



农林牧渔行业研究

买入（维持评级）

行业深度研究

证券研究报告

农林牧渔组

分析师：张子阳（执业 S1130524120008）

zhangziyang@gjzq.com.cn

牧业专题二：全球肉牛价格开启上行，看好牧业景气周期

肉牛养殖强周期性，全球牛价开启上行周期

母牛配种后需要经过大约 28 个月的时间育肥牛才能出栏，同时母牛单胎产仔数通常为 1 头，生产效率偏低使其种群规模扩张速度存在明显限制，肉牛供给端的增长也呈现较长周期，历史上中国牛肉价格上行周期平均长度 4 年左右。全球牛价新一轮上涨已经开启，景气周期有望延续至 2027 年。2022 年 4 月份全球牛价见顶后开始出现调整，期间由于养殖盈利的缩窄、全球天气导致牧场退化等因素驱动全球牛存栏进一步下降。全球牛肉价格本轮自 2023 年 12 月份开始上涨，截至 2025 年 6 月已经上涨至 6.58 美元/公斤，整体上涨幅度达到 36.2%，而牛肉供给量在未来 2 年依旧呈现下降趋势，新一轮上行周期有望维持至 2027 年以后。

国内产能大幅下降，牛肉价格有望再创新高

我国牛肉供给约 73%源自国内生产，27%源自海外进口，目前国内活牛存栏与海外进口均呈现收缩态势：由于国内肉牛养殖规模化程度极低，2023 年 TOP50 肉牛养殖企业存栏量占比仅为 1.25%，行业在连续亏损 20 多个月，预计产能端出现大幅去化。进口端：由于中国区域目前处于全球相对低价地区，贸易流开始逐步向美国等区域转向，同时我国为保护国内肉牛产业纾困，后续或进一步限制进口牛肉数量。2025H1 我国牛肉进口 130 万吨，同比下降约 10%，无论是政策端对牛肉进口的限制，还是中国牛肉价格较低对贸易流的转向，均对后续牛肉进口量进一步减少起到助推作用。整体而言，预计未来我国牛肉供给端出现明显下降，牛肉价格有望再创新高。

多因素导致全球牛存栏下降，海外牛价领先国内开启上行：

从全球活牛期末库存来看，由于干旱、养殖利润下滑等因素的影响，2023/2024 年全球活牛期末存栏分别下滑 0.3%/1.8% 至 9.24 亿头，2025 年预计全球牛存栏依旧下滑约 1%，是近十年的最低值，预计未来 2 年牛肉供给持续减少助推价格上涨，全球牛肉价格有望再创新高。南美国家占我国牛肉进口比例的 70%以上，由于此前中国牛肉价格的快速下跌以及天气等因素，南美各国预计产量下滑，同时牛肉出口对中国依赖度出现下降。今年巴西 1-5 月份出口量较去年同期增长约 13%，由于中国区域的相对低迷和美国牛肉价格的上涨，巴西向中国牛肉出口同比增长仅 3.14%；阿根廷 1-5 月牛肉出口下滑约 22%。巴西与阿根廷牛群数量自 2023 年开始下滑，预计两国牛肉供给量在未来 2 年或出现下降，从而推升整体价格上涨。美国方面牛群已经连续 5 年下降，美国牛肉价格已经创历史新高，我们预计美国国内缺口持续放大的情况下，或持续从其他低价国家进口牛肉，从而拉升全球牛价水平。澳新方面整体存量稳中有升，预计 2025 年澳大利亚活牛存栏同比增长 1.65%，而今年 1-5 月出口量已经同比增长 16.7%；2024 年新西兰牛群存栏 958 万头，结束了连续 2 年下滑的情况，实现同比 0.39% 的增长；预计在本轮全球牛价上行周期中，澳新地区有望充分受益。

投资建议：看好牧业景气上行，重视奶牧共振

全球牛肉价格已经步入新一轮景气周期，牛肉出口国家有望充分受益新一轮全球牛肉价格上涨。新西兰牛肉价格主要受出口地价格影响，而出口商利润则受到出口价格与活牛价差影响，海外价格持续上涨或充分利好新西兰牛肉出口。由于新西兰主要向中国与美国出口牛肉，目前美国牛价创历史新高，中国牛肉价格即将开启景气上行周期，预计新西兰牛肉出口商有望实现较好利润。国内牛存栏在本轮周期中大幅调减，预计未来牛肉价格有望开启新一轮景气周期，随着牛肉价格的上行，牛奶价格有望跟随上涨，而奶牛养殖公司也受益于淘汰牛价格的上涨，建议重点关注牧业相关标的。

风险提示

产能去化不及预期；数据准确度风险；全球贸易摩擦风险；政策风险。



内容目录

一、肉牛养殖周期性较强，全球牛价开启上行周期.....	5
二、供给或大幅下降，国内牛价有望再创新高.....	8
2.1 国内供需框架分析，进口存在较大扰动.....	8
2.2 行业低规模化程度，亏损下产能大幅调减.....	10
2.3 政策&贸易流双重驱动，进口量或明显下降.....	11
三、多因素导致全球存栏下降，海外牛价景气上行.....	13
3.1 全球供给收缩驱动价格上涨，贸易流或发生明显变化.....	13
3.2 南美各国产量预计调减，对中国市场依赖度下降.....	15
3.3 美国牛肉价格再创历史新高，牛周期上行趋势维持.....	20
3.4 澳新总量稳中有升，预计供给量略有增加.....	21
四、投资建议：看好牧业景气上行，重视肉奶共振.....	24
风险提示.....	25

图表目录

图表 1： 肉牛生产周期示意图.....	5
图表 2： 部分国内养殖肉牛生产特性展示.....	5
图表 3： 巴西肉牛饲养体系.....	6
图表 4： 全球牛肉价格中枢上移.....	6
图表 5： 近几年全球牛肉供需缺口扩大.....	7
图表 6： 近些年全球牛肉需求增速强于供给.....	7
图表 7： 中国牛肉价格复盘（元/公斤）.....	7
图表 8： 中国居民牛肉消费占比逐年提升.....	8
图表 9： 中国牛肉消费总量持续提升.....	8
图表 10： 国内牛肉供需示意图.....	8
图表 11： 牛肉进口供给占比约 30%.....	8
图表 12： 国内牛存栏变化趋势.....	9
图表 13： 国内奶牛存栏变化趋势.....	9
图表 14： 南美区域进口牛肉价格存在优势（元/吨）.....	9
图表 15： 我国牛肉进口主要源自南美国家（2024 年）.....	9
图表 16： 近些年牛肉进口量大幅增长.....	9
图表 17： 2023 年肉牛养殖 TOP50 企业占比仅 1.25%.....	10
图表 18： 年出栏 10 头以下养殖户占比超 90%.....	10



图表 19:	活牛价格一度跌至近 10 年最低价	10
图表 20:	肉牛养殖行业陷入深度亏损	10
图表 21:	2024 年初至今肉牛存栏下滑超 20% (头)	11
图表 22:	2024 年反刍饲料产量下滑 13.3% (万吨)	11
图表 23:	犊牛与淘汰母牛价格明显回升	11
图表 24:	能繁母牛价格提前上涨 (元/头)	11
图表 25:	3 月份暂停 7 家牛肉企业进口申报	12
图表 26:	商务部开启进口牛肉保障措施立案调查	12
图表 27:	新西兰出口各地区价格趋势	12
图表 28:	新西兰出口美国比例较中国明显增加	12
图表 29:	我国单月牛肉进口量大幅减少	12
图表 30:	25H1 牛肉进口同比-10%	12
图表 31:	全球活牛存栏预计连续 3 年下降	13
图表 32:	2025 年全球牛肉供给减量	13
图表 33:	全球活牛供需平衡表	13
图表 34:	全球牛肉供需平衡表	13
图表 35:	2024 年全球牛肉产量占比	14
图表 36:	2024 年全球牛肉消费量占比	14
图表 37:	2024 年主要牛肉进口国家	14
图表 38:	2024 年主要牛肉出口国家	14
图表 39:	2024 年主要出口国家出口占产量比例	15
图表 40:	2024 年主要出口国家的出口量占全球比例	15
图表 41:	2023 年巴西不同养殖水平全程养牛成本	15
图表 42:	2023 年巴西不同养殖水平育肥阶段养牛成本	15
图表 43:	巴西牛肉产量平稳提升	15
图表 44:	2018 年以来出口占比大幅提高	15
图表 45:	巴西活牛价格明显上涨 (美元/公斤)	16
图表 46:	2024 年 H2 雷亚尔明显贬值	16
图表 47:	出口价格相较美元价格雷亚尔价格涨幅更加明显	16
图表 48:	巴西屠宰率明显提升	17
图表 49:	巴西小母牛屠宰率过去两年快速提升	17
图表 50:	2024 年巴西出口中中国占比 46%	17
图表 51:	中国占巴西出口比例持续下降	17
图表 52:	巴西向中国出口价格并无明显优势 (\$/Kg)	17
图表 53:	巴西向美国出口量大幅增加 (吨)	17



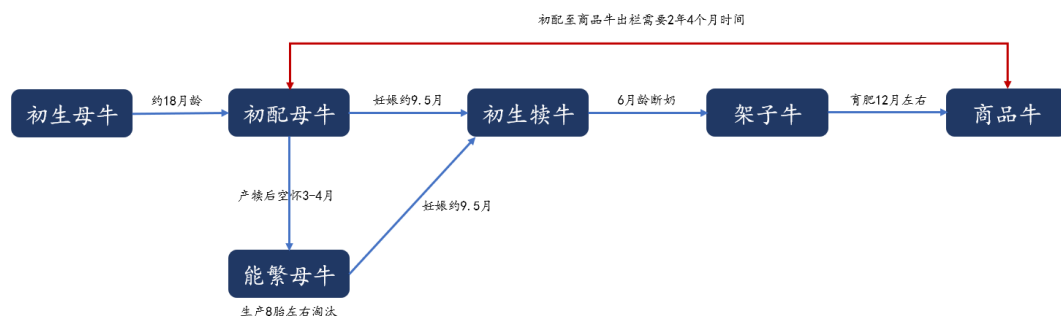
图表 54:	2025 年巴西向中国出口总量变化不大 (吨)	18
图表 55:	巴西 2025 年出口量仍有增加 (万吨)	18
图表 56:	巴西活牛供需平衡表	18
图表 57:	巴西牛肉供需平衡表	18
图表 58:	阿根廷过去两年出口量创新高	19
图表 59:	过去两年母牛屠宰率明显提高	19
图表 60:	美元兑换比索价格飙升	19
图表 61:	阿根廷接近 80% 牛肉出口至中国	19
图表 62:	阿根廷 2025M1-5 出口量下滑 22% (万吨)	19
图表 63:	阿根廷活牛价格持续上涨	19
图表 64:	阿根廷活牛供需平衡表	20
图表 65:	阿根廷牛肉供需平衡表	20
图表 66:	美国牛肉价格再创新高 (美金/公斤)	20
图表 67:	美国肉牛存栏持续下降	20
图表 68:	2025 年 M1-5 美国牛肉出口量下滑 4% (万吨)	21
图表 69:	美国牛肉过去几年进口量大幅增加	21
图表 70:	美国活牛供需平衡表	21
图表 71:	美国牛肉供需平衡表	21
图表 72:	新西兰牛存栏量整体平稳	22
图表 73:	新西兰奶牛存栏占比超 60%	22
图表 74:	新西兰牛肉产量	22
图表 75:	新西兰冷冻牛肉出口量	22
图表 76:	新西兰出口冻牛肉价格 (NZD/KG)	22
图表 77:	新西兰牛肉出口主要流向美国和中国	22
图表 78:	新西兰无骨冻牛肉出口分国家趋势 (吨)	23
图表 79:	2025M1-5 新西兰牛肉出口量下滑 3% (万吨)	23
图表 80:	新西兰活牛供需平衡表	23
图表 81:	NSW 青年牛价格 (澳分/公斤)	23
图表 82:	澳大利亚 M1-5 牛肉出口增长 16.7% (万吨)	23
图表 83:	澳大利亚母牛屠宰率有所提升	24
图表 84:	澳大利亚活牛供需平衡表	24
图表 85:	新西兰屠宰量存在明显的季节性	25
图表 86:	新西兰银蕨上半年业绩释放更强	25
图表 87:	优然牧业公允值波动有望减小	25
图表 88:	奶价与牛肉价格存在一定的关联性	25



一、肉牛养殖周期性较强，全球牛价开启上行周期

肉牛生产周期长且生殖效率偏低，2 年生长周期使其扩繁缓慢。肉牛的生长周期较长，母牛配种后需要经过大约 28 个月的时间育肥牛才能出栏，考虑母牛的生长周期，从后备母牛开始培育至少需要 3 年以上的时间才能实现肉牛出栏。从生产效率来看，肉牛的扩繁系数比较小，母牛单胎产仔数通常为 1 头，即便是母牛留种再生产也难以快速扩产，生产效率偏低使其种群规模扩张速度存在明显限制，肉牛供给端的增长也呈现较长周期。此外，活牛单体价值较高，长饲养周期使其需要的资金投入和占用时间较长，高资本开支也在一定程度限制其扩产速度。

图表1：肉牛生产周期示意图



来源：第二届全国反刍料大会，国金证券研究所整理

从肉牛品种方面来看，虽然全球肉牛品种存在较大差异，但是从生长周期与生产性能角度来看并无太大差异。从养殖周期来看，肉牛出栏时间普遍维持在出生后的 1-2 年，行业主流屠宰体重区间为 500-750 公斤，即便是海外养殖体系，考虑空怀期、妊娠时长与育肥周期，从母牛配种到肉牛屠宰也需要至少 2 年左右的时间，在全球肉牛供给短缺的背景下，牛肉价格上行周期确定性较高。

根据国家肉牛产业体系数据，我国肉牛种群结构以杂交群体为主导（占比约 79%，其中西门塔尔杂交牛约占 65%），辅以地方黄牛、牦牛及水牛等本土品种。在杂交群体中，存栏量排序依次为西门塔尔牛、夏洛莱牛、利木赞牛、安格斯牛以及其他进口品种与本土黄牛的杂交后代。由于品种和饲养方式差异，国内肉牛屠宰后胴体均重存在一定差异，但是整体维持在 600KG 左右的水平。

巴西作为传统养牛大国，牛饲养体系也呈现较长的养殖周期。根据巴西肉牛业报告在 2022 年的数据，巴西肉牛育肥系统中 90%以草饲方式育肥，6%为屠宰前 90 天左右的高谷物育肥，剩下 4%为放牧和少量补饲的方式育肥。由于不同饲养体系下肉牛品种的差异，草饲体系下巴西肉牛屠宰月龄为 30 月龄-42 月龄，也使得期肉牛养殖周期较长，从而表现出较强的周期特征。受饲养周期、资本投入、资源禀赋限制和消费端的变化等因素影响，肉牛价格周期呈现强周期波动且周期延续时间较长。

图表2：部分国内养殖肉牛生产特性展示

分类	代表品种	出栏日龄（月）	屠宰率	出栏体重（千克）	日增重（KG）
本土品种	鲁西黄牛	12-24	53-60%	417-608	0.6-0.9
	秦川牛	18-24	58.30%	600-800	0.5-0.7
	西门塔尔牛	12-24	65%	550-800	1.35-2
进口品种	夏洛莱牛	12-18	60%-70%	500-1000	1.2-2
	安格斯牛	12-18	60%-65%	400-650	0.7-1
	瘤牛	14-40	53%-54%	500-550	1.5-1.8

来源：山东省畜牧协会，CAAA，甘肃省农业农村厅，中国畜牧兽医报，国金证券研究所整理



图表3: 巴西肉牛饲养体系

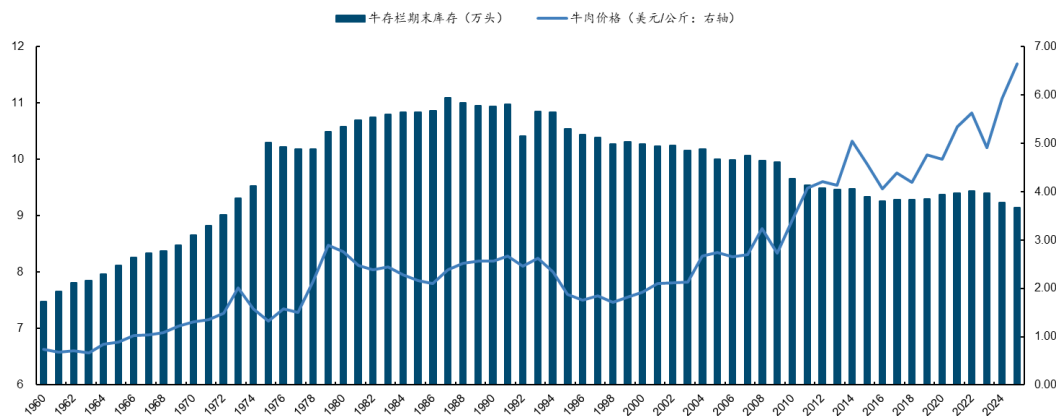
饲养体系	饲养方式	出栏月龄 (月)	出栏体重 (KG)	品种
草地育肥体系	犊牛在草地上8月龄断奶, 随后开始12个月-18个月的拉架子饲养, 日增重0.6kg-0.8kg, 待体重达到350kg左右, 开始在草地上补充少量的精料进行肥育, 这些精料原料包括玉米、高粱、柑橘渣、酒精糟等。如草地的牧草质量很好, 也可能不补充任何精料进行纯草地肥育。	30-42	500-550	瘤牛
犊牛直线育肥	8月龄断奶、体重240kg左右时送入专门的围栏肥育场, 肥育饲养120天-130天, 日增重1.5kg-1.8kg。犊牛在肥育场饲喂高谷物饲料, 主要是由玉米、高粱、全棉籽以及牧草青贮、甘蔗和酒精糟等农副产品等组成。	12-13	420	安格斯、利木赞、夏洛来与尼洛尔的杂交牛
架子牛舍饲育肥	来自草地8月龄断奶的公牛、母牛和阉牛, 在完成10个月-12个月的拉架子饲养后, 体重达到350kg-400kg转入专门的有棚舍的肥育场进行舍饲肥育120天-150天, 日增重公牛1.7kg, 母牛和阉牛1.5kg-1.6kg。	23-24	485-520	安格斯、利木赞、夏洛来与尼洛尔的杂交牛
半围栏育肥	在传统的草地肥育基础上, 将8月龄断奶后完成12个月-18个月拉架子饲养的架子牛转入范围更大的草地围栏肥育场饲养。在草地围栏放牧的同时, 补充比传统草地肥育体系更多的精料。这种肥育体系下生产的牛肉质量比传统草地肥育体系下生产的牛肉要好, 但比其他两个体系要差。	20-26	500-550	尼洛尔牛、吉尔牛和欧系品种与当地品种的杂一代牛

来源: 中国畜牧兽医报, 巴西肉牛业报告, 国金证券研究所整理

全球牛价新一轮上涨已经开启, 景气周期有望延续至 2027 年。1995 年以后, 全球牛存栏呈现趋势下降, 同时随着全球牛肉消费需求的提升, 全球牛肉价格呈现趋势上涨态势, 期间牛肉价格调整时间长度有限。2000-2019 年全球牛肉供需差逐步扩大, 全球牛肉价格在 2014 年见高点后开始调整, 期间全球牛存栏持续下降, 2016 年-2018 年牛肉价格整体呈现震荡走势。随后在天气等因素影响下全球牛肉供给量进一步减少, 与此同时中国牛肉消费需求的提振, 供需差的缩窄驱动全球牛价的再度上行至 2022 年并且创下历史新高, 期间全球牛价整体呈现牛长熊短的特征。

2022 年 4 月份全球牛价见顶后开始出现调整, 期间由于养殖盈利的缩窄、全球天气导致牧场退化等因素, 2023 年全球平均牛价下跌 22%, 驱动全球牛存栏进一步下降, 虽然 2024 年初全球牛价底部回升, 但是整体供给端依旧维持收缩态势。截至 2024 年底全球牛期末库存 9.24 亿头, 较 2022 年高点下滑 2.1%, 而 USDA 预测 2025 年牛存栏下滑 1%, 进一步扩大供需缺口。而从消费端来看, 近 5 年牛肉消费增长速率 (CAGR1.37%) 大于供给端增长 (CAGR1.05%), 全球牛肉价格中枢趋势上行。全球牛肉价格本轮自 2023 年 12 月份开始上涨, 截至 2025 年 6 月已经上涨至 6.58 美元/公斤, 整体上涨幅度达到 36.2%, 而牛肉供给量在未来 2 年依旧呈现下降趋势, 新一轮上行周期有望维持至 2027 年以后。

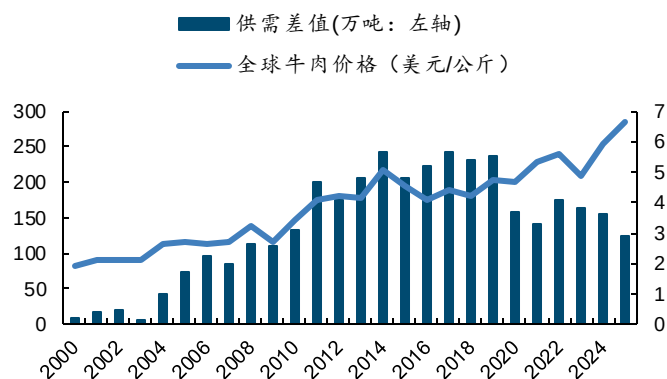
图表4: 全球牛肉价格中枢上移



来源: Ifind, USDA, 世界银行, 国金证券研究所

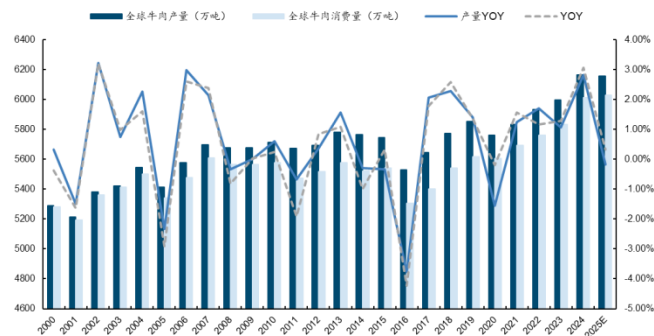


图表5：近几年全球牛肉供需缺口扩大



来源：Ifind, USDA, 世界银行, 国金证券研究所

图表6：近些年全球牛肉需求增速强于供给



来源：Ifind, USDA, 国金证券研究所

国内牛肉价格呈现较好周期特征，每一轮价格上行均在 4 年左右。由于肉牛成长周期较长，同时对投资金额、资源禀赋等要求较高，所以我国肉牛存栏增长整体速度较为缓慢。而牛肉作为肉类蛋白消费的高端品种，整体需求保持较高速增长，2013-2023 年人均消费复合增速达到 7.7%，明显优于猪的 4.4% 和禽类 5.6%；从占比来看已经从 2013 年的 3.8% 提升至 2023 年的 5.0%。从消费总量来看，2020 年以来中国牛肉消费量每年以 5% 左右的速度持续增长，消费端依旧维持较好增速。

从中国牛肉价格走势来看，2000 年以后整体呈现趋势上涨，牛肉价格在 2023 年以前并未出现过明显下跌，主要系牛肉整体需求表现强劲且国内牛肉供给总量存在一定缺口，而上一轮进口量的冲击使得牛肉价格近 20 年以来第一次出现较大幅度的调整。上一轮牛肉价格自 2021 年 2 月份见顶达到 70 元/公斤，随后牛肉价格横盘震荡近 2 年后在 2023 年初开始快速下跌，牛肉价格一度下跌至 41 元/公斤，较高点下跌 41.4%，随后牛肉价格开始企稳回升，截至 7 月初牛肉价格 54.75 元/公斤，较年初上涨 17.1%，随着供给缺口的进一步放大，中国牛肉价格新一轮上行周期有望开启，中长期价格中枢有望持续提升。

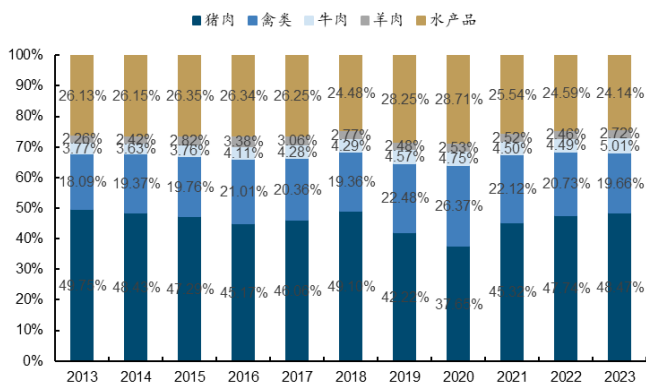
图表7：中国牛肉价格复盘（元/公斤）



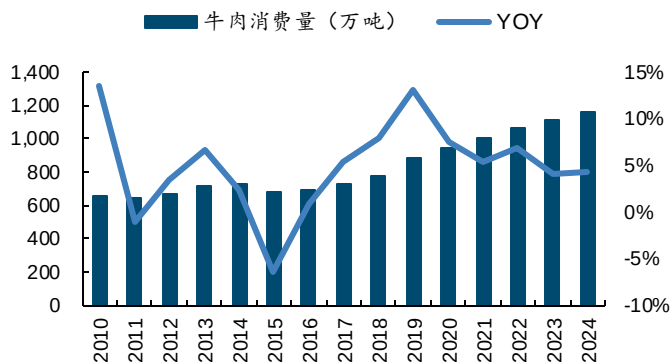
来源：Ifind, 国金证券研究所



图表8：中国居民牛肉消费占比逐年提升



图表9：中国牛肉消费总量持续提升



来源：Ifind，国家统计局，国金证券研究所

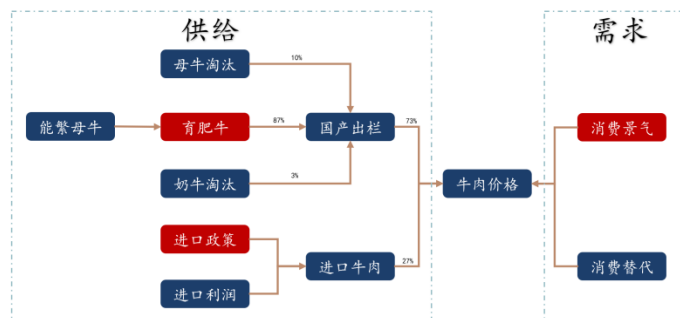
来源：Ifind，USDA，国金证券研究所

二、供给或大幅下降，国内牛价有望再创新高

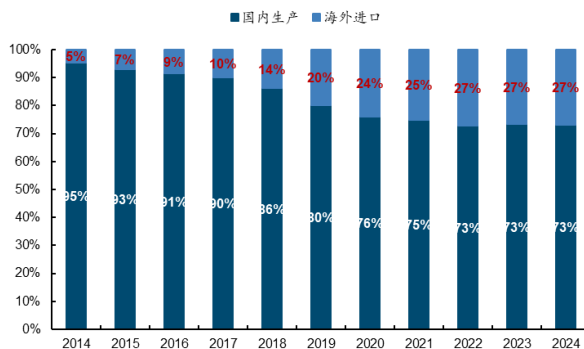
2.1 国内供需框架分析，进口存在较大扰动

肉牛养殖供给占国内 97% 左右，奶牛淘汰边际影响肉量。虽然海外有国家是肉奶联动体系，即奶牛淘汰为牛肉的重要供给端口，但是根据中国牛存栏结构来看，国内牛肉供给主要由肉牛提供。根据中国畜牧兽医年鉴数据，截至 2024 年末我国牛存栏 10047 万头，同比下降 4.4%，对应未来 2 年国内牛肉供给趋势减少，根据历史存栏结构来看，其中奶牛存栏约 1000 万头，其余均为肉牛存栏。2024 年我国出栏肉牛 5099 万头，根据能繁母牛平均使用 8 胎次进行计算来看，预计其中淘汰母牛 600 万头左右，而奶牛存栏 1000 万头左右，按照成母牛占比 50%、自然淘汰率 30% 进行假设，预计淘汰奶牛 150 万头左右。在屠宰体重均为 650KG 左右的背景下，即肉牛屠宰占国内供给的 97%，淘汰奶牛供给占比约 3%。

图表10：国内牛肉供需示意图



图表11：牛肉进口供给占比约 30%

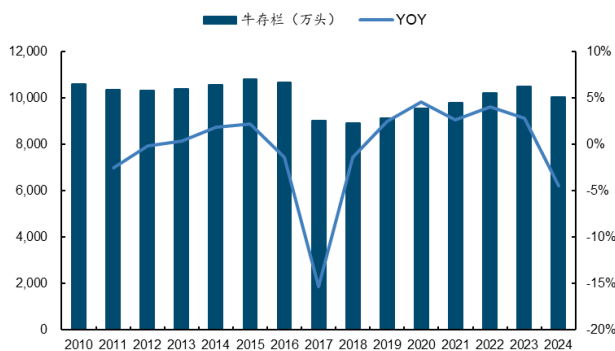


来源：国金证券研究所整理

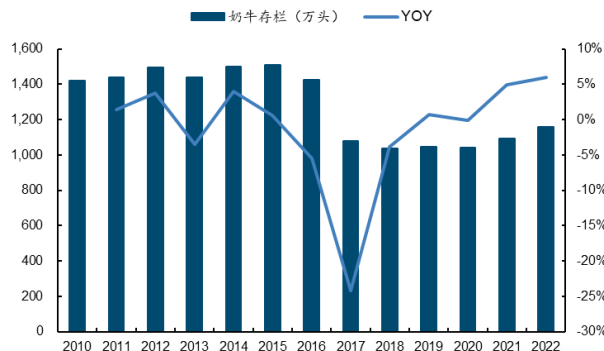
来源：Ifind，海关总署，国家统计局，国金证券研究所



图表12：国内牛存栏变化趋势



图表13：国内奶牛存栏变化趋势

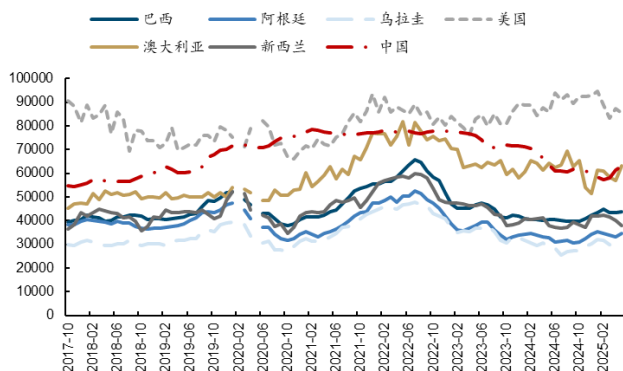


来源：Ifind，中国畜牧兽医年鉴，国金证券研究所

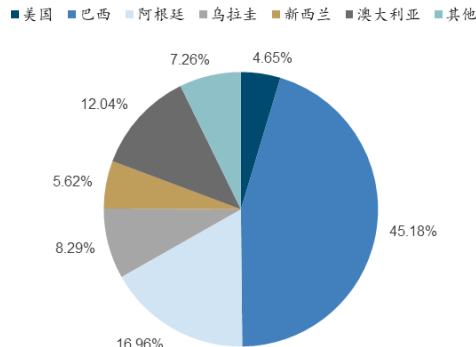
来源：Ifind，中国畜牧兽医年鉴，国金证券研究所

进口牛肉供给占我国供给总量的27%，进口量对价格存在较大扰动。受资源禀赋等因素的影响，我国牛肉产量增速相对平缓，在需求端快速增长的背景下，我国通过大量的牛肉进口以满足供需不匹配的现状，2024年我国进口牛肉287万吨，占总供给量的约27%。由于海外进口成本较低，叠加12%关税与9%增值税后远低于国内鲜肉价格，同时由于牛肉存在品质差异，南美、新西兰等地区草饲牛价格偏低，澳大利亚进口价格相对偏高，美国进口价格在最高档，通常来讲谷饲价格更贵，不同品种牛肉销售价格存在较大差异。我国主要从价格相对低廉的南美区域进口，其中2024年巴西/阿根廷/乌拉圭分别占比47%/17%/8%，南美三国占据我国牛肉进口的73%左右，南美是我国最重要的进口来源。

图表14：南美区域进口牛肉价格存在优势（元/吨）



图表15：我国牛肉进口主要源自南美国家（2024年）



来源：Ifind，海关总署，国金证券研究所（已考虑关税&增值税）

来源：Ifind，海关总署，国金证券研究所

图表16：近些年牛肉进口量大幅增长

	牛肉产量(万吨)	YOY	牛肉进口量(万吨)	YOY	供给量(万吨)	YOY
2024	779.00	3.50%	287	4.74%	1,066	3.83%
2023	752.68	4.79%	274	1.86%	1,027	3.99%
2022	718.26	2.97%	269	15.45%	987	6.10%
2021	697.51	3.73%	233	9.91%	931	5.21%
2020	672.45	0.77%	212	27.75%	884	6.15%
2019	667.28	3.61%	166	59.66%	833	11.39%
2018	644.06	1.49%	104	49.53%	748	6.23%
2017	634.62	2.87%	70	19.88%	704	4.33%
2016	616.91	0.00%	58	22.38%	675	1.60%
2015	616.89	0.19%	47	59.05%	664	2.91%
2014	615.72		30		646	

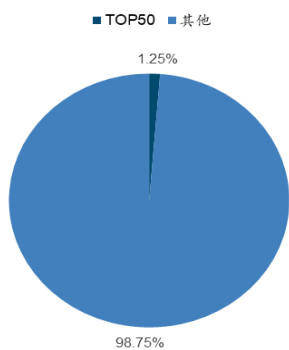
来源：Ifind，海关总署，国家统计局，国金证券研究所



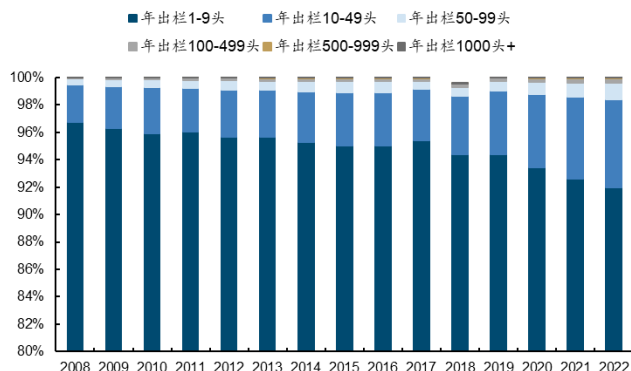
2.2 行业低规模化程度，亏损下产能大幅调减

2023H2 开始行业陷入深度亏损，产能去化幅度或超 20%。肉牛养殖行业规模化程度极低，2023 年 TOP50 肉牛养殖企业存栏量占比仅为 1.25%，平均养殖规模仅为 2.64 万头；从全国层面来看，截至 2022 年年出栏 10 头以下的养殖户占比依旧在 90%以上，整体养殖成本方差大，单体养殖规模小，抗风险能力差，同时行业信息相对闭塞，养殖利润与产能的传导链条长达 2 年，长期亏损下去化幅度或超预期。2023 年以来国内活牛价格出现明显下跌，从 2022 年底的 34.4 元/公斤下跌至 2025 年初的 22.6 元/公斤，下跌幅度达到 34%。肉牛养殖自 2023M7 开始陷入亏损状态，行业连续亏损超过 21 个月，期间单头亏损幅度超过 1500 元。深度亏损下行业开始淘汰母牛和小牛犊，截至 2025 年 1 月份，钢联数据统计样本牛存栏量较 2024 年初下滑超 21%，虽然随着养殖利润的好转，整体肉牛存栏出现缓慢回升，预计整体出现大额产能去化。

图表17：2023 年肉牛养殖 TOP50 企业占比仅 1.25%



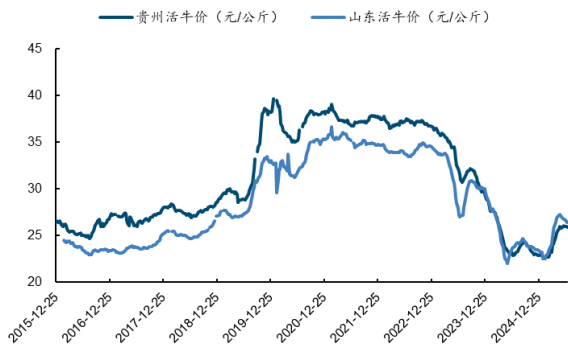
图表18：年出栏 10 头以下养殖户占比超 90%



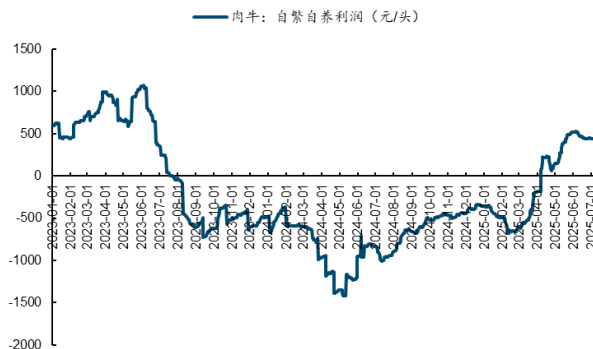
来源：安格斯杂志，国金证券研究所

来源：Ifind，中国畜牧兽医统计年鉴，国金证券研究所

图表19：活牛价格一度跌至近 10 年最低价



图表20：肉牛养殖行业陷入深度亏损

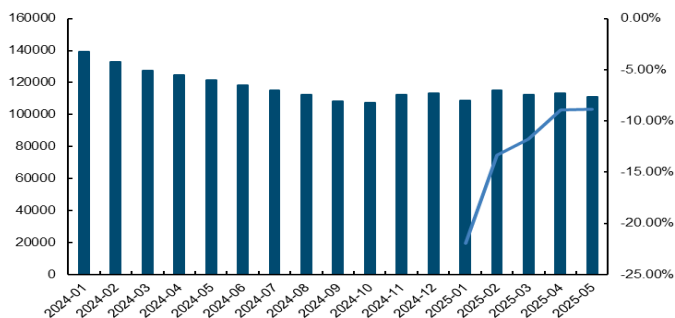


来源：Ifind，山东畜牧兽医局，贵州农业农村厅，国金证券研究所

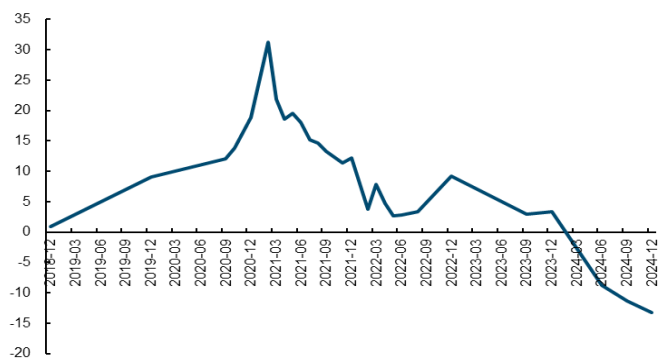
来源：钢联数据，国金证券研究所



图表21：2024 年初至今肉牛存栏下滑超 20%（头）



图表22：2024 年反刍饲料产量下滑 13.3%（万吨）

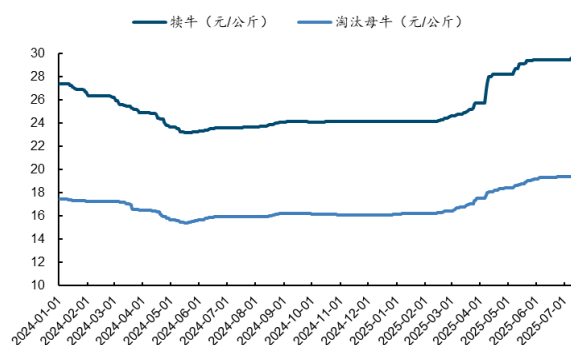


来源：钢联数据，国金证券研究所

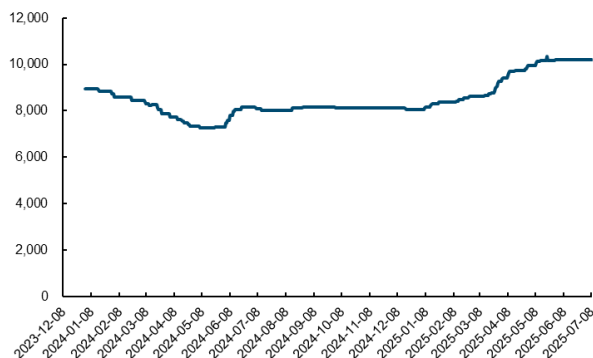
来源：Ifind，中国饲料工业协会，国金证券研究所

亏损下行业产能自 2023H2 开始下降，期间能繁母牛、犊牛均存在一定程度的淘汰，2024 年 1-11 月犊牛存栏同比下降 8%以上，导致今年初以来犊牛供给已经出现下滑。犊牛价格自年初的 24.1 元/公斤上涨至目前的 29.5 元/公斤，能繁母牛价格也从年初的 8050 元上涨 27%至 10200 元，养殖端上游供需不平衡已经初步显现，后续预计逐步反映到终端供需，牛肉价格上涨可期。

图表23：犊牛与淘汰母牛价格明显回升



图表24：能繁母牛价格提前上涨（元/头）



来源：钢联数据，国金证券研究所

来源：钢联数据，国金证券研究所

2.3 政策&贸易流双重驱动，进口量或明显下降

由于中国缺乏大面积牧场，规模化养殖程度低，导致整体养殖成本高于海外，所以进口牛肉即便考虑关税等因素，整体成本也远低于国内牛肉，国产牛肉在成本竞争方面难以与国外低价产品正面对抗，我国需要一定时间培育牛养殖行业。我国通过《中华人民共和国进口食品境外生产企业注册管理规定》对可以出口食品到中国的工厂数量进行审批，通过积极审核与评估各家企业的资质来保证进口食品的安全与可靠。由于进口牛肉的快速提升对国内牛肉价格造成较大冲击，国内牛肉价格大幅下跌导致养牛产业大幅亏损，政策端已经开始实行有效措施保护国内养殖户利益，预计进口端或实现总量下降。

2024 年 12 月 27 日，商务部宣布关于对进口牛肉进行保障措施立案调查的公告，文件中提到申请人主张，申请调查牛肉进口数量的急剧增长对中国国内产业造成冲击，中国国内产业受到严重损害，且申请调查产品进口数量的增加与中国国内产业受到的严重损害之间存在因果关系。经审查，商务部认为申请书中包含了法定的保障措施调查立案所要求的内容及有关证据，该调查于 2024 年 12 月 27 日起开始，通常 8 个月内结束调查，特殊情况下可适当延长。2025 年 3 月份商务部已经正式召开听证会，初步预计裁决结果在 8 月公布，届时可能通过配额制或增加关税等方式对进口牛肉量价进行调整。此外，海关总署在 3 月份暂停接受来自南美、蒙古地区 7 家牛肉企业的产品进口申报，对我国进口牛肉总量起到部分限制作用。



图表25：3月份暂停7家牛肉企业进口申报

图表26：商务部开启进口牛肉保障措施立案调查

海关总署：暂停接受7家牛肉企业的进口申报

发布日期：2025-03-23 浏览次数：41 字号：[大][中][小]

海关总署更新《符合评估审查要求的国家或地区输华肉类产品名单》：(1) 暂停接受阿根廷2家牛肉企业（注册编号4325、2550）自2025年3月3日（含）起启运（货物实际启运（离港）日期）的产品的进口申报。(2) 暂停接受巴西3家牛肉企业（注册编号SIF2051、SIF2121、SIF4507）自2025年3月3日（含）起启运（货物实际启运（离港）日期）的产品的进口申报。(3) 暂停接受乌拉圭1家牛肉企业（注册编号65）自2025年3月3日（含）起启运（货物实际启运（离港）日期）的产品的进口申报。(4) 暂停接受蒙古1家牛、羊肉企业（注册编号6105947）自2025年3月3日（含）起启运（货物实际启运（离港）日期）的产品的进口申报。

(山东省肉类协会供稿)

来源：海关总署，国金证券研究所

中华人民共和国商务部（以下简称商务部）于2024年11月22日收到中国畜牧业协会、吉林省畜牧业协会、辽宁省畜牧业协会、贵州省畜牧业协会、四川省畜牧业协会、河北省畜牧业协会、内蒙古畜牧业协会、山东省畜牧业协会、河南省畜牧业协会、安徽省畜牧业协会、浙江省畜牧业协会、江西省畜牧业协会、广东省畜牧业协会、广西壮族自治区畜牧业协会、海南省畜牧业协会、中国畜牧业协会（以下简称申请人）代表中国国内牛肉产业正式提交的《中华人民共和国牛肉产业保障措施调查申请书》（以下简称《申请书》）。

根据《中华人民共和国保障措施条例》的有关规定，商务部对申请人的申请进行了立案调查。

根据申请人的陈述和调查的事实，申请人符合《中华人民共和国保障措施条例》第三条和《中华人民共和国保障措施条例》第三条第二款规定的保障措施立案调查的条件。

申请人主张：中国国内牛肉产业自2019年至2024年上半年的期间内，中国国内牛肉产业遭受了来自美国、加拿大、巴西、阿根廷、乌拉圭、蒙古等国家的牛肉进口的数量激增的损害。2019年至2024年上半年，中国国内牛肉产业遭受了来自美国、加拿大、巴西、阿根廷、乌拉圭、蒙古等国家的牛肉进口的数量激增的损害。2019年至2024年上半年，中国国内牛肉产业遭受了来自美国、加拿大、巴西、阿根廷、乌拉圭、蒙古等国家的牛肉进口的数量激增的损害。2019年至2024年上半年，中国国内牛肉产业遭受了来自美国、加拿大、巴西、阿根廷、乌拉圭、蒙古等国家的牛肉进口的数量激增的损害。

根据上述调查的事实，商务部（中华人民共和国商务部）第三条第二款的规定，商务部决定自2024年12月27日起对进口牛肉采取保障措施立案调查。现将有关情况公告如下：

一、立案调查及保障措施

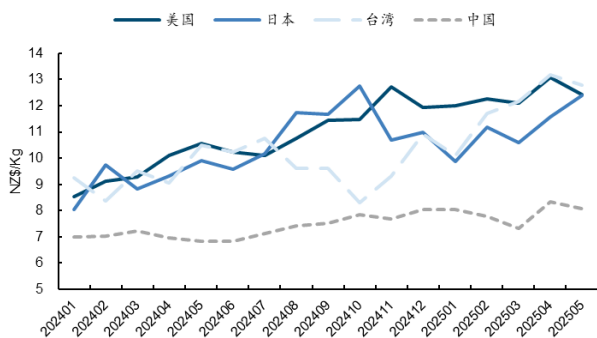
自本公告发布之日起，商务部对进口牛肉保障措施立案调查。本次调查的期限为自2019年1月1日至2024年6月30日。

来源：商务部，国金证券研究所

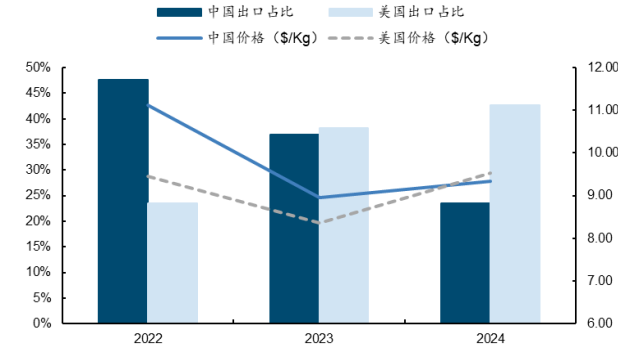
牛肉出口根据当地定价，中国价格低迷导致贸易流转向。由于牛肉出口国养殖成本较低，所以牛肉出口通常根据进口国当地牛肉产品 and 市场行情趋势定价，而出口商也会根据全球不同地区牛肉价格情况择机选择高价区域出口。以新西兰为例，由于其他国家牛肉价格自2024年初开始上涨且整体价格表现强于中国区，整体牛肉贸易流向美国等区域转向，2022-2024年新西兰无骨冻牛肉出口美国占比从24%提升至43%，平均销售价格从9.46NZD提升至9.54NZD；而新西兰无骨冻牛肉出口中国占比从48%下降至23%，平均销售价格从11.11NZD下降至9.34NZD，出口的相对价格与出口量占比明显相关，目前中国牛肉价格较海外处于低位，预计整体贸易流仍向其他国家转移。2025H1我国牛肉进口130万吨，同比下降约10%，无论是政策端对牛肉进口的限制，还是中国牛肉价格较低对贸易流的转向，均对后续牛肉进口量进一步减少起到助推作用。

图表27：新西兰出口各地区价格趋势

图表28：新西兰出口美国比例较中国明显增加



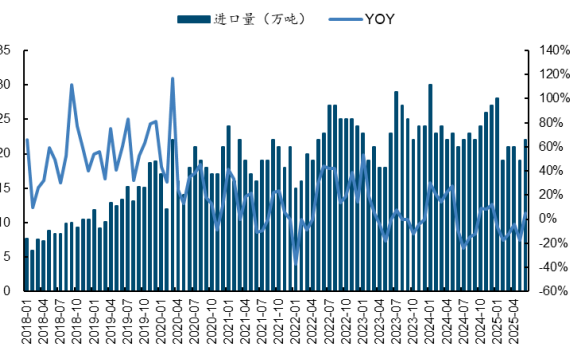
来源：StataNZ，国金证券研究所（注：出口各国主产品存在差异）



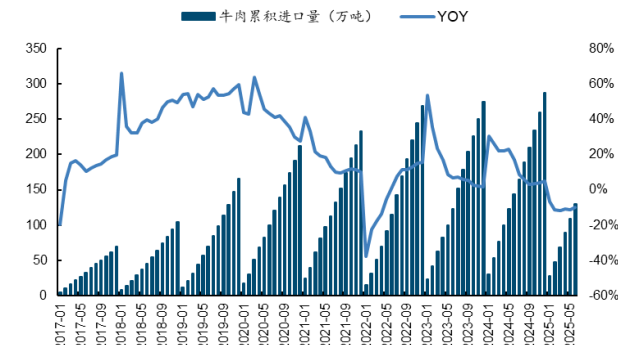
来源：StataNZ，国金证券研究所（注：仅考虑 202300001 代码产品）

图表29：我国单月牛肉进口量大幅减少

图表30：25H1 牛肉进口同比-10%



来源：Ifind，海关总署，国金证券研究所



来源：Ifind，海关总署，汇易网，国金证券研究所



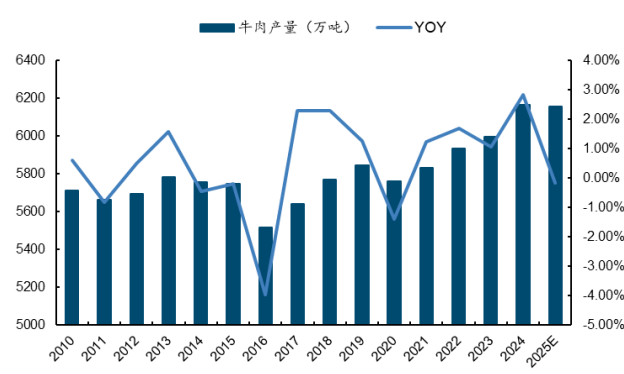
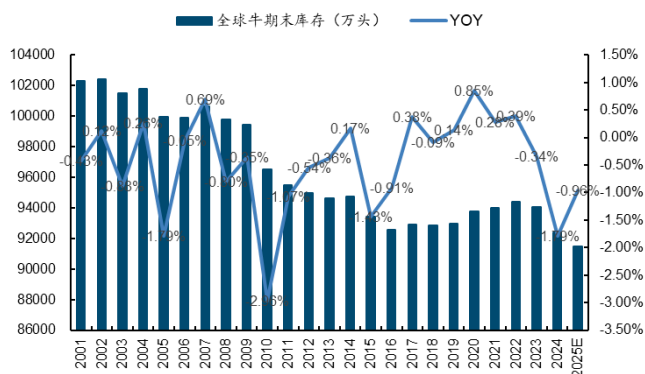
三、多因素导致全球存栏下降，海外牛价景气上行

3.1 全球供给收缩驱动价格上涨，贸易流或发生明显变化

全球牛肉供给减少，存栏下降推动景气持续上行。前文已经提到近些年全球牛肉消费量保持增长态势，而需求端的减量或导致供需缺口扩大，从而推动全球牛肉价格上涨，目前从全球牛肉价格走势来看，新一轮价格上行已经开启且突破新高。从全球活牛期末库存来看，由于干旱、养殖利润下滑等因素的影响，2023/2024 年全球活牛期末存栏分别下滑 0.3%/1.8%至 9.24 亿头，而 2025 年预计全球牛存栏依旧下滑约 1%，是近十年的最低值；与此同时全球牛肉产量预计在 2025 年开始减量约 0.17%，预计未来 2 年牛肉供给持续减少助推价格上涨，全球牛肉价格有望再创新高。

图表31：全球活牛存栏预计连续3年下降

图表32：2025 年全球牛肉供给减量



来源：USDA，国金证券研究所

来源：USDA，国金证券研究所

图表33：全球活牛供需平衡表

(单位：万头)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	YOY
期初库存	92,925	92,971	92,558	92,906	92,823	92,956	93,749	94,007	94,377	93,247	92,378	-0.93%
肉牛	20,005	19,693	20,048	20,208	20,333	20,279	20,230	20,477	20,698	20,487	20,238	-1.22%
奶牛	23,751	23,333	23,354	23,601	23,822	23,933	23,955	23,929	23,973	23,503	23,407	-0.41%
新生牛	28,457	27,799	28,342	28,387	29,021	29,047	28,638	29,036	28,943	28,550	28,379	-0.60%
屠宰量	23,230	23,304	23,297	23,863	24,070	23,336	23,579	24,025	24,470	24,791	24,640	-0.61%
小牛犊	1,448	1,357	1,328	1,340	1,018	976	966	956	951	919	912	-0.72%
占比	6.23%	5.82%	5.70%	5.62%	4.23%	4.18%	4.09%	3.98%	3.88%	3.71%	3.70%	0.00%
母牛	3,993	3,859	3,897	4,172	4,499	4,281	4,203	4,233	4,485	4,449	4,320	-2.91%
占比	17.19%	16.56%	16.73%	17.48%	18.69%	18.34%	17.82%	17.62%	18.33%	17.95%	17.53%	-0.42%
供应量	121,627	121,002	121,148	121,567	122,157	122,319	122,682	123,312	123,591	122,051	120,975	-0.88%
损耗量	4,509	4,652	4,454	4,310	4,559	4,693	4,641	4,479	4,558	4,340	4,356	0.37%
出口量	481	489	491	570	572	541	454	432	504	543	488	-10.24%
进口量	245	232	248	274	313	316	295	269	271	255	218	-14.46%
期末库存	93,406	92,558	92,906	92,823	92,956	93,749	94,007	94,377	94,059	92,378	91,491	-0.96%

来源：Ifind，USDA，国金证券研究所

图表34：全球牛肉供需平衡表

(单位：万吨)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	YOY
期初库存	59	57	58	51	52	51	55	55	60	52	52	-0.19%
产量	5746	5517	5643	5772	5844	5762	5834	5933	5996	6166	6155	-0.17%
出口数量	911	950	1005	1063	1137	1121	1135	1192	1204	1299	1307	0.58%
进口数量	703	738	756	832	907	968	994	1023	1032	1144	1180	3.17%
消费量	5540	5305	5400	5540	5616	5605	5693	5759	5832	6011	6030	0.32%
供应量	6508	6313	6456	6655	6803	6781	6882	7010	7088	7361	7387	0.35%
期末库存	57	58	51	52	51	55	55	60	52	52	51	-1.74%
供需差	968	1008	1057	1115	1187	1176	1190	1252	1256	1351	1357	0.49%



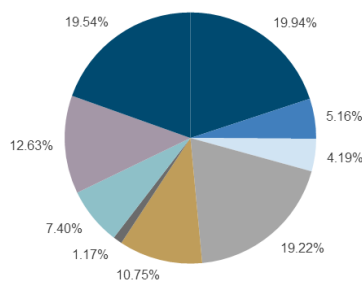
来源：USDA，国金证券研究所

全球牛肉生产与消费错配，牛价影响贸易流方向。2024 年全球牛肉产量 6166 万吨，同比增长 2.8% 创历史新高，其中产量排名靠前的有美国/巴西/中国/欧盟/印度，分别占比 20%/19%/13%/11%/7%；消费端来看排名靠前的有美国/中国/巴西/欧盟/印度，分别占比 22%/19%/14%/11%/5%。地区产量与消费量的不匹配使得全球牛肉贸易旺盛，2024 年全球出口牛肉 1307 万吨，占总产量的 21%，其中出口量较大的为巴西/澳大利亚/印度/美国/阿根廷，分别占出口总量的 29%/15%/12%/11%/7%，由于各国自身供需的不平衡导致产量和出口量排序并不完全一致。进口量较大的为中国和美国，分别占比 33% 与 18%，两国均需要大量牛肉进口以满足消费需求和补充产品结构，由于出口牛肉根据当地终端价格进行定价，区域间的价差对贸易流的流动会产生较大影响。

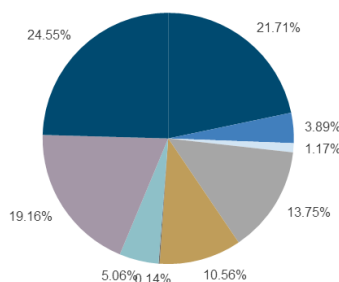
图表35：2024 年全球牛肉产量占比

图表36：2024 年全球牛肉消费量占比

■ 美国 ■ 阿根廷 ■ 澳大利亚 ■ 巴西 ■ 欧盟 ■ 新西兰 ■ 印度 ■ 中国 ■ 其他



■ 美国 ■ 阿根廷 ■ 澳大利亚 ■ 巴西 ■ 欧盟 ■ 新西兰 ■ 印度 ■ 中国 ■ 其他

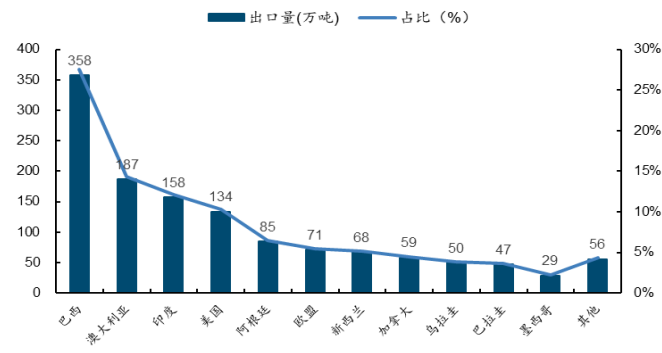
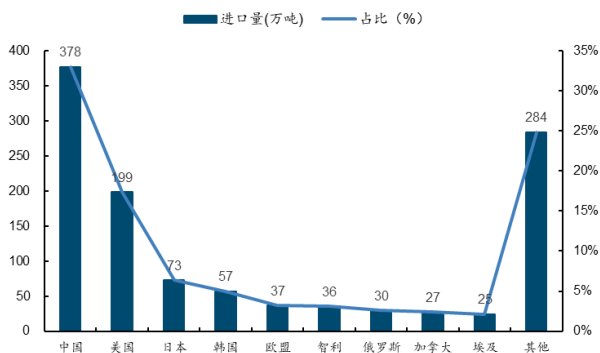


来源：USDA，国金证券研究所

来源：USDA，国金证券研究所

图表37：2024 年主要牛肉进口国家

图表38：2024 年主要牛肉出口国家

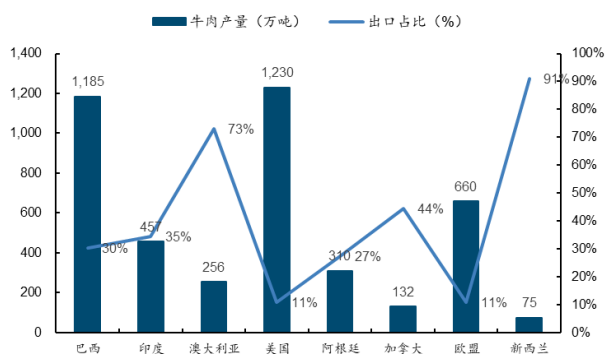


来源：USDA，国金证券研究所

来源：USDA，国金证券研究所

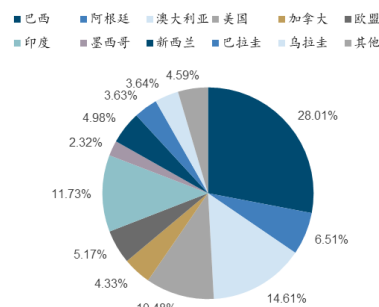


图表39：2024 年主要出口国家出口占产量比例



来源：USDA，国金证券研究所

图表40：2024 年主要出口国家的出口量占全球比例



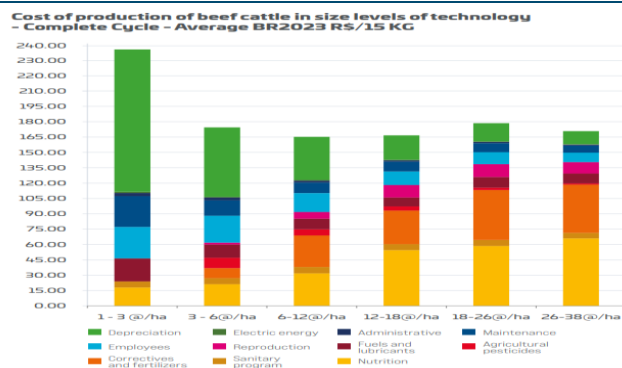
来源：USDA，国金证券研究所

3.2 南美各国产量预计调减，对中国市场依赖度下降

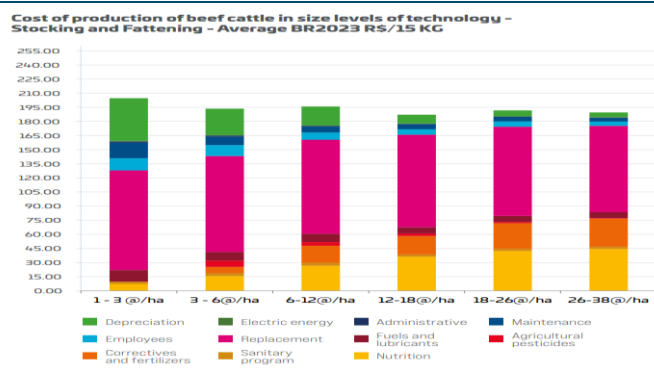
巴西：全球最大出口国，预计产量见顶回落

巴西作为全球最大的牛肉出口国以及重要消费国，拥有世界上最大的商业化生产牛群，同时巴西得益于土地、饲料、管理与人工方面的优势，巴西牛肉生产成本极低。2023 年末巴西马托格罗索州 5000 头农产活牛养殖成本约 12.17 元/公斤，巴西牛肉的生产成本比澳大利亚低 60%，比美国低 50%。巴西牛肉的成本竞争力使其成为全球重要的牛肉生产国和最大的牛肉出口国，2024 年巴西生产牛肉 1190 万吨，同比增长 0.42%，产量位居全球第二；出口牛肉 375 万吨，同比增长 3.1%，出口量位居全球第一。

图表41：2023 年巴西不同养殖水平全程养牛成本



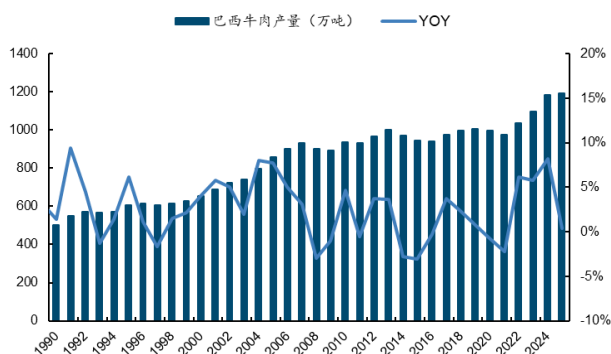
图表42：2023 年巴西不同养殖水平育肥阶段养牛成本



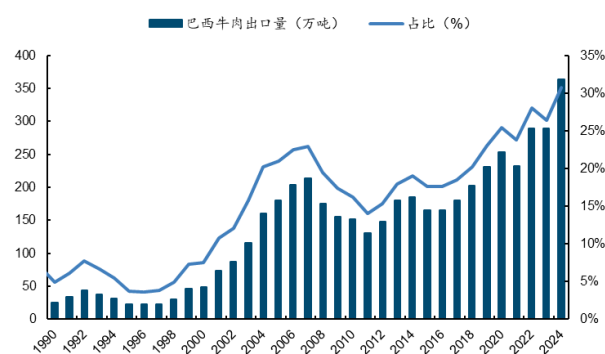
来源：ABIEC，国金证券研究所

来源：Athenagro，国金证券研究所

图表43：巴西牛肉产量平稳提升



图表44：2018 年以来出口占比大幅提高



来源：USDA，国金证券研究所

来源：USDA，国金证券研究所

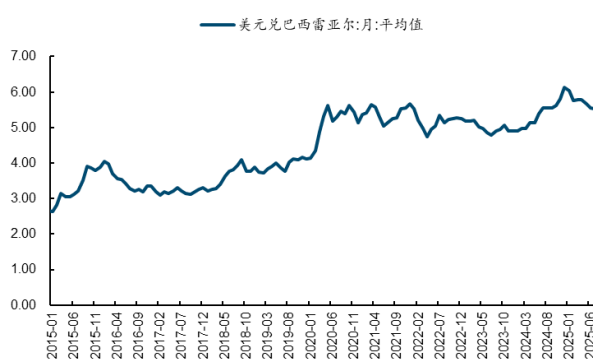


出口价格低迷&干旱影响导致存栏下滑，2024年通胀促使出口加速。2022年以来受到中国区域价格低迷等多因素影响，巴西活牛价格开始快速下跌，期间在2023年一季度跌至214雷亚尔/欧罗巴，跌破了部分巴西养殖场成本线；同时2024年巴西遭受史诗级干旱，影响了全国约59%的国土面积，活牛养殖成本与饲养难度提升，行业盈利的大幅下降以及干旱天气下牧场的退化使得行业产能出现一定程度的出清，同时饲养时长也有所缩短。2024H2巴西活牛价格与出口价格开始触底反弹，截至2024年底以雷亚尔计价活牛价格上涨幅度为51%，而以美金价格换算则仅仅上涨22%，主要系该期间雷亚尔发生一定程度的贬值，所以2024H2巴西出口意愿有所增加，推动行业屠宰率与出口量再创新高。巴西2023年以来牛屠宰量大幅提升，2024年屠宰量/期初库存为20%，是近15年最高水平；同时2022年以来巴西母牛&小母牛屠宰率明显提升，2023-2024年母牛屠宰率均在29.5%以上，远超2022年27%的水平；小母牛屠宰率2023/2024分别为12.3%/13.5%，远超2022年的10.5%，2025H1母牛与小母牛屠宰率依旧同步增加。在牛价下行期养殖户为了加速出栏明显提升经过肥育后屠宰的牛占比，2023年育肥后屠宰牛已占巴西屠宰牛总数的25%左右，高于近些年来8%-10%的水平，预计巴西屠宰量或见顶回落。

图表45：巴西活牛价格明显上涨（美元/公斤）



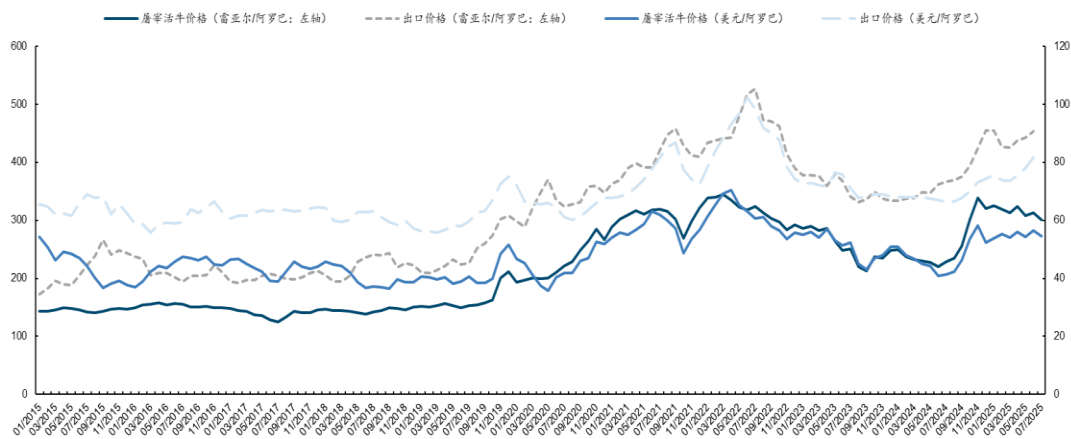
图表46：2024年H2雷亚尔明显贬值



来源：Cepea，国金证券研究所

来源：Ifind，国金证券研究所

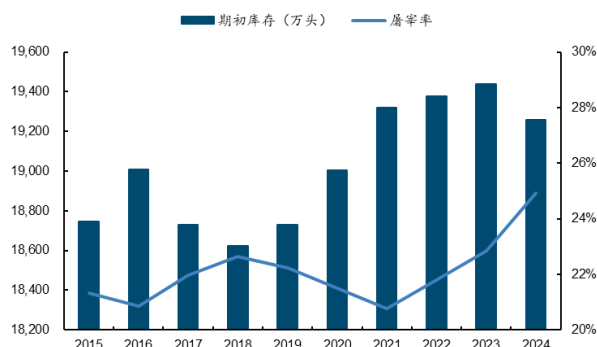
图表47：出口价格相较美元价格雷亚尔价格涨幅更加明显



来源：Ifind，Cepea，国金证券研究所

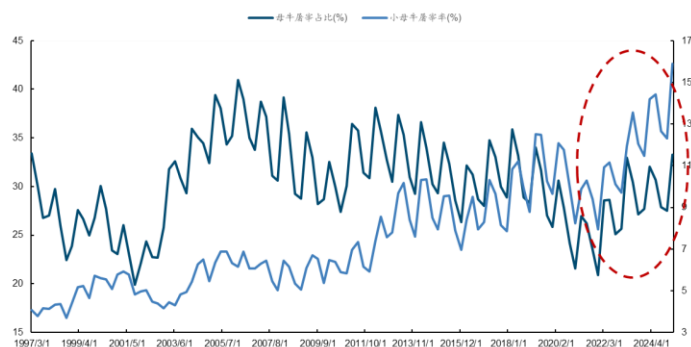


图表48: 巴西屠宰率明显提升



来源: USDA, 国金证券研究所

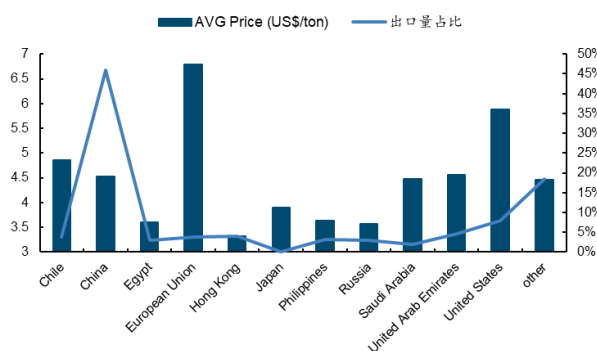
图表49: 巴西小母牛屠宰率过去两年快速提升



来源: IBGE, 国金证券研究所

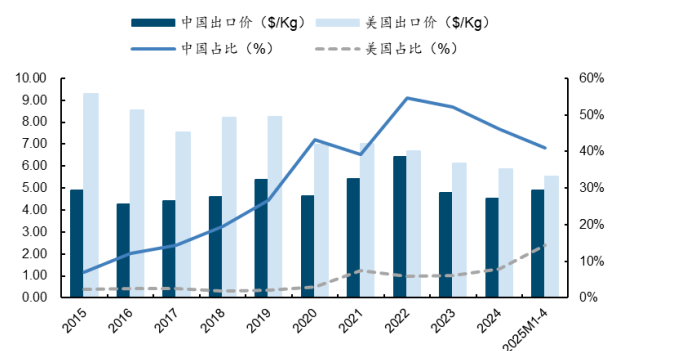
巴西积极开拓新出口市场, 因为低价对中国区减少出口数量。2015-2022 年间由于中国牛肉需求的旺盛, 巴西向中国出口比例逐年增加, 出口吨数占比从 7% 提升至 55%, 由于中国牛肉价格自 2023 年中开始快速下跌, 整体消化能力和价格上出现明显下跌, 巴西开始开拓美国、中东、日本等其他消费地区进行销售。2024 年巴西向中国/美国/中东/中国香港/欧洲的出口比例分别为 46%/8%/5%/4%/4%; 随着海外地区牛肉价格的上涨, 更多牛肉出口流向其他区域, 截至 2025 年 4 月, 以上各国占比分别为 41%/14%/1%/4%/4%, 美国出口占比明显提升。综合来看, 虽然今年巴西 1-5 月份出口量较去年同期增长约 13%, 由于中国区域的相对低迷和美国牛肉价格的上涨, 贸易流整体出现转向, 巴西向中国牛肉出口同比增长 3.14%, 随着后续巴西存栏下降逐步反应到产能端, 预计整体向中国出口量或出现下滑。

图表50: 2024 年巴西出口中中国占比 46%



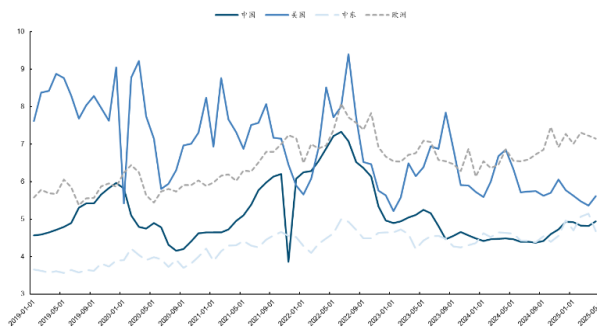
来源: SECEX, 国金证券研究所

图表51: 中国占巴西出口比例持续下降



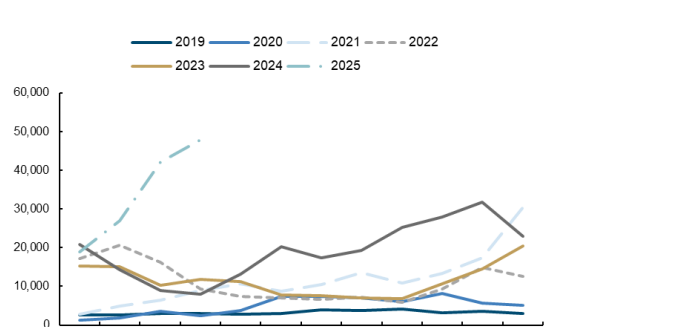
来源: SECEX, 国金证券研究所

图表52: 巴西向中国出口价格并无明显优势 (\$/Kg)



来源: SECEX, 国金证券研究所

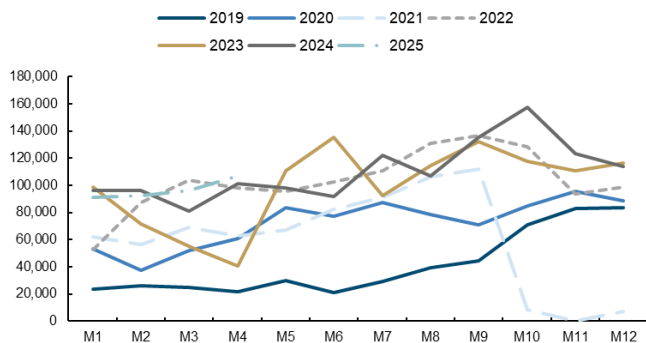
图表53: 巴西向美国出口量大幅增加(吨)



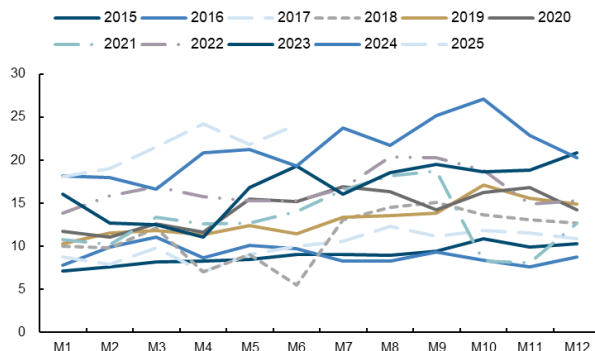
来源: SECEX, 国金证券研究所



图表54: 2025 年巴西向中国出口总量变化不大 (吨)



图表55: 巴西 2025 年出口量仍有增加 (万吨)



来源: SECEX, 国金证券研究所

来源: SECEX, 国金证券研究所

图表56: 巴西活牛供需平衡表

万头	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	YOY
期初库存	18,747	19,006	18,729	18,625	18,729	19,003	19,320	19,378	19,437	19,257	18,688	-2.96%
肉牛	5,375	5,034	5,120	5,418	5,460	5,480	5,460	5,490	5,528	5,450	5,375	-1.38%
奶牛	3,900	3,700	3,725	3,928	4,025	4,010	3,940	3,872	3,896	3,800	3,700	-2.63%
新生牛	4,790	4,367	4,499	4,743	4,949	4,915	4,655	4,784	4,800	4,750	4,725	-0.53%
屠宰量	3,999	3,965	4,113	4,218	4,165	4,085	4,010	4,225	4,441	4,802	4,800	-0.04%
小牛犊	30	31	33	38	30	20	20	30	31	30	30	0.00%
占比	0.75%	0.78%	0.79%	0.89%	0.72%	0.49%	0.50%	0.71%	0.70%	0.62%	0.63%	0.00%
母牛	1,055	1,009	1,010	1,050	1,050	1,000	1,000	1,005	1,154	1,210	1,175	-2.89%
占比	26.38%	25.45%	24.56%	24.90%	25.21%	24.48%	24.94%	23.79%	25.99%	25.20%	24.48%	-0.72%
供应量	23,538	23,374	23,228	23,368	23,678	23,918	23,975	24,162	24,237	24,007	23,413	-2.48%
损耗量	511	651	450	343	457	480	580	481	480	418	443	5.96%
出口量	21	29	41	79	54	33	6	20	58	100	75	-25.07%
进口量	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	/
期末库存	19,006	18,729	18,625	18,729	19,003	19,320	19,378	19,437	19,257	18,688	18,095	-3.17%

来源: Ifind, USDA, 国金证券研究所

图表57: 巴西牛肉供需平衡表

单位: 万吨	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	YOY
期初库存	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	/
产量	943	940	975	998	1005	998	975	1035	1095	1185	1190	0.42%
出口数量	166	165	180	202	231	254	232	290	290	364	375	3.08%
进口数量	6	6	5	5	4	5	6	7	6	6	6	9.09%
消费量	782	781	800	800	778	749	749	752	811	827	821	-0.69%
供应量	948	946	980	1002	1009	1003	981	1042	1101	1191	1196	0.46%
期末库存	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	/
供需差	166	165	180	202	231	254	232	290	290	364	375	3.08%

来源: Ifind, USDA, 国金证券研究所

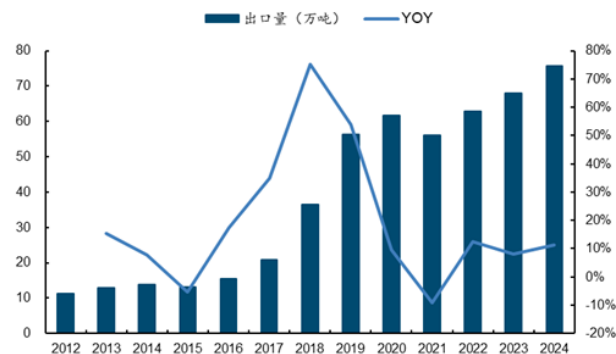
阿根廷: 牛群存栏超调, 国内供给偏紧

此前南美国家农业生产均遭受极端天气导致的干旱, 2023 年的极端干旱不仅严重损害了阿根廷大豆、玉米和小麦作物的生产, 也导致当地牧场承载力大幅下降, 迫使养殖户提前出栏牲畜以减轻牧场压力, 致使屠宰量和产量异常提高。与此同时, 阿根廷 2023 年开始出现恶性通胀, 农场主积极出口以换取保值性更强的美元收入; 此外, 2024 年初阿根廷停止了关于部分牛肉的出口限制, 导致 2024 年阿根廷牛肉出口量得到进一步释放。2025 年 6 月阿根廷母牛在总屠宰量中的比例为 48%, 而母牛屠宰率自 2022 年 12 月以来持续高于维持牛群存栏所需的 45% 的下限, 这直接导致了阿根廷牛群的存栏量的持续走低。此外,



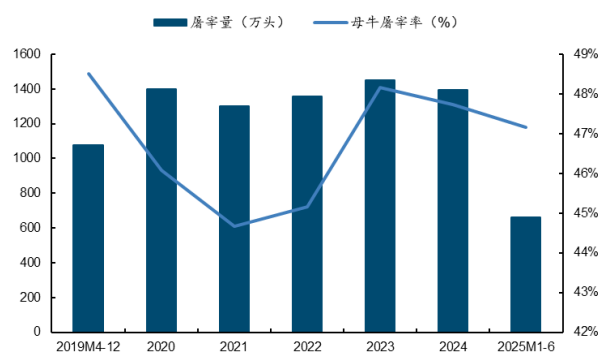
由于前任政府实施干预主义政策，在 2023 年干旱期间阿根廷损失了约 1200 万头牛，阿根廷牛群在超量屠宰和出口的背景下持续下滑。

图表58：阿根廷过去两年出口量创新高



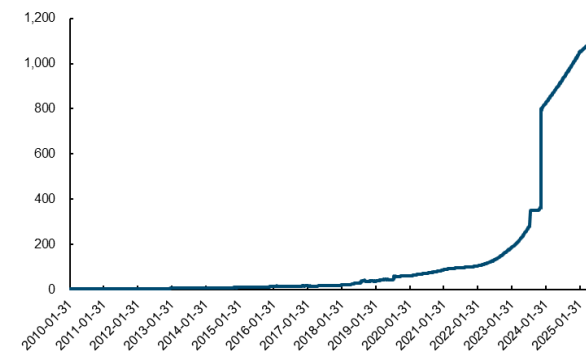
来源：Indce，国金证券研究所

图表59：过去两年母牛屠宰率明显提高



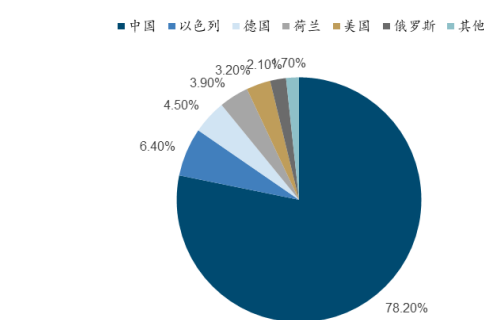
来源：Republic Argentina，国金证券研究所

图表60：美元兑换比索价格飙升



来源：Ifind，国金证券研究所

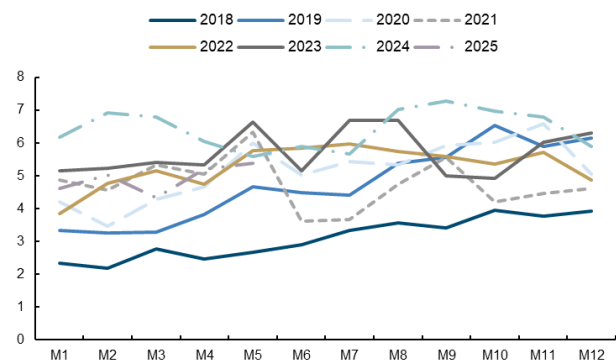
图表61：阿根廷接近 80%牛肉出口至中国



来源：DatamerNews，国金证券研究所（2023M1-11）

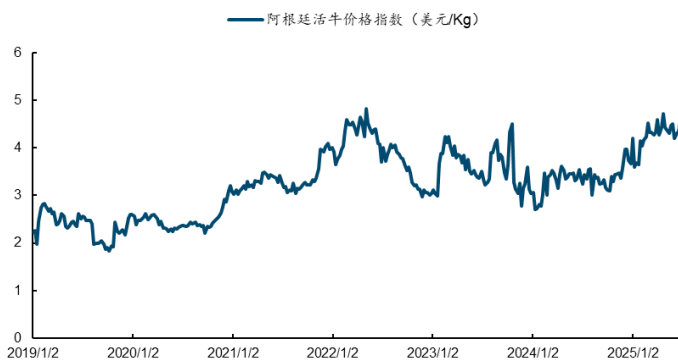
阿根廷在经过 2 年出口量的大幅增加之后，2025 年受限于国内牛群存栏的下降，出口量开始出现明显回落，2025M1-5 阿根廷共计出口牛肉 24.6 万吨，同比下滑 22%，而根据 USDA 的牛群预测数据来看，预计 2025 年牛群依旧呈现下降趋势，而 2025 年牛肉出口量预计同比下滑 8.9%，预计未来阿根廷牛肉供给趋势减少。除阿根廷以外，乌拉圭作为南美牛肉出口国之一，牛群存栏同样在此前的干旱中受到影响，预计南美各国在同样天气条件下均受到不同程度的影响，而我国超过 70%的牛肉均从南美进口，预计后续进口量趋势减少。

图表62：阿根廷 2025M1-5 出口量下滑 22% (万吨)



来源：Indce，国金证券研究所

图表63：阿根廷活牛价格持续上涨



来源：USDA，国金证券研究所



图表64：阿根廷活牛供需平衡表

万头	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	YOY
期初库存	5,217	5,312	5,416	5,479	5,501	5,446	5,354	5,340	5,410	5,280	5,237	-0.81%
肉牛	2,130	2,160	2,180	2,190	2,178	2,137	2,134	2,114	2,146	2,088	2,070	-0.86%
奶牛	200	190	185	185	185	161	156	155	153	150	152	1.33%
新生牛	1,409	1,425	1,473	1,485	1,497	1,430	1,446	1,510	1,470	1,450	1,470	1.38%
屠宰量	1,243	1,180	1,260	1,346	1,396	1,400	1,300	1,350	1,450	1,393	1,340	-3.80%
小牛犊	390	330	344	320	0	0	0	0	0	0	0	/
占比	31.38%	27.97%	27.30%	23.77%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
母牛	317	310	344	415	679	645	580	610	700	665	625	-6.02%
占比	25.50%	26.27%	27.30%	30.83%	48.62%	46.07%	44.62%	45.19%	48.28%	47.74%	46.64%	-1.10%
供应量	6,626	6,737	6,890	6,964	6,997	6,876	6,800	6,850	6,880	6,730	6,707	-0.34%
损耗量	71	140	150	118	156	122	160	90	150	100	90	-10.00%
出口量	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	/
进口量	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	/
期末库存	5,312	5,416	5,479	5,501	5,446	5,354	5,340	5,410	5,280	5,237	5,277	0.76%

来源：Ifind, USDA, 国金证券研究所

图表65：阿根廷牛肉供需平衡表

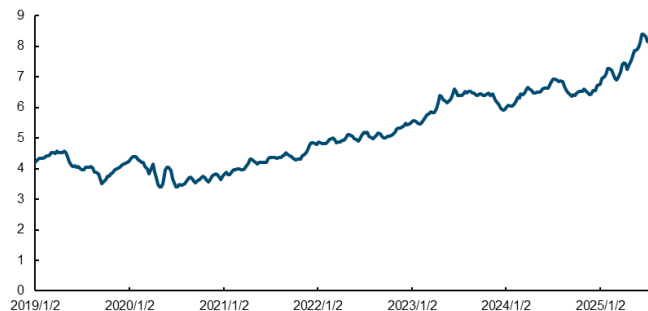
单位：万吨	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	YOY
期初库存	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	/
产量	272	265	284	305	313	317	300	314	328	318	308	-3.14%
出口数量	18	21	28	50	76	80	66	73	77	85	77	-8.88%
进口数量	0	0	0	2	2	1	1	1	0	0	1	100.00%
消费量	254	244	256	257	238	238	235	242	251	234	232	-0.94%
供应量	272	265	284	307	314	318	301	315	328	318	309	-3.05%
期末库存	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	/
供需差	18	21	28	50	76	80	66	73	77	85	77	-8.88%

来源：Ifind, USDA, 国金证券研究所

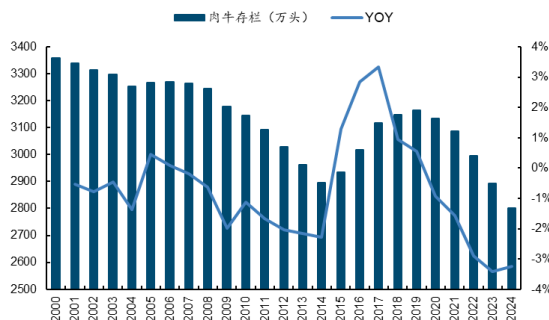
3.3 美国牛肉价格再创历史新高，牛周期上行趋势维持

长期干旱与饲料成本提升，美国牛群连续5年下降。受到连续干旱导致牧场退化，以及养殖成本的提升，美国牛群自2019年开始见顶回落，截至目前美国存栏牛8666万头，较高点下滑约8.5%，同时新生犊牛数量持续下降，美国牛肉价格持续创新高，由于牛群重建需要较长周期，短期内供应紧张的局面难以缓解，价格预计将继续高企。从贸易流角度来看，美国是全球重要的进口国，2024年进口牛肉210万吨，同比增长24.4%，预计2025年为满足国内需求进口量持续增加，从巴西和新西兰出口量可见趋势；出口端来看，美国近几年牛肉出口量持续下滑，2025M1-5共计出口牛肉39.6万吨，同比下降4.4%，我们预计美国国内缺口持续放大的情况下，或持续从其他低价国家进口牛肉，从而拉升全球牛价水平。

图表66：美国牛肉价格再创新高（美金/公斤）



图表67：美国肉牛存栏持续下降

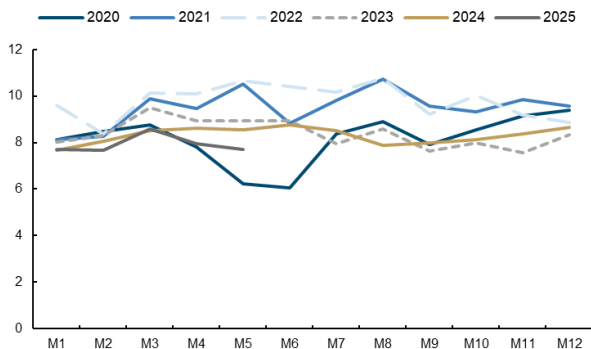


来源：USDA, 国金证券研究所

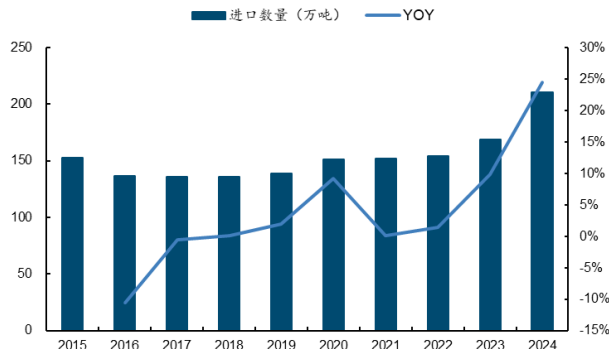
来源：USDA, 国金证券研究所



图表68：2025年M1-5美国牛肉出口量下滑4%（万吨）



图表69：美国牛肉过去几年进口量大幅增加



来源：USMEF，国金证券研究所

来源：USDA，国金证券研究所

图表70：美国活牛供需平衡表

(单位：万头)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	YOY
期初库存	8,917	9,189	9,363	9,430	9,467	9,377	9,359	9,179	8,884	8,716	8,666	-0.57%
肉牛	2,933	3,016	3,117	3,147	3,164	3,135	3,086	2,997	2,894	2,800	2,781	-0.68%
奶牛	931	931	937	943	935	934	945	938	940	936	940	0.46%
新生牛	3,409	3,506	3,576	3,629	3,560	3,550	3,513	3,444	3,356	3,353	3,330	-0.69%
屠宰量	2,932	3,119	3,282	3,370	3,427	3,337	3,436	3,481	3,326	3,216	3,126	-2.81%
小牛犊	48	51	54	60	61	48	41	39	32	24	19	-19.15%
占比	1.62%	1.64%	1.64%	1.79%	1.78%	1.44%	1.20%	1.12%	0.95%	0.73%	0.61%	-0.12%
母牛	523	551	586	627	651	646	680	714	672	568	523	-8.06%
占比	17.85%	17.67%	17.86%	18.60%	19.00%	19.35%	19.80%	20.50%	20.20%	17.67%	16.72%	-0.95%
供应量	12,524	12,866	13,119	13,249	13,231	13,138	13,049	12,786	12,439	12,273	12,169	-0.85%
损耗量	396	378	388	387	397	411	383	378	362	355	381	7.56%
出口量	7	7	19	24	31	32	51	42	35	36	32	-10.86%
进口量	198	171	181	190	204	211	178	163	198	204	173	-15.32%
期末库存	9,189	9,363	9,430	9,467	9,377	9,359	9,179	8,884	8,716	8,666	8,630	-0.42%

来源：Ifind，USDA，国金证券研究所

图表71：美国牛肉供需平衡表

单位：万吨	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	YOY
期初库存	27	31	35	30	30	29	33	31	33	29	27	-5.86%
产量	1082	1151	1194	1226	1239	1239	1273	1289	1229	1229	1216	-1.09%
出口数量	103	116	130	143	137	134	156	161	138	136	122	-10.57%
进口数量	153	137	136	136	139	152	152	154	169	210	220	4.80%
消费量	1128	1168	1205	1218	1241	1253	1272	1280	1264	1305	1315	0.80%
供应量	1262	1319	1365	1392	1408	1420	1458	1474	1431	1469	1464	-0.34%
期末库存	31	35	30	30	29	33	31	33	29	27	26	-3.66%
供需差	134	151	160	174	167	167	186	194	167	164	148	-9.42%

来源：Ifind，USDA，国金证券研究所

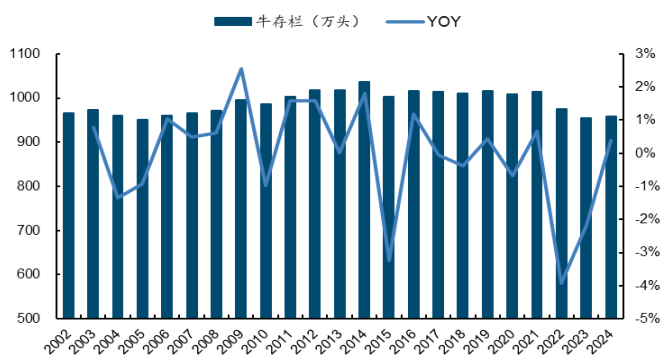
3.4 澳新总量稳中有升，预计供给量略有增加

新西兰：总量保持平稳，受益于全球牛价上行

新西兰牛群遍布全国，其中 70%位于北岛，30%位于南岛，而且新西兰乳制品行业发达，其养牛行业与乳制品行业存在较高的关联度。2014 年以来由于牧场的退化以及养殖行业利润的波动，新西兰牛存栏出现见顶回落，2024 年新西兰牛群存栏 958 万头，结束了连续 2 年下滑的情况，实现同比 0.39% 的增长。其中奶牛存栏 592 万头，占比 62%；肉牛存栏 366 万头，占比 38%；由于其庞大的奶牛存栏，所以屠宰成年牛的 70%和小牛的 100%均是奶牛品种，大量牛肉由奶牛供给，新西兰肉牛与奶牛联动明显。

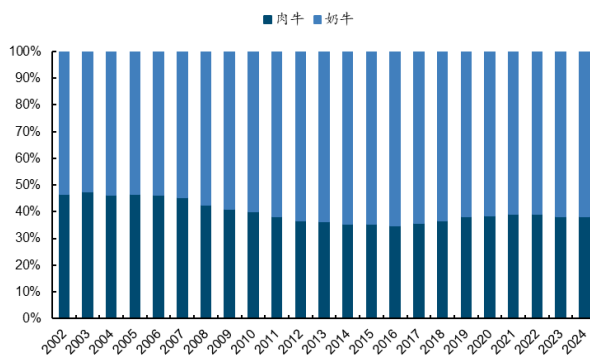


图表72：新西兰牛存栏量整体平稳



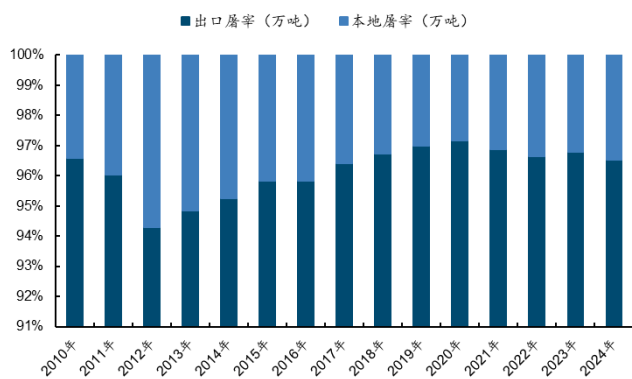
来源：Statistic NZ，国金证券研究所

图表73：新西兰奶牛存栏占比超 60%



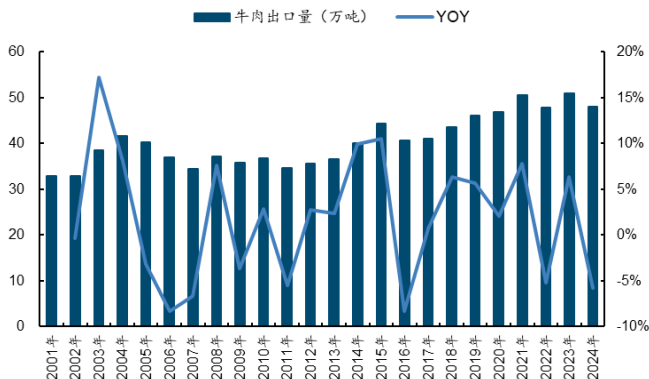
来源：Statistic NZ，国金证券研究所

图表74：新西兰牛肉产量



来源：Statistic NZ，国金证券研究所

图表75：新西兰冷冻牛肉出口量



来源：Statistic NZ，国金证券研究所

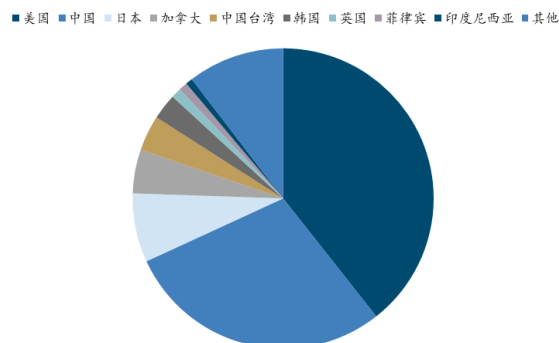
新西兰牛肉主要用于出口，看好全球牛价上涨驱动新西兰出口盈利提升。新西兰 2024 年人口总量为 531 万，由于国内消费量有限，所以超过 90% 的新西兰牛肉用于出口，全球牛肉的价格表现对新西兰当地牛肉产业收入和利润存在重大影响。2019 年以来新西兰牛肉产量在 70-76 万吨区间震荡，出口冷冻牛肉总量在 45-51 万吨区间震荡；2024 年新西兰生产牛肉 69.43 万吨，同比-3.89%；出口冻牛肉 47.97 万吨，同比-5.79%；从出口国家的占比来看，2024 年中国与美国分别占比 29%/39%，是新西兰最主要的出口地，而随着全球牛肉价格的上涨，新西兰出口价格已经超过 2022 年的高点价格。

图表76：新西兰出口冻牛肉价格 (NZD/KG)



来源：Statistic NZ，国金证券研究所

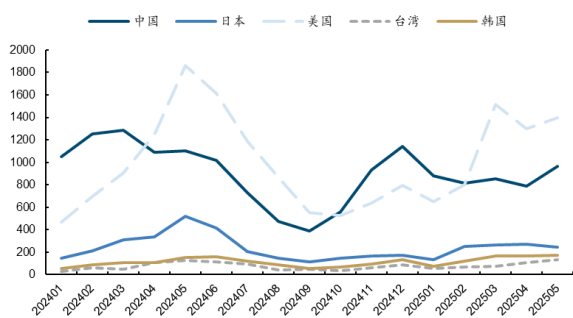
图表77：新西兰牛肉出口主要流向美国和中国



来源：Statistic NZ，国金证券研究所

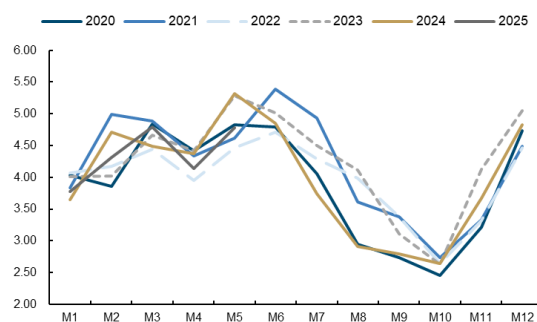


图表78：新西兰无骨冻牛肉出口分国家趋势（吨）



来源：Statistic NZ，国金证券研究所（仅考虑部分产品）

图表79：2025M1-5 新西兰牛肉出口量下滑3%（万吨）



来源：Statistic NZ，国金证券研究所

图表80：新西兰活牛供需平衡表

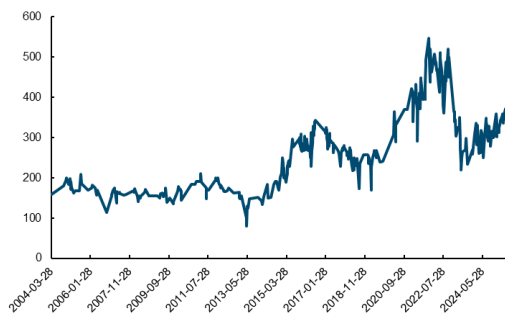
（万头）	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	YOY
期初库存	1,037	1,003	1,015	1,015	1,011	1,015	1,008	1,015	997	958	958	-0.07%
肉牛	101	98	95	98	103	111	107	107	107	99	100	0.51%
奶牛	518	506	520	504	501	488	484	481	473	463	458	-1.08%
新生牛	504	506	473	490	513	514	546	516	512	500	500	0.00%
屠宰量	481	440	416	437	450	463	473	459	471	450	459	1.93%
小牛犊	211	189	168	182	181	188	189	188	197	188	193	2.88%
占比	43.92%	42.95%	40.34%	41.58%	40.22%	40.71%	40.00%	40.83%	41.82%	41.66%	42.05%	0.39%
母牛	116	107	97	99	101	104	103	98	100	95	96	0.95%
占比	24.13%	24.39%	23.33%	22.67%	22.47%	22.53%	21.73%	21.34%	21.27%	21.12%	20.92%	-0.20%
供应量	1,541	1,509	1,488	1,504	1,523	1,529	1,554	1,531	1,509	1,458	1,458	-0.05%
损耗量	54	50	55	55	54	47	54	61	76	50	54	6.15%
出口量	2	4	3	2	4	11	13	14	3	0	0	/
进口量	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	/
期末库存	1,003	1,015	1,015	1,011	1,015	1,008	1,015	997	958	958	945	-1.31%

来源：Ifind，USDA，国金证券研究所

澳大利亚：活牛存栏有所恢复，预计出口量增加

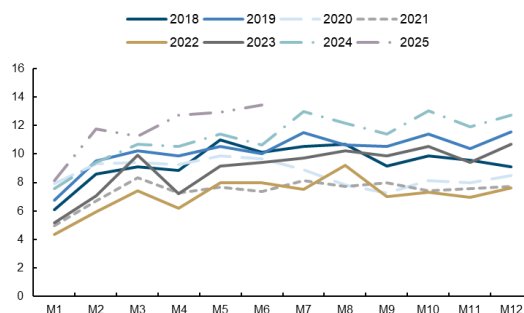
澳大利亚是世界第二大出口国，由于澳洲存在广阔的牧场，所以养殖模式为草饲为主、谷饲为辅，其中安格斯牛占比约40%，整体牛肉定位偏向中高端。2024年澳大利亚牛肉产量达到历史最高水平，主要是出栏的增加、母牛屠宰率的提升，其次是谷饲牛肉占比提升推动胴体重量提高。澳大利亚生产商预期2025年全球牛肉需求旺盛，而美国由于种群重建/巴西旱情缓解等因素的影响可能导致全球供应持续偏紧，澳大利亚生产商计划扩大牛群饲养数量，但是由于澳大利亚2024年母牛屠宰率较高，所以整体存栏预计增加有限。从USDA供给口径来看，预计2025年活牛存栏同比增长1.65%，而今年1-5月出口量已经同比增长16.7%，在今年母牛屠宰率持续提升的背景下，预计后续存栏增长有限。

图表81：NSW 青年牛价格（澳分/公斤）



来源：MLA，国金证券研究所

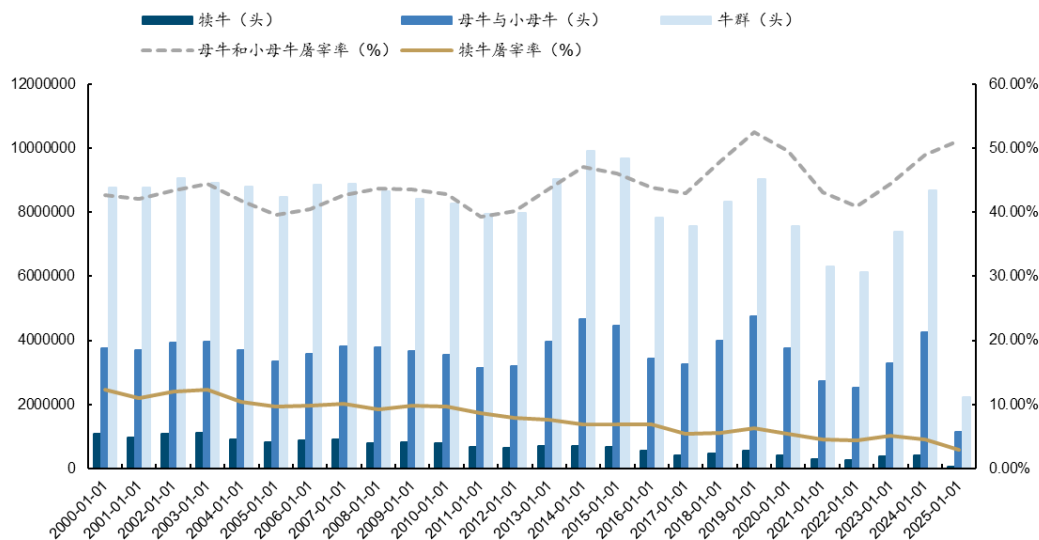
图表82：澳大利亚M1-5 牛肉出口增长16.7%（万吨）



来源：DAFF，国金证券研究所



图表83：澳大利亚母牛屠宰率有所提升



来源：MLA，国金证券研究所

图表84：澳大利亚活牛供需平衡表

(万头)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	YOY
期初库存	2,910	2,741	2,497	2,618	2,570	2,366	2,302	2,394	2,580	2,708	2,726	0.66%
肉牛	1,253	1,145	1,218	1,125	1,100	1,030	1,000	1,060	1,200	1,250	1,300	4.00%
奶牛	169	156	152	156	144	142	141	134	127	125	123	-1.60%
新生牛	939	660	970	910	870	830	820	876	950	980	1,030	5.10%
屠宰量	967	783	757	834	905	756	630	612	739	870	890	2.32%
小牛犊	67	54	41	47	57	41	29	27	37	39	38	-4.82%
占比	6.89%	6.92%	5.45%	5.61%	6.25%	5.48%	4.52%	4.33%	5.06%	4.53%	4.21%	-0.32%
母牛	445	343	326	400	475	375	272	250	329	429	440	2.66%
占比	46.00%	43.78%	42.99%	47.93%	52.54%	49.61%	43.11%	40.95%	44.50%	49.28%	49.44%	0.16%
供应量	3,850	3,401	3,467	3,528	3,440	3,196	3,122	3,270	3,530	3,688	3,756	1.84%
损耗量	7	6	4	9	35	27	19	20	20	20	20	1.01%
出口量	134	115	89	115	134	111	79	59	63	72	75	3.59%
进口量	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	/
期末库存	2,741	2,497	2,618	2,570	2,366	2,302	2,394	2,580	2,708	2,726	2,771	1.65%

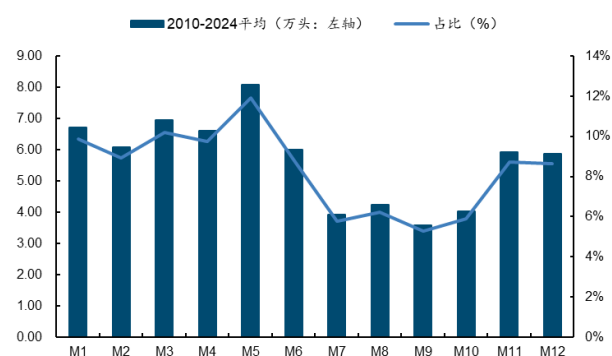
来源：Ifind，USDA，国金证券研究所

四、投资建议：看好牧业景气上行，重视肉奶共振

全球牛肉价格已经步入新一轮景气周期，牛肉出口国家有望充分受益新一轮全球牛肉价格上涨。新西兰牛肉价格主要受出口地价格影响，而出口商利润则受到出口价格与活牛价差影响，若海外价格持续上涨，则出口价格与国内活牛价格价差有望扩大，从而提升屠宰利润，海外牛价维持高位同样可以实现较好的利润兑现。由于新西兰主要向中国与美国出口牛肉，目前美国牛价创历史新高，中国牛肉价格即将开启景气上行周期，预计新西兰牛肉出口商有望实现较好利润。2016年12月光明肉业收购新西兰银蕨农场牛肉有限公司50%股份实现控股，而在上一轮牛肉价格上行周期中，银蕨农场实现较好利润，我们预计本轮全球牛价上行周期公司有望充分受益。建议关注：光明肉业。

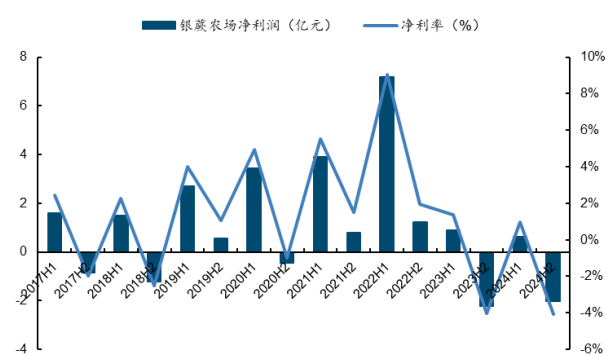


图表85：新西兰屠宰量存在明显的季节性



来源：Statistic NZ，国金证券研究所

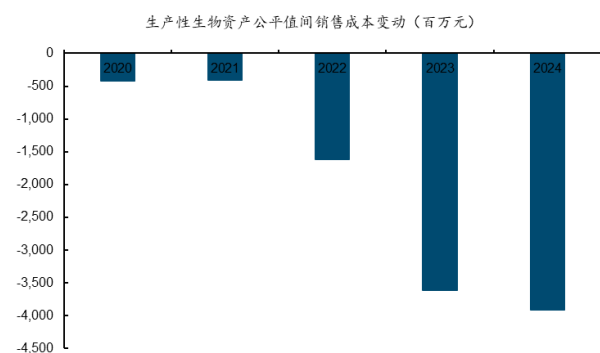
图表86：新西兰银蕨上半年业绩释放更强



来源：光明肉业公司公告，国金证券研究所

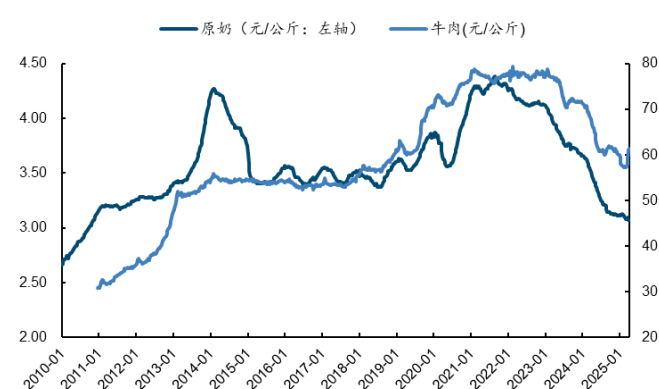
此外，国内牛存栏在本轮周期中大幅调减，预计未来牛肉价格有望开启新一轮景气周期，而从历史角度来看，牛肉价格与奶价有较高的关联性，目前奶牛存栏持续调减，随着牛肉价格的上行，牛奶价格有望跟随上涨，奶牛养殖公司有望充分受益。此外，由于奶牛养殖公司每年都要淘汰部分成乳牛和小牛犊，随着牛肉价格的上涨，该部分也有望为公司提供较好盈利弹性。建议关注：优然牧业、现代牧业、中国圣牧等。

图表87：优然牧业公允价值波动有望减小



来源：优然牧业公告，国金证券研究所

图表88：奶价与牛肉价格存在一定的关联性



来源：I find，国金证券研究所

风险提示

产能去化不及预期：若实际牛群去化幅度不足，对后续牛肉与牛奶价格上行空间存在限制。

数据准确度风险：部分国家数据采用 USDA 数据，或与实际数据存在一定偏差；国内肉牛存栏数据缺乏长期连贯数据。

全球贸易摩擦风险：若全球出现贸易摩擦，或导致贸易流转向从而影响牛肉价格。

政策风险：若进口端大幅开放牛肉进口，或对国内牛肉价格产生冲击。



行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

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

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

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

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

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

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

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

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

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国门内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究