大有期货有限公司
DAYOU FUTURES CO., LTD.

年度分析报告

2023 年 12 月 18 日

大有期货投研中心
农产品研究组

黄　科
从业资格证号：F3067764
投资咨询证号：Z0014875
Tel:0731-84409130
E-mail:huangke@dayouf.com

刘锦濠（助理分析师）
从业资格证号：F03100971
Tel:0731-84409009
E-mail: liujinhao@dayouf.com

产能持续去化，猪价曙光难觅

——生猪 2024 年度分析报告

摘要：

对于 2024 年的猪价走势，我们认为仍要保持谨慎乐观，从能繁去化的角度，2023 年能繁全年处于去化趋势，相应的 2024 年的供应压力会缓慢减小，但从去化的幅度来看，2023 年全年处于长周期亏损的状态，加上疫情反复干扰，去化更多的是资金实力较弱的中小散户，规模企业影响相对有限，整体去化幅度较小。若再考虑生产效能的提升，有限的产能去化很难在 2024 年形成大的猪价转折点。从需求的角度来看，2023 年需求的季节性仍然存在，但相对供应的充足显得“无足轻重”，随着 2024 年供应的逐步减少，需求的淡旺季效应或将逐步显现，但考虑到整体经济运行状况，不可否认禽类的替代效应仍会有不可忽视的影响。从库存的角度来看，2023 年天量的冻品仍是悬在猪价上方的“达摩克利斯之剑”，冻品的消化节奏对猪价的影响仍需重点关注。从养殖风险的角度，随着规模化养殖不断增加，疫病防控水平也在不断上升，但我们也要看到，疫病的破坏力也更加集中，一旦爆发，影响将更加深远。基于此，我们认为在 2024 年供应压力会有所减少，猪价回归季节性的波动，但我们也要关注疫病等因素产生的结构性机会。

策略推荐：03 合约仍处于年后消费淡季，适当关注 3-7 反套机会。

风险提示：猪瘟疫情；上市猪企现金流情况；消费不及预期。

全国客服热线
4006-365-058
您身边的财富管理专家

目录

一、2023 年生猪市场行情回顾 3
二、生猪市场基本面分析 5
（一）能繁母猪持续去化，养殖效率不断提升 5
（二）行业负债高企，养殖利润持续亏损 6
（三）餐饮有所恢复，猪肉消费表现乏力 7
（四）疫情不可小觑，冻品压力难解 9
三、后市行情展望及策略推荐 11
（一）后市行情展望 11
（二）策略推荐 11
（三）风险提示 11
免责声明 ..... 错误!未定义书签。

图表目录

图表 1：生猪主力合约价格和河南生猪现货价格走势 4
图表 2：全国能繁母猪存栏量（万头） 5
图表 3：二三元能繁母猪存栏占比（%） 5
图表 4：能繁母猪 MSY 指数（头/年） 6
图表 5：二元后备母猪价格（元/公斤） 6
图表 6：上市生猪养殖企业平均负债率（%） 7
图表 7：上市生猪养殖企业平均流动比率 7
图表 8：自繁自养养殖利润（元/头） 7
图表 9：外购仔猪养殖利润（元/头） 7
图表 10：中国社零餐饮收入（万亿） 8
图表 11：生猪日度屠宰量（头/天） 8
图表 12：猪肉鲜销率（%） 8
图表 13：屠宰毛利润（元/头） 8
图表 14：90Kg 以下商品猪出栏占比(%) 10
图表 15：屠宰端冻品库容(%) 10

一、2023 年生猪市场行情回顾

回顾整个 2023 年生猪市场，生猪养殖行业面临产能过剩、猪价低迷、养殖亏损的现状，行业一直围绕产能去化不断博弈，加上猪瘟疫病反复出现，猪价持续在 14-16 元/公斤反复震荡，强预期弱现实的戏码不断上演，纵观全年生猪价格走势，将全年分为四个阶段：

第一阶段（1 月-3 月）：往年在春节前一般猪价会有比较明显的涨幅，但 2023 年春节前表现出“旺季不旺”，猪价一路下跌，哪怕屠宰一直历史高位都不能阻挡。春节后进入季节性消费淡季，猪价一般会维持低位，但在历史最早收储的提振下，育肥猪和仔猪却走出了一段反弹行情，二次育肥也提前进场，猪价一度接近 16000 元/吨，但随着收储周期结束，猪价又重新进入了下行通道，在二次育肥提前抢跑的影响下，猪价一再接近前期低点达到 14 元/公斤。

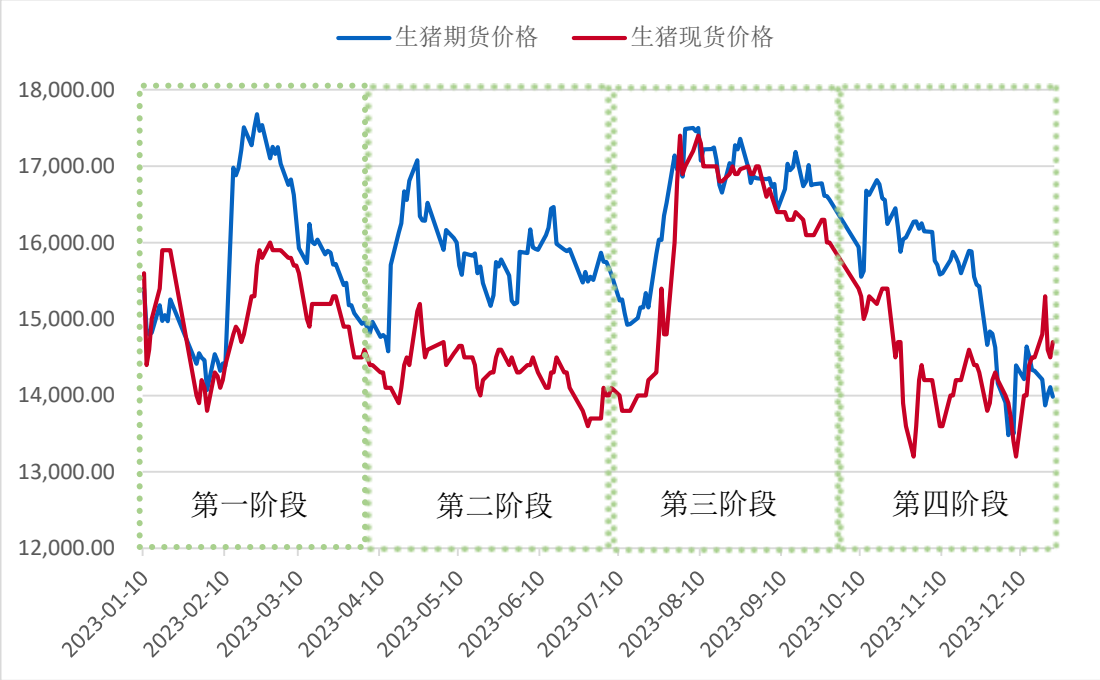
第二阶段（4 月-6 月）：4 月一直延续前期的跌势，在 4 月 16 日跌破 14 元/公斤，二次探底年内低点 13.8 元/公斤，在发改委连续发声加上部分二次育肥户的提前进场以及五一长假备货的多重利好刺激下，猪价走出“V”形反转，快速反弹至 15 元/公斤上方，五一长假后，由于供应整体仍然宽松，猪价继续下行，维持在 14-15 元/公斤区间震荡，6 月中下旬，在端午备货的提振下，猪价阶段性回暖，节后猪价继续走弱，6 月底，猪价再创年内新低，达到 13.6 元/公斤。

第三阶段（7 月-9 月）： 7 月上旬延续前期弱势格局，在猪粮比价跌破 5：1 的一级预警区间后，开启了年内第二次收储，但受猪肉消费拖累，猪价继续回落，再度跌破 14 元/公斤，随着养殖端抗价情绪渐起，价格重新企稳，进入下旬，随着出栏均重持续回落，市场大猪出现短缺，标肥价差持续走阔，在北方部分省份二次育肥户的带动下，市场情绪渐起，大型养殖企业也持续跟进，加上极端天气的影响，猪价开启上涨模式。8 月上旬则延续 7 月底的上涨行情，猪价一度接近 18 元/公斤的高位。但受市场持续偏弱的消费影响，8 月中下旬期间猪价上涨乏力，窄幅回调。进入 9 月，尽管出于对开学季以及月底中秋国庆双节的需求增量预期，但前期压栏以及二次育肥猪源的不断释放，供应压力增大，而需求虽有增量，但跟进不足，市场呈现旺季不旺的局面，猪价继续延续弱势调整的局面。

第四阶段（10 月-12 月）：国庆长假后，市场需求季节性下滑，同时由于前期供应后置加上遇到 10 月下旬河南、山东疫情，短期供应压力骤增，猪价再次陷

入下跌困境。此外，集团年度出栏率完成不好，11-12 月份出栏供应压力不减，且腌腊窗口期缩短，市场对于腌腊需求兑现力度预期有限，生猪价格继续延续下跌趋势。12 月中旬后随着全国降温，抛售减少，需求回暖，猪价迎来一波小幅反弹。

图表 1：生猪主力合约价格和河南生猪现货价格走势



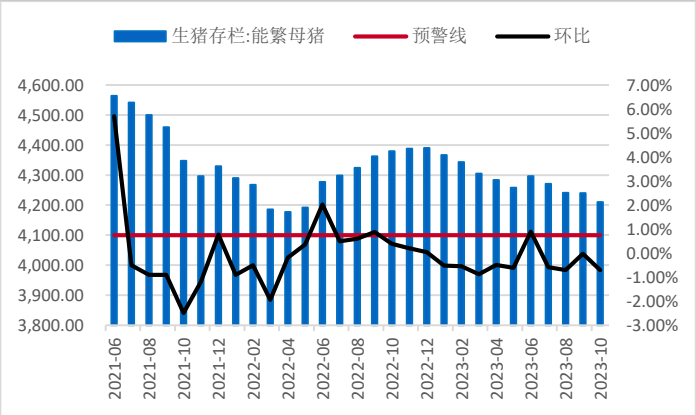
数据来源：大有期货投研中心，iFinD

二、生猪市场基本面分析

（一）能繁母猪持续去化，养殖效率不断提升

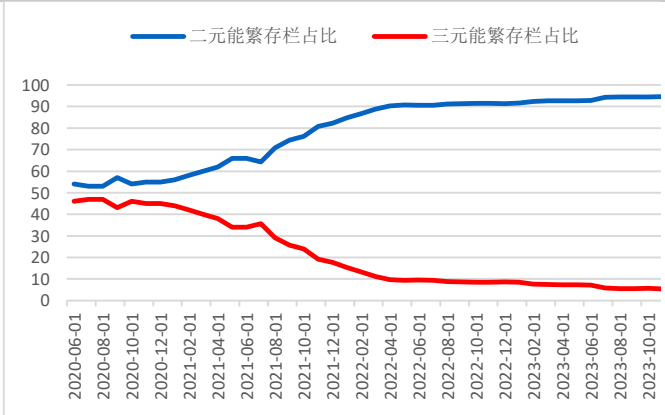
整个 2023 年能繁母猪产能都处在历史高位，尽管年内能繁母猪存栏持续下降，但伴随母猪各项性能指标不断提升，出栏持续放量，供应压力贯穿全年。根据农业农村部数据，截至 2023 年 10 月，全国能繁母猪存栏量 4210 万头，为 4100 万头正常保有量的 102.7%，同比下滑 3.86%，去化幅度较为有限。从 2023 年能繁去化的节奏来看，全年能繁都处在缓慢去化过程，但在 6 月期间小幅走高至 4296 万头，随后继续向下。理论上能繁母猪存栏代表 10 个月后商品猪的出栏量，这也就意味着 2023 年 3 月-10 月的能繁决定 2024 年前三个季度的生猪出栏也是处于不断下降的状态，但事实上，我们也要看到一些其他的变化，一方面，产能集中的规模场去化缓慢，且产业内倾向去劣留优，当前存栏母猪中多为 2-4 胎次的高效母猪。另一方面，二元母猪比例回归历史高位，能繁母猪生产效率提升，仔猪和育肥猪成活率提高，增加了生猪的供给。Mysteel 数据显示，11 月份二元母猪存栏占比 94.63%，超过前期历史高位，三元母猪存栏占比仅 5.36%。从生产效率来看，MSY 和育肥成活率也不断提高，根据 Mysteel 数据统计，最新的 MSY 为 16.5。同时，我们也要注意到近两年来，二元后备母猪的价格基本保持稳定，主要原因是行业现在规模化，集约化程度越来越高，大厂都有自己的育种来源，这些成本都不会反应到二元后备的价格上来，造成二元后备价格的失真，从我们调研的一些情况来看，养殖规模企业在能繁的补充上面都比较充足，这也许是今年 6 月能繁存栏反弹的原因，所以，从能繁存栏去看 2024 年生猪的出栏，我们认为随着规模化不断扩大，供应压力仍然不小。

图表 2：全国能繁母猪存栏量（万头）



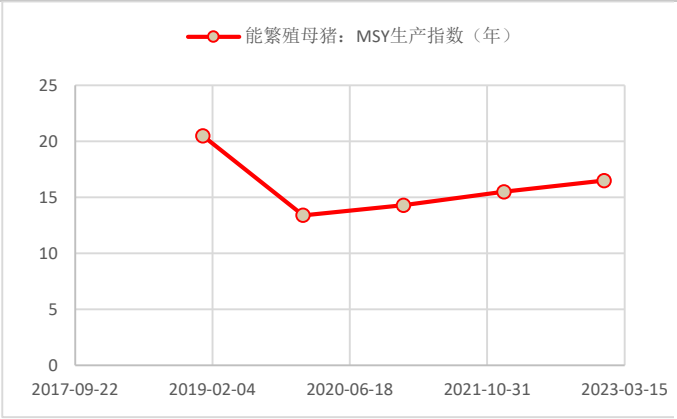
数据来源：大有期货投研中心，iFinD

图表 3：二三元能繁母猪存栏占比（%）



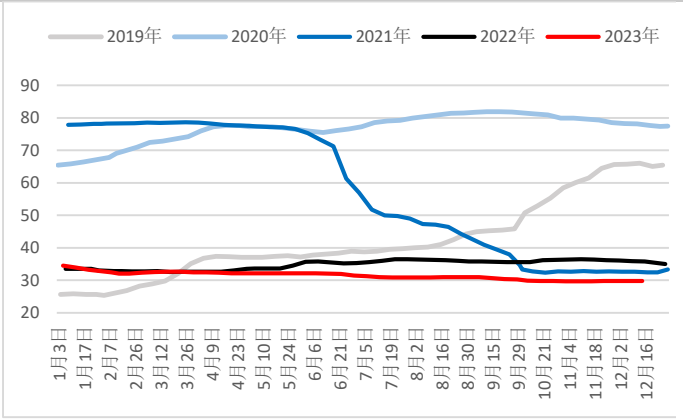
数据来源：大有期货投研中心，Mysteel

图表 4：能繁母猪 MSY 指数（头/年）



数据来源：大有期货投研中心，Mysteel

图表 5：二元后备母猪价格（元/公斤）



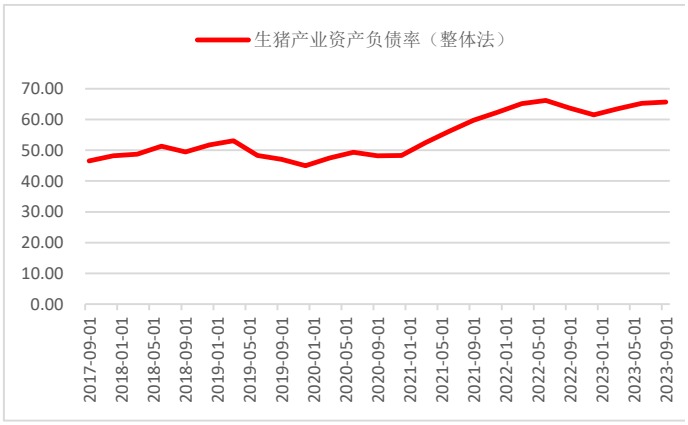
数据来源：大有期货投研中心，iFinD

（二）行业负债高企，养殖利润持续亏损

从国内上市养猪企业的财务数据来看，资产负债率大幅增加，流动比率下降到低位。但上市企业依仗着自身较强的融资能力，保证市占率不被吞噬，其产能仍不减反增，因此本轮产能去化以中小规模场和散户为主，进一步挤压散户和中小规模企业的生存空间。截至三季度末，当前上市猪企的资产负债率基本上均在60%-80%之间，行业平均资产负债率为 65.73%，高于 2022 年末的 61.53%，且仍有继续增加趋势。相反，短期偿债水平平均流动比率为 77.9%，远低于 22 年底的 88.6%。

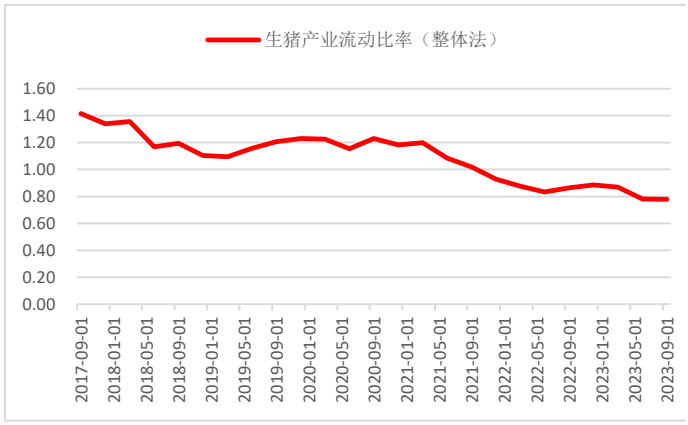
从养殖利润的情况来看，从 2022 年 12 月中旬以来，生猪自繁自养以及外购仔猪利润就开始进入亏损局面，2023 年全年仅在 7 月底-9 月底实现了两个月的利润窗口，其他时间都在成本线以下。究其原因，一方面在于生猪供大于求，价格缺乏提振。而另一方面，饲料价格高位，前期固定资产投入高，行业成本下降困难。目前头部养殖企业仅有极少数养殖成本能做至 15 元/kg 以下，大部分企业仍在 15.5-17 元/kg，年内绝大部分企业承受了较大面积的亏损.仅少数企业通过套期保值及降低成本实现了小幅盈利。在现金流极度紧张的前提下，部分企业不得不持续下调出栏目标。然而随着产能去化预期不断强化，市场也在博弈明年下半年的看涨行情，当前有较多企业在现金流还比较健康的前提下，继续选择逆势扩张，这也是当下规模企业产能去化缓慢的原因，甚至不排除在 2024 年有继续增加的可能性。

图表 6：上市生猪养殖企业平均负债率（%）



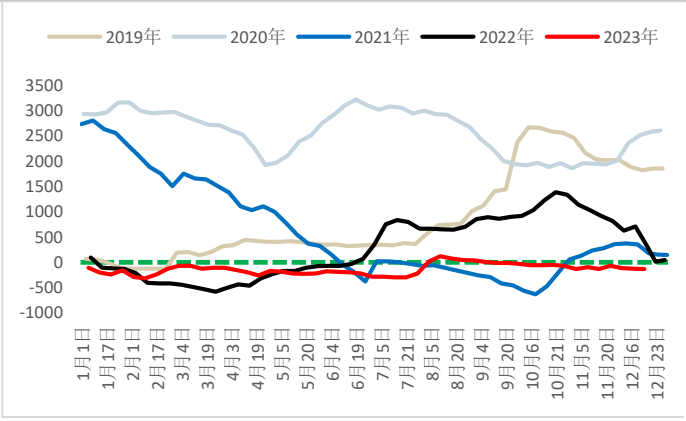
数据来源：大有期货投研中心，iFinD

图表 7：上市生猪养殖企业平均流动比率



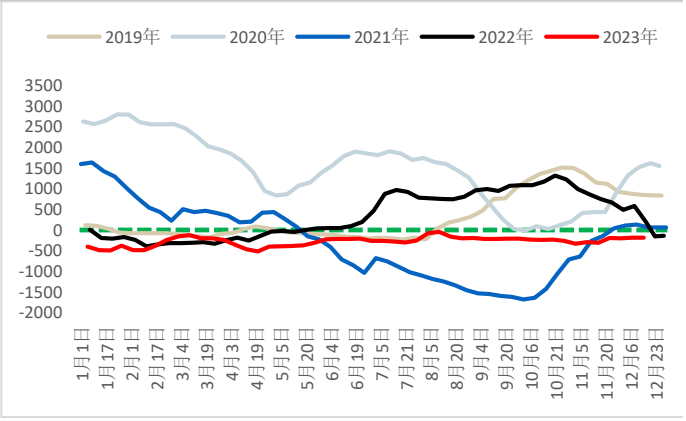
数据来源：大有期货投研中心，iFinD

图表 8：自繁自养养殖利润（元/头）



数据来源：大有期货投研中心，Mysteel

图表 9：外购仔猪养殖利润（元/头）



数据来源：大有期货投研中心，Mysteel

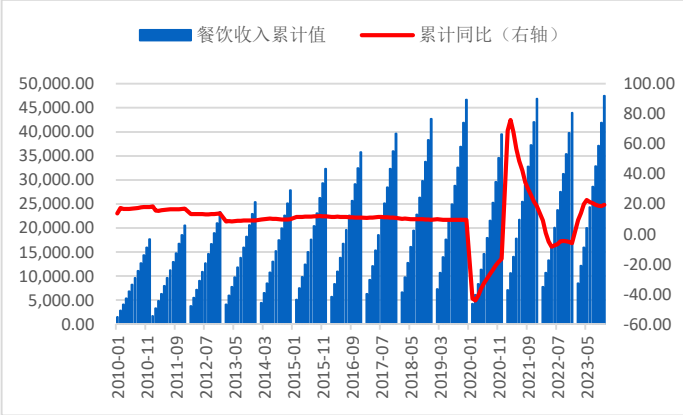
（三）餐饮有所恢复，猪肉消费表现乏力

从社零数据餐饮收入分项来看，2023 年 1-11 月累计总额为 4.75 万亿，同比增加 19.4%，这是因为 22 年还处于疫情期间，整体数据基数较低的缘故，而相较于疫情前的2019 年同期年复合增长率为 3.18%,增速整体低于疫情前的增长水平。而从 Mysteel 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。从时间节点上来看，进入 12 月前后，屠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。

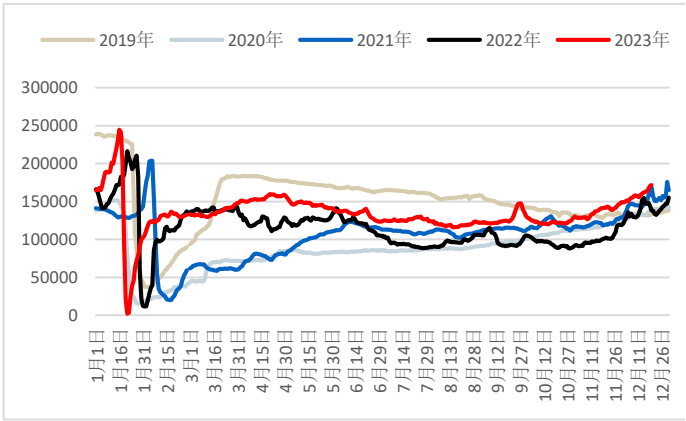
从鲜销情况来看，也反映了猪肉消费不及预期。2023 年 1-6 月屠宰企业猪肉鲜销率明显偏低，虽然猪价已经大幅下跌，但消费的承接仍比较有限，部分猪肉被动转化为库存。而 2023 年 10 月以来，鲜销率再度下跌，亦再次表明消费改善有限。从屠宰利润来看，全年屠宰端大部分时间维持亏损，鲜销走货不畅，抑制屠宰增量意愿，对猪价亦形成负反馈。

图表 10：中国社零餐饮收入（万亿）



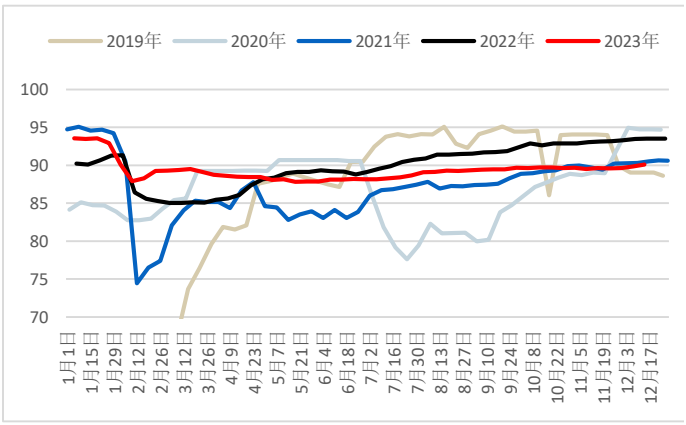
数据来源：大有期货投研中心，iFinD

图表 11：生猪日度屠宰量（头/天）



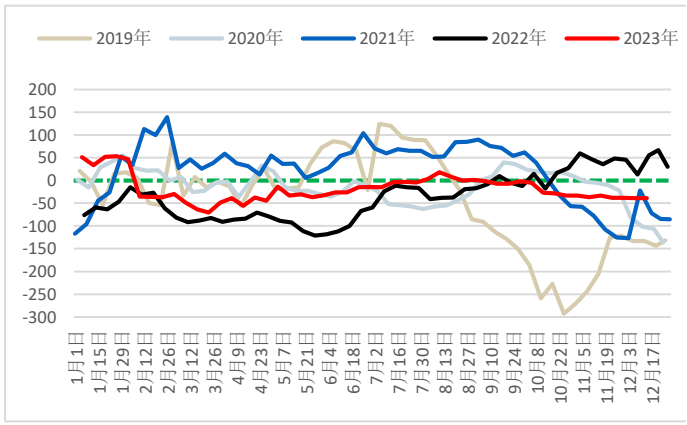
数据来源：大有期货投研中心，Mysteel

图表 12：猪肉鲜销率（%）



数据来源：大有期货投研中心，Mysteel

图表 13：屠宰毛利润（元/头）



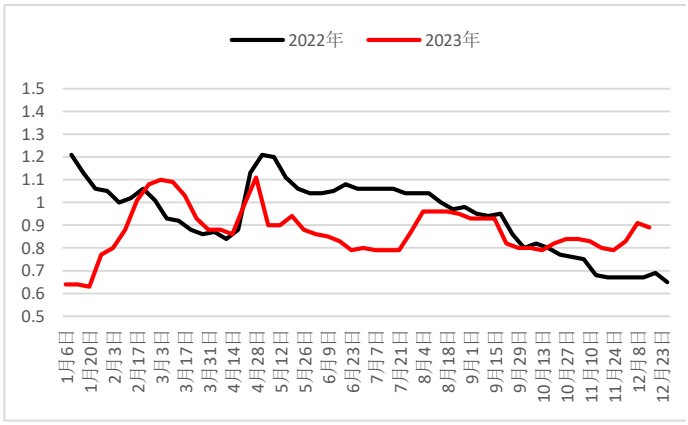
数据来源：大有期货投研中心，Mysteel

（四）疫情不可小觑，冻品压力难解

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养殖及供应。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，从 Mysteel 数据显示的 90Kg 以下商品猪出栏情况可以明显看到，在疫情高发时期出栏量显著增加，未来生猪价格或会产生结构性的机会。进入 2024 年，低利润格局预计延续，疫病影响仍将是不可忽视的重要因素。

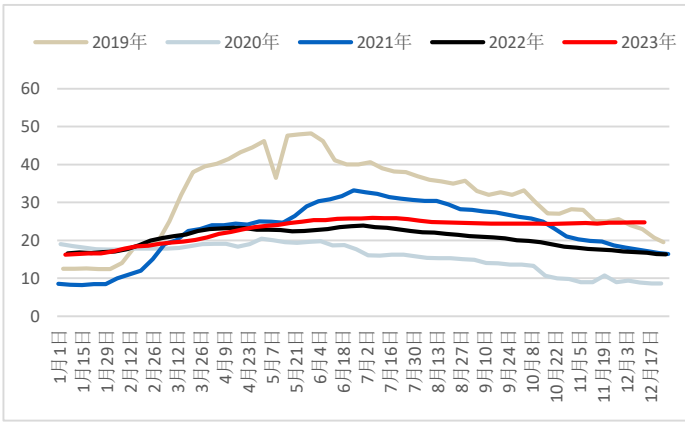
另一个方面，我们也要关注冻品方面的影响。2023 年一、二季度，伴随生猪价格下跌，屠宰企业主动或被动入了较多冻品库存。根据 Mysteel 数据，截至年底，冻品库容率仍在 25%左右，处在历史同期高位水平。从出库时间来看，冻品一般在春节前及来年上半年有较强的出货需求，届时将会压制现货价格。同时，高库存下，屠宰企业也难以如往年那样在上半年大量入库，从而支撑现货价格。而且即便库存轮换，供应压力也不会消失，只会后移，所以，冻品方面的压力或贯穿 2024 年全年。至于冻品库存高位如何影响明年的猪价，倘若 2024 年春节前存在价格上涨，或带来一波出货，压制年前现货价格，但对年后现货或能带来边际改善。但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，猪肉价格曙光更加扑朔迷离。

图表 14：90Kg 以下商品猪出栏占比(%)



数据来源：大有期货投研中心，Mysteel

图表 15：屠宰端冻品库容(%)



数据来源：大有期货投研中心，Mysteel

三、后市行情展望及策略推荐

（一）后市行情展望

对于 2024 年的猪价走势，我们认为仍要保持谨慎乐观，从能繁去化的角度，2023 年能繁全年处于去化趋势，相应的 2024 年的供应压力会缓慢减小，但从去化的幅度来看，2023 年全年处于长周期亏损的状态，加上疫情反复干扰，去化更多的是资金实力较弱的中小散户，规模企业影响相对有限，整体去化幅度较小。若再考虑生产效能的提升，有限的产能去化很难在 2024 年形成大的猪价转折点。从需求的角度来看，2023 年需求的季节性仍然存在，但相对供应的充足显得“无足轻重”，随着 2024 年供应的逐步减少，需求的淡旺季效应或将逐步显现，但考虑到整体经济运行状况，不可否认禽类的替代效应仍会有不可忽视的影响。从库存的角度来看，2023 年天量的冻品仍是悬在猪价上方的“达摩克利斯之剑”，冻品的消化节奏对猪价的影响仍需重点关注。从养殖风险的角度，随着规模化养殖不断增加，疫病防控水平也在不断上升，但我们也要看到，疫病的破坏力也更加集中，一旦爆发，影响将更加深远。基于此，我们认为在 2024 年供应压力会有所减少，猪价回归季节性的波动，但我们也要关注疫病等因素影响产生的结构性机会。

（二）策略推荐

03 合约仍处于年后消费淡季，适当关注 3-7 反套机会。

（三）风险提示

猪瘟疫情；上市猪企现金流情况；消费不及预期。

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表述的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点及见解以及分析方法，如与大有期货公司发布的其它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了大有期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映大有期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经大有期货公司允许批准，本报告内容不得以任何形式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本义的引用、刊发，需注明出处“大有期货有限公司”，并保留我公司的一切权利。

研究报告不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。

湖南证监局、省期货业协会温馨提示：期市有风险，入市需谨慎。

大有期货有限公司是现代投资股份有限公司全资子公司，于 2002 年 7 月在长沙成立，注册资本 8.3 亿元，总部设在长沙，是湖南省期货业协会会长单位。

大有期货作为现代投资“一体两翼”发展格局中“金融翼”的重点公司，经过多年积累，业务资质齐全，范围涵盖商品期货和金融期货经纪、投资咨询、资产管理、基金销售、风险管理、场外衍生品、做市商等，是大连商品交易所、郑州商品交易所、上海期货交易所、上海国际能源交易中心、广州期货交易所会员，中国金融期货交易所结算会员。公司在上海自贸区成立上海夯石商贸有限公司，从事风险管理相关业务；同时在长沙、上海、南京、郑州、合肥、济南、佛山等全国重点城市设有多家分支机构，业务覆盖范围广。

公司始终坚持服务实体经济、服务客户的宗旨，秉承“客户至上、专业稳健”的经营理念，以经纪业务为基础，风险管理和资产管理为核心，持续推动业务转型升级，致力为客户提供专业、安全、便捷、全面的金融服务，满足客户多层次的金融需求。未来，公司力争成为各项业务稳健发展、经营高效、客户信任的综合型衍生品金融服务商。

公司总部地址：湖南省长沙市芙蓉南路二段 128 号现代广场三、四楼

电话：0731-84409000　传真：0731-84409009

全国统一客服热线：4006-365-058　邮编：410114

网址：https://www.dayouf.com

分支机构：

总部事业一部

地址：湖南省长沙市天心区芙蓉南路二段 128 号现代广场 5 楼

电话：0731-84409089

长沙分公司

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 2402 房

电话：0731-84409101

总部事业二部

地址：湖南省长沙市天心区芙蓉南路二段 128 号现代广场 5 楼

电话：0731-84409089

长沙第一分公司

地址：湖南省长沙市开福区芙蓉中路一段 466 号（松桂园）501-506

电话：0731-84409030　　传真：0731-84409020

总部事业三部

地址：湖南省长沙市天心区芙蓉南路二段 128 号现代广场 5 楼

电话：0731-84409089

广东分公司

地址：佛山市南海区桂城街道桂澜北路 2 号亿能国际广场 2 座 1005、1006A 室

电话：0757-86255208　　传真：0757-86222961

北滘营业部

地址：广东省佛山市顺德区北滘镇君兰社区怡欣路 7 号丰明商务中心 6 楼 01 号

电话：0757-26631669

河南分公司

地址：河南省郑州市郑东新区金水东路 88 号楷林 IFC A 座 1309 室

电话：0371-63567766　　传真：0371-63567799

郴州营业部

地址：郴州市北湖区五岭大道一号林邑财富中心六楼

电话：0735-5777577　　传真：0735-5777566

江苏分公司

地址：南京市建邺区庐山路 288 号 4 幢 709-710 室

电话：025-58785981　　传真：025-58785981

合肥营业部

地址：安徽省合肥市政务区祁门路 333 号新地中心 A 座 3502 室

电话：0551-66104888　　传真：0551-65776701

山东分公司

地址：山东省济南市市中区经四路万达广场 C 座 407 室

电话：0531-82349019

上海营业部

地址:上海市中山北路 2550 号 1 幢 2 楼 B222-B225 室

电话：021-62854939　　传真：021-52711391

武汉分公司

武汉市东西湖区华尔登国际酒店二期写字楼 1 单元 37 层 1 号房

电话：027-59220179

邵阳营业部

地址：湖南省邵阳市大祥区西湖路 99 号 B 栋 3 楼

电话：0739-5123008　　传真：0739-5123016