

油料供应宽松不变，粕类估值延续低位运行

——2025 年粕类年报

2024 年 12 月 30 日 星期一

兴证期货·研究咨询部

农产品研究团队

林玲

从业资格编号：F3067533

投资咨询编号：Z0014903

联系人

胡卉鑫

从业资格编号：F03117395

邮箱：hhx@xzfutures.com

内容提要

展望 2025 年，油料供应宽松不变，粕类价格仍然呈现低位运行，供应端、政策端扰动对油料波动影响上升。豆类方面，美豆旧作丰产兑现，南美新作丰产预期强烈，全球大豆供应宽松情况强化。2024/25 年度巴西大豆生长、降水情况良好，丰产预期难以证伪，美豆快速下跌过程中部分丰产预期已经被计价，但是巴西种植成本偏低，仍然具有生产利润，大豆价格仍然具有一定下行空间，巴西大豆升贴水预计将对大豆价格变动形成一定指引。阿根廷大豆播种、大豆质量同样表现良好，但近期产区降水偏少，土壤干旱率上升，弱拉尼娜气候对阿根廷产区影响或将开始体现，若未来产区干旱持续，南美大豆丰产预期存在边际下降可能。美豆供应对大豆价格影响主要作用于 2025/26 年度，一方面，由于美豆种植亏损，2025/26 年度大豆播种面积预计下降，产量容错率降低，三季度天气炒作概率上升，大豆价格存在阶段性上涨可能；另一方面，美国生物柴油政策限制进口油脂掺混，贸易政策将直接降低油脂进口量，美豆油生物柴油投料占比预计上升利好美国国内大豆压榨，大豆压榨量存在上升可能，进而影响美豆出口潜力，美豆新作出口供应存在下降可能。海外大豆供应将直接影响国内豆粕价格，上半年进口大豆价格持续向成本回落，豆粕成本承压严重，延续低位运行，若特朗普上任导致中美贸易关系或能源政策出现变化，豆粕预计跟随美豆出现反弹，但是南美丰产压力将限制反弹高度。下半年存在价格回升可能，需关注美国种植面积以及大豆生长期天气情况。

菜类方面，全球菜籽供应收紧，国内菜籽、菜粕供需延续紧平衡。国内上半年菜籽、菜粕进口预计偏紧，一方面，2023/24 年度全球菜籽减产，新作菜籽上市前

国内外菜籽供应均呈现收紧趋势，同时，加菜籽反倾销调查影响下，国内加菜籽进口降幅较大，菜籽供应进一步收缩。菜粕进口存在上升预期，加菜粕、俄菜粕进口上升在一定程度上弥补菜籽缺口，但是加菜粕出口同样受美加关系影响，国内菜粕供应不确定性同样上升。相较于豆粕较明确的供应宽松趋势，菜粕的不确定性给予更多的溢价，价格运行相对强于豆粕，但整体运行仍然受豆粕价格拖累。

风险分析：美加贸易政策变动、中加关系和缓、阿根廷长期干旱、美国大豆种植面积大幅下降、菜籽新作产量修复不及预期、国内养殖利润修复。

报告目录

1.行情回顾：2024 年油脂油料建库，双粕重心下移	5
2.大豆基本面：大豆建库周期持续，供应宽松不变	6
(1) 南美大豆生长预期良好，延续增产基调	6
(2) 美豆库存回升，新季种植面积存在调降可能	9
3.豆粕基本面：供应趋松不变，价格低位运行	11
(1) 豆粕供应：中国贸易担忧对大豆进口影响有限，供应整体充裕	11
(2) 豆粕需求：大豆压榨保持稳定，饲料需求小幅增长	13
(3) 豆粕供需平衡表	16
4. 菜粕基本面：贸易政策扰动加剧，菜粕供需紧平衡	17
(1) 全球菜籽供应：全球油菜籽减产，供应趋紧	17
(2) 加菜籽出口：贸易政策不确定性上升，出口波动较大	18
(4) 国内菜籽需求：豆粕替代预计上升，水产饲料增量有限	20
(5) 菜粕供需平衡表	21
4. 结论	22

图表目录

图表 1：CBOT 大豆主力合约	5
图表 2：豆粕主力合约	6
图表 3：菜粕主力合约	6
图表 4：巴西大豆播种进度（%）	7
图表 5：各机构对巴西大豆产量预估乐观	7
图表 6：巴西未来 3 个月降水预测	7
图表 7：巴西未来 3 个月气温预测	7
图表 8：巴西大豆仍然具有成本优势	8
图表 9：阿根廷大豆优良率	8
图表 10：阿根廷大豆土壤湿润度	8
图表 11：阿根廷大豆播种进度	9
图表 12：拉尼娜气候发生概率	9
图表 13：Nino3.4 指数 SST 预测模型	9
图表 14：美豆单产与产量均上升	10
图表 15：美豆季度库存（吨）	10
图表 16：美豆、美玉米种植面积（万英亩）	11
图表 17：大豆-玉米比价下降	11
图表 18：美豆月度出口量（吨）	12
图表 19：巴西大豆月度出口量（千吨）	12
图表 20：大豆进口来源	12
图表 21：大豆进口情况	12

图表 22: 我国大豆买船进度	13
图表 23: 大豆压榨开工保持稳定	14
图表 24: 大豆榨利上半年回正	14
图表 25: 大豆压榨量 (万吨)	14
图表 26: 巴西大豆出口升贴水回落	14
图表 27: 2024 年 1-10 月饲料产量 (万吨)	15
图表 28: 能繁母猪存栏量重新回升 (万头)	15
图表 29: 生猪存栏量小幅下降 (万头)	15
图表 30: 生猪养殖利润重新回落 (元/只)	15
图表 31: 蛋禽养殖利润表现良好 (元/只)	16
图表 32: 2024 年饲料产量较上年基本持平	16
图表 33: 2024/25 年度豆粕消费小幅上升	16
图表 34: 豆粕库存偏高	17
图表 35: 豆粕供需平衡表	17
图表 36: 全球菜籽产量下降 (百万吨)	18
图表 37: 加拿大菜籽产量下降 (千吨)	18
图表 38: 欧盟菜籽产量下降 (千吨)	18
图表 39: 俄罗斯菜籽产量上升 (千吨)	18
图表 40: 加菜籽对华出口占比上升	19
图表 41: 加菜粕主要出口美国	19
图表 42: 我国菜籽进口结构	20
图表 43: 我国菜粕进口结构	20
图表 44: 油厂压榨利润下半年上升	20
图表 45: 油菜籽月度压榨量上升	20
图表 46: 水产饲料产量下降 (万吨)	21
图表 47: 水产品价格涨幅较小	21
图表 48: 菜籽库存 (万吨)	22
图表 49: 菜粕库存 (万吨)	22
图表 50: 中国菜粕供需平衡表	22

1.行情回顾：2024 年油脂油料建库，双粕重心下移

2024 年南、北美大豆增产，全球油脂油料进入建库周期，海外大豆价格震荡回落，国内豆粕价格跟随外盘变动价格下跌，豆类价格重心较 2023 年下移。油菜籽产量虽然有所下降，但菜粕走势受大豆价格影响较大，价格变动较为一致。纵观全年油料价格波动，价格涨跌基本由供应端驱动，整体分为 4 个阶段。

1、1-2 月：南美卖压压制盘面，双粕下跌。年初南美大豆即将上市，巴西、阿根廷丰产较为确定，大豆 CNF 升贴水持续下行，豆粕价格回落拖累菜粕价格，供应压力下双粕下跌。

2、3-5 月：大豆、菜籽意外减产，供应担忧驱动双粕上涨。巴西大豆意外减产超 1000 万吨，大豆丰产不及预期，豆粕价格快速反弹，同时 5 月巴西南部遭遇洪水灾害，港口设施毁损加剧出口担忧，豆粕价格反弹至年内高点。欧菜籽 3-4 月遭遇霜冻灾害，减产担忧持续发酵，双粕共振上涨。

3、6-8 月：美豆种植顺利，双粕价格下跌，豆粕运行相对强于菜粕。美豆种植面积意外上调，优良率、土壤情况均好于上年水平，丰产预期下豆粕价格快速回落。2024 年国内菜籽、菜粕供应同样充裕，菜粕价格跟随豆粕价格下跌，走势相对偏弱。

4、9-12 月：双粕走势分化，中加关系恶化，菜粕价格走强。9 月我国启动加菜籽反倾销调查，供应收紧担忧驱动菜粕价格大幅上涨，价格呈现高位运行，豆粕受该事件影响有限，延续偏弱运行，后续南美新作播种开始，南美丰产预期同样利空豆粕价格，豆粕呈现偏弱运行。

图表 1：CBOT 大豆主力合约



数据来源：文华财经、兴证期货研究咨询部

图表 2：豆粕主力合约



数据来源：文华财经、兴证期货研究咨询部

图表 3：菜粕主力合约



数据来源：文华财经、兴证期货研究咨询部

2.大豆基本面：大豆建库周期持续，供应宽松不变

(1) 南美大豆生长预期良好，延续增产基调

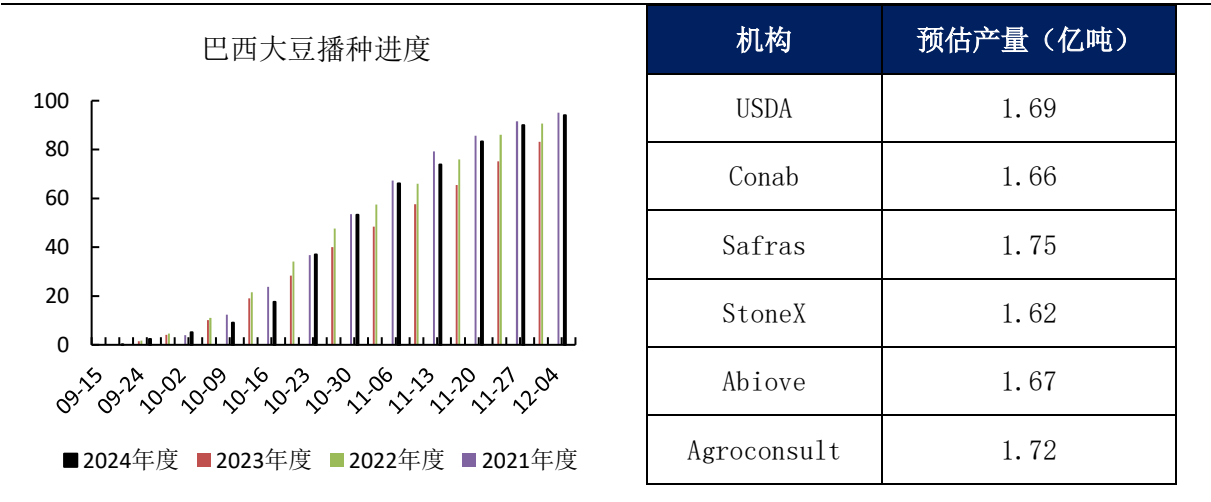
2023/24 年度全球气候由拉尼娜向厄尔尼诺转变，阿根廷大豆修复性增产，南美大豆产量达 2.15 亿吨，全球大豆库存上升至 1.12 亿吨，大豆进入累库周期。2024/25 年度大豆供应转松预期不变，巴西大豆产量修复预期强烈，南美产量预计上升至 2.34 亿吨，同比增长 8%，全球大豆库存预计上升至 1.3 亿吨，南美产区仍然推动全球大豆建库进程。

巴西新作开局干旱解除，产量修复增长。2024/25 年度巴西大豆种植面积持续增长达 4735.6 万公顷，同比增长 2.6%。今年三季度起巴西进入旱季，全境土壤干旱较为严重，大豆播种慢于去年水平，巴西大豆开局不利。但 10 月下旬起巴西进入雨季，产区干旱显著改善，利好大豆播

种。截至 12 月 1 日，巴西大豆播种进度达 90%，播种基本完成，并且生长关键期与雨季重叠，利好巴西大豆产量。基于良好的天气与生长情况，Conab 预估 2024/25 年度大豆单产、产量分别将达 3.5 吨/公顷与 1.66 亿吨，同比上涨 9.6%与 12.5%，市场机构预估巴西大豆产量达 1.66-1.7 亿吨区间，USDA 同样预测巴西大豆产量将达 1.69 亿吨，丰产预期较为一致。播种进度加快将导致大豆成熟时间提前，中部产区预计明年 1 月中上旬将陆续开始收割，但是降水偏多或将对收割工作形成一定阻碍，需关注产区收割进度与病虫害情况对产量的影响。

图表 4：巴西大豆播种进度

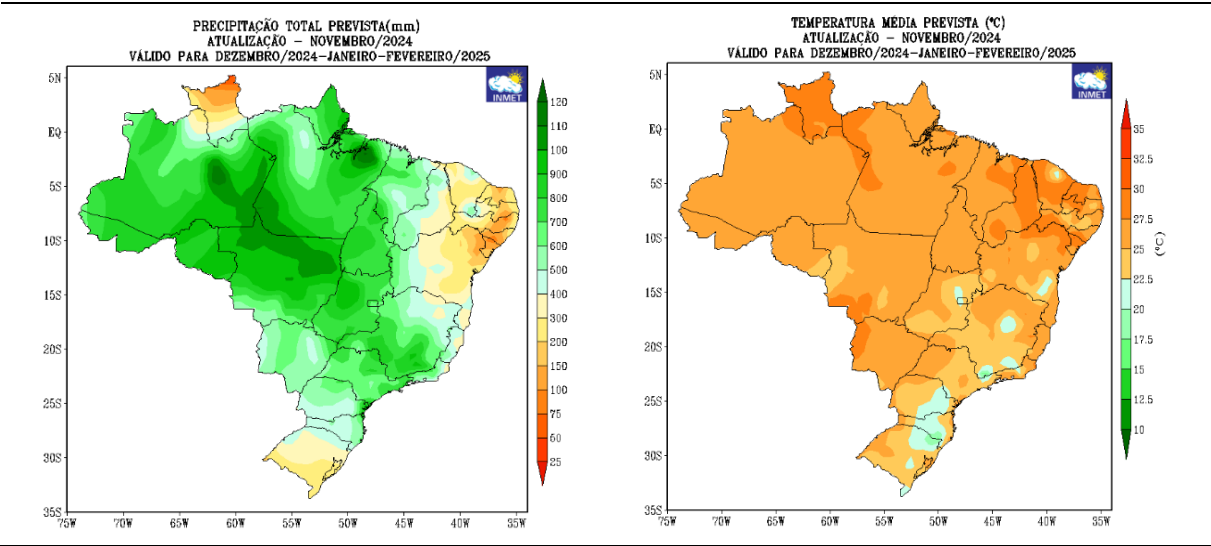
图表 5：各机构对巴西大豆产量预估乐观



数据来源：Conab、公开资料、兴证期货研究咨询部整理

图表 6：巴西未来 3 个月降水预测

图表 7：巴西未来 3 个月气温预测



数据来源：INMET、兴证期货研究咨询部

成本方面，巴西大豆成本优势仍存，大豆价格存在一定下行空间。大豆供应持续宽松，种植成本成为重要的价格支撑。2024/25 年度巴西大豆成本除东北部巴伊亚州接近 1000 美分/蒲外，

其余均低于 900 美分/蒲，种植大豆仍然盈利，同时，巴西大豆相对偏低的种植成本使得 CBOT 大豆仍然存在一定下行空间。

图表 8：巴西大豆仍然具有成本优势

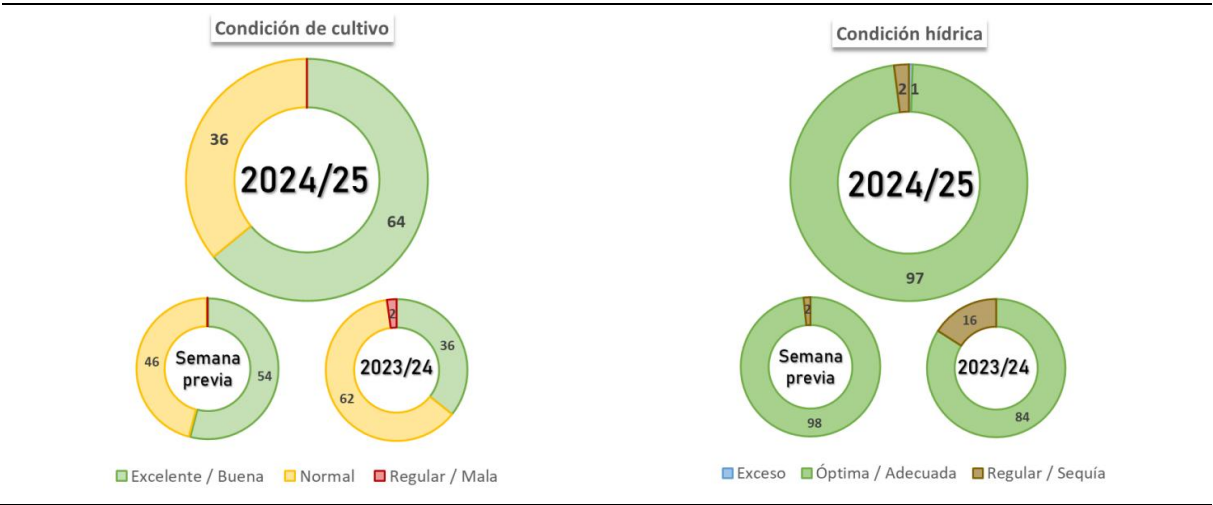
产区	巴西大豆种植成本预估 (雷纳尔/包)						折合美元成本与利润 (美分/蒲)		
	要素投入	固定成本	可变成本	总成本	生产者价格	利润	总成本	生产者价格	利润
巴伊亚州	35.9	15.05	81.56	133	118	-15	991.7	886.1	-105.6
联邦区	12.41	22.07	66.8	101	121	20	759.1	902.6	143.6
戈亚斯州	9.56	15.47	54.8	80	118	38	594.1	882.8	288.8
马拉尼昂州	19.99	32.17	64.71	117	121	4	874.6	904.3	29.7
米纳斯吉亚斯州	11.88	19.11	73.79	105	123	18	783.8	919.1	135.3
南马托格罗索州	30.71	21.47	67.74	120	124	4	897.7	929.0	31.4
马托格罗索州	17.77	16.92	73.07	108	121	13	808.6	905.9	97.4
皮奥伊州	12.64	15.52	65.22	93	120	27	699.7	899.3	199.7
巴拉纳州	28.47	19.39	73.16	121	122	1	907.6	910.9	3.3
南里奥格兰德州	10.21	21.07	71.42	103	121	18	769.0	904.3	135.3
托坎廷斯州	8.29	22.82	82.21	113	117	4	848.2	874.6	26.4

数据来源：Conab、兴证期货研究咨询部

阿根廷大豆生长前景较好，丰产预期上升。2023/24 年度阿根廷大豆修复性增产，产量上升至 5000 万吨，增幅达 2300 万吨，本年度市场仍然看好阿根廷大豆产量。截至 12 月 5 日，阿根廷布宜诺斯艾利斯、科尔多瓦、圣达菲三大主产区播种进度均过半，大豆播种进度达 53.8%，与去年基本持平，生长质量方面，大豆优秀率达 64%，一般率达 36%，土壤湿润率达 97%，大豆生长状态较为良好，USDA 上调阿根廷产量 100 万吨至 5200 万吨，新季大豆压榨量同样将达 4000 万吨，豆粕出口压力或将外溢至大豆出口。

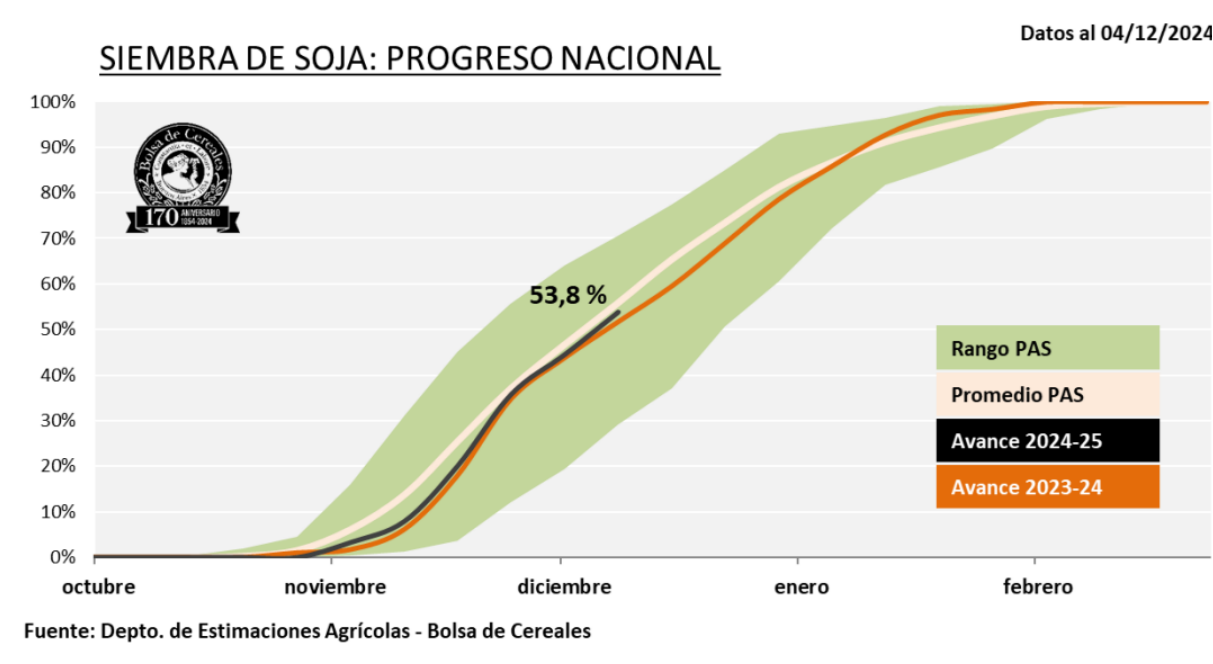
图表 9：阿根廷大豆优良率

图表 10：阿根廷大豆土壤湿润度



数据来源：布宜诺斯艾利斯谷物交易所、兴证期货研究咨询部

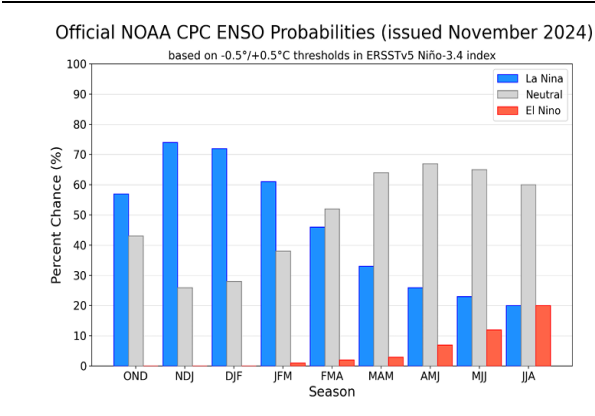
图表 11：阿根廷大豆播种进度



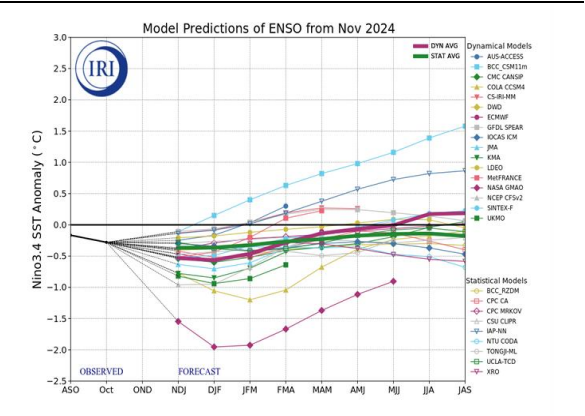
数据来源：布宜诺斯艾利斯谷物交易所、兴证期货研究咨询部

整体而言，2024/25 年度南美大豆种植面积上升，一季度降水整体充裕，大豆丰产预期较强。巴西、阿根廷大豆产量总计将达 2.21 亿吨，推动全球库销比上升，大豆建库趋势持续。气候方面，气象机构预测 12 月形成拉尼娜气候的可能性达 57%，并持续至次年 2 月，虽然本轮拉尼娜强度较弱，对产量影响有限，但仍需警惕巴西南部、阿根廷北部产区可能出现的阶段性干旱。目前阿根廷中北部产区降水下降，土壤干旱率小幅上升，未来持续关注阿根廷降水变化对大豆产量的影响

图表 12：拉尼娜气候发生概率



图表 13：Nino3.4 指数 SST 预测模型



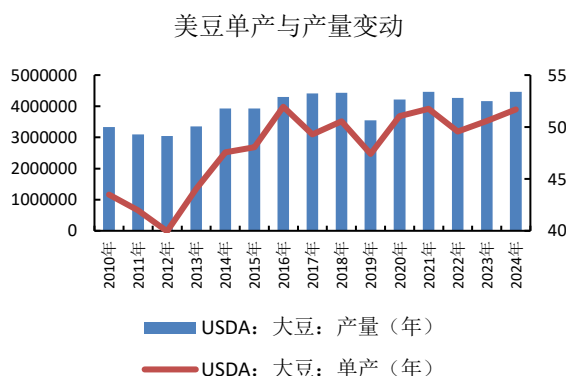
数据来源：NOAA、兴证期货研究咨询部

(2) 美豆库存回升，新季种植面积存在调降可能

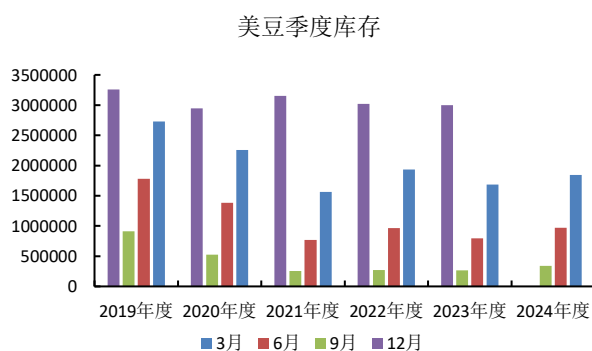
美豆上调种植面积，产量修复上升。2024//25 年度美豆播种初期降水偏多，低温影响大豆

播种进度，但进入 6 月后大豆出芽率、优良率均表现良好，种植面积上调至 8650 万英亩，产量容错率上升叠加种植关键期主产区降水充沛，大豆单产一度上升至 53.2 蒲高位，产量预估达 1.24 亿吨，虽然生长期尾声干旱导致美豆产量小幅下调，但 1.21 亿吨仍然使美豆期末库存上调至 1280 万吨，同比上升 37%。2024/25 年度美豆供应变数主要来源于中美贸易关系以及豆油生柴应用变数。拜登政府对清洁能源税收补贴利好国内大豆压榨，美国国内需求前期表现良好。NOPA 数据显示，截至 2024 年 10 月，大豆累计压榨量达 18.11 亿蒲，环比上升 4.3%。特朗普上任后虽然美豆油生柴投料占比有所上升，但是豆油掺混增量有限，能源政策虽然利好美国本土豆类价格，但是大豆压榨总量下降预计利空全球豆类市场。

图表 14：美豆单产与产量均上升



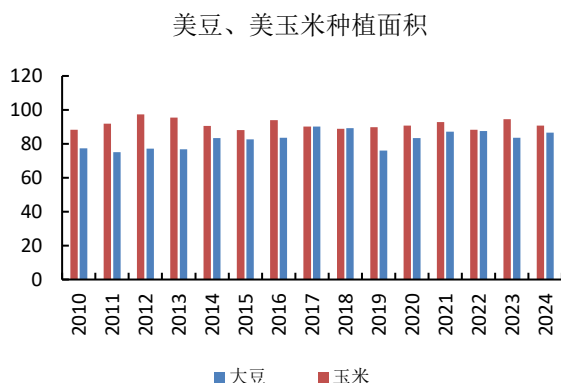
图表 15：美豆季度库存



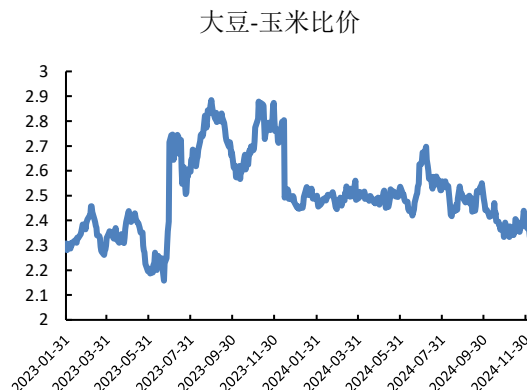
数据来源：USDA、兴证期货研究咨询部

大豆-玉米比价回落，新季大豆种植面积存在下调可能。美国大豆、玉米产区基本重叠，二者存在较为明显的“争地”情况，2024/25 年度大豆种植面积上升 300 万英亩，对应玉米种植面积下调 400 万英亩，当前为农户决定来年种植计划时段，大豆-玉米比价成为农户决策的重要依据。2024/25 年度大豆-玉米比价回落至 2.29，较去年同期 2.81 相比出现较大回落，根据当下合约价格大豆种植面临亏损，农户相对更倾向于种植玉米，来年大豆种植面积存在下降可能。关注 2 月农业展望论坛对大豆种植面积的预估情况。

图表 16：美豆、美玉米种植面积（万英亩）



图表 17：大豆-玉米比价下降



数据来源：USDA、同花顺 iFind、兴证期货研究咨询部

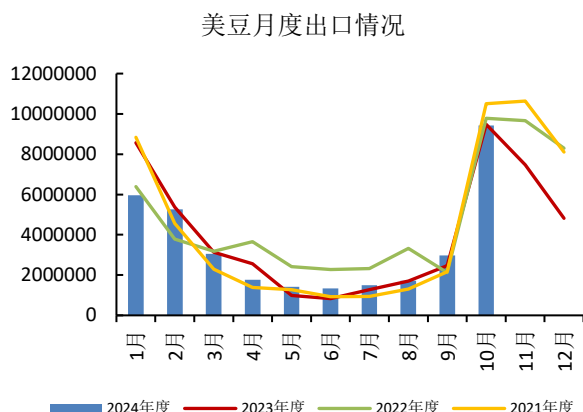
3.豆粕基本面：供应趋松不变，价格低位运行

(1) 豆粕供应：中国贸易担忧对大豆进口影响有限，供应整体充裕

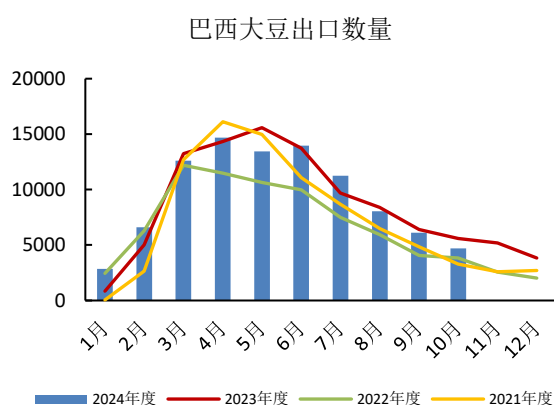
大豆进口宽松，豆粕供应整体充裕。截至 2024 年 10 月，国内进口大豆 8994.04 万吨，同比增长 18.25%，油厂二季度压榨利润持续为正，大豆采购量快速上升。自 5 月起，我国大豆千吨以上到港预期不断增强，二、三季度累计到港量接近 4000 万吨。截至 12 月 5 日，美豆销售年度对华累计出口量达 1358.43 万吨，同比上升 5%。四季度大豆到港量预计达 2463.5 万吨，较去年增长 1.74%，2024 年度预计进口量达 1.06 亿吨，同比增长 7.8%，国内大豆供应充裕。

2025 年度大豆进口扰动主要来源于中美贸易摩擦，整体影响预计相对有限。自 2018 年中美贸易冲突后，美豆进口占比降至 20%-30%，巴西大豆进口占比上升至 70%，美豆进口依赖逐渐下降。2024/25 年度南美大豆丰产预期较强，巴西、阿根廷大豆出口总量预计达 1.1 亿吨，按照往年对华出口占比计算，巴西、阿根廷大豆对华出口量预计达 7400 万吨与 350 万吨，基本持平于往年水平。美豆进口情况则取决于中美贸易关系，目前特朗普政府对华态度较上一任期相对和缓，对中国加征关税预期同样不及竞选时期，中美问题表现出进一步磋商可能。若中美关系正常，2024/25 年度大豆进口量预计达 1.02-1.05 亿吨，与 2024 年基本持平，若中美关系恶化，我国将加大对南美大豆的采购量，2025 年美豆进口量预计下降至 1200 万吨，南美大豆进口量上升至 8350 万吨，假设其余国家进口保持 500 万吨左右不变，我国大豆进口量预计为 1 亿吨，较贸易关系正常情况降幅较小，大豆供应整体充裕不变。

图表 18: 美豆月度出口量 (吨)

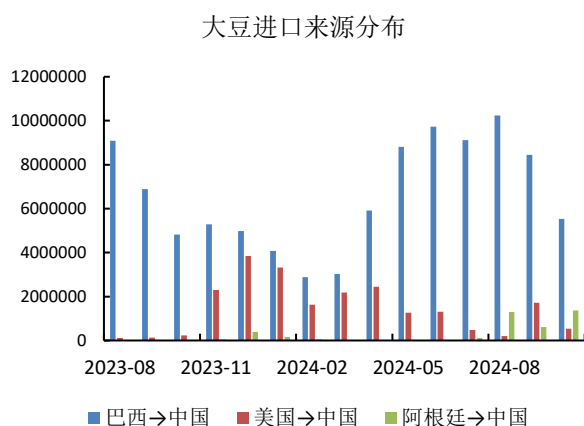


图表 19: 巴西大豆月度出口量 (千吨)

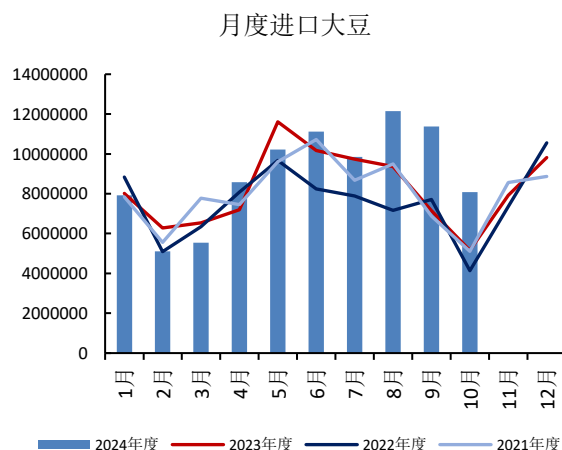


数据来源: Conab、兴证期货研究咨询部

图表 20: 大豆进口来源



图表 21: 大豆进口情况 (吨)



数据来源: USDA、兴证期货研究咨询部

目前国内大豆供应缺口主要集中于 2025 年 1 季度。2025 年 1 月买船偏慢,大豆采购仅完成 158.1 万吨,采购进度达 32.8%,根据预估买船量推算,1 季度预计到到港达 1810 万吨,位于近五年低位,目前存在 570 万吨采购缺口。根据船期测算,1 月进口量预计为 600-650 万吨,较往年同期小幅下降,若 1 月采购延迟,3 月大豆、豆粕供应存在收紧担忧。三月起我国大豆采购转向巴西,二季度月均买船量预计达 1000 万吨以上,大豆整体供应宽松预期不变。

图表 22：我国大豆买船进度

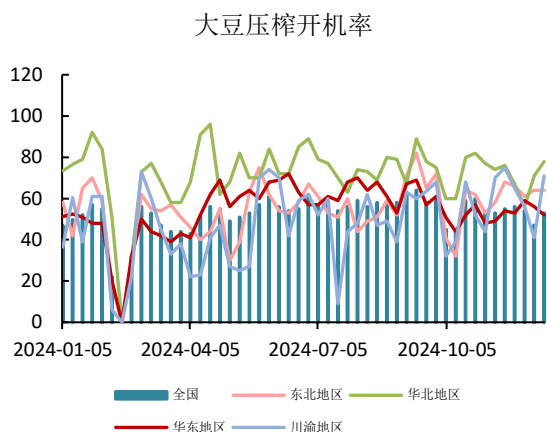
Chinese Imported Soybean Purchasing Pace Updated on 2024/12/3 by McDonald and Pelz								
SHIPMENT 装船月	PROJECTION (,000 tons) 预计采购量 (千吨)	PURCHASED (,000 tons) 完成采购量 (千吨)				COVERAGE (%) 采购百分比	OPEN (,000 tons) 待采量 (千吨)	LOADED (,000 tons) 装船量 (千吨)
		US 美国	BRZ 巴西	ARG/URU 阿/乌	TOTAL 合 计			
SEP	6,040	1,255	4,734	52	6,040	100.0%	0	6,011
OCT	13,390	7,378	5,407	604	13,390	100.0%	0	12,502
NOV	8,524	4,433	3,971	120	8,524	100.0%	0	8,930
DEC	4,757	1,857	2,867	34	4,757	100.0%	0	4,933
JAN	5,593	3,817	1,776	0	5,593	100.0%	0	5,044
FEB	10,369	3,254	7,115	0	10,369	100.0%	0	10,025
MAR	11,155	1,768	9,387	0	11,155	100.0%	0	11,487
APR	10,553	598	9,855	100	10,553	100.0%	0	10,420
MAY	12,297	323	10,254	1,720	12,297	100.0%	0	12,048
JUN	12,881	24	11,098	1,759	12,881	100.0%	0	12,843
JUL	8,520	23	7,633	864	8,520	100.0%	0	8,580
AUG	7,576	289	6,553	733	7,576	100.0%	0	7,445
2023/24	111,654	25,018	80,650	5,986	111,654	100.0%	0	110,268
SEP	5,272	995	3,921	356	5,272	100.0%	0	4,912
OCT	9,924	6,269	3,440	215	9,924	100.0%	0	9,289
NOV	8,796	6,357	2,373	66	8,796	100.0%	0	7,017
DEC	5,500	4,422	792	0	5,214	94.8%	286	updating
JAN	4,800	1,386	195	0	1,581	32.9%	3,219	updating
FEB	7,800	914	4,420	0	5,334	68.4%	2,466	updating
MAR	11,800	0	7,194	0	7,194	61.0%	4,606	updating
APR	11,500	0	5,610	0	5,610	48.8%	5,890	updating
MAY	12,000	0	3,102	0	3,102	25.9%	8,898	updating
JUN	10,000	0	2,046	0	2,046	20.5%	7,954	updating
JUL	8,500	0	528	0	528	6.2%	7,972	updating
AUG	6,500	0	0	0	0	0.0%	6,500	updating
2024/25	102,392	20,343	33,621	637	54,601	53.3%	47,791	21,218

数据来源：McDonld Pelz、兴证期货研究咨询部

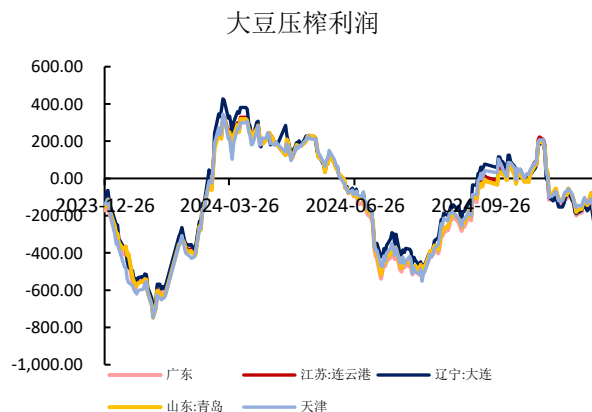
(2) 豆粕需求：大豆压榨保持稳定，饲料需求小幅增长

大豆榨利变动与往年基本一致，大豆压榨量保持稳定。2024 年 1-11 月，油厂压榨开工平均压榨开工达 50%，大豆累计压榨量为 8919.78 万吨，同比增长 0.53%，全年大豆压榨量预计达 9660 万吨，与上年基本持平。2025 年一季度起，巴西大豆开始出口，出口预计达 1.05 亿吨，巴西出口卖压影响下升贴水将持续下行，目前巴西升贴水已经出现明显下降，市场持续交易南美卖压，巴西大豆对盘榨利同样良好，油厂压榨与买船意愿较强，压榨预计保持高位区间，大豆压榨量预计与去年水平基本持平，达 9500-9800 万吨。

图表 23：大豆压榨开工保持稳定（%）

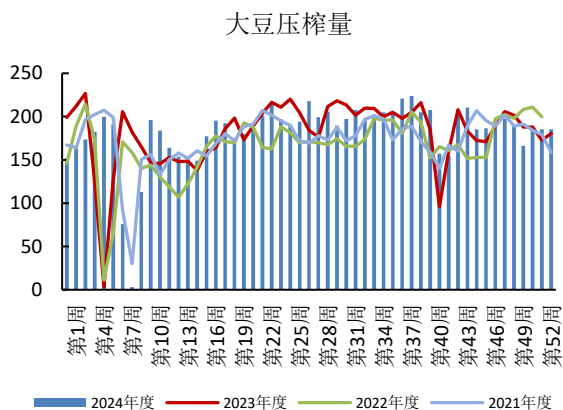


图表 24：大豆榨利上半年回正（元/吨）

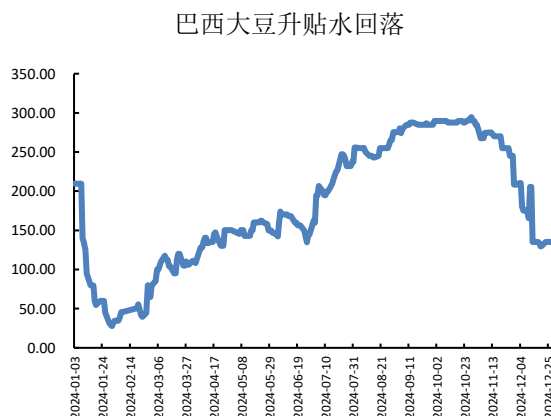


数据来源：USDA、兴证期货研究咨询部

图表 25：大豆压榨量（Wandun）



图表 26：巴西大豆出口升贴水回落（美分/蒲）



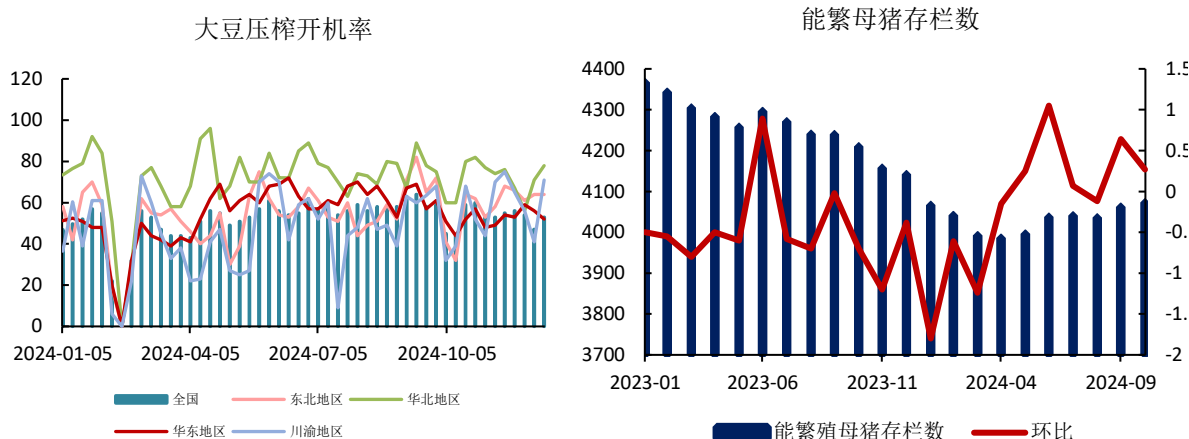
数据来源：USDA、兴证期货研究咨询部

养殖行业产能重新回升，饲料刚性需求仍存。饲料方面，2024 年受生猪去产能影响，我国饲料产量增幅有限，1-10 月我国饲料累计产量为 2.27 亿吨，同比下降 4.3%，全年饲料产量预计达 3.2 亿吨，但由于豆粕价格持续走低，蛋白性价比上升，饲料厂商上调豆粕添加比例至 11.9%，较上年增加 1.9%。2025 年豆粕仍将延续低位运行，饲料添加比例有望进一步上升至 12.5% 以上。养殖方面，生猪 2024 年上半年兑现产能去化预期，下半年逐步验证供给侧的恢复，产能去化整体有限。1-4 月能繁母猪存栏最低降至 3986 万头，产能去化后三季度供应缺口预期明显，仔猪价格与养殖利润上升驱动二育入场，能繁母猪存栏量自 5 月起持续回升，截至 2024 年 10 月，能繁母猪存栏量回升至 4073 万头，高于 3900 万头正常保有量，基本恢复至年前存栏水平，生猪存栏量达 4.2 亿头，同比下降 3.5%。猪企生产效率提升，2025 年生猪供应压力不减。2021-2024 年间，生猪 PSY 由 24 上升至 30，增幅达 25%，存栏降幅不及生产效率提升幅度，2025 年

的生猪存栏压力预计将显著高于 2024 年。禽类养殖方面，蛋禽全年养殖利润良好，下半年养殖收益快速增长，企业补栏意愿强烈，月度补栏量均位于往年高位。2024 年 1-11 月蛋禽累计补栏量为 9.65 亿羽，同比增长 3.8%，目前蛋禽养殖利润仍然位于高位区间，淘鸡出栏整体稳定，偏高的补栏量将兑现为未来产能。生猪、禽类饲料刚需稳中有增，2024/25 年度蛋白消费量预计达 1 亿吨，同比增长 1.31%，其中豆粕消费量预计达 7500 万吨，同比上升 1.76%。

图表 27：2024 年 1-10 月饲料产量（万吨）

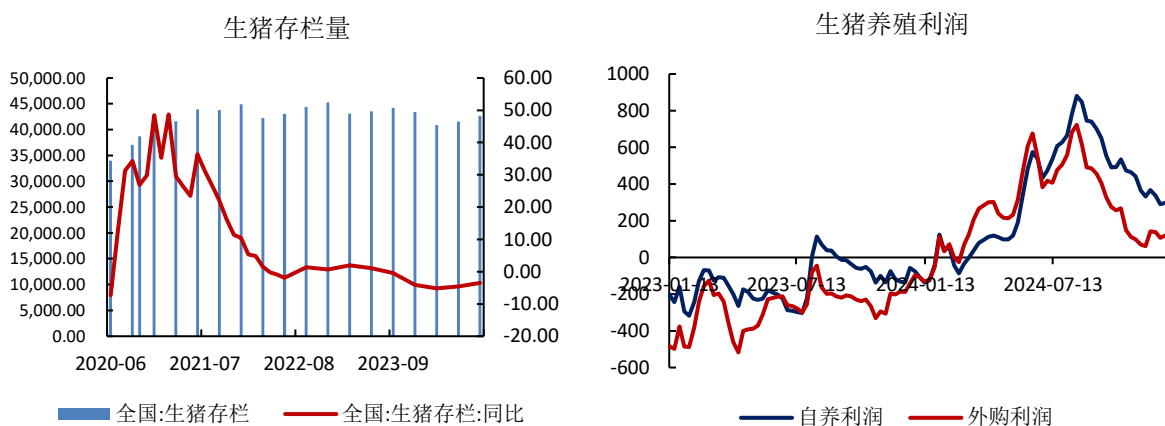
图表 28：能繁母猪存栏量重新回升（万头）



数据来源：Mysteel、兴证期货研究咨询部

图表 29：生猪存栏量小幅下降（万头）

图表 30：生猪养殖利润重新回落（元/头）



数据来源：Mysteel、兴证期货研究咨询部

图表 31：蛋禽养殖利润表现良好（元/只）



数据来源：Mysteel、兴证期货研究咨询部

图表 32：2024 年饲料产量较上年基本持平

国粮中心饲料产量预估（千吨）					
	2021年	2022年	2023年	2024年	同比%
配合饲料	270,171	279,602	298,885	300,168	0.43
浓缩饲料	15,511	14,262	14,188	13,166	-7.20
添加剂与混合	6,631	6,522	7,091	7,235	2.03
饲料产量	293,443	301,624	321,627	322,201	0.18

图表 33：2024/25 年度豆粕消费小幅上升

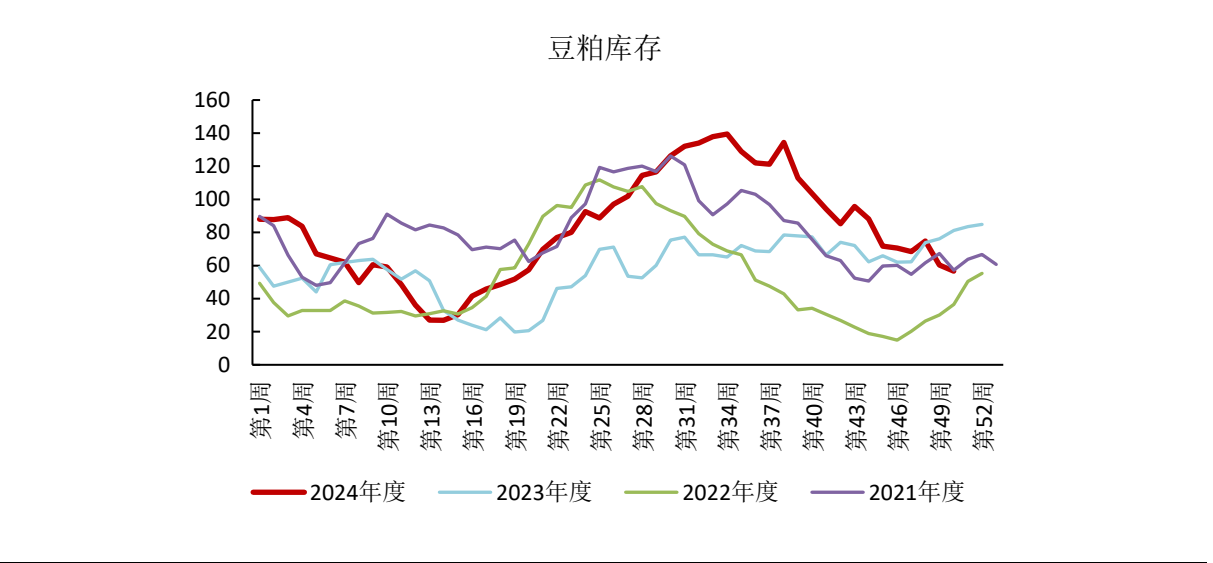
国粮中心蛋白消费量预估（万吨）					
	21/22	22/23	23/24	24/25	同比%
豆粕	7,100	7,315	7,370	7,500	1.76
菜籽粕	1,186	1,345	1,428	1,426	-0.14
花生粕	336	340	343	364	6.12
棉籽粕	393	425	390	396	1.54
其他蛋白粕	280	375	370	345	-6.76
合计	9,295	9,800	9,901	10,031	1.31

数据来源：国家粮油信息中心、兴证期货研究咨询部

(3) 豆粕供需平衡表

国内大豆供应充裕，豆粕累库不变。2023/24 年度起，拉尼娜气候影响逐渐消退，南美大豆产量修复带动全球大豆产量修复，国内大豆供应充裕以及高开工背景下，豆粕库存 2024 年 2 月起开始累库，三季度起库存水平居高不下，最高达 139.5 万吨，创近 5 年峰值，当前临近年末，节日备货影响下豆粕小幅去库，但仍然位于偏高水平。2024/25 年度豆粕需求稳中有增，供需两端增速相对一致，供需双增预期预计期初库存偏高影响下，豆粕库存预计进一步累库，豆粕供需整体宽松，价格重心延续低位运行。

图表 34：豆粕库存偏高（万吨）



数据来源：Mysteel、兴证期货研究咨询部

图表 35：豆粕供需平衡表

年度	期初库存	大豆压榨量	产量	进口	消费	出口	库存
2021/22	106	8920	7120	7	7100	47	86
2022/23	67	9320	7400	6	7315	79	79
2023/24E	75	9550	7570	4	7370	142	129
2024/25P	129	9600	7680	3.5	7500	100	212.5

数据来源：Mysteel、中国农业农村部、兴证期货研究咨询部

4. 菜粕基本面：贸易政策扰动加剧，菜粕供需紧平衡

(1) 全球菜籽供应：全球油菜籽减产，供应趋紧

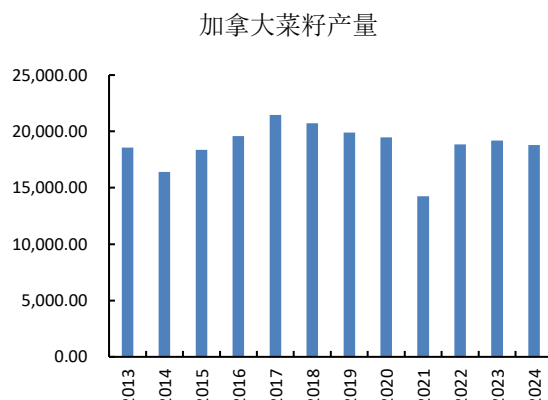
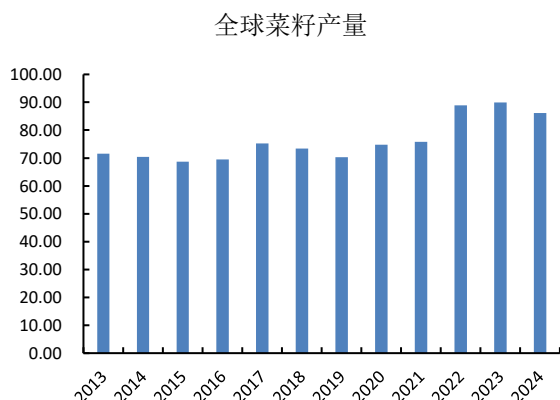
2024/25 全球油菜籽产量为 8988.5 万吨，较上年度下降约 370 万吨，库存降至 720 万吨，同比下降 28.7%。本年度除俄罗斯产量持续上升外，其余产区产量均下降，欧菜籽、加菜籽分别遭遇霜冻与干旱灾害，澳菜籽、乌菜籽种植面积下降，减产幅度较大。加菜籽、欧菜籽、澳菜籽、乌菜籽产量分别下调至 1784 万吨、1724 万吨、560 万吨、375 万吨，同比分别下降 7%、13%、8%与 21%，俄菜籽种植面积上升，产量上调至 490 万吨，同比增长 16%。我国油菜籽产量下降至 1580 万吨，同比下降 3%，2025 年 8 月前全球菜籽供应收紧。

2025/26 年度全球菜籽种植面积上升，关注欧盟、加拿大产量修复情况。2024/25 年度，加拿大、欧盟受灾害天气影响，累计减产达 330 万吨，全球菜籽供应相应收紧，产区 2025/26 年度存在较大修复空间。IGC 表示，2025/26 年度全球菜籽种植面积预计为 4410 万公顷，同比上

升 1.4%，创油籽种植面积新高，加拿大、欧盟、澳大利亚、中国等产区种植面积存在回升潜力，俄罗斯、乌克兰种植面积则相对持平。欧盟方面，欧盟谷物协会预测 2025/26 年度油菜籽产量将达 1949 万吨，种植面积上升至 600 万公顷，同比增长 4%，目前欧盟菜籽种植已经开始，关注菜籽越冬情况以及寒潮对菜籽生长影响。加拿大菜籽种植面积预计小幅上升至 910 万公顷，但是受美国贸易政策扰动，加菜籽及其制成品出口压力预计上升，种植面积增幅恐不及预期。

图表 36：全球菜籽产量下降（百万吨）

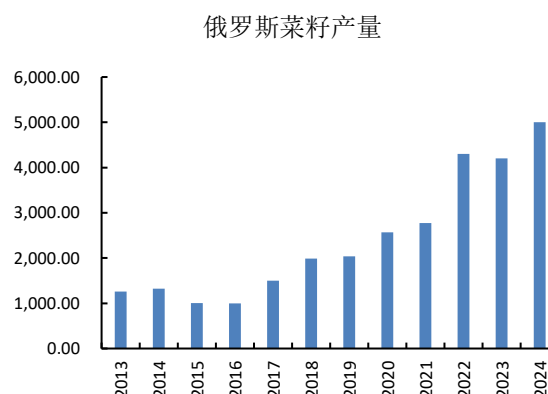
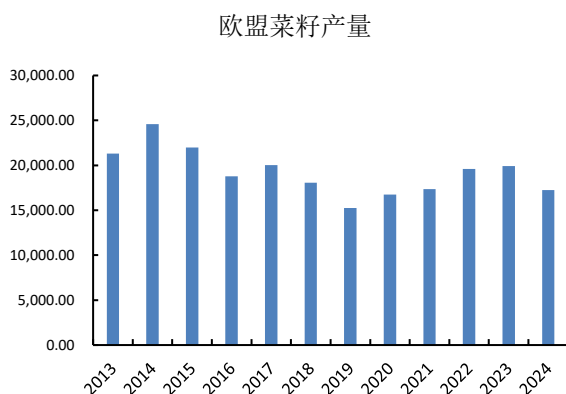
图表 37：加拿大菜籽产量下降（千吨）



数据来源：USDA、兴证期货研究咨询部

图表 38：欧盟菜籽产量下降（千吨）

图表 39：俄罗斯菜籽产量上升（千吨）



数据来源：USDA、兴证期货研究咨询部

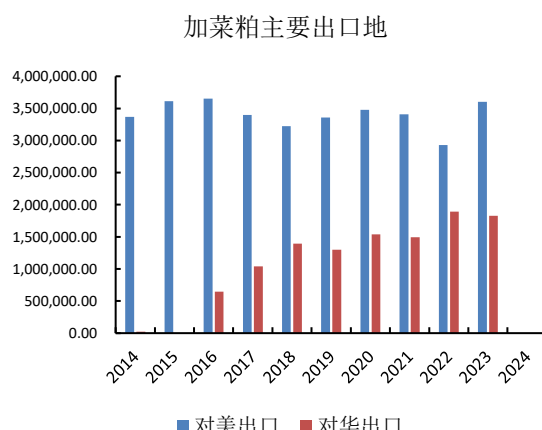
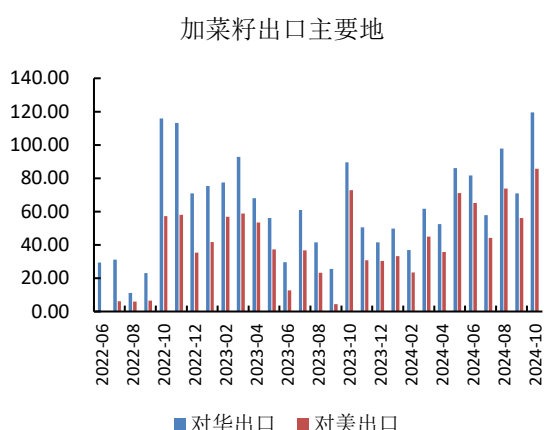
(2) 加菜籽出口：贸易政策不确定性上升，出口波动较大

2024/25 年度加菜籽市场受贸易政策扰动较大。2024/25 年度加拿大统计局保持 750 万吨出口预测，截至 12 月 20 日，加菜籽出口 439.2 万吨，出口进度接近 59%，整体表现良好，但是受中国反倾销调查、美国对加拿大加征关税等政策影响，菜籽出口前置，出口潜力存在走弱预期。对华出口方面，加拿大菜系对华出口结构变化，菜籽出口占比预计下降。近年对华出口

量保持在 430-440 万吨，中国启动对加菜籽进口反倾销调查，2025 年中国菜籽买船寥寥，加菜籽进口预计出现较大降幅，中国 2024/25 年度加菜籽进口量预计降至 250 万吨。但是该调查并未涉及菜籽制品进口，近 200 万吨的菜籽进口量预计置换为相应数量的菜粕或菜油进口。相较于加拿大菜系对华出口结构调整，美国加征加拿大商品关税预计直接降低加拿大菜系产品出口。2024 年美国预计进口加拿大菜籽 320-330 万吨、菜粕 360 万吨，菜油 296 万吨，若美国确定对加拿大加征关税，加拿大菜籽、菜油、菜粕出口量均将出现较大降幅，加菜粕、加菜油对华依赖存在上升可能。

图表 40：加菜籽对华出口占比上升

图表 41：加菜粕主要出口美国



数据来源：USDA、兴证期货研究咨询部

(3) 国内菜粕供应端：菜籽、菜粕进口来源多元化

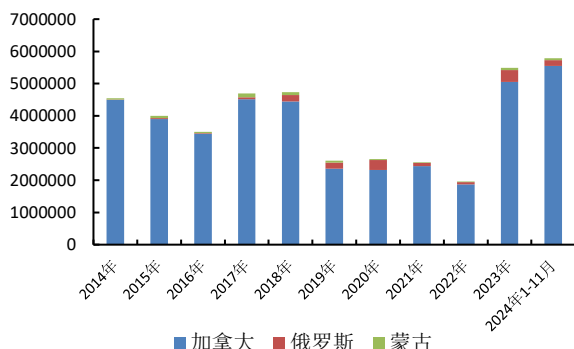
我国菜籽进口依存度较高，中加贸易问题影响下我国菜系供应结构预计发生较大变化。2024 年 1-11 月，我国菜籽进口量为 578 万吨，全年进口量预计达 590 万吨，同比增长 7%，加菜籽进口比例达 90%以上，1-11 月菜粕进口量为 244.25 万吨，全年进口量预计为 260 万吨。2025 年受中国反倾销调查影响，加菜籽供应预计下降，其余国家与地区进口占比预计上升。参考 2018-2019 菜籽进口变动推断，2025 年加菜籽进口预计减少 50%至 260 万吨，进口量调降 260 万吨，但是加菜籽可能通过中东转运等方式进口我国，但进口成本将有所上升。加菜籽退出后 260 万吨供应缺口将由其余产区补充。2022 年起，我国进口俄菜籽以及菜系产品数量上升，2024 年 1-11 月俄菜籽进口量为 18.1 万吨，俄罗斯菜籽出口禁令松动，对华出口量有所下降。2024/25 年度俄菜籽产量上升，出口量相应上调 60 万吨至 120 万吨，但是欧盟对俄罗斯商品进口加征关税，俄罗斯与我国贸易联系上升，2024/25 年度菜籽对华出口持续扩大，菜籽对华出口预计至 80-100

万吨。但是俄罗斯菜籽为非转基因菜籽，蛋白含量低于转基因菜籽我国 2025 年度菜籽预计进口 370 万吨，降幅较大。

图表 42：我国菜籽进口结构

图表 43：我国菜粕进口结构

我国菜籽进口结构



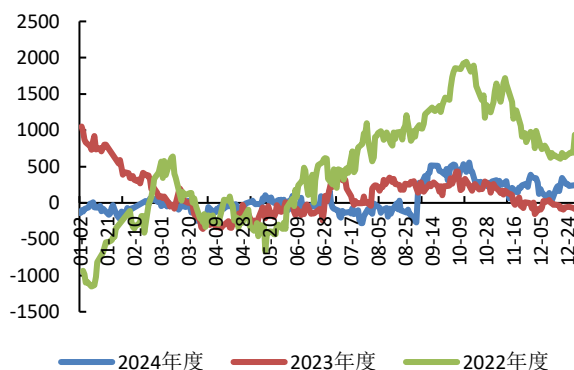
数据来源：USDA、兴证期货研究咨询部

菜籽榨利回升，菜粕产量增长。截至 2024 年 12 月 20 日，菜籽压榨量为 504 万吨，全年预计压榨量为 566 万吨，同比增长 20%，菜粕产量 318 万吨，同比上升，全年菜粕压榨基本保本，9 月后压榨利润快速上升以及菜籽供应充裕促进菜籽压榨量上升。菜粕 2023/24 年度进口 284 万。2024/25 年菜籽进口下降，为补充国内菜粕供应，菜粕进口预计上升，进口量预计上升至 304 万吨，关注加拿大、阿联酋等国家对华出口情况。

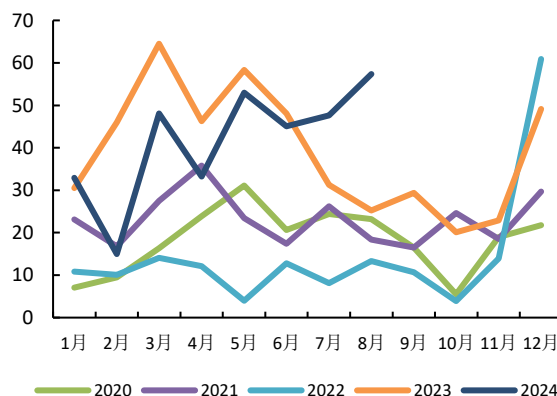
图表 44：油厂压榨利润下半年上升（元/吨）

图表 45：油菜籽月度压榨量上升（万吨）

菜籽压榨利润



油菜籽月度压榨量



数据来源：Mysteel、兴证期货研究咨询部

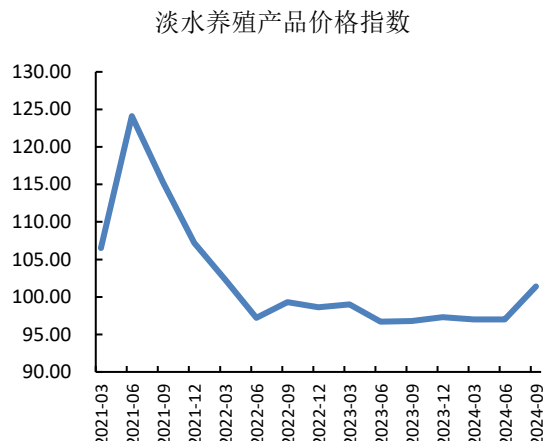
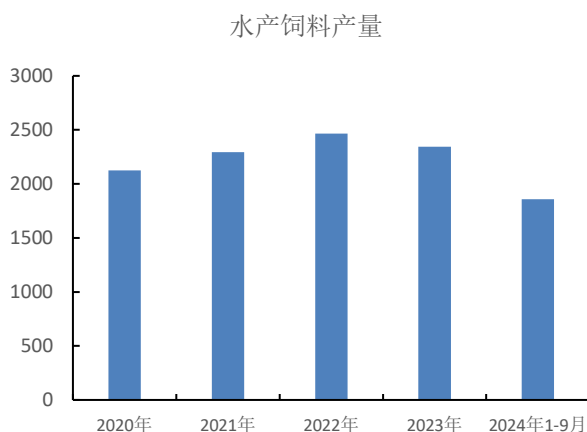
(4) 国内菜籽需求：豆粕替代预计上升，水产饲料增量有限

菜粕主要用途为水产品饲料，水产养殖情况将影响菜粕需求。菜粕饲料产量方面，2024 年 1-9 月，水产饲料产量为 1859 万吨，全年水产饲料产量预计为 2342 万吨，与 2023 年基本持平。

水产养殖方面，2024 年水产品价格指数小幅上升，但水产养殖旺季不旺现象仍然明显，水产养殖趋于谨慎，对菜粕需求提振有限。同时，菜粕价格受豆粕低价影响，饲料添加比例预计下降。2024 年，菜粕需求预计为 530 万吨，同比上升 6%，上半年菜粕饲料添加性价比较好，整体成交有所上升。但是南美丰产压力利空豆粕价格，豆粕饲用添加比例存在上升，预计对菜粕需求形成挤占，2025 年菜粕需求预计整体与 2024 年持平，小幅降至 500 万吨。

图表 46：水产饲料产量下降（万吨）

图表 47：水产品价格指数涨幅较小

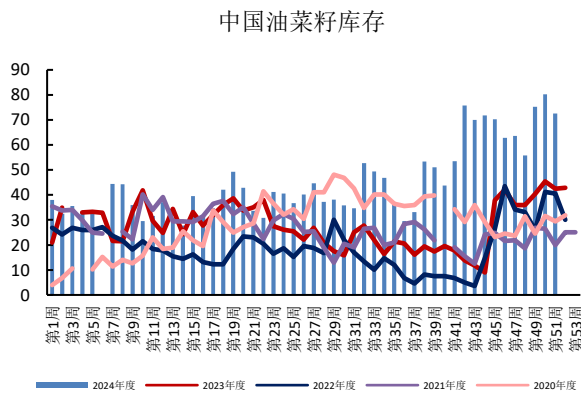


数据来源：Mysteel、兴证期货研究咨询部

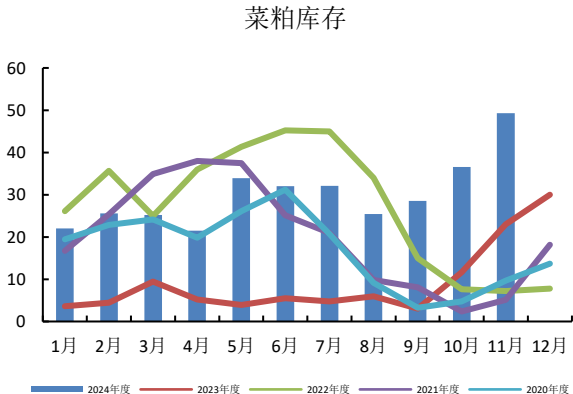
(5) 菜粕供需平衡表

2023/24 年度，全球菜籽丰产，国内菜籽供应充裕，菜籽、菜粕库存自年初期高于去年水平，菜籽压榨小幅盈利，油厂开工良好，下半年起菜粕供应持续改善，同时受中国反倾销调查影响，进口前置，2024 年四季度菜籽、菜粕库存大幅上升，菜粕库存最高达 36.54 万吨，达近 5 年库存峰值。2024/25 年度国内菜籽、菜粕供需双减，呈现紧平衡情况，进口结构与来源出现调整，中加、美加贸易关系变动影响国内菜粕供应。供应方面，菜系进口结构调整，菜籽大幅下降，菜粕进口存在上升可能，同时，菜籽、菜粕进口来源拓展，俄罗斯、澳大利亚的菜籽及其产品预计上升，但菜粕整体供应（含菜籽压榨折算）仍然较上年下降。需求方面，菜粕需求受豆粕影响较大，低价豆粕蛋白性价比上升，预计对菜粕需求形成挤占，并且水产价格持续下降，菜粕饲用增量有限，需求同样较上年下降。供需紧平衡情况下，2024/25 年度菜粕库销比虽然小幅上升，但整体改善力度有限。价格运行方面，受豆粕价格拖累，菜粕价格同样将呈现低位运行，库存仍将维持高位，下半年水产养殖旺季开启后预计开始去库，同时关注全球菜籽增产预期落地情况，若增产不及预期，菜粕价格仍然存在小幅走强可能。

图表 48：菜籽库存（万吨）



图表 49：菜粕库存（万吨）



数据来源：Mysteel、兴证期货研究咨询部

图表 50：中国菜粕供需平衡表

	2021/22	2022/23	2023/24 (Est.)	2024/25 (Proj.)
期初库存	8	7	11	36
产量	96	267	276	196
进口量	222	203	284	304
出口量	1	2	0.4	0.4
消费量	318	464	534.6	500
期末库存	7	11	36	35.6
库销比	2.20%	2.37%	6.73%	7.12%

数据来源：Mysteel、海关总署、兴证期货研究咨询部

4. 结论

展望 2025 年，油料供应宽松不变，粕类价格仍然呈现低位运行，供应端、政策端扰动对油料波动影响上升。豆类方面，美豆旧作丰产兑现，南美新作丰产预期强烈，全球大豆供应宽松情况强化。2024/25 年度巴西大豆生长、降水情况良好，丰产预期难以证伪，美豆快速下跌过程中部分丰产预期已经被计价，但是巴西种植成本偏低，仍然具有生产利润，大豆价格仍然具有一定下行空间，巴西大豆升贴水预计将对大豆价格变动形成一定指引。阿根廷大豆播种、大豆质量同样表现良好，但近期产区降水偏少，土壤干旱率上升，弱拉尼娜气候对阿根廷产区影响或将开始体现，若未来产区干旱持续，南美大豆丰产预期存在边际下降可能。美豆供应对大豆价格影响主要作用于 2025/26 年度，一方面，由于美豆种植亏损，2025/26 年度大豆播种面积预计下降，产量容错率降低，三季度天气炒作概率上升，大豆价格存在阶段性上涨可能；另一方面，美国生物柴油政策限制进口油脂掺混，贸易政策将直接降低油脂进口量，美豆油生物柴油投料占比预计上升利好美国国内大豆压榨，大豆压榨量存在上升可能，进而影响美豆出口潜力，

美豆新作出口供应存在下降可能。海外大豆供应将直接影响国内豆粕价格，上半年进口大豆价格持续向成本回落，豆粕成本承压严重，延续低位运行，若特朗普上任导致中美贸易关系或能源政策出现变化，豆粕预计跟随美豆出现反弹，但是南美丰产压力将限制反弹高度。下半年存在价格回升可能，需关注美国种植面积以及大豆生长期天气情况。

菜类方面，全球菜籽供应收紧，国内菜籽、菜粕供需延续紧平衡。国内上半年菜籽、菜粕进口预计偏紧，一方面，2023/24 年度全球菜籽减产，新作菜籽上市前国内外菜籽供应均呈现收紧趋势，同时，加菜籽反倾销调查影响下，国内加菜籽进口降幅较大，菜籽供应进一步收缩。菜粕进口存在上升预期，加菜粕、俄菜粕进口上升在一定程度上弥补菜籽缺口，但是加菜粕出口同样受美加关系影响，国内菜粕供应不确定性同样上升。相较于豆粕较明确的供应宽松趋势，菜粕的不确定性给予更多的溢价，价格运行相对强于豆粕，但整体运行仍然受豆粕价格拖累。

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究咨询部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究咨询部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。