

安粮期货商品研究报告



生猪期货周报（20260921-0925）

■能源 ■金属 ■农产品

■股指 ■利率 ■期权 . . .

安粮期货研究所

2026 年 9 月 21 日

期货研究报告

投资咨询业务资格

皖证监函【2017】203 号

研究所农产品小组

研究员:潘兆敏

从业资格号: F3064781

投资咨询号: Z0022343

初审:

张莎: 从业资格号: F03088817

投资咨询号: Z0019577

复审:

赵肖肖: 从业资格号: F0303938

备货高峰收官，压栏压力持续累积

本周看法:供给放量压过备货需求，节后回落风险累积，建议观望为主。

上周看法:需求改善难敌出栏放量，期现共振下行，等待供给压力释放，建议观望为主。

逻辑判断:

1.供给:出栏均重续升至 123.69 公斤、连续六周回升并创阶段新高，压栏加码而非释放；日均出栏量升至 31.1 万头、周内高点达 31.8 万头，供给持续放量；仔猪价格跌破 140 元关口至 136.19 元/头，单周下跌 4.52 元，续创年内新低。

2.需求:屠宰开工率周均 37.17%、周内高点 37.36%，连续第四周回升并续创年内新高；日均屠宰量升至 30.0 万头；鲜销率微升至 82.17%续创新高；冻品库存微降至 310,818 吨、库容率 32.23%，去库幅度有限。

3.利润:养殖利润双双恶化，自养大幅走弱至-128.52 元/头、外购小幅回落至-79.28 元/头；屠宰亏损持平于-15.7 元/头；豆粕续涨至 3398 元/吨，猪粮比回落至 4.71。

本周国内生猪市场期现延续下行，双节备货高峰未能扭转跌势。河南外三元由上周五 10.91 元/公斤震荡回落至本周五 10.75 元/公斤，周内累计下跌 0.16 元、跌幅 1.47%，周三、周四一度下探至 10.66 元/公斤；全国均价由 10.85 元/公斤跌至 10.67 元/公斤，跌幅 1.66%。期货端，主力合约 LH2611 周一小幅反弹后连续走弱，周五收于 11060 元/吨，周环比下跌 355 元/吨、跌幅 3.11%，连续第二周收阴；河南基差由-505 元/吨收窄至-310 元/吨，期货升水降至本轮主力合约以来的最窄水平。基本面延续供需两强但供给占优的格局——需求侧屠宰开工率连续第四周回升、周均 37.17%再创年内新高，日均屠宰量升至 30.0 万头，鲜销率微升至 82.17%，双节备货的拉动仍在延续；但供给侧释放更为迅猛，日均出栏量升至 31.1 万头，出栏均重连续第六周回升至 123.69 公斤，压栏猪源在备货高峰中边增重边兑现。利润方面，豆粕续涨叠加猪价下跌，自繁自养利润大幅恶化，外购利润结束连续修复转为回落。展望下周，双节备货进入收官阶段，需关注节后需求回落节奏、压栏猪源的集中释放压力、以及豆粕上涨对养殖端的持续挤压。



一、行情回顾

主力合约:本周主力合约 LH2611 延续弱势并进一步下探。周一在上周五 11415 元/吨的基础上小幅反弹，收于 11475 元/吨、单日上涨 60 元，为周内唯一一根明显阳线；周二盘面转弱，大幅回落 240 元至 11235 元/吨，一举回吐周一涨幅；周三继续下探 105 元至 11130 元/吨；周四出现技术性反抽，回升 100 元至 11230 元/吨；周五再度走弱，下跌 170 元收于 11060 元/吨，创本轮调整新低。全周累计下跌 355 元/吨、跌幅 3.11%，连续第二周收阴，两周累计跌幅超过 6%。从周内节奏看，盘面呈现明显的反弹乏力特征——周一与周四的两次反抽均未能延续，且反弹幅度逐次收窄，显示上方抛压沉重、多头承接意愿不足。值得注意的是，本周正值双节备货高峰，需求端数据连创新高，但盘面不涨反跌，反映市场定价重心已从当期备货转向节后的供给释放与消费回落预期。成交持仓方面，本周持仓量持续维持在 22 万手以上的年内高位区间，周内多个交易日呈现增仓下行格局，空头资金主动增仓打压的特征明显，市场看空氛围较上周进一步强化；同时成交量维持高位，多空博弈依然激烈。从合约定价看，LH2611 对应 11 月交割窗口，当前价格较 8 月中旬的阶段高点已累计回调超 1400 元，前期对四季度旺季与产能去化的溢价定价已大幅消化。

基差:本周河南基差在 -575 元/吨至 -310 元/吨区间波动，周五收于 -310 元/吨，期货升水收窄至 310 元/吨，较上周五 505 元/吨进一步收窄 195 元/吨，为 LH2611 成为主力以来的最窄水平。周内基差走势反复——周一因期货反弹而现货回落，期货升水一度扩大至 575 元/吨；周二随期货大幅下挫快速收窄至 355 元/吨；周三、周四小幅反复；周五期货再度下行而现货企稳回升，升水进一步压缩至 310 元/吨。期货升水的持续收窄意味着期货对四季度旺季的溢价定价已基本消化完毕，期现关系回归至相对均衡状态。从交易含义看，升水收窄至此水平后，期货相对现货继续独立下跌的空间已经有限，后续期价的方向将主要由现货本身决定；若节后现货进入季节性回落通道，期货仍将同步承压，但贴水修复的驱动已明显减弱。

图一:生猪主力合约价格



图二:主力合约基差



数据来源:钢联, 安粮期货研究所

二、供给:出栏突破 31 万头, 均重六连升

产能与效率:据国家统计局数据, 2026 年二季度末全国能繁母猪存栏 3780 万头, 较一季度末 3904 万头单季去化 124 万头、降幅 3.18%。按农业农村部 2026 年 5 月修订的《生猪产能综合调控实施方案》所定 3750 万头正常保有量测算, 当前存栏相当于正常保有量的 100.8%, 处于 92%至 103%的绿色合理区间, 本轮产能去化的政策目标已基本达成。能繁存栏的实质性回落将在 10 个月后逐步体现为商品猪供给的收缩, 为周期反转奠定产能基础。效率

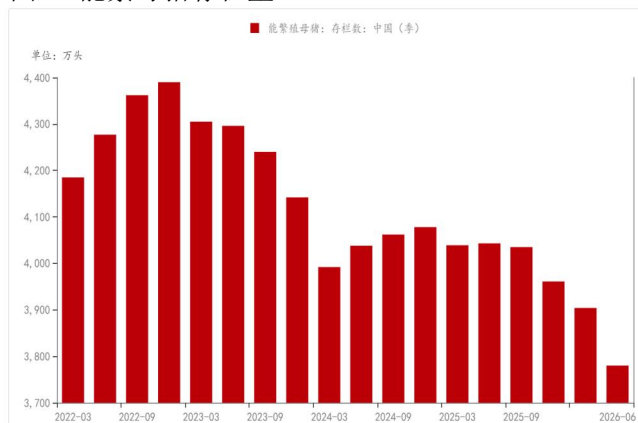
端，2025 年全国能繁母猪 PSY 生产指数升至 26.34 头，较 2024 年 26.0 头继续抬升，单位母猪产出效率的提高部分抵消了存栏数量下降的影响。本周仔猪价格跌破 140 元关口、续创年内新低，持续低迷的补栏价格将进一步压制后续补栏规模，有助于巩固去化成果并防止产能在价格阶段性回暖时反弹。后续需重点跟踪三季度能繁数据的边际变化。

出栏量:本周钢联样本企业日度出栏量继续攀升，周均约 31.1 万头，较上周 30.0 万头进一步增加 1.1 万头，连续第二周大幅放量并创下近期新高。周内出栏节奏高位波动——周一 30.8 万头、周二 30.2 万头，周三大幅跃升至 31.8 万头为周内最高，周四 31.7 万头，周五回落至 31.0 万头，全周五个交易日均维持在 30 万头以上。出栏量的持续放量是本周现货下跌的核心驱动。值得注意的是，本周正处双节备货高峰，按常理养殖端应有一定挺价底气，但实际出栏节奏反而加快，说明前期累积的压栏猪源规模较大，养殖主体选择在备货窗口内加快兑现，避免节后集中承压。这一行为在短期内压制了价格，但客观上也提前释放了部分供给压力。

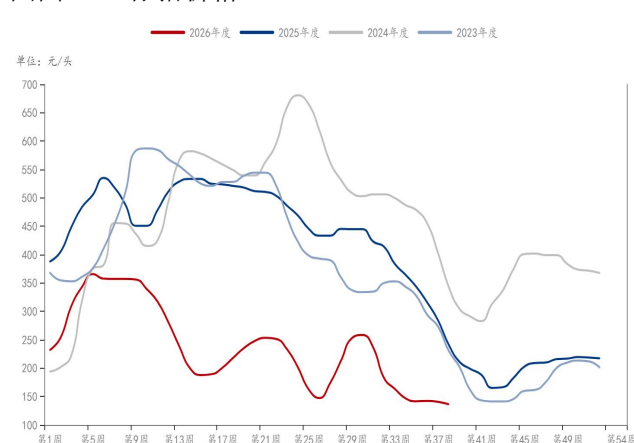
出栏均重:本周商品猪样本企业出栏均重续升至 123.69 公斤，较上周 123.51 公斤上升 0.18 公斤，连续第六周回升并创下 7 月以来新高。自 8 月 7 日 122.73 公斤的低点算起，六周累计回升 0.96 公斤。均重的持续攀升与出栏量的同步放量构成本周供给端最值得关注的组合——养殖端一边加快出栏兑现，一边仍在对存栏猪源继续增重，说明压栏行为并未因价格下跌而终止，市场对四季度行情仍抱有一定预期。这一组合意味着单位出栏对应的猪肉供给量显著高于常态水平，对现货价格形成双重压制。往后看，若节后消费按季节性规律回落而体重仍高位运行，大体重猪源的被动释放可能进一步放大价格波动，这是四季度初期最主要的供给端风险。

仔猪价格:全国 7 公斤仔猪出栏均价本周跌破 140 元关口至 136.19 元/头，较上周 140.71 元/头下跌 4.52 元/头、跌幅 3.21%，连续第二周回落并续创年内新低。仔猪自 7 月 24 日 258.57 元/头的高点以来累计下跌 122.38 元/头、跌幅 47.33%，接近腰斩。从节奏看，近四周仔猪价格在 136 元至 142 元的区间内震荡下行，较 8 月单周两位数的跌幅已明显趋缓，但跌破 140 元关口显示补栏意愿仍在进一步走弱。当前仔猪价格持续处于历史低位，反映补栏主体对 2027 年一季度出栏窗口的预期依然谨慎，投机性补栏彻底退潮。从产业含义看，持续低迷的补栏将实质性压制明年上半年的供给规模，配合能繁存栏已回落至绿色合理区间，产能去化的中期成果有望得到巩固；同时当前以极低成本采购的仔猪将在 4 个月后形成显著的成本优势，对明年一季度的养殖利润构成支撑。

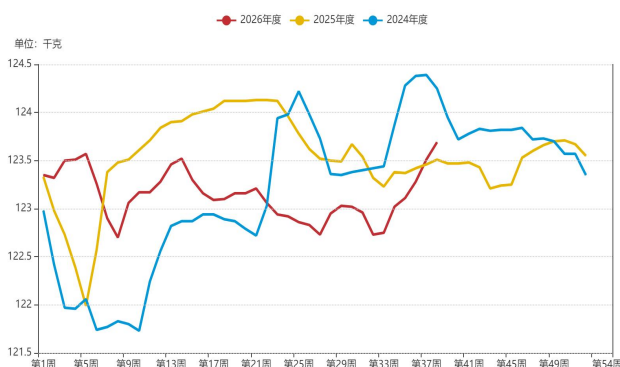
图三:能繁母猪存栏量



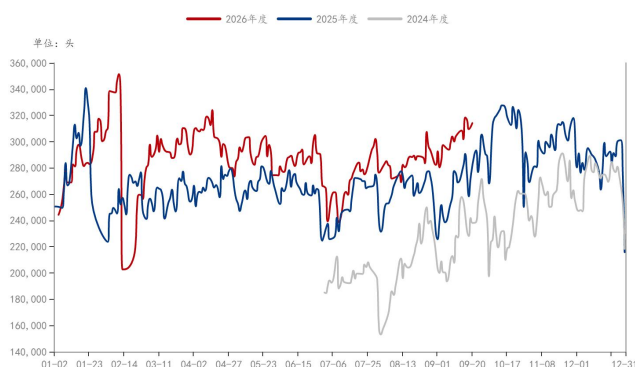
图四:7KG 仔猪价格



图五:商品猪出栏均重



图六:出栏量



数据来源:钢联, 国家统计局, 安粮期货研究所

三、需求:开工率四连升, 去库微幅推进

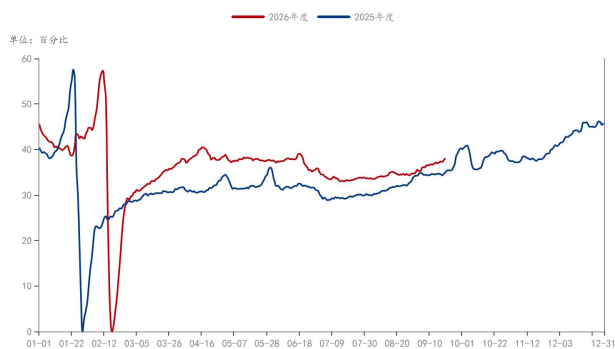
屠宰开工:本周 135 家样本屠宰企业开工率延续回升并再创年内新高。周内开工率整体上行——周一 37.11%、周二小幅回落至 36.97%、周三 37.14%、周四 37.36%为周内最高,周五 37.28%,周均约 37.17%,较上周 36.51%上行 0.66 个百分点,连续第四周回升。与开工率同步,135 家样本企业日均屠宰量升至 30.0 万头,较上周 29.5 万头增加 0.5 万头,首次站上 30 万头整数关口,绝对屠宰量与开工率同步走高,需求端的改善得到双重验证。开工率的持续攀升主要受中秋、国庆双节备货高峰带动,同时气温下降后鲜肉消费的季节性抑制进一步减弱。当前 37.17%的开工率已较 7 月 33.6%的低点累计抬升超过 3.5 个百分点,改善幅度显著。但需要清醒认识的是,这已是连续第二周出现需求指标创新高而猪价反而下跌的组合,说明备货带来的需求增量始终未能覆盖供给的放量幅度。后续节后开工率大概率随备货结束而回落,届时若出栏量仍维持高位,现货的下行压力将进一步加大。

鲜销:本周重点屠宰企业鲜销率微升至 82.17%,较上周 82.15%上行 0.02 个百分点,续创近期新高,连续三周站稳 82%关口上方。鲜销率的持续高位运行与开工率、屠宰量的同步改善形成一致,反映屠企加工的猪肉中流向终端鲜销渠道的占比保持稳定,终端白条走货节奏平稳,双节备货的需求真实传导至终端消费环节。从绝对水平看,82.17%已明显高于 7 月底 81.1%的低点,但本周升幅已明显收窄至接近持平,显示鲜销的改善动能趋于饱和。后续鲜销率能否在节后维持当前水平,将是判断终端需求韧性的关键指标。

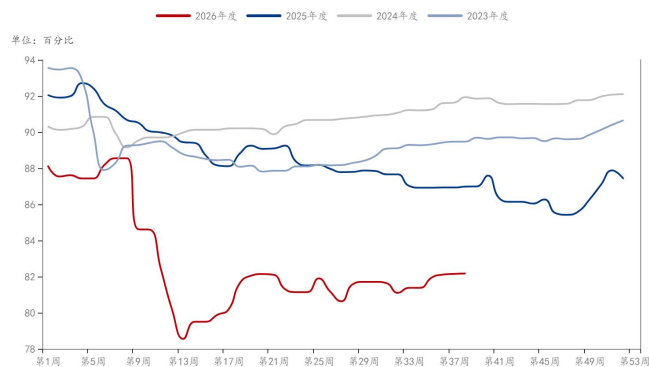
冻品库存:本周重点屠宰企业冷冻猪肉库存由上周 310,874 吨微降至 310,818 吨,周环比减少 56 吨、降幅 0.02%;库容率由 32.28%微降至 32.23%,下降 0.05 个百分点。库存已连续三周在 310,800 吨附近窄幅波动,去库进程虽未中断但推进幅度极为有限。库存的高位胶着反映购销两端的相对平衡——一方面开工率高位运行带来持续的新增入库,另一方面双节备货带动部分冻品出库,两者大致抵消。需要关注的是,在需求端连续四周改善、屠宰量创新高的背景下,冻品仍未能实现有效去化,说明新增加工量中相当部分并未流向终端消费而是转入库存。库容率仍高企在 32%以上,中期的高库存压力尚未实质性缓解,若节后需求回落而库存无法有效去化,冻品的被动累积将对四季度价格形成明显压制。

图七:重点屠企开工率走势

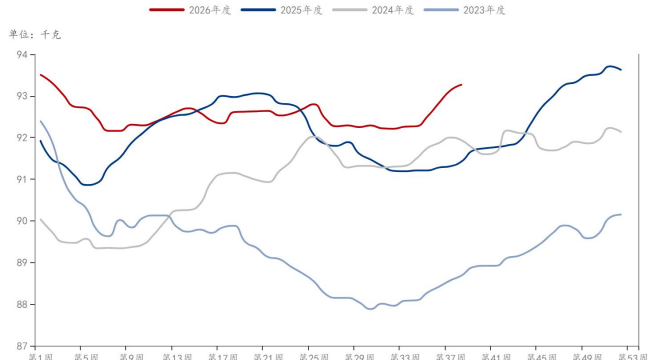
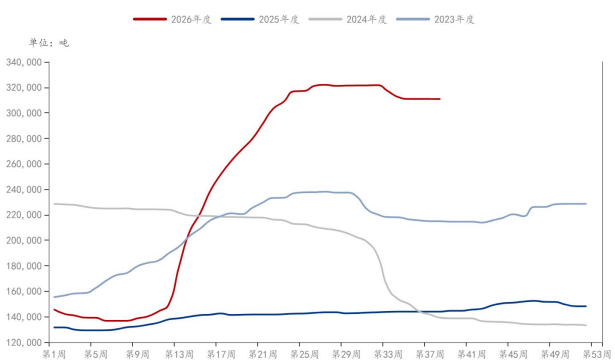
图八:鲜销率



图九:冻品库存



图十:宰后均重



数据来源:钢联, 安粮期货研究所

四、利润及估值分析:自养明显恶化, 豆粕挤压加深

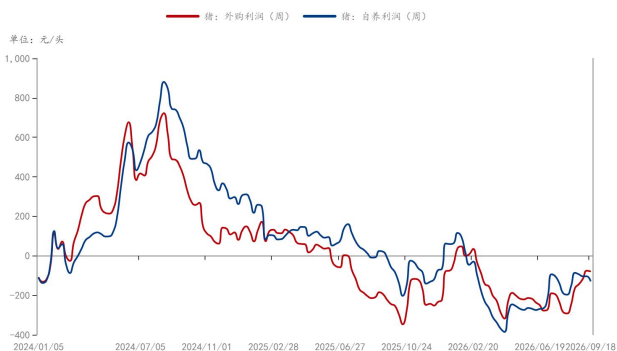
养殖利润:本周养殖端利润双双转为恶化, 此前的分化格局出现新变化。自繁自养利润由上周-104.07 元/头大幅走弱至-128.52 元/头, 单周恶化 24.45 元/头, 为近一个月最大单周降幅; 外购仔猪育肥利润由-75.54 元/头小幅回落至-79.28 元/头, 单周恶化 3.74 元/头, 结束此前连续五周的修复。两类模式同步恶化但幅度差异显著——自养恶化幅度为外购的 6.5 倍, 根源仍在于饲料成本在两类模式中的权重差异: 自繁自养覆盖从母猪怀孕到商品猪出栏的完整周期, 饲料成本占比更高, 豆粕本周续涨直接推升其成本线; 而外购模式当前采购的仔猪对应 4 个月前的极低价格, 成本红利仍在持续释放, 部分对冲了豆粕上涨与猪价下跌的双重压力。当前外购与自养的利润差距已扩大至 49.24 元/头, 倒挂格局进一步加深。本周利润的同步恶化清晰揭示了当前养殖端的处境——在猪价下行与饲料上涨的双向挤压下, 低价仔猪带来的成本红利已不足以支撑利润的持续修复。

屠宰利润:本周重点屠宰企业屠宰利润为-15.7 元/头, 较上周-15.8 元/头基本持平, 连续三周维持在相近水平。屠宰利润的持稳反映购销两端的同步变化——现货价格下跌降低了屠企的生猪收购成本, 但白条出货价格也同步下调, 两者基本抵消使加工价差维持稳定。值得注意的是, 在开工率连续四周回升、屠宰量首破 30 万头的背景下, 屠宰利润仍未能改善, 说明规模效应的提升并未转化为盈利改善, 加工环节的竞争压力依然较大。屠宰端持续处于亏损区间已超过两个半月, 若节后开工率随备货结束而回落, 加工利润可能进一步承压。

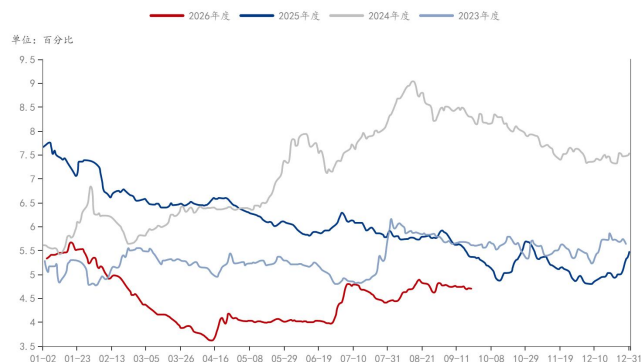
成本支撑:饲料成本方面, 本周玉米与豆粕的分化格局延续。玉米均价由上周 2290 元/吨持续回落至 2266 元/吨, 单周下跌 24 元、跌幅 1.05%, 创年内新低, 新粮上市压力逐步显现; 而豆粕均价由 3362 元/吨继续攀升至 3398 元/吨, 单周上涨 36 元、涨幅 1.07%, 周内一度触及 3436 元/吨的年内新高。豆粕自 6 月低点 2842 元/吨以来累计上涨 556 元/吨、涨幅高达 19.56%,

已接近两成，是压制养殖利润修复的最主要因素——本周自繁自养利润的大幅恶化即是直接体现。玉米的持续走弱虽在一定程度上对冲了豆粕上涨的影响，但由于豆粕在饲料配方中的成本权重更高且涨幅更大，整体饲料成本仍在抬升。估值方面，猪粮比本周由上周 4.74 回落至 4.71，周内在 4.69 至 4.75 的区间波动，与 5.0 盈亏平衡线的差距扩大至 0.29。猪粮比的回落是猪价下跌与豆粕上涨双重作用的结果，养殖端估值修复的进程持续受阻。

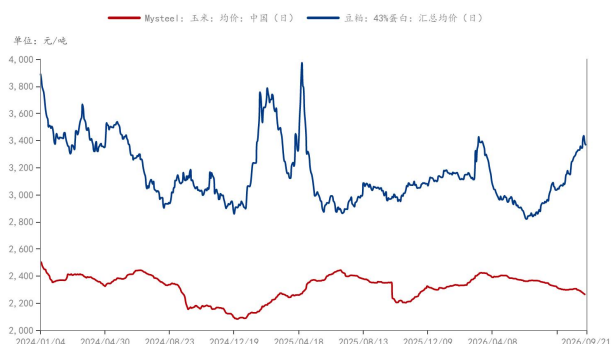
图十一：养殖成本



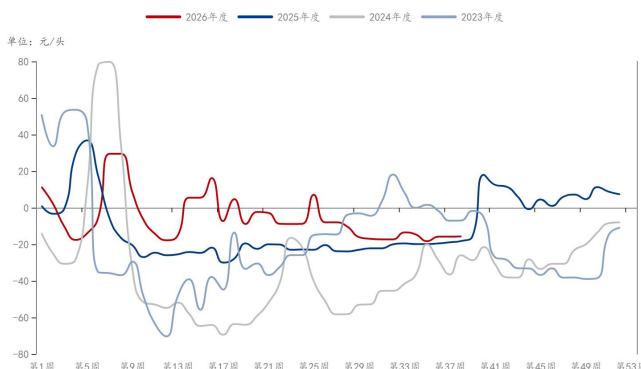
图十二：猪粮比



图十三：饲料价格



图十四：屠宰利润



数据来源：钢联，安粮期货研究所

五、小结与展望

本周生猪市场延续期现共振下行，双节备货高峰未能扭转跌势，这已是连续第二周出现需求指标创新高而价格反而下跌的组合。需求端持续走强，屠宰开工率连续第四周回升并再创年内新高，日均屠宰量首次站上三十万头整数关口，鲜销率续创新高并连续三周站稳八十二以上，双节备货的拉动在终端消费环节得到充分体现。但供给端的释放更为迅猛——日均出栏量连续第二周大幅放量、全周均维持在三十万头以上，出栏均重连续第六周回升并创阶段新高。养殖端一边加快出栏兑现、一边仍对存栏猪源继续增重，单位出栏对应的猪肉供给量显著高于常态水平，供给增量持续覆盖需求增量，这是本周乃至近两周定价的核心逻辑。

利润端本周出现新变化，此前的分化格局转为双双恶化。自繁自养利润大幅走弱，单周降幅为近一个月最大；外购利润结束连续五周的修复转为小幅回落。两类模式的分化虽仍存在且倒挂进一步加深，但共同的压力来源已经明确——豆粕续涨至年内新高、自年中低点累计涨幅接近两成，在猪价下行的同时从成本端形成双向挤压，低价仔猪带来的成本红利已不足以支撑利润的持续修复。猪粮比同步回落，养殖端脱离亏损的进程持续受阻。

展望后市，短期市场面临的压力较上周进一步累积。一是双节备货进入收官阶段，支撑需求端季节性力量即将退去，而开工率与鲜销率的改善动能已显现饱和迹象；二是压栏猪源在备货窗口中虽有释放，但出栏均重仍在攀升，体重包袱不降反增，节后大体重猪源的被动释放风险显著；三是冻品在需求连续改善的背景下仍未能有效去化，库容率高企，中期压力未解；四是豆粕涨势尚未见顶，成本端的挤压可能继续加深。支撑因素方面，能繁母猪存栏已回落至绿色合理区间、产能去化目标达成，仔猪价格跌破关键关口进一步压制补栏，中期供给收缩的方向明确；期货升水已收窄至本轮主力合约以来的最窄水平，相对现货继续独立下跌的空间有限。

操作上，建议继续以观望为主，等待节后供给压力释放完毕与需求端企稳的确认信号，不宜盲目抄底。后续重点跟踪：节后出栏量能否自高位回落、出栏均重能否止升转降；开工率与鲜销率在备货结束后的回落幅度；冻品去库能否实质性加速；豆粕涨势能否得到遏制及其对养殖利润的侵蚀程度；以及四季度消费旺季的实际启动节奏。中期来看，产能去化成果与补栏持续低迷共同指向明年上半年的供给收缩，但短期供给放量、体重累积与成本挤压三重压力叠加，节奏把握重于方向判断。

免责声明

本报告基于安粮期货股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的公开信息和资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺任何有关变更的通知。本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述内容的投资建议，投资者应根据个人投资目标、财务状况和风险承受能力来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出决策并自行承担风险。本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

