
产能过剩下的新格局**——生猪 2025 一季度投资策略报告**

农业组研究员：王平 投资咨询编号：Z000040

凌凡 投资咨询编号：Z0021486

电话：021-63123065

地址：上海市黄浦区西藏南路 1208 号 6、18、19 楼

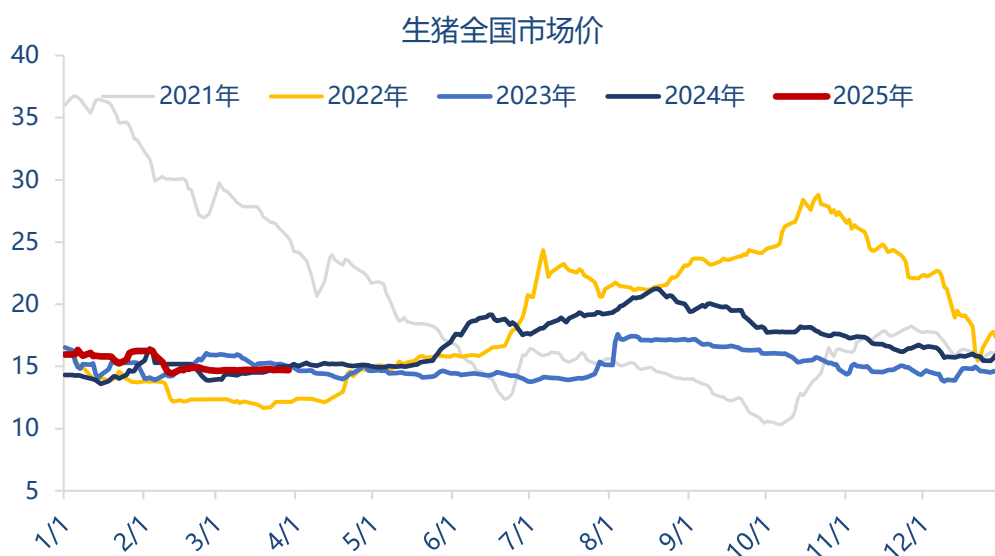
期货投资咨询业务批准文号：证监许可[2011]1446 号

目录

一、2025 年一季度行情回顾	2
(一) 生猪行情回顾	2
二、基本面分析	3
(一) 供给端	3
(二) 库存端:	17
(三) 需求端:	20
三、总结	25

一、2025 年一季度行情回顾

(一) 生猪行情回顾



数据来源：wind，涌益咨询，钢联，同花顺，东吴期货研究所

现货方面：春节前，上游养殖端抛售心态强烈，散户急于出栏大猪，规模场积极降本销售，生猪供应持续过剩，现货价格从年初的 16 元/公斤左右，到 1 月 22 日跌至 15 元/公斤。春节前不到一周，终端消费市场才出现好转，备货旺季缩短，生猪现货价格小幅反弹至 15.8 元/公斤附近，旺季明显弱于预期。春节过后，消费进入淡季，但是由于节前养殖端大量抛售生猪库存，导致节后淡季的供应冲击减弱，市场价格呈现缓跌趋势。现货从 2 月初的 15.8 元/公斤，到 3 月 21 日，跌至 14.7 元/公斤。当前产业中由于栏舍空置率较高，二育持续入场，

冻品也在小幅入库，但是由于月度出栏总量较大，猪价依旧处于下行趋势中。



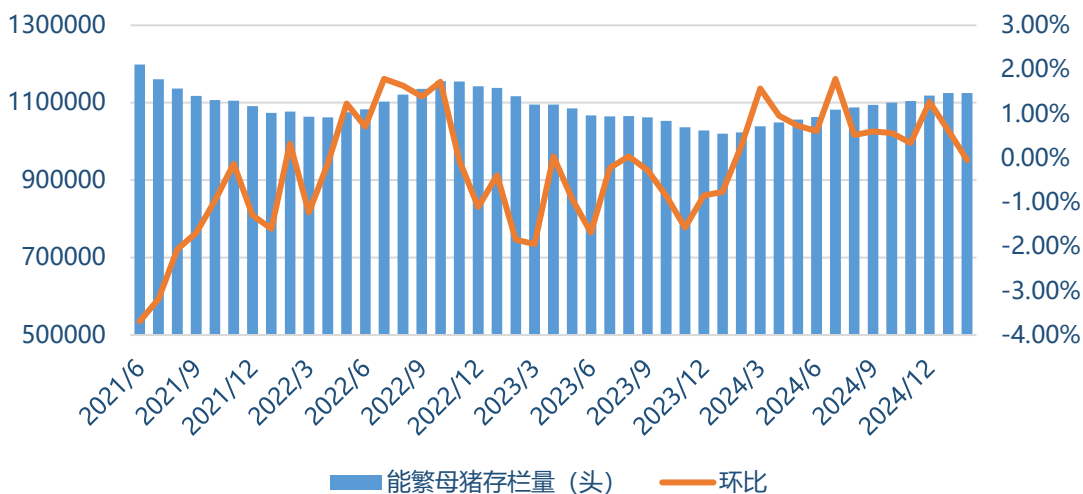
数据来源：wind，涌益咨询，钢联，同花顺，东吴期货研究所

期货方面：市场对于 2025 年的生猪价格持偏空态度，期货价格大幅贴水现货，基差位于高位。春节前市场对于节后淡季的供需关系预期十分悲观，期货价格持续走弱。春节后淡季现货虽然继续下跌，但跌幅不及预期，期货市场缺乏估值继续下探的驱动，维持低位震荡。截至 3 月 21 日，生猪主力 05 合约收盘价 13410 元/吨，基差 1100 元/吨。

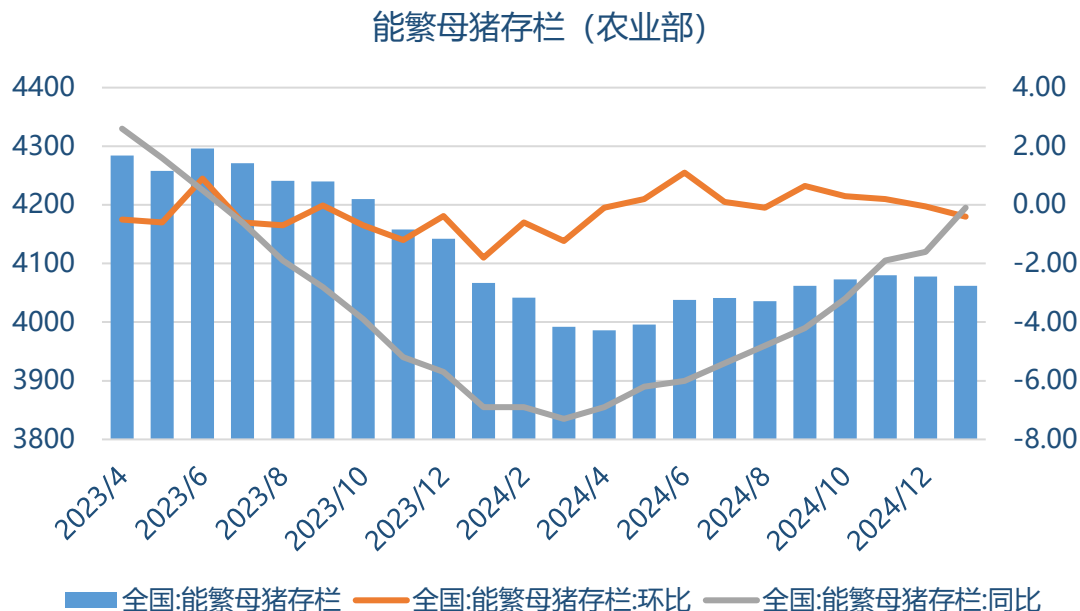
二、基本面分析

（一）供给端

能繁母猪存栏量（涌益资讯）



数据来源：wind，涌益咨询，钢联，同花顺，东吴期货研究所



数据来源：wind，涌益咨询，钢联，同花顺，东吴期货研究所

母猪存栏量作为长期指标，领先大概 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高，2024 年 5 月-2024 年 2 月对应十个月后 2025 年 3 月-2025 年 12 月商品猪出栏量应处于上升趋势，供应量上升约 6.44%。随着上一轮猪价上涨，养殖企业利润扩大，行业也随之进行了一轮产能扩张。根据农业部数据，全国能繁母猪存栏量从 2024 年 5 月前的 3996 万头，到 2025 年 1 月已经增长至 4062 万头，累计增幅 1.65%。此外，结合第三方机构的样本数据来看。根据涌益资讯，2025 年 1 月全国能繁母猪样本存栏量为 1124774 头，环比减少 0.05%，涌益口径从 2024 年 2 月开始就出现小幅补栏趋势，并且从 2024 年 2 月开始，连续十一个月分别以+0.28%、+1.57%、+0.96%、+0.73%等速率稳步上升，均显示了过去一年当中行业扩产的趋势，因此 2025 年生猪市场将面临较大的供应压力。

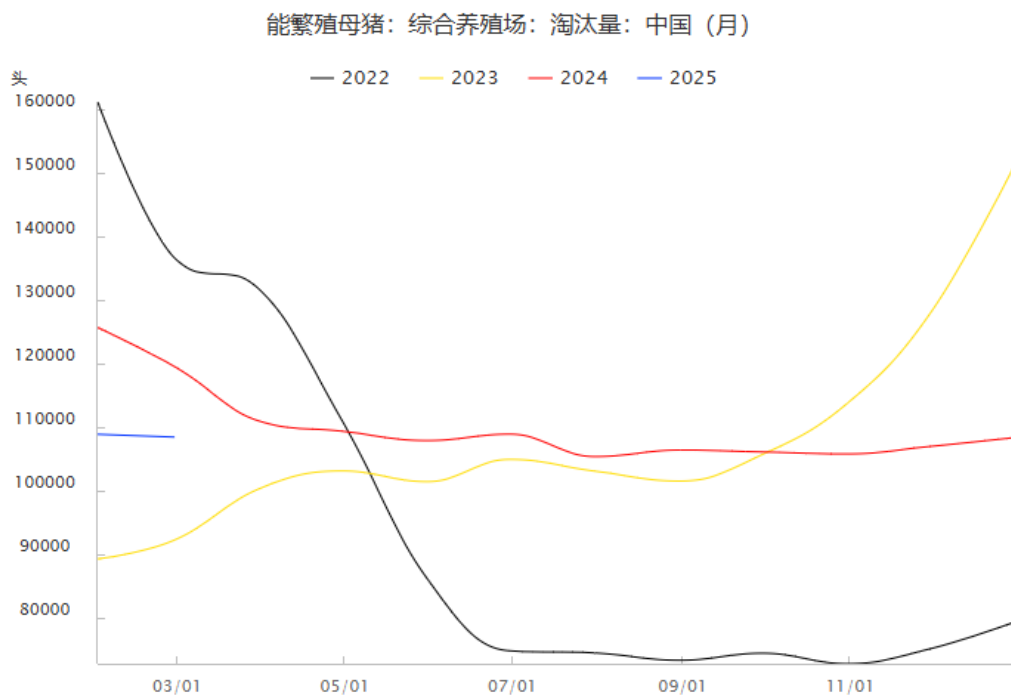
但是，2025 年初母猪增产趋势开始松动。随着商品猪供应量开始增加，猪价见顶下行，养殖利润不断缩水，也引发了养殖企业对于 2025 年生猪市场的谨慎情绪。据农业部监测，2024 年 12 月，全国能繁母猪存栏量 4078 万头，月环比变化-0.05%，结束了 2024 年母猪产能扩张的趋势。但是养殖利润依旧存在，行业去产能情绪尚不坚定。2025 年 1 月，全国能繁母猪存栏量环比继续减少至 4062 万头。

总体来看，2025 年生猪市场正逐步兑现产能扩张带来的增量压力，生猪价格和养殖利润将继续恶化，但是 目前行业的利润和现金流状况尚不足以驱动养殖端持续去化产能，因此新一轮周期的拐点仍需等待。

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

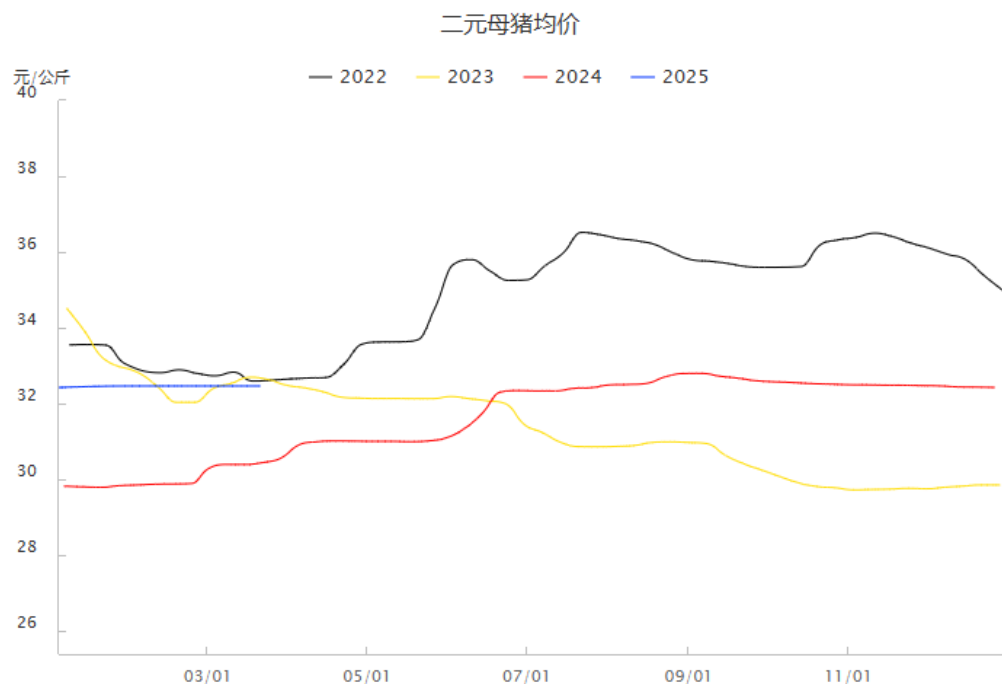
数据来源：wind，涌益咨询，钢联，同花顺，东吴期货研究所

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 104.2%，供给相对比较充足。



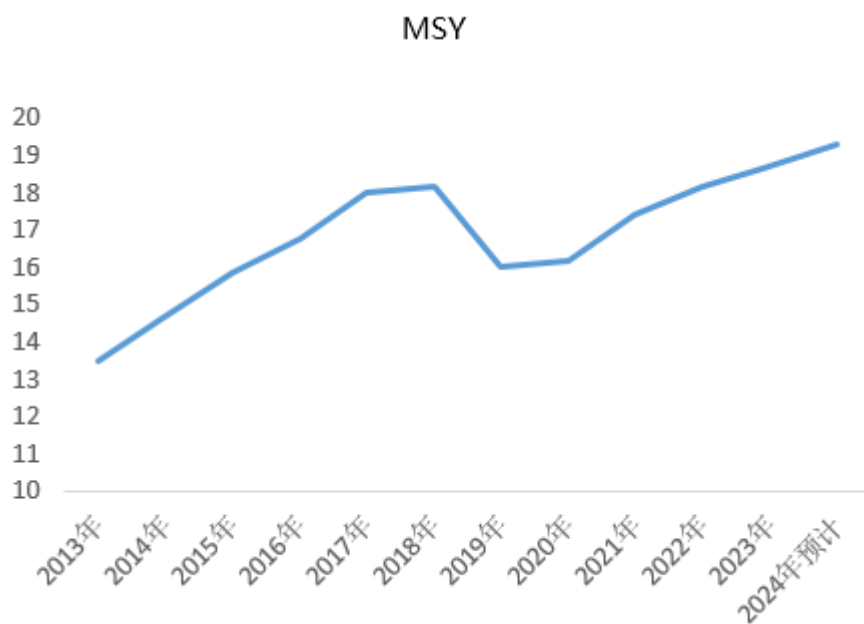
数据来源：wind，涌益咨询，钢联，同花顺，东吴期货研究所

母猪淘汰量环比小加速。2024 年四季度随着猪价见顶回落，上游的养殖情绪也开始降温。2024 年 11 月~2025 年 1 月，养殖场能繁母猪淘汰量环比小幅增加 1%、1%、0.5%，2 月淘汰母猪量环比微降-0.4%。从淘汰母猪的节奏来看，当前较 2023 年下半年的加速淘汰尚有差距。据了解，2024 年冬季以散户外购孕猪产后淘汰、规模场淘汰病弱母猪为主。

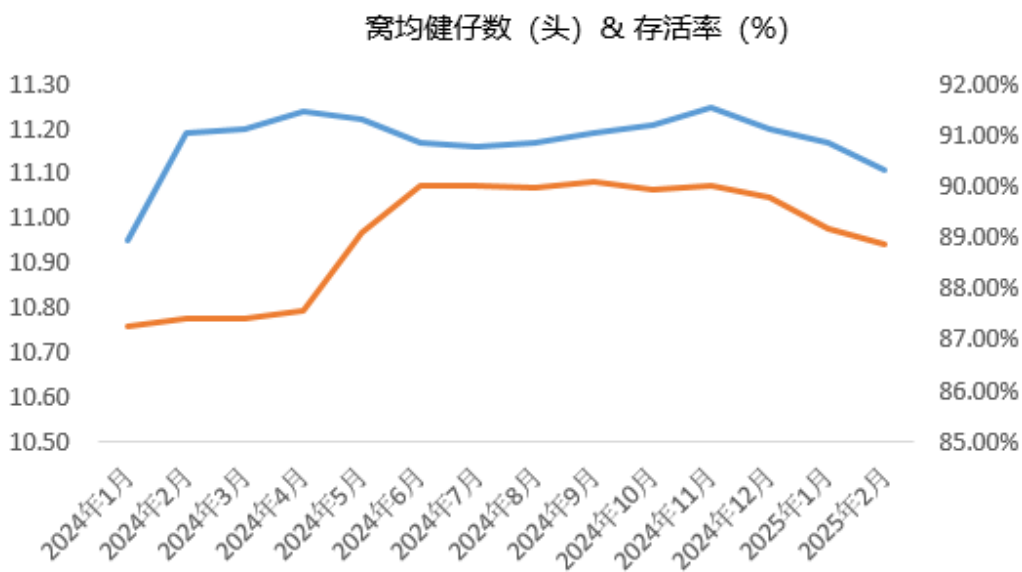


数据来源：wind，涌益咨询，钢联，同花顺，东吴期货研究所

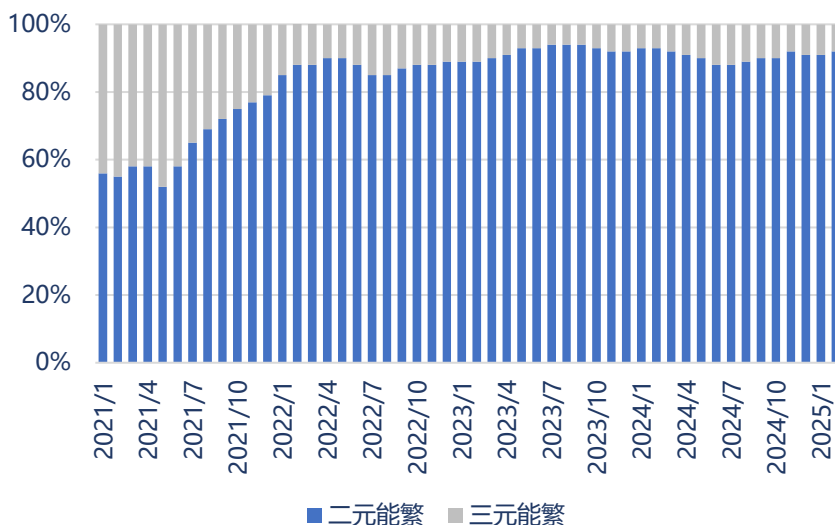
补栏情绪小降温,但仍有补栏。2024 年前三个季度是产能扩张逐步加速期,后备二元母猪价格上涨,母猪补栏需求增加。而 2024 年四季度以来,随着猪价回落,二元母猪价格开始下跌,补栏情绪较有所降温。但是,截至 2025 年 3 月,二元母猪均价位于 32.47 元/公斤,50kg 二元母猪销售价格 1641 元/头,位于近四年同期中上水平,说明当前行业仍存在一定补栏需求,养殖情绪尚未降至最差。



数据来源：wind，涌益咨询，钢联，同花顺，东吴期货研究所



数据来源：wind，涌益咨询，钢联，同花顺，东吴期货研究所

二三元母猪存栏比例


数据来源：wind，涌益咨询，钢联，同花顺，东吴期货研究所

伴随着 2023 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 PSY 以及 MSY 的数据上也有体现，整体呈现上升趋势。

换元使 MSY 提升至高水平：2021 年~2023 年三元换二元的过程，导致能繁母猪的平均生产效率快速提高。至 2024 年以前，商品猪出栏在持续享受换元带来的效率红利。

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 会达到 19.3。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

2023 年 6 月开始 (除 2024 年 1 月) 基本一直维持在 11 头以上, 目前在 11.11 头, 较 23 年中略有增幅, 断奶存活率达到 88.86%, 略有回落。

节奏上: 1) 历史年份来看, 能繁 5~7 月份产能兑现效率会出现下滑, 与 Q4 冬季疫情导致新生仔猪损失有关。2) 养殖场为防范冬季生猪损失, 习惯性超配, 但是 2024 年疫情属于相对平稳的一年, 2024Q4 超配母猪 (配种率数据显示增幅约 1%) 或导致 2025Q3 供应进一步增加。

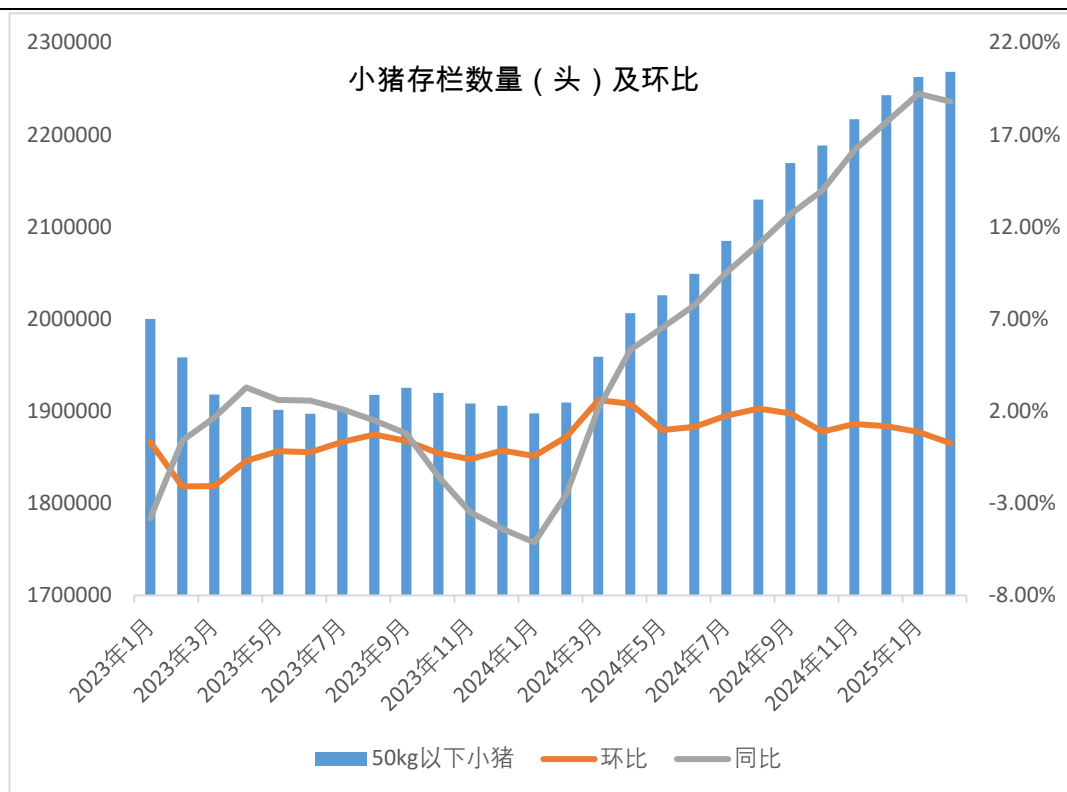
日期	基础母猪存栏	后备母猪数	配种数	分娩母猪窝数	窝均健仔数	产房存活率	配种分娩率	断奶成活率	育肥出栏成活率	农业部母猪存栏量	10 月后出栏量预估
2024 年 1 月	19121700	2042800	2005445	1544405	10.95	89.51%	73.50%	87.25%	89.30%	4067	5607
2024 年 2 月	29187741	2058741	2034477	1558740	11.19	91.70%	74.23%	87.41%	91.70%	4042	5959
2024 年 3 月	39281240	2109547	2067887	1569775	11.20	91.48%	78.10%	87.43%	91.71%	3992	6238
2024 年 4 月	49323178	2125548	2078245	1569541	11.24	91.66%	78.50%	87.58%	91.76%	3986	6300
2024 年 5 月	59353411	2122450	2085269	1576021	11.22	91.56%	78.60%	89.10%	91.38%	3996	6397
2024 年 6 月	69396410	2135417	2088698	1595025	11.17	91.23%	78.40%	90.00%	91.10%	4038	6445
2024 年 7 月	79499875	2173883	2120292	1609282	11.16	91.22%	77.80%	90.02%	90.60%	4041	6387
2024 年 8 月	89567711	2195871	2135404	1621575	11.17	91.36%	78.03%	89.98%	91.07%	4036	6434
2024 年 9 月	99629240	2227858	2158141	1632445	11.19	91.47%	78.28%	90.11%	91.29%	4062	6560

2024年10月	9655415	2235540	2165014	1638403	11.21	91.64%	78.44%	89.96%	90.60%	4073	6545
2024年11月	9709411	2282115	2181351	1645215	11.25	91.75%	77.60%	90.01%	90.88%	4080	6546
2024年12月	9792556	2236978	2202145	1658841	11.20	91.03%	77.68%	89.80%	89.72%	4078	6428
2025年1月	9812410	2229012	2212254	1676580	11.17	90.81%	77.32%	89.17%	89.90%	4062	6340
2025年2月	9794400	2192140	2169565	1685440	11.11	90.15%	77.63%	88.86%	90.20%	4060	6217

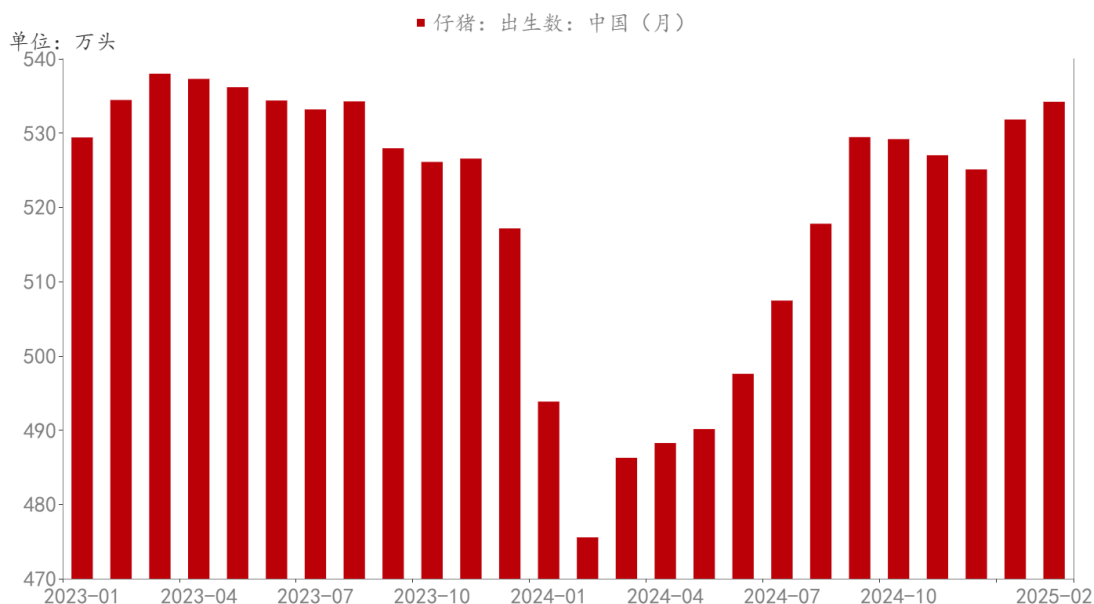
数据来源：wind，涌益咨询，钢联，同花顺，东吴期货研究所

我们用母猪生产指标推算未来商品猪出栏量可知，2025 年 3 月至 2025 年 12 月是由 2024 年 5 月至 2025 年 2 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 6397 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 12 月商品猪出栏量约为 6217 万头，环比 3 月下降 2.81%。

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。



数据来源: wind, 涌益咨询, 钢联, 同花顺, 东吴期货研究所



数据来源: wind, 涌益咨询, 钢联, 同花顺, 东吴期货研究所

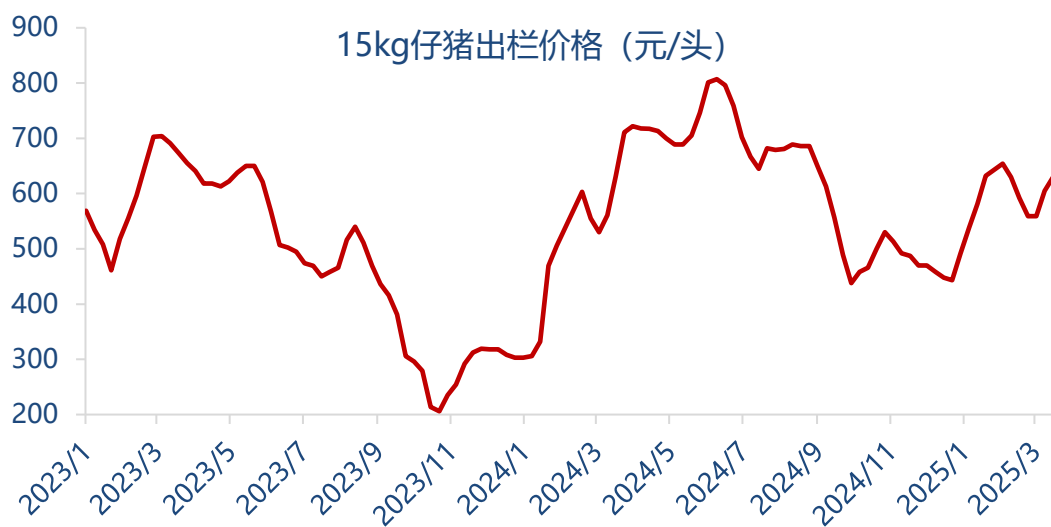
仔猪价格作为中期供给的辅助指标, 且受调运影响较低, 是较好的修正中长期观测指标, 指导方向大概在 6 个月。从小猪存栏量来推算, 2024 年 1 月-2025

年 2 月，涌益资讯公布的全国小猪存栏量数据由 189.7 万上升至 226.8 万，月均增幅在 1.5% 左右，累计增幅 19.5%，对应 2024 年 7-2025 年 8 月生猪供应量环比上升，并且呈现较为稳定的增速。

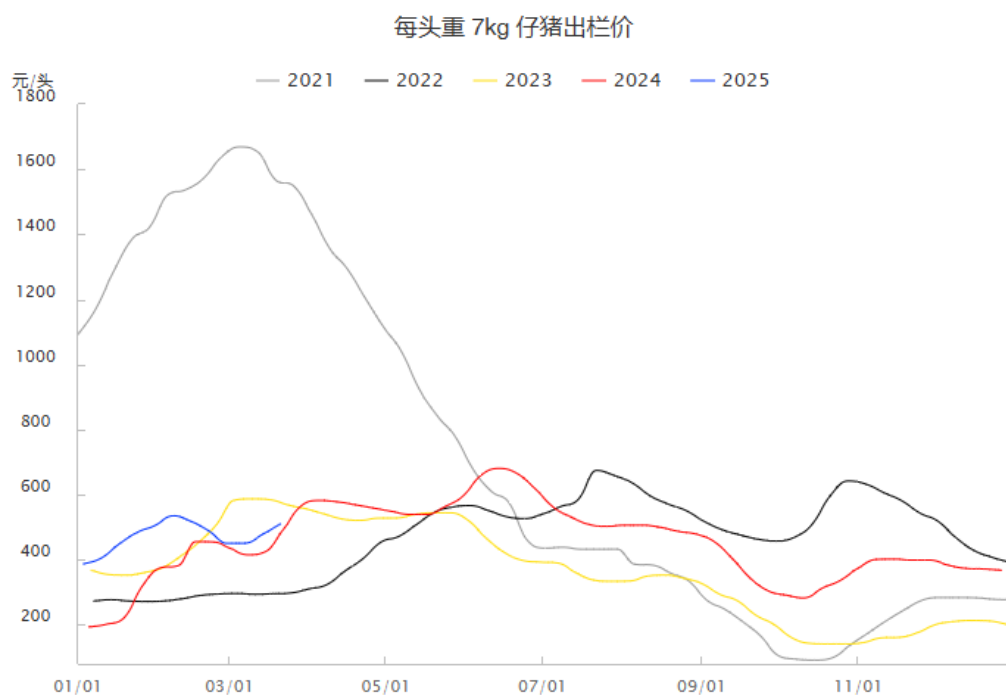
1) 2024 年 3 月~9 月：新生仔猪数量快速增加。行业 MSY 的提升，以及新一轮母猪产能的扩张，导致 2024 年二、三季度仔猪出生量快速增长。按照 6 个月的兑现周期推演，对应 2024 年 9 月开始商品猪出栏数量的增加，从猪周期的运行节奏来看，生猪现货价格也在 9 月开始从高位逐步下跌。

2) 2024 年 10 月~12 月：新生仔猪数量从高位小幅下滑。受冬季疫情影响，新生仔猪存活率下降，导致出生数量环比小幅减少，但是绝对值来看，依旧位于年度内偏高水平。按照育肥时间推算，预计 2025 年二季度商品猪出栏的增量趋势会暂时放缓，但数量上依旧保持高位。

3) 2025 年 1 月~2 月：新生仔猪再创新高。2025 年以来，随着气温回暖，疫情影响减弱，2024 年的母猪产能扩张继续兑现仔猪出生数量的增长。2025 年 1 月~2 月，新生仔猪数环比持续增加，再创 2024 年以来新高，将兑现为 2025 年三季度商品猪出栏量的继续增加。



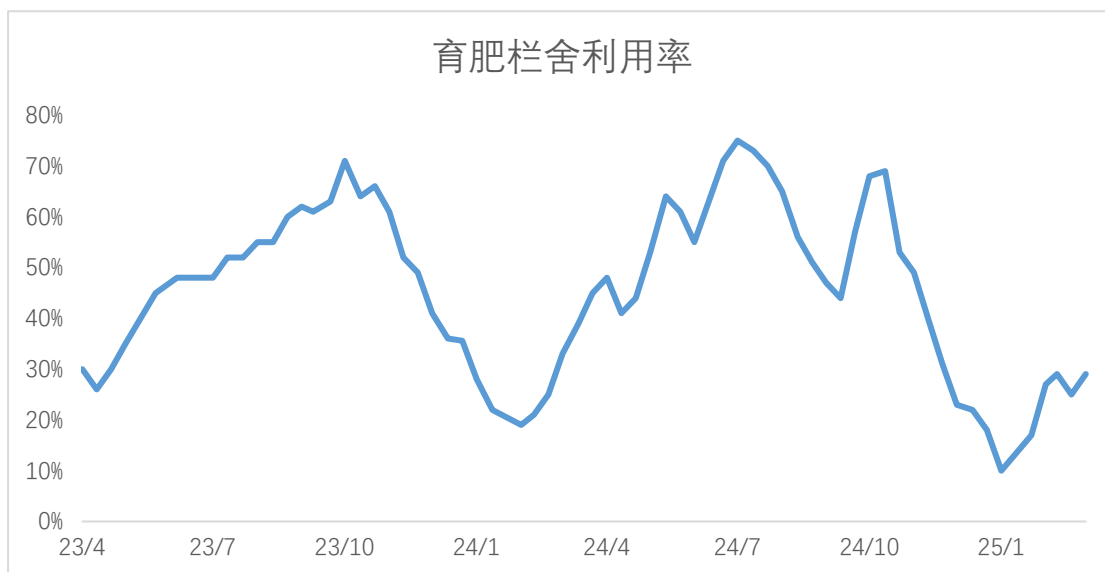
数据来源: wind, 涌益咨询, 钢联, 同花顺, 东吴期货研究所



数据来源: wind, 涌益咨询, 钢联, 同花顺, 东吴期货研究所

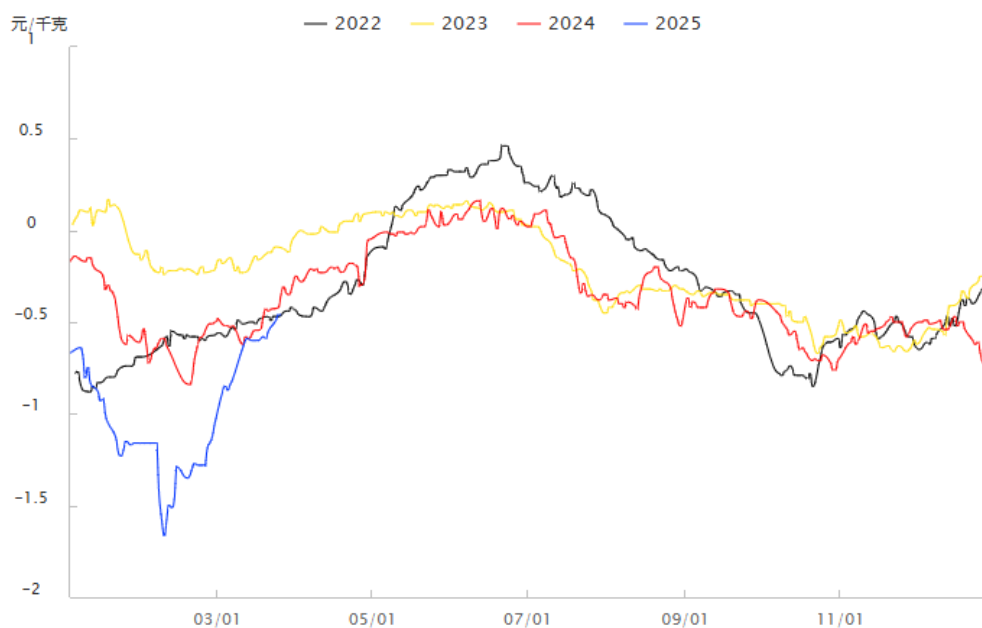
2023 年下半年猪价不断下行, 养殖利润不断下降, 还导致养猪产业链的全环节亏损, 规模厂及中小散的资金压力进一步加大。从 2023 年 8 月底开始, 15kg 仔猪跌破成本线, 卖仔猪环节进入亏损阶段, 在没有新的融贷资金流入的情况下, 养猪行业愈发艰难, 企业开始主动淘汰产。但随着商品猪价格的强势回

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 2025 年 3 月 20 日, 涌益数据显示 15kg 仔猪价格从高位 807 元/头小幅回落至 630 元/头, 钢联数据显示 7kg 小猪价格由高点 680 元/头回落至 510.95 元/头。



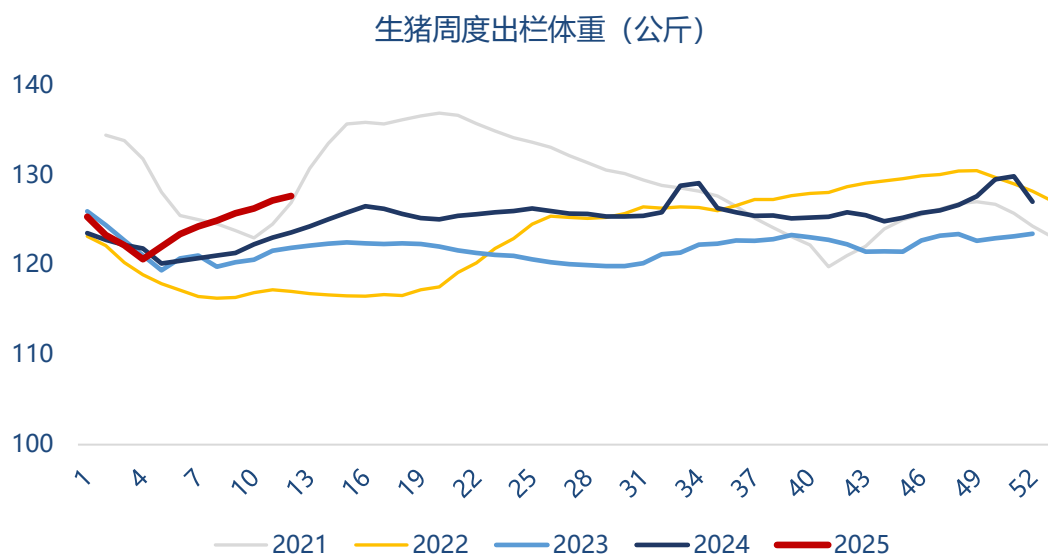
数据来源: wind, 涌益咨询, 钢联, 同花顺, 东吴期货研究所

生猪标肥: 价差: 中国

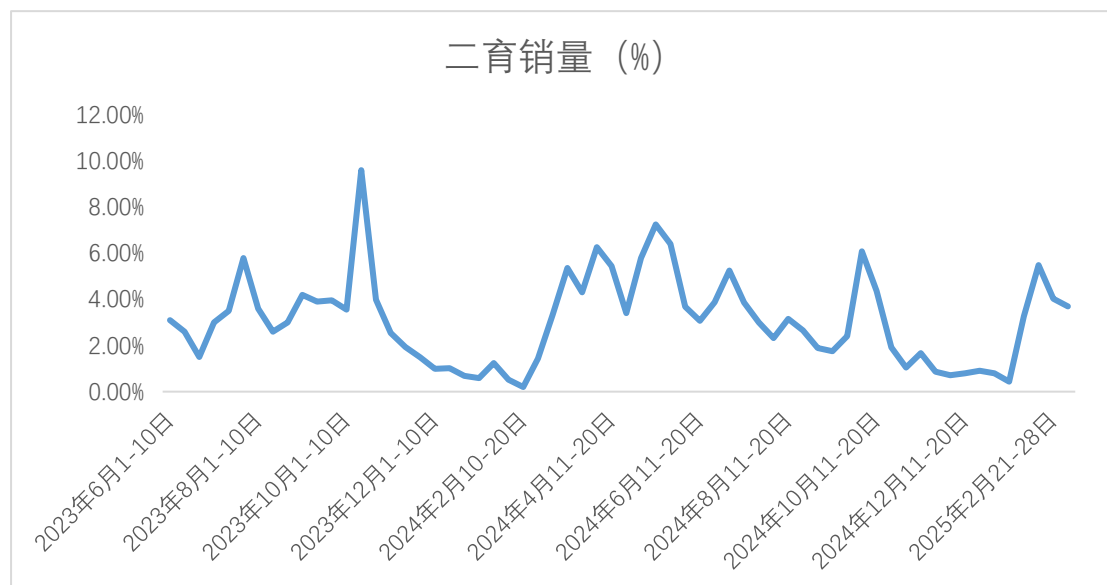


数据来源: wind, 涌益咨询, 钢联, 同花顺, 东吴期货研究所

2024 年 12 月~2025 年 1 月，养殖企业对春节后的猪价预期悲观，提前开始抛售生猪，行业出栏平均体重快速下降，育肥栏舍利用率从 2024 年 12 月初的 38%，到 2025 年 1 月最低降至 13%。由于春节前生猪积极出栏，导致市场大猪供需较标猪紧张，肥猪-标猪价差随之扩大。2025 年 2 月初，肥标价差最高达到 1.66 元/公斤，为近四年来新高。



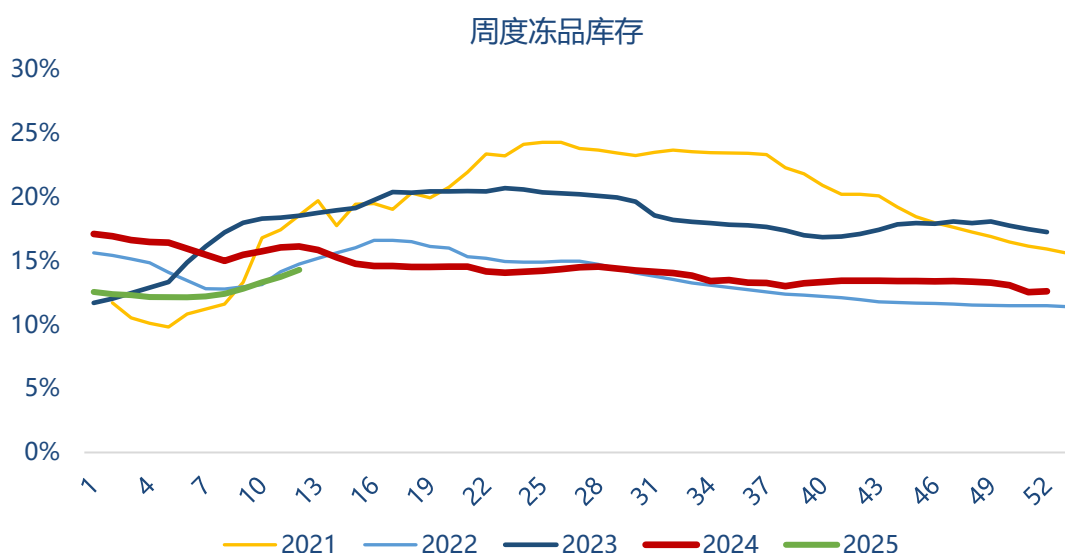
数据来源：wind，涌益咨询，钢联，同花顺，东吴期货研究所



数据来源：wind，涌益咨询，钢联，同花顺，东吴期货研究所

2025 年 2 月，春节假期结束后，由于节前生猪提前销售，导致育肥栏舍空置率较高，而肥猪较大的溢价，也吸引散户二育入场。2 月上、中、下旬，生猪出栏后销往二育的比例分别占 3.3%、5.5%、4.0%，较前期明显提高。规模场也开始放慢出栏节奏，存在压栏倾向，生猪出栏均重从 2 月初的 122 公斤已经增长至 3 月底的 127 公斤。短期的压栏和二育，暂时截留了 2 月的生猪供应压力，但是上游活体库存累库，将会把供应量后置到后面的 1~2 个月。并且 2 月以来，气温回暖后肥猪需求减少，同时大猪供应也随着压栏而开始增加，肥标价差呈现逐步缩小的趋势。待肥标价差回落后，养殖户出栏心态或会出现松动，若前期积压的库存开始释放，将会给市场带来供给冲击。

(二) 库存端：



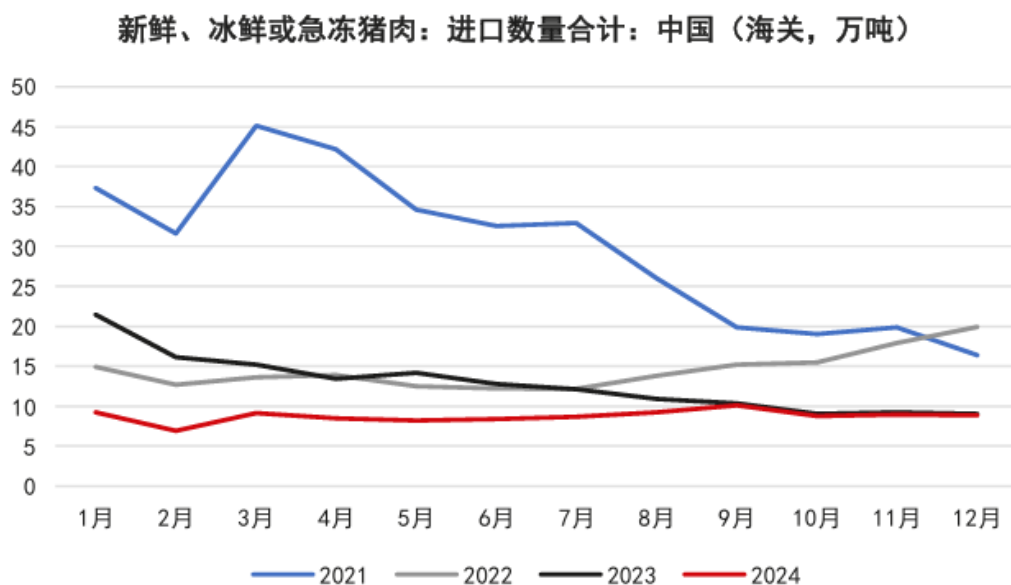
数据来源：wind，涌益咨询，钢联，同花顺，东吴期货研究所



数据来源：wind，涌益咨询，钢联，同花顺，东吴期货研究所

从冻品库存来看，在经历了过去两年冻品持续亏损的情况后，2025 年冻品库存压力不大，陈旧冻品库存消化后，在春节后猪价淡季，屠宰企业再度小幅累库冻品，但是考虑到 2025 年猪肉供应总体充足，累库节奏偏谨慎。截至 2025 年 3 月 20 日，冻品库存从年初的 12.57% 上升至目前的 14.31%，累计上升幅度 1.74%，后续对猪价的压制作用小幅增加。

鲜销率从五一前后的最低点 90.19% 上升至目前的 91.58%，冻鲜价差扩大至 4 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。



数据来源：wind，涌益咨询，钢联，同花顺，东吴期货研究所

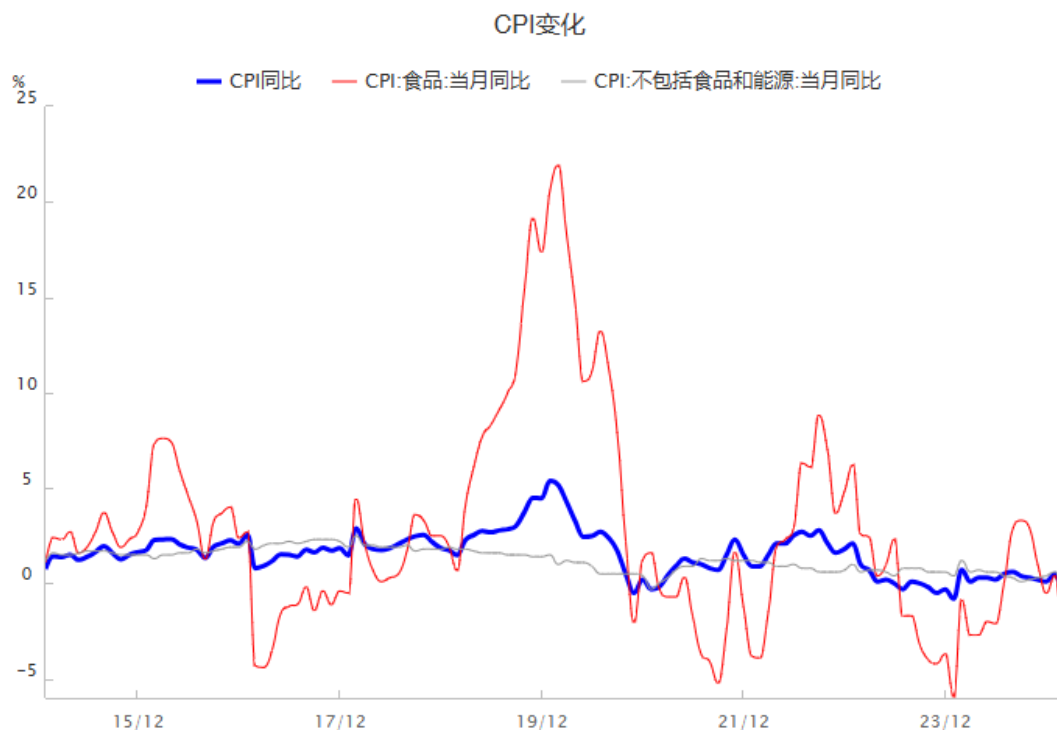
2025 年 3 月 4 日	国务院关税税则委员会办公室发布公告,中国对原产于美国的猪肉加征 10%关税
2025 年 3 月 8 日	国务院关税税则委员会办公室发布公告,对原产于加拿大的猪肉加征 25%关税。

数据来源：wind，涌益咨询，钢联，同花顺，东吴期货研究所

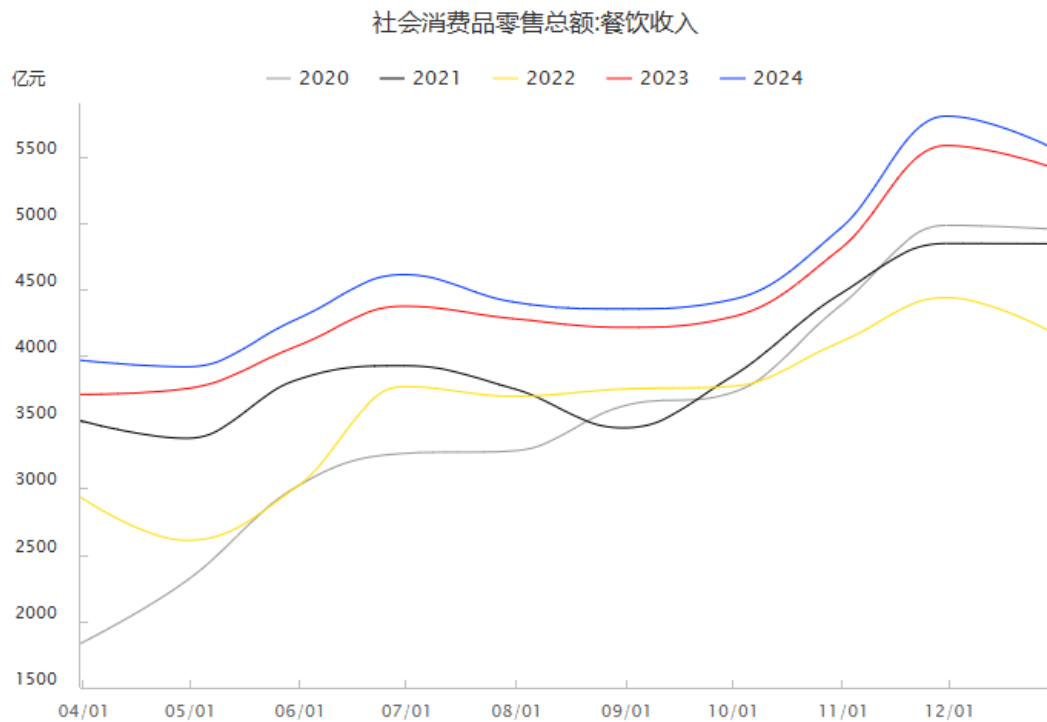
我国对猪肉的进口依赖度较低。除了 2019 年~2021 年因为非瘟导致国内猪肉供应严重不足外，猪肉进口量均保持在较低水平。2024 年，我国猪肉产量 5709 万吨，进口猪肉 107 万吨，进口仅占比 2%。出口更少，2024 年出口量 2.77 万吨，占比不足 0.05%

预计猪肉进口关税的提高，将会进一步降低我国从美国、加拿大进口猪肉数量。但是考虑到我国猪肉进口依赖度低，因此对于国内猪肉供需格局影响有限。

(三) 需求端:



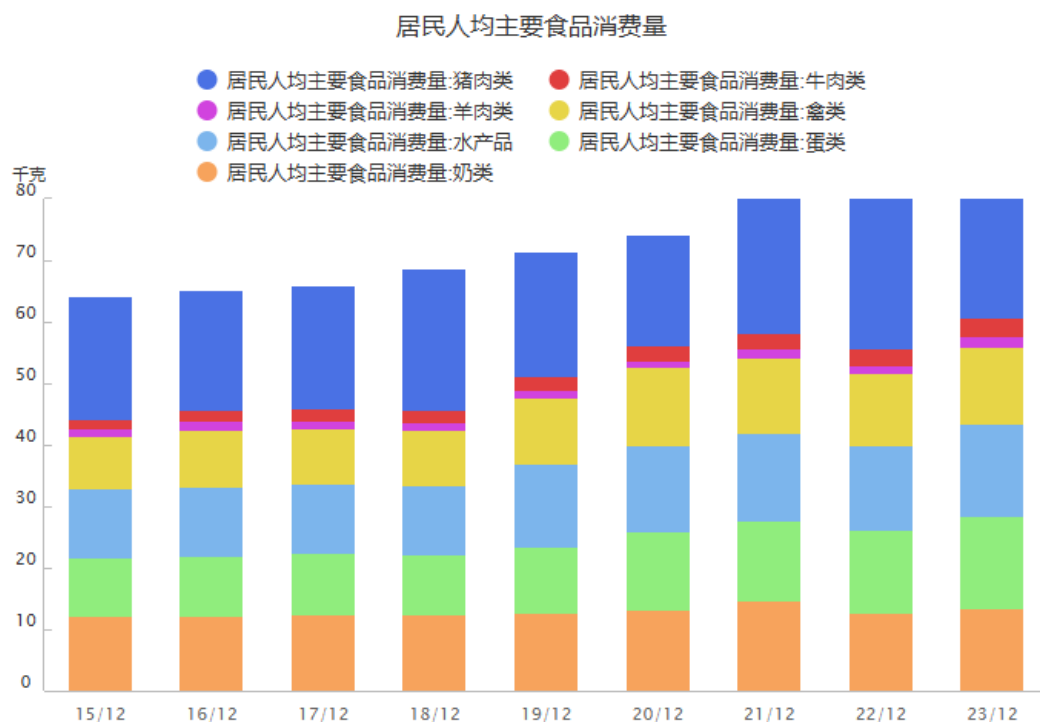
数据来源: wind, 涌益咨询, 钢联, 同花顺, 东吴期货研究所



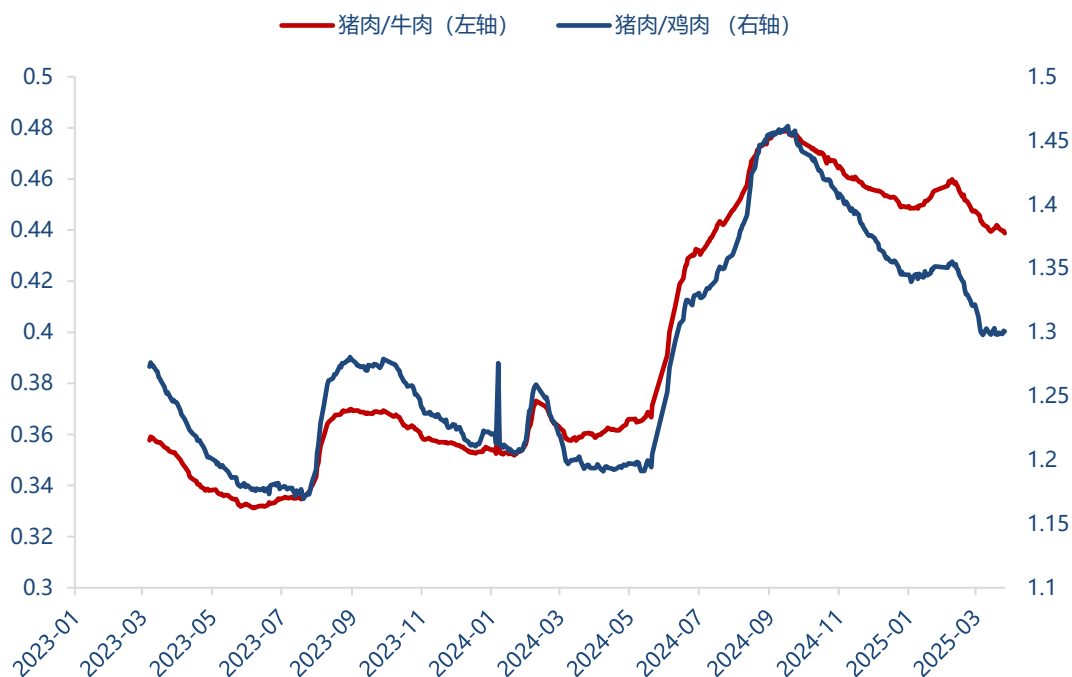
数据来源: wind, 涌益咨询, 钢联, 同花顺, 东吴期货研究所

从宏观数据来看，CPI 方面，2 月 CPI 同比 -0.7%，环比-1.2%，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、鲜果和水产品价格影响 CPI 比重较大。单从食品 CPI 来看，2 月食品项为-3.3%。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 5548 亿元，相对去年有略微增幅，但环比 11 月有所下降。增速疫情前同比均值 10.1%，2023 年同比均值 22.3%，2024 年复合增长率仅有约 5%，大幅低于之前的的生产动能。

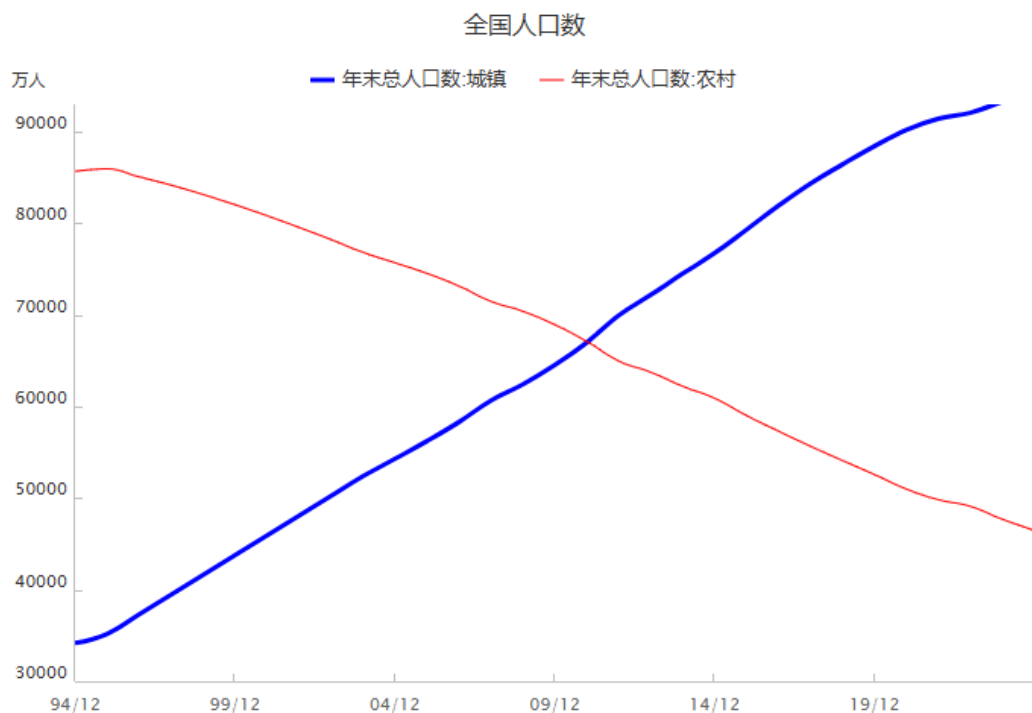


数据来源：wind，涌益咨询，钢联，同花顺，东吴期货研究所

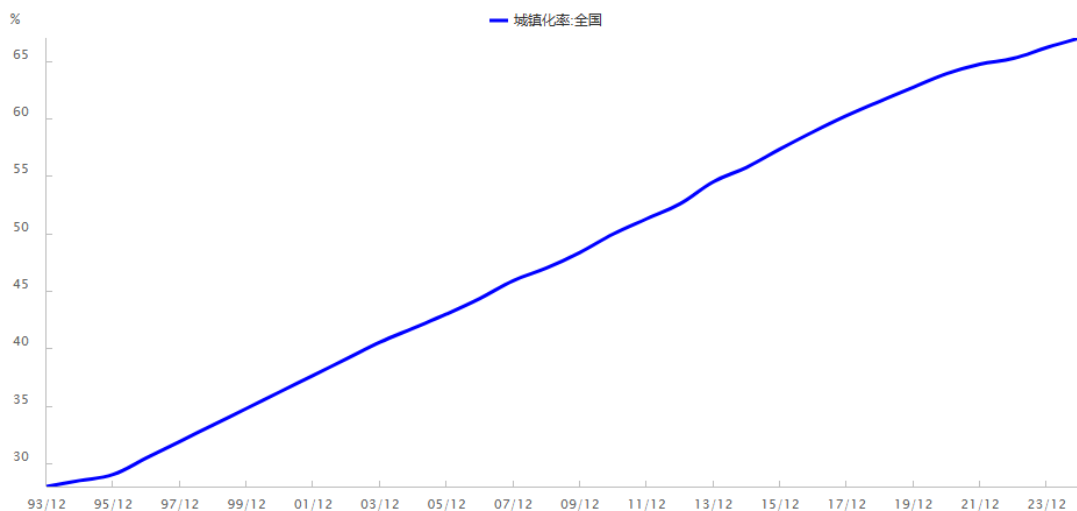


数据来源：wind，涌益咨询，钢联，同花顺，东吴期货研究所

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 14.4%，鸡肉零售价同比去年下降 1.8%，猪肉/牛肉及猪肉/鸡肉的比值目前仍旧维持在高位（1.3 左右），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。



数据来源：wind，涌益咨询，钢联，同花顺，东吴期货研究所

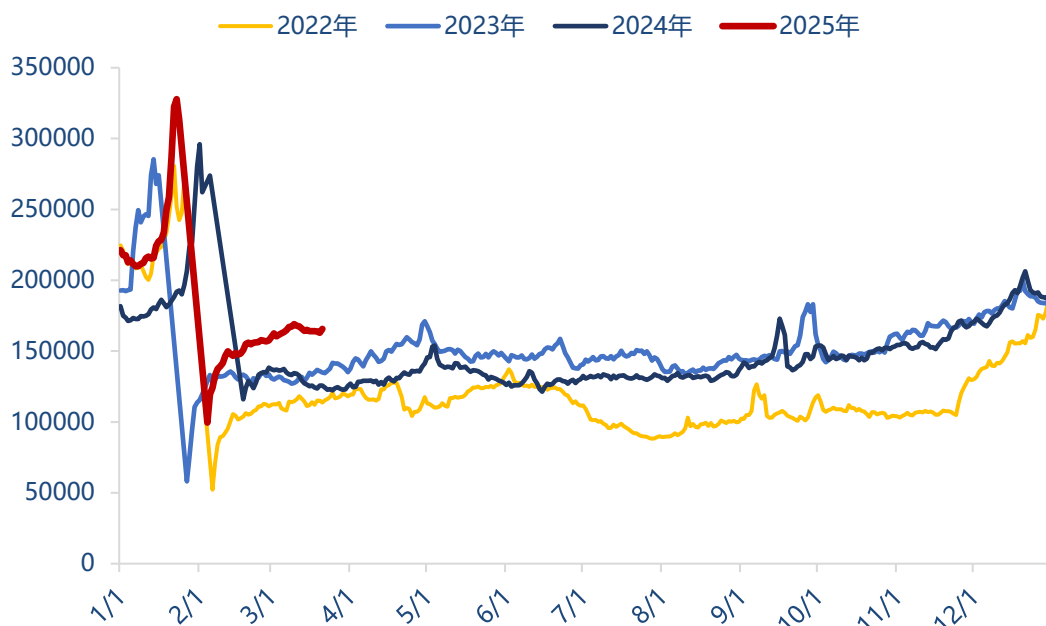


数据来源：wind，涌益咨询，钢联，同花顺，东吴期货研究所

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 2024 年的 9.4 亿人次。同时，城镇化进程发展较快，从 1993 年的 27.99% 增长到 2024 年的 67%。

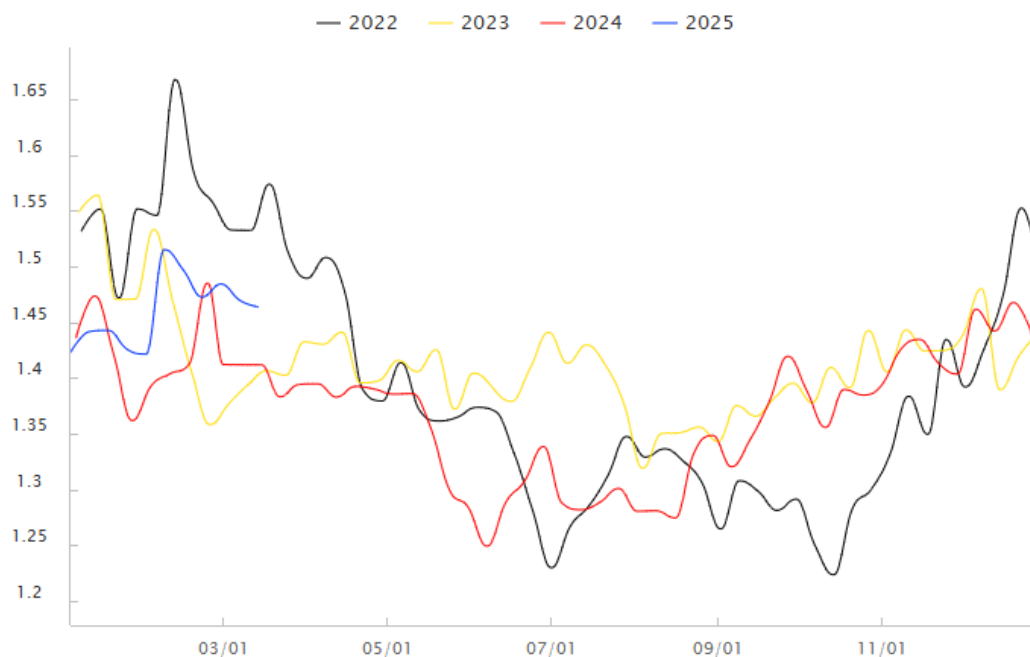
虽然消费餐饮略有复苏，但猪肉消费实际较为一般，并且在海外市场（尤其

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。



数据来源: wind, 涌益咨询, 钢联, 同花顺, 东吴期货研究所

白条/毛猪比价



数据来源: wind, 涌益咨询, 钢联, 同花顺, 东吴期货研究所

微观方面来看，2024 年屠宰量相比往年较低，整体走势与 2023 年类似，呈现季节性。根据涌益资讯，截止 2025 年 3 月 21 日，全国样本屠宰量为 165575 头，较昨日增幅 1.56%，较上周增幅 0.83%，同比略增。短期季节性需求回暖情绪较强，屠宰场收猪意愿强，但二季度猪肉终端消费整体处于淡季，需求拉动效果微弱。2025 年开年后，终端消费进入淡季，下游在消化库存，消费者采购情绪不强，白条猪肉/生猪比价回落。3 月以来，企业复工复产，日度屠宰量开始增加，但是肉/猪比价依旧在下降，下游对猪肉消费拉动力较弱。二季度来看，历史肉猪比价也多以震荡或继续走弱为主，需求端驱动不足。

三、总结

供给方面：当前栏舍利用率偏低，肥标价差吸引二育参与，行业均重持续缓慢增加，商品猪出栏压力被暂时分流，但同时也在向后期积压活体库存。中期来看，需要关注累库何时释放的风险，但是由于 2024 年 10 月~12 月新生仔猪数量小幅下降，预计二季度商品猪出栏压力暂时缓解，猪价有望出现小反弹。不过前期新生仔猪阶段降幅有限，且出生数量绝对值仍偏高，预计反弹幅度有限。长期来看，2024 年能繁母猪产能持续扩张，2025 年 2 月能繁母猪存栏、新生仔猪数量均创新高，因此下半年商品猪出栏压力将继续增长。

需求方面：宏观消费环境拉看，猪肉户外、团膳、家庭等消费缺乏利好驱动，猪肉替代品价格低迷。季节性上，春节过后进入消费淡季，二季度五一假期预计短暂拉动消费，但春夏季节猪肉需求仍以淡季为主，预计下半年随气温下降，以及中秋、腌腊、春节备货驱动，猪肉消费才会逐步向旺季过度。

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。

风险因素：养殖情绪；需求超预期变化；疫情；政策等。

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！