

产能递增周期尚未结束

——生猪策略跟踪 5

报告要点

此篇为生猪策略跟踪系列第五篇，把握现货走势，推导交易逻辑。敬请关注。

摘要：

基于基本面的变化，我们认为，前期利空逐步强化的时间段已经走完，大跌也在盘面兑现。

到目前，部分利空驱动开始钝化（如均重出现下滑），部分利多驱动出现（如标肥价差阶段性扩大，盘面估值持续下压，进一步贴近盈亏平衡），但往后，基于供应增量周期的持续，需求从旺季转淡季的切换，基本面仍是偏空为主。

整体来看，短多存在机会，但价格上行持续性不足，难以驱动周期反转。

对于想要尝试低多的投资者，建议重点关注以下几点：冻品入库积极性、行业降重流畅度、产业端买保意愿、冬季疫病发展趋势，把握估值与驱动相配合的交易节奏。

对于生猪养殖企业，建议关注反弹至盘面给出合理利润区间后的卖保机会。

风险因素：疫情；压栏节奏；需求超预期；饲料上行超预期；政策。

农业组研究团队

研究员：

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

李艺华

从业资格号：F3086449

投资咨询号：Z0019380

程也

从业资格号：F03087739

投资咨询号：Z0019480

周重廷

从业资格号：F03093821

投资咨询号：Z0020578

目 录

摘要:	1
一、 策略回顾	3
二、 生猪基本面边际变化	4
(一) 出栏均重: 利空逐步消化, 1 月仍有压力	4
(二) 标肥价差: 新增利多, 但持续性有限	5
(三) 1 月计划出栏量: 供应依旧不低	6
(四) 去产能预期: 暂未成为市场交易主线	6
(五) 冻品库容: 消化至低位, 但补库需求预计有限	7
三、 近期交易策略思考	8

图表目录

图表 1: LH2501 合约走势 (元/吨)	3
图表 2: LH2501&LH2505 套利走势 (元/吨)	3
图表 3: 行业出栏均重 (kg/头)	4
图表 4: 样本集团厂出栏均重 (kg/头)	4
图表 5: 育肥栏舍利用率 (%)	5
图表 6: 集团和散户出栏占比 (%)	5
图表 7: 标肥价差走扩 (元/斤)	5
图表 8: 2025 年 1 月计划出栏量 (万头)	6
图表 9: LH2503 走势 (元/吨)	7
图表 10: LH2507 走势 (元/吨)	7
图表 11: 冻品库容率 (%)	8

一、策略回顾

进入四季度以来，随着猪周期拐点出现，我们观点转向逢高沽空为主，并在10月月报、11月年度策略报告、12月月报中持续提示市场。

10月月报《节后二育支撑反弹，但供需转松基调不改》中，我们探讨了国庆后猪价反弹主要有二育支撑，但供需转松基调不改，认为反弹力度有限，维持择机逢高沽空思路。

11月年度策略报《流水落花春去也，上行周期暂无期》中，我们与市场交流了供应逐步递增的大趋势到明年二季度仍不会停止，现货生猪价格中枢或在供应持续递增的趋势下震荡偏弱运行，上行周期暂无期。

而对于市场短期的节奏，我们在11月底的点评报告《旺季需求预期，证实 or 证伪？》中谈到，在旺季需求预期场景下，虽期现曾共振上行，但需求总量平稳，且年度需求超预期的概率不大，因此，短多节奏把握难度较大，维持持空观点。且在后续川渝和广西调研中证实需求支撑无力，以及均重不断增长，利空被不断强化，持空的确定性进一步抬升。

12月月报《利空尚未消化完全，上涨动力不足》中，我们谈到，当前虽盘面跌至相对低位，但利空驱动并未被完全消化，月度级别上，生猪价格持续上涨动力或不足。

对于LH2501逢高空策略复盘来看，从四季度高点16150（10月11日）至冬至时期最低点13415（12月20日），累积跌幅2735点，跌幅达17%。

图表1：LH2501 合约走势（元/吨）



资料来源：Wind 涌益咨询 中信期货研究所

图表2：LH2501&LH2505 套利走势（元/吨）



资料来源：Wind 草根调研 中信期货研究所

二、生猪基本面边际变化

（一）出栏均重：利空逐步消化，1月仍有压力

从社会均重来看，本周出现明显下降，是冬至前上游积极出猪的结果。截至12月26日，根据涌益咨询，全国商品猪出栏均重127.01公斤，环比变化-2.19%，变化-2.84公斤。分结构看，本周无论散户还是规模猪场，出栏量较上周均出现不同程度下降。集团出栏量较上周缩量1.58%，出栏市占率较上周提高1.1%；散户出栏量较上周减少6.56%，出栏市占率降1.1%。

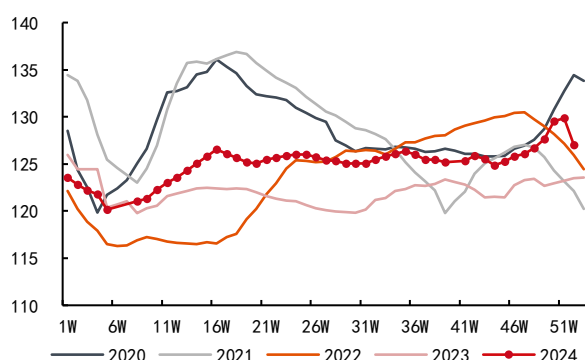
集团场均重连续3周逐步降重，并在本周降幅出现明显扩大，目前平均体重在121kg-123kg左右。从近期变化来看，虽然今年集团场降重节点偏晚，但考虑春节靠前，近期集团场降重速度并不慢，前期的利空在逐步消化。因此，12月底至1月初这段时间，上游心态比12月初时轻松很多，叠加头部企业带头降重，配合阶段性缩量，短期，对价格存一定支撑。

但从绝对值看，节前降重仍有压力。据反馈，头部集团企业降目标在115kg左右水平，且1月理论出栏量延续递增趋势，2月理论出栏量也有前置到春节前卖掉的需求，因此，节前供应压力依然不小。

散户均重还在高位，目前平均体重在140-145kg区间，但是出栏占比开始缩小，从两周前的33%到目前30%，再配合栏舍利用率的持续下滑，说明散户大猪存栏已经被不断消化。

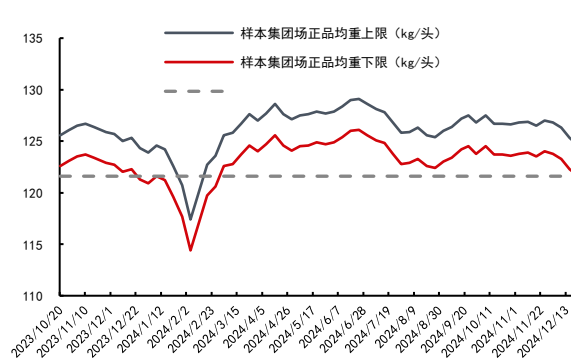
往后，持续关注二育节奏、出栏完成度、和体重变化。

图表3：行业出栏均重（kg/头）



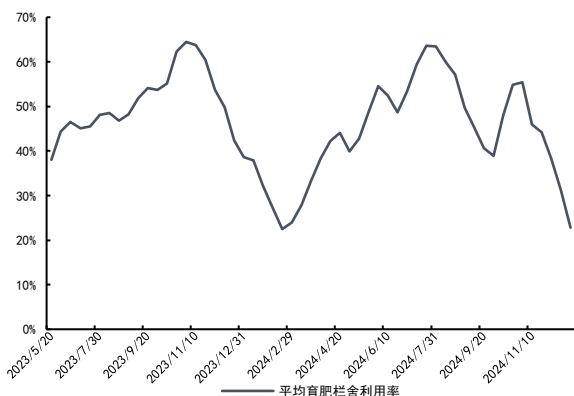
资料来源：Wind 涌益咨询 中信期货研究所

图表4：样本集团厂出栏均重（kg/头）



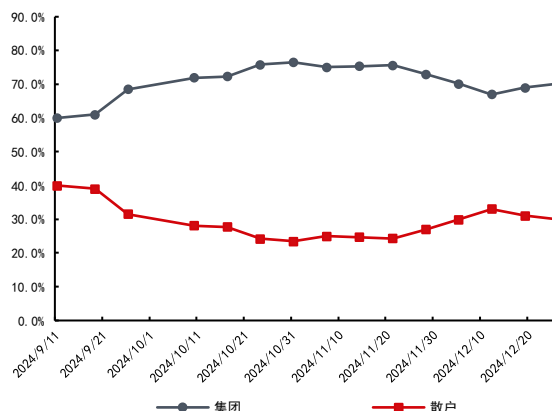
资料来源：Wind 草根调研 中信期货研究所

图表5：育肥栏舍利用率（%）



资料来源：Wind 涌益咨询 中信期货研究所

图表6：集团和散户出栏占比（%）



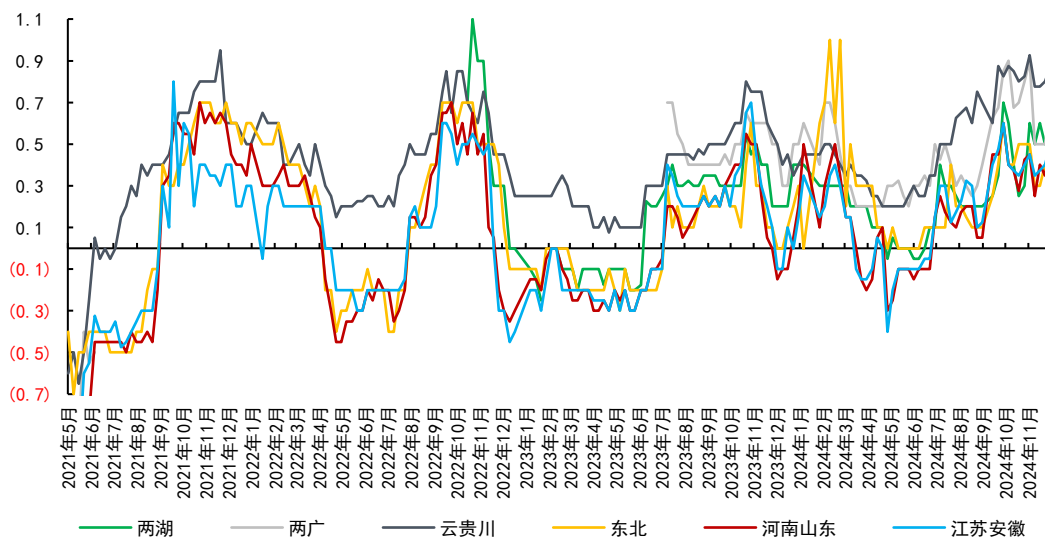
资料来源：Wind 涌益咨询 中信期货研究所

（二）标肥价差：新增利多，但持续性有限

冬至大跌兑现过后，价格出现阶段性底部，叠加大猪积极出栏过后，标肥价差再度走扩，部分区域二育环节又出现抄底现象，赌年前最后一波大肥，供应小范围节流与集团缩量形成共振，支撑了近期的反弹。但我们认为，基于生猪供应总量依旧偏高，结构性矛盾无法持续交易，认为利多驱动持续性有限。肥猪价格贵，也很难带动标猪整体价格向上抬升。

上一篇策略报告中，我们曾谈到，季节性产能节奏的变化，以及短期结构性矛盾难以独立支撑起正套行情的兑现，切忌逆势（逆基本面）而为。站在当前时点，往后依旧是理论供应量持续递增的趋势，基于此，短期因大猪压力消化而走扩的标肥价差无法支撑正套或单边上涨行情的兑现。

图表7：标肥价差走扩（元/斤）



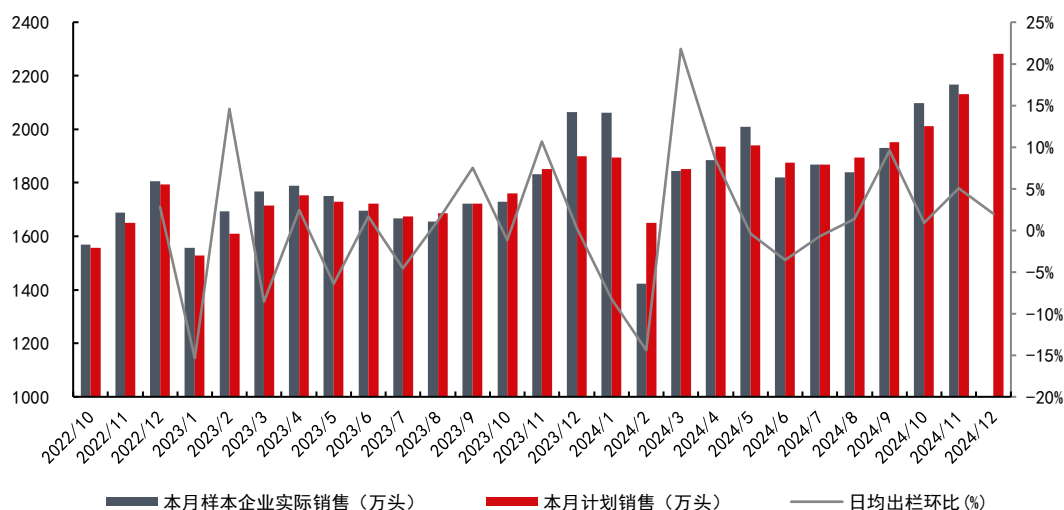
资料来源：Wind 涌益咨询 中信期货研究所

（三）1 月计划出栏量：供应依旧不低

基于仔猪数据推演，进入 2025 年度，生猪理论出栏量将持续增加。新生仔猪从今年 3 月份起逐步抬升，且增幅在三季度持续扩大，截至 9 月份，新生仔猪环比变化+2.3%，前值变化+2.0%。仔猪料销量同样在 2024 年 3~9 月份持续环增。往后看，由于今年 6~9 月份仔猪出生环比增幅扩大的驱动，2025 年度一季度，整体供应压力或再上一个台阶，甚至逐步超过去年同期。

同时，据调研反馈，1 月集团场计划出栏量较 12 月份进一步增加。1 月份，日均出栏量较 12 月份环比增加两个点左右，同时，集团场还有持续降重的任务，短期虽然活体库存压力高位减小，但供应量依旧不低。后续持续关注各家咨询方的计划出栏量数据。

图表8：2025 年 1 月计划出栏量（万头）



资料来源：Wind 涌益咨询 中信期货研究所

（四）去产能预期：暂未成为市场交易主线

基于盘面自繁和卖仔猪尚有利润，盈利驱动扩产逻辑还没有完全走完，远月下跌仍有空间。目前来看，现货市场自繁自养模式以及卖仔猪模式均有利润窗口，期货市场远月暂时还没有跌破成本，且现货预计后续还有一跌，短期来看，去产能预期难以被强化。基于近期调研反馈，市场普遍认知为：当价格跌破成本维持 3 个月以上，或深跌（至少亏损 10%），才会驱动行业的去化。基于此，当前现货和盘面尚有利润，去产能预期并未成为市场交易主线，远月下跌仍有空间，做多时尚早。

图表9：LH2503 走势（元/吨）



资料来源：Wind 涌益咨询 中信期货研究所

图表10：LH2507 走势（元/吨）



资料来源：Wind 涌益咨询 中信期货研究所

（五）冻品库容：消化至低位，但补库需求预计有限

2024 年以来，冻品库容率处于持续走低趋势，这主要在于 2023 年冻品贸易商囤货以亏损收场，且 2024 年冻品市场行情也一直清淡，这驱动冻品环节的持续去库。春节后，生猪价格有进入季节性淡季区间，市场认为低价囤冻库或托底价格。但我们认为，低价入冻库是有条件的，并不是所有场景下的低价都一定能够刺激大规模的抄底囤货行为。

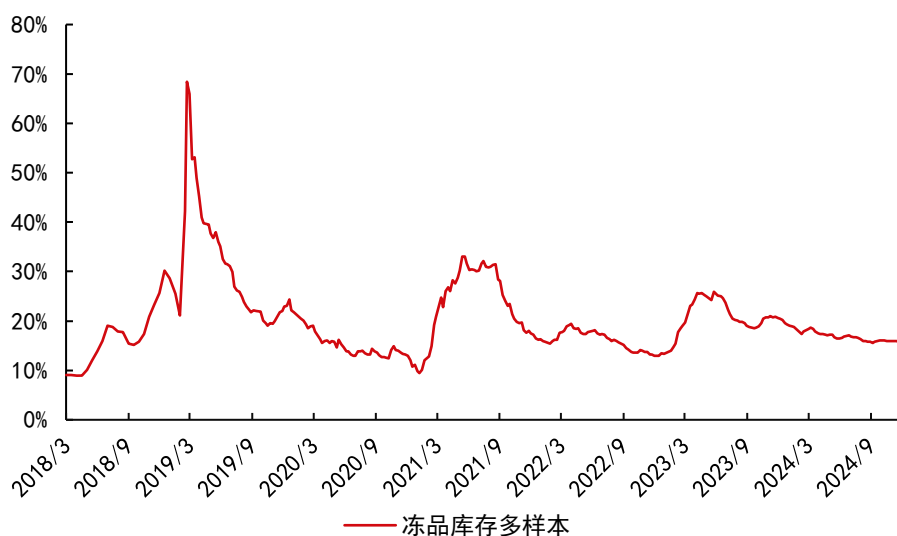
1) 需要考虑屠宰企业或者贸易商环节有没有充足的资金建库。据反馈，屠宰企业在今年前三季度几乎持续处于亏损状态，2023 年生猪养殖行业整体亏损，下游屠宰企业也并不好过，当下资金较为紧张，难以支撑大规模囤冻库的行为。

2) 需要考虑养殖端有没有去产能的预期，换句话说，需要考虑后续有没有上涨的行情。2024 年母猪存栏递增趋势延续，我们认为供应递增的趋势至少持续至明年 2 季度，猪价上涨趋势性行情出现概率较小。

3) 需要考虑终端消费能力。当前国内经济环境欠佳，房地产疲软，消费信心不足，预计 2025 年终端消费能力与 2024 年基本持平，需求超预期概率较小。

4) 需要考虑预期利润能否覆盖成本。以川渝地区为例，分割入库 3 个月后出库的成本在 1.8-2.2 元/kg。若春节低点囤货，假设 13.5 元入库，起码看 5 月份猪价达 15.5 元/kg，才会做分割入库。而当前盘面的预期远低于这个价格区间，面对难以覆盖的成本，预计低价囤货意愿将有限。

图表11：冻品库容率（%）



资料来源：Wind 涌益咨询 中信期货研究所

三、近期交易策略思考

基于以上基本面的变化，我们认为，前期利空逐步强化的时间段已经走完，大跌也在盘面兑现。到目前，部分利空驱动开始钝化（如均重出现下滑），部分利多驱动出现（如标肥价差阶段性扩大，盘面估值持续下压，进一步贴近盈亏平衡），但往后，基于供应增量周期的持续，需求从旺季转淡季的切换，基本面仍是偏空为主。

整体来看，短多存在机会，但价格上行持续性不足，难以驱动周期反转。

对于想要尝试低多的投资者，建议重点关注以下几点：冻品入库积极性、行业降重流畅度、产业端买保意愿、冬季疫病发展趋势，把握估值与驱动相配合的交易节奏。

对于生猪养殖企业，建议关注反弹至盘面给出合理利润区间后的卖保机会。

风险因素：疫情；压栏节奏；需求超预期；饲料上行超预期；政策。

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。

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>