

2024 年 05 月 28 日

生猪：周期初显，年内旺季可适度乐观

周小球

投资咨询从业资格号：Z0001891

zhouxiaoqiu@gtjas.com

吴昊

投资咨询从业资格号：Z0018592

wuhao023978@gtjas.com

报告导读：

2024 年 2 月以来，生猪现货价格呈现筑底回升走势，市场看涨预期一致，但对于幅度及节奏存在较大分歧。然而，基于不同时间阶段的核心现货指标印证来看，现阶段价格上涨基本符合去化推演逻辑，饲料及体重指标尚未显现超量累库，库存周期转向于累库方向，整体处于周期上行前段，需持续等待现货印证。

我们的观点：

2023 年产能去化导致的产量下降已初步兑现，2024 年产业结构类似于 2022 年，生产节奏相似度高，且投机群体更为谨慎，主动超量累库出现概率下降，因此，2024 年上涨节奏或类似于 2022 年，涨幅低于 2022 年，持续时间长于 2022 年上行周期；与此同时，2022 年 11-12 月现货急速下跌存在黑天鹅的需求断档事件，2024 年需求影响较小，年内旺季预期可适度乐观。

我们的逻辑：

供应端：根据能繁母猪存栏、仔猪、饲料等数据综合推演，2024 年下半年育肥猪出栏逐步下降，同比存在较明显减量。

需求端：2024 年季节性刚需较 2023 年变化较小，需要格外关注旺季前的投机需求变化以及其他蛋白类消费变化情况。

库存端：冻品库存相对低位，活体库存处于累库初期，体重中枢存在上升空间。

主要风险：

育肥压栏及二次育肥补栏超预期；

夏季疫情风险。

(正文)

1. 2024 年与 2022 年的猪周期异同比较

1.1 产业结构类似，进一步集中化

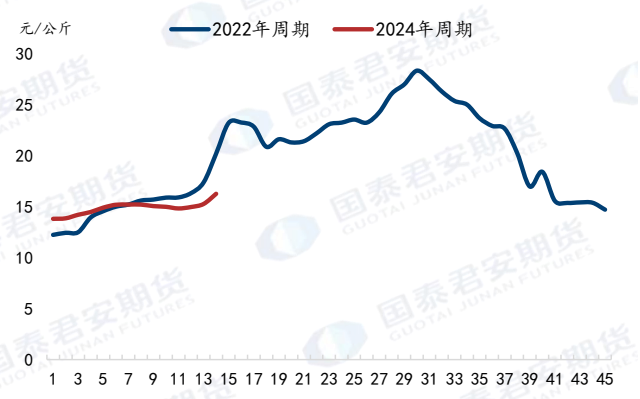
2022 年与 2024 年产业结构相似，集中度进一步提升。2022 年处于产业格局快速变化阶段，一方面集团企业加速补充已建产能，市占率快速提升；另一方面，二育群体以低养殖风险、高资金周转的优势逐步走上舞台。然而，行业持续性亏损导致资本态度转为谨慎，集团出栏增量已进入边际放缓阶段，2022 年上市猪企市占率 18%，2023 年底上市猪企市占率 21%；2023 年行业亏损扩大，四季度疫情叠加现金流双重驱动下，中小规模场快速退出市场，但是，已建成猪场难以实现变现，促使部分自繁自养养殖户转为二次育肥模式，2024 年潜在二育群体更胜于 2022 年。综合来看，2024 年与 2022 年市场结构相似，意味着生产节奏兑现到供应节奏类似，投机群体潜在力量更大，赋予阶段性高波动属性，通过价格走势比较来看也存在相应规律。

图 1：上市企业市占率边际增量放缓



资料来源：公司公告，国泰君安期货研究

图 2：2022 年及 2024 年价格走势比较

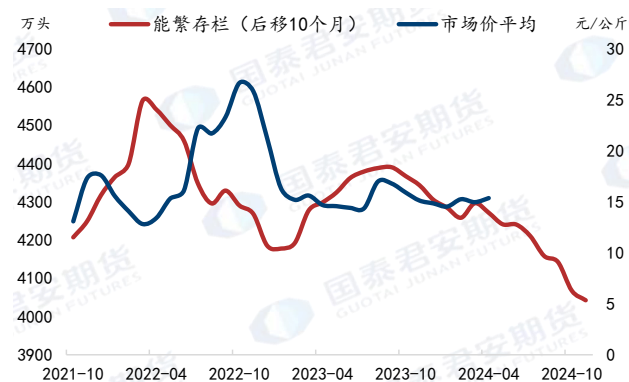


资料来源：同花顺，国泰君安期货研究

1.2 前置年份产能去化节奏存在差异

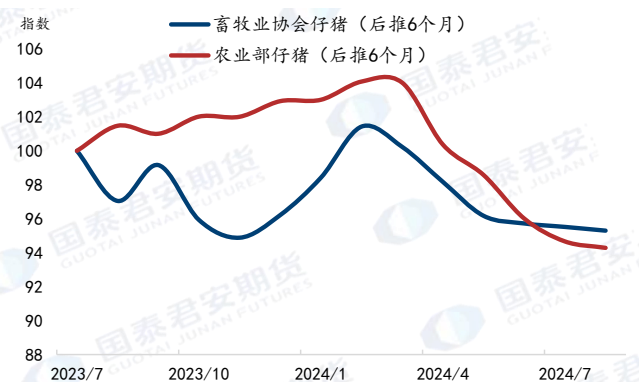
产能去化节奏决定年内供应变化情况。2021 年上半年市场乐观，集中压栏增多，三季度由于过度压栏，出现单头亏损额超 1000 元的历史极值，当期仔猪市场一度出现小于 50 元每头的销售价格，市场集中淘汰母猪，去产能加速，农业部能繁母猪存栏去化 8.5%，此轮周期去化节奏紧凑，导致 2022 年供应断档阶段更为明显。2023 年 1 月全行业再度进入亏损阶段，自繁自养头均亏损接近 300 元，前三季度农业部能繁母猪存栏累计去化 3.4%，进入四季度后，行业累积亏损额扩大，叠加疫情高发，去产能节奏加速，能繁母猪年内去化幅度达到 5.6%，对应 2024 年供应影响相对持续，但断档阶段涨价幅度或不及 2022 年。

图 3：能繁母猪存栏变化



资料来源：农业部，同花顺，国泰君安期货研究

图 4：仔猪存栏推演



资料来源：畜牧业协会，农业部，国泰君安期货研究

2. 逻辑印证逐步兑现，现货节奏将呈现台阶式上行

2.1 逐步印证去化逻辑，市场上涨趋势预期一致

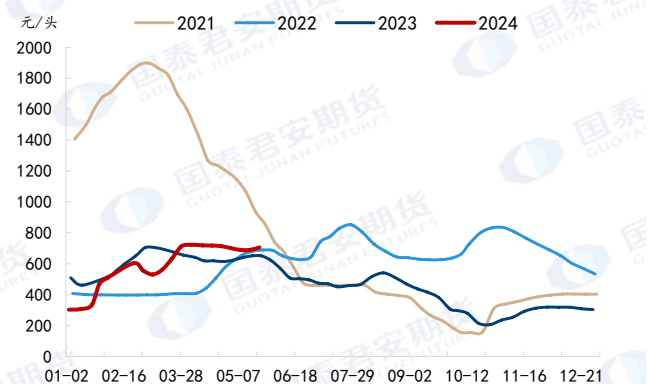
上行周期印证指标逐步落地，看涨预期形成。根据本轮周期设定的逻辑印证来看，2023年四季度为疫情导致去化的阶段，通过饲料数据、区域价差、淘汰增量等指标可以得到相应印证。2024年1-2月初步体现疫情导致的仔猪损失，需要观测仔猪价格变化，2月中下旬仔猪价格超预期上涨，7KG仔猪价格突破450元/头，进一步印证去化情况。3-4月观测核心指为标肥价差及体重指标，整体变动平稳，未出现主动累库情况，表明市场非常理性，未给予后市强预期。5-6月为季节性淡季，但对应2023年四季度仔猪损失的推演断档期，且散户高空栏率问题凸显，二育及压栏行为或有增多，以当期疫情高发区域价格作为指标，例如：山东、江苏、安徽、河南等地。7-8月即为抛压测试阶段，通过观测饲料销量及体重指标判断市场是否出现超量累库。综合来看，截至5月下旬，基于疫情加速去化逻辑的推演指标大体符合，因此，市场对于下半年看涨的预期基本一致。

图 5：饲料持续下降印证去化



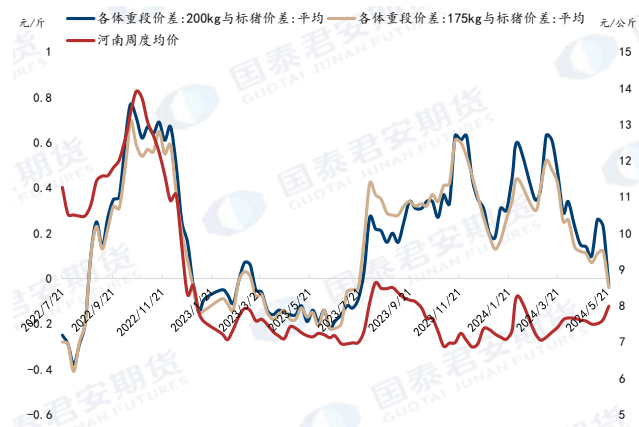
资料来源：金猪数据，国泰君安期货研究

图 6：仔猪价格反转类似 2022 年



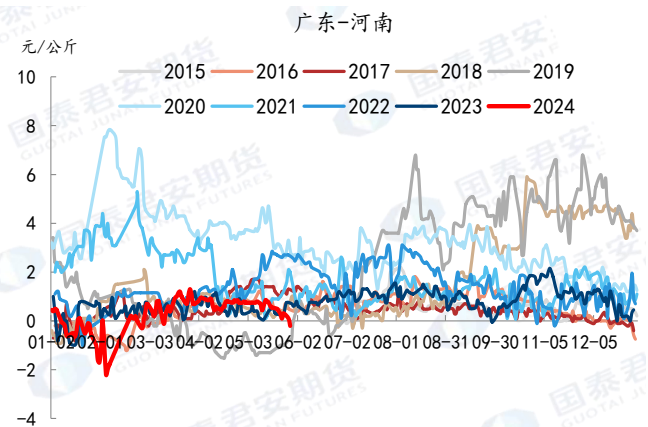
资料来源：涌益，国泰君安期货研究

图 7：肥标价差符合季节性



资料来源：涌益，国泰君安期货研究

图 8：区域价差体现出河南为代表的区域存在断档

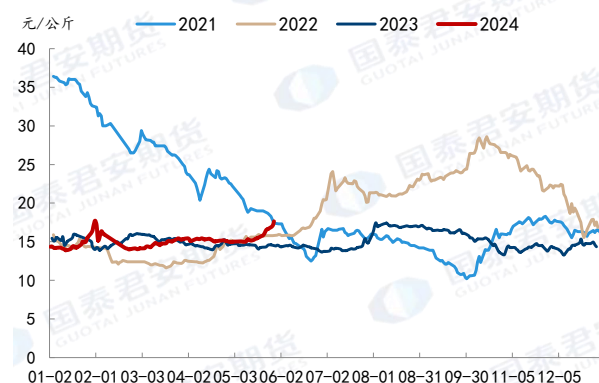


资料来源：同花顺，国泰君安期货研究

2.2 滚动饲养模式成为主流

市场逐步成熟，滚动饲养更为安全，有助于现货市场良性运转。2022 年及 2023 年二次育肥多次入场，但是，亏损相对严重，主要由于当期二育灵活度稍显不足，2022 年超量压栏导致亏损，2023 年现货持续低迷，不断亏损造肉成本。因此，2024 年二育群体再度优化模式，基于价格趋势、造肉利润、期货利润、肥标利润等多维度指标安排采购及销售，整体呈现为滚动饲养模式，积极兑现利润；例如 2024 年 2 月下旬部分二育入场，采购成本 13.5-14 元/公斤，单公斤造肉成本低于 9 元/公斤，3 月底至 4 月现货价格 15 元/公斤上下震荡，头均二育利润已接近 200 元，且当期处于相对淡季，压栏生猪积极出栏。市场二育资源及市场信息愈加透明，年内难出现类似 2022 年集中压栏二育的情况，或以批次滚动饲养模式为主，一方面促使现货供应呈现月度挪移，另一方面市场反应快，不易造成超量压栏累库，支撑现货价格呈现台阶式上移走势。

图 9：现货价格季节性



资料来源：同花顺，国泰君安期货研究

图 10：造肉成本低位



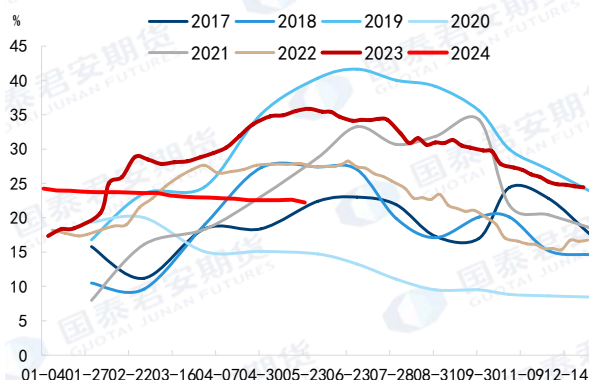
资料来源：同花顺，国泰君安期货研究

2.3 库存水平低位，旺季可期

冻品及活体库存均处于累库周期初期，预计逐步进入主动累库阶段。从冻品角度来看，2023 年一二季度大量冻品入库，导致库存水平快速上升，直至 2024 年春节前，冻品库存依然存在抛压；但是，冻品消费

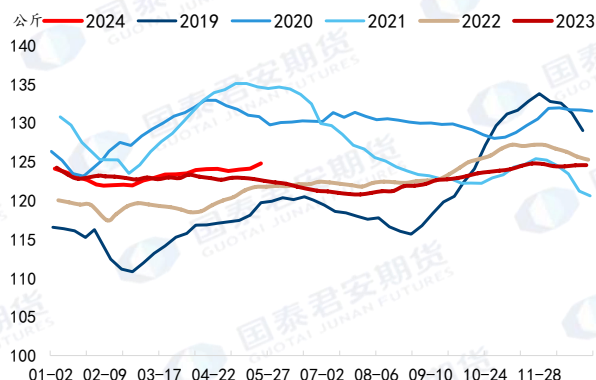
渠道不断消耗库存，屠宰企业受现金流压力及预期入库价格过低等因素影响，导致 2024 年一二季度并未进行集中入库行为，海外冻品价格上涨，进口量下降，预计旺季冻品库存或偏紧。从活体库存角度来看，2023 年四季度疫情导致产能去化，逐步传导至 2024 年供应头数下降，相应肉品供应需要通过压栏增重进行弥补，截至 5 月，通过饲料消费及体重指标来看，压栏整体较为谨慎，并未出现集中超量增重情况，产业依然掌握是否压栏的主动权。

图 11：冻品持续消耗，库存水平低位



资料来源：卓创，国泰君安期货研究

图 12：活体库存依然有累库空间



资料来源：卓创，国泰君安期货研究

3. 年内趋势预期已部分计价，关注节奏行情

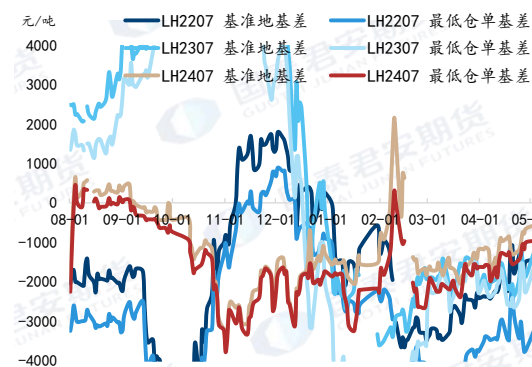
3.1 四季度旺季预期或可兑现

下半年猪价整体处于上行通道，旺季价格可期。综合来看，供应端，2023 年四季度产能去化加速，对应 2024 年三四季度供应头数处于下降阶段，且 2024 年一季度能繁母猪延续下降趋势，排除体重因素，三季度与四季度总供应头数差异较小，二育及养殖群体心态谨慎，滚动饲养模式并不会导致大量供应后置；冻品库存持续消耗，或导致旺季备货阶段的供应相对较少。需求端，2024 年刚性需求较 2023 年变化较小，需要格外关注旺季前的投机需求变化以及其他蛋白类消费变化情况，且冻品库存低位的格局下，旺季食品加工厂或提升鲜品消费。基于 2024 年产业结构来看，若投机群体维持滚动饲养模式，本轮周期上行阶段持续时间将长于 2022 年上行周期，四季度旺季预期或可兑现。

3.2 市场预期抢跑，等待现货进一步印证

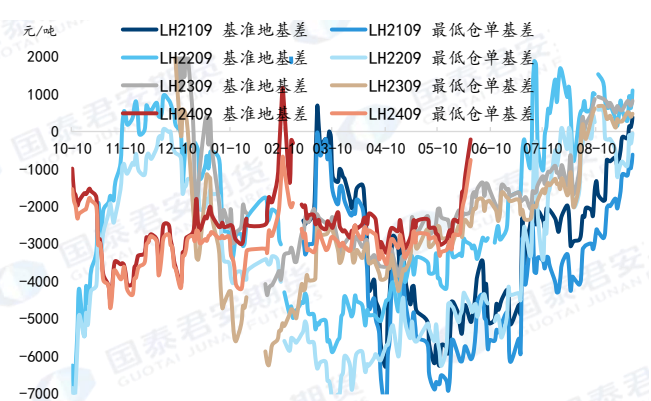
弱预期抢跑，等待现货印证带来情绪修复。经历过 2022 年四季度生猪现货价格冲高快速回落行情后，市场对于二育入场带动的现货上涨行情尤为敏感，多数选择提前交易抛压，2024 年 5 月中下旬基差快速收敛。综合来看，市场整体依然谨慎，对于周期高度并无强预期，但是基于逻辑推演，5-6 月现货价格一部分体现二育及压栏积极性，同时也体现出产能去化导致的断档阶段，仍需要等待现货价格的持续印证；若基于年内滚动饲养的预期，5 月中下旬入场二育或于 6 月底至 7 月逐步出栏，四季度旺季给出相应预期，9-11 和 9-1 反套更能体现阶梯式上涨周期。

图 33：7 月合约基差



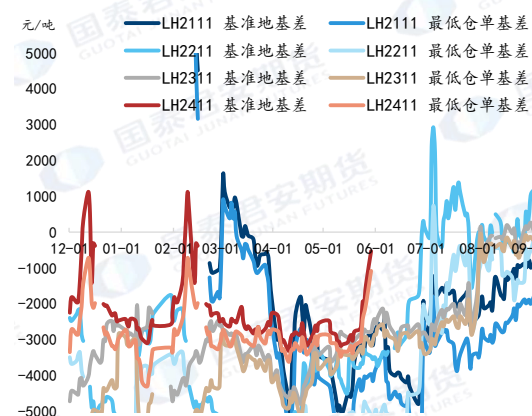
资料来源：同花顺，国泰君安期货研究

图 14：9 月合约基差



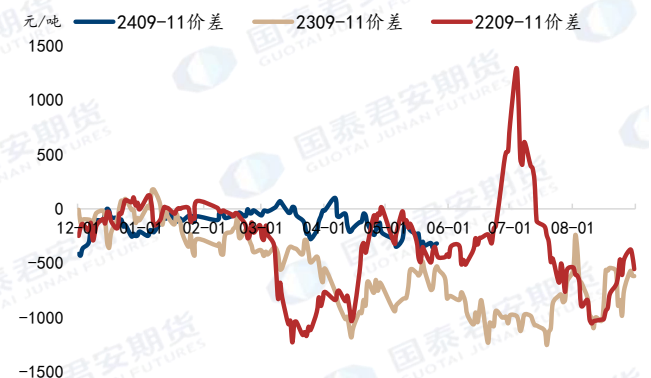
资料来源：同花顺，国泰君安期货研究

图 15：11 月合约基差



资料来源：同花顺，国泰君安期货研究

图 16：9-11 价差



资料来源：同花顺，国泰君安期货研究

国泰君安期货有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格（证监许可[2011]1449号）。

本报告的观点和信息仅供本公司的专业投资者参考，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。若您并非国泰君安期货客户中的专业投资者，请勿阅读、订阅或接收任何相关信息。本报告不构成具体业务的推介，亦不应被视为任何投资、法律、会计或税务建议，且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。请您根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险，不应凭借本内容进行具体操作。

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，力求报告内容独立、客观、公正。本报告仅反映作者的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表本公司或任何其附属或联营公司的立场，特此声明。

免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，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，对此本公司可不发出特别通知。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议，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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

版权声明

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安期货研究”，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。若本公司以外的其他个人或机构（以下简称“该个人或机构”）发送本报告，则由该个人或机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该个人或机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的期货品种。本报告不构成本公司向该个人或机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该个人或机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。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国君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，未经国君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。