

原奶行业投资框架

2025年国内原奶景气有望反转上行

行业研究 · 深度报告

投资评级：优于大市（维持评级）

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
010-88005306
jianghaihang@guosen.com.cn
S0980524070003

◆总览：行业概述

原奶由奶牛直接产出，是乳制品产业核心原料。目前我国是全球第四大产奶国，但仍存部分缺口，主要依靠进口新西兰的大包粉补充，国内原奶行情分析框架围绕国内奶牛淘补和海外进口成本展开。

◆复盘：国内原奶行情已累计下行四年

2009年至今，国内原奶价格大致经历两轮大周期。最新一轮周期开始于2018年，受价格回暖和资本扩张共同推动，国内奶牛存栏和单产在2018-2023年期间保持同步增长趋势，产能释放后持续施压国内原奶价格。国内原奶价格自2021年中开启持续下跌走势，截至目前已持续近4年，行业仍正处于深亏状态。

◆展望：2025年原奶价格有望反转上行

产能方面，亏损压力和肉价上涨预计共同推动国内奶牛出清；进口方面，新西兰作为主要大包粉主要输出国，牛群同样也在出清，海外景气已先于国内到来，大包粉目前已失去进口性价比。综合来看，国内奶牛产能自2023年中开始去化，后续在产量收缩、肉奶共振和进口减量共同推动下，国内原奶价格有望在2025年下半年开启反转上行走势。

◆ 风险因素

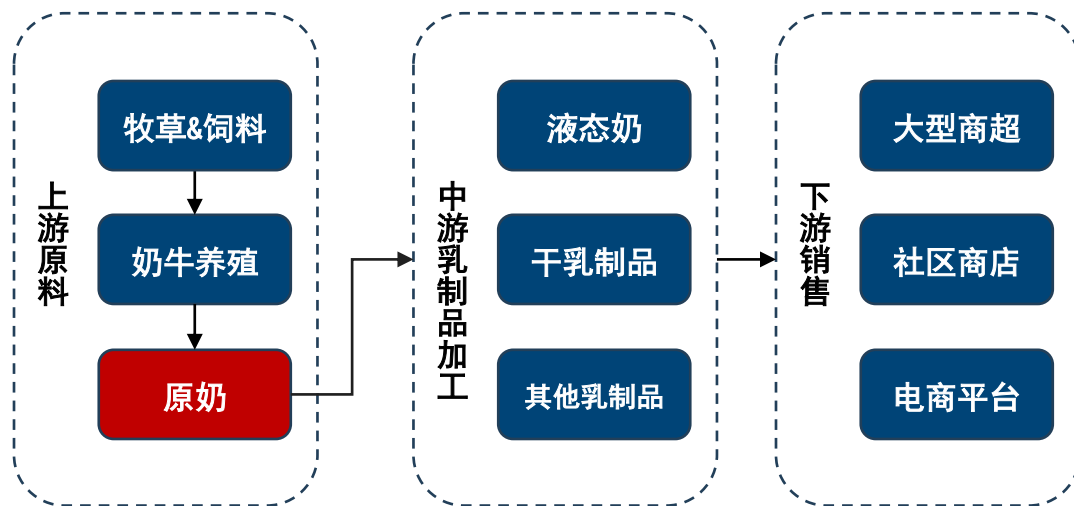
养殖疫病的风险；宏观景气影响需求的风险；牛肉及原奶价格上涨不及预期风险；进口量价不及预期的风险等。

- [01] 总览：行业概述
- [02] 复盘：国内原奶行情已累计下行四年
- [03] 展望：2025年原奶价格有望反转上行
- [04] 相关标的梳理

原奶是乳制品产业的核心原料

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

图：原奶是乳制品生产的核心原料



资料来源：国信证券经济研究所整理

图：荷斯坦是我国核心奶牛品种，存栏占比在85%以上

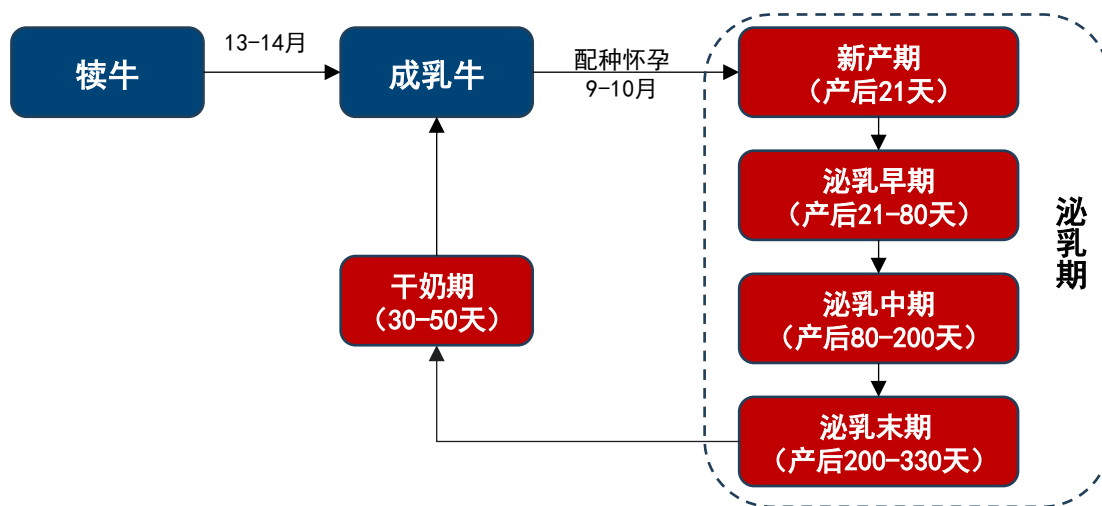


资料来源：百度百科，国信证券经济研究所整理

原奶供给调节滞后，奶牛从补栏到产奶需要约2年时间

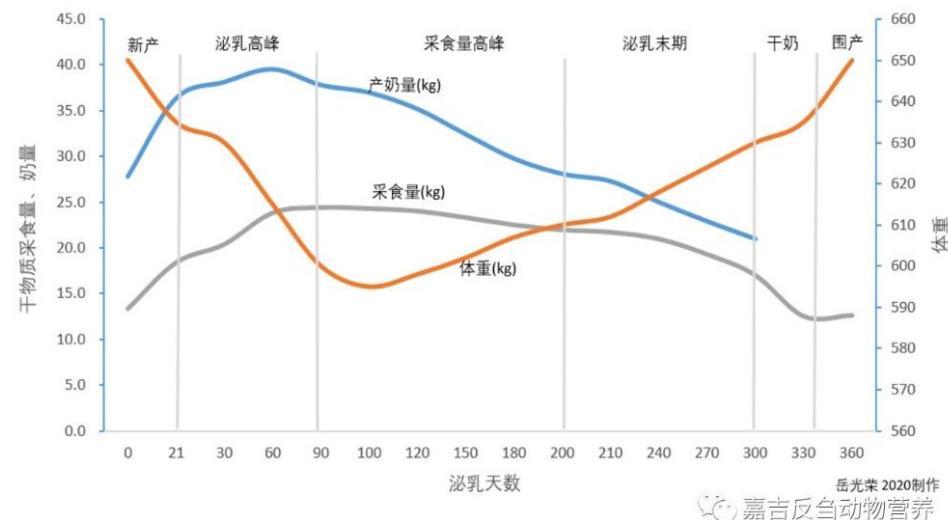
- 奶牛场从补栏犍牛到开始产奶通常需要2年左右时间。养殖端引入牛犍后，13-14个月之后可以开始配种，此后再经历9-10月孕期并成分娩后，奶牛才会正式进入泌乳期。泌乳早中期（产后21-200天）是产奶高峰期，330天之后奶牛便进入干奶期，持续30-50天，然后需再次配种进入上述循环。
- 通常情况下，一头奶牛的有效产奶年限是5-8年，之后产奶效率会逐步降低，因此会被淘汰进入肉牛屠宰加工渠道。淘汰奶牛大概占国内牛肉产量的5-10%，占比主要受肉奶行情波动影响。

图：从补栏犍牛到开始产奶通常需要2年左右时间



资料来源：嘉吉反刍动物营养，国信证券经济研究所整理

图：奶牛泌乳期产奶量曲线（单位：千克）

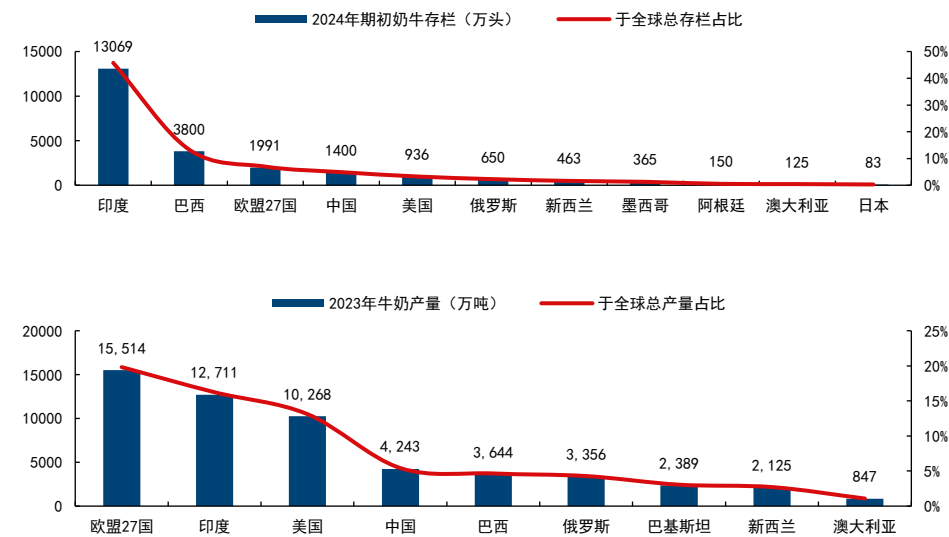


资料来源：嘉吉反刍动物营养，国信证券经济研究所整理

中国是全球第四大产奶国，国内产区分布较为集中

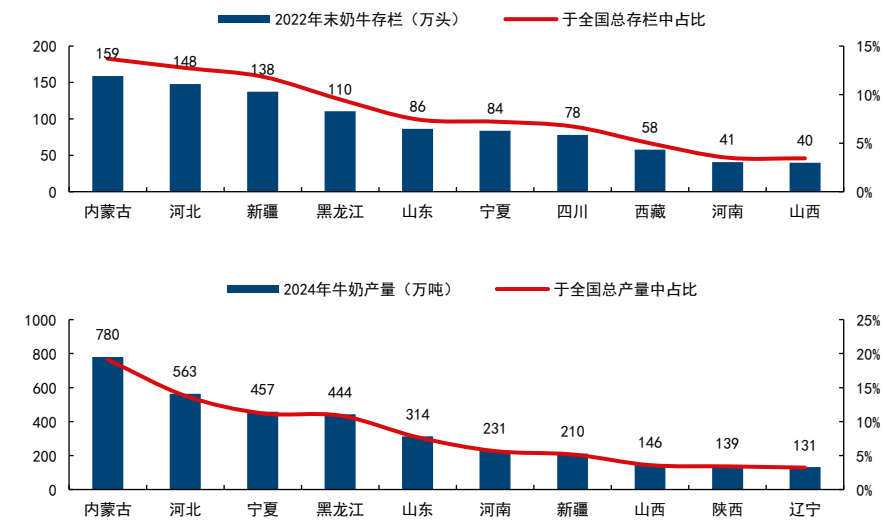
- 我国奶牛存栏和牛奶产量均位居全球第四。全球奶牛存栏接近2.9亿头，其中存栏TOP5为印度/巴西/欧盟/中国/美国，占比分别为46%/13%/7%/5%/3%；全球牛奶年产量约为7.8亿吨，其中产量TOP5是欧盟/印度/美国/中国/巴西，占比分别为20%/16%/13%/5%/5%。主要产区存栏和产量占比的差异体现为品种性能和生产管理水平的差异。
- 国内养殖产区分布较集中，内蒙古是最大的牛奶产区。参考国家统计局口径，我国奶牛存栏规模接近1200万头，其中存栏TOP5省份分别为内蒙古/河北/新疆/黑龙江/山东，占比分别为14%/13%/12%/10%/7%；我国2024年牛奶产量约为4100万吨，其中产量TOP5省份分别为内蒙古/河北/宁夏/黑龙江/山东，占比分别为19%/14%/11%/11%/8%。

图：国内奶牛存栏和牛奶产量均位居全球第四



资料来源：USDA，FAO，国信证券经济研究所整理

图：内蒙古是我国最大的原奶产区



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

原奶生产成本主要受饲料原料价格影响

➤ 参考全国农产品成本收益资料汇编，2023年我国奶牛养殖过程中单公斤原奶对应的完全成本大概为3.74元，其中饲料相关成本合计2.43元/kg（占比65%），固定资产折旧成本0.44元/kg（占比12%）。剔除折旧摊销后，2023年单公斤原奶的现金成本大概为3.30元。

表：国内奶牛成本收益情况一览（元/头）

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
完全成本	2.19	2.45	2.64	2.94	3.14	3.40	3.29	3.24	3.23	3.21	3.26	3.33	3.52	3.72	3.74
现金成本	1.93	2.17	2.35	2.64	2.81	3.04	2.91	2.87	2.85	2.83	2.85	2.91	3.07	3.28	3.30
土地成本	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
生产成本	2.19	2.44	2.63	2.94	3.13	3.39	3.28	3.23	3.22	3.20	3.25	3.32	3.51	3.71	3.73
物质与服务费用	1.95	2.15	2.26	2.47	2.59	2.80	2.68	2.62	2.61	2.60	2.61	2.69	2.91	3.10	3.11
精饲料费	1.15	1.29	1.34	1.47	1.54	1.60	1.51	1.43	1.44	1.44	1.42	1.46	1.62	1.76	1.72
青粗饲料费	0.37	0.41	0.46	0.50	0.53	0.64	0.59	0.62	0.60	0.58	0.59	0.60	0.64	0.67	0.70
饲料加工费	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
水费	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
电费	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.03	0.03	0.03
煤费	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.00	0.00
医疗防疫费	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03	0.04	0.03	0.04	0.04	0.03	0.03	0.03	0.04
死亡损失费	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.03	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02
工具材料费	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.02	0.02
修理维护费	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
固定资产折旧	0.26	0.28	0.29	0.30	0.33	0.36	0.38	0.37	0.38	0.39	0.40	0.43	0.45	0.44	0.44
销售费	0.02	0.01	0.01	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
人工成本	0.24	0.29	0.37	0.47	0.54	0.59	0.60	0.61	0.61	0.60	0.64	0.63	0.60	0.61	0.62

资料来源：全国农产品成本收益资料汇编，国信证券经济研究所整理

奶牛养殖重资产，大企业具备规模和效率优势

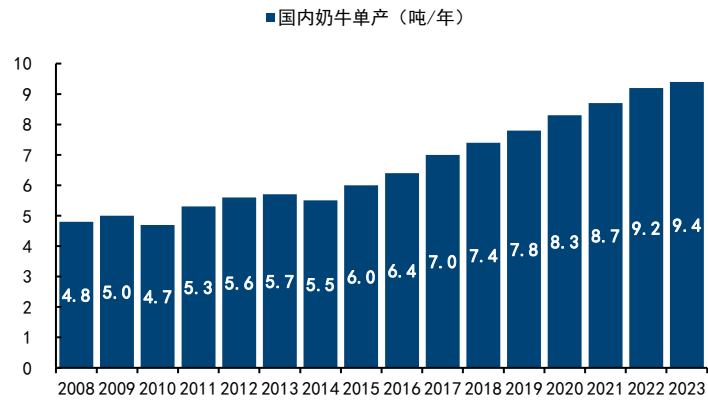
➤ 奶牛养殖重资产但规模经济。单头奶牛养殖的资本开支投入大概在3.5-4.0万元，但规模场可有效使用并摊薄自动化设备开支。另外，规模场在育种和养殖技术方面领先，造奶效率明显更高。其次，下游乳制品环节高度集中，规模场可以更好对接采购规模和质量要求，行业近年呈现自下而上整合趋势，蒙牛、伊利等头部乳制品企业纷纷向上游扩张养殖产能。

表：奶牛养殖资本开支构成情况

成本类别	金额（元/头）	说明
牛舍建设	10,000~15,000	含标准化牛舍、运动场、挤奶厅等土建工程，按每头牛5~6m²计算（现代化钢构）
设备购置	8,000~12,000	含挤奶机、TMR饲喂机、制冷储奶罐、粪污处理设备等，自动化程度越高成本越高
牛只采购	15,000~25,000	优质荷斯坦奶牛单价（进口种牛>本土高产牛>普通牛），规模化采购可降低5%~10%
土地与环保	2,000~3,000	土地租赁/平整、沼气池、粪污资源化设施等环保投入占比逐年上升
合计	35,000~55,000	万头牧场单头开支趋近下限（35,000元），千头牧场单头开支接近上限（55,000元）

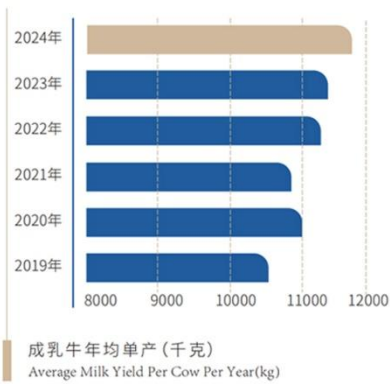
资料来源：今日头条，新浪，国信证券经济研究所整理

图：品种改良推动国内奶牛单产水平持续提升



资料来源：《中国奶业质量报告》，国信证券经济研究所整理

图：光明牧业的成乳牛单产明显高于行业平均水平

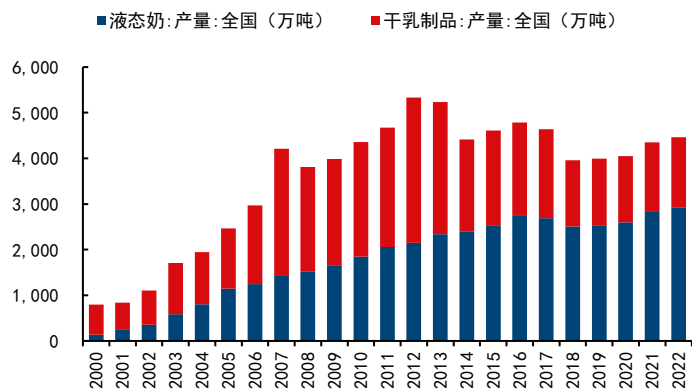


资料来源：光明牧业官网，国信证券经济研究所整理

国内原奶目前仍存在缺口，依赖进口大包粉补充

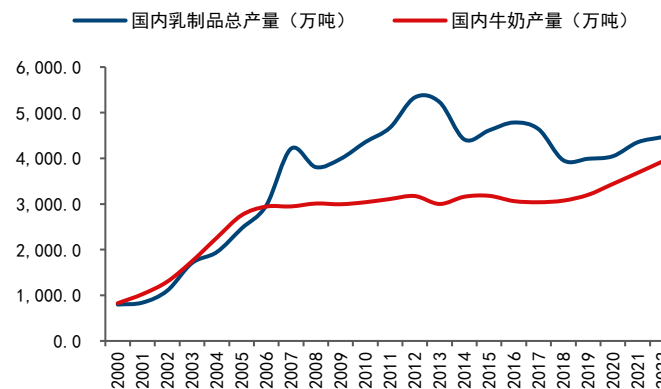
- 中国乳制品生产环节的原奶年需求接近4500万吨。据中国奶业年鉴统计，2022年国内液态奶产量为2925万吨（yoy+3%），干乳制品折合原奶产量为1541万吨（yoy+2%），二者合计为4466万吨（yoy+3%）。
- 国内牛奶自产量4000万吨左右，存在约500万吨缺口，主要通过进口大包粉补充。据国家统计局统计，2024年国内自产牛奶量4079万吨，乳制品生产原料依赖进口补充，当年大包粉折合原奶进口量为511万吨，占国内原料总供应量的11%左右。
- 注：1kg进口大包粉可折合约8kg生鲜原奶，主要用于复原乳生产（如UHT奶、酸奶）、烘焙食品、婴幼儿配方奶粉等加工领域。

图：2022年国内液态奶和干乳制品合计产量约为4500万吨



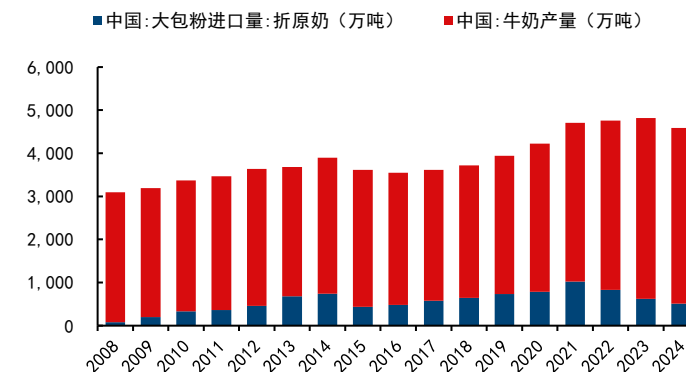
资料来源：中国奶业年鉴，国信证券经济研究所整理（注：干乳制品按1:8折合为原奶量）

图：国内原奶供应缺口



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

图：国内原奶供应缺口主要依靠进口大包粉补充

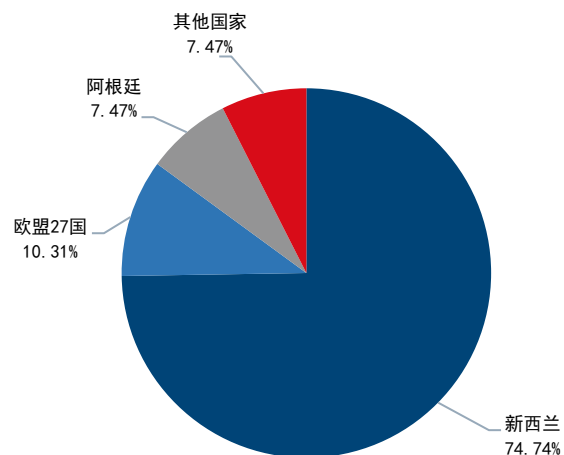


资料来源：海关总署，中国奶业年鉴，国家统计局，国信证券经济研究所整理（注：大包粉按1:8折合为原奶量）

全球大包粉贸易格局集中，新西兰是主要输出国

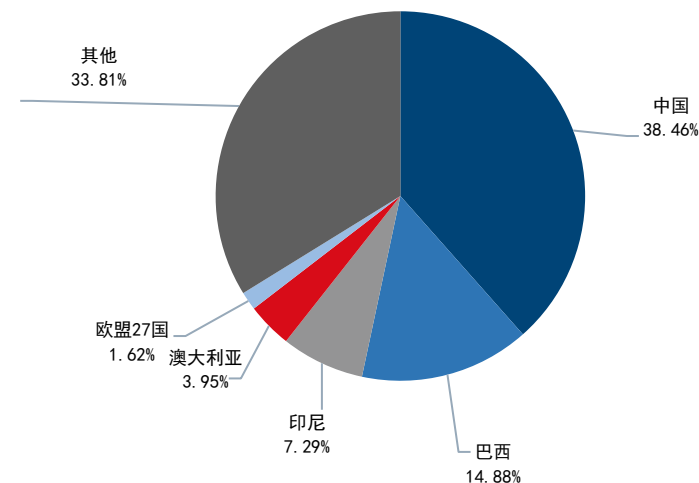
- **出口格局：**参考USDA统计口径，2024年全球全脂奶粉出口量为194万吨（折原奶量1552万吨），其中新西兰/欧盟/阿根廷是TOP3出口区域，占比分别为74%/10%/7%。
- **进口格局：**参考USDA统计口径，2024年全球全脂奶粉进口量为99万吨（折原奶量790万吨），其中中国/巴西/印尼是TOP3进口区域，占比分别为38%/15%/7%。

图：新西兰是全球最大的全脂奶粉出口国



资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

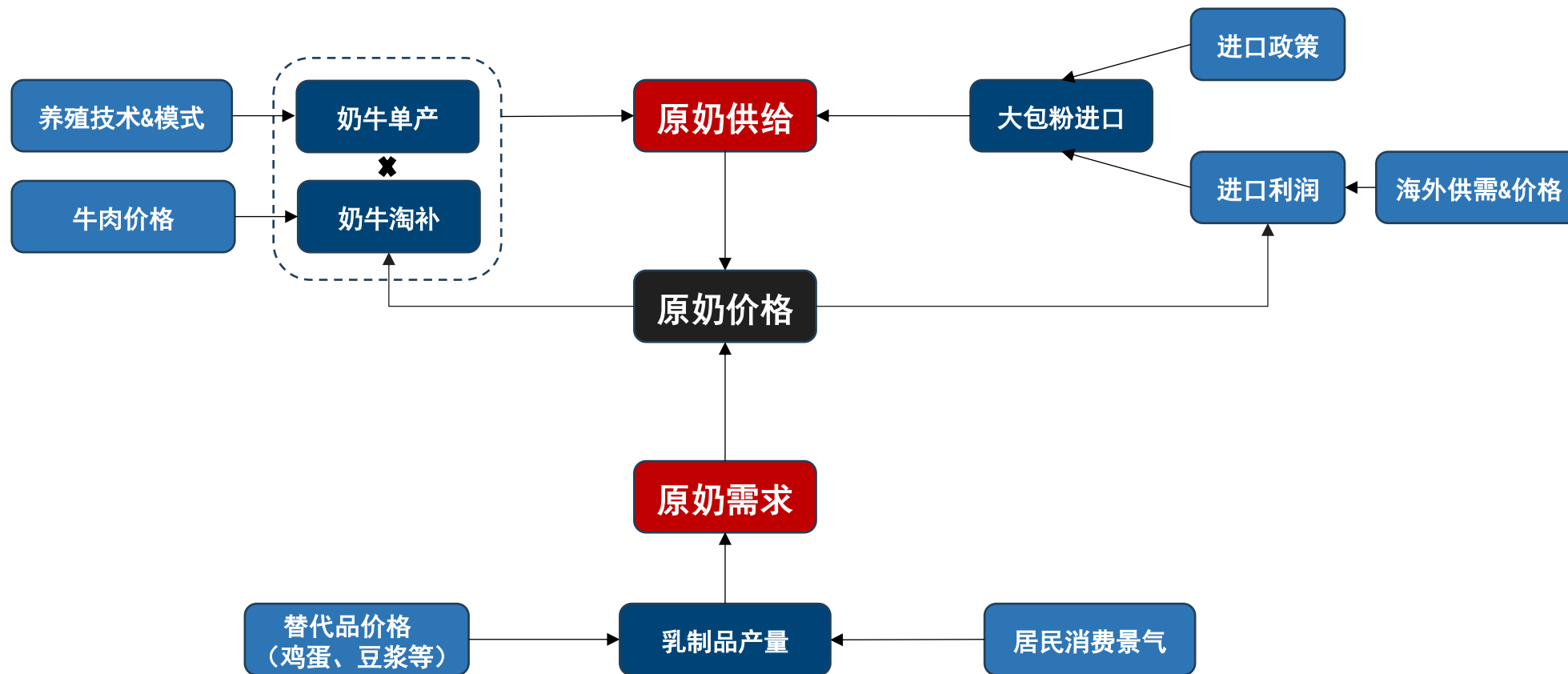
图：中国是全球最大的全脂奶粉进口国（2024年数据）



资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

框架：核心关注奶牛淘补、进口成本

图：原奶价格分析框架

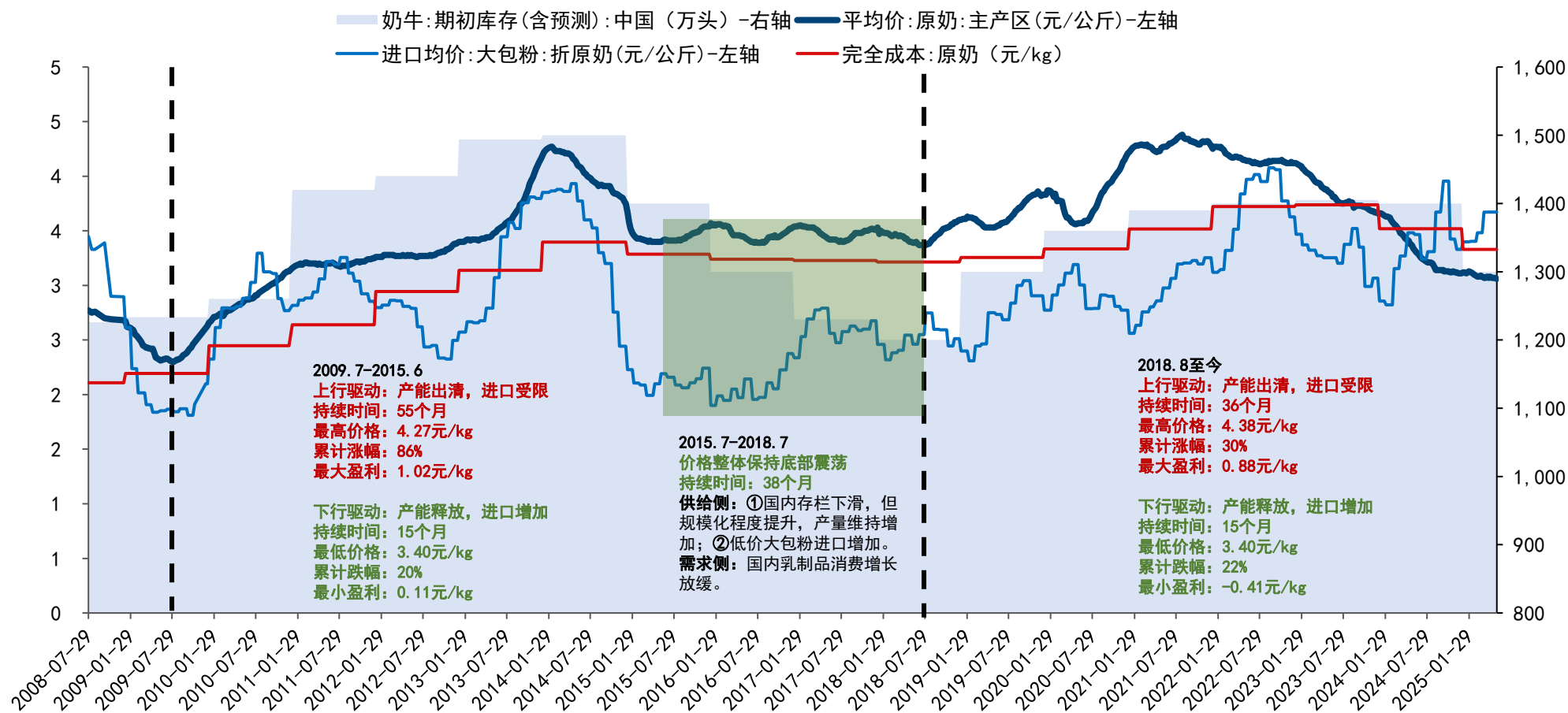


资料来源：国信证券经济研究所整理

- [01] 总览：行业概述
- [02] 复盘：国内原奶行情已累计下行四年
- [03] 展望：2025年原奶价格有望反转上行
- [04] 相关标的梳理

2009年至今原奶价格大致经历了两轮大周期

图：2008年至今国内原奶价格周期总览



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

2009年7月-2015年6月：产能受限和进口涨价共同推动行情上行



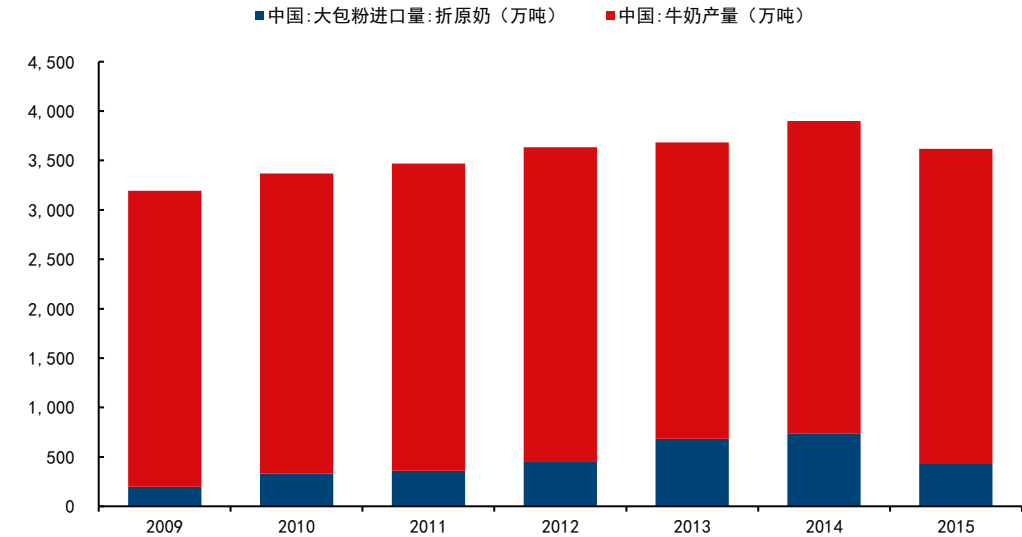
- **上行期：**08-09年国内三聚氰胺事件引发国产牛奶信任危机，劣质产能短期出清，2010年原奶新国标进一步限制产能增加，2009-2013年期间国内牛奶产量维持低速增长。在此期间，国内原奶缺口依赖进口大包粉补充，但海外原奶价格上涨导致进口成本飙升。综合上述影响，2009年7月后，国内原奶价格持续上行。2013年受国内高温及疫病影响，牛奶产量出现5%以上减产，同时海外受大包粉进口因肉毒杆菌事件影响受限，最终推动国内原奶价格加速上行，并于2014年初最高涨至4.27元/kg，自底部累计涨幅接近90%，每公斤最大盈利突破1元。
- **下行期：**在上行行情刺激下，国内奶牛存栏自2011年开启加速扩张，截至14年期末，国内奶牛存栏较2009年期末累计增加20%以上，2014年牛奶年产量较2009年水平累计增加约6%。与此同时，进口大包粉价格于2014年下半年加速下跌。最终在国内产能释放和进口压力共同作用下，原奶价格于2015年最低跌至3.40元/kg，累计跌幅约20%，每公斤最低盈利仅0.11元。

图：2009-2015年国内原奶产业链数据同比变动情况

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
国内原奶均价	-10.73%	18.32%	11.21%	2.73%	9.75%	12.07%	-14.70%
国内奶牛期初存栏	0.62%	2.17%	12.68%	1.42%	3.73%	0.41%	-6.67%
国内牛奶产量	-0.51%	1.46%	2.34%	2.09%	-5.48%	5.30%	0.63%
大包粉进口均价	-37.06%	42.62%	9.18%	-8.03%	24.64%	14.49%	-42.68%
大包粉进口数量	145.51%	67.11%	8.58%	27.47%	49.08%	8.11%	-40.76%
乳制品产量	6.88%	11.59%	10.56%	6.61%	6.01%	-1.71%	4.93%

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

图：2009-2015年国内原奶供应增量主要来自进口大包粉



资料来源：农业农村部，海关总署，国信证券经济研究所整理（注：大包粉按1:8折合为原奶量）

2015年7月-2018年7月：供强需弱局面持续压制行情表现

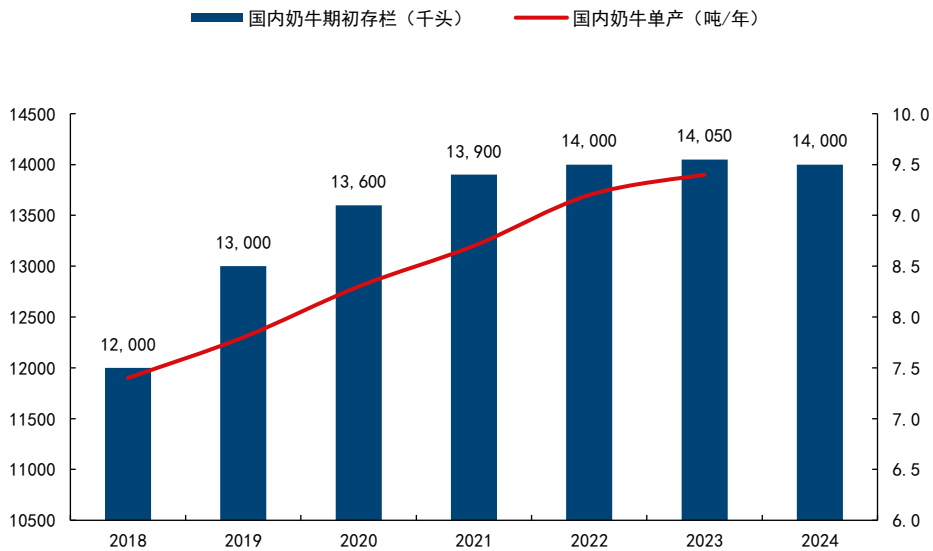
➤ 国内原奶价格底部盘整近3年。（1）供给方面，2015年下半年国内原奶进入底部震荡行情，期间国内奶牛存栏虽持续调减（截至2018年期初，奶牛存栏较2014年同期累计调减20%），但随养殖技术及规模化程度提升，奶牛生产效率明显提高（2018年国内奶牛单产较2015年累计提高35%），最终导致国内实际牛奶产量减幅有限（2018年产量仅较2014年累计减少不到3%）。与此同时，海外大包粉价格自2014年下半年也开启加速下行，期间持续大幅低于国内原奶价格，国内大包粉进口期间保持量增价减趋势。（2）需求方面，2017年起，国内乳制品产量增速明显放缓。在供强需弱局面维持的情况下，国内原奶价格维持底部盘整走势，期间价格涨幅有限，盈利甚微。

图：2015-2018年国内原奶产业链数据同比变动情况

	2015	2016	2017	2018
国内原奶年均价	-14.70%	0.56%	0.27%	-0.51%
国内奶牛期初存栏	-6.67%	-7.14%	-5.38%	-2.44%
国内牛奶产量	0.63%	-3.64%	-0.83%	1.18%
大包粉进口均价	-42.68%	-11.13%	23.40%	0.35%
大包粉进口数量	-40.76%	10.41%	18.85%	11.60%
乳制品产量	4.93%	7.57%	-1.94%	-8.45%

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

图：2018-2023年国内奶牛存栏和单产维持同步提升



资料来源：《中国奶业质量报告》，USDA，国信证券经济研究所整理

2018年8月至今：行情自2021年中以来已累计下行近4年

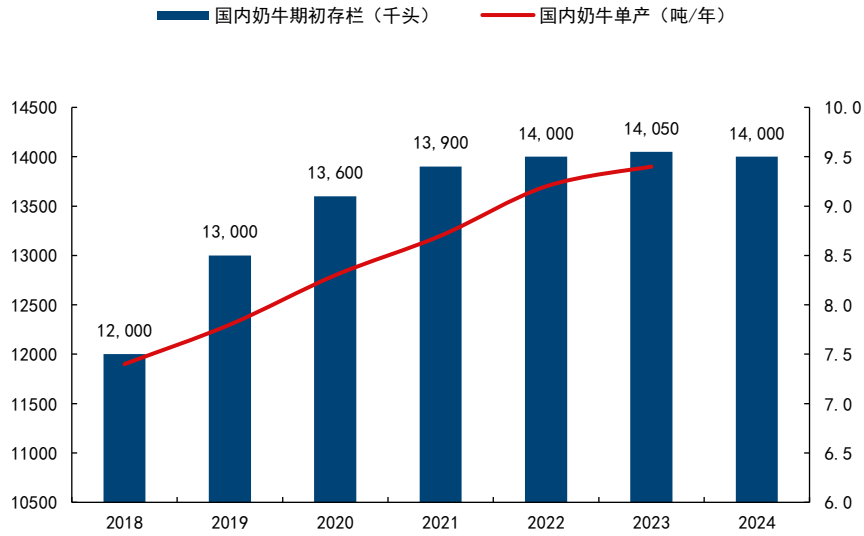
- **上行期：**2019–2021年国内牛奶产量及大包粉进口量维持增加，但期间非洲猪瘟导致动物蛋白价格共振，且新冠疫情导致下游备货及消费需求增加，国内外原奶价格共振上行。截至2021年中，国内原奶价格最高涨至4.38元/kg，自底部累计涨幅为30%，每公斤原奶最大盈利为0.88元/kg。
- **下行期：**在价格回暖和资本渗透共同推动下，国内奶牛存栏和单产在2018–2023年保持扩张趋势，其中存栏截至2023年初较2018年同期累计增加17%，单产截至2023年较2018年累计提升27%，最终推动国内牛奶产量持续增加，2023年产量已接近4200万吨，较2018年产量累计增长近37%，产量释放带动原奶价格持续下行。与此同时，海外大包粉进口价格在2022年下半年至2023年期间持续下行，进一步助推行情走弱。截至目前，国内原奶最低价格已达3.40元/kg，较2021年高点累计下跌约22%。目前即使考虑到饲料成本下降影响，国内原奶价格预计仍在完全成本以下，其中2023年至今的最大亏损幅度预计已达4毛钱/kg以上。

图：2018–2024年国内原奶产业链数据同比变动情况

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

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

图：2018–2015年国内原奶供应增量主要来自进口大包粉

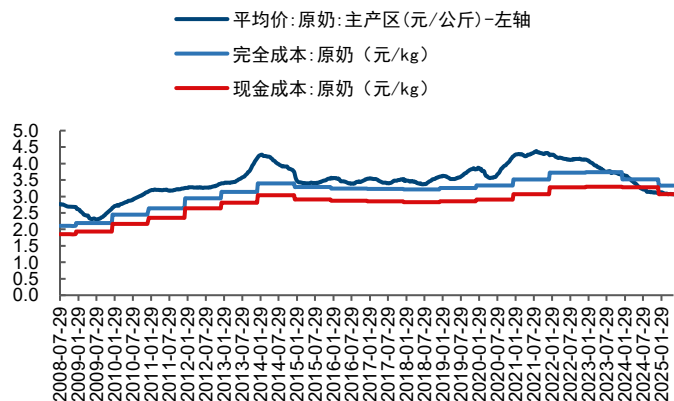


资料来源：《中国奶业质量报告》，USDA，国信证券经济研究所整理

- 【 01 】 总览：行业概述
- 【 02 】 复盘：国内原奶行情已累计下行四年
- 【 03 】 展望：2025年原奶价格有望反转上行
- 【 04 】 相关标的梳理

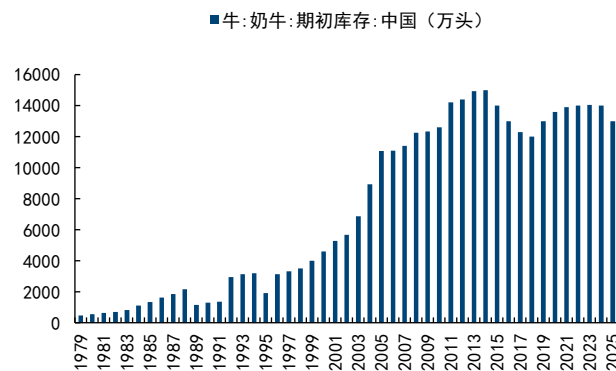
- 原奶价格持续低迷，奶牛养殖陷入持续亏损，行业出清压力大。2023年下半年国内原奶价格跌至完全成本以内，此后一直处于亏损状态。2024年下半年，国内原奶价格加速下滑，最终跌破现金成本。截至2025年5月29日，国内原奶均价大概为3.06元/kg，即使考虑到饲料原料价格下降影响（2025年成本参考2020年成本），目前国内奶牛养殖仍处于现金亏损边缘，成本控制能力弱的小规模养殖户预计仍面临较大的出清压力。
- 2025年国内奶牛存栏预计加速出清。参考USDA最新预估，2025年期初我国奶牛存栏预计将降至1300万头，预计较2024年期初减少100万头，将重回2019年同期水平。

图：国内原奶价格目前处于现金成本附近



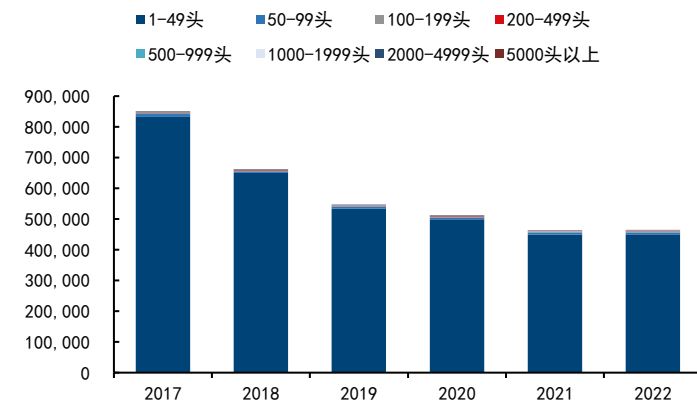
资料来源：农业农村部，全国农产品成本收益资料汇编，国信证券经济研究所整理（注：考虑到2024和2025年饲料原料价格回落，完全成本分别参考2021年和2020年水平）

图：USDA预计中国2025年期初奶牛存栏将重回2019年同期水平



资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

图：国内仍存在较多的小规模奶牛养殖户

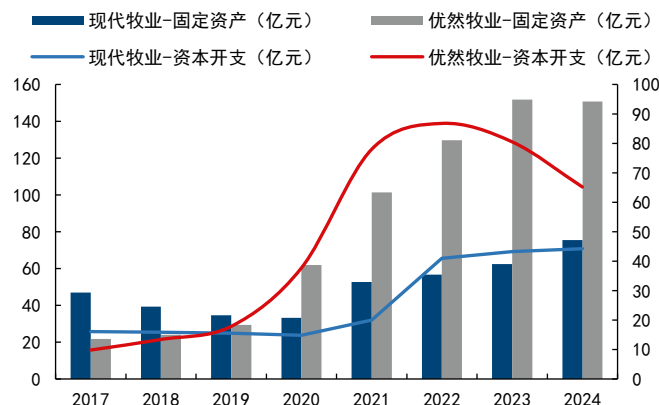


资料来源：农业农村部，国信证券经济研究所整理

头部企业负债率高企，产能扩张节奏预计放缓

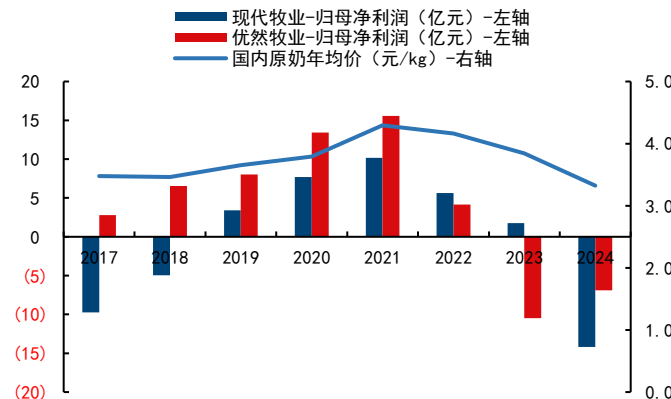
- 头部原奶企业2020年以来扩张节奏明显加快。2020-2024年期间，原奶龙头企业现代牧业、优然牧业明显加快产能扩张节奏，累计资本开支金额分别为163亿元/348亿元，对应固定资产规模分别累计扩张119%/414%。
- 国内原奶价格回落导致头部原奶企业盈利恶化。受原奶价格回落影响，现代牧业2023-2024年归母净利润分别降至1.75/-14.17亿元，分别同比-69%/-910%；优然牧业2023-2024年归母净利润分别降至-10.50/-6.91亿元，分别同比-353%/不适用。
- 开支陡增，盈利恶化导致头部企业负债率攀升，后续资本开支预计放缓。截至2024年，现代牧业、优然牧业资产负债率分别已达67%/72%，分别较2019年同比+13pct/+26pct。受限于此，后续头部原奶企业产能扩张节奏预计放缓。

图：头部原奶企业2020年以来扩张节奏明显加快



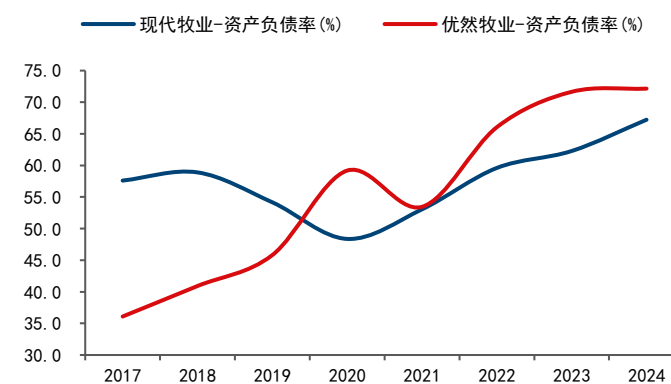
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图：头部原奶企业2023-2024年盈利恶化



资料来源：iFinD，农业农村部，国信证券经济研究所整理

图：头部原奶企业资产负债率持续攀升



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

牛肉价格重回上行趋势，看好“肉奶共振”

- 奶牛是国内牛肉市场的补充肉源。一方面，目前国内西门塔尔及相关杂交牛在我国目前肉牛存栏中的占比达60-70%，其可以实现乳肉兼用，即母牛可用于产奶，而公牛除去留种和死淘，主要用于肉牛养殖屠宰；另一方面，国内奶牛淘汰后也会进入肉牛屠宰渠道，成为低价肉源补充。
- 上述特征决定了牛肉和原奶行情的相关性。当原奶行情较差时，奶牛淘汰量增加会导致低价牛肉供给增加，进而施压牛肉行情；而当原奶行情相对更好时，奶牛淘汰减少，且乳用母牛比例增加，进而导致牛肉供给的减少，同步带动牛肉行情。
- 牛肉价格重回上行趋势预计导致奶牛淘汰节奏加快，肉奶共振可期。受前期产能和库存去化影响，国内牛肉价格在2025年春节后淡季不淡，持续上行。截至2025年月4日，国内牛肉价格已较年初累计上涨17%，较上年同期上涨28%，与原奶价格走势明显背离，历史罕见。基于国内产能出清和海外牛肉景气上行，国内肉牛大周期有望在2025-2027年保持上行走势，届时有望通过影响奶牛淘汰节奏，同步提振原奶行情。

图：2025年春节后，国内原奶和牛肉价格走势背离明显，历史罕见（元/kg）



资料来源：农业农村部，国信证券经济研究所整理

图：“肉奶比”在2025年春节后快速攀升至历史高位，后续奶牛淘汰或加速

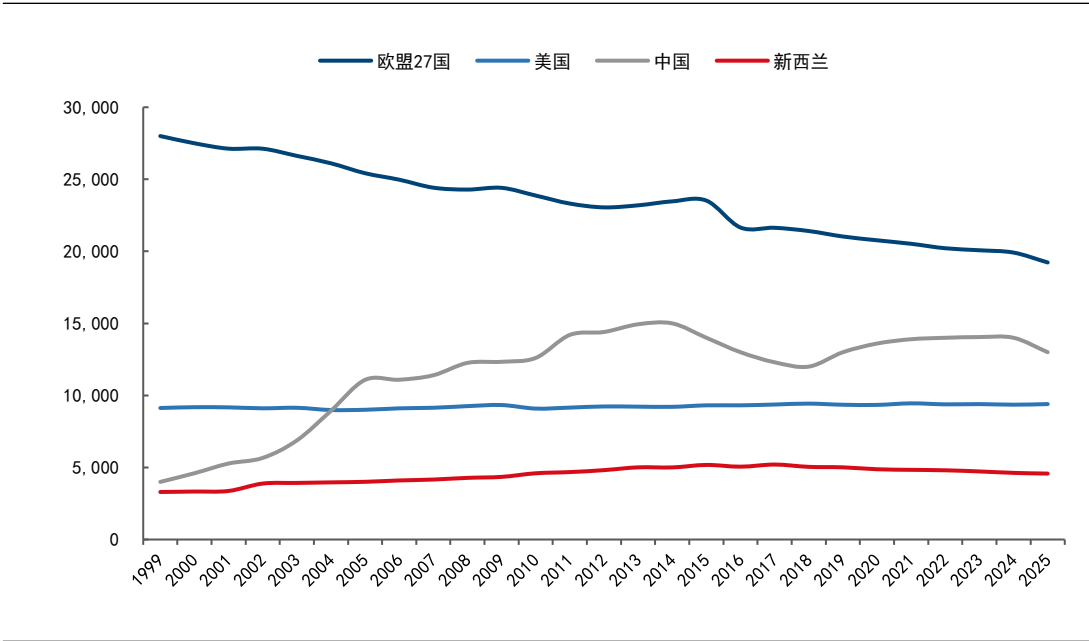


资料来源：农业农村部，国信证券经济研究所整理

受行情影响，海外主产区牛群也在出清

- 存栏方面：受资源限制和行情低迷影响，全球主要原奶产销区存栏近年呈下滑趋势，其中欧盟/美国/中国/新西兰2025年期初奶牛存栏预计同比-3.45%/+0.46%/-7.14%/-1.08%。
- 产消方面：奶牛存栏下滑限制原奶产量增长，2025年全球原奶产量预计同比+1.04%至6.80亿吨，其中欧盟/美国/中国/新西兰产量预计同比-0.17%/+0.76%/+0.73%/+0.93%； 2025年全球原奶消费量预计同比+1.03%至6.80亿吨，其中欧盟/美国/中国/新西兰消费量预计同比-0.17%/+0.75%/+0.65%/+0.94%。

图：2025年全球原奶主要产销区的奶牛存栏预计有所下滑



资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

表：全球原奶供需平衡表

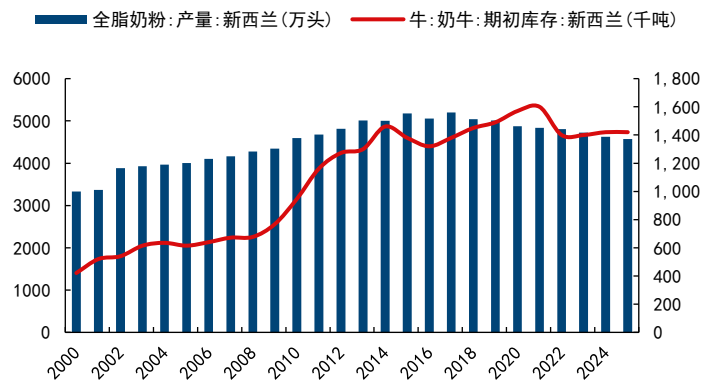
单位：千吨	2022	2023	2024	2025E	YOY
全球:产量	659354.00	667543.00	673293.00	680293.00	1.04%
欧盟27国	148645.00	149330.00	149630.00	149380.00	-0.17%
美国	102702.00	102678.00	102657.00	103433.00	0.76%
中国	40350.00	42950.00	43950.00	44270.00	0.73%
新西兰	21051.00	21247.00	21600.00	21800.00	0.93%
全球:进口量	2575.00	2407.00	2422.00	2329.00	-3.84%
欧盟27国	673.00	739.00	760.00	730.00	-3.95%
美国	46.00	64.00	70.00	65.00	-7.14%
中国	977.00	814.00	710.00	680.00	-4.23%
新西兰	5.00	3.00	3.00	3.00	0.00%
全球:出口量	3219.00	2931.00	2784.00	2745.00	-1.40%
欧盟27国	1318.00	1236.00	1100.00	1080.00	-1.82%
美国	152.00	144.00	150.00	150.00	0.00%
中国	24.00	25.00	30.00	32.00	6.67%
新西兰	279.00	241.00	260.00	260.00	0.00%
全球:消费量	658705.00	667019.00	672931.00	679877.00	1.03%
欧盟27国	148000.00	148833.00	149290.00	149030.00	-0.17%
美国	102596.00	102598.00	102577.00	103348.00	0.75%
中国	41303.00	43739.00	44630.00	44918.00	0.65%
新西兰	20777.00	21009.00	21343.00	21543.00	0.94%

资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

海外景气先行，大包粉目前已不具备进口性价比

- 海外全脂奶粉价格自2023年开启反转上行。受产区减产和海外消费共同驱动，海外大包粉价格自2023年开启反转上行。截至2025年6月30日，全球全脂奶粉均价为4173美元/吨，较2023年最低价格已累计上涨64%。
- 国内外价格剪刀差，目前进口大包粉已不具备进口性价比。据海关总署统计，2024年4月我国大包粉进口均价为29.37元/kg（折原奶价格3.67元/kg），已明显高于国内原奶均价，不具备进口性价比。后续国内大包粉进口预计仍将呈量减价增趋势，进而支撑国内原奶价格景气修复。

图：新西兰奶牛存栏近年加速出清，奶粉产量下滑明显



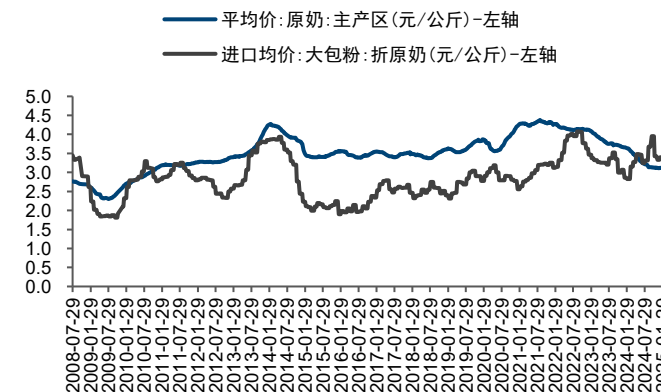
资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

图：海外全脂奶粉价格自2023年底已累计上涨60%以上



资料来源：环球乳业贸易，国信证券经济研究所整理

图：大包粉目前已不具备进口性价比



资料来源：海关总署，农业农村部，国信证券经济研究所整理

2025年下半年国内原奶景气有望反转上行

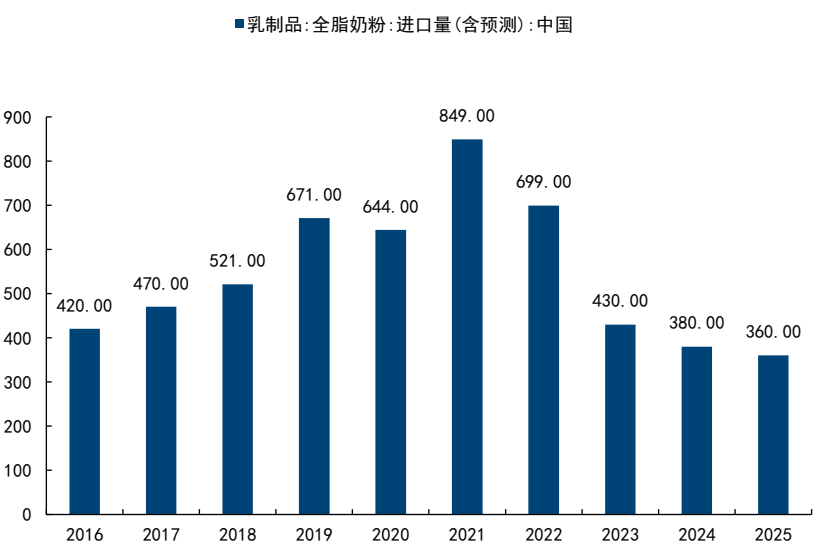
➤ 综合上述分析我们认为，国内奶牛产能自2023年中开始去化，结合2年滞后传导推断，后续在产量收缩、肉奶共振和进口减量共同推动下，国内原奶价格有望在2025年下半年开启反转上行走势。

表：国内原奶供需平衡表

项目	单位	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E
奶牛:期初库存	千头	13000	13600	13900	14000	14050	14000	13000
原奶:产量	千吨	32976	35500	37950	40350	42950	43950	44270
原奶:进口量	千吨	891	1040	1268	977	814	710	680
原奶:出口量	千吨	25	25	23	24	25	30	32
原奶:国内消费量	千吨	33842	36515	39195	41303	43739	44630	44918
液态消费	千吨	13200	13000	15595	16250	16500	17000	17100
工厂消费	千吨	20642	23515	23600	25053	27239	27630	27818

资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

图：2025年中国奶粉进口量预计延续下滑



资料来源：海关总署，农业农村部，国信证券经济研究所整理

- [01] 总览：行业概述
- [02] 复盘：国内原奶行情已累计下行四年
- [03] 展望：2025年原奶价格有望反转上行
- [04] 相关标的梳理

- 逻辑上，原奶价格上行直接利好参与奶牛养殖的原奶企业，另外拥有上游奶源布局的乳制品企业同样享受成本端增益。
- 节奏上，类似生猪养殖，原奶需求相对稳定，产能传导路径清晰，市场学习效应下，本轮周期左侧投资特征明显，股价启动领先于奶价。

图：原奶价格上行直接利好参与奶牛养殖的原奶企业



资料来源：iFinD，农业农村部，国信证券经济研究所整理

图：原奶价格上行，拥有上游奶源布局的乳制品企业同样具备增益



资料来源：iFinD，农业农村部，国信证券经济研究所整理

乳制品行业标的的经营情况一览表

表：国内乳制品行业标的梳理

所属行业	公司名称	业务介绍	奶牛存栏 (万头)	2024年末生产性 生物资产价值 (亿元)	2024年资产减值 (亿元)				2024年 扣非净利 (亿元)
					合计	存货	固定资产	生物资产	
原奶	优然牧业	背靠伊利及新乳业的全国产奶量第一大牧场	62.16	153.65	44.58	0	5.13	39.21	-6.91
	现代牧业	背靠蒙牛的全国产奶量第二大牧场	49.1	124.36	34.62	0	0	28.63	-14.17
	原生态牧业	背靠飞鹤的大型牧场企业	10.7	23.40	6.51	0	0	6.51	2.97
	澳亚集团	从事原料奶、肉牛及饲料的生产销售，以及乳制品的分销与销售业务	12.2	29.05	12.61	0	0	12.61	-12.59
乳制品&奶牛养殖	伊利股份	国内液态乳制品龙头，从事奶牛养殖，以及各类乳制品及健康饮品的生产与销售	55	17.46	46.76	12.27	3.67	0	60.11
	蒙牛乳业	国内常规液态奶龙头，从事奶牛养殖，以及液态奶、冰淇淋、奶粉及奶酪制品的生产销售	60（控参股企业合计拥有）	0	58.46	9.11	3.7	0	47.40
	中国圣牧	公司的业务覆盖牧草种植、奶牛养殖到生产原料奶以及加工生产液态奶产品	14.4	33.80	10.15	2.08	0	8.07	-0.65
	光明乳业	从事奶牛养殖，乳制品生产销售	12.20	20.89	3.69	0.61	2.49	0	1.70
	三元股份	从事奶牛养殖，乳制品、冷食冷饮生产销售	8.7	0.52	1.24	1.24	0	0	0.30
	天润乳业	从事奶牛养殖，乳制品生产销售	6.48	12.45	0.79	0.44	0.08	0.16	0.76
	新乳业	从事奶牛养殖，乳制品、乳饮料生产销售	5+	9.68	0.98	0	0.03	0.95	5.38
	麦趣尔	从事奶牛养殖，乳制品和烘焙品生产销售	5.00	0.49	0.93	0.06	0	0.81	-2.23
	骑士乳业	从事牧草种植与奶牛养殖，向市场供应原奶，并通过自有工厂加工销售乳制品	2.20	4.12	0.07	-0.01	0	0.08	0.39
	西部牧业	乳制品加工与销售、饲料生产与销售、牛羊屠宰加工与销售、奶牛养殖与生鲜乳销售等	2（合资牧场）	0	0.25	0.25	0	0	-1.61
	庄园牧场	从事奶牛养殖，乳制品和含乳饮料生产销售	1.88	4.56	0	9.1	0	0	-1.79

资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

- 一、养殖疫病的风险。
- 二、宏观景气影响需求的风险。
- 三、牛肉及原奶价格上涨不及预期风险。
- 四、进口量价表现不及预期的风险等。

国信证券投资评级			
投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±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

分析师承诺

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。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中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
GUOSEN SECURITIES

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楼

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