

# 云开雾散终有时

## 守得清心待月明

### ——2023 年生猪市场回顾与 2024 年展望

方正中期期货研究院 宋从志 王亮亮

#### ➤ 摘要

- 2023 年国内商品的整体波动率同比有所降低，当前农产品指数未有显著止跌，基础农产品仍在持续创出低点。国内宏观经济面临的周期性问题错综复杂，疫后的经济恢复、投资者信心重塑均需要一定时间，市场风险偏好的回归并非一帆风顺。
- 全年饲料养殖产业链整体由强转弱，开始周期性回落。生猪产能过剩叠加资本过剩，在整体宏观偏弱的背景下，全年猪价大部分时间均低于养殖成本，能繁母猪高位带来生猪出栏的惯性增加叠加集团厂的逆周期扩张，导致本轮熊市周期极度漫长。生猪期价在商品的系统性波动里仍然较为独立。纵观全年期价的主要逻辑，大致概括为不同程度的收升水行情，各个合约给出的看涨升水，最终都是通过期价下跌向现货靠拢实现基差回归。
- 展望 2024 年上半年，我们单从生猪自身的供需层面，当前可能还得出周期即将见底的结论，主要至于能繁母猪产能仍然处于高位，以及集团企业逆周期扩张的步伐并未显著停止。养殖端各个环节的亏损当前仍然是难以扭转的事实，但亏损不可能成为一种常态。当前猪价已经考验到头部优秀企业的现金成本，以及能繁母猪对肥猪的折价率进一步扩大，可能显示周期的底部在逐步临近。倘若仔猪数长期低于出栏成本，能繁的加速淘汰可能只是时间问题。

- 若 2023 年底大猪逐步集中迎来一波出清，2024 年上半年我们认为供给压力可能同环比均有显著改善，尤其 2023 年 10 月份的补栏相对较少，一定程度可能缓解明年一季度的出栏压力。外购仔猪育肥利润可能率先迎来修复，但生猪产业当前产能过剩叠加资本过剩的现状可能使得过往超水平的盈利幅度一去不复返。对应期价上，我们认为 03 合约的定价可能徘徊于盈亏平衡点附近，05 合约的定价可能介于育肥养殖完全成本和自繁自养成本之间，因此对应到指数的区间可能在 13000-16500 之间。
- 风险点：饲料原料价格、疫病、天气、疫情、商品系统性的波动风险、中美关系。

## 目录

第一部分 生猪期现价格回顾及持仓 .....	1
一、生猪期现价格行情回顾 .....	1
二、生猪期货持仓情况 .....	9
第二部分 生猪供需基本面 .....	11
一、供应端情况 .....	11
二、消费端情况 .....	26
三、猪肉供需平衡表 .....	30
四、猪肉收储及抛储 .....	33
第三部分 猪价季节性特征 .....	35
第四部分 技术分析及行业观点调研 .....	36
一、技术指标分析 .....	36
二、行业观点调查 .....	37
第五部分 总结及操作策略 .....	38
附：行业相关股票 .....	40

## 第一部分 生猪期现价格回顾及持仓

2023 年是疫情结束后的第一年，居民生活重回正常轨道，但国内经济复苏仍然负重前行，消费端是影响全年经济复苏的主要因素之一。全年大宗商品整体高开低走震荡下行，本年度影响农产品价格波动的风险因素相对较少，国内外主要种植季节，天气条件相对温和，因此本年度基础农产品价格运行相对较为稳定，农产品波动率同比显著下降。2023 年国内畜禽板块整体下行压力加大，生猪整体受宏观事件影响较小，仍保持相对独立的产业周期，猪价全年围绕 14 元/公斤的价格重心，大部分时间在上下 2 元/公斤区间波动，但产业利润创出最长亏损时间，集团企业逆周期扩展的能力和决心大大超出市场预期。

### 一、生猪期现价格行情回顾

我们具体来看，本年度的主要行情回溯如下：

2023 年一季度疫情后的消费修复性反弹是市场主要的演绎逻辑，商品市场主要呈现前高后低，农产品先是被消费提振出现反弹，但高估值背景下，供给缺乏持续利多，价格重心持续下移。

1 月至 2 月份春节前后国内疫情影响基本消失，消费在长期压制后出现修复性反弹，餐饮业强劲复苏，带动生鲜品整体价格表现强势。生猪现货价格在 2022 年 12 月份传统旺季里遭遇供需双杀，不涨反跌，猪价在 2022 年 12 月累计下跌 22%，创近 10 年之最，但随着疫情逐步消失 2023 年春节后猪价低开幅度也显著小于往年，餐饮消费的积极复苏，使得猪价在 2 月逆季节性上涨，猪肉消费性价比再度走高后出现淡季不淡特征，本年度 2 月份猪价涨幅 4.6%，而过去年份 2 月份猪价平均跌幅为

5.1%。猪价在 2 月末逐步回到养殖成本附近，仔猪出栏率先回到盈利水平，自繁自养回到盈亏平衡点附近。

3 月份消费复数被充分交易并计价后，美联储鹰派言论令外围市场情绪转空，同时，国内大豆及玉米、小麦等基础农产品现货市场供给压力凸显，3 月份中俄联合经济合作声明引发对俄进口增加预期，导致农产品板块出现系统性大跌，其中粮油市场领跌。国内生猪市场一方面供给端大猪逐步出清释放压力，但二次育肥源源不断令市场供给仍然略显宽松，另一方面消费在前期被集中透支后，在 3 月份整体缺乏亮点，从猪肉价格整体弱于生猪价格可见端倪。养殖利润在成本下移后如期修复，但猪价表现并不尽如人意。生猪期现价格反弹后再度回到起点。

4 月商品整体呈现宽幅震荡，国内新麦丰收已经定局，玉米期现价格创出近期新低，豆粕价格先跌后涨，文华农产品指数破位后，维持剧烈震荡。生猪期价被收储预期提振出现短暂反弹，但整体出栏量处在高位对猪价压制明显，冻品库存偏高，白条跟涨乏力，期现价格再度跌至前低位置。

5 月份，大宗商品整体呈现抵抗式下跌，农产品经历新一轮系统性大跌后，走势出现分化，品种间的相对强弱出现切换。国内此前新麦丰收已经定局，玉米期现价格创出近期新低，豆粕价格先跌后涨，但中原地区麦收时节恰逢连续阴雨，部分地区产量出现一定程度受损，抢收情绪带动玉米及小麦价格出现反弹。另一端豆粕价格到港及压榨上升后，震荡走低，饲料原料价格 5 月份整体震荡回落。

6 月份美联储停止加息，商品开始出现反弹，人民币继续呈现贬值压力，进口依赖程度较高的商品出现较大反弹。农产品端北美天气及国内下游库存偏低因素叠加，使得国内玉米及豆粕价格出现大涨。生猪现货价格在高供给弱需求下，继续弱势运行，猪粮比在 6 月份再度跌破 5:1 一级预警区间。

三季度国内商品市场在现实与预期之中反复切换，叠加国内经济政策发布较为密集，流动性进一步宽松的背景下，使得大宗商品呈现超高波动。国内农产品板块再度掀起一轮普涨，并逼近年初高点，其中贴近上游进口依赖度较高的基础农产品保持领涨。国内畜禽板块由于整体产能较为过剩，表现十分平淡，其中猪价经历长期磨底后在 7 月下旬出现超跌反弹，但此后便进入窄幅震荡整理，终端在冻品库存去化前，对上游涨价跟涨力度较为乏力。三季度生猪期价对其他大宗商品相对比价进一步拉大。

9 月份美联储基本确定近端不会继续加息，国内政策面进一步宽松，尤其对地产不断释放利好，资金面情绪亢奋，国内商品持续大涨，尤其对现货贴水较高的商品，09 合约集体出现软逼仓现象，农产品端豆粕、玉米、软商等创出年内新高，畜禽板块整体受资金空配压制，对其他大宗商品的相对比价关系进一步拉大。

10 月份国庆节后中下游经历快速补库后，再度等待消费复苏能力，但终端消费对补库的承接力度并非一蹴而就，部分商品再度回到弱需求的现实。农产品受新作集中上市影响出现系统性下跌，其中基础农产品走低拖累整体饲料养殖板块重心下移，猪价仍无利好，需求缺乏弹性。边际上，猪瘟疫情零星爆发，仔猪亏损加剧，中小企业淘汰能繁母猪速度开始加快。

11 月份集团厂集中出栏叠加猪病影响导致猪价再度大跌，猪价逼近年度新低，消费无任何亮点，猪价跌至产业经营现金流附近，部分融资能力较弱的养殖户，被迫出现抛售，对局部地区猪价形成较大冲击，市场信心进一步走低。

12 月份全国气温降低，市场预期的猪肉消费旺季逐步临近，但由于全年猪价处于低位，使得消费极其缺乏弹性，低价并未明显刺激需求增加，现货价格仍然有心无力。



图 1-1 2023 年度农产品指数走势回顾

资料来源: 文华财经、方正中期研究院

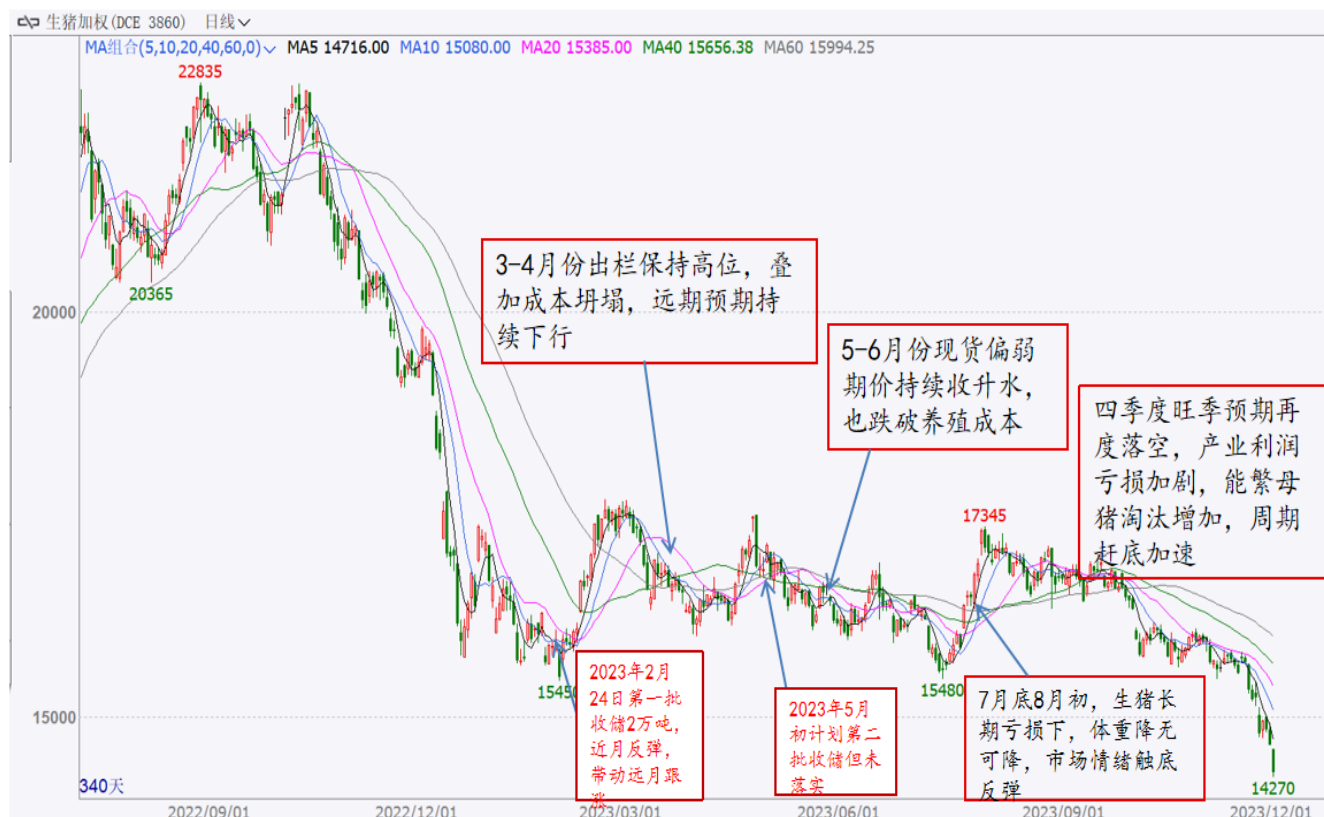


图 1-2 生猪指数走势回顾

资料来源: 同花顺、方正中期研究院



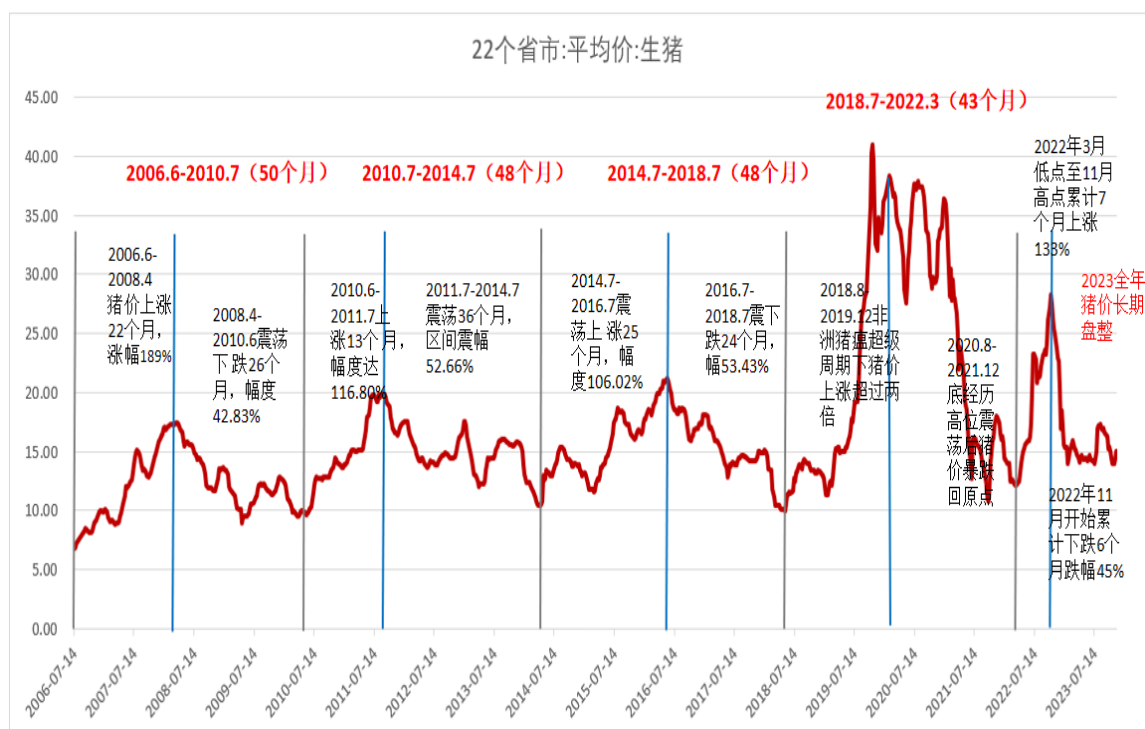


图 1-3 猪周期回顾

资料来源: Wind、方正中期研究院



图 1-4 美国瘦猪肉价格走势

资料来源: USDA、方正中期研究院



图 1-5 欧盟猪肉价格走势

资料来源: 彭博、方正中期研究院



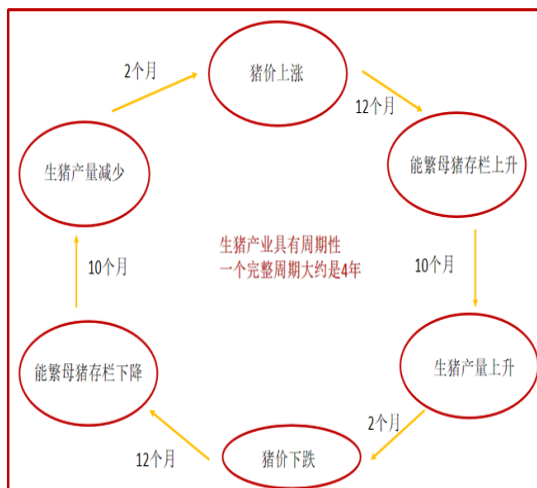


图 1-6 生猪周期

资料来源：上市公司公告、方正中期研究院

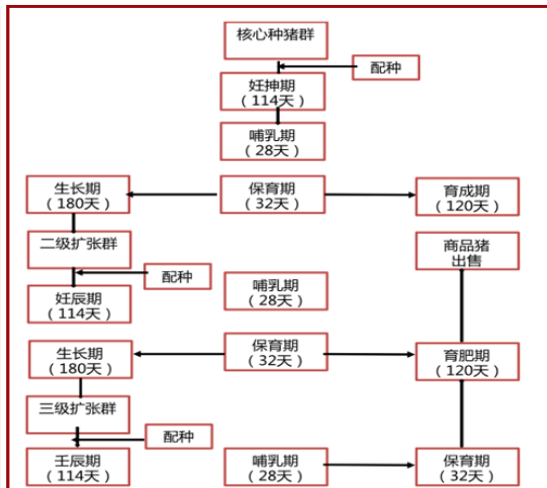


图 1-7 生猪繁育流程

资料来源：文华财经、方正中期研究院

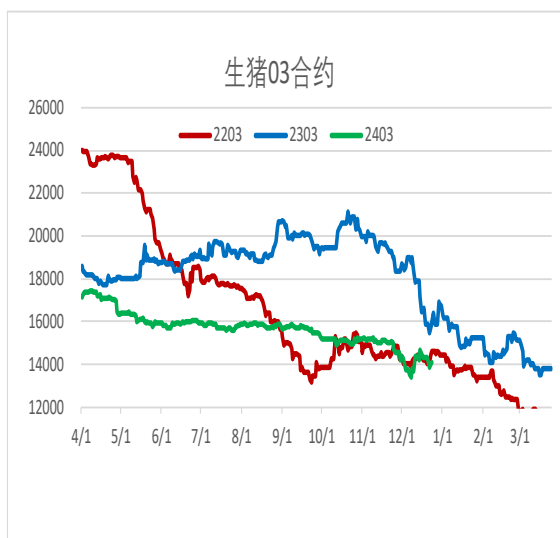


图 1-8 生猪 03 合约期价 (元/吨)

资料来源：同花顺、方正中期研究院



图 1-9 生猪 05 合约期价 (元/吨)

资料来源：同花顺、方正中期研究院



图 1-10 生猪 07 合约期价 (元/吨)

资料来源：同花顺、方正中期研究院



图 1-11 生猪 09 合约期价 (元/吨)

资料来源：同花顺、方正中期研究院

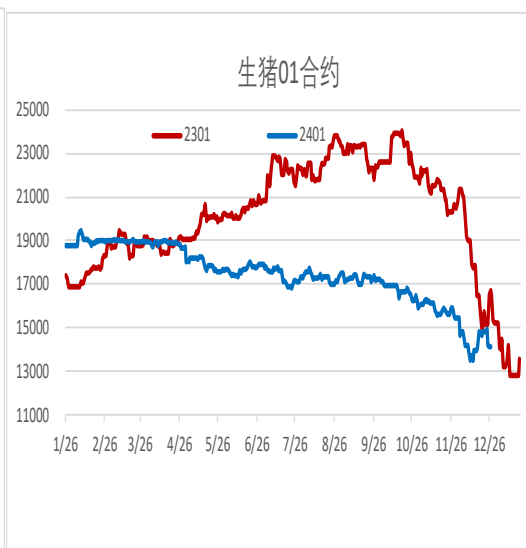


图 1-12 生猪 11 合约期价 (元/吨)

资料来源：同花顺、方正中期研究院

图 1-13 生猪 01 合约期价 (元/吨)

资料来源：同花顺、方正中期研究院



图 1-14 生猪 11 合约基差 (河南) (元/吨)

资料来源：同花顺、方正中期研究院



图 1-15 生猪 01 合约基差 (河南) (元/吨)

资料来源：同花顺、方正中期研究院



图 1-16 生猪 03 合约基差 (河南) (元/吨)

资料来源：同花顺、方正中期研究院



图 1-17 生猪 05 合约基差 (河南) (元/吨)

资料来源：同花顺、方正中期研究院



图 1-18 生猪 07 合约基差 (河南) (元/吨)

资料来源：同花顺、方正中期研究院



图 1-19 生猪 09 合约基差 (河南) (元/吨)

资料来源：同花顺、方正中期研究院

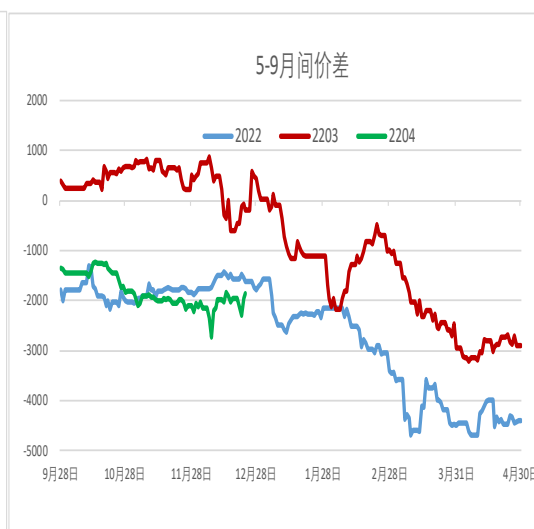
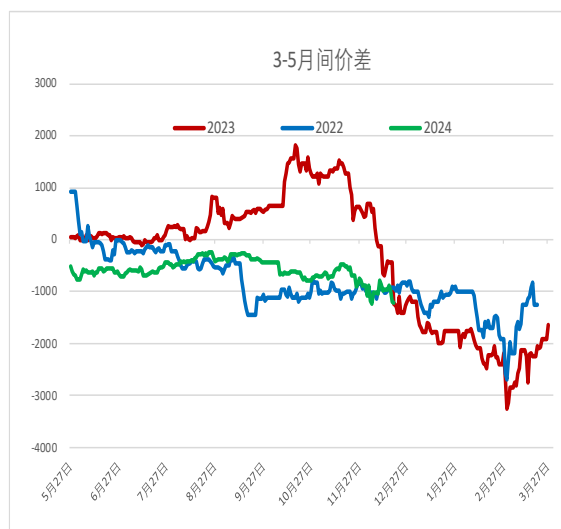


图 1-20 3-5 月间价差 (元/吨)

资料来源：同花顺、方正中期研究院

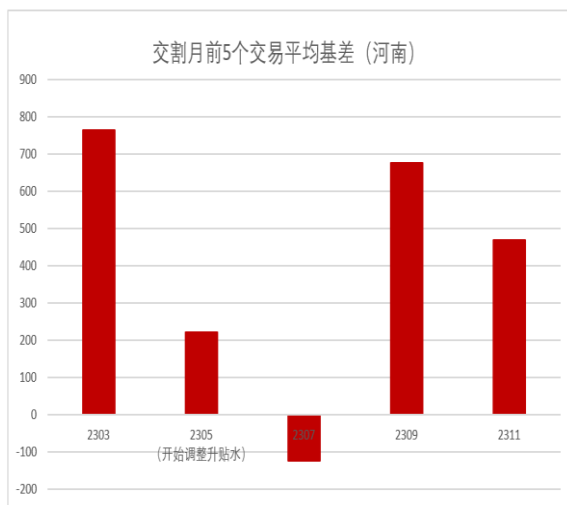


图 1-21 5-9 月间价差 (元/吨)

资料来源：同花顺、方正中期研究院

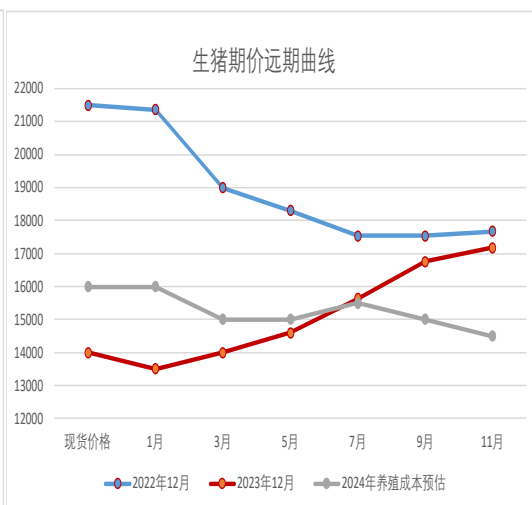


图 1-22 交割月前期现情况 (元/吨)

资料来源：同花顺、方正中期研究院

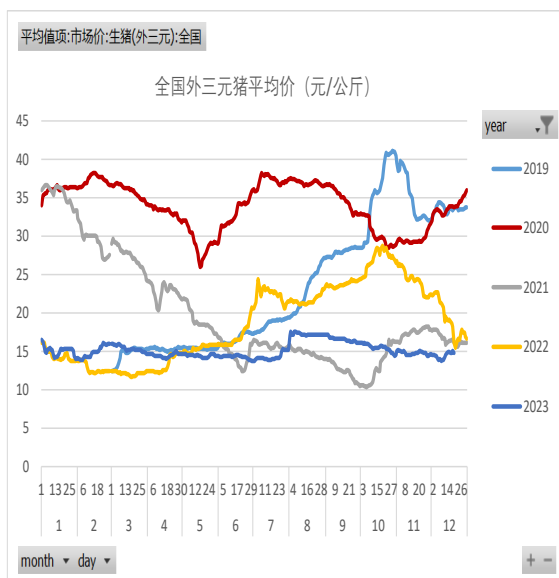


图 1-23 生猪期价远期曲线

资料来源：同花顺、方正中期研究院

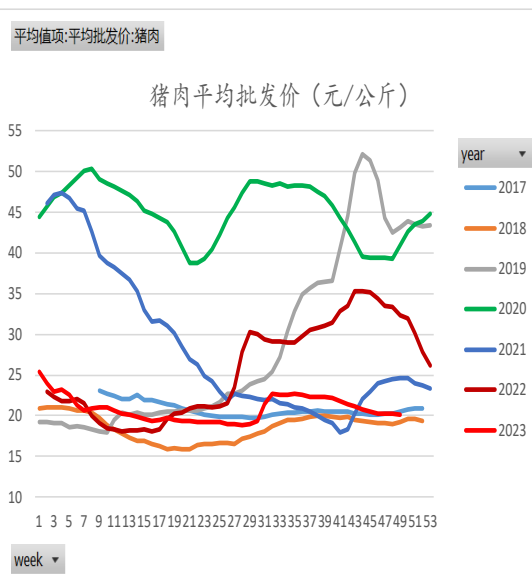


图 1-24 外三元商品猪价格 (元/公斤)

资料来源：同花顺 方正中期研究院

图 1-25 猪肉批发价格 (元/吨)

资料来源：同花顺 方正中期研究院

## 二、生猪期货持仓情况

本年度由于大商所调低生猪保证金并开放标准套利合约后，生猪交易规模大增，单合约持仓量突破 10 万手，生猪指数持仓量突破 20 万手，创上市以来新高。主力合约仍以 1、5、9 为主，非主力合约成交较为活跃，截止 2023 年 12 月份，大连生猪期货当日成交量 125,392.00 手，同比增 224%，上市以来累计成交量 25055011

手，2023 年日平均成交量 48278 手；当日成交额 2865644 元，同比增 136%，累计成交额 694192486 元，2023 年日平均成交额 1249694 元；12 月当月生猪指数持仓量 203082 手，同比增 156%，2023 年日均持仓量 123086 手。



图 1-26 大商所交易量当月值

资料来源：同花顺 方正中期研究院

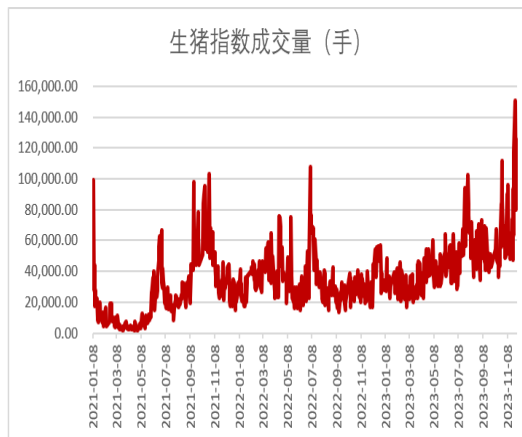


图 1-27 生猪期货成交量

资料来源：同花顺 方正中期研究院



图 1-28 生猪期货成交额

资料来源：同花顺 方正中期研究院



图 1-29 生猪期货持仓量

资料来源：同花顺 方正中期研究院

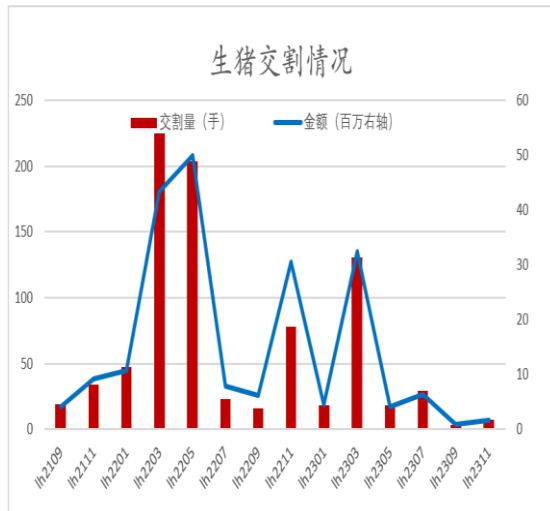


图 1-30 生猪期货交割量

资料来源：同花顺 方正中期研究院

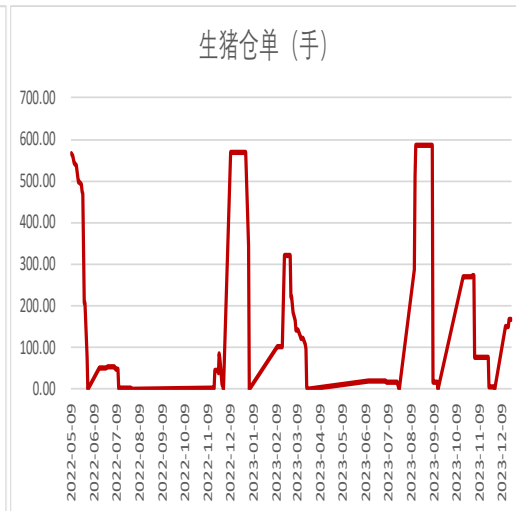


图 1-31 生猪注册仓单量

资料来源：同花顺 方正中期研究院

## 第二部分 生猪供需基本面

### 一、供应端情况

#### （一）种猪引种情况

种猪是家猪中专门用于繁殖的雄性（种公猪）和雌性（种母猪）亲猪。近几年国内种猪育种能力在逐年提高，2021 年后我国种猪引种量高位回落。2023 年疫情解封后我国种猪引种量同比 2022 年持平略增，海关总署数据显示截止 10 月份引进改良种猪累计 6128 头，同比增加 64.49%。

2011-2017 年我国种猪需求维持高位，2018 年猪瘟影响下种猪市场规模大幅下降，2020 年随着商品猪市场从猪瘟疫情中恢复，种猪市场规模回升。2022 年由于疫情封关，引种量相对较低，2021 年我国从国外引进种猪 24462 头，同比增加 60%，其中 37%来源于美国，33.2%来源于丹麦，25.6%来源于法国，4.2%来源于英国。2023 年度引种主要来源丹麦及法国，对美、英及澳大利亚引种有所下降。

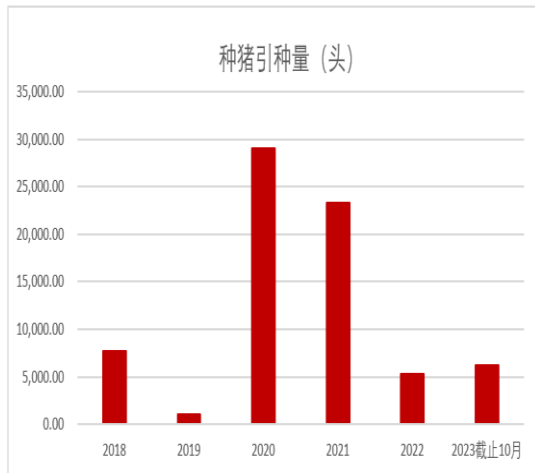


图 2-1 种猪引种量

资料来源：海关总署、方正中期

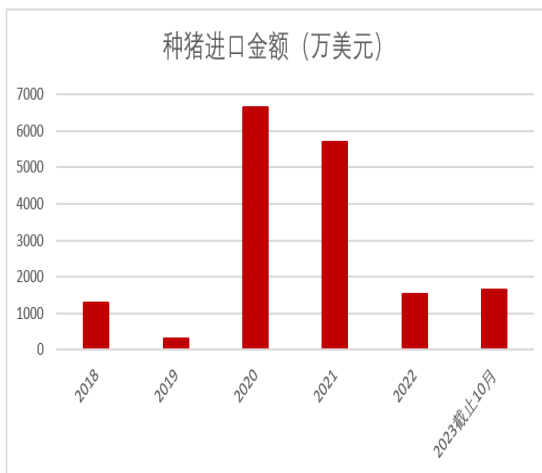


图 2-2 种猪进口金额

资料来源：海关总署、方正中期

我国种猪行业对外依存度高，集中度缓慢提升。目前我国种猪相关企业主要分为四类，分别为国际专业育种企业、国外农业合作社/其他国际育种企业、中国专业育种企业和生猪养殖企业内部育种计划，其中国际专业育种企业 PIC 的影响力相对较大。2010 年以来我国种猪场的数量呈现逐步下滑的态势，根据中国畜牧业年鉴的数据来看，2020 年全国种猪场的数量为 3865 个，较 2010 年下降 53%，区域分布来看，整体表现较为分散，排名前五的省份分别为四川、广东、湖南、辽宁、湖北。



图 2-3 全国种猪场数量

资料来源：同花顺、方正中期研究院

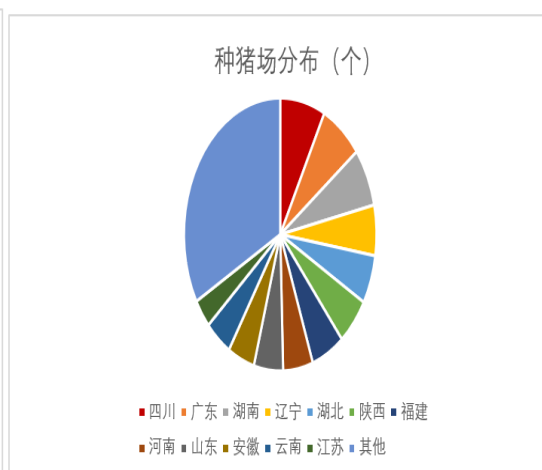


图 2-4 全国种猪场数量分布情况

资料来源：同花顺、方正中期研究院



## （二）能繁母猪存栏基础偏大，整体仍在高位水平

2023 年市场对于能繁母猪存栏水平分歧不大，全国能繁母猪存栏量整体处于高位，并且波动幅度大幅降低。2023 年上半年育肥养殖亏损虽然持续低迷，但仔猪在上半年出栏利润尚佳叠加产业规模化提升，头部产业资金能力雄厚，能繁存栏一度环比出现上升。但四季度以来，仔猪亏损加剧，叠加猪病疫情燃动，草根调研反馈中小企业能繁去化速度可能有所加快，但头部集团厂对明年猪价并不特别悲观，个别企业可能继续对能繁母猪存栏进行定增。全年上市公司能繁母猪保有水平整体稳中略增。

本年度能繁母猪去化速度偏慢的主要原因笔者认为可能有三：第一，能繁母猪基数偏大，2022 年周期见底后叠加 2022 年底疫情解封，使得产业对 2023 年行情普遍较为乐观，行业一致性预期下，扩增产能在一季度初已经确定，2022 年大幅盈利下使得 2023 年上八半年能繁存在惯性增涨，第二，全年虽然大部分时间养殖利润亏损，但是亏损幅度较轻，没有出现极限深度亏损快速考验养殖户现金流从而导致被动退出的情况；三，外部冲击相对较小，融资环境全年保持宽松，疫情仅在四季度少量发生。

2023 年 10 月份开始预计能繁母猪淘汰加速，主要在于生猪价格及仔猪价格在四季度再度创出年内新低，行业亏损幅度扩大，这较大的超出产业预期，同时冬季猪病爆发频率增加，食品厂在 12 月份开机陆续增加，也使得能繁母猪淘汰难度降低，预计能繁淘汰量在 2023 年底可能逐步加大。但于此同时，11 月份以来疫情加剧后，高胎龄能繁母猪加速淘汰的同时，后备母猪的补充亦环比出现走高。

截止 2023 年 12 月，全国二元能繁母猪价格 29.8 元/公斤，环比上半年跌 1.66 元/公斤，同比跌 6.30 元/公斤。据卓创资讯数据显示，7KG 外三元仔猪价格 223 元/

头，环比上半年跌 178/头，同比跌 253 元/头。据博亚和讯，全国 20kg 仔猪价格

23.72 元/公斤，环比上半年跌 9.78 元/公斤，同比跌 19.37 元/公斤。

	涌益资讯		上海钢联		卓创资讯		农业农村部	
	能繁母猪	环比	能繁母猪	环比	能繁母猪	样本企业环比	能繁母猪	环比
2021年5月	688894	1.11%	531	2.45%	4080120	12.46%	4530	2.49%
2021年6月	1199003	-2.99%	533	0.35%	4405352	7.97%	4564	0.75%
2021年7月	1160763	-3.23%	531	-0.40%	4522101	2.65%	4541	-0.50%
2021年8月	1136880	-2.88%	525	-1.06%	4394150	-3.59%	4500	-0.90%
2021年9月	1117644	-2.86%	499	-5.06%	4219860	-5.06%	4459	-0.91%
2021年10月	1106795	-2.44%	487	-2.43%	4206555	-0.18%	4348	-2.49%
2021年11月	1105380	-1.86%	480	-1.42%	3946485	-5.08%	4296	-1.20%
2021年12月	1091043	-1.46%	465	-2.99%	4049140	0.80%	4329	0.77%
2022年1月	1073609	-1.52%	467	0.45%	4050750	-1.43%	4290	-0.90%
2022年2月	1077082	0.92%	465	-0.40%	4077338	-0.10%	4268	-0.62%
2022年3月	1063827	-0.96%	459	-1.41%	4053570	-2.03%	4185	-1.94%
2022年4月	1062457	-0.34%	454	-1.00%	4169080	1.81%	4177	-0.20%
2022年5月	1075546	1.08%	462	1.86%	4194698	0.61%	4194	0.40%
2022年6月	1083203	0.70%	471	1.94%	4343245	2.20%	4286	2.20%
2022年7月	1102586	1.56%	477	1.18%	4474845	3.03%	4298	0.50%
2022年8月	1120612	1.67%	485	1.73%	4627354	2.34%	4324	0.60%
2022年9月	1136209	1.38%	506	4.27%	4661698	0.74%	4362	0.88%
2022年10月	1155813	1.80%	507	2.81%	4785398	2.65%	4379	0.39%
2022年11月	1155200	0.08%	509	1.08%	4968915	3.83%	4388	0.21%
2022年12月	1142443	-0.92%	512	0.64%	5105630	2.75%	4390	0.05%
2023年1月	1137998	-0.39%	511	-0.79%	5129348	0.46%	4367	-0.52%
2023年2月	1117050	-1.84%	511	-0.17%	5025940	-2.02%	4343	-0.55%
2023年3月	1095291	-1.95%	510	-0.28%	5109710	1.67%	4305	-0.87%
2023年4月	1095713	0.04%	509	-0.22%	5142453	0.64%	4284	-0.49%
2023年5月	1085517	-0.93%	509	-0.01%	5119140	-0.45%	4258	-0.60%
2023年6月	1067236	-1.68%	508	-0.56%	5065040	-1.06%	4296	0.89%
2023年7月	1064918	-0.22%	508	0.01%	5085660	-0.03%	4271	-0.60%
2023年8月	1065314	0.04%	508	0.29%	5036518	-0.16%	4241	-0.70%
2023年9月	1062405	-0.27%	507	-0.41%	4967189	-1.14%	4240	0.00%
2023年10月	1053335	-0.85%	506	-0.44%	4964115	-0.06%	4210	-0.71%
2023年11月			496	-1.92%				
和存栏峰值对比		-12.15%		-6.94%		12.68%		-7.10%

表 2-1 能繁母猪存栏情况

资料来源：农业农村部、卓创资讯、涌益咨询、我的农产品网、方正中期研究院

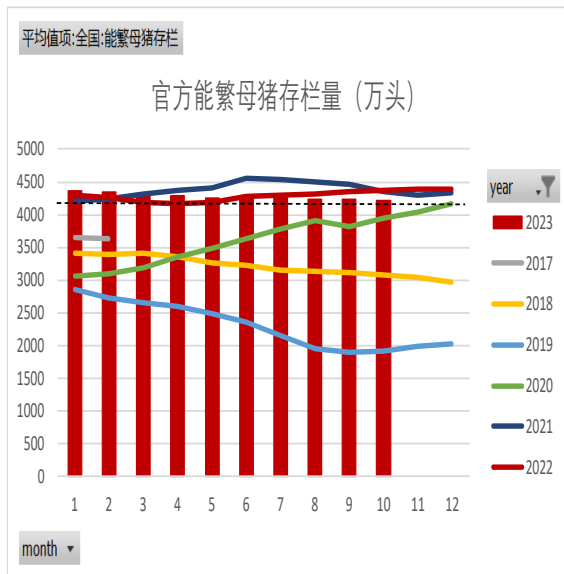


图 2-5 能繁母猪存栏量

资料来源：农业农村部、方正中期研究院

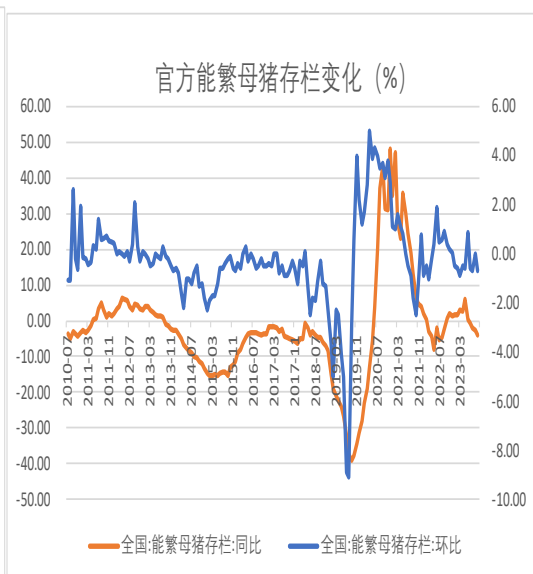


图 2-6 能繁母猪存栏变化

资料来源：农业农村部、方正中期研究院

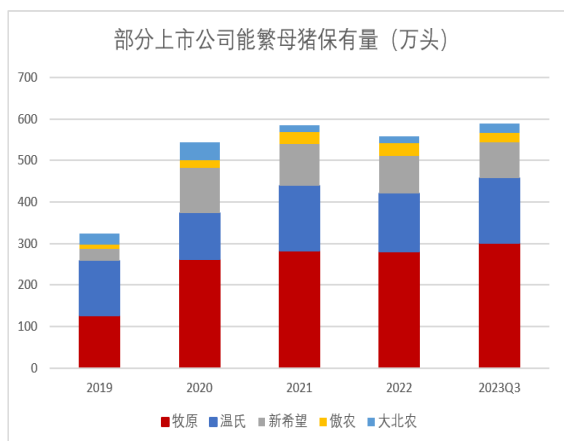


图 2-7 部分上市公司猪企能繁保有量

资料来源：上市公司公告、方正中期研究院



图 2-8 农业农村部新生健仔数

资料来源：农业农村部、方正中期研究院

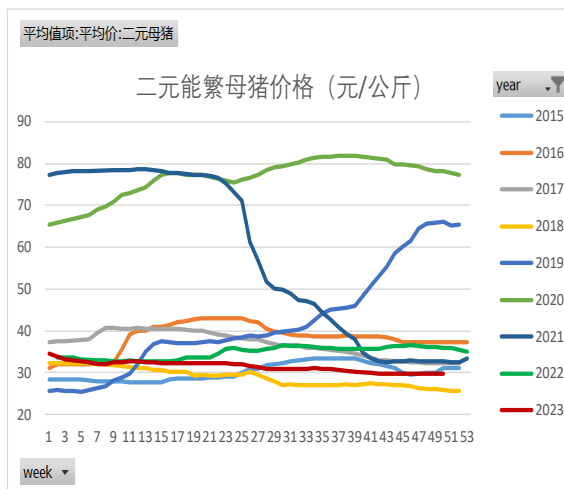


图 2-9 淘汰母猪价格

资料来源：农业农村部、方正中期研究院

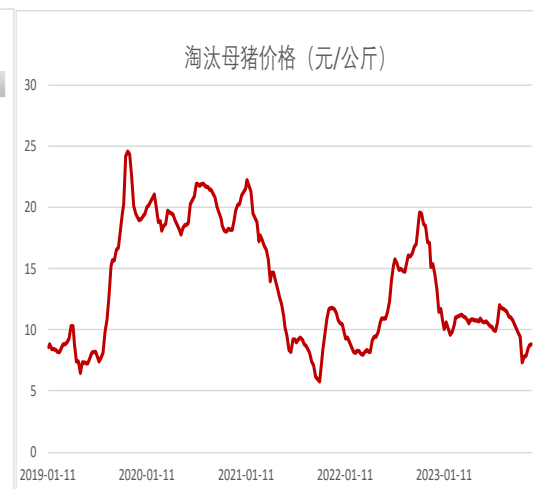


图 2-10 能繁母猪价格

资料来源：农业农村部、方正中期研究院

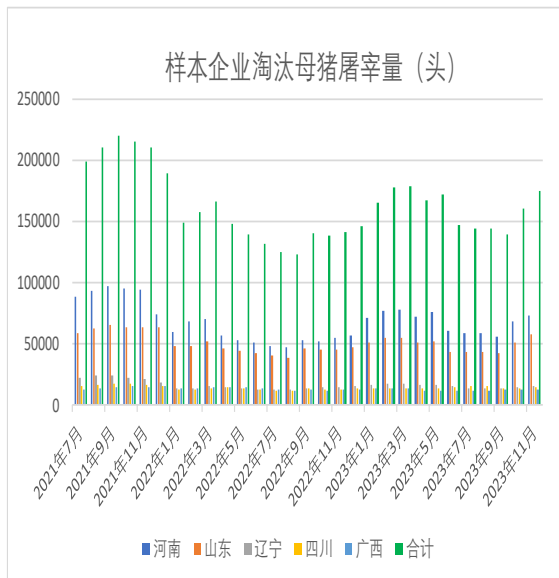


图 2-11 淘汰母猪屠宰量

资料来源：涌益咨询、方正中期研究院



图 2-12 后备母猪销量及环比

资料来源：涌益咨询、方正中期研究院

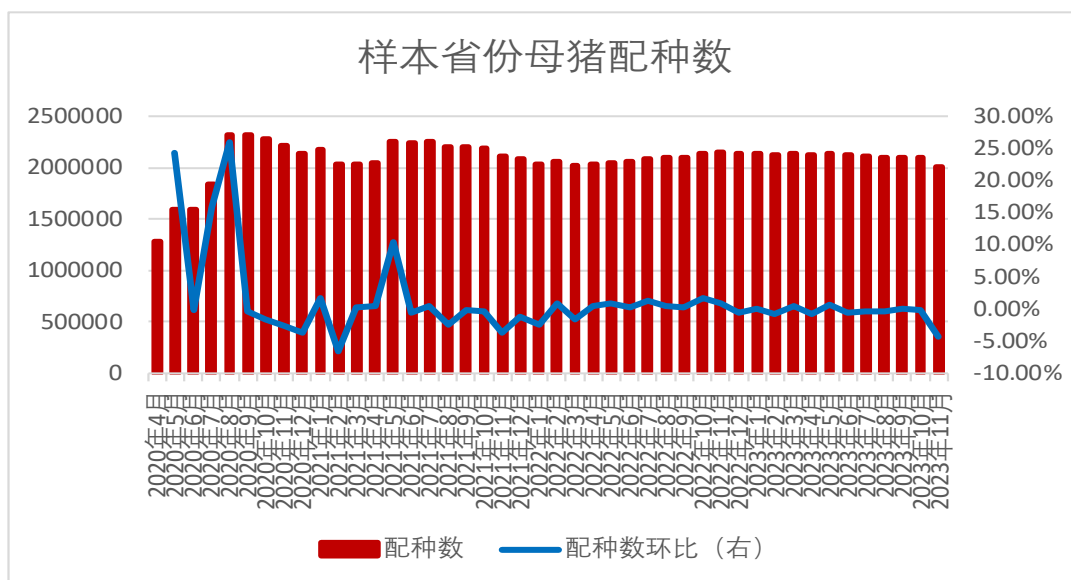


图 2-13 样本企业能繁母猪配种数

资料来源：涌益咨询、方正中期研究院

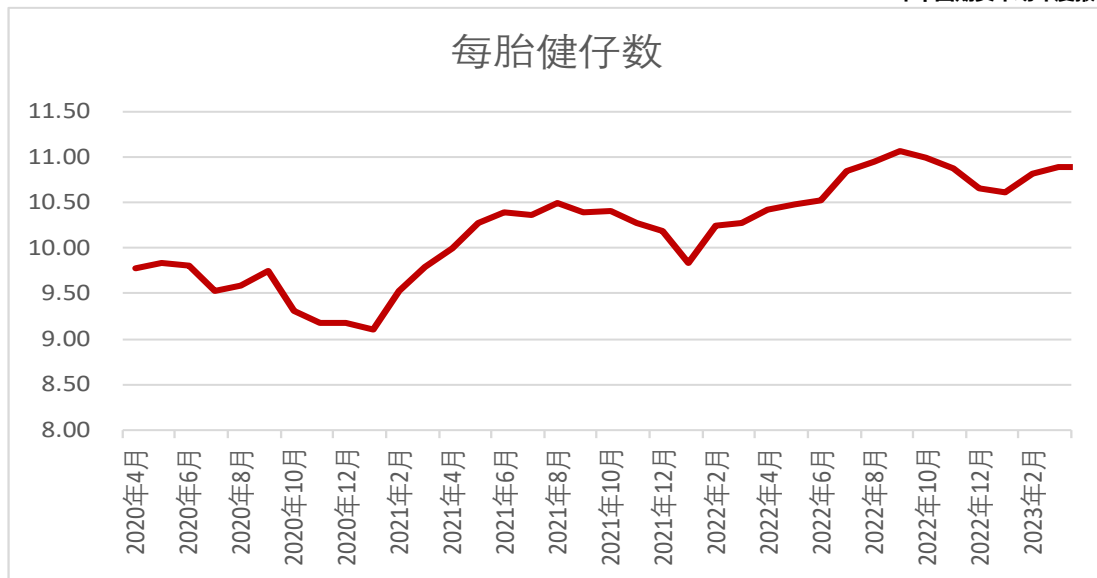


图 2-14 每胎产仔数

资料来源：涌益咨询、方正中期研究院

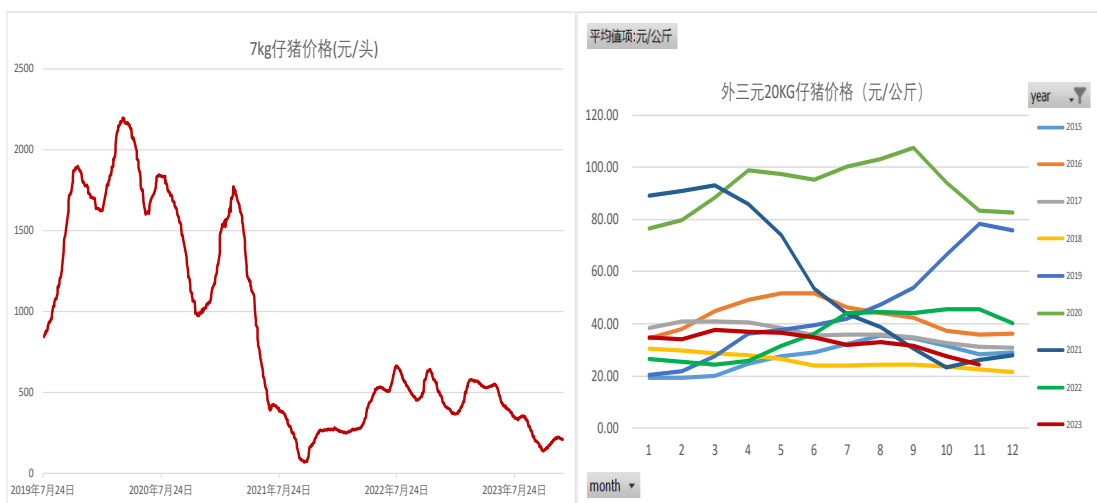


图 2-15 7kg 外三元仔猪全国均价（公斤）

资料来源：卓创资讯、方正中期研究院

图 2-16 20KG 仔猪出栏均价

资料来源：同花顺、方正中期研究院

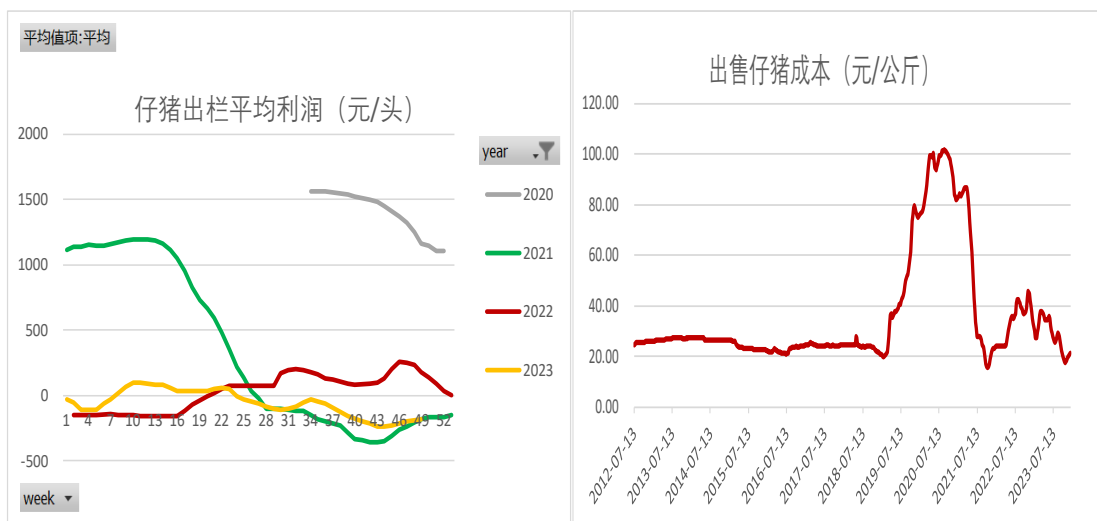


图 2-16 全国仔猪出栏平均利润

资料来源：同花顺 方正中期研究院

图 2-17 能繁母猪价格

资料来源：同花顺 方正中期研究院

### （三）2023 年集团企业逆周期扩张带来生猪出栏的惯性增涨

2023 年全年猪价低位运行，并且猪价的波动率显著下降，消费的弹性减弱，熊市周期的长度在可追溯的历史周期里绝无仅有。本年度“猪周期”的走势与传统认知的蛛网模型可能并不完全一致。

非洲猪瘟后资本快速涌入带动行业整合加速，生猪养殖产业规模化进一步提高。由于 2019-2020 年行业史无前例的暴利带来生猪产业链上下游同时加杠杆，且当前大部分集团企业处于固定资产投资周期的初始阶段，而规模集团受制于前期资金投入、债务周期等因素，很难像过去散户一样灵活调整产能及出栏节奏，使得行业整体产能调整灵活度降低，因此利润周期的温和变化极难带动产能的大幅去化。

能繁母猪的配怀到商品猪的出栏生产周期为 10-11 个月左右，2023 年 9 月份开始仔猪亏损加剧后带动能繁配怀逐步下降，并且 10 月份开始部分地区再度爆发疫病，育肥补栏积极性大幅走低。因此，2024 年 3-4 月份生猪出栏量同比有望实现下降。但由于能繁母猪整体基数过大，叠加当前产能去化程度有限，2024 年上半年绝对存栏量可能难有大幅回落。

从屠宰量来看，上半年整体屠宰量屡创新高，5 月份开始见顶回落，下半年 6 月份-7 月份由于天气炎热，出栏继续保持季节性回落，8 月份受开学的季节新旺季提振，屠宰量迎来节奏性好转，全月屠宰量低开高走，整体趋势延续环比下降。但同比始终处于高位。9 月份双节提振，屠宰再度冲高但未突破上半年高点，10-11 月份屠宰经历季节性回落后再度攀升，12 月份集中养殖户集中出栏带动屠宰突破年初高点。全年屠宰量呈现 U 型走势。

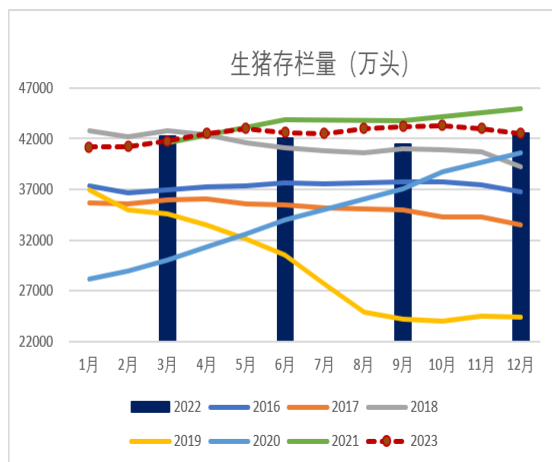


图 2-18 生猪存栏量推测

资料来源：国家统计局、方正中期研究院

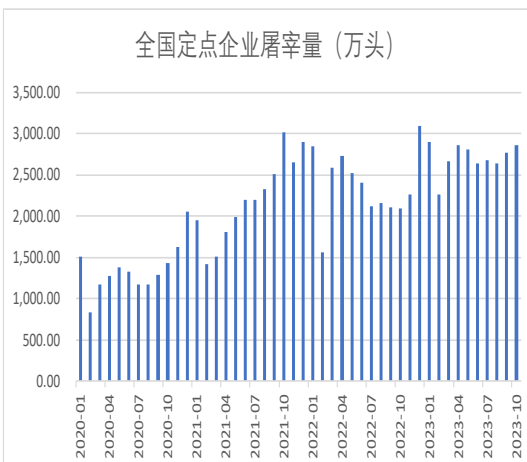


图 2-19 生猪各省屠宰量合计

资料来源：各省农业局、方正中期研究院

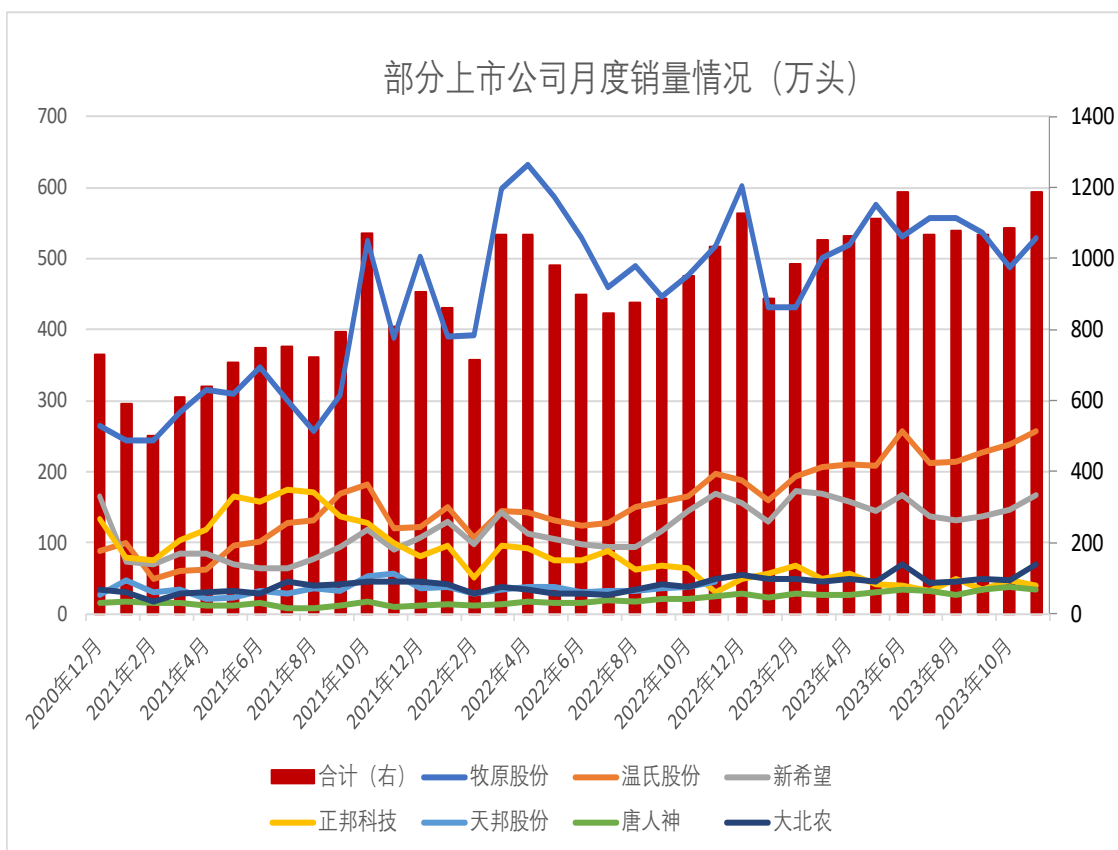


图 2-20 上市公司月度出栏量

资料来源：上市公司公告 方正中期研究院



表 2-2 部分上市公司年度生猪出栏情况（万吨）

2023年部分规模厂生猪出栏情况（万吨）							
序列	企业	2022年出栏量 (万吨)	2023年出栏 目标	2023年预 期增幅	2023年截至11 月累计出栏量	当月同比 增幅	完成年度 计划比列
1	牧原	6120	6300	2.94%	5656.5	2%	90%
2	温氏	1790	2500	42.08%	2386.24	31%	92%
3	新希望	1461	1850	24.16%	1661.05	-1%	90%
4	傲农生物	519	600	53.85%	532.94	-5%	89%
5	大北农	443	600	20%	562.41	40%	94%
6	天邦食品	442	800-1000	90.48%	654.3	93%	82%
7	唐人神	215	350	65.88%	334.02	42%	95%
8	天康生物	202	500	141.55%	253.69	38%	51%
	平均					30%	85%

资料来源：上市公司公告、方正中期研究院

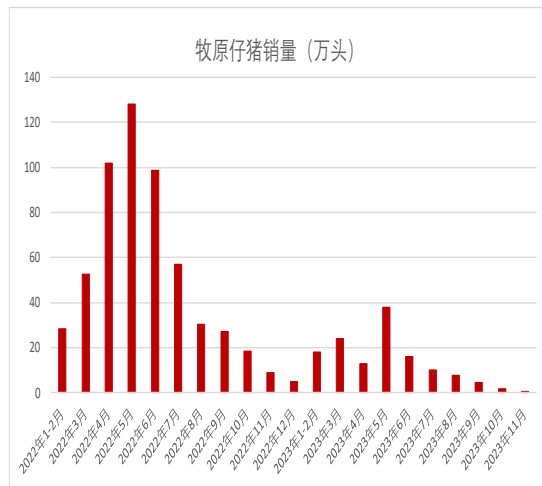


图 2-21 牧原全年仔猪销量

资料来源：上市公司公告、方正中期研究院



图 2-22 样本企业出栏计划

资料来源：涌益咨询 方正中期研究院

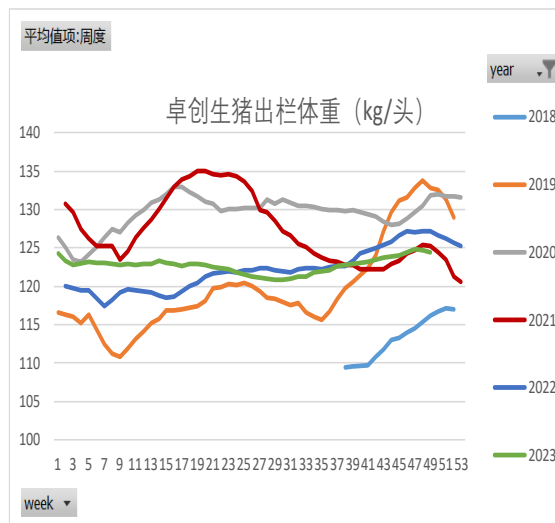


图 2-23 卓创出栏体重

资料来源：卓创资讯、方正中期研究院

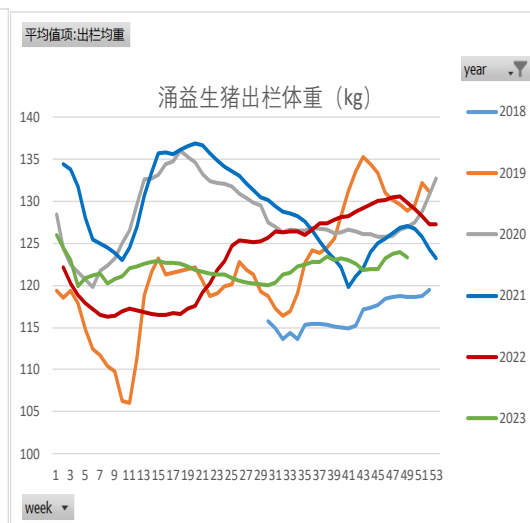


图 2-24 涌益生出栏体重

资料来源：涌益咨询 方正中期研究院

#### （四）生猪养殖利润及成本分析

2023 年饲料养殖产业链整体出现重心下移，并且亏损程度至下而上逐步蔓延。下游养殖端全年呈现周期性下行，并且亏损面积及幅度在下半年进一步扩大。生猪育肥利润全年大部分时间呈现亏损，仔猪前高后低，6 月份出栏转为亏损，并在 9-10 月份亏损进一步扩大；肉禽上半年一季度在疫情解封后出现高开，但是 6 月份开始亏损扩大，蛋禽全年景气度尚可，但在畜牧品泥沙俱下的大背景里，三季度行业景气度也显著走低，11 月份蛋禽养殖利润一度跌至近三年同期偏低水平，绝对利润仅能维持盈亏平衡附近。

生猪相关上市公司在全年猪价低迷的大背景下，超长时间的亏损逐步考验到部分猪企的现金能力，尤其个别企业高负债背景下，经营性现金流持续下滑，四季度猪价持续创新低的情况下，年底可能面临流动性枯竭的风险。截止，三季度末上市公司全部平局负债水平接高达 69%以上，处于近几年高位，净资产负债率超过 70%以上高达 7 家。

2023 年度原油及工业品下跌带动种植成本至高位显著回落。基础农产品价格在本年度下半年跌幅较为明显，主要在于：第一，新作产量增加明显，尤其豆类及谷物，以中国及北美为主的重要产地迎来丰收，其二，国内养殖持续低迷的情况下，倒逼饲料的刚性需求及投机需求双双出现下滑。但饲料的绝对价格同疫情前相比仍然处于相对高位。具体到生猪端，据我们调研不完全测算，全年生猪养殖完全成本大部时间均在 16 元/公斤以上，行业平均现金流成本约 14 元/公斤。2023 年 10 月份仔猪价格大幅下挫后，带动远端外购育肥成本有所降低，倘若饲料价格不进一步下跌，对应明年 3-5 月份外购育肥的出栏完全成本可能在 13.5 元/附近，而自繁自养的完全成本可能仍在 15 元/公斤上下。

展望 2024 年我们认为饲料原料价格由于产量的周期性增加，可能延续高位回落；国内谷物由于江淮流域小麦的恢复性种植可能进一步带来增产，美国谷物播种面积尚未达到 2013 年峰值水平，南美新作大豆扩种预期亦较为确定。但当前全行业投机性需求被压缩至历史低位，贸易库存水平极低，需要警惕若国内进入补库周期后带来的节奏性反弹空间可能仍然不会太小。

截止 2023 年 12 月中旬，全国育肥配合料 3.37 元/公斤，环比上月跌 0.11 元/公斤，同比跌 0.47 元/公斤。豆粕均价 4030 元/吨，环比上月跌 228 元/吨，同比跌 932 元/吨，玉米均价 2638 元/吨，环比上月跌 56 元/吨，同比跌 344 元/吨，四季度养殖利润高位回落，当前跌至历史低位水平，当前外购仔猪养殖利润-185 元/头，全年平均-280 元/头，自繁自养利润-132 元/头，全年平均水平-138 元/头。猪粮比 5.3:1，全年大部分时间均在一级过度下跌区间附近运行。

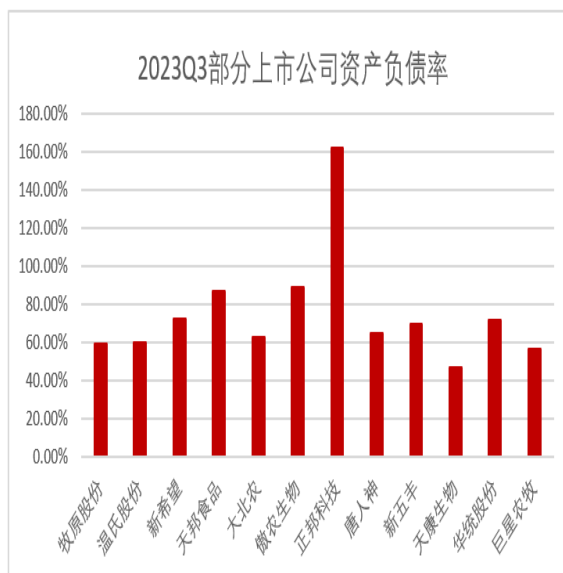


图 2-25 上市公司资产负债表

资料来源：上市公司公告、方正中期研究院

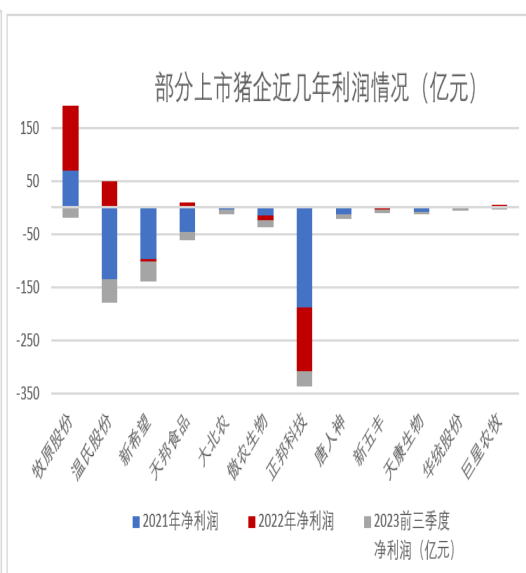


图 2-26 上市公司利润水平

资料来源：上市公司公告、方正中期研究

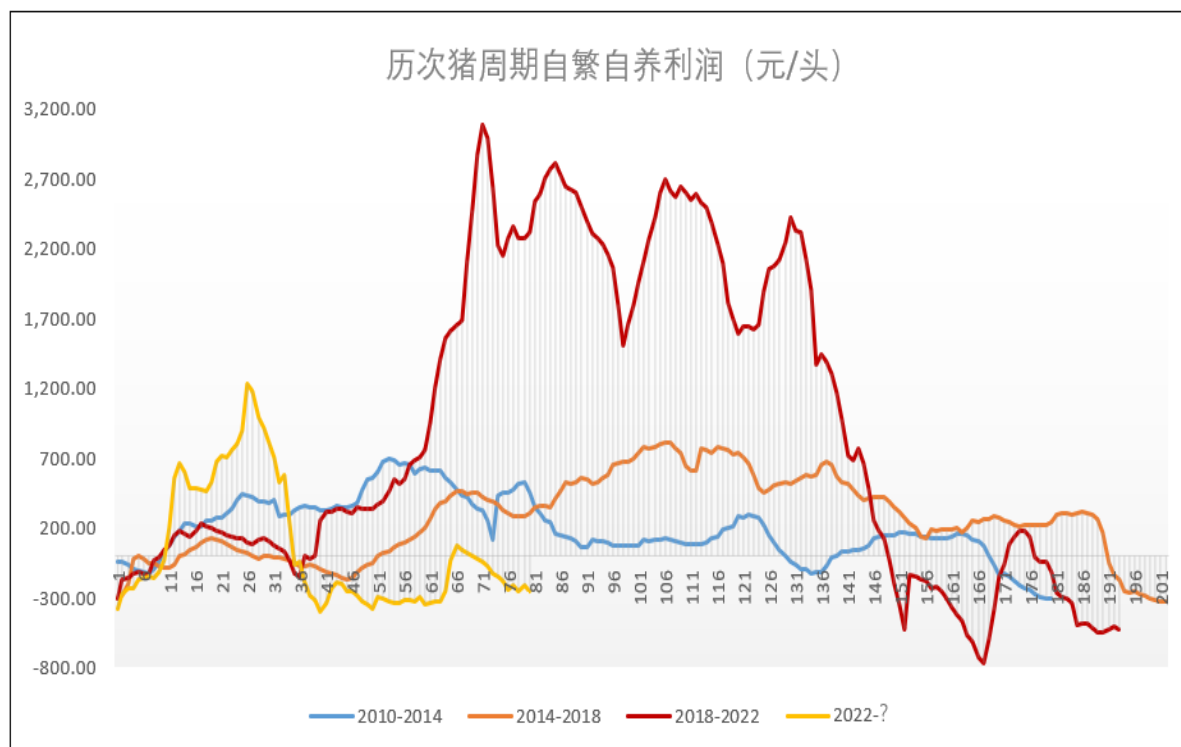


图 2-27 历史其他猪周期利润情况

资料来源：Wind、方正中期研究院

	外购仔猪（元/头）							
月份	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	均值
1	633	325	-2	3028	2611	-70	-180	907
2	506	80	-126	2968	1812	-367	-246	661
3	435	-221	207	2774	1636	-514	-97	603
4	350	-289	400	2327	1122	-393	-198	474
5	191	-218	386	2346	498	-135	-217	407
6	208	-86	335	3081	-118	-28	-185	458
7	225	84	353	3019	-17	677	-230	587
8	284	198	761	2826	-137	662	50	663
9	258	208	1583	2156	-359	882	-100	661
10	238	153	2618	1916	-368	1244	-150	807
11	285	124	2137	1962	247	974	-250	783
12	326	49	1853	2514	238	343	0	761
均值	328	34	876	2576	597	273	-150	

图 2-28 外购仔猪各年份盈利情况

资料来源：同花顺、方正中期研究院整理

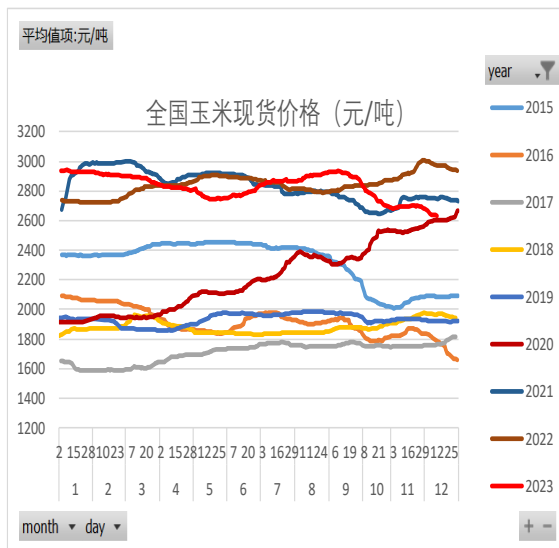


图 2-29 玉米均价  
资料来源：同花顺、方正中期研究院

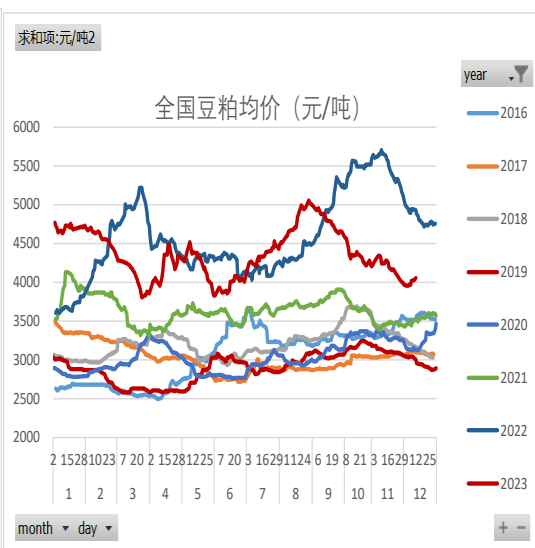


图 2-30 豆粕均价  
资料来源：同花顺、方正中期研究

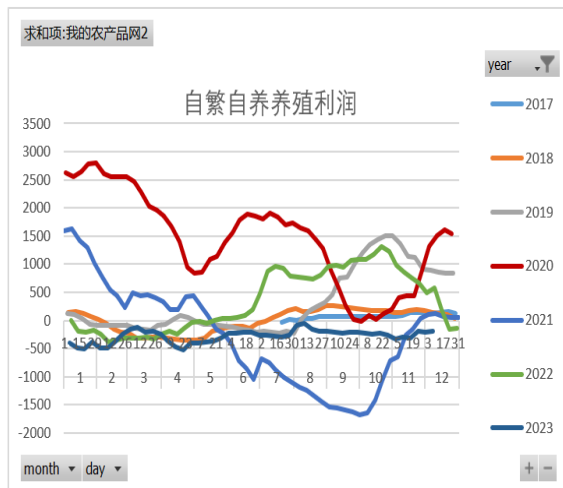


图 2-31 自繁自养养殖利润（元/头）  
资料来源：钢联、方正中期研究院

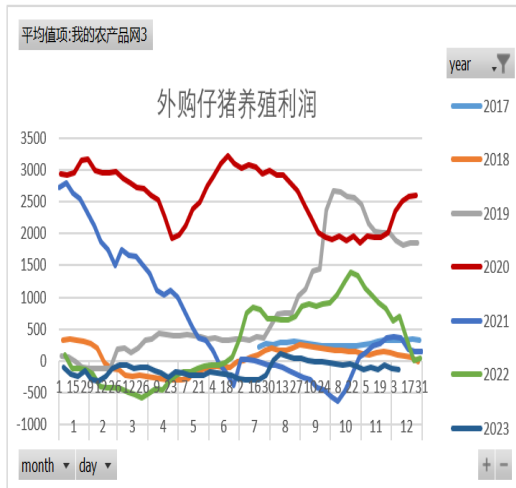


图 2-32 外购仔猪养殖利润（元/头）  
资料来源：钢联、方正中期研究院



图 2-33 猪粮比及预警线  
资料来源：同花顺、方正中期研究院

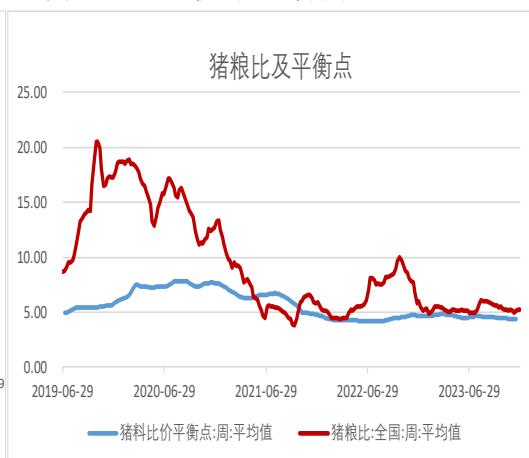


图 2-34 猪粮比及盈亏平衡点  
资料来源：同花顺、方正中期研究院



图 2-35 二次出栏成本测算  
资料来源：涌益咨询、方正中期研究院



图 2-36 育肥料价格  
资料来源：同花顺、方正中期研究院

表 2-3 养殖成本核算 (元/公斤)

2024年上半年生猪养殖成本测算 (120kg)			
项目		散养农户	规模企业
育肥猪成本	仔猪成本 (元/头)	200	330
	饲料成本 (元/kg)	8.9	8.7
	药品疫苗 (元/kg)	0.9	0.7
	制造费用 (元/kg)	3.3	3.8
	工人工资	0.5	0.8
	折旧/租赁	0.6	1
	运输	0.4	0.3
	其他	1.8	1.7
权益水平	生产成本 (元/kg)	14.79	15.98
	预期生猪销售价格 (元/kg)	15	15
	每公斤收入 (元/kg)	0.21	-0.98
	头均收入 (元/头)	24.7	-117.8
生产效率	窝产仔猪 (头)	9	10.9
	分娩死亡率 (%)	10	8
	PSY (头)	19.4	23.2
	育肥死亡率 (%)	8	6
	MSY (头)	17.9	21.8

资料来源：上市公司公告、基层调研、方正中期研究院

## （五）本轮猪周期与 2021 年熊市周期的不同点

2021年与2023年生猪行情的比较			
		2021	2023
1	能繁母猪产能情况	2020年下半年平均存栏约3900万头	2022年下半年平均存栏约4350万头
2	下跌之前的盈利周期	超级牛市周期，连续盈利超过一年半	累计盈利7个月
3	供给端的出栏体重	2021年下半年127kg	2023年下半年123kg
4	边际的动物蛋白价格	猪价相对高位，食品价格趋势上行	猪价相对低位，食品价格整体开始高位回落
5	猪价与其他商品的比价关系	均处在相对低位	
6	渠道冻品的库存	年度进口量超过300万吨，进口冻品库存高	屠宰环节入库高
7	头部企业出栏量	21年1-11月份，前十上市公司出栏约7134万头	23年1-11月份，前十上市公司出栏约10010万头
8	宏观	美联储无限量QE背景下，商品趋势上行周期	大宗商品指数高位连续回落

## 二、消费端情况

### （一）全年猪肉低价下使得消费缺乏弹性

2023 年疫情后的首年，经济复苏仍然较为缓慢，全年终端消费高开低走，整体缺乏善可陈。在过往猪价由高位往低价回落的过程中，容易刺激修复性消费产生，例如 2021 年猪价大幅下挫后，也容易受消费拉动出现节奏性的大幅反弹。但本年度猪价长期低位情况，使得消费缺乏弹性，传统消费旺季并不及预期，除生猪自身供给偏宽松外，整体畜产产品共振下跌是另一主要因素，猪价虽低，但并没有产生很强的消费性价比。



下半年节日较为密集，一般是猪肉等生鲜品的传统消费旺季，但本年度四季度整体表现并不及预期。上半年餐饮业消费整体保持复苏，餐饮业收入一度回到疫情前水平。上半年节日较少，5 月份消费在五一假期后持续低迷，整体消费高开低走。5 月份终端消费未有显著起色，但二批收储消息提振冻品入库持续攀升。6 月份进入传统消费淡季，北方高温叠加南方梅雨季节，猪肉消费整体不及预期。8 月份开始属于传统旺季，猪肉消费环比出现改善，带动毛白价差开始走扩，9 月份国庆及中秋节双节备货，10 月份国至 11 月份，南方猪病疫情增加，消费一度遭遇挫折，猪价出现急跌。12 月份全国气温出现大幅下降，冬季白条走货稍有好转，但整体强度弱于市场预期。



图 2-37 猪肉月度消费量

资料来源：卓创资讯、方正中期研究院

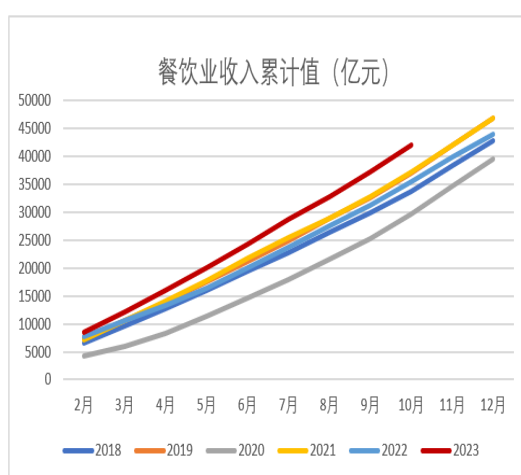


图 2-38 餐饮业营收

资料来源：国家统计局、方正中期研究院

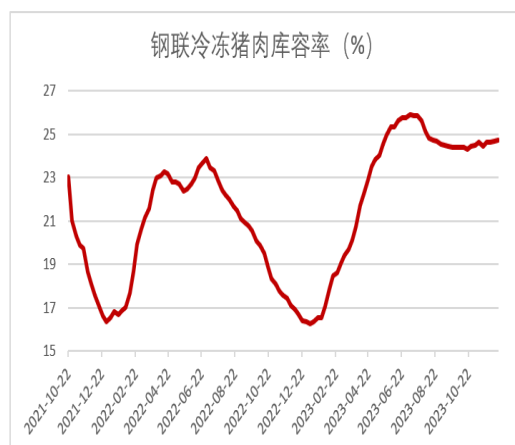


图 2-39 冻品库存

资料来源：卓创资讯、方正中期研究院

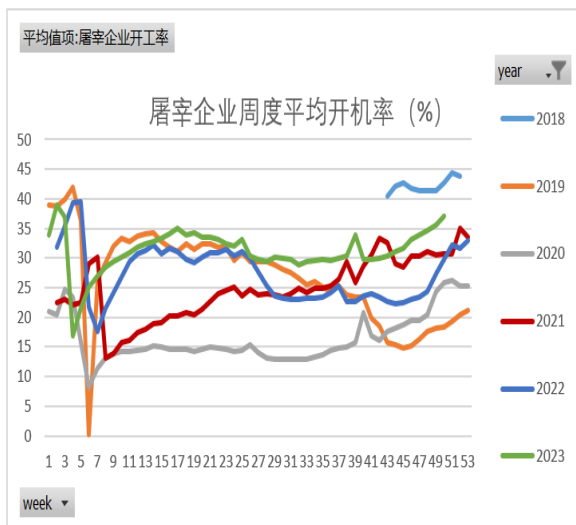


图 2-40 冻品库存

资料来源：钢联、方正中期研究院

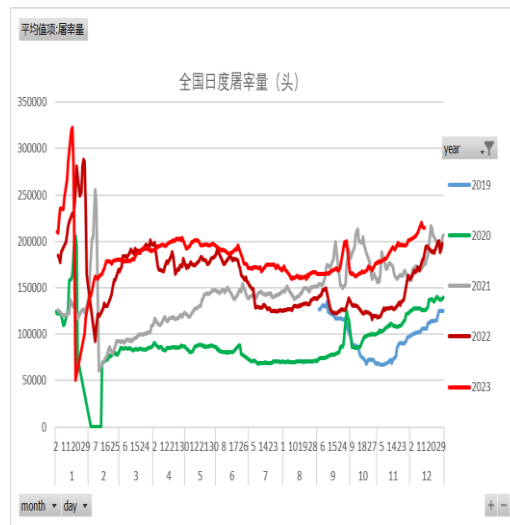


图 2-41 屠宰企业日度开机率

资料来源：卓创资讯、方正中期研究院



图 2-42 全国生猪日度屠宰量

资料来源：卓创资讯、方正中期研究院

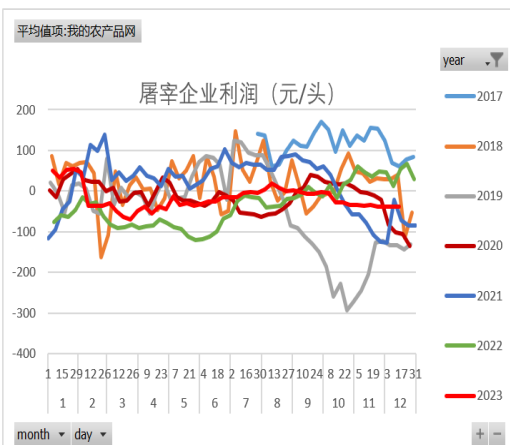


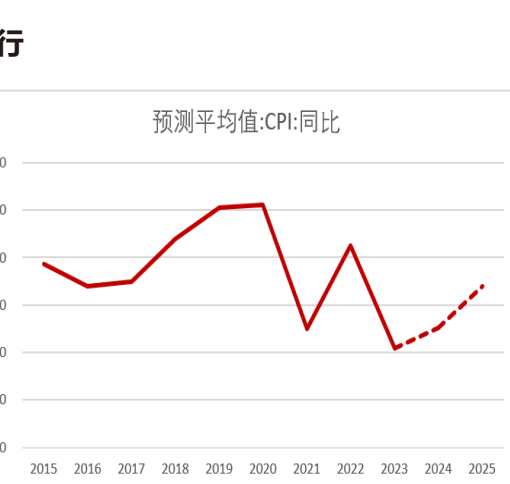
图 2-43 屠宰净利润

资料来源：涌益咨询、方正中期研究院



图 2-44 屠宰企业毛利

资料来源：钢联、方正中期研究院



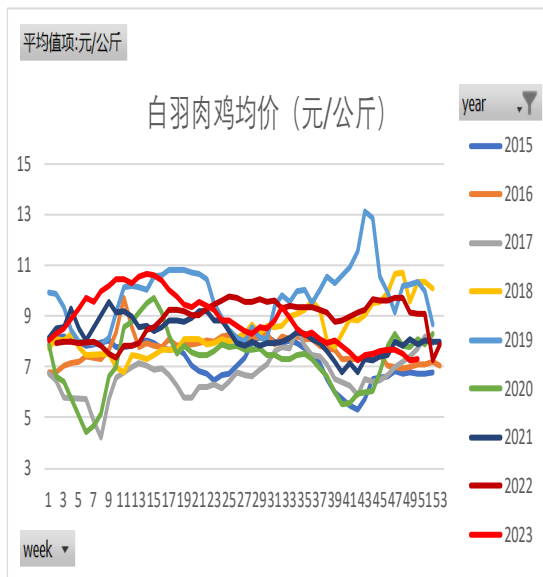
## (二) 2023 年食品价格整体呈现共振下行

图 2-45 居民消费指数环比

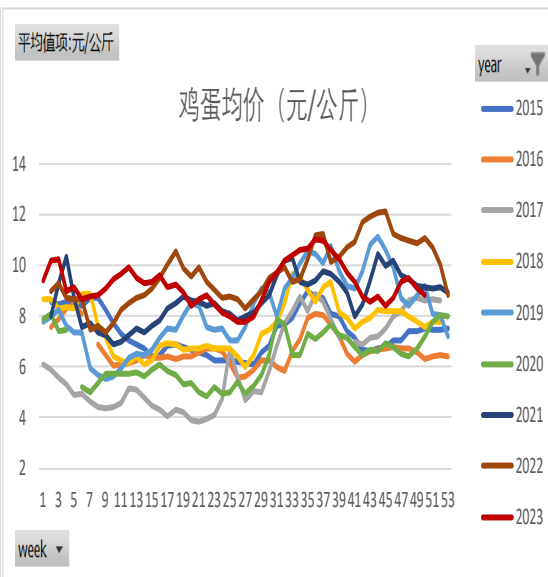
资料来源：国家统计局、方正中期研究院

图 2-46 居民消费指数同比预测

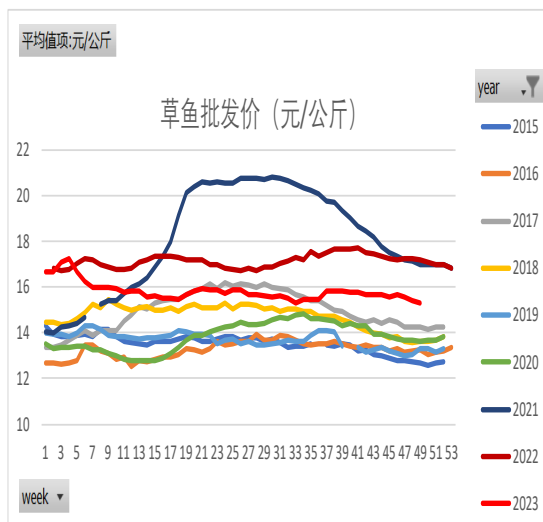
资料来源：同花顺、方正中期研究院



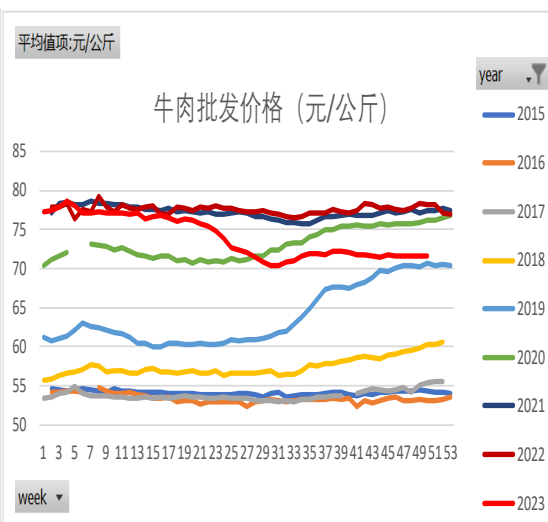
资料来源：同花顺、方正中期研究院



资料来源：同花顺、方正中期研究院



资料来源：同花顺、方正中期研究院



资料来源：同花顺、方正中期研究院

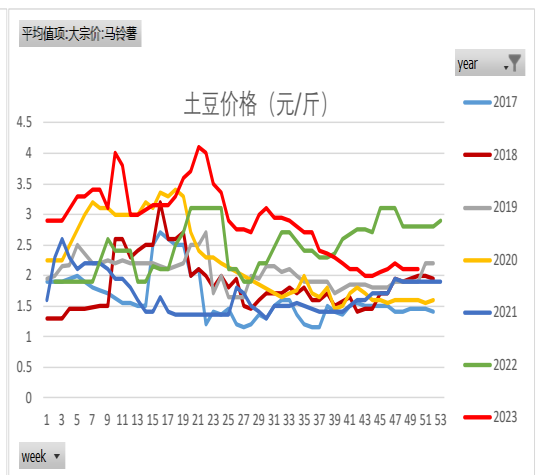
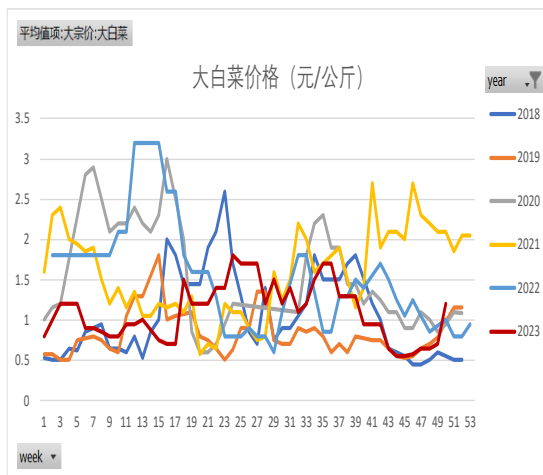


图 2-51 绿叶菜价格

资料来源：同花顺、方正中期研究院

图 2-52 土豆价格

资料来源：同花顺、方正中期研究院

### 三、猪肉供需平衡表

2023 年国内禽肉、猪肉、牛肉、羊肉、蔬菜等产量均呈现不同程度增加，并创出近今年新高。

猪肉供需平衡表的边际变化主要来自两方面：第一，进口冻肉月度环比下降，第二，出栏体重下降。全年猪肉供给保持稳中继续上行，主要由于生猪基础存栏量开始周期性上行，但由于经历过此前深度亏损的教训，整体压栏情况预计不会比 2021 年初及 2022 年底高，因此供给趋势性上行，但可能弱于 2021 年，略强于 2022 年。消费端，随着疫情封锁的逐步解除，户外消费在年初已经恢复性增涨，但下半年传统旺季，旺季消费特征并不明显。

展望 2024 年我们认为猪肉供给在上半年可能同比将有下降，但降幅可能仍然有限，主要由于生猪存栏量开始周期性上行，以及饲料成本及仔猪价格下跌下滑后带动二次育肥增加，但由于经历过此前深度亏损的教训，整体压栏情况预计不会比 2021 年初高，因此供给趋势性上行，但弱于 2021 年。

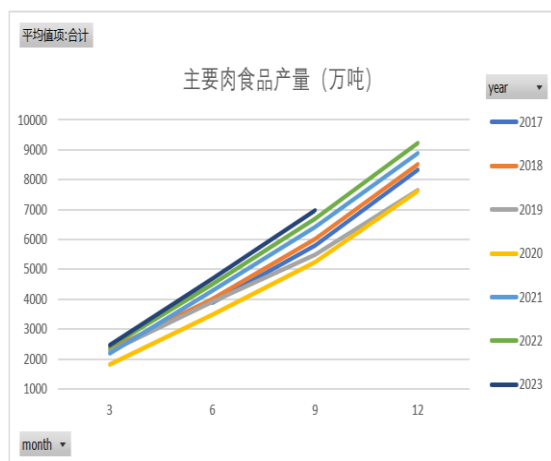


图 2-53 全部肉食品产量

资料来源：同花顺、方正中期研究院

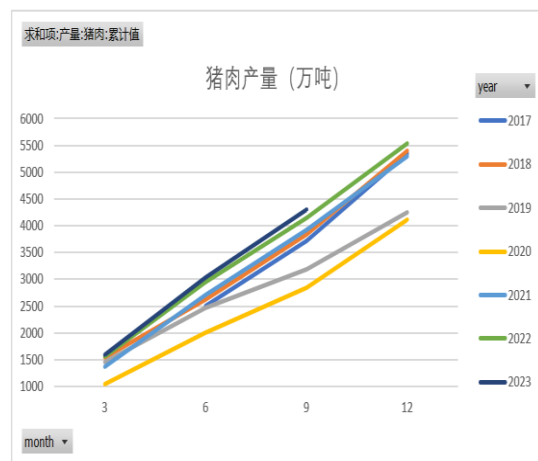


图 2-54 猪肉产量

资料来源：同花顺、方正中期研究院

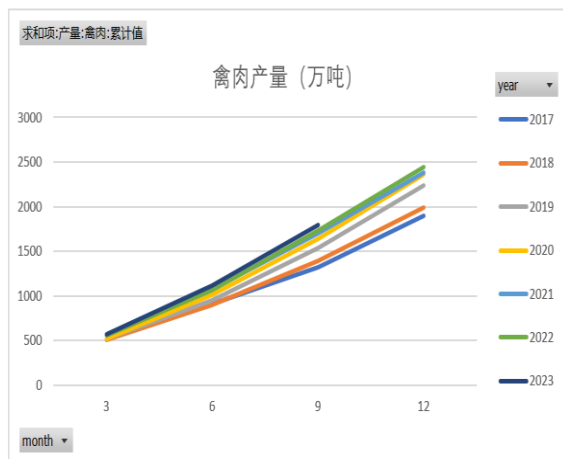


图 2-55 禽肉产量

资料来源：同花顺、方正中期研究院

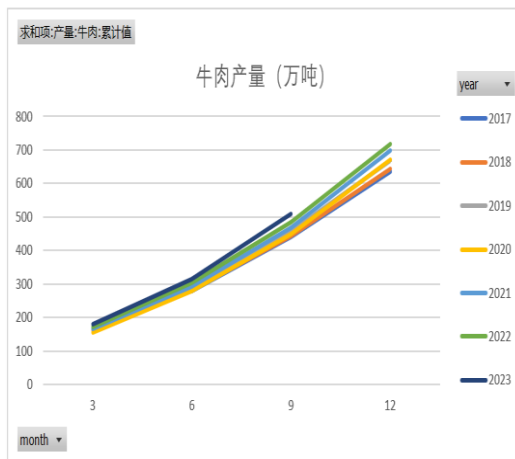


图 2-56 牛肉产量

资料来源：同花顺、方正中期研究院

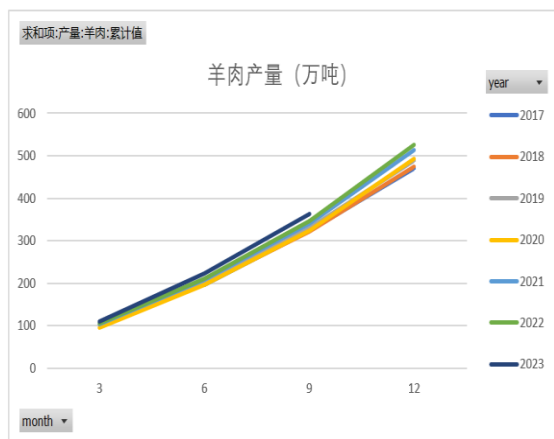


图 2-57 羊肉产量

资料来源：同花顺、方正中期研究院

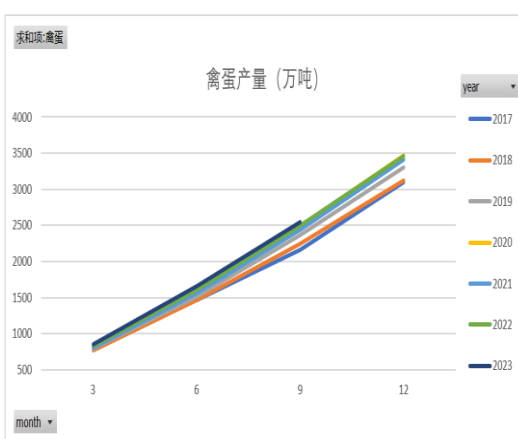


图 2-58 禽蛋产量

资料来源：同花顺、方正中期研究院

表 2-4 猪肉供需平衡表

猪肉供需平衡表（万吨）						
时间	产量	进口	供给	外需	猪肉内需	产需差值
2010	5071	90	5161	4	5157	4
2011	5053	135	5188	5	5183	5
2012	5335	136	5471	7	5465	6
2013	5493	140	5633	7	5626	7
2014	5671	138	5809	9	5800	9
2015	5487	156	5643	18	5625	18
2016	5299	324	5623	23	5600	23
2017	5451	233	5684	24	5660	24
2018	5404	215	5619	19	5600	19
2019	4255	300	4555	3	4630	-75
2020	4113	439	4552	1	4300	252
2021	5296	340	5636	2	5480	156
2022	5150	280	5430	2	5250	180
2023	5250	180	5430	2	5200	230
2024E	5200	150	5350	2	5220	130

资料来源：国家统计局、方正中期研究院

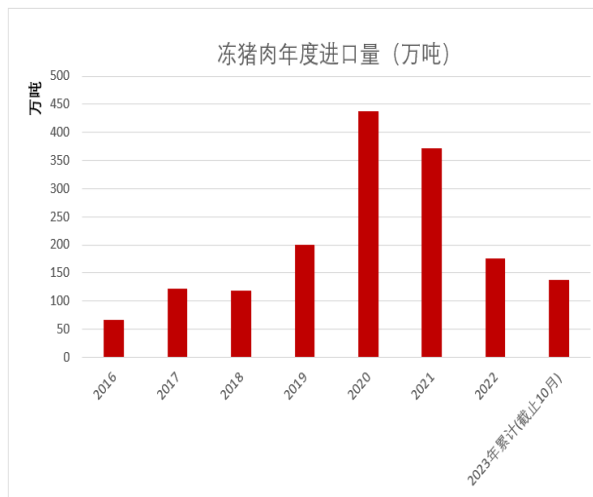


图 2-59 猪肉累计进口量

资料来源：同花顺、方正中期研究院

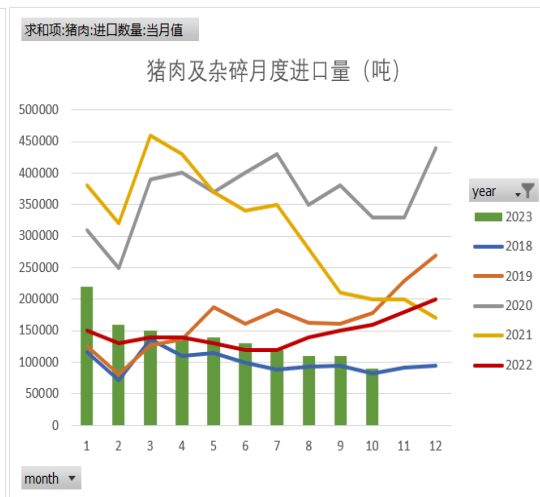


图 2-60 猪肉及杂碎进口量

资料来源：同花顺、方正中期研究院

## 四、猪肉收储及抛储

2023 年全年共进行三次冻肉收储，收储次数及总量显著少于去年，政策端本年度托市力度相对较弱。上半年，畜禽产品整体趋势下行，养殖业整体亏多盈少，生猪虽然连续亏损，猪粮比多次跌破 5:1 预警区间，但国家并未进行大量收储。2023 年一季度末政策端由此前的高价调控转为积极托市，2 月份猪粮比在连 4 周低于国家 5:1 一级过度下跌预警区间后，储备启动收储，本年度第一次计划收储 2 万吨，实际成交 7100 吨，成交率约 30%，折合毛猪价格约 17.2 元/公斤，此后猪价再度在 6 月份大跌，7 月份下旬第二批冻肉收储 2 万吨，首次及二次收储后猪粮比均迅速反弹至 5:1 上方，8 月份猪价反弹至部分企业成本上方。但三季度猪价再度重挫，部分地区跌破养殖户现金流成本，本年度第三批冻肉收储 1 万吨在 11 月份进行，实际成交价 18000 元/吨上下，折合毛猪 13 元/公斤左右。

表 2-5 我国猪肉调控机制

储备调节机制			
预警分级		储备调节	
过度下跌	三级预警	猪粮比低于6:1	暂时不启动临时储备收储
	二级预警	猪粮比价连续3周处于5:1-6:1， 或能繁母猪存栏量单月同比降幅达到5%， 或能繁母猪存栏量连续3个月累计降幅在5%-10%时。	视情况启动收储
	一级预警	当猪粮比低于5:1， 或能繁母猪存栏量单月同比降幅达到5%， 或能繁母猪存栏量连续3个月累计降幅在超过10%时。	启动临时收储
过度上涨	三级预警	猪粮比高于9:1	暂时不启动储备投放
	二级预警	猪粮比价连续2周处于10:1-12:1， 或36个大中城市精瘦肉零售价格当周平均价同比涨幅30%-40%之间。	启动储备投放
	一级预警	猪粮比价高于12:1， 或36个大中城市精瘦肉零售价格当周平均价同比涨幅超过40%。	加大投放力度



表 2-6 我国猪肉收储情况

收储时间	收储前 猪粮比	收储数量 (万吨)	当年度 总收储量	收储前 猪价	收储后 一周猪价	收储后 一个月猪 价	收储后 三个月猪价	收储后 一周猪价 涨跌幅	收储后 一个月猪 价涨跌幅	收储后 三个月猪 价涨跌幅
2009年6月5日	5.86	12	12	9.7	9.87	10.5	12.27	1.75%	8.25%	26.49%
2010年4月7日	4.99	1.7		9.68	9.8	9.95	10.99	1.24%	2.79%	13.53%
2010年4月21日	5	3.7		9.68	10.03	9.81	12.23	3.62%	1.34%	26.34%
2010年5月20日	4.91	未公布	29	9.9	9.81	10.21	12.77	-0.91%	3.13%	28.99%
2010年6月2日	4.76	未公布		9.8	9.83	10.99	12.84	0.31%	12.14%	31.02%
2010年7月30日	6.17	未公布		9.8	12.56	12.8	13.49	28.16%	30.61%	37.65%
2012年5月17日	5.78	4	10	14.21	14.1	14.15	14.72	-0.77%	-0.42%	3.59%
2012年8月9日	5.72	6		13.94	14.53	14.98	14.75	4.23%	7.46%	5.81%
2013年4月18日	5.24	7.5	16.8	12.69	12.62	13.2	14.67	-0.55%	4.02%	15.60%
2013年5月9日	5.32	9.37		12.62	12.79	14.36	16.24	1.35%	13.79%	28.68%
2014年3月27日	4.6	6.5	15.3	11.54	11.4	11.14	13.08	-1.21%	-3.47%	13.34%
2014年5月8日	4.9	8.8		11.05	13.04	13.35	14.78	18.01%	20.81%	33.76%
2017年3月29日	9.48	1	1	16.21	16.17	15.22	14.08	-0.25%	-6.11%	-13.14%
2018年3月16日	6.01	1	1	11.89	11.38	10.8	11.59	-4.29%	-9.17%	-2.52%
2019年3月8日	6.64	10		12.87	14.74	15.18	15.83	14.53%	17.95%	23.00%
2019年3月15日	7.52	5	20	13.07	15.14	15	16.39	15.84%	14.77%	25.40%
2019年3月21日	7.52	5		14.74	15.22	14.94	17.13	3.26%	1.36%	16.21%
2021年7月7日	5.8	2		14.1	16.46	16.11	12.42	16.74%	14.26%	-11.91%
2021年7月14日	5.85	1.3	8.3	16.46	16.48	15.84	14.12	0.12%	-3.77%	-14.22%
2021年7月21日	5.89	2		16.48	16.16	15.51	16.42	-1.94%	-5.89%	-0.36%
2021年10月10日	4.67	3		12.61	12.42	17.59	15.86	-1.51%	39.49%	25.77%
							均值	4.65%	7.78%	14.91%
2022年3月3日	4.33	1.94		12.36	12.36	13.9	16.53	0.00%	12.46%	33.74%
2022年3月4日	4.33	2.06		12.12	12.12	13.88	16.57	0.00%	14.52%	36.72%
2022年3月10日	4.21	2.2		12.36	11.82	14.25	16.86	-4.37%	15.29%	36.41%
2022年4月2日	4.2	1.18		13.39	12.29	15.09	15.29	-8.22%	12.70%	14.19%
2022年4月3日	4.22	0.85		13.9	12.24	15.09	15.29	-11.94%	8.56%	10.00%
2022年4月14日	4.35	0.27		14.5	14.23	15.74	14.00	-1.86%	8.55%	-3.45%
2022年4月22日	4.48	0	9.99	14.22	14.81	15.85	14.25	4.15%	11.46%	0.21%
2022年4月29日	4.86	0.18		14.81	14.66	15.89	14.98	-1.01%	7.29%	1.15%
2022年5月13日	5.24	0.45		15.32	15.74	16.21	15.81	2.74%	5.81%	3.20%
2022年5月20日	5.4	0.03		15.74	15.88	16.66	15.61	0.89%	5.84%	-0.83%
2022年5月26日	5.48	0.5		15.86	15.91	18.26	15.23	0.32%	15.13%	-3.97%
2022年5月27日	5.48	0.24		15.84	15.89	18.3	15.27	0.32%	15.53%	-3.60%
2022年6月2日	5.51	0.09		15.89	15.9	20.78	15.18	0.06%	30.77%	-4.47%
2023年2月24日	5.11	0.71		16	15.95	15.18	15	-0.31%	-5.13%	-6.25%
2023年7月15日	4.97	2		13.9	14.5	17		4.32%	22.30%	
2023年11月29日	5.3	1		13.5	13.8			2.22%		

资料来源：华储网、方正中期研究院整理

表 2-7 我国猪肉抛储情况

2019年中央储备冻猪抛储			
日期	数量（万吨）	投放时猪粮比	抛储时猪价（元/公斤）
1月10日	0.96	6.59	12.94
9月19日	1.00	14.06	28.3
9月26日	1.00	14.36	28.61
9月29日	1.00	14.23	28.48
12月12日	4.00	17.22	33.5
12月19日	4.00	17.18	33.39
12月23日	4.00	17.31	33.58
12月27日	2.00	17.29	33.51
年度累计	17.96		
2022年中央储备冻猪抛储			
9月8日	3.77	8.16	23.16
9月18日	1.50	8.38	23.81
9月23日	1.44	8.56	24.35
9月30日	2.00	8.6	24.47
10月14日	2.00	10	28.4
10月21日	2.00	9.9	28.07
11月4日	2.00	9.21	26.18
年度累计	14.71		

资料来源：华储网、我的农产品网、方正中期研究院整理

### 第三部分 猪价季节性特征

2023 年全年猪价大部分时间维持低位震荡，并低于完全养殖成本，整体季节性特征并不明显，猪价波动率显著下降。

2023 年上半年猪价整体高开低走，变现不及预期。疫情解封后一季度猪价整体呈现高开。2 月现货整体出现逆季节性特征，猪价在 2 月出现逆势反弹，一定程度也源自去年 12 月份猪价的过得下跌，旺季不旺下导致需求后移，因此年后猪价整体表现不弱，3 月份猪价处于弱势震荡期，猪价震荡回落。过往 4-5 月份猪价容易开启季节性惯性上涨通道，而 5-7 月份的现货季节性涨幅一般能够超过 10%，但本年度二季度猪价整体保持低位运行，未出现明显上涨。上半年猪价在经历长期磨底后，7 月份集团企业集体缩量挺价，猪价一度出现急涨，但 8 月份再度转为温和调整震荡，9 月份处于旺季的窗口期，虽有双节加持，但猪价反弹幅度并不明显。四季度国

庆后，消费再度不及预期，加之猪病疫情导致局部地区恐慌性抛售，猪价在 10-11 月份连续下跌，并跌破上半年低点。12 月份猪价情绪稍有企稳，但整体仍在养殖成本下方运行。

表 3-1 猪价季节性涨跌规律

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2012	-5.9%	-8.4%	-8.1%	-2.4%	-4.2%	2.2%	-1.6%	5.5%	0.7%	-1.9%	5.9%	7.5%
2013	4.4%	-14.4%	-13.1%	-3.5%	12.9%	3.5%	4.8%	6.4%	-1.1%	-2.0%	1.4%	-2.5%
2014	-19.7%	-3.5%	-9.6%	-2.0%	26.7%	-2.7%	7.4%	9.9%	-5.4%	-5.1%	0.5%	-3.8%
2015	-5.3%	-6.1%	3.3%	11.1%	6.9%	7.6%	16.6%	0.9%	-6.0%	-5.1%	0.5%	0.3%
2016	9.4%	0.2%	8.9%	3.3%	3.5%	-5.7%	-8.5%	1.5%	-7.2%	-5.4%	4.3%	3.0%
2017	4.1%	-6.2%	-6.6%	-5.9%	-9.0%	2.4%	-0.1%	5.1%	-1.6%	-1.3%	0.5%	4.4%
2018	-0.1%	-9.9%	-21.9%	-3.7%	5.2%	8.7%	13.9%	2.4%	3.9%	-4.4%	-1.2%	-1.4%
2019	-12.7%	9.5%	21.4%	-0.7%	2.3%	15.3%	8.5%	37.6%	7.7%	41.2%	-20.4%	4.6%
2020	9.2%	1.5%	-5.8%	-5.5%	-11.7%	18.1%	8.2%	0.2%	-9.9%	-14.5%	3.3%	13.8%
2021	2.1%	-19.6%	-4.2%	-13.8%	-19.3%	-31.4%	22.6%	-7.8%	-15.3%	30.7%	12.6%	-9.2%
2022	-14.3%	-10.9%	-2.7%	20.0%	7.8%	10.7%	20.1%	6.3%	9.3%	13.3%	-13.8%	-22.2%
2023	-16.5%	2.7%	-6.1%	0.3%	-3.0%	-3.3%	21.9%	-0.6%	-5.3%	-6.3%	-3.0%	
均值	-2.6%	-5.7%	-3.6%	-2.3%	1.3%	1.8%	7.2%	6.2%	-3.4%	3.2%	0.7%	1.7%
上涨概率	42%	33%	25%	33%	58%	67%	75%	83%	33%	25%	67%	55%
下跌概率	58%	67%	75%	67%	42%	33%	25%	17%	67%	75%	33%	45%
上涨年数	5	4	3	4	7	8	9	10	4	3	8	6
下跌年数	7	8	9	8	5	4	3	2	8	9	4	5

资料来源：同花顺、方正中期研究院

## 第四部分 技术分析及行业观点调研

### 一、技术指标分析

2023 年生猪期价全年震荡回落。生猪期价在经历长时间底部箱底震荡后，在 7 月末突破 17000 点未果，此后 11 及 01 合约在三季度连续创出新低，当前生猪指数跌破此前震荡区间后出现转弱，并逼近 2021 年低点位置。但近期指数稍有止跌企稳，技术上关注 13500—14000 区间支撑位置，上方压力关注 2023 年全年阻力位 17000 点。



图 4-1 生猪指数周线

资料来源：文华财经、方正中期研究院

## 二、行业观点调查

**知名生猪专家 A:** 猪周期依然还会存在，因为价格周期的核心驱动逻辑是产能周期。能繁母猪产能与 10 个月后的猪价有很明显的对应关系。产能出现调整，未来也会随之出现相对应的价格波动。当前猪价走势对应 10 个月前的能繁母猪产能变化，应该是处于大的下行周期。大周期视角来看，猪价处于下行周期，因此不看好明年上半年价格，但小周期视角猪价可能上行，本年度底猪价在目前的水平上还可能有一定上涨空间，但改变不了春节后猪价再次下跌的大趋势，明年屠宰企业入库托市动力可能比较弱，上半年供应压力大，可能会导致猪价有大跌风险。

**养殖企业 B:** 产业分歧很大，大致概括为近空远多，近端集团厂出栏还在持续增加，可能会进一步冲击现货，年前现货低点有可能触碰 13000 元/吨左右，春节后传统消费淡季叠加养殖成本回落，猪价有可能再度跌至 12000 元/吨。

**资管企业 C:** 基本面仍然偏强，但边际利多减弱，缺乏交易的预期差。可能以大幅度的区间震荡为主。节奏上，买近抛远。

**券商 D:** 生猪长期持续的亏损或已经导致行业现金流枯竭，未来半年在猪价持续低迷的背景下，行业产能去化有望加速且持续性较强，24 年下半年猪价或迎来新一轮上行周期，25 年有望全年高景气。当前周期位置跟估值位置均在底部，24 年上半年为消费淡季，亏损程度或大于今年同期。若未来半年产能继续去化，则 24 年下半年开始供给将逐步下降，而需求季节性回升，猪价或迎反转。

**养殖企业 D:** 当前市场十之八九的人对明年比较看好，主因是现在猪价成本线以下，亏损比较严重，明年母猪预计继续减产。明年 5 月之后预计出现供应压力减轻的拐点，主要是 9-10 月份疫病导致母猪去化的比较多，但是二育去化很少。今年贷款比较方便，资金这块比较有保证，300-5000 头的规模场资金压力不太大。在这种情况下，明年 5 月猪价如果继续上涨，产能预计还会扩张回升。

## 第五部分 总结及操作策略

2023 年商品的整体波动率同比有所降低，当前农产品指数未有显著止跌，基础农产品仍在持续创出低点。国内宏观经济面临的周期性问题错综复杂，疫后的经济恢复、投资者信心重塑均需要一定时间，市场风险偏好的回归可能并不会一蹴而就。

2023 年全年饲料养殖产业链整体由强转弱，开始周期性回落。生猪在自身供给过剩，叠加整体宏观偏弱的背景下，形成“戴维斯双杀”，全年猪价大部分时间均低于养殖成本。生猪期价在商品的系统性波动里仍然较为独立。纵观全年期

价主要逻辑，大致概括为不同程度的收升水行情，各个合约给出的看涨升水，最终都是通过期价下跌向现货靠拢实现基差回归。

展望 2024 年，我们单从生猪自身的供需层面，当前可能还得住不住周期即将见底的结论，主要至于能繁母猪产能仍然处于高位，以及集团企业逆周期扩张的步伐并未显著停止。养殖端各个环节的亏损当前仍然是难以扭转的事实，但亏损不可能成为一种常态。倘若仔数长期低于出栏成本，能繁的加速淘汰可能只是时间问题。2023 年底大猪逐步集中迎来一波出清，2024 年上半年我们认为供给压力可能同环比均有显著改善，尤其 2023 年 10 月份的补栏相对较少，一定程度可能缓解明年一季度的出栏压力。外购仔猪育肥利润可能率先迎来修复，但生猪产业当前产能过剩叠加资本过剩的现状可能使得过往超水平的盈利幅度一去不复返。对应期价上，我们认为 03 合约的定价可能徘徊于盈亏平衡点附近，05 合约的定价可能介于育肥养殖完全成本和自繁自养成本之间，因此对应到指数的区间可能在 13000-16500 之间。

“云开雾散终有时，守得清心待月明”，寒冬已至，相信春暖并不遥远。2024 年龙生祥云遨长空，飞越万里逐清风。

**祝大家身体健康，投资顺利！**

**风险点：**饲料原料价格、储备政策、疫情、天气、地缘关系等系统性风险

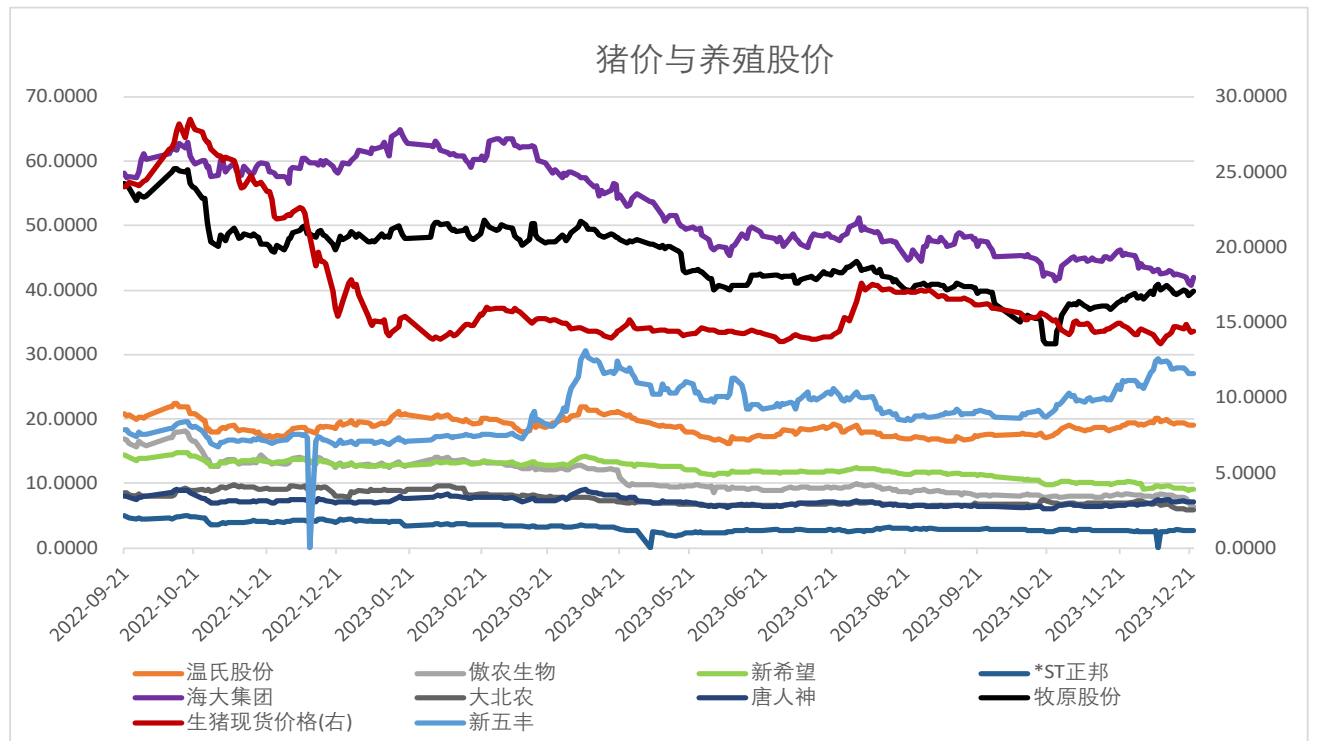


## 附：行业相关股票

图 6-1 相关上市公司一览

证券代码	证券简称	2022年12月15日	2021年12月15日	年度涨跌幅	相关产品
002714.SZ	牧原股份	46.79	49.06	-4.63%	商品猪、仔猪、种猪
300498.SZ	温氏股份	17.45	17.59	-0.80%	肉鸡、肉猪、奶牛、肉鸭、蛋鸡、深海鱼、肉羊、肉鸽、兽药、原奶及乳制品、肉制品加工产品
000876.SZ	新希望	13.28	9.49	39.94%	饲料、生猪、禽、食品、商贸
002124.SZ	天邦股份	6.16	6.16	0.00%	商品种猪、商品仔猪、商品肉猪、猪肉生鲜产品、猪肉加工产品、猪用疫苗、猪用饲料和水产饲料、生猪养殖技术服务
002157.SZ	正邦科技	3.94	9.49	-58.48%	饲料、猪饲料、禽饲料、养殖、兽药
002385.SZ	大北农	9.01	9.47	-4.86%	饲料产品、养殖产品、种业产品、植保产品、疫苗产品、兽药产品
002567.SZ	唐人神	7.12	6.56	8.54%	饲料、肉制品、动物保健品、性猪
002548.SZ	金新农	5.80	5.64	2.84%	猪用配合料、生猪
000735.SZ	罗牛山	6.54	6.94	-5.76%	生猪、肉制品、教育、商品房、冷链物流服务
603363.SH	傲农生物	13.40	10.94	22.49%	仔猪、商品猪、种猪、猪料、禽料、水产料、反刍料、兽用药物制剂
002100.SZ	天康生物	8.54	9.11	-6.26%	生猪屠宰及肉制品销售、生猪、饲料、兽药、农产品加工、牛奶、代养业务
002726.SZ	龙大肉食	9.29	10.44	-11.02%	鲜冻肉、高低温肉制品、冷冻调理肉制品、宣威火腿、进口贸易
600975.SH	新五丰	7.00	6.48	8.02%	生猪、肉品、饲料
002311.SZ	海大集团	58.28	68.80	-15.29%	饲料、动保产品、农产品、贸易
000702.SZ	正虹科技	6.13	4.70	30.43%	饲料、生猪、禽类销售

资料来源：同花顺 方正中期研究院



资料来源：同花顺 方正中期研究院

联系我们：

分支机构	地址	联系电话
<b>总部业务平台</b>		
资产管理部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881312
期货研究院	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-85881117
交易咨询部	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-68578587
金融产品部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881295
机构业务部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881228
总部业务部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881292
<b>分支机构信息</b>		
北京分公司	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-68578987
北京石景山分公司	北京市石景山区金府路32号院3号楼5层510、511室	010-66058401
北京朝阳分公司	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼19层2201室	010-85881061
北京望京分公司	北京市朝阳区阜通东大街6号院3号楼8层908室	010-62681567
河北分公司	河北省唐山市路北区金融中心A座2109、2110室	0315-5396886
保定分公司	河北省保定市高新区朝阳北大街2238号汇博上谷大观B座1902、1903室	0312-3012016
南京分公司	江苏省南京市栖霞区紫东路1号紫东国际创业园西区E2-444	025-58061185
苏州分公司	江苏省苏州工业园区通园路699号苏州港华大厦716室	0512-65162576
上海分公司	中国（上海）自由贸易区长柳路56-62（双）号5-6（04）室	021-50588179
常州分公司	常州市钟楼区延陵西路99号嘉业国贸大厦3201、3202室	0519-86811201
湖北分公司	湖北省武汉市武昌区楚河汉街总部国际F座2309号	027-87267756
湖南第一分公司	湖南省长沙市雨花区芙蓉中路三段569号陆都小区湖南商会大厦东塔26层2618-2623室	0731-84310906
湖南第二分公司	湖南省长沙市岳麓区观沙岭街道滨江路53号楷林商务中心C座1606、2304、2305、2306房	0731-84118337
湖南第三分公司	湖南省长沙市芙蓉区黄兴中路168号	0731-85868397
深圳分公司	广东省深圳市福田区中康路128号卓越城一期2号楼806B室	0755-82521068
广东分公司	广州市天河区林和西路3-15号35层07,35层08,35层09	020-38783861
山东分公司	山东省青岛市崂山区香港东路195号 6号楼1002户	0532-82020088
天津营业部	天津市和平区小白楼街道大沽北路2号2609	022-23041257
天津滨海新区营业部	天津市滨海新区第一大街79号泰达MSD-C3座1506单元	022-65634672
包头营业部	内蒙古自治区包头市青山区钢铁大街7号正翔国际S1-B8座1107	0472-5210710
邯郸营业部	河北省邯郸市丛台区人民路与滏东大街交叉口东南角环球中心T6塔楼13层1305房间	0310-3053688
太原营业部	山西省太原市小店区长治路329号和融公寓2幢1单元5层	0351-7889677
西安营业部	陕西省西安市高新区太白南路118号4幢1单元1F101室	029-81870836
上海自贸试验区分公司	中国（上海）自由贸易试验区上南北路429号2801室	021-58991278
上海南洋泾路营业部	中国（上海）自由贸易试验区南洋泾路555号1105、1106室	021-58381123
上海世纪大道营业部	中国（上海）自由贸易试验区浦电路490号，世纪大道1589号11层07单元	021-58861093
宁波营业部	浙江省宁波市江北区人民路132号17-6、17-7、17-8	0574-87096833
杭州营业部	浙江省杭州市萧山区宁围街道宝盛世纪中心1幢1801室	0571-86690056
南京洪武路营业部	江苏省南京市秦淮区洪武路359号福鑫大厦1803、1804室	025-58065958
苏州东吴北路营业部	江苏省苏州市姑苏区东吴北路299号吴中大厦9层902B、903室	0512-65161340
扬州营业部	江苏省扬州市新城河路520号水利大厦附楼	0514-82990208
南昌营业部	江西省南昌市红谷滩新区九龙大道1177号绿地国际博览城4号楼1419、1420	0791-83881026
岳阳营业部	湖南省岳阳市岳阳楼区建湘路天伦国际11栋102号	0730-8831578
株洲营业部	湖南省株洲市天元区珠江南路599号神农太阳城商业外圈703号(优托邦第3号写字楼第7层C-704号)	0731-28102713
郴州营业部	湖南省郴州市苏仙区白鹿洞街道青年大道阳光瑞城1栋10楼	0735-2859888
常德营业部	湖南省常德市武陵区穿紫河街道西园社区滨湖路666号时代广场（19层1902号）	0736-7318188
<b>风险管理子公司</b>		
上海际丰投资管理有限责任公司	上海市浦东新区商城路506号新梅联合广场B座6层	021-20778818



**重要事项:**

本报告中的信息均源于公开资料，方正中期期货研究院对信息的准确性及完备性不作任何保证，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，报告中的信息和意见并不构成所述期货合约的买卖出价和征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关，方正中期期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权仅为方正中期期货研究院所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为方正中期期货有限公司。



**方正中期期货有限公司**  
FOUNDER CIFCO FUTURES CO.,LTD

总部办公地址/Address：北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层 100026  
22/F Taikang Financial Tower,Building 1,38# East 3rd Ring North Road,Chaoyang District  
Beijing,P.R.China 100026