万联证券版权所有发送给上海东方财富金融数据服务有限公司.张嘉仪.ybjieshou@eastm

行业研究
行业深度报告
证券研究报告

厄尔尼诺的历史复盘、展望与产业链梳理

——农林牧渔厄尔尼诺系列专题报告（二）

强于大市（维持）

2026 年 11 月 02 日

行业核心观点：

历史复盘显示，厄尔尼诺期间各品种量价表现分化明显，减产能否转化为供给缺口取决于产区集中度、库存与政策，行情兑现滞后于事件峰值，主要品种的高点观察窗口指向 3Q2027 至 1Q2028；公司端，受益路径与兑现节奏沿链条分化，直接受益、成本传导与需求验证三类逻辑并存。

投资要点：

历史复盘显示，厄尔尼诺期间各品种量价表现分化明显，实际影响取决于供给缺口能否形成，行情兑现整体滞后于事件峰值。复盘 1982-1983 年、1997-1998 年、2014-2016 年、2023-2024 年四次事件，棕榈油价格表现最强，在后三次可比事件中 BMD 棕榈油分别上涨 79.7%、19.2%、16.4%；橡胶产量波动有限，行情往往在事中或事后启动；从历史来看，食糖价格高位在事件中或者事件后出现，2014-2016 年较 ONI 峰值滞后约 11 个月，较事件结束滞后约 6 个月，2023-2024 年基本与 ONI 峰值同步，价格方向则取决于印泰减产与巴西增产的净影响，且需结合全球供需情况进行评估；谷物产量涨跌不一，大豆价格多以下跌为主，玉米则需结合库消比、主产区单产与政策综合分析。总体来看，产区集中度、库存水平与政策方向决定减产能否形成实际供给缺口，同等强度下各品种涨幅区间较宽，天气强度不足以锁定价格幅度。本轮产量冲击将按兑现节奏先后展开，行情高点滞后于事件峰值，主要品种的高点观察窗口指向 2027 年三季度至 2028 年一季度。

公司端，不同产业链公司的受益路径与兑现节奏分化明显。天然橡胶链上，海南橡胶胶价抢跑减产预期，利润兑现取决于产量缺口落地。食糖与油脂链上，中粮糖业糖价下行期利润逆势增长，减产预期蓄力周期反转；赞宇科技受益棕榈油成本红利，减产后移拉长库存收益窗口。大豆与玉米链上，金龙鱼压榨放量驱动盈利创新高，大豆安全垫缓冲成本上行扰动；梅花生物成本传导能力存在潜在预期差。种业链上，隆平高科厄尔尼诺催化抗逆与转基因需求，玉米周期压力与高估值制约弹性；登海种业“自主性状+自主品种”卡位领先，抗逆与转基因需求构成催化，但 2026H1 龙头订单尚未验证。农化链上，润丰股份作为农药出口龙头率先受益，新洋丰农资需求刚性凸显防御属性。

投资建议：复盘显示各品种量价表现分化明显，行情兑现滞后于事件峰值。品种端，棕榈油方向确定性最高，食糖次之但尚需验证，玉米的弹性则来自低库存，橡胶以跟踪为主，其中棕榈油减产与生物柴油分流有望同向发生；食糖则由于巴西制糖比走低，南半球对冲能力有所减弱；玉米库存安全垫薄，美国产区干旱与巴拿马运河变数从产量和到岸成本两端制造供给悬念；橡胶产量波动有限，但行情空间仍需持续跟踪产区库存与下游需求。我们维持农牧行业“强于大市”评级，当前板块天气预期定价已较充分，后续超额收益取决于减产兑现，建议关注两条主线：1）受益于农产品价格可能上行的相关产业链公司；2）极端天气下抗逆

行业相对沪深 300 指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

超强厄尔尼诺已至，供给冲击沿链传导

能繁母猪去化超预期，猪价拐点有望出现

猪价下行板块承压，分化加剧结构突围

分析师： 陈雯
执业证书编号：S0270519060001
电话：18665372087
邮箱：chenwen@wlzq.com.cn

分析师： 李滢
执业证书编号：S0270522030002
电话：15521202580
邮箱：liying1@wlzq.com.cn

分析师： 叶柏良
执业证书编号：S0270524010002
电话：18125933783
邮箱：yebl@wlzq.com.cn

研究助理： 夏伯文
电话：15216638505
邮箱：xiabw@wlzq.com.cn

万联证券版权所有发送给上海东方财富金融数据服务有限公司.张嘉仪.ybjieshou@east

品种需求可能增加的种业公司，以及出口链与需求刚性的农资公司。

风险因素：厄尔尼诺强度与持续时间不及预期的风险；库存与政策对冲的风险；下游需求与传导不及预期的风险。

万联证券版权所有发送给上海东方财富金融数据服务有限公司.张嘉仪.ybjieshou@eastm

正文目录

1 历史复盘：厄尔尼诺期间农产品量价表现.....5
1.1 历次强厄尔尼诺的区域气候影响.....5
1.1.1 1982-1983 年东南亚干旱与南美洪涝并存.....5
1.1.2 1997-1998 年东南亚旱情加重并叠加亚洲金融危机.....6
1.1.3 2014-2016 年 ONI 峰值创 1950 年以来新高.....6
1.1.4 2023-2024 年产区天气与出口政策共同影响供给.....7
1.2 主要农产品在厄尔尼诺期间的量价表现.....7
1.2.1 棕榈油：多存在减产，期货价格整体表现较强.....8
1.2.2 天然橡胶：产量波动相对有限，历史事件中行情在事中或事后启动.9
1.2.3 食糖：印度和泰国减产往往伴随着巴西增产.....10
1.2.4 谷物：事件期全球产量涨跌不一.....11
1.2.5 大豆：价格多以下跌为主，区域间丰收时间存在差异.....12
1.2.6 历史复盘的经验启示.....14
1.3 本轮展望.....14
1.3.1 产量端.....14
1.3.2 价格端.....15
2 重点子行业上市公司分析.....17
2.1 天然橡胶链.....17
2.1.1 海南橡胶：胶价抢跑减产预期，利润兑现取决于产量缺口落地.....17
2.2 食糖与油脂链.....18
2.2.1 中粮糖业：糖价下行期利润逆势增长，减产预期蓄力周期反转.....18
2.2.2 赞宇科技：成本红利兑现盈利修复，减产后移拉长库存收益窗口...19
2.3 大豆与玉米链.....20
2.3.1 金龙鱼：压榨放量驱动盈利创新高，大豆安全垫缓冲成本上行扰动20
2.3.2 梅花生物：玉米库消比持续下行，成本传导能力存在潜在预期差...21
2.4 种业.....22
2.4.1 隆平高科：厄尔尼诺催化抗逆与转基因需求，玉米周期压力与高估值制约弹性.....22
2.4.2 登海种业："自主性状+自主品种"卡位领先，抗逆与转基因需求催化.....23
2.5 农化业.....24
2.5.1 润丰股份：海外植保需求扩容，农药出口龙头率先受益.....24
2.5.2 新洋丰：农资需求刚性凸显防御属性，利润弹性静待粮价验证.....25
2.6 重点上市公司一览.....26
3 投资建议.....26
4 风险提示.....27

图表 1：1950 年以来中等及以上级别厄尔尼诺事件一览.....5
图表 2：1982-1983 年强厄尔尼诺的典型气候影响.....6
图表 3：1997-1998 年强厄尔尼诺的典型气候影响.....6
图表 4：2014-2016 年超强厄尔尼诺的典型气候影响.....7
图表 5：2023-2024 年厄尔尼诺的典型气候影响.....7
图表 6：历次厄尔尼诺事件年全球及主产国农产品产量同比（%）.....8

万联证券版权所有发送给上海东方财富金融数据服务有限公司.张嘉仪.ybjieshou@eastm

图表 7: 印尼、马来西亚棕榈油产量历史走势 9
图表 8: BMD 棕榈油期货日度价格历史走势 9
图表 9: 全球、泰国天然橡胶产量历史走势 10
图表 10: 沪橡胶日度价格历史走势 10
图表 11: 印度、泰国、巴西食糖产量历史走势 11
图表 12: 郑糖、ICE 原糖日度价格历史走势 11
图表 13: 全球玉米、小麦、稻谷产量历史走势 12
图表 14: CBOT 玉米、小麦日度价格历史走势 12
图表 15: 全球大豆产量历史走势 13
图表 16: CBOT 大豆日度价格历史走势 13
图表 17: 本轮厄尔尼诺对产量的可能影响 15
图表 18: 本轮厄尔尼诺对价格的可能影响 16
图表 19: 下游环节的价格方向主要由粮价能否传导与自身周期位置决定 16
图表 20: 海南橡胶营收及同比增速 17
图表 21: 海南橡胶归母净利润及同比增速 17
图表 22: 海南橡胶单季毛利率 vs 收盘价：天然橡胶：上海主力合约 17
图表 23: 中粮糖业营收及同比增速 18
图表 24: 中粮糖业归母净利润及同比增速 18
图表 25: 巴西中南部甘蔗压榨量与蔗糖产量累计增速 18
图表 26: 巴西中南部累计制糖比 18
图表 27: 赞宇科技营收及同比增速 19
图表 28: 赞宇科技分产品营收（亿元） 19
图表 29: 马来西亚棕榈油产量及库存 19
图表 30: 金龙鱼营收及同比增速 20
图表 31: 金龙鱼分产品营收（亿元） 20
图表 32: 进口大豆压榨利润走势（元/吨） 20
图表 33: 梅花生物营收及同比增速 21
图表 34: 梅花生物归母净利润及同比增速 21
图表 35: 玉米现货价与 98.5%赖氨酸市场价 21
图表 36: 隆平高科归母净利润及同比增速 22
图表 37: 隆平高科分产品营收（亿元） 22
图表 38: 隆平高科玉米种子库存量 22
图表 39: 登海种业营业收入及同比增速 23
图表 40: 登海种业分产品营收结构（亿元） 23
图表 41: 全国转基因玉米品种累计审定数量（个） 23
图表 42: 润丰股份营业收入及同比增速 24
图表 43: 润丰股份分地区营收结构（亿元） 24
图表 44: 中国农药制剂出口金额（亿美元） 24
图表 45: 新洋丰营业收入及同比增速 25
图表 46: 新洋丰分地区营收结构（亿元） 25
图表 47: 玉米现货价与复合肥出厂价走势 25
图表 48: 重点上市公司 26

万联证券版权所有发送给上海东方财富金融数据服务有限公司.张嘉仪.ybjieshou@eastm

1 历史复盘：厄尔尼诺期间农产品量价表现

1950年1月至2026年7月共发生22次厄尔尼诺事件，其中，根据国家气候中心标准划分，共发生强事件2次、超强事件1次。其中，超强事件发生于2014-2016年，峰值ONI为2.59℃；两次强事件发生于1982-1983年及1997-1998年，峰值ONI分别为2.14℃及2.37℃。此外，2023-2024年事件峰值为1.99℃，接近强事件标准，一并纳入研究范围。因此，我们将重点复盘1982-1983年、1997-1998年、2014-2016年及2023-2024年四次厄尔尼诺事件，比较主要农产品的产量变化、价格表现及行情持续时间。

图表1：1950年以来中等及以上级别厄尔尼诺事件一览

序号	起止时间	持续时长（月）	峰值 ONI（℃）	强度级别
1	1957.04-1958.05	14	1.69	中等
2	1965.06-1966.03	10	1.82	中等
3	1972.06-1973.03	10	1.84	中等
4	1982.05-1983.06	14	2.14	强
5	1991.06-1992.06	13	1.54	中等
6	1997.05-1998.04	12	2.37	强
7	2009.07-2010.03	9	1.50	中等
8	2014.10-2016.05	20	2.59	超强
9	2023.06-2024.04	11	1.99	中等

资料来源：NOAA，同花顺iFinD，万联证券研究所

1.1 历次强厄尔尼诺的区域气候影响

厄尔尼诺期间，热带对流中心向东移动，太平洋两侧的降水变化通常呈现明显差异。秘鲁、厄瓜多尔等南美西岸及美国南部容易出现降水偏多，东南亚、南亚、澳大利亚东部和巴西东北部则面临高温少雨风险，国内则面临长江流域降水及次年夏季洪涝的风险。

1.1.1 1982-1983 年东南亚干旱与南美洪涝并存

1982-1983年事件始于1982年5月，结束于1983年6月，峰值ONI为2.14℃。期间东南亚出现严重干旱，印尼发生1933年以来最严重干旱并引发大范围森林火灾，菲律宾中南部、泰国东北部持续少雨；澳大利亚东南部自1982年4月起遭遇持续干旱。南美部分地区则受洪涝影响，秘鲁、厄瓜多尔沿岸暴雨成灾，阿根廷、巴西南部发生罕见大洪水。中国1982年汛期南方多省发生洪涝，8月黄河出现有记录以来第二大洪水，1983年长江中下游再度遭遇暴雨洪灾。

万联证券版权所有发送给上海东方财富金融数据服务有限公司.张嘉仪.ybjieshou@eastm

图表2：1982-1983年强厄尔尼诺的典型气候影响



资料来源：中国天气网，安康市人民政府，中国水利报社，CFS，Malingreau等，万联证券研究所

注：红色表示干旱或少雨，蓝色表示洪涝或多雨

1.1.2 1997-1998 年东南亚旱情加重并叠加亚洲金融危机

1997-1998年事件持续于1997年5月至1998年4月，峰值ONI为2.37℃。印尼、马来西亚遭遇严重干旱和大范围森林火灾；澳大利亚东南部降雨亦持续偏少；南美地区旱涝有所分化，秘鲁、厄瓜多尔沿岸暴雨成灾，巴西南部持续强降雨，东北部却遭遇近15年来最严重的干旱；1998年夏季，中国长江流域发生流域性特大洪水，嫩江、松花江亦出现特大洪水；同期亚洲金融危机进一步影响了需求和汇率。

图表3：1997-1998年强厄尔尼诺的典型气候影响



资料来源：NOAA气候预测中心，NASA Earth Observatory，BOM，中国天气网，水利部，央视网等，万联证券研究所

注：红色表示干旱或少雨，蓝色表示洪涝或多雨

1.1.3 2014-2016 年 ONI 峰值创 1950 年以来新高

2014-2016年事件持续20个月，自2014年10月延续至2016年5月，峰值ONI达2.59℃，为1950年以来序列的最高值。2015年下半年起，东南亚旱情加剧，湄公河下游部分测站水位降至近百年低位，印尼泥炭地火灾引发严重烟霾，印度季风降水偏弱。2016年汛期，中国南方出现多次区域性暴雨，长江流域发生严重洪水。南美中部同期遭遇数十年来最严重洪灾，超16万人紧急疏散，巴西东北部则持续干旱。

万联证券版权所有发送给上海东方财富金融数据服务有限公司.张嘉仪.ybjieshou@eastm

图表4：2014-2016年超强厄尔尼诺的典型气候影响



资料来源：中国天气网，长江水利委员会，IMD，哥伦比亚大学地球研究所，路透社，Scientific Reports，万联证券研究所

注：红色表示干旱或少雨，蓝色表示洪涝或多雨。

1.1.4 2023-2024 年产区天气与出口政策共同影响供给

2023-2024年事件始于2023年6月，结束于2024年4月，峰值ONI为1.99℃。印度季风降水偏弱，泰国及东南亚部分产区高温少雨，巴西亚马孙地区出现历史性干旱，巴西南部则在事件末期遭遇特大洪水。部分产区减产与主产国出口政策收紧共同影响国际农产品供给，稻米和食糖市场的反应较为典型。

图表5：2023-2024年厄尔尼诺的典型气候影响



资料来源：IMD，NOAA，NASA，中国新闻网，UNHCR，万联证券研究所

注：红色表示干旱或少雨，蓝色表示洪涝或多雨。

1.2 主要农产品在厄尔尼诺期间的量价表现

从历史重大厄尔尼诺事件的经验来看，农产品全球供给的变动取决于受灾地区农产品所占全球的份额、其他产区的增产、库存、政策、需求等多重因素。根据USDA数据，2025/26年度棕榈油产量集中于印尼和马来西亚，两国份额分别为57.3%/24.8%，合计82.1%。ANRPC数据显示，天然橡胶的主要产国则为泰国、印尼、越南，2025年份额分别为32.1%/13.7%/9.0%，东南亚少雨对其供给造成了较为直接的影响。食糖则需同时观察印度、泰国的季风情况与巴西的产量变化。大豆和玉米由于产区跨南北半球分布，

万联证券版权所有发送给上海东方财富金融数据服务有限公司.张嘉仪.ybjieshou@eastm

区域间丰歉对全球产量有一定缓冲作用。此外，需求和政策同样影响农产品的价格。主粮需求相对稳定，中国的收储制度也对国内价格形成支撑；天然橡胶需求则主要受汽车和轮胎行业影响。

图表6：历次厄尔尼诺事件年全球及主产国农产品产量同比（%）

品种（数据口径）	1982	1983	1997	1998	2015	2016	2023	2024
全球玉米（FAO）	+0.5	-22.7	-0.2	+5.2	+1.2	+7.0	+6.8	-1.6
全球大豆（FAO）	+4.1	-13.7	+10.9	+11.0	+5.6	+3.9	+4.3	+7.2
全球小麦（FAO）	+6.0	+2.7	+5.0	-3.3	+0.8	+3.7	-1.7	+0.5
全球稻谷（FAO）	+2.9	+6.2	+3.7	-0.7	-0.6	-0.5	+3.4	+1.9
印度食糖（USDA）	-2.3	-25.9	-0.2	+19.5	-10.1	-18.9	-20.3	-5.1
泰国食糖（USDA）	-17.3	0.0	-29.4	+26.9	-9.7	+3.0	-20.4	+16.3
巴西食糖（USDA）	+10.8	+2.8	+7.2	+16.6	-3.6	+13.0	+19.7	-4.0
印尼棕榈油（USDA）	+11.2	+17.0	-7.1	+16.0	-3.0	+12.5	-4.4	+5.8
马来棕榈油（USDA）	-5.1	+4.6	-5.5	+14.7	-11.0	+6.5	+7.2	-1.7
全球天然橡胶（FAO）	+0.2	+7.2	+2.6	+0.9	-0.2	+1.9	-0.1	+1.3
泰国天然橡胶（FAO）	+13.5	+3.1	+4.9	+2.8	-2.2	+1.2	+0.5	-0.4

资料来源：FAO、USDA，同花顺iFinD，万联证券研究所

1.2.1棕榈油：多存在减产，期货价格整体表现较强

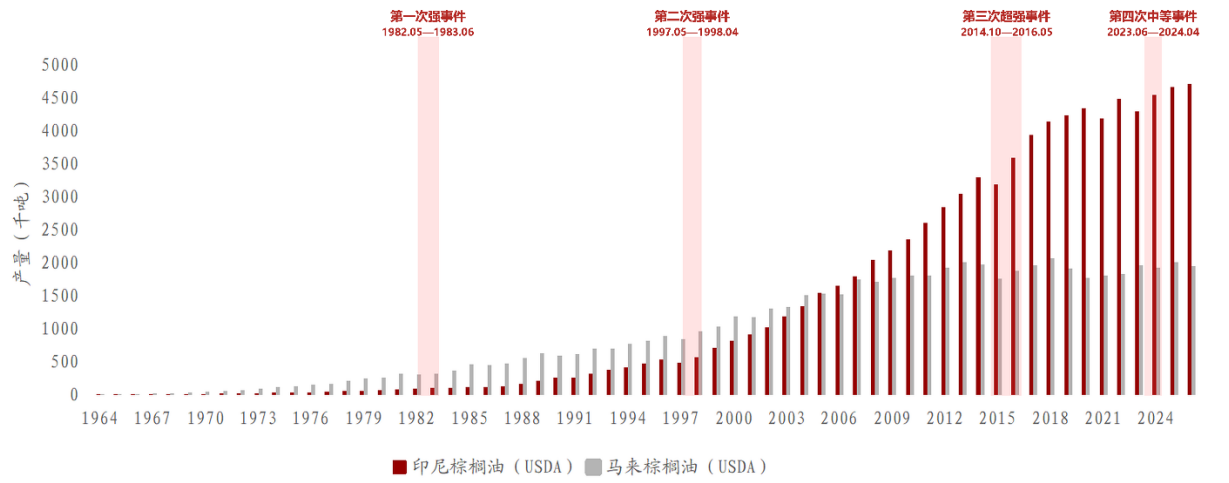
四次厄尔尼诺事件中，棕榈油多存在减产。1997/98年度印尼、马来西亚棕榈油分别减产7.1%、5.5%，2015/16年度分别减产3.0%、11.0%；2023/24年度印尼减产4.4%。不过，面积扩张能够缓冲天气影响带来的损失，例如1982-1983年强事件期间，处于扩种阶段的印尼连续两年增产11.2%、17.0%。因此，判断天气影响仍需区分面积和单产的贡献。

棕榈油期货价格整体表现较强，上涨时点在事件中或后。1997-1998年事件期间，BMD棕榈油期货价格上涨79.7%，1998年1月上旬达到窗口高点，较事件起点上涨95.2%。同期马来西亚林吉特大幅贬值也推高了本币报价，因此该轮涨幅不能全部归因于减产。2014-2016年事件期，BMD棕榈油期货价格上涨19.2%，此后在印尼、马来西亚减产和全球低库存背景下继续走高，2017年1月中旬窗口高点较事件起点上涨50.7%。2023-2024年事件期间，BMD棕榈油期货价格涨幅为16.4%，2024年12月初窗口高点的累计涨幅达60.9%，除天气因素外，印尼生物柴油政策对供给的分流和产地低库存亦构成支撑。

四次事件中，1982-1983年因缺乏同窗口的价格数据未纳入统计；其余三次事件中，两次价格高点在事件结束后8个月，一次出现在事件期内。2014-2016年、2023-2024年两次窗口高点出现在事件结束后8个月，分别为2017年1月和2024年12月，较ONI峰值滞后12个月；1997-1998年的高点出现在1998年1月，即在事件期间。推测是由于油棕生理过程较长，天气影响导致的减产往往到事件后期或次年才逐步显现，进一步推高价格，但同时价格还受汇率、库存和政策影响。

万联证券版权所有发送给上海东方财富金融数据服务有限公司.张嘉仪.ybjieshou@eastm

图表7：印尼、马来西亚棕榈油产量历史走势



资料来源：USDA，同花顺iFinD，万联证券研究所

图表8：BMD棕榈油期货日度价格历史走势



资料来源：BMD，同花顺iFinD，万联证券研究所

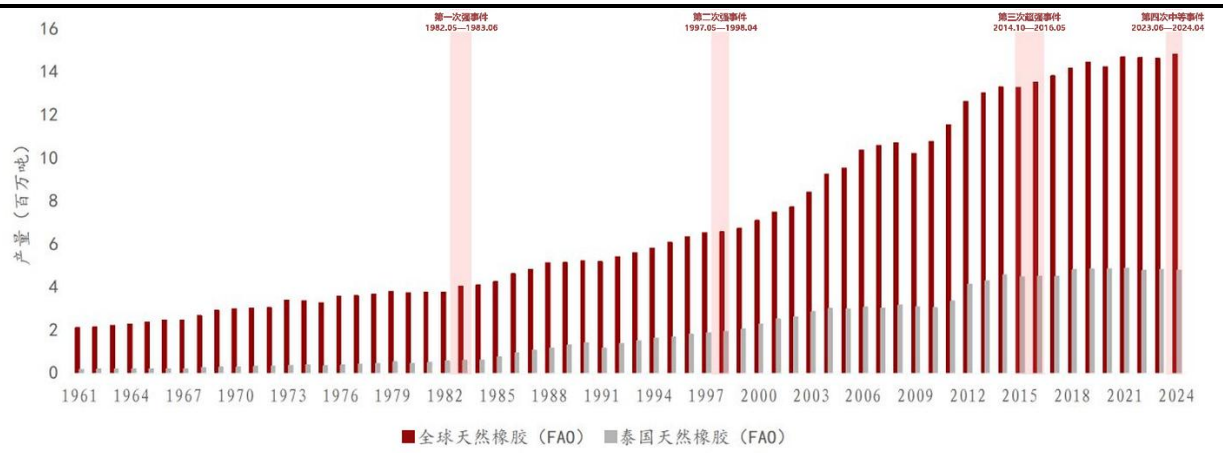
1.2.2天然橡胶：产量波动相对有限，历史事件中行情在事中或事后启动

天然橡胶产区较为集中，但受扩产周期影响，产量波动相对有限。天然橡胶产区集中在东南亚，会受到厄尔尼诺少雨干旱影响，导致单产下滑。1982年及1983年全球天然橡胶产量分别同比+0.2%、+7.2%，1997年、1998年同比分别+2.6%、+0.9%。彼时主产国处于扩种阶段，新增产能对单产波动形成缓冲。2015年，全球和泰国天然橡胶产量同比分别-0.2%、-2.2%。2023-2024年事件期间，全球产量波动仍相对有限。

沪橡胶行情往往在事件中或事件后启动。2014-2016年事件期，泰国高库存和全球产能过剩压制胶价，沪胶累计下跌9.1%。此后伴随库存去化和需求企稳，至事件结束后6个月累计涨幅转为56.3%；2017年2月中旬达到窗口高点，较事件起点上涨97.5%。2023-2024年事件期涨幅为18.9%，2024年12月初窗口高点的累计涨幅为61.7%，反映了东南亚干旱预期、国内库存下降和轮胎需求的共同影响。天然橡胶供给调整较慢，判断天气扰动能否推动价格持续上涨，仍需跟踪库存变化和下游需求。

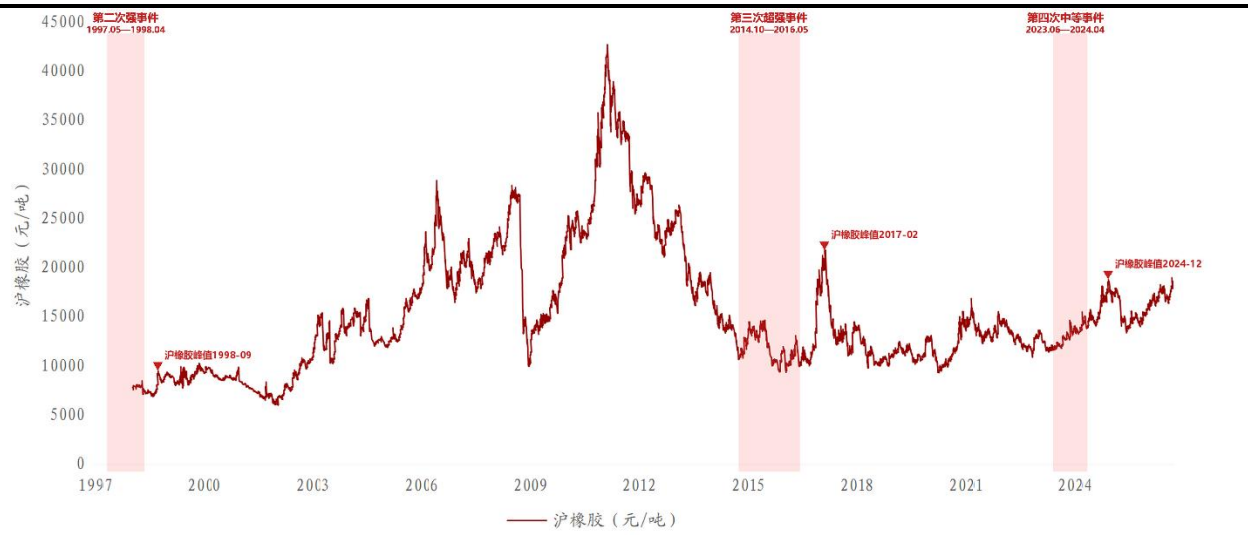
万联证券版权所有发送给上海东方财富金融数据服务有限公司.张嘉仪.ybjieshou@eastm

图表9：全球、泰国天然橡胶产量历史走势



资料来源：FAO，同花顺iFinD，万联证券研究所

图表10：沪橡胶日度价格历史走势



资料来源：上期所，同花顺iFinD，万联证券研究所

1.2.3食糖：印度和泰国减产往往伴随着巴西增产

食糖供给的关键在于主要产国之间能否相互补充。白糖产区横跨南北半球两大蔗带，分布较为广泛。其中，印度甘蔗灌溉率高，但水库和地下水补给仍依赖季风降水；泰国甘蔗以雨养为主，对季风更为敏感。巴西中南部降水增加通常有利于单产，不过最终产糖量还受制糖比影响。

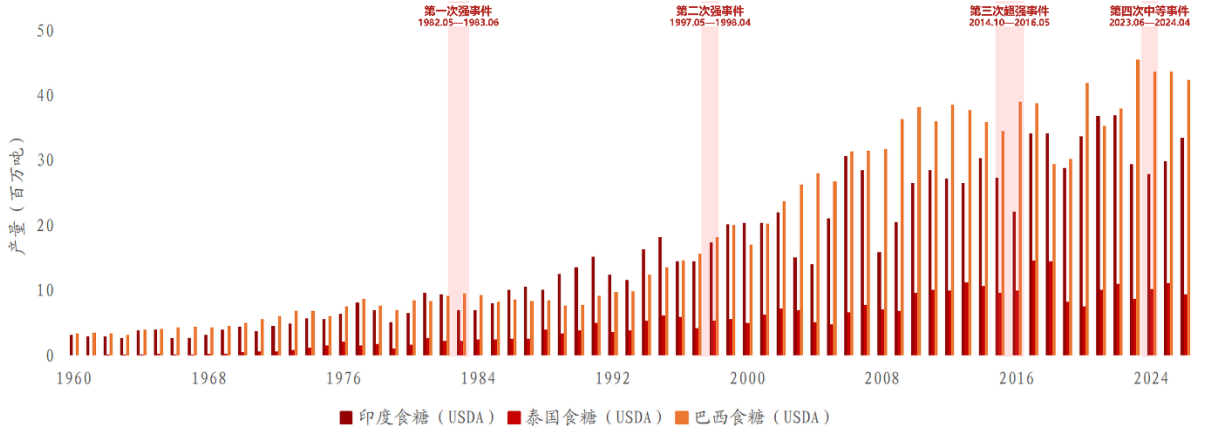
印度和泰国的食糖减产往往伴随巴西增产。1982-1983年事件期间，印度、泰国、巴西食糖1982/83年度产量分别同比-2.3%、-17.3%、+10.8%，1983/84年度分别-25.9%、0.0%、+2.8%；1997-1998年事件期间，印度、泰国、巴西食糖1997/98年度产量分别同比-0.2%、-29.4%、+7.2%；2023-2024年事件期间，印度、泰国、巴西食糖2023/24年度产量分别同比-20.3%、-20.4%、+19.7%。四次事件中，印度和泰国食糖减产往往伴随着巴西增产，推测是由于厄尔尼诺事件期间，印度与泰国受降水偏少、水库蓄水不足等因素影响，甘蔗主产区干旱导致减产，而巴西甘蔗主产区在中南部，降水影响中性甚至偏多。

万联证券版权所有发送给上海东方财富金融数据服务有限公司.张嘉仪.ybjieshou@eastm

2014-2016年糖价上涨，主要伴随印度、泰国减产和全球库存偏低。2014-2016年事件期间，郑糖价格上涨29.2%，至事件结束后6个月累计上涨69.3%；事件后窗口高点位于2016年11月末，较ONI峰值滞后约11个月，较事件结束滞后约6个月，较事件起点上涨71.5%，随后有所回落。ICE原糖11号连续合约序列始于2015年9月，覆盖部分事件期间的涨幅为50.7%，至2016年10月初事件后窗口高点累计上涨102.7%。

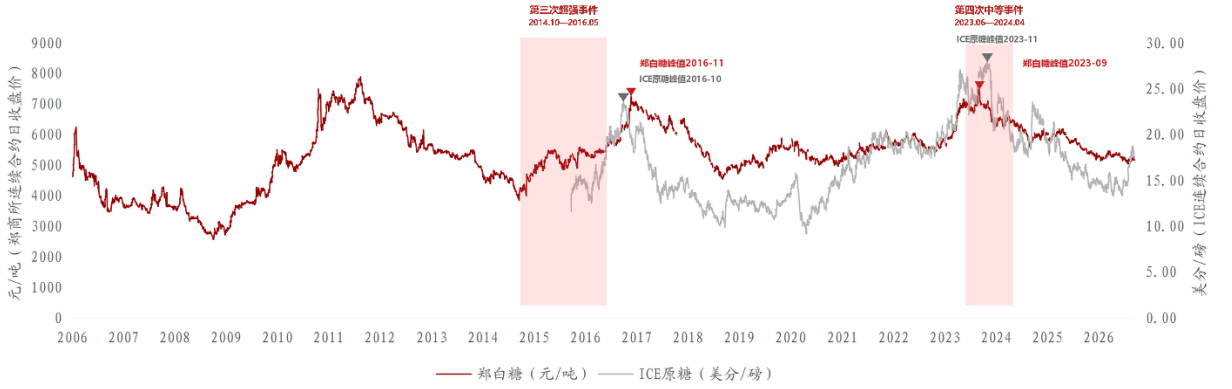
2023-2024年的糖价则先涨后跌。事件开始时ICE原糖已处于多年高位，2023年11月上旬事件期窗口高点一度较事件起点上涨12.4%，基本与ONI峰值同步（略早于峰值），此后回落，事件期累计下跌20.7%。巴西增产缓解了印泰减产带来的供给压力，至事件结束后6个月窗口高点，累计跌幅为8.4%。国内郑糖受增产和储备调节等因素影响，事件期下跌7.4%，跌幅小于国际原糖。**两轮行情的差异表明，产区天气对价格的影响仍需结合全球供需情况评估。**

图表11：印度、泰国、巴西食糖产量历史走势



资料来源：USDA，同花顺iFinD，万联证券研究所

图表12：郑糖、ICE原糖日度价格历史走势



资料来源：郑商所、ICE，同花顺iFinD，万联证券研究所

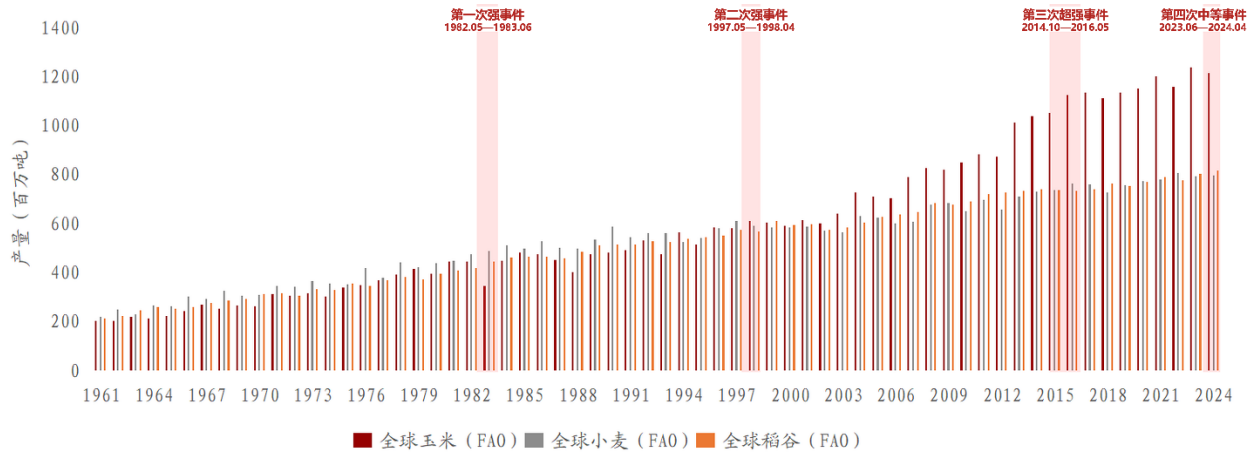
1.2.4谷物：事件期全球产量涨跌不一

谷物主产区分布有助于缓冲局部天气冲击。根据USDA数据，玉米前三大产国为美国、中国、巴西，2025/26年度合计占全球产量65.7%，但分处南北半球，播种和收获时间不同；小麦产区则相对分散；稻谷主要集中于亚洲，包括中国与印度，其中中国较完善的灌溉条件降低了对降水的依赖。

万联证券版权所有发送给上海东方财富金融数据服务有限公司.张嘉仪.ybjieshou@eastm

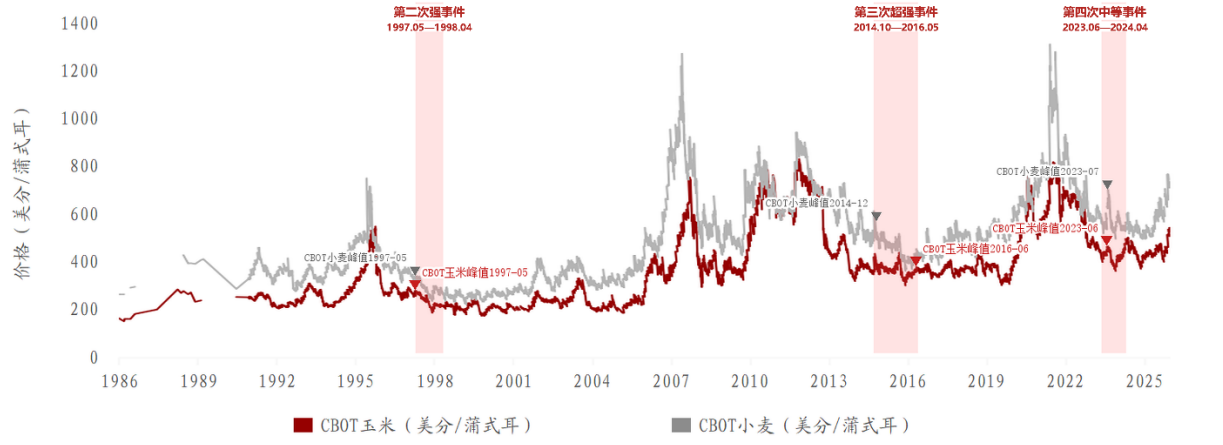
四次厄尔尼诺事件年份中，全球谷物产量涨跌不一，同比变化多在±5%左右。最突出的例外是1983年全球玉米减产22.7%，为1961年有记录以来最大降幅，直接原因是美国玉米产区遭遇高温干旱，以及美国当年实物支付农业计划政策影响，导致玉米产量大幅减少。**1997-1998年事件期，**较充足的供应叠加亚洲金融危机后的进口需求收缩，CBOT玉米、小麦在事件期分别下跌18.6%、30.2%，价格持续走低，无事件后高点，至事件结束后6个月，累计跌幅分别为26.8%、29.1%。**2014-2016年事件期，**玉米从事件起点低位反弹26.3%，但丰产压力下的绝对价格仍然偏低，反弹高点落在事件期内、未延续至事件结束之后；小麦事件期下跌2.7%，延长6个月后的累计跌幅扩大至20.7%。**2023-2024年事件期，**CBOT玉米、小麦在事件期分别下跌25.7%、4.2%，较高库存削弱了天气风险对价格的支撑，价格同样是回落为主。

图表13：全球玉米、小麦、稻谷产量历史走势



资料来源：FAO，同花顺iFinD，万联证券研究所

图表14：CBOT玉米、小麦日度价格历史走势



资料来源：CBOT，同花顺iFinD，万联证券研究所

1.2.5 大豆：价格多以下跌为主，区域间丰收时间存在差异

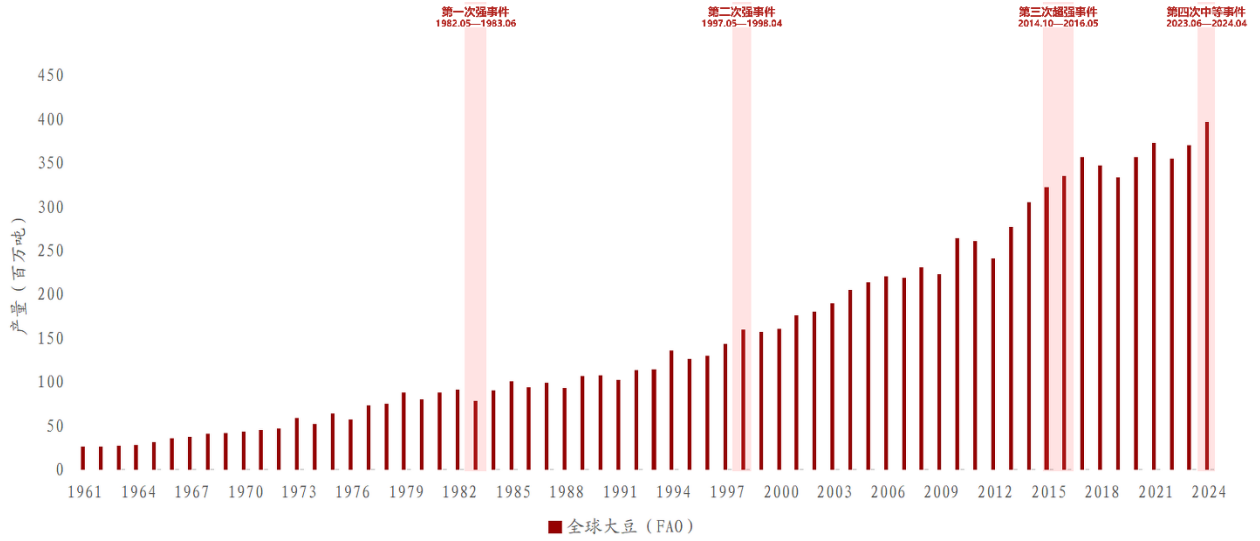
在四次厄尔尼诺事件中，全球大豆产量除1983年均实现增长。厄尔尼诺事件年中，1997年、1998年全球大豆产量连续两年增幅超过10%，2015-2016年和2023-2024年亦保持增长，仅在1983年减产13.7%，主要原因为美国产区高温干旱，且当年实行实物

万联证券版权所有发送给上海东方财富金融数据服务有限公司.张嘉仪.ybjieshou@eastm

支付农业计划政策影响。此外，全球增产并不意味着各主产国同步丰收，按FAO日历年口径，2023年增量主要来自巴西，美国和阿根廷产量均下降；2024年则是美国、阿根廷产量恢复，巴西产量回落。

较充足的供应使大豆价格在事件期间多以下跌为主。CBOT大豆在1997-1998年、2023-2024年分别下跌0.3%、13.7%。其中，1997-1998年大豆丰产叠加亚洲金融危机，至事件结束后6个月累计跌幅扩大至36.4%；2023-2024年则受到结转供给和库存增加的压制。**2014-2016年是这4次中唯一事件期上涨的案例，涨幅为17.5%。**该轮行情既有2014年大豆丰产后价格大跌带来的低位修复，也受到2016年上半年阿根廷洪涝减产的支撑，2016年6月窗口高点较事件起点上涨28.6%。

图表15：全球大豆产量历史走势



资料来源：FAO，同花顺iFinD，万联证券研究所

图表16：CBOT大豆日度价格历史走势



资料来源：CBOT，同花顺iFinD，万联证券研究所

万联证券版权所有发送给上海东方财富金融数据服务有限公司.张嘉仪.ybjieshou@eastm

1.2.6历史复盘的经验启示

产区集中度有助于判断供给风险，棕榈油因产区集中受冲击更大。印尼、马来西亚贡献全球八成以上棕榈油产量，东南亚旱情因而更容易影响全球供应；1997-1998年、2014-2016年、2023-2024年事件期BMD棕榈油分别上涨79.7%、19.2%、16.4%。食糖则需比较印泰减产与巴西增产的净影响。谷物和大豆的区域间丰歉具有一定缓冲作用，1997-1998年及2023-2024年所观察的CBOT玉米、小麦、大豆均在事件期下跌。研究天气对农作物的影响，应先明确受影响产区、作物生长阶段及其他地区的补充能力。

部分品种的上涨延续至事件结束之后，跟踪期限应当延续至ONI回落之后。棕榈油的两次事件后窗口高点出现在事件结束后8个月，较ONI峰值滞后12个月；2014-2016年郑糖的事件后窗口高点出现在2016年11月末，沪胶则出现在2017年2月中旬，分别距事件结束约半年、9个月。油棕等多年生作物的产量反应存在滞后，但期货价格还会提前交易预期，汇率、库存和政策也会改变行情节奏。

库存水平和政策调节决定减产能否形成实际供给缺口。2014-2016年，郑糖事件期上涨29.2%，主要是由于在印度、泰国减产的基础上，全球低库存放大了价格弹性；ICE原糖自2015年9月序列起点至2016年10月事件后窗口高点累计上涨102.7%，同样与印泰减产及低库存有关；2023-2024年巴西增产缓解供应压力，ICE原糖在事件期下跌20.7%。此外，1982-1983年印尼棕榈油在扩种阶段仍实现增产，提示面积和产能变化也可能抵消单产损失。后续应结合库存消费比、储备投放及出口政策，判断天气损失对市场可用供应的影响。

除天气因素外，历史价格涨跌还包含宏观和汇率因素。1997-1998年CBOT玉米、大豆在事件期分别下跌18.6%、0.3%，延长6个月后累计跌幅为26.8%、36.4%，亚洲金融危机后的需求收缩是重要背景；同期马来西亚林吉特贬值则推高了以本币计价的棕榈油价格。2023-2024年，高利率和库存增加也压制了谷物表现。对于价格的研究，除观察全球产量外，还应重点跟踪出口国产量、可出口库存和贸易限制。稻米、食糖等品种的国际价格对贸易供应变化更为敏感，全球总量稳定并不意味着出口市场供应充裕。

1.3 本轮展望

与历史事件相比，本轮厄尔尼诺强度直逼历史峰值，玉米偏低的库存、印尼与马来生物柴油政策带来的油脂需求增量，以及美国产区干旱、巴拿马运河通行受限等外部干扰，共同改变了各品种的供给与价格弹性。

1.3.1 产量端

本轮厄尔尼诺对中游大宗商品的产量冲击将按兑现节奏先后展开。玉米和大豆的影响均集中在当季，其中北半球收割期单产确认集中在4Q2026，南美种植季则在1Q2027展开，厄尔尼诺通常会导致美国及南美产区的玉米大豆丰产，然而，本次厄尔尼诺强度较大，降水过多可能反而导致南美渍涝，降低玉米产量；且本轮厄尔尼诺还受到美国产区干旱的影响，需要持续观察干旱减产扰动的强度。白糖的影响滞后约半年，北半球甘蔗减产将在新榨季开榨后逐步显现，本轮南半球巴西丰产将对此构成对冲，净影响取决于巴西制糖比。橡胶的干旱效应通常在ONI峰值后1至2个季度体现，即2027年上半年起，当前产量下降主要来自雨季割胶受阻的可逆扰动，干旱减产尚未落地，幅度相对有限；棕榈油的兑现则分近远两个窗口，其中近端是2027年上半年采收的果

万联证券版权所有发送给上海东方财富金融数据服务有限公司.张嘉仪.ybjieshou@eastm

串，对应花序败育窗口，最先反映干旱损失；远端是性别分化，影响的是采收前18至24个月的成花，决定2028年以后的产量损失。

图表17：本轮厄尔尼诺对产量的可能影响

品种	本轮气候信号与现状	减产兑现窗口	历史减产幅度标尺	方向判断
棕榈油	东南亚降水偏少概率高；本轮峰值或创监测史新高	2027 年上半年；2028 年后	1997/98 年度印尼-7.1%、马来-5.5%；2015/16 年度印尼-3.0%、马来-11.0%；2023/24 年度印尼-4.4%；1982-1983 年扩种期反而连续增产 11.2%/17.0%	减产概率较高，兑现时点最远；面积扩张可部分缓冲
食糖	北半球印度、泰国季风偏弱；南半球巴西中南部降水偏多	2027 年上半年	1982/83 年度印度-2.3%、泰国-17.3%、巴西+10.8%；1997/98 年度印度-0.2%、泰国-29.4%、巴西+7.2%；2023/24 年度印度-20.3%、泰国-20.4%、巴西+19.7%	北半球减产、南半球对冲，净影响取决于巴西制糖比
天然橡胶	当前产量下降主要来自雨季割胶受阻，干旱影响尚未显现	2027 年上半年起	2014-2016 年沪胶事件期-9.1%、事件后 6 个月+56.3%	减产幅度相对有限；雨季扰动与干旱减产需分开计价
玉米	美国产区约 24%处于干旱，WASDE 连续两月下调单产；巴拿马运河通行受限抬升到岸成本	2026 年四季度至 2027 年一季度	1983 年全球玉米减产 22.7%，直接原因是美国玉米产区遭遇高温干旱，以及美国当年实物支付农业计划政策影响	库存安全垫薄、弹性较强，美国产区干旱+强厄尔尼诺导致的南美渍涝可能导致减产
大豆	美国产区部分干旱；南美预计降水偏多；巴拿马运河通行受限抬升到岸成本	2027 年上半年	除 1983 年受美国产区高温干旱，且当年实行实物支付农业计划政策影响减产 13.7%外，其余事件年全球均增产	全球供给偏宽松，价格弹性弱于玉米

资料来源：USDA、ANRPC、IFFO、UNICA、万联证券研究所

下游农化、种业与养殖等环节的传导也指向2027年。农化板块中，农药价格随粮价周级联动，但需求总量的扩张取决于农户预算，预算调整需等待一个完整种植季，增量兑现集中在2027年。种业的传导起点是种植者抗逆偏好的上升，干旱预期强化抗逆品种的选育与推广需求，需求改善经订单向收入确认传导，节奏上也将落在2027年。养殖业的传导则主要经由成本端，随着豆粕等原材料价格上升，饲料成本抬升加深生猪养殖亏损，进而加速产能去化。国家统计局数据显示，截至3Q2026，我国能繁母猪存栏量为3602万头，较去年同期减少433万头，同比-10.7%，产能去化对应约10至12个月后的商品猪供给收缩。

1.3.2 价格端

中游品种的价格弹性由库存与政策决定，价格预期领先产量数据，行情高点滞后于事件峰值。品种排序上，本轮厄尔尼诺中，棕榈油方向确定性高，其产区集中度较高，且此次事件叠加了印尼B50与马来B15政策，供给收缩与需求扩张同向发生，价格上涨的可能性最大。食糖价格的核心变量则要看巴西制糖比，2026/27榨季截至8月1日，巴西中南部累计压榨甘蔗3.12亿吨，但累计产糖1699万吨，制糖比降至44.74%，同比-7.38pct，丰产不丰糖意味着南半球对冲能力下降。谷物中，玉米库消比较低，库存安全垫较薄，在本轮事件中弹性也较强，大豆供给偏宽松，且拥有较高库存比，因此弹性弱于玉米，此外，大豆和玉米也会受到巴拿马运河效应影响，到岸成本上升也可

万联证券版权所有发送给上海东方财富金融数据服务有限公司.张嘉仪.ybjieshou@eastm

能推高其价格。橡胶的减产幅度有限，价格受淡季需求与合成胶替代两端约束，波动可能较小。从历史价格来看，各品种涨幅区间较宽，天气强度本身不足以锁定价格幅度；时点上，历史棕榈油两轮窗口高点出现在事件结束后8个月、较ONI峰值滞后约12个月，郑糖高点距事件结束约半年，沪胶约9个月，以本轮ONI峰值落在2026年秋末冬初推算，主要品种的高点观察窗口指向2027年三季度至2028年一季度。

图表18：本轮厄尔尼诺对价格的可能影响

品种	方向与弹性	历史幅度标尺	事件后高点时点
棕榈油	方向确定性高：产区集中度较高，且印尼 B50 与马来 B15 使供给收缩与需求扩张同向发生	事件期涨幅：1997-1998 年+79.7%、2014-2016 年+19.2%、2023-2024 年+16.4%；自事件起点至窗口高点：+95.2%、+50.7%、+60.9%	两次高点在事件结束后 8 个月，较 ONI 峰值滞后约 12 个月
食糖	弹性次高，但取决于巴西制糖比，“丰产不增产糖”意味着南半球对冲能力下降	ICE 原糖自 2015 年 9 月序列起点至 2016 年 10 月窗口高点累计+102.7%，覆盖部分事件期涨幅+50.7%；2023-2024 年事件期-20.7%；郑糖 2014-2016 年事件期+29.2%、事件后 6 个月+69.3%	2016 年 11 月末，距事件结束约半年
天然橡胶	减产幅度有限，价格受淡季需求与合成胶替代两端约束	沪胶 2014-2016 年事件期-9.1%、事件后 6 个月+56.3%；2023-2024 年事件期+18.9%	2017 年 2 月中旬，距事件结束约 9 个月
玉米	库消比低，库存安全垫较薄，方向需看美产干旱与南美丰产的净影响	CBOT 玉米事件期：1997-1998 年-18.6%、2014-2016 年+26.3%、2023-2024 年-25.7%；事件后 6 个月 1997-1998 年-26.8%	事件期与事件后均有，无明显集中窗口
大豆	全球供给偏宽松，价格弹性弱于玉米	CBOT 大豆事件期：1997-1998 年-0.3%、2014-2016 年+17.5%、2023-2024 年-13.7%；1997-1998 年事件后 6 个月-36.4%	2014-2016 年高点出现在 2016 年 6 月，即事件期内

资料来源：BMD、ICE、郑商所、DCE、同花顺iFinD、万联证券研究所

下游环节的价格方向主要由粮价能否传导与自身周期位置决定。农化的出口链受益时点更早、传导路径更短，2026年6月农药出口金额11.18亿美元、逼近2022年7月11.57亿美元的高点，国内市场则先承压后受益。种业的需求端改善尚未在龙头公司订单上确认，属结构性紧张而非全面紧张，合同负债领先收入确认约1至2个季度。养殖的当期压力来自饲料成本与周期低位的叠加，机会主要取决于周期位置，行情有望自2027年起逐步兑现。

图表19：下游环节的价格方向主要由粮价能否传导与自身周期位置决定

板块	方向与弹性	兑现时点
农化	出口链受益时点更早、传导路径更短；国内则先承压、后受益	国内增量弹性兑现指向 2027 年
种业	需求端改善尚未在龙头公司订单上确认，属结构性紧张而非全面紧张	合同负债领先收入确认约 1—2 个季度
养殖	当期压力来自饲料成本与周期低位叠加，机会取决于周期位置而非天气强度	产能去化对应约 10—12 个月后供给收缩，2027 年起

资料来源：同花顺iFinD、万联证券研究所

万联证券版权所有发送给上海东方财富金融数据服务有限公司.张嘉仪.ybjieshou@eastm

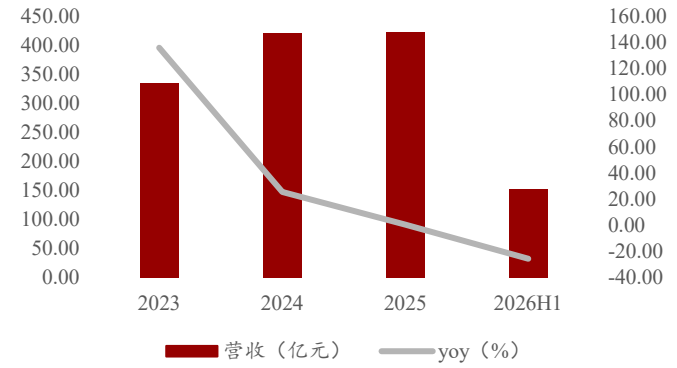
2 重点子行业上市公司分析

2.1 天然橡胶链

2.1.1海南橡胶：胶价抢跑减产预期，利润兑现取决于产量缺口落地

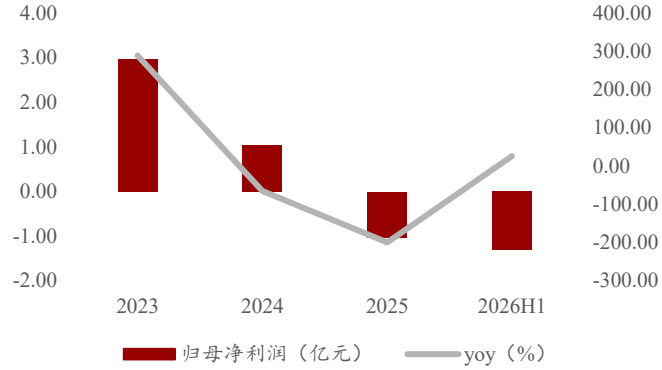
亏损收窄叠加单季转正，周期底部特征明显。2026年上半年，公司实现营业收入151.23亿元，同比下降25.40%；归母净利润-1.30亿元，同比减亏25.88%；毛利率3.38%，同比下降0.39pct。分季度看，Q2单季营收85.84亿元(YoY-28.59%)，归母净利润207.72万元，单季利润转正。公司是A股唯一的天然橡胶全产业链上市公司，业务覆盖种植、加工、贸易全链条，全球主要生产指标稳居行业首位。

图表20：海南橡胶营收及同比增速



资料来源：同花顺iFinD，万联证券研究所

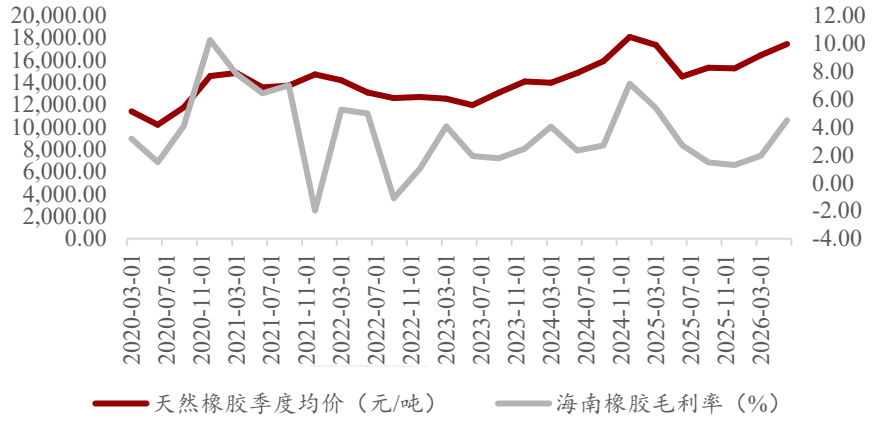
图表21：海南橡胶归母净利润及同比增速



资料来源：同花顺iFinD，万联证券研究所

天然橡胶的供给逻辑独立演绎，业绩等待兑现。全球天然橡胶供给高度集中于东南亚地区，9月超强厄尔尼诺正式形成后，印尼苏门答腊、马来半岛已现干旱信号，但就当前基本面而言，主产国橡胶产量的下降主要来自雨季割胶受阻，属可逆扰动，干旱对产出的侵蚀尚未显现。若东南亚干旱在2026年四季度至2027年上半年对天然橡胶产量产生显著影响，胶价有望先于实际产量缺口延续强势，但下游轮胎处于需求淡季、合成橡胶存在替代效应，向利润的传导可能被延缓。公司利润弹性来自成本相对刚性的自有胶园与初加工环节，26Q2销售毛利率仅4.48%，单位毛利极薄，胶价的小幅变动即可显著改变利润方向。截至2026年10月13日，公司总市值312.40亿元，同花顺一致预期2026年净利润1.84亿元、2027年4.45亿元，对应2026年PE约170倍、2027年PE约70倍，需要关注产量缺口产生后公司自产胶利润能否顺利兑现。

图表22：海南橡胶单季毛利率 vs 收盘价：天然橡胶：上海主力合约



资料来源：同花顺iFinD，万联证券研究所

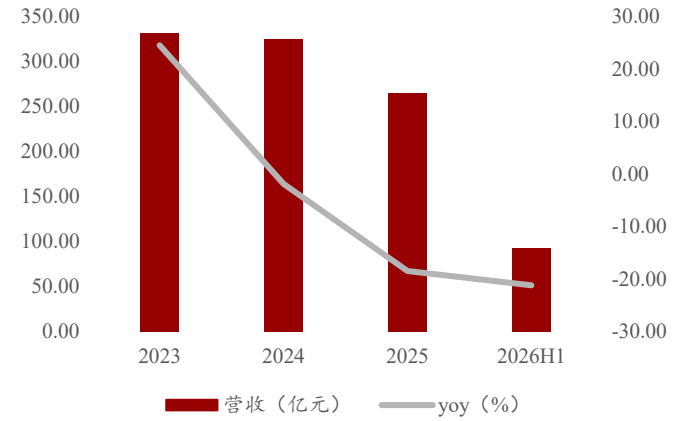
万联证券版权所有发送给上海东方财富金融数据服务有限公司.张嘉仪.ybjieshou@eastm

2.2 食糖与油脂链

2.2.1中粮糖业：糖价下行期利润逆势增长，减产预期蓄力周期反转

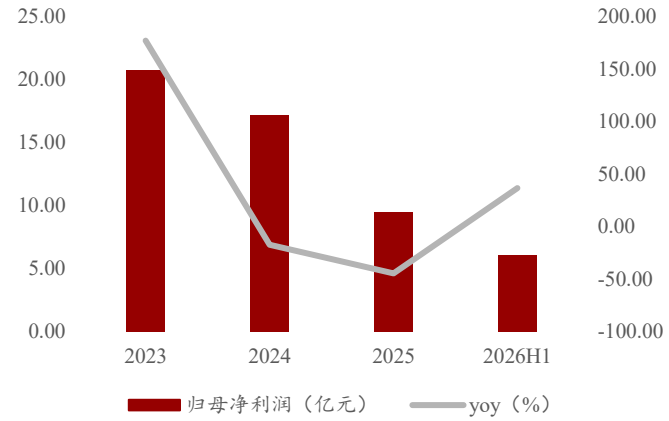
糖价下行期营收收缩、利润逆势增长。2026年上半年，公司实现营业收入92.77亿元，同比下降21.16%；归母净利润6.08亿元，同比增长36.75%；毛利率14.59%，同比提升6.1pct。全球食糖供需反转、糖价进入下行周期，公司主要产品销量与售价同比下降导致营收收缩，全价值链成本管控带动盈利能力逆势改善。分季度看，Q2单季营收49.77亿元（YoY-26.05%），归母净利润3.92亿元（YoY+46.47%），单季毛利率17.72%较一季度显著抬升，盈利修复逐季加快。

图表23：中粮糖业营收及同比增速



资料来源：同花顺iFinD，万联证券研究所

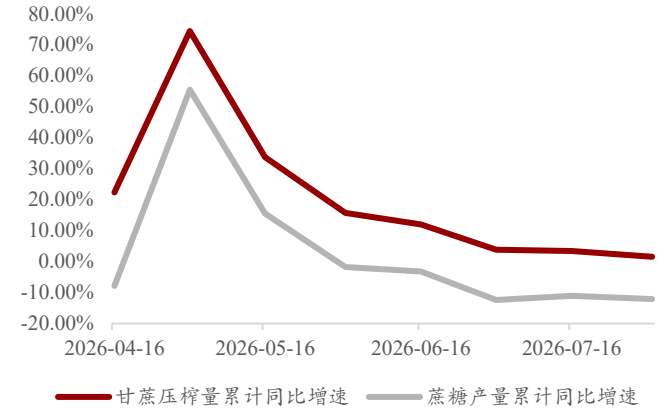
图表24：中粮糖业归母净利润及同比增速



资料来源：同花顺iFinD，万联证券研究所

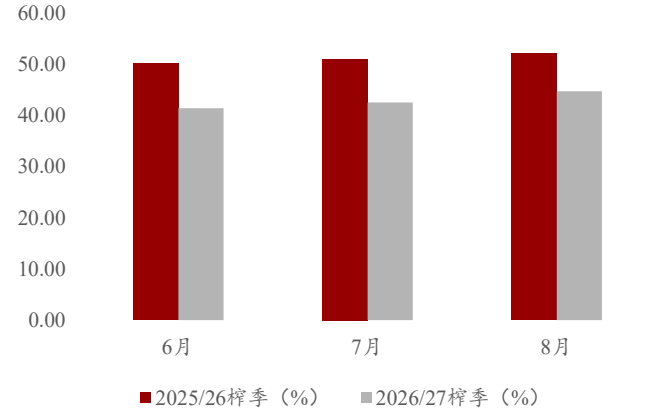
制糖比是决定减产缺口能否被补足的核心变量。公司利润主要来源于自产糖随国内糖价中枢上移及进口成本抬升带来的贸易内外价差。2026/27榨季截至8月1日，巴西中南部累计压榨甘蔗3.12亿吨，但累计产糖仅1699万吨，制糖比为44.74%，同比-7.38pct，甘蔗丰产而食糖减产意味着北半球减产留下的缺口未必能由巴西补足。国内食糖进口依赖度较高，国际糖价上行将经进口成本向国内传导，公司炼糖与贸易环节的价格机会随之增加。截至2026年10月13日，公司总市值348.42亿元，同花顺一致预期2026年、2027年归母净利润分别为11.83亿元、15.77亿元，对应2026年PE约29倍、2027年PE约22倍。

图表25：巴西中南部甘蔗压榨量与蔗糖产量累计增速



资料来源：同花顺iFinD，万联证券研究所

图表26：巴西中南部累计制糖比



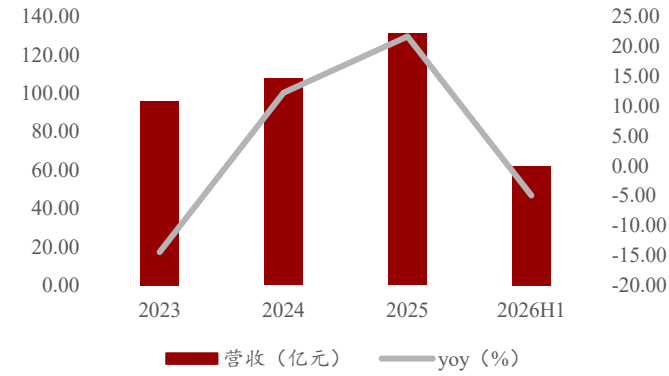
资料来源：同花顺iFinD，万联证券研究所

万联证券版权所有发送给上海东方财富金融数据服务有限公司.张嘉仪.ybjieshou@eastm

2.2.2赞宇科技：成本红利兑现盈利修复，减产后移拉长库存收益窗口

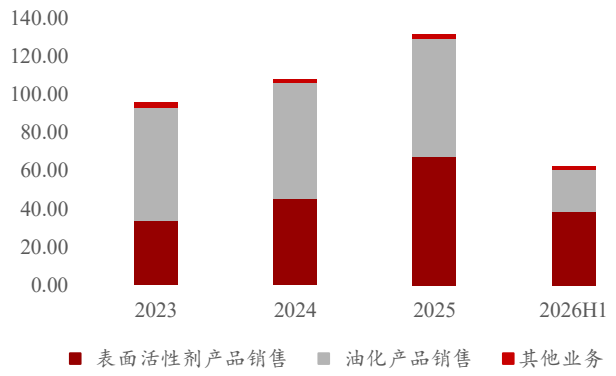
营收微降利润高增，成本红利驱动盈利修复。2026年上半年，公司实现营业收入62.28亿元，同比下降4.95%；归母净利润1.39亿元，同比增长43.32%；毛利率8.80%，同比提升2.19pct。营收下降主因油脂化学品销量下滑，利润高增则来自原料成本回落带来的毛利率修复、汇兑收益增加及所得税费用减少。分季度看，Q2单季营收30.57亿元（YoY-2.12%），归母净利润0.38亿元，同比增长163.19%。业务结构上，表面活性剂收入38.45亿元、占比61.73%，油脂化学品收入22.07亿元、占比35.43%。

图表27：赞宇科技营收及同比增速



资料来源：同花顺iFinD，万联证券研究所

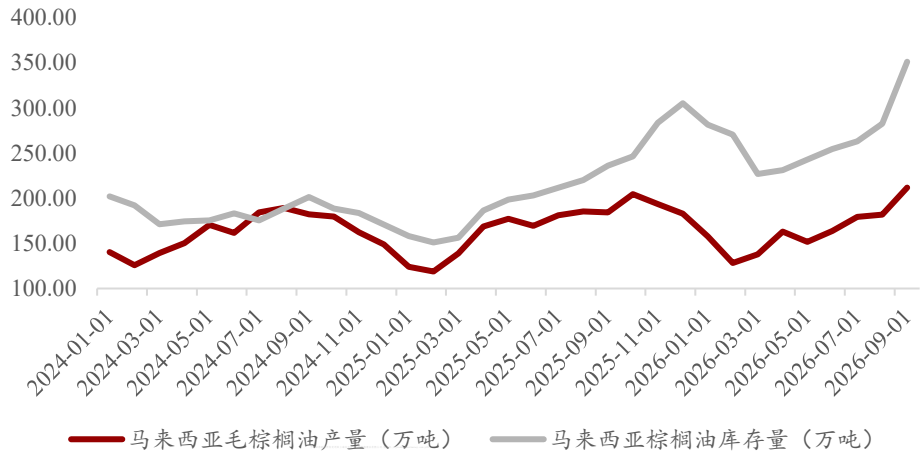
图表28：赞宇科技分产品营收（亿元）



资料来源：同花顺iFinD，万联证券研究所

棕榈油产量传导存在时滞，减产预期后移拉长库存收益窗口。公司以天然油脂为主要原料，成本与棕榈油价格高度相关，原料采购到产品交付之间存在时滞，棕榈油价格上行期低价库存转化为库存收益。本轮厄尔尼诺对棕榈油产量的冲击路径为高温干旱导致花序败育，从受损到产量下降存在约6至11个月的时滞，减产预计到2027年上半年才集中体现。当前马来西亚仍处增产出清、库存上行的磨底阶段，公司2026年上半年率先兑现的是原料回落的成本红利；随着减产预期逐步发酵、棕榈油价格中枢上行，公司低价库存的收益窗口较食糖、橡胶等品种更长，且印尼原产地低成本采购能力将在上行期放大价差优势。截至2026年10月13日，公司总市值48.17亿元，同花顺一致预期2026年、2027年归母净利润分别为4.48亿元、6.08亿元，对应2026年PE约11倍、2027年PE约8倍，业绩弹性释放后估值有较大上升空间。

图表29：马来西亚棕榈油产量及库存



资料来源：同花顺iFinD，万联证券研究所

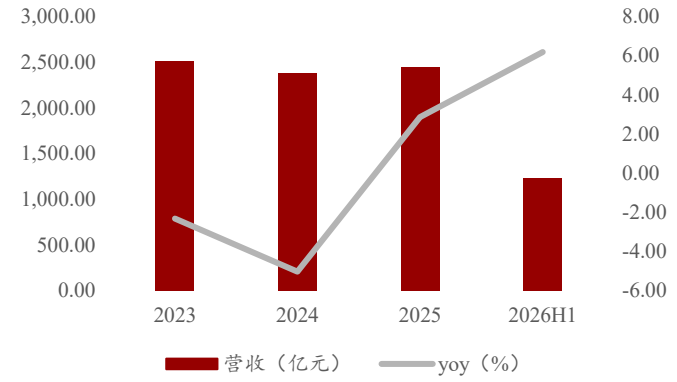
万联证券版权所有发送给上海东方财富金融数据服务有限公司.张嘉仪.ybjieshou@eastm

2.3 大豆与玉米链

2.3.1金龙鱼：压榨放量驱动盈利创新高，大豆安全垫缓冲成本上行扰动

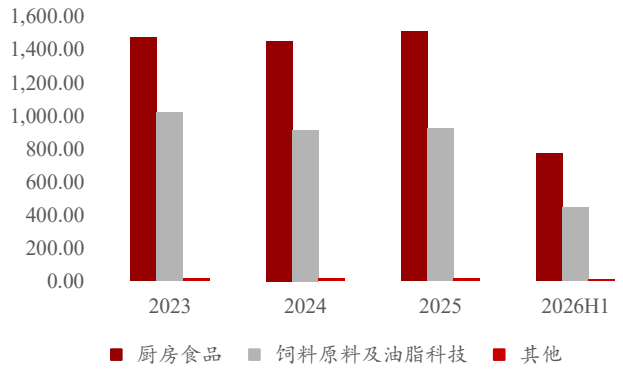
营收稳步增长，归母净利润创近年同期新高。2026年上半年，公司实现营业收入1228.52亿元，同比增长6.20%；归母净利润22.94亿元，同比增长30.69%，毛利率6.31%，同比下降0.22pct。分季度看，Q2单季公司实现营收573.20亿元（YoY+1.27%），归母净利润8.13亿元（YoY+4.97%）。业务结构上，厨房食品收入774.24亿元，占比63.02%，饲料原料及油脂科技收入445.12亿元，占比36.23%。

图表30：金龙鱼营收及同比增速



资料来源：同花顺iFinD，万联证券研究所

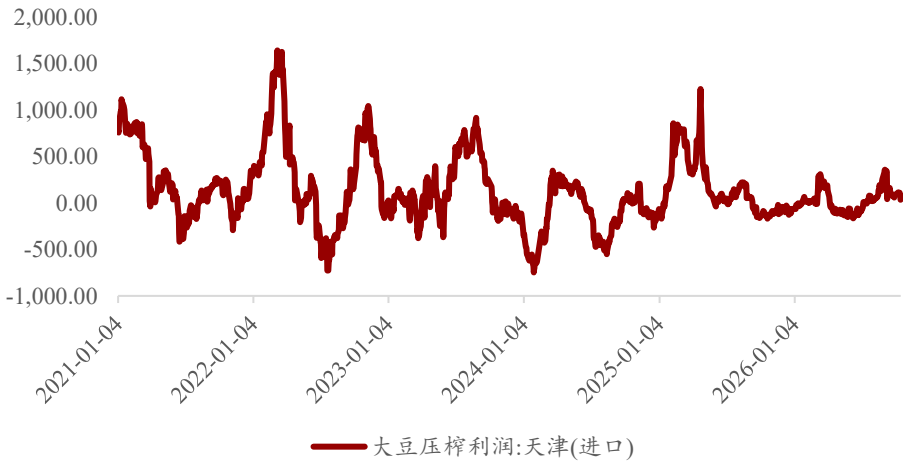
图表31：金龙鱼分产品营收（亿元）



资料来源：同花顺iFinD，万联证券研究所

大豆库消比安全垫厚实，成本上行冲击可控，压榨龙头盈利韧性有望延续。巴拿马运河通行受限抬升美国大豆输亚到岸成本，但全球大豆库消比仍处过去十年中位水平上方，供应链安全垫显著厚于玉米，大豆价格弹性较弱，原料成本上行幅度与持续性预计有限；公司大豆采购以巴西为主产地，受美国产区干旱与运河扰动的直接敞口相对有限。若大豆价格维持弱势，压榨价差与豆粕/豆油联动下，公司压榨环节毛利有改善空间。截至2026年10月13日，公司总市值1365.70亿元，同花顺一致预期2026年归母净利润42.89亿元，2027年51.55亿元，对应2026年PE约32倍、2027年PE约26倍，盈利修复与成本可控的组合下，估值消化依赖于压榨景气度与厨房食品结构升级的持续性。

图表32：进口大豆压榨利润走势（元/吨）



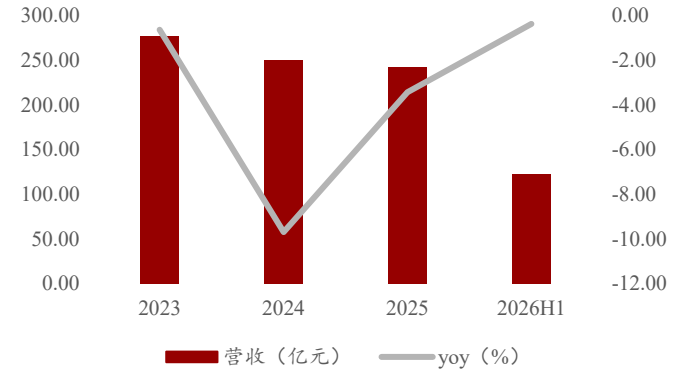
资料来源：同花顺iFinD，万联证券研究所

万联证券版权所有发送给上海东方财富金融数据服务有限公司.张嘉仪.ybjieshou@eastm

2.3.2梅花生物：玉米库消比持续下行，成本传导能力存在潜在预期差

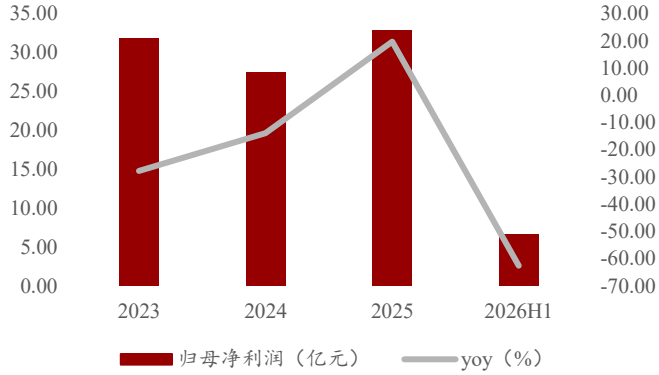
产品跌价与成本上行双杀，盈利承压至近年低位。2026年上半年，公司实现营业收入122.35亿元，同比下降0.37%；归母净利润6.62亿元，同比下降62.56%；毛利率12.93%，同比下降10.25pct。分季度看，Q2单季营收62.49亿元（YoY+3.95%），归母净利润5.44亿元（YoY-27.40%）。业务结构上，饲料氨基酸收入51.4亿元（YoY-9.2%），鲜味剂收入32.1亿元（YoY-10.0%），医药氨基酸收入6.2亿元（YoY+150.7%，日本协和发酵氨基酸业务并表增厚），大原料副产品收入23.1亿元（YoY+22.4%）。上半年饲用氨基酸行业供给持续增加、下游生猪养殖深度亏损压制需求，98.5%赖氨酸、苏氨酸市场均价同比均有所下跌，而核心原料玉米的价格则自2025年11月温和回升，产品端与成本端双向挤压直接导致毛利率大幅收窄。

图表33：梅花生物营收及同比增速



资料来源：同花顺iFinD，万联证券研究所

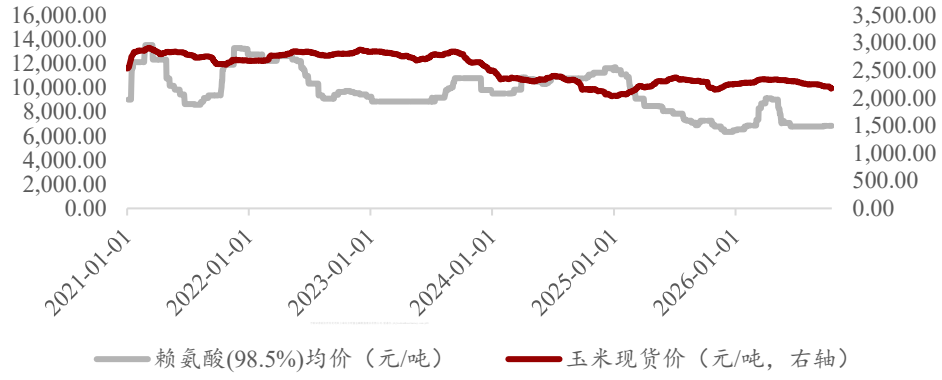
图表34：梅花生物归母净利润及同比增速



资料来源：同花顺iFinD，万联证券研究所

玉米价格弹性强化成本波动，氨基酸提价传导决定后续盈利方向。厄尔尼诺气候背景下玉米是弹性较大的原料品种：全球玉米库消比持续走低，抵御气候扰动的容错空间极其有限，美国产区干旱与巴拿马运河通行受限干扰南美丰产预期，玉米价格上行风险大于大豆。玉米成本占公司生产成本比重大，价格弹性强化生产成本波动，同时赖氨酸市场价也有望随成本上升而触底反弹。成本推动型提价一旦成功，公司能够凭借生产规模与玉米主产区基地布局扩张价差，采购规模扩大形成的低价原料库存可在玉米上行期转化为库存收益。截至2026年10月13日，公司总市值212.00亿元，同花顺一致预期2026年归母净利润17.86亿元，2027年23.67亿元，对应2026年PE约12倍、2027年PE约9倍，偏低估值反映较悲观的氨基酸周期预期，同时玉米价格上行情景下的提价传导与库存收益存在潜在预期差。

图表35：玉米现货价与98.5%赖氨酸市场价



资料来源：同花顺iFinD，万联证券研究所

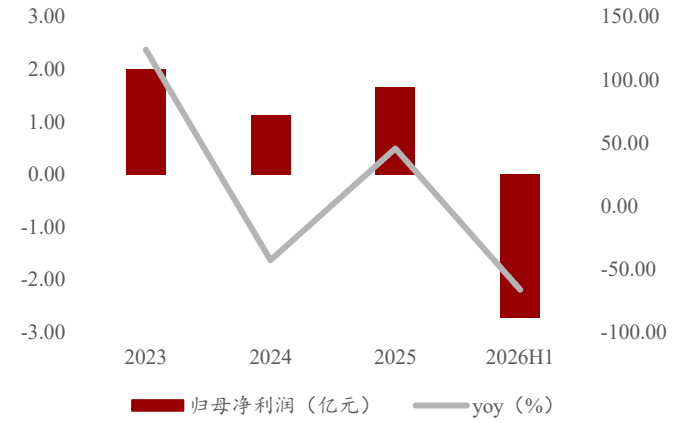
万联证券版权所有发送给上海东方财富金融数据服务有限公司.张嘉仪.ybjieshou@eastm

2.4 种业

2.4.1隆平高科：厄尔尼诺催化抗逆与转基因需求，玉米周期压力与高估值制约弹性

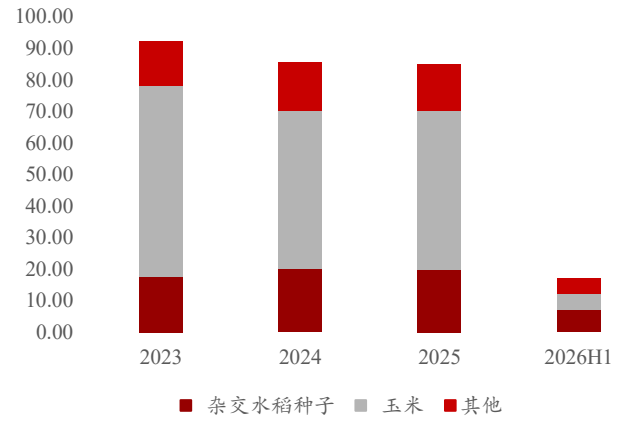
营收下滑与亏损扩大并存，但二季度已现边际改善。2026年上半年，公司实现营业收入17.10亿元，同比下降21.05%；归母净利润-2.73亿元，同比增亏66.41%；毛利率39.05%，同比提升2.76pct。分季度看，Q2单季归母净利润-1.42亿元，同比减亏12.31%；单季毛利率43.35%，同比提升14.86pct，二季度亏损同比收窄，毛利率显著改善。业务结构上，水稻种子收入7.15亿元，占比41.81%；境外收入7.73亿元，占比45.20%。

图表36：隆平高科归母净利润及同比增速



资料来源：同花顺iFinD，万联证券研究所

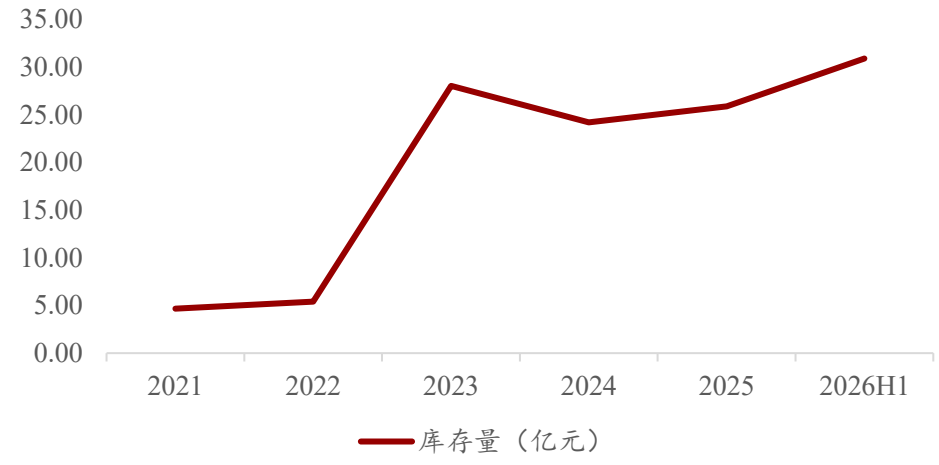
图表37：隆平高科分产品营收（亿元）



资料来源：同花顺iFinD，万联证券研究所

转基因布局领先，但玉米周期压力与偏高的估值构成双重制约。截至2026年上半年，公司已有19个转基因玉米品种通过审定、5个完成审定公示，生物育种产业化推广面积居全国首位；玉米种子库存量突破30亿元，达历史新高。抗逆品种需求提升与转基因产业化加速，将直接改善公司的品种结构与议价能力，但玉米周期压力仍在，玉米价格走势的不确定性仍会影响公司业绩表现。截至2026年10月13日，公司总市值125.78亿元，同花顺一致预期2026年净利润3.25亿元、2027年4.17亿元，对应2026年PE约39倍、2027年PE约30倍，估值相对较高。

图表38：隆平高科玉米种子库存量



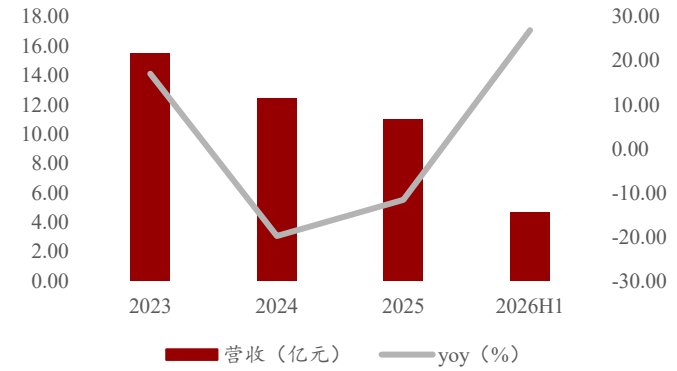
资料来源：同花顺iFinD，万联证券研究所

万联证券版权所有发送给上海东方财富金融数据服务有限公司.张嘉仪.ybjieshou@eastm

2.4.2登海种业：“自主性状+自主品种”卡位领先，抗逆与转基因需求催化

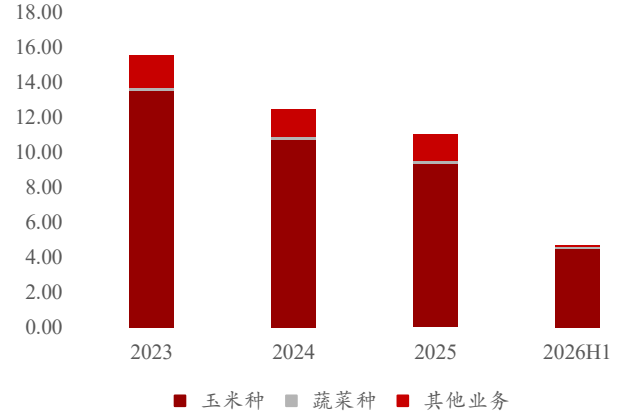
营收利润双增，业绩弹性显著释放。2026年上半年，公司实现营业收入4.69亿元，同比增长26.96%；归母净利润4951.56万元，同比增长41.02%；毛利率30.36%，同比提升2.64pct。分季度看，Q2单季营收2.04亿元，同比下滑1.16%，归母净利润1577.80万元，同比增长50.07%。业务结构上，玉米种子收入4.48亿元，占比95.51%，毛利率30.67%，玉米种业在公司收入中占据核心地位，厄尔尼诺背景下抗逆品种需求提升的业绩传导路径最为直接。

图表39：登海种业营业收入及同比增速



资料来源：同花顺iFinD，万联证券研究所

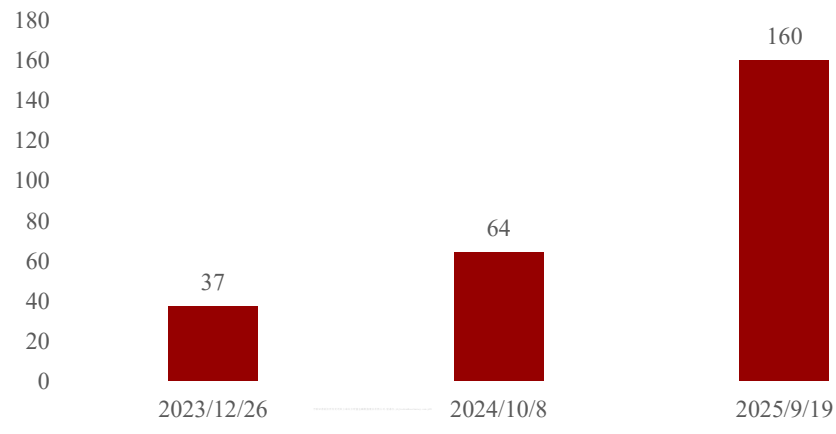
图表40：登海种业分产品营收结构（亿元）



资料来源：同花顺iFinD，万联证券研究所

厄尔尼诺催化抗逆与转基因品种需求，公司“自主性状+自主品种”卡位优势突出。截至目前，全国已有160个转基因玉米品种通过国家审定，转基因品种产业化示范进度进一步加快；公司自主转化体LD05已获得农业转基因生物安全证书，形成“自主性状+自主品种”的双重卡位，无需向外部性状公司支付授权费，成本端具备优势。2026年上半年，公司12个自主研发玉米新品种通过国家审定，登海605入选农业农村部骨干型品种、6个品种入选2026年山东省农业主推玉米主导品种。厄尔尼诺年份极端天气频发，抗虫耐逆品种需求提升与转基因产业化扩面形成共振，公司作为纯玉米种业标的受益直接。但截至2026年10月13日，公司总市值86.94亿元，同花顺一致预期2026年净利润2.06亿元、2027年5.81亿元，对应2026年PE约42倍、2027年PE约15倍，较隆平高科2026年预期PE更高，当前估值已较充分反映转基因放量预期。

图表41：全国转基因玉米品种累计审定数量（个）



资料来源：农业农村部，万联证券研究所

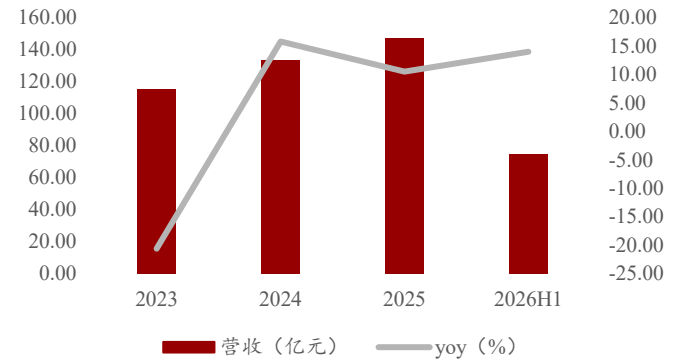
万联证券版权所有发送给上海东方财富金融数据服务有限公司.张嘉仪.ybjieshou@eastm

2.5 农化业

2.5.1润丰股份：海外植保需求扩容，农药出口龙头率先受益

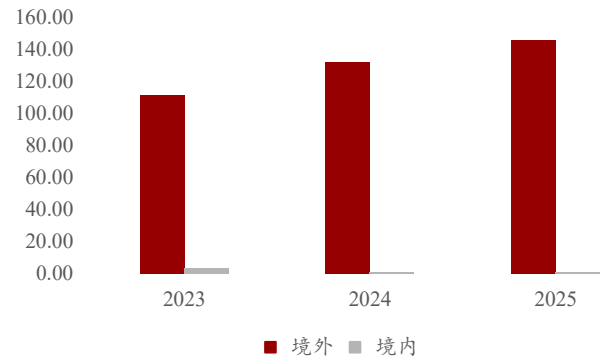
营收保持双位数增长，汇率扰动下盈利边际修复。2026年上半年，公司实现营业收入74.42亿元，同比增长13.95%；归母净利润5.02亿元，同比下降9.67%；毛利率24.29%，同比提升2.88pct，增收不增利主因汇兑损益减少利润及计提信用减值损失。分季度看，Q2单季营收42.50亿元（YoY+10.56%），归母净利润3.37亿元（YoY+12.61%），单季利润增速转正，盈利已现边际修复。业务结构上，公司收入几乎全部来自境外，2025年境外收入占比达99.18%，境内种植收益波动对公司影响有限。

图表42：润丰股份营业收入及同比增速



资料来源：同花顺iFinD，万联证券研究所

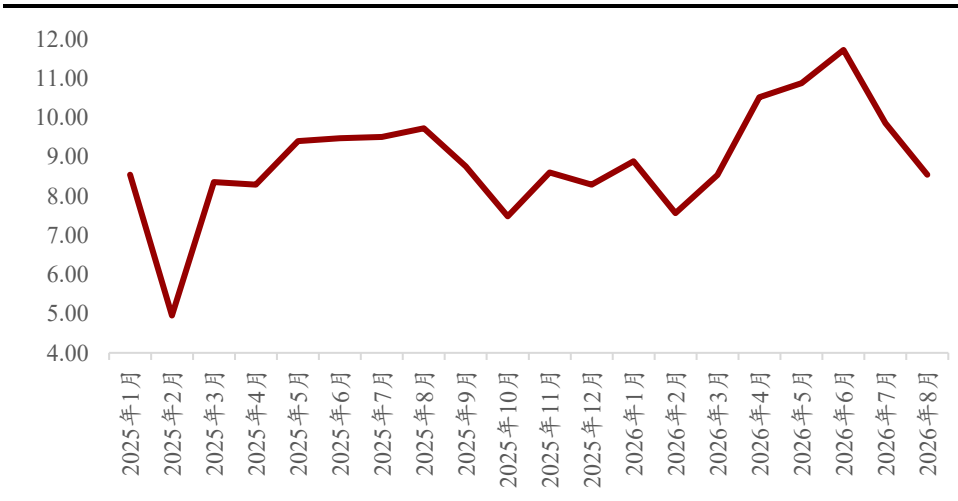
图表43：润丰股份分地区营收结构（亿元）



资料来源：同花顺iFinD，万联证券研究所

海外病虫草害防控需求扩容，出口链传导路径短、受益时间早。本轮厄尔尼诺使南美洲东南部与美国南部降水偏多，巴西、美国两大种植带的病虫草害防治压力上升，预计直接抬升当地农药需求。公司营收基本来自境外，产品以非专利作物保护品为主，依托“境外自主登记+自有品牌渠道”参与海外市场，海外需求扩容有望率先在出口端兑现。2026年1-8月我国农药制剂出口金额同比增长12.10%，其中二季度单季出口金额33.11亿美元创新高，同比增长21.95%。截至2026年10月13日，公司总市值167.75亿元，同花顺一致预期2026年净利润12.84亿元、2027年16.11亿元，对应2026年PE约13倍、2027年PE约10倍，盈利弹性空间相对充足。

图表44：中国农药制剂出口金额（亿美元）



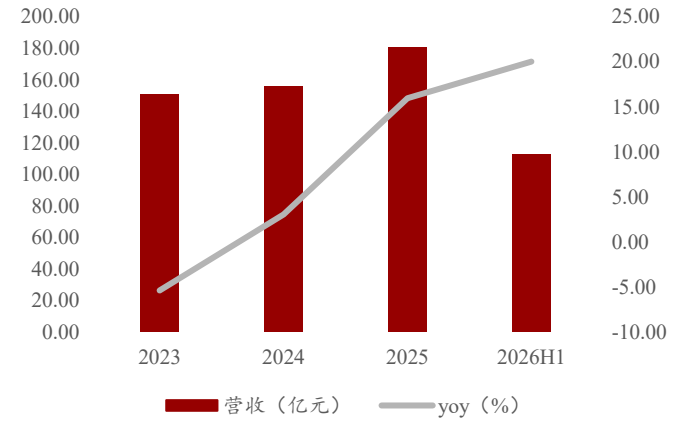
资料来源：同花顺iFinD，万联证券研究所

万联证券版权所有发送给上海东方财富金融数据服务有限公司.张嘉仪.ybjieshou@eastm

2.5.2新洋丰：农资需求刚性凸显防御属性，利润弹性静待粮价验证

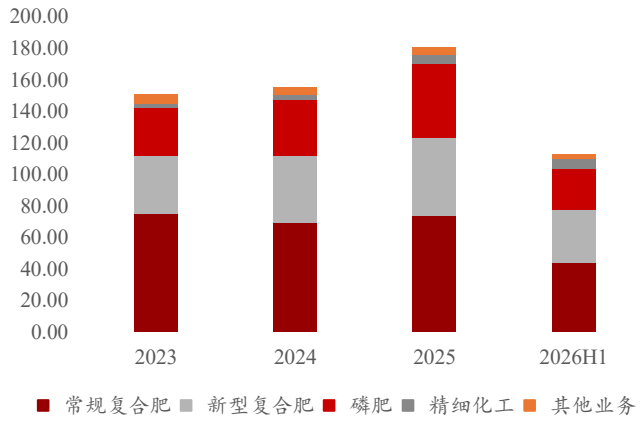
收入延续双位数增长，利润率尚未跟随改善。2026年上半年，公司实现营业收入112.81亿元，同比增长20.03%；归母净利润9.61亿元，同比增长1.01%；毛利率17.10%，同比下降0.24pct，量增未能带来利润率改善。分季度看，Q2单季营收57.81亿元（YoY+22.22%），归母净利润4.62亿元（YoY+5.87%）。业务结构上，常规复合肥收入44.20亿元、新型复合肥33.30亿元，合计占比68.70%；磷肥收入26.05亿元、占比23.10%，公司磷肥与复合肥一体化布局，磷复肥销量扩张是收入增长的主要来源。

图表45：新洋丰营业收入及同比增速



资料来源：同花顺iFinD，万联证券研究所

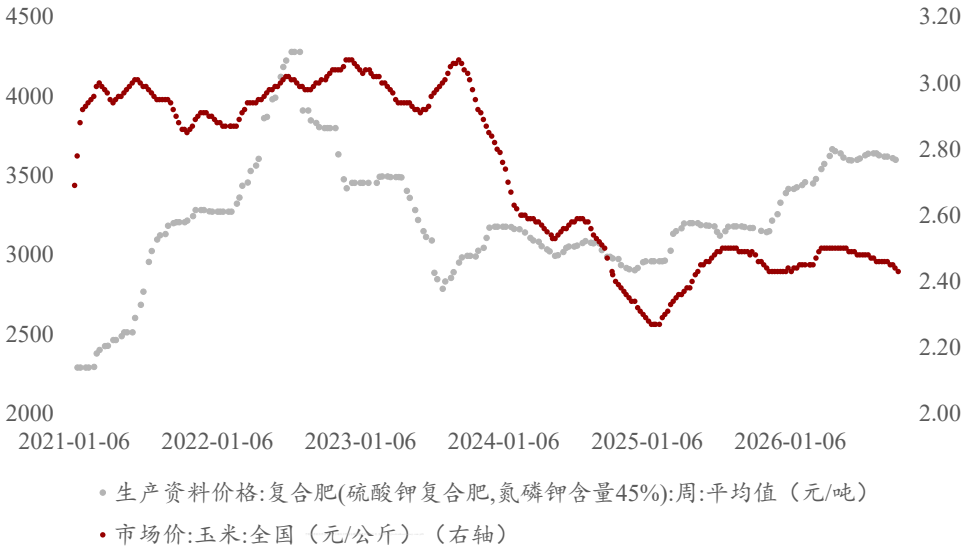
图表46：新洋丰分地区营收结构（亿元）



资料来源：同花顺iFinD，万联证券研究所

农资消费属性刚性、防御属性突出，利润弹性取决于粮价传导。磷复肥属消费属性相对刚性的农资，厄尔尼诺灾害年份农户现金流收紧时，其受到的冲击通常小于可推迟、可替代的农药投入，防御属性较强。农户的农化购置预算通常随收入增长，粮价走势与化肥价格走势有较强相关性。若2027年粮价上行带动农资预算扩张，公司有望直接受益。截至2026年10月13日，公司总市值168.39亿元，同花顺一致预期2026年归母净利润17.12亿元、2027年19.85亿元，对应2026年PE约10倍、2027年PE约8倍，估值相对较低，极端气候背景下粮价上行拉高公司业绩展望。

图表47：玉米现货价与复合肥出厂价走势



资料来源：同花顺iFinD，万联证券研究所

万联证券版权所有发送给上海东方财富金融数据服务有限公司.张嘉仪.ybjieshou@eastm

2.6 重点上市公司一览

图表48：重点上市公司

产业链	公司简称	市值（亿元）	26H1 营收（亿元）	26H1 营收同比增速（%）	26H1 归母净利润（亿元）	26H1 归母净利润同比增速（%）	7-9 月股价涨跌幅（%）	2026 年同花顺一致预期 PE	2027 年同花顺一致预期 PE
橡胶链	海南橡胶	312.40	151.23	-25.40	-1.30	25.88	29.47	170.16	70.22
食糖与油	中粮糖业	348.42	92.77	-21.16	6.08	36.75	22.21	29.45	22.09
脂加工链	赞宇科技	48.17	62.28	-4.95	1.39	43.32	-0.45	10.76	7.92
大豆与玉	金龙鱼	1,365.70	1,228.52	6.20	22.94	30.69	3.61	31.84	26.49
米加工链	梅花生物	212.00	122.35	-0.37	6.62	-62.56	6.98	11.87	8.96
种业	隆平高科	125.78	17.10	-21.05	-2.73	-66.41	14.85	38.73	30.16
	登海种业	86.94	4.69	26.96	0.50	41.02	29.99	42.11	14.97
农化业	润丰股份	167.75	74.42	13.95	5.02	-9.67	7.74	13.07	10.41
	新洋丰	168.39	112.81	20.03	9.61	1.01	17.64	9.83	8.48

资料来源：同花顺iFinD，万联证券研究所

注：总市值及估值取值时间为2026年10月13日。

3 投资建议

从品种来看，棕榈油方向确定性最高，食糖次之但尚需验证，玉米的弹性来自库存而非减产，橡胶则以跟踪为主：

棕榈油：具备“减产确定+政策同向”双重支撑，方向确定性最高。印尼与马来西亚合计占全球产量82.1%，产区高度集中，且本轮叠加印尼B50与马来西亚B15政策，供给收缩与需求扩张同向发生。历史上三次可比厄尔尼诺事件中BMD棕榈油分别上涨79.7%、19.2%、16.4%，其中后两次的价格高点出现在事件结束后约8个月，较ONI峰值滞后约12个月。

食糖：南半球对冲能力正在减弱，需继续观察巴西制糖比情况。受厄尔尼诺影响，北半球印度、泰国甘蔗减产，而南半球巴西中南部降水偏多，甘蔗丰产。然而，从制糖比来看，截至2026年8月1日，巴西累计压榨3.12亿吨，产糖1699万吨，制糖比降至44.74%，同比-7.38pct。甘蔗丰产而未转化为食糖，意味着当前南半球的对冲能力有所下降，但未来白糖的净缺口仍要持续观察巴西制糖比与压榨进度的情况。

玉米：历史上厄尔尼诺并不构成玉米的上涨理由，本轮支撑来自三方面。历史上四次事件中，全球谷物产量多在±5%以内波动，CBOT玉米在1997-1998年、2023-2024年事件期分别下跌18.6%/25.7%，2014-2016年虽反弹26.3%，但丰产压力下绝对价格仍偏低，可见历史上厄尔尼诺本身并不构成玉米的上涨理由。本轮的支撑来自三方面：1）全球玉米库消比由2016年的32.4%降至2025年的22.7%，2026年预计进一步降至20.6%，为近12年最低，低库存将使玉米对供给扰动的价格反应显著放大；2）产量端，美国产区干旱已导致WASDE连续两个月下调单产，此外，1Q2027南美种植季还需防范超强厄尔尼诺带来的降水过多与渍涝风险；3）成本端，美国至亚洲的谷物航线依赖巴拿马运河，若旱情再度演变，吃水与通行限制影响，玉米到岸成本可能进一步抬升，推

高玉米价格。

橡胶：产量波动有限，行情更多由库存与需求决定。四次事件中全球天然橡胶产量变动幅度多在个位数，2014-2016年事件期沪胶下跌9.1%，至事件结束后6个月累计上涨56.3%，2017年2月达到窗口高点；2023-2024年事件期上涨18.9%，高点累计涨幅61.7%。减产幅度有限，意味着橡胶难以复制棕榈油的弹性，但事件后的行情空间不容忽视，宜以产区库存与下游需求为跟踪指标。

投资建议：从历史复盘来看，各品种量价表现分化明显，行情兑现滞后于事件峰值。品种端，棕榈油方向确定性最高，食糖次之但尚需验证，玉米的弹性则来自低库存，橡胶以跟踪为主，其中棕榈油减产与生物柴油分流有望同向发生；食糖则由于巴西制糖比走低，南半球对冲能力有所减弱；玉米库存安全垫薄，美国产区干旱与巴拿马运河变数从产量和到岸成本两端制造供给悬念；橡胶产量波动有限，但行情空间仍需持续跟踪产区库存与下游需求。我们维持农牧行业“强于大市”评级，当前板块天气预期定价已较充分，后续超额收益取决于减产兑现，建议关注两条主线：1）受益于农产品价格可能上行的相关产业链公司；2）极端天气下抗逆品种需求可能增加的种业公司，以及出口链与需求刚性的农资公司。

4 风险提示

厄尔尼诺强度与持续时间不及预期的风险：厄尔尼诺对农产品造成的冲击与其强度直接相关，若ONI峰值低于预期或事件提前结束，各品种的产量变化幅度与价格弹性可能会相应收窄。

库存与政策对冲的风险：部分农产品库存处于高位，储备投放、进口调节、出口政策及生物柴油政策的执行进度均可能削弱天气冲击向价格的传导。

下游需求与传导不及预期的风险：农化增量取决于农户种植预算的恢复，种业订单尚未在报表端确认，养殖行情取决于产能去化节奏与猪价走势，若需求端持续走弱，中游价格向下游的传导链条可能中断。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10％以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10％至-10％之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10％以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15％以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5％至15％；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5％至5％；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5％以上。
基准指数 ： 沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责条款

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。
本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。
市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。分析师任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。
本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所
上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦
北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心
深圳福田区深南大道 2007 号金地中心
广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场