

生猪期货大跌的背后

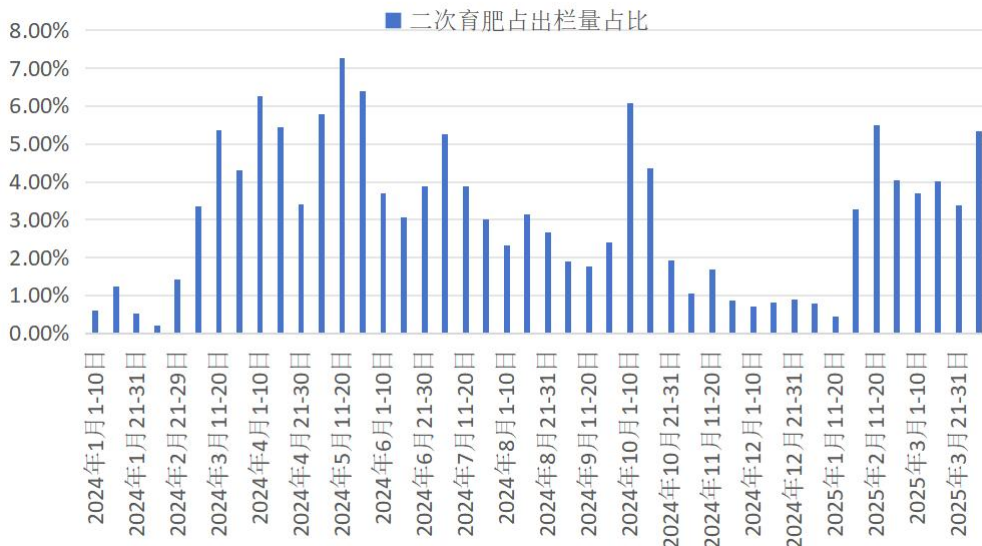
杨蕊霞 投资咨询号：Z0011333

国投期货研究院

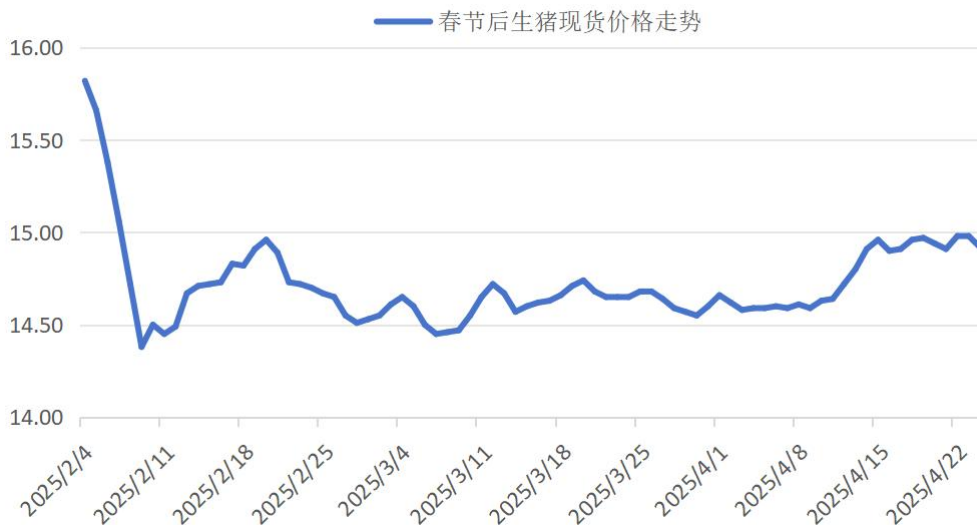
2025-4-24

4月24日，生猪期货开盘后随即快速下跌，主力2509合约日线呈大阴线形态并伴随长下影线，2511合约也大幅下跌，日内最低价格13685元/吨，接近前期震荡区间下沿的两次低点13645、13665元/吨。

4月份以来生猪期货先是走出一波上行行情，一是受到4月初中美关税冲突导致饲料原料豆粕价格上涨，从而对生猪期货价格形成一定带动。另外，受到生猪压栏增重和二次育肥因素影响，生猪现货价格持续震荡偏强运行，在现货偏强的背景下期货向上去修复基差。

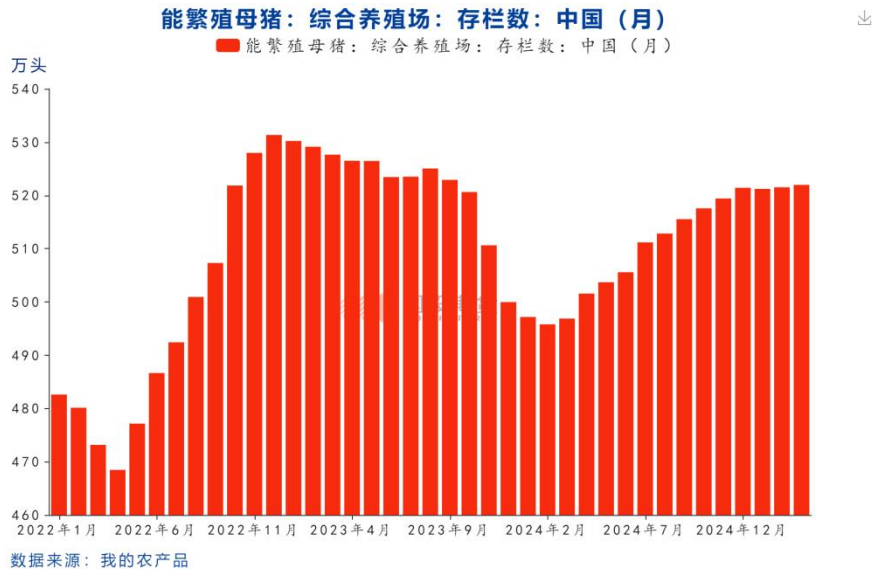
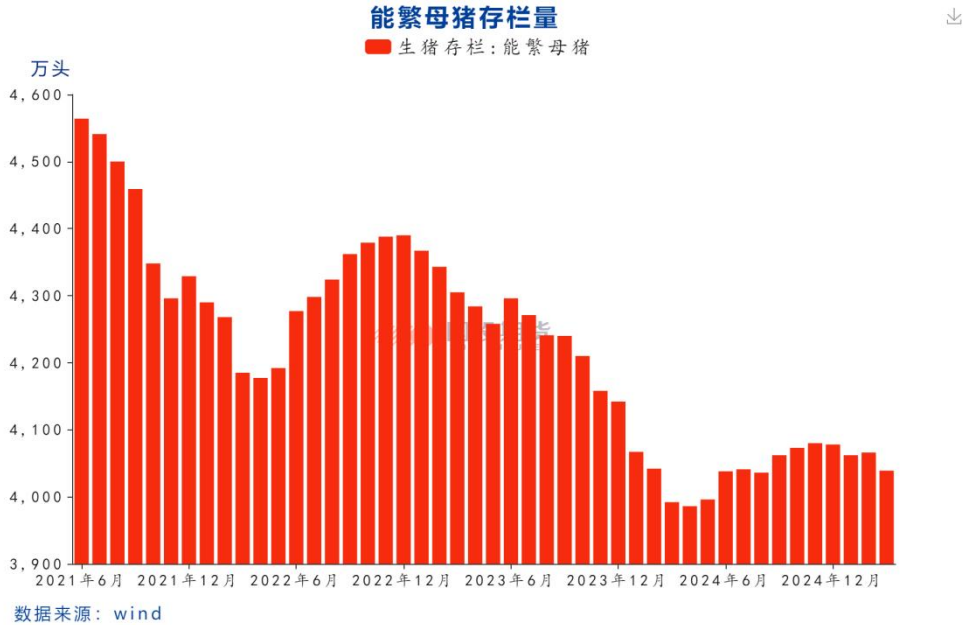


数据来源：涌益咨询



数据来源：涌益咨询

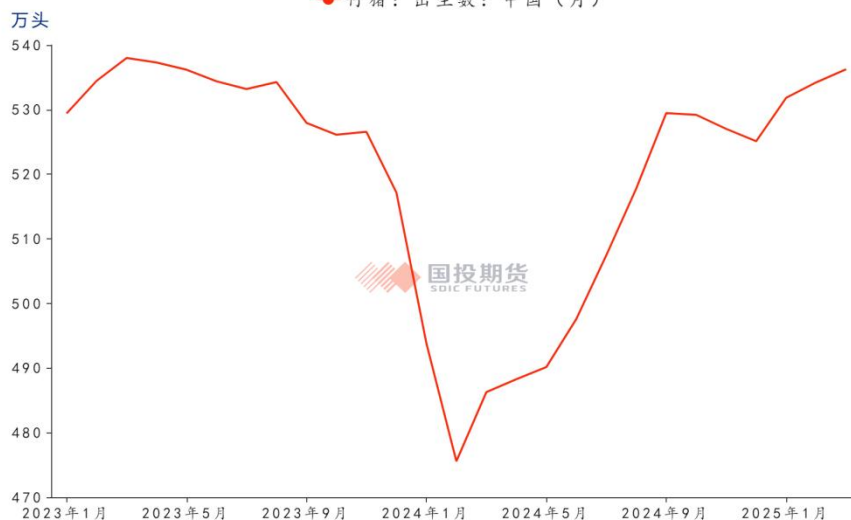
从供应端指标来看，能繁母猪与新生仔猪数量均显示未来生猪供应量充足。能繁母猪方面，官方数据显示去年12月底前能繁母猪数量持续上升，意味着今年10月底之前生猪理论出栏量将持续处于上升趋势当中。钢联数据则显示上年能繁母猪存栏量持续恢复，今年一季度保持相对稳定。



从新生仔猪数量来看，自去年以来新生仔猪数量总体呈现出逐步上升态势。其中，去年四季度新生仔猪数量阶段性下滑，但今年一季度以来重新回到上升趋势。今年3月份新生仔猪数量上升至接近2023年的高位水平，一季度新生仔猪对应7-8-9月份生猪出栏，相应的9月合约面临的出栏压力较大。而二季度的生猪出栏量可能由于去年四季度新生仔猪数量下滑受到一定影响，但是考虑到今年2~4月生猪压栏及二次育肥带来的体重增加和供应后移，可以给二季度的供应给予一定补充。

仔猪：出生数：中国（月）

● 仔猪：出生数：中国（月）

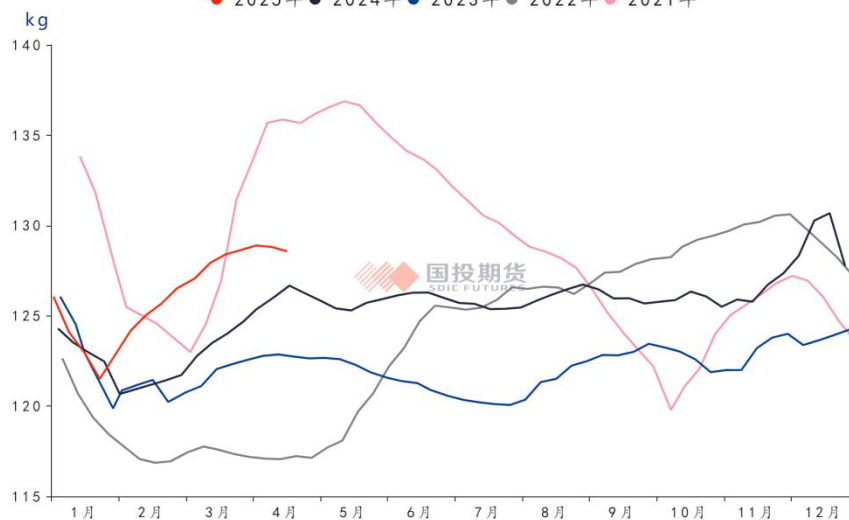


数据来源：我的农产品

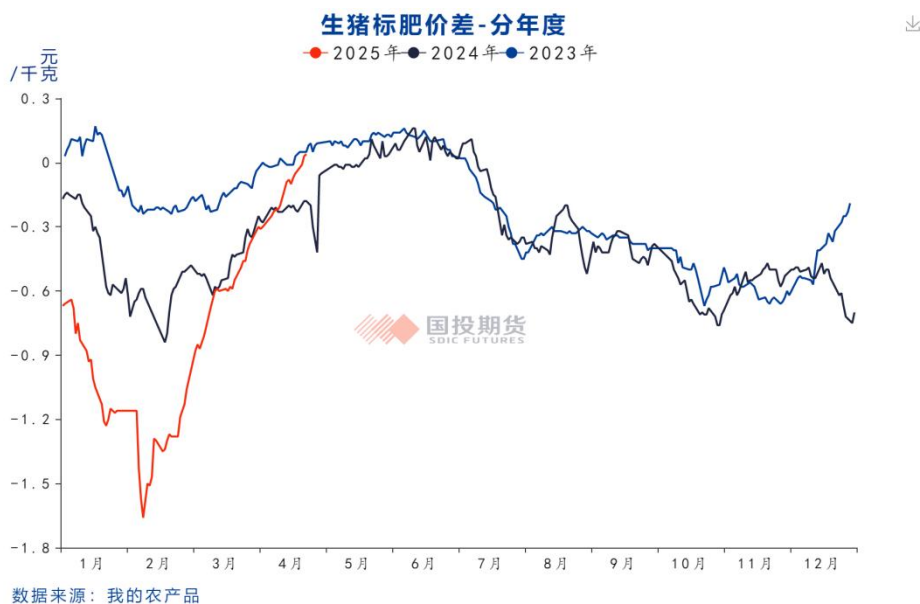
前期的压栏增重使得行业体重持续累积，目前行业出栏体重已经达到过去5年的次高水平。但是今年春节后持续的压栏增重和二次育肥，我们认为核心原因是肥标价差为正导致的投机性行为赚取大猪的高溢价，而非由于潜在供需缺口导致的博取单边价格上涨的因素驱动。肥标价差目前已由2月份的极端高价差修复至0附近，预计压栏二育动能减弱，出栏节奏面临加快。

出栏均重-分年度-涌益

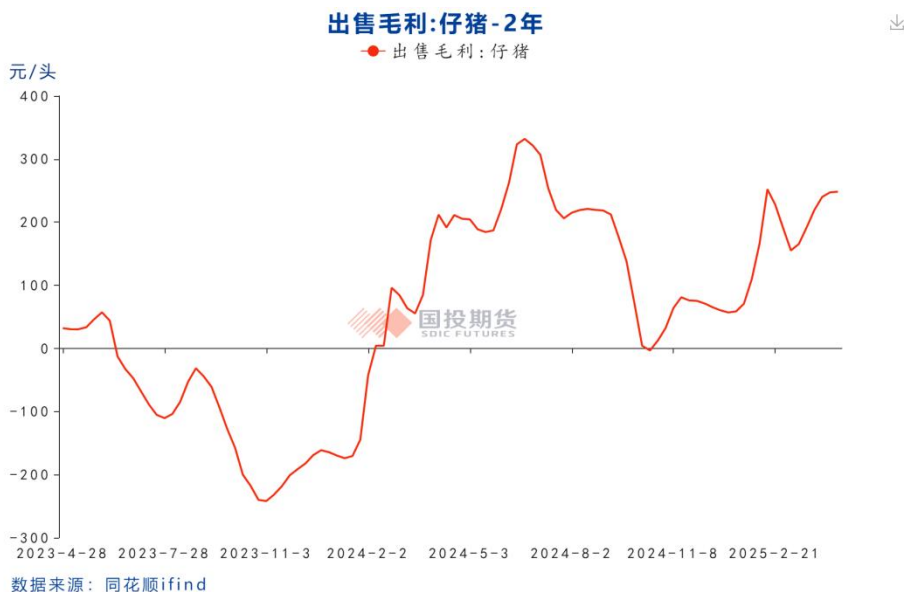
● 2025年 ● 2024年 ● 2023年 ● 2022年 ● 2021年



数据来源：涌益咨询

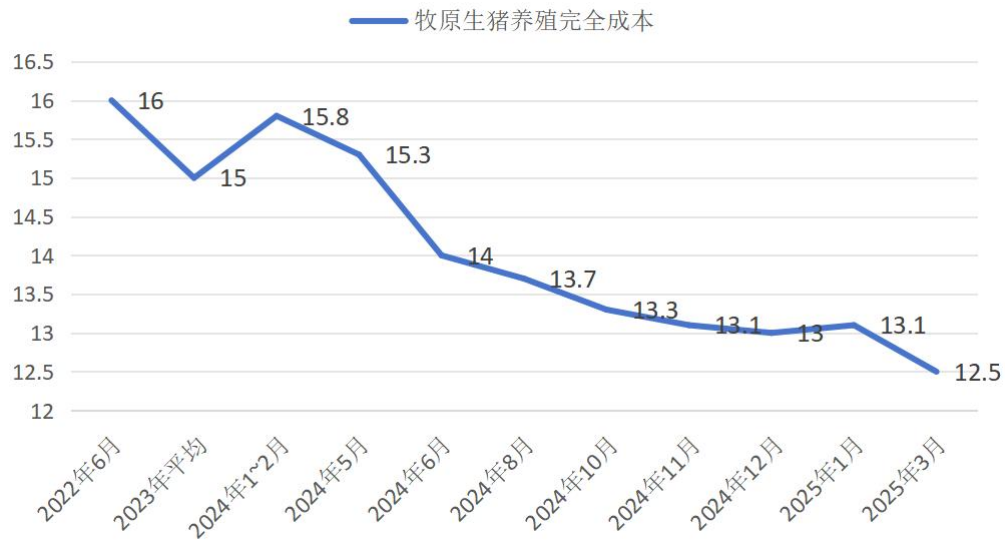


另外，从仔猪销售利润来看，去年以来至今仔猪销售利润持续为正，这与前面我们所提到的能繁母猪产能持续恢复的趋势保持一致，且与2023年仔猪持续亏损导致能繁母猪持续去产能，从而使得2024年有潜在供应缺口的行情存在显著差异。



综上，我们可以认为，2024年行业压栏二育的背景除肥标价差为正的因子外，还有市场对2024年生猪供应存在缺口的潜在上涨预期。而2025年猪价在能繁母猪产能持续恢复、供应充足的背景下没有明显的上行驱动，那么压栏和二育更可能对猪价表现为短期向上驱动，中期供应后移存在向下驱动，进一步加大未来供应压力。

此外，从成本的角度去看，行业养殖成本仍在继续下移的过程中。以行业龙头自繁自养企业牧原股份为例，生猪养殖完全成本持续下行，2025年3月完全成本12.5元/公斤。根据上市公司公告，当前行业平均成本大概在12~13元/公斤的区间。



数据来源：wind，国投期货整理

完全成本	元/公斤	时间	元/公斤	时间	元/公斤	时间
牧原	12.5	2025年3月	13.1	2025年1月	14.9	2023年11月
温氏	12.6	2025年2月	12.8-13	2025年1月	16.2	2023年三季度
新希望	13	2025年3月	14.2	2024年9月	16.2	2023年10月
天邦	13.28	2025年3月	13.93	2024年4季度	17	2023年9月
大北农	/	/	14.7	2024年10月	17	2023年9月
天康生物	13.12	2025年2月	13.91	2024年9月	16.43	2023年9月
神农	12	2025年3月	13	2025年1月	15	2023年9月
京基智农	13	2025年3月	14.59	2024年9月	14.8	2023年10月
正邦科技	/	/	15	2024年9月	20	2023年12月

数据来源：wind，国投期货整理

考虑到行业成本的持续下移，以及盘面估值前期上移后给出了一定的养殖利润空间，叠加今年生猪供应仍然较为充裕，盘面重回跌势较为合理，后期需要关注的是供给压力的释放以及现货价格的回落空间，盘面以偏空思路看待。

【免责声明】

本研究报告由国投期货有限公司撰写,研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则,以合法渠道获得这些信息,尽可能保证可靠、准确和完整,但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据,不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证,无论是否已经明示或者暗示。国投期货有限公司将随时补充、更正和修订有关信息,但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为国投期货有限公司所有,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。如引用发布,需注明出处为国投期货有限公司,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国投期货有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。