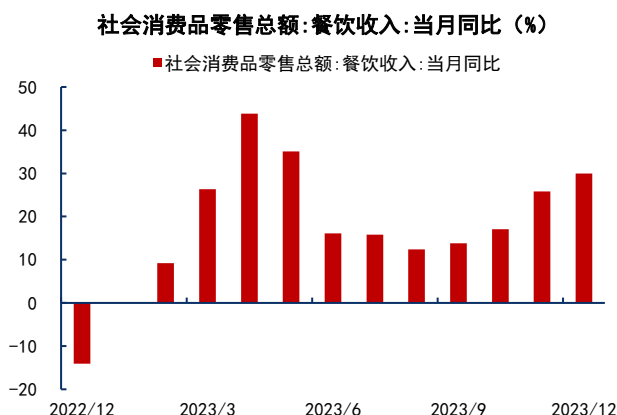
2022 年，我国社会餐饮消费品零售总额同比下降，餐饮行业需求不景气，对猪肉的消费产生负面影响。2023 年，随着社会活动逐渐恢复，餐饮消费也逐步改善，2023 年我国社会餐饮消费品零售总额 5.29 亿元，同比增长 20%，2023 年 12 月单月同比增长 30%。终端餐饮消费场景的回暖，有利于猪肉的消费需求，整体来看，预计随着餐饮消费市场的持续复苏，猪肉消费环比仍有增长空间。

图表28：社会餐饮消费品零售总额



资料来源：Wind、国家统计局、中信期货研究所

图表29：社会餐饮消费品零售变化

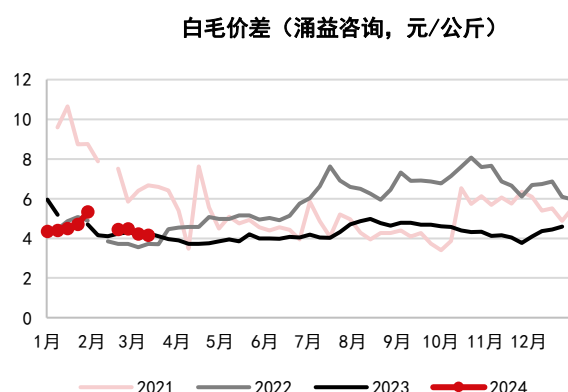


资料来源：Wind、国家统计局、中信期货研究所

## （二）当前消费仍旧疲软，上半年需求淡季为主

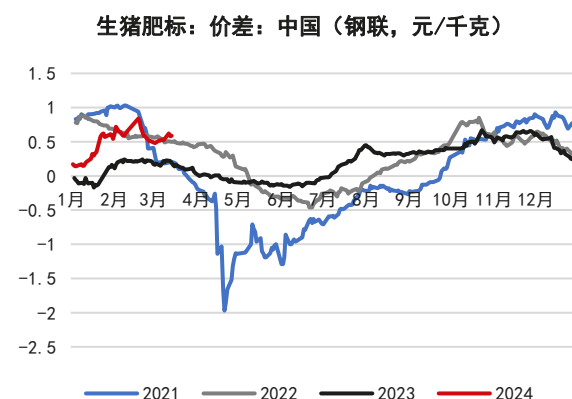
2023 年，我们看到全国餐饮消费的增长，但是在猪肉消费方面，白条-毛猪价差依旧偏低，猪肉终端消费场景恢复力度尚不足。2024 年 2 月，春节前白毛价差环比、同比有明显增长，但是春节过后，白毛价差快速回落，消费市场进入疲软状态。据涌益咨询监测，3 月 7 日当周白毛价差 4.21 元/公斤，环比变化-6.03%，同比变化-0.71%，节后需求较去年同期略弱。季节性走势来看，二季度依旧是猪肉消费淡季，猪肉消费量整体有限。肥标价差来看，二季度随着气温回暖，肥猪需求减少，肥标价差开始缩小。因此，二季度预计猪肉消费以淡季为主。

图表30：白毛价差



资料来源：涌益咨询、中信期货研究所

图表31：肥标价差



资料来源：钢联、中信期货研究所

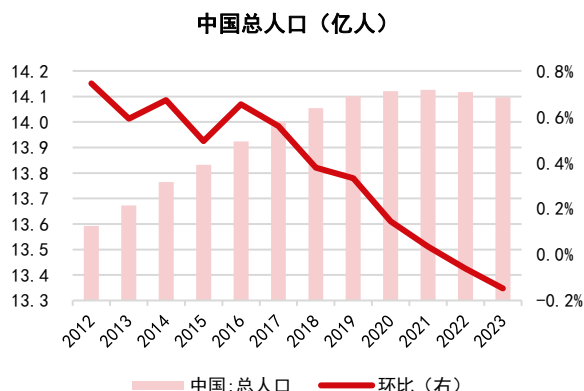
## （三）人口减少叠加老龄化，猪肉总量消费受限制

猪肉消费的上限主要由人口基数以及人均消费量有关。2022 年开始，我国人



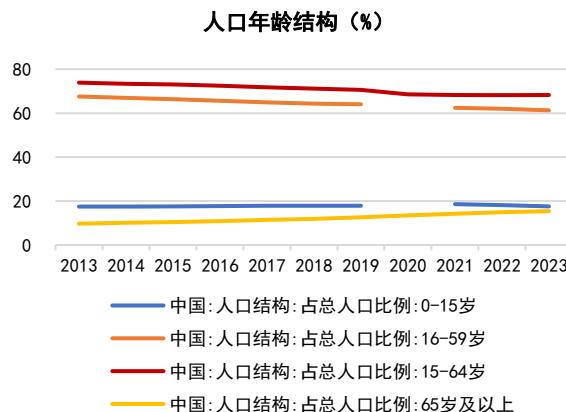
口进入负增长阶段，2022 年总人口环比变化-0.06%，2023 年环比变化-0.15%。从年龄结构来看，老龄化问题也会影响猪肉人均消费水平。近年来，猪肉消费的主力人群 15-64 岁的中青年占比不断下降，也限制了猪肉消费的上限。短期来看，餐饮消费市场的复苏会使猪肉需求较前几年的低谷有一定的恢复和增长，但是长期来看，人口总数的下降和人口的老龄化，将降低生猪消费的饱和上限。

图表32：我国总人口



资料来源：Wind、国家统计局、中信期货研究所

图表33：我国人口年龄结构

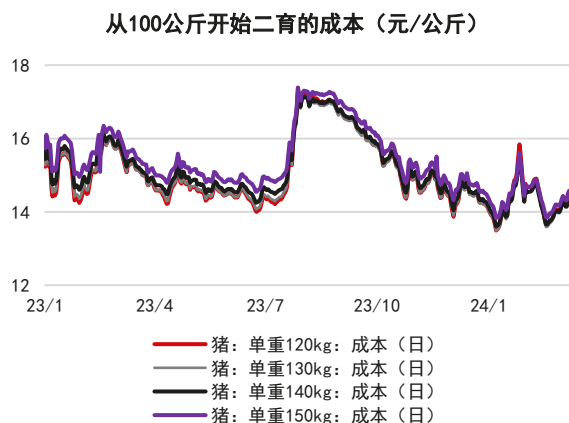


资料来源：Wind、国家统计局、中信期货研究所

#### （四）3 月二育比例增加，短期拉动生猪需求

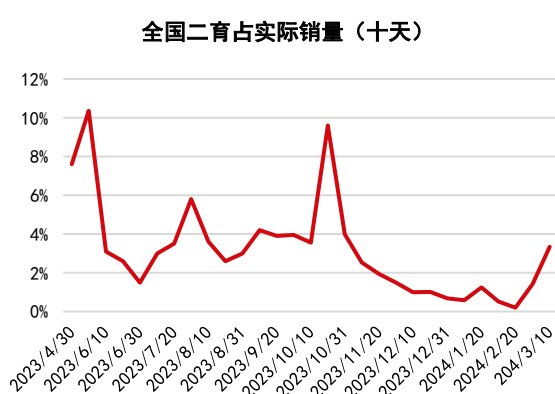
春节后随着猪价的下跌，二次育肥成本下降至 13.6 元/公斤左右，刺激二育参与量增长，据涌益咨询监测，3 月上旬二育占比增多，拉动生猪现货价格反弹，二育入场的成本也随之提高，近期的二育成本在 14.5 元/公斤。当前二育成本贴近现货价格，预计随着肥标价差季节性收窄，以及 3 月的压栏猪开始出栏，二育的拉动效果将减弱。

图表34：二次育肥成本



资料来源：钢联、中信期货研究所

图表35：二育占比



资料来源：涌益咨询、钢联中信期货研究所

## 五、现金流：集团场杠杆率过高，行业资金持续收紧

2023 年生猪养殖行业持续亏损，集团场作为融资能力相对更强的养殖主体，资金压力也持续加码，到 2023 年三季报，21 价生猪养殖上市公司的平均资产负债率达到 66.37%，较 22 年末的 63.21%，负债压力继续扩大，上市公司流动比率也持续收紧，从 22 年末的 1.11，到 23 年三季报下降至 0.94。

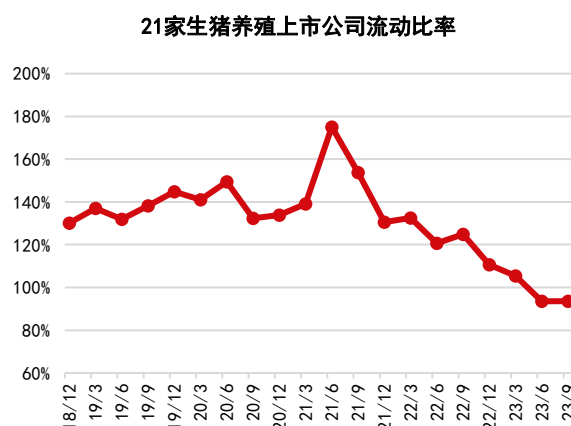
2024 年一季度，生猪自繁自养利润依旧亏损，养殖户资金压力进一步加大，偿债压力、流动资金不足等问题，预计仍将推动行业控制产能。

图表36：规模养殖企业杠杆率



资料来源：Wind、中信期货研究所

图表37：规模养殖企业流动性比率



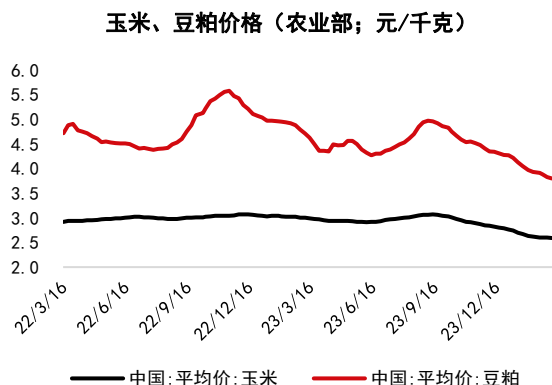
资料来源：Wind、中信期货研究所

## 六、成本利润：饲料成本下降，有助利润改善

### 1. 玉米、豆粕下跌，生猪饲料价格下降

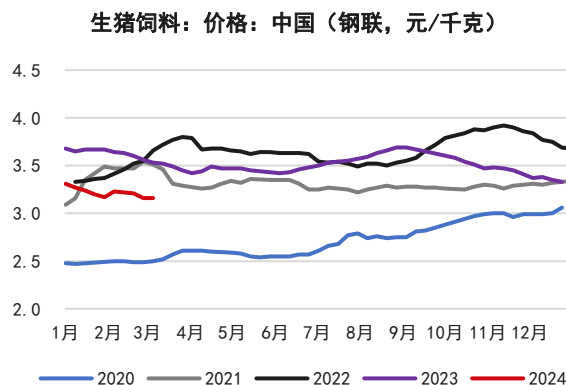
2024 年一季度，饲料原料玉米、豆粕的价格持续下跌，截至 3 月 7 日当周，全国玉米均价 2.59 元/公斤，较年初累计跌幅-7.17%，全国豆粕均价 3.80 元/公斤，较年初累计跌幅-11.21%。生猪饲料价格也跟随下降，截至 3 月 7 日当周，全国生猪饲料均价 3.16 元/公斤，较年初累计跌幅-5.11%。

图表38：玉米豆粕价格



资料来源：Wind、中信期货研究所

图表39：生猪饲料价格

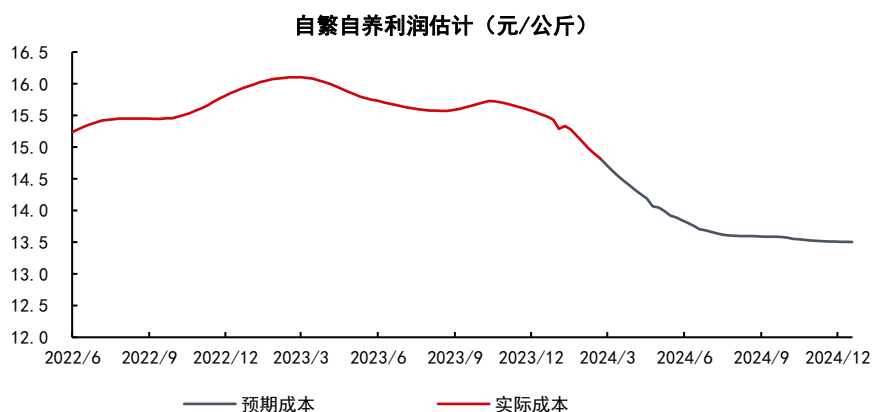


资料来源：钢联、中信期货研究所

## 2. 养殖成本下移，有助产业盈利

饲料成本在总成本中占比达 65%以上，饲料价格自 2023 年四季度以来开始下降，2024 年一季度饲料价格继续下跌，导致生猪养成成本不断减少。据测算，2024 年初生猪自繁自养成本约 15.5 元/公斤，一季度末约降至 14.5 元/公斤，二季度预计随着育肥过程中摊销的饲料成本不断下降，生猪出栏成本能够达到 14 元/公斤左右。养殖成本的下移，有助于产业盈利，二季度末或三季度，生猪自繁自养有望进入盈利阶段。

图表40：自繁自养完全成本



资料来源：中信期货研究所

## 七、2024 年二季度生猪市场展望

展望 2024 年二季度的生猪市场：

（1）供给方面：3 月初行业在低均重和盼涨情绪下，压栏、二次育肥数量增

加，预计这批生猪在 4 月出栏时将带来供应压力。而 5 月的生猪出栏对应 23 年底生猪疫情导致的仔猪产能损失，生猪出栏量减少，供需预计再度收紧。

（2）需求方面：餐饮消费的回暖传导至生猪消费的进程较为缓慢，人口负增长和老龄化问题也会影响需求恢复幅度。从猪肉终端消费的季节性看，上半年整体偏弱，但是二季度在小长假的影响下，猪肉需求预计较春节后的淡季略有改善。二次育肥需求会给生猪市场带来短期波动，但是二季度肥标价差将逐渐缩小，预计二次育肥的影响缺乏持续性。

（3）综合来看：二季度初期面临压栏猪释放的供应压力，而后仔猪疫情损失进入兑现期，生猪供给阶段收紧。长期来看，2024 年 8 月之后，会因为 2023 年 10 月以来母猪产能去化加速，导致生猪出栏量降幅扩大，而且旺季消费增加，生猪供需关系进一步收紧，驱动市场回暖。

风险因素：养殖情绪；疫情；政策。

图表41：生猪供需平衡表（万头；万吨）

	母猪	MSY	均重	理论产量	猪病影响	压栏	冻品	进口	总供给	总消费	供-需
2024 年 1 月	4305	19.2	123	568	-12	8	5	10	568	510	58
2024 年 2 月	4284	19.9	121	577	-20	-1	6	10	562	250	312
2024 年 3 月	4258	19.5	123	571	-23	-6	-1	10	541	420	121
2024 年 4 月	4296	19.3	123	574	-26	9	-4	10	552	415	137
2024 年 5 月	4271	19.2	123	555	-21	6	-5	10	535	460	75
2024 年 6 月	4241	18.9	122	530	-13	0	-5	10	512	450	62
2024 年 7 月	4240	18.8	122	531	-10	-5	0	10	516	460	56
2024 年 8 月	4210	19.3	122	547	-11	-8	0	10	528	420	108
2024 年 9 月	4158	19.2	122	518	-8	8	0	10	518	480	38
2024 年 10 月	4142	19.5	122	525	-9	5	5	10	526	500	26
2024 年 11 月	4067	19.6	123	524	-12	-5	5	10	512	465	47
2024 年 12 月	4042	19.5	125	532	-16	-8	10	10	518	510	8

资料来源：中信期货研究所

## 免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司（以下简称“中信期货”）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，且不承担任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货给予阁下的任何私人咨询建议。

## 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

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>