

乳制品周期展望：26 年原奶价格有望迎来回升

2026 年 1 月 26 日

看好/维持

食品饮料

行业报告

分析师	孟斯硕 电话：010-66554041 邮箱：mengssh@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480520070004
分析师	王洁婷 电话：021-25102900 邮箱：wangjt@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480520070003

投资摘要：

本轮奶价调整周期较长但接近尾声。通常一个完整的奶价周期从上升到下降大概 6 年左右，且上升周期长，下降周期短。而本次周期从 2019 年奶价开始上升，2021 年奶价开始调整至今，已经历了 7 年，其中奶价下降了 5 年的时间。本轮周期主要由自 19 年起的乳企自建奶源的产能过度扩张，叠加疫情后需求端走弱导致的供需失衡所致。随着牧场规模化程度提升以及和下游乳企联系愈发紧密，牧场抗风险能力增强，使得本轮周期调整时间较以往更长。但我们结合周期长度以及供需关系的变化判断本轮调整周期接近尾声。

牧场存栏量进一步去化，但奶牛单产提升带动产奶量略微增长。2024 年国内奶牛存栏量降至 630 万头，同比下降 4.55%，结束连续五年增长趋势；原料奶产量 4079 万吨，同比下降 2.8%。此外，苜蓿成本增加，养殖成本依然较高，牧场长期处于亏损状态，退出牧场逐步增加。25 年牛肉价格回升，推动牧场存栏进一步去化。然而，单产水平持续提升推动产奶量增加。2024 年平均单产达 9.9 吨，年复合增长率 4.51%，规模化牧场单产更是高达 11.9 吨。因此，截至 25 年 9 月我国牛奶产量依然同比略有增长 (+0.65%)。

近年来进口乳制品数量大幅减少。价格倒挂使得近年来进口乳制品数量明显减少。2025 年 6 月份，新西兰原料奶粉进口完税价折人民币每吨 28752 元，比国内原料奶粉价格每吨高 2022 元。2024 年 12 月我们估算的乳制品累计净进口量约为 1435 万吨，较 21 年 12 月减少 35.31%。截至 2025 年 9 月，我国乳制品净进口累计同比增长约 1%，维持净进口量的低位。

推测原奶及乳制品供给保持稳定略收缩。结合原奶自产和乳制品进出口数据，折算后的我国原奶总供给由 2021 年历史高点 5901 万吨，回落至 24 年的 5514 万吨，24 年同比回落约 4%。我们推测，尽管 2025 年 1-9 月原奶产量同比略增，但由于 25 年牧场存栏继续下降，且在去库存的后期，淘汰后备牛的比例可能更高，对未来原奶产量的扰动大于对当下产量的扰动，因此我们推测未来原奶产量有望回落。此外，考虑到奶价低位以及国际贸易环境波动，乳制品净进口有望进一步减少，推测 25-26 年我国乳制品总供给量保持稳定略收缩。

需求端表现疲软但蕴含潜力：2024 年国内人均奶类消费量 12.6 千克，同比下降 4.55%。25 年乳制品需求依然疲弱，不过中秋前后乳制品公司增加产品生产量，短暂导致市场原奶供不应求，奶价尤其是散奶价格出现反弹，不过旺季过后需求的持续性仍有待观察。长期看，我国乳制品需求仅为世界平均水平的三分之一，与膳食指南建议量存在较大差距。消费结构呈现多元化趋势，奶粉和奶酪等高端产品逆势增长。城乡和区域消费不平衡依然显著，但差距正在缩小，农村市场成为重要增长点。据农村农业部食物营养所推算，预计 2025 年，全国奶类消费量 5506 万吨，比上年下降 3.3%；2029 年，消费量达 6354 万吨，2025-2029 年 CAGR3.65%。

投资建议：2025 年 5 月中旬起，全国乳企喷粉量已显著下降，反映原奶过剩情况有所缓解。与此同时，散奶价格持续走高，宁夏部分牧场散奶价格已经从 24 年的 2.1-2.2 上涨至 3.5-3.7，这些短期数据说明奶价具备一定的上涨基础和初步迹象。随着奶牛存栏下降，预计原奶产能短期小幅回落，中期来看，由于去库存后期后备牛淘汰比例提升，因此若存栏没有反弹，未来一至两年的原奶产量可能进一步减少。此外，考虑到国际贸易关系的不稳定，我国原奶价格相对进口价格较低，推测 26 年进口量略微下降。总体我们预计原奶及折算后的原奶供给可能持续收窄。需求方面，短期需求小幅回升，但仍要观察 26 年需求的复苏情况。中长期来看，乳制品需求仍会持续以小个位数的速度增长，乳制品深加工及进口替代主要推动国内乳制品需求增长。我们预计 26 年原奶价格能够有所回升。中期来看，原奶价格进入趋势性向上的上升周期。建议关注：伊利股份。我们预计蒙牛乳业、新乳业等公司也有望受益。

风险提示：去产能不及预期、乳制品需求复苏不及预期、食品安全风险。

目 录

1. 原奶周期性变动	4
1.1 原奶周期波动的原因	4
1.2 原奶周期历史波动复盘	5
2. 从供需端分析奶业现状	7
2.1 供给端：受多方因素的推动，原奶产量增长后出现首次回落	7
2.1.1 养殖成本出现倒挂，产能进一步去化	7
2.1.2 奶牛存栏持续回落	8
2.1.3 受多重因素影响，我国奶牛单产量逐年增长	9
2.1.4 原奶产量 24 年回落，25 年有所起伏	10
2.1.5 大包粉进口量持续下降	11
2.2 需求端：需求端增速不振，消费市场疲软	12
2.2.1 需求短期不足，长期仍有很大上升空间	12
2.2.2 产品多元化空间仍大	13
2.2.3 区域提升空间依然较大	14
2.2.4 行业创新同样为市场规模释放了机遇	16
2.2.5 乳制品出口快速增长	16
3. 供需现状总结及未来奶价发展趋势	17
4. 风险提示	18

插图目录

图 1： 奶牛养殖产奶周期	4
图 2： 2015-2024 全国牛奶产量（万吨）	4
图 3： 2008 年至 2024 年原奶价格变化（元/公斤）（从 2000 年开始做图）	5
图 4： 2016-2025 年原奶价格、牛奶产量、奶牛存栏量变化情况	6
图 5： 2020-2025 上半年饲料价格变化（元/公斤）	7
图 6： 2025 年 8 月主要地区苜蓿草饲料价格（元/吨）	7
图 7： 农产品生产价格指数:牛(毛重):当季同比: %	8
图 8： 平均批发价:牛肉:元/公斤	8
图 9： 2013 年至 2024 年奶牛存栏量变化（万头）	9
图 10： 2017-2024 年奶牛均年单产变化（吨）	10
图 11： 各牧场存栏量占比情况（%）	10
图 12： 2015-2024 奶牛规模化养殖比例（%）	10
图 13： 全国牛奶产量：累计值（万吨）	11
图 14： 2024 年 1-6 月各类乳制品进口量变化	11
图 15： 2018-2025 年乳制品净进口量（万吨）	11
图 16： 2008 年至 2024 年我国牛奶总供给与增速变化	12
图 17： 我国牛奶总供给：季度变化	12

图 18： 2015-2024 年居民人均奶类消费量（千克）	13
图 19： 人均乳制品消费水平较低	13
图 20： 不同国家人均乳制品消费量	13
图 21： 我国及日本乳制品不同品类消费结构	14
图 22： 2020-2024 年乳制品消费五年复合增长率	14
图 23： 城镇及农村居民人均可支配收入：累计同比：%	14
图 24： 2015-2024 人均及城乡居民消费量（kg）	15
图 25： 不同省份乳制品消费量差异	15
图 26： 2025 年 1-7 月乳制品主要品类出口量（吨）	16
图 27： 乳制品出口额高速上升	16

1. 原奶周期性变动

1.1 原奶周期波动的原因

原奶是乳制品产业链的核心环节，其价格波动直接影响上下游企业的盈利能力和市场竞争力。原奶价格由供需两端中的多种因素决定，而供给主要受奶牛存栏、单产、大包粉进口量等因素影响，需求主要受宏观消费环境、产品吸引力、产品价格等因素影响。

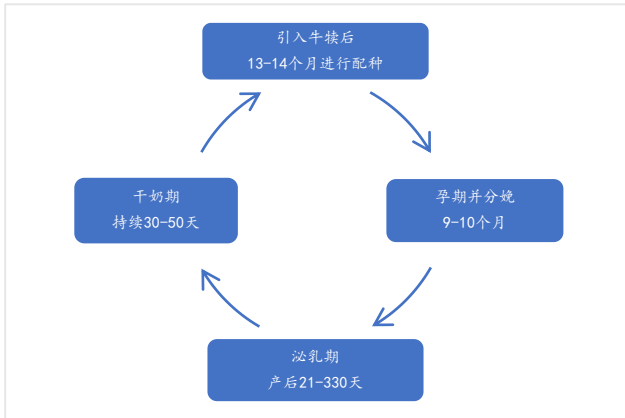
从供给层面看，奶牛存栏量构成了原奶产出的基础，而存栏变化显著滞后于价格信号。当奶价上涨带来养殖利润改善时，牧场通常需要约两年时间才能通过增加后备牛存栏来提升泌乳牛数量；反之当价格下跌时，养殖户则通过淘汰低产牛来缩减产能，这个过程同样存在时滞。除存栏量外，奶牛单产水平也是重要变量，其提升依赖于遗传育种、饲料营养和精细化管理技术的持续进步。还需关注进口替代效应，特别是国际大包粉价格与国内生鲜乳价格的价差关系，当国际奶粉价格较低时，乳企会增加进口从而对国内原奶需求产生压制。季节性波动也是需求端的重要特征，夏季热应激导致奶牛产奶量下降而供应相对紧张。成本因素虽不直接决定价格，但通过影响供给间接发挥作用，其中饲料成本约占养殖总成本的 70%，其变动会直接影响养殖效益，进而改变养殖户的决策行为。当饲料价格持续上涨挤压利润时，养殖户将被迫缩减产能，从而为后续价格回升埋下伏笔。

从需求端观察，乳制品消费总量与居民收入水平和消费习惯、健康意识呈现高度正相关。消费市场旺盛则乳制品需求增加，消费升级趋势进一步推动需求结构向高端化、差异化方向发展。此外，乳制品需求受节日礼赠习惯、学生开学影响。其他饮品，如咖啡、奶茶等饮料也对牛奶存在一定的替代作用，对牛奶需求造成一定影响。

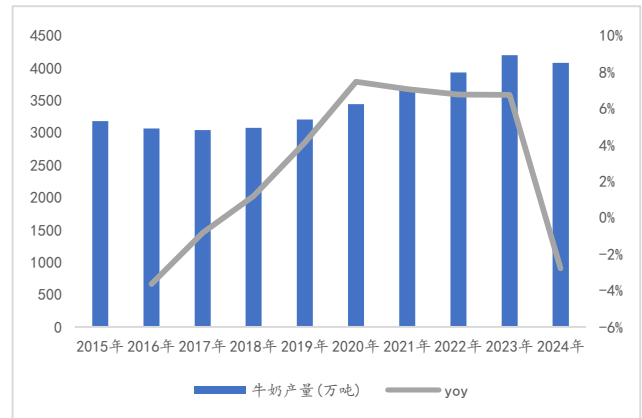
养殖业周期与需求的错配带来原奶行业周期波动。原奶行业明显的周期性特征主要由奶牛养殖的长周期以及供需匹配的时间差所决定。从生产的角度看，奶牛的养殖周期决定了原奶的供应。奶牛从出生到产奶通常需要两年的时间，养殖周期导致了需求和产量之间的不匹配。当市场需求旺盛时，原奶的价格往往会上涨，但由于产能的滞后性，供给端的原奶产量需要两年的时间才能释放产能，时间上错位导致原奶的供应在短期内难以迅速调整以满足市场需求。从储存的角度来看，奶牛一旦开始产奶，每年的产奶天数可以达到 300 天左右，而且每天的产奶量相对稳定。而生鲜乳的保质期较短，只能尽快被消费或者折价加工成奶粉。因此，储存环节的调节成本较高。由于产能调节滞后和无法有效储存，原奶市场容易出现供需错配的情况，进而原奶生产的上游环节表现出较强的周期性，通常一个完整的周期为 6 年左右。

图1：奶牛养殖产奶周期

图2：2015-2024 全国牛奶产量（万吨）



资料来源：山东畜牧兽医局、东兴证券研究所

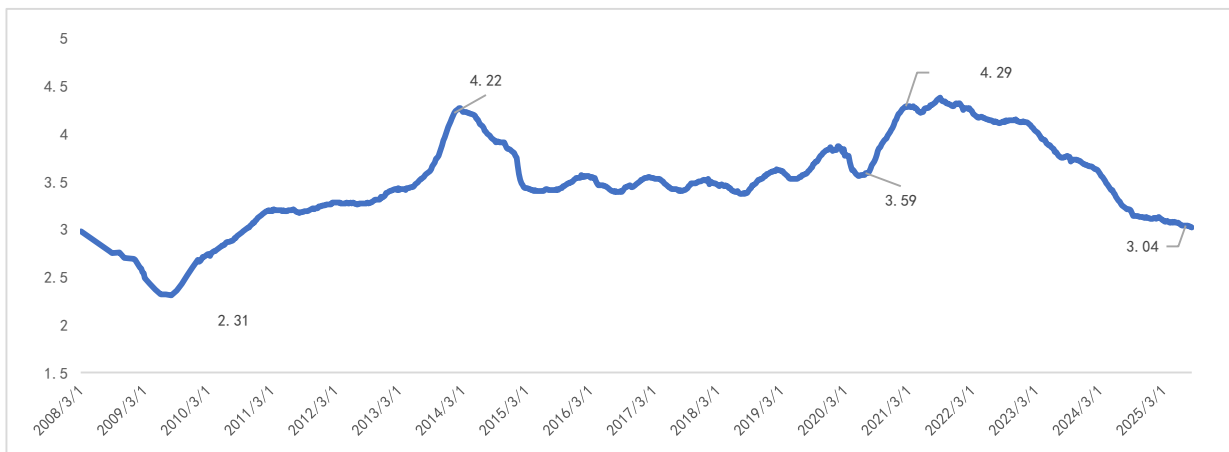


资料来源：国家统计局、东兴证券研究所

1.2 原奶周期历史波动复盘

2008 年 7 月以来我国原奶行业主要经历了三轮显著的 U 型周期，第一轮是 2008-2013 年年底；第二轮是 2014-2021 年年中；第三轮是 2021 年至今。

图3：2008 年至 2024 年原奶价格变化（元/公斤）（从 2000 年开始做图）



资料来源：农业农村部、东兴证券研究所

- 2008-2013 年年底第一轮周期：受“三聚氰胺”事件影响，中国乳制品行业面临严重信任危机，同时伴随金融危机的冲击，乳制品消费市场低迷，导致原奶价格自 2008 年起持续下滑，在 2009 年 8 月跌至低点 2.3 元/千克。乳制品加工企业为减少损失，通过限量收购、提高收购标准等方式降低原料奶收购量，原奶供给端无法迅速应对需求端的骤降，价格大幅下跌，大量散养户退出，众多奶农被迫出售或屠宰奶牛。叠加 2008 年 11 月《奶业整顿和振兴规划纲要》等政策发布，乳企更加重视奶源管控，倾向于与管理更科学、产品质量更高的规模化大牧场合作，因此此轮周期奶牛数量下降。2013 年奶牛存栏量由 2008 年底的 1230.5 万头减少至 1123 万头（下降 9%）。2009 年四季度开始，随着国内经济逐渐复苏，公众对国产乳制品的信心逐步恢复，市场需求稳步上升，而奶牛存栏量继续下降。由于奶价低谷时期存栏的降低导致原奶需求不足，补栏存在滞后，原奶价格在随后的几年持续上升。

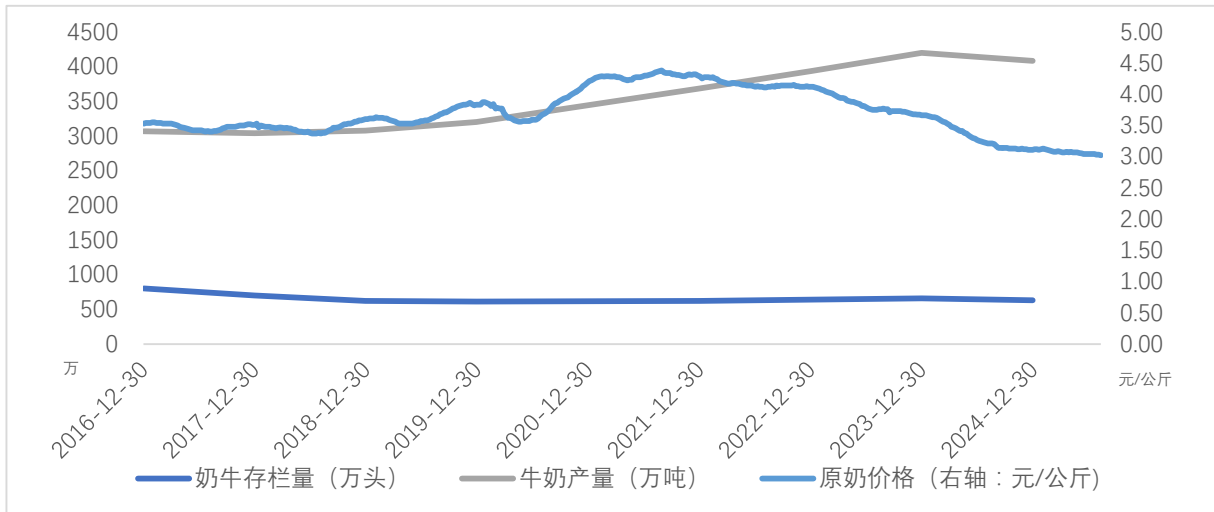
本轮原奶价格周期从 2008 年 8 月开始,至 09 年 8 月跌至低点 2.3 元/千克;反弹期历时 4 年 6 个月,至 14 年 2 月达到顶点 4.27 元/千克。

- (2) 2014-2021 年年中第二轮调整:本轮原奶价格周期从 2014 年 3 月开始,至 15 年 6 月跌至低点 3.4 元/千克;反弹期历时 6 年 2 个月,至 21 年 8 月达到顶点 4.38 元/千克。由于原奶价格的持续上涨,2014 年奶牛存栏量有所反弹,牛奶产量也略有提升,至 3159.88 万吨。然而国内市场供需关系开始发生变化,由于进口奶粉价格低于国产鲜奶,且进口婴幼儿奶粉受到追捧,国内原奶需求不足导致价格下跌。原奶价格自 2014 年 3 月的 4.27 元/kg 逐渐至 2015 年 6 月的 3.4 元/kg,累计降幅达 20%。此后,价格主要呈现震荡态势。价格下行期间,生鲜乳价格的下跌导致行业整合加速,小规模 and 散养奶牛养殖户的生产积极性受到打击,奶牛存栏数再度下降。直到 2018 年第三季度,奶价触底反弹,并在 2019 年底达到自 2014 年 10 月以来的新高,2021 年 8 月奶价回升至 4.38 元/千克。随着行业规模化进程的不断推进以及下游需求的增长,我国奶牛数量也逐渐恢复。
- (3) 第三轮调整期:2019 年,受价格信号刺激及需求增长,牧场扩能扩产进程加快。中央财政安排多项资金,改造提升 1500 个奶牛家庭牧场;地方财政当年也安排了 20 多亿元的资金,用于支持奶牛扩群增量,乳制品加工和乳品消费培育,推进实施奶业振兴。各乳企纷纷规划牧场建设,伊利集团 2019 年计划新增奶牛存栏 36 万头,目标日均收奶量 4000 吨;新希望投资 5.3 亿元建设甘肃永昌万头奶牛场。

由于奶牛养殖周期为 2 年,2021 年 9 月起牧场扩能扩产成果达到高峰:2021 年,国内新建、扩建牧场 166 个,投资总额 390 亿元,新建扩建牧场项目设计存栏数总计达到 98 万头;2022 年,新建、扩建牧场设计存栏规模达 147 万头,投资总额约 420 亿元,规模较 21 年进一步增加。原奶新产能释放,生鲜乳供应量提升,2022 年牛奶产量增至 4027 万吨,同比增长 6.59%,雄踞全球第四。然而,乳制品需求随疫情影响消退而走弱,2022 年,因疫情反复,尤其年底线下经济活动恢复初期大量物流从业人员被动休息,严重影响物流运输效率,乳制品市场短期承压,销售额增速回落。国内液态奶消费市场规模迎来近 8 年来首降,降幅 8%;规模以上乳制品企业收入增速下降 10.6 个百分点,且人均乳制品消费量较上年下降 0.6 公斤,终端消费量进一步萎缩。

2023 年以来生鲜乳供需剪刀差放大,原奶价格持续下跌,由 2021 年高点 4.38 元/公斤下降至目前的 3.1 元/公斤,下滑 29%。2023 年我国荷斯坦奶牛存栏量达 660 万头,相比 2022 年增长 20 万头,同比增长 3.13%,较上年 6.1%增速有所放缓,而需求持续萎靡。截至 2025 年 8 月,原奶价格降至 3.02 元/公斤,较本轮高点同比下降 31.05%。

图4: 2016-2025 年原奶价格、牛奶产量、奶牛存栏量变化情况



资料来源：国家统计局、农业农村部、东兴证券研究所

市场供需平衡恢复缓慢，周期调整时间延长。从历次周期来看，原奶价格的波动背后遵循“奶价上涨-奶牛存栏量大幅增加-供应量增多-奶价下跌-大量淘汰奶牛-供应量减少-奶价再次上涨”的逻辑顺序。在当前这一轮调整期内，由于规模化牧场的比例上升，牧业的抗压能力有所增强。规模化牧场通常具有更高的生产效率和更低的生产成本，因此它们能够在奶价低迷时期维持运营，甚至扩大生产。这使得市场上的原奶供应量保持在较高水平，难以迅速减少。同时，需求端的表现相对疲软，消费需求没有显著增长，无法有效吸收过多的原奶供应。因此，市场供需失衡的情况持续存在，导致奶价难以快速回升。综合以上因素，本轮周期调整的时间更长。然而，2024 年我国原料奶产量 4079 万吨，出现 2018 年以来首次下降，牧场产能出清节奏明显加快，因此原奶价格拐点可能即将出现。

2. 从供需端分析奶业现状

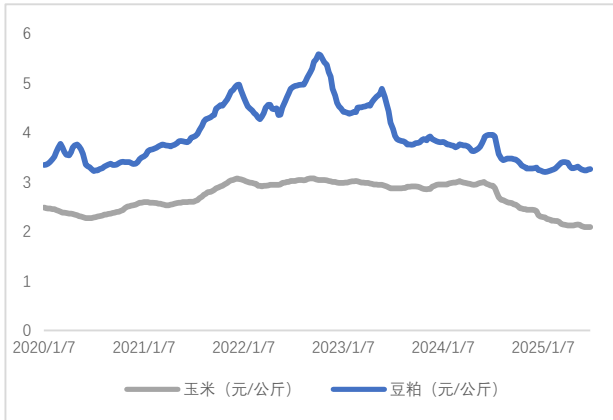
2.1 供给端：受多方因素的推动，原奶产量增长后出现首次回落

2.1.1 养殖成本出现倒挂，产能进一步去化

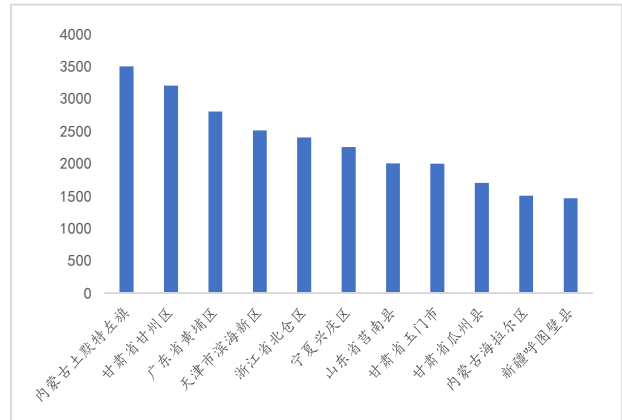
从行业成本结构来看，饲料是乳制品行业最大的成本，占比达 60% 以上。疫情之后，随着国际形势的严峻以及供需关系的紧张，使得我国玉米、豆粕等饲料原材料的价格持续走高。自 2024 年，虽然饲料价格整体进入回调通道，但成本端并未全面改善。一方面，国产苜蓿市场价格有所上涨，各地区价格差异较大，集中在 1500 - 2500 元/吨；另一方面，夏季热应激推高牧场用工、能耗及防暑管理等综合费用，使得公斤奶全成本仍维持在 3.36 元左右的高位，高于生鲜乳售价。总体来看，饲料价格回调带来的成本缓和，与优质粗饲料上涨及季节性成本上升叠加，使得牧场仍处于成本倒挂状态。

图5：2020-2025 上半年饲料价格变化 (元/公斤)

图6：2025 年 8 月主要地区苜蓿草饲料价格 (元/吨)



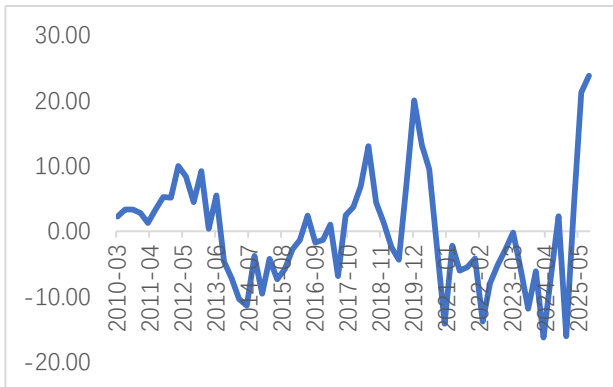
资料来源：中国奶业协会，东兴证券研究所



资料来源：中国报告大厅，东兴证券研究所

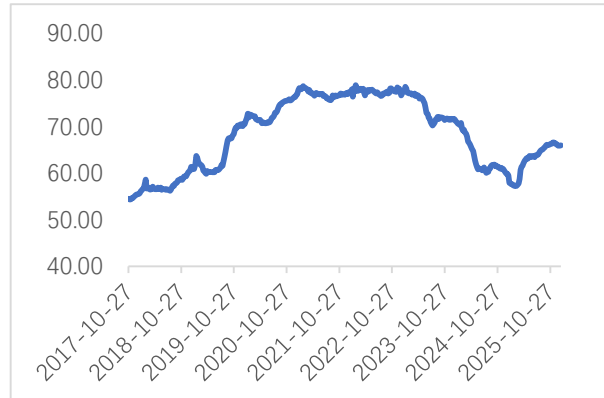
牛肉价格回升，奶农杀牛卖肉增加。25 年牛肉价格触底回升，截至 25 年底，牛肉批发价 66 元/公斤，同比 +10.11%；2025 年 9 月当季农产品生产价格指数回升至 23.83%，奶农卖牛盈利能力提升，进一步推动奶牛存栏去化。

图7：农产品生产价格指数:牛(毛重):当季同比：%



资料来源：同花顺、东兴证券研究所

图8：平均批发价:牛肉:元/公斤



资料来源：同花顺、东兴证券研究所

2.1.2 奶牛存栏持续回落

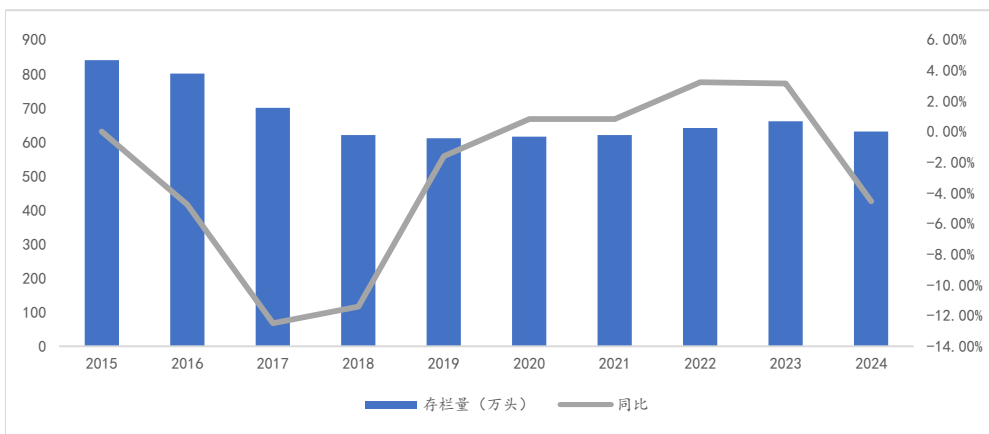
从奶牛存栏总量来看，2016 年由于养殖效益低下和亏损，使得大量小规模牧场被迫退出市场。同时，2018 年的环保整治行动导致部分不符合环保标准的奶牛养殖场关闭，进一步加速牧场出清，使得我国奶牛存栏量出现了显著的下降。随着主要乳制品企业向上游养殖业的拓展以及产业资本支出的增加，我国奶牛存栏量自 2019 年起开始逐步回升，至 2023 年达到顶峰。奶牛存栏量的持续增长进一步推动原奶产能过剩，持续拉低原奶价格。

进入 2024 年，农户受损严重，价格信号反向传导至养殖端，牧场产能开始加速出清。中国圣牧在 2024 年财报中分析称，在困难形势下，约有 80% 的牧场加快了低产奶牛的淘汰，同时也有相当部分的牧场开始出售母犊牛以及后备牛以缓解当前经营压力。2024 年，荷斯坦奶牛存栏量迎来自 2019 年来五年连续增长后首次回落，存栏数下降 20-30 万头至 630 万头，同比下降 4.55%，回到了 2021 和 2022 年的存栏水平。同时，2024

年荷斯坦牛冻精销量下降 30%左右，用于扩繁的母犊牛 1 年下降 30-40 万头，预估 2025 年将减少 10 万头后备牛。

2025 牧场主动去化仍在继续。以大型牧场为例，为优化牛群结构及提高乳牛单产，现代牧业主动加大了淘汰低产低效牛只数量；中国圣牧在满足客户原奶需求的基础上，持续推进奶牛牛群结构的优化，截至 2025 年 6 月 30 日，中国圣牧奶牛存栏量较上年末下降 895 头。由于持续亏损及现金流紧张，部分牧场运营商开始退出市场并停止经营，规模化牧场数量也呈下降趋势。从 2022 年至 2024 年，规模牧场数量下降约 20%，目前仅存约 3600 家，减少了 1000 家。伊利股份在 2025 年三季度业绩说明会中提及，今年以来，原奶供需一直朝着好的方向发展。预计 2025 年存栏量将继续减少 20 万头左右。

图9：2013 年至 2024 年奶牛存栏量变化（万头）



资料来源：中国奶业协会、东兴证券研究所

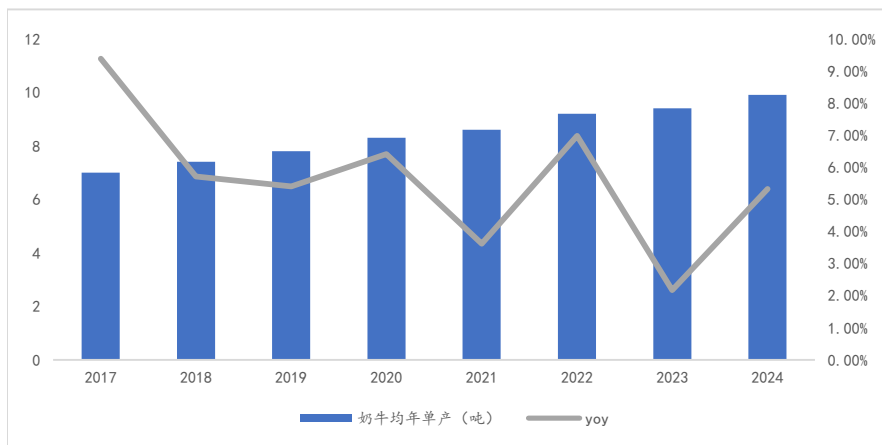
2.1.3 受多重因素影响，我国奶牛单产量逐年增长

根据农业农村部、国家统计局数据，2020-2024 年我国奶牛平均单产从 8.3 吨增长到 9.9 吨，年复合增长率达 4.51%。此外，集团牧场的成母牛单产为 11.9 吨，高于全国荷斯坦牛平均单产 9.9 吨，推动了我国原奶产量的增长。

其中，规模化养殖比重上升带来了奶牛单产水平提高。近年在《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》等国家政策支持下，小规模奶牛养殖场（户）退出、大中型奶牛养殖场（户）不断发展。2011 年至 2024 年，中国奶牛规模化养殖比重（指存栏 100 头以上奶牛场的合计存栏量占全国奶牛存栏的比重）由 30%左右上升到 78%，2024 年同比进一步提升 2 个百分点。2024 年牧业集团 Top40 总存栏 315 万头，占全国荷斯坦牛的 50%左右，比去年增加 7.5 万头，增幅达到 2.5%，同期全国荷斯坦奶牛同比减少 4.5%，充分说明 2024 年全国性牧业集团奶牛存栏逆势增长，中小牧场存栏出现下降，而大型规模化养殖取得了较大的增效。其中，优然牧业蝉联榜首，2024 年奶牛存栏量 62.2 万头，同比增长 6.7%；现代牧业紧随其后，存栏 45.1 万头，同比增长 9.0%。由于规模化养殖具有管理规范、产奶量稳定、原奶质量高、抗风险能力强等优势，因此虽然我国奶牛数量整体呈下降趋势，但随着奶牛规模化养殖程度不断提升，奶牛年均单产也将不断上升。

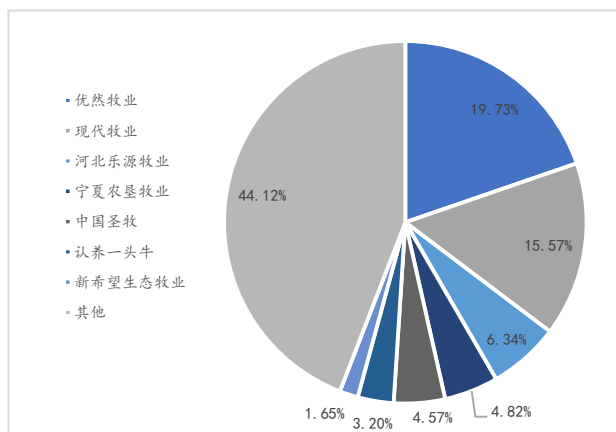
此外，奶牛养殖管理技术的突破也将带动单产进一步上升。2023年，内蒙古呼和浩特市的国家乳业技术创新中心开发出一项奶牛新型营养调控技术，有效解决了奶牛养殖过程中，因营养调控不合理而导致的奶牛泌乳高峰期产奶量低、泌乳持续力差、饲养成本高、饲料转化率低、产后代谢病高发等技术瓶颈问题，研发成果应用到母牛营养调控领域，奶牛单公斤奶饲料成本降低0.05元/kg，泌乳牛日单产提升2kg/头，实现奶牛平均日单产41公斤以上。信息化技术的进步同样可推动单产产能提升，认养一头牛以“集中化、标准化、智能化”为目标，打造了一套集团级数智化管理平台，通过整合挤奶设备(如帝波罗)、TMR精准饲喂系统、发情监控系统等9大类硬件，有效把控了奶牛养殖周期，提升了公司单产。在荷斯坦最新发布的《中国奶业统计资料2024》中，认养一头牛以13.81吨/年的成母牛单产位列全国第二。

图10：2017-2024年奶牛均年单产变化（吨）



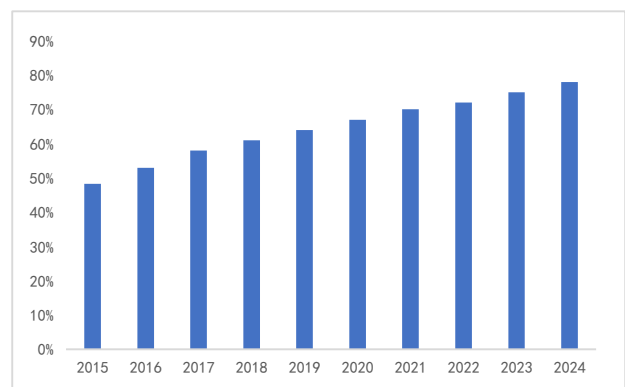
资料来源：同花顺、东兴证券研究所

图11：各牧场存栏量占比情况（%）



资料来源：荷斯坦《中国奶业统计资料2025》、东兴证券研究所

图12：2015-2024年奶牛规模化养殖比例（%）



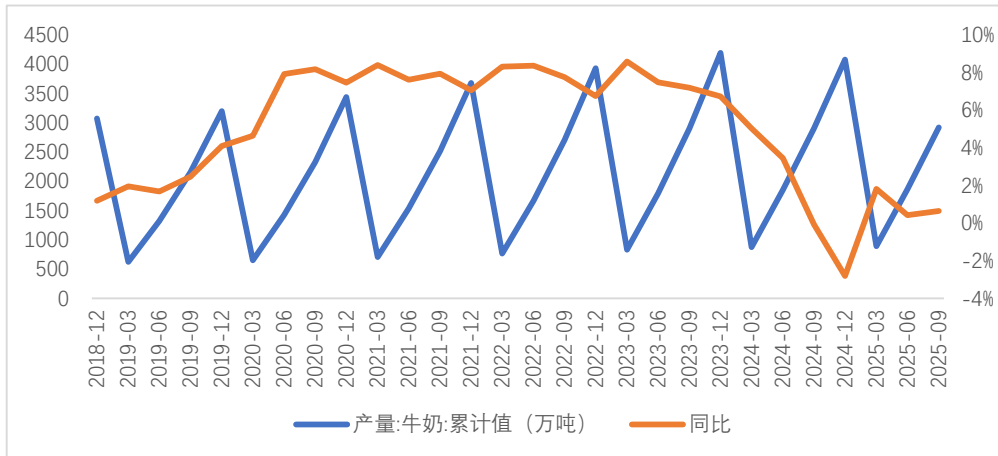
资料来源：中国奶牛数据中心、东兴证券研究所

2.1.4 原奶产量24年回落，25年有所起伏

2020年以来，随着国内奶牛养殖量的增加以及奶牛产奶量的大幅度提升，2023年牛奶产量达到4197万吨，同比增长6.7%，我国原料奶产量连续4年增幅超过6%（2022年6.8%、2021年7.1%、2020年7.5%）。

原奶产量的滞后性扩张带来了产能过剩，刺激原奶价格下跌。价格信号反向传导至供给端，2024 年牧场及存栏产能进行收缩，带来原奶产量的回落。2024 年，原奶产量同比下降 2.8% 至 4079 万吨。这是 2018 年以来我国牛奶产量首次出现下降。尽管存栏量有所下降，但由于奶牛尤其是大型牧场单产的提升加上地方政府补贴，原奶产量下降速度较慢，25 年整体有所反复，Q1-Q3 原奶产量分别同比+1.83%/0.43%/0.65%，产量增速已经较前几年明显回落。

图13：全国牛奶产量：累计值（万吨）



资料来源：同花顺、东兴证券研究所

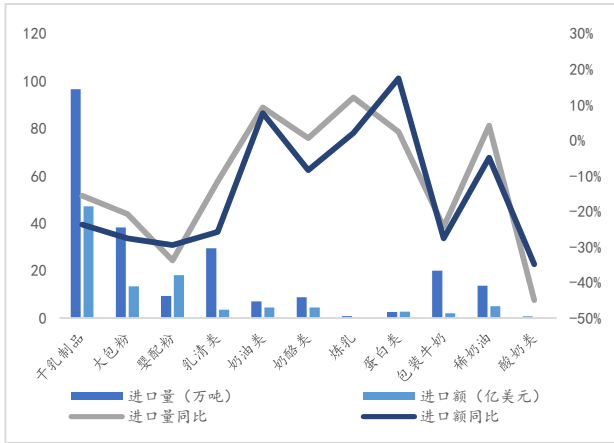
2.1.5 大包粉进口量持续下降

2022 年以来乳制品净进口量大幅下降。自 22 年我国生鲜乳价格开始回落，我国乳制品进口量明显下降。进口下降的主要原因是国内原奶供应出现阶段性过剩的持续时间过长，导致整体进口需求偏弱。此前，相比于国产大包粉，进口大包粉价格更为低廉，由于二者的价格差，国内部分乳企和食品企业放弃使用国内原奶，转而使用更便宜的进口大包粉。但随着进口大包粉价格上涨及国内生鲜乳价格持续下跌，二者的价差已逐渐缩小甚至倒挂。2025 年 6 月份，新西兰原料奶粉进口完税价折人民币每吨 28752 元，比国内原料奶粉价格每吨高 2022 元。根据中国海关总署数据，2022 年以来我国乳制品净进口量不断下降，2024 年 12 月我们估算的乳制品累计净进口量约为 1435 万吨，较 21 年 12 月累计减少 35.31%。截至 2025 年 9 月，我国乳制品净进口累计同比增长约 1%，维持净进口量的低位。

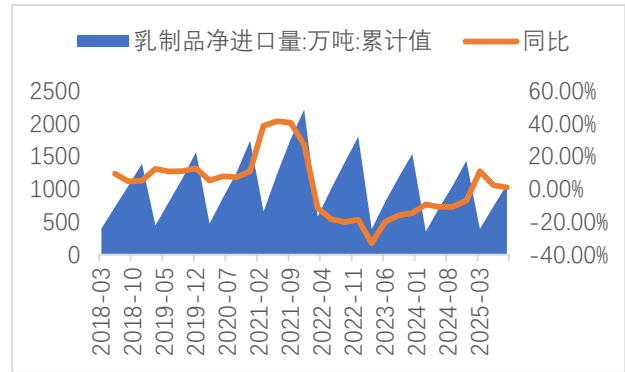
24 年原奶总供给出现回落，推测 25-26 年保持稳定略收缩。尽管原奶平均单产不断提升，但奶牛存栏量开始回落，带动牛奶产量于 2024 年开始回落。国内原奶产能持续性过剩带动进口大包粉性价比下降，我国乳制品进口量同步出现趋势性的下降，推动国内原奶总供给于 2022 年开始回落。折算后的原奶总供给由 2021 年历史高点的 5901 万吨，回落至 24 年的 5514 万吨，24 年同比回落约 4%。25 年我国乳制品供给总体保持平稳。我们推测，由于 25 年牧场存栏继续下降，25 年原奶产量有望小幅回落，考虑到奶价低位以及国际贸易关系偏紧张的局势，乳制品净进口有望小幅减少，推测 25-26 年我国乳制品总供给量保持稳定略收缩。

图14：2024 年 1-6 月各类乳制品进口量变化

图15：2018-2025 年乳制品净进口量（万吨）



资料来源：中国海关总署、东兴证券研究所



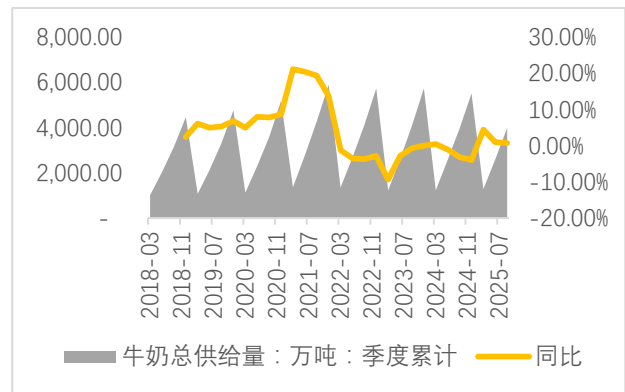
资料来源：同花顺、东兴证券研究所

图16: 2008年至2024年我国牛奶总供给与增速变化

图17: 我国牛奶总供给：季度变化



资料来源：奶牛微看、东兴证券研究所



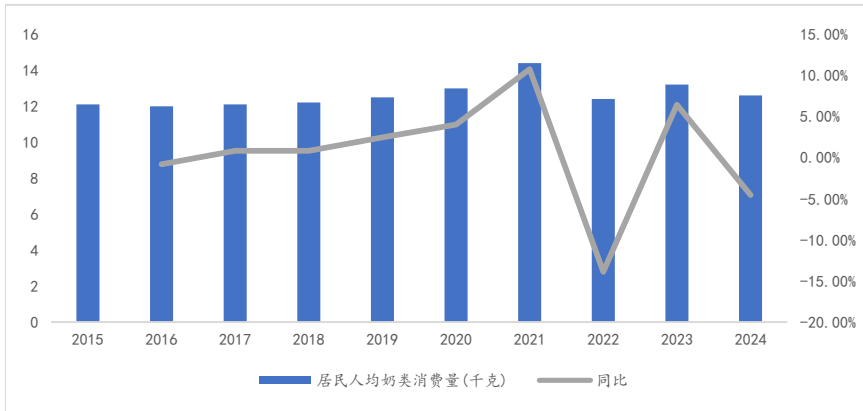
资料来源：同花顺、东兴证券研究所

2.2 需求端：需求端增速不振，消费市场疲软

2.2.1 需求短期不足，长期仍有很大上升空间

奶类消费需求下降，终端市场消费动力不足。从国家统计局的数据来看，我国居民人均奶类消费量在15-21年呈现平稳中略有上升的趋势，至2021年达到顶点，升至14.4千克。但2022年受疫情影响及供应链扰动，消费量骤降至12.4千克，同比大幅下滑13.89%，2023年虽回升至13.2千克，同比增长6.45%，但2024年再度回落至12.6千克（仅包含家庭消费，与下文统计口径不同），同比下降4.55%，显示需求复苏尚不稳固，消费波动性增大。25年乳制品需求依然疲弱，不过中秋前后乳制品公司增加产品生产量，短暂导致市场原奶供不应求，奶价尤其是散奶价格出现反弹，不过旺季过后需求的持续性仍有待观察。

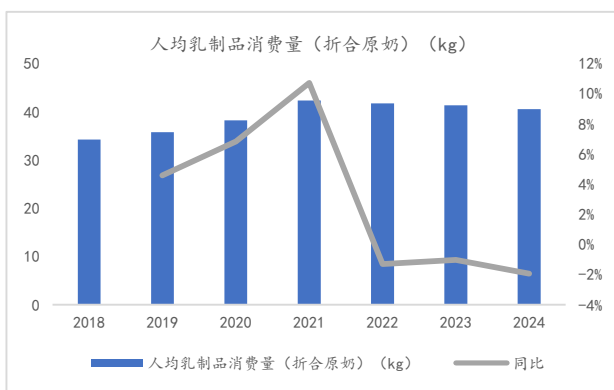
图18：2015-2024 年居民人均奶类消费量（千克）



资料来源：国家统计局、东兴证券研究所

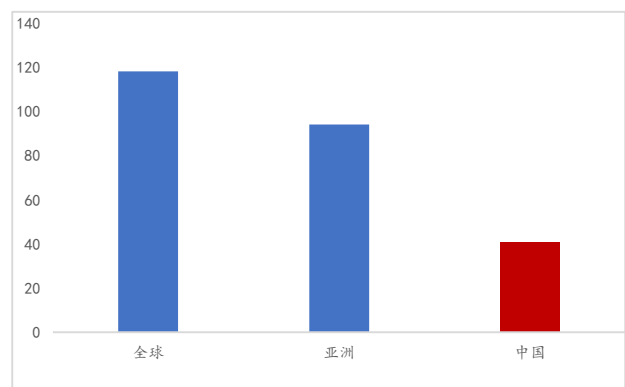
与其他国家相比，我国乳制品人均消费量仍有较大提升空间。2024 年我国人均乳制品消费量仅为 40.5 千克，同比下降 1.94%，约为世界平均水平的三分之一，且不到亚洲水平的一半。参照《中国居民膳食指南(2022)》的建议“每人每天应摄入 300 克至 500 克奶及奶制品”，人均乳制品消费量应达到每年 109.5 千克至 182.5 千克，目前人均年消费量与建议量还存在较大差距。据农业农村部食物营养所测算，我国城镇居民液态奶需求收入弹性为 1.74，即当居民收入增加 1% 时，对液态奶的消费需求会增加 1.74%；而需求收入弹性数字大于 1，表明液态奶还不是居民的生活必需品，意味着液奶需求受收入影响较大。未来，随着居民收入的提高，液奶消费将逐步提升。

图19：人均乳制品消费水平较低



资料来源：中国奶业大会、东兴证券研究所

图20：不同国家人均乳制品消费量



资料来源：勤策消费研究院、东兴证券研究所

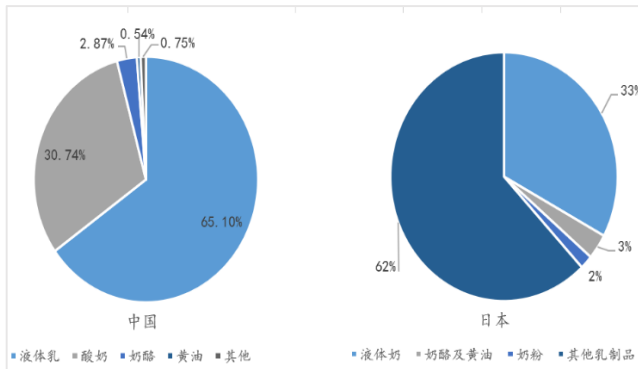
2.2.2 产品多元化空间仍大

产品结构呈现多元化趋势，但液奶仍占比最高。从加工方面来看，我国奶业结构存在不平衡问题，整体以初级加工为主，精深加工比例较低。从消费品类方面看，我国乳制品消费与西方发达国家相比呈现出“液态奶多，干乳制品少”的特点，品类主要集中于液体乳，而酸奶、奶酪等高附加值产品的消费占比远低于全球平均水平。2024 年，我国液态奶产量占商品奶总量的 86%，在总供给当量中占比近半，液体乳中以常温白奶为主，占比 83%。而欧美国家奶酪消费占比高达 45%—50%，液态奶仅占 22%—30%。自 1975 年以来，

美国人均全脂奶粉消费量增长了 161%、奶酪增长了 179%、酸奶增长了 608%，我们认为未来我国高附加值乳制品潜力巨大。

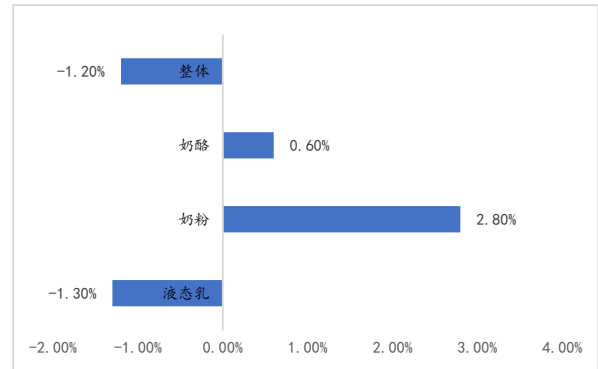
乳制品结构的多样性较低以及“液奶独大”的消费模式导致奶源在季节性上出现过剩，生鲜乳购销矛盾显得尤为突出。但从消费端看，乳制品消费结构已经开始展示出多元化均衡发展的趋势。在 2020-2024 年整体乳制品消费下滑的趋势下，随着消费者健康意识的提高、成人奶粉市场的扩大等因素，奶粉与奶酪仍然逆势实现了 CAGR2.8%和 0.6%的增长，高附加值乳制品的市场扩张为原奶库存出清提供了空间。

图21：我国及日本乳制品不同品类消费结构



资料来源：中国乳制品工业协会、日本农林水产省、东兴证券研究所

图22：2020-2024 年乳制品消费五年复合增长率

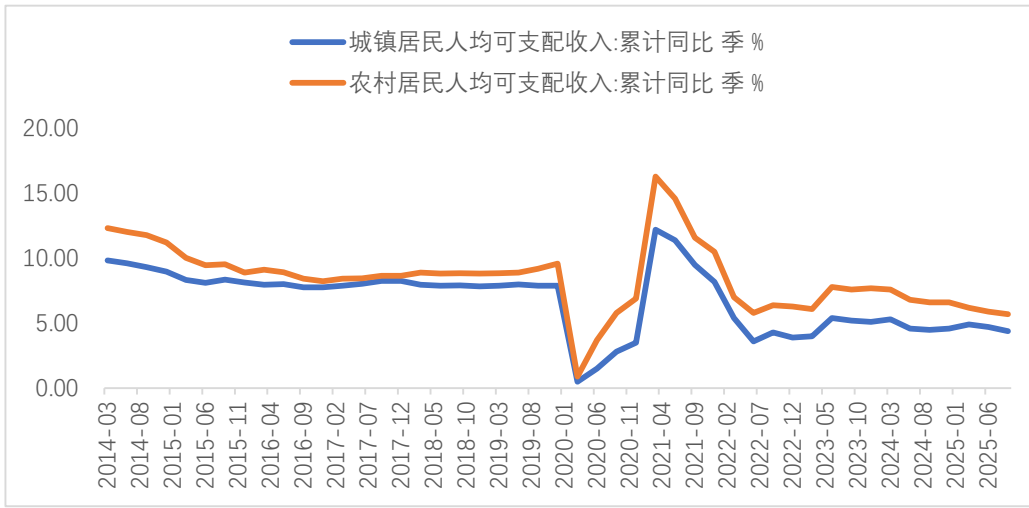


资料来源：Euromonitor、东兴证券研究所

2.2.3 区域提升空间依然较大

乡镇推动乳制品消费潜力大。政策出台助力需求提振。从内部消费量来看，由于经济发展的不平衡，我国农村居民人均奶类消费量远低于城镇居民人均奶类消费量。国家统计局数据显示 2024 年城镇居民人均奶类消费量为 15.1kg，农村居民人均奶类消费量为 9kg，城镇居民平均奶类消费量是农村居民的 1.68 倍，而肉类及蛋类仅为 1.02、1.04 倍，证明乡村乳制品消费仍有较大提升空间。近年来，农村居民可支配收入增速持续高于城镇，随着农村居民收入水平的提高、城镇化进程的推进以及三孩政策的实施，县域内的城镇和乡村地区乳品消费潜力巨大，有望成为未来重要的增长点。2024 年 9 月底出台的《关于促进肉牛和奶牛生产稳定发展的通知》推广“学生饮用奶”计划，并通过发放消费券等手段，在条件允许的地区激励牛奶消费。2025 年 1 月起一系列育儿扶持政策陆续出台，也为国产乳制品行业注入了积极动力。

图23：城镇及农村居民人均可支配收入：累计同比：%

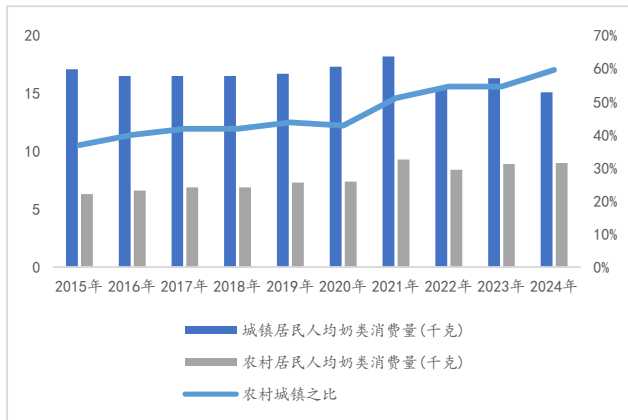


资料来源：同花顺、东兴证券研究所

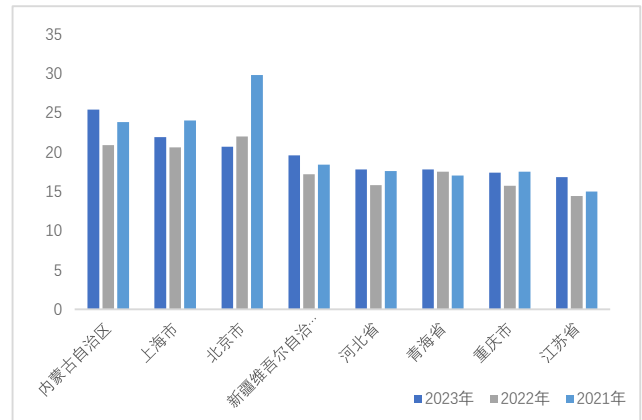
奶类消费区域不平衡释放市场空间。从国家统计局的分省数据来看，我国奶类消费还呈现出显著的区域不平衡特征，消费水平与经济发展程度、饮食习惯及地域文化高度相关。高消费区域主要集中在北方传统奶制品消费区和经济发达省市，其中内蒙古自治区 2023 年人均消费量达 25.4 千克，稳居全国首位，体现出浓厚的乳制品饮食传统和本地奶源优势；上海、北京分别以 21.9 千克和 20.7 千克紧随其后，反映高收入水平对奶类消费的强劲拉动作用。新疆、河北、青海等北方省份也保持较高消费量，区域饮食习惯和畜牧业基础是重要支撑。多数省份 2022 年受宏观环境影响消费量普遍回落，但 2023 年呈现复苏态势。这种区域不平衡说明乳制品需求仍受“北奶南运”的产业格局影响。根据中国乳制品工业协会，南方省份人口和牛奶需求量占全国 55% 以上，但其奶牛存栏仅占全国的 12%，产奶量仅占 10%—15%。云南、广东、浙江等地的运奶成本约为 1000 元/吨，加之北方奶源深加工项目的持续推进，对南方地区原奶消费造成挤压，抑制其需求增长。中国农业大学教授李胜利指出，未来，我国奶源应重点布局于内蒙古、河北、山东、河南以及安徽、江苏等靠近消费市场、饲料资源丰富的地区。西北、东北等远离消费市场的区域则应适当放缓发展步伐，保持存栏稳定，通过提高单产实现增量，以此推动未来原奶的区域供需平衡。区域供需平衡将对乳制品消费有明显提振作用。

图24：2015-2024 人均及城乡居民消费量 (kg)

图25：不同省份乳制品消费量差异



资料来源：国家统计局、东兴证券研究所



资料来源：国家统计局、东兴证券研究所

2.2.4 行业创新同样为市场规模释放了机遇

随着健康消费理念不断普及，消费者愿意为“更新鲜、更优质”买单，高端化的趋势也逐渐从常温奶转向了低温鲜奶。25年上半年，蒙牛低温鲜奶业务同比增长超过20%，其低温酸奶业务亦持续回暖，连续21年保持市场份额第一。伊利同样在财报中提到，通过推出畅轻谷物爆珠系列、多种口味低温花生奶及金典4.0g乳蛋白鲜牛奶新品，其低温白奶品类营收增长逾20%。

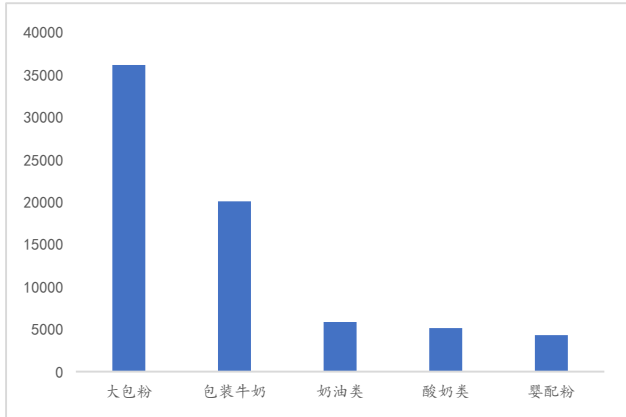
长期来看乳制品消费仍有增长空间。据农村农业部食物营养所推算，未来10年，随着居民饮奶观念的提升、营养健康意识的增强，预计2025年，奶类消费量5506万吨，比上年下降3.3%；随后几年消费量逐步提升，2029年，消费量达6354万吨，人均奶类食用消费量40.7千克，2025-2029年CAGR3.65%。到2034年，奶类消费量7581万吨，2029-2034五年CAGR为3.59%，人均奶类食用消费量49.2千克。

2.2.5 乳制品出口快速增长

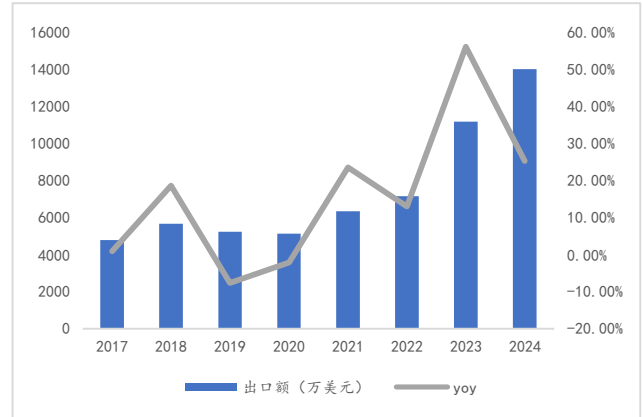
2025年1-11月我国共计出口各类乳制品11.69万吨，同比增加95%，出口额2.25亿美元，同比增长60.6%。国产奶出口的增长，反映出国内乳制品生产能力的提升和品质的提高。同时，国内生鲜乳过剩导致价格走低，这让乳品企业生产原料奶粉的成本降低，价格更具优势。

图26：2025年1-7月乳制品主要品类出口量（吨）

图27：乳制品出口额高速上升



资料来源：同花顺、东兴证券研究所



资料来源：同花顺、东兴证券研究所

整体来看,乳制品出口市场自 2021 年起便持续保持每年 10%以上的高速增长,回顾历史数据,出口额从 2016 年的 4741 万美元稳步增长至 2024 年的 14013 万美元,期间虽在 2019-2020 年因全球贸易环境波动出现短暂回调,但自 2021 年起增速明显放大,2023 年同比增幅高达 56.2%,2025 年 1-7 月,大包粉出口量同比激增 354%至 3.62 万吨。显示行业出口动能完成由“量变”到“质变”的跨越。从市场格局看,我国乳制品出口高度集中于亚洲和非洲的新兴市场。根据 2025 年 1-7 月的数据,出口额排名前十的国家和地区合计占我国乳制品出口额的 71.1%。其中,中国香港是绝对主力,占比 29.9%,出口额 0.9 亿美元。与此同时,对尼日利亚、新加坡、泰国、孟加拉国等“一带一路”沿线国家的出口也呈现迅猛增长。虽然出口量绝对值较小(25 年乳制品出口量只占进口量的 6%左右),但其对缓解国内市场的供需剪刀差起到了不容忽视的调节作用。

3. 供需现状总结及未来奶价发展趋势

供给端：当前国内原奶供给端呈现“总量回落、结构优化”的显著特征,整体供给规模在经历此前扩张后逐步进入调整阶段。2024 年荷斯坦奶牛存栏量降至 630 万头,同比下滑 4.55%,结束连续五年增长趋势。25 年供给端产能出清仍在深化,按照国家奶牛产业技术体系测算,按当前牛群自然减少率,2026 年存栏量预计降至 593 万头左右。但与此同时,供给结构持续优化,单产水平稳步提升,2024 年全国奶牛平均单产达 9.9 吨,年复合增长率 4.51%,规模化牧场单产更是高达 11.9 吨,规模化养殖比重已提升至 78%。规模化牧场逆势发展,一方面使得龙头企业市占率进一步提升,但另一方面也不利于行业去产能的推进。2024 年原料奶产量同比下降 2.8%至 4079 万吨,这是 2018 年以来的首次产量下降,标志着产能出清进程加速。

从近期趋势来看,2025 年受持续亏损影响,牧场去产能节奏加快,但 25 年原奶产量和乳制品净进口量并没有延续 24 年走低趋势,今年表现较为稳定,因此 25 年原奶价格仍在持续走低。截至 2026 年 1 月初,原奶价格依然在 3.03 元/公斤的低点。不过随着需求的释放,乳企喷粉量减少,散奶价格提升。2025 年 5 月中旬起,全国乳企每日用于喷粉的原奶数量已降至 5000-6000 吨,较 2025 年 4 月的 1.3 万吨显著下降,反映原奶过剩情况有所缓解。与此同时,散奶价格持续走高,宁夏部分牧场散奶价格已经从 24 年的 2.1-2.2 上涨至 3.5-3.7。综合来看,原奶总量呈下降趋势,但结构优化与单产提升支撑整体供给质量改善的同时抑制了供给量的明显回落。

需求端：原奶需求端短期表现疲软，但长期增长潜力与结构优化空间显著。从消费总量来看，2024 年人均奶类消费量为 12.6 千克，同比下降 4.55%，反映出需求复苏的不稳定。25 年中秋前后乳制品公司增加产品生产量，短暂导致市场原奶供不应求，奶价，尤其是散奶价格出现反弹，不过旺季过后需求的持续性仍有待观察。长期来看，当前人均消费量仅为世界平均水平的三分之一，与《中国居民膳食指南（2022）》建议的每年 109.5-182.5 千克存在巨大差距，长期提升空间明确。2024 年，液态奶产量占商品奶总量的 86%，在总供给当量中占比近半。这与欧美国家形成鲜明对比，后者液态奶仅占 22%—30%。高附加值产品的扩张长期来看将推动预制品需求。此外，区域与城乡消费不平衡仍是重要特征，2024 年城镇居民人均奶类消费量是农村居民的 1.68 倍，随着农村居民收入提升、城镇化推进及生育补贴等政策落地，农村与县域市场有望成为未来需求增长的核心引擎。此外，乳制品行业的创新仍将推动需求的增长。

投资建议：随着奶牛存栏下降，预计原奶产能短期小幅回落，中期来看，由于淘汰奶牛的过程通常会淘汰一部分后备牛，因此若存栏没有反弹，未来一至两年的原奶产量可能进一步减少。此外，考虑到国际贸易关系的不稳定，我国原奶价格相对进口价格较低，推测 26 年进口量略微下降。总体我们预计原奶及折算后的原奶供给可能持续收窄。需求方面，短期需求小幅回升，但仍要观察 26 年需求的复苏情况。中长期来看，乳制品需求仍会持续以小个位数的速度增长，乳制品深加工及进口替代主要推动国内乳制品需求增长。我们预计 26 年原奶价格能够有所回升。中期来看，原奶价格进入趋势性向上的上升周期。建议关注：伊利股份。我们预计蒙牛乳业、新乳业等公司也有望受益。

4. 风险提示

去产能不及预期、乳制品需求复苏不及预期、食品安全风险。

分析师简介

孟斯硕

首席分析师，工商管理硕士，曾任职太平洋证券、民生证券等，6 年食品饮料行业研究经验，2020 年 6 月加入东兴证券。

王洁婷

普渡大学硕士，2020 年加入东兴证券研究所从事食品饮料行业研究，主要覆盖调味品、速冻、休闲食品及奶粉。

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研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。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，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

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（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）：
以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（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）：
以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526