

生猪

2025 年生猪年报

我们认为行业正逐步向更成熟的阶段迈进，原有的线性路径依赖逻辑可能被颠覆，后非瘟时代，展望2025年，我们有以下核心观点呈现：

生猪市场25年或面临新一轮的出栏扩张。24年供应缺口导致二、三季度价格偏强表现，而四季度供给端的逐步恢复会给价格带来压力，12月份冬至旺季预期存在再度落空的可能。我们认为，根据仔猪及其对应的生猪出栏预期来看，25年受到供给侧持续恢复的影响，供给增长的延续可能大概率持续至春节后。从25年全年出栏量展望看，出栏压力可能强于过往4年，处于近年来最高水平。

24年高利润窗口期过后，25年或面临养殖利润回归后的低利润阶段。成本端的共振下行周期或还未终结，25年生猪面临成本侧与供给侧的双重压力。25年，受到供给侧持续恢复的影响，现货价格存在向养殖成本回归的驱动，全年预计呈现低利润特征。25年行情波动区间收敛，现货价格预计大部分时间在13-15元/公斤的区间波动，整体价格中枢较24年下移。

低价不代表低利润，行业也不乏大幅跌破成本的时刻，但仍有成本控制优秀的企业实现盈利。25年，交易策略方面首先面对供给端指引偏空的现实，在低价格、低波动的预设路径下，去寻找潜在的分歧交易空间。我们认为，节奏上可保持耐心，现货向期货盘面回归收基差的进程预计仍将延续，在回归实现以前，盘面预计缺乏波动，除非出现超预期的外部因素扭转预期。

作者姓名：魏 鑫

期货投资咨询从业证书号：Z0014814

研究助理：邓昊然

期货从业信息：F03121554

电话：021-58304077

发布日期：2024 年 12 月 15 日

目 录

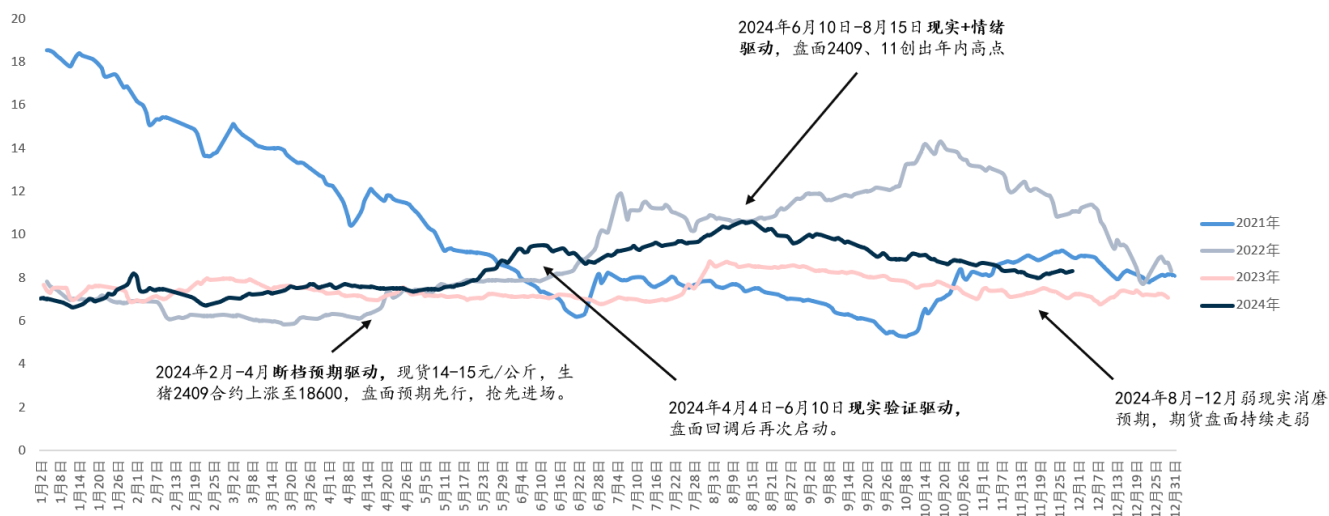
一、	2024 年行情回顾	2
(一)	产能去化预期兑现，猪价表现年内转折	2
二、	2025 年从“资本内卷”走向“成本内卷”	5
(一)	能繁存栏对周期驱动的指引可能减弱	5
(二)	养殖规模化的过去、现在以及未来	8
(三)	仔猪指引 25 年 H1 或面临产能再度回升	12
三、	2025 年需求侧的矛盾应该重新被审视	14
(一)	总量上或因低价获得肉类消费结构性优势	14
(二)	二育面临低波动困境，关注栏位利用率弹性	17
(三)	冻品潜在的承接力量或成为重要驱动	18
四、	行业步入成熟期后，重新审视养殖利润	19
(一)	养殖利润与成本端的共振下行	19
(二)	价格与基本面的抉择，潜在的利空出尽节点	21

一、 2024 年行情回顾

（一）产能去化预期兑现，猪价表现年内转折

经历 23 年全年较为低迷的亏损阶段后，24 年猪价迎来转折的一年。24 年 Q1 猪价表现为磨底，官方能繁母猪存栏持续下降，同时市场弱预期迎来逐步修复。24 年 Q2 表现为周期磨底后价格上涨的拐点。24 年 Q3 在二次育肥抄底入场、市场推涨情绪升温、供给断档预期等因素刺激下，猪价达到年内高点。随着供给缺口逐步被修复，24 年 Q4 生猪价格再度回归下降通道。从 24 年全年节奏来看，猪价呈现倒“V”字走势，上半年兑现产能去化预期，下半年逐步验证供给侧的恢复，价格表现实现年内转折。

图 1、中国生猪现货日度均价（元/斤）



资料来源：卓创资讯，中信建投期货

图 2、生猪期货盘面走势



资料来源：iFind，中信建投期货

2024 年 1 月：弱现实与弱预期的延续。2023 年 8 月下旬以来猪价延续震荡走弱态势，养殖端连续亏损 3 个季度，行业处于供给偏多，需求不振的供需格局。供给端 2023 年四季度北方多省份猪病影响下的产能被动大幅减量，母猪配种意愿低、配种数量减少，以及大中小猪不同程度受损等因素。1 月份仔猪价格持续跌破成本线，价格低点跌破 200 元/头，外销仔猪亏损严重。大厂出现资金链紧张，存在 24 年弱景气的预期，主动下调出栏目标，压减仔猪需求。1 月份受猪病和雨雪天气影响，生猪价格短暂上涨。春节后市场消费减弱，猪肉消费进入淡季，屠宰场销售难度较大，猪肉价格承压下滑。

2024 年 2 月至 4 月：弱预期修复阶段。全国各地春节后生猪价格回落探底后企稳回升，屠宰量节后逐渐爬坡恢复。2 月份 7kg 仔猪价格持续回暖至 440 元/头，基本超越盈亏平衡线，母猪养殖现金流压力暂时缓解。受南方多地肥标价差扩大带动，看涨情绪由南向北传导，南北方多地二次育肥抄底增量进场，部分头部养殖企业主动缩量，各方因素推动猪价偏强上涨。市场押注下半年产能去化预期，盘面 2407、09、11 合约迎来趋势性上涨，弱预期逐步修复。

2024 年 5 月至 6 月：现实验证阶段。生猪期货指数冲至 18000 点附近后，转为高

位宽幅震荡，等待现实端的验证。5月中旬开始，区域性供应减少，导致多地二育大量进场，散户有较强惜售情绪。5月下旬二育入场积极性虽有缓和，但仍有持续性进场，加之部分企业主动放缓供应节奏，叠加市场炒作，价格重心明显上移，从上月 15.5 元/公斤涨至 18 元/公斤左右。在二次育肥抄底入场、市场推涨情绪升温、供给断档预期等因素刺激下，猪价快速回归成本线以上震荡运行。

2024 年 7 月至 8 月：强现实与乐观情绪的共振。考虑到产能去化对供给的影响，三季度供给压力明显弱于年内其他时间，猪价达到年内高点。市场情绪一度高涨，推动猪价减量大涨，但由于缺乏有效成交和消费支撑的情况下，猪价呈现快涨快跌。价格走至高位后，二次育肥群体短期观望情绪浓厚，8月下旬跌价阶段下降幅度尤为明显，出栏阶段仍有继续进场操作，但多数为观望状态。盘面 2411 合约在 8 月 15 日创出年内高点 19010，情绪助推涨价兑现后，交易逻辑逐渐切换至产能恢复。

2024 年 9 月至 12 月：弱现实不断消磨预期。四季度行情在市场预期一致性偏高、二次育肥集中出栏预期强、消费恢复程度一般、年底冻品出库高峰等因素制约下，行情表现不及三季度。供应相对充足的情况下，生猪需求增速未能跟上供应增速，导致市场出现供过于求的情况。市场炒作情绪减弱，供需两旺下，猪价再次呈现缓慢回落走势。

二、 2025 年从“资本内卷”走向“成本内卷”

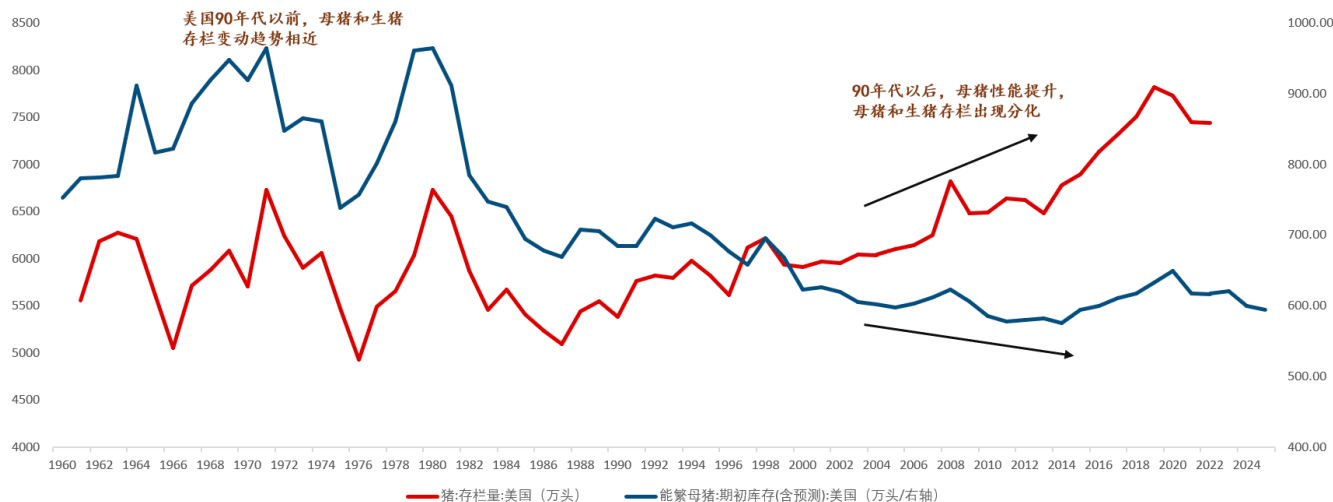
（一）能繁存栏对周期驱动的指引可能减弱

展望 2025 年生猪行业格局变化，我们认为，行业正逐步向更成熟的阶段迈进，原有的通过能繁存栏去锚定未来出栏量的线性路径依赖可能被颠覆。美国生猪养殖产业的发展经历了从散户退出到规模场加速扩张，再到规模化形成的过程。中国目前正处于规模扩张阶段，中美两国在生猪价格周期上存在差异，通过对比成熟市场的经验，可以更好地理解未来中国生猪价格波动的特征。

美国：规模养殖步入成熟期，周期复杂性提升

美国生猪规模化从 90 年代开始进入快速发展期，目前已步入成熟期。其进程可以分成三个阶段：**1、散户养殖退出阶段：**20 世纪 80 年代之前，美国生猪养殖以散户为主，养殖场数量众多，但规模普遍较小；**2、规模化加速期：**1990 年后，美国生猪养殖规模化加速，养殖场数量急剧减少，行业整体产能提高。90 年代美国生猪养殖行业经历了技术变革，特别是人工授精技术和仔猪早期断奶技术的应用，显著提高了母猪繁殖效率和 PSY 水平；**3、规模化成熟期：**2002 年后，场均存栏量趋于稳定，但大规模养殖场数量和存栏比重仍在稳步上升。行业成本方差收窄，猪周期时间延长，猪周期波动更依赖外部事件的催化，如全球疯牛病及禽流感、PEDv 疫情、新冠疫情、俄乌战争等国际性事件。

图 3、美国 90 年代中后期效率提升后，能繁母猪与生猪存栏出现分化

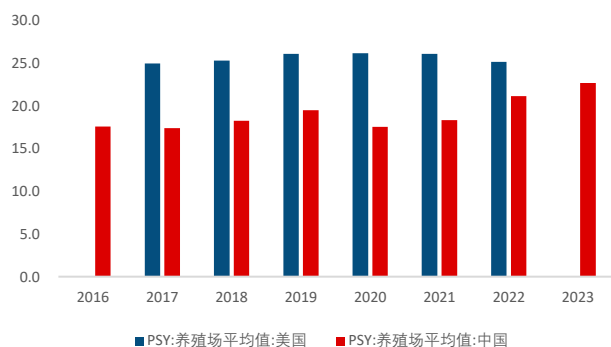


资料来源：Wind，美国农业部，联合国粮农组织，中信建投期货

中国：规模化进程延续，后非瘟时代效率再度提升

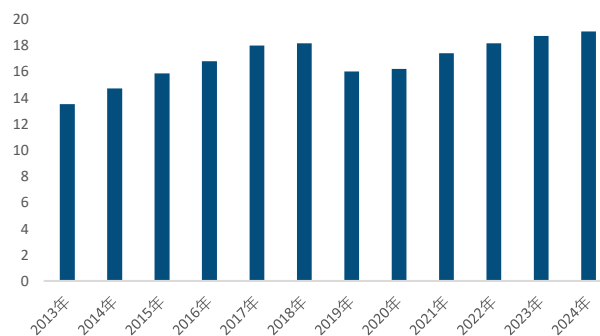
随着养殖技术的进步，特别是 PSY 的提升，即使能繁母猪存栏量减少，但由于每头母猪的生产效率提高，生猪出栏量仍然可以保持稳定或增加。国内生猪养殖行业平均 PSY 从 2020 年的 17.54 增至 2023 年的 22.67。19 年非瘟以后 MSY 的持续上行可以反映母猪效率以及仔猪育肥成活率的提升。

图 4、中美 PSY 对比情况



资料来源：iFind，中信建投期货

图 5、中国规模猪场样本母猪 MSY 均值



资料来源：涌益咨询，中信建投期货

我国生猪产业的发展现状与 20 世纪 90 年代美国的情况相近，表现为产能迅速集中于行业领先者。与欧美等生猪产业大国相比，我国每头母猪每年提供的断奶仔猪数（PSY）指标的差距正在逐渐缩小。

展望 25 年，我国生猪市场向头部集中的趋势尚未结束，未来行业仍有较长一段时间的争夺份额阶段，而在这个过程中，优势企业能否实现成本上的优化，是生存下来的根本所在。整体来看，随着养殖利润收窄，成本端的敏感度也将更为明显，对猪周期的影响也会持续加大，尤其是饲料成本的影响比重加大。

政策视角下，农业部开始主动调降能繁正常保有量

2021 年 9 月农业部印发的《生猪产能调控实施方案（暂行）》确定了 4100 万头能繁母猪正常保有量目标。2024 年 3 月，农业农村部印发《生猪产能调控实施方案（2024 年修订）》，将全国能繁母猪正常保有量目标从 4100 万头调整为 3900 万头，将能繁母猪存栏量正常波动（绿色区域）下限从正常保有量的 95%调整至 92%。主要考量是调控方案所设定的能繁母猪正常保有量和波动范围及产能调减等措施，已不能很好适应新形势下的生猪稳产保供工作，需要进一步修订完善。

农业部将全国能繁母猪保有量标准由原来的 4100 万头降低至 3900 万头，背后的逻辑主要是因为 PSY 指标的逐年上升。后非瘟时代，低效母猪逐步被淘汰出清，同时新补栏的高效二元母猪比例增加，导致整体母猪生产效率提升。这种结构优化使得即使母猪存栏量减少，生猪供给能力仍然保持或增强。

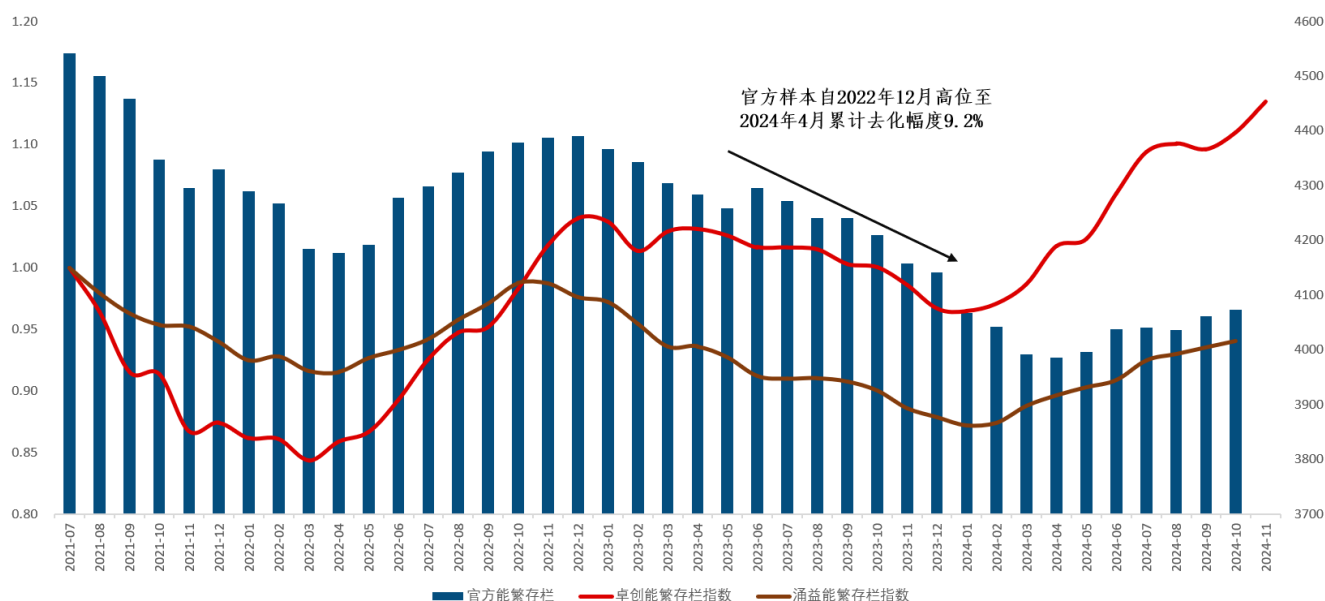
能繁存栏去化是近三轮猪价上涨的主要驱动，但未来指引效果可能弱化

从能繁母猪存栏各个机构数据统计情况来看，一般而言，机构统计能繁存栏数据整体波动幅度超过官方数据，官方口径波动偏低，但是二者变化趋势是一致的，所以下我们用官方数据复盘每轮去化周期能繁的变化情况。

官方数据口径下，根据农业部和统计局能繁存栏数据，最近三轮能繁母猪去化情况如下：（1）2018 年四季度到 2019 年三季度，受非瘟疫情影响，能繁母猪快速去化，累计降幅超 35%；（2）2021 年三季度到 2022 年一季末，能繁母猪累计降幅约 8.5%；（3）2022 年 11 月到 2024 年 4 月，能繁母猪累计降幅 9.2%。

从历史复盘来看，每轮能繁去化幅度均在 8% 以上，8%~10% 的去化足以支撑新一轮涨价行情。根据农业农村部的监测数据，2024 年三季度末能繁母猪存栏量为 4062 万头，相当于正常保有量的 104.2%，整体来看，能繁存栏对应的 25 年生猪供应仍然比较充足。

图 6、各口径能繁母猪存栏变化（万头）



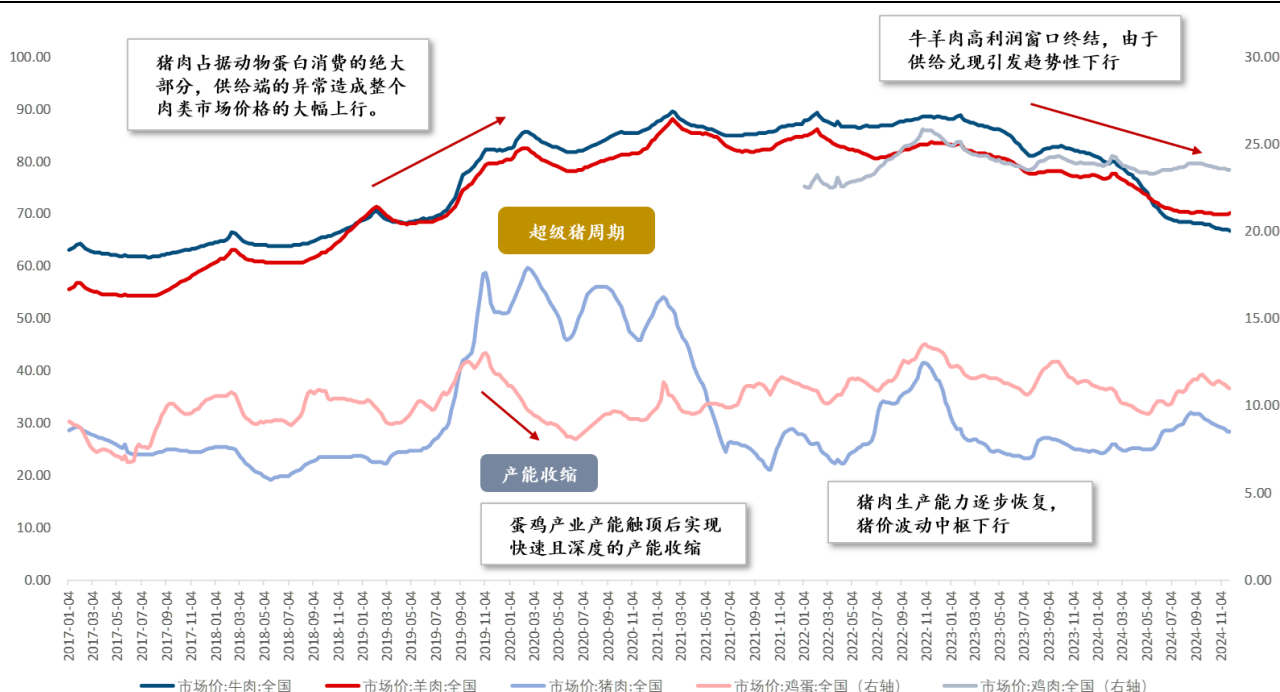
资料来源：国家统计局，农业农村部，涌益咨询，卓创资讯，中信建投期货
(季度数据为统计局数据，非季末数据为农业农村部推算数据，存栏数据经过指数化处理)

（二）养殖规模化的过去、现在以及未来

价格是最直观的表征。养殖产业面临 19 年非瘟引起的超级猪周期后的出清期，

产能兑现导致整体供给偏充裕，短期难以看到显著供需缺口引起的超额利润空间。蛋鸡以及肉鸡养殖由于相对偏短的养殖周期，高养殖利润驱动下，实现快速产能扩张，随后完成快速且深的产能收缩，20 年蛋鸡完成产能出清后，21~24 年持续处于产能见底后的爬坡阶段。上一轮超级周期来自于肉类集中短缺，育种端受益明显，现阶段扩张恢复已经完成，大部分养殖行业黄金期已过，需要面对红海现实。

图 7、养殖产业红海现实仍未改善，周期下行压力持续压制肉类价格

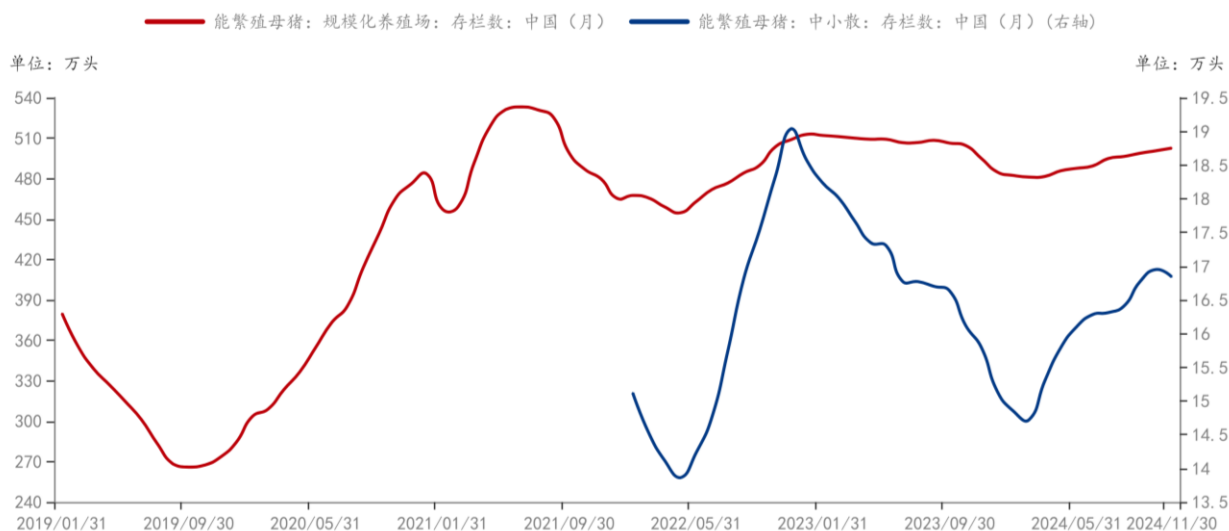


资料来源：Wind，中信建投期货

本轮生猪产能去化特点：亏损深、去化慢、结构分化

从本轮能繁产能去化情况来看，整体去化节奏偏慢，去化趋势持续时间明显长于过去两轮。从去化结构看，去化对象集中在中小养殖主体，集团企业维持逆势扩张。造成本轮去化规模场和中小散户结构性分化的主要原因在于，行业模式由利润对冲亏损转变为融资+利润对冲亏损，养殖主体通过资本市场融资、非瘟后超级猪周期带来的现金储备以及饲料等其他业务的利润反哺，对抗下行周期的亏损。

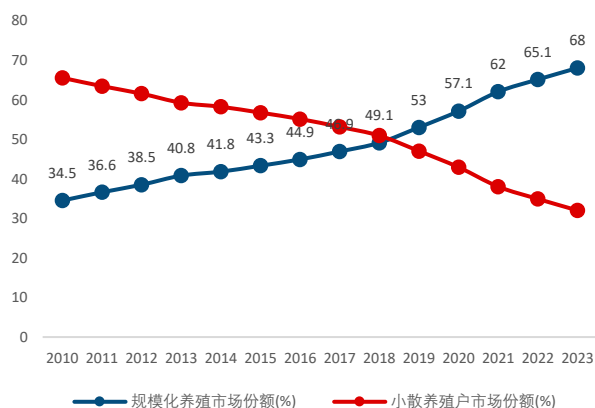
图 8、中小养殖户表现出更高的能繁母猪去化弹性



资料来源：钢联数据，中信建投期货

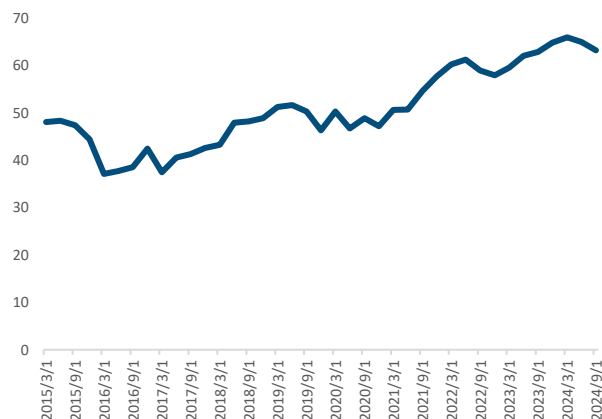
从主要上市企业的资产负债率来看，行业资金链紧张程度偏高。24 年 Q1 负债率攀升至历史最高水平后，24 年 Q2-Q3 平均负债率在迎来现金流改善后有所下降，集团企业资金压力阶段性缓解，或暗示行业未来竞争局面短期难有明显改观。

图 9、中国生猪养殖格局变化



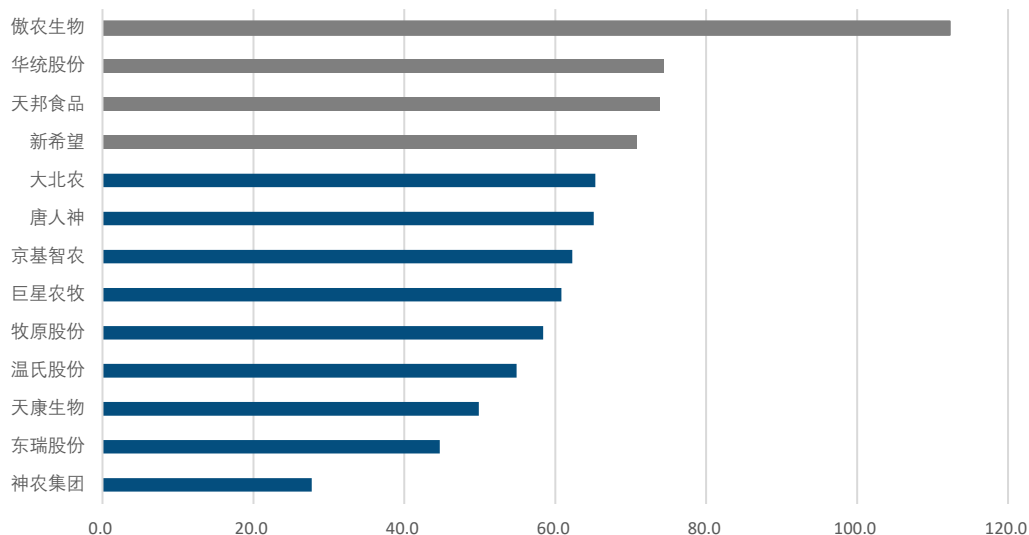
资料来源：农业农村部，中信建投期货

图 10、上市猪企平均资产负债率(截至 24Q3)



资料来源：Wind，中信建投期货

图 11、上市猪企 24 年 Q3 资产负债率 (%)



资料来源：Wind，中信建投期货

逆周期调控能力更强的猪企进一步巩固和扩大其市场份额

产能去化主体已从散户进一步扩散至逆周期调节能力较弱的集团场。我们统计的 13 家上市企业中，24 年 Q3 还有 4 家猪企的负债率超过 70%，负债率低于 50% 的仅有 3 家。负债率过高的企业在融资上可能面临更大难度，财务成本的提升进一步导致总成本居高不下。本轮产能去化周期中，对于负债率高的企业，已经因债务逾期等问题先后步入重整与申请重整的局面，而资产状况较好的企业仍延续逆势扩张状态。

猪企固定资产投资的回收周期在 10~20 年；母猪投资回收周期在 2~3 年。一旦形成投资，必须配备持续的运营来收回前期投资。2019~2021 周期超额固定资产投资将持续影响后续十年。产能趋势性去化的前置条件在于大厂逆周期调节能力，低猪价、高负债逐渐成为本轮去化的催化因素，各上市猪企及龙头企业的产能扩张形成了对生猪价格的基本压制，生猪价格也较难形成持续高价，陷入持续周期探底的拉锯战。

图 12、上市猪企出栏增长及盈利情况

公司	出栏量（万头）						同比	盈利情况（亿元）			
	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年E		23年净利	24Q1净利	24Q2净利	24Q3净利
牧原股份	1025	1812	4026	6120	6382	6900	8.1%	-42.63	-23.79	32.08	96.52
温氏股份	1852	955	1322	1791	2626	3150	19.9%	-63.90	-12.36	25.63	50.81
新希望	355	829	998	1461	1768	1450	-18.0%	2.49	-19.34	7.17	13.71
天邦食品	244	308	428	442	712	900	26.4%	-28.83	6.04	2.37	5.00
傲农生物	66	135	325	519	586	175	-70.1%	-36.51	-2.92	-2.48	-2.79
天康生物	84	135	160	203	282	325	15.4%	-13.63	0.54	2.23	2.89
唐人神	84	102	154	216	371	475	27.9%	-15.26	-1.98	2.02	2.49
巨星农牧	22	32	87	153	267	400	49.6%	-6.45	-1.38	0.93	3.04
京基智农	-	-	13	126	185	278	50.7%	17.46	0.54	1.81	3.66
神农集团	40	41	65	93	152	240	57.9%	-4.01	-0.04	1.28	3.56
东瑞股份	-	-	37	52	62	100	60.1%	-5.16	-0.83	-0.27	0.33
大北农	95	110	251	264	605	600	-0.8%	-21.74	-2.09	0.54	2.89
华统股份	-	-	14	120	230	450	95.4%	-6.05	-1.57	0.38	1.72

资料来源：Wind，公司公告，中信建投期货

生猪市场的马太效应凸显。成本差异与融资能力导致的市场份额和盈利能力分化。这一现象不仅加剧了市场集中度的提升，也使得成本控制能力较强的猪企在猪价下行时能够减少亏损在猪价上行时能够快速获得盈利和现金流，进一步巩固和扩大其市场份额。

养殖“降本”已取得成效。牧原股份的生猪养殖完全成本在 24 年 10 月份已降至 13.3 元/公斤。温氏股份 10 月份的肉猪养殖综合成本降至 13.4 元/公斤左右，公司规划 2025 年全年肉猪养殖综合成本目标为 13 元/公斤以下。巨星农牧 10 月份的商品猪完全成本则保持在 14 元/公斤以内，规划 2025 年商品猪完全成本目标为 13 元/公斤。

（三）仔猪指引 25 年 H1 或面临产能再度回升

后非瘟时代母猪去化的省份开始大力推动放养模式，25 年仔猪需求或提升

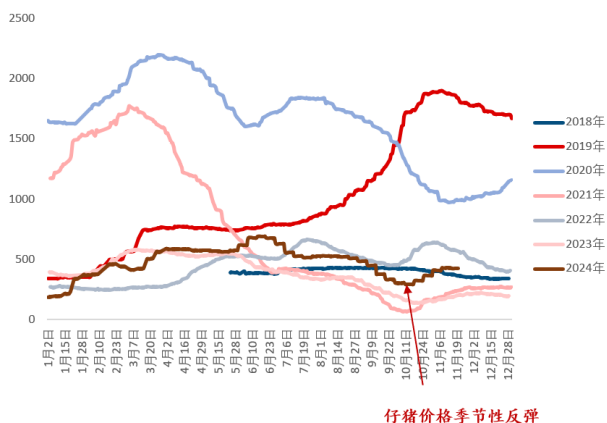
后非瘟时代，放养群体正逐渐从个体农户转变为大型养殖企业和饲料公司所主导的规模放养模式。放养主体通过采购仔猪进行育肥，其中约 10% 的量用于二次育肥。现有自繁自养企业以稳定生产并适度增加产量为主，而饲料企业的入局成为 2024 至 2025 年间重要的增长点。其特征是饲料的外销数量减少，转而自用，饲料

企业从低成本生产和大规模销售策略，转变为自养或与他人合作养猪。根据涌益调研统计：

- (1) 24 年仔猪外销实现利润之后，多数规模猪企开始瞄准仔猪销售市场布局。
- (2) 仔猪的下游需求中新增了饲料企业这一部分，市场需求正在增长，上游企业在仔猪销售布局中也在增加超额配置。

新生仔猪数量的增长也反映了养殖效率的提升。随着母猪生产效率的提高，每头母猪每年所能提供的断奶仔猪头数（PSY）增加，在相同的能繁母猪存栏量下，可以生产更多的仔猪。从 24 年仔猪价格看，价格降至低位 300 元以下后，出现低价补栏意愿以及季节性上涨，养殖端表现出较强低价承接意愿。24 年整体仔猪成活率维持较高水平，反映出栏兑现的确定性，全年暂未出现非瘟疫情导致存活率大幅降低的事件。

图 13、7kg 仔猪价格季节性（元/头）



资料来源：卓创资讯，中信建投期货

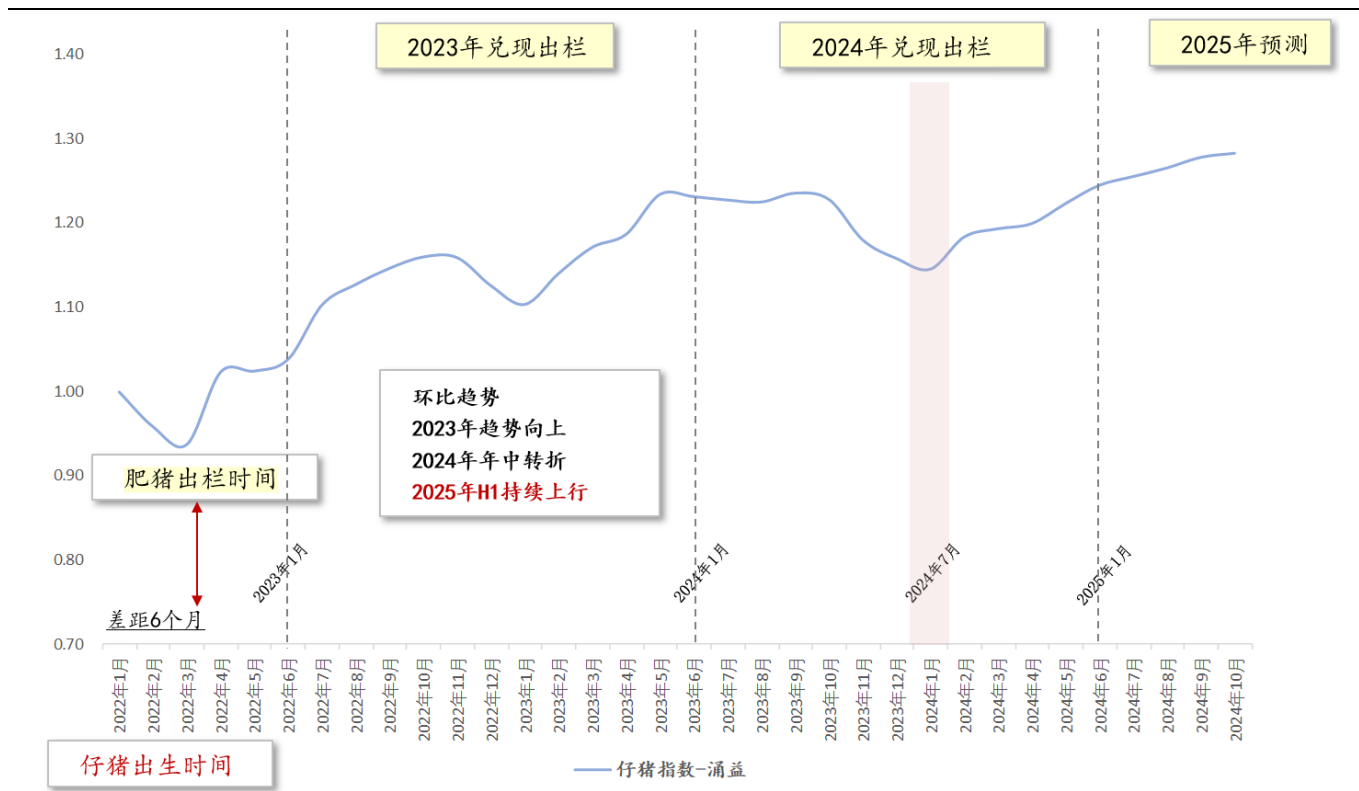
图 14、仔猪成活率季节性（%，供给侧季节性代表）



资料来源：卓创资讯，中信建投期货

24 年按仔猪数据给出的指引，正常出栏节奏对应全年供应低点在 6-8 月，与现货价格表现相吻合。24 年 8 月份以后对应出栏量恢复的趋势较为明确，机构统计出栏计划可验证该趋势，年内剩余时间再度面临产能恢复压力，四季度再度面临考验。回升趋势预计延续到 25H1。

图 15、仔猪数据显示 24 年下半年出栏回升趋势预计延续到 25H1

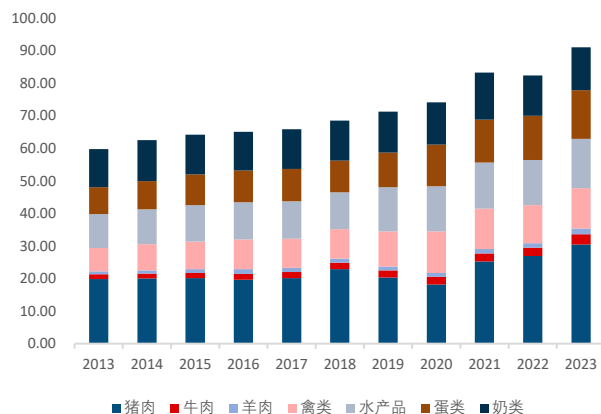


资料来源：涌益咨询，中信建投期货

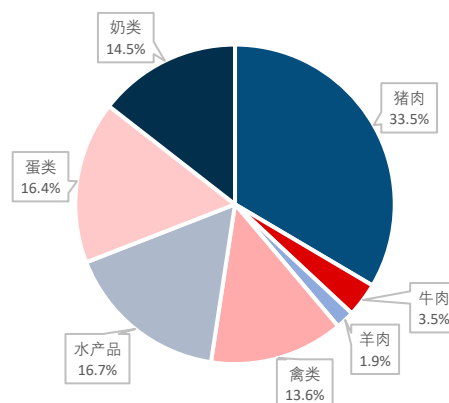
三、 2025 年需求侧的矛盾应该重新被审视

（一）总量上或因低价获得肉类消费结构性优势

2013~2023 年间，在我国主要动物蛋白消费中，猪肉消费占比稳定在 33%左右，禽类、牛肉、蛋类以及羊肉占比均有提升，奶类占比则从 19.6%下降至 14.5%。过去 10 年，肉类年均消费增长仍然保持 4.2%左右的年均复合增长率。

图 16、居民人均主要食品消费量(kg)


资料来源: Wind, 国家统计局, 中信建投期货

图 17、2023 年全国居民人均动物蛋白消费量占比


资料来源: Wind, 国家统计局, 中信建投期货

总量增长的情况下,结构上缺乏明显优势,需求侧的总量视角难以看到明显的支撑。

全国猪肉消费量整体呈现增长趋势,2014-2020 年,中国猪肉消费量及占肉类消费总量的比重整体呈下降趋势。尽管在某些年份如 2020 年受非洲猪瘟影响猪肉消费量有所下降,但长期来看,随着居民收入水平的提升和消费习惯的变化,猪肉消费量仍有增长空间。2021-2023 年,随着非瘟对行业影响逐渐减弱,猪肉消费量快速修复,近 5 年增速达到 8.49%,明显高于其他肉类消费增速。

表 1、全国居民人均主要食品消费量增速

品种	近 10 年	近 5 年	增长预期
猪肉	4.30%	8.49%	增长
牛肉	7.70%	7.49%	快速增长
羊肉	5.50%	7.50%	快速增长
禽类	4.44%	2.74%	温和增长
水产品	3.46%	2.27%	温和增长
蛋类	5.70%	7.02%	快速增长
奶类	0.44%	1.04%	缓慢增长

资料来源: Wind, 国家统计局, 中信建投期货

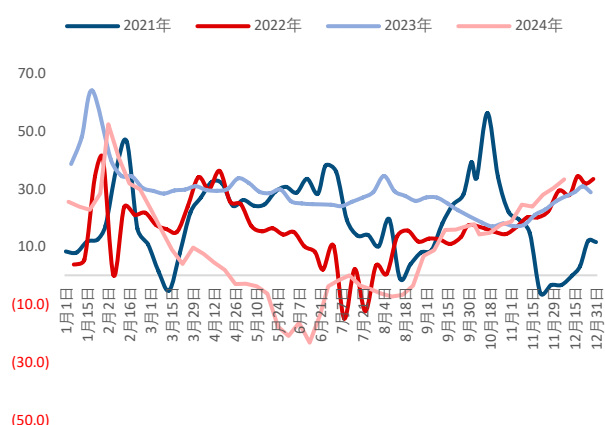
注: 近 10 年指 2014-2023 年, 近 5 年指 2019-2023 年。

生猪毛白价差是指屠宰企业在收购生猪后，经过屠宰加工成白条肉等产品出售时，白条肉的销售价格与生猪收购价格之间的差额。这个价差是屠宰企业盈利的关键因素之一，也是分析生猪市场供需和价格变动的重要指标。

猪肉是典型的以成本为基础的定价产品。屠宰企业一般以正常的毛猪价格水平，根据正常毛白价差，得出合理的猪肉出厂价格。毛白价差多在 4~8 元/公斤，其中 2019 年 2 月至 2021 年 1 月，生猪出栏减少导致屠宰量较低，企业分摊成本提升，毛白价差整体水平偏高。屠宰量越大，分摊成本越少，屠企再根据分摊成本，在生猪收购价的基础上，加一个标准的加成来确定猪肉价格。

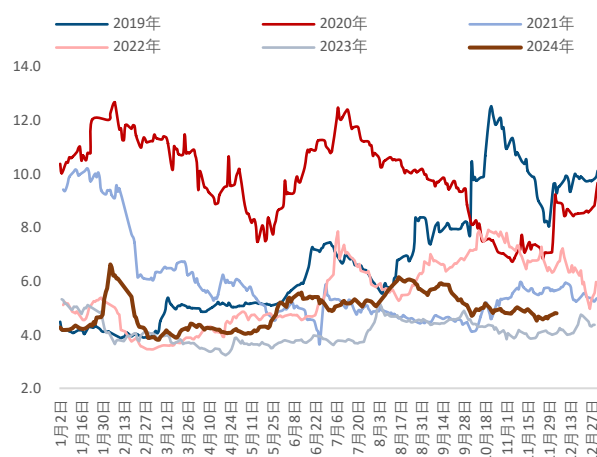
供给决定需求特征明显，消费弱复苏态势延续。24 年消费基本延续弱复苏趋势，对供给侧的承接力度不足，导致 24 年白毛价差相较正常年份偏低，虽然整体水平明显好于 23 年，但也能反映出 24 年猪肉需求较以往正常年份较弱。随着供需双增的局面出现，上下游盈利或将逐步分化，表现为上游养殖盈利下滑、下游屠宰毛利提升。

图 18、生猪屠宰毛利 (元/头)



资料来源：卓创资讯，中信建投期货

图 19、毛白价差 (元/千克)



资料来源：卓创资讯，中信建投期货

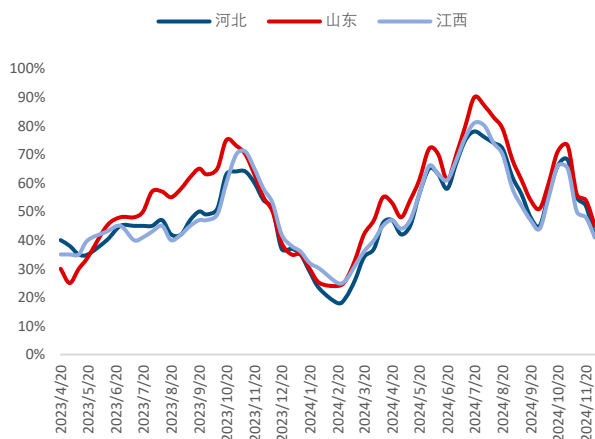
（二）二育面临低波动困境，关注栏位利用率弹性

二育栏舍利用率是指在生猪养殖过程中，二次育肥所使用的栏舍空间的实际利用情况。我们认为，考虑到 25 年供给端的压力以及饲料成本的进一步下移，猪价波动的区间预计将有明显收敛。一般在猪价上涨时，养殖户倾向于增加二育以提高出栏水平，从而提升栏舍利用率。对二育主体而言，波动的收敛意味着投机意愿的抑制，进而产生负反馈，压制年内猪价波动空间。

截至 24 年 12 月，全国育肥栏舍利用率在 30%至 45%之间波动，具体取决于地区和市场情况。二育占比较高的五省分别为江西省、山东省、河北省、辽宁省、黑龙江省。作为 24 年比较有代表性的二育地区，从栏位所能提供的弹性看，山东育肥栏舍利用率自 24 年 7 月份近 90%回落至 11 月份 40%左右，总体来看二育情绪已有明显回落。

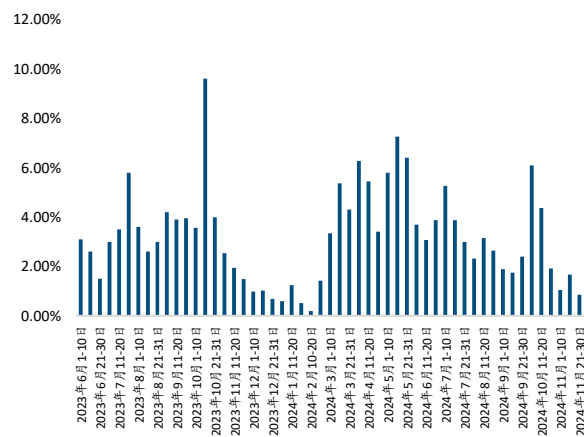
从 24 年二育表现形式看，仍以**渐进式为主**，暂未出现大幅集中进场情况。从二育占实际销量比重情况看，2 月底以来，二育占比更多保持进一退一的滚动操作节奏，相较于 22、23 年，表现更为谨慎。预计散户 24 年 12 月 21 日冬至前二育出栏为主，下一轮二育弹性空间释放的前置条件是栏位利用率重回 20%以下，届时还需结合猪价情况综合判断市场承接意愿，25 年 Q1 可能仍面临压栏去库的出清压力。

图 20、育肥栏舍利用率



资料来源：涌益咨询，中信建投期货

图 21、二育占实际销量比例 (%)



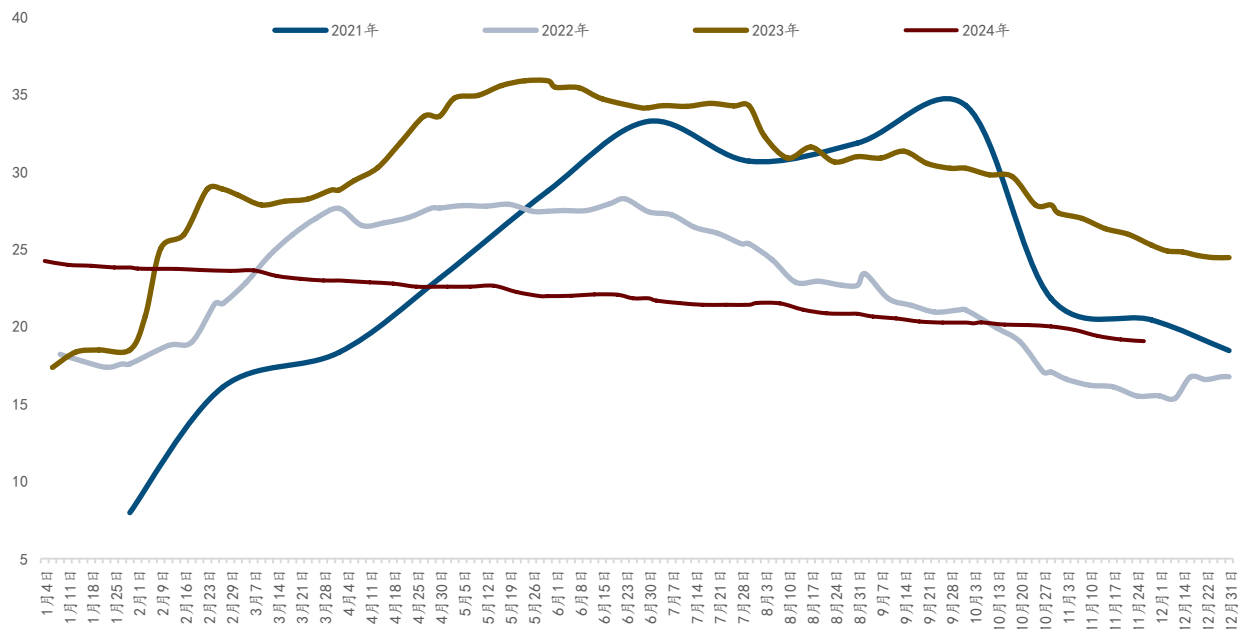
资料来源：涌益咨询，中信建投期货

（三）冻品潜在的承接力量或成为重要驱动

冻品的入库和出库影响短时的供需，进而影响猪肉价格。生猪及猪肉价格的波动影响屠宰企业的入库和出库行为。价格上涨时，企业逢高出库意愿较强，库容率下降；反之，企业可能增加入库，库容率上升。猪价下行后终端消费可能有所提振，同时入库成本也有明显降低。

经历 23 年上半年集中入库后，受到 23 年低猪价影响，冻品出现亏损情况，24 年冻品库容率一直延续去库趋势，屠企谨慎少量入库，维持鲜销为主，年内冻品去库趋势延续。冻品需求暂时看不到明显的弹性，仍以年内季节性波动为主。25 年需要关注的点在于需求端冻品库容的潜在承接力量，或提供猪价上涨弹性，预计 2025 年库容率或先减后增。

图 22、冻品库容率 (%)



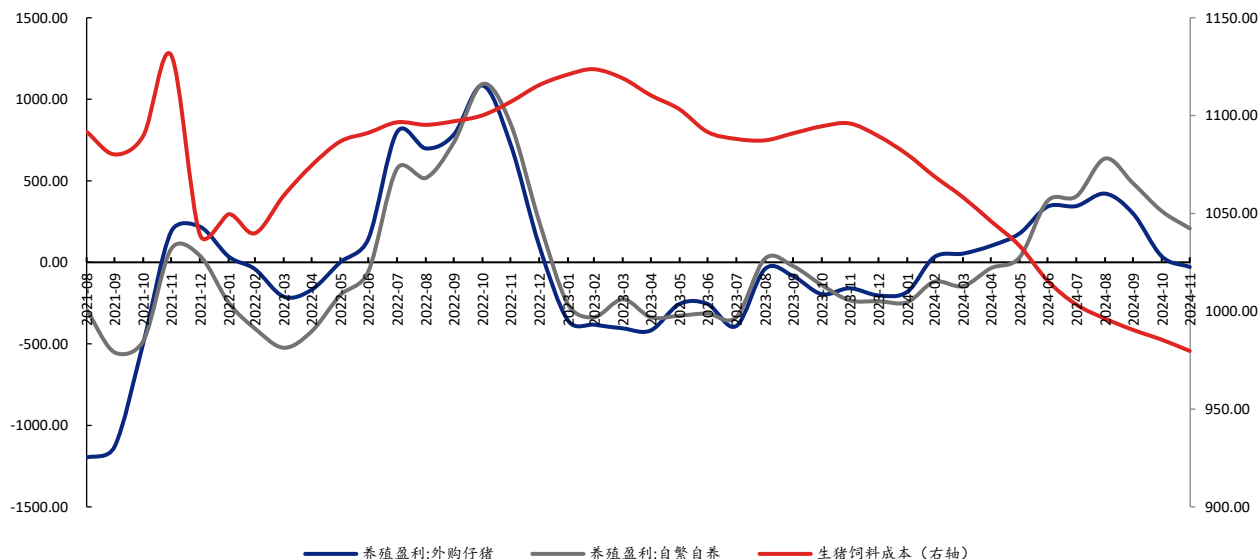
资料来源：卓创资讯，中信建投期货

四、 行业步入成熟期后，重新审视养殖利润

（一）养殖利润与成本端的共振下行

从成本视角看，随着饲料成本的下移，生猪价格的回落是符合市场预期的，但饲料成本对养殖利润的影响并非线性。成本支撑的有效性随时面临供给侧的挑战，例如 22 年 3 月-10 月，养殖利润和饲料成本的共同上行，以及 24 年 1 月-8 月二者更符合直觉的背离。历史给我们的启示是，在市场将视角锚定向成本时，仍需要明确供给端的矛盾是否占据主要地位，在供给过剩的情况下，市场不乏跌破成本的驱动。

图 23、生猪养殖利润以及饲料成本（元/头）

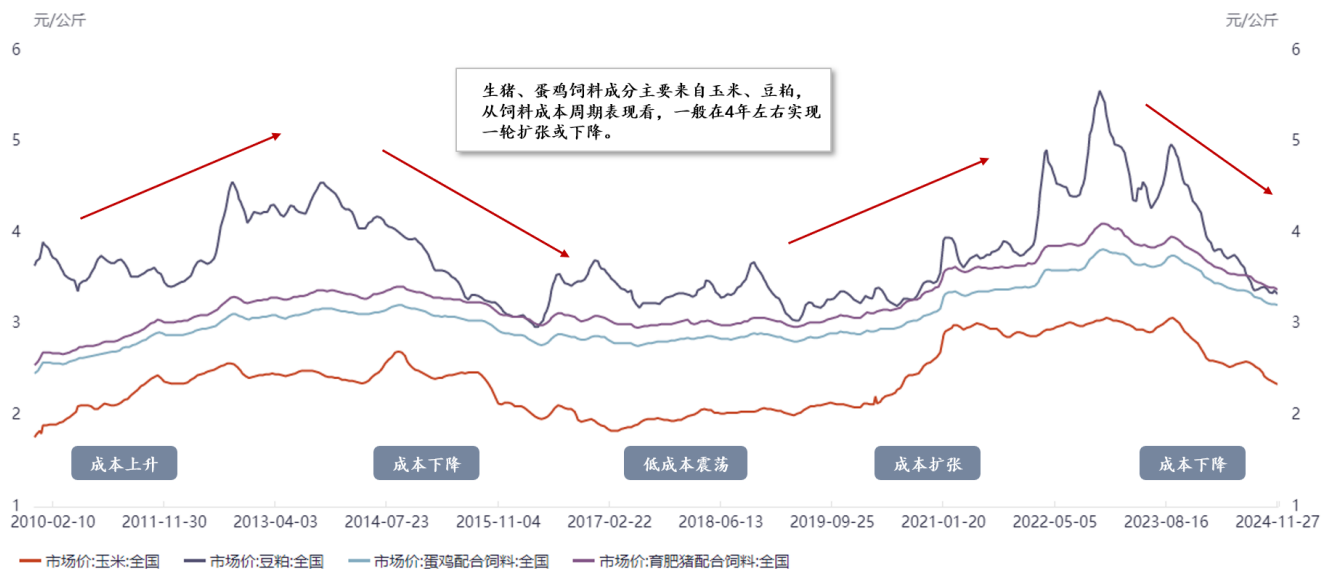


资料来源：iFind，中信建投期货

成本端的共振下行周期或还未终结，25 年生猪面临成本侧与供给侧的双重压力。

从生猪饲料成本周期表现看，一般在 4 年左右实现一轮扩张或下降。2024Q3 我国生猪饲料价格降至 3.17 元/公斤，降至 2021 年以来低位。饲料成本主要取决于玉米、豆粕价格变动情况，而 2025 年玉米、豆粕市场仍需要时间出清，快速实现周期逆转的驱动力暂不明显，预计饲料成本 25 年仍将低位运行。

图 24、近年来饲料原料以及成本变化



资料来源：iFind，中信建投期货

图 25、仔猪预期育肥至标猪出栏成本 25H1 预计回落至 13.5 元/公斤附近



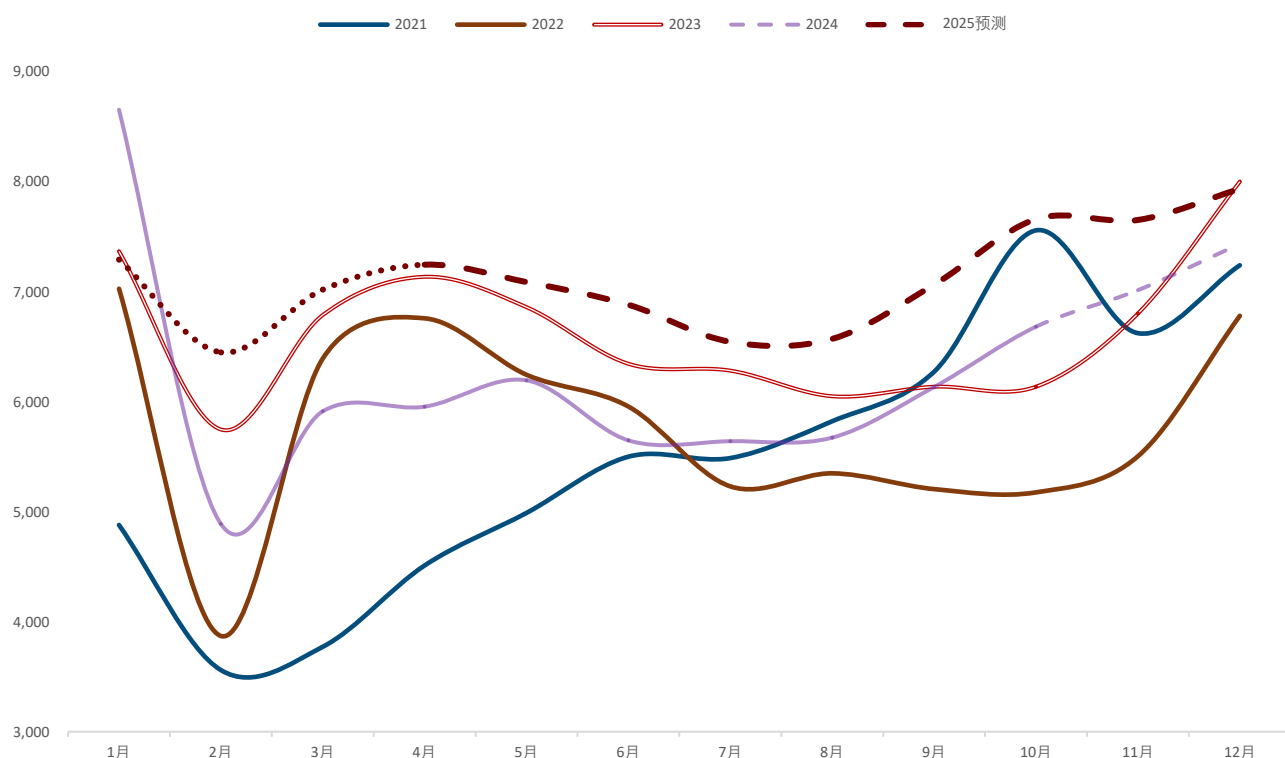
资料来源：涌益咨询，中信建投期货

（二）价格与基本面的抉择，潜在的利空出尽节点

25 年或面临新一轮的出栏扩张。24 年供应缺口导致二、三季度价格偏强表现，而

四季度供给端的逐步恢复会给价格带来压力。我们认为，根据仔猪及其对应的生猪出栏预期来看，25 年受到供给侧持续恢复的影响，供给增长的延续可能大概率持续至春节后。从 25 年全年出栏量展望看，出栏压力可能强于过往 4 年，处于近年来最高水平。

图 26、生猪月度出栏量及预估（万头）

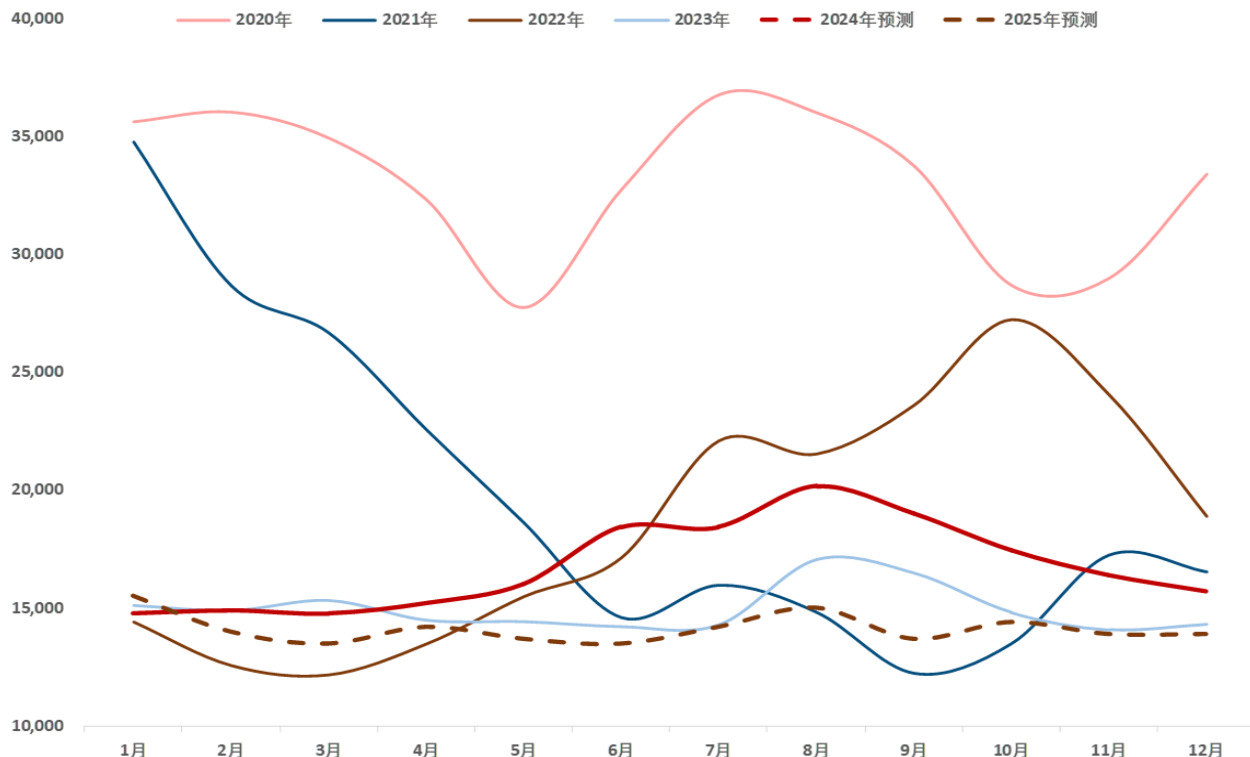


资料来源：农业农村部，国家统计局，卓创资讯，涌益咨询，中信建投期货测算

注：2025 年 4 月以前出栏量根据仔猪数据推算。

预计 2025 年生猪产业将迎来新的发展趋势，产能的温和回升、养殖效率的提升以及成本竞争的加剧，将成为影响行业的重要因素。24 年高利润窗口期过后，25 年或面临养殖利润回归后的低利润阶段，25 年受到供给侧持续恢复的影响，现货价格存在向养殖成本回归的驱动，**全年预计呈现低利润或阶段性亏损特征**。25 年行情波动区间收敛，现货价格预计大部分时间在 13-15 元/公斤的区间波动，整体价格中枢较 24 年下移。

图 27、生猪月度价格及预估（元/吨）



资料来源：农业农村部，国家统计局，卓创资讯，涌益咨询，中信建投期货

注：当期预测仅为静态预测，猪价现实变化过程中还受到压栏、二育、疫病等因素的影响，预测结果仅供参考。

低价不代表低利润，行业也不乏大幅跌破成本的时刻，但仍有成本控制优秀的企业实现盈利。25 年，首先面对供给端指引偏空的现实，在低价格、低波动的预设路径下，去寻找潜在的分歧交易空间。我们认为，节奏上可保持耐心，现货向期货盘面回归收基差的进程预计仍将延续，在回归实现以前，盘面预计缺乏波动，除非出现超预期的外部因素扭转预期。

策略上，盘面空头锚定自繁自养成本线做进一步计价，做空已面临较大程度的贴水，面临赔率的抉择，同时盘面估值已处于历史低位，做多逻辑缺失，仍需要等待利空出尽，盘面的结构未提供明显的交易空间。从供给兑现节奏去看，潜在的利空出尽节点可能在 25 年春节后，假设现实演进猪价持续不及预期，春节前恐慌出栏导致预期的崩塌，盘面可能在触及低点后实现阶段性企稳。

联系我们

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：www.cfc108.com

获取更多研报报告、专业客户经理一对一服务、
了解公司更多信息，扫描右方二维码即可获得！



重要声明

本报告观点和信息仅供符合证监会适当性管理规定的期货交易者参考，据此操作、责任自负。中信建投期货有限公司（下称“中信建投”）不因任何订阅或接收本报告的行为而将订阅人视为中信建投的客户。

本报告发布内容如涉及或属于系列解读，则交易者若使用所载资料，有可能会因缺乏对完整内容的了解而对其中假设依据、研究依据、结论等内容产生误解。提请交易者参阅中信建投已发布的完整系列报告，仔细阅读其所附各项声明、数据来源及风险提示，关注相关的分析、预测能够成立的关键假设条件，关注研究依据和研究结论的目标价格及时间周期，并准确理解研究逻辑。

中信建投对本报告所载资料的准确性、可靠性、时效性及完整性不作任何明示或暗示的保证。本报告中的资料、意见等仅代表报告发布之时的判断，相关研究观点可能依据中信建投后续发布的报告在不发布通知的情形下作出更

改。

中信建投的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见不一致的市场评论和/或观点。本报告发布内容并非交易决策服务，在任何情形下都不构成对接收本报告内容交易者的任何交易建议，交易者应充分了解各类交易风险并谨慎考虑本报告发布内容是否符合自身特定状况，自主做出交易决策并自行承担交易风险。交易者根据本报告内容做出的任何决策与中信建投或相关作者无关。

本报告发布的内容仅为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式对本报告进行翻版、复制和刊发，如需引用、转发等，需注明出处为“中信建投期货”，且不得对本报告进行任何增删或修改。亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告发布的全部或部分内容。

版权所有，违者必究。