

2026年06月04日
农林牧渔

SDIC

行业专题

证券研究报告

周期风起，积极布局农产品

周期品涨价的接力棒或正在传导至农业：

每一轮大宗商品的上涨周期，品种一般呈现接力顺序：先是黄金等贵金属，然后是铜和工业金属，接着是石油化工，最后轮到农产品。截至2026年5月，黄金、铜、原油已经依次实现了显著涨幅，当前农产品与黄金、原油的比价均处于历史相对低位，我们认为农产品或开启景气上行。同时养殖和种植链都分别出现了基本面改善，我们建议可以从大宗商品轮动角度进行布局。

生猪：周期磨底中，关注产能去化进度

截至2026年一季度末，能繁母猪存栏量相比2024年高点已减少4.1%。但生产效率提升、库存水平偏高现状下，供给压力仍存，26年猪价或持续磨底。本轮猪周期行政干预加强，今年一季度末能繁母猪存栏量比正常保有量多4.1%，预期政府或通过加强环保和融资限制等方式来引导母猪产能合理去化。生猪和仔猪已开始同步深亏，目前仔猪价格在底部持续时长约4个月，行政干预叠加养殖亏损下，母猪去化或陆续启动，周期反转可期。

白羽鸡：需求强于供给，预计白羽鸡将景气回升

鸡肉外需方面，鸡肉出口量连创新高，在海外市场扩容和中国供给能力提升共同推动下，预计鸡肉出口量仍将保持高增速；鸡肉内需方面，鸡肉性价比、白肉化和快餐扩张共同支撑鸡肉消费；供给方面，祖代引种受限逐步传导，父母代存栏仅小幅微增且扩繁系数下降，26Q1商品代雏鸡销量同比下滑，预计26年整体供给小幅增量。需求增速强于供给增速下，我们预计未来1-2年白羽鸡价格或有望逐步走高。

种植：预期全球农产品价格将进入上行通道

全球农产品价格中枢预计逐步抬升，整体趋于上行通道。支撑整体粮价上涨的核心原因主要有三方面：一是全球粮食库销比持续走低，低库存放大价格波动弹性；二是原油价格高位运行，通过生物燃料需求拉动和成本传导两条路径推升粮价；三是厄尔尼诺等极端天气对主产区形成减产扰动。分品种看，玉米上涨确定性相对更强。全球玉米价格上行支撑不断增强，中国玉米价格同样面临供需紧平衡的强势格局，易涨难跌。

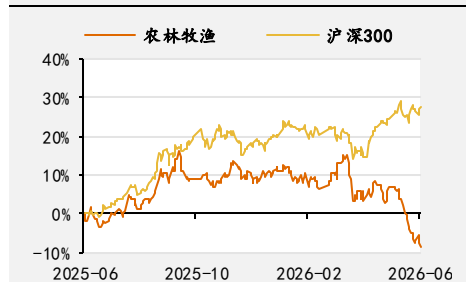
投资建议：

生猪养殖股票周期行情分为3个阶段，现在大概率处于第一阶段（产能去化阶段），也就是行业景气度不佳、但产能去化呈现加速趋势，

投资评级 **领先大市-A**
维持评级

首选股票	目标价（元）	评级
002299 圣农发展	21.50	买入-A
002458 益生股份	13.00	买入-A

行业表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-16.8	-22.6	-35.6
绝对收益	-14.1	-16.5	-7.4

熊承慧 分析师

SAC 执业证书编号：S1450526040001

xiongch@sdicsc.com.cn

冯永坤 分析师

SAC 执业证书编号：S1450523090001

fengyk@sdicsc.com.cn

相关报告

农产品涨价风起，周期如何布局	2026-05-31
行业快报：能繁母猪正常保有量下调，关注养殖股	2026-05-18
政治局会议强调调稳猪价，再荐养殖股	2026-04-28
3月再现生猪产能去化，关注周期左侧	2026-04-18
西北爆发新型口蹄疫，或将影响畜牧产业链	2026-04-08

代表后期有望迎来周期反转。产能有望持续去化背景下，我们认为布局猪股已具备较高胜率，建议关注温氏股份、牧原股份等。

白羽鸡需求强于供给，具备一体化产业优势、稳定大客户渠道的公司增长潜力较大，同时引种受限传导至父母代价格，种鸡企业或将持续受益，建议关注圣农发展、益生股份。

供需基本面及原油上涨、厄尔尼诺等外部因素共振下，粮价或将进入上行通道；粮食种植及上游种业或将收益，建议关注苏垦农发、隆平高科、大北农。

风险提示：养殖行业疫病风险；农产品市场行情波动风险；需求不及预期风险；产能去化不及预期风险。



目 录

1. 生猪：周期磨底中，关注产能去化进度.....	5
1.1. 猪周期复盘.....	5
1.2. 前期母猪去化幅度小，供给压力仍存，26 年猪价难大涨.....	6
1.3. 母猪去化或陆续启动.....	11
1.4. 本轮猪周期有何不同？.....	12
1.4.1. 本轮猪周期规模化程度明显提升.....	12
1.4.2. 生猪产能行政调减机制或启动.....	14
1.5. 猪股投资或已进入周期第一阶段.....	15
1.6. 猪股估值及选股思路.....	15
2. 白羽鸡：需求强于供给，白羽鸡将景气回升.....	16
2.1. 出口高增+鸡肉内需景气，鸡肉消费增量可期.....	16
2.1.1. 鸡肉外需：净出口扩大，海外订单形成真实增量.....	16
2.1.2. 鸡肉内需：猪鸡替代、标准化餐饮共同支撑需求.....	18
2.2. 引种缺口+扩繁系数下降，预计白羽鸡供给增速放缓.....	19
2.3. 投资建议.....	21
3. 种植链：库销比降至低位，粮价反转景气可期.....	22
3.1. 粮食价格已在周期底部.....	22
3.2. 粮价中枢抬升，库销比持续走低.....	23
3.2.1. 全球玉米库存持续收紧，玉米价格或上行.....	23
3.2.2. 小麦价格预计稳定，库销比将继续攀升.....	25
3.2.3. 大豆供需同步扩张，预计全球大豆价格偏强震荡，.....	25
3.2.4. 国内水稻价格预计稳中趋强，库销比将维持高位震荡态势.....	26
3.3. 原油涨价，或提振粮食需求及成本中枢上移.....	26
3.4. 厄尔尼诺进一步放大价格上涨弹性.....	27
3.5. 投资建议.....	27
4. 风险提示.....	28

目 录

图 1. 猪价呈现“4 年周期”波动规律.....	5
图 2. 养殖利润与能繁母猪环比.....	6
图 3. 2024-2026 年能繁母猪存栏（万头）及同比.....	7
图 4. 生猪养殖场 MSY 平均值（头）.....	7
图 5. 种猪进口量（千头）.....	8
图 6. TOP20 集团场种猪品系变化（2023VS2025 年）.....	8
图 7. 我国种猪来源国的结构性变化.....	8
图 8. 冻品库存率.....	9
图 9. 二育栏舍利用率.....	9
图 10. 目前商品猪周度出栏均重处于历史较高位置（公斤/头）.....	10
图 11. 周度 175 公斤肥猪与标猪价差（元/斤）处于历史高位.....	10
图 12. 中国社零总额中餐饮月收入的同比增长趋势.....	11
图 13. 仔猪价格或正在触发 2024 年以来的二次探底.....	11
图 14. 淘汰母猪屠宰量已有边际回升.....	12
图 15. 淘汰母猪售价已在历史偏低水平（元/斤）.....	12
图 16. 国内 20 强猪企的出栏量及市占率变化.....	13



图 17. 上市猪企的季度资本开支变化（亿元）	13
图 18. 上市猪企的资产负债率变化	14
图 19. 每轮猪周期中生猪养殖股一般会出现 2-3 波上涨行情	15
图 20. 龙头猪企的 PB 估值情况	16
图 21. 鸡肉贸易差由负转正并持续扩大（单位：万吨）	17
图 22. 2023-2025 年中国鸡肉及制品主要出口国家出口量（万吨）	17
图 23. 各省 2023-2025 年鸡肉及制品出口量（万吨）	18
图 24. 猪鸡比价（单位：元/公斤）	18
图 25. 近 8 年人均肉类消费结构禽肉占比提升	19
图 26. 2026 年 1-4 月祖代白羽鸡更新量同比-16.5%（单位：万套）	20
图 27. 2025 年以来父母代白羽鸡的扩繁系数呈现趋势性下降	20
图 28. 白羽鸡产业链不同环节的年度盈利情况（单位：元/羽）	20
图 29. 商品代雏鸡、毛鸡、鸡肉销售价格	21
图 30. 全球与中国粮价周期波动规律	22
图 31. 全球粮食库销比长期趋势图	23
图 32. 石油与全球粮食价格长期趋势图	27
表 1: 2006—2026 年中国生猪周期涨跌数据表	6
表 2: 2025 年以来生猪有关政策会议	15
表 3: 肯德基、麦当劳和外卖餐饮渠道增量情况	19
表 4: 重点公司盈利预测与估值	22
表 5: 粮价周期划分	23
表 6: 全球玉米供需平衡表	24
表 7: 中国玉米供需平衡表	25
表 8: 中国小麦供需平衡表	25
表 9: 全球大豆供需平衡表	26
表 10: 中国水稻供需平衡表	26

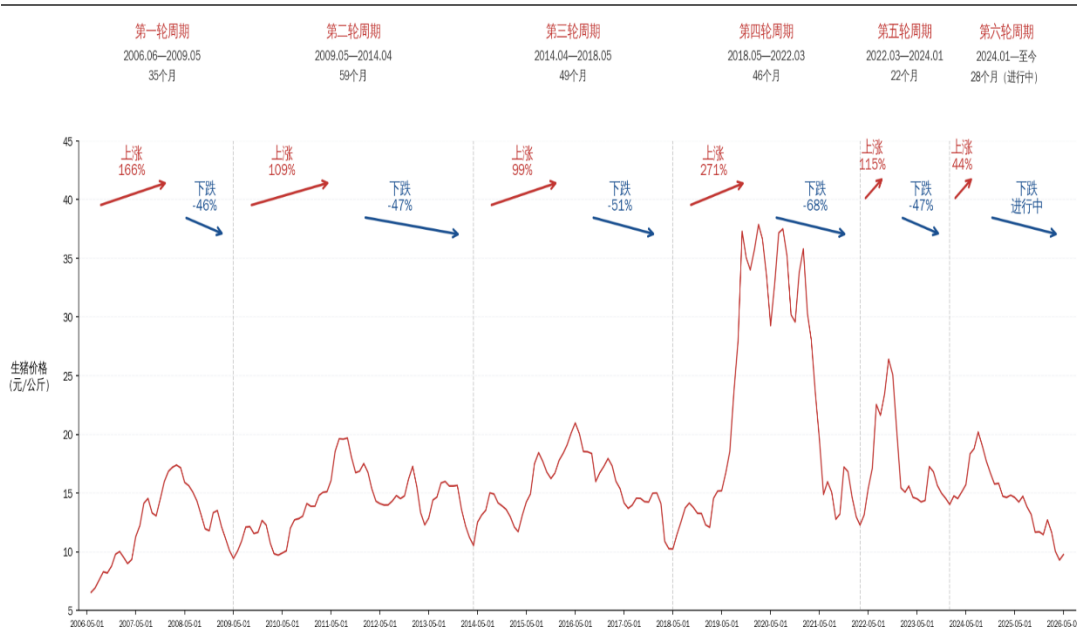
1. 生猪：周期磨底中，关注产能去化进度

周期磨底中，关注产能去化进度。截至2026年一季度末，能繁母猪存栏量相比2024年高点已减少4.1%。但生产效率提升、库存水平偏高现状下，供给压力仍存，26年猪价或持续磨底。本轮猪周期行政干预加强，今年一季度末能繁母猪存栏量比正常保有量多4.1%，预期政府或通过加强环保和融资限制等方式来引导母猪产能合理去化。生猪和仔猪已开始同步深亏，目前仔猪价格在底部持续时长约4个月，行政干预叠加养殖亏损下，母猪去化或陆续启动，周期反转可期。

1.1. 猪周期复盘

猪周期4年一轮。回顾2006年以来的猪价走势，具有“4年”一轮的典型周期特征。根据月度生猪均价的阶段性强低点，我们将其划分为6轮主要周期。第三轮受环保政策趋严叠加猪丹毒疫情影响，导致前期母猪和生猪存栏下降，后期猪价上涨；第四轮受非洲猪瘟外部冲击影响，猪价创下历史极值后快速回落，前四轮周期平均时长保持在4年左右；在规模化程度高、生产效率不断提升、信息透明化产业逆周期调节更快的背景下，第五轮周期缩短至2年左右。

图1. 猪价呈现“4年周期”波动规律



注：此处生猪价格为月度均价（元/公斤）

资料来源：中国种猪信息网，博亚和讯，iFinD，国投证券证券研究所

本轮周期猪价创近15年历史新低点。前四轮周期中，上涨期在21至28个月之间，下跌期在14至31个月之间，涨跌时长相对均衡；第五轮周期自2022年3月开始，上涨期仅7个月，随后进入15个月的下跌及底部震荡期；第六轮周期上涨期仅7个月，至今已下跌约22个月，其中低点为4月9.28元/公斤，为近15年的猪价低点（月度均价）。

表1：2006—2026 年中国生猪周期涨跌数据表

周期	阶段起点	阶段终点	整体趋势	时长	阶段	时间	生猪价格（元/公斤）	涨跌幅
第一轮周期	2006 年 6 月	2008 年 3 月	上涨	21 个月	波峰	2008 年 3 月	17.38	166%
	2008 年 3 月	2009 年 5 月	下跌	14 个月	波谷	2009 年 5 月	9.42	-46%
第二轮周期	2009 年 5 月	2011 年 9 月	上涨	28 个月	波峰	2011 年 9 月	19.68	109%
	2011 年 9 月	2014 年 4 月	下跌	31 个月	波谷	2014 年 4 月	10.52	-47%
第三轮周期	2014 年 4 月	2016 年 5 月	上涨	25 个月	波峰	2016 年 5 月	20.97	99%
	2016 年 5 月	2018 年 5 月	下跌	24 个月	波谷	2018 年 5 月	10.22	-51%
第四轮周期	2018 年 5 月	2020 年 2 月	上涨	21 个月	波峰	2020 年 2 月	37.88	271%
	2020 年 2 月	2022 年 3 月	下跌	25 个月	波谷	2022 年 3 月	12.27	-68%
第五轮周期	2022 年 3 月	2022 年 10 月	上涨	7 个月	波峰	2022 年 10 月	26.4	115%
	2022 年 10 月	2024 年 1 月	下跌	15 个月	波谷	2024 年 1 月	14.02	-47%
第六轮周期	2024 年 1 月	2024 年 8 月	上涨	7 个月	波峰	2024 年 8 月	20.20	44%
	2024 年 8 月	—	下跌	22 个月				

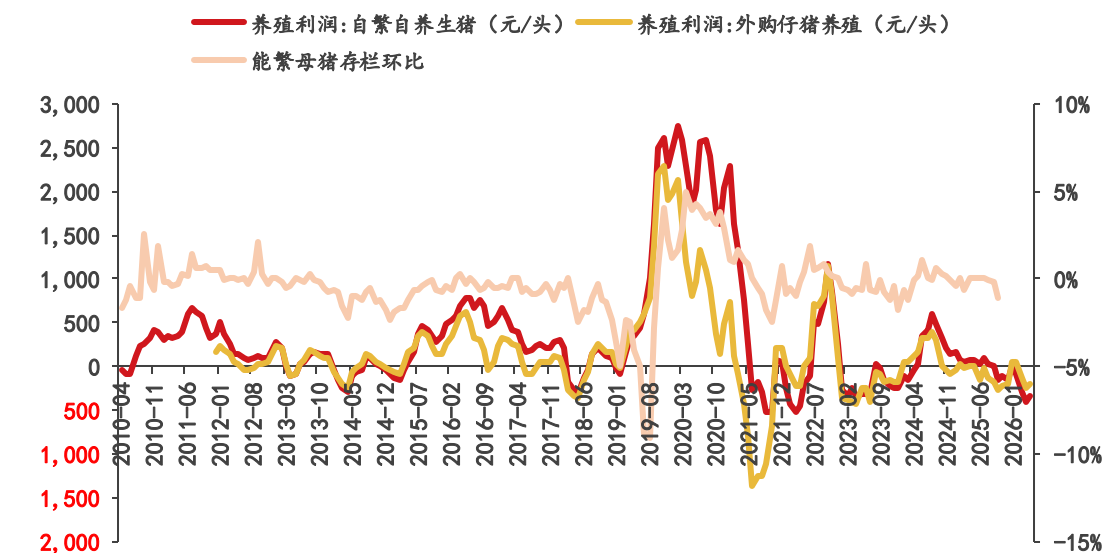
资料来源：中国种猪信息网，博亚和讯，iFind，国投证券证券研究所

1.2. 前期母猪去化幅度小，供给压力仍存，26 年猪价难大涨

猪周期趋势需关注生猪供需矛盾变化。其中能繁母猪存栏量、生产效率（MSY）、生猪出栏体重是影响生猪供给的主要指标。能繁母猪存栏变化约 10 个月后传导至生猪出栏，产能去化是下一轮周期开启的核心指标；每轮周期反转前必会经历较长时间养殖亏损（猪价低于生产成本），持续亏损倒逼行业加速产能出清，从而减少后期生猪供给量。

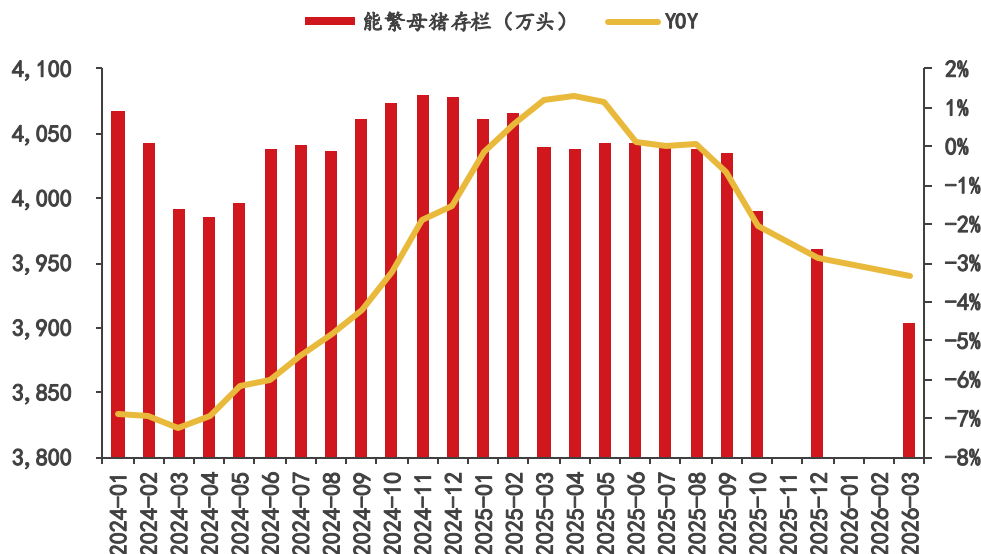
前期持续盈利，2025 年母猪去化幅度较小。2024/05-2025/08，生猪自繁自养持续盈利 16 个月，是非洲猪瘟后盈利时长最久的一段，养殖企业财务状况大幅改善，对猪价磨底承压能力更强。前期盈利背景下，养殖端产能去化意愿较弱，2025 年前三季度全国能繁母猪存栏几无减少，10 月开始出现 1.1pct 的环比下降。

图2. 养殖利润与能繁母猪环比



资料来源：农业农村部，iFind，国投证券证券研究所

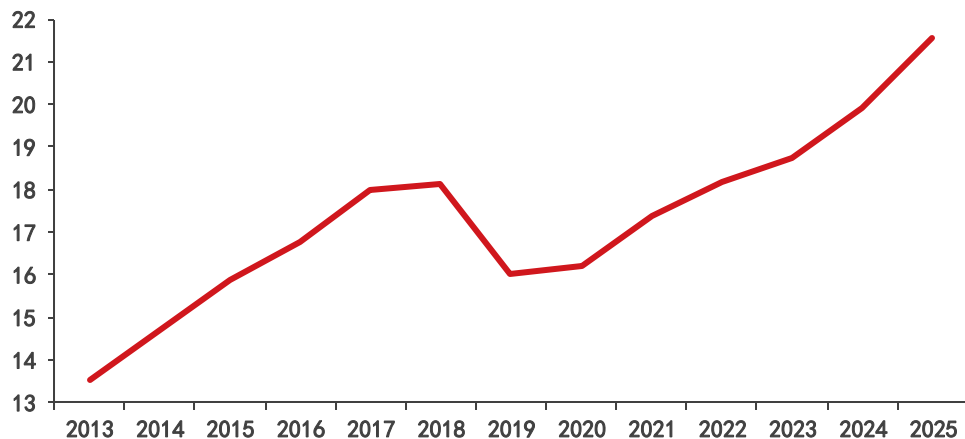
图3. 2024-2026 年能繁母猪存栏（万头）及同比



资料来源：农业农村部，IFind，国投证券证券研究所

生产效率提升抵消部分产能去化效果。25Q4 和 26Q1 存栏量开始环比下降，截至 2026 年一季度末，能繁母猪存栏量相比 2024 年高点已减少 4.1%。高繁殖力种猪的引进提升窝均活仔数和母猪年胎次；规模化养殖、智能环控、精准饲喂和自动化设备的普及，降低非生产天数，提高配种分娩率与仔猪成活率；疫病防控能力不断增强，大幅降低死胎、弱仔和返情率。根据涌益咨询数据，2021 年以来，我国的能繁母猪生产效率持续提升，2021—2025 年国内能繁母猪 MSY（每年每头母猪出栏肥猪头数）持续提升，这意味着即使能繁母猪存栏开始下降，商品猪供应也不会立刻明显减少，因为效率提升会抵消一部分产能去化效果。

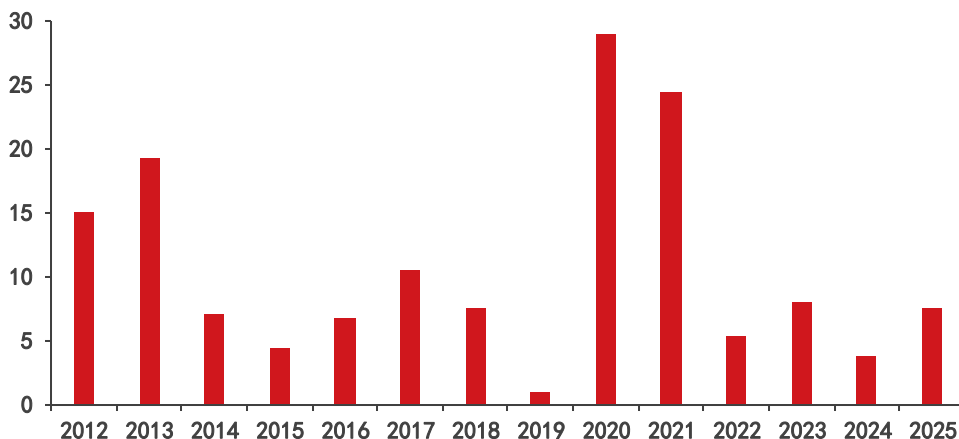
图4. 生猪养殖场 MSY 平均值（头）



资料来源：涌益咨询，国投证券证券研究所

2020 和 2021 年的大规模引种仍在产能释放期。上一轮高猪价和非洲猪瘟后的补栏需求推动了 2020—2021 年的大规模引种。海关总署数据显示，2020 年和 2021 年连续两年引种数量都在 2 万头以上，远高于常年需求，当时行业种源储备较为充足。从产业传导周期看，种猪一般可生产 6-7 胎，其中 3-6 胎为产能高峰，因此引种 GGP（曾祖代种猪）后的第 5 年父母代种猪开始进入性能提升高峰期；2020 年引种的 GGP，最早影响 2022 年的父母代，影响的高峰期在 2024-25 年开始体现；父母代传导到商品猪出栏大概一年，预计在 2026 年，供给惯性和效率提升仍未完全消化。

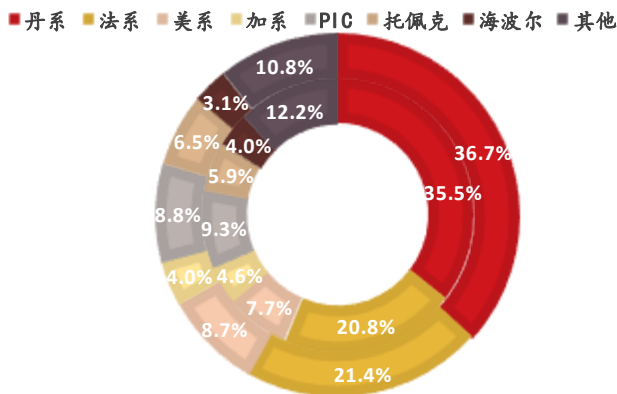
图5. 种猪进口量（千头）



资料来源：海关总署，中国农业国际合作促进会，国投证券证券研究所

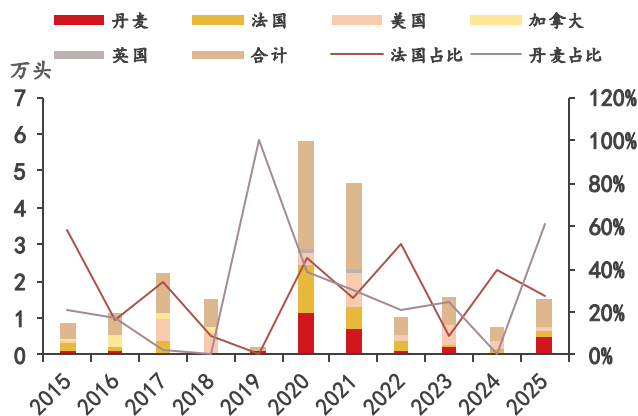
种猪品种从美系到丹系过渡，生产效率或仍将提升。根据新猪派对全国 226 家种猪场的调研，饲养美系种猪的场居多，2024 年占比达 33%，主要是因为美系种猪耐粗饲、环境适应性强；生猪养殖行业规模化、集约化的趋势下，繁殖性能好但饲料营养要求也高的丹系猪正逐步替代美系种猪，主要原因是丹系种猪具有高繁殖率的特点，做好精细化管理前提下，可提升 PSY、成活率等生产指标，降低断奶仔猪成本；2023 年至 2025 年，我国 TOP20 集团场种猪的丹系占比从 35.5%提升至 36.7%。

图6. TOP20 集团场种猪品系变化（2023VS2025 年）



资料来源：新猪派，国投证券证券研究所

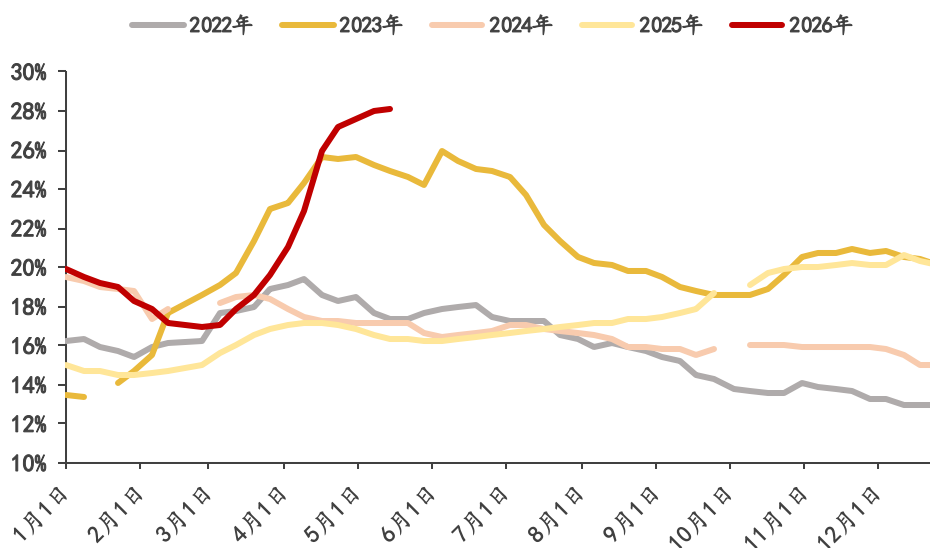
图7. 我国种猪来源国的结构性变化



资料来源：新猪派，中国肉类协会，国投证券证券研究所

冻品库存率已达历史较高水平。春节后猪价持续低迷，屠宰持续入库冻品，据涌益咨询数据显示，26 年 2 月末至 5 月中上旬，冻品库容率从 17%提升至 28%，已明显高于近 5 年历史同期水平，预计近期冻品库存或缓慢增加为主，对猪价的承接能力有限。

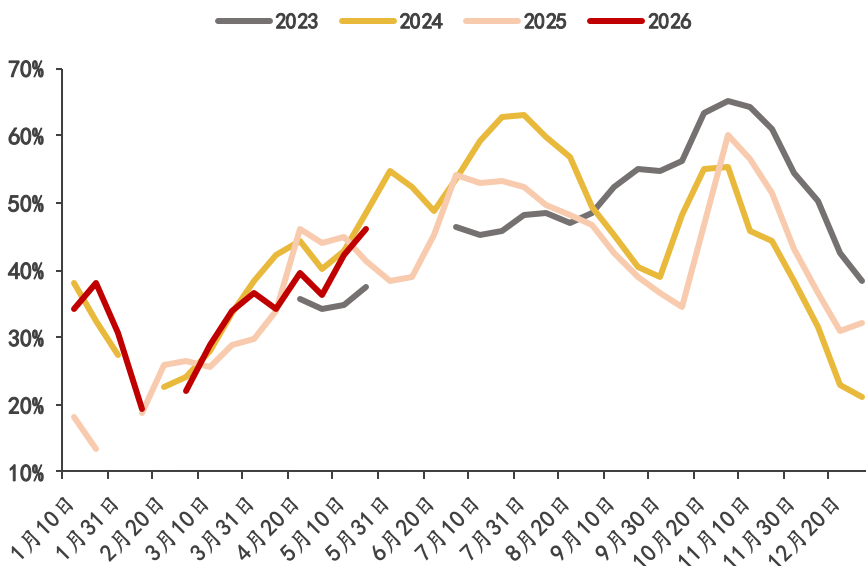
图8. 冻品库存率



资料来源：涌益咨询，国投证券证券研究所

二育栏舍使用率仍在环比上升。涌益监测 26 年 2 月末开始二次育肥栏舍利用率呈现增加趋势，2 月末至 5 月中下旬，栏舍利用率从 22% 增至约 46%，已高于 2023、2025 年同期水平。短期来看，猪价反弹后，二育积极性环比回升，或积蓄供给压力；中期来看，3 月-4 月上旬二育抄底同时猪价持续下跌，预期下半年二育整体水平或弱于去年，对后期猪价影响较弱。

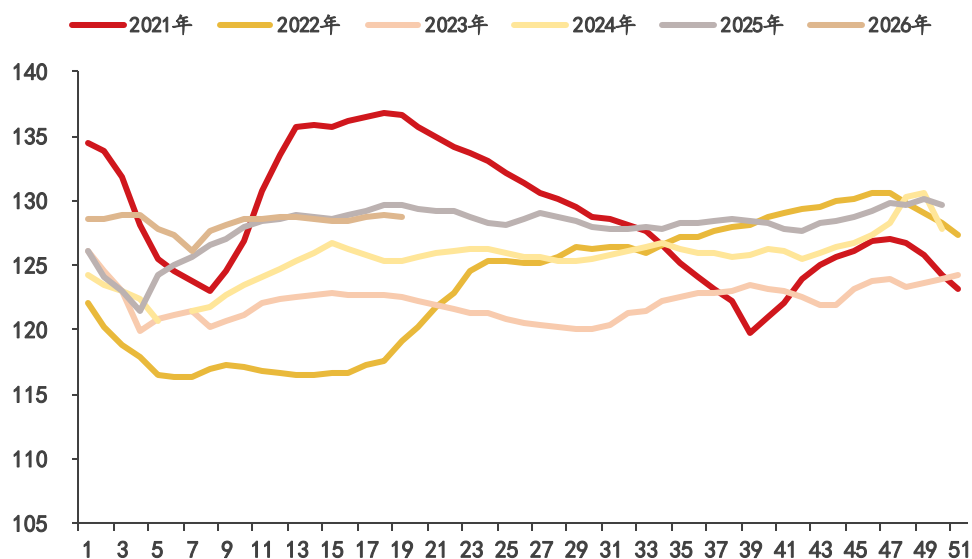
图9. 二育栏舍利用率



资料来源：涌益咨询，国投证券证券研究所

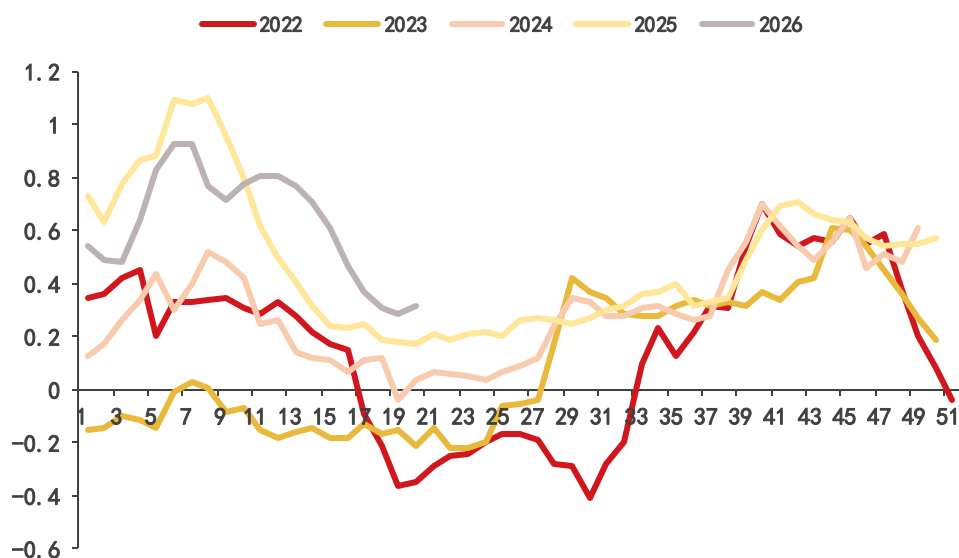
出栏均重较高，增加供给压力。26 年 5 月中下旬，175 公斤肥猪与标猪价差约 0.29-0.32 元/斤，处于历史同期偏高水平，肥标价差高不利于产业减重行为。2026 年 5 月中上旬，肥猪出栏均重约 128.8 公斤/头，处于历史同期偏高水平；天气升温后生长速度加快，降重仍需时间。出栏均重偏高会增加单头猪肉供给，放大阶段性供应压力，从而压制猪价反弹。

图10. 目前商品猪周度出栏均重处于历史较高位置（公斤/头）



资料来源：涌益咨询，国投证券证券研究所

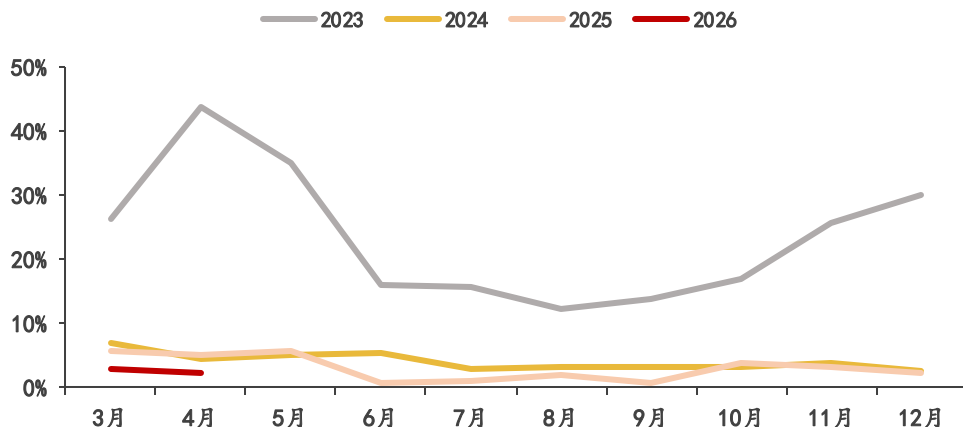
图11. 周度 175 公斤肥猪与标猪价差（元/斤）处于历史较高位



资料来源：涌益咨询，国投证券证券研究所

今年消费端疲弱。国家统计局数据显示，2026 年 4 月餐饮收入同比增速约 2.2%、较 3 月继续收窄 0.7pct，较去年同期收窄 3.0pct。

图12. 中国社零总额中餐饮月收入的同比增长趋势



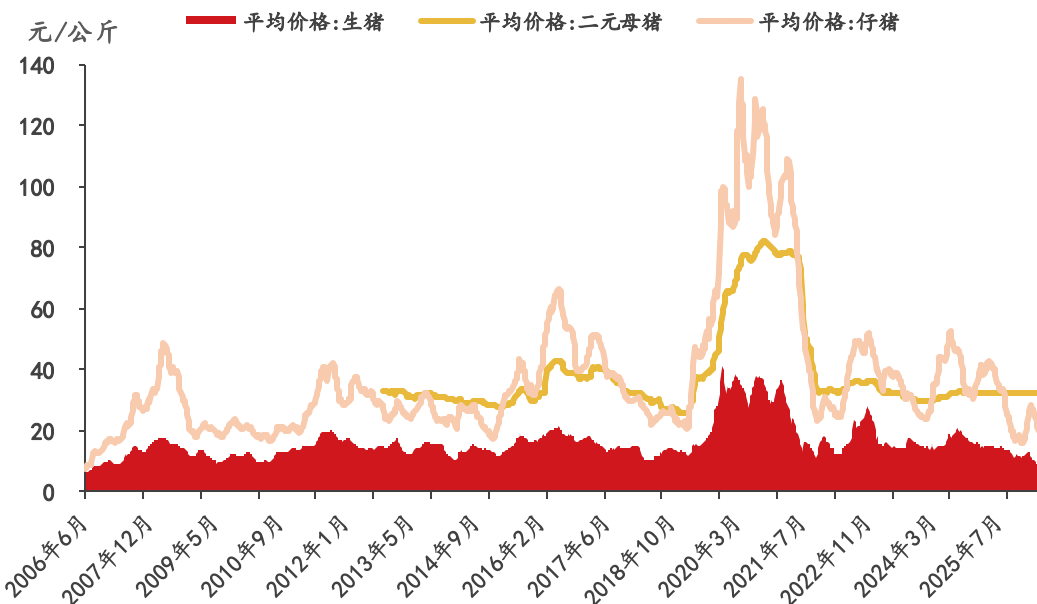
资料来源：国家统计局，国投证券证券研究所

1.3. 母猪去化或陆续启动

分析能繁母猪去化趋势需关注的指标：一是仔猪价格，每轮周期底部一般仔猪价格持续磨底半年以上，仔猪销售亏损从而倒逼母猪场减少母猪存栏；二是淘汰母猪宰杀量；三是淘汰母猪价格和折价率，母猪大量去化（进入淘汰屠宰环节）往往伴随着淘汰母猪价格和折价率下降。

仔猪价格二次探底，补栏积极性偏弱。25Q4 起仔猪价格跌入历史底部区域，26Q1 短暂小反弹，3 月起开始二次探底，周期底部，仔猪价格往往也会有两三次探底、在底部区域持续半年以上；目前仔猪价格在底部持续时长约 4 个月，我们认为主要是产业端对后市猪价悲观，因此补栏积极性偏弱。

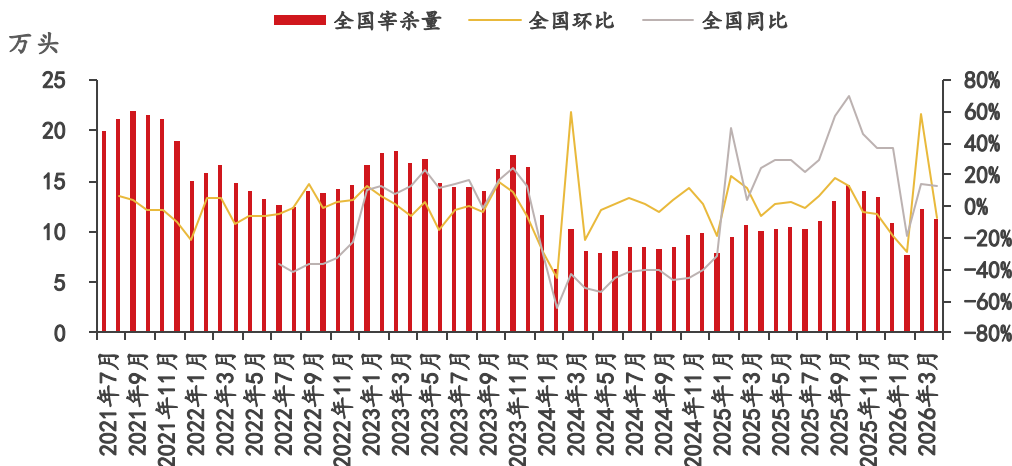
图13. 仔猪价格或正在触发 2024 年以来的二次探底



资料来源：博亚和讯，中国种猪信息网，国投证券证券研究所

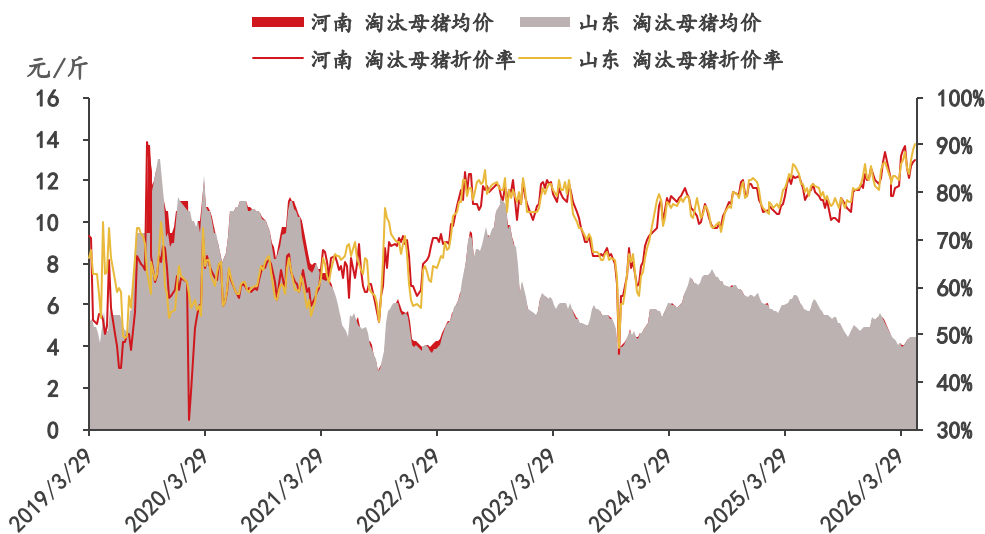
母猪淘汰边际增加。2026 年 4 月，全国淘汰母猪单月屠宰量约 11.3 万头、yoy+13%；2026 年 2 月下旬以来，山东和河南的淘汰母猪售价基本低于 5 元/斤；以往淘汰母猪价格跌到 5 元/斤以内时，行业减产动力足；淘汰母猪相比肥猪的折价率目前仍在偏高水平，需要注意肥猪售价已在近二十年 以来的最低水平、分母异常偏低。

图14. 淘汰母猪屠宰量已有边际回升



资料来源：涌益咨询，国投证券证券研究所

图15. 淘汰母猪售价已在历史偏低水平（元/斤）



资料来源：涌益咨询，国投证券证券研究所

小结：我们认为母猪淘汰已显示边际增加趋势，且产业补栏积极性偏弱，仔猪价格已在底部持续约 4 个月，叠加生猪养殖持续亏损下，或促使母猪存栏加速去化。从猪股投资逻辑角度，产能加速去化是猪股第一阶段布局时点。

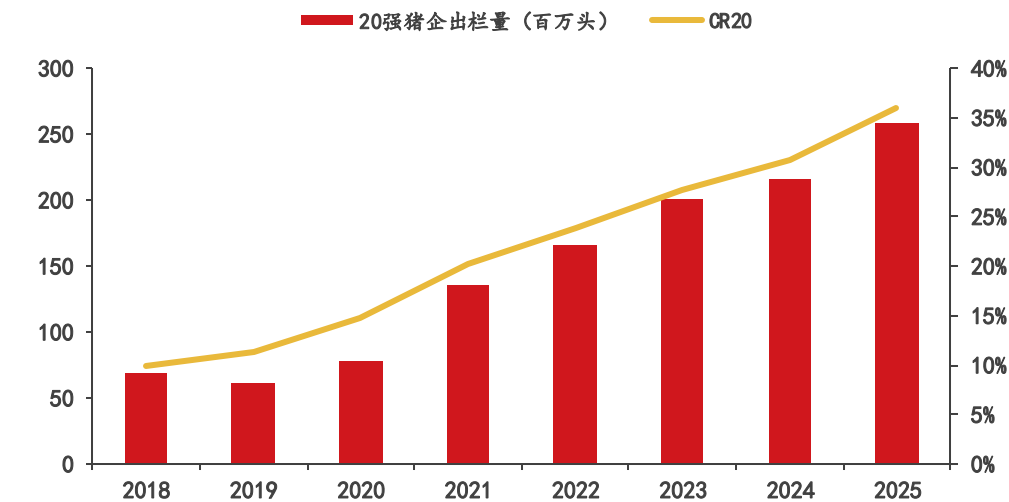
1.4. 本轮猪周期有何不同？

1.4.1. 本轮猪周期规模化程度明显提升

母猪淘汰已显示边际增加趋势，且产业补栏积极性偏弱叠加生猪养殖持续亏损下，或促使母猪存栏加速去化。但本轮周期相比之前周期，养殖端规模化程度明显提升，猪企资产负债率大多小于 2021/2023 年，因此对养殖亏损的承受阈值更高（母猪去化意愿较弱），针对此情况，此轮周期政府行政干预明显加强，或将采取产能调减措施，促进母猪产能合理去化。

生猪养殖行业的规模化程度明显提升。成本优势+非洲猪瘟超级周期的红利，近年来国内生猪养殖行业的规模化程度明显提升；2018 年 500 头以下散户的出栏占比约 51%，当时最大的生猪养殖企业温氏股份的市场占有率约 3.2%，牧原股份约 1.6%。2025 年仅牧原股份一家的生猪出栏量就占到全国的 10%以上，20 强猪企合计市占率达 36%，而 500 头以下的散户的出栏占比压缩到 30%以下。

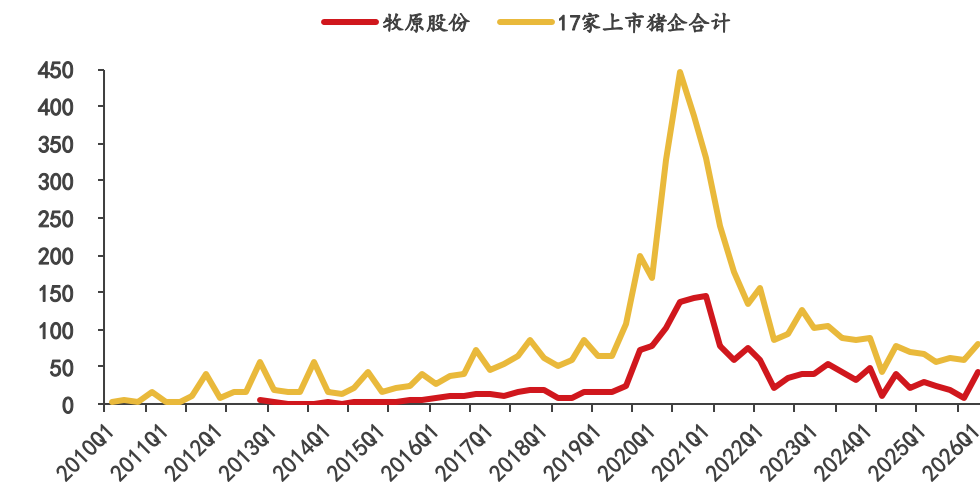
图16. 国内 20 强猪企的出栏量及市占率变化



资料来源：国家统计局，饲料行业信息网，国投证券证券研究所

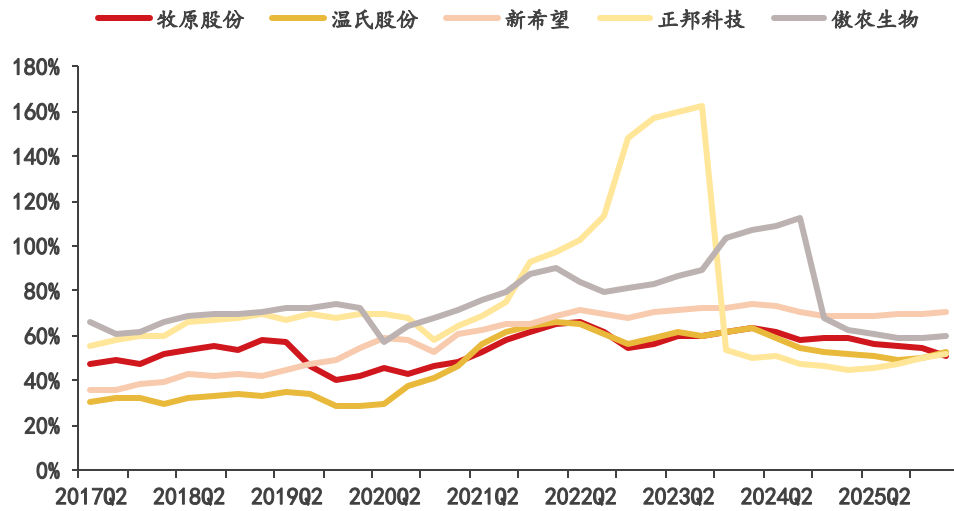
猪企负债率已修复至非瘟前水平。规模养殖企业在非瘟周期的积极扩张已经结束，22Q2 起猪企资本开支明显收缩、23Q3 起 17 家上市猪企合计的季度资本开支基本控制在 100 亿以内；24 年 6 月-25 年 9 月生猪养殖行业持续盈利，其中部分龙头猪企盈利周期更长、幅度更大。因此 2024-2025 年猪企负债率持续下降，已修复至非瘟前的水平，资金压力大多小于 2021/2023 年。

图17. 上市猪企的季度资本开支变化（亿元）



资料来源：公司公告，iFind，国投证券证券研究所

图18. 上市猪企的资产负债率变化



资料来源：公司公告，iFind，国投证券证券研究所

1.4.2. 生猪产能行政调减机制或启动

本轮猪周期相比之前周期，行政干预加强。2021年以来，我国的能繁母猪生产效率（PSY等指标）持续提升，导致生猪实际供给压力日增。2025年以来，政府已关注到生猪养殖行业产能过剩的问题，并通过约谈养殖/屠宰龙头企业、号召减少二育和压栏、控制能繁母猪存栏、放缓猪企融资、点状加强环保限制等方式引导生猪限产。但是，由于种猪改良背景下生猪养殖效率的持续提升、猪价尚未深跌时部分养殖主体仍心存观望态度，导致能繁母猪存栏去化偏缓。

生猪产能行政调减机制或启动。2026年4月政治局会议强调“稳定生猪等农产品价格”；5月14日，农业农村部印发《生猪产能综合调控实施方案(2026年修订)》，设定全国能繁母猪正常保有量稳定在3750万头左右，相比2024年2月设定的3900万头，调减幅度为150万头。根据农业农村部数据，2026年一季度末能繁母猪存栏量3904万头，比《方案》正常保有量多4.1%，仍处于产能增加黄色区域，依据《方案》内容，预期政府将加强监测预警，启动产能调减机制，引导大型生猪养殖企业作出产能调减承诺并加强对其的窗口指导、生猪产能调控场等采取产能调减措施，促进猪周期逐步走出低谷。

表2：2025 年以来生猪有关政策会议

时间	部门	政策/会议	主要内容
2025.02	国务院	中央一号文件	做好生猪产能监测和调控，促进平稳发展；严格生猪屠宰检疫执法监管；强化重大动物疫病和重点人畜共患病防控。
2025.07	农业农村部	推动生猪产业高质量发展座谈会	严格落实产能调控举措，合理淘汰能繁母猪，适当调减存栏；减少二次育肥，控制肥猪出栏体重；严控新增产能。
2025.09	农业农村部	生猪产能调控企业座谈会	25 家头部企业调减 100 万头能繁母猪，各省合计再减 100 万头；强化出栏体重管控至 120 公斤以下，明确严打二次育肥。
2025.11	农业农村部	稳定畜牧业生产工作推进会	10 月末全国能繁母猪存栏量重新回到 4000 万头以下，加快落实生猪产能综合调控
2025.12	商务部	公布对原产于欧盟的进口相关猪肉及猪副产品反倾销调查	原产于欧盟的进口相关猪肉及猪副产品存在倾销行为，存在实质损害；国内相关产业受到实质损害；而且倾销与实质损害之间存在因果关系。
2026.02	农业农村部	关于落实《中共中央国务院 关于锚定农业农村现代化、 扎实推进乡村全面振兴的 意见》的实施意见	头部生猪养殖企业实行年度生产备案管理；产能调控从“事后监测”转向“事前引导+事中监管”。
2026.04	政治局	政治局会议	稳定生猪等农产品价格
2026.05	农业农村部	《生猪产能综合调控实施方案(2026 年修订)》	设定全国能繁母猪正常保有量稳定在 3750 万头左右，建立产能分级联动调控机制，强化生产和市场预期引导，促进生猪价格保持在合理水平

资料来源：农业农村部，国务院，商务部，证券时报，国投证券证券研究所

1.5. 猪股投资或已进入周期第一阶段

历史股价复盘显示，一轮完整的猪周期反转行情通常包括产能去化（猪价与股价反指）、猪价上涨（猪价与股价共振）、业绩兑现（猪价位置比趋势重要）3 个阶段；非瘟前，市场主要交易猪价上涨和业绩兑现；非瘟后，学习效应带动市场抢跑+母猪去化不彻底导致猪价持续性不佳，股价主要在产能去化和猪价上涨阶段上涨。产能有望加速去化背景下，我们认为现在处于第一阶段布局时点。

图19. 每轮猪周期中生猪养殖股一般会出现 2-3 波上涨行情

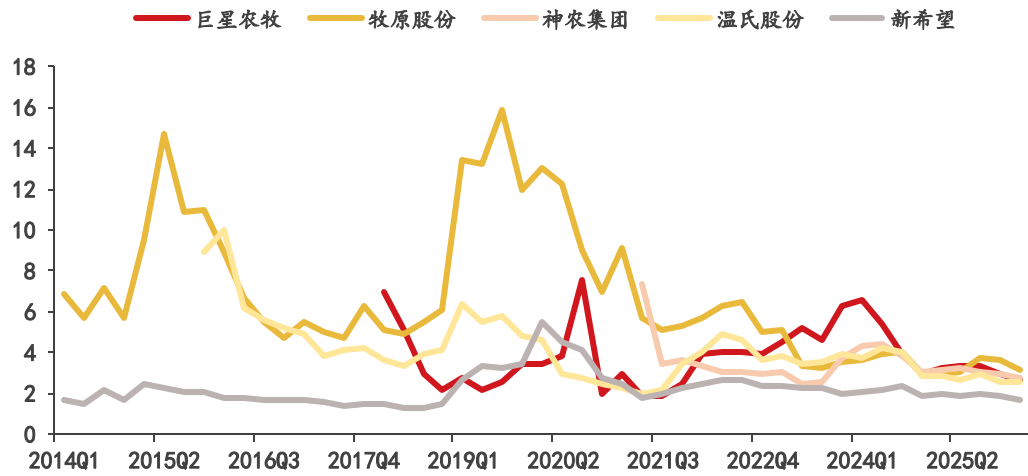


资料来源：iFind，博亚和讯，中国种猪信息网，国投证券证券研究所

1.6. 猪股估值及选股思路

规模化程度提升+政策干预，猪企的成长性预期明显减弱，估值中枢较非瘟前有所下移。但现在生猪养殖板块估值已在历史低位，部分个股的头均市值/PB 已接近最低水平。产能有望加速去化背景下，我们认为现在处于第一阶段布局时点，板块估值历史低位，向上弹性空间更大，具备一定的赔率优势。

图20. 龙头猪企的 PB 估值情况



资料来源：iFind，国投证券证券研究所

投资建议：生猪养殖选股重点关注估值安全边际和外延扩张预期。建议关注温氏股份、牧原股份。

2. 白羽鸡：需求强于供给，白羽鸡将景气回升

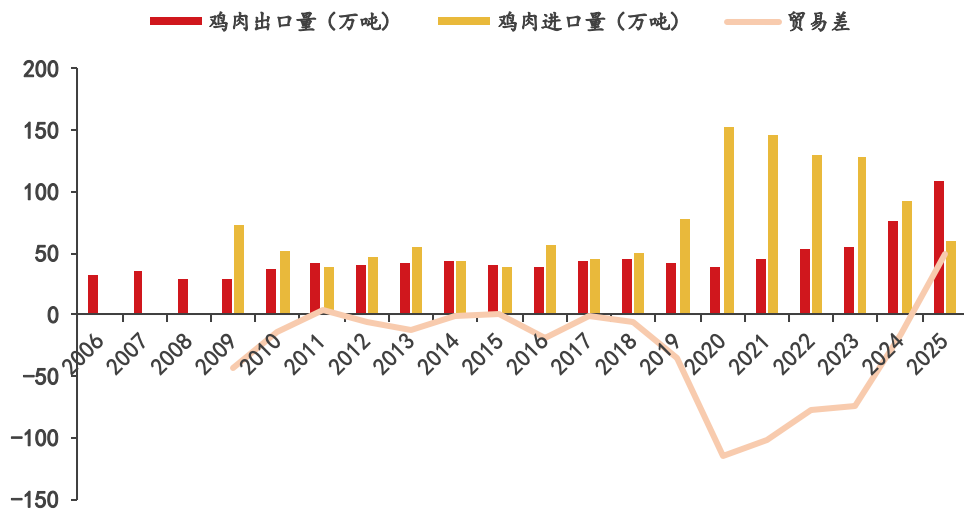
鸡肉外需方面，鸡肉出口量连创新高，在海外市场扩容和中国供给能力提升共同推动下，预计鸡肉出口量仍将保持高增速；鸡肉内需方面，鸡肉性价比、白肉化和快餐扩张共同支撑鸡肉消费；供给方面，祖代引种受限逐步传导，父母代存栏仅小幅微增且扩繁系数下降，26Q1商品代雏鸡销量同比下滑，预计 26 年整体供给小幅增量。需求增速强于供给增速下，预计 2026 白羽鸡将景气回升。

2.1. 出口高增+鸡肉内需景气，鸡肉消费增量可期

2.1.1. 鸡肉外需：净出口扩大，海外订单形成真实增量

海外需求扩容，鸡肉出口或持续高增。近年来鸡肉出口量明显提升，且贸易差由负转正并持续扩大，主要是进口量的减少和出口量的逐年增加。尤其是 2023 年以来出口增速加快，海外需求正在成为鸡肉消费的重要增量来源。2025 年总出口量达 108.5 万吨，同比+40.9%，中国实现从鸡肉净进口国到净出口国的根本性转变；进入 2026 年，这一高增长并未回落，1-3 月出口量同比增长 44.21%，说明出口量增长不只是短期订单波动，而是海外市场扩容和中国供给能力提升共同推动的结果。

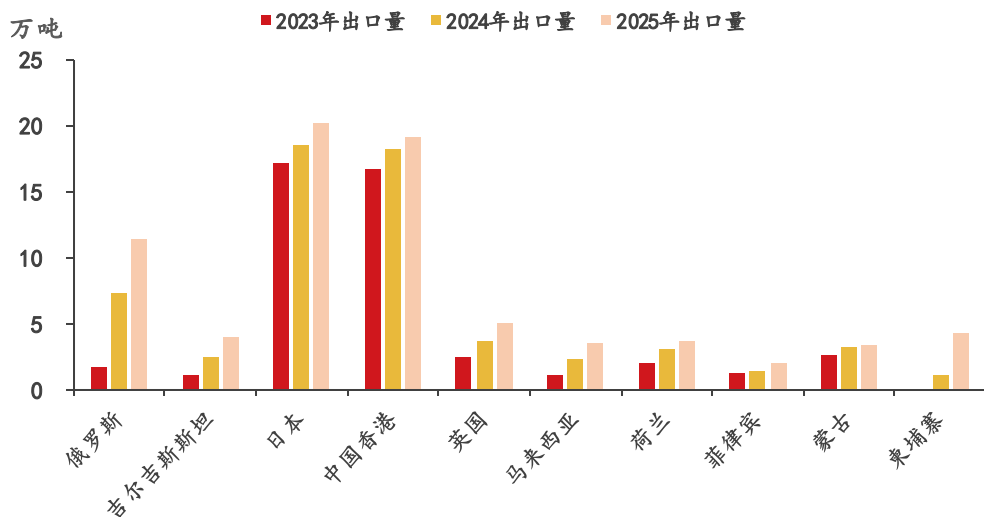
图21. 鸡肉贸易差由负转正并持续扩大（单位：万吨）



资料来源：商务部对外贸易司，国投证券证券研究所

从出口目的地看，日本和中国香港仍是中国鸡肉出口的传统核心市场，需求相对稳定；俄罗斯、柬埔寨、吉尔吉斯斯坦、英国等市场增长较快，体现出中国鸡肉出口正在从少数成熟市场向多区域扩散。从出口绝对增量维度看，2025年出口增量最大的目的地是俄罗斯和柬埔寨，同比增量分别为4.1/3.2万吨，我国鸡肉凭借合理的价格与稳定的供应，与俄罗斯批发商建立了长期稳定的合作关系。中东地区鸡肉消费需求旺盛，是我国鸡肉出口的重要增长极，2025年我国对吉尔吉斯斯坦出口量同比增速达63.9%。

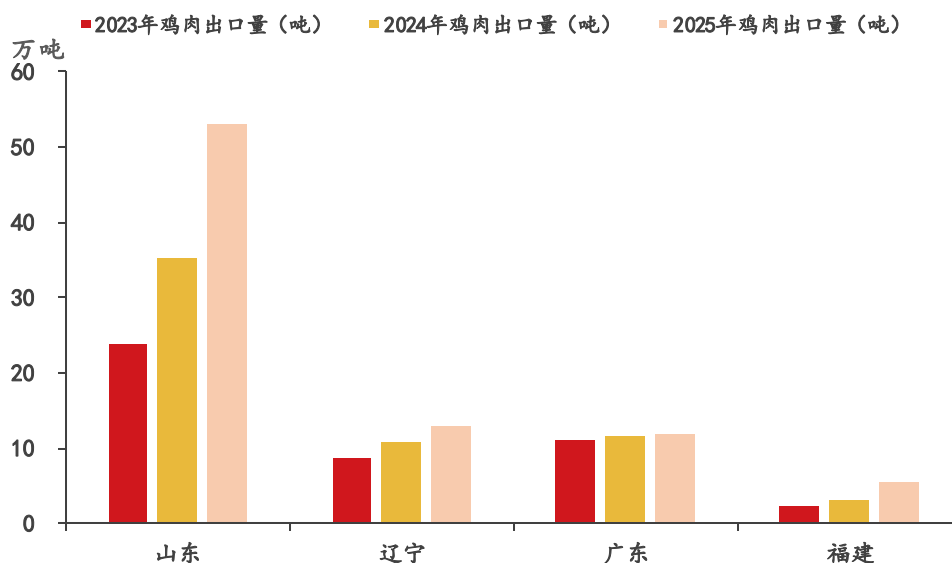
图22. 2023-2025年中国鸡肉及制品主要出口国家出口量（万吨）



资料来源：商务部商务数据中心，国投证券证券研究所

国内出口供给高度集中，山东是最核心的鸡肉出口省份，出口量和占比明显领先；辽宁、广东、福建也形成了各自的区域出口优势。山东的优势主要来自完整产业链、出口资质和欧盟日本等高标准市场积累，山东为国内唯一可向欧盟出口禽肉的省份；辽宁更接近日韩市场，广东主要对接港澳市场，福建则以圣农等企业为代表，在日本、韩国等市场有较强基础。

图23. 各省 2023-2025 年鸡肉及制品出口量（万吨）



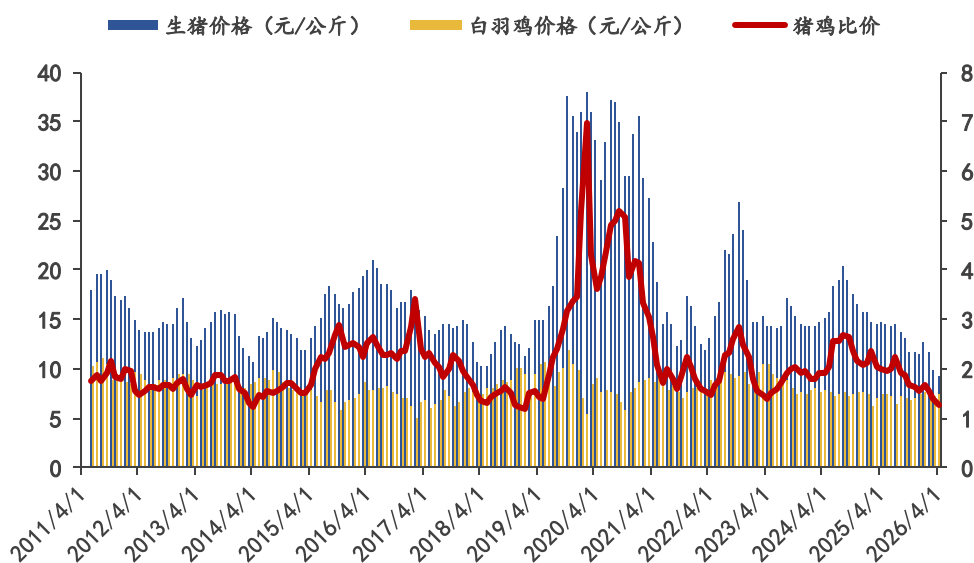
资料来源：商务部对外贸易司，国投证券证券研究所

小结：鸡肉出口量连创新高，在海外市场扩容和中国供给能力提升共同推动下，预计外需端仍将保持高增速。

2.1.2. 鸡肉内需：猪鸡替代、标准化餐饮共同支撑需求

鸡肉相对猪肉更具性价比优势。鸡肉作为更便宜、更易标准化加工的动物蛋白，容易在家庭消费、餐饮、团餐和食品加工中形成替代需求。2019 年前后非洲猪瘟导致生猪供给减少猪价大涨，2020 年猪鸡比价高点近 7，比价高更突出鸡肉性价比，此后比价虽然持续下降，但同时居民肉类消费结构发生调整，禽类消费量明显抬升，这说明鸡肉替代并不是短期现象，而是在价格、便利性和消费习惯共同作用下形成的长期需求基础。

图24. 猪鸡比价（单位：元/公斤）

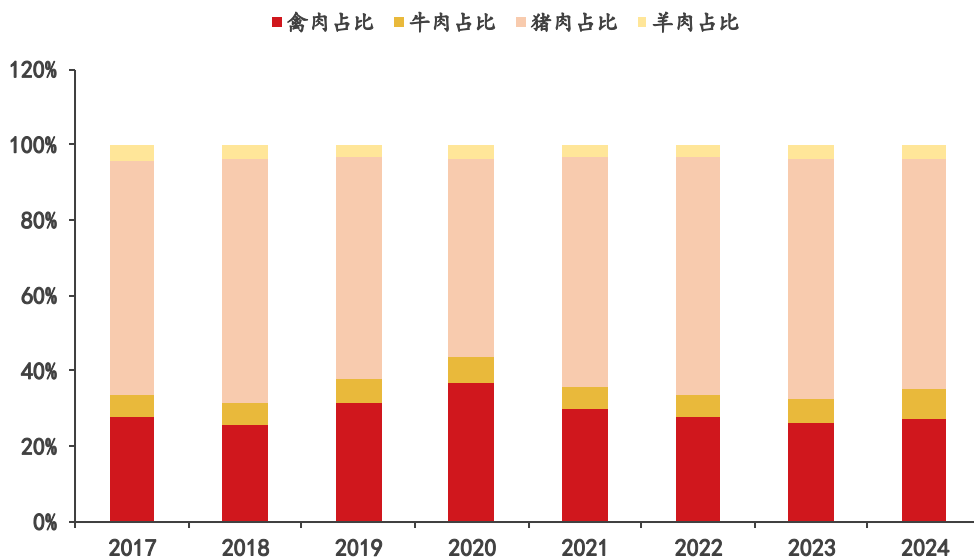


资料来源：博亚和讯、涌益咨询，国投证券证券研究所

白肉化消费趋势延续，禽肉在肉类消费中的占比提升。从肉类消费结构看，禽肉占比持续提升，说明禽肉正在从猪肉的短期替代品，逐步变成居民肉类消费中的常态化选择。禽肉消费

占肉类消费比重从 2014 年的 19.6% 提升至 2024 年的 26.3%，同时人均禽类消费量也从 2015 年的 8.36kg 提升至 2023 年的 12.36kg。这个变化说明，禽肉需求增长不仅来自出口，也来自国内肉类消费结构的长期调整。白肉化趋势使禽肉内需具备更长期的支撑。

图25. 近 8 年人均肉类消费结构禽肉占比提升



资料来源：国家统计局，国投证券证券研究所

白羽鸡的需求增长不只来自居民家庭消费，更重要的是餐饮、团膳和外卖等标准化消费场景。按照行业数据，白羽鸡下游中团膳配餐和餐饮快餐合计占比约 63%，白羽鸡需求更适合标准化餐饮、团餐、调理品和外卖供应链。快餐、外卖等需求仍在持续增加：肯德基、麦当劳持续扩店，分别提出到 2028 年达到 17,000 家和 10,000 家门店的目标；同时，网上外卖用户规模已达 5.92 亿人，占网民整体 53.4%，同比增加 8.8%。这说明白羽鸡需求不仅来自存量餐饮消费，也受连锁快餐扩张和外卖渗透率提升共同拉动。

表3：肯德基、麦当劳和外卖餐饮渠道增量情况

主体	具体数据	时间口径	对餐饮渠道增量的说明
肯德基（百胜中国）	中国 KFC 已超过 12,600 家门店，覆盖 2,500 多个城市；2028 年门店目标超过 17,000 家	2025 年投资者日披露；2028 年规划	肯德基门店密度和扩张目标持续提升，说明连锁快餐渠道仍在扩容；白羽鸡适合快餐标准化采购和稳定供应，因此有利于放大鸡肉消费场景。
麦当劳中国	麦当劳中国门店数量已超过 7,100 家，覆盖全国 280 多个地级市，年服务顾客超过 13 亿人次；公司正向 2028 年突破 10,000 家餐厅目标迈进	2025 年官网披露；2028 年规划	麦当劳门店扩张和高客流说明西式快餐仍在下沉和加密，强化鸡肉、汉堡、小食等标准化餐饮场景需求。
网上外卖（CNNIC）	截至 2024 年 12 月，我国网上外卖用户规模为 59,231 万人，约 5.92 亿人；占网民整体 53.4%，同比增长 8.8%	2024 年 12 月	外卖用户已覆盖过半网民，说明餐饮消费渠道从门店堂食延伸到即时配送；白羽鸡产品适合快餐、团餐、调理品和外卖标准化供应链。

资料来源：中国互联网络信息中心，肯德基官网，麦当劳官网，国投证券证券研究所

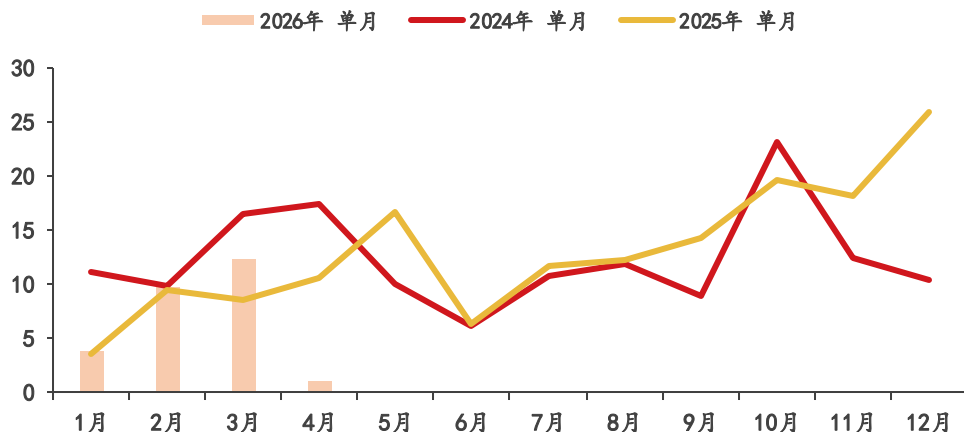
小结：在鸡肉性价比优势、白肉化趋势和团餐快餐的持续扩张背景下，我们认为鸡肉的国内消费需求仍有增长潜力。

2.2. 引种缺口+扩繁系数下降，预计白羽鸡供给增速放缓

鸡肉出口高增速带动白羽鸡需求量扩容，再从供给端来看，白羽鸡祖代引种受限逐步传导，父母代存栏仅小幅微增且扩繁系数下降，26Q1 商品代雏鸡销量同比下滑，我们预计 26 年整体供给小幅增量，且供给增量小于需求增量，预计白羽鸡将景气回升。

祖代更新量存在阶段性缺口。2024 年年末以来受国外禽流感影响，美国和新西兰的祖代白羽鸡种鸡引种暂停。2025 年 1-4 月祖代种鸡更新量同比-41.2%，2025 年底开始受法国受禽流感影响而再次引种断档；2026 年 1-4 月全国祖代鸡更新量同比减少约 16.5%。根据白羽鸡生长周期，相邻代际之间传导周期约 7-8 个月，祖代供给传导至商品代鸡苗约 14-16 个月，预计 26 年下半年开始，祖代引种阶段性缺口将陆续影响父母代和商品代供给。

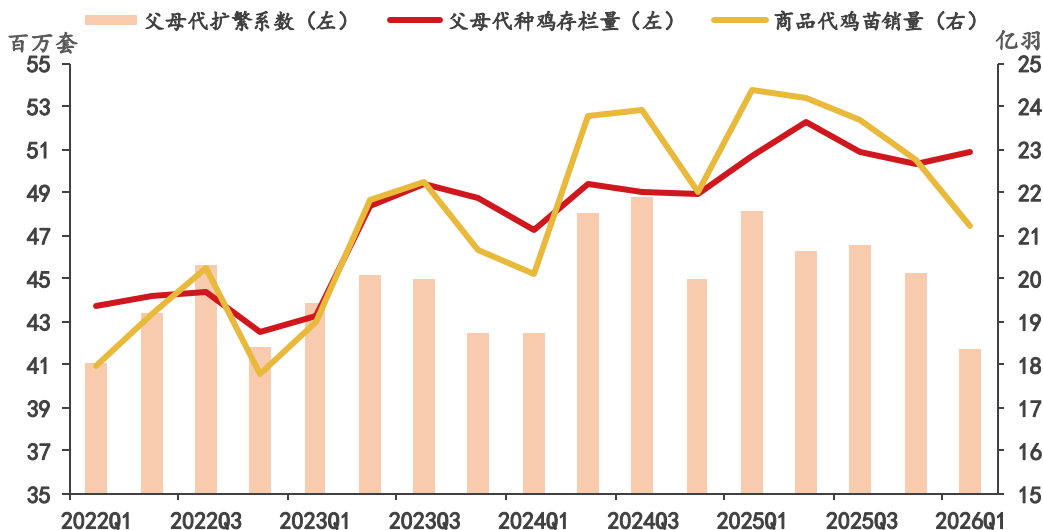
图26. 2026 年 1-4 月祖代白羽鸡更新量同比-16.5%（单位：万套）



资料来源：中国畜牧业协会，国投证券证券研究所

父母代白羽鸡的扩繁系数呈现趋势性下降，导致商品代白羽鸡未能实现明显增量。2026 年一季度白羽鸡商品代供应收缩，主要原因是父母代产能转化受阻，尽管父母代种鸡存栏量维持高位，但受父母代种鸡性能下降制约，实际产蛋率不及预期，导致商品代鸡苗未能实现明显增量；其次是因为前端投孵谨慎，部分养殖户持观望规避心态，致使种禽企业前期排苗计划一般，削减了当前出苗压力，同时小型孵化企业因看空后市行情，主动减少出苗。

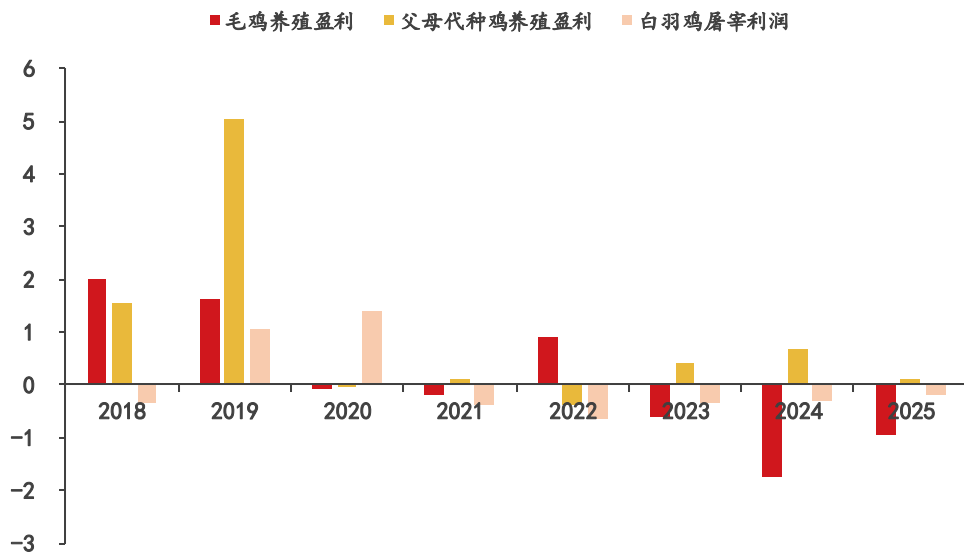
图27. 2025 年以来父母代白羽鸡的扩繁系数呈现趋势性下降



资料来源：中国畜牧业协会，国投证券证券研究所

亏损压力下的行业控产。2021 年以来白羽肉鸡的养殖和屠宰环节均呈现多亏少赚的现象；以年度平均利润来看，截至 2025 年底已分别连续亏损 3 年和 5 年，预计产业端排产趋向谨慎理性。

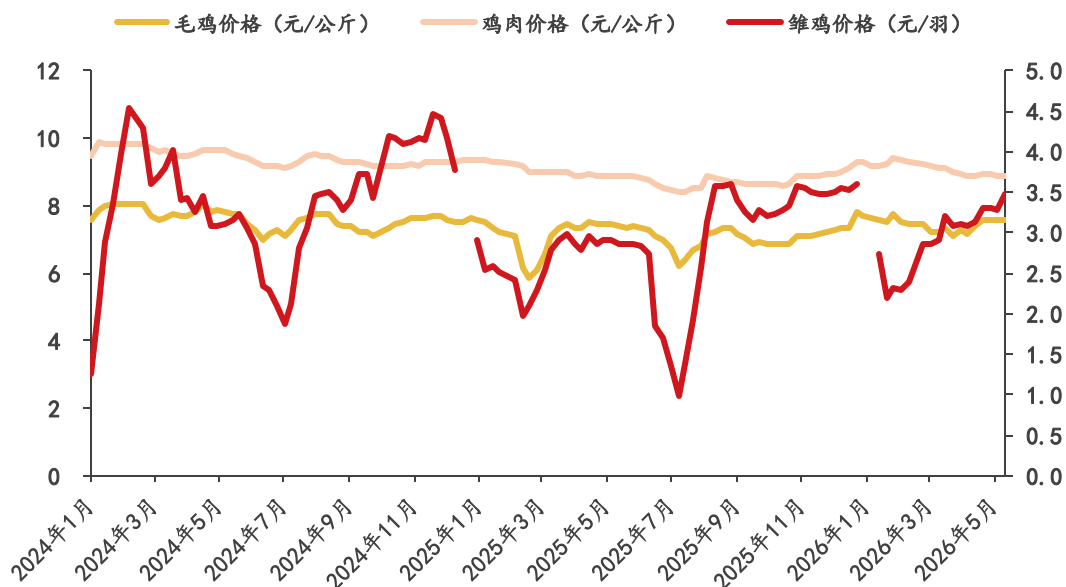
图28. 白羽鸡产业链不同环节的年度盈利情况（单位：元/羽）



资料来源：中国畜牧业协会，国投证券证券研究所

今年 1-5 月雏鸡价格明显修复。2026 年第一季度，雏鸡毛鸡供应同比减少，肉价小幅回暖，带动一条龙企业盈利改善；4-5 月因供需格局改善、养殖端补栏回暖，雏鸡和毛鸡价格持续处于较高位。2026 年 1-5 月，商品代雏鸡/毛鸡/鸡产品价格分别同比+5.68.3%/+74.4%/+0.86%。

图29. 商品代雏鸡、毛鸡、鸡肉销售价格



资料来源：中国畜牧业协会，国投证券证券研究所

综上，2025-2026 祖代引种存在阶段性缺口，父母代存栏量小幅微增且扩繁系数呈下降趋势，3-5 年持续亏损下产业端排产趋向谨慎理性，供给增长或明显放缓；从当下时点来看，26Q1 商品代雏鸡价格回暖，预期 26 下半年供给压力可控，而需求增加或带动商品代鸡苗、毛鸡、鸡肉价格进入上升周期。

2.3. 投资建议

综合来看，白羽鸡的需求端逻辑强于供给端。鸡肉外需方面，净出口扩大和出口目的地扩散说明海外订单形成真实增量；鸡肉内需方面，鸡肉性价比、白肉化和团餐快餐扩张共同支撑鸡肉消费；供给方面，存在阶段性缺口，父母代存栏量小幅微增且扩繁系数呈下降趋势，预

计 26 年整体供给不会大幅增加。需求增速强于供给增速，我们预计未来 1-2 年白羽鸡价格或有望逐步走高。

推荐具备一体化产业链和成本优势、稳定大客户渠道的公司，同时海外引种受限，种鸡企业或将持续受益，建议关注圣农发展、益生股份。

表4：重点公司盈利预测与估值

代码	简称	收 盘 价 (元)	净利润 (百万元)			EPS (元)			PE		
			2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E
002299.SZ	圣农发展	16.99	1387	1005	1560	1.11	0.86	1.26	15.31	19.76	13.48
002458.SZ	益生股份	8.06	162	611	1002	0.15	0.57	0.93	53.73	14.14	8.67

资料来源：Wind，国投证券证券研究所，股价取 2026 年 5 月 29 日收盘价

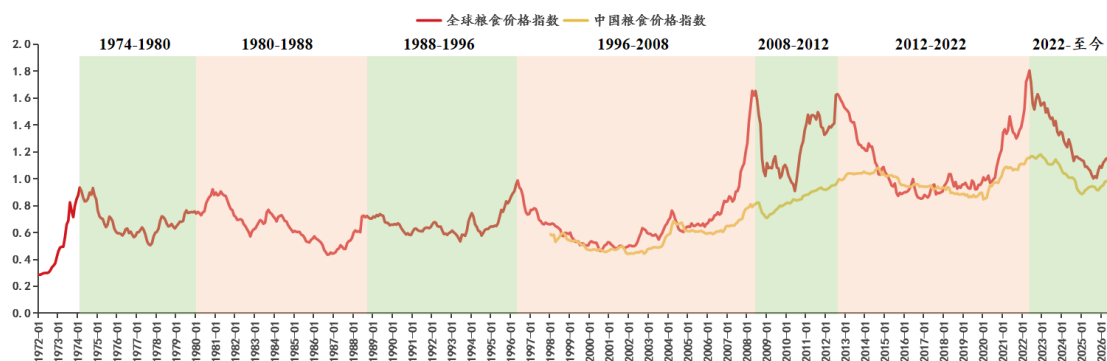
3. 种植链：库销比降至低位，粮价反转景气可期

全球农产品价格中枢预计逐步抬升，整体趋于上行通道。支撑整体粮价上涨的核心原因主要有三方面：一是全球粮食库销比持续走低，低库存放大价格波动弹性；二是原油价格高位运行，通过生物燃料需求拉动和成本传导两条路径推升粮价；三是厄尔尼诺等极端天气对主产区形成减产扰动。综上，建议积极关注种植链相关标的，布局粮价反转带来的投资机遇。分品种看，玉米上涨确定性相对更强。全球玉米价格上行支撑不断增强，中国玉米价格同样面临供需平衡的强势格局，易涨难跌。

3.1. 粮食价格已在周期底部

全球粮价下跌时长与幅度已接近历史调整窗口，周期底部特征明显。回顾过去 50 年全球粮价走势，大豆、小麦、玉米、稻米价格指数呈现约 10 年一轮的长周期特征，内部嵌套 3-4 年一轮的小周期。1972 年以来共经历 6 轮完整周期，每轮长周期下跌阶段平均持续约 40 个月、平均跌幅约 40%，上涨阶段平均持续约 31 个月、平均涨幅约 35%至 174%。当前第七轮周期自 2022 年 5 月高点下行至 2025 年 8 月，历时 39 个月、累计跌幅约 44%，已接近历史周期下跌时长和平均跌幅（或预示本轮调整已接近尾声）。我们认为自 2025 年 8 月起，全球粮价或许已进入第七轮周期的上涨阶段。

图30. 全球与中国粮价周期波动规律



注：为更好地刻画主要粮食品种的价格波动，本文选用大豆、小麦、玉米、稻米构建指数，每个品种先采用 2014-2016 年价格均值进行标准化，再对四者取均值。

注：此处采用的价格数据为月度频率，因此周期划分与下文的涨跌幅计算均按月进行；具体地，全球价格的原始数据采用世界银行的商品价格，2020 年之前中国价格的原始数据采用郑州粮食批发市场的商品价格，2020 年及以后采用 iFind 的大豆、小麦、玉米、稻米的收购价。下文中提及的粮价和单品种价格指数的计算方式同理。

资料来源：世界银行，农业农村部，国投证券证券研究所

表5：粮价周期划分

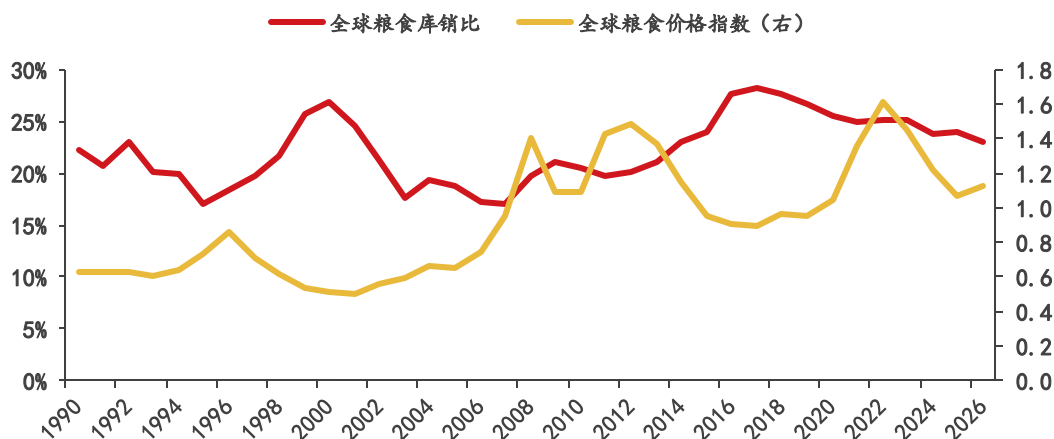
周期	阶段起点	阶段终点	状态	时长	涨跌幅
第一轮周期	1974 年 3 月	1977 年 9 月	下跌	42 个月	-44%
	1977 年 9 月	1980 年 11 月	上涨	38 个月	82%
第二轮周期	1980 年 11 月	1982 年 10 月	下跌	23 个月	-38%
	1982 年 10 月	1983 年 9 月	上涨	11 个月	35%
	1983 年 9 月	1986 年 9 月	下跌	36 个月	-43%
	1986 年 9 月	1988 年 6 月	上涨	21 个月	65%
第三轮周期	1988 年 6 月	1993 年 6 月	下跌	60 个月	-26%
	1993 年 6 月	1994 年 1 月	上涨	7 个月	40%
	1994 年 1 月	1994 年 7 月	下跌	6 个月	-22%
	1994 年 7 月	1996 年 5 月	上涨	22 个月	71%
第四轮周期	1996 年 5 月	2000 年 9 月	下跌	52 个月	-51%
	2000 年 9 月	2004 年 3 月	上涨	42 个月	58%
	2004 年 3 月	2006 年 7 月	下跌	28 个月	-21%
	2006 年 7 月	2008 年 6 月	上涨	23 个月	174%
第五轮周期	2008 年 6 月	2010 年 6 月	下跌	24 个月	-45%
	2010 年 6 月	2012 年 8 月	上涨	26 个月	79%
第六轮周期	2012 年 8 月	2016 年 9 月	下跌	49 个月	-47%
	2016 年 9 月	2022 年 5 月	上涨	68 个月	110%
第七轮周期	2022 年 5 月	2025 年 8 月	下跌	39 个月	-44%
	2025 年 8 月	至今			

资料来源：世界银行，农业农村部，国投证券证券研究所

3.2. 粮价中枢抬升，库销比持续走低

未来全球粮食库销比或持续走低，粮价中枢预计逐步抬升，各品种走势分化但整体粮价或趋于上行。从历史规律看，全球粮食库销比与价格指数呈明显的负向关联，粮价显著上涨阶段往往伴随库销比降至低位警戒线以下。当前全球粮食库销比已从高位持续回落，供需格局边际收紧，为粮价反转提供了基本面支撑。

图31. 全球粮食库销比长期趋势图



注：此处全球粮食期末库销比的包含稻米、小麦、玉米、大豆四类农产品，具体计算方式为“期末合计库存/（合计国内消费+合计出口）。

资料来源：美国农业部，国投证券证券研究所

3.2.1. 全球玉米库存持续收紧，玉米价格或上行

全球玉米库存持续收紧，玉米价格中枢或将上移。从趋势看，2016/17 到 2025/26 年度，全球玉米库销比从 28.2%持续波动下降至 19.7%，整体呈现库存逐步消化、供需趋紧的长期趋

势。据 USDA 2026 年 5 月预测，2026/27 年度全球玉米期末库存预计降至 277.5 百万吨，库销比进一步下滑至 18.3%，为近年最低水平；主要原因是产量同比下调 1.3%，饲用消费增长 1.2%，出口量明显收缩，供需格局由宽松转向偏紧。总体而言，库存连续下降、库销比创新低，预计将对玉米价格提供上行支撑。

表6：全球玉米供需平衡表

											2025/2 6F	2025/2 6F	2026/2 7F	2025/2 6F	2026/2 7F
指标	单位	2016/1 7	2017/1 8	2018/1 9	2019/2 0	2020/2 1	2021/2 2	2022/2 3	2023/2 4	2024/2 5	4 月预 测	5 月预 测	5 月预 测	环比	同比
期初 库存	百万吨	311.0	352.0	341.0	322.0	307.0	293.1	309.9	305.4	314.0	296.3	294.8	297.0	-0.5%	0.7%
产量	百万吨	1123.0	1080.0	1125.0	1120.0	1129.0	1218.7	1150.7	1231.1	1232.1	1301.1	1312.7	1295.4	0.9%	-1.3%
进口 量	百万吨	136.0	150.0	164.0	168.0	185.0	184.5	175.1	197.6	186.1	193.1	195.9	198.6	1.4%	1.4%
总消 费	百万吨	1244.0	1238.0	1327.0	1308.0	1326.0	1408.4	1340.9	1413.9	1438.6	1509.8	1524.1	1521.7	0.9%	-0.2%
饲用 消费	百万吨	656.1	672.4	703.9	716.0	723.9	746.0	732.4	769.9	784.3	815.8	819.2	829.3	0.4%	1.2%
国内 消费	百万吨	1084.0	1090.0	1145.0	1136.0	1143.0	1201.9	1164.3	1221.2	1251.3	1302.6	1310.5	1314.8	0.6%	0.3%
出口 量	百万吨	160.0	148.0	182.0	172.0	183.0	206.5	176.6	192.7	187.3	207.3	213.6	206.9	3.0%	-3.1%
期末 库存	百万吨	351.0	342.0	321.0	306.0	293.0	309.9	296.3	315.3	294.8	294.8	297.0	277.5	0.7%	-6.5%
库销 比		28.2%	27.6%	24.2%	23.4%	22.1%	22.0%	22.1%	22.3%	20.5%	19.5%	19.7%	18.3%	0.2pct	-1.4pct

资料来源：USDA，国投证券证券研究所

国内玉米价格或易涨难跌，短期存在上行压力，中长期或呈现高位偏强震荡格局。这一判断基于农业农村部 2026 年 5 月的最新预测:2025/26 年度估计结余量已由正转负至-569 万吨，数据显示国内玉米消费量由上年 2.99 亿吨增长至 3.13 亿吨，我们认为需求超预期或导致结余库存不足；2026/27 年度即便播种面积和单产提升的假设前提下，预测产量加上 600 万吨进口量也仅刚好满足消费量、预计结余仅 10 万吨，产需处于紧平衡状态。

表7：中国玉米供需平衡表

											2025/2	2025/2	2026/2	2025/	2026/2
指标	单位	2016/1	2017/1	2018/1	2019/2	2020/2	2021/2	2022/2	2023/2	2024/2	4 月估	5 月估	5 月预	环比	同比
播种面积	千公顷	36768	42399	42131	41284	41264	43324	43070	44219	44741	44961	44961	45133	0.0%	0.4%
收获面积	千公顷	36768	42399	42131	41284	41264	43324	43070	44219	44219	44961	44961	45133	0.5%	0.4%
单产	公 斤 / 公 顷	5971	6110	6104	6316	6317	6291	6436	6532	6592	6700	6700	6780	0.0%	1.2%
产量	万吨	21955	25907	25717	26077	26066	27255	27720	28884	29492	30124	30124	30600	0.0%	1.6%
进口量	万吨	246	347	448	760	2956	2956	1871	2341	183	600	600	600	0.0%	0.0%
消费量	万吨	21072	27025	27478	27830	28216	28770	29051	29500	29852	29902	31292	31189	4.7%	-0.3%
食用消费	万吨	782	935	943	943	955	965	980	991	991	1000	1010	1020	1.0%	1.0%
饲用消费	万吨	13303	17200	17100	17400	18000	18600	18800	19100	19350	19350	21090	20960	9.0%	-0.6%
工业消费	万吨	5825	7500	8100	8200	8000	8000	8100	8238	8340	8450	8100	8120	-4.1%	0.2%
种子用量	万吨	161	190	190	187	187	195	191	193	193	128	129	129	0.8%	0.0%
损耗及其它	万吨	1001	1200	1145	1100	1074	1010	980	978	978	968	963	960	-0.5%	-0.3%
出口量	万吨	8	2	2	1	0	0	1	1	0	1	1	1	0.0%	0.0%
结余变化	万吨	1121	-773	-1315	-994	806	1441	539	1724	-111	821	-569	10	-169%	-102%

资料来源：中国农业农村部，国投证券证券研究所

3.2.2. 小麦价格预计稳定，库销比将继续攀升

中国小麦价格预计稳定。从汇易网 2026 年 5 月的最新预测看，2025/26 年度我国小麦产量持平略减，消费量增加，库销比或从上年 102.5%降至 96.8%，供需阶段性收紧，但库销比仍处于较高水平。2026/27 年度产量预计微增近 0.3%，国内总消费预计同比减少超 5%，供给端稳定而需求端萎缩，预计期末库销比从上年估计值 97%增长逾 10 个百分点至 107%以上。政策面国家稳市意图明显，今年 1 月 7 日起恢复小麦竞价交易，截至目前已连续拍卖 12 次，新麦上市前仍将成为主导小麦市场的关键因素。我们预计短期内小麦价格稳定为主，长期看供给稳定，库存仍高，小麦价格预计稳定。

表8：中国小麦供需平衡表

											2025/2	2026/2	2026/2	2026	2026/27
指标	单位	2017/1	2018/1	2019/2	2020/2	2021/2	2022/2	2023/2	2024/2	5 月估	4 月预	5 月预	5 月预	环比	同比
期初库存	百万吨	48	96	112	137	128	122	137	137	142	140	140	140	0.0%	-1.2%
产量	百万吨	128	129	131	132	134	137	135	139	137	138	138	138	0.0%	0.3%
进口量	百万吨	3	3	5	10	9	13	13	4	6	6	6	6	0.0%	3.4%
年度总供给	百万吨	180	227	248	279	272	272	285	280	284	283	283	283	0.0%	-0.4%
制粉消费	百万吨	96	97	96	96	96	96	96	94	93	91	91	91	0.0%	-2.2%
饲料消费	百万吨	5	8	4	45	42	22	35	26	34	27	27	27	0.0%	-20.6%
工业消费	百万吨	2	3	3	3	4	8	10	10	10	10	10	10	0.0%	-1.0%
年度国内消费	百万吨	112	115	111	151	150	135	148	138	145	137	137	137	0.0%	-5.4%
出口量	百万吨	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0.0%	-20.0%
年度总消费	百万吨	112	115	111	151	150	135	148	138	145	137	137	137	0.0%	-5.4%
期末库存	百万吨	68	112	137	128	122	137	137	142	140	147	147	147	0.0%	4.8%
库销比		61.3%	96.8%	123.0%	84.8%	81.2%	101.5%	92.8%	102.5%	96.8%	107.3%	107.3%	107.3%	0pct	10.5pct

资料来源：汇易网，国投证券证券研究所

3.2.3. 大豆供需同步扩张，预计全球大豆价格偏强震荡，

全球大豆市场价格预计偏强震荡。全球大豆市场库存小幅下降、库销比走低，同时供需两旺，产量和压榨消费均明显增长。从趋势看，2016/17 到 2025/26 年度，全球大豆产量和压榨消费持续增长，库存波动上升后趋于稳定，库销比由 28.6%回升至 30.6%再小幅回落，整体呈现**供需双增、阶段性宽松**的格局。2026/27 年度预计产量达 4.4 亿吨，同比增 3.3%，总消费 4.4 亿吨，同比增 3.3%，产量和总消费增速持平；库存量基本持平，库销比由 29.3%降至 28.3%，供需格局持续宽松，但宽松幅度同比持续收敛。我们预计全球大豆价格或震荡偏强，需关注能源市场震荡和中美经贸关系对国际大豆价格的影响。

表9：全球大豆供需平衡表

											2025/26	2025/26	2026/27	2025/26	2026/27
指标	单位	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	4月预测	5月预测	5月预测	环比	同比
期初库存	百万吨	78.2	96.0	99.2	113.3	95.2	99.4	89.0	101.8	115.1	124.8	125.9	125.1	0.9%	-0.6%
产量	百万吨	351.3	342.0	362.0	337.3	366.2	358.8	370.5	396.4	427.9	427.4	427.6	441.5	0.0%	3.3%
进口量	百万吨	143.5	155.3	151.5	164.0	168.3	158.5	169.5	178.5	179.2	-	184.8	188.0	-	1.8%
压榨消费	百万吨	289.3	299.3	300.2	314.2	320.8	318.3	323.0	331.3	359.1	369.4	369.5	383.1	0.0%	3.7%
总消费	百万吨	335.7	346.5	349.5	362.0	370.0	369.0	374.5	383.9	412.1	425.9	426.6	440.7	0.2%	3.3%
出口量	百万吨	148.5	153.3	152.6	168.0	170.0	160.0	170.5	177.8	184.2	187.2	186.6	189.2	-0.3%	1.4%
期末库存	百万吨	96.0	99.2	113.3	95.2	99.4	89.0	101.0	115.1	125.9	124.8	125.1	124.8	0.3%	-0.3%
库销比		28.6%	28.6%	32.4%	26.3%	26.9%	24.1%	27.0%	30.0%	30.6%	29.3%	29.3%	28.3%	0pct	-1pct

资料来源：USDA，国投证券证券研究所

3.2.4. 国内水稻价格预计稳中趋强，库销比将维持高位震荡态势

中国水稻市场价格中枢有望小幅上移，库销比仍将保持在历史偏高水平。从汇易网数据看，2025/26 年度稻谷产量和进口量同比稳定，年度总消费同比增加约 5%，库销比虽然由 98.3%降至 94.5%，但仍在历史偏高水平，预计稻谷价格将获得温和支撑，中枢有望小幅上移。根据汇易网 2026 年 5 月的最新预测看，2026/27 年度产量和进口量预计同比稳定，库销比同比抬升约 3 个百分点，预计稻谷长期价格上涨或承压。

表10：中国水稻供需平衡表

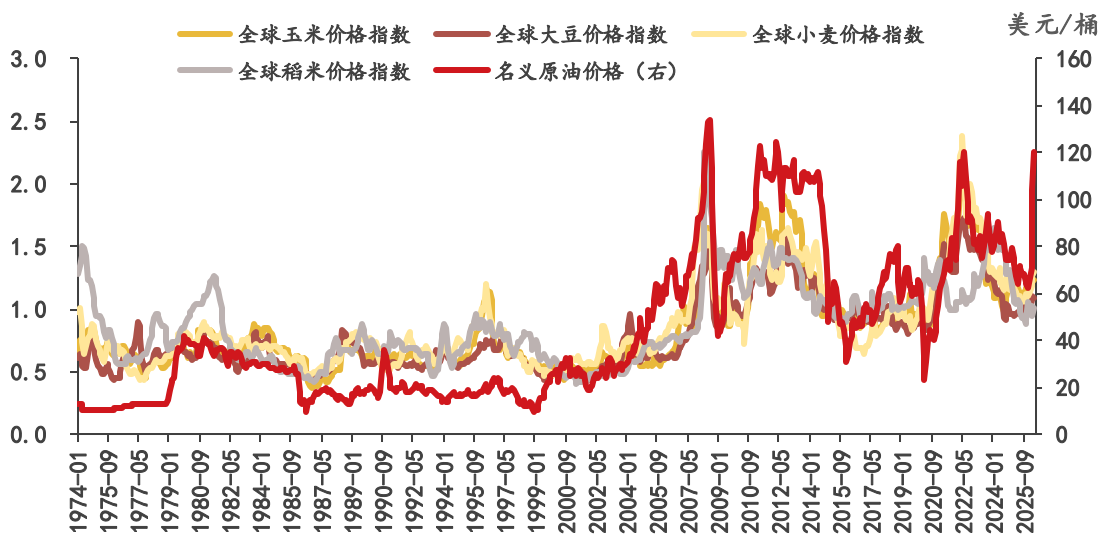
											2026/27F	2026/27F	2026/27F	2026/27F
指标	单位	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26	4月预测	5月预测	环比	同比
期初库存	百万吨	148	169	176	182	181	174	178	183	195	196	197	0.5%	1.0%
产量	百万吨	213	210	210	211	213	207	206	206	206	205	205	0.0%	-0.3%
进口量	百万吨	5	4	4	7	9	3	2	4	4	3	3	0.0%	-24.7%
年度总供给	百万吨	366	382	389	400	403	384	386	393	405	404	405	0.2%	0.1%
食用消费	百万吨	172	174	174	173	174	173	173	171	171	170	170	0.0%	-0.6%
饲料消费	百万吨	2	3	3	15	29	9	11	5	12	10	10	0.0%	-17.4%
工业消费	百万吨	10	12	12	14	12	10	8	9	10	11	11	0.0%	9.9%
年度国内消费	百万吨	194	202	203	216	226	203	202	197	206	202	202	0.0%	-2.0%
出口量	百万吨	2	4	4	3	3	2	2	1	2	3	3	0.0%	62.5%
年度总消费	百万吨	197	206	207	219	229	205	204	198	208	205	205	0.0%	-1.4%
期末库存	百万吨	169	176	182	181	174	178	183	195	197	199	200	0.5%	1.6%
库销比		86.0%	85.2%	88.1%	82.5%	75.7%	86.6%	89.8%	98.3%	94.5%	97.0%	97.4%	0.4pct	2.9pct

资料来源：汇易网，国投证券证券研究所

3.3. 原油涨价，或提振粮食需求及成本中枢上移

原油价格高位运行从成本与需求两端共同推升粮价中枢。1974—2026年间，原油价格与全球粮食价格指数的相关系数约为0.68，二者在中长期呈现较强的同向联动；在统计的7轮明显粮食价格上行周期中，有6轮伴随原油价格同步上涨，占比约86%。原油价格上涨主要通过两条渠道传导至粮食市场：需求端，油价上涨使燃料乙醇、生物柴油更具经济性，从而提振玉米、甘蔗、油菜、大豆、棕榈油等生物燃料原料的需求；成本端，农业对能源高度依赖，从化肥生产（尤其是氮肥依赖天然气）、农机耕作到粮食运输、加工与冷藏，各环节均消耗大量化石能源，能源成本上升直接推高粮食生产成本。当前地缘冲突持续发酵，对油价形成支撑，受此影响，原油价格中枢已较前期有所抬升。原油与粮食的共振机制意味着，高油价将通过生物燃料需求拉动和成本推动两条路径，对粮价形成系统性支撑。

图32. 石油与全球粮食价格长期趋势图



注：此处全球粮食期末库销比的包含稻米、小麦、玉米、大豆四类农产品，具体计算方式为“期末合计库存/（合计国内消费+合计出口）；此图中价格指数采用的是自然年内的均值。

资料来源：世界银行，USDA，国际谷物委员会，国投证券证券研究所

3.4. 厄尔尼诺进一步放大价格上涨弹性

厄尔尼诺事件正在形成，强度中等偏强，将推动农产品价格共振上行。截至目前，厄尔尼诺现象正处于从“预期发酵”向“实质性展开”的快速过渡阶段，全球主要气象机构已确认厄尔尼诺事件正在形成之中。根据世界气象组织发布的《厄尔尼诺/拉尼娜最新通报》，2026年6月至8月期间形成厄尔尼诺事件的概率为80%，持续至至少11月的可能性接近或超过90%。多数气候模式预测，此次厄尔尼诺至少将达到中等强度，并有可能发展成为强厄尔尼诺事件。这一气候黑天鹅事件对全球粮价的影响正从“预期定价”转向“现实冲击”——东南亚、南亚等全球核心稻米产区面临持续干旱风险，国际糙米期货月涨幅已达15%；美国冬小麦产区旱情持续，USDA预计2026/27年度全球小麦产量将下降3%；玉米、大豆等主要谷物全球库销比普遍回落至近10年低位。在化肥成本高企、地缘冲突未解的背景下，厄尔尼诺带来的减产预期正在推动谷物、油脂、软商品等多品种共振上行，农产品市场呈现“易涨难跌”的格局。

厄尔尼诺事件作为粮价波动的催化剂，将进一步放大供给收缩预期下的价格上涨弹性。厄尔尼诺事件总体上偏向利多稻米和小麦价格、利空大豆价格，对玉米影响偏中性。厄尔尼诺会引发全球不同地区干旱、洪涝等极端天气，对农产品产量及价格的影响具有明显的区域异质性。从历史经验看，厄尔尼诺总体上利多稻米和小麦价格（印度、泰国、中国等主产区易受干旱减产），利空大豆价格（北美、巴西等主产区受益于多雨天气增产），对玉米影响偏中性（正负作用相互抵消）。尽管厄尔尼诺并非粮价牛熊的根本原因——1972年以来中等强度及以上的拉尼娜、厄尔尼诺事件分别有7次和9次，其中仅各有4次和6次与粮价上涨重合——但其作为放大价格波动的催化剂，在庫销比处于低位、供需格局边际收紧的背景下，有望助推粮价反转。

3.5. 投资建议

全球农产品价格中枢预计逐步抬升，建议积极关注种植链相关标的。支撑整体粮价上涨的核心原因主要有三方面：一是全球粮食库销比持续走低，低库存放大价格波动弹性；二是原油

价格高位运行，通过生物燃料需求拉动和成本传导两条路径推升粮价；三是厄尔尼诺等极端天气对主产区形成减产扰动。综上，我们预期粮价或将进入上行通道，粮食种植及上游种业或将收益，建议关注种植链相关标的：苏垦农发、隆平高科、大北农。

4. 风险提示

养殖行业疫病风险；农产品市场行情波动风险；需求不及预期风险；产能去化不及预期风险。

目 行业评级体系

收益评级：

领先大市 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%及以上；

同步大市 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%及以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券证券研究所

深圳市

地 址： 深圳市福田区福华一路 119 号安信金融大厦 33 层

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区杨树浦路 168 号国投大厦 28 层

邮 编： 200082

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034