

# 牧业大周期十问十答快评

## 2025 年肉牛大周期或迎拐点，看好国内肉奶景气共振上行

优于大市

### ◆ 行业研究 · 行业快评

### ◆ 农林牧渔

### ◆ 投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：	鲁家瑞	021-61761016	lujiarui@guosen.com.cn	执证编码：S0980520110002
证券分析师：	李瑞楠	021-60893308	liruinan@guosen.com.cn	执证编码：S0980523030001
证券分析师：	江海航	010-88005306	jianghaihang@guosen.com.cn	执证编码：S0980524070003

### 事项：

据农业农村部统计，截至 2025 年 6 月 27 日，国内主产区牛肉均价为 63.73 元/kg，同比+10.66%，年初至今累计上涨 19.92%；主产区生鲜乳均价为 3.04 元/kg，同比-7.60%，年初至今累计下跌 2.25%；肉奶比（牛肉价格/生鲜乳价格）已达 20.96，达到历史新高水平。

**国信农业观点：**1) 2025 年以来国内肉奶价格走势背离，国内肉奶比（牛肉价格/生鲜乳价格）已创历史新高。我们认为 2025 年肉牛大周期有望迎来拐点，2026/2027 年行业有望迎来牛肉和牛奶的双品种共振涨价。2) 奶牛养殖公司受益于肉奶景气共振，具备较高的盈利弹性修复空间。奶牛养殖业务经营每年正常淘汰率约 30%左右，因此原奶企业每年都会卖大量奶牛，而淘汰奶牛价格与牛肉价格正相关，涨幅类同。港股的奶牛养殖公司报表将该业务损益通过公允价值计量，并没有在主营业务收入中直接体现，我们认为该业务是奶牛养殖公司永续经营的一部分，且影响公司现金流，未来伴随肉牛价格反转，卖牛收益弹性显现，公司现金流有望同步向好，因此应对卖牛收益给予价值重估。3) 所有奶牛养殖企业目前均破净，PB 在 0.2-0.9 倍之间，处于历史底部区间，考虑到 2020 年原奶景气反转后，行业平均 PB 达到 2 倍以上，我们认为在接下来行业牛肉与牛奶共振反转的浪潮中，奶牛养殖标的估值空间修复的弹性较大。4) 投资建议：对于奶牛养殖标的，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，建议关注优然牧业、现代牧业、中国圣牧；对于肉牛养殖或屠宰加工标的，其业绩直接受益肉牛景气上行，核心推荐光明肉业。5) 风险提示：发生畜禽类疫病风险，原料价格波动风险，食品安全风险等。

### 评论：

#### 1、国内牛肉行业基本介绍？

参照我们此前发布的《肉牛行业投资框架》报告，国内牛肉每年消费量接近 1200 万吨，是猪肉消费量的 20%+，历史上价格水平是猪价的 3 倍左右，市场规模接近万亿。其中，国内消费量的 30%是进口牛肉。

国内肉牛养殖结构分散，主要参与者是农民，其中，母牛养殖基本都是农民，育肥产能 90%以上是农民，屠宰也较为分散。农民作为主要市场参与者，产能波动本身就会放大。此外，肉牛行业还没有规模化，未来随着行业景气上行，资本有望介入并加速行业规模化，一个万亿的消费市场是有可能孕育大企业的。

从肉牛养殖周期来看，小母牛养殖 1.5 年可以配种，怀孕 1 年（一年一胎，一个一个小牛），小牛育肥为 1.5 年。综合来看，行业产能恢复需要 4 年时间。

#### 2、国内牛肉价格回顾？

2020 年之前国内牛肉价格一直较为平稳，这个阶段属于消费增长快，供需平稳，行业有一定的盈利空间，供需关系类似于 2000 年之前的生猪行业。

2020 年前后由于扶贫政策支持，国内牛肉产能快速增长，此外疫情期间进口牛肉减少，2020-2022 年期间，国内牛肉价格高涨，行业情绪高涨。

2023年，伴随新冠疫情结束，进口牛肉增多，国内从2020年扩张的产能开始贡献供给增量，消费受宏观经济影响下行。2023年-2025年2月，国内牛肉价格快速下行，行业亏损幅度大，亏损持续时间长，这是2001年以来第一次国内肉牛行业的深度亏损期。

2025年春节后，牛肉价格开始淡季不淡，截至2025年6月末牛肉价格较2月低点整体上涨18%左右。

### 3、为什么我们判断国内牛肉产能减少30%以上，价格是反转走势？

肉牛行业养殖分散，行业没有高质量可以量化分析的数据。其中，钢联自2024年1月开始有披露肉牛存栏的数据，其2025年5月相对2024年1月肉牛存栏减少接近20%（考虑到肉牛存栏结构中，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，因此我们从肉牛存栏整体减少20%来预估，则对应母牛存栏减少可能在30-40%的比例）。

此外，从屠宰端的表现来看，行业能繁母牛存栏去化幅度很大。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%。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，而且能繁母牛占到基础母牛屠宰量的三分之一多。此外，根据钢联数据，2025年上半年公牛出栏体重较正常出栏体重下降15-20%。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行业产能出清的标志，而且行业越分散，这个结论越准确。

### 4、未来价格走势如何？高点如何判断？

牛肉跟猪肉有一个很大的区别在于，牛肉里面能繁母牛肉占比很高，因为母牛扩繁系数只有1（一年一胎，一胎一个牛犊），相对能繁母猪PSY接近30，能繁母牛的PSY只有1。因此在行业价格低迷的时候，母牛淘汰率提升会增加牛肉价格的下行压力；而在行业景气上行的时候，母牛加大留种和延迟淘汰会促进价格上涨。从我们测算来看，母牛的淘汰和留种对价格有着及其重要的影响。换句话讲，淘汰母牛肉是很重要的供给项，一般占供给比例接近40%。

此外，淘汰母牛一般体型很瘦，因此从经济效益角度，淘汰母牛进入屠宰场之前会育肥3-4个月，然后被屠宰。2025年春节后肉牛行业在产能出清的驱动下，牛肉价格及淘汰母牛价格节后均开始明显上涨，考虑到3月底开始钢联统计的淘汰母牛均价同比转正，我们预估2025年2-3月是最后一批大规模淘汰的能繁母牛，由于淘汰母牛通常在育肥3-4个月后被屠宰，也就意味着6-7月最后一批大规模淘汰母牛屠宰的供给释放后，未来牛肉供给会大幅度减少。据钢联监测，目前（2025年6月）行业还在屠宰母牛，我们预计进入Q3以后随牧草返青，自然条件将更有利于母牛养殖，母牛屠宰量会减少，在供给收缩驱动下，国内牛肉价格有望迎来快速上涨期，参考我们此前发布的《肉牛行业投资框架》报告分析，由于肉牛生产调节高度滞后，未来国内牛肉价格有望持续上涨至2027年下半年。

对于价格高点，本轮产能去化幅度大，我们测算未来牛肉供给明显低于2022年，因此牛肉价格会高于2022年高位。

### 5、海外牛肉基本面情况如何？

参考我们此前发布的《全球牛周期复盘展望》报告分析，从全球看，牛肉作为高端肉，受资源限制，一直没有好的扩张，2000年以来，牛肉价格不断震荡走高。

从国家来看，美国、中国和巴西是牛肉重要的生产国和消费国，三个国家合计占比均超过50%。美国农业部披露，2020年以来，受干旱和新冠疫情影响，海外母牛存栏持续减少，海外整体牛肉产能减少接近5%以上。

其中，美国受2021年天气干旱影响，牧草退化，母牛存栏相对2020年减少10%，巴西与阿根廷肉牛产能减少约2%，澳洲产能整体稳定略多。因此从海外供给来看，2025年是全球牛肉产量同比增速减少的第一

年，考虑到母牛存栏仍在减产周期，我们从肉牛品种生产周期预估，后续 2-3 年牛肉供给均是收缩。目前，美国牛肉价格已经历史新高，美国农业部预测涨价会持续到 2026 年。

对于国内而言，2025 年以来进口牛肉到岸价持续上行，进口量收缩。未来，在海外进口牛肉涨价的背景下，进口牛肉的成本中枢抬升不但不会压制国内价格，反而会驱动国内牛肉价格走高。

## 6、国内奶牛行业的基本介绍？

参考我们此前发布的《原奶行业投资框架》报告分析，国内每年原奶需求量接近 4500 万吨，其中 4000 万吨是自产，500 万吨以进口大包粉为补充，对外依赖度为 10%。

奶牛行业在经历三氯氰胺食品安全事件后，行业经历了快速规模化，其中行业前三家产量规模合计占比接近 20%，70-80%的比例是规模产能，行业集中度相对较高。

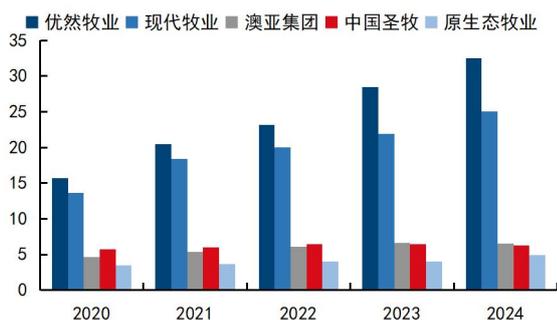
从养殖周期来看，奶牛需要养殖 2 年才能产奶（泌乳牛），产奶持续时间为 3 年，合计 5 年后淘汰。其中，泌乳牛每年怀孕产仔，一年产一头小牛，公牛会直接卖掉；母牛直接入后备奶牛养殖，中间会淘汰部分后备奶牛，转泌乳牛比例一般接近 90%。

## 7、国内奶牛产能去化节奏如何？未来如何判断？

参考我们此前发布的《原奶行业投资框架》报告分析，目前国内奶牛产能减少接近 10%，根据国家奶牛产业技术体系监测，其中主要去化的是非规模产能，规模企业基本泌乳牛存栏变化不太大，而且优先淘汰的是低效泌乳牛，因此保守估计整体产量预计下滑 5%左右。

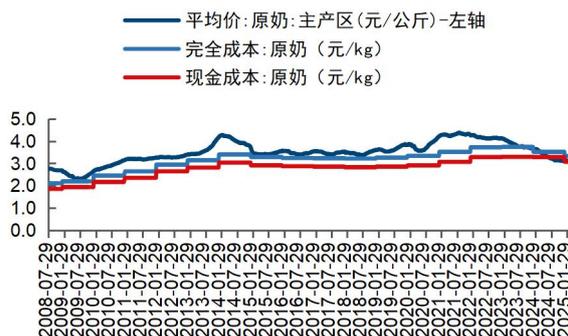
对于规模企业来讲，已经有上市企业发生成母牛数量减少的迹象。现有原奶价格下，行业普遍都在亏损现金流（由于大部分原奶上市企业是港股，港股会计准则下不对后备牛进行折旧，因此单独考虑原奶上市公司利润表的现金流，更多反应的饲料成本，对于奶企来讲，永续经营需要养小奶牛去替代淘汰下来的奶牛，因此在考虑养殖现金支出时，需要将养小奶牛的投资性现金流考虑进去）。我们预计 2025 年三季度行业在储备青贮饲料的时候，现金消耗将加大，产能还会加速去化，而且后续的产能去化会涉及到规模产能，原奶价格有望在 2025 年底或者 2026 年上半年迎来价格向上拐点。

图1：头部上市奶牛企业成母牛存栏变化情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：国内原奶价格目前处于现金成本附近



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（注：考虑到 2024 和 2025 年饲料原料价格回落，完全成本分别参考 2021 年和 2020 年水平）

## 8、海外原奶基本面情况如何？

新西兰是全球主要的大包粉出口国，从美国农业部的公布数据来看，新西兰 2024 年奶牛存栏较 2019 年减少 6%以上。全球大包粉的价格从 2024 年以来持续涨价，目前国内进口价格高于国内价格。

考虑到奶牛的养殖周期也较长，海外价格的持续上涨有助于提升 2026 年与 2027 年国内原奶价格的周期反转高度。

### 9、市场最担心的问题和风险有哪些？

市场最担心的问题有两个：一个是消费是否支撑涨价，另外一个就是进口冲击。

对于第一个问题，我们认为未来在牛肉供给矛盾更大的情形下，消费端的影响将被弱化。此外，2025 年上半年是牛肉价格的季节性消费淡季，牛肉价格却依然实现了 15% 左右的涨幅，这说明国内牛肉供给已展现出的矛盾更为突出。

另外，我们认为进口也不会是主要矛盾，不管是进口的牛肉还是原奶的大包粉，进口产品 2025 年均在涨价，参考我们此前发布的《全球牛周期复盘展望》报告分析，考虑到海外未来 2-3 年也是涨价景气周期，未来国内和国外会共振涨价，因此进口未来也会成为国内涨价的利好驱动。

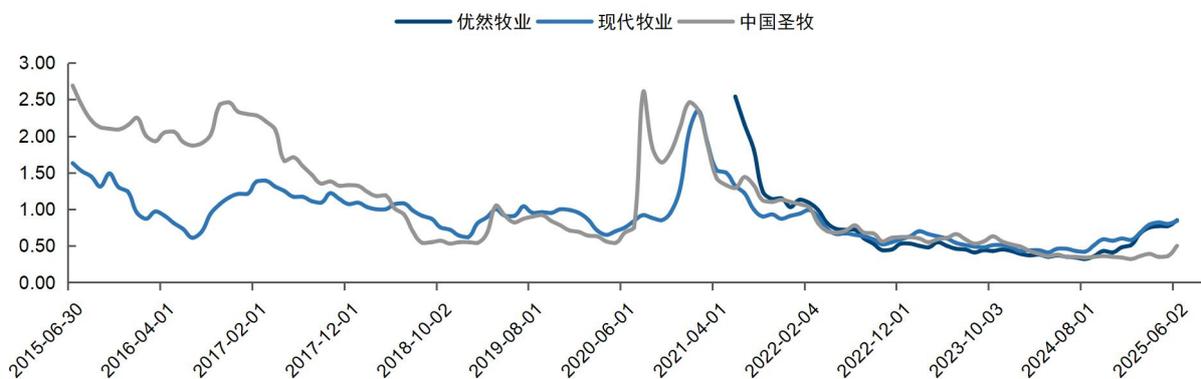
### 10、投资方向如何把握？

我们核心看好港股的奶牛养殖公司。

一方面，奶牛养殖公司每年都会卖大量的奶牛，这些淘汰奶牛的价格直接跟牛肉价格正相关，涨幅类同。我们以优然牧业为例，公司泌乳牛有 32 万头，通常情况下，为保证牛群维持高单产，规模奶牛场的母牛淘汰率（母牛淘汰量/成母牛存栏）通常保持在 25-35% 左右，按照优然牧业 2024 年末成母牛存栏数量测算，公司 2024 年的淘汰母牛出栏量接近 10 万头。另外，目前公司犊牛及育成牛存栏大概在 30 万头左右，由于一般母牛犊会留种但公牛犊基本不育肥，按照 1:1 的公母比例保守估计公司每年外销的公犊牛量接近 15 万头。这部分卖牛收益受国内牛肉价格波动的影响很大，只是港股的奶牛养殖公司报表将该业务放置在公允价值变动中，并没有在收入中体现。我们认为该业务是奶牛养殖公司永续经营的一部分，而且对公司现金流带来实质性影响，应该给予价值重估。

另外一方面，原奶周期在底部，参考我们此前发布的《原奶行业投资框架》报告分析，考虑到国内奶牛产能自 2023 年中开始去化，结合 2 年左右滞后传导推断，后续在产量收缩、肉奶共振和进口大包粉减量涨价共同推动下，2026 年原奶也有望迎来周期反转，2026/2027 年行业有望迎来牛肉和牛奶的双品种共振涨价。此外，目前所有奶牛养殖企业均破净，所有标的 PB 在 0.2-0.9 倍之间，考虑到 2020 年原奶景气反转后，行业平均 PB 达到 2 倍以上，我们认为在接下来行业牛肉与牛奶共振反转的浪潮中，奶牛养殖标的估值修复的空间弹性较大。

图3：目前奶牛养殖企业 PB（MRQ）估值均处于历史底部区间



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

**◆ 投资建议**

肉奶景气共振上行，牧业公司业绩有望迎来高弹性修复。对于奶牛养殖标的，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，建议关注优然牧业、现代牧业、中国圣牧；对于肉牛养殖或屠宰加工标的，其业绩直接受益肉牛景气上行，核心推荐光明肉业。

**◆ 风险提示：**

发生动物疫病风险，原料价格波动风险，食品安全风险等。

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	2025年 6月27日 收盘价	EPS			PE		
				2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
600073.SH	光明肉业	优于大市	7.47	0.23	0.53	0.64	34	15	12
9858.HK	优然牧业	未评级	2.64	-0.18	0.12	0.34	-14	21	8
1117.HK	现代牧业	未评级	1.02	-0.18	0.04	0.1	-6	27	11
1432.HK	中国圣牧	未评级	0.25	-0.01	0.006	0.03	-34	-113	9

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理预测（注：优然牧业、现代牧业、中国圣牧盈利预测参考Wind一致预测）

### 相关研究报告：

《农产品研究跟踪系列报告（165）-生猪均重延续下降趋势，官方5月能繁存栏维持低波动》——2025-06-29

《农产品研究跟踪系列报告（164）-看好养殖龙头低估值修复，布局肉牛及原奶景气共振》——2025-06-24

《牧业快评-2025年肉牛大周期或迎拐点，看好国内肉奶景气共振上行》——2025-06-22

《美国农业部（USDA）月度供需报告数据分析专题-大豆供需报告整体中性，海内外肉牛及原奶景气有望共振》——2025-06-16

《农产品研究跟踪系列报告（163）-看好养殖龙头估值修复，布局肉牛周期反转》——2025-06-16

## 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.GSI）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显观点
	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（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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所提及的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