

上下游联动视角下，2024 年饲料养殖板块利润展望

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669 号

报告要点

种植、饲料、养殖产业链形成了上下游的关系，上游价格通过成本传递，影响下游利润，下游需求的强弱也会通过收入的路径，影响上游的收益。本文分别对上游玉米、豆粕市场、下游蛋鸡、生猪养殖市场的基本面进行分析，展望 2024 年的供需形势、价格节奏、利润变化，为产业参与者提供套期保值的策略建议。

农业组研究团队

研究员：
李兴彪
从业资格号：F3048193
投资咨询号：Z0015543

李青
从业资格号：F3056728
投资咨询号：Z0014122

刘高超
从业资格号：F3011329
投资咨询号：Z0012689

王聪颖
从业资格号：F0254714
投资咨询号：Z0002180

吴静雯
从业资格号：F3083970
投资咨询号：Z0016293

李艺华
从业资格号：F3086449
投资咨询号：Z0019380

程也
从业资格号：F03087739
投资咨询号：Z0019480

摘要：

玉米：玉米价格预计近期窄幅震荡一段时间的概率比较高，后期随着供需压力改善，价格有望在 7-9 月份触及年内高点，但是涨幅预期有限。对于深加工企业首先为保证原料采购，可以结合供需结构判断后市行情上行概率较大，且价格向上运行有一定的空间，建议企业在期货端逢低买入适宜月份的期货合约，或者成本适宜的看涨期权或牛市期权价差组合，锁定采购备货期行情上涨带来的利润。第二为了控制原料库存贬值冲击，可以考虑逢高卖出期货套期保值，或者可以考虑利用卖出虚值看涨期权的方式通过收取期权费使库存产生收益。风险提示：不利天气对产量，粮质和物流的干扰，需求不及预期，宏观风险等。

大豆：从相对值看，目前油厂进口大豆榨利水平处于历史中等水平。未来半年时间上涨到 500 以上，将处于历史上偏高水平。从绝对值看，目前油厂榨利或仍有上升空间。总体上，建议油厂积极套保，尤其 9、10 月份。具体套保方式，用期货卖出套保，套保比例可控制在 30%以内；用期权套保，可买入看跌期权。

生猪：2024 年生猪出栏成本预计下降，目前盘面合约已经给出养殖利润，参考 2022 年下半年猪价上行周期平均 30%的养殖利润，建议 LH2409、LH2411 合约在 18850 元/吨以上时，进行卖出套期保值。

鸡蛋：2024 年鸡蛋产能预期逐步递增，同时，成本趋于下行，蛋价中枢承压。目前盘面远月合约给出一定养殖利润，建议 JD2410 及以后合约在 4000~4200 元/500kg 以上时，进行卖出套期保值。

风险因素：天气；疫情；需求波动等。

重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅供参考之用，不构成对任何人的投资建议。中信期货不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。如本报告涉及行业分析或上市公司相关内容，旨在对期货市场及其相关性进行比较论证，列举解释期货品种相关特性及潜在风险，不涉及对其行业或上市公司的相关推荐，不构成对任何主体进行或不进行某项行为的建议或意见，不得将本报告的任何内容据以作为中信期货所作的承诺或声明。在任何情况下，任何主体依据本报告所进行的任何作为或不作为，中信期货不承担任何责任。

目 录

摘要:	1
一、 饲料养殖产业链	4
二、 玉米产业链利润分析及展望	4
(一) 农户售粮尾声, 后期玉米节奏预测分析	4
(二) 深加工产业利润套保建议	8
三、 大豆产业链利润分析及展望	11
(一) 进口大豆榨利历史表现	11
(二) 收入端和成本端价格分析	13
(三) 榨利测算与套保建议	17
四、 生猪产业链利润分析及展望	18
(一) 成本: 饲料价格下降, 养殖成本减少	18
(二) 猪价: 去产能兑现, 将开启上行周期	20
(三) 养殖利润: 逐渐实现扭亏为盈	21
(四) 盘面利润: 逢高锁定远月利润	22
五、 蛋鸡产业链利润分析及展望	23
(一) 鸡蛋成本构成及预测	23
(二) 鸡蛋价格预测及展望	24
六、 总结及产业策略推荐	28

图表目录

图表 1: 饲料养殖产业链	4
图表 2: 玉米市场供需焦点转换预期	5
图表 3: 玉米售粮进度和渠道供应情况	5
图表 4: 玉米进口利润及谷物进口预测	6
图表 5: 小麦-玉米价差及小麦饲用量预测	6
图表 6: 饲料月度产量和玉米添加比例	7
图表 7: 深加工行业利润和周度消费趋势	8
图表 8: 玉米后期价格节奏展望	8
图表 9: 玉米深加工产品消费结构和增值情况	9
图表 10: 玉米深加工产业原料和产品库存	9
图表 11: 山东玉米现货价格波动季节性	10
图表 12: 大豆进口榨利	12
图表 13: 南北美大豆进口榨利差值与升贴水报价差值呈高度负相关	12
图表 14: 美豆榨利环比涨跌幅	13
图表 15: 南美豆榨利环比涨跌幅	13
图表 16: 大豆进口榨利季节性图	13
图表 17: 美豆供需平衡表预计转宽松	14
图表 18: 美豆墒情尚可, 温度降水适宜	14
图表 19: 美豆种植较早, 升贴水上行乏力	15
图表 20: 美豆价格预期	15
图表 21: 大豆进口到港量环比走高, 豆粕库存季节性累库	16
图表 22: 豆粕价格运行预估	16

图表 23: 豆油港口库存.....	17
图表 24: 豆油价格运行预估.....	17
图表 25: 未来榨利预估.....	17
图表 26: 大豆进口榨利季节性图.....	18
图表 27: 生猪养殖成本构成.....	19
图表 28: 生猪饲料配方.....	19
图表 29: 2024 年生猪养殖成本预计下降.....	20
图表 30: 农业部能繁母猪存栏.....	21
图表 31: 新生仔猪指数.....	21
图表 32: 2024 年生猪养殖逐渐实现扭亏为盈.....	21
图表 33: 生猪期货价格走势.....	22
图表 34: 蛋鸡完全成本构成（%）.....	23
图表 35: 蛋鸡饲料成本构成（%）.....	23
图表 36: 饲料原材料价格变化趋势-预测（元/吨）.....	24
图表 37: 单斤饲料变化趋势-预测（元/斤）.....	24
图表 38: 样本蛋鸡苗月度出苗量（占 50%）（万只）.....	25
图表 39: 中国市场蛋鸡苗周度市场价（元/只）.....	25
图表 40: 全国主产区蛋鸡淘汰鸡出栏量（万只）.....	25
图表 41: 全国淘汰鸡平均淘汰日龄（天）.....	25
图表 42: 中国在产蛋鸡月度存栏预测（亿只）.....	26
图表 43: 2020 年单斤鸡蛋盈利（元/斤）.....	26
图表 44: 单斤鸡蛋盈利 5 年均值（元/斤）.....	26
图表 45: 中性假设下，利润走势（元/斤）.....	27
图表 46: 超淘假设下，利润走势（元/斤）.....	27
图表 47: 中性假设下，现货 VS 盘面（元/斤）.....	28
图表 48: 超淘假设下，现货 VS 盘面（元/斤）.....	28

一、饲料养殖产业链

玉米、豆粕等农作物是饲料加工的主要原材料，饲料又是家畜、禽类养殖所需的重要物资。从产业链上游到下游，涉及农产品种植、饲料生产、动物养殖多个环节，不同环节的利润变化，都会影响其生产积极性和产品产量。在价格周期波动的过程中，通过期货价格可以帮助实体企业锁定销售利润、采购成本。因此，本文基于对上游种植端、下游养殖端的产业基本面分析，结合当前的期货盘面利润，对饲料养殖产业链的套期保值策略提供参考。

图表1：饲料养殖产业链



资料来源：中信期货研究所

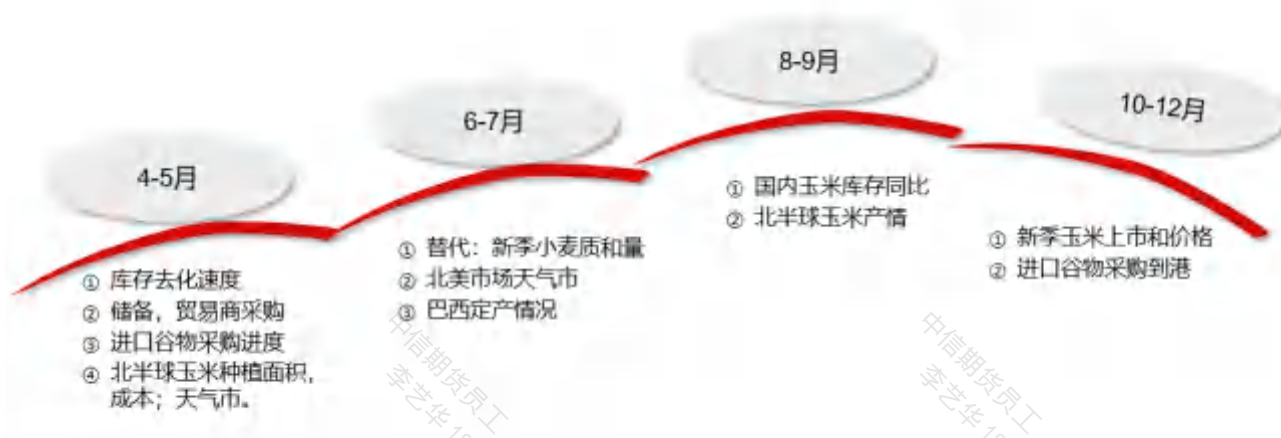
二、玉米产业链利润分析及展望

（一）农户售粮尾声，后期玉米节奏预测分析

进入四月下旬，农户余粮逐渐进入销售尾声，根据上海钢联统计截至4月19日售粮进度达到88%，意味着粮源从种植端已经转移到商业渠道，成为有效供应，商业渠道库存也达到年度最高点，短期供应大于需求的格局下，市场各类参与群体心态谨慎，价格承压震荡运行。

未来市场的关注焦点逐渐转换，价格重心有望逐步抬升至7-9月份触及年内高位。期间国内小麦替代情况，新季玉米播种和生长情况，成本预估和上市效率，进口谷物的采购和到港量，以及国外新季玉米的种植，生长天气情况，定产情况，出口销售节奏将逐渐成为未来三个季度的供需讨论关键点，给市场带来阶段性方向驱动。接下来的内容对这些供需要点的潜在影响展开介绍。

图表2：玉米市场供需焦点转换预期



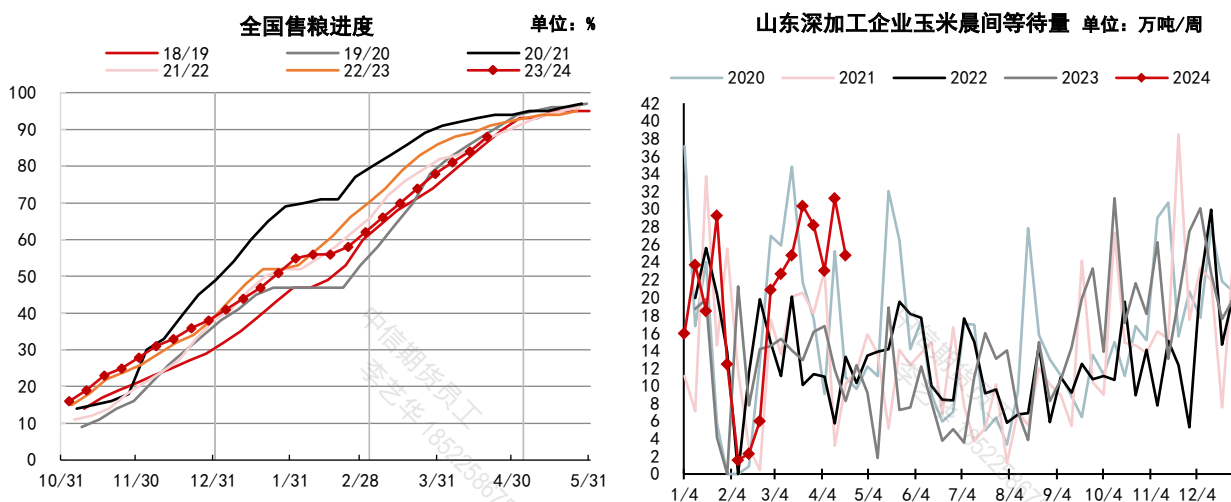
资料来源：Wind USDA 中信期货研究所

1. 玉米及替代品供应压力解析

4 月份，新季玉米充分释放，进口谷物库存偏高，商业渠道粮源充裕；预期利好目前难以对冲供过于求的结构压力。

年后利好消息影响下，玉米结束阴跌趋势，进入震荡格局。各类储备及贸易主体在产区展开收购，整体压力递减状态，以及进口玉米拍卖暂缓，收紧保税区进口消息，市场存在预期升水；但是下游深加工和饲料企业在建立一定库存的状态下，采购情绪仍偏谨慎。价格底部有支撑，上行缺乏有力驱动，整体呈现筑底震荡走势。

图表3：玉米售粮进度和渠道供应情况

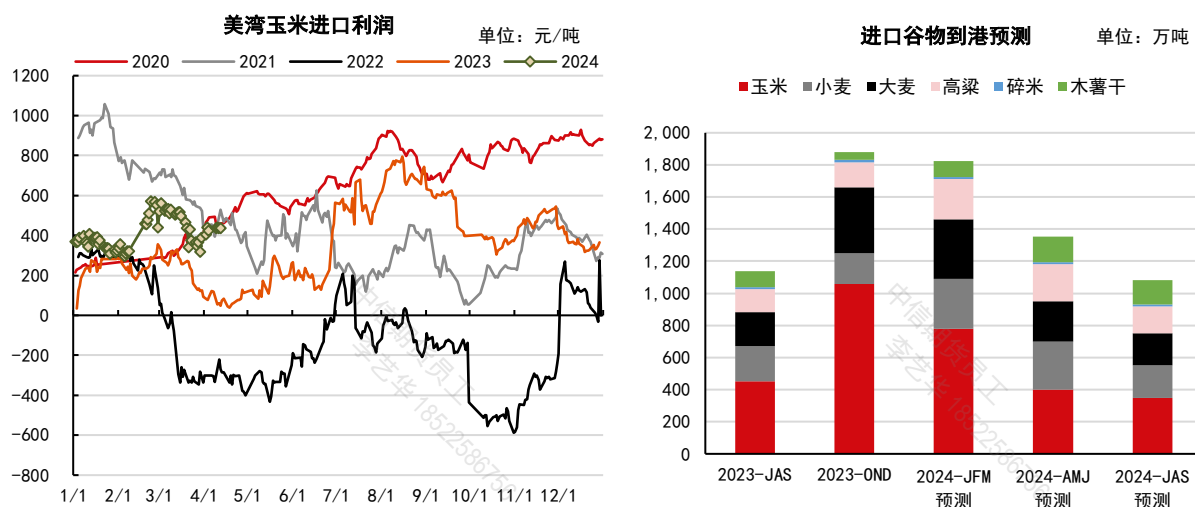


资料来源：Wind USDA 中信期货研究所

进口谷物供应节奏层面，2023 年四季度和 2024 年一季度到港量处于历史高位，导致港口库存偏多，销区对产区玉米的采购意愿弱化；根据目前的产地可出

口量，国内小麦，玉米订单取消信息，以及玉米进口利润水平，预计未来两个季度进口到港趋降，缓解市场的供应压力。

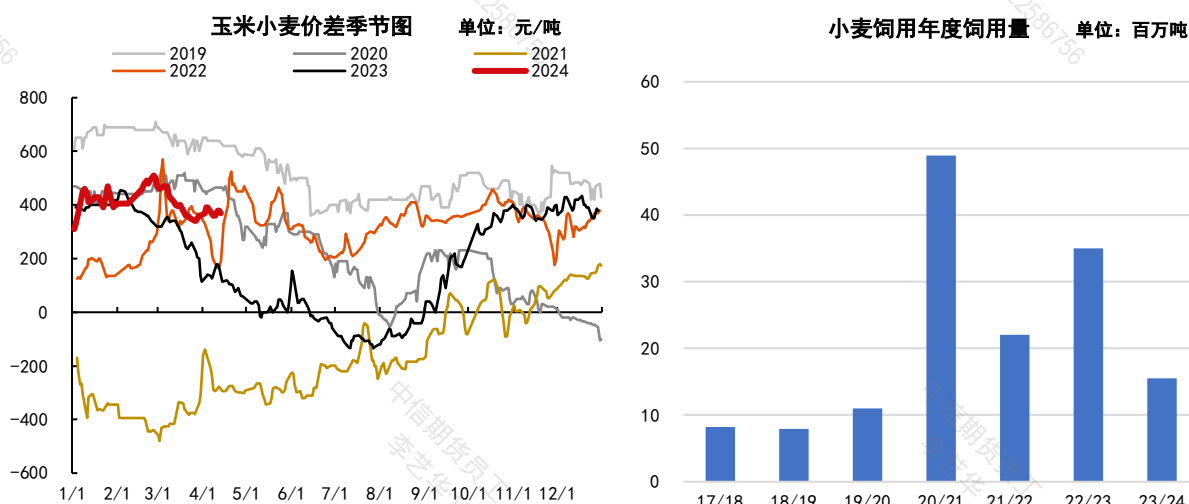
图表4：玉米进口利润及谷物进口预测



资料来源：Wind USDA 中信期货研究所

需要重点关注的替代压力是二季度末开始上市的新季小麦，2023 年由于主产区遭遇收获前连续阴雨导致大量芽麦流入饲用渠道，阶段性挤出玉米需求，从市场反馈看年度体量约 2800-3300 万吨，所以今年小麦的质量和潜在替代压力将继续成为当期定价关键，如果天气正常，预计年度替代规模回归 1300-1500 万吨水平，替代压力同比降低，但是小麦上市价格仍然是当期玉米价格顶部参考，将限制二季度末的价格反弹幅度。

图表5：小麦-玉米价差及小麦饲用量预测



资料来源：上海钢铁网 USDA 中信期货研究所

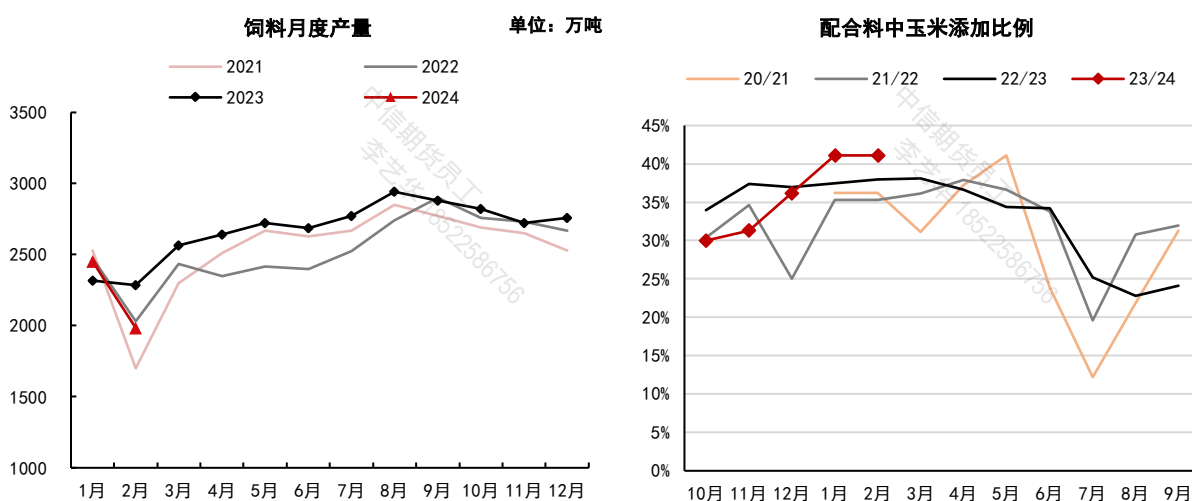
另外国产稻谷的替代主要考虑前期已成交合同的执行效率，总量 338.5 万吨，出库截至日期 6 月至 7 月底，预计对市场的冲击边际递减，关注出库执行完成后，是否展开新一轮的饲用稻谷定向拍卖，以及体量和底价，短期非市场焦点。

2. 饲料和生加工需求回顾和展望

饲料方面需求预期考虑今年生猪产能去化，年度饲料消费预计高位回落，但是饲料需求不宜过度低估。一方面，随着猪价的反弹，远期合约价格给出约 300 元/头的套保利润，生猪产能去化已经出现放缓迹象。多家机构评估 3 月份能繁母猪存栏出现回升，例如 Mysteel 数据显示，2024 年 3 月份全样本能繁母猪存栏环比增长 0.22%，其中规模场能繁母猪存栏环比增长 0.11%，中小散能繁母猪存栏环比增长 3.94%。另一方面，压栏二育持续小步入场，生猪出栏体重有所提升，涌益咨询数据显示，生猪出栏均重截至 2 月末是 122.72 公斤/头，截至 3 月末提升 2.95 公斤至 124.67 公斤/头；截至 4 月中体重达到约 126 公斤，较 3 月末增加 1.33 公斤。另外在疫病管理水平提升，能繁母猪生产效能提升的情况下，仍需谨慎看待生猪产能去化幅度，多角度评估饲料需求预期。

从玉米饲用消费的预期看，由于整体需求下滑幅度受限，小麦，稻谷等替代品供应同比预期下滑，玉米价格下跌后性价比回归，在配合料里面的添加比例呈现回归趋势，例如中国饲料工业协会去年 11 月份添加比例为 31%，今年 1-2 月公布的添加比例为 41%，环比提高了约 10 个百分点，同比提高了 3 个百分点。如果后期新季小麦替代同比减少，玉米添比将继续维持同比偏高水平，饲用需求年度同比呈现增长趋势。

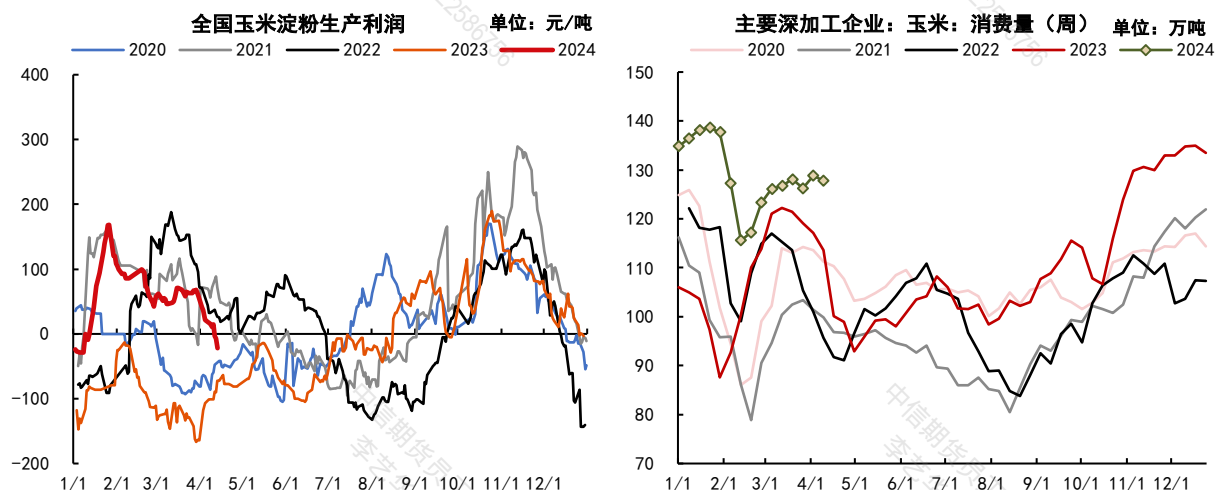
图表6：饲料月度产量和玉米添加比例



资料来源：上海钢铁网 USDA 中信期货研究所

玉米深加工产业需求增长预期比较明确。从 23/24 市场年度看，2023 年 10 月至 2024 年 3 月份的开机率和消费量指标反馈样本企业需求同比增长 19%左右，主要来自于淀粉糖下游，造纸行业的需求增长带动，背后则是玉米淀粉价格跟随玉米价格下跌至相对低位，玉米淀粉糖与白糖价差偏大，玉米淀粉下游产业链利润和需求改善，玉米深加工行业产能扩张，渠道库存补库等综合因素进而呈现玉米深加工行业的消化量显著增长，保守预期全年增量 700 万吨左右。

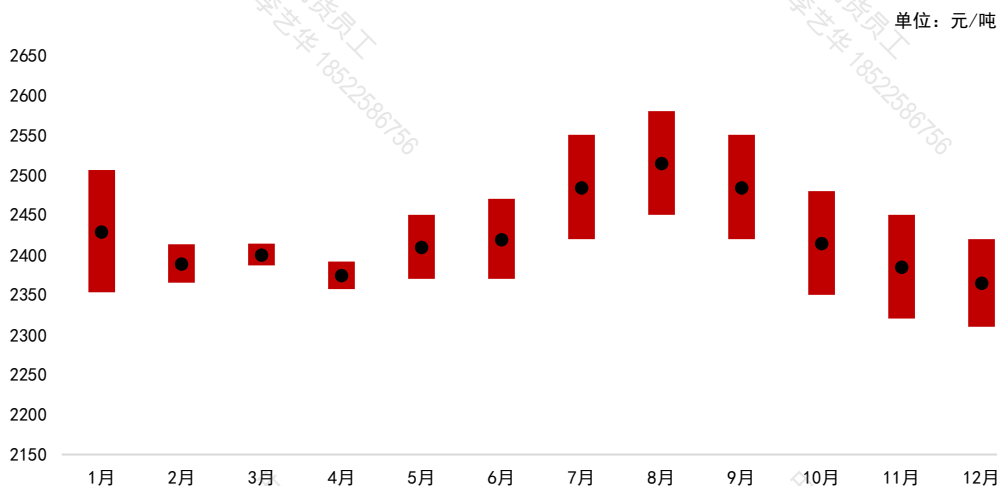
图表7：深加工行业利润和周度消费趋势



资料来源：上海钢铁网 USDA 中信期货研究所

所以综合供应和需求表现，从年度角度看 23/24 整体供需双增，考虑储备收储的增加，相关替代品的减少，商业库存在年度末预期同比略降。在经历新季玉米和进口谷物到港的集中供应期后，库存逐渐去化，价格后期有望在 7-9 月重心提升，但是受制于小麦替代，种植成本预期下降，贸易存粮心态谨慎影响，价格涨幅预计受限。4-6 月份价格波动区间参考 2300-2500 元/吨，7-9 月份价格波动 2400-2570 元/吨，暂供参考，关注后期变量影响。

图表8：玉米后期价格节奏展望



资料来源：Wind USDA 中信期货研究所

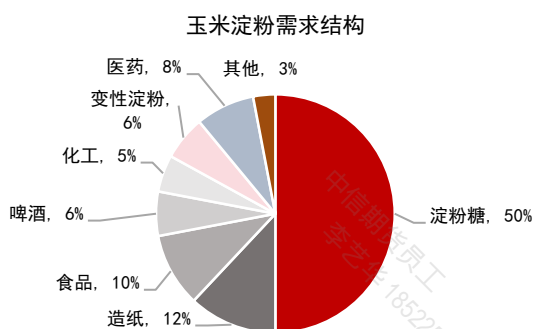
（二）深加工产业利润套保建议

1. 玉米深加工行业的运行利润风险点

以玉米淀粉产业为例，整体行业产能相对过剩，下游产品经历几个阶段的发展后从加工初级产品，逐渐向中级，高级，更高级产品扩展，产业链不断延伸，

生产的产品增值幅度显著提升；所渗透的行业也更为广阔，淀粉糖类仍占据主导地位，同时还有造纸，食用，啤酒，医药，变性淀粉，化工等领域，而食用占比仅约 10%左右，所以下游行业的总体利润水平相对偏高，有利于承接消化玉米淀粉产品的价格波动。

图表9：玉米深加工产品消费结构和增值情况

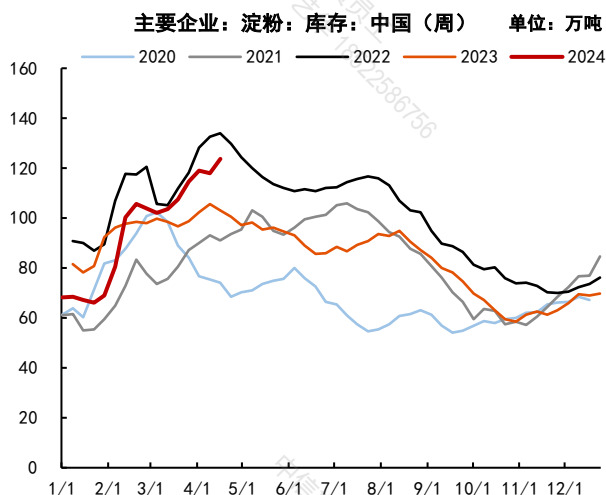
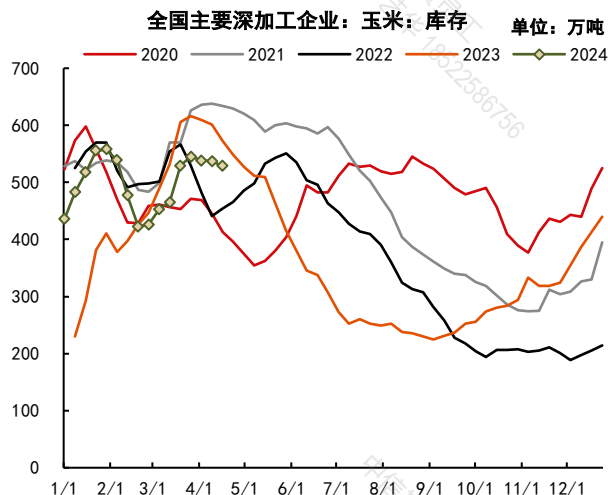


玉米深加工产品增值比例		
初级产品	淀粉、玉米主产、饲料原料、蛋白饲料、玉米油等	增幅1-2倍
中级产品	酒精、DDGS、糖醇、柠檬酸、乳酸乙酯、乳酸、乳酸钙、乳酸钠等	增值1-10倍
高级产品	甘油、乙醇及衍生物、糠醛等	10-20倍
更高级产品	丙烯酸、醋酸等	增值20倍以上

资料来源：玉米淀粉工业协会 卓创 Wind USDA 中信期货研究所

从运营角度看，深加工行业主要面临的风险是原料的采购，以及原料库存和玉米淀粉等副产品的价格波动风险，而当产成品签订销售订单，确定好量，价和执行时间后，产成品风险基本得到管控。所以重点需要解决的问题一是签订固定价格的销售订单后，面临玉米采购成本上升的风险；二是常备原料库存的贬值风险，根据实际情况可以结合期货以及场内，场外期权工具进行综合管理。

图表10：玉米深加工产业原料和产品库存



资料来源：Mysteel 中信期货研究所

2. 玉米深加工行业的锁定利润管控风险的策略建议

根据深加工企业库存波动规律，通常 9-11 月份处于季节性低位，新陈玉米衔接过程中，需求逐渐进入节前旺季，所以尽可能的保证玉米供应和控制成本，保存销售利润是此阶段的核心问题。

图表11：山东玉米现货价格波动季节性



资料来源：Mysteel 中信期货研究所

通常进入新季玉米供应期，价格逐步回落有利于企业降低采购成本，但从最近几年的价格走势看，2020年-2022年连续三年秋冬季节玉米价格出现了反季节性的上涨，影响因素也较为复杂，包括了临储玉米库存出清，异常天气下玉米减产顾虑，疫情管控因素导致的供需缺口预期，叠加市场囤粮积极性提高，价格处于偏高水平波动，给用粮企业采购和控制成本增加了难度。

为了更好的实现企业套保目标，需要结合价格判断和供需局势判断。如果存粮企业库存水平普遍偏低，现货采购建立库存难度较大，而结合供需结构判断后市行情上行概率较大，且价格向上运行有一定的空间，建议企业在期货端逢低买入适宜月份的期货合约，或者成本适宜的看涨期权或牛市期权价差组合，锁定采购备货期行情上涨带来的利润，随着现货采购目标的完成，逐步平掉期货多头合约，以期货，期权的盈利降低建仓成本；或者条件适宜的情况下，持有到期货交割，以接仓单的形式实现现货采购，这类情况对企业的现货运营条件和灵活性要求较高，均需要充分考虑操作期间各类费用成本，损耗，和合同利润的允许空间。

对于第二类问题，深加工企业经过一段时间的采购之后通常在每年3-4月份库存达到年内高位，为后面1-2个季度备足加工原料，持有时间越长，占用资金越多，机会成本越高，行情下行，库存贬值冲击越大。加工或贸易企业可以通过期货期权工具进行库存管理，有利于节约资金占用，获取套利收益和盘活库存。操作层面上，可以考虑今年基差水平偏低，期货存在看涨情绪升水，而现货受到实际基本面偏弱的牵制走势偏弱，可以考虑卖出期货套期保值，预计4-5月份价格运行区间2350-2500元/吨，当市场因利好预期提振处于区间高位时，卖出期货套保，区间低位时解套部分期货头寸，锁定中间价差，降低库存持仓成本；6-7月份考虑新季小麦上市替代集中期，可以考虑小麦价格减去替代价差作为玉米上行边界，进行卖出套期保值，并结合库存消化速度，分批滚动操作。

结合今年的情况，目前基差偏低，市场交投情绪谨慎，买卖玉米基差操作效率相对偏低；同时结合基本面判断，玉米价格预计窄幅震荡一段时间的概率比较高，可以考虑利用卖出虚值看涨期权的方式通过收取期权费使库存产生收益。如

果期权到期时，依然是虚值的，则期权持有人不会行权，期权作废，企业获得期权费收入，同时依然持有原来的库存。如果期权变成实值的，也就是玉米价格上涨，期权持有人选择行权，企业需按照行权价卖出库存，同时依然有期权费收入；若要重新建立库存，可能采购成本增加的幅度大于买卖价差和期权费收入。所以企业在实际操作过程中，需要慎重设定虚值看涨期权的行权价格和期限。设定行权价时，企业需要参考两个价格，一是标的资产的市场价格，和自己建立库存的成本价，通常行权价要高于二者中最高的价格，降低虚值变成实值的概率，实现期权费收益。设定期权期限时，应尽量不影响正常的生产经营安排，期权到期日应在该批库存投入使用之前，同时留出一定的缓冲时间应对临时现货采购的需求。期限也不宜过短，影响期权费的价值。

风险提示：供需因素表现不及预期，天气，宏观等风险。

三、大豆产业链利润分析及展望

（一）进口大豆榨利历史表现

1. 榨利计算公式

众所周知的大豆进口榨利计算公式：豆粕*0.785+豆油*0.19-（贴水+芝加哥）*0.367433*汇率*（1+关税）*（1+增值税）。

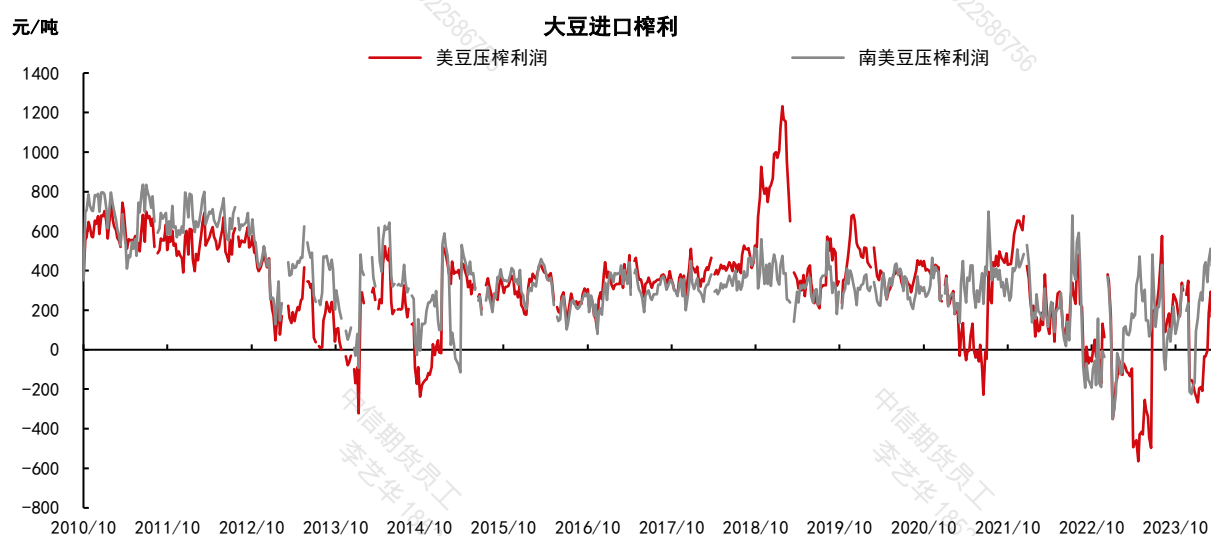
为了方便做历史回溯，价格数据取盘面收盘价，汇率取即期。关税 3%，增值税 9%。加工费 120。时间从 2010 年 10 月 28 日起至 2024 年 4 月 11 日止。

2. 大豆进口榨利整体表现

从计算结果可见，美豆和南美豆压榨利润走势大趋势一致。测算期内，美豆压榨利润均值 321 元/吨，最大 1232 元/吨，最小值-564 元/吨。南美豆压榨利润均值 347 元/吨，最大 835 元/吨，最小值-349 元/吨。

大部分时间内，进口大豆压榨有盈利。亏损发生在 2014 年初，2014 年底，2021 年中，2022 年底，2023 年。具体来看，2010 年 10 月-2013 年底，榨利呈趋势性回落走势，最高接近 800 元/吨，最低时亏损超过 300 元/吨。2014 年榨利先升后降，在【-300, 600】区间运行，波动较大。进入 2015 年重新出现榨利，且 2015 年-2021 年 4 月榨利相对稳定，均值 300 左右。其中 2019 年初美豆榨利创历史新高，因中美贸易战导致中国进口美豆数量骤降，美豆价格快速下跌。

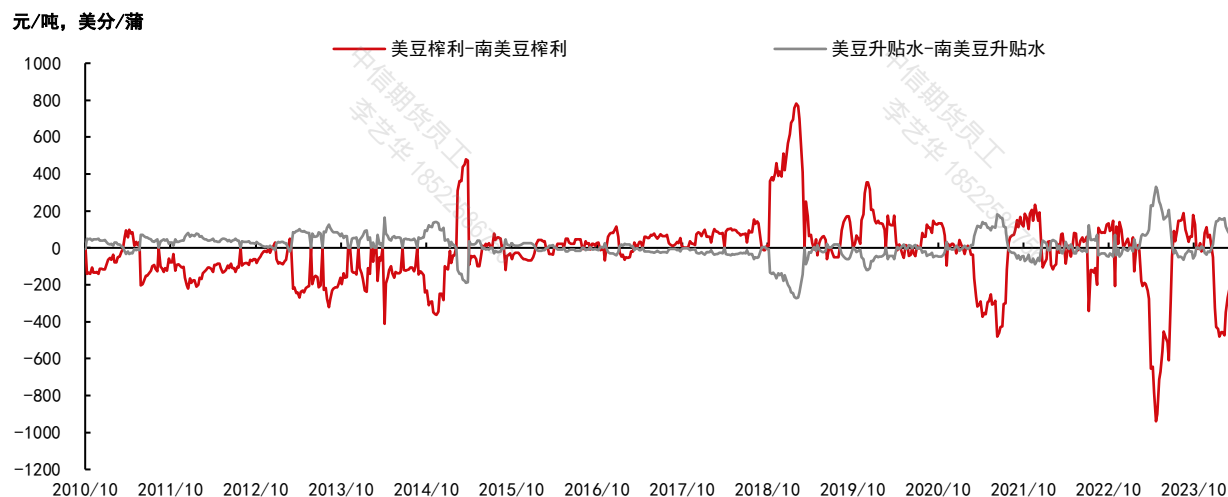
图表12：大豆进口榨利



资料来源：Wind 中信期货研究所

此外，美豆和南美豆榨利也存在差异。根据计算公式，显而易见这一差异主要由美国和南美升贴水报价差异所致。计算榨利差值和升贴水差值相关系数为-0.99。

图表13：南北大豆进口榨利差值与升贴水报价差值呈高度负相关



资料来源：Wind 中信期货研究所

3. 大豆进口榨利季节性

进一步观察大豆进口榨利季节性。我们将榨利数据变频为月度数据，取月度均值。2011年-2013年期间，美豆月度榨利均值环比上涨月份最多的是4月，高达9个，占比70%。其次是6月和8月，分别有7个年份上涨，占比54%。下跌月份最多的是2、3、5、9、12月，均为8个年份，占比62%。

图表14：美豆榨利环比涨跌幅

月份	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	上涨年份 个数	上涨 均值	下跌年份 均值	下跌 均值
1月		6.29%	4.36%	-32.77%	63.70%	-100.50%	-24.04%	87.85%	27.42%	17.27%	-11.02%	-31.94%	-23.36%	#####	-222.17%	6	14.78%	7	-192.72%
2月		-0.54%	1.21%	-58.13%	-215.67%	128683.12%	25.74%	-15.76%	-6.66%	21.39%	-9.94%	1.05%	-62.98%	-220.88%	-6.75%	5	9195.18%	8	-42.66%
3月		-8.70%	3.00%	112.10%	141.97%	-20.04%	29.53%	3.20%	-6.81%	-21.95%	-6.54%	-21.64%	-25.75%	-39.52%	-161.78%	5	20.70%	8	-22.34%
4月		6.54%	9.60%	-35.06%	5.17%	2.27%	4.74%	17.69%	19.16%	-57.56%	-14.86%	-87.87%	55.30%	108.91%	96.75%	9	23.30%	4	-13.95%
5月		-14.93%	-2.62%	11.89%	16.19%	-4.65%	-9.72%	1.05%	-8.35%	-14.13%	-20.65%	79.30%	-16.72%	127.24%		5	16.83%	8	-6.55%
6月		-1.80%	3.47%	71.36%	26.47%	-15.89%	-42.28%	-16.95%	2.76%	18.89%	14.59%	-156.88%	22.87%	-27.43%		7	11.46%	6	-18.66%
7月		19.08%	-16.04%	-22.61%	-52.58%	-21.25%	11.24%	0.92%	4.06%	-31.63%	3.02%	164.78%	-28.90%	-60.96%		6	14.51%	7	-16.71%
8月		3.50%	14.05%	-92.65%	23.41%	34.04%	1.37%	-0.42%	-1.00%	14.34%	-4.28%	-567.18%	108.57%	-364.32%		7	14.23%	6	-73.56%
9月		-21.11%	-4.21%	915.67%	-32.24%	-19.94%	-0.81%	8.30%	21.29%	74.47%	-0.32%	37.23%	-47.90%	-62.97%		5	75.50%	8	-13.54%
10月		8.04%	4.10%	-20.69%	-154.47%	15.84%	24.72%	-2.66%	-10.21%	-20.13%	27.60%	-0.85%	-123.75%	53.06%		6	9.53%	7	-23.77%
11月		0.15%	-15.51%	-68.47%	79.12%	5.38%	-23.96%	-12.67%	60.60%	-17.14%	-9.45%	8.28%	-72.53%	19.25%		6	12.34%	7	-15.69%
12月	3.76%	-12.74%	-3.66%	-220.31%	-52.99%	-5.05%	-5.78%	5.31%	7.09%	75.41%	1.29%	29.20%	-40.10%	-35.37%		5	8.45%	8	-26.86%

资料来源：Wind 中信期货研究所

2011 年-2013 年期间，南美豆月度榨利均值环比上涨月份最多的是 4 月和 8 月，分别为 8 个，占比 62%。其次是 5、6、10 月，分别有 6 个年份上涨，占比 46%。下跌月份最多的是 3 月和 11 月，均为 9 个年份，占比 70%。

图表15：南美豆榨利环比涨跌幅

月份	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	上涨年份 个数	上涨 均值	下跌年份 均值	下跌 均值
1月		2.30%	17.35%	-30.21%	-39.70%	-31.68%	-18.16%	72.12%	15.81%	6.48%	-18.62%	-34.19%	8.34%	-212.56%	-265.53%	6	8.74%	7	-46.48%
2月		-7.33%	0.25%	-36.87%	567.54%	207.27%	-7.58%	22.52%	-5.61%	-1.10%	19.10%	5.17%	-58.56%	-230.61%	-325.97%	6	58.70%	7	-48.12%
3月		-7.99%	-4.29%	33.68%	18.65%	-75.53%	30.34%	1.98%	-10.83%	-30.00%	-8.68%	-17.04%	-3.00%	-110.14%	59.75%	4	10.31%	9	-19.11%
4月		-10.12%	3.25%	45.59%	10.80%	-63.59%	18.76%	0.54%	24.04%	-24.49%	-15.69%	25.74%	-0.87%	751.81%	1.41%	8	63.00%	5	-8.20%
5月		-19.16%	-5.27%	7.25%	37.51%	808.28%	-19.33%	-6.92%	-15.61%	41.92%	17.36%	32.69%	-3.10%	163.78%		7	79.20%	6	-4.96%
6月		25.37%	7.12%	24.65%	6.09%	-11.39%	-50.40%	-22.95%	6.77%	10.17%	17.15%	-33.33%	-7.20%	-32.19%		7	6.95%	6	-11.25%
7月		32.55%	-15.74%	-20.35%	-41.64%	-38.97%	19.98%	1.72%	9.70%	-19.63%	3.15%	32.14%	-41.79%	-0.44%		6	7.09%	7	-12.75%
8月		-3.35%	12.42%	-42.25%	9.08%	19.49%	-1.14%	1.44%	-5.77%	28.23%	-18.27%	46.86%	387.87%	12.16%		8	36.97%	5	-5.05%
9月		-16.83%	-6.85%	83.46%	-18.49%	-13.87%	8.75%	24.44%	19.59%	21.27%	-21.85%	-26.85%	-65.53%	-98.39%		5	11.25%	8	-19.19%
10月		2.71%	0.13%	-23.32%	-70.76%	54.85%	23.56%	-7.00%	16.40%	-32.04%	30.07%	-12.90%	-185.54%	2823.91%		7	210.83%	6	-23.68%
11月		-1.40%	-16.40%	-42.91%	74.19%	-3.57%	-19.32%	-7.46%	-6.23%	7.48%	-8.68%	2.90%	-69.13%	80.59%		4	11.80%	9	-12.51%
12月	2.90%	-6.62%	-9.29%	-63.92%	70.62%	3.09%	-19.72%	-2.62%	-12.26%	18.58%	41.01%	34.89%	124.45%	-66.36%		6	20.90%	7	-12.91%

资料来源：Wind 中信期货研究所

4. 大豆榨利来源

大豆榨利是波动的，一段时期榨利的变化来源于哪里呢？从计算公式看，榨利是油粕收入与大豆成本之差。因此榨利回升，可能来自收入提高，也可能是成本下降。当然由于油粕价格也会受到大豆成本传导而联动变化，因此更多取决于时间差或者幅度差。具体表述可见下表，利润上行，需要收入端强于成本端，而这一般需要需求侧发力提振油粕价格，或者产地大豆供应增加价格回落。此时油厂做多利润。否则，需求不振油粕价格上行乏力，产地大豆炒作天气减产等，油厂可能面临榨利下跌，需要积极对油粕卖出保值。

图表16：大豆进口榨利季节性图

价格趋势周期	利润变化	收入成本相对变化
价格上升期	利润走高	收入提升 > 成本提升
	利润走低	收入提升 < 成本提升
价格下行期	利润走高	收入跌幅 < 成本跌幅
	利润走低	收入跌幅 > 成本跌幅

资料来源：Wind 中信期货研究所

（二）收入端和成本端价格分析

1. 美豆

美豆供需平衡表有望转宽松。USDA 预估美豆 24/25 年度面积 8651 万英亩，同比增 3.5%，单产 52 蒲式耳/英亩，同比增 3%。产量 44.34 亿蒲，同比增 6%，期末库存 3.89 亿蒲，同比增 14%，库存消费比 8.84%，同比提高 0.58 个百分点。美豆开播早，目前产区墒情尚可，未来降水适宜。3 月底的旱情季度展望也相对正常。美豆新作丰产预期下，美豆贴水和盘面承压。

巴西大豆收割进度过半。且多家机构近期上调巴西豆去年产量预估，导致今年库存提高。同时巴西大豆出口旺盛，升贴水重回正值。但对美豆盘面则构成压力。

短期美豆延续弱势，不过考虑库存消费比并非绝对高位，且在播种期后，依然面临天气考虑。气候切换到拉尼娜模式，也可能为美豆天气市注入更多升水。预计美豆在 24/25 年度产量落地前，延续【1100-1300】区间运行。

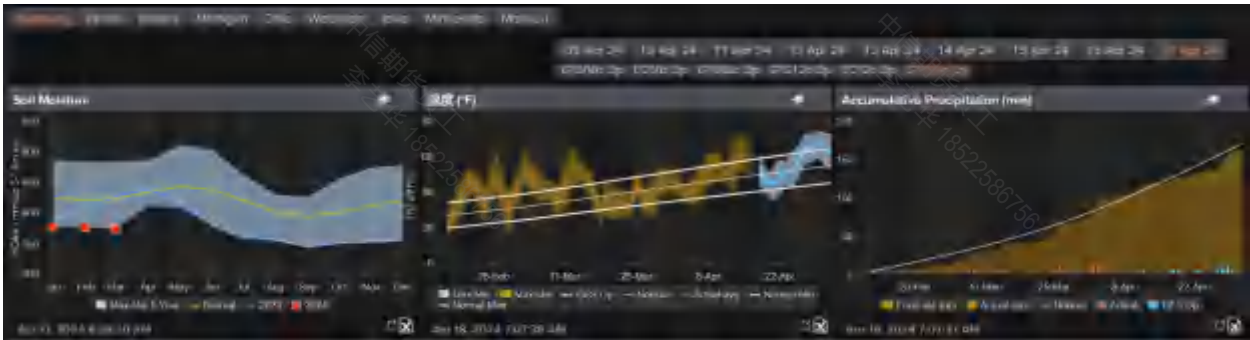
具体看，5 月，甚至 6 月可能继续下行找寻支撑。7、8 月关注天气炒作，预计价格易涨难跌，或者在 1200 美分上下运行，恶劣天气利多下，或逼近 1300 美分。9 月、10 月美豆收割低点，价格重新回落。11、12 月美豆出口季，美豆价格可能小幅反弹至 1200 附近，但若南美大豆接力增产，美豆价格可能反弹乏力，甚至跌破 1100 美分。

图表17：美豆供需平衡表预计转宽松

美豆	美豆供需平衡表				2023/24预测 测（4月）	环比%	同比%	2024/25年 度预估	同比%
	2021/22 测（3月）	2022/23 测（4月）	2023/24预测 测（3月）	2023/24预测 测（4月）					
								中信期货预 期	
种植面积	87.2	87.5	87.5	83.6	83.6	0.00%	-4.5%	86.51	3.5%
收割面积	86.3	86.2	86.2	82.4	82.4	0.00%	-4%	85.27	3%
	蒲式耳/英亩								
单产									
	51.7	49.6	49.6	50.6	50.6	0.0%	2%	52.00	3%
	百万蒲式耳								
期初库存	257	274	274	264	264	0.0%	-4%	340	29%
产量	4464	4270	4270	4165	4165	0.0%	-2%	4434	6%
进口	16	25	25	30	25	-16.7%	0%	15	-40%
总供应	4737	4569	4569	4459	4454	-0.1%	-3%	4789	8%
压榨	2204	2212	2212	2300	2300	0.0%	4%	2400	4%
出口	2152	1992	1992	1720	1700	-1.2%	-15%	1875	10%
留种	102	97	97	102	100	-2.0%	3%	125	25%
损耗	5	4	1	22	13	-40.9%	1200%	0	-100%
总需求	4463	4305	4305	4144	4114	-0.7%	-4%	4400	7%
期末库存	274	264	264	315	340	7.9%	29%	389	14%
农场均价（美元/蒲）									
	13.3	14.2	14.2	12.65	12.55	-0.8%	-12%	11.2	-11%
库消比	6.14%	6.13%	6.13%	7.60%	8.26%	0.7%	2.13%	8.84%	0.58%

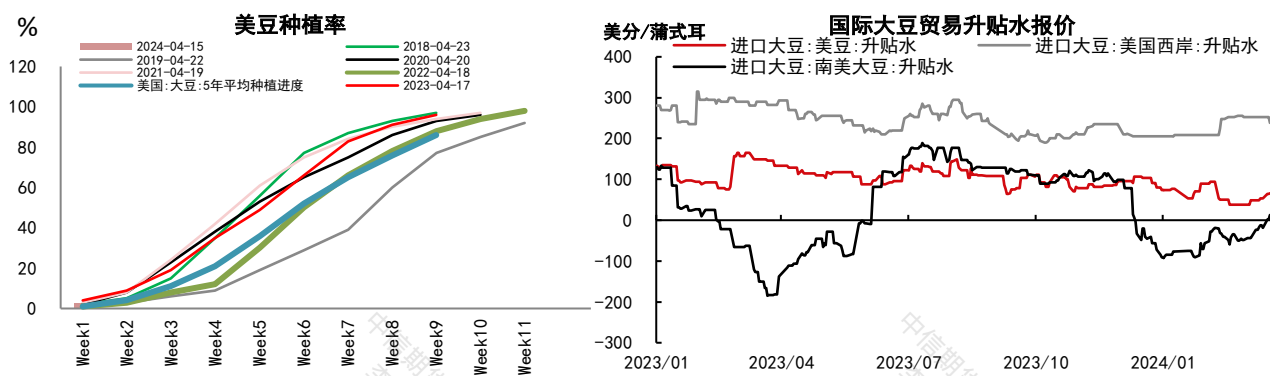
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表18：美豆墒情尚可，温度降水适宜



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表19：美豆种植较早，升贴水上行乏力



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表20：美豆价格预期

月份	美豆价格
5、6月	1100-1200
7、8月	1200 上下运行，天气恶化，或突破 1300
9、10月	价格回落，跌破 1200
11、12月	出口提振，美豆反弹至 1200；南美增加接力，美豆跌破 1100 美分

资料来源：中信期货研究所

2. 连粕，连豆油

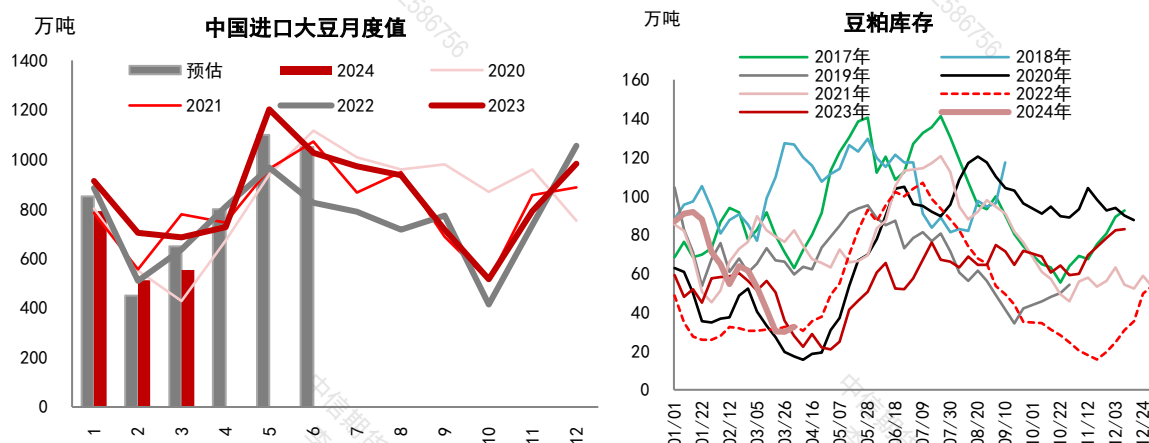
（1）连粕

当前油厂榨利较好，二季度预计大豆进口量环比走高，豆粕存在季节性累库压力，价格运行区间 3200-3400。据海关数据显示，2024 年 3 月大豆进口量为 554 万吨，环比 8.2%，同比-19.11%。2024 年 1-3 月累计进口量 1858 万吨，累计同比-19.28%。4-6 月大豆进口预估 800（-0）、1100（+0）、1050（+0）万吨，预报累计 2950 万吨，预报累计环比 58.8%，预报累计同比-0.2%。

三季度，连粕跟随美豆炒作天气而获得利多，价格运行 3400-3600。

四季度下游养殖旺季，连粕价格高位震荡，待节日备货结束后，新作丰产压力将逐步体现，价格预计回落至 3200-3400 区间运行。

图表21：大豆进口到港量环比走高，豆粕库存季节性累库



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表22：豆粕价格运行预估

	豆粕现货均价	盘面运行区间
4月	3250	3200-3400
5月	3250	3200-3400
6月	3350	3200-3400
7月	3400	3400-3600
8月	3350	3400-3600
9月	3200	3400-3600
10月	3100	3000-3400
11月	3000	3200-3400
12月	2950	3200-3400

资料来源：中信期货研究所

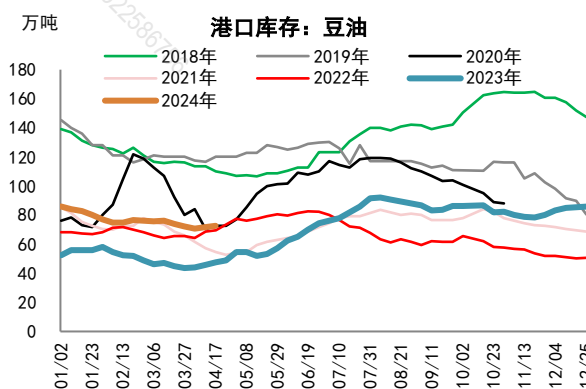
（2）连豆油

二季度预计豆油价格运行区间 7400–7800。当前豆油成端受美豆拖累，需求端较棕油价格有优势。宏观加息，中东地区局势不稳，可能推动油脂价格上涨。

三季度连豆油跟随美豆炒作天气，价格易涨难跌，预计运行区间 7500–8000。棕榈油产量不确定性加剧价格油脂板块价格波动率。

四季度传统消费旺季，但考虑美豆新作增产压力较大，豆油价格料难表现偏弱，预计运行区间 7000–7200。

图表23：豆油港口库存



图表24：豆油价格运行预估

	豆油现货均价	盘面运行区间
4 月	8100	7200-7800
5 月	8100	7200-7800
6 月	8150	7200-7800
7 月	8100	7800-8000
8 月	8300	7800-8000
9 月	7800	7400-7800
10 月	7700	7200-7500
11 月	7500	7200-7500
12 月	7300	7000-7200

资料来源：中信期货研究所

（三）榨利测算与套保建议

1. 未来榨利预估

按照上文对成本端和收入端的预估，大致预估油厂大豆进口榨利如下表。预计 7、8 月和 9、10 月利润均值呈上升趋势，11、12 月利润均值下降。

图表25：未来榨利预估

	美豆均值	豆粕均值	豆油均值	利润均值
5、6 月	1150	3300	7600	423.4425
7、8 月	1200	3500	8000	505.9364
9、10 月	1100	3200	7700	511.9486
11、12 月	1200	3300	7300	219.4364

资料来源：中信期货研究所

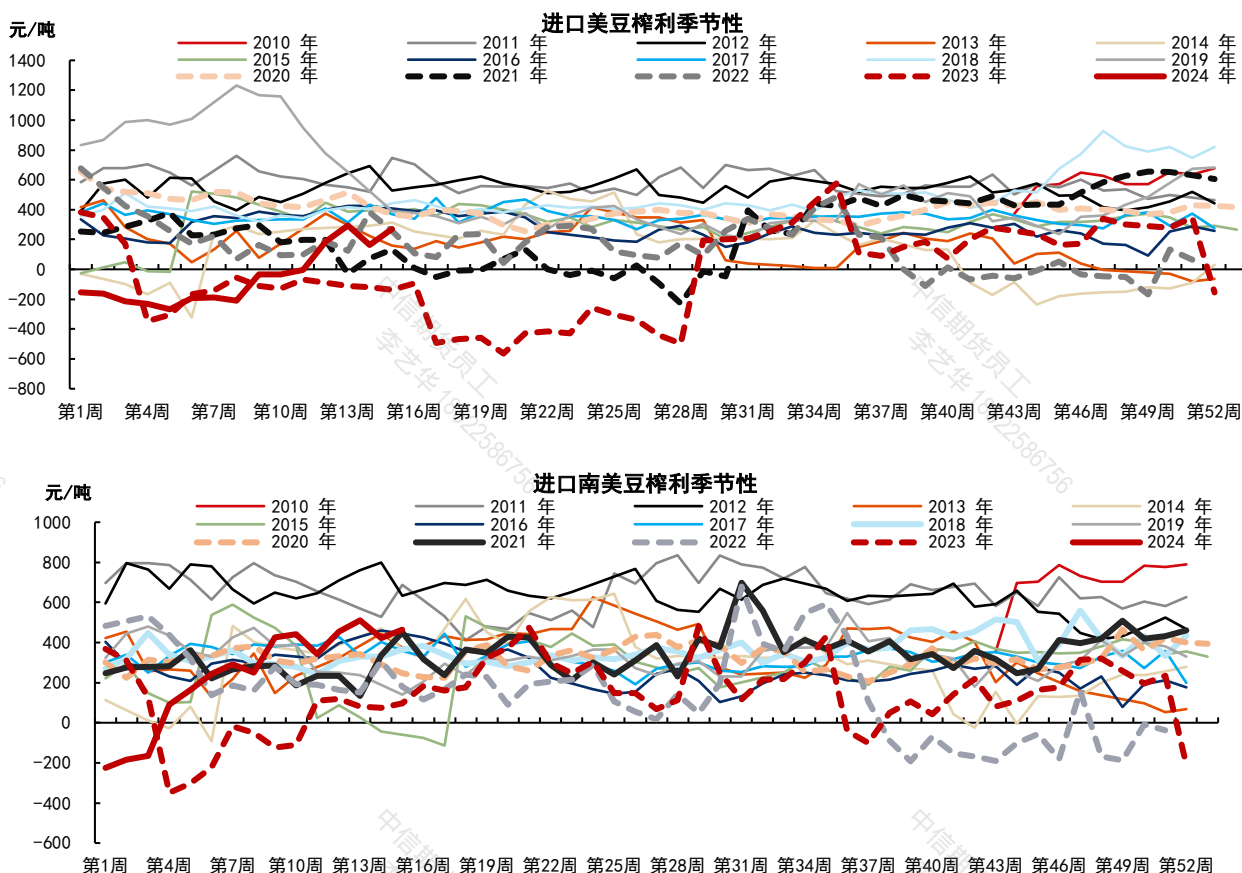
2. 套保建议

从相对值看，目前油厂进口大豆榨利水平处于历史中等水平。未来半年时间上涨到 500 以上，将处于历史上偏高水平。

从绝对值看，目前油厂榨利或仍有上升空间。总体上，建议油厂积极套保，尤其 9、10 月份。

具体套保方式，用期货卖出套保，套保比例可控制在 30%以内；用期权套保，可买入看跌期权。

图表26：大豆进口榨利季节性图



资料来源：Wind 中信期货研究所

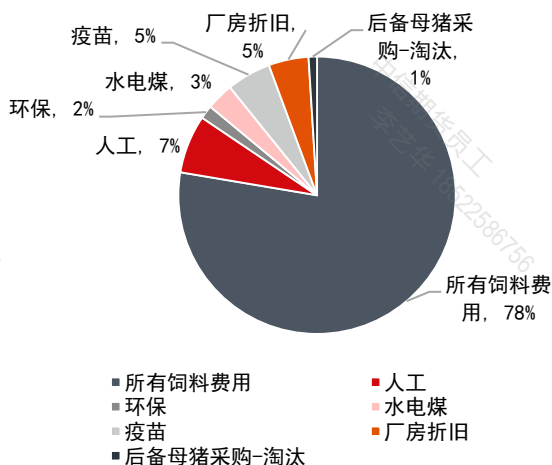
四、生猪产业链利润分析及展望

（一）成本：饲料价格下降，养殖成本减少

在生猪的养殖成本当中，饲料成本占比最大，高达 78%，是影响生猪养殖成本项的绝对因素。其余成本项中，人工 7%、疫苗占 5%、厂房折旧 5%、水电煤 3%、环保 2%、母猪费用 1%，影响相对较小。若按照生猪的生命周期划分成本，育肥环节的成分摊销比例是最大的，占 77%；能繁母猪成本摊销比例排第二，占 21%；后备母猪时期成本最少，仅占 2%。由于生猪育肥环节经历的时间最长，育肥阶段新投入的成本不需要像母猪一样被摊销，因此育肥环节的成本占生猪出栏的总成本比例最高，且育肥阶段生猪需要持续的饲料投入，所以饲料成本的变化是影响生猪出栏成本的最关键因素，未来对于生猪成本的预判，往往取决于对于饲料成本的判断。

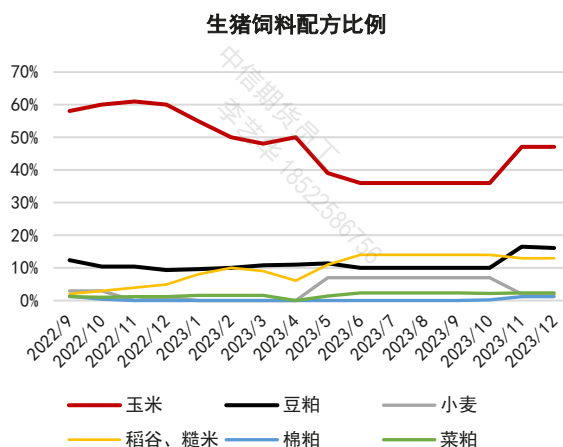
生猪饲料主要由玉米、豆粕等构成，其中玉米占比最高，约 47%，其次是豆粕，约 16%。饲料配方比例不是一成不变的，当某种原料的价格过高，饲料厂会在不影响饲料效果的可控范围内减少该原料的使用比例，而且能够提供能量、蛋白的饲料原料有多种品类，例如玉米和小麦的替代、豆粕和菜粕的替代，因此饲料配方会跟随原料价格而调整。但整体来看，玉米和豆粕依旧是饲料配方中最主要的部分，因此玉米、豆粕价格的变化，会对生猪饲料成本产生直接影响。

图表27：生猪养殖成本构成



资料来源：Wind、中信期货研究所

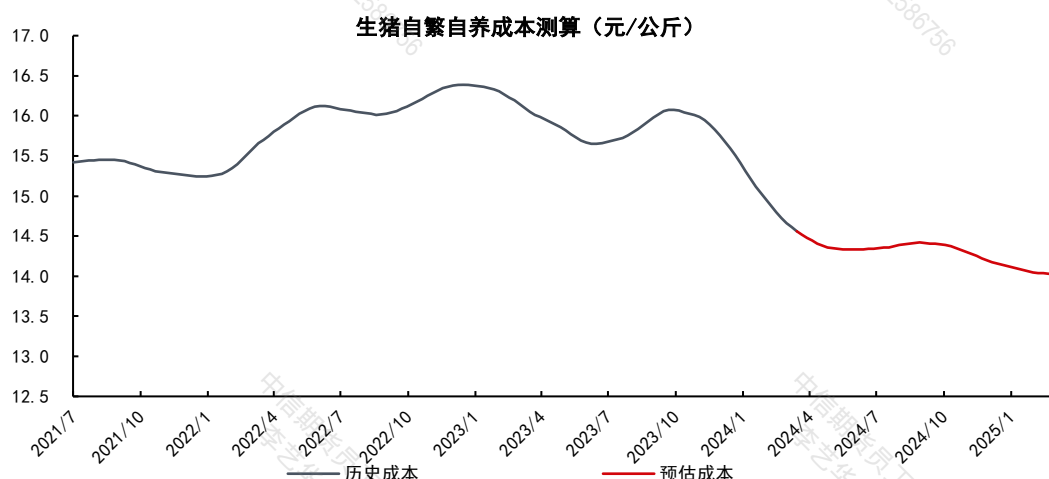
图表28：生猪饲料配方



资料来源：涌益咨询、中信期货研究所

2023 年三季度以来，随着玉米、豆粕价格的下跌，生猪饲料成本下降，自繁自养的完全成本从 2023 年三季度的 16 元/公斤，到 2024 年一季度下降至 15 元/公斤左右。由于生猪消耗的饲料成本是一个动态的过程，并且育肥阶段的饲料成本占生猪出栏成本的比重达到 70%以上，因此在出栏前 6 个月的饲料价格，会对生猪出栏成本产生显著影响。2023 年四季度玉米、豆粕价格大幅下跌，2024 年一季度玉米、豆粕价格小幅反弹，但绝对价格仍位于低位，预计饲料成本将继续导致 2024 年二季度生猪出栏成本下降。根据我们的估算，2024 年二季度，生猪出栏成本在 14.4 元/公斤左右，三季度养殖成本相对稳定，四季度养殖成本预计 14.2 元/公斤左右。

图表29：2024 年生猪养殖成本预计下降



资料来源：中信期货研究所

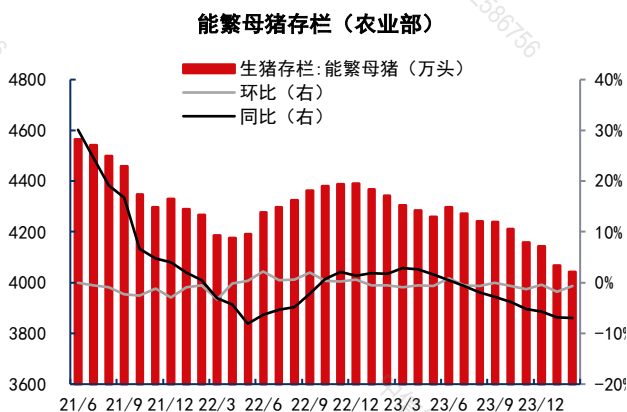
（二）猪价：去产能兑现，将开启上行周期

2023 年 1 月至 2024 年 2 月，全国能繁母猪产能持续减少，从 4390 万头，到 2024 年 2 月已经下降至 4042 万头，累计去化幅度达到 8%。从去化速度来看，2023 年前三个季度的母猪去产能速度偏慢，而 2023 年 10 月-2024 年 1 月去化速度加快。按照能繁母猪到生猪出栏需要经历 10 个月的养殖时长来看，预计 2024 年 8 月开始，全国生猪供应量的下降幅度将进一步扩大。

我国新生仔猪数量在 2023 年 9 月见顶后开始下降，2023 年四季度由于疫情影响，新生仔猪受损，数量持续减少，而仔猪从出生到出栏约经历 6 个月的时间，因此仔猪出生数量的下降，预计导致 2024 年 5 月之后的生猪出栏量开始减少。

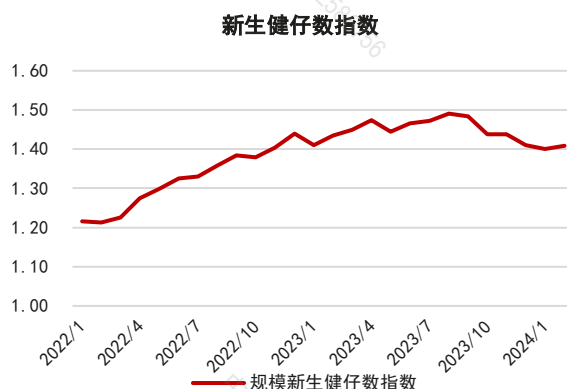
从仔猪母猪的短期损失，以及母猪产能的持续去化来看，2024 年二至四季度的生猪出栏量将呈现趋势性的减少。生猪供给减少，消费在五一、端午受到节日驱动，下半年猪肉需求也较上半年逐渐增加，因此预计后期的生猪供需关系将逐步收紧，生猪价格将开始上行周期，有利于生猪养殖企业获取利润。

图表30：农业部能繁母猪存栏



资料来源：Wind、中信期货研究所

图表31：新生仔猪指数

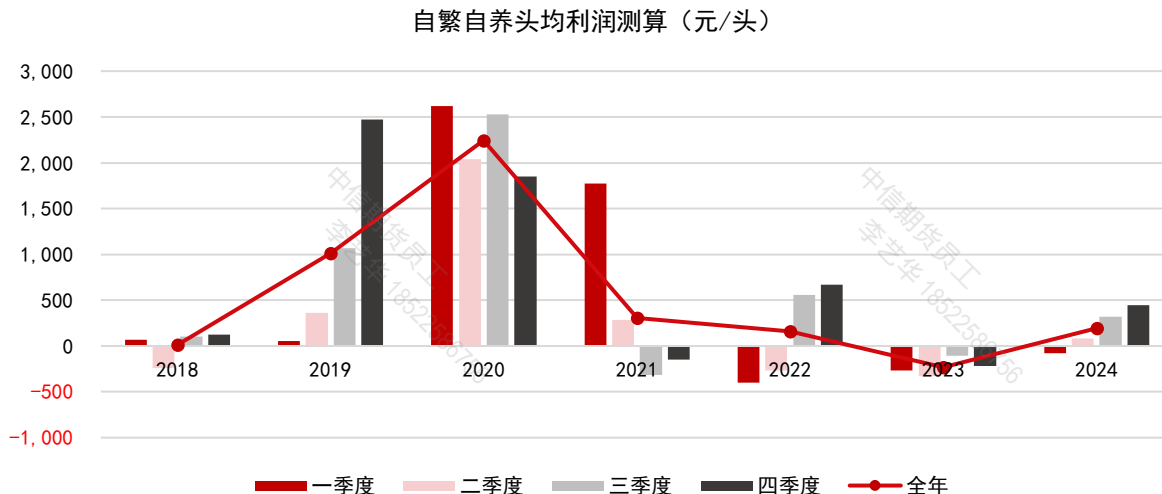


资料来源：Wind、中信期货研究所

（三）养殖利润：逐渐实现扭亏为盈

2024 年一季度，生猪自繁自养依旧小幅亏损，头均亏损幅 80 元/头。二季度开始，生猪价格随着去产能开始兑现，生猪供应量减少，猪价将开始上涨，养殖户的利润将逐渐改善。同时，由于饲料价格下降，二季度生猪出栏完全成本也将继续下降，预计二季度自繁自养能够实现扭亏转盈，头均利润 85 元/头左右。三季度，去产能进入加速兑现期，猪价上涨驱动持续，养殖成本预计较二季度微幅增加，但是猪价上涨带来的利润增厚幅度更高，预计三季度自繁自养利润继续扩大，头均利润约 300 元/头。四季度，生猪出栏量继续减少，需求进入旺季，猪价预计继续上涨，同时四季度饲料成本预计仍有小幅下降空降，生猪出栏成本将随之下移，因此四季度自繁自养利润将继续扩大，预计头均利润能够达到 400 元/头以上。

图表32：2024 年生猪养殖逐渐实现扭亏为盈



资料来源：Wind、中信期货研究所

（四）盘面利润：逢高锁定远月利润

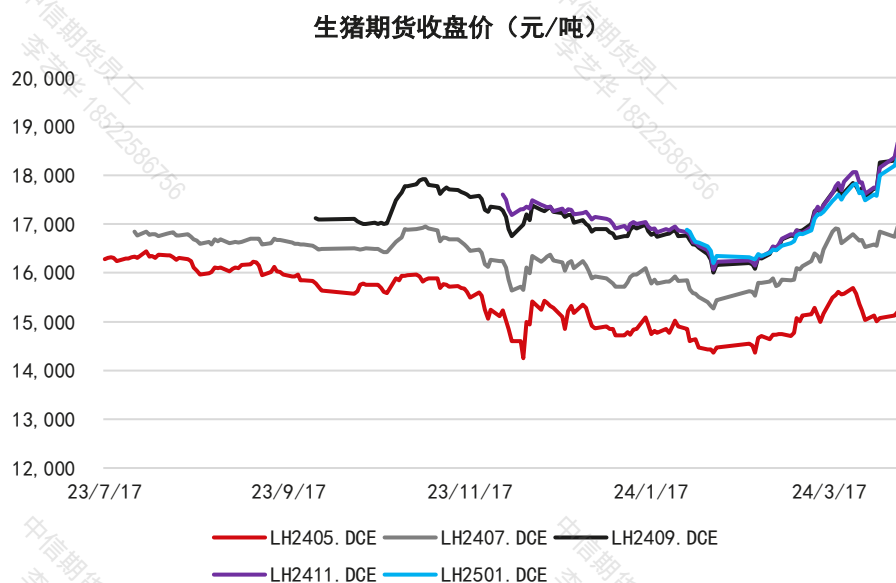
根据我们的测算，2024 年生猪养殖成本将较 2023 年下降，预计 2024 年全年的平均养殖成本在 14.5 元/公斤左右。目前生猪期货远月合约也呈现升水结构，不同月份合约均给出了正的套保利润。

从下半年的生猪基本面来看，由于 2023 年四季度母猪产能加速去化，预计 2024 年下半年生猪供应量的降幅将扩大，但是考虑到今年母猪 MSY 生产效率仍在提升，去产能对于猪价的驱动效果将一定程度被削弱。类比 2022 年的猪价上行周期，2022 年下半年自繁自养平均利润率约 30%，而根据当前母猪存栏量、MSY 测算，2024 年下半年的供应量预计高于 2022 年下半年，因此产业利润率或不及 2022 年下半年的幅度。按照 2024 年养殖成本 14.5 元/公斤，利润率 30% 计算，当远月 09、11 期货合约价格在 18.85 元/公斤以上时，企业可以参与生猪期货进行套期保值，提前锁定养殖利润。

策略建议：LH2409、LH2411 合约在 18850 元/吨以上时，进行卖出套期保值。

风险因素：养殖情绪；疫情；政策等。

图表33：生猪期货价格走势



资料来源：Wind、中信期货研究所

五、蛋鸡产业链利润分析及展望

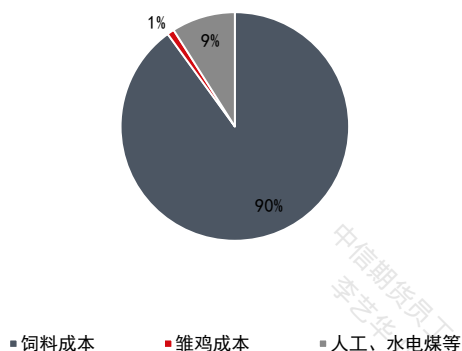
（一）鸡蛋成本构成及预测

1、蛋鸡饲料构成

蛋鸡饲料构成和生猪饲料构成类似，其能量饲料为玉米，蛋白饲料则以豆粕为主。因此，按照饲料原材料的变化情况，可大致测算出蛋鸡饲料成本的变化趋势。

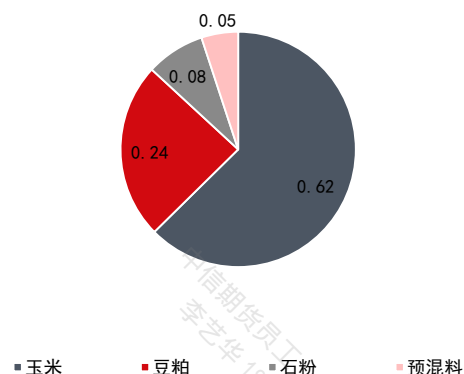
据卓创资讯数据，在完全成本当中，饲料成本占约 90%，雏鸡成本占约 1%，人工、水电煤等其他成本占约 9%。饲料成本中，玉米占比约 62%，豆粕占比约 24%，石粉占约 8%，以及预混料占约 5%。按照蛋料比约 2.2~2.3:1 测算，单斤鸡蛋的饲料成本=2.2*单斤饲料成本。

图表34：蛋鸡完全成本构成（%）



数据来源：Wind 涌益咨询 钢联数据 中信期货研究所

图表35：蛋鸡饲料成本构成（%）



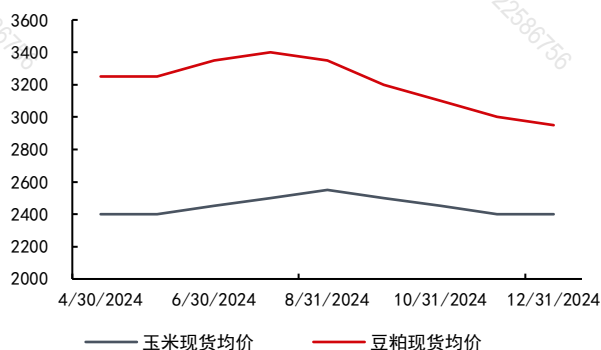
数据来源：Wind 涌益咨询 钢联数据 中信期货研究所

2、鸡蛋成本预测

根据团队测算，在接下来的 5~12 月份，玉米呈现震荡运行，其中三季度略有偏强，在 2400~2550 元/吨区间波动；豆粕同样呈现先上后下的态势，当前位于 3250 元/吨左右，7 月有望涨至 3400 元/吨附近，随后逐步下滑，年底预计回落至 2950 元/吨附近。

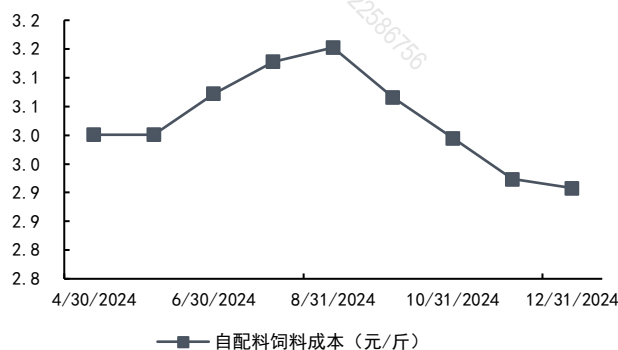
基于饲料原材料的预判，我们给出鸡蛋单斤饲料价格的走势，整体呈现先上后下的趋势。4 月，目前单斤鸡蛋饲料成本在 3 元/斤左右，随后震荡小幅上涨，8 月前后或达 3.15 元/斤；进入四季度，饲料成本回落，年底有望回落至 2.9 元/斤附件水平。

图表36：饲料原材料价格变化趋势-预测（元/吨）



数据来源：Wind 涌益咨询 钢联数据 中信期货研究所

图表37：单斤饲料变化趋势-预测（元/斤）



数据来源：Wind 涌益咨询 钢联数据 中信期货研究所

（二）鸡蛋价格预测及展望

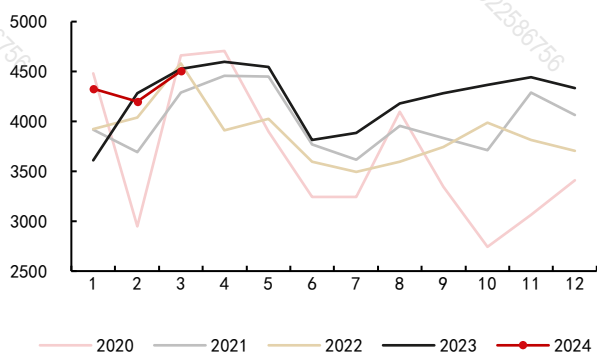
1、鸡蛋基本面走势判断

鸡蛋合理利润区间的判断，主要依赖于供应端的判断。在产存栏是现货端核心的供应指标，直接反映了当前在产蛋鸡的产能情况。根据生命周期，鸡苗补栏量一般在4个月后进入开产期，并在5个月左右进入产蛋高峰期，基于此，我们通常根据4-5个月前的鸡苗补栏情况来大致推测即期的新增开产蛋鸡的数量。从当前的存栏变化趋势以及存栏结构来看，供应持续递增，对蛋价产生利空影响。

近期新增开产较多，在产存栏持续递增。根据生命周期，当前4月份开产蛋鸡为2023年12月份补栏鸡苗，上高峰的蛋鸡则对应着10-11月份补栏鸡苗数量。据Mysteel数据，3月，中国在产蛋鸡月度存栏量11.83亿只，较上月变化0.42%，同比变化6.41%。根据卓创数据，3月，中国在产蛋鸡月度存栏量12.33亿只，较上月变化1.07%，同比变化3.79%。

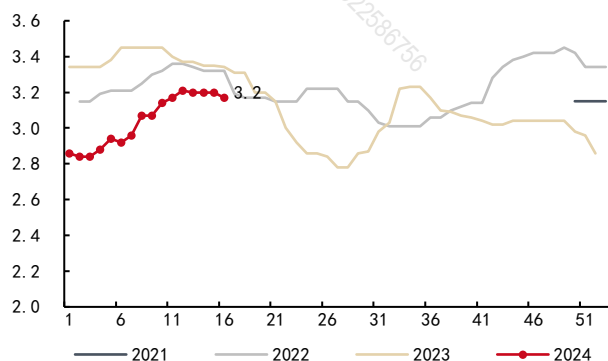
从鸡龄结构来看，在产蛋鸡占比偏高位，后备蛋鸡以及待淘老鸡占比相应下降，整体生产效率较高。根据卓创咨询，3月，中国120日龄以下后备蛋鸡月度存栏占比13.84%，较上月变化2.14%；120-450日龄蛋鸡月度存栏占比77.40%，较上月变化-0.44%；450日龄以上待淘蛋鸡月度存栏占比8.76%，较上月变化0.57%。随着后备鸡苗的逐步开产，老鸡的不断出淘，鸡群的效率得到提升。

图表38：样本蛋鸡苗月度出苗量（占50%）（万只）



数据来源：Wind 涌益咨询 钢联数据 中信期货研究所

图表39：中国市场蛋鸡苗周度市场价（元/只）

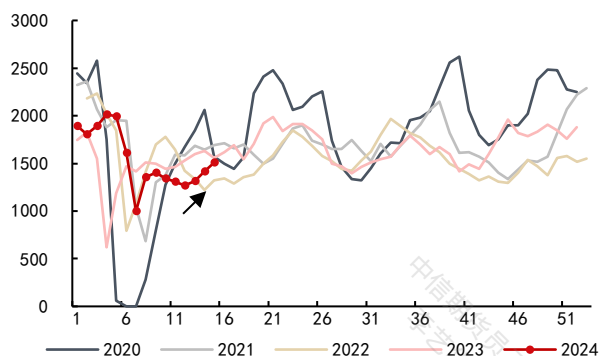


数据来源：Wind 涌益咨询 钢联数据 中信期货研究所

往后看，未来产能仍将递增。三年盈利周期，上游现金较为充裕，且成本下行，预计4-5月份补栏动力依旧不弱。当从前行业利润来看，目前连续3周小幅亏损，亏损幅度不深，持续时间不长，暂未形成明显负反馈。从鸡苗价格指数验证情况来看，鸡苗价格前期持续上行，近期高位维稳，没有下滑迹象，补栏乐观情绪暂未消退。4月11日当周，中国市场蛋鸡苗周度市场价3.2元/羽，较上周变化0.00%。基于此，我们认为短期补栏同比依旧偏高，但不排除5月补栏偏弱。

淘鸡方面，短期供应缩减有限，关注三季度潜在利多。由于去年四季度老鸡淘汰偏多，短期缩减产能有限。23年10月底直至年底，老鸡淘汰量较2022年同比+20%~40%。伴随着淘鸡量增加的，还有淘鸡日龄的下滑看，从528天高位持续下滑至504天，也证明了淘鸡放量的情况。往后看，关注三季度淘鸡再度放量的潜在利多。24年三季度的待淘老鸡对应23年上半年的补栏量，当时补苗季节性较高，因此未来淘鸡有放量的可能性，最早对应时点为24年7月（23年2月补栏开始明显放量）。

图表40：全国主产区蛋鸡淘汰鸡出栏量（万只）



数据来源：Wind 涌益咨询 钢联数据 中信期货研究所

图表41：全国淘汰鸡平均淘汰日龄（天）

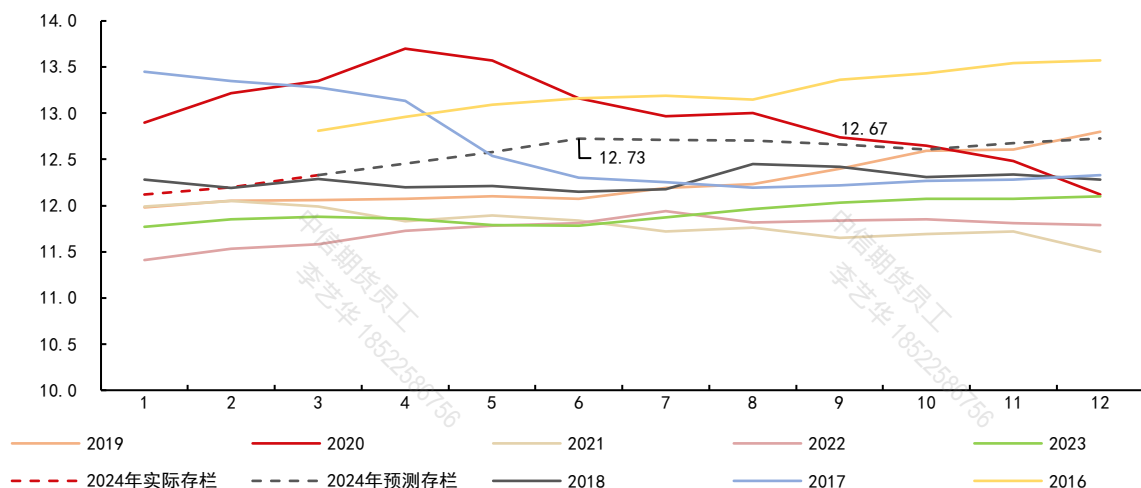


数据来源：Wind 涌益咨询 钢联数据 中信期货研究所

基于上述判断，2024年度产能依旧处于缓慢抬升趋势当中。绝对量上，上半年在产蛋鸡存栏呈现逐步递增；下半年或呈现高位震荡；不排除小幅下滑的可能（若出现淘鸡放量）。节奏上，供需先紧后松。3~6月份，环比增速维持1%左右，

同比分别+5%、+6%、+8%。7~9 月份，高位微幅下滑，维持在 12.7 亿羽上下波动。若考虑鸡苗质量欠佳，红粉蛋鸡占比变化等问题，鸡蛋供应绝对值或小幅低于预期，但产能递增趋势不改。

图表42：中国在产蛋鸡月度存栏预测（亿只）



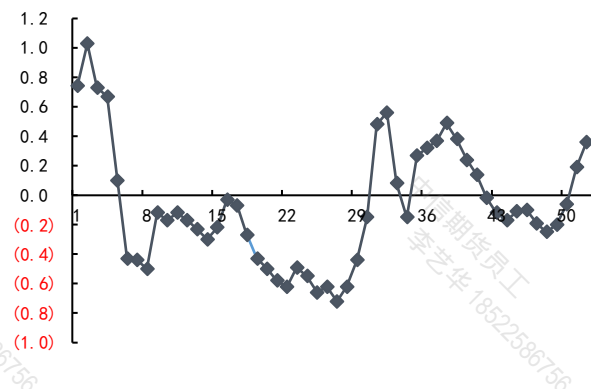
资料来源：Wind 涌益咨询 钢联数据 中信期货研究所

2、鸡蛋合理利润区间

鸡蛋，作为季节性非常强的品种，每个月份都对应不同的利润区间。复盘过去 5 年的利润变化趋势，通常情况下，上半年平均盈利在 0.28 元/斤左右，贴着饲料成本小幅波动，下半年最高可达超过 1.3 元/斤。

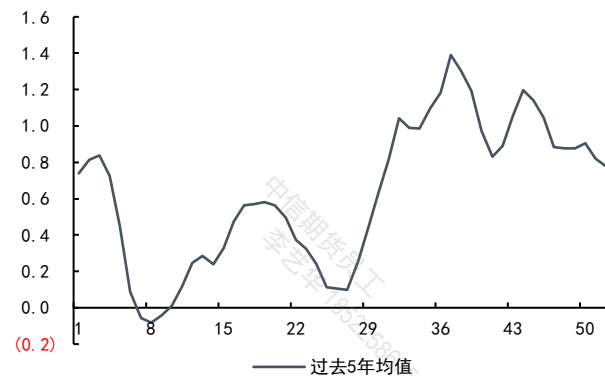
2024 年，基本面由紧转松的趋势明显，其走势或跟 2020 年较为相似，故利润区间位于两组数据（近 5 年均值和 2020 年）之间。基于此，我们给出两种场景：

图表43：2020 年单斤鸡蛋盈利（元/斤）



数据来源：Wind 涌益咨询 钢联数据 中信期货研究所

图表44：单斤鸡蛋盈利 5 年均值（元/斤）



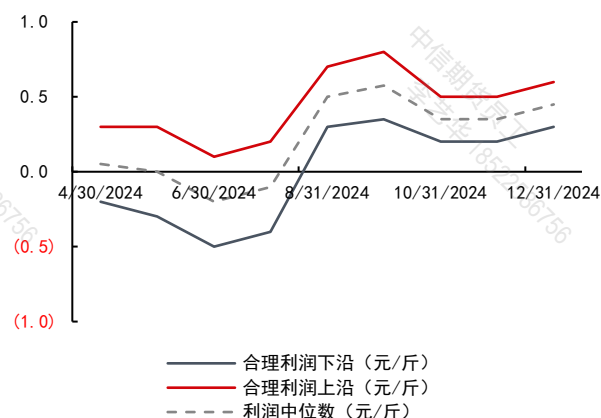
数据来源：Wind 涌益咨询 钢联数据 中信期货研究所

中性假设下，月度利润区间为：4-5 月份受到清明节、五一节前备货提振，

叠加贸易商囤货，利润区间约-0.3~+0.3元/斤区间波动；5-6月份，逐步进入梅雨季节，利润区间约-0.5~+0.2元/斤；8-9月份进入季节性旺季，利润区间约+0.3~0.8元/斤。

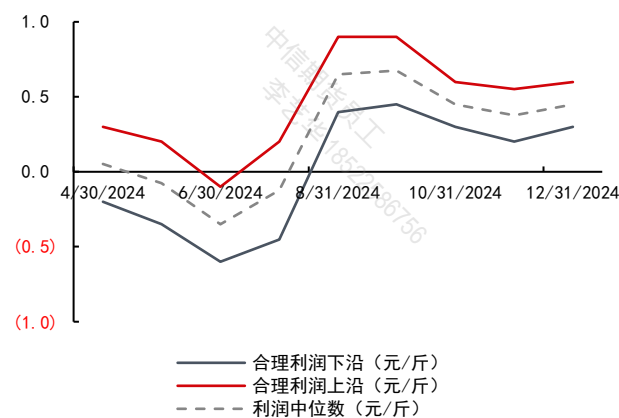
超淘假设下，5-6月份梅雨季时期，蛋价跌幅超市场预期，牵动市场情绪进一步走向悲观，因此，7月起，老鸡或出现超淘现象，供应端的快速下滑，支撑三季度价格反弹力度强于中性假设。基于此，月度利润区间为：5-6月份，利润区间约-0.6~+0.2元/斤；8-9月份进入季节性旺季，利润区间约+0.4~0.9元/斤。

图表45：中性假设下，利润走势（元/斤）



数据来源：Wind 涌益咨询 钢联数据 中信期货研究所

图表46：超淘假设下，利润走势（元/斤）



数据来源：Wind 涌益咨询 钢联数据 中信期货研究所

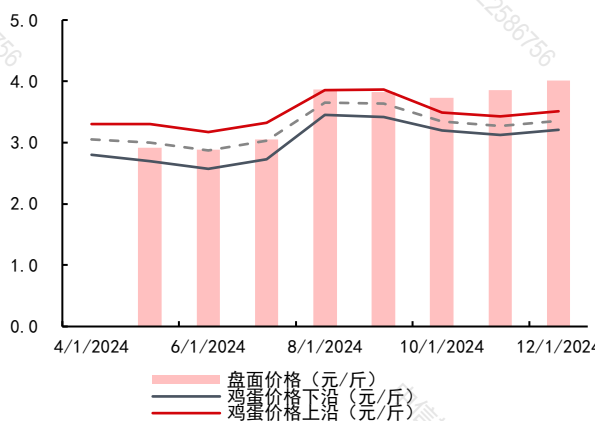
3、蛋价预测及策略展望

结合饲料成本以及利润情况的判断，我们可以得到未来蛋价的走势。在中性假设下，蛋价波动相对偏低，呈现低位震荡态势。5-6月份小幅下滑，6月梅雨季蛋价触底，在2.57~3.3元/斤区间波动；8-9月份旺季依旧支撑蛋价回升，或触碰年内高点，在3.4~3.85元/斤区间波动。超淘假设下，蛋价波动相对较大，相比中性假设而言，整体呈现淡季更淡，旺季更旺的趋势。5-6月份蛋价持续下滑，6月梅雨季蛋价触底，在2.47~3.2元/斤区间波动；8-9月份需求旺季，叠加老鸡超淘下供应缩量，蛋价上行，在3.5~4.05元/斤区间波动。

对比未来现货价格与当前盘面价格，我们认为远月合约估值略偏高估，给出实体企业一定套期保值的空间，现金流利润大概在10%~20%区间。但主要注意的是，当前距离远月合约交割日期还有较长时间，期间存在向上波动承受浮亏的风险。因此，建议企业结合自身情况，考虑盘面利润率是否符合企业自身的利润预期，若已达利润预期，可以轻仓配置远月卖保操作；若未达到利润预期，可暂时观望，待下半年，若盘面达到4000~4200元/500kg，给出更高安全垫，再考虑进行卖出套期保值。

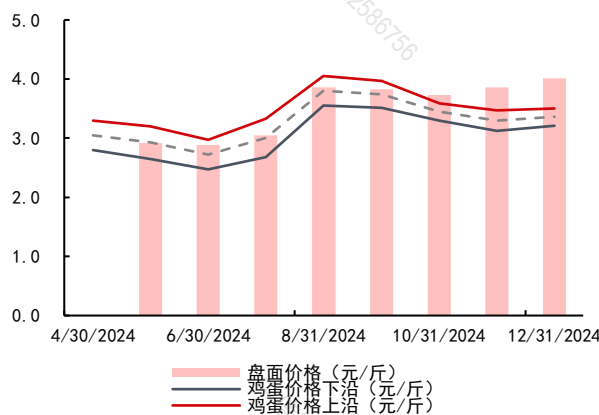
风险提示：饲料成本下行超预期，淘鸡量不及预期，产能超预期。

图表47：中性假设下，现货 VS 盘面（元/斤）



数据来源：Wind 涌益咨询 钢联数据 中信期货研究所

图表48：超淘假设下，现货 VS 盘面（元/斤）



数据来源：Wind 涌益咨询 钢联数据 中信期货研究所

六、总结及产业策略推荐

玉米：玉米价格预计近期窄幅震荡一段时间的概率比较高，后期随着供需压力改善，价格有望在 7-9 月份触及年内高点，但是涨幅预期有限。对于深加工企业首先为保证原料采购，可以结合供需结构判断后市行情上行概率较大，且价格向上运行有一定的空间，建议企业在期货端逢低买入适宜月份的期货合约，或者成本适宜的看涨期权或牛市期权价差组合，锁定采购备货期行情上涨带来的利润。第二为了控制原料库存贬值冲击，可以考虑逢高卖出期货套期保值，或者可以考虑利用卖出虚值看涨期权的方式通过收取期权费使库存产生收益。风险提示：不利天气对产量，粮质和物流的干扰，需求不及预期，宏观风险等。

大豆：从相对值看，目前油厂进口大豆榨利水平处于历史中等水平。未来半年时间上涨到 500 以上，将处于历史上偏高水平。从绝对值看，目前油厂榨利或仍有上升空间。总体上，建议油厂积极套保，尤其 9、10 月份。具体套保方式，用期货卖出套保，套保比例可控制在 30%以内；用期权套保，可买入看跌期权。

生猪：2024 年生猪出栏成本预计下降，目前盘面合约已经给出养殖利润，参考 2022 年下半年猪价上行周期平均 30%的养殖利润，建议 LH2409、LH2411 合约在 18850 元/吨以上时，进行卖出套期保值。

鸡蛋：2024 年鸡蛋产能预期逐步递增，同时，成本趋于下行，蛋价中枢承压。目前盘面远月合约给出一定养殖利润，建议 JD2410 及以后合约在 4000~4200 元/500kg 以上时，进行卖出套期保值。

风险因素：天气；疫情；需求波动等。

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司（以下简称“中信期货”）拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不承担任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货给予阁下的任何私人咨询建议。

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>