

【生猪半年报】雾消云散现星灿，预期现实寻共振

主要内容：

第一部分：行情分析

第二部分：供需分析

第三部分：其余影响因素分析

第四部分：总结

国联期货研究所 农产品事业部

于子宸 从业资格证号：F03097508

投资咨询证号：Z0020666

期货交易咨询业务资格：证监许可[2011]1773号

摘要：

短期来看，供给减少养殖端存惜售情绪，整体出栏压力不大，预计市场供应仍旧偏紧，但是当前需求层面表现不佳，白条销量提量难度大，屠企宰量维持低宰量运行，对猪价暂无支撑。冻品库存方面，短期内冻品市场需求暂无明显改善，预计短期冻品库容维持缓慢去库节奏。疫情方面，部分南方省份在降雨及高温高湿的环境下，出现疫病情况，整体影响程度仍需有待观察。**短期现货市场底部有一定支撑，下跌空间有限，但受需求端消费疲软的限制，预计现价持续上涨难度较大。**中长期来看，下半年猪价我们仍维持震荡偏强观点。**供给层面**，产能去化对应的供给缩减周期仍未结束，根据产能及供给出栏的对应关系，以及去年疫情受损的兑现时间段来看，今年下半年供给压力将不断减少，供给缩减的进程将会在今年持续兑现，始终是猪价的主线支撑；**需求层面**，预计消费将贴合原本的季节性变化，在下半年将从淡季逐步转为旺季，消费将逐步向好，也将成为猪价下方有利支撑，时间节点关注中秋国庆双节、降温拐点以及节前腌腊备货等。**政策层面**：今年猪粮比价多处于正常区间，中央储备冻肉主要以轮换操作为主，一出一进，总量变化不大，对猪价整体影响相对有限。节奏上，关注后续二育进出场时间，或将影响阶段性行情。**策略上**，维持旺季合约偏多思路，根据现货节奏变动进行淡旺季合约价差套利。风险因素关注养殖端出栏节奏变动。

一、2024 上半年行情回顾：

在去年的年报中，我们指出“从长周期的节奏而言，2024 年供给压力存在近强远弱的情况，而与此同时基于季节性的消费需求下半年强于上半年，最终盘面将会呈现 contango 结构。”以及“在经历了 2023 年持续的产能去化之后，预计 2024 年价格重心将有所修复，全年价格波动或将处于 13-25 元/公斤区间内，养殖端存盈利机会。”

回顾 2024 年上半年猪价表现，整体呈现偏强趋势。具体表现为：春节前猪价受到节日效应以及前期生猪疫病超量出栏的影响，现货价格走强，待到节后消费快速回落，现货价格阴跌，一度跌破 14 元/kg；随后，现货于底部获得支撑，市场投机性需求提升，标肥价差扩大，养殖端二次育肥以及压栏行为持续跟进，至三月底推动猪价反弹至 15.5 元/kg，猪价再度上行力度不足，进入消化调整阶段；到 5 月中上旬开始，毛猪和白条打破前期僵持局面出现较快的上涨，连续上涨将近一个月，到六月中上旬，全国生猪出栏均价从 15 元/kg 上涨到 19 元/kg，上涨幅度约为 26.6%，本次上涨主要受到供给减量驱动，随后二育入场进一步推涨猪价；猪价涨至高位后，受到前期大猪逐步出栏，以及需求端承接力度不足等因素，进入高位震荡区间。

图 1 生猪出栏均价（元/公斤）



数据来源：钢联、国联期货农产品事业部

图 2 生猪基差



数据来源：同花顺、国联期货农产品事业部

二、供应：产能去化对应的供给缩减周期仍未结束

从历史周期变化规律中可以看出，产能变动是猪价变化的主要驱动因素。回顾过往周期，至今为止 5 轮周期的上涨周期均由于能繁母猪存栏下降导致后续生猪供给减少所驱动，而当产能逐步恢复后，供应量增加将推动周期过渡至下行区间。由于生猪特定的生长特性，能繁母猪配种后约 4 个月生产仔猪，再过约 6 个月商品猪出栏。在此期间，生猪供应量基本确定，无法前置去改变其生产行为，后续能够调整的变量仅为控制体重调整猪肉供给量以及调整出栏时间等。因此观察产能端变动可以很好的预期未来生猪出栏趋势变动，从而观察猪价变化趋势。

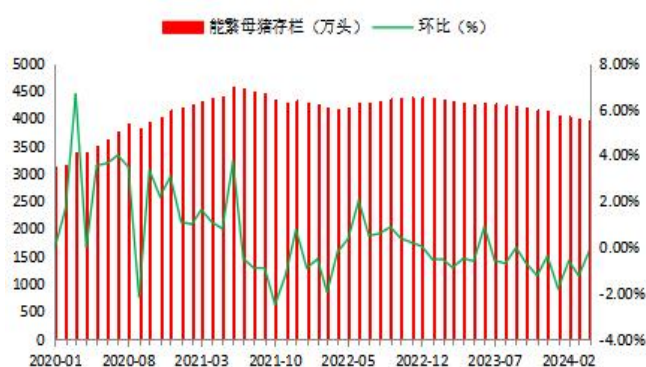
1. 产能去化对应的供给缩减周期仍未结束

从产能与供给对应关系来看，养殖端能实现淡季逆势上涨，与前期产能调减之后带来的供应压力减轻有直接关系。根据官方数据，能繁母猪从 2023 年 1 月份开始去化，到今年 4 月份存栏量为 3986 万头，连续去化 16 个月。能繁母猪存栏的绝对数量由 4390 万头下降至 3986 万头，去化幅度为 9.2%。根据生猪 10 个月的生长周期来推算，从 2023 年 11 月份开始生猪出栏已经进入高位逐步下降的趋势当中，并且去年 8-11 月疫病集中时期也加快了能繁母猪被动去化进程。从累计去化幅度来看，本次去化幅度达到 9.2%，高于上轮累计去化幅度。

自去化节奏而言，今年上半年出栏对应的产能去化时期为 23 年 3 月份至 8 月份，此期间去化幅度为 2.4%，下半年出栏对应的产能去化时期为 23 年 9 月份至 24 年 2 月份，此期间去化幅度为 4.75%。此为数据端的体现，自基本面现实情况，去年 9 月份之后去化也存在明显加速的现象。一是由于养殖端持续亏损下主动加快淘汰母猪。从数据以及市场信息中可以见得，23 年上半年行业并未出现大规模淘汰母猪情况（亏损持续时长有限+仔猪售卖仍存利润）。到下半年 9 月之后，行业经历了持续的

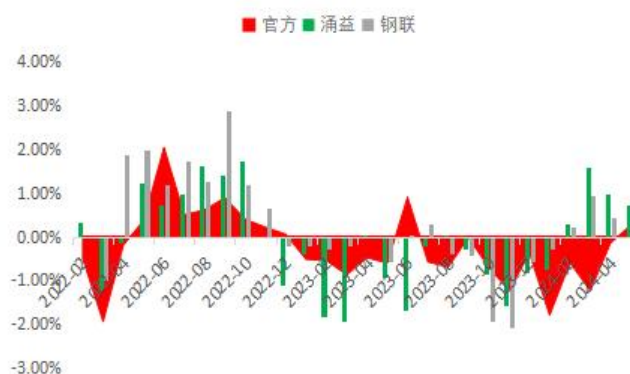
亏损，乐观预期大幅下降，补栏积极性趋弱，仔猪价格快速下滑，快速跌破 300 元/头，全产业链进入亏损模式，养殖行业资金压力再度加大，产能去化速度自此加快；二是猪瘟疫情频繁扰动，加快产能去化进程。在我们实地调研的过程中，大部分养殖端都表示去年的疫病属于近几年比较严重的一年（养殖利润差，主动防疫工作不充分等因素影响）。疫病造成的后果一般有两种：一是从短期来看，存在育肥猪恐慌抛售情绪，从而导致价格阶段性超跌。另外是作用病毒发作在仔猪以及母猪群体，会导致后续中长期存在供给的缺口，影响 6-10 个月之间的一个出栏变动。基于产能持续去化以及去年 9 月份之后产能去化存在加速的现象，预计随着今年时间窗口的不断后移，由产能去化造成的供给减量兑现逐步增强。

图 3 能繁母猪存栏变动情况



数据来源：国家统计局、国联期货农产品事业部

图 4 机构能繁母猪存栏变动情况



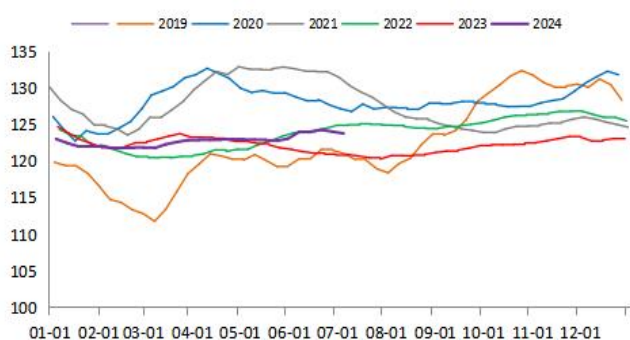
数据来源：涌益、钢联、国联期货农产品事业部

2. 养殖端出栏节奏仍需重点关注

以上为产能数据对于后市的指导，实际看猪价表现，产能数据主要起到趋势性指引作用。在基数的变动之外，生猪的出栏也极大的受到节奏的影响而产生变化，诸如市场情绪（压栏惜售/恐慌出栏）、猪病影响、季节因素、政策因素等等。悲观之下的恐慌出栏、乐观情绪下的压栏惜售以及二次育肥均会放大市场短期波动。二次育肥的影响主要体现为在集中入场时会进一步抬升猪价，造成超涨，但也因此会埋下后期出栏量以及体重增加的隐患。基于预期及现实的差异，不同年份的二育育肥形势差距较大，22 年大批量的二育形成严重堰塞湖效应，23 年谨慎的二育基本符合季节性变动，而今年的二育呈现了明显的快进快出的特性。今年养殖端对后市猪价保持乐观的心态，但在前期长期亏损以及疫病的困扰之下，节奏偏谨慎，以快进快出为主。从二育销量占比来看，今年二育规模仍较大，三月份开始就有二次育肥逐步入场，5 月中旬占比尤其高，从而助推现价进一步上行，销量最高时期在 5 月 11 到 20 号，占比 7.26%，月末占比在 6.41%。进入六月份随着猪价的上涨，二育入场积极性减弱，

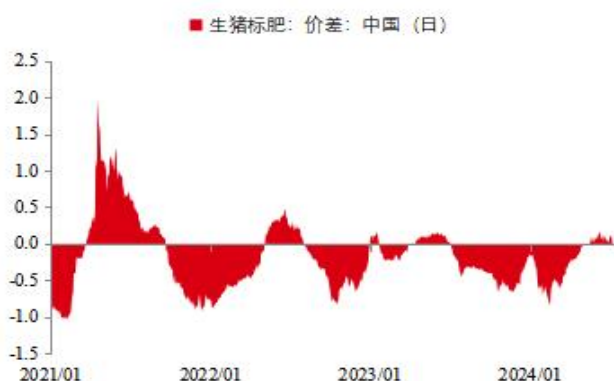
二育销量占比回落至 3% 左右。据市场反馈，前期二育大猪已逐步出栏，新一轮的二育养殖户也在等待下次的入场时机，锚定 9-10 月份的价格。观望二育后续入场时机，目前来看市场端表示跟往年入场选择有些类似，一个是寻求低位，当前的心理价位在 8.5 元。另外时间上的选择会倾向于 7 月中下旬，等待时机入场。站在当前的时间节点，需关注前期二育及压栏是否已充分出栏，若二育及压栏大猪持续滚动进出，价格多呈现震荡趋势；若二育及压栏大猪仍未完全消化，选择了进一步向后堆积，则出栏时会对后续猪价造成冲击。

图 5 均重季节性变化趋势



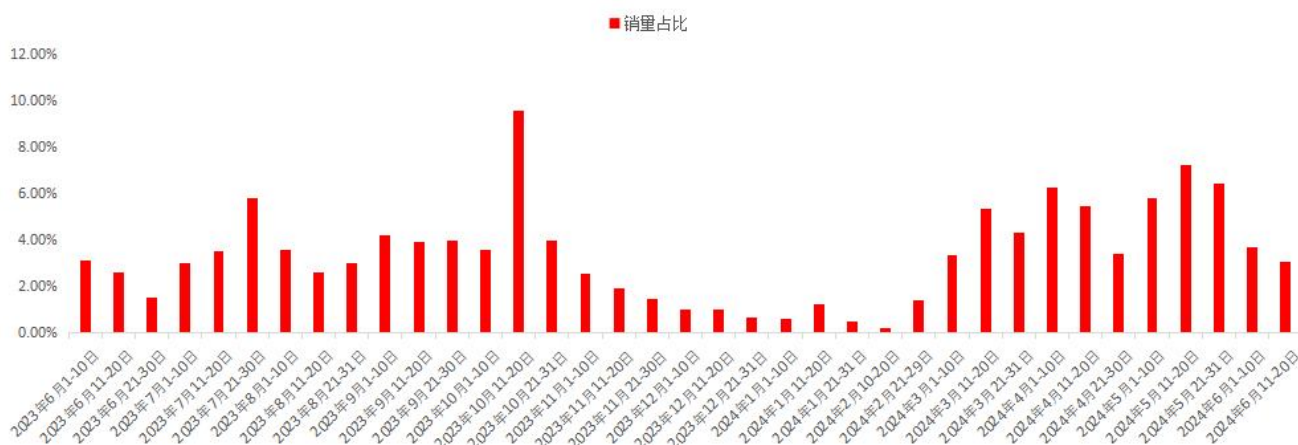
数据来源：钢联、国联期货农产品事业部

图 6 标肥价差变动趋势



数据来源：钢联、国联期货农产品事业部

图 7 二育销量占比



数据来源：涌益、国联期货农产品事业部

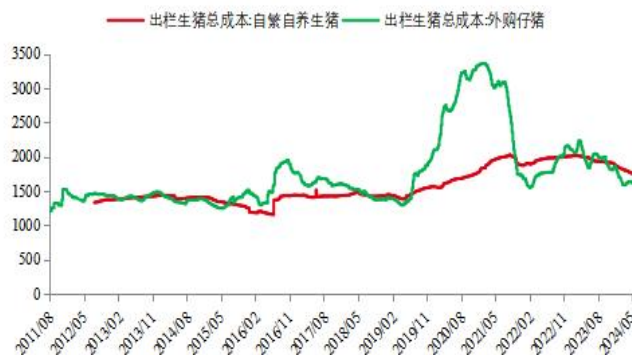
3. 行业盈利转好，产能去化告一段落

近期上市猪企陆续公布上半年业绩预告，相较于一季度报，多家猪企半年报预告业绩明显改善，

部分猪企上半年实现已扭亏转盈，部分猪企虽还处于亏损，但二季度开始盈利明显。从养殖行业整体来看，外购仔猪养殖模式自2月底开始扭亏转盈，自繁自养养殖模式自3月初开始转为盈利，随着二季度猪价持续上涨，盈利逐步扩大。截至7.11日当周，自繁自养周均盈利537.04元/头，外购仔猪养殖周均盈利409.34元/头，整体养殖利润处于近四年高位水平。养殖盈利的改善取决于猪价的快速上行，尤其自5月中上旬开始，毛猪和白条打破前期僵持局面出现较快的上涨，连续上涨将近一个月，到六月中上旬，全国生猪出栏均价从15元/kg上涨到19元/kg，上涨幅度约为26.6%，随后由于需求端的疲软以及上涨后养殖端出栏节奏发生改变，现价进入高位震荡区间。基于改善的养殖利润，本次母猪的淘汰也告一段落，根据官方数据，5月末全国能繁母猪存栏量3996万头，环比增加0.25%，同比下降6.2%，而其余三方机构数据能繁母猪的环比增加更要早一些，根据涌益及钢联数据，今年2月份能繁母猪存栏数量已实现环比转正。由于养殖利润的大幅改善，本轮能繁母猪去化基本结束，预计自25年一季度，生猪出栏量将恢复增加态势。且根据最新的产能政策调整，能繁母猪正常保有量由此前的4100万头下降至3900万头，从这个层面而言，产能仍处于充裕阶段，中长期来看猪价上方空间及持续市场不宜过于看高。

图8 生猪养殖利润（元/头）

图9 生猪养殖成本



数据来源：钢联、国联期货农产品事业部

数据来源：博亚和讯、国联期货农产品事业部

三、消费：等待下半年旺季需求回升

观察历史周期，可以发现：周期的长期趋势基本由供给侧变化所驱动，而需求层面更多影响长周期的价格重心以及短期内的阶段性波动（节日效应及季节效应明显）。观察今年上半年的现价表现情况，猪价的上行主要受到供给减少的驱动，而猪价涨至高位，来自需求端的掣肘限制了猪价进一步上行的空间。往期报告中也有提到，猪肉的消费相对刚性，但近些年受到人口结构变动、饮食结构转变

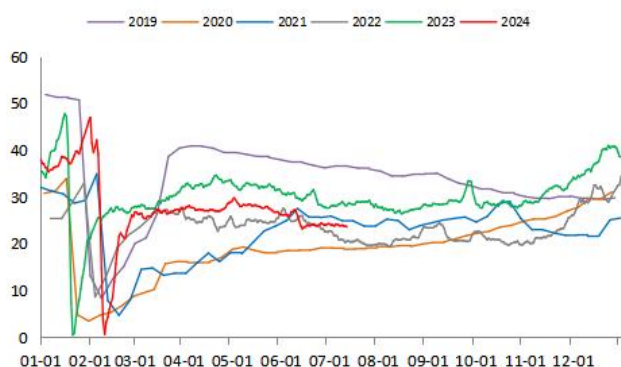
等趋势的影响，猪肉的消费呈现逐步下滑的状态，但就传统肉食消费而言，猪肉的消费下滑是缓慢长期的趋势，在消费端我们主要关注季节性的变化因素。

从样本数据屠宰企业开工率及屠宰量的均值变动中可以看出存在明显的季节变化。屠宰企业开工率在2月份达到最低值，随后二季度逐步恢复，三季度整体开工率偏低，四季度再次恢复，于12月-次年1月达到年内最高峰；屠宰量呈现类似变动，一季度整体屠宰量位于全年最低位，二季度宰量恢复，三季度再次趋弱，四季度恢复至年内峰值。

以上为数据端观察屠宰企业开工率以及屠宰量的变动，基本符合猪肉消费的经验规律。按照消费的经验规律，以春节为界，春节前往往是猪肉消费高峰，消费者会提前制备年货，屠宰企业也会备货匹配消费者需求，春节之后多数消费者会先消费储备的冻肉，屠宰企业开工率由低位开启恢复，需求会降至相对低点。直至4-5月份，消费者储备的冻品消耗完毕、农忙逐步开启加之清明、端午等节日需求，对于猪肉的需求及消费会逐渐恢复，6-8月天气炎热，消费再次受到抑制。四季度为传统消费旺季，前期中秋、国庆等节日推动猪肉消费，后期降温后腌腊旺季开启将猪肉消费推向顶峰。

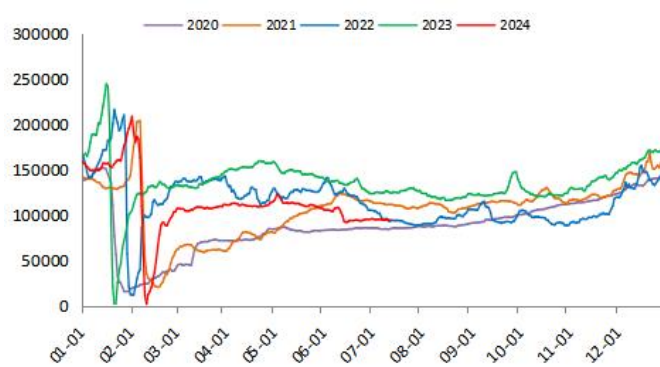
现在正是夏季高温时间，处于生猪的消费淡季，白条终端消费平淡，屠企主流维持缩量状态。从屠宰企业开工率来看，7.11日当周屠宰企业开工率23.91%，较上周小跌0.11个百分点，同比低4.62%。猪肉消费淡季特征明显，学校放假中，升学宴活动有限，加上牛羊替代压力，猪肉消费维持平淡，预计下短期屠企开工延续低位波动。在需求淡季期间，猪价前期完成了较大幅度的上行，也是进一步印证了供给的短缺，而供给缩减的逻辑仍在持续，待后续四季度旺季猪肉消费转好之后，预计将会对猪价形成一定的支撑，后续我们也会结合出栏节奏进一步的研判。

图 10 屠宰企业开工率季节性变化 (%)



数据来源：钢联、国联期货农产品事业部

图 11 屠宰量季节性变化 (万头)



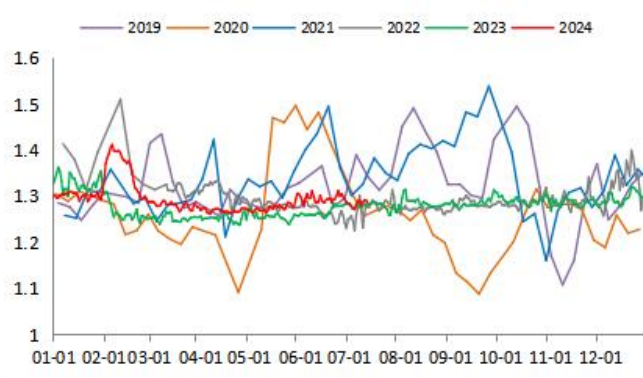
数据来源：钢联、国联期货农产品事业部

图 12 白毛价差



数据来源：钢联、国联期货农产品事业部

图 13 肉猪比价

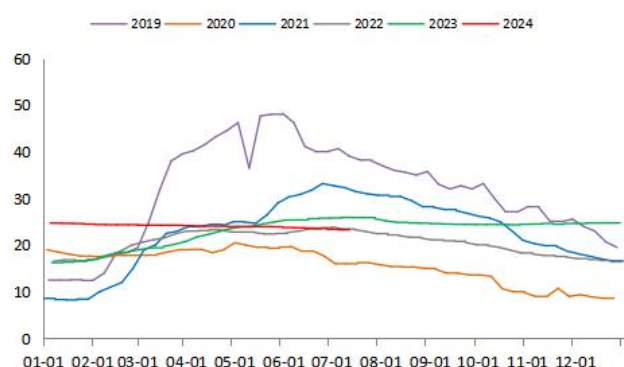


数据来源：钢联、国联期货农产品事业部

四、冻品库存：冻品库容维持缓慢去库节奏

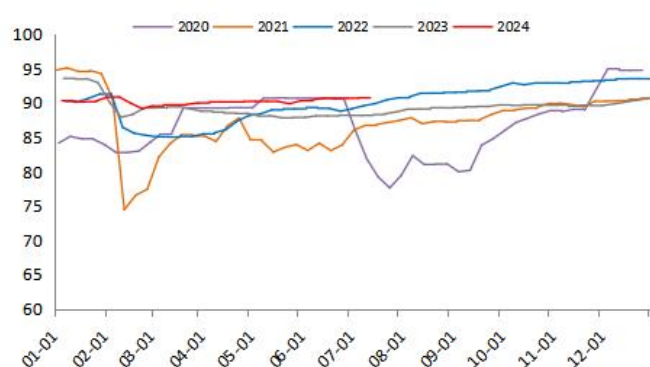
从近年来屠宰企业冻品库容的变动来看，呈现了上半年入库，下半年出库的节奏。除此之外，屠宰企业也会锚定利润来变动出库节奏，表现为在生猪价格位处低位时，屠企加大分割入库力度，于价格高位时择机出售。虽冻品库存占比较少，自总量而言约占全国猪肉产量的 5% 左右，但阶段性仍将推动行情（往往体现在上半年淡季冻品入库支撑猪价），下半年为冻品出库的时间段。2023 年冻品库存率处近年来较高水平，但由于冻品需求的疲软，23 年冻品去库缓慢，至今年仍在持续滚动的去库进程中。截止到 7.11 日当周国内重点屠宰企业冻品库容率为 23.19%，较上周微降 0.09 个百分点。当前屠宰企业维持积极去库意愿，部分地区升学宴活动增加，需求稍有好转，带动冻品出库量小幅增加，但由于其他地区升学宴活动暂时较少，整体难有明显增量，因此周内冻品库容率仅微幅下调。短期内冻品市场需求暂无明显改善，预计短期冻品库容维持缓慢去库节奏。

图 14 重点企业冻品库存季节变化 (%)



数据来源：涌益、国联期货农产品事业部

图 15 重点屠宰企业鲜销率 (%)

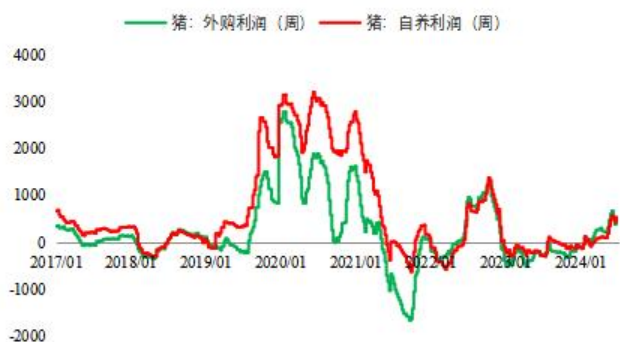


数据来源：钢联、国联期货农产品事业部

五、生猪养殖成本下降，24 年上半年养殖端盈利良好

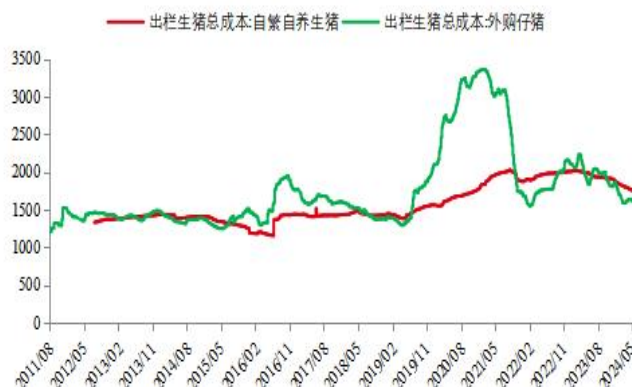
受饲料原料价格下跌影响，今年生猪养殖成本下降。根据涌益数据，育肥全价料出厂均价年初在 3540 元/吨，截至 6 月 27 日下跌至 3231 元/吨，下降幅度为 8.7%。受饲料价格下跌影响，养殖成本下跌。以母猪 5000-1 万头存栏规模的养猪户为例，自繁自养成本跌至 13.66/kg（年初为 15.11/kg，跌幅为 1.45 元）。养殖成本下跌降低二育入场成本，同时减轻养殖户养殖压力。截至 7 月 11 日当周，自繁自养周均盈利 537.04 元/头，环比增加 63.14 元/头，外购仔猪养殖周均盈利 409.34 元/头，环比下跌 10.67 元/头。周内饲料原料走弱，利好于养殖成本；生猪均价环比上涨，市场多有控量抬价操作，供应局面偏紧，自繁自养盈利环比增加；而外购仔猪养殖受 5.5 月前仔猪价格上涨原因，盈利略有下滑。自养殖利润来看，当前养殖利润已处于历史相对高位，养殖端获利良好，预计将刺激养殖端补充能繁存栏量进行产能扩张，而处于低位的饲料成本也将促进行业滚动二育以及压栏扩大利润。养殖端的出栏节奏与价格及市场情绪息息相关，后续将继续关注。

图 16 生猪养殖利润（元/头）



数据来源：钢联、国联期货农产品事业部

图 17 出栏生猪总成本（元/头）



数据来源：博亚和讯、国联期货农产品事业部

图 18 全国玉米市场价（元/吨）



数据来源：钢联、国联期货农产品事业部

图 19 全国豆粕市场价（元/吨）



数据来源：博亚和讯、国联期货农产品事业部

六、总结

综上所述：短期来看，供给减少养殖端存惜售情绪，整体出栏压力不大，预计市场供应仍旧偏紧，但是当前需求层面表现不佳，白条销量提量难度大，屠企宰量维持低宰量运行，对猪价暂无支撑。冻品库存方面，短期内冻品市场需求暂无明显改善，预计短期冻品库容维持缓慢去库节奏。疫情方面，部分南方省份在降雨及高温高湿的环境下，出现疫病情况，整体影响程度仍需有待观察。**短期现货市场底部存有一定支撑，下跌空间有限，但受需求端消费疲软的限制，预计现价持续上涨难度较大。**中长期来看，下半年猪价我们仍维持震荡偏强观点。**供给层面**，产能去化对应的供给缩减周期仍未结束，根据产能及供给出栏的对应关系，以及去年疫情受损的兑现时间段来看，今年下半年供给压力将不断减少，供给缩减的进程将会在今年持续兑现，始终是猪价的主线支撑；**需求层面**，预计消费将贴合原本的季节性变化，在下半年将从淡季逐步转为旺季，消费将逐步向好，也将成为猪价下方有利支撑，时间节点关注中秋国庆双节、降温拐点以及节前腌腊备货等。**政策层面**：今年猪粮比价多处于正常区间，中央储备冻肉主要以轮换操作为主，一出一进，总量变化不大，对猪价整体影响相对有限。节奏上，关注后续二育进出场时间，或将影响阶段性行情。**策略上**，维持旺季合约偏多思路，根据现货节奏变动进行淡旺季合约价差套利。风险因素关注养殖端出栏节奏变动。

免责声明

本报告中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。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述期货操作的依据。由于报告在撰写时融入了研究员个人的观点和见解以及分析方法，如与国联期货发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表国联期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司及其研究员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所提供资料、分析及预测只是反映国联期货公司在本报告所载明日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

本报告版权归国联期货所有。未经书面许可，任何机构和个人不得进行任何形式的复制和发布。如遵循原文本意的引用，需注明引自“国联期货公司”，并保留我公司的一切权利。

国联期货

国联期货无锡总部

地址：无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 6 楼(214121)

电话：0510-82758631

传真：0510-82757630

国联期货上海总部

地址：上海市浦东新区滨江大道 999 号高维大厦 9 楼（200135）

电话：021-60201600

传真：021-60201600