安粮期货商品研究报告

生猪期货月报



安粮期货研究所

2026 年 11 月

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

综述：猪越养越重，价越卖越低，拐点还要等多久

核心观点：

10月生猪市场延续期现共振下行，节后需求回落与供给集中释放相互叠加，期货与现货先后跌破万元关口并创4月中旬以来新低。现货端，全国外三元均价国庆假期期间在10.16元/公斤至10.26元/公斤之间企稳，节后自10月12日起持续走弱，10月13日跌破10元/公斤，10月30日降至9.03元/公斤，较9月30日10.05元/公斤累计下跌1.02元/公斤、跌幅10.15%，为4月中旬以来最低，11月2日报9.02元/公斤；主产区河南由10.26元/公斤跌至9.05元/公斤，跌幅11.79%。期货端，主力合约于10月13日由LH2611切换至LH2701，LH2701接棒后由10605元/吨持续下行，10月20日收于9995元/吨，为4月中旬以来主力合约首次收于万元下方，10月27日超跌反弹415元/吨后再度回落，10月30日收于9510元/吨，接棒以来累计下跌1095元/吨、跌幅10.33%。基本面来看，供需两端的反向变化是本月下跌的核心原因：样本企业日均出栏量32.5万头，较9月增加6.6%，日均屠宰量28.2万头，较9月减少4.9%，两者差距由9月的0.8万头扩大至4.3万头；出栏均重连续四周回升至124.71公斤，为2022年底以来最高，体重包袱持续加重。利润端，自繁自养利润由9月末-155.83元/头恶化至10月30日-303.74元/头，为4月中旬以来最差，猪粮比降至4.10；仔猪价格降至92.62元/头，为2021年10月中旬以来最低。产能端，统计局公布三季度末能繁母猪存栏降至3602万头，为正常保有量的96.0%，单季降幅为本轮去化以来最大，但这一变化尚需时间传导至出栏端。

展望11月，市场将进入供给压力消化与腌腊需求启动的博弈阶段。需求端已出现边际改善迹象，10月下旬屠宰开工率由10月15日34.26%的低点逐步回升至10月30日36.00%，为9月下旬以来最高，日均屠宰量回升至29.1万头，随着气温下降与南方腌腊季临近，需求有望继续季节性回升。但供给端压力仍未缓解：出栏均重仍在攀升，大体重猪源尚待释放，日均出栏量维持在32万头以上，当前出栏对应的仍是2025年末前后较高的能繁存栏。与此同时，自繁自养亏损扩大至300元/头以上，持续亏损将倒逼压栏猪源加快出栏并推动产能去化。拐点方面，短期现货企稳需等待出栏均重止升转降与腌腊需求全面启动的共振，中期供给收缩的拐点则对应三季度能繁去化成果的兑现，预计从2027年二季度起逐步显现。总体看，11月现货或维持低位震荡、逐步寻底，需重点关注均重拐点、腌腊需求强度以及冻品去库节奏。

一、生猪市场结构

10 月期货市场经历主力换月并延续单边下行。节后首个交易日 10 月 8 日，LH2611 收于 10515 元/吨，10 月 9 日小幅回升至 10595 元/吨，10 月 12 日回落至 10310 元/吨；10 月 13 日起 LH2701 接棒主力，当日收于 10605 元/吨，为本月主力合约收盘高点。LH2701 接棒后的走势可分为三个阶段：第一阶段（10 月 13 日至 10 月 16 日），盘面在 10425 元/吨至 10605 元/吨区间窄幅整理，市场对冬季旺季仍有一定预期；第二阶段（10 月 19 日至 10 月 26 日），随着现货跌破 10 元/公斤、出栏均重持续攀升，盘面转入快速下行，10 月 20 日收于 9995 元/吨，为 4 月中旬以来主力合约首次收于万元下方，10 月 26 日进一步降至 9560 元/吨，6 个交易日累计下跌 930 元/吨、跌幅 8.87%；第三阶段（10 月 27 日至月末），盘面超跌后于 10 月 27 日单日大幅反弹 415 元/吨至 9975 元/吨，涨幅 4.34%，但反弹未能延续，此后连续三日回落，10 月 30 日收于 9510 元/吨，为 4 月中旬以来主力合约收盘最低水平。LH2701 接棒以来累计下跌 1095 元/吨、跌幅 10.33%。成交持仓方面，10 月 20 日跌破万元当日持仓增至 20.7 万手的阶段高位，增仓下行显示空头资金主动入场；此后持仓逐步回落，10 月 30 日降至约 16.1 万手，下跌后半段以多头止损离场为主。

期现结构方面，10 月期货升水均值为 360 元/吨，较 9 月均值 461 元/吨收窄约 100 元/吨，但受主力换月与期现节奏差异影响，月内波动明显加大。节后 LH2611 期货升水维持在 140 元/吨至 245 元/吨的较低水平；10 月 13 日主力切换至 LH2701 后，期货升水跳升至 525 元/吨，主要源于远月合约较近月合约的价格溢价；10 月中下旬期货跌幅大于现货，升水持续收窄，10 月 20 日降至 55 元/吨，为 2 月中旬以来最窄水平；10 月 27 日期货大幅反弹而现货续跌，期货升水快速扩大至 725 元/吨，为 9 月上旬以来最大值，此后随期货回落逐步收窄，10 月 30 日为 460 元/吨。整体来看，LH2701 对应春节前的消费旺季，盘面此前隐含的冬季旺季溢价在 10 月下旬被明显压缩；月末升水的回升主要源于现货的持续下跌，河南外三元由 10 月 26 日 9.36 元/公斤降至 10 月 30 日 9.05 元/公斤，而期货基本持平，反映期货定价已更多转向对腌腊及春节备货需求的博弈。

图 1：生猪 LH2611



图 2：生猪主力合约基差



来源：钢联，安粮期货研究所

二、市场行情分析

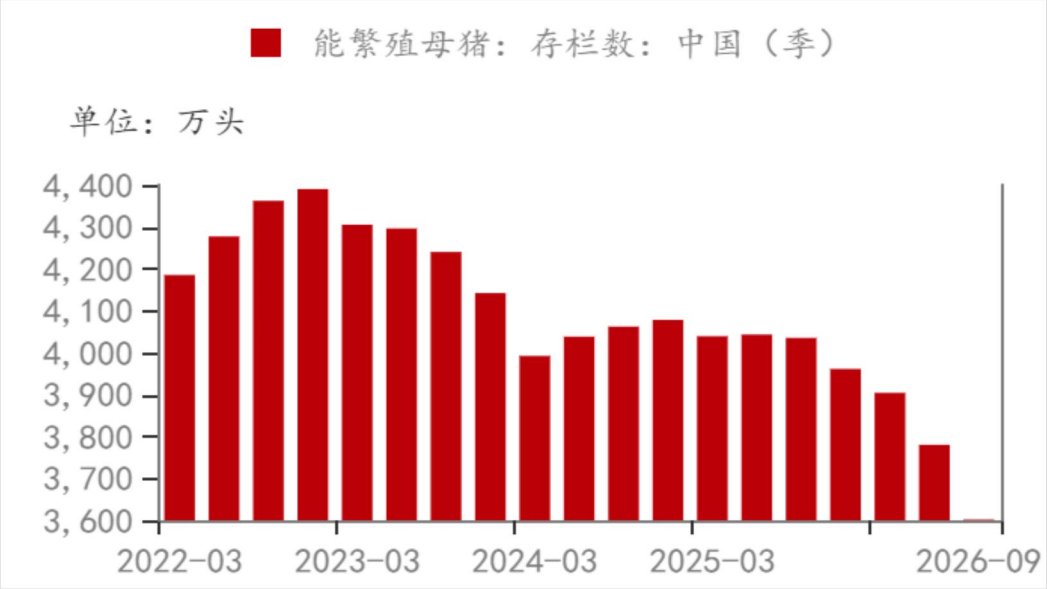
1、供应端

（1）产能与效率：能繁降至保有量以下，去化成果待兑现

据国家统计局 10 月 19 日发布的数据，2026 年三季度末全国能繁母猪存栏 3602 万头，同比减少 433 万头、下降 10.7%，较二季度末 3780 万头减少 178 万头、环比下降 4.71%，为本轮去化以来最大单季降幅。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》所确定的 3750 万头正常保有量测算，当前存栏相当于正常保有量的 96.0%，处于 92%—103%的绿色合理区间，并已降至正常保有量以下，统计局表示基础产能调减加快。但从出栏端看，前三季度全国生猪出栏 53739 万头，同比增长 1.4%，猪肉产量 4508 万吨，同比增长 3.2%，三季度末生猪存栏 42533 万头，同比下降 2.6%；钢联数据显示，9 月末商品猪综合养殖场存栏 3842.93 万头，连续三个月小幅回升。能繁存栏传导至商品猪出栏约需 10 个月，当前及四季度的出栏对应的仍是 2025 年末前后 3961 万头的能繁存栏，这是 10 月出栏持续放量的产能基础，三季度的去化成果预计将从 2027 年二季度起逐步体现为供给收缩。

效率端，2025 年全国能繁母猪 PSY 生产指数为 26.34 头，较 2024 年 26.0 头继续抬升，单位母猪产出效率的提高会部分对冲存栏下降的影响，意味着实际供给收缩的幅度将小于存栏降幅所显示的水平。在深度亏损的背景下，养殖主体通常优先淘汰低效母猪，存栏结构的优化或使 PSY 维持在较高水平，后续需关注四季度能繁存栏能否延续回落以及效率端的边际变化。

图 3：能繁母猪存栏



来源：国家统计局，钢联，安粮期货研究所

（2）仔猪价格：跌破百元关口，创 2021 年 10 月以来新低

10月仔猪价格延续大幅下行，并跌破100元/头关口。全国7公斤仔猪出栏均价由9月25日128.10元/头逐周下跌——10月2日115.00元/头、10月9日105.24元/头、10月16日99.52元/头、10月23日98.33元/头，10月30日进一步降至92.62元/头，为2021年10月中旬以来的最低水平，期间累计下跌35.48元/头、跌幅27.70%，已连续八周下跌。自7月24日258.57元/头的高点算起，累计下跌165.95元/头、跌幅达64.18%。从节奏看，各周跌幅在10月中下旬一度明显收窄（-10.23%、-8.49%、-5.44%、-1.20%），但10月30日当期再度扩大至5.81%，企稳迹象未能延续，反映在商品猪价格跌至9元/公斤附近、自繁自养亏损扩大至300元/头以上的背景下，补栏主体对后市预期偏谨慎，补栏意愿持续滞缓。从产业含义看，仔猪价格处于近五年低位，一方面将抑制后续补栏规模，配合能繁存栏的加速去化，中期供给收缩的确定性明显增强；另一方面，低价仔猪显著降低了外购育肥的成本，将在4至5个月后的出栏窗口形成成本优势，需关注由此引发的补栏情绪边际变化。

（3）出栏均重：连续四周回升，升至2022年底以来最高

10月出栏均重在节后转入加速回升。10月2日当期为123.73公斤，较9月25日小幅回落0.02公斤，此后连续四周回升——10月9日123.91公斤、10月16日124.33公斤、10月23日124.49公斤、10月30日124.71公斤，为2022年底以来的最高水平；较9月25日累计回升0.96公斤，自8月7日122.73公斤的低点算起累计回升1.98公斤。其中10月16日当期单周增幅达0.42公斤，为8月以来最大，此后增幅有所收窄但仍保持回升。均重的持续攀升与出栏量的放量同步出现，说明养殖端在加快出栏的同时，存栏猪源的体重仍在快速累积，节前压栏及假期期间出栏后移的猪源在节后陆续兑现，出栏结构中大体重猪的占比明显提升，猪肉实际供给的增幅大于出栏头数的增幅。这一现象在自繁自养亏损超过300元/头的背景下尤为反常——持续增重的经济性已明显下降，但部分养殖主体仍对冬季旺季抱有期待，延迟出栏使体重包袱不断加重。均重能否止升转降，是判断压栏猪源实质性出清、现货阶段性企稳的关键信号。

图4：仔猪价格

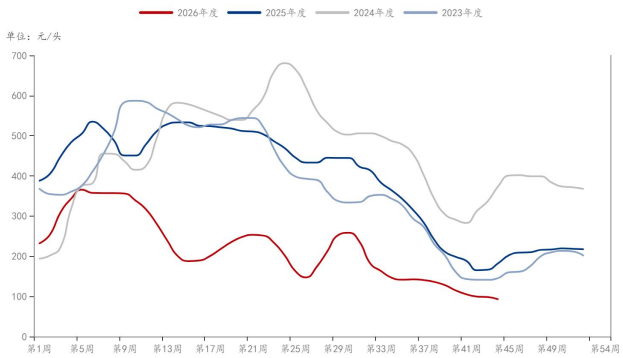
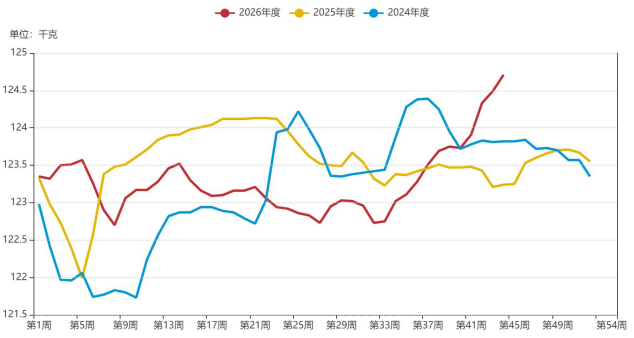


图5：出栏均重

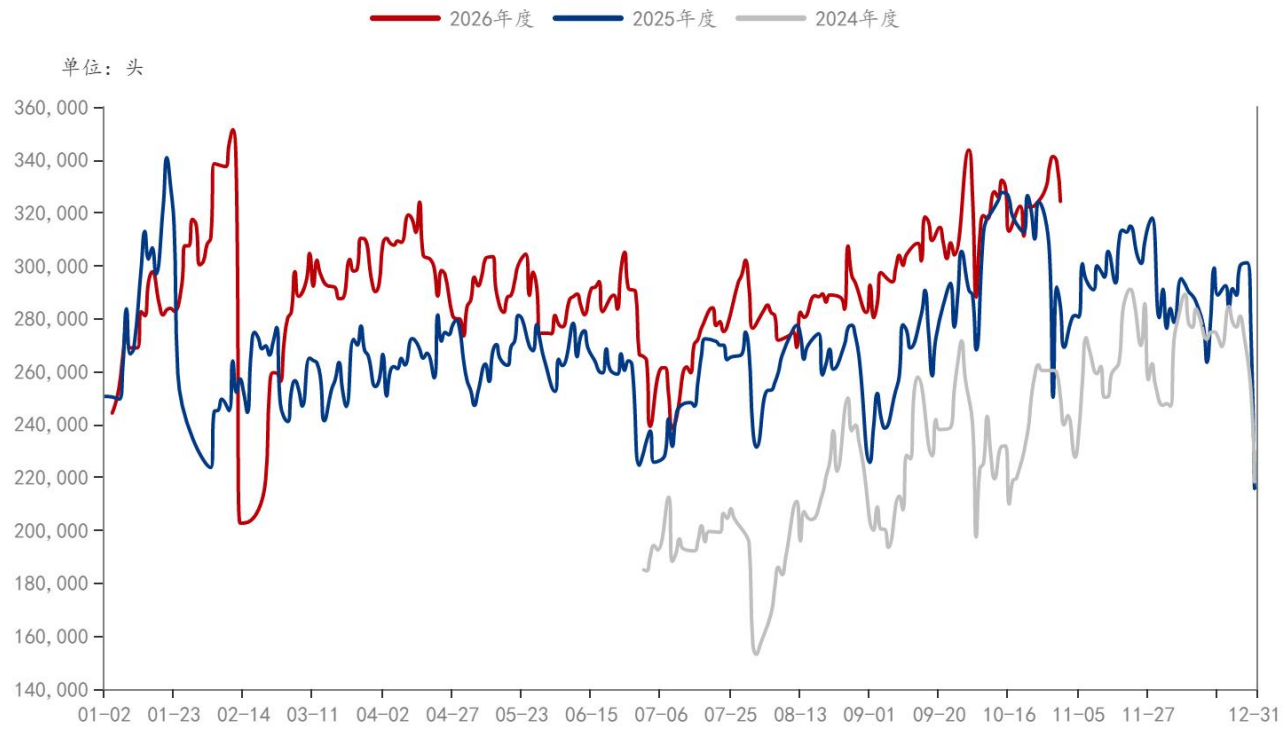


来源：钢联，安粮期货研究所

（4）出栏量：月均增长6.6%，与屠宰缺口扩大至4.3万头

10 月钢联样本企业日度出栏量维持高位并较 9 月进一步增加，全月日均约 32.5 万头，较 9 月 30.5 万头增加 2.0 万头、增幅 6.6%。国庆节后首个交易日 10 月 8 日为 31.1 万头，为月内最低，此后持续处于 31 万头以上的高位，10 月 12 日至 16 日日均 32.6 万头，10 月 19 日至 23 日略降至 32.0 万头，10 月 27 日至 28 日再度放量，10 月 28 日升至 34.1 万头，为 9 月底以来最高，10 月 30 日回落至 32.4 万头。与出栏量的放量形成反差的是，同期 135 家样本企业日均屠宰量为 28.2 万头，较 9 月减少 4.9%，出栏与屠宰之间的缺口由 9 月的约 0.8 万头扩大至约 4.3 万头，养殖端的出栏积极性明显高于屠企的收购需求，屠企压价收购意愿增强，这是 10 月现货持续下行的直接原因。出栏放量的驱动主要来自两方面：一是前期压栏猪源在节后陆续兑现，叠加亏损加深后部分养殖主体加快出栏回笼资金；二是 2025 年末前后较高的能繁存栏所对应的商品猪进入出栏期，供给基数处于高位。

图 6：出栏量



来源：钢联，安粮期货研究所

2、需求端

（1）屠宰开工与屠宰量：节后回落，月末回升至 36%

10 月屠宰开工率在节后回落至低位后于月末逐步回升。国庆假期期间开工率由 10 月 1 日 34.93%逐步回落至 10 月 6 日 34.31%，节后在 34.3%至 34.9%区间低位波动，10 月 15 日降至 34.26%，为 8 月中旬以来最低；10 月下旬起开工率逐步回升，10 月 24 日升至 35.35%，10 月 30 日达 36.00%，为 9 月下旬以来最高。全月均值约 34.95%，较 9 月 36.75%回落 1.80 个百分

点，基本回到 8 月水平。与开工率同步，135 家样本企业日均屠宰量为 28.2 万头，较 9 月 29.7 万头减少约 1.5 万头、降幅 4.9%，月内低点为 10 月 15 日 27.7 万头，10 月 30 日回升至 29.1 万头。10 月需求端呈现先抑后扬的走势：上半月节日备货结束后终端消费回到季节性平稳期，屠企以按需收购为主；下半月随着气温下降、鲜肉消费季节性恢复，叠加猪价持续下跌后屠企收购积极性提高，开工率与屠宰量同步回升。但回升幅度仍较为有限，较 9 月节前高点仍有差距，尚不足以承接高位出栏，南方腌腊需求的全面启动将是 11 月需求端的关键变量。

（2）冻品库存：去库提速，库容率降至 6 月上旬以来低位

10 月重点屠宰企业冷冻猪肉库存去化明显提速。库存由 9 月 25 日 310,214 吨逐周降至 10 月 30 日 307,014 吨，累计去库 3,200 吨、降幅 1.03%，去库幅度较 9 月的 706 吨明显扩大，库存降至 5 月下旬以来最低；库容率由 32.20%降至 31.60%，下降 0.60 个百分点，为 6 月上旬以来最低。分周看，10 月 2 日当期去库 902 吨，国庆期间持平，10 月 16 日当期去库 1,637 吨为月内最大，此后两周分别去库 349 吨和 312 吨，去库节奏在月末有所放缓。在现货持续下跌的背景下，屠企并未像 3 月至 4 月低价阶段那样加大分割入库，而是以消化库存为主，一方面反映屠企对后市价格预期偏谨慎，不愿在下跌过程中增加库存；另一方面，节后鲜销率由 9 月末 82.84%回落至 10 月末 81.25%，终端白条走货偏慢，前期冻品逐步出库对鲜品消费形成一定替代。冻品去库的推进有助于缓解中期库存压力，但当前库容率仍处于 31%以上的较高水平，冻品的持续出库亦会对鲜品价格形成一定压制，后续需关注腌腊季启动后冻品去库能否进一步加快。

图 7：重点屠企开工率日度走势图

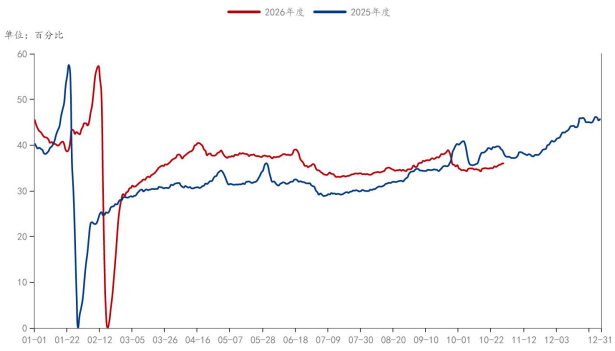
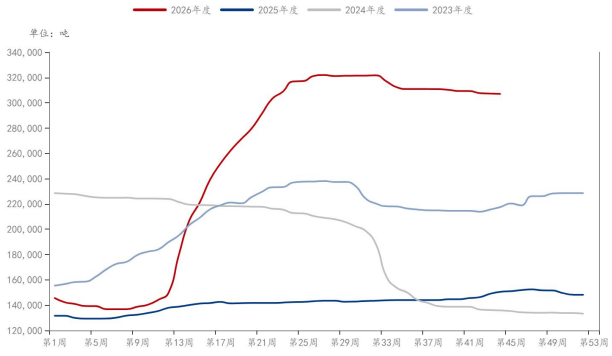


图 8：冻品库存



来源：钢联，安粮期货研究所

3、成本与利润

（1）养殖与屠宰利润：自养亏损突破 300 元，屠宰重回亏损

10 月养殖利润全面恶化，自繁自养亏损突破 300 元/头。自繁自养利润由 9 月 25 日-155.83 元/头逐周走弱——10 月 2 日-205.86 元/头、10 月 9 日小幅修复至-196.60 元/头、

10 月 16 日-216.21 元/头、10 月 23 日-252.96 元/头，10 月 30 日进一步降至-303.74 元/头，为 4 月中旬以来最差水平，全月恶化 147.91 元/头。外购仔猪育肥利润由-108.73 元/头降至 10 月 2 日-169.21 元/头后，在低价仔猪的成本优势支撑下修复至-115 元/头附近，10 月 30 日再度降至-154.41 元/头，全月恶化 45.68 元/头。两类模式差距由 9 月末的 47.10 元/头扩大至 149.33 元/头，外购模式受益于前期仔猪价格大幅下跌带来的采购成本下降，而自繁自养模式在猪价下跌中直接承受收入下降的压力。值得注意的是，10 月玉米、豆粕价格同步走低，饲料成本整体回落，但养殖利润仍大幅恶化，说明当前亏损的核心矛盾在收入端而非成本端。屠宰端方面，屠宰利润在 10 月 2 日当期一度转正至 0.5 元/头，为 6 月中旬以来首次实现盈利，但节后随开工率回落、终端白条走货放缓，加工价差逐步收窄，10 月 16 日降至-7.8 元/头，10 月下旬维持在-13.4 元/头至-13.5 元/头，重新回到亏损区间。

图 9：外购仔猪养殖利润走势图

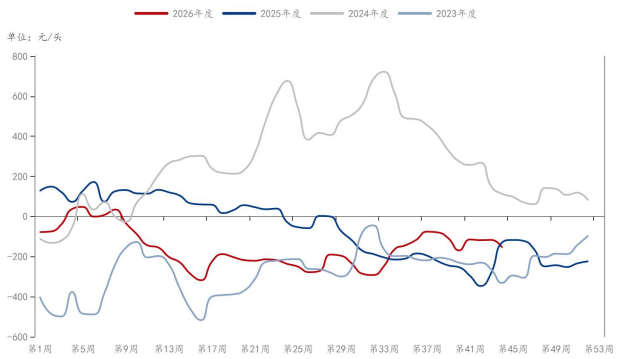
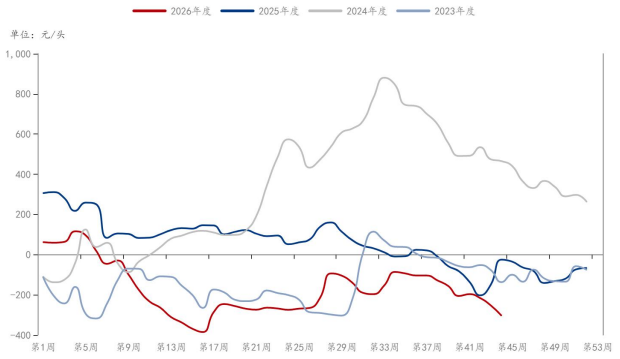


图 10：自繁自养利润走势图

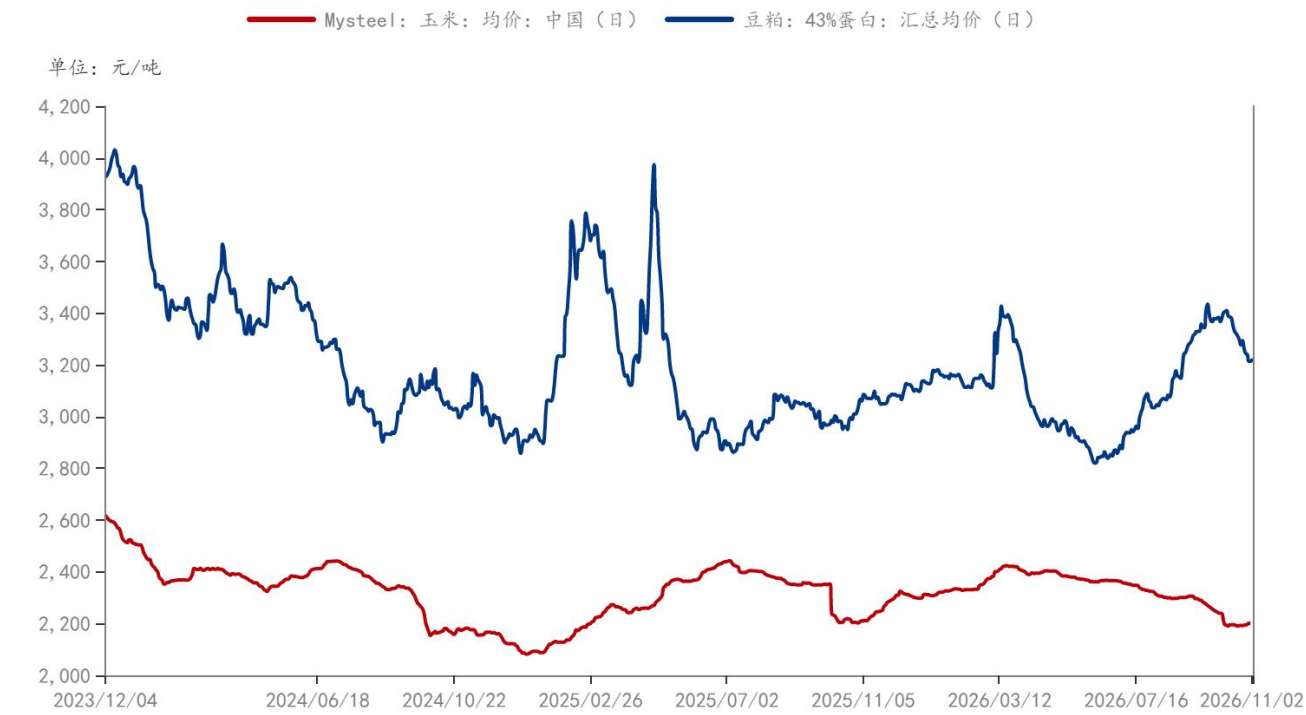


来源：钢联，安粮期货研究所

（2）成本端与估值：饲料价格回落，猪粮比降至 4.10

10 月饲料成本整体回落。玉米均价维持低位窄幅运行，月内在 2190 元/吨至 2211 元/吨之间波动，10 月 12 日降至 2190 元/吨，为 2025 年 2 月以来低位，10 月 30 日为 2201 元/吨，新粮集中上市带来的供应压力持续显现。豆粕均价由 9 月 30 日 3381 元/吨震荡回落，10 月 10 日 3410 元/吨为月内高点，此后逐步走低，10 月 29 日、30 日降至 3214 元/吨，为 8 月下旬以来最低，全月下跌 167 元/吨、跌幅 4.94%，11 月 2 日报 3222 元/吨；较 9 月 17 日 3436 元/吨的阶段高点累计回落 222 元/吨、跌幅 6.46%。饲料成本的回落对养殖成本形成一定缓解，但幅度有限，难以对冲猪价跌幅超过 10%带来的收入下降。估值方面，猪粮比全月呈单边回落走势，由 10 月 9 日 4.64 的月内高点逐步降至 10 月 30 日 4.10，为 6 月下旬以来最低，全月均值 4.39，较 9 月 4.70 进一步下移，持续处于 5:1 以下的过度下跌一级预警区间，养殖端估值修复面临较大压力。

图 11：玉米豆粕价格走势图



来源：钢联，安粮期货研究所

三、行情展望

从基本面来看，10 月生猪市场的核心矛盾在于供给的持续放量与需求的阶段性回落。供给侧，样本企业日均出栏量较 9 月增长 6.6%，出栏均重连续四周回升至 2022 年底以来最高，压栏猪源与体重包袱在节后集中兑现，猪肉实际供给明显增加；从产能传导看，当前出栏对应 2025 年末前后仍处黄色区间的能繁存栏，四季度供给基数依然较高。需求侧，节后屠宰开工率回落至 8 月水平，日均屠宰量较 9 月减少 4.9%，出栏与屠宰之间的缺口扩大至约 4.3 万头，鲜销率回落至 8 月上旬以来最低；月末开工率回升至 36%，需求端出现边际改善迹象。成本与估值层面，饲料价格回落但难以对冲猪价下跌，自繁自养亏损突破 300 元/头、为 4 月中旬以来最差，猪粮比降至 6 月下旬以来最低；仔猪价格跌至 2021 年 10 月以来低位，补栏意愿滞缓。冻品库存去库提速，库容率降至 6 月上旬以来低位，中期库存压力有所缓解。产能端，三季度末能繁母猪存栏降至 3602 万头、低于正常保有量，产能去化提速，中期供给收缩的确定性明显增强。

综合来看，11 月生猪市场预计以低位震荡寻底为主，短期拐点仍需等待供需两端的共振信号。短期看，出栏均重仍在攀升、出栏量维持高位，大体重猪源尚待释放，现货缺乏趋势性上涨的驱动；但需求端有望随气温下降与南方腌腊季启动逐步回升，自繁自养深度亏损亦将倒逼压栏猪源加快出栏，供给压力的释放或在 11 月中下旬后逐步接近尾声。期货端，LH2701 对应春节前的消费旺季，盘面对腌腊及春节备货需求的博弈将加大波动，期货升水的变化可作为观察市场预期的重要窗口。中期来看，三季度能繁存栏的加速去化与仔猪价格的持续低位运行

共同指向 2027 年上半年的供给收缩，周期反转的基础正在逐步夯实。操作建议：短期建议以观望为主，不宜在当前位置追空，产业客户可结合期现价差的变化择机开展套期保值。关键跟踪指标包括：出栏均重能否止升转降、出栏量能否自高位回落；开工率回升的持续性与腌腊需求的启动强度；冻品去库能否延续；仔猪价格能否企稳；四季度能繁存栏的变化；以及 LH2701 期货升水的变化。风险提示：突发疫情、政策调控、饲料原料价格大幅波动、消费不及预期或超预期等。

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。