下载日志已记录，仅供内部参考



2026 年 8 月 13 日

# 猪价弱周期、长磨底的新特征

评级及分析师信息
大类资产首席分析师：孙 付
邮箱：sunfu@hx168.com.cn
SAC NO：S1120520050004
联系电话：021-50380388

联系人：黄蕴元
邮箱：huangyy3@hx168.com.cn
联系电话：021-50380388

## 核心观点：

### ▸ 猪周期分析框架优化

**分析框架：以“能繁母猪存栏—生猪存栏—猪价”三变量传导链条为统一判断标尺。**能繁母猪存栏为先行变量，经 10~12 个月繁育时滞决定远期出栏中枢，是判断拐点位置的核心锚点；生猪存栏为中间变量，受压栏、二次育肥等行为因素干扰，与猪价存在双向反馈，不能单独作为供给收缩的依据；猪价为结果变量，中长期回归能繁母猪决定的供给中枢。

由此形成三条判断规则：一看能繁存栏是否趋势性、连续性去化而非单月波动；二看生猪存栏与猪价是否反向（同向多为压栏形成的假性缺口）；三看名义存栏达标不等于产能已经出清。

### ▸ 当前猪周期特征：下行磨底周期拉长

在新框架下对历史上六轮周期及当前行情进行检验分析。后非洲猪瘟时代，规模化养殖占比大幅提升，叠加国家常态化逆周期调控，过去时长约 48 个月、涨跌相对对称的经典猪周期范式已发生变化：**当前猪周期显著表现为上行周期大幅缩短、下行磨底周期显著拉长，价格整体波动幅度收窄、底部震荡时间拉长的差异化特征。**

### ▸ 预判猪价需关注四大因素

**非洲猪瘟中后阶段的猪周期不再由单一变量驱动，能繁母猪存栏、疫病、供需缺口、产业调控政策四大因素相互耦合，共同决定猪价中长期运行方向与波动弹性。**能繁母猪存栏决定中长期出栏中枢，是判断大级别拐点的核心基础；疫病从供需两端制造短期扰动，放大阶段性波动；供需缺口分真实缺口（产能收缩）与假性缺口（压栏、流通偏紧），牛羊肉、禽肉替代效应约束涨价空间；逆周期政策则从产能调控、储备肉吞吐等维度平滑极端涨跌。

### ▸周期拐点将近，板块于估值低点磨底蓄能

2026 年 7 月初国内生猪价格的阶段性修复行情是短期因素共振形成的季节性脉冲反弹，而非基本面支撑的新一轮猪周期上行拐点。该反弹已于 7 月下旬冲高回落、期货主力创上市新低，伴随部分企业 7 月出栏环比总体逆势增长。**真正趋势性拐点的确认需要同时满足能繁存栏连续多个季度回落与生猪存栏同步转降两个条件，按当前去化节奏，大概率出现在 2026 年四季度至 2027 年上半年。**

从投资角度看，板块估值处于底部且中长期上行趋势明确，产能去化加速将成为行情催化剂。在猪价波动的新范式周期下，低成本、大体量龙头企业在周期低谷更具抗风险能力。

## 风险提示

宏观经济、产业政策出现超预期变化。



下载日志已记录，仅供内部参考



# 正文目录

1. 传统猪周期复盘 ..... 3
1.1. 2006.5-2010.4：疫病触发、散户主导的高弹性对称周期 ..... 3
1.2. 2010.6-2014.4：供需自发调节的经典蛛网周期 ..... 4
1.3. 2014.4-2018.5：环保整治，去产能驱动的结构转折型周期 ..... 5
2. 非洲猪瘟后猪周期分析框架需优化 ..... 6
2.1. 2018.5-2022.4：非洲猪瘟带来新旧周期范式转换 ..... 6
2.2. 2022.4-2024.4 新周期一：长磨底型周期 ..... 7
2.3. 2024.5一至今 新周期二：效率提升下的供给刚性 ..... 8
3. 2026 年中猪价反弹，而非周期反转 ..... 9
4. 风险提示 ..... 12

# 图表目录

图 1 2006 年 5 月—2010 年 4 月 生猪存栏与能繁母猪存栏（万头）、集贸市场猪肉价（元/公斤） ..... 4
图 2 2010 年 6 月—2014 年 4 月 生猪存栏与能繁母猪存栏（万头）、集贸市场猪肉价（元/公斤） ..... 5
图 3 2014 年 4 月—2018 年 5 月 生猪存栏与能繁母猪存栏（万头）、集贸市场猪肉价（元/公斤） ..... 6
图 4 2018 年 5 月—2022 年 4 月 生猪存栏与能繁母猪存栏（万头）、集贸市场猪肉价（元/公斤） ..... 7
图 5 2022 年 4 月—2024 年 4 月 生猪存栏与能繁母猪存栏（万头）、集贸市场猪肉价（元/公斤） ..... 8
图 6 2024 年 4 月—2026 年 6 月 生猪存栏与能繁母猪存栏（万头）、集贸市场猪肉价（元/公斤） ..... 9
图 7 2013—2024 年 居民人均猪肉及其他畜肉消费量（千克/年）与猪肉占比（%） ..... 10

下载日志已记录，仅供内部参考



# 1. 传统猪周期复盘[1]

## 1.1. 2006.5-2010.4：疫病触发、散户主导的高弹性对称周期

第一轮猪周期以 2006 年行业猪价低位为起点，核心驱动因素为全国大规模暴发的高致病性蓝耳病疫情，疫情冲击造成行业产能大幅波动，开启新一轮完整猪周期。本轮周期整体运行区间为 2006 年 5 月至 2010 年 4 月，全程历时 47 个月，其中上行周期为 2006 年 5 月至 2008 年 2 月，时长 21 个月，下行周期为 2008 年 3 月至 2010 年 4 月，时长 26 个月。（全文周期时长口径：以价格低点当月为起点、次一低点前一月为终点，按上行与下行月份数加总计算。）

周期启动前期，国内猪价长期处于低位，持续两年的低价行情持续挤压中小养殖户利润空间，行业被动开启产能出清进程，市场猪肉供给逐步收缩，行业供需格局持续改善，猪价开启反弹上行通道。**2007 年高致病性蓝耳病全面蔓延，养殖风险急剧升高，大量散户无力抵御疫情与亏损压力，集中抛售生猪、淘汰带病母猪。需要指出的是，本轮产能收缩的主导机制并非疫病直接致死：农业农村部通报显示，2007 年 1—8 月全国病死与扑杀合计约 24.3 万头，仅相当于当年约 5 亿头生猪存栏的 0.05%，且 2007 年 6 月末全国生猪存栏 4.76 亿头、同比仅下降 0.15%，能繁母猪存栏 4400 万头、同比下降 1.98%，均未出现断崖式下滑。真正压缩远期供给的是散户争相淘汰母猪、补栏意愿中断，叠加同期饲料成本上行，产能急剧收缩。**受产能出清与补栏中断影响，2007 年国内猪肉产量降至 4307.85 万吨，较 2006 年下滑 7.4%，市场供给短缺推动猪价持续冲高，2008 年 2 月集贸市场猪肉价格攀升至本轮周期峰值 25.94 元/公斤，3 月小幅回落至 25.91 元/公斤、同比涨幅仍高达 78.4%。猪价见顶后，周期正式进入下行阶段。2009 年全球甲型 H1N1（甲流）疫情，市场猪肉消费需求受到明显压制，终端消费疲软叠加前期高价刺激的补栏产能逐步释放，市场猪肉供给有所恢复，猪价进入持续回落通道。行情持续下行至 2010 年 4 月，本轮猪价高点至低点累计跌幅达 35.78%，2010 年 4 月猪价同比-5.94%。

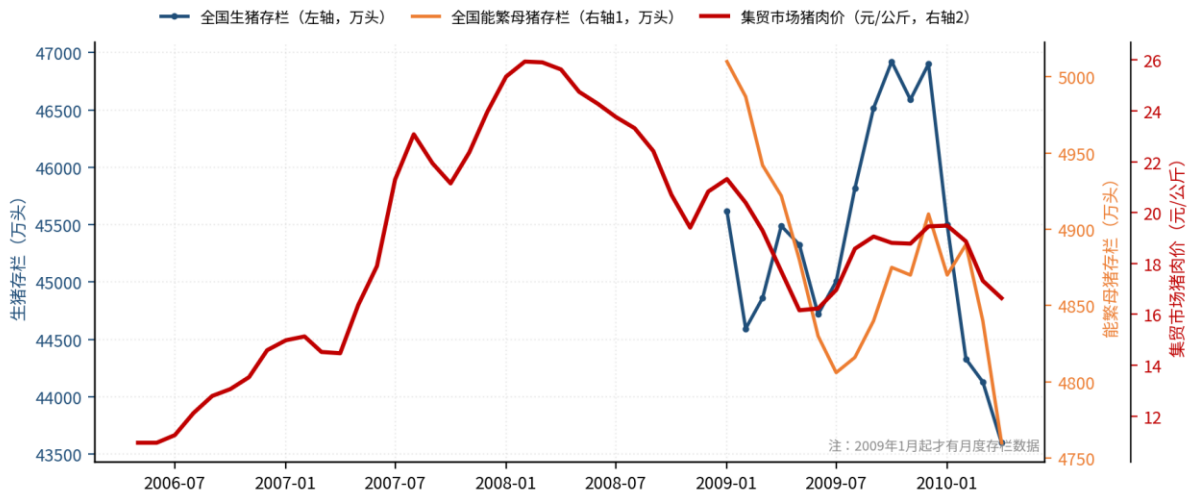
在本文框架下检验，本轮周期的可观测产能收缩其实相当有限：2006 年 6 月至 2007 年 6 月能繁母猪存栏仅由约 4489 万头降至 4400 万头（-2.0%），生猪存栏基本持平，却对应了猪肉价 78%的同比涨幅。这说明疫情的作用主要不是病理性减产，而是通过情绪切断补栏、放大预期，叠加前期两年低价已耗尽散户资本金，共同形成价格弹性。

[1] 感谢实习生孙悦彤同学对本篇报告的数据和资料等支持工作。

下载日志已记录，仅供内部参考



图 1 2006 年 5 月—2010 年 4 月 生猪存栏与能繁母猪存栏（万头）、集贸市场猪肉价（元/公斤）




资料来源：iFinD、国家统计局、农业农村部，华西证券研究所

## 1.2. 2010.6-2014.4：供需自发调节的经典蛛网周期

第二轮完整猪周期运行区间为 2010 年 6 月至 2014 年 4 月，全程历时 46 个月。其中上行周期为 2010 年 6 月至 2011 年 9 月，时长 15 个月；下行周期为 2011 年 10 月至 2014 年 4 月，时长 31 个月。

在上一轮周期尾声，行业经历了长达两年的猪价下行阶段，行业持续亏损推动产能持续出清，国内能繁母猪存栏量连续走低，并于 2010 年 8 月探底至 4580 万头（同期全国生猪存栏约 4.4 亿头）。叠加 2010 年国内口蹄疫疫情小范围暴发，仔猪成活率有所下滑，进一步收紧市场生猪供给。供需格局持续偏紧下，猪价在 2010 年 6 月触底后开启快速反弹行情，集贸市场猪肉价由周期底部 16.47 元/公斤持续攀升，至 2011 年 9 月达到阶段高点 30.23 元/公斤，区间涨幅达 83.6%。

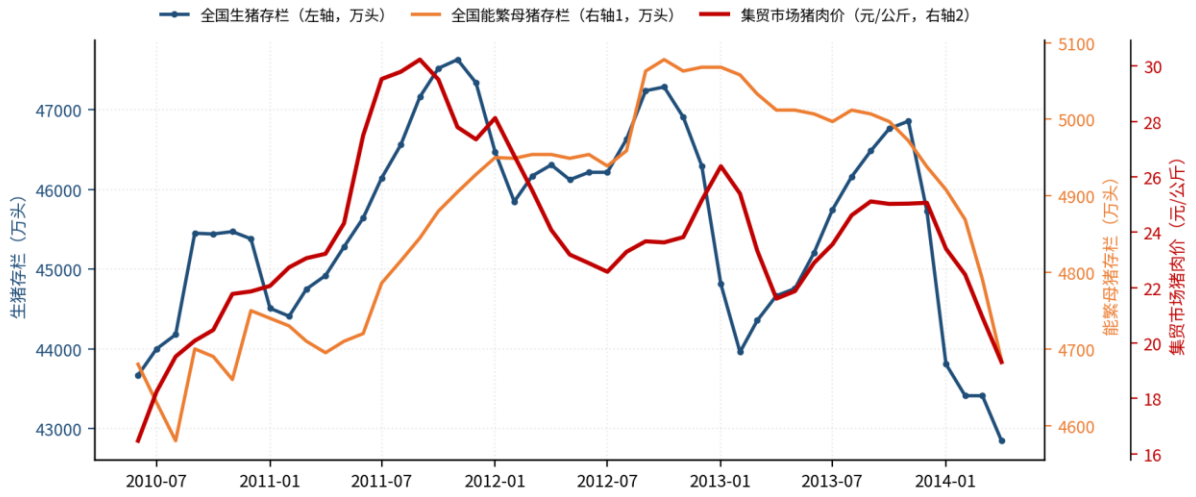
本轮猪价大幅上涨使得养殖端利润空间大幅扩张，**丰厚的养殖收益刺激全行业开启大规模扩产补栏，国内能繁母猪存栏量持续回升，市场生猪及猪肉供给稳步释放。**2012 年国内猪肉产量达 5443.6 万吨，同比增长 6.08%。与疫病驱动的强制去产能周期不同，本轮周期未出现大规模、突发性的行业产能出清，养殖端产能持续扩张。2013 年国内猪肉产量进一步增至 5618.6 万吨，同比再度增长 3.22%。行业产能的持续扩张最终引发市场供过于求、产能过剩，猪价由此开启长时间、慢节奏的下行调整通道。

本轮是纯市场化调节的典型样本，也是三变量框架吻合度最高的一轮：能繁母猪存栏 2010 年 8 月见底，约 13 个月后的 2011 年 9 月猪价见顶；补栏推动能繁存栏于 2012 年 10 月见顶，此后高位钝化近一年，直至 2014 年初才加速回落，猪价相应延后至 2014 年 4 月见底，能繁见顶至价格见底的传导时滞长达 18 个月，显著长于繁育周期本身，反映高位平台期的产能黏性。

下载日志已记录，仅供内部参考



图 2 2010 年 6 月—2014 年 4 月 生猪存栏与能繁母猪存栏（万头）、集贸市场猪肉价（元/公斤）




资料来源：iFinD、国家统计局、农业农村部，华西证券研究所

## 1.3. 2014.4-2018.5：环保整治，去产能驱动的结构转折型周期

第三轮完整猪周期运行区间为 2014 年 4 月至 2018 年 5 月，全程历时 48 个月。其中上行周期为 2014 年 4 月至 2016 年 5 月，时长 25 个月；下行周期为 2016 年 6 月至 2018 年 5 月，时长 23 个月。

本轮周期核心驱动因素为政策端环保整治升级。《畜禽规模养殖污染防治条例》于 2013 年 11 月 11 日公布，2014 年 1 月 1 日起施行，此后叠加 2014 年修订的《环境保护法》与 2015 年《水污染防治行动计划》（“水十条”），各地在全国范围内密集划定畜禽养殖禁养区、限养区，大规模清退、关停不合规中小型散户养殖场。严格的环保监管推动行业开启一轮强制性、系统性的产能出清，行业落后产能快速去化，全国能繁母猪存栏量持续回落，2014 年 4 月到 2018 年 5 月区间跌幅 30.33%，**周期阶段内猪肉产量稳步下滑，市场生猪供给持续收缩。**供需格局持续收紧的背景下，国内猪价持续回暖上行，并在 2016 年 5 月攀升至本轮周期高点 30.47 元/公斤（6 月为 30.39 元/公斤）。

**周期呈现出上行力度强、下行周期偏长的独特特征，核心原因在于养殖结构升级带来的供给韧性。**猪价进入下行阶段后，规模化头部企业的抗风险能力远强于传统散户，并未随价格下跌快速减产、去产能。虽然阶段内能繁母猪存栏总量持续回落，但规模化养殖模式持续普及，行业整体生猪供给并未出现明显缺口，2014 年到 2016 年猪肉产量仅降低 395.31 万吨，区间下降 6.79%。除此之外，在价格下行阶段，养殖端普遍存在压栏增重、延后出栏的行为，2016 年生猪出栏 70073.92 万头、同比下降 3.23%（2015 年为 72415.60 万头、同比下降 3.18%），变相增加阶段性猪肉市场供给，进一步压制猪价修复节奏，最终拉长了本轮周期的下行调整时长。

重点关注本轮的数据口径问题[2]。全国生猪存栏在 2018 年前后分属两套统计体系：2018 年之前为农业部定点监测推算值，2017 年 1 月监测样本由 4000 个监测点变更为 400 个监测县；2018 年 3 月，农业农村部认定环保拆迁与规模场扩张已导致监测数据失真，对样本方案作了优化完善并回溯调整历史数据，此后序列的水平重新锚定至接近国家统计局全口径调查的量级。两套口径的落差达 27.6%（2017 年 12 月 33536 万头对 2018 年 1 月 42805 万头），图 3 中该处已作断开处理，跨期降幅不宜

[2] 生猪存栏 2018 年前为农业部定点监测口径、2018 年起为回溯调整后口径。

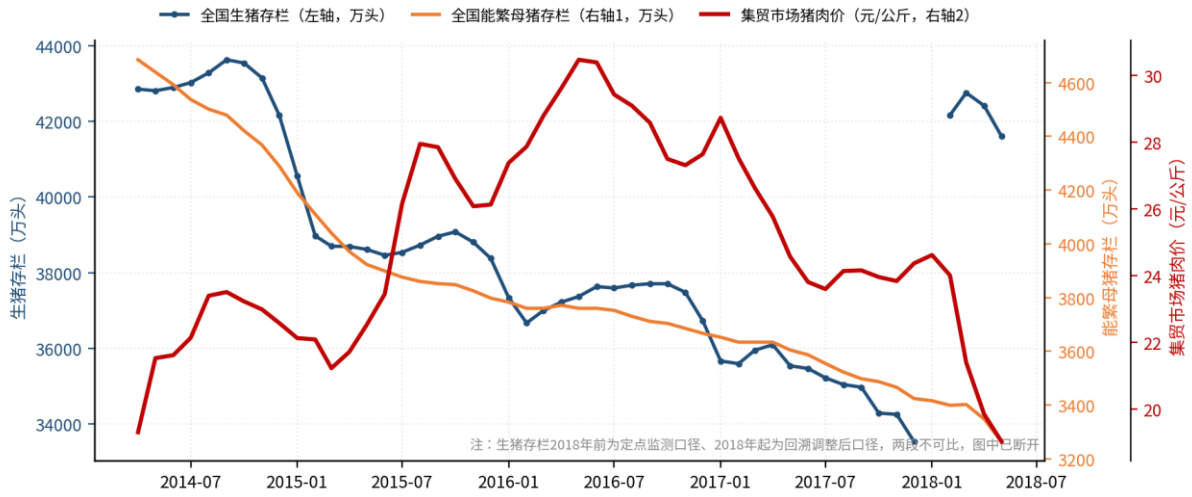
下载日志已记录，仅供内部参考



跨越该断点计算。落差之所以如此之大，主因是定点监测存在系统性低估：其一，样本仅覆盖 400 个县的监测场户，而统计局系在 31 个省对全部大型养殖场与抽中的中小型养殖场调查，样本量约 44 万户；其二，2015—2017 年环保清退的散户大量本身即为监测样本户，样本内降幅显著大于全国实际降幅；其三，农业农村部仅公布同比、环比变化率，自 2012 年 4 月起不再公布绝对数量，市场沿用的绝对值系由基期数乘以累计变化率倒推，误差逐月累积。

受此影响，本轮能繁母猪存栏的累计去化幅度（监测口径下约 30%）与猪肉产量降幅（6.8%）之间的落差，既包含 PSY 效率提升对“能繁去化”向“供给收缩”传导效率的真实削弱，也包含监测样本调整带来的统计性虚高。由于国家统计局自 2020 年起才独立公布能繁母猪存栏，本轮无同口径序列可供重算，故此处仅作方向性判断：**效率提升对传导链条的削弱在本轮已经显现，并在后续两轮周期中成为主导性力量。**

图 3 2014 年 4 月—2018 年 5 月 生猪存栏与能繁母猪存栏（万头）、集贸市场猪肉价（元/公斤）




资料来源：iFinD、国家统计局、农业农村部，华西证券研究所

## 2. 非洲猪瘟后猪周期分析框架需优化

### 2.1. 2018.5-2022.4：非洲猪瘟带来新旧周期范式转换

第四轮猪周期为非洲猪瘟疫情主导的新范式，本轮周期运行区间为 2018 年 5 月至 2022 年 4 月，全程历时 47 个月。其中上行周期为 2018 年 5 月至 2020 年 8 月，时长 27 个月；下行周期为 2020 年 9 月至 2022 年 4 月，时长 20 个月。（本轮价格顶部呈“双顶”结构——2020 年 2 月见 57.97 元/公斤后回落，2020 年 8 月再度反弹至 55.44 元/公斤，本文以第二个顶部所在的 2020 年 8 月作为上行与下行阶段的分界。）

本轮周期核心驱动因素为全国非洲猪瘟疫情，疫病冲击对国内生猪产业造成较大打击，**行业产能迎来历史性深度去化。全国能繁母猪存栏量大幅下降，生猪存栏量也骤减，产能缺口快速拉大**，截至 2019 年 10 月，国内生猪存栏仅 2.4 亿头，同比下降 41.3%，极致的产能收缩成为本轮猪价历史性行情的根本原因。行情持续冲高后，集贸市场猪肉价创下历史新高，2020 年 2 月达到 57.97 元/公斤、同比上涨约 165%，养殖端盈利空间被彻底打开，行业利润持续走高。

在行业超高利润的强驱动下，国内养殖主体开启集中式、大规模产能修复进程，头部企业大幅补栏能繁母猪，行业产能恢复速度创下历年新高。全国能繁母猪存栏于 2019 年 9 月探底至 1898 万头，至 2021 年 6 月快速回升至 4564 万头，区间涨幅

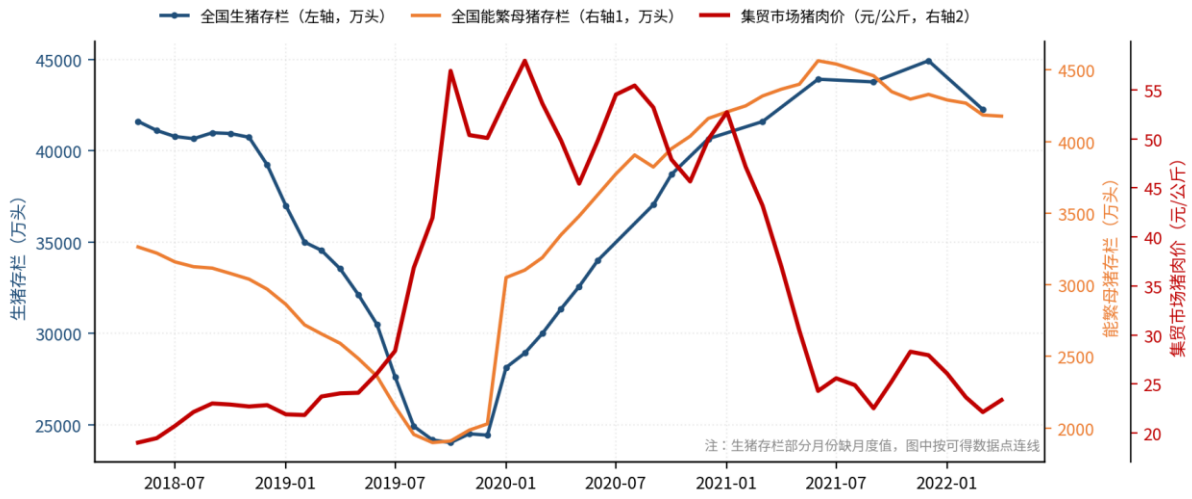
下载日志已记录，仅供内部参考



140.5%。**行业“一窝蜂”式的快速扩产补栏行为，快速透支行业供需缺口。为后期行业产能过剩、猪价深度回调埋下长期隐患。**与此同时，非洲猪瘟高养殖风险、常态化环保政策收紧，叠加本轮周期价格的剧烈宽幅波动，大幅抬升行业养殖门槛与经营风险，大量抗风险能力较弱的中小养殖企业及散户持续出清，退出市场。而头部养殖企业依托充足的资金储备、成熟的养殖技术与完善的生物安全防控体系，成功抵御行业危机并实现逆势扩张，行业规模化、集中化趋势进一步加剧，市场格局再度重塑。

**本轮之后，行业母猪生产效率、育肥成活率与出栏均重同步抬升，同等能繁存栏对应的猪肉供给能力显著扩容，“能繁—供给—价格”的传导系数被下调。**

图 4 2018 年 5 月—2022 年 4 月 生猪存栏与能繁母猪存栏（万头）、集贸市场猪肉价（元/公斤）




资料来源：iFinD、国家统计局、农业农村部，华西证券研究所

## 2.2. 2022.4-2024.4 新周期一：长磨底型周期

第五轮新型异化猪周期运行区间为 2022 年 4 月至 2024 年 4 月，历时 24 个月。其中上行周期为 2022 年 4 月至 2022 年 10 月，时长 6 个月；下行周期为 2022 年 11 月至 2024 年 4 月，时长 18 个月。

**相较于传统经典猪周期约 48 个月的运行时长，本轮周期整体时长缩减近 50%，呈现快速冲顶、超长阴跌下行的典型异化结构，标志着传统猪周期运行规律彻底失灵、行业周期逻辑迎来系统性重构，具体表现为价格波动振幅显著收窄、底部震荡磨底周期大幅拉长。**从供给端基本面来看，受非洲猪瘟疫情遗留的行业供给强扰动持续影响，2021 年 6 月至 2022 年 4 月国内能繁母猪存栏量由 4564 万头降至 4177 万头、累计去化 8.5%，按 10~12 个月的繁育传导时滞，恰好对应 2022 年二至四季度的商品猪供给收缩，为 2022 年猪价快速反弹上行筑牢核心基本面支撑。行情启动后，集贸市场猪肉价自 2022 年 4 月 23.37 元/公斤快速攀升，至 2022 年 10 月涨至阶段高点 41.86 元/公斤，短短六个月区间涨幅高达 79.1%。价格触顶之后，市场随即进入长达 18 个月的超长下行磨底阶段。

**本轮周期超长阴跌、弱势磨底的核心根源，在于后非瘟时代行业养殖结构的深度变革。**本轮短期上行行情带来的高额养殖利润，驱动头部规模化养殖企业持续大规模补栏、逆势扩张；叠加行业育种技术持续迭代升级，整体养殖 PSY 水平稳步抬升，单头能繁母猪对应的商品猪出栏效率大幅提升，行业整体供给韧性显著增强。即便后期行业全面进入深度亏损区间，市场整体生猪出栏供给依旧保持充裕状态，未出现传统周期的快速去库缩供行情。

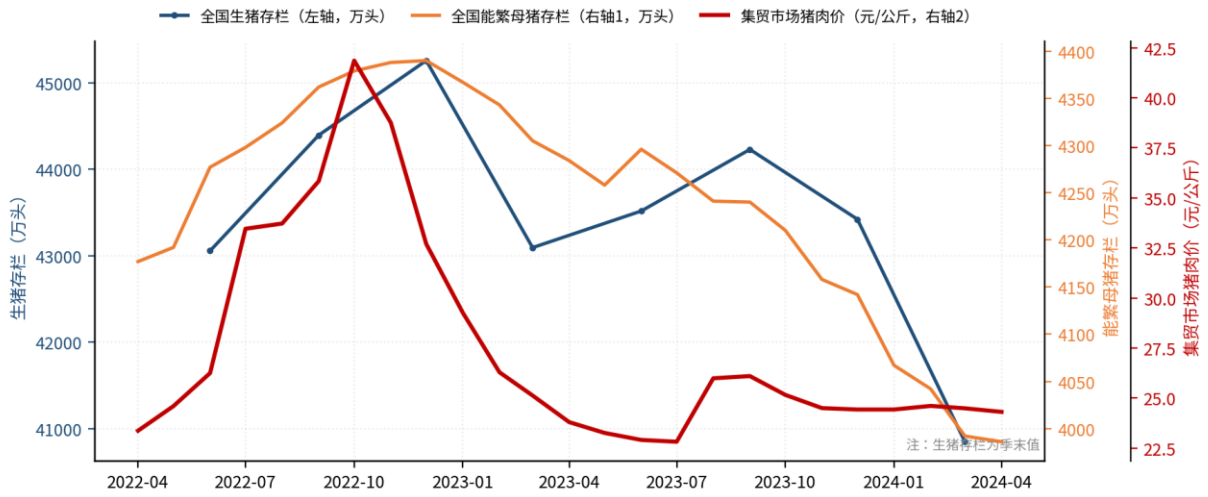
下载日志已记录，仅供内部参考



同时，规模化猪场依托充足的资金储备、多元的融资渠道与稳定的经营现金流，抗风险、抗亏损能力远优于传统散户主体，大幅延缓了行业能繁母猪被动淘汰节奏，使得本轮周期产能出清呈现钝化、滞后、力度偏弱的特征。需求端层面，国内猪肉终端消费整体增速平稳偏弱，消费弹性持续不足，难以承接行业充裕的出栏供给，市场供需宽松格局长期固化。

本轮验证了框架的第三条规则：能繁存栏在 2022 年 4 月至 2023 年 6 月始终维持在 4177 万～4390 万头的高位，名义产能从未真正出清，价格因而只能磨底。

图 5 2022 年 4 月—2024 年 4 月 生猪存栏与能繁母猪存栏（万头）、集贸市场猪肉价（元/公斤）




资料来源：iFinD、国家统计局、农业农村部，华西证券研究所

## 2.3. 2024.5一至今 新周期二：效率提升下的供给刚性

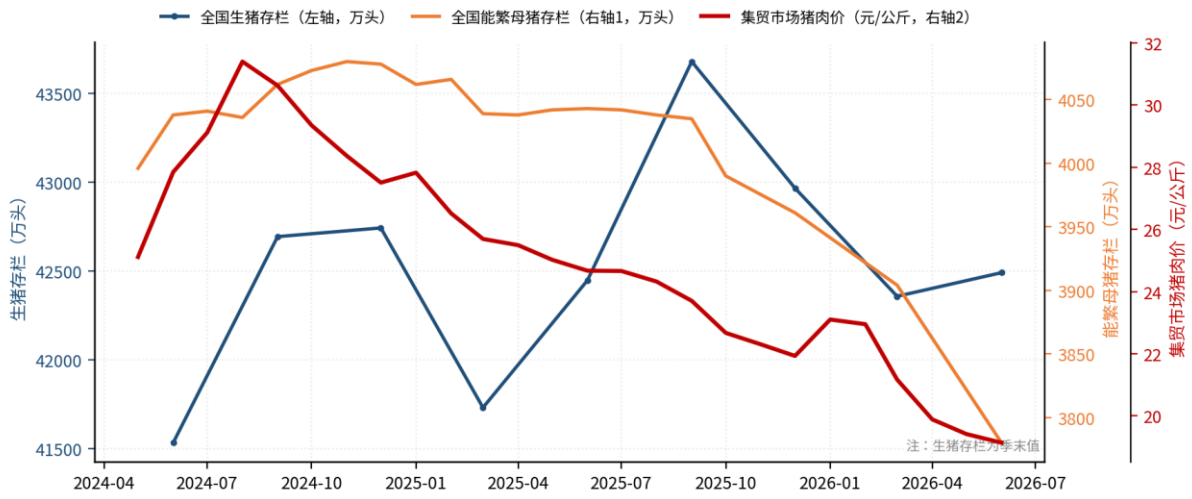
本轮周期自 2024 年 5 月启动，期初集贸市场猪肉价 25.11 元/公斤，上行仅 3 个月即于 2024 年 8 月见顶 31.39 元/公斤，随后进入 22 个月的跨年度阴跌，至 2026 年 6 月回落至 19.14 元/公斤、较高点下跌 39.0%，7 月初出现阶段性修复，但反弹在 7 月下旬即冲高回落，全月呈先涨后跌的倒 V 形结构。**上行 3 个月、下行 22 个月，是六轮周期中最不对称的一轮。**

供给端上，先行产能温和去化，效率与行为共同对冲。上行段的基本面来自前置去化——能繁母猪存栏自 2023 年 6 月的 4296 万头降至 2024 年 4 月的 3986 万头、累计 7.2%，按 10~12 个月传导恰好落在 2024 年年中，叠加二次育肥集中锁源，标猪流通货源阶段性收紧。但去化随即被三重力量对冲：其一，2024 年的短暂盈利刺激头部企业补栏，能繁存栏于 2024 年 11 月回升至 4080 万头，去化成果被全数抹去；其二，行业 PSY 持续上行，同等存栏对应的仔猪产出逐年抬升，名义去化的供给含义被稀释；其三，规模场凭借现金流与融资渠道优势推迟淘汰母猪，散户退出体量不足以扭转总量。生猪存栏截至 2026 年二季度末仍有 42491 万头、同比微增 0.1%，在能繁母猪同比下降 6.5%的同时，可供出栏的中大猪总量并未减少，出栏压力尚未实质缓解。**需求端上，总量弱、结构分流、渠道修复有限。**居民人均猪肉消费 2023 年达到 30.48 公斤的阶段高点后，2024 年回落至 28.1 公斤、下降 7.8%，同期牛肉由 3.15 公斤增至 3.87 公斤、增长 22.9%，猪肉占“肉类”比重由 76.6%降至 73.7%，为 2020 年以来最低，比价效应下的替代分流清晰可见。叠加餐饮、团膳等弹性消费修复偏慢，需求端全程未能提供向上弹性。**综合看，本轮下行的成因是效率提升与产能回补共同造成的供给刚性；2026 年 7 月初的修复，对应的是大肥猪集中去库完毕后的出栏节奏调整，属流通端扰动，尚不构成产能趋势性出清的证据。**

下载日志已记录，仅供内部参考



图 6 2024 年 4 月—2026 年 6 月 生猪存栏与能繁母猪存栏（万头）、集贸市场猪肉价（元/公斤）




资料来源：iFinD、国家统计局、农业农村部，华西证券研究所

## 3. 2026 年中猪价反弹，而非周期反转

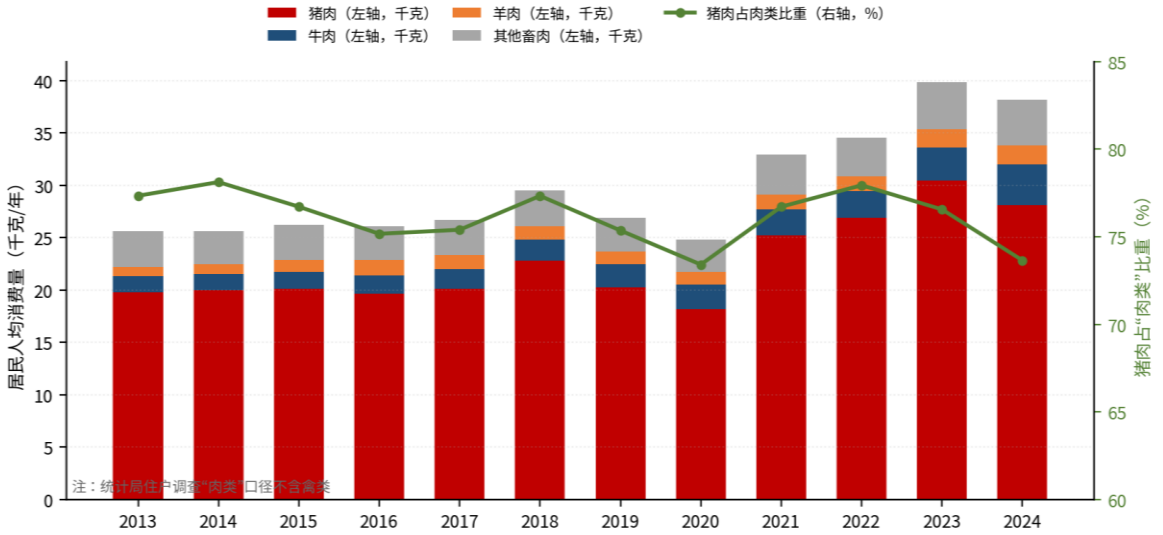
**六轮周期复盘表明，传统时长对称、波动剧烈的经典猪周期范式已发生根本性异化：规模化率提升推高抗亏损能力，逆周期调控常态化落地，能繁母猪的收缩与扩张节奏显著放缓，市场演变为上行缩短、下行拉长、波动中枢收敛的新形态。在“能繁母猪存栏—生猪存栏—猪价”的框架下，能繁存栏决定远期供给中枢，生猪存栏是识别缺口真伪的关键中介，PSY 提升则持续下调二者之间的传导系数；疫病、替代品与政策分别决定单轮行情的爆发力、上限与波动区间。**

供需缺口的供给端由能繁母猪繁育传导节奏、疫病造成的产能损耗、市场出栏调控节奏、冻品库存调剂以及肉类进口规模共同决定，需求端则依托长期人均肉类消费结构数据可以清晰观测：按国家统计局住户调查“肉类”口径（含猪肉、牛肉、羊肉等畜肉，不含禽类），2013—2024 年我国居民猪肉消费占比长期稳定在 73.4%～78.1%区间；需特别提示，该口径未将禽类纳入分母，若把人均约 13 公斤的禽类消费一并计入，猪肉份额将降至约 55%～60%，故在讨论替代效应时应以含禽口径为准。牛肉、羊肉与禽肉共同构成核心替代消费品类，**比价关系、消费偏好与年度人均消费量变化共同约束猪肉需求弹性，供需两端的匹配松紧程度决定缺口的方向、规模和延续时长，也是区分趋势性周期反转与短期脉冲式假性反弹的核心判断标尺。**

下载日志已记录，仅供内部参考



图 7 2013—2024 年 居民人均猪肉及其他畜肉消费量（千克/年）与猪肉占比（%）




资料来源：iFinD、国家统计局、农业农村部，华西证券研究所

在散户主导行业的传统周期阶段，养殖主体决策行为高度同质化，盈利阶段集中补栏、亏损阶段快速淘汰母猪，能繁母猪存栏呈现大起大落的强波动特征，“存栏底部对应 12 个月后价格顶部、存栏高位对应价格长期下行”。在 2010—2014 年第二轮经典市场化猪周期中，能繁母猪存栏于 2010 年 8 月回落至阶段性低点，经过约 12 个月产能传导，2011 年商品猪供给持续收缩，猪肉价格自底部开始上涨；后续盈利驱动行业大规模补栏，能繁存栏持续回升，带动 2012 年国内猪肉产量大幅上涨、2013 年进一步升至 5618.6 万吨，同比上涨 3.2%，**供给持续过剩直接开启长达 31 个月的下行周期。**

随着行业规模化比例持续抬升、育种与饲养技术迭代，行业 PSY（每头能繁母猪年提供断奶仔猪数）持续上行，能繁存栏的周期传导机制出现结构性异化。《2025 猪业数据年报》显示，国内行业平均 PSY 从 2016 年的约 17.6 头提升至 2025 年的约 24.3 头，头部上市养殖企业 PSY 可达 26～29 头。同等存栏规模下，当前行业商品猪出栏潜力显著高于十年前，供给整体韧性大幅增强。

**在后非瘟异化周期阶段，规模化主体依靠稳定现金流、多元融资渠道与生物安全优势，在行业深度亏损阶段不会复刻散户被动清退母猪的行为，使得能繁母猪产能出清呈现钝化、滞后、幅度偏弱的特征。**2022—2024 年新一周期内，支撑 2022 年 4—10 月猪价上涨的并非同期存栏变化，而是 2021 年 6 月至 2022 年 4 月 8.5%的前置去化经 10~12 个月传导后的兑现——2022 年 4—10 月能繁母猪存栏实际由 4177 万头回升至 4379 万头，属于典型的“价格上行与存栏回补同步”；而这一轮补栏在价格见顶后并未随亏损快速逆转，规模企业产能高位维持，最终形成 18 个月超长下行周期。

进入 2024 年开启的最新一轮周期，2024 年短期盈利刺激头部企业适度补栏，叠加行业 PSY 高位运行，能繁母猪存栏长期处于政策正常保有量上方。农业农村部已于 2026 年 5 月将全国能繁母猪正常保有量下调并稳定在 3750 万头左右，绿色区域相应收紧为正常保有量的 92%~103%。据国家统计局 2026 年 7 月 16 日发布数据，2026 年二季度末全国能繁母猪存栏 3780 万头，同比下降 6.5%、季度环比下降 3.2%，为正常保有量的 100.8%，已回落至绿色区域内。名义存栏虽已接近调控基准线，但按行业 PSY 自 2016 年的约 17.6 头提升至 2025 年的约 24.3 头（提升约 38%）估算，当前 3780 万头能繁母猪对应的仔猪产出能力，大体相当于 2016 年约 5200 万头能繁母猪的水平，效率提升对冲了名义存栏的下降，行业等效供给冗余仍然存在，造成本轮上行仅 3 个月、下行拉长的极端异化结构，**2026 年 7 月初的价格修复仅为出栏节奏调整带来的脉冲行情，并未对应能繁母猪趋势性大幅去化。**

下载日志已记录，仅供内部参考



**该修复行情主要由短期出栏结构切换与夏季季节性消费回暖共同驱动，是否构成趋势反转，仍需按本文三条规则逐条检验：**

其一，能繁存栏已连续去化，但累计幅度尚未触及证伪阈值。本轮高点为 2024 年 11 月的 4080 万头，至 2026 年 6 月累计去化 300 万头、幅度 7.4%。分季度看，2025 年三季度末 4035 万头、四季度末 3961 万头、2026 年一季度末 3904 万头、二季度末 3780 万头，已连续三个季度环比负增长，累计降幅 6.3%，其中二季度单季贡献 124 万头、占累计去化的 41%，是去化提速最明显的一个季度。连续多季下行这一条件已经成立，当前主要关注幅度——6.3%的累计降幅仍低于本文设定的 10%证伪阈值，且 2025 年前三季度存栏长期胶着在 4035 万～4066 万头的平台，实质性去化启动时点偏晚。

其二，生猪存栏与猪价同向而非反向。2026 年二季度末全国生猪存栏 42491 万头、同比微增 0.1%，在能繁母猪同比下降 6.5%的同时，中大猪与待出栏肥猪的总量并未减少。真实供给缺口必须表现为能繁存栏与生猪存栏的双降，当前只出现前者单降，说明收紧发生在流通端而非产能端——本轮涨价的直接诱因是前期大体重生猪集中抛售出清完毕、标猪货源阶段性偏紧，属典型的假性缺口。

其三，名义存栏达标不等于产能出清，效率修正后的等效产能仍高于调控目标所隐含的水平。本轮能繁去化幅度已接近 2021 年 6 月至 2022 年 4 月轮（-8.5%），而后者随即催生六个月 79%的涨幅。但三项条件已变：一是当前行业 PSY 较 2022 年高约 2 头，同样存栏降幅对应的等效产能收缩更小；二是 2022 年初冻品库存低、二次育肥资金充裕，如今连续亏损已消耗现金流，一季度 6 家上市猪企资产负债率超 70%，加杠杆能力弱化；三是 2025 年禽肉、牛肉产量分别增长 6.7%、2.8%，替代品封顶作用更强。故即便去化幅度相当，本轮价格弹性也应显著更低。

**截至 2026 年二季度末，“连续三个季度环比负增长”这一条件已经满足，累计降幅 6.3%，尚未触及 10%阈值；若三季度延续二季度 3.2%的环比降幅，累计降幅将升至约 9.4%、逼近阈值，拐点确认时点将显著前移。**

**根据 7 月高频数据，栏端不降反增。**价格层面，7 月行情走出先涨后跌的倒 V 形结构——据国家统计局 7 月下旬流通领域价格监测，生猪（外三元）价格 10.4 元/公斤、较 7 月中旬环比下跌 5.5%；农业农村部监测显示 7 月第 5 周（7 月 27 日—8 月 2 日）全国活猪均价 11.22 元/公斤、环比下跌 2.0%，猪肉批发均价 15.81 元/公斤、同比仍低 22.7%；生猪期货主力 2609 合约自 7 月 20 日的 11730 元/吨回落至 8 月 3 日的 10690 元/吨，两周跌逾 15%并创该合约上市以来新低。反弹在不足一个月内结束，印证了前文流通端扰动而非产能端收紧的定性。**出栏层面，头部企业 7 月出栏量环比不降反增：**牧原股份销售商品猪 666.1 万头、环比增长 6.97%、同比增长 4.82%；温氏股份销售肉猪 274.21 万头（含毛猪和鲜品）、环比增长 6.66%、同比减少 13.36%；新希望销售商品猪 122.56 万头、环比减少 2.3%、同比增长 30.01%。三家合计约 1062.9 万头，环比增长约 5.7%，同比仍小幅正增长约 1.6%。数据从微观出栏端补强了前述规则二与规则三：在猪价出现反弹的月份，规模企业选择加快而非收缩出栏，供给对价格的负反馈机制依然有效；且在能繁母猪同比下降 6.5%的背景下，头部出栏总量同比未见收缩，说明 PSY 效率提升对名义存栏去化的对冲仍在持续，等效产能尚未实质出清。同时需注意企业间分化明显（温氏同比负增、新希望同比高增），行业总量层面的同步去化尚未形成。

**综合判断，2026 年 7 月的修复是拐点酝酿期的早期信号，7 月下旬猪价冲高回落、期货创新低，叠加头部企业出栏环比总体逆势增长，趋势性拐点的确认需要同时满足能繁存栏连续多个季度回落与生猪存栏同步转降两个条件，按当前去化节奏，大概率出现在 2026 年四季度至 2027 年上半年。**

**从投资角度看，产能去化进度是核心观察变量。板块估值处于底部且中长期上行趋势明确，产能去化加速将成为行情催化剂。在猪价波动的新范式周期下，低成本、大体量龙头企业在周期低谷更具抗风险能力。**

下载日志已记录，仅供内部参考



## 4. 风险提示

本报告对“反弹非拐点”的判断建立在有效供给仍显宽松的前提之上，以下情形将构成对该判断的证伪，需重点跟踪：

一、能繁母猪存栏连续三个季度环比负增长，且累计降幅超过 10%，或月度存栏跌破正常保有量的 95%；二季度 3.2%的环比降幅若在三季度延续，拐点确认时点将显著前移。

二、行业效率指标见顶回落。若规模场 PSY 因低胎次母猪占比上升、种群更新放缓而阶段性回落，名义存栏与有效产能的背离将收敛，本文关于“效率对冲存栏下降”的核心论证随之减弱。

三、淘汰母猪折价、7 公斤仔猪价、出栏均重与二次育肥比例四项高频指标同向反转。其中淘汰母猪折价持续走低指向产能出清仍在加速，仔猪价格回升与出栏均重下降则通常领先猪价拐点。

四、政策超预期加码或转向，包括调控区间再度收紧、大型企业产能压减承诺的执行力度，以及中央储备冻肉收储节奏的变化。就现有证据看，7 月头部企业总体出栏量环比仍在增长，说明前期对大型企业带头压减产能产量的引导尚未转化为出栏端的实际收缩，政策执行力度是后续需要重点验证的变量。

五、重大动物疫病超预期扩散，或饲料原料价格大幅上行推高完全成本，均可能在产能未充分出清的情况下提前触发价格上行。

下载日志已记录，仅供内部参考



## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

| 公司评级标准 | 投资评级 | 说明 |
| --- | --- | --- |
| 以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。 | 买入 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15% |
| | 增持 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间 |
| | 中性 | 分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间 |
| | 减持 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间 |
| | 卖出 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15% |
| **行业评级标准** | | |
| 以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。 | 推荐 | 分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10% |
| | 中性 | 分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 |
| | 回避 | 分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10% |

**华西证券研究所：**

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html

下载日志已记录，仅供内部参考



# 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅基于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。