

2024年10月8日

## 生猪养殖四季度或将进入利润快速去化周期

——10月生猪月度策略报告

分析师：

刘兵

从业资格证号：F03091165

投资咨询证号：Z0019876

联系电话：021-68757827

邮箱：liub@qh168.com.cn

联系人：

陈宇蓉

从业资格证号：F03113400

邮箱：chenyr@qh168.com.cn

## 投资要点：

- 今年四季度生猪整体处于供需双增的状态，但需求及备货预期依然要大大降低；此外，区别于猪价上行周期，四季度二育预计不会出现集中补栏并大幅提振市场预期，且随市场进入震荡调整阶段，二育出栏或也会相对灵活，对盘面直接影响幅度或明显小于三季度。因此，我们预计四季度生猪整体供应相对压力会偏大，10月份，短期再磨底后或出现以压栏惜售和二育补栏逻辑为主导的阶段性反弹行情为主，但上行高度会有限。
- 通过生产数据模拟出的生猪理论出栏供应情况来看，生猪三季度整体可供出栏量环比增加，四季度至明年一季度环比将持续增加。明年一季度叠加跨节后需求转淡，预期供应压力会更大，因此，双节（元旦、春节）前提前释放出栏压力的可能性偏高，这将额外拖累12月-1月消费旺季生猪出栏的价格。
- 我们认为，今年6月份上行周期阶段性超涨后回测的支撑价格区间17-17.5元/kg，依然是10月-11月份生猪现货价格可以参考的重要支撑；12月-1月价格重心有望下移，生猪养殖利润或将加速回归合理区间，现货关注15-16元/kg主流区间的行情波动。
- 期货市场方面，近月现货对生猪LH2411合约基差依然偏高，结合现货底部价格支撑预期，我们认为市场已计价10月份现货季节性下行压力，短期期货价格再下行空间或有限；中期，一方面值得特别注意的是，生猪现货基差从高位持续回落后，产业卖出套保风险大大降低，后期要重点关注来自产业资金的持续卖压；另一方面，尽管预计四季度肥标价差大概率会走扩，但生猪期货合约月间价差套利很难有趋势行情机会，建议区间操作为主。

## 风险因素：

- 1、四季度猪瘟散发再次引发阶段性供需错配，可能会造成短期价格超跌
- 2、肥标价差超预期上涨导致规模场生猪出栏节奏放缓，可能会引起跨双节价格剧烈波动
- 3、我们预计二育节奏对供需和行情节奏影响不大，但实际情况需要重点关注。

**结论：**养殖端10-11月要重点关注卖出套保机会，建议考虑在LH01合约上逢高卖出。

## 正文目录

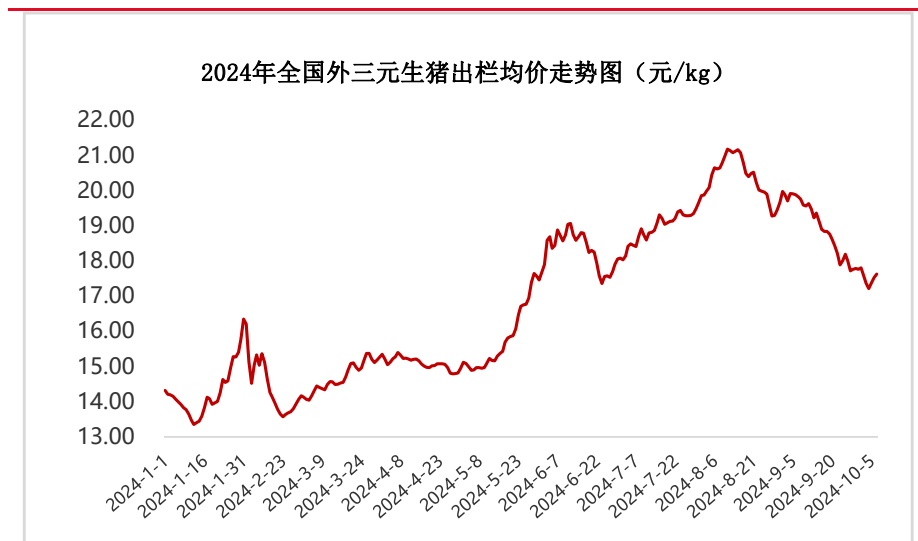
|                                    |   |
|------------------------------------|---|
| 1. 近期生猪市场表现及基本面分析 .....            | 4 |
| 2. 生猪市场后期行情逻辑要点分析 .....            | 5 |
| 2.1 从产能逻辑推演今年四季度至明年一季度生猪出栏供应 ..... | 5 |
| 2.2 今年四季度二育季节性入场或对强化支撑但驱动不足 .....  | 6 |
| 2.3 今年四季度旺季消费的季节性驱动预期依然要降低 .....   | 7 |
| 3. 生猪期现市场行情预期 .....                | 7 |

## 图表目录

|                                  |   |
|----------------------------------|---|
| 图 1 2024 年全国外三元生猪出栏均价走势图 .....   | 4 |
| 图 2 175kg 肥猪与标猪价差 .....          | 4 |
| 图 3 栏舍利用率 .....                  | 4 |
| 图 4 五部委：全国能翻母猪存栏（万头） .....       | 5 |
| 图 5 涌益中大规模养殖场样本：生猪理论出栏量 .....    | 6 |
| 图 6 母猪及仔猪生产指标 .....              | 6 |
| 图 7 商品猪季节性出栏体重 .....             | 6 |
| 图 8 商品猪季节性出栏体重在 150 公斤以上占比 ..... | 6 |
| 图 9 我国人均可支配收入和消费支出 .....         | 7 |
| 图 10 生猪养殖利润（自繁自养） .....          | 7 |

## 1. 近期生猪市场表现及基本面分析

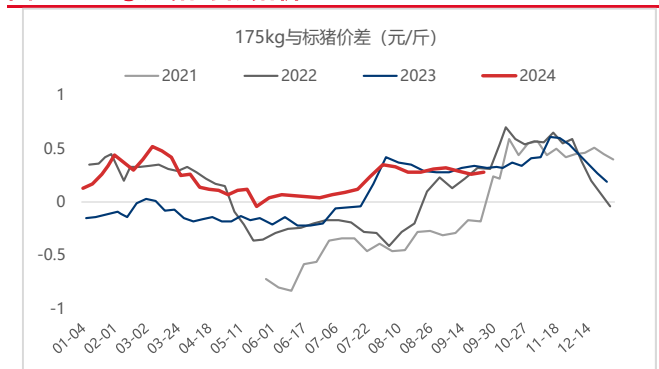
图1 2024年全国外三元生猪出栏均价走势图



资料来源：涌益咨询 东海期货整理

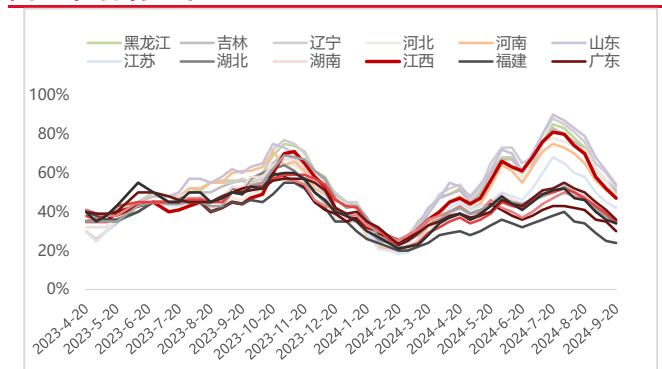
自今年6月底需求端负反馈机制主导下现货回调至17-17.5元/kg区间价格后，二育集中补栏使得价格获得较强支撑，并持续到8月中旬，生猪出栏价格持续上涨。从官方数据看，今年上半年规模以上定点屠宰量同比减少0.67%，出栏量同比也下滑3.07%，虽然出栏体重增加了，但是猪肉累计产量同比依然减少了1.7%。今年春节过后，生猪及猪肉供应都有明显缩减，价格始终处于上行周期。自7月以来，生猪出栏供应季节性环比继续减少，这是支撑现货价格持续上涨的核心逻辑，尽管需求持续疲软且处于季节性消费淡季，但随着市场上涨预期逐步兑现，且饲料成本下行、预期利润丰厚，二育补栏情绪很高。自6月20日至7月20日，根据涌益样本调研数据显示，江西、山东、辽宁、吉林等二育大省育肥栏舍利用率增加约20%至80%以上。进入8月，南方多个区域肥猪溢价水平较高，继续支撑二育及散养户惜售情绪；集团场7月以来顺势出栏增加，至8月初，整体出栏压力并不大，情况如同6月一般，在集团场进一步刺激猪价大幅上涨后，到月中下旬市场受需求负反馈情况拖累开始滞涨，同时伴随着二育大体猪出栏增加，价格开始快速下行。

图2 175kg肥猪与标猪价差



资料来源：涌益咨询 东海期货整理

图3 栏舍利用率



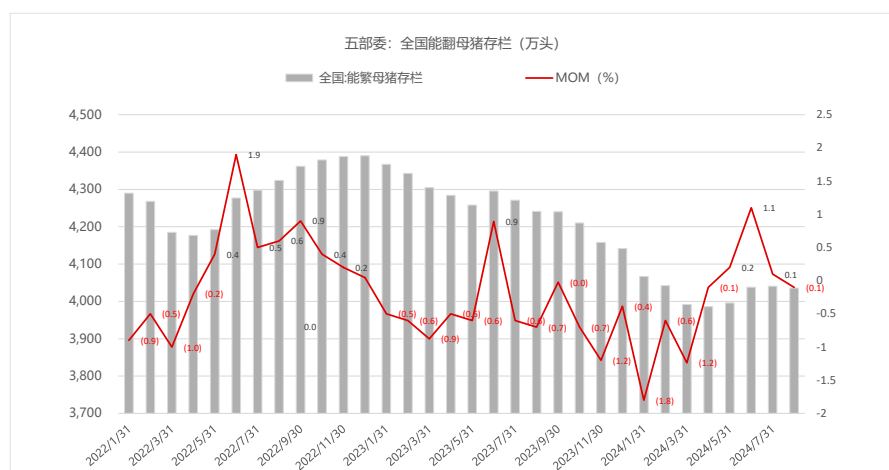
资料来源：涌益咨询 东海期货整理

9月猪价延续跌势并开始加速下行。首先，9月生猪出栏环比季节性增多；其次，自8月中旬猪价见顶回落至9月初，价格快速下跌超7%，寄希望于9月中秋及国庆节日消费，8月底二育大体重猪惜售增加，出栏节奏放缓、压力后置；最后，集团场8月计划出栏不足，9月计划出栏供应环比也在大幅增加。然而，9月节日备货表现平平，且价格快速下跌之后，市场信心略显不足，二育大体重猪也在加速去库、再补栏就变得十分谨慎，没有了6月、7月二育分流支撑，9月猪价呈加速下跌趋势。根据涌益样本统计数据显示，自7月下旬至9月底，育肥栏舍利用率从整体近65%水平降至40%左右，处于历史偏低水平，全国生猪出栏均价也从8月中旬21元/kg高位降至17.5-18元/kg区间。

## 2. 生猪市场后期行情逻辑要点分析

### 2.1 从产能逻辑推演今年四季度至明年一季度生猪出栏供应

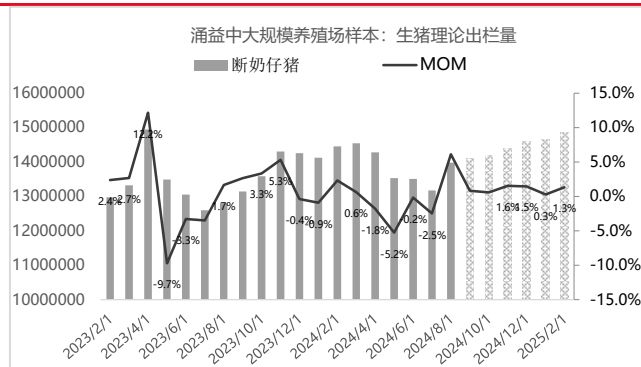
图4 五部委：全国能繁母猪存栏（万头）



资料来源：iFind 东海期货整理

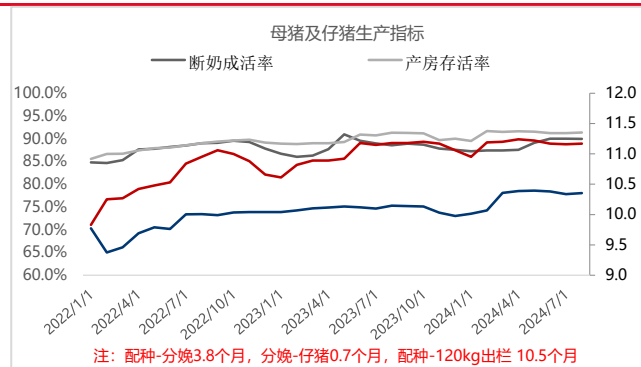
根据官方披露数据显示，截至今年7月，我国能繁母猪存栏量4041万头，相当于3900万头正常保有量的103.6%，处于绿色区间。此轮猪周期能繁母猪存栏同比自2023年1月起至2024年4月环比持续减少，其中2023年1季度能繁母猪环比减少1.94%。根据产能逻辑推到未来10-11月生猪出栏量，理论上今年一季度出栏量环比出现下滑，已得到验证，二季度出栏量加速下滑也已经兑现。值得注意的是，2023年下半年能繁母猪存栏量环比出现加速下滑趋势，结合淘汰母猪情况看，主要是主动或被动淘汰了部分低效母猪。2023年下半年开始至今，从生产数据来看，窝产健仔数、配种分娩率、育肥成活率都比2022年、2023年上半年有明显提高。这有可能导致2023年下半年母猪少了，但是今年下半年生猪供应并不一定会减少。通过生产数据模拟出的生猪理论出栏供应情况来看，三季度整体出栏量环比有明显增加，四季度可供出栏量环比将继续增加。

图5 涌益中大规模养殖场样本：生猪理论出栏量



资料来源：涌益咨询 东海期货整理

图6 母猪及仔猪生产指标



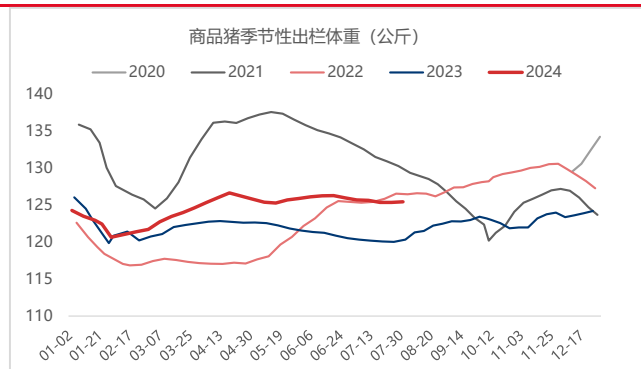
资料来源：涌益咨询 东海期货整理

2024 年以来至 4 月，能繁母猪存栏量持续下滑，但是今年持续到 6 月仔猪价格大幅上涨，进一步促进了母猪和仔猪生产效率的提高，尤其是今年 3 月至今配种分娩率和产房存活率很高，这就导致今年三季度断奶仔猪数量并没有因为母猪减少而减少，从而也会导致明年一季度生猪可出栏供应量环比将持续增加。总体来看，明年一季度叠加跨节后需求转淡，预期供应压力会更大，因此，双节（元旦、春节）前提前释出出栏压力的可能性偏高，如 9 月末提前释放四季度出栏压力一般，那这将额外拖累 12 月-1 月消费旺季的生猪出栏价格。

## 2.2 今年四季度二育季节性入场或对强化支撑但驱动不足

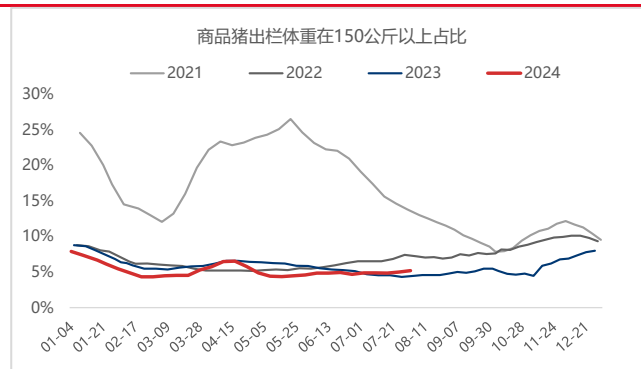
今年在官方产能预期管理下，生猪期货价格充分发挥了价格发现功能，并指引市场预期相对一致。本轮猪周期在价格顶部兑现后，进入下行周期，生猪基差回归十分顺畅，市场行情及情绪切换也非常快。目前二育预期利润减弱，且不确定风险陡增，具体看：一方面，市场预期价格下行，且宏观消费环境偏差、节日消费季节性驱动明显不足，高价猪肉接连两次负反馈行情印象十分深刻。今年三季度在 6 月底至 7 月中旬，上行周期二育相对集中入场，但到 8 月底至 9 月陆续分散出栏，市场对后市信心也略显不足。另一方面，在经历去年疫病冲击之后，今年四季度对养殖风险的担忧也客观存在。

图7 商品猪季节性出栏体重



资料来源：涌益咨询 东海期货整理

图8 商品猪季节性出栏体重在 150 公斤以上占比



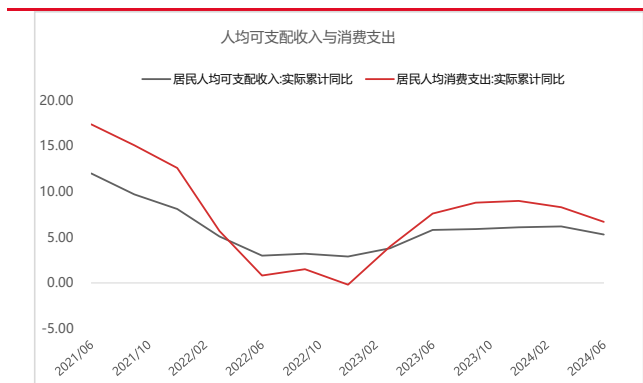
资料来源：涌益咨询 东海期货整理

进入四季度，随着天气转冷，将逐步迎来肥猪季节性消费旺季。目前肥猪和标猪价差偏低，且整体出栏体重并不高，随着生猪价格下行之后，二育季节性补栏预计仍会出现；此外，如果预期的集团场提前释放明年一季度出栏压力，则不排除 11-12 月肥标价差超预期扩大行

情，这将进一步提振二育补栏的风险偏好。整体而言，区别于上行周期，四季度二育预计不会出现集中补栏并大幅提振市场预期的行情，且随市场进入震荡调整周期，二育出栏或也会相对灵活，对盘面直接影响幅度或明显小于三季度。

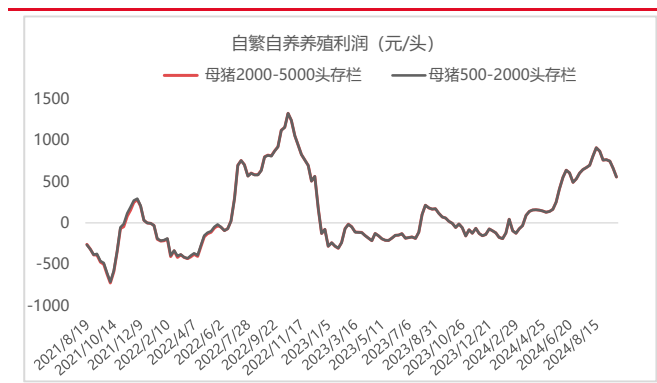
## 2.3 今年四季度旺季消费的季节性驱动预期依然要降低

图9 我国人均可支配收入和消费支出



资料来源：国家统计局 东海期货整理

图10 生猪养殖利润（自繁自养）



资料来源：涌益咨询 东海期货整理

根据国家统计局数据显示，我国上半年猪肉表观消费量同比下滑 1.7%。今年以来，截至 6 月份，我国人均可支配收入和消费支出累计同比数据都在收缩，消费水平和能力修复缓慢；截至 8 月份，我国餐饮收入累计环比增幅 6.6%，增幅继续收缩。9 月底，国内密集发布一揽子宏观、货币、房地产政策，有助于整体市场的消费信心回升，但短期对终端生鲜消费刺激或有限，且猪肉消费具有刚性特征，预计在短期供应相对确定的情况下无法直接提振生猪市场预期。此外，降准降息有助于缓解养殖企业负债压力，股市流动性利好也能更好地保证上市猪企的资金流动性，一方面消费疲软预期不变且产能充足，后市去利润周期内能翻母猪存栏继续扩增的空间或依然有限；另一方面，产业高资产负债率和资金流动风险在降低，产业持续高利润或变得更不可持续。预计双节前后生猪自繁自养利润或回归正常的利润波动区间 -200 到 200 元/头。根据涌益数据显示，今年四季度自繁自养生猪出栏成本在 13.5-14 元/kg，那么四季度现货底部价格可多关注 15-15.5 元/kg 区间行情。

## 3. 生猪期现市场行情预期

进入 10 月，国庆假期生猪出栏价格先跌后涨，期间白条消费增量一般，肥标价差小幅走扩，山东、河北、东北及江西全国低价地区价格在来到 17-17.5 元/kg 区间之后，市场挺价惜售及二育补栏情绪略升温。展望后市，四季度生猪整体处于供需双增的状态，但需求及备货预期依然要大大降低，且考虑明年一季度部分供应压力有可能提前到四季度末释放。因此，我们预计四季度生猪整体供应相对压力会偏大，10 月份，短期再磨底后或出现以压栏惜售和二育补栏逻辑为主导的阶段性反弹行情为主，但上行高度会有限。我们认为，今年 6 月份上行周期阶段性超涨后回测的支撑价格区间 17-17.5 元/kg，依然是 10 月-11 月份生猪现货价格可以参考的重要支撑；12 月-1 月生猪价格重心有望下移，生猪养殖利润或将加速回归合理区间，现货多关注 15-16 元/kg 主流区间的行情波动。期货市场方面，近月现货对生

猪 LH2411 合约基差依然偏高，结合现货底部支撑预期，我们认为市场已计价 10 月份现货季节性下行压力，短期期货价格再下行空间或有限；中期，一方面值得特别注意的是，生猪现货基差从高位持续回落后，产业卖出套保风险大大降低，后期要重点关注来自产业资金的持续卖压；另一方面，尽管预计四季度肥标价差大概率会走扩，但生猪期货合约月间价差套利很难有趋势行情机会，建议区间操作为主。

## 重要提示

本报告由东海期货有限责任公司研究所团队完成，报告中信息均源于公开可获得资料。东海期货力求报告内容的客观、公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的观点、结论和建议等全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，也未考虑个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所导致的任何损失负任何责任，交易者需自行承担风险。本报告版权仅为东海期货有限责任公司研究所所有，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，须注明出处为东海期货有限责任公司。

### 东海期货有限责任公司研究所

地址：上海浦东新区峨山路505号东方纯一大厦10楼

联系人：贾利军

电话：021-68757181

网址：www.qh168.com.cn

E-MAIL: Jialj@qh168.com.cn