

周期转衰如长暮，下行路远待春复

报告要点

近期二育分流供应压力，猪价止跌反弹。二季度受前期仔猪出生数微降影响，出栏压力暂时放缓。但是 2025 年 2 月能繁母猪、新生仔猪数均创新高，预计 2025 年下半年商品猪供应压力将继续增长，下行周期路漫漫。

摘要

展望 2025 年生猪市场：

（一）供给方面：

当前，栏舍利用率偏低，肥标价差吸引二育参与，行业均重持续缓慢增加，商品猪出栏压力被暂时分流，但同时也在向后期积压活体库存。

中期来看，需要关注累库何时释放的风险，但是由于 2024 年 10 月~12 月新生仔猪数量小幅下降，预计二季度商品猪出栏压力暂时缓解，猪价有望出现小反弹。不过前期新生仔猪阶段降幅有限，且出生数量绝对值仍偏高，预计反弹幅度有限。

长期来看，2024 年能繁母猪产能持续扩张，2025 年 2 月能繁母猪存栏、新生仔猪数量均创新高，因此下半年商品猪出栏压力将继续增长。

（二）需求方面：

宏观消费环境拉看，猪肉户外、团膳、家庭等消费缺乏利好驱动，猪肉替代品价格低迷。

季节性上，春节过后进入消费淡季，二季度五一假期预计短暂拉动消费，但春夏季节猪肉需求仍以淡季为主，预计下半年随气温下降，以及中秋、腌腊、春节备货驱动，猪肉消费才会逐步向旺季过度。

（三）节奏来看：

二季度，二育尚在累库，分流供应压力，受新生仔猪下降影响，商品猪增量趋势暂缓，消费端有五一节日预期，猪价止跌，小幅反弹。但需要关注上游活体累库的释放风险。

三季度，仔猪影响结束，2024Q4 母猪增产的趋势持续兑现。Q4 养殖场

农业组：

研究员：

李艺华

从业资格号：F3086449

投资咨询号：Z0019380

刘高超

从业资格号：F3011329

投资咨询号：Z0012689

王聪颖

从业资格号：F0254714

投资咨询号：Z0002180

吴静雯

从业资格号：F3083970

投资咨询号：Z0016293

程也

从业资格号：F03087739

投资咨询号：Z0019480

周重延

从业资格号：F03093821

投资咨询号：Z0020578

重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议。中信期货不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。如本报告涉及行业分析或上市公司相关内容，旨在对期货市场及其相关性进行比较论证，列举解释期货品种相关特性及潜在风险，不涉及对其行业或上市公司及相关推荐，不构成对任何主体进行或不进行某项行为的建议或意见，不得将本报告的任何内容据以作为中信期货所作的承诺或声明。在任何情况下，任何主体依据本报告所进行的任何作为或不作为，中信期货不承担任何责任。

为规避冬季疫情损失，习惯性超配母猪，但是 24 年疫情形势平稳，超配产能预计将在 2025Q3 对应较大供应增量。大供应周期压力继续向下。

四季度，2025 年 1 月能繁母猪开始出现小幅下降，理论上 11 月生猪出栏将会减少。但是目前自繁自养尚有盈利，去产能动机持续性不足，2 月能繁环比再次增加。预计随着成本重新抬升，待养殖利润持续亏损后，周期产能拐点或将出现。

风险因素：养殖情绪；需求超预期变化；疫情；政策。

目录

一、 2025 年一季度生猪市场回顾	6
二、 产业成本和利润分析	7
三、 供应分析	8
(一) 长期：母猪→生猪出栏	8
1. 母猪扩产开始兑现	8
2. 淘汰母猪小加速	9
3. 生产效率	10
4. 小结：2025 年出栏压力整体增长	11
(二) 中期：仔猪→生猪出栏（5~6 个月）	12
(三) 短期：压栏二育→肥猪出栏（1~2 个月）	13
1. 春节前：生猪抛售、肥标扩大	13
2. 春节后：均重抬升、二育增加	13
(四) 进口和冻品库存	14
1. 进口	14
2. 冻品库存	15
四、 养殖集团销量、财务情况	16
(一) 月度销量分析	16
(二) 财务情况分析	16
五、 需求分析	17
(一) 宏观：消费总量受限	17
(二) 季节性：二季度需求淡季	18
(三) 终端白条市场：消费情绪不佳	18
六、 2025 年生猪市场展望	19

图表目录

图表 1： 生猪现货价格	6
图表 2： 生猪期货价格	6
图表 3： 生猪合约基差	7
图表 4： 生猪合约月差	7
图表 5： 豆粕、玉米价格	7
图表 6： 生猪饲料价格	7
图表 7： 生猪养殖成本	8
图表 8： 自繁自养利润	8
图表 9： 能繁母猪存栏量（农业部）	9
图表 10： 不同口径能繁母猪环比变化	9
图表 11： 淘汰母猪数量	9
图表 12： 后备二元母猪价格	9
图表 13： 二元、三元能繁母猪存栏结构	10
图表 14： 窝均健仔数	10
图表 15： 断奶成活率	10
图表 16： MSY 变化	10
图表 17： 2025 年商品猪出栏节奏趋势图	11
图表 18： 月度理论生猪出栏量（仅考虑母猪数量、性能）	11
图表 19： 新生仔猪数量（钢联）	13
图表 20： 仔猪料销量和猪价关系图	13
图表 21： 育肥栏舍利用率	13
图表 22： 肥标价差走势	13
图表 23： 生猪出栏均重	14
图表 24： 销往二育场比例	14
图表 25： 猪肉进口量	15
图表 26： 冻品库容率	15
图表 27： 头部企业月度销量	16
图表 28： 养殖集团平均资产负债率	16
图表 29： 养殖集团平均流动比率	16
图表 30： 居民食品消费支出	17

图表 31： 餐饮行业收入	17
图表 32： 基建房地产趋势	17
图表 33： 替代品牛肉比价	17
图表 34： 生猪屠宰量淡旺季变化	18
图表 35： 肉猪比价	18
图表 36： 日度屠宰量	18
图表 37： 猪肉月度供需预估（考虑出栏节奏调整）	20

一、2025 年一季度生猪市场回顾

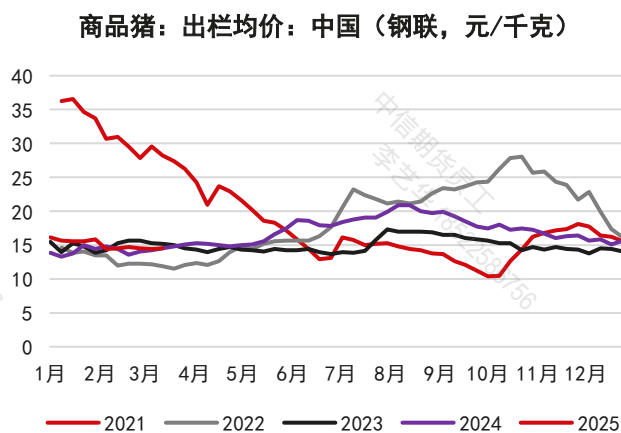
随着 2024 年全国能繁母猪产能开始重新扩张，新一轮下行猪周期从 2024 年 9 月已经拉开帷幕。2025 年一季度，商品猪供应量继续增长，生猪期货、现货价格持续下跌，养殖利润不断缩水，下行周期仍在向下推进。

回顾 2025 年一季度的生猪市场行情：

春节前，上游养殖端抛售心态强烈，散户急于出栏大猪，规模场积极降本销售，生猪供应持续过剩，现货价格从年初的 16 元/公斤左右，到 1 月 22 日跌至 15 元/公斤。春节前不到一周，终端消费市场才出现好转，备货旺季缩短，生猪现货价格小幅反弹至 15.8 元/公斤附近，旺季明显弱于预期。春节过后，消费进入淡季，但是由于节前养殖端大量抛售生猪库存，导致节后淡季的供应冲击减弱，市场价格呈现缓跌趋势。现货从 2 月初的 15.8 元/公斤，到 3 月 13 日，跌至 14.57 元/公斤。当前产业中由于栏舍空置率较高，二育持续入场，冻品也在小幅入库，但是由于月度出栏总量较大，猪价依旧处于下行趋势中。

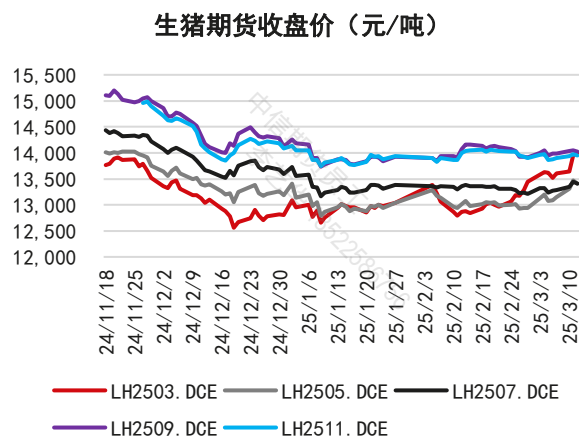
期货市场来看，基于上一年度母猪产能的持续扩张，猪价进入下跌周期，期货市场对于 2025 年的生猪价格持偏空态度，期货价格大幅贴水现货，基差位于高位。春节前市场对于节后淡季的供需关系预期十分悲观，期货价格持续走弱。春节后淡季现货虽然继续下跌，但跌幅不及预期，期货市场缺乏估值继续下探的驱动，维持低位震荡。截至 3 月 12 日，生猪主力 05 合约收盘价 13410 元/吨，基差 1100 元/吨。

图表1：生猪现货价格



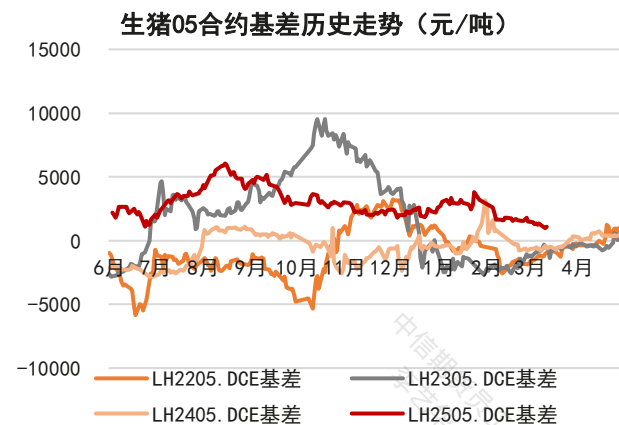
资料来源：钢联 中信期货研究所

图表2：生猪期货价格

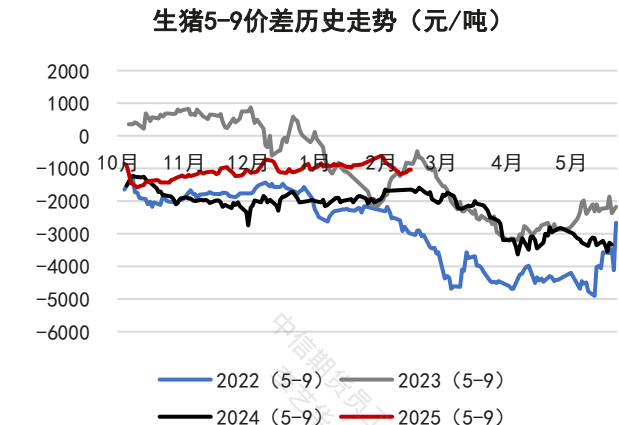


资料来源：Wind 中信期货研究所

图表3：生猪合约基差



图表4：生猪合约月差



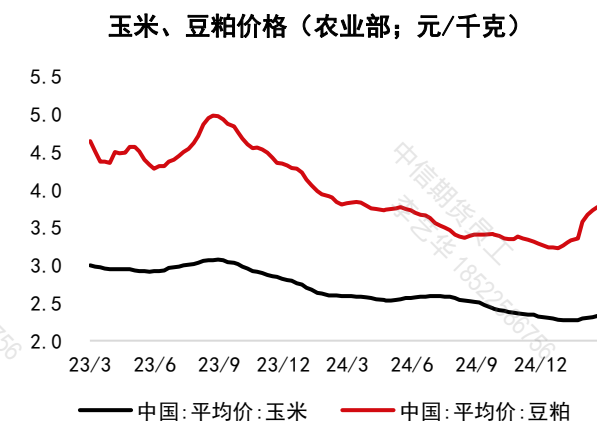
二、产业成本和利润分析

2025 年，国内玉米、豆粕价格触底反弹。USDA 报告下调 24/25 年度大豆产量预估，国际贸易关系紧张，南美不利天气影响阿根廷大豆生长情况，北美新作种植面积预期下调，导致国内大豆进口成本提高，豆粕价格涨幅明显。2025 年初，全国豆粕均价 3.23 元/公斤，截至 3 月 6 日，豆粕均价已涨至 3.76 元/公斤，累计涨幅 16%。

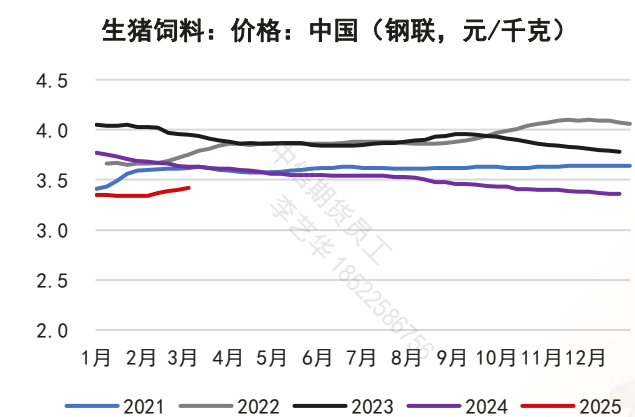
饲料成本占生猪养殖完全成本的 65%以上，饲料原料价格上涨，将传导至生猪养殖成本的增加。据我们测算，2025 年 1 月生猪完全成本约为 13.2 元/公斤，二季度预计完全成本将增加至 13.4 元/公斤左右。生猪养殖成本触底回升。

养殖利润端，成本的增加和猪价的下跌将导致养殖利润减少，2025 年随着商品猪供应逐步增加，预计生猪自繁自养将从盈利切换为亏损状态。当前来看，据 wind 监测，2025 年 3 月 7 日当周，自繁自养利润 33.56 元/头，外购仔猪育肥利润-12.52 元/头。

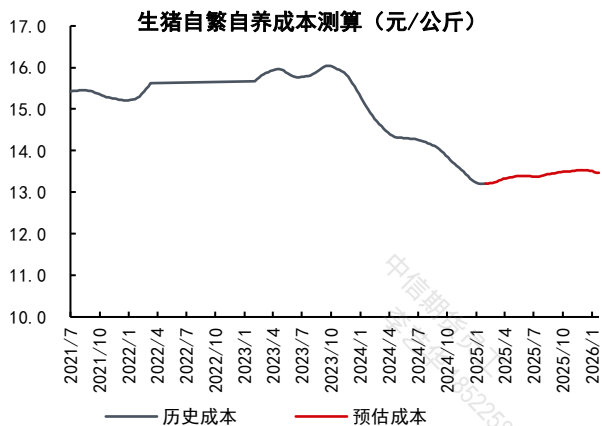
图表5：豆粕、玉米价格



图表6：生猪饲料价格

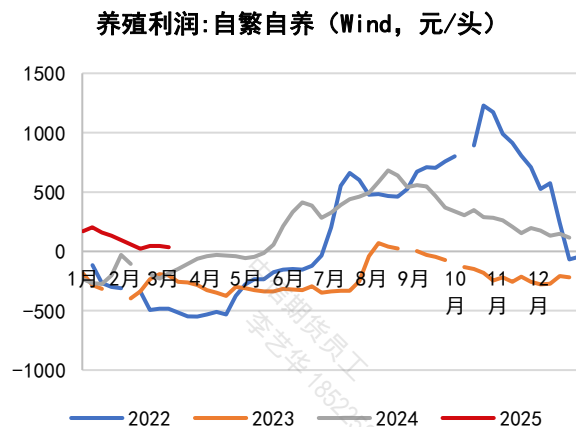


图表7：生猪养殖成本



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表8：自繁自养利润



资料来源：Wind 中信期货研究所

三、供应分析

（一）长期：母猪→生猪出栏

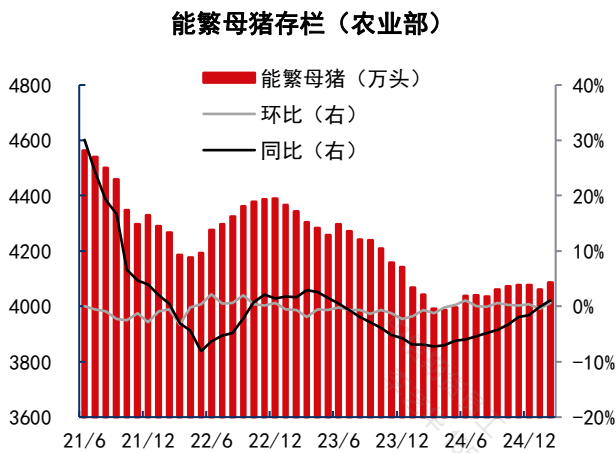
1. 母猪扩产开始兑现

2024 年产能扩张正在逐步兑现。能繁母猪存栏量的变化按照养殖周期，将会影响 10~11 个月之后的生猪出栏量。据农业部监测，2024 年 5 月~2024 年 12 月，随着上一轮猪价上涨，养殖企业利润扩大，行业也随之进行了一轮产能扩张，全国能繁母猪存栏量从 2024 年 5 月前的 3986 万头，到 2024 年 12 月已经增长至 4078 万头，累计增幅 2.3%，产能存栏已经超过正常保有量的 4.6%。按照产能节奏进行推演，2025 年迎来产能扩张的兑现期，预计随着能繁母猪存栏的持续增加，2025 年 1 月~10 月，我国商品猪出栏量将呈现逐步递增的趋势，供应压力不断加码。此外，结合三方机构的样本数据，钢联农产品监测的能繁母猪存栏量在 2024 年 3 月~12 月持续扩张，涌益咨询监测的能繁母猪存栏量在 2024 年 2 月~2025 年 1 月持续扩张，均显示了过去一年当中行业扩产的趋势，因此 2025 年生猪市场将面临较大的供应压力。

2025 年初母猪增产趋势开始松动。随着商品猪供应量开始增加，猪价见顶下行，养殖利润不断缩水，也引发了养殖企业对于 2025 年生猪市场的谨慎情绪。据农业部监测，2025 年 1 月，全国能繁母猪存栏量 4062 万头，月环比变化-0.39%，结束了 2024 年母猪产能扩张的趋势。但是养殖利润依旧存在，行业去产能情绪尚不坚定。2025 年 2 月，全国能繁母猪存栏量环比重新增加。

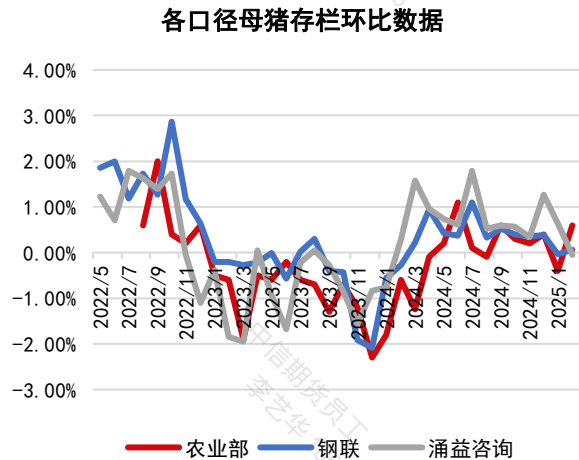
三方机构数据来看，钢联农产品监测的能繁母猪存栏量在 2025 年 1 月也出现了环比-0.04%的降幅，而 2 月环比重新增长 0.06%。涌益咨询监测的能繁母猪存栏量 2025 年 1 月环比+0.63%，2 月环比-0.05%。总体来看，2025 年生猪市场正逐步兑现产能扩张带来的增量压力，生猪价格和养殖利润将继续恶化，但是目前行业的利润和现金流状况尚不足以驱动养殖端持续去化产能，因此新一轮周期的拐点仍需等待。

图表9：能繁母猪存栏量（农业部）



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表10：不同口径能繁母猪环比变化



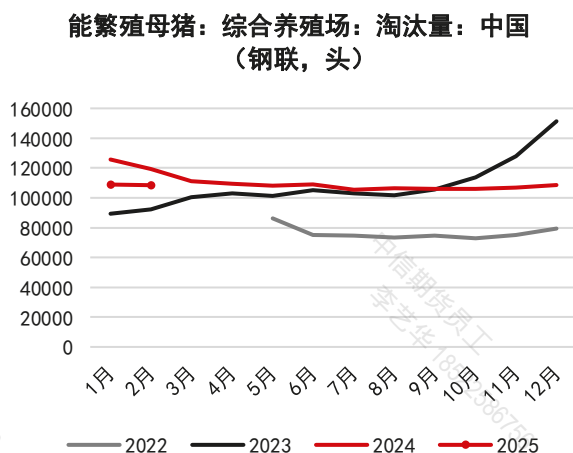
资料来源：Wind 钢联 涌益咨询 中信期货研究所

2. 淘汰母猪小加速

母猪淘汰量环比小加速。2024 年四季度随着猪价见顶回落，上游的养殖情绪也开始降温。2024 年 11 月~2025 年 1 月，养殖场能繁母猪淘汰量环比小幅增加 1%、1%、0.5%，2 月淘汰母猪量环比微降-0.4%。从淘汰母猪的节奏来看，当前较 2023 年下半年的加速淘汰尚有差距。据了解，2024 年冬季以散户外购孕猪产后淘汰、规模场淘汰病弱母猪为主。

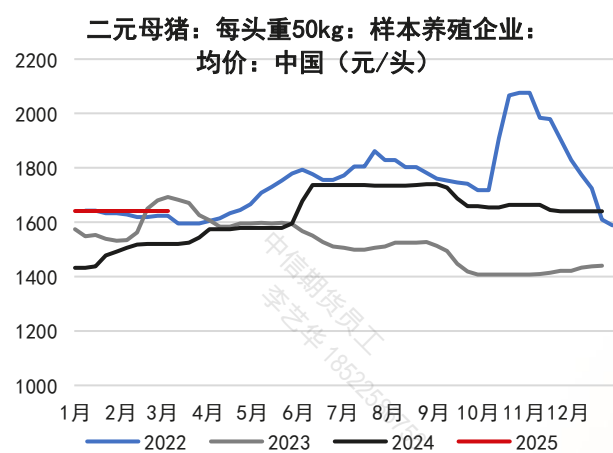
补栏情绪小降温，但仍有补栏。2024 年前三个季度是产能扩张逐步加速期，后备二元母猪价格上涨，母猪补栏需求增加。而 2024 年四季度以来，随着猪价回落，二元母猪价格开始下跌，补栏情绪较有所降温。但是，截至 2025 年 3 月，50kg 二元母猪销售价格 1641 元/头，位于近四年同期中上水平，说明当前行业仍存在一定补栏需求，养殖情绪尚未降至最差。

图表11：淘汰母猪数量



资料来源：钢联 中信期货研究所

图表12：后备二元母猪价格



资料来源：钢联 中信期货研究所

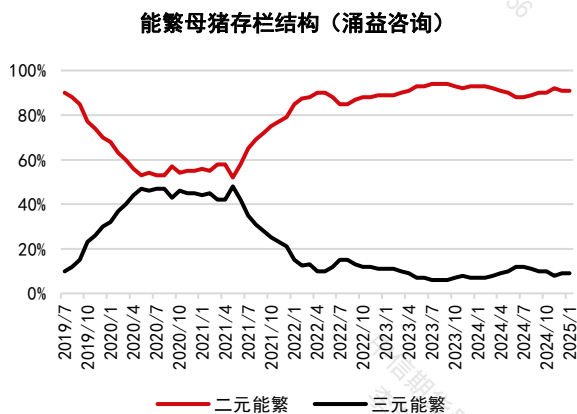
3. 生产效率

换元使 MSY 提升至高水平：2021 年~2023 年三元换二元的过程，导致能繁母猪的平均生产效率快速提高。至 2024 年以前，商品猪出栏在持续享受换元带来的效率红利。

2025 年 MSY 仍有增长空间：2024 年，虽然行业二元母猪比例已经在高位稳定，但是养殖企业仍在精细化管理、优化疫情防控等方面持续投入。分娩存活率、断奶存活率的提高，依旧给 2025 年 MSY 提供增量空间，但增幅可能会放缓。据我们测算：当前行业平均 MSY 达到 21。2024 年 MSY 同比变化+4%，2025 年 MSY 同比变化+1%，生产效率继续保持高位运行，仍有小幅增长空间。

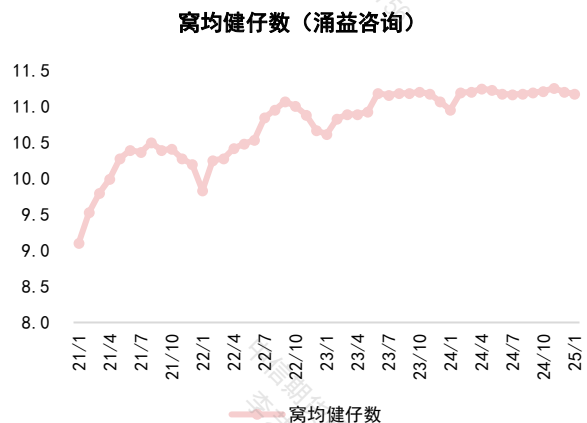
节奏上：1) 历史年份来看，5~7 月份产能兑现效率会出现下滑，与 Q4 冬季疫情导致新生仔猪损失有关。2) 养殖场为防范冬季生猪损失，习惯性超配，但是 2024 年疫情属于相对平稳的一年，2024Q4 超配母猪（配种率数据显示增幅约 1%）或导致 2025Q3 供应进一步增加。

图表13：二元、三元能繁母猪存栏结构



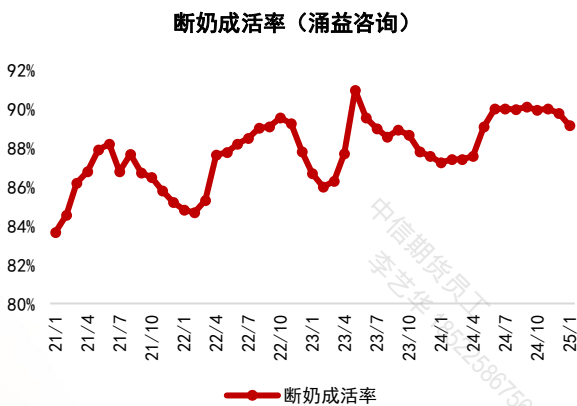
资料来源：涌益咨询 中信期货研究所

图表14：窝均健仔数



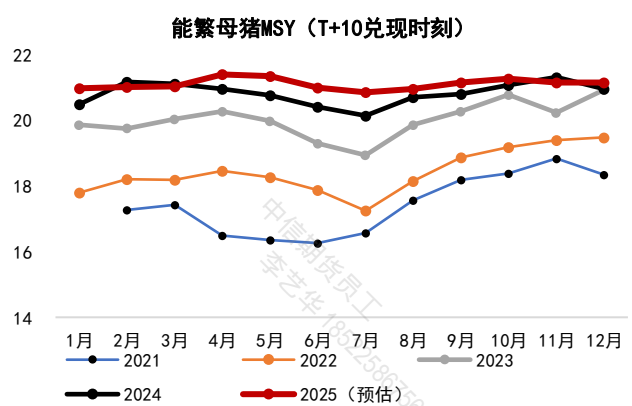
资料来源：涌益咨询 中信期货研究所

图表15：断奶成活率



资料来源：涌益咨询 中信期货研究所

图表16：MSY 变化



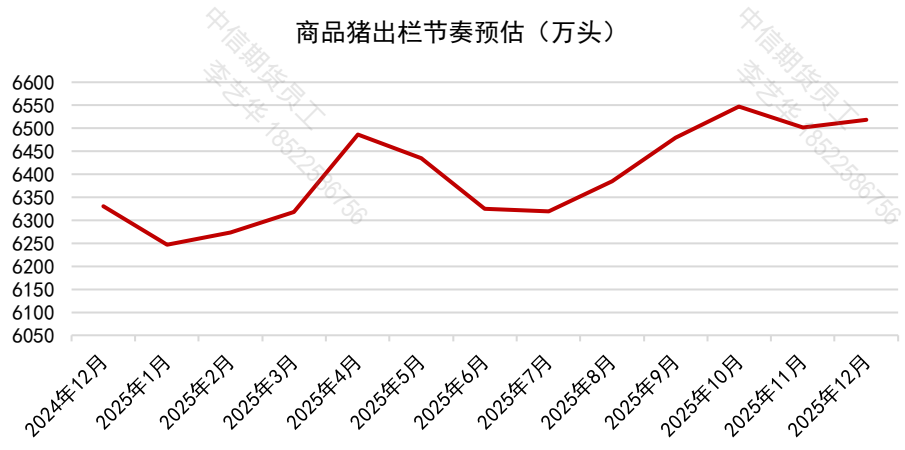
资料来源：涌益咨询 中信期货研究所

4. 小结：2025 年出栏压力整体增长

从母猪产能、效率推演长周期维度的生猪出栏节奏：2025 年，出栏演绎呈现斜向上的“M”型走势，生猪供应震荡增加。

一季度，2024 年母猪产能扩张压力开始兑现，商品猪出栏增加；二季度，因为 24 年冬季分娩、成活率受损，仔猪出生数下滑，商品猪出栏量小幅下降；三季度，产能扩张持续兑现，2024Q4 母猪超配，生猪供应将重新呈递增趋势。四季度，2025 年 1 月母猪存栏小降，但 2 月重新增加，供应压力维持高位波动。

图表17：2025 年商品猪出栏节奏趋势图



资料来源：Wind 中信期货研究所

备注：该节奏仅考虑正常节奏下，能繁母猪对商品猪供应的长期影响，没有考虑短期压栏等养殖情绪的调整。数据方面存在样本代表性、统计口径的差异，如：母猪存栏量包括未配种、怀孕等所有状态；母猪存栏和生产效率的口径差异；农业部口径与国家统计局的口径差异；口径动态调整的滞后性等。

图表18：月度理论生猪出栏量（仅考虑母猪数量、性能）

	万头		万头				
T	T	T-10	T-10	T-10	T-10	T-6	T-6
	出栏量		能繁母猪存栏	MSY	配种率		分娩率
2024 年 1 月	6435	2023 年 3 月	4305	20.48	22.71%	2023 年 7 月	74.65%
2024 年 2 月	6635	2023 年 4 月	4284	21.17	22.56%	2023 年 8 月	75.30%
2024 年 3 月	6587	2023 年 5 月	4258	21.12	22.63%	2023 年 9 月	75.19%
2024 年 4 月	6603	2023 年 6 月	4296	20.96	22.68%	2023 年 10 月	75.11%
2024 年 5 月	6360	2023 年 7 月	4271	20.76	22.59%	2023 年 11 月	73.76%
2024 年 6 月	6111	2023 年 8 月	4241	20.42	22.45%	2023 年 12 月	73.00%
2024 年 7 月	6083	2023 年 9 月	4240	20.14	22.51%	2024 年 1 月	73.50%
2024 年 8 月	6280	2023 年 10 月	4210	20.69	22.55%	2024 年 2 月	74.23%
2024 年 9 月	6370	2023 年 11 月	4158	20.80	21.91%	2024 年 3 月	78.10%
2024 年 10 月	6475	2023 年 12 月	4142	21.07	21.95%	2024 年 4 月	78.50%
2024 年 11 月	6450	2024 年 1 月	4067	21.31	21.99%	2024 年 5 月	78.60%
2024 年 12 月	6330	2024 年 2 月	4042	20.95	22.14%	2024 年 6 月	78.40%

2025 年 1 月	6247	2024 年 3 月	3992	20.97	22.28%	2024 年 7 月	77.80%
2025 年 2 月	6274	2024 年 4 月	3986	21.02	22.29%	2024 年 8 月	78.03%
2025 年 3 月	6318	2024 年 5 月	3996	21.04	22.29%	2024 年 9 月	78.28%
2025 年 4 月	6486	2024 年 6 月	4038	21.40	22.23%	2024 年 10 月	78.44%
2025 年 5 月	6434	2024 年 7 月	4041	21.35	22.32%	2024 年 11 月	77.60%
2025 年 6 月	6324	2024 年 8 月	4036	20.99	22.32%	2024 年 12 月	77.68%
2025 年 7 月	6319	2024 年 9 月	4062	20.85	22.41%	2025 年 1 月	77.32%
2025 年 8 月	6385	2024 年 10 月	4073	20.95	22.42%	2025 年 2 月	77.50%
2025 年 9 月	6480	2024 年 11 月	4078	21.14	22.47%	2025 年 3 月	77.70%
2025 年 10 月	6547	2024 年 12 月	4078	21.26	22.49%	2025 年 4 月	78.00%
2025 年 11 月	6502	2025 年 1 月	4062	21.14	22.55%	2025 年 5 月	78.00%
2025 年 12 月	6518	2025 年 2 月	4086	21.14	22.47%	2025 年 6 月	78.00%

资料来源：Wind 中信期货研究所

（二）中期：仔猪→生猪出栏（5~6 个月）

按照生命周期，从仔猪出生到商品猪出栏，大致经历 6 个月左右的时间。单纯按照母猪存栏量去判断未来商品猪的出栏趋势，可能会因为窝均健仔数等效率环节的提升，影响预估的准确性。因此我们更进一步，仔猪作为母猪配种妊娠后的下一个环节，可以帮助我们对 6 个月之后的商品猪出栏增减方向进行修正。

回顾 2024 年以来全国新生仔猪数量的变化，大体呈现出先快速增加、后高位波动的走势。主要可以分为以下几段节奏：

1) 2024 年 3 月~9 月：新生仔猪数量快速增加。行业 MSY 的提升，以及新一轮母猪产能的扩张，导致 2024 年二、三季度仔猪出生量快速增长。按照 6 个月的兑现周期推演，对应 2024 年 9 月开始商品猪出栏数量的增加，从猪周期的运行节奏来看，生猪现货价格也在 9 月开始从高位逐步下跌。

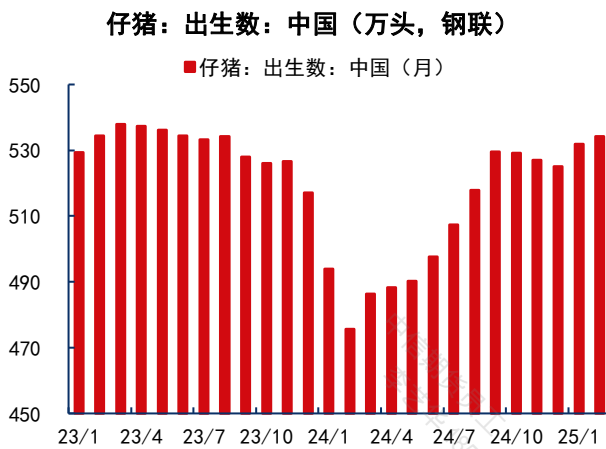
2) 2024 年 10 月~12 月：新生仔猪数量从高位小幅下滑。受冬季疫情影响，新生仔猪存活率下降，导致出生数量环比小幅减少，但是绝对值来看，依旧位于年度内偏高水平。按照育肥时间推算，预计 2025 年二季度商品猪出栏的增量趋势会暂时放缓，但数量上依旧保持高位。

3) 2025 年 1 月~2 月：新生仔猪再创新高。2025 年以来，随着气温回暖，疫情影响减弱，2024 年的母猪产能扩张继续兑现仔猪出生数量的增长。2025 年 1 月~2 月，新生仔猪数环比持续增加，再创 2024 年以来新高，将兑现为 2025 年三季度商品猪出栏量的继续增加。

同样的，仔猪在 21 天哺乳期后开始吃仔猪料（教保料），我们也可以通过仔猪料的销量环比变化编制指数，往后平移 5 个月左右，从旁验证未来商品猪出栏趋势。

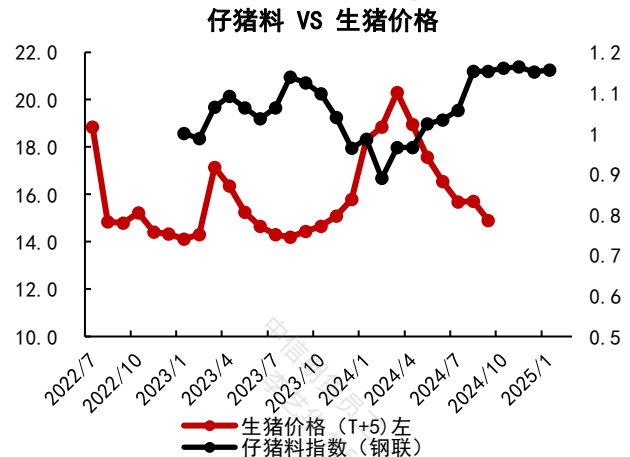
回顾历史仔猪料销量和 5 个月后的商品猪价格走势，可以发现，两者之间呈现较明显的负相关，说明当期仔猪料用量增加，会导致 5 个月后商品猪出栏量增加，驱动猪价下行。而 2024 年二、三季度仔猪料销量持续增加，四季度仔猪料销量保持高位波动，都说明 2025 年猪价整体偏弱的趋势。

图表19：新生仔猪数量（钢联）



资料来源：钢联 中信期货研究所

图表20：仔猪料销量和猪价关系图



资料来源：钢联 中信期货研究所

（三）短期：压栏二育→肥猪出栏（1~2个月）

1. 春节前：生猪抛售、肥标扩大

2024年12月~2025年1月，养殖企业对春节后的猪价预期悲观，提前开始抛售生猪，行业出栏平均体重快速下降，育肥栏舍利润率从2024年12月初的38%，到2025年1月最低降至13%。由于春节前生猪积极出栏，导致市场大猪供需较标猪紧张，肥猪-标猪价差随之扩大。2025年2月初，肥标价差最高达到1.66元/公斤，为近四年来新高。

图表21：育肥栏舍利用率



资料来源：涌益咨询 中信期货研究所

图表22：肥标价差走势



资料来源：钢联 中信期货研究所

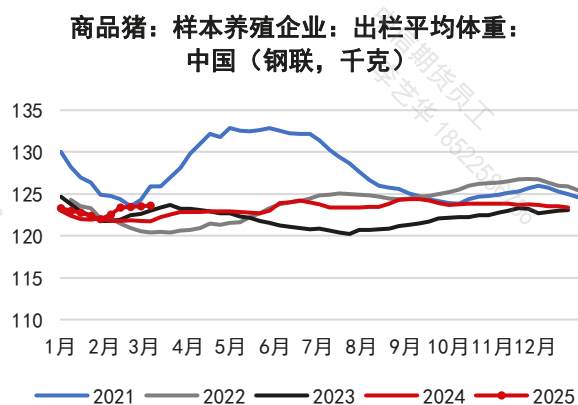
2. 春节后：均重抬升、二育增加

2025年2月，春节假期结束后，由于节前生猪提前销售，导致育肥栏舍空置率较高，而肥猪较大的溢价，也吸引散户二育入场。2月上、中、下旬，生猪出栏后销往二育的比例分别占3.3%、5.5%、4.0%，较

前期明显提高。规模场也开始放慢出栏节奏，存在压栏倾向，生猪出栏均重从2月初的122公斤已经增长至3月的124公斤。

短期的压栏和二育，暂时截留了2月的生猪供应压力，但是上游活体库存累库，将会把供应量后置到后面的1~2个月。并且2月以来，气温回暖后肥猪需求减少，同时大猪供应也随着压栏而开始增加，肥标价差呈现逐步缩小的趋势。待肥标价差回落后，养殖户出栏心态或会出现松动，若前期积压的库存开始释放，将会给市场带来供给冲击。

图表23：生猪出栏均重



资料来源：涌益咨询 中信期货研究所

图表24：销往二育场比例



资料来源：涌益咨询 中信期货研究所

（四）进口和冻品库存

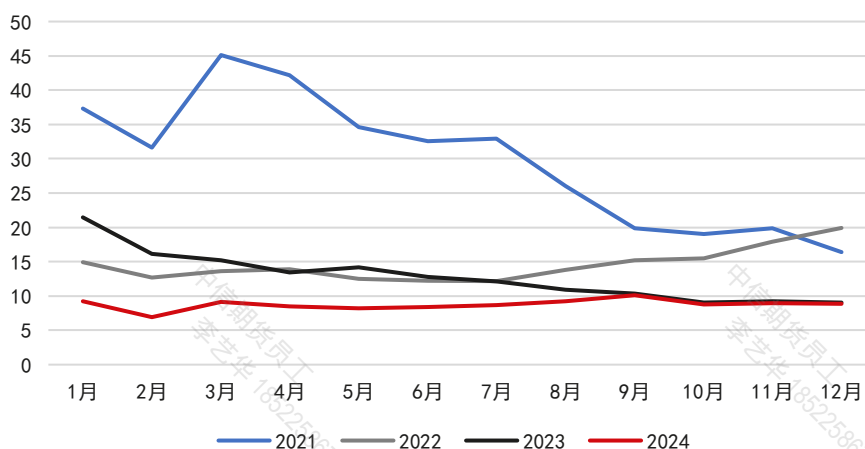
1. 进口

我国对猪肉的进口依赖度较低。除了2019年~2021年因为非瘟导致国内猪肉供应严重不足外，猪肉进口量均保持在较低水平。2024年，我国猪肉产量5709万吨，进口猪肉107万吨，进口仅占比2%。

2025年3月4日，国务院关税税则委员会办公室发布公告，中国对原产于美国的猪肉加征10%关税；2025年3月8日，国务院关税税则委员会办公室发布公告，对原产于加拿大的猪肉加征25%关税。预计猪肉进口关税的提高，将会进一步降低我国从美国、加拿大进口猪肉数量。但是考虑到我国猪肉进口依赖度低，因此对于国内猪肉供需格局影响有限。

图表25：猪肉进口量

新鲜、冰鲜或急冻猪肉：进口数量合计：中国（海关，万吨）



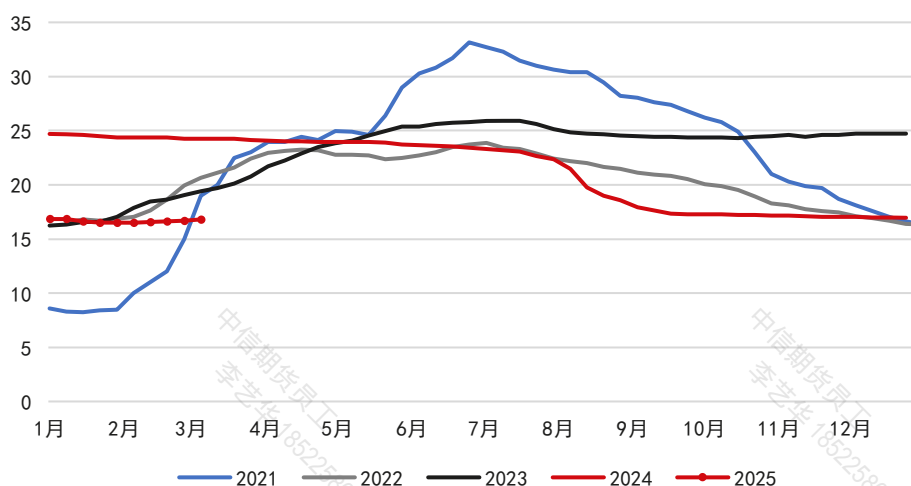
资料来源：钢联 中国海关总署 中信期货研究所

2. 冻品库存

2024 年初，屠宰企业冷冻猪肉库存较多，库容率在 25%左右，经过了持续一年多的去库，2025 年 2 月库容率已经降至 16.5%。陈旧冻品库存消化后，在春节后猪价淡季，屠宰企业再度小幅累库冻品，但是考虑到 2025 年猪肉供应总体充足，累库节奏偏谨慎。2025 年 2 月至 3 月，冻品库容率从 16.5%，小幅提升至 16.8%。

图表26：冻品库容率

冷冻猪肉：重点屠宰企业：库容率：中国（钢联，%）



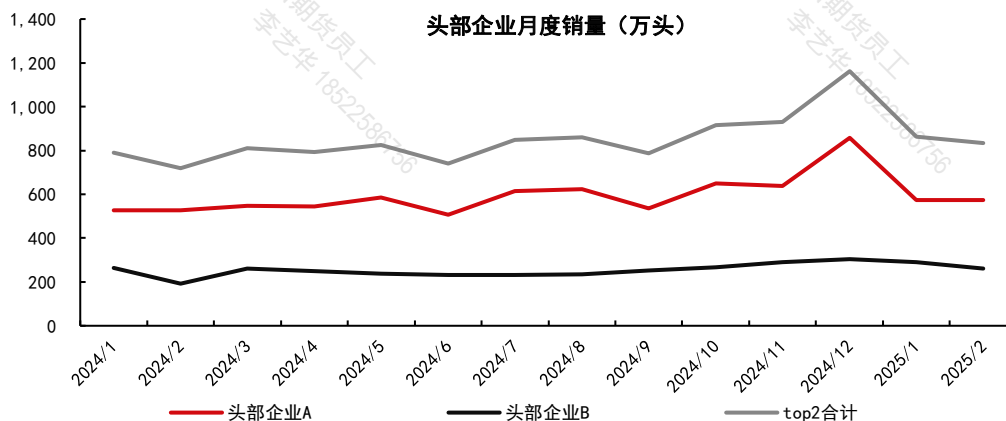
资料来源：钢联 中信期货研究所

四、养殖集团销量、财务情况

（一）月度销量分析

集团场出栏压力提升。2024 年母猪产能持续扩张，头部养殖企业出栏量在 10 月~12 月快速增加，并在春节前集中出栏，头部两家集团场 12 月出栏量合计达 1162 万头，环比+25%。提前出栏也部分透支了 2025 年 1 月~2 月的供应压力，但是由于产能总量的提升，2025 年 1 月、2 月头部两家集团场的出栏量同比上一年度仍提高了 9%、16%。2025 年头部养殖企业的出栏压力较去年明显提升。

图表27：头部企业月度销量

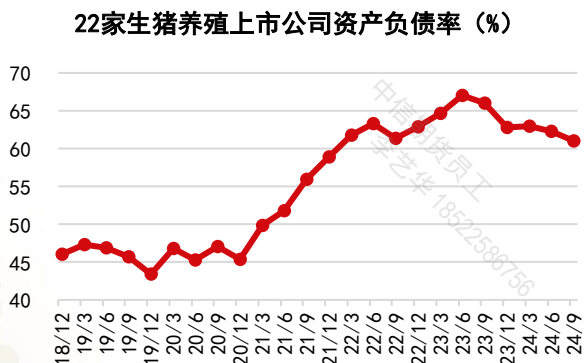


资料来源：Wind 公司公告 中信期货研究所

（二）财务情况分析

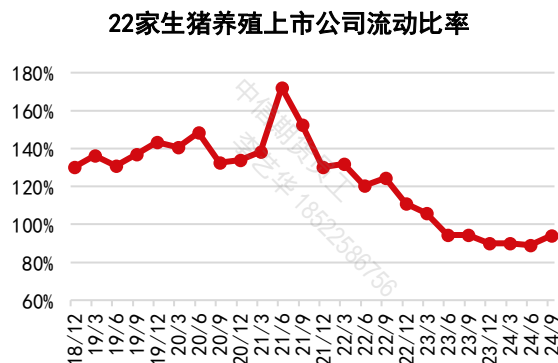
财务尚无明显压力。2023 年行业经过了大规模资本支出+利润亏损后，资产负债率过高，流动比率下降。2024 年，生猪养殖开始盈利，养殖企业逐步回笼资金，平均资产负债率从 67%下降至 60%左右，流动比率也小幅提高。目前，虽然猪价下跌后养殖利润较 2024 年明显缩水，但生猪自繁自养尚有微利，头部企业在扩张节奏方面也相对谨慎，财务状况尚可。

图表28：养殖集团平均资产负债率



资料来源：Wind 公司公告 中信期货研究所

图表29：养殖集团平均流动比率



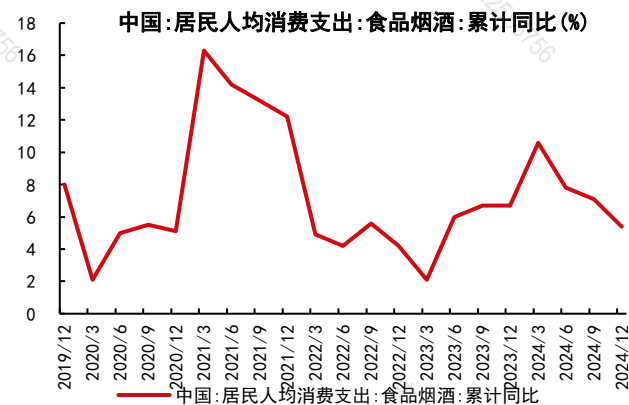
资料来源：Wind 公司公告 中信期货研究所

五、需求分析

（一）宏观：消费总量受限

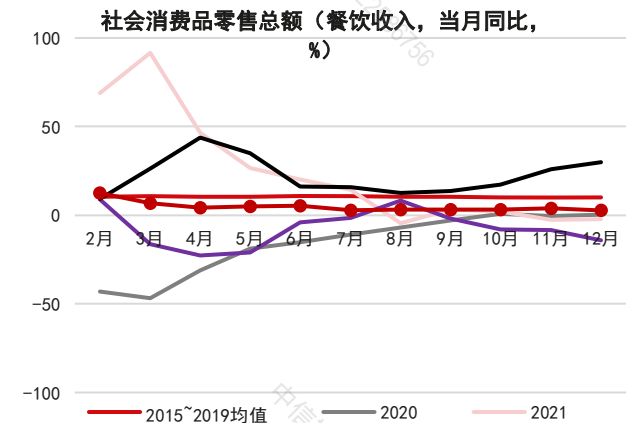
猪肉消费主要包括：家庭消费、团膳消费、户外消费、深加工。2024 年，居民食品烟酒类消费增速放缓，社会餐饮零售收入同比增速收窄，宏观消费环境景气度下降，导致猪肉的家庭、餐饮消费量不足。同时，替代品牛肉价格的下跌，也反向替代猪肉消费意愿。团膳消费方面，2024 年以来，中国房屋施工面积、新开工固定资产计划投资额同比减少，影响猪肉的工地盒饭类需求。综合来看，猪肉的终端消费受到宏观环境的制约，整体处于疲软状态。

图表30：居民食品消费支出



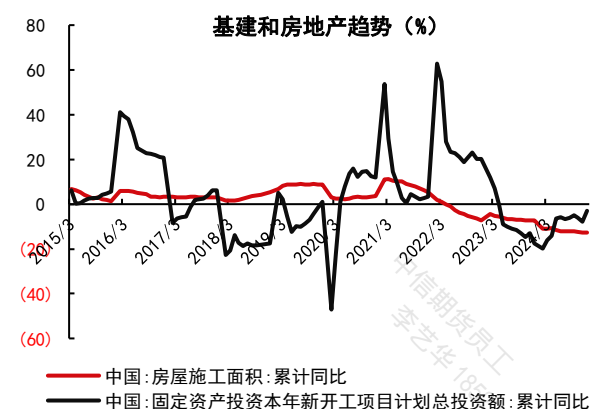
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表31：餐饮行业收入



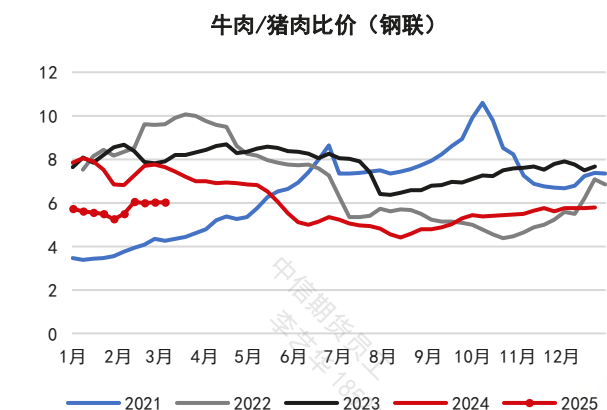
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表32：基建房地产趋势



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表33：替代品牛肉比价

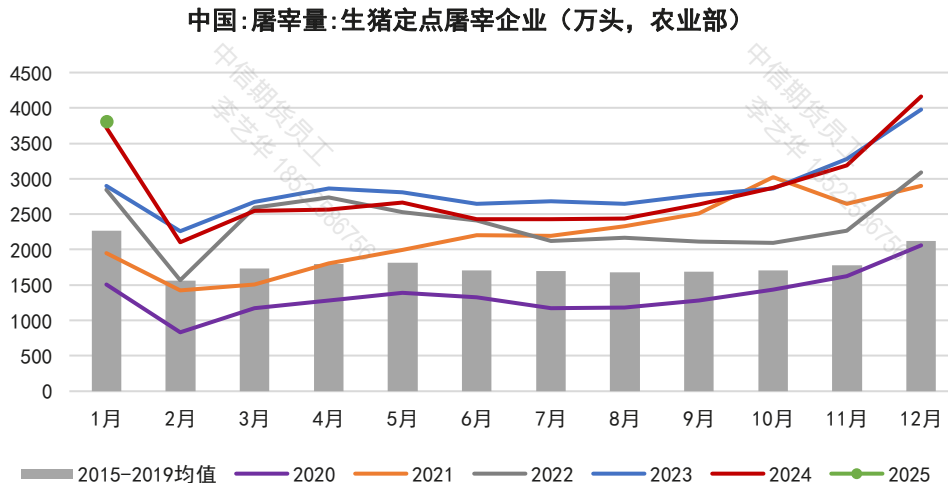


资料来源：Wind 中信期货研究所

（二）季节性：二季度需求淡季

从年度内生猪屠宰需求的季节性变化来看：一季度，春节之后淡旺季切换，2月是全年内猪肉需求最差的时候。待春节前备货库存消化后，3月~5月屠宰量较2月小幅增加。6月~7月随着高校放假，食堂团膳采购减少，生猪屠宰需求再度下滑。三、四季度气温转凉，叠加冬至压栏，以及中秋国庆、春节长假备货需求增加，生猪屠宰逐渐进入年内旺季。因此，二季度猪肉终端消费整体处于淡季，需求拉动效果微弱。

图表34：生猪屠宰量淡旺季变化

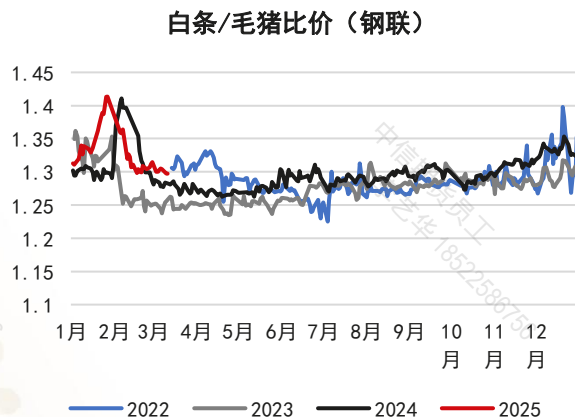


资料来源：Wind 农业部 中信期货研究所

（三）终端白条市场：消费情绪不佳

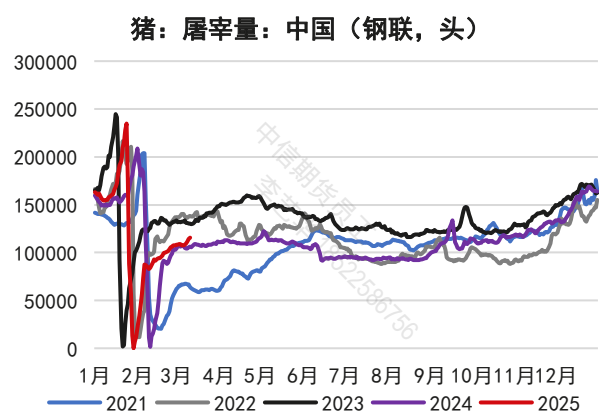
春节过后，终端消费进入淡季，下游在消化库存，消费者采购情绪不强，白条猪肉/生猪比价回落。3月以来，企业复工复产，日度屠宰量开始增加，但是肉/猪比价依旧在下降，下游对猪肉消费拉动力较弱。二季度来看，历史肉猪比价也多以震荡或继续走弱为主，需求端驱动不足。

图表35：肉猪比价



资料来源：钢联 中信期货研究所

图表36：日度屠宰量



资料来源：钢联 中信期货研究所

六、2025 年生猪市场展望

展望 2025 年生猪市场：

（1）供给方面：当前栏舍利用率偏低，肥标价差吸引二育参与，行业均重持续缓慢增加，商品猪出栏压力被暂时分流，但同时也在向后期积压活体库存。中期来看，需要关注累库何时释放的风险，但是由于 2024 年 10 月~12 月新生仔猪数量小幅下降，预计二季度商品猪出栏压力暂时缓解，猪价有望出现小反弹。不过前期新生仔猪阶段降幅有限，且出生数量绝对值仍偏高，预计反弹幅度有限。长期来看，2024 年能繁母猪产能持续扩张，2025 年 2 月能繁母猪存栏、新生仔猪数量均创新高，因此下半年商品猪出栏压力将继续增长。

（2）需求方面：宏观消费环境拉看，猪肉户外、团膳、家庭等消费缺乏利好驱动，猪肉替代品价格低迷。季节性上，春节过后进入消费淡季，二季度五一假期预计短暂拉动消费，但春夏季节猪肉需求仍以淡季为主，预计下半年随气温下降，以及中秋、腌腊、春节备货驱动，猪肉消费才会逐步向旺季过度。

（3）节奏来看：

二季度，二育尚在累库，分流供应压力，受新生仔猪下降影响，商品猪增量趋势暂缓，消费端有五一节日预期，猪价止跌，小幅反弹。但需要关注上游活体累库的释放风险。

三季度，仔猪影响结束，2024Q4 母猪增产的趋势持续兑现。Q4 养殖场为规避冬季疫情损失，习惯性超配母猪，但是 24 年疫情形势平稳，超配产能预计将在 2025Q3 对应较大供应增量。大供应周期压力继续向下。

四季度，2025 年 1 月能繁母猪开始出现小幅下降，理论上 11 月生猪出栏将会减少。但是目前自繁自养尚有盈利，去产能动机持续性不足，2 月能繁环比再次增加。预计随着成本重新抬升，待养殖利润持续亏损后，周期产能拐点或将出现。

风险因素：养殖情绪；需求超预期变化；疫情；政策等。

图表37：猪肉月度供需预估（考虑出栏节奏调整）

时间 (年-月)	期初冻品 (吨)	产量 (万吨)	进口量 (万吨)	总供给 (万吨)	出口量 (万吨)	国内消费量 (万吨)	期末冻品 (万吨)	总需求 (万吨)	供-需 (万吨)
2024 年 1 月	101	583	9	693	0	477	96	573	120
2024 年 2 月	96	533	7	636	0	318	90	408	228
2024 年 3 月	90	526	9	625	0	416	92	508	117
2024 年 4 月	92	555	9	656	0	447	87	534	122
2024 年 5 月	87	558	8	654	0	452	85	537	117
2024 年 6 月	85	553	9	648	0	439	83	523	125
2024 年 7 月	83	544	9	636	0	420	85	505	131
2024 年 8 月	85	555	9	649	0	413	81	495	154
2024 年 9 月	81	588	10	679	0	420	79	499	180
2024 年 10 月	79	564	9	651	0	440	80	520	131
2024 年 11 月	80	580	9	669	0	451	80	530	139
2024 年 12 月	80	585	9	673	0	477	77	554	120
2025 年 1 月	77	585	10	672	0	477	74	551	121
2025 年 2 月	74	490	10	574	0	318	74	392	182
2025 年 3 月	74	534	10	618	0	416	77	493	125
2025 年 4 月	77	583	10	669	0	447	80	527	142
2025 年 5 月	80	570	10	660	0	452	80	532	128
2025 年 6 月	80	560	10	650	0	439	80	519	131
2025 年 7 月	80	553	10	643	0	420	80	500	143
2025 年 8 月	80	561	10	651	0	413	80	493	158
2025 年 9 月	80	571	10	661	0	420	75	495	166

资料来源：Wind 中信期货研究所

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不承担任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

中信期货有限公司

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场（二期）北座13层1301-1305、14层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>