



五矿期货有限公司  
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

# 从累库到去库， 猪价先稳后落

## 生猪半年报

2025/06/06



MINMETALS  
FUTURES

王 俊（农产品组）



028-86133280



wang.ja@wkqh.cn



从业资格号：F0273729



交易咨询号：Z0002942

# 目录

CONTENTS



01 半年度评估及策略推荐

04 产业展望

02 市场回顾

05 价格及策略展望

03 周期特征及市场分析

01

---

# 半年度评估及策略推荐

## 半年度评估及策略推荐



五矿期货有限公司  
MINMETALS FUTURES CO., LTD

- ◆ 去年持续恢复的能繁母猪数量以及不断走低的现货成本奠定了今年猪价偏空的基调。不过，上半年行业暂获喘息机会，持续累库的进行有赖于几个条件：春节前供压释放、散户栏位下降导致肥标价差偏高、二育进行和冻品入库，以及规模厂话语权提升后的集体保价行为，以上因素导致上半年价格窄幅波动，盈利表现好于多年同期以及此前预期。
- ◆ 中短期看，未来几个月行业或仍有累库空间，但年中的季节性反弹力度或偏小。需求端多瞄准6-9月的季节性反弹以及中秋国庆消费，在此之前市场转为恐慌性去库的概率较小，而行业目前存在标肥价差同比偏高、散户栏位中性以及冻品库存偏低等支撑因素，叠加饲料成本低位运行，均有利于累库的继续进行。另一方面因年初仔猪疫病较少，25年年中理论供应断档近几年来最不明显，或限制8、9月份现货的反弹空间。
- ◆ 长期来看，基础产能仍处增势，叠加因前期累库而产生的后置供压，在兑现了年中的价格高点后，有望在三季度末期至年底逐步向去库转变，期间任何意外的因素，如原料上涨、疫情、政策干预等都将加速这一过程，进而有转化成恐慌性去库的可能。
- ◆ 目前各合约对现货普遍贴水较深，基于未来几个月累库仍将进行但季节性反弹空间不大的判断，07、09等近端合约建议交割前适当逢低短多。下半年合约如11、01等，估值角度看仍在成本线之上，且大概率经历由累库向去库转变的驱动过程，上方空间有限，建议等待逢高抛空。重点关注标肥差、二育、体重、成本、疫病等指标。

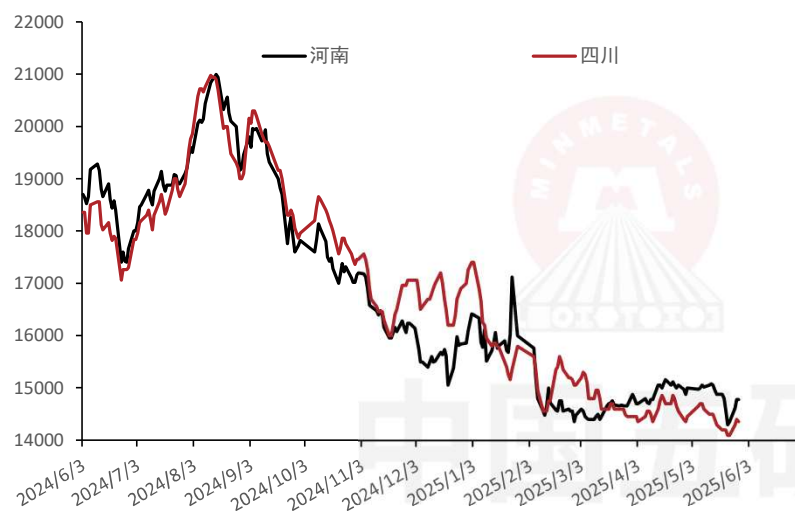
02

---

## 市场回顾

## 现货：窄幅波动，盈利季节性偏高

图1：生猪现货年内走势（元/吨）



资料来源：卓创资讯、五矿期货研究中心

图2：生猪现货分年走势（河南均价，元/吨）



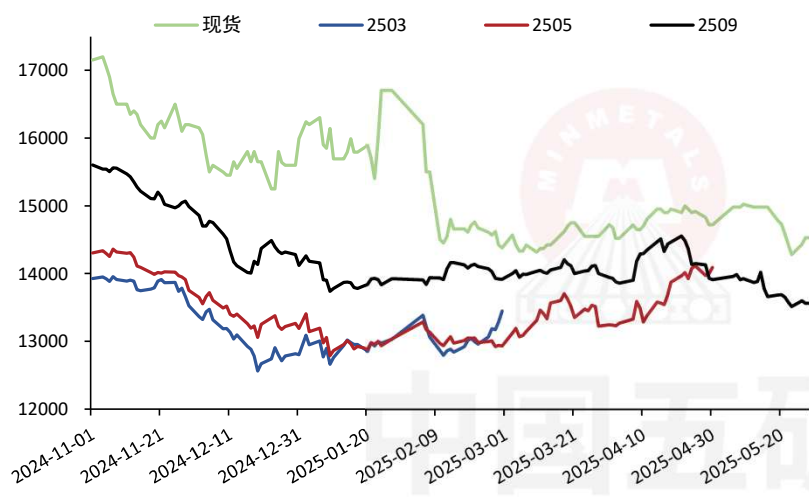
资料来源：卓创资讯、五矿期货研究中心

- 1、因行业进行提前风控，上半年猪价再度体现出反一致预期的特点。考虑去年以来母猪产能的持续增加以及性能的进一步优化，市场一度对今年上半年价格展望过于悲观，但两个因素的出现打破了一致预期。一是散户养殖的继续退出，栏位偏低导致肥-标价差偏高，后续补栏、二育等行为支撑了淡季价格；二是集团掌控力进一步攀升，行业出现较为一致的压栏行为，体重增加，供应后移。
- 2、价格与往年同期相比存在显著不同：一是波动率创多年新低，春节后基准地猪价围绕15元/公斤波动，河南2-5月均价运行区间在14.3-15.2元/公斤，上下空间不足1元；二是成本偏低背景下价格表现不弱，淡季养殖利润好于季节性同期表现。



# 期货：现实与预期反复切换

图3：生猪现货和盘面2503-2509走势（元/吨）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图4：生猪期货指数走势（元/吨）



资料来源：文华财经、五矿期货研究中心

- 1、现货低波动率下盘面发挥空间有限，近远月走势在现实和预期之间切换，交易逻辑存在明显差异。近月主要逻辑是基于前期过分看空背景下的基差回归，2503、2505两个淡季合约均未兑现下跌预期，而是在交割前震荡走高向现货回归；09及之后合约承接了较多产能增加和供应后移的担忧，成本线上一路震荡下行，资金未给出产业过多的套保机会。
- 2、指数波动区间在12880-14210元/吨之间，呈“倒V”走势，1至4月下旬，市场处于累库阶段，肥标价差偏高导致企业增重、二育入场，叠加冻品入库，现货下跌不及预期，指数偏强震荡；4月下旬以后，随着肥标差逆转以及散户补栏阶段到位，上游出猪积极性增加，期现货联袂下跌，远月跌势更甚。

03

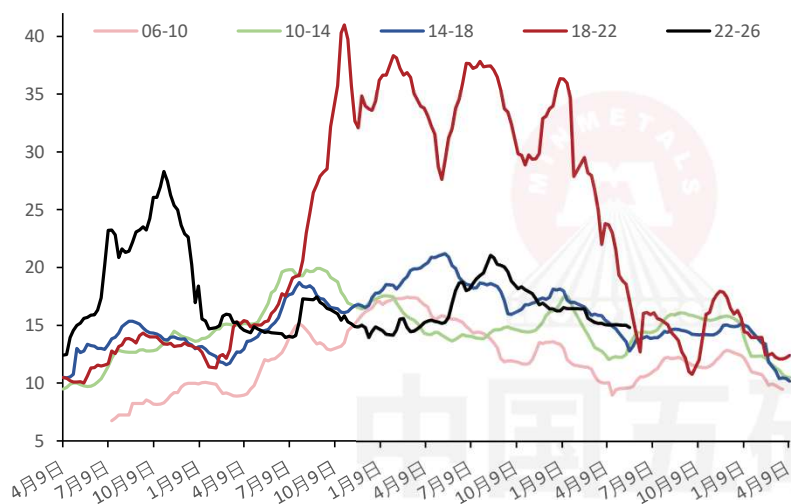
---

## 周期特征及市场分析



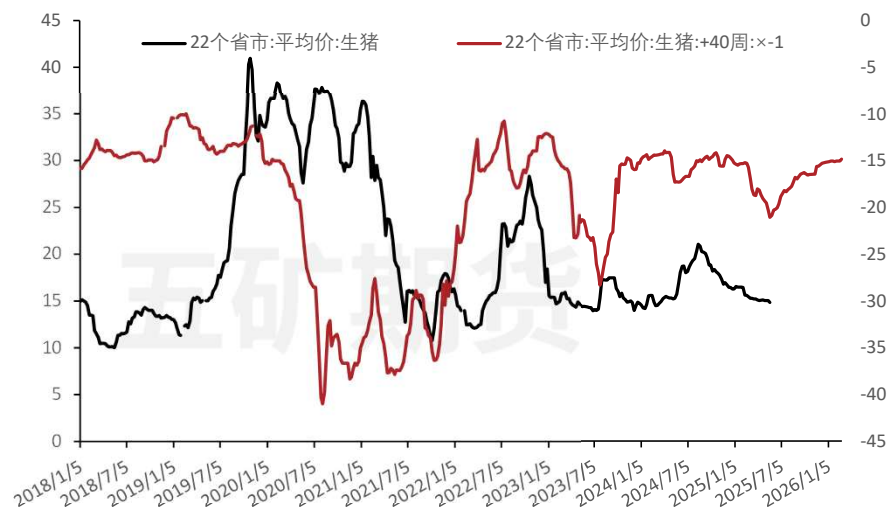
## 周期：短期看加速，长期看拉长

图5：五轮猪周期分解（元/公斤）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图6：猪价镜像模型（元/公斤）

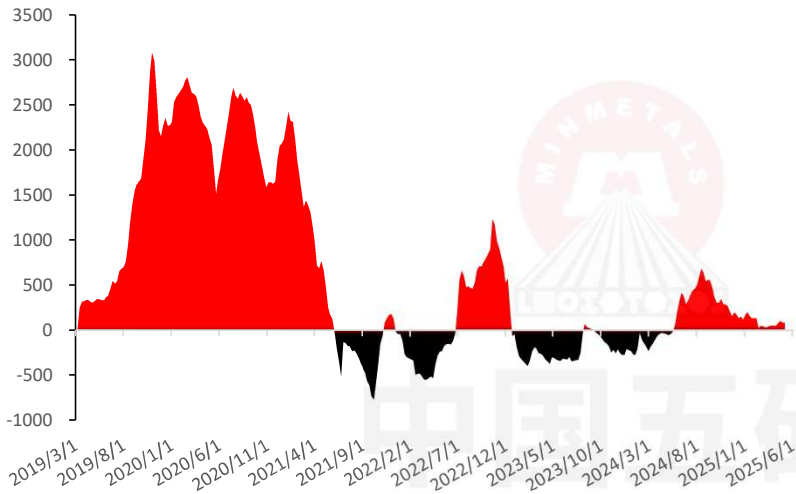


资料来源：WIND、五矿期货研究中心

- 1、猪周期因信息充分传递和养殖规模化而不再典型，但利润驱动以及背后人性因素导致价格起伏是相通的。去年至今持续超过一年的盈利决定了今年下半年及明年上半年产能的充沛，只是市场习惯性抢跑，导致周期短期看被加速迭代，长期看是被人为拉长；上半年现货好于预期是因为去年春节前进行的提前风控，而下半年大概率将因为上半年后移的供应而承受额外的压力。
- 2、从传统预测模型看，2025年下半年将逐步进入猪价下行周期的最后一段，价格有望逐步触底；但因市场的提前预判，判断产能出清或为时尚早，需警惕下半年表现不如预期的可能。

# 产业：超长盈利时代

图7：自繁自养头均利润(元/头)



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图8：部分上市公司出栏计划和完成情况（万头，数据截止2025年4月）

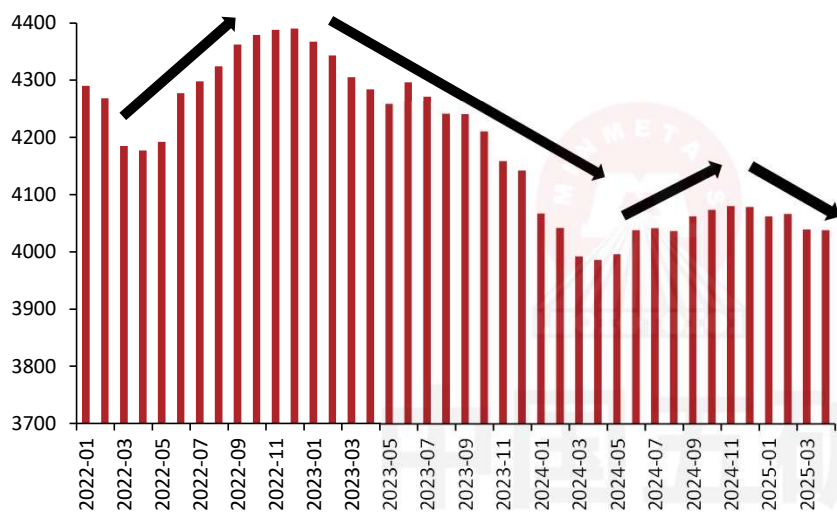
上市公司	2024销量	2025计划量	同比	1-4月销售量	销售进度
牧原	7160	8000-9000	18.8%	3077	36.2%
温氏	3018	3300-3500	12.7%	1177	34.6%
新希望	1653	1700	2.8%	579	34.1%
德康农牧	878	1100	25.3%	343	31.2%
大北农	640	800	25.0%	244	30.5%
天邦食品	599	650-710	13.5%	195	28.7%
唐人神	434	500-550	21.0%	170	32.4%
正邦科技	415	700	68.7%	226	32.3%
神农集团	227	320-350	47.6%	109	32.5%
华统股份	256	300-330	23.0%	87	27.6%
合计	15280	18055	18.2%	6207	34.4%

资料来源：公开信息、五矿期货研究中心

- 1、行业持续盈利已超一年，长度仅次于非瘟时代的19-21年周期，在产能不缺时代实属难能可贵。盈利的实现有赖于两个因素，一是成本端长时间低位运行；二是去年四季度至春季前价格提前释放抛压的后置效应，叠加今年上半年因大猪偏紧、冻品库存低而进行的累库。但拉长周期看，这只是利润在时间轴上进行的人为分配，基于去年产能积累和今年养殖微利的判断，需警惕下半年因成本上涨以及产能积压等因素，导致行业从累库转化为去库，进而导致养殖利润收窄乃至转亏的可能。
- 2、从上市集团的经营数据可以得到两个结论：一是产能进一步集中化，导致成本更低，行业更卷，行为也更一致；二是相比前几年，在整体产能充裕的背景下，行业的高速扩张期或仍未结束。

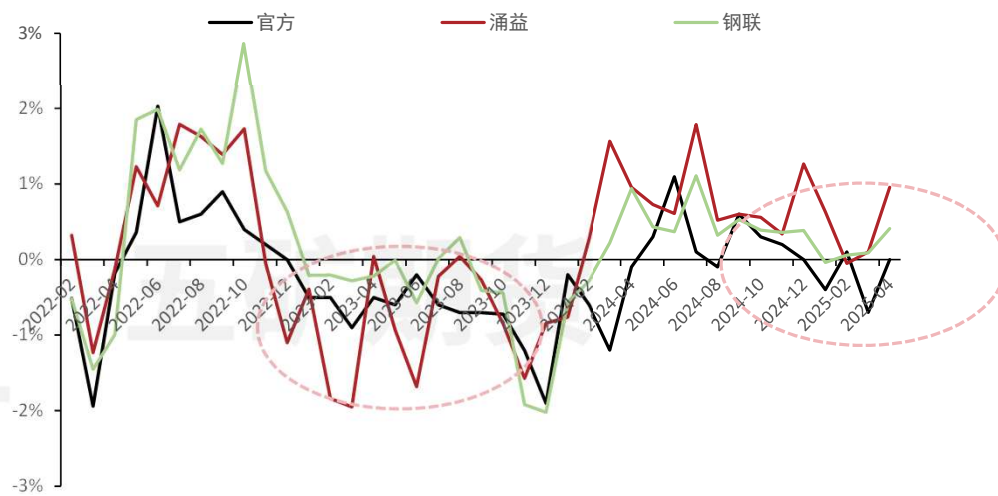
# 产能：缓升缓降

图9：官方母猪存栏走势(万头)



资料来源：农业农村部、五矿期货研究中心

图10：各家机构能繁母猪环比增速(%)

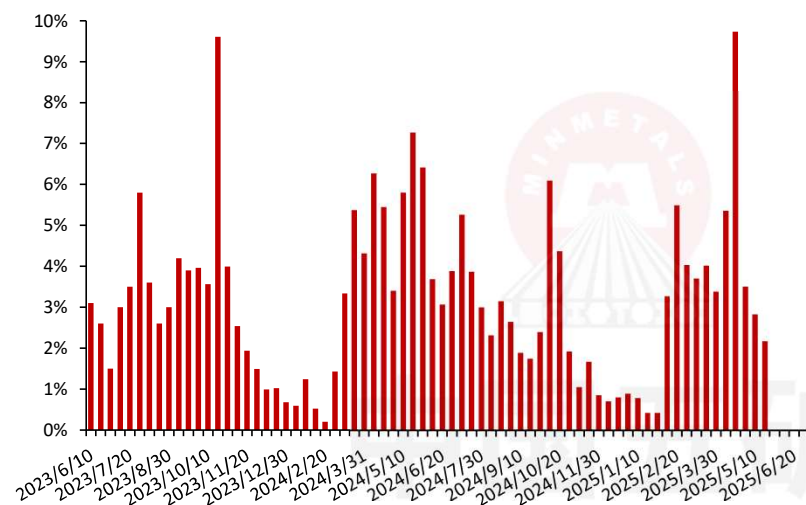


资料来源：农业农村部、钢联、涌益、五矿期货研究中心

- 1、截止4月份，官方能繁母猪存栏量为4038万头，较去年11月份本轮高峰的4080万头仅去化了1%，低于上轮周期22年底至23年4月份2.4%的去化幅度；较3900万头正常母猪保有量仍高出3.5%，显示出本轮产能积累偏慢，下降也慢的特点；同时也表明今年整体产能充裕，供应不缺。
- 2、从几家机构公布的能繁母猪环比数据看，相比22年上涨过后，紧接着23年进行持续全年的产能去化而言，去年全年的产能增加，并未直接导致今年上半年产能出现明显去化，整体产能仍呈现出平稳或惯性增加的状态，这或许意味着，对今年下半年至明年上半年的猪价不宜过分乐观。

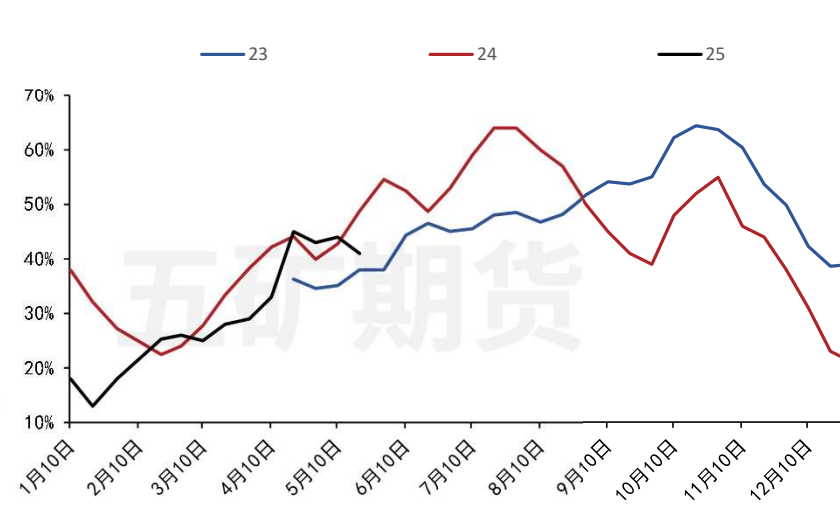
## 二育：未来仍有累库空间

图11：二育/销售占比(%)



资料来源：涌益咨询、五矿期货研究中心

图12：散户栏舍利用率(%)

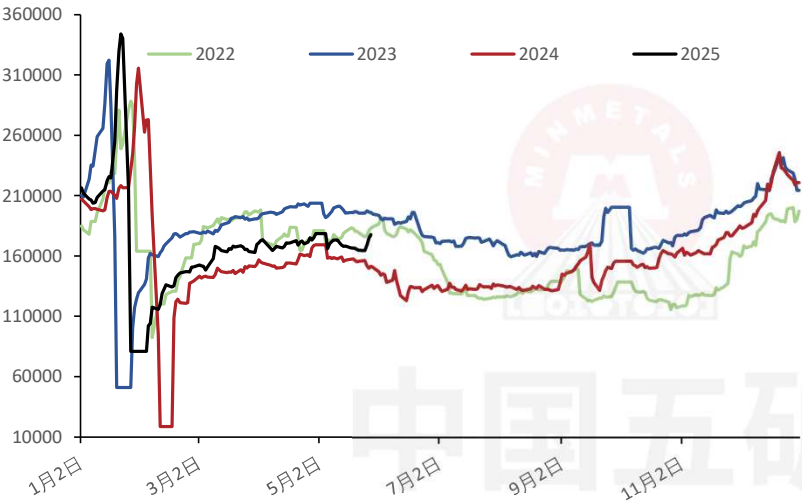


资料来源：涌益咨询、五矿期货研究中心

- 1、受悲观情绪影响，去年四季度以来散户栏位快速出清，大猪供应偏紧导致肥标价差反季节性走高（图22），反过来刺激散户补栏，导致上半年猪价无明显涨势背景下，二育/销售占比不低，客观上托底现货。5月份以来二育销售明显回落，散户栏位下降，现货应声下跌。
- 2、散户栏位水平仍处于季节性上升轨道中，绝对数量不高，短期抛压或有限；考虑接下来需求端多对准中秋国庆等重要节日的消费，判断未来1-2个月市场大幅去库的概率较小，未来散户栏位仍存在进一步累库的空间。

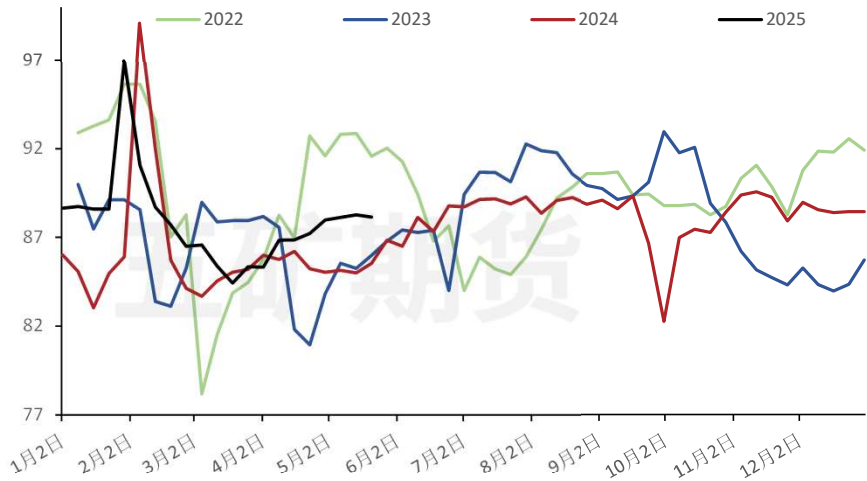
# 消费：基本支撑仍在

图13：生猪屠宰量(头)



资料来源：卓创资讯、五矿期货研究中心

图14：猪肉鲜销率(%)



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

- 1、消费端看，上半年基本需求表现正常。考虑屠宰量同比显著上升，但价格相比去年并未明显承压的情况，虽部分受冻品入库的影响，但结合偏高的鲜销率来看，基础性消费对猪价的支撑仍在，只是几个大的节日如五一、端午前猪价表现有限，也说明消费整体缺乏亮点。
- 2、长期猪价表现也受制于消费结构的变化，正如我们在前期报告所指出的，经济转型、人口老龄化、饮食结构变化、替代品降价等均对猪肉消费构成压力，市场对节日期待过高、逢节必跌等现象的出现正是这一趋势的集中体现。

04

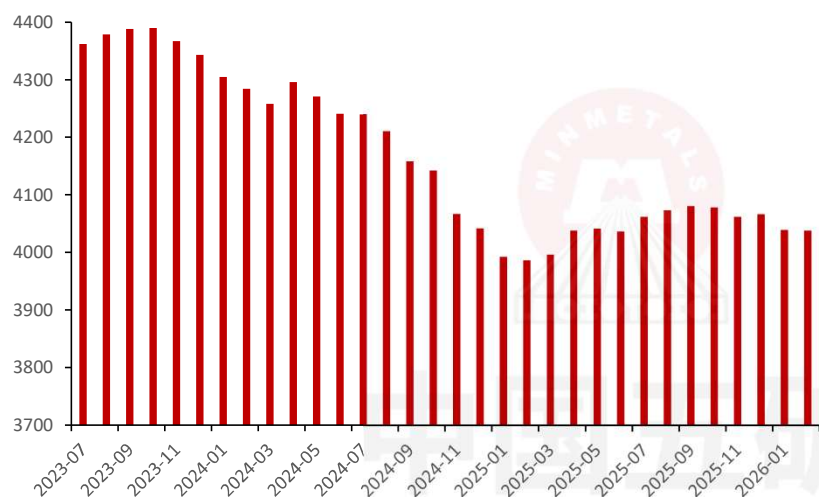
---

## 产业展望



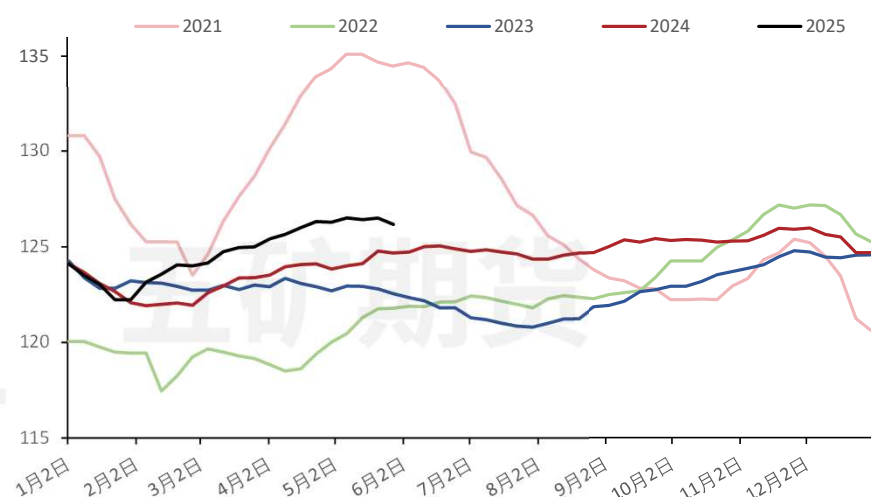
## 供应：产能不缺，供压后移

图15：官方能繁母猪后推10个月(万头)



资料来源：农业农村部、五矿期货研究中心

图16：生猪交易均重(公斤)

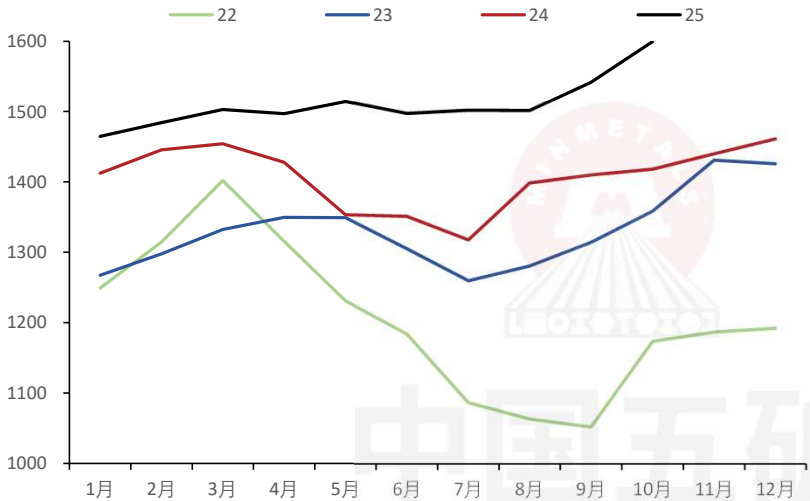


资料来源：涌益咨询、五矿期货研究中心

- 1、去年母猪产能的持续增加决定了今年供应不缺的基调，在不考虑配种率、仔猪存活率等条件变化的假设下，由母猪数据推导供应高峰在今年9月，此后虽有下滑但幅度不明显，同比看今年整体供应基数高于去年，考虑到成本更低，或导致价格重心显著低于去年。
- 2、体重方面，出栏均重见底早于往年同期，行业累库程度仅次于21年，显著高于此前几年，说明在上半年整体价格不弱的背后，行业出现了较明显的压栏，导致供应后置。原因除栏位偏低、肥标价差偏高吸引散户补栏和二育外，规模企业的集体惜售和压栏行为亦起到助推作用，后者在上半年存在主动稳价从而吸引散户补栏和配合仔猪销售的动机。

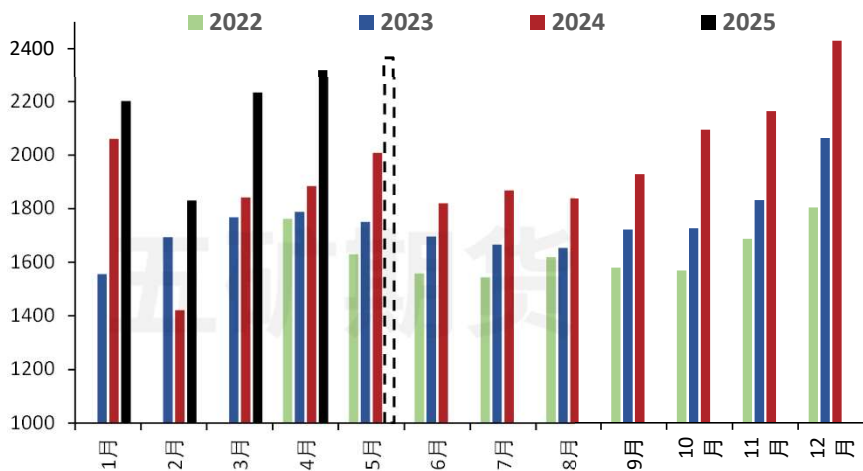
# 理论出栏：年中断档不明显

图17：仔猪推导分年理论出栏数(万头)



资料来源：涌益咨询、五矿期货研究中心

图18：规模场实际/计划出栏量(万头)

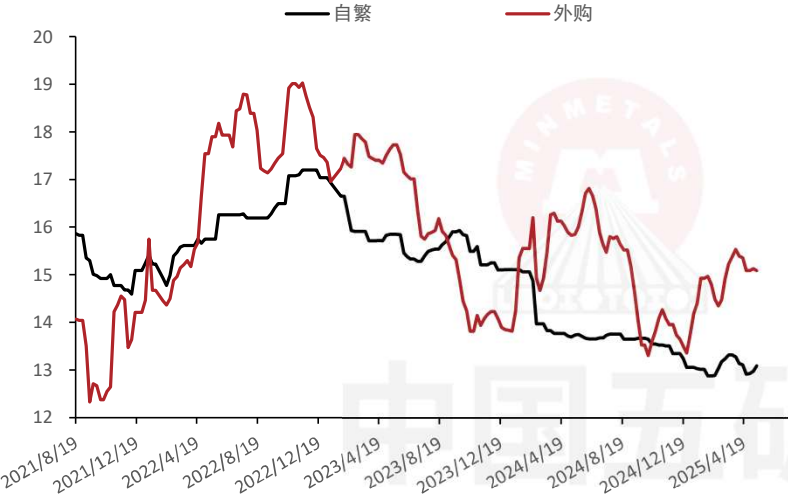


资料来源：涌益咨询、五矿期货研究中心

- 1、由仔猪出生数据后置6个月，得到理论出栏量，该数据能够一定程度规避配种率以及存活率带来的影响。对比得出今年的两点不同，一是相比减量显著的22、24年，以及减量不显著的23年，今年年中供应断档极不明显，说明年初受仔猪疫病较少；二是尽管该数据更多反应的是规模厂的情况，但数据的同比大增，尤其下半年的明显增加，也预示着对未来价格不宜过分期待。
- 2、在无大的疫病影响背景下，规模厂实际和计划出栏量与理论出栏量的吻合度较高，同比偏高的数据对理论出栏量的增加起到印证的作用。

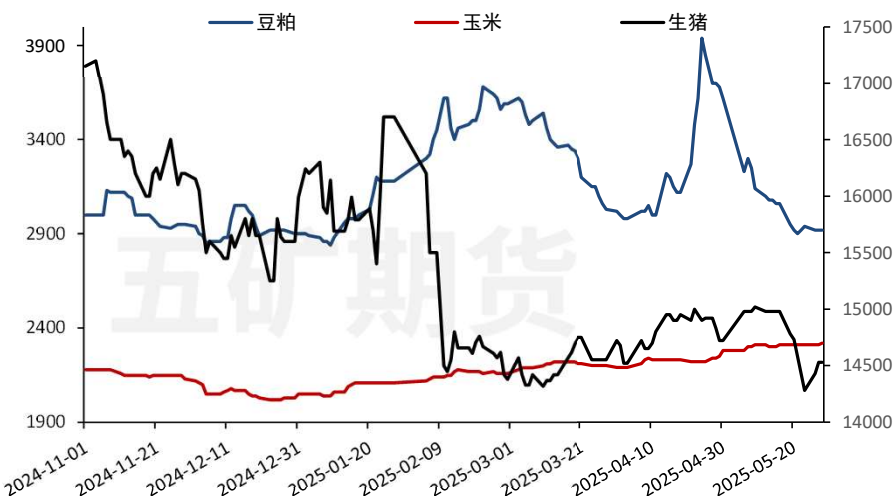
# 原料：关注未来的破局作用

图19：生猪养殖成本(元/公斤)



资料来源：涌益咨询、五矿期货研究中心

图20：豆粕、玉米和生猪走势（元/吨）

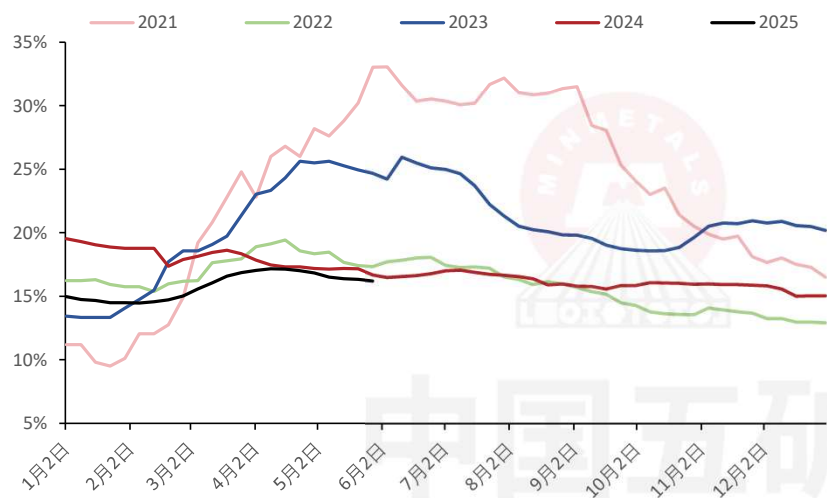


资料来源：WIND、五矿期货研究中心

- 1、原料低位运行对养殖盈利带来实质性的利好，因而在产能充裕时代，二育、压栏以及供应恢复均瞄准此进行，导致猪价很难长时间维持在高位，原本猪价对原料端的滞后效应出现加速。
- 2、上半年猪价窄幅波动的稳态建立在供压提前释放、行业持续累库以及原料低位波动的前提下，未来稳态的打破，原料端仍是关键的一环：一是原料持续的低位令体重等库存积压，但累库终有尽头，原料在低位越久，未来释放的动能就越大；二是任何原料的意外上涨，都将打破累库的惯性，引导行业由累库向去库转化。

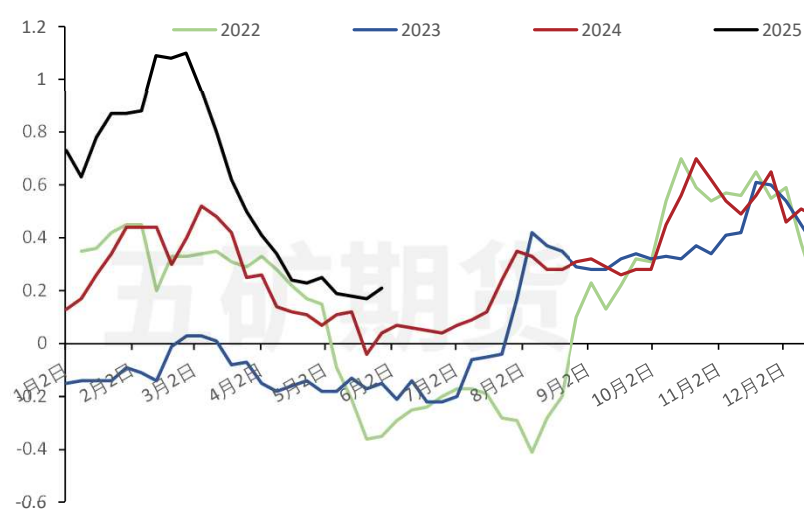
## 节奏：短期累库，中期偏悲观

图21：冻品库存(%)



资料来源：涌益咨询、五矿期货研究中心

图22：标肥价差(元/斤)



资料来源：涌益咨询、五矿期货研究中心

- 1、短期节奏仍需要关注行业的累库能否持续，除上面提到的成本低位波动、肥标价差偏高，散户栏位中性且仍有季节性增加空间外，冻品库存偏低也是一个支撑，令短期（6-9月）出现恐慌性去库的概率较小；而理论出栏显示今年中断档不明显，价格也较难如往年一样在8、9月份出现明显的季节性反弹，短期而言，价格窄幅波动仍是主旋律。
- 2、考虑中期的情况，基础产能仍处增势，叠加因累库而后置的供应，在兑现了年中的价格高点后，有望在三季度末期至年底逐步转向去库，期间任何意外的因素，如原料上涨、疫情、政策干预等都将加速这一过程，进而有转化成恐慌性去库的可能。

05

---

## 价格及策略展望

## 展望：短期累库或继续，中期向去库转变



五矿期货有限公司  
MINMETALS FUTURES CO., LTD

- ◆ 现货端：中短期行业仍有累库空间，年中的季节性反弹力度或较小。需求端多瞄准6-9月的季节性反弹以及中秋国庆假日，在此之前转为恐慌性去库的概率较小，而行业目前存在标肥价差同比偏高、散户栏位中性以及冻品库存偏低等支撑因素，叠加饲料成本低位运行，均有利于累库的继续进行。另一方面考虑年中季节性反弹的幅度，因年初仔猪疫病较少，25年年中理论供应断档近几年来最不明显，或限制8、9月份现货的反弹空间。长期来看，基础产能仍处增势，叠加因累库而后置的供应，在兑现了年中的价格高点后，有望在三季度末期至年底逐步转向去库，期间任何意外的因素，如原料上涨、疫情、政策干预等都将加速这一过程，进而有转化成恐慌性去库的可能。
- ◆ 期货端：上半年盘面近远月交易逻辑迥异，近端走势锚定现货，远端主要靠预期支撑。随着交割时点的临近，远端逻辑逐步向现货过渡，但由于预期交易的提前进行，导致目前各合约对现货普遍贴水较深，未来07、09等合约定价有赖于现货端博弈的结果，基于未来几个月累库仍将进行但季节性反弹空间不大的判断，建议震荡思路，观望为主，交割前适当逢低短多。下半年合约如11、01等，尽管贴水现货程度也较深，但估值角度看仍在成本线之上，且大概率经历由累库向去库转变的驱动过程，上方空间有限，建议等待逢高抛空。
- ◆ 主要策略：观望或低位短多07、09合约，反弹后抛空11、01合约。
- ◆ 重点关注：标肥差，二育，体重，成本，疫病。



# 免责声明

五矿期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备有商品期货经纪、金融期货经纪、资产管理、期货交易咨询等业务资格。

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的交易建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。五矿期货研究团队建议交易者应独立评估特定的交易和战略，并鼓励交易者征求专业财务顾问的意见。具体的交易或战略是否恰当取决于交易者自身的状况和目标。文中所提及的任何观点都仅供参考，不构成买卖建议。

版权声明：本报告版权为五矿期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经五矿期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其它任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。未经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。

# 产融服务专家 财富管理平台

网址 [www.wkqh.cn](http://www.wkqh.cn)

全国统一客服热线 400-888-5398

总部地址 深圳市南山区滨海大道3165号五矿金融大厦13-16层



五矿期货微服务



官方微博

