

供需平衡趋紧，猪价破浪前行

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669 号

报告要点

展望后市，6 月，在抛压释放窗口猪价回调。7-8 月，在理论出栏持续缩量+二育助推下，猪价再度上行，8 月底至 9 月初有望突破 20 元大关。按今年经验来看，二育往往呈现抢跑态势，盘面则较现货市场进一步领先；建议持续跟踪二育进场节奏、力度及情绪变化。四季度，在需求走强+供应增速或不及预期，甚至维持小幅缩量的基本盘面下，猪价震荡运行。

摘要：

（1）供给方面：结合长期角度（母猪→育肥猪）以及中期角度（仔猪→育肥猪），我们认为今年 3-4 月份，商品猪出栏量达峰；4 月份至 8 月份均为产能收缩兑现的时期，近期也兑现了猪价的快速上行；再往后，进入到 9 月份乃至四季度，产能则有边际增加的可能。值得注意的是，从日度屠宰量、生猪存栏、仔猪价格等维度，又指向了产能去化趋势存在延续的可能，因此，四季度整体分歧较大，出栏量或以持续缩量，或者增幅低于预期的方式呈现。

（2）需求方面：从年内屠宰量看，进入 6 月份，定点屠宰量将季节性环比走低 5%，夏季需求整体偏弱。往后看，其实 12 月份之前，屠宰量上行幅度整体有限，并没有展示出非常明显的“需求旺季驱动效应”。从终端溢价看，虽然屠宰端利润依旧为负，终端普遍反馈走货差，但从监测数据显示，肉猪比价，以及剔除生猪涨幅后的白条肉价格，纷纷呈现走扩迹象。这意味着需求或不及想象那般疲软，后续重点跟踪需求回暖情况。三季度，需求或延续相对疲软的态势，四季度，在中秋、国庆、以及元旦春节等节日提振下，呈现环比回暖的趋势。

（3）综合来看：饲料成本下行驱动猪价估值中枢向下，供需收紧则驱动行业利润天花板有望进一步抬升。对于高点判断，我们认为不同场景将有不同的演绎。

场景一：若 6 月生猪价格回调幅度有限，仔猪价格进一步推高，预示着仔猪损失超预期，该情况下，三季度看涨情绪更强，压栏力度更强，猪价高度或进一步推高；四季度则在更大的抛压下相对承压。本质是供应后置力度的增强。

场景二：若 6 月生猪价格回调幅度较大，仔猪价格止步于当下甚至转弱，后续缺猪的程度将比场景一更加宽松，供应后置的力度或低于（场景一），后续猪价走势更贴近于（3）中的描述。

风险因素：养殖情绪；疫情；政策。

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：F3086449

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、 2024 年上半年生猪市场回顾 4

二、 供应分析 5

 （一） 长期（母猪→育肥猪） 5

 1. 能繁母猪存栏，出现劈叉 5

 2. 母猪单产效率，高位缓增 6

 3. 小结：能繁母猪产能持续下滑，关注生产效率对冲力度 7

 （二） 中期（仔猪→育肥猪） 8

 1. 新生仔猪变化趋势，仔猪料从旁验证 8

 2. 小结：进入四季度，供应最紧的时刻或已过去，但数据准确度存疑 10

 （三） 短期（育肥→二次育肥） 11

 1. 二育节奏演绎 11

 2. 2024 年二次育肥行情分析 12

 3. 后市二育情景假设 13

 （四） 上市企业出栏进度 13

三、 库存分析 14

 （一） 活体再回增重周期，逆季节性累库或将兑现 14

 （二） 冻品库存逐步释放，压制减弱 15

四、 需求分析 16

 （一） 夏季消费整体偏弱，真正旺季位于年末 16

 （二） 终端溢价略有好转，肥猪溢价逐步消退 17

 （三） 其他蛋白价格下跌，猪肉性价比走低 18

五、 成本分析 18

 （一） 行业成本趋势分析 18

 1. 养殖成本构成 18

 2. 养殖成本仍有下探空间，助力产业盈利 19

 （二） 上市企业成本变化 20

六、 下半年行情展望及策略建议 20

图表目录

图表 1： 生猪现货价格（元/kg） 4

图表 2： 生猪期货价格（元/吨） 4

图表 3： 自繁自养利润（元/头） 5

图表 4： 外购仔猪育肥利润（元/头） 5

图表 5： 能繁母猪存栏（农业部）（万头/%） 6

图表 6： 不同口径能繁母猪环比变化（%） 6

图表 7： 断奶成活率（%） 7

图表 8： 育肥成活率（%） 7

图表 9： 母猪二元三元占比变化（%） 7

图表 10： MSY、PSY 变化 7

图表 11： 生猪供需平衡表（万头；万吨） 7

图表 12： 新生仔猪指数变化趋势 9

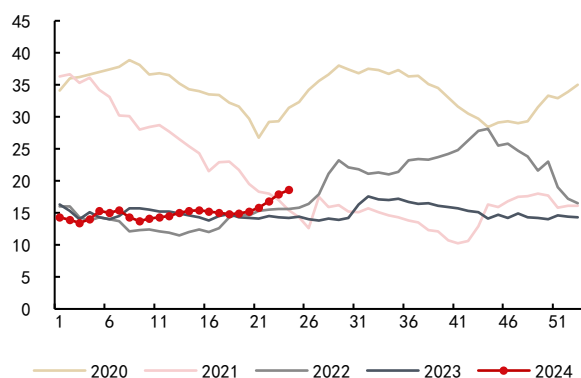
图表 13: 仔猪饲料指数变化趋势.....	9
图表 14: 样本日度屠宰量（头）.....	10
图表 15: 生猪存栏变化趋势（万头）.....	10
图表 16: 仔猪价格与生猪价格变化趋势（元/头）.....	11
图表 17: 仔猪价格（剔除生猪涨幅）季节性走势（元/头）.....	11
图表 18: 压栏逻辑演绎框架.....	12
图表 19: 二育销量占比（%）.....	13
图表 20: 二育利润变化趋势（元/斤）.....	13
图表 21: 按照上市企业目标出栏下限评估出栏进度（%）.....	14
图表 22: 按照上市企业目标出栏上限评估出栏进度（%）.....	14
图表 23: 生猪出栏均重（kg/头）.....	15
图表 24: 150kg 以上出栏占比（%）.....	15
图表 25: 冻品库容率（%）.....	16
图表 26: 4 号肉鲜冻价差（元/kg）.....	16
图表 27: 历史屠宰量复盘（阳历）（万头）.....	17
图表 28: 屠宰量变化趋势（阴历）（头）.....	17
图表 29: 猪肉价格（剔除生猪涨幅）（元/公斤）.....	17
图表 30: 肉猪比价（元/公斤）.....	17
图表 31: 牛肉/猪肉.....	18
图表 32: 鸡肉/猪肉.....	18
图表 33: 生猪养殖成本大致构成（%）.....	19
图表 34: 生猪饲料配方动态变化（%）.....	19
图表 35: 2024 年生猪养殖成本预计下降（元/公斤）.....	19
图表 36: 13 家上市猪企平均育肥完全成本（元/公斤）.....	20
图表 37: 各家猪企成本端累计降幅比较（%）.....	20

一、2024 年上半年生猪市场回顾

回顾 2024 年上半年生猪现货市场，情绪积极转向乐观。一季度，生猪供应维持高位，同时春节后需求疲软，生猪现货价格中枢在 14.3 元/公斤左右。春节之后，在活体低库存的背景下，市场看涨情绪一度被点燃，3 月份迎来 2024 年第一波二育入场，推升猪价缓慢上行。一二季度交接之际，也值理论出栏量转向之时，在供应逐步缩量下，4 月份猪价进一步推高，并于 4 月 7 日达阶段性高度（15.40 元/kg）。五一节前，随着第一波压栏猪释放节奏，猪价小幅调整，并于 4 月 29 日达阶段性低位（14.79 元/kg），累计-4%。五一节后，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），市场看涨情绪再度被点燃，猪价大幅上行，截至 6 月 11 日，全国生猪均价已突破 19 元/kg 大关。

相比而言，期货市场表现则持续谨慎乐观。一季度，春节过后，现货跌幅不大，前期估值过低的期货合约开始反弹修复估值，同时农业部公布的 1 月能繁母猪存栏超预期减少，2 月母猪存栏量环比继续减少，也强化了市场对于去产能的信心，推动期货盘面反弹，市场情绪出现回暖，但高点止步 18700 元/吨。二季度，现货价格较一季度又明显拉涨，盘面则交易后续抛压释放风险，同时，产业套保盘持续压制上方空间，使其在 17500-18700 区间宽幅震荡，迟迟未突破前高。随着现货的快速拉涨，基差由负转正，挤升水逻辑短短几日走完。

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

行业利润来看，外购仔猪育肥利润在一季度率先实现扭亏为盈，自繁自养模式也于 5 月进入盈利区间。2024 年初，外购仔猪育肥利润约-210 元/头，但是随着 2023 年 8 月-12 月仔猪价格持续下跌，导致 2024 年 2 月开始出栏所对应的外购仔猪育肥成本下降，因此，外购育肥利润明显改善。随着毛猪价格的不断上移，自繁自养模式虽成本更高，但也于 5 月中旬进入盈利区间。目前，卖商品猪环节，

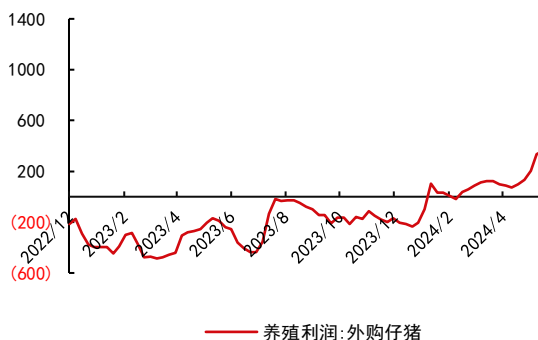
养母猪仔猪环节，全面进入盈利状态。6 月 7 日当周，全国自繁自养利润为 332.56 元/头，较上周变化 57.42%。全国外购仔猪育肥利润为 362.15 元/头，较上周变化 7.93%。

图表3：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

图表4：外购仔猪育肥利润（元/头）



资料来源: Mysteel Wind 涌益咨询 中信期货研究所

二、供应分析

（一）长期（母猪→育肥猪）

1. 能繁母猪存栏，出现劈叉

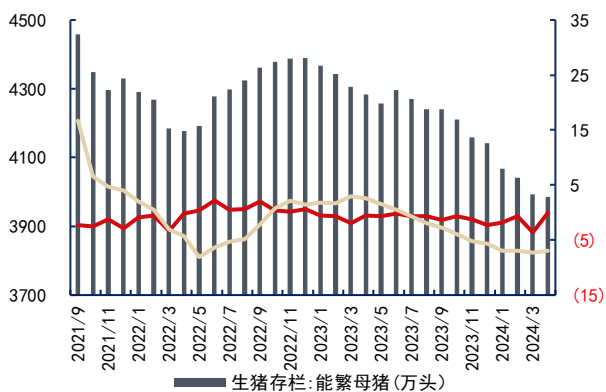
根据 10 个月的生命周期, 2023 年下半年母猪存栏走势决定了 2024 年下半年的出栏趋势。从去年下半年情况来看, 由于亏损的持续, 行业负债率进一步走高, 同时, 去年四季度的疫情则加速了去化的过程。按照农业部口径, 去年 9 月份去化速率突破 1%, 11 月份至今年 1 月份, 产能去化再度加速, 分别变化-1.2%、-2.3%、-1.8%。往后推 10-11 个月, 也就是今年 9-11 月份, 仅从母猪存栏变化考虑, 商品猪出栏降幅或将加速。

2024 年能繁母猪产能去化按下暂停键, 盈利再度驱动补栏。根据农业农村部数据披露, 截至 2024 年 4 月份, 我国能繁母猪产能延续 2023 年以来的去化趋势, 环比仍在下降, 但降速逐步减弱。4 月我国能繁母猪存栏量 3986 万头, 环比-0.15%, 同比-6.96%, 较 2023 年初的 4390 万头, 累计变化-9.2%。

而钢联、涌益、卓创等不同三方数据均指向补栏重启, 这与官方口径趋势劈叉。随着生猪价格的逐步走高, 行业重回盈利区间, 样本口径能繁母猪存栏 2 月份触底, 结束连续 14 个月的去化周期, 3-5 月份持续呈现小幅补栏趋势。由于样本口径或囊括的散户型信息相对匮乏, 我们倾向于参考三方数据刻画规模厂行为模式, 而官方口径与样本口径的劈叉, 则一定程度展示散户的变化趋势。以涌益咨询为例, 2-5 月份, 样本口径能繁母猪存栏环比分别变化+0.28%、+1.57%、+0.96%、+0.73%。这或许意味着, 随着毛猪价格的抬升, 养殖端补栏情绪回暖, 相对有实

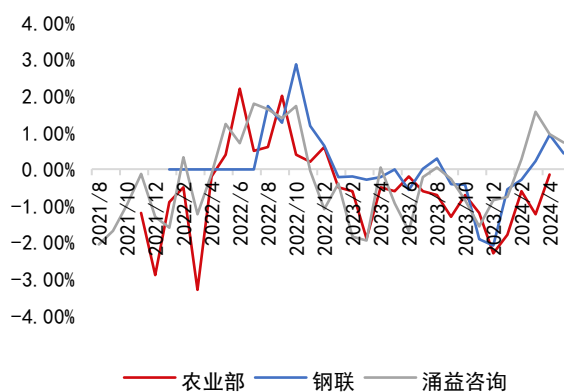
力的大厂开始进入补栏通道，并在 3-4 月份补栏积极性相对较高。而散户则因资金压力而迟迟处于去产能通道中仍未走出。往后看，目前毛猪价格持续走高，不排除后续官网口径也转向补栏通道，从而对 2025 年生猪市场带来产能压制。

图表5：能繁母猪存栏（农业部）（万头/%）



资料来源：Wind 农业部 中信期货研究所

图表6：不同口径能繁母猪环比变化（%）



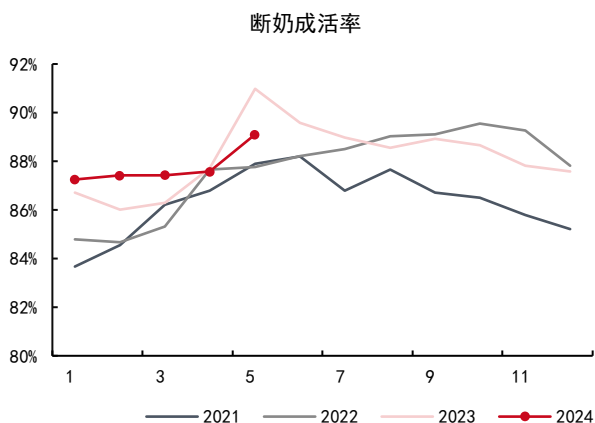
资料来源：Wind 涌益咨询 Mysteel 中信期货研究所

2. 母猪单产效率，高位缓增

对于长期维度的测算（母猪→仔猪→育肥猪），除了母猪存栏，同样关键的变化指标，还是行业生产效率的抬升。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。

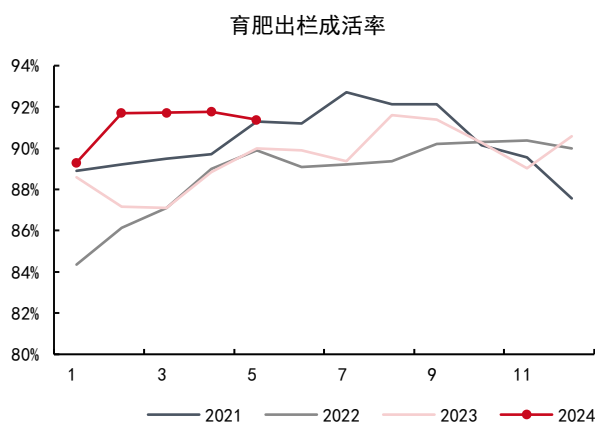
近三年来，我国能繁母猪存栏结构持续优化，窝均健仔数等生产效率更高的二元能繁母猪比例从 2021 年 5 月的不足 50%，到 2023 年已经提升至 90%以上。我国存栏母猪的单产 MSY 指标明显提升，根据涌益咨询数据，我们测算得出，2022 年度、2023 年度以及 2024 年度（含假设条件）年均 MSY 分别达 18.4、20.0 和 20.7，同比分别 9%、3%。2024 年度，虽然生产效率增速放缓，但仍未停下持续增长的脚步，预估 2024 年下半年平均 MSY20.53 头，较 2023 年下半年同比提升 +1.8%。往后看，进入 2025 年度，在品系和技术门槛的限制之下，MSY 进一步上行空间有限，后续或将持续高位运行。

图表7：断奶成活率（%）



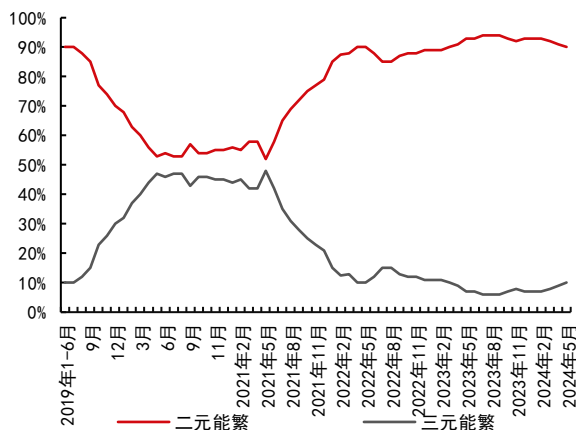
资料来源：涌益咨询 Mysteel 中信期货研究所

图表8：育肥成活率（%）



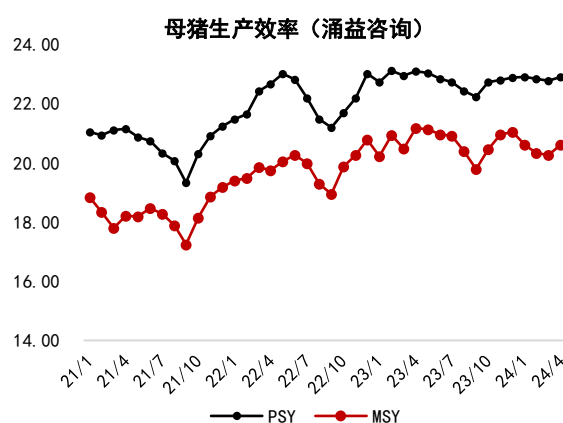
资料来源：涌益咨询 Mysteel 中信期货研究所

图表9：母猪二元三元占比变化（%）



资料来源：涌益咨询 Mysteel 中信期货研究所

图表10：MSY、PSY 变化



资料来源：涌益咨询 Mysteel 中信期货研究所

3. 小结：能繁母猪产能持续下滑，关注生产效率对冲力度

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 年下半年出栏量将较上半年环比-3%，较 2023 年下半年同比-1%。母猪存栏方面，预计 2024 年下半年出栏生猪对应月均母猪量 4143 万头，相较 2023 年下半年出栏生猪对应月均母猪量 4372 万头，同比-5.2%。单产效率方面，预计 2024 年下半年平均 MSY 达 20.53 头，相较 2023 年下半年平均 MSY20.17 头，同比+1.8%。

图表11：生猪供需平衡表（万头；万吨）

	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
2023 年 1 月	6056	2022 年 3 月	4185	19.86	23.1%	2022 年 7 月	73.4%
2023 年 2 月	5826	2022 年 4 月	4177	19.75	22.3%	2022 年 8 月	73.4%

2023 年 3 月	5913	2022 年 5 月	4192	20.04	22.3%	2022 年 9 月	73.2%
2023 年 4 月	6156	2022 年 6 月	4277	20.26	22.4%	2022 年 10 月	73.8%
2023 年 5 月	6112	2022 年 7 月	4298	19.97	22.4%	2022 年 11 月	73.9%
2023 年 6 月	5914	2022 年 8 月	4324	19.29	22.3%	2022 年 12 月	73.9%
2023 年 7 月	5789	2022 年 9 月	4362	18.94	22.0%	2023 年 1 月	73.9%
2023 年 8 月	6105	2022 年 10 月	4379	19.86	22.0%	2023 年 2 月	74.3%
2023 年 9 月	6325	2022 年 11 月	4388	20.27	22.1%	2023 年 3 月	74.7%
2023 年 10 月	6513	2022 年 12 月	4390	20.77	22.1%	2023 年 4 月	74.9%
2023 年 11 月	6346	2023 年 1 月	4367	20.23	22.2%	2023 年 5 月	75.1%
2023 年 12 月	6544	2023 年 2 月	4343	20.93	22.3%	2023 年 6 月	74.9%
2024 年 1 月	6435	2023 年 3 月	4305	20.48	22.7%	2023 年 7 月	74.7%
2024 年 2 月	6635	2023 年 4 月	4284	21.17	22.6%	2023 年 8 月	75.3%
2024 年 3 月	6587	2023 年 5 月	4258	21.12	22.6%	2023 年 9 月	75.2%
2024 年 4 月	6603	2023 年 6 月	4296	20.96	22.7%	2023 年 10 月	75.1%
2024 年 5 月	6403	2023 年 7 月	4271	20.90	22.6%	2023 年 11 月	73.8%
2024 年 6 月	6104	2023 年 8 月	4241	20.40	22.5%	2023 年 12 月	73.0%
2024 年 7 月	5976	2023 年 9 月	4240	19.78	22.5%	2024 年 1 月	73.5%
2024 年 8 月	6206	2023 年 10 月	4210	20.45	22.6%	2024 年 2 月	74.2%
2024 年 9 月	6420	2023 年 11 月	4158	20.96	21.9%	2024 年 3 月	78.1%
2024 年 10 月	6464	2023 年 12 月	4142	21.04	21.9%	2024 年 4 月	78.5%
2024 年 11 月	6226	2024 年 1 月	4067	20.60	22.0%	2024 年 5 月	
2024 年 12 月	6148	2024 年 2 月	4042	20.32	22.1%	2024 年 6 月	

资料来源：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，然而这个损失很难在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，其局部性并不能有效代表全国整体情况。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。

（二）中期（仔猪→育肥猪）

1. 新生仔猪变化趋势，仔猪料从旁验证

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。

从仔猪指数变化情况来看，今年三季度缺猪效应放大，四季度或小幅抬升。

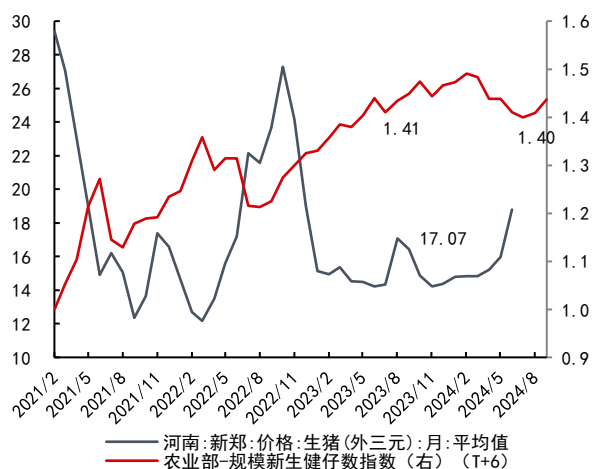
1) 节奏上看，2023 年 8 月份，仔猪指数到达阶段性高点，接下来的 7 个月里，呈现持续下滑趋势，从 1.49 下滑至 1.40，累计-6%。往后平移 6 个月，则对应，2024 年 3-8 月份，商品猪出栏量高位下滑，供应压力逐步减少。随后，仔猪指数出现边际向上，也意味着进入 9 月份，理论商品猪出栏压力会边际增加。

2) 绝对值上看，2024 年 6-7 月份仔猪指数（T+6）回落至 2023 年同期水平。回顾 2023 年年中行情，当时生猪均价约 7.2~7.3 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，生猪均价在 8.5 元/斤左右。这也就意味着，在数据可靠前提下，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。

同样，从仔猪饲料指数变化情况来看，三四季度的供应变化趋势能得到验证。仔猪料指数环比变化趋势和新生仔猪指数的走势趋于一致，于 2023 年四季度达峰，随后持续下行，直到 2024 年 2 月份，开始重新拐头向上。对应商品猪的出栏趋势，2024 年一季度出栏量处于高峰状态，随后小幅下滑，直到 8-9 月份，出现边际回升。

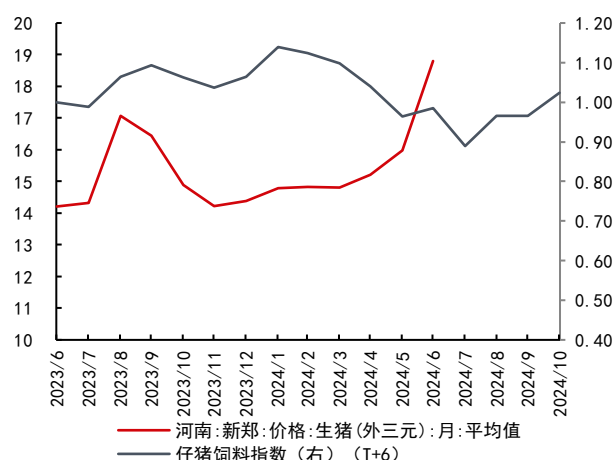
前期，我们一度提示市场，基于今年年中仔猪指数（T+6）回落至去年同期水平，年中上涨行情有重演可能。如今完成兑现，甚至在情绪助推下更甚一步，猪价一度突破 19 元/公斤。

图表12：新生仔猪指数变化趋势



资料来源：涌益咨询 Mysteel 中信期货研究所

图表13：仔猪饲料指数变化趋势



资料来源：涌益咨询 Mysteel 中信期货研究所

2. 小结：进入四季度，供应最紧的时刻或已过去，但数据准确度存疑

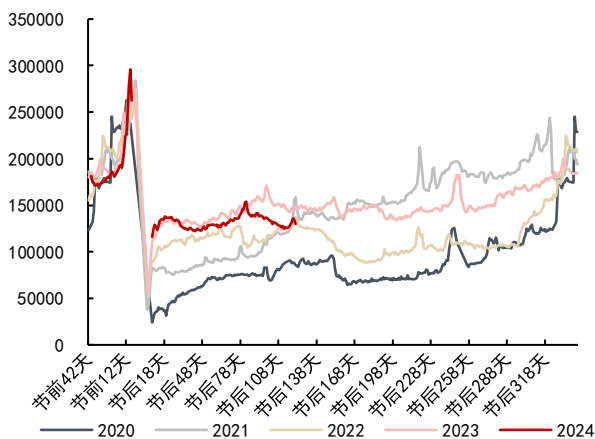
结合长期角度（母猪→育肥猪）以及中期角度（仔猪→育肥猪），我们认为今年 3-4 月份，商品猪出栏量达峰；随后至 8 月份均为产能收缩兑现的时期，也兑现了猪价快速上行；再往后，进入到 9 月份乃至四季度，产能则有边际增加的可能。从这个角度来讲，未来或面临供需双增的局面。

但是，研究是多维度的验证与分析，单一的数据永远无法完整刻画市场的真实的全貌。在供应端的分析中，从长期到中期角度的推进，就是我们在尽可能找多维度数据验证的过程，当然，这还远远不够。在其他数据维度，我们还发现了一些与前期结论有所矛盾的地方。

首先，从日度屠宰量来看，今年相较于去年，同比持续较为明显的缩减，这与前期的推演一季度产能仍旧递增的趋势是不相符的，也就意味着，数据可能出现偏差，并没有准确刻画变化，存在去年疫情导致存栏损失超预期的风险。

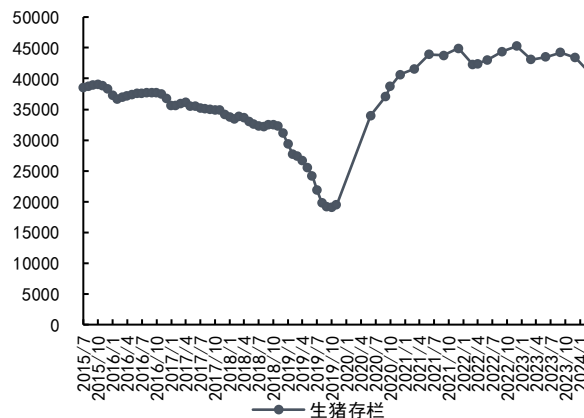
其次，从生猪存栏来看，根据我国农业部披露的最新数据，今年一季度生猪存栏 40850 万头，较 2023 年同期 43094 万头相比，同比-5.2%，且创下近四年来的新低。尽管生猪存栏是各体重段的存栏总和，很难准确看出后续出栏的趋势，但绝对值的大幅减少，或许同样预示着去年疫情的存栏损失超预期的风险。

图表14：样本日度屠宰量（头）



资料来源：涌益咨询 Mysteel 中信期货研究所

图表15：生猪存栏变化趋势（万头）



资料来源：涌益咨询 Mysteel 中信期货研究所

再者，从仔猪价格来看，较大的涨幅或许也预示着仔猪端的紧缺。根据仔猪价格和同期生猪价格的相关性分析，我们会发现，这两者往往呈现出同向的变动关系，2021 年至今，其相关性达 80%左右。因此，从趋势变化来讲，当两者同向变化时，大多可以解释为看涨情绪助推共振上行；两者出现劈叉或许更能说明仔猪自身基本面发生了变化。

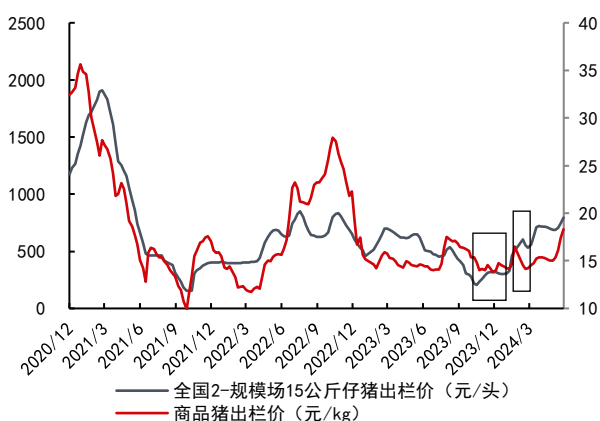
1) 从今年仔猪价格走势来看，两个时间段出现劈叉。第一个是 23 年四季度，

生猪价格下跌后盘整为主，仔猪价格则呈现上行，这正好与去年北方疫情时期匹配。第二个是 24 年 2 月份，生猪价格春节后流畅下跌，仔猪价格则呈现上行。因此，从这个角度，我们认为 2 月仔猪可能有较为明显的受损，但生产环节的数据上没有很好地体现，8 月左右供应量存在不及预期的可能。

2) 从季节性走势来看，我们剔除了生猪涨幅后，呈现出今年仔猪价格依旧明显高于近 2 年同期水平，且进入 6 月份，仍以持续上冲的态势运行。要知道，6 月往后再继续补仔猪，往往得在 11 月以后出栏，或许会错过高价区，面临抛压的风险。季节性来看，6 月往后仔猪价格回落，后续持续跟踪仔猪价格走势。

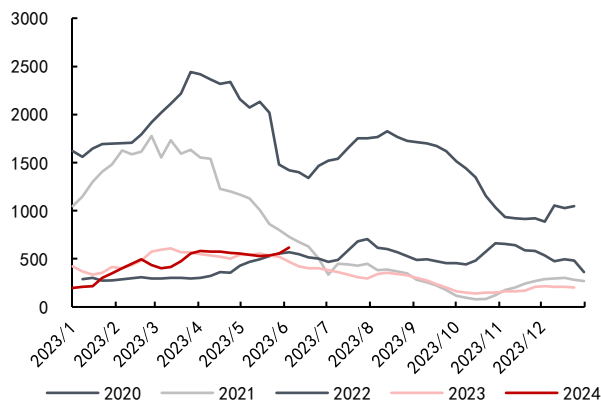
基于以上分析，我们认为产能去化或超预期兑现，进入四季度，供应最紧的时刻或逐步过去，但数据准确度存疑，拐点时间（类似 8-9 月份）对应的供应量有低于演绎结果的可能。

图表16：仔猪价格与生猪价格变化趋势（元/头）



资料来源：涌益咨询 Mysteel 中信期货研究所

图表17：仔猪价格（剔除生猪涨幅）季节性走势（元/头）



资料来源：涌益咨询 Mysteel 中信期货研究所

（三）短期（育肥→二次育肥）

在上一节中，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，二育入场力度是波段行情中决定猪价上限的关键因素之一。

1. 二育节奏演绎

理论上讲，二育主要取决于四个方面的因素。1) 经验角度。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) 利润角度，而这里又衍生出对二育成本的分析，以及标肥价差的分析。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。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18：压栏逻辑演绎框架



资料来源：中信期货研究所

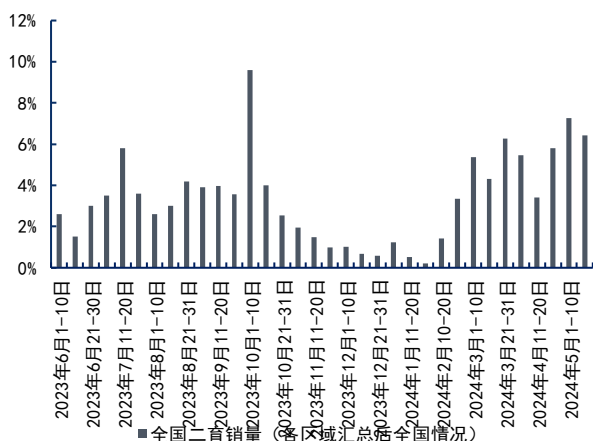
2. 2024 年二次育肥行情分析

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，已经出现了两轮二育，且基本上持续盈利区间，这让今年二育环节的信心在不断试探中逐步走强。第一波二育出现在今年的 3-4 月份，此时毛猪价格低，导致二育成本较低，同时肥猪仍有较为客观的溢价能力，因此，二育占比 3 月以来持续增加，不断推升猪价上涨。四月中下旬，第一波压栏猪临近释放窗口，同时，五一节备货需求或能带来猪价反弹的预期之下，抛压逐步释放，该场景兑现下，对应的是出栏均重从前期的 120kg 低位（压栏前）增至 127kg 高位（压栏中）最后又降至 125kg 以下（抛压释放）的指标变化。

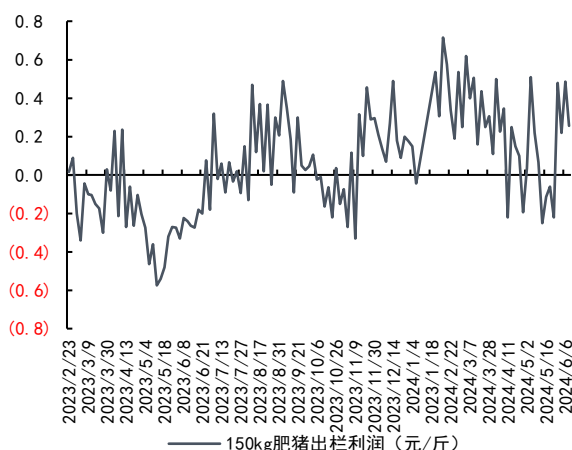
第二波二育抢跑在了五一节后。此时猪价已突破 15 元大关，二育成本相对抬升，同时天气转热，肥猪溢价走弱，基本面本不支持二育进场。然而，前期二育盈利的经验，看涨后市的预期，以及高价格仔猪（补仔猪不划算）共振下，二育再度相对积极入场，5 月中旬二育占比一度突破 7%，超过第一轮热度。截至目前（6 月初），二育积极性仍在，预计第二波二育抛压释放会在 6 月中下旬兑现，持续关注均重调整。

图表19：二育销量占比（%）



资料来源：涌益咨询 Mysteel 中信期货研究所

图表20：二育利润变化趋势（元/斤）



资料来源：涌益咨询 Mysteel 中信期货研究所

3. 后市二育情景假设

往后看，三季度，二育又会对应着什么样的操作方向？我们认为二育入场不会缺席，但幅度要根据近期猪价给到市场的反馈决定。

1) 若 6 月份价格仅回调至 17-18 元区间，相对抗跌，将增强后市看涨信心。同时，高猪价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，预计仔猪价格回调幅度亦有限，甚至进一步冲高。7-8 月份二育抢跑值得关注，年内高点或前置。

验证指标可观测是否会出现：出栏均重再度大幅走高，类 2022 年趋势；育肥料销量环比降幅减小甚至转增等。

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，6 月份价格回调至 16 元以下，下跌相对流畅，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，7-8 月份二育抢跑存疑，后续二育相对理性。

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。

根据 1.5-2 个月左右的增重周期，粗略推演，第三轮二育或在 9 月中上旬前后逐步出栏。供应的后置，从而对猪价产生先助涨后助跌的作用。

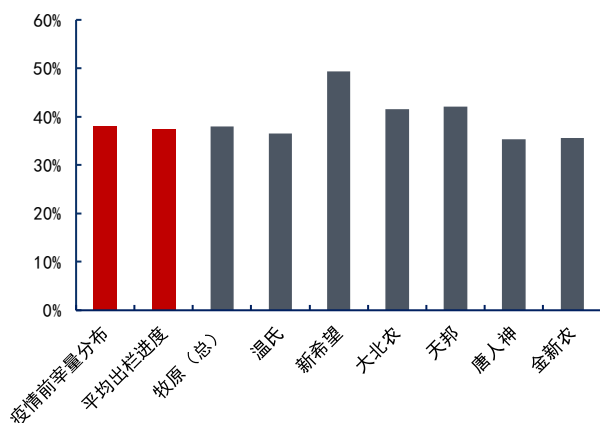
（四）上市企业出栏进度

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，1-5 月份，累计进度为 38.1%。截至 5 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 40.4%左右，略快于正常水平，下半年出栏压力略微减少，或促进压栏程度；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 37.5%左右，略慢于正常水平，下半年出栏压力稍增，或促进压栏程度；

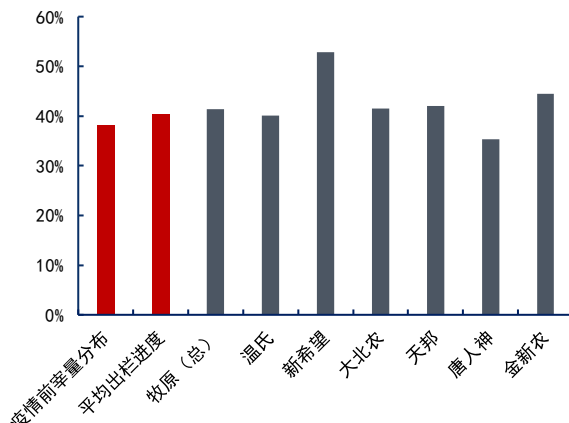
综合来看，上市企业因资金问题，以及疫情损失等问题，或多或少下调出栏目标，即便前期出栏偏慢，但近期高价下出栏均有所加速，叠加目标总量的减少，目前看出栏完成度基本正常，没有给下半年增加额外的压力。

图表21：按照上市企业目标出栏下限评估出栏进度（%）



资料来源：涌益咨询 Mysteel 中信期货研究所

图表22：按照上市企业目标出栏上限评估出栏进度（%）



资料来源：涌益咨询 Mysteel 中信期货研究所

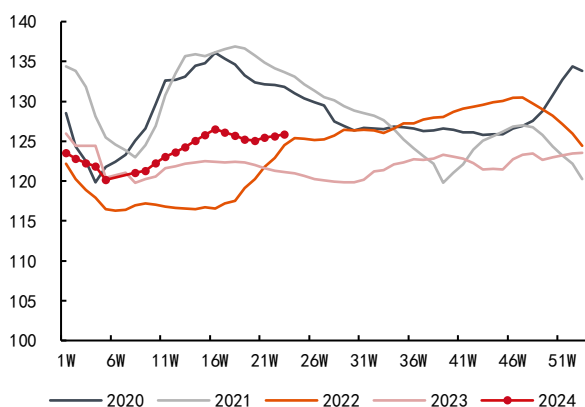
三、库存分析

（一）活体再回增重周期，逆季节性累库或将兑现

除了商品猪出栏量的推演，最终影响到猪肉量供应的，还有另外一个环节，就是均重，这反映了单体对应的猪肉贡献能力。简单复盘，2022 年在上行周期中，体重持续上行，下半年也呈现逆季节性累库，并一度达到 130kg 以上水平。2023 年在下行周期中，持续的亏损消磨养殖端增重的动力，均重持续在 125kg 以下低位震荡。

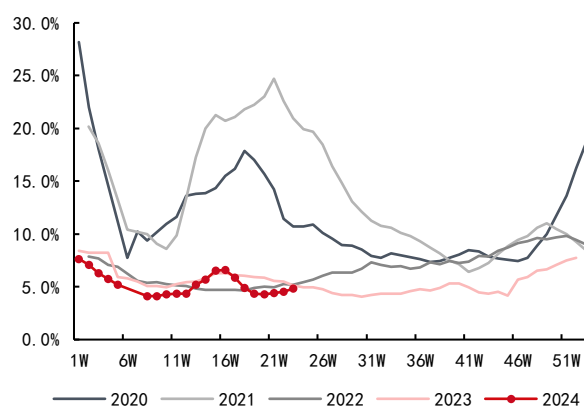
进入 2024 年，猪价上行再度激发了行业一轮一轮的压栏行为，出栏均重呈现脉冲式的增长。从涌益咨询监测的均重来看，春节前生猪出栏均重降至 120 公斤左右，体重压力下降，大猪出栏占比也降至较低水平。春节过后，跟随二次育肥的节奏（参考前文），2 月下旬以来生猪均重环比持续增长，直到 4 月中旬，生猪均重突破 126.5kg，后续又在持续抛压释放的节奏中回落至 125kg 附近。五一后压栏再起，截至 6 月 6 日，活体均重再回增重周期，目前就接近 126kg 左右。

图表23：生猪出栏均重（kg/头）



资料来源：涌益咨询 Mysteel 中信期货研究所

图表24：150kg 以上出栏占比（%）



资料来源：涌益咨询 Mysteel 中信期货研究所

三季度，逆季节性增重周期或将兑现。为何说是逆季节性？进入夏季，随着气温抬升，料肉比相应增加，疫病概率增加，炎热的环境天然没那么适合养殖；其次，天热抑制猪肉尤其是肥猪肉的消费，肥猪溢价空间将迅速萎缩甚至转负，因此压栏在三季度往往不会是一个主动行为。为何认为今年或持续增重？一方面，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。基于对两年相同点的复盘，我们发现，这两年均兑现了产能去化、以及低均重下的压栏行为。猪价的上行往往刺激行业主动压栏的积极性。另一方面，在今年饲料成本下行的趋势中，对于养殖性价比最高的体重段位也相应上移，这也将一定程度驱动均重上行。

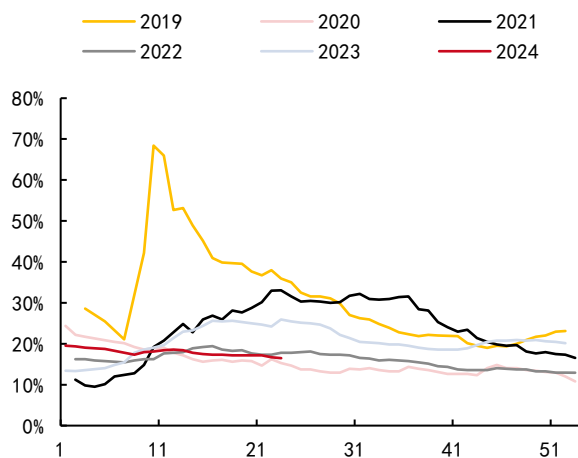
（二）冻品库存逐步释放，压制减弱

今年上半年，全国冻品库存逐渐出库，后续对于猪价压制作用减弱。涌益咨询样本来看，当前库存压力以及较去年同期偏低，且呈现持续释放的趋势，从年初的 19.5% 跌至目前（6 月 6 日）的 16.5%，累计下跌 3 个百分点，并同比位于相对低位。全国冻品库存逐渐出库，后续对于猪价压制作用减弱。

但库存走低，并不意味着需求的回暖，更多的是被动出库所致。据终端反馈，积压的库存中，大多是去年 3-5 月份逐步入库的，截至目前，已经入库超过 1 年的时间，大多属于临期冻品。即便需求持续偏弱，但随着到期窗口的临近，冻品商也不敢贸然持续抱着库存不放。因此，今年上半年的出库大多是伴随亏损的被动清库行为。根据钢联监测的鲜冻价差，我们发现，在近月生猪价格快速上行时期，冻品虽有跟涨，但涨幅远不及鲜品，以至于鲜冻价差快速拉大。从 5 月 22 日的 0.84 元/kg 拉升至 6 月 8 日的接近 1.9 元/kg 左右水平，近乎翻倍。这也暗

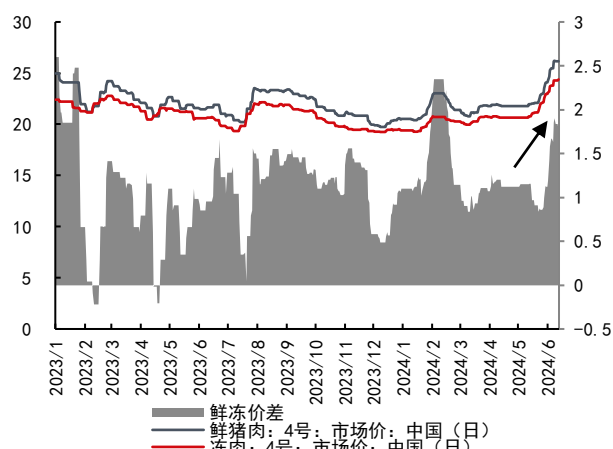
含了需求的疲软，溢价能力十分有限。

图表25：冻品库容率（%）



资料来源：涌益咨询 Mysteel 中信期货研究所

图表26：4号肉鲜冻价差（元/kg）



资料来源：涌益咨询 Mysteel 中信期货研究所

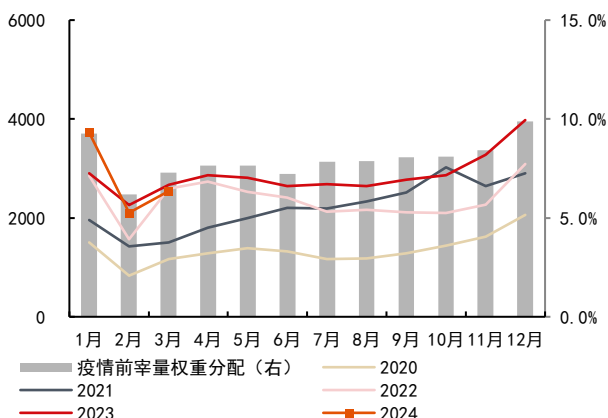
四、需求分析

（一）夏季消费整体偏弱，真正旺季位于年末

猪肉消费方面，屠宰量往往作为较为细致高频的跟踪指标。从往年月度定点屠宰量来看，春节期间是开工低谷，开年后，随着屠宰场复工复产，3~4月的屠宰量多呈现增加趋势。但是今年3~4月份日度屠宰量略低于去年同期水平，有压栏的因素，也有需求偏弱的因素。进入6月份，定点屠宰量将季节性环比走低5%，夏季需求整体偏弱。往后看，其实12月份之前，屠宰量上行幅度整体有限，并没有展示出非常明显的“需求旺季驱动效应”。

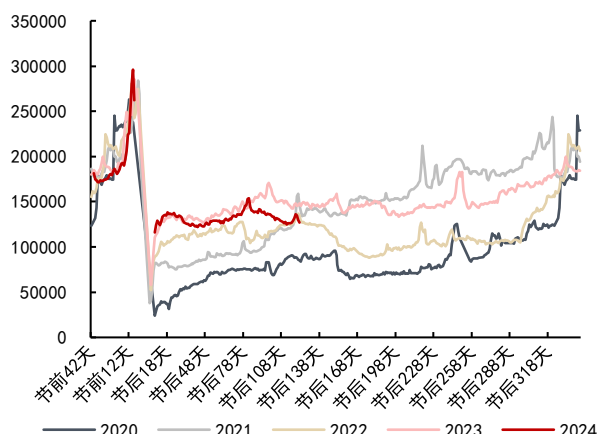
从上半年的节日效应来看，也整体偏弱。劳动节前一周左右，下游消费有增量，日度屠宰量开始持续增长。4月23日至5月2日期间，日屠宰量增幅达到15%；但节后宰量迅速回落，截至6月4日，累计-18%，侧面说明本来上行存在缩量控价的情况，猪肉需求迅速回落，真实需求或不佳。

图表27：历史屠宰量复盘（阳历）（万头）



资料来源：涌益咨询 Mysteel 中信期货研究所

图表28：屠宰量变化趋势（阴历）（头）

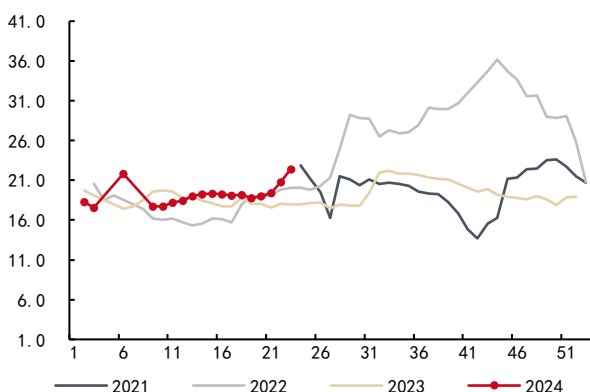


资料来源：涌益咨询 Mysteel 中信期货研究所

（二）终端溢价略有好转，肥猪溢价逐步消退

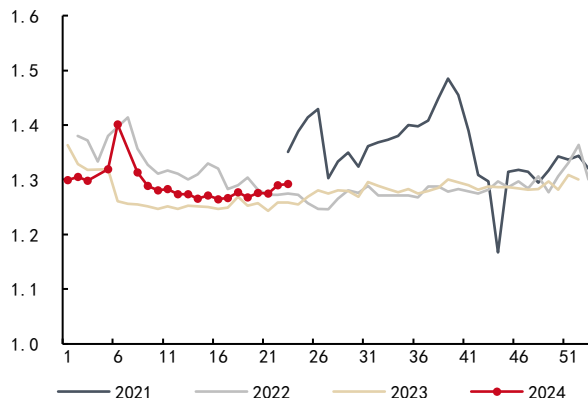
终端溢价略有好转，后续跟踪持续性如何。春节后消费快速回落，肉猪比价持续下滑，前三季白条肉价格也平稳运行，整体需求平淡。直到进入6月，受到毛猪价格提振，白条跟涨。虽然屠宰端利润依旧为负，终端普遍反馈走货差，但从监测数据显示，毛白价差、肉猪比价，以及剔除生猪涨幅后的白条肉价格，纷纷呈现走扩迹象。这意味着，虽然主观感受需求是很差的，但需求或不及想象那般疲软，虽没有明显驱动猪价上行，但也不至于严重“拖后腿”，后续重点跟踪需求回暖情况。

图表29：猪肉价格（剔除生猪涨幅）（元/公斤）



资料来源：涌益咨询 Mysteel 中信期货研究所

图表30：肉猪比价（元/公斤）

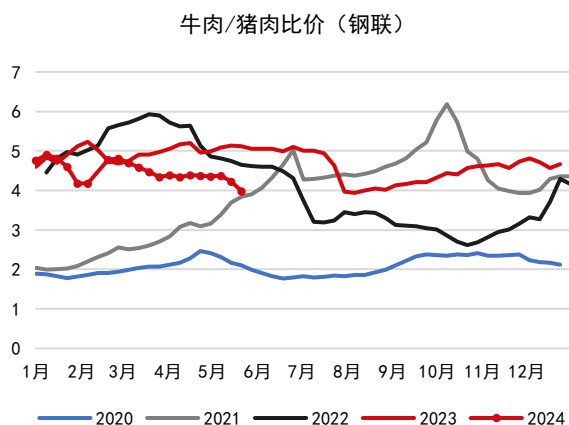


资料来源：涌益咨询 Mysteel 中信期货研究所

（三）其他蛋白价格下跌，猪肉性价比走低

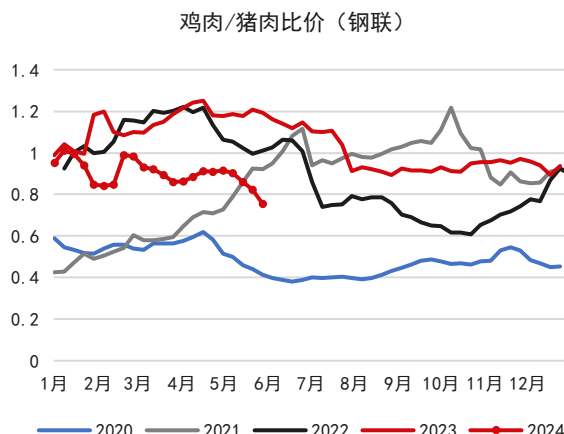
2024 年以来，牛肉、鸡肉等肉类的价格下跌，对猪肉消费形成一定替代。截至 2024 年 5 月底，牛肉价格较 2023 年同期下跌 10%，鸡肉价格较 2023 年同期下跌 20%。比价来看，牛肉/猪肉、鸡肉/猪肉的价格比值较过去两年明显偏低，猪价消费的性价比存在劣势。

图表31：牛肉/猪肉



资料来源：涌益咨询 Mysteel 中信期货研究所

图表32：鸡肉/猪肉



资料来源：涌益咨询 Mysteel 中信期货研究所

五、成本分析

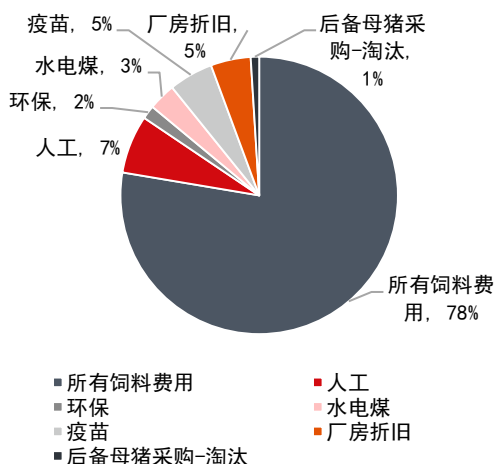
（一）行业成本趋势分析

1. 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。

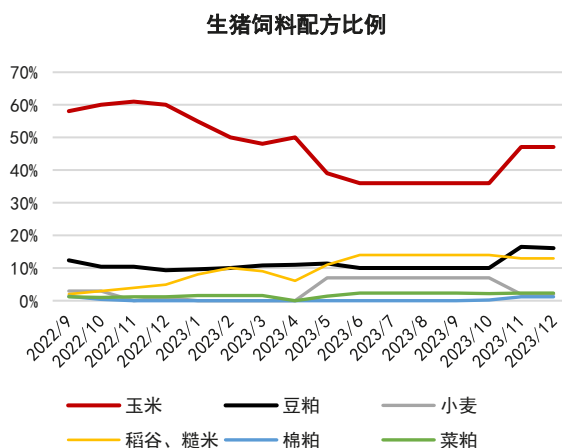
生猪饲料主要由玉米、豆粕等构成，其中玉米占比最高，约 47%，其次是豆粕，约 16%。饲料配方比例不是一成不变的，当某种原料的价格过高，饲料厂会在不影响饲料效果的可控范围内减少该原料的使用比例，而且能够提供能量、蛋白的饲料原料有多种品类，例如玉米和小麦的替代、豆粕和菜粕的替代，因此饲料配方会跟随原料价格而调整。但整体来看，玉米和豆粕依旧是饲料配方中主要的部分，因此玉米、豆粕价格的变化，会对生猪饲料成本产生直接影响。

图表33：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34：生猪饲料配方动态变化（%）



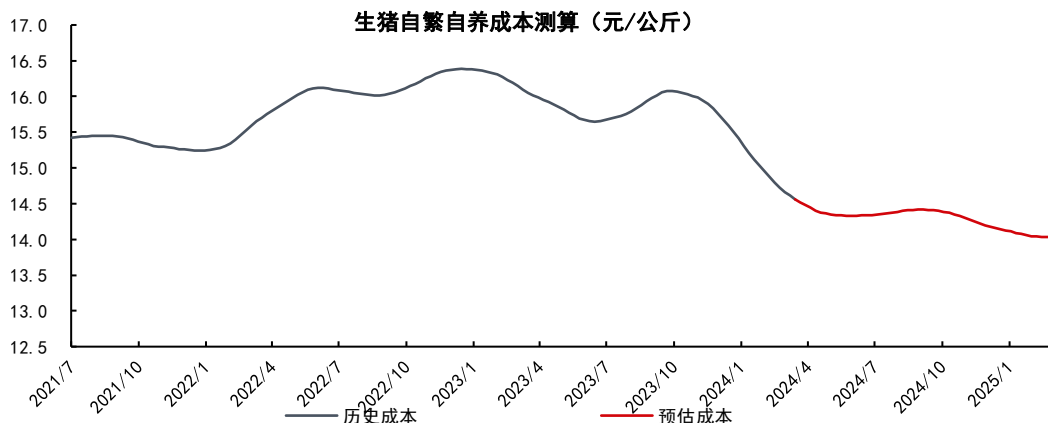
资料来源：涌益咨询 Mysteel 中信期货研究所

2. 养殖成本仍有下探空间，助力产业盈利

2023 年三季度以来，随着玉米、豆粕价格的下跌，生猪饲料成本下降，自繁自养的完全成本从 2023 年三季度的 16 元/公斤，到 2024 年一季度下降至 15 元/公斤左右。由于生猪消耗的饲料成本是一个动态的过程，并且育肥阶段的饲料成本占生猪出栏成本的比重达到 70%以上，因此在出栏前 6 个月的饲料价格，会对生猪出栏成本产生显著影响。

2023 年四季度玉米、豆粕价格大幅下跌，2024 年一季度玉米、豆粕价格小幅反弹，但绝对价格仍位于低位，预计饲料成本将继续导致 2024 年二季度生猪出栏成本下降。根据我们的估算，2024 年二季度，生猪出栏成本在 14.4 元/公斤左右，三季度养殖成本相对稳定，四季度养殖成本预计 14.2 元/公斤左右。

图表35：2024 年生猪养殖成本预计下降（元/公斤）

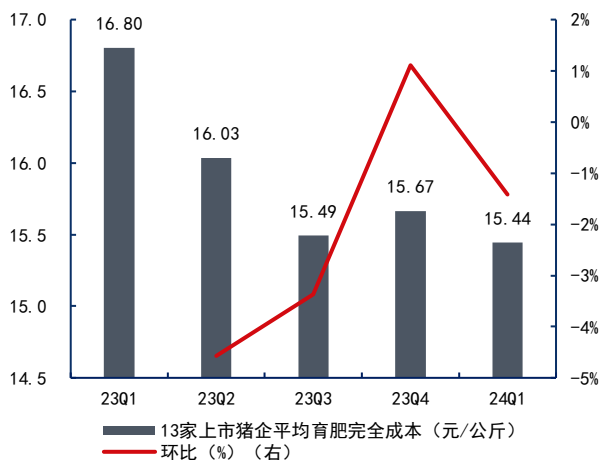


资料来源：中信期货研究所

（二）上市企业成本变化

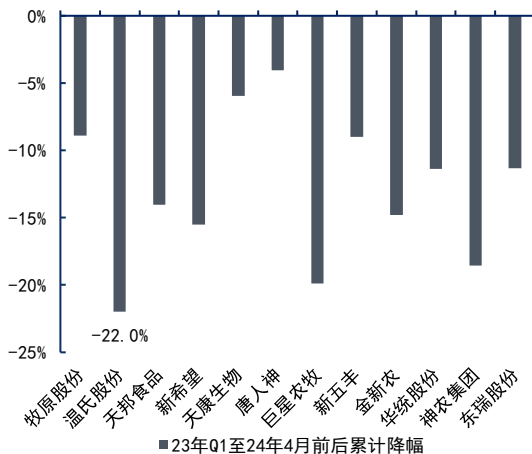
通过梳理上市企业披露的育肥完全成本，我们发现，在饲料成本下降的大趋势下，各猪企成本均呈现不同程度的下滑。通过目标出栏量及其完全成本加权平均，我们得出上市企业平均成本变化趋势，从 2023 年一季度的 16.9 元/kg，下滑至 2024 年一季度的 15.53 元/kg，累计下滑 8.1%，进入二季度，头部企业成本下降进一步加速，其中，温氏股份为成本端降幅最大的企业，累计下降 22%；新希望、巨星农牧、神农集团也均超过 15%的降幅。

图表36：13 家上市猪企平均育肥完全成本（元/公斤）



资料来源：涌益咨询 Mysteel 中信期货研究所

图表37：各家猪企成本端累计降幅比较（%）



资料来源：涌益咨询 Mysteel 中信期货研究所

六、下半年行情展望及策略建议

展望 2024 年下半年的生猪市场：

（1）供给方面：结合长期角度（母猪→育肥猪）以及中期角度（仔猪→育肥猪），我们认为今年 3-4 月份，商品猪出栏量达峰；4 月份至 8 月份均为产能收缩兑现的时期，近期也兑现了猪价快速上行；再往后，进入到 9 月份乃至四季度，产能则有边际增加的可能。值得注意的是，从日度屠宰量、生猪存栏、仔猪价格等维度，又指向了产能去化趋势存在延续的可能，因此，四季度整体分歧较大，出栏量或以持续缩量，或者增幅低于预期的方式呈现。

（2）需求方面：从年内屠宰量看，进入 6 月份，定点屠宰量将季节性环比走低 5%，夏季需求整体偏弱。往后看，其实 12 月份之前，屠宰量上行幅度整体有限，并没有展示出非常明显的“需求旺季驱动效应”。从终端溢价看，虽然屠宰端利润依旧为负，终端普遍反馈走货差，但从监测数据显示，毛白价差、肉猪比价，以及剔除生猪涨幅后的白条肉价格，纷纷呈现走扩迹象。这意味着，虽然主观感受需求是很差的，但需求或不及想象那般疲软，虽没有明显驱动猪价上行，

但也不至于严重“拖后腿”，后续重点跟踪需求回暖情况。三季度，需求或延续相对疲软的态势，四季度，在中秋、国庆、以及元旦春节等节日提振下，呈现环比回暖的趋势。

（3）综合来看：趋势上看，饲料成本下行驱动猪价估值中枢向下，供需收紧则驱动行业利润天花板有望进一步抬升。节奏上看，1）6月，在抛压释放窗口猪价回调。2）7-8月，在理论出栏持续缩量+二育助推下，猪价调整后进一步上行，8月底至9月初有望突破20元大关。按今年经验来看，二育往往呈现抢跑态势，盘面则较现货市场进一步领先；建议持续跟踪二育进场节奏、力度及情绪变化。3）中秋节前后，今年第三波二育猪或陆续出栏，节日过后需求也将出现边际疲软，预计再度进入回调阶段；4）四季度，在需求走强+供应增速或不及预期，甚至维持小幅缩量的基本面下，猪价震荡运行。

（4）对于高点的判断，我们认为不同场景将有不同的演绎。

场景一：若6月生猪价格回调幅度有限，仔猪价格进一步推高，预示着仔猪损失超预期，该情况下，三季度看涨情绪更强，压栏力度更强，猪价高度或进一步推高；四季度则在更大的抛压下相对承压。本质是供应后置力度的增强。

场景二：若6月生猪价格回调幅度较大，仔猪价格止步于当下甚至转弱，后续缺猪的程度将比场景一更加宽松，供应后置的力度或低于（场景一），后续猪价走势更贴近于（3）中的描述。

后续建议持续关注仔猪价格以及饲料销量的变动情况对于缺猪程度的验证效果。

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>