

宏观深度报告

新常态下的猪周期：反弹、反转与通胀影响

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
zhongzhengsheng934@pingan.com.cn

张璐 投资咨询资格编号
S1060522100001
ZHANGLU150@pingan.com.cn

常艺馨 投资咨询资格编号
S1060522080003
CHANGYIXIN050@pingan.com.cn



平安观点：

- 2026 年以来，生猪价格持续走弱，传统猪周期框架的解释力有所下降。本文聚焦三个问题：本轮猪周期为何迟迟不出清，猪价反弹能否演化为反转，以及猪价修复会对 CPI 和货币政策形成多大约束。
- **本轮猪周期产能出清偏慢，本质是供给韧性强于需求支撑。**1) **需求端**：我国人均猪肉消费见顶回落，人口结构变化、膳食多元化和牛羊肉等替代品分流，压低猪肉需求中枢。2) **供给端**：PSY 提升、成活率改善和出栏均重偏高，对冲了能繁母猪去化的影响，使名义产能下降未能充分转化为实际供给收缩。3) **节奏上**：压栏、二次育肥、冻品库存和猪肉收储会平滑短期价格波动，使阶段性反弹难以直接等同于周期反转。4) **产业结构上**：规模化猪企成本下降、融资能力增强、套保工具更加丰富，延长了低价阶段经营时间，行业出清更多表现为份额再分配，而非总供给快速收缩。
- **猪价走势预测：三四季度温和反弹，2027 年上半年更为关键。**我们认为，本轮猪价短期具备低位企稳基础，但更可能呈现“磨底后的温和修复”，而非快速进入强周期反转。政策端压低产能中枢、减少二育和控制出栏体重，为猪价企稳提供基础；但金融端并未明显收紧，头部猪企仍可依靠授信、债务滚续和套保工具缓冲亏损，供给出清不会太快。**历史类比看**，2006 年和 2019 年分别受猪蓝耳病、非洲猪瘟冲击，属于供给非线性收缩下的强反转；2010 年和 2015 年更多是深亏、政策约束和产能慢去化推动的修复，更适合作为本轮中性路径参考。考虑本轮需求中枢更弱、PSY 和成活率提升、出栏均重偏高、规模猪企抗周期能力更强，我们对 2010 年和 2015 年启动初期涨幅做约两成折扣。以 2026 年 5 月猪肉价格 14.9 元/公斤为起点，**中性情景下，预计三季度猪肉价格中枢修复至 16-17 元/公斤，四季度回升至 19 元/公斤。**相比于中性情形，乐观及悲观情景对于今年下半年的猪价预测差异不大。**真正的分化可能出现在 2027 年上半年**：若现金流压力穿透并叠加疫病或产能去化超预期，猪价中枢可能升至 25 元/公斤附近；若供给只是边际改善，中性情景下猪价或将维持在 19-20 元/公斤；若融资仍能支撑、均重维持高位、二育反复扰动，猪价可能只是阶段性反弹，明年上半年重新回落至 16-17 元/公斤。
- **CPI 和货币政策影响：中性情景下年内压力可控，重点关注“猪油共振”。**当前猪肉仍是 CPI 同比的重要拖累，4 月拖累约 0.29 个百分点。按中性情景测算，CPI 猪肉价格同比将从今年三季度的-13.5%回升至四季度的 4.4%，对应猪肉对 CPI 的影响从拖累约 0.3 个百分点，转向拉动约 0.2 个百分点左右。由此看，猪价修复年内更多体现为前期拖累的消退和低物价环境下的温和回补，不足以单独改变通胀格局。明年上半年的猪价变化值得关注，中性、乐观情形下猪肉对 CPI 总体的拉动分别可达到 0.3 和 0.8 个百分点。**对货币政策而言**，单一猪价修复不是硬约束，但在 PPI 修复、物价中枢回升、名义增长改善的背景下，降准降息的迫切性有所下降。若后续猪价反弹同时叠加原油、大宗商品或果蔬价格上涨，CPI 可能阶段性上冲，央行对总量工具可能更加审慎。
- **风险提示：重大动物疫病超预期扩散，宏观经济下行超预期，饲料原料价格大幅波动，生猪产能调控、环保或金融支持政策变化，历史周期经验外推偏差等。**

正文目录

一、 本轮猪周期为何迟迟不出清？	4
1.1 需求端：人均消费见顶回落，总量支撑减弱	4
1.2 出栏头数：效率提升对冲母猪去化	5
1.3 出栏均重：压栏与二育放大短期供给	7
1.4 库存调节：冻品与收储平抑波动	8
1.5 产业竞争：规模化猪企延长底部出清	9
二、 周期拐点：未来猪价何时真正反转？	11
2.1 政策积极调控：猪价具备企稳基础	11
2.2 反弹还是反转：深亏是触发条件，但非充分条件	12
2.3 价格路径：短期低位磨底，四季度观察反转条件	15
三、 宏观影响：猪价修复短期影响可控	17
风险提示	18

图表目录

图表 1	我国居民人均猪肉消费回落	4
图表 2	未来我国猪肉消费量或将趋于回落	4
图表 3	进口猪肉单价低于国内猪肉出厂价	5
图表 4	中国进口猪肉与牛羊肉的数量变化	5
图表 5	2021 年以来，能繁母猪存栏与生猪出栏的变化有所背离	6
图表 6	中国养猪行业平均 PSY 较 2019 年的高点提升	7
图表 7	近年来牧原股份 PSY 趋于提升	7
图表 8	卓创资讯样本监测生猪二次育肥热度走势图	8
图表 9	生猪交易成交均重高于 2017 年以来 80% 的历史区间	8
图表 10	2021-2025 年我国猪肉收储量	9
图表 11	生猪养殖主体结构变化	10
图表 12	上市猪企出栏占全国比重持续上升	10
图表 13	2025 年主要上市养殖企业出栏量增速	10
图表 14	牧原股份生猪养殖完全成本近两年总体回落	11
图表 15	温氏股份肉猪养殖综合成本近两年小幅回落	11
图表 16	生猪产能调控政策中的能繁母猪保有量目标持续下调	12
图表 17	2021 年前后，猪企深度亏损信号的含义已经发生变化	13
图表 18	2026 年一季度，样本上市猪企经营活动与投资活动现金流为净流出	14
图表 19	样本上市养猪企业经营活动与投资活动现金流占期末现金的比重	14
图表 20	头部上市猪企资产负债率大多提升	15
图表 21	2026 年一季度样本上市猪企现金短债比	15
图表 22	本轮猪周期价格见顶后，能繁母猪的去化幅度有限	16
图表 23	2026 年 6 月至 2027 年初猪肉价格预测	17
图表 24	若猪周期启动，涨价往往持续一年以上	17
图表 25	猪周期磨底期反弹，涨价往往只有 4-6 个月	17

2025 年以来，生猪价格持续走弱，传统猪周期框架似乎“失效”。过去市场通常以能繁母猪存栏作为判断猪肉供给和猪价拐点的核心领先指标，但本轮周期中，能繁母猪去化并未带来出栏端同步收缩，猪价在深度亏损背景下仍反复磨底。当前更值得讨论的问题是：本轮猪周期为何迟迟不出清，深亏之后供给能否真正收缩，以及猪价反弹会对通胀和政策形成多大约束。

本轮猪周期的特殊性，来自需求中枢下移、有效供给增强、出栏节奏扰动和产业结构变化的共同作用。需求端，猪肉消费已从增量扩张转向存量博弈，人口结构变化、膳食多元化和替代品分流削弱了需求支撑；供给端，PSY 提升、成活率改善、出栏均重偏高和二次育肥扰动，对冲了能繁母猪去化的影响；产业端，规模化猪企成本下降、融资能力增强、风险管理工具更加丰富，也拉长了亏损向产能出清的传导链条。

基于此，本文首先从需求约束、有效供给、出栏节奏、库存调节和产业竞争五个维度，解释本轮猪周期为何迟迟不出清；随后围绕政策调控、亏损深度、现金流压力和供给验证，判断猪价从反弹走向反转的条件；最后测算猪价修复对 CPI 和货币政策的潜在影响。**我们的基本判断是：本轮猪周期能否反转，取决于深亏能否持续穿透现金流，并推动有效产能退出。当前猪价已具备低位修复基础，但若规模企业现金流仍能支撑、出栏均重仍处高位，反弹弹性可能有限。宏观层面，中性情景下猪价修复对 CPI 和货币政策的约束相对可控，真正需要关注的是猪儋与大宗商品、果蔬价格形成共振后，对通胀预期和政策宽松空间的扰动。**

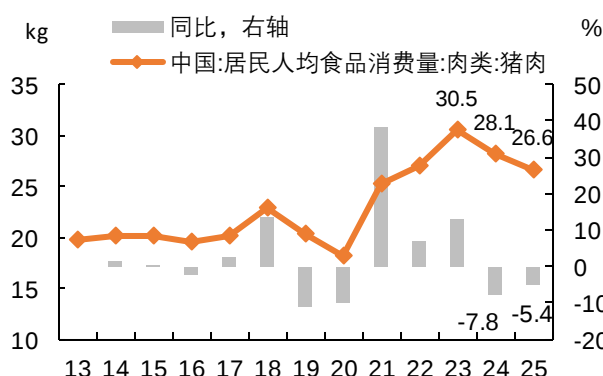
一、本轮猪周期为何迟迟不出清？

1.1 需求端：人均消费见顶回落，总量支撑减弱

猪肉市场正在从过去的“阶段性紧平衡”转向“供给仍强、需求转弱”的宽松格局。2025 年，我国生猪出栏 71973 万头，同比增长 2.4%；猪肉产量 5938 万吨，同比增长 4.1%，供给端仍在扩张。但需求侧却在走弱，2025 年我国居民人均猪肉消费量为 26.6 公斤，同比下降 5.4%，较 2023 年减少 12.7%。在供给增加而消费回落的背景下，猪肉价格中枢明显下移。

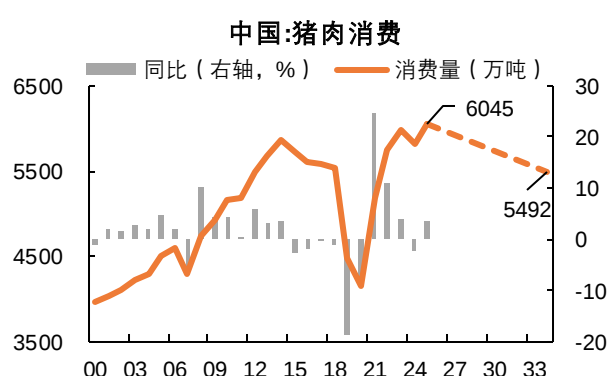
更重要的是，猪肉消费回落或并非短期扰动，而是需求中枢的趋势性变化。一方面，人口总量稳中有降、老龄化程度加深，将削弱肉类消费的总量弹性；另一方面，居民膳食结构更加多元，禽肉、水产、牛羊肉及预制食品等替代选择增加，猪肉在居民蛋白消费中的占比趋于下降。农业农村部市场预警专家委员会发布的《中国农业展望报告（2025—2034）》也预计，未来我国猪肉消费量将持续小幅下降，2034 年降至 5492 万吨。

图表1 我国居民人均猪肉消费回落



资料来源: Wind, 中国畜牧业协会猪业分会, 平安证券研究所

图表2 未来我国猪肉消费量或将趋于回落

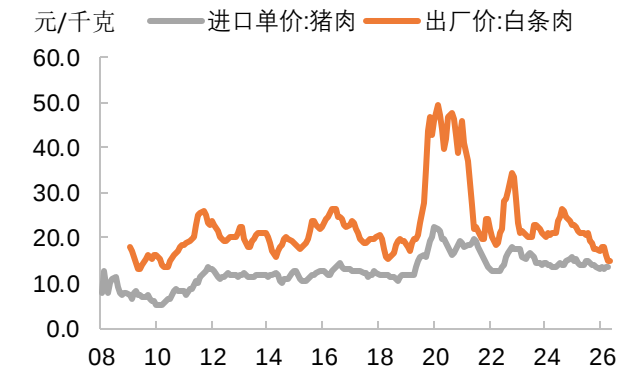


资料来源: Wind, 农业农村部市场预警专家委员会《中国农业展望报告（2025—2034）》，平安证券研究所

进口端对本轮猪价的解释力相对有限。2020-2021 年，受非洲猪瘟后国内供给缺口影响，猪肉进口量一度明显上升；但随着国内产能恢复，猪肉进口量已明显回落。即便进口猪肉价格相对更低，由于其以冻品为主，与国内居民偏好鲜肉消费的习惯

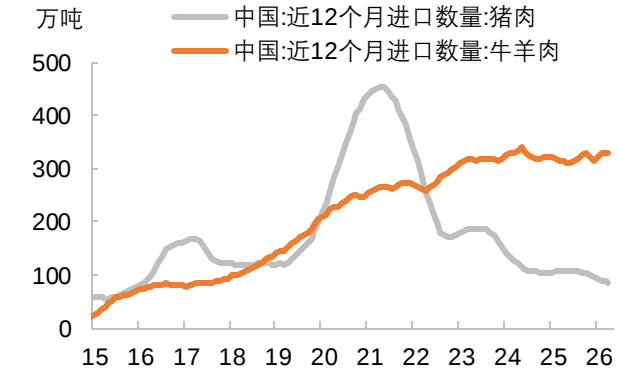
存在差异，对鲜肉价格的替代和冲击有限。因此，当前猪价低迷并非主要来自进口冲击，而更多来自国内有效供给偏强与需求中枢回落之间的错位。与此同时，牛羊肉进口量维持高位，反映居民蛋白消费结构更加多元，对猪肉需求形成一定分流。

图表3 进口猪肉单价低于国内猪肉出厂价



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表4 中国进口猪肉与牛羊肉的数量变化



资料来源: Wind, 平安证券研究所

在需求中枢趋于回落、进口压力弱于前期的背景下，猪价能否反转，更依赖国内供给端是否出现真实收缩。从供给构成看，猪肉总供给由进口和国内生猪产肉量共同决定。但当前进口已不是主要矛盾，判断猪价拐点的关键仍要回到国内生猪产肉量。进一步看，国内生猪产肉量取决于出栏头数和出栏均重，出栏头数又受到能繁母猪存栏、PSY（每头母猪年提供断奶仔猪数）和成活率共同影响。即便能繁母猪已经去化，只要 PSY、成活率和出栏均重继续抬升，实际猪肉供给仍可能维持高位。

$$\text{猪肉总供给} = \text{进口} + \text{国内生猪产肉量};$$

$$\text{国内生猪产肉量} = \text{出栏头数} \times \text{出栏均重}$$

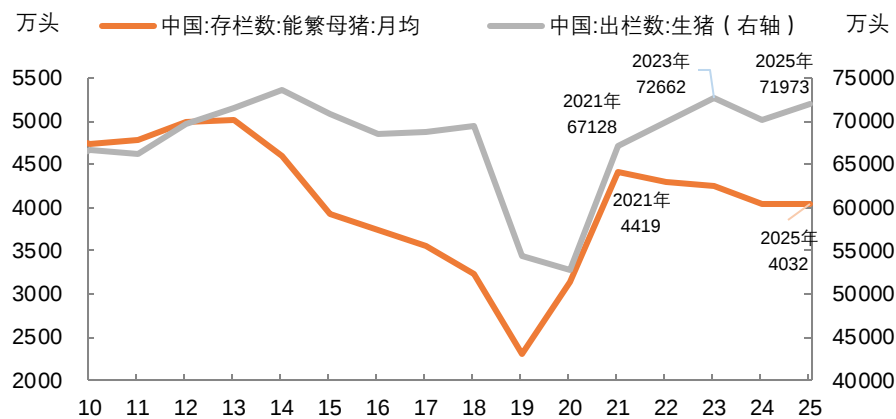
$$\text{出栏头数} = \text{能繁母猪存栏量} \times \text{PSY} \times \text{成活率}$$

这也是本轮猪周期迟迟不出清、甚至出现“越去化，猪越多”的关键。下文将进一步从出栏头数和出栏均重两个环节展开，解释名义产能去化为何没有充分转化为实际供给收缩。

1.2 出栏头数：效率提升对冲母猪去化

从供给端看，本轮猪周期的核心变化在于，能繁母猪去化并未带来生猪出栏同步收缩。表观上，2025 年能繁母猪月均存栏 4032 万头，较 2021 年的 4419 万头下降 8.8%；但生猪出栏并未随之回落，2025 年全国生猪出栏 71973 万头，反而较 2021 年的 67128 万头增加 7.2%，仍接近 2023 年 72662 万头的高位。由此看，单纯观察能繁母猪存栏，已经不足以判断后续猪肉供给强度。

图表5 2021年以来，能繁母猪存栏与生猪出栏的变化有所背离



资料来源: Wind, 平安证券研究所

传统框架中，能繁母猪存栏是判断生猪供给的核心领先指标。一般而言，母猪去化经过配种、妊娠、哺乳、保育和育肥等环节，约 10 个月后传导至商品猪出栏。因此，过去市场习惯用能繁母猪存栏变化推演未来猪价。但这一框架隐含两个前提：一是单位母猪生产效率相对稳定，二是仔猪到商品猪的转化效率相对稳定。本轮周期中，这两个前提都发生了变化。

更完整的出栏头数框架应拆解为： $\text{出栏头数} = \text{能繁母猪存栏} \times \text{PSY} \times \text{成活率}$ 。能繁母猪决定供给基数，PSY 决定单位母猪可提供的仔猪数量，成活率决定仔猪最终转化为商品猪的比例。只要 PSY 和成活率提升，就可能对冲母猪存栏下降带来的供给减量。

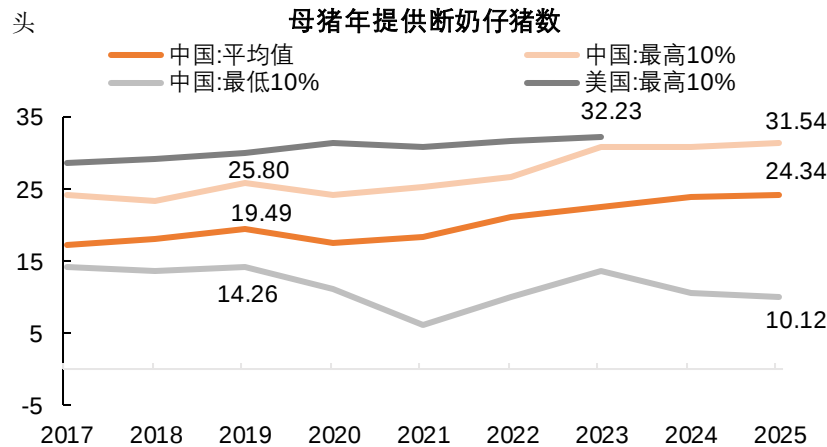
PSY 是本轮供给韧性的核心变量。随着规模化养殖推进和精细化管理加强，行业平均 PSY 由 2019 年的约 19.5 头提升至 2025 年的约 24.3 头，提升幅度约 25%。这意味着，即便母猪数量下降，单位母猪产出提升也可能使最终商品猪供给维持高位。头部企业的效率提升更为明显。以牧原股份为例，2018 年至 2022 年上半年 PSY 大致稳定在 24 头左右，而 2024 年下半年以来已提升至 28-29 头区间。

这一变化的本质，是行业从“数量扩张”转向“效率扩张”。过去散户占比较高，生产效率相对稳定，母猪存栏变化能够较好解释未来出栏；但随着规模化推进，留下来的往往是 PSY 更高、成活率更稳定、成本更低的主体。产能去化本身可能伴随产能质量提升，数量减少和效率提升同时发生，最终导致实际供给收缩幅度小于名义母猪存栏变化。

成活率改善进一步强化了这一趋势。非洲猪瘟之后，头部企业在生物安全、防疫监测、车辆洗消和猪场封闭管理等方面投入增加，疫病防控能力较此前提升。成活率提高意味着仔猪到育肥猪的损耗下降，PSY 提升带来的仔猪增量能够更充分转化为商品猪出栏。

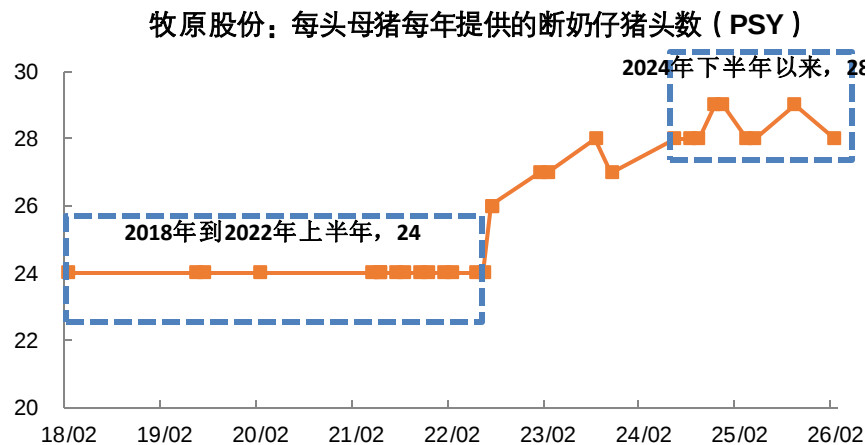
因此，“能繁母猪下降—出栏下降—猪价上涨”的传统线性逻辑，已不足以解释本轮猪周期。在生产效率持续提升的背景下，实际供给更取决于母猪存栏、PSY 和成活率的共同变化。若仅依据母猪存栏判断供给，容易高估减产幅度，进而高估猪价反弹空间。这也是 2025 年以来减产预期反复证伪、供给压力迟迟难以缓解的重要原因。

图表6 中国养猪行业平均PSY较2019年的高点提升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表7 近年来牧原股份PSY趋于提升



资料来源: iFind, 平安证券研究所

1.3 出栏均重：压栏与二育放大短期供给

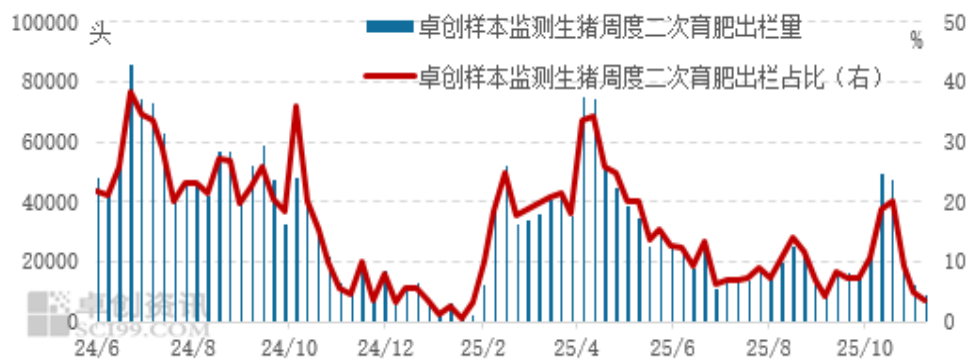
供给压力并不总是线性释放。养殖端压栏和二次育肥会改变生猪出栏节奏，进而扰动价格信号。当猪价处于低位、但市场对后续反弹仍有预期时，养殖户可能推迟出栏，或将标猪转入二育环节。短期看，这会减少当期供应，推动猪价阶段性企稳甚至反弹。但这部分生猪并未退出供给，而是以更大体重延后释放。一旦后续集中出栏，前期被截留的供应会重新压制现货价格。

2024年6-9月的二育升温，就是典型案例。卓创资讯数据显示，2024年6月以后，样本生猪周度二次育肥出栏量及占比明显抬升，并在三季度维持较高水平。同期，生猪平均收购价由6月末的18.3元/公斤升至8月中旬的21.2元/公斤。二育补栏和压栏行为阶段性截留标猪供应，是推动当时猪价上涨的重要因素之一。但由于真实产能去化并不充分，出栏压力只是后移而非消失。随着前期二育猪源陆续释放，猪价在年末回落至17.3元/公斤左右。价格先涨后落，说明二育可以制造阶段性反弹，却难以在产能未明显收缩的情况下支撑持续上行。

出栏均重是观察压栏和二育扰动的重要指标。2024 年以来，生猪交易市场成交均重持续高于历史中位数，2026 年 5 月末仍高于 2016 年以来 74% 的历史区间，显示大猪供应压力仍然存在。均重抬升意味着相同出栏头数对应更多猪肉供给，也会削弱母猪去化对猪肉产量的传导效果。

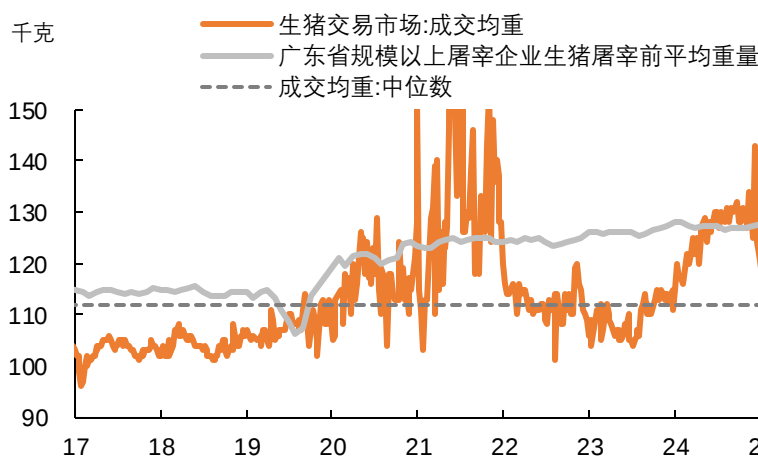
因此，本轮供给韧性不仅来自 PSY 和成活率提升，也来自出栏均重偏高和二育扰动。前者放大单位母猪产出，后者放大单头猪肉供给，二者共同削弱了名义母猪去化对猪价的拉动。

图表8 卓创资讯样本监测生猪二次育肥热度走势图



资料来源: 卓创农业, 平安证券研究所

图表9 生猪交易成交均重高于 2016 年以来 74% 的历史区间



资料来源: Wind, 平安证券研究所

1.4 库存调节：冻品与收储平抑波动

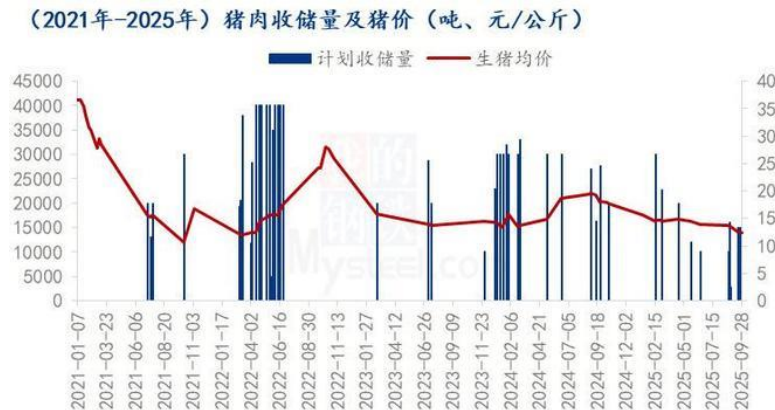
库存和收储都会影响猪价反弹弹性，但二者本质上都是跨期调节，并不改变真实产能。

商业冻品库存更多反映屠宰和贸易环节的跨期经营行为。在猪价低位阶段，屠宰和贸易环节可能增加冻品入库，阶段性缓和鲜品市场供应压力；但库存本身也是潜在供给。后续猪价修复过程中，若冻品出库增加，将重新补充市场供应，压制白条和鲜品价格上行斜率。

政府猪肉收储则更多体现为逆周期调控和预期管理。价格过低时启动收储，有助于稳定生产预期、缓和恐慌性出栏；价格过高时投放储备，则通过增加市场供应平抑涨价压力。据 MySteel 统计，从 2021 年至 2025 年 10 月，华储网累计发布 51 次

冻猪肉收储信息，发布 44 次冻猪肉放储信息，收储多集中于猪价持续下跌阶段，放储则多出现在猪价上涨阶段，体现出“低位托底、高位平抑”的调控思路。

图表10 2021-2025 年我国猪肉收储量



资料来源: MySteel, 平安证券研究所

猪价低迷背景下，2026 年中央及地方收储继续推进。3 月生猪价格进入过度下跌一级预警区间后，国家启动中央冻猪肉储备收储，并指导地方同步加大收储力度；4 月初开展年内第二批中央冻猪肉储备收储，月底又支持地方开展冻猪肉商业储备收储。这有助于改善养殖端预期，并在边际上缓和短期供给压力。

但从规模看，收储难以直接扭转供需宽松格局。2021 年以来，中央储备冻猪肉收储单批挂牌规模多在 1 万-4 万吨之间，即便是收储较集中的 2022 年 3-6 月，计划收储量合计 51.8 万吨，也显著低于当年 5541 万吨的猪肉产量。因此，收储的作用更多是托底预期、平滑波动，而不是直接改变供需方向。

总体看，商业库存和政府收储可以影响猪价反弹节奏，但猪价能否持续反转，仍取决于有效产能和出栏压力是否真正下降。

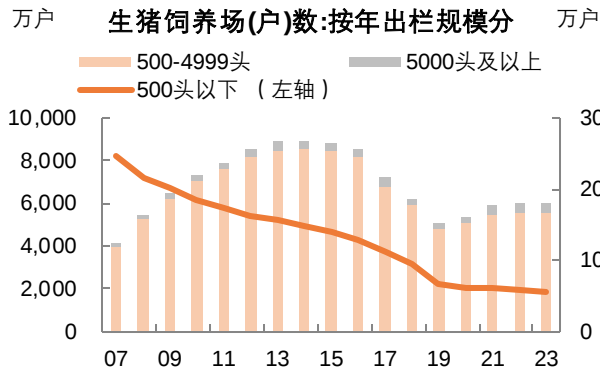
1.5 产业竞争：规模化猪企延长底部出清

本轮猪周期出清偏慢，不仅来自 PSY 提升、成活率改善等生产效率因素，也与产业主体结构变化有关。过去散户占比较高，亏损阶段往往对应较快退出，产能收缩对价格的传导相对直接。但随着规模化养殖占比提升，行业供给主体从分散散户转向规模猪企，产能调整不再简单表现为“亏损即退出”。

首先，行业主体结构仍在向规模化集中。相较 2019 年，2023 年 500 头以下养殖场户数量减少 453.45 万户，降幅 20.1%；但 500 头以上养殖场户数量增加 2.76 万户，增幅 18.0%，其中 5000 头及以上规模场数量增长 79.8%。这意味着，退出的更多是小规模、高成本主体，留下并扩张的则是管理效率和资金能力更强的规模主体。

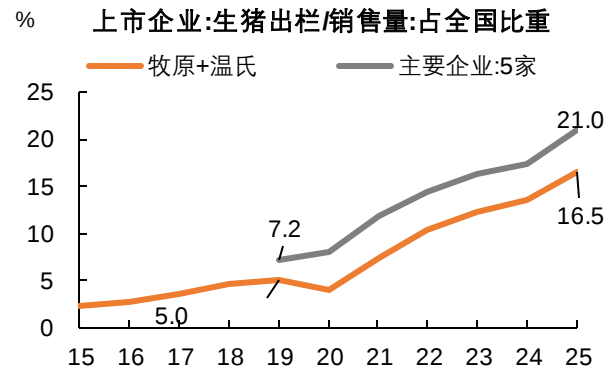
其次，头部企业仍维持较强出栏增长，行业出清更多体现为份额再分配。2025 年全国生猪出栏量同比增长 2%，但主要上市养殖企业出栏增速普遍更高。牧原股份、温氏股份合计出栏占全国比重由 2019 年的 5.0% 升至 2025 年的 16.5%；牧原股份、温氏股份、新希望、正邦科技、天邦食品五家主要企业合计占比由 2019 年的 7.2% 升至 2025 年的 21.0%。头部企业在低价阶段仍维持较强出栏增长，说明行业出清更多体现为份额再分配，而非总供给快速收缩。

图表11 生猪养殖主体结构变化



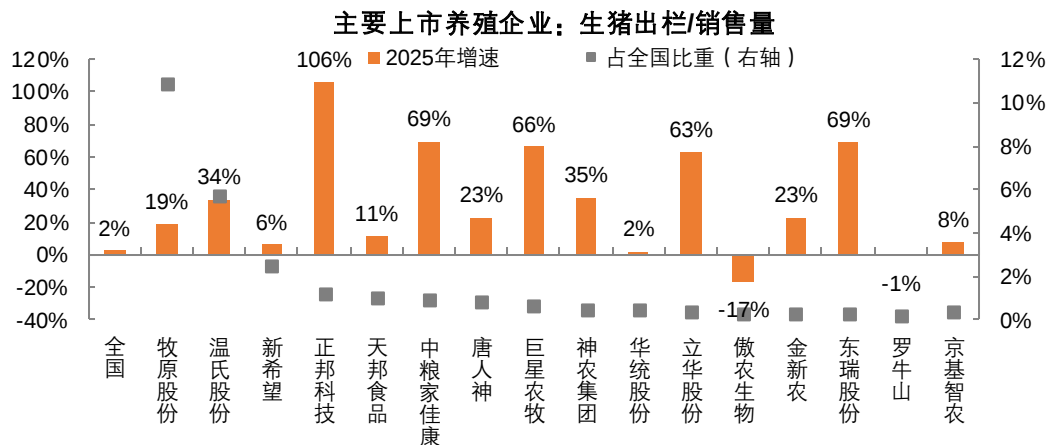
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表12 上市猪企出栏占全国比重持续上升



资料来源: iFind, 平安证券研究所

图表13 2025 年主要上市养殖企业出栏量增速

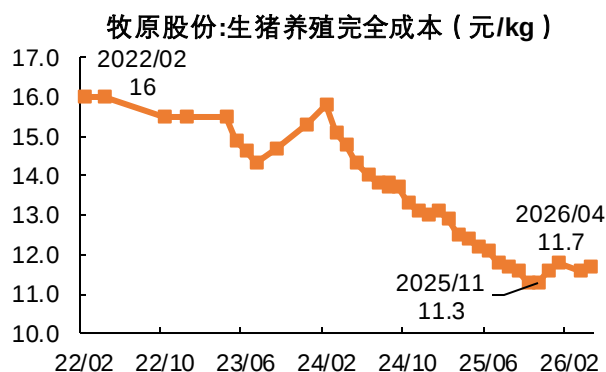


资料来源: iFind, 平安证券研究所; 注: 大北农 2025 年数据缺失, 暂不列示

再次，成本曲线下移抬高了行业出清门槛。以牧原股份为例，其生猪养殖完全成本在 2022 年初一度升至 16 元/公斤左右，但 2026 年 4 月已降至 11.7 元/公斤。温氏股份肉猪养殖综合成本也从 2021 年 3 月的 30.0 元/公斤降至 2026 年 2 月的 12.0 元/公斤。成本曲线下移意味着，即便猪价处于低位，低成本企业仍可通过优化料肉比、提高成活率、压降费用等方式延长经营时间，行业触发大规模退出所需的价格水平进一步下探。

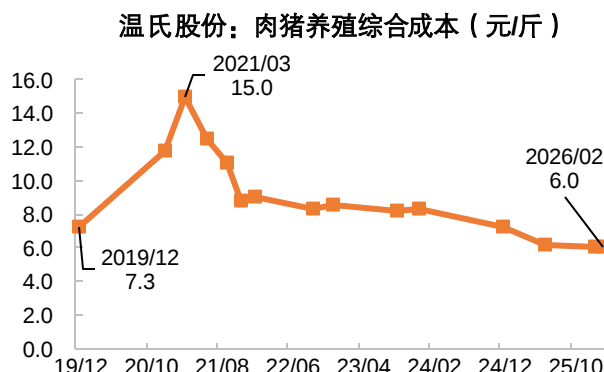
最后，融资渠道和风险管理工具进一步延缓产能出清。牧原、温氏等企业拥有较高授信额度，生猪期货上市后，产业企业参与套保的比例也持续提升。据公司公告，截至 2024 年末，牧原股份从国内各金融机构获得的授信额度为 1111.3 亿元；截至 2024 年 3 月底，温氏股份获得的银行及其他金融机构授信额度为 498 亿元。与此同时，生猪期货上市后，产业企业参与度持续提升，据大连商品交易所统计，生猪期货上市五周年，已有 3000 余家产业企业参与生猪期货交易，出栏量达到百万头的 32 家猪企中有 24 家参与过生猪期货交易、交割或成为生猪期货交割库。牧原股份 2024 年套保部分头均增益为 50 元，温氏股份也于 2026 年 4 月公告拟投入最高不超过 1 亿元自有资金开展商品期货和衍生品业务。较强的授信能力、债务滚动能力和风险管理工具，使规模企业在低价阶段更容易通过现金流管理和资本开支调整穿越周期，而不是快速退出核心产能。

图表14 牧原股份生猪养殖完全成本近两年总体回落



资料来源: iFind, 平安证券研究所

图表15 温氏股份肉猪养殖综合成本近两年小幅回落



资料来源: iFind, 平安证券研究所

底部阶段的竞争机制也会强化供给韧性。对单个企业而言，降本增效、维持出栏、抢占份额是理性选择；但对行业整体而言，所有企业同时提高效率，反而会延缓供给收缩。因此，本轮猪周期底部更像是规模企业之间的现金流和成本消耗战，而不是散户主导阶段的快速退出。只有当深亏持续压缩现金流，并进一步影响融资能力和资产负债表时，低效规模产能才可能加速退出。

由此看，本轮猪周期迟迟不出清，并不代表能繁母猪的指标失效，而是因为需求中枢下移、生产效率提升、出栏节奏扰动和规模化竞争共同削弱了母猪去化对价格的传导。下一阶段判断猪价能否反转，关键在于深亏能否继续压缩现金流，并推动有效供给真正收缩。

二、 周期拐点：未来猪价何时真正反转？

2025 年以来，猪周期的观察框架出现变化：政策端开始压低产能中枢、约束二育和压栏行为，为猪价企稳反弹提供基础；但金融端并未明显收紧，头部猪企仍具备亏损缓冲能力。因此，本轮政策变化更像是“压中枢、控节奏”，而不是“信用收缩式出清”。

2.1 政策积极调控：猪价具备企稳基础

2025 年以来，生猪产能调控的政策环境有所变化。2025 年 7 月 1 日，中央财经委员会第六次会议提出，依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出。生猪行业产能偏高、价格低迷，是供需失衡压力较为突出的代表性行业。

在全国层面“反内卷”和产能治理部署之后，生猪行业调控沿着“主管部门座谈引导、行业协会组织落实、重点企业响应执行”的链条推进。其中，大型养殖企业成为政策引导和行业协调的重点对象。2025 年 7 月 23 日，农业农村部召开推动生猪产业高质量发展座谈会，提出严格落实产能调控举措，合理淘汰能繁母猪，适当调减能繁母猪存栏，减少二次育肥，控制肥猪出栏体重，严控新增产能。8 月 13 日，中国畜牧业协会进一步组织会议落实座谈会精神，温氏、牧原、新希望、双胞胎、扬翔、大北农、大伟嘉、东瑞等企业围绕调减能繁母猪、减少二次育肥、控制出栏体重等进行发言。政策重点不再只看能繁母猪总量，也开始更关注大型猪企的出栏节奏、二育安排和产能扩张行为。

到 2026 年，生猪供需再平衡进一步进入中央宏观政策视野。4 月 28 日中央政治局会议提出，纵深推进全国统一大市场建设，深入整治“内卷式”竞争，并明确要求稳定生猪等农产品价格。5 月 14 日，《生猪产能综合调控实施方案（2026 年修订）》

发布，将全国能繁母猪正常保有量下调至 3750 万头左右，并将绿色区间由此前的 92%-105% 收窄至 92%-103%。这意味着，在猪肉需求中枢趋稳回落、生产效率持续提升的背景下，政策认可的合理产能中枢进一步下移，调控也更加前置。

政策积极调控为猪价企稳提供了基础。但政策目标并非推动猪价单边上涨，而是促进供需适配、稳定市场预期，避免价格大涨大跌。后续猪价能否从反弹走向反转，仍取决于政策约束能否真正传导至有效产能收缩。

图表 16 生猪产能调控政策中的能繁母猪保有量目标持续下调

时间	文件名称	内容摘要	能繁母猪 正常保有 量	下限/调控区间	政策含义
2021 年 7 月	农业农村部解读六部门《关于促进生猪产业持续健康发展的意见》	以正常年份（2017 年）猪肉产量 5500 万吨为参照，设定全国能繁母猪存栏量稳定在 4300 万头、最低保有量 4000 万头。	4300 万头	最低保有量 4000 万头	建立以能繁母猪为核心的调控机制
2021 年 9 月	《生猪产能调控实施方案（暂行）》	以正常年份全国猪肉产量在 5500 万吨时的生产数据为参照，设定能繁母猪存栏量调控目标，即能繁母猪正常保有量稳定在 4100 万头左右，最低保有量不低于 3700 万头。	4100 万头	最低保有量 3700 万头； 绿色：95%-105% 黄色：90%—95%和 105%—110%区间 红色：低于正常存栏量的 90%或高于正常存栏量的 110%	正式形成产能调控实施方案
2024 年 3 月	《生猪产能调控实施方案（2024 年修订）》	以正常年份全国猪肉产量在 5500 万吨时的生产数据为参照，设定能繁母猪存栏量调控目标，即能繁母猪正常保有量稳定在 3900 万头左右。	3900 万头	绿色：92%-105%； 黄色：85%-92%和 105%-110%区间； 红色：低于正常存栏量的 85%或高于正常存栏量的 110%	下调目标，并放宽下沿
2026 年 5 月	《生猪产能综合调控实施方案（2026 年修订）》	“十五五”初期，以满足全国猪肉消费正常需求为基准，设定全国能繁母猪正常保有量稳定在 3750 万头左右。	3750 万头	绿色：92%~103%区间； 黄色：103%~106%或 88%~92%； 红色：高于 106%/低于 88%	下调目标，并降低上沿

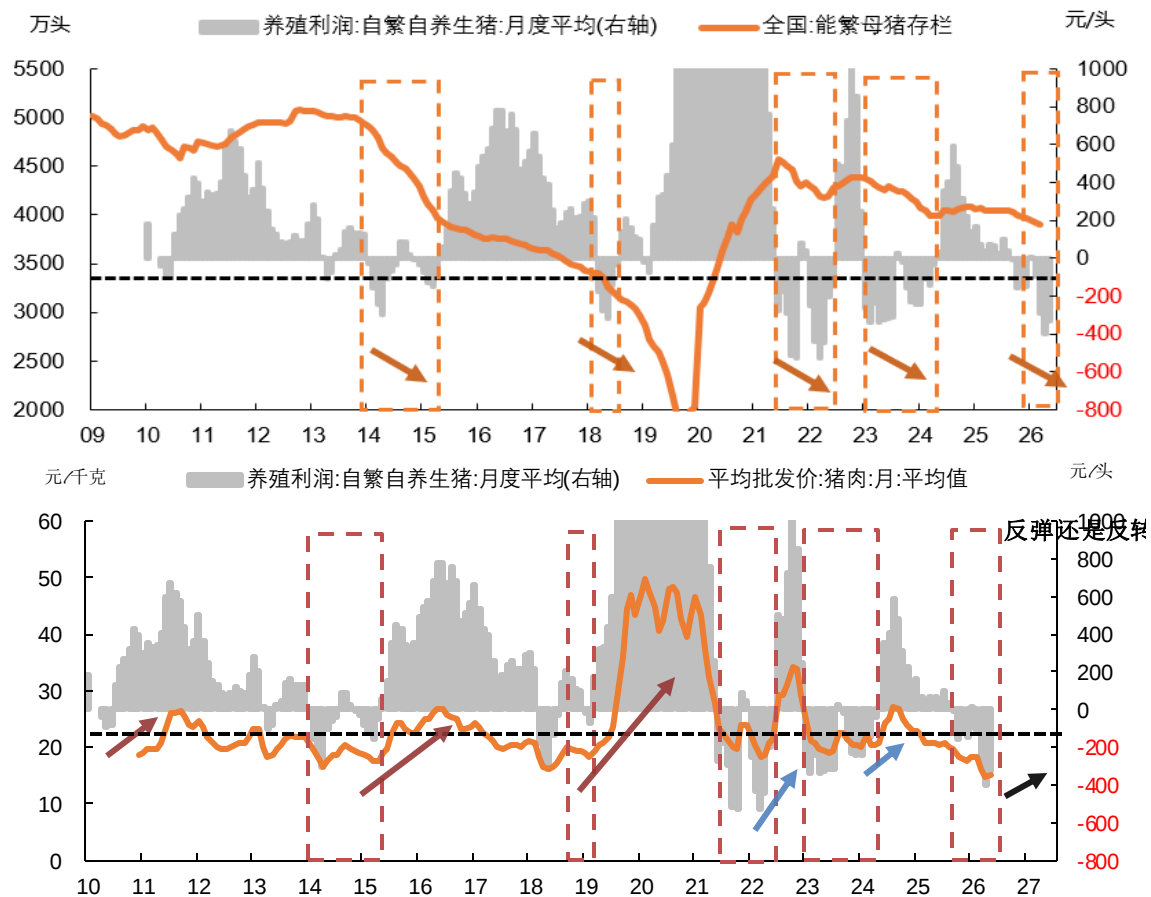
资料来源：农业农村部，中国政府网，中国农业农村信息网，平安证券研究所

2.2 反弹还是反转：深亏是触发条件，但非充分条件

深度亏损是猪价企稳反弹的重要触发条件，但并不是猪价周期反转的充分条件。从盈利状态看，当前行业已经进入深亏阶段，养殖端补栏意愿下降、低效母猪淘汰压力上升，短期猪价具备阶段性修复基础。2025 年 10 月自繁自养生猪养殖头均亏损水平达到 100 元，春节前后略有修复，但 2026 年 3 月以来头均亏损进一步扩大到 300 元以上。但本轮周期的特殊之处在于，亏损对产能出清的传导速度明显慢于以往，深亏出现并不意味着供给马上收缩。

历史经验看，2021 年前后，猪企深亏信号的含义已经发生变化。2021 年以前，自繁自养头均亏损持续超过 100 元的阶段并不多，主要出现在 2014 年 2-5 月、2015 年 2-3 月和 2018 年 3-6 月。彼时散户占比更高，生产效率相对稳定，亏损对补栏减少、母猪淘汰和产能收缩的约束更直接，部分阶段还叠加疫病冲击，因此深亏之后猪价往往进入较明确的周期反转。但 2021 年以来，深亏出现频率明显提高，2021 年 6-10 月、2022 年 1-6 月、2023 年 1-7 月、2023 年 10 月-2024 年 3 月自繁自养头均亏损均超过 100 元，猪价在深亏后也多有反弹，但反弹时长和高度相对有限。这说明深亏信号并未失效，但其含义已经从“周期反转信号”弱化为“阶段性反弹信号”。

图表17 2021年前后，猪企深度亏损信号的含义已经发生变化

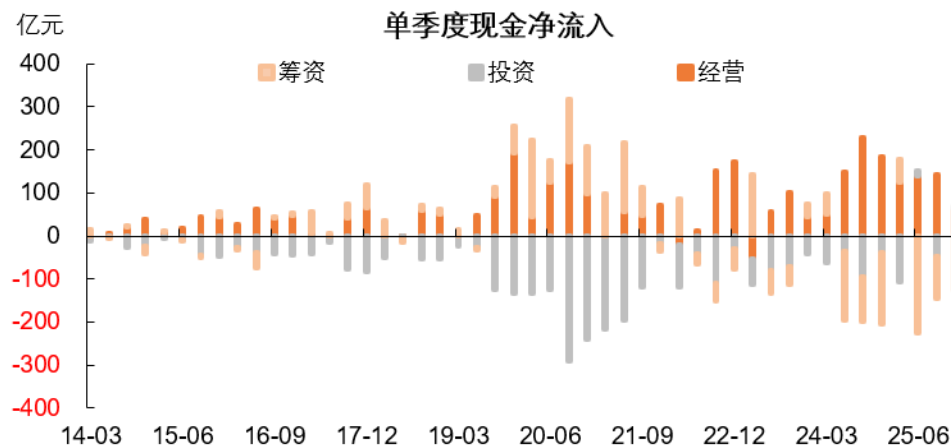


资料来源: iFind, 平安证券研究所

深亏信号弱化的根本原因在于，行业出清机制已经发生变化。一方面，能繁母猪去化幅度有限，且 PSY 提升和成活率改善对冲了部分名义产能下降；另一方面，规模化猪企成本下降、融资能力增强、现金流管理能力提升，价格跌破行业平均成本后，企业并不会立即退出产能。换言之，过去是“亏损—退出—涨价”的链条更短，现在则变成“亏损—现金流消耗—企业经营计划调整—产能退出—涨价”，中间多了融资、降本和套保等缓冲环节。

因此，判断本轮猪周期是否真正反转，关键在于深亏是否持续穿透企业现金流。从样本上市猪企财报看，行业已进入现金流压力测试阶段。2026Q1，10 家样本上市猪企经营性现金流合计净流出 1.6 亿元。从历史看，样本猪企经营性现金流转负并不常见。2014 年以来，10 家样本上市猪企仅在 2014Q1、2017Q2、2018Q1-Q2、2021Q1、2022Q1、2023Q1 和 2026Q1 出现经营性现金净流出。不过，样本猪企经营性现金流转负多次发生在一季度，说明经营现金流转负具有一定季节性。因此，不能仅凭 2026Q1 净流出 1.6 亿元判断行业已经全面跌破现金流成本，但其仍表明在猪价低迷阶段，企业经营端现金流压力已经开始显现。

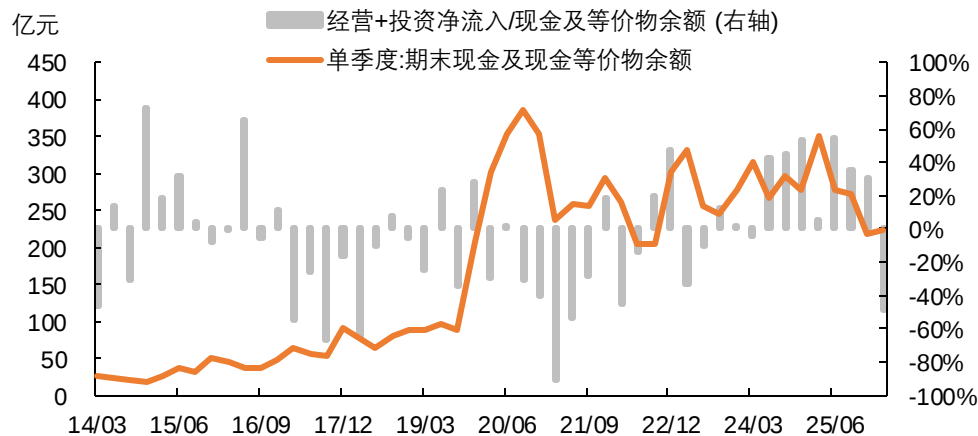
图表18 2026 年一季度，样本上市猪企经营活动与投资活动现金流为净流出



资料来源: iFind, 平安证券研究所; 样本 10 家上市猪企包括牧原股份、温氏股份、正邦科技、天邦食品、新五丰、东瑞股份、神农集团、巨星农牧、京基智农、天域生物, 图表 19 和图表 21 同图表 18

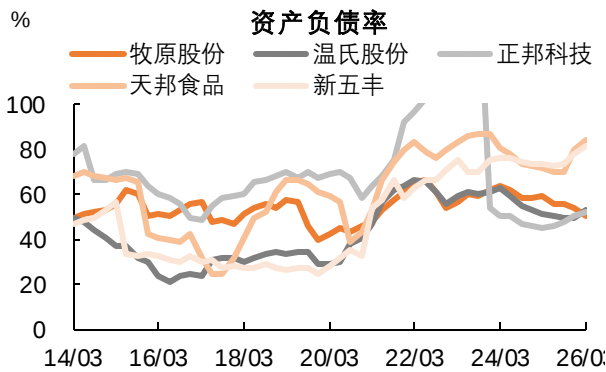
更值得关注的是经营与投资活动合计现金流。2026 年一季度，样本企业经营活动与投资活动合计现金净流出 107.7 亿元，占期末现金及现金等价物余额的 48.3%，显示内部造血与资本开支之间的矛盾明显加大。同期，样本企业短期有息债务为 718.3 亿元，现金短债比为 0.31，已接近 0.3 这一偏紧阈值。历史上，现金短债比跌破 0.3 主要出现在 2014Q4、2022Q3、2023Q2-Q3 等行业低迷或资产负债表压力较大的阶段，可见当前企业现金安全垫正在变薄。

图表19 样本上市养猪企业经营活动与投资活动现金流占期末现金的比重



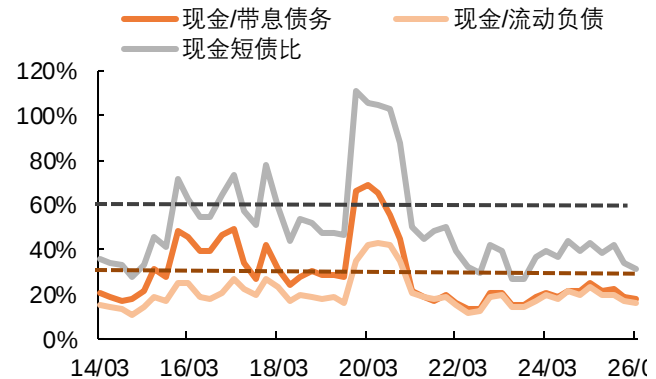
资料来源: iFind, 平安证券研究所

图表20 头部上市猪企资产负债率大多提升



资料来源: iFind, 平安证券研究所

图表21 2026年一季度样本上市猪企现金短债比



资料来源: iFind, 平安证券研究所

不过，外部融资仍在对冲现金流缺口。2026Q1，样本企业筹资现金流净流入 114.4 亿元，基本覆盖经营与投资端现金净流出。这说明当前行业已经有现金流压力，但尚未进入全面现金流断裂阶段。只要融资和降本仍能支撑，深亏就未必快速转化为产能出清，猪价反弹后仍可能再度承压。只有当经营现金流持续恶化、现金短债比继续下降、外部融资难以完全覆盖缺口，并进一步推动企业压缩资本开支、降低补栏、下修出栏目标时，周期反转信号才会更加明确。

因此，本轮猪价拐点的核心不再是“亏损是否出现”，而是“亏损是否逼近现金流极限”。深亏决定猪价具备反弹基础，但能否演化为真正反转，仍要看现金流压力是否进一步传导至供给端。真正有效的反转信号，是“深亏延续——现金流承压——母猪去化——均重回落——二育降温——出栏预期下修”同步出现。若只有价格反弹，而均重、二育和企业计划没有变化，则更可能只是阶段性反弹。

2.3 价格路径：短期低位磨底，四季度观察反转条件

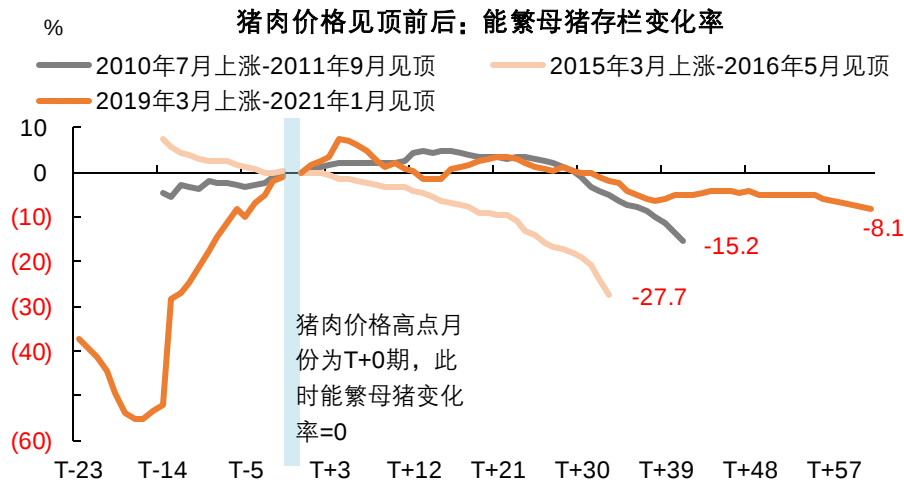
从历史经验看，猪价反弹的持续时间和上涨幅度，取决于周期启动的主导因素。2006 年 6 月和 2019 年 3 月开启的猪周期，分别受到猪蓝耳病和非洲猪瘟冲击，供给收缩更快、更非线性，猪肉价格反弹时间更长、幅度更高。相比之下，2010 年 7 月和 2015 年 3 月开启的猪周期，并非主要由猪只大规模死亡和扑杀主导。2009 到 2010 年，甲型 H1N1 病毒一度扰动猪肉消费和市场情绪，短期内加剧养殖亏损，并通过亏损压力推动产能去化；2015 年前后，则更多体现为长期深亏、环保约束和中小养殖户退出共同推动的慢去化。由此看，本轮中性路径更适合参考 2010 年和 2015 年的慢修复特征；乐观情景则参考历史近四轮猪周期启动初期的平均涨幅，但其成立需要现金流压力穿透、产能去化加速或疫病扰动等更强条件。若本轮没有大范围猪类疫病冲击，供给收缩将更多依赖亏损和政策约束，价格修复斜率可能偏慢。

我们认为，后续猪肉价格更可能处于“震荡磨底反弹”和“周期真正反转”之间。行业深亏和政策调控为猪价企稳提供基础，但融资环境尚未明显收紧，头部猪企仍具备亏损缓冲能力，供给出清不会太快。

从时间上看，2025 年 10 月以来能繁母猪去化有所加快，按照母猪去化向商品猪出栏约 10 个月左右的传导时滞，供给收缩压力可能在 2026 年 7 月前后开始逐步体现，这也与三季度后猪肉消费季节性改善相匹配。

但从去化深度看，当前尚不具备传统强猪周期启动的充分条件。以猪肉价格见顶后能繁母猪存栏变化观察，前两轮周期的去化幅度分别达到约 15.2% 和 27.7%，而 2021 年 1 月猪肉价格见顶至 2026 年 3 月（最新数据），能繁母猪的去化幅度约 8.1%，明显偏浅，故在中性情形下按照 0.8 的系数折算涨跌幅。这意味着，当前具备低位修复条件，但尚未形成深度产能收缩，四季度仍需观察去化强度和反转成色。

图表22 本轮猪周期价格见顶后，能繁母猪的去化幅度有限

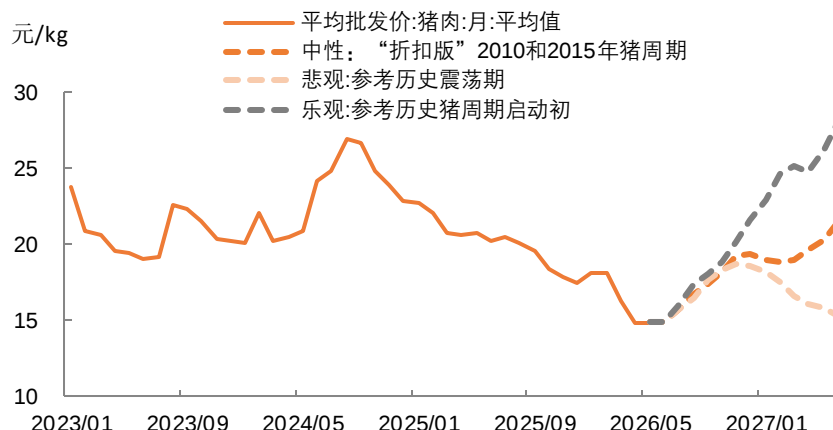


资料来源: iFind, 平安证券研究所

对此，我们做三种情形假设：

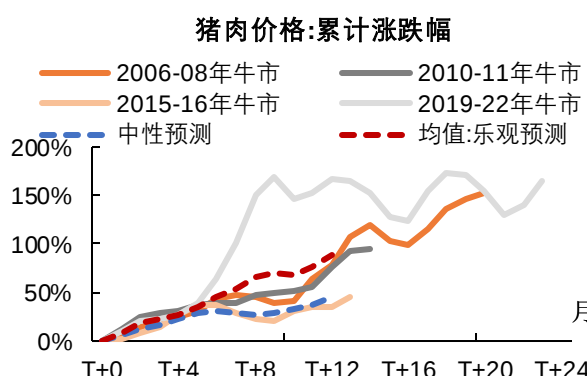
- **中性情景下，猪价从低位修复，但仍属于“磨底后的温和回升”，尚不足以确认强周期反转。**预计 2026 年下半年起迎来 2010 年和 2015 年的“折扣版”修复。当前有 2010 年猪周期浅去化、低位反弹的特征，也有 2015 年猪周期深亏磨底、去化偏慢的特征。但本轮需求中枢更弱，PSY 和成活率提升，出栏均重偏高，规模猪企抗周期能力更强，价格弹性可能弱于这两个周期。考虑本轮需求和供给结构约束，对 2010 和 2015 年启动初期涨幅乘以 0.8 系数。以 2026 年 5 月猪肉批发价约 14.9 元/公斤为起点，中性情景下，三季度猪肉价格中枢可能温和修复至 16-17 元/公斤，四季度进一步回升至 19 元/公斤附近，明年上半年均价再提升至 19-20 元/公斤。当前生猪期货远月合约较近月存在升水，以此折算，市场暗含的三季度猪肉价格中枢 17.9 元/公斤，四季度进一步修复至 19.7 元/公斤，接近但略高于我们的预测。
- **强反转情景下，猪价需要看到供给出清的实质验证。**这一情形需要看到两个条件同时出现：一是，深亏持续穿透头部企业现金流，融资和债务滚续压力上升，企业开始主动压缩资本开支、降低补栏、下修出栏目标；二是，供给端出现更强扰动，例如区域性猪疫病扩散、母猪去化加速或出栏均重快速回落。参考历史近四轮猪周期启动初期涨幅，以 2026 年 5 月猪肉批发价约 14.9 元/公斤为起点，乐观情景下，三季度猪肉价格中枢可能回升至 17-18 元/公斤，四季度中枢达到 20 元/公斤左右，明年上半年均价再提升至 25 元/公斤。若后续叠加疫病扰动或产能去化超预期，存在猪价阶段性突破 30 元/公斤的尾部风险。
- **悲观情景下，猪价仍只是震荡磨底中的阶段性反弹。**若政策托底和深亏修复带来短期挺价，但融资仍能支撑头部企业，能繁母猪去化偏慢，出栏均重仍处高位，二育降温后再度升温，则供给压力只是后移而非消失，猪价难以形成趋势性反转。历史上，猪价快速下跌后的磨底期也常出现阶段性反弹，但持续时间通常较短，反弹后仍可能回落。参考历史震荡磨底期的反弹幅度，以 2026 年 5 月猪肉批发价约 14.9 元/公斤为起点，悲观情景下，三季度猪价中枢可能修复至 16-17 元/公斤，四季度在季节性支撑下回升至 18-19 元/公斤，但明年上半年均价再回落至 16-17 元/公斤。

图表23 2026年6月至2027年初猪肉价格预测



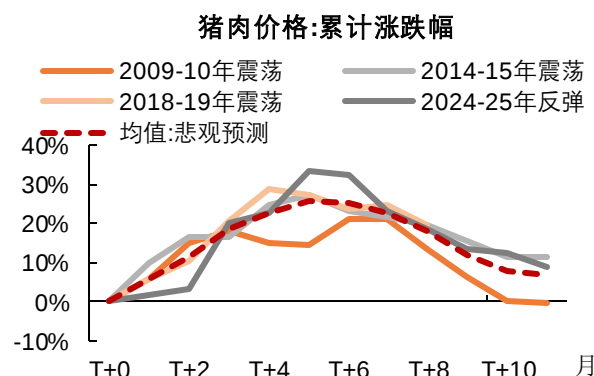
资料来源: iFind, 平安证券研究所

图表24 若猪周期启动，涨价往往持续一年以上



资料来源: iFind, 平安证券研究所

图表25 猪周期磨底期反弹，涨价往往只有4-6个月



资料来源: iFind, 平安证券研究所

三、宏观影响：猪价修复短期影响可控

当前猪肉价格仍是拖累 CPI 的重要因素。据国家统计局解读，2026 年 4 月，猪肉价格同比下降 15.2%，降幅较上月扩大 3.7 个百分点，影响 CPI 同比下降约 0.29 个百分点；猪肉价格在 CPI 中的动态影响权重大约为 1.9%。

猪价修复会对 CPI 形成支撑，但中性情景下压力相对可控。按我们的价格中性情景测算，猪肉批发价三季度、四季度均价分别约为 16.6、19.0 元/公斤；对应 CPI 猪肉价格同比从第三季度的-13.5%回升至四季度的 4.4%。若按当前猪肉对 CPI 约 1.9% 的影响权重估算，猪肉对 CPI 的影响将从三季度拖累约 0.3 个百分点，转为四季度小幅拉动约 0.1 个百分点。由此看，中性情景下猪价修复更多体现为前期拖累的消退和低物价环境下的温和回补，不足以单独改变通胀格局。

不同情景的分歧主要体现在明年上半年。悲观情景下，CPI 猪肉价格同比在明年上半年接近零，对 CPI 几乎不形成额外拉动；中性情景下，对 CPI 的拉动约 0.3 个百分点；乐观情景下，若猪周期进入强反转，明年上半年 CPI 猪肉价格同比可能升至 40% 以上，对 CPI 的拉动接近 0.8 个百分点，届时食品价格和居民通胀感受都会明显抬升。因此，猪价对 CPI 的影响，短期仍偏温和，真正的潜在压力在于强反转情景下明年上半年猪价同比的大幅抬升。不过，单一猪价修复并不必然构成全面通胀压力。中性情景下，猪肉批发价更多体现为低物价环境下的价格回补，而不是需求过热驱动的通胀上行。

对货币政策而言，下半年的猪价修复并不是硬约束，但会降低进一步总量宽松的迫切性。在 4 月中央政治局定调下，货币政策取向更强调“前瞻性、灵活性、针对性”，在 PPI 修复、物价中枢回升和名义增长改善的背景下，降准降息的门槛会有所提高。但这并不意味着货币政策转向收紧，央行仍需要保持流动性合理充裕，引导资金利率围绕政策利率平稳运行，并配合财政发力、政府债发行和实体融资需求恢复，推动社会融资成本低位稳定。

真正需要关注的是“猪油共振”。若猪价反弹同时叠加原油等大宗商品价格上涨，或极端天气推升果蔬价格，CPI 可能出现阶段性上冲，通胀预期也更容易被激活。在这种情况下，央行对总量利率工具可能会更加审慎，政策重心可能更多转向维持流动性平稳、结构性工具支持和财政货币协同，而不是简单加码总量宽松。

总体看，猪价本身不是今年下半年货币政策的主要约束，猪价与能源、果蔬价格共振后对我国 CPI 和降息预期的可能扰动，才是更值得关注的风险。

风险提示

- 1、重大动物疫病超预期扩散，可能导致供给快速收缩。
- 2、宏观经济下行超预期，可能进一步压制猪肉消费。
- 3、玉米、豆粕等饲料原料价格大幅波动，可能改变养殖成本和出栏节奏。
- 4、生猪产能调控政策、环保政策或金融支持政策出现重大变化，可能影响产能出清速度。
- 5、历史周期经验对当前规模化、金融化和效率提升背景下的生猪行业解释力可能下降。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2026 版权所有。保留一切权利。



平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融
融中心 B 座 25 层

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼
丽泽平安金融中心 B 座 25 层