

2024年12月9日

生猪养殖成本降低或带动猪价重心下移

——2025年生猪年度投资策略

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：

- 现阶段生猪养殖规模化发展进程中，行业的生物安全防护水平、疫病防控及环保可持续发展理念都已经有了质的飞跃，未来生猪产业因疫病、投资、政策因素影响而造成产能巨大波动的可能性在降低，我国生猪产能调控因此也越来越精准。在这种产能总体稳定且呈现季节性调整特征的发展形势下，未来猪价不仅出现周期性大幅波动的可能性在降低，而且全年价格季节性波动可能也会越来越趋于平滑。
- 目前我国生猪产能监测及调控制度越发完善，如果产能能够维持在绿色区域，基本可以确保行业的利润。现阶段，我国生猪产能整体处于绿色区间中上沿，养殖利润或能维持在合理区间中下沿。我们预期，2025年全年生猪养殖成本或在13-13.5元/kg，全年商品猪出栏均价或在13.5-14.5元/kg（预期销售利润率在4%-8%）。
- 目前养殖主体出栏计划都在提前，预计12月-明年1月生猪出栏供应量将达到阶段性高峰，价格承压风险偏高。尽管我们预计明年3月份需求的淡季生猪出栏量同比会有1%-2%的增量，但市场库存调节支撑能力同比会大大增强，猪价因此出现供需错配风险依然偏低。总体看，明年春节过后，2月-4月猪价波动或相对平滑。此外，明年生猪整体出栏供应减少，叠加三季度季节性供应缩减影响，期间出现超涨行情的可能性依然存在；四季度，需求进入旺季，预计价格季节性波动特征会比今年突出。

风险因素：

生猪阶段性供需错配是引发猪价出现超季节性行情的主要原因。

- 1、非瘟疫情是全年值得关注的系统性风险事件
- 2、二次育肥造成阶段性供需错配，供给压力后置导致的市场风险大大增加。传统二育入场的时间节点有两个，5月-6月、9月-10月，这两个阶段的猪价季节性表现容易被干扰。
- 3、大集团场的出栏节奏也有可能造成阶段性供需错配。
- 4、除了以上几点，能够引发全年季节性供需节奏发生变化，从而造成价格超预期波动的因素还包括跨省调运政策、环保政策、防疫政策等系统风险因素，都值得重点关注。

结论：2025年猪价以季节性行情波动为主，全年期货价格主流运行区间或在13000-15000元/吨。特别注意明年下半年饲料成本价格上涨风险，生猪期货价格预期因此可能上移。

正文目录

1. 2024 年生猪市场行情回顾	4
1.1 全年生猪现货市场表现及行情逻辑	4
1.2 全年生猪期货市场运行情况	5
2. 2025 年生猪市场供需及节奏预期	7
2.1 生猪养殖行业发展及周期性行情新特征	7
2.2 生猪市场整体的供需形势	7
2.3 生猪市场供需节奏及潜在的错配风险分析	8
3. 2025 年生猪养殖成本估值及猪价预期	10

图表目录

图 1 2024 年商品猪出栏价格	4
图 2 2024 年生猪期货连续合约价格	5
图 3 生猪 LH01 合约波动率 (HV22)	5
图 4 生猪 LH05 合约波动率 (HV22)	5
图 5 生猪 LH07 合约波动率 (HV22)	6
图 6 生猪 LH11 合约波动率 (HV22)	6
图 7 生猪现货基差 (LH09)	6
图 8 生猪现货基差 (LH11)	6
图 9 生猪现货基差 (LH07)	6
图 10 生猪现货基差 (LH05)	6
图 11 全国能繁母猪存栏量	8
图 12 国内猪肉消费总量	8
图 13 我国 60 周岁以上人口占比	8
图 14 生猪理论出栏量	9
图 15 样本饲料企业销售环比数据	9
图 16 历史猪价季节性表现	9
图 17 规模养殖场即期出栏肥猪成本	10
图 18 规模养殖场自繁自养利润	10

1. 2024 年生猪市场行情回顾

1.1 全年生猪现货市场表现及行情逻辑

图 1 2024 年商品猪出栏价格



资料来源：USDA 东海期货整理

今年一季度生猪出栏价两次探底，1月腌腊及元旦消费高峰过后，随着天气降温，需求回暖及春节备货周期启动，同时去年10-12月中部及华北地区猪瘟散发导致的滞后性影响显现，生猪出栏体重从124kg至月末快速降至120kg，出栏肥猪供应不足，肥标价差也创下历史同期高位，这支撑生猪现货价格从13.5元/kg触底反弹至16元/kg，涨幅18.5%。2月进入跨春节交易周期，节前市场走量积极、节后需求惯性回落，大体符合季节性行情特点。不同以往的是，今年春节前屠宰场资产负债率普遍高、资金回流需求大，节后冻品库存依然高且也面临进口冻品集中到港的冲击，节后分割入库一度停滞，2月屠宰开工率也是同比大幅降低，今年春节后生猪现货价格因此出现了再探底行情。此后自2月底3月初起，养殖主体普遍开始抗价惜售，叠加二次育肥分流托底，生猪现货价格逐步开始反弹，生猪出栏体重也开始从每头120kg一路增至126kg。

进入4月后，生猪出栏供应同比便开始减少，供需大体平衡，价格也在15元/kg上下窄幅震荡，但是五一劳动节后，二育补栏积极性很高，季节性供应环比也在逐步减少，支撑生猪价格从15元/kg一路上涨至19元/kg，至6月中旬已涨幅26.7%。然而，6月整体处于消费淡季、白条烂市、屠宰缩量，需求端负反馈机制开始限制现货价格在高位波动，自月下旬开始，二育及集团场也在顺势出栏增加，短短时间内，现货价格快速下跌至17.5元/kg上下。

进入三季度，猪价引来年内最强势上涨阶段，一直持续到8月中旬，猪价最高涨至21元/kg。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；此外，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，二育补栏情绪依然很高，尤其是进入8月后，南方多个区域肥猪溢价水平较高，继续支撑二育入场及散养户惜售情绪。自8月中旬猪价冲高见顶后，直接开始周期性回调。截至11月底，猪价从最高21元/kg回调23.8%至16元/kg。12月处

于冬至消费小高峰，且随天气转冷，消费进入旺季，但猪价仍未见止跌迹象。今年以来至4月，全国能繁母猪存栏量持续下滑，且仔猪价格较好，进一步促进了母猪生产效率的提高，四季度育肥猪出栏并没有因为一季度母猪减少而减少。此外，进入四季度以来，规模养殖场计划出栏量都在提前，散户大肥猪在冬至消费高峰出栏意愿也比较强，价格表现较为疲软。

值得注意的是，今年猪价上涨周期内，大集团场的出栏节奏和二次育肥行为，一方面都带来了短期的供需错配，另一方面两者都逐渐发展成为了市场可监测的情绪指标。今年集团养殖场在5月份、7月份，随着猪价上涨顺势出栏在增加，而至次月初，出栏节奏稍放缓，均刺激猪价迎来了新高。目前二次育肥群体也越发成熟，规模也越来越大，俨然成为了调配季节性供需的主要推动力，今年猪价多次因为二育补栏而上涨、因为二次育肥猪出栏而下跌。

1.2 全年生猪期货市场运行情况

图2 2024年生猪期货连续合约价格



资料来源：USDA 东海期货整理

2024年猪价呈现周期性特征，全年期货价格振幅大概在5.4%，在6月-9月猪价上行周期，期货预期表现相对一致，区间期货价格波动率明显小于现货价格波动。期货的价格发现功能表现得十分突出。

图3 生猪 LH01 合约波动率 (HV22)



资料来源：iFIND 东海期货研究所

图4 生猪 LH05 合约波动率 (HV22)



资料来源：iFIND 东海期货研究所

图5 生猪 LH07 合约波动率 (HV22)



资料来源: iFIND 东海期货研究所

图6 生猪 LH11 合约波动率 (HV22)



资料来源: iFIND 东海期货研究所

全年生猪期货价格波动率 (HV22) 相比 2023 年有明显收窄, 且波动率 (%) 相对集中在 10-20。据观察, 上半年生猪期货合约波动率偏低, 在下半年期货合约波动率有抬高, 尤其是在交割月次月, 像 6 月、8 月、10 月、12 月的生猪期货合约波动率 (%) 或在 20 左右。此外, 今年生猪现货基差收敛性进一步增强。从目前生猪期现回归规律来看, 生猪期货因交割成本的缘故基本都是贴水 (基差为正) 进入交割, 0 -500 元/吨均属于正常基差范围。

图7 生猪现货基差 (LH09)



资料来源: iFIND 东海期货整理

图8 生猪现货基差 (LH11)



资料来源: iFIND 东海期货整理

图9 生猪现货基差 (LH07)



资料来源: iFIND 东海期货整理

图10 生猪现货基差 (LH05)



资料来源: iFIND 东海期货整理

在过去的三年, 2月-4月现货对远月期货基差都是负值, 且处于合约期内低位, 和全年生猪现货季节性规律十分契合, 每年2月-3月猪价处于全年低位, 4月-5月趋向反弹、7月

-8月常处于全年猪价最高的时候。远月期货预期相对一致，导致2-4月期货价格常大幅升水现货（基差为负）。此外，生猪强季节性规律使得生猪基差的趋势性和季节性特征也十分突出。

2. 2025 年生猪市场供需及节奏预期

据农村农业部数据统计，截至10月，全国能繁母猪存栏量为4073万头，是正常保有量的104.4%（绿色区域：能繁母猪月度存栏量处于正常保有量的92%-105%区间，正常保有量3900万吨，统计局数据可查）。本轮生猪产能周期自2023年开始去化，一直持续到今年4月份，产能去化幅度9.2%。今年以来尽管能繁母猪存栏量同比有明显下跌，但生产效率提高使得全年生猪和猪肉供应也得看基本保障。截至三季度统计，今年生猪累计出栏量同比下滑3.15%，但出栏体重同比增加2%，猪肉产量同比下滑仅1.4%。猪价上涨对猪肉消费量的有一定的直接影响，这是客观规律。今年预计全年猪价均价16.5-17元/kg，同比增加11%，相应看今年猪肉消费整体其实还尚可。

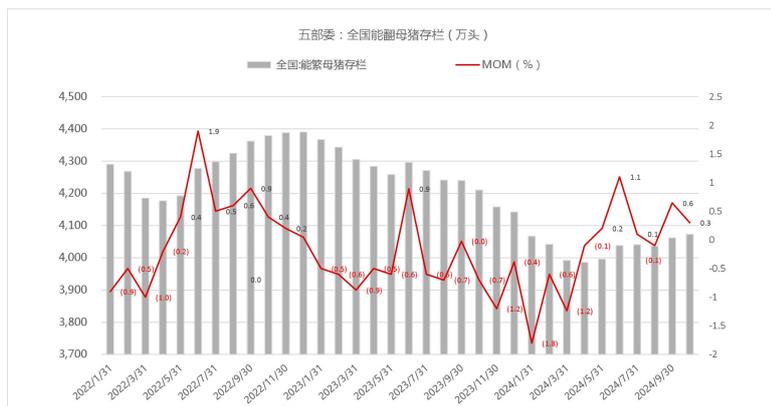
2.1 生猪养殖行业发展及周期性行情新特征

现阶段，据官方数据披露，截至2023年底我国生猪规模化养殖水平就已经达到了68.1%了，仅20年时间便提高了近60%，这是政策和资本导向的结果。随着规模化养殖水平不断提升，我国生猪产能调控的也越来越精准，今年我国能繁母猪存栏在4月份见底，3月-5月能繁母猪存栏量在3990万头，6月-8月存栏量在4040万头，9月-12月预计存栏量或在4070万头左右。今年产能修复阶段，一是扩产都比较谨慎，整体维持稳定；二是产能根据季节性需求精准调整的规律特征有所显现。后期在这种产能总体稳定且呈现季节性调整特征的发展形势下，未来猪价不仅出现周期性大幅波动的可能性在降低，而且全年价格季节性波动可能也会越来越趋于平滑。

生猪养殖规模化发展也使得行业生物安全防控水平、疫病防控、环保可持续生产理念都有质的飞跃，未来生猪产业因疫病、投资、政策因素影响而造成产能巨大波动的可能性在降低；相反，长周期的需求因素导致的产能缓慢去化的可能性在增加。除此之外，值得注意的是，在经历2019-2022年固定资产投资、生产性生物资产加速提升之后，又经历2023年长周期亏损，生猪养殖行业资产负债率普遍比较高。今年以来，生猪养殖进入高盈利周期，一方面兑现了产能去化之后猪价上涨，另一方面主要是全年饲料成本价格下行且下跌速度太快，这大大丰厚了养殖利润，养殖行业资金负债压力因此得到初步缓解。今年三季度以来，虽然22家上市猪企中，19家企业的资产负债率都较6月末进一步下降，但仍处在较高位置。然而，目前正处于行业利润加速去化阶段，且后期饲料端价格风险明显增加，行业降本增效压力可能会更大，由此带来现金的流动性风险而被动去产能的可能性依然存在。除此之外，我国目前整体的规模化程度仍有很大的发展空间，畜牧行业基础产能也依然过剩，环保压力又是养殖行业持续要面对的问题，政策趋严也有可能再加速低效产能去化，从而造成猪价新一轮的周期性波动，但相对确定的是，周期性波动幅度预计会越来越窄。

2.2 生猪市场整体的供需形势

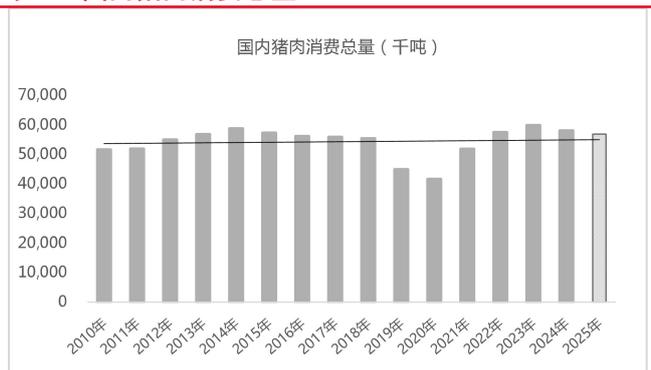
图 11 全国能繁母猪存栏量



资料来源：iFIND 东海期货整理

今年自 6 月份至今，全国生猪产能持续稳定，此次盈利周期内产能扩产都比较谨慎。至 10 月份，我国全国能繁母猪存栏量同比减少 3.2%，相比 2023 年底 4142 万头量减少 1.67%。预计 2025 年生猪出栏供应及猪肉产量同比都会收缩。USDA 预期 2025 年中国全年猪肉产量是 5550 万吨，同比下滑 1.98%。

图 12 国内猪肉消费总量



资料来源：iFIND 东海期货整理

图 13 我国 60 周岁以上人口占比



资料来源：iFIND 东海期货整理

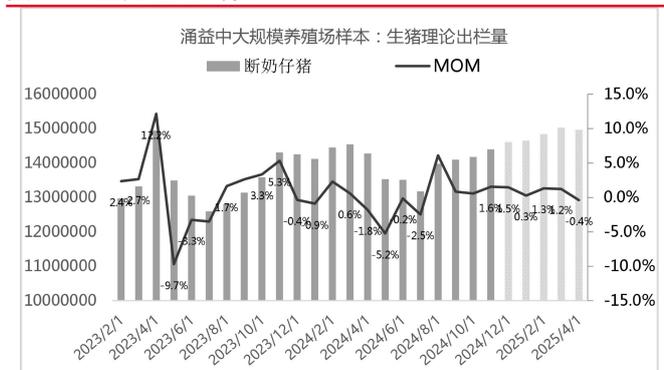
需求方面，生猪作为最大的生鲜食品，也是动物蛋白的主要来源，近年来随着人口红利消失逐步消失，人口结构也在加速老龄化，猪肉消费总量已经进入下行通道，这是未来的大趋势。近几年，全国房地产及基建项目资金增势放缓，重劳动活动场景减少，猪肉消费环比下滑幅度偏大。此外，全球经济增速放缓，我国人均可支配收入和消费支出累计同比数据也都在收缩，猪价过高导致的需求负反馈行情预计愈发突出。“十四五”后期，以正常年份全国猪肉产量在 5500 万吨时的生产数据为参照，明年生猪预计呈供需双减趋势，大体或能维持平衡，猪价因此或能维持在合理利润区间波动。

2.3 生猪市场供需节奏及潜在的错配风险分析

明年生猪供需矛盾并不突出，猪价大体将呈现季节性波动特征，供需错配往往是引发猪价出现超季节性行情的主要原因。其一，非瘟疫情是全年值得关注的系统性风险事件，非瘟散发后短期因恐慌性抛售生猪供应会增加，而提前出栏会导致未来 1-2 个月的供应可能会减

少。其二，二次育肥造成阶段性供需错配，供给压力后置导致的市场风险大大增加。传统的二育入场的时间节点有两个，5月-6月、9月-10月，这两个阶段的猪价季节性表现容易被干扰。其三，大集团场的出栏节奏也有可能造成阶段性供需错配。除了以上几点，能够引发全年季节性供需节奏发生变化，从而造成价格超预期波动的因素还包括跨省调运政策、环保政策、防疫政策等系统风险因素，都值得重点关注。

图 14 生猪理论出栏量



资料来源：涌益咨询 东海期货整理

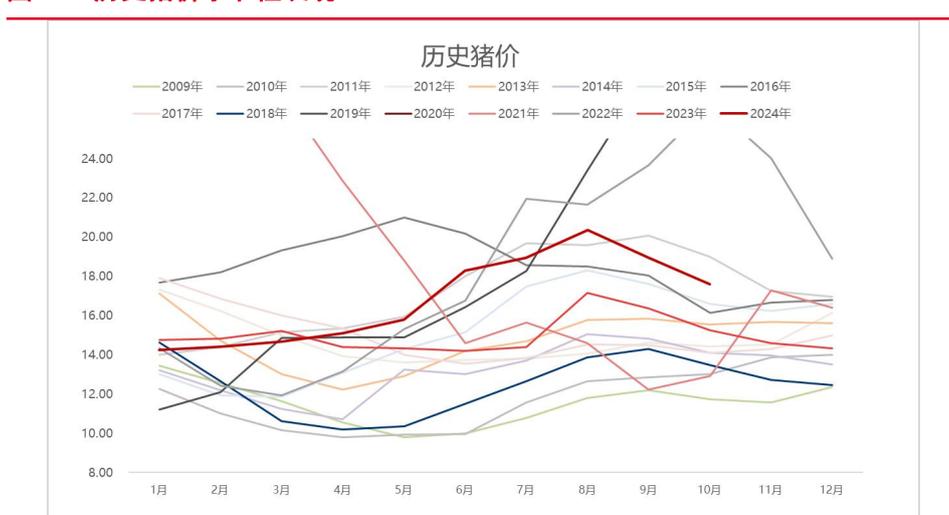
图 15 样本饲料企业销售环比数据



资料来源：涌益咨询 东海期货整理

从中期看，按照断奶仔猪量往后推算 6 个月的育肥猪出栏，我们可以看到，中大型养殖场今年四季度整体同比增幅大概在 2.46%。目前养殖主体出栏计划都在提前，预计 12 月-明年 1 月生猪出栏供应量将达到阶段性高峰，价格承压风险偏高。明年 2 月跨春节假期，理论的生猪出栏量一方面或在 1 月份提前出栏，另一方面季节性压栏导致 3 月份出栏量会有增加，我们预计明年 3 月份生猪出栏量同比会有 1%-2%的增量。需求方面，今年 2-3 月冻品库存较高，且屠宰企业资金周转压力偏大，限制了季节性库存调节能力。然而，今年整体屠宰利润略有好转，且冻品库存持续在相对偏低水平，如果明年 2-3 月份猪价季节性承压，预计市场库存调节支撑能力会大大增强，猪价因此出现供需错配风险偏低。

图 16 历史猪价季节性表现



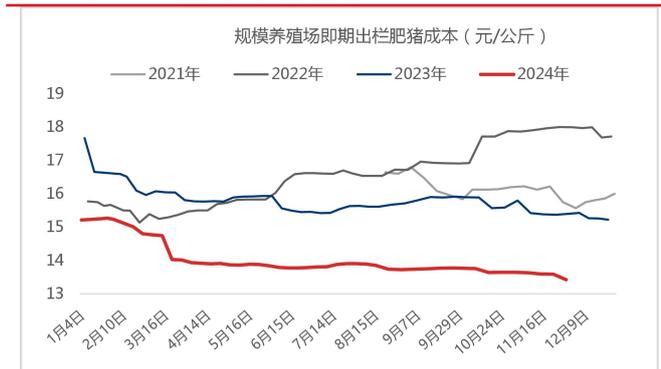
资料来源：涌益咨询 东海期货整理

明年4月份，结合今年10月份教保料销售环比数据看，预计生猪出栏供应量环比将出现拐点。从以往规律看，二季度供需均处于淡季，供应环比下滑也符合季节性特征，猪价往往在经历春节后传统的价格低位阶段开始修正性反弹。值得注意的是，近年来二次育肥群体越来越大，二育不仅是带来阶段性供需错配，也逐渐发展成为了市场可监测的情绪指标。因此，在2-3月全年猪价最低的阶段，在春节后猪价不存在超跌风险的预期下，如果二育入场参与，我们预计会促使2月-4月的猪价波动或相对平滑。除此之外，每年7月-8月虽然处于需求淡季，但是猪价因季节性供应减少而常常处于年内高点。明年生猪整体出栏供应都会减少，叠加季节性供应缩减影响，三季度很容易出现超涨行情；四季度，需求进入旺季，预计价格季节性波动特征会比今年突出。

3. 2025 年生猪养殖成本估值及猪价预期

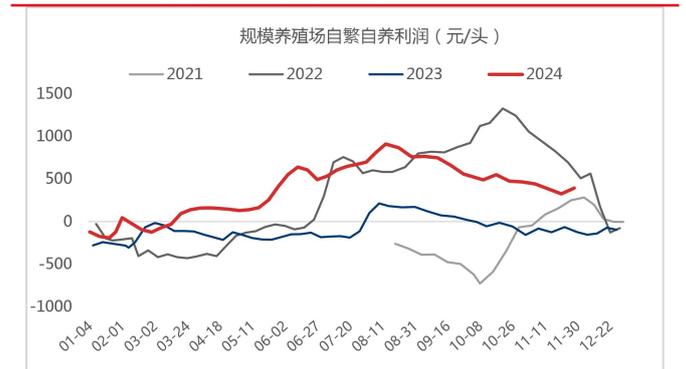
根据涌益咨询样本统计数据，今年规模场平均完全养殖成本价格在14元/kg左右。根据上市猪企最新披露得数据，我们目前看到超九成企业成本已经降至14元/kg以内，头部一梯队猪企牧原集团10月披露的养殖完全成本已经降至13.4元/kg，其年内目标为13元/kg。此外，2025年大部分上市猪企预期的养殖完成成本目标基本都设定在13元/kg左右。

图 17 规模养殖场即期出栏肥猪成本



资料来源：涌益咨询 东海期货整理

图 18 规模养殖场自繁自养利润 (元/头)



资料来源：涌益咨询 东海期货整理

现阶段，我国畜牧行业最大的问题就是基础产能过剩，消费需求乏力，成本竞争加剧。过去十年我国畜牧业全拿行业销售利润率平均值在8.5%，其中近三年平均利润率仅有1.3%。据市场消息称，过去十年20家上市猪企平均销售利润率仅为4%，生猪养殖行业已经进入了低利润周期。我国生猪产能监测及调控制度越发完善，如果产能能够维持在绿色区域，基本可以确保行业的利润。目前我国生猪产能整体处于绿色区间中上沿，养殖利润或能维持在合理利润区间中下沿，因此，我们预计明年商品猪出栏均价或在13.5-14.5元/吨（预期销售利润率波动率区间4%-8%）。

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