

回顾 2024 年的粕类市场，相较于去年的一波三折，大起大落，其波动幅度有所减小，价格重心亦略有下移。年初旧作巴西的大豆产量虽然较去年有所减少，但是在上市初期还是给到了市场不小的压力，下半年风调雨顺的北美产区也是带着美豆价格一路承压下行，整体偏弱震荡……

农产品组行业研究报告

价格估值低位，关注反弹机会

本期分析研究员



邓绍瑞

从业资格号：F3047125
投资咨询号：Z0015474



李馨

从业资格号：F03120775
投资咨询号：Z0019724

联系人



白旭宇

从业资格号：F03114139



薛钧元

从业资格号：F03114096



价格估值低位，关注反弹机会

研究院 农产品组

策略摘要

研究员

邓绍瑞

☎ 010-64405663

✉ dengshaorui@htfc.com

从业资格号：F3047125

投资咨询号：Z0015474

李馨

✉ lixin@htfc.com

从业资格号：F03120775

投资咨询号：Z0019724

联系人

白旭宇

☎ 010-64405663

✉ baixuyu@htfc.com

从业资格号：F03114139

薛钧元

☎ 010-64405663

✉ xuejunyuan@htfc.com

从业资格号：F03114096

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

粕类观点

整体来看，年初的上一季巴西大豆受到减产的影响导致现阶段出口能力减弱，给到了美豆更大的市场份额，目前良好的出口情况给到了美豆价格下方一定的支撑。从种植成本和亏损情况来看，本季的美豆前期的平均亏损情况也基本跌至历史低位，叠加目前美国农业部又超预期下调了新季美豆的产量，因此预计美豆价格下方空间相对有限，较难跌破前低。随着美豆产量的基本确定，市场也将重心转移至南美新季大豆的产量情况，虽然本年度巴西大豆在播种前期遭受到了干旱天气的影响导致播种进度偏慢，但是随着10月份后持续降水的到来，目前的巴西大豆播种进度已经摆脱了前期的影响并略快于历史同期。改善的天气和种植面积小幅增加的预期使得美国农业部和巴西国家商品供应公司都给出了超过1.6亿吨的历史最高单产预估，然而值得注意的是，当前 ENSO 事件在“拉尼娜”阈值附近徘徊，虽然尚无法正式判定进入“拉尼娜”状态，但其影响已经开始逐步显现，预计未来会对巴西南部及马托格罗索州维度带和阿根廷北部产生偏干影响，未来需要对于南美后期天气进行持续关注。除了基本面外，此次美国大选的结果可能也会对国际大豆及国内豆粕的价格走势造成较大的影响，回顾2018年特朗普在位时的情况，当时其发动的贸易战使得我国采取对美国大豆加征关税的方式进行反制，最终造成了美豆价格的下跌和国内豆粕价格的上涨。而本次特朗普上台后，也大概率会继续选择对我国提高进口关税的政策，而我国的反制手段也将再度引起大豆贸易流的变化。同时，我国减少的美豆进口将会从巴西方面弥补，因此巴西的大豆升贴水也有可能同步上涨。此外，中美之间的贸易摩擦还可能带来人民币汇率的贬值，从而抬升进口大豆的成本，因此未来贸易端的变化情况也是需要关注的重点。国内方面，在经历了前期连续多月千万吨级的到港之后，随着目前出口能力的下滑，库存也开始下降，并且当前养殖端仍有利润，随着天气转凉，生猪将步入季节性消费旺季，预计四季度的豆粕消费也仍有增长空间。因此在多重因素的影响下，预计未来豆粕价格或将偏强震荡运行。

■ 策略

偏强震荡

■ 风险

政策风险

玉米观点

整体来看，当前正处于国内新季玉米的上市初期，虽然本年度东北三省受到前期洪涝灾害的影响有一定程度的减产，但是本季玉米含水量较高，粮农难以长时间储存，因此部分粮农急于售卖，短期内大量玉米集中上市带来了较大的供应压力，新季玉米的持续增量上市，烘干玉米也同步增量进入市场，短期内较大的卖压仍会对玉米价格有着较为强烈的压制影响。但是从中长期来看，随着玉米集中上市期的过去，减产的影响应当会逐渐显现，据调研了解，虽然晚收玉米的单产情况略有回升，但是东北玉米整体产量仍可能减产 5%-10%左右。自临储托市收购政策取消之后，当季的国产玉米无法完全满足国内的全部需求，我国每年都会存在一定数量的刚性缺口，因此本年度的减产势必需要通过增加进口或使用其它替代谷物来进行弥补，本季玉米减产的影响可能也会在明年二三季度得以体现。当前盘面价格与东北地区 2150 元/吨左右的到港成本基本持平，价格跌至低位。但国家相关收储及其它补贴政策仍未发布，未来的政策端或将给到玉米底部价格一定的支撑。从需求端来看，在深加工行业利润持续推动和检修结束的影响下，目前加工企业开机率持续升高，饲料端需求也较为平稳，从数据上来看，本年度深加工企业和饲料企业的玉米需求同比均有所增长，随着未来建库需求的增强，也将给到玉米价格一定的支撑。除此之外，还需关注小麦、高粱、稻谷等替代谷物的价格，由于玉米在饲料中可替代性较强，因此除非极端事件影响，替代谷物的价格将会决定玉米价格的上涨空间。综合而言，现阶段受到新季玉米上市压力的影响，短期内玉米价格或将偏弱震荡运行。但是本年度减产的影响可能在明年得以发酵，叠加政策端可能带来的支撑，中长期玉米价格或仍有一定上涨可能。

■ 策略

区间震荡

■ 风险

无

目录

策略摘要.....	2
一、2024 年豆粕市场运行回顾.....	8
1.1 全球大豆增产，价格重心整体下行.....	8
二、美国大豆平衡表.....	10
2.1 美豆价格估值.....	10
2.2 美国大豆单产及产量.....	11
2.3 美国大豆出口及压榨需求.....	13
三、南美大豆平衡表.....	15
3.1 巴西大豆平衡表.....	15
3.2 阿根廷大豆平衡表.....	17
四、国内豆粕上下游.....	18
4.1 2024 年国内大豆进口情况.....	18
4.2 国内大豆库存.....	19
4.3 下游饲料消费情况.....	19
4.4 产业链上下游利润结构.....	21
五、粕类市场展望.....	22
六、2024 年玉米市场运行回顾.....	23
6.1 国内外丰产影响，玉米价格偏弱震荡.....	23
七、国际玉米供需.....	25
7.1 美国玉米平衡表.....	25
7.2 巴西玉米平衡表.....	26
八、国内玉米供需.....	27
8.1 国内新季玉米情况.....	27
8.2 国内进口玉米情况.....	28
8.3 国内玉米库存情况.....	29
8.3 国内玉米需求情况.....	29
九、玉米市场展望.....	31

图表

图 1：豆粕主力合约收盘价 单位：元/吨.....	8
-----------------------------	---

图 2：全国豆粕现货均价 单位：元/吨	8
图 3：豆粕主力合约基差 单位：元/吨	9
图 4：巴西大豆 CNF 到港价 单位：美元/吨.....	9
图 5：豆粕 5-9 月合约价差 单位：元/吨	9
图 6：豆粕 9-1 月合约价差 单位：元/吨.....	9
图 7：美国大豆种植成本 单位：美元/蒲式耳	10
图 8：美国玉米种植成本 单位：美元/蒲式耳	10
图 9：美豆年度平均价格收益 单位：美分/蒲式耳.....	11
图 10：美豆年度最低格收益 单位：美分/蒲式耳	11
图 11：美国 8 月降水距平.....	12
图 12：美国 9 月降水距平	12
图 13：美豆出口数量 单位：万吨	14
图 14：美国大豆月度压榨 单位：短吨.....	14
图 15：美国豆粕库存 单位：短吨	14
图 16：巴西过去 180 天降水及历史对比.....	15
图 17：巴西土壤墒情	15
图 18：巴西 12 月降水预测	16
图 19：巴西 12 月气温预测.....	16
图 20：NINO 3.4 指数.....	17
图 21：国内大豆月度进口 单位：吨.....	18
图 22：国内周度大豆压榨量 单位：万吨.....	18
图 23：主要油厂大豆库存 单位：万吨	19
图 24：主要油厂豆粕库存 单位：万吨	19
图 25：全国工业饲料产量 单位：万吨	20
图 26：豆粕用量占比 单位：%	20
图 27：玉米用量占比 单位：%	20
图 28：不同规模自繁自养利润 单位：元/头.....	21
图 29：外购仔猪育肥养殖利润 单位：元/头.....	21
图 30：产业链上下游利润结构 美豆种植利润、油厂压榨利润、生猪养殖利润（上至下对应）	22

图 31: 玉米主力期货合约 单位: 元/吨.....	24
图 32: 玉米现货均价 单位: 元/吨.....	24
图 33: 小麦现货价格 单位: 元/吨.....	24
图 34: 小麦与玉米价差 单位: 元/吨.....	24
图 35: 玉米主力基差 单位: 元/吨.....	25
图 36: 玉米售粮进度 单位: %	25
图 37: 东北玉米收粮进度 单位: %	27
图 38: 华北玉米售粮进度 单位: %	27
图 39: 国内玉米进口数量 单位: 万吨	28
图 40: 玉米进口成本 单位: 元/吨.....	29
图 41: 玉米进口利润 单位: 元/吨	29
图 42: 北方港口库存 单位: 万吨.....	29
图 43: 深加工企业库存 单位: 万吨.....	29
图 44: 淀粉加工企业玉米消费量 单位: 万吨	30
图 45: 乙醇加工企业玉米消费量 单位: 万吨	30
图 46: 淀粉加工企业利润 单位: 元/吨	30
图 47: 乙醇加工企业利润 单位: 元/吨	30
图 48: 全国工业饲料产量 单位: 万吨	31
图 49: 玉米用量占比 单位: %	31
表 1: USDA 种植面积数据预测 单位: 百万英亩	12
表 2: 美国大豆平衡表 单位: 百万蒲式耳.....	13
表 3: 9 约至次年 1 月 G3 对全球出口 单位: 万吨.....	13
表 4: 9 约至次年 1 月 G3 对中国出口 单位: 万吨.....	14
表 5: 巴西大豆平衡表 单位: 千吨.....	16
表 6: 阿根廷大豆平衡表 单位: 千吨	17
表 7: 美国玉米平衡表 单位: 万吨.....	26
表 8: 巴西玉米平衡表 单位: 万吨.....	26
表 9: 黑龙江玉米种植成本 单位: 元/吨.....	28

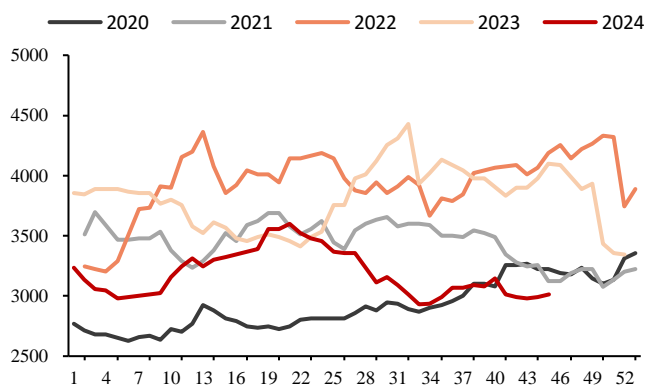
一、2024 年豆粕市场运行回顾

1.1 全球大豆增产，价格重心整体下行

回顾 2024 年的粕类市场，相较于去年的一波三折，大起大落，其波动幅度有所减小，价格重心亦略有下移。年初旧作巴西的大豆产量虽然较去年有所减少，但是在上市初期还是给到了市场不小的压力，下半年风调雨顺的北美产区也是带着美豆价格一路承压下行，整体偏弱震荡。

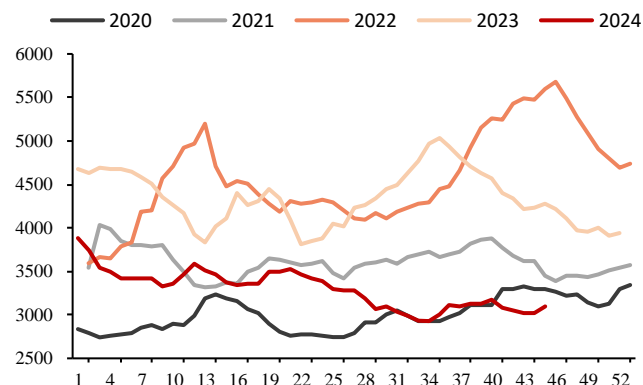
年初 1-2 月，巴西大豆准备上市，虽然部分地区的旧作大豆在生长阶段受到偏干天气的影响，整体产量有所下调，但超过 1.5 亿吨的产量在上市初期仍给市场带来了较大的卖货压力，CNF 升贴水也一路走弱，最低跌至接近 0 美分/蒲式耳。升贴水的回落也导致美豆价格承压下跌，从开年 1290 美分/蒲式耳的高点一路下跌至 2 月末的 1128 美分/蒲式耳。大连盘豆粕受到美豆的影响，价格也从 3294 元/吨一路下跌至 2928 元/吨的低点。

图 1：豆粕主力合约收盘价 | 单位：元/吨



数据来源：钢联、华泰期货研究院

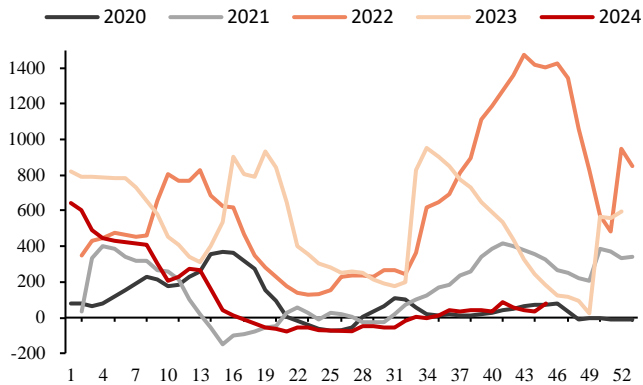
图 2：全国豆粕现货均价 | 单位：元/吨



数据来源：钢联、华泰期货研究院

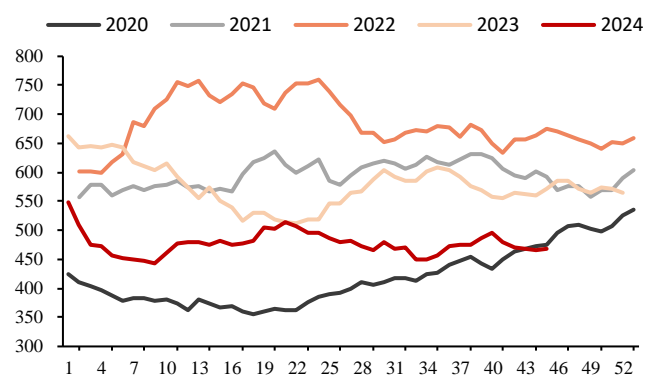
3-5 月份，随着巴西卖货压力的逐渐过去，CNF 升贴水也开始回升，带动美豆价格同步回暖。此外，南里奥格兰德州在收获尾声阶段又遭受了洪水的影响，导致本年度巴西旧作产量进一步下调，叠加生长期时干旱天气的影响，最终产量定格在 1.53 亿吨，较去年减产接近 1000 万吨。在升贴水的回暖和减产情绪的同步影响下，美豆价格开始回升，上涨至 1258 美分/蒲式耳的年内高点，升贴水也回升至 140 美分左右。国内价格也一路上涨至 5 月底 3659 元/吨。

图 3：豆粕主力合约基差 | 单位：元/吨



数据来源：钢联、华泰期货研究院

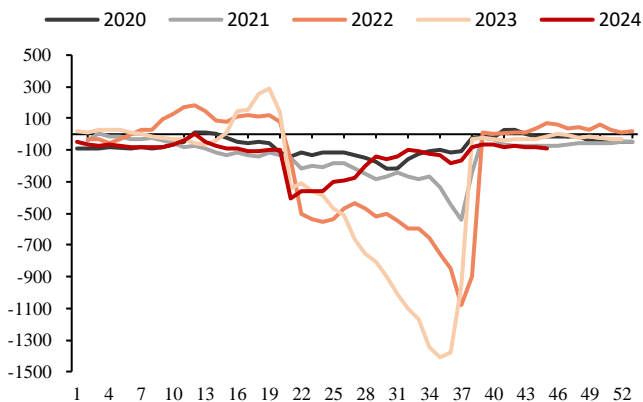
图 4：巴西大豆 CNF 到港价 | 单位：美元/吨



数据来源：ifind、华泰期货研究院

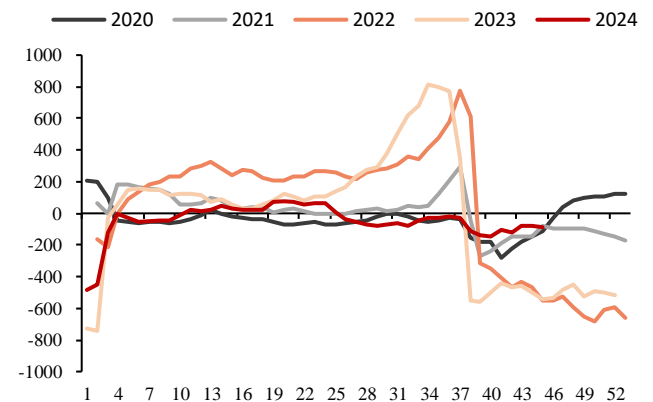
6-10 月份，随着南美产量尘埃落定，市场开始将重心转移至北美，6 月底，USDA 公布新季美豆种植面积为 8610 万英亩，虽然该数据相较于 3 月份的 8650 万英亩有所下调，但是同比去年仍是增加了 250 万英亩，随着新季种植面积增长的确证，美豆价格也开始同步走弱。进入到关键生长期后，7-8 月的美国主产区天气可谓是风调雨顺，USDA 给到的单产预期也是屡创新高，在面积和单产双增带来的供应压力下，美豆价格持续走弱，跌至 8 月中旬的 955 美分/蒲式耳，除了受到美豆的影响，国内也是迎来了连续三个月千万吨级的到港，油厂加速累库至历史最高水平，在较大的供应压力影响下，国内豆粕也同步回落至 2862 元/吨。进入 9 月份，随着北美产量的尘埃落定，市场也将关注重心转移至南美的新季种植情况。由于九月中下旬巴西产区天气较为干旱导致播种进度偏慢，跌至低位的美豆价格开始回升，但是随着十月份巴西地区降水条件的转好，美豆价格协同国内豆粕价格再度偏弱运行。

图 5：豆粕 5-9 月合约价差 | 单位：元/吨



数据来源：钢联、华泰期货研究院

图 6：豆粕 9-1 月合约价差 | 单位：元/吨



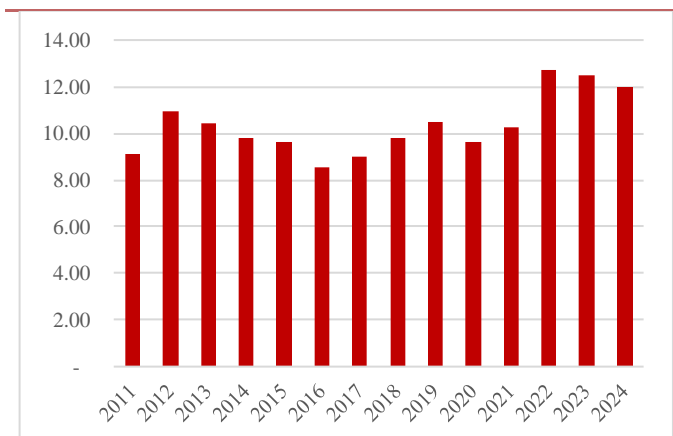
数据来源：钢联、华泰期货研究院

二、美国大豆平衡表

2.1 美豆价格估值

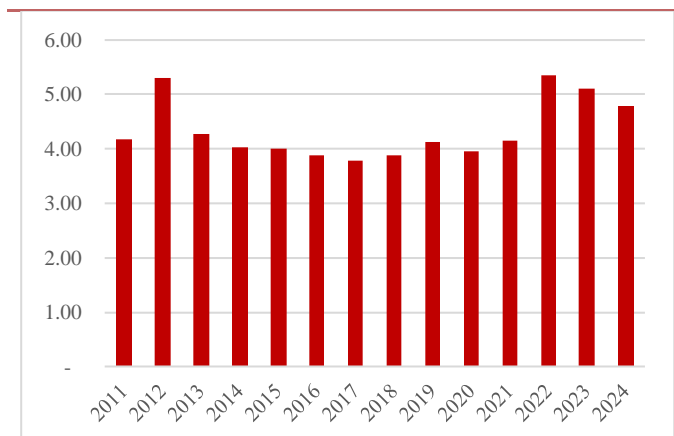
从 USDA 发布的本年度种植成本来看，新季美豆种植成本在 1200 美分/蒲式耳、玉米种植成本为 480 美分/蒲式耳。如果不考虑人工成本，则新季美豆种植成本为 1144 美分/蒲式耳，玉米种植成本为 460 美分/蒲式耳。通过历史数据可以看出，本年度的种植成本属于略微高于历史平均的水平。从价格上来看，由于本年度面积的增加和良好天气带来的高单产，从 7 月份开始丰产预期就持续给到美豆价格压力，在强烈的丰产压力下，美豆的种植成本已经很难作为本年度价格的支撑，在跌破了成本价后，美豆价格便一直在成本线下运行。

图 7：美国大豆种植成本 | 单位：美元/蒲式耳



数据来源：USDA、华泰期货研究院

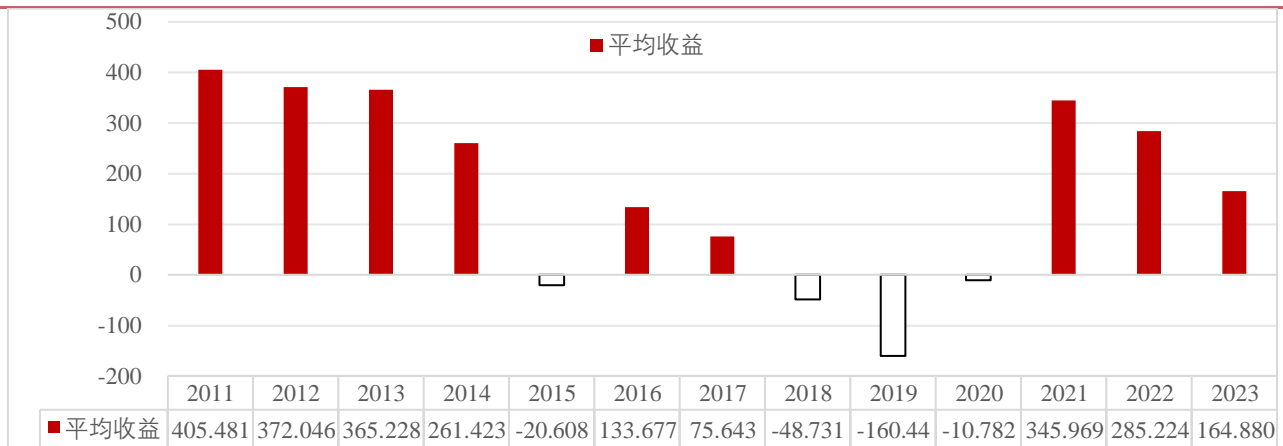
图 8：美国玉米种植成本 | 单位：美元/蒲式耳



数据来源：USDA、华泰期货研究院

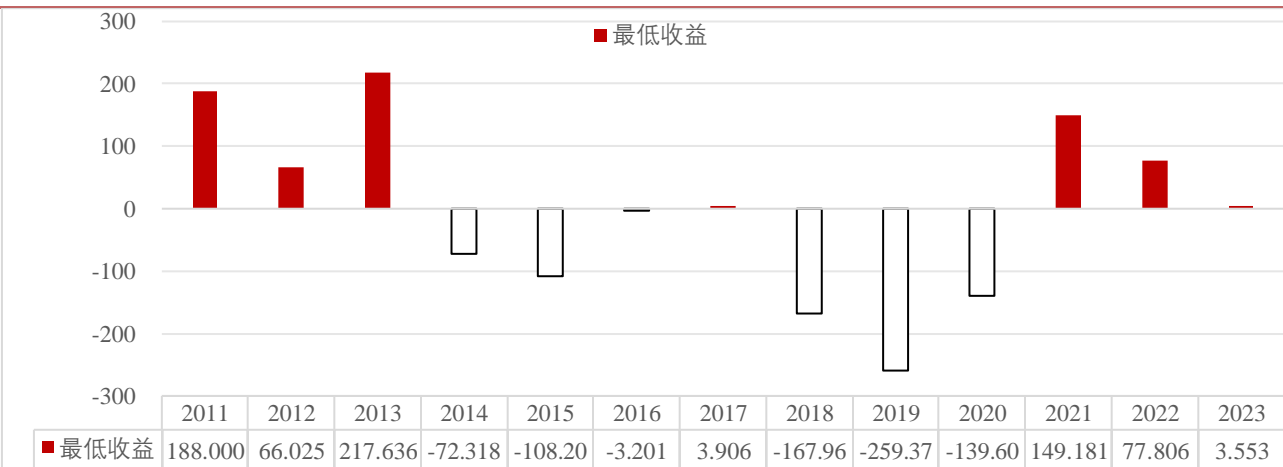
从历史数据上来看，近 15 年来，美豆种植亏损最为严重的为 2019 年的 260 美分/蒲式耳，该年度平均亏损为 160 美分/蒲式耳。而本年度 CBOT 美豆价格低点为 955 美分/蒲式耳，最大亏损在 250 美分/蒲式耳左右，已经接近历史最低，因此美豆或难有较大下跌空间。另一方面，虽然本年度大豆和玉米均处于亏损状态，但是从二者的比价关系来看，大豆的亏损程度较为严重，如果这种比价关系延续至明年，则或将有部分大豆种植面积再度转向玉米。

图 9：美豆年度平均价格收益 | 单位：美分/蒲式耳



数据来源：USDA、华泰期货研究院

图 10：美豆年度最低格收益 | 单位：美分/蒲式耳



数据来源：USDA、华泰期货研究院

2.2 美国大豆单产及产量

由于上一季美国大豆种植面积的减少和在生长阶段受到的干旱天气带来的减产影响，带动去年的美豆价格偏强运行，在相对较高的利润支撑下，也使得本年度美国的部分玉米种植面积转向了大豆。3月 USDA 给出的今年第一份面积种植报告开始，便预测本年度的美豆种植面积为 8650 万英亩，较去年增加了 290 万英亩。基本上增加的面积均来自于玉米的转换，据 USDA 3月报告数据显示，预计本年度玉米种植面积为 9000 万英亩，较去年减少 460 万英亩。随后 USDA 在 6 月发布了实测面积报告，其结果与预测情况基本相同，最终本年度大豆种植面积为 8610 万英亩，相比 3 月报告调减 40 万英亩，同比去年增加 250 万英亩；美国玉米面积 9150 万英亩，相比 3 月报告调增 150 万英亩，同比去年减少 310 万英亩。在较大的种植面积压力下，美

豆价格开始偏弱运行。

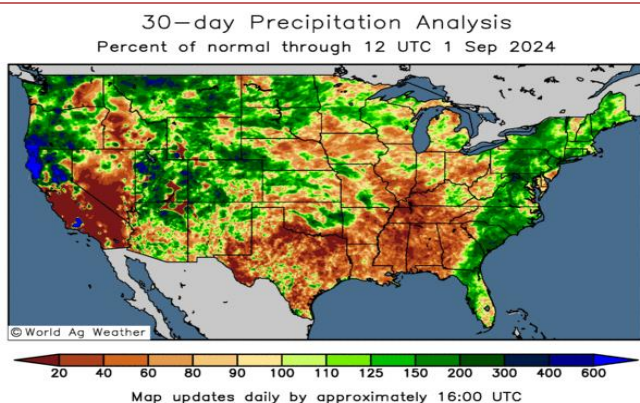
表 1: USDA 种植面积数据预测 | 单位: 百万英亩

农作物	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024*	%Δ
玉米	88.9	89.7	90.7	93.3	88.6	94.6	91.5	-3.1
大豆	89.2	76.1	83.4	87.2	87.5	83.6	86.1	+2.5
小计	178.1	165.8	174.1	180.5	176.1	178.2	177.6	-0.6
小麦	47.8	45.5	44.5	46.7	45.7	49.6	47.2	-2.4
棉花	14.1	13.7	12.1	11.2	13.8	10.2	11.7	+1.5
小计	61.9	59.2	56.6	57.9	59.5	59.8	58.9	-0.9
合计	240.0	225.0	230.7	238.4	235.6	238.0	236.5	-1.5

数据来源: USDA 华泰期货研究院

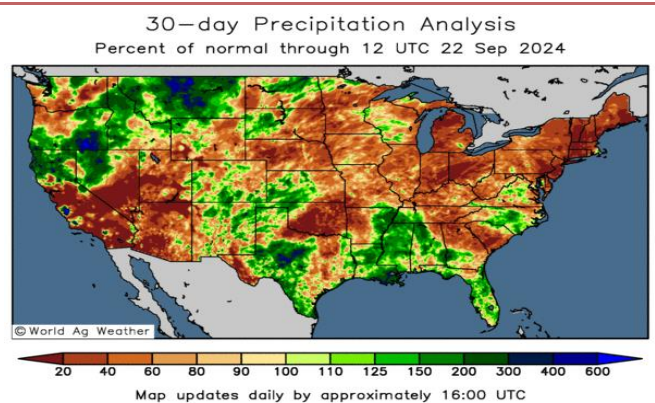
随后新季美豆也迎来了关键生长期,相较于去年的干旱天气,本年度的美豆条件可谓是风调雨顺,自6月开始至8月上旬美豆的中西部主产区降水一直较为丰沛。充足的降雨使得 USDA 不断上调新季美豆的单产,并一度给到了 53.2 蒲式耳/英亩的历史最高水平,面积的增长和单产的提高给出了强烈的丰产预期,在缺乏天气炒作基础的情况下,美豆价格一路走低,并跌至 955 美分/蒲式耳的年内低点。在经历了长时间的丰沛降水后,进入到 8 月下旬的美国中部和东部产区迎来了一段时间的干旱天气,但是时值种植阶段尾声,因此市场并未对此产生较大反应,美国农业部也一直未对新季美豆产量做出较大调整,直至 11 月报告超预期下调美豆单产至 51.7 蒲式耳/英亩,才反映出种植尾声的干旱影响,给到了美豆价格一定的上涨动力。

图 11: 美国 8 月降水距平



数据来源: 世界农业天气、华泰期货研究院

图 12: 美国 9 月降水距平



数据来源: 世界农业天气、华泰期货研究院

表 2：美国大豆平衡表 | 单位：百万蒲式耳

美国大豆	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25
期初库存	539	257	274	264	342
单产	51.1	51.8	49.6	50.6	51.7
播种面积	83,084	87,195	87,455	83,505	87,100
收获率	99.4%	98.9%	98.5%	98.6%	99.0%
收获面积	82,567	86,255	86,136	82,320	86,235
产量	4,216	4,465	4,270	4,165	4,461
进口	20	16	25	25	15
总供给	4,775	4,737	4,569	4,454	4,818
出口	2,266	2,152	1,992	1,700	1,825
国内消费	2,252	2,311	2,313	2,404	2,523
压榨	2,141	2,204	2,212	2,290	2,410
食用	0	0	0	0	0
饲残	111	107	101	114	113
总需求	4,518	4,463	4,305	4,104	4,348
期末库存	257	274	264	350	470
S/D	5.7%	6.1%	6.1%	8.5%	10.8%

数据来源：USDA 华泰期货研究院

2.3 美国大豆出口及压榨需求

由于 2023/24 年度巴西旧作大豆减产近 1000 万吨，导致在明年新作上市之前，南美大豆出口供应能力明显下降，从而使得美豆出口需求得到支撑。虽然美国农业部在 11 月报告中下调了新季美豆的产量，但是得益于面积的增加和前期较好的天气，整体美豆仍符合增产预期，可以满足出口需求。从数据上来看，今年 9 月至明年 1 月的巴西大豆出口能力明显下滑，约为 1700 万吨左右，同比减少 680 万吨；同期可对中国出口量约为 1200 万吨，同比减少 780 万吨。在满足整体需求的情况下，留给美国的大豆出口空间约为 3500 万吨大豆，同比增加 380 万吨；其中对中国出口约 2200 万吨，同比增加 330 万吨。

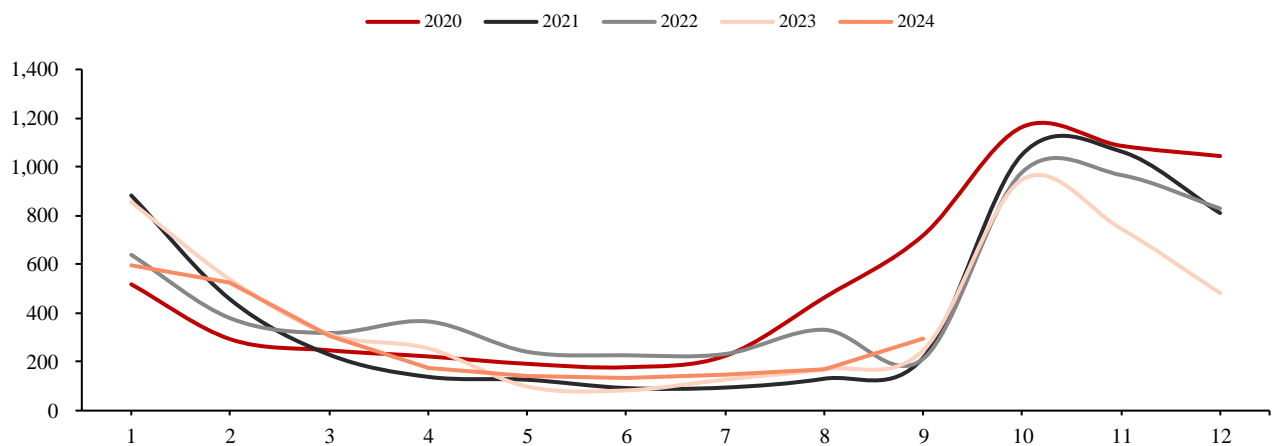
表 3：9 约至次年 1 月 G3 对全球出口 | 单位：万吨

年份	G3 对全球	美国	巴西	阿根廷
20/21	5770	4900	840	30
21/22	5490	3780	1590	120
22/23	5590	3840	1330	420
23/24	5500	3020	2380	100
24/25	5300	3500	1700	100

表 4：9 约至次年 1 月 G3 对中国出口 | 单位：万吨

年份	G3 对全球	美国	巴西	阿根廷
20/21	3980	3300	660	20
21/22	3600	2300	1230	70
22/23	3900	2550	950	400
23/24	3940	1870	1980	90
24/25	3450	2200	1200	50

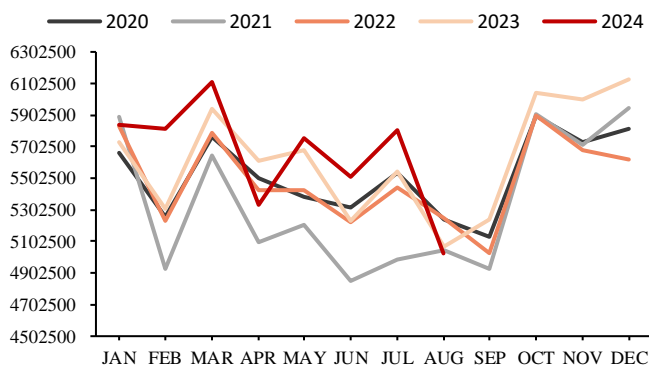
图 13：美豆出口数量 | 单位：万吨



数据来源：USDA、华泰期货研究院

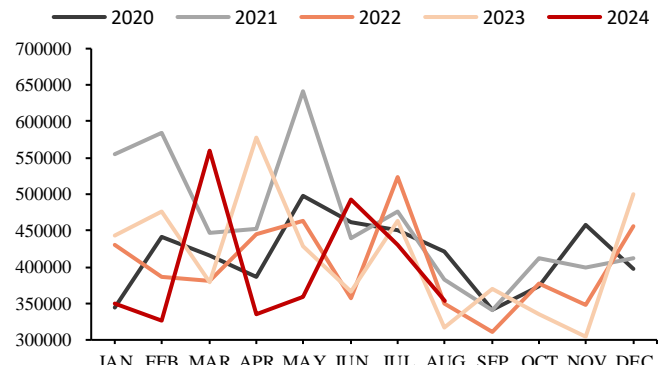
另一方面，从平衡表中可以看出近年来美国大豆的压榨需求正在逐年上升，这部分主要来自于生物柴油政策的迭代使得美国对于豆油工业压榨需求的不断增加。而压榨量的提升意味着美国将会被动生产更多的豆粕，且只能通过出口来进行消耗，这部分豆粕将会与南美共同抢夺国际市场。

图 14：美国大豆月度压榨 | 单位：短吨



数据来源：USDA、华泰期货研究院

图 15：美国豆粕库存 | 单位：短吨



数据来源：USDA、华泰期货研究院

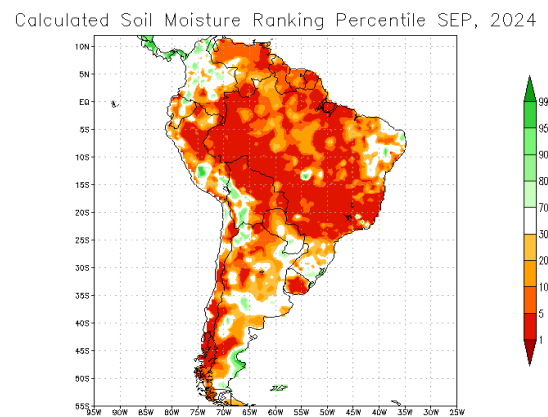
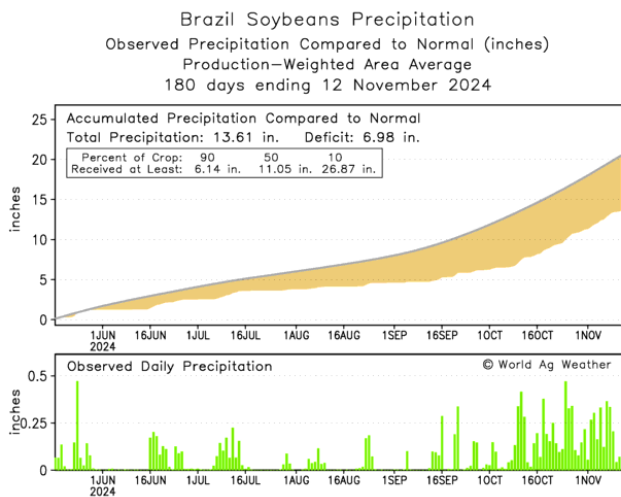
三、南美大豆平衡表

3.1 巴西大豆平衡表

上一季巴西大豆在天气和降水的影响下导致最终产量较去年下滑明显，而今年的新季大豆在种植之初又受到了干旱天气的影响，从九月中旬开始直至十月上旬巴西大豆产区降水量持续偏少，土壤墒情情况较为堪忧，同时也使得今年巴西大豆的播种遭遇了不利开局。

图 16：巴西过去 180 天降水及历史对比

图 17：巴西土壤墒情



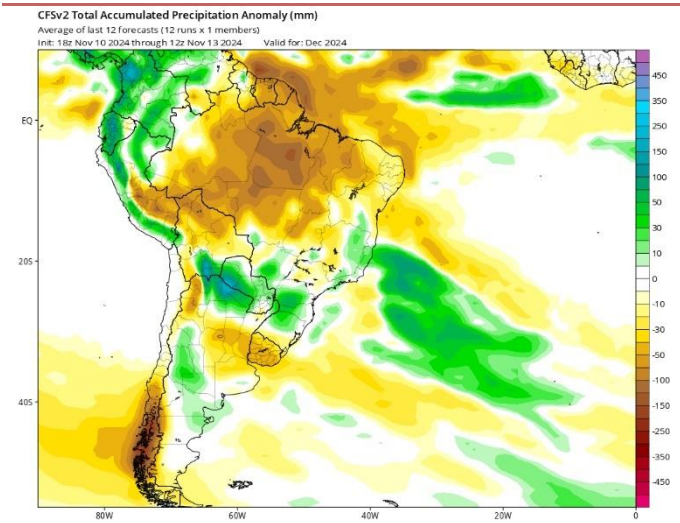
数据来源：GFS、华泰期货研究院

数据来源：NOAA、华泰期货研究院

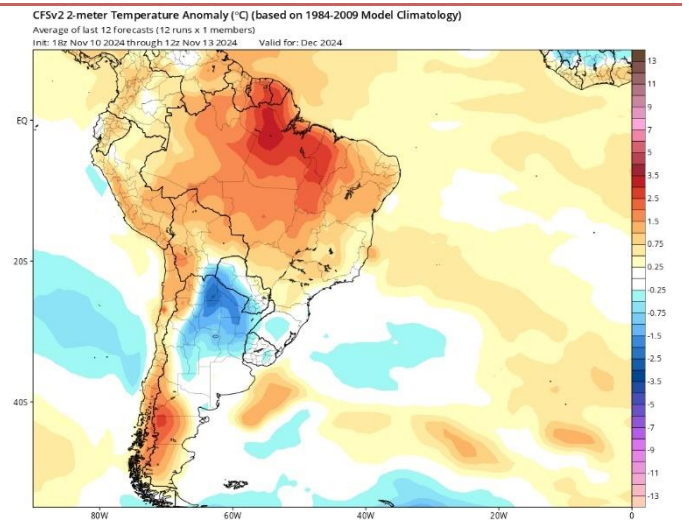
进入到 10 月中旬开始，巴西产区终于迎来降水，摆脱了干旱的影响，丰沛的降水使得巴西新季大豆的播种进度逐渐加快，截至 11 月 10 日，2024/25 年度巴西大豆播种进度为 66.1%，一周前为 53.3%，去年同期 57.3%；头号生产州马托格罗索播种进度为 90.3%，一周前 79.5%，去年同期 88.1%；帕拉纳州播种进度为 85%，一周前为 74%，去年同期 73%；南马托格罗索州为 85%，一周前为 79%，去年同期 80%。因此 CONAB 也是对于新季巴西大豆给出了丰产预期，预计新季大豆产量 1.66 亿吨，同比增加 12.7%。此外，美国农业部也同步给到了新季巴西大豆丰产预期，11 月供需报告中预测巴西新季大豆单产为 3.57 吨/公顷，产量 1.69 亿吨，同比增幅 10.5%。

图 18: 巴西 12 月降水预测

图 19: 巴西 12 月气温预测



数据来源: 国家统计局、华泰期货研究院



数据来源: 国家统计局、华泰期货研究院

表 5: 巴西大豆平衡表 | 单位: 千吨

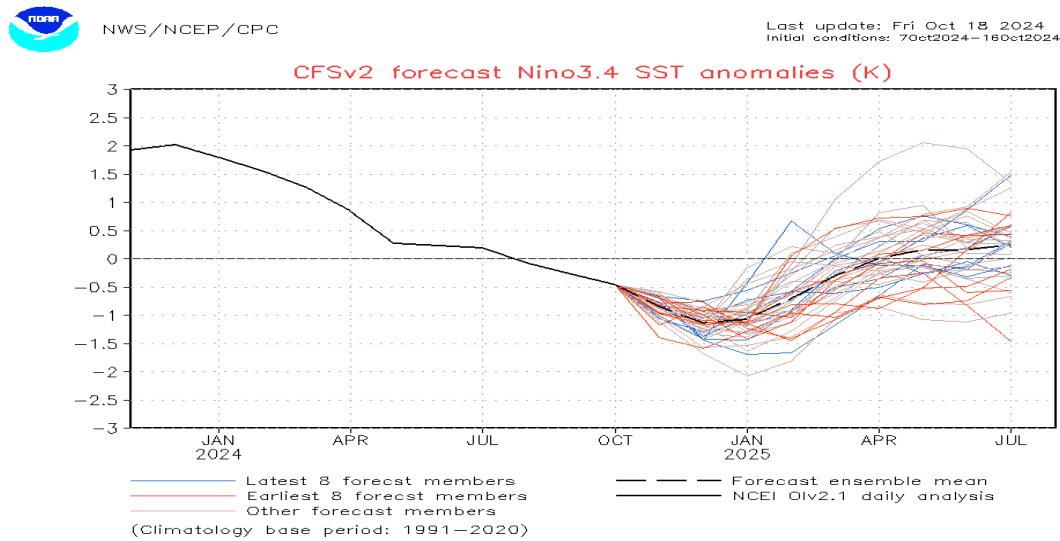
美国大豆	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25
期初库存	20,429	29,419	27,378	36,819	27,962
单产	3.53	3.14	3.63	3.34	3.57
收获面积	39,500	41,600	44,600	45,800	47,300
产量	139,500	130,500	162,000	153,000	169,000
进口	1,015	539	154	867	150
总供给	160,944	160,458	189,532	190,686	197,112
出口	81,650	79,063	95,504	104,174	105,000
国内消费	49,875	54,017	57,209	58,550	58,100
压榨	46,675	50,767	53,409	54,700	54,000
食用	0	0	0	0	0
饲残	3,200	3,250	3,800	3,850	4,100
总需求	131,525	133,080	152,713	162,724	163,100
期末库存	29,419	27,378	36,819	27,962	34,012
S/D	22.4%	20.6%	24.1%	17.2%	20.9%

数据来源: USDA 华泰期货研究院

虽然巴西降水自 9 月以来有所恢复,但降水总量依然低于历史同期。从后期天气驱动来看,虽然 NINO 3.4 区域底层海水温度已持续大幅偏低,但表层海水受全球升温影响整体基数较高,导致 ENSO 事件在“拉尼娜”阈值附近徘徊,无法正式判定进入“拉尼娜”状态,但“拉尼娜”影响已经开始逐步显现,预计未来会对巴西南部及马托格罗索州维度带和阿根廷北部产生偏干影响。回顾 2023 年,三峰“拉尼娜”就曾导致巴西南部 and 阿根廷北部因为

干旱出现减产，未来需要对于南美后期天气进行持续关注。

图 20: NINO 3.4 指数



数据来源：NOAA、华泰期货研究院

3.2 阿根廷大豆平衡表

在经历了 22/23 年度因干旱天气造成的大规模减产之后，阿根廷已经迎来了连续两年的恢复性增产。从美国农业部 11 月给出的预测数据来看，新季阿根廷大豆单产为 3.02 吨/公顷，预计产量 5100 万吨。作为全球最大的豆粕出口国，产量的连年增加带来了压榨量的明显增加，预计新季阿根廷大豆压榨量 4000 万吨。前文中提到过当前由于美国生物柴油需求的增加导致豆粕出口量的被动提升，而当前阿根廷的豆粕出口量也在同步增长，因此预计未来国际市场的豆粕出口竞争和供应压力也将逐步增大。

表 6: 阿根廷大豆平衡表 | 单位: 千吨

美国大豆	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25
期初库存	26,529	24,838	23,691	16,997	24,447
单产	2.81	2.76	1.74	2.95	3.02
收获面积	16,470	15,900	14,400	16,300	16,900
产量	46,200	43,900	25,000	48,100	51,000
进口	4,816	3,839	9,059	7,400	6,000
总供给	77,545	72,577	57,750	72,497	81,447
出口	5,195	2,861	4,185	5,100	4,500
国内消费	47,512	46,025	36,568	42,950	47,600

压榨	40,162	38,825	30,318	35,700	40,000
食用	0	0	0	0	0
饲残	7,350	7,200	6,250	7,250	7,600
总需求	52,707	48,886	40,753	48,050	52,100
期末库存	24,838	23,691	16,997	24,447	29,347
S/D	47.1%	48.5%	41.7%	50.9%	56.3%

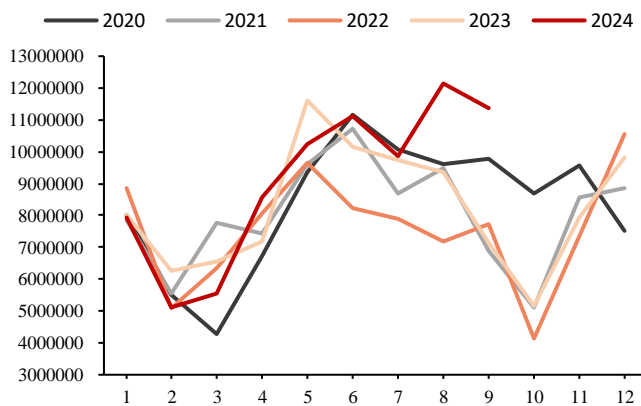
数据来源: USDA 华泰期货研究院

四、国内豆粕上下游

4.1 2024 年国内大豆进口情况

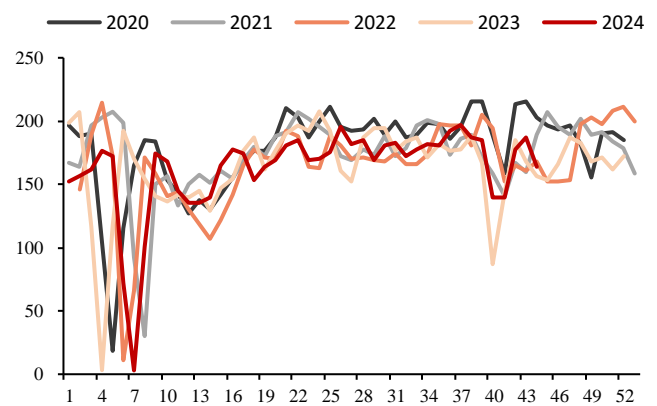
受到本年度南北美产量双高的影响,国际大豆供应格局明显宽松,国内的大豆进口数量也创下历史新高。截至 9 月,2024 年度中国累计进口大豆为 8185 万吨,去年同期为 7606 万吨,同比增幅 7.6%。宽松的供应环境和创历史的进口数量使得今年的国内的豆粕价格偏低,给到了油厂较为丰厚的盘面榨利,因此油厂的买船较为集中,今年的 5-9 月份,我国也迎来了连续 5 个月的千万吨级别到港,截至 11 月 13 日,美湾大豆现货进口利润约为 180 元/吨,盘面进口利润 90 元/吨。此外,由于前几年油粕高价给油厂带来的丰厚利润,近年来国内有新增压榨产能投放,叠加今年的历史级别到港,给国内豆粕价格带来了较大压力。

图 21: 国内大豆月度进口 | 单位: 吨



数据来源: 钢联数据、华泰期货研究院

图 22: 国内周度大豆压榨量 | 单位: 万吨

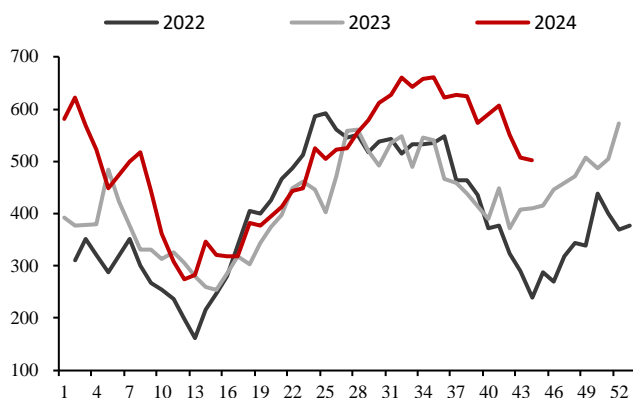


数据来源: 钢联数据、华泰期货研究院

4.2 国内大豆库存

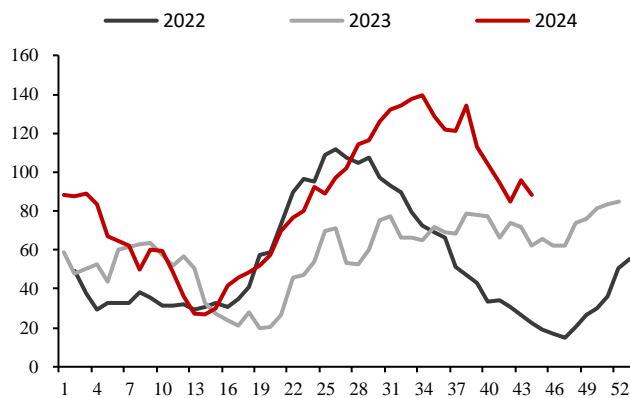
由于前期的连续大量到港，国内油厂开机率始终居高不下，下半年的国内大豆及豆粕库存也始终处于历史高位。宽松的供应始终压制国内豆粕价格偏弱运行，但是随着巴西后期出口能力的下降，进入 10 月后国内下游油厂大豆及豆粕库存下降明显，预计未来一段时间内将逐步回归正常水平。

图 23：主要油厂大豆库存 | 单位：万吨



数据来源：钢联数据、华泰期货研究院

图 24：主要油厂豆粕库存 | 单位：万吨

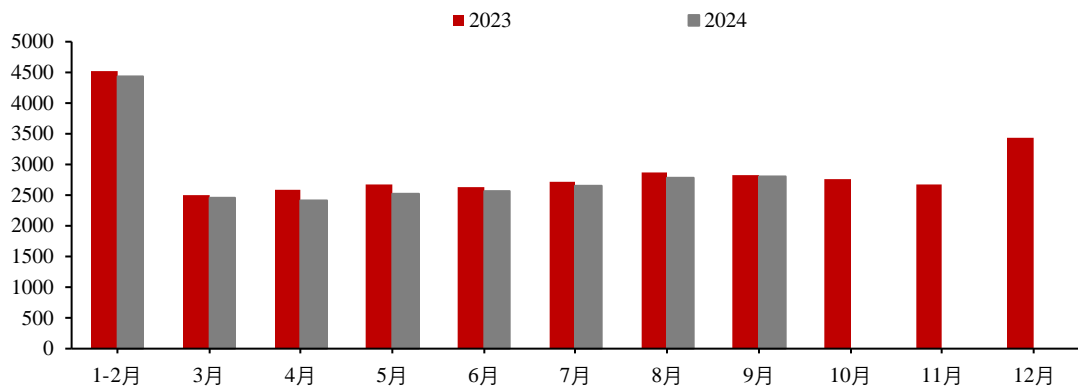


数据来源：钢联数据、华泰期货研究院

4.3 下游饲料消费情况

饲料消费上来看，由于 2023 年生猪行业处于产能端过剩的局面之中，自从去年 6 月开始，在行业利润亏损的影响下，产能端开始缓慢去化，并延续至今年 4 月，能繁母猪的存栏量也从去年 4390 万头的高点下降至今年 4 月的最低点 3986 万头，去化幅度达到了 9.2%。虽然目前能繁母猪存栏量正在缓慢回升，但是在生猪整体产能和产量均有下滑的情况下，饲料的消费也随之同步下降，截至目前饲料工业协会给出的数据，今年前 9 个月工业饲料产量总计 22787 万吨，同比减少 2.05%。

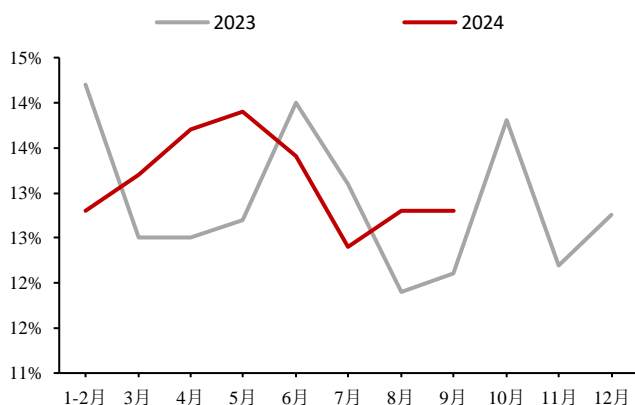
图 25：全国工业饲料产量 | 单位：万吨



数据来源：饲料工业协会、华泰期货研究院

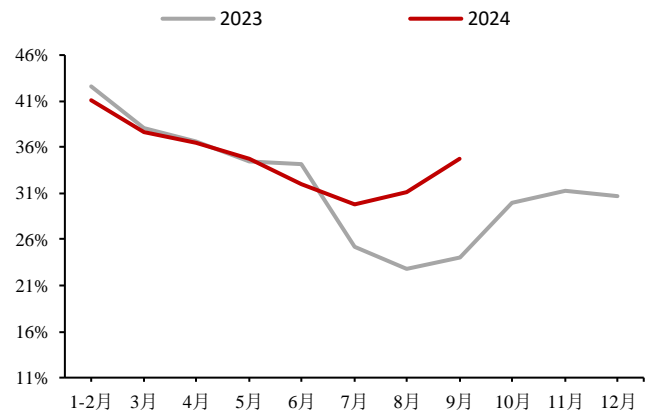
随着生猪产量端的回升，饲料的消费同样也有所回升。结合生猪养殖利润和豆粕、玉米饲料添加比的变化来看，由于下半年猪价的上涨带动养殖端利润的回升，本年度的豆粕和玉米添加比例相较去年也有所提升，尤其是豆粕方面，添加比例也随之增加明显，由12.8%一路提高至13.9%，增幅达8.6%，高点对比去年同期提升 1.2 个百分点，增幅 9.4%，截至今年 9 月，当前豆粕添加比例为 12.8%，同比增加 0.7 个百分点。

图 26：豆粕用量占比 | 单位：%



数据来源：工业饲料协会、华泰期货研究院

图 27：玉米用量占比 | 单位：%

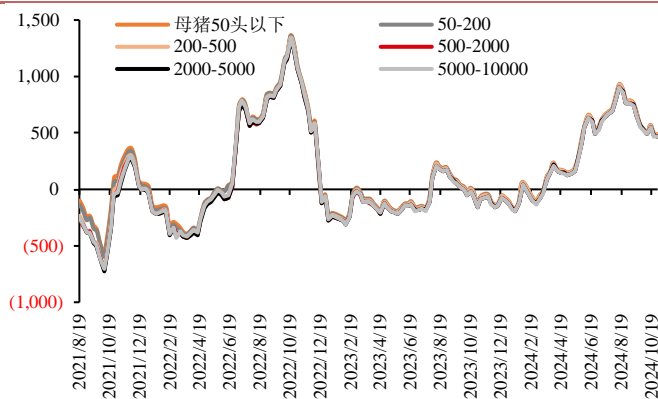


数据来源：工业饲料协会、华泰期货研究院

随着生猪产能端的回升和价格上涨后给出的养殖利润，养殖户们纷纷选择

调整添加比例以谋求更好的养殖效果。考虑到本年度饲料价格偏低导致养殖成本下降（14-14.5元左右）。按照钢联数据给出的豆粕表观消费测算，三季度豆粕消费需求同比增长7.17%，较上半年的同比下滑0.14%回升明显，当前养殖端仍有利润，随着天气转凉，生猪将步入季节性消费旺季，预计四季度的豆粕消费仍有增长空间。

图 28：不同规模自繁自养利润 | 单位：元/头



数据来源：涌益咨询、华泰期货研究院

图 29：外购仔猪育肥养殖利润 | 单位：元/头

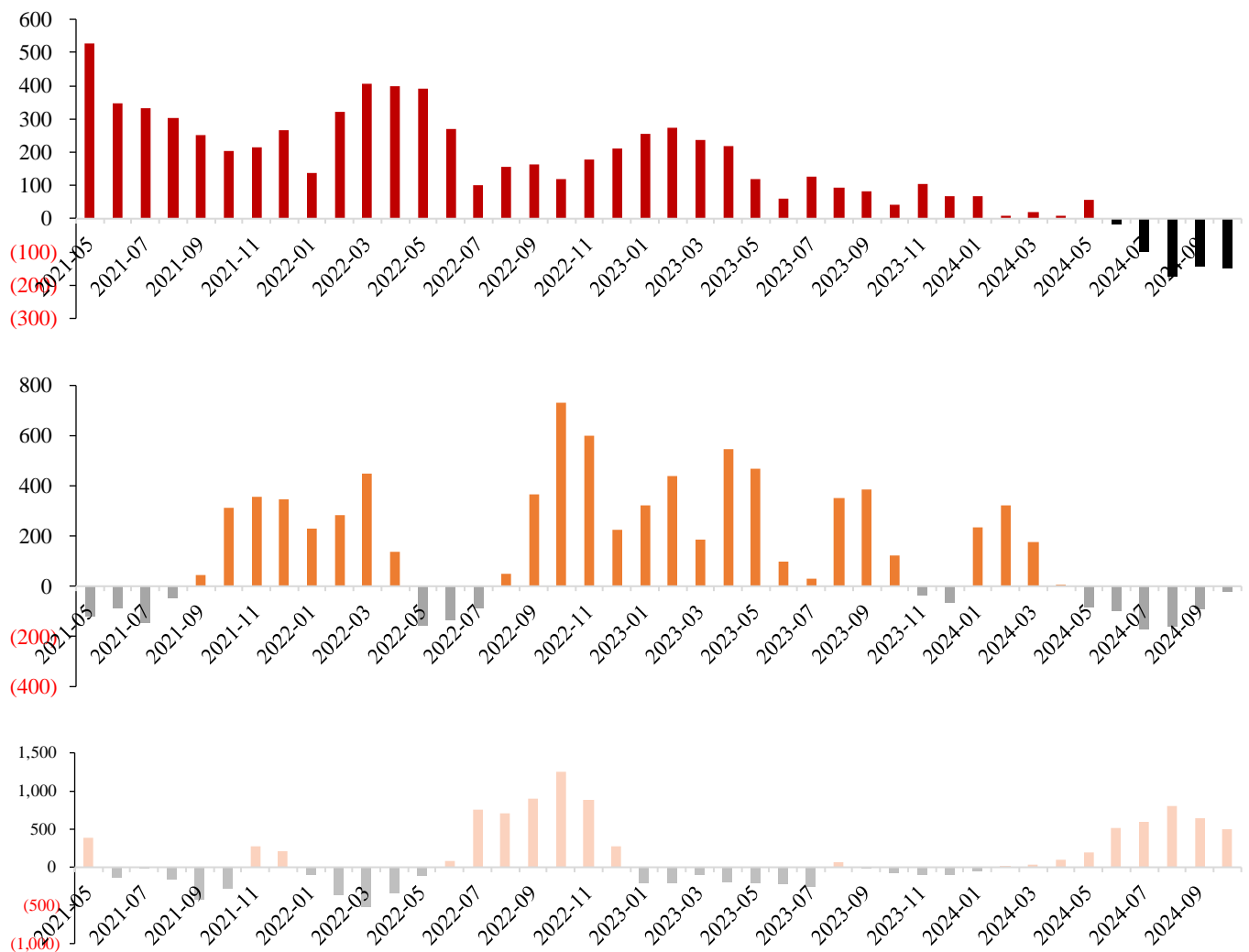


数据来源：涌益咨询、华泰期货研究院

4.4 产业链上下游利润结构

从数据上来看，由于前些年大豆主产国接连遭遇天气因素及种植面积等多方面因素的影响，导致大豆价格偏高，给到了种植者不错的利润，而油厂方面由于产品端豆油和豆粕的高价，即使进口成本偏高，也能得到较好的榨利，而下游的养殖端由于产能过剩和高昂的饲料成本一直处于亏损状态。而今年由于生猪产能端的去化和南北美的丰产，整体饲料养殖产业链的利润结构完全翻转，转为养殖端盈利，油厂和种植者亏损。但从8月中旬以来，随着国内猪价下跌，下游养殖端利润开始恶化，同时产业链利润向中游压榨和上游种植转移，伴随豆粕现货基差的走强和美豆价格的短期反弹。

图 30：产业链上下游利润结构 | 美豆种植利润、油厂压榨利润、生猪养殖利润（上至下对应）



数据来源：USDA、华泰期货研究院

五、粕类市场展望

整体来看，年初的上一季巴西大豆受到减产的影响导致现阶段出口能力减弱，给到了美豆更大的市场份额，目前良好的出口情况给到了美豆价格下方一定的支撑。从种植成本和亏损情况来看，本季的美豆前期的平均亏损情况也基本跌至历史低位，叠加目前美国农业部又超预期下调了新季美豆的产量，因此预计美豆价格下方空间相对有限，较难跌破前低。随着美豆产量的基本确定，市场也将重心转移至南美新季大豆的产量情况，虽然本年度巴西大豆在播种前期遭受到了干旱天气的影响导致播种进度偏慢，但是随着 10 月份后持续降水的到来，目前的巴西大豆播种进度已经摆脱了前期的影响并略快于历史同期。改善的天气和种植面积小幅增加的预期使得美国农业部和巴西国家商品供应公司都给出了超过 1.6 亿吨的历史最高单产预估，然而值得注意的是，当前 ENSO 事件在“拉尼娜”阈值附近徘徊，虽然尚无法正式判定

进入“拉尼娜”状态，但其影响已经开始逐步显现，预计未来会对巴西南部及马托格罗索州维度带和阿根廷北部产生偏干影响，未来需要对于南美后期天气进行持续关注。除了基本面外，此次美国大选的结果可能也会对国际大豆及国内豆粕的价格走势造成较大的影响，回顾 2018 年特朗普在位时的情况，当时其发动的贸易战使得我国采取对美国大豆加征关税的方式进行反制，最终造成了美豆价格的下跌和国内豆粕价格的上涨。而本次特朗普上台后，也大概率会继续选择对我国提高进口关税的政策，而我国的反制手段也将再度引起大豆贸易流的变化。同时，我国减少的美豆进口将会从巴西方面弥补，因此巴西的大豆升贴水也有可能同步上涨。此外，中美之间的贸易摩擦还可能带来人民币汇率的贬值，从而抬升进口大豆的成本，因此未来贸易端的变化情况也是需要关注的重点。国内方面，在经历了前期连续多月千万吨级的到港之后，随着目前出口能力的下滑，库存也开始下降，并且当前养殖端仍有利润，随着天气转凉，生猪将步入季节性消费旺季，预计四季度的豆粕消费也仍有增长空间。因此在多重因素的影响下，预计未来豆粕价格或将偏强震荡运行。

六、2024 年玉米市场运行回顾

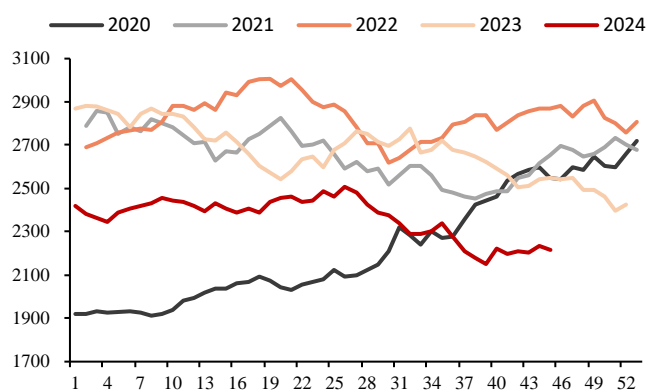
6.1 国内外丰产影响，玉米价格偏弱震荡

玉米作为季产年销的典型作物，其价格的季节性特征十分明显，本年度的玉米市场行情也基本可以分为两个阶段。前期随着旧作玉米上市时间的向后推移，玉米价格区间震荡运行。后期伴随新季小麦和玉米的先后上市，供应端的压力开始带动整体价格偏弱震荡。

上半年 1-6 月份，玉米价格整体处于区间震荡的格局之中。细分来看，1 月受到整体农产品板块偏弱和国内玉米收粮进度偏慢的影响，玉米价格同步偏弱震荡，从年初的 2449 元/吨下行至 2317 元/吨，跌幅 5.4%。随后 2 月份在春节提振和政策端的双重影响下，玉米短暂回升至 2479 元/吨的高位。5-6 月，先是受到了国际市场的影响，俄罗斯方面本年度小麦的减产带动国际谷物价格上行，抬高了国内进口替代谷物的价格，也给到了玉米一定的支撑。时间进入到 5 月份后，国内旧作玉米进入销售尾声，东北地区基层粮源

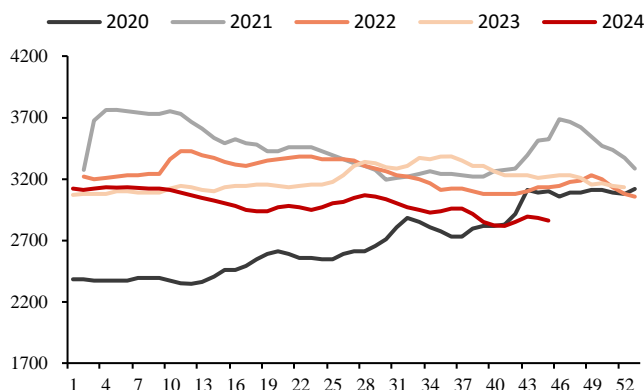
见底，粮权转移至贸易商手中，带动玉米价格开始上涨。随后进入到关键生长期的玉米又遭受到了极端天气的影响，东北产区遭受了洪涝灾害，华北产区则是略显干旱，天气端的不利影响引发了市场对新季玉米产量的担忧，在市场情绪的带动下，价格重心随之上涨至 2520 元/吨的年内高点。虽然上半年的玉米价格涨跌互现，但是整体仍在下方玉米到港成本和上方替代谷物价格的区间内震荡运行。

图 31：玉米主力期货合约 | 单位：元/吨



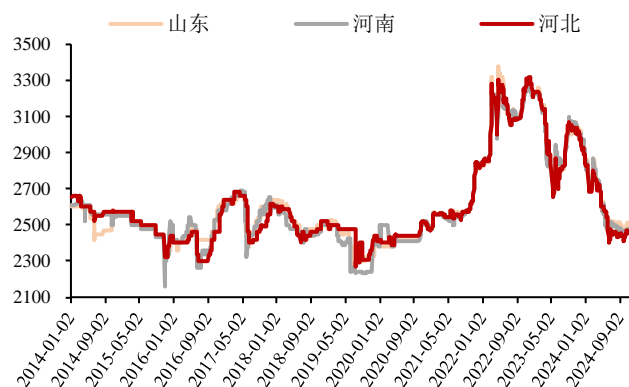
数据来源：钢联数据、华泰期货研究院

图 32：玉米现货均价 | 单位：元/吨



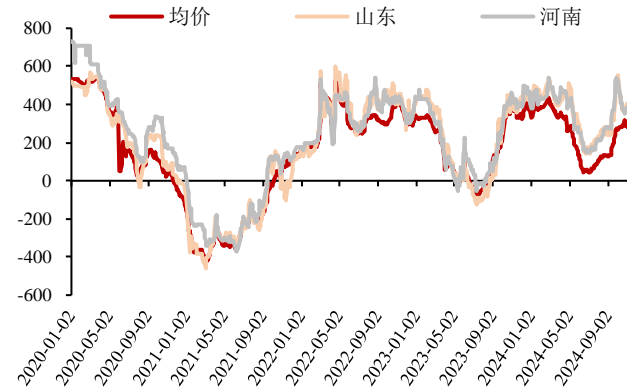
数据来源：钢联数据、华泰期货研究院

图 33：小麦现货价格 | 单位：元/吨



数据来源：钢联数据、华泰期货研究院

图 34：小麦与玉米价差 | 单位：元/吨

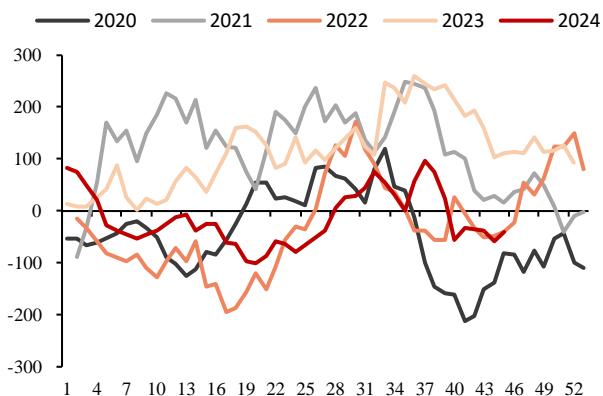


数据来源：钢联数据、华泰期货研究院

下半年 7 月份至今，玉米价格开始偏弱震荡，一方面本年度美国产区天气情况良好，在高单产的影响下，本年度大豆玉米均实现了丰产。在整体供应格局宽松的影响下，国内外农产品价格均偏弱运行。8-9 月份，由于今年整

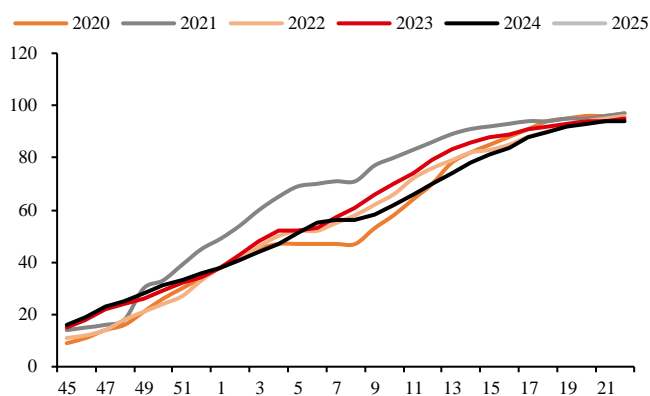
体粮价偏低，因此饲料企业及贸易商均对后期价格持谨慎态度，叠加替代谷物的大量到港，市场对于玉米的需求减弱，带动玉米价格持续下行，并一路跌至 2105 元/吨的年内低点，本年度最大跌幅达 15.2%。进入 10 月份后，新季玉米开始收获，虽然在天气端的影响下本年度东北玉米产区有所减产，但是在较大的上市压力下，贸易商收粮较为谨慎，玉米价格依旧在 2200 元/吨的低位附近维持震荡运行。

图 35：玉米主力基差 | 单位：元/吨



数据来源：钢联数据、华泰期货研究院

图 36：玉米售粮进度 | 单位：%



数据来源：钢联数据、华泰期货研究院

七、国际玉米供需

7.1 美国玉米平衡表

由于上一季美豆的种植利润相对高于玉米，使得本年度美国的部分玉米种植面积转向了大豆。据 USDA 3 月报告数据显示，预计本年度玉米种植面积为 9000 万英亩，较去年减少 460 万英亩。随后 USDA 在 6 月发布了实测面积报告，最终美国玉米种植面积 9150 万英亩，相比 3 月报告调增 150 万英亩，同比去年减少 310 万英亩。

当前本季美国玉米基本定产，据美国农业部 11 月供需报告显示。预计 2024/25 年度玉米产量 151.43 亿蒲式耳，低于此前预测的 152.03 亿蒲式耳，仍为美国历史较高产量，仅次于 2023/24 年度的 153.41 亿蒲式耳；预计美国玉米单产 183.1 蒲式耳/英亩，低于前期预测的 183.8 蒲式耳/英亩，预计美国玉米收获面积 8270 万英亩，与前期预测相同。本次报告调低了新季美国玉米单产和产量预期，但由于本年度美国大豆玉米产区天气情况较好，

在高单产的加持下，整体产量依旧偏高，美国玉米仍处于累库状态。

表 7：美国玉米平衡表 | 单位：万吨

美国大豆	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25
期初库存	5,091	3,136	3,498	3,455	4,472
单产	10.76	11.09	10.89	11.13	11.49
收获面积	33,252	34,394	31,851	35,008	33,472
产量	35,782	38,147	34,674	38,967	38,464
进口	62	62	98	72	64
总供给	40,935	41,344	38,270	42,494	43,000
出口	6,978	6,280	4,222	5,823	5,906
国内消费	30,822	31,567	30,593	32,200	32,171
总需求	40,935	41,344	38,270	42,494	43,000
期末库存	3,136	3,498	3,455	4,472	4,923
S/D	10.17%	11.08%	11.29%	13.89%	15.30%

数据来源：USDA 华泰期货研究院

7.2 巴西玉米平衡表

从美国农业部 11 月报告给出的数据来看，新季巴西玉米种植面积预计有所增加，叠加当前丰沛降水带来的不错单产预期，新季巴西玉米产量或将进一步提升。本次报告预期巴西 2024/25 年度玉米单产 5.7 吨/公顷，同比增加 0.03 吨/公顷；收获面积预期 2230 万公顷，同比增加 80 万公顷；玉米总产量预期 1.27 亿吨，同比增加 500 万吨；期末库存预期 284 万吨，同比减少 300 万吨。巴西国家商品供应公司也表示，截至 11 月 10 日，2024/25 年度首季玉米播种完成 48.7%，一周前 42.1%；预计新季巴西玉米总产量达 1.1974 亿吨，同比增长 3.5%。其中首季玉米产量预计为 2272 万吨，同比减少 1.1%；二季玉米产量预计为 9463 万吨，同比增长 4.8%。与新季大豆相同，后期巴西玉米也可能受到“拉尼娜”带来的干旱影响从而使得最终产量下降，需要持续关注巴西天气情况。

表 8：巴西玉米平衡表 | 单位：万吨

美国大豆	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25
期初库存	633	465	397	1,004	584
单产	4	5.32	6.12	5.67	5.70
收获面积	19,90	21,80	22,40	21,50	22,30
产量	8,700	11,600	13,700	12,200	12,700

进口	285	260	133	130	150
总供给	9,618	12,325	14,230	13,334	13,434
出口	2,102	4,828	5,426	4,400	4,800
国内消费	7,050	7,100	7,800	8,350	8,350
总需求	9,618	12,325	14,230	13,334	13,434
期末库存	465	397	1,004	584	284
S/D	6.60%	5.59%	12.87%	7.00%	3.40%

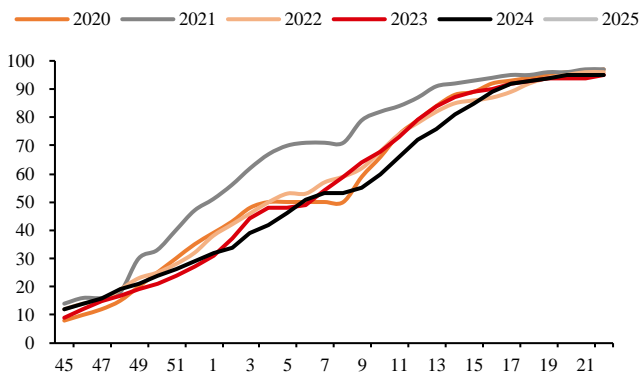
数据来源：USDA 华泰期货研究院

八、国内玉米供需

8.1 国内新季玉米情况

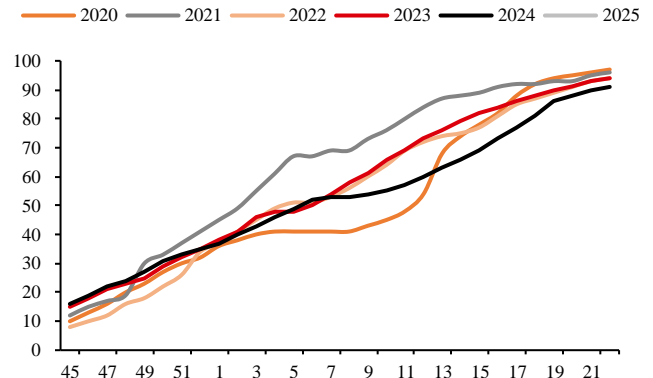
当前国内新季玉米已经收获完成，根据调研了解，由于本年度前期东北产区受到了洪涝灾害的影响，东北三省整体产量较去年有所下滑，整体减幅约在 5%-10% 左右。当前国内玉米正值上市初期，根据钢联数据，截至 11 月 8 日当周，全国玉米销售进度约为 19%，其中东北产区销售进度约为 15%，华北产区约为 19%。

图 37：东北玉米收粮进度 | 单位：%



数据来源：钢联数据、华泰期货研究院

图 38：华北玉米售粮进度 | 单位：%



数据来源：钢联数据、华泰期货研究院

8.2 国内新季玉米种植成本

通过本年度走访调研得知，黑龙江部分地区玉米到港成本约为 2150 元/吨。其中农资成本合计约 348 元/亩，含地租总成本合计 1098 元/亩。假设本年度单产为 1250 斤/亩，则生产成本约为 0.88 元/斤（1760 元/吨），叠加烘干成本 130 元和到港运费 280 元，最终到港成本约为 2150 元/吨。

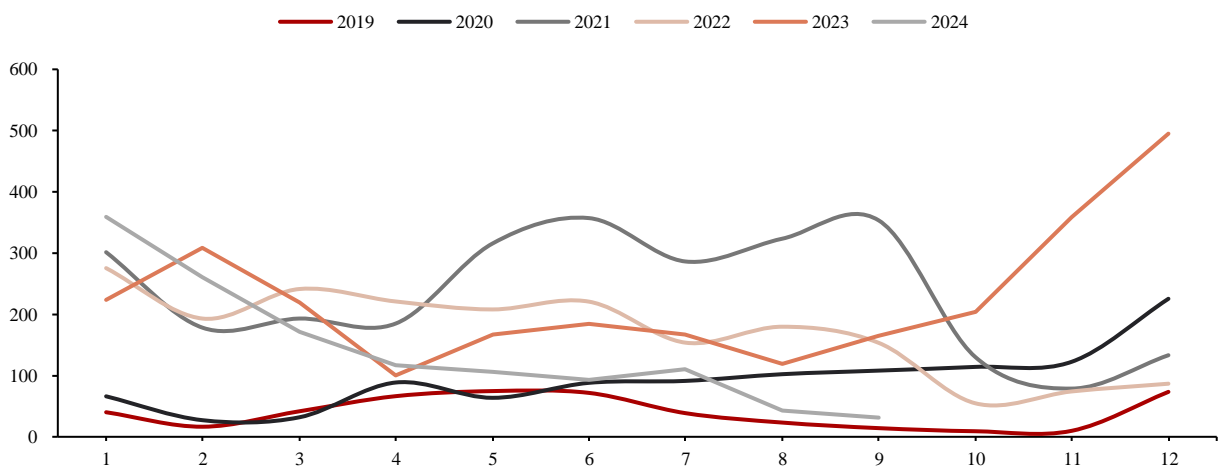
表 9：黑龙江玉米种植成本 | 单位：元/吨

项目	2024/2025
地租	750
种子	44
化肥	158
农药	23
机械	123
农资成本合计	348
总成本合计	1098
单产	1250
生产成本（元 / 斤）	0.88
生产成本（元 / 吨）	1760
脱粒烘干	130
折干成本	1890
补贴	20
集港运费	280
集港成本	2150

8.3 国内进口玉米情况

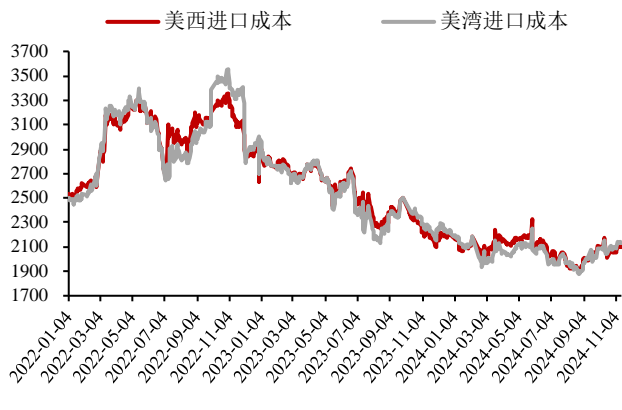
据海关数据显示，2024 年 9 月国内玉米进口量 31.3 万吨，较去年同期减少 133.3 万吨，同比下降 80.98%；较 2024 年 8 月份减少 11.5 万吨，环比下降 26.92%。2024 年 1-9 月累计进口玉米 1288.5 万吨，同比下降 22.1%。当前美西进口成本 2090 元/吨，进口利润 161 元/吨；美湾进口成本 2132 元/吨，进口利润 128 元/吨。

图 39：国内玉米进口数量 | 单位：万吨



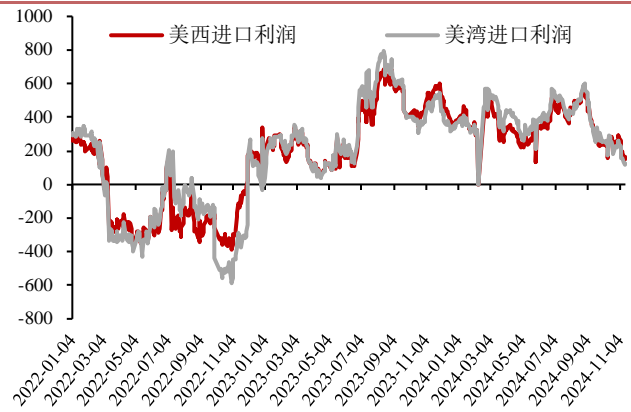
数据来源：海关总署、华泰期货研究院

图 40: 玉米进口成本 | 单位: 元/吨



数据来源: 钢联数据、华泰期货研究院

图 41: 玉米进口利润 | 单位: 元/吨

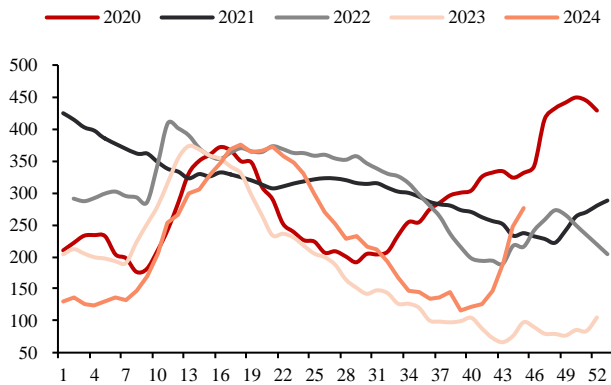


数据来源: 钢联数据、华泰期货研究院

8.4 国内玉米库存情况

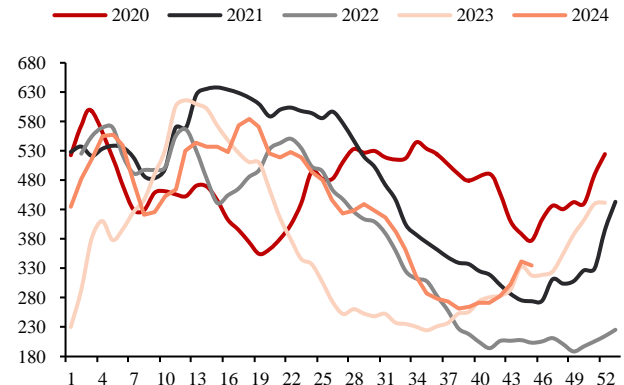
据钢联数据统计,截至 11 月初北方四港库存在 276.3 万吨左右,环比增加 12.1%,同比增加 183.1%;南方饲用谷物库存约为 168.6 万吨,环比增加 3.4%,同比减少 23.6%;深加工企业玉米库存总量 334.6 万吨,环比下降 1.9%,同比增加 5.2%。

图 42: 北方港口库存 | 单位: 万吨



数据来源: 钢联数据、华泰期货研究院

图 43: 深加工企业库存 | 单位: 万吨



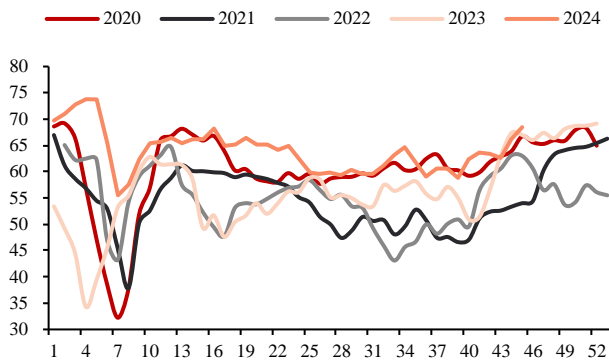
数据来源: 钢联数据、华泰期货研究院

8.5 国内玉米需求情况

据钢联数据统计,10 月份玉米淀粉行业开工率 65.65%,环比升高 8.37%,同比升高 10.82%。2024 年 1 月起至 11 月 8 日当周,淀粉加工企业玉米消费量约为 2878.5 万吨,同比增加 16.93%;酒精加工企业玉米消费量约为 1717.9 万吨,同比增加 10.61%;氨基酸加工企业玉米消费量约为

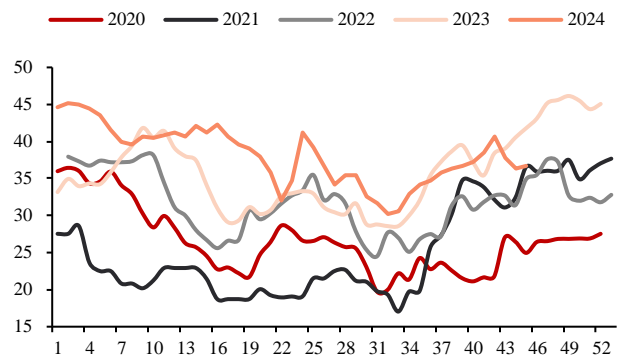
920.4 万吨，同比增加 14.72%。本年度整体加工需求情况良好，截至 11 月 8 日，玉米淀粉加工企业利润为 146.3 元/吨、玉米乙醇加工企业利润-292 元/吨。

图 44：淀粉加工企业玉米消费量 | 单位：万吨



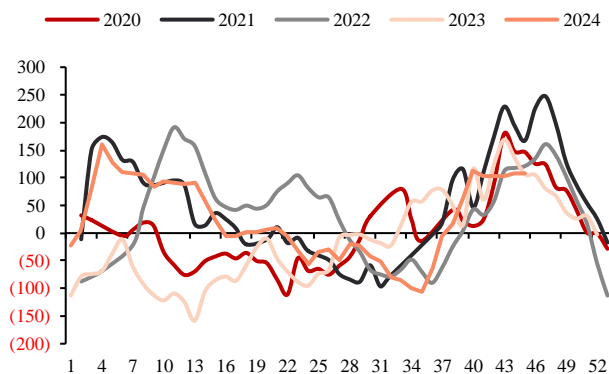
数据来源：钢联数据、华泰期货研究院

图 45：乙醇加工企业玉米消费量 | 单位：万吨



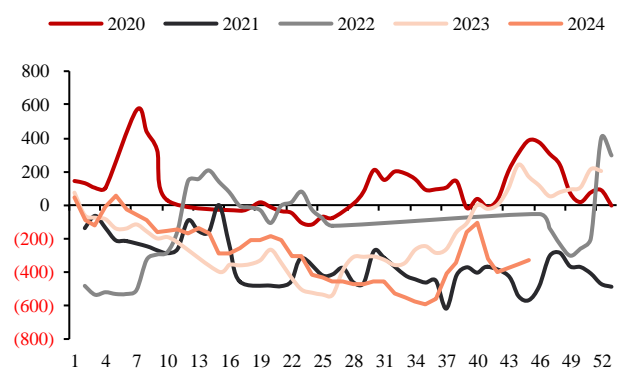
数据来源：钢联数据、华泰期货研究院

图 46：淀粉加工企业利润 | 单位：元/吨



数据来源：钢联数据、华泰期货研究院

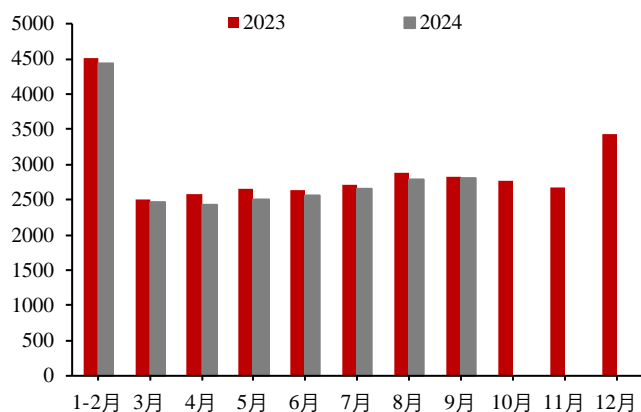
图 47：乙醇加工企业利润 | 单位：元/吨



数据来源：钢联数据、华泰期货研究院

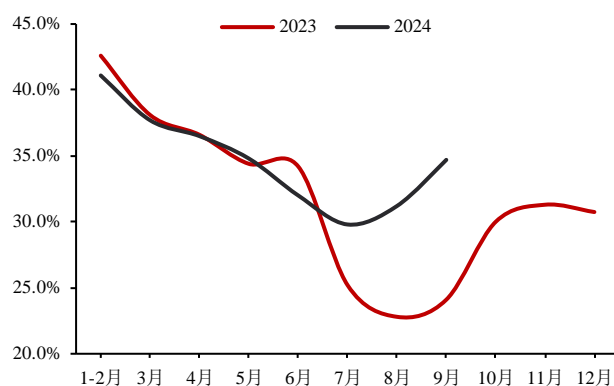
截至目前饲料工业协会给出的数据，今年前 9 个月工业饲料产量总计 22787 万吨，同比减少 2.05%。其中玉米饲料用量 7964 万吨，同比增加 305 万吨，增幅 3.98%。

图 48：全国工业饲料产量 | 单位：万吨



数据来源：饲料工业协会、华泰期货研究院

图 49：玉米用量占比 | 单位：%



数据来源：饲料工业协会、华泰期货研究院

九、玉米市场展望

整体来看，当前正处于国内新季玉米的上市初期，虽然本年度东北三省受到前期洪涝灾害的影响有一定程度的减产，但是本季玉米含水量较高，粮农难以长时间储存，因此部分粮农急于售卖，短期内大量玉米集中上市带来了较大的供应压力，新季玉米的持续增量上市，烘干玉米也同步增量进入市场，短期内较大的卖压仍会对玉米价格有着较为强烈的压制影响。但是从中长期来看，随着玉米集中上市期的过去，减产的影响应当会逐渐显现，据调研了解，虽然晚收玉米的单产情况略有回升，但是东北玉米整体产量仍可能减产5%-10%左右。自临储托市收购政策取消之后，当季的国产玉米无法完全满足国内的全部需求，我国每年都会存在一定数量的刚性缺口，因此本年度的减产势必需要通过增加进口或使用其它替代谷物来进行弥补，本季玉米减产的影响可能也会在明年二三季度得以体现。当前盘面价格与东北地区2150元/吨左右的到港成本基本持平，价格跌至低位。但国家相关收储及其它补贴政策仍未发布，未来的政策端或将给到玉米底部价格一定的支撑。从需求端来看，在深加工行业利润持续推动和检修结束的影响下，目前加工企业开机率持续升高，饲料端需求也较为平稳，从数据上来看，本年度深加工企业和饲料企业的玉米需求同比均有所增长，随着未来建库需求的增强，也将给到玉米价格一定的支撑。除此之外，还需关注小麦、高粱、稻谷等替代谷物的价格，由于玉米在饲料中可替代性较强，因此除非极端事件影响，替代谷物的价格将会决定玉米价格的上涨空间。综合而言，现阶段受到新季玉米上市压力的影响，短期内玉米价格或将偏弱震荡运行。但是本年度减产的影响可能在明

年得以发酵，叠加政策端可能带来的支撑，中长期玉米价格或仍有一定上涨可能。

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com



客服热线：400-628-0888

官方网址：www.htfc.com

公司总部：广州市南沙区横沥镇明珠三街 1 号 10 层 1001-1004、1011-1016 房