投资策略

行业研究

证券研究报告

超配（维持）

# 估值低位 布局边际改善

大消费行业 2027 年投资策略

2026 年 11 月 17 日

**分析师：魏红梅**
SAC 执业证书编号：
S0340513040002
电话：0769-22119462
邮箱：whm2@dgzq.com.cn

**分析师：谢雄雄**
SAC 执业证书编号：
S0340523110002
电话：0769-22110925
邮箱：
xiexiongxiong@dgzq.com.cn

**研究助理：陈姿倩**
SAC 执业证书编号：
S0340125070028
电话：0769-22119430
邮箱：
chenziqian@dgzq.com.cn

**相关报告**

## 投资要点：

- **行情回顾：** 2026年1-10月申万一级行业中，仅煤炭、石油石化、银行录得正收益，其中煤炭涨幅第一，上涨22.55%；石油石化和银行涨幅均在10%以内；大消费行业中，家用电器、医药生物、食品饮料、农林牧渔、美容护理、商贸零售等均录得负收益，分别下跌9.0%、9.4%、11.6%、19.7%、27.2%和32.2%，大消费行业走势较弱。截至2026年10月31日，申万一级行业中消费类行业估值均低于近十年均值。

- **农业：**生猪养殖方面，关注能繁母猪去化进程及传导至生猪供给方面，随着生猪供给的减少，生猪价格有望逐步止跌企稳，生猪养殖盈利有望逐步改善，关注具备成本优势、规模优势的生猪养殖龙头。宠物方面，出口有望保持回升，国内市场仍有较大扩容空间，宠物食品、宠物用品等细分市场规模有望保持较快增长，国内市场集中度依然较低，优质国产龙头仍然有望受益。

- **医药生物行业：**在政策端国家将生物医药定位为新兴支柱产业，审评审批提速、医保谈判降幅收窄、集采规则优化并豁免高端创新药，叠加定价新政落地，行业由控费转向扶优，创新药产业链商业化预期明显改善；产业端ADC、双抗、GLP-1、小核酸等前沿技术持续突破，国产药企全球竞争力增强、BD出海授权快速放量，叠加CXO产业链配套成熟、产能充足，有效提升研发效率并优化成本；市场端医保、商保、惠民保等多层次支付体系不断完善，叠加人口老龄化与慢病刚需支撑，创新药院内院外渠道可及性持续提升、产品加速放量；估值端板块历经长期调整处于历史低位，与行业战略地位和成长潜力形成明显错配，伴随企业业绩修复与临床数据密集催化，具备较强估值修复弹性。

- **食品饮料行业：**白酒方面，动销偏弱、批价分化，散瓶飞天批价1670元/瓶相对坚挺但已自9月高点回落，普五800元/瓶创2020年5月以来新低；板块PE TTM 22.64倍、处于近十年25.3%分位，向下空间有限，建议关注分红确定性强的高端龙头与持续提份额的区域龙头。零食方面，渠道重构带来结构性机会，量贩门店加密后竞争转向供应链效率与单店质量，会员店成为打造大单品的重要渠道，行业修复主要来自利润率改善，建议关注量贩渠道龙头、具备大单品能力的制造型品牌及单店模型修复的传统品牌。

- **积极关注消费龙头低位布局机会。**目前消费行业估值大多处于近十年相对低位，部分行业分红率较高。行业景气度有望逐步改善，关注消费龙头低位布局机会。

- **风险提示：**疫病暴发，价格下行，市场竞争加剧，政策风险等。

本报告的风险等级为中风险。
本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。
请务必阅读末页声明。

# 目 录

1. 2026 年行情回顾 ..... 5
1.1 消费行业走势较弱 ..... 5
1.2 估值较低 ..... 5
1.3 股息率相对较高 ..... 6
2. 农业 ..... 6
2.1 生猪养殖 ..... 6
2.1.1 能繁母猪产能去化有望逐步传导至生猪 ..... 6
2.1.2 生猪价格有望逐步回升 ..... 7
2.1.3 生猪饲料成本可控 ..... 7
2.1.4 生猪养殖盈利有望逐步回升 ..... 11
2.2 宠物 ..... 11
2.2.1 我国宠物食品出口同比有所回升 ..... 11
2.2.2 国内宠物市场有望保持较快增长 ..... 12
2.2.3 我国宠物产业集中度还较低 ..... 13
3. 医药生物 ..... 14
3.1 创新药 ..... 14
3.1.1 政策不断优化，全链条支持创新药发展 ..... 14
3.1.2 同质化竞争逐步改善，行业创新生态显著优化 ..... 15
3.1.3 国内创新药出海步伐不断加快，迈入全球化 2.0 时代 ..... 16
3.2 AI 制药 ..... 17
3.2.1 顶层设计与监管配套同步落地，AI 制药获得“制度性入场券” ..... 17
3.2.2 效率优势已被临床数据验证，行业从算法叙事进入节点叙事 ..... 17
3.2.3 BD 授权收入快速放量，商业模式向“首付款+里程碑+销售分成”演进 ..... 18
3.3 医疗器械 ..... 19
3.3.1 人口老龄化持续加速，全球医疗器械市场保持稳定增长 ..... 19
3.3.2 设备更新等政策加速我国医疗器械市场扩容 ..... 20
3.3.3 国家鼓励优质医疗资源扩容下沉和区域均衡布局带动医疗器械需求 ..... 21
3.3.4 科技赋能医疗产业数字化转型 ..... 22
4. 食品饮料 ..... 22
4.1 白酒 ..... 22
4.1.1 人口老龄化持续加速，全球医疗器械市场保持稳定增长 ..... 22
4.1.2 白酒批价走势分化，普五创阶段新低 ..... 22
4.1.3 酒企多措并举，提振市场信心 ..... 23
4.1.4 政务用酒强化，市场结构性分化 ..... 25
4.1.5 白酒板块加速出清，降幅明显收窄 ..... 26
4.1.6 估值处于历史相对低位 ..... **错误！未定义书签。**
4.2 零食 ..... 26
4.2.1 我国休闲零食行业市场规模稳步增长 ..... 26
4.2.2 新渠道加速扩容，传统品牌承压分化 ..... 27
4.2.3 零食板块业绩阶段性承压后修复 ..... 27
5. 投资策略 ..... 28
6. 风险提示 ..... 29

# 插图目录

图 1：2026 年 1 月 1 日-2026 年 10 月 31 日申万一级行业涨幅（%） ..... 5
图 2：申万一级行业 PE（TTM）与近十年 PE（TTM）均值进行对比 ..... 5
图 3：申万一级行业平均股息率（%） ..... 6
图 4：能繁母猪存栏环比增减（%） ..... 6
图 5：能繁母猪存栏（万头） ..... 6
图 6：生猪存栏量期末值（万头） ..... 7
图 7：生猪出栏量累计同比及期末存栏量同比（%） ..... 7
图 8：全国外三元生猪价格（元/公斤） ..... 7
图 9：猪肉平均批发价（元/公斤） ..... 7
图 10：我国生猪饲料市场平均价格（元/公斤） ..... 8
图 11：我国主要猪饲料产品月度均价（元/公斤） ..... 8
图 12：我国玉米现货价（元/吨） ..... 8
图 13：我国豆粕现货价（元/吨） ..... 8
图 14：自繁自养生猪养殖利润（元/头） ..... 11
图 15：外购仔猪养殖利润（元/头） ..... 11
图 16：我国零售包装的狗食或猫食饲料出口额累计值及其同比增速（万美元，%） ..... 11
图 17：我国零售包装的狗食或猫食饲料出口数量累计值及其同比增速（吨，%） ..... 11
图 18：中国城镇宠物猫数量（万只） ..... 12
图 19：中国城镇宠物犬数量（万只） ..... 12
图 20：中国城镇宠物（犬猫）消费市场规模（亿元） ..... 12
图 21：中国宠物家庭户数渗透率（%） ..... 13
图 22：我国养宠渗透率与欧美日相比（%） ..... 13
图 23：中国单只宠物犬年均支出（元） ..... 13
图 24：中国单只宠物猫年均支出（元） ..... 13
图 25：2023 年我国宠物行业企业集中度（%） ..... 14
图 26：2017-2024 年创新药 IND 和 NDA 批准量情况 ..... 16
图 27：2001-2025 年中国人口出生率及人口老龄率 ..... 19
图 28：2020-2030 年全球医疗器械市场规模及预测 ..... 20
图 29：飞天茅台 2026 年散装批价（元/瓶） ..... 23
图 30：八代普五批价（元/瓶） ..... 23
图 31：国窖 1573 批价（元/瓶） ..... 23
图 32：重点白酒公司股息率（%） ..... 24
图 33：2012 年与 2024 年我国白酒消费结构（%） ..... 25
图 34：2021-2026Q3SW 白酒板块营业总收入与增速（亿元，%） ..... 26
图 35：2021-2026Q3SW 白酒板块归母净利润与增速（亿元，%） ..... 26
图 36：2020-2030 年我国零食行业市场规模与增速（十亿元，%） ..... 26
图 37：2021-2026Q3SW 零食板块营业总收入与增速（亿元，%） ..... 28
图 38：2021-2026Q3SW 零食板块归母净利润与增速（亿元，%） ..... 28

# 表格目录

表 1：美国农业部 2026 年 11 月全球玉米供需平衡表（百万吨） ..... 9
表 2：2026 年 11 月中国玉米供需平衡表 ..... 9

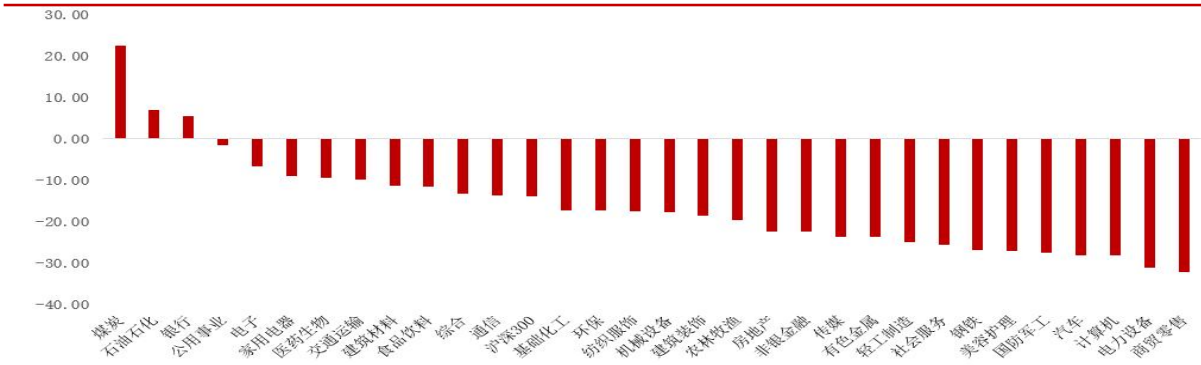
表 3：美国农业部 2026 年 11 月全球大豆供需平衡表（百万吨） ..... 10
表 4：2026 年 11 月中国大豆供需平衡表 ..... 10
表 5：我国 2025 年以来支持创新药发展的政策 ..... 14
表 6：2025 年以来支持 AI 制药发展的主要政策 ..... 17
表 7：国内 AI 制药代表性管线进度 ..... 18
表 8：2026 年以来国内 AI 制药代表性对外授权交易概况 ..... 18
表 9：我国 2022 年以来推动医院建设的政策 ..... 20
表 10：我国 2023 年以来推动优质医疗资源扩容下沉政策 ..... 21
表 11：2025 年下半年以来重点白酒上市公司回购股份方案 ..... 23
表 12：2025 年下半年以来重点白酒上市公司股东增持股份公告 ..... 24
表 13：部分白酒上市公司发布分红回报规划与调整公告 ..... 24
表 14：重点公司盈利预测及投资评级（2026/11/16） ..... 29

# 1. 2026 年行情回顾

## 1.1 消费行业走势较弱

**消费行业走势较弱。**2026 年 1-10 月，申万一级行业中，仅煤炭、石油石化、银行录得正收益，其中煤炭涨幅第一，上涨 22.55%；石油石化和银行涨幅均在 10%以内；大消费行业中，家用电器、医药生物、食品饮料、农林牧渔、美容护理、商贸零售等均录得负收益，分别下跌 9.0%、9.4%、11.6%、19.7%、27.2%和 32.2%，大消费行业走势较弱。

图 1：2026 年 1 月 1 日-2026 年 10 月 31 日申万一级行业涨幅（%）

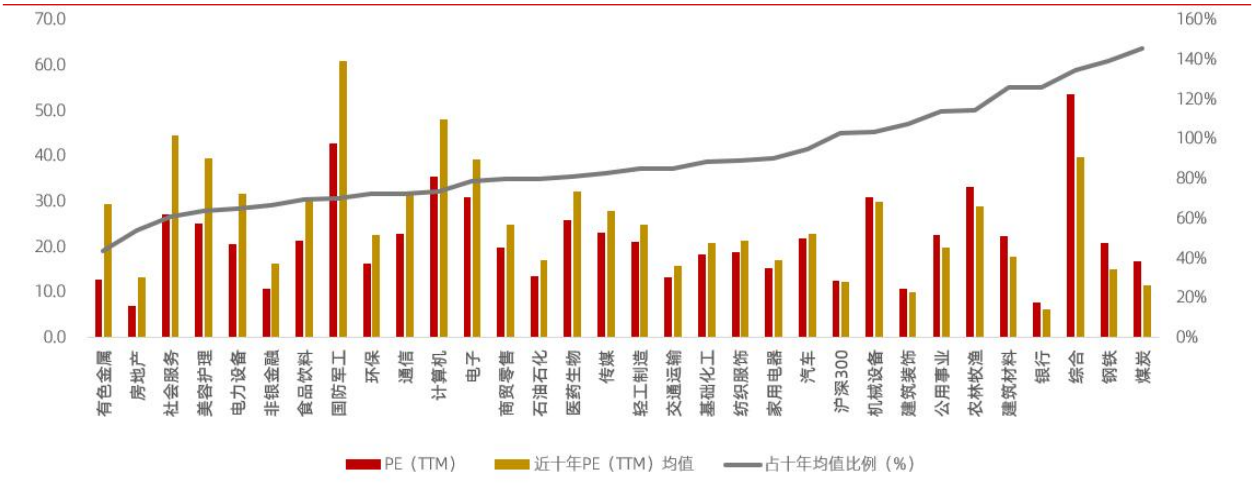



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

## 1.2 估值较低

**估值较低。**截至 2026 年 10 月 31 日，申万一级行业中消费类行业估值均低于近十年均值。其中，家用电器、商贸零售、食品饮料、美容护理、医药生物行业 PE（TTM）分别为 15.3 倍、19.8 倍、21.5 倍、25.2 倍、25.7 倍，分别处于其近十年 PE（TTM）均值的 90%、80%、69%、39.5%、80%；农林牧渔 PB（MRQ）约为 2.19 倍，处于近十年 PB（MRQ）均值的 69%。

图 2：申万一级行业 PE（TTM）与近十年 PE（TTM）均值进行对比

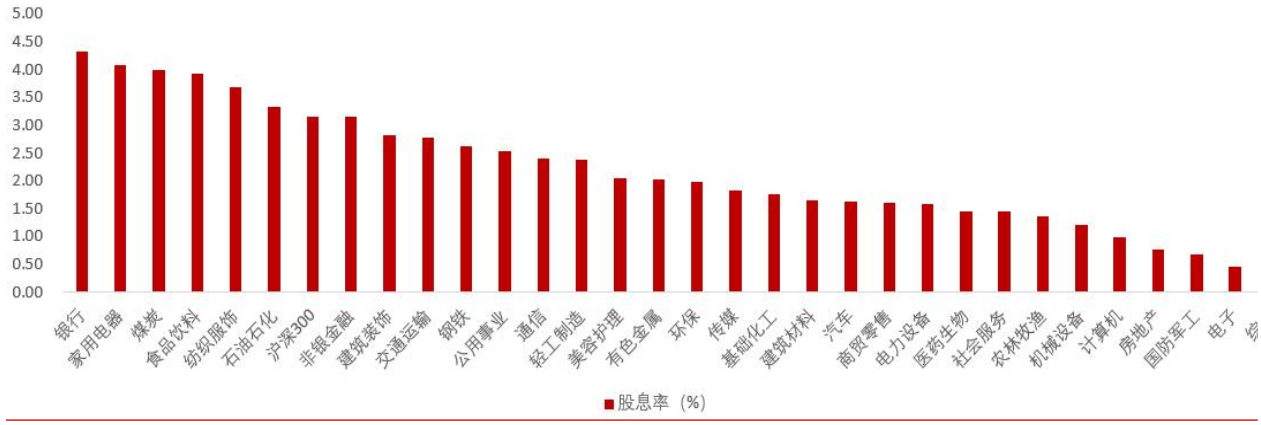



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

### 1.3 股息率相对较高

**股息率相对较高。**截至 2026 年 10 月 31 日，申万家用电器行业平均股息率约为 4.08%，略低于申万银行业，居申万一级行业第二；申万食品饮料行业平均股息率 3.92%；申万美容护理平均股息率约为 2.06%；申万医药生物、农林牧渔平均股息率分别为 1.46%和 1.37%。

图 3：申万一级行业平均股息率（%）




资料来源：iFinD，东莞证券研究所

## 2. 农业

### 2.1 生猪养殖

#### 2.1.1 能繁母猪产能去化有望逐步传导至生猪

**能繁母猪存栏量持续去化。**本轮能繁母猪存栏量去化自 2024 年 12 月开始。截至 2026 年 9 月末，我国能繁母猪存栏量约为 3602 万头，较 2024 年 11 月末去化了 478 万头，去化比例约为 11.7%；9 月末能繁母猪存栏量是正常保有量 3750 万头的 96.1%，仍处于产能调控绿色区域（即正常保有量的 92%～103%）目前我国能繁母猪存栏量仍处于历史相对高位，未来仍有较大去化空间。

图 4：能繁母猪存栏环比增减（%）




资料来源：iFinD ，东莞证券研究所

图 5：能繁母猪存栏（万头）




资料来源：iFinD ，东莞证券研究所

**2026 年前三季度我国生猪供给同比有所增长，预计 2027 年我国生猪供给有望逐步回**

**落。**2026 年前三季度我国生猪出栏量 53739 万头，同比增长 1.4%。其中 2026 年 Q1、Q2 和 Q3，我国生猪出栏量分别为 20026 万头、17220 万头和 16493 万头，分别同比增长 2.82%、0.45%和 0.73%。根据我国能繁母猪存栏量变化情况进行推算，预计 2027 年我国生猪出栏量有望逐步回落。

图6：生猪存栏量期末值（万头）




数据来源：iFinD，东莞证券研究所

图7：生猪出栏量累计同比及期末存栏量同比（%）

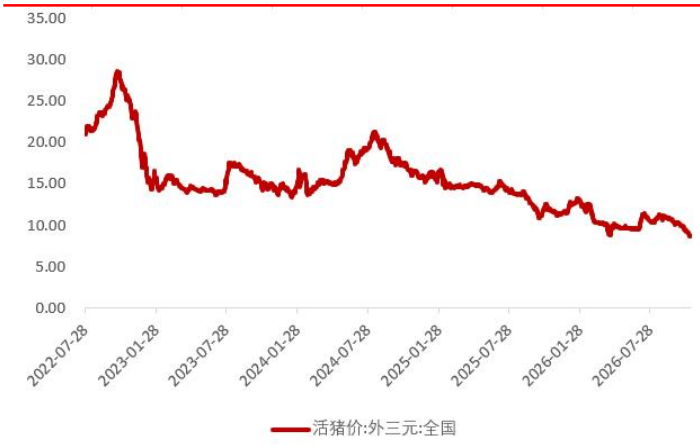



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

### 2.1.2 生猪价格有望逐步回升

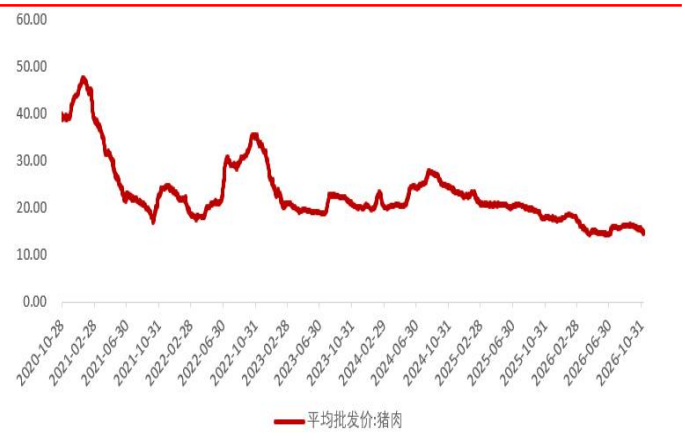
**预计生猪价格有望逐步回升。**2026 年 1-11 月（2026 年 1 月 1 日-2026 年 11 月 10 日），我国生猪价格先回落至年内低点后逐步回升，再逐步回落。截至 2026 年 11 月 10 日，全国外三元生猪价格 8.68 元/公斤，较年初下跌 30.0%，同比下跌 27.5%。根据我国能繁母猪存栏量变化情况推算生猪供给，预计 2027 年我国生猪价格有望逐步回升。

图 8：全国外三元生猪价格（元/公斤）




资料来源：iFinD ，东莞证券研究所

图 9：猪肉平均批发价（元/公斤）



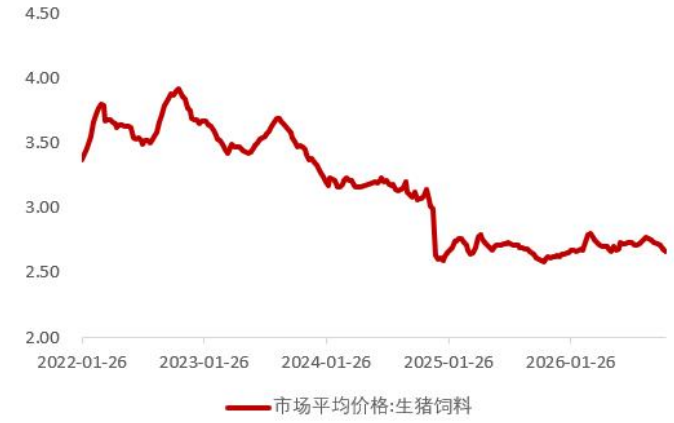

资料来源：iFinD ，东莞证券研究所

### 2.1.3 生猪饲料成本可控

**2026 年我国猪饲料均价低位窄幅震荡。**根据国家发改委统计，2026 年 1-11 月份（2026 年 1 月 1 日-2026 年 11 月 4 日），我国生猪饲料平均价在 2.64 元/公斤-2.80 元/公斤之间震荡。截至 2026 年 11 月 4 日，我国生猪饲料平均价格为 2.66 元/公斤，同比回升 3.1%，较年初低点回升 0.8%。根据中国饲料工业协会数据，2026 年 9 月，

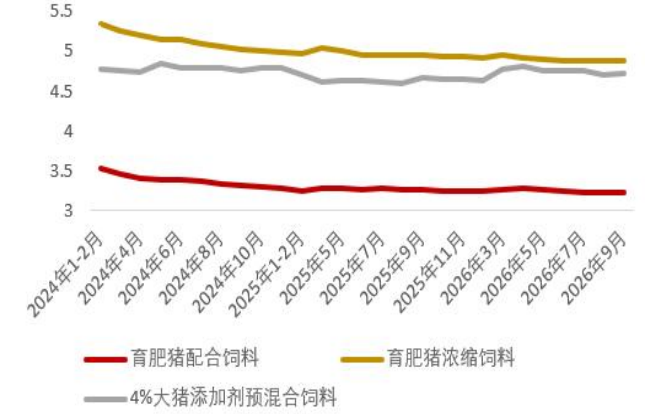
我国育肥猪配合饲料、育肥猪浓缩饲料、4%大猪添加剂预混合饲料平均价格分别为 3.23 元/公斤、4.89 元/公斤和 4.72 元/公斤，同比增速分别为-0.9%、-1.2%和 1.1%，跌势有所减缓。展望 2027 年，从饲料主要原料玉米、豆粕等全球供需格局来看，预计供给偏宽松，预计饲料价格或将在相对低位震荡运行。

图10：我国生猪饲料市场平均价格（元/公斤）




数据来源：iFinD，东莞证券研究所

图11：我国主要猪饲料产品月度均价（元/公斤）




数据来源：中国饲料工业协会，东莞证券研究所

**2026 年，我国玉米、豆粕价格低位区间震荡。**2026 年 1-11 月（截至 2026 年 11 月 11 日），我国玉米现货价先回升后回落，总体在相对低位运行。截至 2026 年 11 月 11 日，我国玉米现货价约为 2267.25 元/吨，同比回升 0.7%，较年中高点回落 7.7%。2026 年 1-11 月（截至 2026 年 11 月 10 日），我国豆粕现货价维持低位区间窄幅震荡；截至 2026 年 11 月 10 日，我国豆粕现货价约为 3144 元/吨，同比回升 2.1%。

图 12：我国玉米现货价（元/吨）




数据来源：iFinD，东莞证券研究所

图 13：我国豆粕现货价（元/吨）




数据来源：iFinD，东莞证券研究所

**展望后市：**

**全球玉米价格。**根据美国农业部 2026 年 11 月全球农产品供需报告预测，预计 2026/27 年度全球玉米产量 12.92 亿吨，同比减产约 3.23%；总消费量 13.18 亿吨，同比下降 0.32%；期末库存 2.82 亿吨，同比下降 8.55%；库存消费比 21.4%，较 10 月提高 0.2 个百分点；预计 2026/27 年度全球玉米产需缺口 2637 万吨，因期末库存较高，预计 2026/27 年度全球玉米整体供给偏宽松，价格或将在相对低位运行。

表 1：美国农业部 2026 年 11 月全球玉米供需平衡表（百万吨）

| 2026/27 年度 | | 期初库存 | 产量 | 进口量 | 国内压榨量 | 国内总用量 | 出口量 | 期末库存 | 库存消费比 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 全球 | 10 月 | 307.16 | 1293.75 | 203.38 | 826.33 | 1320.47 | 210.72 | 280.44 | 21.2% |
| | 11 月 | 308.31 | 1291.55 | 201.43 | 823.36 | 1317.92 | 209.38 | 281.94 | 21.4% |
| 美国 | 10 月 | 53.22 | 407.28 | 0.64 | 152.41 | 330.34 | 83.82 | 46.97 | 14.2% |
| | 11 月 | 53.22 | 403.71 | 0.64 | 151.77 | 329.71 | 83.19 | 44.67 | 13.5% |
| 巴西 | 10 月 | 14.8 | 139 | 1.8 | 65 | 102 | 43 | 10.6 | 10.4% |
| | 11 月 | 15.3 | 141 | 1.8 | 67 | 104 | 43 | 11.1 | 10.7% |
| 阿根廷 | 10 月 | 5.71 | 55 | 0.01 | 13 | 17.7 | 38 | 5.01 | 28.3% |
| | 11 月 | 5.71 | 57 | 0.01 | 13 | 17.7 | 40 | 5.01 | 28.3% |
| 乌克兰 | 10 月 | 2.92 | 31.8 | 0.01 | 5.5 | 7.2 | 22 | 5.53 | 76.8% |
| | 11 月 | 2.92 | 31.8 | 0.01 | 5.5 | 7.2 | 20 | 7.53 | 104.6% |
| 俄罗斯 | 10 月 | 0.66 | 16.5 | 0.05 | 11 | 12.2 | 3.7 | 1.31 | 10.7% |
| | 11 月 | 0.66 | 16.5 | 0.05 | 11 | 12.2 | 3.5 | 1.51 | 12.4% |
| 欧盟 | 10 月 | 6.15 | 48 | 23.5 | 51.2 | 71 | 1.6 | 5.05 | 7.1% |
| | 11 月 | 6.15 | 47.5 | 22.5 | 50 | 69.5 | 1.6 | 5.05 | 7.3% |
| 东南亚 | 10 月 | 2.76 | 30.75 | 24.55 | 44 | 54.95 | 0.57 | 2.54 | 4.6% |
| | 11 月 | 2.83 | 30.75 | 24.55 | 44 | 54.95 | 0.57 | 2.62 | 4.8% |

资料来源：USDA，东莞证券研究所

**中国玉米价格。**根据农业农村部 2026 年 11 月中国农产品供需形势分析报告，本月预测 2026/27 年度中国玉米种植面积 45133 千公顷，较 2025/26 年度增加 172 千公顷，增幅 0.38%；预计总产量 3.06 亿吨，较 2025/26 年度增长 1.6%。需求方面，预计 2026/27 年度玉米消费量 3.08 亿吨，较 2025/26 年度下降 0.02%。进口方面，预计 2026/27 年度中国玉米进口量 600 万吨，较 2025/26 年度增加 56.7%。预计 2026/27 年度国内玉米产区批发均价可能在 2300-2600 元/吨，进口玉米到岸税后均价可能在 2250-2400 元/吨。根据美国农业部 11 月预测数据，2026/27 年度中国玉米期末库存量约为 1.67 亿吨，库销比约为 51.8%，库存相对充足。预计 2026/27 年度我国玉米供需格局总体偏宽松，预计我国玉米价格或将在相对低位运行。

表 2：2026 年 11 月中国玉米供需平衡表

| | 2024/25 | 2025/26（11 月估计） | 2026/27（10 月预测） | 2026/27（11 月预测） |
|---|---|---|---|---|
| 产量（万吨） | 29492 | 30124 | 30600 | 30600 |
| 进口（万吨） | 183 | 383 | 600 | 600 |
| 消费（万吨） | 29786 | 30840 | 30685 | 30835 |
| 出口（万吨） | 0 | 1 | 1 | 1 |
| 结余变化（万吨） | -111 | -334 | 514 | 364 |
| 国内玉米产区批发均价（元/吨） | 2159 | 2244 | 2300-2600 | 2300-2600 |
| 进口玉米到岸税后均价（元/吨） | 2141 | 2252 | 2250-2400 | 2250-2400 |

资料来源：农业农村部《2026 年 11 月中国农产品供需形势分析》，东莞证券研究所
备注：玉米市场年度为当年的 10 月至下年 9 月

**全球大豆。**根据美国农业部 2026 年 11 月全球农产品供需报告预测，2026/27 年度全球大豆产量 4.43 亿吨，同比增加 3.1%；总消费量 4.43 亿吨，同比增加 2.3%；全球

大豆期末库存 1.24 亿吨，同比减少 1.2%；库存消费比 27.9%，较 10 月下降 0.2 个百分点；预计 2026/27 年度全球大豆产需缺口 30 万吨，因期末库存较高，预计 2026/27 年度全球大豆整体供给偏宽松，价格或将在相对低位运行。

表 3：美国农业部 2026 年 11 月全球大豆供需平衡表（百万吨）

| 2026/27 年度 | | 期初库存 | 产量 | 进口量 | 国内压榨量 | 国内总用量 | 出口量 | 期末库存 | 库存消费比 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 全球 | 10 月 | 124.93 | 442.7 | 190.82 | 385.71 | 442.18 | 192 | 124.28 | 28.1% |
| | 11 月 | 124.98 | 442.5 | 191.38 | 386.24 | 442.8 | 192.55 | 123.5 | 27.9% |
| 美国 | 10 月 | 8.58 | 124.15 | 0.68 | 75.66 | 78.7 | 46.13 | 8.57 | 10.9% |
| | 11 月 | 8.58 | 124.48 | 0.68 | 75.66 | 78.76 | 46.81 | 8.17 | 10.4% |
| 阿根廷 | 10 月 | 23.67 | 50 | 6.5 | 43.5 | 49.65 | 6.45 | 24.07 | 48.5% |
| | 11 月 | 23.64 | 50 | 6.5 | 43.5 | 49.65 | 6.75 | 23.74 | 47.8% |
| 巴西 | 10 月 | 37.88 | 186 | 1 | 65 | 69.6 | 118 | 37.28 | 53.6% |
| | 11 月 | 37.88 | 186 | 1 | 65 | 69.6 | 118 | 37.28 | 53.6% |
| 中国 | 10 月 | 44.36 | 21 | 115 | 111 | 136 | 0.1 | 44.26 | 32.5% |
| | 11 月 | 44.36 | 21 | 115 | 111 | 136 | 0.1 | 44.26 | 32.5% |
| 欧盟 | 10 月 | 1.52 | 2.73 | 13.7 | 14.85 | 16.37 | 0.25 | 1.33 | 8.1% |
| | 11 月 | 1.52 | 2.7 | 13.7 | 14.85 | 16.37 | 0.25 | 1.3 | 7.9% |
| 东南亚 | 10 月 | 1.39 | 0.38 | 11.64 | 6.37 | 11.99 | 0.01 | 1.41 | 11.8% |
| | 11 月 | 1.39 | 0.38 | 11.74 | 6.39 | 12.06 | 0.01 | 1.44 | 11.9% |
| 墨西哥 | 10 月 | 0.73 | 0.32 | 6.75 | 6.95 | 7.05 | 0.01 | 0.74 | 10.5% |
| | 11 月 | 0.73 | 0.3 | 6.75 | 6.95 | 7.05 | 0.01 | 0.72 | 10.2% |

资料来源：USDA，东莞证券研究所

**中国大豆。**根据农业农村部 2026 年 11 月中国农产品供需形势分析报告，本月预测 2026/27 年度中国大豆种植面积 10113 千公顷，较 2025/26 年度减少 1.38%；大豆单产达到每公顷 2013 公斤，较 2025/26 年度下降 1.28%；大豆产量达到 2036 万吨，较 2025/26 年度减少 2.6%。预计 2026/27 年度中国大豆进口量 9550 万吨，较 2025/26 年度减少 14.4%；预计大豆消费量 1.14 亿吨，较 2025/26 年度下降 6.21%。预计 2026/27 年度国产大豆销区批发均价可能在 4600-5000 元/吨，较 2025/2026 年度略高；预计进口大豆到岸税后均价在 3700-4000 元/吨，较 2025/2026 年度略低。

表 4：2026 年 11 月中国大豆供需平衡表

| | 2024/25 | 2025/26（11 月估计） | 2026/27（10 月预测） | 2026/27（11 月预测） |
|---|---|---|---|---|
| 产量（万吨） | 2065 | 2091 | 2036 | 2036 |
| 进口（万吨） | 10937 | 11162 | 9550 | 9550 |
| 消费（万吨） | 11856 | 12150 | 11396 | 11396 |
| 出口（万吨） | 8 | 13 | 15 | 15 |
| 结余变化（万吨） | 1138 | 1090 | 175 | 175 |
| 国产大豆销区批发均价（元/吨） | 4475 | 4794 | 4600-5000 | 4600-5000 |
| 进口大豆到岸税后均价（元/吨） | 3781 | 3959 | 3700-4000 | 3700-4000 |

资料来源：农业农村部《2026 年 11 月中国农产品供需形势分析》，东莞证券研究所
备注：大豆市场年度为当年的 10 月至下年 9 月

### 2.1.4 生猪养殖盈利有望逐步回升

**2026 年全行业深度亏损，预计 2027 年有望逐步回升。**2026 年 1-11 月（2026 年 1 月 1 日-2026 年 11 月 6 日），我国生猪养殖头均盈利维持在亏损状态。截至 2026 年 11 月 6 日，自繁自养生猪养殖利润为-396.73 元/头，外购仔猪养殖利润为-224.44 元/头。目前全行业陷入深度亏损，更加倒逼上游能繁母猪去产能。随着能繁母猪减产逐步传导至生猪，生猪产能有望逐步下降，猪价有望逐步止跌回稳，生猪养殖盈利有望逐步改善。

图 14：自繁自养生猪养殖利润（元/头）




资料来源：iFinD ，东莞证券研究所

图 15：外购仔猪养殖利润（元/头）




资料来源：iFinD ，东莞证券研究所

## 2.2 宠物

### 2.2.1 我国宠物食品出口同比有所回升

**我国宠物食品出口金额及数量同比有所回升。**2026 年 1-9 月，我国零售包装的狗食或猫食饲料累计出口额 12.28 亿美元，同比这种 16.18%；其中零售包装狗食或猫食饲料的罐头累计出口额 0.99 亿美元，同比增长 31.70%；其他零售包装的狗食或猫食饲料累计出口额 11.29 亿美元，同比这种 14.99%。从出口数量来看，2026 年 1-9 月，我国零售包装的狗食或猫食饲料累计出口数量 33.89 万吨，同比增长 29.92%；其中零售包装狗食或猫食饲料的罐头累计出口数量 4.69 万吨，同比增长 37.78%；其他零售包装的狗食或猫食饲料累计出口数量 29.21 万吨，同比增长 28.74%。

图 16：我国零售包装的狗食或猫食饲料出口额累计值及其同比增速（万美元，%）




数据来源：iFinD，东莞证券研究所

图 17：我国零售包装的狗食或猫食饲料出口数量累计值及其同比增速（吨，%）

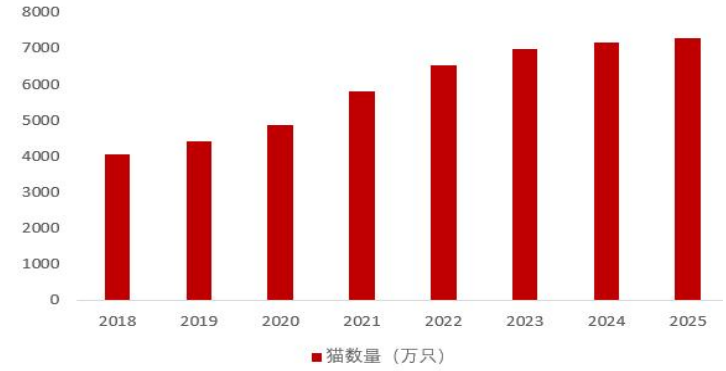



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

### 2.2.2 国内宠物市场有望保持较快增长

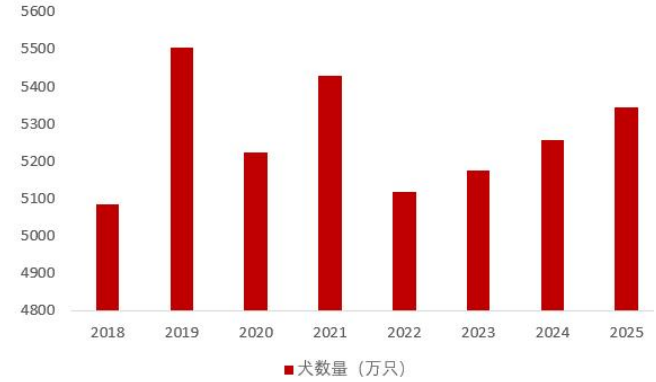
**我国宠物数量总体上保持上升。**宠物犬和猫仍是我国宠物的主要类型，2018-2025 年我国城镇犬猫数量由 9149 万只增长至 12632 万只，CAGR 约为 4.7%；其中宠物犬数量由 5085 万只增长至 5343 万只，CAGR 约为 0.7%；宠物猫数量由 4064 万只增长至 7289 万只，CAGR 约为 8.7%。

图 18：中国城镇宠物猫数量（万只）




资料来源：《2022-2026 年中国宠物行业白皮书》，东莞证券研究所

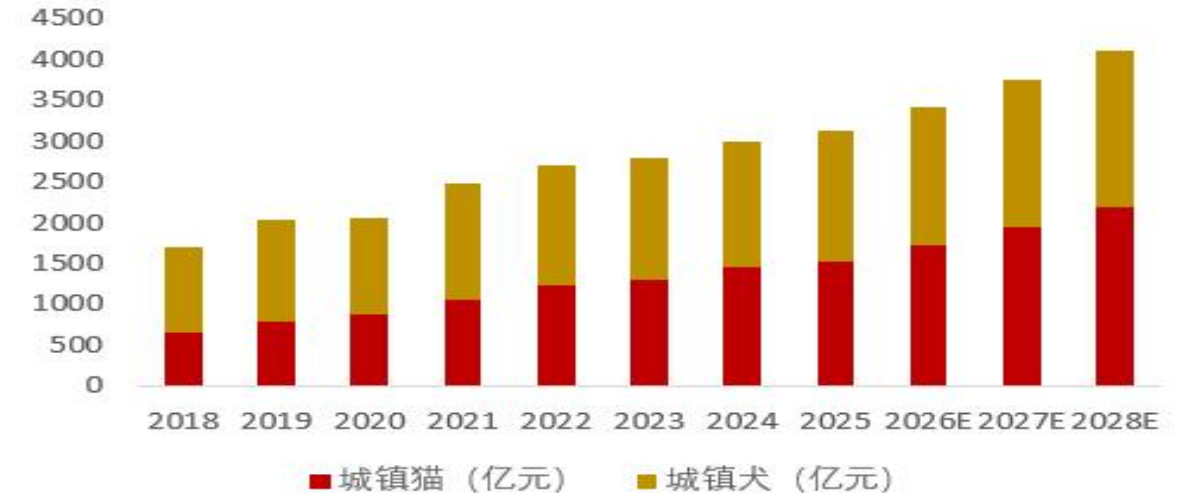
图 19：中国城镇宠物犬数量（万只）




资料来源：《2022-2026 年中国宠物行业白皮书》，东莞证券研究所

**我国宠物市场规模有望保持快速增长。**根据历年《中国宠物行业白皮书》，2018-2025 年，我国城镇宠物（犬猫）消费市场规模由 1708 亿元增长至 3126 亿元，CAGR 约为 9.0%；其中城镇宠物犬消费市场规模由 1056 亿元增长至 1606 亿元，CAGR 约为 6.2%；城镇宠物猫消费市场规模由 652 亿元增长至 1520 亿元，CAGR 约为 12.9%。预计到 2028 年，我国城镇宠物（犬猫）消费市场规模有望达到 4050 亿元，其中城镇宠物犬和猫消费市场规模分别有望达到 1923 亿元和 2184 亿元。

图 20：中国城镇宠物（犬猫）消费市场规模（亿元）




资料来源：《2022-2026 年中国宠物行业白皮书》，东莞证券研究所

**目前我国养宠渗透率还有较大提升空间。**近年来，我国养宠家庭越来越多，养宠家庭渗透率不断上升。根据京东《2023 年中国宠物行业趋势洞察白皮书》，2022 年我国养宠家庭户数由 2019 年的 5989 万户增长至 9800 万户，CAGR 达到 17.8%；2023 年

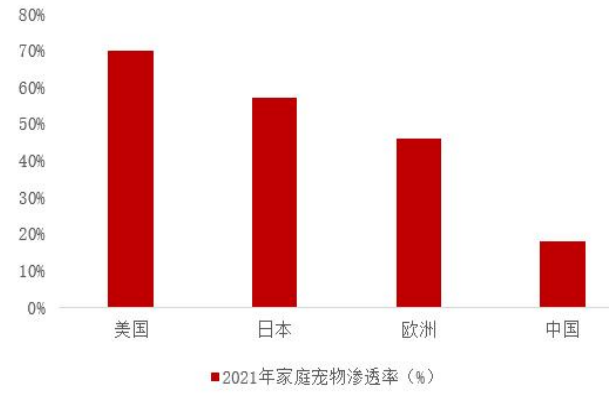
有望突破 1 亿户，达到 10565 万户。2022 年我国宠物家庭户数渗透率由 2019 年的 13%提升至 20%，2023 年有望达到 22%。与国际成熟市场相比，2021 年美国、日本及欧洲宠物渗透率分别达到 70%、57%和 46%，目前我国养宠渗透率还较低。未来随着我国经济发展、人均收入提升，我国养宠人数有望持续增加，我国养宠渗透率有望不断上升，有望带动我们宠物食品市场保持增长。

图 21：中国宠物家庭户数渗透率（%）




数据来源：京东《2022-2023年中国宠物行业趋势洞察白皮书》，东莞证券研究所

图 22：我国养宠渗透率与欧美日相比（%）




数据来源：京东《2022年中国宠物行业趋势洞察白皮书》，东莞证券研究所

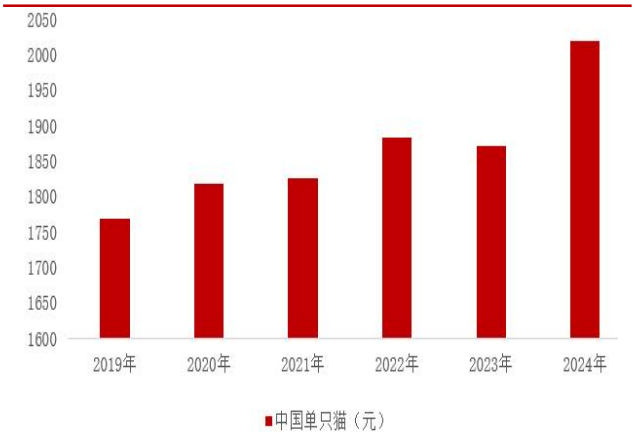
**我国单只宠物年均支出与成熟市场相比还较低。**根据历年中国宠物行业白皮书数据，2025 年我国单只宠物犬年均支出 3006 元，单只宠物猫年均支出 2085 元。而日本 2022 年单只宠物犬年均支出 34 万日元，单只宠物猫支出 16 万日元；2020 年美国单只宠物犬年均支出约 1381 美元，单只宠物猫年均支出 908 美元。未来随着我国经济发展、人均收入提升，单只宠物年均支出有望持续提高，有望带动我国宠物食品市场规模持续扩容。

图 23：中国单只宠物犬年均支出（元）




数据来源：《2022年-2026年中国宠物行业白皮书》，东莞证券研究所

图 24：中国单只宠物猫年均支出（元）



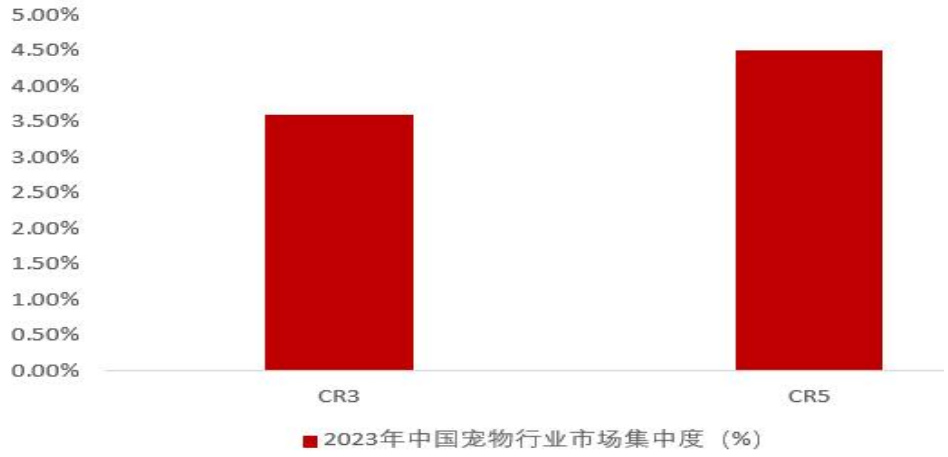

数据来源：《2022年-2026年中国宠物行业白皮书》，东莞证券研究所

### 2.2.3 我国宠物产业集中度还较低

**我国宠物行业集中度还较低。**我国宠物行业竞争者较多，目前包括乖宝宠物、中宠股份等本土知名宠物企业，同时其他小微型宠物行业企业数量众多。2023 年，我国

宠物行业 CR3 和 CR5 分别达到 3.6%和 4.5%，竞争格局较为分散，未来优质宠物龙头的集中度还有很大提升空间。

图 25：2023 年我国宠物行业企业集中度（%）




数据来源：前瞻产业院《洞察 2024：中国宠物行业竞争格局及市场份额》，东莞证券研究所

# 3. 医药生物

## 3.1 创新药

### 3.1.1 政策不断优化，全链条支持创新药发展

**政策全链条支持创新药发展。**2026 年 4 月，国务院办公厅印发《关于健全药品价格形成机制的若干意见》，提出健全以市场为主导的药品价格形成机制，突出临床价值和用药可及，支持医药产业高质量发展：优化创新药等新上市药品首发价格机制，对创新程度高、临床价值大的高水平创新药，支持在上市初期制定与高投入、高风险相符的价格，在一定时期内保持价格相对稳定；发挥医保支付标准对药品价格形成的引导作用；健全药品集中带量采购价格形成机制；完善药品挂网价格管理；促进创新药多元支付与价格合理形成；建立药品医保价值评估制度等。2025 年 7 月，国务院常务会议审议通过《全链条支持创新药发展实施方案》，提出要全链条强化政策保障，统筹用好价格管理、医保支付、商业保险、药品配备使用、投融资等政策，优化审评审批和医疗机构考核机制，合力助推创新药突破发展。要调动各方面科技创新资源，强化新药创制基础研究，夯实我国创新药发展根基。地方性支持政策也相继出台，北上广深、浙江等地深化落实全链条支持创新药研发具体举措，广东、陕西等地进一步优化医保等政策，海南、上海等地试点外资医疗开放，同时强化反腐与合规管理，逐步从顶层设计落实到实施细则，从而更加具体、有效地促进产业提质增效，推动行业高质量发展。配套推出的创新药目录和丙类医保目录构建多层次支付体系，当前政策正推动国产创新药从跟跑向并跑乃至领跑转变。

表 5：我国 2025 年以来支持创新药发展的政策

| 颁布日期 | 颁布部门/报告人 | 名称 | 主要内容 |
|---|---|---|---|
| 2025 年 5 月 25 日 | 国家医疗保障局 | 《关于进一步推广三明医改经验持续推动医保工作创新发展的通知》 | 加快药品耗材集中采购改革进度、加大医保支持基层医疗机构力度、着力提升医保支付管理水平、持续加强医疗服务价格管理、不断健全基金监管体制机制、全面推进医保服务提质增效。 |
| 2025 年 6 月 6 日 | 国务院办公厅 | 《深化医药卫生体制改革 2025 年重点工作任务》 | 深化医保支付方式改革，健全基本医疗保障制度、发展商业健康保险，完善药品使用和管理、深化药品审评审批制度改革、完善药品供应保障机制，推进数字化赋能医改、加强医药卫生领域综合监管等。 |
| 2025 年 7 月 5 日 | 国务院常务会议审议通过 | 《全链条支持创新药发展实施方案》 | 要全链条强化政策保障，统筹用好价格管理、医保支付、商业保险、药品配备使用、投融资等政策，优化审评审批和医疗机构考核机制，合力助推创新药突破发展。要调动各方面科技创新资源，强化新药创制基础研究，夯实我国创新药发展根基。 |
| 2025 年 7 月 18 日 | 二十届三中全会通过 | 《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》 | 深化医药卫生体制改革：促进医疗、医保、医药协同发展和治理；健全支持创新药和医疗器械发展机制。健全因地制宜发展新质生产力体制机制：完善推动新一代信息技术、人工智能、生物医药等战略性产业发展政策和治理体系，引导新兴产业健康有序发展。 |
| 2025 年 7 月 31 日 | 国家药品监督管理局 | 《优化创新药临床试验审评审批试点工作方案》 | 国家药监局决定开展优化创新药临床试验审评审批改革试点，目标为探索建立全面提升药物临床试验质量和效率的工作制度和机制，实现 30 个工作日内完成创新药临床试验申请审评审批，缩短药物临床试验启动用时等。 |
| 2025 年 10 月 24 日 | 国家药品监督管理局 | 《关于对创新药以及经沟通交流确认可纳入优先审评审批程序和附条件批准程序的品种开展受理靠前服务的通知》 | 2025 年 11 月 1 日起，对创新药以及经沟通交流确认可纳入优先审评审批程序和附条件批准程序的品种上市许可申请提供受理靠前服务。 |
| 2026 年 4 月 14 日 | 国家药品监督管理局 | 《国务院办公厅关于健全药品价格形成机制的若干意见》 | 健全以市场为主导的药品价格形成机制，突出临床价值和用药可及，支持医药产业高质量发展：优化创新药等新上市药品首发价格机制，对创新程度高、临床价值大的高水平创新药，支持在上市初期制定与高投入、高风险相符的价格，在一定时期内保持价格相对稳定；发挥医保支付标准对药品价格形成的引导作用；健全药品集中带量采购价格形成机制；完善药品挂网价格管理；促进创新药多元支付与价格合理形成；建立药品医保价值评估制度等。 |

资料来源：国家药监局，贝达药业 2025 年年报，东莞证券研究所

### 3.1.2 同质化竞争逐步改善，行业创新生态显著优化

**同质化竞争逐步改善。**在政策引导与市场机制的双重作用下，我国创新药产业正加速摆脱同质化竞争困局。根据贝达药业年报披露数据，First-in-Class 新药研发占比实现跨越式增长，较 2020 年提升 23 个百分点至 35%，标志着创新质量显著提升，这种基础研究-临床转化-商业回报的正向循环，正在重塑优质创新获得市场溢价，跟进研发控制试错成本的产业新秩序。

**行业创新生态显著优化。**根据国家药品监督管理局药品审评中心（CDE）最新年度报告，2025 年我国创新药研发呈现加速发展态势。在审评审批方面，全年共受理新药临床试验申请（IND）1,243 项，新药上市申请（NDA）164 项，其中 48 个 1 类创新药获批上市，创历史新高。在技术突破方面，ADC 药物、PD-L1/TGF-β 双靶点融合蛋白等双特异性抗体、GLP-1 受体激动剂等前沿疗法取得重要进展，同时细胞治疗和基因治疗等创新疗法也进入快速发展阶段。市场表现方面，受益于政策红利，创新药在核心医院市场的渗透率从 2015 年的 21%提升至 2025 年的 29%，展现出强劲的商业化潜力。在政策红利持续释放的背景下，中国医药产业正经历着深刻的转型升级。

随着药品审评审批制度改革深化、医保动态调整机制完善，行业创新生态显著优化，标志着我国医药创新正式进入量质齐升的成果兑现期，产业竞争力向全球价值链高端迈进。

图 26：2017-2024 年创新药 IND 和 NDA 批准量情况




资料来源：国家药监局，贝达药业 2025 年年报，东莞证券研究所

### 3.1.3 国内创新药出海步伐不断加快，迈入全球化 2.0 时代

**国内创新药出海步伐不断加快。**国内创新药行业目前已经具备了较强的研发能力和优秀的创新效率，形成了较强的国际竞争力，与国际先进水平的差距快速缩小，加之国内市场竞争激烈、投融资环境降温等因素影响，加快全球化布局成为国内药企拓展增量空间的重要举措。医药魔方数据显示，2025 年国内创新药出海授权（BD 授权）交易迎来爆发式增长，全年总交易额达 1356.55 亿美元，首付款合计 70 亿美元，交易共计 157 起。三项核心数据分别为 2024 年的 2.6 倍、2.3 倍、1.7 倍，悉数刷新历史纪录。目前我国创新药出海交易规模已占到全球市场的 49%，超越美国位居全球首位。在全球医药对外授权交易金额前十的项目里，国内项目独占八席；而全球四笔百亿级大额交易中，也有三笔出自中国药企。

**国内创新药出海迈入全球化 2.0 时代。**当前 License-in/out 依旧是创新药出海的主流模式，由投资基金牵头设立新公司、本土药企出让海外权益换取股权的 Newco 新模式，以及企业并购形式也逐步获得行业关注并被谨慎探索。整体合作模式朝着技术更新更快、交易体量更大、合作维度更深的方向发展，行业正加速从传统单一授权合作，迈入自主出海+全球商业化并行的 2.0 发展阶段。国内药企一方面积极开展海外临床试验、国际注册与认证，自主打通海外市场准入渠道，多款国产创新药相继获得美国 FDA、欧洲 EMA 上市许可；另一方面部分企业着手布局海外商业化运营与本地化生产，逐步完成从单纯技术输出到全球定价、全域运营的转型，跻身全球医药第一梯队。目前小分子靶向药、双抗、ADC 药物成为出海交易的热门领域，肺癌靶向等临床价值突出的细分赛道持续受到国际资本追捧，中国创新药的全球竞争力也在不断增强。

## 3.2 AI 制药

### 3.2.1 顶层设计与监管配套同步落地，AI 制药获得“制度性入场券”

**顶层设计与监管配套同步落地，AI 制药获得“制度性入场券”。**2025 年 8 月 21 日，国务院印发《关于深入实施“人工智能+”行动的意见》，在“人工智能+”民生福祉部分明确提出有序推动人工智能在辅助诊疗、健康管理、医保服务等场景应用，提升医疗健康服务效能。该文件确立医药领域 AI 应用的顶层依据，政策鼓励范围由临床端延伸至药物研发创新环节，为 AI 制药产业发展提供国家层面的战略支撑。2026 年 4 月 2 日，国家药监局发布《关于“人工智能+药品监管”的实施意见》，明确到 2030 年初步构建药品监管与人工智能融合创新体系、“人工智能+药品监管”运行管理机制基本形成，推动人工智能深度参与审评审批、检验检测等药品全生命周期监管工作。该政策具备里程碑意义，意味着 AI 在药物研发与审评环节的应用，首次被纳入监管侧的正式路线图，而不再仅停留在企业自发探索阶段。监管制度框架的搭建，有助于降低 AI 分子申报的合规不确定性，打通 AI 药物从实验室走向临床申报的制度堵点，为行业管线商业化落地营造更加可预期的政策环境。

表 6：2025 年以来支持 AI 制药发展的主要政策

| 发布时间 | 颁布部门 | 政策名称 | 简要内容 |
|---|---|---|---|
| 2025.8 | 国务院 | 《关于深入实施“人工智能+”行动的意见》 | 有序推动人工智能在辅助诊疗、健康管理、医保服务等场景应用，提升基层医疗健康服务能力。 |
| 2026.4 | 国家药品监督管理局 | 《关于“人工智能+药品监管”的实施意见》 | 到 2030 年初步构建药品监管与人工智能融合创新体系，明确数智赋能重点监管场景与基础支撑。 |

资料来源：国家药品监督管理局、中国政府网，东莞证券研究所

### 3.2.2 效率优势已被临床数据验证，行业从算法叙事进入节点叙事

**研发效率可量化验证，AI 制药管线成果持续兑现。**据英矽智能披露，依托 AI 靶点发现、分子生成与筛选一体化平台，公司针对中高新颖性靶点开展药物研发时，平均仅需 9-18 个月即可输出一款开发候选药物（PCC）；对比传统药物研发范式，从靶点验证到得到 PCC 的平均周期约 4.5 年，以此测算，AI 技术可将临床前药物发现阶段的时间缩短约 60%-80%。研发周期的显著缩短，一方面能够降低靶点探索过程中的人力、时间成本，减少试错投入；另一方面也加快高潜力候选分子向临床阶段转化的节奏。随着湿实验能力持续补齐、算法模型迭代优化，AI 制药已经跳出单纯算法概念验证的阶段，逐步进入管线成果持续产出的兑现周期。

**全球首款由 AI 发现全新靶点、AI 设计全新分子的候选药物已在国内启动Ⅲ期临床。**行业已经出现多条 AI 全链条参与研发的代表性管线，部分项目推进至临床中后期，成为检验 AI 制药技术范式有效性的核心观测标的。英矽智能核心管线 Rentosertib（ISM001-055）是全球首款实现 AI 发现全新靶点、AI 从头设计全新分子的候选药物，为靶向 TNIK 的小分子抑制剂，适应症为特发性肺纤维化（IPF）。该管线 IIa 期临床试验已经取得积极结果并发表于《Nature Medicine》，治疗组患者肺功能指标得到改善，目前已在国内正式启动Ⅲ期临床试验；若后续临床进展顺

利，预计 2029 年读出顶线关键数据，最快有望 2030 年实现上市，其最终临床结果将对全球 AI 制药行业具备范式验证意义。

表 7：国内 AI 制药代表性管线进度

| 管线/项目 | 主体 | 定位 | 当前阶段 | 关键节点 |
|---|---|---|---|---|
| Rentosertib(ISM001-055) | 英矽智能 | 全球首款 AI 发现靶点、AI 设计分子的候选药 | 国内III期 | 预计 2029 年顶线数据，最快 2030 年上市 |
| PEP08 | 晶泰科技 | 合成致死机制实体瘤项目 | I 期（澳大利亚、中国台湾） | 2025 年 6 月获批临床，有序招募给药 |
| MP-5342 | 晶泰科技、默达生物 | 全球首款口服 LDHA 抑制剂 | IND 申报冲刺 | 完成 GLP 毒理与 IBD 临床前药效验证 |
| HG146 | 成都先导 | 自主在研管线 | 完成 CDE 沟通交流 | 正按监管建议制定关键临床计划 |

资料来源：Wind，东莞证券研究所

### 3.2.3 BD 授权收入快速放量，商业模式向“首付款+里程碑+销售分成”演进

**BD 授权收入快速放量，商业模式向“首付款+里程碑+销售分成”演进。**随着 AI 制药平台研发能力得到跨国药企认可，行业 BD 授权交易持续落地，头部企业收入结构发生明显变化，来自管线授权、合作开发的收益占比显著提升。2026 年上半年，英矽智能药物研发与管线开发收入攀升至 1.03 亿美元，同比增长超 300%，收入高增长主要来源于密集落地的重磅 BD 首付款以及前期合作项目达成的里程碑款项，而同期传统软件解决方案收入仅为 269.7 万美元，管线相关收入已经成为公司核心收入来源；上半年公司累计斩获潜在总价值近 65 亿美元的 BD 合作，其中与礼来达成的合作单笔交易总价值最高可达 27.5 亿美元，对应首付款 1.15 亿美元，充分体现海外大型药企对其 AI 药物发现平台与管线资产的认可。晶泰科技同样接连落地大额海外合作订单，公司与某国际药企围绕高难度 GPCR 口服小分子靶点达成潜在总额超 4 亿美元的战略合作，协议约定由合作方承担全部早期研发费用，晶泰科技可在项目推进过程中获取多阶段临床、注册里程碑以及产品上市后的销售分成，有效降低高难度靶点研发带来的资本开支压力；在与 Dove Tree 的多靶点研发合作中，继 5100 万美元首付款到账后，公司又收到第二笔 1900 万美元研发付款，合作项下首个候选 PCC 已顺利推进至 IND-enabling 临床前准备阶段，项目研发转化进度持续兑现。

表 8：2026 年以来国内 AI 制药代表性对外授权交易概况

| 时间 | 授权方 | 合作方 | 交易规模 | 首付或近期付款 |
|---|---|---|---|---|
| 2026-05 | 晶泰科技 | DoveTree | 分阶段付款 | 首付 5100 万美元，第二笔 1900 万美元 |
| 2026-06 | 晶泰科技 | 国际知名药企（GPCR 靶点） | 潜在总额超 4 亿美元 | 首付款（未披露金额） |
| 2026-07 | 英矽智能 | 武田制药 | 最高约 6 亿美元 | 约 6000 万美元启动费及近期里程碑 |
| 2026-10 | 英矽智能 | 施维雅 | 8.88 亿美元 | 3200 万美元首付及近期研发付款 |

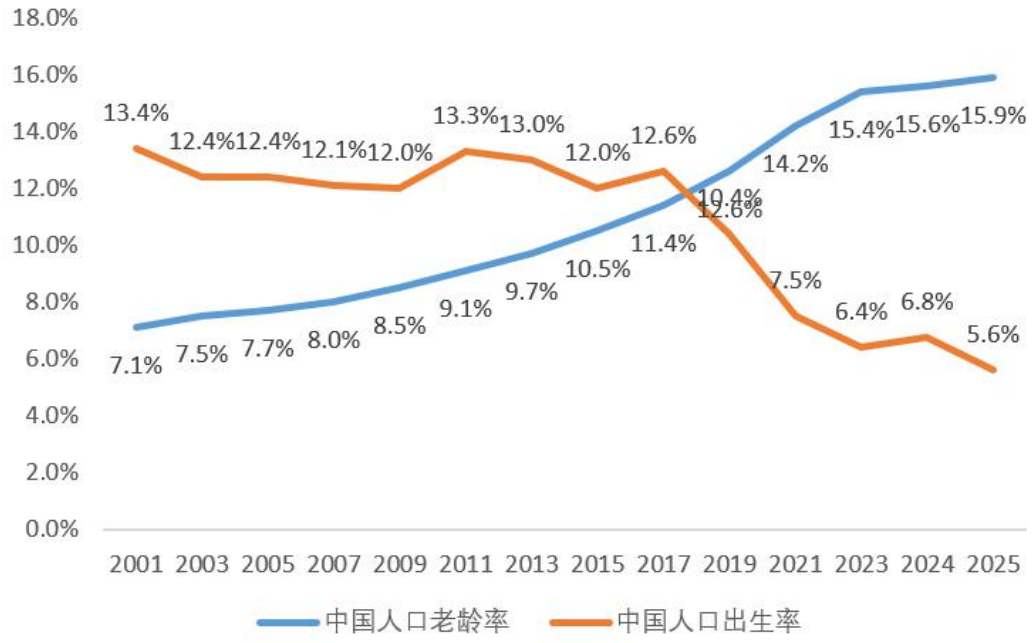
资料来源：Wind，东莞证券研究所

## 3.3 医疗器械

### 3.3.1 人口老龄化持续加速，全球医疗器械市场保持稳定增长

**人口老龄化持续加速。**国家统计局数据显示，2025 年，中国 65 岁及以上人口 2.2 亿人，占全国人口的 15.9%。预计到 2035 年，中国老年人口将超过 4 亿，占总人口比例突破 30%。根据国务院印发的《国家人口发展规划（2016-2030 年）》，到 2030 年全国总人口达到 14.5 亿人左右，老龄人口预计超 2.45 亿人。根据联合国关于未来全球人口的预测，自 2012 年开始，全球 65 岁以上人口占比持续上升，且这种趋势维持百年不变。随着人口老龄化加剧、居民收入水平提高及健康意识快速提升，居民对优质医疗服务的需求持续增长，人口老龄化带动的相关医疗需求将长期支撑医疗器械行业稳定增长。

图 27：2001-2025 年中国人口出生率及人口老龄率



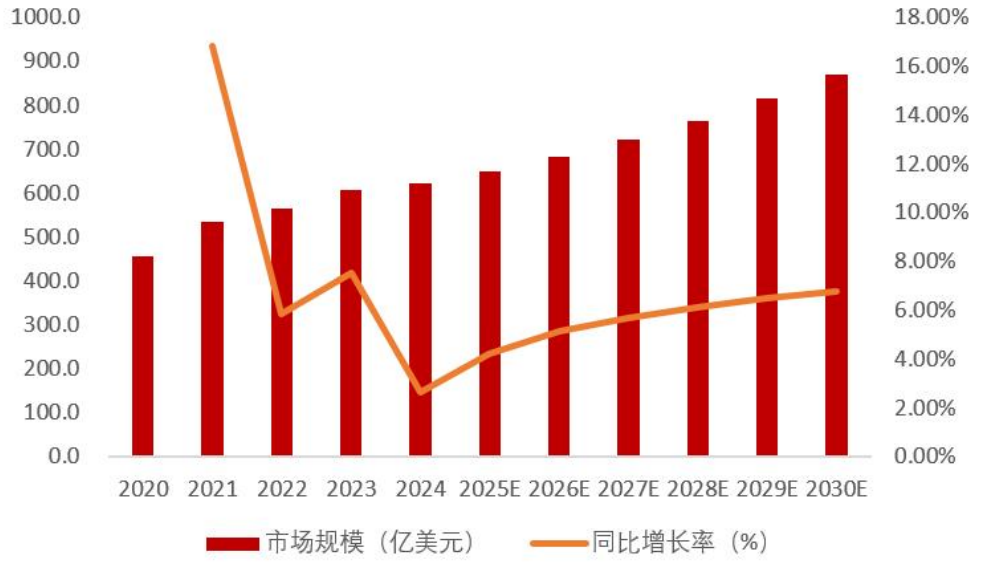

资料来源：国家统计局，迈瑞医疗 2025 年年报，东莞证券研究所

**全球医疗器械市场保持稳定增长。**医疗器械属于与人类生命健康关系密切的行业，需求刚性较强，受经济周期影响较小，行业稳定性较高。随着经济水平的提高和医疗保健意识的增强，以及人口老龄化的持续加速，全球范围内居民对医疗保健的需求大幅增加，医疗支出逐年递增。特别是近年来，全球各国显著意识到在重大传染病防控机制、公共卫生应急管理体系等方面存在短板和不足，开始掀起医疗新基建浪潮，医疗器械市场规模持续扩容。根据弗若斯特沙利文数据，全球医疗器械市场规模从 2020 年的 4,566 亿美元增长至 2024 年的 6,230 亿美元，2020 年至 2024 年的 CAGR 为 8.1%。在基本医疗保健需求和持续技术进步的推动下，预计市场将保持稳定的增长势头，2030 年将达到 8,697 亿美元，2024 年至 2030 年的 CAGR 为 5.7%。

**中国医疗器械市场增长迅速，未来存在较大的增长空间。**国内医疗器械产业起步较晚，但保持高速增长。我国是人口大国，随着经济的快速发展，民众支付能力不断增强，医疗体系逐步完善，我国医疗器械行业增长迅速，已经成为全球第二大市

场。根据弗若斯特沙利文数据，2020 至 2024 年我国医疗器械市场规模由 7298 亿元增长至 9417 亿元，年均复合增长率达 6.6%；行业增长态势延续，预计 2030 年市场规模将攀升至 13260 亿元，2024—2030 年年均复合增长率为 5.9%，到 2035 年市场规模进一步增至 18134 亿元，2030—2035 年年均复合增长率为 6.5%，整体来看，国内医疗器械行业未来依旧具备可观的增长潜力。

图 28：2020-2030 年全球医疗器械市场规模及预测




资料来源：弗若斯特沙利文，迈瑞医疗 2025 年年报，东莞证券研究所

### 3.3.2 设备更新等政策加速我国医疗器械市场扩容

**设备更新等政策加速我国医疗器械市场扩容。**医疗新基建所需资金总量较大，主要来源包括地方政府专项债、医院自有资金和中央和地方的财政支持。其中，2025 年新增地方专项债发行 46077 亿元，其中医疗卫生专项债约 2196.22 亿元，占新增专项债比重约 4.77%，医疗专项债投放力度自 2020 年以来明显增加。在政策的推动下，国内以大型公立医院扩容为主导的医疗新基建逐步展开，随着相关政策的持续加码和配套资金的落地支持，医疗新基建从包括北上广深在内的大城市逐渐拓展到其他地方，已进入补短板、堵漏洞、强弱项的新阶段。随着公立医院高质量发展、医疗新基建、设备更新项目的推进落地，国内医疗器械市场将迎来长期扩容，医疗机构进入新一轮扩张周期，相关医疗设备需求也将持续上升。

表 9：我国 2022 年以来推动医院建设的政策

| 发布时间 | 颁布部门 | 政策名称 | 简要内容 |
|---|---|---|---|
| 2022.1 | 国家发改委等 21 部门 | 十四五公共服务规划 | 推进区域医疗中心建设和临床专科能力建设。在医疗资源不足的地区，坚持按重点病种选医院、按需求选地区，院地合作、省部共建的思路进一步推进区域医疗中心试点建设，通过建设高水平医院分中心、分支机构和一院多区等方式，定向放大国家顶级优质医疗资源。 |
| 2022.9 | 国家卫健委 | 关于印发使用阶段性财政贴息贷款购置设备相关建议和参考材料的通知 | 进一步明确使用财政贴息贷款更新改造医疗设备在医院端落地实施的政策；拟使用财政贴息贷款更新改造医疗设备，原则上对所有公立和非公立医疗机构全面放开，包括诊疗、临床检验、重症、康复、科研转化等各类医疗设备购置。 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| 2024.7 | 国家发改委、财政部 | 《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》 | 提出统筹安排 3000 亿元左右超长期特别国债资金，加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新。其中，由发改委牵头安排 1480 亿元超长期特别国债资金支持大规模设备更新，支持首批项目的约 500 亿元近日下达；计划在 8 月底前，下达全部资金。 |
| 2025.1 | 国家发改委、财政部 | 《关于 2026 年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》 | 增加超长期特别国债支持重点领域设备更新的资金规模，在继续支持工业、用能设备、能源电力、交通运输、物流、环境基础设施、教育、文旅、医疗、老旧电梯等设备更新基础上，将支持范围进一步扩展至电子信息、安全生产、设施农业等领域，重点支持高端化、智能化、绿色化设备应用。 |

资料来源：迈瑞医疗 2025 年报，东莞证券研究所

### 3.3.3 国家鼓励优质医疗资源扩容下沉和区域均衡布局带动医疗器械需求

**国家推动优质医疗资源扩容下沉和区域均衡布局带动医疗器械需求。**2025 年 8 月，发改委、卫健委等部委启动医疗卫生强基工程，以紧密型县域医共体建设为抓手补强基层医疗短板。全年落实中央财政资金 88 亿元，投向县医院、重点乡镇卫生院基建及县域五大医疗资源共享中心升级，依托分级诊疗实现乡镇送检、县域统诊、检查结果互通，完善基层医疗服务体系。2023 年 12 月，国家卫生健康委、国家发展改革委等 10 部门联合印发了《关于全面推进紧密型县域医疗卫生共同体建设的指导意见》，强调通过系统重塑医疗卫生体系和整合优化医疗卫生资源，推进以城带乡、以乡带村和县乡一体、乡村一体。同时明确县域医共体年度任务目标和绩效考核指标，引导资源向乡村下沉。该意见的出台是推进健康中国和分级诊疗制度建设的有力抓手，也是深化医改的一项重要举措，旨在让人民群众获得更高质量、更加便捷、更为经济的医疗卫生服务。随着医疗投入和资源不断下沉，未来县级及以下的医院和医疗机构也将逐步成为加大建设的重点方向，医疗器械下沉市场需求迎来更大的发展机遇，国内医疗新基建的持续时间和实施范围也将进一步扩大。

表 10：我国 2023 年以来推动优质医疗资源扩容下沉政策

| 发布时间 | 颁布部门 | 政策名称 | 简要内容 |
|---|---|---|---|
| 2023.3 | 财政部 | 关于 2022 年中央和地方预算执行情况与 2023 年中央和地方预算草案的报告 | 要加强县级公立医院能力建设，带动县域医共体和乡村医疗服务能力提升；支持做好疾病预防工作；稳妥有序深化医保支付方式改革，推动基本医疗保险省级统筹。 |
| 2023.3 | 中共中央办公厅、国务院 | 《关于进一步完善医疗卫生服务体系的意见》 | 强调要推动医疗卫生发展方式转向更加注重内涵式发展、服务模式转向更加注重系统连续、管理手段转向更加注重科学化治理，促进优质医疗资源扩容和区域均衡布局，建设中国特色优质高效的医疗卫生服务体系，不断增强人民群众获得感、幸福感、安全感。目标到 2026 年，医疗卫生服务体系进一步健全，资源配置和服务均衡性逐步提高，重大疾病防控、救治和应急处置能力明显增强，中西医发展更加协调，有序就医和诊疗体系建设取得积极成效。 |
| 2023.12 | 国家卫生健康委、国家发展改革委等 10 部门 | 《关于全面推进紧密型县域医疗卫生共同体建设的指导意见》 | 强调通过系统重塑医疗卫生体系和整合优化医疗卫生资源，推进以城带乡、以乡带村和县乡一体、乡村一体。同时明确县域医共体年度任务目标和绩效考核指标，引导资源向乡村下沉。该意见的出台是推进健康中国和分级诊疗制度建设的有力抓手，也是深化医改的一项重要举措，旨在让人民群众获得更高质量、更加便捷、更为经济的医疗卫生服务。2020 年以来，中央一号文件连续 4 年对推进紧密型县域医共体建设提出要求，重视程度和工作力度明显加强。 |
| 2025.8 | 国家发展改革委会、国家卫健委 | 《国家发展改革委会同国家卫生健康委等部门启动实施医疗卫生强基工程》 | 着力补齐基层医疗卫生服务短板弱项，全面推进紧密型县域医共体建设。2025 年统筹各类中央资金约 88 亿元，支持县级医院、重点中心乡镇卫生院建设，推进县域医学影像、心电诊断、医学检验、消毒供应、中心药房（共享中药房）等 5 大资源共享中心提标扩能，加快实现乡镇检查、县级诊断、结果互认，筑牢基层服务网底。 |

资料来源：迈瑞医疗 2025 年报，东莞证券研究所

### 3.3.4 科技赋能医疗产业数字化转型

**科技赋能医疗产业数字化转型。**我国新一代信息技术与医疗健康的深度融合正加速推进。5G 网络、物联网感知层和大数据平台的协同发展，构建起智慧医疗的新型基础设施体系。特别是云计算与边缘计算的结合，使得医疗 AI 应用能够实现云端训练-边缘推理的高效模式。在技术应用层面，自然语言处理与医学影像识别的突破性进展，已催生出智能分诊、辅助诊断等 20 余类临床 AI 应用场景。通过人工智能技术，开发智能化医疗诊断、智能化医疗辅助决策等工具，从而提高医疗服务的准确性和运营管理效率，降低医疗成本，一方面将从实质上帮助医疗机构提质增效，迈向高质量发展；另一方面，也符合国家为更多民众提供更加优质、便捷，同时更为经济的医疗卫生服务的发展要求。以迈瑞医疗的重症监护大模型为例，其通过多模态数据融合技术，将临床决策响应时间缩短 60%，医嘱生成准确率达 98.7%，显著提升了危急重症救治效率。这种预防-诊疗-康复全流程的智能化改造，不仅使三甲医院单病种管理成本下降 35%，更推动基层医疗机构诊疗能力提升 2～3 个等级。当前，医疗 AI 正从单点技术应用向医工结合的生态化方向发展，预计到 2026 年，AI 赋能的智能医疗器械市场规模将突破千亿元，成为医疗产业数字化转型的核心引擎。

# 4. 食品饮料

## 4.1 白酒

### 4.1.1 白酒旺季动销走弱，高端企稳、次高端承压

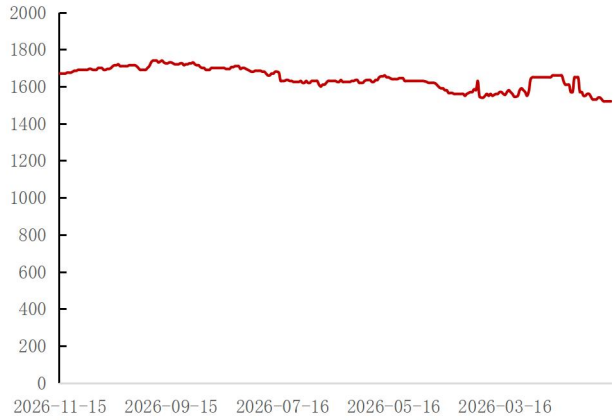
**白酒旺季动销走弱。**2026 年中秋国庆双节，传统旺季未如期到来，酒企普遍放弃压货、转向考核开瓶率；茅台取消中秋礼盒，五粮液、今世缘等也未推出定制礼盒。中国酒业协会调研显示，上半年 57%的酒企出现经销商数量缩减，61.9%的终端门店收缩，销售量与销售额减少的企业占比均超过 65%，渠道进入主动去库存阶段。

**价格带呈「两头相对有需求、中间承压」的分化。**高端名酒控量挺价，飞天茅台 11 月 11 日批价约 1675 元/瓶，较上年同期回升约 35 元，站上 1600。次高端 300—800 元受商务需求拖累，需求下沉至 100—300 元大众价格带。上半年全国规上白酒企业产量 167.90 万千升、同比下降 4.70%，供给端持续出清。后续重点跟踪春节备货节奏、批价稳定性与渠道库存去化。

### 4.1.2 白酒批价走势分化，普五创阶段新低

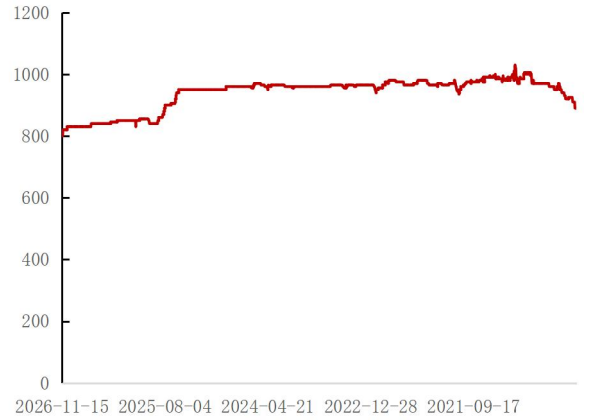
**白酒批价并未整体企稳，走势明显分化。**今日酒价数据显示，截至 11 月 15 日，2026 年散瓶飞天批价 1670 元/瓶，较年初 1 月 12 日的 1520 元上涨 150 元、涨幅约 9.9%，但较 9 月 20 日的年内高点 1740 元已回落 70 元；普五（八代）批价 800 元/瓶，较年初下跌 50 元，创 2020 年 5 月以来新低；国窖 1573 批价 815 元/瓶，较年初下跌 25 元、较上年同期下跌 35 元。飞天在酒企控量与提价支撑下相对坚挺，普五、国窖仍处下行通道，批价尚未形成全面企稳的基础。后续需跟踪春节备货期飞天能否守住 1600 元、普五能否止跌，这决定渠道信心与估值修复的持续性。

图 29：飞天茅台 2026 年散装批价（元/瓶）



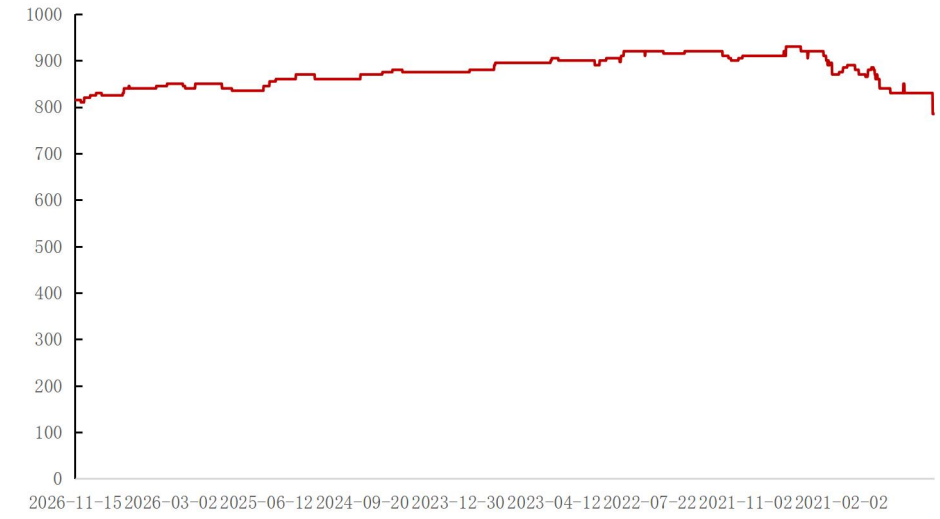

数据来源：今日酒价，东莞证券研究所

图 30：八代普五批价（元/瓶）




数据来源：今日酒价，东莞证券研究所

图 31：国窖 1573 批价（元/瓶）




数据来源：今日酒价，东莞证券研究所

### 4.1.3 酒企多措并举，提振市场信心

**酒企回购与增持股份，提振市场信心。**此前，贵州茅台、五粮液等公司出台了回购股份方案，用于减少注册资本，或用于公司的员工持股计划或股权激励，以完善公司内部激励机制。此外，贵州茅台、五粮液、皇台酒业、伊力特等公司的控股股东基于对公司未来持续稳定发展的信心以及对公司价值的认可，表示增持公司股份，以提高投资者信心，提升品牌影响力。

表 11：2025 年下半年以来重点白酒上市公司回购股份方案

| 公司名称 | 公告时间 | 回购主要内容 |
|---|---|---|
| 贵州茅台 | 2025/11/6 | 集中竞价回购不低于 15 亿元、不超过 30 亿元，用于注销并减少注册资本；价格上限 1887.63 元/股；期限为股东大会通过之日起 6 个月内 |

| | | |
|---|---|---|
| **五粮液** | 2026/5/18 通过 | 集中竞价回购不低于 80 亿元、不超过 100 亿元，用于注销并减少注册资本；价格上限由 153.59 元/股调整为 151.01 元/股（2026/7/16 生效）；期限 12 个月 |
| **舍得酒业** | 2026/6/16 | 2023 年回购方案中尚未使用的 66.80 万股，用途由“员工持股计划”调整为“注销减少注册资本” |

资料来源：五粮液关于回购公司股份进展的公告、五粮液关于以集中竞价交易方式回购公司股份方案的公告、舍得酒业关于注销部分已回购股份的实施公告、贵州茅台关于以集中竞价交易方式回购公司股份方案的公告，东莞证券研究所

表 12：2025 年下半年以来重点白酒上市公司股东增持股份公告

| 公司名称 | 公告时间 | 增持主要内容 |
|---|---|---|
| **贵州茅台** | 2025/8/30 | 控股股东茅台集团计划 2025 年 9 月 1 日—2026 年 2 月 28 日增持不低于 30 亿元、不高于 33 亿元，不设价格区间，已于 2025 年 12 月提前实施完成 |
| **五粮液** | 2025/10/10 | 五粮液集团 2025 年 4 月 9 日—9 月 30 日累计增持 627.33 万股、占总股本 0.16%，金额 8.00 亿元，计划提前实施完成 |
| **五粮液** | 2026/10/30、2026/11/7 | 五粮液集团 2026 年 5 月 7 日—11 月 6 日累计增持 4,096.75 万股、占总股本 1.06%，金额 30.14 亿元，计划实施完成；集团及一致行动人合计持股由 55.08%升至 56.14% |

资料来源：贵州茅台控股股东增持股份计划公告、五粮液关于控股股东及其一致行动人增持股份触及 1%整数倍的公告、关于四川省宜宾五粮液集团有限公司增持公司股票计划实施结果的公告，东莞证券研究所

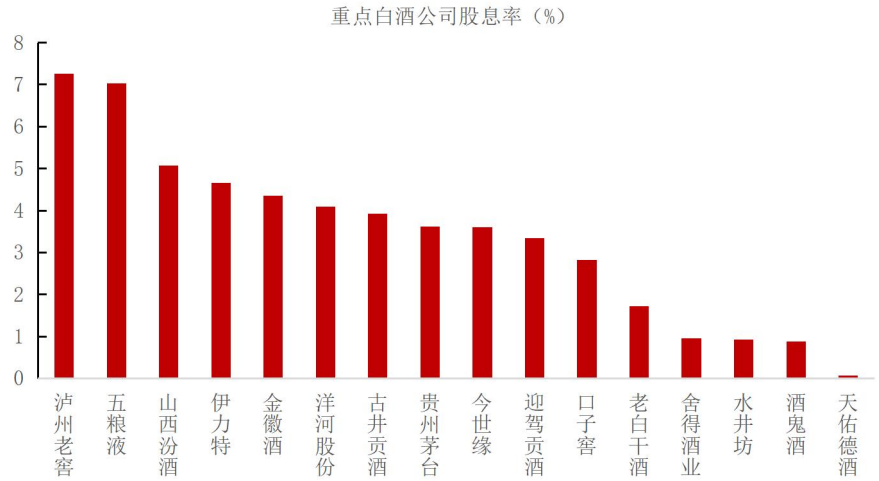
**多家白酒公司已发布分红回报规划，积极反馈投资者。**洋河股份、山西汾酒、金徽酒等公司已发布分红回报规划。白酒公司发布分红方案，一方面彰显了公司对自身经营发展的信心，另一方面积极反馈投资者，重视股东回报，有利于提升市场信心。从股息率来看，目前多数重点酒企的股息率已超过 4%，分红为股息率提供支撑。

表 13：部分白酒上市公司发布分红回报规划与调整公告

| 公司名称 | 公告时间 | 主要内容 |
|---|---|---|
| **贵州茅台** | 2025/6/14 | 因回购专户持股使参与分红的股数由 12.56 亿股降至 12.53 亿股，为保持分红总额 346.71 亿元不变，每股分红由 27.624 元上调至 27.673 元。 |
| **洋河股份** | 2026/1/24 | 2025-2027 年度每年现金分红总额不低于当年归母净利润的 100%，具体方案由董事会拟定、股东会审议后实施。 |
| **山西汾酒** | 2026/4/23 | 2025-2027 年度每年现金分红总额不低于当年归母净利润的 65%，具体方案由董事会拟定、股东会审议后实施。 |
| **金徽酒** | 2026/5/8 | 拟每 10 股派现 3.00 元（含税），合计派发 1.52 亿元，占归母净利润 42.92%，同时授权董事会于 2026 年内进行中期分红。 |

资料来源：贵州茅台关于调整 2024 年年度利润分配方案每股分红金额的公告，洋河股份关于现金分红回报规划（2025 年度-2027 年度）的公告，山西汾酒：关于 2025-2027 年度股东分红回报规划的公告，金徽酒股份有限公司关于调整 2025 年度利润分配现金分红总额的公告，东莞证券研究所

图 32：重点白酒公司股息率（%）

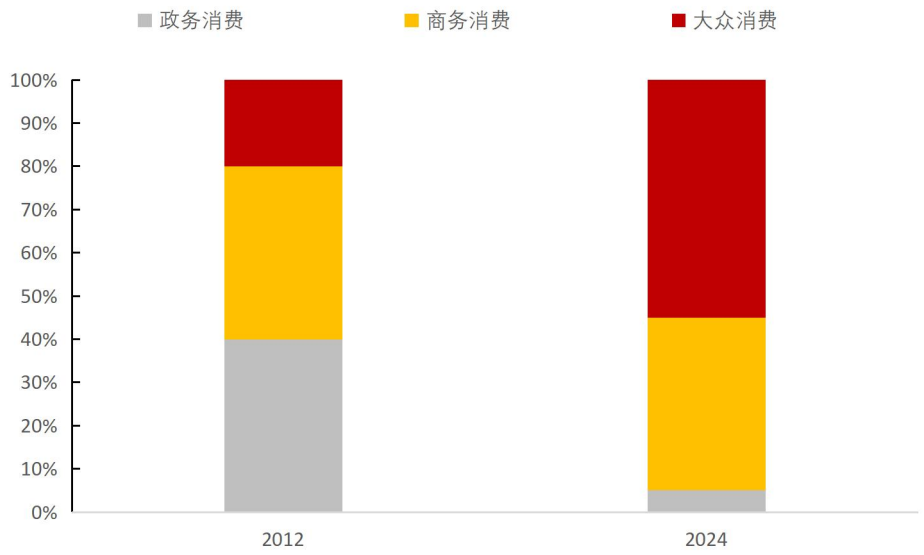



数据来源：同花顺，东莞证券研究所
注：股价截至 2026/11/16，股息率取近 12 个月股息率

### 4.1.4 政务用酒强化，市场结构性分化

**政务用酒强化，市场结构性分化。**2025 年 5 月 18 日，新华社发布了中共中央、国务院印发的修订后的《党政机关厉行节约反对浪费条例》。该《条例》是对 2013 年 11 月印发的《党政机关厉行节约反对浪费条例》进行了修订。在公务接待中，新增“工作餐不得提供高档菜肴，不得提供香烟，不上酒”。从白酒消费结构来看，2012 年白酒政务消费占比约 40%。在限制三公消费之后，白酒需求短期受到剧烈冲击，并迅速进入了深度调整期。白酒政务消费占比已降到 5%左右，大众消费占比最高。因此，与 2013 年相比，此次修订虽对白酒政务消费需求产生冲击，但由于目前政务消费占比较小，预计本次冲击幅度小于 2013 年，白酒市场结构或进一步分化。

图 33：2012 年与 2024 年我国白酒消费结构（%）

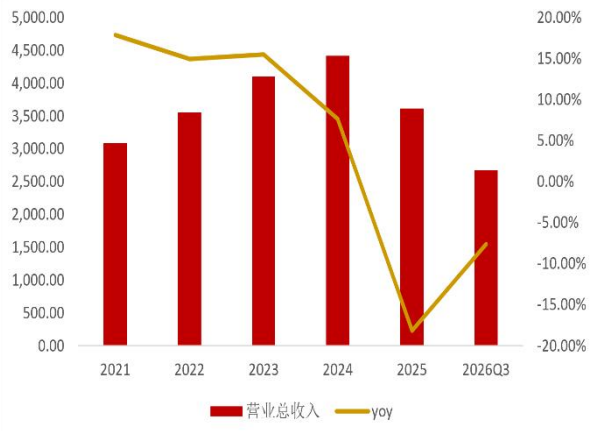



数据来源：酒业财经，东莞证券研究所

### 4.1.5 白酒板块加速出清，降幅明显收窄

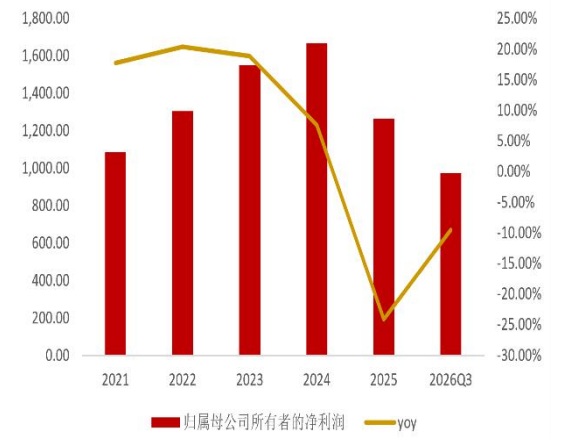
**2026 年白酒板块仍处负增长区间，但下滑斜率明显放缓。**前三季度板块营业总收入 2678.22 亿元、同比下降 7.61%，归母净利润 973.68 亿元、同比下降 9.55%，降幅分别较 2025 年全年的 18.13%和 24.10%收窄 10.5 个和 14.6 个百分点。利润与收入的降幅差由 2025 年的约 6.0 个百分点收窄至 1.9 个百分点，说明控货挺价与费用收缩对利润的额外拖累在减轻。从节奏看，2026 年全年收入降幅有望进一步收窄至个位数，但收入转正仍取决于春节备货与批价改善。板块底部特征趋于明确，优质龙头在估值低位具备布局价值。

图 34：2021-2026Q3SW 白酒板块营业总收入与增速（亿元，%）




数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 35：2021-2026Q3SW 白酒板块归母净利润与增速（亿元，%）



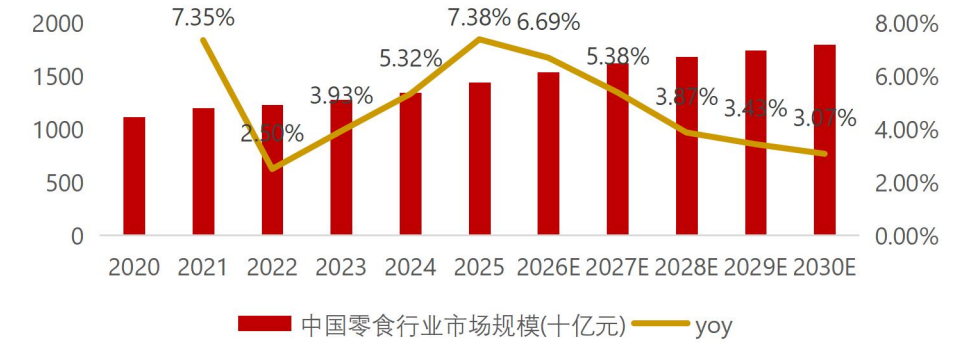

数据来源：同花顺，东莞证券研究所

## 4.2 零食

### 4.2.1 我国休闲零食行业市场规模稳步增长

**我国休闲零食行业已进入万亿规模后的存量增长阶段。**随着消费场景多元化、居民休闲消费需求提升，以及零食渠道持续创新，行业保持扩容，但增速中枢已明显下移。根据灼识咨询数据，2025 年中国零食市场规模为 1.44 万亿元，2020—2025 年复合增速 5.3%；预计 2030 年达 1.80 万亿元，2025—2030 年复合增速 4.5%。增长动力已从行业 β 转向结构 α 。按零售额计，2025 年中国零食市场中零食店渠道份额 12.2%、折扣店 10.1%，预计 2030 年分别升至 16.7%、22.3%。

图 36：2020-2030 年我国零食行业市场规模与增速（十亿元，%）




数据来源：灼识咨询，东莞证券研究所

### 4.2.2 新渠道加速扩容，传统品牌承压分化

**零食线下连锁渠道持续扩张，头部集中度进一步提升。**截至 2026 年 6 月末，鸣鸣很忙在营门店 26405 家，较 2025 年末净增 4457 家，其中约 60%位于县城及乡镇，7 月 20 日签约门店突破 3 万家；万辰集团门店 23802 家，上半年新开 5814 家、关闭 326 家，9 月中旬签约门店突破 3 万家。2026 年上半年，鸣鸣很忙实现 GMV638.9 亿元、同比增长 55.6%，营业收入 450.0 亿元、同比增长 60.0%，经调整净利润 24.5 亿元、同比增长 136.6%，毛利率由 9.3%升至 11.5%；万辰集团前三季度营业收入 556.28 亿元、同比增长 52.15%，其中第三季度 207.92 亿元、同比增长 48.73%，毛利率 12.90%、同比提升 1.21 个百分点。双寡头规模效应持续释放，但门店加密带来分流压力，竞争重点已从门店数量转向供应链效率与单店经营质量。

**会员店成为零食企业验证产品力、打造大单品的重要渠道。**截至 2026 年 7 月，山姆中国门店 67 家，2026 全年计划新开约 10 家；2026 财年全渠道销售额突破 1400 亿元，占沃尔玛中国营收八成以上，单店年均销售额超 20 亿元。盐津铺子聚焦中国风味、健康高蛋白、健康甜味三大赛道，溏心鹌鹑蛋 2026 年入选上海、无锡等 4 城山姆会员更喜欢买的 TOP10 商品；有友食品脱骨鸭掌进入山姆后持续放量，成为其收入增长的主要来源。会员店对单品力与供应稳定性要求高，渠道红利也在放大企业间分化。

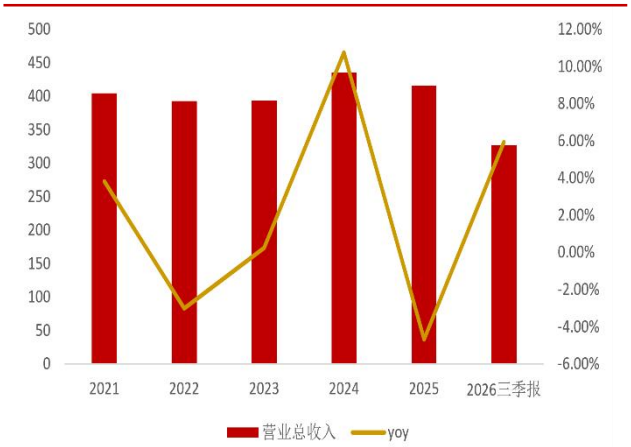
**传统品牌仍在渠道调整中分化。**2026 年前三季度，三只松鼠营收 73.22 亿元、同比下降 5.63%，归母净利润 2.57 亿元、同比增长 59.71%，但第三季度单季收入下降 10.48%、扣非净利润大幅回落；良品铺子上半年营收 31.45 亿元、同比增长 11.18%并实现扭亏，第三季度末门 1910 家、较年中净减少 50 家。渠道分流之下，传统品牌的核心矛盾已从需求不足转向单店模型失效。

### 4.2.3 零食板块业绩阶段性承压后修复

**休闲零食板块在业绩阶段性承压后迎来修复，本轮修复的核心驱动来自利润率改善，而非收入规模扩张。**2025 年新兴渠道增速放缓，传统电商品牌为维持份额持续加大营销投放；费用端具备刚性，收入下滑直接对利润形成压制。当年板块营收同比下滑 4.66%，归母净利润同比下降 9.13%，净利率 5.70%，是行业“以费用换收入”策略失效的一年。2026 年行业逻辑迎来反转：渠道结构调整带动出货确定性提升，投放策略转向精细化。前三季度板块营收同比增长 5.92%，归母净利润同比大增

138.30%，净利率抬升 8.70%，利润弹性显著高于收入弹性。本次修复的盈利质量较强，但增长天花板相对有限。若 2027 年渠道扩张节奏放缓，板块收入增速或回落至个位数区间；后续利润表现，核心取决于 8%附近净利率水平能否维持，一旦行业重回粗放投放，盈利弹性将快速收缩。

图 37：2021-2026Q3SW 零食板块营业总收入与增速（亿元，%）




数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 38：2021-2026Q3SW 零食板块归母净利润与增速（亿元，%）




数据来源：同花顺，东莞证券研究所

## 5. 投资策略

**积极关注消费龙头低位布局机会。**目前消费行业估值大多处于近十年相对低位，部分行业分红率较高。行业景气度有望逐步改善，关注消费龙头低位布局机会。

**（1）农业：**生猪养殖方面，关注能繁母猪去化进程及传导至生猪供给方面，随着生猪供给的减少，生猪价格有望逐步止跌企稳，生猪养殖盈利有望逐步改善，关注具备成本优势、规模优势的生猪养殖龙头。宠物方面，出口有望保持回升，国内市场仍有较大扩容空间，宠物食品、宠物用品等细分市场规模有望保持较快增长，国内市场集中度依然较低，优质国产龙头仍然有望受益。个股方面可重点关注：牧原股份（002714）、温氏股份（300498）、新希望（000876）、海大集团（002311）、中宠股份（002891）、乖宝宠物（301498）等。

**（2）医药生物行业：**在政策端国家将生物医药定位为新兴支柱产业，审评审批提速、医保谈判降幅收窄、集采规则优化并豁免高端创新药，叠加定价新政落地，行业由控费转向扶优，创新药产业链商业化预期明显改善；产业端 ADC、双抗、GLP-1、小核酸等前沿技术持续突破，国产药企全球竞争力增强、BD 出海授权快速放量，叠加 CXO 产业链配套成熟、产能充足，有效提升研发效率并优化成本；市场端医保、商保、惠民保等多层次支付体系不断完善，叠加人口老龄化与慢病刚需支撑，创新药院内院外渠道可及性持续提升、产品加速放量；估值端板块历经长期调整处于历史低位，与行业战略地位和成长潜力形成明显错配，伴随企业业绩修复与临床数据密集催化，具备较强估值修复弹性。个股方面可重点关注：恒瑞医药（600276）、百济神州（688235）、迈瑞医疗（300760）、联影医疗（688271）和成都先导（688222）等。

**（3）食品饮料行业：**白酒方面，动销偏弱、批价分化，散瓶飞天批价 1670 元/瓶相对坚挺但已自 9 月高点回落，普五 800 元/瓶创 2020 年 5 月以来新低；板块 PE TTM 22.64 倍、处于近十年 25.3%分位，向下空间有限，建议关注分红确定性强的高端龙头与持续提份额的区域龙头。零食方面，随着消费场景多元化、居民休闲消费需求提升，以及零食渠道持续创新，我国零食行业行业仍保持扩容。零食线下连锁渠道持续扩张，头部集中度进一步提升。渠道重构带来结构性机会，行业修复主要来自利润率改善，建议关注量贩渠道龙头、具备大单品能力的制造型品牌及单店模型修复的传统品牌。个股方面可重点关注：贵州茅台（600519）、五粮液（000858）、泸州老窖（000568）、盐津铺子（002847）、洽洽食品（002557）等。其他细分板块，关注业绩有望保持回升，估值较低的安井食品（603345）等。

表 14：重点公司盈利预测及投资评级（2026/11/16）

| 股票代码 | 股票名称 | 股价（元） | EPS（元） | | | PE（倍） | | | 评级 | 评级变动 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | 2025A | 2026E | 2027E | 2025A | 2026E | 2027E | | |
| 002714 | 牧原股份 | 46.30 | 2.68 | (0.94) | 3.94 | 17.26 | -49.40 | 11.75 | 买入 | 维持 |
| 300498 | 温氏股份 | 17.55 | 0.79 | (0.57) | 1.43 | 22.17 | -30.56 | 12.25 | 买入 | 维持 |
| 000876 | 新希望 | 7.08 | -0.36 | (0.12) | 0.36 | -19.69 | -59.00 | 19.53 | 买入 | 维持 |
| 002311 | 海大集团 | 49.49 | 2.58 | 2.38 | 3.41 | 19.17 | 20.77 | 14.53 | 买入 | 维持 |
| 002891 | 中宠股份 | 26.67 | 1.13 | 0.89 | 1.27 | 23.51 | 29.85 | 20.99 | 买入 | 维持 |
| 301498 | 乖宝宠物 | 33.92 | 1.68 | 1.04 | 1.39 | 20.21 | 32.51 | 24.34 | 买入 | 维持 |
| 600276 | 恒瑞医药 | 48.02 | 1.16 | 1.39 | 1.60 | 41.33 | 34.63 | 30.05 | 买入 | 维持 |
| 688235 | 百济神州 | 275.28 | 0.95 | 4.08 | 5.97 | 290.65 | 67.45 | 46.11 | 买入 | 维持 |
| 300760 | 迈瑞医疗 | 184.30 | 6.71 | 6.93 | 8.05 | 27.45 | 26.60 | 22.89 | 买入 | 维持 |
| 688271 | 联影医疗 | 118.36 | 2.27 | 2.66 | 3.31 | 52.18 | 44.55 | 35.71 | 买入 | 维持 |
| 688222 | 成都先导 | 34.65 | 0.27 | 0.36 | 0.49 | 126.94 | 95.11 | 70.10 | 买入 | 维持 |
| 600519 | 贵州茅台 | 1453.90 | 65.85 | 66.80 | 70.74 | 22.08 | 21.76 | 20.55 | 买入 | 维持 |
| 000858 | 五粮液 | 73.70 | 2.31 | 3.35 | 3.75 | 31.95 | 22.03 | 19.63 | 买入 | 维持 |
| 000568 | 泸州老窖 | 80.43 | 7.36 | 4.55 | 4.93 | 10.93 | 17.69 | 16.30 | 买入 | 维持 |
| 002847 | 盐津铺子 | 39.36 | 2.77 | 2.85 | 3.32 | 14.21 | 13.81 | 11.84 | 买入 | 维持 |
| 002557 | 洽洽食品 | 19.56 | 0.63 | 1.21 | 1.42 | 31.07 | 16.11 | 13.79 | 买入 | 维持 |
| 603345 | 安井食品 | 88.50 | 4.08 | 5.07 | 5.90 | 21.70 | 17.46 | 15.00 | 买入 | 维持 |

资料来源：iFinD，东莞证券研究所

## 6. 风险提示

（1）农业：非洲猪瘟和禽流感等疫病大规模暴发，自然灾害，能繁母猪及生猪产能去化进度较慢，饲料等原料成本上升，市场竞争加剧等。

（2）医药：行业政策风险，如医保控费，部分药品集采后降价幅度较大，研发进展低于预期风险，原材料价格波动大对企业经营造成不利影响和竞争加剧风险等。

（3）食品饮料：产品提价不及预期风险，终端需求不景气可能拖累企业提价节奏，渠道开拓受阻、行业竞争加剧，以及食品安全问题带来的负面冲击风险等。

## 东莞证券研究报告评级体系：

| 公司投资评级 | |
|---|---|
| 买入 | 预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上 |
| 增持 | 预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间 |
| 持有 | 预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间 |
| 减持 | 预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上 |
| 无评级 | 因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内 |
| **行业投资评级** | |
| 超配 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上 |
| 标配 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间 |
| 低配 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上 |

说明：本评级体系的“市场指数”，A 股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

| 证券研究报告风险等级及适当性匹配关系 | |
|---|---|
| 低风险 | 宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告 |
| 中低风险 | 债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告 |
| 中风险 | 主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告 |
| 中高风险 | 创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告 |
| 高风险 | 期货、期权等衍生品方面的研究报告 |

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

## 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或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

## 声明：

东莞证券股份有限公司为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，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，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券股份有限公司研究所**
广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼
邮政编码：523000
电话：（0769）22115843
网址：www.dgzq.com.cn