

证券研究报告

2026年06月17日

行业报告| 行业投资策略

农业2026中期策略系列

牛板块：肉牛超级周期持续，奶牛周期反转在即

作者：

分析师 陈潇 SAC执业证书编号：S1110519070002

分析师 陈炼 SAC执业证书编号：S1110525080003

分析师 吴立 SAC执业证书编号：S1110517010002

联系人 陈思贝



行业评级：强于大市（维持评级）
上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

摘要

一、奶牛：供给去化尾声，需求结构升级，奶价反转在即

1) 供给：深度亏损叠加口蹄疫加速产能去化，供需平衡线渐进。①长期深度亏损叠加疫病冲击，产能加速出清：截至26年5月全国奶牛存栏579.4万头，环比减少4.8万头，同比-4.2%，较24年2月存栏高点累计去化超10%，反映口蹄疫封场积压的淘汰产能集中出清。②口蹄疫加速出清：行业已历经近两年半产能收缩，疫病冲击形成额外催化，单产缩水推高单位饲养成本，加速成本线以下的低效牛群淘汰；深度亏损及疫病冲击下中小牧场现金流持续紧张，或已无力大规模补栏。③奶价：主产区奶价企稳，散奶价格出现实质性修复。截至26年6月4日，主产区均价连续三周稳定在3.03元/公斤，价格企稳信号愈发明确。多地散奶成交价已持平甚至高于长期合同奶价，核心驱动来自口蹄疫引发减产、病牛集中淘汰、奶源跨区域流通受限，且夏季热应激同步压制奶牛单产，叠加深加工需求放量。④集中度提升：产能出清主要集中于社会中小牧场，25年TOP40养殖集团存栏逆势增至309万头（同比+1.03%），后续有望受益于奶价上行与份额扩张的双重提升。

2) 需求：深加工打开增量空间，低温与奶酪等细分赛道驱动结构升级。①国产替代：进口大包粉价格处于高位，与国内原奶形成价格倒挂，两油一酪及功能性乳品的国产替代趋势明确。②结构升级：新鲜度要求提升+健康化趋势推动品类迭代逻辑持续验证，26Q1低温鲜奶/低温酸奶销售额同比+31%/+12%，目前低温奶渗透率仅25%，对标发达国家90%以上水平，长期扩容空间广阔。

二、肉牛：上行趋势确定，补栏周期延长，肉奶协同增厚弹性

1) 供给：产能出清彻底，恢复链条长，景气持续时间或超预期。

①**犊牛补栏意愿依然低迷：**目前养殖结构以育肥为主而非扩繁，原因在于行业分散格局与养殖主体相对脆弱。养殖主体以散户为主，抗风险能力较弱，在经历周期低谷后更倾向于快周转、低风险的育肥模式，对周期长、资金沉淀大的繁殖补栏仍持观望态度。

②**进口政策收紧：**商务部2025年12月31日发布公告对进口牛肉实施保障措施，2026-2028年配额数量分别为268.8/274.2/279.7万吨，配额外加征55%关税。因此海外低价牛肉难以海量涌入冲击国内现货，进一步压缩进口替代空间、拉长肉牛景气周期。巴西、阿根廷等传统牛肉主产国因本国母牛留栏补产、存栏去化，主动收缩屠宰出栏节奏，全球牛肉供给整体趋紧，进一步夯实国内肉牛景气上行逻辑。

③**周期刚性或超预期：**牛补栏周期约2年，PSY仅为1，无二育、换羽等扰动，产能恢复斜率平缓。当前以育肥为主，补栏意愿低迷，叠加口蹄疫导致调运受限、养殖成本上升，能繁母牛存栏修复缓慢，景气上行有望持续至2028年乃至更久。

2) 需求：短期看，26H2节庆季节性消费旺季（火锅、烧烤等）或带来催化；长期看，中国人均牛肉消费量远低于发达国家，随收入提升与健康意识增强，需求仍有较大成长空间。

三、个股：肉牛长周期确定，肉奶双周期共振

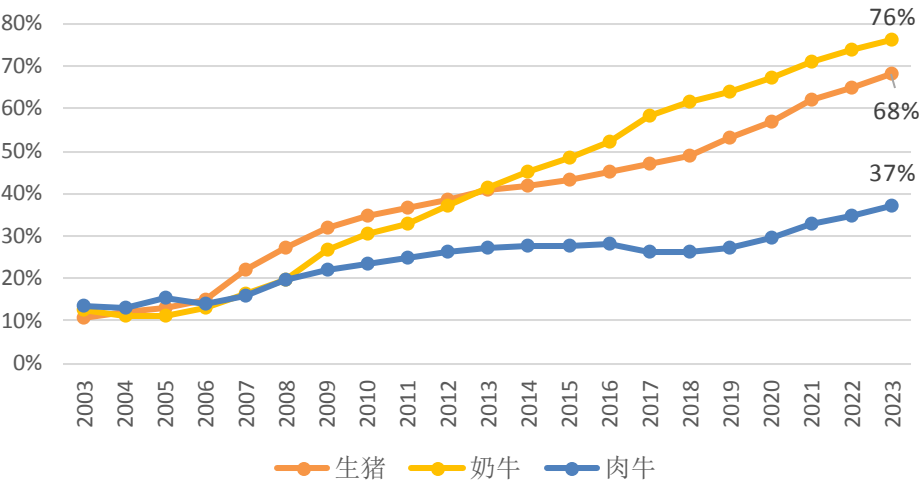
继续坚定看好牛板块投资价值，疫病或提升超级牛周期级别，安全防疫体系较好的头部企业，市占率有望进一步提升。①肉牛：目前活牛价格离上轮周期高点仍有约32%的空间，国内长亏损周期叠加深度亏损去化，供给强收缩下，后续涨幅与上行持续性有望超市场预期；②奶牛：产能去化成果逐步显现，主产区奶价企稳，散奶价格实质性修复。深度亏损下产能去化近两年半，已为奶价修复奠定坚实基础；且疫病形成额外催化，资金压力抑制中小牧场补栏，有望增厚本轮空间。叠加深加工持续扩容，供需紧平衡格局有望确立。相关标的：【优然牧业】、【中国圣牧】、【现代牧业】、【华统股份】、【紫燕食品】、【光明肉业】、【播恩集团】、【澳亚集团】、【天润乳业】等。

风险提示：养殖疫病风险，价格波动风险，进出口政策变化风险，市场系统性风险，下游消费恢复不及预期、相关标的不构成投资建议。

1、行业特点：集中度差异主导奶、肉产业分化

➢ 奶价在左，肉价在右，奶、肉呈现差异化格局。分化背后与奶牛和肉牛产业的集中度差异密切相关，并直接影响了两者在亏损环境下的产能去化节奏。尽管肉牛与奶牛养殖自2023年起均步入亏损区间，但由于奶牛养殖行业集中度高，抗风险能力相对较强。从奶协数据看，奶牛存栏量直至2024年才逐步进入去化阶段。相比之下，肉牛产业规模化程度仍处于初期，2023年肉牛行业集中度仅约37%，养殖主体以散户为主，抗风险能力较弱，一旦出现亏损，产能调整更为迅速。正因如此，在差异化养殖结构的影响下，肉牛养殖利润已于2025年4月率先转正，而奶牛养殖目前仍处于亏损阶段。

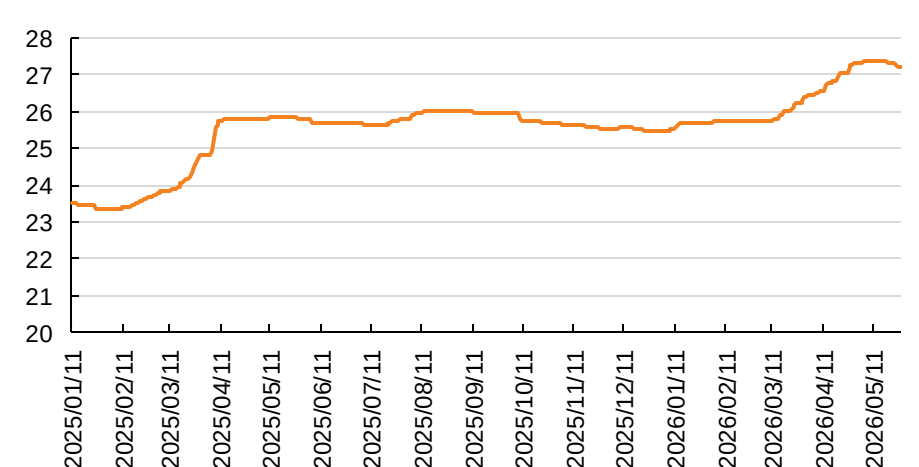
图：肉牛规模化集中度远低于生猪和奶牛（%）



图：主产区原奶价格走势图（元/kg）



图：育肥公牛价格（元/kg）

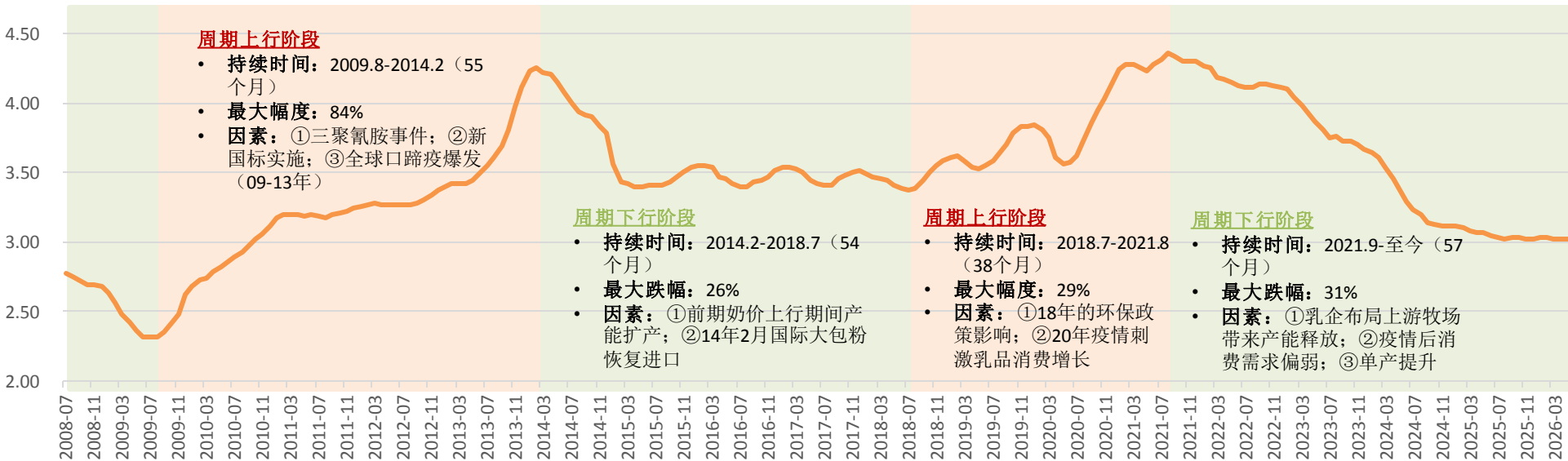


资料来源：wind，钢联，中国畜牧兽医年鉴，天风证券研究所（备注：生猪规模化定义为年出栏500头以上、奶牛规模化定义为年末存栏100头以上、肉牛规模化定义为年出栏50头以上）

2.1、奶牛：奶价企稳回暖信号持续验证，反转预期增强

- 从价格绝对值数据来看，26H1主产区原奶均价在3.02-3.04元/kg持续磨底，在本轮周期中处于低迷区间，与此前周期低谷相比也呈现进一步下探。从下行周期的时间长度来看，本轮周期的下行时间长度已经超过上一轮周期，考虑到奶价可能会于2026年年中之后才看得到拐点，预计本轮周期下行的累计时长或会超过上一轮周期下行时间。
- 主产区奶价企稳，散奶价格出现实质性修复。截至26年6月4日，主产区均价连续三周稳定在3.03元/公斤，价格企稳信号愈发明确。多地散奶成交价已持平甚至高于长期合同奶价，核心驱动来自口蹄疫引发减产、病牛集中淘汰、奶源跨区流通受限，且夏季热应激同步压制奶牛单产，叠加深加工需求放量。散奶涨价行情在6月首周进一步放大，宁夏吴忠散奶从5月初的2.5-2.6元/公斤上涨至6月初的2.8-3.1元/公斤，内蒙古巴盟散奶上行至3.1元/公斤。

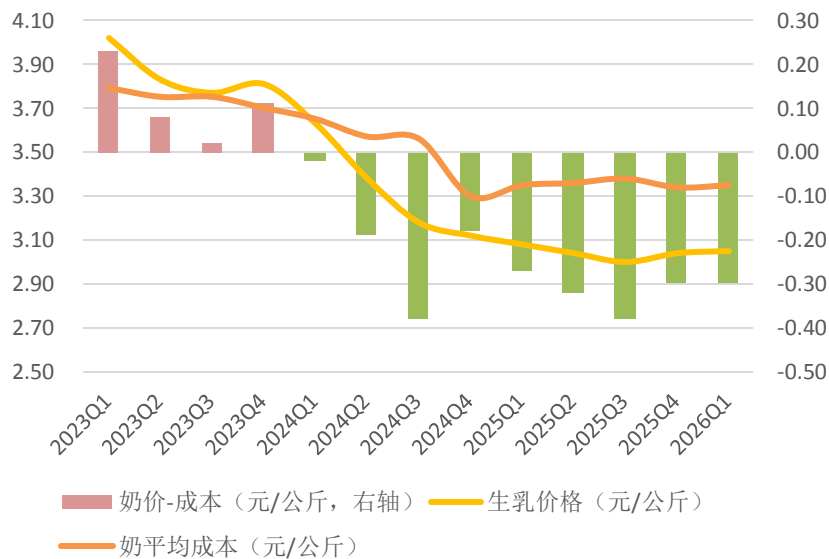
图：生鲜乳价格周期复盘（元/kg）



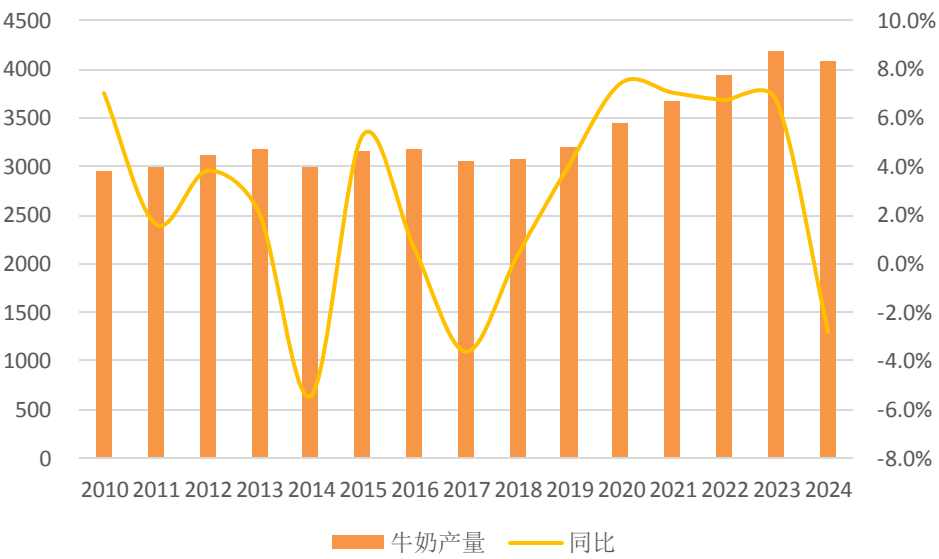
2.2、奶牛：价格下行4年，亏损超2年，疫病扰动或加速奶牛产能出清

- 据山东省畜牧兽医局监测数据，2024Q1样本牧场生鲜乳价格已首次跌破行业平均成本线，且后续季度价格持续走低，亏损幅度不断扩大。截至26Q1，山东省生乳平均收购价格为3.05元/公斤，环比+0.33%，在低位回暖态势下头均季度亏损相较25Q4有所收窄，单季度头均亏损幅度为805元（25Q4亏损810元）。**行业亏损面环比略有收窄，反映前期持续深度亏损倒逼产能去化落地的效果逐步显现；同比亏损持续扩大，显示资金压力仍然存在。**
- 疫病加速淘汰低效牛、抑制补栏，成为短期加速行业产能出清的重要催化因素。**2026年3月，南非1型（SAT1）口蹄疫传入我国新疆、甘肃，口蹄疫疫情带来多地牧场阶段性封场管控，患病牛只处置受阻，现金流薄弱的中小牧场在26Q3集中饲料备货周期资金压力进一步加剧，或将加速被动离场。受疫病冲击，发病奶牛产奶量骤降80%以上，单产缩水推高单位饲养成本，部分成本线以下低效牛群被加速淘汰，行业低效产能出清节奏进一步加快。

图：山东省奶牛养殖亏幅自从24Q1开始扩大



图：牛奶产量及变化情况（万吨，%）

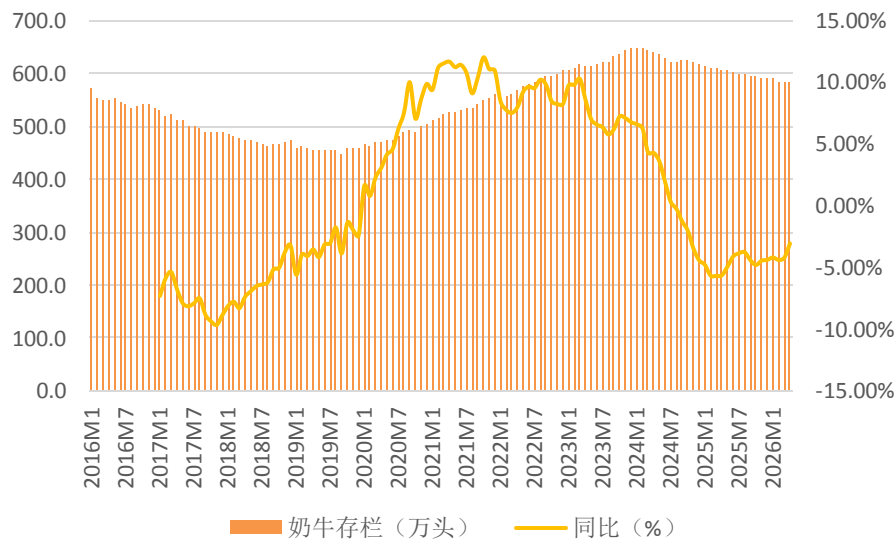


资料来源：奶牛微看微信公众号，山东省畜牧兽医局，天风证券研究所

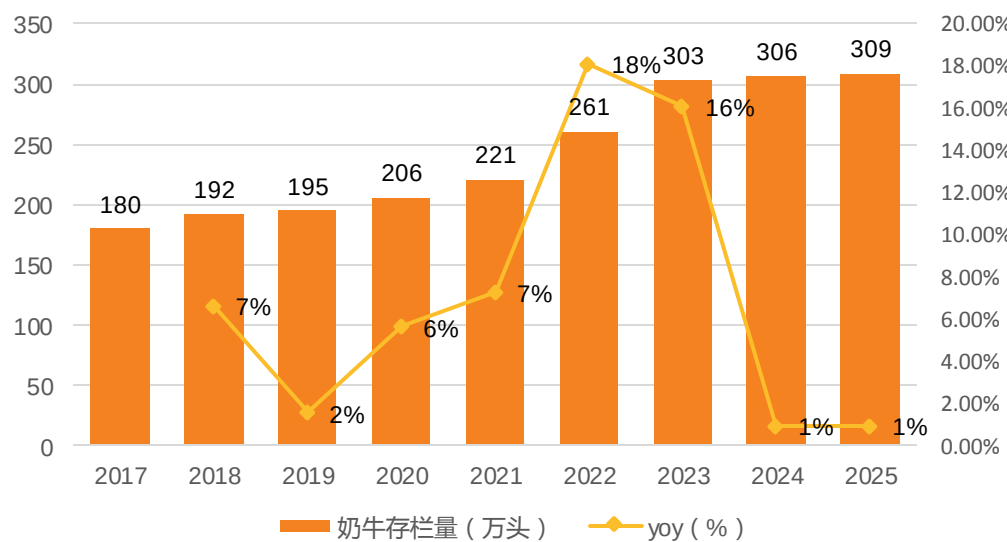
2.3、奶牛：长期亏损加速产能出清，奶牛去化或近尾声

- 本轮行业持续亏损有效加速了产能出清进程，目前这一进程可能已接近尾声。截至2026年5月全国奶牛存栏579.4万头，环比减少4.8万头，同比-4.2%，较24年2月存栏高点累计去化超10%，反映口蹄疫封场积压的淘汰产能集中出清。**行业已历经近两年半产能收缩，疫病冲击形成额外催化，单产缩水推高单位饲养成本，加速成本线以下的低效牛群淘汰**；深度亏损及疫病冲击下中小牧场现金流持续紧张，或已无力大规模补栏。
- 中小牧场加速出清，行业集中度持续抬升。行业深度洗牌之下，抗风险能力偏弱的小牧场持续加速退出市场，养殖资源不断向头部规模化主体集中，产业集中度稳步上行。2025年国内TOP40头部养殖集团存栏逆势增至309万头，同比提升1.03%，在全行业存栏整体回落的背景下实现逆势扩容，产能出清基本集中在散户及中小型社会牧场端。当前行业产能去化步入尾声，下游乳制品需求稳步托底原奶价格；**头部牧场依托规模化、渠道绑定优势，盈利修复节奏领先奶价回暖，叠加肉牛行情上行带来淘汰牛收益增厚，肉奶双周期共振或持续优化龙头盈利水平。**

图：奶牛存栏量及变动情况



图：TOP40养殖集团存栏变化情况 (万头)

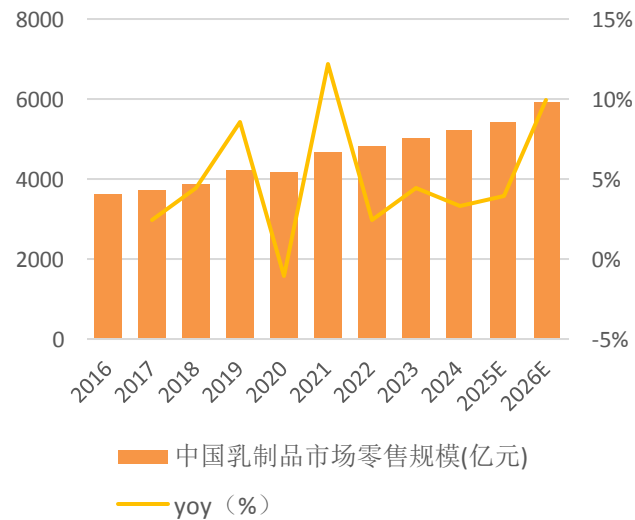


资料来源：wind，奶牛微看微信公众号等，天风证券研究所

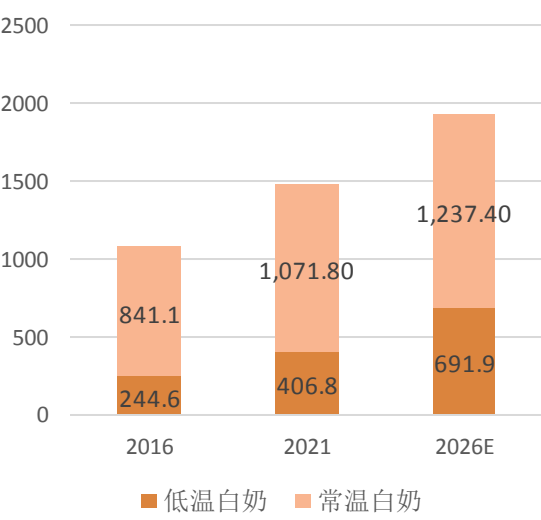
2.4、奶牛：原奶需求保持稳步增长，低温奶市场规模快速提升

- 原奶行业整体呈稳健增长态势，低温品类成为增长核心动力。中国乳制品市场零售规模稳步扩大，预计2026全年将突破5900亿元，行业整体保持增长韧性。液奶增速逐步分化，低温高增、常温低速。新鲜度要求提升+健康化趋势推动品类迭代逻辑持续验证，26Q1低温鲜奶/低温酸奶销售额同比+31%/+12%，我们认为，消费趋势正结构性转向低温产品，未来低温奶有望成为消费需求核心驱动之一。
- 国内低温奶市场处于成长阶段，未来增长空间广阔。**供给端**，2024年低温鲜奶产量仅占液态奶总产量的35%，远低于日本89%的渗透率，其中高端产品占比不足30%，结构升级潜力大；**流通端**，县域冷链覆盖率仅为42%，终端冷链设备配置率低于50%，基础设施仍是主要制约；**市场端**，城乡分化显著，一线城市渗透率达55%，而三四线城市仅为28%，下沉市场潜力尚未释放。我们认为，随可支配收入持续提升，消费需求正从基础蛋白质摄入向浓郁口感、新鲜度等高品质体验升级；叠加家庭结构小型化趋势，高频次、小批量的购买模式与低温奶快速周转的产品特性天然契合，低温奶有望持续渗透三四线城市及县域下沉市场，打开增长空间。

图：中国乳制品市场规模（亿元）



图：中国白奶市场零售规模（亿元）



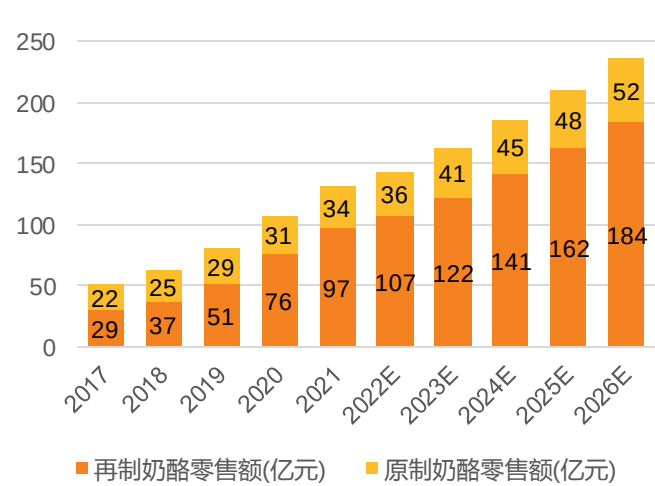
图：各子类目市场份额及变动与销售额变动

类目	2026Q1占比	2025Q1占比	占比同比变动	销售额同比变动
常温纯牛奶	48.50%	51.20%	-2.70%	-3.10%
低温酸奶	14.70%	13.50%	1.20%	11.80%
常温酸奶	11.50%	12.50%	-1.00%	-5.90%
雪糕/冰淇淋	6.70%	6.90%	-0.20%	-0.50%
中老年奶粉	5.00%	4.00%	1.00%	27.40%
低温纯牛奶	4.00%	3.10%	0.90%	30.70%

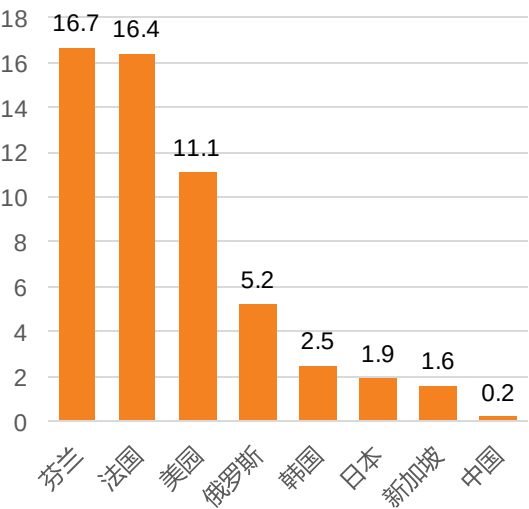
2.4、奶牛：乳品消费趋于多元化，关注奶酪等深加工赛道需求增量

- **乳品消费趋于多元化，两油一酪带来新增量。**近年乳品消费需求逐渐从单一基础品类向多元细分领域延伸，其中“两油一酪”（奶油、黄油、奶酪）与功能性乳品凭借差异化价值，成为驱动行业增长的核心新增量，推动乳业从“规模扩张”向“价值提升”转型。据北京商报测算，中国乳品深加工市场2025年规模已达615亿元，但国产化率仅为30%，存在超过400亿元的进口替代空间。
- **其中，奶酪市场增长动能充沛，未来空间广阔：**
 - 1) 从行业增长态势来看，受益于乳品企业持续的市场教育与产品创新，消费者对奶酪产品的认知度与需求快速提升，行业保持高增速扩张，根据欧睿信息咨询预计2022-2026年原制/再制奶酪零售额CAGR为9.4%/14.5%；
 - 2) 从供需格局来看，国产替代与原料自主空间较大,进口依赖度从2017年的约130%降至2025年的61%，再制奶酪的国产化已取得实质性突破。奶源基础的持续改善、制造技术的引进消化吸收再创新、冷链物流基础设施的完善，共同降低了产业发展的门槛约束。我们认为，行业高增速、供需结构性缺口带来的替代空间，以及低渗透率下的成长潜力，叠加冷链技术迭代与消费者教育深化的持续驱动，奶酪市场未来增长空间广阔。

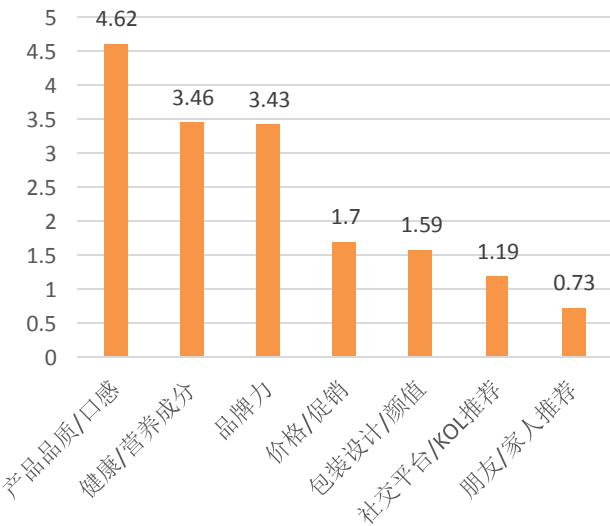
图：中国原制及再制奶酪市场销售规模（亿元）



图：2021年各国人均奶酪销量（千克）



图：乳制品购买驱动因素排名

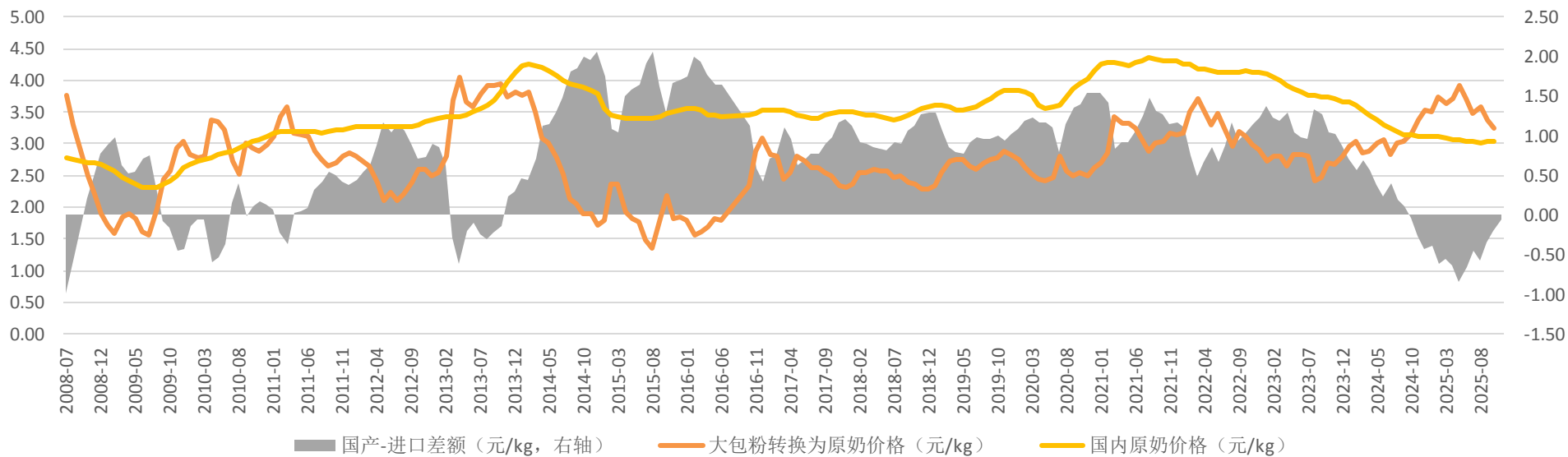


资料来源：Euromonitor欧睿信息咨询公众号，天风食品南京124份调查问卷（入库报告20251117《食品调研专题:今年秋糖几分甜?》），天风证券研究所（备注：问卷综合得分计算方法为：选项平均综合得分=（频率*权值）/本题填写人次）

2.5、奶牛：禁止复原奶政策+价格倒挂，国际大包粉进口或受压制

- 大包粉作为乳制品产业链的关键基础原料，广泛应用于奶粉、复原液态奶、发酵乳制品等多个领域。但自2025年9月16日起，我国政策明确要求常温纯牛奶生产中已禁止添加复原乳。我们认为，该政策的实施从供给与需求两端均带来积极影响：供给端来看，复原乳的禁用预计将降低大包粉的进口需求，从而缓解其对国内原料奶市场的供应压力；需求端而言，目前液态复原乳市场规模约520亿元，其中常温复原乳占比超过80%。随着该政策落地，预计将释放出超过400亿元的常温纯牛奶市场空间，有效带动国内液态奶整体需求提升。
- 国际大包粉转原奶价格高于国内原奶价格，进口量或持续受压制。以2026年5月数据为例，进口大包粉平均价格为3772美元/吨。按汇率6.84及8吨奶/1吨粉的转换率折算，其对应的原奶价格约为3.22元/kg。该价格高于5月同期国内生鲜乳的3.03元/kg价格，形成明显价差。在这种情况下，下游乳制品企业必然优先采购国内生鲜乳。因此，我们认为，当前进口大包粉难以对行业供给端构成显著冲击，驱动供给收缩的核心因素仍是奶牛产能的去化。

图：国际大包粉转原奶价格，高于国内原奶价格



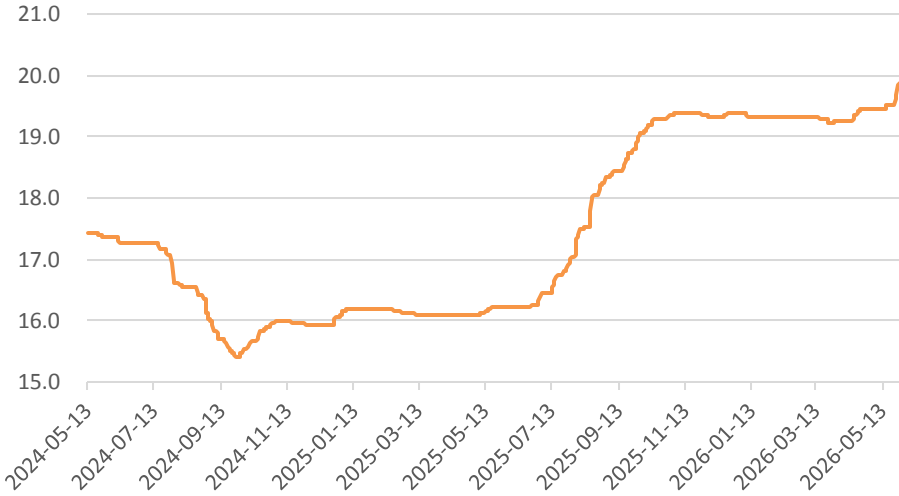
3.1、肉牛：肉牛大周期，有望带动牧企实现肉奶联动

- 肉牛价格上涨有望驱动牧企实现“肉奶联动”。其核心体现在两方面：一是肉牛价格上涨将带动淘汰牛价格同步回升，从而为牧企带来公允价值变动收益；根据港股会计准则，牧企利润由主业经营与生物资产公允价值变动共同构成，其中淘汰母牛（行业年淘汰率约30%）是公允价值变动的核心驱动，考虑到淘汰母牛占牧场生物资产存量的重要比重，其价格回暖对当期利润的提振作用不容忽视，有望成为牧企短期业绩的重要助推力。二是在当前奶价低迷、肉价回升的阶段，部分牧企可利用胚胎移植技术，让奶牛为肉牛代孕并销售犊牛，以此改善整体盈利。
- 周期演绎时间长&扰动因素少。相较于猪养殖，牛行业的补栏周期显著更长。从犊牛培育到可投产的成牛，整个周期通常需要约2年时间，远长于猪的10个月补栏周期。此外，在生产指标上，牛与猪也有差异，猪PSY能达到20-23，每年生产2.2胎左右，但牛psy只有1且一年只能生产一胎。这种更长的生产周期特性，使得行业产能调整相对滞后，因此其周期性的景气阶段往往持续时间更久。此外，与猪不同，牛养殖的供给端扰动因素较少（如无生猪行业的二育、禽类行业的换羽等现象），使得产能变化趋势的确定性更强。

图：猪、牛各项指标对比

超预期指标	牛	猪
基础产能至有效供给时间	牛24个月+	猪10个月
扩繁系数-PSY	牛1	猪20-23
扩繁系数-胎次	牛1年1胎	猪1年2.2胎
规模化程度	肉牛 < 猪 < 奶牛	
报表忽略项	奶牛淘牛率先带动港股奶企报表改善→奶肉联动模式业绩弹性释放	

图：淘汰牛价格持续上行（元/kg）

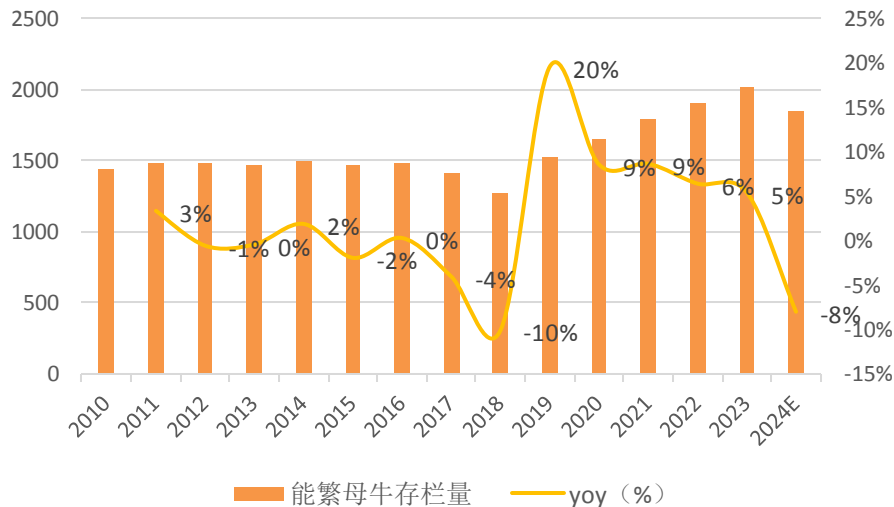


资料来源：钢联，饲料宝典、三联美食等微信公众号，天风证券研究所

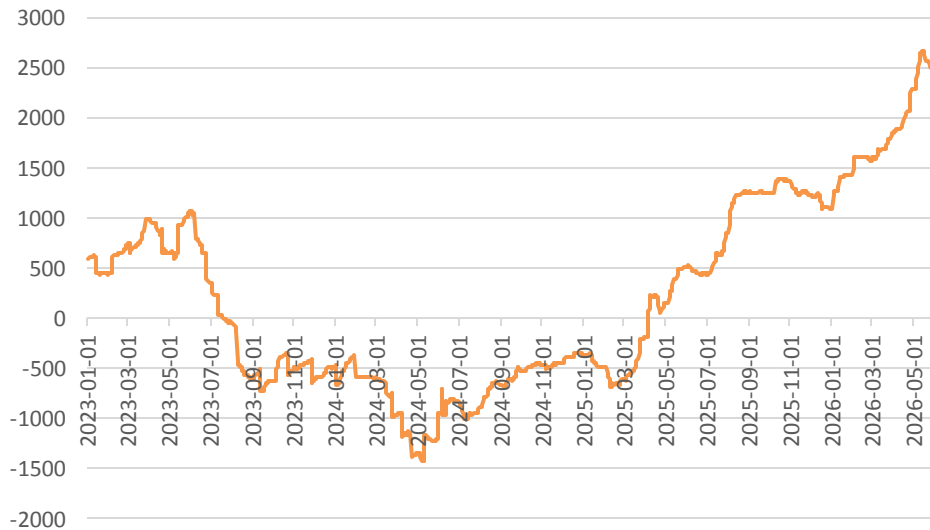
3.2、肉牛：国内肉牛养殖深亏，产能出清彻底

- 供给过剩叠加奶牛淘汰，进一步放大供给压力。此轮过剩主要源于2018-2022年（尤其2020-2022年）能繁母牛存栏量的大幅补栏，创历史新高，导致后续供给显著增加。肉价自2023年起持续承压下行。此外，亏损引发了负反馈循环。亏损加速母牛淘汰进程，而淘汰增加短期供给，供给增加进一步压制价格。在持续亏损压力下，养殖效益低迷与产能去化互为因果，共同推动“价格下跌→养殖亏损→加速出栏（含淘汰）→供给过剩→价格下跌”的恶性循环。此外，奶牛养殖已于2024Q1进入亏损，其加速淘汰进程进一步加剧了肉牛市场的供给压力。
- 进入2024年，前期高存栏效应充分释放，供给持续增长，价格进一步下跌，养殖亏损显著加剧。据钢联数据统计，本轮亏损周期持续超600天（约20个月），从2023年7月延伸至2025年4月。其中，2024年亏损幅度最深，年度头均亏损达725元（日度亏损峰值1420元/头），较2023年亏损周期中的平均头均亏损扩大约51%。进入2025年，亏损态势延续至4月，期间头均亏损约为472元。当前市场供给偏紧的逻辑，正被犊牛与能繁母牛的价格同步上涨所验证。具体来看，犊牛月度均价已从底部最大反弹39%；同时，能繁母牛价格最大涨幅为40%。这一致的趋势表明，前期产能去化充足，导致当前供给明显收缩。

图：2010-2024我国能繁母牛存栏量及增速（万头，yoy）



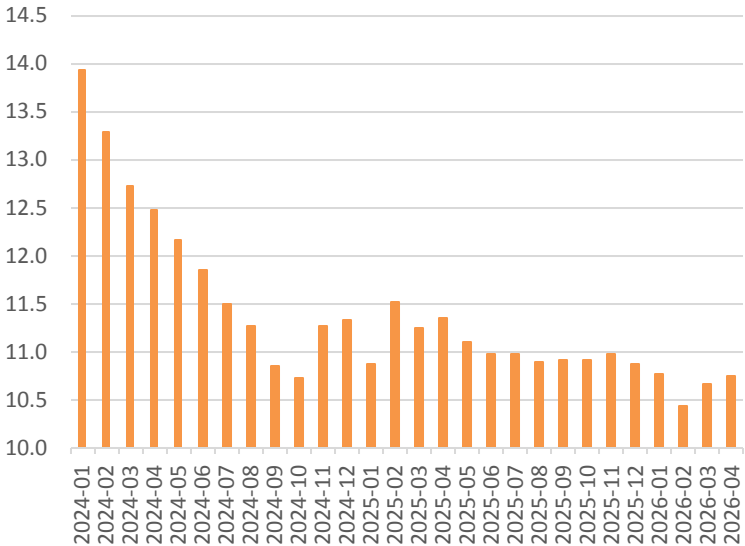
图：中国肉牛养殖利润情况（元/头）



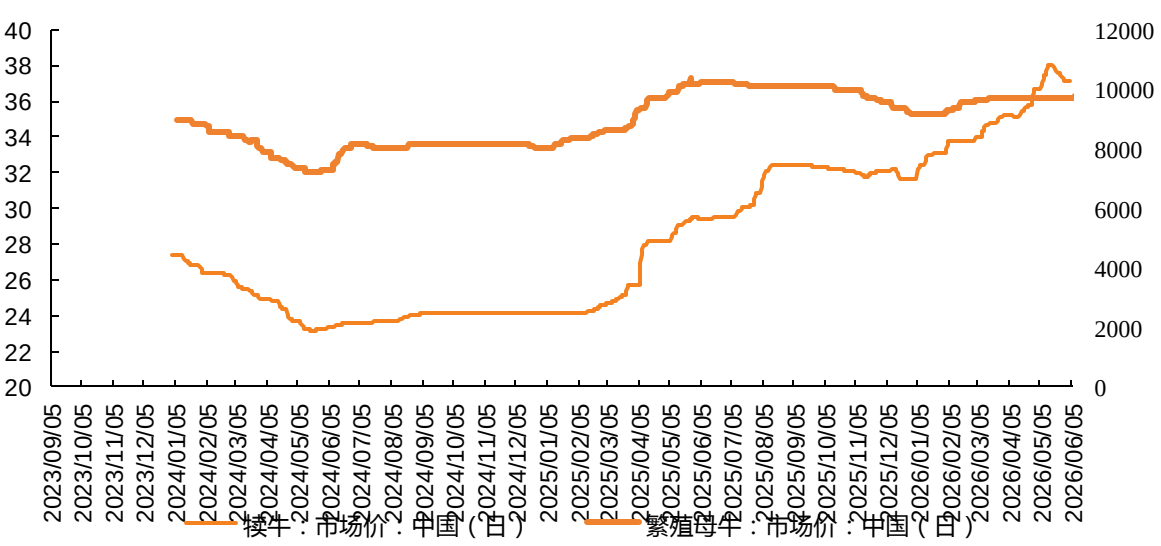
3.3、肉牛：当前补栏意愿低迷，后续价格有望延续上涨趋势

- 犊牛补栏意愿依然低迷，养殖结构以育肥为主而非扩繁，原因在于行业分散格局与养殖主体相对脆弱。2023年肉牛行业集中度仅约37%，远低于奶牛的76%和生猪的68%，养殖主体以散户为主，抗风险能力较弱，在经历周期低谷后更倾向于快周转、低风险的育肥模式，对周期长、资金沉淀大的繁殖补栏仍持观望态度。疫病方面，口蹄疫等疫病反复扰动行业，疫情管控下活牛跨省调运受限、活体流通效率下滑，区域间牛源调配不畅，阶段性造成局部现货供给偏紧；同时防疫消杀、兽药用药等额外开支抬升养殖综合成本，在成本承压叠加前期亏损余虑影响下，养殖户繁育补栏意愿持续偏弱，能繁母牛存栏修复节奏放缓，进一步拉长国内肉牛产能修复周期。
- 从生产周期看，从犊牛培育到可投产的成牛，整个周期通常需要约2年时间，牛psy只有1且一年只能生产一胎，产能恢复斜率将极为平缓。散户主导、信心脆弱叠加极长生产周期的情况下，我们认为，本轮肉牛景气上行有望持续至2028年乃至更久，周期长度或将超预期。

图：钢联样本数据中全国肉牛存栏量（万头）



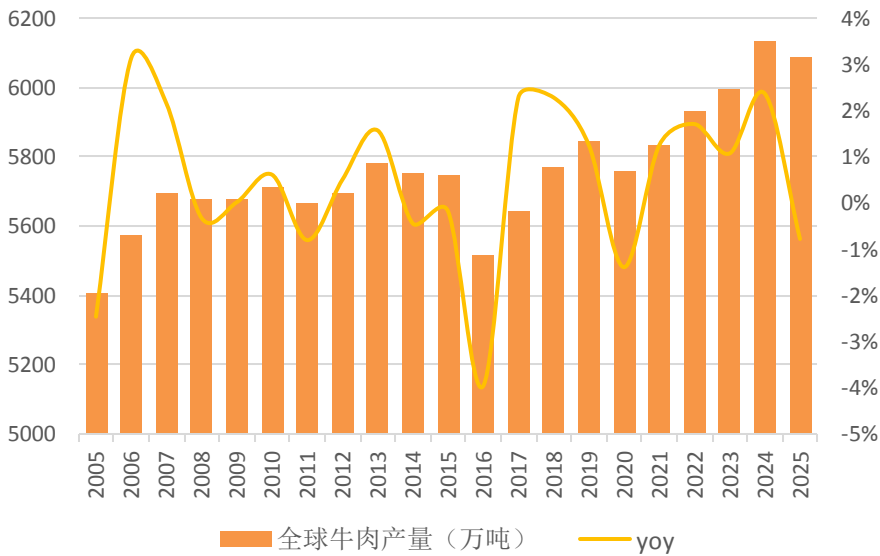
图：犊牛与能繁母牛（右轴）价格变动情况（元/kg）



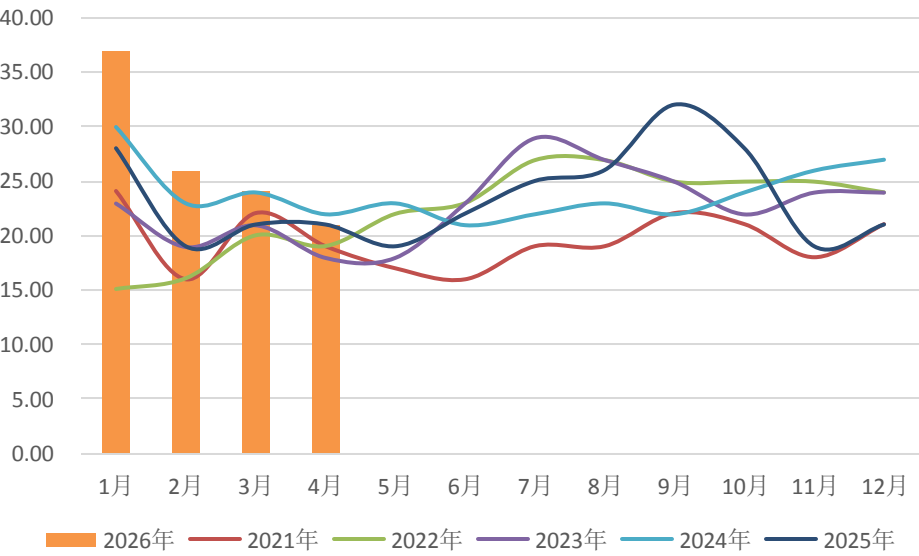
3.4、肉牛：外盘牛肉价格上涨，进口政策持续收紧

- **进口政策收紧，牛肉供给结构或发生变化。**商务部2025年12月31日发布公告，裁定进口牛肉数量增加与国内产业受到严重损害二者存在因果关系，决定对进口牛肉实施保障措施，2026-2028年配额数量分别为268.8/274.2/279.7万吨，配额外加征55%关税。因此海外低价牛肉难以海量涌入冲击国内现货，进一步压缩进口替代空间、拉长肉牛景气周期。
- **本轮国内肉牛价格上行过程中，进口牛肉扰动有限。**2026年5月我国恢复多家美国牛肉企业输华注册资质，但全年美牛进口配额固定为16.4万吨，仅占国内年度牛肉进口总配额的6%，配额增量无放宽空间；配额外牛肉需在基准关税基础上加征55%高额关税，大幅抬高超量进口成本。叠加美国本土肉牛存栏低位、自身产能偏紧，2026年一季度美牛实际对华到港量仅数百吨，短期难以形成足量货源补给国内市场。放眼全球，巴西、阿根廷等传统牛肉主产国因本国母牛留栏补产、存栏去化，主动收缩屠宰出栏节奏，全球牛肉供给整体趋紧、供需缺口持续走阔，海外牛肉外销报价抬升，进口货源价格优势显著削弱，进一步夯实国内肉牛景气上行逻辑。

图：全球牛肉产量（万吨）



图：2026年进口牛肉数量呈月度递减趋势（万吨）

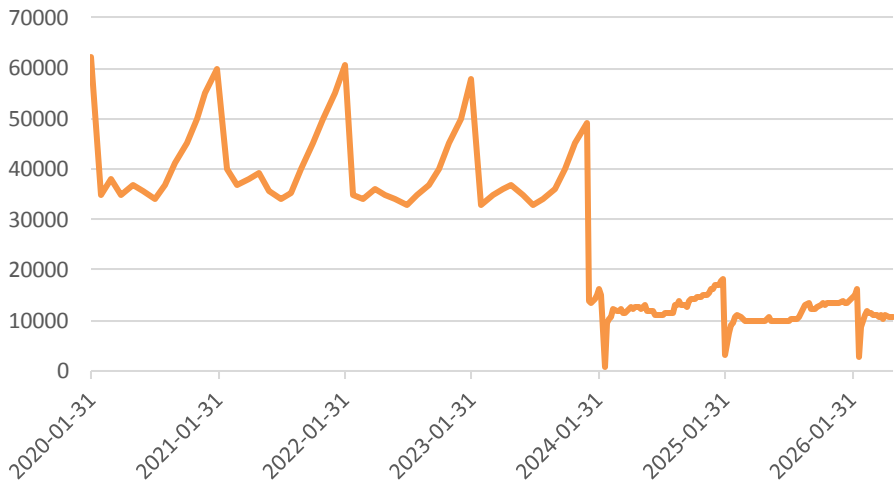


资料来源：钢联、wind，天风证券研究所

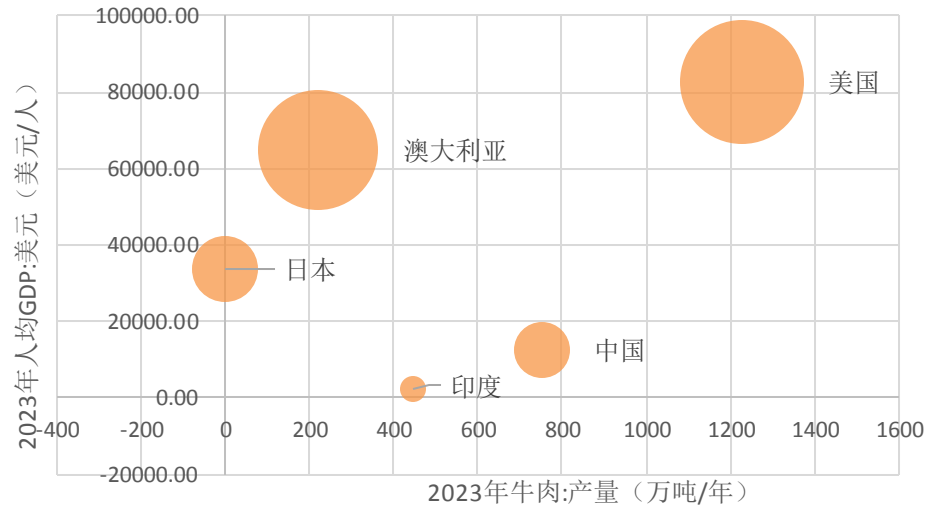
3.5、肉牛：节庆季节性消费旺季或带来短期催化，长期消费增长或仍有空间

- 短期来看，牛肉需求可能呈现季节性波动，有望推动价格进一步上行。根据钢联的肉牛屠宰数据，屠宰量存在一定的季节性特征，通常在每年7、8月之后逐步上升，并于年底或次年1月达到峰值。这主要源于四季度火锅、烧烤等餐饮消费的增加，以及家庭消费的同步回暖。尽管2024年以来社会整体需求偏弱，削弱了该趋势的波动幅度，但季节性规律依然存在，26H2节庆季节性消费旺季或带来短期催化。
- 长期来看，随着居民收入水平提高和健康意识增强，需求持续增长是每轮周期的共性。随着居民收入水平不断提高，带动居民追求更加健康的肉类消费结构。相较成熟市场，中国人均牛肉消费量处于低位，成长空间较大。人均牛肉消费量上，美澳等发达畜牧业+发达经济国家(20kg/年以上)>亚洲发达经济体（近7kg/年）>亚洲发展中经济体（5kg/年以下）。受制于经济处于发展阶段且农耕为主、畜牧基础相对薄弱，我国人均牛肉消费量远低于上述国家消费水平，成长空间较大。

图：肉牛的屠宰量呈现季节性波动（头）



图：牛肉人均消费量气泡图（千克/人）



4、行业观点：肉牛超级周期持续，奶牛周期反转在即

➤ 1.奶牛：供给去化尾声，需求结构升级，奶价反转在即！

- 1) 深度亏损叠加口蹄疫加速产能去化，供需平衡线渐进。①长期深度亏损叠加疫病冲击，产能加速出清：截至26年5月全国奶牛存栏579.4万头，环比减少4.8万头，同比-4.2%，较24年2月存栏高点累计去化超10%，反映口蹄疫封场积压的淘汰产能集中出清。②口蹄疫加速出清：行业已历经近两年半产能收缩，疫病冲击形成额外催化，单产缩水推高单位饲养成本，加速成本线以下的低效牛群淘汰；深度亏损及疫病冲击下中小牧场现金流持续紧张，或已无力大规模补栏。③奶价：主产区奶价企稳，散奶价格出现实质性修复。截至26年6月4日，主产区均价连续三周稳定在3.03元/公斤，价格企稳信号愈发明确。多地散奶成交价已持平甚至高于长期合同奶价，核心驱动力来自口蹄疫引发减产、病牛集中淘汰、奶源跨区流通受限，且夏季热应激同步压制奶牛单产，叠加深加工需求放量。④集中度提升：产能出清主要集中于社会中小牧场，25年TOP40养殖集团存栏逆势增至309万头（同比+1.03%），后续有望受益于奶价上行与份额扩张的双重提升。
- 2) 供需格局持续改善，深加工打开需求空间。①国产替代：进口大包粉价格处于高位，与国内原奶形成价格倒挂，两油一酪及功能性乳品的国产替代趋势明确。②结构升级：低温奶渗透率仅25%，对标发达国家90%以上水平，长期扩容空间广阔。
- 3) 行业观点：我们认为，产能去化成果逐步显现，主产区奶价企稳，散奶价格实质性修复。深度亏损下产能去化近两年半，已为奶价修复奠定坚实基础；且疫病形成额外催化，资金压力抑制中小牧场补栏，有望增厚本轮空间。叠加深加工持续扩容，供需紧平衡格局有望确立。相关标的：【优然牧业】、【中国圣牧】、【现代牧业】、【澳亚集团】、【天润乳业】等。

➤ 2.肉牛：超级周期持续，补栏意愿低迷，景气或超预期！

- 1) 国内肉牛产能出清彻底，补栏意愿依然低迷。当前养殖结构以育肥为主而非扩繁，散户在经历周期低谷后更倾向于快周转、低风险的育肥模式，叠加口蹄疫导致调运受限、养殖成本上升，对周期长、资金沉淀大的补栏仍持观望态度。且牛补栏周期约2年，PSY仅为1，无二育、换羽等扰动，产能恢复斜率平缓，景气上行有望持续至2028年乃至更久。
- 2) 进口收紧强化国内供给偏紧格局。26-28年商务部已对进口牛肉配额数量分别为268.8/274.2/279.7万吨，配额外加征55%关税，海外低价牛肉难以冲击国内现货。同时巴西、阿根廷等主产国主动收缩屠宰节奏，全球牛肉供给趋紧，进口货源价格优势削弱。
- 3) 行业观点：我们认为，在母牛产能深度去化、补栏意愿低迷及进口增量受限的多重作用下，国内肉牛供给已进入刚性收缩通道。鉴于肉牛极长的生产周期和散户主导的脆弱养殖结构，本轮价格超级周期的持续时间和高度或将超出预期。目前活牛价格离上轮周期高点仍有约32%的空间，国内肉牛大周期可期。相关标的：【中国圣牧】、【播恩集团】、【华统股份】、【紫燕食品】、【光明肉业】等。

5、风险提示

- **养殖疫病风险：**口蹄疫、牛结节性皮肤病、布鲁氏菌病等一旦爆发，不仅造成牛只高死亡率或强制扑杀（带来直接巨额损失），还会导致牧场长时间封锁隔离，生产完全中断。
- **价格波动风险：**牛价、奶价的波动都会对牧企的经营产生较大影响。
- **进出口政策变化风险：**由于奶供给和牛肉供给都存在国际市场，一旦进口政策发生改变，可能会对国内供给形成冲击。
- **市场系统性风险：**若股票市场整体出现较大波动，也会对农业板块投资产生影响。
- **下游消费恢复不及预期：**若未来国内整体餐饮消费疲软，牛肉需求量将受到影响。
- **相关标的不构成投资建议：**报告中提到的相关标的仅对相关公司的罗列，不构成投资建议。投资者在做出投资决策时，应基于独立的分析和判断，全面评估公司的基本面、行业前景及市场环境等因素。

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下