

生鲜乳价格趋稳 乳品供需平衡可期

——食品饮料行业深度研究



申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要:

本轮原奶下行期行至后程, 2024Q4 平均同比跌幅逐月收窄。本轮原奶下行周期从 2021Q3 延续至今, 截至 2025 年 1 月 2 日原奶价格较高点下跌 28.77%, 下行时间接近 3 年半, 对比上一轮下行周期, 本轮下行周期奶价下跌幅度较大、调整时间更长, 拖累乳品上市公司及上游牧业公司业绩。截至 2024 年 12 月 26 日, 2024 年 10 月-12 月主产区生鲜乳价格平均同比跌幅呈现逐月缩窄趋势, 价格呈现企稳态势。

阶段性供需失衡是当前困难原因, 存在多重供需不利因素。2021 年奶类消费增速达 11.5%, 但疫情后期终端消费需求放缓, 2022 年、2023 年连续两年出现负增长, 降幅分别为 1.4%、1.9%。随着前期奶源基地建设的产能不断释放, 国内牛奶产量 2020 年突破 3400 万吨, 此后每年保持 200 多万吨的增量, 2023 年达到 4197 万吨, 乳制品进口受国内外价差驱动保持较快增长。我们认为, 本轮扩产期成母牛存栏增加较多、需求不及预期、产能向大型牧业集团集中, 抗风险能力较强导致产能去化缓慢、牛肉价格较低影响奶牛淘汰速度, 导致本轮调整期向上回升缓慢。

目前原奶供需差距开始收窄, 展望明年, 供给过剩的情况有望快速逐步得到缓解。产能缩减供给收缩下行业周期有望向上, 2024 年上半年上市牧业集团总体存栏增幅放缓。根据农业农村部奶站监测数据, 截至 2024 年 8 月, 全国奶牛存栏量已连续 6 个月环比下降, 生鲜乳产量增幅继续放缓。预计全国上半年淘汰奶牛 20 万头左右, 乳企自有牧场上半年存栏依然保持缓慢增长, 减少的牛源主要是社会牧场、中小牧场。2022 至 2024 上半年我国进口乳品折合生鲜乳累计减少 644 万吨, 活牛进口数量减少 26 万头, 奶产量减少 200 万吨。2022 至 2024H1 进口乳品、活牛减少带来的原奶减量已超过国内牛奶增量。根据海关总署数据测算, 2024 年前三季度国内总供给量同比下降 1.77%, 2025 年有望实现供需平衡。

2024Q3 乳业上市公司毛销差、业绩等指标边际改善。随着春节后头部企业对下游渠道库存的持续调整、以及积极维护价格体系, 三季度上市公司业绩实现边际改善, 龙头企业伊利股份毛销差实现季度环比改善。2024Q3 乳业板块营收同比下滑 6.29%, 幅度较 2024Q2 的下滑 14.07%明显缩窄, 2024Q3 净利润同比增长 0.74%, 较 2024Q2 的同比下跌 43.51%出现快速边际改善。

目前奶牛产能及原奶供给仍有一定削减空间, 在行业供给缩减, 消费需求修复情况下, 预计供需逐步平衡, 行业上市公司季度边际业绩改善有望延续。

回顾以往原奶价格企稳和回升阶段, 上市公司业绩修复明显。上一轮周期, 三家主要公司中三元股份最早在奶价回升的第二个季度 (2015Q3) 即实现归母净利润率同比连续提升, 伊利股份与光明乳业在 2015Q4 开始实现上述两个指标连续同比改善。随着原奶价格跌幅边际收窄, 本轮调整周期或逐步进入尾声, 奶价预期变化对龙头企业的费用投入和价格策略, 或在 2025 年实现业绩改善。2024Q3 开始原奶价格压力减轻, 同时龙头企业渠道库存调整、新品推广利好 2024Q4 开始的旺季销售表现, 需求企稳、供需重新走向平衡有望带动行业走出上行周期。原奶周期上行阶段, 龙头乳品公司有望获得超额收益。

投资建议:

本轮原奶价格下行周期和幅度超预期, 上市乳品和牧业公司业绩此前持续承压。三季度以来, 原奶价格呈现逐月边际改善趋势, 行业产能持续出清及进口量缩减致供给端持续收缩, 需求企稳、供需重新走向平衡有望带动行业走出上行周期。原奶周期上行阶段, 龙头乳品公司有望获得超额收益。建议关注龙头企业伊利股份、新乳业等区域乳企估值修复、业绩持续边际改善带来的投资机会, 同时股息角度重视其投资价值。

风险提示: 原奶价格企稳不及预期; 消费持续不振; 行业竞争进一步激烈化

评级

增持 (维持)

2025 年 01 月 16 日

王伟

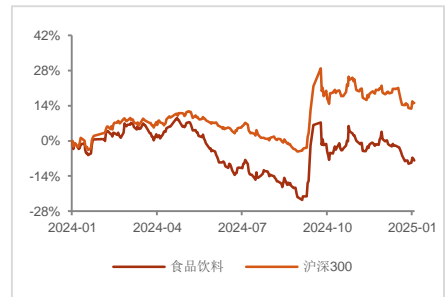
分析师

SAC 执业证书编号: S1660524100001

行业基本资料

股票家数	123
行业平均市盈率	19.8
市场平均市盈率	12.4

行业表现走势图



资料来源: wind, 申港证券研究所

内容目录

1. 原奶价格下行 牧业及乳业公司业绩承压	4
1.1 生鲜乳价格持续走低	4
1.2 上市牧业乳业企业业绩承压	4
2. 回顾原奶周期	7
2.1 阶段性供需失衡是当前困难原因	7
2.2 政策积极引导产能优化和促消费	10
3. 产能缩减供给收缩下行业周期有望向上	11
3.1 奶牛存栏开始去化	11
3.1.1 牧业集团存栏增幅放缓	11
3.1.2 24H1 奶牛存栏减少	14
3.2 2024 年前三季度乳业进口和国产供给双收缩	14
3.2.1 原奶价格低于欧美 乳品进口量减少	14
3.2.2 活牛进口下行	17
3.2.3 2024 年国内原奶产量同比增速逐季下降	17
4. 乳业 2024Q3 业绩好转趋势有望延续	20

图表目录

图 1: 生鲜乳价格变化情况	4
图 2: 申万乳业板块上市公司营收同比增速 2022 年开始下滑	5
图 3: 申万乳业板块 2024Q1-Q3 归母净利润同比增速回落	5
图 4: 上市牧业公司近年营收同比增长降速明显 (%)	6
图 5: 上市牧业公司近年归母净利润同比增长情况 (%)	6
图 6: 2014-15 年后开始产能去化明显	7
图 7: 生鲜乳价格变化情况	8
图 8: 受益于单产提高下中国牛奶产量 2020 年后增长较快	8
图 9: 近年牛奶零售价格下行情况	9
图 10: 2018-2023 年牛奶产量持续提升	9
图 11: 2023 年乳制品供大于求	10
图 12: 牛肉批发价格 2023 年后跌幅较大影响奶牛淘汰节奏	10
图 13: 每头奶牛产奶量逐步提高	11
图 14: 重点上市牧业企业奶牛存栏量及同比变化	12
图 15: 重点上市牧业企业成母牛存栏量及同比变化	12
图 16: 2018-2022 年我国千头以上规模牧场数量持续提升	13
图 17: 2007-2022 年我国千头以上牧场存栏数占比持续提高	13
图 18: 2024H1 上市牧业集团单产提升明显	13
图 19: 奶牛体系监测奶价和成本 (元/公斤)	14
图 20: 2024 年 7 月中国生鲜乳均价已低于美国与欧盟	15
图 21: 2022 年 1 月至今乳品进口量累计同比增速持续为负	15
图 22: 我国干乳制品进口量 2020-2023	16
图 23: 国际大包粉价格自 2023 年下半年起回升	16
图 24: 2024 年 Q2 开始大包粉转液态奶价格已经高于国内原奶价格	16
图 25: 中国 2024H1 活牛进口量同比下降 51%	17

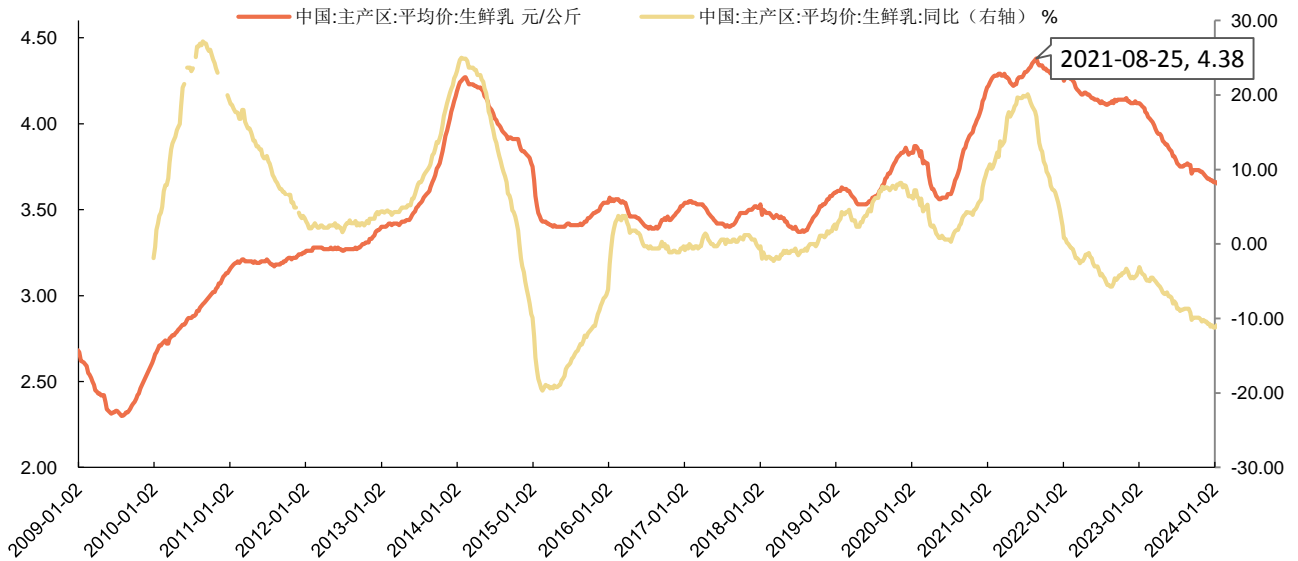
图 26: 国内原奶自给率近年有所提升	18
图 27: 2018-2023 年我国原奶产量逐年升高.....	18
图 28: 国内奶牛存栏量及原奶产量.....	18
图 29: 2024 年前三季度我国牛奶产量同比增速逐季下降	19
图 30: 2024 年前 10 个月我国乳制品产量累计同比下降 2.3%	19
图 31: 伊利股份 24Q3 毛销差季度环比回升.....	20
图 32: 24Q3 乳业板块上市公司季度营收同比改善	21
图 33: 24Q3 乳业板块上市公司季度盈利同比改善	21
表 1: 伊利股份近年资产减值损失等对营业利润的影响加大.....	5
表 2: 主要上市牧业公司 24H1 业绩亏损.....	6
表 3: 中国奶业协会对 2024 年两种供需情境分析.....	10
表 4: 2024 年上半年上市牧业集团成母牛存栏和牛奶产量及较 23 年底变化情况	12
表 5: 2022-2024 年大包粉进口量 (万吨) 整体呈现下降趋势.....	16
表 6: 近年国内牛奶供给量变化情况	20
表 7: 上一轮周期上市公司业绩跟随原奶价格的变动情况	21

1. 原奶价格下行 牧业及乳业公司业绩承压

1.1 生鲜乳价格持续走低

根据 Wind 数据，2025 年 1 月 2 日主产区生鲜乳平均价为 3.12 元/公斤，同比下降 14.80%。回顾历次原奶下行周期，本轮下行周期从 2021Q3 延续至今，截至 2025 年 1 月 2 日原奶价格较高点下跌 28.77%，下行时间接近 3 年半，对比上一轮下行周期，本轮下行周期奶价下跌幅度较大、调整时间更长，拖累乳品上市公司及上游牧业公司业绩。

图1：生鲜乳价格变化情况



资料来源: wind, 申港证券研究所

近期 Q4 开始生鲜乳价格降幅收窄，建议关注乳企盈利修复下的投资机会。根据农业农村部数据，截至 2024 年 12 月 26 日，2024 年 10 月-12 月主产区生鲜乳价格平均同比跌幅呈现逐月缩窄趋势，价格呈现企稳态势。

2024 年前三季度牛奶产量同比增速逐季下降，2024Q3 同比下降 5.8%，根据伊利股份投资者关系记录表，预计行业 Q4 及明年原奶产量同比有望保持下降趋势，供给过剩持续缓解下，明年原奶供需或逐步平衡。

1.2 上市牧业乳业企业业绩承压

受原奶价格下降影响，龙头乳企计提存货跌价损失、信用减值损失，影响上市公司盈利。伊利股份 2022 年开始，资产减值损失、信用减值损失对公司营业利润影响开始显现，2023 年资产减值损失、信用减值损失、资产处置收益三项合计占营业利润的比例为 14.38%，2024Q1-Q3 该三项合计仍占营业利润 8.49%，按照实际所得税率替代计算，该三项合计对 2023 年和 2024Q1-Q3 归母净利润影响分别为 1.19 和 1.04 个百分点。我们认为，随着乳业渠道库存去化、生鲜乳价格逐步企稳，乳企

盈利修复趋势或将延续，建议关注行业基本面转好，叠加宏观政策托底下的盈利修复机会。

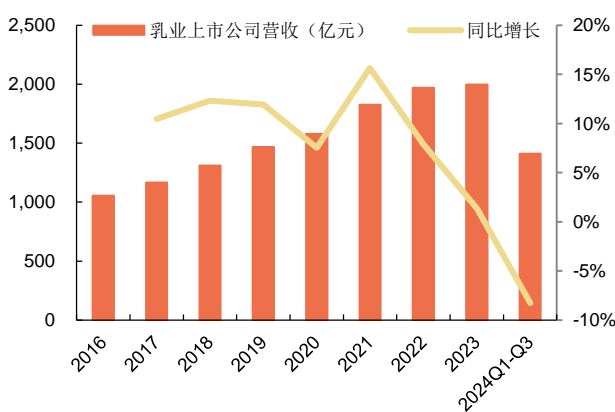
表1：伊利股份近年资产减值损失等对营业利润的影响加大

	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024Q1-Q3
资产减值损失（亿元）	-2.41	-3.39	-4.27	-7.92	-15.26	-6.86
—占营业利润比例	-2.91%	-3.96%	-4.17%	-7.29%	-12.85%	-5.49%
信用减值损失（亿元）	-0.61	0.12	-1.09	-1.37	-1.60	-3.70
—占营业利润比例	-0.74%	0.14%	-1.07%	-1.26%	-1.35%	-2.96%
资产处置收益（亿元）	-0.25	-0.06	-0.26	-0.05	-0.21	-0.05
—占营业利润比例	-0.30%	-0.07%	-0.25%	-0.05%	-0.18%	-0.04%
合计金额（亿元）	-3.27	-3.33	-5.62	-9.34	-17.07	-10.61
合计占营业利润比例	-3.95%	-3.89%	-5.49%	-8.60%	-14.38%	-8.49%
合计对归母净利润率影响（pct）	-0.31	-0.30	-0.44	-0.66	-1.19	-1.04

资料来源：wind，申港证券研究所（合计对归母净利润率影响以当年的实际所得税率替代计算）

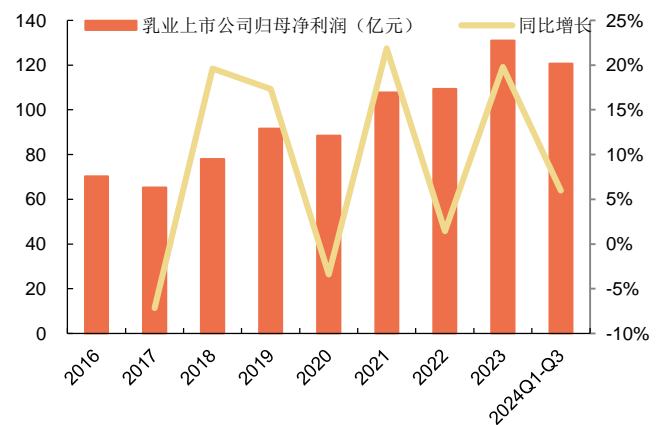
2024年前三季度乳业板块营收同比下滑，2024Q3业绩边际改善。2024Q1-Q3申万乳业板块实现营业收入1410.10亿元，同比下滑8.24%，其中2024Q3实现营收463.96亿元，同比下滑6.29%，同比下滑幅度较2024Q2的下滑14.07%明显缩窄，季度营收同比情况边际出现改善。2024Q1-Q3板块归母净利润120.72亿元，同比增长5.99%。其中2024Q3实现净利润34.79亿元，同比增长0.74%，较2024Q2的同比下跌43.51%出现快速边际改善。

图2：申万乳业板块上市公司营收同比增速 2022年开始下滑



资料来源：wind，申港证券研究所

图3：申万乳业板块 2024Q1-Q3 归母净利润同比增速回落



资料来源：wind，申港证券研究所

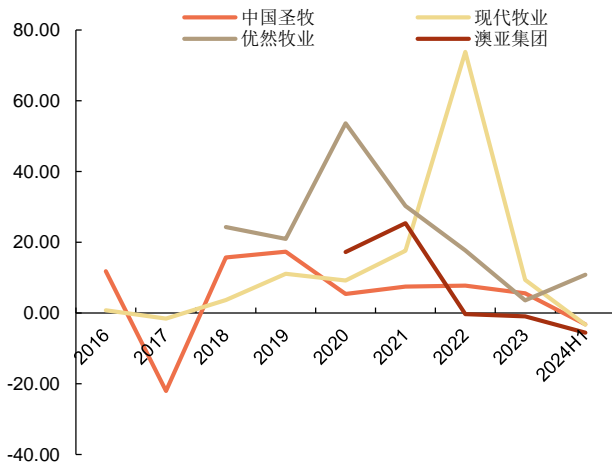
2023至2024H1 牧业公司亏损面加大。目前行业产能过剩的问题持续存在，乳业公司在下游消费不振情况下压缩原料奶采购量，牧业产能仍较为过剩。原料奶价格

持续走低，牧业行业面临销售困难、原奶价格低的生存困境，行业出现大面积亏损。

根据中国农业科学院信息所《中国乳业》杂志的调研测算，2023 年牧场亏损面达 60% 以上，另根据中国奶业协会 2024 年 7 月公开的数据，奶牛养殖行业亏损面超过 80%。原奶价格下行导致 2022H2 开始头部上市牧场持续陷入亏损或微利困境，预计 2024H2 财务困境趋势或仍将延续。

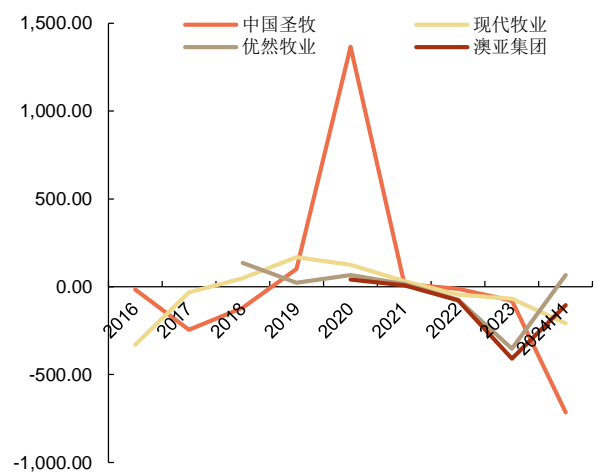
经历原奶价格持续调整，原奶供应过剩影响已经在头部牧业公司的财报中全面显现。根据主要四家上市牧业公司近期财报，2024H1 除优然牧业营收取得 10.80% 的正增长以外，其他三家牧业公司均出现同比个位数下滑，四家牧业上市公司 2024 H1 归母净利润均出现亏损。

图4：上市牧业公司近年营收同比增长降速明显（%）



资料来源：wind，申港证券研究所

图5：上市牧业公司近年归母净利润同比增长情况（%）



资料来源：wind，申港证券研究所

表2：主要上市牧业公司 24H1 业绩亏损

		2019	2020	2021	2022	2023	2024H1
营业收入（亿元）	优然牧业	76.77	117.96	153.67	180.84	187.40	100.76
	现代牧业	55.21	60.29	70.92	123.26	134.84	64.52
	澳亚集团	4.73	5.55	6.96	6.95	46.54	20.50
	中国圣牧	25.40	27.83	29.91	33.40	35.26	15.41
归母净利润（亿元）	优然牧业	8.02	13.41	15.58	4.15	-10.50	-3.31
	现代牧业	3.41	7.70	10.19	5.62	1.75	-2.28
	澳亚集团	0.68	0.96	1.05	0.23	-4.89	-6.36
	中国圣牧	0.28	4.07	4.72	4.16	0.86	-1.44

资料来源：wind，申港证券研究所

2. 回顾原奶周期

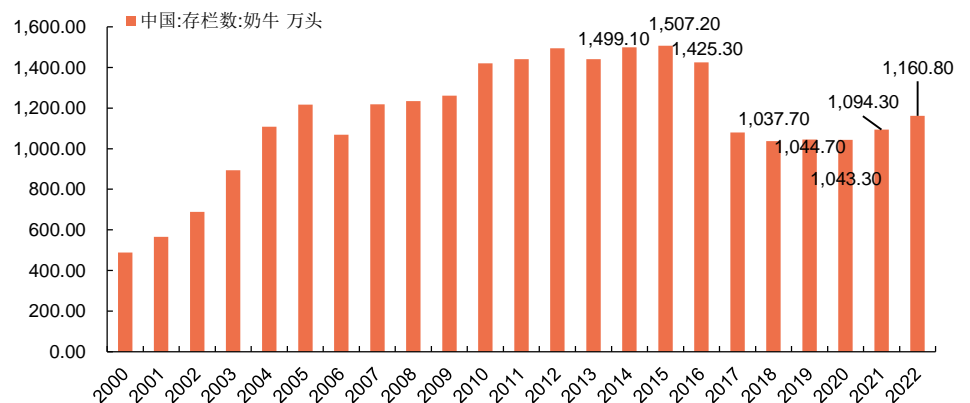
2.1 阶段性供需失衡是当前困难原因

根据乳业资讯网，国内原奶周期可划分为 2008-2013 年年底、2014-2021 年年中、2021 年至今的三轮。

(1) 2008-2013 年底，期间奶业爆发三聚氰胺事件，奶价最低跌至 2009 年 7 月底的 2.30 元/kg，此后需求回升，2013 年下半年受天气、奶牛疫病等因素影响，我国不少地方牛奶产量出现不同程度下降甚至遭遇“奶荒”，原奶价格回升至 2014 年初的最高 4.27 元/kg。

(2) 2014-2021 年中，进口快速增长、价格优势冲击国内散户养殖户，国内散户等中小规模奶牛养殖户的忍痛倒奶、杀牛现象频发，产能高点回落。同时，龙头乳企奶源已大部分来自于自建或合作牧场，规模化牧场集中度提升。2014-15 年后行业去产能，奶牛存栏量较 2014-15 年高峰期下降。

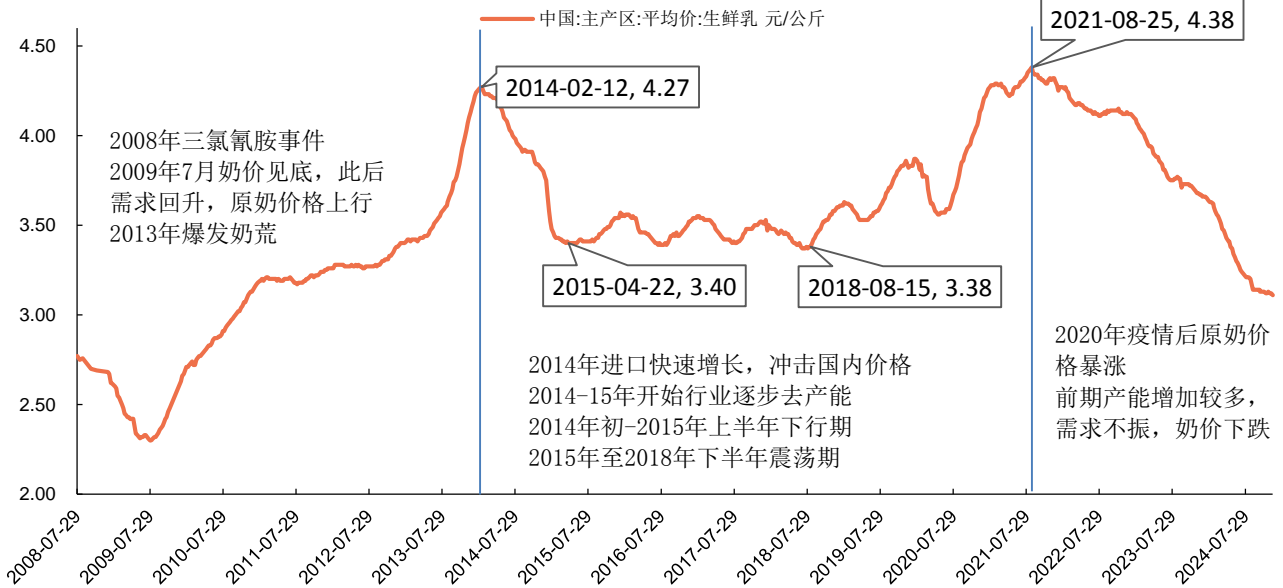
图6：2014-15 年后开始产能去化明显



资料来源: wind, 中国奶业年鉴, 申港证券研究所

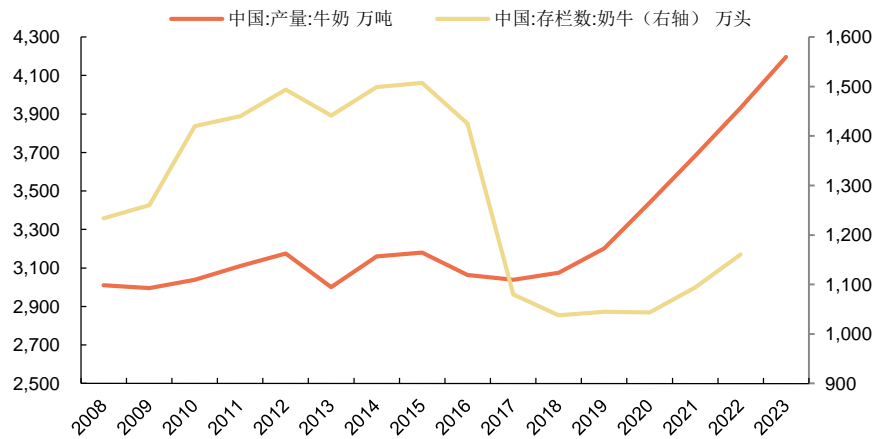
(3) 2021 年中至今。2020 年疫情爆发后，消费者对健康重视度提高，加大了奶类产品消费，下半年开始原奶价格上行，原奶价格在 2021 年 8 月底达到高点 4.38 元/kg，此后，终端消费市场需求放缓。同时，奶牛存栏 2021 年开始回升，且产能向大型牧场集中，单产水平更高情况下，进一步加剧原奶过剩。

图7：生鲜乳价格变化情况



资料来源：wind，百度百科，中国政府网，农业农村部，海关总署，申港证券研究所

图8：受益于单产提高下中国牛奶产量 2020 年后增长较快

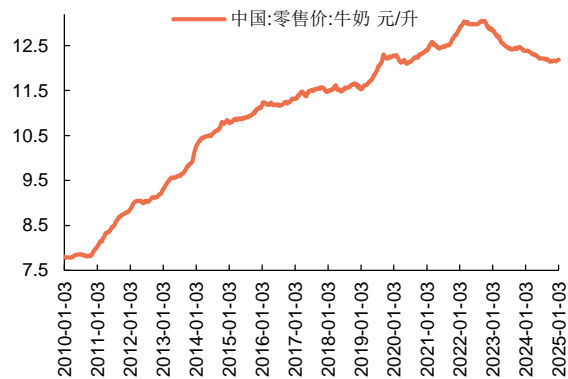


资料来源：wind，申港证券研究所

阶段性供需失衡是当前奶业出现困难的根本原因。根据农业农村部网站消息，受产能扩张、进口增长、消费超预期下降等影响，现阶段国内生鲜乳市场供给大于需求，产销不平衡导致价格持续下行。

- ◆ 需求端看，新冠疫情发生后消费者对健康的重视程度空前增加，国内需求旺盛，2021 年奶类消费增速达 11.5%，但疫情后期终端消费需求放缓，2022 年、2023 年连续两年出现负增长，降幅分别为 1.4%、1.9%。

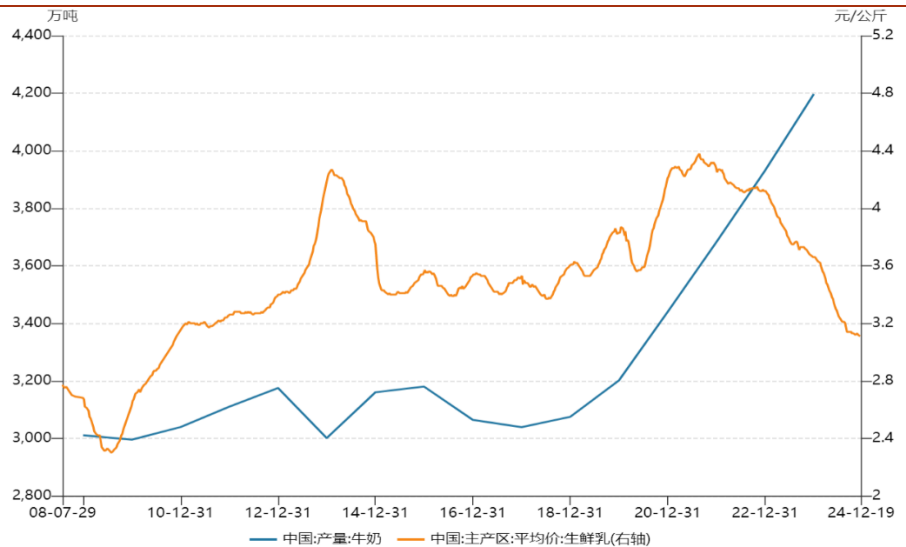
图9：近年牛奶零售价格下行情况



资料来源: wind, 申港证券研究所

- ◆ 供给端看，随着前期奶源基地建设的产能不断释放，国内牛奶产量 2020 年突破 3400 万吨，此后每年保持 200 多万吨的增量，2023 年达到 4197 万吨；乳制品进口受国内外价差驱动保持较快增长，2021 年进口折合鲜奶 2251 万吨，创历史新高，2022-2023 年进口量虽有所减少，但仍保持在 1700 万吨以上的高位水平。

图10：2018-2023 年牛奶产量连续提升



资料来源: wind, 申港证券研究所

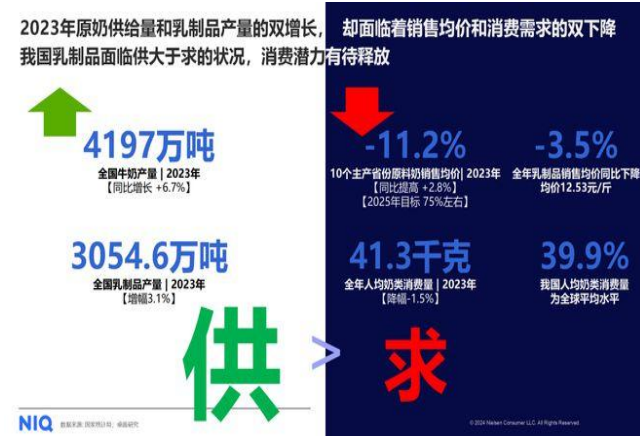
2021 年 8 月至今原奶价格已下行近 3 年半，超过此前 2014 年初至 2015 年上半年的下跌阶段的长度，截至 2025 年 1 月 2 日原奶价格跌幅达 28.77%。我们认为，本轮调整周期较长、幅度较大回升缓慢的主要原因在于：

- ◆ 本轮扩产期成母牛存栏增加较多；
- ◆ 需求不及预期；

- ◆ 产能向大型牧业集团集中，抗风险能力较强导致产能去化缓慢；
- ◆ 牛肉价格较低影响奶牛淘汰速度。

目前原奶供需差距开始收窄，展望明年，供给过剩的情况有望逐步得到缓解。

图11：2023 年乳制品供大于求



资料来源：尼尔森 IQ，申港证券研究所

图12：牛肉批发价格 2023 年后跌幅较大影响奶牛淘汰节奏



资料来源：wind，申港证券研究所

2.2 政策积极引导产能优化和促消费

政策持续引导行业产能优化。根据农业农村部网站消息，主管部门积极促进产能优化、指导优化牛群结构。优化产能方面，农业农村部多次组织生产形势座谈会、视频调度会等，与主产省区、金融机构、乳品企业、养殖场户、行业协会、产业专家等多主体进行会商研讨，抓紧抓实助农、助企纾困各项工作，群策群力促进奶业稳定发展。河北为全省 745 家奶牛场制定“一场一策”纾困方案，对乳企收购生鲜乳给予一定补贴，出台奶牛场兼并重组补贴政策 and 奶牛场贷款贴息及免担保费政策。内蒙古印发了《关于金融支持奶业养殖场纾困解难的若干措施》，为 111 家养殖场提供金融支持，在 2 个盟市开展生鲜乳价格指数保险试点，并对全区 549 个养殖场进行拉网式摸排，指导优化牛群结构。

主管部门政策建议引导行业走向均衡。根据中国奶业协会测算，在 2024 年适当压缩奶牛产能、增加淘汰母牛约 30 万头、每天减少 8000 吨奶才能大幅缓解产能过剩。

表3：中国奶业协会对 2024 年两种供需情境分析

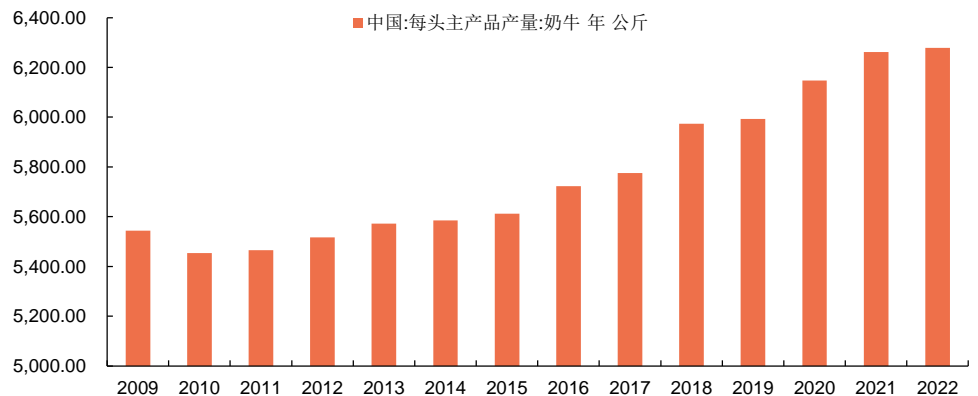
年份	2023	2024 (情境 1: 自然增长率 3%)	2024 (情境 2: 自然增长率 -5%)
规模场奶牛 (万头) (包含当年进口奶牛数量)	640	667	616

年份	2023	2024 (情境 1: 自然 增长率 3%)	2024 (情境 2: 自然 增长率 -5%)
进口奶牛 (万头)	12	8	8
成母牛单产 (吨/头)	9.5	9.7	9.7
商品奶产量 (万吨)	3008	3264	3014
商品奶 (万吨/天)	8.2	8.9	8.3
乳企实际需求 (万吨/天)	7.7	8.1	8.1
供应过剩 (万吨/天)	0.5	0.86	0.17
供应过剩 (万吨/年)	197	313	63

资料来源: 中国奶业协会, 申港证券研究所

需求端政策鼓励牛奶消费, 促进肉牛奶牛生产稳定发展。2024 年 9 月, 农业农村部等七部门联合印发《关于促进肉牛奶牛生产稳定发展的通知》, 推广“学生饮用奶”, 鼓励有条件的地方通过发放消费券等方式拉动牛奶消费, 促进肉牛奶牛产销衔接。

图13: 每头奶牛产奶量逐步提高



资料来源: wind, 全国农产品成本收益资料汇编, 申港证券研究所

3. 产能缩减供给收缩下行业周期有望向上

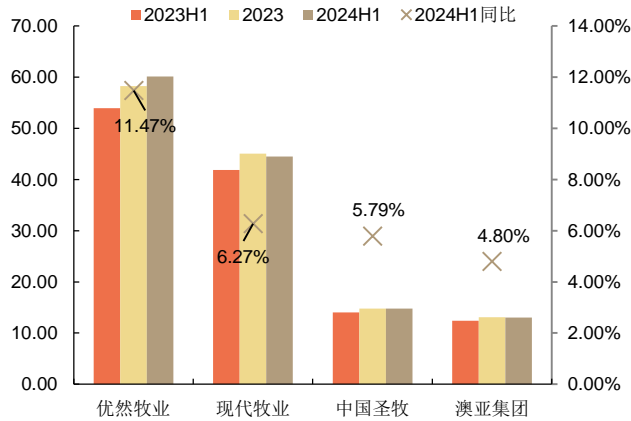
3.1 奶牛存栏开始去化

3.1.1 牧业集团存栏增幅放缓

养殖规模化率提高, 牧业公司产能提升。根据中国奶业协会发布的《中国奶业质量报告(2024)》显示, 2023 年全国奶牛百头以上规模养殖比例同比提高 4 个百分点, 达到 76%。规模化养殖是现代养殖业发展的主流, 有助于提高生产效率、提高奶源质量、降低成本并增强市场竞争力。

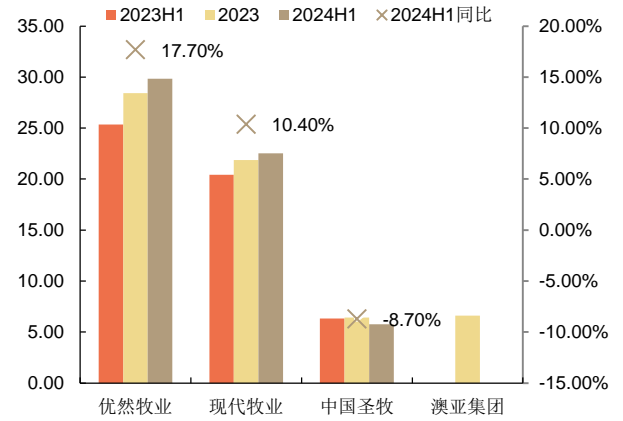
根据荷斯坦 HOLSTEINFARMER 消息，2023 年 Top30 牧业集团存栏奶牛 292 万头，占全国荷斯坦牛存栏的 45%，其中成母牛存栏 140 万头，约占 2023 年全国荷斯坦成母牛存栏的 40%。年产奶量 1549 万吨，占全国商品奶产量比例已超过一半达到 51%，产量与上年 30 强相比增长 18.6%，入围门槛超过 12 万吨。

图14：重点上市牧业企业奶牛存栏量及同比变化



资料来源：公司公告，申港证券研究所

图15：重点上市牧业企业成母牛存栏量及同比变化



资料来源：公司公告，申港证券研究所

2024 年上半年上市牧业集团总体存栏增幅放缓。根据荷斯坦 HOLSTEINFARMER 消息：

- ◆ 优然牧业成母牛存栏保持增长，增幅下降，2024 年上半年存栏比 2023 年底增 5%，而 2023 年底成母牛存栏比 2022 年增 22.7%，2024 上半年增幅下降明显。
- ◆ 现代牧业同样保持增长，2024 年上半年存栏比 2023 年底增 3%，2023 年成母牛存栏比 2022 年底增长 9.5%。
- ◆ 中国圣牧成母牛存栏降幅最大，2024 年上半年成母牛存栏同比下降 10.2%，2023 年成母牛存栏比 2022 年底增长 3.2%。
- ◆ 澳亚集团成母牛存栏由增转降，2024 年上半年存栏比 2023 年底减少 2.5%，2023 年成母牛存栏比 2022 年底增长 9.1%。

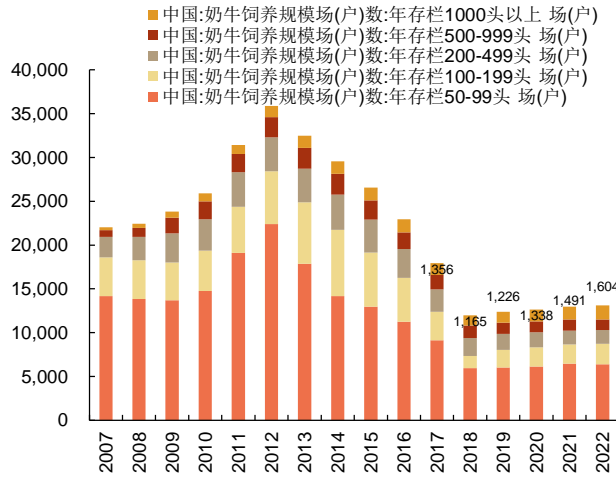
表4：2024 年上半年上市牧业集团成母牛存栏和牛奶产量及较 2023 年底变化情况

	成母牛存栏			牛奶产量		
	2024 上半年	2023 年底	存栏增幅	2024 年上半年	2023 年上半年	产量增幅
优然牧业	29.85	28.42	5.0%	179.70	143.71	25.0%
现代牧业	22.53	21.87	3.0%	145.00	124.90	16.1%
澳亚集团	6.44	6.61	-2.5%	44.7	40.81	9.5%

	成母牛存栏			牛奶产量		
中国圣牧	5.77	6.42	-10.2%	35.08	34.01	3.2%
原生态牧业	4.92	3.99	23.5%	25.92	22.17	16.9%

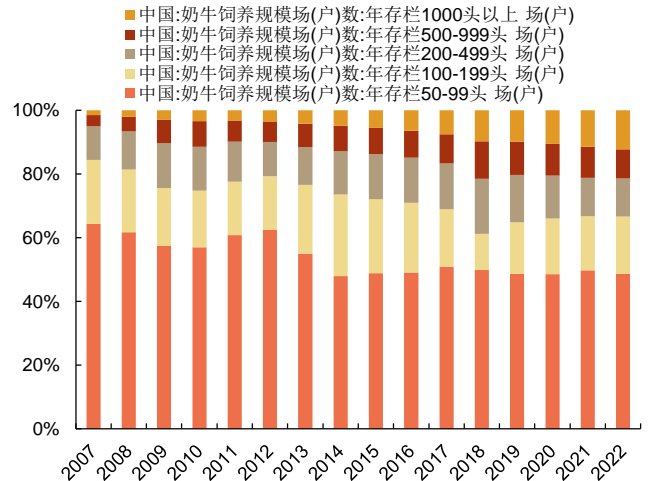
资料来源：荷兰 HOLLSTEINFARMER，申港证券研究所

图16：2018-2022 年我国千头以上规模牧场数量持续提升



资料来源：wind，中国畜牧兽医年鉴，申港证券研究所

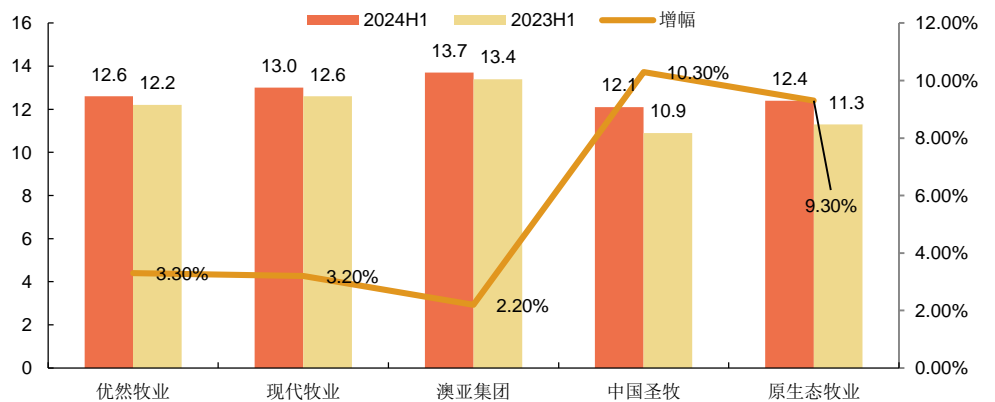
图17：2007-2022 年我国千头以上牧场存栏数占比持续提高



资料来源：wind，中国畜牧兽医年鉴，申港证券研究所

2024H1 上市牧业集团单产提升明显。根据荷兰 HOLLSTEINFARMER 信息，上市牧业集团单产提升明显，澳亚集团 2024 上半年单产达到 13.7 吨，同比增长 2.2%；现代牧业平均单产达到 13.0 吨，同比提升 3.2%；优然牧业平均单产 12.6 吨，同比提升 3.3%；中国圣牧单产同比提升 10.3%，达到 12.1 吨；原生态牧业单产 12.4 吨，同比提升 9.3%。

图18：2024H1 上市牧业集团单产提升明显

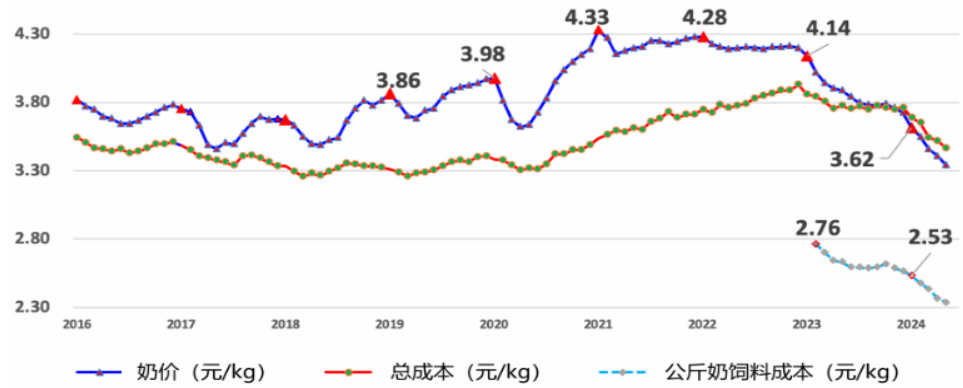


资料来源：荷兰 HOLLSTEINFARMER，申港证券研究所

3.1.2 24H1 奶牛存栏减少

牧业行业亏损面较大，奶价低于成本促进产能退出。根据现代牧业 2024 中期业绩演示材料，国家奶牛产业技术体系表示，本轮调整周期严峻程度超过 2016-2017 年，行业亏损面超过 80% 以上，奶价已经低于奶牛养殖的全成本。

图19：奶牛体系监测奶价和成本（元/公斤）



资料来源：国家奶牛产业技术体系，现代牧业 2024 中期业绩演示材料，申港证券研究所

全国奶牛存栏量下降，减少的主要牛源为社会牧场、中小牧场。根据农业农村部奶站监测数据，截至 2024 年 8 月，全国奶牛存栏量已连续 6 个月环比下降，生鲜乳产量增幅继续放缓。根据荷斯坦 HOLSTEINFARMER 消息，从上市企业公报以及荷斯坦 HOLSTEINFARMER 走访了解来看，乳企自有牧场上半年存栏依然保持缓慢增长，减少的牛源主要是社会牧场、中小牧场。

预计全国上半年淘汰奶牛 20 万头左右。根据荷斯坦 HOLSTEINFARMER 调研数据，全国 23 个大型社会牧场（牧业集团）的调研样本中，2024 年 6 月底总存栏 70 多万头，比 2023 年底减少近 5 万头，降幅 6%，预计全国社会牧场上半年淘汰奶牛 20 万头左右，甚至超过 20 万头。

3.2 2024 年前三季度乳业进口和国产供给双收缩

2022 至 2024 上半年我国进口乳品折合生鲜乳累计减少 644 万吨。根据荷斯坦 HOLSTEINFARMER 消息，2022 至 2024 上半年我国进口乳品折合生鲜乳累计减少 644 万吨，活牛进口数量减少 26 万头，奶产量减少 200 万吨。2022 至 2024H1 进口乳品、活牛减少带来的原奶减量已超过国内牛奶增量，原奶过剩主因是消费低迷。

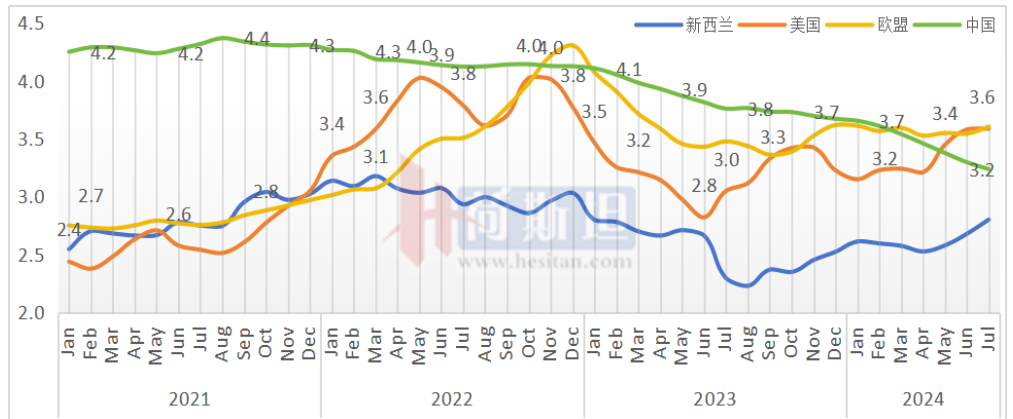
3.2.1 原奶价格低于欧美 乳品进口量减少

中国原奶价格持续下降，已经低于欧美国家，中国乳制品进口将继续下降。根据荷斯坦 HOLSTEINFARMER 消息，长期以来，我国都是高成本高奶价国家，奶价仅次于日本，远高于欧美、新西兰等乳品出口国，2021 年初我国奶价比欧美国家高出至少 1.5 元/公斤。近几年随着我国奶价持续下跌，到 2024 年 3、4 月份，奶价已

经低于欧美国家。

2024年7月我国生鲜乳均价3.2元/公斤，比欧美国家低10%。欧美国家乳品与中国相比成本优势减弱，未来中国进口乳品将进一步减少。

图20：2024年7月中国生鲜乳均价已低于美国与欧盟

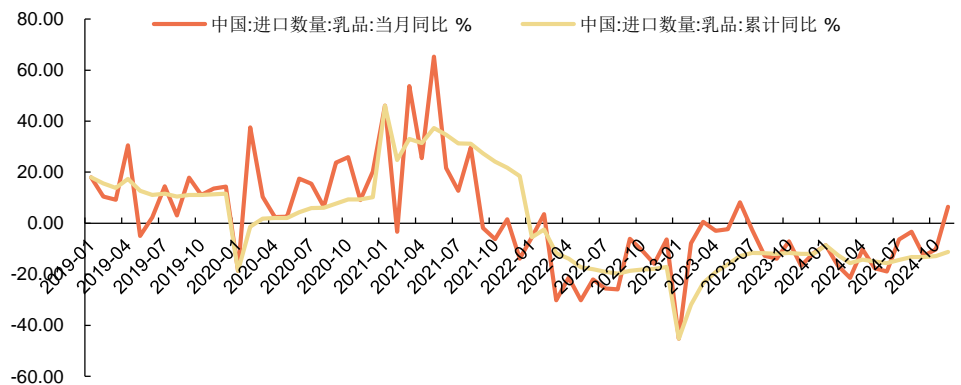


资料来源：荷斯坦HOLSTEINFARMER，申港证券研究所

2022年开始我国乳品进口量连续下降，2024年1-10月进口量折合生鲜乳后同比减少12%。根据海关总署乳品进口数据，2021年我国乳品进口量达到2011年以来最高峰，总进口量超过320万吨，折合生鲜乳1600余万吨，随后开始连续下降，2022年进口乳品260余万吨，折合生鲜乳后同比2021年下降15.91%，2023年继续下降，折合生鲜乳后同比下降12.56%。

根据中国奶业贸易月报（2024年11月），2024年1-10月进口乳制品212.39万吨，同比减少12.9%，进口乳制品折合生鲜乳为1291万吨，同比减少12%。

图21：2022年1月至今乳品进口量累计同比增速持续为负



资料来源：wind，海关总署，申港证券研究所

根据中国奶业贸易月报（2024年11月），2024年1-10月我国进口量较大的几类

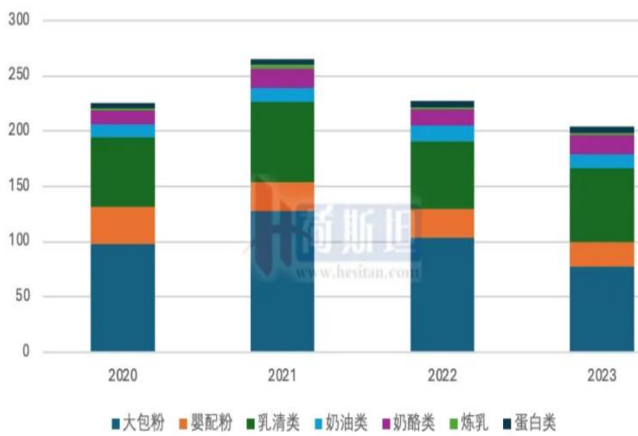
乳产品，包括大包粉、婴配粉、乳清粉和液态奶均有不同幅度的减少，其中大包粉、包装牛奶、酸奶进口量降幅超过 20%，仅炼乳、蛋白类和稀奶油有所增长。

表5：2022-2024 年大包粉进口量（万吨）整体呈现下降趋势

	2020	2021	2022	2023	2024.1-10	同比%
数量（万吨）	97.9	127.5	103.53	77.39	52.76	-23.5
金额（亿美元）	32.9	46.0	44.30	29.13	19.06	-27.4
价格（美元/吨）	3361	3604	4279	3764	3613	-5.1

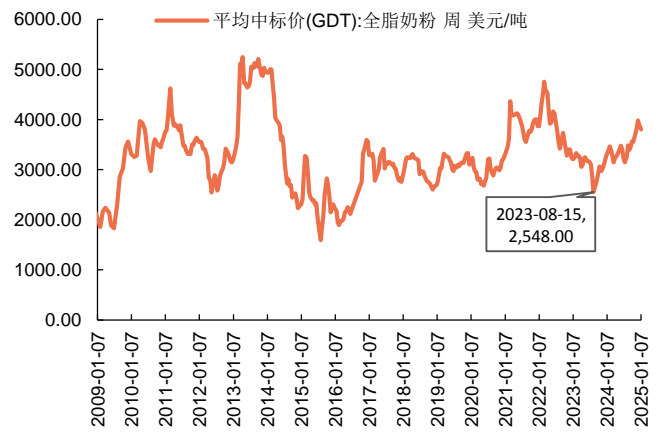
资料来源：中国奶业贸易月报（2024 年 11 月），申港证券研究所

图22：我国干乳制品进口量 2020-2023



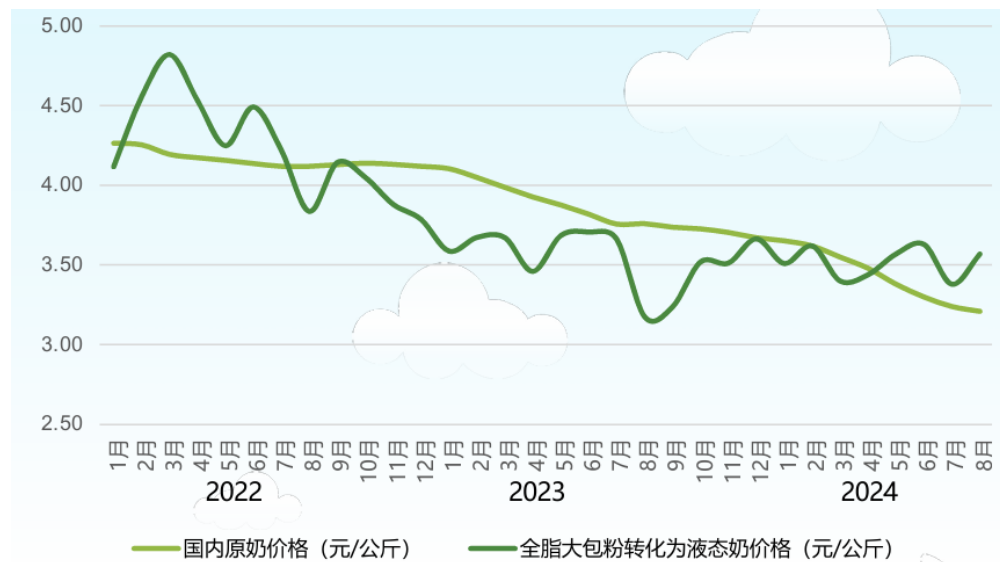
资料来源：荷兰HOLSTEINFARMER，申港证券研究所

图23：国际大包粉价格自 2023 年下半年起回升



资料来源：wind，申港证券研究所

图24：2024 年 Q2 开始大包粉转液态奶价格已经高于国内原奶价格

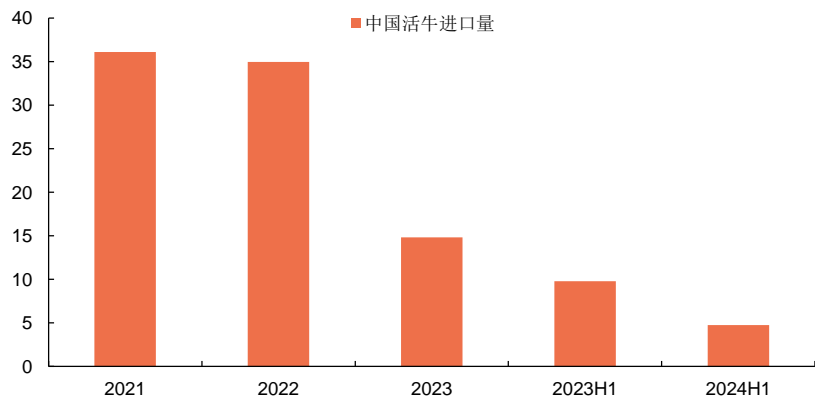


资料来源：农业农村部、恒天然，现代牧业 2024 中期业绩演示材料，申港证券研究所

3.2.2 活牛进口下行

活牛进口量 2021 年达高峰，2024H1 同比下降 51%。根据荷斯坦 HOLSTEINFARMER 消息，活牛进口量在 2021 年达到高峰 36 万头，比 2020 年高出 10 万头，是我国开放活牛贸易以来进口量最大的一年。2022 年活牛进口开始小幅回落，2022 年进口量 35 万头，环比上年减少 1 万头，2023 年活牛进口量腰斩，全年进口仅 15 万头，环比上年减少 20 万头，降幅超过 50%，2024 上半年延续下跌趋势，进口活牛不足五万头。2022 至 2024 上半年我国活牛进口量累计减少 26.3 万头，按照年单产 9.5 吨计算，减少牛奶产量 200 万吨。海关数据显示，2024 年 1-8 月份我国进口活牛 5.15 万头，同比下降 54.3%。活牛进口 CIF 均价 1543.65 美元/头，同比下跌 33.4%。

图25：中国 2024H1 活牛进口量同比下降 51%

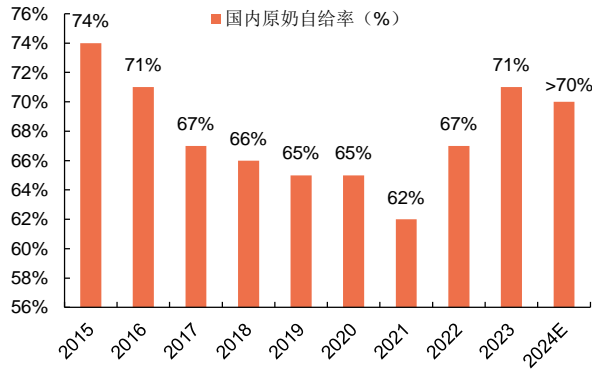


资料来源：荷斯坦 HOLSTEINFARMER，申港证券研究所

3.2.3 2024 年国内原奶产量同比增速逐季下降

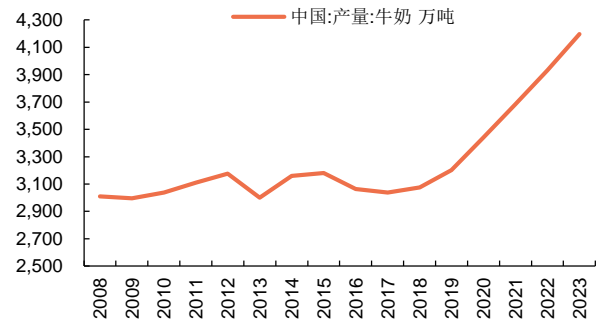
国内原奶自给率近年有所回升，国内产能变化影响原奶价格权重变大。根据现代牧业 2024 中期业绩演示材料援引 USDA 数据，受 2021 年进口量达高峰影响，国内原奶自给率在 2021 年降到 62%，为近年低位。此后连续两年回升，其中 2022/2023 年原奶自给率分别为 67%/71%，预计 2024 年国内原奶自给率超过 70%。

图26：国内原奶自给率近年有所提升



资料来源：USDA，现代牧业 2024 中期业绩演示材料，申港证券研究所

图27：2018-2023 年我国原奶产量逐年升高

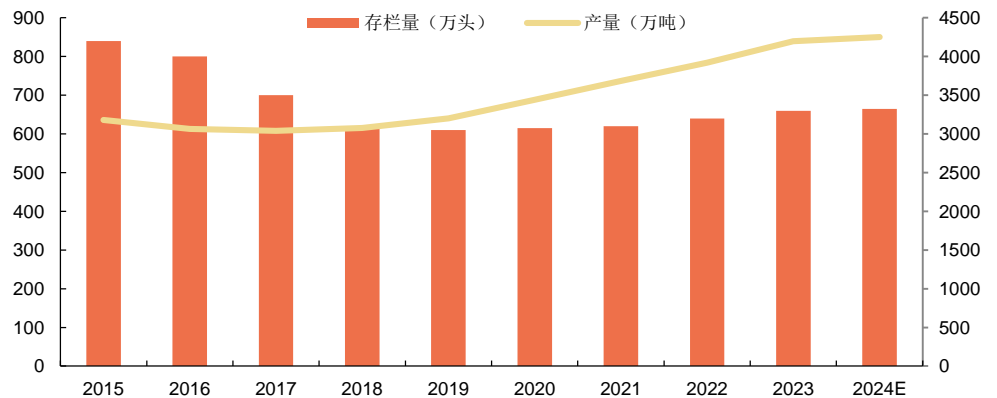


资料来源：wind，申港证券研究所

中国牛奶产量 2018-2023 连续 6 年保持上涨趋势，尤其在 2020-2021 年疫情期间，年增速均超过 7%。牛奶产量从 2018 年的 3074.6 万吨增长到 2023 年的 4197.0 万吨，增量超过 1100 万吨，增幅达到 36.5%。另外，疫情期间牛奶需求增长给企业营造了未来乐观的消费前景，众多企业扩群建场，2023 年消费回落，而新建牧场难以及时调转，原奶出现过剩。

2024 年国内原奶产量增速放缓，前三季度原奶产量同比增速逐季下降。根据现代牧业 2024 中期业绩演示材料，美国农业部预测 2024 年国内原奶产量较 2023 年增长 1.3%，荷兰合作银行预测同比增长 3.2%，增速放缓。

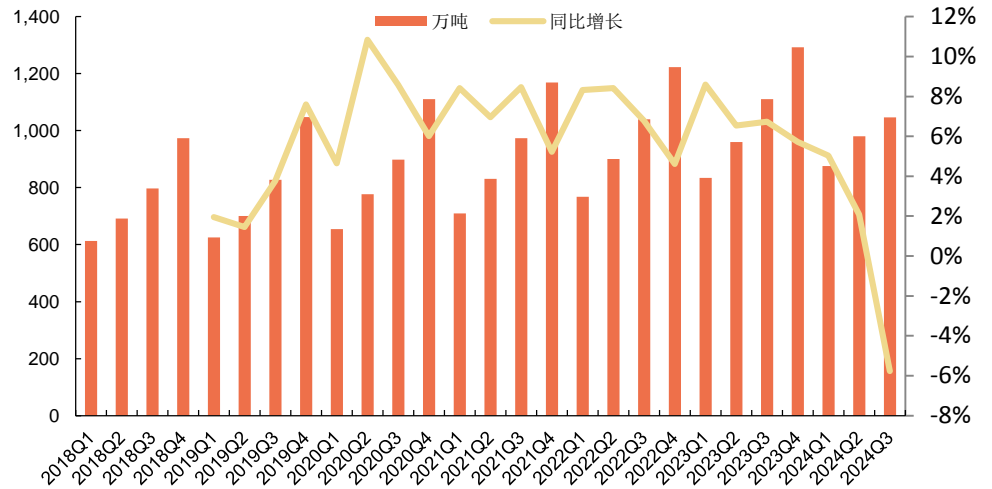
图28：国内奶牛存栏量及原奶产量



资料来源：USDA，现代牧业 2024 中期业绩演示材料，申港证券研究所

2024 年前三季度我国牛奶产量同比分别增长 5.0%/增长 2.1%/下降 5.8%，前三季度合计同比下降 0.07%，从 2023 年 4 季度开始，牛奶季度产量同比增速逐步下降。

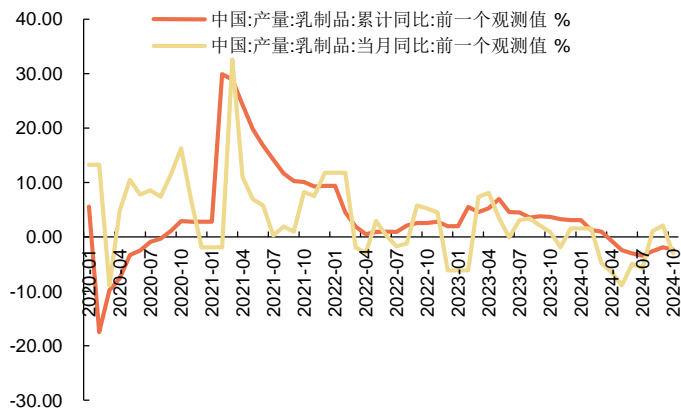
图29：2024 年前三季度我国牛奶产量同比增速逐季下降



资料来源：wind，申港证券研究所

2024 年前 10 个月累计乳制品产量同比下降，持续下滑超过半年。根据国家统计局数据，2024 年乳制品产量自 4 月开始持续累计同比下降，前 10 个月我国乳制品产量累计同比下降 2.3%。

图30：2024 年前 10 个月我国乳制品产量累计同比下降 2.3%



资料来源：wind，申港证券研究所

2024 年前三季度国内总供给量同比下降 1.77%，2025 年有望实现供需平衡。我们按照中国奶业协会中国奶业贸易月报（2024 年 11 月）中进口乳制品折算生鲜乳的折算方法（即干乳制品*8+液态奶），计算牛奶进口量。将其与国内牛奶产量加总，作为总供给量。进口量采用海关总署数据、国产量采用国家统计局数据。可以看出，2021 年为进口高峰期，此后连续下降。2024 前三季度国内总供给量同比下降 1.77%，生鲜乳价格在 2024 年四季度降幅收窄，奶业有望在 2025 年实现供给需求平衡。

表6: 近年国内牛奶供给量变化情况

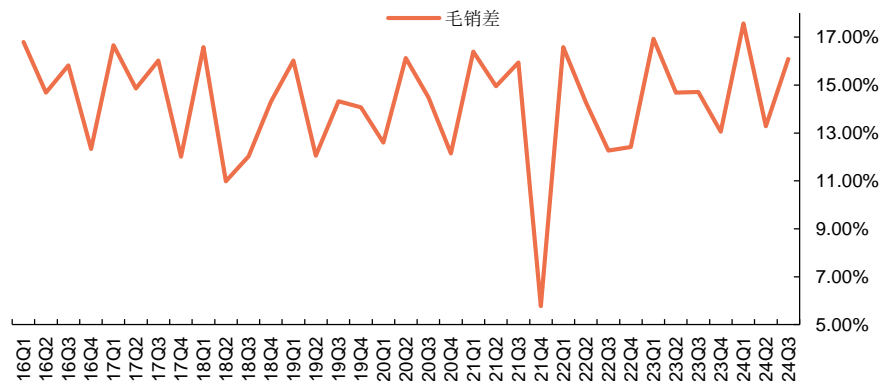
	进口干乳 制品(万 吨)	进口液态 奶(万 吨)	牛奶进口量(万 吨)(=干乳制品 *8+液态奶)	进口量同 比	牛奶国内产量 (万吨)	国产量同比	总供给量 同比
2024Q1-Q3	104.04	51.95	884.27	-6.96%	2,902.00	-0.07%	-1.77%
2023	141.82	83.51	1218.09	-12.56%	4,197.00	6.74%	1.69%
2022	161.62	100.08	1393.04	-15.91%	3,932.00	6.76%	-0.27%
2021	190.87	129.59	1656.55	24.55%	3,683.00	7.06%	11.94%
2020	152.84	107.25	1329.99	13.26%	3,440.00	7.47%	9.02%
2019	135.24	92.43	1174.32	4.31%	3,201.00	4.10%	4.15%
2018	131.92	70.42	1125.79	7.73%	3,075.00	1.18%	2.86%
2017	121.85	70.17	1044.99	9.40%	3,039.00	-0.82%	1.61%
2016	111.22	65.51	955.24	20.02%	3,064.00	-3.65%	1.09%
2015	93.61	46.99	795.89	-34.74%	3,180.00	0.63%	-9.22%
2014	148.33	32.89	1219.53	7.22%	3,160.00	5.30%	5.83%
2013	139.74	19.48	1137.38	34.52%	3,001.00	-5.48%	2.93%
2012	104.41	10.17	845.48	21.72%	3,175.00	-13.16%	-7.59%
2011	86.29	4.31	694.63		3,656.00		

资料来源: wind, 海关总署, 国家统计局, 中国奶业贸易月报(2024年11月), 申港证券研究所

4. 乳业 2024Q3 业绩好转趋势有望延续

2024Q3 乳业上市公司毛销差、业绩等指标边际改善。2024年以来乳品上市公司一方面面临终端消费疲软, 另一方面上游原奶供给持续过剩、奶价下跌, 随着春节后头部企业对下游渠道库存的持续调整、以及积极维护价格体系, 三季度上市公司业绩实现边际改善, 龙头企业伊利股份毛销差实现季度环比改善。

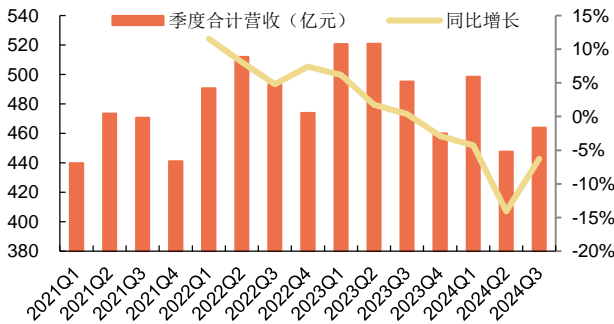
图31: 伊利股份 24Q3 毛销差季度环比回升



资料来源: wind, 申港证券研究所

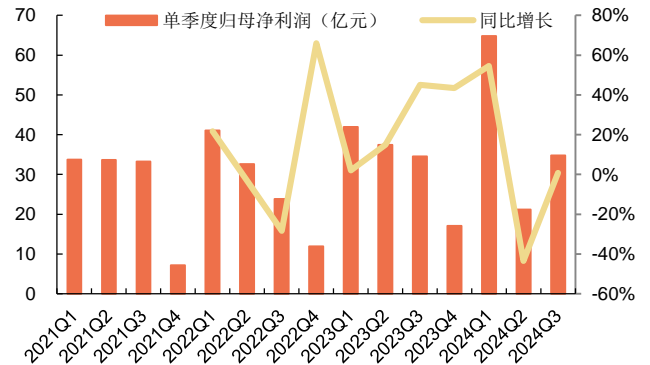
2024Q3 乳业板块实现营业收入 463.96 亿元，同比下滑 6.29%，同比下滑幅度较 2024Q2 的下滑 14.07% 明显缩窄，季度营收同比情况边际出现改善。2024Q3 板块实现归母净利润 34.79 亿元，同比增长 0.74%，较 Q2 的同比下跌 43.51% 出现快速边际改善。目前奶牛产能及原奶供给仍有一定削减空间，在行业供给缩减，消费需求修复情况下，预计供需逐步平衡，行业上市公司季度边际业绩改善有望延续。

图32：24Q3 乳业板块上市公司季度营收同比改善



资料来源：wind，申港证券研究所

图33：24Q3 乳业板块上市公司季度盈利同比改善



资料来源：wind，申港证券研究所

回顾以往原奶价格企稳和回升阶段，上市公司业绩修复明显。在上一轮原奶价格调整阶段中，2015 年第 2 季度开始原奶价格逐步企稳、此后缓慢上涨。伊利股份毛利率自 2015Q3 开始持续同比改善至 2016Q3。奶价下跌阶段下游销售竞争激烈、企业往往被迫投入较高的销售费用，伊利股份 2014Q3-2016Q2 单季度销售费用率同比增加，或为应对竞争和市场拓展双重考虑，而在 2016Q3-2017Q3 的奶价连续上涨阶段，公司销售费用率基本呈同比降低态势，竞争缓和明显。光明乳业 2015Q3-2015Q4 顺应奶价回升趋势，减少费用投入，销售费用率同比降低，公司毛销差 2015Q3 开始连续季度同比改善。

在 2015Q2 开始的奶价企稳和回升阶段，伊利股份第二个季度（2015Q3）即实现毛利率回升，第三个季度（2015Q4）开始毛销差和归母净利润率指标均实现连续季度同比回升，经营跟随奶价回升实现改善。

三家公司中三元股份最早在奶价回升的第二个季度（2015Q3）即实现归母净利润率同比连续提升，伊利股份与光明乳业在 2015Q4 开始实现上述两个指标连续同比改善。

表7：上一轮周期上市公司业绩跟随原奶价格的变动情况

	14Q1	14Q2	14Q3	14Q4	15Q1	15Q2	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4
奶价季度涨跌幅	1.44%	-3.79%	-3.69%	-4.09%	-9.07%	0.29%	0.88%	2.61%	-0.85%	-3.13%	1.47%	2.32%	3.22%	6.23%	11.73%	0.72%
毛利率同比变动 (百分点)	14Q1	14Q2	14Q3	14Q4	15Q1	15Q2	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4

	14Q1	14Q2	14Q3	14Q4	15Q1	15Q2	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4
伊利股份	1.16	2.90	4.97	5.39	3.17	-0.13	3.63	6.79	4.76	3.74	3.41	-3.70	-4.00	2.50	-1.05	-0.45
光明乳业	-0.18	-2.65	-1.52	1.81	0.37	0.20	-0.07	3.36	6.20	6.71	5.93	-5.31	-5.56	-7.63	-5.83	-1.69
三元股份	-0.68	1.87	5.52	8.53	7.80	5.03	2.62	7.77	-0.72	4.78	3.54	-9.46	0.17	-2.10	-0.18	-2.32
销售费用率同比变动(百分点)	14Q1	14Q2	14Q3	14Q4	15Q1	15Q2	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4
伊利股份	-1.24	-0.70	1.23	3.50	0.48	1.27	6.88	4.86	4.09	2.96	-0.31	-1.58	-4.05	2.58	-0.98	0.59
光明乳业	-0.54	-1.66	-0.30	-0.31	0.01	1.55	-1.33	-1.32	3.39	2.90	4.08	-5.13	-6.01	-8.11	-4.75	4.06
三元股份	2.49	2.21	-1.10	-4.51	2.00	1.88	5.61	3.75	-0.75	0.81	-1.39	2.74	4.29	0.53	0.35	-1.74
毛销差同比变化(百分点)	14Q1	14Q2	14Q3	14Q4	15Q1	15Q2	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4
伊利股份	2.40	3.60	3.74	1.89	2.69	-1.40	-3.25	1.93	0.67	0.77	3.71	-2.12	0.05	-0.08	-0.07	-1.04
光明乳业	0.35	-0.98	-1.23	2.11	0.36	-1.35	1.26	4.68	2.81	3.81	1.85	-0.18	0.46	0.47	-1.08	-5.74
三元股份	-3.17	-0.34	6.62	13.04	5.80	3.15	-2.98	4.03	0.03	3.98	4.93	-12.20	-4.12	-2.63	-0.53	-0.58
归母净利润同比变化(百分点)	14Q1	14Q2	14Q3	14Q4	15Q1	15Q2	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4
伊利股份	4.11	-1.75	2.47	-1.25	0.42	0.55	-2.47	2.13	1.45	2.26	1.13	1.94	0.84	-2.02	0.96	-1.99
光明乳业	0.08	0.19	-0.14	0.94	0.38	-0.63	-2.60	0.86	0.47	0.31	2.54	-1.03	1.12	0.90	-0.65	-1.25
三元股份	-2.03	21.30	-0.38	8.52	4.01	-14.65	4.77	8.55	1.04	6.83	3.24	-9.54	-0.74	-8.88	2.68	2.84

资料来源: wind, 申港证券研究所

随着原奶价格跌幅边际收窄, 本轮调整周期或逐步进入尾声, 奶价预期变化对龙头企业费用投入和价格策略, 或在 2025 年实现业绩改善。2024Q3 开始原奶价格压力减轻, 同时龙头企业渠道库存调整、新品推广利好 2024Q4 开始的旺季销售表现, 需求企稳、供需重新走向平衡有望带动行业走出上行周期。原奶周期上行阶段, 龙头乳品公司有望获得超额收益。

投资建议

本轮原奶价格下行周期和幅度超预期, 上市乳品和牧业公司业绩此前持续承压。三季度以来, 原奶价格呈现逐月边际改善趋势, 行业产能持续出清及进口量缩减致供给端持续收缩, 需求企稳、供需重新走向平衡有望带动行业走出上行周期。原奶周期上行阶段, 龙头乳品公司有望获得超额收益。建议关注龙头企业伊利股份、新乳业等区域乳企估值修复、业绩持续边际改善带来的投资机会, 同时股息角度重视其投资价值。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，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。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，不构成其他投资标的的要约和邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者及风险承受能力为 C3、C4、C5 的普通投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

投资评级说明

申港证券行业评级说明：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

（基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为标普 500 指数或纳斯达克指数。）

申港证券公司评级说明：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

（基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为标普 500 指数或纳斯达克指数。）