

海外肉牛产业观察

欧美专业育肥、乳肉兼营范式成熟，国内有望复刻

优于大市

核心观点

美国：工业化育肥典范，育肥和屠宰环节格局高度集中。美国是全球最大牛肉生产国，国内肉牛产业具体分为“繁育-背景-育肥-屠宰”四大环节，各环节分工明确，格局呈“上游散户化、中游集中化、下游寡头化”特征。其中，育肥环节因不受牧草资源限制，资金占用量大且技术难度高，集中度仅次于屠宰加工环节。基于集约化与科技驱动的生产模式，以及中西部玉米带廉价饲料资源，商业育肥场围绕安格斯牛实现了高效的谷饲育肥，成为全球工业化肉牛养殖典范。

巴西：草饲模式为主，养殖格局分散，资本聚焦加工贸易。巴西是全球最大的牛肉输出国，但其肉牛产业与美国存在显著区别。巴西目前仍以草饲基因的内洛尔牛为主力品种，80%以上出栏来自草饲放牧，小牛育成和架子牛育肥环节分工相对模糊，产业效率及牛只肉质表现难及美国。目前随着国内谷物经济繁荣，同时为了适应出口需求，国内育成和育肥环节的专业化和规范化转型正在加速。格局上面，草饲环节依赖大面积廉价草场，格局高度分散；寡头则聚焦下游屠宰加工环节，依靠出口资质掌握定价权，盈利可观。

欧盟：乳肉兼营典范，地域专业化分工明显。在土地有限、环保法规严苛的欧洲，只养肉牛经济效益较低，因此欧盟60-70%活牛供应来自奶牛产业。目前奶牛场已建立成熟的精准育种体系，富余奶牛通过与专业肉牛精液配种可持续输出优质奶肉杂交牛犊，有效拓宽现金流的同时也缓解了肉牛产业的碳足迹压力。格局方面，作为传统农牧产区，产业参与者以小型或兼营农场为主并通过合作社联结，资本对上游养殖的渗透较低，主要聚焦下游加工分销。

国内展望：肉牛景气有望上行，看好专业育肥和乳肉兼营机遇。国内肉牛养殖格局目前高度分散，作为万亿大市场，工业化程度却极低。我们认为2026年起，国内育肥牛供给缺口或将持续拉大，肉牛有望涨价至2028年。产业层面，我们认为在肉牛景气助推和消费升级影响下，国内育肥环节的工业化和规模化进程有望提速，同时头部奶企或将加速拓展乳肉兼营。

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、资产减值风险等。

投资建议：聚焦底部扩张肉牛养殖或拥有优质奶牛资产的企业。（1）**华统股份：**积极拓展肉牛业务开启第二增长曲线，如若公司如期推进养牛业务，未来有望充分受益肉牛景气上行。（2）**优然牧业、现代牧业：**原奶主业有望直接受益奶价筑底回暖，淘汰母牛和牛犊销售或将受益肉牛景气上行。而后续若拓展肉奶杂交或犊牛养殖业务，盈利空间有望进一步打开。

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	
					2026E	2027E	2026E	2027E
002840.SZ	华统股份	优于大市	10.75	8,623	0.36	0.67	30	16
9858.HK	优然牧业	优于大市	3.39	14,211	0.09	0.19	38	18
1117.HK	现代牧业	优于大市	1.25	9,895	0.12	0.09	10	14

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

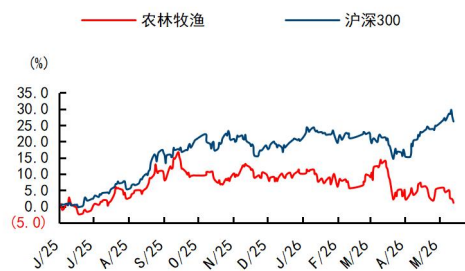
S0980523030001

证券分析师：江海航

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

《农产品研究跟踪系列报告(206)-生猪产能调控政策强化，看好牛周期反转上行》——2026-05-17

《农林牧渔2026年5月投资策略-看好牧业大周期反转，关注养殖低估值修复》——2026-05-17

《农产品研究跟踪系列报告(205)-生猪产能政策调控预期加强，供给收缩驱动下牛肉价格稳步上涨》——2026-05-12

《农产品研究跟踪系列报告(204)-看好2026年牧业大周期反转，关注强厄尔尼诺概率提升》——2026-05-08

《农产品研究跟踪系列报告(203)-育肥公牛价格涨势加速，看好2026年牧业大周期反转》——2026-04-28

内容目录

美国：工业化育肥典范，育肥和屠宰环节格局高度集中	6
养殖现状：受草场退化影响，美国肉牛存栏呈缩减趋势	6
发展历史：农牧技术革新与资源配置优化的综合体现	7
产业模式：美国肉牛产业环节分工明确，集中度呈倒金字塔特征	9
五河育肥：从“消化粮食”到“原料车间”再到“托管平台”	12
泰森食品：收购 IBP 实现突破，以深加工和品牌化拓展增厚盈利	14
巴西：草饲模式为主，养殖格局分散，资本聚焦加工贸易	16
养殖现状：以草饲放牧为主，近年存栏见顶回落	16
发展历史：正逐步告别粗放散养，专业化、规范化转型加速	17
产业模式：80%以上出栏仍来自草饲放牧，育成育肥环节分工模糊	18
JBS：多元布局的全球蛋白质巨头	20
欧盟：乳肉兼营典范，地域专业化分工明显	24
养殖现状：活牛存栏规模持续收缩，六成以上出栏源自奶牛	24
发展历史：政策限制和技术革新共同推动欧洲现代牧业发展	25
产业模式：奶牛场成为肉牛产业育婴房，区域分工明显	27
皇家菲仕兰：全球乳业巨头，积极推行乳肉兼营	29
国内展望：肉牛景气有望上行，看好专业育肥和乳肉兼营机遇	33
现状：肉牛养殖环节工业化程度低，格局高度分散	33
展望：肉牛景气有望上行，看好专业育肥和乳肉兼营机遇	36
投资建议：聚焦肉牛养殖扩张标的和奶牛养殖公司	40
风险提示	41

图表目录

图 1: 美国活牛存栏呈缩减趋势	6
图 2: 2026 年美国母牛存栏继续创近年新低	6
图 3: 美国养殖品种以安格斯牛为主, 具备优异的大理石花纹沉积能力	7
图 4: 美国安格斯牛主打本土及海外高端牛肉市场	7
图 5: 德克萨斯州是美国现代肉牛产业发源地, 存栏规模约占全国 15%	8
图 6: 美国肉牛产业的演进是农牧技术革新与资源配置优化的综合体现	8
图 7: 美国肉牛产业分为“繁育-背景-育肥-屠宰”四个环节	9
图 8: 美国肉牛产业呈上游散户化、中游集中化、下游寡头化格局	9
图 9: 美国 2025 年小牛及架子牛成交量 685 万头, 其中接近 90%通过拍卖成交	10
图 10: 小牛及架子牛成交集中在中南部和中北部区域	10
图 11: 除质量、重量等评级指标外, 屠宰场对育肥牛的品牌认证也普遍有要求 (2025 年)	12
图 12: 五河育肥公司的养殖模式演变可以概括为从“消化粮食”到“原料车间”再到“托管平台”。	13
图 13: 泰森食品通过并购实现肉牛业务的跨越式发展	14
图 14: 牛肉业务目前是泰森的第一大创收业务	15
图 15: 泰森食品的销售毛利率中枢近年波动较大	15
图 16: 泰森的牛肉和预制食品业务利润率明显更高	15
图 17: 预制食品业务成为泰森食品的重要利润中心之一	15
图 18: 受出口行情波动影响, 巴西活牛存栏近年有所回落	16
图 19: 2026 年巴西母牛存栏温和回升	16
图 20: 巴西肉牛产业以内洛尔牛为主力品种	17
图 21: 巴西产牛肉多为中低端冻肉, 价格较为便宜	17
图 22: 巴西肉牛产业正逐步告别粗放散养, 加速向专业化、规范化转型	18
图 23: 巴西肉牛产业仍以草饲放牧模式为主, 育成育肥环节分工模糊	18
图 24: 巴西肉牛繁育环节主要分布在北部边疆地区, 呈“北牛南下”的区域分工格局	19
图 25: JBS 年营收规模已接近 900 亿美元	21
图 26: JBS 2025 财年净利润规模为 20 亿美元	21
图 27: 牛肉业务在 JBS 总营收中的占比接近 50%	21
图 28: 美国业务在 JBS 营收中的占比超过 50%	21
图 29: JBS 通过积极的多元并购一步步建立起在全球蛋白质食品市场的统治地位	22
图 30: JBS 整体毛利率 2024 年筑底回升	22
图 31: 巴西牛肉出口行情近年有所回暖	22
图 32: JBS 已在美国完成二次上市, 最新市值约 200 亿美元, 对应 PE (TTM) 约 10x	23
图 33: 欧盟奶牛和肉牛养殖区域高度重合	26
图 34: CAP 政策推动欧盟肉奶产量在上世纪实现快速增长, 此后相继受到配额制和环保政策限制	26
图 35: 得益于选育技术升级, 欧美奶牛生产年限不断提高	27
图 36: 爱尔兰纯奶牛的肉用性能呈下降趋势	27
图 37: 欧盟形成了一个高度复杂、跨国协同的巨型肉牛产业生态系统	27

图 38: 不同于美洲, 欧洲以小规模农场为主	28
图 39: 欧洲仍存在较多的农牧兼营农场	28
图 40: 欧洲奶牛场已建立成熟的精准育种策略, 以保证利润的最大化	28
图 41: 爱尔兰荷斯坦母牛所配种的公牛品种有接近一半为专业肉牛	28
图 42: 公司由菲仕兰合作社全资控股	29
图 43: 公司由菲仕兰合作社全资控股	30
图 44: 2025 年公司会员收奶量达 930 万吨	31
图 45: 公司为奶牛场提供托底价格来保障奶农收益	31
图 46: 2025 年公司营业收入 134 亿欧元, 同比+3.6%	32
图 47: 2025 年公司归母净利润 3.28 亿欧元, 对应净利率 2.4%	32
图 48: 全球牛肉产量分布情况 (2024 年)	33
图 49: 全球牛肉消费量分布情况 (2024 年)	33
图 50: 国内肉牛养殖空间上呈“西繁东育”“北繁南调”特征	34
图 51: 国内 2022 年肉牛出栏量分布情况	34
图 52: 中国 2023 年牛肉产量分布情况	34
图 53: 国内肉牛养殖 90% 以上主体的养殖规模不足 10 头	35
图 54: 中国玉米价格明显高于美国和巴西 (美元/吨)	35
图 55: 中国牛肉下游终端分布情况 (2019 年)	35
图 56: 福成股份牛肉业务近年增速放缓, 盈利持续下滑	35
图 57: 2024 年以来活牛价格行情复盘 (元/公斤)	36
图 58: 据国家统计局统计, 国内肉牛存栏 2024 年结束增长	36
图 59: 钢联统计 2024 年初以来国内肉牛存栏 (头) 已累计减少超 20%	36
图 60: 2024 年下半年补栏情绪触底, 犊牛价格逼近育肥公牛价格	37
图 61: 钢联统计的育肥公牛出栏均重 (公斤) 2025 年以来维持在低于正常水平的 15-20% 区间	37
图 62: 生猪出栏均重 (公斤) 在 2022 年猪价上行拐点出现前即下降到周期最底部水平	37
图 63: 随牛价景气上行, 繁育和育肥环节盈利空间正逐步打开	38
图 64: 新国标对肉牛胴体和关键部位进行了具体分级	39
图 65: 新国标对国内牛肉大理石花纹进行了详细的分级	39
图 66: 头部奶牛公司牛犊及育成牛规模呈扩张趋势	39
图 67: 头部奶牛公司 2025 年犊牛及育成牛销售收入回升明显	39

表1: 美国活牛供需平衡表	6
表2: 美国牛肉供需平衡表	7
表3: 专业家庭牧场是繁育环节的中坚力量	9
表4: 背景环节的参与主体通常为独立背景育肥场主和冬季小麦牧场主	10
表5: 育肥是美国肉牛产业链中技术含量最高、资本最集中的环节	11
表6: 美国已建立成熟的肉牛分级体系和市场定价机制	11
表7: 美国屠宰加工环节由四家跨国巨头主导, CR4 高达 80-85%	11
表8: 五河在全美拥有十余个现代化巨型育肥场, 单次总存栏能力超过 90 万头	12
表9: 美国肉牛在谷饲育肥环节的盈利受牛价和粮价波动影响较大	13
表10: 泰森牛肉业务具备较强的规模优势和渠道统治力	14
表11: 巴西活牛供需平衡表	16
表12: 巴西牛肉供需平衡表	17
表13: 得益于巴西谷物经济的繁荣, 草地补饲模式正在逐步成为主流, 商业育肥模式快速发展	20
表14: 巴西合规肉牛屠宰加工贸易市场被三寡头主导	20
表15: 欧盟活牛供需平衡表	24
表16: 欧盟约 60%以上的出栏源自奶牛	24
表17: 欧盟牛肉供需平衡表	25
表18: 法国各种类型的专门化牛羊养殖场(不包括肉牛与其他牲畜混合养殖的农场) 2007 年全年各项补贴总额	25
表19: 欧洲大型肉牛屠宰加工商多为家族企业, 依靠较强的分销能力在屠宰环节掌握绝对份额	29
表20: 在乳制品生产环节, 皇家菲仕兰拥有丰富的品牌矩阵, 业务横跨 B 端与 C 端	31
表21: 国产牛肉品种来源情况	33
表22: 中国活牛及牛肉供需平衡表	38

美国：工业化育肥典范，育肥和屠宰环节格局高度集中

养殖现状：受草场退化影响，美国肉牛存栏呈缩减趋势

美国作为全球最大的牛肉生产国，基于高度集约化与科技驱动的生产模式以及中西部玉米带廉价饲料资源，实现了高效的谷饲育肥。

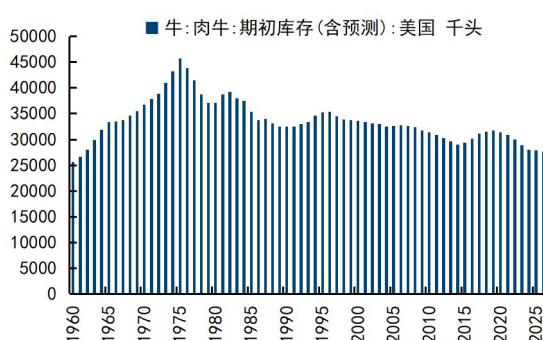
2020-2022 年期间，拉尼娜气象周期导致美国中西部草场干旱严重，牧场退化进而导致养户盈利恶化，养殖意愿降低，活牛及母牛存栏近年加速调减。参考 USDA 最新统计，截至 2026 年 1 月末美国活牛及母牛存栏继续创近年新低，其中活牛存栏 8616 万头，同比下降 0.37%，较 2019 年高点累计调减近 10%；肉牛用母牛的存栏为 2761 万头，同比下降 1.14%，较 2019 年高点累计调减近 13%。

图1：美国活牛存栏呈缩减趋势



资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

图2：2026 年美国母牛存栏继续创近年新低



资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

表1：美国活牛供需平衡表

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	yoy
(单位：千头)								
期初库存	93793.00	93587.00	91789.00	88841.00	87157.00	86472.00	86155.00	-0.37%
奶牛-母牛	9343.00	9450.00	9381.00	9398.00	9357.00	9338.00	-	-
肉牛-母牛	31339.00	30857.00	29965.00	28939.00	28223.00	27963.00	-	-
新生牛犊	35496.00	35131.00	34440.00	33563.00	33417.00	32896.00	33300.00	1.23%
进口量	2114.00	1775.00	1628.00	1981.00	2046.00	981.00	700.00	-28.64%
总供应量	131403.00	130493.00	127857.00	124385.00	122620.00	120722.00	119755.00	-0.80%
出口量	321.00	511.00	424.00	352.00	436.00	506.00	400.00	-20.95%
屠宰量合计	33365.00	34360.00	34812.00	33255.00	32155.00	30022.00	29082.00	-3.13%
母牛	6457.00	6802.00	7135.00	6717.00	5683.00	5085.00	4900.00	-3.64%
小牛	480.00	414.00	391.00	316.00	235.00	145.00	135.00	-6.90%
育肥公牛及其他	26428.00	27144.00	27286.00	26222.00	26237.00	24792.00	24047.00	-3.01%
损失量	3927.00	3833.00	3780.00	3621.00	3557.00	3666.00	3573.00	-2.54%
期末库存	93790.00	91789.00	88841.00	87157.00	86472.00	86155.00	86700.00	0.63%

资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

美国养殖品种以安格斯牛为核心，凭借优异的大理石花纹沉积能力，主打高端牛

肉市场，除主供国内商超及餐厅外，出口覆盖日本、韩国、中国等亚太高端市场。参考 USDA 最新统计，2026 年美国活牛总屠宰量预计为 2908 万头，同比-3.13%，牛肉总产量预计为 1171 万吨，同比-0.86%，其中国内消费量预计为 1307 万吨，同比持平；出口量预计为 113 万吨，同比-3.92%。受国内存栏持续下降影响，美国牛肉自给率逐年下降，出口量持续收缩。

图3: 美国养殖品种以安格斯牛为主，具备优异的大理石花纹沉积能力



资料来源：百度百科，国信证券经济研究所整理

图4: 美国安格斯牛主打本土及海外高端牛肉市场



资料来源：百度百科，国信证券经济研究所整理

表2: 美国牛肉供需平衡表

单位: 千吨	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	yoy
期初库存	294.00	329.00	308.00	329.00	290.00	273.00	270.00	-1.10%
产量	12389.00	12734.00	12890.00	12286.00	12291.00	11814.00	11712.00	-0.86%
进口量	1515.00	1517.00	1538.00	1690.00	2103.00	2424.00	2472.00	1.98%
出口量	1338.00	1555.00	1608.00	1378.00	1364.00	1173.00	1127.00	-3.92%
国内消费量	12531.00	12717.00	12799.00	12637.00	13047.00	13068.00	13068.00	0.00%
期末库存	329.00	308.00	329.00	290.00	273.00	270.00	259.00	-4.07%

资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

发展历史：农牧技术革新与资源配置优化的综合体现

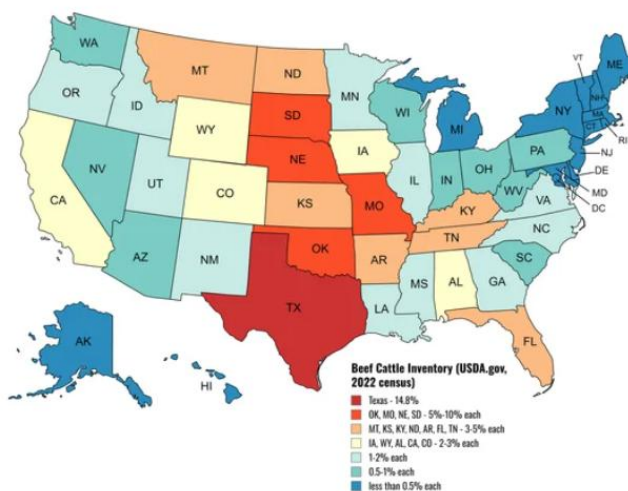
游牧与铁路贸易期（1860s-1920s）：1865 年内战结束后，因战争期间缺乏管理，德克萨斯州繁殖了数百万头处于野生/半野生状态的长角牛，这为早期自然放牧提供了重要的资源支撑。同时全国铁路网铺设的支持下，牧场主委托牛仔将牛群从德克萨斯州长途驱赶至堪萨斯等铁路枢纽后，再运往东部大城市的消费市场。这一阶段是美国肉牛现代贸易的起点，但养殖端仍以原始的草饲放牧模式为主，肉牛出栏周期极长（4-5 年），肉质粗糙且不均匀，养殖格局也极度分散。

工业化育肥场兴起期（1930s-1950s）：安格斯（Angus）和海福特（Hereford）等英国品种被大规模引入养殖，这些品种在谷饲条件下具有优异的大理石花纹转化能力，广受高端市场欢迎。同时随着州际公路的发展和玉米产量的爆炸式增长，育肥环节开始从传统牧场中独立出来，五河公司（Five Rivers）前身资产“蒙福特育肥场”在 1930 年开创了使用剩余农作物集中喂养肉牛的商业育肥先河（后来逐步发展成世界上第一个十万头规模的超级育肥场）。至此，“草场生小牛、玉米带催肥”的现代化养殖分工体系在美国逐步确立，肉牛出栏时间被大幅缩短至 18-24 个月，而 1926 年 USDA 牛肉分级标准的颁布也充分确保了产品溢价空间，

集中育肥阶段的资本化和工业化进程加速推进。

纵向整合与巨头垄断期(1960s-至今)：20世纪60年代之前，美国肉牛屠宰集中在芝加哥等东部大城市，牧场主需要把活牛装上火车运进城，或者屠宰后以白条形式通过冷藏车运到终端市场。1960s，以IBP（Iowa Beef Processors，后被泰森收购）为代表的头部屠宰分割商以盒装牛肉形式颠覆了这一传统模式，依靠前端标准化分割大幅提升物流效率的同时，也完美契合下游商超零售需求，传统屠宰运输模式被快速淘汰。同时为适应下游标准化需求，保证牛源充足和品质一致性，四大加工商通过合同、收购、合资等方式不断向上整合育肥场，最终形成了以头部加工商为核心的稳定供应合作体系。最终在模式和需求的共同驱动下，育肥和屠宰加工环节集中度快速提升，目前美国CR25育肥厂已掌控了全美近一半肥牛产量，85%的谷饲育肥屠宰产能被掌握在四大加工巨头手中（JBS、泰森、嘉吉、美国国家牛肉公司）。

图5：德克萨斯州是美国现代肉牛产业发源地，存栏规模约占全国15%



资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

图6：美国肉牛产业的演进是农牧技术革新与资源配置优化的综合体现

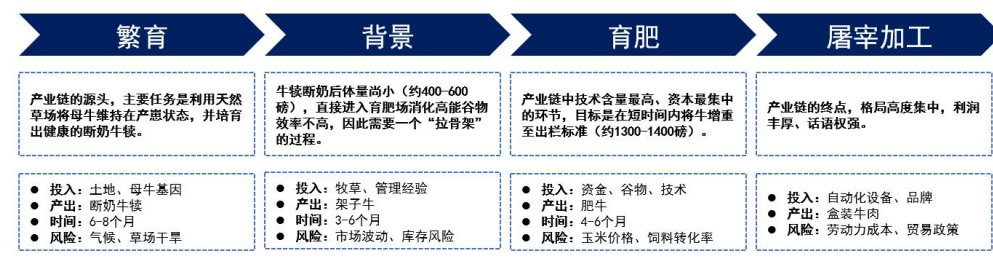
游牧与铁路贸易 (1860s-1920s)	工业化育肥场兴起 (1930s-1950s)	纵向整合与巨头垄断 (1960s-至今)
<p>纯草饲，品种以耐旱、骨架大的长角牛为主。出栏时间长达4-5年。牛只从德州通过长途驱赶至北方铁路枢纽，最终向东部消费市场。</p>	<p>引入安格斯、海福特等英国品种，出栏时间缩短至18-24个月，通过谷饲大理石花纹肉质变得可控，产品附加值明显提升。育肥环节从牧场中独立出来，形成了“繁育-背景-育肥”的专业分工。</p>	<p>安格斯成为核心品种，出栏时间降至16-18个月。JBS、泰森等大型加工商(Packer)通过“长期供应协议”深度绑定育肥场，育肥场通过“代养模式”锁定利润。</p>
<ul style="list-style-type: none"> 核心主体：德州牧场主(Cattle Kings)和独立的赶牛人。 驱动：内战后德克萨斯州有大量无主的长角牛。堪萨斯州等地的铁路集散地建立，打通了向东部大城市运送活牛的通道。 特点：格局极度分散，环节模糊，牧场主往往负责从繁育到销售的全过程，养殖周期长(3-5年才能出栏)，肉质硬且不均匀。 	<ul style="list-style-type: none"> 核心主体：农场、专业育肥公司。 驱动：州际公路的发展和玉米产量的爆炸式增长。 特点：早期由小型农民育肥商主导，后期资本介入，大规模整合，出现了如五河公司(Five Rivers)的前身资产。 	<ul style="list-style-type: none"> 核心主体：农场、大型专业育肥公司和四大加工巨头。 驱动：盒装牛肉颠覆传统屠宰加工贸易模式；沃尔玛等大型零售商对标准化牛肉的需求，倒逼加工商整合上游。 特点：育肥环节高度集中(CR25掌握近半产能)，繁育端依然维持家庭化，但必须按照下游标准选育。

资料来源：USDA，公司官网，国信证券经济研究所整理

产业模式：美国肉牛产业环节分工明确，集中度呈倒金字塔特征

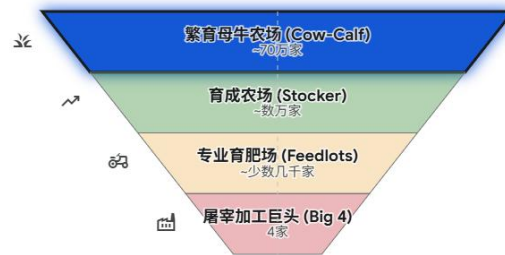
美国肉牛产业分为“繁育-背景-育肥-屠宰”四个环节，各环节分工明确，通过对自身资源和优势的充分利用，推动产业实现高效运转，最终呈现为“上游散户化（聚焦土地资源）、中游集中化（聚焦效率）、下游寡头化（聚焦标准与渠道）”格局。

图7：美国肉牛产业分为“繁育-背景-育肥-屠宰”四个环节



资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

图8：美国肉牛产业呈上游散户化、中游集中化、下游寡头化格局



资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

（1）繁育环节：作为产业链源头，养户利用天然草场将母牛维持在产崽状态，并培育出健康的断奶牛犊。该环节（从犊牛落地到断奶）持续时间在6-8个月，通常是春季出生、秋季断奶，小牛初步免疫接种、去角和阉割也会在这个环节完成。该环节参与主体多为兼职型小牧场主、专业家庭牧场，以及极少数的超大型肉牛公司，其中专业的家庭牧场是供应断奶小牛的中坚力量。据USDA最新调查统计，目前全美约有70+万参与肉牛繁育的农场，平均存栏规模仅为40-50头母牛，超过90%繁育场的母牛存栏量少于100头，环节CR5不足1%。这部分经营者多为世袭的家族牧场，土地及牧草资源是其核心资产，生产利润极易受干旱、草场成本和活牛周期波动影响。

表3：专业家庭牧场是繁育环节的中坚力量

参与主体	简介
兼职型小牧场主	数量最多，拥有少量土地（通常在50-100英亩以下），母牛存栏通常少于50头。养牛并非其唯一收入来源，他们通常有全职工作，养牛更多是为了充分利用家族土地、获取农业税收减免或维持乡村生活方式。
专业家庭牧场	中坚力量，存栏规模在100到500头母牛之间。养牛是家庭的核心生计，会投入资金购买优质种公牛或冷冻精液，也是畜牧机械、兽药和改良饲料的主要消费者。极少数，存栏数千头甚至上万头母牛【比如Deseret Cattle & Citrus（佛罗里达州）：全美最大的繁育场，存栏母牛超过4万头；King Ranch（德克萨斯州）：历史悠久的传奇牧场，拥有极大的土地所有权和品牌影响力】。实行企业化管理，
超大型肉牛公司	

拥有自己的育种研究中心，甚至向下游（育肥）进行部分垂直整合。

资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

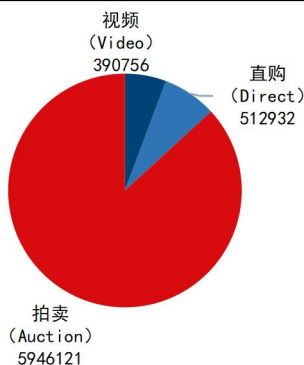
(2) 背景环节：这是美国肉牛产业特有的缓冲调节环节，由于牛犊断奶后体量尚小（约 400-600 磅），直接进入育肥场消化高能谷物效率不高且容易生病，因此需要一个“拉骨架”的过程。背景场将来自不同零散牧场、品质参差不齐的牛犊分选整合成规模统一、健康状况一致的批次，利用廉价牧草、干草或农作物残茬，让牛在不增加过多脂肪的情况下增加肌肉和骨骼强度。背景场的参与主体通常为独立背景育肥场主和冬季小麦牧场主，分布在堪萨斯、俄克拉荷马、德克萨斯等紧邻玉米带和冬小麦带的地区。该环节集中度也较低，全美前 50 大背景育肥商的市场份额总和通常不到 15%-20%，一是因为小牛管理难度高，二是因为高度依赖粗料资源。

表4: 背景环节的参与主体通常为独立背景育肥场主和冬季小麦牧场主

参与主体	简介
专业背景育肥商	不拥有土地草场，而是购买断奶牛犊，在小型围栏内饲养高纤维副产品（如青贮饲料、酒糟、干草），重点在于健康管理（免疫、驱虫）和预饲。
冬季小麦牧场主	拥有大量季节性草场资源的牧场主，利用冬小麦草场（中南部平原）、夏季高山草场（西北部）或休耕地。他们购买小牛犊（400-500 磅），利用廉价的青饲料让牛缓慢增重至 700-800 磅。
垂直延伸的经营者	一部分大型母牛繁育场或大型育肥场。一些大型繁育场在牛犊断奶后不急于卖掉，而是自己多养 3-4 个月，以获取更高的溢价。而像五河这样的育肥巨头，有时会为了保证货源稳定，也会提前收购断奶牛犊并委托外部草场进行背景育肥

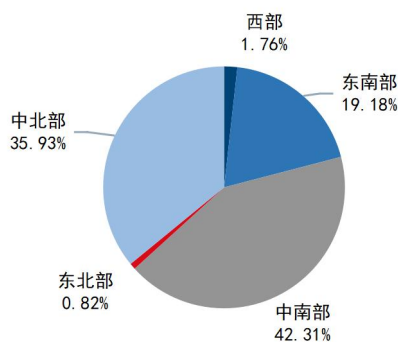
资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

图9: 美国 2025 年小牛及架子牛成交量 685 万头，其中接近 90%通过拍卖成交



资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

图10: 小牛及架子牛成交集中在中南部和中北部区域



资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

(3) 育肥环节：这是美国肉牛产业链中技术含量最高、资本最集中的环节之一，目标是在短时间内（120-180 天）将牛增重至出栏标准（约 1300-1400 磅）。这一阶段是决定牛肉的大理石花纹和最终评级的关键环节，专业育肥场会为阶段肉牛提供专业配比精饲料日粮，且每头牛会佩戴电子耳标来系统实时监控采食量和增重轨迹，以保证极致的饲料转化效率和肉质表现。由于集中育肥环节不受牧草资源限制，资金占用量大但工业化程度高，且下游核心商超渠道对品质一致性要求严格，因此市场格局高度集中，参与主体不乏五河这样的巨头，目前全美不到 3000 家的大型育肥场贡献了全国 85% 以上的肥牛产量。

表5: 育肥是美国肉牛产业链中技术含量最高、资本最集中的环节

参与主体	简介
超大型商业育肥巨头	通常拥有10个以上的育肥场, 单体容量常在5万至10万头以上。代表企业Five Rivers Cattle Feeding、Cactus Feeders、Friona Industries、AzTx Cattle Co。
加工商直属/关联育肥场	JBS、Cargill (嘉吉) 等
中大型家庭与合作社育肥场	一次性存栏在1000-10000头之间。这类参与者通常本身就是大豆、玉米农场主。他们养牛是为了“把粮食装在牛肚子里卖掉”, 即实现农产品的增值转换

资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理

表6: 美国已建立成熟的肉牛分级体系和市场定价机制

类型	分级	价格单位	较均价变动 (平均值)	较均价变动 (25%分位数)	较均价变动 (75%分位数)
出肉率等级	1 (最高等级)	美元/英担	4.6	3.5	5
	2	美元/英担	2.46	1.84	3
	4	美元/英担	-8.56	-10	-6
	5 (最差等级)	美元/英担	-15.08	-18.72	-12.5
	质量等级	Prime (极佳)	美元/英担	15.4	10.04
Choice (特选-高于规格)		美元/英担	2.28	0.77	4.41
Select (精选)		美元/英担	-3.55	-2.74	-2.16
Select (低于Choice规格)		美元/英担	-2.91	-4.51	-1.42
Standard (标准)		美元/英担	-30.56	-52.78	-19.29
No Roll (未分级)		美元/英担	-15.36	-17.79	-10.75
Dark Cutter (深色切割肉)		美元/英担	-29.59	-36.58	-16.97
Dairy Type (纯奶牛型)		美元/英担	-29.5	-40	-13.64
Bullock/Stag (小公牛/阉晚的公牛)		美元/英担	-44.65	-55	-37.09
Beef/Dairy Cross (奶肉杂交)		美元/英担	-6.75	-7.25	-2.5
Hardbone (硬骨老牛)		美元/英担	-18.34	-23.15	-11.48
Over 30 mo. (超30月龄)		美元/英担	-12.48	-13.7	-12
其他		美元/英担	-36.09	-45	-30
重量	Lightweight 1 (过轻 1)	美元/英担	-16.24	-22.23	-10
	Lightweight 2 (过轻 2)	美元/英担	-24.61	-27.5	-15
	Heavyweight 1 (过重 1)	美元/英担	-12.84	-15	-12.3
	Heavyweight 2 (过重 2)	美元/英担	-18.5	-25	-15
品牌	CAB (认证安格斯牛肉)	美元/英担	5.17	4.05	6

资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理 (注: 图中数据汇总自美国截至2026年4月初国内有效的屠宰场育肥牛采购合同, 后三列数据为销售价格较牛只总体销售均价的溢价或折价金额)

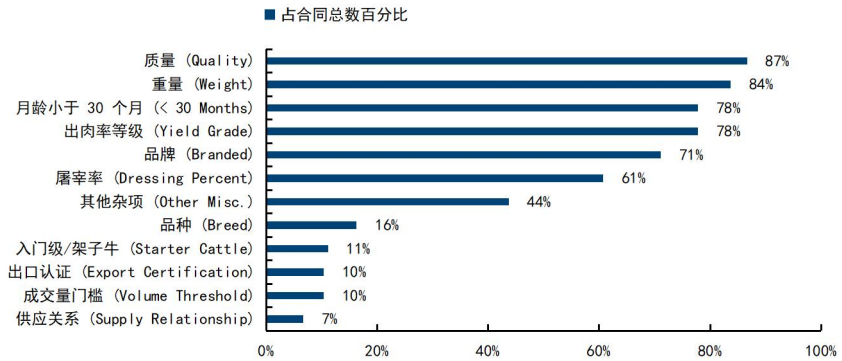
(4) 屠宰加工环节: 这是产业链的终点, 头部屠宰场依靠极高自动化的拆解线, 将牛肉切割成小包, 直接供应给沃尔玛、Costco 等零售商或高端餐厅。依靠成熟的加工和分销体系, 屠宰加工企业在产业链享有丰厚的利润和较强的话语权。目前美国屠宰加工环节由四家跨国巨头 (JBS、泰森、嘉吉、美国国家牛肉公司) 绝对主导, 四者掌握全美约 85% 的肥牛屠宰产能, 合计市场占有率长期稳定在 80%-85% 之间。

表7: 美国屠宰加工环节由四家跨国巨头主导, CR4 高达 80-85%

公司名称	背景与地位	经营特点
JBS USA	巴西 JBS S.A. 的子公司, 全球最大肉类企业。	规模最大, 通过收购 Swift、Smithfield 育肥资产等确立地位。
Tyson Foods (泰森食品)	美国本土最大的综合肉类巨头。	品牌化程度极高, 在商超零售端 (零售包装肉) 拥有极强统治力。
Cargill (嘉吉)	全美最大的私营企业, 四大粮商之一。	拥有极强的全产业链供应链能力, 从饲料贸易到终端屠宰深度整合。
National Beef	由巴西头部肉商 Marfrig 控股。	专注于高质量牛肉加工, 是美国许多高端餐厅和出口市场的主要供应商。

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图11: 除质量、重量等评级指标外，屠宰场对育肥牛的品牌认证也普遍有要求（2025年）



资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

五河育肥：从“消化粮食”到“原料车间”再到“托管平台”

五河育肥公司（Five Rivers Cattle Feeding）是美国规模最大的商业肉牛育肥企业，其主营业务是集中采购架子牛，通过科学配比的高能量谷物进行标准化催肥，最终向巨头加工商（如 JBS）提供符合顶级标准的高品质谷饲肥牛。公司目前在全美拥有十余个现代化巨型育肥场，单次总存栏能力超过 90 万头，在美国肉牛产业链中占据重要地位。

表8: 五河在全美拥有十余个现代化巨型育肥场，单次总存栏能力超过 90 万头

州 (State)	场区数量 (Number of Sites)	特点 (Features)
科罗拉多 (Colorado)	4 个	总部所在地，靠近大型加工中心。
堪萨斯 (Kansas)	4 个	全美核心产粮区，饲料成本极低。
德克萨斯 (Texas)	2 个	传统的肉牛集散地，气候适宜。
其他 (Other)	3 个	分布在西北和西南，覆盖不同区域的供应链。

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

公司前身是蒙福特育肥场（Monfort of Colorado, Inc.）和大陆谷物公司（Continental Grain Company）。前者由沃伦·H·蒙福特（Warren H. Monfort）在 1930s 大萧条期间创立，开创性地采用廉价农作物集中育肥肉牛的模式，向加工厂全年供应优质育肥牛，饲养规模在 1968 年突破 10 万头。后者由朱尔斯·弗里堡（Jules Fribourg）在 1921 年创立，在美国中西部成为全球谷物重地后，1945 年发展成为全球最大的私营谷物公司之一，此后于 1975 年收购了 Coronado Feeders 拓展肉牛育肥业务，在此基础上 2000 年正式成立肉牛育肥主体 ContiBeef LLC。1987 年后，蒙福特育肥场被康尼格拉（ConAgra Foods）收购，2002 年康尼格拉又将其肉类业务（包括蒙福特育肥场）大部分股份出售给希克斯、缪斯、泰特和福斯特公司（Hicks, Muse, Tate & Furst），更名为 Swift & Company。2004 年，Swift & Company 将其旗下育肥部（即蒙福特育肥场）出售给了 Smithfield Foods，2005 年 Smithfield Foods 将这部分业务与大陆谷物旗下的 ContiBeef 联手，正式组建了五河育肥公司。

总览五河育肥公司发展历史，其养殖模式的演变可以概括为从“消化粮食”到“原料车间”再到“托管平台”。

(1) **粮食贸易附属 (1920s-2005)**：当时育肥场成立之初的主要功能是作为粮商的“蓄水池”，即当谷物价格过低或难以卖出时，公司通过养牛将廉价谷物转化为高价值牛肉。该模式下公司拥有并买卖自己的牛，赚取的是谷物与牛肉的价差，但利润受行情波动影响较大。

(2) **纵向一体化整合 (2005-2018)**：2005年五河育肥公司与 ContiBeef 合并后，随后在 2008 年被全球加工巨头 JBS 收购，成为了 JBS 屠宰工厂的“前置原料车间”。JBS 通过全资控股五河，实现了“饲料-育肥-屠宰”的一体化。该阶段五河主要任务是确保 JBS 屠宰线永远有标准化肉牛供应，规避原材料短缺风险。

(3) **尝试代养模式 (2018-至今)**：2018 年，JBS 剥离五河，被 Pinnacle 投资集团收购，转为私有化独立运营。由于自营育肥资产的盈利表现极易受到牛价和粮价波动影响，公司一方面通过与玉米和活牛期货锁定部分盈利，另一方面近年正积极尝试代养模式。目前公司正逐步减少自营牛比例，更多地为外部牧场主、投资者和加工厂提供代养服务。在代养模式下，公司不再通过赌牛价涨跌赚钱，而是通过稳定的管理费和饲料差价获利。

图12: 五河育肥公司的养殖模式演变可以概括为从“消化粮食”到“原料车间”再到“托管平台”。

粮食贸易附属 (1920s-2005)	纵向一体化整合 (2005-2018)	尝试代养模式 (2018-至今)
起源于 Monfort 家族和大陆谷物公司 (Continental Grain)。	2005年 Smithfield 和大陆谷物公司合资成立 Five Rivers，随后在 2008 年被全球加工巨头 JBS 收购。	2018 年被 Pinnacle 投资集团收购，转为私有化独立运营。
育肥场的主要功能是作为粮商的“蓄水池”。当谷物价格过低或难以卖出时，公司通过养牛将廉价谷物转化为高价值牛肉。此时，公司主要拥有并买卖自己的牛，赚取的是谷物与牛肉的价差。	五河成为了 JBS 屠宰工厂的“前置原料车间”。JBS 通过 100% 控股五河，实现了“饲料-育肥-屠宰”的一体化。其主要任务是确保 JBS 每天数以万计的屠宰线永远有标准化的肉牛供应，规避原材料短缺风险。	公司减少自营牛比例，更多地为外部牧场主、投资者和加工厂提供代养服务，不再通过赌牛价涨跌赚钱，而是通过稳定的管理费和饲料差价获利。

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

表9: 美国肉牛在谷饲育肥环节的盈利受牛价和粮价波动影响较大

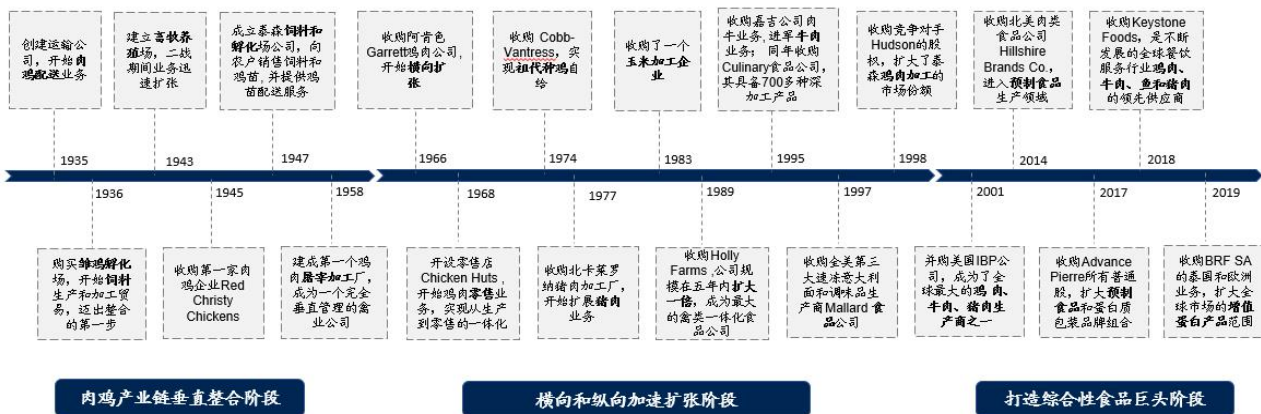
购买时间	24-Oct	24-Nov	24-Dec	25-Jan	25-Feb	25-Mar	25-Apr	25-May	25-Jun	25-Jul	25-Aug	25-Sep	25-Oct
上市时间	25-Feb	25-Mar	25-Apr	25-May	25-Jun	25-Jul	25-Aug	25-Sep	25-Oct	25-Nov	25-Dec	26-Jan	26-Feb
(美元/头)													
750 磅架子牛 (feeder steer)	1916.94	1906.50	2023.88	2068.88	2040.53	2134.35	2247.15	2263.73	2339.03	2523.68	2677.13	2766.75	2830.65
饲料、管理费等	316.76	322.31	326.07	330.91	344.88	322.51	313.56	296.09	294.49	254.55	240.42	260.98	252.33
架子牛及 1/2 饲料贷款的利息	90.48	90.15	95.35	96.41	95.49	99.06	102.29	102.62	105.79	110.68	116.79	120.96	123.45
死亡损失 (购买价格的 1%)	19.17	19.06	20.24	20.69	20.41	21.34	22.47	22.64	23.39	25.24	26.77	27.67	28.31
总支出	2343.35	2338.02	2465.54	2516.89	2501.30	2577.26	2685.47	2685.08	2762.70	2914.14	3061.11	3176.36	3234.73
实际销售价格	2413.07	2422.01	2536.92	2576.20	2671.39	2681.38	2804.72	2807.97	2798.70	2655.03		2759.54	2833.92
净利润	69.72	83.99	71.38	59.31	170.09	104.12	119.25	122.89	36.00	-259.11		-416.82	-400.81

资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

泰森食品：收购 IBP 实现突破，以深加工和品牌化拓展增厚盈利

泰森食品最初深耕禽肉领域，直到 20 世纪末公司意识到单一品类容易受行业周期冲击，开始谋求向“全蛋白质解决方案供应商”转型，1995 年收购嘉吉公司部分肉牛业务后，正式进军牛肉产业。2001 年，泰森食品以约 46 亿美元对价收购当时国内最大的牛肉加工商 IBP (Iowa Beef Processors)。IBP 是“盒装牛肉”模式的发明者，这次收购让泰森食品一跃成为肉牛屠宰加工市场领导者之一。收购 IBP 之后，泰森食品一方面将牛肉业务从单纯的“大宗商品加工”转向“高附加值品牌化”（例如推出预制牛排、开袋即煮牛肉卷以及高端品牌 Chairman’s Reserve®），另一方面通过投资现代化包装技术，借势自身禽肉分销网络，不断强化渠道把控和贸易份额，将产品现出口至全球 100 多个国家。

图13：泰森食品通过并购实现肉牛业务的跨越式发展



资料来源：泰森食品官网，国信证券经济研究所整理

泰森食品的牛肉业务不直接参与养殖，而是聚焦中下游的加工与分销。在采购环节，泰森食品主要从大型育肥场（如五河育肥公司等）采购已经完成催肥的肥牛，采用“公式定价”和“现货采购”相结合的方式，利用规模优势最大程度降低原材料成本波动。在加工环节，泰森食品拥有全美最先进的自动化屠宰线，能将一头整牛精细的分割转化为数百种标准化 SKU。在分销环节，泰森食品继承了 IBP 的盒装模式，在工厂端就完成去骨、切块和真空包装，高度契合超市终端零售需求，成为沃尔玛等巨头的核心供应商。

表10：泰森牛肉业务具备较强的规模优势和渠道统治力

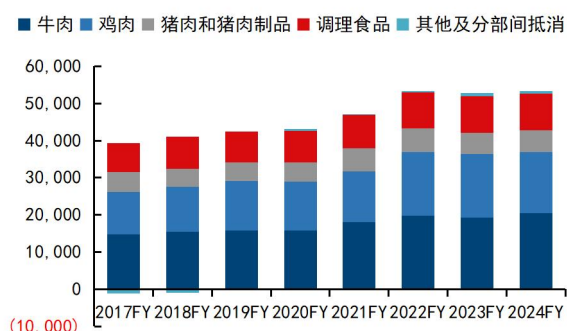
维度	核心竞争优势
加工规模效应	拥有 10 余家超大型加工厂，日处理能力居全球前列，单位固定成本极低。
渠道统治力	泰森是沃尔玛 (Walmart) 最大的食品供应商之一，深度绑定保证了极高的存货周转率。
副产品增厚	泰森拥有完善的副产品处理链，能将牛皮、牛油脂、血液甚至骨粉转化为医药、化妆品原料，实现“一头牛的全价值开发”。
领先物流体系	拥有庞大的冷链物流车队和配送中心，能够实现从工厂到零售货架的快速周转。

资料来源：泰森食品官网，国信证券经济研究所整理

近年受牛源趋紧影响，泰森肉牛屠宰业务盈利承压明显。参考公司 2024 财年经营数据，公司营业总收入 533.09 亿美元，其中牛肉已成为公司第一大创收业务，收入 204.79 亿美元，占比 38%。盈利方面，2020-2022 财年受严重干旱影响，美国牧场主被迫大规模淘汰母牛，导致活牛市场供应充裕且价格低廉，泰森工厂产

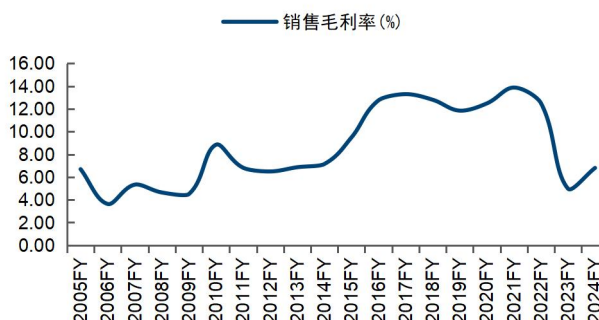
能利用率保持高位，叠加疫情期间的恐慌性囤货和餐饮复苏需求，屠宰业务利润大幅走阔，甚至一度逼近 20%。但 2023 财年至今受美国肉牛存栏减少影响，活牛来源趋近，采购成本持续上升，屠宰业务利润被明显压缩，但依靠预制食品等深加工业务支撑，公司整体盈利仍具备一定韧性。

图14: 牛肉业务目前是泰森的第一大创收业务



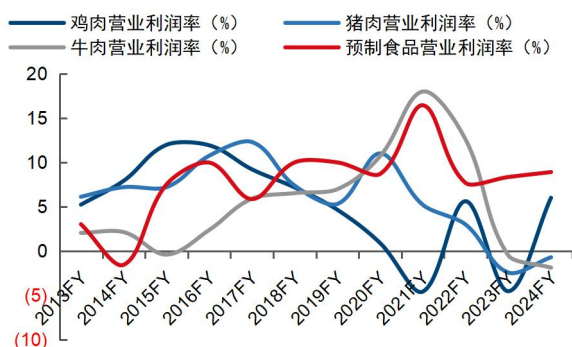
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图15: 泰森食品的销售毛利率中枢近年波动较大



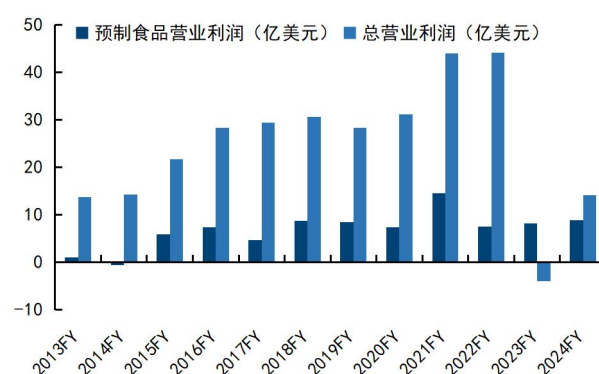
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图16: 泰森的牛肉和预制食品业务利润率明显更高



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图17: 预制食品业务成为泰森食品的重要利润中心之一



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

巴西：草饲模式为主，养殖格局分散，资本聚焦加工贸易

养殖现状：以草饲放牧为主，近年存栏见顶回落

巴西肉牛产业依托 1.6 亿公顷优质牧场，形成以草饲放牧为主的低成本养殖模式。2022-2024 年出口行情不佳，巴西供给见顶回落。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。参考 USDA 最新预估，截至 2026 年 1 月末，巴西活牛总存栏预计进一步降至 1.77 亿头，同比-5.06%，其中肉牛用母牛存栏为 5415 万头，同比+0.74%。受美国价格及需求带动，巴西母牛产能预计在 2026 年温和修复，但存栏及出栏量预计仍将收紧。

图18: 受出口行情波动影响，巴西活牛存栏近年有所回落



资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

图19: 2026 年巴西母牛存栏温和回升



资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

表11: 巴西活牛供需平衡表

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	yoy
(单位：千头)								
期初库存	190026.00	193195.00	193780.00	194365.00	192572.00	186875.00	177425.00	-5.06%
奶牛-母牛	40100.00	39400.00	38720.00	38960.00	38000.00	37000.00	36500.00	-1.35%
肉牛-母牛	54800.00	54600.00	54900.00	55280.00	54500.00	53750.00	54150.00	0.74%
新生牛犊	49150.00	46550.00	47836.00	48000.00	47500.00	47250.00	47250.00	0.00%
进口量	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
总供应量	239176.00	239745.00	241616.00	242365.00	240072.00	234125.00	224675.00	-4.04%
出口量	329.00	62.00	195.00	582.00	1001.00	1050.00	1000.00	-4.76%
屠宰量合计	40850.00	40100.00	42250.00	44410.00	48017.00	51250.00	50100.00	-2.24%
母牛	10000.00	10000.00	10050.00	11540.00	12100.00	13500.00	12250.00	-9.26%
小牛	200.00	200.00	300.00	310.00	300.00	250.00	250.00	0.00%
育肥公牛及其他	30650.00	29900.00	31900.00	32560.00	35617.00	37500.00	37600.00	0.27%
损失量	4802.00	5803.00	4806.00	4801.00	4179.00	4400.00	4500.00	5.29%
期末库存	193195.00	193780.00	194365.00	192572.00	186875.00	177425.00	169075.00	-5.06%

资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

巴西以耐高温耐粗饲的内洛尔牛为主力品种，产品多为中低端冻牛肉，牛肉总出口量连续多年稳居世界第一。参考 USDA 最新统计，2026 年巴西活牛总屠宰量预

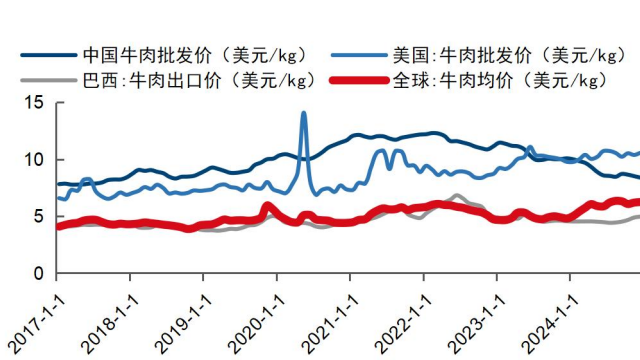
计为 5010 万头，同比-2.24%，牛肉总产量预计为 1170 万吨，同比-5.26%，其中国内消费量预计为 775 万吨，同比-4.85%；出口量预计为 400 万吨，同比-5.88%。受国内活牛存栏下降影响，巴西 2026 年出口量预计收紧。

图20: 巴西肉牛产业以内洛尔牛为主力品种



资料来源：百度，国信证券经济研究所整理

图21: 巴西产牛肉多为中低端冻肉，价格较为便宜



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

表12: 巴西牛肉供需平衡表

单位: 千吨	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	yoy
期初库存	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
产量	9975.00	9750.00	10350.00	10950.00	11850.00	12350.00	11700.00	-5.26%
进口量	50.00	62.00	72.00	55.00	55.00	45.00	50.00	11.11%
出口量	2539.00	2320.00	2898.00	2897.00	3638.00	4250.00	4000.00	-5.88%
国内消费量	7486.00	7492.00	7524.00	8108.00	8267.00	8145.00	7750.00	-4.85%
期末库存	0.00	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

发展历史：正逐步告别粗放散养，专业化、规范化转型加速

传统粗放期（1990 年以前）：巴西肉牛养殖规模的加速扩张主要发生于 1960s-1980s 军政府时期，军政府一方面成立亚马逊开发署（SUDAM），通过高税收优惠和财政补贴鼓励国民去北部马托格罗索州和亚马逊地区买地占地；另一方面在 1973 年创立巴西农牧业研究公司，通过改良土壤、推广遗传改良的内罗尔牛，为现代肉牛产业快速发展奠基。而且在军政府管理后期，巴西通胀飙升，活牛本身也是重要的抗通胀资产。因此这一阶段巴西肉牛产业的扩张动机主要为圈地和抗通胀，养殖主体多为依靠祖传或开荒获得大面积土地的农场主，本身缺乏现代农业管理知识，将牛群全周期（繁育+育成+育肥）散养在天然草场。期间养殖环节高度分散，全国散落着数以百万计的牧场，生产效率低且牛肉品质较差。下游屠宰端也以地方性中小型屠宰场为主，冷链物流极不发达，主要供应本地市场。

专业化转型期（1990 年-2010 年）：1994 年巴西新政府成功推出“雷亚尔计划”，终结了国内长期恶性通胀的局面，经济发展步入正轨，叠加大豆谷物种植产业的崛起，低效率牧场生存空间开始受到明显挤压。牧场主重心开始逐步转向效率，繁育和育肥育肥环节开始分离，前期在北部亚马逊边缘及潘塔纳尔湿地等地积累了大量廉价土地的中小型家庭牧场逐步聚焦繁育，而中南部靠近粮食产区 and 重要港口的中大型传统牧场，开始专门从事“买犊牛-养架子牛-草地催肥”的生意。在养殖环节具备现代分工模式雏形的同时，屠宰端也在 JBS、Marfrig 等巨头的并

购整合下开始发生巨变。头部公司逐步建立起跨州、跨国的冷链网络，在倒逼上游养殖环节持续升级的同时，也将巴西牛肉的销路从本土拓展到全球。

合规发展期（2010年至今）：2012年，巴西修订并通过了新版《森林法》，并强制推行农村环境登记系统，严格限制了亚马逊和塞拉多地区的毁林开荒行为。这意味着牧场主无法再靠“砍树扩建”来增加存栏，养殖环节被迫进入存量集约化发展阶段。这一阶段，农牧一体化农户（ILPF）开始崛起、专业商业育肥公司开始涌现，其中前者利用大豆收割后的闲置期种植牧草，进行高强度的“草地补饲”；后者则完全脱离草场建立起专业的集中育肥场。此时育成育肥分工虽仍较模糊，但格局开始加速向头部集中。与此同时，2015年中国正式解除对巴西牛肉长达三年的疯牛病禁令，巴西牛肉出口业务进入加速发展阶段。三巨头（JBS、Marfrig、Minerva）占据国内40-50%的合规产能，通过严苛的出口资质（如中国标准、欧盟标准）掌握主要出口份额，并依靠远期采购合同对中游育肥场形成了较强的议价权和标准穿透，推动巴西肉牛产业正式进入规模化和合规化发展阶段。

图22: 巴西肉牛产业正逐步告别粗放散养，加速向专业化、规范化转型

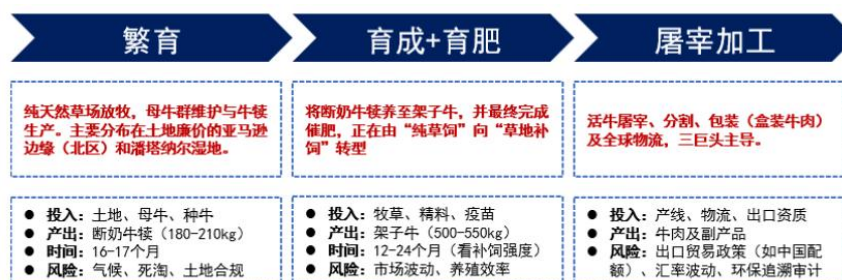
传统粗放期 (1990年以前)	专业化转型期 (1990年-2010年)	合规发展期 (2010年至今)
引入内洛尔牛，耐热且抗寄生虫。纯草饲，全周期合并运行，牛群平均出栏年龄高达4-5岁，肉质较差。	环节分工开始出现。繁育开始向偏远边陲移动，而靠近城市的地区开始专注育成育肥，并开始与JBS等屠宰巨头对接，北牛南下格局初步形成。	巴西肉牛产业开始进入工业化时代，“草地补饲”模式兴起，专业育肥场涌现，下游屠宰场不断强化合同绑定和牛群溯源。
<ul style="list-style-type: none"> ● 核心主体：依靠祖传或开荒获得大面积土地的农场主。 ● 驱动：军政府时期占地运动和抗通胀需求。 ● 特点：养殖环节高度分散，全国散落着数以百万计的牧场，生产效率低且牛肉品质较差。下游屠宰端也以地方性中小型屠宰场为主，冷链物流极不发达，主要供应本地市场。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 核心主体：分化出的专业繁育户与中大型育成育肥商 ● 驱动：经济发展、各物经济崛起倒逼养殖效率提升。 ● 特点：养殖环节具备现代分工模式雏形的同时，屠宰端也在JBS、Marfrig等巨头的并购整合下开始发生巨变，头部公司逐步建立起跨州、跨国的冷链网络，巴西牛肉的销路从本土拓展到全球。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 核心主体：农牧一体化农户、专业商业育肥场与跨国加工巨头。 ● 驱动：环保合规趋严，出口需求爆发。 ● 特点：育成育肥分工虽仍较模糊，但格局开始加速向头部集中，屠宰三巨头（JBS、Marfrig、Minerva）通过严苛的出口资质掌握主要出口份额，形成对中游的强议价权和标准穿透。

资料来源：USDA，IBGE，国信证券经济研究所整理

产业模式：80%以上出栏仍来自草饲放牧，育成育肥环节分工模糊

巴西肉牛产业与美国最显著的区别确实在于其以草饲基因的内洛尔牛为主力品种，目前80%以上出栏仍是来自草饲放牧，仅20%左右出栏来自封闭育肥场，因此巴西肉牛产业种小牛育成和架子牛育肥环节分工相对较为模糊，产业效率及肉质表现仍难及美国。

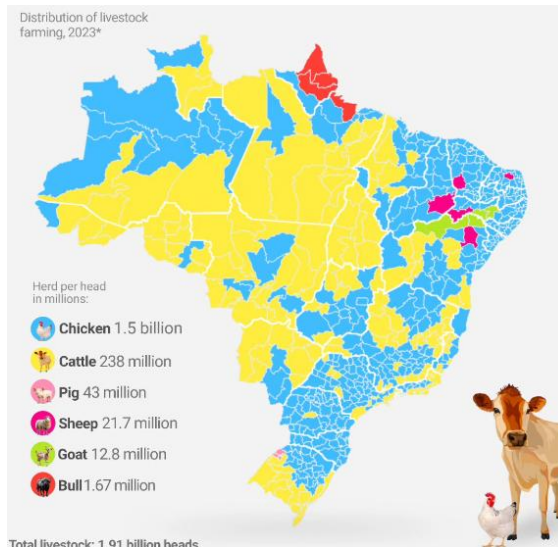
图23: 巴西肉牛产业仍以草饲放牧模式为主，育成育肥环节分工模糊



资料来源：USDA，IBGE，国信证券经济研究所整理

(1) 繁育环节：繁育是整个产业链中土地占用量最大、利润率最薄且波动最敏感的环节。在巴西，由于母牛对精饲料需求较低，该环节多位于交通不便、地价极低的北区边疆。这一环节以中小型家庭牧场为主（约占80%以上），格局极度分散，缺乏组织性。这也导致了巴西肉牛产业长期以来的最大痛点——可追溯性很差，主做出口的屠宰巨头在履行环境合规（如无毁林证明）时，很难直接穿透供应链去监控这些数以万计的小牧场。

图24：巴西肉牛繁育环节主要分布在北部边疆地区，呈“北牛南下”的区域分工格局



资料来源：Brilliant Maps，国信证券经济研究所整理

(2) 育成&育肥环节：不同于美国成熟的专业分工体系，巴西60-70%的肉牛出栏仍来自纯草饲模式。该模式下，牛犊育成和架子牛育肥两个环节合并运行，位于中南部马托格罗索、帕拉等地草场广阔的州，中大型传统牧场主从北部的家庭牧场买入断奶牛犊，直接在自家的草场上养到出栏。纯草饲模式下，养殖格局高度分散且养殖效率较低，出栏周期长达36-42个月，而且牛肉品质不稳定，脂肪覆盖差，越来越不受头部屠宰场欢迎，目前主要面向本土中低端市场。

而从趋势来看，得益于谷物经济的繁荣，草地补饲模式正在逐步成为主流。以农牧一体化农场为代表的种粮大户，充分利用自身廉价饲料和轮作优势，从家庭牧场买入断奶牛犊，利用大豆收割后的间歇期牧草或者自有草场，再配合精料补饲，来加速增重，提升脂肪覆盖。另外在出口需求升级背景下，育肥环节也在加速独立，涌现出部分商业育肥场或屠宰巨头自有育肥场，从育成商手里买入架子牛，关进围栏里进行最后90-120天的高强度谷饲催肥。综合来看，目前巴西草地补饲和集中育肥的肉牛出栏占比已达30-40%，格局相比纯草饲模式更为集中。

表13: 得益于巴西谷物经济的繁荣, 草地补饲模式正在逐步成为主流, 商业育肥模式快速发展

	纯草饲	草地补饲	商业育肥
主体	传统牧场主、中小型家庭农场: 主要分布在北部(亚马逊边缘)及中西部偏远草场广阔的地带。	农牧一体化农户(ILPF/LIP)、中大型进阶牧业企业、屠宰巨头(自有或合作场)、大型农牧集团: 集中在中西部(马托格罗索州)及南部粮食主产区。	屠宰巨头(自有或合作场)、大型农牧集团: 靠近玉米/大豆主产区及大型屠宰加工厂。
模式	牛只全生命周期均在天然草场或简单改良的草场上自由采食。通常采用低载畜量放牧, 几槽, 提供玉米、豆粕残渣及矿物质补剂。充分不投放任何精饲料或能量补剂。	早季或出栏前的90-180天, 在草场上放置食槽, 提供玉米、豆粕残渣及矿物质补剂。利用农作物收割后的闲置期种草养牛。	将架子牛集中关入高密度围栏, 进行最后90-120天的极高强度谷物(玉米为主)及高蛋白配方饲料投喂, 完全脱离牧草。
周期	36-48个月(极慢)	24-30个月(中等)	18-24个月(极快)
目标市场	巴西国内中低端消费市场、部分价格敏感型海外市场。	中国市场(满足30月龄以下标准)、中东及俄罗斯大宗出口。	欧美高端市场、中国高端商超及餐饮、巴西国内富人区精品肉铺。
优势	1. 运营成本极低 : 几乎没有饲料采购成本, 现金流压力小。 2. 抗饲料周期风险 : 完全不受全球玉米、大豆价格暴涨的影响。 3. 管理门槛低 : 劳动密集度低, 对基础设施要求极少。	1. 性价比最高, 完美平衡了“草饲的低成本”与“谷饲的快增重”, 是巴西目前最具国际竞争力的模式。 2. 土地坪效提升 : 农牧轮作改善了土壤肥力。 3. 满足出口门槛 : 缩短出栏期, 肉质得到基础改善。	1. 极致的周转效率 : 大幅缩短资金占用时间。 2. 品质极佳且高度标准化 : 肉质脂肪覆盖好(大理石花纹), 呈高端市场偏爱的白色脂肪。 3. 摆脱气候依赖 : 不受巴西旱季牧草枯竭的影响, 全年可稳定出栏。
劣势	1. 资金周转极慢 : 资产长期沉淀在草地上。 2. 肉质较差 : 脂肪呈黄色, 肉质柴, 不被高端屠宰场欢迎。 3. 气候脆弱性极高 : 遇到严重干旱可能导致牛只掉膘甚至死亡。 4. 环保压力大 : 单头牛生命周期长, 累积碳排放和甲烷排放最高。	1. 需要中等资本投入 : 需购买食槽、补剂及一定程度的牧场改良设备。 2. 管理复杂度增加 : 需掌握基本的营养配比知识和农牧轮作节拍。 3. 依然受制于草况 : 遇到极端干旱年份, 补饲成本会大幅被动拉高。	1. 资金门槛极高 : 基础设施(围栏、自动化饲喂机、污水处理)投入巨大。 2. 利润极度敏感 : 严重依赖“玉米/活牛”比价关系, 饲料涨价随时可能击穿利润池。 3. 技术与防疫门槛高 : 高密度圈养极易引发呼吸道疾病, 需极高水平的兽医和配方师。

资料来源: USDA, IBGE, 国信证券经济研究所整理

(3) 屠宰加工环节: 不同于美国, 巴西屠宰加工市场呈现明显的二元结构, 其中规模大、设备先进、拥有出口资质的寡头屠宰场主要通过协议和合同采购补饲牛和育肥场谷饲牛, 其中补饲牛是出口中国、俄罗斯等市场的中坚力量, 兼顾了成本与品质; 育肥场谷饲牛主要对接欧美、中国等地的高端需求。规模小、非出口厂通常接收传统草饲、出栏周期长的老牛, 满足国内普通的中低端消费市场, 以及部分海外低端需求。目前巴西国内三巨头(JBS、Marfrig、Minerva)控制了约40-50%的合规屠宰产能, 剩下的份额则由几十家中型公司瓜分; 而在高端市场(如中国、美国、欧盟)的出口配额中, 三巨头的占比超过70%。

表14: 巴西合规肉牛屠宰加工贸易市场被三寡头主导

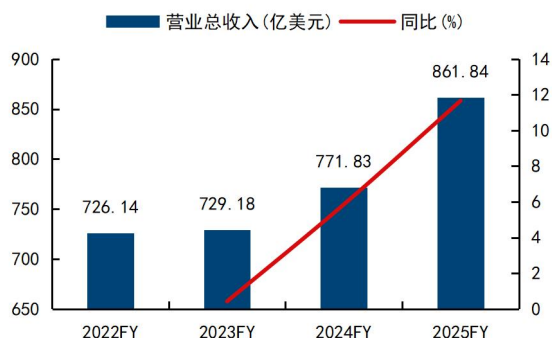
公司名称	核心业务	市场地位
JBS	在巴西国资支撑下, 拥有极强的横向扩张能力, 它通过收购和整合, 建立了一套从牛犊融资到皮革、油脂副产品加工的全产业链。	全球牛肉产业龙头, 不仅在巴西, 在美国和澳洲也拥有极高市场份额。
Marfrig	深度参与专业育肥, 通过旗下的育肥场和品牌肉计划专注于高品质、高附加值肉类, 是麦当劳等国(如安格斯肉计划), 主导巴西的高端牛肉标准。	三巨头中的主要供应商。
Minerva	侧重于地缘战略, 在南美各国布局, 利用不同国家的牛肉出口配额灵活切换供给。	三巨头中出口占比最高、最纯粹的肉牛企业。

资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

JBS: 多元布局的全球蛋白质巨头

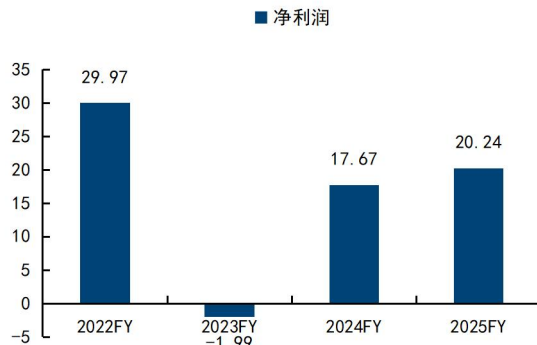
JBS 是目前全球营收规模最大的肉类加工企业。其业务横跨牛肉、家禽(控股美国 Pilgrim's Pride)、猪肉、羊肉、水产、植物基及皮革副产品, 构建了从活畜收购、屠宰分割、高附加值深加工到冷链分销的全球化全产业链布局。公司虽起家于巴西, 但如今美国市场已成为其最大收入利润来源, 凭借几十年积极的跨国并购策略, JBS 不仅牢牢掌控了南美低成本草饲牛的出口市场, 也在美国谷饲肉类市场占据了绝对的寡头垄断地位, 其产品销售遍布全球 190 多个国家的零售商与餐饮终端。

图25: JBS 年营收规模已接近 900 亿美元



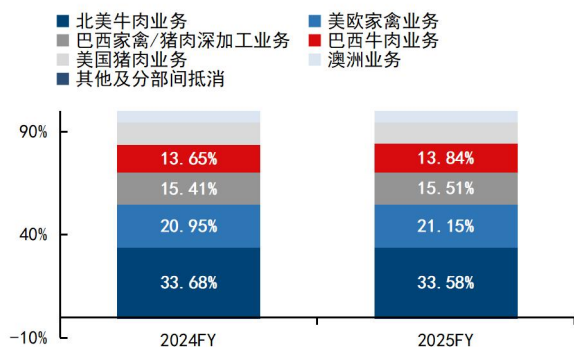
资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图26: JBS 2025 财年净利润规模为 20 亿美元



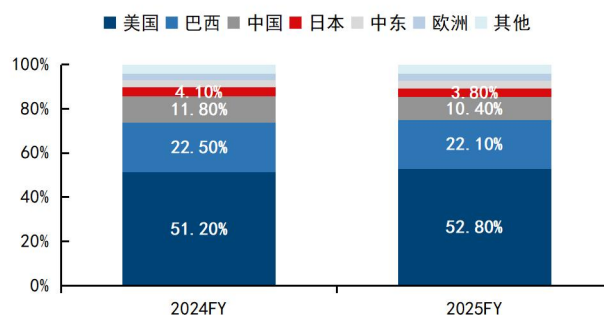
资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图27: 牛肉业务在 JBS 总营收中的占比接近 50%



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图28: 美国业务在 JBS 营收中的占比超过 50%



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

在国家资本支持下，JBS 通过积极的多元并购一步步建立起在全球蛋白质食品市场的统治地位，公司发展主要分为三个阶段：

(1) **本土原始积累**：1953 年，公司创始人 José Batista Sobrinho 在巴西中西部的戈亚斯州 (Goiás) 建立了一家每天只能屠宰 5 头牛的小作坊，主要为当时正在建设中的巴西新首都 (巴西利亚) 的建筑工人提供牛肉。1970s-1990s，公司紧跟巴西军政府“开发内陆”的政策红利，不断在马托格罗索等新兴肉牛主产区收购中小型屠宰场，大幅扩充产能，为公司在巴西市场建立了重要的业务基础。

(2) **全球化扩张**：2005 年，公司收购阿根廷的 Swift 公司 (Swift Armour S. A.)，正式开启全球化扩张步伐，此后在上市募集资金和国家资本的支持下，公司斥巨资相继收购 Swift & Company (美国第三大牛肉加工商)、Smithfield 的牛肉业务、Pilgrim 's Pride (美国第一大禽肉生产商)、Bertin S. A. (巴西业务最大竞争者之一)、Seara (巴西家禽、猪肉及深加工品牌)、嘉吉的美国猪肉业务等重要资产，在巴西、美国等全球主要市场确立了综合蛋白质巨头地位。

(3) **危机后再出发**：2017 年，巴西出现震惊全球的“洗肉丑闻”，公司卷入丑闻，且管理层涉嫌行贿，JBS 被迫抛售资产套现，包括将其在欧洲的家禽业务 Moy Park 卖给了自己控股的 Pilgrim's Pride，并剥离了 Vigor 乳业和 Alpargas

等非核心资产。但此后在周期红利和多元化布局支撑下，公司经营重回正规，目前已完成在美国的二次上市。

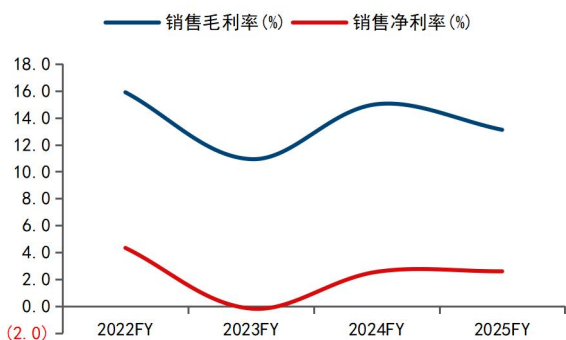
图29: JBS 通过积极的多元并购一步步建立起在全球蛋白质食品市场的统治地位

巴西本土的原始积累 (1953 - 2004)	全球化扩张 (2005-2016)	危机后再出发 (2017-至今)
起源于巴西戈亚斯州开设的一家小肉铺，在“内陆开发”的红利期不断做大做强。	在巴西国家开发银行支持下，公司持续收购巴西及美国优质蛋白加工资产，确立了其在全球主要市场的综合蛋白巨头地位。	卷入洗肉丑闻并涉嫌行贿，公司凭借强大的资产质量和多元布局，出售部分南美资产后实现平稳过境。
<ul style="list-style-type: none"> 1953年：创始人若泽·巴蒂斯塔·索布里尼奥 (José Batista Sobrinho) 在巴西中西部的戈亚斯州 (Goias) 建立了一家每天只能屠宰5头牛的小作坊，主要为当时正在建设中的巴西新首都 (巴西利亚) 的建筑工人提供牛肉。 1970s-1990s：紧跟巴西军政府“开发内陆”的步伐，JBS不断在马托格罗索等新兴肉牛主产区收购中小型屠宰场，大幅扩充产能。 1980年：首次开始将牛肉出口到欧洲，完成了从内销向国际贸易的初步试水。 	<ul style="list-style-type: none"> 2005年：JBS收购了阿根廷的Swift公司 (Swift Armour S.A.)，正式开启全球化扩张。 2007年：JBS在巴西成功IPO。同年利用募集资金，并得到了巴西国家开发银行 (BNDES) 资金支持，JBS以约2.25亿美元现金加承担债务的方式，一举收购了美国第三大牛肉加工商Swift & Company，公司正式拿到了美国市场的入场券。 2008年：以5.65亿美元收购了美国另一巨头史密斯菲尔德 (Smithfield) 的牛肉业务。 2009年：斥资28亿美元收购了濒临破产的美国第一大家禽生产商 Pilgrim's Pride 的多数股权，正式从单纯的“牛肉公司”跨越为“多蛋白巨头”。同年与巴西当时最大竞争对手之一 Bertin S.A. 合并，巩固了在南美的绝对统治地位。 2013年：趁竞争对手Marfrig陷入财务危机，以近30亿美元的价格收购了其旗下的家禽、猪肉及深加工品牌 Seara，填补了巴西国内深加工食品的短板。 2015年：以14.5亿美元收购嘉吉在美国的猪肉业务，确立了在美国牛肉、猪肉、家禽全品类垄断的地位。 	<ul style="list-style-type: none"> 2017年：巴西爆发震惊全球的“洗肉丑闻”，卷入的丑闻，且涉嫌行贿的JBS被迫抛售资产套现，包括将其在欧洲的家禽业务 Moy Park 卖给了自己控股的 Pilgrim's Pride，并剥离了 Vigor 乳业和 Alparagatas 等非核心资产。 2020-2022年：新冠疫情导致美国屠宰产能受限，而终端需求爆发，JBS享受高昂加工利润，营收和净利润创历史新高，彻底摆脱了此前的债务和丑闻阴影。 2023-2025年：完成在美国纽约证券交易所 (NYSE) 的双重上市计划。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司盈利受牛源供应和景气波动影响，2024 年全球肉牛景气重回上行趋势，公司盈利筑底回升。2019-2022 年是 JBS 业绩的高光时刻，2019 年中国暴发非洲猪瘟，造成全球超大规模的蛋白质缺口，JBS 南美和美国的出口量价齐升；随后 2020-2022 年新冠疫情暴发，美国屠宰场因工人感染而产能下降，上游活牛无人收购，价格下跌，而下游超市牛肉却被抢购一空。期间 JBS 屠宰业务毛利率大幅走阔，其中 2022 年实现归母净利润近 30 亿美元。然而 2023 年市场则又走向另一个极端，中国牛价回落，公司出口业务承压，叠加美国牛源持续趋紧，公司毛利率大幅下滑，2023 年由盈转亏。此后随着全球肉牛景气在 2023 年底筑底回升，公司盈利表现开始改善，毛利率筑底回升。后续在全球牛价景气上行背景下，公司依靠强大的牛源控制能力和多元化布局，或继续保持较好的盈利表现。

图30: JBS 整体毛利率 2024 年筑底回升



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图31: 巴西牛肉出口行情近年有所回暖



资料来源：巴西海关，国信证券经济研究所整理

图32: JBS 已在美国完成二次上市, 最新市值约 200 亿美元, 对应 PE (TTM) 约 10x



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

欧盟：乳肉兼营典范，地域专业化分工明显

养殖现状：活牛存栏规模持续收缩，六成以上出栏源自奶牛

在土地资源有限、环保法规严苛的欧洲，单纯养殖肉牛的经济效益较低，活牛供应高度依赖奶牛产业。受环保趋严、能源饲料成本上升多因素影响，欧盟活牛养殖规模近年呈持续缩减趋势。参考 USDA 最新预估，截至 2026 年初，欧盟活牛总存栏预计为 7085 万头，同比-1.45%，其中奶牛存栏为 1905 万头，同比-0.89%，占总存栏比例高达 27%。从屠宰端来看，欧盟 2026 年活牛总屠宰量为 2135 万头，同比-1.39%，其中包括奶肉杂牛在内，奶牛相关的活牛占比预计在 60-70%，明显高于巴西和美国。

表15：欧盟活牛供需平衡表

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	yoy
(单位：千头)								
期初库存	77161.00	76551.00	75705.00	74808.00	73745.00	71896.00	70850.00	-1.45%
奶牛-母牛	20766.00	20522.00	20213.00	20074.00	19912.00	19222.00	19050.00	-0.89%
肉牛-母牛	10748.00	10718.00	10565.00	10445.00	10328.00	10082.00	9950.00	-1.31%
新生牛犊	25280.00	25050.00	24650.00	23720.00	23350.00	22700.00	22500.00	-0.88%
进口量	43.00	15.00	14.00	4.00	6.00	16.00	15.00	-6.25%
总供应量	102484.00	101616.00	100369.00	98532.00	97101.00	94612.00	93365.00	-1.32%
出口量	1122.00	1014.00	1077.00	974.00	891.00	636.00	670.00	5.35%
屠宰量合计	23576.00	23692.00	23316.00	22523.00	22887.00	21650.00	21350.00	-1.39%
母牛	10164.00	10296.00	10228.00	9902.00	10344.00	9900.00	9700.00	-2.02%
小牛	6173.00	6203.00	6071.00	5874.00	5592.00	5150.00	5080.00	-1.36%
育肥公牛及其他	7239.00	7193.00	7017.00	6747.00	6951.00	6600.00	6570.00	-0.45%
损失量	1235.00	1205.00	1168.00	1290.00	1427.00	1476.00	1395.00	3.43%
期末库存	76551.00	75705.00	74808.00	73745.00	71896.00	70850.00	69950.00	-1.45%

资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

表16：欧盟约 60%以上的出栏源自奶牛

肉牛类别	屠宰占比	主要产区	主要特征	市场定位
专业肉牛	35%	法国，爱尔兰	来自夏洛莱、利木赞等专业肉牛品种，专门为产肉而生，具有高产肉率、脂肪大理石花纹。	高端冷鲜
奶肉杂交育肥牛	28%	全欧	通过给产奶性能一般的奶牛人工授精（如安格斯或比利时蓝牛），其杂交后代兼具更快的生长速度和较好肉质，是高端冷鲜肉市场的主力。	高端冷鲜
淘汰奶牛	27%	全欧	达到产奶年限（约 5 岁）被淘汰的母牛，肉质较韧，主要进入加工环节，用于生产肉饼、肉酱及各类预制菜等中低端牛肉产品。	加工分切
小奶牛	10%	荷兰，法国	8 个月龄以下的奶公牛犊，由于不需要作为奶牛，被转入育肥生产。肉质极嫩且呈浅粉色，但受环保政策和动物福利限制正面临减产。	加工分切

资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

奶牛产业在欧盟牛肉供应中占据重要地位，其中专业肉牛和奶肉杂交牛主要供应高端冷鲜市场，淘汰奶牛肉则主要用来加工食品或出口。据 USDA 最新统计，欧盟 2026 年牛肉产量预计 1171 万吨，同比-0.86%；消费量 1307 万吨，同比持平；出口量 113 万吨，同比-3.92%。少量内需缺口主要依靠美国和巴西牛肉补充，2026 年进口量预计为 247 万吨，同比+1.98%。

表17: 欧盟牛肉供需平衡表

单位: 千吨	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	yoy
期初库存	294.00	329.00	308.00	329.00	290.00	273.00	270.00	-1.10%
产量	12389.00	12734.00	12890.00	12286.00	12291.00	11814.00	11712.00	-0.86%
进口量	1515.00	1517.00	1538.00	1690.00	2103.00	2424.00	2472.00	1.98%
出口量	1338.00	1555.00	1608.00	1378.00	1364.00	1173.00	1127.00	-3.92%
国内消费量	12531.00	12717.00	12799.00	12637.00	13047.00	13068.00	13068.00	0.00%
期末库存	329.00	308.00	329.00	290.00	273.00	270.00	259.00	-4.07%

资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理

发展历史: 政策限制和技术革新共同推动欧洲现代牧业发展

传统农作期 (1950s 以前): 欧洲作为历史悠久的传统农作产区之一, 在农业机械化尚未普及前, “牛只三用”是典型特征, 即首先是役用 (耕地拉车), 其次才是产奶和产肉。这一时期专业肉牛和奶牛养殖概念都未完全成型, 牛只由分布在欧洲各地的家庭式混合农场养殖, 包揽了繁育、挤奶、饲喂、甚至屠宰和本地销售的全部环节, 其中公牛主要承担耕地任务, 最后淘汰才作为肉用。各地基于气候和地形保留了本地品种, 例如法国中部的夏洛莱最初体型庞大是为了拉重型农具, 后来才演变为肉牛; 而阿尔卑斯山区的西门塔尔牛则因为兼顾产奶和长肉, 成为早期的“双用牛”雏形。

工业化起步期 (1960 年代-1983 年): 随着欧洲农业生产逐步走向机械化, 农场不再需要牛耕地, 牛只开始由“三用”转向“两用”甚至“专用”。其中德国、奥地利等中欧山区农户主要养殖“乳肉双用牛”; 北方平原 (荷兰、丹麦等) 农户引入北美的荷斯坦奶牛后开始转向纯奶牛养殖; 法国、爱尔兰等草场丰富的国家通过选育夏洛莱、利木赞等专业肉牛品种, 开始发展母牛带犊的专业肉牛养殖。这期间欧洲“北奶、南肉、中兼营”的区域专业化分工格局初步形成, 专业农场主开始出现, 叠加欧洲经济共同体的 CAP 政策 (提供价格兜底和生产补贴) 推动, 牛只规模和奶肉产量开始快速增长。

表18: 法国各种类型的专门化牛羊养殖场 (不包括肉牛与其他牲畜混合养殖的农场) 2007 年全年各项补贴总额

农场类型	农场数	平均劳动人口	平均可用农地/hm ²	农场平均获补贴/欧元	按每劳动人口获得补贴计算/欧元	按每公顷农用地获得的补贴计算/欧元
绵羊 (肉用)	6,570	1.32	108	27,600	20,900	257
绵羊 (乳用)	5,790	1.53	67	22,400	14,600	334
山羊	4,560	2.13	66	17,600	8,300	267
肉牛 (所有类型)	38,950	1.35	93	34,900	25,900	377
山地母牛群 (出售断奶牛)	17,920	1.25	87	33,500	26,700	384
草地母牛群 (出售断奶牛)	7,880	1.42	109	37,500	26,400	345
草地混合群 (出售育肥牛)	1,220	1.78	153	58,400	32,800	382
平原混合群 (出售育肥牛)	2,390	1.58	89	37,400	23,600	419
奶牛 (所有类型)	41,340	1.71	68	23,600	13,800	346
山地放牧	10,410	1.56	71	20,900	13,400	293
山麓放牧青贮混合	4,620	1.91	70	26,300	13,800	377
平原放牧	2,430	1.65	72	19,500	11,800	269
平原放牧青贮混合	8,920	1.65	69	21,900	13,200	318
平原集约型	14,960	1.79	64	26,200	14,600	409

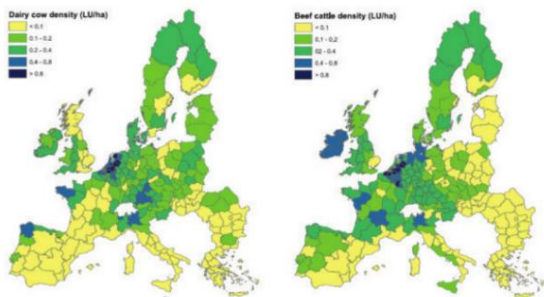
资料来源: 黄亚宇等人, 《法国肉牛业发展经验》, 肉类研究, 2015 年 02 期, 33-39, 国信证券经济研究所整理

模式重构期 (1984 年-2015 年): 1984 年为解决欧盟内部牛奶严重过剩的问题,

欧盟开始实施严厉的牛奶配额制，这意味着奶农无法再通过扩群增收，专业牧场的经营逻辑开始发生深刻变化，乳肉兼营模式快速兴起。一方面，以德系西门塔尔为代表的乳肉兼用牛开始流行，因为其淘汰母牛残值高、公牛犊生长速度快且肉质好，可以有效拓展牧场第二现金流；另一方面，部分饲养纯荷斯坦奶牛的农场，为了提高公牛犊的价值，开始尝试用肉牛精液（如夏洛莱牛、比利时蓝牛等）为部分奶牛配种，以提高牛犊的售卖价值。

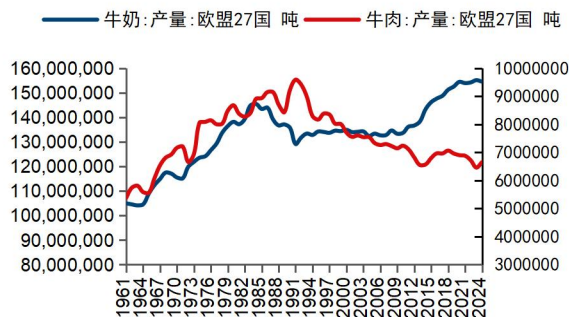
这一时期的转型过程一方面推动了 Bayern-Genetik（聚焦西门塔尔牛选育）、GRV（聚焦针对奶牛场的肉牛精液方案）等育种公司的崛起，另一方面也推动了环节和区域分工的初步形成，即育肥环节开始逐步从繁育环节中独立出来，北部谷物资源不足且缺乏肉牛养殖经验的奶牛专营牧场将断奶卖牛卖给西班牙、意大利等谷物主产区的专业育肥场。

图33：欧盟奶牛和肉牛养殖区域高度重合



资料来源：Mohammad Ramin, 《Predicting Methane Production in Dairy Cows》, Acta Universitatis agriculturae Sueciae, 2013 年第 88 卷, 国信证券经济研究所整理（注：左为奶牛分布图，右为肉牛分布图）

图34：CAP 政策推动欧盟肉奶产量在上世纪实现快速增长，此后相继受到配额制和环保政策限制

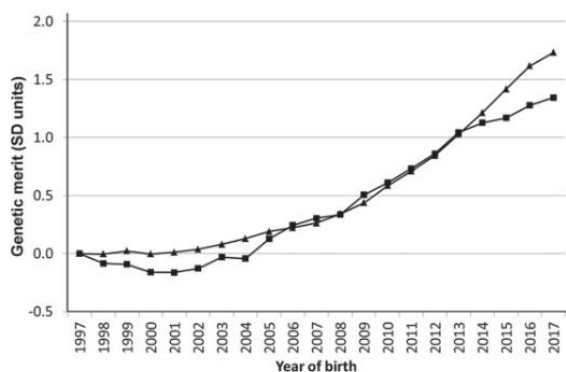


资料来源：FAO, 国信证券经济研究所整理

精密兼营期（1984年-2015年）：2015年牛奶配额制取消，但随之而来的是严苛的环保压力（温室气体减排、硝酸盐限制等）和动物福利要求，叠加性控和基因筛选技术的发展，乳肉兼营模式迎来进一步的范式升级。一方面，在性能提升、基因筛选和性控冻精三重合力下，奶农以有限种群实现了产量的持续增长，后备奶牛需求明显减少；另一方面，奶肉杂交技术（筛选出性能普通的奶牛与安格斯、海福特等优质肉牛品种杂交）成熟后，有效解决了牛犊宰杀的福利限制并拓宽了奶牛场的现金流，同时完美契合了下游育肥场及屠宰场对优质肉牛的需求。

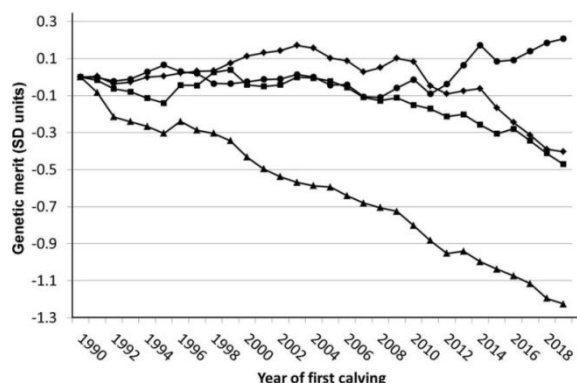
至此，专业肉牛养殖空间被环保政策明显压缩后，奶牛场逐步成为了欧洲肉牛产业链的“育婴房”，“育种公司→奶牛场→育肥场→肉企”高度垂直绑定的现代乳肉兼营体系正式确立。

图35: 得益于选育技术升级, 欧美奶牛生产年限不断提高



资料来源: D. P. Berry, 《Invited review: Beef-on-dairy—The generation of crossbred beef×dairy cattle》, Journal of Dairy Science, 2021 年第 4 期, 3789 - 3819, 国信证券经济研究所整理[注: 图为爱尔兰荷斯坦-弗里生牛 (■) 与美国荷斯坦牛 (▲) 寿命遗传趋势 (以遗传标准差 SD 为单位)。

图36: 爱尔兰纯奶牛的肉用性能呈下降趋势

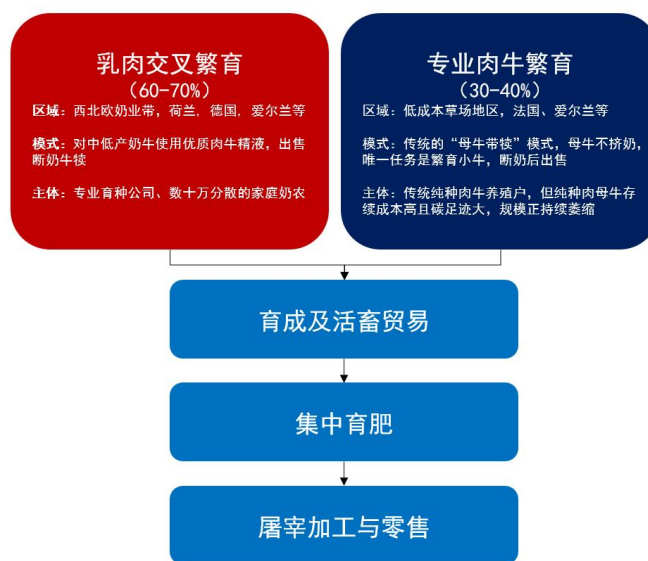


资料来源: D. P. Berry, 《Invited review: Beef-on-dairy—The generation of crossbred beef×dairy cattle》, Journal of Dairy Science, 2021 年第 4 期, 3789 - 3819, 国信证券经济研究所整理[注: 图为爱尔兰纯奶牛在以下性状上的平均遗传水平: 淘汰母牛胴体重量 (●)、后代胴体重量 (◆)、构型 (▲) 及脂肪评分 (■) (以遗传标准差 SD 为单位)。

产业模式: 奶牛场成为肉牛产业育婴房, 区域分工明显

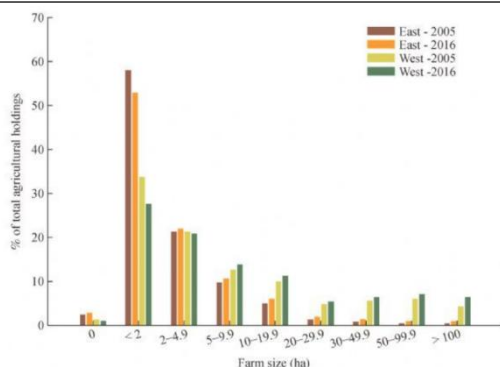
不同于美国、巴西地广人稀的资源禀赋, 欧洲作为传统农业产区, 农户或农场经营规模相对较小, 且不同区域气候和资源禀赋差异较大, 产业参与者以小型或兼营农场为主, 主要通过大型区域合作社联结, 资本对上游的渗透较低。在此基础上, 欧盟形成了一个高度复杂、跨国协同的巨型肉牛产业生态系统。环节仍仍大致分为“繁育→育成→育肥→屠宰加工零售”四个主要环节, 但上游养殖环节间分工相对模糊, 且存在明显的区域协同。

图37: 欧盟形成了一个高度复杂、跨国协同的巨型肉牛产业生态系统



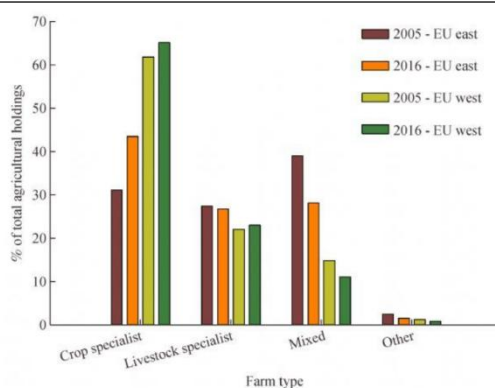
资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理

图38: 不同于美洲, 欧洲以小规模农场为主



资料来源: Antonius G. T. SCHUT, 《Reintegration of crop-livestock systems in Europe: An overview》, Frontiers of Agricultural Science and Engineering, 2018 年第 1 期, 111-129, 国信证券经济研究所整理

图39: 欧洲仍存在较多的农牧兼营农场

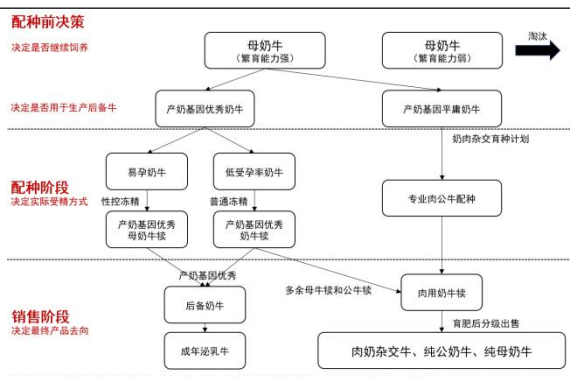


资料来源: Antonius G. T. SCHUT, 《Reintegration of crop-livestock systems in Europe: An overview》, Frontiers of Agricultural Science and Engineering, 2018 年第 1 期, 111-129, 国信证券经济研究所整理

(1) 繁育端: 欧盟肉牛繁育端目前分为两条路线。一是乳肉交叉繁育, 占总供应的 60-70%。该模式主要由分布在西北欧奶业带(如荷兰、德国、法国西北部、爱尔兰、丹麦等)数十万分散的家庭奶农参与。奶牛场承担起肉牛产房角色, 农户对高产奶牛使用性控奶牛精液繁育后备奶牛, 而对中低产奶牛使用优质肉牛精液(如安格斯、海福特等), 将杂交牛犊在农场喂养 2-4 周断奶后出售。二是专业纯肉牛繁育, 占总供应的 30-40%。由拥有大面积低成本草场的地区(如法国中南部、爱尔兰西部等)传统肉牛养殖户参与, 采用传统的母牛带犊模式, 即母牛不挤奶, 用母乳和牧草将小牛其喂养至断奶或者架子牛阶段。

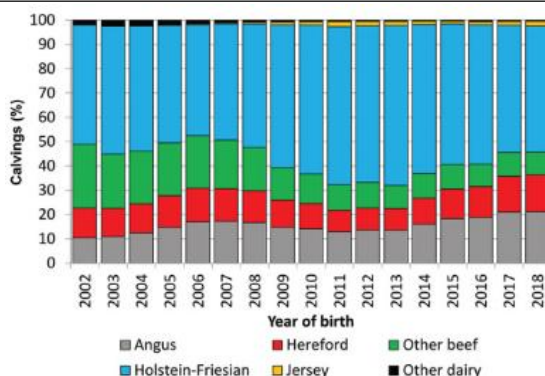
(2) 育成及育肥端: 由于欧洲区域资源差异明显, 草场丰富的法国、爱尔兰、荷兰等北部区域, 牛犊断奶后的育成环节通常仍由农场自行放牧, 或者由活畜经纪人将分散在各个小农场里、品种和月龄各异的小牛犊运输到当地专业育成场放养。而高度依赖精料的育肥环节, 通常集中在谷物产量大、适合集约化养殖的平原区域, 如意大利波河平原、西班牙、德国等地。目前欧盟内部已建立了成熟的“架子牛贸易链”, 爱尔兰、法国等地的农户将牛犊养成架子牛后, 由合作社或活畜经纪人统一收购、检疫并运输, 卖给谷物产量较大的意大利、西班牙等地育肥商。该环节的参与者主要是大中型专业育肥农场主, 类似美国模式, 牛只在室内或带棚圈舍内高密度饲养, 投喂高能量日粮, 追求极致的料肉比和日增重。

图40: 欧洲奶牛场已建立成熟的精准育种策略, 以保证利润的最大化



资料来源: D. P. Berry, 《Invited review: Beef-on-dairy—The

图41: 爱尔兰荷斯坦母牛所配种的公牛品种有接近一半为专业肉牛



资料来源: D. P. Berry, 《Invited review: Beef-on-dairy—The

generation of crossbred beef×dairy cattle》, Journal of Dairy Science, 2021 年第 4 期, 3789 - 3819, 国信证券经济研究所整理

generation of crossbred beef×dairy cattle》, Journal of Dairy Science, 2021 年第 4 期, 3789 - 3819, 国信证券经济研究所整理

(3) 屠宰加工环节: 与美国和巴西市场类似, 肉牛的屠宰加工环节呈区域寡头格局, 头部屠宰商依靠自身在品牌和渠道方面的统治力掌握核心牛源, 拥有较强的议价权。在采购环节, 欧洲有严格的胴体分级计价系统, 同时为了保持牛源供应和品质的稳定, 头部通常会直接与源头奶牛场和育肥场签订保底收购合同。在加工分销环节, 工厂主要分布在爱尔兰、德国、法国、荷兰等重要产区或主要消费国, 最终依靠品牌搭建和渠道掌控, 实现产品的稳定销售。

表19: 欧洲大型肉牛屠宰加工商多为家族企业, 依靠较强的分销能力在屠宰环节掌握绝对份额

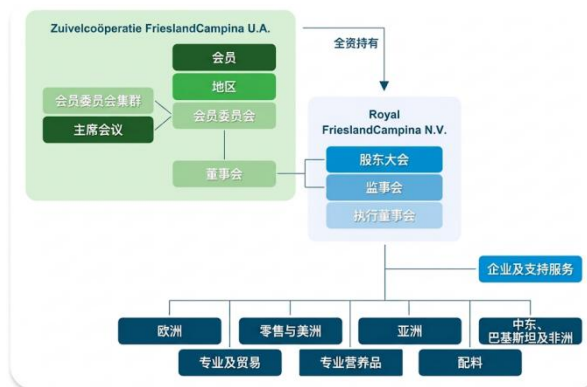
公司名称	公司介绍	经营规模	市场地位	核心优势
Vion Food Group (维扬食品集团)	唯一股东是 ZLTO (荷兰南部农业和园艺组织), 纯农民合作社背景。总部位于荷兰的跨国肉类加工企业。核心业务包括猪肉 (主业)、牛肉以及植物基替代蛋白。	总超过 1.1 万名员工, 在荷兰、德国和比利时拥有 20 多家大型生产基地。	欧洲排名前三的猪肉和牛肉生产商	农民合作社背景; 推出 Robusto 项目引领“乳肉兼营”标准, 指导奶农用特定肉牛精液繁育, 并与育肥场签订闭环收购合同。
ABP Food Group (爱尔兰 ABP 集团)	总部位于爱尔兰, 由 Larry Goodman 于 1954 年创立, 不仅拥有全欧领先的牛肉加工业务, 还涉足可再生能源和宠物食品 (C&D Foods)。	爱尔兰、英国、波兰拥有 50 多家工厂, 员工超 1.3 万人。	全欧洲最大私营农业企业之一。其在英国市场的占有率极高, 是英国主要连锁超市 (如 Sainsbury's、Asda) 的核心供应商	“超嫩 (Ultra-Tender)” 专利技术; Advantage Beef Programme 用保底价格和基因技术支持将庞大的奶牛副产品 (杂交小牛) 转化为高品质出口牛肉。
Kepak Group (科帕克集团)	总部位于爱尔兰的家族企业 (Keating 家族所有)。业务涵盖牛、羊肉、猪肉的屠宰加工, 拥有强大的即食食品和下游品牌矩阵。	拥有近 5000 名员工, 在爱尔兰和英国设有多个加工厂。	在初级屠宰领域是爱尔兰的第二梯队巨头; 但在欧洲“微波即食肉类食品”市场领先。	强大的 C 端品牌护城河, 拥有 Rustlers 和 Big Al's 等知名品牌; 深度的餐饮服务整合, 是欧洲麦当劳、汉堡王等大型快餐连锁的核心肉饼供应商
Groupe Bigard (比加尔集团)	成立于 1968 年的法国家族企业, 业务涵盖牛、猪、羊、小牛肉的屠宰加工。不仅面向 B 端批发, 其包装生肉在法国超市冷柜拥有垄断地位。	全法国拥有 60 多家工厂, 员工超 1.5 万人。	在法国本土拥有强统治力, 40% 以上牛只由其屠宰。	旗下拥有三大国民品牌, Bigard、Charal、Socopa; 法国当地拥有欧洲最庞大的纯种肉牛群。

资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

皇家菲仕兰: 全球乳业巨头, 积极推行乳肉兼营

皇家菲仕兰 (Royal FrieslandCampina N.V.) 是目前全球最大的跨国乳业公司之一, 业务横跨乳业全产业链和全球主要消费区域。公司唯一股东为菲仕兰合作社 (Zuivelcoöperatie FrieslandCampina U.A.) 全资控股, 最终由分布在荷兰、德国和比利时的约 1.4 万名奶牛养殖户共同拥有, 是欧洲农业合作社化与可持续垂直供应链的标杆。

图42: 公司由菲仕兰合作社全资控股



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

公司发展历史本身也是浓缩的荷兰乳业发展史。皇家菲仕兰最早起源于 1871 年荷兰北部一个村落，九个农民为了在缺少冰箱的年代保鲜牛奶而联合成立的一家奶酪工厂。随后一百多年里，荷兰各地涌现出成百上千个地方性的奶农互助合作社。进入到 20 世纪下半叶后，随着冷链技术的成熟和国际竞争加剧，地方合作社为了掌握对下游零售商的定价权，开始进行加快横向兼并，最终形成了两大巨头 Friesland Foods（菲仕兰食品）和 Campina（坎皮纳）。2008 年，为了强化国际竞争力，并在欧盟取消牛奶配额制之前强化优质奶源把控，菲仕兰食品和坎皮纳两大巨头正式合并，成立了今天的皇家菲仕兰，并最终奠定了其全球前五大乳企的地位。

图43：公司由菲仕兰合作社全资控股

合作社萌芽 (1871年-20世纪中叶)	专业化转型期 (20世纪下半叶)	跨国扩张与高附加值转型 (21世纪以来)
为了对抗原奶腐败与零售商压价，农户走向抱团互助。	从区域整合走向全国垄断，坎皮纳和菲仕兰两大巨头确立。	为应对全球化竞争，荷兰乳业两大巨头完成统一。配额制取消后，极其严厉的环保法案下，公司三大力推进“乳肉交叉繁育”和牛犊管理合规划，协助消化多余产能并取得碳足迹领先。
<ul style="list-style-type: none"> ● 1871年：荷兰北部9位奶农为了保鲜牛奶并争取更好的价格，联合购买了一栋建筑，成立了世界上第一家合作社性质的奶酪（Vereeniging tot Ontwikkeling van den Landbouw），这是皇家菲仕兰官方认定的起源年份。 ● 1879年-1890s：合作社模式在荷兰如星火燎原般扩散，短短十几年间，荷兰各地涌现出数百个地方性乳品合作社。 ● 1920s - 1940s：随着巴氏杀菌技术和铁路/公路运输的普及，牛奶的销售半径扩大。为了减少内部恶性竞争，村镇级的小合作社开始合并为市/省级的中型合作社。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 1947年：荷兰南部多个合作社联合，首次使用Campina（坎皮纳）作为共同品牌名称。 ● 1979年-1989年：南部合作社历经多次超级重组，最终在1989年成立了区域霸主级的Campina Melkunie集团，主导了荷兰南部及比利时部分地区的乳业。 ● 1997年：荷兰北部的四大区域性乳品合作社合并，成立了Friesland Coberco Dairy Foods（菲仕兰科贝克乳业）。至此，荷兰乳业“南北双雄”的格局正式确立。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 1990年代末：Friesland Coberco开始深耕东南亚和西非市场，通过收购或合资建立本土化品牌矩阵。 ● 2004年：Friesland Coberco正式更名为 Friesland Foods（菲仕兰食品），并获得了荷兰女王授予的“皇家”称号。 ● 2000年代中前期：两家公司大力向B2B产业链上游延伸。其中 Friesland强化了婴幼儿配方奶粉（美素佳儿）的全球布局；Campina则在乳清蛋白、制药级乳糖（后来的 DFE Pharma 基础）等高附加值配料领域取得突破。 ● 2008年：Friesland Foods与Campina两家公司正式合并，成立了皇家菲仕兰（Royal FrieslandCampina N.V.）。 ● 2015年：欧盟正式取消牛奶配额制。菲仕兰大力推进“乳肉交叉繁育”和牛犊管理合规划，协助消化多余产能，并在碳足迹核算上取得领先。

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

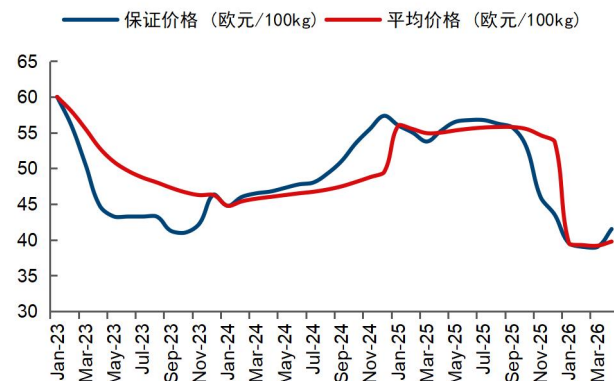
在奶牛养殖环节，公司在荷兰、比利时和德国拥有 8781 家会员奶牛场，其中 1.4 万名奶农既是原奶供应商，也是公司股东，而合作社则会对会员农场的牧草种植、饲料采购、牛只繁育、挤奶标准实施统一干预，保证了奶源供应和品质稳定。在日常结算过程中，公司一方面会设置高频的月度保底价格，来保证奶农的日常收益，同时也会根据品质进行差异化调价，另外公司每年产生 30-50%的利润都会通过分红的形式发放给，剩余利润则会通过会员债券（定期付息）的形式留存在公司内。除原奶主业外，公司还与本土肉类加工巨头（如维扬食品集团）和育种合作社（如 CRV）建立紧密的产业链协作，积极发展乳肉交叉繁育。会员奶农利用 CRV 提供的优质肉牛精液（如比利时蓝牛、安格斯牛或和牛）与 30%-50%的奶牛杂交，下游维扬等肉类加工巨头则会以溢价回购这些杂交牛犊，再经过专业的代养育肥和屠宰加工后进入零售市场。通常情况下，一头奶肉杂交牛犊的市场售价比纯种奶公牛高出 100-200 欧元，直接为奶农创造了额外的第二收入。

图44: 2025 年公司会员收奶量达 930 万吨



资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所整理

图45: 公司为奶牛场提供托底价格来保障奶农收益



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

在乳制品生产环节，皇家菲仕兰旗下拥有众多品牌，业务横跨 B 端与 C 端，且形成了强大的区域和国际市场覆盖能力。其中 B 端主营专业乳品（为餐饮和烘焙提供奶油、黄油）和配料业务（为药企和食品厂提供高附加值乳清蛋白），C 端主营婴幼儿配方奶粉、液态奶、奶酪等。

表20: 在乳制品生产环节，皇家菲仕兰拥有丰富的品牌矩阵，业务横跨 B 端与 C 端

品牌名称 (Brand)	中文常用名	所属品类	主要市场	详细业务与产品描述
Friso	美素佳儿	婴幼儿与专业营养	中国及全球	菲仕兰旗下最核心的利润品牌，主打高端及超高端婴幼儿配方奶粉及母婴营养品。
Campina	坎皮纳	大众消费乳品	荷兰及欧洲	荷兰国民级乳品品牌，产品线极广，涵盖鲜奶、酸奶、夸克 (Quark) 和黄油等日常乳制品。
Dutch Lady	子母	大众消费乳品	东南亚 (马/越等)	在东南亚市场极具影响力的乳制品品牌，涵盖 UHT 常温奶、配方奶粉及酸奶产品，为各年龄段提供营养。
Alaska Milk	阿拉斯加牛奶	大众消费乳品	菲律宾	菲律宾家喻户晓的大众营养品牌，主要提供炼乳、淡奶和奶粉等，致力于提供高性价比的家庭营养。
Foremost	弗莫斯特	大众消费乳品	泰国	在泰国畅销 60 多年的知名品牌，主打各口味的 UHT 长效奶、高蛋白饮品和酸奶。
Peak	顶峰	大众消费乳品	西非 (尼日利亚等)	尼日利亚及西非市场的标志性高端全脂奶粉和淡奶品牌，拥有超过 60 年的历史。
Three Crowns	三皇冠	大众消费乳品	尼日利亚	针对西非市场的大众健康乳品品牌，主打心脏健康和家庭日常营养补充。
Rainbow	彩虹	大众消费乳品	中东地区	中东地区畅销的常温长效奶、淡奶及加糖炼乳品牌，常用于搭配中东红茶。
Olper's	欧珀	大众消费乳品	巴基斯坦	巴基斯坦市场的高端乳品品牌，主要生产 UHT 常温牛奶和风味奶。
Tarang	塔朗	饮品伴侣	巴基斯坦	巴基斯坦领先的“茶伴侣 (Tea whitener)”品牌，专门用于冲泡极具当地特色的奶茶。
NoyNoy	诺伊诺伊	大众消费乳品	希腊	希腊的国民级老字号乳品，提供从婴儿奶粉、淡奶到鲜奶、酸奶的全线产品。
Chocomel	-	风味乳饮料	欧洲	欧洲标志性的巧克力奶饮料品牌，被称为“唯一真正的巧克力味觉体验”，在多国零售渠道极受欢迎。
YAZOO	-	风味乳饮料	英国	英国市场领先的风味牛奶饮料品牌，主打草莓、香蕉、巧克力等口味，深受年轻人喜爱。
Pöttyös	-	特色乳品零食	匈牙利	匈牙利最具特色的国民零食，核心产品是外包巧克力涂层的甜味凝乳棒 (Túró Rudi)。
Vifit	-	运动与功能营养	欧洲	专注于运动恢复与日常能量补充的乳品品牌，主打高蛋白奶昔和高蛋白乳饮料。
Nutroma	-	饮品伴侣	欧洲	拥有 50 多年历史的专业咖啡伴侣品牌，专为提升咖啡的醇厚口感而设计。
Frico	弗里科	奶酪业务	全球	全球知名的荷兰天然干酪品牌，代表产品为经典的豪达 (Gouda) 和艾德姆 (Edam) 奶酪。
Royal Hollandia	皇家荷兰	奶酪业务	全球	历史悠久的高品质奶酪品牌，为消费者和餐饮专业人士提供正宗的荷兰奶酪。
Milner	密尔纳	奶酪业务	欧洲	主打健康、低脂概念的半硬质奶酪品牌，脂肪含量通常比传统豪达奶酪低 40%。
Debic	迪比克	餐饮专业业务 (B2B)	欧洲及亚洲	专为面包师、糕点和厨师研发的专业乳制品品牌，提供极高稳

BLACK & WHITE	黑白	餐饮专业业务 (B2B)	中国香港为主
Lattiz	-	餐饮专业业务 (B2B)	欧洲
Valess	瓦莱斯	植物基/肉类替代	欧洲
DFE Pharma	DFE 制药辅料	制药配料 (B2B)	全球
FrieslandCampina Ingredients	菲仕兰食品配料	原料配料 (B2B)	全球

定性的稀奶油、黄油和甜点预拌原料。

香港茶餐厅的标配“黑白淡奶”，是制作正宗港式奶茶不可或缺的核心原料。

面向咖啡店和餐饮业的智能打奶泡系统，提供稳定、高品质的拿铁/卡布奇诺奶泡解决方案。

一款独特的素食/肉类替代产品，其核心蛋白质并非来自大豆，而是从纯牛奶中提取，口感鲜嫩。

菲仕兰与 CVC 资本的合资企业，是全球领先的制药行业口服固体剂量辅料（如药用乳糖）供应商。

面向工业客户，提供高附加值的乳清蛋白、益生元、微胶囊粉等早期生命营养及成人运动营养原料。

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

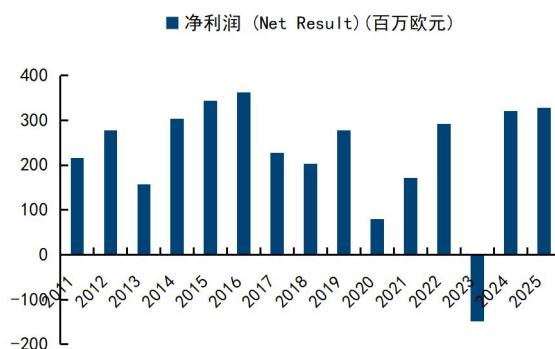
依靠高效上游合作和成熟品牌体系，公司具备较强的经营韧性。根据公司最新披露年报，2025 年公司会员牧场产奶量已达 930 万吨，同比+2.4%，营业收入达 134 亿欧元，同比+3.6%，归母净利润为 3.28 亿欧元，同比+2.2%，对应净利率 2.4%。除 2023 年库存跌价和高成本错配以外，公司均保持着较强的盈利韧性。

图46: 2025 年公司营业收入 134 亿欧元，同比+3.6%



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

图47: 2025 年公司归母净利润 3.28 亿欧元，对应净利率 2.4%



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

国内展望：肉牛景气有望上行，看好专业育肥和乳肉兼营机遇

现状：肉牛养殖环节工业化程度低，格局高度分散

◆ 我国是全球第二大牛肉消费国，是容量接近万亿的大市场。

我国肉牛饲养品种结构以西门塔尔牛杂交群体为主导（占比约 65%），其因体型大、生长快广泛用于肉乳兼用；安格斯牛（占比 10%-15%）通过进口冻精改良本土黄牛，主攻高端雪花牛肉市场。本地黄牛（如秦川牛、鲁西黄牛、延边牛等）占比 15%-20%，虽产肉率低但肉质风味独特，集中于黄河流域及北方地区。此外，因原奶过剩，淘汰奶牛转肉用占比 5%-10%，短期增量显著。

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%。

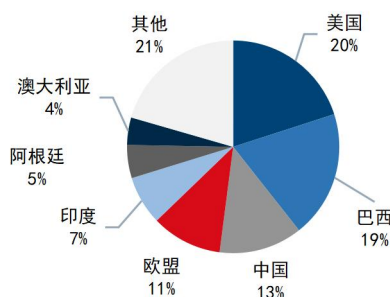
中国于全球牛肉消费中占比为 19%。2024 年，全球牛肉消费量为 5955 万吨，近十年复合增速为 0.76%，增速略高于产量。其中我国作为全球重要牛肉消费国之一，2024 年消费量为 1156 万吨，近十年复合增速为 4.73%，按市场批发均价计算，肉牛市场容量接近万亿。

表21：国产牛肉品种来源情况

分类	品种	占比	特点
西门塔尔牛	西门塔尔牛及其杂交群体	约 65%	体型大、生长快，核心种源依赖进口（对外依存度 70%），主要用于肉牛和奶牛养殖
安格斯牛	安格斯牛及其杂交群体	约 10%-15%	高端牛肉品种，通过进口冻精改良本土黄牛生产雪花牛肉，占高端市场 30%以上，国产化率低
本地黄牛	鲁西黄牛、延边牛等	约 15%-20%	本土品种以役用为主，产肉率较低，但肉质风味独特
淘汰奶牛	淘汰的荷斯坦奶牛等	约 5%-10%	因原奶过剩，2023-2024 年约 90 万头转为肉用，占国产牛肉增量的 10%左右

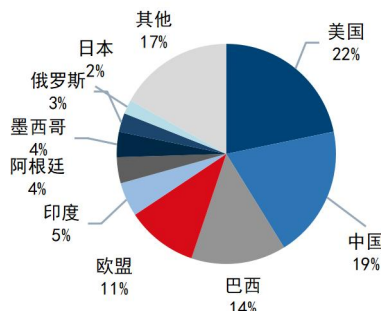
资料来源：HOLSTEINFARMER，农小峰，国信证券经济研究所整理

图48：全球牛肉产量分布情况（2024年）



资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

图49：全球牛肉消费量分布情况（2024年）

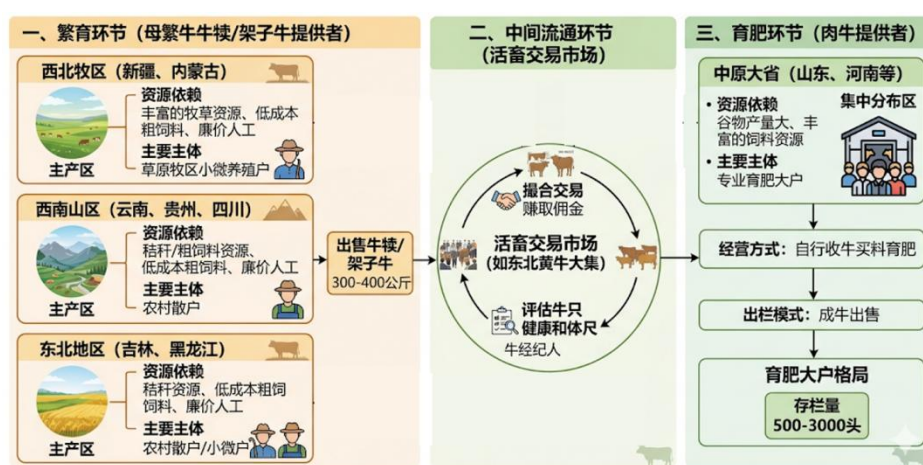


资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

◆ 在上游养殖环节，国内肉牛繁育和育肥高度分离。

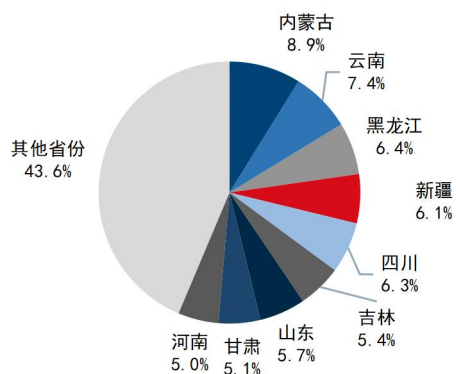
其中，繁育环节极度依赖低成本粗饲料和廉价的人工，因此主要由农村散户或拥有草原牧区资源的小微养殖户承担。目前国内母牛及架子牛产区主要集中在西北牧区（新疆、内蒙古）、西南山区（云南、贵州、四川）以及东北地区（吉林、黑龙江），这些地区拥有丰富的牧草资源或秸秆资源，农户通常会将牛犊养至断奶或长到 300-400 公斤的架子牛后出售。育肥环节则集中分布山东、河南等谷物产量大的传统中原大省，区域内专业育肥大户会自行收牛买料育肥。同时由于上游繁育极其分散，下游育肥又需要批量采购，便催生了国内庞大的“牛经纪人”群体。他们活跃在各地的活畜交易市场（如东北黄牛大集），负责在散户和大型育肥场之间撮合交易、评估牛只健康和体尺，赚取佣金。

图50: 国内肉牛养殖空间上呈“西繁东育”“北繁南调”特征



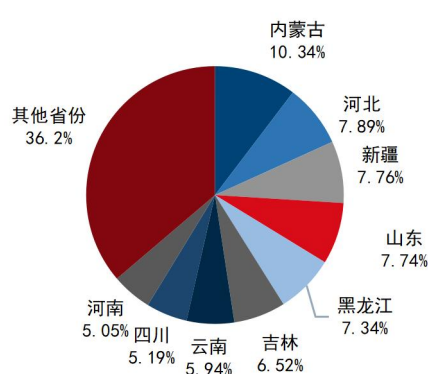
资料来源：农业农村部，国信证券经济研究所整理

图51: 国内 2022 年肉牛出栏量分布情况



资料来源：国家统计局，农小蜂，大畜牧，国信证券经济研究所整理

图52: 中国 2023 年牛肉产量分布情况



资料来源：国家统计局，农小蜂，大畜牧，国信证券经济研究所整理

在模式和原料成本双重限制下，国内肉牛业养殖效率较低且抗周期能力较弱。不同于国内生猪和肉鸡产业，国内肉牛产业上游繁育环节高度分散，饲养 1-10 头母牛的小微农户或牧民是中国肉牛底层产能的核心提供者，抗风险能力极弱，导致国内母牛存栏极易受到牛犊价格波动的影响。而育肥环节近年集中度有所提升，涌现出少量规模化养殖企业，但目前国内 3000 多家肉牛养殖屠宰企业中养殖规模超万头的仍不足 1%，市场核心供应仍由较为分散的专业育肥户承担，养殖分散，管理方差大，且相比海外产区面临较高的精料成本。

图53: 国内肉牛养殖 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54: 中国玉米价格明显高于美国和巴西 (美元/吨)

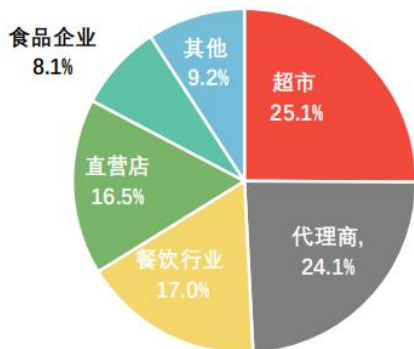


资料来源: 钢联数据, USDA, CONAB, 国信证券经济研究所整理

◆ 在下游屠宰环节，受牛源分散和监管宽松影响，同样呈现分散格局。

目前全国规模以上（年屠宰能力在万头以上）的肉牛屠宰企业虽然数量众多，但由于育肥环节高度分散，市场充斥着大量地方性中小型定点屠宰场，甚至在部分下沉市场，缺乏标准化冷链体系的“私屠滥宰”或手工作坊依然占据一定比例，因此行业 CR5 仍不足 5%。多数国内大型屠宰企业产能利用率在国内存栏增长缓慢、牛源分散的环境下，产能利用率常年徘徊在 30%-40% 的低位，叠加下游缺乏标准化分销渠道和成熟牛肉分级体系，屠宰环节利润常年保持较低水平。

图55: 中国牛肉下游终端分布情况 (2019 年)



资料来源: 头豹研究院, 《2020 年中国肉牛行业概览》国信证券经济研究所整理

图56: 福成股份牛肉业务近年增速放缓，盈利持续下滑



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

展望：肉牛景气有望上行，看好专业育肥和乳肉兼营机遇

◆ 2026年起育肥牛供给缺口或将持续拉大，国内肉牛有望涨价至2028年

2025年春节后牛价淡季不淡，价格拐点出现。肉牛行业在经历前期亏损带来的大规模淘汰后，2025年开始淘汰母牛数量同比明显减少，市场流通的淘汰母牛肉供给开始收紧，率先支撑牛价在2025年春节后淡季不淡开启上涨。

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，2025年末进一步下降到了9608万头，同比减少4.37%，较2023年末累计下降8.6%。

图57：2024年以来活牛价格行情复盘（元/公斤）



资料来源：钢联数据，国信证券经济研究所整理

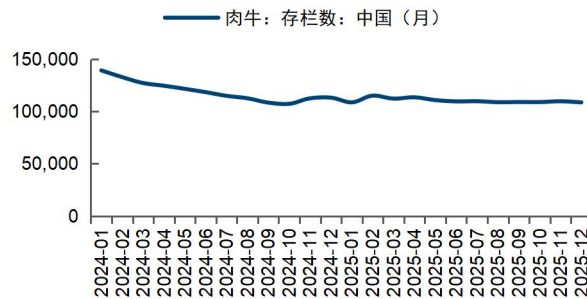
从产能情况来看，基础母牛存栏自2023年中以来持续调减。据中国畜牧业协会相关报道介绍，国内基础母牛存栏量自2023年中开启去化，受此影响2024年1-11月国内累计新生犊牛同比减少8%以上。此外，钢联自2024年1月开始有披露肉牛存栏数据，其2024年即进入持续减少阶段，至2024年10月，其统计的肉牛存栏较2024年1月累计减少约23%，截至2025年12月末，也相对2024年1月肉牛存栏减少接近22%。考虑到行业肉牛存栏结构中，母牛占比接近50%，而养殖亏损时，养户会优先减少母牛存栏，来换取育肥公牛所需的现金流，因此我们以肉牛存栏整体减少20%的情形来预估，则对应母牛存栏减少可能在30-40%的比例。

图58：据国家统计局统计，国内肉牛存栏2024年结束增长



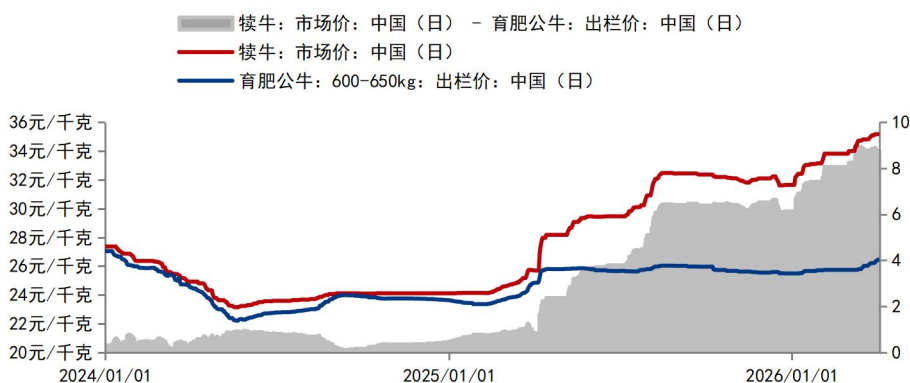
资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图59：钢联统计2024年初以来国内肉牛存栏（头）已累计减少超20%



资料来源：钢联数据，国信证券经济研究所整理

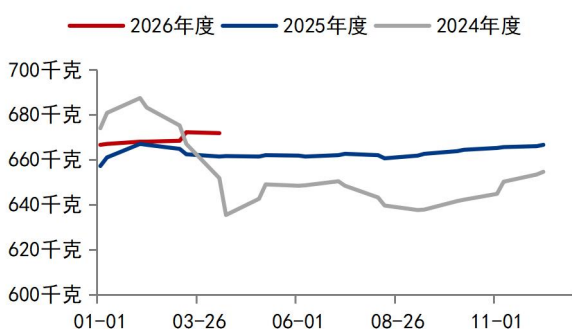
图60: 2024 下半年补栏情绪触底, 犊牛价格逼近育肥公牛价格



资料来源: 钢联数据, 国信证券经济研究所整理

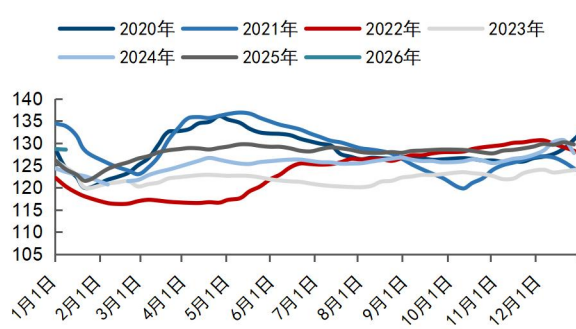
肉牛屠宰端相对养殖端更加集中, 从行业屠宰的表现来看, 也可以验证母牛产能去化幅度很大。根据卓创资讯 2025 年 2 月对能繁母牛宰杀情况的分析, 2023-2024 年能繁母牛宰杀比例约 30-35%, 部分地区甚至超过 50%。此外, 根据 2024 年 7 月全国畜牧总站组织的内蒙通辽市(全国肉牛产业第一重镇)肉牛产业调查数据显示, 当地活畜交易市场 2024 年春节后, 基础母牛交易数量明显增加, 占 50%-60% 以上(往年正常水平是 10%-20%), 据科尔沁区肉牛加工企业统计, 2023 年全年有 3000 头母牛屠宰, 而 2024 年前五个月已屠宰 8800 头肉牛中, 基础母牛数量已达 3000 头, 而且能繁母牛占基础母牛屠宰量三分之一多。此外, 根据钢联数据, 2025 上半年育肥公牛出栏体重一直维持在较正常出栏体重下降约 15-20% 的水平。从商品分析的角度来看, 类比生猪品种, 屠宰端的这种类似特征就是养殖产能出清的标志, 而且养殖格局越分散, 这个结论越准确。

图61: 钢联统计的育肥公牛出栏均重(公斤) 2025 年以来维持在低于正常水平的 15-20% 区间



资料来源: 钢联数据, 国信证券经济研究所整理

图62: 生猪出栏均重(公斤) 在 2022 年猪价上行拐点出现前即下降到周期最底部水平



资料来源: 涌益咨询, 国信证券经济研究所整理

综合上述分析, 我们认为国内肉牛大周期拐点已现, 未来在国内产能去化以及进口缩量涨价影响下, 牛肉价格后续或维持反转上行走势。同时考虑到母牛至毛牛出栏通常需要两年半以上时间, 预计 2023 年下半年开始至今的能繁母牛淘汰影响, 将从 2026 年开始, 直至 2028 年, 持续传导至育肥公牛供给的大幅收缩, 意味着未来国内缺口将持续拉大, 叠加进口调控, 牛价上涨驱动将更加强劲价格高点有望突破前高。

表22: 中国活牛及牛肉供需平衡表

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	yoy
牛 (单位: 千头)								
期初库存	91383	95621	98172	102160	105090	100470	94080	-6.36%
肉牛-母牛	53000	53400	56200	57600	50000	49000	47000	-4.08%
奶牛-母牛	13600	13900	14000	14050	14000	13000	12500	-3.85%
新生牛犊	51900	50525	53240	54138	47500	45600	44000	-3.51%
进口量	266	361	350	148	56	40	40	0.00%
总供应量	143549	146507	151762	156446	152646	146110	138120	-5.47%
出口量	16	15	13	12	11	11	11	0.00%
屠宰量合计	46650	47070	48400	50230	50990	51000	49500	-2.94%
损失量	1262	1250	1189	1114	1175	1019	1049	2.94%
期末库存	95621	98172	102160	105090	100470	94080	87560	-6.93%
牛肉 (单位: 千吨)								
期初库存	0	0	0	0	0	0	0	
产量	6720	6980	7180	7530	7790	7790	7560	-2.95%
进口量	2781	3024	3502	3577	3743	3815	3750	-1.70%
出口量	16	17	20	18	18	23	20	-13.04%
国内消费量	9485	9987	10662	11089	11515	11582	11290	-2.52%
期末库存	0	0	0	0	0	0	0	

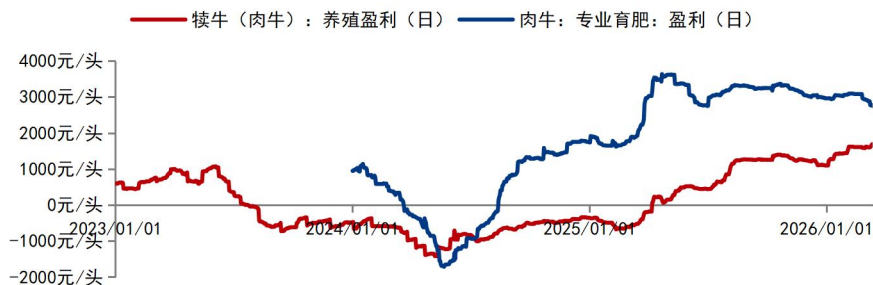
资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理

◆ 景气助推下, 未来 3-5 年国内肉牛养殖的工业化和规模化进程也有望加速。

一方面, 相较于生猪和肉禽, 肉牛受制于极长的繁育周期, 产能出清与景气向上周期明显更长, 未来三年终端价格中枢的抬升有望显著增厚专业育肥环节的头均盈利空间与资产回报率。参考钢联数据最新统计, 目前国内肉牛繁育环节单头牛犊盈利已接近 2000 元, 专业育肥环节单头盈利已接近 3000 元, 其中育肥环节若按头均 20000 元投入计算 (包含牛犊、饲料成本等), 投资回报率已接近 15%。

另一方面, 当前国内牛肉终端市场尚未建立起类似海外成熟的胴体质量分级定价体系, 导致优质产品的溢价能力受限。2023 年 2 月 1 日, 由国家市场监督管理总局和国家标准化委员会发布《畜禽肉质量分级—牛肉》(GB/T 29392-2022) 正式生效, 参考海外标准对胴体等和肉质进行了明确分级。该标准实现了中国牛肉分级从 0 到 1 的规则构建, 虽然目前在散户交易中普及度尚低, 但在 B 端大型餐饮集采环节, 该标准正在广泛成为合同签署的硬性基准。参考海外成熟市场经验, 未来随着国内消费理念向高品质、精细化升级, 以及本土商业化分级标准的实质性落地, 优质牛肉将加速实现从“基础农产品”向“高附加值消费品”的逻辑跃迁, 这将赋予头部育肥公司和屠宰加工企业更强的产品溢价和品牌溢价, 环节盈利和回报率空间有望进一步打开, 产业工业化和规模化进程有望再加速。

图63: 随牛价景气上行, 繁育和育肥环节盈利空间正逐步打开



资料来源：钢联数据，国信证券经济研究所整理

图64：新国标对肉牛胴体和关键部位进行了具体分级

H.1 胴体质量等级标志
可采用包装标签上文字标志或特制的图案标志。文字标志为“特级”“优级”“良好级”“普通级”。图案标志示例见图 H.1.



图 H.1 胴体质量等级图案标志

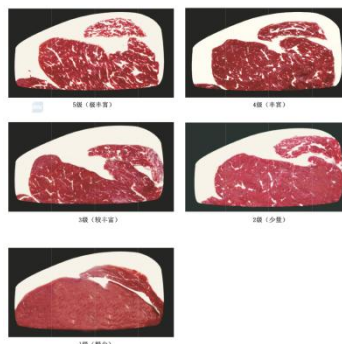
H.2 外脊、眼肉、上脑和里脊等级标志
可采用包装标签上文字标志或特制的图案标志。文字标志为“S级”“A级”“B级”“C级”。图案标志示例见图 H.2.



图 H.2 外脊、眼肉、上脑和里脊等级图案标志

资料来源：国家标准信息公共服务平台，国信证券经济研究所整理

图65：新国标对国内牛肉大理石花纹进行了详细的分级



资料来源：国家标准信息公共服务平台，国信证券经济研究所整理

◆ 奶企牛犊价值尚未充分开发，肉牛景气或助推乳肉兼营加速发展

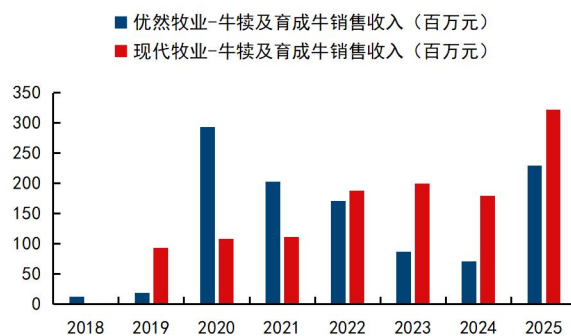
从规模来看，2020年以来在规模化进程和景气周期共同推动下，头部牧场产能大幅扩张。而此后随着行业产能饱和，泌乳牛养殖盈利下滑，牧场过剩牛犊资源快速膨胀。以优然牧业和现代牧业为例，截至2025年末二者犊牛及育成牛总存栏已分别达27.84/19.12万头（以新生和后备奶牛为主），分别较2019年末累计增长276%/94%。而按照现有泌乳牛存栏和单产，若不继续扩张产能，二者牧场中预计50%以上的新生牛犊都将通过外售方式处理，即对应10-20万头的牛犊年销量。而**从模式来看**，目前头部乳企仍以奶牛的性控冻精或普通冻精为成母牛配种，所产牛犊价格较专业肉牛品种折价明显（当前断奶牛犊头均售价仅1000-2000元）。未来在肉牛景气上行背景下，我们认为原奶企业的乳肉兼营有望加速，头部奶企在优质奶肉杂交牛犊甚至架子牛领域的经营尝试都有望为其带来可观的现金流和利润增量。

图66：头部奶牛公司牛犊及育成牛规模呈扩张趋势



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图67：头部奶牛公司2025年犊牛及育成牛销售收入回升明显



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

投资建议：聚焦肉牛养殖扩张标的和奶牛养殖公司

我们看好未来三年国内牧业大周期上行，建议聚焦底部扩张肉牛养殖或拥有优质奶牛资产的企业。

(1) 华统股份：猪价低迷、政策限制叠加疫情扰动，生猪行业产能有望加速出清，景气有望筑底修复，公司传统生猪主业估值有支撑。同时公司正积极拓展肉牛业务开启第二增长曲线，2026年4月23日与梨树县政府签订有效期为三年的战略合作协议，计划总投资10亿元布局肉牛产业。其中第一期投资8亿元建设年出栏10万头肉牛养殖及饲料加工项目，养殖方式为自繁自养及“公司+农户”模式相结合；第二期投资2亿元建设10万头肉牛屠宰深加工产业链项目。如若公司如期推进养牛业务，公司未来有望充分受益肉牛景气上行。

(2) 优然牧业、现代牧业：产能去化有望推动2026年肉奶景气共振反转。二者作为国内头部原奶生产企业，一方面原奶主业后续有望直接受益奶价筑底回暖，另一方面二者2025年外销淘汰母牛数量预计均在10万头以上，牛犊外销量预计在20万头左右，有望充分受益肉牛景气上行。而后续若依靠现有产能进一步拓展肉奶杂交或犊牛养殖业务，盈利空间有望进一步打开。

表：公司盈利预测及估值

公司代码	公司名称	投资评级	5月15日收盘价(元)	EPS			PE		
				2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E
002840.SZ	华统股份	优于大市	10.75	-0.11	0.36	0.67	-98	30	16
9858.HK	优然牧业	优于大市	3.39	-0.14	0.09	0.19	-24	38	18
1117.HK	现代牧业	优于大市	1.25	-0.18	0.12	0.09	-7	10	14

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理预测

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.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	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

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