



# 农林牧渔行业研究

买入（维持评级）

行业深度研究

证券研究报告

农林牧渔组

分析师：张子阳（执业 S1130524120008）

zhangziyang@gjzq.com.cn

## 牧业专题一：产能去化趋势确定，原奶价格反转可期

### 周期复盘：原奶价格下行近 4 年，本轮周期拐点可期

**供需错配导致奶价波动，生产周期影响周期长度。**原奶价格的波动主要系供需错配导致，复盘过去近 20 年奶价，平均来看原奶周期长度约在 5 年左右，每一轮周期长度受去产能速度、终端需求变化等因素影响。每轮原奶周期的上行年份大约为 3 年左右，主要系奶牛从出生到产奶至少需要 23 个月左右的时间，考虑奶牛配种与固定资产的修建，从决定扩大生产到产量提升至少需要 2 年的时间。去产能的速度则受疫病、行业亏损程度、行业政策、需求变化等一系列因素的影响，上一轮周期在需求增速放缓和生产效率快速提升的背景下，奶价下行周期持续了约 4 年。

**本轮原奶价格下跌接近 4 年，产能去化有望驱动周期企稳回升。**本轮奶价自 21 年下跌至今已经超过 3.5 年，本轮奶价下跌的时长远超此前几轮周期，我们认为本轮下跌时间拉长主要系：1. 规模化提升使得行业抗压能力增强；2. 成本中枢下移，2023 年行业才开始大面积亏损；3. 肉牛价格低迷扰动去化意愿。4. 终端需求表现弱于预期。奶价的持续下跌导致行业出现普遍亏损，2024 年中我国奶牛养殖行业亏损面已经超过 80%，亏损下 2024 年全年奶牛存栏同比下降约 4.5%，目前行业依旧处于亏损状态，预计产能去化有望加速。

### 供需推演：国内产能去化持续进行，海外价格倒挂压缩进口量

**奶价低迷持续亏损，奶牛存栏有望加速去化。**根据产能和奶价的季节性趋势来看，我们预计 2025H1 原奶价格依旧存在下跌空间，目前奶价已经低于行业完全成本水平，随着奶价的持续走弱，上游牧业经营压力持续增加，而在牛肉价格上涨以及饲料储备的资金压力驱动下，行业去产能速度有望加速。同时根据奶牛的生产特性来看，2019-2022 年的出生奶牛的淘汰高峰期在 2023-2026 年，亏损下前期快速增长的奶牛面临快速淘汰的境遇。2023 年亏损以来行业已经连续 2 年淘汰低效奶牛，从生产效率来看预计边际增加有限，2024Q4 我国牛奶产量同比下滑约 9%，奶牛存栏下降即驱动产量下滑。

**海外奶价企稳回升，进口端或仍有下降空间。**随着国内奶价的持续走弱，进口大包粉比价提升导致进口乳制品持续减少，还原原奶数量后我国 2022-2024E 原奶进口量分别同比-15%/-10%/-8%，进口量占比从 33%下降至 28%。目前海外大包粉价格折算后高于国内生产成本，根据 USDA 预测数据 2025 年全球奶价相对保持平稳，而近期海外奶价持续提升，预计倒挂背景下进口端仍有下降空间。

**供给下降叠加消费好转预期，年底奶价有望企稳回升。**我们预计 2025 年产能与进口端持续呈现缩减态势，从奶牛存栏数据来看，2024 年底奶牛存栏同比-4.5%，较前三季度平均奶牛存栏约下降 2.5%，综合考虑我们假设截至 2024 年底整体供需端约有双位数左右的供给过剩。国内生产方面，我们认为随着亏损的持续进行，预计奶牛存栏单月去化速度平均有望超过 0.5%；进口方面预计 2025 年进口总量依旧呈现下降态势，但是总体下降幅度或难以提升，我们预计总量下滑中高个位数到双位数的区间。若需求端整体平稳，根据我们的测算预计年底原奶供需有望基本平衡，考虑到政策端对牛奶需求的提振，预计下半年牛奶需求有望边际好转，奶价有望企稳回升。

### 2025H2 周期有望触底回升，重视牧业投资机会

**周期底部反转可期，重视牧业布局良机。**牧业公司股价表现与奶价走势相关性较高且弹性更加充足，且在学习效应下投资启动时间逐步偏左，去化加速期已经成为投资布局两级。从历史估值位置与牧业公司盈利能力来看，目前板块估值水平依旧远低于景气上行估值中枢，随着板块去产能速度的加快以及奶价拐点的到来，板块仍有充足的上行空间，建议关注头部牧业集团。

### 风险提示

产能去化不及预期、终端消费恢复不及预期、政策风险、动物疫病风险。



## 内容目录

一、周期复盘：周期下行接近 4 年，25 年奶价有望触底回暖.....	4
1.1 周期复盘：多因素交织导致供需错配，原奶价格弹性表现充足.....	4
1.2 国内供给：亏损下产能去化有望加速，供给收缩持续进行.....	8
1.3 进口端：进口性价比不足，预计进口持续减少.....	12
1.4 供需推演：供需平衡可期，奶价有望底部回暖.....	15
二、周期拐点渐行渐近，重视牧业左侧投资机会.....	17
风险提示.....	21

## 图表目录

图表 1： 历史奶价走势复盘（元/公斤） .....	5
图表 2： 2014 年后我国乳制品销量开始放缓.....	6
图表 3： 乳制品销售价格的下跌使得表观市场规模下滑较多.....	6
图表 4： 国内原奶供给测算.....	7
图表 5： 我国奶牛成本与销售价格走势.....	7
图表 6： 现代牧业净利润表现（亿元） .....	7
图表 7： 2024Q3 牛奶产量开始同比下滑.....	8
图表 8： 奶牛的生长周期解析.....	8
图表 9： 华南规模场奶牛不同胎次单产水平（KG/年） .....	9
图表 10： 奶牛产奶存在季节性（KG/天） .....	9
图表 11： 奶牛存栏增长高峰在 2022 年.....	9
图表 12： 牛奶价格的季节性趋势（元/公斤） .....	9
图表 13： 行业规模化率持续提升.....	10
图表 14： 奶牛单产提升速度边际放缓.....	10
图表 15： 山东省平均奶牛养殖盈利情况（元/头/季） .....	10
图表 16： 2023 年牛肉价格快速下跌（元/公斤）.....	10
图表 17： 现代牧业 2021 年原奶成本拆分.....	11
图表 18： 上市公司原奶成本与饲料成本占比.....	11
图表 19： 奶牛养殖成本情况.....	11
图表 20： 优然牧业奶牛存栏与增速.....	11
图表 21： 现代牧业奶牛存栏与增速.....	11
图表 22： 国内原奶价格与海外大包粉价格存在一定的联动性.....	12
图表 23： 2024 年主要国家产量分布.....	12



图表 24: 2024 年全球乳制品出口占比情况.....	12
图表 25: 过去两年全球奶牛存栏量下降.....	13
图表 26: 全球乳制品产量与产量预计小幅回升.....	13
图表 27: 过去几年欧盟奶牛存栏趋势下滑.....	13
图表 28: 新西兰奶牛存栏 2024 年下降.....	13
图表 29: 美国奶牛存栏 2024 年小幅下滑.....	13
图表 30: 澳大利亚奶牛存栏预计小幅回升.....	13
图表 31: 全球乳制品交易平均价格表现强势（美元/吨）.....	14
图表 32: 进口乳制品性价比不足导致进口量下滑.....	14
图表 33: 奶牛存栏变动对供给端变化敏感性分析.....	16
图表 34: 库存周期对需求传导的时长存在差异.....	17
图表 35: 原奶价格、现代牧业股价和利润走势复盘.....	18
图表 36: 学习效应下猪周期投资机会逐步偏左.....	19
图表 37: 现代牧业 PB 水平.....	19
图表 38: 现代牧业 PE 水平.....	19
图表 39: 优然牧业 PB 水平.....	20
图表 40: 优然牧业 PE 水平.....	20
图表 41: 现代牧业头均成母牛盈利（元/头）.....	20
图表 42: 优然牧业头均成母牛盈利（元/头）.....	20
图表 43: 牧业公司净利率水平.....	20



## 一、周期复盘：周期下行接近 4 年，25 年奶价有望触底回暖

### 1.1 周期复盘：多因素交织导致供需错配，原奶价格弹性表现充足

从 2008 年奶价开始复盘，国内原奶价格主要经历了以下几个阶段：

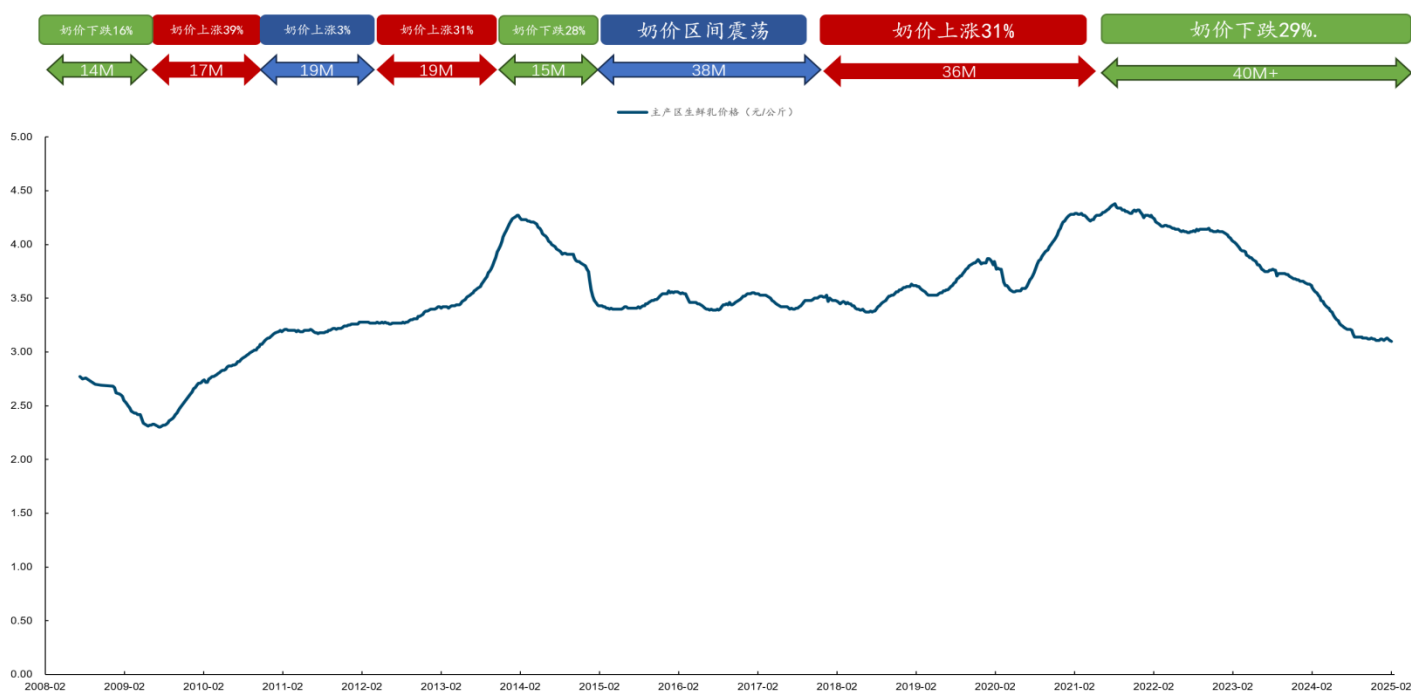
1. **2008 年 5 月-2009 年 7 月奶价趋势下行：**主要系三聚氰胺事件导致消费者信心下降，需求端大幅下降，同时政策端严控奶源，乳制品企业原奶收购量大幅减少导致奶价快速下跌。
2. **2009 年 7 月-2014 年 2 月奶价趋势上行：**三聚氰胺事件导致大量产能出清，2009H2 消费端在政策支持下逐步回暖驱动奶价底部好转，同时 2010 年的生鲜乳新国标进一步出清奶源，原奶价格开始步入上行期；2011-2012 年间乳制品供需双增，受到进口替代等因素的影响，奶价上涨相对温和。2013 年国内受高温和疫病的影响使得供给端大幅收缩，进口端受制于新西兰恒天然大包粉肉毒杆菌事件，供需缺口进一步扩大下奶价快速冲顶。
3. **2014 年 3 月-2018 年 6 月调整后平稳运行：**2014 年初奶价下跌主要系上一轮“奶荒”下行业产能补充较快，同时海外大包粉性价比比较高使得进口量和库存有所增加，原奶价格见顶后快速下跌。奶价经历一年的调整后在 2015 年中跌至底部后开始企稳，随后需求增长相对放缓，叠加进口占比逐年增加压制国内奶价，奶价整体在底部区间运行。由于单产的提升，行业奶牛存栏量在 2015-2017 年间持续下降，同时行业规模化率不断攀升。
4. **2018 年 6 月-2021 年 9 月趋势上行：**行业多年磨底跌价环保政策加速产能出清，2018 年后供需已经处于紧平衡位置，奶价较此前有所回暖；随着公共卫生事件期间白奶需求明显提振，乳制品消费增加拉动价格上涨。此外，同期大宗农产品价格上涨提升养殖成本，而其他动物蛋白价格在此阶段相对处于高位，原奶价格快速上行，周均价最高时达到 4.38 元/公斤。
5. **2021 年 9 月至今趋势下行：**前期原奶价格上涨刺激行业内奶牛存栏快速提升，社会资本大量涌入行业增加产能建设，随着国内液奶需求增速放缓以及新增产能的逐步投产，原奶价格自 2021 年中开始快速下跌，截至目前下跌已经超过 40 个月。

由于生产的时滞性以及突发事件对供需的影响，虽然原奶价格走势呈现出生产周期影响下的周期性波动，但是上行与下行的时间长度因驱动因素不同存在差异。整体来看一轮原奶周期的上行周期长度约为 2-3 年，主要系产能低位到产能补充存在奶牛生长的天然周期，这部分时间难以缩短。下行周期长度在 08/14 年分别为 1 年和 4 年，2008 年下行周期较短主要系产能去化在政策引导下较为激烈，同时政策对需求端承托较好；2014 年奶价下跌后经历了较长时间的磨底，主要系规模化的提升驱动生产效率提振。由于本轮行业规模化程度进一步提升，同时需求端也呈现弱复苏态势，预计本轮下行周期持续时间较长，产能端仍有去化空间，下文将探寻过往周期特征的成因与影响因素。





图表1：历史奶价走势复盘（元/公斤）



来源：Ifind，农业农村部，国金证券研究所

**2014 年以前需求端维持较快增长，突发事件导致供需错配。**2014 年以前我国乳制品需求处于稳健增长阶段，只有 2008 年受三聚氰胺事件的影响使得消费总量下滑约 0.6%，而在原奶供给依旧处于惯性增长的背景下，需求端的大幅下滑使得原奶价格快速下跌。行业亏损情况下产能随即出现调整，2009 年我国牛奶产量同比下降 0.5%，而上半年乳制品产量同比-3.25%，产量的下降为原奶价格的企稳回升提供了基础。与此同时，三聚氰胺事件后国家对食品安全管理也逐步重视起来，2008 年 11 月颁布《奶业整顿和振兴》等政策加强奶源管理；2009 年 6 月 1 日开始施行《食品安全法》保障消费者食品安全。同时还有一系列促经济增长政策支持，宽松环境下商品价格趋势上行，我国居民乳制品消费量和消费信心开始回升，2009 年下半年乳制品消费开始回暖，全年乳制品销量同比增长 7%，原奶价格持续上涨至 2011 年年初。

2011-2012 年在供需双增的背景下，牛奶价格整体保持平稳，行业实现较好利润表现，期间行业规模化程度不断增加，行业生产效率稳步提升。2013 年由于夏季高温和动物疫病影响，我国奶牛存栏减少导致牛奶产量同比下滑 5.5%，同期进口受食品安全问题影响减少，而销售量同比增长 8.8%，供给端缺口使得原奶价格实现大幅上涨，从而刺激产能的增长。进入 2014 年 2 月随着进口端恢复正常和产能的逐步恢复，原奶价格逐步回落，前期产能的增加也使得后续板块进入亏损期。

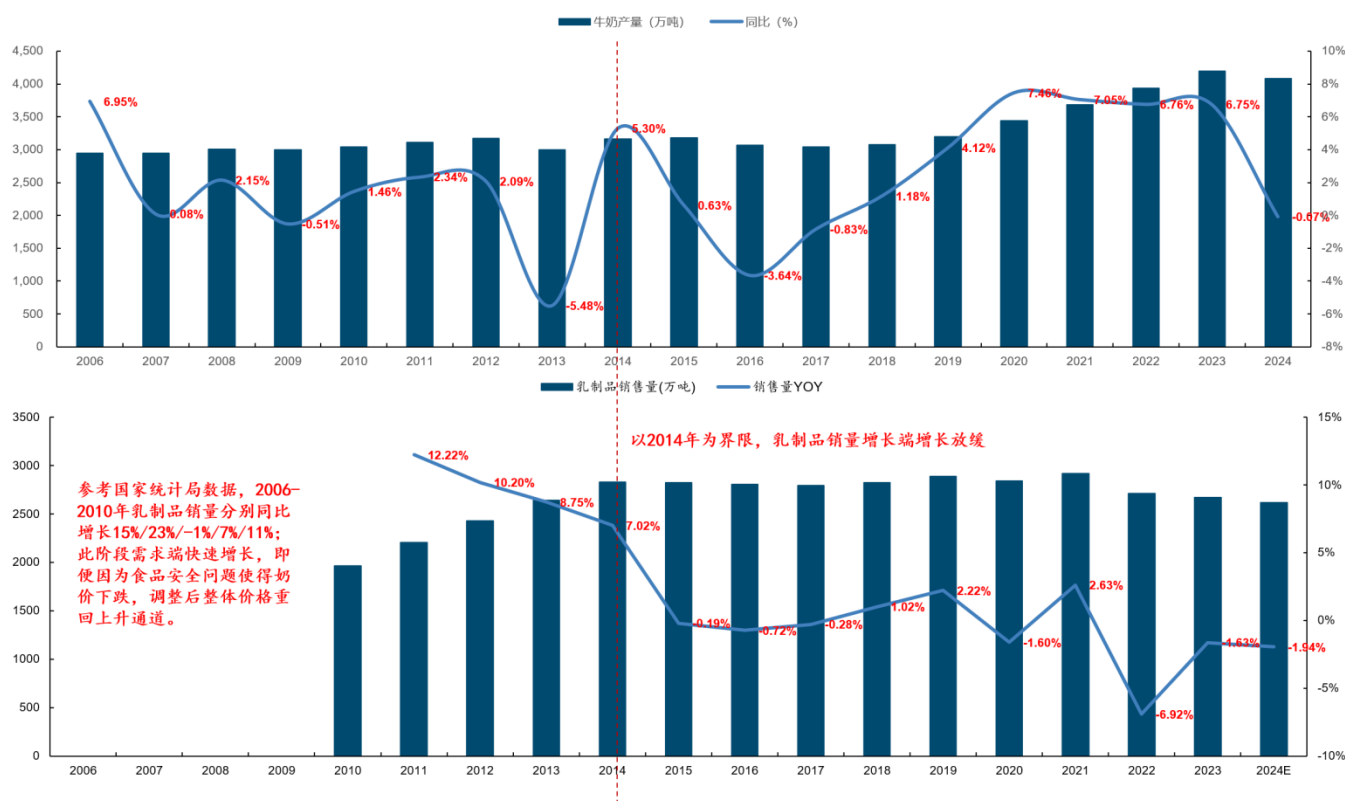
**2014 年以后整体需求增速放缓，需求提振驱动上轮大周期。**在 2013 年“奶荒”出现后，高奶价刺激下我国牛奶产量快速恢复，整体产能呈现宽松状态，2015-2017 年奶价保持低位震荡，主要原因系供给端恢复后需求表现较为疲软。从供给端看，2014 年我国牛奶产量 3160 万吨，同比+5.3%的情况下已经接近 2012 年牛奶产量，国内供给端已经基本恢复正常。从需求端来看，受宏观经济形势影响 2015 年乳制品销量同比下滑 0.19%，而 2014-2019 年我国乳制品终端销量 CAGR 仅为 0.40%，远低于此前的水平。虽然 2014-2019 年我国牛奶产量的复合增速仅为 0.26%，表观来看需求增速依旧快于供给增速，但是由于我国乳制品进口量在 2014 年之后逐年提升，还原成原奶后进口与国产总供给量的 CAGR 为 2.07%，行业供给增速快于需求增速，供大于求下行业整体呈现亏损态势。根据奶业协会数据显示 2015 年至 2018 年国内 50%的牧场陷入亏损，奶价低迷下出现“倒奶杀牛”行为，国内奶牛存栏连续 5 年存栏下降，从 2014 年的 857 万头下降至 2019 年的 471 万头。但是由于生产效率的提升和海外进口补充，这几年奶价整体较为低迷，呈现出较强的季节性波动，行业产能持续调整。

随着产能的持续下降，2018 年三季度原奶价格开始进入上行周期，同时成本上行推动整体奶价中枢有所提升，2019 年底奶价已经回升至 2014 年底以来的新高 3.86 元/公斤。随后因为饲料成本上行+乳制品需求快速提升驱动奶价快速上涨并且在 2021 年 8 月份见顶。2019 年奶价回升促使下游养殖企业向上布局养殖，公共卫生事件期间乳制品需求的快速



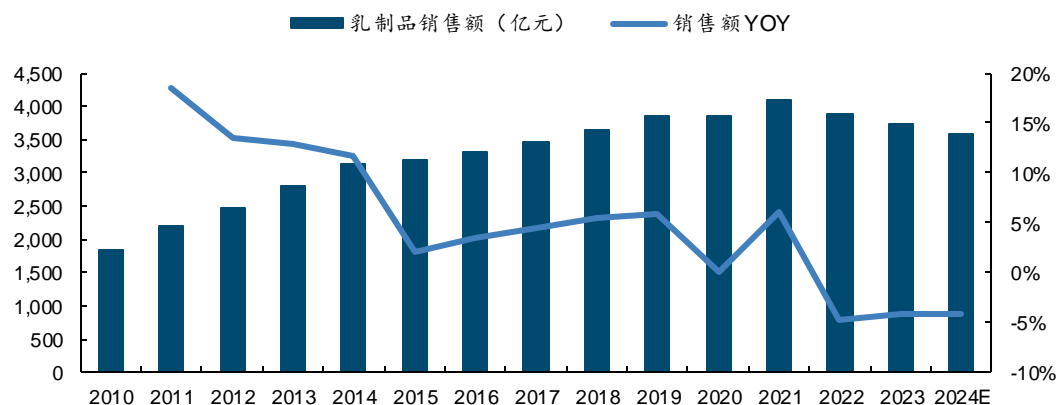
提升使得行业内对开放后需求情况较为乐观，进一步加速了上游牧场的扩张脚步，而奶牛2年左右的生产周期使得2021年下半年原奶产量开始释放，2021-2023年我国牛奶产量均保持高个位数的增长。随着开放后乳制品需求有所走弱，供强需弱的背景下原奶价格自2021年底持续下跌，截至目前较高点下滑约29%。此阶段导致原奶价格明显波动的因素：  
1. 2014-2017年连续几年的亏损使得行业奶牛存栏大幅下降，2017年环保政策进一步加速了奶牛产能调整，从而驱动了2018年的奶价第一轮上涨  
2. 乳制品需求走强，在需求提振的背景下原奶价格大幅走高，养殖产能在2年间大幅提升；随着需求回归常态，原奶供需呈现供大于求的状态。

图表2：2014年后我国乳制品销量开始放缓



来源：Ifind，国家统计局，欧睿，国金证券研究所

图表3：乳制品销售价格的下跌使得表观市场规模下滑较多



来源：欧睿，国金证券研究所

目前来看原奶依旧处于供给过剩的状态，行业需要一定量的去产能才能实现供需平衡，基于我国牛奶产量、进口量乳制品还原成原奶，我们构建了如下表的供给测算。根据历史行



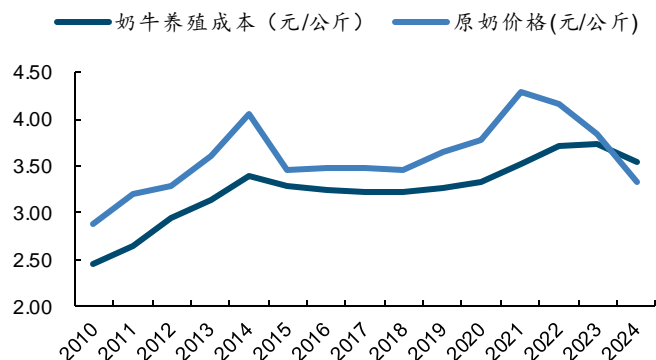
业盈利情况来看，上轮价格周期中 2018-2019 年是行业由亏转盈的年份，当年现代牧业实现净利率水平约为 6%，我们以 2019 年的供给作为基准线来判断目前的供需变化情况。经测算 2024 年我国原奶总供给较 2019 年增加约 14%，而需求端根据不同数据口径的变化幅度存在差异，需求端的判断相对更加困难，我们假设需求端较 2019 年基本持平。根据国家统计局数据 2024 年下半年我国牛奶产量开始同比转负，在假设需求端相对平稳且下半年产能已经有所调整的背景下，我们预计截至 2024 年整体原奶产能供给过剩约 10%+的水平，其中包含国内生产和进口两部分，而产能端的持续调整或使得 2025H2 原奶价格有望供需平衡，下文我们会就国内产能与进口两部分讨论供给端变化的趋势。

图表4：国内原奶供给测算

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024A/E
国内牛奶产量（万吨）	3,160	3,180	3,064	3,039	3,075	3,201	3,440	3,683	3,932	4,197	4,079
YOY	5.30%	0.63%	-3.64%	-0.83%	1.18%	4.12%	7.46%	7.05%	6.76%	6.74%	-2.80%
进口折算原奶（万吨）	1319	1117	1301	1507	1645	1761	1915	2251	1917	1718	1587
YOY	6.65%	-15.31%	16.47%	15.84%	9.12%	7.05%	8.75%	17.53%	-14.82%	-10.39%	-7.63%
出口折算原奶（万吨）	14	10	10	13	23	24	14	16	15	24	35
YOY	20.55%	-31.25%	0.75%	27.11%	81.08%	5.53%	-41.44%	16.97%	-10.69%	62.49%	46.48%
总供给（万吨）	4465	4287	4356	4534	4697	4938	5341	5917	5834	5891	5631
YOY	5.65%	-3.98%	1.59%	4.09%	3.60%	5.14%	8.16%	10.78%	-1.40%	0.97%	-4.41%

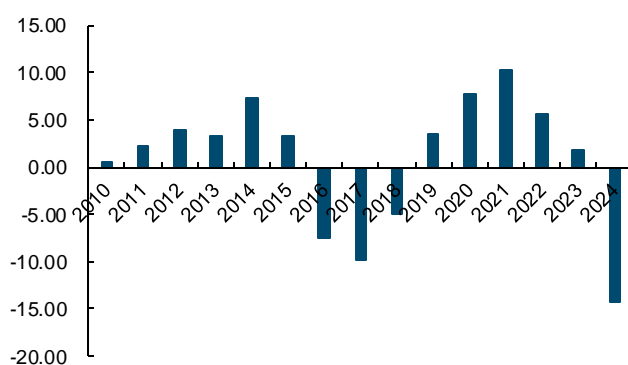
来源：Ifind，中国奶业贸易月报，国金证券研究所（干乳制品以 1: 8 测算）

图表5：我国奶牛成本与销售价格走势



来源：Ifind，全国农产品收益汇编，山东省奶业协会，国金证券研究所（2024 年成本采用山东省奶业协会数据推算，口径存在小幅差异）

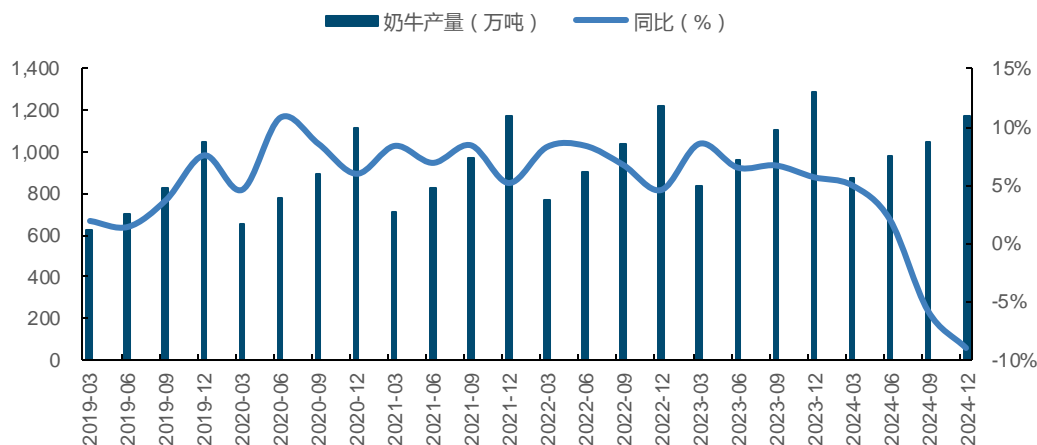
图表6：现代牧业净利润表现（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所



图表7：2024Q3 牛奶产量开始同比下滑



来源：Ifind，国家统计局，国金证券研究所

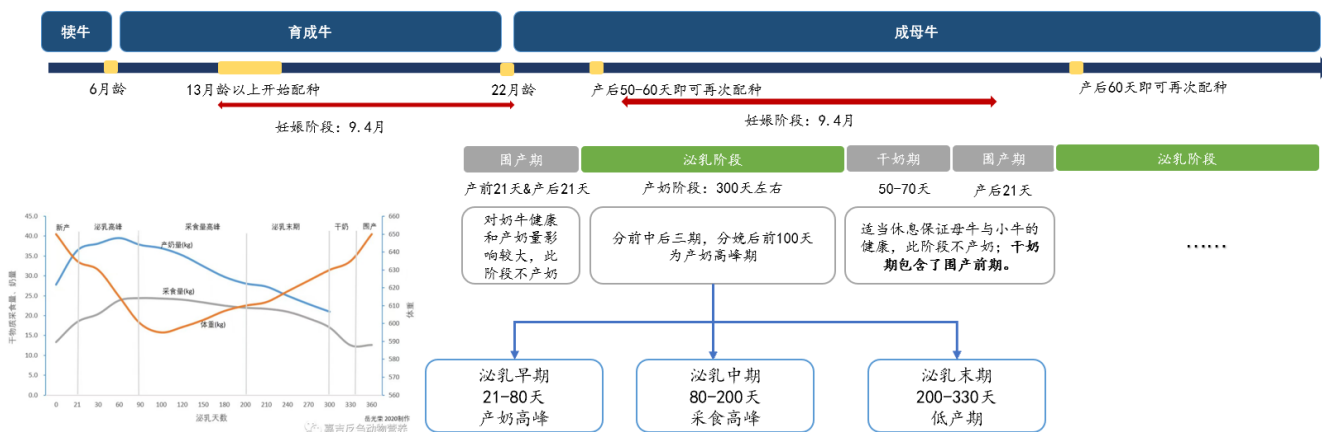
## 1.2 国内供给：亏损下产能去化有望加速，供给收缩持续进行

原奶作为初级农产品，决定其价格的主要因素是供需关系，原奶价格的周期性波动由供需变化决定。从供给端看，决定原奶产量的因素是奶牛存栏量与奶牛单产水平，而影响这两个变量的因素有奶牛品种结构，养殖成本与利润，饲养技术，生产季节性，疫病影响等，我们可以通过跟踪奶牛存栏量来推测未来牛奶产量变化的趋势。此外，除了国内奶牛生产情况还要考虑进出口对国内供需的影响，因为历史上来看海外与国内奶的比价会影响进口的数量从而影响国内的价格。

首先我们需要了解奶牛的生产周期、生产特性和成长节奏，从而判断奶牛存栏量变化对生产周期的影响的时滞性；同时我们需要跟踪奶牛的存栏变化和牛群整体的产能变化来确定牛奶的产量变化趋势。

**奶牛的生产周期较长：**通常来讲引入犊牛最早 13 个月可以开始配种，而母牛经过约 9.5 个月配种和 20 天的围产期后可以开始产奶，即奶牛出生后约 2 年可以开始生产，即从犊牛开始培养，即便不考虑固定资产投建周期，至少需要 2 年时间才可以扩充产能；即便拥有性成熟的母牛，配种后至少需要 10 个月以上才能开始产奶。

图表8：奶牛的生长周期解析



来源：优然牧业公告，荷斯坦杂志，嘉吉动物营养，国金证券研究所

**奶牛产奶期：**奶牛生产后分为泌乳早期/中期/末期，通常来讲分娩后 100 天左右到达产奶高峰，随后产奶量开始出现下降。奶牛生产后 50-60 天即可再次配种，通过 280 日的妊娠期再次生产犊牛，期间只有干奶期和围产期停止产奶，即奶牛全年可以生产牛奶 280 天



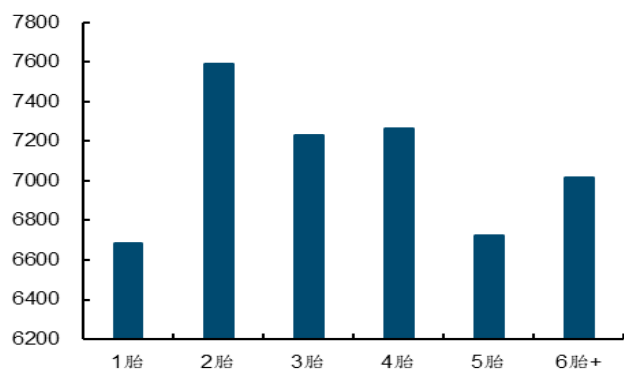


左右。

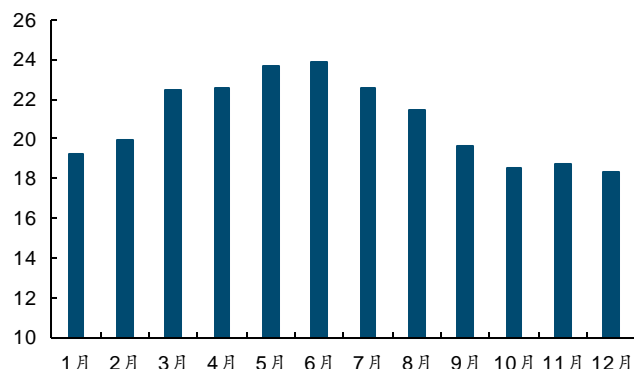
**奶牛胎次：**奶牛平均生产 3-4 胎奶量开始下降，通常来讲奶牛可以养殖到生产 5-6 胎后进行淘汰，但是由于疾病管理以及养殖场追求饲养效率，我国奶牛平均胎次在 2.7 左右，即奶牛会在 4 岁左右进行淘汰，所以 2020-2022 年出生奶牛的淘汰高峰期在 2024-2026 年，亏损下前期快速增长的奶牛面临快速淘汰的境遇。

**奶牛生产季节性：**奶牛的生产受温度、配种时间等因素的影响，根据研究数据表明，中温带/暖温带奶牛日单产在 1-6 月份随着气温的回暖呈现逐步增加态势，而下半年单产则逐步减少，即通常情况下我国牛奶在上半年产量环比持续增加。

图表9：华南规模场奶牛不同胎次单产水平（KG/年）



图表10：奶牛产奶存在季节性（KG/天）



来源：《华南地区荷斯坦牛泌乳性能在季节、胎次、泌乳时期影响下的变化规律》，

来源：《奶牛产奶量和质量的季节性变化规律研究》，国金证券研究所

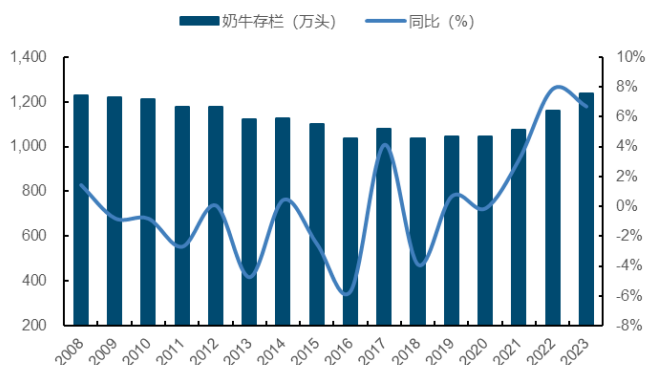
国金证券研究所

**牛奶产量：**全年的奶牛产量可以通过成母牛存栏\*年产量做出粗略计算，由于过去几年我国奶牛行业养殖规模化和管理技术的提升，整体奶牛生产效率处于上升通道中。从历史走势来看，行业亏损初期淘汰低效牛的影响下单产提升较快，在 2024 年奶牛陆续淘汰的过程中，低效奶牛已经得到有效淘汰，预计边际单产增量速度放缓。

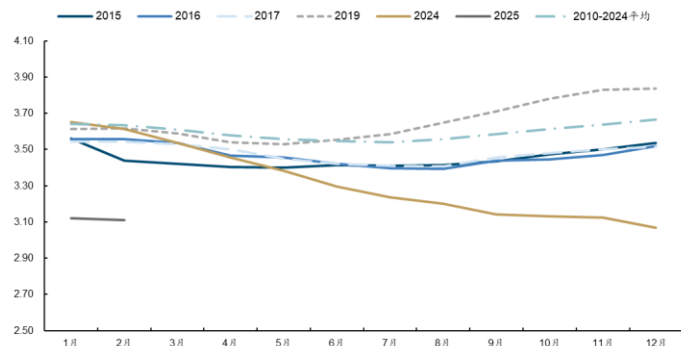
**通过奶牛的生产特性、规模化程度和单产变化趋势，我们可以推断出以下几个结论：**

1. 奶牛从犊牛到泌乳期至少需要 2 年时间，即补充奶牛到生产牛奶的 2 年周期无法缩短。
2. 奶牛正常淘汰周期在 4 年左右，2019-2021 涨价周期快速扩张对应高峰产量接近尾声。
3. 牛奶价格季节性波动，2025H1 奶价大概率持续走弱。
4. 行业规模化程度较高，预计边际单产提升幅度收窄。

图表11：奶牛存栏增长高峰在 2022 年



图表12：牛奶价格的季节性趋势（元/公斤）

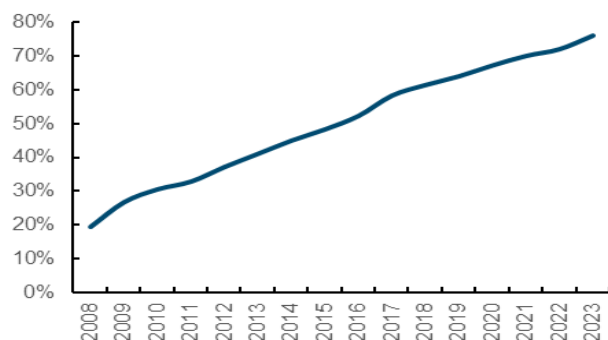


来源：Ifind，国家统计局，国金证券研究所

来源：Ifind，国金证券研究所

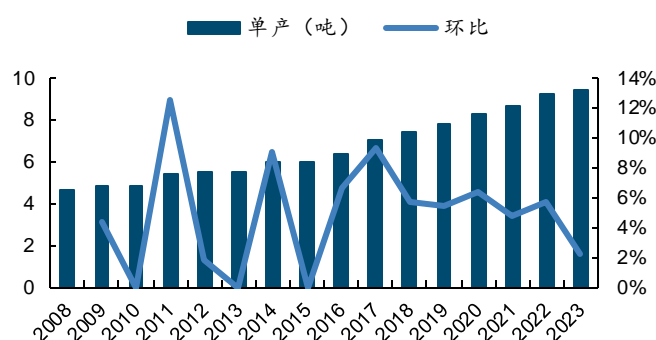


图表13：行业规模化率持续提升



来源：农业农村部，国金证券研究所

图表14：奶牛单产提升速度边际放缓

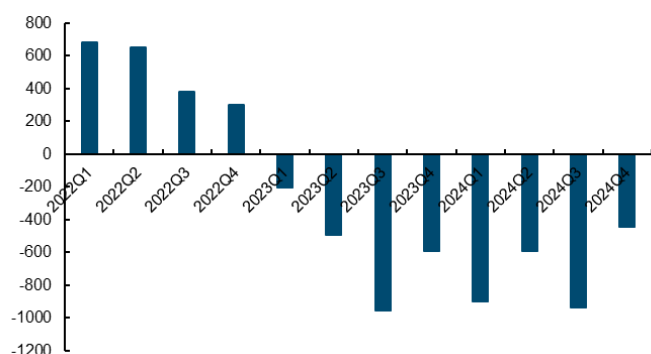


来源：农业农村部，国金证券研究所

**供给过剩导致奶价下跌，亏损驱动行业去产能。**2018 年下半年原奶价格开始上涨，上游养殖场受养殖利润驱动持续扩产，同时我国奶牛品种和养殖技术的改进也使得奶牛单产持续提升，而公共卫生事件期间奶价的大幅上涨再次驱动养殖产能快速提升：2020-2023 年我国奶牛存栏提升 18.72%，奶牛单产提升 13.25%，期间我国牛奶产量提升 22.00%。公共卫生事件期间由于乳制品运输方便和健康概念需求短暂强提振，而在公共卫生事件后我国乳制品消费端需求复苏偏弱，在供需强弱的影响下原奶价格自 21Q3 开始触顶回落，截至目前已经跌至 3.08 元/公斤，处于 2011 年以来的最低值，行业整体陷入亏损状态，亏损下行业去产能成为确定趋势。

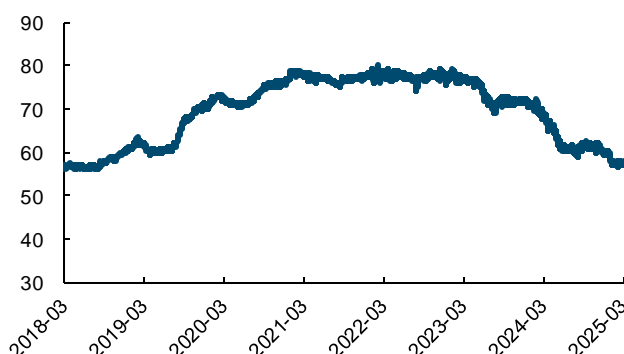
从此前研究猪周期的经验来看，指引养殖户产能调整的核心因素是利润，在行业仍有利润的背景下，即便是处于周期下行的阶段，行业依旧会维持扩产行为直至亏损。原奶价格自 21 年下半年开始回落，但是高位回落下 22 年全年奶价依旧处于较好盈利状态，盈利下奶牛行业依旧惯性扩产，2022 年奶牛存栏同比提升。根据山东省奶业协会数据，2023Q1 山东省经产奶牛养殖整体开始陷入亏损状态，但是 2023 年全年奶牛存栏依旧呈现增加态势，我们认为主要有以下几个原因：1. 政策帮扶和规模化的提升导致本轮行业整体抗压能力较强，同时下游乳企积极布局上游致使牧场整体资金压力缓解。（2023 年前 10 大牧场奶牛存栏同比+13.8%，明显高于行业平均水平）2. 饲料成本的下行也在一定程度推动价格中枢回落，因为奶牛养殖 70%左右的成本为饲料，随着 2023 年下旬饲料成本的快速下跌，前期经产奶牛亏损较小；而牛肉价格的下跌使得直接淘汰母牛亏损更多，成本中枢下降使得淘汰意愿减弱以及奶价中枢下行。3. 奶牛扩产需要约 2 年的时长，养殖周期导致惯性扩产，且本轮扩张主力为规模企业，规模企业生产效率较优秀，对奶价下跌的容忍度更好，中小散户淘汰速率低于头部企业扩产速率。4. 开放后乳制品需求表现弱于预期。

图表15：山东省平均奶牛养殖盈利情况（元/头/季）



来源：山东省奶业协会，国金证券研究所

图表16：2023 年牛肉价格快速下跌（元/公斤）



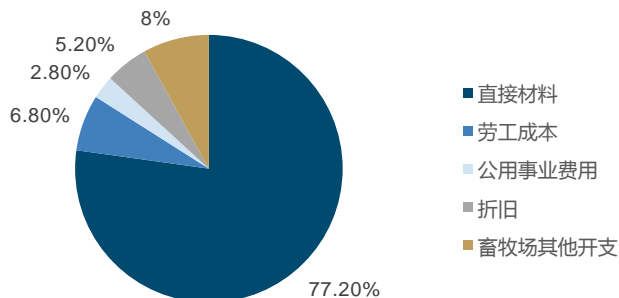
来源：国金证券研究所

**头部企业成本占优，行业整体呈现亏损。**根据《全国农产品成本收益资料汇编》数据，从成本端来看国内原奶成本主要包括物质与服务费用、人工成本与土地成本，而从历年成本拆分来看，饲料成本为奶牛养殖的主要成本，平均占比约为 65%左右，固定资产折旧成本占比约在 10%-15%之间，对比 2021-2022 年养殖成本数据来看头部企业优于行业平均。根据优然牧业与现代牧业 24H1 原奶生产情况来看，头部牧业依托较高生产效率，2024H1 养

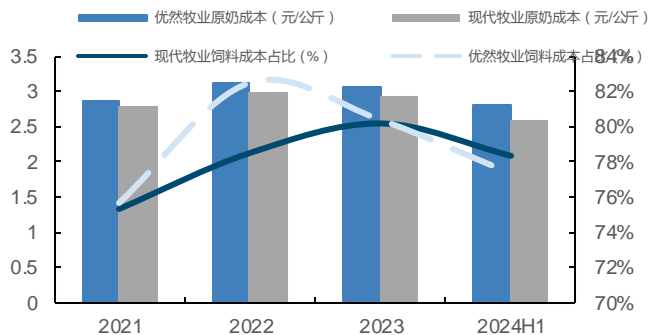


殖成本与合同奶价相对比依旧存在利润。根据山东省奶业协会数据，24Q4 山东省成母牛的牛奶全成本为 3.50 元/公斤（全群成本，成母牛公斤奶成本 3.3 元/公斤），行业整体依旧处于严重亏损状态，亏损下中小牧场有持续出清的动力。头部养殖企业在资金支持下预计减产较为困难，但是目前行业整体资产负债率也比较高，虽然有政策端对牧场资金支持，在周期偏底部难有大规模扩张，整体产能预计平稳向下。

图表17：现代牧业 2021 年原奶成本拆分



图表18：上市公司原奶成本与饲料成本占比



来源：现代牧业年报，国金证券研究所

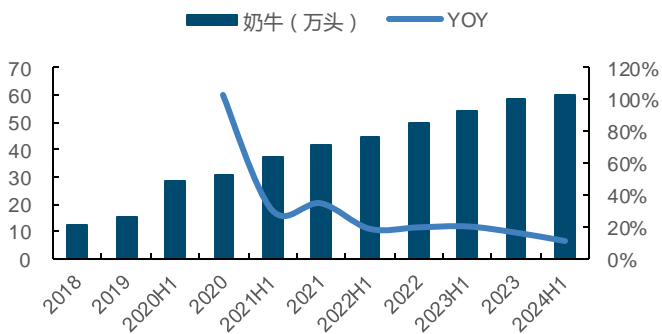
来源：优然牧业年报，现代牧业年报，国金证券研究所

图表19：奶牛养殖成本情况

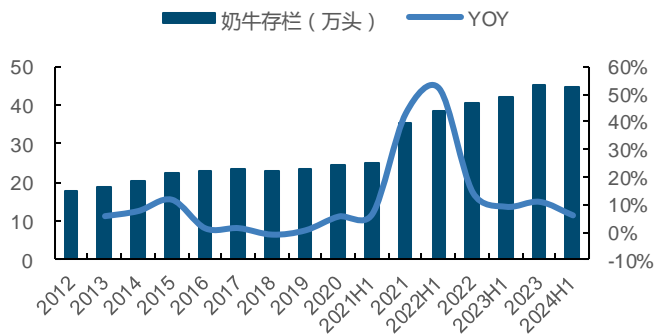
单位	元/年			%			元/公斤		
	奶牛养殖总成本	物质与服务费用	饲料费用	饲料费用占比	人工成本占比	现金成本占比	完全成本	现金成本	其他成本
2006	9030	7955	5925	65.62%	11.61%	86.14%	1.57	1.35	0.22
2007	10148	9005	6817	67.18%	10.91%	86.85%	1.75	1.52	0.23
2008	11414	10120	7846	68.74%	11.04%	87.67%	1.95	1.71	0.24
2009	12155	10793	8439	69.43%	10.95%	87.99%	2.00	1.76	0.24
2010	13348	11718	9305	69.71%	11.93%	88.23%	2.25	1.99	0.26
2011	14426	12368	9890	68.55%	13.95%	88.75%	2.43	2.16	0.27
2012	16242	13625	10952	67.43%	15.84%	89.41%	2.70	2.42	0.29
2013	17490	14450	11569	66.15%	17.12%	89.29%	2.88	2.57	0.31
2014	18967	15643	12526	66.04%	17.25%	89.15%	3.09	2.76	0.34
2015	18446	15045	11847	64.23%	18.15%	88.25%	2.98	2.63	0.35
2016	18544	14982	11767	63.45%	18.91%	88.29%	2.93	2.59	0.34
2017	18651	15050	11782	63.17%	19.01%	88.03%	2.93	2.58	0.35
2018	19203	15533	12069	62.85%	18.81%	87.64%	2.91	2.55	0.36
2019	19519	15645	12079	61.88%	19.54%	87.32%	2.93	2.56	0.37
2020	20495	16565	12676	61.85%	18.90%	86.88%	2.95	2.56	0.39
2021	22018	18238	14147	64.25%	16.92%	87.03%	3.13	2.72	0.41
2022	23373	19468	15268	65.32%	16.46%	87.81%	3.33	2.92	0.41
2023	23365	19430	15180	64.97%	16.59%	87.91%	3.37	2.96	0.41

来源：Ifind,《全国农产品收益汇编》，国金证券研究所

图表20：优然牧业奶牛存栏与增速



图表21：现代牧业奶牛存栏与增速



来源：优然牧业公司公告，国金证券研究所

来源：现代牧业公司公告，国金证券研究所



根据国家奶牛产业技术体系首席科学家李胜利在中国奶业发展战略研讨会上表示，2024 年生鲜乳过剩情况显著高于 2023 年，公斤奶利润空间为国家奶牛产业技术体系记录以来首次进入负值，行业亏损面超过 80%，大面积的亏损使得行业产能趋势下降。根据奶价的季节性趋势来看，我们预计 2025H1 原奶价格依旧存在下跌空间，目前奶价已经低于行业完全成本水平，随着奶价的持续走弱，预计行业产能去化存在加速迹象。

### 1.3 进口端：进口性价比不足，预计进口持续减少

除了国内产能需要考虑，我国乳制品进出口的总量也对价格有一定的影响，因为进口奶粉可以作为乳制品原料，在国外奶价较低的情况下乳企会增加产品进口，从而使得国内原奶需求量减少。根据海关总署数据还原为原奶口径，2023 年我国从海外进口原料奶 1718 万吨，同比-10.4%，占当年总供给量的 29%；2024 年进口原料奶 1587 万吨，同比-7.6%，占全年总供给量的 29%，2021 年以来进口原料奶总量持续下降。通常来讲国外奶价下降，国内乳企会增加使用进口产品作为原料的比例，从而压制国内奶价，反之亦然，从过去十几年国内外奶价走势来看，国内外奶价具有一定的相关性。

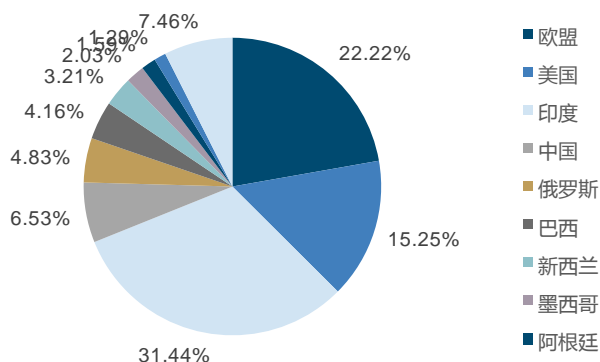
图表22：国内原奶价格与海外大包粉价格存在一定的联动性



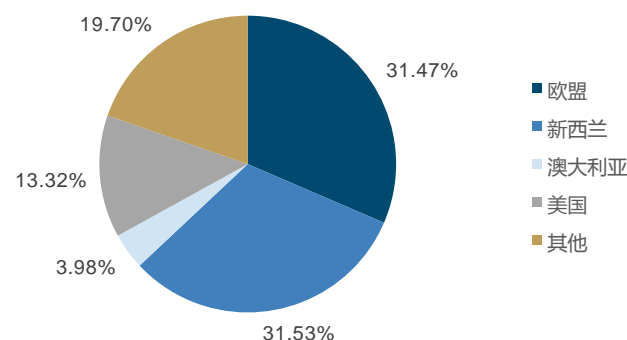
来源：Ifind，国金证券研究所

产区与出口区存在差异，关注贸易流影响。虽然从产区来看，印度、欧盟和美国是全球液态奶主要的产区，但是更多影响国际奶价的是贸易端口的出口量。从 2024 年数据来看，主要出口国家和地区有新西兰（32%）、欧盟（31%）、美国（13%）、澳大利亚（4%）以及其他区域（20%），其中影响最大的是新西兰与欧盟。从全脂粉出口额占比来看，2024 年新西兰（74%）、欧盟（11%）、美国（1%）、澳大利亚（3%）以及其他区域（11%），新西兰出口量对全脂奶粉出口量具有较大影响。

图表23：2024 年主要国家产量分布



图表24：2024 年全球乳制品出口占比情况



来源：Ifind，USDA，国金证券研究所（仅考虑液态奶产量）

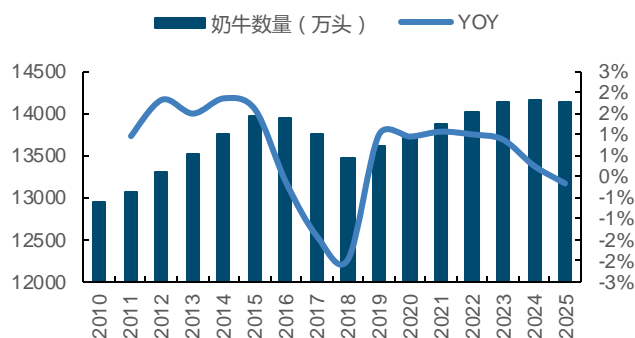
来源：Ifind，USDA，国金证券研究所

全球奶牛存栏量小幅提升，预计主要出口国奶牛整体存栏下滑。根据美国农业部数据，2024 年全球奶牛存栏同比+0.24%，预计 2025 年全球奶牛存栏量同比-0.18%，全球乳制品产量同比+1.36%；从贸易流角度来看，预计 2025 年可供出口乳制品量同比增长 0.56%。

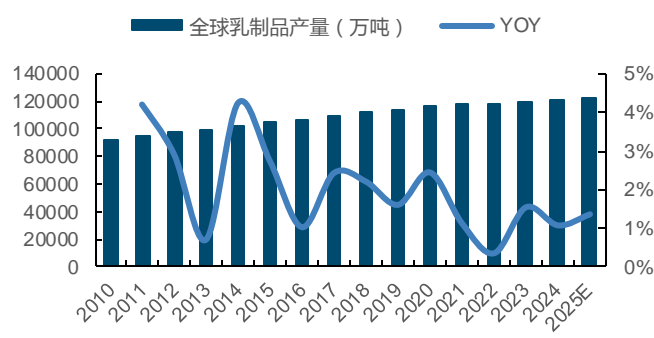


根据 USDA 数据, 预计 2024 年欧盟、新西兰、美国、澳大利亚奶牛存栏分别同比-0.74%/-0.86%/-0.44%/+0.79%, 在 2024 年全球奶价表现相对强势的背景下, 全球奶牛存栏呈现存栏小幅回升。目前全球乳制品需求平稳回升, 在供给端小幅回升的背景下, 整体价格依旧有望保持强势, 根据 25Q1 第六次 GDT 商品拍卖价来看, 多数产品仍呈现上涨态势, 且上半年的合约价格基本保持。

图表25: 过去两年全球奶牛存栏量下降



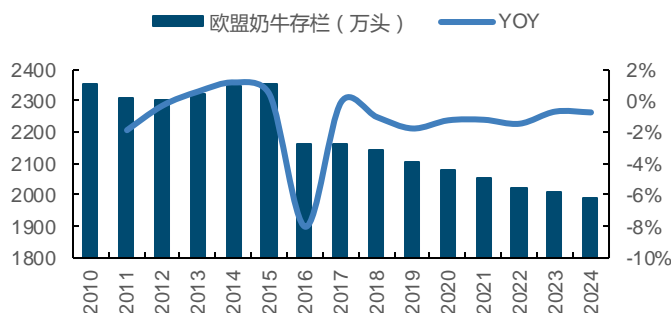
图表26: 全球乳制品产量与产量预计小幅回升



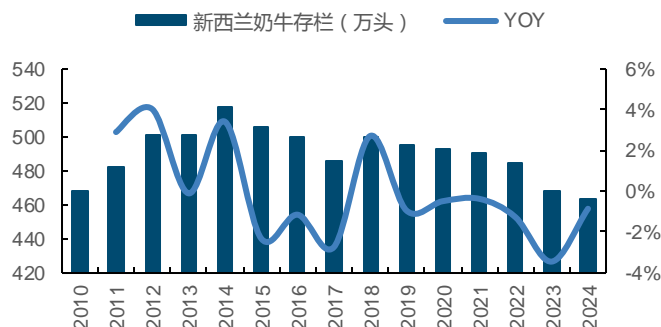
来源: Ifind, USDA, 国金证券研究所

来源: Ifind, USDA, 国金证券研究所 (奶酪 1:10, 黄油 1:20, 干乳制品 1: 8 测算)

图表27: 过去几年欧盟奶牛存栏趋势下滑



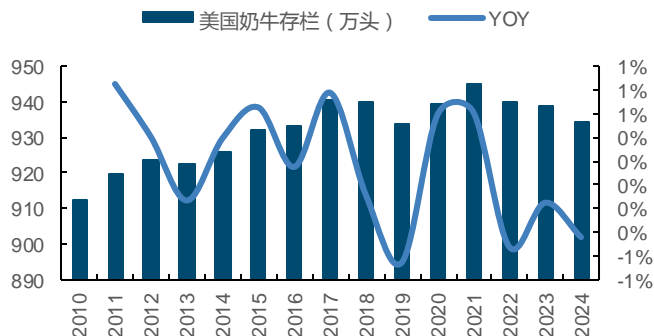
图表28: 新西兰奶牛存栏 2024 年下降



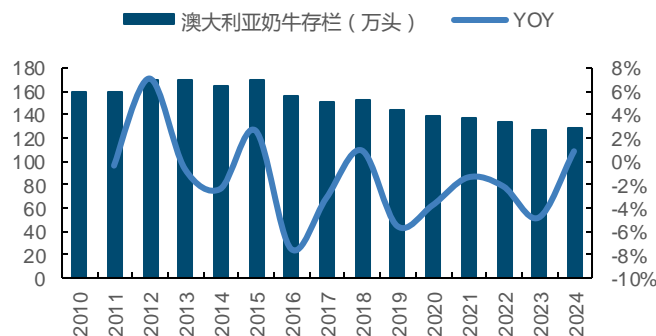
来源: Ifind, USDA, 国金证券研究所

来源: Ifind, USDA, 国金证券研究所

图表29: 美国奶牛存栏 2024 年小幅下滑



图表30: 澳大利亚奶牛存栏预计小幅回升



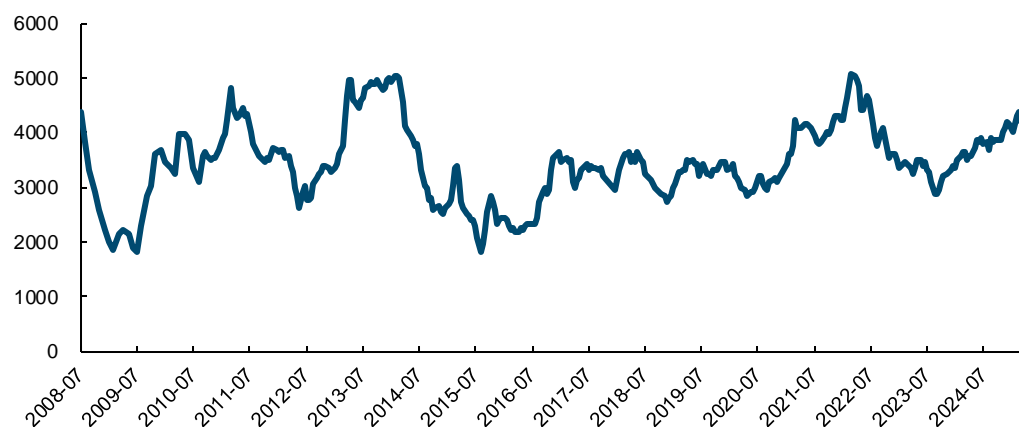
来源: Ifind, USDA, 国金证券研究所

来源: Ifind, USDA, 国金证券研究所





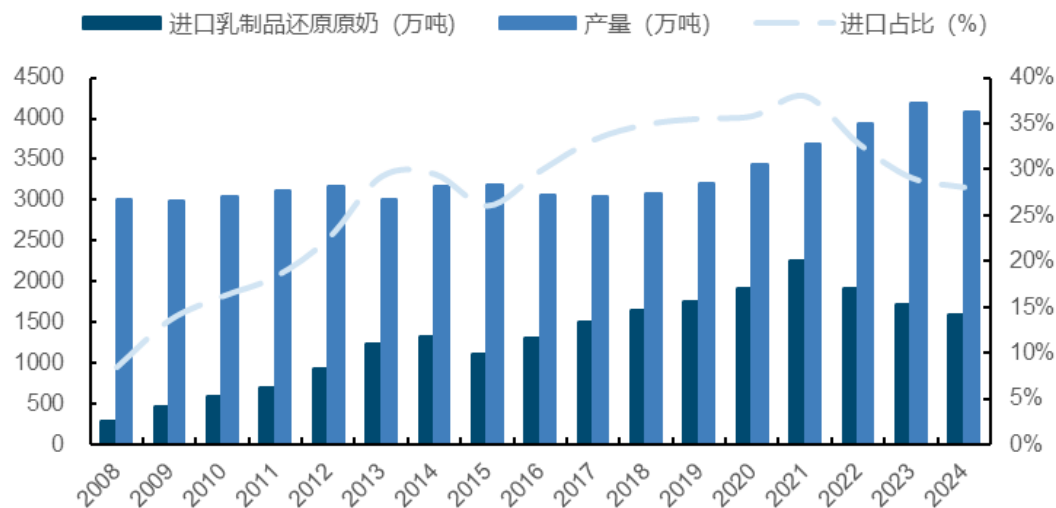
图表31：全球乳制品交易平均价格表现强势（美元/吨）

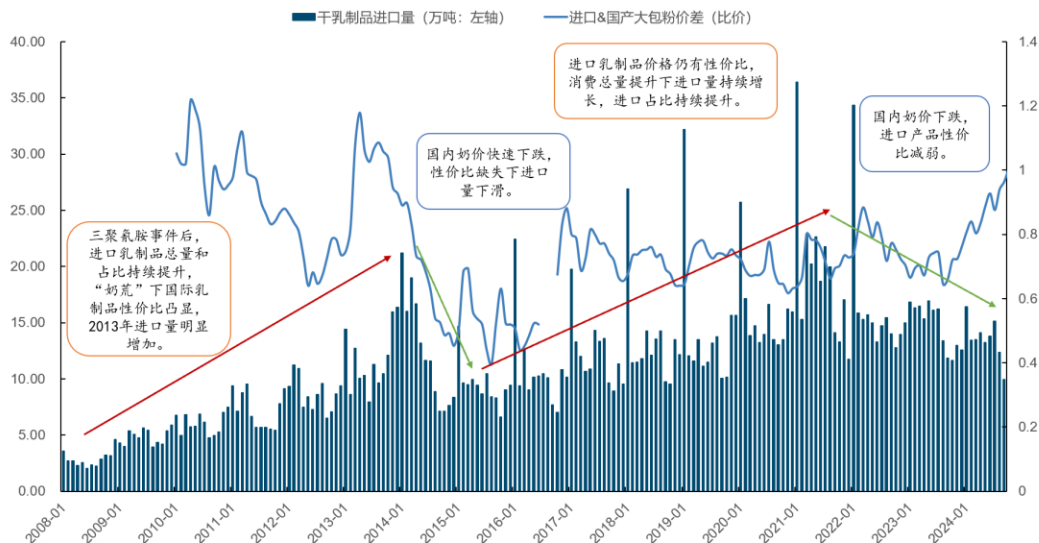


来源：Ifind，国金证券研究所

2021年以来，由于国内生鲜乳价格的持续下跌，进口大包粉性价比有所下降，我国乳制品进口量出现趋势性的下降。从进口大包粉和国产大包粉比价数据来看，历史除去国内奶价大涨的年份，2017-2023年间国外大包粉/国产大包粉比价数据多0.6-0.8的区间，然而随着国内原奶价格的持续下跌以及海外奶价的回暖，截至2024年底比价已经超过1，进口大包粉性价比不足或使得进口端数据较此前仍有下降空间，从而减少国内供给。综上所述，在没有疫病、极端天气等因素的干扰下，预计海外乳制品价格有望平稳回升。由于目前进口大包粉性价比已经低于国产大包粉，在海外奶价企稳回升的状态下，预计进口乳制品总量仍有下降空间，从而加快国内供需平衡进度。

图表32：进口乳制品性价比不足导致进口量下滑





来源：Ifind，国金证券研究所

#### 1.4 供需推演：供需平衡可期，奶价有望底部回暖

行业有望持续去产能，2025H2 原奶有望实现供需平衡。根据图表 4 的供给测算来看，2024 年我国原奶总供给较 2019 年增加 14%，较 2021 年下滑 4.8%，2024 年我国奶牛养殖整体呈现亏损且出现奶牛存栏下降。在产能调减的背景下，2024H2 我国牛奶产量开始出现下滑，同时进口量全年同比下滑，我们预计 2025 年产能与进口端持续呈现缩减态势。从需求端来看，根据欧睿数据预计 2024 年我国乳制品销售量较 2019 年下滑约 9%，较 2021 年下滑约 10%，其他口径统计数据在需求端存在差异。2024Q4 我国牛奶产量同比下滑 8.97%，前三季度基本同比持平，从奶牛存栏数据来看，2024 年底奶牛存栏同比-4.5%，较前三季度平均奶牛存栏约下降 2.5%，综合考虑我们假设截至 2024 年底整体供需端约有双位数左右的供给过剩。

**国内供给端：**根据农业农村部奶站检测数据，2024 年我国奶牛存栏同比下降约 4.5%，平均单月下降幅度约为-0.4%。从单月数据来看，随着行业亏损的加剧，2024 年 2-8 月份我国奶牛存栏连续下降，虽然 9/10 月份受政策支持、奶价季节性因素影响导致存栏环比小幅增加，11 月份至今奶牛存栏重回下降通道，根据原奶的季节性属性来看，预计原奶价格仍有下跌空间，亏损加剧下行业产能有望持续下降。2024 年中有多个月份单月产能去化超过 1%，我们认为随着亏损的持续进行，预计奶牛存栏去化速度平均有望超过 0.5%；单产方面，由于 2024 年行业内已经集中淘汰低产牛，我们预计 2025 年行业单产边际提升有限。

**海外进口端：**2022-2024 年我国乳制品进口还原原奶后总量分别同比-15%/-10%/-8%，进口总量持续处于下降通道，但是由于部分配方原因使得进口奶源无法被国产替代，受涨价预期影响 2024 年 11-12 月进口乳制品数量同比回正。由于进口产品性价比变弱叠加国内原奶价格走弱，预计 2025 年进口总量依旧呈现下降态势，但是总体下降幅度或难以提升，我们预计总量下滑中高个位数到双位数的区间。

根据以上假设我们对 2025 年年度我国乳制品供需平衡进行测算，以今年 2 月份奶牛存栏为基数，假设未来月环比去化幅度在 0.5%-1%之间，进口端产能下滑在中个位数到双位数之间，以 2024 年国内生产量和进口量为基础数据，对 2025 年年末阶段原奶供给进行敏感性分析。由于行业亏损时间逐步拉长，我们认为今年整体去化速度或较去年有所加快，根据敏感性分析结果，若需求端不发生变化，年底供需有望实现基本平衡；考虑到在政策支持下需求端趋势有望提升，若需求端恢复超预期，奶价有望开启新一轮上涨周期。



图表33: 奶牛存栏变动对供给端变化敏感性分析

奶牛存栏月环比假设							
奶牛存栏月平均变动	0.4%	0.5%	0.6%	0.7%	0.8%	0.9%	1.0%
2025年底存栏变动累计	-3.9%	-4.9%	-5.8%	-6.8%	-7.7%	-8.6%	-9.6%
全年奶牛减少（万头）	-32	-38	-44	-49	-55	-61	-66
单产持平							
进口持平	97%	96%	96%	95%	94%	94%	93%
进口下滑5%	96%	95%	94%	94%	93%	92%	92%
进口下滑7.5%	95%	94%	94%	93%	92%	92%	91%
进口下滑10%	94%	94%	93%	92%	92%	91%	90%
进口下滑12.5%	94%	93%	92%	92%	91%	90%	90%
进口下滑15%	93%	92%	92%	91%	90%	90%	89%
单产提升1%							
进口持平	98%	97%	96%	96%	95%	94%	94%
进口下滑5%	96%	96%	95%	94%	94%	93%	92%
进口下滑7.5%	96%	95%	94%	94%	93%	92%	92%
进口下滑10%	95%	94%	94%	93%	92%	92%	91%
进口下滑12.5%	94%	94%	93%	92%	92%	91%	90%
进口下滑15%	94%	93%	92%	92%	91%	90%	90%
单产提升2%							
进口持平	99%	98%	97%	96%	96%	95%	94%
进口下滑5%	97%	96%	96%	95%	94%	94%	93%
进口下滑7.5%	96%	96%	95%	94%	94%	93%	92%
进口下滑10%	96%	95%	94%	94%	93%	92%	92%
进口下滑12.5%	95%	94%	94%	93%	92%	92%	91%
进口下滑15%	94%	94%	93%	92%	92%	91%	90%

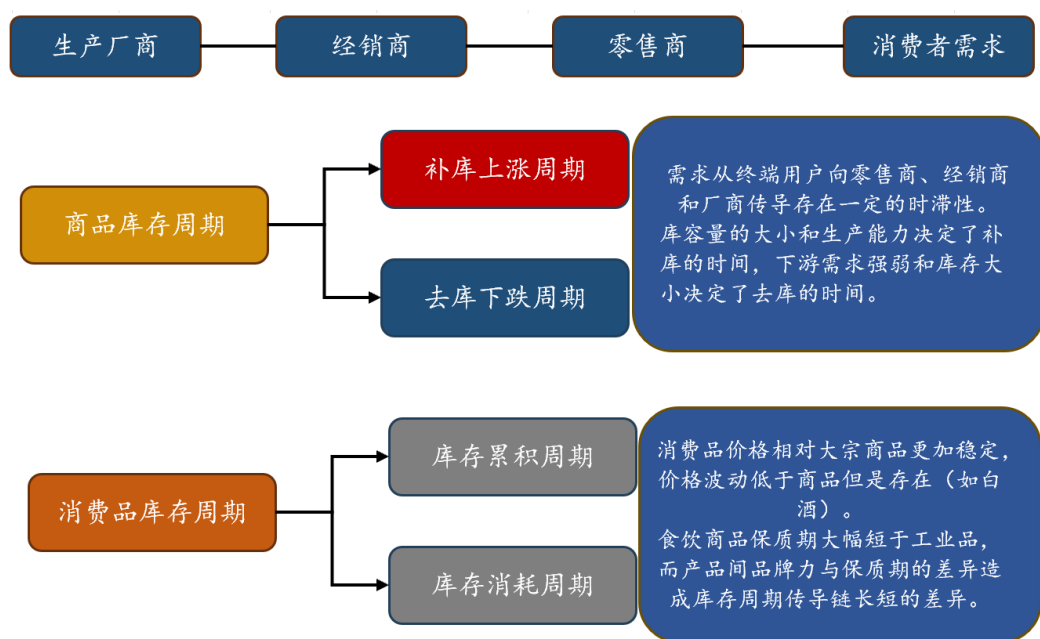
来源：国金证券研究所测算（注：数据存在口径差异）

研究商品价格趋势通常会考虑库存周期对商品价格的影响，即库存累积过程中商品价格的上涨阶段和去库过程中的价格下跌阶段，而其中库存可以存放的时间和体量的多寡对价格波动的幅度以及行情持续时间有较大的影响，经销商则是作为中间环节决定了库存的存放量。而我们类比到消费品方面经销商库存的多寡则影响终端消费反馈到公司报表的时长，通常来讲国内大部分消费品通过公司-经销商-消费终端的方式进行分销，消费品质期、库存周期、经销商体量等因素都会影响从终端消费传导到公司出货所需的时间。

对比工业品来讲，食品饮料行业的商品保质期相对较短，而食品饮料行业中商品的保质期长度与产品力也存在较大差异，通常来讲拥有强品牌力的厂商在下游渠道的话语权更强，可以更多的占用下游资金即在下游渠道存放更多的产品；而商品保质期的长短则决定了商品周转的时长，通常来讲保质期较短的产品从消费者需求到厂商出货的传导时长更短。乳制品作为短保产品传导链条较其他产品偏短，同时乳制品行业在 2024 年发生经销商去库存行为，若下游需求端回暖，乳制品需求回暖有望较快传导至上游从而利好原奶价格上涨。



图表34：库存周期对需求传导的时长存在差异



来源：国金证券研究所

## 二、周期拐点渐行渐近，重视牧业左侧投资机会

从历史牧业公司股价与奶价关联度来看，股价与奶价的关联度较高且基本与奶价实现共振，股价逐步走出领先奶价的态势，我们通过复盘现代牧业股价走势与原奶价格的关联试图找到投资的规律。

**2012-2014 奶价上涨期：**2012 年 9 月份奶价已经开始趋势上涨，而现代牧业股价经历一段调整后于 2012 年 12 月底开始上涨，随后受蒙牛折价收购、动物疫病等因素影响股价调整，随后股价跟随奶价上涨且先于奶价见顶。此阶段奶价上涨 31%，股价上涨 118%，股价落后奶价启动 3 个月。

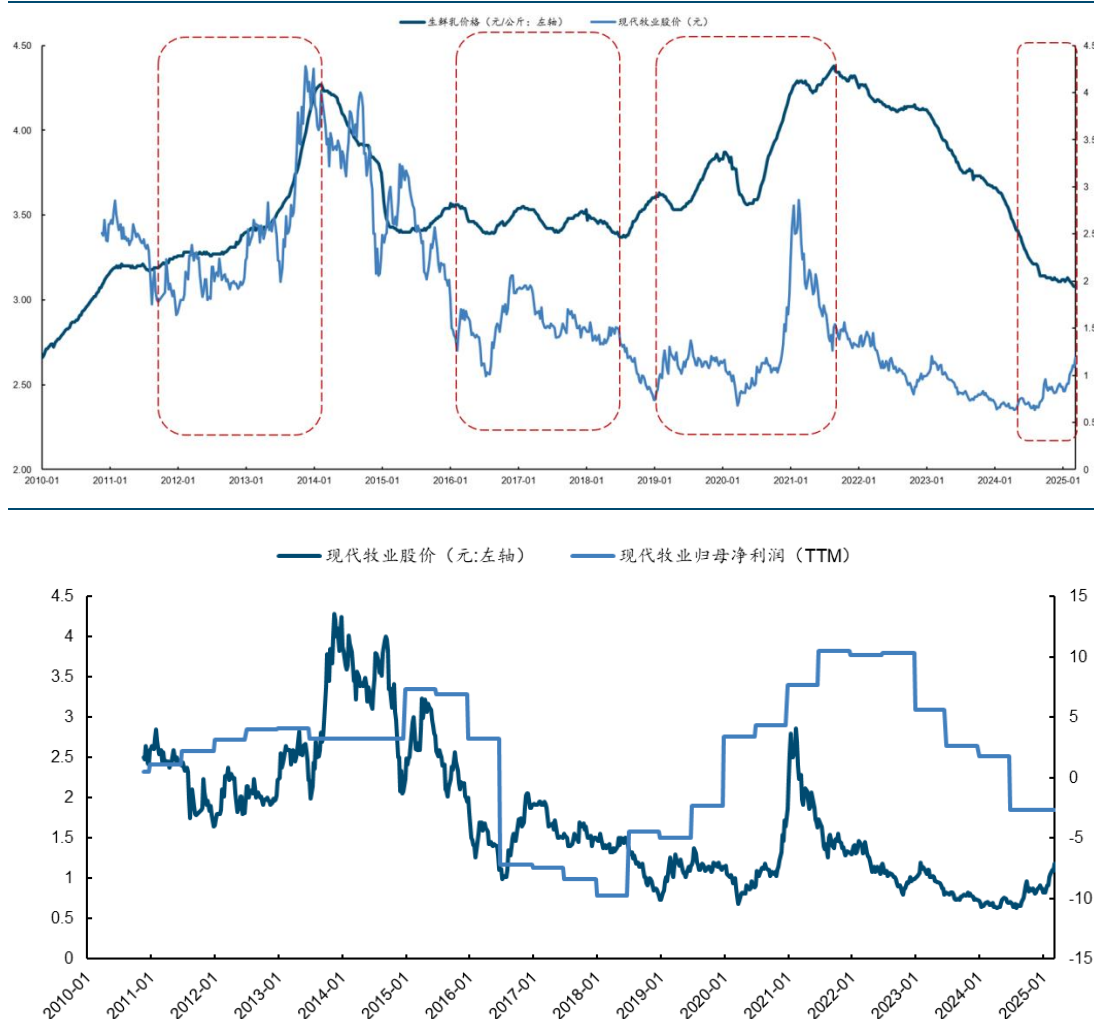
**2016-2018 奶价震荡期：**随着奶价的见顶回落，公司股价自 2014 年初开始震荡调整，期间因为 2015 年较好的业绩实现股价上涨。2016 年由于奶价的相对低迷和原材料成本的上涨，行业已经陷入亏损状态并且出现中小牧业公司出清的状态，7 月份公司股价开始触底反弹，而行业奶价自 8 月份开始上涨，然而此次奶价上涨仅呈现为季节性上涨，随后奶价在较低位置震荡运行，股价先于奶价见顶后开始震荡调整。此阶段奶价季节性上涨 4%，股价上涨 69%，股价落后奶价启动 3 个月。

**2018-2021 奶价上涨期：**奶价经历几年低位震荡和产能出清后自 2018 年 8 月份开始上涨，期间股价持续回落，2019 年 1 月份股价开始触底反弹后呈现震荡态势，2020 年 1 月份奶价涨至 3.83 元/公斤，期间股价依旧震荡。2020 年 6 月份奶价季节性见底后开始反弹，10 月份奶价已经突破新高至 3.94 元/公斤且仍呈现上涨态势，此时股价才开始上涨，股价落后奶价启动但是先于奶价见顶。此阶段奶价上涨 31%，股价上涨 263%，股价落后奶价启动 4 个月。

**2021 年至今：**2021 年 8 月份以来奶价持续下跌，期间股价趋势下跌，2022 年底开放后曾有乳制品需求恢复预期，期间股价出现反弹，然而原奶价格趋势下行带动股价持续下跌。2024 年 3 月份以来奶牛存栏开始出现持续去化，现代牧业在上一轮原奶周期的高利润以及乳制品需求好转的预期下推动板块提前上涨，8 月份伴随预期好转以及年底产能去化的加速，现代牧业涨幅已经达到 87%。总体而言，随着人们对周期认识的加深，投资开始逐步趋左，且股价的弹性明显强于奶价表现。



图表35：原奶价格、现代牧业股价和利润走势复盘



来源：Ifind，国金证券研究所

生猪养殖是农业板块里经典的周期投资模式，生猪养殖板块的投资存在两个阶段：一段在行业去产能阶段，一段在猪价加速上涨阶段，学习效应下板块投资机会逐步偏左。从历史生猪价格与申万生猪养殖指数走势来看，猪价与板块走势存在较高关联度：2006-2008 的猪价上行周期，生猪价格自 2006 年 7 月份开始上涨，而板块主升浪自 2007 年初才启动，随着生猪价格的下跌板块开始下行。2010 年 5 月份新一轮猪价上行周期开启，而板块指数先行下跌，直至 8 月份才开始跟随猪价上涨。2014 年 4 月份生猪价格上涨周期开启，5 月份板块随即跟随上涨，这一轮生猪价格上涨主升浪在 2015 年 3 月份，板块主升浪基本同步，此前猪价的下跌调整并未使得指数下跌。随着市场对猪周期研究的深入，市场开始根据前置指标如能繁母猪存栏等数据提前预判生猪价格上涨时机，从而提前布局板块。2018 年 8 月份我国发现非洲猪瘟，此时疫病影响下生猪价格出现下跌，然而板块开始趋势上涨，板块领先猪价 5 月开始上涨。2021 年由于行业供大于求生猪价格快速下跌，生猪养殖行业自 2021 年 7 月份开始出现去产能且产能去化呈现逐步加速态势，板块在去产能 3 个月后才开始触底反弹，板块领先猪价上涨前 7 个月开始上涨，股价见顶领先猪价。2023 年生猪养殖行业亏损严重，行业自年初开始持续去产能，随着行业去产能的持续进行，板块自 2023 年 10 月份开始触底回升，板块领先猪价上涨前 5 个月开始上涨。综合过去几轮周期，随着大家对养殖板块周期学习的深入，板块投资被划分成产能去化和价格上涨两个阶段的投资机会，且投资启动时间逐步偏左，我们需要重点关注供需的变化以及板块估值的位置。





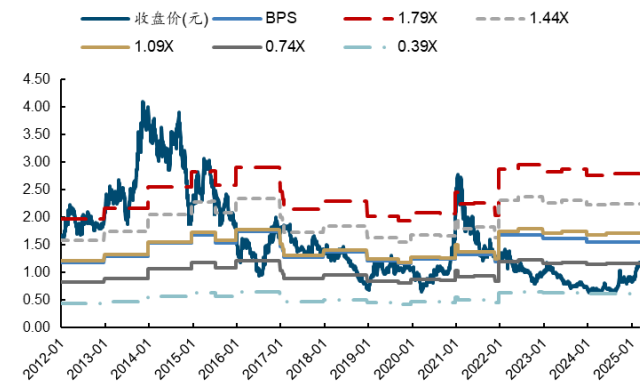
图表36：学习效应下猪周期投资机会逐步偏左



来源：Ifind，国金证券研究所

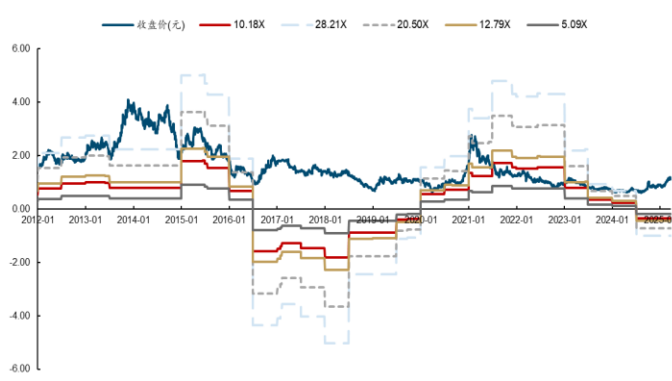
当前估值处于低位区间，周期上行驱动投资机会。根据此前几轮原奶周期中头部企业的估值来看，周期景气上行期 PB 估值长期在 1.0X 以上且高点超过 2.0X；从 PE 的角度来看，因为业绩存在周期性，盈利状态下上一轮周期上行阶段阶段现代牧业 PE 水平超过 10X。从目前的估值水平来看，龙头牧业公司 PB 水平在 0.7-1.0X 的区间，若周期景气上行，板块估值仍有较高提升空间。

图表37：现代牧业 PB 水平



来源：Ifind，国金证券研究所

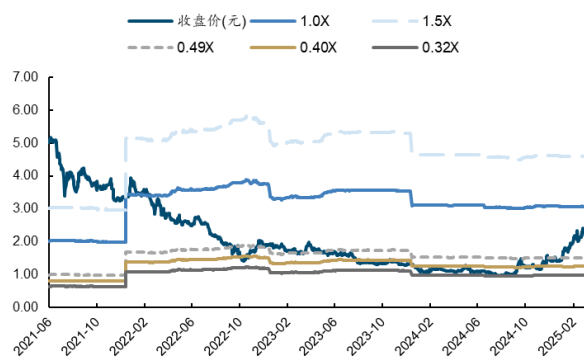
图表38：现代牧业 PE 水平



来源：Ifind，国金证券研究所

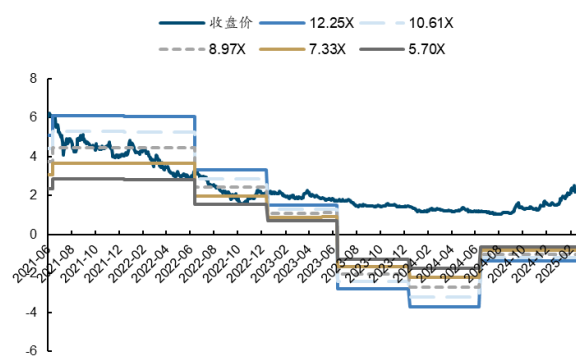


图表39: 优然牧业 PB 水平



来源: Ifind, 国金证券研究所

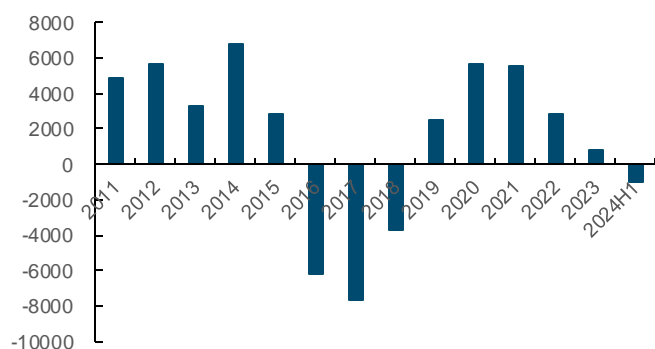
图表40: 优然牧业 PE 水平



来源: Ifind, 国金证券研究所

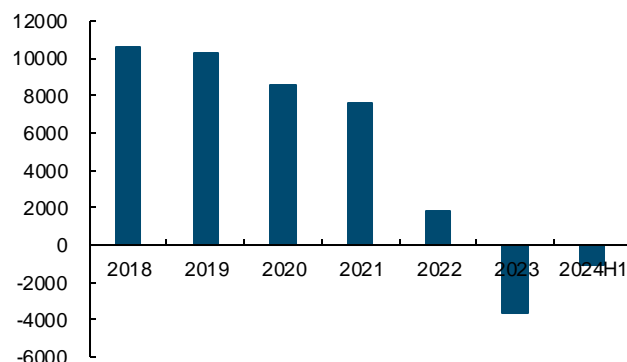
养殖企业的产能很大程度上由生产性生物资产决定,而牧业公司的奶牛存栏量则决定了其产量与盈利能力。根据历史盈利情况来看,景气上行周期牧业公司盈利能力显著提升,景气上行周期牧业公司净利率水平有望超过 15%,上一轮 2019-2021 年奶价上行周期现代牧业、优然牧业、中国圣牧平均归母净利率均超过 10%,而从上市公司盈利与成母牛数量来看,周期景气高点单头成母牛盈利有望超过 6000 元/头。随着周期的触底回升,牧业公司业绩有望实现较高弹性,建议重点关注:优然牧业、现代牧业等。

图表41: 现代牧业头均成母牛盈利 (元/头)



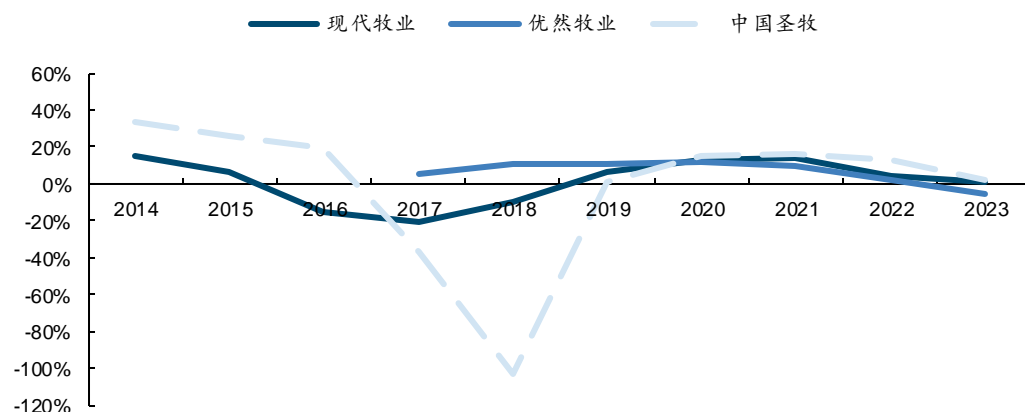
来源: Ifind, 公司公告, 国金证券研究所

图表42: 优然牧业头均成母牛盈利 (元/头)



来源: Ifind, 公司公告, 国金证券研究所

图表43: 牧业公司净利率水平



来源: Ifind, 国金证券研究所



## 风险提示

**行业去产能不及预期：**规模化程度较高或使得产能去化进度弱于预期，从而导致未来供给下降幅度不及预期。

**终端消费表现较差：**终端消费偏弱或使得奶价提升幅度有限。

**政策风险：**政策可能使得产能去化、消费恢复情况存在较大不确定性。

**动物疫病风险：**动物疫病发生可能导致行业发生较大损失。



**行业投资评级的说明：**

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



## 特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

### 上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

### 北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国门内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

### 深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究