

优然牧业 (09858.HK)

全球奶牛养殖龙头，有望受益肉奶景气共振上行

优于大市

核心观点

公司简介：战略合作乳企龙头伊利股份，全链布局的原奶龙头。作为由伊利股份控股的原奶供应平台，优然牧业业务覆盖从育种、饲料到奶牛养殖全环节。在奶牛养殖环节，截至2024年末公司旗下97座规模化大型牧场已覆盖中国黄金奶源带及部分重要销区省份，奶牛存栏规模已达60万头以上，2024年原奶产销规模已达370万吨左右，位居全球第一。另外公司在产业上游同样具备领先布局，目前已是国内最大的反刍动物饲料和苜蓿草供应商，子公司赛科星则已成为国内最大奶牛育种企业，性控冻精生产能力位居亚洲第一。

周期展望：2025年肉牛大周期有望迎来拐点，看好国内肉奶景气共振上行。

(1) 牛肉行情：2024年国内牛价低迷推动产能出清，产能去化级别或及2019年猪周期，2025年国内预计迎来供给拐点。同时海外牛肉价格主产区减产推动下，也已进入上行周期，叠加进口调控，后续国内进口牛肉预计量减价增。我们认为国内肉牛大周期或于2025年迎来向上拐点，牛肉价格上行走势有望持续至2027年。**(2) 原奶行情：**国内原奶价格已累计下跌近4年，持续亏损带来产能出清压力。同时国内肉奶比价已攀升至历史高位，后续也有望推动奶牛淘汰加快，实现“肉奶共振”。进口方面，新西兰是大包粉主要输出国，其国内牛群出清限制供给，但出口需求保持旺盛，全球奶粉持续去库，景气重回上行通道，目前进口大包粉已失去性价比。后续在国内产能收缩和进口减量共同推动下，国内原奶供需格局预计改善，价格有望于2025年迎来修复。

公司看点：肉奶景气共振上行，公司业绩有望实现高弹性修复。公司原奶业务直接受益原奶销售价格回暖，按中性价格预期测算，2026/2027年公司原奶分部盈利分别有望较2024年增厚约14/20亿元。另外公允价值计量模式下，原奶行情改善带动牛群公允价值修复预计较2024年带来6.5亿元左右业绩增厚；同时肉牛景气上行有望增加奶牛淘汰和犊牛外销收益，按中性价格预期测算，2026/2027年分别有望较2024年合计带来约10/16亿元业绩增厚。综合看，肉奶景气共振上行，公司2026/2027年归母利润较2024年向上修复空间分别有望接近30/41亿元。

盈利预测与估值：我们预计公司2025-2027年归母净利润6.7/22.9/33.5亿元（兼顾公允价值变动等相关因素影响），EPS为0.17/0.59/0.86元。综合多角度估值，公司股票合理估值区间对应当前港币汇率约4.39-4.73港元，相对于目前股价有约35-45%溢价空间，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

风险提示：发生动物疫病风险，原奶及肉牛景气高度不及预期风险，单一大客户销售占比过高风险，食品安全风险。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	18,694	20,096	21,139	23,253	24,785
(+/-%)	3.6%	7.5%	5.2%	10.0%	6.6%
归母净利润(百万元)	[Red]\1,050\	[Red]\691\	674	2,288	3,350
(+/-%)	—	—	—	239.5%	46.4%
每股收益(元)	[Red]\0.27\	[Red]\0.18\	0.17	0.59	0.86
EBIT Margin	16.4%	21.6%	21.2%	25.3%	26.6%
净资产收益率 (ROE)	—	—	5.8%	17.4%	21.0%
市盈率 (PE)	—	—	15.4	4.5	3.1
EV/EBITDA	12.0	8.3	7.9	6.3	5.6
市净率 (PB)	0.88	0.92	0.87	0.73	0.59

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

农林牧渔·养殖业

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
lirui@guosen.com.cn
S0980523030001

证券分析师：江海航 010-88005306
jianghaihang@guosen.com.cn
S0980524070003

基础数据

投资评级 优于大市(首次)
合理估值 4.39 - 4.73 港元
收盘价 3.50 港元
总市值/流通市值 13625/13625 百万港元
52周最高价/最低价 3.66/1.03 港元
近3个月日均成交额 48.44 百万港元

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

内容目录

公司简介：协同伊利，全链布局的原奶龙头	7
公司介绍：由伊利股份控股的全球最大原料奶供应商	7
经营分析：奶牛养殖规模稳步扩张，盈利受肉奶行情共同影响	8
牛肉行情展望：看好 2025 年肉牛大周期反转，肉价上涨预计持续到 2027 年	13
行业概述：我国是牛肉生产消费大国，产业高度分散、养殖模式仍较为传统	13
国产展望：供给出清级别或及 2019 年猪周期	18
进口展望：海外牛价景气先行，后续国内进口预计量减价增	20
原奶行情展望：肉奶共振、进口减量有望推动国内原奶景气修复	25
行业概述：乳制品产业核心原料，行业规模化程度较高	25
国产展望：肉奶共振，有望驱动国内奶牛产能调减	30
进口展望：海外大包粉景气上行，目前已不具备进口性价比	31
公司业务看点：肉奶景气共振上行，公司业绩有望迎来高弹性修复	35
全产业链布局，深度协同伊利，公司原奶业务长期享有超额盈利	35
肉奶景气共振上行，公司主业盈利及当期损益均有望高弹性修复	40
盈利预测	45
假设前提	45
未来 3 年业绩预测	46
盈利预测的敏感性分析	47
绝对估值：4.39-4.73 港元	48
相对估值：4.38-4.77 港元	49
投资建议	50
风险提示	51
附表：财务预测与估值	53

图表目录

图 1: 公司 2019-2024 年营收复合增速为 21.22%	7
图 2: 公司旗下 97 座规模化大型牧场已覆盖国内主要产区	7
图 3: 公司本为伊利股份旗下资产, 2015 年后开始独立经营并实现港股上市	7
图 4: 公司控股股东为伊利股份, 持股比例为 33.93% (截至 2024 年 12 月 31 日)	8
图 5: 公司 2019-2024 年营收复合增速为 21.22%	9
图 6: 公司归母净利润短期承压明显	9
图 7: 公司 2022-2024 年净利率受减值影响较大	9
图 8: 公司费用率近年稳中有降	9
图 9: 公司原奶业务贡献主要收入, 毛利率近年有所承压	10
图 10: 公司其他业务收入来自饲料, 毛利率相对稳定	10
图 11: 公司原奶业务销量稳步扩张, 销售均价随行情波动	10
图 12: 公司近年经营现金流稳健, 资本开支扩张明显	11
图 13: 2024 年末公司资产负债率已达 72%	11
图 14: 公司 2024 全年养殖后备牛的投资性现金支出总额达 48 亿元	11
图 15: 公司应收款项主要来自关联方伊利股份	12
图 16: 公司原奶业务维持满产满销	12
图 17: 从母牛配种完成到出栏肉牛通常需要 2 年左右时间	13
图 18: 全球牛肉产量及消费一览	14
图 19: 全球牛肉产量分布情况	14
图 20: 全球牛肉消费量分布情况	14
图 21: 全球牛肉产量分布情况	15
图 22: 全球牛肉进出口分布情况	15
图 23: 国内进口牛肉主要来自南美洲 (2024 年数据)	15
图 24: 目前内外牛肉价差明显, 国内牛肉价格明显高于海外平均水平	16
图 25: 国内牛肉价格销售价格高于进口牛肉均价	16
图 26: 中国玉米价格明显高于美国和巴西	16
图 27: 美国肉牛育肥的单公斤增重成本中, 饲料成本仅 1.6 美元/kg (折合人民币不到 12 元/kg)	16
图 28: 国内肉牛养殖群体高度分散, 90% 以上主体的养殖规模不足 10 头	17
图 29: 美国肉牛产业高度集中	17
图 30: 2011 年之后, 国内牛肉消费快速增长, 只能通过进口补充	18
图 31: 国内肉牛价格在 2023 年之前整体保持上行趋势, 周期特征并不明显	18
图 32: 2024 年国内牛肉行情加速回落	19
图 33: 2024 年国内肉牛养殖陷入深度亏损	19
图 34: 据国家统计局统计, 国内肉牛存栏 2024 年结束增长	20
图 35: 据钢联统计, 2024 年初以来国内肉牛存栏已累计减少近 20%	20
图 36: 2024 下半年补栏情绪触底, 犊牛价格逼近育肥公牛价格	20
图 37: 中国商务部 2024 年底宣布对进口牛肉进行保障措施立案调查	21

图 38: 2025 年中央一号文首提“推进肉牛、奶牛产业纾困, 稳定基础产能”	21
图 39: 截至 2025 年 4 月, 全球牛肉月均价自底部已累计上涨约 40% (美元/kg)	23
图 40: 2025 年 1-5 月, 巴西出口至美国的冻牛肉量同比增加近 200%	24
图 41: 原奶是乳制品生产的核心原料	25
图 42: 荷斯坦是我国核心奶牛品种, 存栏占比在 85%以上	25
图 43: 从补栏犊牛到开始产奶通常需要 2 年左右时间	25
图 44: 奶牛泌乳期产奶量曲线 (单位: 千克)	25
图 45: 国内奶牛存栏和牛奶产量均位居全球第四	26
图 46: 内蒙古是我国最大的原奶产区	26
图 47: 品种改良推动国内奶牛单产水平持续提升	26
图 48: 头部原奶企业的成母牛单产明显高于行业平均水平	26
图 49: 2024 年国内原奶销量 CR5 已达 21.19%	27
图 50: 2024 年国内成母牛存栏 CR5 已达 11.41%	27
图 51: 2022 年国内液态奶和干乳制品合计产量约为 4500 万吨	27
图 52: 国内原奶供应存在缺口	28
图 53: 国内原奶供应缺口主要依靠进口大包粉补充	28
图 54: 新西兰是全球最大的全脂奶粉出口国 (2024 年数据)	28
图 55: 中国是全球最大的全脂奶粉进口国 (2024 年数据)	28
图 56: 全球奶粉价格与新西兰当地原奶价格高度正相关	28
图 57: 国内大包粉进口成本与国内原奶价格走势较为独立	28
图 58: 2008 年至今国内原奶价格周期总览	29
图 59: 2018-2024 年国内原奶产业链数据同比变动情况	29
图 60: 2018-2023 年国内奶牛存栏和单产维持同步提升	29
图 61: 国内原奶价格目前处于现金成本附近	30
图 62: USDA 预计中国 2025 年期初奶牛总存栏将重回 2019 年同期水平	30
图 63: 国内仍存在较多的小规模奶牛养殖户	30
图 64: 2025 年春节后, 国内原奶和牛肉价格走势背离明显, 历史罕见	31
图 65: “肉奶比”在 2025 年春节后快速攀升至历史高位, 后续奶牛淘汰或加速	31
图 66: 海外全脂奶粉价格自 2023 年底部已累计上涨 60%+	34
图 67: 进口大包粉目前已不具备性价比	34
图 68: 伊利股份乳制品产量近年扩张明显 (万吨)	35
图 69: 2020 年以来, 优然牧业维持高强度资本开支	35
图 70: 2020 年以来, 优然牧业资产规模扩张明显	35
图 71: 2020 年以来, 公司牧场数量翻倍, 奶牛存栏累计扩张 3 倍	35
图 72: 2024 年优然牧业奶牛存栏量位居国内第一	36
图 73: 2024 年优然牧业原奶产量位居国内第一	36
图 74: 优然牧业存栏口径市占率持续提升	36
图 75: 2024 年优然牧业原奶产量口径市占率持续提升	36
图 76: 赛科星是目前中国最大奶牛育种企业, 育种水平处于全球领先水平	37
图 77: 2024 年公司成母牛年化单产已达 12.6 吨	37
图 78: 优然牧业成母牛单产持续领先于行业平均水平 (吨/头)	37

图 79: 公司是国内最大的反刍动物饲料供应商	38
图 80: 特色奶拉高公司饲料成本, 但仍处于行业中上水平	38
图 81: 公司原奶销售价格常年高于行业平均售价	39
图 82: 按照 430 万吨销量, 中性价格预期下公司 2026 年原奶主业有望贡献约 14 亿元盈利增厚	40
图 83: 按照 449 万吨销量, 中性价格预期下公司 2027 年原奶主业有望贡献约 20 亿元盈利增厚	40
图 84: 公司淘汰母牛年均销售价自 2021 年后快速下滑	42
图 85: 国内淘汰母牛价格已重回上升趋势	42
图 86: 中性预测, 2026 年淘汰母牛有望带来利润增厚约 7 亿元	42
图 87: 中性预测, 2027 年淘汰母牛有望带来利润增厚约 11 亿元	42
图 88: 公司历史上出售淘汰母牛生物资产的所得款情况	43
图 89: 2025 年春节后, 国内肉犊牛价格快速上行	43
图 90: 公司历史上出售犊牛及育成牛生物资产的所得款情况	43
图 91: 中性预测, 2026 年牛犊外销有望带来利润增厚约 3 亿元	44
图 92: 中性预测, 2027 年牛犊外销有望带来利润增厚约 5 亿元	44
图 93: 可比港股奶牛养殖企业 PB (MRQ) 历史估值中枢约 1.3-1.8 倍	50
表 1: 国内肉牛主要养殖品种一览	13
表 2: 美国活牛及牛肉供需平衡表	22
表 3: 巴西活牛及牛肉供需平衡表	22
表 4: 全球活牛供需平衡表	23
表 5: 全球牛肉供需平衡表	23
表 6: 中国活牛及牛肉供需平衡表	24
表 7: 欧盟 27 国原奶及奶粉供需平衡表	32
表 8: 美国原奶及奶粉供需平衡表	32
表 9: 新西兰原奶及奶粉供需平衡表	33
表 10: 全球原奶及奶粉供需平衡表	33
表 11: 中国原奶及奶粉供需平衡表	34
表 12: 公司原奶销售深度绑定伊利股份	38
表 13: 公司原奶业务长期具备超额盈利	39
表 14: 中性价格预期下, 2026 年公司奶牛群公允价值调整预计带来约 6 亿元盈利增厚	41
表 15: 公司生物资产淘汰或者对外销售后, 不计入收入	41
表 16: 优然牧业业务拆分	45
表 17: 优然牧业未来三年母牛淘汰和牛犊外销收益预测	46
表 18: 未来 3 年盈利预测表	46
表 19: 情景分析 (乐观、中性、悲观)	47
表 20: 公司盈利预测假设条件 (%)	48
表 21: 资本成本假设	48
表 22: 优然牧业 FCFE 预测表	48
表 23: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	49

表 24: 优然牧业同类公司估值比较 49

公司简介：协同伊利，全链布局的原奶龙头

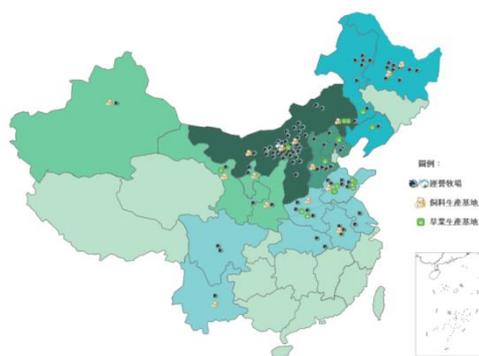
公司介绍：由伊利股份控股的全球最大原料奶供应商

◆ 国内原奶产业的龙头企业，业务覆盖从育种、饲料到养殖全环节

在奶牛养殖环节，公司旗下 97 座规模化大型牧场已覆盖中国黄金奶源带及国内部分重要销区省份。据公司官网及年报显示，截至 2024 年末公司奶牛存栏规模达 60 万头以上，2024 年原奶产销规模达 370 万吨左右，位居全球第一。除奶牛养殖外，公司在原奶产业上游环节同样具备领先布局。目前公司已是国内最大的反刍动物饲料和苜蓿草供应商，在全国布局饲料生产基地 15 个、草业生产基地 16 个；而旗下赛科星则已成为国内最大奶牛育种企业，性控冻精生产能力位居亚洲第一。

图1：公司 2019–2024 年营收复合增速为 21.22%

图2：公司旗下 97 座规模化大型牧场已覆盖国内主要产区



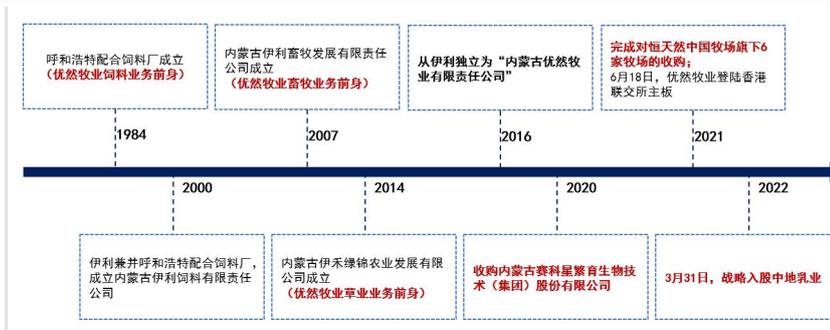
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 发展历程：聚焦原奶环节，持续强化全链布局

在独立运营之前，公司饲料业务前身“呼和浩特市配合饲料厂”成立于 1984 年，2000 年被兼并至伊利股份旗下，成立“内蒙古伊利饲料有限责任公司”；奶牛养殖业务前身成立于 2007 年；牧草业务前身“内蒙古伊禾绿锦农业发展有限公司”成立于 2014 年。2016 年，优然牧业从伊利股份正式独立，此后不断强化产业链布局。2020 年公司收购“内蒙古赛科星繁育生物技术（集团）股份有限公司”（以下简称“赛科星”），补齐奶牛育种环节；次年则完成对恒天然旗下 6 个牧场的收购，并于 2022 年战略入股中地乳业，进一步强化原奶产能布局。

图3：公司本为伊利股份旗下资产，2015 年后开始独立经营并实现港股上市



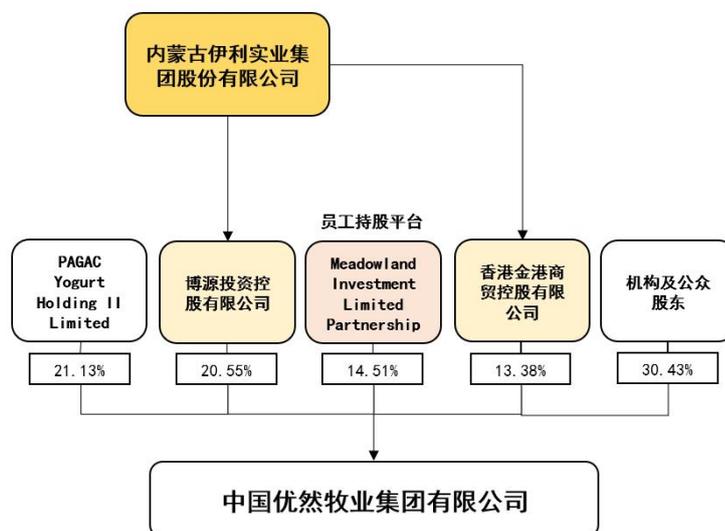
资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

◆ 股权结构：控股股东为伊利股份，持股比例为 33.93%

截至 2024 年 12 月 31 日，公司控股股东为伊利股份，其通过博源投资控股有限公司、香港金港商贸控股有限公司合计持有优然牧业 33.93% 股权。公司与伊利股份在业务层面高度协同，前者聚焦奶源，所产原奶几乎全部销往后者，并在后者支持下持续扩张产能；后者则聚焦产品、品牌和终端渠道，最终实现从上下游紧密联动，有利于创新和抗风险能力的增强。

另外公司员工持股平台 Meadowland Investment Limited Partnership（由伊利股份和优然牧业中高管持股）持有公司 14.51% 股权，PAG（太盟投资集团）通过 PAGACYogurt Holding II Limited 持有公司 21.13% 股权。

图4：公司控股股东为伊利股份，持股比例为 33.93%（截至 2024 年 12 月 31 日）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

经营分析：奶牛养殖规模稳步扩张，盈利受肉奶行情共同影响

◆ 收入利润：奶牛养殖规模稳步扩张，盈利受肉奶行情共同影响

2024 年公司实现营业收入 200.96 亿元，2019-2024 年复合增速为 21.22%，主要原因系公司奶牛养殖产能扩张带动原奶销量及收入规模增长。然而 2022 年以来公司归母净利润承压明显，其中 2023-2024 年归母净利润转亏，分别为 -10.50/-6.91 亿元，一方面原因系原奶行情回落导致公司主业毛利率受行情有所下滑，另一方面原因系公司基于国内原奶行情表现下调奶牛公允价值，且牛肉价格下跌导致犊牛外销及母牛淘汰收益及减少，公司 2022-2024 年分别确认生物资产减值 16.17/36.13/39.21 亿元。

图5：公司 2019–2024 年营收复合增速为 21.22%



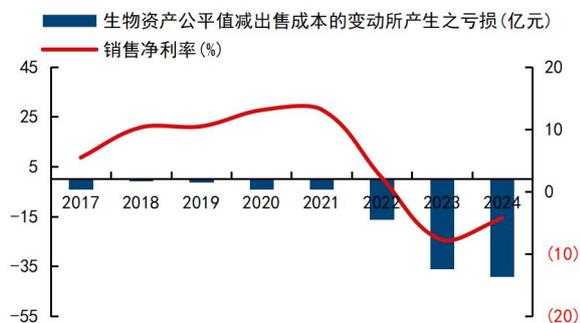
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图6：公司归母净利润短期承压明显



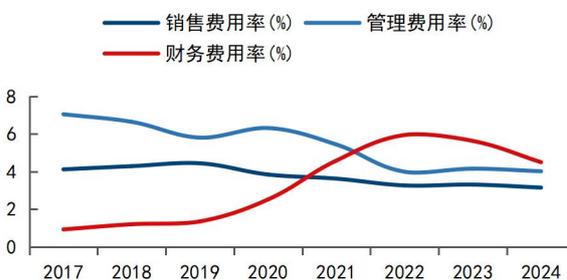
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图7：公司 2022–2024 年净利率受减值影响较大



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图8：公司费用率近年稳中有降



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 分业务：原奶业务贡献主要收入，毛利率近年有所承压

2024 年公司原奶业务收入 151.01 亿元，贡献公司约 75% 收入，但近年受原奶销售价格回落影响，收入增速有所放缓；2024 年公司原奶业务毛利率为 32.75%，处于近年偏低位置，但 2024 年受益饲料原料价格下降，同比有所改善。由于港股会计准则下，未对泌乳牛进行折旧的会计处理，因此表现上看，港股企业的原奶销售毛利率高于其他 A 股的如猪禽等养殖农产品，但是从净利来看，泌乳牛折旧会在淘汰时的一次性损失中体现，将在利润表的公允价值变动损益中反映。

除原奶主业外，公司其余收入来自反刍动物解决方案分部，2024 年分部合计收入为 49.95 亿元，其中饲料/育种产品/奶牛超市业务分别贡献 44.46/1.34/4.15 亿元；2024 年分部合计毛利率为 16.78%（同比+3.42pct），盈利改善主要得益于饲料原料成本下降。

图9：公司原奶业务贡献主要收入，毛利率近年有所承压



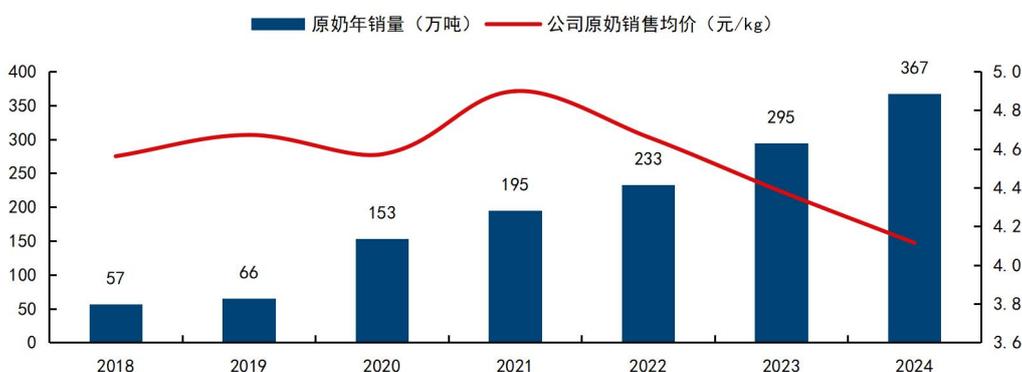
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图10：公司其他业务收入来自饲料，毛利率相对稳定



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图11：公司原奶业务销量稳步扩张，销售均价随行情波动



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

◆ 现金流：资本开支增加，负债率上升，现金流短期承压

投融资方面，2020年以来公司加快产能扩张步伐，资本开支扩张明显。截至2024年末，公司固定资产/生物资产规模分别已较2019年末累计+414%/+362%。受资本开支增加影响，公司资产负债率截至2024年已攀升至70%以上。公司已于近几年借助各地奶业扶持政策完成了黄金奶源带，以及中、南部重点销区的产能布局完善。在此基础之上，公司2025年将专注于经营质量提升与效益达成，短中期并无新建产能规划，资本开支预计将大幅缩减。

此外，由于后备牛（尚未产奶的奶牛）属于生产性生物资产，其培育目的是未来转化为产奶牛，为企业长期提供牛奶产出，而从补栏犊牛到开始产奶通常需要2年左右时间，所以后备牛具备长期资产属性，养殖后备牛的支出（如饲料、养殖设施、防疫成本等）也在报表中归类为投资活动的现金流支出。因此对于奶牛养殖企业，我们在考虑现金养殖支出时，应将经营性和投资性的现金支出合并一起测算。

根据公司披露的现金流量表，上市以来公司养殖后备牛的投资性现金支出与犊牛及育成牛存栏数量保持高度正相关性。从2024年全年来看，公司养殖后备牛的现金支出总额达48亿元，对应全年原奶产量375万吨，则测算得出公司原奶生产所对应的后备牛养殖现金支出约1.28元/公斤，再加上公司披露的原奶销售成本约2.77元/公斤，再扣除销售成本中的折旧费用约0.15元/公斤，则对应公司原奶

生产所需的单公斤现金支出约 3.9 元。

图 12: 公司近年经营现金流稳健, 资本开支扩张明显

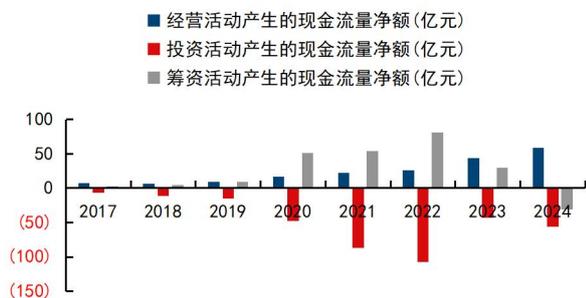


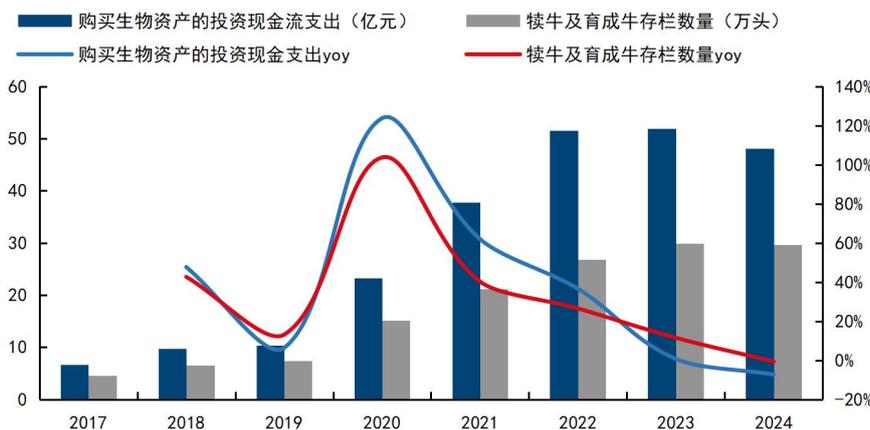
图 13: 2024 年末公司资产负债率已达 72%



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 14: 公司 2024 全年养殖后备牛的投资性现金支出总额达 48 亿元



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

经营方面, 公司满产满销, 经营现金流净额稳健增长。得益于和伊利股份深度协同, 公司原奶销售顺畅, 产销率常年维持 97% 以上, 应收款项则主要来自反刍动物解决方案分部, 回款节奏稳定, 信用风险较低, 经营现金流逆势保持稳健增长。

综合来看, 2024 年受投资和筹资现金流净流出影响, 公司现金流表现整体承压。然而考虑到公司后续预计明显放缓资本开支强度, 且原奶行情 2025 年若回暖, 有望提振经营现金流表现, 2025 年公司整体现金流表现或趋于改善。

图15: 公司应收款项主要来自关联方伊利股份



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图16: 公司原奶业务维持满产满销



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

牛肉行情展望：看好 2025 年肉牛大周期反转，肉价上涨预计持续到 2027 年

行业概述：我国是牛肉生产消费大国，产业高度分散、养殖模式仍较为传统

◆ 肉牛繁育特性：供给调节高度滞后，从配种到出栏需要 2 年左右

国内肉牛养殖品种分为本土品种、国外品种和杂交改良品种三类。①本土品种包括鲁西黄牛、秦川牛等，生长周期长，普遍需 24-30 个月出栏，但肉质风味独特；②国外品种包括西门塔尔牛、夏洛莱牛等，生长周期明显更快，普遍 12-18 个月出栏，适合规模化快速育肥，目前在我国养殖量中的占比较高；③杂交改良品种是指本土品种与国外品种的杂交后代，调和了各自的风味和效率优势，出栏周期缩短至 14-24 个月。

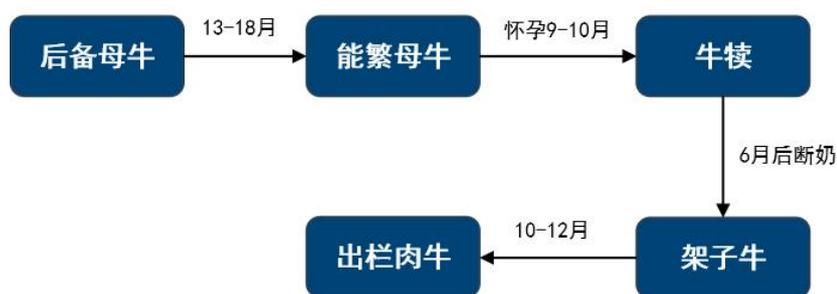
表 1：国内肉牛主要养殖品种一览

分类	代表品种	出栏日龄（月）	出栏体重（kg）	屠宰率	日增重（kg）	核心优势
本土品种	鲁西黄牛	24-30	680	56.21%	0.91	肉质细腻，改良后屠宰率提升至 62%
	秦川牛	22.5-24	800	58.30%	1.18	耐粗饲，西北干旱区适应性强
进口品种	西门塔尔牛	16-18	600-800	55%-65%	1.5-2	综合性能最优，国内养殖占比最高
	夏洛莱牛	12-18	500-600	60%-70%	1.4-1.88	胴体瘦肉率 80%-85%，肌肉发达
杂交改良品种	华西门	18-20	900	62.39%	1.36	自主培育，全国气候适应性强
	安格斯×本地黄牛	12-18	400-500	60%-65%	比本地牛快 50%	肉质接近纯种安格斯

资料来源：搜狐网，国信证券经济研究所整理

从母牛补栏到肉牛出栏需要两年以上时间。通常情况下养户从补栏能繁母牛完成配种需要 2-3 月准备时间，此后从怀孕到断奶再到出栏还需要大概 2 年时间，因此肉牛供给调节的滞后性要明显高于其他畜禽品种。

图 17：从母牛配种完成到出栏肉牛通常需要 2 年左右时间



资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

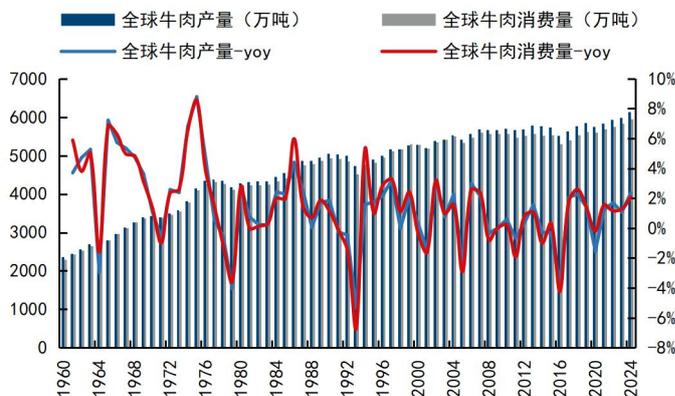
◆ 国内供需情况：中国是全球重要牛肉生产消费区域之一

中国于全球牛肉产量中占比为 13%。2024 年，全球牛肉产量为 6138 万吨，近十年复合增速为 0.63%，维持低速扩张趋势。其中我国产肉量仅位居全球第三，2024 年为 780 万吨，近十年复合增速为 1.25%。

中国于全球牛肉消费中占比为 19%。2024 年，全球牛肉消费量为 5955 万吨，近十

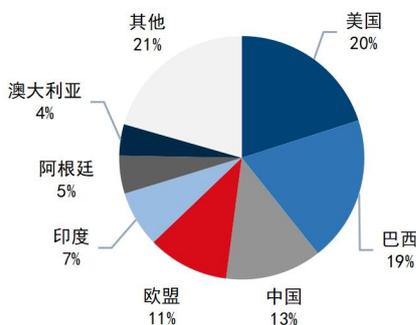
年复合增速为 0.76%，增速略高于产量。其中我国作为全球重要牛肉消费国之一，2024 年消费量为 1156 万吨，近十年复合增速为 4.73%，明显高于国内产量增速且存在较大缺口。

图 18: 全球牛肉产量及消费一览



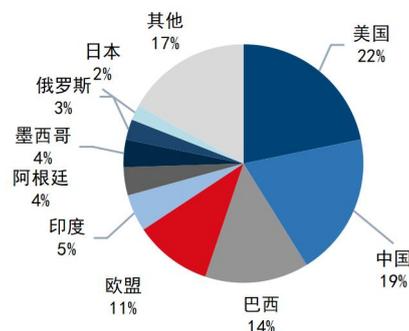
资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

图 19: 全球牛肉产量分布情况



资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

图 20: 全球牛肉消费量分布情况



资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

产消缺口也让中国成为全球最大的牛肉进口国。中国目前是全球最大的牛肉进口国。随着居民收入水平提高，国内牛肉消费增速近年明显快于供给增速，供需缺口驱动进口增长，2024 年国内牛肉进口量已接近 380 万吨，占国内全年消费的 30% 以上，目前已成为全球最大牛肉进口国。国内进口牛肉主要来自南美洲。美洲和大洋洲是目前全球最重要的牛肉输出地，2024 年国内进口牛肉中，来自巴西、阿根廷、乌拉圭、澳大利亚和新西兰的牛肉比例分别为 47%/21%/9%/8%/5%。

图21: 全球牛肉产量分布情况



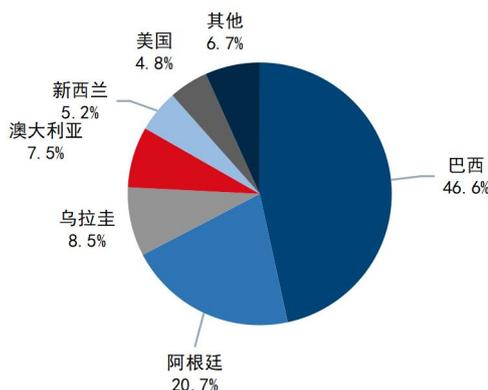
资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理

图22: 全球牛肉进出口分布情况



资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理

图23: 国内进口牛肉主要来自南美洲 (2024年数据)



资料来源: 海关总署, 国信证券经济研究所整理

◆ 国内外对比: 目前国内外牛肉价差明显, 由成本、品质等多因素决定

国内牛肉价格明显高于海外平均水平。2024年12月, 国内牛肉批发均价 60.26 元/kg (按当月汇率折合 8.38 美元/kg), 明显高于全球均价 6.23 美元/kg 和巴西出口均价 4.95 美元/kg。造成上述现象原因主要有三: ①饲料原料、人力成本等方面存在比较劣势, 国内肉牛养殖成本偏高; ②国产品种牛肉风味更佳且鲜销为主, 在牛肉火锅等中式餐饮消费场景中具备刚性溢价; ③欧美牛肉品质分级严格, 当地谷饲牛基于等级的溢价明显, 而产自南美的低价冻牛肉 (尤其是草饲牛) 多用于中美等消费国的预制菜、连锁餐饮等深加工渠道。

图24：目前内外牛肉价差明显，国内牛肉价格明显高于海外平均水平



资料来源：农业农村部，USDA，巴西海关，国信证券经济研究所整理

图25：国内牛肉价格销售价格高于进口牛肉均价



资料来源：农业农村部，海关总署，国信证券经济研究所整理

中国肉牛增重成本明显高于海外市场：（1）农业资源禀赋及生产技术差导致国内饲料原料成本远高于海外市场。一方面国内人多地少，地块分散，规模化、机械化作业基础差，单亩生产成本明显更高；另一方面国内转基因技术渗透率低，玉米等饲用粮单产明显低于美国和巴西，最终导致国内饲用粮生产成本及价格明显高于美国和巴西。**（2）饲料成本偏高导致了国内肉牛在饲喂模式和成本方面的比较劣势。**由于缺乏廉价饲用粮资源，国内在肉牛育肥阶段的增重成本明显高于美国等海外产区（单公斤饲料成本在 15 元以上），且精饲料使用比例明显偏低导致国内肉牛生长的周期明显长于美国等海外产区，这是国内肉牛产业在全球始终处于比较劣势的重要原因之一。

图26：中国玉米价格明显高于美国和巴西



资料来源：钢联数据，USDA，CONAB，国信证券经济研究所整理

图27：美国肉牛育肥的单公斤增重成本中，饲料成本仅 1.6 美元/kg（折合人民币不到 12 元/kg）



资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理（注：横轴为出栏时间）

中国肉牛养殖规模化程度明显低于海外：（1）美国肉牛产业规模化水平高，格局高度集中。模式方面，美国肉牛养殖专业化分工明确，“种牛场→母牛繁育场→架子牛饲养场→育肥场→屠宰场”形成了成熟的垂直联盟；格局方面，美国肉牛养殖由规模化主体主导，超 85%出栏量来自年出栏 1000 头以上育肥场，部分牧场存栏量可达 20 万头。专业分工和规模养殖让美国肉牛养殖的各环节的效率和摊薄做到极致，其中育肥环节的单公斤增重的综合成本目前只有 2.14 美元/kg（折

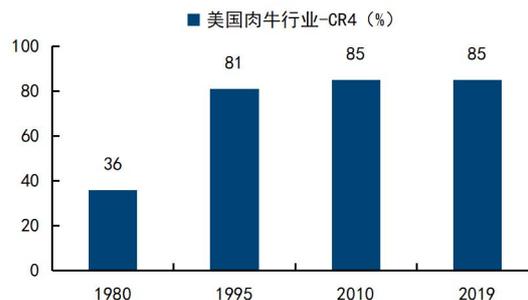
合人民币仅 15 元/kg 左右)。(2) 我国肉牛产业高度分散, 养殖模式仍较为传统。模式方面, 国内肉牛产业起步晚, 良种覆盖率低, 且仍以散养模式为主, 繁育和育肥环节的割裂导致各环节效率均较低; 格局方面, 国内肉牛养殖主体高度分散, 其中 90% 以上养户的养殖规模不足 10 头。受制于模式, 目前国内育肥环节的肉牛单公斤增重的综合成本普遍在 20 元/kg 以上, 明显高于海外市场。

图 28: 国内肉牛养殖群体高度分散, 90% 以上主体的养殖规模不足 10 头



资料来源: 农业农村部, 国信证券经济研究所整理

图 29: 美国肉牛产业高度集中



资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理

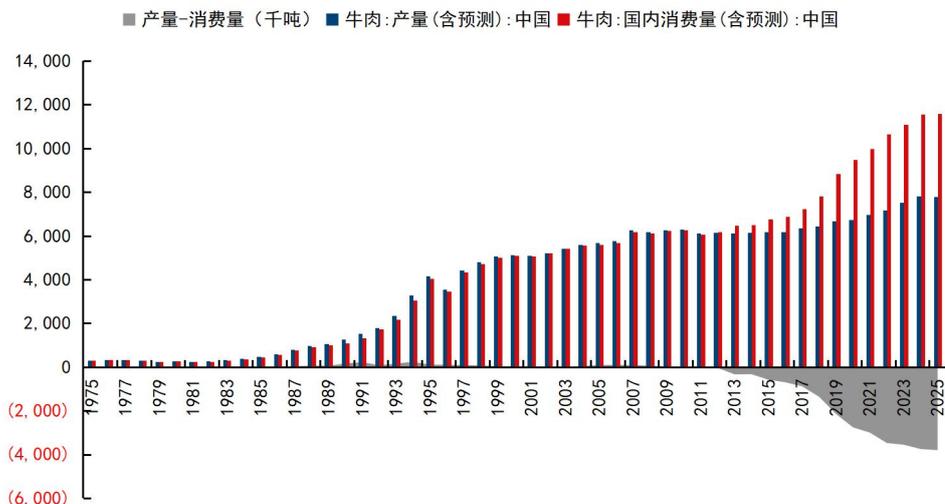
◆ 行情复盘: 本轮国内牛价周期的不一样之处

2023 年之前是供给追赶消费。2010 年后受国内经济发展、人均收入提升提高影响, 以牛肉为代表的高价肉类消费开始快速增加, 2012-2022 年十年间国内牛肉消费复合增速高达 5.59%, 远高于产量复合增速 (1.57%, 主要原因系品种落后且资本不愿介入)。产需缺口即使被进口补充, 但由于中式餐饮场景对本土鲜牛肉消费存在刚性, 牛肉价格中枢依旧维持上行, 并在 2019 年超级猪周期催化下一度涨至近 80 元/kg 的历史高位。

2023-2024 年是消费难敌供给。在 2019 年后高价行情刺激下, 基于品种改良和资本扩张, 国内肉牛养殖产能扩张提速, 2022-2024 年国内牛肉产量快速释放, 同比增速分别为 3%/5%/4%, 明显高于前期。最终叠加进口牛肉以及 2024 年国内母牛、奶牛集中淘汰的压力, 牛肉行情在 2023-2024 年期间维持回落走势。

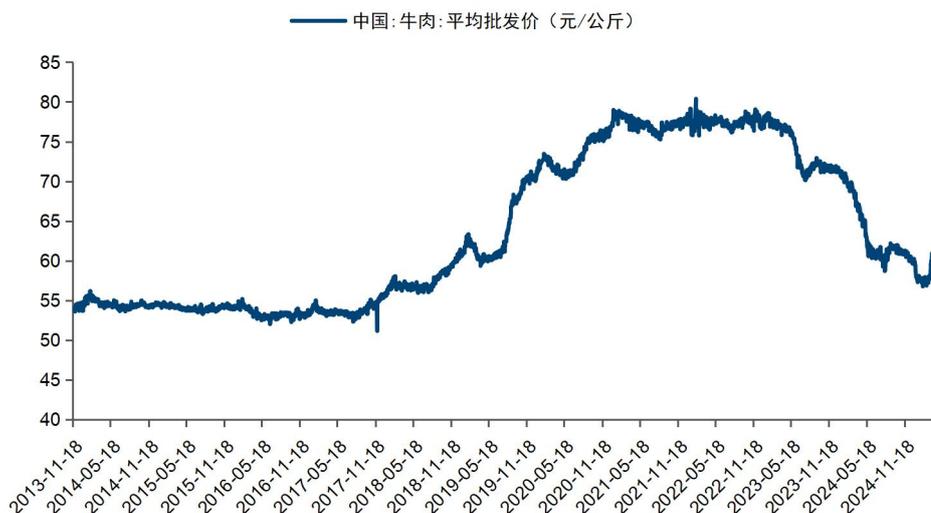
中期行情矛盾将聚焦供给侧。中期来看, 我们认为未来 3-5 年, 产能出清带来的自产供给缺口将逐步拉大, 有望驱动大周期景气持续上行, 而消费及进口因素影响将被弱化。另外长期来看, 考虑到国内牛肉人均消费仍低于欧美等发达国家, 长期视角的需求上行仍是国内牛肉价格景气延续的重要支撑。

图30: 2011年之后, 国内牛肉消费快速增长, 只能通过进口补充



资料来源: 农业农村部, USDA, 巴西海关, 国信证券经济研究所整理

图31: 国内肉牛价格在2023年之前整体保持上行趋势, 周期特征并不明显



资料来源: 农业农村部, 海关总署, 国信证券经济研究所整理

国产展望: 供给出清级别或及2019年猪周期

◆ 肉牛行业养殖持续深亏驱动出清去化, 2025年国内肉牛供给预计迎来拐点

2024年国内行情加速回落, 养殖主体陷入深度亏损。供给过剩局面下, 国内牛肉价格自2023年6月份开始已累计下跌近20个月。截至2025年2月末, 国内肉牛出栏价格降至23.77元/公斤, 较上年同期下跌6.20%; 牛肉市场价格降至51.38元/公斤, 较去年同期下跌6.50%, 较2023年高点则累计下跌近25%。据中国畜牧

业协会相关报道称，截至 2024 年 11 月，国内出栏一头肉牛的亏损已高达 1600 元，连续 8 个月亏损超过 1000 元。考虑到国内肉牛养殖高度分散（90%以上养户的养殖规模不足 10 头），实际养殖成本分布高度离散，部分成本管理能力较差的中尾部养殖户的单头亏损幅度预计更高。

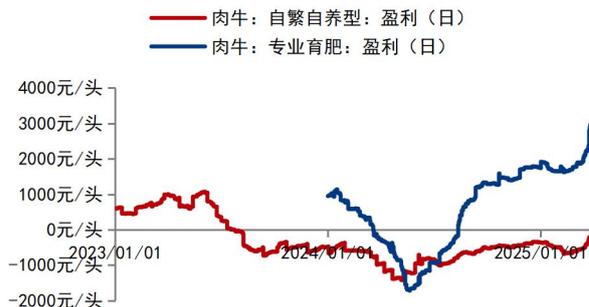
类似于 2019 年前的生猪养殖行业，目前国内肉牛养殖仍以散户为主，养殖格局高度分散，养殖环节信息高度不对称，且出栏滞后时间明显长于生猪，因此在长期深亏状态下，行业产能及存栏大概率出现超调情况，我们预计有望孕育类似 2019 年猪周期的大级别行情。

图 32：2024 年国内牛肉行情加速回落



资料来源：农业农村部，国信证券经济研究所整理

图 33：2024 年国内肉牛养殖陷入深度亏损



资料来源：钢联数据，国信证券经济研究所整理

◆ 国内肉牛供给出清级别或及 2019 年猪周期

从出栏情况来看，国内肉牛养殖端加速出清，出栏节奏明显加快。钢联样本显示 2025 年 1 月国内肉牛出栏量月环比增加 6%，年同比增加 39%，肉牛存栏同比减少 22%；体重则维持加速回落走势，截至 2025 年 3 月 1 日为 665 公斤，同比减少 10kg，较上年最高点累计减少 23kg。

从补栏情况来看，2024 年国内肉牛存栏结束增长。行情低迷导致养户补栏情绪触底，犊牛价格逼近育肥公牛价格。据国家统计局统计，截至 2024 年末国内肉牛存栏为 1 亿头，同比减少 4.39%，结束了连续 5 年的增势。

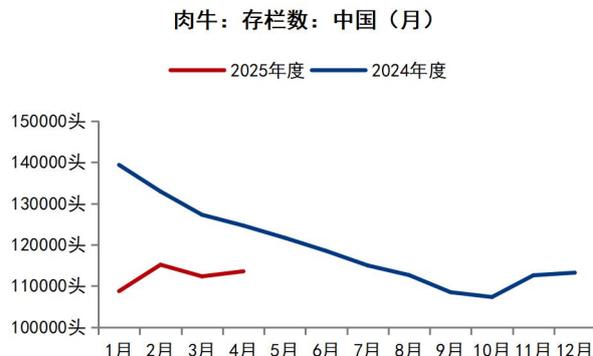
从产能情况来看，基础母牛存栏自 2023 年中以来持续调减。据中国畜牧业协会相关报道介绍，国内基础母牛存栏量自 2023 年中开启去化，受此影响 2024 年 1-11 月国内累计新生犊牛同比减少 8% 以上。按新生犊牛到成牛 2 年滞后出栏推算，2025 年下半年国内肉牛存出栏预计将迎来拐点。

图34: 据国家统计局统计, 国内肉牛存栏 2024 年结束增长



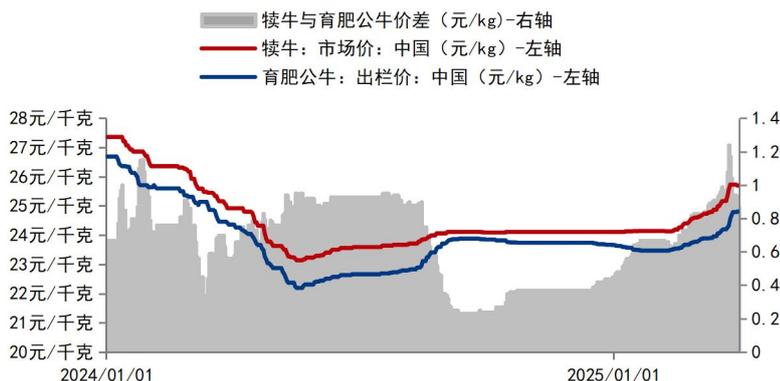
资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图35: 据钢联统计, 2024 年初以来国内肉牛存栏已累计减少近 20%



资料来源: 钢联数据, 国信证券经济研究所整理

图36: 2024 下半年补栏情绪触底, 犊牛价格逼近育肥公牛价格



资料来源: 钢联数据, 国信证券经济研究所整理

进口展望: 海外牛价景气先行, 后续国内进口预计量减价增

◆ 海内外肉牛产业比较劣势短期难逆转, 亟待进口调控

近年随着海外进口牛肉冲击, 国内牛肉自给率从2019年的80%降至2024年的73%, 2024年国内牛肉创历史新低, 其中育肥环节单头亏损达千元以上, 屠宰环节开工率不足50%, 全产业链高度承压。

为了应对外部压力, 国内已开始进行肉牛反倾销和保障措施调查。2024年12月27日, 中国商务部宣布对进口牛肉进行保障措施立案调查(当前国内牛肉进口关税12%, 增值税率9%), 调查期设定为2019年1月至2024年6月, 覆盖了鲜、冷、冻等各类牛肉产品; 2025年2月23日, 中央一号文发布, 首提“推进肉牛、奶牛产业纾困, 稳定基础产能”; 2025年3月31日, 商务部贸易救济调查局在北京正式召开进口牛肉保障措施案听证会, 最终裁决结果初步预计将在8月底公布, 届时可能采取“进口配额+增加关税”方式对国内肉牛进口量价进行调节。

图 37：中国商务部 2024 年底宣布对进口牛肉进行保障措施立案调查

一、立案调查及调查期

自本公告发布之日，商务部对进口牛肉发起保障措施调查，本次调查确定的调查期为2019年1月1日至2024年6月30日。

二、被调查产品

被调查产品名称：牛肉。

英文名称：Meat of bovine animals。

产品描述：被调查产品为活牛（牛属）经屠宰加工后的牛肉产品，包括鲜、冷或冻的整头及半头牛肉、带骨牛肉以及去骨牛肉。

该产品归在《中华人民共和国进出口税则》：02011000、02012000、02013000、02021000、02022000、02023000。

资料来源：中国商务部，国信证券经济研究所整理

图 38：2025 年中央一号文首提“推进肉牛、奶牛产业纾困，稳定基础产能”

一、持续增强粮食等重要农产品供给保障能力

（一）深入推进粮油作物大面积单产提升行动。稳定粮食播种面积，主攻单产和品质提升，确保粮食稳产丰产。进一步扩大粮食单产提升工程实施规模，加大高产高效模式集成推广力度，推进水肥一体化，促进大面积增产。加力落实新一轮千亿斤粮食产能提升任务。多措并举巩固大豆扩种成果，挖掘油菜、花生扩种潜力，支持发展油茶等木本油料。推动棉花、糖料、天然橡胶等稳产提质。

（二）扶持畜牧业稳定发展。做好生猪产能监测和调控，促进平稳发展。推进肉牛、奶牛产业纾困，稳定基础产能。落实灭菌乳国家标准，支持以家庭农场和农民合作社为主体的奶业养殖加工一体化发展。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。提升饲草生产能力，加快草原畜牧业转型升级。

资料来源：中国政府网，国信证券经济研究所整理

◆ 海外主产区牛群出清，全球牛肉价格也正步入上行周期

美国：草场退化限制养殖效益，牛肉供给正在加速调减。美国肉牛产业是全球最大的牛肉生产国，其核心优势在于高度集约化与科技驱动，依托玉米带廉价饲料资源实现高效谷饲育肥，以安格斯牛为核心品种，主打高端牛肉产品，出口覆盖日本、韩国、中国等市场。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2：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。巴西肉牛产业是全球最大的牛肉输出国，依托 1.63 亿公顷优质牧场，形成以草饲放牧为主的低成本模式，产品以中低端冻牛肉为主，牛肉出口量连续多年稳居世界第一。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3：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

综合来看，在主产区减产，主销区需求强劲带动下，全球牛肉供给趋紧，景气已重回上行趋势。（1）存栏方面，据 USDA 预测，2025 年全球新生牛犊量预计同比-0.60%至 2.84 亿头，活牛屠宰量预计同比-0.61%至 2.46 亿头，期末活牛存栏量预计同比-0.96%至 9.15 亿头。（2）牛肉方面，据 USDA 预测，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；出口量预计同比+0.58%至 1307 万吨；消费量预计同比+0.32%至 6030 万吨。（3）价格方面，在供给调减、需求增长带动下，全球牛肉价格已重回上行趋势。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4：全球活牛供需平衡表

单位：千头	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E
期初存栏	928232	929556	937489	940072	943767	932467	923778
新生犊牛	290200	290465	286382	290358	289341	285499	283790
进口	3129	3164	2946	2694	2714	2545	2177
出口	5724	5413	4542	4315	5035	5432	4876
屠宰	240696	233111	235794	240248	244721	247905	246399
死淘	45590	46926	46409	44794	45598	43396	43557
期末存栏	929556	937027	940072	943767	940468	923778	914913

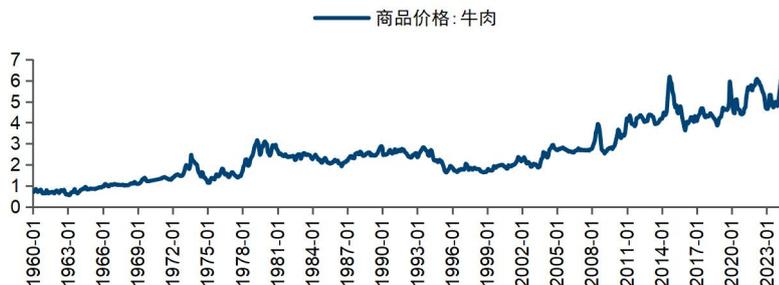
资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

表5：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
产量	58527	57620	58335	59328	59961	61657	61551
进口量	9073	9684	9935	10229	10323	11438	11801
出口量	11369	11207	11349	11919	12040	12990	13065
消费量	56155	56049	56927	57587	58324	60106	60296
期末库存量	505	553	547	598	518	517	508

资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

图39：截至 2025 年 4 月，全球牛肉月均价自底部已累计上涨约 40%（美元/kg）



资料来源：FAO，国信证券经济研究所整理

◆ 2025 年中国肉牛进口预计量减价增

本轮国内肉牛价格景气启动明显慢于海外市场，受内外景气差影响，2025 年以来巴西出口至中国的牛肉数量环比下滑明显，与出口至美国的情况形成鲜明对比。同时考虑到下半年国内进口调控政策有望落地，我们认为 2025 年国内肉牛市场来自进口牛肉的压力预计明显变小，呈量减价增趋势。

图 40: 2025 年 1-5 月，巴西出口至美国的冻牛肉量同比增加近 200%



资料来源：钢联数据，国信证券经济研究所整理

综合上述分析，我们认为在国内产能去化以及进口缩量涨价影响下，2025 年国内肉牛供给预计边际趋紧，肉牛大周期有望于 2025 年迎来拐点，牛肉价格后续或维持筑底上行走势。同时考虑到母牛至毛牛出栏通常需要两年以上时间，叠加进口调控，预计后续牛肉涨价景气会一直持续到 2027 年，价格高点有望突破前高。

表 6: 中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	91383.00	95621.00	98172.00	102160.00	105090.00	104900.00	-0.18%
奶牛-母牛	13600.00	13900.00	14000.00	14050.00	14000.00	13000.00	-7.14%
肉牛-母牛	53000.00	53400.00	56200.00	57600.00	57500.00	56000.00	-2.61%
新生牛犊	51900.00	50525.00	53240.00	54138.00	52000.00	50000.00	-3.85%
进口量	266.00	361.00	350.00	148.00	56.00	60.00	7.14%
总供应量	143549.00	146507.00	151762.00	156446.00	157146.00	154960.00	-1.39%
出口量	16.00	15.00	13.00	12.00	11.00	11.00	0.00%
屠宰量合计	46650.00	47070.00	48400.00	50230.00	50990.00	50750.00	-0.47%
损失量	1262.00	1250.00	1189.00	1114.00	1245.00	1049.00	-15.74%
期末库存	95621.00	98172.00	102160.00	105090.00	104900.00	103150.00	-1.67%
牛肉（单位：千吨）							
期初库存	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
产量	6720.00	6980.00	7180.00	7530.00	7790.00	7740.00	-0.64%
进口量	2781.00	3024.00	3502.00	3577.00	3743.00	3825.00	2.19%
出口量	16.00	17.00	20.00	18.00	18.00	18.00	0.00%
国内消费量	9485.00	9987.00	10662.00	11089.00	11515.00	11547.00	0.28%
期末库存	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	

资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

原奶行情展望：肉奶共振、进口减量有望推动国内原奶景气修复

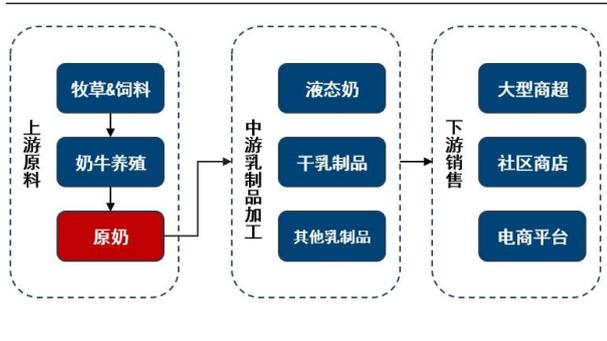
行业概述：乳制品产业核心原料，行业规模化程度较高

◆ 原奶供给调节同样高度滞后，奶牛从补栏到产奶需要约 2 年时间

原奶由奶牛直接产出，经中游乳制品企业加工成液态奶（消耗 60-70%原奶）、干乳制品（消耗 30-40%原奶），然后通过下游商超、电商等渠道实现成品销售。目前我国奶牛养殖品种以荷斯坦及其杂交改良品种为主，占比在 85%以上，另外还有不到 5%的本土品种（新疆褐牛、三河牛等），以及少量乳肉兼用的进口品种（西门塔尔牛等）。

奶牛场从补栏犊牛到开始产奶通常需要 2 年左右时间。养殖端引入牛犊后，13-14 个月之后可以开始配种，此后再经历 9-10 月孕期并完成分娩后，奶牛才会正式进入泌乳期。泌乳早中期（产后 21-200 天）是产奶高峰期，330 天之后奶牛便进入干奶期，持续 30-50 天，然后需再次配种进入上述循环。通常情况下，一头奶牛的有效产奶年限是 5-8 年，之后产奶效率会逐步降低，因此会被淘汰进入肉牛屠宰加工渠道（淘汰奶牛大概占国内牛肉产量的 5-10%，占比主要受肉奶行情波动影响）。

图 41：原奶是乳制品生产的核心原料



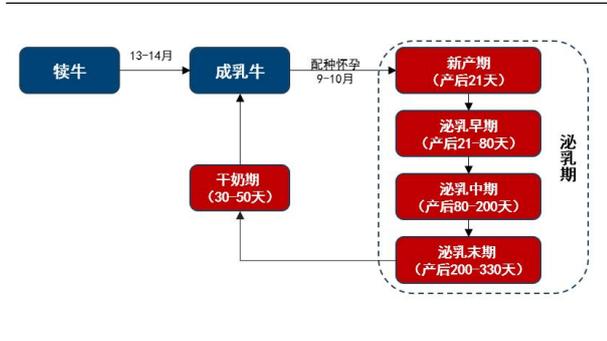
资料来源：国信证券经济研究所整理

图 42：荷斯坦是我国核心奶牛品种，存栏占比在 85%以上



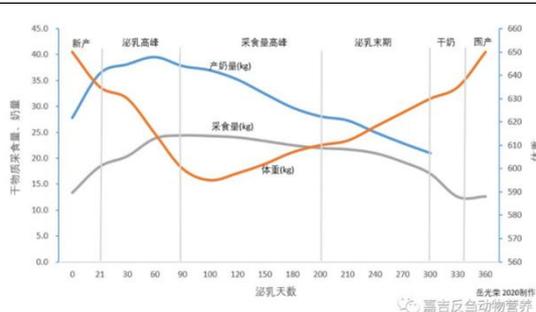
资料来源：百度百科，国信证券经济研究所整理

图 43：从补栏犊牛到开始产奶通常需要 2 年左右时间



资料来源：嘉吉反刍动物营养，国信证券经济研究所整理

图 44：奶牛泌乳期产奶量曲线（单位：千克）



资料来源：嘉吉反刍动物营养，国信证券经济研究所整理

◆ 中国是全球第四大产奶国，国内产区分布集中，规模化程度较高

我国奶牛存栏和牛奶产量均位居全球第四。全球奶牛存栏接近 2.9 亿头，其中存栏 TOP5 为印度/巴西/欧盟/中国/美国，占比分别为 46%/13%/7%/5%/3%；全球牛奶年产量约为 7.8 亿吨，其中产量 TOP5 是欧盟/印度/美国/中国/巴西，占比分别为 20%/16%/13%/5%/5%。主要产区存栏和产量占比的差异体现为品种性能和生产管理水平的差异。

国内养殖产区分布较集中，内蒙古是最大的牛奶产区。参考国家统计局口径，我国奶牛存栏规模接近 1200 万头，其中存栏 TOP5 省份分别为内蒙古/河北/新疆/黑龙江/山东，占比分别为 14%/13%/12%/10%/7%；我国 2024 年牛奶产量约为 4100 万吨，其中产量 TOP5 省份分别为内蒙古/河北/宁夏/黑龙江/山东，占比分别为 19%/14%/11%/11%/8%。

图 45: 国内奶牛存栏和牛奶产量均位居全球第四



资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理

图 46: 内蒙古是我国最大的原奶产区



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

头部企业扩产提效并进，行业集中度近年快速提升。奶牛养殖重资产但规模经济，在行情、技术、资本和政策共同推动下，2019 年以来国内奶牛养殖规模化程度快速提升。从行业层面来看，大规模牧场开始主导市场供应。截至 2023 年末，国内全国万头牧场达 165 个，合计存栏约 200 万头，占国内总存栏 30% 以上。考虑到大型牧场单产通常更高，因此实际原奶产量占比预计更高。从企业层面来看，在下游头部乳制品企业自下而上推动下，上市头部原奶企业产能扩张明显，且基于规模和技术优势实现更优单产和更高份额。截至 2024 年末，国内 TOP5 原奶企业合计成母牛存栏占比达 10%，TOP5 原奶企业的合计原奶销量占比则已达 20% 以上。

图 47: 品种改良推动国内奶牛单产水平持续提升



资料来源: 《中国奶业质量报告》，国信证券经济研究所整理

图 48: 头部原奶企业的成母牛单产明显高于行业平均水平



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图49：2024 年国内原奶销量 CR5 已达 21.19%



资料来源：公司公告，国家统计局，国信证券经济研究所整理

图50：2024 年国内成母牛存栏 CR5 已达 11.41%



资料来源：公司公告，USDA，国信证券经济研究所整理

◆ 国内原奶供应目前仍存在一定缺口，依赖进口大包粉补充

中国乳制品生产环节的原奶年需求接近 4500 万吨。据中国奶业年鉴统计，2022 年国内液态奶产量为 2925 万吨（yoy+3%），干乳制品折原奶产量为 1541 万吨（yoy+2%），二者合计为 4466 万吨（yoy+3%）。

国内牛奶自产量 4000 万吨左右，存在约 500 万吨缺口，主要通过进口大包粉补充。据国家统计局统计，2024 年国内自产牛奶量 4079 万吨，乳制品生产原料依赖进口补充，当年大包粉折原奶进口量为 511 万吨，占国内原料总供应量的 11% 左右【注：1kg 进口大包粉可折合约 8kg 生鲜原奶，主要用于复原乳生产（如 UHT 奶、酸奶）、烘焙食品、婴幼儿配方奶粉等加工领域】。

图51：2022 年国内液态奶和干乳制品合计产量约为 4500 万吨



资料来源：中国奶业年鉴，国家统计局，国信证券经济研究所整理（注：干乳制品按 1:8 折合为原奶量）

图52: 国内原奶供应存在缺口



资料来源: 中国奶业年鉴, 国家统计局, 国信证券经济研究所整理 (注: 干乳制品按 1:8 折合为原奶量)

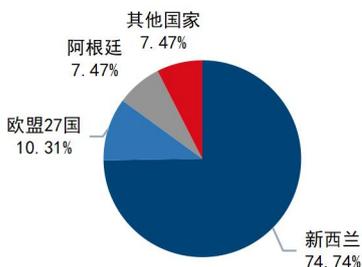
图53: 国内原奶供应缺口主要依靠进口大包粉补充



资料来源: 海关总署, 中国奶业年鉴, 国家统计局, 国信证券经济研究所整理 (注: 大包粉按 1:8 折合为原奶量)

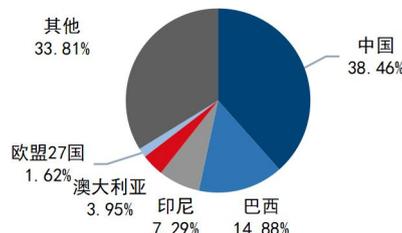
全球大包粉贸易格局集中, 新西兰作为核心奶粉输出国, 近年在环保政策、极端气候, 盈利不佳等因素影响下, 奶牛存栏呈现调减趋势, 推动奶粉去库涨价。数量方面, 2024 年全球全脂奶粉出口量为 194 万吨 (折原奶量 1552 万吨), 其中新西兰/欧盟/阿根廷是 TOP3 出口区域, 占比分别为 74%/10%/7%; 2024 年全球全脂奶粉进口量为 99 万吨 (折原奶量 790 万吨), 其中中国是最大进口国, 占比接近 40%, 另外巴西/印尼占比分别为 15%/7%。价格方面, 因为大包粉直接由原奶脱水制成, 因此其价格或进口成本与产地原奶价格高度正相关。具体全球各主产区和出口国情况请参照后文“进口展望”部分, 我们对主要国家的原奶及奶粉供需平衡表进行了更详细分析。

图54: 新西兰是全球最大的全脂奶粉出口国 (2024 年数据)



资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理

图55: 中国是全球最大的全脂奶粉进口国 (2024 年数据)



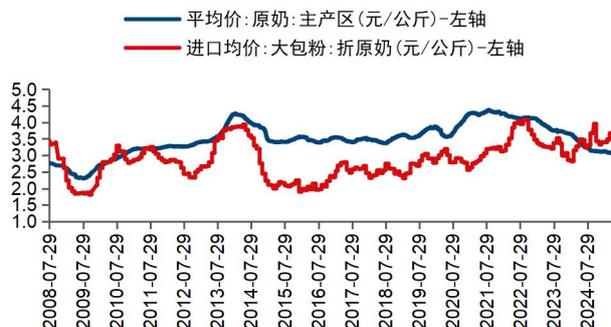
资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理

图56: 全球奶粉价格与新西兰当地原奶价格高度正相关



资料来源: 环球乳业贸易, CLAL, 国信证券经济研究所整理

图57: 国内大包粉进口成本与国内原奶价格走势较为独立



资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理

◆ 2021 年中以来，国内原奶价格已累计下行近 4 年

2019-2021 年国内牛奶产量及大包粉进口量维持增加，但新冠疫情导致上游供应链受限、下游备货及消费需求增加，国内外原奶价格共振上行。截至 2021 年中，国内原奶价格最高涨至 4.38 元/kg，自底部累计涨幅为 30%，单公斤原奶最大盈利为 0.88 元/kg。

在价格回暖和资本渗透共同推动下，国内奶牛存栏和单产在 2018-2023 年保持扩张趋势。其中国内奶牛存栏截至 2023 年初较 2018 年同期累计增加 17%，单产截至 2023 年较 2018 年累计提升 27%，最终推动国内牛奶产量持续增加，2023 年产量已接近 4200 万吨，较 2018 年产量累计增长近 37%，产量释放带动原奶价格持续下行。与此同时，海外大包粉进口价格在 2022 年下半年至 2023 年期间持续下行，进一步助推行情走弱。截至 2025 年 6 月 13 日，国内原奶最低价格已达 3.04 元/kg，较 2021 年高点累计下跌 30%以上。目前即使考虑到饲料成本下降影响，国内原奶价格预计仍在完全成本以下，其中 2023 年至今的最大亏损幅度预计已达 4 毛钱/kg 以上。

图 58：2008 年至今国内原奶价格周期总览



资料来源：农业农村部，海关总署，USDA，国信证券经济研究所整理（注：考虑到 2024-2025 年饲料原料价格回落，完全成本分别参考 2021 年和 2020 年水平）

图 59：2018-2024 年国内原奶产业链数据同比变动情况

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
国内原奶年均价	-0.51%	5.48%	3.92%	13.20%	-3.12%	-7.69%	-13.46%
国内奶牛期初存栏	-2.44%	8.33%	4.62%	2.21%	0.72%	0.36%	-0.36%
国内牛奶产量	1.18%	4.12%	7.46%	7.05%	6.76%	6.75%	-2.80%
大包粉进口均价	0.35%	0.69%	10.14%	7.23%	18.74%	-12.09%	-3.33%
大包粉进口数量	11.60%	14.92%	6.34%	30.21%	-18.82%	-24.94%	-17.86%
乳制品产量	-8.45%	1.20%	2.24%	9.04%	2.84%	-2.02%	-3.04%

资料来源：农业农村部，国家统计局，海关总署，USDA，国信证券经济研究所整理

图 60：2018-2023 年国内奶牛存栏和单产维持同步提升



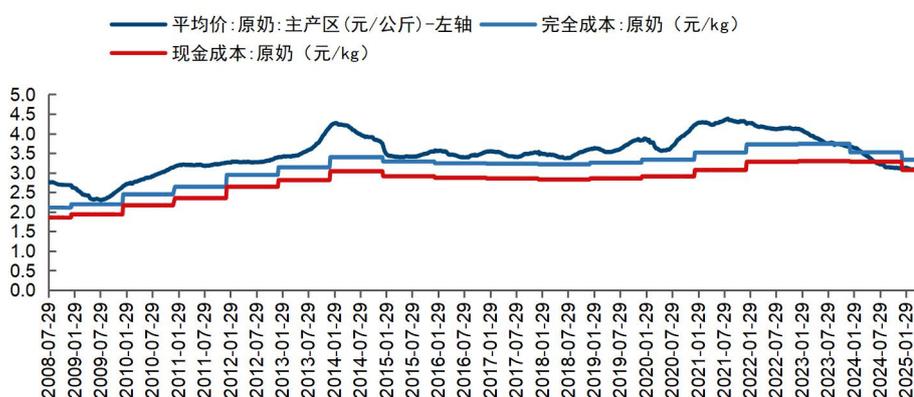
资料来源：《中国奶业质量报告》，USDA，国信证券经济研究所整理

国产展望：肉奶共振，有望驱动国内奶牛产能调减

◆ 原奶价格持续低迷，行业出清压力大

2023 年下半年国内原奶价格跌至完全成本以内，此后一直处于亏损状态。2024 年下半年，国内原奶价格加速下滑，最终跌破现金成本。截至 2025 年 5 月 29 日，国内原奶均价大概为 3.06 元/kg，即使考虑到饲料原料价格下降影响（2025 年成本参考 2020 年成本），目前国内奶牛养殖仍处于现金亏损边缘，成本控制能力弱的小规模养殖户预计仍面临较大的出清压力。参考 USDA 最新预估，2025 年期初我国奶牛总存栏预计将降至 1300 万头，预计较 2024 年期初减少 100 万头，重回 2019 年同期水平。

图 61：国内原奶价格目前处于现金成本附近



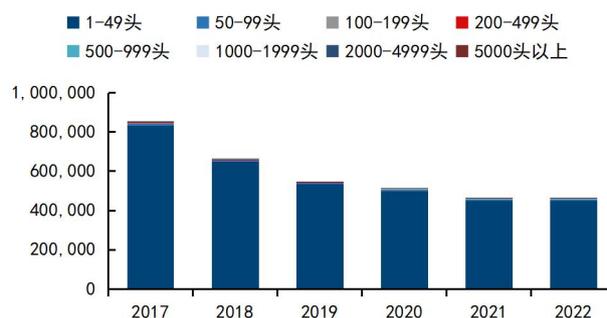
资料来源：农业农村部，全国农产品成本收益资料汇编，国信证券经济研究所整理（注：考虑到 2024 和 2025 年饲料原料价格回落，完全成本分别参考 2021 年和 2020 年水平）

图 62：USDA 预计中国 2025 年期初奶牛总存栏将重回 2019 年同期水平



资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

图 63：国内仍存在较多的小规模奶牛养殖户



资料来源：农业农村部，国信证券经济研究所整理

◆ 国内肉奶比创历史新高，看好“肉奶共振”

奶牛是国内牛肉市场的补充肉源。一方面，目前国内西门塔尔及相关杂交牛在我

国目前肉牛存栏中的占比达 60-70%，其可以实现乳肉兼用，即母牛可用于产奶，而公牛除去留种和死淘，主要用于肉牛养殖屠宰；另一方面，国内奶牛淘汰后也会进入肉牛屠宰渠道，成为低价肉源补充。上述特征决定了牛肉和原奶行情的高度相关性。当原奶行情较差时，奶牛淘汰量增加会导致低价牛肉供给增加，进而施压牛肉行情；而当原奶行情相对更好时，奶牛淘汰减少，且乳用母牛比例增加，进而导致牛肉供给的减少，同步带动牛肉行情。

此处我们进一步引入“肉奶比”（牛肉价格/原奶价格）观察国内肉奶相对景气。总体来看肉奶比通常维持在 18 上下，偶尔偏离则会通过影响奶牛淘补节奏或者肉牛用途改变完成修正（2018 年至今国内肉奶比的平均值 18.59，最大值为 20.94，最小值 16.41）。

目前国内牛肉价格已重回上行趋势，肉奶比攀升至历史高位，后续“肉奶共振”可期。受前期产能和库存出清影响，国内牛肉价格在 2025 年春节后淡季不淡，持续上行。截至 2025 年 6 月 4 日，国内牛肉价格已较年初累计上涨 17%，较上年同期上涨 28%，与原奶价格走势明显背离，导致肉奶比快速攀，达到历史新高（最新值 20.94，偏离均值 2.35）。我们认为，在国内产能出清和海外牛肉景气上行共同推动下，国内肉牛大周期有望开启，牛肉价格在 2025-2027 年或持续保持上行走势，届时有望带动奶牛淘汰节奏加快，同步提振原奶行情。

图 64：2025 年春节后，国内原奶和牛肉价格走势背离明显，历史罕见



资料来源：农业农村部，国信证券经济研究所整理

图 65：“肉奶比”在 2025 年春节后快速攀升至历史高位，后续奶牛淘汰或加速



资料来源：农业农村部，国信证券经济研究所整理

进口展望：海外大包粉景气上行，目前已不具备进口性价比

◆ 全球奶粉产业已进入新一轮去库周期

欧盟：环保政策趋严导致奶牛存栏持续调减。作为全球最大的奶牛产区，受环保政策趋严和劳动力短缺影响，欧盟奶牛产业规模持续缩减。截至 2025 年初，欧盟 27 国成母牛存栏预计进一步降至 1965 万头，较 2024 年同期减幅达 1.38%，较 2019 年同期累计减幅达 2.79%；受此影响 2025 年原奶产量预计降至 1.49 亿吨，同比降幅为 6.56%。原奶供给调减限制奶粉生产，2025 年欧盟奶粉产量预计同比-3.43% 至 197 万吨。

表7：欧盟 27 国原奶及奶粉供需平衡表

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	YOY
成母牛存栏（万头）	2141	2103	2077	2051	2021	2007	1993	1965	-1.38%
原奶供需（万吨）									
产量	14631	14711	14973	14898	14865	14933	14963	14938	-0.17%
进口量	84	78	72	59	67	74	76	73	-3.95%
出口量	117	136	148	156	132	124	110	108	-1.82%
消费量	14598	14653	14897	14801	14800	14883	14929	14903	-0.17%
奶粉供需（万吨）									
期初库存	37	17	0	0	0	0	0	0	-
产量	225	225	233	217	213	208	204	197	-3.43%
进口量	9	10	6	4	6	5	6	6	7.14%
总供应	234	235	239	221	219	213	210	203	-3.15%
出口量	117	126	118	109	94	104	92	91	-1.09%
国内消费量	137	126	121	112	125	110	118	112	-4.76%
总消费	255	252	239	221	219	213	210	203	-3.15%
期末库存	54	17	0	0	0	0	0	0	-

资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

美国：供需变动不大，原奶行情震荡运行。美国既是全球最大牛奶产区之一，也是全球最重要的乳制品消费国，其国内奶牛存栏及原奶产量总体保持稳定，但以自产自销为主，对外出口较少。截至 2025 年初，美国成母奶牛存栏预计同比微增 0.48% 至 939 万头，2025 年原奶产量预计同比+0.76% 至 1.03 亿吨。美国自产奶粉以脱脂奶粉为主，几乎不出口，2025 产量预计为 105 万吨，同比+3.25%。

表8：美国原奶及奶粉供需平衡表

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	YOY
成母牛存栏（万头）	939.8	933.7	939.2	944.9	940	938.6	934.5	939	0.48%
原奶供需（万吨）									
产量	9868.8	9908.4	10129.2	10262.1	10270.2	10267.8	10265.7	10343.3	0.76%
进口量	0.7	1.1	3.4	4.5	4.6	6.4	7	6.5	-7.14%
出口量	9.4	10.9	10.8	15	15.2	14.4	15	15	0.00%
消费量	9860.1	9898.6	10121.8	10251.6	10259.6	10259.8	10257.7	10334.8	0.75%
奶粉供需（万吨）									
期初库存	14.60	13.30	11.80	13.40	11.70	12.00	9.30	10.90	17.20%
产量	106.70	110.70	120.90	124.90	118.90	116.70	101.50	104.80	3.25%
进口量	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.00%
总供应	106.80	110.80	121.00	125.00	119.00	116.80	101.60	104.90	3.25%
出口量	71.20	70.10	81.00	89.30	83.30	80.90	76.50	75.70	-1.05%
国内消费量	36.90	42.20	38.40	37.40	35.40	38.60	23.50	28.90	22.98%
总消费	108.10	112.30	119.40	126.70	118.70	119.50	100.00	104.60	4.60%
期末库存	13.30	11.80	13.40	11.70	12.00	9.30	10.90	11.20	2.75%

资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

新西兰：核心奶粉输出国，国内奶粉维持去库涨价。新西兰是全球最大的奶粉出口国，但近年在环保政策、极端气候，盈利不佳等因素影响下，国内奶牛存栏呈现调减趋势。截至 2025 年期初，新西兰奶牛预计微增 0.22% 至 465 万头，较 2019 年累计减少 6.09%。受此影响，新西兰原奶和奶粉产量增长持续受限，前者 2025 年预计同比+0.93% 至 2180 万吨，后者 2025 年预计同比+0.81% 至 186 万吨。与此同时，新西兰出口量维持增长，最终推动其国内奶粉库存持续调减。2025 年新西兰奶粉期末库存预计同比-19.25% 至 19.30 万吨，较 2022 年高点累计减少 40% 以上，是 2023 年以来推动全球奶粉价格持续上涨的重要原因。

表9：新西兰原奶及奶粉供需平衡表

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	YOY
成母牛存栏（万头）	499.3	494.6	492.2	490.4	484.2	467.5	463.5	464.5	0.22%
原奶供需（万吨）									
产量	2201.7	2189.6	2198	2199.5	2105.1	2124.7	2160	2180	0.93%
进口量	0.3	0.4	0.5	0.2	0.5	0.3	0.3	0.3	0.00%
出口量	24.5	26.9	25	27.7	27.9	24.1	26	26	0.00%
消费量	2177.5	2163.1	2173.5	2172	2077.7	2100.9	2134.3	2154.3	0.94%
奶粉供需（万吨）									
期初库存	21.60	32.90	26.60	30.80	26.50	34.10	28.50	23.90	-16.14%
产量	186.00	186.50	193.20	193.00	179.00	179.00	184.50	186.00	0.81%
进口量	0.50	0.80	1.00	1.00	0.40	0.40	0.20	0.20	0.00%
总供应	186.50	187.30	194.20	194.00	179.40	179.40	184.70	186.20	0.81%
出口量	172.70	190.90	186.80	195.00	168.50	181.70	186.00	187.50	0.81%
国内消费量	2.50	2.70	3.20	3.30	3.30	3.30	3.30	3.30	0.00%
总消费	175.20	193.60	190.00	198.30	171.80	185.00	189.30	190.80	0.79%
期末库存	32.90	26.60	30.80	26.50	34.10	28.50	23.90	19.30	-19.25%

资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

总体来看，全球主产区产能收缩，近年正持续限制原奶及初级乳制品供应增长，同时全球主要乳制品消费区域的需求维持旺盛，奶粉出口需求维持增长，全球奶粉产业已于2023年步入新一轮去库周期。据USDA预测，2025年全球奶粉期末库存预计降至进一步降至84万吨，预计较2024年减少3.67%，较2022年高点累计减少15.51%。

表10：全球原奶及奶粉供需平衡表

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	YOY
成母牛存栏（万头）	13477	13608	13734	13878	14014	14134	14167	14142	-0.18%
原奶供需（万吨）									
产量	62949	63522	64953	65687	65935	66754	67329	68029	1.04%
进口量	236	248	263	280	258	241	242	233	-3.84%
出口量	298	321	330	350	322	293	278	275	-1.40%
消费量	62887	63449	64886	65617	65871	66702	67293	67988	1.03%
奶粉供需（万吨）									
期初库存	1365	1174	921	1030	962	993	894	871	-2.57%
产量	9068	9199	9441	9399	9150	9191	9217	9289	0.78%
进口量	2571	2756	2661	2843	2738	2456	2281	2283	0.09%
总供应	11639	11955	12102	12242	11888	11647	11498	11572	0.64%
出口量	4467	4602	4555	4668	4223	4306	4241	4254	0.31%
国内消费量	7363	7606	7438	7642	7634	7440	7280	7350	0.96%
总消费	11830	12208	11993	12310	11857	11746	11521	11604	0.72%
期末库存	1174	921	1010	962	993	919	871	839	-3.67%

资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

◆ 全球去库推动价格反转上行，目前进口大包粉已不具备进口性价比

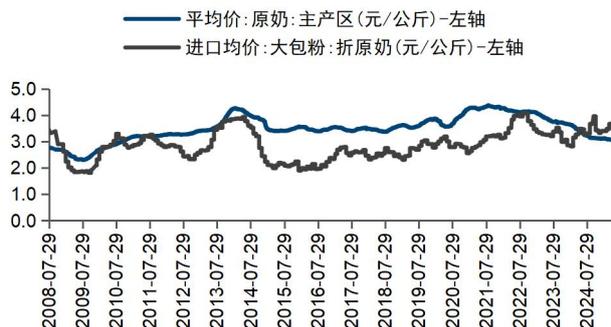
受产区减产和海外消费共同驱动，海外大包粉价格自2023年开启反转上行。以全脂奶粉为例，截至2025年5月30日，全球全脂奶粉均价为4173美元/吨，已较2023年最低价格累计上涨64%。而据海关总署统计，2024年4月我国大包粉进口均价已达29.37元/kg（折原奶价格3.67元/kg），已明显高于国内原奶均价，不具备进口性价比。后续国内大包粉进口预计仍将呈量减价增趋势，进而支撑国内原奶价格景气修复。

图66: 海外全脂奶粉价格自 2023 年底部已累计上涨 60%+



资料来源: 环球乳业贸易, 国信证券经济研究所整理

图67: 进口大包粉目前已不具备性价比



资料来源: 海关总署, 农业农村部, 国信证券经济研究所整理

综合上述分析我们认为, 国内奶牛产能自 2023 年中开始去化, 结合 2 年滞后传导推断, 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, 国内原奶价格有望在 2025 年下半年迎来向上修复。

表11: 中国原奶及奶粉供需平衡表

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	YOY
成母牛存栏 (万头)	620	610	615	620	640	660	660	650	-1.52%
原奶供需 (万吨)									
产量	3225	3297.6	3550	3795	4035	4295	4395	4427	0.73%
进口量	67.3	89.1	104	126.8	97.7	81.4	71	68	-4.23%
出口量	2.7	2.5	2.5	2.3	2.4	2.5	3	3.2	6.67%
消费量	3289.6	3384.2	3651.5	3919.5	4130.3	4373.9	4463	4491.8	0.65%
奶粉供需 (万吨)									
期初库存	10.00	5.00	5.00	10.00	15.00	15.00	17.50	19.00	8.57%
产量	98.50	106.70	101.20	103.20	107.50	123.00	129.10	132.50	2.63%
进口量	80.10	101.50	98.00	127.50	103.40	77.40	61.00	56.00	-8.20%
总供应	178.60	208.20	199.20	230.70	210.90	200.40	190.10	188.50	-0.84%
出口量	0.30	0.20	0.20	0.40	0.40	1.40	1.60	1.80	12.50%
国内消费量	183.30	208.00	194.00	225.30	210.50	196.50	187.00	186.40	-0.32%
总消费	183.60	208.20	194.20	225.70	210.90	197.90	188.60	188.20	-0.21%
期末库存	5.00	5.00	10.00	15.00	15.00	17.50	19.00	19.30	1.58%

资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理

公司业务看点：肉奶景气共振上行，公司业绩有望迎来高弹性修复

全产业链布局，深度协同伊利，公司原奶业务长期享有超额盈利

◆ 公司近年加快产能布局，规模效应助力成本优化

伊利股份作为国内乳制品龙头，乳制品产销量维持扩张趋势。为强化上游奶源把控，近年正依托上游奶源核心平台优然牧业，持续强化原奶产能布局。2020-2024年，优然牧业年均资本开支规模接近70亿元，期间固定资产和生物资产规模分别较2019年累计增加121亿元、120亿元，对应牧场数量由43座扩张至97座，奶牛存栏由15万头扩张至62万头。

图68：伊利股份乳制品产量近年扩张明显（万吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图69：2020年以来，优然牧业维持高强度资本开支



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图70：2020年以来，优然牧业资产规模扩张明显



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

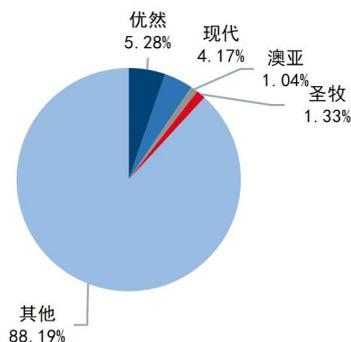
图71：2020年以来，公司牧场数量翻倍，奶牛存栏累计扩张3倍



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

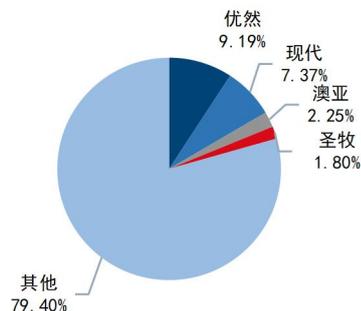
产能释放推动公司市占率持续提升。存栏方面，截至2024年末优然牧业成年母牛总存栏已达32.49万头，位居国内市场第一，占有率在5%左右，较2019年累计提升约3倍；产量方面，截至2024年末优然牧业原奶总产量已达374.74万吨，位居国内市场第一，占有率接近10%。考虑到目前伊利股份原奶自给率仍较低，优然牧业产能消化预计顺畅。未来随优然牧业前期投产牛场和母牛逐步满产，公司原奶产销量仍有望继续保持逆势扩张，市占率或维持稳步提升，规模效应有望助力成本优化。

图 72：2024 年优然牧业奶牛存栏量位居国内第一



资料来源：公司公告，国家统计局，国信证券经济研究所整理

图 73：2024 年优然牧业原奶产量位居国内第一



资料来源：公司公告，国家统计局，国信证券经济研究所整理

图 74：优然牧业存栏口径市占率持续提升



资料来源：公司公告，USDA，国信证券经济研究所整理

图 75：2024 年优然牧业原奶产量口径市占率持续提升



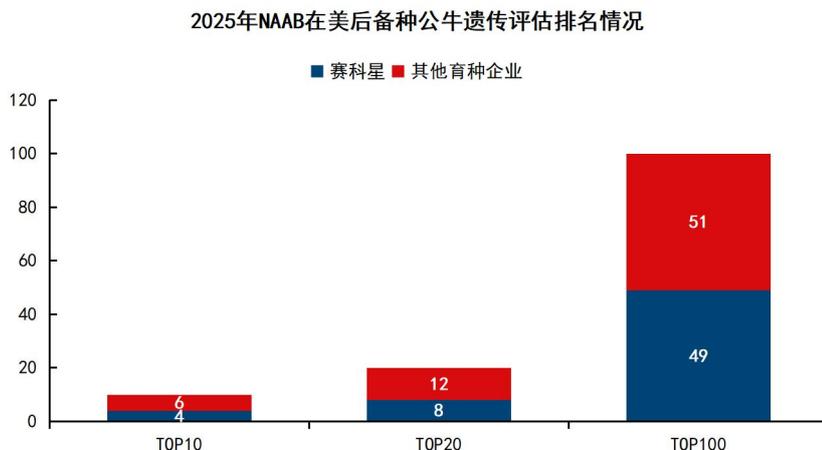
资料来源：公司公告，国家统计局，国信证券经济研究所整理

◆ 优质育种资产布局助力公司奶牛性能持续提升。

公司 2020 年收购赛科星（控股 66.86%），实现对上游优质种源布局。赛科星是目前中国最大的奶牛育种企业，性控冻精生产能力亚洲第一，同时也是国内最早规模化生产及商业化应用高产奶牛性控胚胎的育种企业，已掌握性别控制技术、性控胚胎生产与移植技术、基因组选择奶牛育种技术、基因编辑奶牛育种技术、克隆技术、干细胞生物育种技术六大奶牛繁育核心技术。2025 年 4 月，依据美国 NAAB（美国动物育种者协会）发布的最新“国内在美注册”后备种公牛遗传评估成绩，赛科星培育的种公牛在 TOP10 中占据 4 头，在 TOP20 中占据 8 头，TOP100 中占据 49 头，充分彰显赛科星在全球奶牛育种领域的领先实力。

目前赛科星在呼和浩特和美国威斯康辛州有 5 座奶牛核心育种基地，在呼和浩特各有一座肉牛、奶山羊核心育种基地，2024 年育种业务生产奶牛性控胚胎量已超 2.5 万枚，未来有望依靠国内外优质种源持续赋能优然牧业奶牛群基因改良和生产性能提升。

图76: 赛科星是目前中国最大奶牛育种企业, 育种水平处于全球领先水平



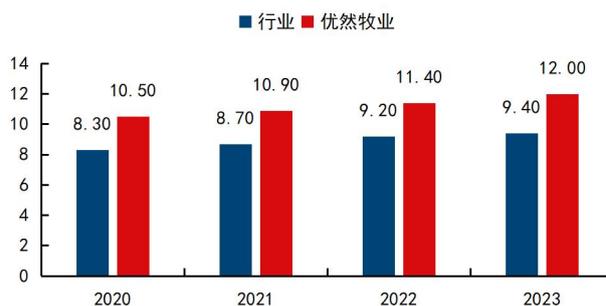
资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图77: 2024 年公司成母牛年化单产已达 12.6 吨



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图78: 优然牧业成母牛单产持续领先于行业平均水平 (吨/头)



资料来源: 《中国奶业质量报告》, 国信证券经济研究所整理

◆ “产品+服务+平台” 的饲料业务模式支撑公司实现现代化体系化养殖。

公司饲料业务前身“呼和浩特市配合饲料厂”最早于 1988 年开启投产, 至今公司已在反刍饲料领域深耕研发和生产三十余年。目前公司布局饲料生产基地达 15 个, 年销售规模最高已达 60 亿元以上, 是国内最大的反刍动物饲料供应商, 产品涵盖奶牛、肉牛、肉羊、奶山羊、骆驼及牦牛全生命周期。(1) 原料方面, 目前公司已是最大的苜蓿草供应商, 在全国拥有 16 个草业生产基地, 24 万亩牧草种植面积, 为公司奶牛养殖环节提供了坚实的核心原料保障。(2) 产品方面, 公司与全球著名奶业专家迈克·哈金斯博士展开战略合作, 结合美国先进的奶牛营养技术, 打造国际一流饲料产品。(3) 技术方面, 公司与美国国家科学院(NASEM)战略合作, 引入了国际领先的奶牛养殖技术。(4) 服务与平台方面, 公司搭建了国内领先的奶牛营养体系, 通过大数据监测系统和营养数据库, 有效评价原料营养价值 and 性价比, 使用营养配方系统、精准饲喂设备为奶牛提供精准营养。

具体从成本表现来看, 公司 2020-2023 年原奶平均饲料成本大概为 2.37 元/kg, 较行业平均成本基本持平, 较同行现代牧业略高 0.11 元/kg, 主要原因系公司有约 30%原奶为特色奶(有机奶、A2 奶、娟姗奶等八大品类), 相关成母牛单产低

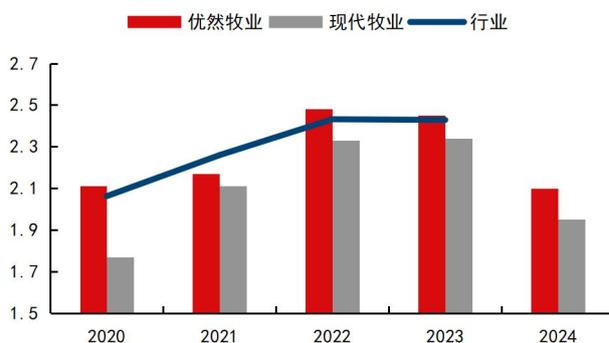
且饲料成本更高，进而拉高了整体成本表现。

图 79：公司是国内最大的反刍动物饲料供应商



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 80：特色奶拉高公司饲料成本，但仍处于行业中上水平



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 长协销售、特色原奶为公司稳定提供超额收入

2020-2024 年，公司原奶平均售价为 4.65 元/kg，较行业平均售价高 13%，较同行现代牧业高 10%，主要得益于两方面因素：

(1) 公司作为伊利股份的控股子公司，原奶销售长期按协价绑定。具体合作方式上，公司与伊利股份签订长期供应协议，约定对公司原奶产量收购不低于 70%，且应收尽收、价格不低于市价。2024 年公司原奶业务实现收入 151 亿元，其中有 143 亿元来自与伊利股份的关联交易，占比接近 95%（剩余部分主要销往光明、君乐宝等其他头部乳制品企业）。

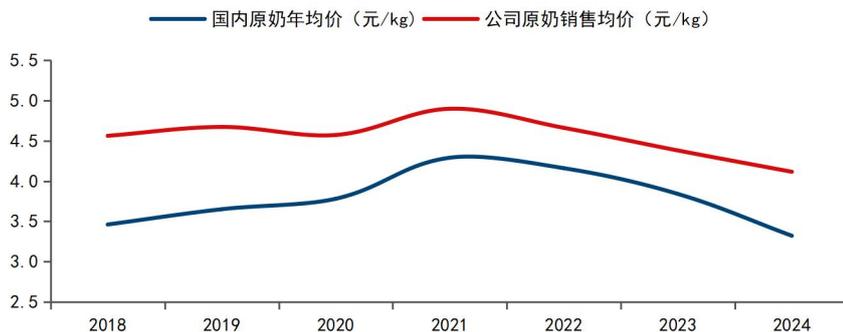
(2) 公司特色奶销售采用成本加成方式，贡献稳定超额收入。公司有约 30%原奶为特色奶（有机奶、A2 奶、娟姗奶等八大品类），这部分原奶销售采用成本加成模式，因此溢价明显且周期波动小。

表 12：公司原奶销售深度绑定伊利股份

单位:亿元	2024 年	2023 年
公司原奶业务收入	151.01	129.03
向伊利销售收入	143.23	124.47
公司系统解决方案业务收入	57.91	49.95
向伊利销售收入	1.53	1.86
向伊利采购原料	0.48	0.39
向伊利采购财务共享服务	0.11	0.11
向伊利采购的其他服务及材料	0.05	0.10

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图81：公司原奶销售价格常年高于行业平均售价



资料来源：公司官网，农业农村部，国信证券经济研究所整理

◆ 多重加持下，公司原奶业务长期享有超额盈利

综合产业链布局 and 下游长协销售优势，公司 2021-2024 年原奶销售的单公斤平均净利润达 1.17 元/kg，远高于行业平均水平，较同行现代牧业高 0.3 元/kg 左右。

表 13：公司原奶业务长期具备超额盈利

	2020	2021	2022	2023	2024
原奶单价 (元/kg)					
行业	3.78	4.29	4.16	3.84	3.32
优然牧业	4.57	4.90	4.66	4.38	4.12
现代牧业	4.13	4.41	4.27	4.03	3.61
澳亚集团	4.37	4.79	4.65	4.27	3.54
中国圣牧	4.51	5.10	5.00	4.76	4.47
原奶单产 (kg/头)					
行业	8.30	8.70	9.20	9.40	
优然牧业	10.50	10.90	11.40	12.00	12.60
现代牧业	11.10	11.30	12.20	12.60	12.80
澳亚集团	12.80	12.70	13.30	13.60	14.00
中国圣牧	10.34	10.27	10.52	11.38	12.05
饲料成本 (元/kg)					
行业	2.06	2.26	2.43	2.43	
优然牧业	2.11	2.17	2.48	2.45	2.10
现代牧业	1.77	2.11	2.33	2.34	1.95
澳亚集团		2.10	2.44	2.42	1.96
中国圣牧		2.60	2.71	2.65	2.54
完全成本 (元/kg)					
行业	3.33	3.52	3.72	3.74	
优然牧业	3.18	3.34	3.50	3.39	3.14
现代牧业		3.10	3.31	3.33	3.07
澳亚集团		2.98	3.49	4.02	2.94
中国圣牧		3.87	3.89	3.65	3.41
净利润 (元/kg)					
行业	0.45	0.77	0.44	0.10	
优然牧业	1.40	1.56	1.17	0.99	0.97
现代牧业		1.31	0.97	0.70	0.54
澳亚集团		1.81	1.16	0.25	0.60
中国圣牧		1.23	1.11	1.11	1.06

资料来源：公司公告，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：现代牧业、澳亚集团，中国圣牧原奶业务净利润采用“生物资产公允价值减出售成本的变动金额+原奶分部业绩”估算）

肉奶景气共振上行，公司主业盈利及当期损益均有望高弹性修复

◆ 原奶盈利修复：涨价降本共振，按中性预期有望贡献约 14 亿元业绩增厚

2024 年公司原奶销售均价为 4.12 元/kg，每公斤完全成本为 3.14 元/kg。假设公司 2026 年原奶产量增至 430 万吨，原奶销售成本下降 0.10 元/kg 至 3.04 元/kg 左右。中性预期下，若公司 2026 年原奶销售均价修复至 4.20 元/kg，公司原奶销售量达 430 万吨，则原奶分部业绩有望实现约 50 亿（较 2024 年原奶分部盈利增厚约 14 亿元）；若公司 2027 年原奶销售均价修复至 4.30 元/kg，公司原奶销售量达 449 万吨，则原奶分部业绩有望实现约 56 亿（较 2024 年原奶分部盈利增厚约 20 亿元）。

图82: 按照 430 万吨销量，中性价格预期下公司 2026 年原奶主业有望贡献约 14 亿元盈利增厚

		完全成本 (元/kg)				
		2.84	2.94	3.04	3.14	3.24
悲观价格预期	销售均价 (元/kg)	3.8	3.9	4.0	4.1	4.2
	3.8	41	46	50	54	58
	3.9	46	50	54	58	63
中性价格预期	销售均价 (元/kg)	4.0	4.1	4.2	4.3	4.4
	4.1	54	58	63	67	71
	4.2	58	63	67	71	76
乐观价格预期	销售均价 (元/kg)	4.3	4.4	4.5	4.6	4.7
	4.3	63	67	71	76	80
	4.4	67	71	76	80	84

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及测算（备注：上述盈利测算口径按照公司披露的原奶分部业绩口径为基准，为分部除税前净利，未考虑公允价值变动损益及其他总部费用或损益）

图83: 按照 449 万吨销量，中性价格预期下公司 2027 年原奶主业有望贡献约 20 亿元盈利增厚

		完全成本 (元/kg)				
		2.84	2.94	3.04	3.14	3.24
悲观价格预期	销售均价 (元/kg)	3.9	4.0	4.1	4.2	4.3
	3.9	48	52	57	61	65
	4.0	52	57	61	66	70
中性价格预期	销售均价 (元/kg)	4.1	4.2	4.3	4.4	4.5
	4.1	57	61	66	70	75
	4.2	61	66	70	75	79
乐观价格预期	销售均价 (元/kg)	4.3	4.4	4.5	4.6	4.7
	4.3	65	70	75	79	84
	4.4	70	75	79	84	88

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及测算（备注：上述盈利测算口径按照公司披露的原奶分部业绩口径为基准，为分部除税前净利，未考虑公允价值变动损益及其他总部费用或损益）

◆ 公允价值增厚：肉奶景气共振上行，有望带动公允价值向上调整

会计政策上，港股对生物资产采用公允价值计量模式，奶牛作为原奶企业核心生物资产，按照“期末公平值-销售成本”计量账面值，期末确认公允价值时需按照奶牛未来产生现金流贴现核算，因此具体数值会受贴现率、奶牛单产水平、原奶

价格预期以及饲料成本等多重因素影响，而账面价值相关变动则计入“生物资产公允价值减出售成本的变动所产生之亏损”科目，直接影响当期损益。**后续若肉奶景气共振上行，有望为公司提供两部分公允价值增厚，合计约 16-17 亿元：**

(1) 原奶景气改善，存栏公允价值预计上调：从历史核算情况来看，公司年末公允价值主要受到原奶行情影响，当原奶行情下行时，公司成母牛单头平均公允价值会出现持续下调情况，进而影响“生物资产公允价值减出售成本的变动所产生之亏损”科目，最终影响报表盈利（截至 2024 年末，公司单头成奶牛公允价值已由 2021 年末的 3.3 万元下调至 2.7 万元）。

中性假设下，在牛群数量和结构不变情况下，参考 2023 年末公司单头公允价值水平，基于截至 2024 年末牛群的公允价值调整带来的盈利增厚空间预计在 6 亿元左右。

表 14: 中性价格预期下，2026 年公司奶牛群公允价值调整预计带来约 6 亿元盈利增厚

	乐观	中性	截至 2024 年末	截至 2023 年末	截至 2022 年末	截至 2021 年末
犊牛及育成牛						
存栏量 (万头)	29.67	29.67	29.67	29.85	26.77	21.17
公允价值 (亿元)	65.72	60.13	62.94	60.51	59.32	36.76
单头公允价值 (元)	22,154	20,271	21,217	20,271	22,154	17,367
成母牛						
存栏量 (万头)	32.49	32.49	32.49	28.42	23.17	20.45
公允价值 (亿元)	101.02	95.86	86.58	83.85	72.04	66.61
单头公允价值 (元)	31,092	29,504	26,646	29,504	31,092	32,565
当年原奶销售均价	4.66	4.38	4.12	4.38	4.66	4.90
公允价值调整增益 (亿元)	17.23	6.48				

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

(2) 肉牛景气上行，母牛淘汰和犊牛外销收益有望明显增加：按照港股会计准则，牛犊、育成牛以及成母牛作为生物资产，其淘汰或者对外销售后，不计入收入，而根据“直接收入-账面公允价值”确认至“生物资产公允价值减出售成本的变动所产生之亏损”科目。因此若后续国内肉牛景气上行，淘汰成母牛销售直接受益景气，销售收入增长会直接增厚公司盈利表现。

表 15: 公司生物资产淘汰或者对外销售后，不计入收入

	犊牛及育成牛	成母牛
	千元	千元
生物资产 (于 2023 年 1 月 1 日)	5,931,614	7,204,357
采购成本	376,129	37,931
饲料成本及其他相关成本	5,522,448	-
转拨	-5,237,576	5,237,793
出售/死亡导致的减少	-86,556	-982,095
生物资产公允价值减销售成本变动产生的 (亏损)/收益	-454,667	-3,112,577
生物资产 (于 2023 年 12 月 31 日)	6,051,392	8,385,409
采购成本	-	-
饲料成本及其他相关成本	5,249,105	-
转拨	-5,062,875	5,055,669
出售/死亡导致的减少	-71,022	-647,992
生物资产公允价值减销售成本变动产生的 (亏损)/收益	127,624	-4,135,444
生物资产 (于 2024 年 12 月 31 日)	6,294,224	8,657,642

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

奶牛淘汰：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）通常每年都保持在 25-35%左右，因此按照优然牧业 2024 年末成母牛存栏数量，公司每年的淘汰母牛出栏量大概在 10 万头左右。经测算，2024 年公司母牛淘汰平均售价约 7000 元/头。

后续随肉牛大周期上行，中性估计若 2026 年国内淘汰母牛销售均价达 14000 元/头，公司淘汰母牛有望为公司贡献约 7 亿元利润增量；若 2027 年国内淘汰母牛销售均价达 18000 元/头，公司淘汰母牛有望为公司贡献约 11 亿元利润增量。

图84：公司淘汰母牛年均销售价自 2021 年后快速下滑



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所测算整理

图85：国内淘汰母牛价格已重回上升趋势



资料来源：钢联数据，国信证券经济研究所整理

图86：中性预测，2026 年淘汰母牛有望带来利润增厚约 7 亿元

销售均价 (元/头)	淘汰率 (%)					
	25%	28%	31%	33%	35%	
悲观价格预期	10000	2.4	2.7	3.0	3.2	3.4
	11000	3.2	3.6	4.0	4.2	4.5
	12000	4.1	4.5	5.0	5.3	5.7
中性价格预期	13000	4.9	5.4	6.0	6.3	6.8
	14000	5.7	6.3	7.0	7.4	8.0
	15000	6.5	7.1	8.0	8.4	9.1
乐观价格预期	16000	7.3	8.0	9.0	9.5	10.2
	17000	8.1	8.9	10.0	10.6	11.4
	18000	8.9	9.8	11.0	11.6	12.5

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所测算整理

图87：中性预测，2027 年淘汰母牛有望带来利润增厚约 11 亿元

销售均价 (元/头)	淘汰率 (%)					
	25%	28%	31%	33%	35%	
悲观价格预期	14000	5.7	6.3	7.0	7.4	8.0
	15000	6.5	7.1	8.0	8.4	9.1
	16000	7.3	8.0	9.0	9.5	10.2
中性价格预期	17000	8.1	8.9	10.0	10.6	11.4
	18000	8.9	9.8	11.0	11.6	12.5
	19000	9.7	10.7	12.0	12.7	13.6
乐观价格预期	20000	10.6	11.6	13.0	13.7	14.8
	21000	11.4	12.5	14.0	14.8	15.9
	22000	12.2	13.4	15.0	15.8	17.1

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所测算整理

图88：公司历史上出售淘汰母牛生物资产的所得款情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及测算

犊牛及育成牛外销：优然牧业旗下赛科星每年依靠普通及性控胚胎技术为公司提供充足高质量犊牛。行业高速发展期时多使用优质性控冻精进行优种选育，2024年公司结合行业发展形势，更多比例使用普通冻精进行繁育，其中母犊牛全部留养，公犊牛则外销。

数量方面，按照前述假设，公司每年淘汰约10万头左右成母牛，考虑到存栏扩张，预计每年补栏需求在10-15万头左右。目前公司犊牛及育成牛存栏大概在30万头左右，按照1:1的公母比例保守估计公司每年可外销的公犊牛量在15万头左右。价格方面，经测算，公司单头牛犊售价2024年约500元。**中性预估若2026年犊牛销售均价涨至2600元/头，则其带来的盈利增厚预计在3亿元左右；若2027年犊牛销售均价涨至4000元/头，则其带来的盈利增厚预计在5亿元左右。**

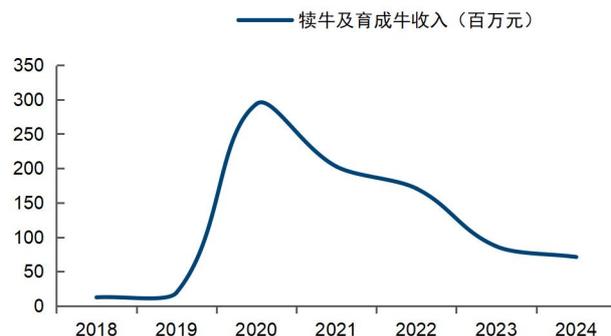
综合来看，倘若肉奶景气共振上行，基于中性价格预期，原奶分部业绩修复叠加公允价值调整增益预计在2026/2027年将为公司归母净利润分别带来合计约30/41亿元增厚，对应2026/2027年归母净利润体现将由2024年的-7亿元增至约23/34亿元，周期弹性明显。

图89：2025年春节后，国内肉犊牛价格快速上行



资料来源：钢联数据，国信证券经济研究所整理

图90：公司历史上出售犊牛及育成牛生物资产的所得款情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图91：中性预测，2026年牛犊外销有望带来利润增厚约3亿元

销售均价 (元/头)		销售量 (万头)				
		11	13	15	17	19
悲观价格预期	1500	1.1	1.3	1.5	1.7	1.9
	2000	1.7	2.0	2.3	2.6	2.9
	2200	1.9	2.2	2.6	2.9	3.2
中性价格预期	2400	2.1	2.5	2.9	3.2	3.6
	2600	2.3	2.7	3.2	3.6	4.0
	2800	2.5	3.0	3.5	3.9	4.4
乐观价格预期	3000	2.8	3.3	3.8	4.3	4.8
	3200	3.0	3.5	4.1	4.6	5.1
	3400	3.2	3.8	4.4	4.9	5.5

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所测算整理

图92：中性预测，2027年牛犊外销有望带来利润增厚约5亿元

销售均价 (元/头)		销售量 (万头)				
		11	13	15	17	19
悲观价格预期	3200	3.0	3.5	4.1	4.6	5.1
	3400	3.2	3.8	4.4	4.9	5.5
	3600	3.4	4.0	4.7	5.3	5.9
中性价格预期	3800	3.6	4.3	5.0	5.6	6.3
	4000	3.9	4.6	5.3	6.0	6.7
	4200	4.1	4.8	5.6	6.3	7.0
乐观价格预期	4400	4.3	5.1	5.9	6.6	7.4
	4600	4.5	5.3	6.2	7.0	7.8
	4800	4.7	5.6	6.5	7.3	8.2

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所测算整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

原奶业务：销量方面，预计公司原奶销量 2025-2027 年分别为 411/430/449 万吨，年增速分别为 12%/5%/4%。销价方面，预计原奶价格自 2025 年下半年有望反转，出于谨慎预估原则，我们预计公司原奶销售价格 2025-2027 年分别为 3.92/4.20/4.30 元/公斤，同比变动分别为-0.20/+0.28/+0.10 元/公斤。成本方面，预计未来公司原奶生产成本有望下降后进入稳定阶段，预计公司原奶完全成本 2025-2027 年分别为 3.04/3.04/3.04 元/公斤，同比变动分别为-0.10/0.00/0.00 元/公斤。最终我们预计公司原奶业务 2025-2027 年收入分别为 160.91/180.44/193.03 亿元，毛利分别为 51.27/65.70/73.15 亿元。

反刍动物解决方案业务：饲料业务预计有望随行业原奶行情企稳保持同步增长趋势，育种产品和奶牛超市产品业务预计有望保持同步增加。我们预计 2025-2027 年公司反刍动物解决方案业务营收分别为 50.47/52.09/54.82 亿元，同比增速分别为+1%/+5%/+6%，毛利预计分别为 8.50/9.35/9.85 亿元。

综上所述，预计未来 3 年公司营业总收入分别为 211.38/232.52/247.85 亿元，分别同比 +5%/+10%/+7%，毛利率分别为 28%/32%/33%，对应毛利分别为 59.78/75.05/83.00 亿元。

表 16: 优然牧业业务拆分

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
原奶业务						
收入（亿元）	108.54	129.03	151.01	160.91	180.44	193.03
增速	14%	19%	17%	7%	12%	7%
毛利（亿元）	34.12	36.96	49.45	51.27	65.70	73.15
毛利率	31%	29%	33%	32%	36%	38%
反刍动物解决方案业务						
收入（亿元）	71.97	57.91	49.95	50.47	52.09	54.82
增速	24%	-20%	-14%	1%	5%	6%
毛利（亿元）	8.12	7.74	8.38	8.50	9.35	9.85
毛利率	11%	13%	17%	17%	18%	18%
合计						
营业总收入（亿元）	180.51	186.94	200.96	211.38	232.52	247.85
增速	17%	4%	7%	5%	10%	7%
毛利（亿元）	42.24	44.70	57.83	59.78	75.05	83.00
毛利率	23%	24%	29%	28%	32%	33%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

生物资产公允价值减销售成本变动产生的亏损预测：

1) 奶牛存栏公允价值预测：

我们预估 2025-2027 年原奶景气改善，公司未来三年的奶牛存栏公允价值有望上调。参考前文论述，若牛群数量和结构不变情况下，原奶价格预期上修将带动奶牛存栏公允价值增长。考虑到原奶价格 2025 年下半年有望回暖，我们保守预计 2025 年末公司奶牛群公允价值将较 2024 年增厚 6.5 亿元，出于谨慎考虑，2026-2027 年末均较 2025 年末持平。

2) 母牛淘汰和牛犊外销收益预测：

我们预估 2025–2027 年肉牛景气上行，公司未来三年母牛淘汰和牛犊外销收益有望明显增加。参考前文论述，2024 年公司淘汰母牛均价为 7000 元/头，我们预估 2025–2027 年淘汰母牛均价分别为 1/1.4/1.8 万元/头，则对应公司淘汰母牛收益较 2024 年将分别增加 3.0/7.0/11.0 亿元。此外，2024 年公司犊牛销售均价约为 800 元/头，我们预估 2025–2027 年行业牛犊均价分别为 1300/2600/4000 元/头，则对应公司外销牛犊收益较 2024 年将分别增加 1.2/3.2/5.3 亿元。

整体上，我们预计 2025–2027 年公司母牛淘汰和牛犊外销将带来较 2024 年的公允价值调整增益分别为 4.2/10.2/16.3 亿元。

表 17: 优然牧业未来三年母牛淘汰和牛犊外销收益预测

不同情形下卖牛利润弹性测算	淘汰母牛	犊牛	合计
未来三年销售量预估（万头）	10	15	
2024 年价格（万元/头）	0.70	0.05	
2025 年预估			
2025 年销售均价假设（万元/头）	1.00	0.13	
较 2024 年利润弹性测算（亿元）	3.01	1.20	4.2
2026 年预估			
2026 年销售均价假设（万元/头）	1.40	0.26	
较 2024 年利润弹性测算（亿元）	7.00	3.15	10.2
2027 年预估			
2027 年销售均价假设（万元/头）	1.80	0.40	
较 2024 年利润弹性测算（亿元）	11.00	5.25	16.3

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

综上所述，我们预计公司 2025–2027 年生物资产公允价值减销售成本变动产生的亏损分别为–28.5/–22.6/–16.5 亿元。

未来 3 年业绩预测

表 18: 未来 3 年盈利预测表

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	20096	21139	23253	24785
营业成本	14313	15161	15748	16485
销售费用	632	655	708	748
管理费用	807	836	905	955
财务费用	903	861	875	849
营业利润	–774	842	2860	4186
归母净利润	–691	674	2288	3350
每股收益	–0.18	0.17	0.59	0.86
ROE	--	5.8%	17.4%	21.0%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设，我们预计公司 2025–2027 年归母净利润 6.7/22.9/33.5 亿元，EPS 为 0.17/0.59/0.86 元。

盈利预测的敏感性分析

表19: 情景分析 (乐观、中性、悲观)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
乐观预测					
营业收入(百万元)	18,694	20,096	21,170	23,418	25,338
(+/-%)	3.6%	7.5%	5.3%	10.6%	8.2%
净利润(百万元)	-1,050	-691	900	3,189	4,018
(+/-%)	--	--	--	254.3%	26.0%
摊薄 EPS	-0.27	-0.18	0.23	0.82	1.03
中性预测					
营业收入(百万元)	18,694	20,096	21,139	23,253	24,785
(+/-%)	3.6%	7.5%	5.2%	10.0%	6.6%
净利润(百万元)	-1,050	-691	674	2,288	3,350
(+/-%)	--	--	--	239.5%	46.4%
摊薄 EPS(元)	-0.27	-0.18	0.17	0.59	0.86
悲观的预测					
营业收入(百万元)	18,694	20,096	20,815	22,286	22,912
(+/-%)	3.6%	7.5%	3.6%	7.1%	2.8%
净利润(百万元)	-1,050	-691	307	2,115	2,827
(+/-%)	--	--	--	589.8%	33.6%
摊薄 EPS	-0.27	-0.18	0.08	0.54	0.73
总股本(百万股)	3,893	3,893	3,893	3,893	3,893

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

公司股票合理估值区间在约 4.39-4.73 港元，给予“优于大市”评级。

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：4.39-4.73 港元

未来 10 年估值假设条件见下表：

表 20：公司盈利预测假设条件（%）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
营业收入增长率	3.56%	7.50%	5.19%	10.00%	6.59%	8.40%	6.40%	5.10%
营业成本/营业收入	76.09%	71.22%	71.72%	67.72%	66.51%	68.63%	75.00%	76.00%
管理费用/营业收入	4.16%	4.01%	3.95%	3.89%	3.85%	3.86%	3.85%	3.83%
销售费用/销售收入	3.31%	3.15%	3.10%	3.05%	3.02%	3.01%	3.03%	3.02%
所得税税率	-6.87%	-11.24%	5.00%	4.99%	4.96%	5.01%	5.00%	4.99%
股利分配比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

表 21：资本成本假设

无杠杆 Beta	1.1	T	5.00%
无风险利率	2.00%	Ka	9.70%
股票风险溢价	7.00%	有杠杆 Beta	3.66
公司股价（元）	2.673	Ke	27.62%
发行在外股数（百万）	3893	E/(D+E)	28.99%
股票市值（E，百万元）	10405	D/(D+E)	71.01%
债务总额（D，百万元）	25486	WACC	10.37%
Kd	3.50%	永续增长率（10年后）	1.5%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所假设

根据以上假设条件，采用 FCFF 估值方法，得出公司价值区间为 4.04-4.35 元/股（对应港币汇率为 4.39-4.73 港元/股）。

表 22：优然牧业 FCFF 预测表

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
EBIT	4,487.8	5,891.2	6,597.5	6,582.1	5,180.1
所得税税率	5.00%	4.99%	4.96%	5.01%	5.00%
EBIT*(1-所得税税率)	4,263.4	5,597.2	6,270.2	6,252.3	4,921.1
折旧与摊销	1,013.9	1,233.9	1,452.8	1,661.7	1,851.8
营运资金的净变动	281.5	(523.4)	253.4	47.2	(165.8)
资本性投资	(5,521.0)	(5,480.0)	(5,468.0)	(4,975.9)	(4,528.1)
FCFF	37.8	827.8	2,508.5	2,985.3	2,079.0
PV(FCFF)	34.2	679.5	1,865.9	2,012.0	1,269.5
核心企业价值	40,906.7				
减：净债务	24,583.6				
股票价值	16,323.1				
每股价值	4.19				

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表 23: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

		WACC 变化				
		10.2%	10.3%	10.4%	10.5%	10.6%
永续 增长 率变 化	1.7%	4.68	4.52	4.36	4.20	4.04
	1.6%	4.60	4.44	4.28	4.12	3.96
	1.5%	4.51	4.35	4.19	4.04	3.88
	1.4%	4.43	4.23	4.03	3.92	3.81
	1.3%	4.34	4.11	3.88	3.81	3.73

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所分析

相对估值: 4.38-4.77 港元

我们选取公司同行业的养殖公司进行比较:

现代牧业: 公司主要从事奶牛养殖及原奶销售, 是背靠蒙牛的全国产奶量第二大牧场, 与优然牧业的业务相似性较高。

中国圣牧: 公司主要从事奶牛养殖及原奶销售, 是全国产奶量第五大的牧场, 与优然牧业的业务相似性较高。

1) 采用 PE 法估值: 我们预计优然牧业 2025-2027 年 EPS 分别为 0.17/0.59/0.86 元, 综合来看, 可比公司 2026 年平均 PE 为 9.5X, 考虑到优然牧业为原奶行业具备单位超额收益的优质龙头标的, 且从行业景气度看, 奶牛及肉牛产能在行业深亏下持续去化, 原奶价格有望同肉牛价格自 2025 年底开启海内外共振上行, 我们预计优然牧业 2026 年 PE 水平有望修复至 6.5-7.5x, 对应公司股票合理估值区间 3.84-4.43 元 (对应港币汇率为 4.17-4.81 港元/股)。

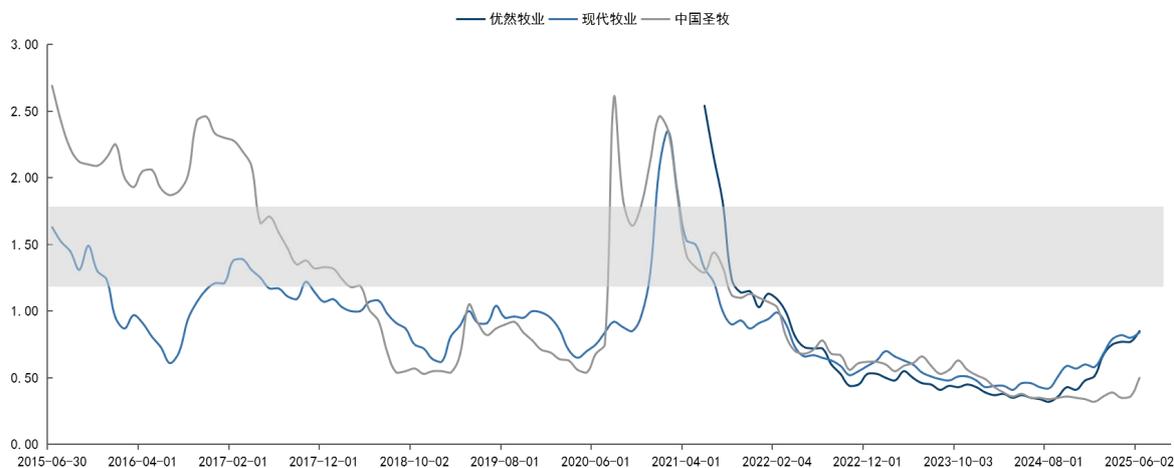
表 24: 优然牧业同类公司估值比较

代码	简称	收盘价 (元) (7月10日)	EPS (元)			PE		公司简介	
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E		
1117.HK	现代牧业	0.99	0.01	0.10	0.14	99.4	9.9	7.1	国内第二大奶牛养殖企业
1432.HK	中国圣牧	0.27	0.00	0.03	-	-112.6	9.0	-	国内第五大奶牛养殖企业
	行业平均					-6.6	9.5	-	
9858.HK	优然牧业	2.73	0.17	0.59	0.86	17.6	5.1	3.5	国内第一大奶牛养殖企业

资料来源: Wind、国信证券经济研究所

2) 采用 PB 法估值: 我们预计优然牧业 2025-2027 年 BPS 分别为 3.07/3.66/4.52 元, 参考公司与其他可比公司的历史 PB 区间, 可比港股奶牛养殖企业 PB (MRQ) 历史估值中枢约 1.3-1.8 倍, 目前公司 PB 约 0.9 倍, 处于历史 PB 估值底部。我们预计未来伴随原奶与肉牛景气反转, 优然牧业 2026 年 PB 有望修复至 1.1-1.2 倍, 对应公司股票合理估值区间 4.03-4.39 元 (对应港币汇率为 4.38-4.77 港元/股)

图93: 可比港股奶牛养殖企业 PB (MRQ) 历史估值中枢约 1.3-1.8 倍



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理及测算

投资建议

综合上述几个方面的估值, 我们认为公司股票合理估值区间对应当前港币汇率约 4.39-4.73 港元, 相对于公司目前股价有约 35-45%溢价空间, 首次覆盖, 给予“优于大市”评级。

风险提示

估值的风险

公司估值和盈利预测是基于一定的假设基础上的,可能对相关参数估计偏乐观,从而导致该估值偏高的风险;以及对收入增长预期偏乐观而导致盈利预测值高于实际值的风险。请谨慎使用!

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值在 4.39-4.73 港元之间,但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的,特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本(WACC)的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定,都加入了很多个人的判断:

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观,导致未来 10 年自由现金流计算值偏高,从而导致估值偏乐观的风险;
- 2、加权资本成本(WACC)对公司估值影响非常大,我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.0%、风险溢价 7.0%,可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低,从而导致公司估值高估的风险;
- 3、我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 1.5%,公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化,公司持续成长性实际很低或负增长,从而导致公司估值高估的风险;
- 4、相对估值时我们给予公司估值溢价,假如公司后续业绩增长或者产能释放不及预期,可能会造成估值下修的风险。

盈利预测的风险

对公司盈利的预测是建立在较多假设前提的基础上计算而来的,特别是对公司未来几年原奶销量及价格、成本的假定,都加入了很多个人的判断:

- 1、可能由于对公司原奶销量及单价表现过于乐观,从而导致盈利偏乐观的风险。
- 2、公司原奶成本改善不及预期,利润可能会受到影响的的风险。

单一大客户销售占比过高的风险

2024 年公司原料奶产品向伊利集团销售的比例接近 95%,因此未来可能存在单一客户占比过高引发的经营不确定性风险。

根据公告,公司董事会于 2023 年 4 月 24 日宣布与大股东伊利集团续订原料奶框架协议,期限为 2024 年 1 月 1 日起至 2026 年 12 月 31 日止。框架协定的定价规则、销售上限等重要信息如下:

◆ 定价指引:按照协议公司向伊利销售原奶将不低于可比牧场价格

参考框架协议,公司向伊利集团供应的原料奶的最低价格及条款将不低于位于本集团相同或邻近地理位置的同等规模牧场或(在无此类牧场的情况下)其他地区相类似牧场向伊利供应原料奶的价格和可比条款,及/或根据原料奶的种类、品质、采购量及历史交易价格,由双方公平磋商确定。原料奶的购买价须根据市况及季节性因素厘定及进行调整(例如,原料奶的质量等级或许会因为不同季节的天气状况而变化)。经双方协商,原料奶的最终购买价因质量等级而有所不同。具体而言,购买价应不低于市场平均价格,并根据牛奶的质量等级进行调整。

◆ 年度上限:协议下的原料奶 2025、2026 年度上限分别为 224、240 亿元人民币,预计该预算相对充裕

参考框架协议，截至 2024 年、2025 年及 2026 年 12 月 31 日止三个年度，原料奶购销框架协议项下的年度上限分别为 199、224、240 亿元人民币。2024 年公司实际销售原奶收入合计为 151 亿元，其中向伊利销售原奶 143 亿元，占 2024 年度双方原料奶购销框架协议项下的年度上限比例约 72%。此外，按照我们的盈利预测，预计 2025-2026 年优然牧业原奶销售收入分别为 161、180 亿元，假设按 2024 年伊利占比 94.7%进行预估，则预计 2025-2026 年向伊利销售收入分别为 152、170 亿元，占协议项下年度上限比例分别为 68%、71%。

其他经营风险

◆ 发生牛疫病风险

牛疫病在暴发期间，可能导致公司养殖存栏大量死亡，进而令公司原奶销量短期出现大幅下滑，从而影响公司的收入和利润。

◆ 原奶价格大幅波动风险

一方面，公司主营业务为原奶销售，若原奶价格大幅波动，或对公司销售单价造成影响，进而影响收入表现；此外，原奶价格波动对公司生物资产的公允价值变动亦有影响，进而影响利润表现。

◆ 饲料原材料价格大幅波动风险

饲料原料是公司养殖成本的核心构成项目，如果受国内外供给紧张和极端天气影响存在价格大幅上涨情况，会冲击当期利润。

◆ 食品安全风险

未来如果出现食品安全问题，将对公司信誉和品牌形象造成严重影响，进而使公司销量下降，利润下滑。

附表：财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	4488	1615	2325	3534	4594	营业收入	18694	20096	21139	23253	24785
应收款项	2277	2260	2493	3074	3259	公允价值调整后营业成本	14224	14313	15161	15748	16485
存货净额	4505	4311	4364	4604	4645	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	137	117	119	126	129	销售费用	620	632	655	708	748
流动资产合计	11406	8356	9354	11391	12681	管理费用	778	807	836	905	955
固定资产	15181	15077	19650	23962	28043	财务费用	1054	903	861	875	849
无形资产及其他	859	1317	1251	1185	1119	投资收益	(127)	(81)	(16)	(13)	(12)
投资性房地产	15090	15568	15568	15568	15568	生物资产公允价值减成本变动产生的亏损	(3613)	(3921)	(2850)	(2256)	(1646)
长期股权投资	1051	895	839	751	861	其他收入	(42)	(213)	82	112	95
资产总计	43589	41213	46662	52857	58272	营业利润	(1765)	(774)	842	2860	4186
短期借款及交易性金融负债	16433	16709	16987	19025	17705	营业外净收支	406	0	0	0	0
应付款项	2158	2316	2403	2585	2924	利润总额	(1360)	(774)	842	2860	4186
其他流动负债	2323	2084	2346	2387	2560	所得税费用	93	87	42	143	208
流动负债合计	20915	21110	21736	23996	23189	少数股东损益	(403)	(171)	126	429	628
长期借款及应付债券	9827	7547	8499	7379	8007	归母净利润	(1050)	(691)	674	2288	3350
其他长期负债	2360	2840	3061	3143	3113						
长期负债合计	12186	10387	11560	10522	11120	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	33101	31497	33296	34518	34309	归母净利润	(1050)	(691)	674	2288	3350
少数股东权益	1268	865	991	1420	2048	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	11831	11295	11969	14257	17607	折旧摊销	551	700	1014	1234	1453
负债和股东权益总计	46200	43657	46256	50195	53964	公允价值变动损失	3613	3921	2850	2256	1646
						财务费用	1054	903	861	875	849
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	527	151	282	(523)	253
每股收益	([Red]0.27)	([Red]0.18)	0.17	0.59	0.86	其它	748	1756	126	429	628
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	4390	5838	4946	5683	7330
每股净资产	3.04	2.90	3.07	3.66	4.52	资本开支	(8051)	(6518)	(5521)	(5480)	(5468)
ROIC	11%	15%	12%	14%	14%	其它投资现金流	3707	921	56	88	(110)
ROE	—	—	6%	17%	21%	投资活动现金流	(4344)	(5597)	(5465)	(5392)	(5578)
毛利率	24%	29%	28%	32%	33%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	16%	22%	21%	25%	27%	负债净变化	3095	(2280)	952	(1120)	628
EBITDA Margin	19%	25%	26%	31%	32%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	4%	8%	5%	10%	7%	其它融资现金流	(105)	(835)	278	2038	(1320)
归母净利润增长率	—	—	—	240%	46%	融资活动现金流	2990	(3115)	1230	918	(692)
资产负债率	74%	74%	74%	72%	67%	现金净变动	3036	(2874)	710	1209	1060
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	1452	4488	1615	2325	3534
P/E	—	—	15.4	4.5	3.1	货币资金的期末余额	4488	1615	2325	3534	4594
P/B	0.9	0.9	0.9	0.7	0.6	企业自由现金流	1602	5601	38	828	2508
EV/EBITDA	12.0	8.3	7.9	6.3	5.6	权益自由现金流	(966)	70	449	914	1010

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

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（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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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