

## 受产能制约，蛋价涨幅有限

投资咨询业务资格：  
证监许可【2012】669 号

### 报告要点

2024 年 3 季度，蛋价或在需求转暖背景下季节性走强，受产能制约，利润空间或不及去年，涨幅则在不同场景下有所差异。场景一：若 6 月梅雨季蛋价突破资金运作的扰动，回归真实基本面，或引发后续淘鸡的加速，从而抬升三季度高点；不排除梅雨季后资金再度扰乱市场，进一步抬高价格，旺季利润区间有望达 0.8~1.2 元/斤。场景二：若 6 月梅雨季蛋价依旧抗跌，老鸡去产能无望，甚至会驱动 6 月份淡季的鸡苗补栏力度，从而压低三季度乃至四季度蛋价天花板，预计旺季利润区间 0.5~0.8 元/斤。

### 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

周重廷  
从业资格号：F03093821  
投资咨询号：Z0020578

### 摘要：

展望 2024 年三季度鸡蛋市场，我们认为：

供应方面，补栏积极性持续向好，老鸡淘汰明显减缓。鸡苗补栏方面，根据卓创监测的数据，今年 1~5 月份累计补栏甚至较去年同期+2.3%。这为今年三季度产能持续递增奠定了基础。老鸡淘汰方面，今年没有出现深度和较长的亏损期，因此老鸡淘汰也整体有限。目前全国淘汰鸡平均淘汰日龄 505 天，较上周变化+0.20%，淘鸡价格 5.83 元/斤，环比变化+0.3%，同比变化+6%，纷纷重回上升趋势。我们认为，在蛋价不出现深跌，亏损幅度大于 0.5 元/斤的情况下，未来超淘难以发生。

基于前期补栏及后续淘鸡的预判，三季度产能预计仍维持高位。6 月份，在产蛋鸡存栏增幅进一步扩大，环比+0.8%，达 12.53 亿只，同比+6.4%。三季度，存栏在 12.5 亿只上下波动，对蛋价中枢的压制作用没有呈现进一步的增加，以稳为主。四季度，存栏预计呈现小幅下滑趋势，不排除在年底降至 12.2 亿只，同比+1%，供应压力减弱，但依旧高于去年同期水平。

需求方面，当前南方步入传统梅雨季节，抑制鸡蛋需求；三季度存需求回暖预期。当前正处梅雨季节当中，高温高湿的市场环境不利于鸡蛋的储存，从而抑制贸易商拿货积极性，以及终端环节的库存水平。7 月份往后，随着南方出梅，鸡蛋自身需求边际好转。同时，今年中秋在 9 月 17 日，大约按照提前一个半月备货的节奏，8 月份前后，中秋备货将提振鸡蛋需求，推动鸡蛋逐步进入需求旺季。

综合来看，三季度在需求转暖下，蛋价季节性走强；但受产能同比偏高压制，利润空间或不及去年。在不同场景下，波动范围有所差异。

风险提示：资金扰动、禽流感、消费超预期、成本快速上行。

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、 上半年鸡蛋市场回顾	4
二、 本轮超预期缘从何起？	5
三、 供应端分析	8
（一） 在产存栏	8
（二） 鸡苗补栏	9
（三） 老鸡淘汰	10
（四） 淘鸡端 2020 年的故事是否重演？	11
（五） 2024 年三季度产能预测：维持高位	14
四、 需求端分析	15
（一） 季节性：当前偏弱，三季度存回暖预期	15
（二） 替代消费：其他蛋白质及蔬菜价落，鸡蛋性价比减弱	16
五、 2024 年下半年鸡蛋市场展望	17
（一） 鸡蛋成本构成及预测	17
（二） 合理利润区间在哪儿？	18
（三） 三季度鸡蛋市场展望	20

## 图表目录

图表 1： 河北:邯郸:平均价:鸡蛋（元/斤）	4
图表 2： 鸡蛋合约期价走势（元/500kg）	4
图表 3： 主力合约基差走势（元/500kg）	5
图表 4： 鸡蛋期差走势（元/500kg）	5
图表 5： 利润 4 月中旬进入亏损区间（元/斤）	6
图表 6： 淘鸡明显加速（万只）	6
图表 7： 大码蛋占比偏紧（%）	6
图表 8： 餐饮消费好转（%）	6
图表 9： 南方销区持续爆仓（广东到货量）（车）	7
图表 10： 出口量并未激增（千吨）	7
图表 11： 产销蛋价持续倒挂（元/斤）	7
图表 12： 在产蛋鸡存栏持续递增（亿羽）	8
图表 13： 蛋价明显高估（蛋料比价）	8
图表 14： 在产蛋鸡存栏持续递增（亿羽）（卓创）	9
图表 15： 在产蛋鸡存栏持续递增（亿羽）（Mysteel）	9
图表 16： 中国 120-450 日龄蛋鸡月度存栏占比（%）	9
图表 17： 中国 450 日龄以上蛋鸡月度存栏占比（%）	9
图表 18： 企业蛋鸡苗月度出苗量（占全国 50%）（万只）	10
图表 19： 鲜鸡蛋单斤盈利周度平均值（元/斤）	10
图表 20： 主产区蛋鸡淘汰鸡出栏量（万只）	11
图表 21： 中国海兰褐淘汰鸡（4 斤）均价（元/斤）	11
图表 22： 淘汰鸡平均淘汰日龄（天）	11
图表 23： 17-19 个月前鸡苗销量（万只）	11
图表 24： 在产蛋鸡存栏变化趋势（亿只）	12

图表 25: 2020 年养殖利润和淘汰量（万只；元/斤） .....	12
图表 26: 淘汰鸡平均淘汰日龄(天).....	13
图表 27: 淘汰鸡出栏量（万只） .....	13
图表 28: 淘汰鸡价格（元/kg） .....	14
图表 29: 单斤鸡蛋饲料成本（元/斤） .....	14
图表 30: 蛋鸡养殖生命周期 .....	14
图表 31: 在产蛋鸡存栏预测（亿羽） .....	15
图表 32: 鸡蛋：主销区：销量（吨） .....	16
图表 33: 鸡蛋到货量：广东批发市场（车） .....	16
图表 34: 牛肉/鸡蛋 .....	17
图表 35: 羊肉/鸡蛋 .....	17
图表 36: 蔬菜/鸡蛋 .....	17
图表 37: 白条鸡/鸡蛋 .....	17
图表 38: 蛋鸡完全成本构成（%） .....	18
图表 39: 蛋鸡饲料成本构成（%） .....	18
图表 40: 饲料原材料价格变化趋势-预测（元/吨） .....	18
图表 41: 单斤饲料变化趋势-预测（元/斤） .....	18
图表 42: 单斤鸡蛋盈利 5 年均值（元/斤） .....	19
图表 43: 2020 年单斤鸡蛋盈利（元/斤） .....	19

## 一、上半年鸡蛋市场回顾

回顾上半年鸡蛋市场行情，蛋价整体呈现先跌后涨的趋势。一季度，节前备货提振下，蛋价相对坚挺，主产区蛋价徘徊在 3.9~4 元/斤区间；临近春节，备货完毕，蛋价下滑，节前河北产区以 3.67 元/斤收官大吉。春节之后，主产区以 3.07 元/公斤开市，随后持续小幅下滑，低点一度达 2.93 元/斤。年前，由于补栏同比高位，市场对年后持悲观预期，认为低点会跌破 2.7 元/斤，但现实跌幅不及预期，因此，市场修正前期悲观看法，认为当前供需过剩程度不高。基于此，2 月 20 前后，盘面抢跑启动，领先于现货上涨。随着前期积累的库存逐步消化，且在开学、复工等驱动下下游补库订单启动，需求逐步回暖，主产区蛋价于三月中旬回归至 3.44 元/斤。

进入二季度，随着供应端逐步递增，真实供需宽松的局面暴露，市场重新累库，蛋价震荡偏弱运行。蛋价背离季节性走势，3 月中至 4 月中，连续一个月的时间持续下跌至 2.93 元/斤，回归了开市水平，印证鸡蛋“小年”的判断。伴随着持续下跌，行业利润重新转负，小幅亏损驱动淘鸡边际增加，叠加五一备货提振需求，导致基本面呈现边际收紧，从而驱动蛋价重新上行。而近期资金对于市场的扰动，则进一步推升上涨的力度。5 月 20 日前后，河北产区价格一度摸顶 4 元/斤，后期随着需求的转弱，以及梅雨的临近，蛋价再度震荡走弱。

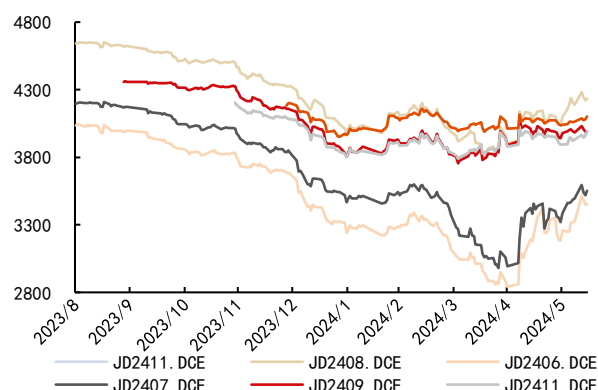
具体对于蛋价走势背后的逻辑和节奏，我们在“鸡蛋知多少”系列会议、周报、季报、专题报告、点评报告中均有涉及，敬请回溯。

图表1：河北：邯郸：平均价：鸡蛋（元/斤）



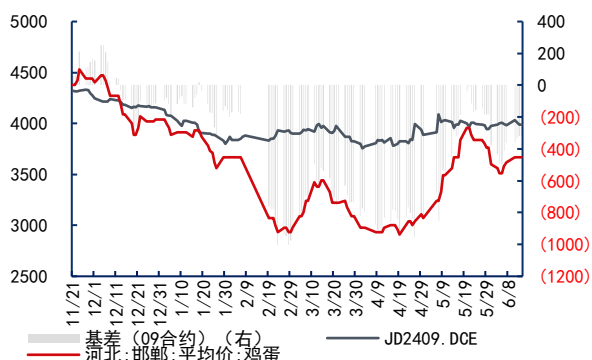
资料来源：Wind 卓创咨询 Mysteel 中信期货研究所

图表2：鸡蛋合约期价走势（元/500kg）



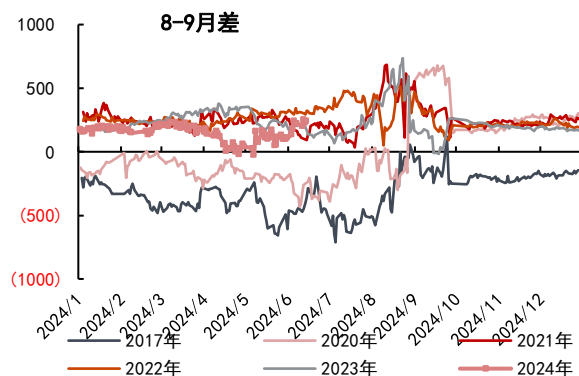
资料来源：Wind 卓创咨询 Mysteel 中信期货研究所

图表3：主力合约基差走势（元/500kg）



资料来源：Wind 卓创咨询 Mysteel 中信期货研究所

图表4：鸡蛋期差走势（元/500kg）



资料来源：Wind 卓创咨询 Mysteel 中信期货研究所

## 二、本轮超预期缘从何起？

历史蛋价走势来看，往往五一节前因备货上行，节后呈现不同程度回落。而今年，蛋价先是逆季节性下跌，后是逆季节性大幅拉涨 35%，我们该如何理解？究其原因，主要在于基本面的边际收紧，以及资金对于市场的扰动。

### 为何说基本面出现了边际收紧？

1) 首先从供应端来看，由于蛋鸡养殖利润跌破盈亏平衡线，老鸡淘汰出现边际加速现象，即期在产蛋鸡存栏小幅缩量，是供应首要的利多驱动。从鸡蛋大小码的占比来看，由于老鸡的淘汰，大蛋供应相对偏紧，根据卓创监测数据，鲜鸡蛋大码占比环比下滑，并处于近五年来最低位水平（42%）。

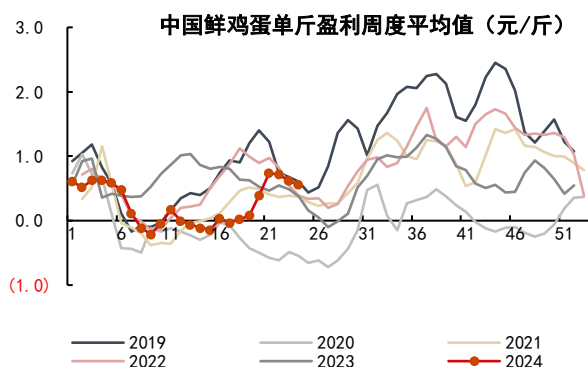
2) 反观需求，五一节前备货提振，以及餐饮业态的不断修复，今年大码蛋消费相对旺盛，造成了大码蛋结构性的紧缺，从而驱动蛋价上行。根据社零数据，我国餐饮收入 2024 年 1~2 月同比+12.5%，3 月同比+6.9%，4 月同比+4.4%，餐饮业逐步复苏。

3) 再从库存角度来看，前期市场情绪整体悲观，今年各环节风险控制较为谨慎，五一节前后，全国各环节维持低库存状态（尤其产区），不对后续蛋价的抬升造成压制，导致鸡蛋走货较为流畅（尤其产区）。根据钢联监测的库存数据，节前，市场总库存天数在 2.5 天左右，已是近 3 年来低位水平；节后随着下游库存需求的启动，鸡蛋库存持续下滑，并于 5 月中旬左右触底，生产及流通环节库存累计不到 2 天。

4) 最后，从成本角度，五一期间美豆大幅上行，带动五一回来国内豆粕大幅上行，饲料原材料上行预期驱动了下游生猪、鸡蛋合约普涨，我们认为，这是推涨上行主要诱因。



图表5：利润4月中旬进入亏损区间（元/斤）



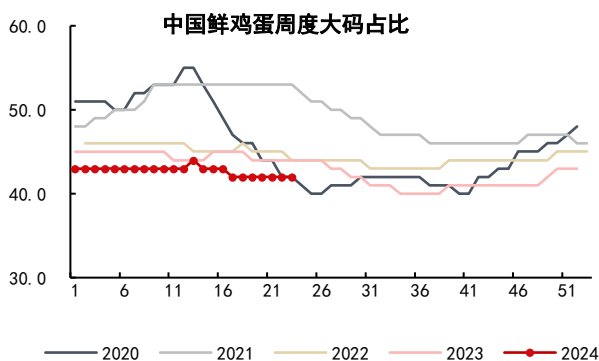
资料来源：Wind 卓创咨询 Mysteel 中信期货研究所

图表6：淘鸡明显加速（万只）



资料来源：Wind 卓创咨询 Mysteel 中信期货研究所

图表7：大码蛋占比偏紧（%）



资料来源：Wind 卓创咨询 Mysteel 中信期货研究所

图表8：餐饮消费好转（%）



资料来源：Wind 卓创咨询 Mysteel 中信期货研究所

然而，看涨情绪高亢之余，我们持续提示市场警惕高位回调风险。在近2月密集的点评报告中，我们一再提示市场：现货超季节性快速走强的同时，我们也需要思考：为何产区走货顺畅但销区日日爆仓？供应不少，需求短时间暴增可能性基本为0的情况下，库存却持续低位？淘鸡加速，在产存栏递增的趋势是否发生质变？其实从很多方面，我们看到了不符合基本面走势的怪象，虽然基本面确实发生了边际的收紧，但理应无法支撑蛋价如此快速且大幅度的拉涨。这里，我们尝试做出以下解释，最终价格的走势还要交给真实基本面。

1) **库存数据代表性或许不可同日而语。**近年来，资金不断涌入贸易商环节，一定程度上扰动市场平衡。随着贸易环节渠道增多，贸易不断被分流后，原样本口径的库存代表性或有所减弱，因此，在原样本口径库存低位，或许无法再等同于以往的全国累计库存低位水平。

2) **真实需求难消化超高到货量。**如果库存低位，走货流畅是基本面真实的反馈，那理应需求能够承接当前的供应，只有供需趋紧才会推动价格的快速抬升。

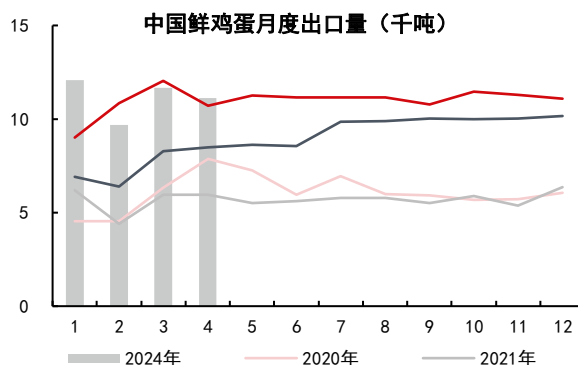
然而，我们从销区（广东）市场日日爆仓，到货量远超历史正常水平。而对于绝大占比的需求来自于家庭的鸡蛋而言，并不存在需求短时间暴增的可能。我国鲜鸡蛋出口量并没有因为国外禽流感而出现激增；同时，根据调研反馈，蛋液的出口业务也平稳运行。最后，如果需求真的能够承接，产销价格倒挂又作何解释？

图表9：南方销区持续爆仓（广东到货量）（车）



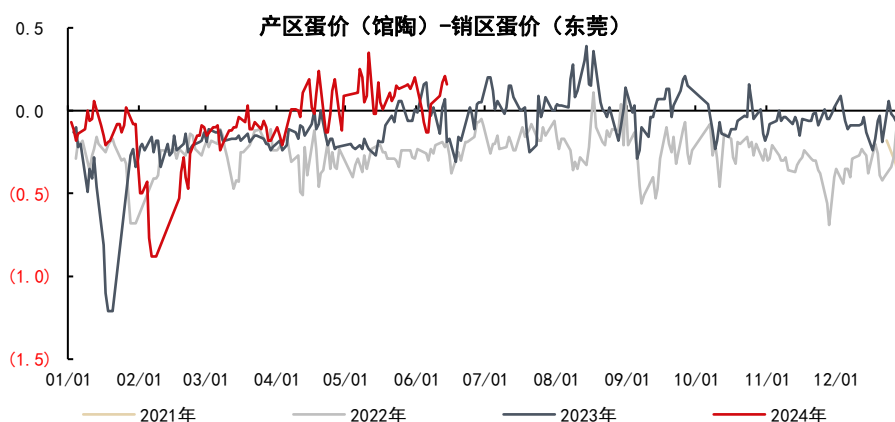
资料来源：Wind 卓创咨询 Mysteel 中信期货研究所

图表10：出口量并未激增（千吨）



资料来源：Wind 卓创咨询 Mysteel 中信期货研究所

图表11：产销蛋价持续倒挂（元/斤）

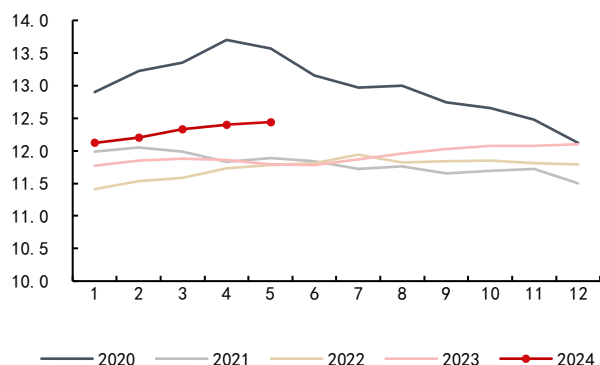


资料来源：Wind 卓创 钢联 中信期货研究所

3）四月中旬至 5 月中旬，虽然的确出现淘鸡加速的迹象，但根据 17~19 个月前补苗情况推算，每月补栏均不及 8000 万只，而对应当前开产的（4~5 个月前的补苗量）数量在 8600~8900 万只左右，理论上开产仍高于淘汰量 600~900 万只左右。即，产能递增趋势大概率将延续。当前蛋料比价明显高估，现货涨幅存在泡沫。

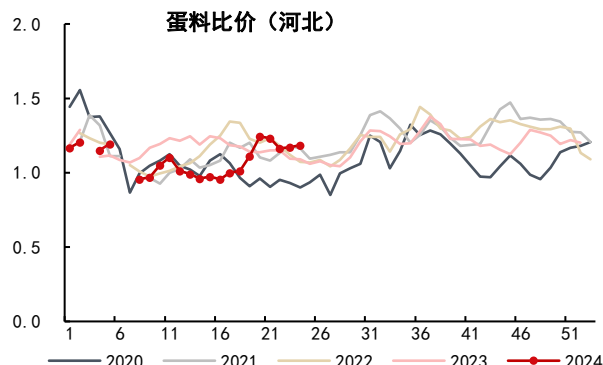
基于此，我们认为，现货无法持续维持高价运行，现货负反馈终于在持续了近 20 天的非常规快速拉涨后出现端倪。端午节后，蛋价震荡走弱。

图表12：在产蛋鸡存栏持续递增（亿羽）



资料来源：Wind 卓创咨询 Mysteel 中信期货研究所

图表13：蛋价明显高估（蛋料比价）



资料来源：Wind 卓创咨询 Mysteel 中信期货研究所

### 三、供应端分析

对于 2024 年下半年鸡蛋供给端的分析，我们主要从以下几个方面展开：1) 从在产存栏、鸡龄结构看即期鸡蛋供应情况；2) 从鸡苗补栏看未来开产情况；3) 从老鸡淘汰看存栏下降变化。

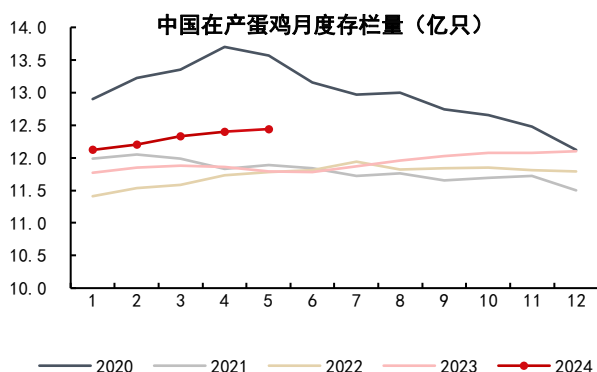
#### （一）在产存栏

**在产存栏是现货端核心的供应指标，直接反映了当前在产蛋鸡的产能情况。**根据生命周期，鸡苗补栏量一般在 4 个月后进入开产期，并在 5 个月左右进入产蛋高峰期，基于此，我们通常根据 4-5 个月前的鸡苗补栏情况来大致推测即期的新增开产蛋鸡的数量。

**从当前的存栏变化趋势以及存栏结构来看，供应持续递增。**根据生命周期，6 月份开产蛋鸡为 2024 年 1~2 月份补栏鸡苗，上高峰的蛋鸡则对应着 12 月份以前补栏鸡苗数量。2024 年 1-2 月份鸡苗补栏量均处历史同期偏高水平，近期新增开产较多，在产存栏持续递增。根据卓创数据，5 月，中国在产蛋鸡月度存栏量 12.44 亿只，较上月变化 0.32%，同比变化 5.51%。据 Mysteel 数据统计显示，5 月，中国在产蛋鸡月度存栏量 11.94 亿只，较上月变化 0.59%，同比变化 8.15%。虽绝对数值有所差异，但今年以来，三方数据口径下的在产蛋鸡存栏均指向逐步递增的趋势，在产蛋鸡存栏递增的趋势明确；同比在 5%~8% 区间波动，相比去年，供应端对蛋价中枢的压制作用明显。

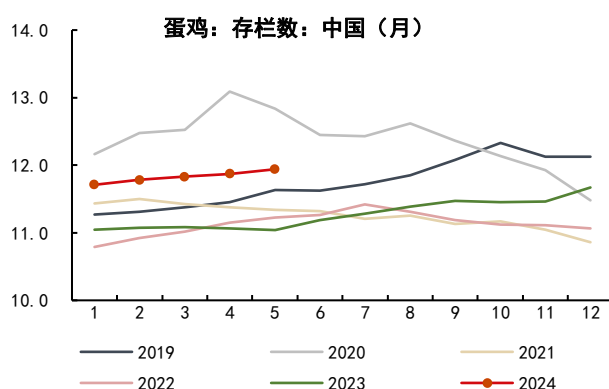


图表14：在产蛋鸡存栏持续递增（亿羽）（卓创）



资料来源：Wind 卓创咨询 Mysteel 中信期货研究所

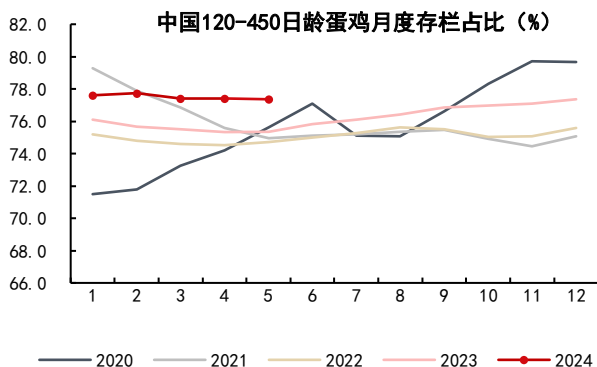
图表15：在产蛋鸡存栏持续递增（亿羽）（Mysteel）



资料来源：Wind 卓创咨询 Mysteel 中信期货研究所

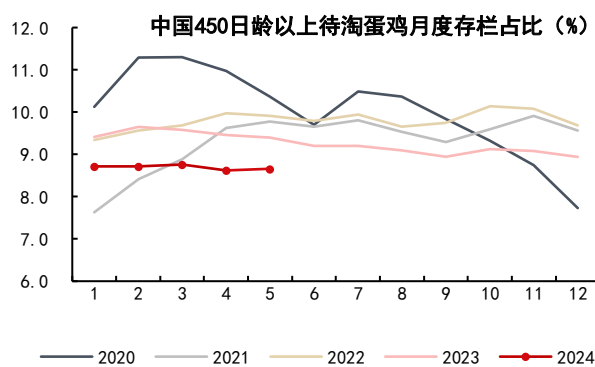
从鸡龄结构来看，在产蛋鸡占比偏高位，后备蛋鸡以及待淘老鸡占比相应下降，整体生产效率较高。根据卓创咨询，5月，中国120日龄以下后备蛋鸡月度存栏占比13.98%，较上月变化0.07%；120-450日龄蛋鸡月度存栏占比77.36%，较上月变化-0.06%；450日龄以上待淘蛋鸡月度存栏占比8.66%，较上月变化0.46%。4月中旬起，随着蛋鸡养殖利润重回0.5元/斤以上水平，淘鸡速度放缓，老鸡占比小幅回升，但仍处历史低位。处于高峰产蛋的鸡群比例处于近5年来最高水平，这抬升了整体鸡群的生产效率。

图表16：中国120-450日龄蛋鸡月度存栏占比（%）



资料来源：Wind 卓创咨询 Mysteel 中信期货研究所

图表17：中国450日龄以上蛋鸡月度存栏占比（%）



资料来源：Wind 卓创咨询 Mysteel 中信期货研究所

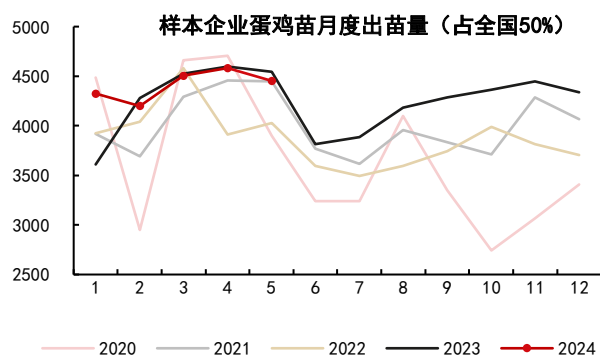
## （二）鸡苗补栏

首先，2024年鸡苗补栏积极性持续向好，后续新增开产数量不少。为何说今年补栏积极性持续向好？这里我们结合利润情况和补栏情况综合考虑。回顾2023年上半年，行业鲜鸡蛋单斤盈利的平均值在0.65元/斤水平，对应旺季补栏在4200万只~4600万只区间（占全国50%）。反观2024年上半年，行业鲜鸡蛋

单斤盈利的平均值在 0.25 元/斤水平，整理盈利情况同比-60%，其中，3~4 月份持续位于盈亏平衡线上下波动。正常来讲，当行业利润大幅缩减甚至转负的情况下，理应大幅抑制行业的增产能行为。而从实际的鸡苗补栏数据来看，今年 1~5 月份的补苗量与 2023 年同期基本持平，远没有预期的减幅，足以证明，今年行业补栏的乐观情绪。

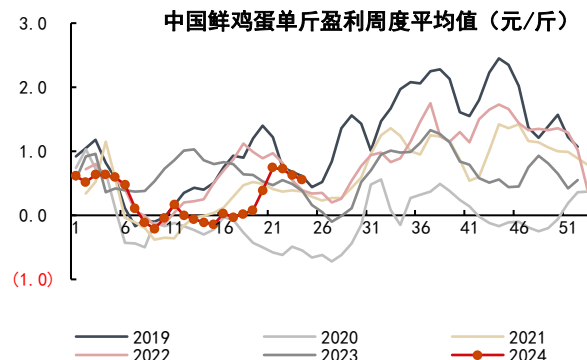
根据卓创监测的数据，今年 1-5 月份，样本鸡苗补苗量（占全国 50%）分别为 4328、4199、4504、4582、4454 万只，同比分别变化 19.9%、-1.9%、-0.5%、-0.3%、-2%；1~5 月份累计补栏甚至较去年同期+2.3%。这为今年三季度，产能持续递增，奠定了基础。

图表18：企业蛋鸡苗月度出苗量（占全国 50%）（万只）



资料来源：Wind 卓创 钢联 中信期货研究所

图表19：鲜鸡蛋单斤盈利周度平均值（元/斤）



资料来源：Wind 卓创 钢联 中信期货研究所

### （三）老鸡淘汰

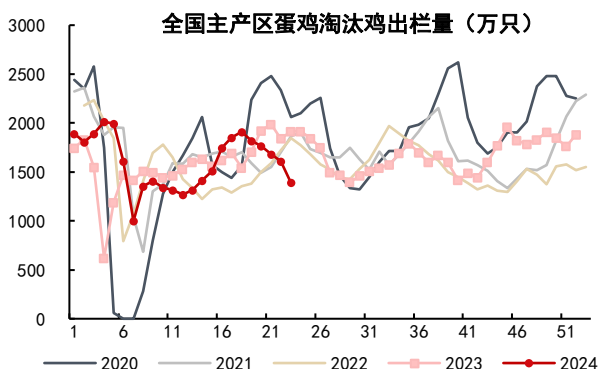
今年没有出现深度和较长的亏损期，因此老鸡淘汰也整体有限。从淘鸡量来看，开年以来的大部分时间中，淘鸡量同比偏低，仅有 4 月中旬至 5 月中旬，淘鸡有所加速，伴随着淘鸡价格的同期偏低。但加速淘鸡的趋势并没有延续太久，随着蛋价的快速拉高，淘鸡出栏量迅速下滑，淘鸡价格快速回升，以及淘鸡日龄也重回上行趋势当中，超淘并未发生。

根据卓创监测的淘鸡数据，6 月 7 日当周，全国主产区淘汰鸡出栏量 1397 万只，较上周变化-13.23%。6 月 13 日当周，全国淘汰鸡平均淘汰日龄 505 天，较上周变化 0.20%。淘鸡价格 5.83 元/斤，环比变化+0.3%，同比变化+6%。

往后看，根据 17~19 个月前补苗情况，每月补栏均不及 8000 万只，当前可淘老鸡有限，而对应当前开产的（4-5 个月前的补苗量）数量在 8600~8900 万只左右，理论上开产仍高于淘汰量 600~900 万只左右。由此来讲，淘鸡对大局影响有限，供应依旧延续递增趋势。

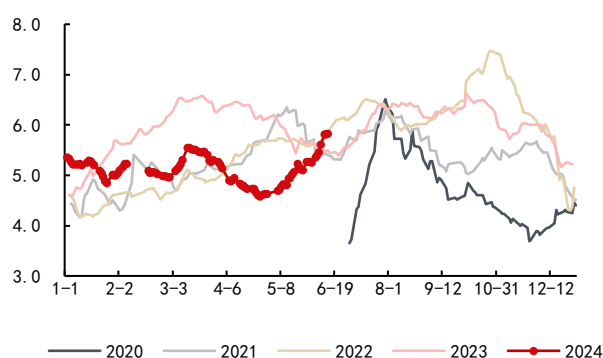
关注三季度淘鸡端的潜在利多。根据生命周期的对应关系，2024 年三季度的淘鸡数量对应 2023 年上半年补栏数量，而 2023 年从 2 月份开始鸡苗补栏提速，2~5 月份维持高补栏趋势。基于此，进入三季度，去年 2~5 月份高补栏的鸡群面临淘汰，从而加速了“蓄水池（在产蛋鸡存栏）”的流出（淘汰）。因此未来淘鸡有放量的可能性，最早对应时点为 2024 年 7 月（2023 年 2 月补栏开始明显放量）。

图表20：主产区蛋鸡淘汰鸡出栏量（万只）



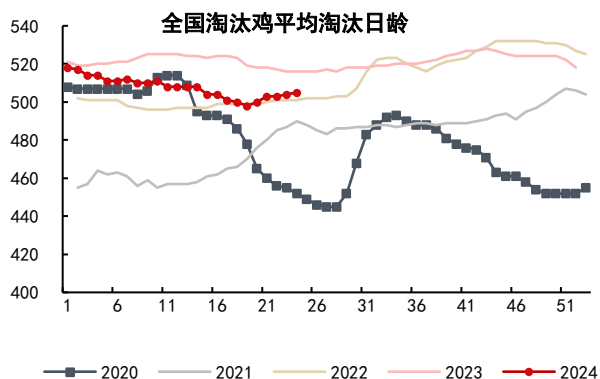
资料来源：Wind 卓创 钢联 中信期货研究所

图表21：中国海兰褐淘汰鸡（4斤）均价（元/斤）



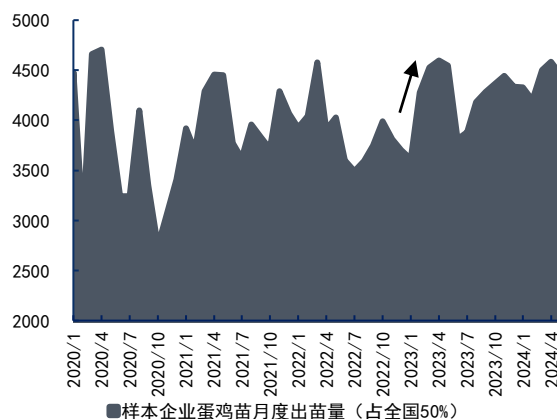
资料来源：Wind 卓创 钢联 中信期货研究所

图表22：淘汰鸡平均淘汰日龄（天）



资料来源：Wind 卓创 钢联 中信期货研究所

图表23：17-19 个月前鸡苗销量（万只）

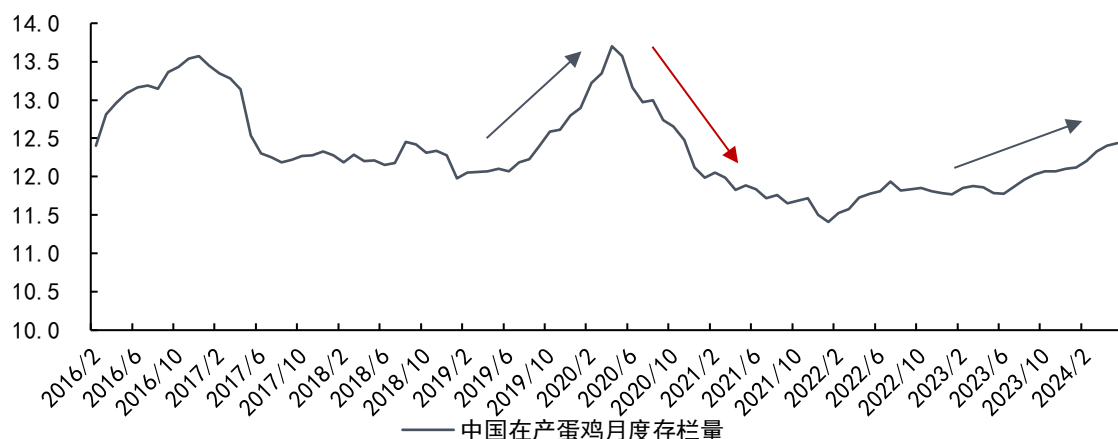


资料来源：Wind 卓创 钢联 中信期货研究所

#### （四）淘鸡端 2020 年的故事是否重演？

从在产蛋鸡存栏的变化趋势来看，今年与 2020 年最为相似。在 2019 年的超量补栏下，2020 年迎来产能大年，随着蛋鸡存栏量达到顶峰，蛋价也来到阶段性的低谷。当前环境，在前期持续盈利的驱动之下，2023 年也出现大量补栏的行为，驱使 2024 年产能逐步递增。回顾 2020 年，在高存栏的背景下，也创出了除 2017 年以外的最低蛋价，随后，超低蛋价也驱使了行业的快速淘汰，导致下半年产能快速下移。那今年，同样的故事是否重演呢？我们认为概率偏低。

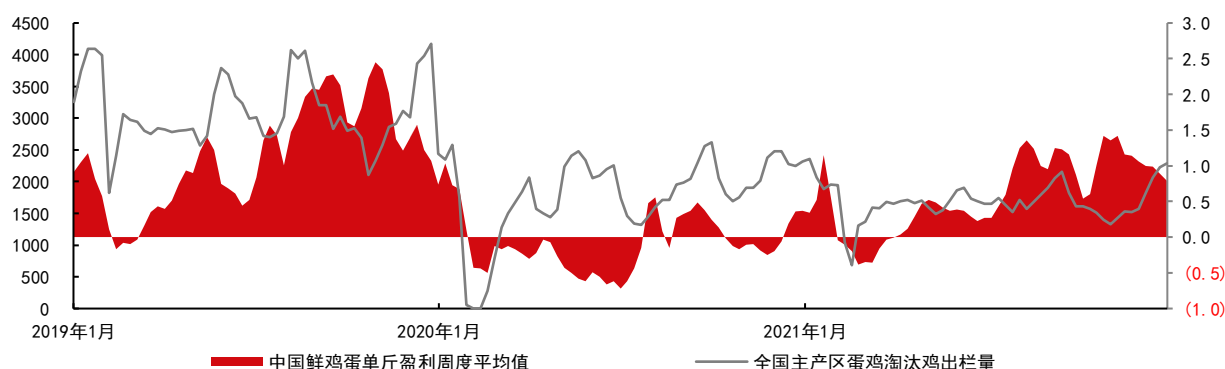
图表24：在产蛋鸡存栏变化趋势（亿只）



资料来源：Wind 卓创 钢联 中信期货研究所

**复盘 2020 年，深亏刺激超淘。**在 2019 年四季度，行业还一度给出 2.5 元/斤的养殖利润，但随着存栏的快速提升，2020 开年，蛋价快速下滑，同时饲料成本低位上行，利润随之快速被挤压，最低时给出了-0.45 元/斤的亏损。在持续了一个月的亏损之后，淘鸡量迅速增加，从 3 月起，淘鸡量以环比 10% 的速度每周高增，老鸡产能得到了快速的出清。4 月份，随着亏损幅度的收窄，淘鸡量也相应有所减少。五一节后，需求边际下滑，随后进入梅雨季节，叠加产能依旧处于高位，导致养殖亏损再次加深。5~6 月份期间，蛋价也快速下滑，甚至跌破开年水平达 2.2 元/斤，同时饲料成本持续增高，养殖亏损幅度始终维持在-0.5~-0.7 元/斤区间，处于深亏状态。

图表25：2020 年养殖利润和淘汰量（万只；元/斤）

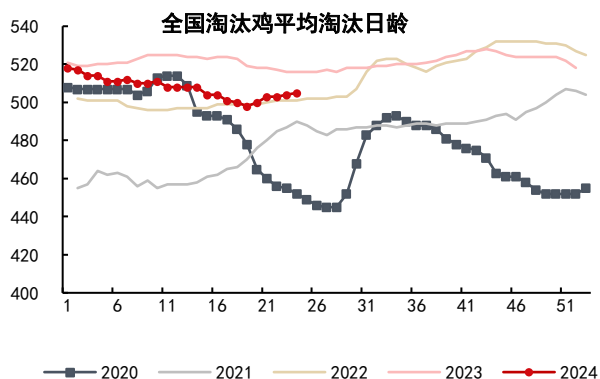


资料来源：Wind 卓创 钢联 中信期货研究所

这两个月的深亏引起了当年的超量淘汰，以及补栏的快速下滑，从而拯救了下半年的蛋价，也为 2021 年的上行周期奠定基础。从淘鸡量来看，5~6 月份淘鸡

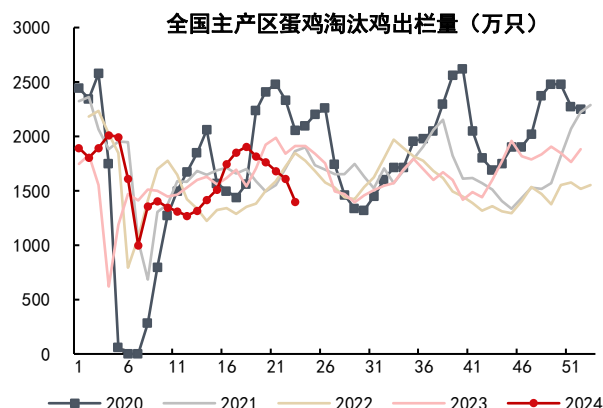
量均处于 2000 万只以上水平，较 3~4 月均值增加了 43%；其中，5 月份淘鸡量最大，周均 2400 万只左右。同时，从淘鸡日龄来看，从 2019 年四季度前高 520 天，先是缓慢下滑至 509 日龄（3 月底），4 月份累计下滑 14 天至 486 日龄，5 月份累计下滑 30 天至 456 日龄，6 月份累计下滑 11 天至 445 日龄。

图表26：淘汰鸡平均淘汰日龄(天)



资料来源：Wind 卓创 钢联 中信期货研究所

图表27：淘汰鸡出栏量(万只)



资料来源：Wind 卓创 钢联 中信期货研究所

反观 2024 年，截至目前行业亏损深度不至，亏损长度有限，预计超淘概率偏小。

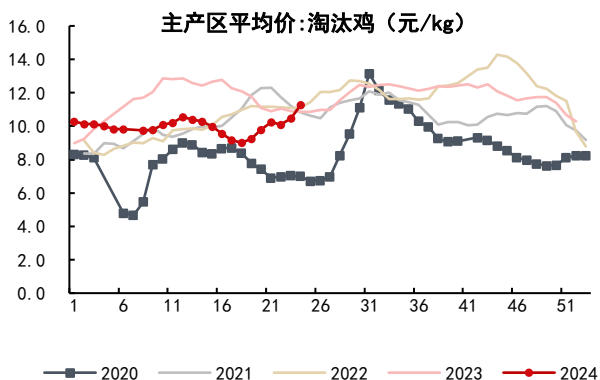
首先，存栏偏高但不及 2020 年水平。虽然当前也处于在产存栏持续爬坡阶段，但较 2020 年绝对值比还是略逊一筹。根据卓创咨询，4 月，在产蛋鸡存栏量 12.4 亿只，较上月变化 0.57%，同比变化 4.55%。2020 年 4 月，在产蛋鸡存栏量达 13.7 亿只，较今年+10.4%，供应压力不处同一能级。

第二，饲料成本一季度持续下行，缩减亏损幅度。虽然蛋价下滑，但由于今年饲料成本也同向下行，为养殖利润腾出空间。根据卓创咨询，单斤鸡蛋饲料成本从开年 3.43 元/斤下滑至 3.1 元/斤，累计下滑 8.8%。养殖利润 3~4 月小幅亏损，但最深幅度也就在-0.2 元/斤左右，远不及 2020 年的-0.7 元/斤。因此，亏损不足以刺激超淘的发生。

第三，日龄处于正常区间。从日龄来看，虽小幅下滑，但依旧处于 500 天以上水平，较 2020 年的 450 天相差甚远。6 月 13 日当周，全国淘汰鸡平均淘汰日龄 505 天，较上周变化 0.20%。

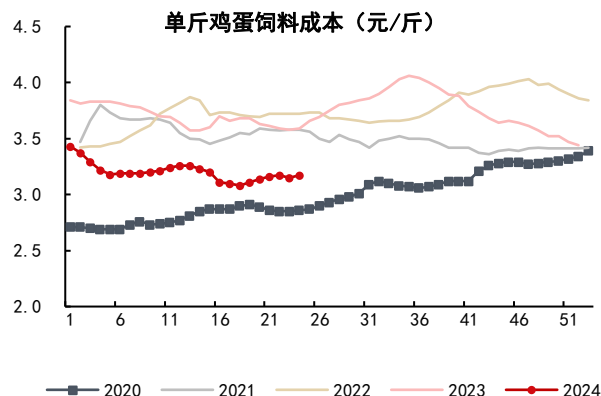
基于此，我们认为，在蛋价不出现深跌，亏损幅度大于 0.5 元/斤的情况下，超淘难以发生。那么，基于前期的补栏量，在产存栏将持续上行，这将有异于 2020 年。

图表28：淘汰鸡价格（元/kg）



资料来源：Wind 卓创 钢联 中信期货研究所

图表29：单斤鸡蛋饲料成本（元/斤）

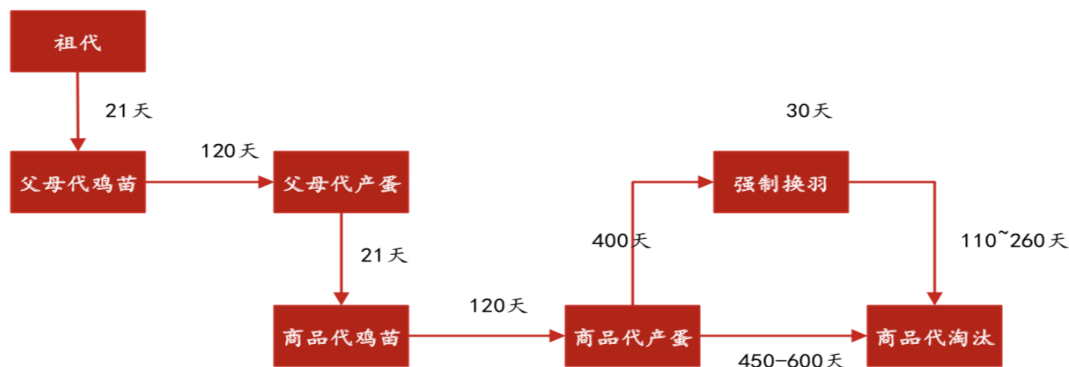


资料来源：Wind 卓创 钢联 中信期货研究所

## （五）2024 年三季度产能预测：维持高位

在产蛋鸡存栏量=新增开产存栏量-老鸡淘汰量。按照蛋鸡的养殖周期进行推导，补栏鸡苗在四个月后进进入开产期，五个月左右上高峰，开产后约十三个月，即，到了 510 日龄左右，若不延淘，老鸡将按照正常程序淘汰出栏。因此，估算当月在产蛋鸡存栏净变化=五个月前鸡苗补栏量-十七个月前鸡苗补栏量。

图表30：蛋鸡养殖生命周期



资料来源：Wind 卓创咨询 Mysteel 中信期货研究所

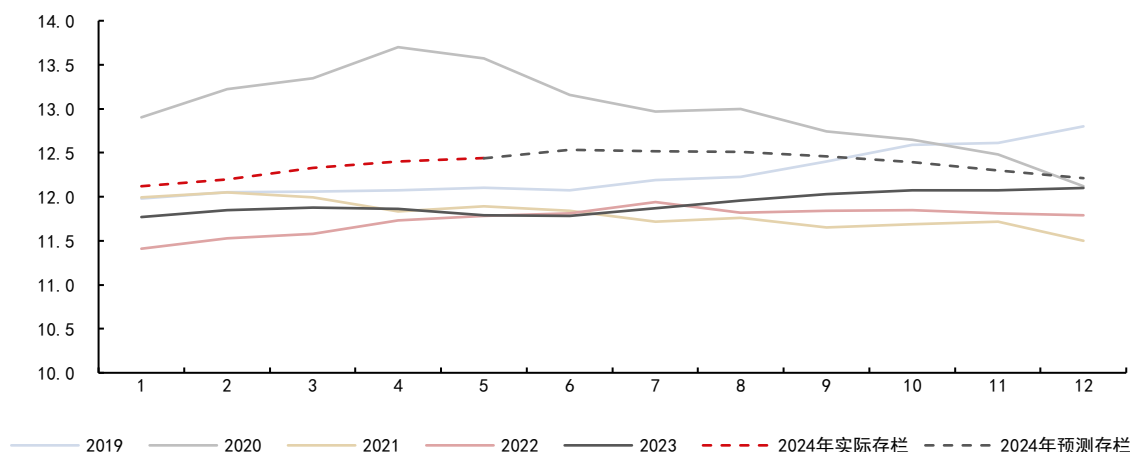
2024 年三季度，供应或将持续压制蛋价中枢。基于前期的补栏量，以及结合当前利润对于后续淘鸡的预判，我们认为在产蛋鸡存栏量将维持高位。趋势上，上半年在产蛋鸡存栏呈现逐步递增趋势；三季度或出现今年度存栏峰值，随后高位震荡；四季度，若按照去年（2023 年）补栏趋势演绎，在产蛋鸡存栏存在小幅下跌的预期。

我们按照卓创资讯监测的鸡苗出苗量作为底层数据，测算得出，6 月份，在



产蛋鸡存栏增幅进一步扩大，环比+0.8%，达 12.53 亿只，同比+6.4%。三季度，存栏在 12.5 亿只上下波动，对蛋价中枢的压制作用没有呈现进一步的增加，以稳为主。四季度，在产蛋鸡存栏预计呈现小幅下滑趋势，不排除在年底降至 12.2 亿只水平，同比+1%，供应压力明显减弱，但依旧高于去年同期水平。

图表31：在产蛋鸡存栏预测（亿羽）



资料来源：Wind 卓创咨询 Mysteel 中信期货研究所

## 四、需求端分析

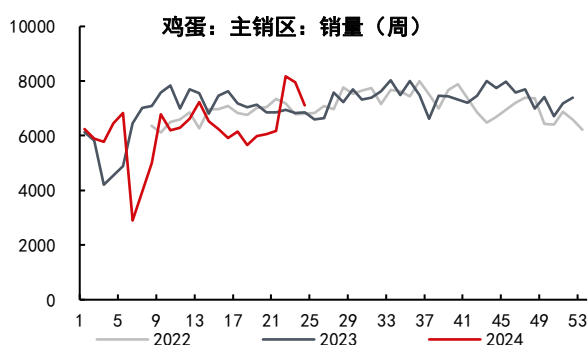
对于 2023 年鸡蛋需求，我们将从以下角度去分析当前需求情况：1）从鸡蛋销量，看鸡蛋自身需求变化；2）从蛋白比价、蔬菜比价看鸡蛋替代需求变化。

### （一）季节性：当前偏弱，三季度存回暖预期

开年以来，鸡蛋自身需求相对疲软。今年 4 月份之前，鸡蛋主销区销量持续同比偏低，与此同时，在产蛋鸡存栏位于同比偏高水平，蛋价呈现持续下行趋势。在量缩价跌的组合当中，足以感受到今年鸡蛋真实需求的疲软。

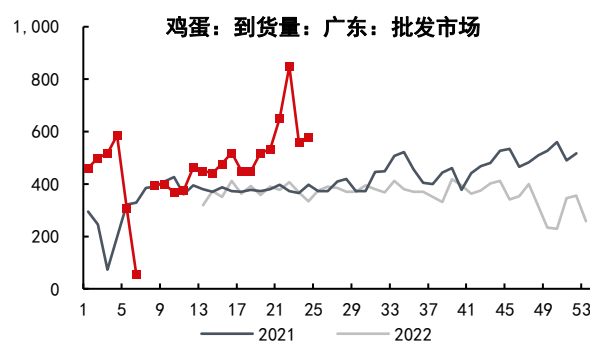
4 月中旬至 5 月中旬，受到资本运作的干扰，鸡蛋随着到货量的激增而走高，并非反应真实的自身需求反馈。根据 Mysteel 监测的数据，我们发现，自 5 月第一周开始，广东销区到货量迅速且非常规的走高，并于 5 月最后一周达峰，短短一个月时间，周均到货量累计涨幅 90%，从 448 车/周增至 849 车/周，这是历史上不曾出现过的怪象，也是脱离基本面的证明。

图表32：鸡蛋：主销区：销量（吨）



资料来源：Wind 卓创 钢联 中信期货研究所

图表33：鸡蛋到货量：广东批发市场（车）



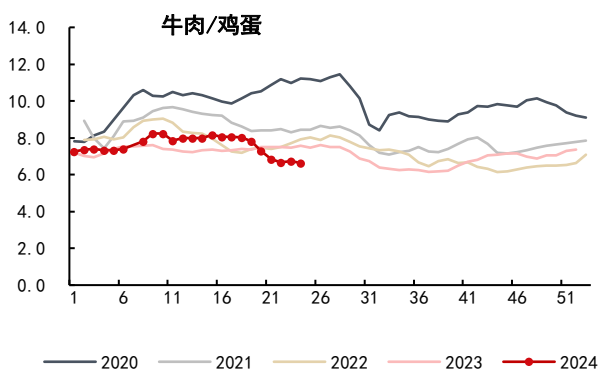
资料来源：Wind 卓创 钢联 中信期货研究所

进入6月份，南方步入传统梅雨季节，抑制鸡蛋需求；三季度存需求回暖预期。随着各环节的补库结束，叠加目前“618”活动的需求提振力度走货，进入6月份，需求明显转弱，市场销量环比下跌。往后看，当前正处梅雨季节当中，高温高湿的市场环境不利于鸡蛋的储存，从而抑制贸易商拿货积极性，以及终端环节的库存水平。7月份往后，随着南方出梅，鸡蛋自身需求边际好转。同时，今年中秋在9月17日，大约按照提前一个半月备货的节奏，8月份前后，中秋备货将提振鸡蛋需求，推动鸡蛋逐步进入需求旺季。

## （二）替代消费：其他蛋白质及蔬菜价落，鸡蛋性价比减弱

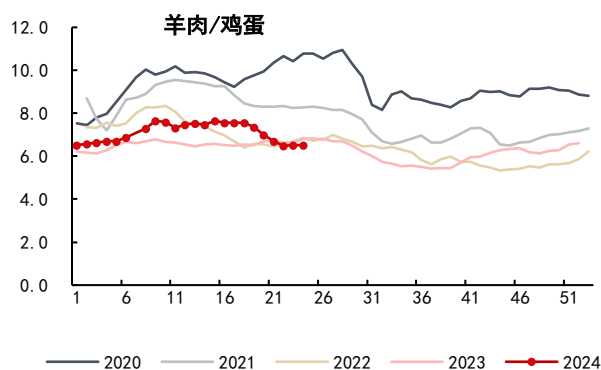
其他蛋白质及蔬菜价格回落，鸡蛋性价比减弱。二季度以来，牛肉、羊肉、鸡肉等肉类的价格下跌，蔬菜价格随着供应的释放也应声下跌，对鸡蛋消费形成一定替代。截至目前（6月13日），牛肉价格较2023年同期下跌23%，羊肉价格较2023年同期下跌13%，鸡肉价格较2023年同期下跌10%，蔬菜价格较2023年同期下跌38%。比价来看，牛肉/鸡蛋、鸡肉/鸡蛋等的价格比值较过去两年明显偏低，鸡蛋消费的性价比存在劣势。

图表34：牛肉/鸡蛋



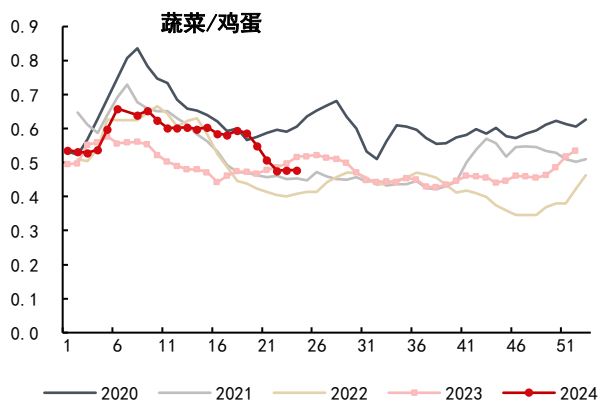
资料来源：Wind 卓创 钢联 中信期货研究所

图表35：羊肉/鸡蛋



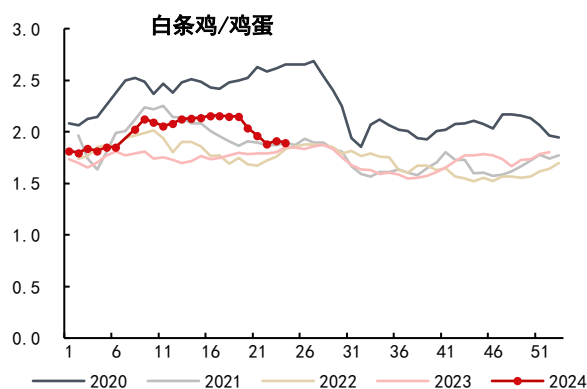
资料来源：Wind 卓创 钢联 中信期货研究所

图表36：蔬菜/鸡蛋



资料来源：Wind 卓创 钢联 中信期货研究所

图表37：白条鸡/鸡蛋



资料来源：Wind 卓创 钢联 中信期货研究所

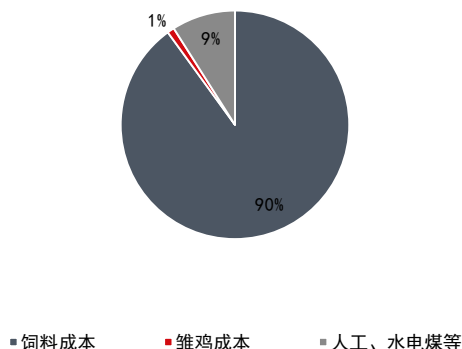
## 五、2024 年下半年鸡蛋市场展望

### （一）鸡蛋成本构成及预测

蛋鸡饲料构成和生猪饲料构成类似，其能量饲料为玉米，蛋白饲料则以豆粕为主。因此，按照饲料原材料的变化情况，可大致测算出蛋鸡饲料成本的变化趋势。

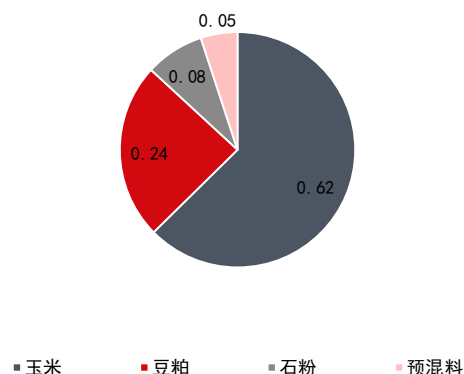
据卓创咨询数据，在完全成本当中，饲料成本占约 90%，雏鸡成本占约 1%，人工、水电煤等其他成本占约 9%。饲料成本中，玉米占比约 62%，豆粕占比约 24%，石粉占约 8%，以及预混料占约 5%。按照蛋料比约 2.2~2.3:1 测算，单斤鸡蛋的饲料成本=2.2\*单斤饲料成本。

图表38：蛋鸡完全成本构成（%）



数据来源：Wind 涌益咨询 钢联数据 中信期货研究所

图表39：蛋鸡饲料成本构成（%）

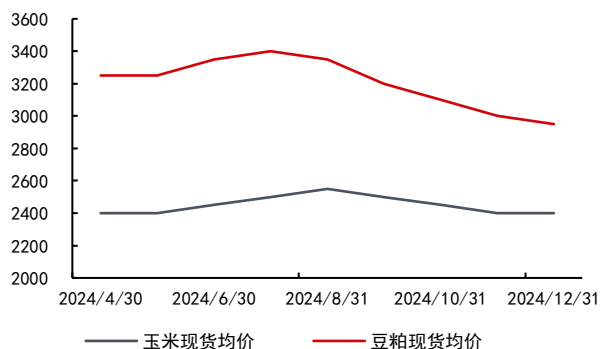


数据来源：Wind 涌益咨询 钢联数据 中信期货研究所

根据团队测算，在接下来的 7~12 月份，玉米呈现震荡运行，其中三季度略有偏强，在 2400~2550 元/吨区间波动；豆粕同样呈现先上后下的态势，7 月有望涨至 3400 元/吨附近，随后逐步下滑，年底预计回落至 2950 元/吨附近。

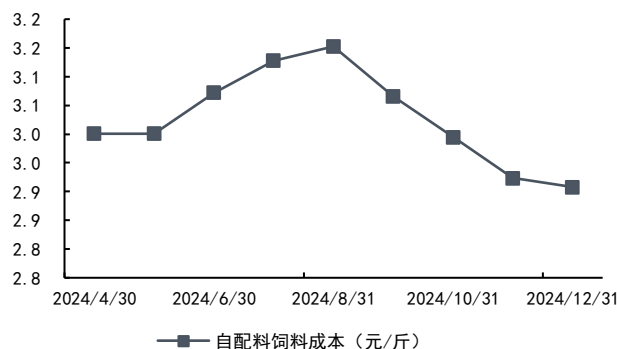
基于饲料原材料的预判，我们给出鸡蛋单斤饲料价格的走势，整体呈现先上后下的趋势。4 月，目前单斤鸡蛋饲料成本在 3 元/斤左右，随后震荡小幅上涨，8 月前后或达 3.15 元/斤；进入四季度，饲料成本回落，年底有望回落至 2.9 元/斤水平。

图表40：饲料原材料价格变化趋势-预测（元/吨）



数据来源：Wind 涌益咨询 钢联数据 中信期货研究所

图表41：单斤饲料变化趋势-预测（元/斤）



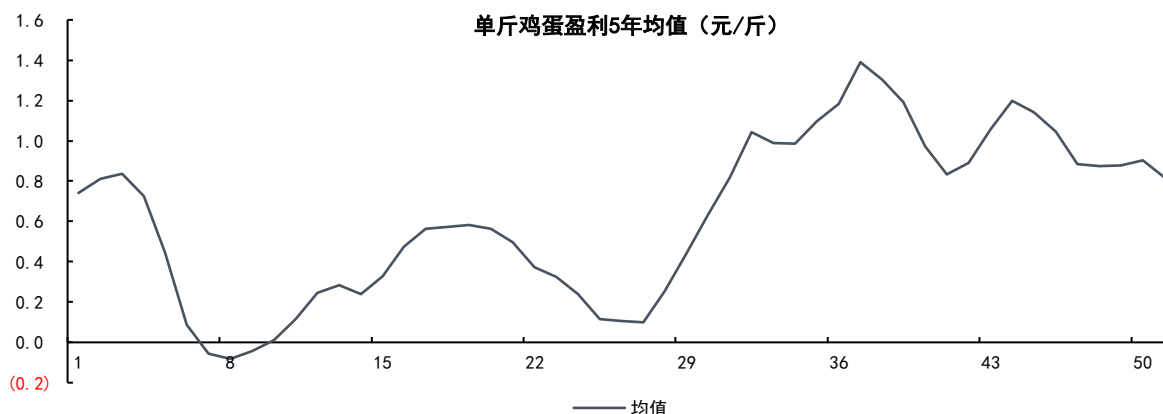
数据来源：Wind 涌益咨询 钢联数据 中信期货研究所

## （二）合理利润区间在哪儿？

复盘往年利润情况，从 2019 年至 2023 年，近五年的单斤鸡蛋盈利情况如下图所示。鸡蛋，作为季节性非常强的品种，每个合约的交易逻辑都不同。春节后，需求淡季持续，存栏持续递增，该时段行业普遍进入短期亏损阶段。进入 3-4 月份，随着库存逐步消化，终端需求逐步回暖，鸡蛋价格进入小幅反弹阶段，临近

五一，蛋价在备货提振下来到上半年的小高点。3-5 月份，行业利润均值逐步提升至 0.5 元/斤。节后，鸡蛋需求再度疲软，同时南方进入梅雨季节，导致蛋价下滑，利润空间压缩，但基本还是高于春节后的年内低点。7-9 月份，随着温度逐步抬升，在产蛋鸡逐步进入歇伏期，供应阶段性下滑，同时在中秋节前备货提振下，蛋价来到年内制高点，行业利润相应突破 1.3 元/斤。

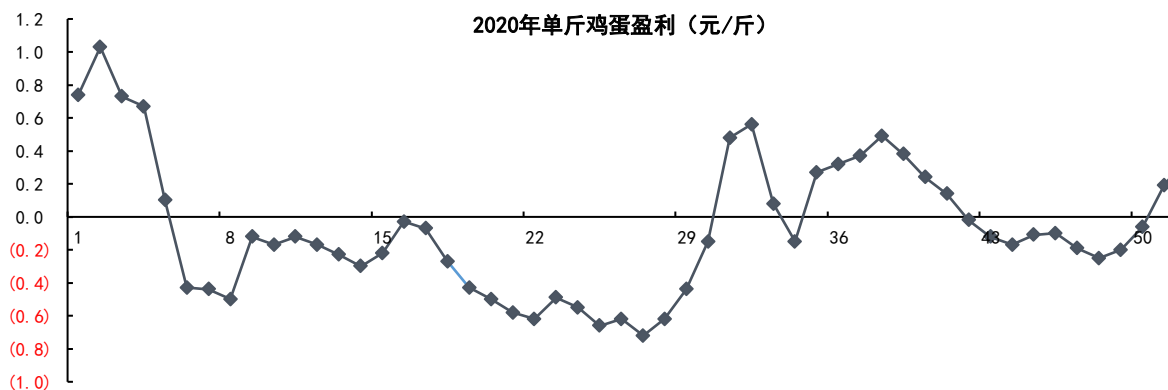
图表42：单斤鸡蛋盈利 5 年均值（元/斤）



资料来源：Wind 卓创 钢联 中信期货研究所

**历史规律可借鉴，但不可重演。**以上数据是近五年均值情况的投射，并不代表今年也会如此。根据第一章供应端的分析，我们认为今年三季度，产能仍有小幅递增的空间，四季度高位震荡为主。基于这个判断，我们认为，在剔除资金运作的扰动后，今年蛋价的走势或跟 2020 年较为相似，主要差异在于，1) 今年存栏不及 2020 年水平，利润中枢略高于 2020 年；2) 今年后期超淘的概率小于 2020 年，利润波动幅度略低于 2020 年。

图表43：2020 年单斤鸡蛋盈利（元/斤）



资料来源：Wind 卓创 钢联 中信期货研究所

由于在产存栏数低于 2020 年，但同时又高于近五年中位水平，预计利润位于两组数据中间。复盘来看，2020 年蛋鸡养殖行业利润波动区间为：6 月份正处梅雨季节，达-0.59 元/斤、7 月份逐步走出淡季，达-0.29 元/斤；8-9 月份进入旺季，达+0.2~0.4 元/斤。过去 5 年均值利润波动区间为：6 月份正处梅雨季节，达 0.23 元/斤、7 月份逐步走出淡季，达 0.45 元/斤；8-9 月份进入旺季，达 1.0~1.3 元/斤。基于此，目前判断各个月份合理的利润波动区间如下：

**场景一：**若 6 月梅雨季蛋价突破资金运作的扰动，回归真实基本面，跌至-0.3~+0.2 元/斤，或引发后续淘鸡的加速，从而抬升三季度高点；7 月份，逐步走出淡季，达 0.2~0.5 元/斤；8-9 月份进入需求旺季+歇伏期+淘鸡加速，利润区间约 0.8~1.2 元/斤。不排除梅雨季后资金再度扰乱市场，进一步抬高行业均价。

**场景二：**若 6 月梅雨季蛋价依旧抗跌，利润区间 0~+0.4 元/斤，老鸡去产能无望，甚至会驱动 6 月份淡季的鸡苗补栏力度，从而压低三季度乃至四季度蛋价天花板；7 月份，真实需求逐步走出淡季，若不考虑资金扰动，利润区间达 0.2~0.4 元/斤；8-9 月份进入需求旺季+歇伏期+淘鸡加速，利润区间约 0.5~0.8 元/斤。

### （三）三季度鸡蛋市场展望

**展望 2024 年三季度鸡蛋市场，我们认为：**

**供应方面，补栏积极性持续向好，老鸡淘汰明显减缓。**鸡苗补栏方面，根据卓创监测的数据，今年 1~5 月份累计补栏甚至较去年同期+2.3%。这为今年三季度，产能持续递增，奠定了基础。老鸡淘汰方面，今年没有出现深度和较长的亏损期，因此老鸡淘汰也整体有限。开年以来的大部分时间中，淘鸡量同比偏低，仅有 4 月中旬至 5 月中旬，淘鸡有所加速，但加速淘鸡的趋势并没有延续太久，随着蛋价的快速拉高，淘鸡出栏量迅速下滑，淘鸡价格快速回升，以及淘鸡日龄也重回上行趋势当中，超淘并未发生。目前全国淘汰鸡平均淘汰日龄 505 天，较上周变化 0.20%，淘鸡价格 5.83 元/斤，环比变化+0.3%，同比变化+6%，均重回上升趋势。我们认为，在蛋价不出现深跌，亏损幅度大于 0.5 元/斤的情况下，未来超淘难以发生。

**基于前期的补栏量，以及结合当前利润对于后续淘鸡的预判，三季度产能仍维持高位。**6 月份，在产蛋鸡存栏增幅进一步扩大，环比+0.8%，达 12.53 亿只，同比+6.4%。三季度，存栏在 12.5 亿只上下波动，对蛋价中枢的压制作用没有呈现进一步的增加，以稳为主。四季度，在产蛋鸡存栏预计呈现小幅下滑趋势，不



排除在年底降至 12.2 亿只水平，同比+1%，供应压力明显减弱，但依旧高于去年同期水平。

**需求方面，当前南方步入传统梅雨季节，抑制鸡蛋需求；三季度存需求回暖预期。**随着各环节的补库结束，叠加目前“618”活动的需求提振力度走货，进入 6 月份，需求明显转弱，市场销量环比下跌。往后看，当前正处梅雨季节当中，高温高湿的市场环境不利于鸡蛋的储存，从而抑制贸易商拿货积极性，以及终端环节的库存水平。7 月份往后，随着南方出梅，鸡蛋自身需求边际好转。同时，今年中秋在 9 月 17 日，大约按照提前一个半月备货的节奏，8 月份前后，中秋备货将提振鸡蛋需求，推动鸡蛋逐步进入需求旺季。

**综合来看，后续蛋价在需求转暖下，季节性走强，涨幅则在不同场景下有所差异。****场景一：**若 6 月梅雨季蛋价突破资金运作的扰动，回归真实基本面，跌至  $-0.3 \sim +0.2$  元/斤，或引发后续淘鸡的加速，从而抬升三季度高点；7 月份，逐步走出淡季，达  $0.2 \sim 0.5$  元/斤；8-9 月份进入需求旺季+歇伏期+淘鸡加速，利润区间约  $0.8 \sim 1.2$  元/斤。不排除梅雨季后资金再度扰乱市场，进一步抬高行业均价。**场景二：**若 6 月梅雨季蛋价依旧抗跌，利润区间  $0 \sim +0.4$  元/斤，老鸡去产能无望，甚至会驱动 6 月份淡季的鸡苗补栏力度，从而压低三季度乃至四季度蛋价天花板；7 月份，真实需求逐步走出淡季，若不考虑资金扰动，利润区间达  $0.2 \sim 0.4$  元/斤；8-9 月份进入需求旺季+歇伏期，利润区间约  $0.5 \sim 0.8$  元/斤。

**风险提示：资金扰动、禽流感、消费超预期、成本快速上行。**

## 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>