

优然牧业(09858)

报告日期: 2026年01月20日

有“盲区”的周期, 待“重估”的价值

——优然牧业深度报告

投资要点

□ 核心逻辑:

我国乳业上游龙头企业, 兼具龙头地位与低估值的双重吸引力, 随肉牛周期上行、原奶周期反转, 有望实现淘牛高收益+原奶成长高弹性, 业绩增长及估值提升有望超预期。

□ 行业β: 原奶周期反转将近, 肉牛有望迎来周期主升浪

原奶周期: 当前原奶价格已处周期底部, 2025年10月奶牛存栏较2023年底降幅达8%。在产量收缩、肉奶共振和进口减量共同推动下, 原奶价格拐点将至, 奶价有望温和上行。

肉牛周期: 2023年起牛价走低, 下半年肉牛产能开启去化, 2024年存栏降幅最显著, 考虑到肉牛繁殖周期长达2年, 能繁母牛存栏下滑+补栏低迷将拉长产能恢复周期, 行业或现“结构性缺母牛”, 支撑牛价开启至少2年长期上行周期。其中, 26年对应24年存栏去化幅度最大, 有望迎来价格主升浪。

□ 公司α: 原奶业务成长高弹性, 淘牛“副业”随肉牛周期上行有望实现高收益

规模化与一体化布局, 奶牛养殖龙头地位稳固。公司已建成国内乳业上游规模最大的现代化牧场网络。截至2025H1, 公司在全国17个省份运营100座现代化牧场, 奶牛存栏数达62万头, 25H1原奶产量达208万吨, 位列国内第一。规模化布局下, 公司2025H1原料奶饲料成本同比降12%至1.91元/kg, 成母牛年化单产同比+2.4%至12.9吨; 成母牛占比25H1提升至53.5%, 为长期产能与效率提升筑牢基础。同时, 公司与大股东伊利深度绑定, 通过长期协议以及特色奶优势, 在销售量价方面凸显优势。2025H1, 公司向伊利销售原料奶收入占其原料奶总收入的94.8%, 销售均价达3.87元/公斤, 较同期行业均价3.08元/公斤高出25.6%。

随着原奶周期逐步温和反转, 公司有望从两方面受益: 1) 成母牛公允价值有望回升, 2) 公司原奶销量快速增长, 2025年有望超400万吨, 考虑到降本增效成果显著, 我们假设原奶整体营业成本不变, 奶价每涨0.1元/kg, 全年利润有望增厚超4亿元, 量价齐升下整体业绩弹性显著。

随着肉牛周期上行, 公司有望从两方面受益: 1) 犊牛及育成牛公允价值有望增加; 2) 公司每年淘牛规模达约10万头, 淘牛收益有望快速增长, 预计2025/2026/2027年淘牛收入同比增速将分别达72%/25%/34%, 对应利润增厚5.17/8.22/13.52亿元。

□ 主要预期差:

市场预期: 市场认为①原奶周期反转存在较大不确定性; ②市场担忧公司原奶业务弹性能否充分释放; ③市场认为淘牛业务对公司影响有限。

我们认为: ①原奶周期随着产能深度去化、肉奶共振和进口减量, 周期拐点将至; ②原奶价格上行一方面将带动公司成母牛公允价值回升, 另一方面公司原奶业务具备高成长弹性, 2025年原奶销量有望突破400万吨。假设降本增效下公司营业成本维持稳定, 奶价每提升0.1元/kg, 全年利润可增厚超4亿元; ③公司年淘汰成母牛规模约10万头, 远超肉牛养殖市场90%的出栏水平, 有望充分受益于牛价上涨。肉牛周期回升下, 公司成犊牛及育成牛生物资产公允价值有望提升, 同时带动公司淘汰牛价格上涨, 淘牛收入增长, 一方面收窄淘汰牛价值变动亏损, 实现利润表减亏, 另一方面带来可观现金流入, 助力主业在周期底部维持经营性利润。

□ 潜在催化剂:

1) 肉牛周期上行; 2) 原奶周期反转; 3) 公司降本增效; 4) 下游与伊利股份深度绑定。

投资评级: 买入(首次)

分析师: 钟凯锋

执业证书号: S1230524050002
zhongkaifeng@stocke.com.cn

分析师: 张心怡

执业证书号: S1230524020002
zhangxinyi@stocke.com.cn

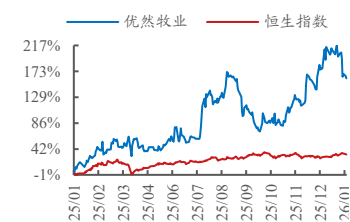
研究助理: 胡文舟

huwenzhou@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	HK\$4.26
总市值(百万港元)	16,583.02
总股本(百万股)	3,892.73

股票走势图



相关报告

□ 盈利预测与估值

公司规模化优势显著，通过持续的降本增效，不断提高核心竞争力，作为行业龙头有望受益于周期反转充分释放盈利弹性。预计公司 2025-2027 年整体营业收入分别为 215.89、234.86、258.98 亿元，同比增速分别为 7.43%、8.78%、10.27%，归母净利润分别为 9.71、20.37、40.10 亿元，对应增速分别为 240.60%、109.67%、96.88%，2026 年 1 月 20 日收盘价对应 PE 分别为 15、7、4 倍。我们认为 2026 年公司合理估值水平为 10 倍 PE，对应目标市值 204 亿元，首次覆盖，给予“买入”评级。

□ 风险提示

饲料价格大幅波动，动物疫病风险，下游需求不及预期。

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	20096	21589	23486	25898
(+/-) (%)	7.50%	7.43%	8.78%	10.27%
归母净利润	-691	971	2037	4010
(+/-) (%)	34.20%	240.60%	109.67%	96.88%
每股收益(元)	-0.18	0.25	0.52	1.03
P/E	-	15.48	7.38	3.75

资料来源：浙商证券研究所

正文目录

1 乳业上游龙头，全产业链布局引领者	6
1.1 深耕乳业上游，布局全产业链	6
1.2 股权集中稳定，产业资本与战略股东深度绑定	7
1.3 收入规模稳步增长，盈利能力亦在持续优化	7
2 肉牛：结构性缺牛，高景气周期	10
2.1 供给调节滞后性凸显	10
2.2 去产能+弱补栏，结构性缺牛有望支撑价格长期上行	11
2.2.1 产能深度出清，牛群结构失衡制约长期产能	11
2.2.2 进口牛肉“水位下降、水管变窄”	12
2.3 我国牛肉消费端韧性凸显	13
2.4 周期开启上行通道	14
3 奶牛：周期反转将至	15
3.1 原奶供给调节滞后	15
3.2 供给端逐步收缩，产能去化加速	16
3.2.1 落后产能加速出清	16
3.2.2 规模化率逐年增长，单产水平显著提升	16
3.2.3 头部企业优势持续扩大，逆势增长	18
3.3 需求端短期乏力，长期仍具较大提升潜力	18
3.3.1 近年奶类消费疲软	18
3.3.2 中国奶类需求仍有较大增长空间	19
3.4 原奶价格周期下行，拐点逐步显现	20
4 周期反转驱动，业绩弹性有望充分释放	21
4.1 全产业链加速布局，规模化带动降本增效	21
4.2 下游深度绑定+特色奶布局，销售量价韧性凸显	23
4.3 原奶周期反转下业绩弹性有望充分释放	24
4.4 淘牛：“隐藏”的副业，可观的弹性	25
5 盈利预测与估值	26
5.1 盈利预测	26
5.2 相对估值	27
6 风险提示	28

图表目录

图 1: 公司发展历程.....	6
图 2: 优然牧业生产基地位置图.....	7
图 3: 优然牧业全产业链.....	7
图 4: 优然牧业股份股权结构图 (截止日期: 2025 年 12 月 15 日).....	7
图 5: 2017-2025H1 公司营收及增速.....	8
图 6: 2017-2025H1 公司各业务收入占比.....	8
图 7: 2017-2025H1 公司归母净利润 (亿元).....	8
图 8: 2017-2025H1 公司生物资产减值变化.....	8
图 9: 2017-2025H1 公司毛利率和净利率.....	9
图 10: 2017-2025H1 公司费用率.....	9
图 11: 2017-2025H1 公司现金流.....	9
图 12: 2017-2025H1 公司资产负债率.....	9
图 13: 中国肉牛产业链.....	10
图 14: 肉牛繁育和生产周期.....	10
图 15: 我国肉牛养殖场规模分布.....	11
图 16: 2014-2025Q3 我国牛期末存栏量及同比变化.....	11
图 17: 2013-2025Q3 我国牛出栏数量及同比变化.....	11
图 18: 2025Q1-Q3 中国牛肉主要进口国分布.....	12
图 19: 2017-2025Q3 年中国牛肉产量、进口量与进口依赖度.....	12
图 20: 2020-2024 年美国牛肉进口价格.....	13
图 21: 2020-2025 年巴西牛肉进口价格.....	13
图 22: 我国牛肉和小牛肉消费量及增速变化 (万吨).....	14
图 23: 我国主要肉类消费结构.....	14
图 24: 2024 年起犊牛、育肥公牛和淘汰母牛市场价 (元/kg).....	14
图 25: 2024 年起肉牛自繁自养和专业育肥型盈利.....	14
图 26: 中国奶牛养殖产业链.....	15
图 27: 奶牛生命周期.....	15
图 28: 2000-2025H1 全国牛奶产量及同比增速.....	16
图 29: 2018 年起我国奶牛存栏量 (万头).....	16
图 30: 我国奶牛养殖场规模化逐步提升.....	17
图 31: 2010-2024 年我国奶牛单产逐步提升.....	17
图 32: 2024 年牧业集团 Top10 产奶量 (万吨) 及同比.....	18
图 33: 2024 年 Top5 牧业集团奶牛存栏 (万头) 及同比.....	18
图 34: 我国社会消费品零售总额增速 (%).....	19
图 35: 我国新生儿数量 (万人).....	19
图 36: 2018-2024 年中国居民日均乳制品消费量及达标率.....	19
图 37: 2013-2023 我国城乡人均奶类消费差距 (kg).....	19
图 38: 原奶周期复盘.....	20
图 39: 公司 2020-2025H1 原料奶产量及市占率.....	21
图 40: 公司 2020-2025H1 奶牛存栏及市占率.....	21
图 41: 2022-2025H1 公司单公斤原料奶饲料成本.....	22
图 42: 2022-2025H1 头部牧企单公斤原料奶饲料成本对比 (元).....	22

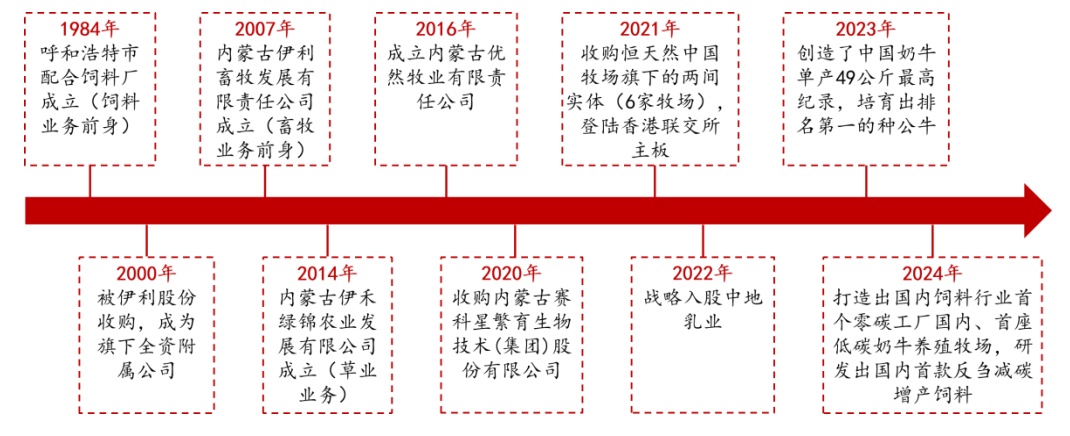
图 43: 2020-2025H1 公司原奶销量及同比变化.....	22
图 44: 2021-2025H1 公司牛群结构变化.....	22
图 45: 2022-2025H1 公司成母牛年化单产.....	22
图 46: 2022-2025H1 头部牧企成母牛年化单产对比 (吨/头/年).....	22
图 47: 2022-2025H1 头部牧企及行业平均原料奶售价 (元/kg).....	23
图 48: 2018-2025H1 伊利原奶采购额及占比变化.....	23
图 49: 2020-2025H1 公司成母牛公允价值变动.....	24
图 50: 2020-2025H1 公司犊牛及育成牛公允价值变动.....	25
表 1: 2025 年钢联统计的全国重点省份样本养殖企业能繁母牛存栏量 (头).....	12
表 2: 对进口牛肉保障措施调查相关政策动态.....	13
表 3: 现代奶牛养殖模式分类.....	17
表 4: 头部牧企特色奶产品矩阵对比.....	23
表 5: 优然牧业销售原料奶收入测算.....	24
表 6: 优然牧业淘牛收入测算.....	26
表 7: 优然牧业收入预测拆分.....	27
表 8: 可比公司估值.....	27
表附录: 三大报表预测值.....	29

1 乳业上游龙头，全产业链布局引领者

1.1 深耕乳业上游，布局全产业链

优然牧业于 2021 年 6 月 18 日在联交所挂牌上市，是中国乳业上游市场的领导者，业务完整覆盖从育种、饲料到原料奶生产的乳业上游全产业链。集团致力于以高质量发展引领中国牧业，持续提升综合竞争力，回报客户与股东，并为行业健康、低碳及可持续发展作出贡献。

图1：公司发展历程



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

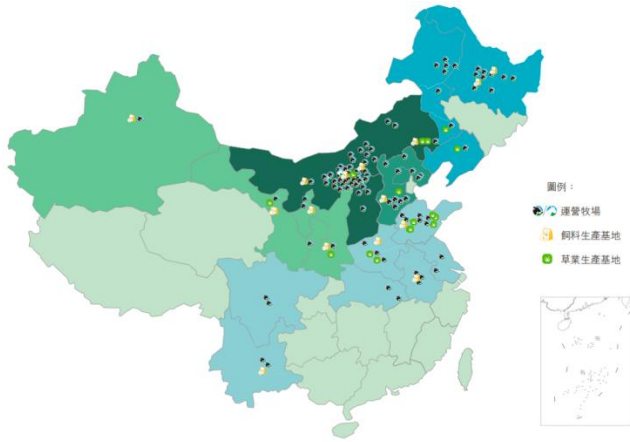
公司龙头地位稳固，持续巩固规模化优势。优然牧业已建成国内乳业上游规模最大、布局最广的现代化牧场网络，截至 2025 年 6 月 30 日，公司在全国 17 个省份运营 100 座现代化牧场，行业龙头地位稳固。公司规模化优势通过持续产业链垂直整合深化巩固：

1) 育种领域，收购赛科星等头部企业，构建覆盖奶牛、肉牛、奶山羊的完整育种体系，在内蒙古、美国威斯康星州布局 5 个核心育种基地，聚焦种源自主可控技术突破；

2) 产业链服务端，打造“聚牧城科技”线上平台与 24 家线下“奶牛超市”融合的一体化牧业产业链交易中心，提供超 10,000 种养殖耗用品，形成全产业链数字闭环，强化客户粘性与服务附加值。

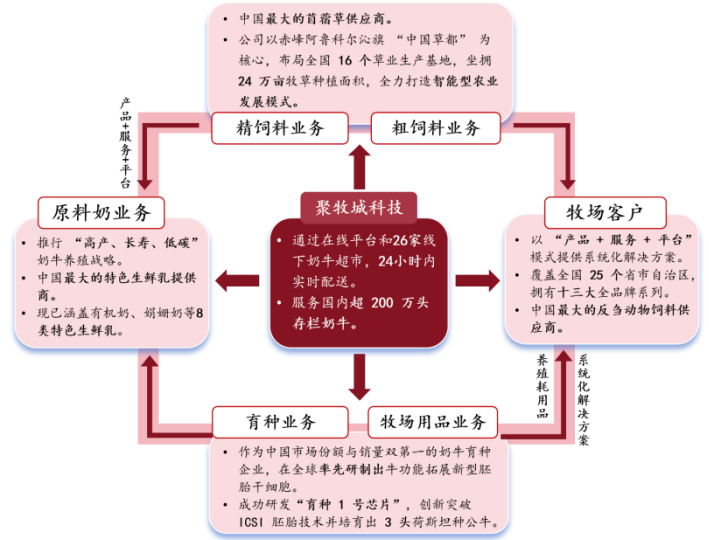
3) 同时，作为国内最大的反刍动物饲料供应商之一，公司提供涵盖精粗饲料、育种产品及技术服务的全方位养殖系统解决方案，以“产品+服务”模式从商品销售转向客户养殖效益提升的战略伙伴角色，构筑独特竞争壁垒。

图2： 优然乳业生产基地位置图



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图3： 优然乳业全产业链

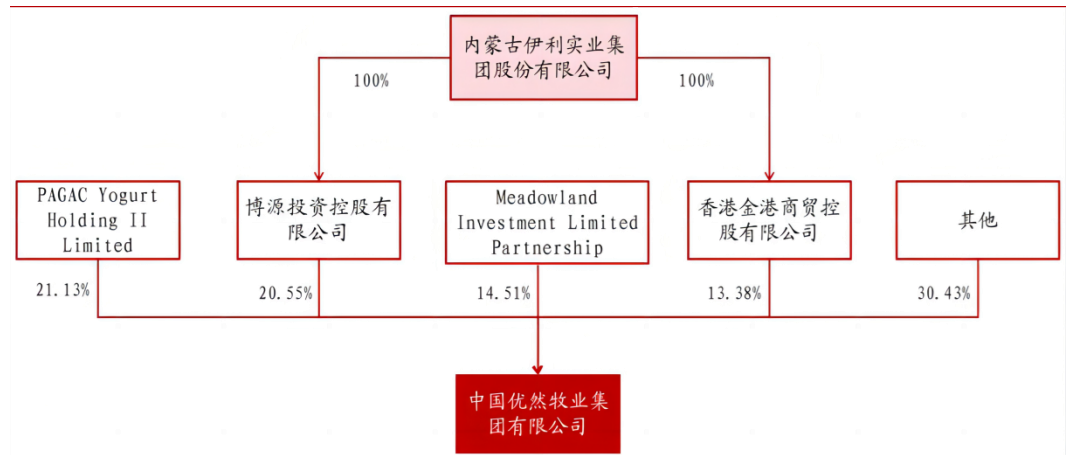


资料来源：公司官网，浙商证券研究所

1.2 股权集中稳定，产业资本与战略股东深度绑定

伊利股份为公司实际控制人。截至 2025 年 12 月 15 日，伊利股份通过旗下全资子公司博源投资控股有限公司、香港金港商贸控股有限公司，分别持有优然乳业 20.55%、13.38% 的股份，合计持股比例达 33.93%。股权与业务层面，伊利股份兼具优然乳业第一大股东与核心客户双重身份，双方已签订长期原奶采购协议，合作关系深度绑定。太盟投资集团（PAG）为优然乳业第二大股东，通过旗下 PAGAC Yogurt Holding II Limited 持有公司 21.13% 的股份。

图4： 优然乳业股份股权结构图（截止日期：2025 年 12 月 15 日）



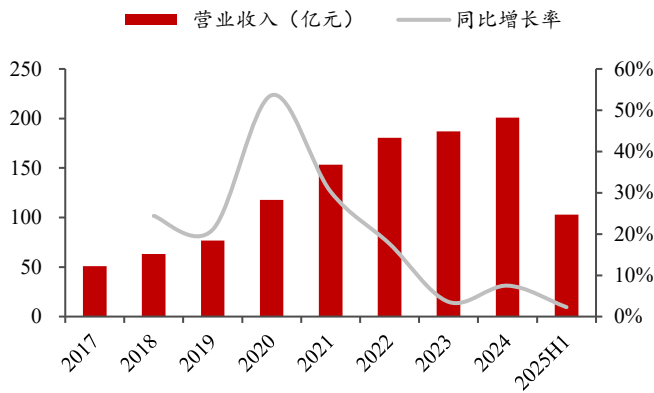
资料来源：wind，浙商证券研究所

1.3 收入规模稳步增长，盈利能力亦在持续优化

公司营收规模稳步增长，原奶占比持续提升。公司营业收入从 2022 的 180.51 亿元稳步增长至 2024 年的 200.96 亿元，2024 年同比增长 7.50%；2025 年上半年营收为 102.84 亿元，同比增长 2.28%。收入增长的核心驱动力是原料奶业务，其收入占比持续提升，从 2017 年

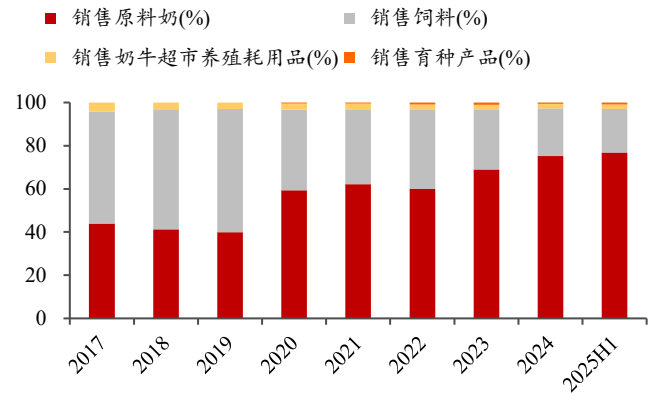
的44%上升至2025年中期的77%。2025年上半年该业务收入达78.96亿元，同比增长7.9%，主要源于销量增长15.8%至约204万吨，但受行业供需影响平均单价下降至3.87元/公斤。

图5：2017-2025H1 公司营收及增速



资料来源：iFind，浙商证券研究所

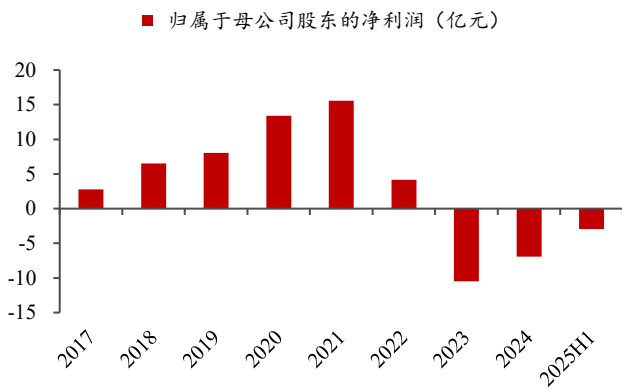
图6：2017-2025H1 公司各业务收入占比



资料来源：iFind，浙商证券研究所

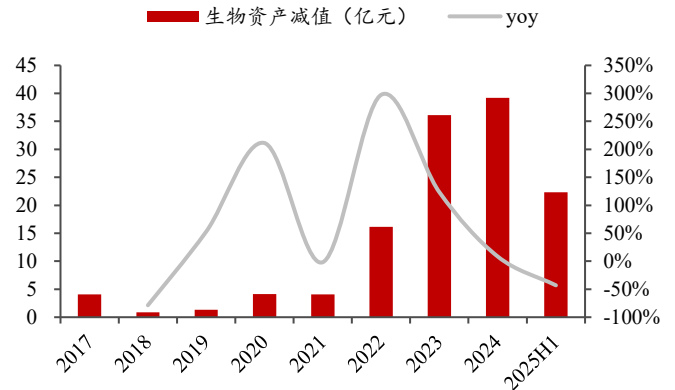
净利润受公允价值变动影响较大，核心主业盈利稳步提升。 归母净利润在经历2021年的峰值15.58亿元后出现波动，2022-2023年持续下降，2023年起转亏，主要系奶价下行致牛只估值下降，公司财务报表确认了巨额的公允价值减值损失，严重拖累了账面净利润，原奶业务毛利虽受拖累，但得益于公司内部持续优化，并未出现亏损。2025年上半年亏损收窄至2.97亿元，同比减亏0.34亿元，主要系奶牛单产提升、大宗原料价格下降、以及肉牛价格上涨等带来的收益，抵消了奶价下行及育成牛市场价格下降等因素影响。

图7：2017-2025H1 公司归母净利润（亿元）



资料来源：iFind，浙商证券研究所

图8：2017-2025H1 公司生物资产减值变化



资料来源：wind，浙商证券研究所

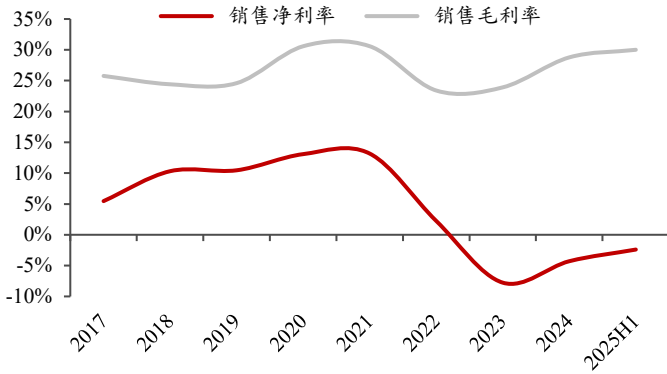
盈利能力稳步改善，费用率持续优化。

毛利率方面，2022年受原奶价格影响毛利率下滑至23.40%，公司通过内部降本增效增强原奶周期波动下的盈利韧性，2023年起毛利率稳步回升，2025年中期销售毛利率升至30.0%。

净利率方面，2022-2023年，原奶价格承压及奶牛生物资产减值致净利率持续下滑；2024-2025H1，受益于饲料成本下行及奶牛生物资产减值亏损收窄，净利率逐步改善。

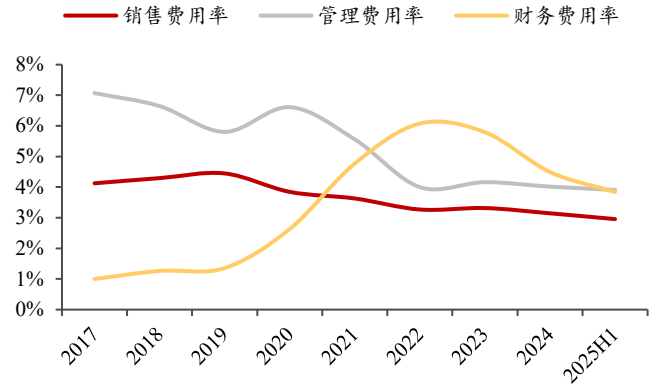
期间费用方面，管理费率从 2017 年 7.07% 的高位波动回落至 3.91%，销售费率始终稳在 3%-4% 窄幅区间，财务费率自 2022 年 6.08% 的峰值后回落至 3.84%。整体三费率逐步收敛，费用端已呈现管理精细化、财务压力缓解的效率改善趋势，后续可关注财务费率的进一步回落空间。

图9: 2017-2025H1 公司毛利率和净利率



资料来源: iFind, 浙商证券研究所

图10: 2017-2025H1 公司费用率



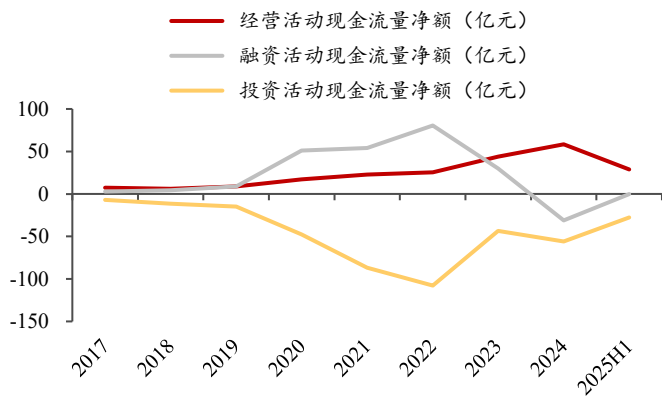
资料来源: iFind, 浙商证券研究所

现金流稳健，资产结构改善。

现金流方面，公司的经营活动现金流量净额保持稳健增长，从 2017 年的 7.31 亿元上升至 2024 年的 58.38 亿元，2025 年中期达到 28.69 亿元，主要系下游与大股东伊利深度绑定，原奶产销率维持高位。投资活动现金流主要受牧场设备建设以及犊牛及育成牛存栏影响，公司自 2022 年起投资现金流逐步收窄，主要系公司顺应周期下行及行业整体去化的趋势。

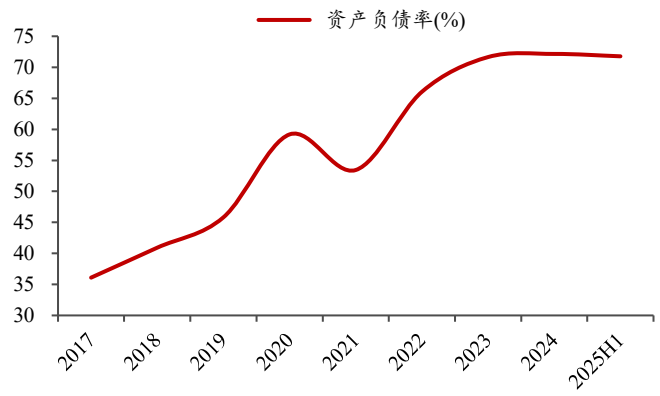
资产负债结构方面，公司资产负债率自 2017 年的 36.09% 持续攀升至 2024 年的 72.15%，2025 年中期略降至 71.77%，受前期快速扩张以及行业周期性影响整体负债水平处于较高位。

图11: 2017-2025H1 公司现金流



资料来源: iFind, 浙商证券研究所

图12: 2017-2025H1 公司资产负债率



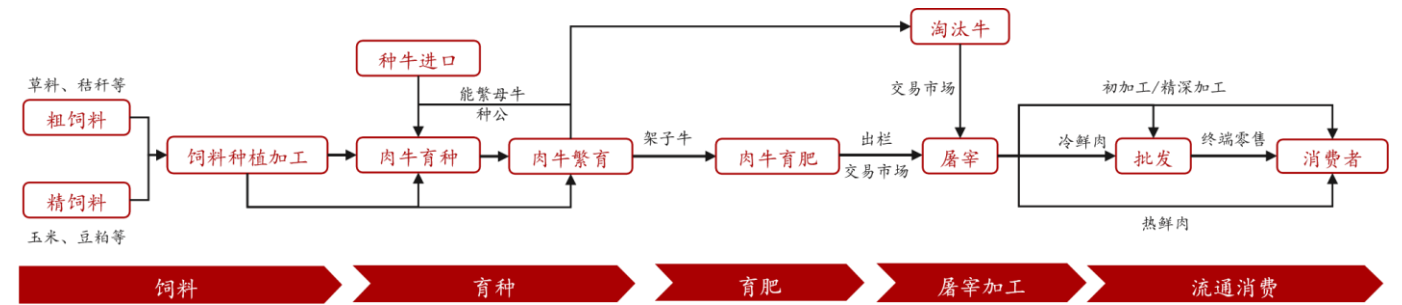
资料来源: iFind, 浙商证券研究所

2 肉牛：结构性缺牛，高景气周期

2.1 供给调节滞后性凸显

肉牛产业链与其他畜牧养殖相似但不相同。上游饲料端由粗饲料（草料、秸秆等）与精饲料（玉米、豆粕等）构成，占肉牛养殖总成本的 50%-70%，受供需格局、天气变化及政策调整影响，价格波动性显著；中游聚焦养殖、屠宰与加工环节，当前国内肉牛养殖规模化水平偏低，叠加能繁母牛生产周期长、有效胎次有限的特性，行业供给存在信息不对称与调节滞后性；下游流通消费端呈现场景多元化、加工模式丰富化的发展趋势，在肉类消费占比较低但持续提升，未来成长空间较大。

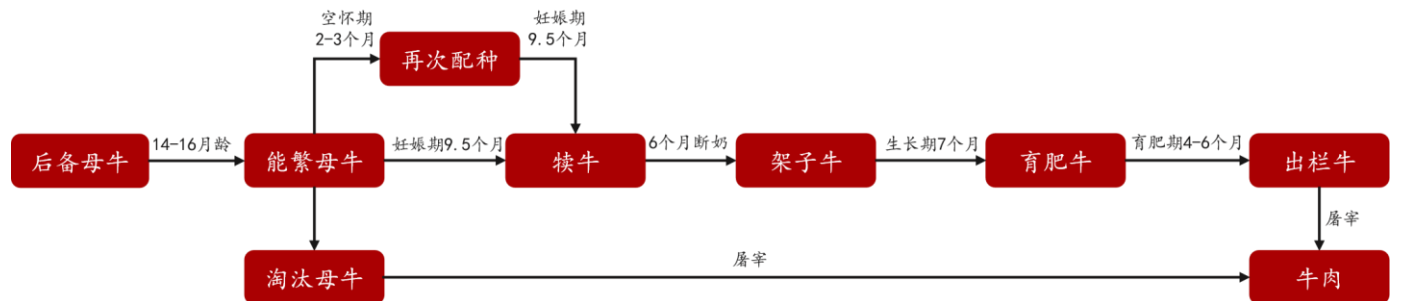
图13：中国肉牛产业链



资料来源：布瑞克咨询，浙商证券研究所

供给端存在天然滞后性。从生产周期来看，能繁母牛从配种至肉牛出栏需 26.5-28.5 个月，平均约 2.3 年；而从能繁母牛生产效率看，能繁母牛年均产犊 1 胎（空怀期 2.5 个月+妊娠期 9.5 个月），单胎多产 1 犊，利用胎次通常为 6-8 胎；犊牛出生后，从犊牛、架子牛到育肥牛阶段出栏需 18 个月。长生产周期以及低生产效率决定了供给端存在天然滞后性，致行业难以快速适配市场需求变化，当市场出现牛肉消费热潮、价格上行时，养殖户即便立刻扩大养殖规模，新增的肉牛供给也需要等待两年以上才能兑现；而当市场需求萎缩、价格下跌时，已投入养殖的肉牛无法快速出栏或缩减存栏，养殖户只能被动承受行情波动带来的损失。这种供需调节的时间差，不仅会造成市场价格的周期性大幅波动，也会削弱行业抵御市场风险的能力，制约肉牛养殖产业的规模化、稳定化发展。

图14：肉牛繁育和生产周期

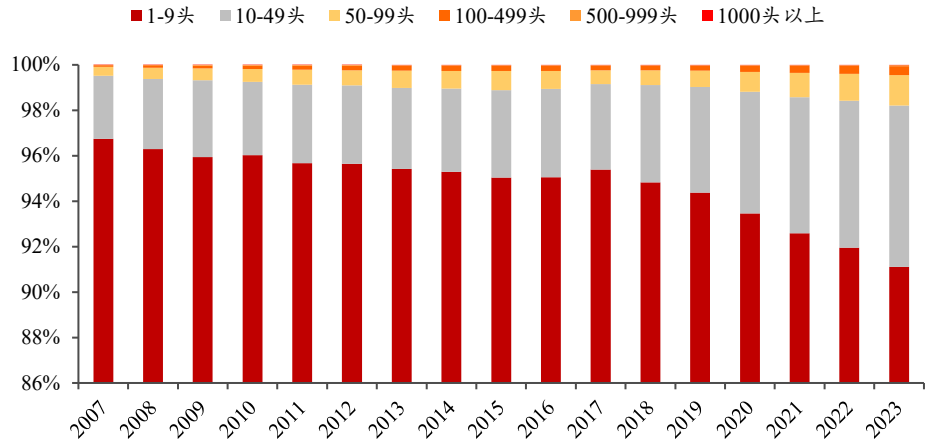


资料来源：《我国肉牛营养需要量与饲料评价体系的建议》——孟庆翔，爱采购，浙商证券研究所

我国牛养殖格局分散。我国肉牛养殖规模化虽逐步提升，但仍以中小养殖户散养为主，据中国畜牧兽医年鉴数据，2023 年我国肉牛饲养场（户）中年出栏 1~9 头的小型养殖散户占比仍高达 91%，小而散的产能格局一方面使得行业整体抗风险能力偏弱，叠加大量养殖

户依赖贷款养殖，持续亏损背景下资金链断裂风险上升，推动存栏去化出清趋势进一步强化，另一方面加剧行业周期调节的滞后性。

图15：我国肉牛养殖场规模分布



资料来源：wind，中国畜牧兽医年鉴，浙商证券研究所

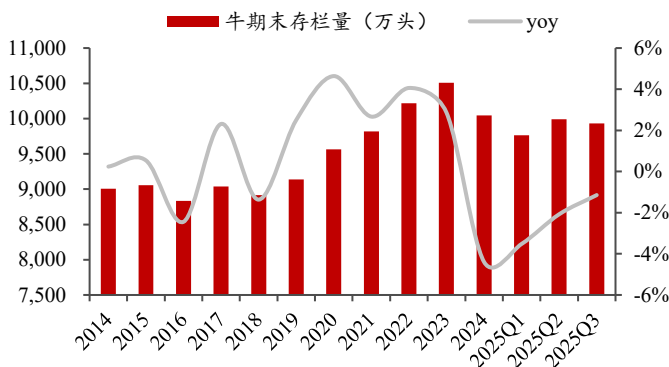
2.2 去产能+弱补栏，结构性缺牛有望支撑价格长期上行

2.2.1 产能深度出清，牛群结构失衡制约长期产能

供应压力致价格大幅下跌，肉牛养殖亏损出清。2023年以来，在国内供应扩容与进口牛肉冲击的双重压力下，我国肉牛价格承压下行。活牛价格于2022年11月触及37.51元/kg的高点后步入下行通道，至2025年2月跌至25.68元/kg，累计降幅达32%。

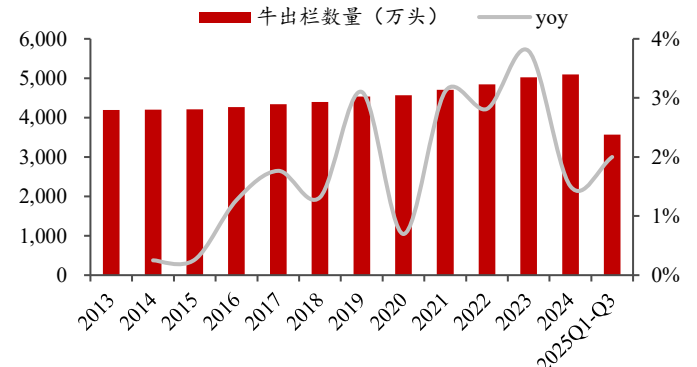
受肉牛价格持续下行、养殖端盈利空间大幅收窄的冲击，养殖户生产信心持续低迷，行业产能自2023年下半年起正式进入持续去化阶段，直接推动肉牛整体存栏量呈现稳步收缩态势。2024年肉牛存栏降幅最为明显，2025年降幅收窄但仍处于去化进程，截至2024年底、2025年三季度末，肉牛存栏分别较2023年末高点下降4.4%、5.5%。

图16：2014-2025Q3 我国牛期末存栏量及同比变化



资料来源：ifind，国家统计局，浙商证券研究所

图17：2013-2025Q3 我国牛出栏数量及同比变化



资料来源：国际畜牧科技，浙商证券研究所

能繁母牛不足将制约长期产能。牛价下行背景下，养殖主体信心不足引发非理性淘汰行为，能繁母牛产能去化速度加快，2024年末全国能繁母牛存栏量同比降幅已达8%。从

牛群存栏结构来看，行业长期偏向短期育肥收益的养殖模式，“重育肥、轻繁育”导致牛群整体呈现年轻化特征，能繁母牛占比持续走低，补栏情绪更是降至冰点——养殖主体普遍优先缩减繁育端投入，转而聚焦短期育肥业务，能繁母牛补栏意愿几近停滞。这一结构失衡直接传导至下游环节，作为核心补栏来源的新生犊牛数量受此严重拖累，2024年1-11月新生犊牛数量同比降幅超8%，犊牛存栏规模同步收缩，产业后备供给梯队出现明显断层。

肉牛繁殖周期长、效率有限，能繁母牛作为肉牛产业产能供给的核心根基，当前面临存栏下滑与补栏意愿低迷的双重压力，显著拉长了行业产能恢复周期，行业或逐步面临“结构性缺母牛”局面，产能恢复至少需2年时间，这也为肉牛行业开启为期至少2年的长期上行周期奠定了核心基本面，产业长期供给能力弱化的影响将持续释放支撑牛价上行。

表1：2025年钢联统计的全国重点省份样本养殖企业能繁母牛存栏量（头）

区域	2025年9月	环比
东本	17700	稳定
华北	12000	稳定
华东	190	微降
华中	500	微降
西南	295	微降
西北	24200	稳定
全国总和	54885	微降

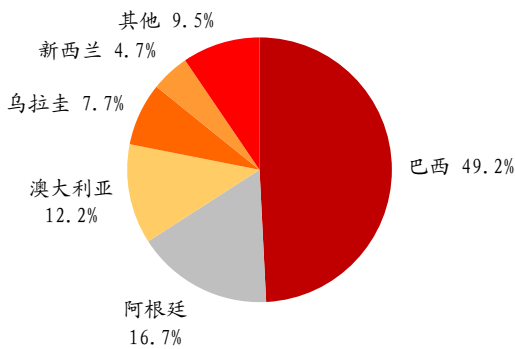
资料来源：Mysteel，浙商证券研究所

2.2.2 进口牛肉“水位下降、水管变窄”

自2015年以来我国牛肉进口便长期维持高位运行态势，进口规模已实现连续超10年增长，进口依赖度不断提升，且自2018年起便超越美国成为全球牛肉进口第一大国。2025年前三季度，我国牛肉进口量达212.5万吨，进口依赖度进一步提升至27.9%；巴西、阿根廷、澳大利亚、乌拉圭和新西兰为我国前五大进口国，合计进口占比高达90.5%。

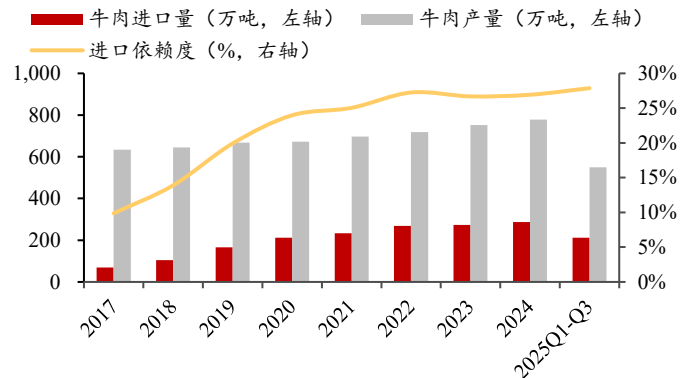
我国肉牛养殖行业本身存在基础薄弱、养殖主体高度分散的结构性短板，且肉牛育肥完成后不具备仓储保值的条件，养殖户难以通过库存调节规避市场风险，行业整体抗风险能力偏弱，在进口牛肉的低价挤压下承受的经营损害尤为突出。

图18：2025Q1-Q3中国牛肉主要进口国分布



资料来源：中商情报网，浙商证券研究所

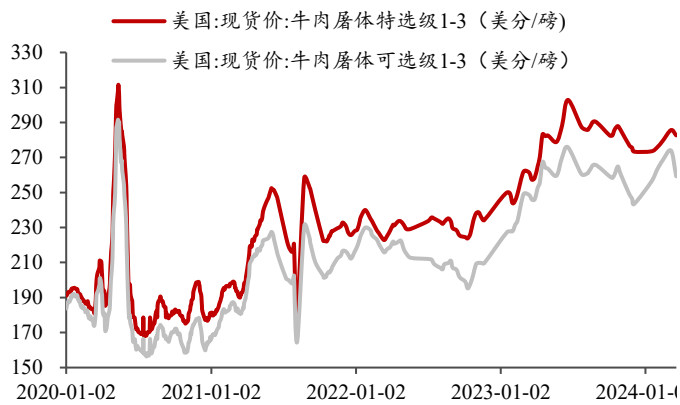
图19：2017-2025Q3年中国牛肉产量、进口量与进口依赖度



资料来源：ifind，海关总署，国家统计局，国际畜牧科技，必孚，浙商证券研究所

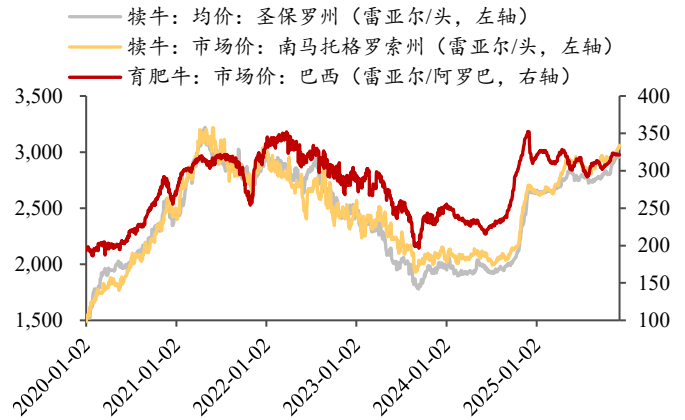
“水位下降”——海外供给收缩。2025 年以来，我国主要牛肉进口来源国普遍遭遇供给收缩压力，进而推动国际市场牛肉报价持续走高，进口牛肉价格呈现显著上行态势。从海外市场基本面来看，美国受多年干旱影响牛群存栏量降至 75 年低位，2025-2026 年牛肉产量预计累计下降 6.3%；巴西因牛群繁殖周期调整及干旱冲击，2026 年屠宰量预计下降 9%；新西兰更是受草场危机拖累，2025 年牛肉产量同比暴跌 12%，创 1985 年以来最大单年降幅，美巴新等核心出口国的产能收缩直接引发进口牛肉价格抬升。

图20: 2020-2024 年美国牛肉进口价格



资料来源: wind, 浙商证券研究所

图21: 2020-2025 年巴西牛肉进口价格



资料来源: Mysteel, 浙商证券研究所

“水管变窄”——进口政策趋严。为稳固养殖户生产预期与核心种源保护根基，我国已启动进口牛肉贸易政策的收紧调控，进口政策整体趋严以缓解进口牛肉冲击的导向已十分明确。2024 年 12 月 27 日我国正式对进口牛肉启动保障措施立案调查，2025 年 3 月 31 日组织召开进口牛肉保障措施案听证会，后两次宣布将调查期限延期。若后续相关保障措施裁定通过并落地，进口配额管控、进口关税上调等政策工具将直接作用于牛肉进口端，深度影响我国牛肉进口规模与市场格局，保障国内肉牛产业的发展。

表2: 对进口牛肉保障措施调查相关政策动态

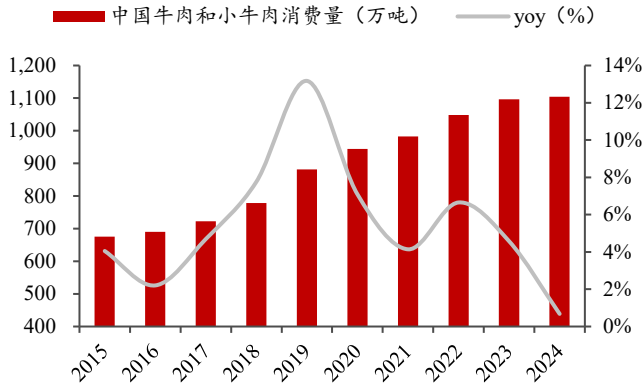
时间	政策动态
2024 年 12 月 27 日	根据《保障措施条例》正式对进口牛肉启动保障措施立案调查，调查期涵盖 2019 年 1 月 1 日至 2024 年 6 月 30 日，重点评估进口增长是否对国内牛产业造成严重损害或威胁。
2025 年 3 月 31 日	商务部贸易救济调查局在北京召开进口牛肉保障措施案听证会，围绕进口牛肉对国内肉牛产业的影响及保障措施的必要性展开深入讨论。
2025 年 4 月 8 日	后续各方发言稿统一上传至“贸易救济调查信息化平台”，聚焦产品范围界定、进口数量激增的事实认定、国内产业遭受严重损害的评估、因果关系判定及公共利益考量。
2025 年 8 月 6 日	鉴于本案情况复杂，商务部决定将本案的调查期限延长至 2025 年 11 月 26 日。
2025 年 11 月 25 日	鉴于本案情况复杂，商务部决定将本案的调查期限再次延长至 2026 年 1 月 26 日。

资料来源: 商务部, 浙商证券研究所

2.3 我国牛肉消费端韧性凸显

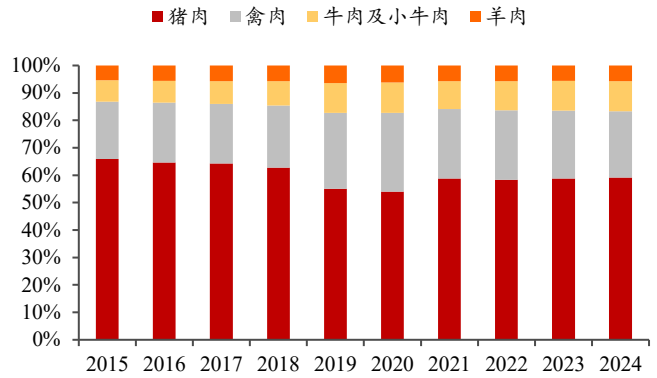
我国牛肉消费规模稳步扩张、消费占比持续提升。受益于国民收入水平提高与生活品质升级，居民膳食结构不断优化，牛肉作为高蛋白、营养价值丰富的肉类品类，消费规模逐步提升。2015-2024 年，我国牛肉及小牛肉消费量从 675.4 万吨增长至 1103.8 万吨，CAGR 达 5.61%，占我国主要肉类消费量比重由 7.8% 增长至 10.9%，整体呈稳步上升态势。

图22: 我国牛肉和小牛肉消费量及增速变化(万吨)



资料来源: ifind, 经济合作与发展组织, 浙商证券研究所

图23: 我国主要肉类消费结构

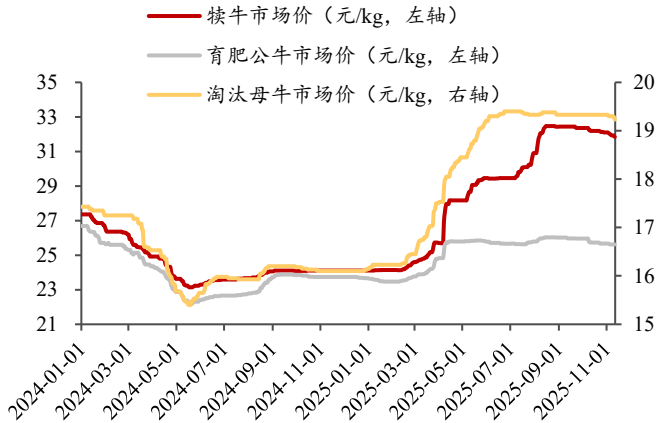


资料来源: ifind, 经济合作与发展组织, 浙商证券研究所

2.4 周期开启上行通道

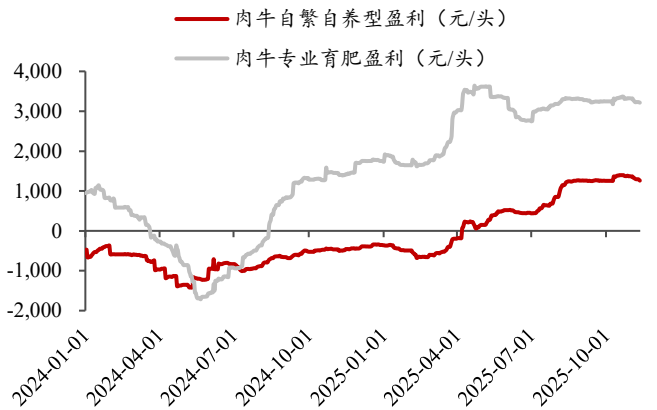
综合来看，肉牛已迈入周期反转通道。国内肉牛行业已于2025年正式开启周期反转进程，产能去化、进口冲击减弱、消费刚性增长等多重因素共同筑牢行业上行的基本面根基。犊牛、育肥牛和淘汰母牛价格自2024年5月起企稳，自2025年3月起快速上升，截至2025年11月11日，犊牛、育肥牛和淘汰母牛价格较年初分别上涨32%、8%、19%。随价格上涨，盈利快速修复，2024年8月，专业育肥环节首先因犊牛采购成本较低而扭亏为盈，2025年4月，犊牛本身的养殖利润也开始转正。

图24: 2024年起犊牛、育肥公牛和淘汰母牛市场价(元/kg)



资料来源: Mysteel, 浙商证券研究所

图25: 2024年起肉牛自繁自养和专业育肥型盈利(元/头)



资料来源: Mysteel, 浙商证券研究所

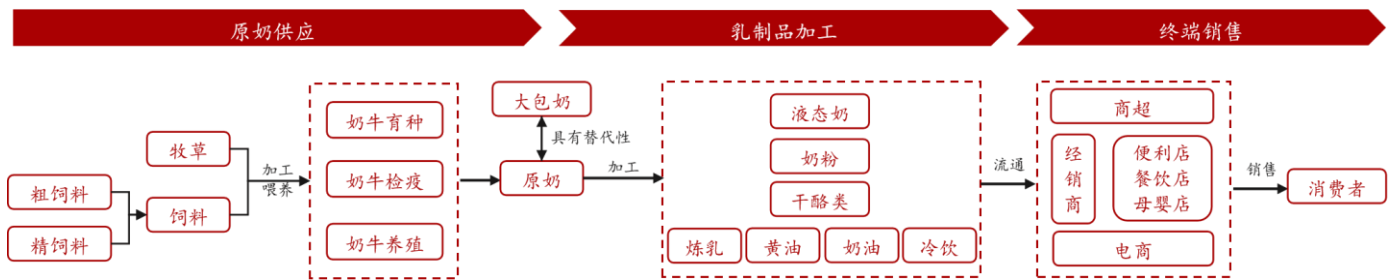
2026年有望迎来价格主升浪，中长期景气上行趋势明确且具备强持续性。2026年将对应2024年存栏去化幅度最大的产能收缩周期，彼时肉牛供应缺口将进一步扩大，叠加进口牛肉价格优势消退，牛肉价格有望步入主升浪。从肉牛繁育周期的客观规律来看，能繁母牛存栏恢复及后备犊牛育成需至少2年时间，这意味着行业上行周期具备较强持续性，预计将至少延续至2027年左右，肉牛产业将迎来中长期的景气上行阶段。

3 奶牛：周期反转将至

3.1 原奶供给调节滞后

奶牛养殖产业链上游主要为奶牛养殖所需资源的供应环节，包括育种、饲料、疫苗、兽药等行业，其中饲料是行业最大的成本来源占比近 70%。产业链中游为乳制品加工环节，生鲜乳通过巴氏杀菌、均质、发酵、干燥等工艺处理，转化为各种乳制品，主要包括液态奶及干乳制品两大类。产业链下游为终端销售，乳制品的市场需求和价格波动直接影响到奶牛养殖行业的经济效益，渠道日益多元化，价值链不断延伸。

图26：中国奶牛养殖产业链

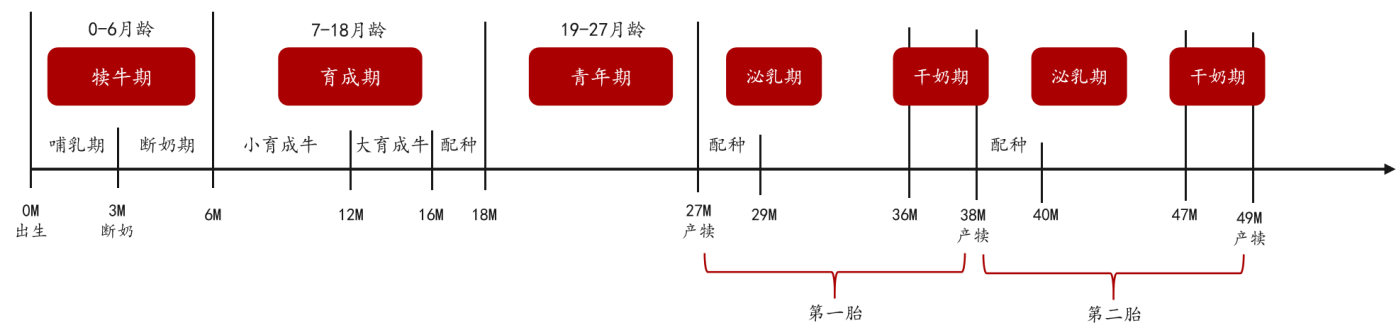


资料来源：浙商证券研究所整理

奶牛养殖周期长，供给调节滞后长达约 2 年。奶牛从出生经约 27 个月生长发育至首次产犊，其中怀孕周期一般为 280-290 天，之后开始产犊进入产奶周期。产奶周期主要分为泌乳期和干奶期，泌乳期可持续 305 天，泌乳盛期（产后 16-100 天）、泌乳中期（101-200 天）、泌乳后期（201 天-干乳期前）三个阶段。泌乳期后奶牛进入约 60 天的干奶期，为下次妊娠产犊做准备。头胎青年母牛产奶量较低，仅相当于成年母牛的 70-80%，平均 3-4 胎以后产奶量随胎次增加而呈下降趋势，7-8 胎以后的母牛，随着机体逐渐衰老，产奶量也逐渐下降，一般 5-6 岁龄后的奶牛往往因产奶量过低被淘汰。

由于从补栏犊牛到开始产奶通常需要 2 年左右时间，使得奶牛供给对市场需求的响应存在显著滞后性。当市场对乳制品需求突然增加时，养殖户无法在短期内通过新增或加速奶牛生长来快速提升生鲜乳供应；而当市场需求下滑时，已投入养殖的奶牛也需经过数个周期才会逐步退出产能。

图27：奶牛生命周期



资料来源：乳业资讯网，三元种业科技，乳业时报，浙商证券研究所

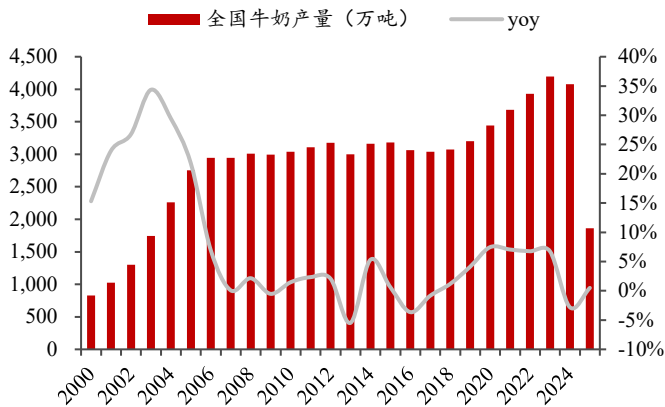
3.2 供给端逐步收缩，产能去化加速

3.2.1 落后产能加速出清

我国奶牛存栏数受到综合因素的影响存在多次波动。2008 年受“三聚氰胺”事件影响，我国奶牛存栏数在 2008 年后出现了短时间的下降，但随后逐渐恢复。2014 年因生鲜乳价格下降，行业整合，我国小规模、散养奶牛养殖户积极性受挫，奶牛存栏数再次下降。到 2019 年之后，随着行业规模化进程的不断加深，在下游需求的推动下，我国奶牛数量逐步回升。

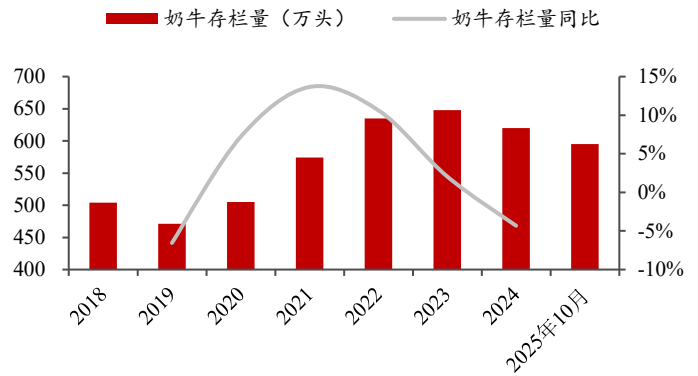
原奶供给过剩下产能持续出清。2023 年我国奶牛存栏和牛奶产量达到近几年最高峰，2024 年我国牛奶产量为 4079 万吨，同比下降 2.8%，为 2018 年以来中国牛奶产量首次出现下降，中国奶牛存栏量在连续三年增长后去产能化效果开始显现，2025 年 10 月较 2023 年底的高点降幅达 8%，但由于前期多个乳企加码上游奶源建设，使得市场上原奶供应过剩情况持续存在，同时，由于养殖企业为控制成本，去产能主要集中在后备牛（约占 70%），因此即便养殖端奶牛存栏自 2024 年起持续下降，25H1 牛奶产量同比依旧保持小幅增长。

图28： 2000-2025H1 全国牛奶产量及同比增速



资料来源：Wind，国家统计局，浙商证券研究所

图29： 2018年起我国奶牛存栏量（万头）



资料来源：奶牛微看，乳业资讯网，浙商证券研究所

3.2.2 规模化率逐年增长，单产水平显著提升

我国奶牛养殖主要分为草地放牧、家庭农牧混合及集约化规模养殖三种模式。其中，草地放牧与家庭农牧混合模式多由小农户采用，大中型规模养殖场则以集约化规模养殖为主，且这类养殖场大多为企业化运营。近年来，消费者对乳制品质量的要求持续提升。个体散养牛场因饲养管理缺乏专业标准，所产原料奶已难以满足现代化乳制品加工企业高品质奶源的需求。而规模化养殖具备管理规范、产奶量稳定、原奶质量可控、抗风险能力强等显著优势。为此，头部乳制品生产加工企业纷纷加大奶源基地建设力度，重点布局高品质牛奶生产及规模化养殖基地。

表3: 现代奶牛养殖模式分类

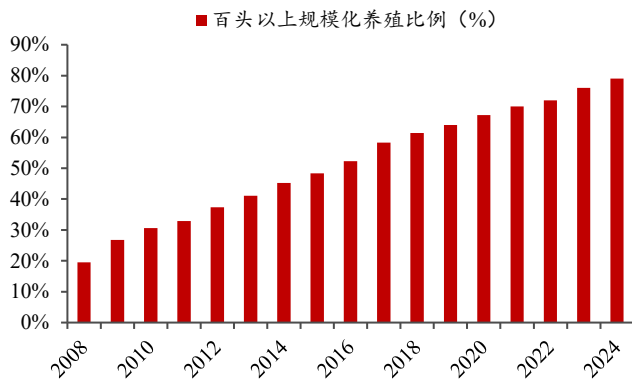
类型	特点	优点	缺点	适应场景
集约化(规模化)养殖	大规模集中饲养, 机械化程度高, 采用科学配方饲料和标准化管理。	成本低, 动物福利较好, 适合有机奶生产。	初期投资大, 依赖技术和设备, 环保压力大。	现代化牧场(如欧美大型牧场或中国蒙牛、伊利合作的万头牧场)
传统散养模式	小规模、低密度养殖, 以家庭为单位, 依赖自然放牧或粗饲料喂养。	成本低, 动物福利较好, 适合有机奶生产。	产量低, 效率不高, 疾病防控难度大。	土地资源丰富、劳动力成本低的地区(如山区或草原)。
放牧式养殖	奶牛全天候在草场自由采食, 辅以少量精饲料补充营养。	降低饲料成本, 牛奶品质高(如草饲奶), 符合动物福利。	受气候和草场质量影响大, 单位面积产量低。	新西兰、澳大利亚等草原资源丰富的国家。
家庭农场模式	中等规模(几十至几百头), 家庭经营为主, 结合机械化和人工管理。	灵活性强, 兼顾规模与成本, 适合区域性品牌合作。	抗风险能力较弱, 技术依赖外部支持。	中国、印度等发展中国家常见。
合作社或联合养殖模式	多个养殖户联合成立合作社, 共享资源(技术、饲料、销售渠道等)。	降低成本, 提高议价能力, 分散风险。	需协调多方利益, 管理难度较高。	日本、荷兰及中国部分地区。

资料来源: 观研天下, 浙商证券研究所

我国奶牛养殖行业规模化、集中化发展态势显著。在《奶业整顿和振兴规划纲要》《关于进一步促进奶业振兴的若干意见》等国家政策的持续支持下, 我国牧场数量与规模稳步增长, 规模化养殖水平不断提升, 2021年规模化牧场已实现100%机械化挤奶, 95%配备全混合日粮(TMR)搅拌机; 截至2023年12月, 全国万头牧场数量达165个, 存栏量接近200万头, 2024年全国存栏百头以上规模养殖比例已提升至76%。按万头牧场平均单产10吨测算, 其年奶产量接近1000万吨, 占我国商品牛奶总产量的比重超1/3, 成为行业重要产能支柱。

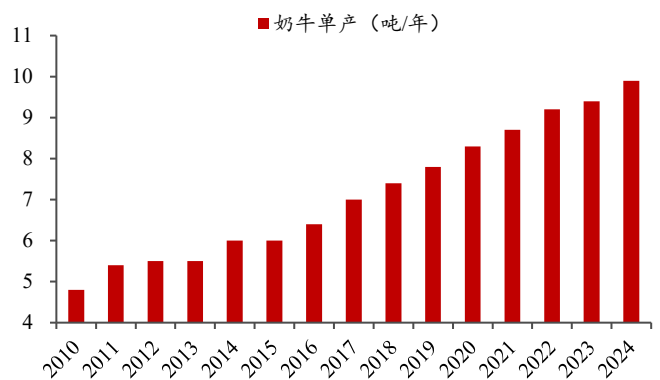
规模化养殖推动奶牛单产水平显著提升。2024年我国奶牛存栏量与2012年基本持平, 但牛奶产量较2012年增长32%, 核心驱动因素是养殖技术水平的大幅跃升及单产能力的显著提高, 全国奶牛单产从2010年的4.8吨/年稳步提升至2024年的9.9吨/年, 单产水平已超越欧盟, 逐步接近美国标准。

图30: 我国奶牛养殖场规模化逐步提升



资料来源: 中国奶业协会, 中国奶牛, 乳业在线, 奶牛产业技术体系, 乳业时报, 浙商证券研究所

图31: 2010-2024年我国奶牛单产逐步提升



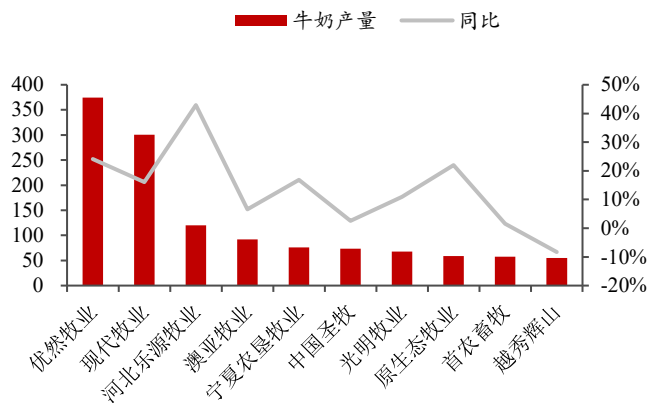
资料来源: 观研天下, 中国奶业协会, 浙商证券研究所

3.2.3 头部企业优势持续扩大，逆势增长

头部集团产量逆势增长：在原料奶严重过剩、产能持续去化的行业背景下，2024 年我国产量排名前 40 的牧业集团以 1850.2 万吨的产量占据全国商品奶产量的 60%，较 2023 年新增 210 万吨，增幅达 13.2%。单个牧业集团牛奶产量均超过 6.6 万吨，其中产量分层清晰，优然乳业（374.4 万吨）和现代牧业（300.5 万吨）是仅有的两家超 300 万吨的企业；河北乐源乳业(120.0 万吨)为唯一一家产能处于 100-300 万吨区间的牧业集团，还有 9 家企业产量在 50-100 万吨区间。

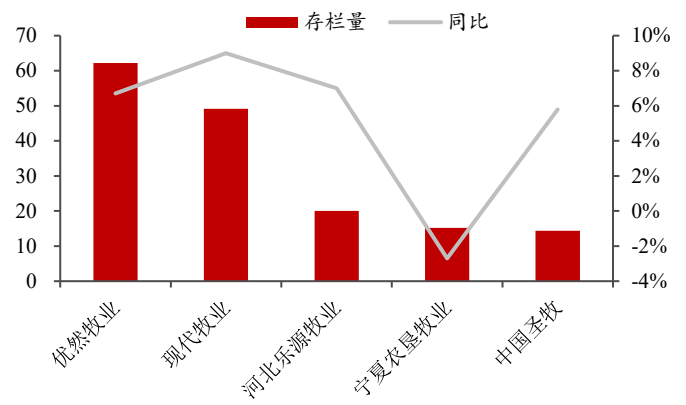
头部集团优化存栏结构：前 40 牧业集团 2024 年末奶牛存栏 315.3 万头，增幅 2.5%，占全国荷斯坦牛存栏的 50%左右，而全国同期荷斯坦奶牛存栏减少了 4.5%。一方面，头部集团产能效率优势明显，另一方面，头部集团在行业承压背景下侧重优化结构，而中小牧场则因经营困难不得不淘汰落后产能甚至退出。总体而言，行业“强者恒强”的格局在 2025 年持续强化，头部集团依托规模和技术壁垒逆势增长，行业集中度有望持续提升。

图32：2024 年牧业集团 Top10 产奶量（万吨）及同比



资料来源：荷斯坦，浙商证券研究所

图33：2024 年 Top5 牧业集团奶牛存栏（万头）及同比



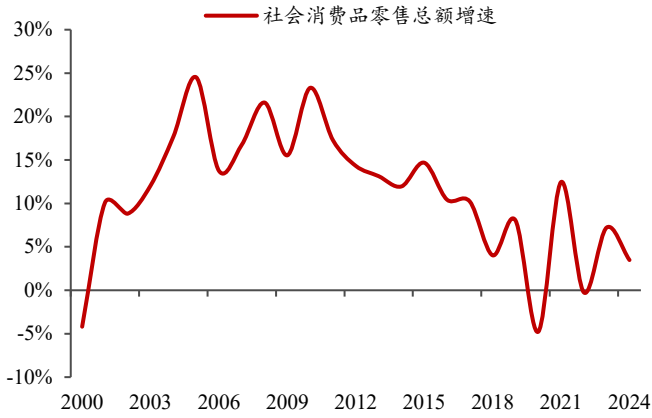
资料来源：荷斯坦，浙商证券研究所

3.3 需求端短期乏力，长期仍具较大提升潜力

3.3.1 近年奶类消费疲软

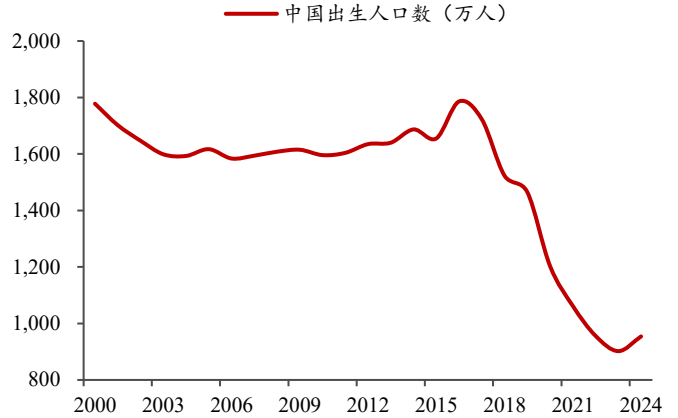
我国乳制品行业正面临需求端增长承压的结构性挑战：作为改善型消费品类，行业过去依托居民可支配收入提升与消费升级实现扩张，但近年社会消费品零售总额增速放缓，消费需求增长动能减弱；人口结构上，2017 年起新生儿数量持续下行，婴幼儿核心消费群体规模收缩，进一步压缩行业增量空间；供给与消费需求适配性方面，国内乳品仍以传统品类为主，刚需型产品存在供给缺口，而健康消费升级下植物蛋白饮料等替代品崛起，持续分流传统乳制品需求，加剧了供需错配矛盾。

图34: 我国社会消费品零售总额增速 (%)



资料来源: wind, 国家统计局, 浙商证券研究所

图35: 我国新生儿数量 (万人)



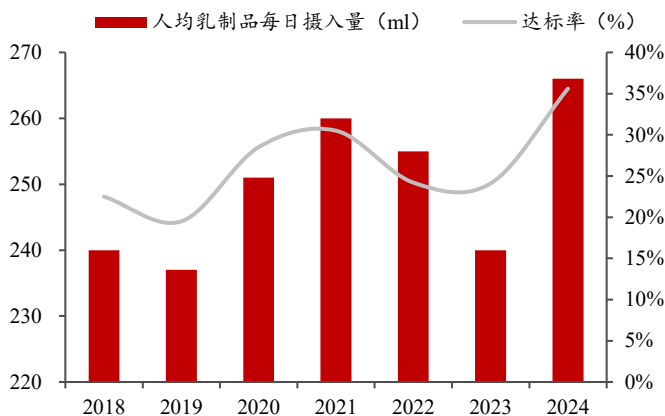
资料来源: wind, 国家统计局, 浙商证券研究所

3.3.2 中国奶类需求仍有较大增长空间

我国奶类需求从量与结构看仍有较大增长空间。从消费总量看, 2023 年人均奶类消费量仅 13.20 千克, 约为亚洲平均水平的 1/2、世界平均水平的 1/3; 2022 年新版《中国居民膳食指南》将奶及乳制品的推荐摄入量每人每天 300~500 克, 2024 年我国居民日均乳制品消费量仅为 266ml, 达标率为 36%, 虽然较 2018 年 23%提升, 但距推荐摄入量仍有较大差距, 提升潜力显著。城乡差异方面, 2023 年城镇与农村人均消费量分别为 16.28 千克、8.94 千克, 城乡人均消费量差距虽逐步缩小, 但仍达 7.34kg, 为消费下沉提供空间。结构上, “液态奶多、干乳制品少, 高价品多、平价品少, 城市消费多、乡村消费少”的“三多三少”格局尚未改变, 2018 年起我国奶商指数由 60.6 分增长至 2024 年的 66.8 分, 三个细分维度也均实现稳步提升, 居民饮奶观念与知识持续提升, 将推动消费总量扩容与结构优化。

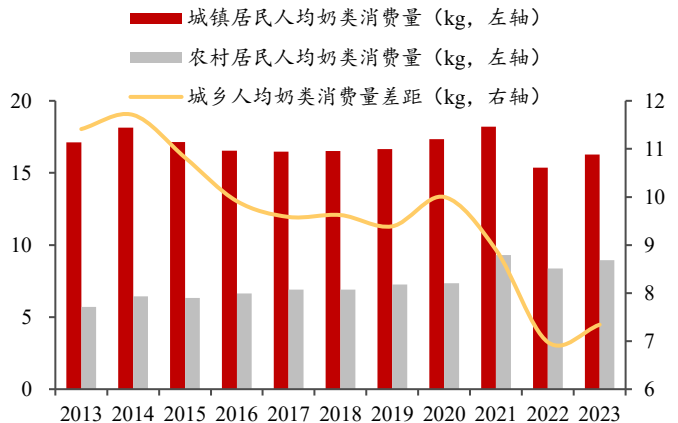
因此总体而言, 我国奶类消费当前呈现“总量偏低、结构待优、城乡不均”的特征, 同时叠加居民健康意识升级红利, 长期而言仍有较大增长空间。

图36: 2018-2024 年中国居民日均乳制品消费量及达标率



资料来源: wind, 浙商证券研究所

图37: 2013-2023 我国城乡人均奶类消费差距 (kg)



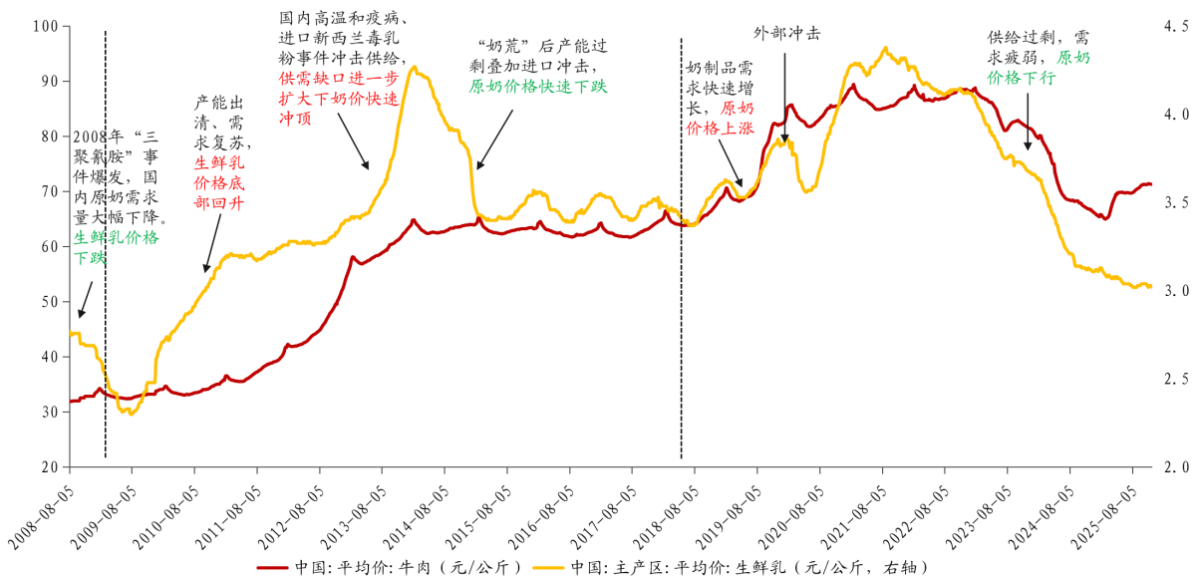
资料来源: wind, 国家统计局, 浙商证券研究所

3.4 原奶价格周期下行，拐点逐步显现

原奶的价格基本上由供需关系决定，同时受到政策、天气及库存等因素的影响。自2008年起，我国原奶价格已历经两轮周期，其运行呈现“奶价下跌—养殖户卖牛退出—市场供应短缺（奶荒）—奶价上涨—牧场扩群增牛—产能过剩（奶剩）—奶价再度下跌—养殖户再次卖牛退出”的循环特征。在原奶周期中，上行周期通常持续2-3年，受奶牛生长周期客观制约，产能从低位恢复的过程存在天然时滞；下行周期时长则受疫病、行业亏损程度、行业政策、需求变化等多重因素影响而表现不一。

从当前市场态势来看，现阶段奶价下行周期已超3.5年，行业亏损面超80%，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，2024年国内原奶产量与奶牛存栏数呈现双降态势，且在肉牛行业回暖背景下，奶牛去产能意愿持续增强，行业产能有望加速出清。据中国乳制品工业协会，2025年存栏已降至600万头以下，预计2026年将进一步惯性下降至580万头左右。与此同时，国际主要原奶产国产鲜乳价格持续上涨，进口大包粉“价增量减”，而我国奶价已处于全球低位水平，市场竞争优势显著。因此，在产量收缩、肉奶共振和进口减量共同推动下，原奶价格拐点有望逐步显现。

图38：原奶周期复盘



资料来源：wind，浙商证券研究所

4 周期反转驱动，业绩弹性有望充分释放

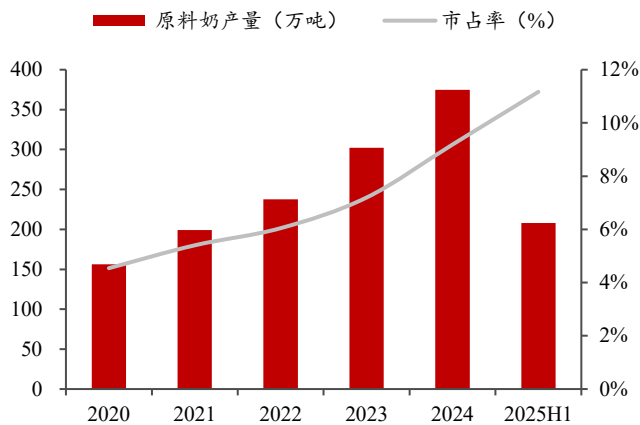
4.1 全产业链加速布局，规模化带动降本增效

依托上游业务协同布局，公司规模化优势显著。截至 2025 年上半年，优然乳业原奶产量达 208 万吨，市占率稳步提升至 11.2%，位列国内第一；奶牛总存栏数达 62 万头，市占率稳步提升至 10.6%，同样位列国内第一，其规模效应主要依托饲料与草业业务的协同布局。该模式不仅实现了饲草的高效就地利用，也为旗下牧场提供了稳定、优质的专属饲草供应。因此随着前期投产牧场逐步达产及母牛满产，规模效应将进一步显现，公司原奶产销量有望继续保持逆周期增长，带动市场占有率稳步提升。

1) 饲料业务采用“自建+第三方合作”模式，截至 2025 年上半年已建成 15 个生产基地，均配备先进设备，可针对高单产牧场提供定制化精饲料，满足精准营养需求；

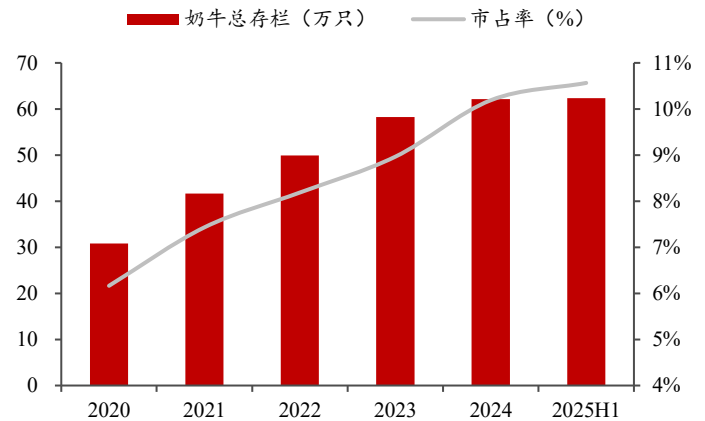
2) 草业板块则以阿鲁科尔沁旗为核心，布局 16 个基地，并全部就近配套牧场，形成“牧场+草业”种养闭环。

图39: 公司 2020-2025H1 原料奶产量及市占率



资料来源：公司公告，中国奶业协会、中国乳制品工业协会，ifind，浙商证券研究所

图40: 公司 2020-2025H1 奶牛存栏及市占率

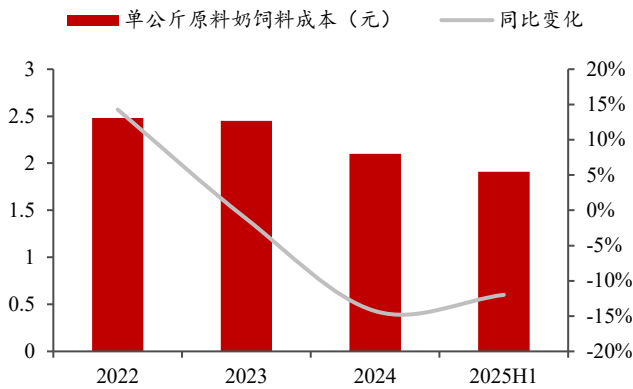


资料来源：公司官网，荷斯坦，ifind，浙商证券研究所

受益于规模化与全产业链生态构建，优然乳业原奶业务在“降本”与“增效”两方面均取得显著突破，核心运营指标持续优化，领先行业平均水平。

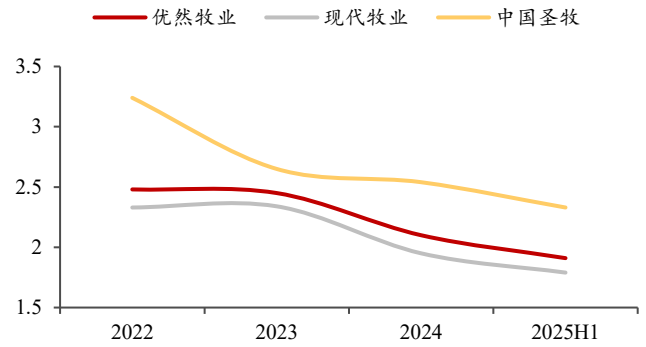
在降本方面，公司展现出强大的全链条成本管控实力：2025 年上半年，每公斤原料奶饲料成本大幅降至 1.91 元，较 2024 年同期的 2.17 元下降 12.0%，降幅显著优于行业同期平均水平，成本控制能力突出：在采购端，精准把控节奏以利用大宗原料价格下行周期，并积极开发替代方案使高价进口苜蓿采购量减少 9.9%；在技术端，依托自有营养数据库研发精准配方以提升饲料转化率，并强化精益运营降低损耗；在能源端，推进绿色养殖，应用光伏、空气源热泵、AI 精准喷淋等技术，有效降低了长期能源与水耗成本。

图41: 2022-2025H1 公司单公斤原料奶饲料成本



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

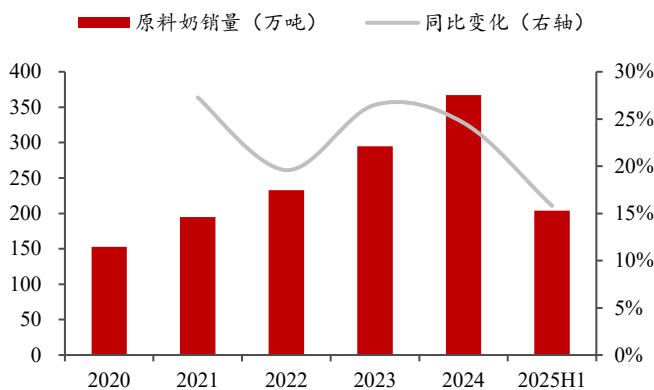
图42: 2022-2025H1 头部牧企单公斤原料奶饲料成本对比 (元)



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

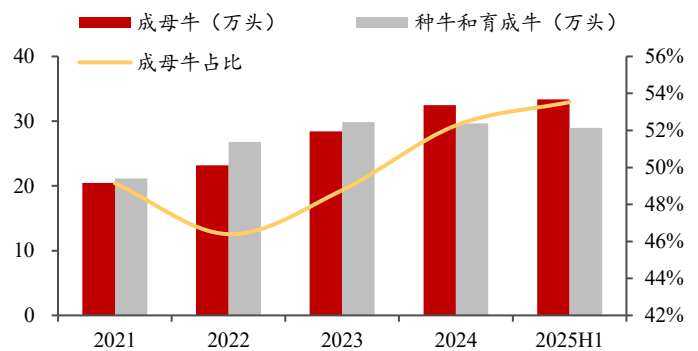
在增效方面, 公司持续优化单产与牛群结构。公司 2025 年上半年公司原料奶销量达 203.97 万吨, 同比增长 15.8%, 主要得益于新牧场投产及成母牛单产持续提升。通过精准营养与遗传改良, 公司成母牛 (不含娟姗牛) 年化单产已达 12.9 吨, 同比增长 2.4%, 旗下优质牧场单产更是达到了 13.1 吨的行业顶尖水平, 其单产水平持续领先于中国圣牧, 并与现代牧业差距不断缩小。同时, 公司成母牛占比从 2024 年底的 52.3% 进一步提升至 2025 年中的 53.5%, 牛群结构的持续优化为未来产量和效率的提升奠定了坚实基础。

图43: 2020-2025H1 公司原奶销量及同比变化



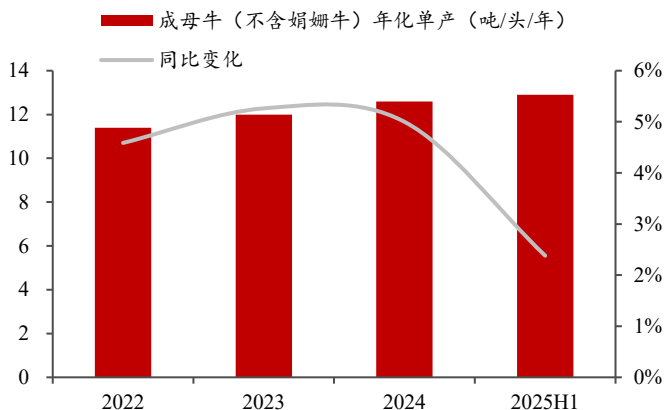
资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图44: 2021-2025H1 公司牛群结构变化



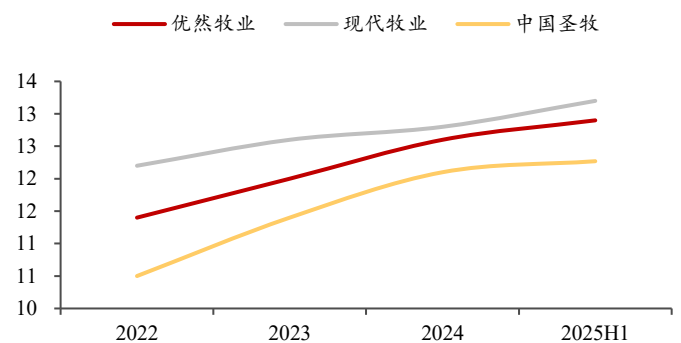
资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图45: 2022-2025H1 公司成母牛年化单产



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图46: 2022-2025H1 头部牧企成母牛年化单产对比 (吨/头/年)



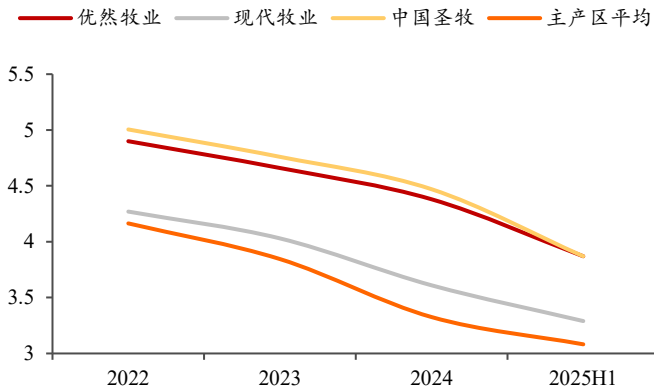
资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

4.2 下游深度绑定+特色奶布局，销售量价韧性凸显

与伊利深度绑定，销售量价更具韧性。作为伊利股份的控股子公司，优然乳业与伊利集团的深度绑定是其核心经营模式。通过长期协议，公司能够以高于行业平均水平的成本加成模式确定原奶销售价格，在周期下行的背景下具备销售价格的相对韧性。2025年上半年，优然原奶均价达到3.87元/公斤，较同期行业均价3.08元/公斤高出25.6%，同时对比头部牧业公司，优然乳业原料奶售价与中国圣牧的价差持续收窄并逐步实现持平，且持续高于现代牧业。

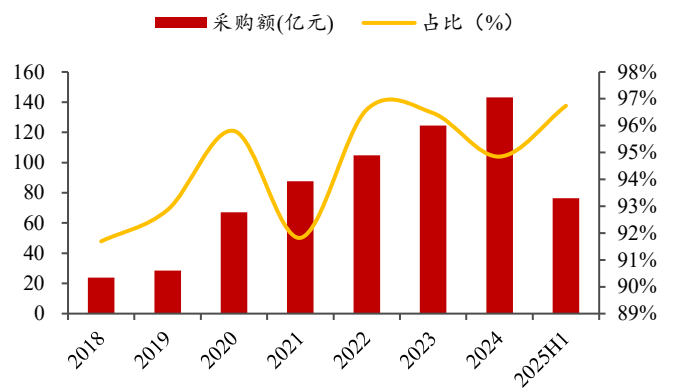
该长期战略协不仅为其带来了价格领跑行业的核心优势，更是直接驱动优然原料奶销售规模稳步扩张，推动其销售稳定上升，筑牢了业绩增长的基本盘，2025年上半年，公司向伊利销售原料奶产生的收入占其原料奶总收入的94.8%。

图47: 2022-2025H1 头部牧企及行业平均原料奶售价(元/kg)



资料来源: 公司公告、wind、浙商证券研究所

图48: 2018-2025H1 伊利原奶采购额及占比变化



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

优然乳业特色奶布局多元化。依托与伊利的的需求协同，优然进一步拓展特色生鲜乳矩阵，在娟姗奶、A2奶等品类基础上新增羊奶，将特色产品扩充至8大品类；这类具备稀缺性的产品既契合伊利的多元化采购需求，也助力优然原料奶销售收入在行业波动周期中的经营韧性，强化了“深度绑定+多元品类”模式下的经营韧性。

表4: 头部牧企特色奶产品矩阵对比

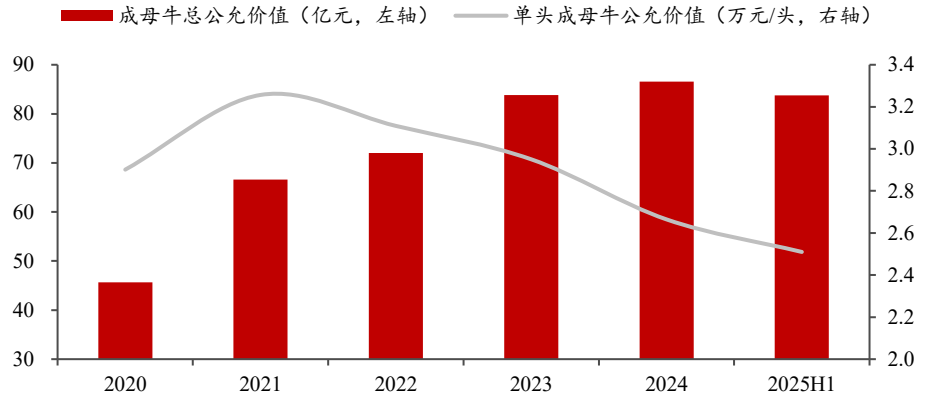
对比维度	优然乳业	现代牧业	中国圣牧
特色生鲜乳数量	8种	5种	4种
主要特色奶品种	娟姗奶、DHA奶、A2奶、有机奶、有机A2奶、富硒奶及有机娟姗奶	A2型牛奶、软牛奶系列、金奖系列、荷斯坦系列、航天系列	沙漠有机原料奶、有机A2原料奶及DHA原料奶
特色生产模式	精益管理+科技赋能+全产业链协同	牧草种植+奶牛养殖+牛奶加工一体化	沙漠绿洲+有机种养
奶源供给	100座牧场，奶牛存栏量62.3万头	47个牧场公司，奶牛存栏量达47.24万头	34座牧场，奶牛存栏量达14.4万头
核心优势	<ol style="list-style-type: none"> 品种最全: 覆盖娟姗、A2、有机、功能化(DHA、富硒)及羊奶; 产业链完整: 业务覆盖育种、饲料、养殖，提供系统化解决方案。 	<ol style="list-style-type: none"> 生产模式: 首创“种养加一体化、零距离2小时”生产模式; 产品品质: 连续12年在世界食品品质评鉴大会中斩获金奖。 	<ol style="list-style-type: none"> 全程有机: 拥有“有机环境、有机种植、有机养殖”全产业链，获中欧双认证; 沙漠基地: 奶源来自乌兰布和沙漠，形成天然防疫屏障，提供全球最高品质沙漠有机奶。

资料来源: 公司公告，公司官网，浙商证券研究所

4.3 原奶周期反转下业绩弹性有望充分释放

原奶周期回升有望提升成母牛生物资产公允价值。虽然受公司成母牛数量增长影响，成母牛总公允价值整体维持增长，但受奶价持续下行拖累，单头成母牛公允价值自 2021 年的峰值 2.90 万元/头持续下降至 2025 年上半年的 2.51 万元/头。公司成母牛的公允价值采用多期超额盈余法确定，该方法以成母牛预计产生的贴现未来现金流量为基础，受原奶价格、单千克原料奶饲料成本、每日产奶量、贴现率等因素影响，若奶价上行，在公司持续降本增效的背景下，成母牛公允价值将随之提升。

图49： 2020-2025H1 公司成母牛公允价值变动



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

量价齐增，公司主业利润有望释放高弹性。公司原奶销量不断增长，2024 年原奶销量较 2020 年增长 139.9%，已实现翻倍。在规模化的基础上，原奶价格每增长 0.1 元/kg，即使单公斤原料奶销售成本不变，按公司原奶年销量 400 万吨计算，对应全年利润增厚也有望超 4 亿元。此外，公司持续的降本增效还将进一步提升利润弹性。

表5： 优然乳业销售原料奶收入测算

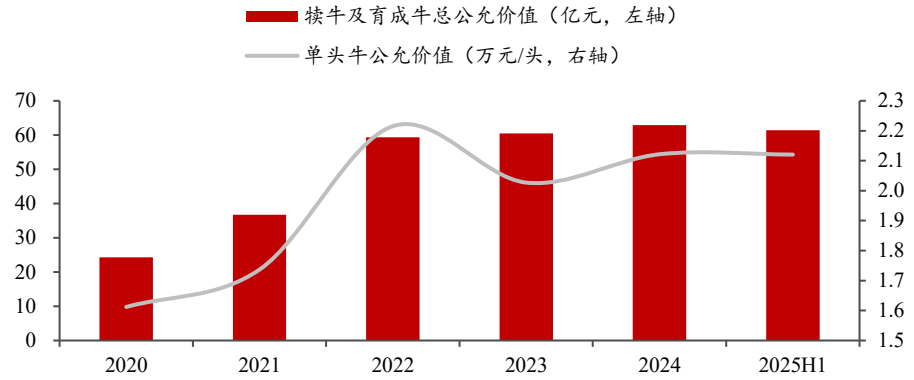
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
产量 (万吨)	302	375	429	450	479
奶牛存栏 (头)	582739	621568	627784	640339	659550
yoy	17%	7%	1%	2%	3%
犊牛及育成牛 (头)	298531	296660	295058	294556	296797
成母牛 (头)	284208	324908	332725	345783	362752
成母牛比例%	49%	52%	53%	54%	55%
公司披露单产 (吨\头)	12.0	12.6	12.9	13.0	13.2
产销率 (%)	98%	98%	98%	98%	98%
销量 (万吨)	295	367	421	441	469
吨价 (元/吨)	4380	4115	3909	4105	4310
销售原料奶营业收入 (百万元)	12903	15101	16444	18083	20225
yoy	19%	17%	9%	10%	12%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

4.4 淘牛：“隐藏”的副业，可观的弹性

肉牛周期回升有望提升成犊牛及育成牛生物资产公允价值。14 个月龄育成牛的公允价值参考当地市场售价 (P) 确定；14 个月龄以下犊牛及育成牛的公允价值，为 P 扣除从报告期末各自年龄饲养至 14 个月龄的估计喂饲成本与饲养者通常要求的利润后确定；14 个月龄以上育成牛的公允价值，为 P 加上从 14 个月龄饲养至报告期末各自年龄的估计喂饲成本与饲养者通常要求的利润后确定，主要受 14 个月龄育成牛当地市场售价、饲养成本等因素影响，虽肉牛周期景气回升，对应生物资产公允价值也将提升，释放减值冲回。

图50：2020-2025H1 公司犊牛及育成牛公允价值变动



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

淘牛规模约达 10 万头，充分受益牛价上涨。为优化牛群结构、提升生产效率，规模化牧场奶牛成母牛淘汰率通常维持在 30% 左右。截至 2025 年上半年，公司成母牛存栏量达 33.37 万头，据此测算，年淘汰成母牛规模约达 10 万头。淘汰牛价格与肉牛价格景气度相关，且公司淘汰量远超肉牛养殖市场中 90% 的出栏水平，将充分受益牛价上涨带来的收入弹性。

淘牛收入体现在利润表减亏，以及现金流入。公司成母牛牛群的生物资产公允价值的变动不仅有原奶价格对在产牛账面价值的影响，还包含了淘汰牛群的价值变动，即淘牛收入-上一年期末账面公允价值，因此淘牛收入的增加，将使得淘汰牛价值变动所产生的亏损大幅收窄，从而带来账面利润的减亏。同时，淘汰牛群的出售的确为公司带来了可观的现金流入，助力其在周期最底部时，主业仍能保持经营性利润。

表6: 优然牧业淘牛收入测算

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成母牛、犊牛及育成牛合计淘汰收入(百万元)	1069	719	1236	1542	2071
yoY		-33%	72%	25%	34%
【成母牛】					
淘汰收入(百万元)	982	648	1024	1183	1551
成母牛(头)	284208	324908	332725	345783	362752
淘汰率(%)	28.5%	28.5%	28.5%	28.5%	28.5%
淘汰数(头)	80999	92599	94827	98548	103384
体重(kg)	600	600	600	600	600
淘汰价格(元/kg)	20	12	18	20	25
【犊牛及育成牛】					
淘汰收入(百万元)	87	71	212	359	520
犊牛及育成牛(头)	298531	296660	295058	294556	296797
淘汰率(%)	9%	9%	9%	9%	9%
淘汰数(头)	83709	91681	192918	199402	208088
淘汰价格(元/头)	1034	775	1100	1800	2500

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所(注: 成母牛淘汰率与体重、犊牛及育成牛淘汰率与淘汰数均为按行业常规情况估计)

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

关键业务拆分与假设:

1) **销售原料奶业务:** 优然牧业逐步步入稳步发展期, 持续降本增效, 因此假设 2025-2027 年公司原奶销量分别同比+15%/+5%/+7%, 单公斤原奶价格分别同比-5%/+5%/+5%。预计原奶价格有望于 2026 年上半年步入回升通道, 假设公司单公斤原奶平均售价分别同比-5%/+5%/+5%。预计公司 2025-2027 年实现原奶业务收入 164.4/180.8/202.3 亿元, 分别同比+9%/+10%/+12%。

2) **系统解决方案业务:** 预计公司系统解决方案业务 2025-2027 年实现收入 51.5/54.0/56.7 亿元, 分别同比+3%/+5%/+5%。

预计公司 2025-2027 年整体营业收入分别为 215.89、234.86、258.98 亿元, 对应增速分别为 7.43%、8.78%、10.27%, 归母净利润分别为 9.71、20.37、40.10 亿元, 对应增速分别为 240.60%、109.67%、96.88%。

表7: 优然牧业收入预测拆分

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
销售原料奶业务 (百万元)	12903.0	15100.8	16444.1	18083.1	20225.4
yoy	18.88%	17.03%	8.90%	9.97%	11.85%
系统解决方案业务 (百万元)	5790.9	4995.4	5145.2	5402.5	5672.6
yoy	-19.54%	-13.74%	3.00%	5.00%	5.00%
营业收入 (百万元)	18693.9	20096.2	21589.4	23485.5	25898.0
yoy	3.56%	7.50%	7.43%	8.78%	10.27%
营业成本 (百万元)	17499.4	18782.1	19648.2	20356.3	21305.9
yoy	3.19%	7.33%	4.61%	3.60%	4.66%
毛利 (百万元)	1194.5	1314.1	1941.2	3129.2	4592.1
yoy	9.40%	10.01%	47.72%	61.20%	46.75%
归母净利润 (百万元)	-1050.0	-690.9	971.0	2037.0	4010.0
yoy	-353.13%	34.20%	240.60%	109.67%	96.88%
毛利率	6.39%	6.54%	8.99%	13.32%	17.73%
净利率	-5.62%	-3.44%	4.50%	8.67%	15.48%

资料来源: wind, 浙商证券研究所

5.2 相对估值

公司主营业务为奶牛养殖与生鲜乳销售。我们选择现代牧业、中国圣牧作为可比公司。其中，现代牧业为全国产奶量第二大牧场，下游与蒙牛深度绑定，与优然牧业具有较高可比性；中国圣牧产奶量位居全国牧场第六，是蒙牛最大的有机原奶供应商，与优然牧业也具有较高的可比性。二者 2026 年平均 PE 为 9 倍。优然牧业规模化优势显著，通过持续的降本增效，不断提高公司的核心竞争力，作为行业龙头有望受益于周期反转充分释放盈利弹性，我们认为 2026 年公司合理估值水平为 10 倍 PE，对应目标市值 204 亿元，首次覆盖给予“买入”评级。

表8: 可比公司估值

公司代码	简称	总市值 (亿港元)	2024 年		2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E
			营收 (亿元)	归母净利润 (亿元)	PE		EPS					
1117.HK	现代牧业	122	162.11	-14.17	-	-	13	6	-0.18	-0.11	0.11	0.23
1432.HK	中国圣牧	29	31.26	-0.65	-	36	4	3	-0.01	0.01	0.07	0.10
	平均	-	96.69	-7.41	-	-	9	5	-0.09	-0.05	0.09	0.16
9858.HK	优然牧业	166	200.96	-6.91	-	15	7	4	-0.18	0.25	0.52	1.03

资料来源: wind, 浙商证券研究所 (股价日期为 2026 年 1 月 20 日, 可比公司采取 wind 一致预测数据)

6 风险提示

1) 饲料价格大幅波动:

玉米、豆粕等构成肉牛和奶牛养殖行业重要的上游饲料，贸易摩擦加剧等外部事件冲击或导致价格大幅波动，对肉牛、奶牛养殖行业形成冲击，影响周期波动并对公司利润产生影响。

2) 动物疫病风险:

大规模疫病对公司奶牛养殖将造成直接的冲击，影响公司的经营发展与效益。

3) 下游消费不及预期:

若原奶下游消费不及预期，公司原奶业务收入将受到影响。

表附录：三大报表预测值

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	8,356	10,724	14,192	18,826	营业收入	20,096	21,589	23,486	25,898
现金	1,615	2,918	6,239	10,340	其他收入	0	0	0	0
应收账款及票据	692	940	947	1,047	营业成本	18,782	19,648	20,356	21,306
存货	4,311	4,847	4,942	5,153	销售费用	632	637	763	855
其他	1,739	2,019	2,064	2,286	管理费用	807	816	975	1,010
非流动资产	35,300	37,367	37,842	38,346	研发费用	0	0	0	0
固定资产	15,077	15,223	15,680	16,150	财务费用	903	651	682	641
无形资产	1,317	3,624	3,624	3,624	除税前溢利	(774)	913	2,028	3,907
其他	18,907	18,520	18,538	18,572	所得税	87	46	193	262
资产总计	43,657	48,091	52,033	57,172	净利润	(861)	867	1,835	3,645
流动负债	21,110	23,503	24,948	26,590	少数股东损益	(171)	(104)	(202)	(365)
短期借款	16,709	18,516	19,745	21,008	归属母公司净利润	(691)	971	2,037	4,010
应付账款及票据	2,276	2,500	2,527	2,657	EBIT	129	1,564	2,709	4,548
其他	2,125	2,486	2,676	2,926	EBITDA	829	1,116	2,253	4,078
非流动负债	10,387	11,560	12,221	12,071	EPS (元)	-0.18	0.25	0.52	1.03
长期债务	7,547	8,715	9,376	9,225					
其他	2,840	2,845	2,845	2,845					
负债合计	31,497	35,063	37,169	38,661					
普通股股本	0	0	0	0	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
储备	11,594	12,567	14,604	18,615	成长能力				
归属母公司股东权益	11,295	12,268	14,306	18,317	营业收入	7.50%	7.43%	8.78%	10.27%
少数股东权益	865	760	559	194	归属母公司净利润	34.20%	240.60%	109.67%	96.88%
股东权益合计	12,160	13,028	14,864	18,511	获利能力				
负债和股东权益	43,657	48,091	52,033	57,172	毛利率	6.54%	8.99%	13.32%	17.73%
					销售净利率	-3.44%	4.50%	8.67%	15.48%
					ROE	-6.12%	7.92%	14.24%	21.89%
					ROIC	0.39%	3.69%	5.57%	8.71%
					偿债能力				
现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	72.15%	72.91%	71.43%	67.62%
经营活动现金流	5,838	(571)	668	1,845	净负债比率	186.20%	186.62%	153.94%	107.47%
净利润	(691)	971	2,037	4,010	流动比率	0.40	0.46	0.57	0.71
少数股东权益	(171)	(104)	(202)	(365)	速动比率	0.19	0.24	0.36	0.51
折旧摊销	700	(448)	(457)	(470)	营运能力				
营运资金变动及其他	6,000	(991)	(710)	(1,330)	总资产周转率	0.45	0.47	0.47	0.47
投资活动现金流	(5,597)	(410)	1,516	1,940	应收账款周转率	27.01	26.47	24.89	25.98
资本支出	(6,518)	(2,005)	0	0	应付账款周转率	8.56	8.23	8.10	8.22
其他投资	921	1,596	1,516	1,940	每股指标(元)				
筹资活动现金流	(3,115)	2,284	1,135	315	每股收益	-0.18	0.25	0.52	1.03
借款增加	(2,188)	2,975	1,890	1,113	每股经营现金流	1.50	-0.15	0.17	0.47
普通股增加	141	0	0	0	每股净资产	2.90	3.15	3.67	4.71
已付股利	0	0	0	0	估值比率				
其他	(1,068)	(691)	(755)	(797)	P/E	-	15.48	7.38	3.75
现金净增加额	(2,874)	1,304	3,320	4,101	P/B	0.52	1.23	1.05	0.82
					EV/EBITDA	34.34	35.27	16.83	8.57

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>