农林牧渔 2027 年度投资策略

2027 年农产品有望迎来大周期拐点

优于大市

核心观点

供需、天气、能源等多因素预计均支撑农作物景气反转，2027 年有望迎来大周期拐点。供需来看，农作物经历接近 4 年的景气下行，玉米、大豆、棕榈油、白糖、天然橡胶等品种的年度结算库销比均处于历史偏低水平，为未来涨价提供了很好的库存基础。恶劣天气方面，本轮厄尔尼诺预计是有数据跟踪以来最严重的一次；此外，我们并不认为这是一次单一事件，强厄尔尼诺后通常会接续发生强拉尼娜，可能会开启 3-4 年的天气周期。能源方面，柴油全球处于历史高位，海外化肥价格高企，2027 年农产品的成本有望迎来高支撑。此外，国内土地规模化也在加速，以北大荒为代表的企业有望充分受益土地规模化浪潮带来的行业红利，土地价值可能重估。

原奶与牛肉的价格反转持续验证，看好周期景气持续至 2028 年。近期散奶价格淡季不淡，行业在 2024 年底集中淘汰小奶牛，按 2 年养到成年泌乳牛核算，预计 2026 年底原奶供给开始大幅收缩，原奶周期拐点预计明确，未来 2-3 年看景气持续上行。牛肉价格矛盾更大，母牛减产预计将在 2026-2028 年持续传导至育肥牛供给收缩；叠加进口配额限制，后续进口缩量有望与国内育肥牛出栏断档共振，牛肉价格将进一步加速上涨。核心看好奶牛养殖标的，原奶行情改善利好主业盈利修复，同时肉牛大周期上行有望明显增厚其奶牛淘汰和犊牛外销收益。此外，亦看好乳制品龙头企业，凭借自有奶源，有望受益奶价反转，相较同行实现更显著的成本优势。

畜禽周期 2027 年预计迎来明确修复拐点，看好龙头企业长期价值。生猪养殖方面，当前生猪与仔猪价格接近历史新低，行业进入产能加速去化阶段，预计很有可能再次出现集中淘汰带崽母猪的情况，猪价 2027 年将迎来向上拐点，我们认为拐点预期明确后，生猪板块配置时点已现。此外，从投资标的看，本轮周期更应该拥抱行业龙头，因为规模企业扩张受限，行业进入企业竞争阶段，未来管理能力强的团队更容易获得超额收益，因此更看好行业龙头的长期价值，我们从 DCF 角度对龙头牧原股份进行测算，其 FCFF 现值约 3750 亿元，扣除净债务价值后，对应合理股权价值约 3211 亿元。禽养殖方面，白鸡与黄鸡行情有望受益猪价回暖共振，畜禽板块整体有望同步修复。

投资建议：推荐种植链、牧业、猪禽龙头。1）种植推荐：北大荒、骑士乳业、海南橡胶、隆平高科等。**2）牧业推荐：**现代牧业、优然牧业、骑士乳业等。**3）生猪推荐：**牧原股份、温氏股份、德康农牧、华统股份等。**4）禽推荐：**立华股份、益生股份、圣农发展等。**5）饲料：**海大集团。

风险提示：不可控动物疫情引发潜在风险；原材料价格剧烈波动风险。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘（元）	总市值（百万元）	EPS 2026E	EPS 2027E	PE 2026E	PE 2027E
600598.SH	北大荒	优于大市	12.73	22,630	-0.24	0.59	-53	22
1117.HK	现代牧业	优于大市	1.42	11,240	0.09	0.19	16	7
9858.HK	优然牧业	优于大市	3.95	17,718	0.36	0.67	11	6
002714.SZ	牧原股份	优于大市	44.85	255,311	0.61	2.97	74	15

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究·行业专题

农林牧渔

优于大市·维持

证券分析师：鲁家瑞
021-61761016
lujiarui@guosen.com.cn
S0980520110002

证券分析师：李瑞楠
021-60893308
liruinan@guosen.com.cn
S0980523030001

证券分析师：江海航
jianghaihang@guosen.com.cn
S0980524070003

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《农产品研究跟踪系列报告（229）-生猪产能加速去化，原奶与牛肉的价格反转有望持续兑现》 ——2026-11-22
《白糖行业跟踪-厄尔尼诺与能源周期共振，有望进入新一轮景气周期》 ——2026-11-21
《农产品研究跟踪系列报告（228）-天然橡胶与棕榈油价格蓄力上行，原奶价格拐点向上》 ——2026-11-15
《农产品研究跟踪系列报告（227）-牛肉与散奶价格持续走强，仔猪价格环比新低》 ——2026-11-09
《农林牧渔 2026Q3 基金持仓分析-养殖及种植链优质标的重仓环比明显提升》 ——2026-11-09

内容目录

种植：供需库存、恶劣天气、能源等预计有望支撑农作物景气反转 6
总览：多因素共振，农产品 2027 年预计有望开启新周期 6
棕榈油：需求刚性、库存偏低，极端天气冲击下价格预计有望爆发 11
白糖：从旧作过剩转向新作短缺，巴西糖醇分流与印度重启进口下天气扰动预计有望放大 13
天然橡胶：供给弹性差的长周期品种，天气扰动预计将进一步放大供给脆弱性 16
玉米：全球消费增速高于产量增速，库存下行奠定了较好的涨价基础 20
大豆：去库已启动，生柴需求、及天气风险有望支撑价格中枢上移 23
投资建议：核心看好有优质土地资源的种植标的 25
牧业反转：原奶与牛肉的价格反转持续验证 26
牛肉行情展望：看好肉牛大周期反转，肉价上涨预计持续到 2028 年 26
原奶行情展望：周期底部已得到确认，有望开启 2-3 年景气反转 28
投资建议：核心看好优质奶牛养殖标的和乳制品龙头企业 31
畜禽修复：猪禽景气拐点来临，看好龙头长期价值 32
生猪：周期拐点预期明确，板块布局正当时 32
禽：行情有望随需求复苏，龙头企业单羽盈利领先 36
投资建议：周期拐点预期明确，看好龙头长期价值 38
风险提示 39

图表目录

图1： 全球食品价格指数、美元指数、WTI 原油价格拟合情况 6
图2： 以美国玉米为例，在库存水平越低的阶段，触发上涨以后景气的持续时间越长 7
图3： 全球大部分农产品期末库销比已较之前高位明显回落 8
图4： 全球玉米价格与期末库销比呈负相关关系 8
图5： 本轮厄尔尼诺强度正刷新历史纪录 8
图6： 过去近 80 年期间共出现过 22 次厄尔尼诺和 20 次拉尼娜 9
图7： 厄尔尼诺对全球气候的影响 9
图8： 拉尼娜对全球气候的影响 9
图9： 油价与化肥价格历史高度正相关 10
图10： 美国约 36%的玉米产量用于乙醇生产 10
图11： 1971 年以来美元指数与全球豆粕、玉米价格拟合情况一览 11
图12： 油棕全年均可结果，但月度产量具有明显季节性 12
图13： 全球近 95%棕榈油产量来自印尼和马来西亚 12
图14： 1960 年以来，厄尔尼诺期间全球棕榈油价格的上涨概率约为 74%，涨幅中位数 19% 13
图15： ICE11 号糖收盘价近期保持上行趋势，2026 年初至今最高累计上涨约 30% 14
图16： 1960 年以来，厄尔尼诺发生时，导致全球甘蔗减产的概率为 41% 15
图17： 2026 年以来，郑糖价格走势与海外原糖价格明显背离 16
图18： 泰国 2026 年 1-9 月累计产量同比-0.72%（千吨） 16
图19： 印尼 2026 年 1-9 月累计产量同比-8.98%（千吨） 16
图20： 全球天然橡胶单产近年下滑明显 17
图21： 主要产区树龄结构一览 17
图22： 1960 年以来，厄尔尼诺发生时，导致全球天然橡胶减产的概率为 40% 18
图23： 1960 年以来，厄尔尼诺期间全球天然橡胶价格（3 号烟片胶）的上涨概率约为 58%，涨幅中位数 31% 18
图24： 国内天然橡胶目前维持降库趋势 19
图25： 天然橡胶价格 2026 年内保持上行趋势 19
图26： 国内玉米单产在 1997 年超强厄尔尼诺影响下同比减少约 16% 21
图27： 1960 年以来，厄尔尼诺发生时，导致全球玉米减产的概率为 38% 22
图28： 1960 年以来，拉尼娜发生时，导致全球玉米减产的概率为 57% 22
图29： 美国大豆产量与压榨量对比（2014-2026 年） 23
图30： 美国大豆期末库存与库销比情况（2014-2026 年） 23
图31： 1960 年以来，厄尔尼诺发生时，导致全球大豆减产的概率为 45% 24
图32： 1960 年以来，拉尼娜发生时，导致全球大豆减产的概率为 48% 24
图33： 2024 年国内牛肉行情加速回落 26
图34： 2024 年国内肉牛养殖陷入深度亏损 26
图35： 据国家统计局统计，国内肉牛存栏 2024 年结束增长 27
图36： 钢联统计 2024 年初以来国内肉牛存栏已累计减少超 20% 27

图37： 钢联统计的育肥公牛出栏均重（公斤）2025 上半年维持在低于正常水平的 15-20%区间 27
图38： 生猪出栏均重（公斤）在 2022 年猪价上行拐点出现前即下降到历史周期最底部水平 27
图39： 国内肉牛养殖群体高度分散，90%以上主体的养殖规模不足 10 头 28
图40： 从母牛配种完成到出栏肉牛通常需要 2 年半左右时间 28
图41： 截至 2026 年 10 月，全球牛肉月均价自底部已累计上涨约 44%（美元/kg） 28
图42： 2026 年巴西出口至美国的冻牛肉量大幅增加 28
图43： 国内原奶价格目前仍处于行业完全成本以下 29
图44： 截至 2026 年 10 月末，国内奶牛存栏已去化 11% 29
图45： 国内仍存在较多的小规模奶牛养殖户 29
图46： 从补栏犊牛到开始产奶通常需要 2 年左右时间 30
图47： 国内头部奶牛养殖企业成母牛占比明显提升 30
图48： 海外全脂奶粉价格自 2023 年底部已累计上涨 60%+ 31
图49： 进口大包粉目前已不具备性价比 31
图50： 历史复盘来看，仔猪价格接近生猪价格的时候意味着行业情绪悲观，行业基本触底 32
图51： 官方能繁母猪存栏自 2025 年底深度亏损后加速去化 32
图52： 钢联能繁母猪存栏 2026 年 10 月环比去化进一步加速 32
图53： 2022 年以来猪周期平均盈利正在收敛（元/头） 33
图54： 猪企单头生猪养殖经营净利对比（元） 33
图55： 上市猪企 2010 年以来 ROE 变化情况 34
图56： 上市猪企 2011 年以来不同周期的 ROE 表现分化较大 34
图57： 2021 年后牧原股份资本开支已较高峰期显著下降 34
图58： 白羽肉鸡及鸡苗价格表现（元/斤，元/羽） 37
图59： 白羽肉鸡祖代鸡存栏（在产+后备） 37
图60： 白羽肉鸡父母代鸡存栏（在产+后备） 37
图61： 浙江地区黄羽肉鸡主要品种价格表现（元/斤） 38

表1： 美元影响农产品定价的三条传导路径 11
表2： 2026 年全球棕榈油期末库销比已显著下降 12
表3： 马来西亚棕榈油供需平衡表 13
表4： 印尼棕榈油供需平衡表 13
表5： 国际糖业协会预计新季全球糖市产需将由盈余转为缺口 14
表6： 国内食糖供需平衡表 15
表7： ANRPC 成员国天然橡胶供需平衡表（未包含科特迪瓦等非会员国家） 17
表8： 中国天然橡胶供需平衡表 20
表9： 2026 年全球玉米期末库销比已较 2016 年显著下降约 11.0pcts 20
表10： 2026 年中国玉米期末库销比已较 2016 年显著下降约 35.6pcts 20
表11： 2026 年全球大豆期末库销比已较 2018 年下降约 5.36pcts 23
表12： 散奶 2026 年 5 月开始淡季上涨，原奶周期底部特征显著 30
表13： 牧原股份稳态盈利测算 35
表14： 牧原股份 DCF 测算 36

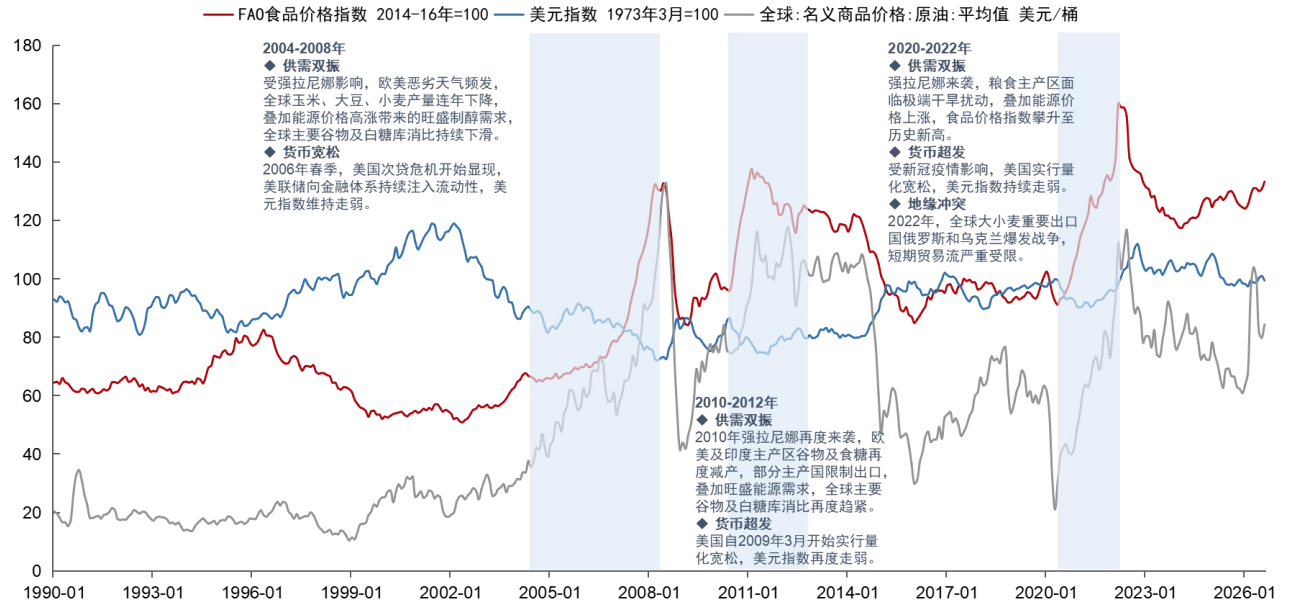
表15： 牧原股份 WACC 假设 36

种植：供需库存、恶劣天气、能源等预计有望支撑农作物景气反转

总览：多因素共振，农产品 2027 年预计有望开启新周期

从 21 世纪以来三次主要粮食波动来看，全球粮价涨跌除了受农产品供需基本面本身变动影响之外，货币政策、能源价格、地缘政治等因素均会对全球粮价走势产生阶段性的重大影响。

图1：全球食品价格指数、美元指数、WTI 原油价格拟合情况



资料来源：NOAA，国信证券经济研究所整理

我们对农产品定价逻辑进行拆解，其兼具商品属性、能源属性和金融属性三重特性。具体来看：

商品属性方面，核心变量是天气和库存。供需基本面是决定价格的关键因素之一，即供大于求，价格下跌；供小于求，价格上涨，而影响供需平衡表的主要突发因素是厄尔尼诺和拉尼娜等恶劣天气，历史上农产品牛市多伴随恶劣天气发生，若连续出现多次恶劣天气，个别农产品价格很可能迎来反转行情。以及低库存下，天气扰动会放大价格弹性。

能源属性方面，石油涨价通常利多农产品。一方面是需求替代影响，石油替代品生物柴油的原材料包括棕榈油、豆油、菜籽油等油脂，石油涨价刺激这些油脂需求提升；以及石油涨价会促进燃料乙醇需求，提高糖产国乙醇用蔗比例，挤压糖产量。另外一方面会传递至农产品成本端上涨，能源涨价推高化肥、农药、柴油、农机作业和运输成本。以化肥品类为例，氮肥（尿素）国际主流工艺以天然气为核心原料，硫磺（炼化副产品）成本约占磷肥成本约 50%。

金融属性方面，关注货币宽松和通胀预期。粮食是刚需品种，而且容易储存，具备抗通胀属性。随着期货交易市场兴起，粮食的金融属性得到进一步强化。美国作为全球重要农业产区，长期占据粮食贸易核心顺差并掌握全球粮食期货主要交

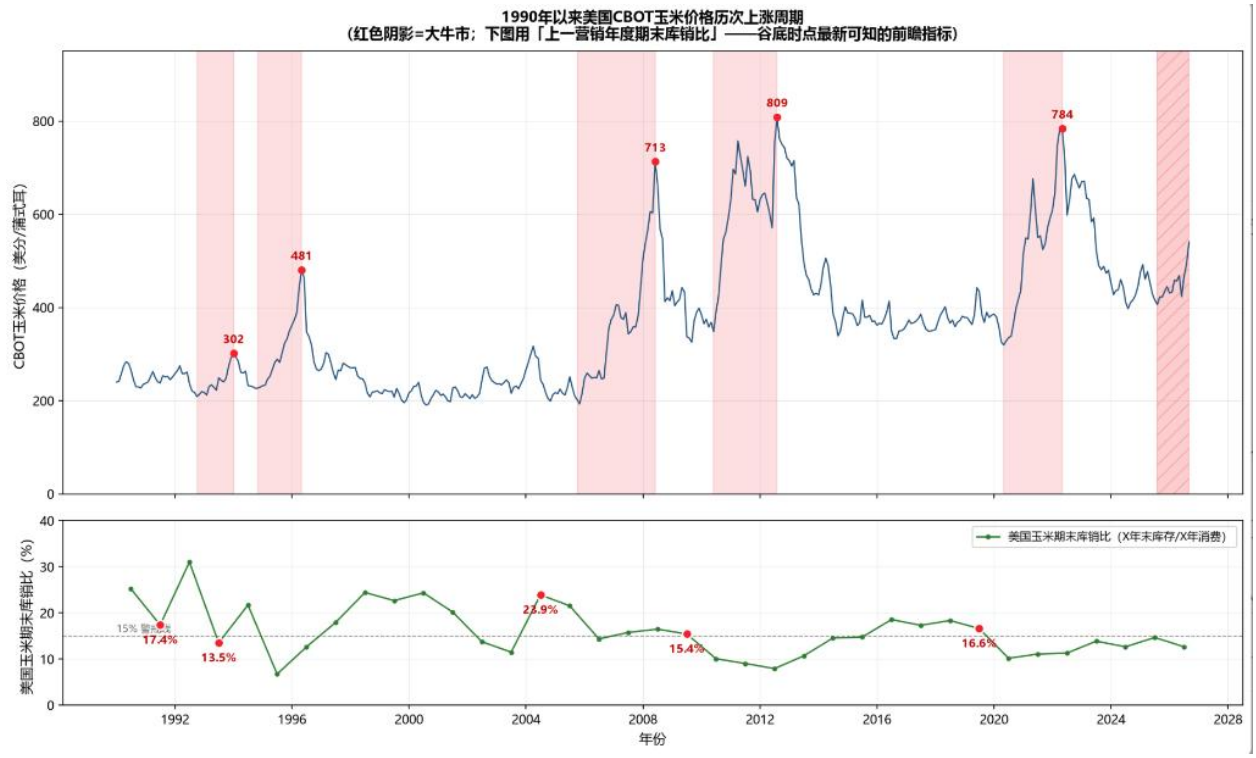
易市场（芝加哥商品交易所），粮食贸易主要由美元定价结算，所以美联储的宽松或紧缩政策在对全球金融市场投资行为产生影响时，会波及粮食期货价格表现。

综上，把握好商品、金融、能源三个属性，即可较为清晰地判断农产品价格趋势。

◆ 供需：26/27 年全球大部分农产品库销比回落至历史低位，低库存为未来价格上涨奠定较好基础

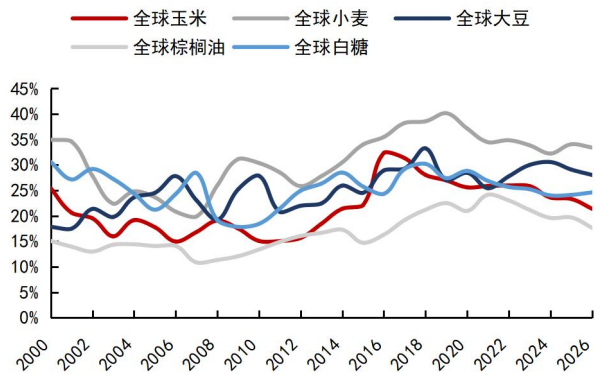
农作物已经历了接近 4 年的景气下行，目前全球玉米、大豆、棕榈油、白糖、天然橡胶等品种的年度结算库销比均处于历史偏低水平，这为涨价提供很好的基础。其中，全球玉米期末库销比从 2016 年高点至 2026 年已累计下调接近 11 个百分点至 21%左右，达到历史十年新低；全球大豆、棕榈油、白糖、天然橡胶等品种库存消费比也延续下滑态势。期末库销比去化反映出此前几年供给增速明显低于消费增速，由此导致农产品供需结构的脆弱性增加。从历史复盘来看，农产品库销比与价格呈明显负相关，在农产品库存水平越低的阶段，有突发因素触发价格上涨的景气持续时间也越长。

图2：以美国玉米为例，在库存水平越低的阶段，触发上涨以后景气的持续时间越长



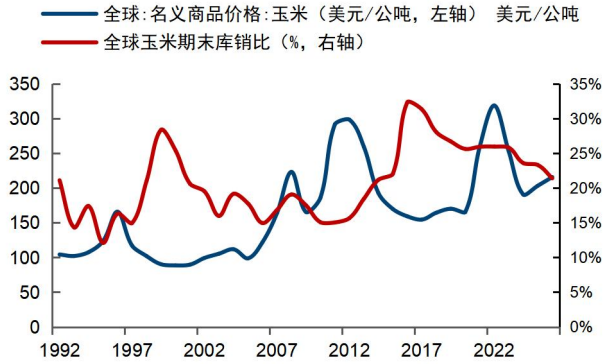
资料来源：USDA，WIND，国信证券经济研究所整理

图3：全球大部分农产品期末库销比已较之前高位明显回落



资料来源：USDA，WIND，国信证券经济研究所整理

图4：全球玉米价格与期末库销比呈负相关关系

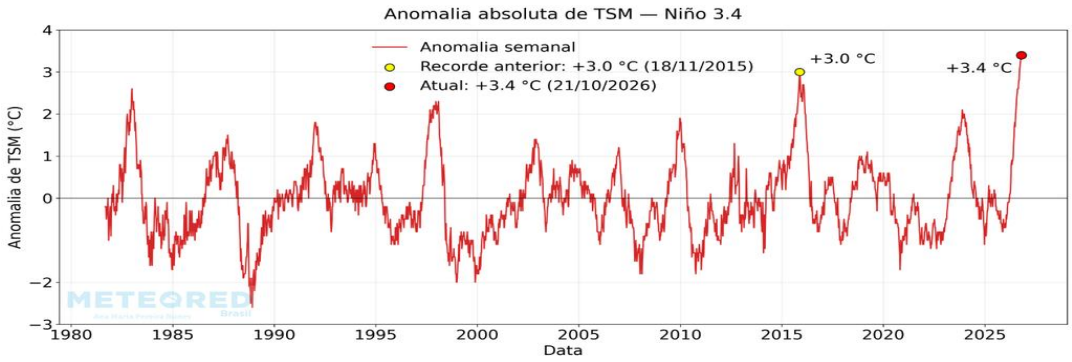


资料来源：USDA，WIND，国信证券经济研究所整理

◆ 天气：厄尔尼诺加速增强，有望开启 3-4 年的天气周期波动

恶劣天气方面，本轮厄尔尼诺强度正刷新历史纪录。根据世界气象组织（WMO）2026 年 11 月 9 日发布的报告，2026 年全球气温异常偏高、冰川融化及海平面上升的长期态势仍在持续。超强厄尔尼诺预计将进一步加剧高温与极端天气，其影响将持续至 2027 年。厄尔尼诺事件自 2026 年 8 月以来持续增强，世界气象组织预测在 2026 年 11 月至 2027 年 1 月期间，Niño3.4 的季节平均异常值可能达到+3.7° C 至+3.8° C，预计峰值将在 2026 年 12 月达到有记录以来最强水平。

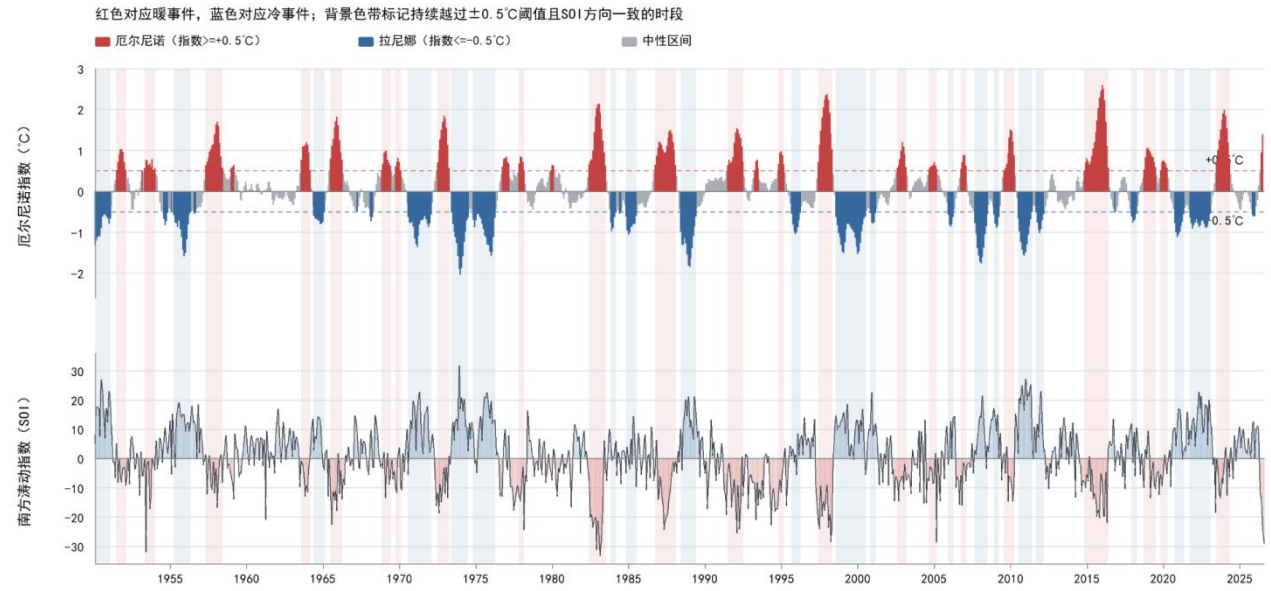
图5：本轮厄尔尼诺强度正刷新历史纪录



资料来源：NOAA，国信证券经济研究所整理

此外，我们认为本轮超强厄尔尼诺并不是一次单一事件，考虑到 ENSO 历史上呈现“准周期震荡”特征，厄尔尼诺结束后通常会出现拉尼娜，上世纪两次极强厄尔尼诺（1982-1983、1997-1998）结束后都出现过强拉尼娜事件。因此本次超强厄尔尼诺对农业生产扰动预计或持续，可能会由此开启 3-4 年的天气周期波动。

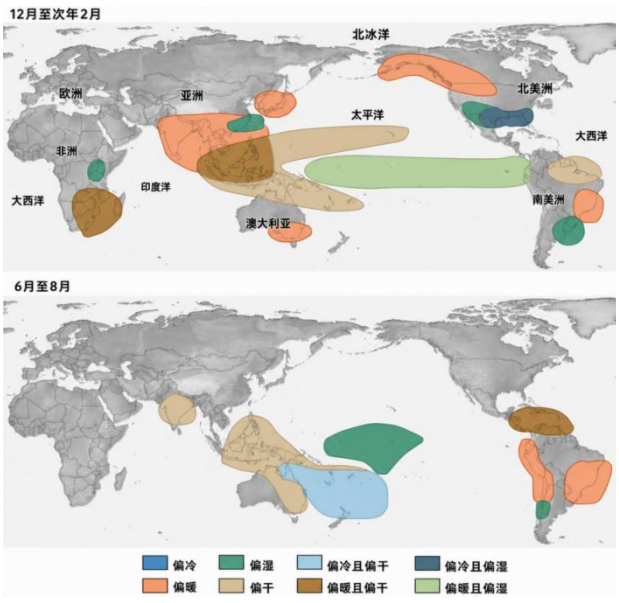
图6：过去近 80 年期间共出现过 22 次厄尔尼诺和 20 次拉尼娜



资料来源：NOAA，澳大利亚气象局，国信证券经济研究所整理

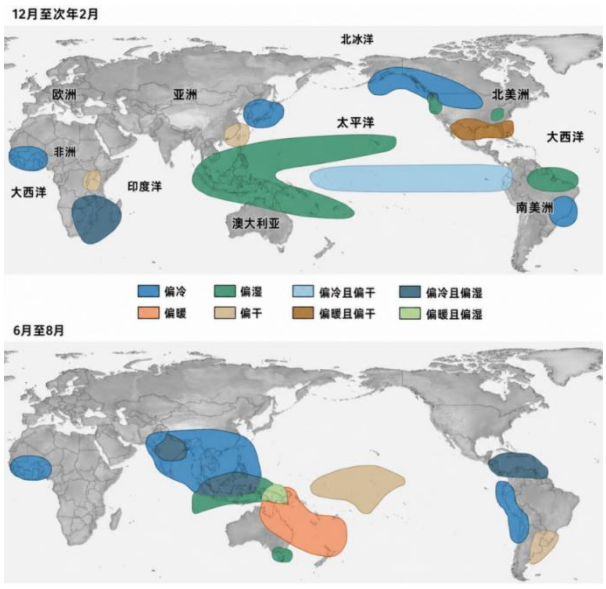
厄尔尼诺/拉尼娜发生意味着增加区域性干旱洪涝、气温异常发生概率。厄尔尼诺或拉尼娜通常会在事件发展后数月内影响全球平均地表温度，并通过改变沃克环流、对流活动和中高纬度急流位置，重新分配全球热量与水汽，增加区域性干旱、洪涝和温度异常的发生概率。历史上超强厄尔尼诺往往伴随更高区域性干旱、洪涝和高温灾害风险，其中东南亚、印度降水减少，南美西岸和美国南部降水增加，我国可能出现“南涝北旱”等异常天气。而超强拉尼娜往往伴随东南亚及大洋洲降水偏多，南美洲干旱风险上升，北美洲的北部冷湿、南部暖干等异常天气。

图7：厄尔尼诺对全球气候的影响



资料来源：NOAA，国信证券经济研究所整理

图8：拉尼娜对全球气候的影响



资料来源：NOAA，国信证券经济研究所整理

◆ 能源：海外化肥价格高企，2027 年农产品的成本有望迎来高支撑

在全球柴油处于历史高位的背景下，2027 年农产品的成本有望迎来高支撑。2026 年油价高企已导致化肥价格中枢明显抬升，考虑到通常大部分农户会在春耕前的冬储期间提前下单采购农资，以避开春季化肥价格上涨，因此今年以来的化肥涨价尚未充分反应在今年收获农作物的种植成本，预计将进一步传导至明年的种植成本中。以玉米为例，化肥在种植成本中的占比较高，根据 USDA 统计，化肥在美玉米种植成本中占比达 16%-24%，因此预计 2027 年农产品的成本有望迎来高支撑。此外，根据美国玉米种植者协会的调查，高化肥成本可能造成未来玉米供给的潜在收缩，更高昂的成本会抑制相关农户的化肥投入从而对单产造成不利影响。

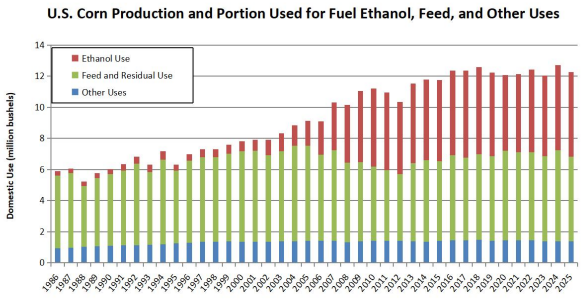
此外，高油价也能通过替代影响传导至相关农产品涨价。一方面高油价提升生物燃料（生物柴油、乙醇等）经济性，增加玉米、甘蔗、植物油等农产品的工业需求。生物燃料的兴起使部分农产品从单纯的食品和饲料原料，转变为能源替代原料，需求刚性天花板由此打开。此外，合成橡胶成本抬升也会更加利好天然橡胶的需求。

图9：油价与化肥价格历史高度正相关



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图10：美国约 36%的玉米产量用于乙醇生产



资料来源：USDA，ERS，国信证券经济研究所整理

◆ 美元：历史强美元时期仍有农产品大涨：供需冲击对周期的驱动影响要优先于货币因素

历史复盘来看，美元是农产品定价的重要宏观变量，但不是决定农产品牛熊的第一因子。美元贬值通常通过计价效应、非美国家购买力改善、资金配置转向实物资产三条路径，对农产品价格形成系统性支撑。但真正决定农产品价格斜率、高点和持续性的，仍然是库存、天气、战争、出口政策、能源成本与生物燃料需求这些供需变量。

一方面，弱美元不必然带来农产品牛市，1985-1995 年就是典型反例，美元在广场协议后显著走弱，但大部分农产品处于供给宽松与政策去紧缺化的阶段，因此压制了价格弹性，农产品整体并未进入持续牛市。

相反，强美元也未必能压住农产品自身的大涨趋势。2021-2022H1 在美元走强、加息启动的环境下，由于实际利率仍为负、叠加俄乌冲突扰动黑海供应、油价与化肥成本飙升，FAO 食品价格指数仍在 2022 年升至 144.5 的高位，显著高于 2021 年的 125.7 和 2020 年的 98.1。

表1：美元影响农产品定价的三条传导路径

传导路径	作用机制	对价格的直接影响	生效条件	典型时期
计价效应	农产品以美元计价，美元贬值时，同样实物对应更多美元价格	美元弱→农产品美元标价上行	国际定价权集中、贸易流通顺畅	2002-2011、2020-2021
购买力转移效应	非美国家以本币购买美元农产品，美元走弱降低本币采购成本	非美国家需求增强→出口改善→价格支撑	进口国需求有弹性、出口流向不受政策压制	部分 1970 年代、部分 2000 年代
资产配置效应	实际利率下行或为负，持有实物资产机会成本下降，资金流向商品	流动性宽松→农产品金融属性抬升	实际利率低、通胀高、商品具备叙事	2002-2011、2021-2022H1

资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

图11：1971 年以来美元指数与全球豆粕、玉米价格拟合情况一览



资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

因此弱美元不是农产品价格上涨的充分条件，供需变化对周期的驱动影响要优先于货币因素。农产品周期驱动因子存在明确的优先级排序。首先需要考虑的是供需冲击，包括天气、战争、政策等变化，以及能源推动带来的生柴需求抬升或者生产成本上涨，其次是考虑货币金融因素的影响，包括美元、利率、流动性等对大宗商品配置的影响，当供需层面出现强驱动时，货币的负面影响会被覆盖。综合来看，弱美元对农产品的影响是条件依赖型，在叠加低库存、减产、能源上涨、贸易限制、弱美元的共同驱动下，农产品更易形成趋势牛市。

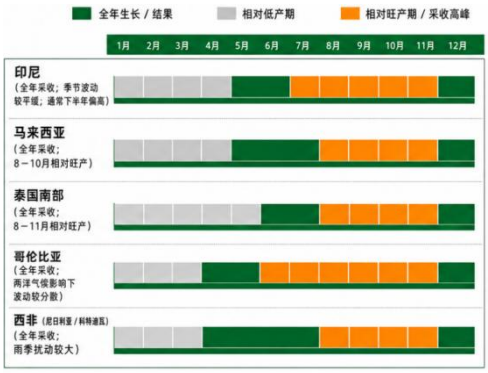
综合上述分析我们认为，当前看多农产品的逻辑充分，供需库存、恶劣天气、能源等多因素预计均支撑农作物景气反转。供需来看，农作物经历接近 4 年的景气下行，玉米、大豆、棕榈油、白糖、天然橡胶等品种的年度结算库销比均处于历史偏低水平，这为涨价提供很好的基础。恶劣天气方面，本轮厄尔尼诺预计是有数据跟踪以来最严重的一次；此外，我们并不认为这是一次单一事件，可能会开启 3-4 年的天气周期。能源方面，柴油全球处于历史高位，海外化肥价格高企，2027 年农产品的成本有望迎来高支撑。品种依次看好棕榈油、天然橡胶、白糖、玉米、大豆等。

棕榈油：需求刚性、库存偏低，极端天气冲击下价格预计有望爆

发

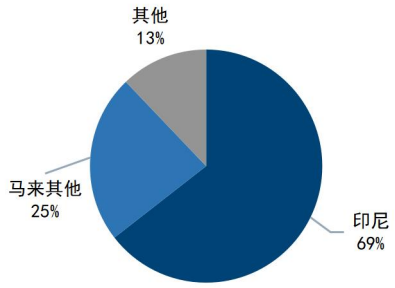
供给侧：棕榈油是历史上受厄尔尼诺极端天气冲击较大的品类之一。因为其生产高度集中在印度尼西亚和马来西亚，两国合计占全球供给约 85%-90%。一旦东南亚在厄尔尼诺下出现降雨不足与高温，油棕鲜果串单产将受到抑制，但由于油棕属于多年生作物，产量损失往往在 6-12 个月，甚至 9-12 个月后逐步显现。

图12：油棕全年均可结果，但月度产量具有明显季节性



资料来源：MPOB，国信证券经济研究所整理

图13：全球近 95%棕榈油产量来自印尼和马来西亚



资料来源：印尼棕榈油协会，MPOB，USDA，国信证券经济研究所整理

需求侧：生物柴油政策推动工业需求长期扩张。印尼已于 2026 年 7 月启动 B50 生物柴油计划，并设置至 10 月 1 日过渡期清理 B40 库存。参考 USDA 预估，全球棕榈油期末库存消费比由 2021 年的 24.15%连续下降至 2026 年的 17.55%，5 年下降约 6.6 个百分点，同期产量虽从约 7300 万吨升至 7900 万吨，但消费同步从约 7000 万吨升至 7800 万吨，棕榈油新增供给几乎被新增的工业需求完全吸收，未来留给天气冲击的缓冲空间较小。此外，FAO 预计 2025/26 年度全球油脂库存消费比仅 12.8%，而中国和印度库存均低于五年均值，后续如果棕榈油一旦减产，不仅会推高自身价格，还会通过替代链条向豆油、菜油和其他食用油传导。

综合来看，厄尔尼诺导致的持续干旱通常会导致雌花比例下降并干扰授粉，进而可能 2027 年上半年乃至更晚阶段的新果串产量和质量下滑。在马来西亚树龄老化、重植不足，印尼新增种植速度放缓的背景下，本轮天气冲击的供给弹性可能高于历史平均水平。若后续东南亚减产确认，叠加印尼 B50 和其他进一步政策的推进，棕榈油价格有望上行空间有望再度打开。

表2：2026 年全球棕榈油期末库销比已显著下降

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
期初库存量	10.46	13.03	14.85	15.90	15.16	16.81	16.99	15.96	15.02	15.18
产量	70.64	74.17	73.11	73.37	73.32	76.78	76.20	78.94	81.44	78.92
进口数量	46.79	49.88	47.04	46.86	41.91	46.65	42.36	41.39	41.93	41.40
出口数量	48.76	51.49	48.36	48.56	43.88	49.37	44.41	45.02	45.97	43.75
总供应量	127.33	137.38	135.34	136.33	130.40	140.24	135.56	136.29	138.39	135.50
消费量:(工业用)	19.88	22.80	23.18	23.59	22.98	25.31	26.36	26.74	27.68	28.19
消费量:(食用)	45.01	47.50	47.20	48.37	46.08	47.91	48.19	48.52	48.79	49.27
总消费量	66.18	70.54	70.85	72.50	69.68	73.88	75.18	76.25	77.25	78.06
期末库存量	12.69	14.95	15.94	15.20	16.83	16.99	15.96	15.02	15.18	13.70
期末库销比	19.17%	21.19%	22.50%	20.97%	24.15%	23.00%	21.23%	19.70%	19.65%	17.55%

资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

表3：马来西亚棕榈油供需平衡表

单位:万吨	2024	2025	2026M1-10	2025M1-10	YOY
产量	1934	2028	1690	1652	2.32%
消费量	327	443	375	369	1.66%
进口量	24	76	57	70	-18.00%
出口量	362	308	337	254	33.01%
期末库存	171	305	362	251	44.36%

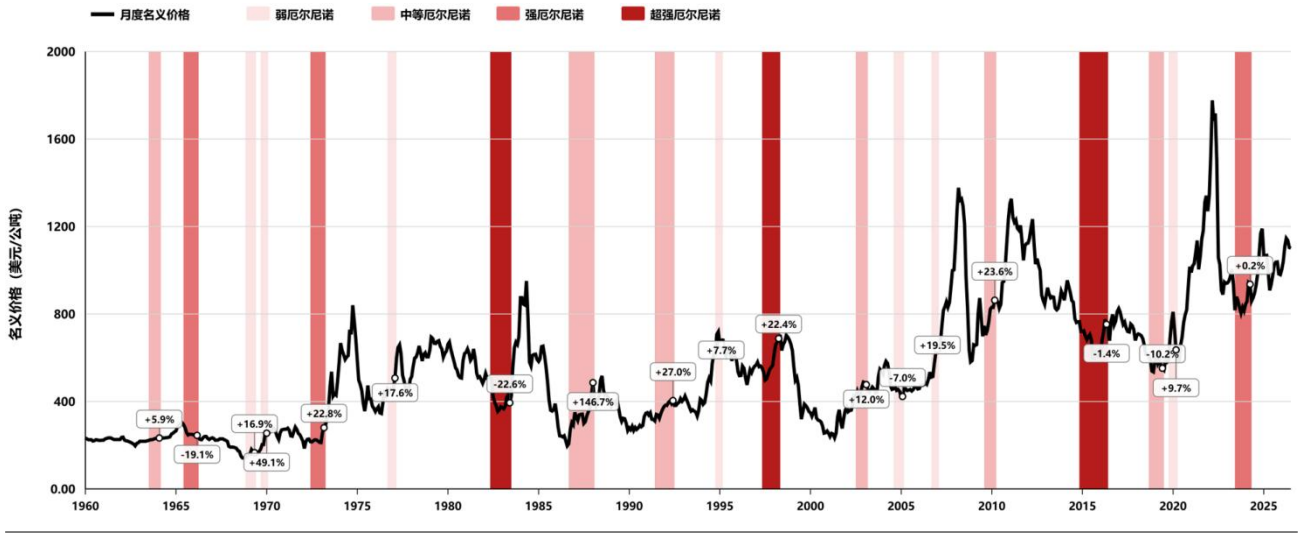
资料来源：马来西亚棕榈油局，国信证券经济研究所整理

表4：印尼棕榈油供需平衡表

单位：千吨	2024	2025	2026M1-6	2025M1-6	YOY
期初库存	3216	2583	2766	2583	
产量	36067	31072	19988	20838	-4.08%
进口量	57	53	42	31	35.48%
消费量	23859	24749	17523	16384	6.95%
食品	10205	9834	6874	6579	4.48%
化工	2207	2234	1444	1484	-2.70%
生物柴油	11447	12681	9206	8321	10.64%
出口量	29533	32348	23370	22700	2.95%
期末库存	2577	2068	2214	2543	-12.94%

资料来源：印尼棕榈油协会，国信证券经济研究所整理

图14：1960 年以来，厄尔尼诺期间全球棕榈油价格的上涨概率约为 74%，涨幅中位数 19%



资料来源：世界银行，NOAA，国信证券经济研究所整理

白糖：从旧作过剩转向新作短缺，巴西糖醇分流与印度重启进口下天气扰动预计有望放大

◆ **海外：厄尔尼诺与高油价共振，原糖预计正开启新一轮上行周期。**

新季全球糖市供需格局预计由盈转缺。其中：巴西受前期制糖比回落、后期多雨扰动影响，中南部新榨季截至 9 月末已累计减产 450 万吨以上；印度受主产区干

旱影响，新榨季被迫暂停乙醇分流，但预计仍将放开百万吨以上进口来填充库存；泰国面临面积收缩和干旱双重压力，新榨季预计减产约 150 万吨；欧盟受面积收缩和天气扰动影响，新榨季甜菜糖预计减产近 320 万吨。参考市场分析机构 Green Pool Commodities 于 10 月份发布的最新预测，受主要产区减产影响，2026/27 全球糖市产需缺口预计将达 600 万吨以上。

原糖价格后续预计仍将保持上行趋势。短期来看超强厄尔尼诺为主产区带来的减产风险尚未释放，年底巴西、印度及泰国供应端预计仍将面临强催化，原糖价格易涨难跌。中期高能源价格传导逻辑或将在巴西大选结束后，于 2027/28 产季打通，结合当前高原油价格支撑，原糖上方景气空间有望进一步打开。

表5：国际糖业协会预计新季全球糖市产需将由盈余转为缺口

百万吨	2024/25	2025/26E	2025/26E	2026/27E
		5 月预估	8 月预估	8 月预测
产量	175.87	182.00	180.70	180.10
消费量	179.07	179.76	179.60	180.30
盈余/缺口	-3.20	2.24	1.10	-0.20
进口需求	65.14	63.33	67.30	66.90
出口供应	64.81	64.23	67.30	68.20

资料来源：ISO，国信证券经济研究所整理

图15：ICE11 号糖收盘价近期保持上行趋势，2026 年初至今最高累计上涨约 30%



资料来源：Wind，纽约商品交易所，国信证券经济研究所整理

图16：1960 年以来，厄尔尼诺发生时，导致全球甘蔗减产的概率为 41%

强度	影响产季	全球	yoy	泰国	yoy	印度	yoy	巴西	yoy	中国	yoy
强	2023/24北半球+南半球生长期	75.1012	2.09%	57.3619	-11.17%	83.3487	-1.83%	77.9009	6.08%	82.6177	3.14%
弱	2019/20南半球生长期	72.7258	-0.76%	71.3875	-5.39%	80.1045	-0.12%	74.657	0.11%	78.58	2.27%
弱	2018/19南半球生长期	73.2825	4.26%	75.4515	13.76%	80.1984	16.23%	74.5759	0.16%	76.8347	1.04%
	2019/20北半球生长期	72.7258	-0.76%	71.3875	-5.39%	80.1045	-0.12%	74.657	0.11%	78.58	2.27%
超强	2014/15南半球生长期	69.9102	-1.61%	76.6408	1.19%	70.5695	3.41%	70.646	-6.23%	71.3381	1.13%
	2015/16北半球生长期	70.8689	1.37%	67.2059	-12.31%	71.4661	1.27%	74.2026	5.03%	72.522	1.66%
强	2009/10南半球+北半球生长期	70.9358	-0.92%	69.3371	-0.56%	64.5535	-6.28%	80.2555	1.24%	68.0793	-4.41%
弱	2006/07南半球生长期	69.2023	3.68%	49.3696	6.26%	66.9281	3.36%	75.1177	3.11%	70.4074	9.80%
弱	2004/05北半球+南半球生长期	66.5897	-0.71%	57.9338	-11.12%	59.3799	-6.60%	73.726	-0.01%	65.36	1.71%
弱	2002/03北半球+南半球生长期	65.7944	2.04%	59.3501	5.02%	67.3696	-1.76%	71.4432	2.88%	64.8962	6.63%
超强	1997/98北半球+南半球生长期	64.0179	1.49%	57.529	-2.25%	66.4958	-1.83%	68.8839	3.19%	60.9597	6.00%
	1998/99北半球生长期	64.8137	1.24%	46.0639	-19.93%	71.1338	6.97%	69.2474	0.53%	60.1912	-1.26%
弱	1994/95南半球生长期	61.8085	4.41%	47.3059	16.43%	67.155	5.14%	67.2231	6.22%	59.3442	-0.87%
弱	1993/94北半球生长期	59.1964	-3.59%	40.6309	-22.36%	63.8739	-3.43%	63.2892	-2.02%	59.8672	-0.57%
强	1991/92北半球+南半球生长期	61.4039	-0.40%	52.3429	7.05%	65.3949	-0.30%	61.9546	0.77%	59.2396	0.60%
	1992/93北半球生长期	61.401	0.00%	52.3306	-0.02%	66.1458	1.15%	64.5968	4.26%	60.2095	1.64%
强	1986/87南半球生长期	59.0612	0.93%	44.1282	-6.47%	59.9864	4.01%	60.4467	-4.34%	55.4963	-0.52%
	1987/88北半球+南半球生长期	60.7168	2.80%	47.0053	6.52%	60.4442	0.76%	62.317	3.09%	57.0772	2.85%
超强	1982/83北半球+南半球生长期	60.2495	3.13%	49.2405	13.23%	58.3589	0.89%	60.5151	9.67%	59.9624	2.81%
	1983/84北半球生长期	58.7541	-2.48%	42.2888	-14.12%	56.4408	-3.29%	62.1013	2.62%	51.5803	-13.98%
弱	1979/80南半球生长期	56.0867	-0.85%	40.7688	20.46%	49.1143	-12.55%	54.7498	1.38%	50.1095	12.36%
	1980/81北半球生长期	55.2879	-1.42%	30.1378	-26.08%	49.3577	0.50%	57.006	4.12%	54.0789	7.92%
弱	1977/78南半球生长期	56.4007	3.21%	52.8142	-0.90%	53.3832	4.87%	52.8986	7.34%	46.1266	17.74%
弱	1976/77南半球生长期	54.6476	1.65%	53.2916	10.73%	50.9027	2.10%	49.2832	6.04%	39.178	-0.13%
强	1972/73北半球+南半球生长期	52.3506	-0.58%	37.3739	-21.73%	47.5107	-1.68%	47.2118	1.49%	41.6254	1.47%
弱	1968/69北半球+南半球生长期	52.7944	1.23%	33.1892	-24.38%	46.6536	15.65%	45.4196	-0.97%	44.8711	-0.34%
	1969/70北半球+南半球生长期	53.5743	1.48%	42.56	28.23%	49.2363	5.54%	45.0015	-0.92%	41.7099	-7.05%
强	1965/66北半球+南半球生长期	52.2624	1.42%	45.9704	39.28%	46.9004	1.20%	44.4864	1.80%	49.7146	5.10%
强	1963/64北半球+南半球生长期	48.6699	0.54%	30.7065	-6.95%	40.996	-3.16%	42.2283	-0.96%	51.5308	31.90%

资料来源：FAO，NOAA，国信证券经济研究所整理（注：图为 FAO 口径甘蔗单产，单位为“吨/公顷”）

◆ 国内：短期内外联动趋弱，关注广西新季产量兑现情况。

新季国内维持丰产，缺口不依赖配额外进口补充。国内 2026/27 产季食糖预计维持丰产，新产季产需缺口预计约为 230 万吨。因此即使配额外进口盈利窗口持续关闭，配额内进口叠加糖浆及预混粉进口，国内食糖进口总量预计仍能满足产需缺口。另考虑到上个产季较高的工业库存结转，国内短期预计较难出现明显的供需缺口。

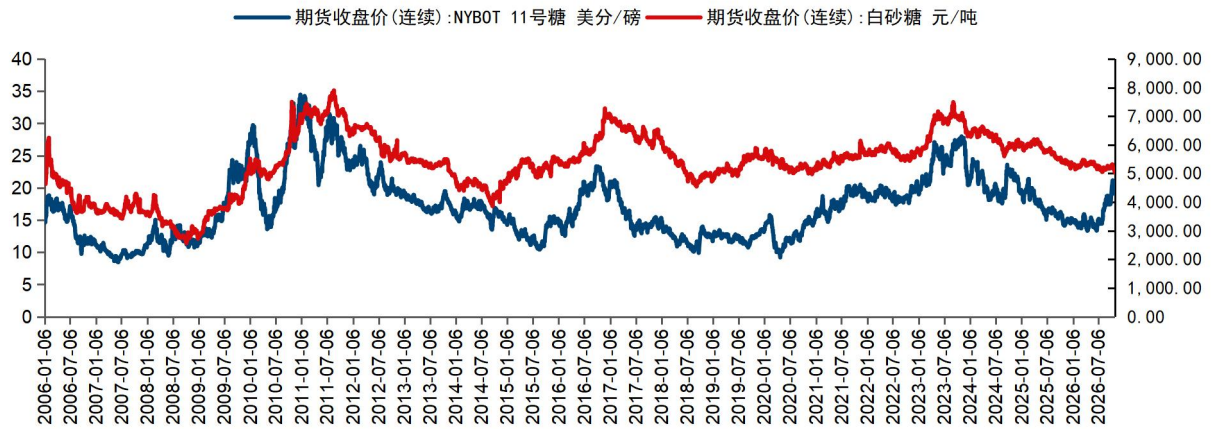
国内糖价短期涨势弱于外盘，后续关注天气扰动和产量兑现情况。国内糖定价中枢目前聚焦内部产量，与外部联动预计明显减弱。但短期广西部分产区面临先涝后旱威胁，11 月国内甘蔗糖将进入压榨高峰，需关注天气是否有进一步扰动，以及新季蔗糖丰产预期的实际兑现情况。若国内甘蔗实际单产及糖产量出现下修，参考当前配额外进口成本，短期内盘糖价将具备较大补涨动力。另外若海外原糖价格继续上行，配额内进口盈利窗口或也将关闭，届时内盘或强化与外部联动，价格有望与海外原糖共振上行。

表6：国内食糖供需平衡表

	2024/25	2025/26	2026/27	2026/27
		（10 月估计）	（11 月预测）	（11 月预测）
		千公顷(1000 hectares)		
糖料收获面积	1406	1532	1461	1514
甘蔗	1186	1301	1248	1345
甜菜	217	231	213	169
		吨/公顷(ton per hectares)		
糖料单产	61.8	64.33	60.92	66.02
甘蔗	61.65	70.76	66.09	70.51
甜菜	61.95	57.9	55.74	61.52
		万吨(10000 tons)		
食糖产量	1116	1295	1293	1360
甘蔗糖	960	1138	1143	1229
甜菜糖	156	157	150	131
食糖消费量	1567	1589	1573	1590

资料来源：农业农村部，国信证券经济研究所整理

图17：2026 年以来，郑糖价格走势与海外原糖价格明显背离



资料来源：Wind，郑州商品交易所，纽约商品交易所，国信证券经济研究所整理

天然橡胶：供给弹性差的长周期品种，天气扰动预计将进一步放大供给脆弱性

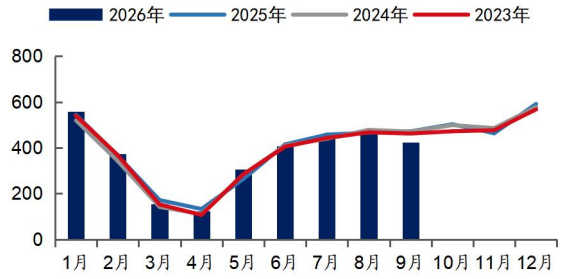
◆ **产能老化、天气扰动共同限制，2026 年全球主产区增产乏力。**

（1）泰国：2026 年 4-5 月份受高温干旱影响整体推迟开割半个月以上，叠加三季度以来持续降雨扰动割胶，高价格背景下泰国产量释放受限。据 ANRPC 估算，2026 年 1-9 月份泰国累计产量 326 万吨，较去年同期减少 0.72%。

（2）印尼：受制于树龄老化，叠加干旱影响，继续维持减产。据 ANRPC 估算，2026 年 1-9 月印尼累计产量 135 万吨，较去年同期减产约 9%。叠加越南产量下降，2026 年 1-9 月份 ANRPC 成员国合计产量同比下滑近 3%。

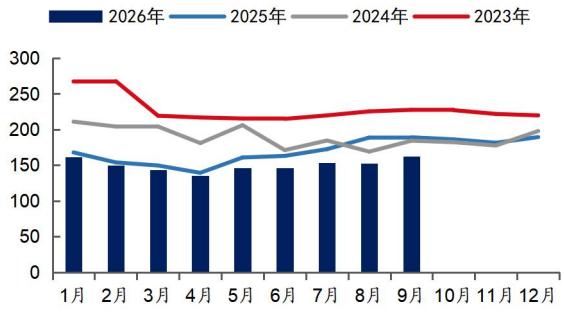
（3）科特迪瓦：产量维持释放，但增速预计维持放缓。据 IRSG 预测，2026 年科特迪瓦天然橡胶产量约为 212 万吨，同比增速 9.8%，继续放缓。

图18：泰国 2026 年 1-9 月累计产量同比-0.72%（千吨）



资料来源：ANRPC，国信证券经济研究所整理

图19：印尼 2026 年 1-9 月累计产量同比-8.98%（千吨）



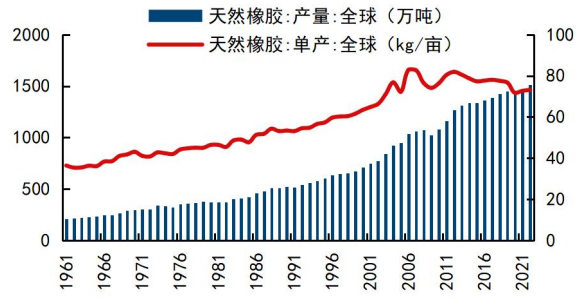
资料来源：ANRPC，国信证券经济研究所整理

表7：ANRPC 成员国天然橡胶供需平衡表（未包含科特迪瓦等非会员国家）

单位：千吨	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
产量	11773.10	11964.50	11062.50	11833.30	11890.70	11411.30	11112.30	10998.30
出口量	9450.00	9708.30	9640.90	10185.90	10316.60	9579.30	9313.00	9262.10
进口量	6990.86	7498.80	8379.00	8216.00	9048.20	9098.50	8499.90	9021.40
消费量	9319.20	9009.90	8807.10	9767.40	10497.00	10996.30	11013.70	11017.00
库存净变动	-5.24	745.10	993.50	96.00	125.30	-65.80	-714.50	-259.40

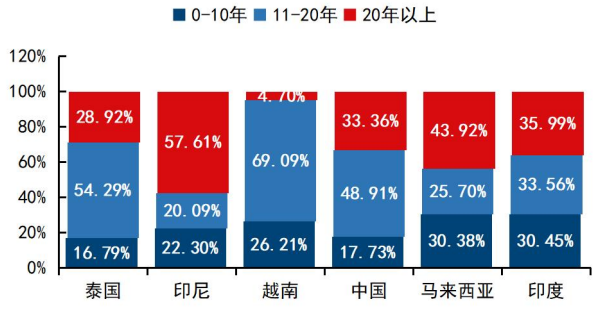
资料来源：ANRPC，国信证券经济研究所整理

图20：全球天然橡胶单产近年下滑明显



资料来源：ANRPC，国信证券经济研究所整理

图21：主要产区树龄结构一览



资料来源：ANRPC，国信证券经济研究所整理

◆ 超强厄尔尼诺或将进一步强化核心产区减产趋势

单产方面：1960 年以来历次厄尔尼诺事件，天然橡胶减产的概率仅为 40%左右，主要系前期全球天然橡胶呈扩张趋势，树龄结构相对年轻，抗灾能力较强。从最近十次事件来看，受传统产区树龄老化影响，天然橡胶减产概率正大幅提升至 70%，其中泰国、印尼在面临最近十次厄尔尼诺事件中，减产的概率分别为 70%、60%。厄尔尼诺历次高峰通常出现在北半球秋冬季节，本身是泰国等核心产区的关键上量期，未来随着泰国产能瓶颈显现，减产概率预计仍有提升可能。

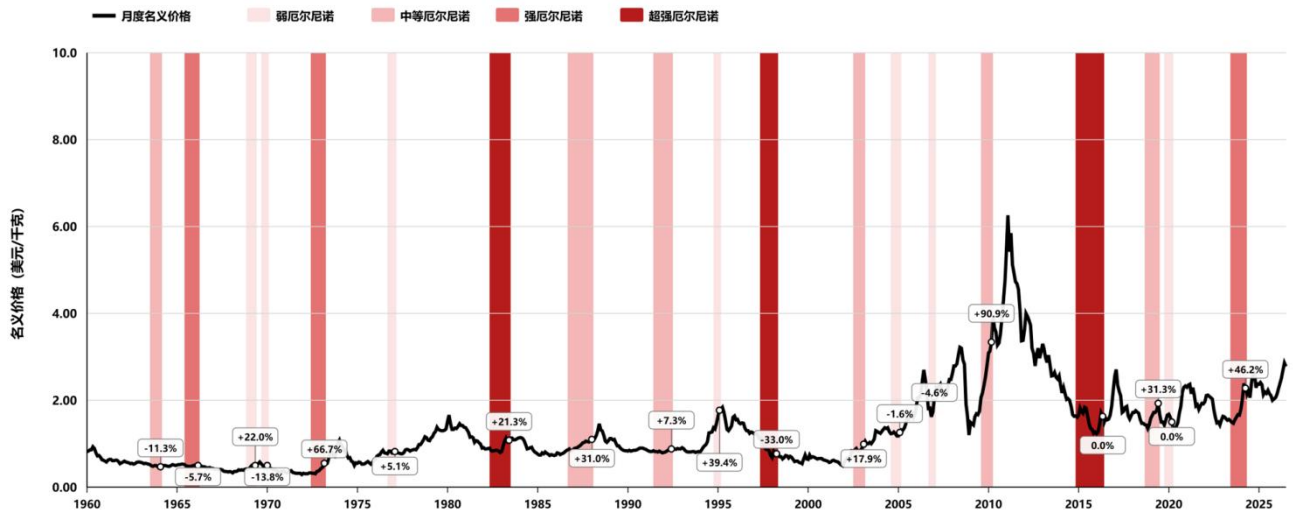
图22：1960 年以来，厄尔尼诺发生时，导致全球天然橡胶减产的概率为 40%

强度	影响产季	全球	yoy	泰国	yoy	印尼	yoy	马来西亚	yoy	非洲	yoy
强	2023/24北半球+南半球生长期	11060	-0.11%	13367	-1.55%	7108	-6.94%	3065	-7.65%	12909	0.76%
弱	2019/20南半球生长期	11624	-1.09%	14788	-1.58%	9363	-5.31%	5748	3.18%	11438	4.06%
弱	2018/19南半球生长期	11752	-0.77%	15025	2.00%	9888	-1.69%	5571	-18.58%	10992	0.45%
	2019/20北半球生长期	11624	-1.09%	14788	-1.58%	9363	-5.31%	5748	3.18%	11438	4.06%
超强	2014/15南半球生长期	11954	-2.18%	15660	-4.19%	8744	0.06%	6275	-19.73%	9868	-0.76%
	2015/16北半球生长期	11734	-1.84%	14811	-5.42%	8686	-0.66%	6721	7.11%	11495	16.49%
强	2009/10南半球+北半球生长期	11163	-3.03%	16650	-4.34%	7104	-11.59%	8337	-3.05%	7676	-1.18%
弱	2006/07南半球生长期	12395	14.75%	17617	-0.02%	9675	39.71%	10159	14.70%	7241	-0.55%
弱	2004/05北半球+南半球生长期	11512	8.13%	18157	1.62%	7723	15.27%	9139	22.92%	7386	2.60%
弱	2002/03北半球+南半球生长期	9938	2.28%	16947	1.04%	6188	0.06%	6597	3.92%	7062	-1.24%
超强	1997/98北半球+南半球生长期	9026	0.93%	14058	2.21%	6851	-2.25%	6008	-8.44%	7202	1.68%
	1998/99北半球生长期	9055	0.32%	14015	-0.31%	6895	0.64%	5693	-5.24%	7053	-2.07%
弱	1994/95南半球生长期	8484	3.29%	13042	4.92%	7123	-0.28%	6333	4.21%	5642	-17.13%
弱	1993/94北半球生长期	8214	0.51%	12431	3.77%	7143	0.42%	6077	-7.16%	6808	2.11%
强	1991/92北半球+南半球生长期	7965	-0.55%	10587	4.52%	7074	3.48%	6913	-13.61%	7113	-8.15%
	1992/93北半球生长期	8172	2.60%	11979	13.15%	7113	0.55%	6546	-5.31%	6667	-6.27%
强	1986/87南半球生长期	7702	7.58%	7071	29.10%	6372	2.20%	10024	4.71%	8244	2.96%
	1987/88北半球+南半球生长期	7778	0.99%	7846	10.96%	6000	-5.84%	10285	2.60%	8749	6.13%
超强	1982/83北半球+南半球生长期	6818	-2.15%	4062	1.55%	5747	-6.69%	9223	-1.06%	6587	-8.32%
	1983/84北半球生长期	7289	6.91%	4188	3.10%	6224	8.30%	9866	6.97%	7031	6.74%
弱	1979/80南半球生长期	6757	-0.07%	3770	-12.59%	5976	4.60%	9402	12.29%	6850	-4.29%
	1980/81北半球生长期	6963	3.05%	3750	-0.53%	6327	5.87%	9474	0.77%	6599	-3.66%
弱	1977/78南半球生长期	6722	1.37%	3936	9.79%	5485	1.56%	8823	-1.51%	7473	1.05%
弱	1976/77南半球生长期	6631	5.20%	3585	2.05%	5401	6.74%	8958	4.36%	7395	7.02%
强	1972/73北半球+南半球生长期	6123	-0.75%	3604	5.10%	5179	1.59%	8152	-4.17%	6630	0.65%
弱	1968/69北半球+南半球生长期	6161	6.61%	4191	17.56%	5277	3.27%	7859	11.08%	6109	6.11%
	1969/70北半球+南半球生长期	6272	1.80%	3794	-9.47%	5115	-3.07%	8453	7.56%	6447	5.53%
强	1965/66北半球+南半球生长期	5422	-0.53%	3695	1.68%	5099	-1.20%	6113	-1.72%	5307	-4.07%
强	1963/64北半球+南半球生长期	5324	0.24%	3645	2.94%	5131	0.94%	5935	-2.77%	5376	4.23%

资料来源：FAO，NOAA，国信证券经济研究所整理（注：图为 FAO 口径天然橡胶单产，单位为“百克/公顷”）

价格方面：历史上厄尔尼诺阶段天然橡胶（3 号烟片胶）价格上涨概率约 58%，涨幅中位数 31%。相较多数农产品，其价格对厄尔尼诺引发的东南亚干旱及减产预期更为敏感。同时由于天然橡胶兼具农产品和工业品属性，价格不仅受到产量影响，同时受到全球汽车及轮胎需求、中国库存周期、原油及合成橡胶价格、汇率和主产国出口政策等多充因素影响。2009—2011 年前后天然橡胶价格大幅上涨，一方面源于东南亚天气扰动，另一方面也受到中美流动性宽松共同驱动需求复苏的带动；2015/16 年超强厄尔尼诺期间，泰国、印度尼西亚部分产区遭遇高温干旱，但中国经济放缓、轮胎需求疲弱及高库存压制胶价，价格并未形成持续上涨趋势。最新一轮 2023—2024 年强厄尔尼诺期间，泰国和印度尼西亚先后面临高温、降水不足及开割推迟，叠加橡胶树老龄化、低胶价导致胶农投入下降和病害扩散，天然橡胶供给收缩；同时，红海航运扰动、原油价格上涨和中国汽车出口增长形成支撑，胶价总体明显走强。

图23：1960 年以来，厄尔尼诺期间全球天然橡胶价格（3 号烟片胶）的上涨概率约为 58%，涨幅中位数 31%

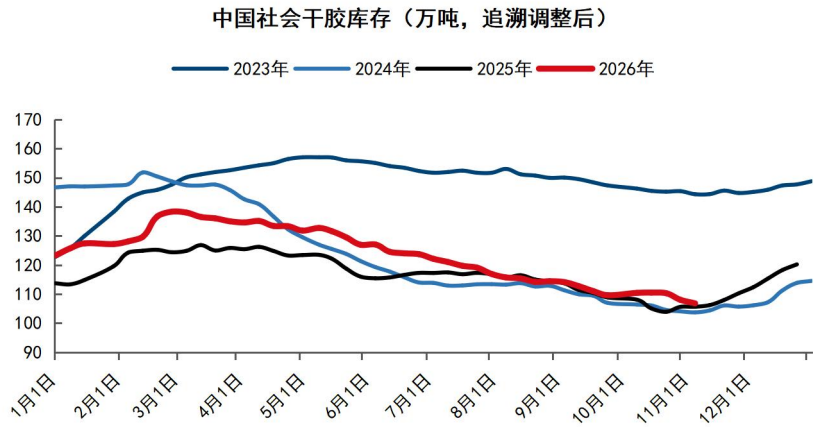


资料来源：FAO，NOAA，国信证券经济研究所整理

◆ 国内供需维持偏紧格局，价格有望保持偏强运行

进口到港收紧，需求具有韧性，国内目前延续降库趋势。参考 ANRPC 等多方统计以及我们估算，2026 年 1-9 月份国内天然橡胶产量同比基本持平，进口量同比减少约 15 万吨（-3.2%），消费量在全钢胎需求支撑下维持韧性，最终国内截至 11 月初最新社会干胶库存约 106.80 万吨，周环比-1.11%。

图24：国内天然橡胶目前维持降库趋势



资料来源：隆众资讯，国信证券经济研究所整理

目前厄尔尼诺预计已达高峰且触及超强级别，预计年底泰国、印尼等主要产区干旱风险进一步上升。若高温干旱扰动出现，其短期内会造成橡胶树开割推迟及胶乳产出受阻，中期若土壤持续缺水严重，甚至还可能影响明年新叶形成和下一年度单产表现，届时国内外供应或将继续保持偏紧，胶价有望进一步上行。

图25：天然橡胶价格 2026 年内保持上行趋势



资料来源：民橡网，国信证券经济研究所整理

表8：中国天然橡胶供需平衡表

单位：千吨	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
产量	818.30	812.60	692.70	871.30	862.40	834.80	880.00	928.00
出口量	27.60	30.10	30.00	61.20	59.00	77.30	83.50	97.70
进口量	5409.80	5057.70	5674.20	5131.50	5796.10	6327.40	5513.40	6406.30
消费量	5692.00	5674.00	5647.00	6062.90	6408.00	6864.00	6986.00	7008.00
库存净变动	508.50	166.20	689.90	-121.30	191.50	220.90	-676.10	228.60

资料来源：ANRPC，国信证券经济研究所整理

玉米：全球消费增速高于产量增速，库存下行奠定了较好的涨价基础

2026/27 年全球玉米库存消费比已降至近年来的低位区间。虽然全球玉米产量虽然仍在历史高位附近运行，但是需求比供给更强，导致库存开始持续回落。2026 年全球玉米期末库销比较 2016 年高点已累计调减 11.0pcts 至 21.39%，中国玉米期末库销比较 2016 年高点已累计调减 35.6pcts 至 51.85%。

表9：2026 年全球玉米期末库销比已较 2016 年显著下降约 11.0pcts

百万吨	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
全球玉米期初库存	311.48	351.96	340.97	322.41	307.41	292.97	314.25	305.41	313.91	295.69	308.31
产量	1,123.41	1,080.09	1,124.92	1,120.13	1,129.39	1,217.27	1,164.18	1,231.06	1,234.96	1,334.72	1,291.55
进口	135.59	149.93	164.42	167.66	184.94	184.44	173.45	197.44	186.56	199.61	201.43
饲料消费	656.07	672.36	703.88	716.03	723.88	744.54	735.41	769.64	785.74	829.11	823.36
国内消费总计	1,084.14	1,090.45	1,144.82	1,136.17	1,143.97	1,199.90	1,173.66	1,220.93	1,253.19	1,322.10	1,317.92
出口	160.06	148.24	181.71	172.25	182.70	206.59	180.40	192.57	187.58	215.36	209.38
期末库存	350.75	341.60	321.07	306.37	292.83	310.34	304.77	315.53	295.69	308.31	281.94
期末库存消费比	32.4%	31.3%	28.05%	26.97%	25.60%	25.86%	25.97%	25.84%	23.59%	23.32%	21.39%

资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

表10：2026 年中国玉米期末库销比已较 2016 年显著下降约 35.6pcts

百万吨	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
期初库存	212.02	223.03	222.54	210.18	200.53	205.70	209.14	206.02	211.19	191.93	176.97
产量	263.61	259.07	257.17	260.78	260.67	272.55	277.20	288.84	294.92	301.24	307.00
进口	2.46	3.46	4.48	7.58	29.51	21.88	18.69	23.33	1.82	3.82	5.00
饲用消费	185.00	187.00	191.00	193.00	203.00	209.00	218.00	225.00	234.00	238.00	240.00
总使用量	255.00	263.00	274.00	278.00	285.00	291.00	299.00	307.00	316.00	320.00	322.00
出口量	0.06	0.02	0.02	0.01	0.00	0.00	0.01	0.00	0.00	0.02	0.02
期末库存	223.03	222.54	210.18	200.53	205.70	209.14	206.02	211.19	191.93	176.97	166.95
库销比	87.46%	84.62%	76.71%	72.13%	72.18%	71.87%	68.90%	68.79%	60.74%	55.30%	51.85%

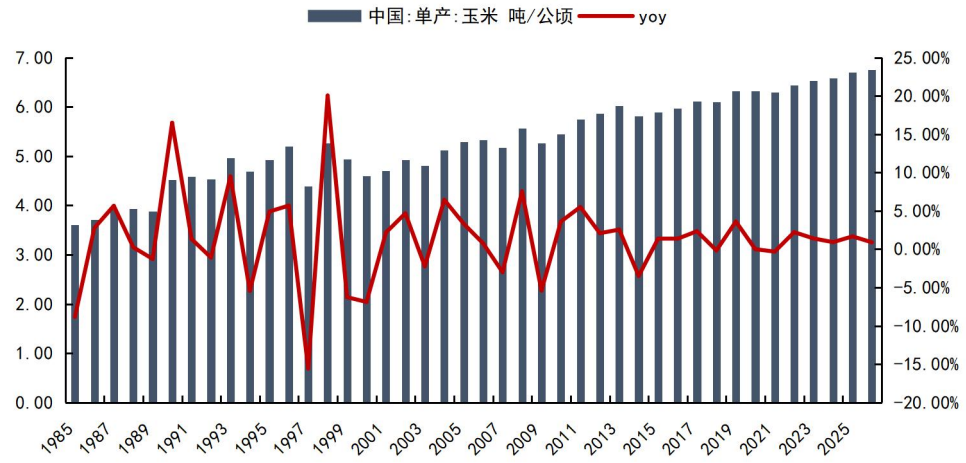
资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

在低库存背景下，玉米估值中枢得到有效支撑，未来天气扰动更容易被放大。根据 USDA 估算，2025/26 产季全球玉米产量约为 13.3 亿吨，其中美国/中国/巴西的产量占比分别为 33%/23%/10%。本轮超强厄尔尼诺可能造成中国 2027 年发生北

旱南涝风险，可能对北方玉米主产地区带来干旱高温与低温寡照的双重不确定，灌浆、授粉敏感期的单产受损概率上升。根据中国农业科学院农业环境与可持续发展研究所的报道，2027 年春夏季需高度警惕厄尔尼诺衰减后的滞后效应，特别是春耕干旱、夏季涝渍、高温热害、旱涝交替等风险。其中，北方旱作区需重点防范干旱对玉米、大豆、马铃薯等作物产量形成的影响，东北高纬度地区还需警惕 2027 年春播后晚霜冻风险；黄淮海地区重点防范冬小麦春旱、低温冻害和夏玉米高温干旱。

历史复盘来看，1997 年超强厄尔尼诺事件对国内玉米产量造成了显著的负面影响，核心特征是主产区严重干旱导致单产骤降，并引发总产量大幅下滑。1997 年全国玉米总产量从 1996 年的 1.27 亿吨骤降至 1.04 亿吨，同比降幅高达 18%。全国平均单产从 1996 年的 5.2 吨/公顷下滑至 4.39 吨/公顷，同比降低 16%，主要系 1997 年夏季 7-8 月，中国东北和华北两大玉米主产区遭遇了严重干旱，且旱情恰逢玉米生长的关键阶段，严重影响了灌浆过程，导致籽粒重量减轻。

图26：国内玉米单产在 1997 年超强厄尔尼诺影响下同比减少约 16%



资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

历史三次超强等级厄尔尼诺发生时，都曾导致全球玉米减产，以及需警惕可能随之而来的拉尼娜。复盘 1960 年以来厄尔尼诺历次对南北半球关键生产季产生影响时，其导致玉米减产的概率为 38%，其中最近十次影响中，减产概率为 40%。概率偏低的主要原因系厄尔尼诺导致雨带东移后，通常会为南北美洲西部沿岸带来更多降雨，且对中国中北部影响相对温和，因此减产风险较小。进一步根据强度分析可以发现，在三次超强等级厄尔尼诺发生时，都曾导致全球玉米出现过减产，主要原因系强度过高时，南北美洲沿岸及中国靠近长江地区的产区面临着较大的洪涝灾害风险，会对玉米生长以及收获产生重要影响。

图27：1960 年以来，厄尔尼诺发生时，导致全球玉米减产的概率为 38%

强度	影响产季	全球	yoy	美国	yoy	中国	yoy	巴西	yoy
强	2023/24北半球+南半球生长期	5.8673	3.55%	11.131	2.25%	6.53	1.40%	5.497	-10.12%
中等/弱	2019/20南半球生长期	5.8024	1.75%	10.515	-5.06%	6.32	3.61%	5.514	-4.45%
中等/弱	2018/19南半球生长期	5.7026	-0.84%	11.075	-0.08%	6.1	-0.16%	5.771	16.82%
	2019/20北半球生长期	5.8024	1.75%	10.515	-5.06%	6.32	3.61%	5.514	-4.45%
超强	2014/15南半球生长期	5.5816	2.71%	10.733	8.13%	5.81	-3.49%	5.397	6.60%
	2015/16北半球生长期	5.524	-1.03%	10.572	-1.50%	5.89	1.38%	4.188	-22.40%
强	2009/10南半球+北半球生长期	5.153	1.72%	10.318	7.24%	5.26	-5.40%	4.34	19.99%
中等/弱	2006/07南半球生长期	4.7735	-0.96%	9.358	0.79%	5.33	0.76%	3.643	12.68%
中等/弱	2004/05北半球+南半球生长期	4.9448	10.83%	10.064	12.76%	5.12	6.44%	3.027	-10.34%
中等/弱	2002/03北半球+南半球生长期	4.3914	-1.93%	8.118	-6.40%	4.92	4.68%	3.435	14.42%
超强	1997/98北半球+南半球生长期	4.1535	-1.29%	7.952	-0.31%	4.39	-15.58%	2.649	2.95%
	1998/99北半球生长期	4.4362	6.81%	8.438	6.11%	5.27	20.05%	2.677	1.06%
中等/弱	1994/95南半球生长期	4.1174	13.44%	8.7	37.64%	4.69	-5.44%	2.639	9.73%
中等/弱	1993/94北半球生长期	3.6295	-7.22%	6.321	-23.41%	4.96	9.49%	2.405	2.12%
强	1991/92北半球+南半球生长期	3.7	0.16%	6.817	-8.35%	4.58	1.33%	2.195	21.67%
	1992/93北半球生长期	3.9119	5.73%	8.253	21.06%	4.53	-1.09%	2.355	7.29%
强	1986/87南半球生长期	3.6279	-2.48%	7.493	1.16%	3.71	2.77%	1.832	14.93%
	1987/88北半球+南半球生长期	3.4863	-3.90%	7.522	0.39%	3.92	5.66%	1.886	2.95%
超强	1982/83北半球+南半球生长期	3.609	3.31%	7.108	3.95%	3.27	7.21%	1.765	2.98%
	1983/84北半球生长期	2.9452	-18.39%	5.09	-28.39%	3.62	10.70%	1.736	-1.64%
中等/弱	1979/80南半球生长期	3.3847	7.26%	6.873	8.37%	2.98	6.43%	1.739	20.68%
	1980/81北半球生长期	3.1534	-6.83%	5.712	-16.89%	3.08	3.36%	1.761	1.27%
中等/弱	1977/78南半球生长期	2.9668	4.57%	5.702	3.28%	2.51	0.40%	1.22	-25.25%
中等/弱	1976/77南半球生长期	2.8371	0.85%	5.521	1.84%	2.5	-1.57%	1.632	2.19%
强	1972/73北半球+南半球生长期	2.6867	1.25%	6.09	10.19%	1.92	-10.28%	1.424	0.78%
中等/弱	1968/69北半球+南半球生长期	2.2894	-5.54%	4.989	-0.74%	1.74	-7.94%	1.315	-1.65%
	1969/70北半球+南半球生长期	2.4206	5.73%	5.391	8.06%	1.76	1.15%	1.442	9.66%
强	1965/66北半球+南半球生长期	2.1237	6.52%	4.649	17.70%	1.51	2.03%	1.307	-5.36%
强	1963/64北半球+南半球生长期	2.0311	2.60%	4.26	4.87%	1.34	-17.79%	1.161	-11.85%

资料来源：FAO，NOAA，国信证券经济研究所整理（注：图为 FAO 口径玉米单产，单位为“吨/公顷”）

考虑到历史上厄尔尼诺和拉尼娜常交替发生，我们进一步复盘 1960 年以来拉尼娜历次对南北半球关键生产季产生影响时的单产和价格变化，发现玉米的减产概率升至 57%，价格上涨中位数升至 31%，其中四次强事件中的区间涨跌幅分别高达 49%/31%/74%/88%。因此本轮厄尔尼诺结束后，需要关注是否会出现新一轮强拉尼娜（上世纪两次极强厄尔尼诺结束后，都紧接出现过强拉尼娜），进而给美国、巴西等核心玉米产区带来干旱灾害风险。

总体来看，本次厄尔尼诺达到超强级别，以及从历史经验来看，上世纪两次极强厄尔尼诺（1982-1983、1997-1998）结束后都出现过强拉尼娜事件。若拉尼娜随后出现，则会另美洲产区面临极端干旱风险。近年全球玉米供需双旺，库销比持续下降，一旦减产确认，预计价格或将底部反转。

图28：1960 年以来，拉尼娜发生时，导致全球玉米减产的概率为 57%

强度	影响产季	全球	yoy	美国	yoy	中国	yoy	巴西	yoy
中等/弱	2022/23北半球+南半球生长期	5.666	-2.82%	10.886	-1.85%	6.44	2.38%	6.116	14.94%
中等/弱	2021/22南半球生长期	5.8303	1.18%	11.091	3.07%	6.29	-0.47%	5.321	21.71%
中等/弱	2020/21南半球生长期	5.7623	-0.69%	10.761	2.34%	6.32	0.00%	4.372	-20.71%
中等/弱	2017/18南半球生长期	5.7507	-0.41%	11.084	1.12%	6.11	2.35%	4.94	-11.74%
中等/弱	2011/12南半球生长期	5.137	-0.36%	9.215	-3.77%	5.75	5.50%	4.803	15.48%
强	2010/11北半球+南半球生长期	5.1555	0.05%	9.576	-7.19%	5.45	3.61%	4.159	-4.17%
中等/弱	2008/09南半球生长期	5.0661	1.70%	9.621	1.72%	5.56	7.54%	3.617	-9.26%
强	2007/08北半球+南半球生长期	4.9814	4.36%	9.458	1.07%	5.17	-3.00%	3.986	9.42%
中等/弱	2005/06南半球生长期	4.8199	-2.53%	9.285	-7.74%	5.29	3.32%	3.233	6.81%
强	2000/01北半球+南半球生长期	4.3216	-2.39%	8.591	2.30%	4.6	-7.07%	3.202	27.27%
	1999/00北半球+南半球生长期	4.4272	-0.20%	8.398	-0.47%	4.95	-6.07%	2.516	-6.01%
	1998/99北半球+南半球生长期	4.4362	6.81%	8.438	6.11%	5.27	20.05%	2.677	1.06%
中等/弱	1995/96南半球生长期	3.8058	-7.57%	7.123	-18.13%	4.92	4.90%	2.359	-10.61%
强	1988/87北半球+南半球生长期	3.1001	-11.08%	5.311	-29.39%	3.93	0.26%	2.025	7.37%
中等/弱	1984/85南半球生长期	3.5256	19.71%	6.698	31.59%	3.96	9.39%	1.773	2.13%
超强	1975/76北半球+南半球生长期	2.8132	10.04%	5.421	20.15%	2.54	2.83%	1.597	5.48%
	1974/75北半球+南半球生长期	2.5565	-6.07%	4.512	-21.23%	2.47	6.01%	1.514	4.70%
	1973/74北半球+南半球生长期	2.7217	1.30%	5.728	-5.94%	2.33	21.35%	1.446	1.54%
中等/弱	1971/72北半球+南半球生长期	2.6534	12.87%	5.527	21.63%	2.14	2.39%	1.413	5.53%
	1970/71北半球+南半球生长期	2.3509	-2.88%	4.544	-15.71%	2.09	18.75%	1.339	-7.14%
	1964/65北半球+南半球生长期	1.9937	-1.84%	3.95	-7.28%	1.48	10.45%	1.381	18.95%

资料来源：FAO，NOAA，国信证券经济研究所整理（注：图为 FAO 口径玉米单产，单位为“吨/公顷”）

大豆：去库已启动，生柴需求、及天气风险有望支撑价格中枢上移

全球大豆需求增长略快于供给增长，2026 年期末库销比已较之前高点明显下降 5pct。其中，美豆库存显著下降，根据 WASDE 数据，美豆平衡表呈现出旧作加速收紧、新作紧平衡延续的结构性特征，压榨与出口的双重上调构成了价格中枢抬升的基础。美豆出口在 2025/26 年度降至低位后，2026/27 年边际修复，预计未来在压榨需求增强、豆油生柴需求支持的背景下，美豆中枢具备较强支撑。

表11：2026 年全球大豆期末库销比已较 2018 年下降约 5.36pcts

百万吨	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26	2026/27
期初库存	100.66	114.48	96.84	98.64	93.48	101.82	115.09	126.01	124.98
产量	361.04	339.00	367.76	360.45	378.24	396.40	428.23	429.26	442.50
进口	145.88	164.97	165.38	154.47	168.56	178.54	179.15	189.39	191.38
压榨量	298.53	311.45	315.00	316.51	315.60	331.25	359.23	376.33	386.24
总使用量	344.28	357.01	362.38	366.03	366.70	383.87	412.13	433.05	442.80
出口量	148.83	165.05	164.48	154.43	171.79	177.76	184.33	186.63	192.55
期末库存	114.48	96.38	103.11	93.09	101.79	115.13	126.01	124.98	123.50
库销比	33.25%	27.00%	28.45%	25.43%	27.76%	29.99%	30.58%	28.86%	27.89%

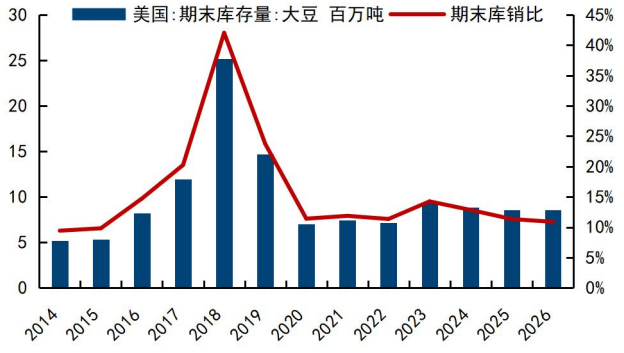
资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

图29：美国大豆产量与压榨量对比（2014-2026 年）



资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

图30：美国大豆期末库存与库销比情况（2014-2026 年）



资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

此外，预计本轮超强厄尔尼诺大概率贯穿南美大豆的播种、生长与收割期。历史经验来看，一般强度的厄尔尼诺有利于南美大豆生长，但超强厄尔尼诺可能造成巴西大豆核心产区降水分布严重失衡，南部降水量可能高于常年水平，而北部、东北部及中西部则面临气温升高和干旱加剧的风险。在当前全球大豆价格低位及库存已下降的背景下，天气风险更加值得重视。

图31：1960 年以来，厄尔尼诺发生时，导致全球大豆减产的概率为 45%

强度	影响产季	全球	yoy	美国	yoy	巴西	yoy
强	2023/24北半球+南半球生长期	2.6958	2.42%	3.4	2.09%	3.38	15.93%
弱	2019/20南半球生长期	2.7175	-1.84%	3.35	-6.24%	3.42	-6.07%
弱	2018/19南半球生长期	2.7684	-3.12%	3.33	2.61%	3.33	0.35%
	2019/20北半球生长期	2.7175	-1.84%	3.35	-6.24%	3.42	-6.07%
超强	2014/15南半球生长期	2.6053	4.25%	3.21	7.98%	3	-2.14%
	2015/16北半球生长期	2.6753	2.69%	3.23	0.98%	3	5.68%
强	2009/10南半球+北半球生长期	2.2476	-6.27%	2.96	10.77%	2.91	-6.38%
弱	2006/07南半球生长期	2.3241	0.28%	2.77	-0.50%	2.86	6.69%
弱	2004/05北半球+南半球生长期	2.2433	-1.59%	2.91	24.75%	2.58	-17.92%
弱	2002/03北半球+南半球生长期	2.2925	-0.59%	2.54	-4.02%	2.83	-5.04%
超强	1997/98北半球+南半球生长期	2.1566	1.53%	2.1566	3.54%	2.2977	2.15%
	1998/99北半球生长期	2.2563	4.62%	2.2563	0.02%	2.3533	2.42%
弱	1994/95南半球生长期	2.1825	12.73%	2.1825	26.76%	2.1632	1.84%
弱	1993/94北半球生长期	1.9361	-4.67%	1.9361	-13.26%	2.1241	4.37%
强	1991/92北半球+南半球生长期	1.8725	-1.23%	1.8725	0.48%	1.5533	-10.33%
	1992/93北半球生长期	2.031	8.46%	2.031	9.84%	2.0352	31.02%
强	1986/87南半球生长期	1.8199	-4.53%	1.8199	-2.23%	1.4522	-19.33%
	1987/88北半球+南半球生长期	1.9052	4.69%	1.9052	1.71%	1.8595	28.05%
超强	1982/83北半球+南半球生长期	1.7586	0.27%	1.7586	4.34%	1.5647	-11.36%
	1983/84北半球生长期	1.6201	-7.88%	1.6201	-17.06%	1.7921	14.53%
弱	1979/80南半球生长期	1.7492	7.55%	1.7492	9.49%	1.2403	1.17%
	1980/81北半球生长期	1.6001	-8.52%	1.6001	-17.52%	1.7273	39.26%
弱	1977/78南半球生长期	1.7561	13.71%	1.7561	17.15%	1.7699	1.15%
弱	1976/77南半球生长期	1.5443	-6.82%	1.5443	-9.67%	1.7498	3.02%
强	1972/73北半球+南半球生长期	1.4896	-1.93%	1.4896	0.99%	1.4705	21.51%
弱	1968/69北半球+南半球生长期	1.4345	6.31%	1.4345	9.02%	0.9066	-22.45%
	1969/70北半球+南半球生长期	1.4523	1.24%	1.4523	2.50%	1.1661	28.62%
强	1965/66北半球+南半球生长期	1.2279	8.44%	1.2279	7.83%	1.2115	42.90%
强	1963/64北半球+南半球生长期	1.1561	1.55%	1.1561	0.80%	0.9503	-13.65%

资料来源：FAO，NOAA，国信证券经济研究所整理（注：图为 FAO 口径大豆单产，单位为“吨/公顷”）

考虑到历史上厄尔尼诺和拉尼娜常交替发生，我们进一步复盘 1960 年以来拉尼娜历次对南北半球关键生产季产生影响时的单产和价格变化，发现大豆的减产概率升至 48%，价格上涨中位数升至 13%，其中本世纪以来两次强事件中的区间涨跌幅分别为 76%/38%。因此本轮厄尔尼诺结束后，也需要关注是否会出现新一轮强拉尼娜，进而给美国、巴西等核心大豆产区带来干旱灾害风险。

总体来看，本次厄尔尼诺预计在今年已达到超强级别，需要重点关注年底南美洲巴西等地在关键播种生长期是否出现洪涝等气象灾害进而导致减产。如果减产确认，考虑到本就旺盛的生物燃料需求，全球大豆宽松格局或扭转，大豆及豆粕价格有望反转上行。

图32：1960 年以来，拉尼娜发生时，导致全球大豆减产的概率为 48%

强度	影响产季	全球	yoy	美国	yoy	巴西	yoy
中等/弱	2022/23北半球+南半球生长期	2.6958	2.42%	2.6958	2.09%	3.4253	15.93%
中等/弱	2021/22南半球生长期	2.7175	-1.84%	2.7175	-6.24%	3.1847	-6.07%
中等/弱	2020/21南半球生长期	2.7684	-3.12%	2.7684	2.61%	3.3904	0.35%
中等/弱	2017/18南半球生长期	2.7175	-1.84%	2.7175	-6.24%	3.1847	-6.07%
中等/弱	2011/12南半球生长期	2.6053	4.25%	2.6053	7.98%	2.8659	-2.14%
强	2010/11北半球+南半球生长期	2.6753	2.69%	2.6753	0.98%	3.0286	5.68%
中等/弱	2008/09南半球生长期	2.2476	-6.27%	2.2476	10.77%	2.6365	-6.38%
强	2007/08北半球+南半球生长期	2.3241	0.28%	2.3241	-0.50%	2.3796	6.69%
中等/弱	2005/06南半球生长期	2.2433	-1.59%	2.2433	24.75%	2.3005	-17.92%
强	2000/01北半球+南半球生长期	2.2925	-0.59%	2.2925	-4.02%	2.5739	-5.04%
	1999/00北半球+南半球生长期	2.1566	1.53%	2.1566	3.54%	2.2977	2.15%
	1998/99北半球+南半球生长期	2.2563	4.62%	2.2563	0.02%	2.3533	2.42%
中等/弱	1995/96南半球生长期	2.1825	12.73%	2.1825	26.76%	2.1632	1.84%
强	1988/87北半球+南半球生长期	1.9361	-4.67%	1.9361	-13.26%	2.1241	4.37%
中等/弱	1984/85南半球生长期	1.8725	-1.23%	1.8725	0.48%	1.5533	-10.33%
超强	1975/76北半球+南半球生长期	2.031	8.46%	2.031	9.84%	2.0352	31.02%
	1974/75北半球+南半球生长期	1.8199	-4.53%	1.8199	-2.23%	1.4522	-19.33%
	1973/74北半球+南半球生长期	1.9052	4.69%	1.9052	1.71%	1.8595	28.05%
中等/弱	1971/72北半球+南半球生长期	1.7586	0.27%	1.7586	4.34%	1.5647	-11.36%
	1970/71北半球+南半球生长期	1.6201	-7.88%	1.6201	-17.06%	1.7921	14.53%
	1964/65北半球+南半球生长期	1.7492	7.55%	1.7492	9.49%	1.2403	1.17%

资料来源：FAO，NOAA，国信证券经济研究所整理（注：图为 FAO 口径大豆单产，单位为“吨/公顷”）

投资建议：核心看好有优质土地资源的种植标的

种植链既有厄尔尼诺强催化，也有土地规模化的高股息标的。农作物受供需库存，恶劣天气，能源，化肥等多因素驱动，2027 年农作物预计有望迎来大周期拐点。考虑到厄尔尼诺强度还在强化，种植链主题催化有望持续。同时，国内土地规模化也在加速，以北大荒为代表的企业有望充分受益土地规模化浪潮带来的行业红利，土地价值可能重估。核心推荐：北大荒、海南橡胶、骑士乳业、中粮糖业、隆平高科等。

牧业反转：原奶与牛肉的价格反转持续验证

牛肉行情展望：看好肉牛大周期反转，肉价上涨预计持续到 2028 年

牛肉供给收缩开始显现，国内肉牛行情 2026 年加速上行。受国内供给扩张以及进口牛肉冲击影响，2023-2024 年国内牛肉产业呈供需过剩局面，牛肉价格自 2023 年 6 月已连续下跌近 20 个月，累计跌幅接近 25%，由此国内基础母牛自 2023 年下半年呈调减趋势，且于 2024 年明显加速。行业在经历前期大规模淘汰后，2025 年开始淘汰母牛数量减少带来的母牛肉供给开始有明显收紧，率先支撑牛价在春节后淡季不淡上涨。

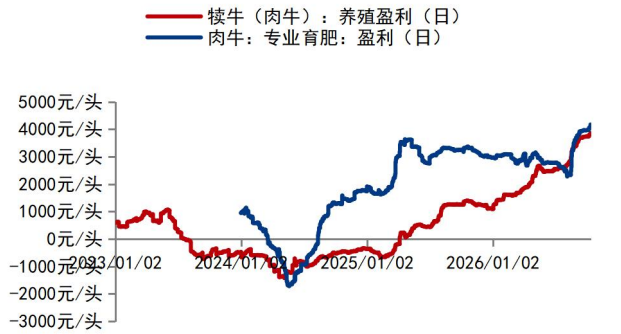
2026 年以来肉牛价格进一步加速上涨，据钢联数据统计，截至 2026 年 11 月 16 日活牛均价接近 33 元/kg，月环比+8%，今年累计上涨 32%，考虑到两年半的养殖周期时滞，2023 下半年开始的能繁母牛淘汰影响，从 2026 年开始持续传导至育肥公牛供给的大幅收缩，预计 2027-2028 年国内育肥牛供给缺口将进一步拉大，牛价上涨驱动将更加强劲。同时，政策保护国内肉牛产业的信号明确，商务部自 2026 年 1 月 1 日起以“国别配额及配额外加征关税”的形式对进口牛肉采取保障措施，保障措施实施期限为 3 年。未来国内肉牛市场来自进口牛肉的压力预计明显变小，进口牛肉有望维持量减价增趋势。

图33：2024 年国内牛肉行情加速回落



资料来源：农业农村部，国信证券经济研究所整理

图34：2024 年国内肉牛养殖陷入深度亏损



资料来源：钢联数据，国信证券经济研究所整理

从产能情况来看，基础母牛存栏自 2023 年中以来持续调减。据中国畜牧业协会相关报道介绍，国内基础母牛存栏量自 2023 年中开启去化，受此影响 2024 年 1-11 月国内累计新生犊牛同比减少 8%以上。按新生犊牛到成牛 2 年滞后出栏推算，2026 年国内肉牛存出栏迎来拐点。据国家统计局统计，截至 2024 年末国内肉牛存栏为 1 亿头，同比减少 4.39%，结束了连续 5 年的增势，2025 年末进一步同比下降 4.37%至 9608 万头。

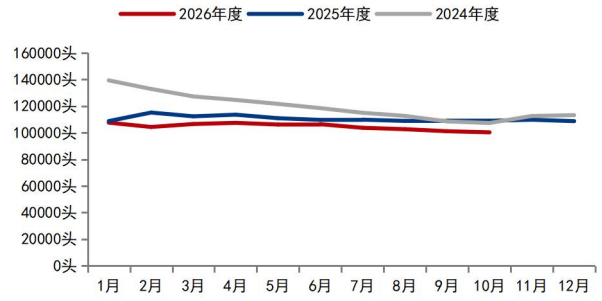
此外，钢联自 2024 年 1 月开始有披露肉牛存栏数据，其 2024 年即进入持续减少阶段，截至 2026 年 10 月末，其监测样本的肉牛存栏较上年同期减量 8%，较 2024 年 1 月末累计减量超 28%。考虑到行业肉牛存栏结构中，母牛占比接近 50%，而养殖亏损时，养户会优先减少母牛存栏，来换取育肥公牛所需的现金流，因此我们以肉牛存栏整体减少 20%的情形来预估，则对应母牛存栏减少可能在 30-40%的比例。

图35：据国家统计局统计，国内肉牛存栏 2024 年结束增长



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

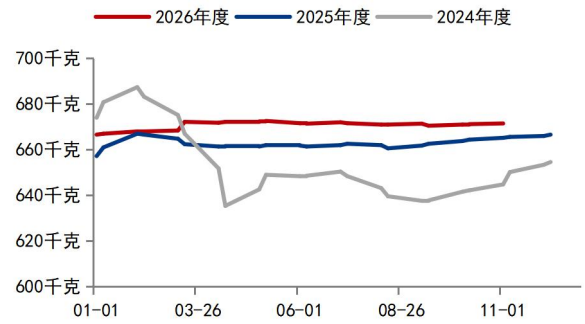
图36：钢联统计 2024 年初以来国内肉牛存栏已累计减少超 20%



资料来源：钢联数据，国信证券经济研究所整理

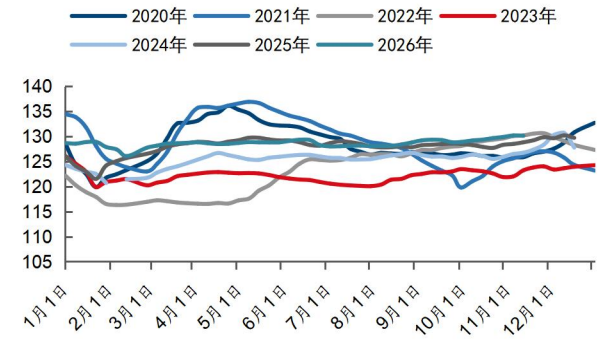
肉牛屠宰端相对养殖端更加集中，从行业屠宰的表现来看，也可以验证母牛产能去化幅度很大。根据卓创资讯 2025 年 2 月对能繁母牛宰杀情况的分析，2023-2024 年能繁母牛宰杀比例约 30-35%，部分地区甚至超过 50%。此外，根据 2024 年 7 月全国畜牧总站组织的内蒙通辽市（全国肉牛产业第一重镇）肉牛产业调查数据显示，当地活畜交易市场 2024 年春节后，基础母牛交易数量明显增加，占 50%-60%以上（往年正常水平是 10%-20%），据科尔沁区肉牛加工企业统计，2023 年全年有 3000 头母牛屠宰，而 2024 年前五个月已屠宰 8800 头肉牛中，基础母牛数量已达 3000 头，而且能繁母牛占基础母牛屠宰量三分之一多。此外，根据钢联数据，2025 上半年育肥公牛出栏体重一直维持在较正常出栏体重下降约 15-20%的水平。从商品分析的角度来看，类比生猪品种，屠宰端的这种类似特征就是养殖产能出清的标志，而且养殖格局越分散，这个结论越准确。

图37：钢联统计的育肥公牛出栏均重（公斤）2025 上半年维持在低于正常水平的 15-20%区间



资料来源：钢联数据，国信证券经济研究所整理

图38：生猪出栏均重（公斤）在 2022 年猪价上行拐点出现前即下降到历史周期最底部水平



资料来源：涌益咨询，国信证券经济研究所整理

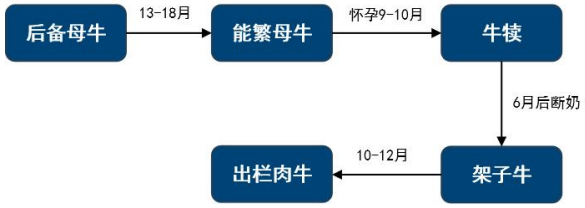
类似于十年前的生猪养殖行业，目前国内肉牛养殖仍以散户为主，养殖格局高度分散，叠加养殖环节信息高度不对称，且出栏滞后时间明显长于生猪，因此在长期深亏状态下，肉牛行业产能及存栏大概率出现超调情况，我们预计有望孕育类似 2019 年猪周期的大级别行情。

图39：国内肉牛养殖群体高度分散，90%以上主体的养殖规模不足 10 头



资料来源：农业农村部，国信证券经济研究所整理

图40：从母牛配种完成到出栏肉牛通常需要 2 年半左右时间



资料来源：国信证券经济研究所整理

海外牛价景气先行，后续国内进口预计量减价增。在主产区减产，主销区需求强劲带动下，全球牛肉供给趋紧，景气已于 2024 年重回上行趋势，并且高景气延续。**（1）存栏方面，**据 USDA 预测，2026 年全球新生牛犊量预计同比-0.90%至 2.76 亿头，期末活牛存栏量预计同比-1.80%至 9.03 亿头。**（2）牛肉方面，**据 USDA 预测，受存栏及出栏减少影响，2026 年全球牛肉产量预计降至 6100 万吨，同比下降 1.5%；出口量预计降至 1350 万吨，同比下降 1.2%；消费量预计降至 5950 万吨，同比下降 1.1%，但需求降幅小于供应收缩幅度，全球牛肉价格整体仍获得支撑。**（3）价格方面，**在供给调减、需求增长带动下，全球牛肉价格已重回上行趋势。截至 2026 年 10 月，全球牛肉销售均价为 6.83 美元/kg，较 2023 年末低点已累计上涨近 44%。

本轮国内肉牛价格景气启动明显慢于海外市场，受内外景气差影响，2025 年以来巴西出口至中国的牛肉数量环比下滑明显，与出口至美国的情况形成鲜明对比。同时考虑到国内进口调控政策落地，预计国内肉牛市场来自进口牛肉的压力预计明显变小，呈量减价增趋势。

图41：截至 2026 年 10 月，全球牛肉月均价自底部已累计上涨约 44%（美元/kg）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图42：2026 年巴西出口至美国的冻牛肉量大幅增加



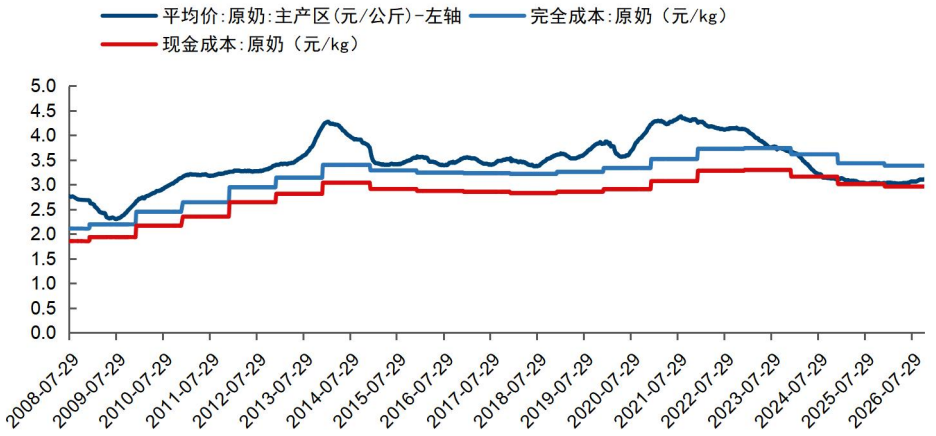
资料来源：钢联数据，国信证券经济研究所整理

原奶行情展望：周期底部已得到确认，有望开启 2-3 年景气反转

2021 年中以来，国内原奶价格已累计下行近 4 年。2023 年下半年国内原奶价格跌

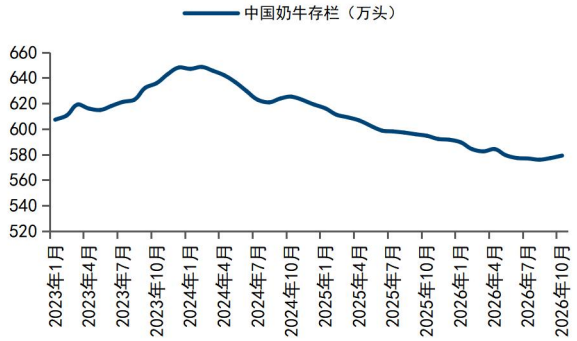
至完全成本以内，此后一直处于亏损状态。2024 年下半年，国内原奶价格加速下滑，最终跌破现金成本，2025 年延续磨底，行业产能出清持续加速。农村部监测，2026 年 10 月全国奶牛存栏达 579.1 万头，较 2024 年 2 月高点累计去化约 69.4 万头，累计去化幅度约 11%。自 2026 年 7 月起，全国主产区生鲜乳均价开始同比转正，截至 2026 年 11 月 5 日，国内主产区生鲜乳价格为 3.11 元/公斤，同比上涨 3.0%。

图43：国内原奶价格目前仍处于行业完全成本以下



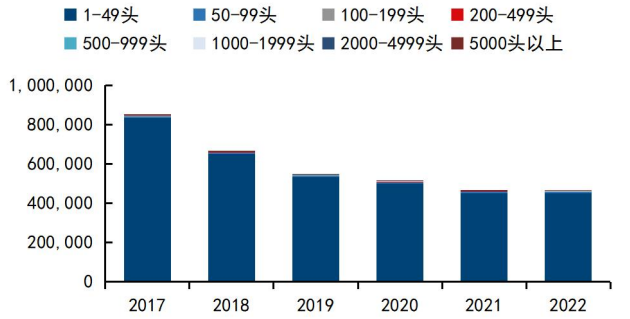
资料来源：农业农村部，全国农产品成本收益资料汇编，国信证券经济研究所整理

图44：截至 2026 年 10 月末，国内奶牛存栏已去化 11%



资料来源：农业农村部，国信证券经济研究所整理

图45：国内仍存在较多的小规模奶牛养殖户



资料来源：农业农村部，国信证券经济研究所整理

散奶 2026 年淡季同比涨价显著，产能去化充分后，行业供需持续改善。根据荷斯坦统计，2026 年 5 月上旬社会面散奶价格环比 4 月同期呈普涨态势，6 月上旬多地进一步涨至合同奶价附近，主要受前期产能持续去化驱动以及南非口蹄疫扰动的供给侧收缩。直至 2026 年 11 月，散奶价格依然维持与合同奶价明显倒挂，并且在双节后淡季的 11 月再次涨价。2026 年 11 月第一周北方区域社会流动奶交易价普遍上调，其中河北大幅上涨 0.3-0.5 元/公斤至 3.7 元/公斤；内蒙古、山西、天津均小幅上涨 0.2-0.3 元/公斤，华东和华中地区中山东领涨、江苏小涨，其中山东上涨 0.3-0.35 元/公斤，江苏上涨 0.1-0.2 元/公斤；并较上年同期 2.8 元/kg 明显提升，反映行业供需趋紧。

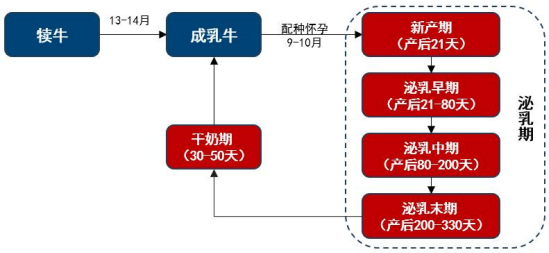
表12：散奶 2026 年 5 月开始淡季上涨，原奶周期底部特征显著

单位：元/千克	内蒙古巴盟	内蒙古呼和浩特	黑龙江绥化	河北邢台	新疆昌吉	新疆阿克苏	宁夏利通	甘肃定西	陕西咸阳
2026 年 2 月	2.6	2.5-2.6	2.5-2.6	2.3-2.6	-	-	-		
2026 年 3 月	2.5	2.2-2.3	2.2-2.3	2.5-2.6	2.4-2.5	3.0-3.2	2.2	2.5	2.5
2026 年 4 月	2.4	2.4	2.4-2.5	3	2.5	3.1-3.3	2.4	2.7	2.4-2.5
2026 年 5 月	2.7-2.8	2.5-2.6	2.6	2.6-2.7	2.9	3.3	2.5-2.6	2.7-2.8	2.5
2026 年 6 月	3.1	2.8-2.9	2.8	3	3.05	3.5	2.8-3.1	2.9-3.0	2.6-2.8
2026 年 7 月	2.85	2.9	2.85	3.2	3.0-3.3	3.5	2.7	2.8-2.9	2.8-3.0
2026 年 8 月	3.1	2.9	2.8	2.9	2.9-3.0	3.5	3.2-3.4	3.1	2.9
2026 年 9 月	3.5	3.3-3.4	3.0-3.2	3.6	3.2	3.8	3.7	3.5-3.8	3.3-3.5
2026 年 10 月	3.2	3.0	3.1	3.2-3.4	2.85	3.7	3.3	3.5	3.2-3.3
2026 年 11 月	3.4	3.2-3.3		3.7	2.9	3.5	3.5	3.6	3.5-3.6

资料来源：荷斯坦 （统计口径为每个月的第一周社会流动奶源交易价格），国信证券经济研究所整理

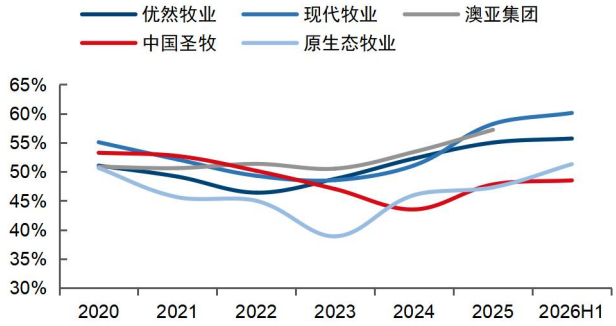
奶牛产能前期去化以后备牛为主，预计后备牛转群不足带来的成母牛断档将从 2026 年底起直至 2028 年持续体现。2024 年以来奶牛行业持续去产能，但前期去化重心并非成母牛，而是后备牛与未来的留种能力。在低奶价、现金流紧张和肉牛价格上行的共同作用下，行业通过提升成母牛占比、压缩后备牛、部分奶牛配种肉牛，来保住短期现金流与当期产奶量。这导致 2025-2026 年虽然奶牛存栏下降但原奶产量韧性尚存。考虑到小奶牛从出生到产犊需要约 24 个月，前期减少的后备牛预计将在 2026 年底至 2028 年进一步体现为成母牛转群不足。

图46：从补栏犊牛到开始产奶通常需要 2 年左右时间



资料来源：嘉吉反刍动物营养，国信证券经济研究所整理

图47：国内头部奶牛养殖企业成母牛占比明显提升



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

海外大包粉景气上行，目前已不具备进口性价比

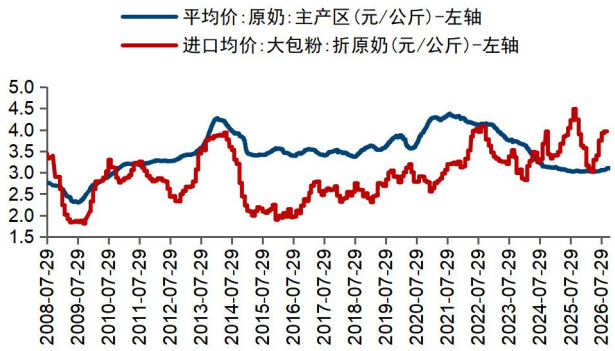
受产区减产和海外消费共同驱动，海外大包粉价格自 2023 年开启反转上行。以全脂奶粉为例，截至 2026 年 11 月 17 日，全球全脂奶粉均价为 4081 美元/吨，已较 2023 年最低价格累计上涨 60%。而据海关总署统计，2024 年 4 月起我国大包粉进口均价震荡上行，最新 2026 年 9 月进口折原奶均价约 3.67 元/kg，显著涨超过国内原奶均价，不具备进口性价比。后续国内大包粉进口预计仍将呈量减价增趋势，此外，2026 下半年起国内深加工产能投放加速进口替代，有望进一步支撑国内原奶价格景气修复。根据国家统计局，2026 年 1-9 月乳制品产量 2310.5 万吨，同比增长 6.2%，明显高于同期原奶产量 2.4%的同比增幅，下游需求修复对原奶价格形成支撑。

图48：海外全脂奶粉价格自 2023 年底部已累计上涨 60%+



资料来源：环球乳业贸易，国信证券经济研究所整理

图49：进口大包粉目前已不具备性价比



资料来源：海关总署，农业农村部，国信证券经济研究所整理

投资建议：核心看好优质奶牛养殖标的和乳制品龙头企业

肉奶景气共振上行，牧业公司业绩有望迎来高弹性修复。核心看好奶牛养殖标的，原奶行情改善利好主业盈利修复，同时肉牛大周期上行有望明显增厚其奶牛淘汰和犊牛外销收益，肉奶共振背景下同样具备较高业绩修复弹性，核心推荐：现代牧业、优然牧业、骑士乳业等。此外，同步看好乳制品龙头企业，凭借自有奶源，有望受益奶价反转，相较同行实现更显著的成本优势。

畜禽修复：猪禽景气拐点来临，看好龙头长期价值

生猪：周期拐点预期明确，板块布局正当时

行业产能加速去化，景气拐点预计有望在 2027 年来临。从产能来看，统计局发布 2026Q3 末全国能繁母猪存栏 3602 万头，环比下降 4.7%，较 2026Q2 的 3.2%环比降幅再进一步加速 1.5%，同比下降 10.7%，目前较本轮周期高点已累计去化 11.7%，为正常保有量 3750 万头的 96.0%。考虑到当前生猪及仔猪价格仍在周期底部，高成本产能将持续面临现金流压力，我们预计接下来几个月能繁产能会进一步加速去化，到 2027 年猪价有望开启的周期反转。

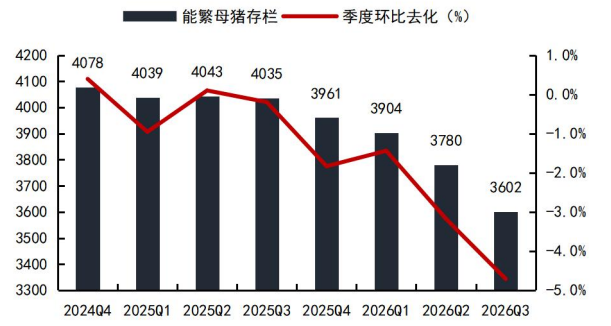
近期仔猪价格触达历史新低，产能有望进一步加速去化。从历史上看，仔猪价格与生猪价格接近，代表周期情绪见底，这是反转的前瞻指标，后续能繁母猪有望进一步加速去化。7kg 断奶仔猪价格于 2026 年 10 月跌破 100 元/头，2026 年 11 月 13 日进一步下跌至 70 元/头，达到历史记录低点。据钢联统计，2026 年 10 月能繁环比去化明显加速，达 1.57%（9 月前值去化 0.86%），其中规模场能繁环比去化 1.47%（9 月前值去化 0.80%），中小散能繁环比去化 4.51%（9 月前值去化 2.47%）。

图50：历史复盘来看，仔猪价格接近生猪价格的时候意味着行业情绪悲观，行业基本触底



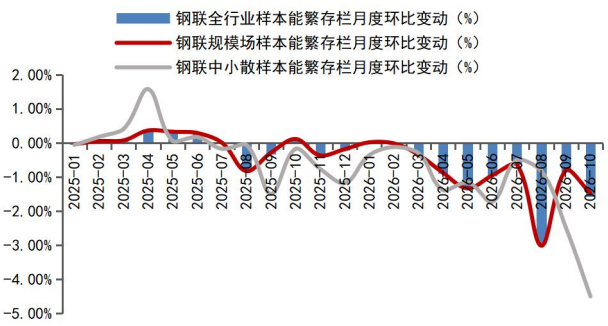
资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图51：官方能繁母猪存栏自 2025 年底深度亏损后加速去化



资料来源：统计局，国信证券经济研究所整理

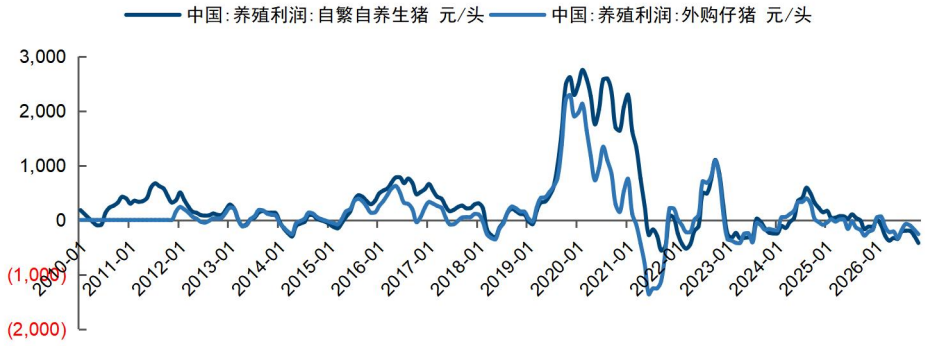
图52：钢联能繁母猪存栏 2026 年 10 月环比去化进一步加速



资料来源：钢联数据，国信证券经济研究所整理

周期平均盈利正在收敛，猪企正由“赌周期”转向“拼成本、拼经营、拼风控”的经营竞争阶段。参考农业农村部猪肉全产业链首席分析师朱增勇的观点，未来猪周期将呈现新特征：价格波动收敛、上行时间短而回落磨底更长，难再出现持续性的大幅上涨，更多表现为阶段性红利与阶段性回暖。以 2022 年 4 月为起点的上一轮猪周期至 2026 年 4 月基本走完，行业平均单头盈利仅百余元，为 2004 年以来最低，此前几轮（剔除非洲猪瘟初期的超级红利）单头盈利大多在 150—200 元之间。行业盈利中枢整体下移，意味着“靠上涨红利弥补下跌亏损”的旧模式已失效。同时，保险、期货等金融工具的常态化运用显著扩容了企业对冲工具箱，削弱了产能对价格的弹性并提升了产能粘性，周期传导被钝化。由此，行业盈利区间与价格波动幅度趋于收窄，胜负手愈发取决于成本控制、效率提升与风险管理能力，而非单纯的价格弹性与产能博弈。

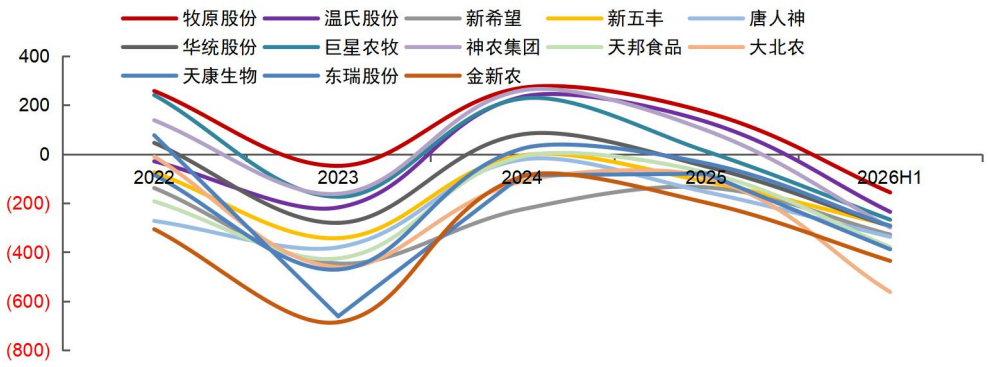
图53：2022 年以来猪周期平均盈利正在收敛（元/头）



资料来源：博亚和讯，国信证券经济研究所整理

以牧原股份为代表的龙头在养殖成本上依然保持明显超额优势。当前生猪行业经营分化依然较大，企业当中依然存在养殖成本高企的情况，成本差异明显，龙头企业的竞争优势突出。根据我们对生猪行业 2026 年中报的测算，表现领先与落后猪企的头均净利差距仍接近 400 元，对应单公斤生猪成本差距接近 3-3.5 元/公斤。参考牧原股份公司公告，2026 年 10 月其生猪养殖完全成本已降至 11.4 元/kg 左右，保持在行业第一梯队，同时牧原当前围绕成本下降制定了明确的降本路径，后续将在种猪育种、营养配方、健康管理、数智化的应用等方面持续发力，有望凭借优秀的管理优势维持成本领先地位。

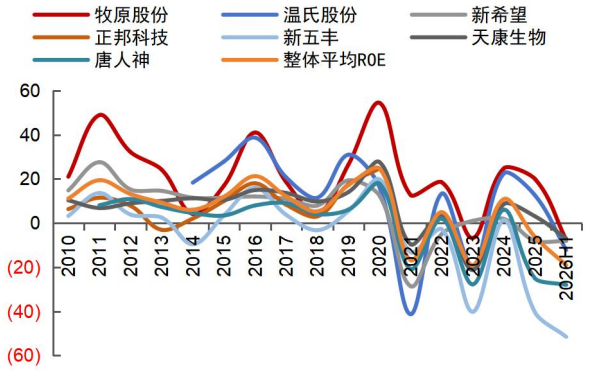
图54：猪企单头生猪养殖经营净利对比（元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及测算

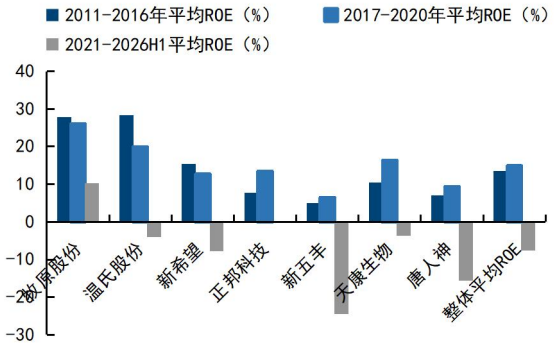
历史来看，国内生猪行业 ROE 表现分化较大，龙头企业保持竞争优势及领先地位。我们对生猪行业 2010 年以来 ROE 变化复盘，按周期波动规律，分 2011-2016 年、2017-2021 年、2021-2026H1 来分别测算不同时期的平均 ROE，牧原股份与温氏股份均较行业保持明显的 ROE 领先水平，其中，牧原股份 ROE 表现分别为 28%、26%、10%，分别较可比上市公司平均表现超出 14%、11%、18%，拉开了较大差距。由于农业生产周期中的不确定性波动因素较多，一线养殖生产管理较标准工业品生产管控难度更大，因此头部养殖企业中能长期维持稳定超额表现的标的也相对稀缺。

图55：上市猪企 2010 年以来 ROE 变化情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

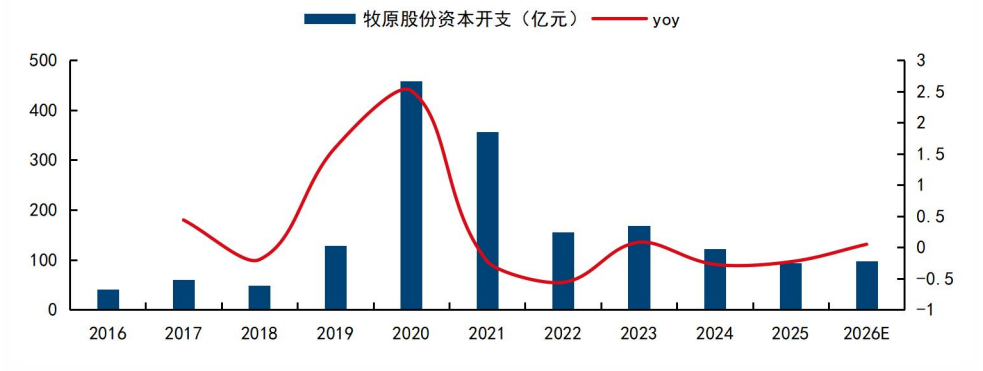
图56：上市猪企 2011 年以来不同周期的 ROE 表现分化较大



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

龙头企业资本开支已较高峰期显著下降，预计 2031 年以后折旧将明显下滑。牧原股份在 2020-2021 年经历了大规模猪场、饲料厂、屠宰厂和配套设施建设，对应资本开支分别高达 461 亿元和 359 亿元，2021 年过后资本开支整体大幅下降，2025 年仅 95 亿元，较峰值 2020 年降幅接近 79%。据公司公告，预计 2026 年资本开支在 100 亿元以内。考虑到这些固定资产并不会在当年一次性计入成本，而是按照使用寿命逐年折旧，结合牧原股份的固定资产折旧政策，其房屋及建筑物折旧年限 10-20 年，机器设备 3-20 年，运输工具 6 年，其他 3-10 年，残值率 5%，采用年限平均法。因此预计牧原股份 2031 年后的折旧将进入大幅下降阶段，利润表有望进一步明显改善。

图57：2021 年后牧原股份资本开支已较高峰期显著下降



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

目前折旧占牧原股份养殖成本比例接近 13%，长期下降空间较大。根据公司公告，2026 年 1-9 月的生猪养殖完全成本中，饲料占比在 60%左右，职工薪酬占比在 10%

左右，折旧占比在 13%左右，而牧原股份 2026 年 9 月养殖完全成本已降至略低于 11.5 元/kg，则对应折旧成本约 1.5 元/kg，后续伴随前期资本开支折旧结束，有较大下降空间。

拉长周期来看，我们预计龙头牧原股份的稳态盈利中枢将接近 422 亿元。养殖出栏方面，假设牧原股份 2027 年以后的总出栏量达到稳态 7700 万头。头均盈利方面，参考《全国农产品成本收益资料汇编》，自 2000 年以来行业累计平均利润率 11%。以统计局口径 13.15 元/公斤的行业平均成本，对应行业均衡价格 14.5 元/kg 左右为长期生猪稳态均价，牧原股份稳态成本假设 10 元/kg。另外假设牧原销售仔猪占比保持 10%，仔猪稳态成本为 220 元。屠宰板块方面，根据公司公告，2026 年前三季度屠宰肉食业务整体盈利 2 亿多元，对应头均盈利约 10 元，参考屠宰业务发展已较为成熟的双汇发展，剔除历史上的超级非瘟周期与大额冻品减值扰动后，其生鲜品头均经营利润中枢接近 40-60 元，因此假设未来伴随牧原股份屠宰产能利用率的提升、以及分割品占比的优化，单头屠宰盈利中枢有望逐年抬升，预计在 2029 年达到稳态盈利中枢约 50 元/头，则最终预计牧原合计稳态年净利应约 422 亿元左右。

表13：牧原股份稳态盈利测算

	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E
总出栏量（万头）	7700	7700	7700	7700	7700	7700	7700	7700	7700	7700
肥猪出栏量（万头）	6900	6900	6900	6900	6900	6900	6900	6900	6900	6900
销售均价（元/公斤）	14.00	14.50	14.50	14.50	14.50	14.50	14.50	14.50	14.50	14.50
出栏体重（头/公斤）	125.00	125.00	125.00	125.00	125.00	125.00	125.00	125.00	125.00	125.00
营业收入(亿元)	1207.50	1250.63	1250.63	1250.63	1250.63	1250.63	1250.63	1250.63	1250.63	1250.63
完全成本（元/公斤）	11.00	10.70	10.50	10.30	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00
肥猪净利润(亿元)	258.75	327.75	345.00	362.25	388.13	388.13	388.13	388.13	388.13	388.13
头均肥猪净利润(元/头)	375.00	475.00	500.00	525.00	562.50	562.50	562.50	562.50	562.50	562.50
仔猪出栏量（万头）	770	770	770	770	770	770	770	770	770	770
仔猪占比	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
仔猪均价（元/头）	400	450	450	450	450	450	450	450	450	450
仔猪完全成本（元/头）	240	230	220	220	220	220	220	220	220	220
仔猪头均盈利（元）	160	220	230	230	230	230	230	230	230	230
仔猪养殖净利润（亿元）	12.32	16.94	17.71	17.71	17.71	17.71	17.71	17.71	17.71	17.71
种猪出栏量（万头）	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30
种猪均价（元/头）	1300	1400	1500	1500	1500	1500	1500	1500	1500	1500
种猪完全成本（元/头）	1200	1200	1200	1200	1200	1200	1200	1200	1200	1200
种猪头均盈利（元）	100	200	300	300	300	300	300	300	300	300
种猪养殖净利润（亿元）	0.30	0.60	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90
股权激励摊销费用（亿元）	-2.05	-0.56	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
养殖合计净利润（亿元）	**269.32**	**344.73**	**363.61**	**380.86**	**406.74**	**406.74**	**406.74**	**406.74**	**406.74**	**406.74**
屠宰净利润（亿元）	6.00	10.00	15.00	15.00	15.00	15.00	15.00	15.00	15.00	15.00
合并净利润	**275.32**	**354.73**	**378.61**	**395.86**	**421.74**	**421.74**	**421.74**	**421.74**	**421.74**	**421.74**

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理及测算

我们进一步对牧原股份的自由现金流进行测算，参考公式为 FCFF=净利润+折旧摊销-资本支出-营运资本变动，具体核心假设如下：

1、资本开支假设：截至 2025 年末，公司固定资产账面原值为 1650 亿元，净值为 1006 亿元。根据公司公告，长期来看，如果不考虑新增项目，在当前的资产规模下，每年用于固定资产维修改造、设备更新等相对刚性的资本开支，预计在 60-70 亿元左右，该支出相较于固定资产规模在合理水平。

2、折旧摊销假设：2025 年公司合计有 145 亿折旧，相较 2024 年 143 亿基本稳定，假设 2027-2030 每年仍有 145 亿折旧，2031 年以后对应 2021 年资本开支高峰期

以后的折旧减少阶段。

3、营运资本变动假设：历史上 2021-2025 年平均净营运资本变动 32 亿元，假设 2027 年以后公司出栏稳定则无新增营运资本变动。

4、折现率假设：无风险利率 Rf 的假设参考中债 10 年期国债到期收益率 1.65%，税率由于生猪养殖免征企业所得税，假设为 0，综合测算得出折现率 WACC 为 8.6%。

最终预估牧原股份 FCFF 现值约 3750 亿元，扣除净债务价值后，对应合理股权价值约 3211 亿元。

表14：牧原股份 DCF 测算

	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E	终值
合并净利润	275.32	354.73	378.61	395.86	421.74	421.74	421.74	421.74	421.74	421.74	
折旧摊销（亿元）	145	145	145	145	120	100	90	85	80	80	
资本开支（亿元）	100	95	90	80	70	65	60	60	60	60	
营运资本变动（亿元）	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
自由现金流 FCFF（亿元）	320.49	404.90	433.78	461.03	471.74	456.74	451.74	446.74	441.74	441.74	5139.44
折现率 WACC	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%
折现系数	1.09	1.18	1.28	1.39	1.51	1.64	1.78	1.93	2.10	2.28	
FCFF 现值	153.64	185.79	190.20	192.84	187.92	173.00	162.44	152.26	142.48	134.64	2074.95
合计 FCFF 现值	3750										
净债务	539										
股权价值	3211										

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理及测算

表15：牧原股份 WACC 假设

Ke	10.4%
无风险利率	1.65%
有杠杆 beta	135.0%
风险溢价	6.5%
Kd	2.80%
T	0
E/(D+E)	76%
D/(D+E)	24%
WACC	8.60%

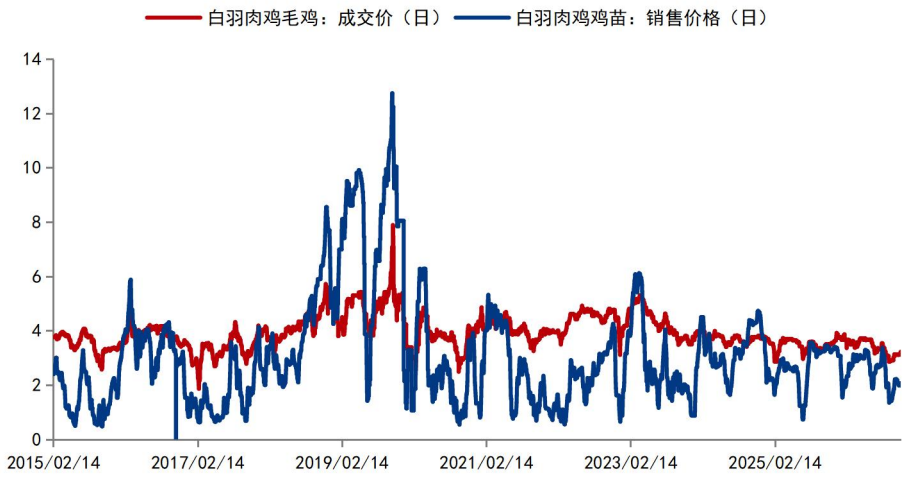
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理及测算

禽：行情有望随需求复苏，龙头企业单羽盈利领先

行情展望：白鸡供给温和增长，黄鸡产能维持底部，关注需求改善情况

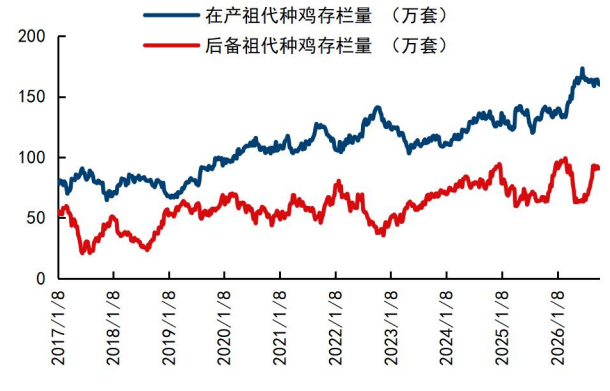
白羽肉鸡：供给温和增长，需求侧有望随内需企稳改善。截至 2026 年 10 月 31 日，鸡苗价格 2.04 元/羽，较上月末上涨 33.33%；毛鸡价格 6.22 元/千克，较上月末上涨 6.87%。短期来看，鸡苗价格自底部明显回升，养殖端补栏情绪改善，鸡苗及毛鸡价格预计偏强震荡。中期来看，受前期祖代引种增量释放影响，国内父母代存栏目前维持扩张，国内供给侧预计保持温和增长，但考虑到需求侧有望随内需企稳改善，我们认为白羽肉鸡产业价格景气仍具备修复潜力。

图58：白羽肉鸡及鸡苗价格表现（元/斤，元/羽）



资料来源：钢联数据，国信证券经济研究所整理

图59：白羽肉鸡祖代鸡存栏（在产+后备）



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，国信证券经济研究所整理

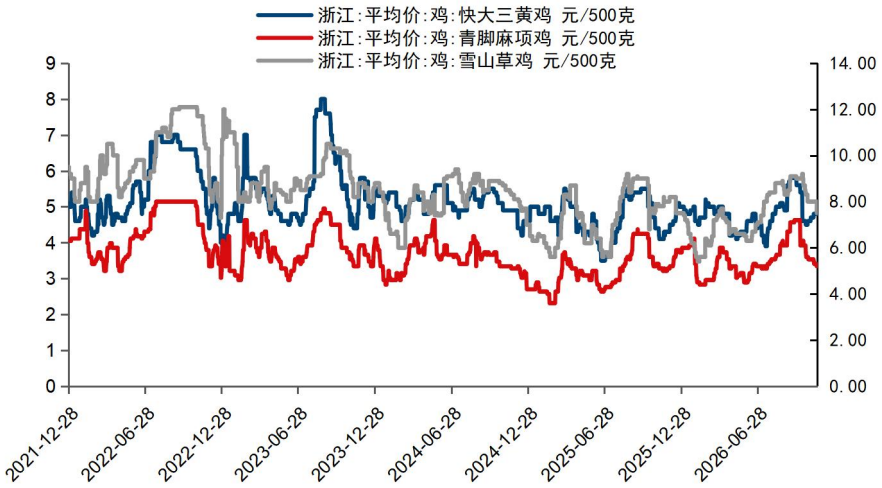
图60：白羽肉鸡父母代鸡存栏（在产+后备）



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，国信证券经济研究所整理

黄鸡：供给维持底部，有望率先受益内需复苏。参考新牧网数据，2026 年 11 月 19 日浙江快大三黄鸡/青脚麻鸡/雪山草鸡斤价分别为 5.0/5.2/7.5 元，周环比+4.2%/-1.9%/-6.3%。短期消费旺季到来，价格预计高位震荡；中期黄鸡上游补栏谨慎，截至 2026 年 8 月末在产父母代存栏环比-0.6%，同比-3.1%，产能处于历史底部区间。同时黄鸡作为中式餐饮消费品种，需求有望率先受益于内需改善。

图61：浙江地区黄羽肉鸡主要品种价格表现（元/斤）



资料来源：Wind，新牧网，国信证券经济研究所整理

投资建议：周期拐点预期明确，看好龙头长期价值

对于生猪板块，当前生猪与仔猪价格接近历史新低，行业进入产能加速去化阶段，而且很有可能会再次出现集中淘汰带崽母猪的情况。猪价 2027 年有望迎来向上拐点，拐点预期明确后，生猪板块配置时点已现。此外，从投资标的看，本轮周期更应该拥抱行业龙头，因为规模企业扩张受限，行业进入企业竞争阶段，未来管理能力强的团队更容易获得超额收益，因此更看好行业龙头的长期价值，核心推荐：牧原股份、温氏股份、德康农牧、华统股份等。对于禽养殖板块，白鸡与黄鸡行情有望随猪价回暖同步共振，龙头企业单羽盈利能力长期领先，核心推荐：立华股份、圣农发展、益生股份等。

风险提示

不可控的动物疫情引发的潜在风险

农业畜禽养殖企业主要以规模养殖为主，如果发生不可控的动物疫情可能会造成上市公司的畜禽高死亡率，造成较大损失。

原材料价格剧烈波动带来的不确定性风险

玉米、大豆等饲料原材料的价格波动将直接影响行业养殖成本，如果原材料价格未来一段时间内快速上升，可能将导致企业经营成本上升。

畜禽价格剧烈波动带来的不确定性风险

畜禽销售价格将直接影响养殖企业终端收入与盈利，如果畜禽价格未来一段时间内快速下跌，可能将导致企业经营利润下滑。

估值和盈利预测的风险

公司估值和盈利预测是基于一定的假设基础上的，可能对相关参数估计偏乐观、从而导致该估值偏高的风险；以及对公司收入增长预期偏乐观而导致盈利预测值高于实际值的风险。

农产品下游需求波动的不确定性风险

如果有突发不确定性因素造成农产品下游需求大幅波动，可能造成相关农产品价格有相应波动的不确定性风险。

附表：重点公司盈利预测及估值

公司代码	公司名称	投资评级	11月20日收盘价(元)	EPS			PE		
				2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E
600598.SH	北大荒	优于大市	12.73	0.66	-0.24	0.59	19	-53	22
601118.SH	海南橡胶	优于大市	4.88	-0.02	-0.07	0.05	-202	-70	98
000998.SZ	隆平高科	优于大市	7.59	0.12	0.36	0.48	63	21	16
920786.BJ	骑士乳业	优于大市	5.80	0.23	0.50	0.70	25	12	8
600737.SH	中粮糖业	无评级	11.00	0.44	0.53	0.68	25	21	16
9858.HK	优然牧业	优于大市	3.95	-0.11	0.59	0.86	-36	7	5
1117.HK	现代牧业	优于大市	1.42	-0.14	0.09	0.19	-10	16	7
002840.SZ	华统股份	优于大市	7.40	-0.18	-0.75	0.09	-41	-10	82
300498.SZ	温氏股份	优于大市	17.49	0.79	-0.80	0.78	22	-22	22
002714.SZ	牧原股份	优于大市	44.85	2.88	0.61	2.97	16	74	15
2419.HK	德康农牧	优于大市	53.70	3.69	-3.20	9.64	15	-17	6
603477.SH	巨星农牧	优于大市	14.79	0.06	-0.85	0.36	247	-17	41
002100.SZ	天康生物	优于大市	8.26	0.15	-0.55	0.26	55	-15	32
605296.SH	神农集团	优于大市	32.42	0.65	1.10	0.97	50	29	33
002311.SZ	海大集团	优于大市	49.75	2.58	3.53	4.01	19	14	12
301498.SZ	乖宝宠物	优于大市	32.03	1.68	2.36	2.97	19	14	11
300761.SZ	立华股份	优于大市	22.13	0.69	0.57	1.38	32	39	16
002458.SZ	益生股份	优于大市	6.67	0.15	0.40	0.50	44	17	13
002299.SZ	圣农发展	优于大市	16.24	1.12	0.85	1.15	14	19	14

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032