

流水落花春去也，上行周期暂无期

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669 号

报告要点

展望 2025 年生猪市场行情，前三季度，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。节奏上，一季度节后需求淡季，生猪价格或逼近成本线，不排除短期跌破成本的可能，猪价或在 13-15 元/kg 区间运行；二三季度，年底可能发生的冬季 MSY 阶段性下滑进入兑现窗口期，同时需求边际回暖，猪价预计低位反弹，持续给出微利，猪价或在 13.5-15.5 元/kg 区间运行；四季度，随着近期母猪补栏节奏的放缓，以及考虑到后续可能发生的母猪转去化的预期，叠加需求旺季驱动，现货生猪价格中枢预计呈现底部逐步抬升的趋势，猪价或在 14-18 元/kg 区间运行。但至于能否兑现新一轮的上行周期，还需要关注后续母猪存栏变化情况，以及 2025 年需求恢复情况，进行动态调整。

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

摘要：

根据钢联样本数据，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%。进入 10 月份，新生仔猪数量与 9 月基本持平，环比变化-0.05%。结合今年上半年的猪价走势持续向好、利润空间逐步抬高、以及上半年母猪存栏并没有出现去化、疫情状态也整体平稳等几方面因素，我们看不到供应转向下滑的依据。因此，即便是因为配种的问题短期改变供应节奏，但预计供应趋增的趋势在明年二季度暂时还不会停止。

受制于生命周期长度，仔猪最多也推测未来 6 个月后的供应走势，更长周期的供应指向仍需参考母猪存栏的变化趋势。

从当前情况来看，虽然行业母猪补栏进度偏缓，但补栏趋势仍在持续，这意味着直到 2025 年 8 月份，供应压力将逐步递增，猪价中枢或将持续承压。但需要重点关注的是，即将进入冬季，温差加大后疫情有季节性加重的预期，从而导致 MSY 季节性下滑，进而 2025 年 5-6 月份的供应出现阶段性小断档。

目前，生猪养殖行业资金情势依旧严峻，并没有因为 2024 年的阶段性盈利而大幅改善。若非行业后期持续给出盈利，预计今年年底至明年年初的补栏积极性较弱，补栏速度持续偏缓，甚至转为小幅去化。基于此，2025 年四季度，行业预计逐步兑现今年年底至明年年初可能出现的母猪去化走势（在利润收缩乃至进入亏损期后），但同时也需要考虑生产效率在疫情后的恢复，供应增势或得以缓解。

风险因素：养殖情绪；疫情；政策。

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的相关推荐，不构成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。

目 录

摘要:	1
一、 2024 年生猪市场回顾	4
二、 供应分析	6
(一) 长期维度: 母猪存栏增加趋势延续, 但增速缓慢	6
(二) 长期供应趋势参考	8
(三) 中期维度: 二季度起仔猪持续环增, 中期供应压力确定性较强	9
(四) 中期供给趋势参考	9
(五) 供应小结	11
三、 需求、库存分析	12
(一) 需求情况	12
(二) 库存及进口情况	14
四、 成本分析	15
(一) 生猪养殖成本构成	15
(二) 生猪养殖成本或低位波动为主	16
五、 上市公司情况跟踪	17
(一) 上市公司商品猪出栏情况	17
(二) 上市公司成本情况	19
(三) 上市公司资金情况	20
六、 2025 年度生猪市场展望	20

图表目录

图表 1: 生猪现货价格 (元/kg)	5
图表 2: 生猪期货价格 (元/吨)	5
图表 3: LH11 合约基差 (交割成本最低区域现货) (元/吨)	5
图表 4: LH01 合约基差 (交割成本最低区域现货) (元/吨)	5
图表 5: LH03 合约基差 (交割成本最低区域现货) (元/吨)	5
图表 6: LH05 合约基差 (交割成本最低区域现货) (元/吨)	5
图表 7: 能繁母猪存栏-农业部 (万头/%)	6
图表 8: 能繁母猪存栏-涌益样本-偏行业 (头/%)	6
图表 9: 能繁母猪存栏-涌益样本偏集团 (头/%)	7
图表 10: 自繁自养利润 (元/头)	7
图表 11: 能繁母猪存栏二三元占比 (%)	7
图表 12: 当月配种母猪对应单产效率 (MSY)	7
图表 13: 2023 年三季度至 2024 年三季度末, 部分企业累计 PSY 涨幅 (%)	8
图表 14: 生猪供应趋势测算 (万头; 万吨)	8
图表 15: 新生仔猪数量 (万头/%) (T+6)	10
图表 16: 仔猪饲料销量指数化 (T+5) -Mysteel	10
图表 17: 教保料指数化 (T+5) -涌益	10
图表 18: 仔猪销量 (万头/%)	12
图表 19: 仔猪价格 (元/头)	12
图表 20: 社会消费品零售总额: 餐饮收入: 同比 (%)	13
图表 21: 以 CPI 作为价格变化, 反推消费量 (%)	13

图表 22: 商务部定点屠宰量（万头/%）	14
图表 23: 屠宰毛利润（元/头）	14
图表 24: 活体库存—出栏均重（kg/头）	14
图表 25: 行业平均栏舍利用率（%）	14
图表 26: 冻品库存—冻品库容率（%）	15
图表 27: 猪肉进口量（万吨）	15
图表 28: 生猪养殖成本大致构成（%）	16
图表 29: 生猪饲料配方动态变化（%）	16
图表 30: 2024 年生猪养殖成本预计下降（元/公斤）	17
图表 31: 按照上市企业目标出栏下限评估出栏进度（%）	17
图表 32: 按照上市企业目标出栏上限评估出栏进度（%）	17
图表 33: 牧原-生猪出栏（万头）	18
图表 34: 牧原-仔猪出栏（万头）	18
图表 35: 温氏-生猪出栏（万头）	18
图表 36: 新希望-生猪出栏（万头）	18
图表 37: 大北农-生猪出栏（万头）	18
图表 38: 天邦-生猪出栏（万头）	18
图表 39: 唐人神-生猪出栏（万头）	19
图表 40: 金新农-生猪出栏（万头）	19
图表 41: 天康-生猪出栏（万头）	19
图表 42: 中粮-生猪出栏（万头）	19
图表 43: 上市猪企成本变化情况（元/kg）	19
图表 44: 资产负债率（%）	20
图表 45: 货币资金/短期债务	20

一、2024 年生猪市场回顾

随着能繁母猪产能去化持续兑现为生猪出栏量的下降, 2024 年供给收紧的上行周期进入尾声。回顾 2024 年前三季度生猪现货价格走势, 养殖情绪表现较为乐观, 尤其上半年的仔猪市场、二育市场交投十分活跃。而进入四季度, 随着商品猪出栏量逐步增加, 价格逐步承压, 短期养殖行为的变化难以影响转跌的市场大势, 二育市场、仔猪市场有所熄火, 价格反弹力度有限, 周期趋于下行。

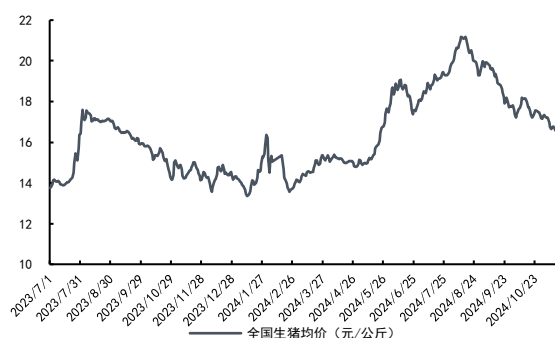
一季度, 周期正处在下行向上行切换的拐点时间, 生猪供应仍在高位, 同时春节后消费快速下滑, 生猪现货价格中枢在 14.3 元/公斤左右。春节之后, 大猪库存出清, 存栏体重偏低, 市场对后市供应缩量的看涨预期复苏, 3 月迎来 2024 年第一波二次育肥入场, 猪价在消费淡季逆势上涨, 在 4 月初涨至 15.3 元/公斤左右, 上行周期拉开序幕。

二季度, 在五一、端午节日的加持下, 猪价继续上行。4 月, 因春节后开始压栏的大猪在五一前集中出栏, 供应端小有压力, 猪价暂时回调至 14.9 元/公斤左右, 但下方支撑较强。五一结束后, 随着库存阶段释放, 第二波二育再度抢跑, 叠加理论供应量的持续缩量（主要在于去年四季度北方疫情仔猪受损的兑现时期）, 市场看涨情绪重新被点燃, 猪价大幅上行, 在 6 月初涨至 19 元/公斤左右。端午过后, 大猪仍在去库过程中, 消费在节后疲软, 猪价回调至 17.8 元/公斤左右企稳。

三季度, 进入能繁母猪加速去化的兑现期, 并且由于年初冬季不利于新生仔猪存活, 窝均健仔数有所下降, 7 月供应理论为全年最低月份。同时, 大猪库存已经逐步消化, 供应压力减弱, 7~8 月猪价持续上涨, 在 8 月中旬最高涨至 21 元/公斤附近, 为今年新高。9 月份, 理论供应压力逐步增加, 叠加前期压栏大猪节日前持续释放, 供过于求局面持续, 猪价持续承压。根据涌益咨询数据, 9 月全国商品猪均价从 19.98 元/kg 下滑至 17.76 元/kg, 累计下滑超 11%。现货带动期货回落, 活跃合约 LH2411 月内高点（18525 元/吨）至低点（16720 元/吨）, 累计跌幅达 9.74%。

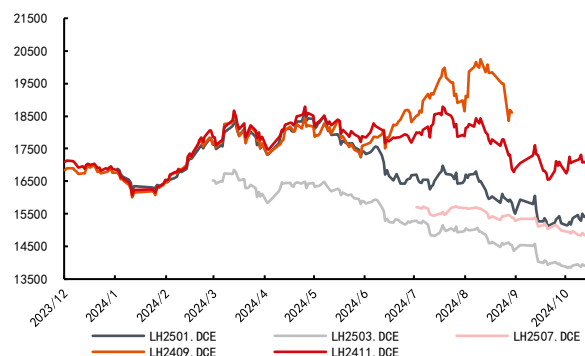
进入四季度, 猪价底部小幅反弹。随着大猪库存逐步释放, 短期供应压力有所缓解, 抄底情绪下期现共振反弹, 但受制于基本面转松基调的制约, 10 月中旬反弹力度有限, 全国均价最高不超过 18.5 元/公斤。随后供需向进一步宽松趋势演绎, 猪价震荡偏弱运行。截至 11 月 12 日, 生猪现货均价滑落至 16.5 元/kg。反观期货, 主力合约切换至 LH2501。由于前期持续的下跌, 盘面早已计价市场悲观预期, 导致盘面持续升水现货。高基差低估值吸引资金抄底情绪增强, 把伴随着产业信息炒作和宏观通胀预期的炒作, 盘面底部逐渐回升, 期现出现背离。

图表1：生猪现货价格（元/kg）



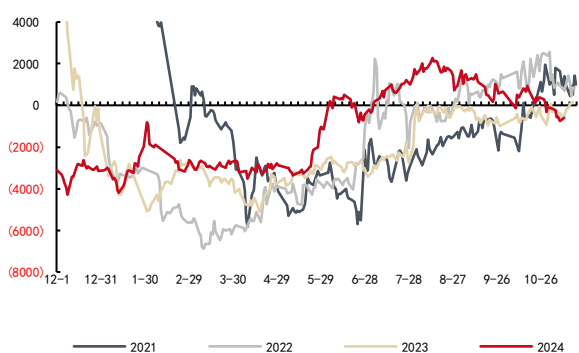
资料来源：Mysteel Wind 涌益咨询 中信期货研究所

图表2：生猪期货价格（元/吨）



资料来源：Mysteel Wind 涌益咨询 中信期货研究所

图表3：LH11 合约基差（交割成本最低区域现货）（元/吨）



资料来源：Mysteel Wind 涌益咨询 中信期货研究所

图表4：LH01 合约基差（交割成本最低区域现货）（元/吨）



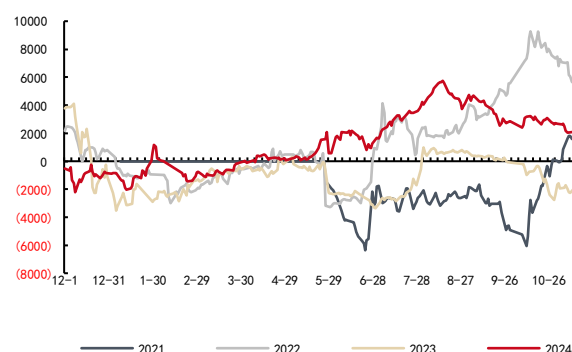
资料来源：Mysteel Wind 涌益咨询 中信期货研究所

图表5：LH03 合约基差（交割成本最低区域现货）（元/吨）



资料来源：Mysteel Wind 涌益咨询 中信期货研究所

图表6：LH05 合约基差（交割成本最低区域现货）（元/吨）



资料来源：Mysteel Wind 涌益咨询 中信期货研究所

具体对于猪价走势背后的逻辑和节奏，我们在“猪市风云”系列会议、周报、季报、专题报告、中信期货大宗商品论坛均有涉及，敬请回溯。

二、供应分析

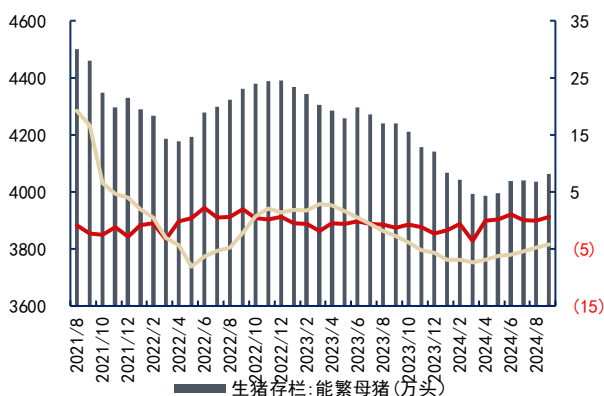
（一）长期维度：母猪存栏增加趋势延续，但增速缓慢

市场情绪谨慎，补栏周期一波三折。根据农业农村部，截至 2024 年 9 月，能繁母猪存栏为 4062 万头，环比变化+0.6%，同比变化-4.2%。猪价上冲动力不足，市场情绪谨慎，行业补栏积极性一般。与上一轮补栏周期相比，2022 年 4 月起至 12 月，母猪存栏从 4177 至 4390 万吨，累计补栏 5.1%，仅用了 8 个月时间，月均补栏+0.64%；反观本轮周期，2024 年 4 月至 9 月，母猪存栏从 3986 至 4062 万吨，累计补栏 1.9%，已经用了 5 个月时间，月均补栏+0.38%。总体来看，本轮行业虽然重回盈利区间，但从官方数据来看，全行业补栏速度偏缓，且 8 月一度出现环比下滑的情况，补栏周期一波三折。

按照《生猪产能调控实施方案（2024 年修订）》，全国能繁母猪存栏正常保有量为 3900 万头，能繁母猪存栏量处于正常保有量的 92%—105%区间（含 92%和 105%两个临界值）为绿色区域，表示产能正常波动。

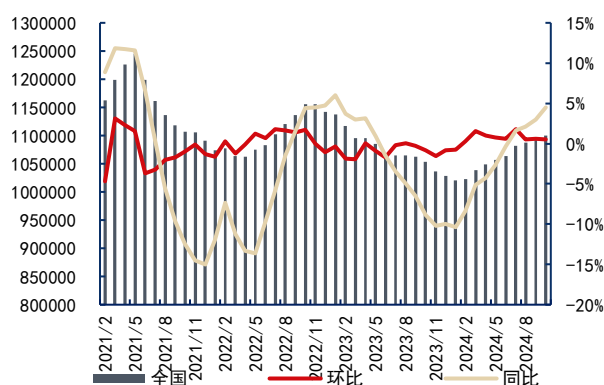
根据样本口径监测，补栏周期还在继续。截至 2024 年 10 月，涌益咨询偏行业样本口径下，能繁母猪存栏环比变化+0.56%，前值变化+0.60%；涌益咨询偏集团口径下，能繁母猪存栏环比变化+0.27%，前值变化+0.64%。10 月能繁基数变化不大，整体维持稳定微增走势，增幅进一步收窄。后续，我们预计母猪存栏或将延续环降趋势，直至行业再次进入亏损区间，补栏周期将进入尾声。

图表7：能繁母猪存栏-农业部（万头/%）



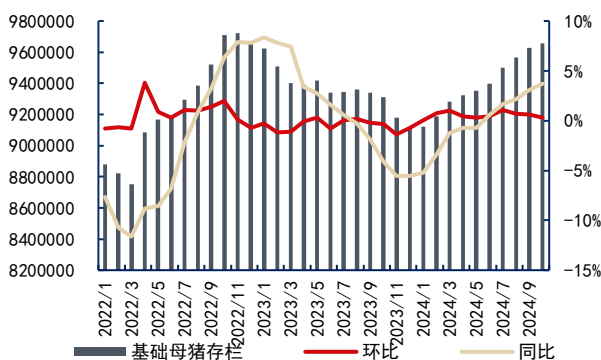
资料来源：Mysteel Wind 涌益咨询 中信期货研究所

图表8：能繁母猪存栏-涌益样本-偏行业（头/%）



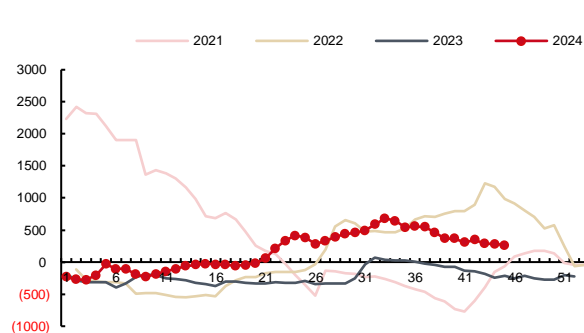
资料来源：Mysteel Wind 涌益咨询 中信期货研究所

图表9：能繁母猪存栏-涌益样本偏集团（头/%）



资料来源：Mysteel Wind 涌益咨询 中信期货研究所

图表10：自繁自养利润（元/头）

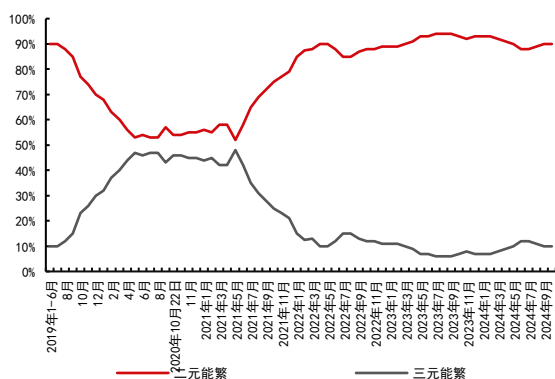


资料来源：Mysteel Wind 涌益咨询 中信期货研究所

我国能繁母猪存栏结构持续优化。近三年来，窝均健仔数等生产效率更高的二元能繁母猪比例从 2021 年 5 月的不足 50%，到 2023 年已经提升至 90%以上。2024 年，虽然散户对三元母猪的补栏量有所增长，但是二元母猪的占比也整体维持在 88%以上。截至 2024 年 10 月，根据涌益咨询，行业平均二元母猪占比达 90%，前值 90%。

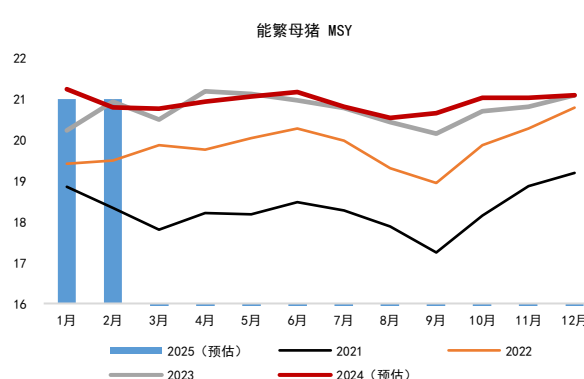
我国母猪单产明显提升。MSY 受品种、配种率、仔猪成活率、育肥成活率等多因素影响。除了母猪品种的优化，在非瘟后时代，养殖行业充分吸取“超级非瘟”的教训，不断提升防疫能力，优化管理水平，使得整个行业从疫情的重创中走出，断奶成活率、育肥成活率等指标也在不断进步，行业进入高生产效率时代。2022 年 MSY 提升幅度较大，2023 年仍在小幅增加，2024 年上半年 MSY 因仔猪成活率下降而有所损失，但下半年预计重新向上修复，位于近年高位。从部分企业披露的公开数据来看，头部企业生产效率也同步呈现上涨。据测算，2024 年底，母猪对应 MSY 将超过 21。节奏上，冬季疫情当前环比有增，不排除年底发生的冬季 MSY 阶段性下滑的可能，或导致 2025 年 5-6 月份的供应出现小断档。进入 2025 年，预计生产效率保持高位运行。

图表11：能繁母猪存栏二元三元占比（%）



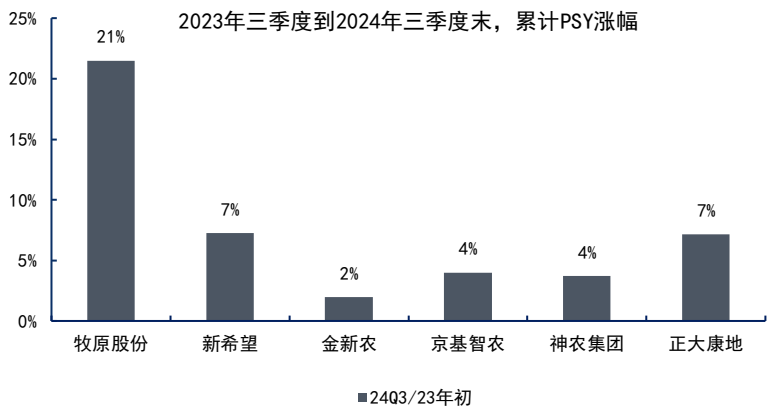
资料来源：Mysteel Wind 涌益咨询 中信期货研究所

图表12：当月配种母猪对应单产效率（MSY）



资料来源：Mysteel Wind 涌益咨询 中信期货研究所

图表13：2023 年三季度至 2024 年三季度末，部分企业累计 PSY 涨幅（%）



资料来源：公司公告 中信期货研究所

（二）长期供应趋势参考

从长周期维度综合测算，母猪存栏减少 VS 生产销量抬升来看，预计 2024 年四季度生猪出栏量较三季度变化+2.4%。其中，母猪存栏量影响-2.8%，MSY 提升影响+2.4%，母猪配种影响-1.3%，分娩影响+4.3%。月间节奏来看，10-11 月的理论出栏压力较大，12 月份递减，但还需结合压栏和年底集中出栏的节奏综合考虑。

往后看，进入 2025 年，整体供应压力不见明显增加，出栏演绎呈现倒“V”型走势。一季度，在官方能繁母猪存栏持续下滑，且生产效率预计稳定的趋势下，商品猪出栏量预计年初将出现小幅下滑；二季度，随着今年 4 月起母猪补栏启动，供应有所增加；但进入二季度末，随着季节性冬季疫病的扰动兑现，商品猪出栏量不排除或再度下降。

图表14：生猪供应趋势测算（万头；万吨）

	万头						万头
T-10	T-10	T-10	T-10	T-6	T-6	T	T
	能繁母猪存栏	MSY	配种率		分娩率		出栏量
2023 年 3 月	4305	20.48	22.7%	2023 年 7 月	74.7%	2024 年 1 月	6435
2023 年 4 月	4284	21.17	22.6%	2023 年 8 月	75.3%	2024 年 2 月	6635
2023 年 5 月	4258	21.12	22.6%	2023 年 9 月	75.2%	2024 年 3 月	6587
2023 年 6 月	4296	20.96	22.7%	2023 年 10 月	75.1%	2024 年 4 月	6603
2023 年 7 月	4271	20.76	22.6%	2023 年 11 月	73.8%	2024 年 5 月	6360
2023 年 8 月	4241	20.42	22.5%	2023 年 12 月	73.0%	2024 年 6 月	6111
2023 年 9 月	4240	20.14	22.5%	2024 年 1 月	73.5%	2024 年 7 月	6083
2023 年 10 月	4210	20.69	22.6%	2024 年 2 月	74.2%	2024 年 8 月	6280

2023 年 11 月	4158	20.80	21.9%	2024 年 3 月	78.1%	2024 年 9 月	6370
2023 年 12 月	4142	21.07	21.9%	2024 年 4 月	78.5%	2024 年 10 月	6475
2024 年 1 月	4067	21.23	22.0%	2024 年 5 月	78.6%	2024 年 11 月	6423
2024 年 2 月	4042	20.79	22.1%	2024 年 6 月	78.4%	2024 年 12 月	6280
2024 年 3 月	3992	20.76	22.3%	2024 年 7 月	77.8%	2025 年 1 月	6184
2024 年 4 月	3986	20.92	22.3%	2024 年 8 月	78.0%	2025 年 2 月	6246
2024 年 5 月	3996	21.04	22.3%	2024 年 9 月	78.3%	2025 年 3 月	6318
2024 年 6 月	4038	21.16	22.2%	2024 年 10 月	78.4%	2025 年 4 月	6413
2024 年 7 月	4041	20.79	22.3%	2024 年 11 月	78.0%	2025 年 5 月	6298
2024 年 8 月	4036	20.53	22.3%	2024 年 12 月	78.0%	2025 年 6 月	6209

资料来源：中信期货研究所

但需强调的是，该方法推演出栏趋势存在误差，趋势演绎仅仅帮助我们对后续供应演绎有个大致的判断，以及了解供应变化的驱动细分来源。不可仅依赖一组数据对后续供应做直接判断。其中，可能存在的误差，包括但不限于：1）能繁母猪存栏的状态差异；2）母猪存栏和生产效率的口径差异（能繁母猪使用官方全口径，生产效率使用涌益咨询样本口径）；3）农业部口径与国家统计局的口径差异（能繁母猪存栏）；4）数据统计准确性；5）口径动态调整的滞后性（近年散户占比的变化）。

（三）中期维度：二季度起仔猪持续环增，中期供应压力确定性较强

仔猪维度，指向至明年四月份，供应逐步递增趋势基本确立。根据钢联样本数据，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%，7 月变化+1.9%，6 月变化+1.5%，5 月变化+0.4%。进入 10 月份，新生仔猪数量与 9 月基本持平，环比变化-0.05%。

反观其验证指标，仔猪料销量同样在 2024 年 3~10 月份持续环增。截至 8 月份，仔猪饲料销量环比变化+9.05%，前值变化+2.3%，增幅较前期明显扩大；然而进入 9-10 月份，该指标增幅放缓，分别为+0.07%、+0.65%。

（四）中期供给趋势参考

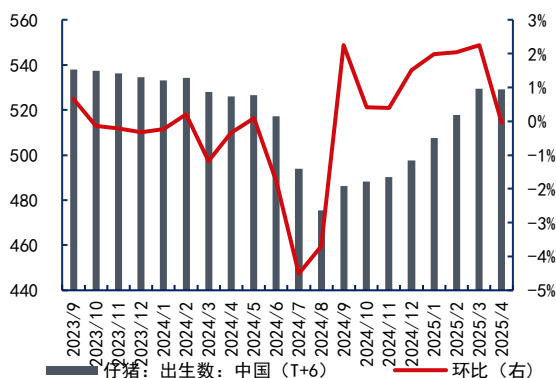
中期供应测算模型中，按照生命周期，从新生仔猪到商品猪出栏，大致经历 6 个月左右的时间，根据新生仔猪环比变化编制指数，并往后平移 6 个月，大致

可以得到未来商品猪出栏趋势。同样的，根据仔猪料（教保料）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。

中期供应预测模型缩短了其覆盖的生命周期长度，也就过滤掉了长期供应预测模型中，由于能繁母猪存栏形态差异，分娩率、配种率等差异引起的误差。考虑更少的假设条件，采用更简单的方式，反而能避免掉一些“精确的错误”。

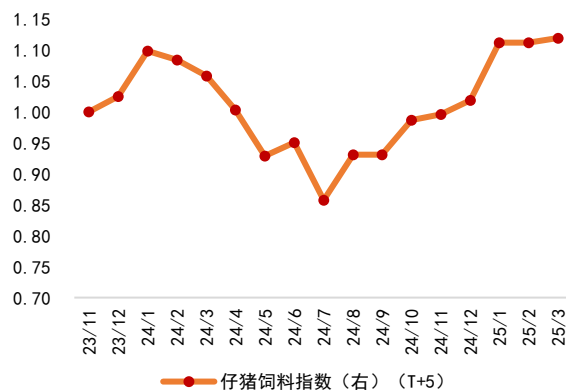
从指数变化情况来看，2024 年 7-8 月份为理论出栏量的年内最低点；9 月份起至今，商品猪供应量逐步转增，这一点已经在今年猪价走势上得以验证。

图表15：新生仔猪数量（万头/%）（T+6）



资料来源：Mysteel Wind 涌益咨询 中信期货研究所

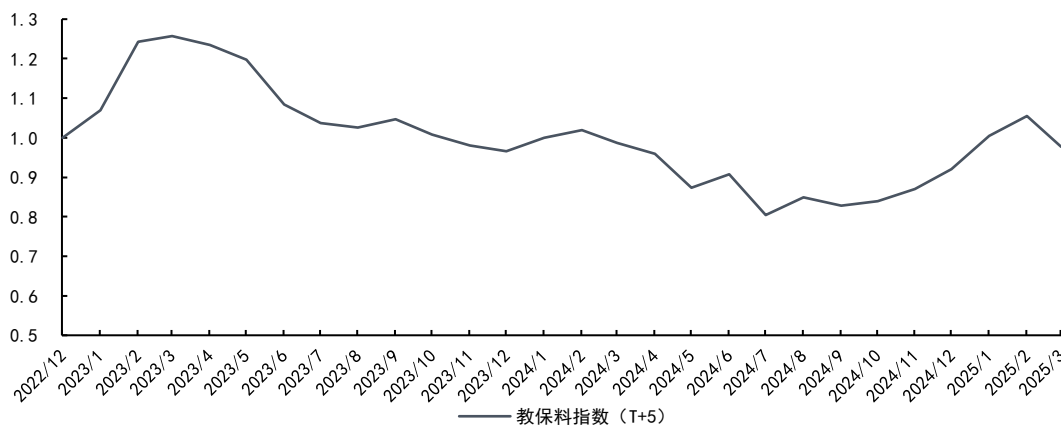
图表16：仔猪饲料销量指数化（T+5）-Mysteel



资料来源：Mysteel Wind 涌益咨询 中信期货研究所

往后看，由于今年 6~9 月份仔猪出生环比增幅扩大的驱动，理论出栏量将再度放量，整体供应压力或再上一个台阶，甚至逐步逼近去年供应高点。10 月份，钢联口径下我国新生仔猪的数量增幅明显放缓，而涌益口径下教保料饲料销量环比大幅下滑 7%，预示着 2025 年 4 月份，理论供应量或止增甚至下滑。

图表17：教保料指数化（T+5）-涌益



资料来源：公司公告 中信期货研究所

（五）供应小结

长期维度，母猪从今年 4 月份才开始补栏，生产效率稳增，指向明年一季度供应较 24 年四季度出现减量；随后至 8 月份，整体呈现增加趋势，中间伴随季节性波动。

中期维度，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，指向明年一季度供应较 24 年四季度供应进一步抬升。但由于 10 月份的新生仔猪数较前值基本持平，且据了解，其他口径下 10 月份出现仔猪饲料销量、仔猪数量出现明显下滑，供应增加趋势或于明年 4 月份停止。

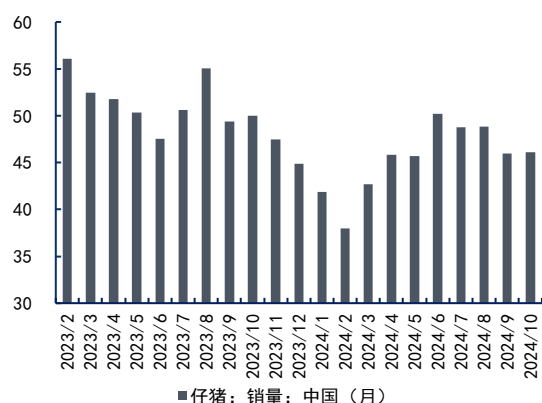
两组数据分别在明年一季度和二季度出现节奏差异，我们列出以下可能的解释：

对于 2025 年一季度的差异，主要体现在母猪存栏拐点位置。虽然官方口径下，母猪去化延续到 2024 年 4 月，但样本口径下，2024 年 1 月份已经出现补栏的迹象。我们认为，这主要体现了散户与规模化企业的行为模式差异。官方口径包含了散户和集团场、规模企业等各类群体，而样本口径范围更小，且更集中于规模更大的群体，因此，母猪补栏拐点的劈叉代表了，规模企业与今年年初进行了更积极的补栏，而散户端则相对谨慎和行为滞后。随着 2023 年亏损时期的散户出清，集团场的话语权更大，且产能也更加集中，因此，我们认为样本口径所展示的母猪补栏比较具有代表性。由此，我们倾向于认为，在不考虑压栏问题下，明年一季度产能或更大可能呈现进一步递增的趋势。

对于 2025 年二季度的差异，主要集中在 4 月份的供应是否转向的判断上。

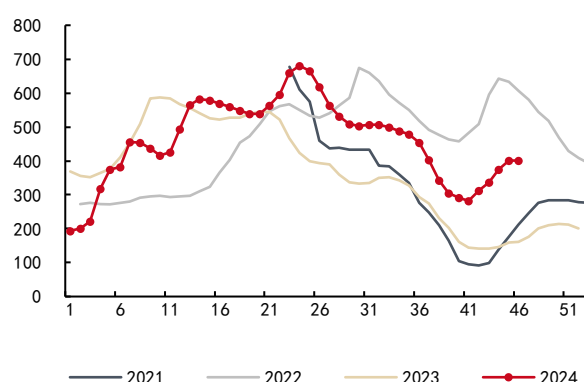
1) 仔猪饲料的持平或下滑可能与养殖主体有关。仔猪饲料以外销饲料为主，因此，更多代表了散户端、规模场养仔猪的情况。进入四季度，散户、中小型规模场担心疫病，导致补栏谨慎，外销饲料量呈现季节性下滑，这与仔猪销量下滑相对应。但很多仔猪存在集中在集团手里面的可能，市场上仔猪供应总量或并没有呈现明显减幅。

图表18：仔猪销量（万头/%）



资料来源：Mysteel Wind 涌益咨询 中信期货研究所

图表19：仔猪价格（元/头）



资料来源：Mysteel Wind 涌益咨询 中信期货研究所

2) 9-10 月份或受配种季节性，以及今年“配种前置”现象的影响。6-7 月份天气炎热，散户端、规模场端的母猪配种率往往呈现季节性下滑，以及此时配种的母猪在 9-10 月份分娩，正好对应冬季疫情的起始窗口期。根据理由 1，散户端、规模场端在这个时期往往补栏积极性下滑，所以在配种有难度+未来需求预期偏弱的前提条件下，主动减少配种或许也是正常的年内季节性现象。叠加 2024 年春节后猪价连贯上涨，带动 3-4 月份散户端、规模场等配种积极性明显提升，导致后续配种率有所下滑，出现了“配种前置”的现象。

3) 今年生产效率稳中有升，不作为仔猪减量的信号。在窝均健子数、产房存活率基本稳定的场景下，仔猪料增幅明显大于母猪料增幅，说明样本范围内，PSY 确实得到了提升。

3) 新生仔猪是仔猪供应源头的的数据，不受货权转移的影响。样本数据里，Mysteel 统计的新生仔猪数量并没有呈现下滑，而是维稳。

结论：基于以上分析，再结合今年上半年的猪价走势、利润情况、以及当时的母猪情况、疫情状态，都看不到供应下滑的依据。即便是因为配种的问题短期改变供应节奏，但预计供应增加的趋势在明年二季度暂时还不会停止。

三、需求、库存分析

（一）需求情况

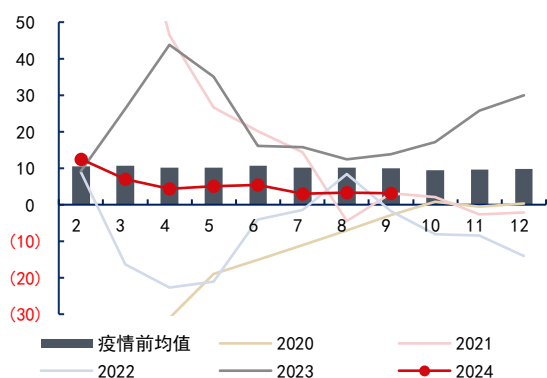
2024 年，需求稳中偏弱。

宏观方面，餐饮消费总量增幅有限，大幅低于疫情前国内消费内生动能。根

据国家统计局数据，2024 年以来，我国餐饮收入增幅放缓，同比变化较疫情前均值、去年同期均大幅缩水。疫情前同比均值 10.1%，2023 年同比均值 22.3%，2024 年 1~8 月同比均值 5.45%。

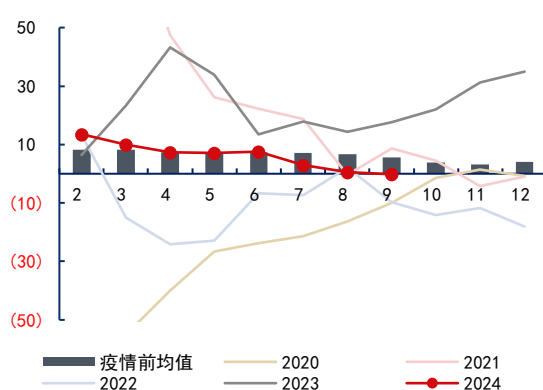
量价拆分来看，收入贡献多来源于价增而非量涨。我们参考 CPI：食品作为价格的变化，反推消费量变化趋势发现，今年不仅增幅递减，且大部分增幅来源于价格的回暖，而非消费量的起量。三季度，猪肉价格随着生猪价格攀升至年内高点，CPI 食品当月同比在 3% 上下波动，然而反推消费量，则逐步转向环降的趋势。总结来看，终端虽然餐饮消费场景复苏，但是猪肉的消费更多集中在居家餐食，外出餐饮更多是对猪肉替代品类（鱼虾牛羊）的消费。并且今年替代肉类价格跌幅较大，猪肉终端市场同比增长空间不足。

图表20：社会消费品零售总额:餐饮收入:同比（%）



资料来源：Mysteel Wind 涌益咨询 中信期货研究所

图表21：以 CPI 作为价格变化，反推消费量（%）



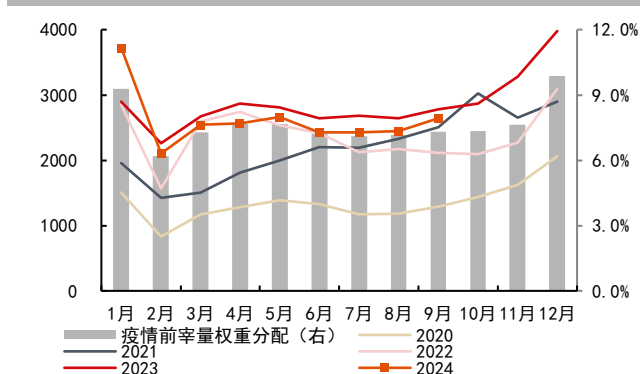
资料来源：Mysteel Wind 涌益咨询 中信期货研究所

微观方面，2024 年，宰量同比持续偏低，进入四季度开始季节性回暖。根据农业部定点屠宰企业，2~9 月份宰量同比-5~-10%。9 月份，商务部定点屠宰量环比变化+8.1%，前值变化+0.6%；同比变化-4.9%，前值-7.7%，意味着需求回暖力度季节性加大。出栏减少导致屠宰数量下降，需求疲软也降低了屠宰企业的屠宰意愿。

年内季节性来看，宰量下半年需求逐步增加，但季节性趋势整体逐步淡化。除了春节后的 2 月淡季以外，6~8 月是消费淡季，屠宰量多偏低。而后 9~12 月，在中秋、国庆、春节等节日提振下，需求逐步从低位向上恢复。2009~2019 年，12 月屠宰量较 7 月平均提高+38%，2015~2019 年，这一数值回落到+25%。

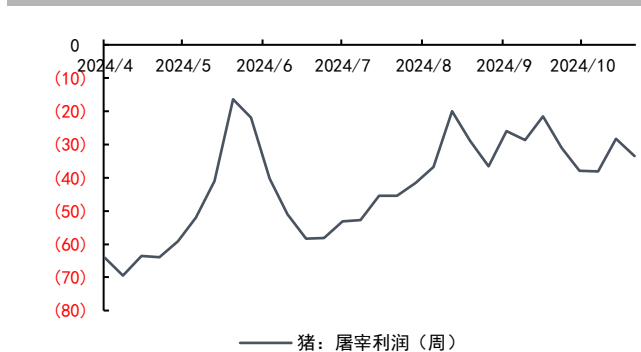
终端溢价消费意愿偏低，下游议价权弱化。生猪价格的上涨，会传导至猪肉价格的上涨。今年肉猪比价同比略有增加，下游消费对涨价有一定承接力度，但是高价承接的消费量比较有限，超过刚需后，下游提价难度增加，屠宰环节平均利润持续为负。根据钢联数据，截至 11 月 08 日，行业平均屠宰毛利润为-33 元/头，前值为-28 元/头。

图表22：商务部定点屠宰量（万头/%）



资料来源：Mysteel Wind 涌益咨询 中信期货研究所

图表23：屠宰毛利润（元/头）

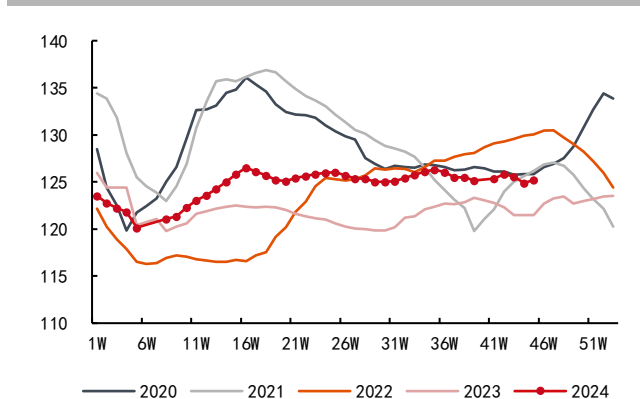


资料来源：Mysteel Wind 涌益咨询 中信期货研究所

（二）库存及进口情况

活体库存方面，供应压力并不严重。进入四季度，往往是季节性补栏的旺季，主要受旺季需求所拉动。但今年来看，二育整体谨慎，规模不及往年，导致体重上涨的斜率整体平缓；甚至进入四季度，在现货价格持续震荡偏弱的背景下，市场信心整体偏弱，体重震荡为主，不再上行。根据涌益咨询监测，截至 11 月 7 日当周，全国商品猪出栏均重 125.23 公斤，环比变化 0.30%，变化 0.38 公斤。截至 10 月 31 日，行业平均栏舍利用率达 55%，节前为 55%。

图表24：活体库存一出栏均重（kg/头）



资料来源：Mysteel Wind 涌益咨询 中信期货研究所

图表25：行业平均栏舍利用率（%）



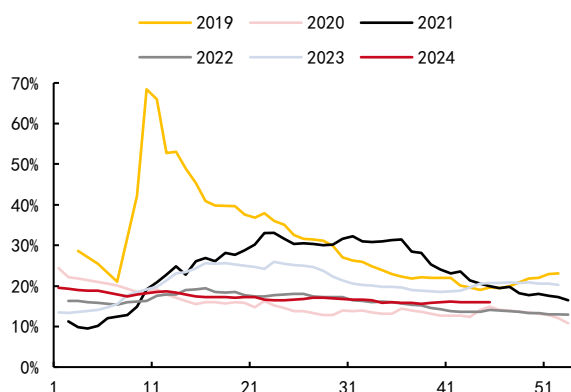
资料来源：Mysteel Wind 涌益咨询 中信期货研究所

冻品库存方面，压力逐步减弱。在经过了 2023 年冻品囤货的亏损后，今年猪肉冻品入库的量始终偏低，以持续消耗去年的库存为主。9 月，随着猪价跌至相对低位，冻肉库存小幅补库，但库容率依旧处于低位，截至 11 月 08 日，冻品库容率达 15.97%，前值为 16.96%。

进口猪肉方面，今年整体维持低位。2024 年 9 月份，猪肉当月进口数量达 10 万吨，环比变化+11%，同比变化-1%。国内自身供给充裕，进口性价比并不高，

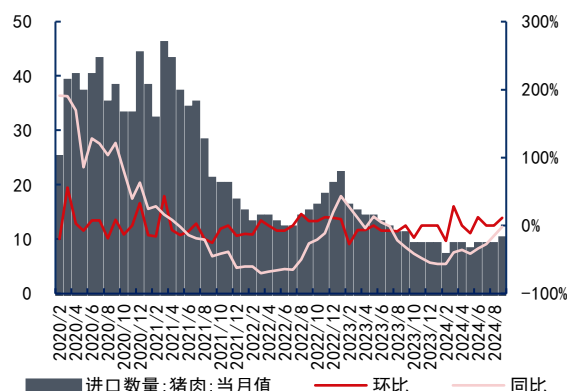
整体进口量低位运行。进口猪肉对鲜货市场的冲击较弱。

图表26：冻品库存—冻品库容率（%）



资料来源：Mysteel Wind 涌益咨询 中信期货研究所

图表27：猪肉进口量（万吨）



资料来源：Mysteel Wind 涌益咨询 中信期货研究所

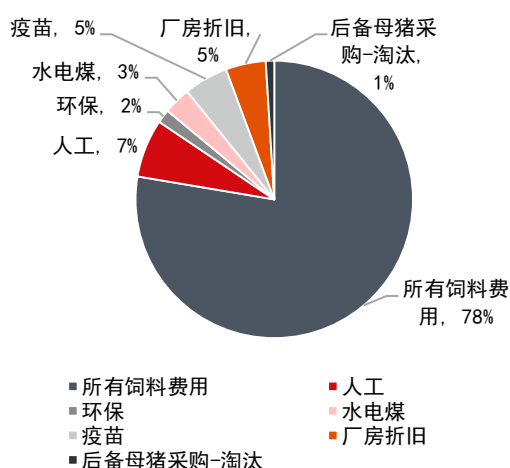
四、成本分析

（一）生猪养殖成本构成

在生猪的养殖成本当中，饲料成本占比最大，达 65%以上。由于生猪育肥环节经历的时间最长，育肥阶段新投入的成本不需要像母猪一样被摊销，因此育肥环节的成本占生猪出栏的总成本比例最高，且育肥阶段生猪需要持续的饲料投入，所以饲料成本的变化是影响生猪出栏成本的最关键因素，未来对于生猪成本的预判，往往取决于对于饲料成本的判断。

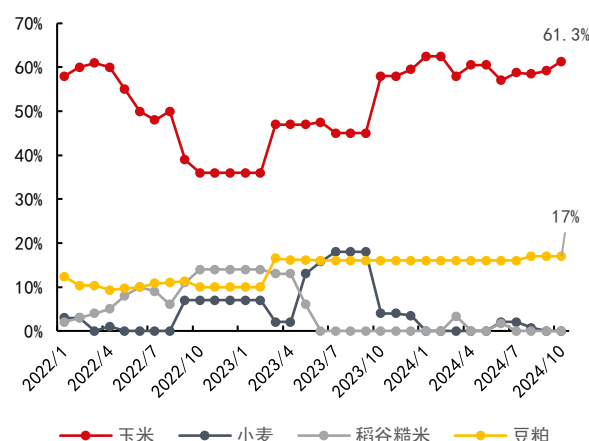
生猪饲料主要由玉米、豆粕等构成，其中玉米占比最高，约 60%，其次是豆粕，约 16%。饲料配方比例不是一成不变的，当某种原料的价格过高，饲料厂会在不影响饲料效果的可控范围内减少该原料的使用比例，而且能够提供能量、蛋白的饲料原料有多种品类，例如玉米和小麦的替代、豆粕和菜粕的替代，因此饲料配方会跟随原料价格而调整。但整体来看，玉米和豆粕依旧是饲料配方中主要的部分，因此玉米、豆粕价格的变化，会对生猪饲料成本产生直接影响。

图表28：生猪养殖成本大致构成（%）



资料来源：涌益咨询 Mysteel 中信期货研究所

图表29：生猪饲料配方动态变化（%）



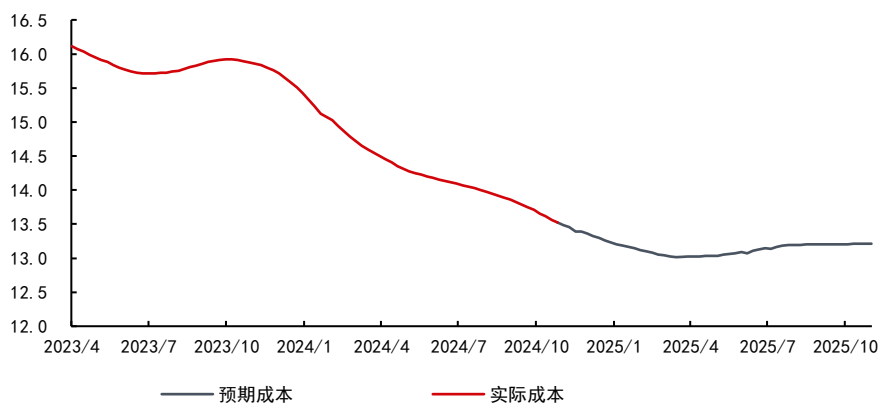
资料来源：涌益咨询 Mysteel 中信期货研究所

（二）生猪养殖成本或低位波动为主

2024 年国内豆粕、玉米供需相对宽松，生猪饲料原料价格下跌，导致饲料价格持续下降。以农村农业部发布的育肥配合饲料为例，年初，生猪饲料价格 3.77 元/公斤；截至 11 月上旬，生猪饲料价格已经降至 3.40 元/公斤，累计跌幅 9.81%，同比去年下跌 11.7%。饲料价格下跌，使得生猪出栏成本也跟随下移，为养殖盈利提供更大空间。

进入 2025 年度，根据团队对于饲料原材料的判断，饲料价格预计底部小幅抬升，但上涨幅度整体有限。玉米方面，2024 Q4 至 2025 年 Q1，玉米现货运行区间预计在 2100-2250 元/吨；2025 年 Q2 玉米现货运行区间预计在 2200-2400 元/吨；2025 年 Q3 玉米现货运行区间预计在 2250-2450 元/吨；2025 年 Q4 玉米现货运行区间预计在 2150-2250 元/吨。豆粕方面，2024 Q4 至 2025 年 Q1，豆粕现货运行区间预计在 2500-2900 元/吨；2025 年 Q2 豆粕现货运行区间预计在 2300-2600 元/吨；2025 年 Q3 豆粕现货运行区间预计在 2500-2800 元/吨；2025 年 Q4 豆粕现货运行区间预计在 2700-3000 元/吨。基于上述的判断，假设玉米、豆粕添比维稳，生产效率保持不变的理论状态下，生猪养殖成本整体维持底部小幅波动，范围预计在 13-13.5 元/公斤，并不会对利润造成较大的挤压。

图表30：2024 年生猪养殖成本预计下降（元/公斤）



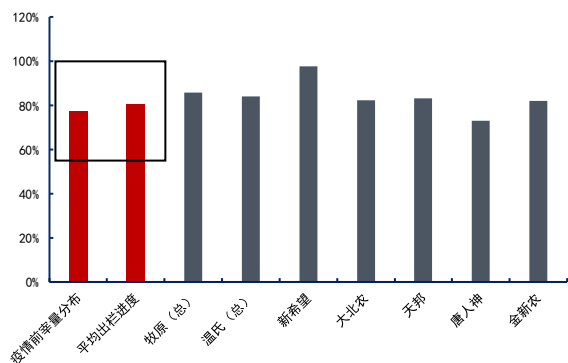
资料来源：Wind 涌益咨询 中信期货研究所

五、上市公司情况跟踪

（一）上市公司商品猪出栏情况

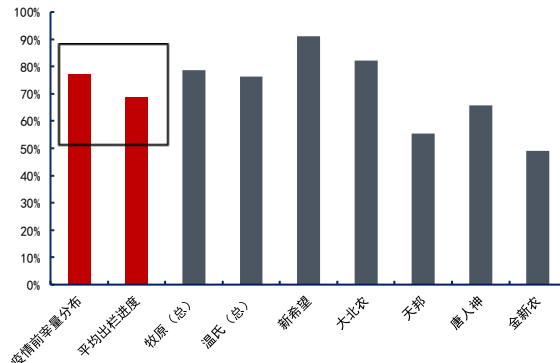
根据对上市企业出栏情况，以及今年出栏目标的不断调整更新，我们进行跟踪。根据疫情间屠宰量的水平在全年分布情况，我们作为市场出栏进度的参照标杆，1-10 月份，累计进度约为 77.2%。截至 10 月份，若按照目标出栏计划的下限进行评估，上市企业出栏进度达 80.3%左右，略快于正常水平；若按照目标出栏计划的上限进行评估，上市企业出栏进度达 68.9%左右，略慢于正常水平。综合两组数据，样本内 9 家上市企业出栏进度整体处于正常水平，于往年正常进度偏差不大，没有给下半年增加额外的压力。

图表31：按照上市企业目标出栏下限评估出栏进度（%）



资料来源：Mysteel Wind 涌益咨询 中信期货研究所

图表32：按照上市企业目标出栏上限评估出栏进度（%）

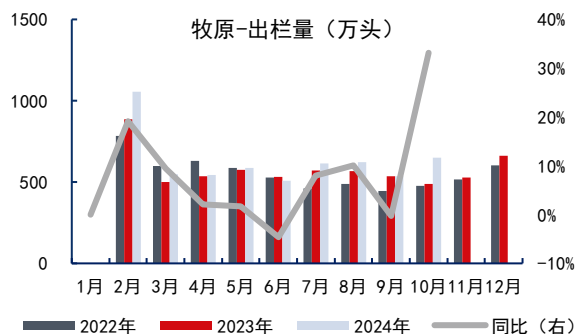


资料来源：Mysteel Wind 涌益咨询 中信期货研究所

根据上市企业公开公告显示，10 月份，牧原生猪出栏总量 649.8 万头，同比

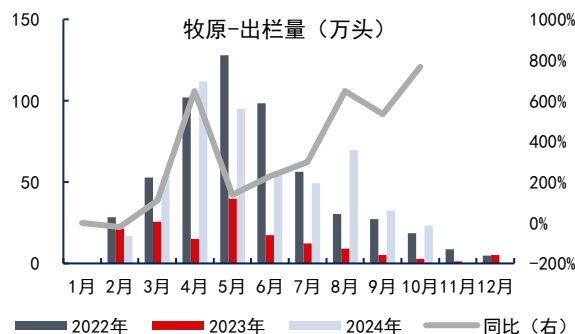
变化+33%；其中，牧原仔猪出栏 23.4 万头，同比变化+767%，环比变化-27.8%。温氏生猪出栏总量 277 万头，同比变化+16%。新希望商品猪出栏 125.3 万头，同比变化-15%。大北农商品猪出栏 65.21 万头，同比变化+38%。天邦商品猪出栏 48.4 万头，同比变化-39%。唐人神商品猪出栏 49.7 万头，同比变化+29%。金新农商品猪出栏 9.75 万头，同比变化+27%。天康商品猪出栏 28.43 万头，同比变化+23%；中粮商品猪出栏 32.1 万头，同比变化-16%。

图表33：牧原-生猪出栏（万头）



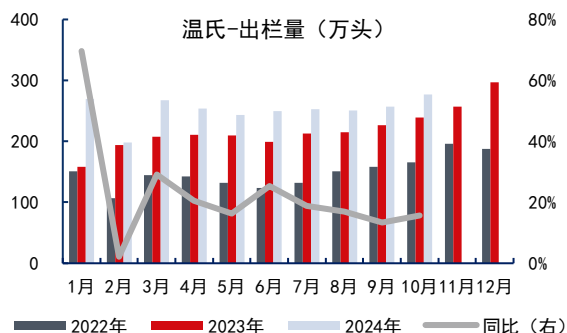
资料来源：Mysteel Wind 涌益咨询 中信期货研究所

图表34：牧原-仔猪出栏（万头）



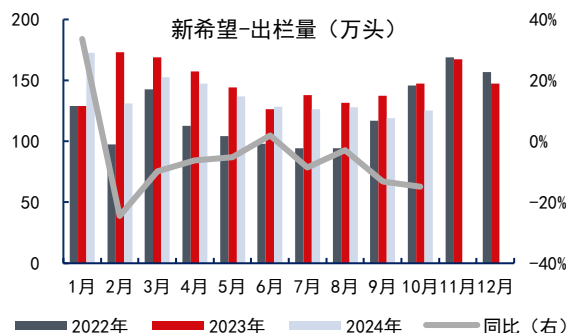
资料来源：Mysteel Wind 涌益咨询 中信期货研究所

图表35：温氏-生猪出栏（万头）



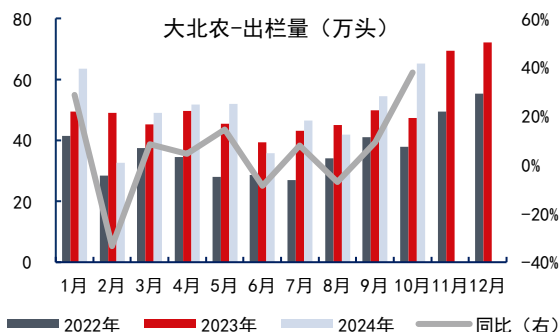
资料来源：Mysteel Wind 涌益咨询 中信期货研究所

图表36：新希望-生猪出栏（万头）



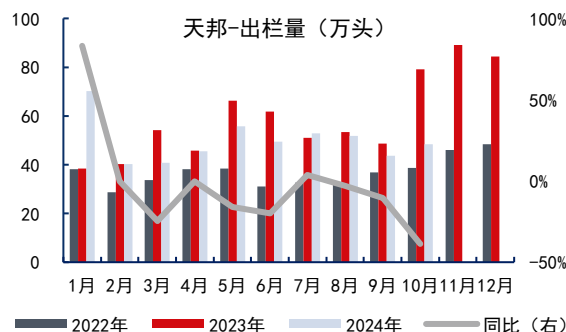
资料来源：Mysteel Wind 涌益咨询 中信期货研究所

图表37：大北农-生猪出栏（万头）



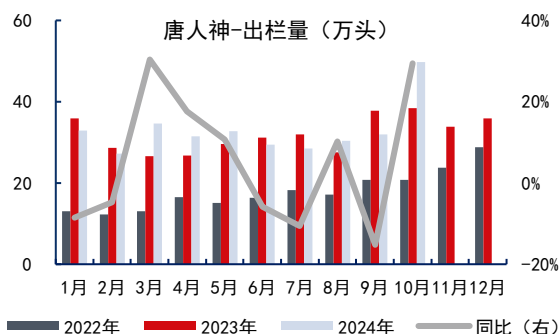
资料来源：Mysteel Wind 涌益咨询 中信期货研究所

图表38：天邦-生猪出栏（万头）



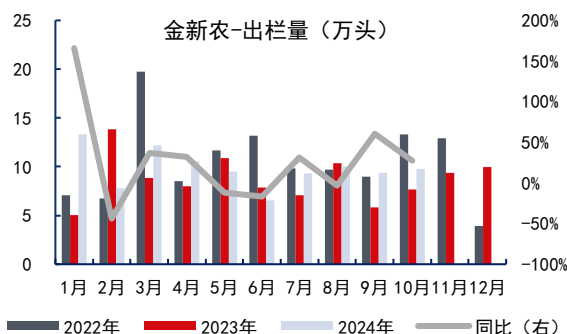
资料来源：Mysteel Wind 涌益咨询 中信期货研究所

图表39：唐人神-生猪出栏（万头）



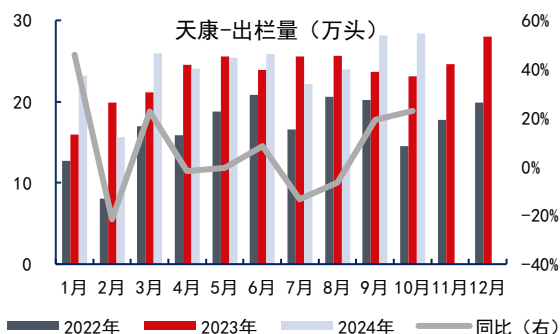
资料来源：Mysteel Wind 涌益咨询 中信期货研究所

图表40：金新农-生猪出栏（万头）



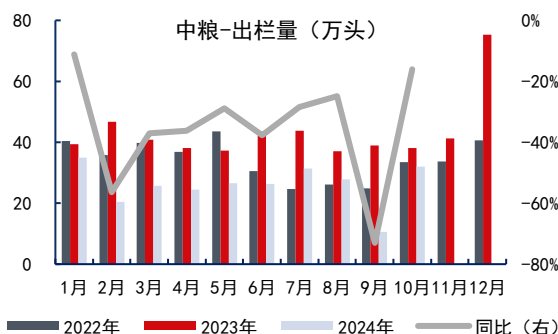
资料来源：Mysteel Wind 涌益咨询 中信期货研究所

图表41：天康-生猪出栏（万头）



资料来源：Mysteel Wind 涌益咨询 中信期货研究所

图表42：中粮-生猪出栏（万头）



资料来源：Mysteel Wind 涌益咨询 中信期货研究所

（二）上市公司成本情况

根据公司公开报告显示，各家上市企业成本在 2024 年均呈现不同程度下降。当前，上市企业平均成本下滑至 14.3 元/kg 左右，较今年年初水平累计变化 -10.8%；其中，最低成本已达 12.7 元/kg，最高成本也低于 17 元/kg。这主要依赖于饲料原材料价格的下滑、龙头企业生产管理能力和疫情防控能力的不断抬升。

截至三季度末，神农集团、牧原集团、温氏股份、巨星农牧，以及天康生物 5 家企业完全成本控制在 14 元以下水平，属于业内第一梯队；京基智农、大北农、新希望等 7 家企业完全成本控制在 14-15 元区间，属于业内第二梯队；其余企业完全成本位于 15-16.5 元区间，成本管控能力稍弱，属于业内第三梯队。

图表43：上市猪企成本变化情况（元/kg）

	2023 年初	2024 年初	2024 年最新成本价	最新 PSY	最新价格更新时间	2024 年目标成本
--	---------	---------	-------------	--------	----------	------------

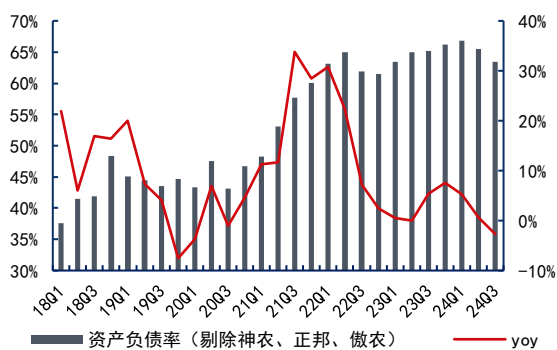
神农集团	16.3	14.7	13.6	28	10月	14
牧原股份	16.8	15.8	13.3	30	10月	14以下
温氏股份	17.2	15.6	13.8-14		7月	14
巨星农牧	16	15	12.7	29	8月	
京基智农	17.2	14.7	14.59	26	9月	13.5
大北农	18.53	16	14.7		10月	14.5
新希望	17.4	16	14.2		9月	14.2-14.3
新五丰		15	14.7		6月	
天康生物	17	16.4	13.91		9月	14.5
立华股份	19	17.4	14.6	25	9月	14.5
ST天邦	19.2	16.6	14.79		9月	15以下
金新农	18.27	16.2	14.2	26	10月	15-15.5
东瑞股份	18	17.3	16.4	24	9月	16
上市企业平均	17.79	16.05	14.31			14.80

资料来源：Wind 各公开报告 中信期货研究所

（三）上市公司资金情况

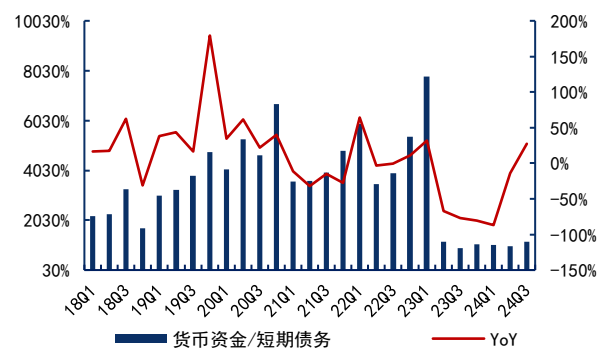
根据公司公开报告显示，2024 年三季度，15 家上市猪企（剔除神农、正邦、傲农）平均资产负债率达 63.5%，较去年同期-3%，环比上季度-2%，本年度行业持续盈利，资金压力小幅缓解，但依旧处于高位；2024 年三季度，15 家上市猪企的货币资金/短期债务小幅攀升，但绝对值维持低位，达 11.58，较去年同期+27.6%，环比上季度+1.68，资金情势依旧严峻。

图表44：资产负债率（%）



资料来源：Mysteel Wind 涌益咨询 中信期货研究所

图表45：货币资金/短期债务



资料来源：Mysteel Wind 涌益咨询 中信期货研究所

六、2025 年度生猪市场展望

价格小结：

展望 2025 年生猪市场行情，前三季度，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。节奏上，一季度，春节后需求淡季，生猪价格或逼近成本线，不排除短期跌破成本的可能，猪价或在 13-15 元/kg 区间运行；二季度，年底可能发生的冬季 MSY 阶段性下滑进入兑现窗口期，同时需求边际回暖，猪价预计低位反弹，持续给出微利，猪价或在 13.5-15.5 元/kg 区间运行；三季度，供应趋增的趋势暂时看不到明确拐点，需求在夏季偏弱，猪价依旧偏低，或在 13-15.5 元/kg 区间运行。四季度，随着近期母猪补栏节奏的放缓，以及考虑到后续可能发生的母猪停止补栏转为去化的预期，同时，叠加需求旺季驱动，现货生猪价格中枢预计呈现底部逐步抬升的趋势，猪价或在 14-18 元/kg 区间运行。

驱动小结：

根据钢联样本数据，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%。进入 10 月份，新生仔猪数量与 9 月基本持平，环比变化-0.05%。结合今年上半年的猪价走势持续向好、利润空间逐步抬高、以及上半年母猪存栏并没有出现去化、疫情状态也整体平稳等几方面因素，我们看不到供应转向下滑的依据。因此，即便是因为配种的问题短期改变供应节奏，但预计供应增加的趋势在明年二季度暂时还不会停止。

受制于生命周期长度，仔猪最多也推测未来 6 个月后的供应走势，更长周期的供应指向仍需参考母猪存栏的变化趋势。从当前情况来看，虽然行业母猪补栏进度偏缓，但补栏趋势仍在持续，这意味着直到 2025 年 8 月份，供应压力将逐步递增，猪价中枢或将持续承压。但需要重点关注的是，即将进入冬季，温差加大后疫情有季节性加重的预期，或干扰分娩率、窝均健仔数、仔猪存活率等多项生产指标，从而或导致 MSY 季节性下滑，进而或导致 2025 年 5-6 月份的供应出现阶段性小断档。

目前，生猪养殖行业资金情势依旧严峻，并没有因为 2024 年的阶段性盈利而大幅改善。若非行业后期持续给出盈利，预计今年年底至明年年初的补栏积极性较弱，补栏速度持续偏缓，甚至转为小幅去化。基于此，2025 年四季度，行业预计逐步兑现今年年底至明年年初可能出现的母猪去化走势（在利润收缩乃至进入亏损期后），但同时也需要考虑生产效率在疫情后的恢复，供应增势或得以缓解。但至于能否兑现新一轮的上行周期，还需要关注后续母猪存栏变化情况，以及 2025 年需求恢复情况，进行动态调整。

风险因素：养殖情绪；疫情；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>