

大浪淘沙，下行周期将至

鸡蛋期货上市十周年，这十年来，鸡蛋期货不仅运行平稳，其影响力也在日益增强。同时，在越来越成熟的鸡蛋期货市场上，市场的预期能够及时地反映在期货价格上。预期与反预期的操作，伴随着参与者的成熟程度，使得市场更加有效，也更加复杂。展望2024年行业变局之年，我们有以下核心观点呈现：

存栏上升趋势延续：我们预期24年在产蛋鸡存栏将会出现小幅上升，随着23年偏多鸡苗补栏逐渐兑现为新增开产，规模厂较以往年份扩张进度明显加速，行业呈现资本涌入状态。蛋鸡养殖行业正在进行供给侧的结构性更迭，长时间的盈利势必刺激存栏量的上涨，这种预期已经在2023年下半年逐步实现，增势预计延续至24年Q1。

饲料成本支撑走弱：饲料成本有望进一步降低，预计将在23年3.5元/斤的基础上再度回落，回落的进程可能将持续至24年一季度末，饲料端中短期对蛋价的支撑可能进一步走弱。成本端，玉米、豆粕价格仍有继续下跌动能，受制于供应宽松，叠加养殖端持续亏损，下游需求偏弱，供强需弱的形势下，相关饲料原料的价格重心还有进一步下移的可能性。

潜在的长亏损周期或至：蛋鸡养殖利润在部分时间段会回落至盈亏平衡点下方，24年Q1淡季或面临较大亏损压力，下跌深度和亏损时间长度预计强于过去两年。处在产业结构变化的今天，市场供给回暖，而需求增长陷入停滞，去散户化还将继续，盈利周期预计更加平滑。

我们将2024年定义为产能扩张周期下的防守年份，考虑到行业已经历较长的盈利周期，23年存栏重心也从周期底部不断抬升，24年或有加速迹象，基于以上产业趋势判断，**我们认为24年整体以防守为主，适当降低对高蛋白价预期。**

2024 年鸡蛋年度报告

作者姓名：魏 鑫

电话：021-58304077

期货投资咨询从业证书号：Z0014814

发布日期：2023 年 12 月 19 日

品种	鸡蛋
周期	年度
套保	推荐 中性偏空
交易	关注逢高沽空机会 注意集中淘汰对现货预期扭转风险

研究团队

署名分析师：

魏鑫（生猪、商品策略）

期货交易咨询资格：Z0014814

陈宇灏（航运指数、红枣）

期货交易咨询资格：Z0019939

目 录

一、行情回顾.....	2
（一） 开端：产能仍处爬坡阶段，现货春节后淡季不淡.....	2
（二） 演进：端午走货不及预期，梅雨季打出年内低点.....	2
（三） 转折：中秋国庆双节需求超预期，行情走出低谷.....	2
（四） 年末：核心矛盾转至供给侧不断宽松对价格压制.....	3
二、长周期叙事.....	4
（一） 宏观：绕不开的通缩.....	4
（二） 消费：内生动力不足.....	5
（三） 产业：红海竞争现实.....	6
三、供给：新一轮产能扩张周期.....	9
（一） 国产占比提升，上游扩繁能力稳定.....	9
（二） 补栏淡季不淡，淘汰老鸡仍待出清.....	11
（三） 产能扩张周期，存栏预计增势延续.....	13
四、需求：核心之变在于季节性.....	15
（一） 需求总量或达峰，存量博弈竞争加剧.....	16
（二） 季节性规律延续，预期先行现货验证.....	17
（三） 替代品表现低迷，阶段压制现货蛋价.....	19
五、展望：产能爬坡的变局之年.....	20
（一） 盈利周期终结的思考.....	20
（二） 操作策略：防守为主，降低高价预期.....	23

一、行情回顾

（一）开端：产能仍处爬坡阶段，现货春节后淡季不淡

受高成本以及低存栏支撑，春节后现货淡季不淡。23 年 2 月份是春节后的传统淡季，但是今年呈现淡季不淡，鸡蛋价格持续位于高位，之后虽然有所回落，但是仍处于淡季中的高位。1 月份在产存栏量处于相对低位，且根据此前补栏数据推算未来一段时间鸡蛋的供应仍将处于低位。消费端 2 月份是传统的节后淡季消费，但是随着疫情防控政策优化调整，餐饮堂食等线下消费场景有序恢复，带动相关消费回暖向好，餐饮消费开年加速回暖，市场信心逐步恢复。

补栏方面，由于 22 年全年的养殖利润尚可，而且 23 年 2 月份淡季不淡，养殖利润处于近年高位，因此春节后市场补栏热情相对比较高，23 年 Q1 补栏量处于近三年同期偏高水平。淘鸡方面，由于存栏量仍处低位，且春节前存在集中淘汰，春节后市场淘鸡供应量较少，而且淘鸡同鸡蛋的价格关联性较强，也呈现淡季不淡特征，23Q1 淘鸡均价处于近 5 年最高水平。

（二）演进：端午走货不及预期，梅雨季打出年内低点

高养殖利润提振补栏积极性，1~5 月偏多补栏加剧产业对后市担忧。需求方面，端午节过后，行业进入季节性消费淡季，市场逐步面临供给走强的趋势性和节日后回落季节性之间的矛盾，短期对鸡蛋现货价格形成利空。终端需求平淡，端午走货不及预期，6 月黄梅雨季，高温高湿不利于鸡蛋存储，销区环节按需采购，市场走货一般。同时，在 6 月这个节点，即使存栏还未明显上升，市场已开始担忧前期较高补栏对下半年蛋价冲击，产业心态趋于谨慎，后市悲观情绪加剧，现货价格持续走弱。

（三）转折：中秋国庆双节需求超预期，行情走出低谷

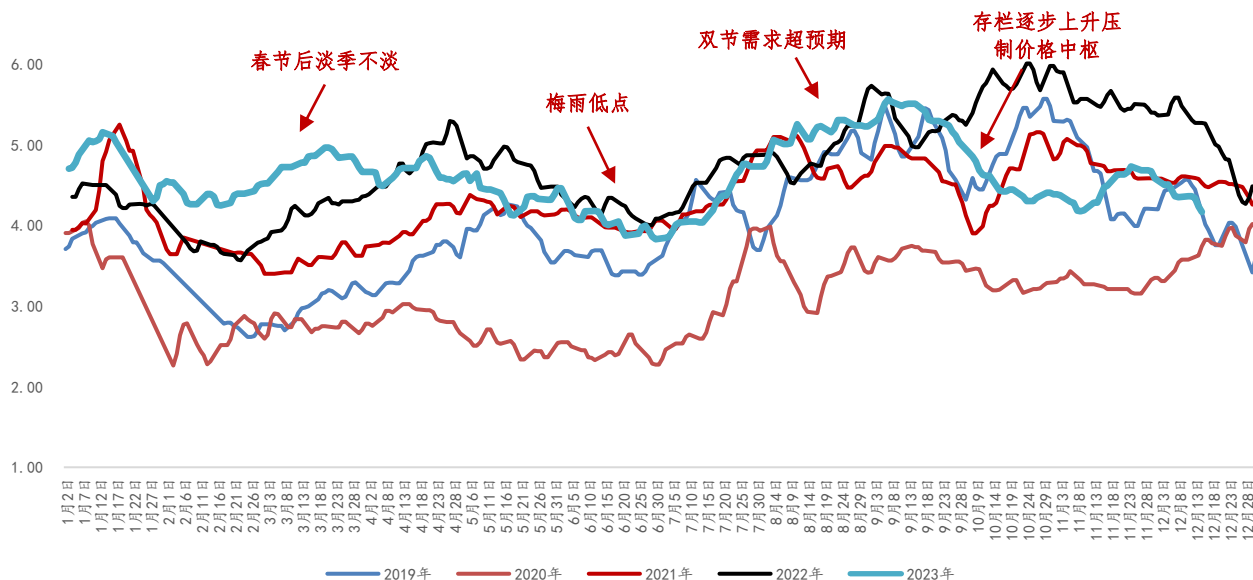
需求淡旺季转换，双节超预期需求驱动价格走出低谷。供给方面，春季补栏水平较高，5、6 月份出现集中淘汰，上半年存栏量暂未有明显抬升。产业阶段性悲观情绪的强化加剧现货调整幅度，进入 7 月后，现货触及梅雨低点 3.83 元/斤后，快速上涨进入季节性上升通道，后续双节备货行情超预期驱动，现货持续走强至年内高点 5.5 元/斤，近月价格偏低的合约受到现货上涨预期引导有所上涨。本轮行情中 2308 合约为旺季合

约，2309 合约因走节后交割逻辑，盘面给出淡季合约定价，弹性明显弱于旺季合约。

（四）年末：核心矛盾转至供给侧不断宽松对价格压制

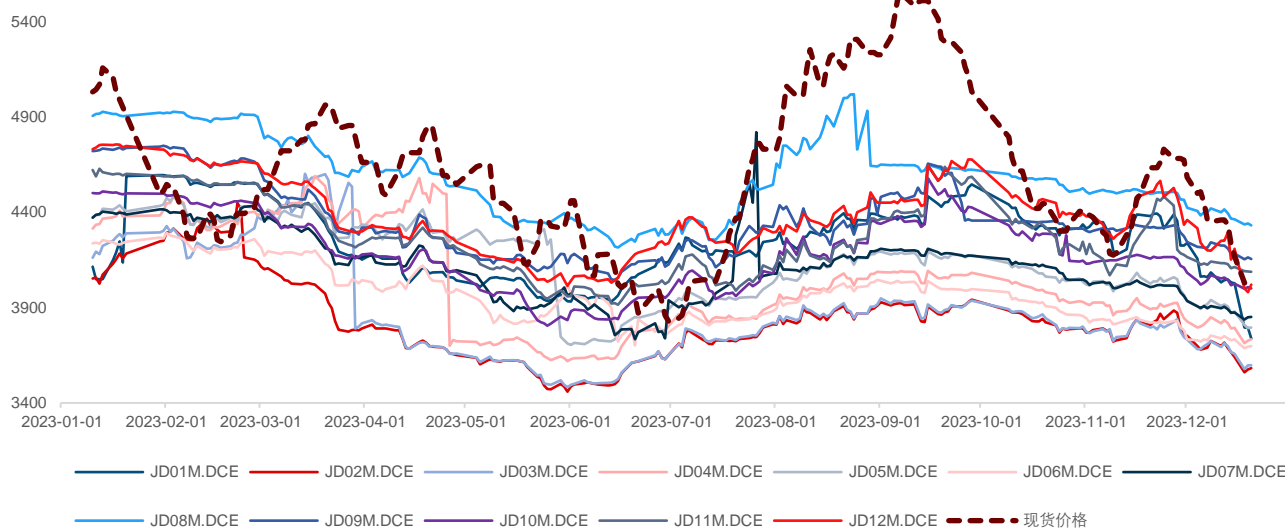
存栏量持续上升，进一步压制现货价格中枢。旺季高点过后，现货季节性回落，11 月出现一轮年末翘尾行情，现货阶段性超跌反弹，集中淘汰成为短期主要催化。7 月鸡苗补栏数量较少导致短期新增产能有限，同时养殖利润收窄，养殖单位淘鸡积极性有所上升，11 月淘鸡存在明显放量，鸡蛋供应增速将有所放缓，边际上对蛋价形成利多支撑。存在新增开产和淘汰的错位现象，补栏兑现的节奏较为确定，供给端利空前期已被市场消化，短期淘鸡价格环比大幅走弱侧面印证淘汰加速，结合淡季不淡的补栏兑现时间偏后，创造蛋价短期上涨的空间，中期仍然受到偏高供给压制，近月合约 2312、2401 短暂反弹后快速回落至低位。

图 1、主产区现货价格走势季节性对比（元/斤）



资料来源：Wind，中信建投期货

图 2、鸡蛋主产区均价与期货价格全年走势



资料来源：Wind，中信建投期货

注：现货价格为主产区均价，现货价格综合辽宁、山东、河北、河南、湖北、山西地区报价。

全年回顾，在越来越成熟的鸡蛋期货市场上，市场的预期能够及时地反映在期货价格上。预期与反预期的操作，伴随着参与者的成熟程度，使得市场更加有效，也更加复杂。想要依靠曾经根据经验总结的规律在市场上获得收益也越来越难。我们需要做到的是，从过去所发生的行情中，总结出真正引导价格因素变化的原因。鸡蛋的现货市场本身就充满着不确定性，再加上期货市场资金的搅动，使得期货盘面的操作需要更加耐心与细心。在这种情况下，构建系统化的策略运行机制显得更加重要，根据现货节奏以及过往经验去推测盘面变得更加困难。

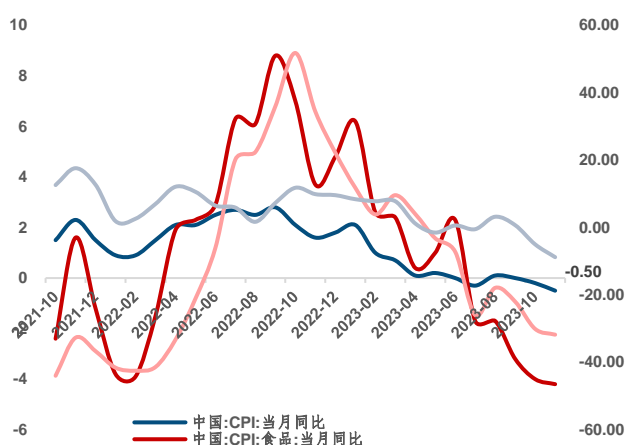
二、长周期叙事

（一）宏观：绕不开的通缩

CPI 通缩趋势延续，2023 年下半年可能是本轮通胀周期的低谷，食品价格预计 24 年下半年回暖。未来两三个季度支撑总体 CPI 的因素可能是能源价格同比的走高，之后核心 CPI 逐步回升。食品价格分类型来看，11 月当月猪肉、水产品以及蛋类价格均在同比加速下降；而鲜菜及鲜果价格同比增速较上月加快了 4.4 和 0.5 个百分点至 0.6%和

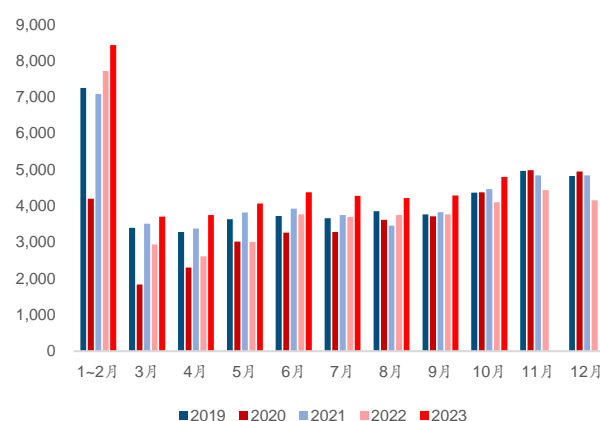
2.7%，对食品 CPI 增速起到了一定的支撑作用。我们预计，受低基数和猪周期的影响，食品价格通胀也可能于 2024 年下半年开始回升。不过，鉴于生猪供给的规模化和集中度提升、政府监测的加强，生猪供应波动预计减小，“猪周期”可能趋于温和，对蛋价的溢出效应预计减弱。

图 3、CPI 同比显示通缩趋势延续



资料来源：Wind，中信建投期货

图 4、餐饮收入回暖依旧难形成有效支撑（亿元）



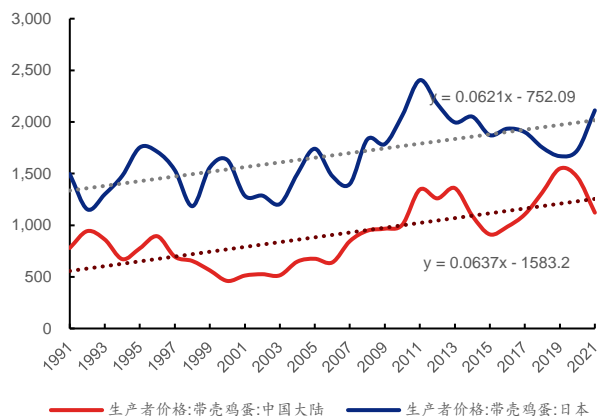
资料来源：Wind，中信建投期货

（二）消费：内生动力不足

蛋类人均消费量近年趋于稳定，总体表现弱弹性、偏刚性。畜禽产业长期以来重视如何提高生产性能，却弱化对消费端的研究和分析。当前，我国畜牧业正处于转型升级的关键阶段，规模化养殖占比不断提升，同时我国城乡居民的生活方式、消费习惯也正在发生深刻而重大的变化。

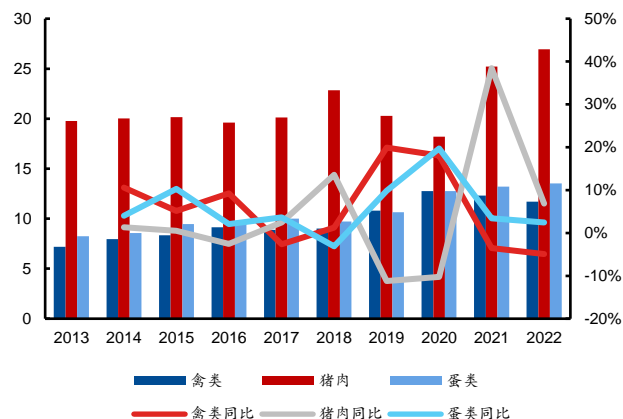
我国居民肉类消费中猪肉占比已经很高，未来或将处于下行通道，其他替代品如禽肉的消费则呈现一定上升趋势。预制食品兴起提供一定增量空间，从这个角度上讲，禽肉、禽蛋产品加工增值还有很大的潜力和空间。在各类消费场景当中，鸡肉、鸡蛋易于加工，适合制作成各种预制食品，预制食品快速发展，或将带动整个养殖和消费端的革新。

图 5、鸡蛋价格长周期波动中枢上移（美元/吨）



资料来源：Wind，中信建投期货

图 6、人均食品消费量蛋类表现稳定（kg）

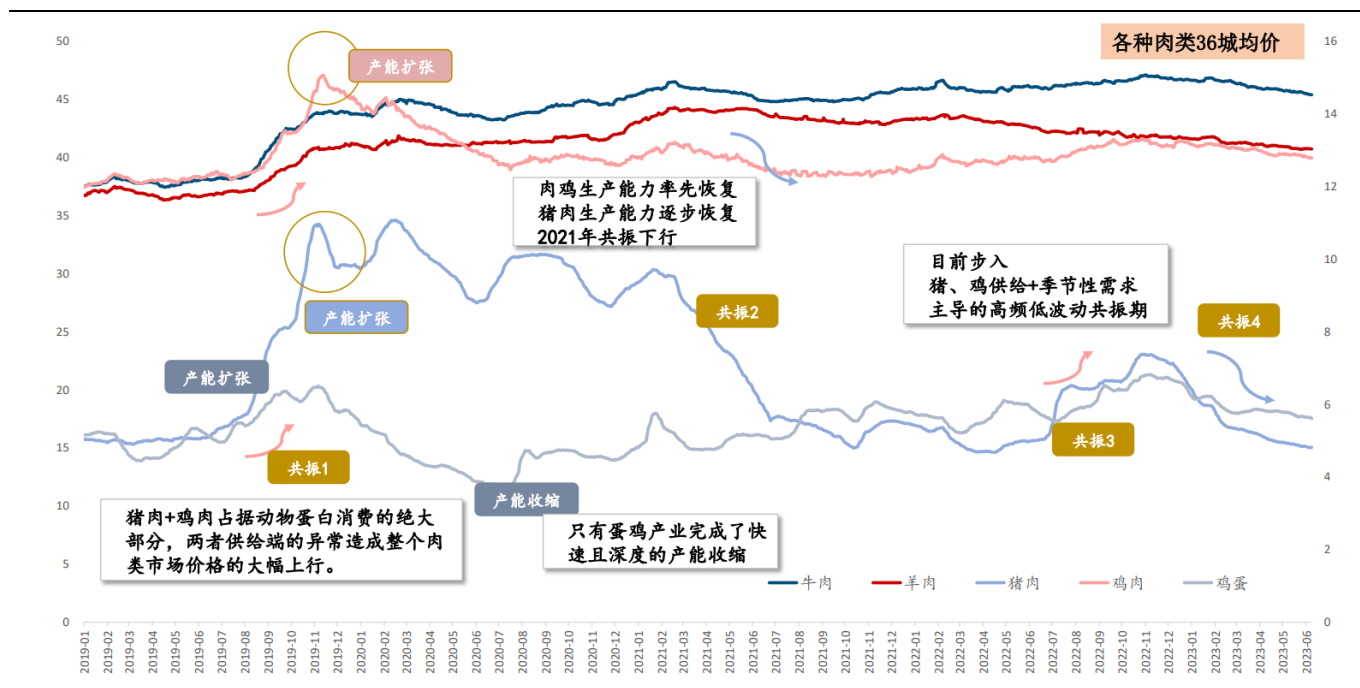


资料来源：Wind，中信建投期货

（三）产业：红海竞争现实

养殖产业面临 19 年非瘟引起的超级猪周期后的出清期，产能兑现导致整体供给偏充裕，短期难以看到显著供需缺口引起的超额利润空间。蛋鸡以及肉鸡养殖由于相对偏短的养殖周期，高养殖利润驱动下，实现快速产能扩张，随后完成快速且深的产能收缩，20 年蛋鸡完成产能出清后，21~24 年持续处于产能见底后的爬坡阶段。上一轮超级周期来自于肉类集中短缺，育种端受益明显，现阶段扩张恢复已经完成，大部分养殖行业黄金期已过，需要面对红海现实。

图 7、养殖产业面对红海现实，做持续斗争准备



资料来源：Wind，中信建投期货

规模厂扩张为主，长期集中度提升或弱化周期。23 年存栏扩张过程中，规模厂占比不断提升，从长周期发展来看，规模厂偏稳定的生产节奏存在对周期波动的熨平作用。23 年大型集团规模厂以**扩张与维稳**为主，除个别企业风险暴露外，暂时看不到规模厂趋势性去产能的可能性。类似生猪大型集团资本介入的逻辑，在大型规模厂入场后，行业集中度不断提升的格局下，周期的概念或将逐渐弱化，以往偏长的周期可能逐渐熨平，同时行业竞争加剧。

今年我们对大型规模厂草根调研结果显示，其主要优势在于：1）**下游较为稳定的客户**，与之匹配更为稳定的生产节奏；2）**生产节奏规划更加合理**，调研对象补栏和淘鸡的节奏较为固定，淘鸡日龄基本在 510 天，上下变动较小，淘完后即会安排补栏，空栏的时间很短，不同批次的在产蛋鸡日龄差距约 100 天左右，排产节奏稳定；3）**养殖水平更高**，产蛋高峰和持续时间优于当地中小养户。

为更加全面呈现规模厂扩张节奏变化，我们根据公开信息渠道统计，截止到 2023 年 11 月初，全国规划蛋鸡项目产能约 13 亿羽，与 2022 年相比，蛋鸡项目呈井喷式增加。今年规模厂扩张的趋势明显，目前行业处于盈利周期，散户并未退出，集团规模厂

持续规划产能扩张形成对鸡蛋价格的基本压制，长期资本开支将在较长的周期兑现，在行业无禽流感等重大系统性风险的情况下，偏刚性的产能兑现预计将对未来蛋价形成一定压制。

图 8、2021~2023 年 50 万羽以上蛋鸡养殖项目规划情况

2021 年			2022 年			2023 年								
公司	地点	规划蛋鸡养殖项目(万羽)	公司	地点	规划蛋鸡养殖项目(万羽)	公司	地点	规划蛋鸡养殖项目(万羽)	公司	地点	规划蛋鸡养殖项目(万羽)	公司	地点	规划蛋鸡养殖项目(万羽)
爱咯乐	广西贵港	200	湘佳股份	湖南常德	150	江南华禽	广西南宁	100	明康汇	湖北鄂台	240	土大姆南岭	江西吉安	50
奥博农业	山西忻州	100	凤雏生态	湖北襄阳	180	凤集集团	浙江湖州	300	湘佳股份	湖南常德	130	广东新牧农业	广东韶关	50
产业项目	陕西咸阳	100	海南农垦	海南澄迈	300	臻鑫善农牧	山西晋城	240	贵州正道实业	贵州铜仁	100	无旁食品	广东潮州	200
产业项目	福建三明	200	宏康农业	广东肇庆	200	天勤集团	辽宁朝阳	100	贵州省松桃自治县	松桃自治县	250	云南建水瑞和	云南红河哈尼族彝族自治州	100
产业项目	重庆丰都	380	明康汇	湖北恩施	100	正大集团	云南昆明	300	乌兰察布市卓资县	卓资县	150	益海晨科金龙鱼	广西南宁	90
益海晨科	广东茂名	300	韩伟蛋业	辽宁朝阳	300	山西瑞俊和源	山西晋城	60	山西臻鑫善农牧	山西晋城	240	山西安俊和源	陕西高平	300
梵净国际	贵州铜仁	100	正大集团	山东潍坊	360	江苏天成雅周	江苏海安	120	北流大发	广西北流	60	武汉归园	湖北武汉	50
凤集生态	广西北海	120	安徽农垦	安徽宣城	135	正大集团	河南漯河	300	爱咯乐	广西贵港	350	新疆博乐市	新疆博乐	600
海南农垦	海南澄迈	300	福建三明	福建三明	100	万盛园	湖南湘潭	50	大牧人	山东青岛	50	山东众成现代农业	山东临沂	120
韩伟集团	贵州盘州	120	光明集团	上海	73.9	江西裕丰满农业	江西九江	100	晓鸣股份	宁夏吴忠	200	重庆绿源蛋鸡养殖	重庆	100
韩伟集团	辽宁朝阳	300	晓鸣股份	宁夏吴忠	100	天缘禽业	江西丰城	200	连城现代蛋鸡数字产业	福建龙岩	240	山西旭乾科贸	河南信阳	100
弘农农牧	西藏山南	100	国投集团	四川凉山彝族自治州	100	济南利民种禽	山东济南	100	晨茂集团	河南商丘	400	陕西省蛋品一号	陕西咸阳	300
华牧潼南	重庆潼南	200	新恒昌	河北廊坊	540	湖北神地农业	湖北北京山	100	三亚特泓农业科技	海南三亚	100			
明康汇	湖北恩施	100	温氏食品集团	广西梧州	120	山西晋龙公司	山西运城	200	海大集团	河北保定	300			
黔湖农牧	贵州黔西	100	晨科农牧	安徽安庆	700	厚全生态农业	四川乐山	120	湖北神地农业	湖北北京山	100			
万源禽业	新疆阿克苏	1000	黄马甲	陕西咸阳	300	兰溪市东风湖	浙江兰溪	50	乐山鑫金兰农牧	广西贵港	200			
温氏食品集团	广西梧州	200				山东七亩地	山东滨州	200	黔农汇农业科技	贵州兴义	150			
襄玉园	新疆库车	400				浙江东风湖	浙江兰溪	50	益海晨科	重庆	270			
鑫丰强	福建三明	120				晨茂禽业	新疆阿克苏	400	山东圣泰智能	新疆博乐	500			
正大集团	上海崇明	300				四川厚全集团	四川乐山	200	广东绿杨农业	广东桂平	200			
正大集团	河南漯河	300				龍源生态养殖	湖北襄阳	200	汶川农祥山鸡	四川阿坝藏族羌族自治州	100			
正大集团	云南昆明	300				晓鸣股份	宁夏吴忠	100	广西润民农业	广西贵港	60			
正大集团	四川眉山	300				西帕集团	新疆博乐	500	江西胜华禽业	江西九江	240			
正大集团	山东潍坊	360				正大集团	河南漯河	300	福建省大田县	福建三明	300			
正大集团	安徽六安	600				德福健康食品	甘肃武威	130	甘肃凉州农业	甘肃武威	90			
厚德集团	吉林辽源	2000				湖北宇祥禽畜	湖北荆州	95	新疆满都娜农牧	新疆博乐	600			
钱记蛋鸡	广西百色	200				海南弘楚	海南澄迈	100	山西晋龙集团	山西运城	600			
合计(万羽)	8800			3758.9							12995			

资料来源：中信建投期货根据公开资料整理

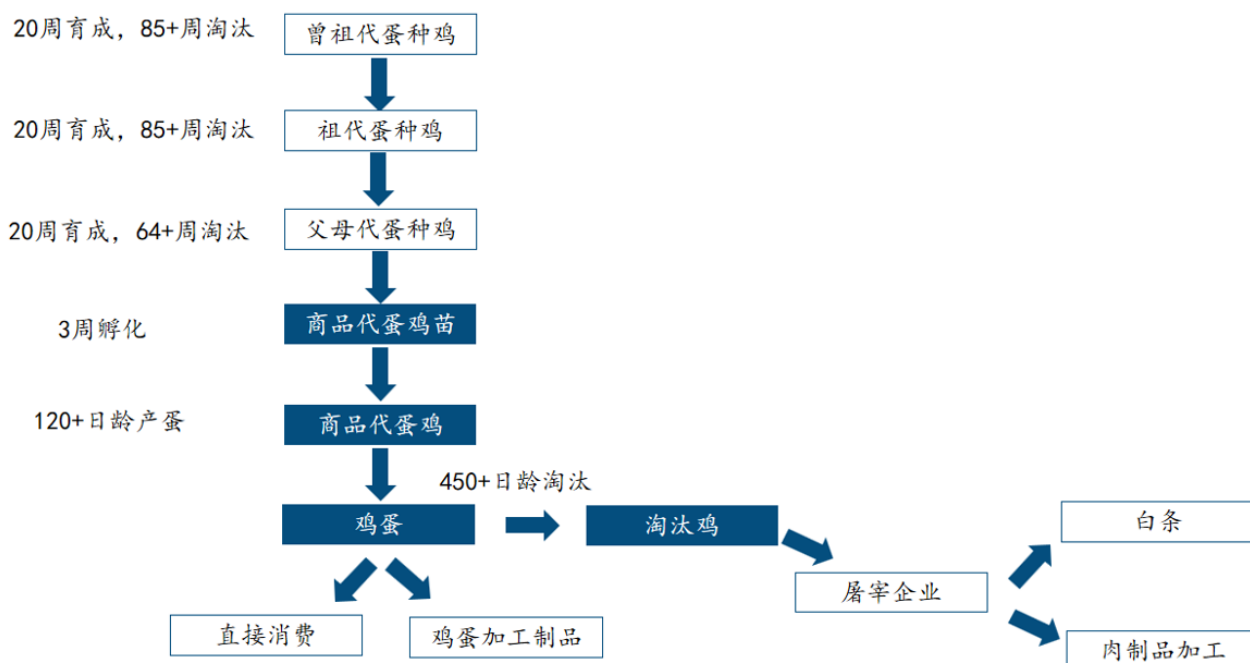
注：部分规划项目因开产进度问题存在重复情况，表中已标注，因公开资料披露的有限性，规划产能仅供参考。

三、供给：新一轮产能扩张周期

（一）国产占比提升，上游扩繁能力稳定

首先，我们应该明确祖代到商品代的繁育周期，厘清产能扩张的传导顺序。祖代鸡引种后大概 20 周左右开产，经历 3 周孵化期产出父母代，父母代 20 周左右开产，3 周孵化产出商品代，从祖代引种到形成鸡蛋供应需要约 70 周，从父母代到形成鸡蛋供应需要约 290 天，从商品代到形成鸡蛋供应约 150 天。

图 9、蛋鸡繁育周期



资料来源：中信建投期货整理

注：图中繁育周期均为线性推算，可能因养殖水平、蛋鸡品种等因素产生较大差异。

自身供给缺口+非洲猪瘟 2018-2020 形成了种鸡“超级盈利窗口” 引种缺口在利润累积下逐渐回补，国内育种快速发展，完成扩张恢复。祖代蛋种鸡分为国外引进品种和国内培育品种。国外蛋种鸡品种主要包括美国海兰系列、德国罗曼系列和荷兰伊莎系列等，其中海兰系列蛋鸡品种是国内市场占有率最高的国外品种，行业品牌知名度高。同时，近年来蛋鸡行业快速发展，国产种鸡品种市场率不断提升。

现阶段蛋种鸡产业特点：

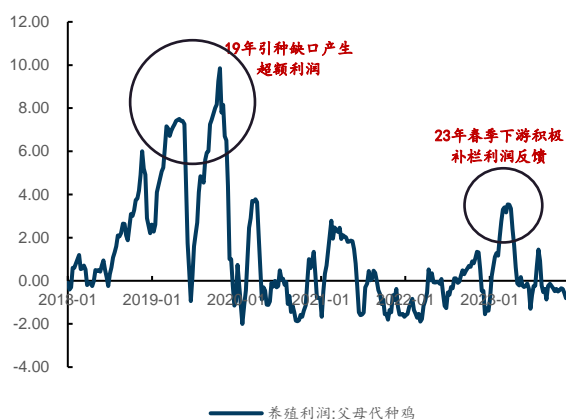
1、国内蛋鸡育种企业实力增强，市场占有率逐步提高。

2、国外引进蛋鸡品种品牌优势明显，市场认可度高，引进品种仍然是我国**规模化蛋鸡养殖企业**的主流品种。

3、蛋种鸡企业数量继续减少，特别是单一的祖代养殖或父母代养殖模式企业大幅减少，祖代与父母代养殖一体化企业将成为主流模式。

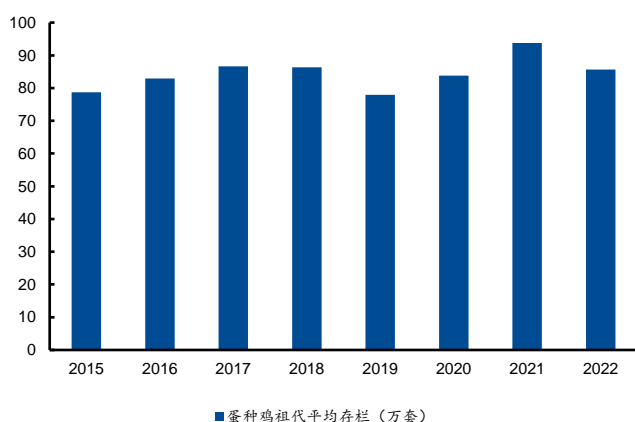
从祖代、父母代市场容量来看，根据中国畜牧业年鉴数据，祖代种鸡需求量常年维持在 78-94 万套之间，父母代蛋种鸡需求量常年维持在 1300-2000 万套之间，**2022 年**全年祖代、父母代平均存栏量均高于近 8 年均值，国产种鸡占比不断提升后，上游扩繁能力未来将趋于稳定，由引种缺口导致超额利润未来可能难以重现。

图 10、父母代种鸡养殖利润（元/羽）



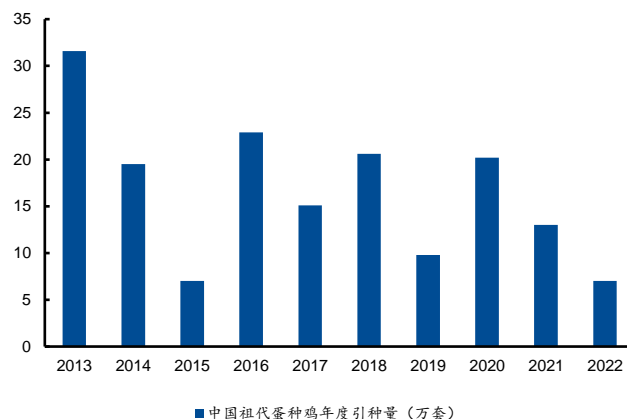
资料来源：博亚和讯，中信建投期货

图 12、蛋种鸡祖代平均存栏



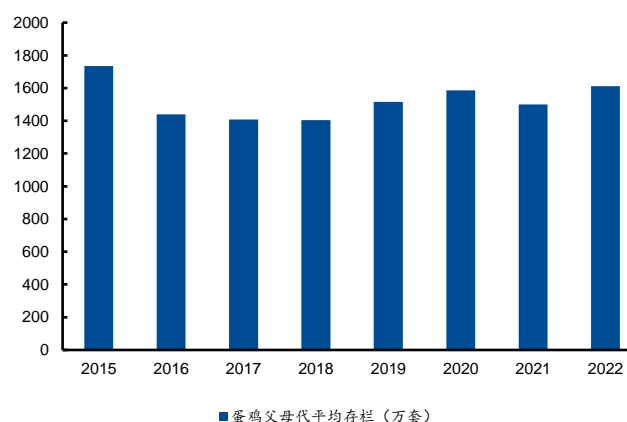
资料来源：中国畜牧业年鉴，中信建投期货

图 11、中国祖代蛋种鸡引种量 19 年缺口（万套）



资料来源：卓创资讯，中信建投期货

图 13、蛋鸡父母代平均存栏

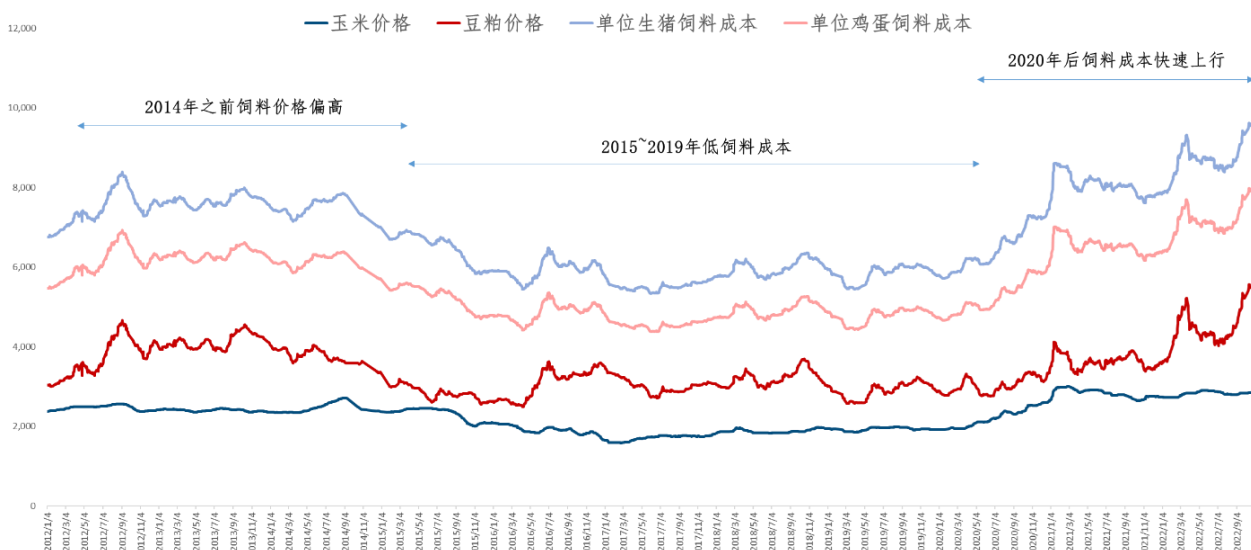


资料来源：中国畜牧业年鉴，中信建投期货

（二）补栏淡季不淡，淘汰老鸡仍待出清

饲料成本支撑走弱，预计 24Q1 延续弱势，引发积极补栏。单斤鸡蛋饲料成本已从 9 月初的 4.0 元/斤回落至 12 月中旬的 3.52 元/斤附近，成本端的重心下移已在蛋价中体现。饲料原料玉米和豆粕新作预期丰产，压制饲料价格弱势。考虑生猪等养殖端因连续亏损而有去产能预期的展望，原料端大概率也将呈现出供强需弱的特征，至少价格进一步走高的理由并不充分，短期饲料端的支撑或将进一步走弱。

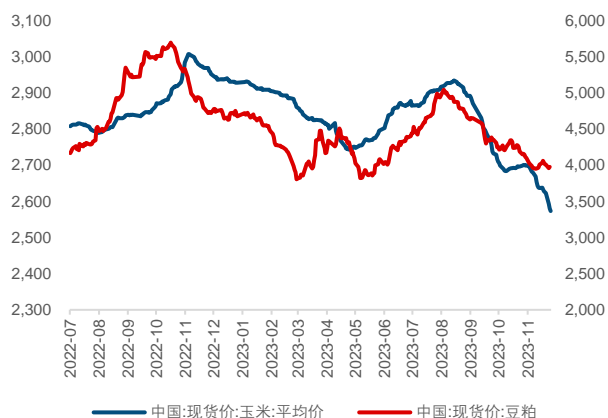
图 14、近十年来的饲料成本变化



资料来源：Wind，卓创资讯，国家粮油信息中心，中信建投期货

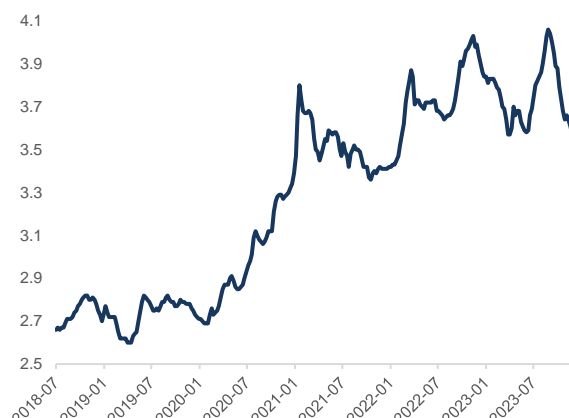
注：生猪按照 15 公斤仔猪补栏，120 公斤出栏，全程料肉比 2.8 计算；蛋鸡按照 2.1: 1 的料蛋比计算，不含雏鸡、仔猪费用，仅包含过程中的静态饲料费用。

图 15、饲料原料豆粕（右轴）和玉米价格（元/吨）



资料来源：Wind，中信建投期货

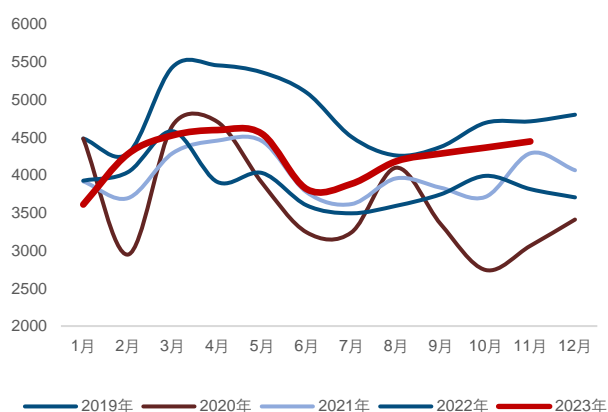
图 16、单斤鸡蛋饲料成本高位回落（元/斤）



资料来源：卓创资讯，中信建投期货

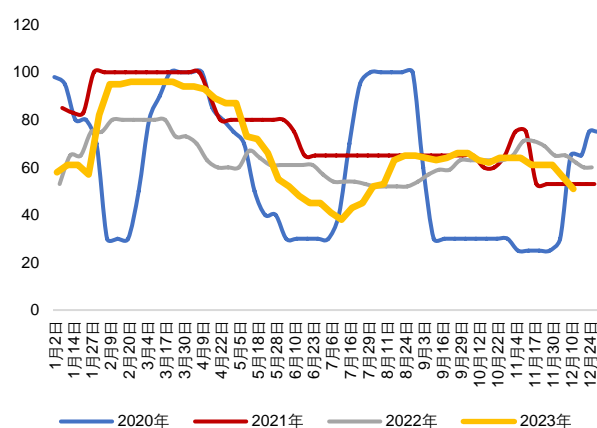
补栏表现淡季不淡，若 12 月份延续淡季不淡补栏情况，24 年 Q1 蛋价或面临较强的压力。从目前补栏情况来看，规模厂和中小散户存在分化，大厂多按照既定计划排产，散户前期顾虑较高的饲料成本已有明显回落，增强补栏积极性。从成本端考量，23 年存栏增长速度难以复刻 2019 年原因在于：1）养殖利润不及 2019 年水平；2）19 年养殖成本相对低，19 年上半年鸡苗价格偏低，全年饲料价格维持相对低位。

图 17、样本点抽样鸡苗销量（万羽）



资料来源：卓创资讯，中信建投期货

图 18、种蛋周度利用率反映补栏变化趋势（%）

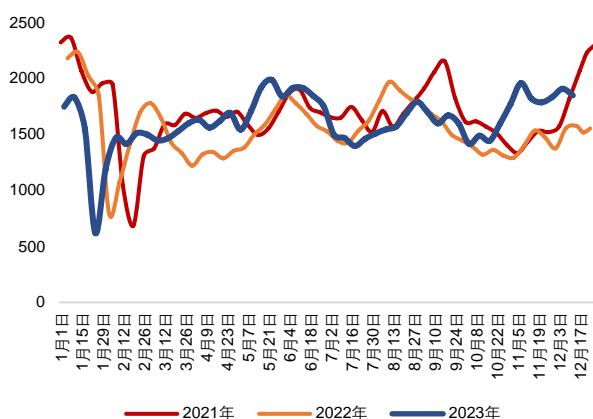


资料来源：卓创资讯，中信建投期货

行业持续盈利，淘汰方面老鸡仍待出清。23 年年中、年末集中淘汰短暂出现，养殖

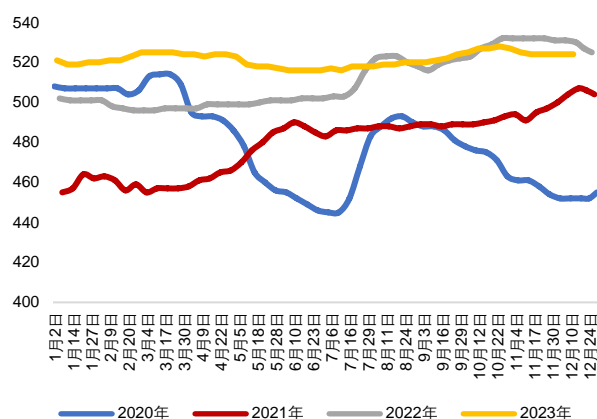
利润回暖后再次出现延淘惜售迹象。11 月以来淘鸡量仍处于近年来偏高水平，前期集中淘汰短期形成对蛋价有效支撑，后因惜售情绪延续，淘鸡量逐渐走弱，利多支撑边际减弱。淘鸡端的延淘惜售成为限制年底现货翘尾行情高度的主要矛盾，在饲料成本重心不断下移的影响下，养殖利润长期维持在盈利区间，导致淘鸡决策难以顺利进行。

图 19、样本点蛋鸡淘汰鸡出栏量（万羽）



数据来源：卓创资讯，中信建投期货

图 20、样本点淘汰鸡平均淘汰日龄

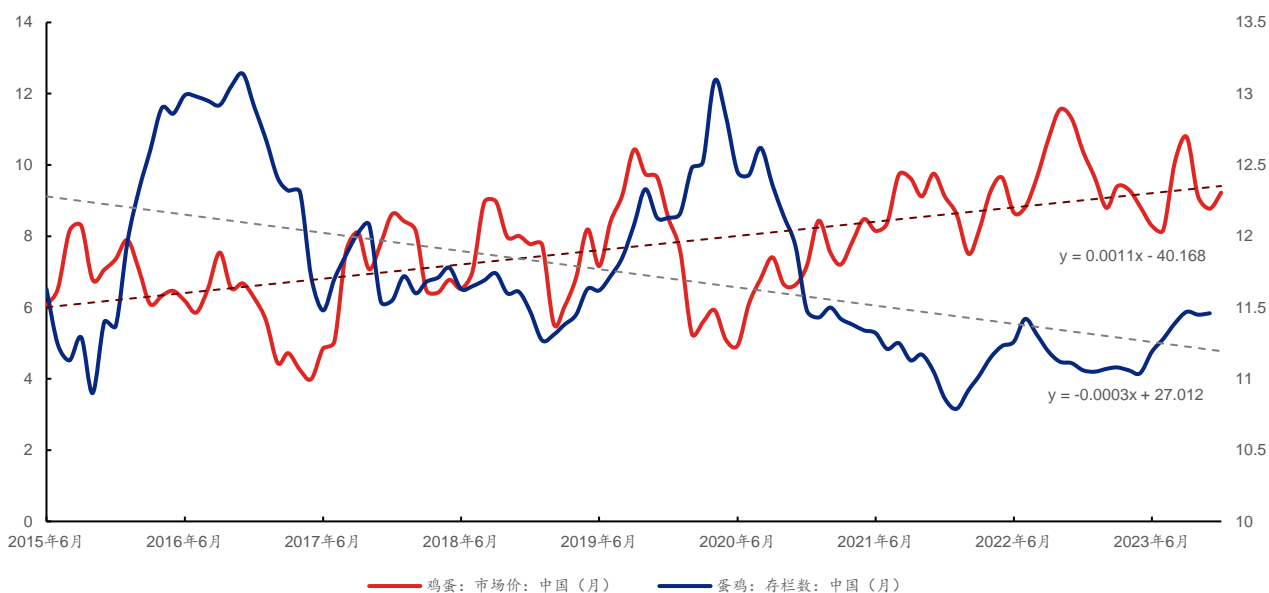


资料来源：卓创资讯，中信建投期货

（三）产能扩张周期，存栏预计增势延续

从长周期波动情况来看，存栏增长对蛋价波动具有较为明显的压制，但二者亦可能存在趋同走势，如 19 年 1~6 月的超级猪周期外溢效应下的同向波动，更大概率二者可能出现背离走势，如 20 年 6 月至 21 年底产能出清背景下，存栏快速下降导致的鸡蛋价格重心抬升。

图 21、在产蛋鸡存栏（亿羽）明显压制鸡蛋价格（元/公斤）长周期波动中枢



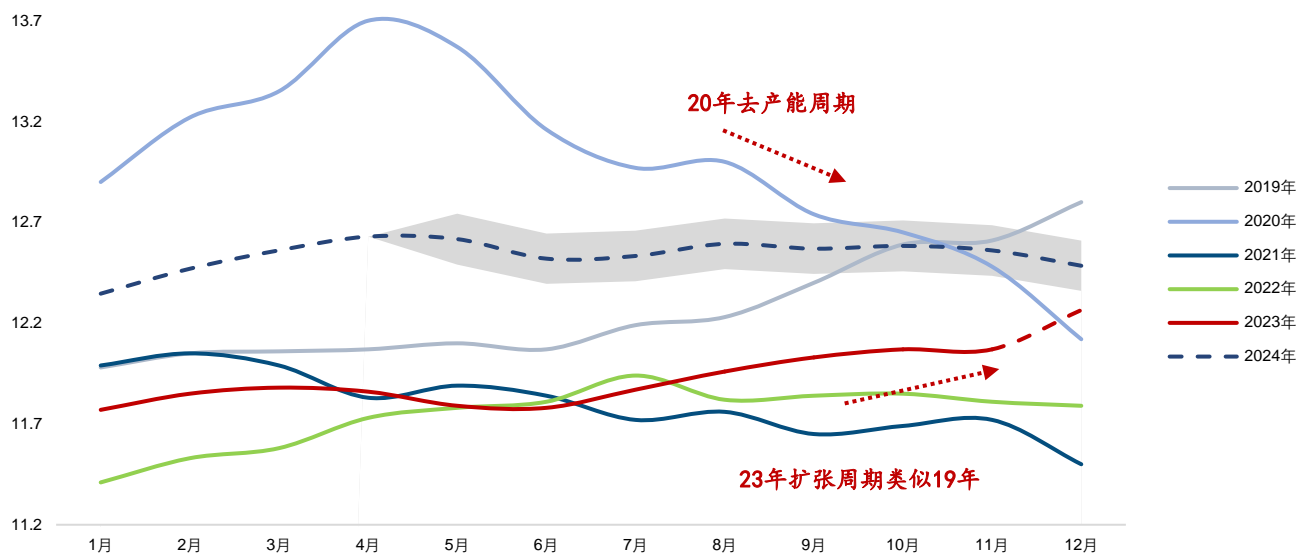
资料来源：钢联数据，国家发改委，我的农产品网，中信建投期货

展望 2024 年存栏变化，我们预计存栏供给持续扩张趋势不变，预计扩张持续至 24Q1。

根据卓创数据，11 月在产蛋鸡存栏稳定至 12.07 亿羽，环比持平，同比+1.86%。从补栏和淘汰数据测算，假设淘汰日龄为 510 日，对应 17 个月以前的补栏，推算出存栏持续上升的节奏类似 19 年 Q4 至 20 年 Q1，但增长速度更慢，19 年 11 月底至 12 月中旬现货反弹 0.5 元/斤左右，后受到供给不断兑现压制走低。

我们认为 23 年底至 24 年 Q1 现货端节奏可能大致类似，节奏类似 19 年扩张周期，年内现货反弹结束后或将快速回落，**24 年 Q1 淡季可能触及亏损**。行业可能在 24 年 Q1 迎来深度调整，如果能够顺利实现集中淘汰和低补栏，由于蛋鸡养殖偏短的周期，调整速度较快，行业有望与猪周期共振，**在 24 年下半年看到边际改善的拐点，届时集中淘汰将成为影响短期价格走势的重要因素。**

图 22、在产蛋鸡存栏以及 24 年预测（亿羽）



资料来源：卓创资讯，中信建投期货，截至 2023 年 12 月 19 日

注：虚线为预测值，预测为静态预测，可能与实际情况存在偏差，预测公式：当月在产蛋鸡存栏量=在产蛋鸡存栏量(-1M)+蛋鸡苗补栏量(-4M)-蛋鸡苗补栏量(-17M)，当前可预测至 2024 年 3 月，4 月之后的预测需对补栏情况主观推算，且存栏短期受到淘汰影响较大，因此给出预测区间供参考。

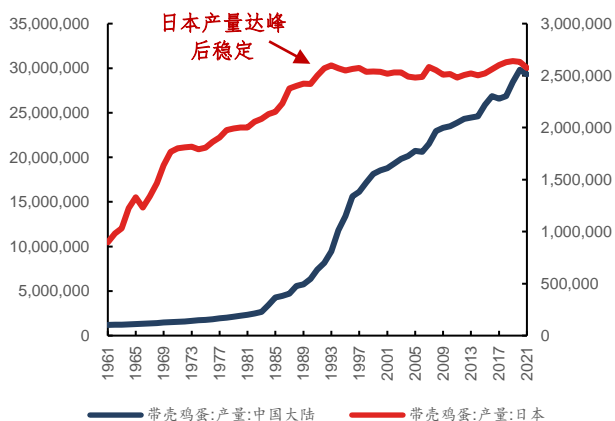
四、需求：核心之变在于季节性

（一）需求总量或达峰，存量博弈竞争加剧

行业格局变迁，市场体量从成长到成熟。对比与中国较为类似的日本鸡蛋市场，行业格局相似之处在于：1）鸡蛋自给率高主要供应国内消费，日本仅少量可生食壳蛋用于出口，主要供应中国香港。2）人均保有量水平接近，中国经历自 1983 年以来的产量爬坡，2021 年人均保有量已接近日本，日本鸡蛋市场于 1993 年进入存量博弈时代，产量总体呈平稳趋势，年产量保持在约 250 万吨水平。

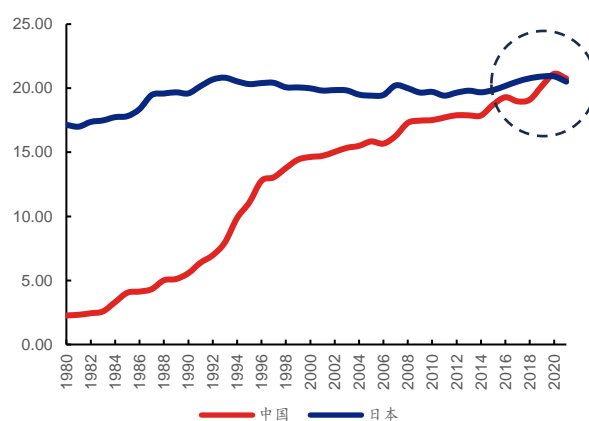
行业经历快速扩张阶段，进入存量博弈时代。日本产量自 1993 年达到约 260 万吨水平后基本停止增长，进入鸡蛋生产存量时代，而中国大陆鸡蛋产量仍处于持续增长的状态中，根据我们测算出的鸡蛋产量与总人口比值数据判断，我国鸡蛋人均产量已于 2020 年反超日本，超过 20 公斤/人的水平，总体需求横向对比成熟市场或已达峰，未来中国鸡蛋生产大概率进入存量时代，年度产量大致围绕 3000 万吨的水平波动。

图 23、中国大陆和日本（右轴）鸡蛋产量（吨）



数据来源：Wind，中信建投期货测算

图 24、人均鸡蛋产量已接近成熟市场（公斤/人）



资料来源：Wind，中信建投期货测算

注：人均鸡蛋产量=年度产量/当年总人口

从宏观层面自上而下判断鸡蛋需求情况，中国鸡蛋市场已有存量市场的特点：

- 1) 中国和日本的比较，日本的鸡蛋产量经历 90 年代的爬坡，产量达到一个偏稳定的水平，年间波动差距小；
- 2) 中国的人均鸡蛋保有量已接近日本水平，中国鸡蛋消费市场大概率进入偏饱和

的状态，需求天花板长期存在；

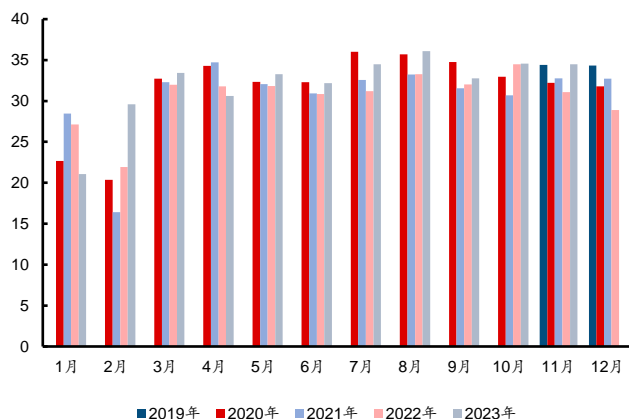
3) 肉类蛋白质来源更加丰富，鸡蛋的刚性消费被其他肉类部分替代，鸡蛋需求面临进一步压缩的可能。

蛋鸡养殖行业面对存量博弈市场，做好竞争加剧的准备，未来面临双达峰局面：1) 人口达峰；2) 人均消费达峰。在草根调研的过程中，我们已经感受到规模厂对散户生存空间的挤压，在信息更加透明的时代，现货贸易商也难以利用信息差获取更高的利润。

(二) 季节性规律延续，预期先行现货验证

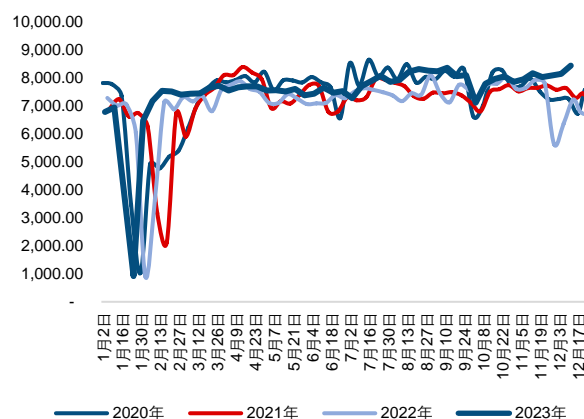
需求方面，鸡蛋总体消费维持在一个较稳定的水平，根据卓创数据，中国褐壳蛋月度消费水平在 180-220 万吨的水平波动。排除春节期间的走货量异常统计数据，全国代表销区周度销量总体稳定，一般受到节日影响会有阶段性变化。生产环节和流通环节库存天数分别反映养殖户、经销商环节走货情况。库存受到节日、天气等因素影响，梅雨季节和高温天气情况下，渠道担心蛋品质量问题会减少补库。

图 25、全国代表销区月度销量（千吨）



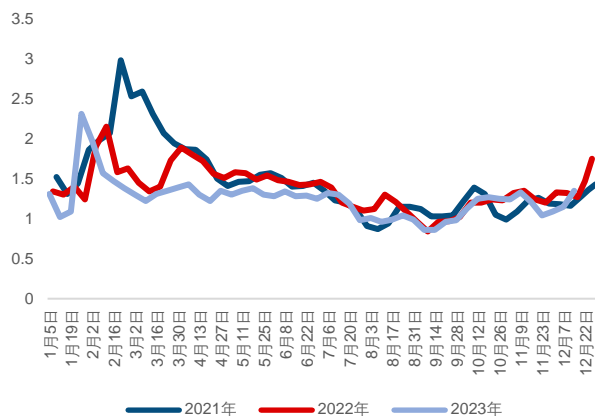
资料来源：卓创资讯，中信建投期货

图 26、代表销区周度销量（吨）



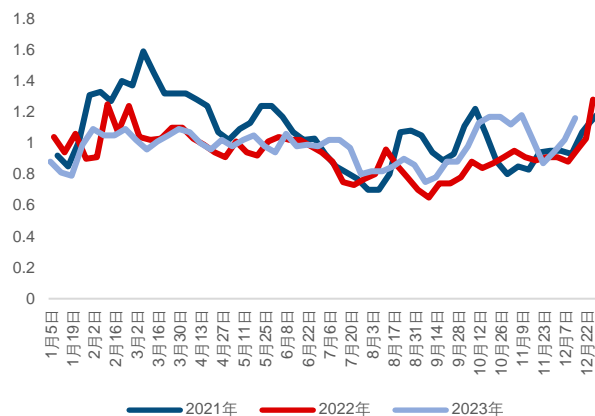
资料来源：卓创资讯，中信建投期货

图 27、生产环节库存天数今年整体偏低



资料来源：卓创资讯，中信建投期货

图 28、流通环节库存天数下半年波动加剧

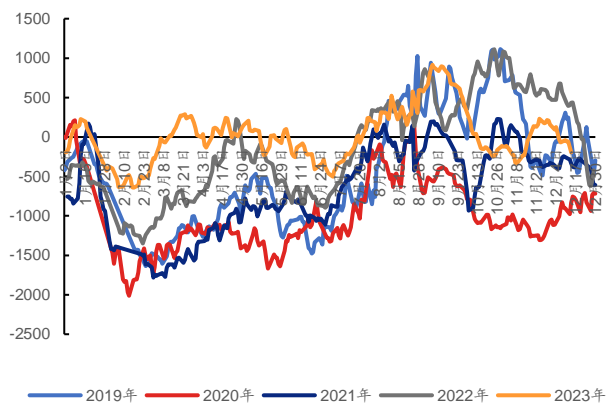


资料来源：卓创资讯，中信建投期货

产业心态偏谨慎，行情在悲观情绪中诞生。复盘今年需求变化，贸易商在经历 6 月份的低迷行情后，对整体行情走势偏悲观，行业经历连续 2 年多的盈利周期，导致产业各环节风控意识增强，对淡季现货掉价已有预期，悲观预期下，6 月份梅雨季节低点至中秋国庆双节反而走出超预期行情。

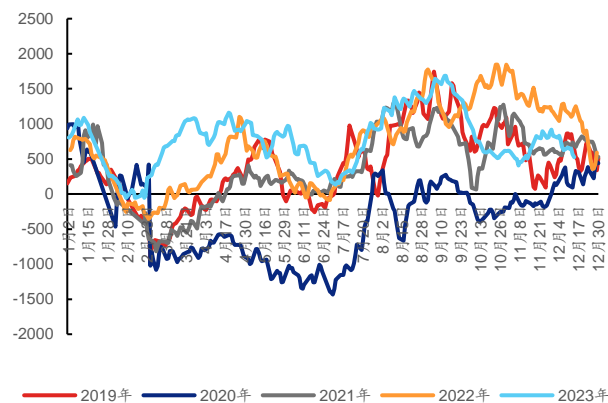
盘面预期先行，现货验证滞后。今年盘面预期先行特征显著，两个节点值得关注：1) 梅雨低点后的季节性回升；2) 年底集中淘汰不及预期后的现货持续走弱。这两轮行情完美的诠释了“预期差”定义，在供应或需求暂无突出矛盾的背景下，预期的反复波动才是盘面运行的主要驱动。我们对盘面的思考在于，盘面对基本面预期的反馈，关注行情极致运行后短期情绪导致的超调机会。

图 29、08 旺季合约历史基差表现



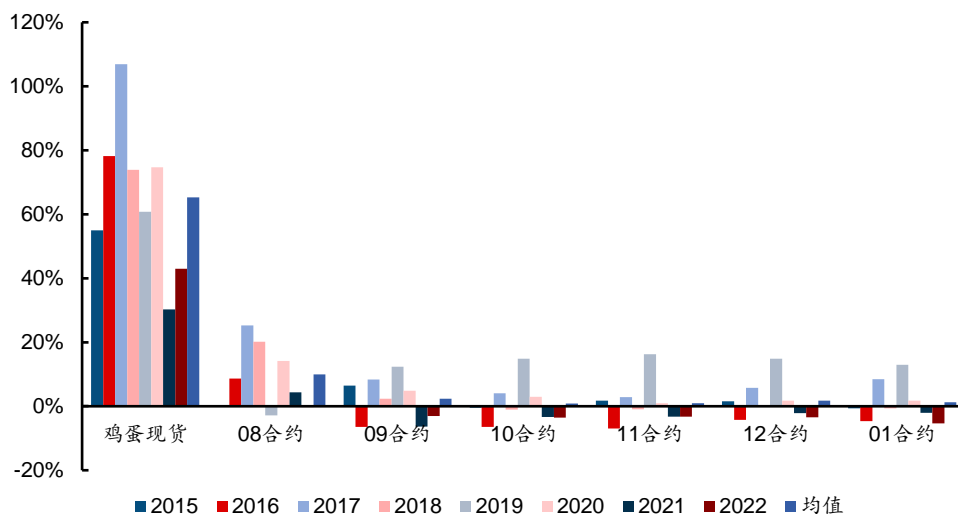
资料来源：Wind，中信建投期货

图 30、02 淡季合约历史基差表现



资料来源：Wind，中信建投期货

图 31、梅雨低点至中秋前高点区间涨幅期货弱于现货



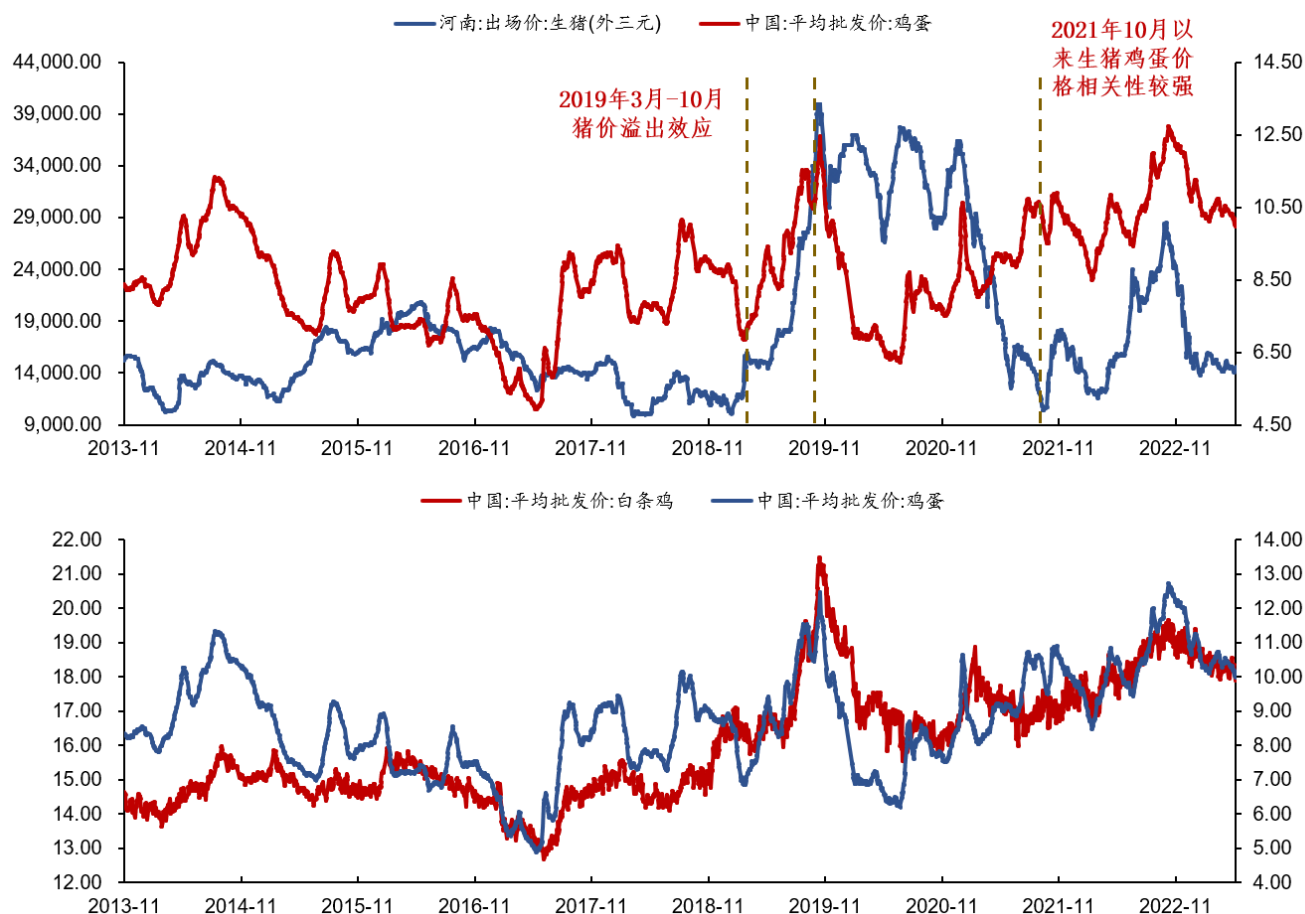
资料来源：Wind，中信建投期货测算

注：JD08 合约 2015 年数据缺失，统计样本显示区间一般介于 6 月 25 至 9 月 15 日之间。

(三) 替代品表现低迷，阶段压制现货蛋价

猪价和蛋价存在一定联系，蛋价不能完全隔绝猪价的上涨，但鸡蛋价格在季节性行情中仍然以自身的供需为主导。鸡蛋消费有偏刚需特点，总体需求仍较为稳定，消费方面今年呈现强预期弱现实特征，鸡蛋替代品肉鸡与生猪的价格均处于阶段性回调过程，压制鸡蛋现货价格，后续消费端需求强度有待验证。

图 32、替代品生猪、肉鸡下跌压制蛋价



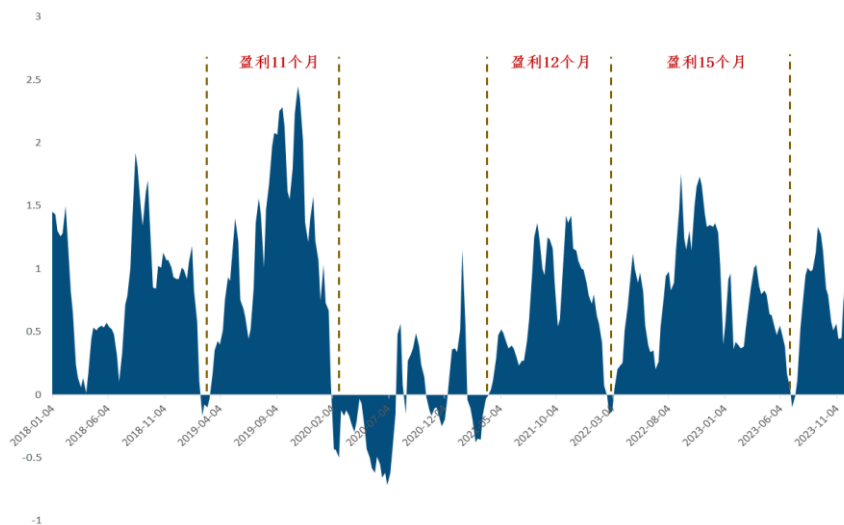
资料来源：Wind，中信建投期货

五、展望：产能爬坡的变局之年

（一）盈利周期终结的思考

从历史规律来看，蛋鸡养殖行业在经历较长时间的盈利周期后会迎来亏损情况下的产能出清期，23年在经历长达2年多的盈利周期后（不考虑短暂窄幅亏损），是否会在24年迎来亏损期？目前来看，23年末存栏依然处在历史较低水平，产能出清的基础不足，但依旧延续增长趋势，重点在24年存栏增长的速度，在饲料成本持续走低的情况下，养殖单位淘鸡决策可能在养殖利润盈亏平衡点附近反复博弈。

图 33、近五年蛋鸡养殖利润为正时间周期（元/斤）

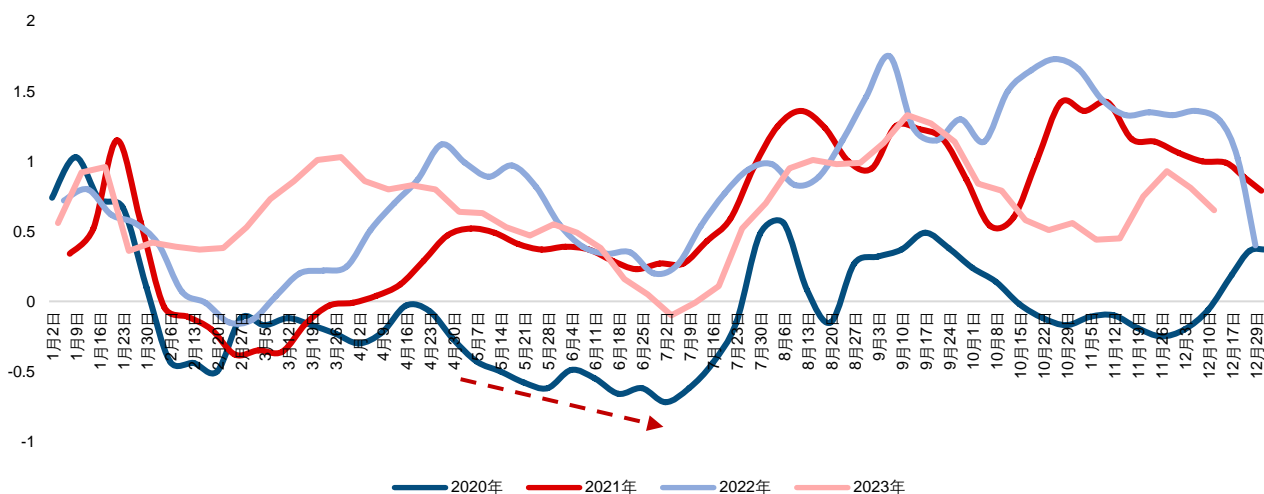


资料来源：卓创资讯，中信建投期货

诱因：持续时间长且深的养殖利润亏损

在盈利的情况下养户出现大量去淘、主动去产能的可能性较小，若养殖利润持续回落至微亏，养户可能通过延迟淘汰来获得蛋品收益，等待蛋价回升，延淘导致产能持续累积，在供给端持续宽松的情况下，供需矛盾阶段性加剧导致蛋价承压，复盘以往周期表现来看，产能出清期养殖利润亏损加深且持续时间延长。

图 34、2020 年养殖利润亏损严重迎来产能出清（元/斤）



资料来源：卓创资讯，中信建投期货

验证：集中淘鸡决策导致的价格冰点

淘鸡的决策范式以养殖利润大幅下降引发养殖户加速淘鸡，且慎重补栏的路径展开，

养殖户决策加速淘汰的共识多形成于养殖利润连续恶化之后，通常看 460-480 日龄的淘鸡接近超淘的冰点。极度悲观情况下的淘鸡价格触及冰点，当养殖利润不断恶化且亏损持续时，养殖户面对不断恶化的现金流，产生集中淘汰意愿，短期淘鸡量的大量增加进一步压低淘鸡价格，表现为淘鸡价格的快速下跌，并且价格在历史低位维持 1 个月以上。

图 35、淘鸡意愿同步且滞后于养殖利润变动



资料来源：卓创资讯，中信建投期货

误区：极度悲观情况下低估季节性修复的力度

在极度悲观的情况下，尤其是身处产能去化的大周期中，持续的价格下跌往往让人失去对未来行情的信心，在产能去化接近尾声，存栏供给边际变化不大的情况下，需求对价格的影响在行业拐点位置被放大，现货上涨可能存在超预期的空间。

图表：2005~2023 年鸡蛋淡旺季价格差距(元/斤)

年份	价格				时间			
	春节前高点	春节后低点	中秋前高点	中秋后低点	春节前高点	春节后低点	中秋前高点	中秋后低点
2005	2.90	2.35	3.00	2.15	1月21日	4月8日	9月9日	10月28日
2006	2.75	2.05	3.20	2.90	1月13日	3月31日	9月8日	11月17日
2007	3.30	3.00	4.10	3.05	2月16日	4月6日	9月21日	11月9日
2008	3.50	3.00	3.80	2.73	1月25日	4月18日	8月29日	12月5日
2009	2.95	2.65	3.69	3.01	1月23日	3月6日	9月11日	10月23日
2010	3.35	2.87	4.45	3.58	1月29日	4月2日	8月27日	10月15日
2011	4.47	3.36	4.98	3.76	1月28日	3月18日	9月9日	12月2日
2012	4.17	3.11	5.03	4.15	12月30日	2月17日	9月7日	10月26日
2013	4.78	2.76	4.83	3.88	1月25日	5月10日	9月6日	10月11日
2014	4.24	3.47	5.63	4.74	1月3日	2月21日	8月15日	11月28日
2015	4.53	3.19	4.56	3.58	1月16日	7月3日	8月21日	10月23日
2016	4.49	3.19	4.49	3.36	1月22日	2月26日	9月2日	11月18日
2017	3.01	1.90	4.51	3.43	1月3日	5月24日	9月6日	10月9日
2018	4.42	3.02	4.96	3.72	2月7日	3月22日	8月17日	10月12日
2019	4.10	2.60	5.45	4.00	1月15日	2月26日	9月18日	11月26日
2020	4.05	2.26	3.98	3.16	1月8日	2月3日	8月3日	11月27日
2021	5.25	3.40	5.11	3.90	1月18日	3月2日	8月11日	10月9日
2022	4.22	3.57	5.73	4.27	1月20日	2月23日	9月2日	12月28日
2023	5.11	3.85	5.53	4.18	1月16日	7月3日	9月8日	11月9日

数据来源：Wind，卓创资讯，中信建投期货，数据统计截至 2023 年 12 月 15 日

（二）操作策略：防守为主，降低高价预期

考虑到行业已经历较长的盈利周期，产业资本不断介入，规模厂规划产能较以往年份出现明显增长，23 年存栏重心也从周期底部不断抬升，24 年或有加速迹象，基于以上产业趋势判断，我们认为 24 年整体以防守为主，适当降低对高价预期。

中期展望：供给持续扩张趋势不变，蛋价中长期依旧承压。根据卓创数据，11 月在产蛋鸡存栏稳定至 12.07 亿羽，环比持平，同比+1.86%。从补栏和淘汰数据测算，我们预计在产蛋鸡存栏量将延续增势至 24 年 Q1，存栏持续上升的节奏类似 19 年 Q4 至 20 年 Q1，但增长速度更慢，19 年 11 月底至 12 月中旬现货反弹 0.5 元/斤左右，后受到供给不断兑现压制走低，综合判断，我们认为本轮现货节奏类似，年内反弹结束后或将快速回落，24 年 Q1 淡季可能触及亏损。行业可能在明年 Q1 迎来深度调整，如果能够顺

利实现集中淘汰和低补栏，由于蛋鸡养殖偏短的周期，调整速度较快，行业有望与猪周期共振，在 24 年下半年看到边际改善的拐点。

操作策略：中长期供需格局暂未有明显改善，供给端的不断兑现将对价格形成较强压制。需求整体表现偏弱，短期难有增量空间，中期随存栏持续增加而需求承接度有限，预计供给将主导盘面呈现偏弱态势。建议密切跟踪集中淘汰以及现货走势，根据养殖成本，择机逢高建仓空单对冲风险。

团队介绍

田亚雄：中信建投期货研究所联席负责人，首席研究员（期货交易咨询从业信息：Z0012209）。西南财经大学金融学硕士，入选重庆粮油协会专家库。曾供职于花旗银行，大连商品交易所全国十大期货研发团队领队。曾获和讯网，郑州商品交易所连续三年高级分析师，农产品期货网连续三届全国最佳农产品分析师，期货日报连续三届中国最佳农产品分析师。团队获2021年金研客中国最具影响力期货研究机构，期货日报2022年全国最佳农副产品研究团队。

魏鑫：中信建投期货养殖首席研究员，大宗商品策略研究员（期货交易咨询从业信息：Z0014814），郑商所资深高级分析师，7年商品研究经验，长期服务养殖、食品等产业企业。

石丽红：中信建投期货油脂油料研究员（期货交易咨询从业信息：Z0014570），中央财经大学应用统计硕士，郑商所菜系品种资深高级分析师，从事油脂油料研究7年。参与的栏目“悠哉油斋”“油脂油料月月谈”深受行业关注及喜爱，多年来服务粮油行业多家大中型企业风险管理业务，组织并参与多次产销区调研，对油脂油料产业有较深入的了解。

吴新扬：中信建投期货研究发展部软商品高级研究员（期货交易咨询从业信息：Z0015926），邯郸市棉花协会特聘专家，主要负责棉系品种研究。对棉花需求端和纺织品消费有自己独到的见解，擅长基本面研究及相关产业分析，针对棉纺产业链中棉花种植、收购、加工环节以及棉纺织业生产经营活动有详细的跟踪研究及专题输出。荣获2020、2021、2022年期货日报、证券日报中国最佳农产品分析师，2022、2023年郑州商品交易所棉系高级分析师。

陈家谊：中信建投期货白糖研究员（期货交易咨询从业信息：Z0019860），悉尼大学金融硕士，负责白糖、造纸产业链的研究。在CFC农产品研究、对冲投研上发表多篇文章，擅长基本面分析。服务多家头部产业，多次参与交易所课题。荣获期货日报最佳农产品分析师，2023年郑州商品交易所白糖高级分析师。

陈宇灏：研究员（期货交易咨询从业信息：Z0019939）中信建投期货航运、农副产品研究员，上海交通大学学士、伊利诺伊大学香槟分校硕士，曾获期货日报最佳农副产品分析师。熟悉期权类衍生品定价与套利策略，擅长基本面与量化结合分析，结合产业、金融以及宏观的视角，给出独到的分析着眼点。研究成果多次发布在《中国期货》月刊、新华财经、对冲研投、期货日报、文华财经等平台。

中信建投期货 研究发展部

重庆

重庆市渝中区中山三路131号希尔顿商务中心27楼、30楼（邮编：400015）
电话：(023) 023-81157271

上海

浦东新区浦东南路528号上海证券大厦北塔22楼2203室（邮编：200120）
电话：(021) 50600233

联系我们

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：www.cfc108.com

获取更多研报报告、专业客户经理一对一服务、
了解公司更多信息，扫描右方二维码即可获得！



重要声明

本报告观点和信息仅供符合证监会适当性管理规定的期货交易者参考，据此操作、责任自负。中信建投期货有限公司（下称“中信建投”）不因任何订阅或接收本报告的行为而将订阅人视为中信建投的客户。

本报告发布内容如涉及或属于系列解读，则交易者若使用所载资料，有可能会因缺乏对完整内容的了解而对其中假设依据、研究依据、结论等内容产生误解。提请交易者参阅中信建投已发布的完整系列报告，仔细阅读其所附各项声明、数据来源及风险提示，关注相关的分析、预测能够成立的关键假设条件，关注研究依据和研究结论的目标价格及时间周期，并准确理解研究逻辑。

中信建投对本报告所载资料的准确性、可靠性、时效性及完整性不作任何明示或暗示的保证。本报告中的资料、意见等仅代表报告发布之时的判断，相关研究观点可能依据中信建投后续发布的报告在不发布通知的情形下作出更

改。

中信建投的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见不一致的市场评论和/或观点。本报告发布内容并非交易决策服务，在任何情形下都不构成对接收本报告内容交易者的任何交易建议，交易者应充分了解各类交易风险并谨慎考虑本报告发布内容是否符合自身特定状况，自主做出交易决策并自行承担交易风险。交易者根据本报告内容做出的任何决策与中信建投或相关作者无关。

本报告发布的内容仅为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式对本报告进行翻版、复制和刊发，如需引用、转发等，需注明出处为“中信建投期货”，且不得对本报告进行任何增删或修改。亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告发布的全部或部分内容。

版权所有，违者必究。