

利多转弱，利空蓄力，逐月做空依旧适用

报告要点

本篇为策略跟踪系列第三篇，我们尝试通过仔猪视角修正平衡表，发现今年供应依旧充裕，但较前期判断略下滑，对应猪价中枢或有抬升空间。与 2022 年相比，今年同样呈现上行趋势，但涨幅不及 22 年，主要在于供应去化力度偏弱，绝对供应依旧充裕，二育更理性，市场更聪明。基于此，建议二育进场明显减弱之际，逢高空近月 07 合约。若不考虑二育助推因素，远月估值已偏高位，建议 18500-19000 区间止盈离场。

摘要：

一、去年仔猪疫情受损几何？市场没人能够给出准确的答案，我们通过仔猪端的数据验证，尝试重塑供应，对于仔猪受损进行重新思考。

从仔猪指数走势来看，2023 年 8 月份达峰，9 月-次年 1 月份环比持续下滑，从 1.49 下滑至 1.40，累计-6.1%。往后平移 6 个月，则对应 2024 年 3~7 月份，商品猪出栏呈现下滑趋势。从环比的速率来看，4 月份理论出栏降幅较大（-3%），随后仔猪受损影响权重降低。仔猪料对应趋势和新生仔猪对应趋势基本一致。

基于仔猪数据，我们对平衡表结论做出修正：仔猪受损程度比前期市场预期更早体现，这也对应了 3 月份猪价持续上行的趋势；4 月，若如期对应仔猪受损最严重的时期，即便二育压栏的利多因素略微减弱，现货依旧相对抗跌。

我们强调，出栏缩量只是猪价上行的导火索，而真正能够促成价格大幅上行，还需要随后市场压栏和看涨情绪助推，具体上行空间不能按照出栏量线性对应。

二、2022 年与 2024 年行情对比

1、相同点：1) 均兑现产能去化；2) 均出现低均重下的压栏行为。

2、不同点：1) 产能去化幅度不同，且绝对水平不同。2024 年去化幅度（9.7%）低于 2022 年（12.8%），且绝对值仍处 6000 万头以上高位，同时，今年均重也较 2022 年同期+6%，供应压力依旧偏大，因此，对于猪价的推升力度大概率不及 2022 年。2) 二育更理性，市场更聪明。经历了 2022 年底、2023 年上半年的亏损后，养殖户对于二育的态度谨慎，市场不再出现集中压栏又集中释放的一致性行为，取而代之的是脉冲式的滚动压栏出栏，二育对于市场的助涨助跌的效果有所减弱。以及二育占比始终不高，很难驱动趋势性的大行情再现。

风险因素：压栏情绪超预期、需求超预期、政策。

投资咨询业务资格：

证监许可【2012】669 号

农业组研究团队

研究员：

李兴彪

从业资格号：F3048193

投资咨询号：Z0015543

李青

从业资格号：F3056728

投资咨询号：Z0014122

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：F03086449

投资咨询号：Z0019380

程也

从业资格号：F03087739

投资咨询号：Z0019480

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。

目录

摘要:	1
一、 前期策略复盘	4
二、 早期理论供应量的判断方法	4
三、 供给重塑，对于仔猪受损的重新思考	6
（一） 从新生仔猪数据验证	6
（二） 从饲料销量数据验证	8
（三） 小结：仔猪受损导致出栏量下滑提前	9
四、 2022 年与 2024 年行情对比	11
（一） 相同点	11
（二） 不同点	12
（三） 小结：24 年涨势不及 22 年	16
五、 策略跟踪	16
免责声明	18

表目录

图表 1：主力 05 合约下跌流畅（元/吨）	4
图表 2：现货震荡运行（元/公斤）	4
图表 3：能繁母猪存栏（万头/%）	5
图表 4：集团厂去化缓慢，头部企业增产（钢联）	5
图表 5：行业生产效率逐步抬升	5
图表 6：上市企业生产效率趋势	5
图表 7：2024 年产能兑现效果：产能去化 VS 效率提升	6
图表 8：规模新生健仔数指数（对应出栏 T+6）	7
图表 9：新生健仔数指数（T+6）和猪价关系	7
图表 10：生猪均价走势图（元/斤）	8
图表 11：仔数饲料指数（对应出栏 T+5）	9
图表 12：仔数饲料指数-季节性（T+5）	9
图表 13：从母猪推算-季节性（万头）	10
图表 14：仔数指数推算-季节性（T+6）	10
图表 15：22 年与 24 年猪价走势对比图（元/kg）	12
图表 16：22 年与 24 年均重走势对比图（kg/头）	12
图表 17：基于新生仔猪数据推理论出栏	12
图表 18：基于能繁母猪数据推理论出栏	12
图表 19：压栏、二育逻辑框架	13
图表 20：利润：持续盈利（元/斤）	14
图表 21：成本：增重赚钱（元/kg）	14
图表 22：标肥价差：肥猪溢价	14
图表 23：后市预期：偏看好（%）	14
图表 24：压栏二育趋势演绎（动态变化）（①②③④分别为利润、成本、标肥价差、后市预期）	15

图表 25: LH2407 走势	17
图表 26: LH2409 走势	17

一、前期策略复盘

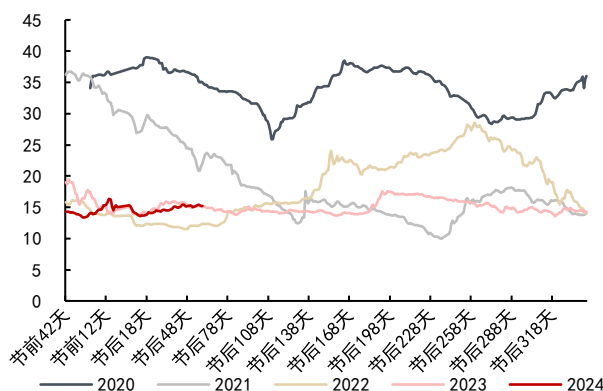
3月中旬以来，我们在日报、周报，以及点评报告中持续提示市场，短期供应压力仍存，需求仍处淡季，阶段性压栏推动盘面升至高位，在利多边际减弱，利空持续发酵背景下，LH2405 合约具有逢高空机会。截至目前，LH2405 于 4 月 11 日收盘至 14730 元/吨，累计跌幅达 7.47%。同时，在去化兑现的预期下，同时推出的，还有远月低多策略，累计盈利 10~15%。

图表 1：主力 05 合约下跌流畅（元/吨）



数据来源：Wind 涌益咨询 钢联数据 中信期货研究所

图表 2：现货震荡运行（元/公斤）



数据来源：Wind 涌益咨询 钢联数据 中信期货研究所

2024 年开年，猪价震荡偏强运行为主，后续猪价将如何走？猪价市场就此开启反转？

二、早期理论供应量的判断方法

对于年度级别基本面的判断，我们一直以来的研究框架主要依赖于能繁母猪存栏以及生产效率。根据 10 个月的生命周期，2024 年供应端走势主要取决于 2023 年的母猪去化情况和效率变化情况。

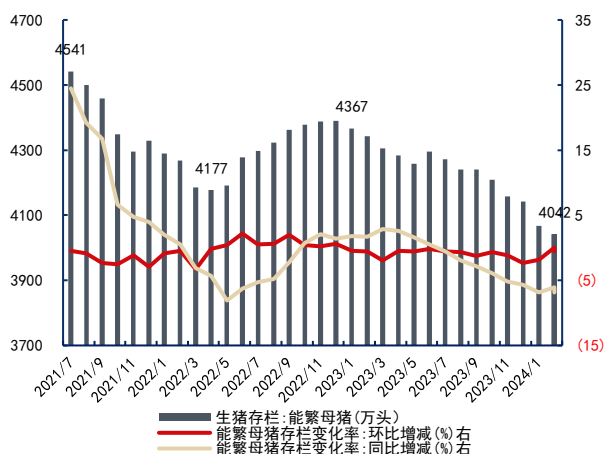
母猪存栏方面，去化整体缓慢。由于市场集中度不断抬升，饲料成本对于猪价的支撑效应逐步失灵，去化整体放缓。结构拆解来看，去化主体也以中小散户为主，规模厂成为主要“拖后腿”的一方。2023 年以来，生猪养殖行业持续小幅亏损，走出了“温水煮青蛙”的行情。根据农业农村部公布数据，和上一轮产能去化周期相比，最新一轮产能去化力度较弱，持续时间较长，对应 2024 年产能出清的力度较缓。

具体来看，上一轮母猪产能的出清，从 2021 年 6 月至 2022 年 4 月，母猪存栏从 4564 万头高位去化至 4177 万头，累计去化 10 个月时间，累计去化幅度达 8.5%。本轮去化，从 2022 年 12 月至 2024 年 2 月，母猪存栏从 4390

万头去化至 4042 万头，累计去化 14 个月时间，累计去化幅度达 7.93%。若按前 10 个月（同等去化时间）累积去化幅度相比，本轮去化前 10 个月仅 4%，直接较上轮去化表现折半。

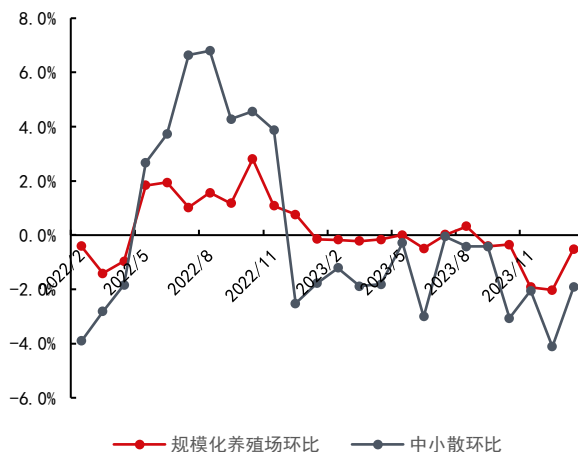
关于成本效应失灵的相关研究，详情请见《【中信期货农业】生猪养殖基础系列（五）生猪成本支撑效应还在吗？——专题报告 20240301》

图表 3：能繁母猪存栏（万头/%）



数据来源：Wind 涌益咨询 钢联数据 中信期货研究所

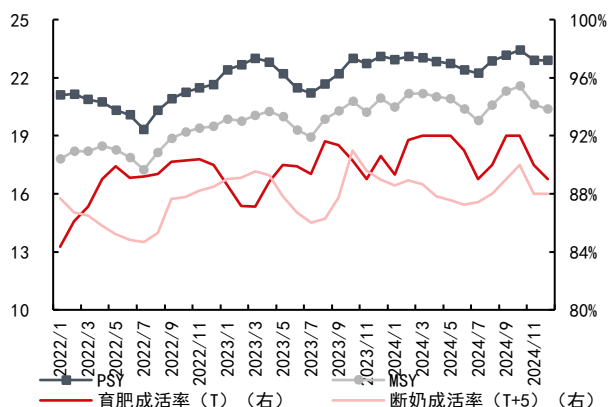
图表 4：集团厂去化缓慢，头部企业增产（钢联）



数据来源：Wind 涌益咨询 钢联数据 中信期货研究所

生产效率方面，不断稳中上行。近两年，在超级非瘟后时代，市场充分吸取“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，MSY 持续上行。根据涌益资讯数据，我们测算得出，2022 年度、2023 年度以及 2024 年度（含假设条件）年均 MSY 分别达 18.43、20.01 和 20.78，同比分别 8.6%、3.8%。2024 年度，虽然生产效率增速放缓，但仍未停下持续增长的角度。预计到 2025 年度，在品系和技术门槛的限制之下，MSY 进一步上行空间有限，后续或将持续高位运行。

图表 5：行业生产效率逐步抬升



数据来源：Wind 涌益咨询 钢联数据 中信期货研究所

图表 6：上市企业生产效率趋势

	牧原股份	温氏股份	京基智农	神农集团	样本企业 A	样本企业 B
胎龄			3-4 胎	4 胎	0-2 胎	0-2 胎
品系			PIC+法系	PIC	PIC	新丹系
MSY 增幅	+17%	+12%	+14%	+4%		+7%
2023 年底 PSY	28	22.3	25	28	25	30.1
2022 年中~23 年底 PSY	24	20	22	27	22	28.2

数据来源：Wind 涌益咨询 钢联数据 中信期货研究所

产能去化 VS 效率提升，产能依旧缓增，节奏前松后紧。综合两个维度分析：1) 从绝对出栏来看，综合考虑 2024 年母猪存栏量变化-2.3%，而 MSY 效率变化+3.8%，在不考虑疫情损失等异常因素的情况下，预计 2024 年全年生猪出栏量将略高于 2023 年。2) 从节奏来看，2024 年的出栏压力主要集中在上半年，而下半年的生猪出栏压力预计有削弱。据测算，2024H1 的理论产量较 2023 年同期+7.9%，2024H2 的理论产量较 2023 年同期-3.1%，因此全年基本面预计呈现前松后紧的形势。

图表 7：2024 年产能兑现效果:产能去化 VS 效率提升

	万头		%		%		万头
T-10	T-10	T-10	T-10	T-6	T-6	T	T
	能繁母猪	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	21.18	22.6%	2023 年 9 月	75.2%	2024 年 3 月	6607
2023 年 6 月	4296	21.01	22.7%	2023 年 10 月	75.1%	2024 年 4 月	6620
2023 年 7 月	4271	20.90	22.6%	2023 年 11 月	73.8%	2024 年 5 月	6403
2023 年 8 月	4241	20.40	22.5%	2023 年 12 月	73.0%	2024 年 6 月	6104
2023 年 9 月	4240	19.78	22.5%	2024 年 1 月	73.5%	2024 年 7 月	5976
2023 年 10 月	4210	20.58	22.6%	2024 年 2 月	74.2%	2024 年 8 月	6247
2023 年 11 月	4158	21.30	21.9%	2024 年 3 月		2024 年 9 月	6223
2023 年 12 月	4142	21.56	21.9%	2024 年 4 月		2024 年 10 月	6286
2024 年 1 月	4067	20.62	22.0%	2024 年 5 月		2024 年 11 月	5914
2024 年 2 月	4042	20.34	22.1%	2024 年 6 月		2024 年 12 月	5823

资料来源：Wind 涌益咨询 钢联数据 中信期货研究所

以上，是我们基于长周期模式下的传导（母猪→仔猪→育肥猪），对于未来供应预测的判断。其弊端在于，多环节下，疫情对于供应的扰动难以统计。例如，若母猪新产下的乳猪受疫情影响夭折，然而这个损失很难再产房存活率中准确体现；另外，生产效率方面的指标均为月频数据，且仅有样本口径，其滞后性以及局部性并不能代表对全国整体情况。这也是为什么，我们常说，推算公式所覆盖的生命周期越长，准确性就会越差。基于此，我们尽量找寻覆盖生命周期较短的推算方法，并结合调研感知，多重验证，比如，尝试以仔猪作为起点，进行推算；以及根据饲料销量，进行验证。

三、供给重塑，对于仔猪受损的重新思考

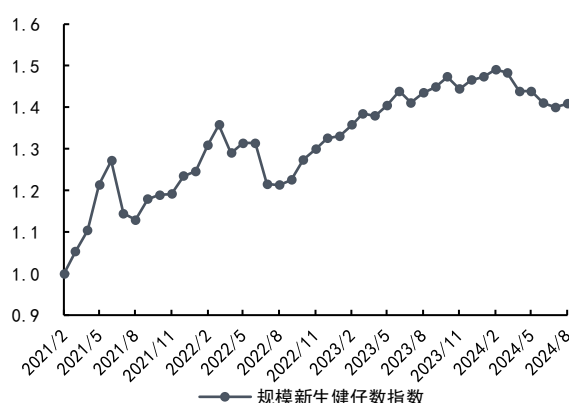
（一）从新生仔猪数据验证

我们尝试通过根据规模新生健仔数来推测后期商品猪出栏情况，以构建相对更短的生命周期推断方法（仔猪→育肥猪）。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，根据新生仔猪数量，往后平移 6 个月，大致可以得到未来商品猪出栏趋势。

从长周期的复盘来看：

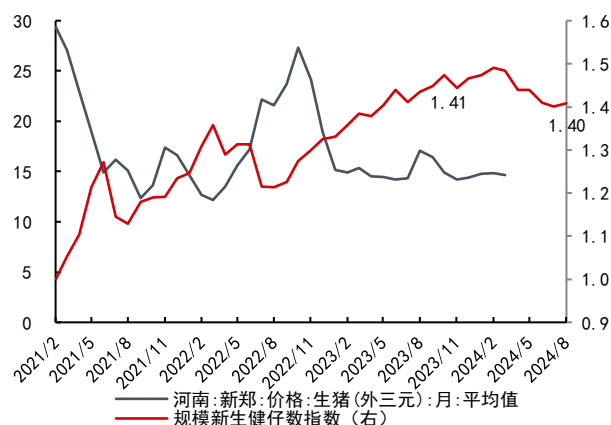
- 1) 2021 年上半年，是仔猪指数（T+6）持续攀升的周期，从 1 上升至 1.27，累计+27%，与之对应的，是生猪均价持续下行周期，生猪价格从 18.3 元/斤左右快速下滑至 6.3 元/斤，累计-65.5%；
- 2) 2021 年下半年，仔猪指数（T+6）先快速下跌，随后逐步回升，从 1.27 快速回落至 1.13 左右，然后于年底回升至 1.23。与之对应的，是猪价低位震荡。出栏量逐步增加和需求旺季博弈之下，年底猪价依旧以季节性回暖为主。
- 3) 2022 年上涨周期是从 4 月份启动的，一直持续到 10 月下旬结束，猪价从 6.2 元/斤上涨至 17.2 元/斤，累计+174%。同期，仔猪指数（T+6）对应高位回落，从 1.36 高位回落至 1.27，其中 8 月份触碰最低位 1.21，累计-11%。从大趋势上，出栏下降，猪价上升的趋势基本对应，但也并非每个月可以完美匹配。这里，结合当时的市场二育情况来看，7 月二育推动价格大涨，9-10 月成功卖出，二育养户大赚，推动 10 月二育情绪更甚，由此推升猪价触碰年内最高点，也打开了猪价上行的想象空间。然而，二育的本质是产能后置，肥猪年前有集中释放需求，没人知道谁是压死骆驼的最后一根稻草，只知道，覆巢之下安有完卵，当压栏到极致，集中倾斜而出的那一刻，则是猪价滑落神坛的那一刻。

图表 8：规模新生健仔数指数（对应出栏 T+6）



数据来源：Wind 涌益咨询 钢联数据 中信期货研究所

图表 9：新生健仔数指数（T+6）和猪价关系



数据来源：Wind 涌益咨询 钢联数据 中信期货研究所

回到当前行情判断，从指数走势来看，2023 年 8 月份，指数到达阶段性高点，接下来的 5 个月里，环比持续下滑，从 1.49 下滑至 1.40，累计-6.1%。往后平移 6 个月，则对应，2024 年 3-7 月份，商品猪出栏将呈现环比下滑，且从环比的速率来看，4 月份理论出栏降幅较大（-3%），其余月份降幅相对有限。8 月份重新拐头向上。

从指数绝对值来看，2024 年 6-7 月份指数（T+6）回落至 2023 年 5 月、7 月份水平。2023 年年中行情，2023 年 5-7 月生猪均价分别为 7.3 元/斤、7.2 元/斤、7.3 元/斤，还处于短期上涨行情前夕。而真正高价时间是 8-9 月份，生猪均价分别为 8.7 元/斤、8.3 元/斤，而 8-9 月份对应的 2-3 月份的指数处于 1.43~1.45 区间。也就意味着，在数据可靠情况下，由仔猪受损兑现的出栏缩量只是猪价上行的导火索，而真正能够促成价格大幅上行，还需要随后市场压栏和看涨的情绪助推。那基于今年年中仔猪指数（T+6）回落至去年同期水平，年中上涨行情有重演可能。

我们强调：

1) 仔猪指数（T+6）得到的出栏大趋势于猪价呈现较为明显的负相关关系。基于此，我们可以将当前的仔猪变化作为未来猪价中枢走向的领先指标，但不能每月一一对应；

2) 出栏缩量只是猪价上行的导火索，而真正能够促成价格大幅上行，还需要随后市场压栏和看涨的情绪助推。情绪越强，猪价上沿越高，具体上行空间并不能完全按照出栏下滑幅度线性对应。

图表 10：生猪均价走势图（元/斤）



资料来源：Wind 涌益咨询 钢联数据 中信期货研究所

（二）从饲料销量数据验证

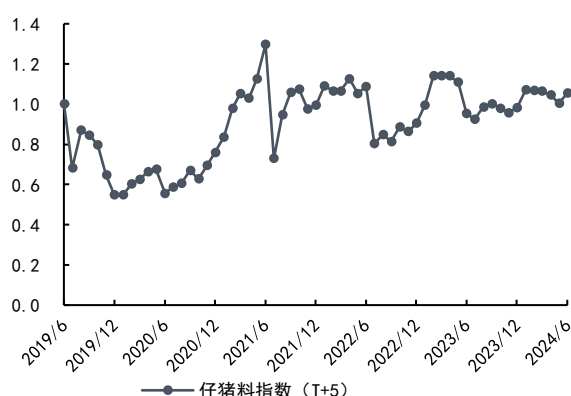
有多少猪，吃多少料。在数据准确的情况下，饲料销量是较好的验证指标。但从结构拆分来看，散户端更加依赖于外购配合饲料，而规模厂则会通过自配饲料，以及自建饲料厂的方式，尽可能做到上下游产业链一体化。基于此，无论是草根调研的饲料销量情况，还是饲料协会官网样本情况，均更加贴近于散户的情况，而非市场全貌。有了这样的理解，我们认为，**饲料数据的同比变化**或许很大程度上受到市场集中度抬升的作用干扰，不能代表全市场的变化趋势，却较好的展示了散户的出清情况；**环比变化**则能一定程度看出疫情带来的影响。

仔猪料对应出栏趋势和新生仔猪对应出栏趋势基本一致。仔猪料，多为仔猪断奶后食用，因此根据生命周期，仔猪料的变化大约对应 5 个月后的商品猪出栏变化，同样，我们根据仔猪料环比情况，构建仔猪销量指数，后移 5 个月得到商品猪出栏趋势。

从仔猪料指数来看，环比变化趋势和新生仔猪指数的走势趋于一致，于 2023 年 8 月份达峰，8-10 月份处于高位，略微下滑，11-12 月份，环比下滑加速，分别-1.8%、-3.9%。1 月份，重新转正，环比+5%。对应商品猪的出栏趋势，2024 年一季度出栏量处于高峰状态，4-5 月份对应出栏量下滑，6 月份环比转正。

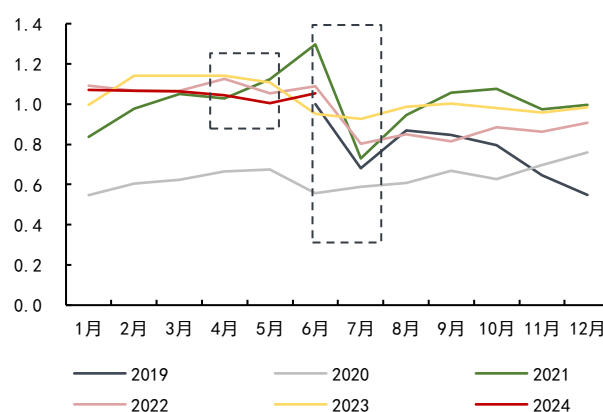
仔猪料阶段性下滑，主要还是受到疫情的影响。往年仔猪腹泻高峰期出现在每年年初 1-3 月份，对应商品猪小幅断档的时期为 6-8 月份，这从仔猪料指数（T+5）能比较清晰的观测。而今年 1-3 月份仔猪腹泻相对平稳，去年四季度受非瘟疫情影响，仔猪也受到一定程度的损失，山东河南区域最为严重，这一部分的受损则对应在今年 4-5 月份对应出栏量下滑。

图表 11：仔猪料指数（对应出栏 T+5）



数据来源：Wind 涌益咨询 钢联数据 中信期货研究所

图表 12：仔猪料指数-季节性（T+5）



数据来源：Wind 涌益咨询 钢联数据 中信期货研究所

（三）小结：仔猪受损导致出栏量下滑提前

最后，我们将从母猪存栏往后推算 10 个月后的商品猪出栏量，和从仔猪指数往后推 6 个月后的商品猪出栏量对比，发现，今年前三季度的整体趋势相对一致，均呈现出一季度出栏持续高位，随后呈现下行趋势，但节奏上有所差异。

从母猪端推算 10 个月后的商品猪供应：**环比来看**，4 月份阶段性高点，5-7 月份呈现持续下行，环比分别-3.3%、-4.7%、-2.1%，6 月份降幅最大，8 月份再度出现环比转增，+4.5%。**同比来看**，前三季度持续呈现同比偏高，直到 9 月份，同比才出现转负。

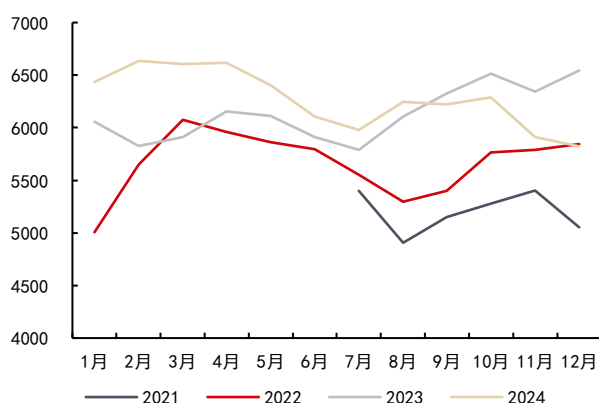
从仔猪端推算 6 个月后的商品猪供应：**环比来看**，2 月份达峰，3-7 月份环比下滑的趋势，且从环比的速率来看，4 月份理论出栏降幅较大（达-3%），其余月份降幅相对有限，直到 8 月份重新拐头向上。**同比来看**，上半年依旧呈现于同比偏高的状态，但从 6 月份开始，同比转负，6-8 月份同比分别-2.0%、-0.7%、-1.8%。

总结来看，仔猪指数推算供应量：

- 1) 上半年峰值相对更早（2 月），仔猪疫情兑现起始时间更早；
- 2) 断档兑现力度最大的时期相对更早（4 月）；
- 3) 整体供应量相对偏低，且同比转负的时期相对更早（6 月）。

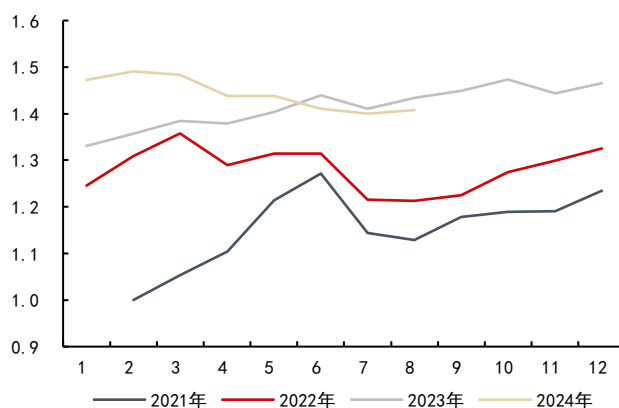
我们对平衡表结论做出修正：仔猪受损程度比前期市场预期更早体现，这也对应了 3 月份猪价持续上行的趋势；4 月，若如期对应仔猪受损最严重的时期，即便二育压栏的利多因素略微减弱，现货依旧相对抗跌。同时，理论出栏量依旧呈现高位下滑，相对充裕的态势，但或低于市场预期，对应三季度猪价中枢或略高于预期。

图表 13：从母猪推算-季节性（万头）



数据来源：Wind 涌益咨询 钢联数据 中信期货研究所

图表 14：仔猪指数推算-季节性（T+6）



数据来源：Wind 涌益咨询 钢联数据 中信期货研究所

四、2022 年与 2024 年行情对比

2024 年，是 2023 年一整年产能去化兑现的周期。与 2024 年相似的，是 2022 年，对应着 2021 年 6 月起至 2022 年 4 月产能去化兑现的周期。因此，我们尝试找寻这两年的“同”与“异”，对接下来行情做出一些辅助性的判断。

（一）相同点

1、均兑现产能去化。2022 年 4 月开始，理论上兑现从 2021 年 6 月起去化周期；而 2024 年理论上从年初起，开始兑现从 2023 年初起去化周期。由于生产效率的不断上行，结合母猪端和仔猪端的测算，综合考虑，理论出栏量于 2-4 月份达峰，随后正式兑现出栏去化。

基于母猪数据，2022 年 4 月，对应了理论出栏量去化的开端（-2%），仔猪数据也同样出现明显的环比下滑（-5%）。在供应缩量下，我们看到 2022 年上涨行情从 4 月份如期启动。

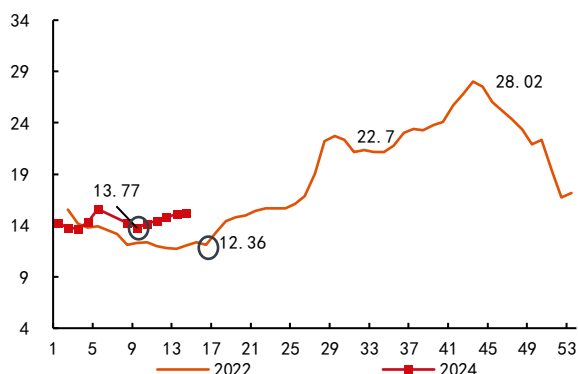
2024 年，也出现了与 2022 年相似的上涨趋势。节后，在供应边际下滑，叠加压栏的合力推动下，3 月份，猪价呈现持续上行。

2、均出现低均重下的压栏行为。2022 年，春节前大猪应出尽出，导致 2-4 月份行业出栏均重持续偏低。据涌益咨询数据，2022 年 2-4 月份出栏均重持续在 116~117kg/头区间徘徊，猪价震荡偏低，市场维持了偏悲观的情绪。均重给后续的持续压栏提供了客观空间。同样，2024 年也在年前市场悲观的情绪下，大猪应出尽出，均重降至 120kg 左右水平，同样为后续的持续压栏提供了客观空间。（市场有养大猪的年度级别趋势，120kg 算是当前偏低水平）

复盘 2022 年行情，4 月份随着猪价上涨行情启动，压栏和二育伺机而动，均重同步快速上行。截至 2022 年 7 月中旬，猪价涨至 22.7 元/kg，累计+84%；均重涨至 126.32kg/头，累计+8%左右，近 10kg。随后，第二波二育大肆进场，进一步助推价格上行，10 月中旬攀升至超 28 元/kg 高点，累计+23%；均重持续上行至 130kg/头，累计+3%，近 4kg。

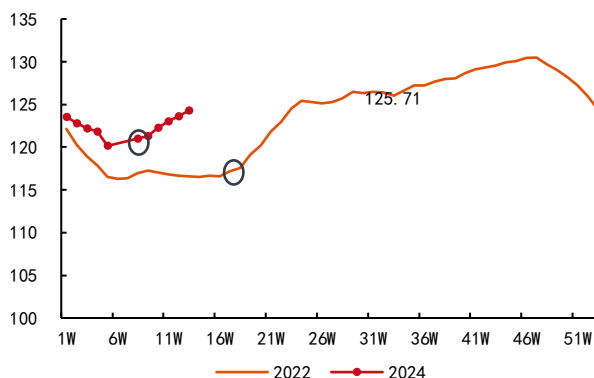
2024 年，今年春节后同样出现了低均重下的压栏行为。散户端二育陆续进场，集团厂则滚动压栏增重。截至 4 月初，出栏均重增至 124.3kg/头，累计+3.5%，近 4kg。猪价也伴随压栏的进行，震荡上行。

图表 15：22 年与 24 年猪价走势对比图（元/kg）



数据来源：Wind 涌益咨询 钢联数据 中信期货研究所

图表 16：22 年与 24 年均重走势对比图（kg/头）



数据来源：Wind 涌益咨询 钢联数据 中信期货研究所

（二）不同点

既然周期结构相似，那 2022 年下半年的趋势性大行情可能重演吗？我们的答案为，会，也不会。周期总是相似的，但不会重演。我们持续强调，市场一直在进步，2 年以来，市场积累了更多经验，集中度越来越高，幸存下来的散户也越来越精明，如果不能全面的考虑问题，依旧难以获得较好的回报。**2022 年和 2024 年的相同点，是推动猪价上行的原因，而不同点，则是导致猪价难以到达 2022 年高点的原因。**

1、供应虽去化，但幅度不同，且绝对水平不同。根据能繁母猪存栏测算商品猪出栏数据，2022 年，理论出栏量由 3 月的超 6000 万头，持续降至 8 月的 5300 万头左右，累计降幅达 12.8%，月均降幅 2.6%；而 2024 年，理论出栏量由 6620 万头左右，降至 6000 万头左右，累计降幅 9.7%。因此，今年虽兑现去化，但去化幅度低于 2022 年，且绝对值仍处 6000 万头以上高位。同时，今年均重也较 2022 年同期+6%，供应压力依旧偏大，因此，对于猪价的推升力度大概率不及 2022 年。

图表 17：基于新生仔猪数据推理论出栏

基于新生仔猪数据				
	2024 年	2024 年	2022 年	2022 年
	环比	同比	环比	同比
1 月		11%		
2 月	1%	10%	5%	31%
3 月	-1%	7%	4%	29%
4 月	-3%	4%	-5%	17%
5 月	0%	2%	2%	8%
6 月	-2%	-2%	0%	3%
7 月	-1%	-1%	-8%	6%

图表 18：基于能繁母猪数据推理论出栏

基于能繁母猪数据				
	2024 年	2024 年	2022 年	2022 年
	环比	同比	环比	同比
1 月		6%		
2 月	3%	14%	13%	
3 月	0%	12%	8%	
4 月	0%	8%	-2%	
5 月	-3%	5%	-2%	
6 月	-5%	3%	-1%	
7 月	-2%	3%	-4%	3%

8 月	1%	-2%	0%	7%
9 月	#N/A	#N/A	1%	4%
10 月	#N/A	#N/A	4%	7%
11 月	#N/A	#N/A	2%	9%
12 月	#N/A	#N/A	2%	7%

数据来源：Wind 涌益咨询 钢联数据 中信期货研究所

8 月	5%	2%	-5%	8%
9 月	0%	-2%	2%	5%
10 月	1%	-3%	7%	9%
11 月	-6%	-7%	0%	7%
12 月	-2%	-11%	1%	16%

数据来源：Wind 涌益咨询 钢联数据 中信期货研究所

2、二育更理性，市场更聪明。在上一章中，我们谈到“出栏缩量只是猪价上行的导火索，而真正能够促成价格大幅上行，还需要随后市场压栏和看涨的情绪助推。情绪越强，猪价上沿越高，具体上行空间并不能完全按照出栏下滑幅度线性对应”。因此，今年二育力度才是波段行情中决定猪价上限的关键因素。

理论上讲，二育主要取决于四个方面的因素。1）利润角度，若前期二育收获利润，则会刺激二育再次入场；前期二育没赚到钱，则会抑制二育。2）预期角度，若市场预期后市猪价上涨概率较大，则会增强二育的信心和积极性；若预期后市猪价将走低，二育市场则无人问津。3）成本角度，当前二育成本<肥猪出栏价，也就意味着仅增重，不涨价，也能有钱赚，则会增强二育；若当前二育成本>肥猪出栏价，则会抑制二育。4）标肥价差角度，若标肥价差<0，肥猪有溢价，则驱动二育进场；若标肥价差>0，标猪有溢价，则会抑制二育。

图表 19：压栏、二育逻辑框架



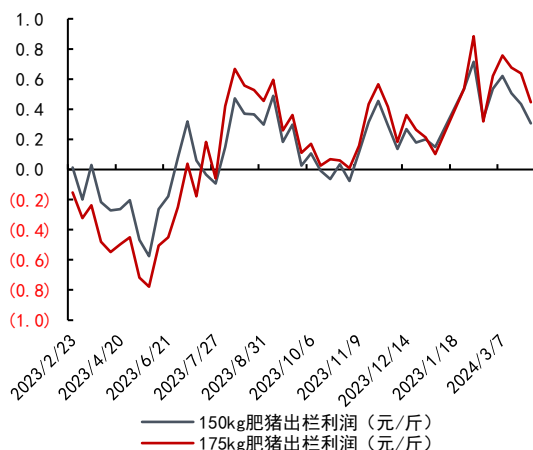
资料来源：Wind 涌益咨询 钢联数据 中信期货研究所

经历了 2022 年底的亏损，2023 年上半年的亏损后，养殖户对于二次育肥的信心逐步转弱。从最开始的充满信心，到第一次亏损的失望，再到持续

亏损且暂无好转迹象的绝望，养殖户对于二育的态度将会越来越谨慎。所以 23 年下半年，二育占比也大多在 5% 以下徘徊。

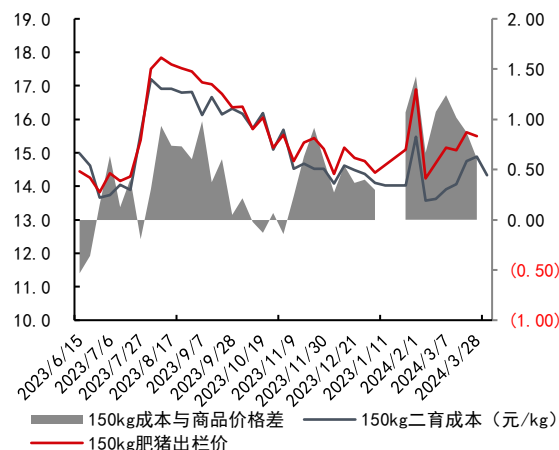
2024 年，截至目前，二育持续盈利区间；成本较低，增重也能赚钱；标肥价差虽在走缩，但目前肥猪仍有溢价，因此，二育占比 3 月以来持续增加，不断推升猪价上涨。

图表 20： 利润：持续盈利（元/斤）



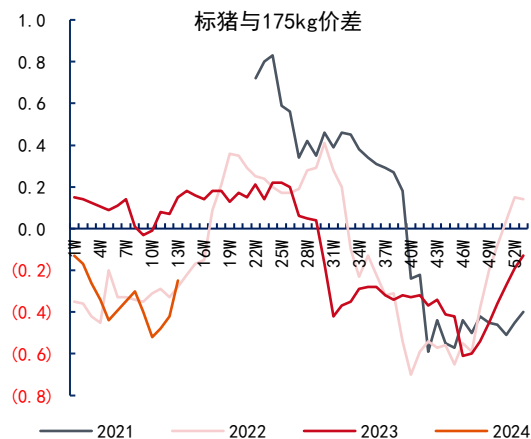
数据来源：Wind 涌益咨询 钢联数据 中信期货研究所

图表 21： 成本：增重赚钱（元/kg）



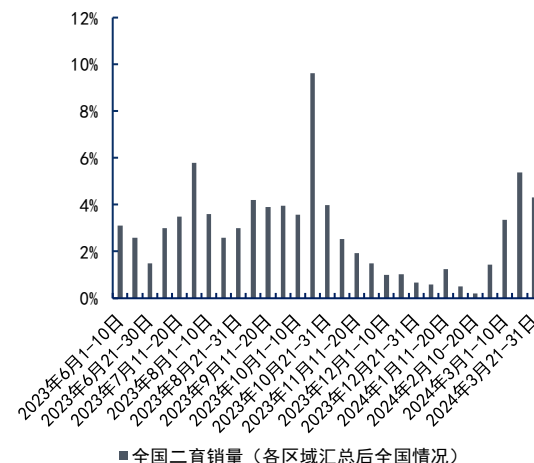
数据来源：Wind 涌益咨询 钢联数据 中信期货研究所

图表 22： 标肥价差：肥猪溢价



数据来源：Wind 涌益咨询 钢联数据 中信期货研究所

图表 23： 后市预期：偏看好（%）



数据来源：Wind 涌益咨询 钢联数据 中信期货研究所

往后看，我们认为活体库存终有释放需求，利空不断蓄力，5-6 月份或有猪价回调的可能，具体回调力度，则由大猪释放的力度决定。由于均重的持续上涨，大猪占比不断增加，而标肥价差已经在转正的路上，一旦肥猪溢价空间消失，大猪则失去了溢价的收益，仅剩增重的收益。同时，随着天气转暖，

市场对于猪肉的消费需求仍未走出淡季，当前销售订单欠佳，毛白价差、肉猪比价也没有给出明显的利好信号。

在利多边际转弱，利空边际增强的场景下，预计 5-6 月或将迎来相对集中的抛压增大时期，同时，仔猪受损的兑现时期逐步过去，届时猪价或相对承压。如果该场景兑现，验证指标可观测是否会出现：出栏均重走低，育肥料销量下滑，标肥价差走高。

三季度，二育又会对应着什么样的操作方向？我们认为要具体观测届时猪价给到市场的反馈决定。

1) 若猪价相对抗跌，后市预期可能会偏向于继续乐观，同时持续上行能带来二育客观的利润空间，即便标肥价差还未重新转负，仍有可能触发二育进场的可能性。如果该场景兑现，验证指标可观测是否会出现：出栏均重重新走高，育肥料销量环比降幅减小，标肥价差转负等。

2) 若前期释放抛压带来的利空胜过理论出栏量下滑的利多，猪价持续下滑，后市预期可能会向中性-悲观区间修复，同时价格下行将压缩二育利润空间，二育进场的动力可能将被削弱。如果该场景兑现，验证指标可观测是否会出现：出栏均重维稳或者仅出现季节性的回暖，育肥料销量环比降幅符合预期（去化周期）等。

图表 24：压栏二育趋势演绎（动态变化）（①②③④分别为利润、成本、标肥价差、后市预期）

时间轴	3-4 月	5-6 月	7-8 月	9-12 月
驱动因素	①②③④		①④看价格反馈 ③看需求反馈	①④看价格反馈 ③
抑制因素		③ ①②④看价格反馈		
其他	抓仔猪太贵；二育套保空间打开；	五一消费提振价格，抓猪成本增加；利润下降	理论出栏进入去化兑现阶段提振价格	二育更理性，谨慎，出栏时间不好把控
二育演绎假设	持续进场	5 月中下旬逐步转为出栏	再次转为进场	脉冲式出栏、压栏…
验证指标	均重↑；育肥料↑	标肥价差↑；均重↓；育肥料↓	标肥价差↓；均重↑；育肥料↑	标肥价差；均重；

资料来源：Wind 涌益咨询 钢联数据 中信期货研究所

（三）小结：24 年涨势不及 22 年

2022 年和 2024 年的相同点，是推动猪价上行的原因，而不同点，则是导致猪价难以到达 2022 年高点的原因。产能去化的持续兑现，以及低均重下的持续压栏，让我们认为 2024 年猪价会呈现如 2022 年那样持续上行的趋势，但是，第一，2024 年去化幅度（9.7%）低于 2022 年（12.8%），且绝对值仍处 6000 万头以上高位，同时，今年均重也较 2022 年同期+6%，供应压力依旧偏大，因此，对于猪价的推升力度大概率不及 2022 年。第二，经历了 2022 年底的亏损，2023 年上半年的亏损后，养殖户对于二次育肥的信心逐步转弱，养殖户对于二育的态度将会越来越谨慎，目前来看，市场不再会出现集中压栏又集中释放的一致性行为，取而代之的，是脉冲式的滚动压栏出栏，二育对于市场的助涨助跌的效果有所减弱。以及二育占比始终不高，很难驱动趋势性的大行情再现。

五、策略跟踪

1、绝对供应量依旧充裕的事实没有发生质变，不足以支撑类似 2022 年大行情的观点维持不变。

2、仔猪损失的兑现时间段有所提前，其中，4 月份断档较为明显，叠加二育的持续，当前（4 月份）猪价相对抗跌。

3、进入 5-6 月份，在利多边际转弱，利空边际增强的场景下，预计 5-6 月或将迎来相对集中的抛压增大时期，同时，仔猪受损的兑现时期逐步过去，届时猪价或相对承压。如果该场景兑现，验证指标可观测是否会出现：出栏均重走低，育肥料销量下滑，标肥价差走高。

4、三季度猪价走势如何，我们认为主要取决于届时的价格及基本面情况能触发二育往什么方向演绎。站在当下，09 合约的最终估值区间，我们很难给出准确的答案。

1) 若猪价相对抗跌，后市预期可能会偏向于继续乐观，同时持续上行能带来二育客观的利润空间，可能触发二育进场的可能性。如果该场景兑现，验证指标可观测是否会出现：出栏均重重新走高，育肥料销量环比降幅减小，标肥价差转负等。

2) 若前期释放抛压带来的利空胜过理论出栏量下滑的利多，猪价持续下滑，后市预期可能会向中性-悲观区间修复，同时价格下行将压缩二育利润空间，二育进场的动力可能将被削弱。如果该场景兑现，验证指标可观测是否会出现：出栏均重维稳或者仅出现季节性的回暖，育肥料销量环比降幅符合预期（去化周期）等。

基于上述分析，我们认为市场短期内不具备持续上冲的能力，若不考虑后续二育助推因素，远月估值已偏高位，远月多单可在 19000 附近止盈离场。近月 LH2407 合约可在 5 月份(大约二育进场明显减弱之际)，或者价格 17000-17500 区间，可以考虑逢高空策略。

风险因素：压栏情绪超预期、需求超预期、政策。

图表 25： LH2407 走势



数据来源：Wind 涌益咨询 钢联数据 中信期货研究所

图表 26： LH2409 走势



数据来源：Wind 涌益咨询 钢联数据 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（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，且不担保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

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。