

生猪策略跟踪6

周期不明显，扰动放大下的节奏机会

中信期货研究所 农业组

制作日期：2025年4月

程也

从业资格号： F03087739
投资咨询号： Z0019480

李艺华

从业资格号： F03086449
投资咨询号： Z0019380

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。
我司不会因为关注、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。

市场回顾

01

期现货市场回顾：现货抗跌，市场预期转变，基差快速收窄



生猪期、现货价格（Wind，元/千克）



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供参考之用，不构成对任何人的投资建议。我司不会因为关注、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。

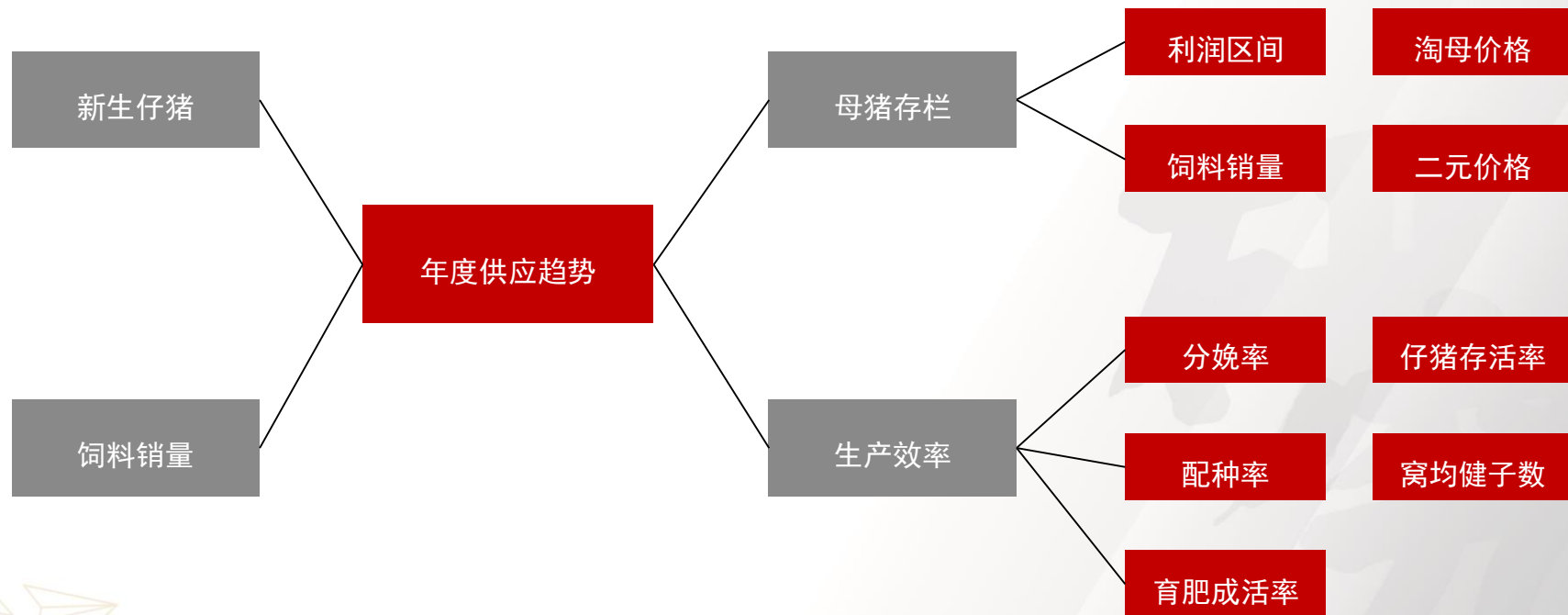
产业分析：供、需基本面分析

02



中期供应指标

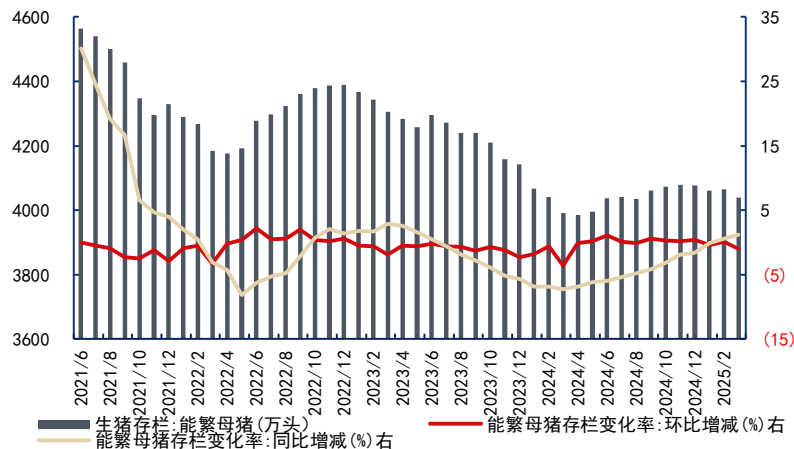
长期供应指标



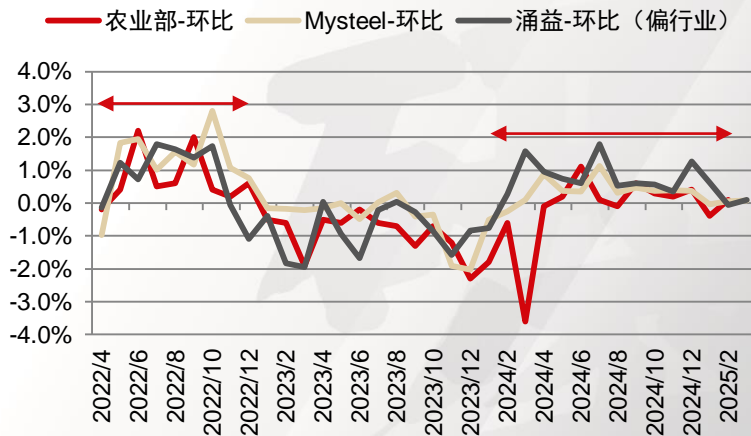
供应（长期）：母猪产能增幅放缓，但增产周期依旧难以逆转

- 能繁母猪存栏→10个月之后生猪出栏。
- 持续扩张的缘由：集团场扩张，投产满产，摊销成本；散户退出母猪环节，形成对冲；利润尚存，疫情平稳，难以主被动去产能。
- 农业部：本轮产能扩张周期，2024年5月~12月全国能繁母猪存栏增加，从3986万头增至4078万头，累计+2.3%，超过正常保有量的4.6%。
2025年1月，全国能繁母猪存栏环比-0.4%，2月环比+0.1%。3月环比-1%。但看不到合理去化驱动，数据存疑。
- 钢联：2024年3月~2025年3月产能扩张，累计+5%。涌益：2024年2月~2025年3月产能扩张，累计+10%。

能繁母猪存栏



不同口径能繁环比



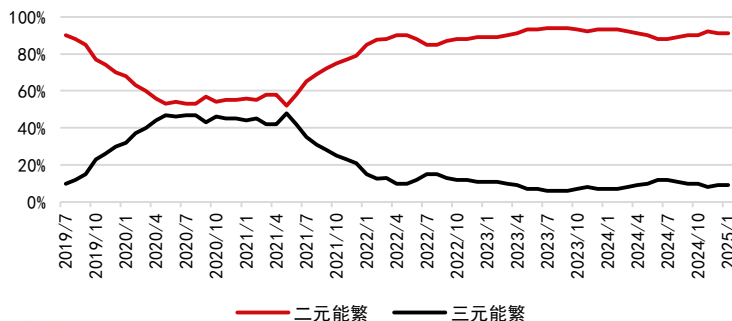
资料来源：Wind、钢联、涌益咨询、中信期货研究所

供应（长期）：MSY维持高位，关注节奏变化

- 2024年初农业农村部将能繁母猪保有量目标由4100万头调减到3900万头，足以侧面印证生产效率的抬升。
- 年度趋势：基于涌益数据，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%，生产效率高位运行：
- 1) 换元红利兑现期（增量消失）2) 新产能高效期（维持）3) 管理效率、疫情防控能力提高（边际利多）
- 节奏关注：1) 历史年份看，5~7月份产能兑现效率下滑，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，Q4超配母猪（配种率增1%），但是2024年疫情平稳，2025Q3供应或进一步增加。3) 今年玉米存在毒素不稳，或对生产成绩造成影响。

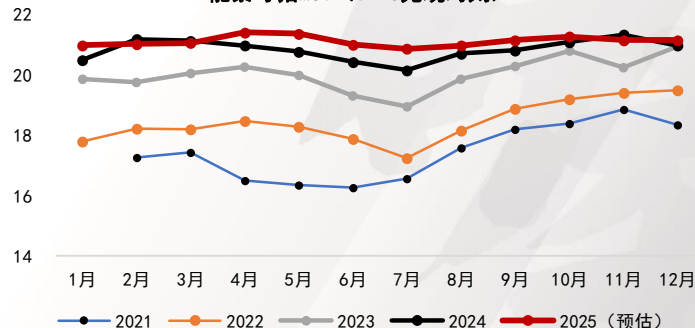
二元母猪比例

能繁母猪存栏结构（涌益咨询）



母猪生产效率

能繁母猪MSY (T+10兑现时刻)



资料来源：Wind、钢联、涌益咨询、卓创资讯、小明农牧、中信期货研究所

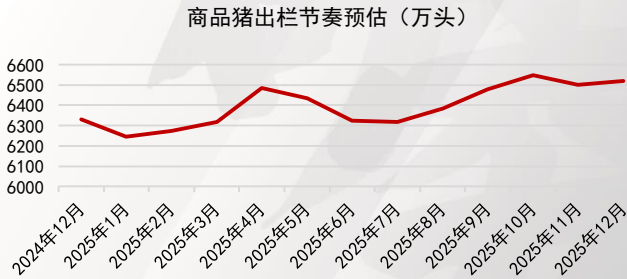
重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

供应（长期）：能繁母猪 VS 单产效率

能繁母猪出栏量 和 MSY（未考虑压栏节奏调整）

T	万头	T-10	万头	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%

- 从长周期维度综合测算，2025年，出栏演绎呈现扁“N”型走势。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月再度增加，供应压力高位波动。
- 数据缺陷：母猪存栏包括未配种、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；数据统计准确性；口径动态调整的滞后性等。

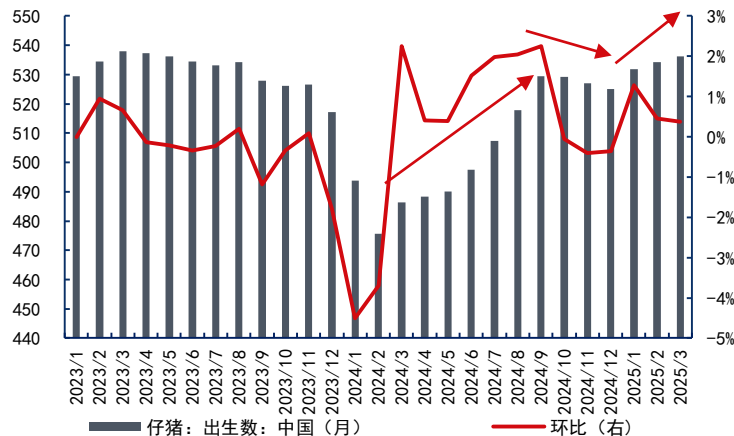


资料来源：Wind、钢联、涌益咨询、卓创资讯、小明农牧、中信期货研究所

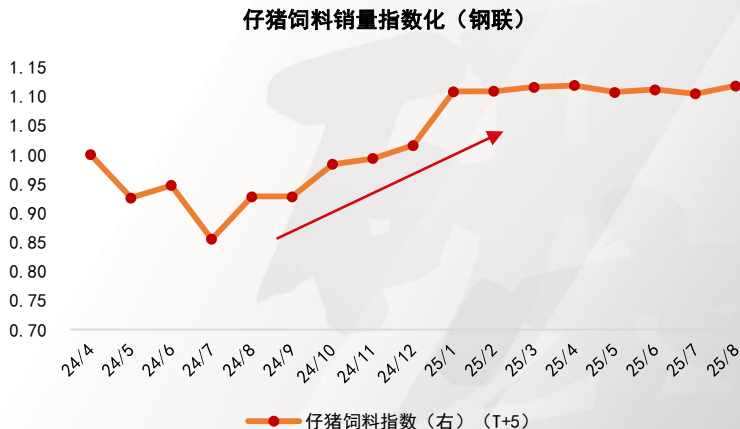
供应（中期）：仔猪趋势整体增长，关注年中供应阶段性收紧

- 仔猪维度，验证供应递增趋势确立。
- 据钢联，新生仔猪从24年3月~25年3月，累计增幅+12.8%。
- 节奏上，受24年“配种前置”的影响Q3增幅明显扩大，冬季仔猪受损Q4震荡下调，今年Q1再次转增，仔猪趋势整体增长暂未被打破。

仔猪出生数量（对应出栏T+6）



仔猪料指数（对应出栏T+5）



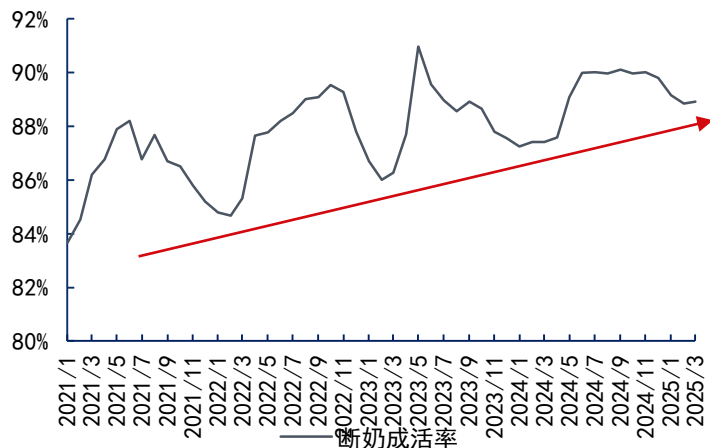
资料来源：Wind、钢联、涌益咨询、卓创资讯、小明农牧、中信期货研究所

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供参考之用，不构成对任何人的投资建议。我司不会因为关注、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。

矛盾1：仔猪腹泻传闻不断，5-7月份有待验证

- 矛盾1：PED。我们认为，疫病损失对未来基础供给的影响有限，基本符合季节性规律。原因：
 - 1) 根据涌益咨询，断奶成活率、窝均健仔数季节性，但并未超预期，大趋势依旧向上。
 - 2) 根据中国兽医协会，虽PED发病数较高，但病死数量有限。
 - 3) 仔猪料、育肥料没有明显的下降。

断奶成活率



猪流行性腹泻



资料来源：Wind、钢联、涌益咨询、卓创资讯、小明农牧、中信期货研究所

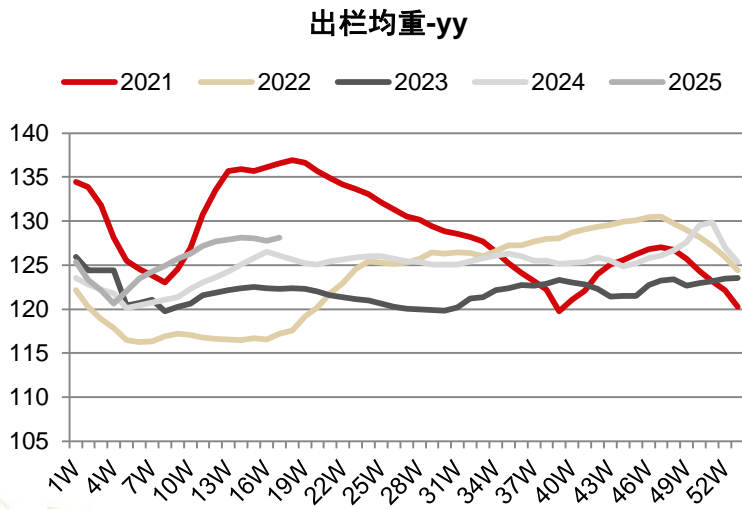
重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

矛盾2：市场维持增重趋势

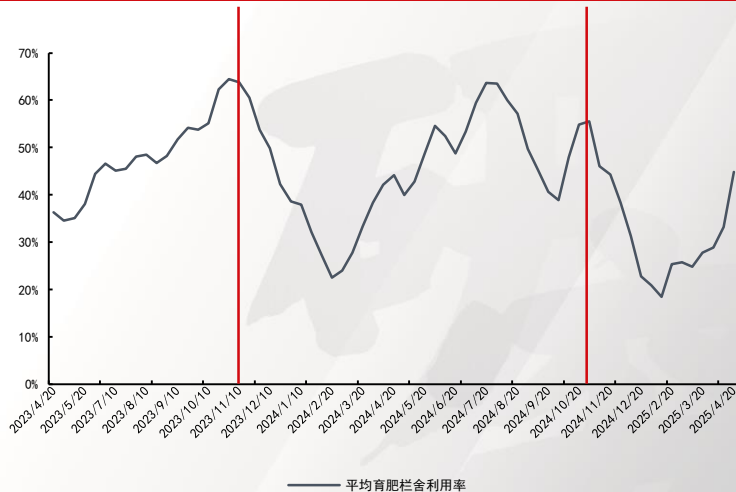
矛盾2：供应后移是市场共识。3个结果指标：

- 1) 全社会角度，4月24日当周，全国商品猪出栏均重128.14公斤，环比+0.3%，同比+1.6%。
- 2) 育肥栏舍利用率年后逐步抬升，目前回升至45%，最近10天激增，反哺现货价格震荡偏强。
- 3) 集团角度，正品均重持续抬升，目前较去年同期+2kg左右。

出栏体重：逐步抬升



育肥栏舍利用率：年后持续抬升



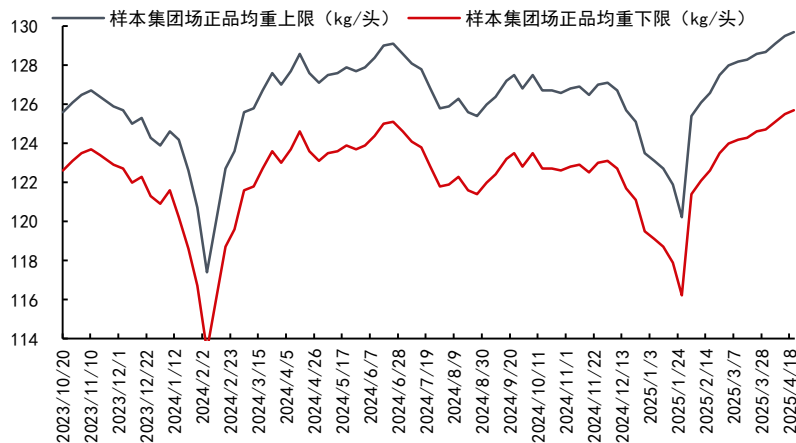
资料来源：Wind、钢联、涌益咨询、卓创资讯、小明农牧、中信期货研究所

矛盾2：市场维持增重趋势

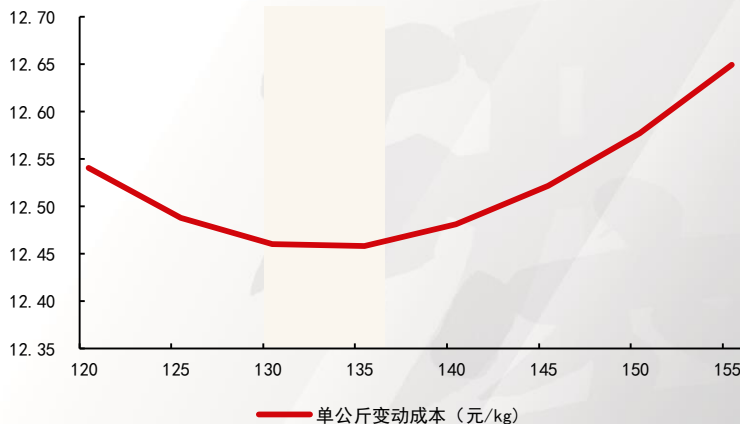
矛盾形成的4个原因：

- 1) 集团场“自信”压栏及超配现象，侧面反映部分疫情受损。农业部3月新生仔猪规模场环比降，全国增，也体现出规模场仔猪受损。
- 2) 现实端饲料价格偏低，理论上最优出栏体重段在130-135kg，在毛猪价格抗跌场景下，集团场滚动压栏，靠近最优体重段。
- 3) 现货抗跌。目前稳定在14.5-15元区间运行。多头思维中，需求淡季该跌不跌，提振信心，市场未来悲观预期转向。
- 4) 节前大猪积极出栏+散户退出趋势，结构性矛盾凸显，标肥价差扩大。

集团场正品均重



理论上最优出栏体重段130-135kg



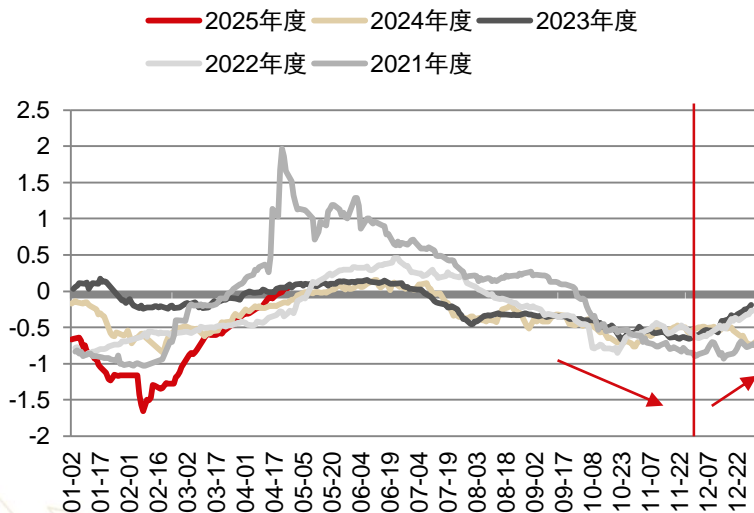
资料来源：Wind、钢联、涌益咨询、卓创资讯、小明农牧、中信期货研究所

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供参考之用，不构成对任何人的投资建议。我司不会因为关注、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。

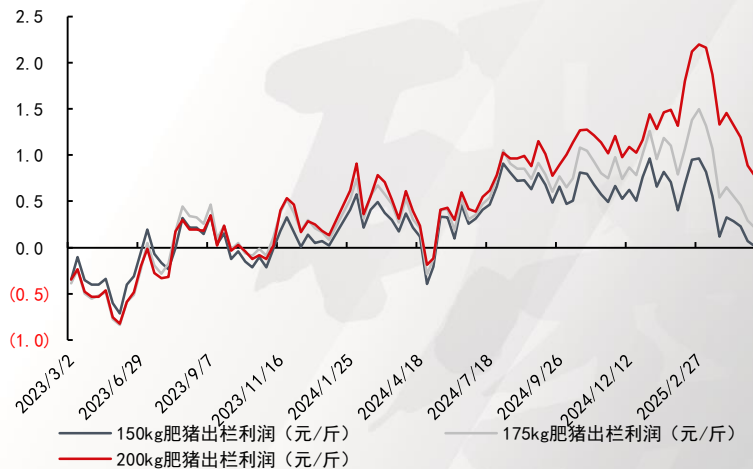
矛盾2：市场维持增重趋势

- 矛盾释放的3个节奏判断：短期体重会有波动，但趋势性降重的最后窗口或在三季度末。
- 1) 肥猪需求减少+大猪供应增加，目前标肥价差回正（0.04元/kg），压低二育利润空间，短期二育会有出栏表现。
- 2) 基于历史规律，①11月中下旬肥猪溢价能力才转弱；②11月栏舍利用率最后一轮达峰；③均重达峰相对滞后，在12月份翘尾后转降。意味着11月后市场从净补栏转为净出栏，对应年度库存释放的最后一次主要窗口期。

标肥价差



二育利润空间不断收窄



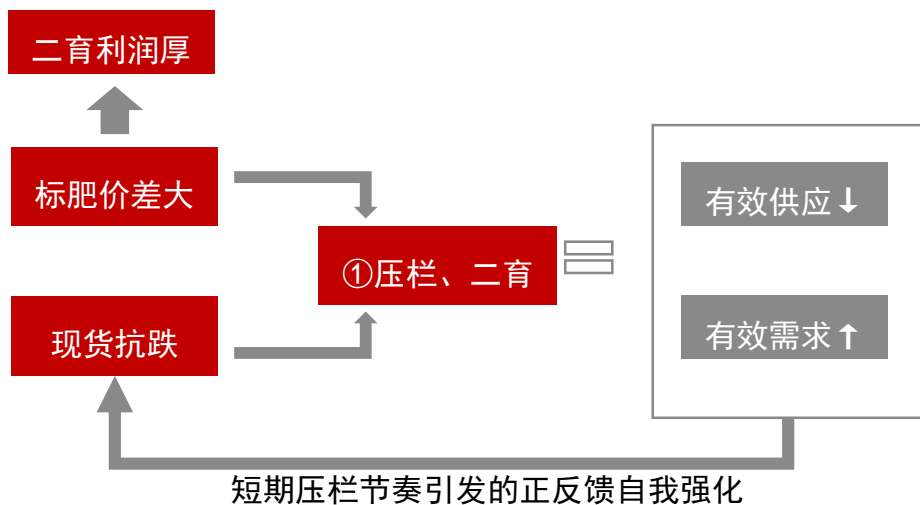
资料来源：Wind、钢联、涌益咨询、卓创资讯、小明农牧、中信期货研究所

后市展望：猪周期运行节奏展望

03

短期：周期不明显，扰动被放大→从增重到杀利润路漫漫，短期价格震荡运行

- ✓ 情绪&资金：贸易摩擦导致成本担忧，利多情绪发酵；关税动荡时期，避险资金涌入生猪养殖赛道，导致生猪期股联动共振上涨。
- ✓ 基本面：短期上游累库，供应压力暂时收住，且5月趋势性降重预期不足。



此外，真实的基本面真的很弱吗？...



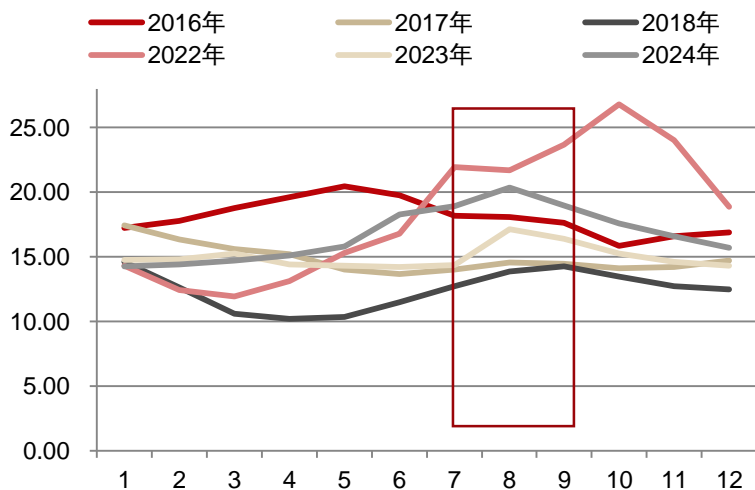
资料来源：Wind、钢联、涌益咨询、卓创资讯、小明农牧、中信期货研究所

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。我司不会因为关注、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。

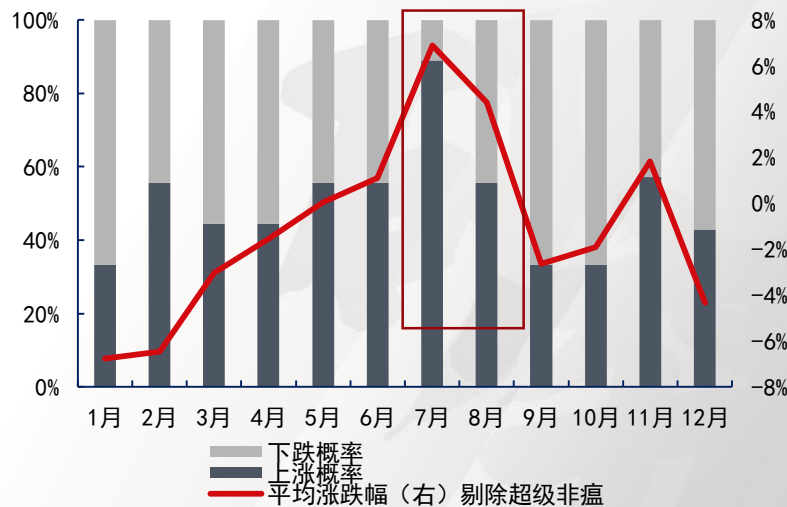
中期：Q3关注出栏放缓带来的反弹预期

- 从历史统计来看，过去10年中，三季度猪价均出现反弹窗口且给出养殖利润，即使在2021年，最差也有100元以上的短期头均利润。
- 从仔猪推演理论出栏量，年中进入冬季仔猪存活率季节性降低兑现期，与母猪推演节奏类似；再考虑到供给自然减少，天热日增重降低，季节性压栏行为，Q3关注阶段性的出栏放缓带来的反弹机会。
- 风险：库存提前释放，持续重点监测矛盾累积的驱动与释放节奏。

月均生猪价格趋势（剔除非瘟时期）（元/kg）



上涨下跌概率分布（%）



资料来源：Wind、钢联、涌益咨询、卓创资讯、小明农牧、中信期货研究所

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供参考之用，不构成对任何人的投资建议。我司不会因为关注、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。

长期：基础产能增加仍是下行周期的主逻辑

◆ 长期，增产周期虽然平缓，但趋势未变，基础产能增加是下行周期的主逻辑。

- 第一，截至2025年3月全国母猪产能高位波动，相当于正常保有量的103.6%；当前养殖仍有小利，一季度官方产能数据震荡，但暂未看到明确去化趋势。
- 第二，生产效率趋势性抬升，PED仅影响节奏。
- 第三，高库存总会释放，后置的生猪库存仍将给后面几个月带来供给冲击，着重关注三季度末的矛盾释放窗口期。预计年底生猪出栏量较大，下行周期尚未见底。
- 策略建议：
 - 1) 投机逻辑：五一节前后预期有一波库存释放，7-8月份兑现出栏放缓节奏，09主力合约享受流动性溢价，建议关注空近月/主力；关注节点截至5月中旬，投机逻辑节奏难把握，需注意资金管理。
 - 2) 交割逻辑：待07回调至相对低估值，次交割月前后关注07在交割逻辑+Q3反弹预期下的低多机会/7-9正套（前提是基于现货持续偏强预期）。
 - 3) 趋势逻辑：长期维持09合约、11合约逢高沽空思路。

◆ 风险因素：养殖情绪、需求超预期变化、疫情、政策。

资料来源：Wind、钢联、涌益咨询、中信期货研究所

【中信期货机构服务平台】邀您体验高质量投研！



业务功能全覆盖

平台横跨研究服务、路演会议、行情资讯、资产管理、场外衍生品、业务办理等模块。



全面覆盖商品、权益、固收市场，满足机构客户查询、订阅研报的研究服务需求



聚合路演直播，为客户提供查看、订阅、报名、参会以及回放的全链路场景



多维度丰富的投研报告/路演集结于此，助您及时掌握市场深度走向，不落当下的每一次深度观点碰撞。金牌团队集体亮相，为您推送专业的市场声音。



PC端入口

<https://inst.citicsf.com>



免责声明



- 除非另有说明，中信期货有限公司（以下简称“中信期货”）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给予阁下的任何私人咨询建议。
- 中信期货有限公司

致谢



中信期货
CITIC Futures

中信期货有限公司

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室、14层

上海地址：

上海市浦东新区杨高南路799号陆家嘴世纪金融广场

3号楼23层