

2024 年生猪年度策略报告

沉舟侧畔千帆过，病树前头万木春

广发期货发展研究中心

电话: 020-88830760

E-Mail: zhaoliang@gf.com.cn

摘要:

农产品交易通常由供应决定方向，需求决定幅度。2023年全年供应维持高位，本身的供应增量还叠加了22年的压栏肥猪，及疫情带来的提前出栏，需求不及预期，年度行情低迷。2024年因上一年度亏损格局带来的能繁母猪的持续去化，供应压力有所减少。从宏观经济层面上来看，市场或逐渐由被动去库进入到主动补库周期中去，整体形势上利好2024年行业复苏。对24年我们维持谨慎乐观看法。

从节奏上来看，24年上半年对应着高母猪性能下的出栏供应，压力仍然较大，尽管疫情提前消化了部分出栏，但边际减弱难以撼动较高的出栏增量，叠加淡季需求、屠宰及二育承接乏力，春节后行情短期不容乐观，对应03合约仍维持偏空看法。05、07合约对应供应量存边际下滑预期，同时二育承接或有一定支撑，叠加市场预期向好，压栏或也将对行情形成一轮支撑。09合约对应能繁存栏及母猪性能的双双下滑，叠加需求或有改善，价格或存在较强想象空间，同样逻辑适用11合约及2501合约。

操作上，在目前整体走势尚不明确的前提下，继续关注反套策略，当前节点下推荐空2403，多2405或2409合约，风险点主要在于冻品出货的压制，及疫情发酵的不确定性。

投资咨询业务资格：
证监许可【2011】1292号

联系信息

朱迪（投资咨询资格编号：Z0015979）

电话: 020-88818008

邮箱: zhudi@gf.com.cn

生猪主力合约行情



目录

1. 2023 年生猪行情回顾	1
2. 能繁母猪产能去化缓慢，全年出栏压力不减	2
3. 年内生猪存栏表现同比 21、22 年基本趋同，但出栏节奏偏快	3
4. 生猪体重同比低位，出栏量高位压制体重上行空间	4
5. 2023 年二次育肥低调参与，2024 年或重振旗鼓	5
6. 当前冻品库存高位，压力或贯穿 2024 全年	6
7. 进口数据低迷，市场供应充分	6
8. 利润端长期亏损，生猪产能呈去化趋势	7
9. 屠宰同比先增后降，终端消化承接有限	8
10. 疫病影响不容忽视，低利润、高密度格局强化风险	9
11. 2024 年策略展望-谨慎乐观	9
免责声明	10

1. 2023年生猪行情回顾

2023年生猪期货走势可划分为3个阶段。

年初-7月中旬为第一阶段。生猪出栏量维持高位水平，而季节性淡季之下，市场缺乏明显提振，猪价维持下行趋势。尽管在2月份及4月份，受二次育肥入场及屠宰主动入库影响，盘面出现小幅拉涨，但持续性均比较短暂。总体供大于需结构下，猪价低迷，行业利润一直为负。

7月下旬至9月下旬为第二阶段。受年初仔猪腹泻影响，7月份生猪出栏迎来小缺口，再叠加体重低位，行业亏损已超半年，情绪配合基本面利好，期现共振上涨。市场期待双节驱动及年底旺季行情，压栏增重，二育入场积极性也有明显增加。但供应量高位，终端需求缺乏提振格局没有改变，市场信心疲软，现货价格上涨至18元/公斤附近便偃旗息鼓，价格稳中向下，至9月底集中出货，价格下挫，重回亏损区间。

10月-年底为第三阶段。受疫情影响，10月以来生猪出栏量一直维持高位，同时现货需求不及预期，再叠加气温偏高，腌腊迟迟不曾推动行情，供大于求格局无法扭转。尽管中间散户及企业均有增重操作，但区域有分化，华北地区高出栏量持续冲击市场，期现共振下跌。

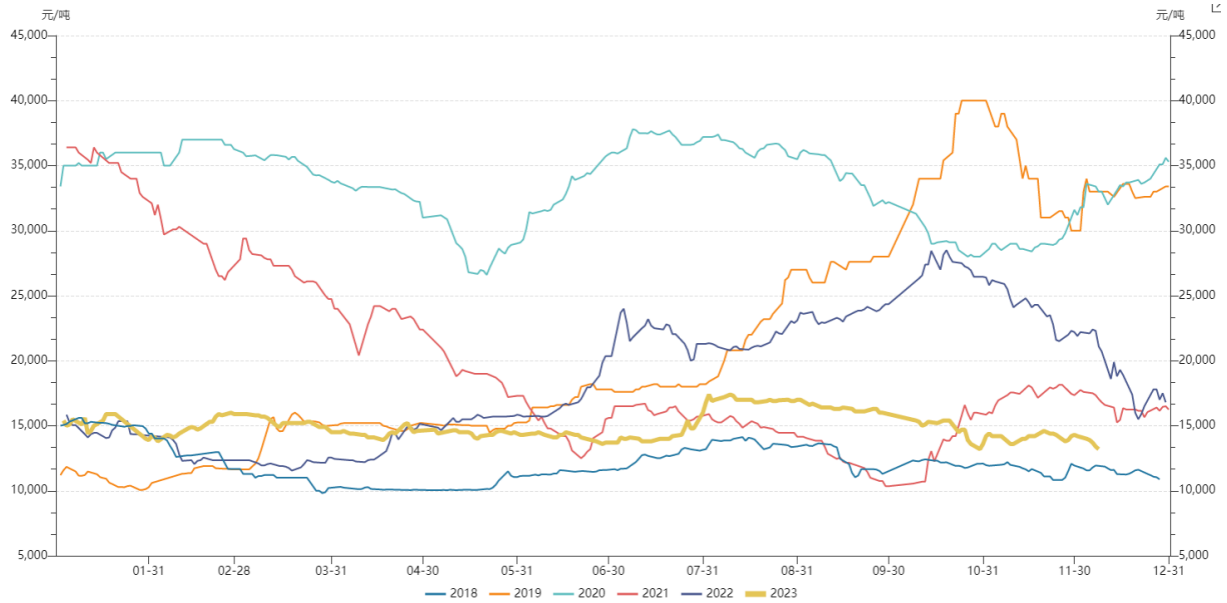
从期现结构上来看，全年均为负基差结构。生猪市场受年底季节性旺季影响，市场对远期价格一直保持较高预期，期货升水，也带给现货较好的套保机会。现货上涨过程，往往带来期现回归机会，盘面虽维持谨慎乐观，但仍较为谨慎。2023年基差波动较前两年有明显收窄，一方面在于生猪期货市场成熟度与参与度都在提高，另一方面也在于价格波动区间收敛，产业内投机资金下降，去库阶段，行业格局也趋于谨慎。

图1：2023年生猪主力合约连续走势



数据来源: Wind 广发期货发展研究中心

图2：河南生猪现货价格走势



数据来源: Wind 广发期货发展研究中心

图3：生猪期现走势



数据来源: Wind 广发期货发展研究中心

2. 能繁母猪产能去化缓慢，全年出栏压力不减

当前生猪产能处在历史高位，尽管年内能繁母猪存栏持续下降，但伴随母猪性能指标提升，出栏持续放量，供应压力贯穿全年。

根据农业部数据，截至2023年10月，全国能繁母猪存栏量4210万头，为4100万头正常保有量的102.7%，同比下滑3.86%，去化幅度较为有限。而根据涌益咨询跟踪的样本显示，截至2023年11月，窝均健仔数同比提高2.67%，分娩母猪窝数同比提高0.81%，母猪性能提升十分显著，致使能繁存栏下滑的同时，出栏量仍持续增加。

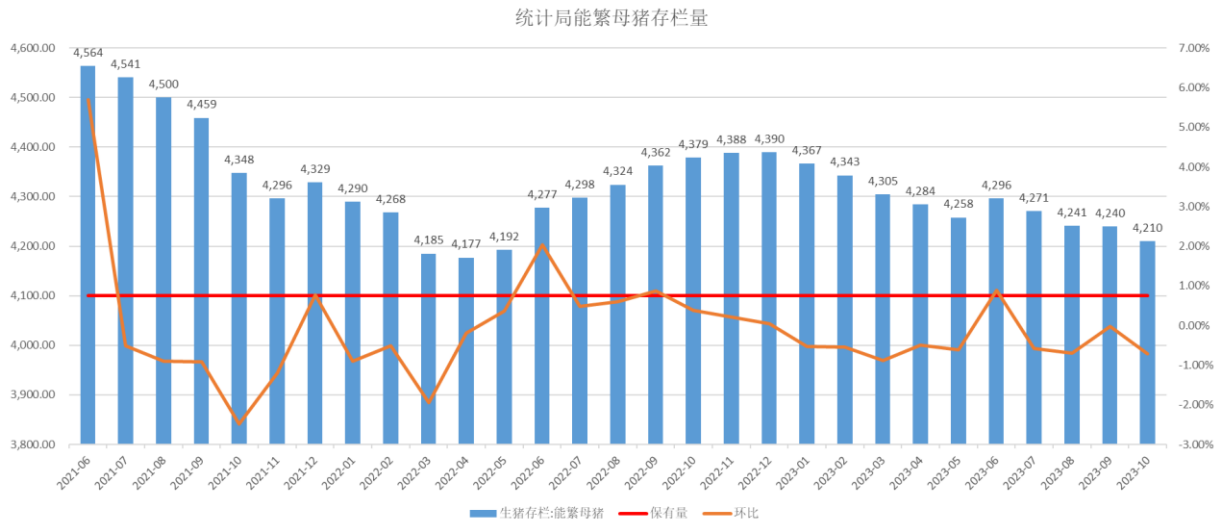
从同比数据来看，2023年上半年能繁母猪存栏较2022年上半年增幅较大，平均月度增幅在1.83%，意味着从理论值推断，2023年4季度-2024年1季度出栏同比增量应高于1.83%（因母猪性能也在提升），即23年年底及24年上半年，市场面临着近年来最大的出栏量，压力甚至高于22年和23年一季度。

2023年下半年能繁存栏开始同比转负，对应出栏节点，意味着2024年年中之后，出栏量会由高位开

始下滑，价格存在环比上涨驱动，利好下半年现货价格回暖。

依照农业部的能繁母猪存栏以及涌益的性能指标推算，预计2024年上半年供应仍将维持高位，供应压力大。年中之后出栏量进入下行通道，但目前从能繁去化的幅度来看，预计3季度前出栏绝对值都在高位，价格上方受限。

图4：官方能繁母猪存栏量



数据来源: Wind 广发期货发展研究中心

图5：涌益样本能繁母猪存栏

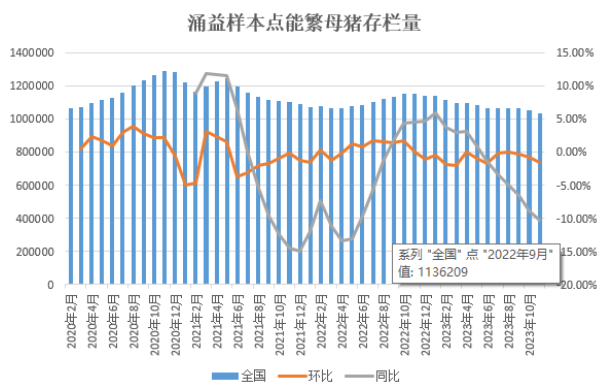
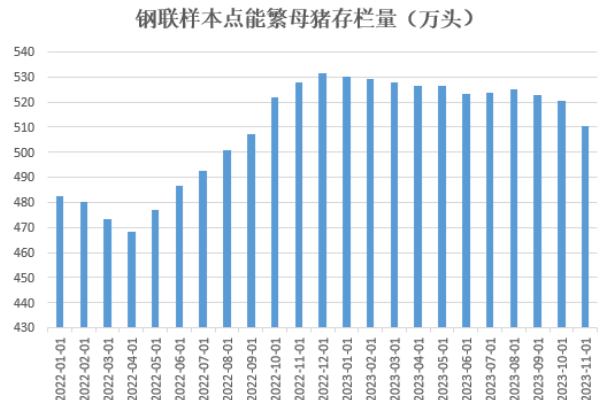


图6：钢联样本能繁母猪存栏



数据来源: 涌益咨询 Mysteel 广发期货发展研究中心

3. 年内生猪存栏表现同比21、22年基本趋同，但出栏节奏偏快

2023年全年生猪出栏有持续前置迹象，前期是因为价格低迷，市场主动去库，后期是因为年底疫情超预期，市场被动提前出栏。

根据统计局数据，2023年前三季度，生猪存栏量呈持续上行趋势，且存栏量与2021、2022两年相比较为接近，均在高位，但出栏节奏上有一定差异。21年前三季度为持续出栏去化，22年四季度前则经历了半年的压栏惜售。但进入四季度，21和22年节奏趋于相似，均为压栏后带来价格上涨，伴随体重上行，出栏后移，价格也由10月的上行转为11、12月的震荡或下挫。压栏导致四季度供应未得到充分消化，到来年一季度才基本完成供应的出清，体重重回正常区间，因此过往两年，1季度出栏量明显高于上年4季度。回到今年，2023年4季度，受疫情影响，出栏量较前两年预计同比偏高，在存栏量

趋同的前提下，对应 2024 年 1 季度，供应压力或同比边际略有减少。

整体来看，2021、2022、2023 三年来，出栏量均在极高位区间，且每年都在递增，而由于价格起点的不同，市场需求的差异，压栏及投机资金的表现不同，导致三年价格表现差异较大。2023 年供应一方面承接了 2022 年年底的压栏肥猪，另一方面也透支了部分 2024 年年初的出栏供给，在年底不存在明显压栏行为的前提下，对应 2024 年一季度供应压力边际改善。

但需注意，以上假设前提是农业部存栏及出栏数据准确，才具有较强的指导作用。

图7：官方生猪存栏量

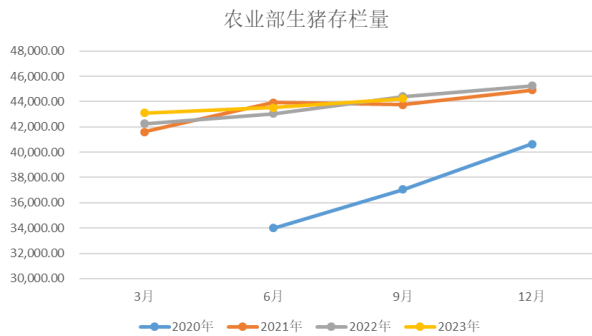
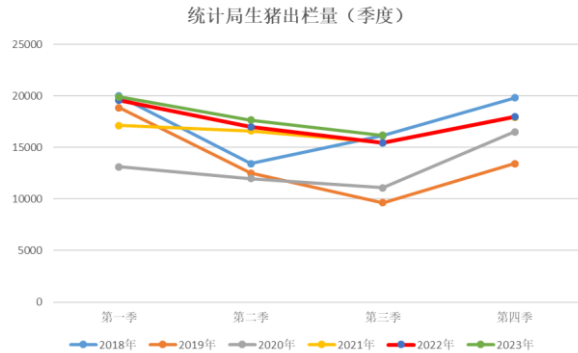


图8：官方生猪出栏量



数据来源：农业农村部 Wind 广发期货发展研究中心

图9：官方猪肉产量

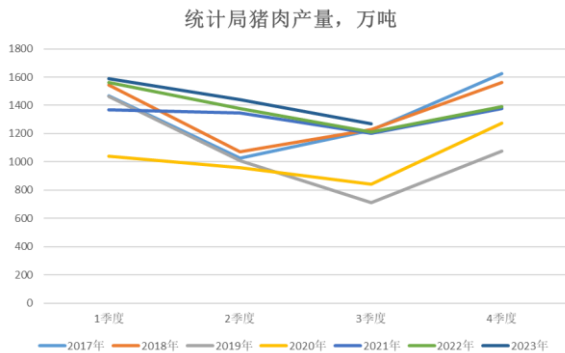
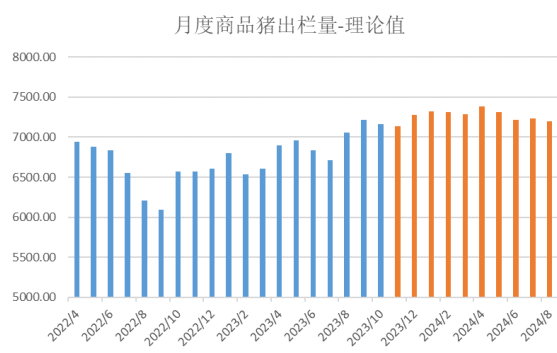


图10：广发生猪出栏测算理论值



数据来源：农业农村部 Wind 广发期货发展研究中心

4. 生猪体重同比低位，出栏量高位压制体重上行空间

2023 年全年生猪体重均维持在偏低位置，但由于全年出栏量同比都处在历史高位，因此年度供应压力始终较大。

根据涌益咨询统计，2023 年全年出栏均重约为 122kg，2022 年为 123.79kg，2021 年为 129.6kg，今年同比处在低位区间，尤其进入 11 月，在本该压栏的月份，体重却一直处在 2018 年后的最低位水平，标猪及小体重猪供应量巨大，压制行情反弹。

今年年内因猪价持续偏弱，市场不具备压栏驱动，二次育肥参与度极低，零星操作为主。二育在上涨趋势入场积极性更高，但今年全年跌价的格局，二育入场窗口期有限，入场意愿不足，仅在个别月份价格跌至相对底部时有一定抄底行为，但整体未形成太大波澜。体重持续下滑，意味着市场对后期价格预期不佳，无压栏意愿，全年体重同比低位。

体重持续低位，说明市场提前出栏意愿高，对应养殖周期缩短，也一定程度上解释了前三季度为何出栏量持续攀升，处于近年的顶部区间。然而通过过往经验，不难看出，体重持续下滑，一定程度上也

表现为主动去库存，后续必然会导致供需由过剩转为偏紧，而这个节点的出现，则将带来价格的反转。

今年四季度大体重猪供应相对偏紧，根据过往经验，肥标价差往往会在7月份前后开启上涨，在12月份开启下行，同时带动现货价格向下运行。当前肥膘价差再度进入回落趋势，就需要关注现货压力是否开始兑现。今年进入12月，肥标价差已开启回落迹象，供应端出栏意愿有提升迹象，若后续价格不再支持压栏，则行情有趋势性转弱迹象。

图11：商品猪出栏均重

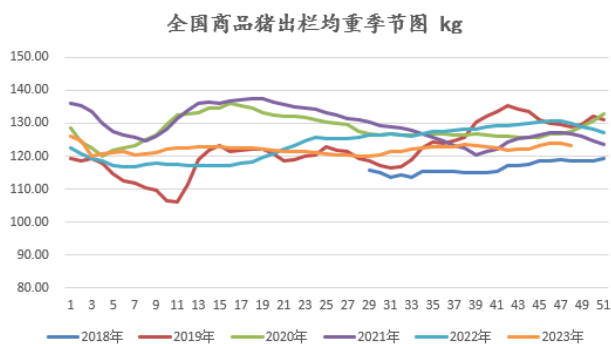
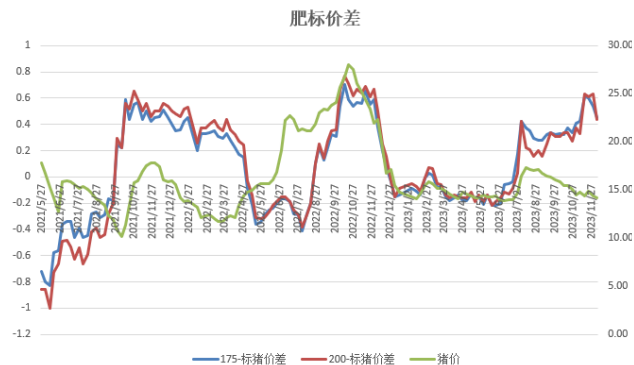


图12：肥标价差



数据来源：涌益咨询 广发期货发展研究中心

图13：90kg以下占比

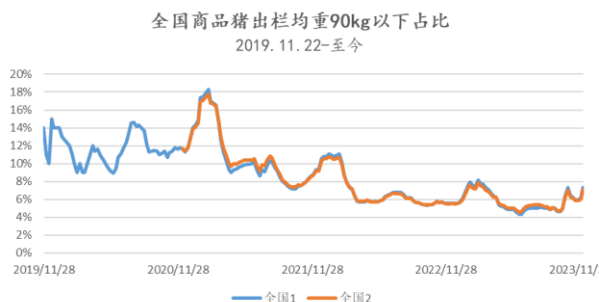
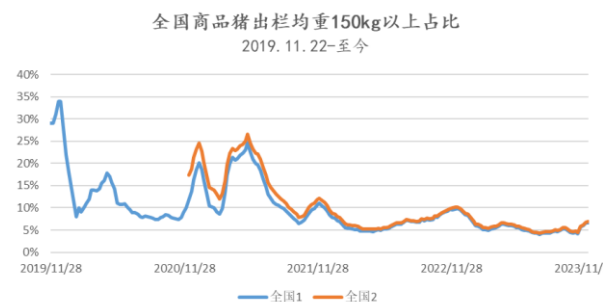


图14：150kg以上占比



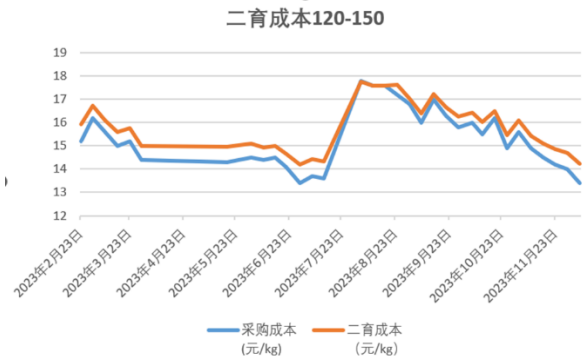
数据来源：涌益咨询 广发期货发展研究中心

5. 2023年二次育肥低调参与，2024年或重振旗鼓

2022年是二次育肥大规模入场的一年，对行情的起落也起到决定性的作用。但由于年底猪价遇挫，二育亏损较大，导致2023年全年二次育肥入场均十分谨慎，空栏率维持高位。进入2024年，涨价预期较高，市场对5月之后的猪价目前抱有较高期待，不排除春节后若现货价格下滑到一定位置后，市场再度出现大量二次育肥抄底，或对阶段性行情形成较大的影响。关注二次育肥情绪及入场、出场节点。

图15：二次育肥销量

图16：二次育肥成本（120kg至150kg）



数据来源：涌益咨询 广发期货发展研究中心

6. 当前冻品库存高位，压力或贯穿2024全年

2023年一、二季度，伴随生猪价格下跌，屠宰企业主动或被动入了较多冻品库存。根据涌益咨询监测数据，截至年底，冻品库容率仍在20%左右，处在历史同期高位水平。而根据草根调研，冻品库存更高于市场目前统计值。从入冻时间来看，最多一年的保质期也将导致冻品在春节前及明年上半年有较强的出货需求，压制现货价格。同时，高库存下，屠宰企业也难以如2023年上半年大量入库，从需求端支撑现货表现。即使进行库存轮换，压力也不会消失，只会后移，压力或贯穿2024年全年。

冻品库存高位，若2024年春节前存在价格上涨，或带来一波出货，压制年前现货价格，但对年后现货或能带来边际改善。但若春节前价格持续疲弱，无法带来冻品库存的集中去化，则高库存或将维持到2024年下半年。逻辑上推演，高冻品库存，一方面减少了上半年的需求，另一方面增加了下半年的供应。弱时更弱，强时不强。

图17：冻品库存

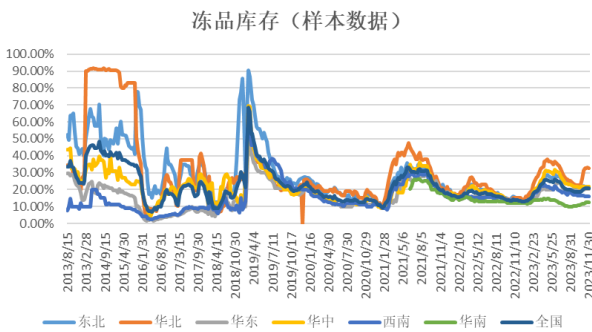


图18：鲜销率



数据来源：涌益咨询 广发期货发展研究中心

7. 进口数据低迷，市场供应充分

据海关总署进口数据整理：2023年1-10月累计中国进口猪肉137万吨，同比减少0.8%。全年猪肉进口从年初开始环比持续下滑，国内现货价格低迷，冻品销售不畅，抑制进口需求。长期来看，国内肉类蛋白供应充足，生猪出栏量高位，价格低迷，进口猪肉利润空间不大，进口规模预计将持续维持相对低位。

图19：我国猪肉进口量

图20：美国猪肉进口量



数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

8. 利润端长期亏损，生猪产能呈去化趋势

2022 年 12 月中旬以来，生猪自繁自养利润进入亏损局面，2023 年全年度仅在 7 月底-9 月底实现了两个月的利润窗口，其他时间都在成本线以下。究其原因，一方面在于生猪供大于求，价格缺乏提振。而另一方面，饲料价格高位，前期固定资产投入高，行业成本下行困难。目前头部企业仅有极少数企业成本做至 15 元/kg 以下，大部分企业仍在 15.5-17 元/kg，年内绝大部分企业承受了较大面积的亏损，仅少数企业通过套期保值及降低成本实现了小幅盈利。在现金流极度紧张的前提下，部分企业不得不持续下调出栏目标。然而随着产能去化预期得不断强化，市场也在博弈明年下半年的看涨行奇怪，当前有较多企业在现金流尚可前提下，选择逆势扩张，因此当下规模企业产能去化仍十分有限，甚至不排除 2024 年有继续增加的可能性。

散户成本较规模企业有一定优势，但散户投机性更强，且抗疫病风险能力弱，在今年市场波动过程中，同样出血较多。但散户入场门槛较低，选择灵活（自繁自养、仔猪育肥、二次育肥等等），因此对于市场供应来说，在经历了几波大的洗礼之后，散户群体继续大幅去化空间也相对有限，对于价格节奏来说，因其投机性，仍有不可忽视的影响力，追涨杀跌继续加剧现货价格的波动。

目前我国生猪养殖规模重新回归到高位区间，但产能结构已出现较大变化，中长期来看，过往的猪周期波动已不适应当下的生猪市场。规模企业占比较大，资金配置更为灵活，产能去化也将更为缓慢，未来高出栏量格局预计将长期存在，猪价将持续处于低利润格局，现货及盘面博弈将会更为多变，也更加考验市场对价格的判断及对冲能力。

图21：自繁自养利润



图22：母猪价格



数据来源：涌益咨询 广发期货发展研究中心

图23：外购仔猪育肥利润

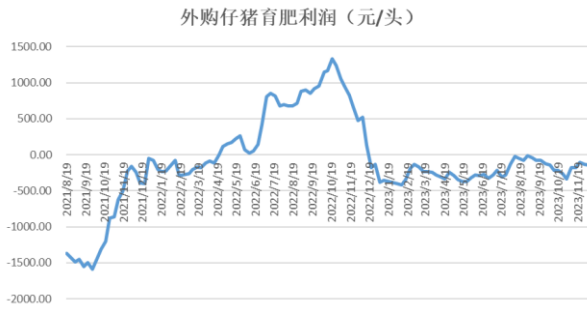


图24：仔猪价格

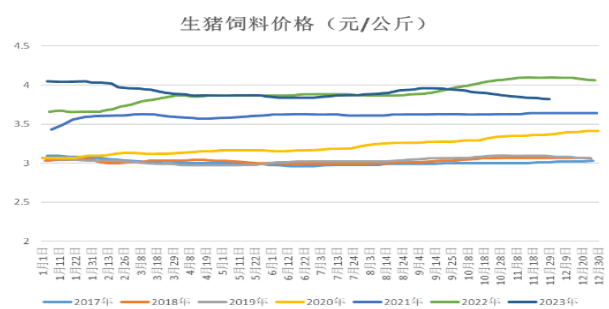


数据来源：涌益咨询 广发期货发展研究中心

图25：放养利润



图26：生猪饲料价格



数据来源：涌益咨询 Wind 广发期货发展研究中心

9. 屠宰同比先增后降，终端消化承接有限

从农业部发布的定点屠宰数据来看，2023 年全年屠宰量再创新高，但节奏上，下半年屠宰量环比上半年增幅并不明显。一方面，上半年的高屠宰量存在一定比例的入库，而另一方面，全年需求支撑有限也抑制了屠宰的持续增加。根据涌益屠宰数据，进入12月前后，屠宰量一般会出现明显的增量上行，但2023年截止12月上旬，屠宰量仍表现为缓慢增加趋势，需求表现并不亮眼。一方面，经济形势并不乐观，居民消费能力下降，且年内各种肉类蛋白都供应充足，猪肉消费意愿降低；另一方面，随着社会发展，传统腌腊需求空间也有所收窄，不利于鲜肉消费和屠宰增加。

全年来看，屠宰端大部分时间维持亏损，鲜销走货不畅，抑制屠宰增量意愿。上半年低价之下尚有年底旺季预期支撑，而下半年伴随旺季高价预期落空，屠宰量环比增加不及预期。

图27：官方屠宰量

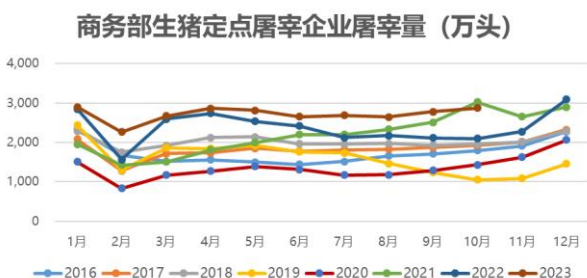
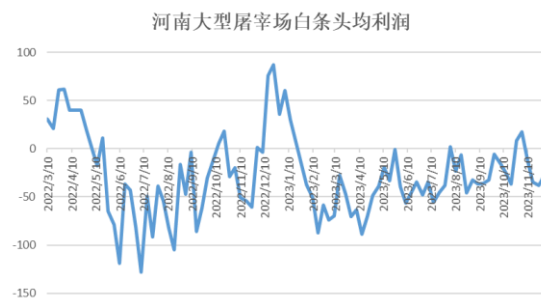


图28：屠宰场利润



数据来源：涌益咨询 Wind 广发期货发展研究中心

图29：涌益样本-日度屠宰量季节性走势

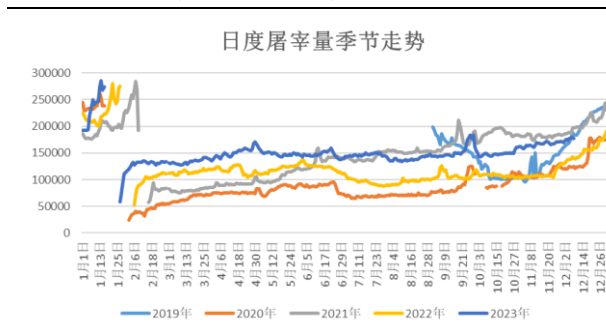


图30：涌益样本-日度屠宰vs均价



数据来源：涌益咨询 广发期货发展研究中心

10. 疫病影响不容忽视，负利润、高密度格局加重风险

近几年非瘟疫情时有发生，而季节性疾病如仔猪腹泻、蓝耳也持续影响生猪生产及供应。2023 年随着存栏量的上升，以及养殖密度的增加，疫情防控难度有所加大；同时，长期亏损也导致从集团到散户，疫情防控投入均有下降。2023 年年初的仔猪腹泻，以及年底的生猪疫情，其负面影响较往年有所放大，也对阶段性供应节奏形成较大干扰。进入 2024 年，低利润格局预计延续，疫病影响仍将时不可忽视的重要因素。

11. 2024年策略展望-谨慎乐观

农产品交易通常由供应决定方向，需求决定幅度。2023 年全年供应维持高位，本身的供应增量还叠加了 22 年的压栏肥猪，及疫情带来的提前出栏，需求不及预期，年度行情低迷。2024 年因上一年度亏损格局带来的能繁母猪的持续去化，供应压力有所减少。从宏观经济层面上来看，市场或逐渐由被动去库进入到主动补库周期中去，整体形势上利好 2024 年行业复苏。对 24 年我们维持谨慎乐观看法。

从节奏上来看，24 年上半年对应着高母猪性能下的出栏供应，压力仍然较大，尽管疫情提前消化了部分出栏，但边际减弱难以撼动较高的出栏增量，叠加淡季需求、屠宰及二育承接乏力，春节后行情短期不容乐观，对应 03 合约仍维持偏空看法。05、07 合约对应供应量存边际下滑预期，同时二育承接或有一定支撑，叠加市场预期向好，压栏或也将对行情形成一轮支撑。09 合约对应能繁存栏及母猪性能的双双下滑，叠加需求或有改善，价格或存在较强想象空间，同样逻辑适用 11 合约及 2501 合约。

操作上，在目前整体走势尚不明确的前提下，继续关注反套策略，当前节点下推荐空 2403，多 2405 或 2409 合约，风险点主要在于冻品出货的压制，及疫情发酵的不确定性。

免责声明

本报告中的信息均来源于被广发期货有限公司认为可靠的已公开资料，但广发期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发期货或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

在任何情况下，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价，投资者据此投资，风险自担。

本报告旨在发送给广发期货特定客户及其他专业人士，版权归广发期货所有，未经广发期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广发期货”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

广发期货有限公司提醒广大投资者：期市有风险 入市需谨慎！

相关信息

广发期货发展研究中心

<http://www.gfqh.cn>

电话：020-88800000

地址：广州市天河区天河北路 183-187 号大都会广场 41 楼

邮政编码：510620