证券研究报告

开源证券

把握畜牧周期主线，关注种植天气催化

农林牧渔行业2027年度投资策略

陈雪丽（分析师）

证书编号：S0790520030001

邮箱：chenxueli@kysec.cn

2026年11月06日

核心观点

1.生猪：政策与深度亏损共振推动产能去化加速，低位布局周期修复

政策端去产能核心驱动头部猪企去化，市场端猪价超预期下跌带动政策调控有限的中小散去化，此外冬季非瘟疫病高发及养殖成本抬升或进一步加快行业去化节奏。当前生猪板块处相对低位，海外利率高位波动、市场对AI投资回报及估值的担忧背景下兼具防守属性，建议积极布局。推荐标的：牧原股份、温氏股份、德康农牧、天康生物、巨星农牧、新希望；受益标的：神农集团等。

2.种子：粮价有望筑底，厄尔尼诺扰动与生物育种推进带来种业投资机会

政策方面，2026年中央一号文件强调种业振兴与生物育种产业化，粮食安全及种源自主可控仍是重点。粮价方面，大豆或区间震荡、玉米或偏强震荡，关注厄尔尼诺天气及贸易政策扰动；小麦、稻谷受最低收购价支撑。转基因方面，玉米、大豆审定品种持续增加，配套标准推动商业化推广。推荐标的：隆平高科、大北农、登海种业；受益标的：敦煌种业、康农种业、秋乐种业等。

3.肉牛：产能去化与进口约束共振，牛周期景气有望贯穿2027年

供给端，前期亏损推动产能去化，2026Q3末我国牛存栏同比下降4.1%，前三季度肉牛出栏、牛肉产量同比下降3.1%、0.7%。犊牛溢价扩大反映牛源偏紧，叠加养殖周期长、供给恢复慢，景气有望贯穿2027年。**进口端，**保障措施及配额外加征关税或约束进口，支撑国内牛价。关注低成本牛源、养殖效率优势企业及奶价温和修复下的牧场盈利改善机会。推荐标的：华统股份；主要A股受益标的：光明肉业、紫燕食品；主要港股受益标的：优然牧业、现代牧业、中国圣牧。

4.白鸡：旺季需求有望支撑鸡价低位修复，2027年关注猪鸡共振机会

供给端，鸡肉累计进口量仍低于上年同期，秋冬海外禽流感或扰动种源及鸡肉进口。但祖代种鸡年滚动更新量处于近年高位，前期补充产能预计于2027年陆续释放，叠加强制换羽增加供给，供给增量仍待消化，制约鸡价上行弹性。若2027年猪价回升带动鸡肉替代需求增长，关注猪鸡共振下的产业链景气修复机会。推荐标的：圣农发展、禾丰股份等；受益标的：益生股份等。

5.动保：周期回暖与产品升级共振，关注非瘟疫苗研发进展

猪苗：2027年养殖盈利有望修复，带动疫苗需求及回款改善，腹泻病毒变异强化疫苗升级需求，关注生物股份非洲猪瘟亚单位疫苗审批及商业化进展。**禽苗：**养殖规模支撑免疫需求，蛋鸡存栏回落或制约增量。**反刍苗：**肉牛盈利改善有望支撑景气修复。**宠物苗：**养宠增长、免疫渗透率提升及国产替代带来增长空间。关注周期修复与创新疫苗催化，推荐标的：生物股份、科前生物、普莱柯等

6.风险提示：宏观经济下行，动物疫病风险，极端天气影响，行业竞争加剧等。

目 录

CONTENTS

1 生猪：政策与深度亏损共振推动产能去化加速，低位布局周期修复

2 种子：粮价有望筑底，厄尔尼诺扰动与生物育种推进带来种业投资机会

3 肉牛：产能去化与进口约束共振，牛周期景气有望贯穿2027年

4 白鸡：旺季需求有望支撑鸡价低位修复，2027年关注猪鸡共振机会

5 动保：周期回暖与产品升级共振，关注非瘟疫苗研发进展

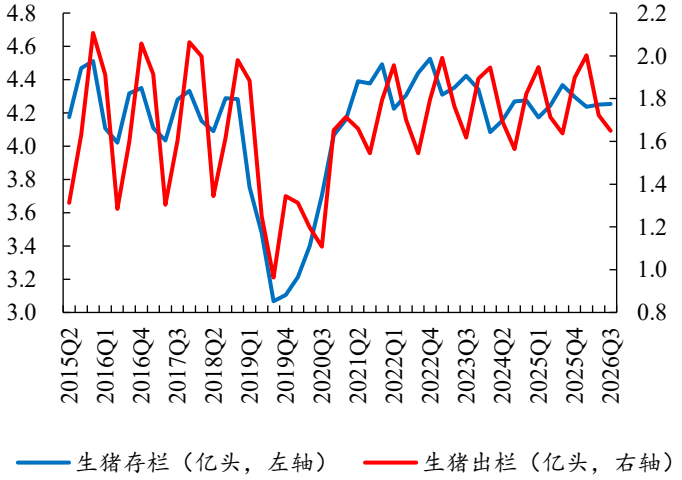
6 投资建议

7 风险提示

1.1 供给压力制约猪价，旺季需求或支撑2026Q4温和修复

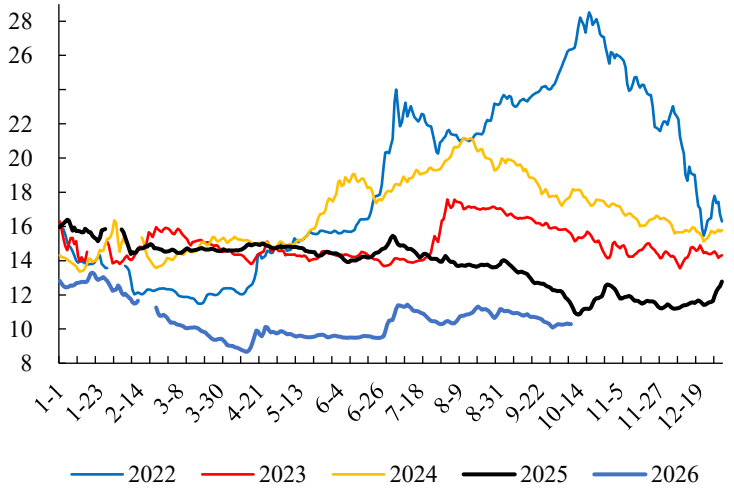
生猪供给压力持续，2026年4月猪价探底后反弹，猪价中枢仍处近年低位。据国家统计局，2026前三季度我国生猪出栏5.37亿头，同比+1.4%，猪肉产量4508万吨，同比+3.2%，其中2026Q3生猪出栏1.65亿头，同比+0.73%，季度出栏同比增幅扩大。截至2026Q3末，我国生猪存栏4.25亿头，同比-2.6%，季度环比+0.10%。生猪供给压力下猪价承压，2026年初起生猪价格持续回落，据涌益咨询，4月14日生猪全国均价8.67元/公斤，创年内新低。此后虽阶段性反弹，但猪价中枢仍处低位，明显低于2022—2025年同期水平。短期供给压力尚未明显缓解，猪价或继续低位震荡，2026Q4随供给边际改善及旺季需求回暖，猪价或将温和上行。

图1：2026Q3生猪出栏1.65亿头，同比+0.73%



数据来源：Wind 、国家统计局、开源证券研究所

图2：猪价春季探底后反弹但仍处近年低位（元/公斤）

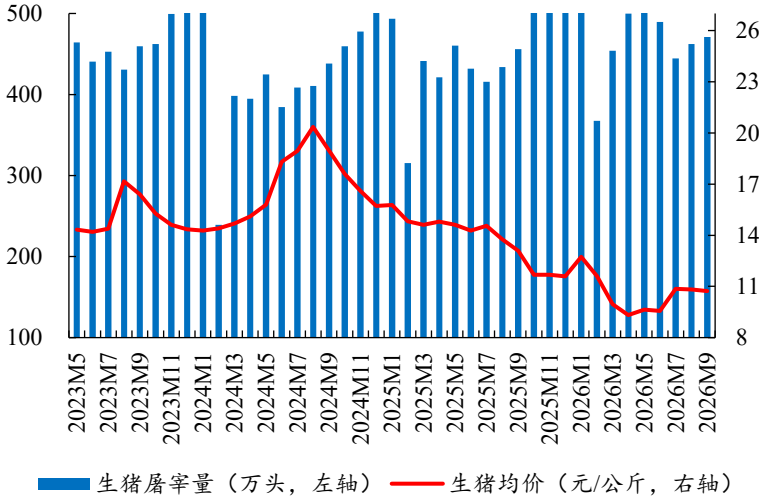


数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

1.1 供给压力制约猪价，旺季需求或支撑2026Q4温和修复

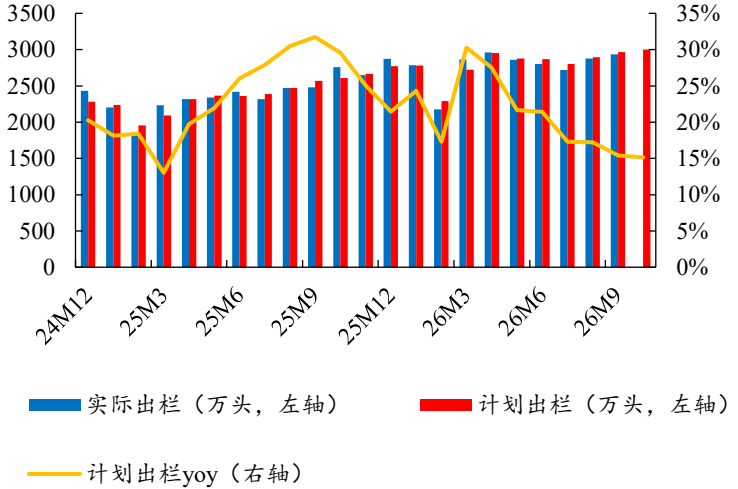
屠宰量增长仍未支撑猪价，短期供需格局偏宽松。据涌益咨询，2026年9月全国生猪销售均价10.72元/公斤，环比-1.02%，同比-18.15%。涌益监控样本2026年9月屠宰量470.88万头，环比+1.82%，同比+3.24%。涌益样本9月生猪出栏较计划完成率98.92%，10月计划出栏较9月实际出栏+2.32%。9月屠宰量同比、环比均增长，但猪价继续回落，反映市场对猪源的消化仍显不足，叠加10月计划出栏总量小幅增加，短期猪价仍面临供给压力，后续关注实际出栏进度及年末进入旺季后需求承接情况。

图3：涌益样本9月全国生猪销售均价环比



数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

图4：涌益样本10月计划出栏较9月实际出栏+2.32%

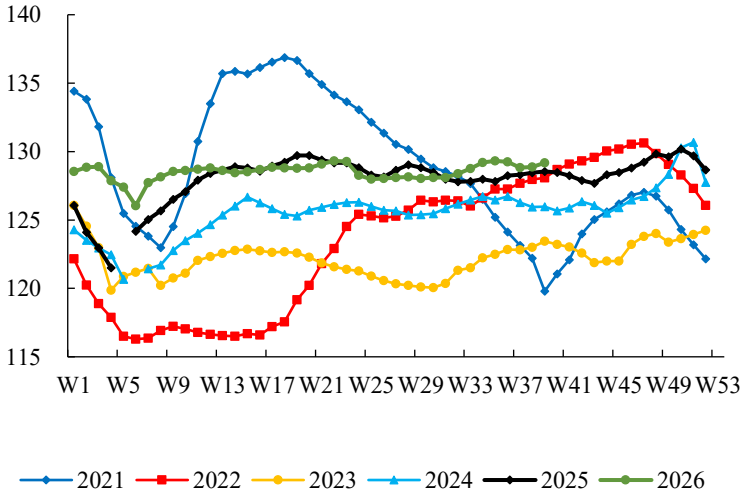


数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

1.1 供给压力制约猪价，旺季需求或支撑2026Q4温和修复

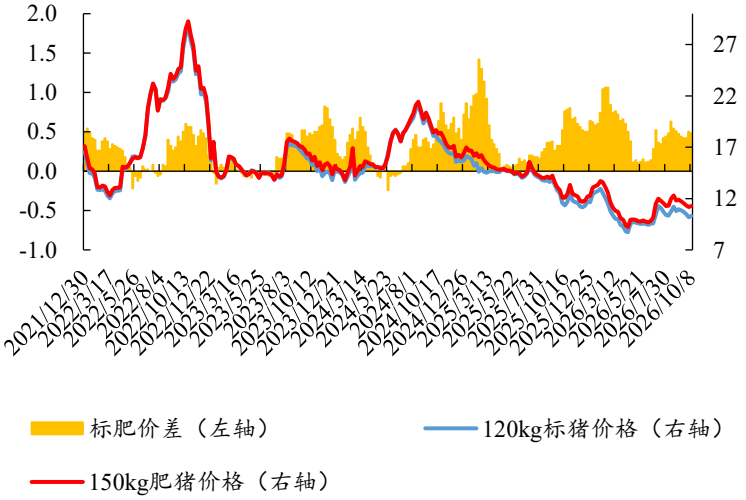
集团均重回升叠加散户大猪出栏，短期供给压力仍存。截至2026年10月8日，涌益样本生猪出栏均重129.18公斤/头，周环比+0.31公斤/头，同比+0.63公斤/头，其中集团出栏均重125.36公斤/头，同比+1.00%，散户147.31公斤/头，同比+3.01%，散户出栏均重普遍偏高。结合天气转凉、日增重改善以及节日期间部分集团出栏节奏收缩来看，后续重点关注集团端是否重新进入增重阶段。肥标价差较9月下旬有所恢复，截至10月8日，120kg标猪与150kg肥猪价格差为0.48元/公斤，较9月30日小幅收窄0.02元/公斤。大猪溢价在9月下旬大猪集中释放后有所修复，但集团均重回升叠加散户大猪出栏，短期猪肉供给压力仍需关注。

图5：生猪出栏均重高位运行（公斤/头）



数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

图6：肥标价差自6月以来走扩并维持较高位(元/公斤)



数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

1.2 政策调控与亏损压力共振，产能去化持续推进

政策端：政策持续强化生猪产能综合调控，对头部猪企产能调控要求日趋细化。2026年中央一号文件提出强化生猪产能综合调控，农业农村部随后明确对头部猪企实行年度生产备案管理。3—4月，面对猪价下行，国家启动中央冻猪肉储备收储，并提出支持地方开展商业储备收储，以缓解短期市场压力。5月发布的《生猪产能综合调控实施方案（2026年修订）》将全国能繁母猪正常保有量由此前的约3900万头调整为约3750万头，明确“长期调母猪、中期调仔猪、短期调肥猪”的调控思路。6月部门座谈会进一步要求大型猪企带头压减产能和产量、严控二次育肥、降低出栏体重。整体看，政策调控已从母猪存栏延伸至仔猪和肥猪供应环节，对头部猪企产能调控的要求逐步细化与严格。

表1：2026年以来生猪产业政策由产能调控向综合调控深化

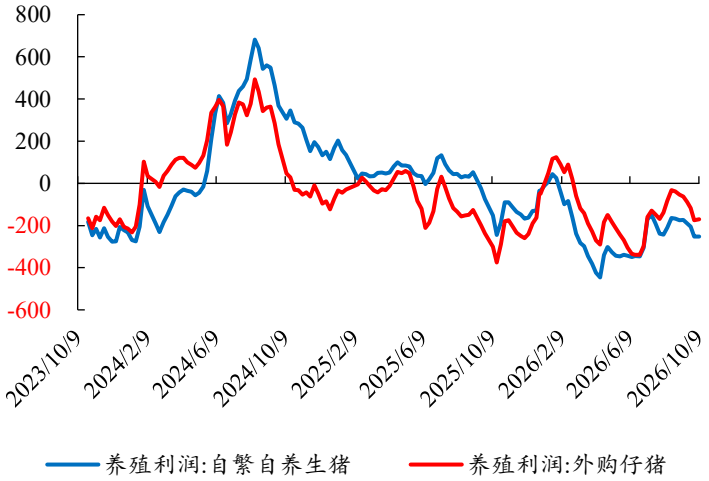
时间	文件或事件	涉及生猪养殖的重点内容
2026/2/3	2026年中央一号文件公开发布	提出强化生猪产能综合调控，促进供求平衡、行业健康发展
2026/2/6	农业农村部发布落实中央一号文件的实施意见	提出强化生猪产能综合调控,对头部生猪养殖企业实行年度**生产备案管理**，有序调控全国能繁母猪存栏量,促进市场供需更加适配
2026/3/20	国家发展改革委、农业农村部发布生猪养殖企业座谈会消息	指出猪价进入**过度下跌一级预警区间**，中央冻猪肉储备收储已启动；要求企业有序调减能繁母猪存栏、合理控制出栏量
2026/4/17	农业农村部召开生猪产业发展座谈会	要求加快淘汰低产高龄能繁母猪和体弱仔猪、严控新增产能；指导企业顺势出栏，减少二次育肥
2026/4/30	四部门提出支持地方开展冻猪肉商业储备收储	国家发展改革委、财政部、农业农村部、商务部提出指导地方**统筹使用相关财政资金，开展冻猪肉商业储备收储**
2026/5/2	《加快农业农村现代化“十五五”规划》公开刊载	提出完善生猪产能综合调控机制，推进畜禽养殖节本提质增效
2026/5/14	农业农村部发布《生猪产能综合调控实施方案（2026年修订）》	**将全国能繁母猪正常保有量设为约3750万头**，此前2024年修订方案为约3900万头；以母猪存栏为核心指标，同时将仔猪补栏和育肥猪出栏体重纳入综合调控
2026/5/18	农业农村部召开生猪产能综合调控部署视频会	部署落实新方案，要求修订省级实施方案、**严控新增产能、加强对大型猪企的窗口指导**，防止盲目压栏和扩产
2026/6/22	农业农村部、国家发展改革委发布强化产能调控座谈会消息	**要求大型猪企带头压减产能和产量**、严控二次育肥、淘汰弱仔猪、降低出栏体重；要求主产省份落实省级调控方案

资料来源：农业农村部、中国政府网、开源证券研究所

1.2 政策调控与亏损压力共振，产能去化持续推进

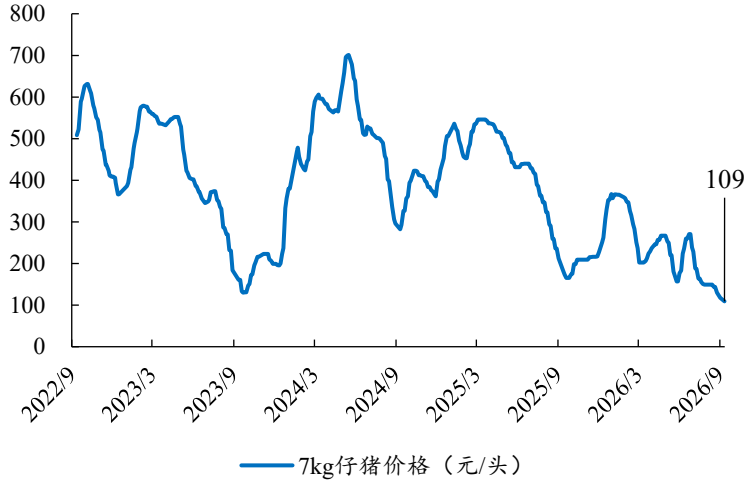
市场端：生猪仔猪迎双重亏损加深，行业能繁去化或加速。截至2026年10月9日，生猪自繁自养头均亏损252.25元，外购仔猪头均亏损170.92 元，生猪自繁自养自2月初以来持续处于亏损状态。据涌益咨询，2026年10月9日集团7kg仔猪价格109元/头，外售仔猪模式同样处于深亏。生猪仔猪双重亏损或加快行业中小散淘汰母猪节奏，行业能繁去化有望加速。

图7：生猪自繁自养自2月初以来处于亏损状态（元/头）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：集团7kg仔猪价格中枢持续下移

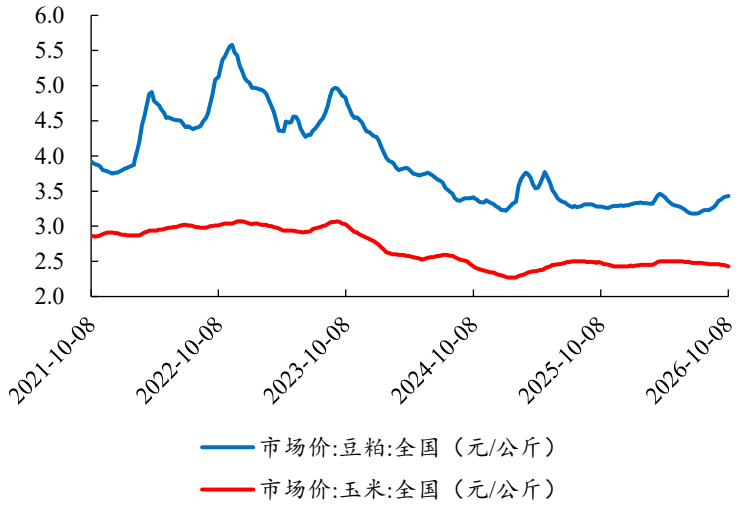


数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

1.2 政策调控与亏损压力共振，产能去化持续推进

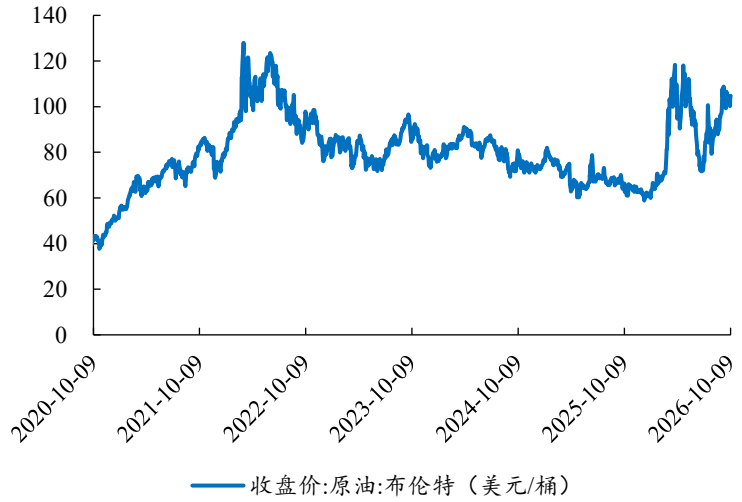
地缘与天气扰动叠加，养殖成本面临上行风险，或助推产能去化。截至2026年10月8日，我国豆粕价格3.43元/公斤，同比上涨4.57%，玉米价格2.43元/公斤，同比下跌2.02%。展望后市，中东冲突引致的能源价格上涨及航运扰动，将通过农业生产、加工和运输环节向饲料成本传导；厄尔尼诺则增加主产区旱涝及收获、物流扰动风险，进一步放大玉米、豆粕价格波动。综合来看，养殖成本面临上行风险，企业通过配方优化、采购管理及生产效率提升实现降本的重要性凸显，低效产能将进一步去化。

图9：豆粕玉米价格中枢有望逐步上移



数据来源：ifind、开源证券研究所

图10：油价高位波动下关注能源成本向饲料端传导

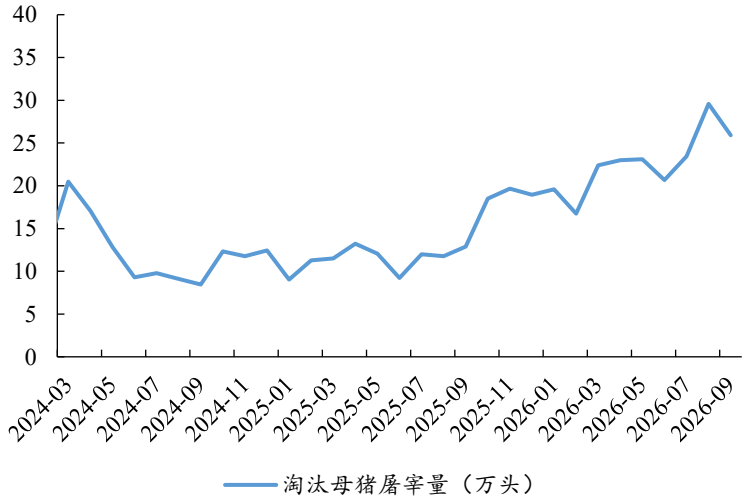


资料来源：ifind、开源证券研究所

1.2 政策调控与亏损压力共振，产能去化持续推进

淘母屠宰量中枢抬升，价格比值回落反映产能去化力度增强。据钢联数据，2026年以来淘汰母猪屠宰量整体呈上升趋势，8月升至阶段高点29.57万头，9月回落至25.92万头，但仍高于上半年所有月份，反映猪价低迷、养殖亏损及政策调控共同作用下，母猪淘汰力度有所增强。价格方面，高胎淘母价格相对商品猪折扣比例自二季度高位明显回落，截至2026年10月8日为66.30%（较5月高点-12.01pct），较近期低点有所修复，但整体仍处于年内偏低水平，显示淘母价格相对商品猪走弱。淘母屠宰量增加与价格比值下行相互印证，表明淘母供给释放压力上升，行业去化力度较2026H1有所增强。

图11：淘母屠宰量中枢抬升，母猪淘汰力度增强



数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

图12：淘母价格相对商品猪走弱反应母猪淘汰压力增加

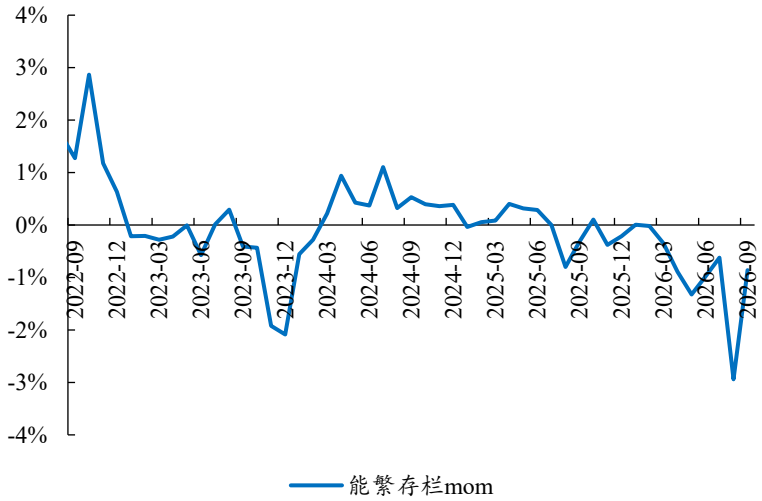


数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

1.2 政策调控与亏损压力共振，产能去化持续推进

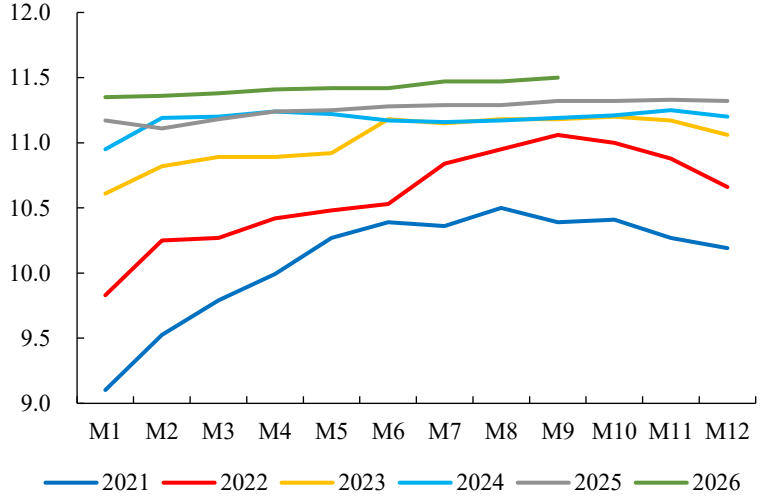
能繁持续去化伴随母猪生产性能持续提升，供给压力或进一步推动低效产能退出。2026年以来母猪生产成绩稳步改善，2026年9月生产性能指标同比提升1.59%，处于近年同期高位。与此同时，据钢联数据，样本场能繁母猪存栏自2026年2月起连续8个月环比下降，累计降幅约7.73%，其中8—9月分别环比下降2.94%、0.86%，产能去化持续推进。但母猪生产效率提升部分抵消存栏下降对后续供应的收缩作用。若供给压力持续、猪价低位运行，高效猪场凭借较好的生产成绩与成本优势具备更强抗亏损能力，低效主体或面临更大的现金流和补栏压力，能繁去化或持续，推动行业产能进一步向高效主体集中。

图13：钢联样本场能繁存栏量连续8个月环比下降



数据来源：钢联数据、开源证券研究所

图14：低效能繁淘汰推动母猪生产性能上升（头/窝）

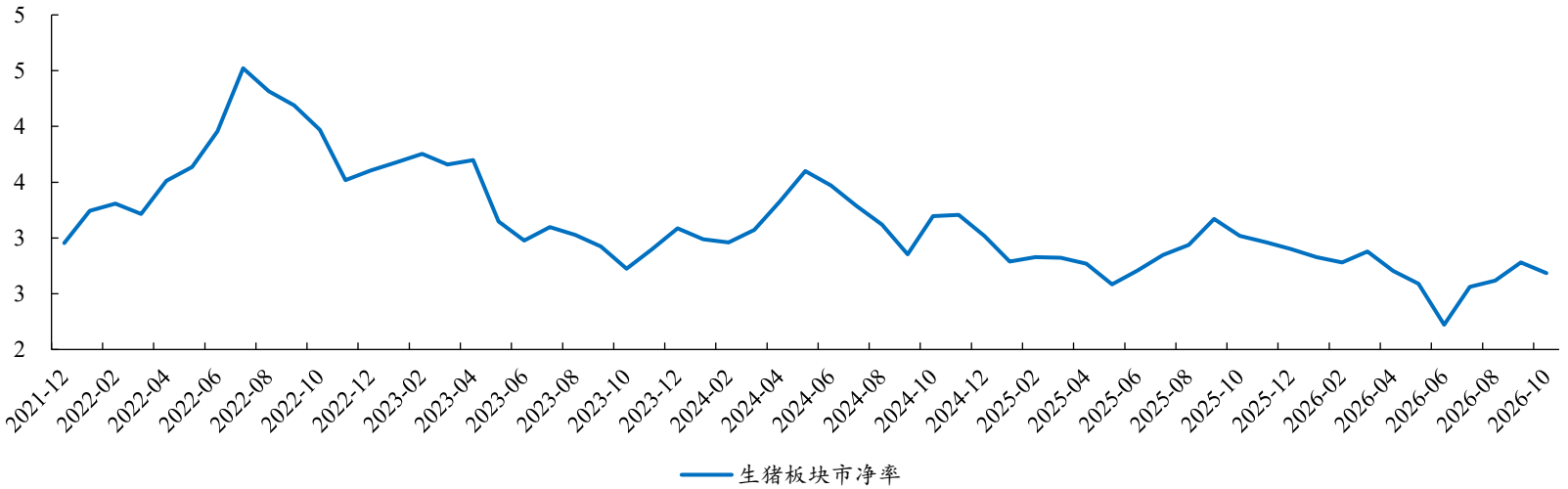


数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

1.3 能繁去化加速，生猪板块低位积极布局

能繁去化加速，生猪板块低位或迎黄金配置时点。2026年4月后的猪价超预期下跌带动政策调控有限的中小散去化，2026年6月以来政策端加码推动头部猪企去化，冬季疫病高发及养殖成本抬升或进一步加快行业去化节奏，生猪板块迎黄金配置时点。当前生猪板块处相对低位，地缘冲突下油价传导、预计历史最强厄尔尼诺扰动下或强化成本压力，推动行业产能出清。在海外利率高位波动、市场对AI投资回报及估值的担忧升温背景下，生猪板块主要由国内供需周期驱动，兼具防守属性，建议积极布局。推荐标的：牧原股份、温氏股份、德康农牧、天康生物、巨星农牧、新希望；受益标的：神农集团等。

图15：生猪板块估值处相对低位



数据来源：ifind、开源证券研究所

目 录

CONTENTS

1 生猪：政策与深度亏损共振推动产能去化加速，低位布局周期修复

2 **种子：粮价有望筑底，厄尔尼诺扰动与生物育种推进带来种业投资机会**

3 肉牛：产能去化与进口约束共振，牛周期景气有望贯穿2027年

4 白鸡：旺季需求有望支撑鸡价低位修复，2027年关注猪鸡共振机会

5 动保：周期回暖与产品升级共振，关注非瘟疫苗研发进展

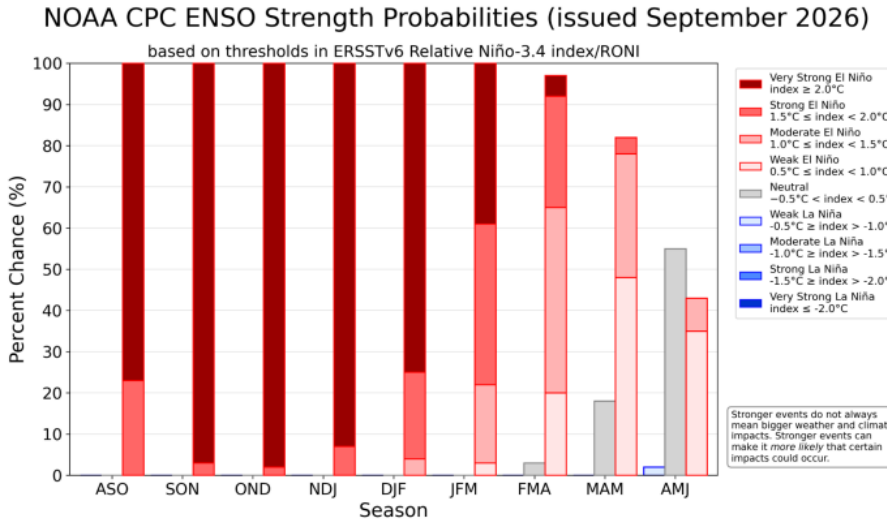
6 投资建议

7 风险提示

2.1 厄尔尼诺或在2026年末达到强度高位，2027年作物供给风险上升

本轮厄尔尼诺持续增强，气候影响将延续至2027年。世界气象组织（WMO）9月3日指出，厄尔尼诺已形成，预计未来数月继续增强，于2026年末附近达到“非常强”强度，相关气候影响可能延续至2027年。美国国家海洋和大气管理局（NOAA）9月预测显示，2026年10—12月相对海洋尼诺指数（RONI）达到或超过+2.0℃的概率为98%；其9月诊断报告进一步指出，同期RONI达到或超过+2.5℃的概率为75%。

图16：NOAA预测2026Q4厄尔尼诺事件强度为自1950年以来最强的概率为75%



ENSO Strength Probabilities

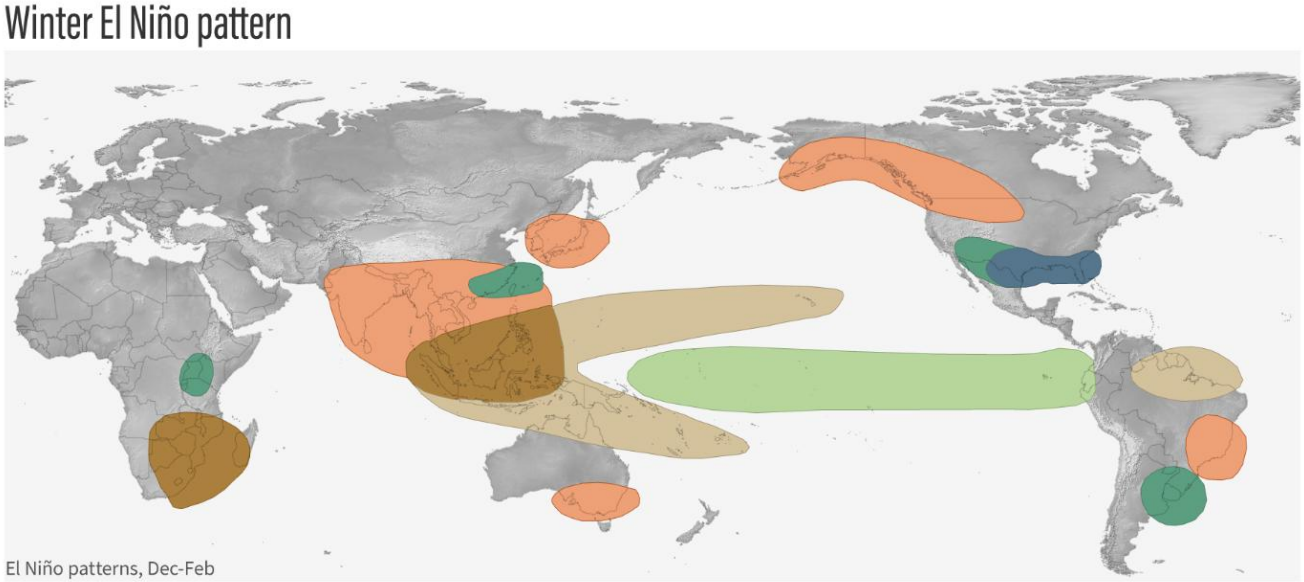
Season	Index ≤ -2.0°C	-1.5°C ≥ Index > -2.0°C	-1.0°C ≥ Index > -1.5°C	-0.5°C ≥ Index > -1.0°C	−0.5°C < Index < 0.5°C	0.5°C ≤ Index < 1.0°C	1.0°C ≤ Index < 1.5°C	1.5°C ≤ Index < 2.0°C	Index ≥ 2.0°C
ASO	0	0	0	0	0	0	0	23	77
SON	0	0	0	0	0	0	0	3	97
OND	0	0	0	0	0	0	0	2	98
NDJ	0	0	0	0	0	0	0	7	93
DJF	0	0	0	0	0	0	4	21	75
JFM	0	0	0	0	0	3	19	39	39
FMA	0	0	0	0	3	20	45	27	5
MAM	0	0	0	0	18	48	30	4	0
AMJ	0	0	0	2	55	35	8	0	0

数据来源：NOAA

2.1 厄尔尼诺或在2026年末达到强度高位，2027年作物供给风险上升

厄尔尼诺通过改变降水和气温分布影响农业生产，风险具有明显的区域与季节差异。澳大利亚、印度及南亚、印尼、马来西亚和南部非洲干旱风险上升，或影响谷物生长及油棕授粉、果串发育，棕榈油减产影响可能滞后显现；东非之角、巴西南部、阿根廷及乌拉圭降水通常增加，有利于改善墒情，但过量降水或延误农事、引发洪涝及病害。秘鲁、厄瓜多尔沿岸洪涝风险上升，南美北部部分地区偏干，近海升温及上升流减弱或冲击秘鲁渔业。农业影响需结合异常天气与播种、授粉、灌浆及收获等关键农时的重合程度，关注面积、单产及品质变化。

图17：厄尔尼诺期间全球典型降水与温度影响分布



数据来源： NOAA

2.1 厄尔尼诺或在2026年末达到强度高位，2027年作物供给风险上升

历史复盘看，产区集中品种的商品价格表现对厄尔尼诺响应更为显著，棕榈油、橡胶呈现显著的滞后上涨规律。棕榈油、鱼粉与橡胶三者产区供给较为集中，价格受厄尔尼诺的影响相对更为明显。其中棕榈油的阶段性规律最为突出：在4轮强厄尔尼诺发生年，棕榈油价格有3次下跌，平均下跌10.7%；并在随后一年则4次全部上涨，平均涨幅达到29.1%。大豆、玉米和小麦的价格受厄尔尼诺影响相对偏弱，更多体现为区域减产与全球供给对冲后的综合结果。4轮强厄尔尼诺发生年，三类谷物价格均下跌，平均跌幅分别为12.5%、15.5%和18.3%，后续年份则涨跌不一。

表2：历史强厄尔尼诺复盘显示商品表现显著分化，产区供给较为集中的品种对厄尔尼诺的价格响应明显

厄尔尼诺事件发生年份	峰值ONI	代表性农业生产变化	事件不同阶段商品价格表现	大豆	玉米	小麦	原糖	棕榈油	鱼粉	橡胶
1982—1983年	+2.1℃	澳大利亚小麦产量由1981年的1636万吨降至1982年的888万吨，同比**下降46%**	1982.6-1983.5	-11.1%	-5.3%	-11.4%	-47.2%	-25.0%	-6.8%	-7.1%
		南非玉米产量由1982年的878万吨降至1983年的440万吨，同比**下降50%**	1983.6-1984.5	30.6%	28.4%	9.4%	22.0%	77.5%	19.9%	21.9%
		1983年马来西亚棕榈油产量同比**下降14%**	1984.6-1985.5	-19.0%	-13.1%	-1.2%	-50.9%	-11.7%	-31.2%	-25.4%
1997—1998年	+2.4℃	1998年南非玉米产量同比**下降24%**	1997.6-1998.5	-11.2%	-20.6%	-18.8%	-3.6%	8.7%	17.5%	-33.4%
		1998年马来西亚棕榈油产量**下降8%**	1998.6-1999.5	-19.7%	-15.3%	-23.1%	-33.0%	4.4%	-17.8%	-19.8%
		1998年阿根廷大豆、玉米产量分别**增长70%和25%**	1999.6-2000.5	-5.9%	-5.2%	-4.8%	-19.0%	-42.0%	-25.1%	-4.0%
2015—2016年	+2.6℃	2016年南非玉米产量同比**下降23%**	2015.6-2016.5	-12.3%	-5.6%	-12.3%	-11.1%	-11.7%	-11.7%	-18.0%
		2016年马来西亚棕榈油产量**下降13%**	2016.6-2017.5	6.2%	-4.8%	-13.1%	39.8%	15.6%	-4.4%	37.3%
		2016年阿根廷玉米产量同比**增长18%**	2017.6-2018.5	-0.6%	0.5%	9.5%	-28.5%	-6.9%	2.8%	-13.5%
2023—2024年	+2.0℃	2024年南非玉米产量同比**下降22%**	2023.6-2024.5	-15.5%	-30.3%	-30.8%	17.0%	-14.9%	6.7%	12.0%
		2024年巴西大豆、玉米产量分别**下降5.0%和13%**	2024.6-2025.5	-22.9%	-6.9%	-6.7%	-16.7%	19.0%	-8.1%	30.1%
		2024年阿根廷大豆、玉米产量分别**增长93%和39%**，包含前期拉尼娜干旱后的低基数修复	2025.6-2026.5	2.9%	2.2%	-0.5%	-20.4%	1.5%	9.6%	-4.9%

资料来源： NOAA、FAOSTAT、世界银行、开源证券研究所

KYSEC

2.1 厄尔尼诺或在2026年末达到强度高位，2027年作物供给风险上升

本轮厄尔尼诺对中国农业的传导沿国内生产与进口成本两条路径分阶段兑现。国内生产端，2026年夏末至秋季重点关注秋粮灌浆、成熟收获及冬小麦播种，2027年春夏则需防范北方春旱、倒春寒、长江流域持续阴雨洪涝及东北春播受阻；但由于我国天气同时受到东亚季风、西太平洋副热带高压及中高纬环流等多重因素影响，国内粮食产量方向尚不能仅依据厄尔尼诺强度作出判断。进口成本端的传导相对更为直接，天气影响进口大豆及豆粕成本，东南亚干旱或滞后影响棕榈油供给并压低天然橡胶产量，秘鲁沿岸海温变化则通过鳀鱼资源和捕捞配额影响鱼粉价格

图18：预计本轮厄尔尼诺对中国农业的传导沿国内生产与进口两条路径分阶段兑现

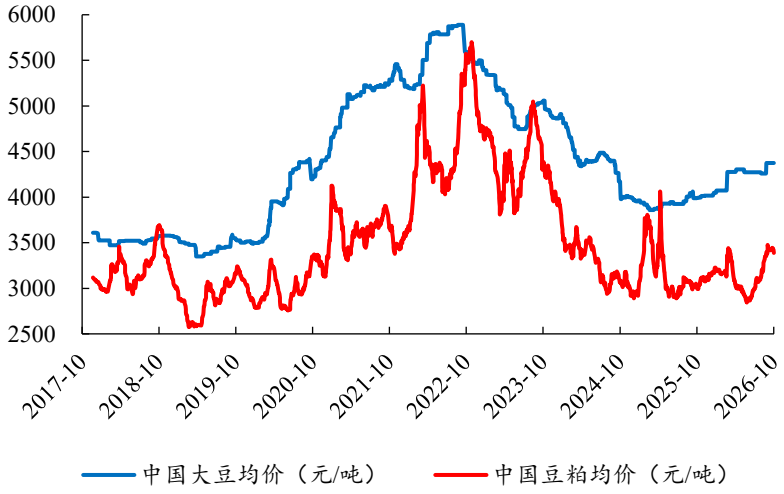


资料来源：开源证券研究所

2.2 气候扰动与原有供需格局叠加，重点作物价格弹性分化

全球大豆增产预期仍存，南美天气扰动或支撑价格，国产大豆预计区间运行。据USDA 2026年9月全球农产品供需预测，2026/27年度全球大豆产量预计为4.42亿吨（同比+3.01%），期末库存1.24亿吨（同比-1.00%），库消比约28.03%（同比-1.06pct）；其中巴西大豆产量预计达1.86亿吨，南美丰产预期仍是价格上行的主要约束。2026年末至2027年初，巴西、阿根廷大豆进入关键生长期，若厄尔尼诺相关天气影响主产区单产，国际大豆价格及我国进口成本可能上升；若丰产兑现，价格上涨空间则受到压制。价格方面，据农业农村部9月供需预测口径，预计2026/27年度国产大豆销区批发均价为4600—5000元/吨，进口大豆到岸税后均价为3700—4000元/吨。

图19：大豆价格稳步修复、豆粕低位反弹，后续关注南美天气扰动



数据来源：Wind、开源证券研究所

表3：USDA预计2026/27年全球大豆产量同比+3.01%，南美丰产预期限制价格上行

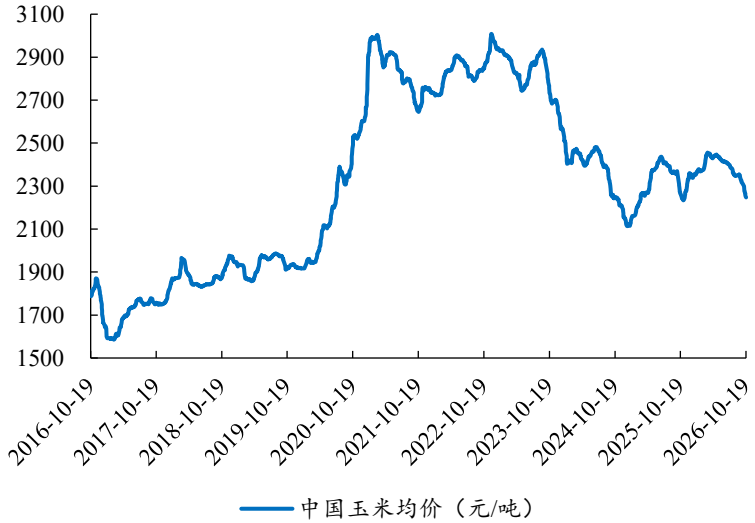
单位：百万吨	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26	2026/27	同比(%)
期初库存	98.64	93.48	101.88	115.14	125.95	125.27	-0.54%
产量	360.45	378.24	396.36	424.20	429.41	442.35	3.01%
进口	154.47	168.56	178.28	178.17	187.78	190.42	1.41%
压榨量	316.51	315.60	331.19	354.51	374.31	385.22	2.91%
国内消费总计	366.03	366.70	383.57	410.45	430.64	442.44	2.74%
出口	154.43	171.79	177.81	183.47	187.23	191.58	2.32%
期末库存	93.09	101.79	115.14	123.58	125.27	124.02	-1.00%
库存消费比	25.43%	27.76%	30.02%	30.11%	29.09%	28.03%	-3.64%

数据来源：USDA、开源证券研究所

2.2 气候扰动与原有供需格局叠加，重点作物价格弹性分化

中国玉米消费增长、库存持续下降，天气扰动下价格或维持偏强震荡。据USDA 9月全球农产品供需预测，预计2026/27年度全球玉米产量12.91亿吨（同比-3.00%），库消比20.61%（同比-2.13pct），中国玉米产量预计3.07亿吨（同比+1.91%），国内消费量3.24亿吨（同比+1.25%），期末库存由1.77亿吨降至1.65亿吨，库消比由50.97%（-4.39pct）。尽管产量继续增长，消费及库存消化仍使供需边际收紧；若后续实际产量或质量受天气影响，价格上行弹性可能进一步增强。价格方面，农业农村部CASDE预计2026/27年度国内玉米产区批发均价为2300—2600元/吨，玉米价格或在该区间内偏强震荡，后续重点跟踪国内新粮上市后的产量与质量、饲用消费，以及南美玉米产量预测的变化。

图20：玉米价格阶段性承压，供需边际收紧有望支撑价格中枢



数据来源：Wind、开源证券研究所

表4：USDA预计2026/27年中国玉米产量同比+1.91%，库消比-4.39pct

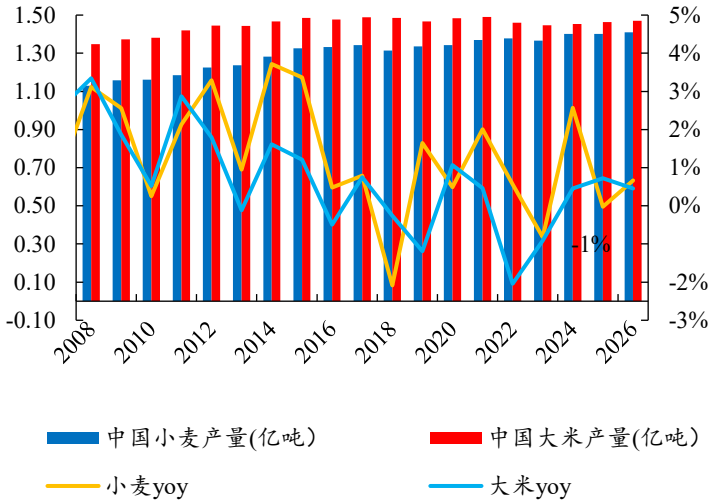
单位：百万吨	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26	2026/27	同比(%)
期初库存	205.70	209.14	206.02	211.19	191.93	177.15	-7.70%
产量	272.55	277.20	288.84	294.92	301.24	307.00	1.91%
进口	21.88	18.69	23.33	3.00	4.00	5.00	25.00%
饲料消费量	209.00	218.00	225.00	234.00	238.00	242.00	1.68%
国内消费总计	291.00	299.00	307.00	316.00	320.00	324.00	1.25%
出口	0.00	0.01	0.00	0.02	0.02	0.02	0.00%
期末库存	209.14	206.02	211.19	193.09	177.15	165.13	-6.79%
库存消费比	71.87%	68.90%	68.79%	61.10%	55.36%	50.97%	-4.39%

数据来源：USDA、开源证券研究所

2.2 气候扰动与原有供需格局叠加，重点作物价格弹性分化

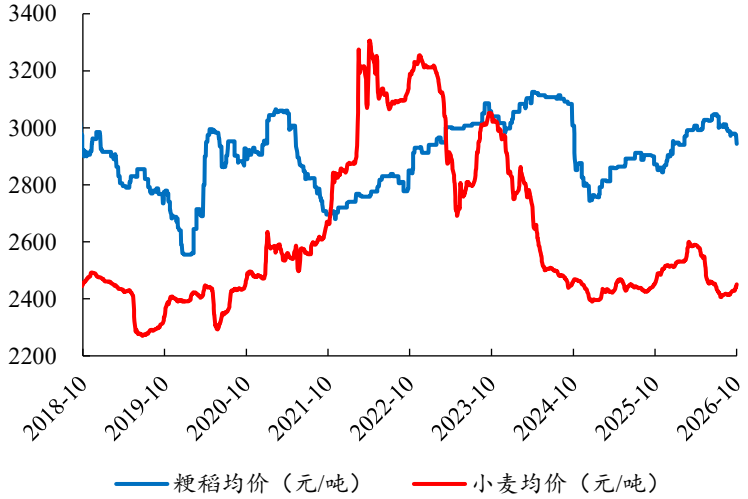
小麦价格低位修复，稻谷供给充足，政策托底下粮价或以震荡运行为主。据USDA 2026年10月供需预测，预计2026/27年度中国小麦、大米产量分别为1.41、1.47亿吨，同比+0.66%、+0.46%；小麦期末库存同比下降，大米期末库存小幅增加。截至2026年10月19日，我国小麦、粳稻现货均价分别为2450、2944元/吨，较9月末分别上涨0.92%、下降1.21%。展望后市，最低收购价政策有助于稳定市场预期，小麦库存消化或支撑价格温和修复，稻谷则在供给充足背景下维持震荡，后续关注厄尔尼诺相关天气扰动对主产区生产、粮食品质及价格的影响。

图21：2026年中国小麦、大米产量整体趋于平稳



数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：粳稻、小麦价格已跌至最低收购价附近



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3 粮食安全政策持续加码，种业振兴与单产提升协同推进

粮食稳产政策持续加码，种业支持由品种选育延伸至推广应用。种植、种业方面政策支持已从保障粮食种植面积，进一步延伸至大面积单产提升、突破性品种推广、生物育种产业化和育种知识产权保护。2026年中央一号文件及农业农村部政策强调粮油作物单产提升、突破性品种推广和生物育种产业化，稳定大豆面积，推广高油高产大豆、耐密宜机收玉米。“十五五”农业农村规划及财政政策进一步支持玉米大豆产能提升、良田良种良机良法集成和重大品种研发推广；植物新品种保护条例修订及实质性派生品种制度落地，强化育种知识产权保护。厄尔尼诺背景下，稳产需求进一步凸显。

表5：2025年以来多项政策提及粮食安全及种业振兴

政策名称	出台时间	政策内容
《乡村全面振兴规划（2024-2027年）》	2025年1月	（1）提高粮食和重要农产品供给保障水平。（2）加快核心种源技术攻关。
《中共中央 国务院关于进一步深化农村改革 扎实推进乡村全面振兴的意见》	2025年2月	（1）奋力夺取全年粮食丰收。（2）培育壮大农业科技领军企业。（3）加快种业创新攻关。
《加快建设农业强国规划（2024-2035年）》	2025年4月	（1）全方位夯实粮食安全根基，把中国人的饭碗端得更牢更稳。（2）推动种业自主创新全面突破，深入实施种业振兴行动。（3）进一步深化农业对外合作，培育农业国际竞争新优势。
《关于加强农作物品种全链条管理的若干措施》	2025年6月	（1）加快种质资源改良利用。（2）加快选育突破性新品种。（3）分区域逐步提高玉米、大豆等作物品种试验种植密度。
《永久基本农田保护红线管理办法》	2025年8月	（1）严守底线，确立保护制度（2）推进在永久基本农田上建设高标准农田（3）实事求是，设置“有条件”的优化与退出机制
2026年中央一号文件：《中共中央 国务院关于锚定农业农村现代化 扎实推进乡村全面振兴的意见》	2026年1月	（1）守牢粮食安全底线：（2）聚焦农民增收与福祉（3）深化体制机制改革创新
《加快农业农村现代化“十五五”规划》	2026年9月	（1）目标定位（2）重点任务（3）实施保障

资料来源：农业农村部、中国政府网、开源证券研究所

2.4 转基因品种储备扩容，配套标准完善推动商业化稳步推进

第三批玉米大豆转基因国审通过数量大增，转基因种植面积有望快速提升。2026年5月29日，农业农村部第四批转基因初审公示，73个转基因玉米、1个转基因大豆品种进入初审公示。本次初审公示数量保持较高量级，表明国家正在加快生物育种产业化应用。

表6：转基因玉米、大豆前三批累计审定179个品种，74个品种进入初审公示

批次	审核通过公示时间	过审情况
1	2023年12月	37个玉米、14个大豆
2	2024年10月	27个玉米、3个大豆
3	2025年9月	96个玉米、2个大豆
4	2026年5月（初审公示）	73个玉米、1个大豆

资料来源：农业农村部、开源证券研究所

2.4 转基因品种储备扩容，配套标准完善推动商业化稳步推进

转基因大豆审定品种试验表现较优，贸易扰动或强化国内推广预期。截至2026年10月，国内已有19个转基因大豆品种通过国家审定，表7中品种在各自试验条件下较对照品种增产2.5%—11.9%；2026年另有1个品种进入初审公示，尚未计入正式审定数量。中美关税扰动大豆进口的背景下，国产大豆供给保障及优良品种推广的重要性或进一步提升，国内转基因大豆推广速度或超预期，提前布局转基因大豆品种及性状的企业有望受益。

表7：截至2026年10月，合计有19个转基因大豆品种正式审定，另有1个品种进入初审公示

序号	品种名称	试验年份	平均亩产（千克）	比对照增产幅度	申请者
1	脉育 526	2020	179	5.60%	大北农
2	脉育 503	2021	200.8	2.50%	大北农
3	脉育 511	2021	214.9	11.90%	大北农
4	脉育 579	2021	211.9	10.30%	大北农
5	脉育 565	2021	208	8.30%	大北农
6	中联豆 1505	2020	184.2	8.70%	中国农业科学院作物科学研究所、黑龙江省农业科学院大豆研究所
7	中联豆 1307	2021	175.7	6.20%	中国农业科学院作物科学研究所、黑龙江省农业科学院绥化分院
8	中联豆 2825	2022	169.7	3.40%	中国农业科学院作物科学研究所、呼伦贝尔市农牧研究所
9	中联豆 2109	2021	179.8	8.60%	呼伦贝尔市农牧科学研究所、中国农业科学院作物科学研究所
10	中联豆 2041	2022	177.1	7.90%	呼伦贝尔农牧科学研究所、中国农科院作物科学研究所
11	中联豆 1309	2021	208.5	6.40%	黑龙江省农业科学院绥化分院、中国农业科学院作物科学研究所
12	中联豆 1311	2021	208.5	8.60%	黑龙江省农业科学院绥化分院、中国农业科学院作物科学研究所、黑龙江省农业科学院大豆研究所
13	中联豆 1510	2021	209	6.70%	黑龙江省农业科学院大豆研究所、中国农业科学院作物科学研究所、吉林省农业科学院
14	中联豆 1512	2022	198.8	6.50%	黑龙江省农业科学院大豆研究所、中国农业科学院作物科学研究所
15	中联豆 5046	2023	209.6	7.40%	中国农业科学院作物科学研究所
16	脉育 4003	2022	196.8	2.70%	大北农
17	中联豆 6024	2023	214.2	9.70%	河北省农林科学院粮油作物研究所、中国农业科学院作物科学研究所
18	交育1号GS	2023	198.8	4.50%	上海交通大学
19	交育7401GS	2024	200.7	5.10%	上海交通大学
20	中联豆2746GZ（初审公示）	2025年生产试验	207.6	7.00%	呼伦贝尔市农牧科学研究所、中国农科院作物所

资料来源：农业农村部、开源证券研究所

2.4 转基因品种储备扩容，配套标准完善推动商业化稳步推进

转基因检测与合规体系持续完善，生物育种商业化进程稳步推进。2024年12月，农业农村部发布转基因植物及其产品成分检测等20项国家标准；2025年，转育试验备案要求及转基因种子测定国家标准相继出台，覆盖研发试验和种子质量检测环节。2026年4月，农业农村部再发布包括ND207转化体检测方法在内的20项标准。相关规范为转基因品种研发、检测和市场推广提供了更明确的技术与合规依据，助力商业化进程稳步推进。

表8：转基因管控标准日趋完善，商业化进程有望全面提速

政策/公告名称	发布时间	发布机构	核心内容
《转基因植物及其产品成分检测》等20项国家标准	2024-12	农业农村部	规范转基因生物材料转育试验的备案流程、安全控制措施及收获物管理要求
《农业转基因生物转育试验备案工作有关要求》	2025-2	农业农村部	为转基因产品检测提供了统一、科学的技术依据
《农作物种子检验规程 第12部分：品种质量 转基因种子测定》	2025-2	国家市场监督管理总局等	规定转基因种子的测定规程，为种子质量的标准化检验提供了国家层面的技术规范
《转基因玉米和大豆种子研发与产业化的合规管理要求》	2025-10	北京平谷国家农业科技园区管理委员会	我国首个针对转基因玉米、大豆全产业链的合规管理团体标准，填补了从研发到流通系统性管理标准的空白
《转基因植物及其产品成分检测等20项标准》	2026-4	农业农村部	新增包括抗虫玉米ND207转化体检测方法在内的标准

资料来源：农业农村部、北京平谷国家农业科技园区管理委员会、开源证券研究所

2.4 转基因品种储备扩容，配套标准完善推动商业化稳步推进

粮价有望筑底，厄尔尼诺扰动与生物育种推进带来种业投资机会。政策方面，2026年中央一号文件提出深入实施种业振兴行动、推进生物育种产业化，粮食安全与种源自主可控仍是政策重点。粮价方面，（1）大豆：供需宽松程度有所收敛，预计大豆价格区间震荡运行，关注2026/27年度南美产区天气及贸易政策变化对供给和价格的影响；（2）玉米：国内供需预计总体平稳，价格或在区间内偏强震荡，厄尔尼诺背景下需关注主产区天气对产量和品质的扰动；（3）小麦、稻谷：最低收购价政策提供支撑，价格下行空间有限。**转基因方面，**玉米、大豆已审定品种持续增加，2026年新一批品种进入初审公示，叠加检测和合规标准完善，商业化推广有望稳步推进。推荐标的：隆平高科、大北农、登海种业，受益标的：敦煌种业、康农种业、秋乐种业等。

目 录

CONTENTS

1 生猪：政策与深度亏损共振推动产能去化加速，低位布局周期修复

2 种子：粮价有望筑底，厄尔尼诺扰动与生物育种推进带来种业投资机会

3 **肉牛：产能去化与进口约束共振，牛周期景气有望贯穿2027年**

4 白鸡：旺季需求有望支撑鸡价低位修复，2027年关注猪鸡共振机会

5 动保：周期回暖与产品升级共振，关注非瘟疫苗研发进展

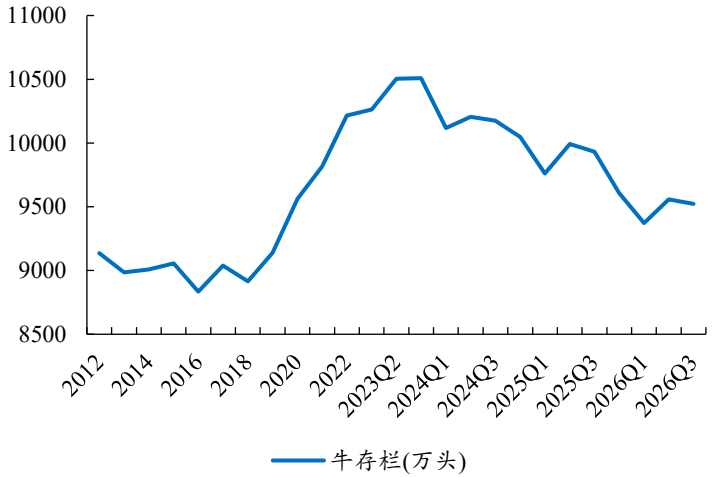
6 投资建议

7 风险提示

3.1 供给端：肉牛供给收缩已至，牛周期景气上行或贯穿2027全年

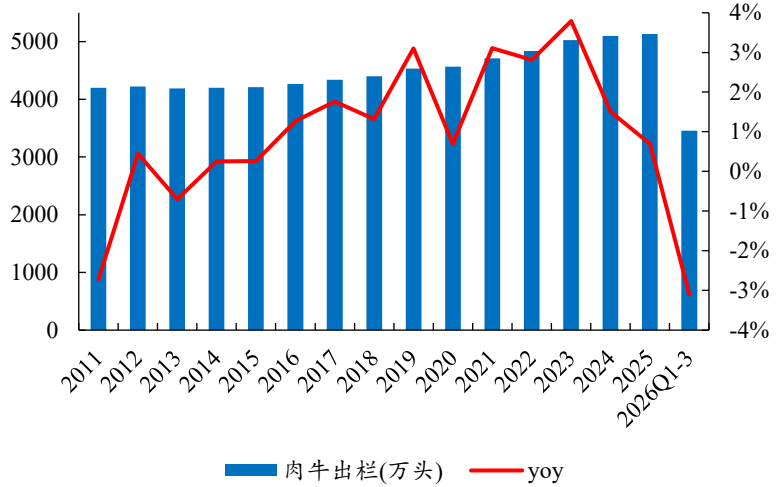
我国牛存栏继续探底，肉牛供给收缩信号显现。据国家统计局，2026Q3末我国牛存栏9523万头，同比-4.10%，环比-0.36%。从季度牛存栏数据看，我国牛存栏震荡下行，当前处于近年来低位。牛肉供给受出栏节奏及预期影响有所滞后，牛肉供给于2026年出现同比下降，2026Q1-Q3我国肉牛出栏3455万头，同比-3.1%，降幅较2026H1收窄0.7pct，牛肉产量546万吨，同比-0.7%。

图23：2026Q3我国牛存栏9523万头，环比-0.36%



数据来源：My steel、国家统计局、开源证券研究所

图24：2026Q1-3我国肉牛出栏3455万头，同比-3.1%

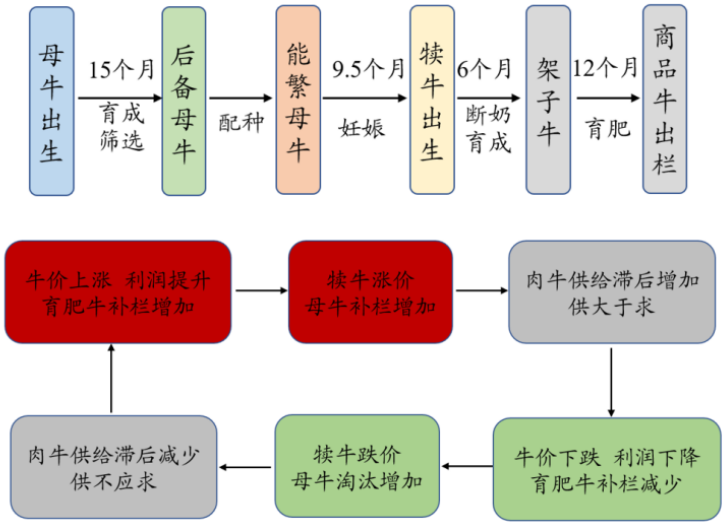


数据来源：My steel、国家统计局、开源证券研究所

3.1 供给端：肉牛供给收缩已至，牛周期景气上行或贯穿2027全年

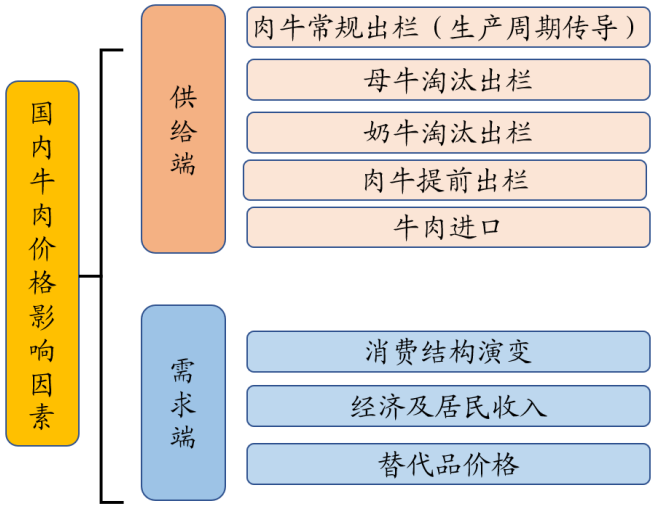
肉牛供给传导周期长达3年半，供给滞后传导，产能恢复缓慢。从肉牛生产周期看，母牛出生到商品牛出栏需3年半时间，母牛配种到商品牛出栏需2年半左右，且每头母牛每年只能产一胎，供给滞后传导且产能恢复缓慢，遵循蛛网模型。从国内牛肉价格影响因素看，供给端看，能繁母牛存栏变化、淘汰母牛出栏、奶牛淘汰屠宰、肉牛提前出栏以及进口牛肉价格及政策影响国内牛肉价格。需求方面，牛肉价格受我国肉类消费结构、居民收入及猪鸡等替代品价格影响。

图25：肉牛生产周期偏长，母牛出生到商品牛出栏需3年半左右



资料来源：开源证券研究所

图26：国内肉牛价格受生产周期传导等多重因素影响

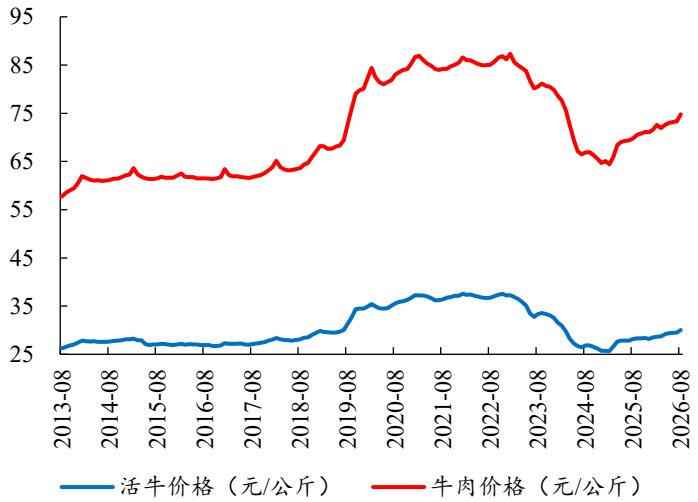


资料来源：开源证券研究所

3.1 供给端：肉牛供给收缩已至，牛周期景气上行或贯穿2027全年

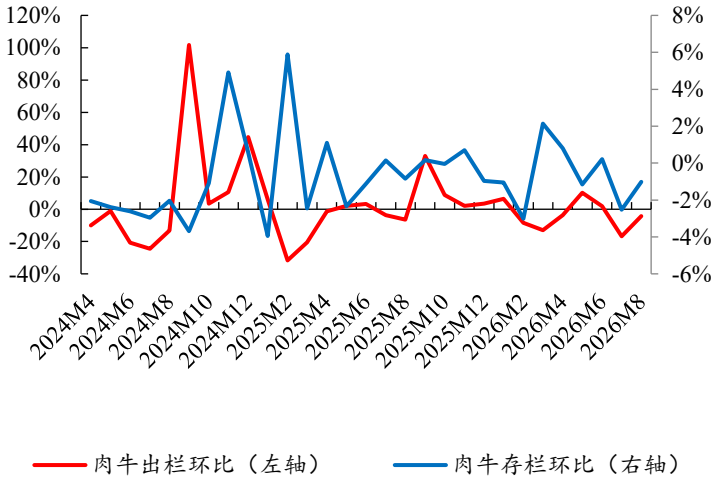
牛肉价格持续回升、肉牛存栏延续去化，供给恢复缓慢有望支撑景气贯穿2027年。2026年8月我国牛肉价格74.76元/公斤，同比+7.10%，环比+ 1.95%，价格中枢稳步抬升。供给端，2026年1—8月Mysteel样本肉牛存栏累计下降5.57%，价格回暖尚未带动样本存栏恢复，前期产能去化对后续牛源供应的约束仍在延续。考虑到从能繁母牛配种至肉牛出栏需约两年半，即使养殖收益改善推动留养及补栏增加，新增产能亦难以快速转化为有效供给。展望后市，供给恢复的较长时滞有望持续支撑牛价，预计本轮牛周期景气上行或贯穿2027年全年。

图27：肉牛供给收缩已至，价格中枢上移



数据来源：Wind、开源证券研究所

图28：2026年1-8月My steel样本肉牛存栏累计-5.57%

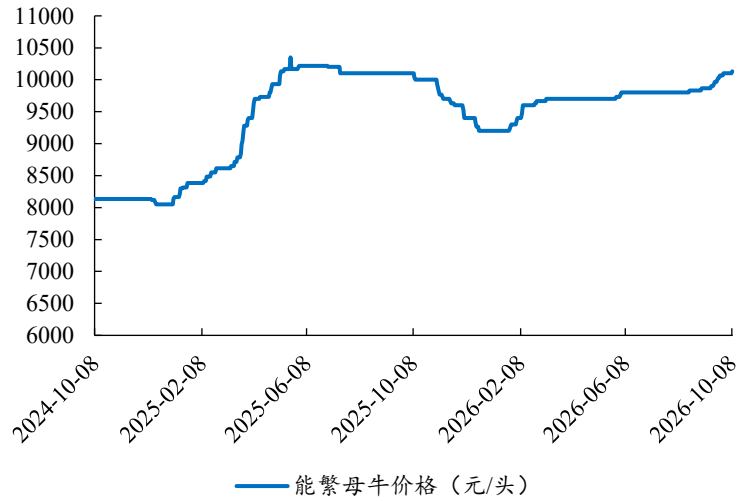


数据来源：My steel、开源证券研究所

3.1 供给端：肉牛供给收缩已至，牛周期景气上行或贯穿2027全年

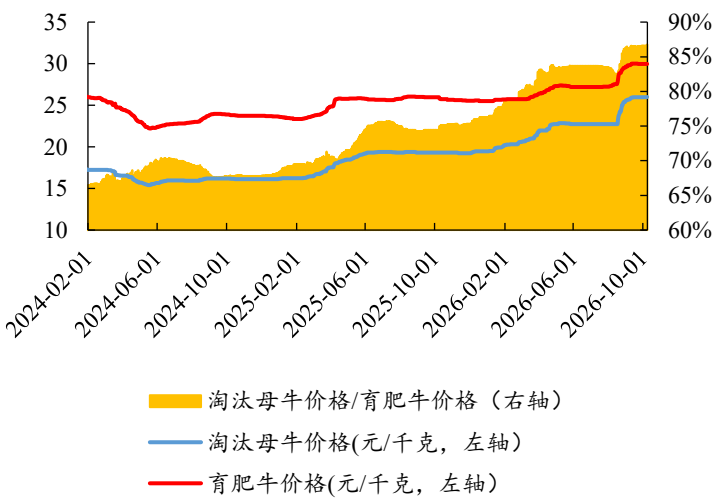
牛存栏波动下行，繁育产能去化支撑2027年牛价。据国家统计局，截至2026Q3末，全国牛存栏9523万头，同比下降4.1%，环比-0.36%，较2023Q4高位下降9.38%，牛源供给波动下行。据钢联数据，截至2026年10月8日，犊牛价格达42.31元/公斤，同比+30.75%，较育肥牛溢价12.35元/公斤；同期淘汰母牛价格占育肥牛比值升至87%。犊牛价格先行上涨、溢价持续扩大，与前期繁殖产能去化后上游牛源趋紧相符合，淘汰母牛相对价格走强亦反映其肉用价值提升。展望后市，犊牛价格坚挺有望改善繁育收益，推动母牛留养及补栏意愿增强；若母牛淘汰节奏随之放缓，将进一步减少当期牛肉供应。考虑到繁殖产能恢复至育肥牛出栏存在较长时滞，前期去化对供给的约束有望延续，为2027年牛价提供支撑。

图29：2025年以来母牛价格中枢上移



数据来源：My steel、开源证券研究所

图30：淘汰母牛价格占育肥牛价格比值抬升至高位

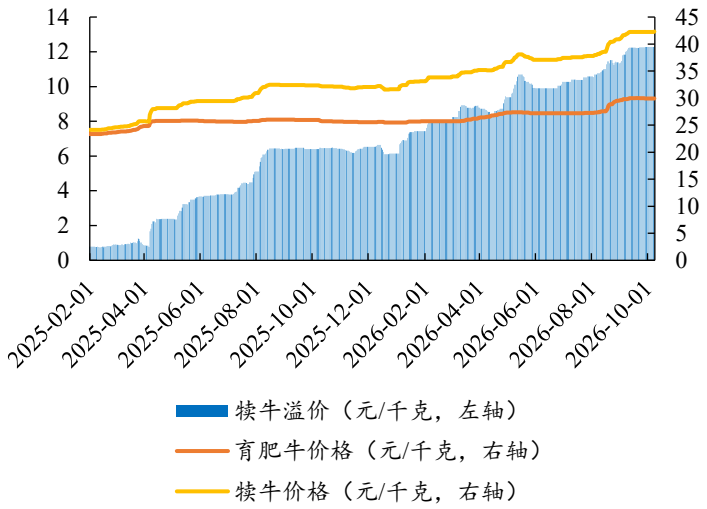


数据来源：My steel、开源证券研究所

3.1 供给端：肉牛供给收缩已至，牛周期景气上行或贯穿2027全年

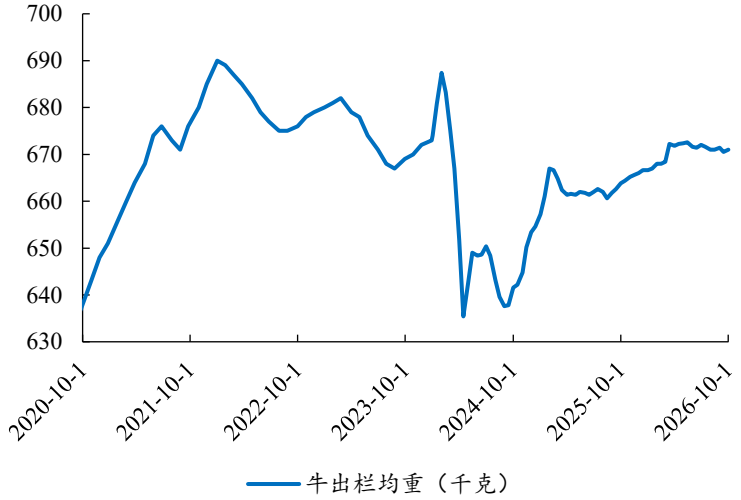
犊牛价格景气先行、溢价持续扩大，供给恢复时滞有望延续肉牛周期景气。犊牛价格作为牛周期景气先行指标，持续跑赢育肥牛价格。据钢联数据，截至2026年10月8日，犊牛价格达42.31元/公斤，同比上涨30.75%，同期育肥牛价格上涨15.41%；犊牛较育肥牛溢价扩大至12.35元/公斤，处于高位，反映上游牛源相对供需偏紧。从肉牛出栏均重看，前期养殖亏损推动低体重出栏、供给提前释放，随后均重由低位修复，2026年3月以来维持在670公斤左右，前期供给前置现象有所缓解。展望后市，若养殖户随行情改善延长育肥周期，出栏节奏后移或加重阶段性牛源偏紧；同时，考虑到母牛补栏至育肥牛出栏存在较长时滞，即使繁育收益改善，新增供给亦难以快速释放，有望为2027年牛价及周期景气持续性提供支撑。

图31：犊牛价格先行超额上涨（元/公斤）



数据来源：My steel、开源证券研究所

图32：肉牛供给趋势偏紧，出栏均重上移

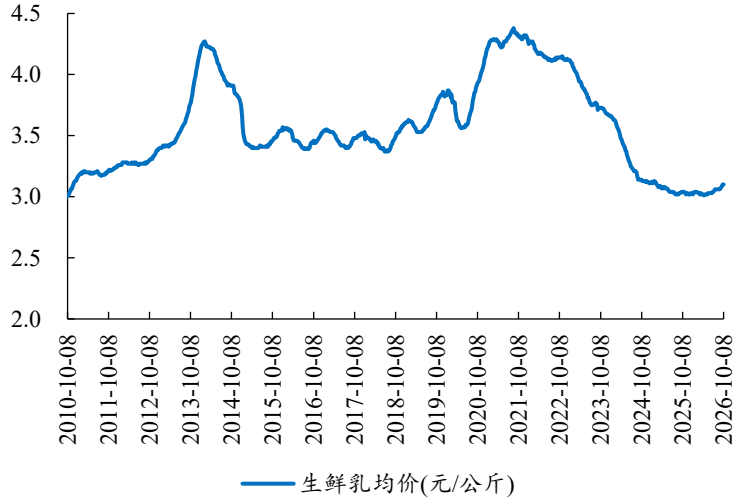


数据来源：My steel、开源证券研究所

3.1 供给端：肉牛供给收缩已至，牛周期景气上行或贯穿2027全年

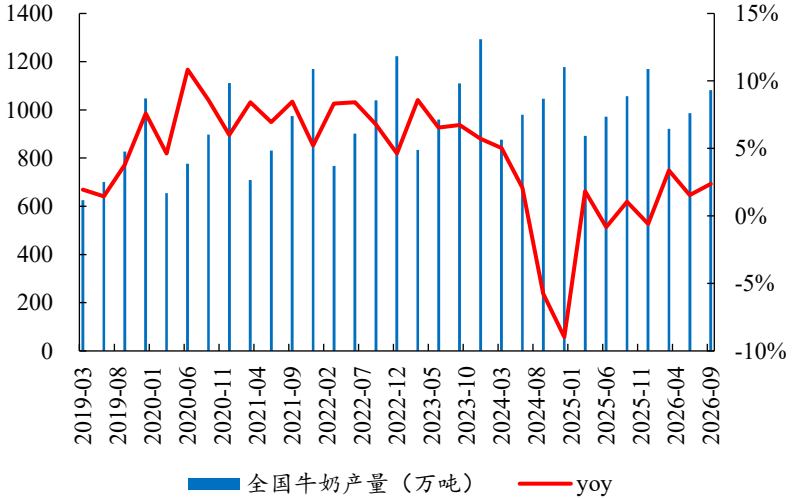
生鲜乳价格企稳回升，肉价走强有望促进低效奶牛淘汰，行业供需逐步改善。前期原奶供需失衡、养殖持续承压推动奶牛产能调整。当前牛肉价格走强将进一步传导至淘汰奶牛收购价，增强牧场淘汰低产、繁殖性能较差奶牛的意愿，加快低效产能出清。随着过剩奶源逐步消化，生鲜乳价格已开始企稳回升。截至2026年10月8日，主产省份生鲜乳平均价格为3.10元/公斤，同比+1.97%，较前期低点上涨2.99%。肉价先行上涨推动奶牛去化延续的同时，奶价已企稳开始回升，2027年牛肉、牛奶价格有望共振向上。

图33：奶价探底回升，2027年肉奶有望共振向上



数据来源：ifind、开源证券研究所

图34：牛奶产量同比回落后企稳，供给保持温和增长

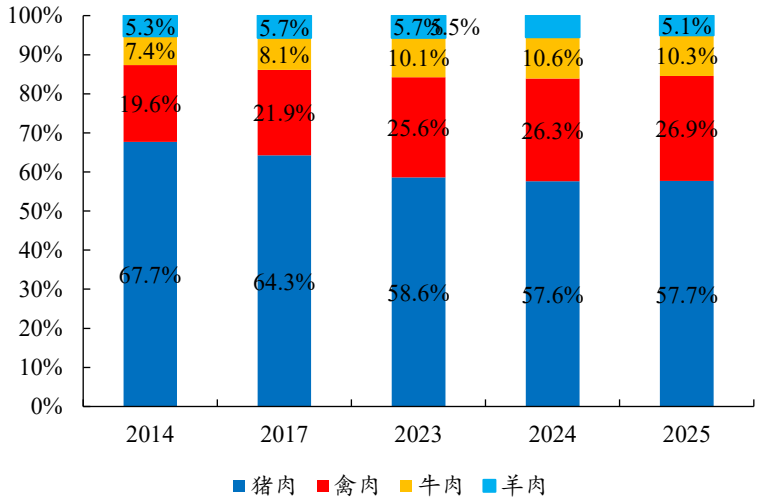


数据来源：ifind、开源证券研究所

3.2 需求端：国内牛肉消费趋势向上，其他肉类替代有限

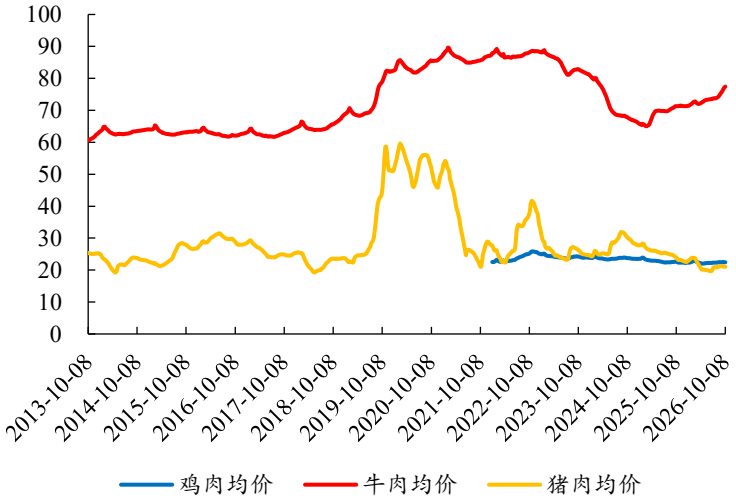
我国牛肉消费趋势向上，其他肉类对牛肉需求替代有限。据国家统计局及海关总署数据，2014-2025年我国牛肉消费占畜禽肉类消费比重由7.4%提升至10.3%，消费趋势向上。截至2026年10月8日，我国牛/猪/鸡肉均价分别为77.42、20.98、22.41元/公斤，自2025年2月末低点至2026年10月8日牛肉价格触底上行，期间牛/猪/鸡肉价格涨跌幅分别为+19.07%、-21.86%、-3.41%。从历史价格区间看，牛肉价格带远高于猪鸡肉价格带，替代效应有限，猪鸡肉价格偏弱对牛肉价格上行影响有限。

图35：我国牛肉消费占畜禽肉类消费比重趋势抬升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图36：牛肉价格带远高于猪鸡肉价格带（元/公斤）

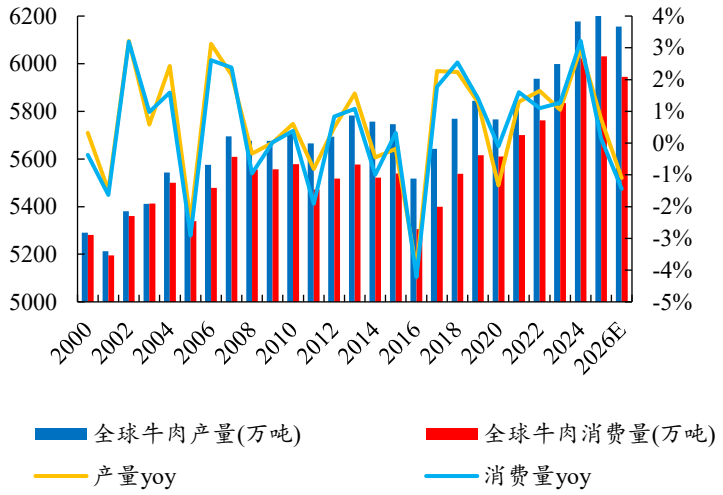


数据来源：ifind、农业农村部、开源证券研究所

3.3 进口：全球牛肉供需双降，进口保障措施强化国内牛价支撑

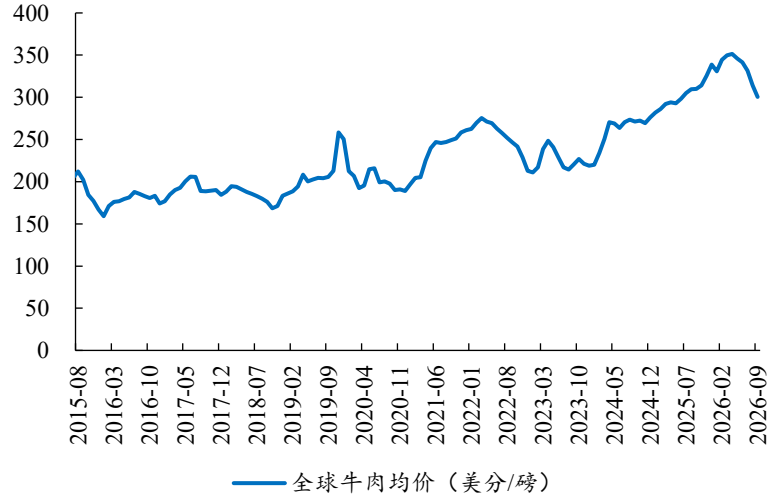
2026年全球牛肉供需双降，牛价景气上行周期中阶段性回落。据USDA，2026年全球牛肉产量预计6156.3万吨，同比-1.10%，全球牛肉消费量预计5944.6万吨，同比-1.44%，消费降幅略大于产量降幅；全球牛肉期末库存预计50.0万吨，同比-2.15%，库存延续去化。价格方面，2026年9月全球牛肉均价为300.61美分/磅，同比-3.00%，环比-4.34%，较4月高点回落14.45%，连续五个月下降。全球牛肉供给收缩及低库存仍对价格形成支撑，但消费同步走弱，牛价已由前期持续上涨转向高位调整，预计高位回落后，全球牛价将维持景气上行，后续走势仍需关注主产国供应变化及需求恢复情况。

图37：2026年预计全球牛肉供需双降



数据来源：Wind 、开源证券研究所

图38：牛价景气上行周期中阶段性回落

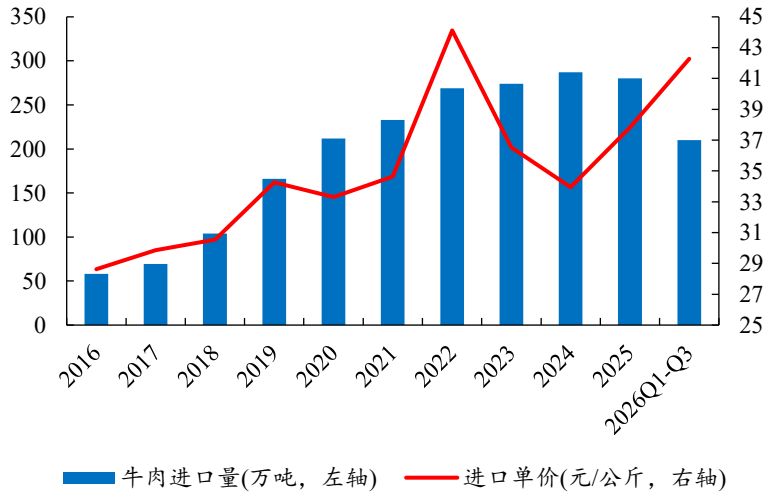


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.3 进口：全球牛肉供需双降，进口保障措施强化国内牛价支撑

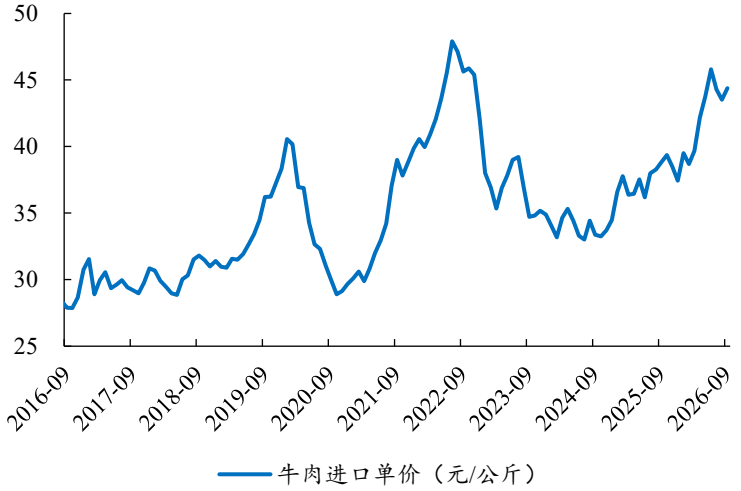
牛肉进口保障措施逐步落地，主要来源国配额用尽有望增强国内牛价支撑。据海关总署，2026Q1-Q3我国牛肉进口210万吨，同比-0.94%（H1同比+17.69%），进口均价42.27元/公斤，同比+12.46%。2025年6月以来，内外供给收缩推动进口牛肉价格持续上涨。政策方面，2026—2028年我国对进口牛肉实施国别配额管理，配额外在现行税率基础上加征55%关税。澳大利亚、巴西年度配额已用尽，分别自2026年6月20日、10月1日起加征关税。主要来源国配额耗尽推高进口成本，或抑制后续进口、缓解国内价格压力，叠加前期肉牛产能去化，有望支撑国内牛价。

图39：2026Q1-Q3我国牛肉进口单价同比+12.46%



数据来源：My steel、开源证券研究所

图40：2026年9月进口牛肉价格同比+14.31%



数据来源：My steel、开源证券研究所

3.3 进口：全球牛肉供需双降，进口保障措施强化国内牛价支撑

产能去化与进口约束共振，牛周期景气有望贯穿2027年。供给端，前期牛价低迷、养殖亏损推动产能持续去化，2026Q3末我国牛存栏同比下降4.1%，前三季度肉牛出栏及牛肉产量分别同比下降3.1%、0.7%，供给收缩逐步兑现。价格回暖尚未带动牛源供给明显恢复，犊牛价格涨幅高于育肥牛、溢价持续扩大，反映上游牛源相对偏紧。考虑到能繁母牛配种至肉牛出栏需约两年半，新增产能难以快速释放，预计本轮牛周期景气上行有望贯穿2027年。**需求端**，我国牛肉消费占肉类消费比重长期提升，消费结构改善为需求提供支撑，猪鸡肉价格偏弱背景下牛价仍持续回升，体现一定需求韧性。进口端，国际牛肉价格阶段性回落，但国内进口保障措施逐步落地，澳大利亚、巴西年度配额已用尽，配额外加征关税有望抑制后续相关货源增量，强化国内牛价支撑。看好国内肉牛周期景气的持续性，建议关注具备低成本牛源储备、养殖效率优势及出栏兑现能力的企业，同时关注奶价温和修复带来的牧场盈利改善机会。主要A股受益标的：光明肉业、紫燕食品；主要港股受益标的： 优然牧业、现代牧业、中国圣牧。

目 录

CONTENTS

1 生猪：政策与深度亏损共振推动产能去化加速，低位布局周期修复

2 种子：粮价有望筑底，厄尔尼诺扰动与生物育种推进带来种业投资机会

3 肉牛：产能去化与进口约束共振，牛周期景气有望延续至2027年

4 **白鸡：旺季需求有望支撑鸡价低位修复，2027年关注猪鸡共振机会**

5 动保：周期回暖与产品升级共振，关注非瘟疫苗研发进展

6 投资建议

7 风险提示

4.1 禽肉消费趋势向上，白鸡出栏增量明显

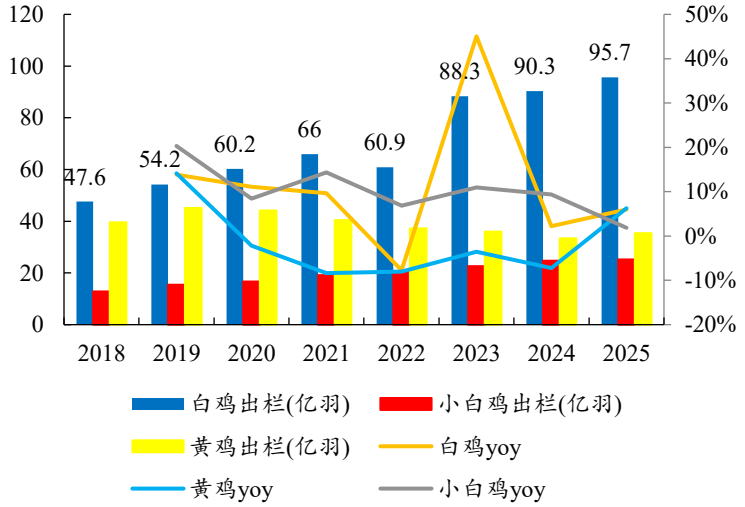
白鸡出栏稳步增长，消费韧性十足。我国肉鸡消费主要包括白羽鸡、黄羽鸡和肉杂鸡，2025年我国肉鸡出栏量达156.35亿只，其中白羽肉鸡占比达61.21%。2020年以来我国生猪供给逐步恢复背景下，白鸡出栏仍呈增长态势，具有较强需求韧性，2025年我国白羽肉鸡出栏95.70亿羽，同比+5.97%。

图41：2025年白羽肉鸡占我国肉鸡总出栏比重达61.21%

品种	白羽鸡	黄羽鸡	肉杂鸡
			
出栏量（亿羽）	95.70	35.42	25.23
出栏占比（%）	61.21%	22.65%	16.14%
养殖周期（天）	38-42	60/90/120	42
出栏均重（公斤）	2.0-2.5	2.0	1.5
料肉比	1.7:1	2.5:1	1:7:1
品种来源	美国	中国	中国
国内主产区	东北、华东、华中、华南等	广东、广西、江苏等	山东、福建、广东等
特征	• 生长速度快、体型大，鸡肉含水量高，适合西式烹饪（油炸等）； • 以分割品销售为主	• 脂肪均匀，肉质紧实细滑，适合中式烹饪（煲汤、白切等）； • 以活鸡或鲜销为主；	• 为白鸡父系与蛋鸡母系杂交品种，生长速度快，体型偏小； • 以零后整鸡销售为主；

资料来源：中国畜牧业协会禽业分会、开源证券研究所

图42：白鸡需求韧性好，出栏长期趋势向上

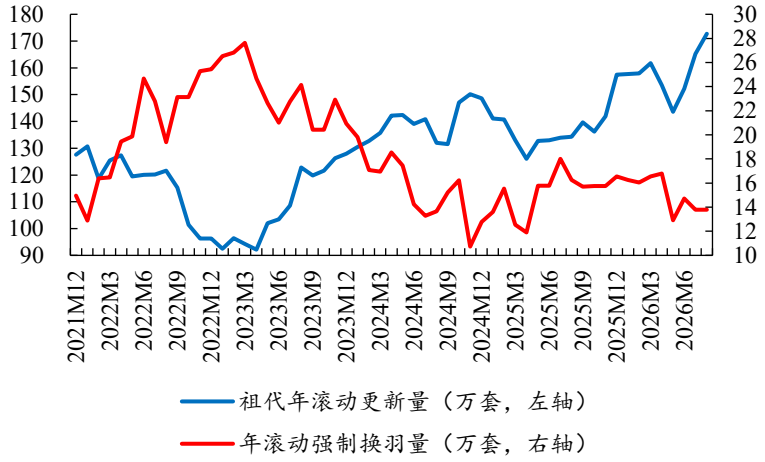


数据来源：辛翔飞等《2025年我国肉鸡产业形势分析、问题挑战与对策建议》、辛翔飞等《2024年我国肉鸡产业形势分析、问题挑战与对策建议》、中国畜牧业协会禽业分会、开源证券研究所

4.2 猪价回升预期有望带动鸡价修复，2027年关注猪鸡共振机会

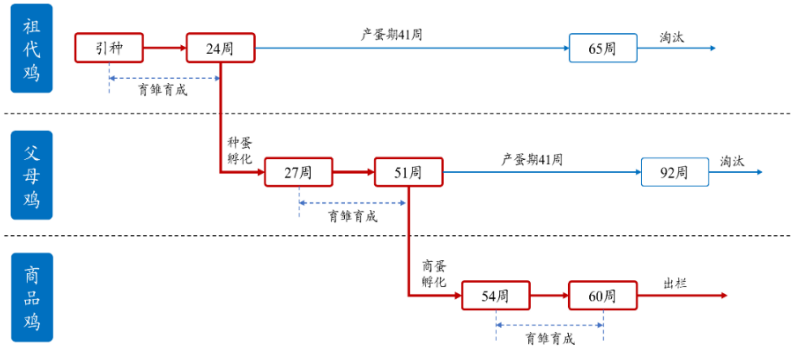
猪价回升预期有望带动鸡价修复，2027年关注猪鸡共振机会。截至2026年8月，白羽鸡祖代种鸡年滚动更新量达172.73万套，同比+28.65%，处于近年高位，强制换羽量未同步增加。按祖代更新至商品代出栏约14个月推算，前期补充产能将在2027年陆续释放，实际供给仍受生产效率、淘汰节奏及补栏意愿影响，需关注增量消化。需求端，猪价上行预期下，猪鸡替代或支撑鸡肉消费及价格，并向毛鸡、鸡苗环节传导，有望推动2027年鸡价中枢温和抬升，关注产业链景气修复机会。

图43：祖代种鸡年滚动更新量升至近年高位，强制换羽量未同步增加



数据来源：中国畜牧业协会禽业分会、开源证券研究所

图44：从祖代引种到商品代肉鸡出栏一般需60周



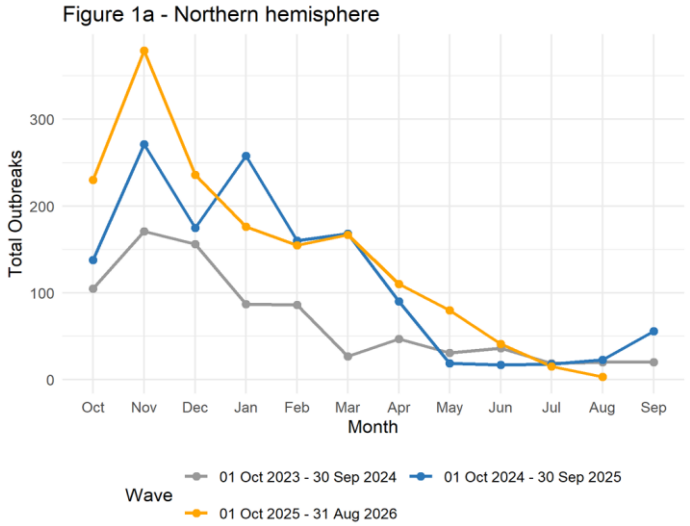
从祖代鸡引种到淘汰，对商品代出栏量的主要影响范围为60-142周

资料来源：开源证券研究所

4.3 海外疫病扰动叠加旺季需求，鸡价有望低位修复

海外禽流感进入季节性风险上升窗口，供给扰动或对后市鸡价形成预期支撑。WOAH近三个疫情季数据显示，北半球家禽高致病性禽流感秋冬季高发，均于11月达峰。2025年10月至2026年8月，全球累计报告家禽、野鸟疫情1619、7444起，野鸟疫情数量超过此前两个完整疫情季。随候鸟迁徙增加，若疫情影响我国主要种源供应地区对华供种，或扰动主要禽肉出口国生产及贸易，或通过祖代引种受限、进口减少等渠道，对国内鸡苗及鸡肉价格形成预期支撑。

图45：北半球家禽禽流感疫情呈秋冬季高发特征



资料来源：WOAH

表9：2025年10月至2026年8月期间野鸟疫情数量明显高于此前两个完整疫情季

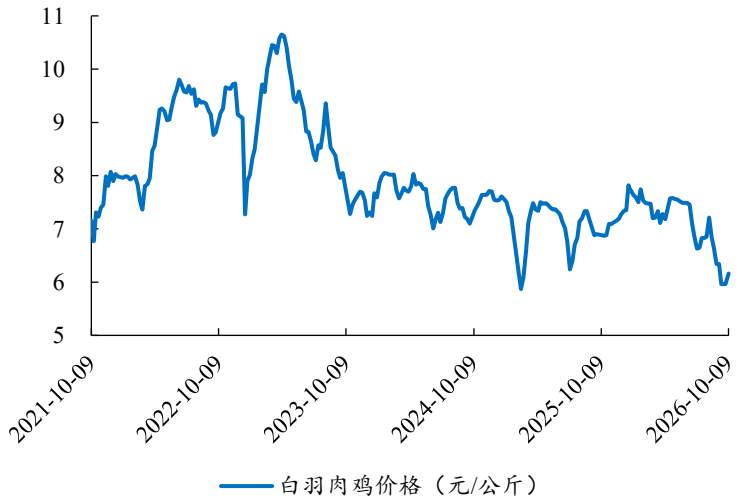
	2023年10月1日—2024年9月30日	2024年10月1日—2025年9月30日	2025年10月1日—2026年8月31日
报告家禽HPAI疫情的国家和地区数	39	51	46
家禽HPAI疫情数（起）	851	1431	1619
报告野鸟HPAI疫情的国家和地区数	55	55	59
野鸟HPAI疫情数（起）	1,076	1,926	7444

资料来源：WOAH、开源证券研究所

4.3 海外疫病扰动叠加旺季需求，鸡价有望低位修复

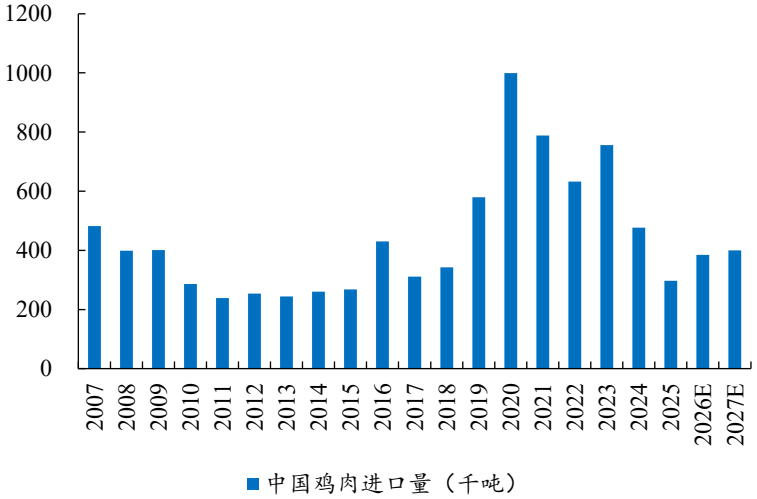
鸡肉累计进口仍低于2025年同期，旺季需求有望支撑鸡价低位修复。据海关数据，2026年1—8月我国鸡肉进口量47.64万吨，同比下降16.32%；其中8月进口量6.60万吨，环比下降1.57%、同比增长63.67%，累计进口仍低于2025年同期，但单月进口已同比回升。价格方面，白羽肉鸡价格自8月中旬以来明显回落，9月下旬低位企稳，10月初小幅反弹。截至2026年10月9日，中国主产区白羽肉鸡平均价格为6.16元/公斤，较9月30日上涨3.36%，但较8月14日仍下跌14.56%。展望后市，秋冬消费旺季有望改善需求承接，海外禽流感若影响主要出口国对华供应，或对国内鸡肉及鸡副产品价格形成额外支撑。若2027年猪价回升进一步带动鸡肉替代需求，鸡价中枢有望温和抬升。

图46：我国白羽肉鸡价格回落至近五年低位



资料来源：Wind、开源证券研究所

图47：中国鸡肉进口量预计保持相对低位

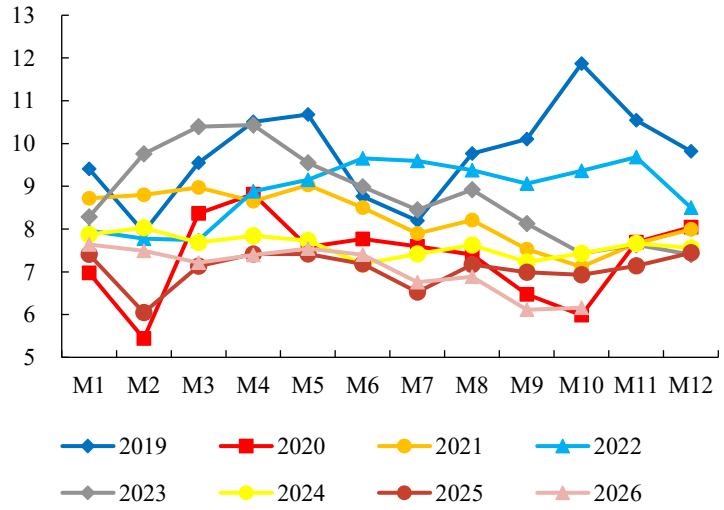


资料来源：ifind、开源证券研究所

4.4 疫病扰动叠加祖代产能收缩，渐入需求旺季投资逻辑改善

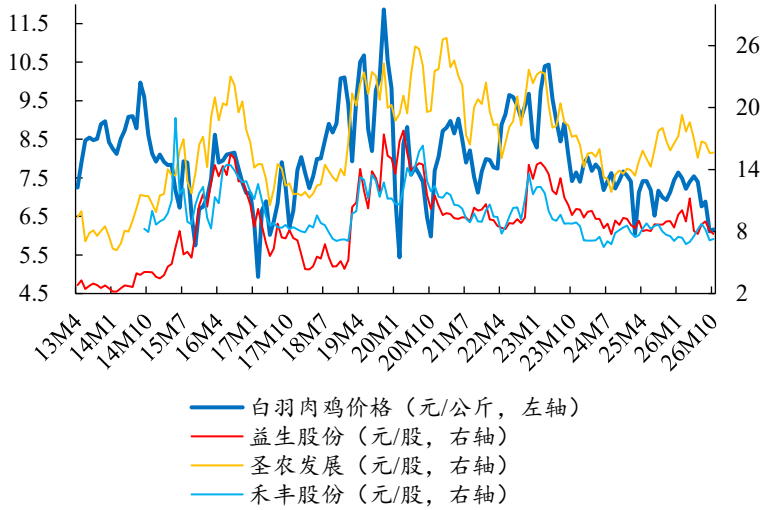
旺季需求有望支撑鸡价低位修复，2027年关注猪鸡共振机会。供给端，鸡肉累计进口量仍低于2025年同期，秋冬季海外禽流感风险上升或扰动种源及鸡肉进口。但白羽鸡祖代种鸡年滚动更新量处于近年高位，前期补充产能预计于2027年陆续释放，叠加强制换羽形成额外供给，供给增量仍待消化，制约鸡价上行弹性。需求端，白羽鸡价格回落至近五年低位后小幅修复，秋冬消费旺季有望改善需求承接。若2027年猪价回升带动鸡肉替代需求增长，鸡价中枢有望温和抬升，关注猪鸡共振下的产业链景气修复机会。推荐标的：圣农发展、禾丰股份等；受益标的：益生股份等。

图48：白羽肉鸡价格下行至历史低位区间（元/公斤）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图49：白鸡板块处于低位，投资逻辑边际改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

目 录

CONTENTS

1 生猪：政策与深度亏损共振推动产能去化加速，低位布局周期修复

2 种子：粮价有望筑底，厄尔尼诺扰动与生物育种推进带来种业投资机会

3 肉牛：产能去化与进口约束共振，牛周期景气有望贯穿2027年

4 白鸡：旺季需求有望支撑鸡价低位修复，2027年关注猪鸡共振机会

5 **动保：周期回暖与产品升级共振，关注非瘟疫苗研发进展**

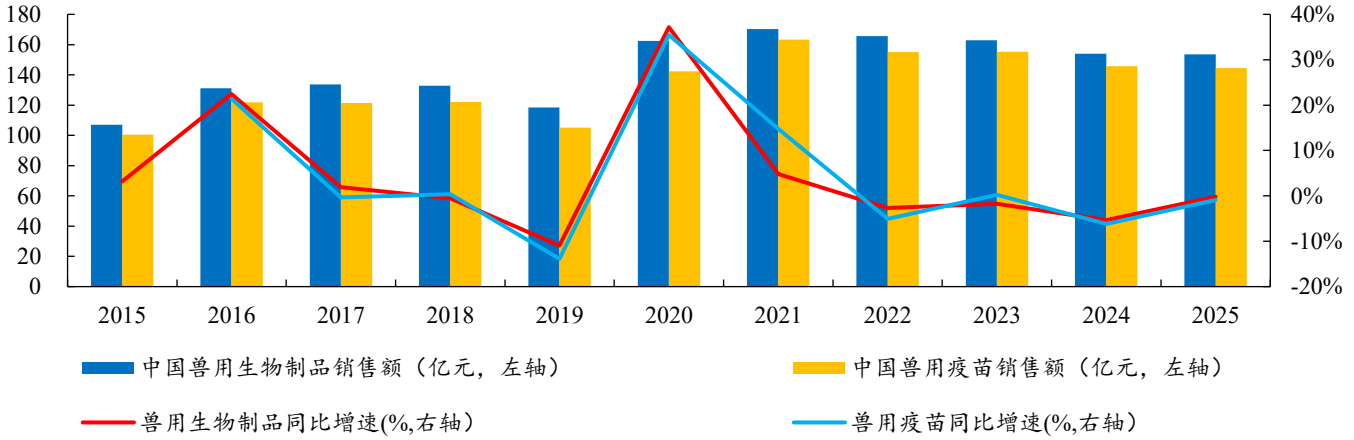
6 投资建议

7 风险提示

5.1 我国兽用疫苗市场规模超140亿，反刍宠物苗市场规模快速增长

我国兽用疫苗市场规模超140亿元，2015年以来CAGR达3.71%。据中国兽药协会数据，2025年我国兽用生物制品销售额达153.66亿元，同比-0.23%，其中兽用疫苗销售额约144.46亿元，同比-0.87%，占兽用生物制品销售额的94.01%。2015—2025年我国兽用疫苗市场规模CAGR达3.71%。

图50：2025年我国兽用疫苗规模达同比-0.87%

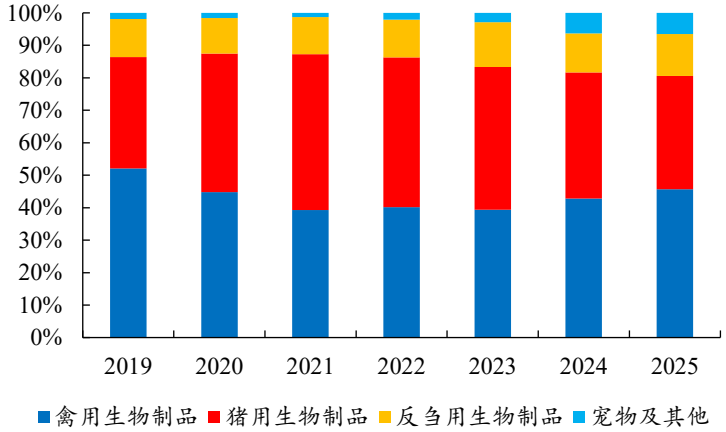


资料来源：中国兽药协会《兽药产业发展报告》、开源证券研究所

5.1 我国兽用疫苗市场规模超140亿，反刍宠物苗市场规模快速增长

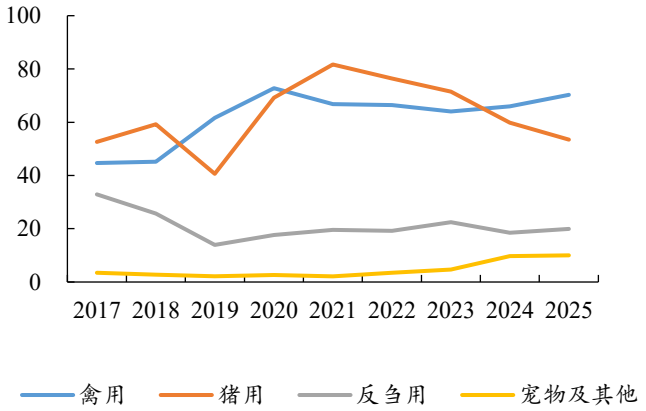
猪禽用生物制品占兽用生物制品市场规模比重超80%，反刍、禽用生物制品市场规模增速较快。从市场规模看，2025年我国猪用、禽用、反刍用生物制品销售额分别为53.51亿元、70.25亿元和19.88亿元，占比分别为34.82%、45.72%和12.94%。猪禽用生物制品合计占比达80.54%，仍是行业主要市场。反刍用生物制品市场规模同比增长7.23%，企稳回升；宠物及其他用生物制品市场规模约为10.02亿元，同比增长3.41%，占比提升至6.52%。随着养殖端疫病防控需求提升及宠物健康消费持续发展，反刍和宠物相关动保市场仍具备拓展空间。

图51：猪、禽生物制品占兽用生物制品合计超80%



资料来源：中国兽药协会《兽药产业发展报告》、开源证券研究所

图52：反刍、禽用生物制品市场规模实现增长（亿元）

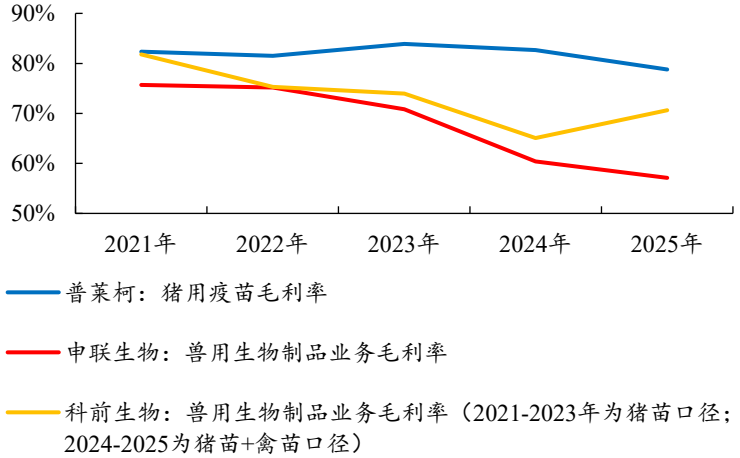


资料来源：中国兽药协会《兽药产业发展报告》、开源证券研究所

5.2 猪苗：猪周期景气修复有望带动需求改善，非瘟疫苗研发取得新进展

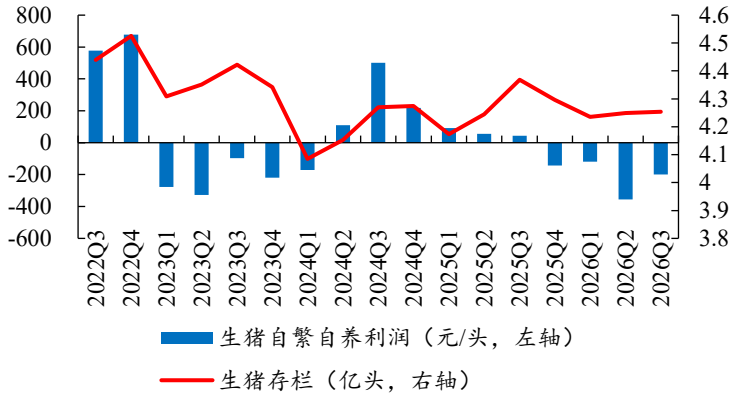
猪用疫苗行业竞争压力仍在，猪周期景气修复有望带动猪苗需求改善。2021年至2025年主要猪苗企业相关业务毛利率中枢较前期高位下移，反映行业竞争加剧、盈利承压。2017—2025年我国生猪养殖TOP20市占率由7%提升至36%。受规模场占比提升及市场参与者增多等因素影响，猪用疫苗行业竞争趋于加剧。据中国兽药协会数据，2025年我国猪用生物制品销售额为53.51亿元，较2024年的59.78亿元下降10.49%，猪苗需求仍然承压。2026年生猪养殖亏损及政策端收紧推动产能持续去化，截至2026年9月末，全国能繁母猪存栏3602万头，同比下降10.7%。随着前期产能去化逐步向商品猪出栏传导，2027年生猪供需格局有望改善，养殖盈利修复将增强养殖场疫苗采购能力，推动猪苗需求及产品结构改善，具备产品和技术优势的龙头企业有望率先受益。

图53：行业竞争加剧，头部动保企业猪苗相关业务毛利率中枢下移



资料来源：ifind、开源证券研究所

图54：2026Q3生猪自繁自养延续亏损，生猪存栏同比下降

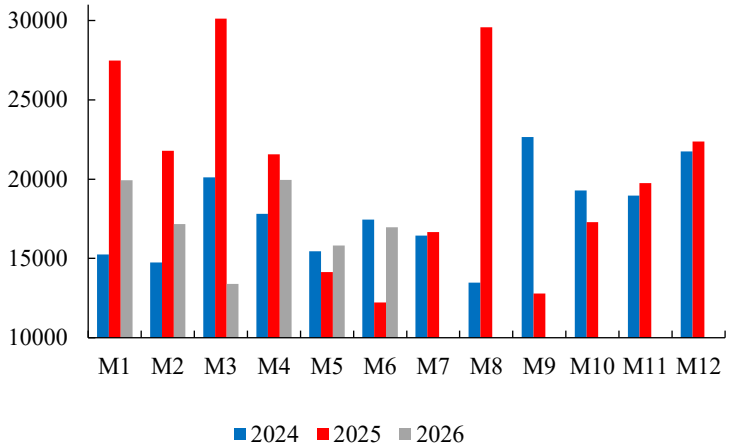


资料来源：ifind、开源证券研究所

5.2 猪苗：猪周期景气修复有望带动需求改善，非瘟疫苗研发取得新进展

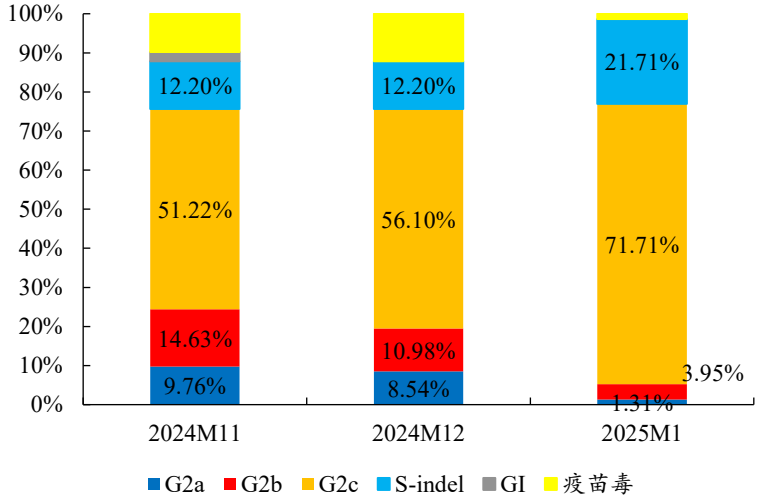
猪流行性腹泻病毒再变异，行业创新龙头竞争占优。据农业农村部，2024年12月以来猪流行性腹泻发病居高不下，2025年全年发病数同比+15.18%，2026Q2发病数同比+10.01%。腹泻病毒发病率高叠加毒株变异，据科前生物，新毒株PEDV G2c对新生仔猪死亡率更高，易造成仔猪全群死亡、导致母猪流产率提高、商品猪同样易感染。科前样本2025年1月PEDV G2c发病基因分型占比高达71.71%。猪流行性腹泻病毒变异增加养户防控难度且带来市场增量新需求，行业技术创新龙头竞争占优。

图55：2026Q2我国猪流行性腹泻发病数同比+10.01%（只）



资料来源：农业农村部、中国猪业公众号、开源证券研究所

图56：科前样本2025年1月PEDV G2c发病基因分型占比高达71.71%

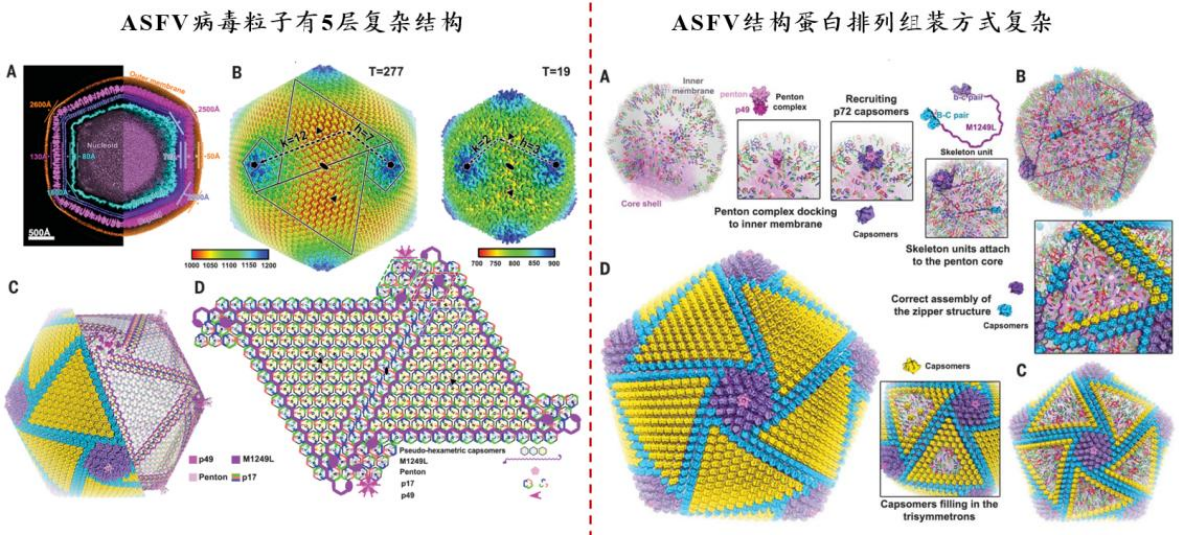


资料来源：科前生物、猪场动力网、开源证券研究所

5.2 猪苗：猪周期景气修复有望带动需求改善，非瘟疫苗研发取得新进展

非瘟疫苗研发持续取得进展，生物股份新兽药注册申请获受理。非洲猪瘟病毒结构复杂、基因组庞大，疫苗研发难度较大。生物股份与中科院生物物理所等单位联合研发的非洲猪瘟亚单位疫苗，两轮攻毒试验保护率及各项数据符合评价要求，已完成母猪安全性验证，新兽药注册申请于2026年10月15日披露获农业农村部受理。普莱柯于10月12日公告，其与中农科院兰州兽研所等单位联合研发的同类疫苗获批开展临床试验。非洲猪瘟疫苗有望为猪用疫苗市场带来增量，具备研发先发优势的生物股份有望受益，后续关注注册审批及商业化进展。

图57：非瘟病毒结构复杂，疫苗研发难度大

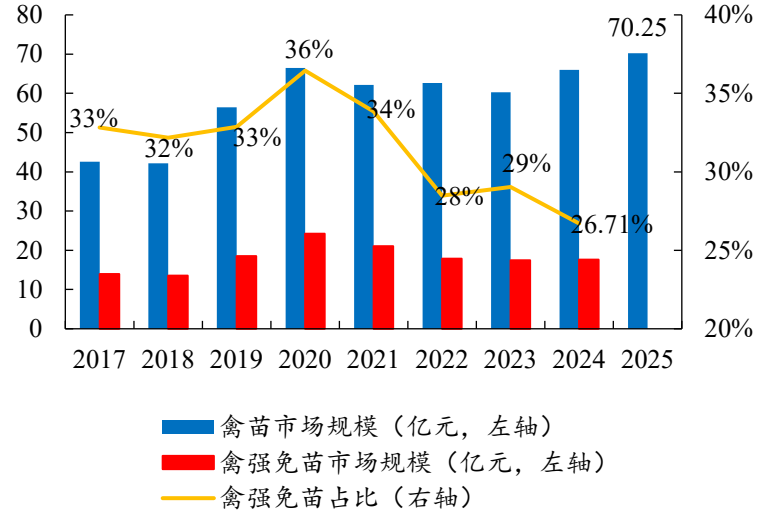


资料来源：Nan Wang etal《Architecture of African swine fever virus and implications for viral assembly》

5.3 禽苗：禽苗市场稳步扩容，下游养殖需求呈现分化

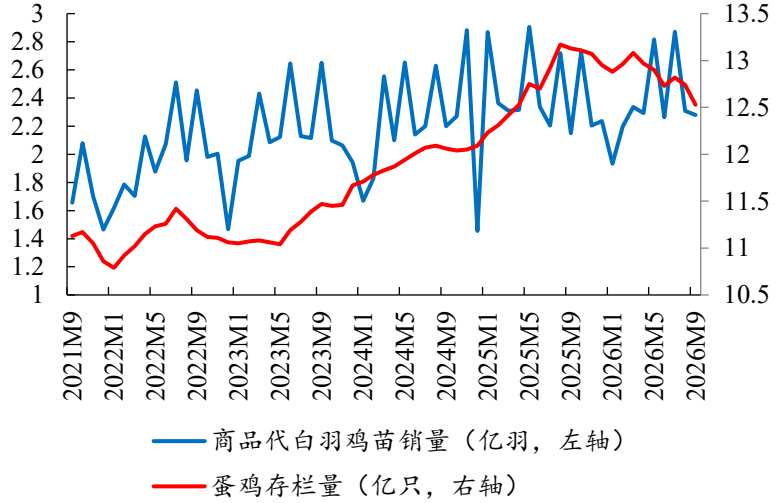
家禽养殖规模扩张支撑禽苗需求，蛋鸡存栏回落或制约增量。2025年我国禽用生物制品市场规模达70.25亿元，同比+6.44%。2021年以来，蛋鸡存栏及商品代白羽鸡苗销量中枢整体上移，为禽用疫苗需求提供支撑；2026年起蛋鸡存栏下降，蛋禽免疫需求或有所收缩，但白羽肉鸡苗销量中枢抬升有望形成部分对冲，禽苗需求整体仍有支撑，后续需关注蛋鸡补栏及肉鸡苗销量变化。

图58：2025年我国禽苗市场规模达70.25亿元



资料来源：中国兽药协会《兽药产业发展报告》、开源证券研究所

图59：近年来蛋鸡存栏及商品代白羽鸡苗销量中枢上移

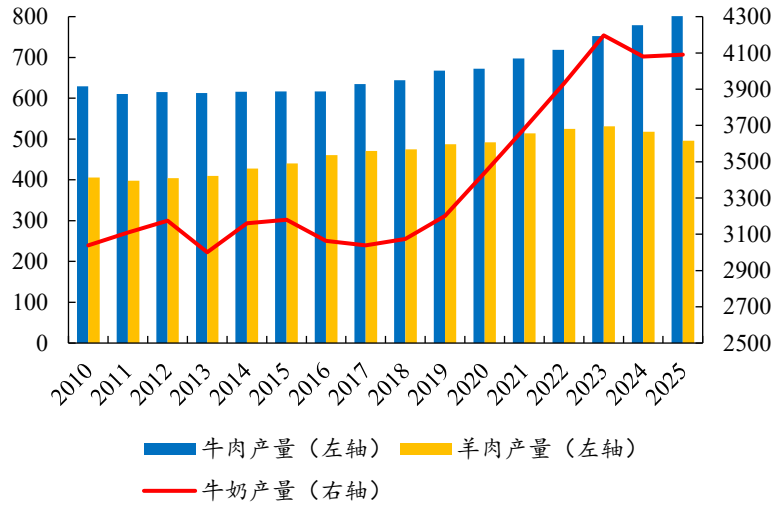


资料来源：钢联数据、开源证券研究所

5.4 反刍苗：疫病防控筑牢需求基础，牛周期上行支撑反刍苗景气

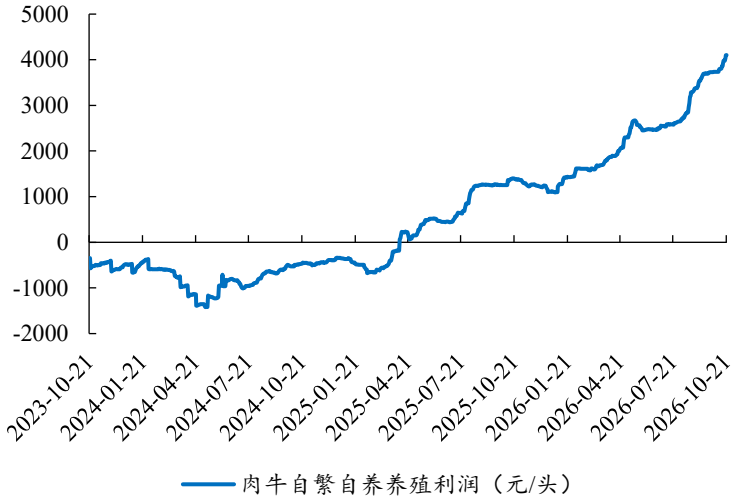
反刍疫病防控需求叠加肉牛养殖盈利改善，共同支撑反刍苗景气修复。牛羊养殖及乳业规模为反刍疫苗提供需求基础，人畜共患疫病防控进一步强化免疫需求。2026年南非1型（SAT1）口蹄疫疫情发生后，相关紧急免疫及含SAT1组分疫苗推广有望带动反刍苗需求与产品升级。从养殖周期看，2024年肉牛养殖深度亏损推动产能去化，2025年春节后自繁自养利润逐步回升，截至2026年10月21日达到4101.91元/头，养殖现金流改善有望提升场户防疫投入意愿，支撑反刍苗景气度，同时盈利改善向补栏及存栏恢复传导仍需时间。

图60：我国牛肉、牛奶产量整体趋势上行（万吨）



资料来源：钢联数据、ifind、开源证券研究所

图61：2025年春节后肉牛周期反转向上

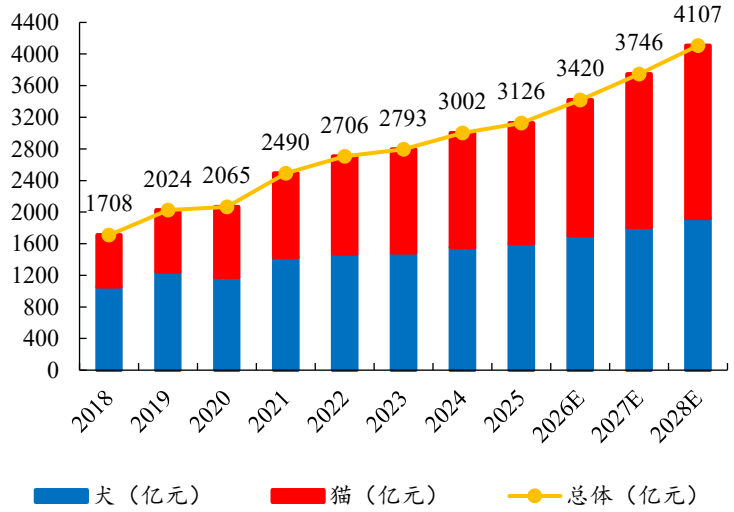


资料来源：My steel、开源证券研究所

5.5 宠物苗：需求中长期扩容，国产替代打开成长空间

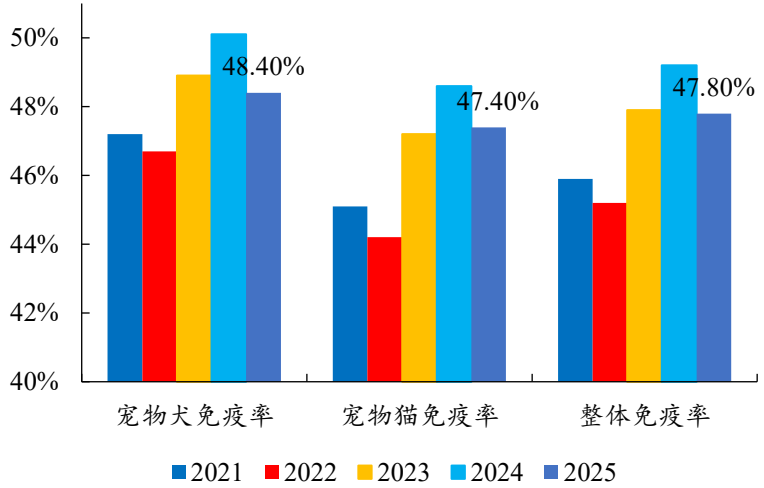
宠物疫苗需求具备中长期增长空间，国产替代有望打开国内企业成长空间。2025年我国宠物（猫犬）消费市场规模达3126亿元，同比+4.13%，2018-2025年CAGR达9.02%，其中宠物疫苗消费占比2.5%，对应市场规模约78亿元，宠物消费市场规模提升、猫犬免疫覆盖率仍有较大提升空间以及国产疫苗替代共同驱动宠物疫苗市场扩容，先发布局的技术创新龙头持续推出高质量新品，竞争占优。

图62：2025年我国宠物消费市场规模达3126亿元



资料来源：《中国宠物行业白皮书》、开源证券研究所

图63：犬猫免疫覆盖率仍有提升空间

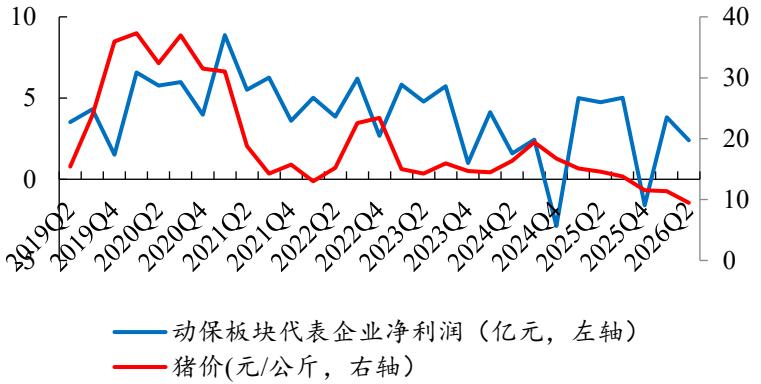


资料来源：《中国宠物行业白皮书》、开源证券研究所

5.6 周期景气修复叠加非瘟疫苗研发推进，动保板块投资价值有望提升

周期修复有望改善经营，创新疫苗拓展成长空间。猪苗方面，行业竞争压力仍在，2026年养殖亏损推动能繁母猪去化，随着去化影响逐步向供给端传导，2027年养殖盈利有望修复，改善防疫投入、中高端疫苗需求及动保企业回款。流行性腹泻病毒变异强化疫苗升级需求；据生物股份披露，其非洲猪瘟亚单位疫苗新兽药注册申请已获农业农村部受理，关注后续审批及商业化进展。禽苗方面，家禽养殖规模支撑免疫需求，蛋鸡存栏回落或制约增量；反刍苗方面，疫病防控需求及肉牛养殖盈利改善有望支撑景气修复；宠物苗方面，养宠规模增长及免疫渗透率提升空间支撑长期需求，国产替代带来国内企业份额增长机会。关注周期修复与创新疫苗催化，重点关注生物股份、科前生物、普莱柯等企业。

图64：动保板块业绩有望随猪价回暖同步改善



数据来源：ifind、开源证券研究所

注：动保板块代表企业选取金河生物、绿康生化、瑞普生物、中牧股份、生物股份、普莱柯、申联生物、科前生物、永顺生物

图65：动保板块当前估值处相对低位，具备配置价值



数据来源：ifind、开源证券研究所

目 录

CONTENTS

1 生猪：政策与深度亏损共振推动产能去化加速，低位布局周期修复

2 种子：粮价有望筑底，厄尔尼诺扰动与生物育种推进带来种业投资机会

3 肉牛：产能去化与进口约束共振，牛周期景气有望贯穿2027年

4 白鸡：旺季需求有望支撑鸡价低位修复，2027年关注猪鸡共振机会

5 动保：周期回暖与产品升级共振，关注非瘟疫苗研发进展

6 投资建议

7 风险提示

6 投资建议

生猪：政策与深度亏损共振推动产能去化加速，低位布局周期修复。推荐标的：牧原股份、温氏股份、德康农牧、天康生物、巨星农牧、新希望；受益标的：神农集团等。

种子：粮价有望筑底，厄尔尼诺扰动与生物育种推进带来种业投资机会。推荐标的：隆平高科、大北农、登海种业，受益标的：敦煌种业、康农种业、秋乐种业等。

肉牛：产能去化与进口约束共振，牛周期景气有望贯穿2027年。推荐标的：华统股份；主要A股受益标的：光明肉业、紫燕食品；主要港股受益标的：优然牧业、现代牧业、中国圣牧。

白鸡：旺季需求有望支撑鸡价低位修复，2027年关注猪鸡共振机会。推荐标的：圣农发展、禾丰股份等；受益标的：益生股份等。

动保：周期景气修复叠加非瘟疫苗研发推进，动保板块投资价值有望提升。推荐标的：生物股份、科前生物、普莱柯等。

表10：重点推荐公司盈利预测与估值（收盘价截至2026年11月3日）

公司代码	公司名称	评级	EPS				PE			
			收盘价（元）	2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
002714.SZ	牧原股份	买入	43.0100	2.68	-1.52	3.94	5.75	15.1	-	10.3	7.0
300498.SZ	温氏股份	买入	16.6100	0.79	-0.58	1.34	2.18	20.0	-	11.8	7.3
2419.HK	德康农牧	买入	56.5000	3.69	-3.22	9.73	13.87	20.5	9.7	4.5	4.1
002840.SZ	华统股份	买入	7.8200	-0.17	-0.70	0.70	1.16	-	-	10.5	6.4
002100.SZ	天康生物	买入	8.1900	0.15	-0.32	0.55	0.83	51.1	-	14.3	9.5
603477.SH	巨星农牧	买入	14.5700	0.06	-2.28	1.46	3.12	231.1	-	9.2	4.3
000876.SZ	新希望	买入	7.0600	-0.36	-0.60	0.49	0.92	-	-	13.8	7.4
002385.SZ	大北农	买入	2.9700	-0.15	-0.16	0.21	0.28	-	-	14.5	10.6
000998.SZ	隆平高科	买入	8.0100	0.11	0.20	0.25	0.28	78.2	43.3	35.1	31.2
002041.SZ	登海种业	买入	8.5500	0.10	0.27	0.89	0.22	97.1	63.9	52.9	49.2
002299.SZ	圣农发展	买入	17.0900	1.11	0.97	1.16	1.39	14.4	16.5	13.8	11.5
603609.SH	禾丰股份	买入	6.3300	0.06	0.29	1.04	1.23	110.5	22.1	6.2	5.2
600201.SH	生物股份	买入	11.9900	0.09	0.24	0.35	0.46	133.1	49.4	34.5	26.1
688526.SH	科前生物	买入	11.5100	0.90	0.76	0.89	1.00	12.8	15.2	12.9	11.5
603566.SH	普莱柯	买入	9.3200	0.53	0.52	0.62	0.70	17.4	18.0	15.0	13.4

数据来源：ifind、开源证券研究所

注：德康农牧、大北农、登海种业、生物股份、科前生物、普莱柯EPS、PE(X) 为ifind一致预期，其余公司EPS、PE(X) 为开源证券研究所预测值

目 录

CONTENTS

1 生猪：政策与深度亏损共振推动产能去化加速，低位布局周期修复

2 种子：粮价有望筑底，厄尔尼诺扰动与生物育种推进带来种业投资机会

3 肉牛：产能去化与进口约束共振，牛周期景气有望贯穿2027年

4 白鸡：旺季需求有望支撑鸡价低位修复，2027年关注猪鸡共振机会

5 动保：周期回暖与产品升级共振，关注非瘟疫苗研发进展

6 投资建议

7 风险提示

7 风险提示

宏观经济下行，动物疫病风险，极端天气影响，行业竞争加剧等。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4中高风险，因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现20%以上；
	增持（Outperform）	预计相对强于市场表现5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（Underperform）	预计相对弱于市场表现5%以下。
行业评级	看好（Overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（Underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及
的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮箱：research@kysec.cn
北京：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮箱：research@kysec.cn
深圳：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮箱：research@kysec.cn
西安：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮箱：research@kysec.cn

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及
的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮箱：research@kysec.cn
北京：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮箱：research@kysec.cn
深圳：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮箱：research@kysec.cn
西安：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮箱：research@kysec.cn