

生猪半年报

2024 年 6 月 23 日

研究员：陈界正

期货从业证号：

F3045719

投资咨询证号：

Z0015458

联系方式：✉

chenjiezheng\_qh@chinastock  
.com.cn

## 疫情影响有所放大 预期现实反复博弈

### 第一部分 前言概要

今年上半年以来，生猪价格整体强势程度明显高于预期，原因在于从去年仔猪数据来看，当前生猪理论出栏量将处于绝对高位，因此供应端的宽松将大概率导致猪价呈现下行态势，但是从实际结果来看，生猪价格不跌反涨一定程度反应了供应端出现问题，这大概率还是受到了去年疫情的不利影响。与过去几年有所不同的是，虽然产业对于疫情的认知程度在逐步提高，应对能力也在逐步增强，但是，去年养殖利润的深度亏损一定程度导致了市场淘汰的增加，因此上半年尤其是一季度猪价的快速上涨一定程度验证了整体生猪供应面的短缺以及疫情的影响。从存栏减少状况来看，规模企业仍然维持了稳定的增产，出栏同比增加，但由于散户降幅较大，这导致了今年上半年生猪出栏量供应不及预期的情况。整体来看，上半年养殖利润较好一定程度推动了养殖产能的恢复，包括母猪存栏的增加以及生产性能的不断太高，预计会在明年形成比较明显的释放。

不过今年下半年供应方面的矛盾仍将表现的比较明显，一般而言，今年7月份以后生猪的供应主要对应了去年4季度母猪受损的情况，虽然母猪受损本身与商品猪没有太大本质上的差别，但需要关注的是，去年本身母猪处于快速去产能的周期，只是去年四季度速度有所加快，因此这相当于在原本有所减少的产能的基础上进一步出现了减少。供应面偏紧会对价格形成支撑。不过需要提示关注的是今年2季度以来，生猪价格上涨明显有一定的透支表现，因此，我们认为在节奏上来看，短期可能仍然会有一定的回落压力，待市场情绪恢复正常后，可能才有望迎来新的上涨。

#### 策略推荐

单边：短期可能会有一定的下行压力，但中长期来看，仍以偏上涨为主；

套利：不作为长周期头寸布局，多考虑根据现货节奏调整择机参与

期权：近期可以考虑卖出看涨期权，待现货市场情绪充分消化后，考虑做海鸥看涨期权

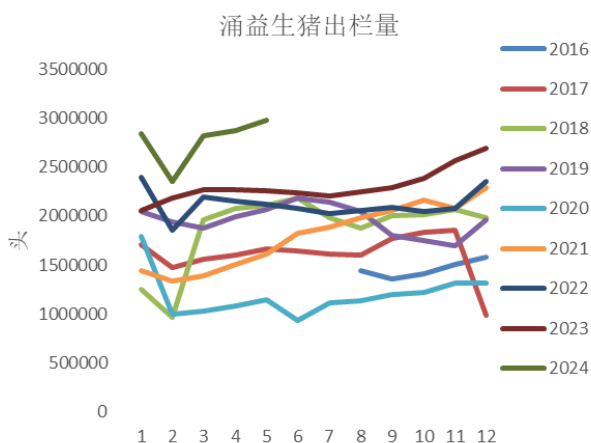
\*注：较长周期级别策略难以做到一层不变，因此更多重视方向和大致区间，在节奏落实以及需要结合实际情况参与

## 第二部分 基本面情况

### 一、供应端：出栏量大概率不及预期 体重变化成为主要影响因素

今年上半年以来生猪出栏量数据表现的极为混乱,官方机构与三方数据统计口径差异较大,其中,涌益口径统计的数据显示上半年生猪累积出栏同比增幅大约在 25-26%左右,我的农产品所统计的累积增幅大约在 6-8%左右,卓创统计的数据口径增幅也同样能达到 6-8%,各家机构虽然差异较大,但均无一例外的呈现出出栏量同比大幅增加的结论。相较于此,统计局数据较为谨慎,其对于 1 季度出栏同比判断为下降 2.23%,考虑到去年 2 季度生猪出栏量相对较大,我们认为今年 2 季度生猪出栏同样缺乏明显的增加基础,预计上半年整体出栏量同比减幅可能继续维持甚至出现加深。这意味着官方出栏数据与三方机构存在较大差异,在此基础上,我们更倾向于认为官方数据参考意义可能相对更大,其原因在于今年上半年以来,生猪整体均价在 15.8 元/公斤左右,而去年均价在 15.2 元/公斤左右,由于今年养殖成本下移,同时需求方面也无明确证据表明有所增加,因此难以解释在供应端出现如此快速增加的基础上,价格同样出现上涨的情况。因此,我们认为出栏量同比下降可能是更加合理的解释,官方与三方数据存在差异的主要原因或源于三方数据主要覆盖规模企业,其增长更多源于样本偏差所致。

图 1：生猪出栏量



数据来源：银河期货，涌益咨询

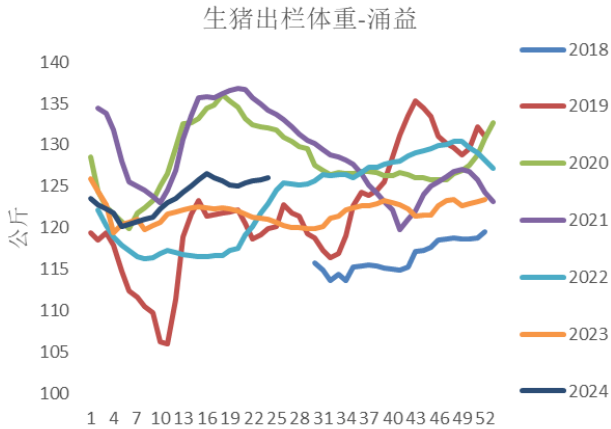
图 2：生猪价格



数据来源：银河期货，博亚和讯

今年上半年出栏量下降一方面是受到去年四季度疫情的影响,另一方面也受到了企业与养殖户压栏惜售的影响,由于自去年四季度以来的疫情导致不少商品猪面临抛售的情况,因此这直接导致了今年 1 季度甚至上半年期间可供出栏的生猪大幅减少。同时,由于此前一段时间中,生猪出栏体重相对偏低,不少规模企业在此期间也曾出现后续供应减少的情况,因此在 1 季度企业本身也呈现了比较明显的压栏情况,由此导致生猪出栏体重呈现快速攀升,截止 6 月期间上半年以来生猪平均出栏体重增幅在 1.8-2% 不等。

图 3：生猪出栏体重



数据来源：银河期货，涌益咨询

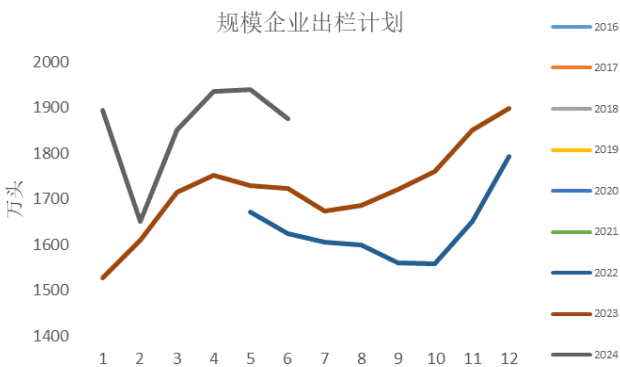
图 4：大猪小猪价差



数据来源：银河期货，涌益咨询

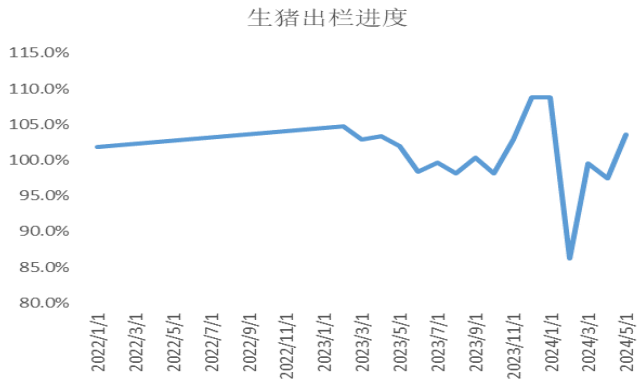
分不同主体来看，今年上半年规模企业大型养殖企业出栏量仍然呈现节节攀升的状态，整体仍然维持高增速，这主要是由于过去几年中规模企业持续扩张产能所致，虽然去年四季度受到比较严重的疫情影响，但整体来看，仍然是消灭过剩产能为主，并未从根本上改变供需宽松的局面。从上半年的出栏状况上看，普遍有一定的压栏惜售表现，这一点从其出栏进度上即可有所发现，剔除5月外，其他多数月份完成进度均明显低于历史其他时间同期，6月份预计完成进度可能相对较好，但均摊到近半年来表现上看，仍然是处于相对偏低水平。

图 5：企业出栏情况



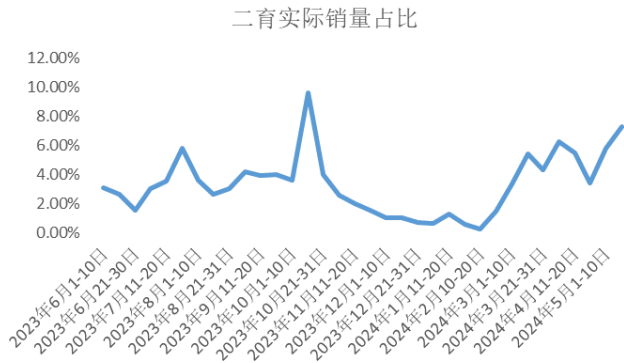
数据来源：银河期货，涌益咨询

图 6：规模场出栏完成进度



数据来源：银河期货，涌益咨询

图 7：二育销量



数据来源：银河期货，涌益咨询

图 8：肥标价差



数据来源：银河期货，涌益咨询

相较于规模企业而言，散户供应量整体处于相对偏低状况，上半年来规模企业与散户价差整体呈现低位运行，反应散户供应相对收紧，这与此前草根调研了解的情况接近，主要是因为去年四季度期间，养殖户受疫情影响所致。从各方机构公布的饲料企业外销料数量来看，也可以在一定程度上对此进行验证。

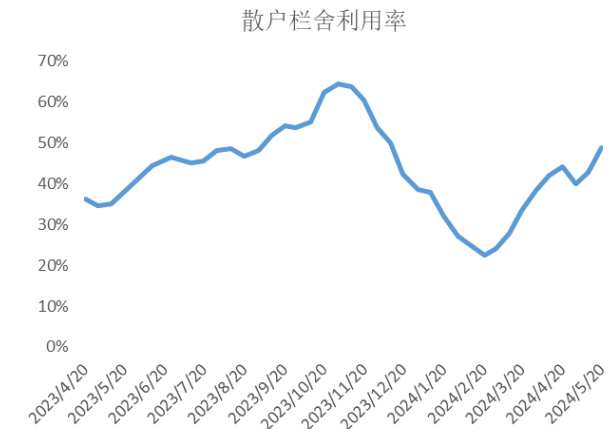
此外，近年来，市场上比较重要的一个主体是二次育肥户，二育入场有很多因素驱动，但主要是因为低价以及预期后市现货价格的上涨，可以看到今年2月以来散户栏舍利用率呈现快速抬升。不过相较于过去几年盲目压栏的情况来看，今年二育整体比较谨慎，普遍增重幅度在10-20公斤左右，压栏周期短，对行情周期的影响有所减少。

图 9：规模场-散户价格



数据来源：银河期货，涌益咨询

图 10：育肥栏舍利用率



数据来源：银河期货，涌益咨询

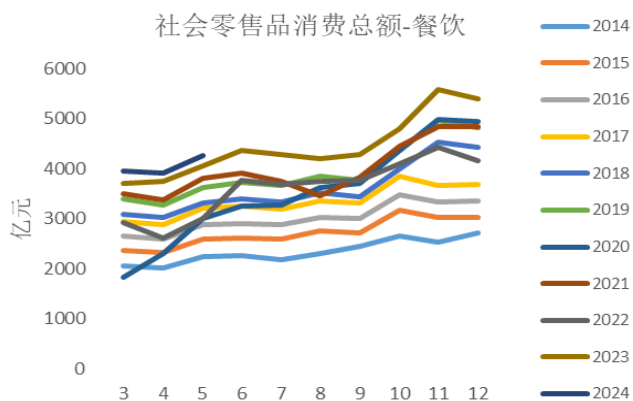
我们预计今年下半年生猪出栏量将相对偏紧，主要原因在于今年下半年生猪出栏主要对应了今年2月份到8月份的仔猪供应，可以看到，在5月前仔猪供应同环比均是呈现明显

下滑的，而 6 月以后的仔猪主要是对应了去年 12 月份以后的母猪，在此期间母猪本身受到疫情影响也是比较显著的，这可能会在一定程度上带来供应上的收紧，由此，我们倾向于今年下半年供应或仍将以偏紧为主。

## 二、需求端：消费市场状况良好 但猪肉需求表现仍然一般

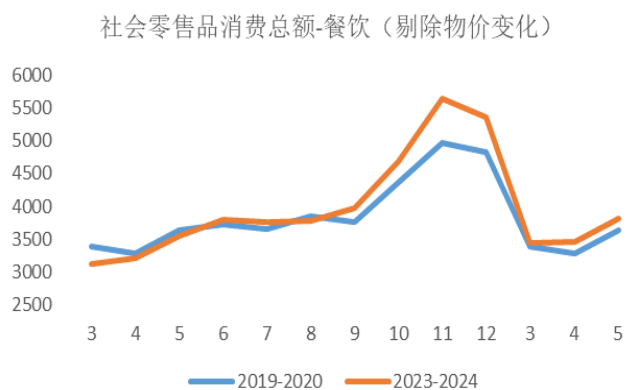
今年社会零售品消费总额预计累积同比增加 3.04%，其中餐饮类预计同比增加 5.14%，对比 2019 年预计同比增幅在 18% 左右，剔除物价变化因素考虑，预计同比增速在 4.2% 左右。虽然同比增速较去年 4 季度以来有所放缓，但就当前数据来看，我们仍倾向于全国宏观市场上，餐饮类消费仍然有好转表现。

图 11：社会零售品消费总额-餐饮类（亿元）



数据来源：银河期货，同花顺

图 12：社会零售品消费总额-剔除通胀（亿元）

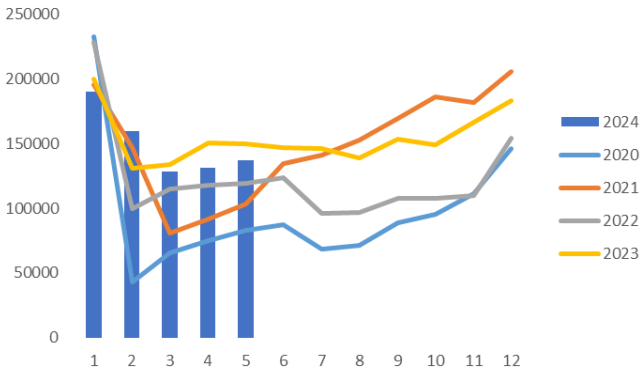


数据来源：银河期货，同花顺

虽然宏观数据支持消费有所好转，但从直观需求表现上看，我们倾向于今年猪肉需求表现一般，一方面，从市场草根调研反馈的情况来看，白条走货普遍比较困难，每当价格出现较大幅度上涨以后，终端抵触情绪开始有明显增加；另一方面，我们可以看到，上半年以来，猪肉鲜销率呈现明显下滑状态，而且在此期间生猪屠宰量呈现下滑态势，这进一步反应了鲜猪肉消费呈现转弱态势，直接对应到终端消费的疲软，此外，从屠宰利润上来看，上半年由于毛猪价格整体较高，屠宰场利润一直无法有效改善，这也在一定程度上反应了终端弱需求对于高猪价所带来的负反馈效应。

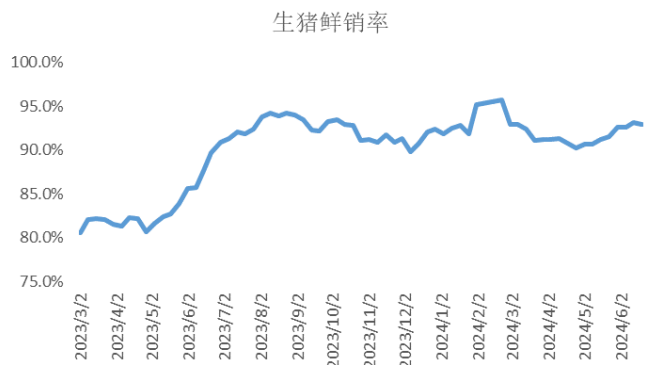


图 13: 生猪日均屠宰量



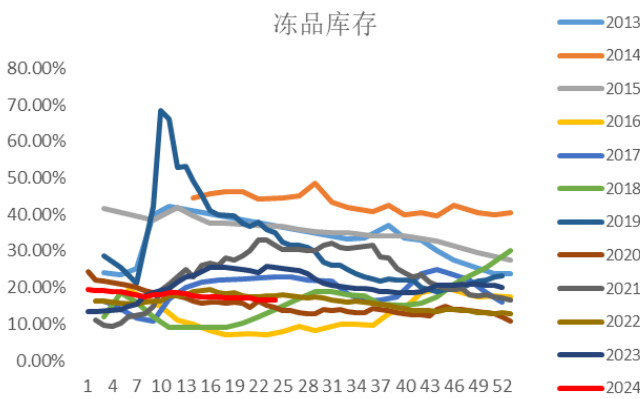
数据来源：银河期货，涌益咨询

图 14: 鲜销率



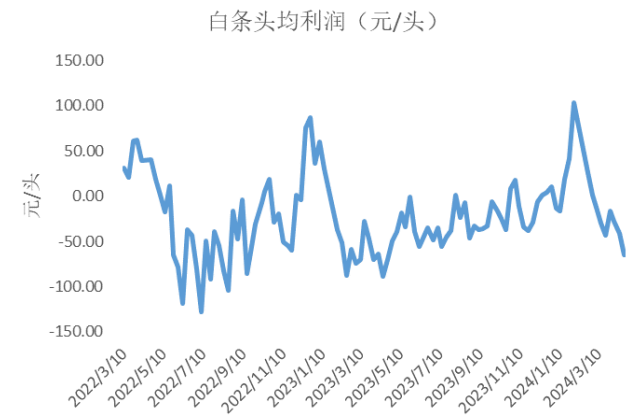
数据来源：银河期货，涌益咨询

图 15: 冻品库存



数据来源：银河期货，涌益咨询

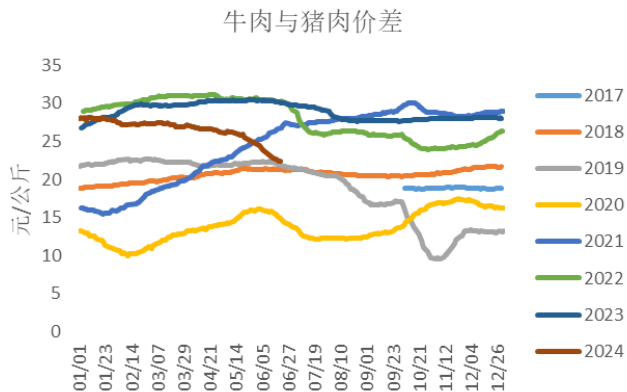
图 16: 屠宰企业利润



数据来源：银河期货，涌益咨询

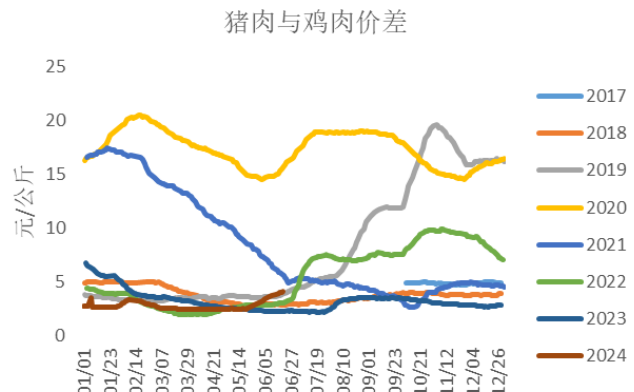
我们认为今年猪肉需求较差的原因之一在于其他肉类比较便宜对猪肉产生了冲击，根据三方口径数据统计结果显示，今年年初以来，牛肉与猪肉价差从27元/公斤左右一路下跌至22元/公斤，主要因今年牛肉整体供应较为宽松，同时，猪肉与鸡肉的价差也由年初的2.69元/公斤上升至4.08元/公斤，猪肉性价比明显下降。此外，我们认为，导致今年猪肉需求偏弱的一则原因可能在很大程度上受到了消费结构调整的影响，近年来，整体猪肉在餐饮消费中的占比已经有开始减弱的倾向，这使得猪肉消费持续缺乏亮点。

图 17：牛肉-猪肉价差



数据来源：银河期货，同花顺

图 18：猪肉-鸡肉价差



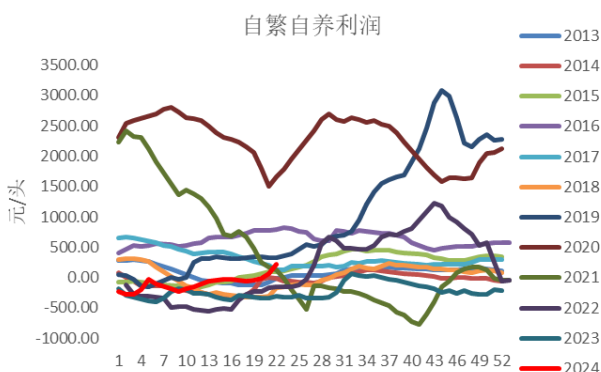
数据来源：银河期货，同花顺

### 三、养殖利润与产能

上半年以来生猪价格呈现反弹态势，带动养殖利润呈现明显回升。截止6月中下旬，生猪自繁自养利润 382 元/头，较 1 月初上涨 615.89 元/头；外购仔猪利润 366.56 元/头，较 1 月初上涨 581 元/头。同时，今年上半年生猪养殖成本主要对应于去年 2 月至 8 月期间的母猪养殖成本，母猪价格整体变化不大，饲料成本跌价幅度相对较大，这也一定程度对今年的养殖利润实现了改善。

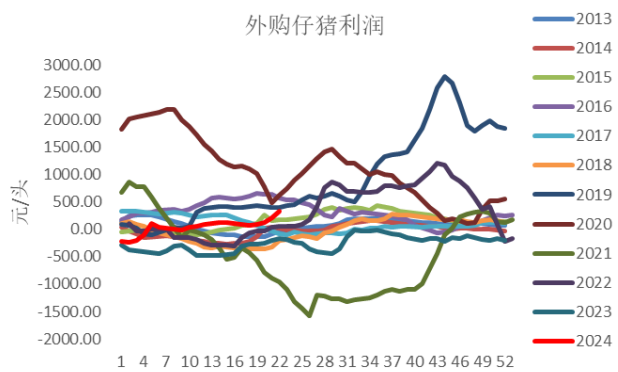
从成本端变化来看，母猪与仔猪价格近期表现仍然比较强势，饲料原料价格整体有底部抬升迹象，因此，我们认为后续成本可能仍有一定的抬升表现。

图 19：自繁自养利润（元/头）



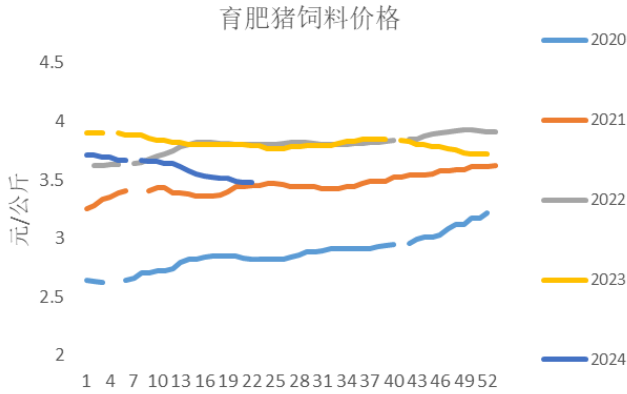
数据来源：银河期货，同花顺

图 20：外购仔猪利润（元/头）



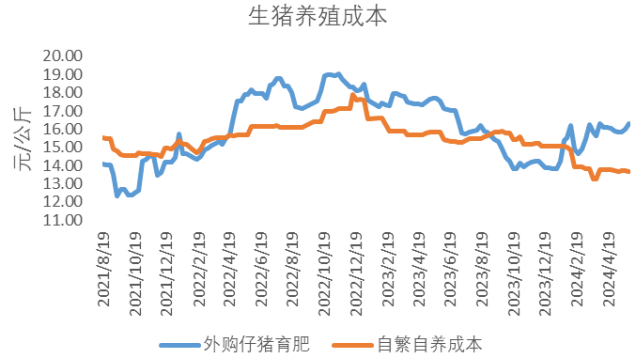
数据来源：银河期货，同花顺

图 21：育肥猪饲料价格



数据来源：银河期货，同花顺

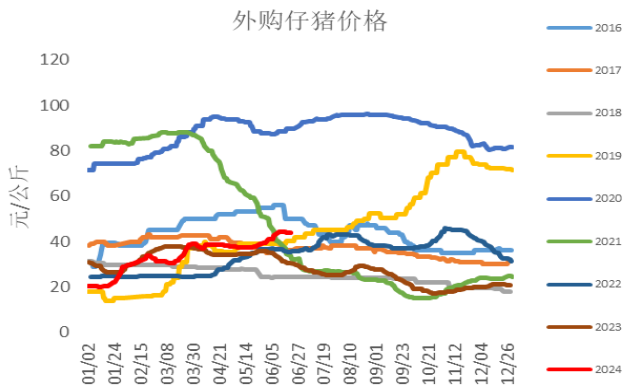
图 22：生猪养殖成本



数据来源：银河期货，同花顺

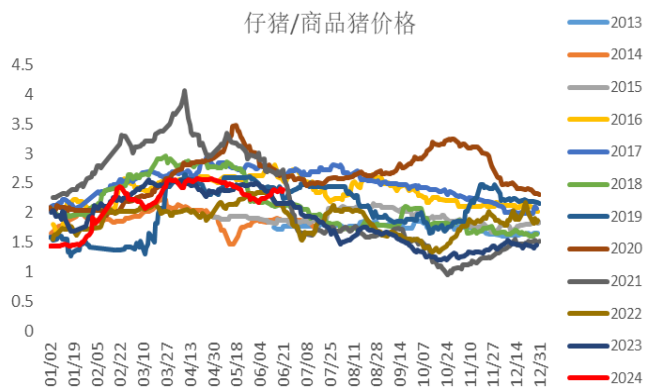
今年仔猪价格走势与去年整体走势接近，年初以来仔猪价格一直呈现明显的季节性走强，仔猪价格由年初的 199 元/头一路上涨至 6 月中旬的 700 元/头，涨幅近 1 倍，15 公斤仔猪价格则是从 1 月初的 300 元/头上涨至 818 元/头。与 2023 年有所不同的是，2023 年仔猪价格上涨的主要原因是需求和实际贸易量比较小，而非供应方面的问题，今年仔猪价格的上涨主要是受到了供应和需求两端的共同影响，一方面去年疫情对仔猪存栏存在一定影响，另一方面，仔猪补栏积极性仍然相对较高，带动仔猪价格呈现底部抬升。整体来看，我们认为，今年即使仔猪补栏旺季已过，价格仍然呈现底部抬升状态，这反应了仔猪供需仍然存在比较明显的矛盾。

图 23：仔猪价格（元/公斤）



数据来源：银河期货，同花顺

图 24：仔猪/商品猪比价



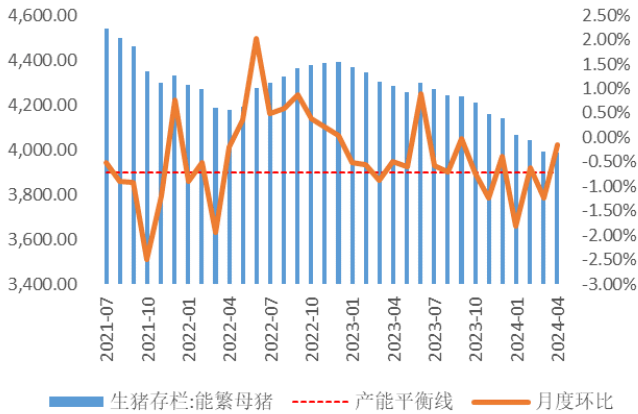
数据来源：银河期货，同花顺

能繁母猪存栏市场存在分歧，但多数机构调研数据均显示今年上半年以来能繁存栏整体呈现底部抬升状态，一方面源于去年四季度疫情的影响逐步淡化后，养殖企业养殖户补栏积极性的稳步提高，另一方面也源于市场淘汰意愿的不足，可以看到淘汰母猪自今年 1 月的



4.3 一路上涨至 6 月中旬的 6.8 左右。反应了整体淘汰意愿开始逐步减弱。一般而言，今年利润的快速反弹确实会较大程度对今年的产能产生抬升作用。

图 25：能繁母猪存栏（万头）



数据来源：银河期货，农业农村部

图 26：淘汰母猪/商品猪比价



数据来源：银河期货，涌益咨询

## 第三部分 综合分析及策略推荐

### 一、综合分析

今年上半年以来，生猪价格整体强势程度明显高于预期，原因在于从去年仔猪数据来看，当前生猪理论出栏量将处于绝对高位，因此供应端的宽松将大概率导致猪价呈现下行态势，但是从实际结果来看，生猪价格不跌反涨一定程度反应了供应端出现问题，这大概率还是受到了去年疫情的不利影响。与过去几年有所不同的是，虽然产业对于疫情的认知程度在逐步提高，应对能力也在逐步增强，但是，去年养殖利润的深度亏损一定程度导致了市场淘汰的增加，因此上半年尤其是一季度猪价的快速上涨一定程度验证了整体生猪供应面的短缺以及疫情的影响。从存栏减少状况来看，规模企业仍然维持了稳定的增产，出栏同比增加，但由于散户降幅较大，这导致了今年上半年生猪出栏量供应不及预期的情况。整体来看，上半年养殖利润较好一定程度推动了养殖产能的恢复，包括母猪存栏的增加以及生产性能的不断太高，预计会在明年形成比较明显的释放。

不过今年下半年供应方面的矛盾仍将表现的比较明显，一般而言，今年 7 月份以后生猪的供应主要对应了去年 4 季度母猪受损的情况，虽然母猪受损本身与商品猪没有太大本质上的差别，但需要关注的是，去年本身母猪处于快速去产能的周期，只是去年四季度速度有所加快，因此这相当于在原本有所减少的产能的基础上进一步出现了减少。供应面偏紧会对价格形成支撑。不过需要提示关注的是今年 2 季度以来，生猪价格上涨明显有一定的透支表现，因此，我们认为在节奏上来看，短期可能仍然会有一定的回落压力，待市场情绪恢复正常后，可能才有望迎来新的上涨。

### 二、策略推荐

单边：短期可能会有一定的下行压力，但中长期来看，仍以偏上涨为主；

套利：不作为长周期头寸布局，多考虑根据现货节奏调整择机参与

期权：近期可以考虑卖出看涨期权，待现货市场情绪充分消化后，考虑做海鸥看涨期权

\*注：较长周期级别策略难以做到一层不变，因此更多重视方向和大致区间，在节奏落实以及需要结合实际情况参与

## 作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的报酬。

## 免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

## 联系方式

银河期货有限公司 大宗商品研究所

北京：北京市朝阳区建国门外大街 8 号北京 IFC 国际财源中心 A 座 31/33 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号上海白玉兰广场 28 层

网址：[www.yhqh.com.cn](http://www.yhqh.com.cn)

电话：400-886-7799