

策略报告

供应充裕，成本下降，区间震荡

2023 年 12 月 18 日

生猪 2024 年度投资策略

DCE 生猪日 K 走势图 (单位: 元/吨)



资料来源: 文华财经, 招商期货

研究员: 马幼元

0755-88377240

mayouyuan@cmschina.com.cn

投资咨询号: Z0018356

2023 年生猪供应充足, 需求端承接力度不足, 价格持续走弱。展望明年, 供应略降, 但仍偏充裕, 养殖成本下降也将压低猪价重心, 去产能背景下, 猪价或将先抑后扬, 中长期区间震荡。

□ 国内供需分析。

截止 2023 年 10 月末全国能繁母猪存栏量 4210 万头, 为 4100 万头正常保有量的 102.68%, 环比下降 0.7%, 同比增长 3.9%, 较 2022 年 12 月末的 4390 万头下降 4.1%, 虽然今年长时间亏损, 但能繁母猪整体去化速度缓慢。由于生产效率提升, 生猪出栏增加, 出栏体重不高, 猪肉产量增加。从需求端表现来看, 鲜销率低于去年, 库容率反季节性累积, 显示需求端承接力度不足, 供大于求。伴随着仔猪及饲料成本下降, 养殖成本下降。

□ 供应充裕, 成本下移, 总体区间震荡。

猪价和猪肉产量呈现负相关关系, 当期猪价和 10 个月前能繁母猪也呈现负相关关系。供应端的变化对猪周期的形成起着至关重要的影响。而能繁母猪产能又决定了生猪的供应, 因此能繁母猪的产能周期决定了猪价周期。明年虽然供应略降, 但仍偏充裕, 养殖成本下降也将压低猪价重心, 去产能背景下, 猪价或将先抑后扬, 中长期区间震荡。

□ 行情展望: 展望明年的市场行情, 明年一季度对应的能繁母猪产能高于今年一季度, 在能繁母猪产能充足的情况下, 生产效率仍有所提高, 一季度供应压力仍大, 叠加一季度为季节性需求淡季, 明年春节后可能出现消费淡季与生猪出栏量增加两碰头的情况, 届时猪价仍将承压下行, 加上成本支撑下移, 猪价可能跌破今年低点。不过亏损时间拉长或将进一步加速去产能。一季度之后, 对应着 10 个月前能繁母猪产能逐步下降, 且随着需求逐步回暖, 猪价重心有望逐步抬升, 年底旺季需求或将提振猪价走高, 明年猪价或将先抑后扬。若明年一季度能繁加速去化, 年底猪价高点或值得期待。目前虽然产能逐步去化, 但仍处于合理水平之上, 且行业整体成本下移, 预计中长期猪价仍将宽幅震荡, 总体在 12-18 元/公斤之间运行, 届时疫病或其他因素导致供应端的变化或改变价格运行区间。基差波动区间或将进一步收敛, 市场乐观预期或将降温, 正基差出现时间可能增加, 价差预计伴随猪价走势先抑后扬。

□ 风险提示: 疫病, 天气及物流风险。

正文目录

一、	2023 年生猪走势回顾	5
二、	国内供需分析	6
(一)	能繁母猪产能充足，产能去化缓慢	6
(二)	生产效率提升，出栏大幅增加	9
(三)	出栏体重下降，猪肉产量增加	10
(四)	行业规模化加速，下行期企业陷入困境	11
(五)	需求承接力度不足	13
(六)	饲料成本下移，收储提振有限	16
三、	供给变化方向决定价格方向	18
(一)	猪肉产量和猪价呈现负相关关系	18
(二)	供强需弱，成本下移，区间震荡	18
四、	未来市场展望	20

图表目录

图 1: DCE 生猪日 K 走势图 (单位: 元/吨)	6
图 2: 河南外三元生猪出厂价(元/吨)	6
图 3: DCE 玉米日 K 走势图 (单位: 元/吨)	6
图 4: DCE 豆粕日 K 走势图 (单位: 元/吨)	6
图 5: 能繁母猪存栏 (万头)	7
图 6: 生猪潜在出栏能力	7
图 7: 规模场能繁母猪存栏 (万头)	7
图 8: 中小散能繁母猪存栏 (万头)	7
图 9: 自繁自养养殖利润 (元/头)	8
图 10: 外购仔猪养殖利润(元/头)	8
图 11: 规模场能繁母猪淘汰量 (万头)	8
图 12: 中小散能繁母猪淘汰量 (万头)	8
图 13: 淘汰母猪均价 (元/公斤)	8
图 14: 二元能繁殖母猪存栏数占比 (%)	9
图 15: 窝均健仔数 (头)	9
图 16: 季度生猪出栏 (单位: 万头)	9
图 17: 商品猪出栏数 (单位: 万头)	9
图 18: 周度出栏体重 (公斤)	10
图 19: 150kg 以上出栏数占比 (%)	10
图 20: 90kg 以上出栏数占比 (%)	10
图 21: 二育占实际销量比例 (%)	10
图 22: 季度猪肉产量 (万吨)	11
图 23: 三季度末累计猪肉产量 (万吨)	11
图 24: 生猪不同规模户数	11
图 25: 10 家上市公司生猪出栏量及占比	11
图 26: 生猪养殖利润 (单位: 元/头)	12
图 27: 养殖利润与猪价相关性	12
图 28: 生猪企业净利润 (单位: 亿元)	12
图 29: 资产负债率 (单位: %)	12
图 30: 净负债率 (单位: %)	13
图 31: 现金短债比	13
图 32: 社会消费品零售总额当月值 (单位: 亿元)	13
图 33: 餐饮收入当月值 (单位: 亿元)	13
图 34: 社会消费品零售总额当月同比 (%)	14

图 35: 按消费类型分零售额同比增速 (%)	14
图 36: 国内消费者信心指数	14
图 37: 消费者信心指数同比 (%)	14
图 38: 生猪定点屠宰企业屠宰量 (万头)	15
图 39: 生猪日度屠宰量 (头)	15
图 40: 重点屠宰企业鲜销率 (%)	15
图 41: 重点屠宰企业库容率 (%)	15
图 42: 屠宰量-猪价 (%)	15
图 43: 北京新发地市场白条猪批发日均上市量 (头)	15
图 44: 屠宰毛利润 (元/头)	16
图 45: 育肥猪配合饲料平均价 (元/公斤)	17
图 46: 22 个省市玉米平均价 (元/公斤)	17
图 47: 22 个省市豆粕平均价 (元/公斤)	17
图 48: 历年收储情况统计	17
图 49: 改委猪粮比	17
图 50: 猪肉储备预警调节机制	17
图 51: 猪肉产量-猪价 (万吨、元/吨)	18
图 52: 累积猪肉产量 (万吨)	18
图 53: 22 个省市生猪平均价 (元/公斤)	19
图 54: 22 个省市猪肉平均价 (元/公斤)	19
图 55: 二元母猪周度平均价 (元/公斤)	19
图 56: 22 个省市仔猪周度平均价 (元/公斤)	19
图 57: 仔猪预期育肥至标猪出栏成本 (元/kg)	20
图 58: 生猪 01 合约基差 (单位: 元/吨)	20
图 59: 生猪 35 价差 (单位: 元/吨)	20

表目录

表 1: 国内生猪供需平衡表 (单位: 万吨)	20
-------------------------	----

一、2023 年生猪走势回顾

年初前期积压大猪出栏，加上受疫情影响消费疲软，猪价走弱，临近春节猪价小幅反弹，但节后受淡季需求拖累一路回落，生猪出栏价在 2 月 3 日见到 13.8 元/公斤的低点，2303 合约也见到阶段性低点 14035 元/吨，基差-270 元/吨，期货价格和基准地河南现货价格接近，但较最低交割价升水幅度仍较大。期间猪粮比跌破一级预警，收储预期加上二育入场，看涨及压栏惜售共振，去年拉涨猪价的几大因素再现，共同推动生猪期现货价格快速上涨，最终在 2 月 28 日涨至 15.92 元/公斤的上半年高点，区间上涨 2.12 元/公斤，涨幅 15.36%。2305 合约也在 2 月 22 日见到了 17840 元/吨的阶段高点，最高升水达 2400 元/吨，后伴随着二育逐步出栏及需求承接力度不足，4 月 17 日现货价格再度回到 13.9 元/公斤。2305 合约在交割月也很好的回归了现货，修复了过高的升水，最后期价低点落在 14005 元/吨。而 2307 合约在 2 月 20 日创出 18110 元/吨的高点，2-3 月维持在 17000-18000 元/吨，到 3 月份才开始一路回落，往现货靠拢。2309 合约在 4 月份之前基本维持在 18000 元/吨附近，最高达到 18670 元/吨，到 4 月份才开始一路回落。四月底伴随着二育及分割入库，五一需求提振，猪价短暂反弹至 15 元/公斤上方。此后由于生猪出栏增加，供应充裕，下游消费承接力度不足，出栏体重持续走低，鲜销率持续下降，冻品库容持续增加，猪价震荡走弱，在 6 月 28 日再度创出新低 13.6 元/公斤。从合约表现来看，远月合约在一季度给出了较高的升水，体现市场预期普遍较为乐观，这和年初很多看今年猪价高点会超过 20 元/公斤甚至更高的预期相吻合，毕竟年后管控放松，大家都预期消费会有明显恢复，但越往后发现消费修复的力度越来越不及预期，2303、2305、2307 合约在临近交割月也是逐步向下回归现货。

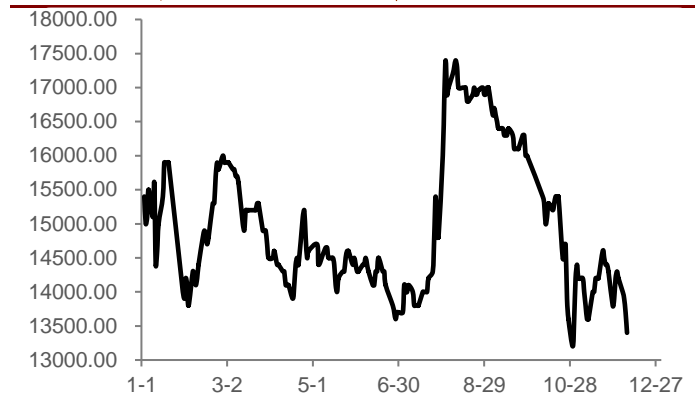
7 月受春节疫情影响，出栏量下降。猪价长期低迷，人心思涨，而 7 月猪粮比再度跌破一级预警，官方启动年内第二轮收储，台风天气叠加二育入场增加，猪价自低点快速反弹至 8 月 2 日的 17.4 元/公斤，涨幅达 27.94%，猪价上涨后二次育肥入场谨慎，高温天气导致需求疲软，屠宰量持续走低，9-10 月生猪出栏量明显增加，前期二育逐步出栏。10 月北方部分区域疫情散发，导致抛售增加，猪价低迷长期亏损叠加疫病，加剧了市场的恐慌情绪，部分区域淘汰母猪价格一度跌破 3 元/斤，先是北方中小厂影响较大，后期大厂疫病反反复复，抛售增加，猪价也在 10 月 30 日创出 13.2 元/公斤的年度新低。年底气温偏高，今年过年也较晚，导致腌腊需求不及预期。10 月受疫病影响未出栏生猪后移，11-12 月供应继续提升，加之部分区域疫病反复，需求端承接力度不足，鲜销率在年底反而反季节性下降，冻品库容也是不降反升，这也体现出需求端承接力度不足，11-12 月期价一路回落，基差一度转正，旺季不旺，期货端乐观预期修正。12 月中旬随着全国降温，抛售减少，需求回暖，猪价迎来一波小幅反弹。今年整体来看，在能繁母猪产能充裕的情况下，生猪生产效率的明显提升，导致出栏体重不高的情况下，供应充裕，需求端承接力度不足，使得对旺季需求的预期一直落空，猪价长期处于成本线以下，长时间亏损也使得管理有所松懈，疫病反复加剧了价格低迷期的恐慌情绪。

图 1: DCE 生猪日 K 走势图 (单位: 元/吨)



资料来源: 文华财经, 招商期货

图 2: 河南外三元生猪出厂价(单位: 元/吨)



资料来源: 文华财经, 招商期货

图 3: DCE 玉米日 K 走势图 (单位: 元/吨)



资料来源: 文华财经, 招商期货

图 4: DCE 豆粕日 K 走势图 (单位: 元/吨)



资料来源: 文华财经, 招商期货

二、国内供需分析

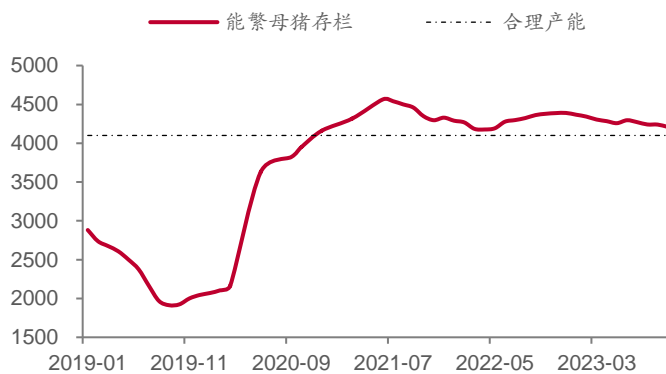
(一) 能繁母猪产能充足, 产能去化缓慢

据农业农村部数据, 截止 2023 年 10 月末全国能繁母猪存栏量 4210 万头, 为 4100 万头正常保有量的 102.68%, 环比下降 0.7%, 同比增长 3.9%, 较 2022 年 12 月末的 4390 万头下降 4.1%, 虽然今年长时间亏损, 导致能繁母猪产能持续去化, 但整体去化速度缓慢。融资能力强的规模场去化缓慢, 主要是中小散去化幅度较大, 规模化程度进一步加强。从钢联数据统计样本来看, 截止 2023 年 11 月, 规模化养殖场能繁母猪存栏量 494.83 万头, 环比下降 1.92%, 同比下降 2.77%; 中小散养殖场能繁母猪存栏量 15.79 万头, 环比下降 2.05%, 同比下降 17.07%, 中小散降幅明显高于规模场。另外虽然生猪养殖大多数时间亏损, 但上半年仔猪价格较高、卖仔猪能获得不错的盈利空间, 养母猪卖仔猪企业缺乏调减母猪的积极性。

今年年初及四季度疫病散发, 下半年能繁母猪淘汰量较去年同期明显增加, 就钢联数据来看, 能繁母猪淘汰量同比增加 5.2%, 中小散能繁母猪淘汰量同比增加 37%, 淘汰量增加主要发生在三四季度, 10 月份部分区域淘汰母猪价格一度跌破 3 元/斤, 市场恐慌抛售情绪加剧。总体来看对规模场产能影响有限, 主要受影响的还是中小散户。

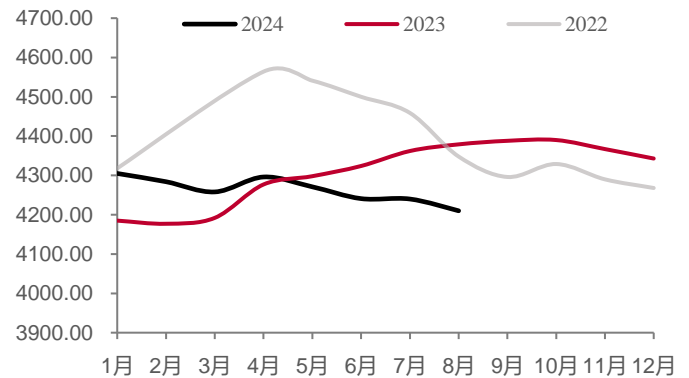
今年由于长期亏损防控意识下降，另外疫情放开后活动增加及今年雨水较多，导致疫病反复，淘汰母猪增加，但没有超过 2021 年同期。另外由于母猪基数大，部分淘汰增加可能只是更新母猪，所以导致淘汰多但最后能繁母猪去化仍缓慢。如某上市公司，一季度能繁母猪存栏 284.6 万头，较 2022 年 12 月份增加 3.1 万头，产能未受疫病影响。截止三季度末能繁母猪存栏 300.9 万头，较 22 年底增加 19.4 万头。从集团厂长期规划来看，还是以继续扩张的思路为主，今年长时间的亏损仍难扭转集团厂扩张的步伐。由于年底疫病反复带动猪价下跌，11 月能繁母猪去化有所加快。从明年一季度情况来看，对应的能繁产能同比增加，加之生产效率也略有提升，明年春节后可能出现的消费淡季与生猪出栏量增加两碰头的情况，届时猪价仍将承压，亏损时间拉长或将进一步加速去产能。

图 5：能繁母猪存栏（单位：万头）



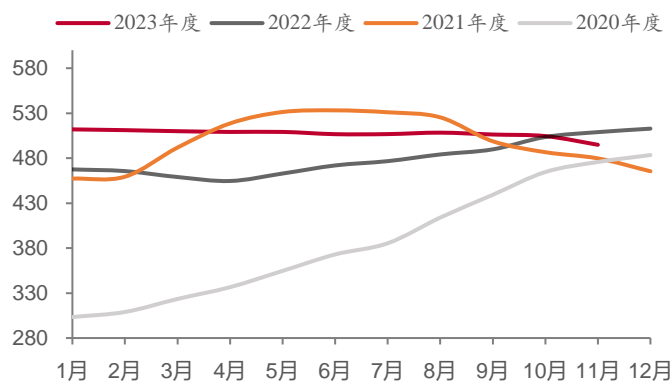
资料来源：农业部, 招商期货

图 6：10 个月前能繁母猪产能（单位：万头）



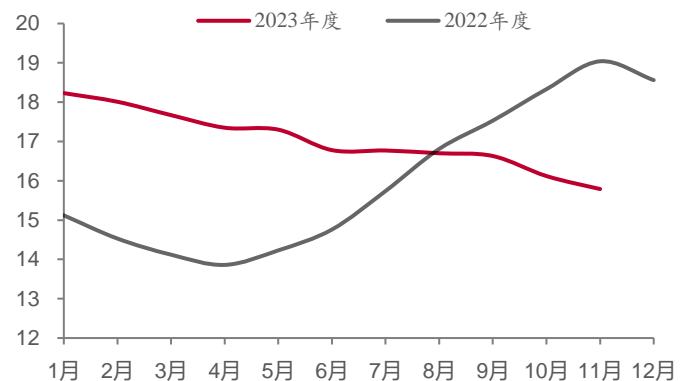
资料来源：农业部, 招商期货

图 7：规模场能繁母猪存栏（单位：万头）



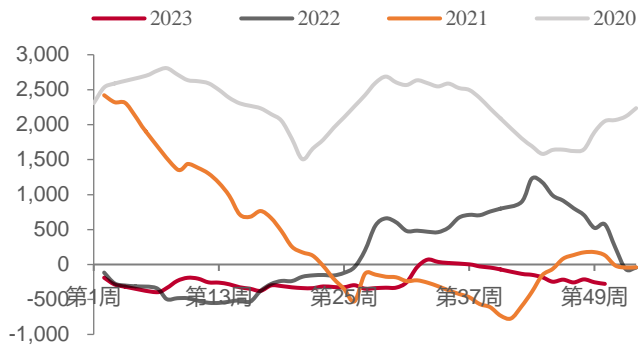
资料来源：钢联数据, 招商期货

图 8：中小散能繁母猪存栏（单位：万头）



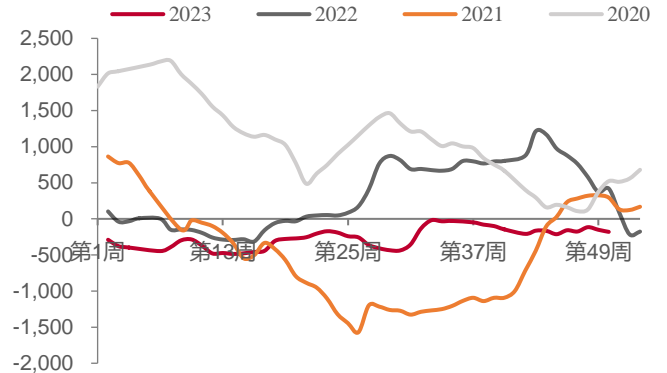
资料来源：钢联数据, 招商期货

图 9：自繁自养养殖利润（单位：元/头）



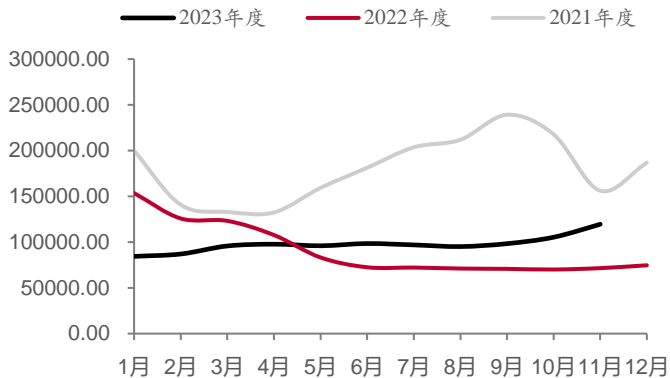
资料来源：WIND, 招商期货

图 10：外购仔猪养殖利润(单位：元/头)



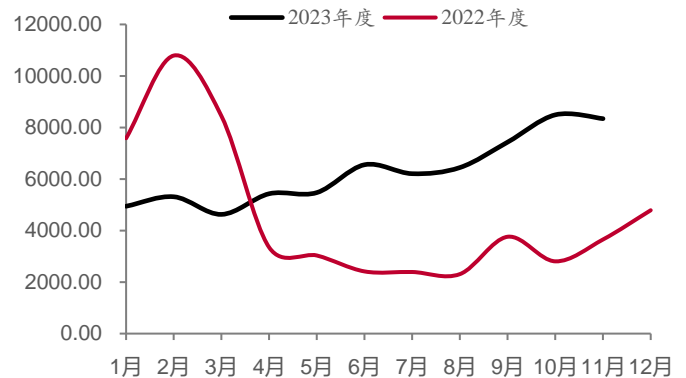
资料来源：WIND, 招商期货

图 11：规模场能繁母猪淘汰量（单位：万头）



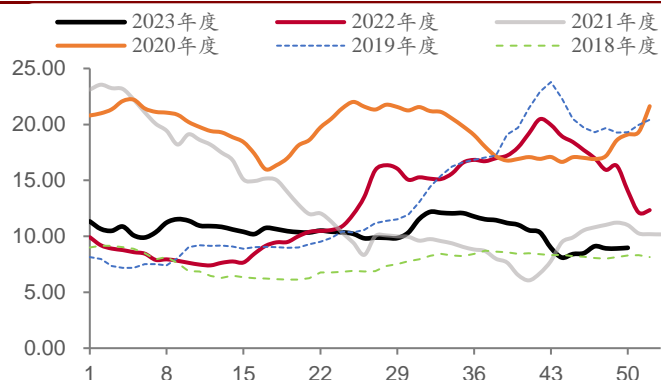
资料来源：钢联数据, 招商期货

图 12：中小散能繁母猪淘汰量（单位：万头）



资料来源：钢联数据, 招商期货

图 13：淘汰母猪均价（单位：元/公斤）

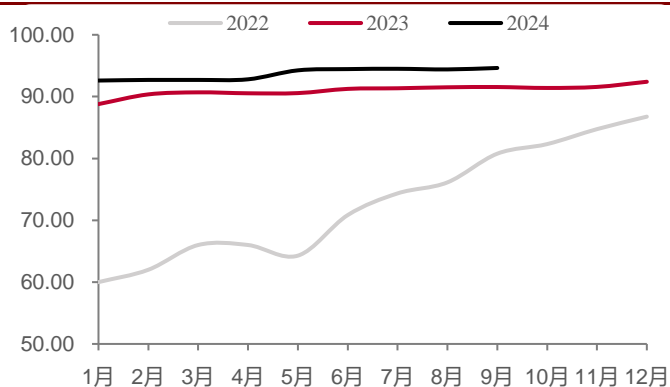


资料来源：钢联数据, 招商期货

（二）生产效率提升，出栏大幅增加

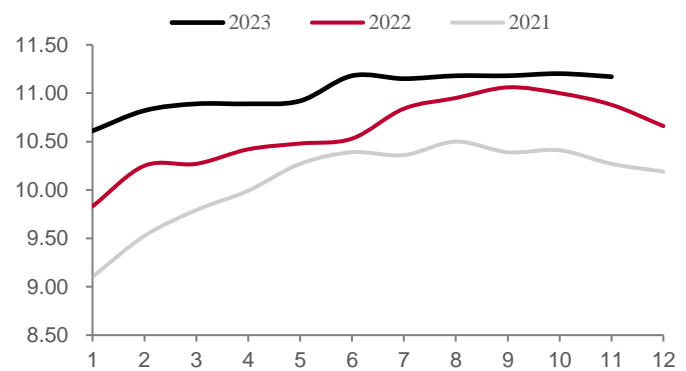
2023 年 8 月之前对应的 10 个月前的能繁母猪产能低于去年同期，但我们看到商品猪出栏量高于去年同期，从统计局数据来看，截止 2023 年 9 月，生猪累计出栏 53723 万头，同比增加 3.25%，而就钢联数据统计来看，规模企业占比较大的出栏数据来看，截止 2023 年 11 月，生猪累计出栏 8518 万头，同比增加 17.56%，今年上半年产能低于去年但出栏多，主要由于今年生猪生产效率明显高于去年同期。上半年对应的 10 个月前的二元能繁母猪占比明显高于去年同期，二元能繁母猪生产效率高于三元能繁母猪，这就导致今年上半年在能繁母猪产能较低的情况下，反而生猪出栏量明显高于去年同期。从窝均健仔数也可以看出来，上半年窝均健仔数较去年同期提高 5%-7%，下半年同比提高 2%左右，集团企业也反映 PSY 有提升。但从二元能繁母猪占比这个指标来看，明年一季度能繁母猪产能本就同比提高，加上生产效率继续提高，明年一季度供应压力较大。

图 14：二元能繁殖母猪存栏数占比(单位：%)



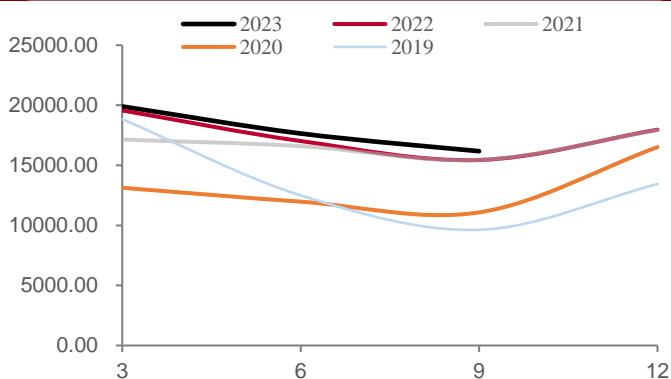
资料来源：钢联数据, 招商期货

图 15：窝均健仔数（单位：头）



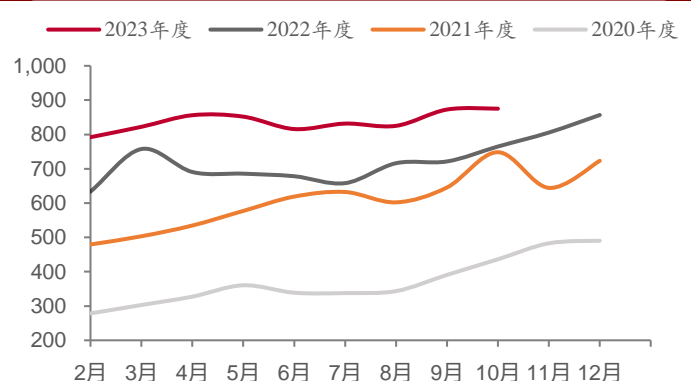
资料来源：卓创数据, 招商期货

图 16：季度生猪出栏（单位：万头）



资料来源：统计局, 招商期货

图 17：商品猪出栏数（单位：万头）

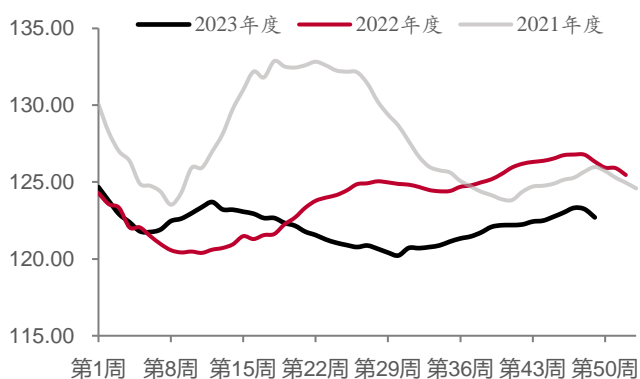


资料来源：钢联数据, 招商期货

（三）出栏体重下降，猪肉产量增加

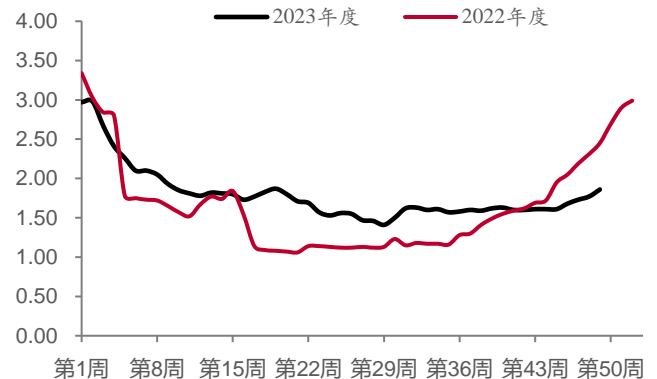
今年除了一季度出栏体重偏高以外，其余时间出栏体重均低于去年同期，降幅在 3-4 公斤，出栏体重范围位于 120.2-123.7 公斤，出栏体重波幅继续缩窄。今年之所以出栏体重不高，一方面因为长时间亏损，企业压栏意愿不强；另一方面，自 2022 年年底以来，二次育肥多亏损出场，今年二次育肥参与度明显下降，我们也可以看到今年二育销量一直不温不火，今年 2 月和 7 月的两拨二育也并没有掀起太大浪花，因此像去年二三季度二育推升的持续上涨的行情在今年就很难见到。随着年底标肥价差最有利的一段时间到来，但市场需求却低于预期，市场悲观情绪蔓延，年底出栏体重反而因为猪病的扰动，不增反降，今年季节性的增重或将提前见到高点。

图 18：周度出栏体重（单位：公斤）



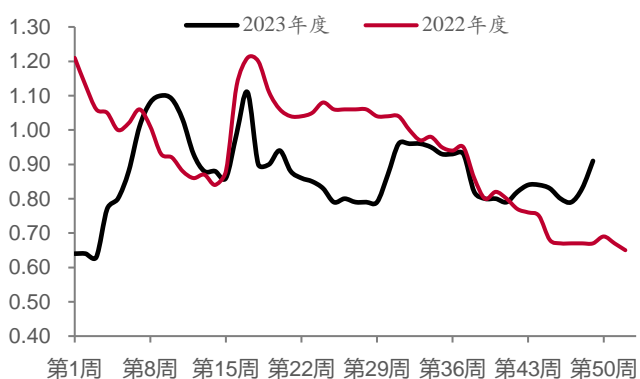
资料来源：钢联数据，招商期货

图 19：150kg 以上出栏数占比（单位：%）



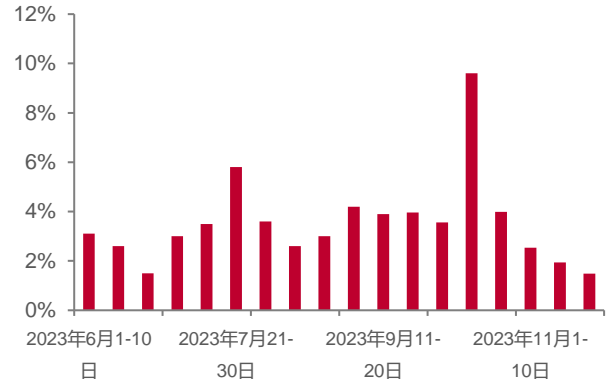
资料来源：钢联数据，招商期货

图 20：90kg 以上出栏数占比（单位：%）



资料来源：钢联数据，招商期货

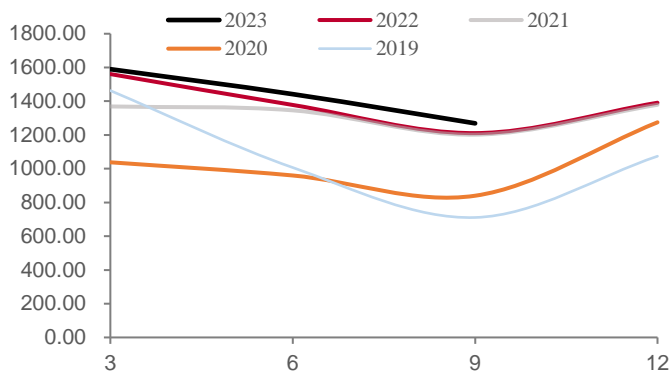
图 21：二育占实际销量比例（单位：%）



资料来源：钢联数据，招商期货

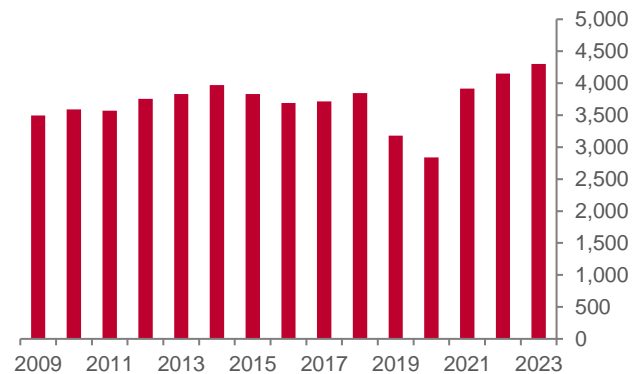
总体来看，今年对应的能繁母猪产能较去年来说，前低后高，但生猪生产效率总体明显高于去年，最终出栏量高于去年同期，出栏体重总体低于去年，最终猪肉产量高于去年同期，一到三季度猪肉产量分别较去年同期高 1.86%，4.64%，4.79%，累计猪肉产量同比增加 3.64%。

图 22：季度猪肉产量（单位：万吨）



资料来源：钢联数据, 招商期货

图 23：三季度末累计猪肉产量（单位：万吨）

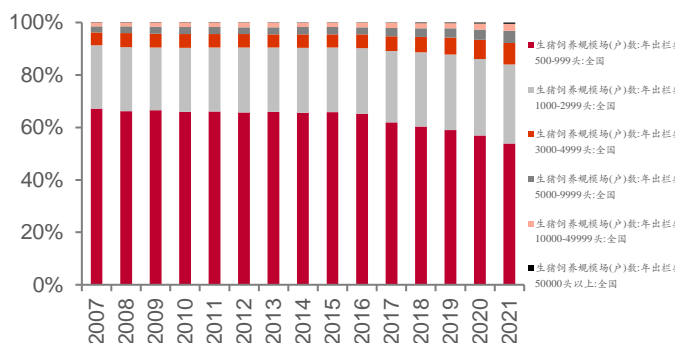


资料来源：钢联数据, 招商期货

（四）行业规模化加速，下行期企业陷入困境

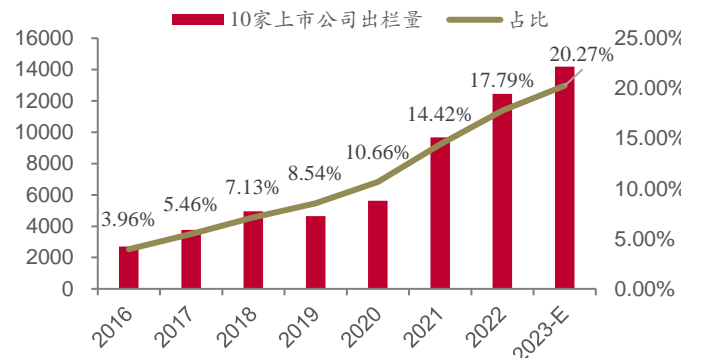
近几年，受非瘟疫情影响，养殖端规模化趋势加速，集团厂快速扩张，小散户加速退出。部分区域小散户出栏占比已从 2008 年的 7 成下降到目前的 3 成左右，散户占比急剧减少。相应的龙头企业占比已经从 3% 提高到 30% 左右，龙头企业出栏快速提升。另外从龙头上市公司生猪出栏市占率来看，2022 年 10 家上市公司出栏占比达到 17.79%，预计今年 10 家上市公司出栏占比有望达到 20%。大集团跑马圈地，产能持续增加。随着规模化养殖企业集中度提高，话语权提高，对猪价影响加大。部分专业散户为降低长周期的养殖风险，逐步退出转二育，长线操作转中短线，加剧了猪价波动。本轮猪周期虽然养殖利润亏损幅度为历年最高，但规模企业养殖效率及防范疫病能力提升，资金实力强，基于扩大规模的考虑，亏损阶段去产能仍较为缓慢。但也这导致猪价长期低迷，在企业规模扩大后，猪价的低迷加重了企业的困境。

图 24：生猪不同规模户数



资料来源：WIND、招商期货

图 25：10 家上市公司生猪出栏量及占比（单位：%）



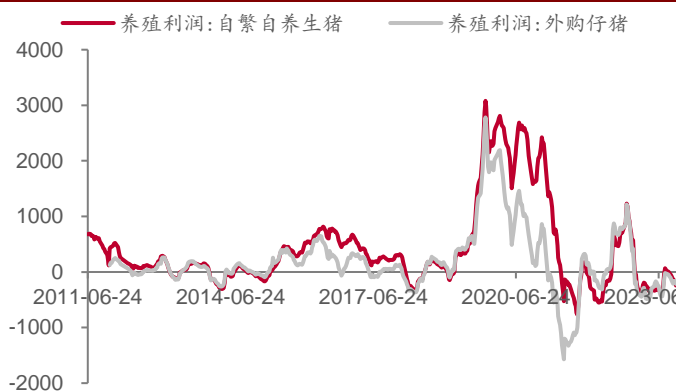
资料来源：WIND、招商期货

从近几年生猪上市企业情况来看，生猪龙头企业持续扩张，但因为猪价波动较大，生猪上市公司利润大幅波动，2021 年多数企业陷入大幅亏损的境地，近两年负债率也持续攀升，部分企业负债率超 80%，现金短债比持续降低，企业按时偿还到期债务能力明显下降，不少企业资金压力较大。猪企在猪价的高点有资金实力大幅扩张，但规

模扩大后往往面临着猪价的下行期，而一旦猪价跌至成本线以下，这时候因为规模的扩大往往承受着更大的亏损，如何解决规模扩张之后的后顾之忧是企业需要重点考虑的问题。如何在猪价下行期对冲猪价波动的风险，获得稳定的养殖利润较为关键。

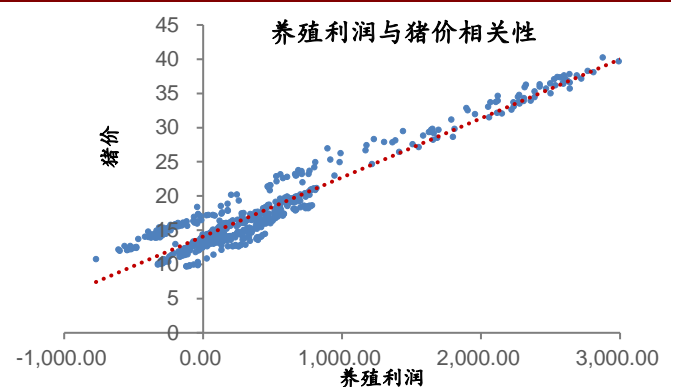
简单来说，企业的养殖利润=头均养殖利润×出栏量。头均养殖利润波动大，既是机遇又是风险，生猪养殖规模有赖于企业盈利带来的扩大再生产。虽然在猪价上行期有资金支持扩大再生产，但在下行期规模扩大后反而带来亏损大幅增加，这就是养殖企业目前面临的窘境，规模扩大了但面临的困难也变大了。就养殖企业来说，如何改善养殖利润是当前需要解决的主要问题，而生猪单头利润=生猪价格-养殖成本，核心就是对未来生猪价格以及养殖成本管控。从历年生猪价格来看，生猪价格具有波动大和周期性特征。同时，养殖成本中饲料成本占比最大，且波动最大。因此，如何有效管控未来生猪销售价格和饲料原料成本，增厚养殖利润，成为生猪养殖企业稳健盈利的关键问题，而养殖利润和猪价走势的相关性高达 80%以上，可以说猪价对企业养殖利润产生了决定性作用，对冲猪价波动的风险是猪价下行期企业需要考虑的最核心问题。而优化成本更多是长期的战略考量，安稳度过行业低谷期才能行稳致远。

图 26：生猪养殖利润（单位：元/头）



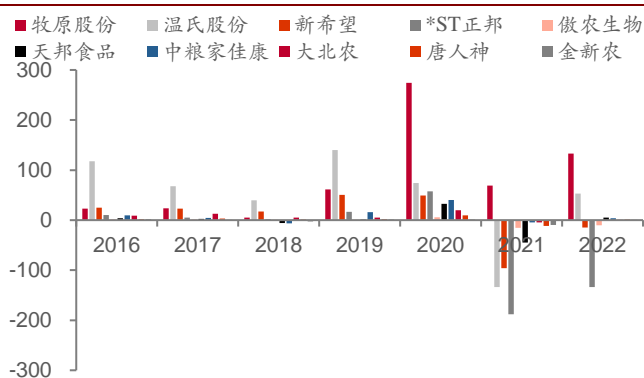
资料来源：WIND、招商期货

图 27：养殖利润与猪价相关性



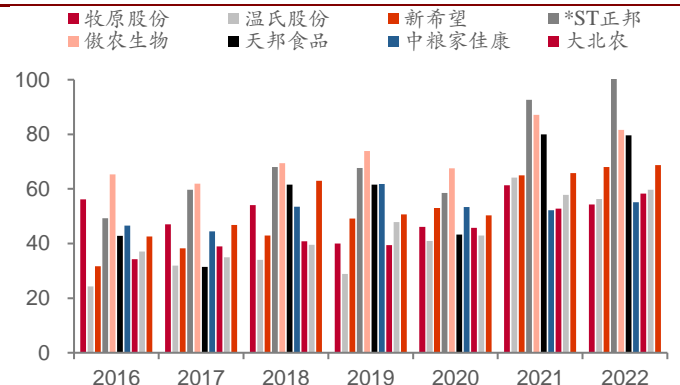
资料来源：WIND、招商期货

图 28：生猪企业净利润（单位：亿元）



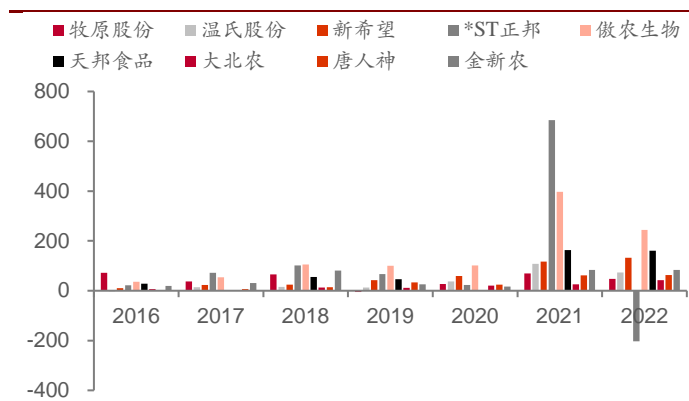
资料来源：WIND、招商期货

图 29：资产负债率（单位：%）



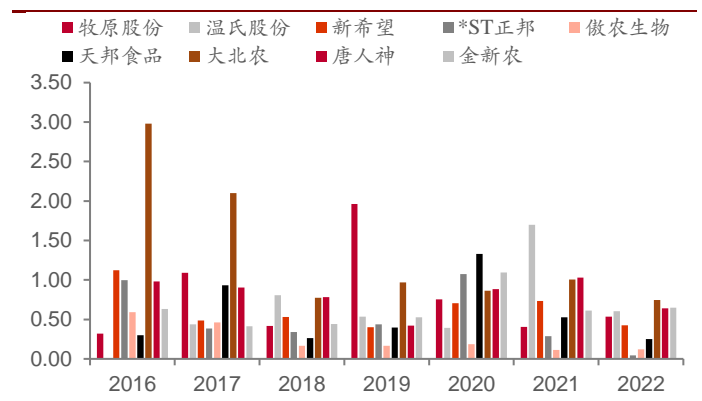
资料来源：WIND、招商期货

图 30: 净负债率 (单位: %)



资料来源: WIND、招商期货

图 31: 现金短债比

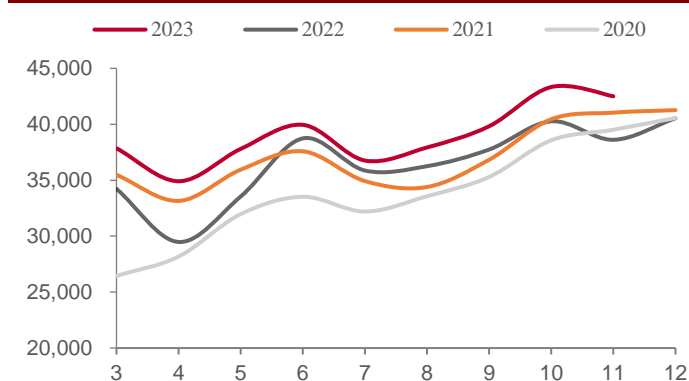


资料来源: WIND、招商期货

(五) 需求承接力度不足

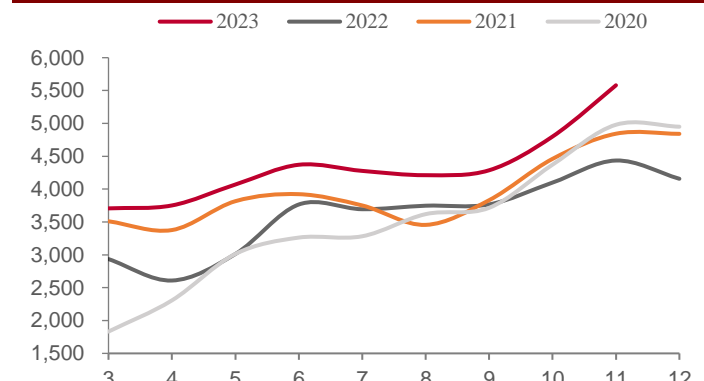
从宏观消费数据来看, 截止 11 月份, 社会消费品零售总额 42505 亿元, 同比增长 10.1%。1-11 月份, 社会消费品零售总额 427945 亿元, 同比增长 7.2%。上年基数较低, 随着疫情影响退去, 各地扩内需、促消费政策逐步落地显效, 消费场景不断拓展, 消费需求进一步释放。餐饮消费延续恢复性增长, 居民出行意愿大幅上升, 随着多样化、特色化餐饮消费供给不断丰富, 居民各类餐饮消费需求持续恢复。11 月份, 商品零售 36925 亿元, 同比增长 8.0%; 餐饮收入 5580 亿元, 增长 25.8%。1-11 月份, 商品零售 380460 亿元, 同比增长 5.9%; 餐饮收入 47485 亿元, 增长 19.4%。但我们也需要注意到, 当前消费者信心指数处于低位, 节假日出行人数多但人均消费不佳, 当前居民消费能力和消费意愿仍有待提升, 叠加农产品供应充足, 今年居民消费价格指数较弱。

图 32: 社会消费品零售总额当月值 (单位: 亿元)



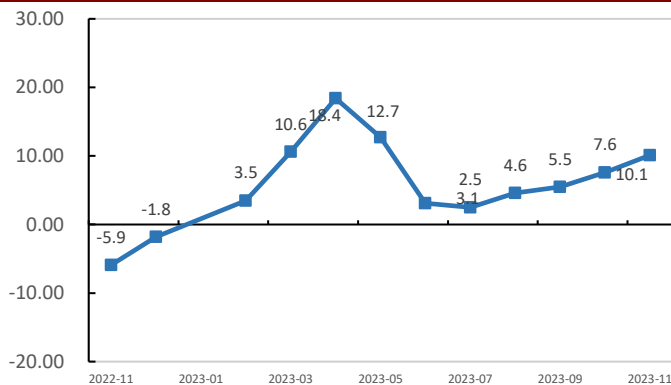
资料来源: 统计局, 招商期货

图 33: 餐饮收入当月值 (单位: 亿元)



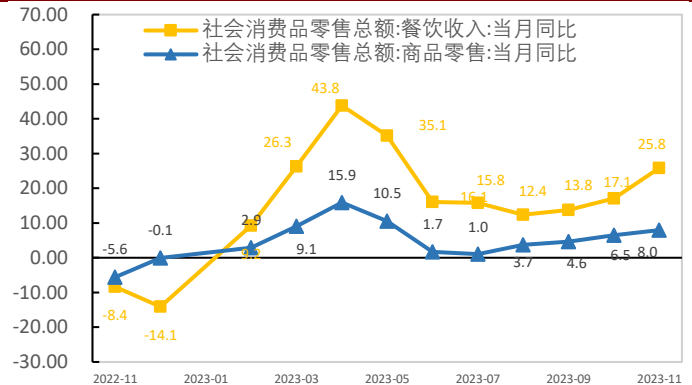
资料来源: 统计局, 招商期货

图 34: 社会消费品零售总额当月同比 (单位: %)



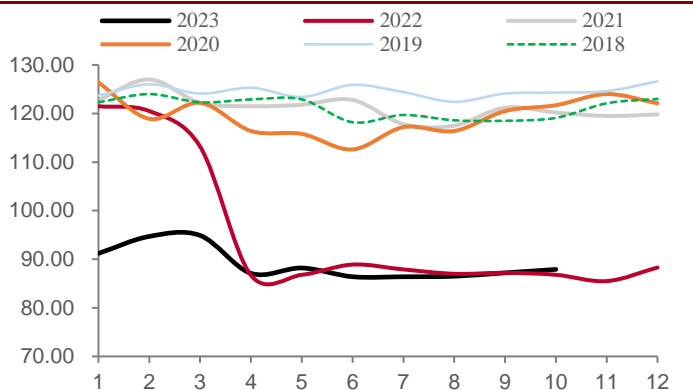
资料来源: 统计局, 招商期货

图 35: 按消费类型分零售额同比增速 (单位: %)



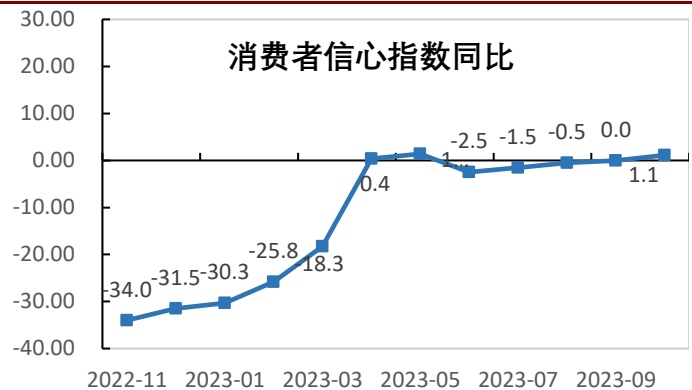
资料来源: 统计局, 招商期货

图 36: 国内消费者信心指数



资料来源: 统计局, 招商期货

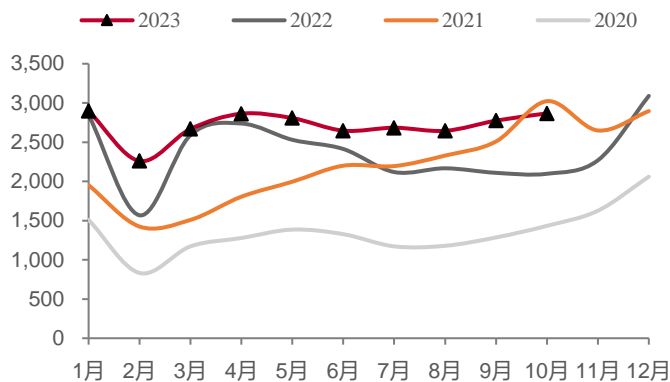
图 37: 消费者信心指数同比 (单位: %)



资料来源: 统计局, 招商期货

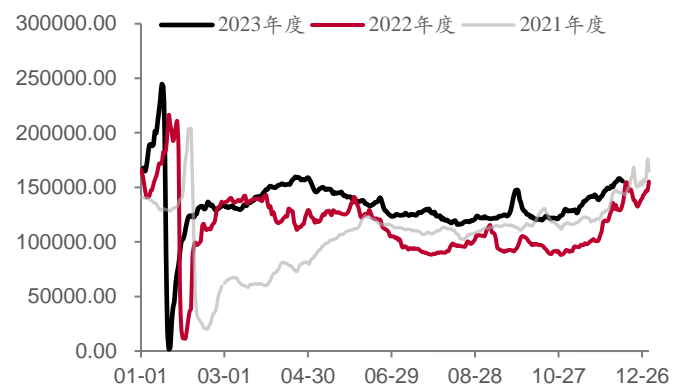
从生猪屠宰量数据来看, 今年全国前 10 个月生猪定点屠宰企业累计屠宰量 27114 万头, 同比增加 16.98%。从钢联数据日度屠宰量来看, 截止目前累计屠宰量 4611 万头, 同比增幅 17.78%。虽然屠宰量较去年同期明显增加, 但从屠宰企业鲜销率来看, 今年下半年鲜销率一直低于去年同期, 且在年底剪刀差有所扩大, 目前鲜销率为 89.85%, 同比下降 3.64%。相应的今年屠宰企业库容率较去年同期明显增加, 不仅和去年剪刀差扩大, 今年年底库容率还反季节性累积。截止目前库容率为 24.71%, 同比增加 7.81%。屠宰量大幅增加, 但鲜销率下降, 库容率上升, 说明需求端承接不了这么大的供应, 所以从屠宰量和价格走势表现来看, 除了 2 月底和 7 月底猪价反弹外, 其余时间都是量增价跌, 屠宰企业今年大多数时间都是亏损。近期伴随着猪价跌至低位, 腌腊需求有起色, 才再度出现量价齐升的情况。但腌腊过后, 猪价预计将再次承压。从白条市场走货量来看, 今年市场销量还是好于去年, 只不过因为都是降价销货, 便觉得销量不好, 需求差。总体而言, 从需求端表现来看, 虽然需求同比转好, 但供大于求, 需求端承接力度不足, 猪价承压, 降价走货。

图 38: 生猪定点屠宰企业屠宰量(单位: 万头)



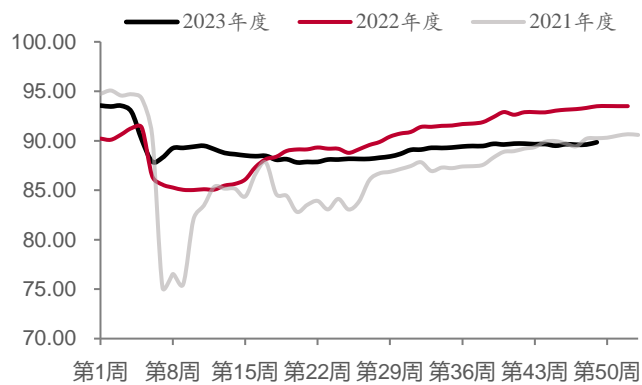
资料来源: 农业部, 招商期货

图 39: 生猪日度屠宰量(单位: 头)



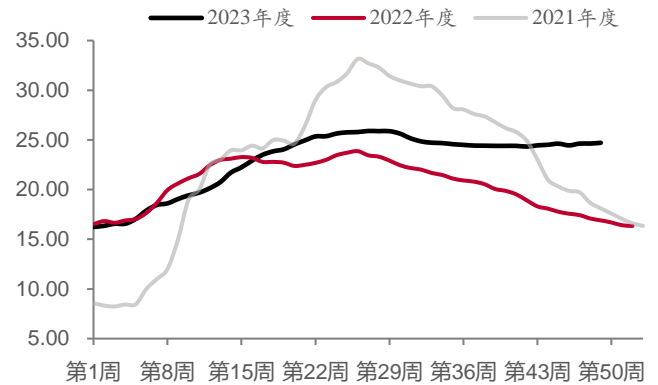
资料来源: 钢联数据, 招商期货

图 40: 重点屠宰企业鲜销率(单位: %)



资料来源: 钢联数据, 招商期货

图 41: 重点屠宰企业库容率(单位: %)



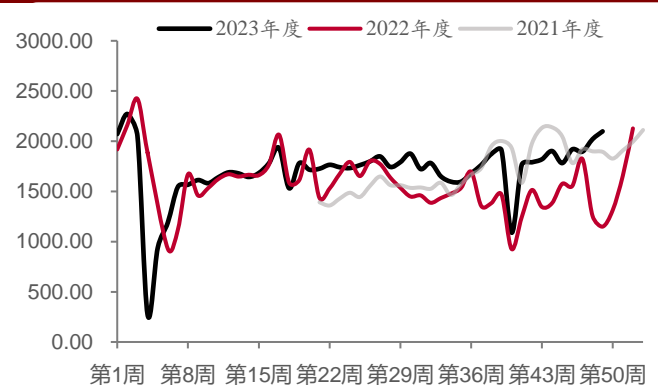
资料来源: 钢联数据, 招商期货

图 42: 屠宰量-猪价(单位: %)



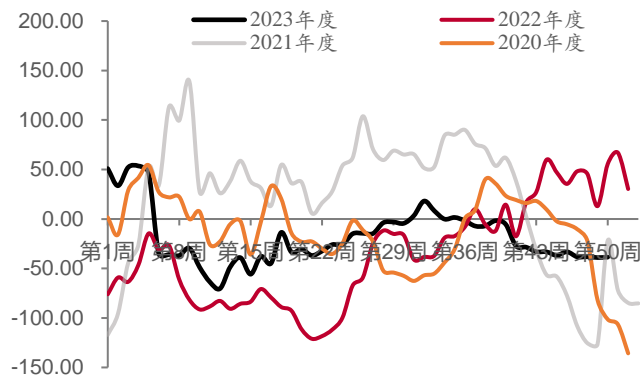
资料来源: 钢联数据, 招商期货

图 43: 北京新发地市场白条猪批发日均上市量(单位: 头)



资料来源: 钢联数据, 招商期货

图 44: 屠宰毛利润(单位: 元/头)



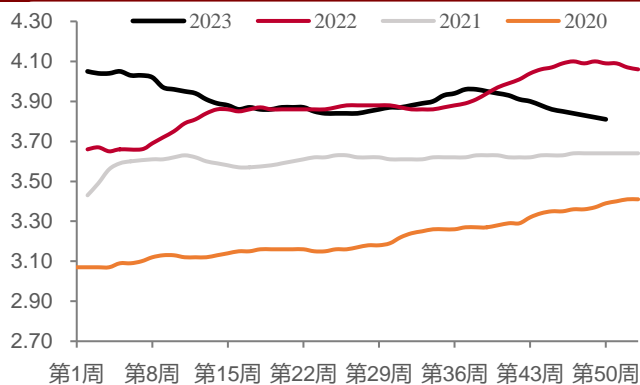
资料来源: 钢联数据, 招商期货

(六) 饲料成本下移, 收储提振有限

猪料生产成本中, 原料玉米、豆粕占比达 70%-80%, 其中玉米成本占比接近一半, 玉米价格与育肥猪配合料价格走势相关性高达 78%, 所以玉米价格走势对猪料价格波动起到决定性影响。豆粕价格与育肥猪料价格相关性明显低于玉米, 影响权重较玉米低。其他蛋白原料和能量原料也与豆粕及玉米价格变动关系密切, 而玉米与豆粕价格走势在大方向上保持一致, 因此要分析猪料价格波动背后的原因就需要分析玉米价格波动的原因。饲料原料玉米和大豆都处于扩产周期, 供应增加, 年底饲料原料价格重心持续下移, 带动猪料价格下行。今年玉米均价较年初下跌 8%, 豆粕均价较年初下跌约 14%, 猪料价格下跌 5.93%, 不考虑天气影响, 中长期原料价格重心仍可能继续下移, 养殖端亏损也将挤压上游原料端的利润, 生猪养殖成本支撑下移。

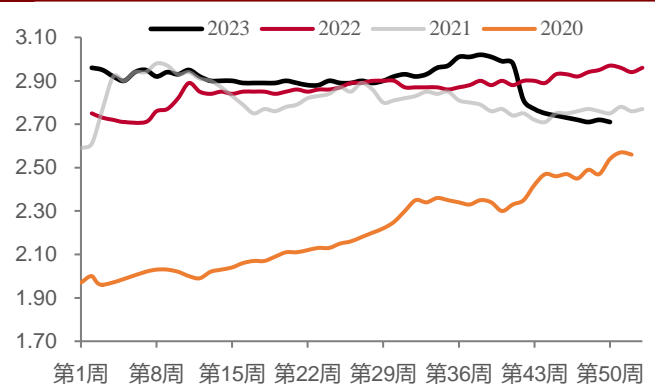
而从政策收储来看, 2022 年 2 月 23 日-4 到 20 日连续 9 周猪粮比低于 5, 收储 16 次, 收储时间从 3 月 3 日持续到 6 月 24 日, 猪粮比从 4.53 回升到 5.78。而今年, 猪价多数时间在 14-17.5 元/公斤之间窄幅震荡, 这导致猪粮比很难达到储备预警调节机制的一级预警, 这样政策托市收储就较难发生, 今年仅有 2023 年 2 月 1 日至 2023 年 2 月 8 日, 2023 年 6 月 28 日至 2023 年 7 月 19 日, 这六周猪粮比短暂的跌破 5, 这期间一共收储 3 次, 11 月虽然猪粮比没有跌破 5, 但仍启动了一次收储。今年一共收储 4 次。今年猪粮比在最低位 4.90 维持两周, 最高 5.97, 猪粮比基本在 5-6 之间徘徊。今年两次猪粮比跌破 5 带动的收储, 都短期促进了猪价的反弹, 但好景不长, 其后猪价再度下跌。

图 45: 育肥猪配合饲料均价(单位: 元/公斤)



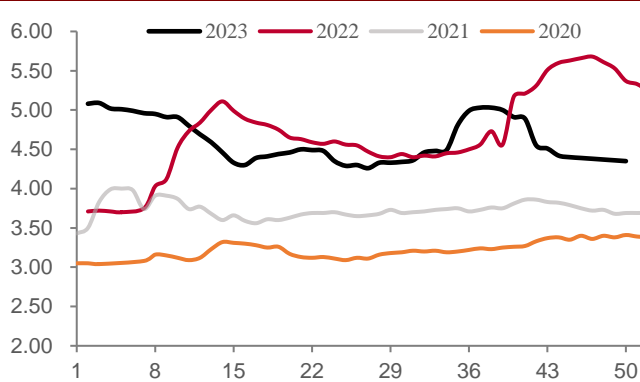
资料来源: 农业部, 招商期货

图 46: 22 个省市玉米均价(单位: 元/公斤)



资料来源: WIND, 招商期货

图 47: 22 个省市豆粕均价(单位: 元/公斤)



资料来源: WIND, 招商期货

图 48: 历年收储情况统计

年份	计划收储次数	计划收储量(万吨)	收储月份
2018	1	1	1
2019	3	11	3
2021	4	8.3	7/10
2022	16	51.8	3/4/5/6
2023	4	7.9	2/7/11

资料来源: 华储网, 招商期货

图 49: 发改委猪粮比



资料来源: 发改委, 招商期货

图 50: 猪肉储备预警调节机制

猪肉储备预警调节机制			
	预警分级		储备调节
	三级预警	二级预警	
过度下跌	猪粮比价低于6:1	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	暂不启动临时储备收储
	二级预警	当猪粮比价低于5:1, 或能繁母猪存栏量单月同比降幅达到10%, 或能繁母猪存栏量连续3个月累计降幅超过10%时	视情启动
	一级预警	当猪粮比价低于4:1, 或能繁母猪存栏量单月同比降幅达到15%, 或能繁母猪存栏量连续3个月累计降幅超过15%时	启动临时收储
过度上涨	三级预警	当猪粮比价高于9:1时	暂不启动储备投放
	二级预警	当猪粮比价连续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在30%-40%之间	启动储备投放
	一级预警	当猪粮比价高于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%时	加大投放力度

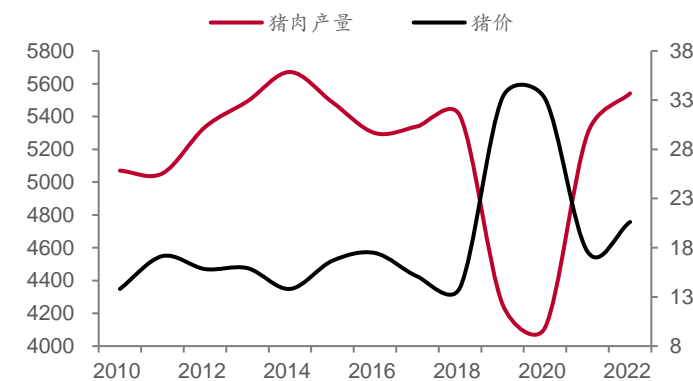
资料来源: WIND, 招商期货

三、供给变化方向决定价格方向

(一) 猪价和猪肉产量呈现负相关关系

猪价和猪肉产量呈现负相关关系，当期猪价和 10 个月前能繁母猪也呈现负相关关系。供应端的变化对猪周期的形成起着至关重要的影响。而能繁母猪产能又决定了生猪的供应，因此能繁母猪的产能周期决定了猪价周期。2022 年 4 月开始的这轮猪周期，主要是养殖亏损驱动的去产能，去产能时间较短，仅持续了 11 个月，能繁母猪较高点下降 8.5%，此后产能又快速增加。对比 2010-2014 年这段时间，去产能持续 20 个月，能繁母猪较高点下降 7.7%。能繁母猪更多的决定了长周期供应进而决定长周期的猪价走势，而出栏节奏、出栏体重及二育改变了中短期供应节奏，影响了中短期猪价走势。猪肉总消费量等于总人口乘以人均消费量，前期人口及人均消费均呈现长期的上行态势，但猪价仍呈现周期性波动，消费端的变化对猪价的周期波动影响不大。今年猪肉产量继续增加，对应猪价也相应走弱。

图 51：猪肉产量-猪价（单位：万吨、元/吨）



资料来源：统计局、WIND、招商期货

图 52：累积猪肉产量（单位：万吨）



资料来源：统计局、招商期货

(二) 供强需弱，成本下移，区间震荡

据 USDA 预估，今年猪肉产量为 5650 万吨，同比增加 1.97%，产量继续增加，进口量预计为 227 万吨，同比增加 7.06%，今年产能一直处于正常保有量以上，生产效率提升带动猪肉产量增加，但需求承接力度不足，使得猪价全年偏弱运行。二元母猪价格一直弱势，反映补母猪积极性不高，在目前大集团都大量养后备的情况下，母猪补栏积极性下降。同时也使得能繁存栏量不易受疫病影响，因为母猪能很快补充上来。上半年仔猪价格维持高位，卖仔猪利润较好也降低了能繁淘汰的积极性。加上大集团能繁母猪稳中有增，这就使得能繁母猪产能去化缓慢，有望长时间维持高位，产能充裕情况下，猪价重心将逐步下移。以目前情况推算当期补栏仔猪对应明年 5 月出栏成本预计在 14 元/公斤之间，较年初高位的 18 元/公斤左右大幅下降，主要是仔猪成本和饲料成本均较年初明显下降，这将带动猪价成本支撑下移。全年维持负基差和负价差的状态，主要还是近端供需压力大，现货价格偏弱，但市场远期预期偏乐观，不过年底随着需求端持续不及预期，乐观预期被逐步修复，基差一度转正。明年虽然供应略降，但仍偏充裕，养殖成本下降也将压低猪价重心，去产能背景下，猪价或将先抑后

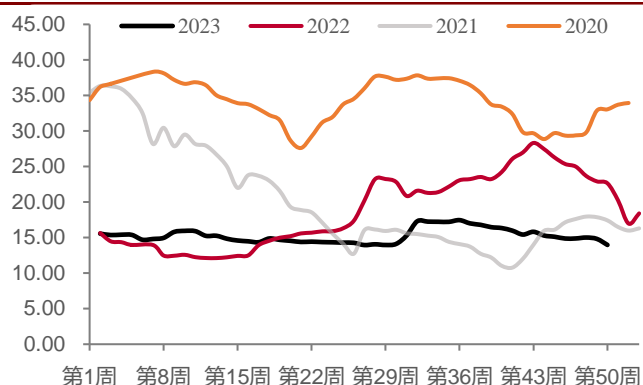
扬，中长期区间震荡。

表 1: 国内生猪供需平衡表 (单位: 万吨)

指标名称	猪肉:产量: 中国	猪肉:进口 量:中国	猪肉:总供 应量:中国	猪肉:国内 消费量:中 国	猪肉:出口 量:中国
2015	56,454.00	955.00	57,409.00	57,180.00	229.00
2016	54,255.00	2,021.00	56,276.00	56,086.00	190.00
2017	54,518.00	1,501.00	56,019.00	55,812.00	207.00
2018	54,040.00	1,457.00	55,497.00	55,295.00	202.00
2019	42,550.00	2,450.00	45,000.00	44,865.00	135.00
2020	36,340.00	5,277.00	41,617.00	41,517.00	100.00
2021	47,500.00	4,328.00	51,828.00	51,724.00	104.00
2022	55,410.00	2,125.00	57,535.00	57,434.00	101.00
2023	56,500.00	2,275.00	58,775.00	58,683.00	92.00
2024	55,950.00	2,300.00	58,250.00	58,140.00	110.00

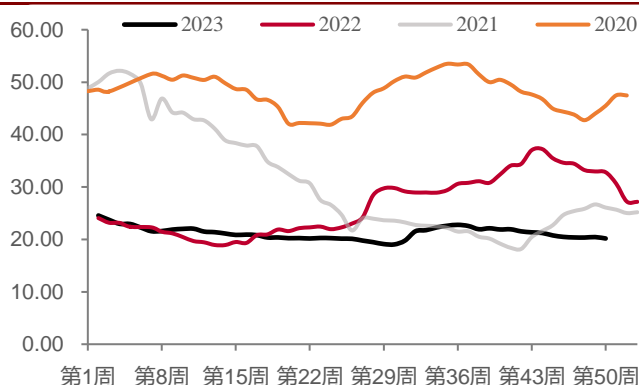
资料来源: USDA, 招商期货

图 53: 22 个省市生猪平均价(单位: 元/公斤)



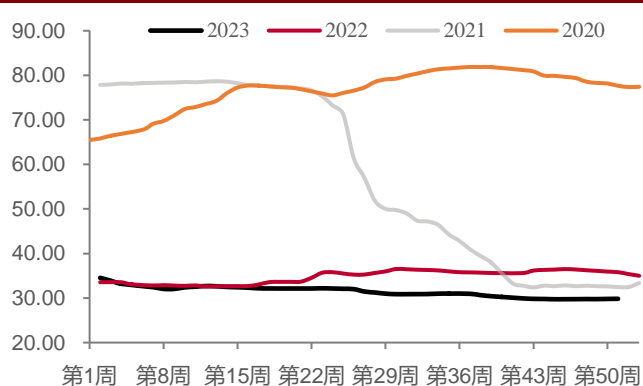
资料来源: WIND, 招商期货

图 54: 22 个省市猪肉平均价(单位: 元/公斤)



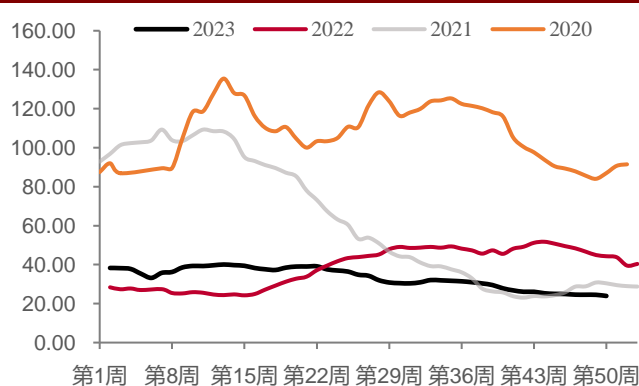
资料来源: WIND, 招商期货

图 55: 二元母猪周度平均价(单位: 元/公斤)



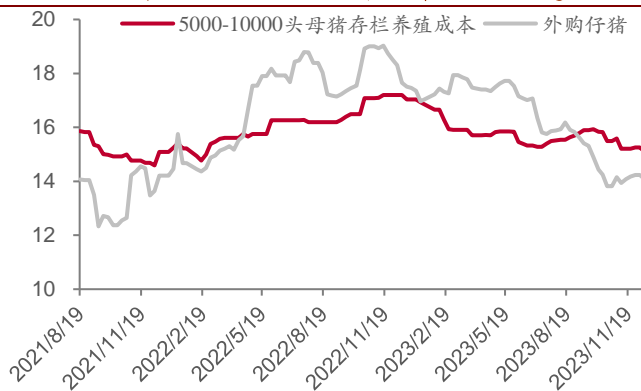
资料来源: WIND, 招商期货

图 56: 22 个省市仔猪周度平均价(单位: 元/公斤)



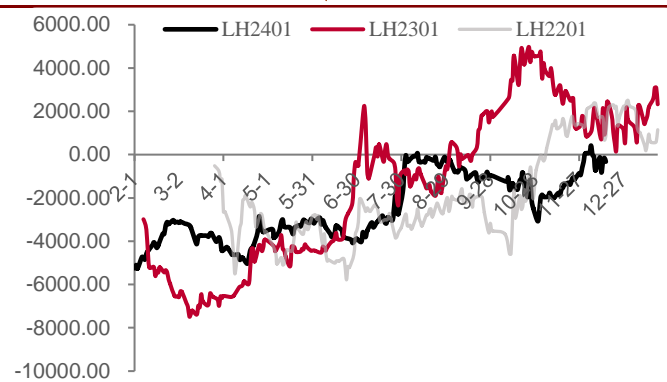
资料来源: WIND, 招商期货

图 57: 仔猪育肥至标猪出栏成本(单位: 元/kg)



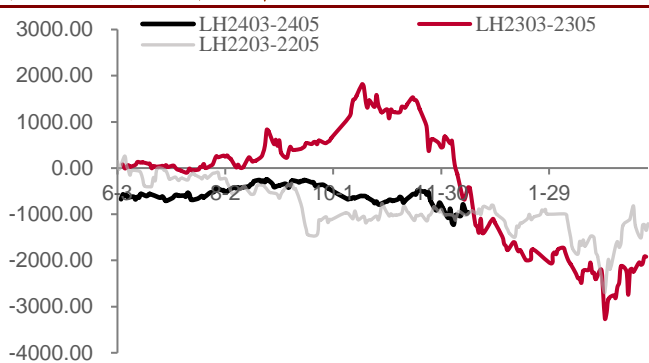
资料来源: 涌益咨询, 招商期货

图 58: 生猪 01 合约基差(单位: 元/吨)



资料来源: WIND, 招商期货

图 59: 生猪 35 价差(单位: 元/吨)



资料来源: WIND, 招商期货

四、未来市场展望

展望明年的市场行情, 明年一季度对应的能繁母猪产能高于今年一季度, 在能繁母猪产能充足的情况下, 生产效率仍有所提高, 一季度供应压力仍大, 叠加一季度为季节性需求淡季, 明年春节后可能出现消费淡季与生猪出栏量增加两碰头的情况, 届时猪价仍将承压下行, 加上成本支撑下移, 猪价可能跌破今年低点。不过亏损时间拉长或将进一步加速去产能。一季度之后, 对应着 10 个月前能繁母猪产能逐步下降, 且随着需求逐步回暖, 猪价重心有望逐步抬升, 年底旺季需求或将提振猪价走高, 明年猪价或将先抑后扬。若明年一季度能繁加速去化, 年底猪价高点或值得期待。目前虽然产能逐步去化, 但仍处于合理水平之上, 且行业整体成本下移, 预计中长期猪价仍将宽幅震荡, 总体在 12-18 元/公斤之间运行, 届时疫病或其他因素导致供应端的变化或改变价格运行区间。基差波动区间或将进一步收敛, 市场乐观预期或将降温, 正基差出现时间可能增加, 价差预计伴随猪价走势先抑后扬。

风险点: 疫病, 天气及物流风险。

研究员简介

王真军：招商期货研究所农业首席，兼研究所所长助理，中南大学数理金融硕士，曾就职于国内某大型现货企业负责期货套期保值工作。在多年的研究和投资工作中，逐步形成了较系统的商品投研框架体系，并对商品的定价和投资策略有较深刻地认识。拥有期货从业人员资格（证书编号：F0282372）及投资咨询资格（证书编号：Z0010289）。

马幼元：招商期货研究所饲料养殖研究员，中国农业大学农学硕士。从业至今一直从事饲料养殖产业链研究及投资策略开发，多次组织产业链深度调研，在业内权威期刊发表多篇文章，对饲料养殖产业链投研有独到见解。拥有期货从业人员资格（证书编号：F03106620）及投资咨询资格（证书编号：Z0018356）。

重要声明

本报告由招商期货有限公司（以下简称“本公司”）编制，本公司具有中国证监会许可的期货投资咨询业务资格（证监许可【2011】1291号）。《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告发布的观点和信息仅供经招商期货有限公司评估风险承受能力为C3及C3以上类别的投资者参考。若您的风险承受能力不满足上述条件，请取消订阅、接收或使用本研报中的任何信息。请您审慎考察金融产品或服务的风险及特征，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。

本报告基于合法取得的信息，但招商期货对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述品种买卖的出价或对任何人的投资建议，招商期货不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。投资者据此作出的任何投资决策与本公司、本公司员工无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可取代自己的判断。除法律或规则规定必须承担的责任外，招商期货及其员工不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本报告版权归招商期货所有，未经招商期货事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。