

前路漫漫亦灿灿

——生猪 2025 年度投资策略报告

【报告要点】

- 2024 年上半年的母猪去化速率放缓，整体呈现触底回升态势。从 2024 年 2 月开始就出现小幅补栏趋势，整体去化周期已经走到尾声，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。行业的生产效能提升，母猪品种的优化，使整个行业走出了疫情的重创，断奶成活率、育肥成活率等指标也在不断提高，行业进入了生产效率高的时代。此外，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。
- 从宏观数据来看，CPI 方面，11 月 CPI 同比 0.2%，低于市场预期的 0.5%，环比-0.6%。单从食品 CPI 来看，2024 年整体是向上微增的，三季度猪肉价格上涨的同时 CPI 食品当月同比一度达到 3.3%，但从未来对猪价并不乐观的预期来看，未来猪价会对 CPI 的表现形成一定程度上的拖累。从社零数据来看，2024 年社会消费品零售总量中餐饮收入占 4952 亿元，相对于疫情前 9%-10%的增长速率，2024 年复合增长率仅有约 5%，大幅低于疫情前的生产动能。

【年度展望】

- 2025 年整体上来看，供需矛盾并不突出，产能虽有所增加但并未过剩，盈利状态有望保持，但上半年整体供应量仍然逐渐递增，补栏周期导致猪价持续承压。养殖行业的资金形势依然严峻，预计 2025 年利润在被压缩的情况下可能会带动母猪的新一轮淘汰，能否进入新一轮的猪价上行周期，仍要继续观察，生猪养殖行业需要加强科技创新、强化疫病防控、拓展销售渠道、加强行业合作，以实现可持续发展。同时，政府也应继续加大对生猪养殖行业的扶持力度，加强市场监管，为生猪市场的稳定发展创造良好的环境。

风险点：收储放储等政策影响、旺季需求不及预期、非瘟影响、压栏、二育不及预期

[在此处键入]



凌凡

农产品分析师

从业证书：F03107736

投资咨询证号：Z0021486

电话：021-63123065

地址：上海市黄浦区西藏

南路1208号6、18、19楼

期货投资咨询业务批准文号：证

监许可[2011]1446号

免责声明：

本刊中所有文章陈述的观点仅为作者个人观点，文章中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性、更新情况不做任何保证，文章中作者做出的任何建议不作为我公司的建议。在任何情况下，我公司不就本刊中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。

期市有风险，投资需谨慎！

目录

一、2024 年行情回顾.....	2
(一) 生猪行情回顾.....	2
二、基本面分析.....	3
(一) 供给端.....	3
1. 母猪存栏触底回升，整体增速放缓.....	3
2. 仔猪存栏持续增加，养殖行业盈利一般.....	9
(二) 需求端：.....	10
1. 生猪需求一般，支撑较弱.....	10
2. 库存端：压力减弱.....	13
(三) 成本端.....	14
1. 成本构成.....	14
2. 饲料成本波动.....	14
3. 上市公司数据.....	15
三、2025 年度市场展望.....	16

一、2024 年行情回顾

（一）生猪行情回顾

回顾 2024 年生猪现货市场，前三季度较为乐观，整体上呈现向上趋势，市场一片欣欣向荣，而进入第四季度后，随着商品猪压力的增加，猪价上方压力位迟迟未能突破，短期推手二育、压栏企业持续熄火，周期反转下行。

第一部分是 1-4 月，在经历了春节前的抢货拉涨后，面对疲软的需求，市场一度熄火，现货基本维持在 14 元/公斤的价格中枢，但震荡磨底的过程中，二育情绪再次被点燃，从三月开始缓慢推动猪价上行，在四月抵达 15.4 元/公斤的阶段高点。现货见底信号出现后，叠加一季度能繁母猪存栏量超预期跌破正常保有量 4000 万头大关，期货市场对于后市猪价的异常看好，推动近端合约抢跑，基差迅速走弱。

第二部分是 5-6 月，五一过后，二育再度抢跑，并且持续缩量的能繁母猪以及去年年底疫情影响加剧了市场上对于现货涨价的预期，猪价真正开始暴涨，并且在两周内迅速追平期货价格，一度引起基差升水转正，期货呈现 back 结构，虽然前期二育的量投入了市场，但并未引起大幅变化。截至目前，现货价格依然在 18 元/公斤左右震荡，略微升水。

第三部分是 7-8 月，七月二育再度入场，集团厂增重明显，养殖户压栏挺价，推动猪价大幅上行来到年内新高，8.15 日均重达 21.17 元/公斤，盘面跟涨，基差最高达 2545 点，不断走扩的基差也反映了市场的乐观态度。八月下旬，随着出栏量的走强以及前一个月的二育供应挤压，短期供应不断增强，带动猪价边际走弱。八月底猪价回落至 19.55 元/公斤。

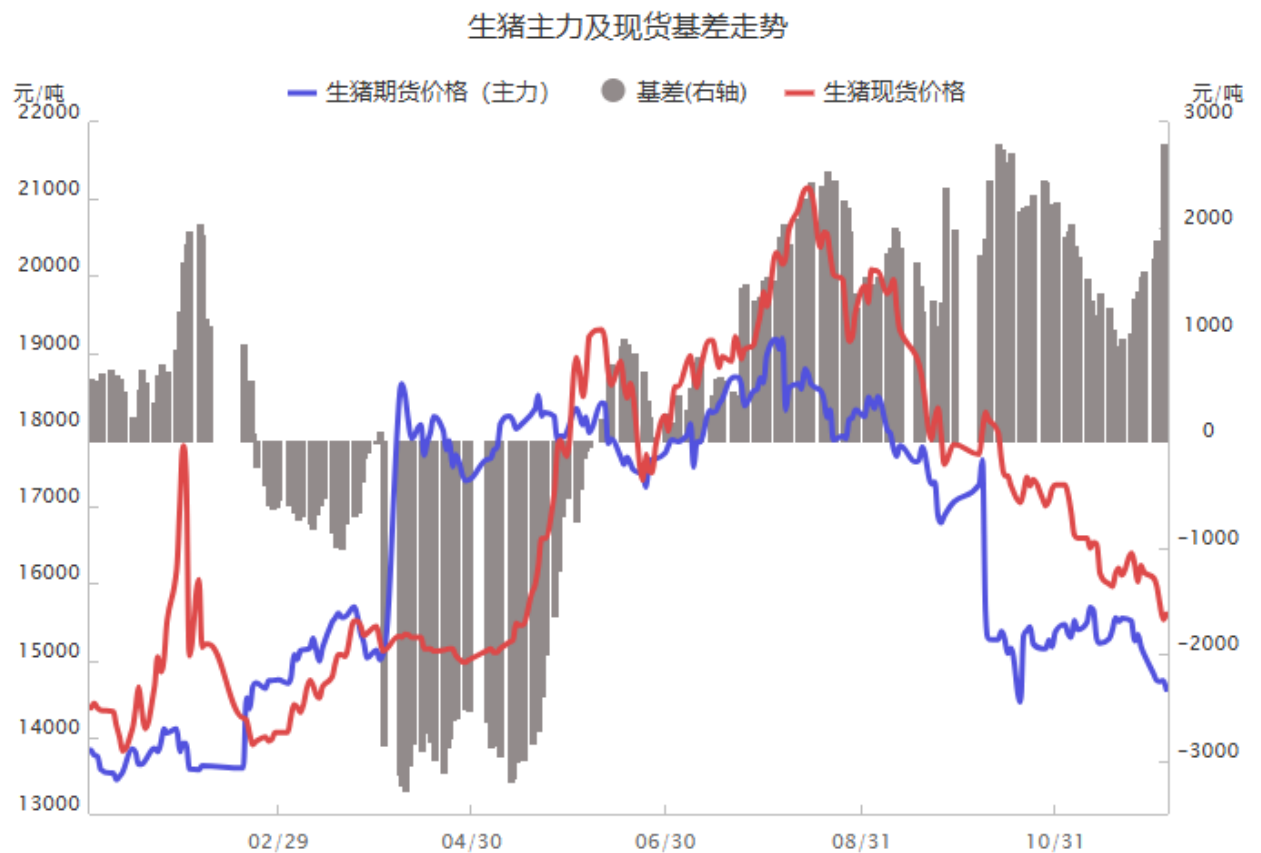
进入四季度后，中大猪出栏量压力得到缓解，短期迎来一个小幅反弹，随后国庆节后，整体需求不及预期导致猪价反弹有限，并且在基本面逐渐向宽松过渡的背景下，猪价持续走弱，截止 12 月 9 日，全国均价跌至 15.74 元/公斤，期货大幅贴水 2600 点以上，持续创下新低，整体情绪低迷。

图 1：生猪 2024 行情走势



数据来源：同花顺，涌益资讯，wind，钢联，东吴期货研究所

图 2：生猪主力及现货基差走势（元/吨）



来源:同花顺,东吴期货

数据来源：同花顺，涌益资讯，wind，钢联，东吴期货研究所

二、基本面分析

（一）供给端

1. 母猪存栏触底回升，整体增速放缓

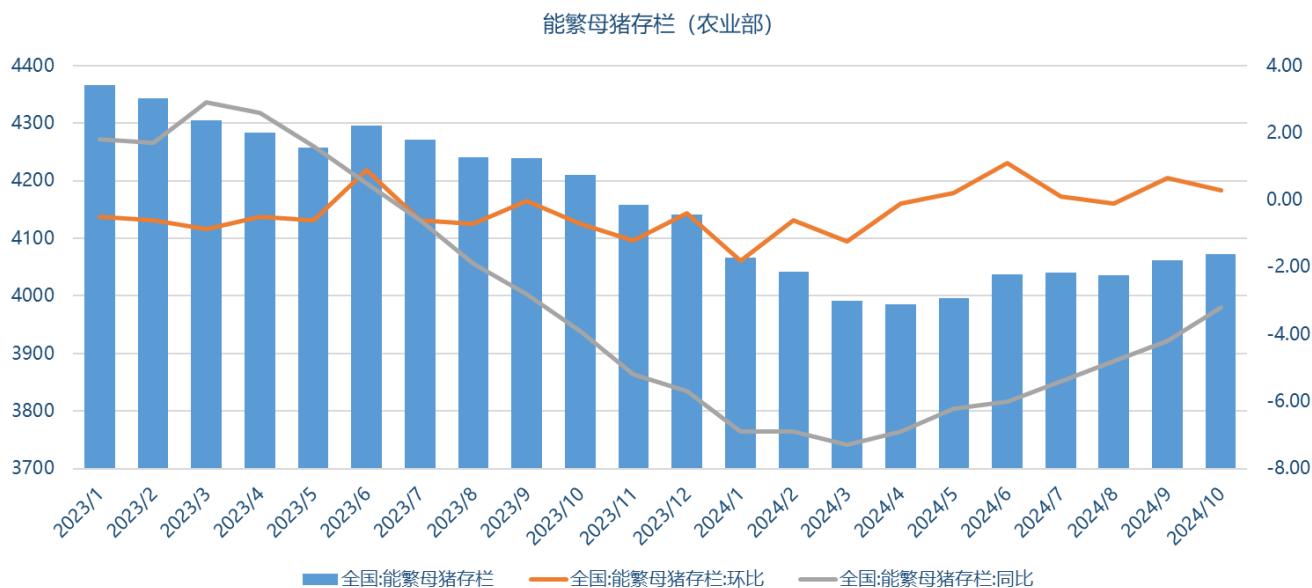
母猪存栏量作为长期指标，领先大概 6-10 个月，按照母猪--小猪--商品猪产业链来看，当前能繁母猪存栏量较低，2024 年 3 月-2024 年 11 月对应十个月后 2025 年 1 月-2025 年 9 月商品猪出栏量应处于上升趋势，供应量上升约 6.26%。

2023 年养猪行业持续亏损，除去个别月份小幅回暖，到去年年底基本维持全行业亏损的情况。与此同时，冬季的疫病加重也加速了整体产能的去化。从农业部来看，从去年 10 月开始去产能速率加快，但是随着猪价上涨，利润回升，行业重回补栏周期，产能缓慢增加。

而 2024 年上半年的母猪去化速率放缓，虽然第三方数据口径有所出入，但整体呈现触底回升态势。根据涌益资讯，2024 年 11 月全国能繁母猪样本存栏量为 1104208 头，环比增长 0.34%，涌益口径

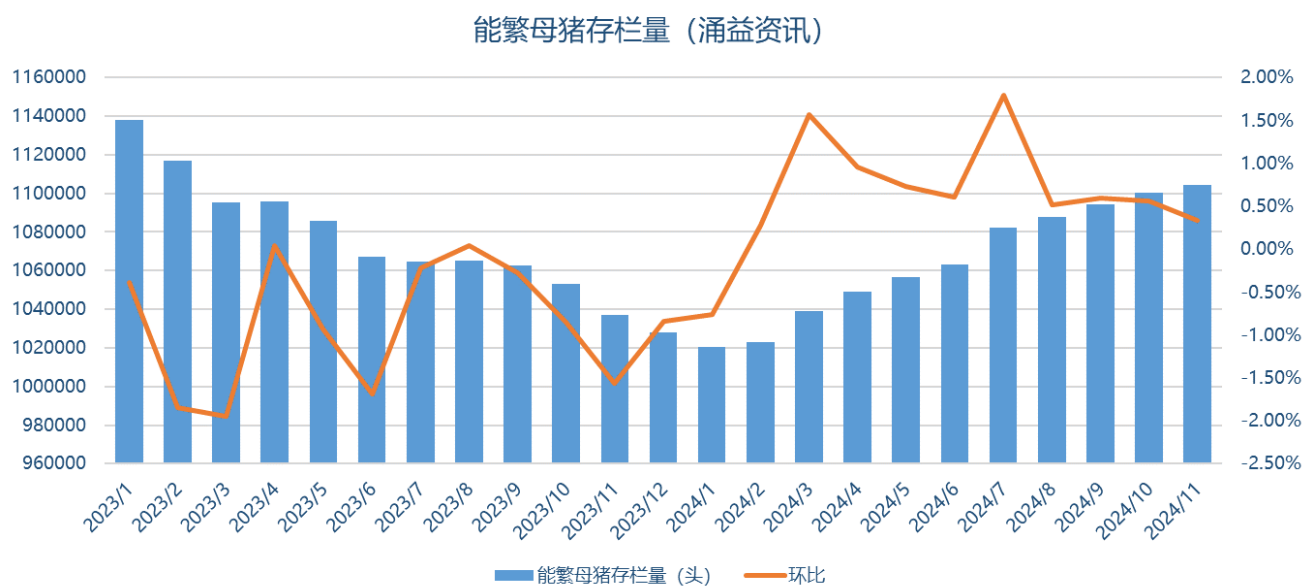
从 2024 年 2 月开始就出现小幅补栏趋势，整体去化周期已经走到尾声，并且从 2 月开始，连续十个月分别以+0.28%、+1.57%、+0.96%、+0.73%等速率稳步上升，这也一定程度上显示了随着毛猪价格的逐步抬升，盈利走强，市场补栏情绪再度回归的现象。根据农业部数据，2024 年 10 月全国能繁母猪存栏量为 4073 万头，环比上升 0.30%，同比下降 3.20%。

图 3.1：农业部能繁母猪存栏量（万头）



数据来源：同花顺，涌益资讯，wind，钢联，东吴期货研究所

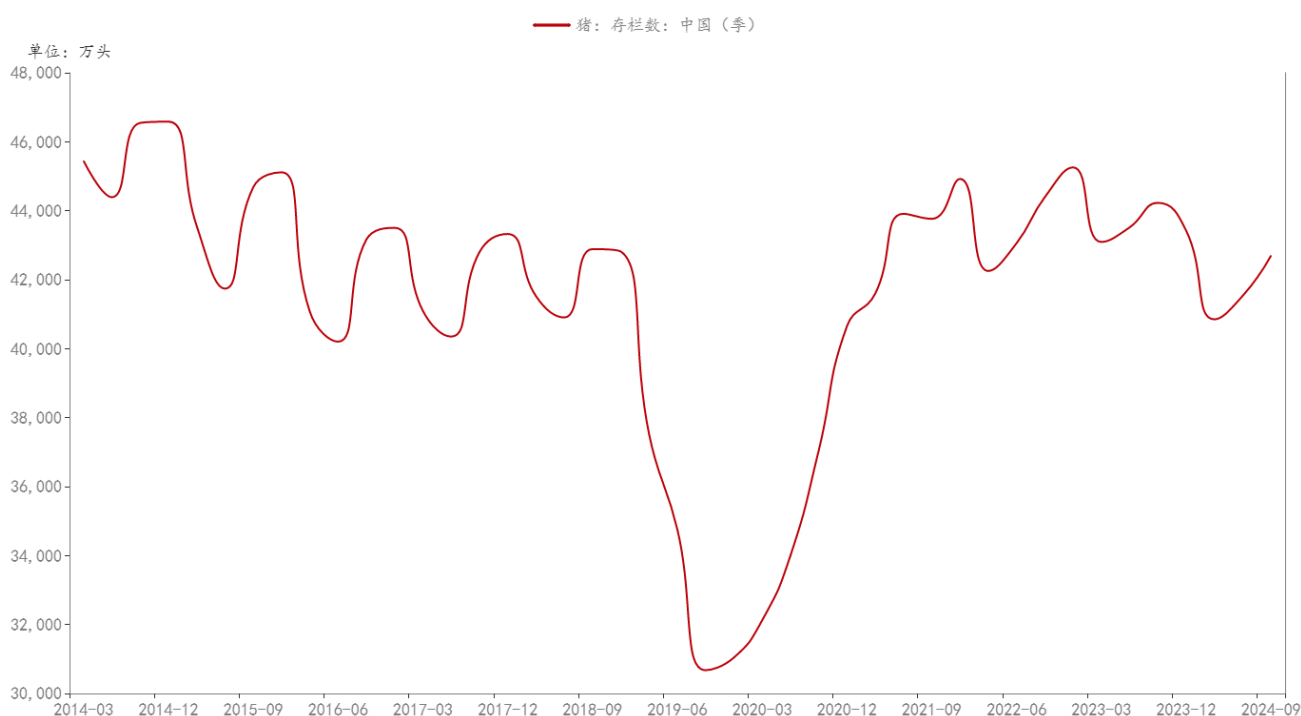
图 3.2：涌益资讯能繁母猪存栏量（万头）



数据来源：同花顺，涌益资讯，wind，钢联，东吴期货研究所

从全国生猪存栏量数据来看, 截止 2024 年 9 月, 存栏数达到 42694 万头, 环比上季度增幅 2.8%, 同比去年降幅 3.47%, 短期对应 2024 年年底至 2025 年年初的出栏数据, 供应依旧较强难以扭转当前偏悲观的情况。

图 4: 全国生猪季度存栏量 (万头)



数据来源: 同花顺, 涌益资讯, wind, 钢联, 东吴期货研究所

2024 年 3 月份开始, 《生猪产能调控实施方案 (2024 年修订)》将全国能繁母猪存栏正常保有量由 4100 万头调整为 3900 万头, 且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。照此数据来看, 当前能繁母猪的绝对保有量仍为目标的 104.4%, 供给相对比较充足。

表 1: 能繁母猪保有量

产能过度增加	4100 万头正常保有量的 110% 以上, 即 4290 万头以上
产能大幅增加	3900 万头正常保有量的 105%-110%, 即 4095-4290 万头
绿色合理区间	3900 万头正常保有量的 92%-105%, 即 3588-4095 万头
产能大幅减少	3900 万头正常保有量的 85%-92%, 即 3315-3588 万头

产能过度减少

3900 万头正常保有量的 85% 以下，即 3315 万头以下

数据来源：同花顺，涌益资讯，wind，钢联，东吴期货研究所

从数据来看，能繁母猪产能微增，增幅放缓，后续预计母猪存栏突破 4100 万头的可能性不高，母猪存栏量将处于震荡周期，待行业再度回归到亏损状态后再度回调。

伴随着去年全年养猪业的亏损，中小散被迫退出生猪养殖，实现产能去化，行业集中化、规模化程度加深，同时也带来了行业的生产效能的提升，除了母猪品种的优化外，在经历了多次疫情后，养殖行业充分吸取了“非瘟”的教训，不断提升防疫能力，优化管理水平，使整个行业走出了疫情的重创，断奶成活率、育肥成活率等指标也在不断提高，行业进入了生产效率高的时代。这一点从行业 PSY¹ 以及 MSY² 的数据上也有体现，整体呈现上升趋势。目前大部分企业的 PSY 已经维持在 24-28 之间，并且母猪的平均胎龄已经下降至 4-5 胎，快速迭代的能繁母猪及后备母猪带来了生产效率的大幅提升。

根据涌益咨询，2023 年行业 MSY 为 18.72，较上年 2022 年 18.16 增幅 1.43%，受到非瘟疫情的影响，2019-2020 年出现大幅回撤；同理冬季全国各地也曾断断续续零星出现小规模疫情但影响范围一般，预计 2024 年 MSY 会有些许提升或达到 20。窝均健子数从 2022 年初见底回升，期间受到疫情影响阶段性回落，从去年 6 月开始（除 2024 年 1 月）基本一直维持在 11 头以上，目前在 11.25 头，较 23 年中略有增幅，产房存活率达到 91.75%，同样创下两年新高。

图 5：MSY

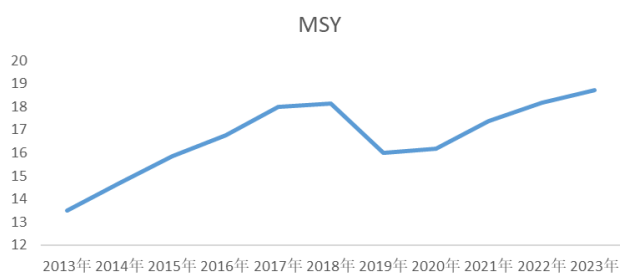
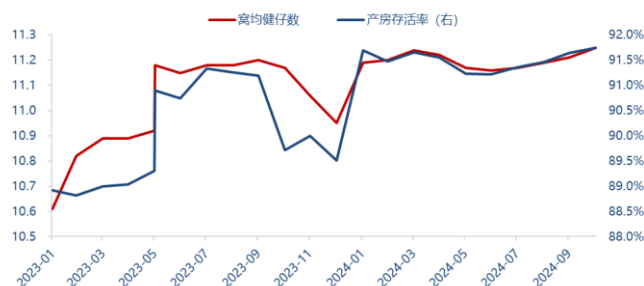


图 6：窝均健仔数（头）& 存活率（%）



数据来源：同花顺，涌益，wind，东吴期货研究所

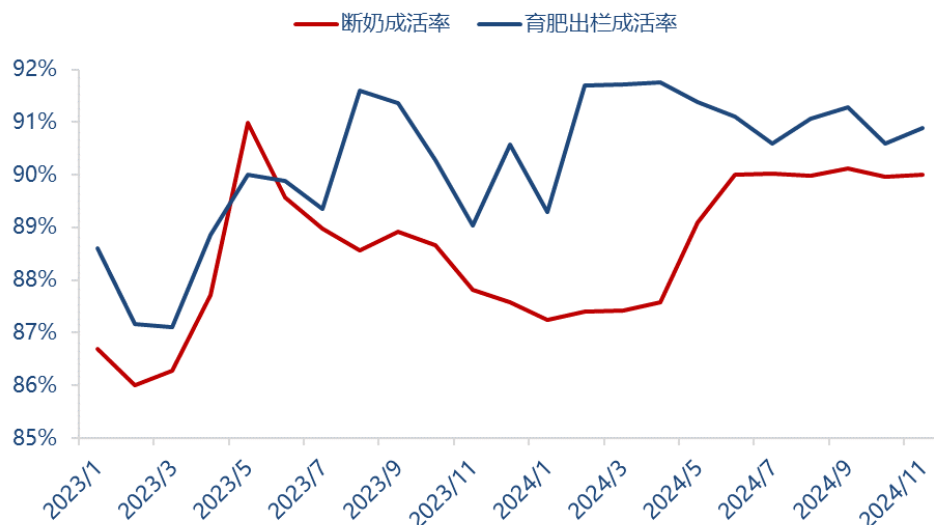
数据来源：同花顺，涌益，wind，东吴期货研究所

根据涌益咨询，2024 年的仔猪断奶成活率以及育肥猪成活率波动也较大，受到地区疫情的干扰，分别在去年 11 月以及 2024 年 1 月有过大幅下调，截至 11 月份，断奶成活率为 90.01%，育肥存栏成活率为 90.88%，大方向维持向上趋势，行业生产效率进一步增加，但受限于品系和技术门槛，上方空间较为有限。

注释 1：PSY：是指每头母猪每年所能提供的断奶仔猪头数，是衡量猪场效益和母猪繁殖成绩的重要指标。猪场 PSY 的计算方法： $PSY = \text{母猪年产胎次} \times \text{母猪平均窝产活仔数} \times \text{哺乳仔猪成活率}$ 。

注释 2：MSY：为每年每头母猪出栏肥猪头数。猪场 MSY 的计算方法： $MSY = PSY \times \text{育肥猪成活率}$ 。

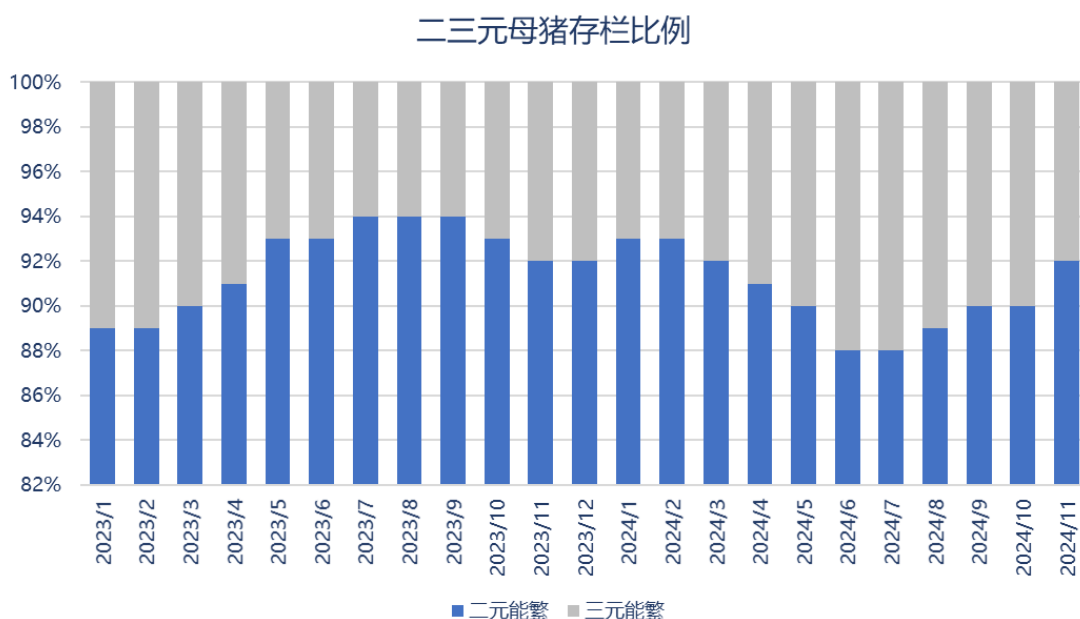
图 7：生产效率指标



数据来源：同花顺，涌益，wind，东吴期货研究所

此外，二三元能繁母猪占比也是一个很重要的指标，它直接决定了窝均健子数的高低，根据涌益咨询，当前二三元猪比例大约在 12: 1 左右，2024 年 11 月二元占比达到 92%，纵观全年，整体上二元母猪比例从 2021 年 5 月的不足 50%，到 2023 年已经提升至 90%左右。随后一直在高位震荡，二元的高占比有利于推动行业生产效率的提升，有很好的指导意义。

图 8：二三元母猪存栏占比 (%)



数据来源：同花顺，涌益，wind，东吴期货研究所

我们用母猪生产指标推算未来商品猪出栏量可知，2025 年 1 月至 2025 年 9 月是由 2024 年 3 月至 2024 年 11 月的理论能繁母猪存栏决定的。从数据上来看，2025 年出栏节奏呈现持续走高的形态，一季度由年初的 6238 万头/月上升至 6445 万头/月的阶段性高点，随着补栏量上升和分娩率的下降，2025 年 5 月出栏量小幅回调后又将再度进入上行趋势预计 2025 年 9 月商品猪出栏量约为 6546 万头，环比 1 月增幅 4.94%。

但同时我们需强调的是，母猪推演商品猪出栏的数据仅仅只能用作定性的大致预估，并不能准确的反应未来的供应节奏，尤其是受到存栏的数据变化影响，或是农业部与涌益数据的口径差异，又或是二育带来的临时压栏增重，亦或是冬季疫病对于母猪分娩率、断奶成活率的影响，仍需结合当下实际情况分析。

表 2：商品猪供应趋势推演

日期	基础母猪存栏	配种数	分娩母猪窝数	窝均健仔数	产房存活率	配种分娩率	断奶成活率	育肥出栏成活率	农业部母猪存栏量	出栏量预估
2024 年 1 月	9121700	2005445	1544405	10.95	89.51%	73.50%	87.25%	89.30%	4067	5607
2024 年 2 月	9187741	2034477	1558740	11.19	91.70%	74.23%	87.41%	91.70%	4042	5959
2024 年 3 月	9281240	2067887	1569775	11.20	91.48%	78.10%	87.43%	91.71%	3992	6238
2024 年 4 月	9323178	2078245	1569541	11.24	91.66%	78.50%	87.58%	91.76%	3986	6300
2024 年 5 月	9353411	2085269	1576021	11.22	91.56%	78.60%	89.10%	91.38%	3996	6397
2024 年 6 月	9396410	2088698	1595025	11.17	91.23%	78.40%	90.00%	91.10%	4038	6445
2024 年 7 月	9499875	2120292	1609282	11.16	91.22%	77.80%	90.02%	90.60%	4041	6387

2024 年 8 月	9567711	2135404	1621575	11.17	91.36%	78.03%	89.98%	91.07%	4036	6434
2024 年 9 月	9629240	2158141	1632445	11.19	91.47%	78.28%	90.11%	91.29%	4062	6560
2024 年 10 月	9655415	2165014	1638403	11.21	91.64%	78.44%	89.96%	90.60%	4073	6545
2024 年 11 月	9709411	2181351	1645215	11.25	91.75%	77.60%	90.01%	90.88%	4080e	6546e

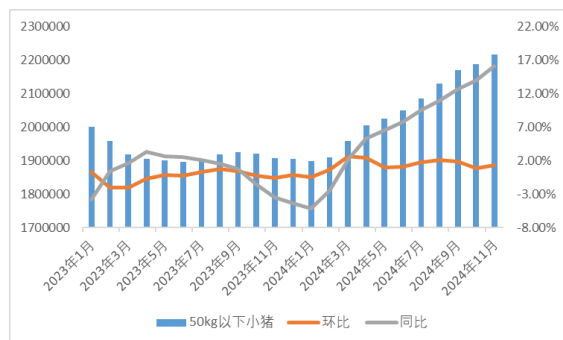
数据来源：同花顺，涌益，wind，东吴期货研究所

2. 仔猪存栏持续增加，养殖行业盈利一般

仔猪价格作为中期供给的辅助指标，且受调运影响较低，是较好的修正中长期观测指标，指导方向大概在 2-6 个月。从小猪存栏量来推算，2024 年 1-11 月，涌益资讯公布的全国小猪存栏量数据由 189.7 万上升至 221.7 万，月均增幅在 1.5% 左右，累计增幅 16.82%，对应 2024 年 10-2025 年 9 月生猪供应量环比上升，并且呈现较为稳定的增速。

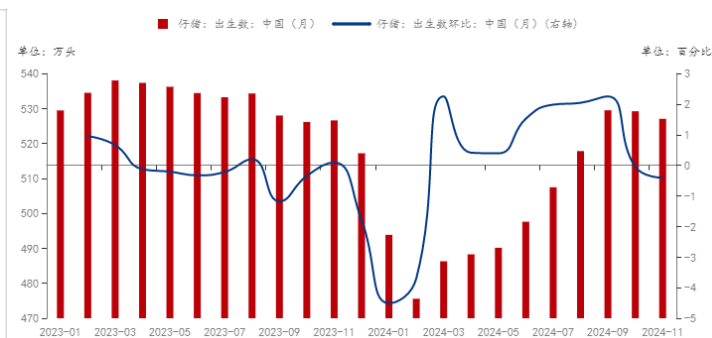
由钢联数据我们可以推算，2024 年 3 月开始仔猪数量逐渐抬升，到 9 月份新生仔猪数达到峰值，月环比增幅 2.3%，随后 10 月及 11 月略有下降，11 月新生仔猪数 527 万头，环比下降 0.41%。

图 9：小猪存栏量及增速（头/%）



数据来源：同花顺，涌益，wind，东吴期货研究所

图 10：新生仔猪数及增速（万头/%）



数据来源：同花顺，涌益，wind，东吴期货研究所

用仔猪周期推算，平移 6 个月后 2024 年 7-8 月应是商品猪理论出栏量的年内最低点，这之后开始仔猪供应持续增加且增幅较大，2024 年 9 月新生仔猪数量基本回到 2023 年高点位置，意味着 2025 年 3 月商品猪供应量应该达到峰值，随后略有下滑。

去年下半年猪价不断下行，养殖利润不断下降，还导致养猪产业链的全环节亏损，规模厂及中小

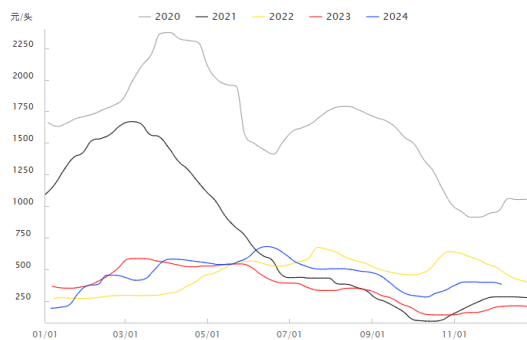
散的资金压力进一步加大。从去年八月底开始，15kg 仔猪跌破成本线，卖仔猪环节进入亏损阶段，在没有新的融贷资金流入的情况下，养猪行业愈发艰难，企业开始主动淘汰产。但随着商品猪价格的强势回弹，仔猪价格触底反弹，一路上涨，利润回归的情况下，行业再度进入补栏周期，猪价也开始受到打压。截至 2024 年 12 月 12 日，涌益数据显示 15kg 仔猪价格从高位 807 元/头小幅回落至 470 元/头，钢联数据显示 7kg 小猪价格由高点 680 元/头回落至 383.33 元/头。

图 11: 15kg 仔猪出栏价格 (元/头)



数据来源：同花顺，涌益，wind，东吴期货研究所

图 12: 每头重 7kg 仔猪出栏价 (元/头)



数据来源：同花顺，涌益，wind，东吴期货研究所

(二) 需求端:

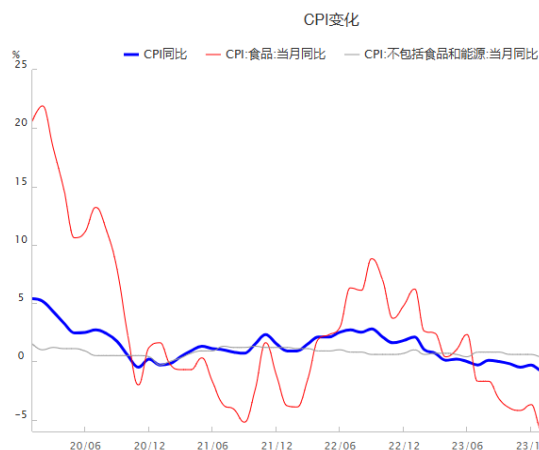
1. 生猪需求一般，支撑较弱

从宏观数据来看，CPI 方面，11 月 CPI 同比 0.2%，低于市场预期的 0.5%，环比-0.6%，处于历史同期的最低水平。CPI 的超季节性回落，主要来自于食品项的显著拖累。鲜菜、猪肉、鲜果和水产品价格合计影响 CPI 环比下降约 0.46 个百分点，占 CPI 总降幅约八成。单从食品 CPI 来看，2024 年整体是向上微增的，三季度猪肉价格上涨的同时 CPI 食品当月同比一度达到 3.3%，但从未来对猪价并不乐观的预期来看，未来猪价会对 CPI 的表现形成一定程度上的拖累。

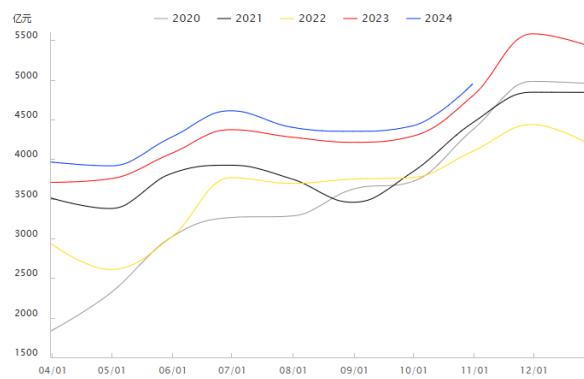
从社零数据来看，2024 年社会消费品零售总量中餐饮收入占 4952 亿元，相对去年有略微增幅，但增速放缓，相对于疫情前 9%-10% 的增长速率，2024 年复合增长率仅有约 5%，大幅低于疫情前的生产动能。

图 13: CPI (%)

图 14: 社会消费品零售总额:餐饮收入 (亿元)



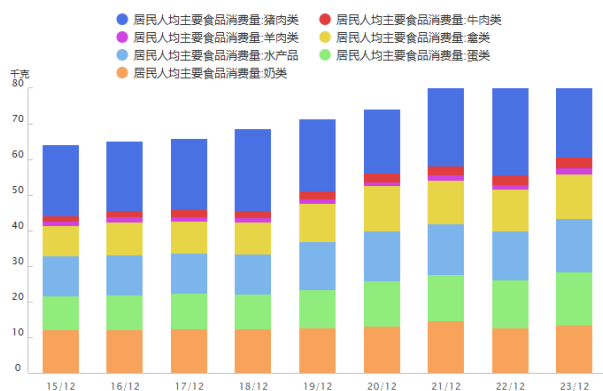
数据来源：同花顺，涌益，wind，东吴期货研究所



数据来源：同花顺，涌益，wind，东吴期货研究所

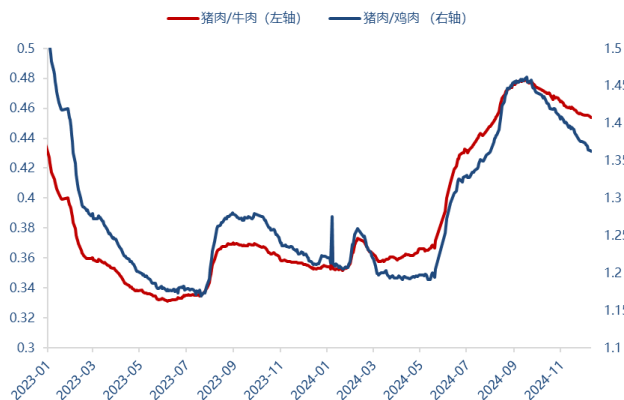
不过从去年的人均食品消费量来看，猪肉的绝对消费量是上升的，从2022年的26.9公斤/人上升至2023年的30.5公斤/人，预计2024年的数据依旧会呈现较为稳定的增长。但是从图上我们也可以看到，牛肉的零售价同比去年下降13.4%，鸡肉零售价同比去年下降0.5%，猪肉/牛肉及猪肉/鸡肉的比值目前仍旧维持在高位（1.3以上），这也使得牛羊鸡肉的消费量增幅较大，禽类、牛肉、水产等作为相对较为高端的蛋白质补充，更受到当前市场的青睐。此外，青少年食用腌腊制品的比例相比中老年来说更低，饮食习惯逐渐转向鲜销肉类，这一定程度上对腌腊季节有削弱作用。

图 15: 居民人均主要食品消费量 (千克)



数据来源：同花顺，涌益，wind，东吴期货研究所

图 16: 替代品比价 ()

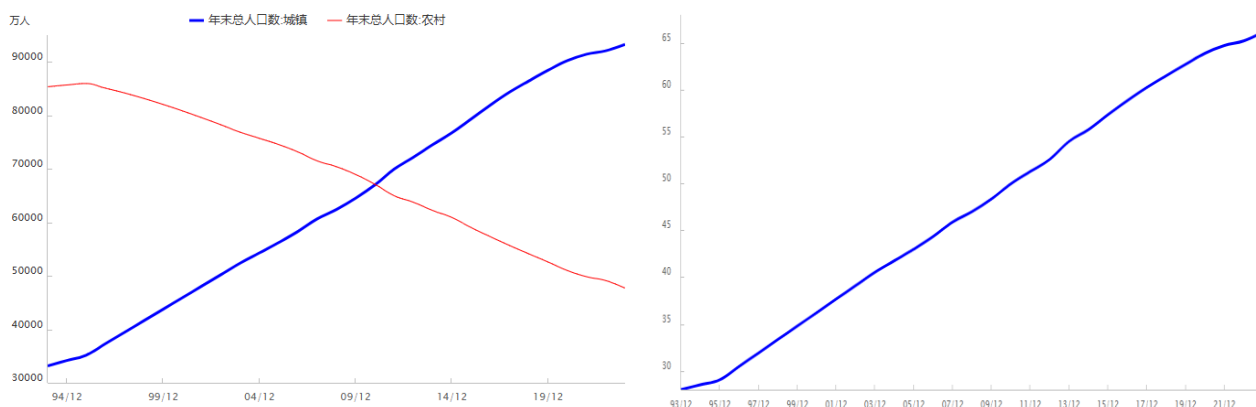


数据来源：同花顺，涌益，wind，东吴期货研究所

中国总人口变化趋势整体呈现城镇化程度加深，农村人口锐减，自1993年起，我国乡村总人口持续下滑，而我国城镇总人口则保持持续增长的态势，从1993年的3.3亿人次增长至2023年的9.3亿人次。同时，城镇化进程发展较快，从1993年的27.99%增长到2022年的65.22%。

图 17: 全国人口数 (万人)

图 18: 全国城镇化率 (%)



数据来源：同花顺，涌益，wind，东吴期货研究所

数据来源：同花顺，涌益，wind，东吴期货研究所

从我们调研的情况来看，基本上农村地区家家户户都会做一些腌腊食品，包括腊肠、腊肉等，在过去经济条件差的时候用于保存食物使用期限，以及代表了中国过去的一种传统文化的发扬光大，但随着改革开放进程的加速，社会主义现代化建设持续，城镇化程度加深，农村地区人口锐减，做腌腊的人群基数下降，一定程度上削弱了腌腊季节过去大幅增加的需求预期。

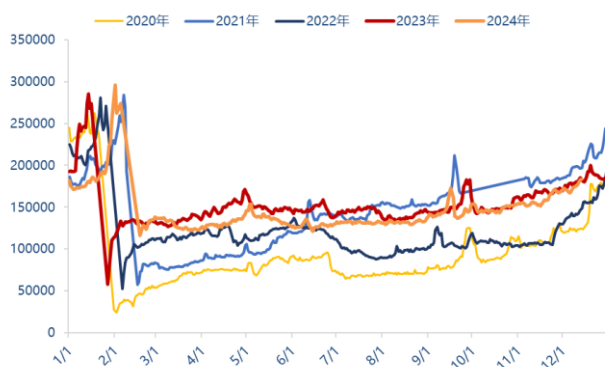
总结来看，虽然消费餐饮略有复苏，但猪肉消费实际较为一般，并且在海外市场（尤其是阿根廷）的低价牛肉冲击下，猪肉终端市场的同比增速空间不足，随着城镇化程度加深，农村地区人口锐减，腌腊季节的周期性被削弱，进一步加剧了猪肉需求的疲软。

微观方面来看，2024 年屠宰量相比往年较低，整体走势与去年类似，呈现季节性。根据涌益资讯，截止 2024 年 12 月 13 日，全国样本屠宰量为 183706 头，较昨日增幅 0.49%，较上周增幅 6.26%，同比略增 0.52%。短期季节性需求回暖情绪较强，屠宰场收猪意愿强，但整体来看并不认为宰量受需求影响更大，反倒归结于出栏的减少。

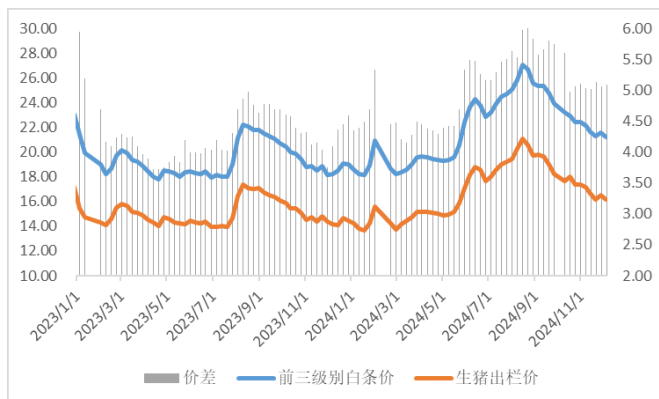
2024 年开年后，随着屠宰场复工，3-4 月屠宰量均呈现稳步回升态势，但相较于去年仍旧处在较低位置。我们发现年内淡季消费整体上表现较差，数据显示疲软。从节假日数据来看，端午节前毛白价差走扩，热鲜屠宰能力强于去年同期，端午节后价格维持，宰量下降较为明显。劳动节前一周消费有增量但节后迅速回落，价格继续缩量调整。中秋国庆后白条毛猪价格较去年更显强势，但随后回落明显，毛白价差震荡回落。传统的季节性旺季需求逐步走向平淡。

图 19：生猪日度屠宰量（头）

图 20：毛白价差（元）



数据来源：同花顺，涌益，wind，东吴期货研究所

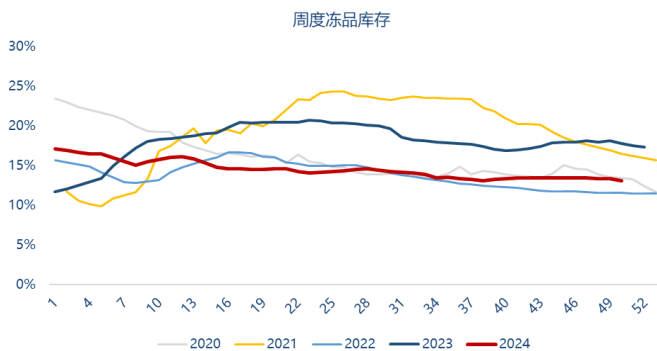


数据来源：同花顺，涌益，wind，东吴期货研究所

2. 库存端：压力减弱

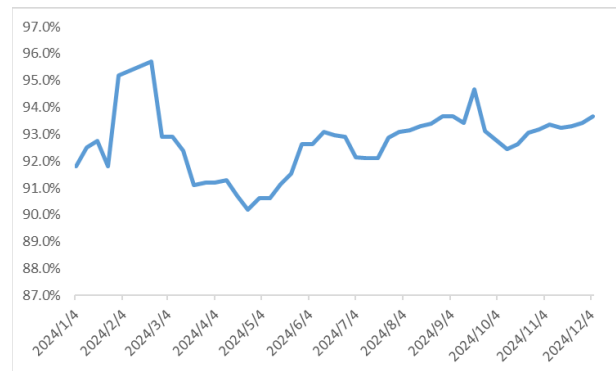
从冻品库存来看，在经历了去年冻品持续亏损的情况后，2024 年冻品库存压力不大，贸易商对于入库行为较为谨慎，甚至逐渐去库存，整体以消耗为主，截至 12 月 12 日，冻品库存从年初的 19.5% 下跌至目前的 13.1%，累计下降幅度 6.4%，后续对猪价的压制作用逐渐减弱。鲜销率从五一前后的最低点 90.19% 上升至目前的 93.65%，冻鲜价差扩大至 3 元/公斤，这同时也说明了随着冻品的逐渐去库存，肉类向鲜品转移的动作变快，大部分白条还是走向鲜销。

图 21：冻品库存 (%)



数据来源：同花顺，涌益，wind，东吴期货研究所

图 22：鲜销率 (%)

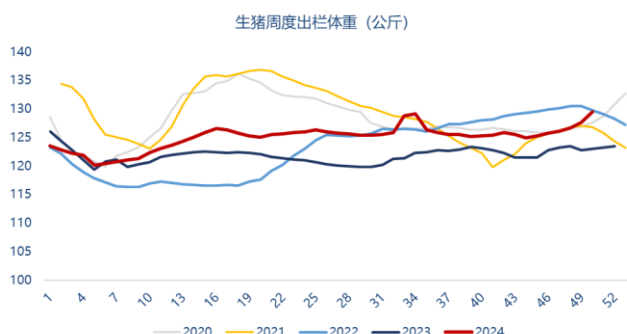


数据来源：同花顺，涌益，wind，东吴期货研究所

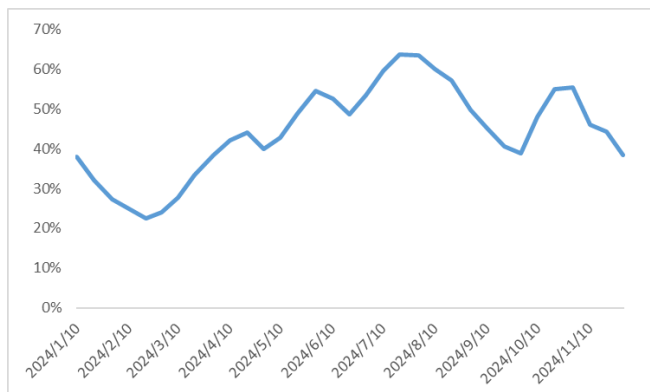
从活体库存来看，四季度补栏情绪一般，二育熄火，整体情绪偏谨慎，但天气转冷进入 12 月后，压栏动作增加，均重小许上涨。截至 12 月 12 日，生猪均重上升至 129.52 千克/头，周环比增幅 1.49%，行业平均舍栏利用率 38%，前高为 55%。

图 23：生猪周度出栏体重 (千克)

图 24：栏舍利用率 (%)



数据来源：同花顺，涌益，wind，东吴期货研究所



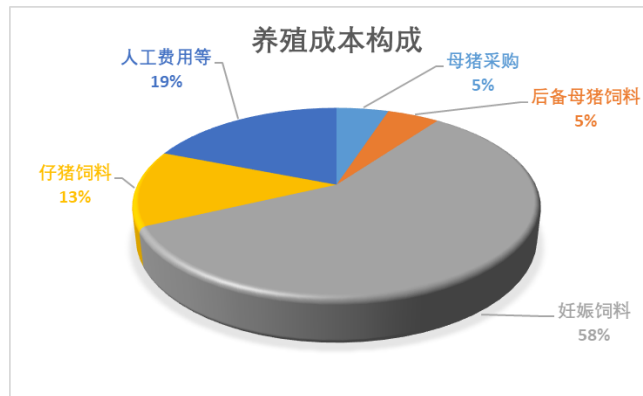
数据来源：同花顺，涌益，wind，东吴期货研究所

（三）成本端

1. 成本构成

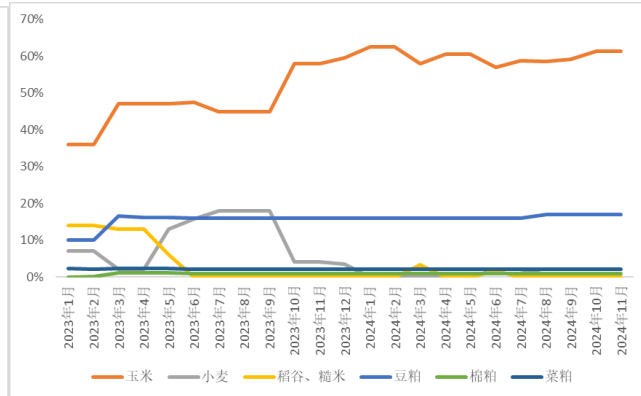
生猪养殖成本中饲料占比最大，约占总成本的 55%-65%，其中育肥料相对于其他饲料占比更大，同样也受到上游玉米豆粕等原料的波动影响更大。从饲料构成来看，玉米占比最高，约为 61.3%，其次豆粕占比 17%，之前用的较多的杂粕占比逐渐下降，小麦、稻谷占比下降至 0%，棉粕下降至 1%，菜粕下降至 2%，具体根据饲料厂对于饲料配方价格变化的敏感度而改变。

图 25：养殖成本构成（%）



数据来源：同花顺，涌益，wind，东吴期货研究所

图 26：饲料原料占比（%）



数据来源：同花顺，涌益，wind，东吴期货研究所

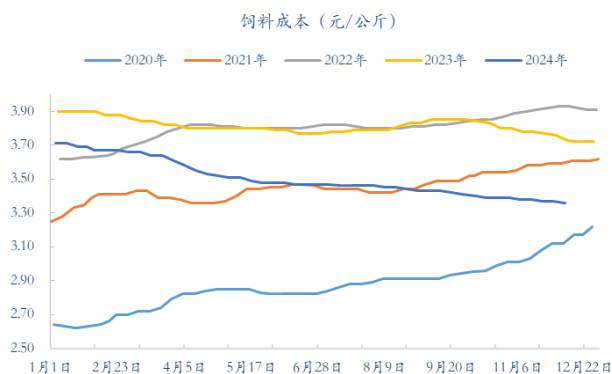
2. 饲料成本波动

2024 年豆粕、玉米供需宽松，导致全年养殖成本趋势下移，下半年生猪养殖的成本下移尤其显著，除固定资产折旧减少以及财务成本降低外，主要来自于饲料成本的大幅走低，全年育肥饲料价格同比下降幅度约 10%，较大程度的减轻了养殖压力。截至 12 月 13 日，育肥猪饲料成本下降至 3.36 元/公斤，周环比下降 0.30%，同比下降 9.92%，相较于年初饲料价格 3.77 元/公斤下降 10.9%，饲料价格下移带来出栏成本的下移，盈利上移空间较大。

2024 年新作产量增加明显，尤其豆类及谷物，以中国及南北美为主的重要产地迎来丰收，导致基础农产品价格下跌幅度较大。截至 12 月 13 日，玉米现货价下降至 2070 元/吨，周环比下降 0.89%，同比下降 19.7%，豆粕现货价下降至 2920 元/吨，周环比下降 1.08%，同比下降 27.6%，单纯用原料配比来计算，饲料价格同比下降幅度为 16.7%。

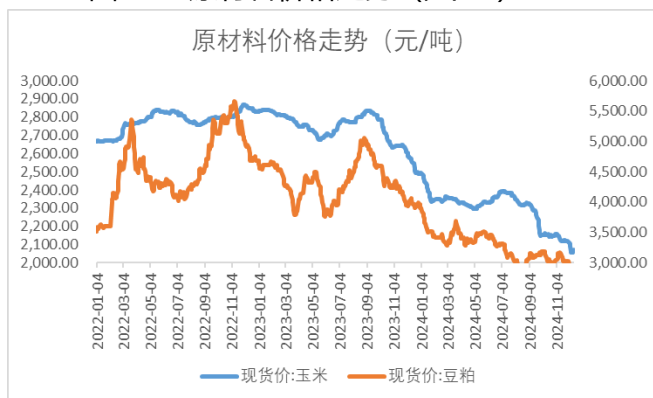
2024 年 11 月份特朗普重选当选美国总统，激进的关税政策可能引起输入性通胀抬头，尤其被动导致豆粕等基础农产品进口成本增加，一定程度或将引起饲料成本抬升，预计玉米在 2025 年运行区间在 2000-2400 元/吨，豆粕运行区间在 2700-3500 元/吨。基于以上判断，且玉米、豆粕添比维稳，生产效率保持不变的理论状态下，饲料成本预计在 3.2-3.9 元/公斤左右波动，对于利润并不会产生太大的挤压。

图 27：饲料养殖成本（元/公斤）



数据来源：同花顺，涌益，wind，东吴期货研究所

图 28：原材料价格走势（元/吨）



数据来源：同花顺，涌益，wind，东吴期货研究所

3. 上市公司数据

集团厂的出栏进度基本处于正常水平，较去年同比变化不大。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%。

根据上市企业公开公告及不完全调研显示，上市企业成本均出现了下降且较为显著，生猪养殖完全成本有望自上半年 16.05 元/降至 14 元/公斤附近。截止 Q3 左右，牧原集团、神农集团、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，其余企业成本管控能力一般，基本在 14-16 元的成本区间内。

表 3：上市公司成本

上市企业	2024 年初	2024 年 Q3 后当前可观测成本	2024 年目标成本
牧原股份	15.8	13.3	14 以下

温氏股份	15.6	13.8-14	14
新希望	16	14.2	14.2-14.3
神农集团	14.7	13.6	14
巨星农牧	15	12.7	
京基智农	14.7	14.59	13.5
大北农	16	14.7	14.5
新五丰	15	14.7	
天康生物	16.4	13.91	14.5
立华股份	17.4	14.6	14.5
ST 天邦	16.6	14.79	15 以下
金新农	16.2	14.2	15-15.5
东瑞股份	17.3	16.4	16
上市企业平均	16.05	14.31	14.8

数据来源：同花顺，涌益，wind，东吴期货研究所

根据公司公开报告显示，2024 年三季度，15 家上市猪企（除去偏离程度较高的几家猪企）平均资产负债率达 63.5%，较去年同期-3%，环比上季度-2%，行业平均现金流成本约 12 元/公斤附近。尽管本年度行业持续盈利，资金压力小幅缓解，但依旧处于高位，仍需继续努力熬过猪价低谷期。

三、2025 年度市场展望

从 2024 年内数据来看，经济复苏的道路并非坦途，居民端资产负债表出现衰退现象，进而致使内需匮乏，成为阻碍经济增长的首要因素。上半年，股市与大宗商品总体呈现出节奏性的高开随后低走态势，市场规模的缩减使得商品整体波动率较去年同期有所下降。下半年，经济下行压力持续增大，这促使国内财政及货币政策陆续登场。同时，叠加美联储步入降息周期，央行开启降息，使得短期压力得到一定缓解，市场信心得以提振。

当前，大宗农产品指数受玉米、豆类、棉花等基础农产品价格下跌之影响，逐步跌破年度低点，从而致使整体饲料养殖产业链的估值重心显著下移。就国内生猪市场而言，2023 年实施去产能操作，促使 2024 年度利润周期呈现向上转折态势。自 4 月份起，整体猪价回归至行业养殖成本之上，仔猪出栏率先实现盈利，至三季度，行业现金流盈利进一步扩大。猪企在 2024 年度历经累计约 10 个月的高水平盈利，集团企业的现金流及资产负债表得到较大程度改善。行业将降本增效确立为主要经营目标，再扩张步伐放缓，当前产能虽整体较为充足，但不可轻易判定为过剩。在高水平盈利的激励之

下，单位母猪的生产效能大幅提高，成为本年度影响生猪供给的主要边际变量。然而，在需求端，由于受宏观环境以及替代品价格的制约，当前整体表现仍旧欠佳。

展望未来的行情，成本端当前大豆及玉米等原料价格已经经历连续下跌，绝对价格已经跌至成本端下方，继续走低的空间可能已经不大，甚至在特朗普的关税政策下可能会迎来反转。前三季度，在供应持续递增的趋势影响下，现货生猪价格中枢预计呈震荡偏弱运行态势。具体而言，一季度，春节过后进入需求淡季，生猪价格或将逼近成本线，甚至不排除短期跌破成本的可能性，价格区间或为 13-14 元/千克。二季度，年底可能出现的冬季平均每头母猪每年所能提供的断奶仔猪头数（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，持续处于微利状态，价格区间或为 13.5-16 元/千克。三季度，供应趋增的趋势暂未出现明确拐点，而夏季需求偏弱，猪价依旧偏低，但不排除二育等压栏动作的再度起势，预计价格区间或为 13-16 元/千克。四季度，随着近期母猪补栏节奏放缓，且考虑到后续可能出现的母猪停止补栏并转为去化的预期，再加上需求旺季的驱动，现货生猪价格中枢预计呈现底部逐步抬升的趋势，价格区间或为 14-18 元/千克。

整体上来看，供需矛盾并不突出，产能虽有所增加但并未过剩，盈利状态有望保持，但上半年整体供应量仍然逐渐递增，补栏周期导致猪价持续承压。养殖行业的资金形势依然严峻，预计 2025 年利润在被压缩的情况下可能会带动母猪的新一轮淘汰，能否进入新一轮的猪价上行周期，仍要继续观察，生猪养殖行业需要加强科技创新、强化疫病防控、拓展销售渠道、加强行业合作，以实现可持续发展。同时，政府也应继续加大对生猪养殖行业的扶持力度，加强市场监管，为生猪市场的稳定发展创造良好的环境。

免责声明：

本刊中所有文章陈述的观点仅为作者个人观点，文章中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性、更新情况不做任何保证，文章中作者做出的任何建议不作为我公司的建议。在任何情况下，我公司不就本刊中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。

期市有风险，投资需谨慎！