

➤ **我国是全球最大的牛肉买家，中国对进口牛肉的反倾销调查结果决定了海外牛肉对中国的定价权强弱。**截至 2024 年进口牛肉已经占据我国牛肉总产量近三成，海外生产成本较低使得进口牛肉对中国价格造成不小的冲击。当前我国已经开启了牛肉的反倾销调查（涉及 11 个国家的出口商 和 15 个中国企业进口商），贸易商出于对远期政策的担忧，可能会提前加大进口量，很有可能在近端还会加剧牛肉市场的压力。而未来若裁定通过并且落地，正式对进口牛肉设定反倾销税率，势必会影响到牛肉的长期进口量，进而削弱海外牛肉对中国的定价权。但若终止，则我们仍要关注海外产量的变化情况。

➤ **我们认为海外牛肉主产国景气周期或将同步，拐点领先于中国到来。**在过去两年由于中国消费增速放缓，南美主要国家主动进行了产能清算；而美国 2020-2022 年连续三年的干旱造成牧场退化严重，被迫去产能，2024 年 6 月中国牛犊价格上涨已经预示 2025 年牛肉价格有望保持乐观；澳大利亚在经过了连续三年的产能扩张后，2023 年开始母牛屠宰率也显著上升，将对 2025 年以后的出栏量造成影响。

➤ **我国的牛周期发生了深刻的变化。**在过去十年的时间里，肉牛产能扩张速度远低于中国居民牛肉消费增速，因此我国的牛周期表现并不典型，价格呈现长期趋势性增长的态势。但随着非洲猪瘟后肉类蛋白消费转移、公共卫生事件结束后复产复工带来消费增长，肉牛养殖的高景气周期导致下游激进扩产，叠加进口量激增，2023 年 7 月起我国肉牛养殖出现了少有的大面积亏损。同时由于肉牛养殖本身行业集中度和规模化水平较低，存在较为严重的信息不对称，类似于非洲猪瘟前的生猪养殖行业，产能出清速度较快。一旦产能得到有效出清，供需错配和价格弹性极有可能超预期。

➤ **猪周期与牛周期有一定的联动效应。**两者之间造肉成本的差异决定了从长期来看牛肉的价格是猪肉价格两倍以上合理的。在过去，牛肉价格的波动远远小于猪肉，因此牛肉和猪肉之间的价格比值受猪肉端的影响更大一些。当猪价快速上涨时，牛肉/猪肉比价迅速回落，在跌破 2:1 时，会刺激牛肉对猪肉的替代需求，从而带来牛肉价格的补涨。展望 2025 年我们预计猪价震荡偏弱，但由于当前牛肉猪肉比价已经降至较低水平，猪肉价格对牛肉价格进一步拖累的程度有限。2024 年 3 月能繁母猪产能逐步进入上升通道，随着生猪供应恢复，2024 年 8 月末猪价冲高回落。随着母猪产能增加对于生猪供应的传导，2025 年上半年猪价仍持续承压，生猪产业或将再次进入去产能周期，这也为 2026 年肉类蛋白市场价格的上涨埋下了伏笔。

➤ **如果我们把牛肉和原奶价格进行长维度的对比，相比于猪肉，这两者在长趋势上有着更强的重合度。**牛肉和乳制品都属于改善型消费，当消费增速放缓时，二者的需求都会受到影响。我国肉牛存栏以乳肉兼用的西门塔尔杂交品种为主，肉牛与奶牛的产业链联动增加了两者价格的相关性。由于规模化水平的差异较大，本轮肉牛出清的时间或早于奶牛，且出清力度会更强，后期牛肉价格弹性或也高于原奶，但整体而言两者之间存在互相促进的作用。

➤ **我们预计牛养殖行业拐点最早有望 2025 年下半年形成。**2023-2024 年处于牛养殖行业产能释放期，行业盈利情况持续恶化，当前已经形成价格底部，磨底时长受到海外供给、进口政策和存栏变化等多重因素的影响，景气度拐点最早 2025 年下半年，最晚 2026 年有望出现。对于行业集中度偏低的牛养殖行业而言，结构优化趋势更显著，头部企业或将逐步获得定价权，建议关注肉牛育种养殖销售一体化的福成股份。

➤ **风险提示：**牛肉价格反弹不及预期风险；天气灾害导致原材料价格波动风险；政策不确定性风险。

## 推荐

维持评级



**分析师 徐菁**

执业证书：S0100523120004

邮箱：xujing@mszq.com

**研究助理 杜海路**

执业证书：S0100123070067

邮箱：duhailu@mszq.com

## 相关研究

1. 农业行业 2025 年度投资策略：重视供给受限和需求增长带来的景气周期，转基因或将乘风而上-2024/12/20
2. 白羽肉鸡行业点评：海外祖代引种或将中断；白鸡父母代和商品代苗双双进入景气周期-2024/12/09
3. 农林牧渔行业周报：2024H1 猪企业绩实现整体修复，白鸡企业业绩略有承压-2024/09/08
4. 农林牧渔行业周报：猪价延续高景气区间震荡，静待后周期正向传导-2024/08/26
5. 白羽肉鸡行业点评：鸡苗价格连续上行，关注巴西致命禽流感病毒影响-2024/07/20

# 目录

<b>1 我国肉牛和牛肉市场概况</b>	<b>3</b>
1.1 牛肉的基本研究框架	3
1.2 中国的肉牛产量与牛肉产量不成正比	4
1.3 牛肉进口量快速增长，我国已成为全球牛肉最大买家	5
1.4 我国牛肉消费长期仍然存在一定增长潜力	7
<b>2 我国与海外肉牛养殖环境与养殖水平的差异</b>	<b>9</b>
2.1 规模化水平	9
2.2 饲料成本	10
<b>3 海外牛肉主产国景气周期或将同步</b>	<b>12</b>
3.1 美国：连续三年的干旱造成牛群被动清算	12
3.2 巴西：正在经历大规模牛群清算	12
3.3 澳大利亚：母牛屠宰率显著上升	13
<b>4 以猪为鉴，牛周期拐点有迹可循</b>	<b>15</b>
4.1 肉牛市场的低集中度带来潜在的较大预期差	15
4.2 牛犊和育肥牛价格已十分接近	16
4.3 饲料端预示牛周期开始发生深刻变化	16
4.4 牛/猪比价	17
<b>5 奶周期与牛周期同步，是巧合还是必然？</b>	<b>20</b>
<b>6 投资建议</b>	<b>22</b>
<b>7 风险提示</b>	<b>23</b>
<b>插图目录</b>	<b>24</b>
<b>表格目录</b>	<b>24</b>

# 1 我国肉牛和牛肉市场概况

## 1.1 牛肉的基本研究框架

肉牛的养殖周期较长，从买入后备母牛补栏到最终育肥牛出栏需要至少 3 年的时间。2022 年我国肉牛品种以杂交群体为主（约占 79%），以地方黄牛、牦牛、水牛为辅（约占 21%）。在杂交群体中，按存栏量高低依次为西门塔尔牛、夏洛莱牛、利木赞牛、安格斯牛，以及其他进口品种与我国本地牛的杂交后代，其中以西门塔尔的杂交后代为主。

母牛一般情况下一年一胎，三年两胎的情况也时有发生。其生产力一般在 5-7 年达到峰值，之后逐渐下降，因此一般情况下，母牛到达 8-10 岁就需要淘汰，一头母牛一生能够生产约 6-8 头肉牛。

图1：母牛——肉牛的配种养殖过程



资料来源：《中国牛肉产业链研究》——王桂霞，爱采购，民生证券研究院绘制

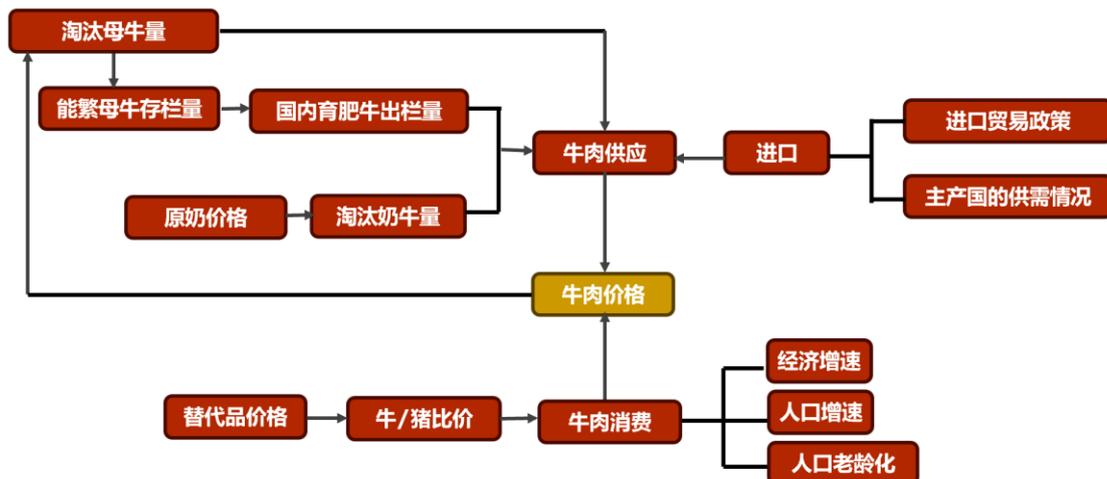
表1：不同品种肉牛养殖周期

排名	配种月龄	日增重	品种	出栏体重
国外引进良种牛	15-18月龄	3斤左右	西门塔尔牛，利木赞牛，安格斯牛，夏洛莱牛	750kg
中国杂交牛	13-15月龄	1-2斤	新疆褐牛，中国西门塔尔牛，夏南牛，延黄牛，辽育白牛	550kg
中国小型牛	8-12月	0.5-1斤	鲁西黄牛，秦川牛，南阳牛，延边牛	400kg

资料来源：牵牛养殖，民生证券研究院

**影响牛肉价格的因素较为复杂。从供应端来看**，①能繁母牛的存栏基数决定了未来两年的育肥牛出栏量；当养殖利润恶化时，牧场加大能繁母牛的淘汰量，这些淘汰母牛也为牛肉市场带来了额外的供应增量。②奶牛的公牛犊可以直接进行育肥，因此奶牛的存栏量高低也会影响牛肉的供应；当原奶价格下跌，奶牛养殖亏损时，淘汰的奶牛同样会流入牛肉市场。③进口方面，截至 2023 年我国牛肉进口已经占据国内总供应近三成的比重，海外市场对我国牛肉市场的定价权有所增强，因此需要关注海外主产国的供需情况及我国的进口贸易政策。**从需求端来看**，主要关注替代品价格，特别是生猪的价格，由于猪肉是目前中国供应最大的肉类蛋白，其价格对整个肉类市场都有举足轻重的影响。长期来看，牛肉需求受到经济增速、人口增速、人口老龄化程度等因素的影响。

图2：牛肉价格的影响因子



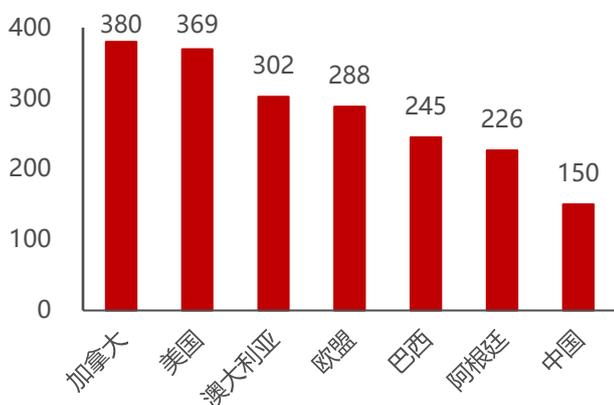
资料来源：《中国牛肉产业链研究》——王桂霞，中国畜禽种业，民生证券研究院绘制

## 1.2 中国的肉牛产量与牛肉产量不成正比

从肉牛的出栏量来看，2023 年印度和中国是全球排名第一和第二的国家，分别达到 7103 万头和 5250 万头，两国出栏量占到全球总产量 43%，但对应的牛肉产量仅为 457 万吨和 780 万吨。印度主要饲养水牛，对乳制品消费更重视，宗教信仰的原因也导致其牛肉消费偏好偏低；而中国主要是牛的生产性能较差，虽然我国有大规模的优良杂交群体，但后续选育工作没有跟进，导致生产性能徘徊不前甚至下降，一些地区盲目杂交，造成遗传背景混乱。

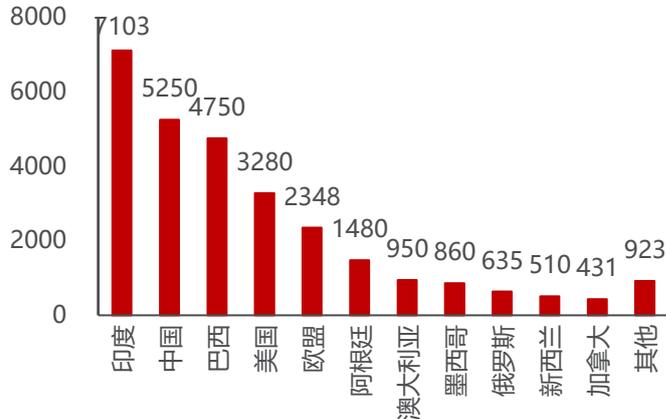
从衡量肉牛品种优良与否的重要指标胴体重（指牲畜在屠宰后，经过放血、去头、蹄、毛皮和内脏处理后的重量。）来看，2023 年其他海外主要牛肉主产国胴体重均在 200kg/头以上，我国仅 150kg/头，美国肉牛是我国肉牛胴体重的 2.5 倍。

图3：2023 年全球主要国家牛肉胴体重 (kg/头)



资料来源：ifind，民生证券研究院

图4：2023 年全球各国活牛产量 (万头)



资料来源：ifind，民生证券研究院

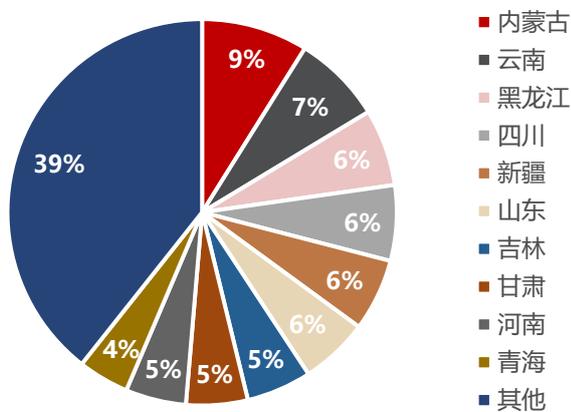
图5：2024 年全球各国牛肉产量（万吨）



资料来源：ifind，民生证券研究院

我国肉牛养殖区域广阔，依托于地理和粮食主产区优势，产业主要分布在四大优势区域，分别是中原肉牛带、东北肉牛带、西北肉牛带和西南肉牛带。其中又以东北和西南地区为主，2022 年各省份出栏占比中，内蒙古（8.9%）、云南（7.4%）、黑龙江（6.4%）、四川（6.3%）、新疆（6.0%）。

图6：2022 年中国各省份肉牛出栏占比



资料来源：大畜牧网，民生证券研究院

图7：中国肉牛养殖区域分布

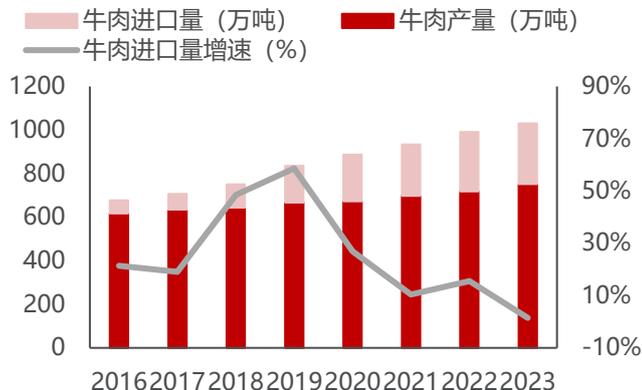


资料来源：农参号，民生证券研究院

### 1.3 牛肉进口量快速增长，我国已成为全球牛肉最大买家

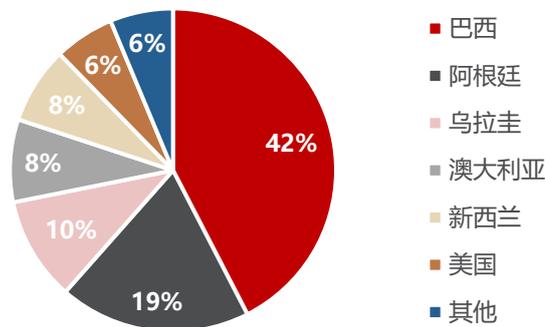
2016~2023 年我国牛肉进口量从 60.1 万吨提升至 277.2 万吨，CAGR 为 29.0%。我国牛肉的进口依赖度从 9.7%快速提升至 36.8%，从进口来源看，我国牛肉进口的主要来自南美，2023 年各国在中国牛肉进口中的占比分别为：巴西（42%）；阿根廷（19%）；乌拉圭（10%）；澳大利亚（8%）；新西兰（8%）；美国（6%）。

图8：2016-2023 年中国牛肉产量及进口量



资料来源：ifind，民生证券研究院

图9：2023 年中国牛肉主要进口来源国



资料来源：ifind，民生证券研究院

根据美国农业部预计，2025 年全球牛肉进口总量为 1118 万吨，而中国占了全球进口量超过三成。可以说，中国的牛肉进口在很大程度上塑造了全球牛肉贸易路线，改变了原有的贸易流向与资源配置，使得全球牛肉贸易格局围绕着中国市场需求不断进行调整与重塑。

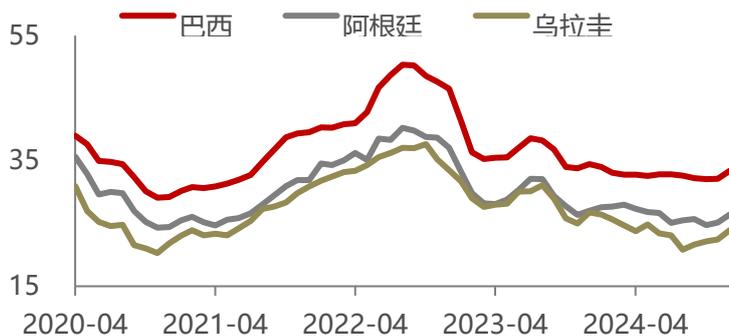
表2：2025E 全球各国牛肉供需情况 (万吨)

(万吨)	产量	进口量	出口量	中国消费量
中国	778	383	2	1159
美国	1181	201	118	1266
巴西	1175	6	360	821
欧盟	650	36	66	620
印度	464	0	165	299
澳大利亚	259	2	89	173
阿根廷	318	0	86	232
总计	4825	627	885	4568
全球	6090	1118	1294	5916

资料来源：ifind，民生证券研究院

中国海外进口牛肉价格远低于国产牛肉。2024 年 12 月巴西/阿根廷/乌拉圭进口牛肉均价分别为 33.4/26.4/23.9 元/kg，同期我国中国牛肉批发价 60.2 元/kg。进口牛肉快速增长冲击了中国的肉牛产业发展。

图10：巴西，阿根廷和乌拉圭冻牛肉进口价格 (元/kg)



资料来源：ifind，民生证券研究院

2024年12月27日，中国商务部正式宣布对进口牛肉进行反倾销和保障措施立案调查，涉及11个国家的出口商和15个中国企业进口商。目前我国进口牛肉现行进口关税为12%，增值税为9%。

反倾销调查的最长期限为自立案调查决定公告之日起18个月内。在这个期限内，调查应当结束，并采取相应的措施。如果调查显示不需要采取措施，或者措施已经达到预期效果，进口国也可以决定不采取任何行动或者终止调查。

也就是说从反倾销调查政策而言，现在开始未来最短半年，最长一年半的时间里，牛肉的进口不会有影响，但对于贸易商来说，出于对远期政策的担忧，甚至有可能提前加大进口量，很有可能在近端还会加剧牛肉市场的压力。而未来若裁定通过并且落地，对进口牛肉设定反倾销税率，势必会影响到牛肉的长期进口量。

**表3：反倾销流程**

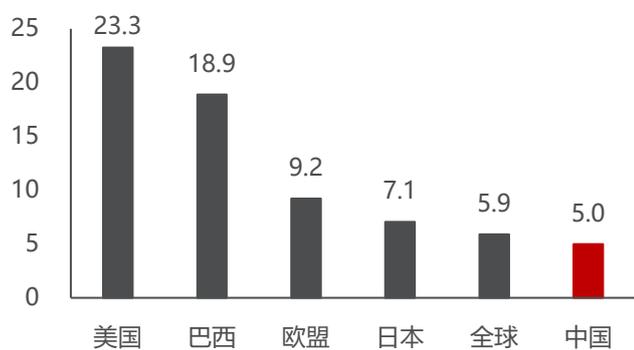
反倾销流程		
申请		提出申请，60天内立案调查
调查	1	通知出口国
	2	启动调查
	3	公告形式，公告之日起60天内不得采取临时反倾销
	4	公告后12个月内完成调查，可追加6个月
初步裁定	1	直接反倾销，到终裁
	2	临时反倾销：实施4-9月期限；加保证金；加税；决定反或不反
	3	终止反倾销
终裁	1	确定损害比例，对不同供应商加税
	2	可追溯，临时反倾销前90天
	3	期限不超过5年；但复审仍存在，可延长，没期限限制；

资料来源：商务部，民生证券研究院

## 1.4 我国牛肉消费长期仍然存在一定增长潜力

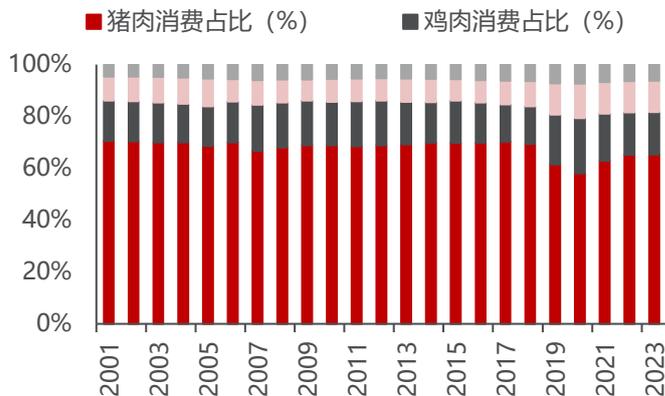
中国牛肉需求增长迅速，人均消费量仍低于世界平均水平。随着中国生活水平的提高和对健康饮食的普及，人们由单纯追求猪肉的饱腹感转型开始追求高品质的牛肉。从2017~2024年，牛肉消费占比从9.1%提升至12.8%，消费量由723.7万吨快速提升至1155.7万吨。但从人均牛肉消费来看依然远远小于世界平均水平。2024年中国人均牛肉年消费为5千克，低于全球平均水平5.89千克，更远远低于巴西和美国的23.3千克和18.9千克。因此未来中国牛肉的消费量还有较大的增长空间。

图11：2024年各国牛肉和小牛肉人均消费量（千克）



资料来源：ifind，民生证券研究院

图12：中国肉类消费量占比



资料来源：ifind，民生证券研究院

## 2 我国与海外肉牛养殖环境与养殖水平的差异

### 2.1 规模化水平

**美国肉牛养殖从繁育到育肥进行专业化分工生产，产业已经实现了规模效应。**美国肉牛产业链是一个高度分工的产业，自上而下依次为种牛场、育犊母牛场、育成牛场、围栏肥育场和屠宰加工厂。2017年美国育犊母牛饲养规模 $\geq 100$ 头的母牛场占10%，但其饲养母牛的头数占总母牛存栏数的56%； $\geq 1000$ 头的育肥场数量虽然只占15%，但其存栏超过总育肥牛数80%。随着牛头数的增加，牧场的固定成本得以摊薄；同时，拥有更多的资产也使得向银行申请贷款变得更为容易。目前我国肉牛养殖还在规模化的初始阶段，尚未出现能影响行业的巨头。**2023年我国TOP50肉牛集团存栏132.2万头，全国牛总存栏量10509万头，奶牛存栏量1200万头，也就是说肉牛存栏量约9300万头，CR50仅为1.4%。**我们认为中美肉牛养殖规模化水平有如此大差异主要有几方面的原因：

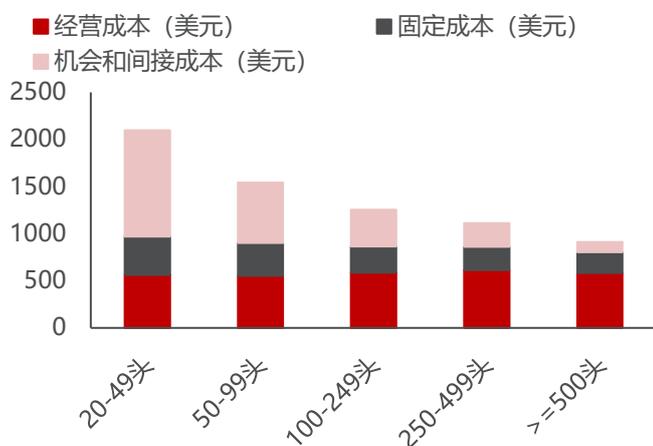
**首先，我国肉牛商业化养殖产业起步较晚。**我国养牛的历史十分悠久，但过去养牛主要为役用。2000年后国内农村农业人口的持续降低以及农业机械比例持续提高，役用牛逐渐退出历史舞台。尤其在近些年乡村振兴战略以及脱贫攻坚战的推动下，部分原本无力负担农业机械购置费用的农业群体获得补助，得以放弃原有的牛耕体系。也就是说，中国肉牛商品化养殖也不过只有20年左右的时间。而美国早在1873年便引入了安格斯牛，19世纪末到20世纪初，随着工业化的发展，种植业生产效率的快速提升解决了肉牛饲料短缺的问题，推动肉牛养殖进入大型商业化饲养时代。

**其次，相较于我国，美国有大片的草原、农田和牧场，使得养殖者能够以大规模的方式养殖牛群。**美国陆地总面积为85亿公顷，其中大部分土地都得到了有效利用。肥沃的土地主要用于农作物生产，而贫瘠的土地则被开发成牧场，用于放牧生产。此外，美国还拥有广阔的草原和已开发用地，这些都为肉牛产业的发展提供了充足的场地。而我国虽然草原面积同样十分广阔，但草地退化和沙化严重，难以进行放牧养殖，实际饲养中普遍采用的是舍饲育肥模式，需要外采饲草和青/黄贮饲料（玉米秸秆、小麦秸秆等）。

**最后，美国育肥环节的规模化与下游屠宰的规模化密不可分（2018年CR4高达85%）。**美国多数肉牛育肥场都是直属于大型屠宰企业，屠宰终端能够影响甚至指导养殖端。牛的生长周期很长，终端的信息如果不能及时反馈到养殖端，那么就会造成养殖端对市场信息反应的滞后性。而我国无论是猪还是牛的养殖，都是自上而下发展，先实现养殖的规模化，再向屠宰延伸。而且从我国的历史经验不难看出，养殖周期越长的品种，规模化养殖门槛就越高，意味着行业集中度提升难度越大。家禽是最早进入到规模化养殖的品种，然后是生猪。而肉牛饲养周期长意味着期间面临着更多的不确定性和风险，这对养殖企业的管理水平提出了更高的要

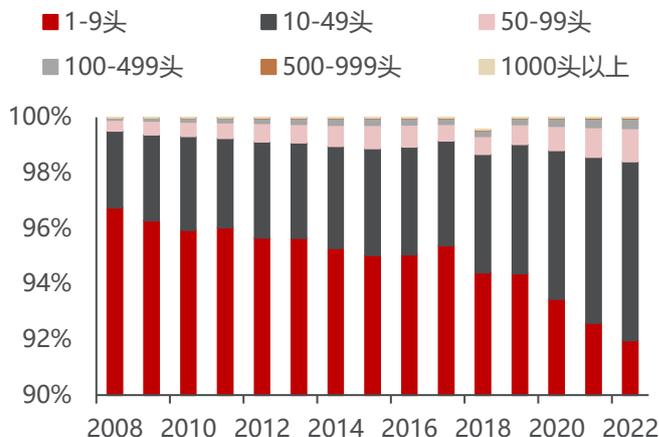
求。

图13：美国不同规模养殖场的生产成本



资料来源：USDA，民生证券研究院

图14：2008-2022年中国不同养殖规模的养殖户占比



资料来源：ifind，民生证券研究院

表4：美国肉牛养殖行业的集中度

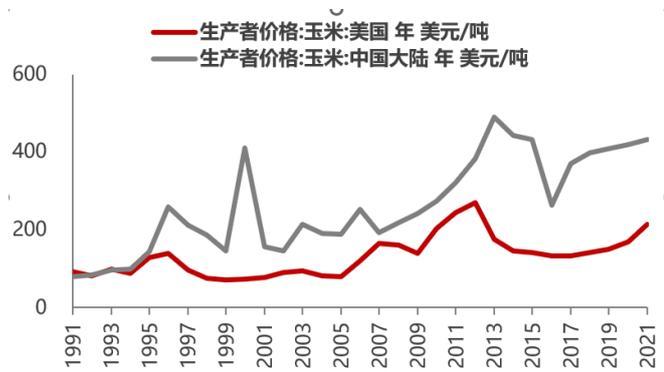
规模 (头)	育肥场数占比	出栏牛占比
<1000	95%	15-20%
>=1000	5%	80-85%
>=32000	/	40%以上

资料来源：美国农业部经济研究服务 (USDA/ERS)，民生证券研究院

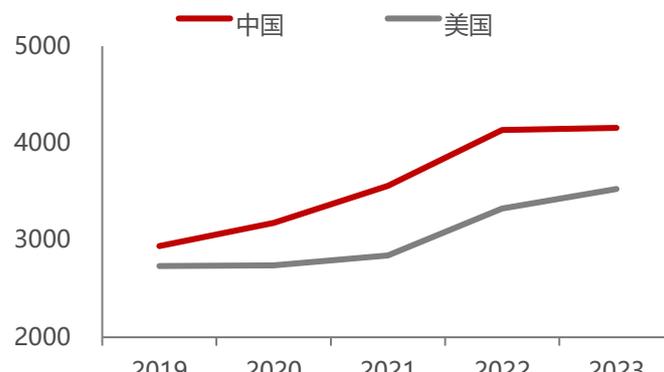
## 2.2 饲料成本

**牛的饲料分为精饲料和粗饲料。**精料主要指能量和蛋白质含量较高的饲料，如玉米、豆粕等，它们为肉牛提供必需的能量和蛋白质，促进肉牛的快速生长。而粗料则主要包括各类秸秆、干草等，其纤维含量高，有助于肉牛的消化吸收和瘤胃健康。**中国肉牛饲料的粗精比大致是 50%和 50%。**

**在美国，肉牛育肥广泛用高精料进行饲喂。**美国育肥阶段的粗精比约为 20%和 80%，目前美国育肥牛仅需 4-6 个月即可出栏，增重速度远高于我国，除了肉牛品种因素外，饲喂配方的不同也起到了很大的影响，这种差异主要来自于两国谷物资源的禀赋不同。纵观世界各国农业经济的发展状况，畜牧业经济基本上都很难超过种植业经济，究其根本是因为畜牧业既需要大片土地用以放牧，又需要大量食物以供给牲畜食用，这就在客观上形成了牲畜与人类争夺耕地和粮食资源的情况。中国饲料粮种植面积仅为粮食种植面积的 35%，饲料粮生产成本高于美国，特别是大豆进口依赖度高，难以实现高精饲喂。饲料粮自给率方面的不足一定程度上影响肉牛生产经济效率的提升。

**图15: 中美玉米生产者价格差异 (美元/吨)**


资料来源: ifind, 民生证券研究院

**图16: 中美肉牛养殖的饲料成本 (元/头)**


资料来源: USDA, ifind, 民生证券研究院

**巴西是全球肉牛养殖成本最低的国家, 私人草场能够实现粗饲料 0 成本。**巴西约有 90%的肉牛是在热带和温带草地上以草饲方式育肥, 约 6%为宰前 120 天左右的高谷物育肥, 4%为放牧加少量补饲的方式育肥。集中育肥期 6-12 个月的牧场生活中, 只有在干旱季节或草质不佳时, 每头牛每日补充 1-2 公斤的浓缩饲料, 其余时间几乎没有。也就是说该种模式下肉牛育肥的最主要的成本来源于前期犊牛的采购成本和最后 4 个月集中育肥的饲料成本。

与北美不同, 巴西的大多数草场都属于私人土地, 而且即使租赁, 巴西的土地价格以及劳动力的价格都很低。2023 年巴西农场工人的平均工资为 300~350 美元, 相当于 2500~3000 元人民币。此外, 作为与美国并驾齐驱的全球大豆和玉米的主产国, 精饲料的成本上巴西也有着显著的优势。

综合来看, 中国的肉牛养殖成本远高于美国和巴西, 使得海外牛肉特别是巴西牛肉出口具有非常强的竞争优势。

**表5: 中巴肉牛养殖成本对比**

	中国(元/头)	美国 (美元/头)	巴西(取中间值, 雷亚尔/头)
犊牛	6000	669	2100
精饲料	5000	402	3150
粗饲料	2550	100	约等于 0(多自有牧场)
疫苗和药品	100	31	75
人工成本及杂费	400	39	150
水电和设施维护	450	49	40
总计	14500	1729(折合人民币 12175.84)	5515(折合人民币 6895.96)

资料来源: 钢联数据, USDA, 民生证券研究院

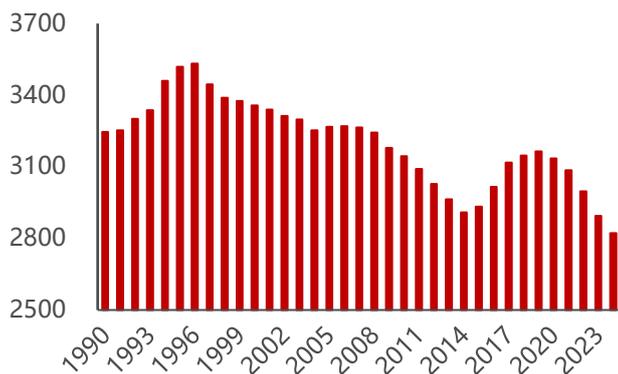
## 3 海外牛肉主产国景气周期或将同步

### 3.1 美国：连续三年的干旱造成牛群被动清算

恶劣的气候，持续的干旱会威胁牧草的供应。例如，美国上一个完整的牛周期始于 2004 年，当时牛群存栏量在三年内扩大到 9660 万头，2011 年至 2015 年的干旱期间，全国肉牛群每年萎缩约 1%至 2%。2024 年，美国牛群存栏量创下了历史新低，降至 2822 万头，最直接的原因就是 2020-2022 年连续三年的干旱造成牧场退化严重，同时美联储加息增加了牧民的借贷成本，进一步压缩其利润空间。

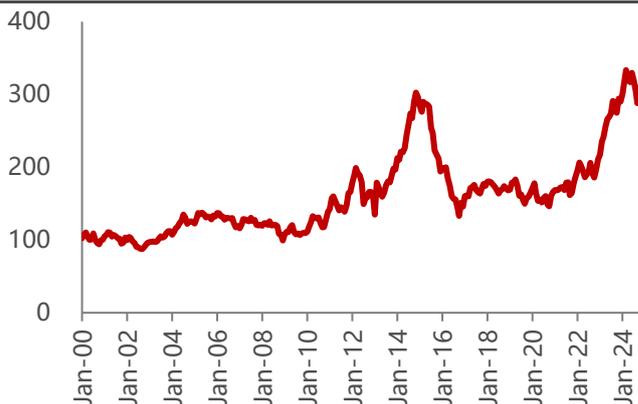
目前美国育肥环节的母牛比例还很高（重建牛群时会保留更多的母牛留种），表明美国牛群的重建尚未开始。从当前母牛的存栏量和断奶小牛的价格走势来看，我们对未来至少两年的美国牛肉的价格应当保持乐观。

图17：美国肉用母牛存栏量（万头）



资料来源：ifind，民生证券研究院

图18：2000-2024年美国断奶小牛价格（美元/头）



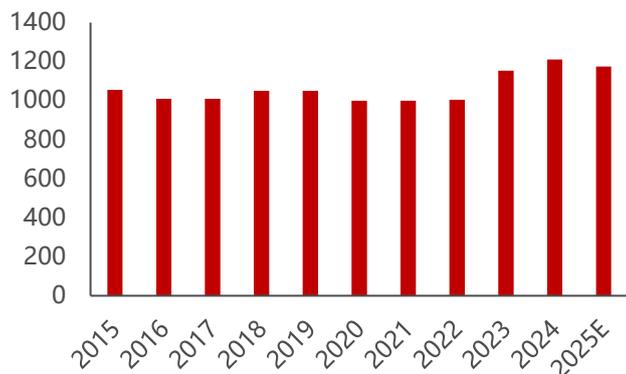
资料来源：USDA，民生证券研究院

### 3.2 巴西：正在经历大规模牛群清算

可以看到 2022 年以后，巴西的母牛屠宰量开始处于较高水平。2018-2020 年非洲猪瘟发生期间，中国各种肉类进口量快速增长，为了满足中国市场的消费需求，巴西进行了产能的扩张。但随后受疫情等因素的影响，我国的肉类蛋白消费下滑，巴西被迫进入产能清算阶段。

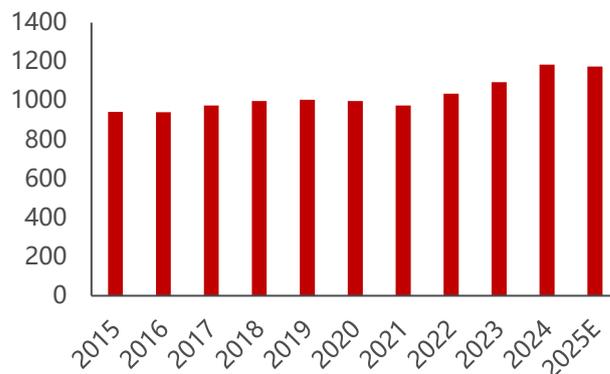
大规模清算的情况在阿根廷和乌拉圭都正在发生，巴西货币雷亚尔的大幅贬值带动牛肉出口成本下行影响了南美各国的牛肉出口前景，同时，中国的需求深刻的影响着整个南美地区的牛肉价格与产能变化。

图19: 巴西母牛屠宰量 (万头)



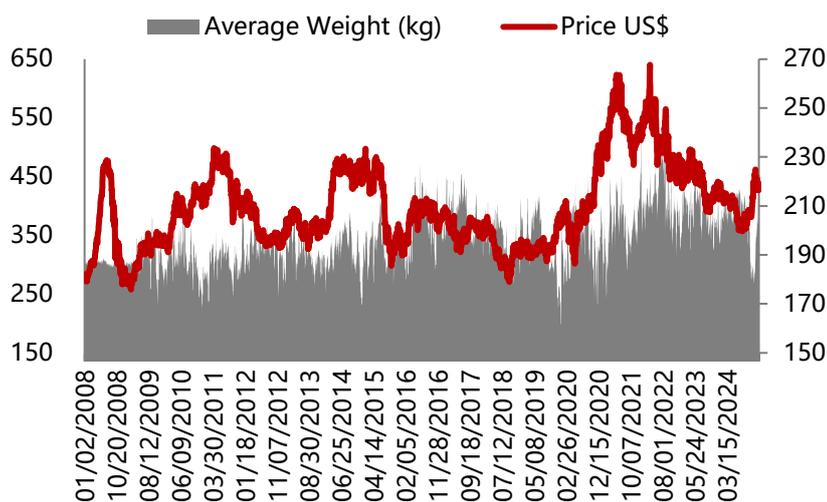
资料来源: ifind, 民生证券研究院

图20: 巴西牛肉产量 (万吨)



资料来源: ifind, 民生证券研究院

图21: 巴西牛犊价格和出栏体重



资料来源: ifind, 民生证券研究院

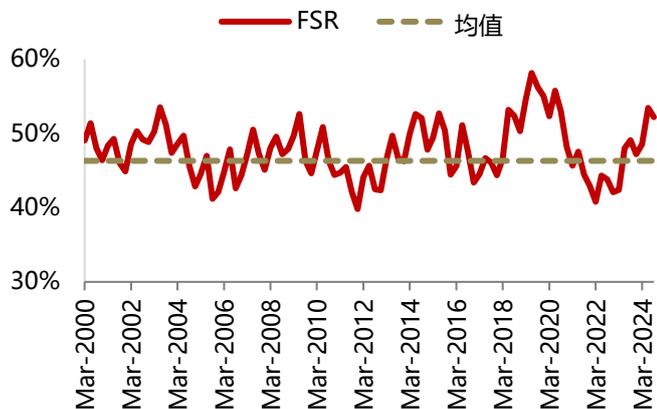
### 3.3 澳大利亚: 母牛屠宰率显著上升

根据 2024 年澳大利亚统计局 (ABS) 发布的畜产品数据显示, 在经历连续三年的产能扩张后, 澳大利亚牛群也已经进入清算阶段。截至 2024 年 9 月母牛屠宰率 (FSR) 达到了 52.2%, 超过 46% 的历史均值。母牛屠宰率 (FSR) 是衡量全国牛群是否处于重建或清算阶段的一个技术指标, 是反映屠宰的母牛数量与屠宰总数的百分比。

2024 年澳大利肉牛屠宰量预计达到 820 万头, 2025 年产量或惯性小幅增长, 而母牛屠宰率的回升是从 2024 年 7 月开始的, 意味着 2026 年开始, 澳大利亚的肉牛产量将开始出现下降。

澳大利亚是美国重要的牛肉进口来源国，美国牛肉减产也将带动澳大利亚牛肉的出口需求。

图22：澳大利亚母牛屠宰率 FSR



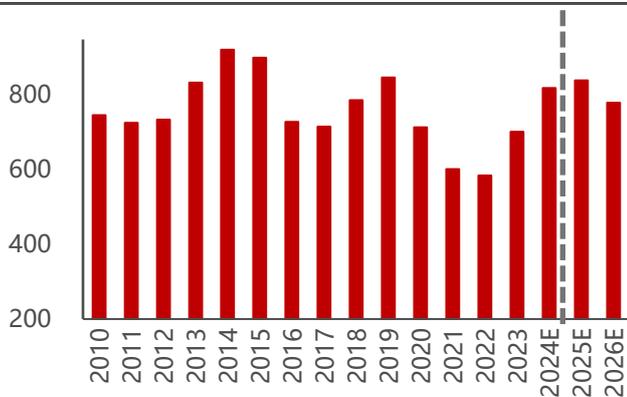
资料来源：Australian Bureau of Statistics, 民生证券研究院

图23：澳大利亚肉牛生产者价格指数及预测



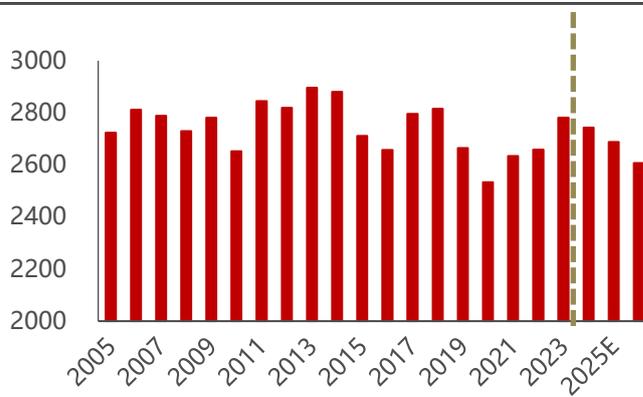
资料来源：Industry projections 2024 – Australian cattle, 民生证券研究院

图24：澳大利亚牛屠宰量及预估 (万头)



资料来源：Australian Bureau of Statistics, 民生证券研究院

图25：澳大利亚肉牛存栏量 (万头)



资料来源：Australian Bureau of Statistics, 民生证券研究院

## 4 以猪为鉴，牛周期拐点有迹可循

市场对于生猪产业的研究已经较为成熟和拥挤，无论是官方口径还是第三方口径均有高频的数据统计，而肉牛产业的研究还尚处于认知和信息获取都较为模糊的阶段。不过，我们认为肉牛与生猪同样作为畜牧产品，价格均存在周期性变化的特征，在研究方式方法上有互相参考和借鉴的价值。

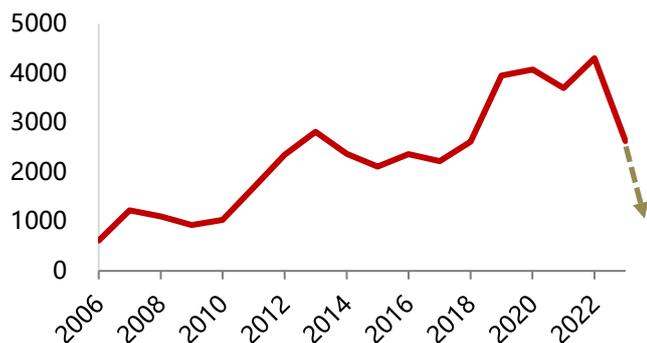
### 4.1 肉牛市场的低集中度带来潜在的较大预期差

2020-2022 年是我国肉牛养殖的强盈利周期，这其中很重要的原因是非洲猪瘟发生的几年间消费者肉类蛋白消费的转移，刺激了牛肉消费的增长。按照 2020 年行业开始补栏推算，从补充后备母牛到育肥牛出栏至少需要 37 个月，也就是三年时间，正好对应 2023 年开始的牛价下行期。

2023 年行业养殖利润显著恶化，开始进入去产能周期。肉牛养殖行业同样符合蛛网模型，且由于肉牛养殖集中度非常之低，且存在较为严重的信息不对称，这很类似于非洲猪瘟发生前的生猪养殖行业，**意味着长时间的亏损和产能去化，可能后期会带来较大的预期差和价格弹性。**

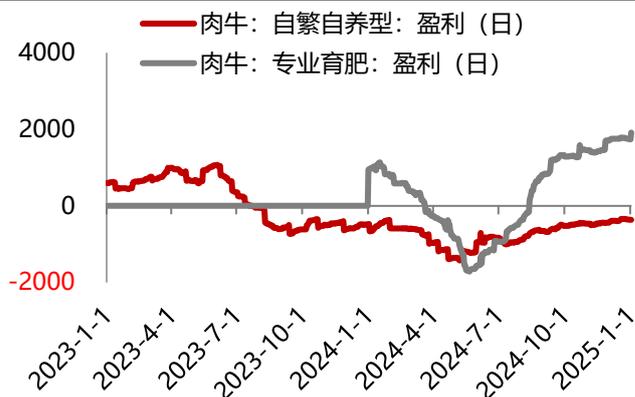
根据钢联的数据，截至 2024 年 12 月底肉牛自繁自养模式养殖成本为 25.5 元/公斤，2024 年年均亏损 725 元/头，专业育肥模式年均盈利 317 元/头。

图26：2006-2023 年中国散养肉牛单位净利润（元/头）



资料来源：ifind，民生证券研究院

图27：我国肉牛养殖利润（元/头）

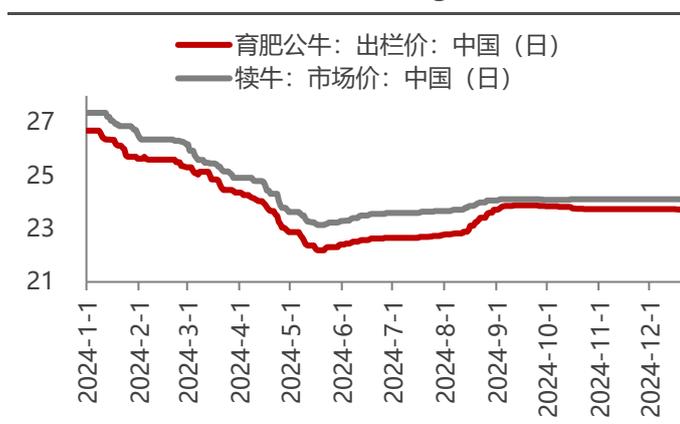


资料来源：钢联数据，民生证券研究院（数据截至 2025 年 1 月 2 日）

## 4.2 牛犊和育肥牛价格已十分接近

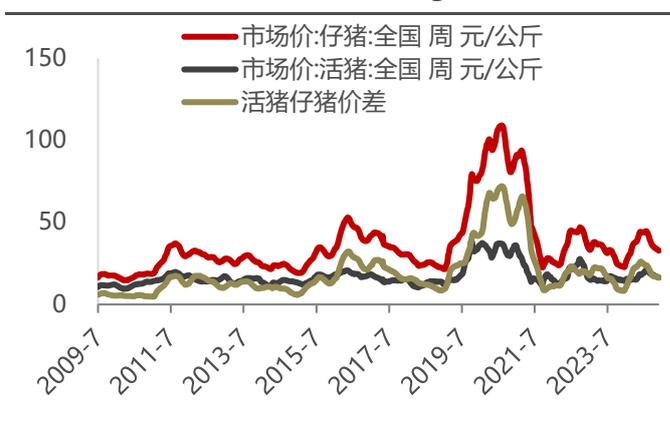
在 2020 年中国肉牛的景气周期中，当时母牛犊的主流市场价格曾一度高达 70~80 元/kg、公牛犊的主流市场价格为 60~70 元/kg、育肥公牛的主流出栏价格为 35~37 元/kg；但到了 2024 年年末，牛犊和育肥牛基本上都跌到了 20-25 元/kg，跌幅超过 60%，并且的价差已经缩小至 2 元/kg 左右。如果参考猪周期的研究，当仔猪和育肥猪的价差缩小到极限时往往是周期见底的信号，而这在肉牛市场已经持续了整整一年，我们认为这也是由于肉牛本身产能释放期较长导致的。

图28：牛犊和育肥牛的价格（元/kg）



资料来源：钢联数据，民生证券研究院

图29：仔猪和育肥猪的价格（元/kg）



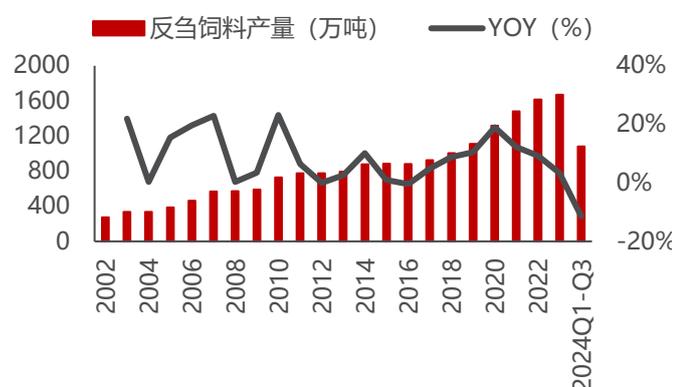
资料来源：ifind，民生证券研究院

## 4.3 饲料端预示牛周期开始发生深刻变化

由于中国官方对肉牛的存栏数据没有高频统计数据公布，我们只能通过饲料数据去侧面验证产能的变化。根据饲料工业协会的报告，**2024 年前三季度，我国反刍动物饲料产量 1081 万吨，同比下降 11.4%，是 2017 年以来的首次下降。**其中，奶牛、肉牛、肉羊饲料分别下降 13.1%、9.2%、11.4%。虽然肉牛饲料的幅度是三者中最小的，但是我们要考虑到 2024 年还处于育肥牛的产能释放期，考虑到育肥牛的饲料增量，母牛端饲料下滑的幅度大概率大于牛饲料整体的下滑幅度。

由于我国肉牛产业起步较晚，牛肉产量基数较低，所以过去数年间牛周期运行规律并不明显，牛肉价格呈现长期趋势性上涨，而肉牛的产能基本处于在波动中持续增长态势，反刍饲料产量在波动中稳步增长。但在经历 2020 年的这一波强扩张、叠加进口冲击的影响下，牛价才真正开启了供需失衡带来的大周期波动，这可能会为短期内我国的牛肉的供需平衡点测算做出了一个重要的参考。但从更长期的角度来看，牛肉市场仍然有较大的增长潜力。

图30: 我国反刍饲料产量及增速



资料来源: ifind, 民生证券研究院

图31: 中国肉牛存栏量月度统计 (头)



资料来源: 钢联数据, 民生证券研究院

## 4.4 牛/猪比价

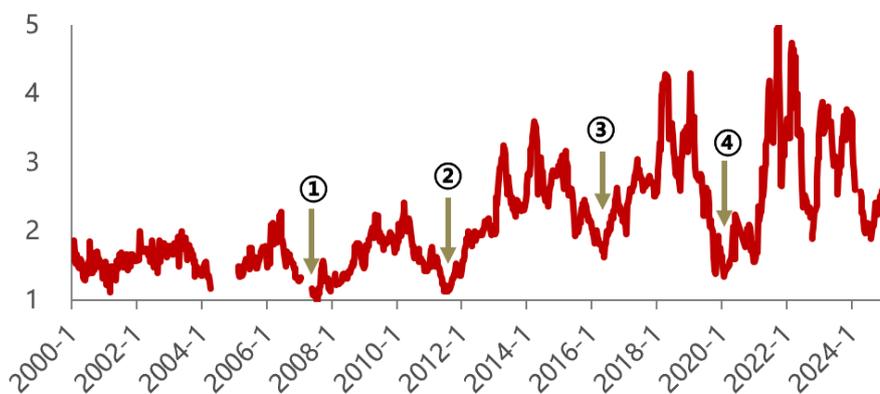
牛肉和猪肉作为肉类蛋白, 互相之间存在消费替代, 两者的价格周期有一定的联动性。我国生猪的全程料肉比大约在 3: 1 左右, 而肉牛在 6: 1 以上, 加上肉牛的饲养周期也是生猪的两倍, 两者之间造肉成本的差异决定了从长期来看牛肉的价格是猪肉价格两倍以上合理的。在过去若干年的时间里, 牛肉价格的波动远远小于猪肉, 因此牛肉和猪肉之间的价格比值受猪肉端的影响更大一些。我们看到当猪价快速上涨时, 牛/猪比价迅速回落, 在跌破 2: 1 时, 会刺激牛肉对猪肉的替代需求, 从而带来牛肉价格的补涨。

图32: 牛肉和猪肉价格走势 (元/kg)



资料来源: ifind, 民生证券研究院

图33：牛肉/猪肉比价



资料来源：ifind，民生证券研究院

**2025 年猪价波动率或有所降低。**2022-2023 年，我国生猪养殖行业通过各种方式手段降本增效，行业生产效率有了较大幅度的提升。2024 年，无论是产房存活率还是窝均健仔数继续小幅提升，并维持高位，也表明行业疫情防控取得了显著的成效。

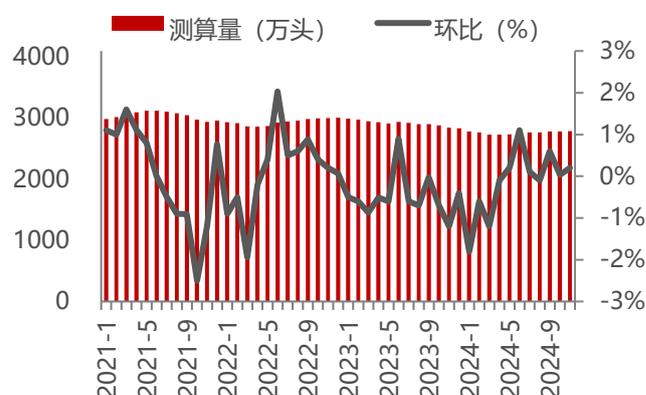
母猪存栏量从 2024 年 4 月开始止跌企稳，产能有所恢复但幅度整体不大，实际产能基数整体稳定。但由于生产效率的提升加上饲料成本下降能够支持体重维持更高水平，实际的供应压力不一定小，在不发生大规模疫病的情况下，2024 年猪价或整体维持偏弱的低波动率运行，猪肉对牛肉价格的拖累仍然存在，但当前牛/猪比价已经跌至 2:1 附近，边际上的影响在减少。2024 年 3 月后能繁母猪产能逐步进入上升通道，2024 年 8 月磨随着生猪供应恢复，旺季也很改猪价冲高回落趋势。**2025 年生猪产能恢复后，猪价仍持续承压，生猪产业或将再次进入去产能周期，这也为 2026 年肉类蛋白市场价格的上涨埋下了伏笔。**

图34：我国母猪生产效率月度变化



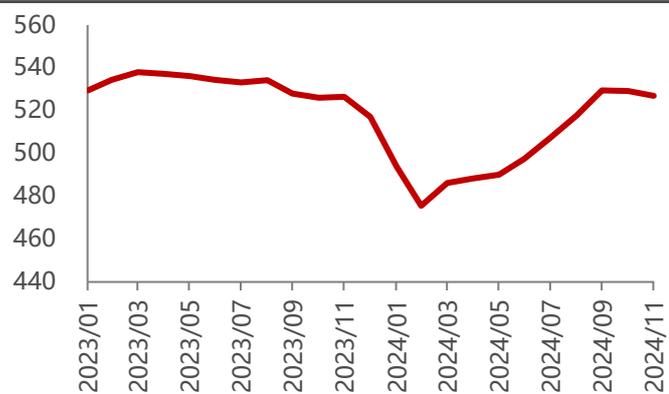
资料来源：钢联数据，民生证券研究院

图35：能繁母猪存栏量及环比增速



资料来源：钢联数据，民生证券研究院

图36: 仔猪出生数 (万头)



资料来源: 钢联数据, 民生证券研究院

## 5 奶周期与牛周期同步，是巧合还是必然？

如果我们把牛肉和原奶价格进行长维度的对比，相比于猪肉，这两者在长趋势上有着更强的重合度。除了在 2013 到 2015 年的那一轮周期原奶价格似乎比牛肉价格展示出了更大的向上弹性。我们认为这是因为当时原奶受海外定价的影响更显著，新西兰减产国内奶荒造成进口量大幅增加，国内外价格直接联动，波动加剧。

图37：原奶与牛肉价格周期长期来看基本同步（元/公斤）



资料来源：钢联数据，民生证券研究院（数据截至 2024 年 12 月 31 日）

我们分析牛肉和原奶周期同步的原因主要有几点：

牛肉和乳制品都属于改善型消费，曾长期受益于居民可支配收入和居民消费水平提高带来的景气度提升，当消费增速放缓时，二者的需求都会受到影响。

图38：社会消费品零售总额增速（%）



资料来源：ifind，民生证券研究院

图39：中国乳制品产量及增速



资料来源：ifind，民生证券研究院

**乳肉兼用型肉牛品种年产奶量不容小觑。**西门塔尔的杂交品种占到了我国肉牛存栏量的 60-65%，这是一种乳肉兼用型品种，母牛可用来产奶，公牛育肥屠宰。虽然我国大部分西门塔尔杂交牛后代更侧重肉用，产奶水平远远不及荷斯坦奶牛，但其基数较高，不免会对牛肉和牛奶的供应均有影响。在这里我们进行粗略的计算：

我国荷斯坦奶牛平均年单产 9.4 吨，西门塔尔牛核心群平均年单产约 3-4 吨，引进后通过与国内本土黄牛杂交以改善生产性能表现。我国本土黄牛泌乳量偏低，基本在 800kg 以内，仅能够满足牛犊的饲喂。在杂交后我们假设按照泌乳量提升 20%/30%/40% 计算则能够产奶 0.96/1.04/1.12 吨。除去犊牛哺乳量后，一头西杂母牛每年约有 0.16/0.24/0.32 吨奶可以流向消费市场。我国肉牛母牛存栏量约 4000 万头，西杂牛后代约 2400 万头，除去哺乳消耗量一年可产奶 384/576/768 万吨，2024 年我国原奶产量 4161 万吨，相当于肉牛产奶量至少占总产量 9%。

**表6：西门塔尔杂交肉牛年产量测算**

泌乳量提升	20%	30%	40%
西门塔尔年平均产奶量 (吨)	0.96	1.04	1.12
去除犊牛不如和产奶量 (吨)	0.16	0.24	0.32
西门塔尔杂交牛后代数 (万头)	2400	2400	2400
西门塔尔杂交牛哺乳外年奶产量 (万吨)	384	576	768

资料来源：USDA，民生证券研究院

**淘汰奶牛是牛肉市场的补充环节。**2023 年我国奶牛存栏量预计达到 1200 万头，成年母牛按 50% 占比计算约 600 万头。通常情况下奶牛每年的淘汰率在 10%-20%，在全行业亏损的情况下，淘汰率必然会出现上升，假设淘汰率提升至 30%，这意味着每年会有 180 万头淘汰母牛流入肉类销售市场，按照 700kg 的体重和 50% 的出肉率计算，**大概给我国牛肉市场提供 60 万吨左右的增量。**我们认为奶牛淘汰可能在明年仍然有可能延续，但后期随着奶牛基数的下降，对牛肉市场的冲击从边际上在逐渐递减。

**奶牛生产的公牛犊可进入育肥环节。**600 万头成母牛每年产牛犊中一半为公牛犊，也就是 300 万头。奶牛的公牛犊一般会有三种处理方式：①品质优秀的用来留种；②抽血清后直接进行淘汰；③育肥后当作肉牛屠宰。如果按照各占 1/3 的比例计算，那么奶牛能够提供的牛肉产量大约为  $300 \times 33\% \times 700\text{kg} \times 50\% \approx 35$  万吨。**整体而言，奶牛养殖产业链大约能够每年生产不到 100 万吨的牛肉。**2024 年我国牛肉产量为 779 万吨，相当于奶牛产肉量占牛肉总供应约 12%。

由此可见，奶牛和肉牛养殖看似是两个独立的市场，但由于两者均可产奶产肉，导致一方产能过剩会加剧另一方的过剩，一方短缺会加剧另一方的短缺。当前原奶与牛肉都处于供应过剩的价格探底阶段。**而由于规模化水平的差异较大，本轮肉牛产能出清的时间或早于奶牛，且出清力度会更强，后期牛肉价格弹性或也高于原奶，但整体而言两者之间存在互相促进的作用。**当牛肉价格率先进入上涨通道后，牧场将有动力将奶牛当作育肥牛出售，进而导致市场上原奶供应量减少，最终实现奶肉价格的联动效应。**肉牛养殖的景气度有望向奶牛养殖延伸，并最终实现整个牛养殖板块的景气度共振。**

## 6 投资建议

2023-2024 年处于牛养殖行业产能释放期，行业盈利情况持续恶化，当前已经形成价格底部，磨底时长受到海外供给、进口政策和存栏变化等多重因素的影响，景气度拐点最早 2025 年下半年，最晚 2026 年有望出现。对于行业集中度偏低的牛养殖行业而言，结构优化趋势更显著，头部企业或将逐步获得定价权，建议关注肉牛育种养殖销售一体化的福成股份。

## 7 风险提示

**1) 牛肉价格反弹不及预期风险。**如果牛肉供给始终维持高位，牛肉价格长时间低迷，行业盈利能力或不及预期。

**2) 天气灾害导致原材料价格波动风险。**玉米、小麦、稻谷等农产品价格若遭遇恶劣天气导致供应下滑，将造成原材料价格大幅上涨，提升养殖业经营成本，或对行业内公司业绩造成一定影响。

**3) 政策不确定性风险。**中国反倾销政策从调查至立案至少需要 60 天时间，政策实施与否和强度对于进口牛肉供应量将产生影响，进而传导至价格波动。

## 插图目录

图 1: 母牛——肉牛的配种养殖过程	3
图 2: 牛肉价格的影响因子	4
图 3: 2023 年全球主要国家牛肉胴体重 (kg/头)	4
图 4: 2023 年全球各国活牛产量 (万头)	4
图 5: 2024 年全球各国牛肉产量 (万吨)	5
图 6: 2022 年中国各省份肉牛出栏占比	5
图 7: 中国肉牛养殖区域分布	5
图 8: 2016-2023 年中国牛肉产量及进口量	6
图 9: 2023 年中国牛肉主要进口来源国	6
图 10: 巴西, 阿根廷和乌拉圭冻牛肉进口价格 (元/kg)	6
图 11: 2024 年各国牛肉和小牛肉人均消费量 (千克)	8
图 12: 中国肉类消费量占比	8
图 13: 美国不同规模养殖场的生产成本	10
图 14: 2008-2022 年中国不同养殖规模的养殖户占比	10
图 15: 中美玉米生产者价格差异 (美元/吨)	11
图 16: 中美肉牛养殖的饲料成本 (元/头)	11
图 17: 美国肉用母牛存栏量 (万头)	12
图 18: 2000-2024 年美国断奶小牛价格 (美元/头)	12
图 19: 巴西母牛屠宰量 (万头)	13
图 20: 巴西牛肉产量 (万吨)	13
图 21: 巴西牛犊价格和出栏体重	13
图 22: 澳大利亚母牛屠宰率 FSR	14
图 23: 澳大利亚肉牛生产者价格指数及预测	14
图 24: 澳大利亚牛屠宰量及预估 (万头)	14
图 25: 澳大利亚肉牛存栏量 (万头)	14
图 26: 2006-2023 年中国散养肉牛单位净利润 (元/头)	15
图 27: 我国肉牛养殖利润 (元/头)	15
图 28: 牛犊和育肥牛的价格 (元/kg)	16
图 29: 仔猪和育肥猪的价格 (元/kg)	16
图 30: 我国反刍饲料产量及增速	17
图 31: 中国肉牛存栏量月度统计 (头)	17
图 32: 牛肉和猪肉价格走势 (元/kg)	17
图 33: 牛肉/猪肉比价	18
图 34: 我国母猪生产效率月度变化	18
图 35: 能繁母猪存栏量及环比增速	18
图 36: 仔猪出生数 (万头)	19
图 37: 原奶与牛肉价格周期长期来看基本同步 (元/公斤)	20
图 38: 社会消费品零售总额增速 (%)	20
图 39: 中国乳制品产量及增速	20

## 表格目录

表 1: 不同品种肉牛养殖周期	3
表 2: 2025E 全球各国牛肉供需情况 (万吨)	6
表 3: 反倾销流程	7
表 4: 美国肉牛养殖行业的集中度	10
表 5: 中巴肉牛养殖成本对比	11
表 6: 西门塔尔杂交肉牛年产奶量测算	21

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048