



华泰期货
HUATAI FUTURES

生猪“弱现实，强预期”下的配置机会

研究院 农产品组

研究员

邓绍瑞

☎ 010-64405663

✉ dengshaorui@htfc.com

从业资格号：F3047125

投资咨询号：Z0015474

李馨

✉ lixin@htfc.com

从业资格号：F03120775

投资咨询号：Z0019724

白旭宇

☎ 010-64405663

✉ baixuyu@htfc.com

从业资格号：F03114139

投资咨询证号：Z0023055

薛钧元

☎ 010-64405663

✉ xuejunyuan@htfc.com

从业资格号：F03114096

投资咨询证号：Z0023045

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

内容摘要

节后生猪市场呈现高供应、弱需求的双重压力格局，现货价格持续震荡走弱，市场整体情绪偏谨慎，行业预期普遍承压。从前期能繁母猪产能推演，短期生猪供给总量仍处于相对充裕水平，供给压力尚未得到有效释放，叠加养殖端出栏进度受下游承接力度有限影响，出栏压力仍存后移可能性，上升本轮猪价磨底周期拉长风险。短期猪价大概率延续弱势震荡格局，养殖利润及仔猪销售进入亏损区间，将推动能繁母猪产能主动去化进程。当前生猪市场已形成典型的弱现实、强预期格局，即近月合约紧密贴合现货基本面，受现货价格走弱及市场情绪拖累持续承压，远月合约则维持升水结构，反映市场对中长期供给收缩、价格修复的预期。可关注三类交易机会：

- 1) 单边滚动做空，或近空远多的跨期套利策略；
- 2) 做空盘面养殖利润，依托原料贴水价差优势；
- 3) 期货端空配叠加生猪板块股票多配的对冲机会。

目录

内容摘要.....	1
一、现货价格下滑，养殖盈利收缩.....	3
二、供应压力偏高，体重被动上升.....	4
三、企业成本及现金流压力.....	6
四、策略建议.....	8

图表

图 1: 2022-2026 年生猪外三元价格 单位：元/公斤.....	4
图 2: 南北方生猪价差 单位：元/公斤.....	4
图 3: 2021-2026 年不同规模自繁自养利润 单位：元/头.....	4
图 4: 外购仔猪育肥利润 单位：元/头.....	4
图 5: 2022-2026 年规模化养殖场存栏数 单位：万头.....	6
图 6: 2022-2026 中小散养殖场存栏数 单位：万头.....	6
图 7: 2022-2026 年生猪出栏均重 单位：公斤.....	6
图 8: 2022-2026 肥标基差 单位：元/斤.....	6
表 1: 上市生猪企业最新养殖完全成本 单位：元/斤.....	7
表 2: 上市生猪企业最新资产负债率 单位：%.....	8

一、现货价格下滑，养殖盈利收缩

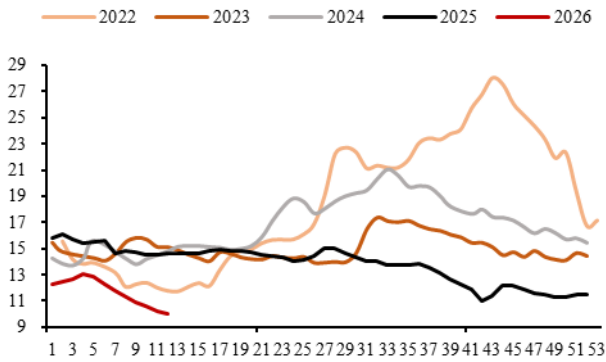
步入3月节后淡季，国内生猪现货价格延续弱势震荡下行态势，当前全国均价于10.0元/公斤关键整数关口获得阶段性支撑，但若养殖端出现集中出栏仍不排除价格有进一步下探风险。从成本端来看，该价位已跌破国内多数养殖主体的现金流盈亏平衡线，养殖端陷入深度亏损区间，短期生猪价格下行动能将有所弱化但仍需观察关键支撑点位。

猪价处于历史同期最低位，市场抄底情绪有所升温，二次育肥入场意愿、冻品商入库备货积极性均出现边际回升，但此类阶段性操作难以形成扭转行情的趋势性力量。究其核心原因，当前生猪市场供需宽松格局未改，猪价低位磨底周期预计仍将延续，短期抄底行为的盈利兑现空间受限；尤其对于二次育肥群体而言，1-2个月内生猪价格难现大幅反弹，短期实现可观盈利的概率偏低，叠加豆粕、玉米等饲料原料成本中枢抬升，进一步压缩养殖利润空间、放大投机性操作风险。

区域价差方面，节后南北生猪价差完成快速修复，节前因主产区出栏压力集中释放导致的价差倒挂格局已消失，回归正常区间水平。分区域来看，北方产区存栏供应压力虽边际小于南方销区，但在全市场整体供应充裕、节后终端消费持续疲软的大背景下，需求端疲弱态势进一步凸显，且北方地区因本地消费复苏滞后、供需错配的矛盾表现更为突出。

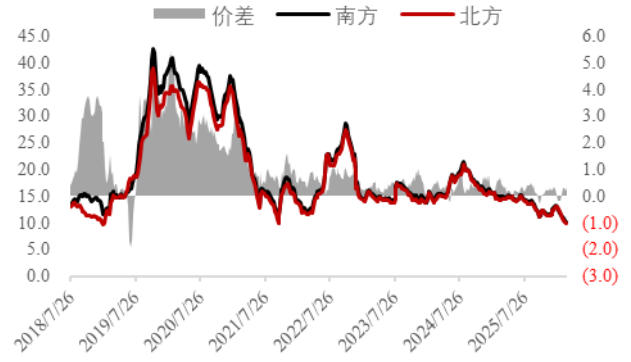
生猪养殖行业盈利持续恶化，行业陷入深度现金流亏损区间。截止2026年3月19日数据显示，当前自繁自养模式头均亏损280.18元，外购仔猪育肥模式头均亏损189.07元，生猪价格节后延续单边下行走势，已跌破养殖端现金流成本线，行业盈利全面承压。自繁自养平均亏损280.18元/头，外购仔猪养殖亏损189.07元/头，随着生猪价格节后持续延续下滑至跌破养殖端现金流成本，养殖利润陷入深度亏损中。分模式来看，自繁自养利润已回落至2023年同期低位水平，亏损幅度进一步加深，外购育肥模式得益于2025年9-10月仔猪淡季低价，养殖成本较低，当前亏损幅度低于自繁自养模式。从周期角度来看，自繁自养利润更能反映行业真实成本压力与产能主动去化的核心驱动力。结合短期猪价磨底走势与盈利承压程度判断，预计本轮猪周期行业产能去化加速的关键窗口期已开启。

图 1: 2022-2026 年生猪外三元价格 | 单位: 元/公斤



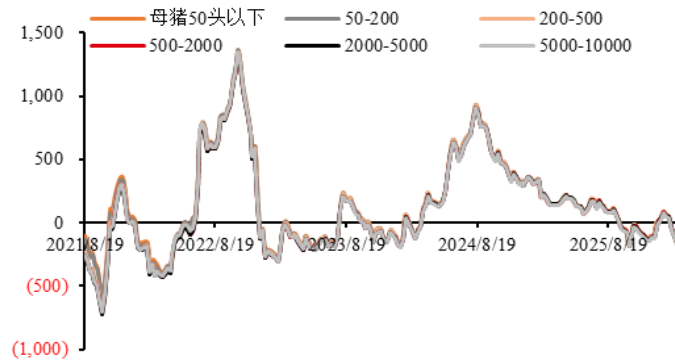
数据来源: 涌益咨询 华泰期货研究院

图 2: 南北方生猪价差 | 单位: 元/公斤



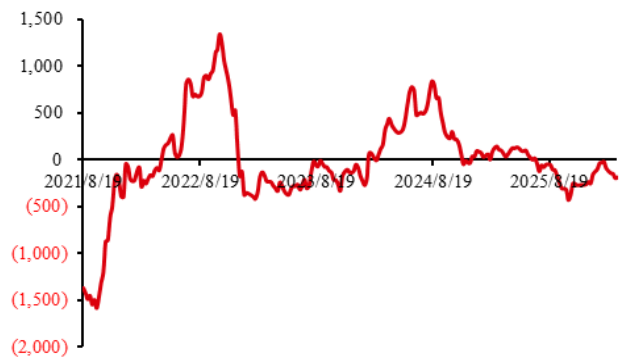
数据来源: 涌益咨询 华泰期货研究院

图 3: 2021-2026 年不同规模自繁自养利润 | 单位: 元/头



数据来源: 涌益咨询 华泰期货研究院

图 4: 外购仔猪育肥利润 | 单位: 元/头



数据来源: 涌益咨询 华泰期货研究院

二、供应压力偏高，体重被动上升

截至 2026 年 2 月末，样本监测数据显示，规模场存栏环比增长 1.79%，中小散户存栏环比增长 1.35%，同比分别增长 5.57% 与 11.89%，存栏水平位居同期高位。2 月存栏止跌回升，结束此前连续四个月的小幅下滑态势，环比增幅较为明显。短期回升主要与春节因素导致出栏窗口期收窄相关，中长期仍体现行业供应压力偏大。从仔猪先行指标推演，全年存栏大概率维持高位，供应端压力将持续体现。

从存栏结构维度拆解，近期小猪存栏延续环比小幅下行趋势，截至最新监测时点仍处于历史同期偏高区间。基于仔猪 - 育肥传导周期推演，2026 年 Q2 标猪出栏压力或呈现季度环比收窄，但当前小猪存栏基数仍处高位，即便环比走降，短期整体供应压力仍将维持历史同期高位水平。后续需持续跟踪小猪存栏同比转负的时间节点，这将

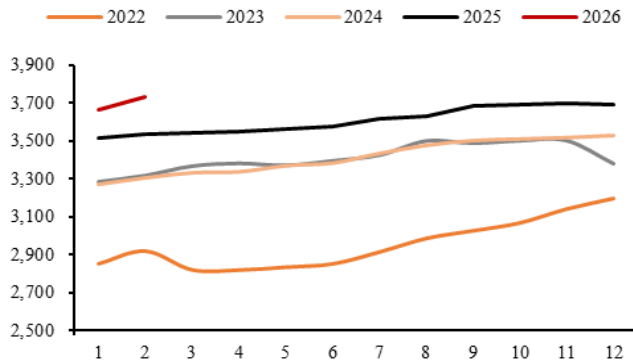
是供应压力初步缓解的核心信号。考虑到近年生猪产能持续累积，小猪存栏需出现一定幅度的同比下滑，才能标志行业整体供应偏宽松格局出现实质性扭转。

从大猪存栏变动看，其同比增幅显著小于小猪存栏，核心源于两点：一是母猪产能提升的惯性更快传导至仔猪端，直接推高小猪存栏基数；二是在供应宽松、养殖亏损背景下，养殖端普遍采取顺势出栏策略。2月大猪存栏数据的环比走升侧面验证节前部分大猪供应压力的后移。综合来看，生猪存栏压力在短期内预计仍难以有效消化。2月大猪存栏环比回升，侧面验证了春节前部分大猪因下游承接力不足而延后至节后释放的现象。综合判断，短期生猪存栏压力仍难以有效消化，供应端宽松格局将持续压制猪价反弹空间。

节前养殖端出栏降重预期偏弱，叠加节后下游终端接货能力有限，养殖端生猪库存出现被动积压，出栏均重持续环比上行，致使今年以来出栏均重处于历史同期最高水平。存栏压力偏大与终端消费需求不足共同导致库存被动积压，进一步加剧短期供应宽松格局，拉长后续供应消化周期。截至3月19日当周，全国生猪出栏均重为128.62公斤，较上周环比增加0.07公斤。当前养殖端已形成主动降重预期，短期生猪供应或集中释放，供应端边际变化或将对猪价形成新一轮下行压力。值得注意的是，目前仍处消费淡季，下游承接能力偏弱，或延缓降重进度，并使供应压力转化为屠宰端库存积压。受出库节奏影响，短期集中释放的供应压力仍可能对中期猪价形成压制。因此，在整体供应宽松格局下，对短期供应集中释放不宜过度乐观。按历史规律，5公斤的出栏均重降幅通常可在月内完成，后续需持续跟踪出栏节奏及出栏均重回落进度。

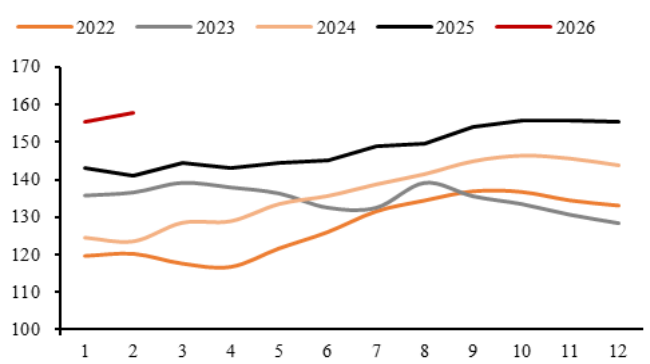
标肥价差受大体重猪源终端需求疲软制约，节后持续偏弱运行，整体表现不及节前预期。近期养殖端出栏节奏加快，标猪供应体量逐步回升，带动标肥价差阶段性走扩。当前市场对猪价磨底周期拉长已形成一致性预期，短期二次育肥盈利空间持续受限，因此标肥价差走扩暂未有效提振二次育肥规模扩张，对猪价的托底支撑力度相对有限。若二季度中后期标肥价差仍能维持相对高位水平，或阶段性升温养殖端二次育肥情绪，形成短期提振作用。

图 5: 2022-2026 年规模化养殖场存栏数 | 单位: 万头



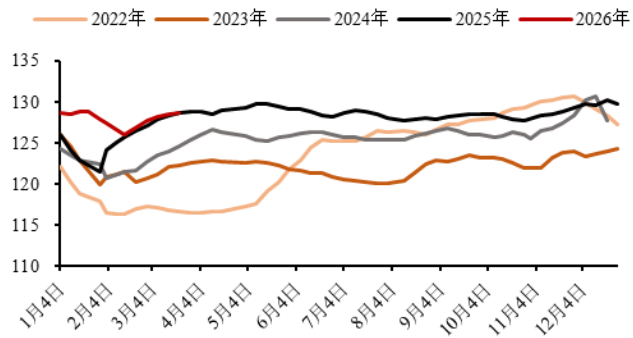
数据来源: 钢联数据 华泰期货研究院

图 6: 2022-2026 中小散养殖场存栏数 | 单位: 万头



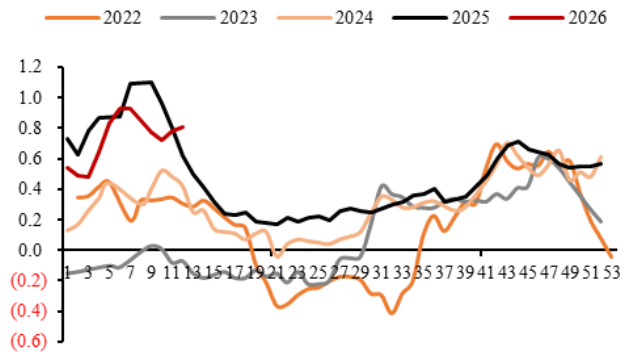
数据来源: 钢联数据 华泰期货研究院

图 7: 2022-2026 年生猪出栏均重 | 单位: 公斤



数据来源: 涌益咨询 华泰期货研究院

图 8: 2022-2026 肥标基差 | 单位: 元/斤



数据来源: 涌益咨询 华泰期货研究院

三、企业成本及现金流压力

国内上市生猪养殖企业完全成本呈现明显梯队分化。当前第一梯队完全成本集中在 11.80-12.10 元 / 公斤, 与第三梯队成本差距达 0.6-0.8 元 / 公斤, 折合头均盈利差异约 100 元 / 头。成本差异主要由养殖规模、产能及生产效率决定。从目前透露的信息来看, 2026 年多家头部企业已将完全成本目标设定在 12.0 元 / 公斤以下, 未来成本下行空间仍将主要来自种猪改良、繁殖效率提升及精细化管理。

表 1: 上市生猪企业最新养殖完全成本 | 单位: 元/斤

梯队	企业名称	最新完全成本 (元/斤)
第一梯队	牧原股份	6
	德康农牧	5.95
	温氏股份	6
	神农集团	6.05
第二梯队	新希望	6.1
	立华股份	6.15
	天康生物	6.19
	正邦科技	6.3
	大北农	6.3
	天邦食品	6.46
第三梯队	中粮家佳康	6.55
	金新农	6.63
	东瑞股份	6.97
	京基智农	6.7
	傲农生物	6.55
	罗牛山	7.05

生猪养殖行业具备典型的重资产属性，叠加猪周期剧烈波动影响，上市猪企整体资产负债率偏高，且呈现清晰的梯队化分化格局。其中，牧原股份、温氏股份等头部企业依托成本管控优势，资产负债率控制在 50%-60% 的区间，财务抗压能力显著优于行业尾部企业。对于负债率突破 70% 警戒线、且债务结构中短期有息负债占比偏高的企业而言，猪周期底部盈利持续承压阶段，极易面临现金流收紧、偿债压力加剧的流动性风险。展望 2026 年，头部猪企将同步推进降本增效与债务结构优化，普遍制定 1-3 个百分点的负债率下调目标，以温氏股份为例，公司计划将 2026 年末资产负债率进一步压降至 48% 左右。

当前生猪养殖行业已步入深度亏损区间，叠加后续仔猪盈利大概率逐步走弱，全行业亏损格局进一步深化，理论层面将倒逼养殖端主动推进产能去化。但结合历史周期盈利规律来看，受前期行业盈利基数支撑，短期行业产能大幅去化的进度或相对有限，与此同时，本轮产能去化亦存在滞后演绎可能，不排除复制 2023 年行情走势，即旺季证伪或不及预期之后，行业才会进入实质性产能去化阶段，对应时点或推迟至 2026 年第三至第四季度。

表 2: 上市生猪企业最新资产负债率 | 单位: %

企业	牧原	温氏	新希望	天邦	正邦	大北农	唐人神
2023-03	56.37	59.22	70.40	83.15	156.99	59.01	60.83
2023-06	60.06	61.32	71.79	85.78	160.10	60.71	62.07
2023-09	59.65	60.31	72.76	87.03	162.61	63.00	64.75
2023-12	62.11	61.41	72.28	86.73	53.97	66.29	64.84
2024-03	63.59	63.37	74.03	80.74	50.43	67.75	67.35
2024-06	61.81	58.95	72.99	78.40	50.67	67.31	65.92
2024-09	58.38	54.86	70.85	73.85	47.05	65.29	65.1
2024-12	58.68	53.14	69.01	72.58	46.42	63.45	63.35
2025-03	59.20	51.45	69.25	71.79	44.91	64.42	64.73
2025-06	56.06	50.57	68.78	69.83	45.69	63.98	64.5
2025-09	55.50	49.41	69.49	70.27	47.50	64.63	65.51

四、策略建议

当前生猪市场情绪整体偏空，市场对猪价低位磨底、猪周期拉长的走势已形成一致性预期。LH2605 合约价格持续走弱，跌破 10000 关口后转入窄幅震荡格局，期现基差呈现小幅升水结构。对比 3 月初行情节点，市场悲观预期进一步发酵、预期重心再度下移，成为 LH2605 合约走势复刻前期 LH2603 合约弱势行情的核心驱动因素。当前养殖端在降重预期升温的背景下，出栏节奏有所加快，短期生猪供应面临集中释放的压力。叠加猪价弱势运行周期拉长、仍存进一步下探空间，养殖端短期盈利预期持续偏弱，进而抑制二次育肥入场积极性，同时冻品分割入库意愿亦处于低位。现阶段行业整体产能充裕、产能去化节奏迟缓的核心矛盾，已在期货盘面得到阶段性计价。

此前 LH2607 合约在 12000 关口附近形成阶段性支撑，伴随猪价磨底周期确定性持续强化，该支撑位已被有效跌破。从时间维度推演，后续 LH2607 合约有望跟随现货市场阶段性修复迎来估值修复行情，重新回升至 12000 上方的概率较高，短期建议以震荡思路布局应对。

远月合约 LH2609、LH2611 及 LH2701 当前盘面已隐含产能去化的预期计价，这一预期主要基于当前行业深度亏损背景下的周期推演逻辑。从合约结构拆分来看，年内到期的远月合约（LH2609、LH2611）对应的产能去化幅度预计相对有限，核心原因在于当前产能去化尚未进入实质性加速阶段，短期内难以对年内供给形成显著影响。当前生猪价格持续处于低位运行区间，行业自繁自养头均亏损幅度较大，结合历史周期规律，这一阶段有望成为本轮生猪周期产能去化的关键启动窗口。截至目前，产业端仍未出现明显的主动去化行为，按照生猪产能传导周期推演，供给端压力出现明显缓和

的信号，大概率需延后至明年二至三季度开始逐步显现。若今年上半年出现阶段性出栏集中释放或行业产能去化节奏超预期加快等情形，将进一步强化预期逻辑，LH2609、LH2611 及 LH2701 合约有望在预期驱动下提前实现盘面走强，兑现估值修复逻辑。因此，考虑到远月合约具备明确的产能去化以及 Q1 为年内供应压力高峰期，且当前盘面估值仍有修复空间，建议对 LH2609、LH2611 及 LH2701 合约采取逢低布局多单的操作思路，等待基本面驱动因素逐步兑现。整体而言，今年上半年 LH2609、LH2611 及 LH2701 三个远月合约预计将维持整体同向波动格局，在行业未出现明显产能去化信号背景下，各合约间价差短期内预计维持窄幅震荡态势。具体策略如下：

1) 单边交易与跨期套利策略：单边滚动做空或近空远多的跨期套利为主。空头头寸重点布局于 LH2605 合约，以短空操作为主。当前 LH2605 已回落至 10000 附近，考虑到供应压力尚未实质性缓解、现货基本面依然偏弱，期价预计整体延续震荡偏弱走势，但具有下方空间仍待确定现货下滑幅度的风险，操作上宜保持谨慎，以短空为主。LH2607 合约下方空间更多受预期主导，从时间节奏观察，4—5 月份有望伴随现货企稳迎来阶段性修复行情，建议以区间震荡思路对待。待 LH2605 合约交易进入尾声后，若空头头寸向 LH2607 转移，可适当提高操作频率，灵活应对盘面波动。远期合约 LH2609、LH2611 及 LH2701 均以逢低布局多单，等待驱动兑现。

2) 做空盘面养殖利润策略：采取做空生猪期货+同步做多玉米、豆粕期货的对冲组合操作。当前生猪市场处于供应宽松的低位磨底阶段，短期猪价上行驱动力匮乏，期价反弹承压明显，与此同时，饲料端受原料成本刚性支撑，盘面相较现货维持贴水格局，具备一定安全边际，饲料价格下行空间受限。该对冲策略契合当前生猪行业产能去化的关键窗口期，能够有效对冲单边行情波动风险，捕捉养殖利润收窄的确定性机会。合约配比建议生猪:玉米:豆粕=1:2:1，合约选择上生猪端优先布局选择近月 LH2605 及 LH2607，饲料端口的多头配置可选择生猪相对应合约或更远期合约。

3) 期货端空配叠加生猪板块股票多配的对冲策略：该期股对冲组合为猪周期底部区间高胜率防御性配置方案；通过期货端空头配置，充分锁定当前生猪市场供需偏弱、现货承压的弱现实风险；依托股票端多头布局，博弈周期产能去化兑现、养殖端盈利拐点回升后的板块估值修复行情。

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com