

# 去产能虽慢仍至，新周期有望开启

## ---2024 年生猪期货行情展望

周小球 投资咨询从业资格号：Z0001894      zhouxiaoqiu@gtjas.com  
吴昊 投资咨询从业资格号：Z0018592      wuhao023978@gtjas.com

### 报告导读：

2024 年产业新格局基本形成，集团增量幅度有限，规模场及散户部分退出市场，供应总量下降，需求维持稳定，供需边际转向，新一轮猪周期或将启动。上半年供应端偏宽松，成本中枢下移，且春节后为传统消费淡季，现货价格承压；下半年供应端偏紧，需求季节性回升，供需边际拐点有望出现，上行周期提升投机群体参与积极性，预计 2024 年现货价格将呈现先弱后强走势。

**供应端：**2023 年为第三个行业亏损年度，资金净流入大幅下降，四季度产能加速去化，2024 年下半年供应或体现去化程度。根据能繁母猪推演，2023 年前三季度呈现缓慢去产能趋势，农业部能繁母猪存栏量下降 3.4%，四季度养殖端看涨预期落空，现金流紧张叠加疫情催化作用，行业进入产能加速去化阶段

**需求端：**2023 年屠宰总量为近五年最高水平，消费总量整体尚可，然而，市场消费信心不足，蛋白类消费品价格普降，生猪下游消费承接力偏软，现货价格上涨弹性不足；2023 年需求变化节奏仍遵循季节性规律，并未表现出异常萎靡的情况，若 2024 年宏观消费环境变化较小，需求端整体或维持稳定。

## 目录

1. 2023 年生猪期现走势回顾.....	3
2. 2024 年生猪期货展望：新产业结构雏形渐成，供需矛盾转向，上行周期将至.....	4
2.1 产业格局变迁阶段，打破传统周期特征.....	4
2.1.1 传统猪周期规律“失效”.....	4
2.1.2 产业结构快速变迁，多元化的财务禀赋导致行业规律难以线性外推.....	5
2.1.3 猪周期本质并未改变，新周期形态逐步形成.....	6
2.2 行业现金流进一步收紧，产能持续去化.....	6
2.2.1 产能逐步去化，静待加速阶段.....	6
2.2.2 行业现金流紧张，集团出栏增速放缓.....	7
2.2.3 行业生产效能再达峰，2024 年供应边际转向.....	8
2.3 年内总量需求尚可，延续季节性规律.....	9
2.3.1 年内总量需求尚可，承接力略显不足.....	9
2.3.2 消费信心不足，蛋白类消费品价格普降.....	10
2.3.3 预期成本中枢下移，上半年消费抑制作用较小.....	10
3. 结论与投资展望.....	11
3.1 结论：产业新结构雏形初步形成，供需关系边际转变.....	11
3.2 投资展望.....	11

(正文)

## 1. 2023 年生猪期现走势回顾

2023 年生猪期现市场整体呈现逐月收敛升水的趋势，上半年盘面给出较强预期，期现背离运行，下半年预期不断落空，悲观预期带动升水提前收敛，同时伴随着持仓及成交量的双双增长，生猪期货市场愈加成熟。从期现货节奏来看，2023 年期现货走势可以划分为 4 个阶段：

**第一阶段（1-3 月）：投机群体抄底，期货领涨领跌。**2022 年底，由于公共安全事件，导致部分肥猪被动压栏，春节前后加速出栏，现货价格快速回落；春节后现货价格再度跌破行业平均成本线，2 月中下旬投机群体基于去库接近尾声逻辑，二次育肥开始入场，期货领涨，然而，3 月现货价格难破成本位，期货再度领跌，初步发挥其价格发现功能。

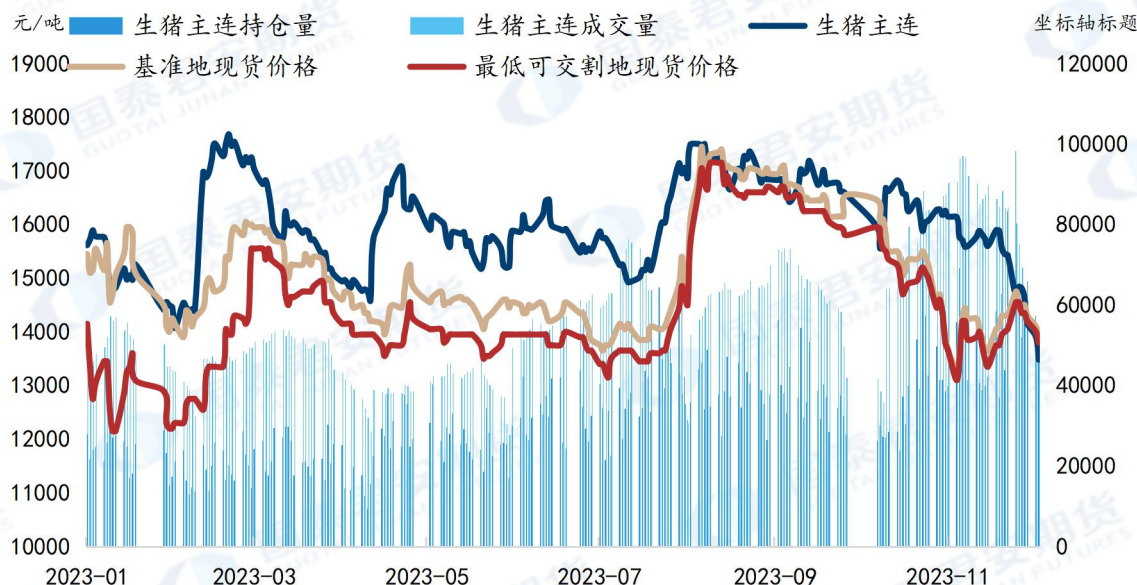
**第二阶段（4-6 月）：现货磨底，期货存在预期支撑。**自 4 月以来，生猪现货价格整体波动明显缩小，养殖端处于去库阶段，淡季猪肉消费萎靡，行业处于亏损阶段，部分屠宰加量做库存，现货价格维持 13500-15000 元/吨区间震荡，呈现磨底状态；然而，市场基于以往周期经验，认为现货价格持续亏损时间难超半年，预期后期现货存在较大上涨空间，盘面维持较高升水运行。实际上，2022 年高利润带动产能及配种率增加，兑现于 2023 年供应总量，各合约多于交割前月快速收回升水。

**第三阶段（7-9 月）：悲观预期形成，期现共振运行。**虽然 7 月底二次育肥群体入场带动现货价格快速反弹，但是，市场已形成年内供应总量过剩预期，期货并未给出强预期，等待现货上涨收敛升水。三季度内，市场悲观情绪蔓延，旺季不旺的预期逐步形成，期现货价格基本共振运行。此外，由于交易所逐步放开手续费等政策，三季度持仓量及成交量明显上升，且三季度末公示，将于 10 月初降低生猪保证金，进一步带动市场流动性增强。

**第四阶段（10-12 月）：旺季不旺，市场抛售积极性高位。**通常来说，四季度为全年最旺季，散户端口多后置供应至 12 月旺季集中出栏；然而，由于农历节气滞后一个月，气温较往年同期偏高，叠加终端消费弹性较弱，并且 10 月后，北方及东部多省份存在疫病影响，养殖端难以压栏，淘汰母猪价格创近三年新低，市场呈现出旺季不旺的现象。11 月底，多轮看涨预期落空，叠加疫病因素驱动，散户端产生恐慌情绪，抛售积极性明显上升。



图 1：2023 年生猪期现货走势回顾



资料来源：同花顺，国泰君安期货研究

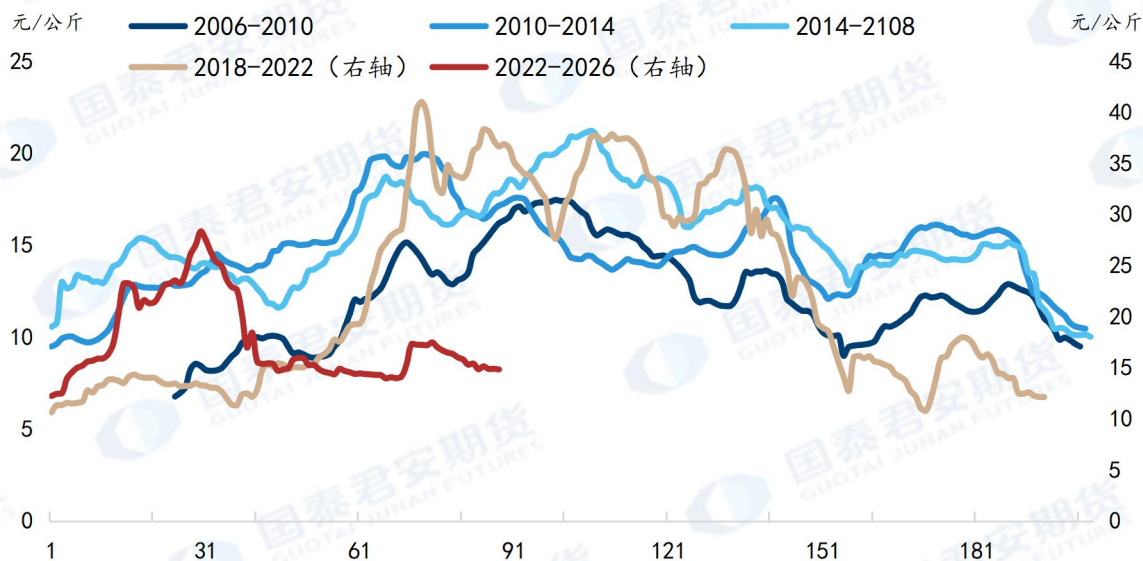
## 2. 2024 年生猪期货展望：新产业结构雏形渐成，供需矛盾转向，上行周期将至

### 2.1 产业格局变迁阶段，打破传统周期特征

#### 2.1.1 传统猪周期规律“失效”

**传统猪周期规律“失效”，处于“非典型”周期阶段。**回顾 2006 年-2022 年的 4 轮猪周期，市场总结出传统猪周期规律，通常一轮完整猪周期约 4 年，上行阶段 15-18 月，高位震荡阶段 16-20 月，下行周期 15-18 月；根据图 2 显示，每轮周期节奏亦极为相似，由于生猪价格主要由供应节奏左右，非瘟前市场参与者结构较为固定，具有类似的财务结构和生产规律，再通过利润传导，带动产能变化，最终形成传统猪周期规律。2021 年全年生猪产业大幅亏损，现货价格低迷，带动养殖端去产能，2022 年 3 月加速去化，现货价格两度触底，同年 4 月现货价格逐步筑底回升，当期市场认为新周期已启动，然而，上行周期仅仅持续半年，现货价格触顶回落，3 个月时间现货价格跌破成本线，且 2023 年全年维持 13.5 至 17 元/公斤区间运行。传统猪周期规律失效，现阶段进入“非典型”猪周期，需基于市场新形势总结新规律。

图 2：传统猪周期规律失效

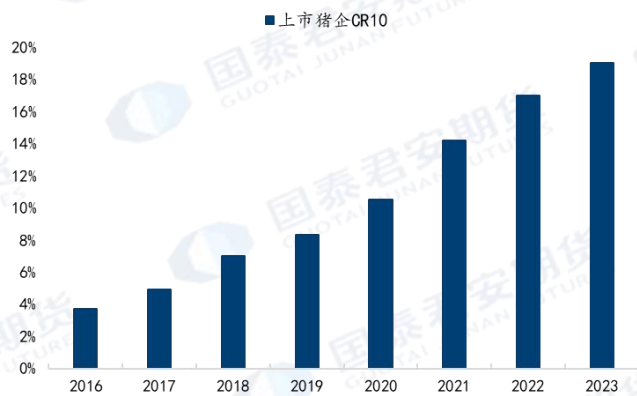


资料来源：同花顺，国泰君安期货研究

### 2.1.2 产业结构快速变迁，多元化的财务禀赋导致行业规律难以线性外推

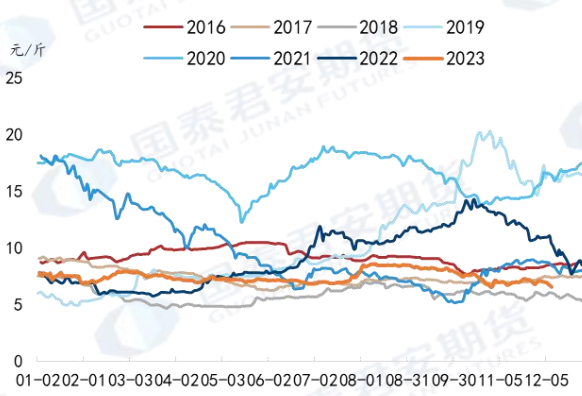
**产业结构处于快速变迁阶段。**2019-2020 年非瘟背景下生猪养殖市场的高额利润吸引大量资金进入，头部集团场不断扩张，2018 年前十大养殖企业出栏占比仅 7%，2023 年该比例上升至 19%；据统计，截至 2023 年三季度末，前 30 大养殖企业出栏量占比已接近超 35%。根据农业部公示数据显示，2016 年全国年出栏 500 以内养殖户市场占比约为 55%，2021 年末养殖户市场占有率降至 40%，近 2 年养殖户面临低利润、高养殖风险的形势，进一步退出市场。在非瘟疫情及高波动背景下，二次育肥模式资金使用率高、周转效率高、疫情损失风险小，对于难以分区养殖的群体而言，二次育肥模式优势凸显，部分中型规模场、贸易商、饲料场等群体逐步转型为二次育肥模式，成为新产业结构中重要群体。近年集团场扩张迅速，市场占有率快速提升，其财务结构通常较为多元，融资能力较强，且规模场及散户多跟随集团脚步，造成一致性行为增多；2023 年上半年市场存在较强的后市预期，亏损阶段依然出现逆势增产的现象，导致去库节奏贯穿全年，因此，在参与者多元化的财务禀赋下，周期规律易出现超预期变化。

图 3：上市猪企快速扩张



资料来源：公司公告，国泰君安期货研究

图 4：持续低价带动行业洗牌



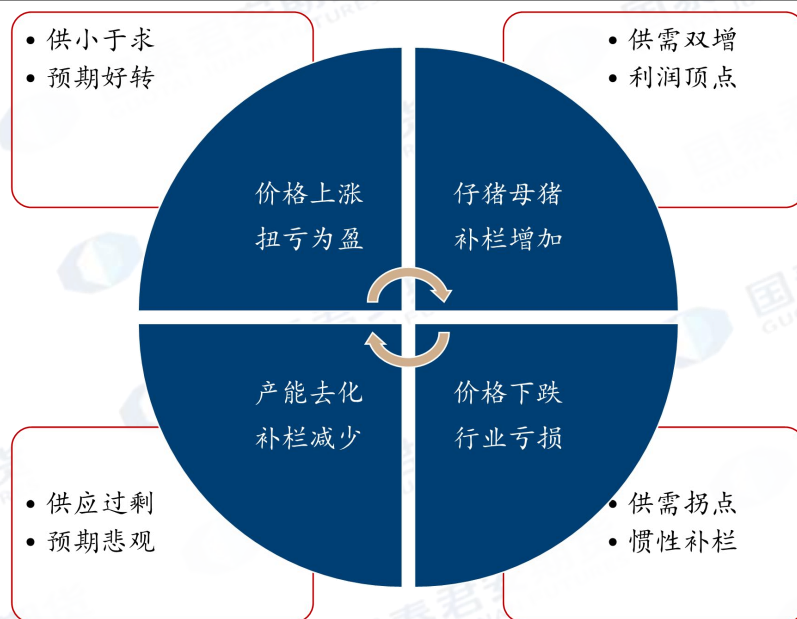
资料来源：卓创，国泰君安期货研究



### 2.1.3 猪周期本质并未改变，新周期形态逐步形成

周期本质依然未变，新形态将逐步形成。2021 年以来，生猪行业陷入长达 3 年的亏损期，非瘟所带来的行业暴利时代已经结束，业外资本对于生猪行业投资态度转为谨慎，养殖上市公司融资能力收紧。2023 年年初各集团给出较高年出栏目标，然而，受限于各类因素，多家集团下调出栏目标，集团或结束快速扩张期，进入稳步增长阶段，新的产业结构雏形已逐步形成。对于生猪行业而言，国内“集团-规模场-散户-投机群体”共存的产业结构存在潜在高波动因子，猪周期本质来源于利润周期对行业群体行为的推动作用，未来新周期或许各阶段持续时间及价格高度与传统周期存在差异，但是，生猪蛛网模型依然适用于行业行为推演，等待现金流被动洗牌产业后的新周期形态形成。

图 5：新周期形态下，生猪蛛网模型将依然适用



资料来源：国泰君安期货研究

## 2.2 行业现金流进一步收紧，产能持续去化

### 2.2.1 产能逐步去化，静待加速阶段

累积亏损额较大，产能加速去化。2022 年 4 月猪周期进入上行阶段，2022 年三季度现货价格快速上涨，头均利润峰值再度突破 1500 元，养殖端现金流修复。市场基于传统周期规律判断，预计盈利周期仍将持续，导致补栏积极性不断提升，2022 年 5 月初，市场母猪及仔猪成交增多，价格呈现共振上行走势。根据官方数据显示，截至 2022 年 12 月能繁母猪存栏较低点增长 5.09%，母猪存栏量达到相对高位水平，且高利润带动配种率提升，产能滞后转化为产量。自 2023 年 1 月起，现货价格跌破成本线，长期横盘于 14 元/公斤，社会平均养殖成本约为 16 元/公斤，120 公斤标猪头均亏损约 240 元，虽然，单头亏损额有限，但是，持续一年亏损所带来的累积亏损额较大；前三季度呈现缓慢去产能趋势，农业部能繁母猪存栏量下降 3.4%，四季度养殖端看涨预期落空，现金流紧张叠加疫情催化作用，行业进入产能加速去化阶段，三方机构能繁母猪降幅扩大，涌益数据显示，11 月能繁母猪存栏下降 2.06%。此外，涌益数据显示，四季度 5 省淘汰母猪宰杀量快速增量，10 月和 11 月环比分别增加 15.64%及 8.7%，12 月上旬延续增量趋势。

图 6：2023 年全年处于亏损阶段



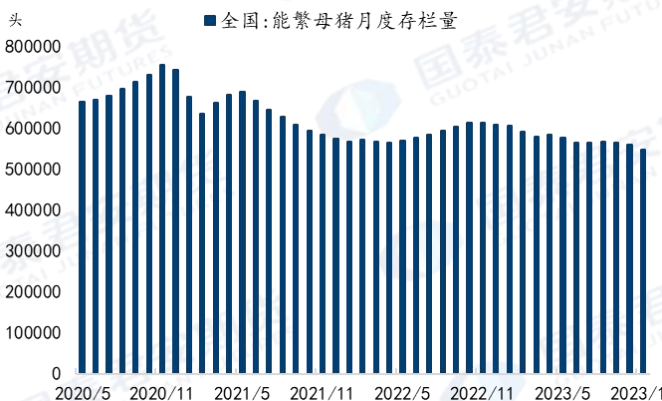
资料来源：卓创，国泰君安期货研究

图 7：能繁母猪存栏量持续下降



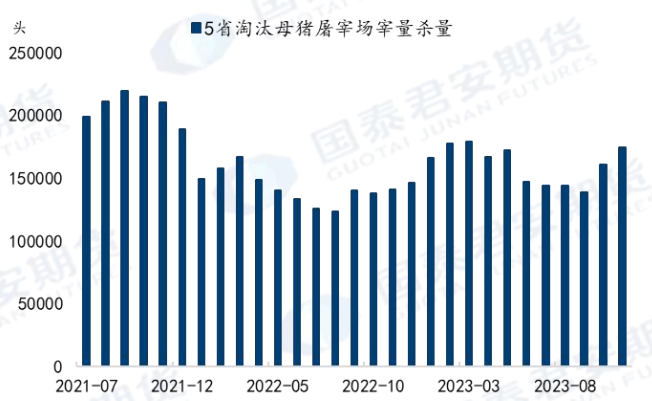
资料来源：农业部，国泰君安期货研究

图 8：11 月能繁母猪去化加速



资料来源：涌益，国泰君安期货研究

图 9：10 月开始母猪淘汰明显增量



资料来源：涌益，国泰君安期货研究

## 2.2.2 产业现金流紧张，集团出栏增速放缓

**行业财务最优群体已持续亏损三年。**从养殖企业年度盈利数据来看，2021-2023 年除个别成本最优养殖企业外，绝大部分养殖企业已持续三年亏损。2018-2022 年超级猪周期带来高额的养殖利润，驱使头部企业加速扩张，然而，2021 年下半年全行业进入深度亏损阶段，企业前期投产产能陆续释放，亏损额扩大，2021 年年报显示，多家企业已回吐盈利周期所获利润。2022 年二季度，现货价格虽触底回升，但由于养殖成本高位，行业仍处于亏损阶段，直至三季度末，牧原股份作为成本最优群体，在业内率先实现扭亏为盈，四季度末现货行情再度转弱，部分企业并未实现年度扭亏为盈目标。2023 年全年生猪均价约为 14-15 元/公斤，上市企业现金流进一步收紧，三季度末资产负债表显示，养殖企业现金流压力处于三年内高位水平。

**现金流负反馈已逐步传导至产能端口，集团出栏增速放缓。**结合产业结构来看，集团场融资能力远超规模场及散户，持续三年亏损，规模场及散户现金流或更加紧张，年内几轮疫情驱动部分规模场及散户退出市场。从体重维度来看，2023 年行业出栏均重始终处于低位水平，即便在四季度季节性增重阶段，体重依然难以增长，一方面体现行业现金流不足以支撑养殖端主动压栏，另一方面反应市场预期悲观程度。对比集团场年初设定的出栏目标与实际出栏量，大多数集团场均下调出栏目标，在经历 2023 年现金流挤压情况后，预计 2024 年出栏增速也将放缓，并且，规模场及散户 2023 年去化程度高于集团场，现金流负反馈逐步传导至产能端口。



图 10：四季度母猪存栏或继续去化

	2023年Q3母猪存栏（万头）	2023年Q2母猪存栏（万头）	2022年底母猪存栏（万头）
牧原股份	300.9	303.2	281.5
温氏股份	156	150	140
新希望	85	85	85
神农集团	7	7	6
唐人神	16	16	10
新五丰	18	19.8	16
大北农	23	20	18
华统股份	13	13	10
巨星农牧	12	12	11
傲农生物	16	25	31
天康生物	14	14	14
京基智农	9.8	9.8	9.43
东瑞股份	4	4.5	4.75
合计	674.7	679.3	636.68
环比变化	-4.6	42.62	

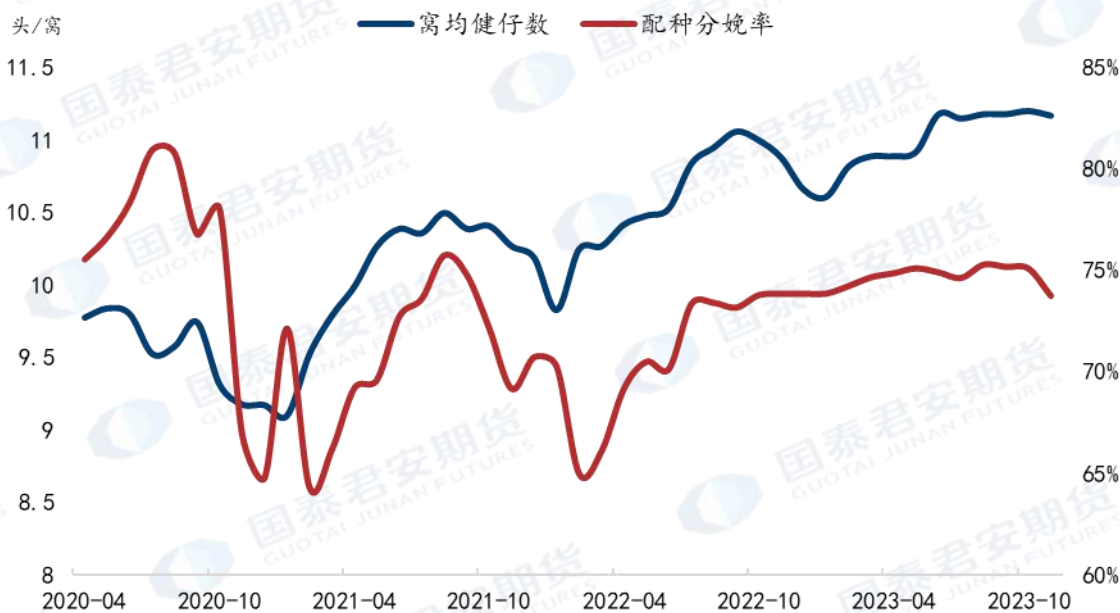
资料来源：公司公告，国泰君安期货研究

### 2.2.3 行业生产效能再达峰，2024 年供应边际转向

**供应峰值已现，等待边际转向机会。**2020 年为了补充国内原种猪缺口，各集团加快引种量计划，年内引种总量达到 2.9 万头，跟据生产推演，二胎次高效二元母猪于 2022 年逐步释放增量，养殖集团生产效能不断优化，2022 年 10 月涌益窝均健仔数达到 11 头/窝，较 2022 年 1 月低点提升 1.17 头/窝；然而，2023 年 11 月窝均健仔数为 11.17 头/窝，过去的一年中，生产效能边际增量已明显放缓。2022 年后，海外引种数量大幅下降，通常祖代引种后生产效能呈现先增后降趋势，意味着 2023 年生产效能基本达峰。从配种分娩率数据来看，2023 年前三季度配种积极性较高，但是，2023 年四季度疫情叠加行情因素产生负面影响，配种率出现较大幅度下降。从体重维度来看，非瘟后出栏均重指标维持高位，2023 年高压力带动体重中枢随之下移，四季度肥标价差表现不及预期，若冬至前后肥标继续走弱，将促使活体体重维度去库。2022 年生产效能及产能基数双增直接造成 2023 年供应总量过剩局面，2023 年生产效能无明显增量，能繁母猪基数下降，预计 2024 年供应边际向下。

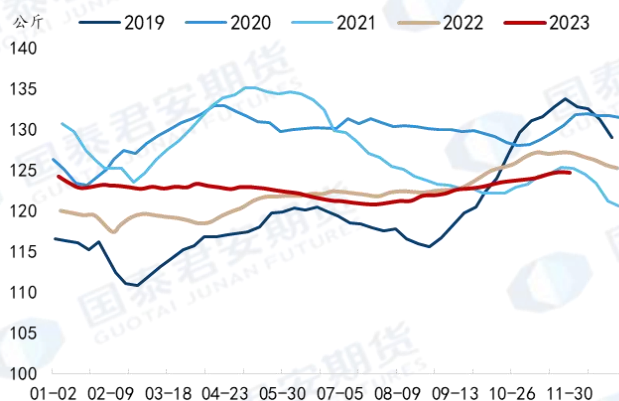


图 11：生产效能边际增量有限



资料来源：涌益，国泰君安期货研究

图 12：弱现实带动体重中枢下移



资料来源：卓创，国泰君安期货研究

图 13：四季度肥标价差再度提前转弱



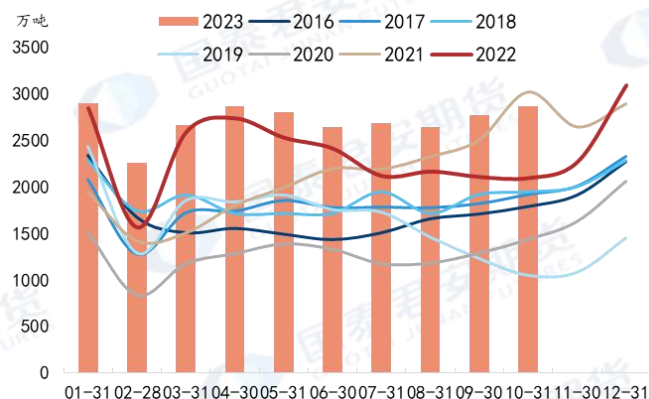
资料来源：涌益，国泰君安期货研究

## 2.3 年内总量需求尚可，延续季节性规律

### 2.3.1 年内总量需求尚可，承接力略显不足

**猪肉消费总量尚可，下游承接力较弱。**2023 年生猪消费节奏依然遵循以农历节假日为引导的季节性规律，同时也具备极强的价格敏感型市场特征。通常来说，春节后处于消费相对淡季，但存在一定冻品备货，略有支撑宰量，端午节后，夏季来临，消费逐步下行，直至中秋节前后各类聚会较多，猪肉消费达到年内次高峰，农历春节前 2 个月受各地腌腊、年猪习俗、聚会、气温等因素提振，猪肉消费为全年最旺季节。实际上，2023 年猪肉消费总量处于近几年来高位水平，除了遵循季节性规律外，由于现货价格持续低位，低价对于消费的刺激作用尤为明显，10 月后，伴随温度下降，低价猪肉刺激居民日常消费，在屠宰企业消化库存的过程中，宰量依然稳定上升。但是，年内猪肉消费对于价格的敏感性增强，每当现货价格快速上涨后，下游承接力随之骤减，反映出实际消费承接力弱于往年，低价刺激消费增量仅能辅助库存快速去化，难以支撑价格大幅上涨。

图 14：屠宰量位于近年高位水平



资料来源：农业部，国泰君安期货研究

图 15：四季度鲜销率较差

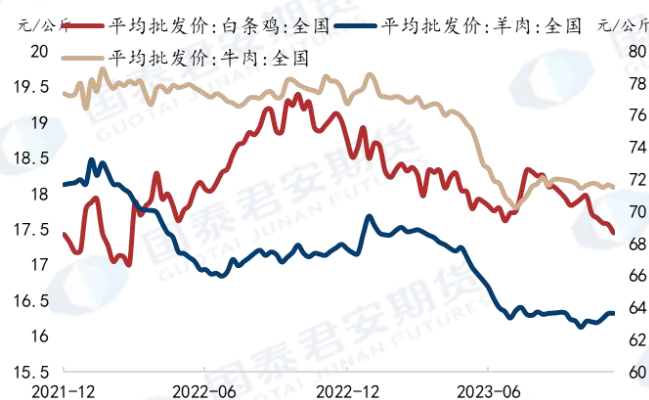


资料来源：卓创，国泰君安期货研究

### 2.3.2 消费信心不足，蛋白类消费产品价格普降

**动物蛋白消费产品价格普降，刺激消费总量增加。**从肉类蛋白总消费维度来看，居民消费信心略有不足，肉类蛋白价格中枢共振下行，其中高价蛋白跌幅扩大，低价蛋白支撑增强。分类别来看，牛肉、羊肉、海鲜等高价蛋白肉类全年价格中枢快速下降，虽然存在供应总量偏多因素，但消费端对高价的抵触情绪也扮演重要角色；生猪和肉禽的绝对价格较低，但是，高价蛋白消费降级带动其他蛋白价格中枢随之下移；鸡蛋作为性价比最高的蛋白品类，其价格相对坚挺，但相较于前两年 6 元蛋时代，现阶段蛋价已回到合理水平。

图 16：动物蛋白价格普降



资料来源：中国农业信息网，国泰君安期货研究

图 17：蛋价相对坚挺



资料来源：博亚和讯，卓创，国泰君安期货研究

### 2.3.3 预期成本中枢下移，上半年消费抑制作用较小

**预期成本中枢下移。**预期饲料原料维度来看，受厄尔尼诺影响，阿根廷大豆产量恢复至 5000 万吨左右，乌拉圭巴拉圭等南美国家大豆产量料无重大问题；同时巴西农民种植大豆利润较高，扩种意愿较强，虽然局部地区受高温少雨天气影响，巴西大豆大幅减产的概率不大，全球大豆供给较充足，有望带动国内豆粕价格中枢下移。玉米端看，2023 年国内玉米丰产，叠加进口玉米价格较低，进口玉米压力较大，国内玉米供需缺口减小，大幅涨价的可能性不大，2024 年饲料原料价格中枢下移。近年全行业追求降本增效，管理成本逐年优化，叠加饲料



成本下降，预计 2024 年生猪行业平均成本有望进一步下降至 15500-16000 元/吨区间，上半年生猪供应并未出现大幅断档预期，若成本中枢下移，对于消费的抑制作用较小。

### 3. 结论与投资展望

#### 3.1 结论：产业新结构雏形初步形成，供需关系边际转变

2024 年产业新格局基本形成，集团增量幅度有限，规模场及散户部分退出市场，供应总量下降，需求维持稳定，供需边际转向，新一轮猪周期或将启动。上半年供应端偏宽松，成本中枢下移，且春节后为传统消费淡季，现货价格承压；下半年供应端偏紧，需求季节性回升，供需边际拐点有望出现，上行周期提升投机群体参与积极性，预计 2024 年现货价格将呈现先弱后强走势。

**供应端：**2023 年为第三个行业亏损年度，资金净流入大幅下降，四季度产能加速去化，2024 年下半年供应或体现去化程度。根据能繁母猪推演，2023 年前三季度呈现缓慢去产能趋势，农业部能繁母猪存栏量下降 3.4%，四季度养殖端看涨预期落空，现金流紧张叠加疫情催化作用，行业进入产能加速去化阶段，三方机构能繁母猪降幅扩大，钢联数据显示，11 月能繁母猪存栏下降 1.92%，对应 2024 年 9 月标猪供应下降，上行周期投机群体二次育肥预期收益回报高，或导致缺口前置。2023 年牛羊禽、海鲜等各类蛋白均出现较大亏损，或均出现一定程度去产情况，肉类总供应方向亦向下。年内冻品库存维持高位，然而，受限于保质期及现金流，春节旺季将承接大量冻品抛售，2023 年一季度屠宰乐观预期导致冻品累库幅度超预期，2024 年或更加谨慎进行入库动作。

**需求端：**2023 年屠宰总量为近五年最高水平，消费总量整体尚可，然而，市场消费信心不足，蛋白类消费品价格普降，生猪下游消费承接力偏软，现货价格上涨弹性不足；2023 年需求变化节奏仍遵循季节性规律，并未表现出异常萎靡的情况，若 2024 年宏观消费环境变化较小，需求端整体或维持稳定。从价格弹性维度来看，2024 年成本中枢下移，消费淡季阶段，现货价格或靠近成本水平，对需求的反向抑制作用较小；若消费旺季现货价格出现较大幅度上涨，届时或许将抑制部分消费，2024 年猪肉消费无需过度担忧。

#### 3.2 投资展望

2023 年四季度行业现金流收紧，产能去化加速，我们认为 2024 年供应总量边际减量，需求变化幅度较小，新一轮周期或将启动，现货核心波动区间预计为 12000-20000 元/吨。上半年供应较宽松，一季度存在再度探底的可能，二季度存量压力下降，现货价格逐步回升，核心波动区间预计为 12000-16000 元/吨，期货指数波动区间预计为 13000-16000 元/吨；下半年供应偏紧，需求季节性回升，现货价格随之上涨，核心波动区间为 15000-20000 元/吨，期货指数波动区间预计为 15000-19000 元/吨。节奏上，我们认为新产业结构雏形基本形成，持续性亏损导致行业现金流紧绷，疫情因素加速散户退出市场，新一轮周期有望启动，产业根据预期利润合理安排套期保值。

本公司具有中国证监会核准的期货交易咨询业务资格

本内容的观点和信息仅供国泰君安期货的专业投资者参考。本内容难以设置访问权限，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。本内容不构成具体业务或产品的推介，亦不应被视为相应金融衍生品的投资建议。请您根据自身的风险承受能力自行做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，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

本报告的信息来源于已公开的资料，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，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。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做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”，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机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该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。