

肉奶周期共振，盈利改善可期

证券分析师：姚星辰 执业证书编号：S0630523010001 联系方式：yxc@longone.com.cn

2026年3月4日



CONTENTS

一、原奶价格磨底，供需拐点将至

二、肉牛价格开启向上周期

三、肉奶周期共振，盈利改善可期

四、投资建议

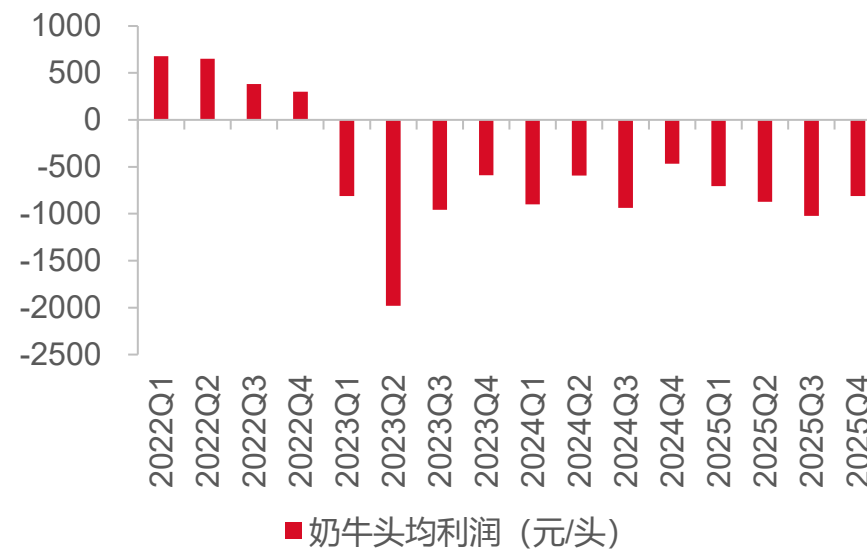
原奶价格持续磨底，行业亏损时间较长

- 原奶价格持续磨底，行业亏损时间较长。截至2026年2月26日，生鲜乳均价3.03元/公斤，同比-1.9%，环比持平。2021年，原奶价格步入下行通道，已连续下跌超过4年，跌回2010年水平。2025年下半年以来，原奶价格持续低位，维持在3.02-3.04元/公斤震荡，处于成本线以下。以山东省为例，截至2025Q4，奶牛养殖头均利润-810元，连续亏损三年，资金压力较大。

图：生鲜乳均价



图：山东奶牛养殖头均利润



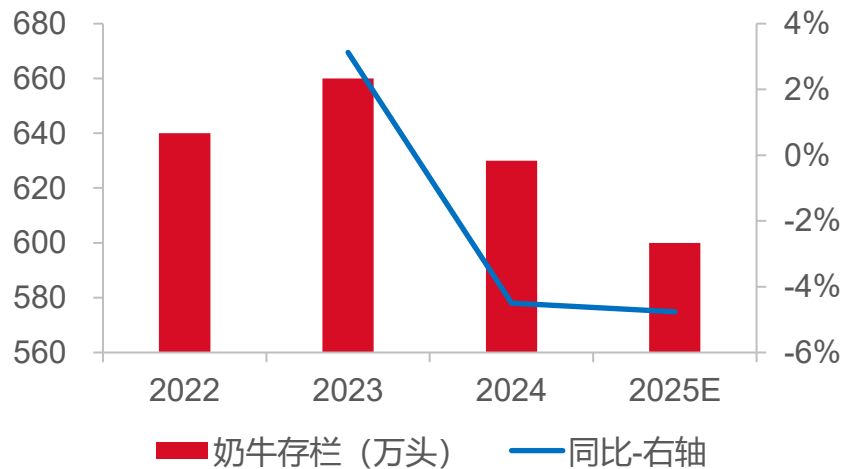
资料来源：Wind，东海证券研究所

资料来源：山东省畜牧兽医局，东海证券研究所

奶牛产能持续去化，供需边际改善

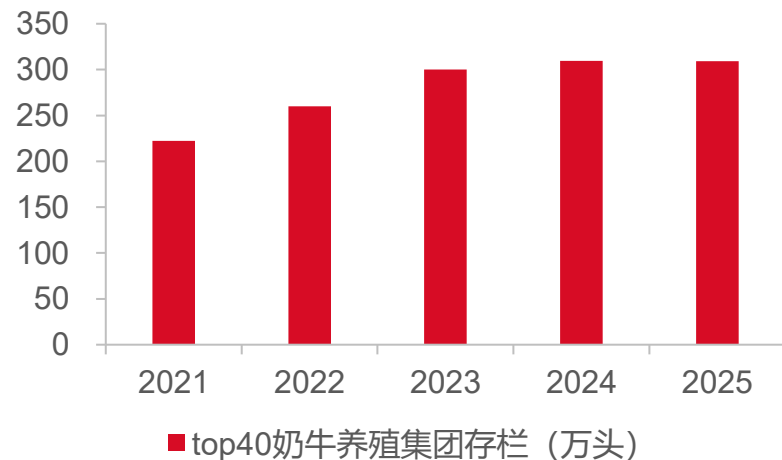
- **奶牛产能持续去化。**牧场亏损加速产能出清，2024年奶牛存栏下降约30万头；2025年奶牛存栏下降25万—30万头，两年奶牛存栏累计去化约9%。预计2026年奶牛产能继续去化，行业供需更加均衡。2025年TOP40集团存栏约309万头，同比基本持平，中小牧场加速出清，集团场放缓扩张节奏，规模化程度进一步提升。
- 部分以售卖散奶为主的小规模养殖场近期涨价明显，个别地区散奶价格达到3.3-3.4元/公斤，原奶供需边际改善。

图：奶牛存栏量持续下降



资料来源：农业农村部，东海证券研究所

图：top40奶牛养殖集团存栏

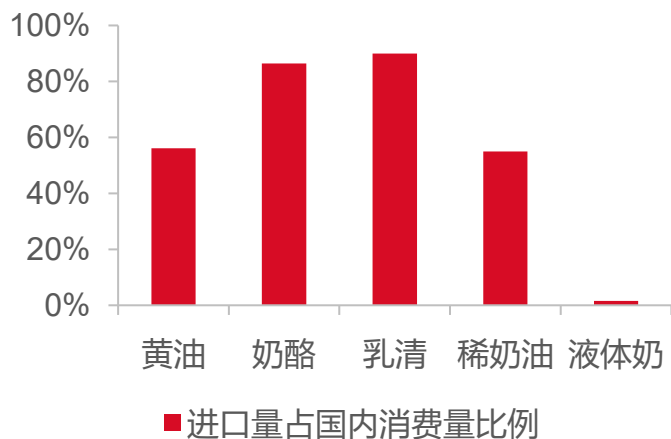


资料来源：奶牛微看，东海证券研究所

深加工加速国产替代

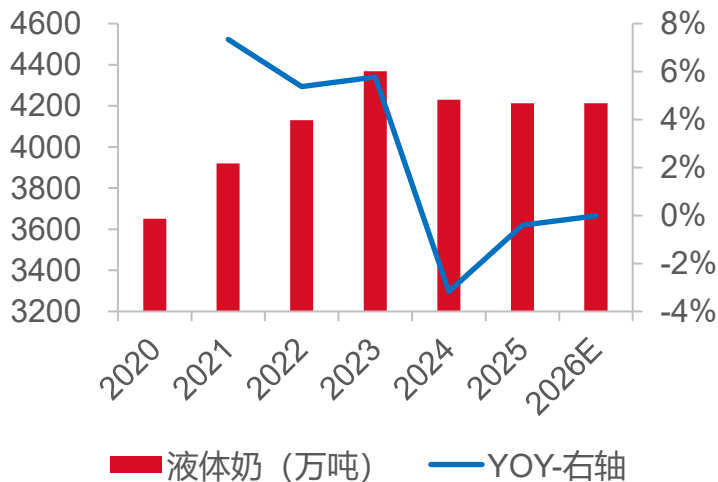
- 根据农业农村部，2024年我国液态奶产量占乳制品总量的92.7%，奶酪、黄油等深加工产品占比约7.3%，折算原奶量占整体产量超过35%。近年来液态奶需求疲软，行业增长乏力。奶酪、黄油等深加工产品需求处于增长阶段，且进口依赖度高，黄油、奶酪进口量分别占消费量的56%和86%。我国乳品深加工率不足10%，而欧美国家超过40%，产业升级具有较大空间。此前，商务部对欧盟的进口乳制品实施临时反补贴措施，2025年我国自欧盟进口乳制品量占比分别为，蛋白类（40.9%）、乳清（32.3%）、稀奶油（27.5%），奶酪（14.5%），利好乳制品深加工国产替代。

图：乳制品进口占消费比



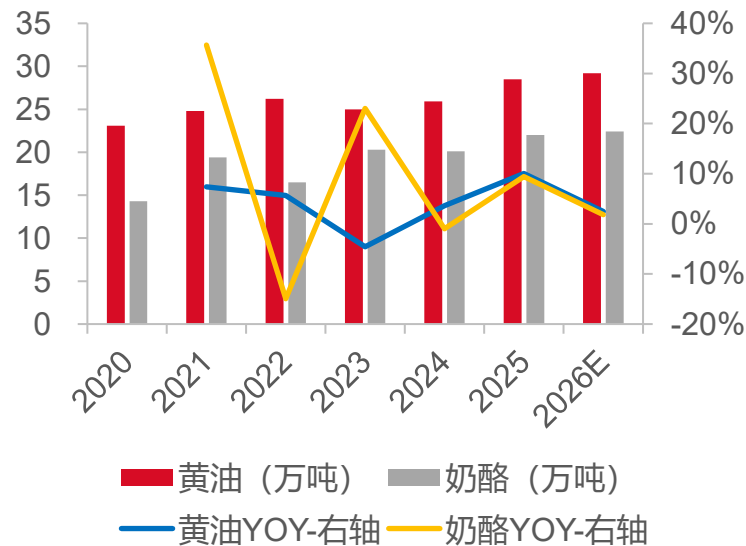
资料来源：USDA，东海证券研究所

图：中国液态奶消费量预测



资料来源：USDA，东海证券研究所

图：奶酪、黄油消费量预测



资料来源：USDA，东海证券研究所

B端乳制品需求打开市场空间

- **B端乳制品需求打开市场空间。**随着咖啡、茶饮、烘焙等下游行业的发展，稀奶油、黄油等产品的市场需求迅速扩大，B端乳制品市场增长潜力较大。根据测算，预计现制茶饮、现磨咖啡、烘焙食品、西式快餐2028年合计乳制品需求1710亿元，较2025年增加496亿元。B端市场70%至80%的份额来自进口，恒天然（安佳）、百吉福等外资占据主导，国产品牌替代空间大。国内乳企在技术研发、生产工艺和供应链管理上不断优化，具备供应链优势和高定制化服务，市场份额不断提升。
- **国内乳企业积极布局B端市场。**2025年上半年，伊利股份餐饮专业客户奶酪、乳脂业务同比+20%以上；“蒙牛专业乳品”覆盖率提升至60%，B端营收同比+28%。

图：B端乳制品需求测算

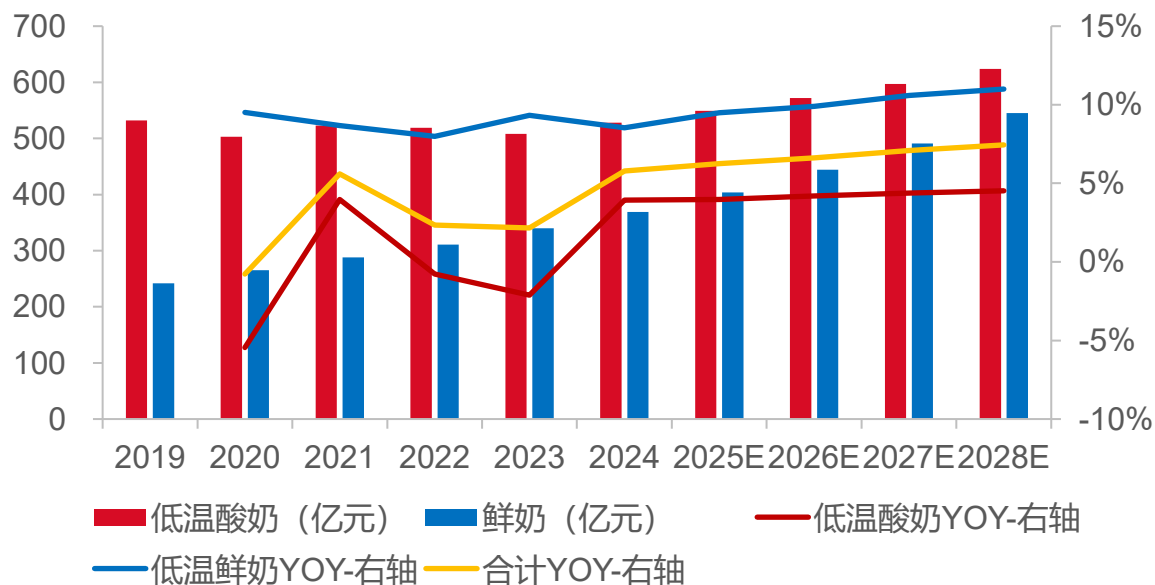
	乳品原料占比	2025年市场规模 (亿元)	乳品需求 (亿元)	2026年市场规模 (亿元)	乳品需求 (亿元)	2028年市场规模 (亿元)	乳品需求 (亿元)
现制茶饮	15%	3190	479	3637	545	4602	690
现磨咖啡	15%	1880	282	2237	336	3062	459
烘焙食品	4%	1490	60	1609	64	1729	69
西式快餐	12%	3280	394	3608	433	4092	491
合计			1214		1378		1710

资料来源：欧睿、红餐网，东海证券研究所测算

低温液态乳制品规模快速增长

- **低温液态乳制品规模快速增长。**随着消费者健康意识的提升和冷链基础设施的完善，我国低温液态乳制品需求处于快速增长阶段，鲜奶和低温酸奶逐渐替代传统常温奶，成为行业增长核心引擎。根据沙利文，低温液态乳制品市场规模从2019年的774亿元增长至2024年的897亿元，CAGR为3%，预计2025到2028年的CAGR为7%。其中，鲜奶的复合增速领先于低温酸奶。2024年我国低温液态乳制品的渗透率为25.3%，美国、日本等成熟市场的渗透率分别超过90%和75%，具有较大增长空间。

图：我国低温乳制品市场规模



资料来源：弗若斯特沙利文，东海证券研究所

图：我国液态奶市场规模增速

复合增长率	2019年至2024年	2025年至2028年E
鲜奶	8.8%	10.5%
低温酸奶	-0.2%	4.4%
低温液态乳制品合计	3.0%	7.0%
常温液态乳制品	1.2%	0.3%

资料来源：弗若斯特沙利文，东海证券研究所



CONTENTS

一、原奶价格磨底，供需拐点将至

二、肉牛价格开启向上周期

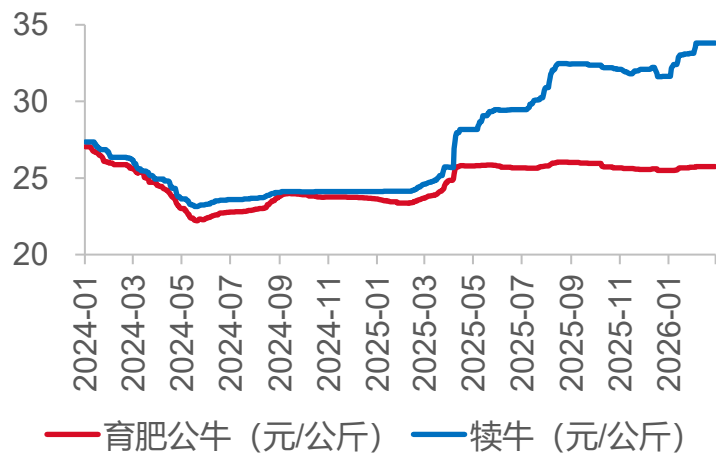
三、肉奶周期共振，盈利改善可期

四、投资建议

肉牛价格开始向上周期

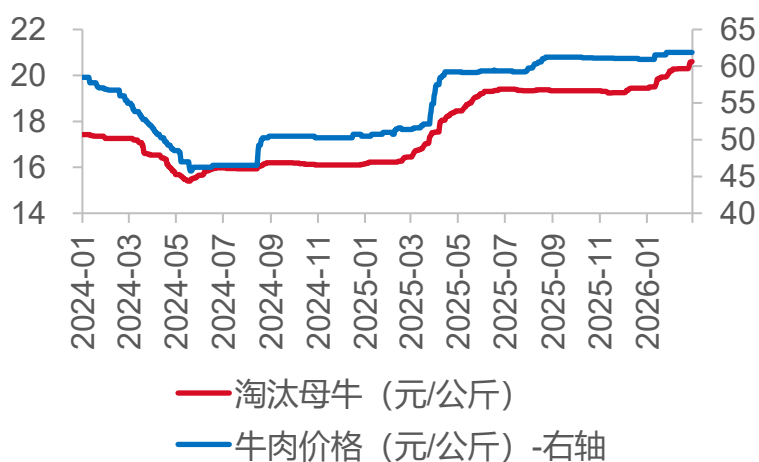
- 产能出清带动肉牛价格反弹。2023年至2025年，肉牛养殖行业亏损严重，产能深度出清。2月28日，全国育肥公牛出栏均价25.74元/公斤，同比+8.7%，环比+0.1%；犊牛均价33.81元/公斤，同比+37.4%，环比+2%；牛肉价格61.88元/公斤，同比+20.4%，环比持平；淘汰母牛价格20.6元/公斤，同比+25.2%，环比+2.7%。牛肉价格于2025年3月开始大幅回升，已进入向上周期。肉牛行业规模化程度低，散户退出有望推动集中度提升。
- 一方面，牛肉价格上涨带动淘汰母牛价格回升，牧业公司生物资产公允价值提升，有望获得利润增量。另一方面，当前奶价低迷、牛肉价格回升，牧业公司进行牛群结构优化，加速低效产能淘汰，增加牧业公司业绩弹性。

图：育肥公牛和犊牛价格



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图：淘汰母牛和牛肉价格



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图：犊牛养殖利润

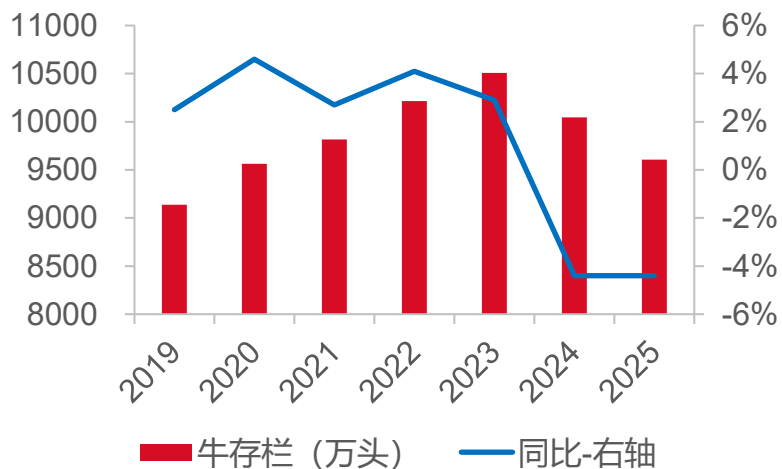


资料来源：钢联数据，东海证券研究所

肉牛产能去化恢复周期长

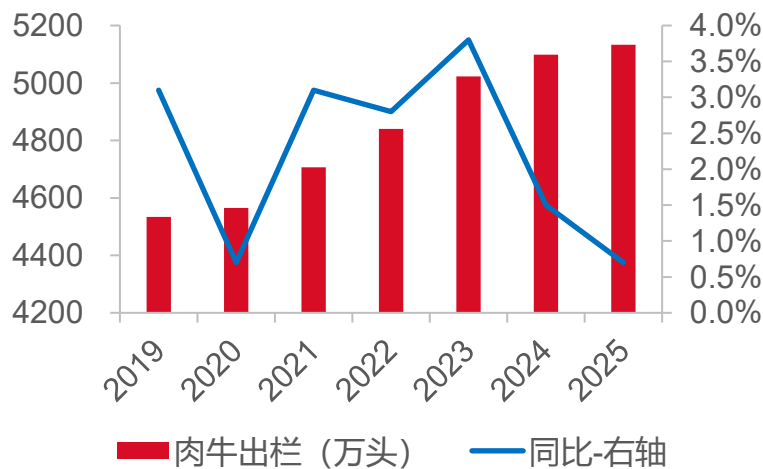
- **牛存栏明显去化。**持续深亏推动行业减产，截止2025年末，牛存栏9608万头，同比-4.4%，为近5年最低水平，较2023年高点下降8.6%，产能明显去化。与此同时，肉牛出栏压力逐步消化，2025年肉牛出栏5133万头，同比+0.7%。
- **产能恢复周期长。**2024年，肉牛养殖产业陷入深度亏损，能繁母牛存栏量下降约3%。2025年能繁母牛产能仍处于收缩趋势。肉牛生产周期长，后备母牛生长18个月后才能进行配种，妊娠期约10个月，从能繁母牛到肉牛出栏约28个月，从后备母牛到肉牛出栏大约45个月，产能去化恢复周期长。牛扩繁能力较弱，通常一年左右产一胎，前期产能下降的影响将延续较长时间。预计2026至2027年肉牛市场将面临供给缺口。

图：牛存栏量



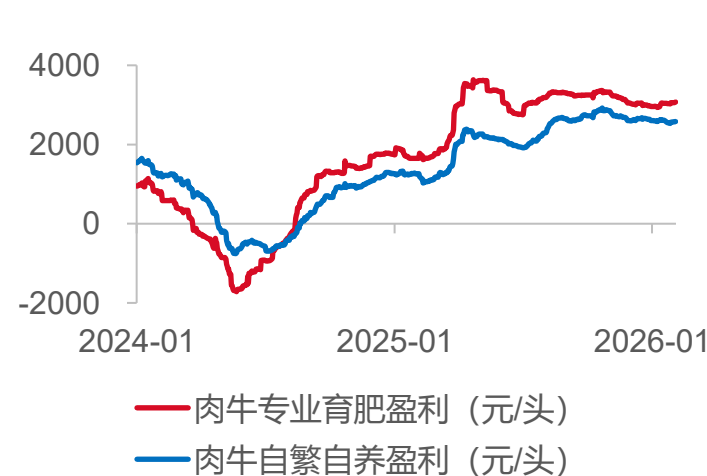
资料来源：统计局，东海证券研究所

图：肉牛出栏



资料来源：统计局，东海证券研究所

图：肉牛养殖利润

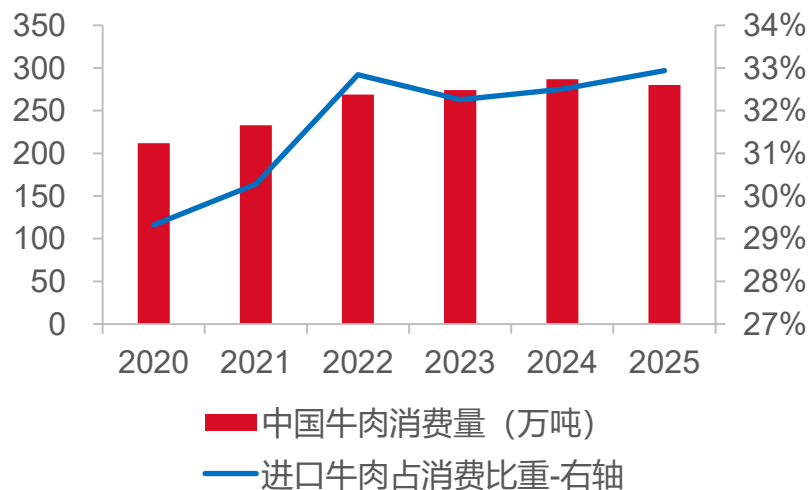


资料来源：钢联数据，东海证券研究所

限制进口利好牛肉价格

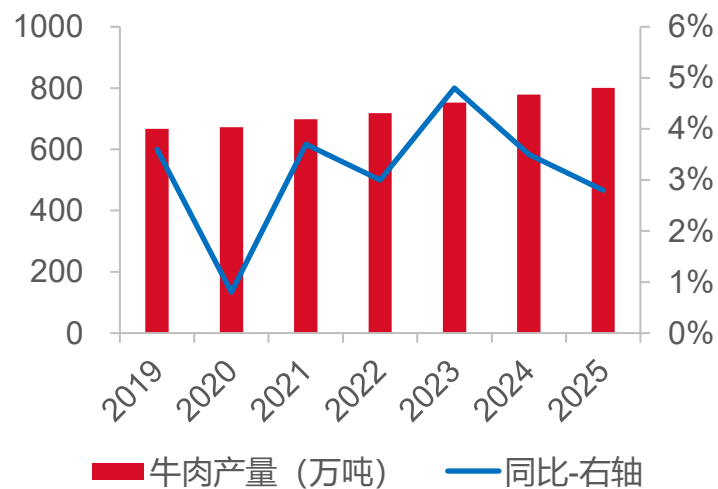
- **牛肉进口消费占比高，限制进口利好牛肉价格。**我国牛肉进口政策趋严，叠加全球牛肉价格上涨，牛肉进口量有所下滑。2025年我国牛肉进口280万吨，同比-2.5%，进口牛肉占国内消费比重约33%，主要进口国为巴西、阿根廷等南美国家。我国牛肉产量持续增长，国产牛肉的消费占比提升，2025年牛肉产量801万吨，同比+2.8%。
- 商务部决定以“国别配额及配额外加征关税”的形式对进口牛肉采取保障措施，对配额外的进口将加征55%关税。保障措施实施期限为3年，自2026年1月1日至2028年12月31日。预计未来3年牛肉进口压力将显著减小，推动我国牛肉价格继续上行。

图：进口牛肉占国内消费比重



资料来源：海关总署，USDA，东海证券研究所

图：牛肉产量



资料来源：统计局，东海证券研究所

图：全球牛肉价格

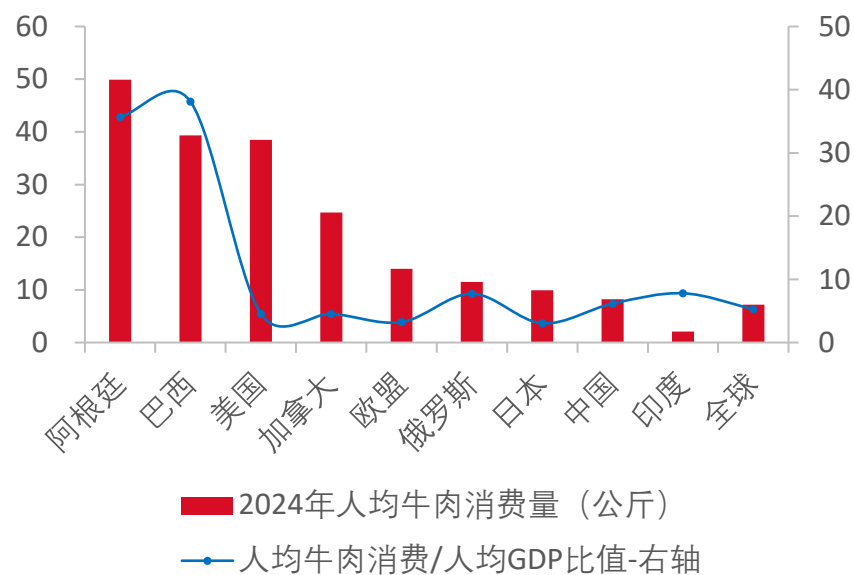


资料来源：世界银行，东海证券研究所

我国牛肉消费量仍有提升空间

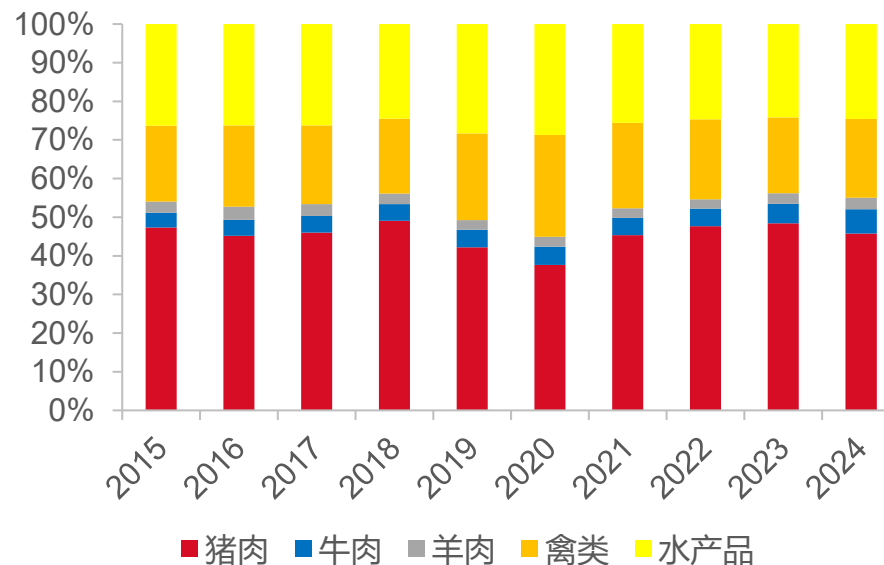
- **我国牛肉消费量仍有提升空间。**从消费量来看，2024年，我国人均牛肉消费量8.2公斤，远低于美国、巴西、阿根廷等成熟市场。人均牛肉消费量与GDP相关度较高，除阿根廷和巴西外，人均每万元GDP消费量在3-8公斤左右。从消费结构来看，我国牛肉消费比重呈上升趋势。根据国家统计局数据，2015-2024年，猪肉消费占比从47.3%降至45.7%，牛肉从3.9%提升至6.3%。随着人均GDP的提升，对优质蛋白需求的增加，以及预制菜等消费的渗透，我国牛肉消费规模仍有提升空间。

图：人均牛肉消费量



资料来源：法国农业与渔业管理局，世界银行，东海证券研究所

图：我国肉类消费结构



资料来源：国家统计局，东海证券研究所



CONTENTS

一、原奶价格磨底，供需拐点将至

二、肉牛价格开启向上周期

三、肉奶周期共振，盈利改善可期

四、投资建议

牧业公司业绩弹性

- 牧业公司业绩受奶价直接影响。尽管牧业公司与下游企业的长协使原奶售价的调整频率滞后于市场均价，但总体保持一致变动趋势。2019-2021年奶价上涨，现代牧业和优然牧业净利润均有不同程度回升。牧业公司业绩的变化幅度远大于奶价变动。当前奶价企稳，原奶供需改善，奶价有望上行，叠加肉牛周期上行，生物资产公允价值提升，带动牧业公司业绩弹性。

表：牧业公司业绩与奶价变动

		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
	原奶价格（元/公斤）	3.48	3.46	3.65	3.79	4.29	4.16	3.84	3.32
	YOY		-0.5%	5.5%	3.9%	13.2%	-3.1%	-7.7%	-13.5%
优然牧业	主营业务收入（亿元）	51.0	63.4	76.7	117.8	153.5	180.5	186.9	201.0
	YOY		24.3%	20.9%	53.6%	30.3%	17.6%	3.6%	7.5%
	净利润（亿元）	2.8	6.5	8.0	13.4	15.6	4.1	-10.5	-6.9
	YOY		135.0%	22.8%	67.2%	16.2%	-73.4%	-353.1%	/
现代牧业	主营业务收入（亿元）	47.9	49.7	55.2	60.3	94.6	151.8	161.4	162.1
	YOY		3.7%	11.1%	9.2%	56.9%	60.5%	6.3%	0.5%
	净利润（亿元）	-9.8	-5.0	3.4	7.7	10.2	5.6	1.8	-14.2
	YOY		/	扭亏	125.6%	32.3%	-44.8%	-68.9%	-908.8%

资料来源：Wind，东海证券研究所

乳业公司业绩弹性

- 奶价对下游乳企业绩影响有所分化。整体来看，在奶价上行周期，成本压力增加，头部乳企对上游奶源具有一定议价权，同时，乳企通过产品提价以及调整产品结构的方式转移成本压力，盈利能力提升。在奶价下行周期，费用投放增加，一体化布局比例较高的乳企更易受到原奶喷粉减值的影响，盈利能力下降。当前奶价底部企稳，行业供需格局改善，龙头乳企盈利有望逐步修复。

表：乳企业绩变动与奶价变动

		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
		2.43	2.88	3.20	3.29	3.61	4.05	3.45	3.47	3.48	3.46	3.65	3.79	4.29	4.16	3.84	3.32
	YOY	-10.7%	18.3%	11.2%	2.7%	9.8%	12.1%	-14.7%	0.6%	0.3%	-0.5%	5.5%	3.9%	13.2%	-3.1%	-7.7%	-13.5%
伊利股份	主营业务收入 (亿元)	243.2	296.6	374.5	419.9	477.8	544.4	603.6	606.1	680.6	795.5	902.2	968.9	1,106.0	1,231.7	1,261.8	1,157.8
	YOY	12.3%	22.0%	26.2%	12.1%	13.8%	13.9%	10.9%	0.4%	12.3%	16.9%	13.4%	7.4%	14.2%	11.4%	2.4%	-8.2%
	净利润(亿元)	6.5	7.8	18.1	17.2	31.9	41.4	46.3	56.6	60.0	64.4	69.3	70.8	87.0	94.3	104.3	84.5
	YOY	扭亏	20.0%	132.8%	-5.1%	85.6%	30.0%	11.8%	22.2%	6.0%	7.3%	7.7%	2.1%	23.0%	8.3%	10.6%	-18.9%
蒙牛乳业	主营业务收入 (亿元)	257.3	303.0	374.4	361.2	434.0	501.8	491.2	541.0	603.0	691.7	791.6	760.3	881.4	925.9	986.2	886.7
	YOY	7.8%	17.8%	23.6%	-3.5%	20.2%	15.6%	-2.1%	10.1%	11.5%	14.7%	14.5%	-4.0%	15.9%	5.1%	6.5%	-10.1%
	净利润(亿元)	11.2	12.4	15.9	12.6	16.3	23.5	23.7	-7.5	20.5	30.4	41.1	35.3	50.3	53.0	48.1	1.0
	YOY	扭亏	10.9%	28.4%	-20.9%	29.7%	44.1%	0.7%	-131.7%	-372.6%	48.6%	34.9%	-14.1%	42.6%	5.5%	-9.3%	-97.8%

资料来源：Wind，东海证券研究所



CONTENTS

一、原奶价格磨底，供需拐点将至

二、肉牛价格开启向上周期

三、肉奶周期共振，盈利改善可期

四、投资建议

投资建议

- **原奶价格供需格局改善，深加工以及低温乳制品需求具备成长空间。**原奶价格连续下跌超过4年，2025年下半年以来奶价持续磨底，行业亏损时间较长，产能加速出清，预计2026年奶牛产能继续去化。乳制品深加工产品需求提升，低温乳制品需求快速增长，中长期具备成长空间，预计2026年原奶供需更加均衡。原奶供需拐点将至，奶价企稳向上将带动乳制品行业竞争格局改善，头部乳企盈利能力有望逐步修复，建议关注伊利股份、蒙牛乳业及低温业务迅速增长的新乳业等。
- **肉牛价格已处于向上周期，预计上涨持续至2027年。**产能出清带动肉牛价格反弹，肉牛生产周期长，产能恢复较慢。叠加牛肉进口限制政策，预计牛肉供给持续偏紧。需求端，随着人均GDP的提升，对优质蛋白需求的增加，以及预制菜等消费的渗透，我国牛肉消费规模仍有提升空间。肉牛价格已处于向上周期，预计上涨持续至2027年。肉奶周期共振，牧业公司有望迎来业绩弹性，估值仍有提升空间。建议关注头部牧业公司优然牧业和现代牧业。

风险提示

- **食品安全风险。**动物疫病可能影响奶源供应和品质，乳制品在生产、流通、管理过程中可能出现偶然因素影响产品质量，进一步影响品牌信誉。
- **原材料供应风险。**饲料原材料玉米、大豆、苜蓿草等受海外地缘政治、极端天气、宏观经济波动影响，原料价格大幅波动将增加行业经营风险。
- **产能去化不及预期。**上游牧场产能去化不及预期，将供需结构失衡，奶价长期低迷，行业竞争加剧。
- **宏观需求低于预期。**宏观经济复苏不及预期可能导致乳制品消费持续疲软，市场竞争激烈，企业经营面临压力。

评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来6个月内沪深300指数上升幅度达到或超过20%
	看平	未来6个月内沪深300指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来6个月内沪深300指数下跌幅度达到或超过20%
行业指数评级	超配	未来6个月内行业指数相对强于沪深300指数达到或超过10%
	标配	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在-10%—10%之间
	低配	未来6个月内行业指数相对弱于沪深300指数达到或超过10%
公司股票评级	买入	未来6个月内股价相对强于沪深300指数达到或超过15%
	增持	未来6个月内股价相对强于沪深300指数在5%—15%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数在-5%—5%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数5%—15%之间
	卖出	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数达到或超过15%

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

免责声明

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

资质声明

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

东海证券研究所（上海）

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦

网址：[Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

座机：（8621）20333275

手机：18221959689

传真：（8621）50585608

邮编：200125

东海证券研究所（北京）

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F

网址：[Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

座机：（8610）59707105

手机：18221959689

传真：（8610）59707100

邮编：100089

Thanks
For Watching

感谢聆听

务实 创新
规范 协同



东海证券



东海研究