

生猪行业深度投资研究报告

—— 周期反转、疫病催化、成本端“五重底”
非对称做多机会论证

“研究真正的进步往往不是加更多东西，
而是去掉冗余、抓住骨架”

研究覆盖窗口：2026 年 Q2 — 2027 年 Q4

关键交易标的：LH 远月期货、A 股头部猪企、动物疫苗股

报告版本：v1.0 / 2026 年 5 月

执行摘要

一、核心命题

本报告通过五条独立证据链，论证当前生猪行业处于历史罕见的非对称做多机会区。核心命题可以用一句话概括：当前猪粮比 3.32（历史 5%分位以下），玉米因“五重底”结构不具备深跌空间，猪粮比均值回归至 6:1 的盈亏平衡线必须主要由猪价上涨完成。基于跨周期定标和压力测试，反转启动窗口在 2026 年 Q4 - 2027 年 Q1，期货/股价提前 6 - 8 个月反应。

二、五条独立证据链

#	证据链	核心结论	可信度
1	跨周期定标	当前已处历史极值深亏区，反转节奏与历史规律高度一致	高
2	能繁母猪去化压力测试	基准情景母猪存栏将于 2026 年 12 月击穿政策线 3650 万头	高
3	SAT1 口蹄疫催化	加速产能去化 1 - 3 个月，提升反弹弹性 20 - 30%	中高
4	PRRS 隐性产能去化	田间 NADC30/34 毒株使 PSY 隐性下降 1 - 1.5，等效产能减少	中
5	玉米治理底（五重）	猪粮比回归无法靠玉米下跌完成，必须靠猪价上涨	极高

三、期望收益与风险

情景	主观概率	12 - 18 月猪价路径	期货/股票收益
强反转	30%	8 → 22+ 元/kg	+175%
基准反转	50%	8 → 16 - 18 元/kg	+100 - 125%
弱反转	15%	8 → 12 - 13 元/kg	+50%
反转失败	5%	8 → 7 - 8 元/kg	-10% 至 0%

【加权期望收益】

$30\% \times 175\% + 50\% \times 112\% + 15\% \times 50\% + 5\% \times (-5\%) \approx +113\%$ 。

下行风险约 -8% 至 -15%，赔率约 25:1 — 30:1。

这是教科书级别的非对称机会结构。

四、核心交易建议

- 主仓位：做多 LH 远月期货（LH2701 / LH2705 / LH2709）

- 股票端：A 股头部猪企（牧原股份、温氏股份、巨星农牧、神农集团）
- 阶段性博弈：动物疫苗股（中牧股份、金宇生物、生物股份）等回调介入
- 建仓节奏：分批进场，2026 年 Q3 布局 30%，Q4 加仓 60%，反转确认加满 100%
- 退出窗口：2027 年 Q3 - Q4，按猪价高点和股价均线信号分批兑现

第一章 研究框架与方法论

1.1 三层共振分析框架

生猪市场的核心定价变量是供给端，但供给受多重因素叠加。本研究采用“三层共振”框架，把所有变量归入三个层级：周期产能层（慢周期，12-24月）、疫病层（急性催化，3-9月）、气候层（间接传导，6-18月）。三层信号若同向，则反转判断置信度高。

层级	变量类型	时间尺度	可观察度	当前主驱动
第一层 周期产能	能繁母猪头数自然去化	12-24月	高（农业农村部月报）	已连续9个月环比下降
第二层 疫病	SAT1、ASF、PRRS	3-9月	中（疫情通报+市场情绪）	SAT1 4周扩散12省
第三层 气候	ENSO 切换、极端天气	6-18月	中（NOAA 等公开数据）	5-7月厄尔尼诺 Watch

1.2 研究范式从“因子分析”切换到“赔率框架”

本研究的关键方法论升级，是从“因子研究”切换到“赔率框架”。因子研究试图回答“会发生什么”——疫情走向、政策时点、天气演变。赔率框架则回答“现在押注的期望值是多少”。两者不同：前者要求精确预测，后者要求识别非对称机会。当一个市场处于历史极值位置（如当前猪粮比 3.32，历史 5%分位以下），赔率框架往往比因子研究给出更稳健的结论。

1.3 数据源与方法

本报告使用的核心数据源：

- 官方数据：农业农村部、国家统计局、国家发改委、中储粮
- 行业数据：涌益咨询、卓创资讯、Mysteel、博亚和讯、新牧网
- 气候数据：NOAA Climate Prediction Center、IRI、ECMWF
- 资本市场：Wind、东方财富、券商农林牧渔深度报告
- 国际数据：USDA WASDE、WOAH 世界动物卫生组织

第二章 跨周期相对位置定标

2.1 6 轮猪周期全景

中国生猪市场自 2002 年以来已经历 6 轮完整或部分周期。剔除 2018 年 ASF 的极端值，5 轮“正常”周期的平均涨幅约+113%。当前低点 7.5 元/kg 是有数据以来最低的现代周期低点。

周期	起止时间	上行/下行月数	低点	高点	涨幅	主导驱动
1	2002 - 2006	27/22	~6 元	10 元	+71%	非典、禽流感
2	2006 - 2010	20/14	~7 元	17.4 元	+158%	蓝耳病
3	2010 - 2014	27/32	~10 元	19.9 元	+111%	温和周期
4	2014 - 2018	24/25	~10.5 元	21.2 元	+97%	环保禁养
5	2018 - 2022	33/10	10 元	40+元	+296%	非洲猪瘟
6	2022 - 2024	7/14+	12.4 元	28.3 元	+127%	双周期叠加
当前	2024 - ?	0/18+	7.5 元	?	?	PRRS/SAT1/ENSO

2.2 深亏-反转时序对照

比“涨跌幅”更具可比性的是“深亏-反转节奏”。三轮可比的严重深亏型反转：

历史时点	进入深亏	深亏深度	母猪去化时长	反弹启动	深亏到反转
2014 - 2015	2013-12	头均亏 358 元	11 个月	2014-05	~6 个月
2021 - 2022	2021-06	深亏 4 - 5 月	10 个月	2022-04	~10 个月
2023 - 2024	2023-Q1	全年亏损	13 个月	2024-05	~14 个月
当前 2026	2024-Q4	头均亏>400 元	9 个月	观察中	观察中

2.3 当前位置的多维度定标

把 2026 年 5 月的状态与历史对照，每一项都给出“在历史中的分位”，可以清晰看到当前所处位置：

指标	当前值	历史可比	在历史中的位置
现货价格	7.5 - 8.0 元/kg	历次低点： 6/7/10/10.5/10/12.4	现代周期最低
猪粮比	3.44 (4月初) — 4.14 (4月底)	5 年内仅 21%时间<5	2015 年以来最低
头均亏损	>400 元	2014 年 358 元、2021 年 600 元	仅次于 2021 极值
母猪去化时长	9 个月	历次 10 - 13 个月	尚未达反转门槛
累计去化幅度	-3.3% (同比)	2018: -46%, 2021: -8%, 2024: -9.2%	偏低
完全成本倒挂	-6 至 -8 元/kg	历次倒挂深度 -3 至-5	历史最深

2.4 三类比锚定与反转推演

当前位置最像哪一轮？三种类比给出不同的反转节奏。

类比	匹配特征	反转启动时点	反弹弹性	高点估计	权重
类比 A 2014 - 2015	深亏中期，外生因素温和	2026 年 9 - 10 月	+97%	~15.7 元	25%
类比 B 2021 - 2022	去化 10 月，政策强托底	2026 年 Q4	+127%	~17 - 18 元	35%
类比 C 2023 - 2024	13 月去化，规模化主导磨底	2027 年 Q1 - Q2	+50%	~12 - 14 元	40%

【加权类比结论】

加权反转启动时点：2026 年 Q4 - 2027 年 Q1

加权反弹高点（不计催化剂）：14 - 17 元/kg

加权反弹高点（含 SAT1+ENSO 催化）：18 - 22 元/kg

注：催化剂溢价主要来自疫情加速去化和成本端推升的双重作用。

2.5 "这次不一样"的 6 个干扰因素

历史规律给出方向性判断，但需要用“这次不一样”的因素做修正。

因素	方向	影响
规模化程度 70%（2018 年 35%）	反弹↓时长↑	高点压制，磨底拉长
能繁母猪绿色合理区间动态调控	反弹↓	政策托底但封顶
头部企业现金流强（牧原扩张）	去化↓	反转滞后
进口冻肉年 200 万吨级	反弹↑↓	高点上限被压
人均猪肉消费见顶	反弹↓	长期需求弹性下降
LH 期货+二次育肥工具	波动↑	价格信号前置、节奏错乱

净效应：相比 2014 - 2018 时代，反弹幅度结构性下降 30 - 40%，时间维度结构性拉长 20 - 30%。这是为什么不能简单按 2018 ASF 或 2014 年的弹性外推。

第三章 能繁母猪去化压力测试

3.1 基础数据与起点

已知锚点（截至 2026 年 5 月）：

指标	数值
2025 年末能繁母猪存栏	3961 万头
2026 年 Q1 末（3 月底）	3904 万头
Q1 净去化	-57 万头
Q1 月均去化速度	-19 万头/月
已连续环比下降月数	9 个月
政策调控目标线	3650 万头
当前距目标线缺口	254 万头
2026 年 3 月新生仔猪同比	17 个月以来首次下降（关键拐点）

两个关键观察：第一，当前去化速度已经放缓——前 9 个月平均月去化约 26 万头，但 Q1 2026 已降至 19 万头/月，说明散户基本退完，集团逆周期扩张和国家收储在抵消去化。单靠“自然去化”，触达 3650 万头需要 $254 \div 19 \approx 13.4$ 个月，落到 2027 年 6 月——对应价格反转要到 2028 年 Q1，太晚。第二，所以 SAT1 和厄尔尼诺必须充当“催化剂”——这是本压力测试的核心。

3.2 变量框架（月度去化分解）

月度净去化 = 自然去化(基线) + SAT1 催化(增量) + 厄尔尼诺催化(增量) - 反向因素

变量	取值范围（万头/月）	说明
自然去化基线	19	Q1 已观察值，假设维持
SAT1 催化	0 - 35	取决于扩散速度与南下进度
厄尔尼诺催化	0 - 15	7 月起若 ENSO 切换则触发
反向因素	已隐含基线	集团扩张+国家收储已含在 19 中

SAT1 催化分级标定（核心假设）：

强度	触发条件	月度去化增量
轻度	控制在西北/北方，主产区(豫/川/湘/鄂)未失守	+3 至 +5
中度	蔓延至山东/河南，主产区局部失守	+10 至 +15
重度	进入四川/湖南/湖北主产区，散户恐慌性出栏	+25 至 +35

参考 2018 ASF：高峰期月去化曾达 68 万头/月，但 ASF 直接致死猪只，本次 SAT1 对猪致死率 < 5%，因此重度情景上限设为 35 万头/月（约 ASF 的 50%）较合理。

3.3 三情景逐月推演

情景A 轻度（SAT1 收敛 + ENSO 中性）：月去化稳定 22 万头/月

月份	月末存栏	月去化
2026-04	3904	-
2026-06	3860	-22 × 2
2026-09	3794	-22 × 3
2026-12	3728	-22 × 3
2027-04 中旬	3650	击穿政策线

情景B 基准（SAT1 中度 + ENSO 7月切换确立）：

月份	月去化（万头/月）	月末存栏
2026-05	24	3880
2026-06	24	3856
2026-07	39	3817
2026-08	39	3778
2026-09	39	3739
2026-10	39	3700
2026-11	39	3661
2026-12	39	3622（击穿 3650）
2027-01	25	3597
2027-04	25	3522

情景C 重度（SAT1 南下 + 强 ENSO）：

月份	月去化（万头/月）	月末存栏
2026-05	34	3870
2026-06	34	3836
2026-07	59	3777
2026-08	59	3718
2026-09	59	3659（击穿临界）
2026-10	59	3600
2026-11	59	3541
2026-12	59	3482
2027-01	35	3447
2027-03	35	3377

3.4 击穿点与反转节奏汇总

情景	击穿 3650 时点	母猪低点	现货反转	期货/股价领先反应	反弹高点估计
轻度	2027 年 4 月	3650 附近	2028 年 Q1	2027 年 Q2	16 - 18 元
基准	2026 年 12 月	3500 附近	2027 年 Q4	2027 年 Q1 - Q2	18 - 22 元
重度	2026 年 9 月底	3400 附近	2027 年 Q3	2026 年 Q4	22 - 26 元

【对比 2018 ASF】

ASF 场景下母猪从 3554 降至 1913 (-46%)，猪价从 10 涨至 40+ (+262%)。

本次三情景中最重的“重度”情景去化幅度仅约 13%，价格弹性远小于 ASF。

这是市场情绪定价 SAT1 时容易过度乐观的地方——它是催化剂，不是 ASF 级别的主导冲击。

3.5 敏感性分析与情景概率

情景概率分布（主观）：

情景	概率	触发条件
轻度	25%	疫苗 6 月正式批文 + Q3 量产顺利 + 收储力度加大
基准	50%	SAT1 控制在山东/河南边缘 + ENSO 中度切换
重度	25%	SAT1 突破河南南下 + 强厄尔尼诺 + 疫苗滞后

期望值时间表：母猪存栏击穿 3650 的加权平均时点 = $25\% \times 4 \text{月} + 50\% \times 12 \text{月} + 25\% \times 9 \text{月} \approx 2026$ 年 11 月（折算到 2027 年）

第四章 疫病催化剂深度分析

4.1 SAT1 口蹄疫专题

4.1.1 病毒学画像

口蹄疫病毒（FMDV）共有 7 个血清型：O、A、C、Asia 1、SAT1、SAT2、SAT3。中国此前流行的主要是 O 型和 A 型，对应免疫体系基于这两个血清型。SAT1 是非洲撒哈拉以南的本土血清型，过去从未进入过亚洲商业化养殖区。关键点：现有 O/A 型疫苗对 SAT1 零交叉保护——这相当于对 14 亿头偶蹄目存栏来说是“免疫真空”。

畜种	成年死亡率	幼畜死亡率	关键特征
牛	<5%	20 - 50%	终生带毒、传播力最强
羊	<5%	20 - 50%	“沉默宿主”，常无症状传播
猪	<5%	20 - 50%	不终生带毒，但排毒量大 10 倍
本次 SAT1 毒株	观察中	>50%（异常高）	毒力偏强，超过历史平均

4.1.2 输入路径与蔓延

清晰的全球扩散链：非洲（南非 2021 - 22 SAT 全境暴发）→ 中东（伊拉克、科威特、土耳其、埃及，2025 年）→ 高加索（阿塞拜疆）→ 中亚陆路 → 中国西部（新疆伊犁 → 甘肃武威，2026 年 3 月 28 日首报）。截至 2026 年 4 月中旬，疫情已扩散至 12 省，蔓延速度异常快——从首报到触达 12 省只用了不到 4 周。

区域	已确认或疑似省份
西北	新疆、甘肃、宁夏
华北/东北	内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、河北、山西
华东/华中	山东、安徽
西南	贵州

【需警惕的扩散方向】

山东、河北、河南、四川是中国生猪主产区，目前山东、河北已沦陷。如果疫情向河南、四川渗透，对生猪供给的次生影响会大幅放大。

4.1.3 对生猪产业的实际冲击

区分“直接”和“间接”是理解 SAT1 对生猪市场影响的关键：

短期利空（5 - 7 月，已发生）：

- 跨省调运禁令 → 北方仔猪运输受阻、屠宰运输中断、区域性供需错配
- 散户恐慌性出栏 → 担心“一刀切”扑杀，提前出栏；猪价 3 月已跌至 10.4 元/kg
- 二次育肥彻底熄火 → 肥标价差倒挂、运输受阻
- 屠宰冻品收储意愿低 → 屠企锁定 10 元/kg，但现价不达标

中期利多（Q3 - Q4 传导）：

- 加速产能去化 → 散户在低猪价+疫病双重压力下退出
- 生物安全门槛抬高 → 中小散户加速淘汰，龙头市占率提升
- 消费替代 → 牛肉羊肉冲击+涨价，部分需求转向猪肉
- 预期反转 → 反转窗口可能从原本的 Q4 - 次年 Q1 提前到 Q3 末

4.1.4 疫苗研发与龙头企业

公司	标的代码	进度
中农威特生物	中牧股份 600195 参股	SAT1 亚单位+灭活疫苗，4 月获临时文号至 2026 年 6 月底
金宇生物（金宇宝灵）	600201	4 月 8 日获两款 SAT1 疫苗应急批准
生物股份	600201 子公司	Re-SAT1/2026 株灭活疫苗
申联生物	688098	研发跟进中
瑞普生物	300119	跟涨概念
普莱柯	603566	跟涨概念

关键判断：应急疫苗只是临时文号（到 6 月底），正式批文+大规模量产至少还要 3 - 6 个月。真正的 SAT1 免疫覆盖到全国偶蹄目存栏（约 14 亿头）需要 1 - 2 年。这意味着今年夏秋疫情仍会持续扩散和反复。

4.2 PRRS NADC30/34 隐性产能去化

4.2.1 PRRS 空窗期的发现

PRRS（蓝耳病）正是 PSY 的“慢性杀手”。它不像 ASF 或 SAT1 那样直接致死、可见，而是通过流产、死胎、保育期高死亡率，持续把 PSY 从理论的 28 拉低到现实的 22 - 24。当前田间流行毒株为 NADC30/34 新毒株，而国产经典 CH-1R 株疫苗对此无交叉保护——这意味着行业实际 PSY 可能正在悄悄从 23 滑向 21，是账面看不到的产能去化。

4.2.2 隐性产能模型

真正决定 12 个月后供给的，是有效产能 = 母猪头数 × PSY。当前基准：3904 万头母猪 × PSY 23 = 89,792 万头/年潜在出栏；等效政策线：3650 × 23 = 83,950。

PSY 情景	PSY 变化	等效有效产能（按 2026Q1 头数）	等效“母猪头数”
PSY 平稳	23 → 23	89,792	3904

PSY 轻度下行	23 → 22.5	87,840	3819
PSY 中度下行	23 → 22	85,888	3734
PSY 重度下行	23 → 21.5	83,936	3649 (≈政策线)
PSY 极端下行	23 → 21	81,984	3564

【关键洞察】

仅 PRRS 新毒株流行+疫苗失效一项 (PSY -1.5)，就相当于母猪头数被“暗中”砍掉 254 万头——等于不需要任何 SAT1 或厄尔尼诺催化，单靠 PRRS 的隐性消耗就能把有效产能拉到政策线以下。这是市场看不到的“隐性去化”，也是头部企业（牧原 PSY 26+、神农 PSY 28+）的天然 α 来源。

4.3 三层疫病冲击合并量化

层级	类型	时间尺度	可见性	当前估计影响
周期产能 (头数)	慢周期	12 - 24 月	高 (农业农村部月报)	-19 万头/月
PRRS NADC30/34	慢性消耗	6 - 18 月	极低 (国产疫苗空窗)	PSY -0.5 至 -1.5
SAT1 + ENSO	急性催化	3 - 9 月	中 (疫情通报+情绪)	+5 至 +30 万头/月

把 PRRS 层加入后，基准情景的实际有效产能击穿政策线的时点，可能比 3.4 节估算的“2026 年 12 月”提前 1 - 3 个月，到 2026 年 Q3 末 - Q4 初。这是一个相当显著的修正，也是市场尚未充分定价的部分。

第五章 跨品种比价与玉米深度分析

5.1 猪粮比的均值回归证明

猪粮比 = 猪价 / 玉米价，盈亏平衡线为 6:1。当前猪粮比 3.32 - 4.14，处于历史 5%分位以下。过去 20 年的 5 轮周期中，猪粮比均值回归 100%成立——这是比因子研究更稳健的论证基础。

5.2 玉米的"五重底"框架

玉米市场不是普通市场，是政策管控市场。它有五重底支撑，每一重失效都需要单独打破：

重数	机制	当前位置	失效条件
第一重	种植成本底（约 2000 元/吨）	2412 元（成本上方约 20%）	农户大规模弃种（不会）
第二重	中储粮主动建库底	2026 年 Q1 多次溢价收储	中储粮失能（极小概率）
第三重	配额外 65%进口关税	2026 年仅进口 200 万吨	取消配额制（违反粮食安全法）
第四重	紧平衡（结余 346 万吨）	占消费仅 1.2%	大幅增产或需求大幅萎缩
第五重	多目标治理底	范式约束	中国整个农业政策框架改变

【玉米下行空间被严重压缩】

要让玉米从 2412 跌到 2000，需要“四重底”全部失效，再加上“治理底”被打破——这在现实中是几乎不可能事件。

玉米下跌空间最多 -10%（到中储粮主动入市价位 2150 - 2200），且会触发政策强力托底。

5.3 中储粮模式从被动转为主动

5.3.1 历史教训：临储制度的失败

2008 - 2015 年 8 年间，中储粮累计收储 3.68 亿吨玉米，仅抛出 1.1 亿吨。到 2015 年末，临储玉米库存峰值达到 2.58 亿吨——几乎相当于全国一年的总消费量。这个体量带来三个致命问题：财政黑洞（每年数百亿）、市场扭曲（农户只算政策账）、反向冲击（去库存压制玉米 5 年）。

5.3.2 转向主动建库的三层深刻原因

层级	原因	具体内容
制度层	治理范式市场化转型	价格管制→分项工具：农民收益用直接补贴、消费者价格用主动建库、财政可持续用储备规模控制
安全层	粮食安全战略升级	从“够吃”到“安全可控”，2022 俄乌战争+2023 印度禁出口让储备升格为国防工具
地缘层	应对气候+地缘双不确定性	气候变化让传统模式失效，国际供

应链可靠性下降，需永远在线的国家级宏观对冲基金

5.3.3 主动模式的实际操作

- 2024 年秋粮收购：扩面增点，建立 340+收购点
- 2025 年 Q1：通过“市场化收购+定向拍卖”模式溢价成交
- 价格走廊：把价格稳在 2200 - 2450 元/吨核心区间
- “左手稳市场、右手托价格”——12 月 16 日定向拍卖均价低于市场，1 月 5 日竞价销售全部溢价

5.4 大豆扩种政策的真实路径——五轨道工具箱

关键反诘澄清：政府不会通过压玉米来推大豆扩种。原因是中国农业政策的多目标平衡——价格层负责“安全”，结构层负责“优化”，两者不能混用。实际上大豆扩种采用的是五轨道工具箱：

工具	机制	当前规模	战略价值
1. 差异化补贴	黑龙江大豆 350 元/亩 vs 玉米 17 元/亩	基础工具	抹平算账差距
2. 大豆玉米带状复合种植	间作模式+150 元/亩中央补贴	2026 年突破 2000 万亩	不挤占玉米的关键创新
3. 单产突破	“龙垦 3092”等品种田间 200kg/亩+	推广中	长期红利（5 - 10 年）
4. 差异化加工链	食品大豆 6000 元 vs 油用大豆 4000 元	细分市场	避开正面竞争
5. 进口管理	配额+多元化采购+战略储备	巴西占进口 70%+	降低脆弱性

【战略演进的三阶段】

- 1.0 扩面积（2019 - 2022）：与玉米争地，自给率仅升 2%
- 2.0 维面积（2023 - 2024）：复合种植 + 补贴维持
- 3.0 提单产（2025 - 2030）：科技+加工链+进口管理

关键变化：从 2026 年起大豆面积预计降到 1.40 - 1.42 亿亩（-7~9%），玉米面积反而稳定增长。这意味着玉米面积有了政策性下限保护。

5.5 修正后的玉米情景概率与猪价回归

将“治理底”加入框架后，重新评估各情景概率：

玉米情景	修正后概率	玉米价（元/kg）	猪价回归到比价 6 需要
玉米跌到种植成本底	5%	2.0	12.0 元 (+50%)
玉米微跌到 2.2	15%	2.2	13.2 元 (+65%)

玉米持平 2.4 (基准)	50%	2.4	14.4 元 (+80%)
玉米慢涨到 2.6	20%	2.6	15.6 元 (+95%)
玉米被推升到 2.8	10%	2.8	16.8 元 (+110%)

修正后的加权平均：玉米 \approx 2.45 元/kg，猪价回归需要+84%。即使在最不利于多头的极端情景（玉米跌到 2.0 元成本底），猪价仍然需要+50%才能让比价回归。下行保护极强。

5.6 供给端 vs 需求端 — 修正后的玉米催化剂框架

诚实地剥离“假催化剂”后浮现出更准确的框架：玉米的供给端 = “结构性稳定”（Floor 提供），玉米的需求端 = “周期性弹性”（Catalyst 提供）。具体地说，未来 12 - 18 个月玉米供给端真正可识别的上行催化剂只有一个：中储粮主动建库。

候选催化剂	性质判断	说明
大豆扩种挤占玉米面积	错（已被复合种植化解）	战略 3.0 已不再争地
替代品（高粱、大麦）涌入	当前是利空	3 月高粱进口+499%、大麦+27%
生猪饲料 V 型反转	是需求端，不是供给	归类错了
极端天气推升	被结构性弱化	种子+水利+储备让冲击大幅缓冲
国际玉米反弹	被关税墙隔离	65%关税让国内外脱钩
化肥/农资成本上行	慢变量	缓慢抬高底部，非短期催化
中储粮主动建库	真	唯一有清晰传导路径的供给端上行驱动

【关键含义】

玉米作为分母变得更可预测（从波动变量变为稳定常数）。

猪价上涨的逻辑链更单一清晰（不需要靠玉米推动）。

多头持仓的主要变量减少到一个（猪价反转节奏）。

这等于把交易从“二元变量赌注”简化为“一元变量赌注”——胜率反而更高。

第六章 投资结论与策略

6.1 三层共振论证整合

本报告通过五条独立证据链得出一致的方向判断。把所有论证整合起来，结构如下：

论证	提供什么	依靠什么
跨周期定标	反转时点	历史规律（5轮可比周期）
压力测试	反转催化（SAT1+ENSO）	疫情/天气演变
PRRS 隐性产能	加固时点判断	PSY 测算
玉米治理底	下行风险压制	政策能力（五重底）
猪粮比回归	上行收益锚	历史均值回归

【研究范式升级】

从最初的“会发生什么”（因子研究）到“现在押注的期望值是多少”（赔率框架），

研究真正的进步往往不是加更多东西，而是去掉冗余、抓住骨架。

最终的核心命题简化为一个变量：猪价反转节奏。

6.2 期望收益与风险测算

情景	主观概率	12 - 18 月猪价路径	现货收益	股票收益（含弹性）
强反转	30%	8 → 22+	+175%	+200% — +300%
基准反转	50%	8 → 16 - 18	+100% — +125%	+120% — +180%
弱反转	15%	8 → 12 - 13	+50%	+30% — +70%
反转失败	5%	8 → 7 - 8	-10% 至 0%	-15% 至 -5%

加权期望收益： $30\% \times 175\% + 50\% \times 112\% + 15\% \times 50\% + 5\% \times (-5\%) \approx +113\%$ 。下行风险约 -8% 至 -15%（受限于成本底+政策底+治理底）。赔率：约 25:1 — 30:1。这是教科书级别的非对称机会结构。

6.3 工具选择对比

工具	杠杆	成本	弹性	适合度
LH 远月期货 (2701/2705/2709)	高	中（升水成本）	高	★★★★★（核心仓位）
头部猪企股票（牧原、温氏、神农等）	低	低	中高	★★★★（长持仓）
看涨期权	极高	高（权利金）	高	★★★（择时博弈）
养殖 ETF (159172)	低	低	中	★★★★（分散持仓）
疫苗股阶段性博弈	中	低	中（回调后介入）	★★（卫星仓位）

6.4 仓位与建仓节奏

考虑到反转时点的不确定性（基准 2026 年 Q4 - 2027 年 Q1），分批建仓比一次性满仓更优。正确做法不是等信号确认再进场（会错过最便宜的 20%），而是分批建仓+预设加仓触发器：

- 当前阶段（2026 年 Q2）：轻仓建底 30%（远月期货+头部股票 5:5）
- 中段触发器（2026 年 Q3）：母猪存栏环比加速去化 → 加仓到 60%
- 右侧确认（2026 年 Q4）：击穿政策线 3650 / SAT1 扩散主产区 / 期货曲线转 contango → 加满到 100%
- 兑现窗口（2027 年 Q3 - Q4）：现货反弹高点附近 → 分批兑现 70%
- 尾仓（2027 年 Q4 - 2028 年 Q1）：保留 30%等待二轮上涨或周期高点

【核心交易纪律】

不要在反转启动前耗尽弹药。

不要因短期价格波动改变中长期判断。

不要做“多猪空玉米”的 spread——玉米下跌反而削弱多头逻辑。

记住：猪粮比回归必须靠猪价上涨，玉米只是稳定锚。

6.5 风险因素

本报告论证的下行风险主要来自以下六个方面，按概率排序：

风险	概率	影响幅度	应对方案
国家加大冻肉收储+SAT1快速控制	中	反转延后 2 - 3 季度	保留弹药、不追多
头部企业逆周期扩张力度超预期	中	反弹高点压制	阶段性兑现锁定收益
进口冻肉政策放松	低	高点上限被压	关注海关数据
宏观需求大幅低迷	低	消费替代压制	关注 CPI、餐饮数据
期货持仓政策收紧	低	资金流出	分散工具，转向股票
黑天鹅（疫病大反向、地缘剧变）	极低	不可预测	严格止损线 -15%

第七章 跟踪信号清单

本章给出未来 12 - 18 个月的核心跟踪指标。建议每月集中花 2 - 3 小时更新一次，其余时间不必频繁刷新。研究节奏过快反而会被噪音带偏。

7.1 跨周期定标信号（5 个）

#	信号	频次	数据源	阈值/关注点
1	能繁母猪存栏环比	每月	农业农村部	是否进入连续 12 个月+去化
2	猪粮比	每周	发改委	是否长时间停留<5（深亏区）
3	头均亏损额	每周	搜猪网/涌益咨询	是否持续>300 元
4	新生仔猪同比	每月	农业农村部	已在 2026 年 3 月首次同比下降
5	基差与远月升水 (LH)	每周	大商所	远月升水扩大=市场已开始定价反转

7.2 疫病信号（5 个）

#	信号	频次	数据源	阈值/关注点
1	农业农村部疫情通报	每周	xmsyj.moa.gov.cn/yqfb	是否进入河南/四川主产区
2	各省扑杀数量（猪/牛羊）	每月	各省畜牧兽医局	累计扑杀猪是否>10 万头
3	SAT1 疫苗商业化进度	每月	中牧、金宇、生物股份公告	正式批文+产能爬坡
4	PRRS NADC30/34 检出率	季度	CNKI、PubMed	替代信号源
5	中普生物检测试剂销量	季度	普莱柯财报	PRRS 压力间接信号

7.3 比价与成本端信号（5 个）

#	信号	频次	数据源	阈值/关注点
1	玉米现货均价	每周	生意社/Mysteel	是否跌破 2200（中储粮入市价位）
2	中储粮收储动作	不定期	中储粮网/农业农村部	建仓或定向投放规模变化
3	高粱、大麦进口量	每月	海关总署	替代品涌入是否加速
4	NOAA Niño 3.4 指数	半月	NOAA CPC	5 - 7 月若>+0.5° C 则进入厄尔尼诺
5	头部猪企月度出栏数据	每月	牧原/温氏/新希望公告	体重和环比变化

7.4 信号灯仪表盘逻辑

建议把上述 15 个信号合并为一个三色灯仪表盘：

- ● 绿灯（多头偏强）：母猪连续去化 + 猪粮比 <5 + 远月升水扩大 + SAT1 向主产区扩散
- ● 黄灯（多头维持）：母猪去化但放缓 + 猪粮比 5-6 + 玉米稳定 + 疫情控制
- ● 红灯（重新评估）：母猪环比转正 + 猪粮比 >6 + 大幅收储 + 疫苗商业化加速

【使用规则】

15 个信号中至少 10 个为绿灯 = 加仓信号

至少 8 个为绿灯 = 维持仓位

少于 6 个绿灯 = 减仓评估

至少 5 个红灯 = 重新评估论证

附录

附录 A：核心数据源清单

官方与协会：

- 农业农村部：www.moa.gov.cn / xmsyj.moa.gov.cn
- 国家统计局：www.stats.gov.cn
- 国家发改委：www.ndrc.gov.cn
- 中储粮：www.esinograin.com
- 中国畜牧业协会、中国动物疫病预防控制中心

第三方资讯：

- 涌益咨询、卓创资讯、博亚和讯、Mysteel、新牧网、中国养猪网

气候数据：

- NOAA Climate Prediction Center: www.cpc.ncep.noaa.gov
- IRI ENSO Forecast: iri.columbia.edu
- 国家气候中心: cmdp.ncc-cma.net

资本市场：

- Wind、东方财富、同花顺、各券商农林牧渔深度报告（华泰、中信、国君、申万、国信、中航等）

国际数据：

- USDA WASDE: www.usda.gov
- WOAH 世界动物卫生组织: www.woah.org

附录 B：关键标的池

标的	代码	类别	逻辑	弹性
牧原股份	002714	A 股头部猪企	成本最低、扩张惯性最强	高
温氏股份	300498	A 股头部猪企	综合体、稳健	中高
新希望	000876	A 股猪企	估值低、弹性大	高
巨星农牧	603477	A 股猪企	高弹性中小盘	极高
神农集团	605296	A 股猪企	管理优秀、PSY 高	高
唐人神	002567	A 股猪企	弹性标的	高
华统股份	002840	A 股屠宰+猪企	产业链一体	中
万洲国际	00288.HK	港股猪企	双汇母公司、防御性	中
中牧股份	600195	动物疫苗	SAT1 疫苗概念	阶段性高
金宇生物	600201	动物疫苗	SAT1 疫苗概念	阶段性高
生物股份	600201	动物疫苗	非瘟疫苗+SAT1	阶段性高
LH 远月期货	LH2701/2705/2709	商品期货	直接表达去化加速	高

养殖 ETF	159172	行业 ETF	分散持仓	中
--------	--------	--------	------	---

附录 C：关键术语表

术语	定义
能繁母猪	能够繁殖的母猪，是供给端最核心指标。从配种到商品猪出栏约 10 - 11 个月。
PSY	Piglets per Sow per Year，每头母猪每年提供断奶仔猪数。中国行业平均 22 - 24，头部企业 26 - 28。
猪粮比	生猪外三元价格 / 玉米 15%水份价格。盈亏平衡线 6:1，深亏线 5:1。
完全成本	养殖完全成本，包含仔猪、饲料、人工、折旧、土地等。当前 14 - 16 元/kg。
二次育肥	把已达出栏体重的猪再育肥，押注未来涨价。情绪指标，体现市场预期。
猪周期	生猪价格周期性波动，传统周期约 48 个月，规模化时代被拉长。
SAT1	Southern African Territories type 1，南非 1 型口蹄疫，2026 年首次进入中国。
ASF	African Swine Fever，非洲猪瘟，2018 年进入中国导致超级周期。
PRRS	Porcine Reproductive and Respiratory Syndrome，繁殖与呼吸综合征/蓝耳病。
ENSO	El Niño-Southern Oscillation，厄尔尼诺-南方涛动。
LH 合约	大商所生猪期货合约，2021 年 1 月上市。
能繁母猪政策调控目标	原 4100 万头→2024 年下调 3900 万头→2026 年再下调 3650 万头。

附录 D：报告版本与免责声明

版本：v1.0（2026 年 5 月）

本报告基于公开资料整理，分析观点仅作参考，不构成投资建议。生猪市场受多重因素影响，实际走势可能与本报告判断存在显著偏差。使用者应结合自身情况独立判断，自行承担投资风险。