

养殖油脂研究中心

作者：宋从志  
从业资格证号：F03095512  
投资咨询证号：Z0020712  
联系方式：18001936153

投资咨询业务资格：京证监许可【2012】75号

成文时间：2025年06月21日星期六



更多精彩内容请关注方正中期官方微信

## 摘要

2025年上半年农产品指数在经历长期下跌后迎来阶段性见底。美元指数转弱令整体风险资产压力减轻，特朗普关税政策，为国内农产品板块带来一定风险溢价，受贸易关税影响，内外盘农产品走势出现分化，美豆、美玉米呈现宽幅震荡，国内豆粕及玉米持续走强。上半年生猪由于处于季节性淡季，期现货价格整体波动不大，生猪现货十分抗跌，期价修复对现货过高贴水，生猪期现价格波动率处于历史低位区间。

本轮盈利周期始于2024年3月份，猪企累计经过13个月左右的高水平盈利，集团企业现金流及资产负债表得到较大程度的改善，但行业整体以降本增效为主要经营目标，行业固定资产投资减少，再扩张步伐趋缓，因此行业绝对产能水平未有明显增加，但高水平盈利激励下，单位母猪的生产效能得到较大提高，行业平均PSY由此前24提高至26以上，部分头部企业接近29，这是影响2024下半年及2025年上半年生猪供给的主要边际变量，而能繁母猪存栏与集团企业固定资产投资周期相关，整体增幅不大。

展望2025年三季度，成本端当前大豆及玉米等原料绝对价格底部区间逐步确认，继续走低的空间可能不大，2025年饲料成本同比继续降低的难度很大；从生猪自身的供需情况来看，当前主要生产能力的提高体现在产能的利用效率而非绝对产能水平，能繁母猪累计增幅并不算高，而效率的持续提升存在一定的技术瓶颈，很难长期保持线性增涨，存在边际效用递减。另一端散户在经历长期的亏损后存在明显“疤痕效应”，这些都与过往周期相差甚远，因此当前生猪产业上游虽然经历较长盈利时间，但并未积累过高风险。

当前生猪供给增加存在一致性预期的情况下，我们需要关注需求端能否出现超预期变化，尤其当前国内逆周期调节开始加强，提振国内消费是政策的主要着力点，此外中美关系反复都可能成为影响商品价格波动的事件性驱动。国内生猪当前供需矛盾并不突出，产能虽有增加但并不严重过剩，对于2025年下半年，若宏观预期转强，则价格低位的商品存在估值上修的条件，对于生猪期价我们倾向于在低于养殖成本13000点时逢低做多为主，或买入成本附近的看涨期权，套利逢低买入91正套为主。

风险点：需求、中美关系、压栏、商品的周期性压力

。

## 生猪：低估值弱预期背景下关注消费的边际改善

—2025年上半年生猪市场回顾与下半年展望

第一部分2025年上半年生猪期现货价格行情回顾及期货持仓分析 .....	1
一、生猪期现货行情回顾 .....	1
二、2025年生猪期货持仓及成交水平整体持稳 .....	7
第二部分生猪供需基本面情况 .....	8
一、供应端 .....	8
（一）能繁母猪受集团企业投资收缩影响，增幅整体不大.....	8
（二）生猪出栏水平在生产效率提高的情况下保持惯性增涨.....	11
二、需求端 .....	14
（一）整体消费相对疲弱，猪肉需求存在较强刚性.....	14
（二）2025年上半年猪肉相关肉食品价格整体处于低位，鱼价及牛肉价格出现显著反弹.....	17
三、养殖成本及利润周期情况 .....	19
四、生猪期现货价格季节性特征 .....	21
五、猪肉供需平衡表及相关肉食品产量情况.....	23
（一）猪肉供需压力可能小于2023年 .....	23
（二）2025年进口冻肉总量整体预计将有下降 .....	24
第三部分生猪技术分析及波动率 .....	24
第四部分2025年下半年行情展望 .....	26
第五部分相关股票价格表现 .....	27

## 图目录

图1：2025年上半年农产品走势 .....	2
图2：2025年上半年生猪行情走势 .....	2
图3：大类资产及大宗商品价格分位分布 .....	3
图4：生猪豆粕指数比值 .....	3
图5：生猪玉米指数比值 .....	3
图6：猪周期历史回顾 .....	4
图7：标猪现货价格 .....	4
图8：白条现货价格 .....	4
图9：美国：市场价：猪肉 .....	4
图10：欧盟：市场价：猪胴体：S级 .....	4
图11：生猪期货07合约 .....	5
图12：生猪期货09合约 .....	5
图13：生猪期货11合约 .....	5
图14：生猪期货01合约 .....	5
图15：生猪期货03合约 .....	5
图16：生猪期货05合约 .....	5
图17：生猪期货07合约基差 .....	6
图18：生猪期货09合约基差 .....	6
图19：生猪期货11合约基差 .....	6
图20：生猪期货01合约基差 .....	6
图21：生猪期货7-9月差 .....	6
图22：生猪期货9-1月差 .....	6
图23：生猪期货交割情况 .....	7
图24：生猪期货临近交割月期现回归情况 .....	7
图25：生猪期货远期曲线 .....	7
图26：持仓量：生猪指数 .....	8
图27：成交量：生猪指数 .....	8
图28：大连商品交易所成交量：当月值 .....	8
图29：生猪指数沉淀资金 .....	8
图30：能繁母猪存栏量 .....	10
图31：上市公司能繁母猪保有量 .....	10
图32：上市公司资产负债率 .....	10
图33：上市公司资本开支情况 .....	10
图34：上市公司利润情况 .....	10
图35：上市公司仔猪销量 .....	10
图36：后备母猪对标猪溢价率 .....	11
图37：淘汰母猪对肥猪折价率 .....	11
图38：能繁母猪价格 .....	11
图39：7KG断奶仔猪价格 .....	11
图40：生猪出栏预估 .....	12
图41：头部上市公司月度出栏量 .....	12
图42：2025年上市公司出栏计划 .....	13
图43：上市公司月度出栏量 .....	13
图44：每胎健仔数 .....	13
图45：配种分娩率 .....	13
图46：世界各国PSY水平 .....	13
图47：我国部分上市公司PSY .....	13
图48：涌益出栏体重 .....	14
图49：钢联出栏体重 .....	14
图50：屠宰后均重 .....	14

图51: 标肥价差 .....	14
图52: CPI同比 .....	15
图53: CPI环比 .....	15
图54: 消费者信心指数 .....	15
图55: 餐饮业收入 .....	15
图56: 全国:生猪定点屠宰企业屠宰量 .....	15
图57: 卓创日度屠宰量 .....	16
图58: 钢联日度屠宰量 .....	16
图59: 屠宰企业开机率 .....	16
图60: 屠宰企业利润 .....	16
图61: 卓创冻品库存 .....	16
图62: 钢联冻品库存 .....	16
图63: 毛白价差 .....	17
图64: 猪肉月度消费量 .....	17
图65: 牛肉价格 .....	17
图66: 羊肉批发价格 .....	17
图67: 白羽肉鸡 .....	18
图68: 肉鸭价格 .....	18
图69: 草鱼价格 .....	18
图70: 鲢鳙价格 .....	18
图71: 蔬菜价格指数 .....	18
图72: 鸡蛋价格 .....	18
图73: 玉米价格 .....	20
图74: 豆粕价格 .....	20
图75: 麸皮价格 .....	20
图76: 育肥饲料价格 .....	20
图77: 自繁自养利润(元/头) .....	20
图78: 外购育肥利润(元/头) .....	20
图79: 二次育肥动态成本 .....	21
图80: 规模企业成本分项占比 .....	21
图81: 外购育肥各年度利润情况(元/头) .....	21
图82: 生猪现货价格月度涨跌热点图 .....	22
图83: 生猪6-7月份现货低点价格 .....	22
图84: 我国主要肉食品产量情况 .....	23
图85: 各个肉食品消费占比 .....	23
图86: 冻猪肉及杂碎进口量 .....	24
图87: 猪肉进口价格 .....	24
图88: 禽肉进口量 .....	24
图89: 牛肉进口量 .....	24
图90: 生猪指数走势图 .....	25
图91: 生猪指数价格与持仓量呈现弱相关 .....	25
图92: 生猪期货历史波动率 .....	26
图93: 2025年上市猪企股价涨跌情况 .....	27
图94: 上市猪企股价走势 .....	27

## 表目录

表1：能繁母猪存栏水平 .....	9
表2：能繁母猪调控目标 .....	9
表3：部分上市集团公司生猪养殖成本情况（元/公斤） .....	19
表4：猪肉供需平衡表 .....	23

## 第一部分2025年上半年生猪期现货价格行情回顾及期货持仓分析

### 一、生猪期现货行情回顾

2025年上半年内需不足延续及外部压力加剧，国内经济复苏仍然面对较大压力。市场避险情绪持续上升，投资者风险偏好处于低位。大宗商品价格整体呈现周期性下行，其中“内供内需”的商品表现为普遍性的产能过剩，PPI连续28个月同比负增长，为国内历史上较长的通缩周期。中美贸易关税问题使得农产品板块被动率上升，板块内农产品价格走势出现分化，不再延续此前的同涨同跌，部分供需平衡表出现改善的品种价格率先触底，其中玉米及豆类价格表现相对突出，而饲料养殖产业链下游由于产能问题价格整体仍然承压震荡下行。

一季度农产品指数整体低开高走，内外盘农产品同步见底回升，饲料板块领涨农产品。2025年1月份USDA报告超预期利多带动国内饲料价格出现反弹，农产品指数在经历长期下跌后迎来阶段性见底。2月份美元指数转弱令整体风险资产压力减轻，特朗普关税政策，为国内农产品板块带来一定风险溢价，受贸易关税影响，内外盘农产品走势出现分化，美豆、美玉米呈现宽幅震荡，国内豆粕及玉米持续走强。生猪由于处于季节性淡季，期现货价格整体波动不大。3月份低估值商品出现反弹，生猪现货十分抗跌，一季度消费淡季猪价大部分时间均能稳定在14元/公斤上方，近月期价最近均出现补涨修复对现货过高贴水。

二季度宏观事件扰动增加，4月份清明节后，中美关税问题达到顶峰，市场对饲料进口担忧加剧，受此影响饲料养殖产业链出现大涨，板块氛围亢奋的情况下，生猪期现价格同步走强，但生猪期价始终未有效突破14500点，远月期价持续对现货呈现较大贴水，5月份及6月份中美高层就关税问题开始谈判，市场情绪出现反复，饲料端开始宽幅震荡，生猪价格由于供给压力的惯性上升，开始出现震荡下跌，同时政策端对二次育肥的投机行为干预增加，部分二次养殖受到限制，令近端现货承压，远端供给压力减轻，资本市场养殖股票表现强于生猪商品期货，截止6月中旬，生猪现货价格跌至14元/公斤，现货价格跌至一季度低点位置，并低于去年同期。

图1：2025年上半年农产品走势



资料来源：文华财经，方正中期研究院

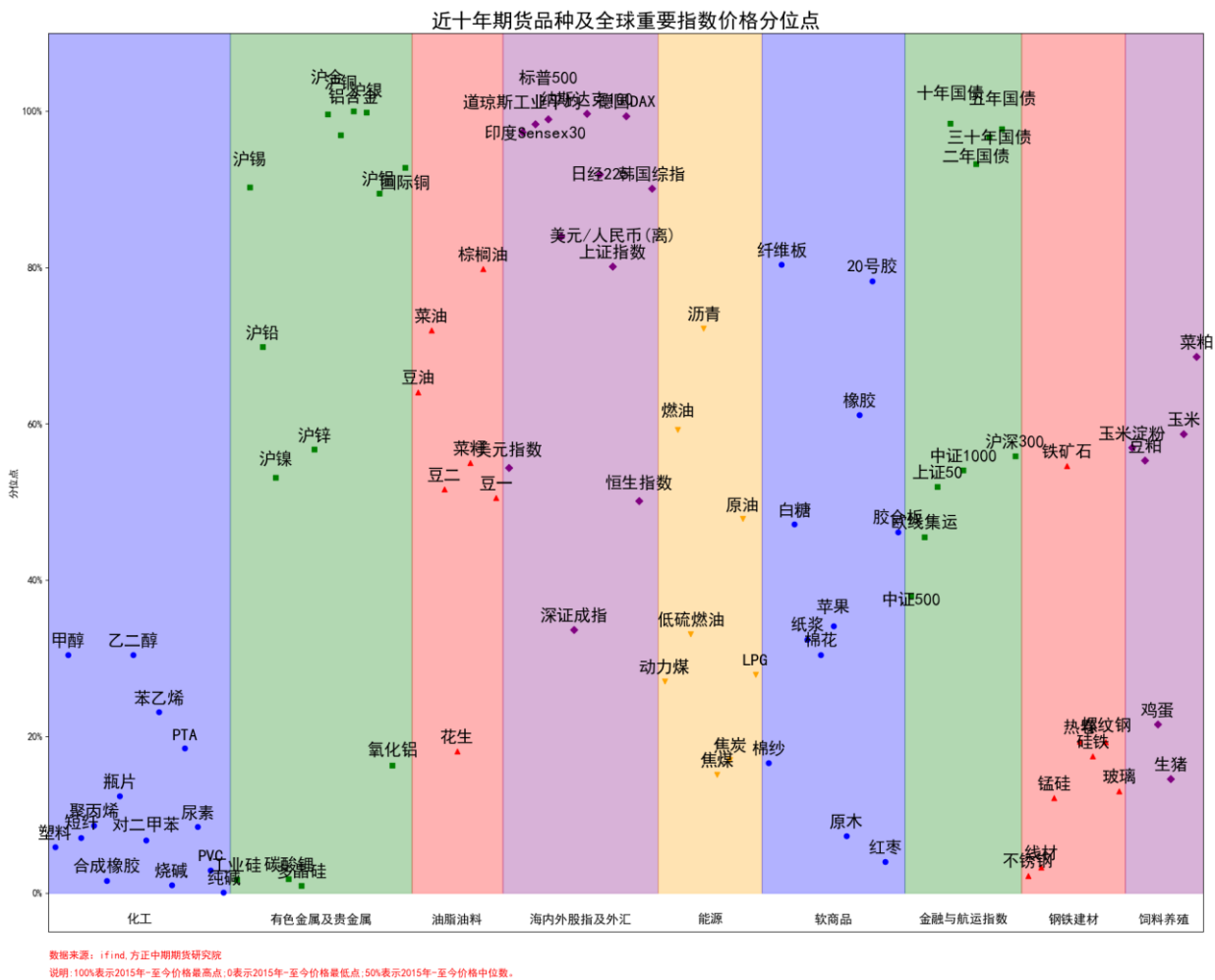
图2：2025年上半年生猪行情走势



资料来源：文华财经，方正中期研究院



图3：大类资产及大宗商品价格分位分布



资料来源: 同花顺, 方正中期研究院量化团队

图4：生猪豆粕指数比值



资料来源: 同花顺, 方正中期研究院

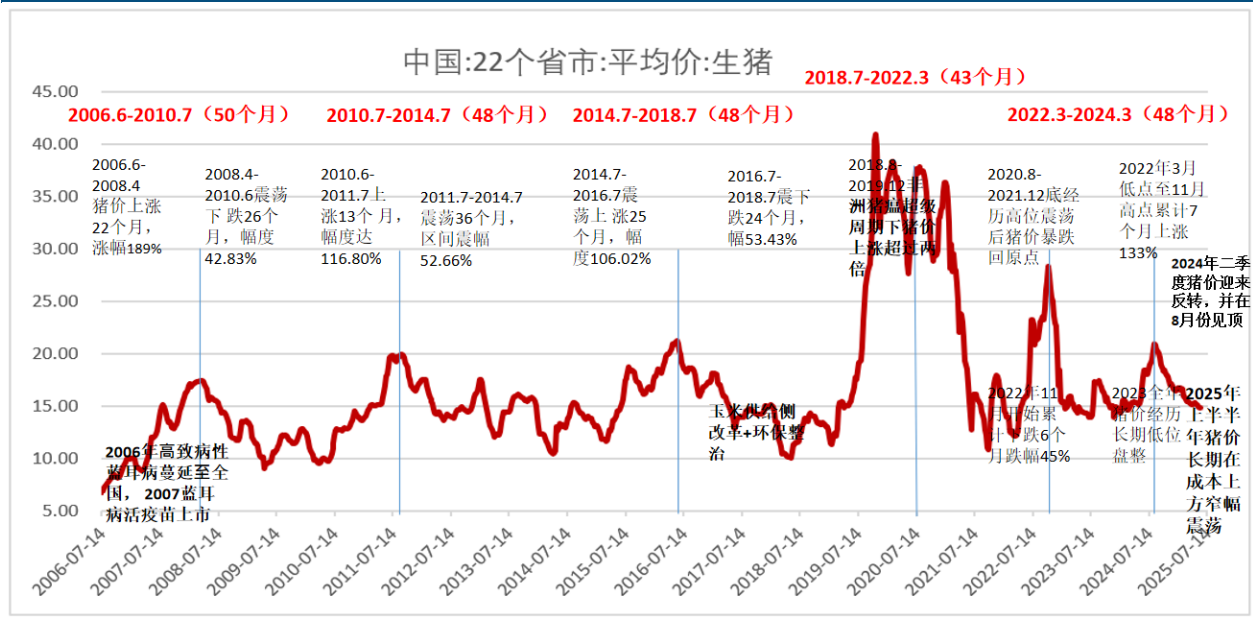
图5：生猪玉米指数比值



资料来源: 同花顺, 方正中期研究院

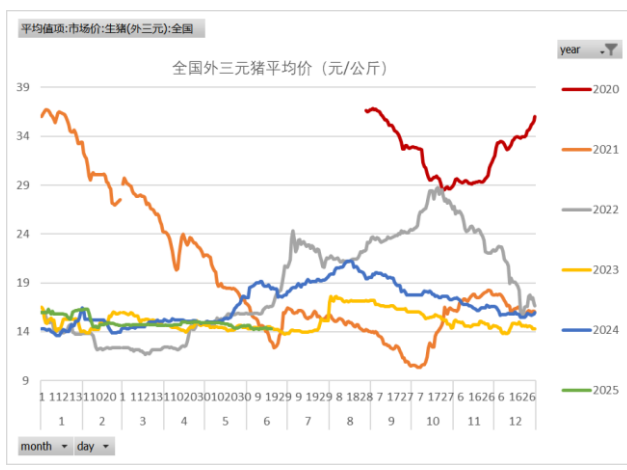


图6：猪周期历史回顾



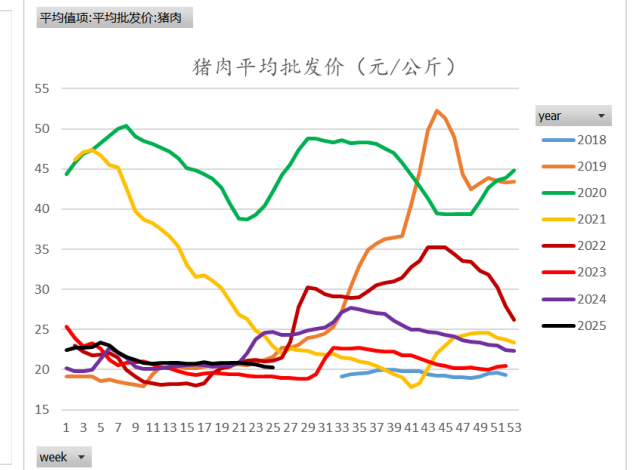
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图7：标猪现货价格



资料来源：同花顺，方正中期研究院

图8：白条现货价格

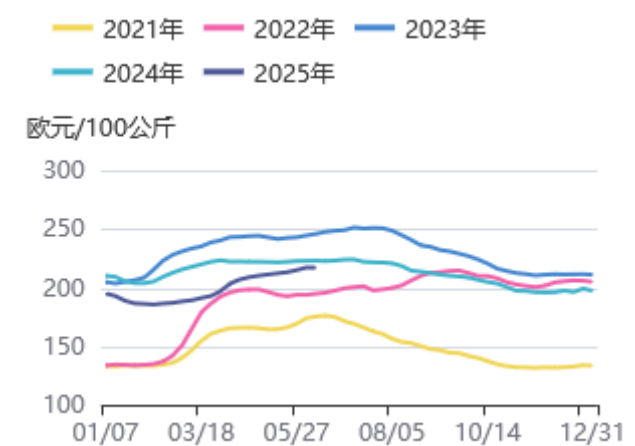


资料来源：同花顺，方正中期研究院

图9：美国:市场价:猪肉

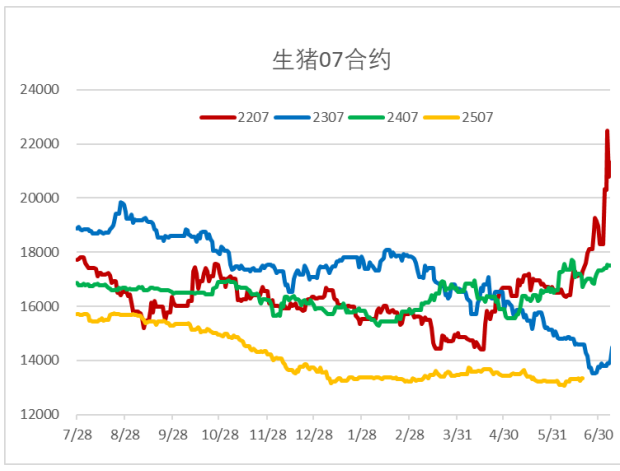


图10：欧盟:市场价:猪胴体:S级



资料来源：同花顺，方正中期研究院

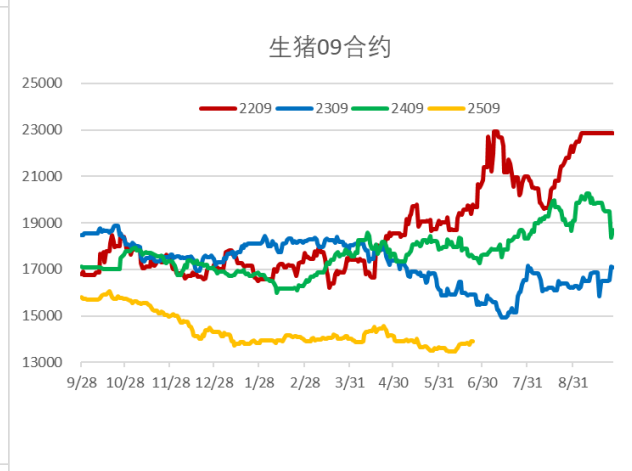
图11：生猪期货07合约



资料来源：同花顺，方正中期研究院

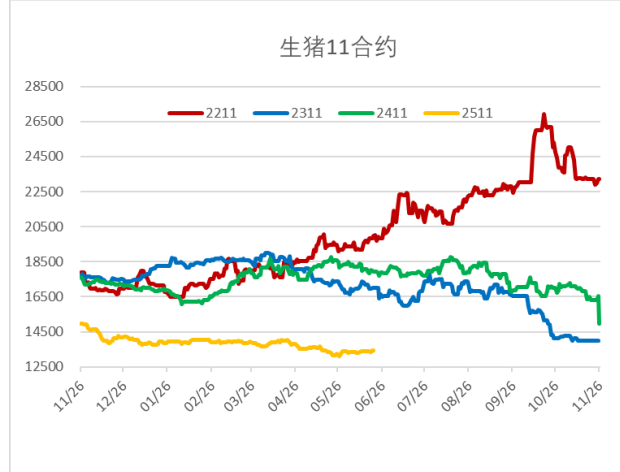
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图12：生猪期货09合约



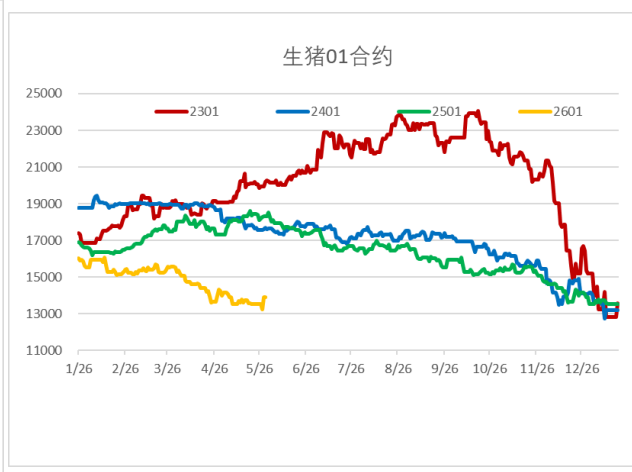
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图13：生猪期货11合约



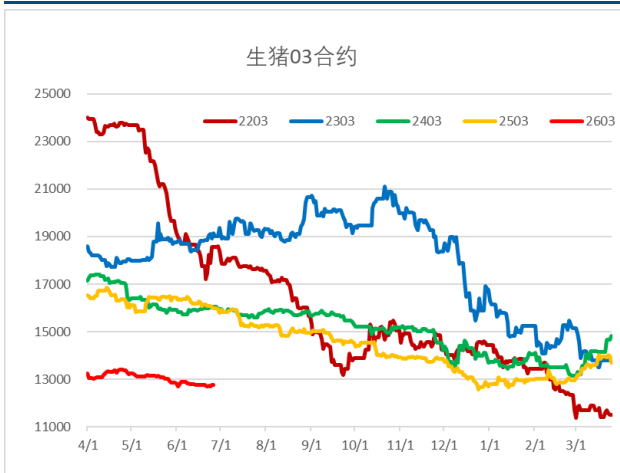
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图14：生猪期货01合约



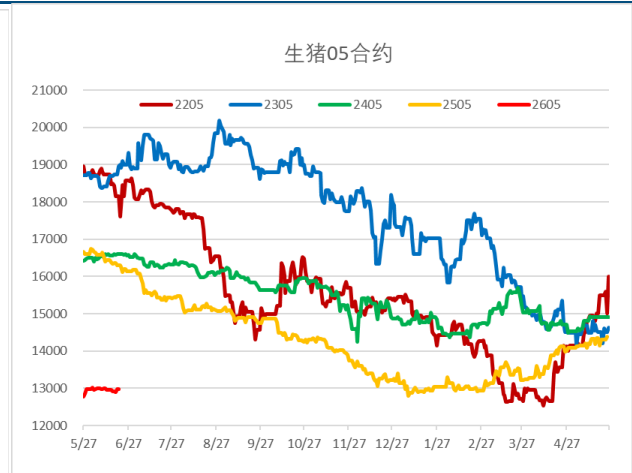
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图15：生猪期货03合约



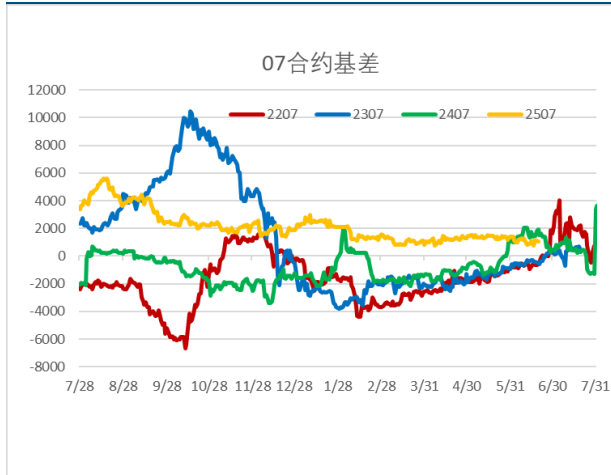
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图16：生猪期货05合约



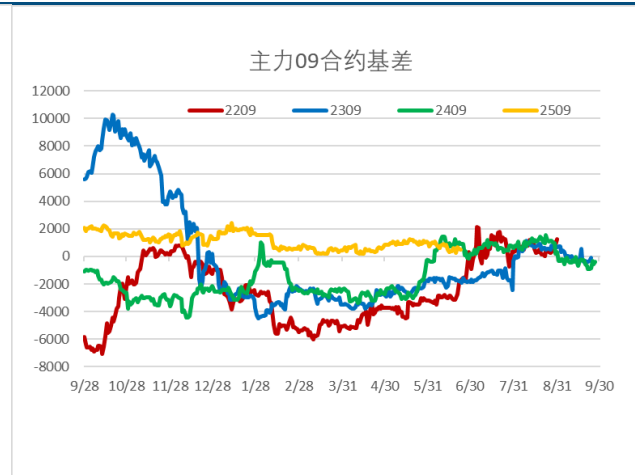
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图17：生猪期货07合约基差



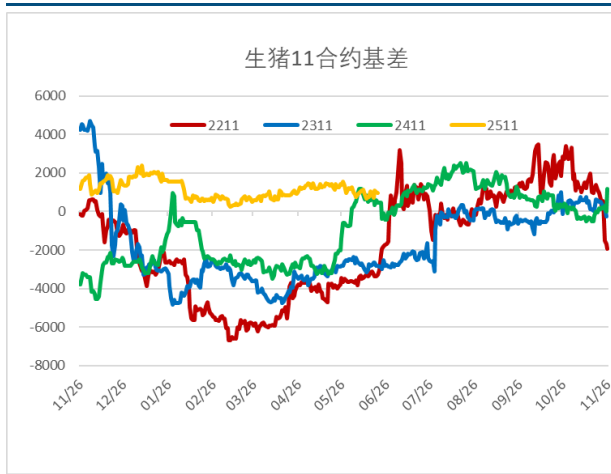
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图18：生猪期货09合约基差



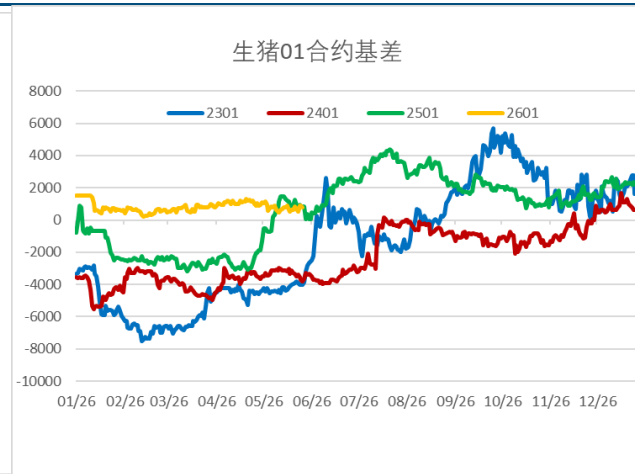
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图19：生猪期货11合约基差



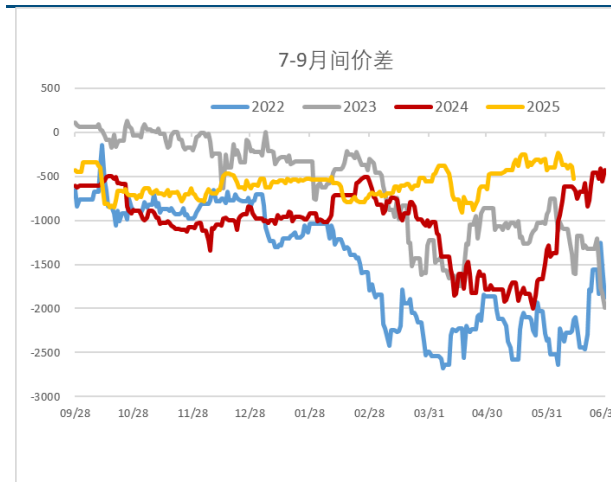
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图20：生猪期货01合约基差



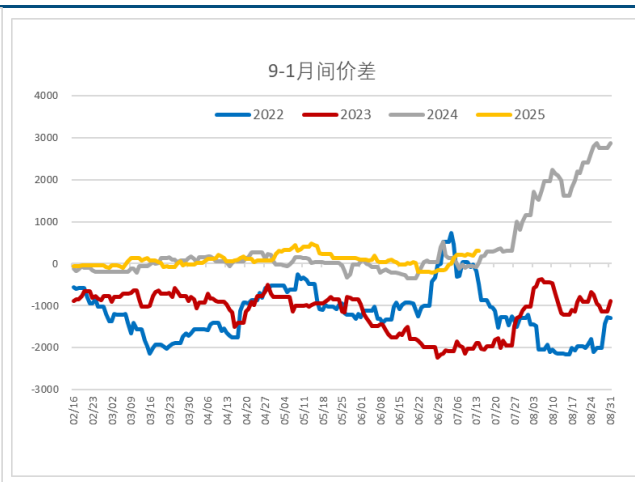
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图21：生猪期货7-9月差



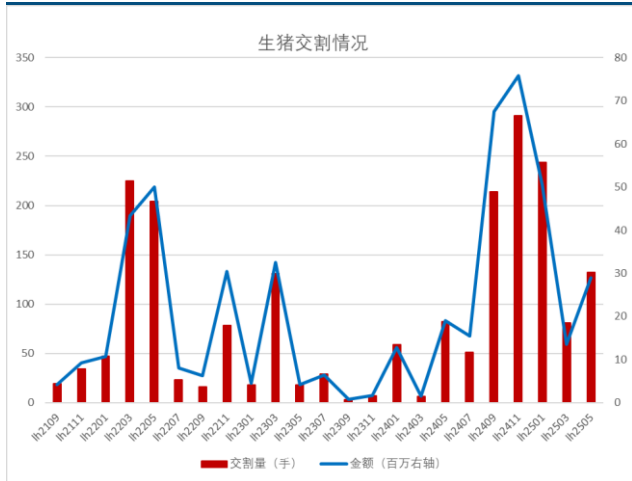
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图22：生猪期货9-1月差



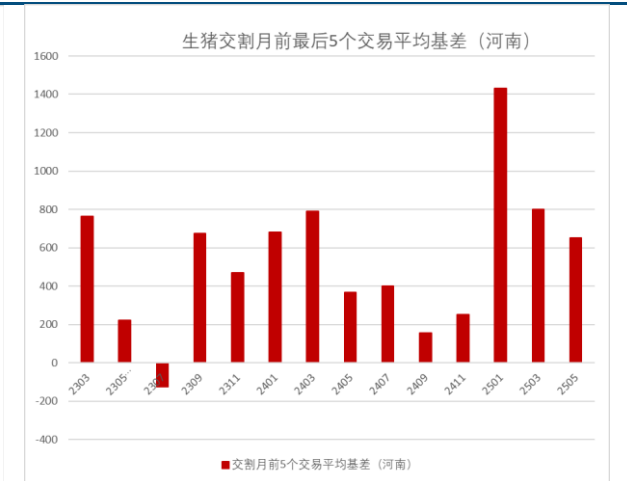
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图23：生猪期货交割情况



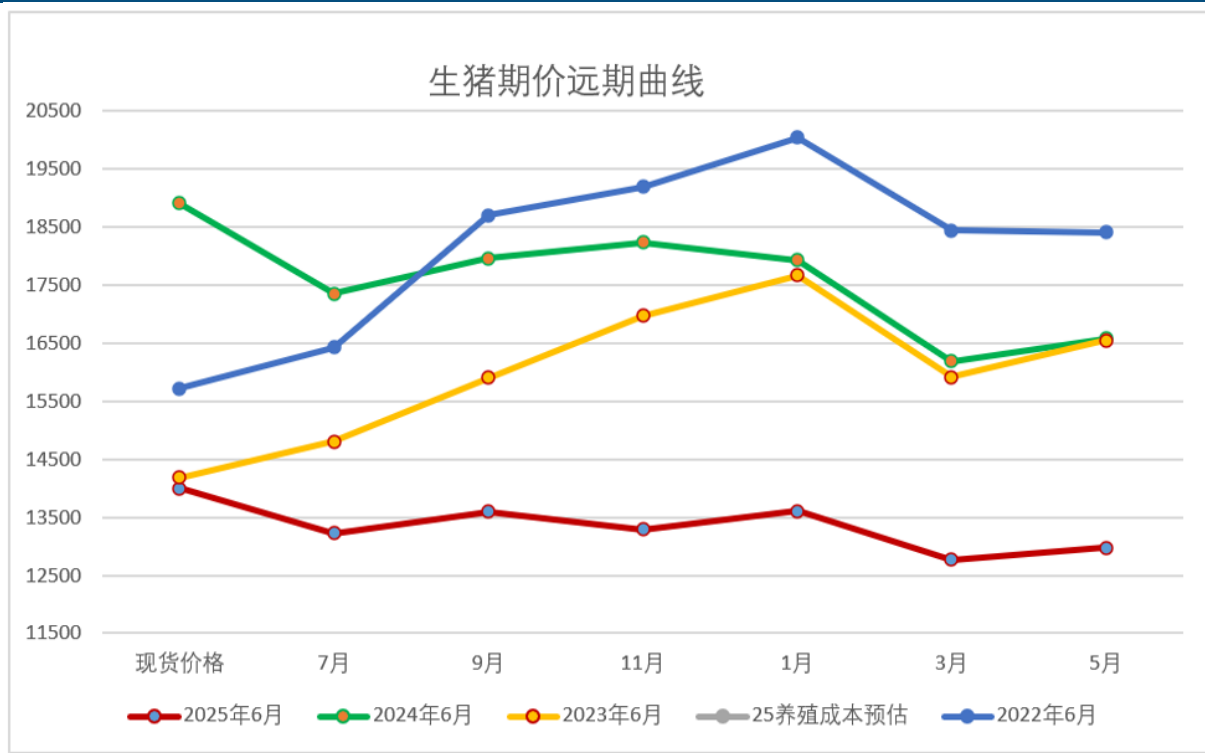
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图24：生猪期货临近交割月期现回归情况



资料来源：同花顺，方正中期研究院

图25：生猪期货远期曲线



资料来源：同花顺，方正中期研究院

## 二、2025年生猪期货持仓及成交水平整体持稳

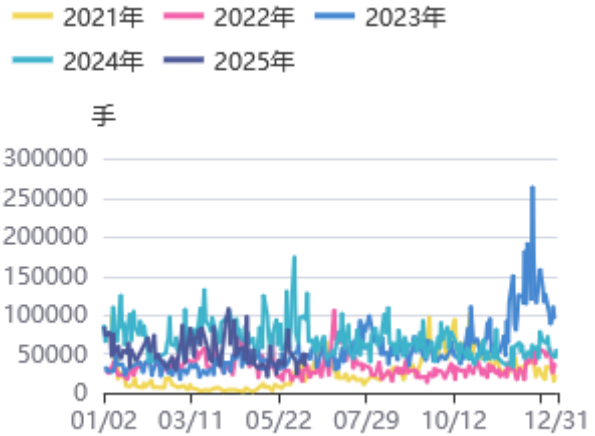
2025年上半年生猪价格出现量价齐跌，期货市场规模出现下降，上半年大连生猪指数月均持仓量16.5万手左右。主力合约仍以1、3、5、9、11为主，非主力合约成交保持活跃，6月上旬生猪期货市场活跃度环比有所提升，成交量逐步增加，但同比下降明显，市场活跃度较去年明显下降。截止2025年6月份，上半年大连生猪指数全月日度平均成交量52722手，同比降49.76%；6月份当月日均生猪指数持仓量165000手，同比下降9%，生猪指数沉淀资金56.36亿元，较去年同期下降32.95%。

图26：持仓量:生猪指数



资料来源：同花顺，方正中期研究院

图27：成交量:生猪指数



资料来源：同花顺，方正中期研究院

图28：大连商品交易所成交量:当月值



资料来源：同花顺，方正中期研究院

图29：生猪指数沉淀资金



资料来源：同花顺，方正中期研究院

## 第二部分生猪供需基本面情况

### 一、供应端

#### （一）能繁母猪受集团企业投资收缩影响，增幅整体不大

2025年上半年能繁母猪存栏整体增幅较为有限，农业农村部数据显示，截止4月份，全国能繁母猪存栏4038万头，同比增长1.3%，为正常保有量的101.49%，从前期趋势来看，能繁母猪存栏自2024年3月份开始增加，到11月底达到年内最高水平，存栏水平连续13个月环比保持增涨，但累计增幅相对有限。自2020年开始生猪养殖集团企业开始新一轮周期性扩张，带动行业规模化进一步提高后，猪价便进入较长熊市周期，导致行业普遍债务负担加剧，上市公司平均60%以上的负债水平使得进一步扩张能力下降，当前大部分规模公司以减少资本开支降低负债为主，转为战略性的降本增效，而非逆周期扩张。因此，当前能繁母猪的存栏水平不再和自繁自养利润周期紧密相关，而和集团企业固定资产投资周期更为紧密。

请务必阅读最后重要事项

此外我们通过观察价格及两个比价关系分析能繁的整体存栏状态：1、**后备母猪对标猪溢价率**，当后备母猪对标猪溢价明显走高时，印证行业进入较高补栏水平（2020年），暗示能繁母猪可能存在过剩；2、**淘汰母猪对肥猪折价率**，当淘汰母猪对肥猪折价率大幅下降时，反应市场积极淘汰能繁母猪增加（2021年底、2023年四季度），能繁母猪可能存在不足。而2025年上半年以上两个现象均未出现，既无高补栏业务高淘汰，因此能繁维持在现有产能平稳运行。3、**7kg断奶仔猪价格**，作为产能的先行指标一定程度客观反应能繁母猪的供给能力，即行业产能严重过剩时，断奶仔猪价格很难长时间保持在出栏成本上方，而2025年上半年仔猪价格尚能保持较高盈利水平，可能反应产能并未出现严重过剩。

表1：能繁母猪存栏水平

	农业部	环比	涌益（新）	环比	钢联	环比	卓创	环比
较2024年3月累计增幅		-0.40%		10.59%		5.69%		19.84%
2025年5月			1147269	0.92%	509.11	0.32%	231435	0.54%
2025年4月	4038	-0.01%	1136757	0.96%	507.49	0.40%	223275	0.29%
2025年3月	4039	-1.00%	1125905	0.10%	505.46	0.09%	223586	0.40%
2025年2月	4066	0.10%	1124774	-0.05%	505.01	0.06%	253593	1.22%
2025年1月	4062	-0.39%	1125287	0.63%	504.71	-0.04%	226337	1.19%
2024年12月	4078	-0.05%	1118218	1.27%	504.91	0.39%	219859	0.39%
2024年11月	4080	0.17%	1104208	0.34%	502.95	0.30%	209306	2.22%
2024年10月	4073	0.27%	1100467	0.56%	501.44	0.53%	217340	1.25%
2024年9月	4062	0.64%	1094298	0.60%	498.8	0.47%	208659	-0.41%
2024年8月	4036	-0.12%	1087787	0.52%	496.4	0.32%	198922	0.60%
2024年7月	4041	0.07%	1082148	1.79%	494.9	1.14%	178117	3.17%
2024年6月	4038	1.05%	1063125	0.61%	489.3	0.35%	156508	3.61%
2024年5月	3996	0.25%	1056708	0.73%	487.6	0.38%	159157	0.59%
2024年4月	3986	-0.15%	1049063	0.96%	485.8	0.87%	159774	3.13%
2024年3月	3992	-1.24%	1039138	1.57%	481.6	0.11%	175431	1.65%

资料来源：农业农村部、钢联、涌益、卓创、方正中期研究院

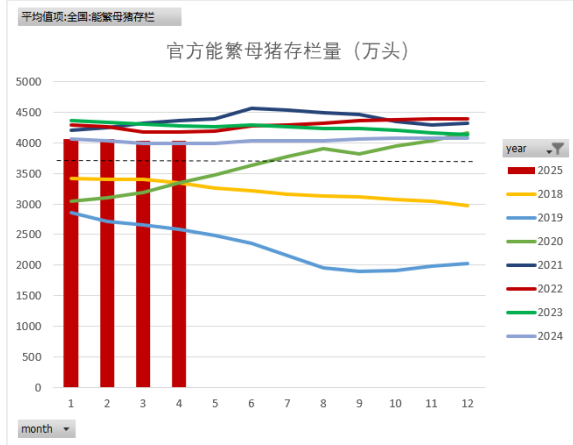
表2：能繁母猪调控目标

政策端能繁母猪调控目标	
产能过度增加	4100万头正常保有量的110%以上，即4510万头以上
产能大幅增加	4100万头正常保有量的105%-110%，即4305-4510万头
绿色合理区间	4100万头正常保有量的95%-105%，即3895-4305万头
产能大幅减少	4100万头正常保有量的90%-95%，即3690-3895万头
产能过度减少	4100万头正常保有量的90%以下，即3690万头以下

资料来源：农业农村部、方正中期研究院

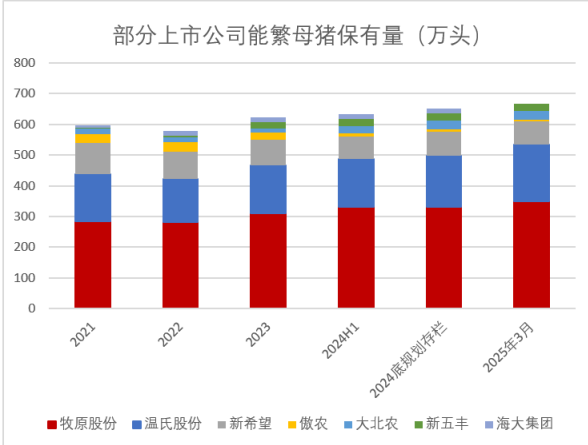


图30：能繁母猪存栏量



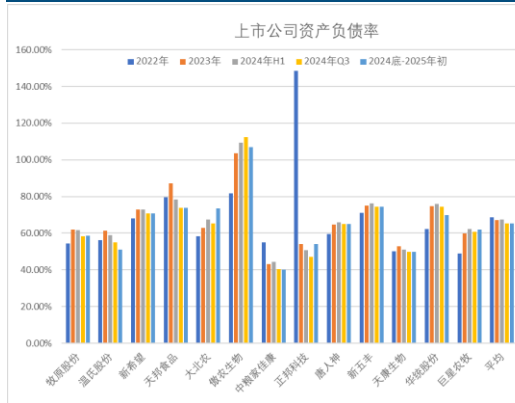
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图31：上市公司能繁母猪保有量



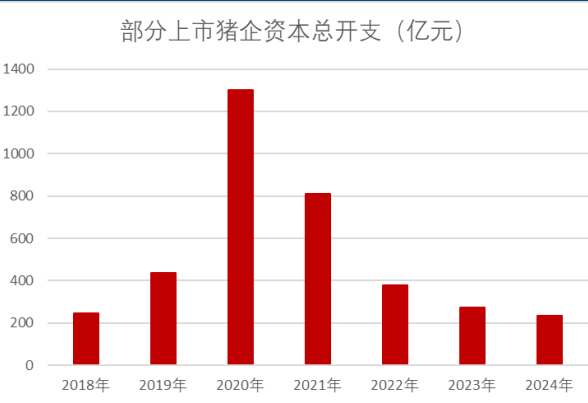
资料来源：公开资料查找，方正中期研究院

图32：上市公司资产负债率



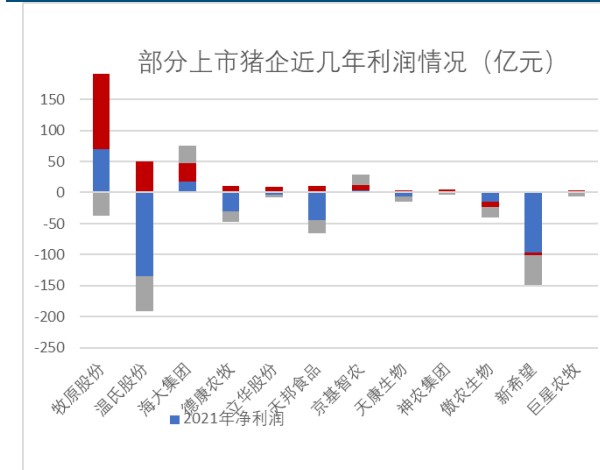
资料来源：上市公司公告，方正中期研究院

图33：上市公司资本开支情况



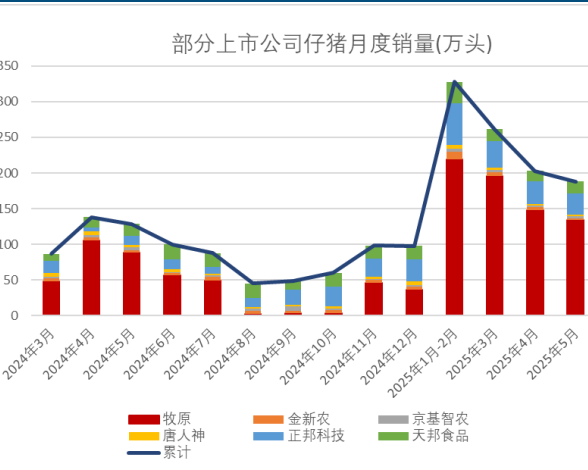
资料来源：上市公司公告，方正中期研究院

图34：上市公司利润情况



资料来源：上市公司公告，方正中期研究院

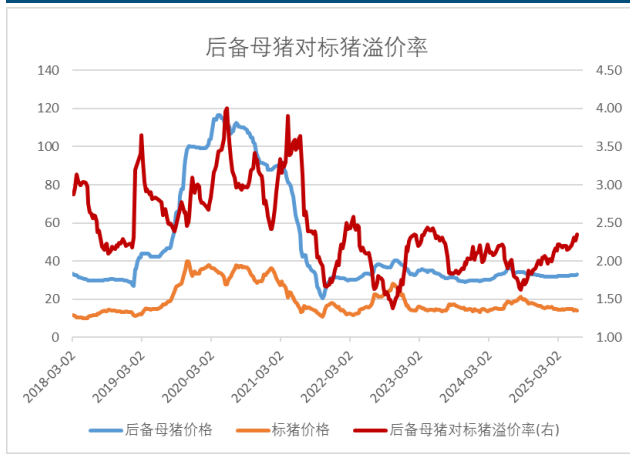
图35：上市公司仔猪销量



资料来源：上市公司公告，方正中期研究院

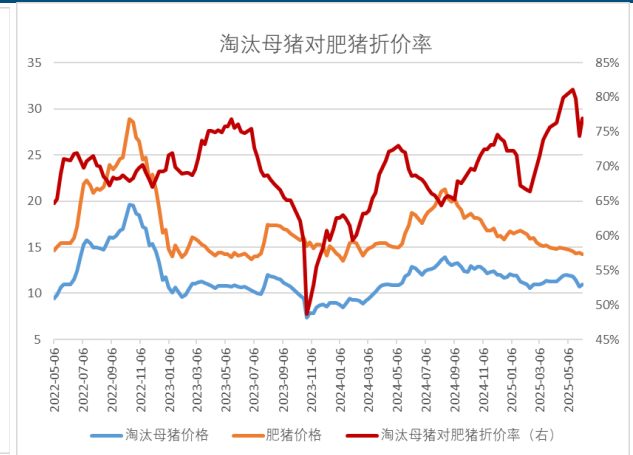


图36：后备母猪对标猪溢价率



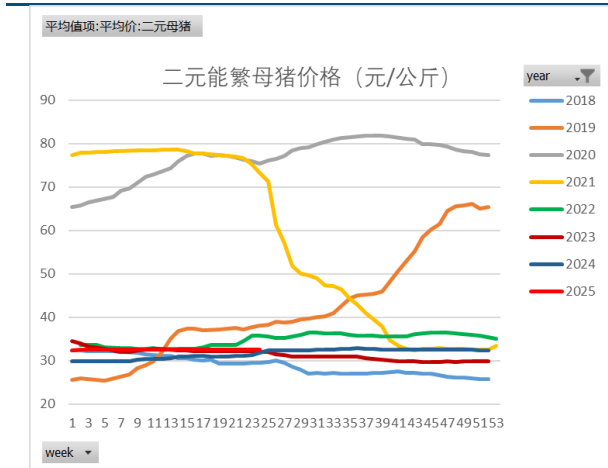
资料来源：同花顺、卓创、钢联、方正中期研究院

图37：淘汰母猪对肥猪折价率



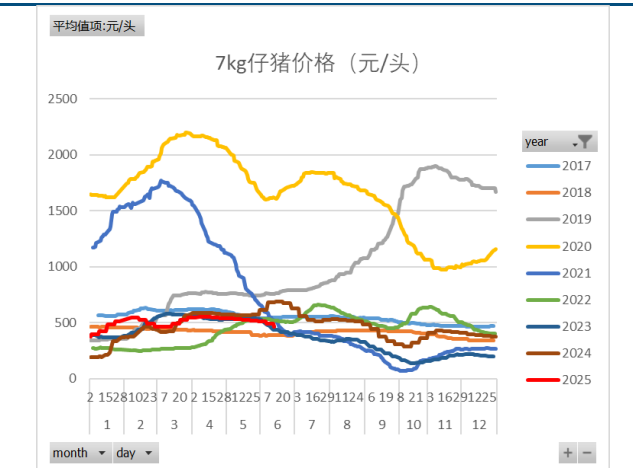
资料来源：同花顺、卓创、钢联、方正中期研究院

图38：能繁母猪价格



资料来源：同花顺、方正中期研究院

图39：7kg断奶仔猪价格



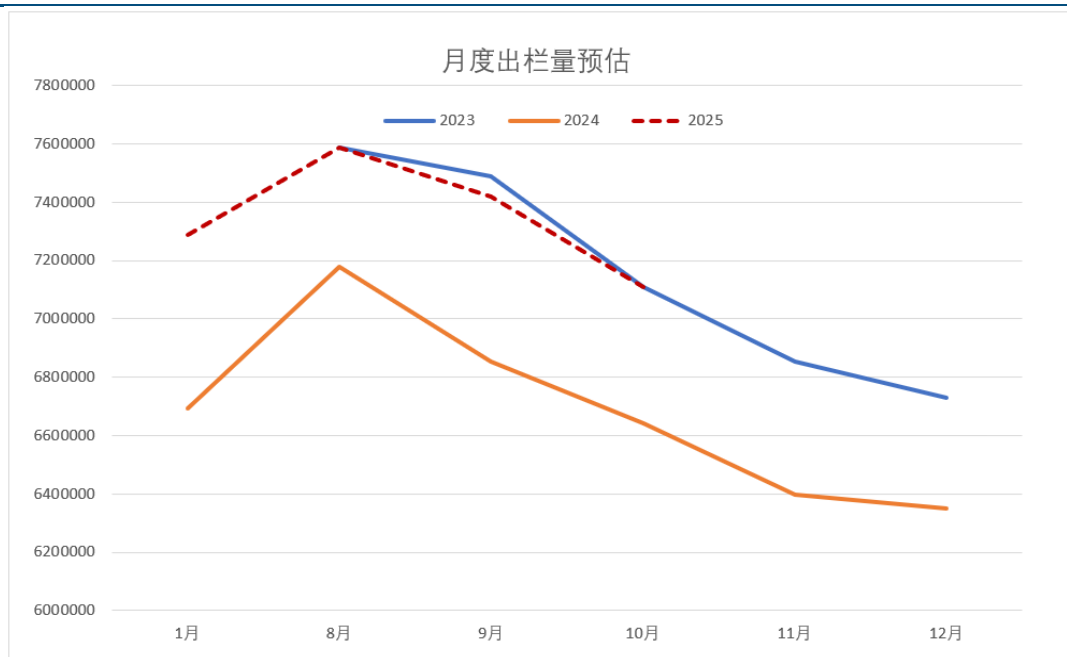
资料来源：卓创、方正中期研究院

## （二）生猪出栏水平在生产效率提高的情况下保持惯性增涨

2025年上半年生猪出栏量在集团企业供给增加的情况下整体保持惯性增涨。本轮盈利周期始于2024年4份整体猪价回到行业养殖成本上方，并在2024年四季度行业现金流盈利进一步扩大。截止2025年6月份猪企累计经过14个月左右的高水平盈利，集团企业现金流及资产负债表得到较大程度的改善，但行业整体以降本增效为主要经营目标，高水平盈利激励下，单位母猪的生产效能得到较大提高，行业平均PSY由此前24提高至26以上，部分头部企业接近29，这是影响2024下半年及2025年上半年生猪供给的主要边际变量。其中2025年上市公司出栏量同比增加显著，进一步创出近几年高位。于此同时行业库存水平向上游转移，当前行业的库存主要体现在行业出栏均重偏高，下游冻品库存偏低，而2023年则为出栏体重较轻而下游冻品库存偏高，这与行业整体降本有较大关系，使得压栏的经济效益高于往年同期水平。集团企业对生猪的利润考察指标由此前单头猪盈利水平慢慢侧重于每公斤盈利水平，行业竞争更加细化。

2025年三季度生猪出栏主要来源于2025年春节后出生的仔猪，由于冬季气温问题引发仔猪腹泻等疾病，造成仔猪出现一定程度的季节性损失，但整体出栏水平高于2024年同期较为确定，分歧在于本年度的出栏压力会不会高于2023年，即生猪产业会不会再次进入亏损周期。我们认为由于2023年处于疫情后的首年，各行各业普遍高估国内经济的复苏的力度，当时行业决策出现普遍误判，从而出现较大的预期差，而最近两年行业普遍投资风险偏好偏低的情况下，使得产业即便存在一定盈利周期可能尚未积累过高风险，从这个角度来看，今年生猪行业景气度可能介于2023及2024年之间，猪价可能不会出现类似于2023年深度跌破养殖成本的情况。

图40：生猪出栏预估



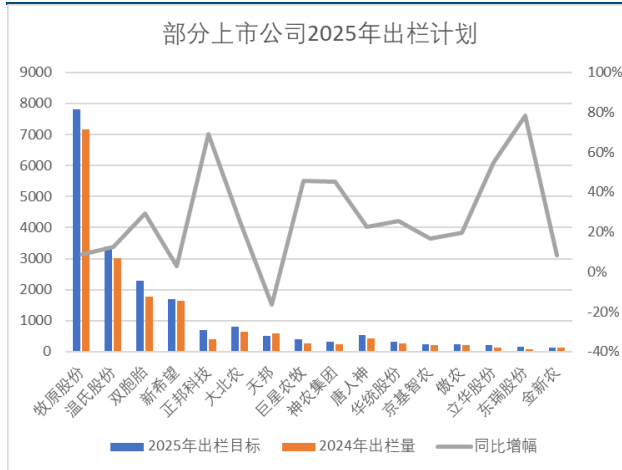
资料来源：方正中期研究院测算

图41：头部上市公司月度出栏量

部分上市公司出栏量累计（万头）												
月份	2021	2022	2023	2024	2025	同比2024	同比2023	同比2022	2025 月度环比	2024 月度环比	2022 月度环比	2023 月度环比
1	622	886	913	1175	1228	4.54%	34.46%	38.63%	-19.87%	-15.16%	-5.57%	-21.84%
2	522	750	1012	965	1144	18.51%	12.97%	52.40%	-6.89%	-17.87%	-15.30%	10.82%
3	636	1107	1065	1105	1589	43.88%	49.16%	43.60%	38.97%	14.46%	47.49%	5.25%
4	673	1105	1093	1081	1504	39.12%	37.63%	36.04%	-5.38%	-2.15%	-0.13%	2.54%
5	735	1023	1121	1119	1467	31.03%	30.87%	43.34%	-2.45%	3.57%	-7.42%	2.59%
6	775	930	1027	1004						-10.33%	-9.07%	-8.33%
7	786	877	1092	1128						12.39%	-5.76%	6.27%
8	750	904	1098	1136						0.73%	3.07%	0.54%
9	824	913	1072	1073						-5.61%	0.96%	-2.36%
10	1097	984	1087	1242						15.75%	7.79%	1.45%
11	836	1065	1195	1237						-0.36%	8.28%	9.95%
12	938	1169	1385	1533						23.91%	9.71%	15.85%

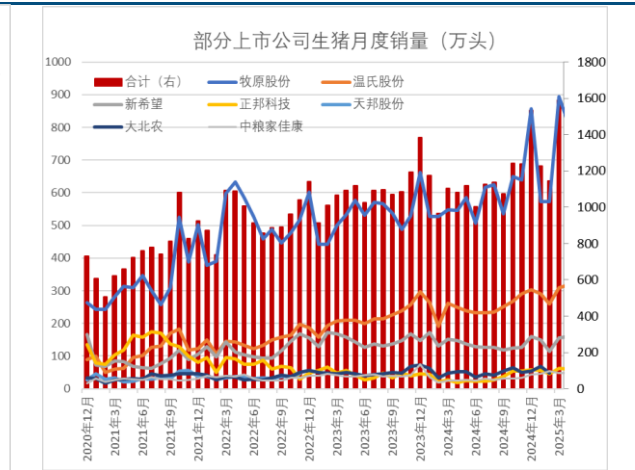
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图42：2025年上市公司出栏计划



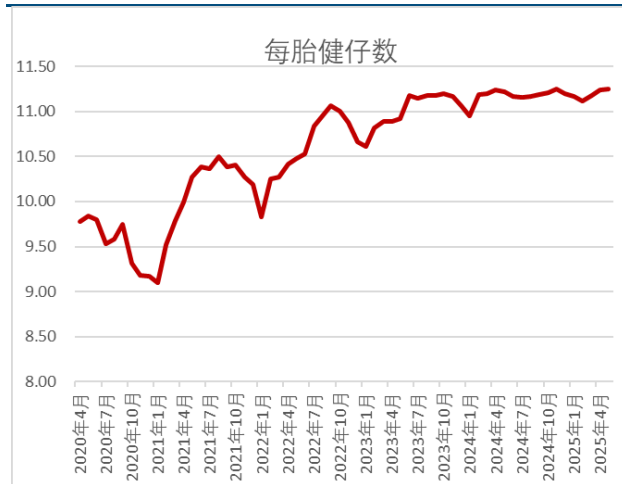
资料来源：公开资料查找，方正中期研究院

图43：上市公司月度出栏量



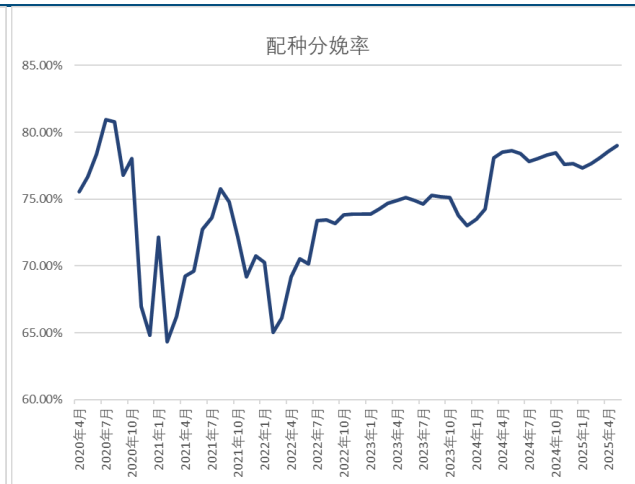
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图44：每胎健仔数



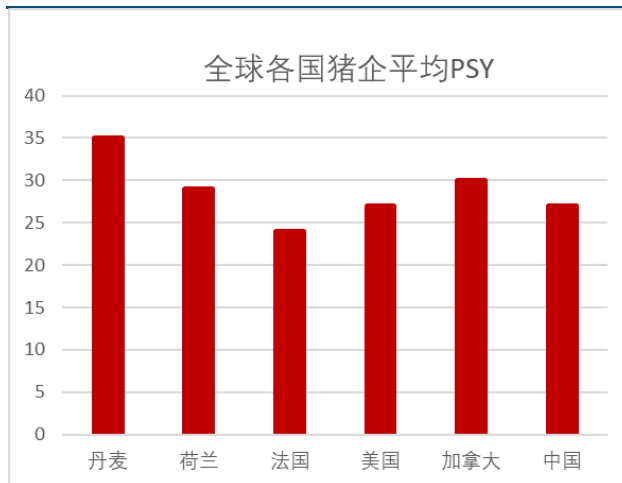
资料来源：涌益资讯，方正中期研究院

图45：配种分娩率



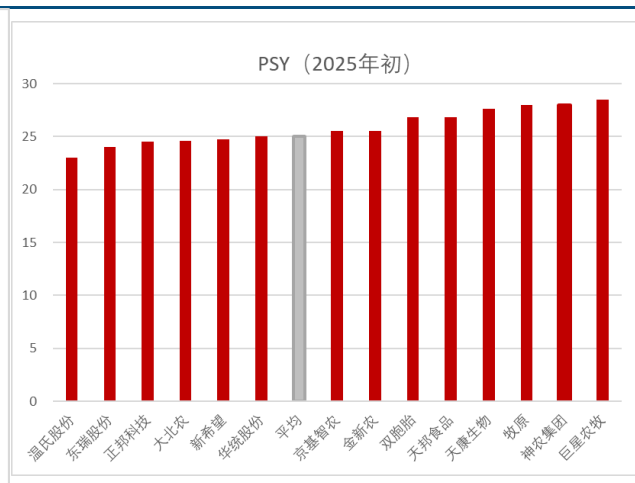
资料来源：涌益资讯，方正中期研究院

图46：世界各国PSY水平



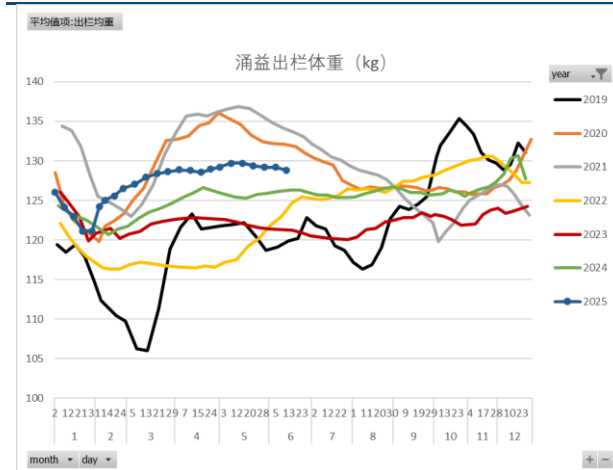
资料来源：公开资料查找，方正中期研究院

图47：我国部分上市公司PSY



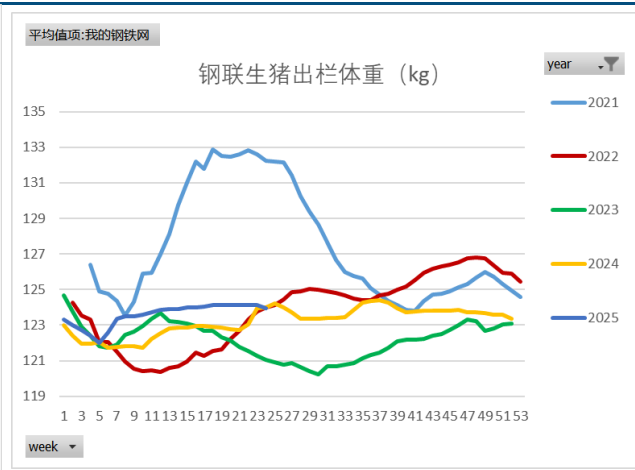
资料来源：上市公司公告，方正中期研究院

图48：涌益出栏体重



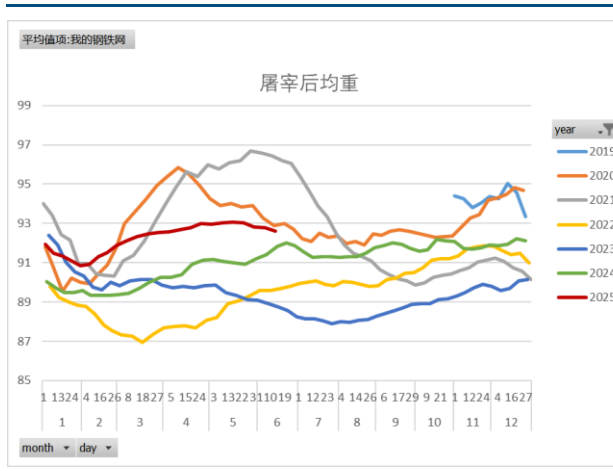
资料来源：涌益咨询，方正中期研究院

图49：钢联出栏体重



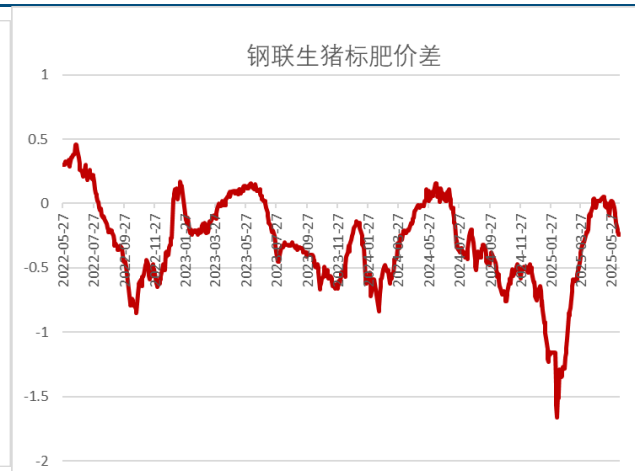
资料来源：钢联，方正中期研究院

图50：屠宰后均重



资料来源：钢联，方正中期研究院

图51：标肥价差



资料来源：钢联，方正中期研究院

## 二、需求端

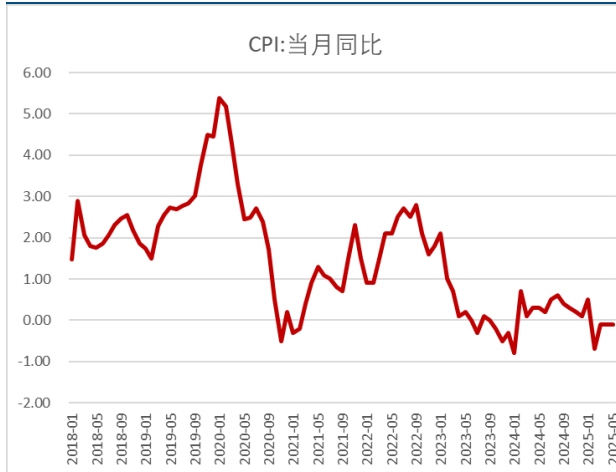
### （一）整体消费相对疲弱，猪肉需求存在较强刚性

2025年上半年商品消费修复整体偏弱，耐用品及大额消费长期低迷拖累整个消费疲弱，食品消费存在较强刚性总体支出占比显著上行，上半年国家统计局数据显示，消费者信心指数、满意指数及预期指数皆低于90%，仍处在历史低位，2025年1—5月平均CPI较比上年同期下降0.1%，呈现一定通缩压力，国内食品消费整体虽有稳中转强，但由于上半年大部分时间处于季节性淡季，整体消费乏善可陈。

具体来看，2025年1—4月，全国规模以上生猪定点屠宰企业合计屠宰生猪1.21亿头，同比增长10.9%。屠宰企业开机率低位反弹，屠宰利润边际好转，但由于屠宰行业同样存在产能过剩问题，屠宰企业利润及开机率处于相对低位水平，屠宰产能利用率长期低于50%。另一方面，毛白价差自低位出现反弹，由于下游冻品库存偏低，白条压力减轻，当前毛猪价格与2023年同期相当，但毛白价差高于2023年同期，消费端整体压力小于2023年。

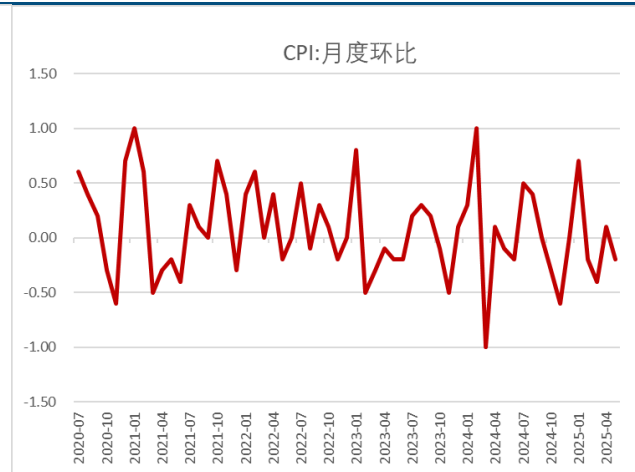
请务必阅读最后重要事项

图52: CPI同比



资料来源: 同花顺, 方正中期研究院

图53: CPI环比



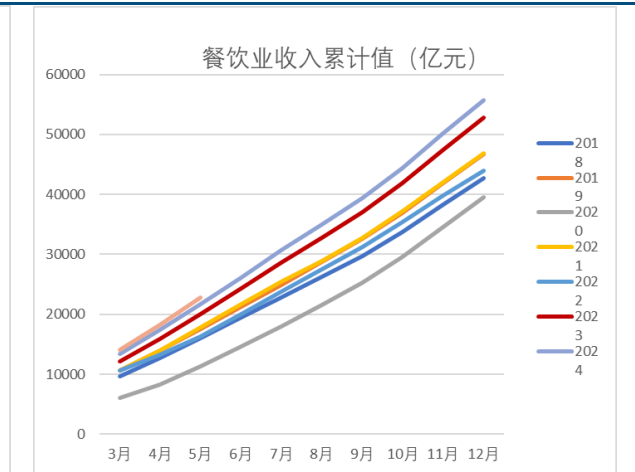
资料来源: 同花顺, 方正中期研究院

图54: 消费者信心指数



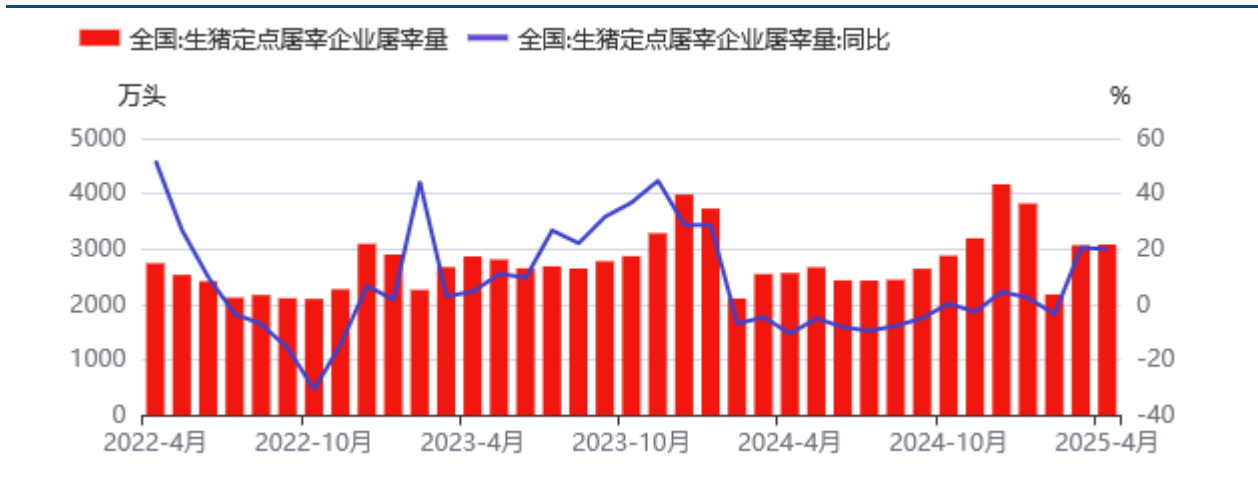
资料来源: 同花顺, 方正中期研究院

图55: 餐饮业收入



资料来源: 同花顺, 方正中期研究院

图56: 全国:生猪定点屠宰企业屠宰量



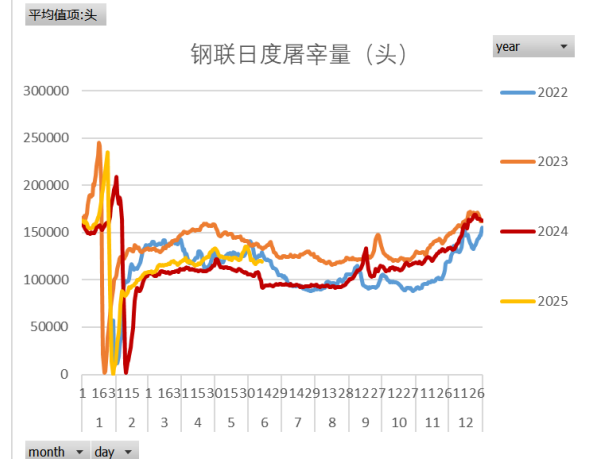
资料来源: 同花顺, 方正中期研究院

图57：卓创日度屠宰量



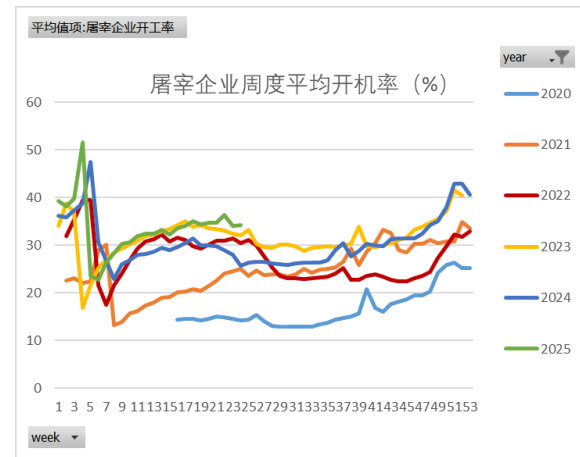
资料来源：卓创资讯，方正中期研究院

图58：钢联日度屠宰量



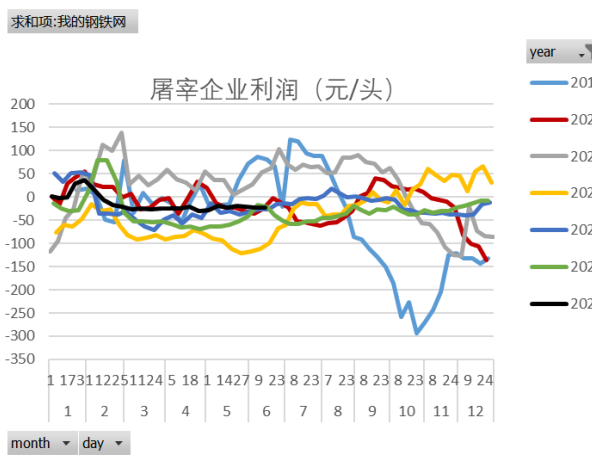
资料来源：钢联，方正中期研究院

图59：屠宰企业开机率



资料来源：卓创，方正中期研究院

图60：屠宰企业利润



资料来源：钢联，方正中期研究院

图61：卓创冻品库存



资料来源：卓创资讯，方正中期研究院

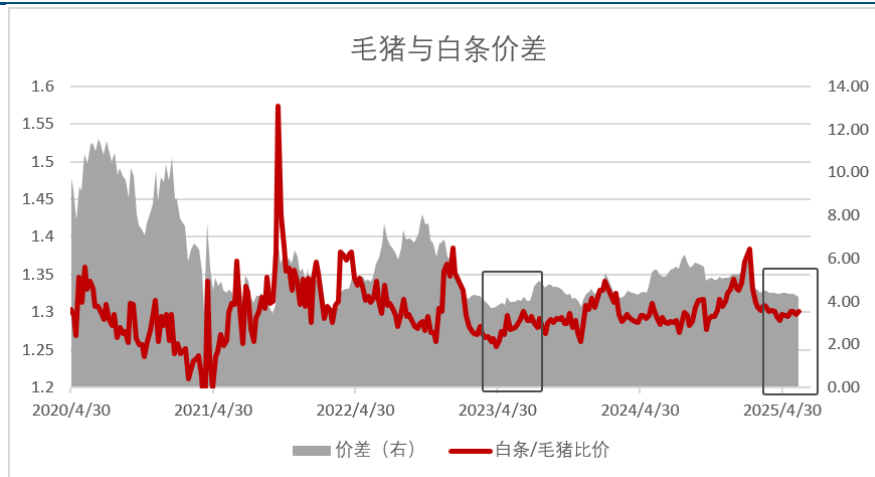
图62：钢联冻品库存



资料来源：钢联，方正中期研究院

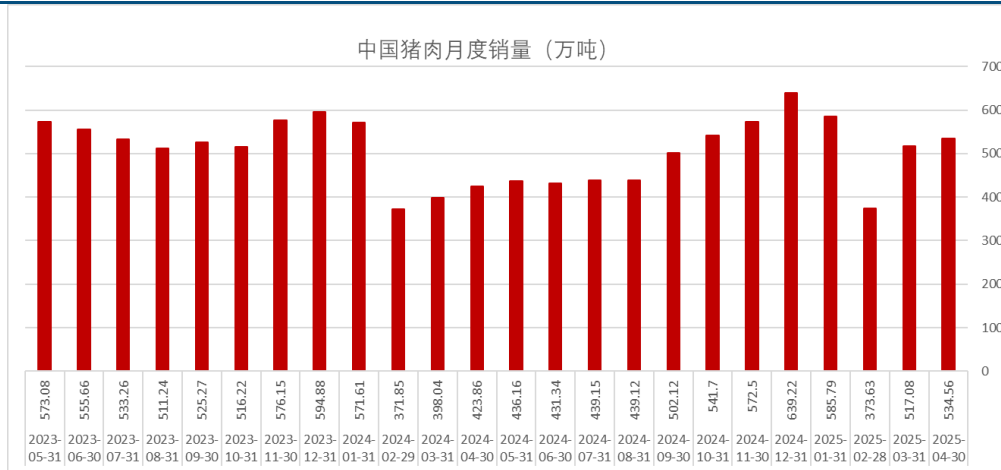


图63：毛白价差



资料来源：同花顺，方正中期研究院

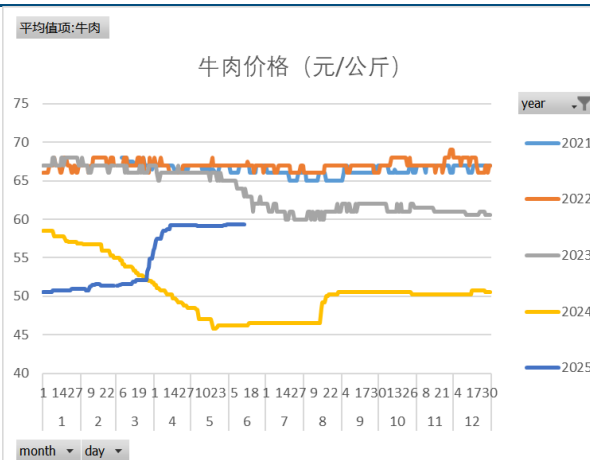
图64：猪肉月度消费量



资料来源：同花顺，方正中期研究院

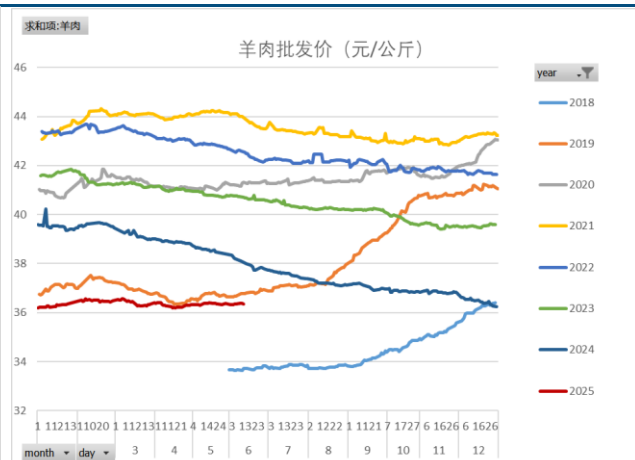
（二）2025年上半年猪肉相关肉食品价格整体处于低位，鱼价及牛肉价格出现显著反弹

图65：牛肉价格



资料来源：同花顺，方正中期研究院

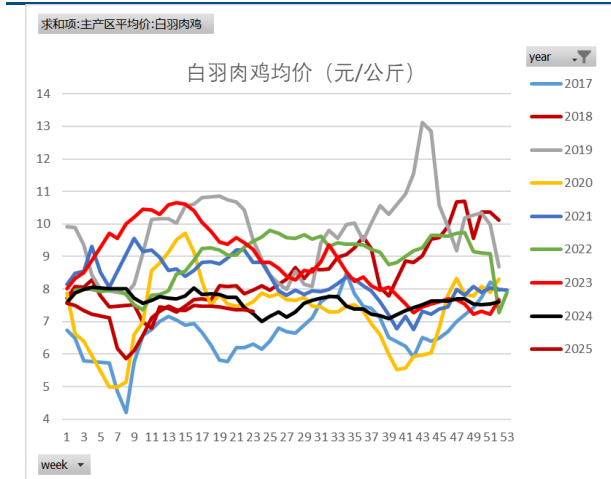
图66：羊肉批发价格



资料来源：同花顺，方正中期研究院

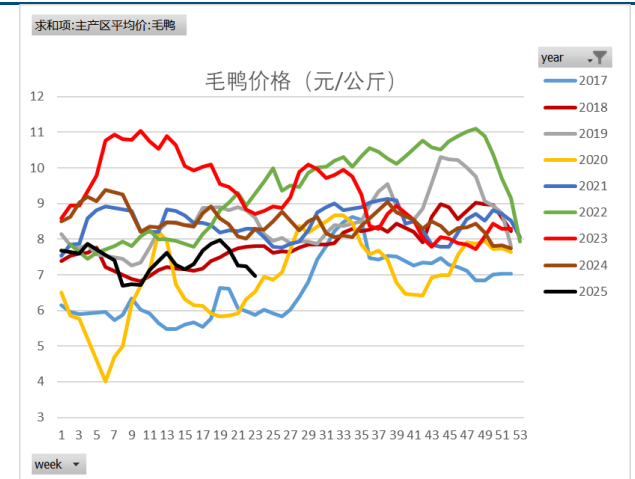


图67：白羽肉鸡



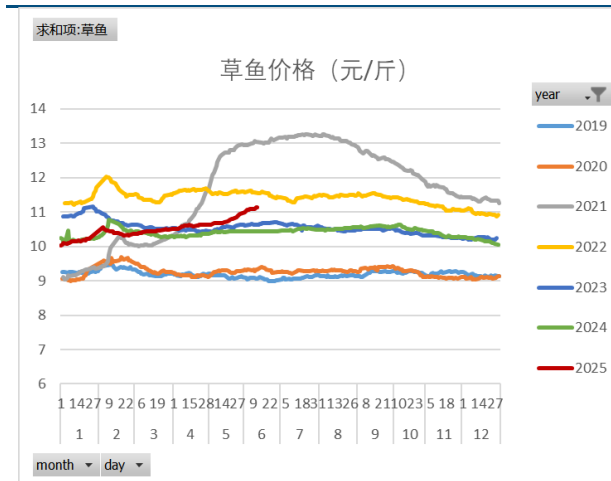
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图68：肉鸭价格



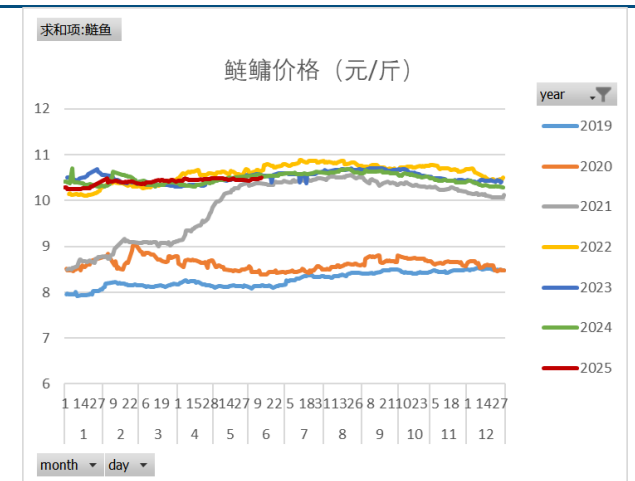
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图69：草鱼价格



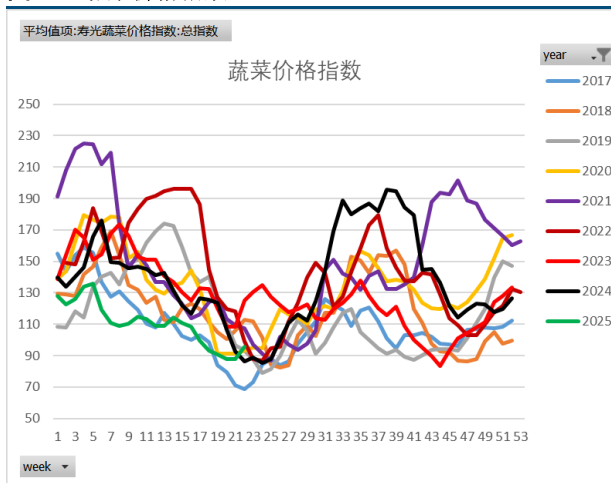
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图70：鲢鳙价格



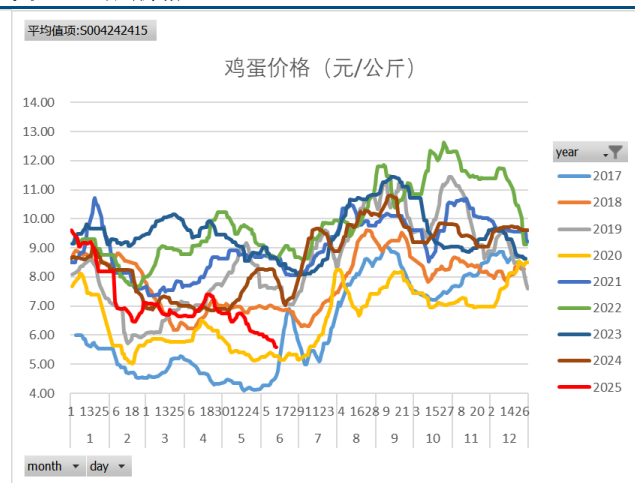
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图71：蔬菜价格指数



资料来源：同花顺，方正中期研究院

图72：鸡蛋价格



资料来源：同花顺，方正中期研究院

三、养殖成本及利润周期情况

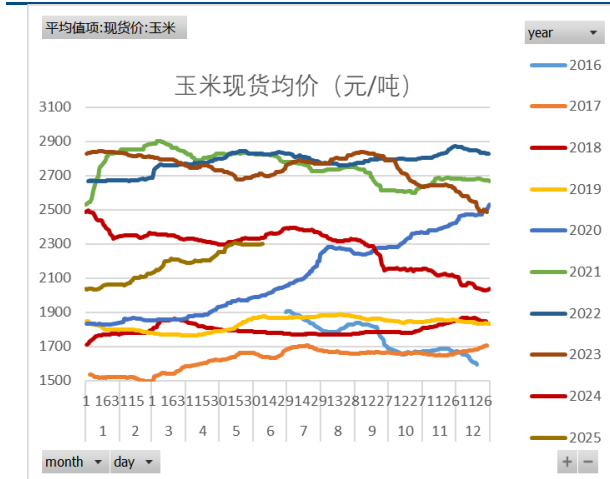
饲料成本是生猪养殖的主要组成部分，占总成本的 60%-70%。2025年上半年养殖成本在连续降低后跟随饲料价格有反弹趋势，3月后玉米和豆粕价格逐步价格回升，生猪育肥成本出现一定反弹。2024年以来养殖成本整体趋势下移，下半年生猪养殖的成本下移尤其显著，除固定资产折旧减少以及财务成本降低外，主要来自于饲料成本的大幅走低，全年育肥饲料价格同比下降幅度超过10%，较大程度的减轻了养殖压力。但2025年2月份以来，特朗普政府激进的关税政策导致豆粕等基础农产品进口成本增加，玉米端由于旧作库存偏低，当前价格已经出现明显上涨，规模养殖场虽然通过“小麦替代玉米”“低蛋白日粮”等技术降低原料依赖，但实际降本效应已逐步递减。2025年一季度据上市公司公告以及我们调研不完全测算，生猪养殖行业平均完全成本有望自13.5元/公斤，进一步下降至13元/公斤附近，行业平均现金流成本约12元/公斤附近，但二次育肥散户受采购仔猪价格高位影响，可能整体出栏成本仍然不低。

表3：部分上市集团公司生猪养殖成本情况（元/公斤）

	2024Q1	2024Q3	2025年5月	2025年目标	同比降幅	季度环比降幅
牧原集团	14.3	13.7	12.4	12	-1.9	-1.3
温氏股份	14.2	13.8	12	13	-2.2	-1.8
新希望	14.7	14.6	12.9	--	-1.8	-1.7
大北农	15.1	14.6	12.9	--	-2.2	-1.7
天康生物	14.88	13.91	13.12	13	-1.76	-0.79
天邦食品	15.01	14.79	13.2	小于12.8	-1.81	-1.59
金新农	17.05	14.2	14.15	13	-2.9	-0.05
立华股份	16	14.4	13	13	-3	-1.4
华统股份	16.5	15.96	13.9	13	-2.6	-2.06
东瑞股份	16.7	16.4	14.8	小于15	-1.9	-1.6
傲农生物	17	14.92	14	13	-3	-0.92
神农集团	14.5	13.4	12.4	小于13	-2.1	-1
京基集团	14.6	14.6	13	--	-1.6	-1.6
巨星农牧	14.68	14	13.26	小于13	-1.42	-0.74
德康牧业	13.8	13.5	13	--	-0.8	-0.5
克明食品	15	14	13.98	--	-1.02	-0.02
平均	15.25	14.42	13.25	--	-2.00	-1.17

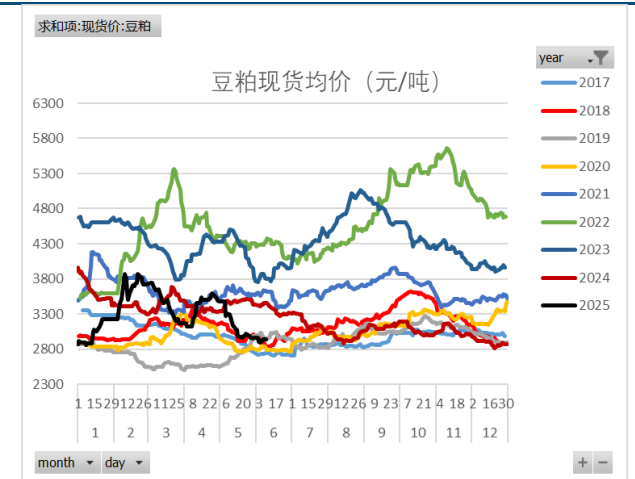
资料来源：上市公司公告、公开资料查找、方正中期研究院

图73：玉米价格



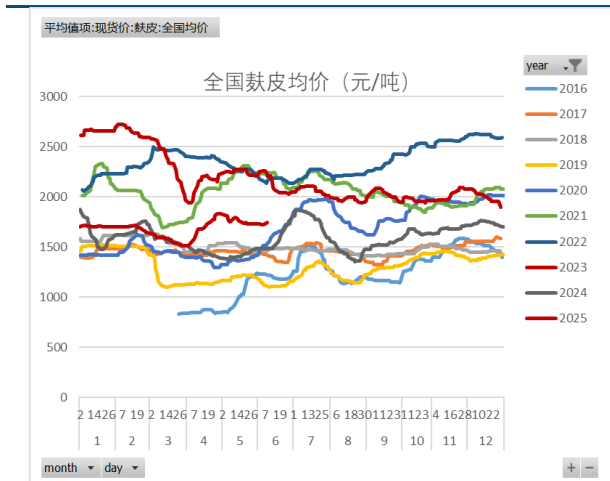
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图74：豆粕价格



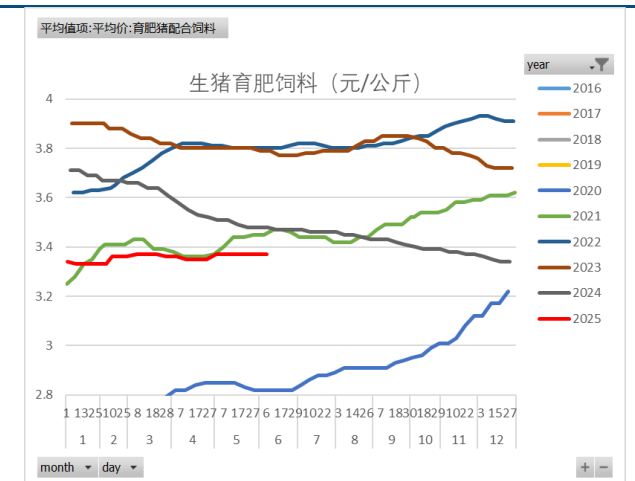
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图75：麸皮价格



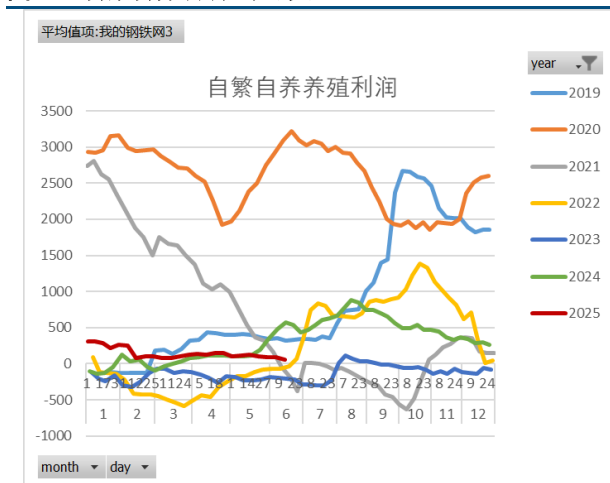
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图76：育肥饲料价格



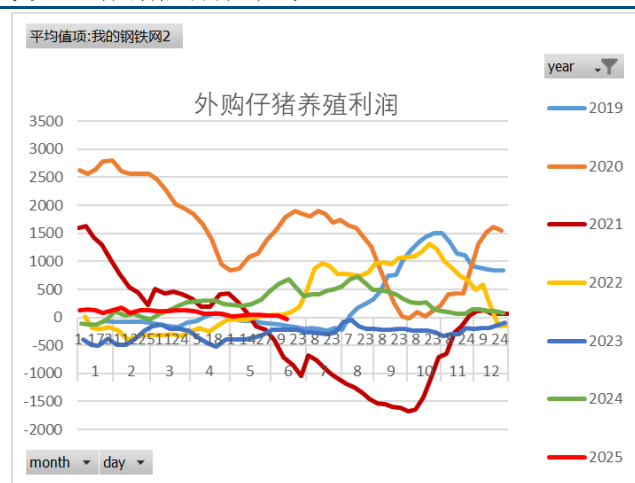
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图77：自繁自养利润（元/头）



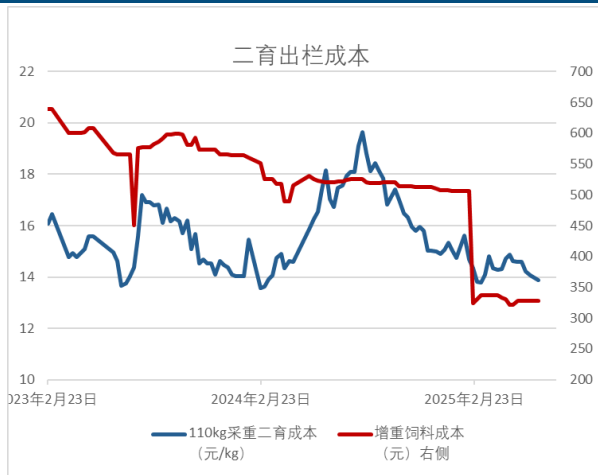
资料来源：钢联，方正中期研究院

图78：外购育肥利润（元/头）



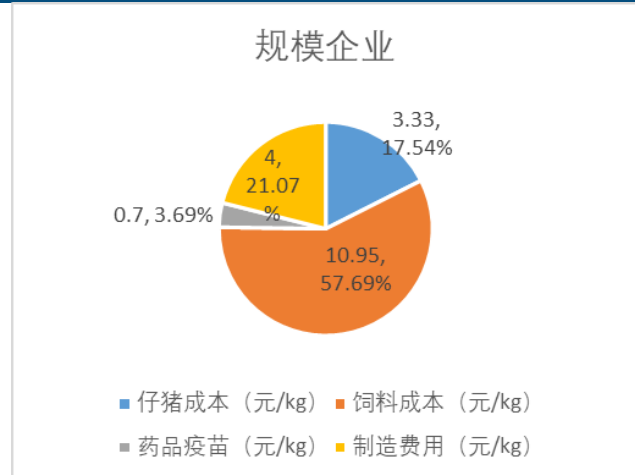
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图79：二次育肥动态成本



资料来源：涌益咨询，方正中期研究院

图80：规模企业成本分项占比



资料来源：同花顺，方正中期研究院

图81：外购育肥各年度利润情况（元/头）

外购仔猪（元/头）										
月份	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	均值
1	633	325	-2	3028	2611	-70	-180	-104	275	780
2	506	80	-126	2968	1812	-367	-246	45	146	584
3	435	-221	207	2774	1636	-514	-97	-1	123	527
4	350	-289	400	2327	1122	-393	-198	109	56	429
5	191	-218	386	2346	498	-135	-217	170	37	378
6	208	-86	335	3081	-118	-28	-185	507	10	464
7	225	84	353	3019	-17	677	-230	561		584
8	284	198	761	2826	-137	662	50	784		678
9	258	208	1583	2156	-359	882	-100	661		661
10	238	153	2618	1916	-368	1244	-150	498		769
11	285	124	2137	1962	247	974	-250	394		734
12	326	49	1853	2514	238	343	-200	297		678
均值	328	34	876	2576	597	273	-167	327		

资料来源：同花顺，方正中期研究院

## 四、生猪期现货价格季节性特征

当前生猪养殖规模化工业化提高后，生猪供给及需求端弹性降低，猪价的季节性特征逐步弱化。但由于生鲜品属性在节日期间仍然存在一定的淡旺季特征，猪价一般情况随着节气、气温呈现为下半年价格强于上半年。

**一季度（1-3月）：**猪价前高后低，特征：春节前后价格达到年度峰值，随后逐步回落。春节期间家庭采购、餐饮需求激增，腊肉、香肠等腌制食品消费量大。**二季度（4-6月）：**价格容易低迷进入，春节后下游开始去库，餐饮行业需求下降，夏季高温人均脂肪摄入量下降导致猪肉需求减少。**三季度（7-9月）：**价格触底反弹，7-8月缓慢回升，9月因中秋、国庆需求拉动明显，食品加工企业提前备货，家庭节日采购需求升温带动猪价容易反弹。**四季度（10-12月）：**冬至前后猪价达到年度高点后转为高位震荡，10月后因腊肉腌制需求（尤其南方）价格容易上涨，12月达到年内次高点。

图82：生猪现货价格月度涨跌热点图

生猪现货月度涨跌幅												
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2012	-5.9%	-8.4%	-8.1%	-2.4%	-4.2%	2.2%	-1.6%	5.5%	0.7%	-1.9%	5.9%	7.5%
2013	4.4%	-14.4%	-13.1%	-3.5%	12.9%	3.5%	4.8%	6.4%	-1.1%	-2.0%	1.4%	-2.5%
2014	-19.7%	-3.5%	-9.6%	-2.0%	26.7%	-2.7%	7.4%	9.9%	-5.4%	-5.1%	0.5%	-3.8%
2015	-5.3%	-6.1%	3.3%	11.1%	6.9%	7.6%	16.6%	0.9%	-6.0%	-5.1%	0.5%	0.3%
2016	9.4%	0.2%	8.9%	3.3%	3.5%	-5.7%	-8.5%	1.5%	-7.2%	-5.4%	4.3%	3.0%
2017	4.1%	-6.2%	-6.6%	-5.9%	-9.0%	2.4%	-0.1%	5.1%	-1.6%	-1.3%	0.5%	4.4%
2018	-0.1%	-9.9%	-21.9%	-3.7%	5.2%	8.7%	13.9%	2.4%	3.9%	-4.4%	-1.2%	-1.4%
2019	-12.7%	9.5%	21.4%	-0.7%	2.3%	15.3%	8.5%	37.6%	7.7%	41.2%	-20.4%	4.6%
2020	9.2%	1.5%	-5.8%	-5.5%	-11.7%	18.1%	8.2%	0.2%	-9.9%	-14.5%	3.3%	13.8%
2021	2.1%	-19.6%	-4.2%	-13.8%	-19.3%	-31.4%	22.6%	-7.8%	-15.3%	30.7%	12.6%	-9.2%
2022	-14.3%	-10.9%	-2.7%	20.0%	7.8%	10.7%	20.1%	6.3%	9.3%	13.3%	-13.8%	-22.2%
2023	-16.5%	2.7%	-6.1%	0.3%	-3.0%	-3.3%	21.9%	-0.6%	-5.3%	-6.3%	-2.2%	-2.5%
2024	10.5%	-11.1%	6.8%	0.3%	15.6%	0.6%	9.7%	4.4%	-12.7%	1.1%	-6.8%	-6.1%
2025	3.2%	-7.6%	-0.5%	0.7%	-2.9%	-1.1%						
均值	-2.3%	-5.7%	-3.6%	-2.3%	1.3%	1.8%	7.2%	6.2%	-3.4%	3.2%	0.7%	1.7%
上涨概率	46%	31%	31%	38%	62%	69%	77%	85%	31%	31%	62%	46%
下跌概率	54%	69%	69%	62%	38%	31%	23%	15%	69%	69%	38%	54%
上涨年数	6	4	4	5	8	9	10	11	4	4	8	6
下跌年数	7	9	9	8	5	4	3	2	9	9	5	7

资料来源：同花顺，方正中期研究院

图83：生猪6-7月份现货低点价格

	4月30日价格	6月30日价格	涨幅	7月最低价	7月最高价	7月31日价格
2012	14.44	13.89	-0.55	13.73	13.99	13.89
2013	12.18	14.40	2.22	14.38	15.43	15.43
2014	10.74	12.92	2.18	12.92	14.43	14.43
2015	13.83	16.31	2.48	16.31	18.52	18.62
2016	20.63	19.06	-1.58	18.36	19.06	18.32
2017	15.11	14.09	-1.02	13.87	14.17	14.08
2018	10.15	11.61	1.46	11.60	13.44	13.44
2019	15.66	17.63	1.97	17.56	19.75	19.75
2020	33.26	36.33	3.07	36.33	38.78	37.90
2021	22.60	16.90	-5.70	15.44	16.90	16.02
2022	15.19	20.65	5.46	20.65	24.27	21.76
2023	14.73	14.01	-0.72	14.01	17.16	17.16
2024	14.98	18.10	3.12	18.15	19.67	19.67
2025	14.97					
平均值	16.42	17.38	0.95	17.18	18.89	18.50

资料来源：同花顺，鸿凯投资、方正中期研究院

## 五、猪肉供需平衡表及相关肉食品产量情况

2025年猪肉的整体供应能力大概率介于2023年、2024之间，库存水平由下向上转移，即2023年库存主要集中在产业链下游，冻品库存偏高，而2025年的行业库存在饲料价格下跌后转移至上游，即生猪的出栏体重偏高。边际的替代上，由于对冻肉的反倾销调查等政策干预进口增加，预计牛肉、禽肉等进口压力在2025年将有明显缓解。

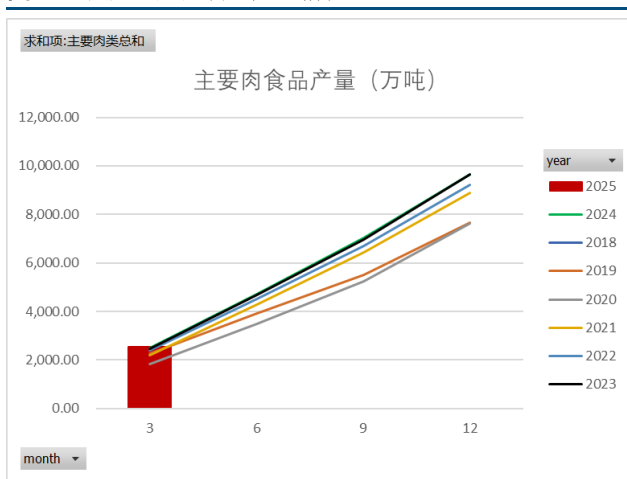
### （一）猪肉供需压力可能小于2023年

表4：猪肉供需平衡表

猪肉供需平衡表（万吨）						
时间	产量	进口	供给	外需	猪肉内需	产需差值
2010	5071	90	5161	4	5157	4
2011	5053	135	5188	5	5183	5
2012	5335	136	5471	7	5465	6
2013	5493	140	5633	7	5626	7
2014	5671	138	5809	9	5800	9
2015	5487	156	5643	18	5625	18
2016	5299	324	5623	23	5600	23
2017	5451	233	5684	24	5660	24
2018	5404	215	5619	19	5600	19
2019	4255	300	4555	3	4630	-75
2020	4113	439	4552	1	4300	252
2021	5296	340	5636	2	5480	156
2022	5150	280	5430	2	5250	180
2023	5250	180	5430	2	5200	230
2024	5100	100	5200	2	5120	80
2025E	5150	80	5230	2	5180	48

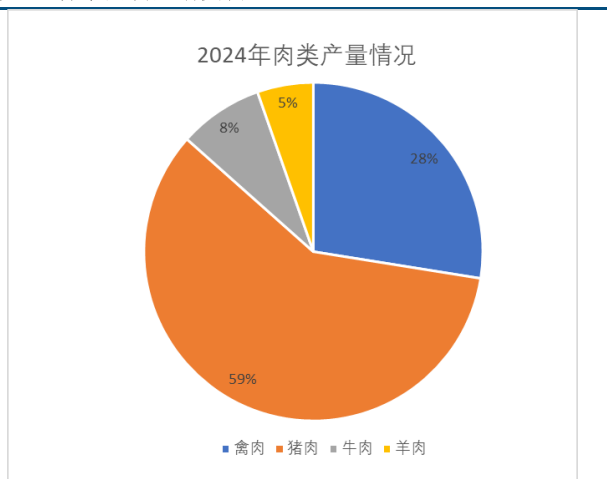
资料来源：国家统计局、方正中期研究院

图84：我国主要肉食品产量情况



资料来源：同花顺，方正中期研究院

图85：各个肉食品消费占比

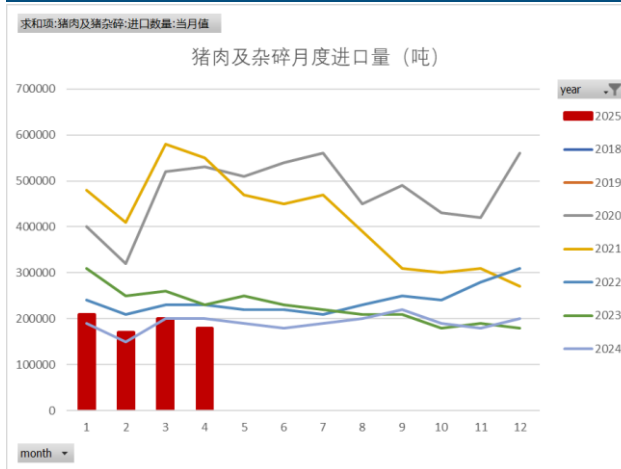


资料来源：同花顺，方正中期研究院



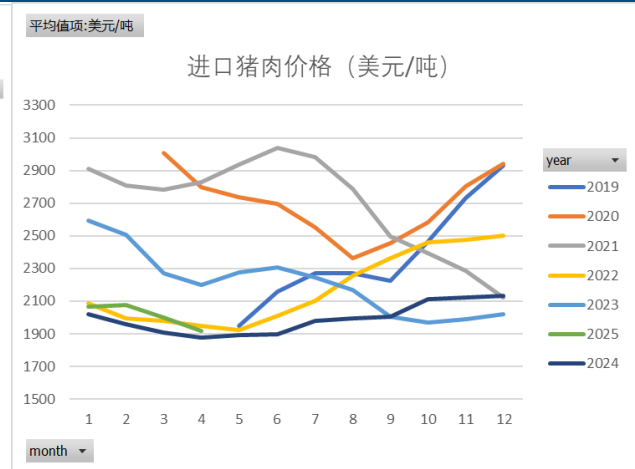
## （二）2025年进口冻肉总量整体预计将有下降

图86：冻猪肉及杂碎进口量



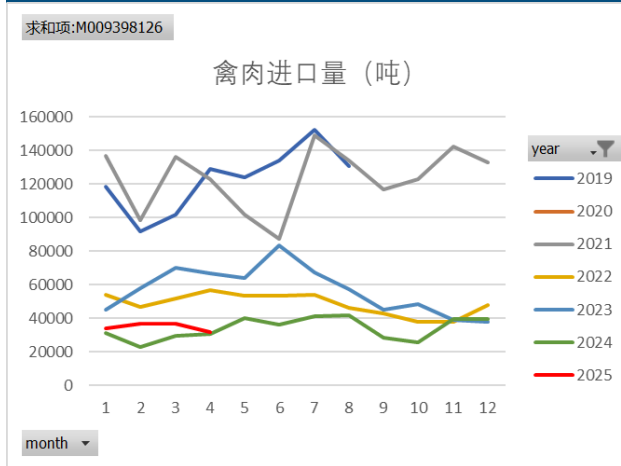
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图87：猪肉进口价格



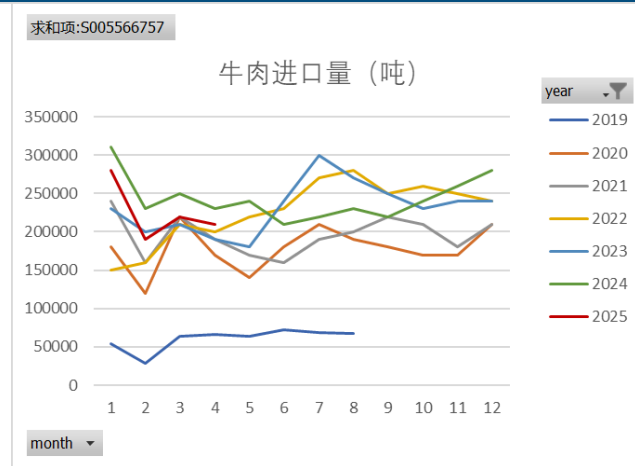
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图88：禽肉进口量



资料来源：同花顺，方正中期研究院

图89：牛肉进口量



资料来源：同花顺，方正中期研究院

## 第三部分生猪技术分析及波动率

2025年上半年，生猪2509合约价格长期波动位于13300-14500元/吨之间，对应年化波动率约18%-22%，低于生猪期货长期均值（25%-35%），供需矛盾不突出导致当前生猪期现价格处于低波动率水平。2025年一季度以来生猪指数技术走势大部分时间弱于农产品指数，4月份向上突破未果后转为阶段性底部区间震荡。中期均线M20拐头向上，形成支撑。技术上关注区间上沿密集成交区13800-14000区间，下方支撑关注中期价格底部13000-13300区间支撑。



图90：生猪指数走势图



资料来源：同花顺，方正中期研究院

图91：生猪指数价格与持仓量呈现弱相关



资料来源：同花顺，方正中期研究院

图92：生猪期货历史波动率



资料来源：同花顺，方正中期研究院

## 第四部分2025年下半年行情展望

2025年上半年农产品指数在经历长期下跌后迎来阶段性见底。美元指数转弱令整体风险资产压力减轻，特朗普关税政策，为国内农产品板块带来一定风险溢价，受贸易关税影响，内外盘农产品走势出现分化，美豆、美玉米呈现宽幅震荡，国内豆粕及玉米持续走强。上半年生猪由于处于季节性淡季，期现货价格整体波动不大。3月份低估值商品出现反弹，生猪现货十分抗跌，期价修复对现货过高贴水，生猪期现价格波动率处于历史低位区间。

本轮盈利周期始于2024年3月份，猪企累计经过13个月左右的高水平盈利，集团企业现金流及资产负债表得到较大程度的改善，但行业整体以降本增效为主要经营目标，行业固定资产投资减少，再扩张步伐趋缓，因此行业绝对产能水平未有明显增加，但高水平盈利激励下，单位母猪的生产效能得到较大提高，行业平均PSY由此前24提高至26以上，部分头部企业接近29，这是影响2024下半年及2025年上半年生猪供给的主要边际变量，而能繁母猪存栏与集团企业固定资产投资周期相关，整体增幅不大。

展望2025年三季度，养殖成本端当前大豆及玉米等原料绝对价格底部区间逐步确认，继续走低的空间可能不大，2025年饲料成本同比继续下滑的难度很大；从生猪自身的供需情况来看，当前主要生产能力的提高体现在产能的利用效率而非绝对产能水平，能繁母猪累计增幅并不算高，而效率的持续提升存在一定的技术瓶颈，很难长期保持线性增涨，存在边际效用递减。另一端散户在经历长期的亏损后存在明显“疤痕效应”，这些都与过往周期相差甚远，因此当前生猪产业上游虽然经历较长盈利时间，但并未积累过高风险。

当前生猪供给同比增涨存在一致性预期的情况下，我们需要关注需求端能否出现超预期变化，尤其当前国内逆周期调节开始加强，提振国内消费是政策的主要着力点，此外中美关系反复都可能成为影响商品价格波动的事件性驱动。国内生猪当前供需矛盾并不突出，产能虽有增加但并不严重过剩，对于2025年下半年，若宏观预期转强，价格低位的商品存在估值上修的条件，对于生猪期价我们倾向于在低于养殖成本13000点时逢低做多为主，或买入成本附近的看涨期权，套利逢低买入91正套为主。

风险点：需求、中美关系、压栏、商品的周期性压力

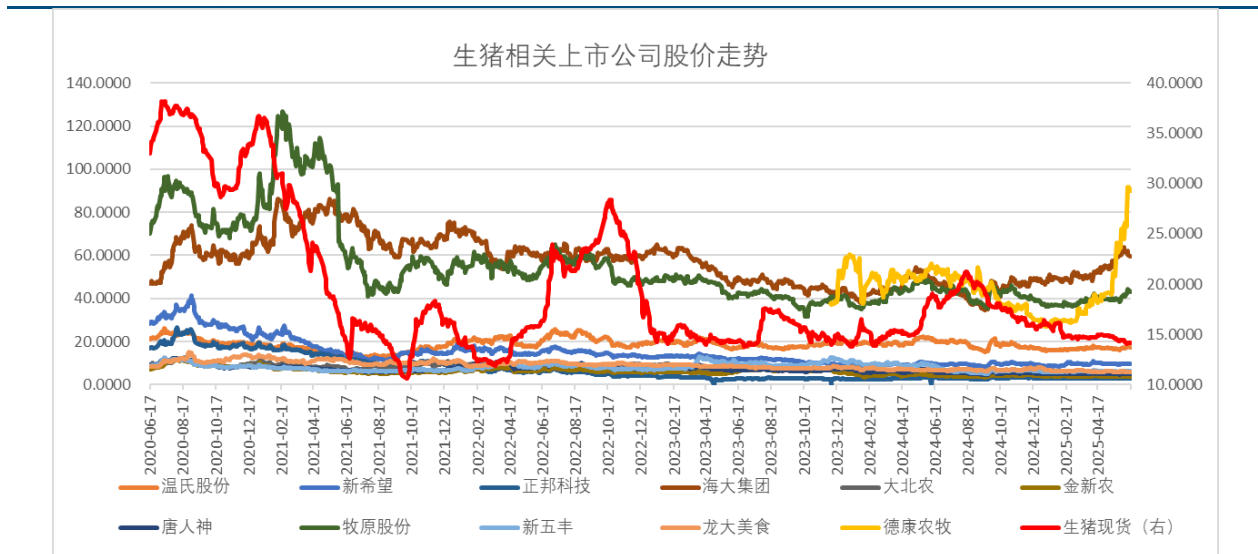
## 第五部分相关股票价格表现

图93：2025年上市猪企股价涨跌情况

证券代码	证券简称	6月16日	1月2日	半年度涨跌幅	相关产品
002714.SZ	牧原股份	42.96	37.59	14.29%	商品猪、仔猪、种猪
300498.SZ	温氏股份	17.31	16.20	6.85%	肉鸡、肉猪、奶牛、肉鸭、蛋鸡、深海鱼、肉羊、肉鸽、兽药、原奶及乳制品、肉制品加工产品
000876.SZ	新希望	9.57	8.78	9.00%	饲料、生猪、禽、食品、商贸
002124.SZ	天邦股份	2.99	2.78	7.55%	商品种猪、商品仔猪、商品肉猪、猪肉生鲜产品、猪肉加工产品、猪用疫苗、猪用饲料和水产饲料、生猪养殖技术服务
002157.SZ	正邦科技	2.75	2.85	-3.51%	饲料、猪饲料、禽饲料、养殖、兽药
002385.SZ	大北农	4.06	4.21	-3.56%	饲料产品、养殖产品、种业产品、植保产品、疫苗产品、兽药产品
002567.SZ	唐人神	4.80	5.04	-4.76%	饲料、肉制品、动物保健品、性猪
002548.SZ	金新农	3.82	3.94	-3.05%	猪用配合料、生猪
000735.SZ	罗牛山	6.06	6.38	-5.02%	生猪、肉制品、教育、商品房、冷链物流服务
603363.SH	傲农生物	3.68	3.49	5.44%	仔猪、商品猪、种猪、猪料、禽料、水产料、反刍料、兽用药物制剂
002100.SZ	天康生物	6.22	6.44	-3.42%	生猪屠宰及肉制品销售、生猪、饲料、兽药、农产品加工、牛奶、代养业务
002726.SZ	龙大肉食	5.80	7.85	-26.11%	鲜冻肉、高低温肉制品、冷冻调理肉制品、宣威火腿、进口贸易
600975.SH	新五丰	6.12	6.09	0.49%	生猪、肉品、饲料
002311.SZ	海大集团	59.46	47.80	24.39%	饲料、动保产品、农产品、贸易
000702.SZ	正虹科技	7.19	6.66	7.95%	饲料、生猪、禽类销售
HK:02419	德康农牧	90.15	30.40	196.55%	生猪、黄羽肉鸡育种、养殖以及饲料生产

资料来源：同花顺，方正中期研究院

图94：上市猪企股价走势



资料来源：同花顺，方正中期研究院

## 联系我们

分支机构	地址	联系电话
<b>总部业务平台</b>		
资产管理部	北京市朝阳区朝阳门南大街10号兆泰国际中心A座16层	010-85881312
期货研究院	北京市朝阳区朝阳门南大街10号楼兆泰国际中心A座16层	010-85881111
交易咨询部	北京市朝阳区朝阳门南大街10号楼兆泰国际中心A座16层	010-85881108
总部业务部	北京市朝阳区朝阳门南大街10号兆泰国际中心A座16层	010-85881292
<b>分支机构信息</b>		
北京分公司	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-68578910
北京石景山分公司	北京市石景山区金府路32号院3号楼5层510室	010-82868098
北京朝阳分公司	北京市朝阳区朝阳门南大街10号兆泰国际中心A座16层	010-85881205
北京望京分公司	北京市朝阳区阜通东大街6号院3号楼8层908室	010-82868050
河北分公司	河北省唐山市路北区金融中心A座2109、2110室	0315-5396860
保定分公司	河北省保定市高开区朝阳北大街1898号电谷源盛广场A座1406室	0312-3012600
南京分公司	江苏省南京市栖霞区紫东路1号紫东国际创业园西区E2-444	025-85530971
苏州分公司	江苏省苏州市工业园区通园路699号苏州港华大厦716室	0512-65105067
上海分公司	上海市浦东新区长柳路58号604室	021-50588186
常州分公司	常州市天宁区竹林西路19号天宁时代广场1号楼3102室	0519-86811208
湖北分公司	湖北省武汉市武昌区楚河汉街总部国际F座2309号	027-87267728
湖南第一分公司	湖南省长沙市雨花区芙蓉中路三段569号陆都小区湖南商会大厦东塔26层2618-2623室	0731-84313486
湖南第二分公司	湖南省长沙市岳麓区观沙岭街道滨江路53号楷林商务中心C座1606、2304、2305、2306房	0731-84312376
湖南第三分公司	湖南省长沙市芙蓉区黄兴中路168号新大新大厦5层	0731-84319733
深圳分公司	广东省深圳市福田区中康路128号卓越城一期2号楼806B室	0755-82521068
广东分公司	广州市天河区林和西路3-15号耀中广场B座35层07-09室	020-38552420
山东分公司	山东省青岛市崂山区香岭路1号4号楼1706户	0532-85706107
天津营业部	天津市和平区小白楼街道大沽北路2号2615	022-58308206
包头营业部	内蒙古自治区包头市青山区钢铁大街7号正翔国际S1-B8座1107	0472-5210527
邯郸营业部	河北省邯郸市丛台区人民路与滏东大街交叉口东南角环球中心T6塔楼13层1305房间	0310-2053696
太原营业部	山西省太原市小店区长治路329号和融公寓2幢1单元5层	0351-7889626
西安营业部	西安市高新区唐延南路东侧逸翠园二期（i都会）6幢10101	029-81870836
上海自贸试验区分公司	上海市浦东新区南泉北路429号1502D室	021-68401347
上海南洋泾路营业部	上海市浦东新区南洋泾路555号1106室	021-50581277
上海世纪大道营业部	上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦1107室	021-58861627
宁波营业部	浙江省宁波市鄞州区杨帆路71号扬帆广场2栋西单元5-1	0574-87096853
杭州营业部	浙江省杭州市萧山区宁围街道宝盛世纪中心1幢1801室	0571-86690056
南京洪武路营业部	江苏省南京市秦淮区洪武路359号福鑫大厦1803、1804室	025-58065918
苏州东吴北路营业部	江苏省苏州市姑苏区东吴北路299号吴中大厦9层902B、903室	0512-65161340
扬州营业部	江苏省扬州市新城河路520号水利大厦附楼	0514-82990210
南昌营业部	江西省南昌市红谷滩新区九龙大道1177号绿地国际博览城4号楼1419、1420	0791-83881001
岳阳营业部	湖南省岳阳市岳阳楼区建湘路天伦国际11栋102号	0730-8831589
株洲营业部	湖南省株洲市天元区珠江南路599号神农太阳城商业外圈703号（优托邦第3号写字楼第7层C-704号）	0731-28102771
郴州营业部	湖南省郴州市苏仙区白鹿洞街道青年大道阳光瑞城1栋10楼	0735-2812007
常德营业部	湖南省常德市武陵区穿紫河街道西园社区滨湖路666号时代广场21楼	0736-7319919
<b>风险管理子公司</b>		
上海际丰投资管理有限责任公司	北京市朝阳区朝阳门南大街10号楼兆泰国际中心A座16层	010-85881188

## 重要事项

本报告中的信息均源于公开资料，方正中期期货研究院对信息的准确性及完备性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅

供参考，报告中的信息和意见并不构成所述期货合约的买卖出价和征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关，方正中期期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权仅为方正中期期货研究院所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为方正中期期货有限公司。