

全球牛周期复盘展望

全球牛价“牛长熊短”，正进入新一轮上行周期

优于大市

核心观点

周期总览：牛肉价格周期时间更长且弹性更大。总的来看，相比于猪肉和禽肉，全球牛肉价格周期时间更长且弹性更大，主要原因有三：（1）肉牛的饲养周期明显更长，根据品种不同，从母牛扩栏到成牛出栏通常需要2-3年时间；（2）肉牛养殖的决策成本更高，一方面肉牛养殖所需场地和投入更多，资本开支金额大，另一方面扩栏会面临草场资源刚性限制和更严格的环保要求。（3）需求侧的顺周期属性，相比于廉价的猪肉和禽肉，牛肉（尤其是优质高品级牛肉）是肉类中的可选消费品种，因此主要消费国的经济长景气带来的消费升级会带动牛肉消费量持续增长。

周期复盘：21世纪以来全球牛肉价格“牛长熊短”。供给方面，进入21世纪以来，全球牛肉增量规模有限。虽然以巴西为代表的南美产区在进入21世纪后依靠草场和饲料原料优势，继续保持养殖规模扩张趋势，但其他主产区中，美国受当地草场资源约束，存栏整体保持缩减趋势；中国肉牛产业市场竞争力差，养殖效益不佳，存栏同样难有增量。需求方面，中国加入WTO后，经济发展推动消费升级，带动全球牛肉消费量快速增加。1998-2018年中国牛肉消费量CAGR为2.54%，2018-2023年在“超级猪周期”带动下，中国牛肉消费CAGR进一步扩大至7.27%。在上述因素综合影响下，除2009年金融危机以及2020年新冠疫情带来的系统性冲击外，全球牛肉价格在1999年后整体保持上行趋势。其中在1998-2018年期间全球牛肉价格最高价达6.17美元/kg，较1998年底部累计上涨近三倍。

周期展望：全球牛肉价格正进入上行周期。主产区中，美国中西部草场因2020-2022年拉尼娜气象周期导致的严重干旱而退化，养户盈利恶化，养殖意愿降低，活牛及母牛存栏近年加速调减；巴西肉牛出口行情自2022年开始回落，当地存栏及出栏持续出清。在主产区供给调减和美国需求带动下，全球牛肉价格已重新进入上行周期。据FAO统计，截至2025年4月全球牛肉销售均价已达6.71美元/kg，再创历史新高，较2023年末低点累计上涨近40%。

风险提示：1、牛肉价格上涨不及预期风险；2、宏观经济波动风险；3、原材料价格大幅波动风险；4、动物疫病风险；5、出口贸易环境变化风险；6、资产减值风险。

投资建议：核心推荐光明乳业。公司旗下银蕨农场是新西兰最大的牛羊肉企业之一，是稀缺优质牛肉上市标的。未来有望受益国内外牛价反转，谨慎预估若景气高点较2024年底部涨价22%至2022年前高均价，牛羊肉归母净利增厚约5.2亿元。我们维持公司2025-2027年归母净利预测分别为4.96/6.01/7.05亿元，对应利润年增速分别为129.7%/21.1%/17.3%，每股收益分别为0.53/0.64/0.75元，维持“优于大市”评级。

相关公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(百万元)	EPS		PE	
					2025E	2026E	2025E	2026E
600073	光明乳业	优于大市	7.85	7,361	0.53	0.64	15	12

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究·行业专题

农林牧渔

优于大市·维持

证券分析师：鲁家瑞

021-61761016

lujiarui@guosen.com.cn

S0980520110002

证券分析师：李瑞楠

021-60893308

liruinan@guosen.com.cn

S0980523030001

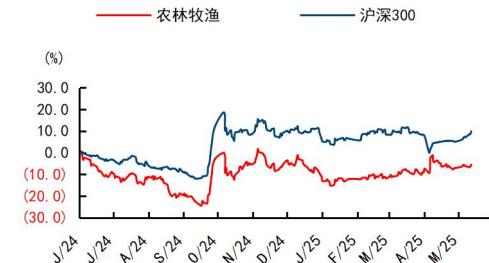
证券分析师：江海航

010-88005306

jianghaihang@guosen.com.cn

S0980524070003

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《光明乳业(600073.SH)-布局全球的优质牛肉标的，有望受益牛肉涨价利好催化》——2025-05-02

《农产品研究跟踪系列报告(159)-牛肉价格淡季不淡，玉米底部温和上涨》——2025-05-11

《农林牧渔行业2024年报及2025一季报总结-养殖链整体维持盈利同比改善，种植链标的有望受益粮价景气修复》——2025-05-05

《农产品研究跟踪系列报告(158)-2025Q1基金持仓分析：高景气宠物赛道彰显持仓韧性，低估值猪企关注度提升》——2025-05-05

《农林牧渔2025年5月投资策略-看好养殖细分龙头估值修复，布局肉牛大周期反转》——2025-05-05

《美国农业部(USDA)月度供需报告数据分析专题-秋季大豆有望迎减产驱动，美国牛价预计2025年景气向上》——2025-05-05

内容目录

周期总览：牛肉价格周期时间更长且弹性更大	5
周期复盘：21世纪以来全球牛肉价格“牛长熊短”	7
1960-1975年：供给持续扩张，美国消费主导行情	7
1975-1986年：传统产区存栏波动，巴西产区逐步崛起	8
1986-1998年：巴西供给维持扩张，全球牛肉价格“熊长牛短”	9
1998-2018年：中国消费增长驱动，牛肉价格“牛长熊短”	11
2019-2023年：中国超级猪周期推动的新一轮上涨	13
周期展望：全球牛肉价格正进入上行周期	16
美国牛肉供给正在加速调减	16
巴西前期出口行情不佳，供给预计见顶回落	16
全球牛肉价格正在进入上行周期	17
投资建议：核心推荐光明肉业	20
光明肉业：稀缺优质牛肉上市标的，拥有新西兰稳定牛羊肉资源	20
风险提示	22

图表目录

图1：1960年至今全球牛肉价格周期总览	5
图2：全球各国牛肉产量情况	6
图3：全球各国牛肉消费量情况	6
图4：1961-1975 全球牛肉价格、肉牛存栏及出栏同比变动情况	7
图5：1960-1974 全球活牛存栏规模累计扩张 40%（千头）	8
图6：1960-1974 年主产国母牛存栏累计扩张 70%（千头）	8
图7：1975-1986 全球牛肉价格、肉牛存栏及出栏同比变动情况	9
图8：1975-1986 年美国牛存栏规模随行情波动（千头）	9
图9：1979-1986 年巴西牛屠宰量实现翻倍增长（千头）	9
图10：1986-1998 全球牛肉价格、肉牛存栏及出栏同比变动情况	10
图11：1986-1998 年美国牛存栏规模随行情波动	10
图12：1986-1998 年巴西牛出栏规模仍呈扩张趋势	10
图13：1999-2014 年全球牛肉价格、肉牛存栏及出栏同比变动情况	11
图14：2014-2018 年全球牛肉价格、肉牛存栏及出栏同比变动情况	12
图15：1998-2018 年：中国消费增长驱动，牛肉价格“牛长熊短”	12
图16：全球主产区肉牛用母牛总存栏情况	13
图17：全球主产区牛屠宰总量情况	13
图18：1998-2018 年全球牛肉产量 CAGR 仅为 0.55%	13
图19：1998-2018 年中国牛肉消费量 CAGR 为 2.54%	13
图20：2019-2025 年全球牛肉价格、肉牛存栏及出栏同比变动情况	14
图21：2019-2022 年超级猪周期推动全球牛肉价格上涨	14
图22：2019-2021 年猪肉价格上涨导致需求转向牛肉	14
图23：2019-2023 年初中国活牛存栏累计增加约 15%	15
图24：2022-2024 年巴西、澳大利亚出栏节奏明显加快	15
图25：2018-2023 年全球牛肉产量 CAGR 仅为 0.77%	15
图26：2018-2023 年中国牛肉消费 CAGR 为 7.27%	15
图27：全球活牛总存栏预计持续调减（千头）	19
图28：截至 2025 年 4 月，全球牛肉月均价自底部累计上涨约 40%	19
图29：光明肉业主营业务覆盖牛羊猪等肉类业务和糖果、蜂蜜等品牌食品业务	20
图30：子公司新西兰银蕨农场经营规模与同比增速变化情况	20
图31：子公司新西兰银蕨农场全年牛羊肉产销量近五年维持在 35-40 万吨左右	20
图32：非洲猪瘟导致 2019 年末能繁母猪存栏同比减少接近 40%、2020 年生猪年均价较 2019 年上涨约 60%	21
图33：子公司新西兰银蕨农场净利润与国内牛肉平均批发价具有明显正相关关系	21

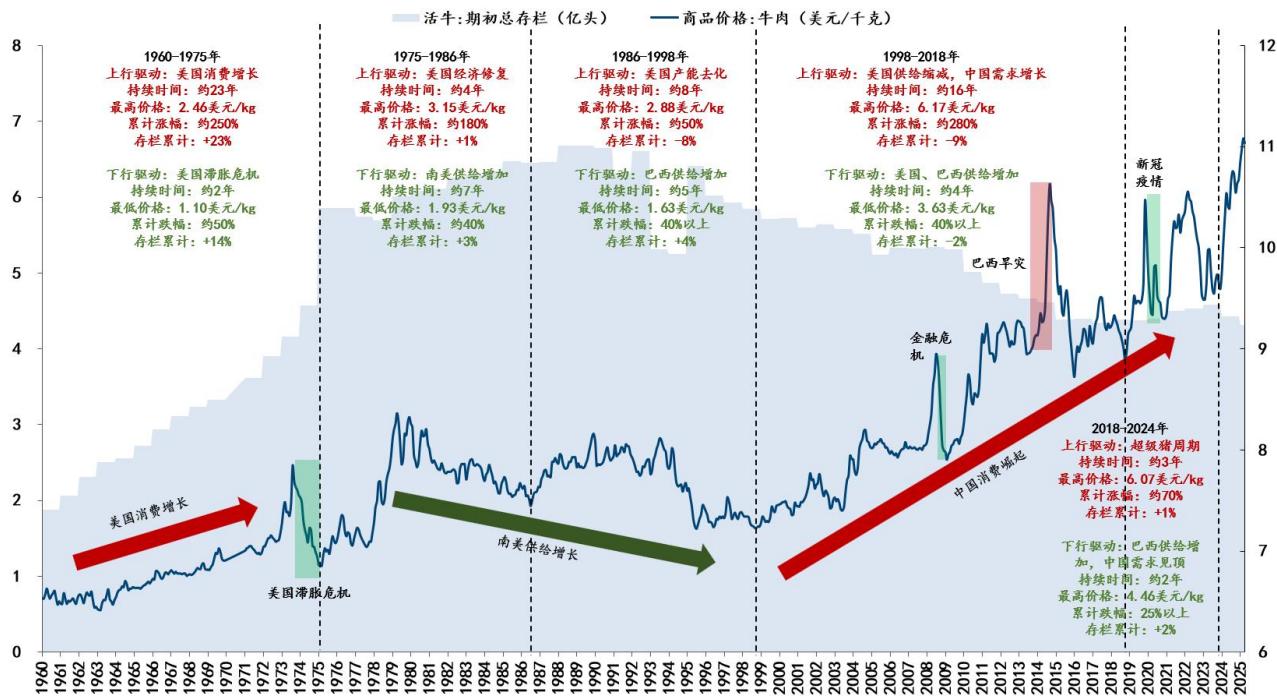
表1: 美国活牛及牛肉供需平衡表	16
表2: 巴西活牛及牛肉供需平衡表	17
表3: 全球活牛供需平衡表	17
表4: 全球牛肉供需平衡表	18
表5: 历史不同牛价景气下, 光明肉业牛羊肉子公司银蕨农场盈利复盘	21
表6: 未来不同牛价景气高点下, 光明肉业牛羊肉子公司银蕨农场盈利预估	21

周期总览：牛肉价格周期时间更长且弹性更大

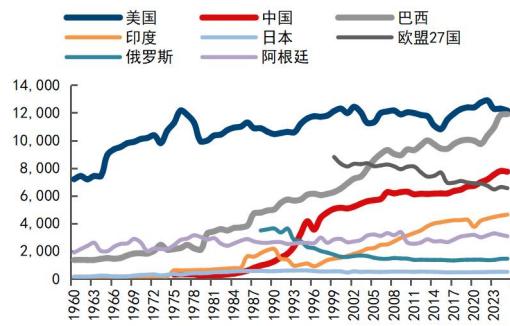
在 1970s 之前，受战后美国人口增长以及经济发展驱动，牛肉需求持续增加，价格保持上涨趋势。1970s 期间，滞胀期间的居民消费力受挫，美国牛肉消费量见顶，本轮全球牛肉价格长牛结束。在 1980–1990s 期间，美国牛肉产量见顶，但以巴西为代表的南美产区快速兴起，期间牛肉行情随存栏波动，但中枢受南美低价牛肉影响呈下移趋势。进入 21 世纪后，中国加入 WTO，经济腾飞带动牛肉需求快速增长，期间全球牛肉价格“牛长熊短”，该趋势直至 2022 年中国消费增长放缓后结束。

总的来看，相比于猪肉和禽肉，牛肉的价格周期时间更长且弹性更大，主要原因有三：（1）肉牛的饲养周期明显更长，根据品种不同，从母牛扩栏到成牛出栏通常需要 2–3 年时间；（2）肉牛养殖的决策成本更高，一方面肉牛养殖所需场地和投入更多，资本开支金额大，另一方面扩栏会面临草场资源刚性限制和更严格的环保要求。（3）需求侧的顺周期属性，相比于廉价的猪肉和禽肉，牛肉（尤其是优质高品级牛肉）是肉类中的可选消费品种，因此主要消费国的经济长景气带来的消费升级会带动牛肉消费量持续增长。

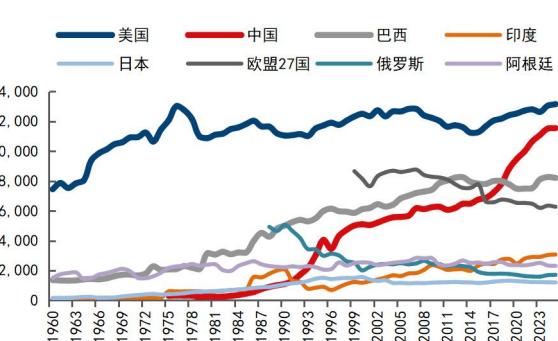
图1：1960 年至今全球牛肉价格周期总览



资料来源：FAO, USDA, 国信证券经济研究所整理

图2: 全球各国牛肉产量情况


资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

图3: 全球各国牛肉消费量情况


资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

周期复盘：21世纪以来全球牛肉价格“牛长熊短”

1960-1975年：供给持续扩张，美国消费主导行情

1975年之前，以美国为代表的优势产区，集约化专业养殖快速兴起，全球肉牛产能及存栏维持逐年扩张趋势：（1）产能方面，截至1975年初，美国/阿根廷/澳大利亚肉牛用母牛存栏较1960年累计扩张70%/80%/21%；（2）存栏方面，截至1975年初，全球期初活牛总存栏（肉牛+奶牛）较1960年累计扩张40%，其中美国/阿根廷/澳大利亚分别累计扩张37%/32%/99%。（3）出栏方面，截至1975年初，全球年屠宰规模（肉牛+奶牛）较1960年累计扩张83%，其中美国/阿根廷/澳大利亚分别累计扩张35%/37%/113%。

在供给快速扩张过程中，美国战后经济快速发展，牛肉消费持续增长，是支撑牛肉价格该时期维持上涨的核心力量。1973年强拉尼娜气象周期出现，美国/阿根廷肉牛出栏分别减少7%/2%，叠加石油危机和美国宽松货币政策的助推，全球牛肉价格快速攀升至2.46美元/kg高点，较前期低点累计上涨近250%。

进入1974年后，美国暴发滞胀危机，需求见顶。而且在暴涨行情推动下，74-75年主要肉牛产区供给扩张加速，两年期间全球活牛总存栏分别扩张3%/10%，总年屠宰量分别扩张11%/16%，最终导致全球牛肉行情持续下跌（期间最低价格1.10美元/kg，累计跌幅约50%）。

图4: 1961-1975 全球牛肉价格、肉牛存栏及出栏同比变动情况

	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975
全球牛肉年均价	-8.11%	4.41%	-5.63%	25.37%	4.76%	15.91%	1.96%	4.81%	11.93%	-0.82%	11.57%	9.63%	35.81%	-21.39%	-15.82%
牛:期初存栏:全球	1.86%	2.47%	1.89%	0.51%	1.47%	2.05%	1.58%	1.12%	0.80%	0.99%	1.56%	2.46%	2.20%	3.35%	10.23%
美国	1.52%	2.73%	4.10%	3.27%	1.02%	-0.13%	-0.07%	0.54%	0.59%	2.14%	1.97%	2.87%	3.12%	5.14%	3.32%
阿根廷	4.35%	1.40%	-0.85%	-3.52%	3.98%	5.24%	2.39%	-0.07%	-0.39%	-2.43%	-1.07%	4.85%	4.38%	5.08%	5.04%
澳大利亚	5.02%	4.04%	2.86%	2.73%	-1.25%	-4.68%	1.86%	5.19%	7.25%	7.53%	9.98%	12.31%	6.31%	5.97%	6.34%
肉牛:母牛:期初存栏	3.88%	4.40%	3.20%	4.37%	4.72%	1.70%	1.67%	1.55%	2.07%	2.89%	3.89%	5.25%	5.71%	2.58%	6.19%
美国	3.82%	5.03%	6.55%	6.97%	4.68%	0.30%	0.81%	2.37%	2.66%	3.38%	3.24%	2.46%	5.47%	5.50%	5.86%
阿根廷	2.39%	2.88%	-3.52%	-0.36%	6.63%	7.65%	2.87%	-2.54%	-3.26%	-2.13%	0.75%	5.84%	5.62%	-8.15%	5.59%
澳大利亚	8.17%	5.51%	5.22%	3.63%	0.74%	-5.39%	2.90%	8.19%	11.85%	10.99%	12.12%	14.49%	6.63%	9.00%	7.95%
牛:屠宰量:全球	4.08%	5.61%	2.80%	-0.63%	0.62%	2.04%	1.71%	3.72%	4.09%	-0.61%	-3.13%	22.55%	1.32%	5.98%	14.30%
美国	-0.27%	0.63%	1.46%	11.44%	4.19%	0.19%	-1.53%	1.55%	-1.10%	-2.53%	0.43%	-0.99%	-7.19%	11.02%	15.65%
阿根廷	14.95%	15.45%	9.64%	-27.53%	-2.50%	21.26%	13.04%	2.25%	7.96%	-6.48%	-26.75%	5.72%	-1.92%	3.03%	20.08%
澳大利亚	5.54%	17.83%	8.27%	6.53%	1.39%	-5.04%	-10.21%	-2.09%	6.26%	-1.92%	5.01%	24.57%	13.06%	-17.23%	37.32%

资料来源：FAO, USDA, 国信证券经济研究所整理（注：“肉牛：母牛：期初存栏”包括美国、阿根廷、澳大利亚）

图5: 1960-1974 全球活牛存栏规模累计扩张 40% (千头)


资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

图6: 1960-1974 年主产国母牛存栏累计扩张 70% (千头)


资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理（注：图中存栏包括美国、阿根廷、澳大利亚）

1975-1986 年：传统产区存栏波动，巴西产区逐步崛起

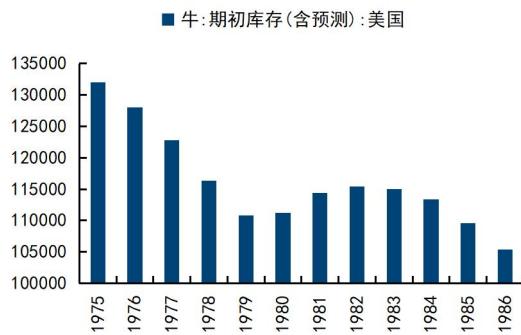
迫于牛肉价格低迷和饲料原料价格上涨压力，主要肉牛产区于 1975 年便开始调减产能和存栏规模。截至 1978 年初，全球活牛期初存栏较 1975 年初累计减少 1%，其中南美产区供给维持稳定，但优质牛肉产区调减幅度尤为明显，美国、澳大利亚活牛期初存栏分别累计减少 12%/11%；肉牛用母牛期初存栏分别累计减少 15%/15%。在存栏出清带动下，1978-1979 年全球牛年屠宰规模分别同比-1%/-6%（其中美国分别同比-8%/-17%，澳大利亚分别同比-2%/-22%），最终驱动全球牛肉价格涨至 3.15 美元/kg，累计涨幅约 180%。

进入 1980 年后，美国等传统产区存栏随行情波动，与此同时巴西产区规模持续扩大。截至 1986 年初，全球活牛期初存栏较 1979 年初累计增加 3%，其中巴西活牛期初存栏累计增加 12%。在巴西产区扩张带动下，1986 年全球年屠宰规模扩张至 2.2 亿头以上，其中巴西亚年屠宰规模已达 2140 万头，二者分别较 1979 年累计扩大 13%/113%。在南美低价牛肉增量的压制下，全球牛肉价格在 1980 年开启长达 7 年左右的下行期，最低价格 1.93 美元/kg，累计跌幅约 40%。

图7: 1975-1986 全球牛肉价格、肉牛存栏及出栏同比变动情况

	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
牛肉价格	-15.82%	18.80%	-4.43%	41.72%	34.58%	-4.17%	-10.51%	-3.24%	2.09%	-6.97%	-5.29%	-2.79%
牛:期初存栏:全球	10.23%	0.00%	-0.79%	-0.36%	2.30%	0.50%	0.21%	1.02%	0.26%	0.34%	0.96%	-0.17%
美国	3.32%	-3.07%	-4.04%	-5.24%	-4.74%	0.34%	2.79%	0.96%	-0.38%	-1.43%	-3.33%	-3.84%
阿根廷	5.04%	2.25%	-0.29%	-1.09%	-4.04%	-2.65%	-0.76%	-2.58%	0.46%	2.68%	1.79%	0.00%
澳大利亚	6.34%	1.95%	-5.69%	-6.99%	-7.56%	-3.35%	-3.95%	-2.44%	-8.45%	-1.41%	2.81%	2.86%
巴西	-1.09%	1.10%	-1.09%	-2.20%	28.31%	0.88%	3.13%	2.27%	2.72%	1.36%	1.50%	-0.55%
肉牛:母牛:期初存栏	35.55%	5.76%	-2.99%	-5.11%	-1.71%	-0.83%	1.16%	-0.76%	22.35%	1.18%	-9.90%	-0.83%
美国	5.86%	-3.96%	-5.60%	-6.53%	-4.33%	0.12%	4.49%	1.18%	-3.29%	-1.20%	-5.54%	-4.67%
阿根廷	5.59%	38.55%	2.79%	-3.06%	-2.12%	-2.86%	-1.47%	-4.05%	1.33%	2.19%	2.58%	-2.51%
澳大利亚	7.95%	2.05%	-7.77%	-9.22%	-7.50%	-0.41%	-3.90%	-2.10%	-10.00%	0.35%	3.11%	3.44%
巴西	-8.51%	1.40%	-1.09%	-2.20%	6.98%	-0.44%	1.10%	0.00%	102.17%	2.80%	-22.10%	2.73%
牛:屠宰量:全球	14.30%	2.89%	-0.82%	-1.18%	-5.76%	2.23%	2.78%	-0.06%	0.03%	1.78%	1.90%	3.85%
美国	15.65%	3.96%	-1.34%	-7.91%	-16.58%	-0.37%	3.69%	2.92%	2.22%	2.80%	-2.94%	2.49%
阿根廷	20.08%	14.18%	6.35%	10.18%	-6.31%	-9.16%	5.93%	-15.62%	-7.57%	6.74%	12.33%	2.19%
澳大利亚	37.32%	19.15%	11.88%	-1.70%	-21.70%	-9.77%	-8.93%	16.89%	-14.31%	-17.93%	7.46%	10.12%
巴西	4.76%	2.73%	10.62%	-10.40%	-10.27%	57.14%	22.84%	-1.03%	2.08%	4.59%	0.98%	3.38%

资料来源: FAO, USDA, 国信证券经济研究所整理 (注: “肉牛: 母牛: 期初存栏”包括美国、阿根廷、澳大利亚、巴西)

图8: 1975-1986 年美国牛存栏规模随行情波动 (千头)


资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

图9: 1979-1986 年巴西牛屠宰量实现翻倍增长 (千头)


资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

1986-1998 年: 巴西供给维持扩张, 全球牛肉价格“熊长牛短”

在 1991 年前, 受低迷行情影响, 美国肉牛养殖维持出清。截至 1990 年初, 美国活牛存栏较 1985 年初累计减少 13%, 肉牛用母牛存栏较 1985 年初累计减少 8%。进而导致美国 1991 年屠宰规模最低降至 3437 万头, 较 1985 年累计缩减 14%。

与美国相反, 巴西凭借草场以及饲料原料优势, 养殖规模不降反增。截至 1990

年初，巴西活牛存栏较1985年初累计增加16%，肉牛用母牛存栏较1985年初累计增加12%。进而导致巴西1991年屠宰规模最高升至2660万头，较1985年累计扩张29%。最终将本轮上行期的牛肉价格涨幅仅有约50%，且高点(2.88美元/kg)低于上轮周期。

图10: 1986-1998 全球牛肉价格、肉牛存栏及出栏同比变动情况

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
牛肉价格	-2.79%	14.35%	5.44%	1.98%	-0.39%	3.91%	-7.89%	6.94%	-11.07%	-19.74%	-6.42%	5.71%	-7.03%
牛:期初存栏:全球	-0.17%	0.05%	1.51%	0.01%	-0.25%	-2.20%	2.03%	-8.92%	-0.46%	8.79%	-2.69%	-0.71%	-0.57%
美国	-3.84%	-3.09%	-2.44%	-2.89%	-0.96%	0.60%	1.21%	1.66%	1.81%	1.79%	0.74%	-1.83%	-1.88%
阿根廷	0.00%	-1.57%	-0.18%	0.89%	-1.05%	-1.07%	-0.99%	0.63%	-1.26%	-1.22%	-1.18%	-3.50%	-4.75%
澳大利亚	2.86%	0.44%	-0.30%	2.00%	3.07%	1.43%	3.32%	-2.61%	2.29%	-0.09%	2.97%	1.06%	-0.26%
巴西	-0.55%	1.49%	13.50%	0.61%	0.54%	0.81%	0.07%	-0.73%	0.07%	0.14%	-0.06%	-2.09%	-0.99%
肉牛:母牛:期初存栏	-0.83%	1.45%	-0.01%	-0.40%	-0.01%	0.72%	1.06%	0.52%	0.95%	-0.56%	0.06%	-3.45%	-2.18%
美国	-4.67%	0.57%	-2.24%	-2.09%	-0.10%	0.20%	1.50%	1.08%	3.71%	1.70%	0.37%	-2.44%	-1.66%
阿根廷	-2.51%	-3.86%	0.45%	-1.33%	-2.70%	0.93%	1.83%	0.45%	-0.90%	-1.81%	-2.30%	-12.26%	-4.84%
澳大利亚	3.44%	-0.50%	0.10%	2.93%	3.64%	1.51%	1.95%	3.54%	-0.20%	-7.13%	4.03%	2.26%	-1.36%
巴西	2.73%	5.99%	1.59%	0.61%	0.54%	0.81%	0.07%	-0.73%	0.07%	0.12%	-0.04%	-1.42%	-1.66%
牛:屠宰量:全球	3.85%	-0.65%	-1.25%	1.02%	2.44%	-1.42%	-0.58%	-3.47%	2.14%	2.41%	-1.11%	3.80%	-0.57%
美国	2.49%	-5.49%	-2.35%	-4.10%	-2.89%	-2.57%	0.35%	0.75%	2.72%	4.49%	3.43%	-1.20%	-2.55%
阿根廷	2.19%	-8.57%	-4.69%	0.00%	2.46%	1.20%	-5.93%	1.68%	2.48%	-0.81%	1.63%	12.80%	-12.77%
澳大利亚	10.12%	2.29%	-3.47%	-3.66%	9.08%	1.29%	2.53%	-1.45%	-0.30%	-4.98%	0.67%	14.94%	1.78%
巴西	3.38%	7.48%	2.17%	1.70%	1.26%	9.92%	5.26%	-0.60%	0.92%	6.11%	4.50%	-5.23%	0.99%

资料来源：FAO, USDA, 国信证券经济研究所整理（注：“肉牛：母牛：期初存栏”包括美国、阿根廷、澳大利亚、巴西）

图11: 1986-1998 年美国牛存栏规模随行情波动



资料来源：USDA, 国信证券经济研究所整理

图12: 1986-1998 年巴西牛出栏规模仍呈扩张趋势



资料来源：USDA, 国信证券经济研究所整理

1998–2018 年：中国消费增长驱动，牛肉价格“牛长熊短”

供给方面：美国受当地草场资源约束，存栏整体保持缩减趋势，截至 2014 年初活牛存栏较 1998 年初累计缩减 12%；巴西则依靠草场和饲料原料优势，持续扩张养殖规模，截至 2014 年初活牛存栏较 1998 年初累计扩张 28%；中国肉牛产业发展落后，市场竞争力差，养殖效益不佳，存栏持续缩减，截至 2014 年初活牛存栏较 1998 年初累计缩减 26%。综合上述影响，1999–2014 年期间全球活牛供应增量有限，截至 2014 年初全球活牛存栏规模较 1998 年初减少 9%，2024 年屠宰量较 1998 年仅增加 5%。**需求方面：**中国加入 WTO 后，经济发展推动消费升级，带动全球牛肉消费量快速增加。

在上述因素综合影响下，除 2009 年金融危机带来的系统性冲击外，全球牛肉价格在 1999 年后保持上行趋势。2014 年，美洲产区等地受干旱、疫病影响出现较大存栏损失（其中美国、巴西、阿根廷当年屠宰量分别同比 -7%/-4%/-6%），最终将行情最终推至顶点。其中年均价达 5.05 美元/kg，年同比 +22%；最高价达 6.17 美元/kg，较 1998 年底部累计上涨近三倍。

图13: 1999–2014 年全球牛肉价格、肉牛存栏及出栏同比变动情况

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
牛肉价格	5%	7%	9%	0%	1%	25%	2%	-3%	2%	20%	-16%	25%	19%	3%	-2%	22%
牛:期初存栏:全球	-1%	0%	-1%	0%	0%	0%	-2%	1%	0%	0%	0%	-2%	-1%	-1%	-1%	0%
美国	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-2%	1%	1%	0%	-1%	-1%	-1%	-1%	-2%	-1%	-2%
阿根廷	0%	2%	2%	2%	1%	2%	0%	1%	3%	0%	-3%	-8%	-2%	4%	3%	0%
澳大利亚	0%	3%	0%	1%	0%	-4%	3%	3%	1%	-1%	-3%	2%	-1%	3%	0%	3%
巴西	-1%	2%	3%	4%	3%	2%	2%	2%	1%	1%	1%	2%	2%	-1%	0%	0%
中国	2%	2%	-3%	-4%	-2%	-1%	-2%	-5%	-1%	-3%	0%	-2%	-4%	-3%	-2%	-2%
肉牛:母牛:期初存栏	76%	-1%	0%	1%	0%	1%	2%	-1%	0%	-1%	1%	0%	-2%	3%	1%	1%
美国	0%	-1%	-1%	-1%	0%	-1%	0%	0%	0%	-1%	-2%	-1%	-2%	-2%	-2%	-2%
阿根廷	6%	1%	2%	-1%	2%	5%	2%	0%	1%	-2%	-9%	-3%	4%	5%	4%	2%
澳大利亚	-1%	9%	2%	-2%	-5%	3%	2%	7%	-5%	0%	2%	0%	0%	6%	-1%	-1%
巴西	-1%	2%	3%	4%	3%	2%	3%	1%	1%	0%	3%	3%	2%	0%	1%	0%
中国	2%	-6%	-4%	4%	0%	1%	5%	-5%	0%	-2%	6%	-3%	-9%	10%	3%	3%
牛:屠宰量:全球	0%	1%	-3%	2%	2%	1%	-3%	1%	2%	0%	0%	-1%	-1%	1%	3%	-1%
美国	1%	0%	-3%	1%	-1%	-8%	-1%	4%	2%	1%	-3%	2%	-1%	-4%	-2%	-7%
阿根廷	6%	2%	-7%	0%	6%	14%	-1%	-6%	11%	-3%	9%	-26%	-7%	5%	11%	-4%
澳大利亚	-6%	-1%	0%	5%	-2%	-1%	-4%	5%	1%	-3%	-3%	-2%	-4%	0%	13%	10%
巴西	-1%	3%	5%	5%	3%	7%	7%	5%	3%	-4%	-1%	4%	0%	3%	4%	-6%
中国	5%	2%	-1%	2%	3%	3%	1%	2%	3%	2%	1%	3%	-1%	2%	2%	2%

资料来源：FAO, USDA, 国信证券经济研究所整理（注：“肉牛：母牛：期初存栏”包括美国、阿根廷、澳大利亚、巴西、俄罗斯、墨西哥、欧盟、日本、新西兰、中国）

2014年后，美国、阿根廷存栏有所恢复，但全球整体养殖规模变化不大。截至2018年初，全球活牛存栏较2014年初累计减少1.80%，其中主产国内牛用母牛存栏较2014年初基本持平。与此同时，中国消费仍继续保持增长，最终牛肉价格虽有回落，但持续时间短且幅度有限，仍处于相对高位。

图14: 2014–2018年全球牛肉价格、肉牛存栏及出栏同比变动情况

	2014	2015	2016	2017	2018
牛肉价格	22%	-9.70%	-10.96%	8.13%	-4.33%
牛:期初存栏:全球	0%	-1.78%	0.05%	-0.44%	0.38%
美国	-2%	1.05%	3.04%	1.89%	0.72%
阿根廷	0%	-0.44%	1.82%	1.97%	1.16%
澳大利亚	3%	-0.65%	-5.80%	-8.91%	4.83%
巴西	0%	1.34%	1.38%	-1.46%	-0.56%
中国	-2%	0.24%	0.54%	-2.44%	2.31%
肉牛:母牛:期初存栏	1%	-0.38%	-2.41%	1.76%	0.86%
美国	-2%	1.30%	2.84%	3.34%	0.95%
阿根廷	2%	0.00%	1.41%	0.93%	0.46%
澳大利亚	-1%	-5.92%	-8.62%	6.32%	-7.61%
巴西	0%	1.03%	-6.34%	1.71%	5.81%
中国	3%	-1.85%	0.00%	0.00%	-1.89%
牛:屠宰量:全球	-1%	-3.61%	0.32%	-0.03%	2.43%
美国	-7%	-4.98%	6.37%	5.22%	2.70%
阿根廷	-4%	0.24%	-5.07%	6.78%	6.83%
澳大利亚	10%	-2.42%	-19.06%	-3.30%	10.16%
巴西	-6%	-4.33%	-0.85%	3.72%	2.55%
中国	2%	-2.24%	4.17%	-8.60%	2.41%

资料来源：FAO, USDA, 国信证券经济研究所整理（注：“肉牛：母牛：期初存栏”包括美国、阿根廷、澳大利亚、巴西、俄罗斯、墨西哥、欧盟、日本、新西兰、中国）

图15: 1998–2018年：中国消费增长驱动，牛肉价格“牛长熊短”



资料来源：FAO, 国信证券经济研究所整理

图16: 全球主产区肉牛用母牛总存栏情况


资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理 (注: 存栏统计包括美国、阿根廷、澳大利亚、巴西、俄罗斯、墨西哥、欧盟、日本、新西兰、中国)

图17: 全球主产区牛屠宰总量情况


资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理 (注: 存栏统计包括美国、阿根廷、澳大利亚、巴西、俄罗斯、墨西哥、欧盟、日本、新西兰、印度、中国)

图18: 1998–2018 年全球牛肉产量 CAGR 仅为 0.55%


资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理

图19: 1998–2018 年中国牛肉消费量 CAGR 为 2.54%


资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理

2019–2023 年: 中国超级猪周期推动的新一轮上涨

供给方面, 美国受强拉尼娜导致的干旱影响, 草场退化导致肉牛存栏再度调减, 活牛及肉牛用母牛存栏截至 2025 年初已较 2019 年初分别累计调减 9%/12%; 巴西、阿根廷产区扩张有限, 存栏变化不大。

需求方面, 受非瘟暴发影响, 2019–2021 年中国猪价快速涨至历史新高, 极端猪价导致转向牛肉的替代需求, 期间虽有新冠疫情冲击, 但中国肉牛消费量增长提速明显, 最终带动全球牛肉价格再度上行至 6 美元/kg 左右, 累计涨幅约 70%。

然而在高价刺激下, 中国存栏扩张明显, 2019–2023 年初活牛及肉牛用母牛存栏分别累计增加 15%/10%, 2022–2024 年中国产量逐步释放。与此同时, 在中国高价牛肉行情刺激下, 巴西、澳洲大幅加快向中国出口牛肉的节奏, 在存栏变化不大的情况下, 巴西 2022–2024 年屠宰量分别同比+5%/+5%/+8%; 澳大利亚 2023–2024 年屠宰量分别同比+21%/+17%。最终全球牛肉均价随中国供给过剩而回落至 4.5 美元/kg 左右, 累计跌幅达 40% 以上。

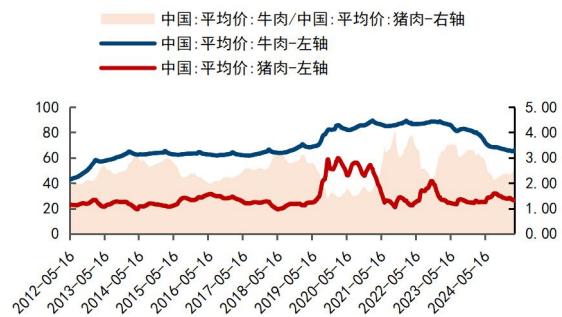
图20: 2019–2025年全球牛肉价格、肉牛存栏及出栏同比变动情况

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
牛肉价格	13.33%	-1.89%	14.35%	5.24%	-12.81%	21.02%	11.97%
牛:期初存栏:全球	-0.09%	0.14%	0.85%	0.28%	0.39%	-1.20%	-0.93%
美国	0.54%	-1.07%	-0.22%	-1.92%	-3.21%	-1.90%	-0.57%
阿根廷	0.39%	-0.99%	-1.69%	-0.26%	1.31%	-2.40%	-0.81%
澳大利亚	-1.82%	-7.95%	-2.68%	4.01%	7.75%	4.96%	0.66%
巴西	0.56%	1.46%	1.67%	0.30%	0.30%	-0.92%	-2.96%
中国	-1.36%	2.50%	4.64%	2.67%	4.06%	2.87%	-0.18%
肉牛:母牛:期初存栏	0.52%	-0.22%	-0.33%	1.32%	1.24%	-1.06%	-1.19%
美国	0.72%	-1.11%	-1.54%	-2.89%	-3.42%	-3.23%	-0.68%
阿根廷	-0.55%	-1.88%	-0.14%	-0.92%	1.49%	-2.70%	-0.86%
澳大利亚	-2.22%	-6.36%	-2.91%	6.00%	13.21%	4.17%	4.00%
巴西	0.78%	0.37%	-0.36%	0.55%	0.69%	-1.41%	-1.38%
中国	0.96%	0.95%	0.75%	5.24%	2.49%	-0.17%	-2.61%
牛:屠宰量:全球	0.86%	-3.15%	1.15%	1.89%	1.86%	1.30%	-0.61%
美国	1.67%	-2.63%	2.98%	1.32%	-4.47%	-3.28%	-2.81%
阿根廷	3.68%	0.32%	-7.14%	3.85%	7.41%	-3.93%	-3.80%
澳大利亚	8.46%	-16.45%	-16.62%	-2.98%	21.06%	17.49%	2.32%
巴西	-1.24%	-1.92%	-1.84%	5.36%	5.11%	8.12%	-0.04%
中国	1.50%	-1.79%	0.90%	2.83%	3.78%	1.51%	-0.47%

资料来源: FAO, USDA, 国信证券经济研究所整理 (注: “肉牛:母牛:期初存栏”包括美国、阿根廷、澳大利亚、巴西)

图21: 2019–2022年超级猪周期推动全球牛肉价格上涨


资料来源: FAO, 国信证券经济研究所整理

图22: 2019–2021年猪肉价格上涨导致需求转向牛肉


资料来源: 农业农村部, 国信证券经济研究所整理

图23: 2019–2023 年初中国活牛存栏累计增加约 15%



资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理

图24: 2022–2024 年巴西、澳大利亚出栏节奏明显加快



资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理

图25: 2018–2023 年全球牛肉产量 CAGR 仅为 0.77%



资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理

图26: 2018–2023 年中国牛肉消费 CAGR 为 7.27%



资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理

周期展望：全球牛肉价格正进入上行周期

美国牛肉供给正在加速调减

2020–2022 年拉尼娜气象周期导致美国中西部草场干旱严重，牧场退化进而导致养户盈利恶化，养殖意愿降低，活牛及母牛存栏近年加速调减。截至 2025 年 1 月末，美国活牛及母牛存栏均创近年新低，其中活牛存栏 8666 万头，较 2019 年高点累计调减 8%以上；肉牛用母牛的存栏为 2786 万头，较 2019 年高点累计调减近 12%。另外从更新情况来看，2025 年美国肉牛用母牛计划更新量仅为 467 万头，较上一年度减少 4.6 万头，产能仍未重回增长通道，后续供给预计维持调减。

表1：美国活牛及牛肉供需平衡表

	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	yoY
牛（单位：千头）							
期初库存	93793	93587	91789	88841	87157	86000	-1.33%
奶牛-母牛	9343	9450	9381	9398	9357	9338	-0.20%
肉牛-母牛	31339	30857	29965	28939	28223	27963	-0.92%
新生牛犊	35496	35131	34440	33593	32800	32700	-0.30%
进口量	2114	1775	1628	1981	2175	2050	-5.75%
总供应量	131403	130493	127857	124415	122132	120750	-1.13%
出口量	321	511	424	352	340	250	-26.47%
屠宰量合计	33365	34360	34812	33255	32236	30867	-4.25%
母牛	6457	6802	7135	6717	5695	5255	-7.73%
小牛	480	414	391	316	240	230	-4.17%
其他	26428	27144	27286	26222	26301	25382	-3.49%
损失量	3927	3833	3780	3651	3556	3533	-0.65%
期末库存	93790	91789	88841	87157	86000	86100	0.12%
牛肉（单位：千吨）							
期初库存	294	329	308	329	290	277	-4.48%
产量	12389	12734	12890	12286	12298	11811	-3.96%
进口量	1515	1517	1538	1690	1988	2007	0.96%
出口量	1338	1555	1608	1378	1340	1179	-12.01%
国内消费量	12531	12717	12799	12637	12959	12657	-2.33%
期末库存	329	308	329	290	277	259	-6.50%

资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

巴西前期出口行情不佳，供给预计见顶回落

在 2022 年前，受中国牛肉进口需求带动，巴西牛肉出口单价持续攀升，刺激当地产能扩张。随后中国牛肉行情回落，巴西肉牛出口单价自 2022 年开始回调，导致当地存栏及出栏持续出清。**①存栏方面**，2025 年巴西活牛总存栏预计进一步降至 1.87 亿头，同比-2.96%，其中肉牛用母牛存栏进一步降至 5400 万头，同比-0.93%。**②出栏方面**，巴西 2024 年活牛出清加快，屠宰量明显增加且母牛屠宰占比提升较多，受此影响 2025 年巴西活牛屠宰量预计将同比回落 1%至 4750 万头。

表2: 巴西活牛及牛肉供需平衡表

	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	yoY
牛 (单位: 千头)							
期初库存	190026	193195	193780	194365	192572	186875	-2. 96%
奶牛-母牛	40100	39400	38720	38960	38000	37300	-1. 84%
肉牛-母牛	54800	54600	54900	55280	54500	54000	-0. 92%
新生牛犊	49150	46550	47836	48000	47500	47800	0. 63%
进口量	0	0	0	0	0	0	
总供应量	239176	239745	241616	242365	240072	234675	-2. 25%
出口量	329	62	195	582	800	515	-35. 63%
屠宰量合计	40850	40100	42250	44410	48000	47500	-1. 04%
母牛	10000	10000	10050	11540	12100	11750	-2. 89%
小牛	200	200	300	310	300	300	0. 00%
其他	30650	29900	31900	32560	35600	35450	-0. 42%
损失量	4802	5803	4806	4801	4397	4485	2. 00%
期末库存	193195	193780	194365	192572	186875	182175	-2. 52%
牛肉 (单位: 千吨)							
期初库存	0	0	0	0	0	0	
产量	9975	9750	10350	10950	11850	11750	-0. 84%
进口量	50	62	72	55	55	60	9. 09%
出口量	2539	2320	2898	2897	3575	3600	0. 70%
国内消费量	7486	7492	7524	8108	8330	8210	-1. 44%
期末库存	0	0	0	0	0	0	

资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理

全球牛肉价格正在进入上行周期

USDA于4月发布全球最新供需平衡表预测: (1) **活牛方面**, 受美国、巴西以及中国等主产区存栏出清影响, 2025年全球新生牛犊量预计同比-0. 60%至2. 84亿头, 其中巴西/美国/中国分别同比-0. 69%/-0. 53%/-3. 85%; 活牛屠宰量预计同比-0. 61%至2. 46亿头, 其中巴西/美国/中国分别同比-2. 81%/-0. 04%/-0. 47%; 期末活牛存栏量预计同比-0. 96%至9. 15亿头, 其中巴西/美国/中国分别同比-0. 42%/-3. 17%/-1. 67%。 (2) **牛肉方面**, 受存栏及出栏减少影响, 2025年全球牛肉产量预计同比-0. 17%至6155万吨, 其中美国/中国分别同比-1. 09%/-0. 64%; 出口量预计同比+0. 58%至1307万吨, 其中巴西/美国/阿根廷分别同比+3. 08%/-10. 57%/-8. 88%; 消费量预计同比+0. 32%至6030万吨, 其中美国/中国分别同比+0. 80%/+0. 28%。

综合来看, 在主产区减产, 主销区需求强劲带动下, 全球牛肉价格2025年预计维持筑底回升走势。截至2025年4月全球牛肉销售均价为6. 71美元/kg, 较2023年末低点已累计上涨近40%。

表3: 全球活牛供需平衡表

单位: 千头	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
期初存栏	928232	929556	937489	940072	943767	932467	923778
巴西	94805	93793	93587	91789	88841	87157	86662
美国	187290	190026	193195	193780	194365	192572	186875
中国	89153	91383	95621	98172	102160	105090	104900
澳大利亚	25699	23655	23021	23944	25800	27080	27260
新生犊牛	290200	290465	286382	290358	289341	285499	283790
巴西	35592	35496	35131	34440	33593	33530	33300
美国	49490	49150	46550	47836	48000	47500	47250
中国	50750	51900	50525	53240	54138	52000	50000
澳大利亚	8700	8300	8200	8760	9500	9800	10300

进口	3129	3164	2946	2694	2714	2545	2177
巴西	2043	2114	1775	1628	1981	2043	1730
美国	0	0	0	0	0	0	0
中国	199	266	361	350	148	56	60
澳大利亚	0	0	0	0	0	0	0
出口	5724	5413	4542	4315	5035	5432	4876
巴西	307	321	511	424	352	359	320
美国	535	329	62	195	582	1001	750
中国	17	16	15	13	12	11	11
澳大利亚	1344	1109	788	593	626	724	750
屠宰	240696	233111	235794	240248	244721	247905	246399
巴西	34265	33365	34360	34812	33255	32164	31259
美国	41650	40850	40100	42250	44410	48017	48000
中国	47500	46650	47070	48400	50230	50990	50750
澳大利亚	9047	7559	6303	6115	7403	8698	8900
死淘	45590	46926	46409	44794	45598	43396	43557
巴西	4075	3927	3833	3780	3651	3545	3813
美国	4569	4802	5803	4806	4801	4179	4428
中国	1202	1262	1250	1189	1114	1245	1049
澳大利亚	353	266	186	196	200	198	200
期末存栏	929556	937027	940072	943767	940468	923778	914913
巴西	93793	93790	91789	88841	87157	86662	86300
美国	190026	193195	193780	194365	192572	186875	180947
中国	91383	95621	98172	102160	105090	104900	103150
澳大利亚	23655	23021	23944	25800	27071	27260	27710

资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

表4：全球牛肉供需平衡表

单位：千吨	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
期初库存	520	505	553	547	598	518	517
巴西	0	0	0	0	0	0	0
美国	304	294	329	308	329	290	273
中国	0	0	0	0	0	0	0
阿根廷	0	0	0	0	0	0	0
产量	58527	57620	58335	59328	59961	61657	61551
巴西	10050	9975	9750	10350	10950	11850	11900
美国	12385	12389	12734	12890	12286	12292	12158
中国	6670	6720	6980	7180	7530	7790	7740
阿根廷	3125	3170	3000	3140	3280	3180	3080
进口量	9073	9684	9935	10229	10323	11438	11801
巴西	43	50	62	72	55	55	60
美国	1387	1515	1517	1538	1690	2103	2204
中国	2177	2781	3024	3502	3577	3743	3825
阿根廷	17	14	8	7	3	3	6
出口量	11369	11207	11349	11919	12040	12990	13065
巴西	2314	2539	2320	2898	2897	3638	3750
美国	1373	1338	1555	1608	1378	1362	1218
中国	21	16	17	20	18	18	18
阿根廷	763	818	658	725	771	845	770
消费量	56155	56049	56927	57587	58324	60106	60296
巴西	7779	7486	7492	7524	8108	8267	8210
美国	12409	12531	12717	12799	12637	13050	13154
中国	8826	9485	9987	10662	11089	11515	11547
阿根廷	2379	2366	2350	2422	2512	2338	2316
期末库存量	505	553	547	598	518	517	508
巴西	0	0	0	0	0	0	0
美国	294	329	308	329	290	273	263

中国	0	0	0	0	0	0	0
阿根廷	0	0	0	0	0	0	0

资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

图27：全球活牛总存栏预计持续调减（千头）



资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

图28：截至2025年4月，全球牛肉月均价自底部累计上涨约40%



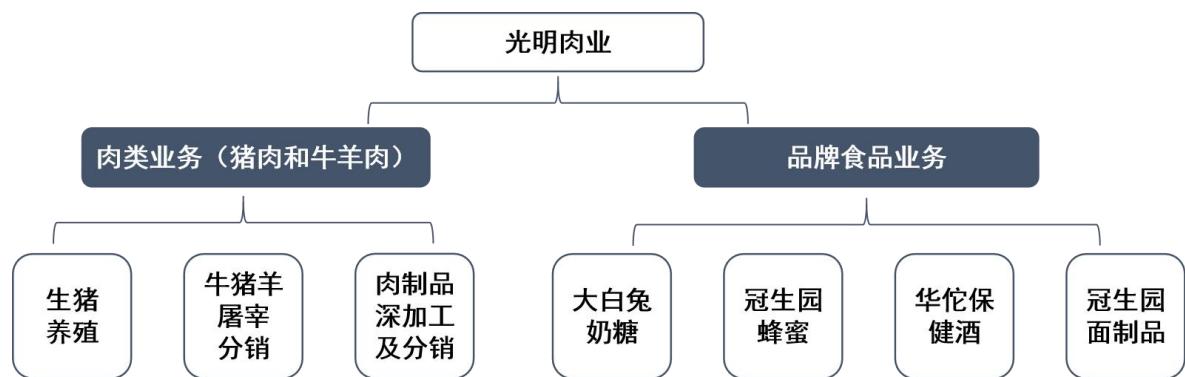
资料来源：FAO，国信证券经济研究所整理

投资建议：核心推荐光明肉业

光明肉业：稀缺优质牛肉上市标的，拥有新西兰稳定牛羊肉资源

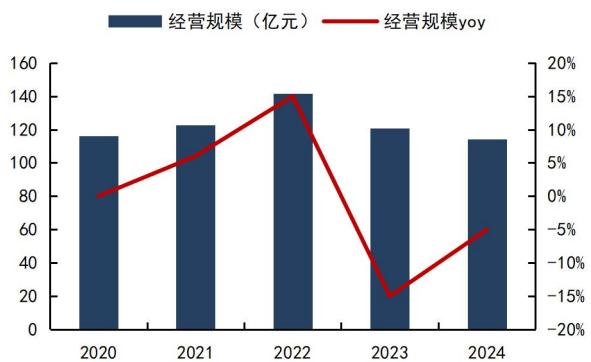
公司前身为上海梅林正广和股份有限公司，是光明食品集团旗下肉类产业核心企业，主要产品包括牛肉、羊肉、猪肉、罐头食品、肉制品，及糖果、蜂蜜和饮用水等，拥有梅林B2、银蕨、苏食、爱森、联豪、冠生园、大白兔、正广和等知名品牌。2016年12月公司成功收购新西兰银蕨农场牛肉有限公司50%股份实现控股，银蕨农场是新西兰最大的牛羊肉企业之一，此次收购让光明肉业获得来自新西兰的优质牛羊肉资源，也为拓展海外市场、提升品牌国际影响力奠定基础。2025Q1公司营收同比+8.46%至61.54亿元，归母净利同比+66.82%至1.66亿元，受益于牛价景气上行，牛羊肉板块开始贡献正向盈利。

图29：光明肉业主营业务覆盖牛羊猪等肉类业务和糖果、蜂蜜等品牌食品业务



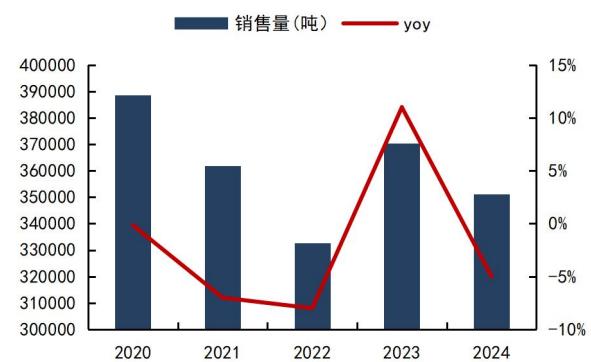
资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

图30：子公司新西兰银蕨农场经营规模与同比增速变化情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图31：子公司新西兰银蕨农场全年牛羊肉产销量近五年维持在35-40万吨左右



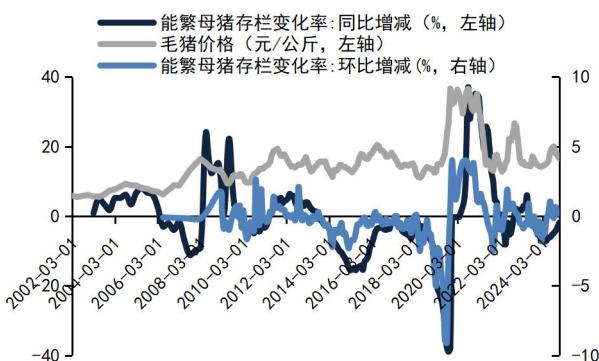
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司牛肉业务有望受益牛价反转，谨慎预估若景气高点较2024年底部涨价22%至2022年前高均价，牛羊肉归母净利增厚约5.2亿元。公司子公司银蕨农场近五年全年牛羊肉产销量接近35-40万吨，占新西兰总产量30%，其中牛肉占比接

近 60%，主要出口至中国和美国，有望受益于未来国内外牛肉价格上行趋势。此外，公司旗下的综合食品、生猪养殖及肉制品等非牛肉业务板块合理估值预计接近 65-72 亿元。公司牛羊肉业务 2023-2024 年由于国内牛价低迷导致业绩亏损，未来伴随国内外牛价周期上行或迎净利扭亏，估值有望迎来修复。

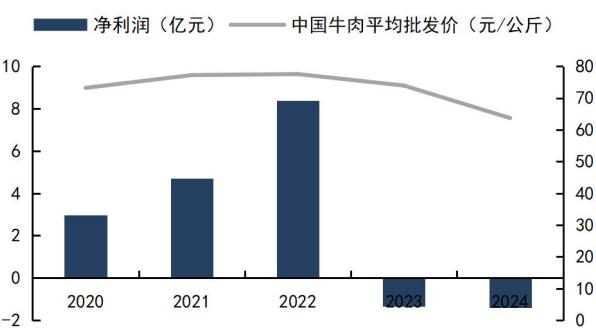
维持“优于大市”评级。我们维持公司 2025-2027 年归母净利预测分别为 4.96/6.01/7.05 亿元，对应利润年增速分别为 129.7%/21.1%/17.3%，每股收益分别为 0.53/0.64/0.75 元。

图32：非洲猪瘟导致 2019 年末能繁母猪存栏同比减少接近 40%、2020 年生猪年均价较 2019 年上涨约 60%



资料来源：农业部，Wind，国信证券经济研究所整理

图33：子公司新西兰银蕨农场净利润与国内牛肉平均批发价具有明显正相关关系



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表5：历史不同牛价景气下，光明肉业牛羊肉子公司银蕨农场盈利复盘

	国内牛肉均价（万元/吨）	银蕨农场净利（亿元）	销售量（万吨）	单吨净利（元）
牛价景气高点 2022 年	7.8	8.4	33	2521
牛价景气底部 2024 年	6.4	-1.4	35	-404

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及测算

表6：未来不同牛价景气高点下，光明肉业牛羊肉子公司银蕨农场盈利预估

	国内牛肉均价 (万元/吨)	银蕨农场净利 (亿元)	销售量 (万吨)	单吨净利 (元)	预估结果
谨慎预估 (景气高点较 2024 年涨价 22%)	7.8	10.4	36.5	2838	保守预估下，牛肉板块归母净利增厚约 5 亿元
中性预估 (景气高点较 2024 年涨价 80%)	11.5	38	36.5	10724	中性预估下，牛肉板块归母净利增厚约 19 亿元
乐观预估 (景气高点较 2024 年涨价 150%)	15.9	71	36.5	20107	乐观预估下，牛肉板块归母净利增厚约 35 亿元

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及测算

风险提示

牛肉价格上涨不及预期风险

牛肉价格最终表现受产地供给、销区等多种因素共同影响，最终上涨幅度具有不确定性，会直接影响相关公司的业绩表现。

宏观景气波动的风险

相比其他肉类，牛肉消费具备更强的顺周期属性，如果国内外宏观经济景气受贸易冲突等因素影响出现较大波动，可能会限制牛肉价格实际表现。

原料价格大幅波动风险

饲料成本占养殖成本的比例较大，如果玉米、豆粕等原材料价格上涨幅度过大，将拉低相关公司的养殖盈利水平。

不可控的动物疫情引发的潜在风险

如果发生不可控的动物疫情，可能会造成相关公司生猪养殖出现高死亡率，从而导致公司严重损失。

出口贸易环境变化引发的潜在风险

由于光明肉业子公司新西兰银蕨农场将牛羊肉从新西兰出口到全球 60 多个国家，可能存在由于各国贸易政策变化、及汇率波动变化引发的盈利不确定性风险。

发生资产减值变动损失的风险

光明肉业生猪存货价值的变动主要取决于生猪市场价格于公司成本的关系，由于受周期价格波动影响较大，可能存在发生较多资产减值变动损失的风险。

免责声明

分析师声明

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

国信证券投资评级

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

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（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意见或建议不一致的投资决策。

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

证券投资咨询业务的说明

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

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

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032