

# 鸡蛋知多少系列会议（第三期）

## 阶段性错配触发涨停，后续蛋价走势几何？



程也 农业组高级研究员

2024年5月

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

程也  
从业资格号 F03087739  
投资咨询号 Z0019480

重要提示：本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、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

---

## 第一章 前期策略复盘

## 第二章 近期涨停点评

## 第三章 鸡蛋市场基本面的边际变化

## 第四章 以史鉴今，往年亏损都发生了些什么？

## 第五章 近期交易思考

# 前期策略复盘

- ◆ 基于我们二季度策略报告，我们提示市场：“供应端逐步递增，压制蛋价中枢。对标当前盘面价格，我们认为一定程度被高估，中长期以逢高空思路对待。”策略提示以来，近远月流畅下跌，分别累计-6.5%、-4.7%。

## 鸡蛋2406合约盘面走势（元/500kg）



## 鸡蛋2409合约盘面走势（元/500kg）



# 目录

---

第一章 前期策略复盘

第二章 近期涨停点评

第三章 鸡蛋市场基本面的边际变化

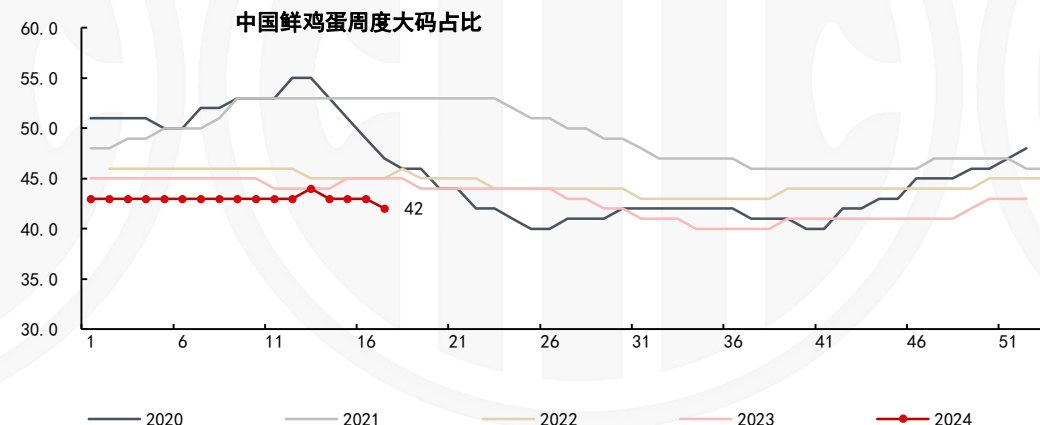
第四章 以史鉴今，往年亏损都发生了些什么？

第五章 近期交易思考

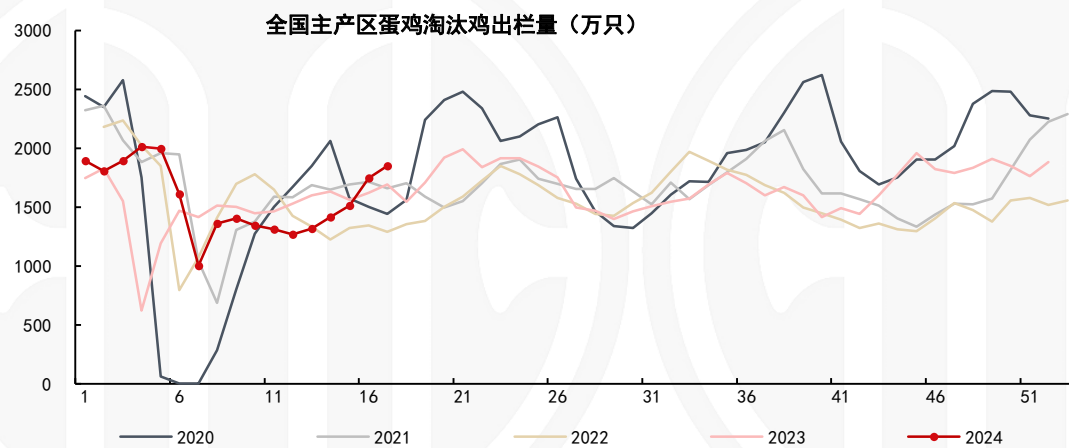
# 如何理解当前期现价格共振上行？

- ◆ 基本面出现边际收紧：
- ◆ 1) 低库存+走货流畅，目前处于大蛋阶段性结构性错配时期。是贸易商和资金方混淆视听？还是需求真的好转？近期或见分晓。
- ◆ 2) 蛋鸡养殖利润跌破盈亏平衡线后，老鸡淘汰加速，产能去化预期小幅增强。

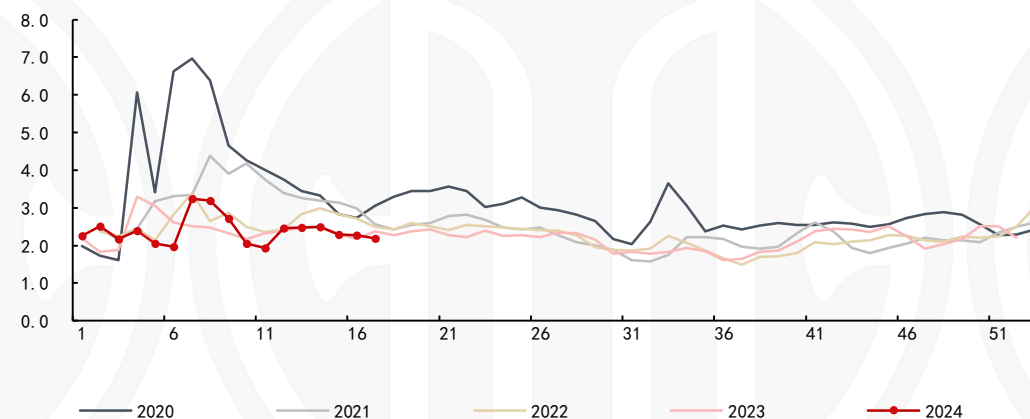
## 大蛋供应小幅偏紧（%）



## 亏损之下，淘汰加速，去化预期增强



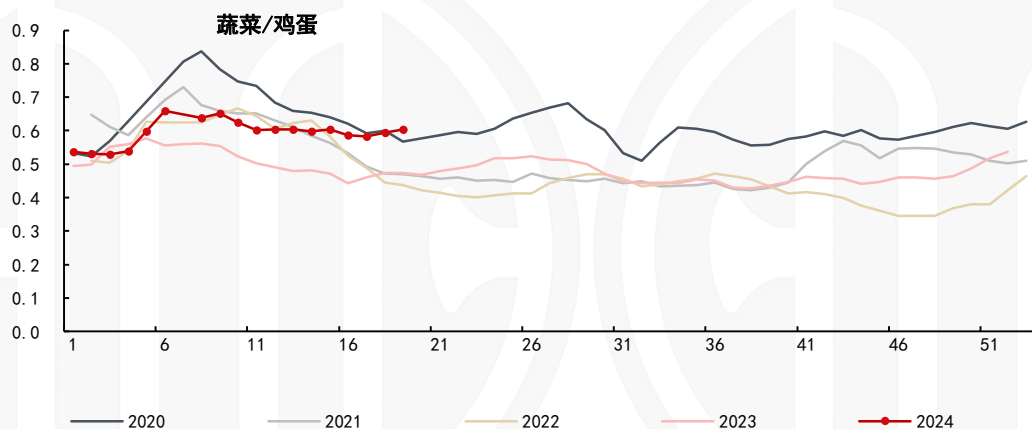
## 中国鲜鸡蛋总库存天数（日）



# 如何理解当前期现价格共振上行？

- ◆ 3) 蔬菜/鸡蛋比价快速抬升，并于上周创近5年来新高，鸡蛋相比于蔬菜的性价比进一步抬升，边际利好鸡蛋需求。
- ◆ 4) 饲料上行预期，成为情绪走强导火索。南美遭遇洪水，大豆收割受阻+北美近期降水将对偏多，导致美豆播种进度放缓，天气因素引发供应担忧，主导五一期间美豆上行，带动五一节后国内豆粕大幅上行。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。

## 蔬菜/鸡蛋高企，替代效应显现



## 饲料成本上行预期，抬升估值中枢（元/吨）



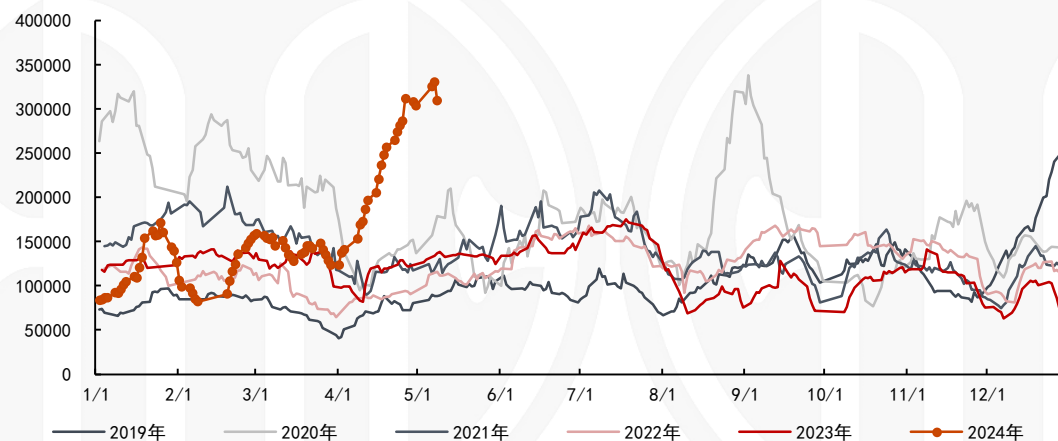
资料来源：Wind 农业部 涌益咨询 卓创资讯 中信期货研究所

# 如何理解当前期现价格共振上行？

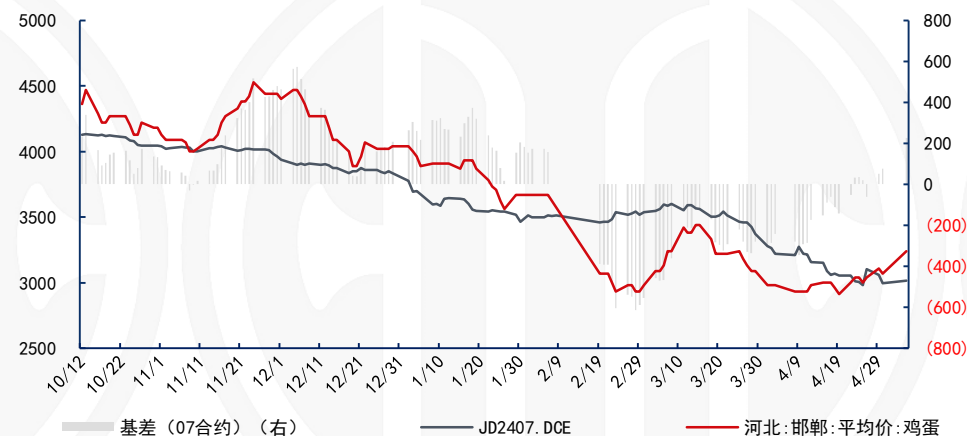
- ◆ 供需边际收紧，现货企稳上行+盘面前期估值消化到位+近月期现基差出现修复空间
- ◆ →前期空头盈利者离场意愿抬升，后期追空者砍仓踩踏，进一步放大上涨力度。
- ◆ 最终表现为，近月持续减仓，两日触发涨停板。



## Top20净空单持仓大增（手）



## 近月基差修复空间尚存（元/500kg）



# 目录

---

第一章 前期策略复盘

第二章 近期涨停点评

第三章 鸡蛋市场基本面的边际变化

第四章 以史鉴今，往年亏损都发生了些什么？

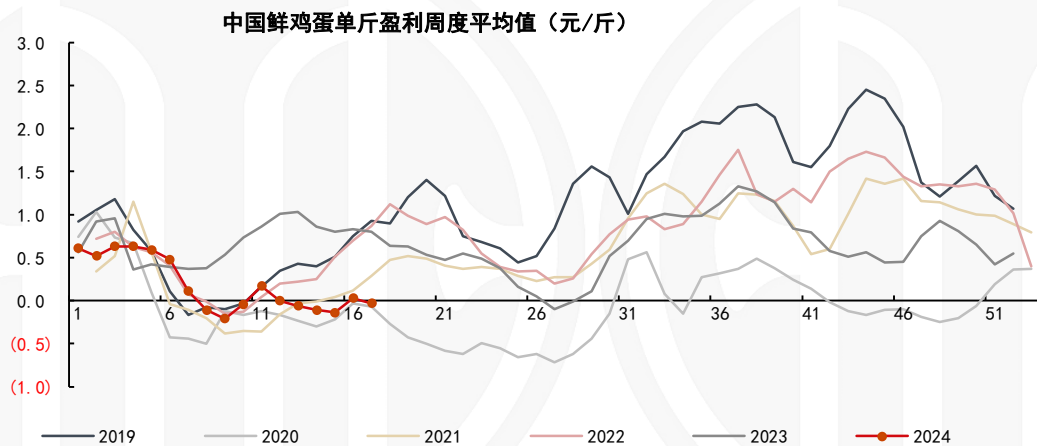
第五章 近期交易思考



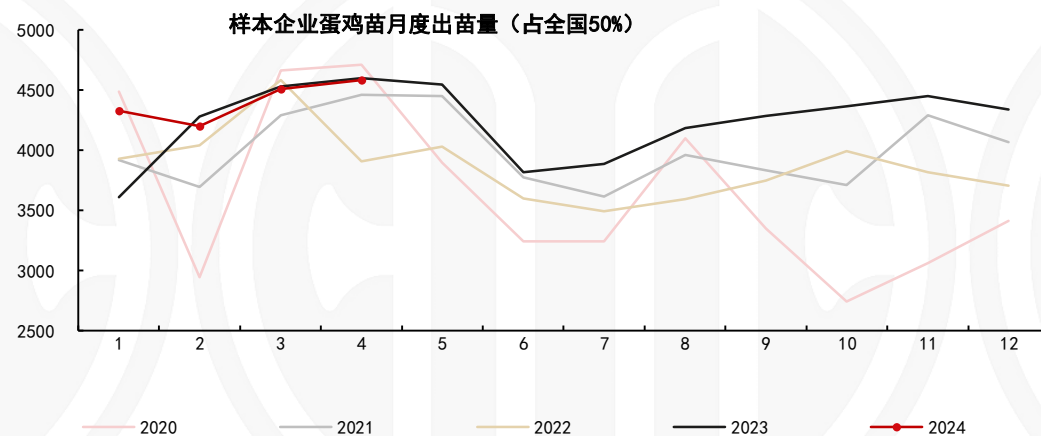
# 由养殖利润引发的补栏变化

- ◆ 在蛋鸡行业连续3年盈利的大背景下，蛋鸡养殖持续以较高速度扩张。去年虽然饲料成本偏高，但在低存栏背景下，蛋价持续高位，利润呈现中性水平，叠加连续3年的盈利，给养殖户造成了一种“只要养鸡，就能赚钱”的错觉。
- ◆ 补栏数据自去年4季度持续维持同期高位，2024年2月份补栏淡季，也呈现了偏高的补栏量。根据卓创资讯，今年2-4月份，样本口径补栏分别为4199、4504、4582万只，分别同比-1.9%、-0.5%、-0.3%。要知道，去年2-4月份行业给出了超季节性的蛋鸡养殖利润，从而驱动了养殖户的补栏情绪，而今年，2-4月份持续位于盈亏平衡线附近波动，但行业补栏热情依旧不减，这是下半年蛋价危险的信号。

## 蛋鸡养殖利润走势（元/斤）



## 鸡苗补栏趋势（万只）



资料来源：Wind 农业部 涌益咨询 卓创资讯 中信期货研究所

# 规模化企业扩张较快，供给侧结构性更迭

公司	地点	规划蛋鸡养殖项目设计产能（万羽）	规划启动时间	状态
安徽安庆市	安徽	1000	2023年	投产中
新疆博乐市	新疆	600	2023年12月	投产中
广西爱咯乐农牧科技有限公司	广西	350	2023年4月	投产中
蛋品一号	陕西	300	2023年12月	投产中
凤集集团浙江湖州百万蛋鸡基地	湖北	300	2023年	投产中
陕西省旬邑县土桥镇黄马甲	陕西	270	2023年9月	投产中
江西金雉食品	江西	200	2023年12月	投产中
龍源生态养殖有限公司	湖北	200	2023年5月	投产中
阳凤维生态农业有限公司	湖北	180	2023年	投产中
湘佳股份	湖南	150	2023年9月	投产中
兴义市黔农汇农业科技	贵州	150	2023年8月	投产中
内蒙古建华实业集团	内蒙古	150	2023年4月	投产中
新疆博乐市蛋鸡产业园区	新疆	110	2023年10月	投产中
初阳农业	福建	300	2024年1月	投产中
正大潍坊现代食品	山西	360	2022年	投产中
云南正大蛋业	云南	300	2022年	投产中
凉山德意生态	四川	300	2022年	投产中
韩阳韩伟蛋业	辽宁	300	2022年	投产中
海南农垦	海南	300	2022年	投产中
凤集集团	浙江	300	2022年	投产中
正大漯河	河南	300	2022年	投产中
香河新恒昌	河北	240	2022年	投产中
金翼	吉林	200	2022年	投产中
温氏农牧	广西	180	2022年	投产中
九邦现代农业	湖北	140	2022年	投产中

- ◆ 鸡蛋当前行业变化趋势，类似非瘟后生猪的格局变化趋势。经历了连续三年盈利后，近些年投产蛋鸡养殖的项目逐步增加。这些富余资金就是潜在产能，迟早都会变成一只只在产蛋鸡，压制蛋价中枢。
- ◆ 根据不完全统计，近两年10万羽以上的蛋鸡养殖项目在不断扩张。1) 签约、开工、投产的数量快速上升；2) 单个项目规模也呈现扩张的趋势。

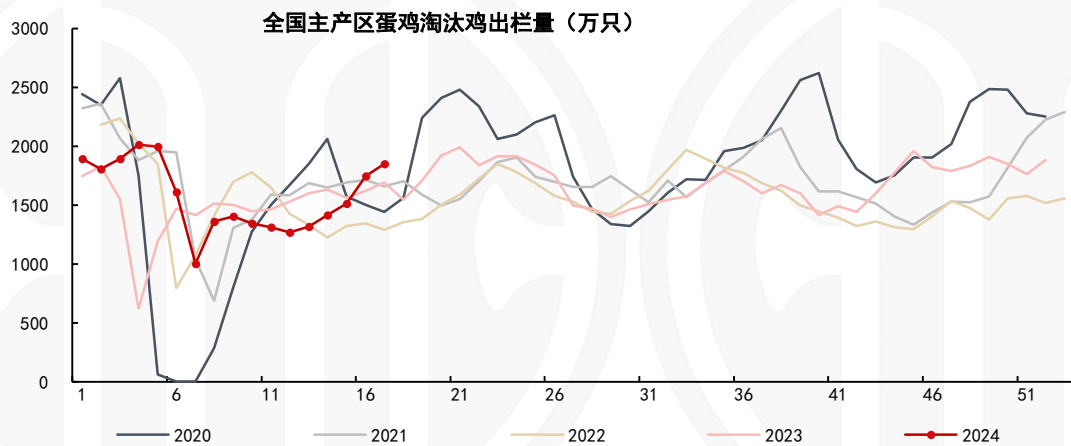
蛋鸡养殖项目设计产能（万羽）	2022	2023	同比
签约	1310	3660	+179%
开工	3749	5668	+51%
投产	3833	4378	+14%
100万羽以下	33%	28%	-14%
100-400万羽	64%	61%	-5%
400万羽以上	4%	11%	210%

资料来源：Wind 农业部 涌益咨询 卓创资讯 中信期货研究所

# 由养殖利润引发的淘汰变化

- ◆ 当前的小幅亏损，确实也引起了淘鸡的增量，但对大局影响有限。淘鸡淘汰量自春节至4月中旬，整体低于去年同期水平，直到近半个月，淘汰量在环比快速增加，超过去年同期。4月26日当周，全国主产区淘汰鸡出栏量1850万只，较上周变化6.08%。伴随着淘鸡放量的，还有日龄的下滑，4月25日当周，全国淘汰鸡平均淘汰日龄501天，较上周变化-0.60%，这是即期的供应端利好体现。
- ◆ 但是，根据17~19个月前补苗情况推算，每月补栏均不及8000万只，当前可淘老鸡有限，难以出现集中淘汰导致供应快速缩量的场景。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。

## 全国主产区蛋鸡淘汰鸡出栏量（万只）



## 全国淘汰鸡平均淘汰日龄（天）



资料来源：Wind 农业部 涌益咨询 卓创资讯 中信期货研究所

# 目录

---

第一章 前期策略复盘

第二章 近期涨停点评

第三章 鸡蛋市场基本面的边际变化

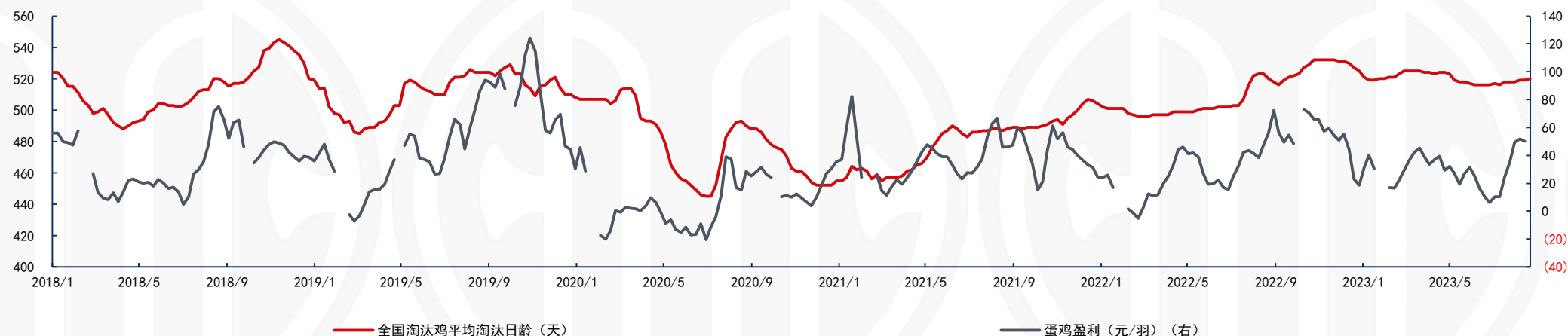
第四章 以史鉴今，往年亏损都发生了些什么？

第五章 近期交易思考

# 行业利润和淘汰的关系

- ◆ 从淘汰日龄和养殖性价比来看，两者呈现明显的正相关。我们主要通过2个指标观测养殖性价比的情况，分别是蛋鸡养殖利润以及蛋料比价。其中，蛋料比价相比养殖利润多考虑了养殖成本的变化，因此衡量养殖性价比或更为准确。通过将两者分别与鸡蛋价格进行回归，相互验证得出其中的规律。从相关性来看，蛋鸡养殖利润和当期淘汰日龄呈现较强正相关关系，相关系数达48%；

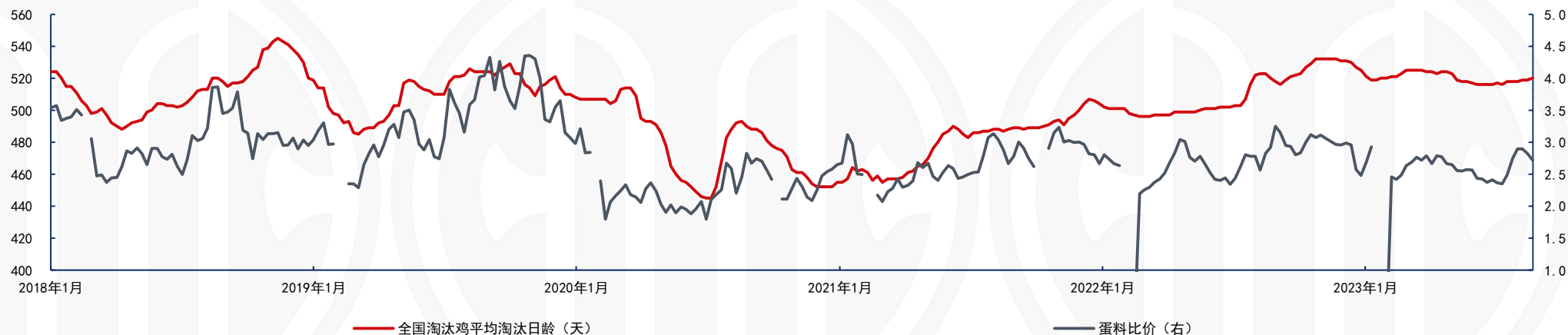
蛋鸡盈利情况和淘汰日龄关系回溯（天；元/羽）



# 行业利润和淘汰的关系

- ◆ 如我们预期的，蛋料比价和当期淘汰日龄呈现更强的正相关关系，其相关系数达55%。基于此，我们认为养殖户在养殖性价比较高的时候，通常会选择延期淘汰，以延长养殖盈利的时间长度，从而获利更多，反之亦然。

蛋料比价和淘汰日龄关系回溯（天）

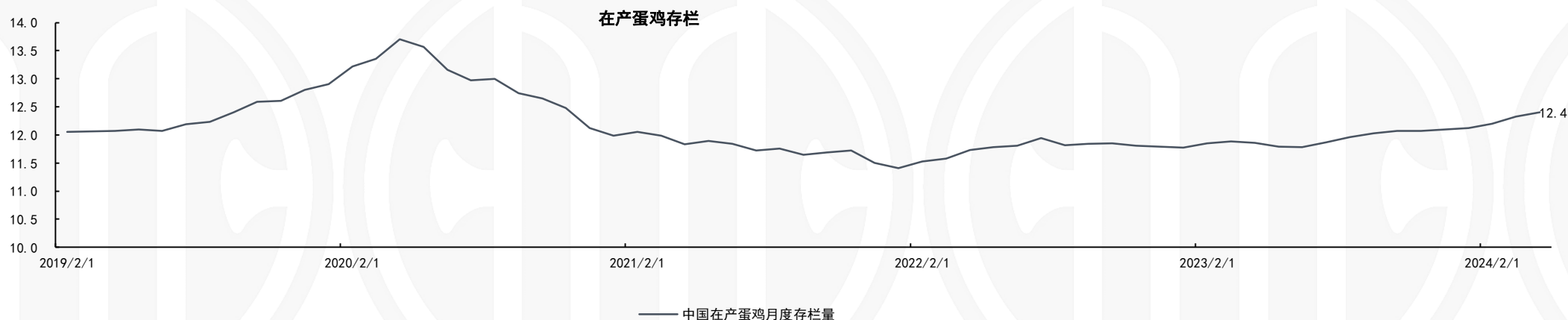




# 2020年的故事是否重演？

- ◆ 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。
- ◆ 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？我们认为不会。

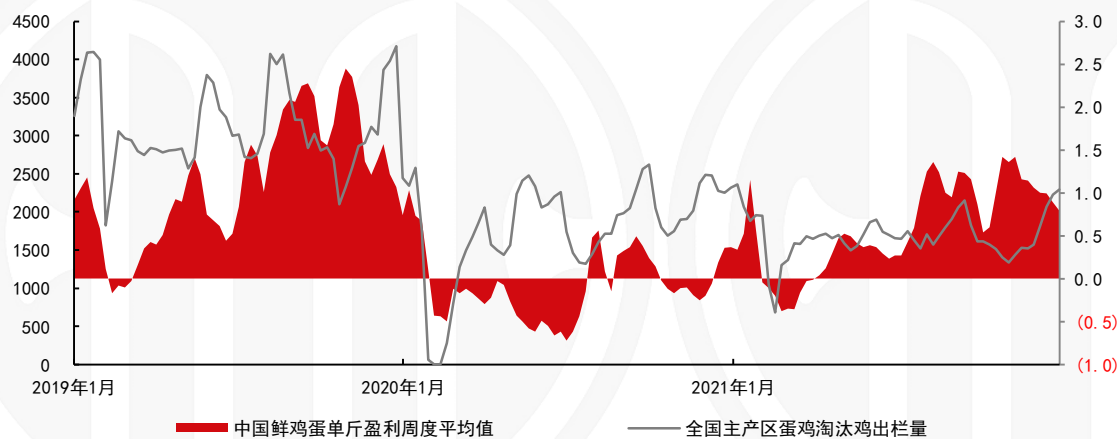
## 在产蛋鸡存栏变化趋势（亿只）



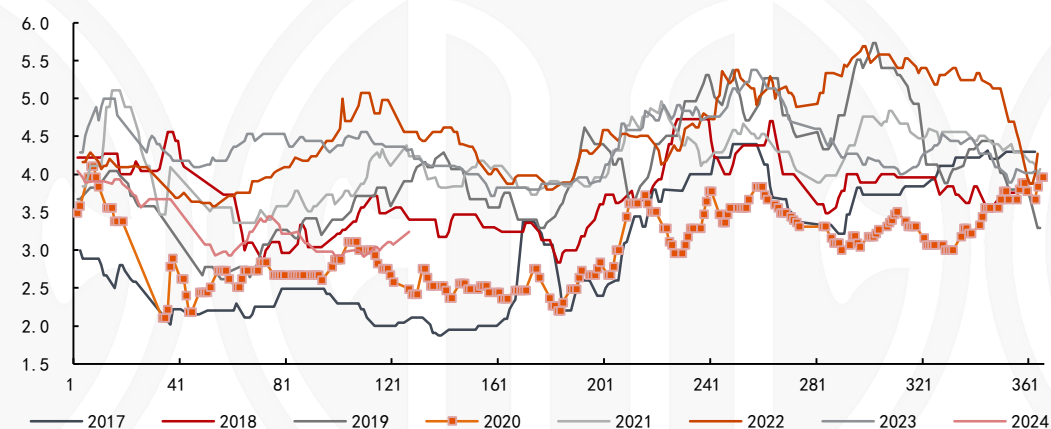
# 复盘2020年，深亏刺激超淘

- ◆ 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。

## 2020年养殖利润和淘汰量（万只；元/斤）



## 河北:邯郸:平均价:鸡蛋（元/斤）



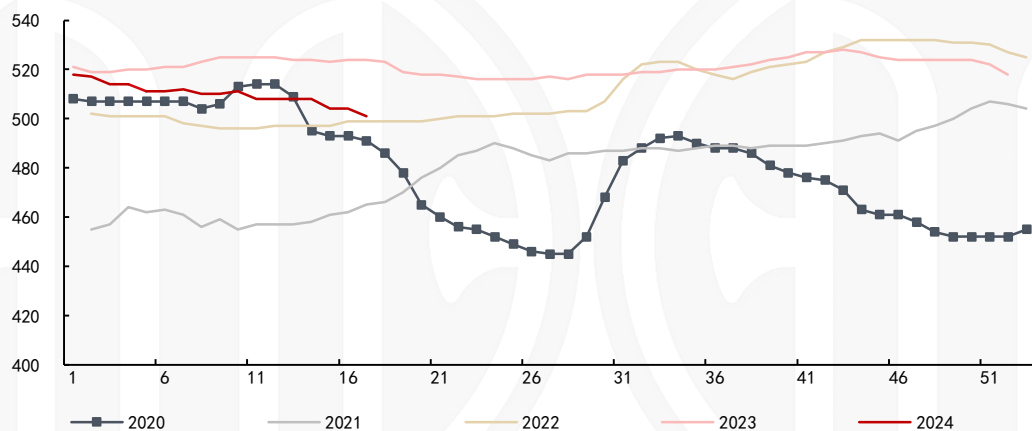
资料来源：Wind 农业部 涌益咨询 卓创资讯 中信期货研究所



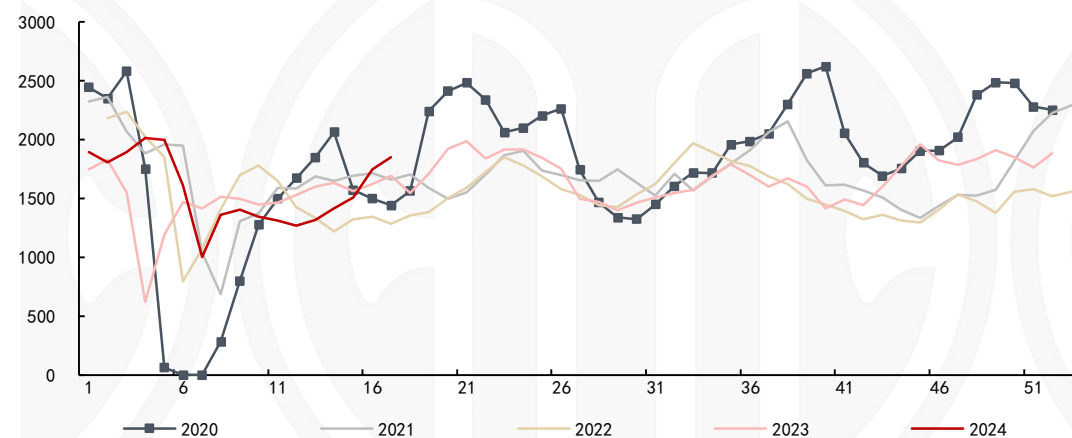
# 复盘2020年，深亏刺激超淘

- ◆ 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。

## 全国淘汰鸡平均淘汰日龄（天）



## 全国主产区蛋鸡淘汰鸡出栏量（万只）

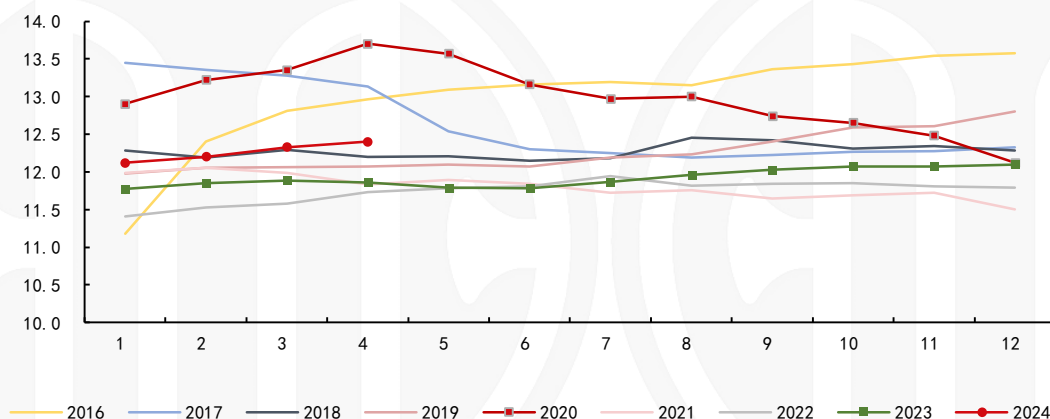


资料来源：Wind 农业部 涌益咨询 卓创资讯 中信期货研究所

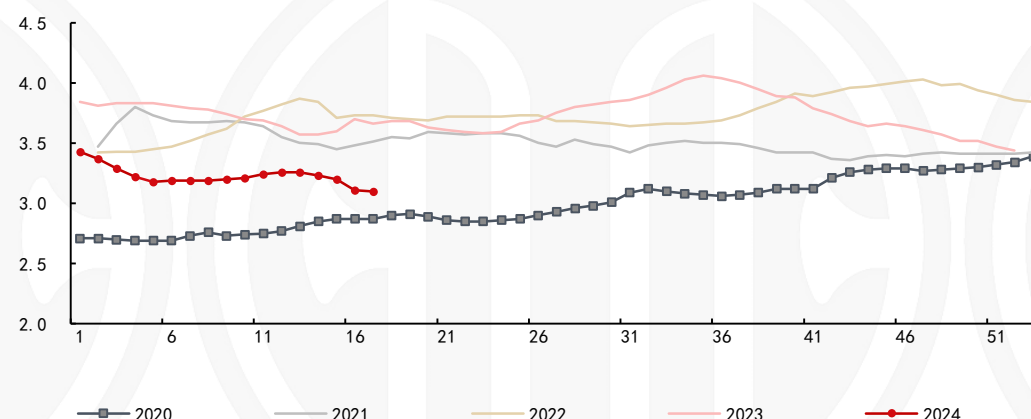
# 2024年，亏损深度不至，亏损长度不至，超淘概率偏小

- ◆ 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，难引发主动淘汰。
- ◆ 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。根据卓创资讯，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。

## 中国在产蛋鸡月度存栏量（亿只）



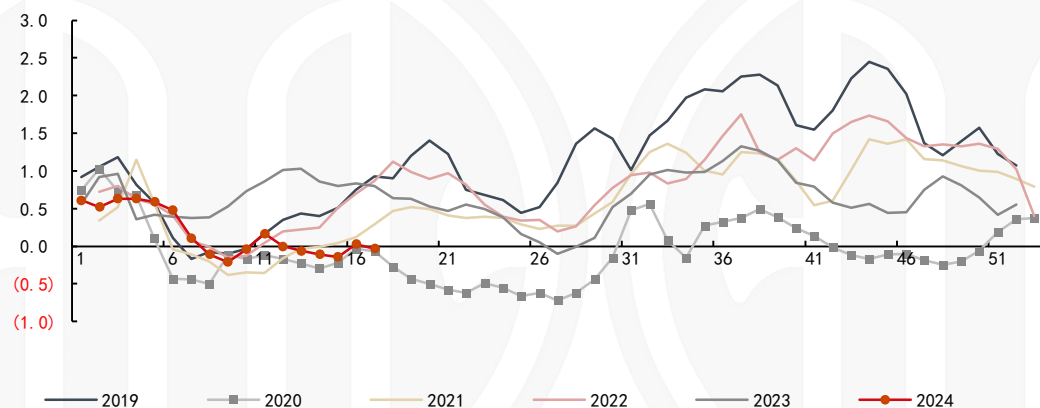
## 单斤鸡蛋饲料成本（元/斤）



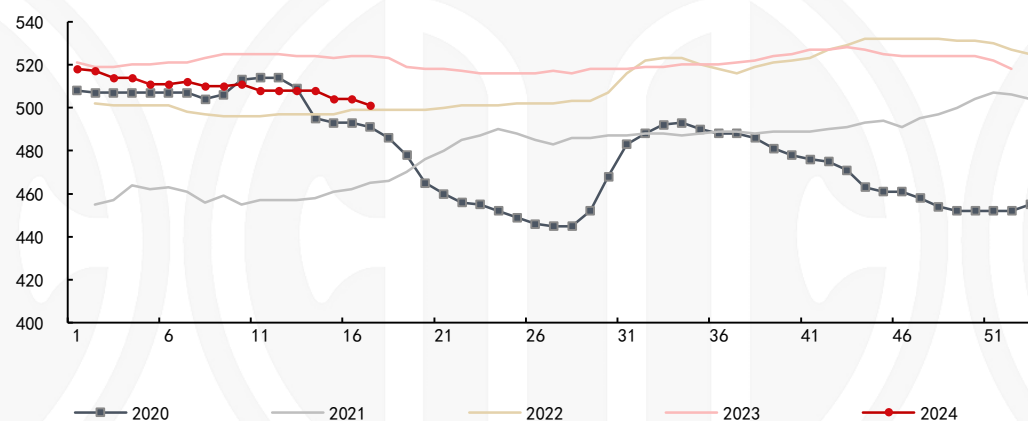
# 2024年，亏损深度不至，亏损长度不至，超淘概率偏小

- ◆ 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。根据卓创咨询，4月25日当周，全国淘汰鸡平均淘汰日龄501天，较上周变化-0.60%。
- ◆ 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。

## 中国鲜鸡蛋单斤盈利周度平均值（元/斤）



## 全国淘汰鸡平均淘汰日龄（天）

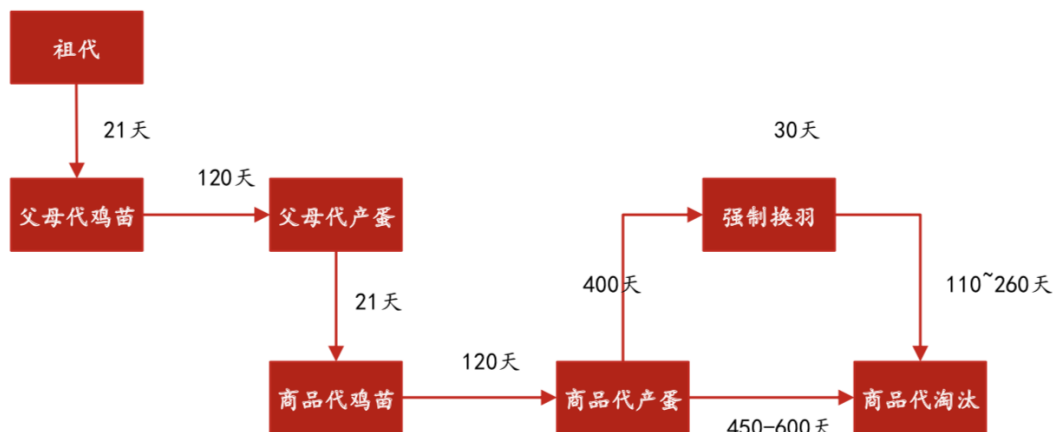


资料来源：Wind 农业部 涌益咨询 卓创资讯 中信期货研究所

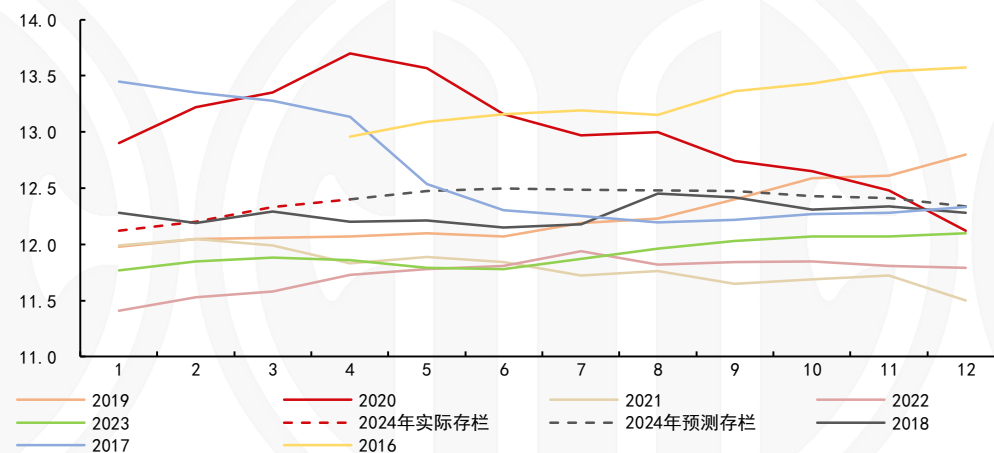
# 2024年产能预测：产能递增，压制蛋价中枢

- ◆ 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日龄左右老鸡将按照正常程序淘汰出栏。因此，粗略估算：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。
- ◆ 绝对量上，上半年在产蛋鸡存栏呈现逐步递增；三季度维持高位，四季度小幅下滑。5~6月份，产能维持递增趋势，环比+0.6%、+0.2%；7~9月份，维持在12.5亿只左右。若考虑鸡苗质量欠佳，红粉蛋鸡占比变化等问题，鸡蛋供应绝对值或小幅低于预期，但产能递增趋势不改。

## 蛋鸡养殖生命周期



## 中国在产蛋鸡月度存栏预测（亿只）



资料来源：Wind 农业部 涌益咨询 卓创资讯 中信期货研究所

# 目录

---

第一章 前期策略复盘

第二章 近期涨停点评

第三章 鸡蛋市场基本面的边际变化

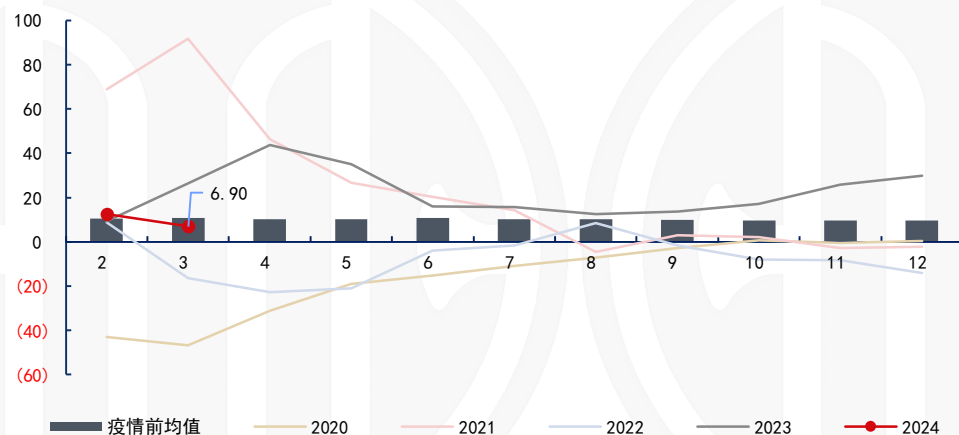
第四章 以史鉴今，往年亏损都发生了些什么？

第五章 近期交易思考

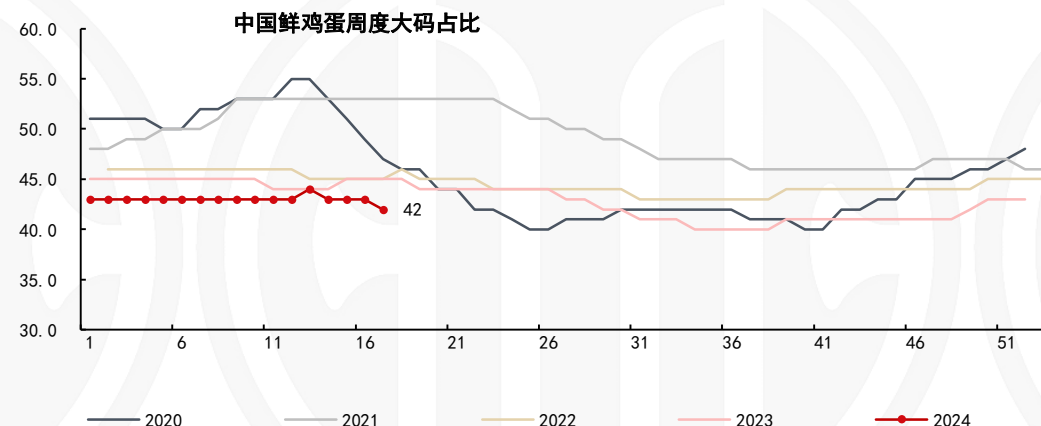
# 近月阶段性机会，偏强震荡为主

- ◆ 6月份是梅雨季节，7月出梅之后，需求逐步修复，对应07、08合约逐步走强。在大周期偏空的思路之下，我们认为近月合约也给出了阶段性低多的机会，促成了06、07合约两天触碰涨停。具体来看：
- ◆ 1) 目前处于在大蛋供应偏紧，餐饮补库需求尚未结束的阶段性错配时期。五一节前，由于市场悲观预期，各环节风险管理到位，导致我们看到各环节的库存持续偏低运行，这对短期的蛋价没有造成额外压力。由于低库存给补库预留空间，我们看到蛋价从五一后半程开始上行。随着气温的回暖，餐饮消费逐步上行，3月份，社零餐饮收入同比+6.9%，保持持续增长态势。而根据需求偏好，餐饮店往往采购大蛋为主。随着前期老鸡淘汰的逐步上量，大蛋的供应量逐步走低，大蛋占比近期呈现下滑趋势。根据卓创资讯，当前大蛋供应占总供应量42%，处于历史5年来最低水平。

## 餐饮消费好转（餐饮收入同比%）



## 大蛋供应小幅偏紧（%）

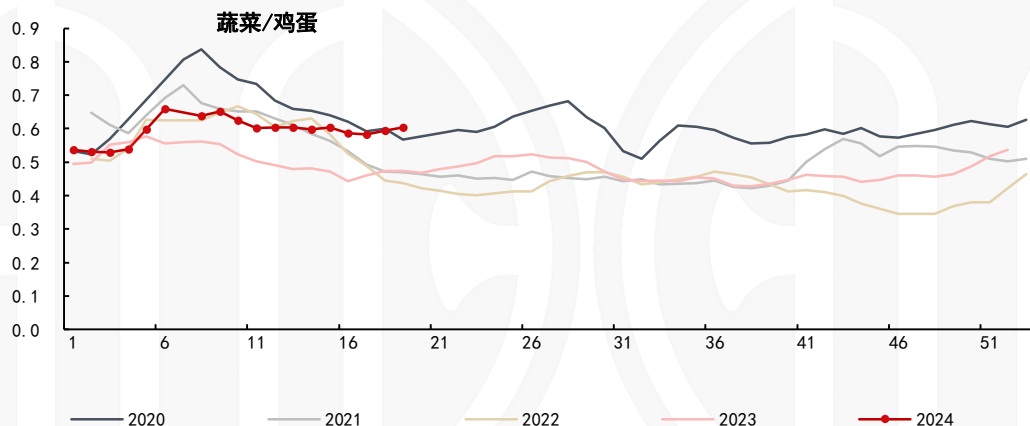




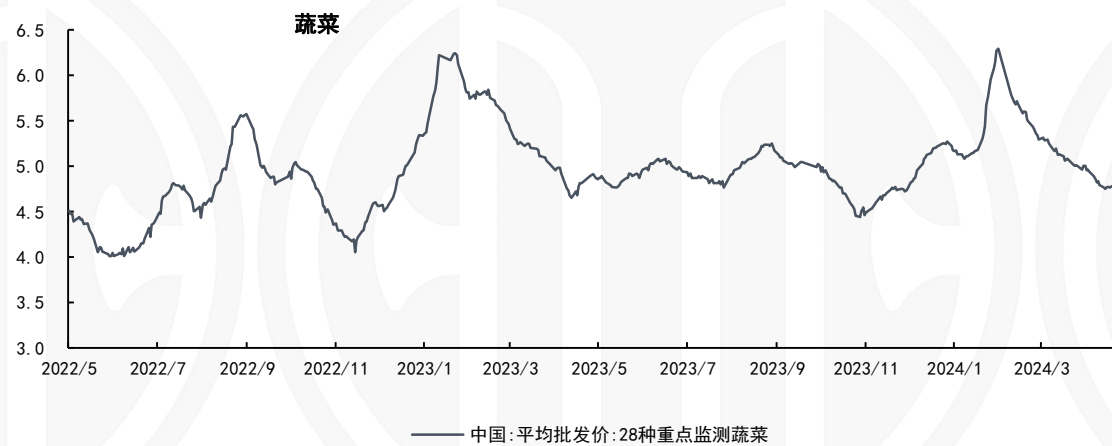
# 近月阶段性机会，偏强震荡为主

- ◆ 2) 替代效应开始显现。在家庭消费中，鸡蛋往往和蔬菜更互为替代。根据历史规律，蔬菜价格往往于5月底6月初触底，随后逐步回升。今年在4月份多雨的背景下，拐点前置，4月中下旬，农村农业部监测的28种重点监测蔬菜价格触碰低点4.75元/公斤，随后持续攀升至4.92元/公斤，累计+3.6%。从比价情况来看，蔬菜/鸡蛋比价快速抬升，并于上周突破同期高点，创近5年来新高水平。鸡蛋相比于蔬菜的性价比进一步抬升，边际利好鸡蛋需求。

## 蔬菜/鸡蛋高企，替代效应显现



## 蔬菜价格上涨（元/公斤）



资料来源：Wind 农业部 涌益咨询 卓创资讯 中信期货研究所

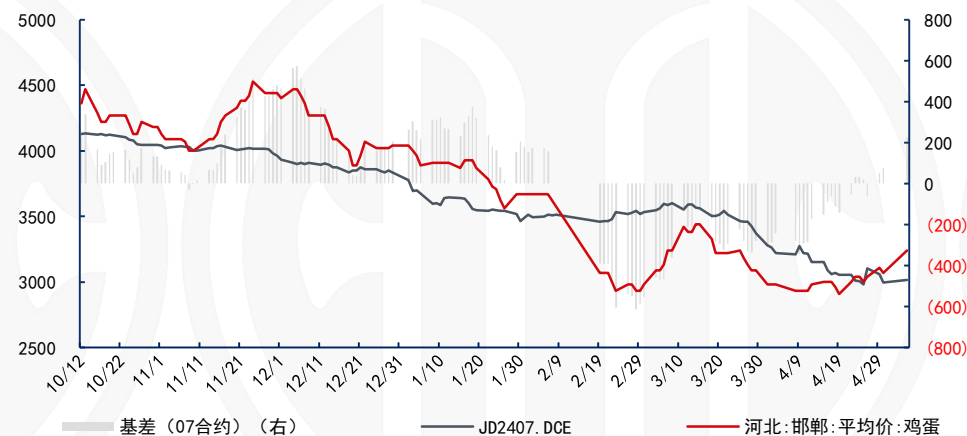
# 近月阶段性机会，偏强震荡为主

- ◆ 3) 饲料上行预期，成为情绪走强导火索。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，这是推动资金进场的主要诱因。同时，前期盘面估值消化较为到位，五一节后的现货上行是基差再度转正，给出近月期现基差修复的空间。

## 饲料成本上行，估值中枢抬升（元/吨）



## 近月基差修复空间尚存（元/500kg）



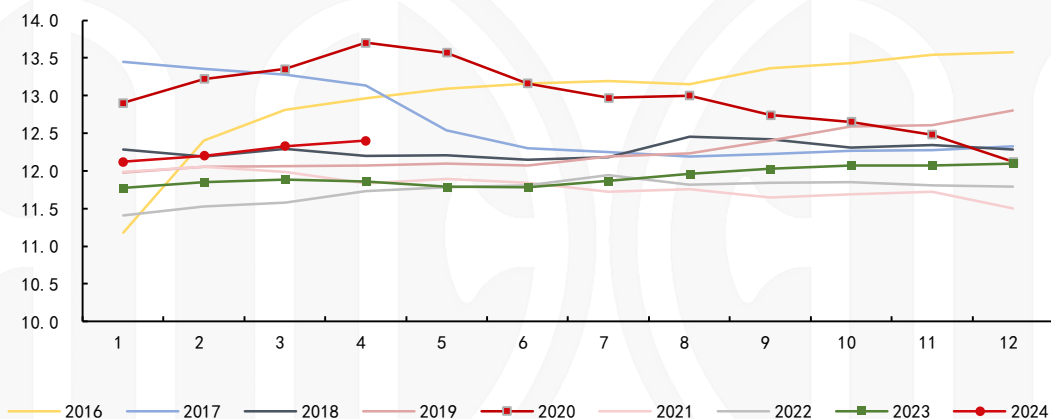
资料来源：Wind 农业部 涌益咨询 卓创资讯 中信期货研究所



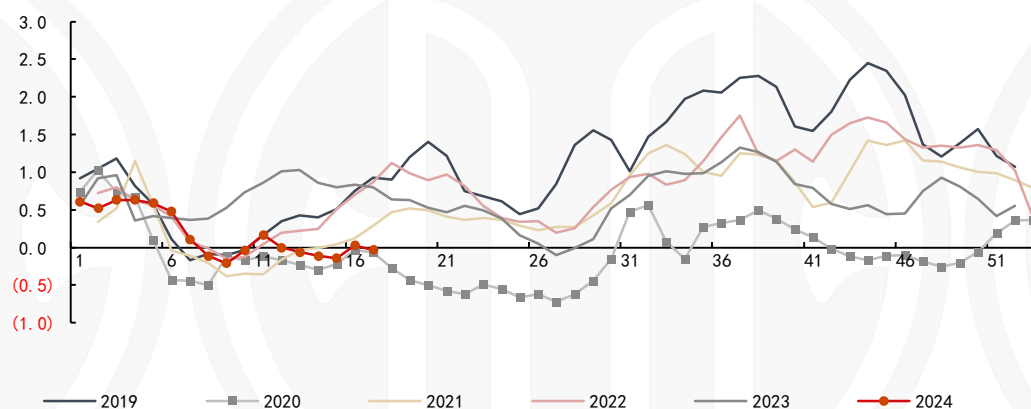
# 主要逻辑依旧围绕“逢高沽空”思路运行

- ◆ 从复盘来看，2024年在产蛋鸡存栏上行后快速下滑的概率不大，依旧维持偏空的思路对待。
- ◆ 1) 存栏偏高但不及2020年水平，难造成主动淘汰。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。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，难造成主动淘汰。
- ◆ 2) 亏损幅度不深，难触发超淘。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。根据卓创资讯，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。
- ◆ 风险因素：禽流感；需求超预期；饲料超预期；政策。

## 2020年和2024年在产存栏对比（亿只）



## 单斤鸡蛋亏损幅度不深（元/斤）

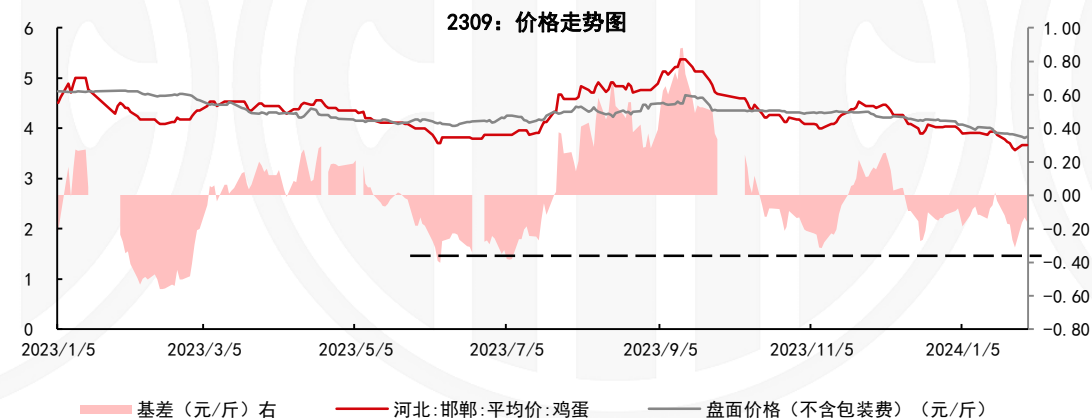


资料来源：Wind 农业部 涌益咨询 卓创资讯 中信期货研究所

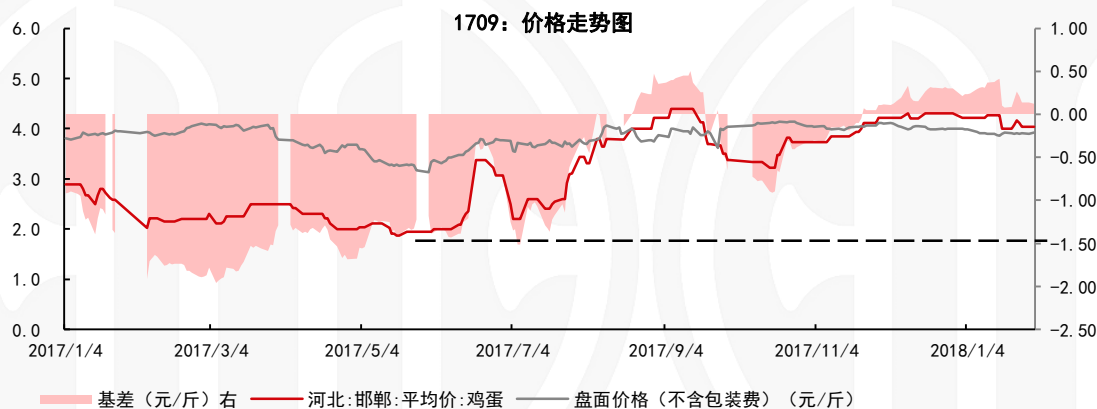
# 主要逻辑依旧围绕“逢高沽空”思路运行

- ◆ 产能大年，往往亏损较深，导致市场对后市有更强的去产能预期，从而支撑了盘面的高升水。而今年，产能居中，亏损不深。后市去产能预期不算很强，盘面升水或不及2017年、2020年。
- ◆ 与去年相比，当前饲料成本2.8~3左右，盘面给出最高4.1；2023年同期饲料成本3.7，盘面给出4.1，后期最高给出4.7（对应饲料4）。
- ◆ 风险因素：禽流感；需求超预期；饲料超预期；政策。

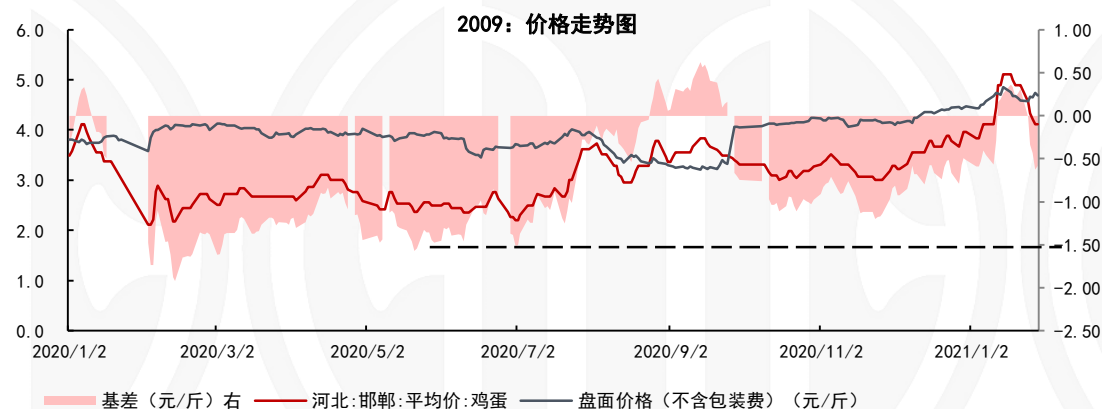
## 2023年：产能小年期货升水低



## 2017年：产能大年期货升水高



## 2020年：产能大年期货升水高



# 免责声明

---

除非另有说明，中信期货有限公司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有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司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，或者中信期货有限公司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，且中信期货有限公司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，但中信期货有限公司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，且中信期货有限公司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有限公司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有限公司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



---

**重要提示：**本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、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。



中信期货有限公司

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室、14层

上海地址：

上海市浦东新区杨高南路799号陆家嘴世纪金融广场

3号楼23层

致謝



重要提示：本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、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。