

摘要：2025 年生猪养殖微利或亏损在旺季预期证伪后逐渐成为行业的共识，年后现货显现颓势后近月合约再度走弱。当逢高空成为盘面的主流思路后，我们也不可过于轻视潜在的风险因素：供应递增的同时需求也面临季节性恢复、二次育肥在现货触底企稳后的入场或制约近月合约下行空间，同时也可能为近月合约的阶段性正套创造空间。

自 2024 年 12 月旺季预期被弱现实证伪以来，2025 年各期货合约跟随现货一路下行，按收盘价来看 LH2503 在冬至前低至 12600 以下。尽管冬至后至春节前现货反弹后稳定在 16 元一线，盘面仅迎来小幅回暖，并在节后再度下探。当前，远月的 LH2509 至 LH2601 合约走势相对较好，徘徊于 14000 点关口附近，近月的 LH2503 至较远的 2507 合约均跌至 13000 附近。在期货已领先于现货完成独立定价后，各合约以窄幅波动为主，养殖微利或亏损成为盘面的一致预期。而在一致预期的背后，仍有潜在的结构性价行值得关注。

图1 全国均价季节性（元/公斤）

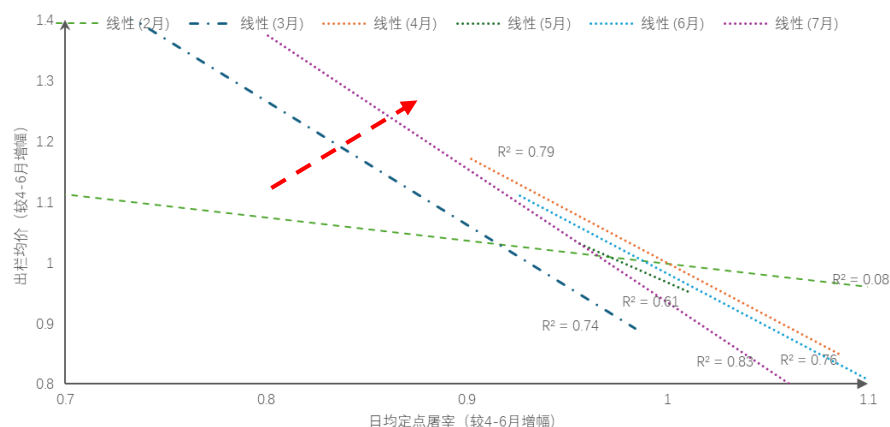


资料来源：涌益咨询、永安期货研究中心

一、需求季节性恢复或支撑现货企稳

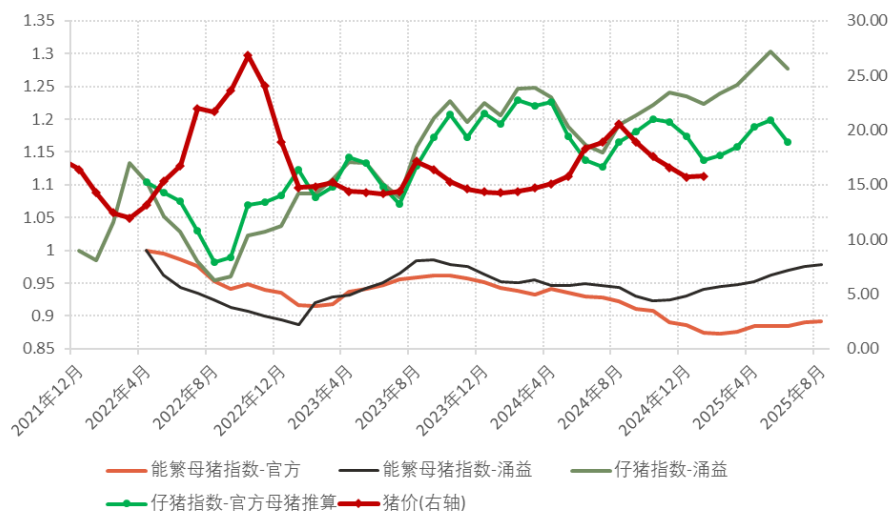
根据过往定点屠宰量与价格数据，我们估计 2 至 4 月需求将逐步好转（对 2 月需求的估计受春节所在月份不同而较为不稳定），表观消费环比提升幅度约为 5-10%，并在二季度维持相对稳定，这也与常识相符。而供给端，通过前期涌益咨询的生产效率与农业部母猪数据估计，上半年生猪供给将温和回升，幅度相对较小，这也与农业农村部新闻中提到的新生仔猪数变化相吻合。**因此，不考虑二次育肥与冻品入库的情况下，年后集团场出栏回归常态后，可能为上半年的价格锚定底部，随着需求的好转现货或可企稳。**回看过去几年春节后现货表现，多数年份在正月十五前现货回落，而元宵后逐渐企稳回升，仅 2022 年供给大幅增量使得现货持续下行至 4 月，但随后的大幅反弹或事后说明了跌价过程中存在超售现象。

图2 上半年生猪月度需求曲线变化趋势



资料来源：农业农村部、永安期货研究中心

图3 产能变化预测



资料来源：农业农村部、涌益咨询、永安期货研究中心

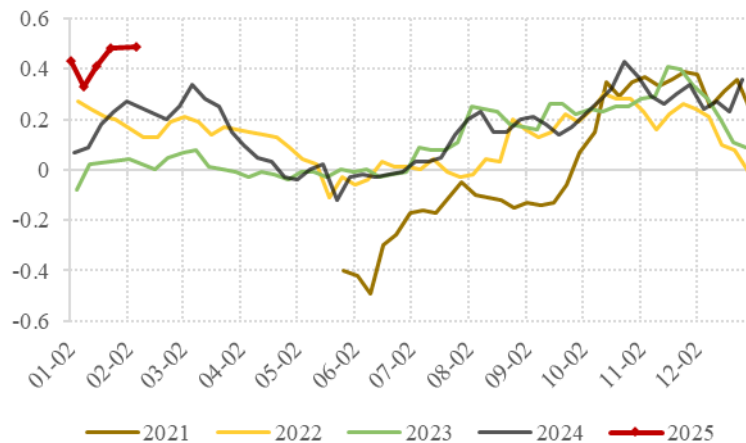
二、高肥标价差为二次育肥提供一定安全边际

25年春节后，肥标价差继续走高至历史极值。当前150KG大体重猪较标猪全国均价存在近1元/公斤的价差，甚至较140KG较大体重的猪也有0.4-0.5元/公斤价差，而200KG以上体重的大猪较标猪价差更是高达每公斤近3元。当前肥标价差的高企主要由于大体重猪存栏较少，从而出栏较少，而造成这一现象的原因如下：（一）24年8月后，数月的价格下行本不利于压栏养大猪，且二次育肥主体于10月早早开始出栏，存栏率一路下行，二育的缺位使得大体重猪源边际减少。（二）进入24年12月后，本就处于肥猪集中出栏的时间节点，外加年后进一步跌价预期蔓延，大体重猪出售意愿很强。（三）养殖规模化程度推进，养大猪的散户群体收缩。

高肥标差意味着大体重猪的结构性短缺，二次育肥群体未成规模入场之前，这一情况预计在短期内难以

解决。近期阻碍二次育肥群体入场的主要有两方面因素：（一）猪价下行预期仍存。现货处于下行区间，且盘面给出的价格预期相比现货仍有 1 元/公斤以上的下降空间，意味着压栏育肥很可能遭受价格下行的损失，这部分损失需要依靠出栏时的肥标价差与补栏时小体重猪与标猪价差（若采购 100-110 公斤小体重猪）来弥补，也就解释了下行周期内高肥标价差往往存在的原因——若要保证全市场有足量的大猪供应，就需要给出足够高的肥标价差来刺激压栏育肥。（二）饲料价格短期回升增加育肥成本。近期豆粕供给紧张带动各地饲料价格上调趋势，而大猪育肥面临着更高的料肉比，饲料每上涨 0.1 元/公斤，二次育肥的出栏成本也将对应增加 0.1 元/公斤（假定 110 至 150 公斤育肥平均料肉比为 3.8），这也抑制了二次育肥的入场动机。

图4 150KG 肥猪-标猪价差（元/斤）



资料来源：涌益咨询、永安期货研究中心

春节后随着集团场恢复出栏，现货承压下行，全国均价一周内已下调近 1.5 元/公斤，触及部分二次育肥群体心理价位，因此已有少量二育入场，但很快偃旗息鼓。二次育肥群体的试探性入场说明二育操作仍有吸引力，只是在等待更合适的时机，即猪价或饲料再度下行的时机。我们根据较为保守的假设对二次育肥成本与收益进行测算，设定 110 至 150 公斤育肥时长 50 天，料肉比 3.8，额外费用 0.5 元/公斤，不考虑采购小猪的价差（实际上 110KG 猪较标猪有折价），将肥标价差设定为 0.8 元/公斤，则二次育肥保本可以允许的现货跌幅如下。可以看到，补栏均价越高，每公斤的育肥收益就越高，就可以容忍更大的亏损，但相应的价格下行风险就更大，而饲料价格越便宜，育肥收益是严格递增的。如在 13.5 元/公斤的补栏均价与 3.3 元/公斤的饲料价格下，可以允许大猪价格 0.67 元/公斤的下跌（即肥标价差与现货价格降幅之和）。若肥标价差维持恒定，则大致对应出栏时 12.8 元/公斤的均价。可以看出，**当前二次育肥的容错率仅仅差强人意，但考虑到需求恢复可能支撑现货企稳、南美大豆丰产背景下豆粕供需格局或缓解，待时机合适二次育肥是有利可图的。需要注意的是，气温回暖后大猪需求可能走弱，过去几年内最晚在 4 月中旬肥标价差也显著收缩，这意味着二次育肥入场的潜在性价比或随着时间推移而逐渐降低。**

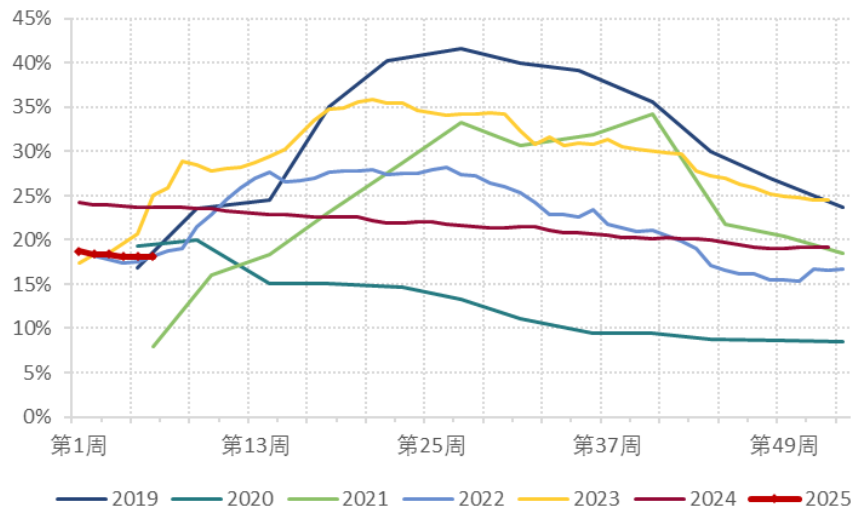
图5 150KG 育肥成本与收益测算

保本允许 现货跌幅		补栏均价															
		11.5	11.75	12	12.25	12.5	12.75	13	13.25	13.5	13.75	14	14.25	14.5	14.75	15	15.25
饲料 价	3	0.46	0.53	0.59	0.66	0.73	0.79	0.86	0.93	0.99	1.06	1.13	1.19	1.26	1.33	1.39	1.46
	3.05	0.41	0.48	0.54	0.61	0.68	0.74	0.81	0.88	0.94	1.01	1.08	1.14	1.21	1.28	1.34	1.41
	3.1	0.36	0.43	0.49	0.56	0.63	0.69	0.76	0.83	0.89	0.96	1.03	1.09	1.16	1.23	1.29	1.36
	3.15	0.31	0.37	0.44	0.51	0.57	0.64	0.71	0.77	0.84	0.91	0.97	1.04	1.11	1.17	1.24	1.31
	3.2	0.26	0.32	0.39	0.46	0.52	0.59	0.66	0.72	0.79	0.86	0.92	0.99	1.06	1.12	1.19	1.26
	3.25	0.21	0.27	0.34	0.41	0.47	0.54	0.61	0.67	0.74	0.81	0.87	0.94	1.01	1.07	1.14	1.21
	3.3	0.16	0.22	0.29	0.36	0.42	0.49	0.56	0.62	0.69	0.76	0.82	0.89	0.96	1.02	1.09	1.16
	3.35	0.11	0.17	0.24	0.31	0.37	0.44	0.51	0.57	0.64	0.71	0.77	0.84	0.91	0.97	1.04	1.11
	3.4	0.05	0.12	0.19	0.25	0.32	0.39	0.45	0.52	0.59	0.65	0.72	0.79	0.85	0.92	0.99	1.05
	3.45	0.00	0.07	0.14	0.20	0.27	0.34	0.40	0.47	0.54	0.60	0.67	0.74	0.80	0.87	0.94	1.00
	3.5	-0.05	0.02	0.09	0.15	0.22	0.29	0.35	0.42	0.49	0.55	0.62	0.69	0.75	0.82	0.89	0.95
	3.55	-0.10	-0.03	0.04	0.10	0.17	0.24	0.30	0.37	0.44	0.50	0.57	0.64	0.70	0.77	0.84	0.90
	3.6	-0.15	-0.08	-0.01	0.05	0.12	0.19	0.25	0.32	0.39	0.45	0.52	0.59	0.65	0.72	0.79	0.85

资料来源：涌益咨询、永安期货研究中心

三、冻品低库存或发挥托底作用

图6 全国冻品库容率



资料来源：卓创资讯、永安期货研究中心

自 23 年春节后屠宰场大规模补库冻品以来，冻品库存就一直处于下降过程，2024 年全年均未发生成规模的补库。25 年春节后，冻品库存处于低位，屠宰场有补库意愿。但经历上轮入冻的亏损后心态或较为谨慎，不易在短期内集中主动补冻品，或等待现货跌破成本线后逐渐补充冻品库存，对现货更多起到一定的支撑作用，而难以助推向上行情。

四、逢高做空为主，等待近月正套机会

24 年全年的母猪补栏意味着 25 年供给量大概率逐渐攀升，逢高做空养殖利润依然是主旋律，但在盘面继续计价现货下行概率之后，需考虑需求季节性恢复与二育冻品托底使现货下行不及预期的风险，不宜过度追空。当前仍处于年后供需两端回归常态的过程之中，还需等待数据给出进一步指引，因此我们针对之后基本面演进的不同情景给出对应的策略建议。随着年后出栏逐渐恢复，通过屠宰量与体重变化观察供应压力的累积情况。若供给压力继续累积，养殖端主动去库，现货进一步下行，企稳后存在二次育肥入场与冻品入库空间，且可能未被盘面充分计价，即使未带来单边的上涨行情，也可在短期内发挥托底作用，限制近月合约下行空间，在盘面贴水现货的情况下做空次近月合约的风险相对较小（当前即 LH2505 合约，调整升贴水对交割成本影响不大）。若观察到供应压力得以消化、现货企稳，在近月合约贴水的情况考虑轻仓介入正套策

略，但当前注册仓单较多，需注意交割允许范围内低价交割品对近月合约的潜在不利影响有扩大的风险。