

## 食品饮料

2026年04月10日

## 奶牧周期共振可期，乳业全产业链有望受益

——行业深度报告

投资评级：看好（维持）

张宇光（分析师）

张思敏（分析师）

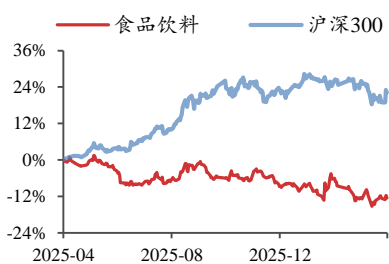
zhangyuguang@kysec.cn

zhangsimin@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790525080001

### 行业走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《茅台提价提振行业信心，关注一季度高增长品种—行业周报》-2026.4.6

《糖酒会反馈：白酒结构性触底，大众品双轮变革—行业周报》-2026.3.29

《消费前景乐观展望，多维度布局龙头标的一行业周报》-2026.3.22

### ● 原奶周期：行业周期性波动放缓，奶价拐点将至

2008年以来，我国原奶行业经历了三轮周期，目前处于第三轮周期的底部区间，随着产业链深度整合、规模化牧场及奶牛单产水平持续提升，上游产能波动放缓，奶价周期拉长。本轮周期从2021年9月至今奶价已下行4年，累计下跌31%。**供给端看**，目前行业养殖场户已大面积亏损并已逐步在出清，2025年9月我国奶牛存栏量相比1月下降3.2%，牛奶产量增速也随之回落。展望未来，随着饲料成本压力加大、奶价持续低位运行，牧场亏损不断加深，存栏去化有望进一步深化，原奶产量随之实现下降。进口方面，国内大包粉仍有价格优势，2026年进口量预计不会有显著增加。**需求端看**，乳制品产量已呈现边际改善，行业深加工产能即将释放，出口大包粉及活牛的探索已逐渐落地，有望促进供需缺口进一步收窄。我们预计2026年奶价有望实现企稳回升。

### ● 肉牛周期：上游出清叠加进口收紧，景气上行或将延续

**上游养殖**：牛肉及肉牛价格于2025年2月开始持续上涨，目前来看本轮肉牛上行周期已基本明确。2023年以来牛肉价格下滑导致肉牛养殖及专业育肥进入亏损区间长达一年以上，推动上游产能深度去化，肉牛存栏量自2023年达到峰值以后持续下行。同时，能繁母牛超量淘汰、犊牛呈现高溢价，供应紧缺或将延续。**进口**：根据美国农业部数据，2026年全球牛肉产量、活牛存栏量预计继续同比-1.5%/-1.7%，有望对全球肉价形成支撑。中国牛肉进口依存度较高，一方面核心进口国中巴西、美国产能均面临收紧；另一方面，牛肉进口政策持续收紧，自2026年起采取“国别配额及配额外加征关税”的形式，2026年进口配额比2025年进口量减少4.0%，有望进一步推动肉价上涨。**综合来看**，国内牛肉需求短期呈现基本稳定态势，而供给端考虑到肉牛产能补充的滞后性（26-28个月）及进口政策的实施期限（3年），我们预计本轮国内的肉牛景气周期有望延续2-3年。

### ● 肉奶周期共振可期，乳业全产业链业绩均有望修复

当前原奶价格已经处于磨底阶段，周期反转渐近，而肉牛价格已进入上行周期，肉奶价格共振可期，乳业全产业链公司经营业绩均有望迎来修复。**上游牧场**：上游牧业公司首先受益，其业绩弹性主要来自于原奶价格和肉牛价格的上涨，假设其他因素不变，经测算：中性假设若行业奶价上涨3.5%，优然牧业、现代牧业毛利润有望实现增量4.5、2.9亿元，同时成母牛估值均有望提升；若肉牛价格上涨10%，两家淘牛亏损有望收窄1.3、1.0亿元。**下游乳企**：奶价企稳回升一方面有望改善竞争环境，促进下游乳企毛销差修复；另一方面乳企原奶相关减值有望收窄。有利于乳企报表端利润的修复。综合来看，上游建议重点关注业绩稳健度、抗风险能力都更强的龙头牧场，以及有差异化竞争优势（如特色奶源）的牧场，推荐优然牧业，受益标的现代牧业、中国圣牧等。下游推荐龙头伊利股份、低温奶龙头新乳业，受益标的蒙牛乳业等。

● **风险提示**：上游出清、肉牛涨价不及预期，终端需求疲软，成本上涨压力。

## 目录

1、原奶周期：波动放缓，奶价拐点可期 .....	4
1.1、复盘：行业供需剪刀差放大，奶价已长期下行 .....	4
1.2、展望：供需缺口有望缩小，原奶周期行至尾声 .....	11
1.2.1、供给端：牧场亏损加深促进上游存栏去化，进口供给压力减小 .....	11
1.2.2、需求端：促消费政策逐渐落地，深加工及出口探索注入新动能 .....	14
2、肉牛周期：上游出清叠加进口收紧，景气上行或将延续 .....	17
2.1、供给端：国内养殖端深度出清，进口政策持续收紧 .....	17
2.1.1、国内：肉牛养殖长期亏损促进深度出清，供应紧缺或将延续 .....	17
2.1.2、进口：全球肉牛进入景气周期，叠加进口政策收紧进一步推高国内牛价 .....	19
2.2、需求端：牛肉需求短期稳定增长，中长期空间广阔 .....	21
3、肉奶周期共振可期，乳业全产业链业绩均有望修复 .....	22
3.1、上游：率先受益于肉奶价格共振，业绩弹性空间可期 .....	22
3.2、下游：奶价回升改善竞争环境，有望修复乳企毛销差及减值亏损 .....	25
4、风险提示 .....	26

## 图表目录

图 1：原奶价格受到供需端多因素影响 .....	4
图 2：2020-2023 年中国奶牛存栏数持续增长 .....	5
图 3：近年来牛奶产量快速增长，直至 2024 年有所下降 .....	5
图 4：2021 年进口奶粉数量大幅增加 .....	5
图 5：2020-2022 年进口活牛数量大幅增加 .....	5
图 6：2023 年以来乳制品产量同比下滑，原奶需求承压 .....	5
图 7：国内原奶价格步入较长下行期 .....	5
图 8：奶牛从出生到开始产奶大约要经历 1-2 年时间 .....	6
图 9：原奶周期演绎过程 .....	6
图 10：2008 年以来，中国乳制品行业经历了三轮大的原奶周期 .....	7
图 11：我国规模化牧场占比不断提升 .....	8
图 12：小规模养牛户持续出清 .....	8
图 13：至 2023 年 3 月的半年内乳企自建和控股牧场都未减少存栏 .....	9
图 14：至 2024 年 3 月的半年内不同乳企自建和控股牧场存栏减少比例低于社会牧场 .....	9
图 15：中国奶牛单产水平迅速提升 .....	9
图 16：中国奶牛单产水平（吨/头·年）已位于世界前列 .....	9
图 17：牛奶产量相比奶牛存栏出清更慢 .....	10
图 18：进口奶源依赖度在 25%-40% 的区间波动 .....	10
图 19：国内-国外奶价价差基本为正，近年来出现倒挂 .....	10
图 20：反刍动物饲料类别 .....	11
图 21：饲料成本占牛奶生产现金成本的 60%-70% .....	11
图 22：2026 年 4 月 3 日大豆现货价同比+10.4% .....	12
图 23：2026 年 3 月 26 日豆粕平均价同比-3.9% .....	12
图 24：2026 年 4 月 3 日玉米平均价同比-19.0% .....	12
图 25：2026 年 1 月苜蓿草平均到岸价同比+4.2% .....	12

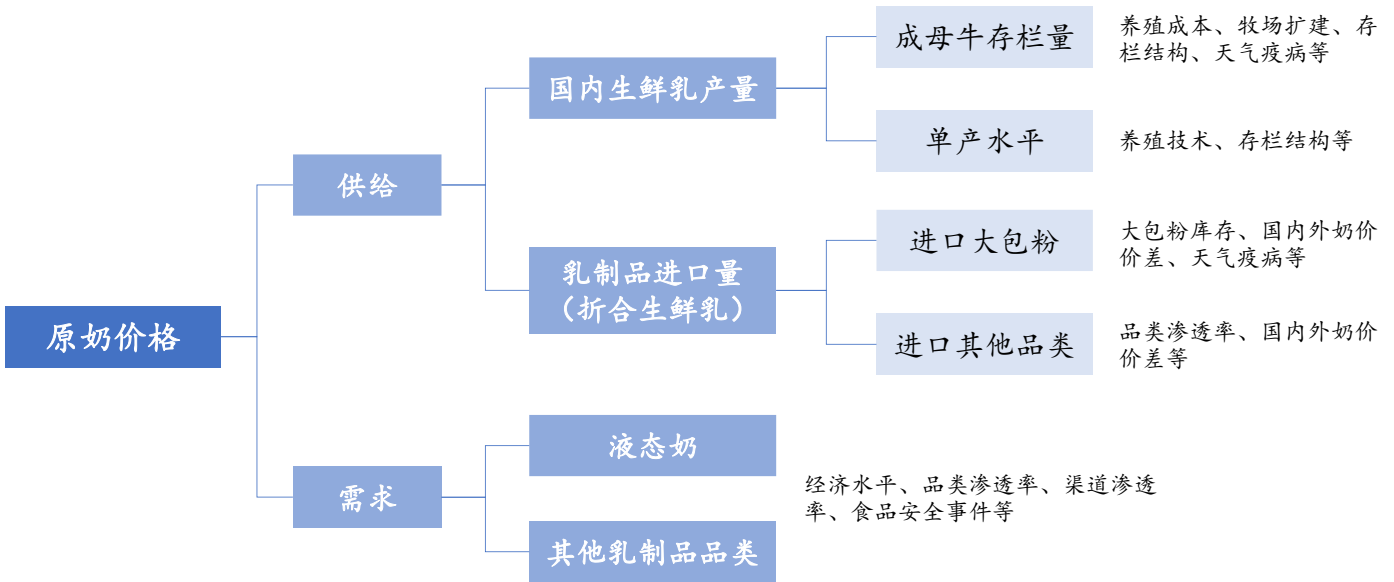
图 26: 相比 2022 年以来 2024 年-2025 前三季度国内牛奶产量增速降低.....	13
图 27: 进口大包粉数量已基本触底 .....	13
图 28: 2025 年 12 月进口大包粉数量同比-15.9%.....	13
图 29: 近期新西兰全脂奶粉中标价环比有所回升.....	14
图 30: 2025Q2-Q3 乳制品产量边际改善 .....	14
图 31: 中国 87 头荷兰牛奶首次出口乌兹别克斯坦.....	16
图 32: 肉牛养殖周期长, 产能传导滞后放大供需错配.....	17
图 33: 2025 年 3 月以来牛肉及活牛价格持续上涨.....	18
图 34: 2025 年 4 月以来犊牛养殖扭亏为盈.....	18
图 35: 2023 年全国牛存栏量达峰值后持续出清.....	18
图 36: 近年来肉牛出栏量保持同比增加 .....	18
图 37: 2025 年以来能繁母牛市场价上升 .....	19
图 38: 2026 年 3 月犊牛相对育肥牛溢价超 30%.....	19
图 39: 预计 2026 年全球牛肉产量同比减少 1.5%.....	19
图 40: 2025 年预计巴西、美国、中国、印度、阿根廷牛肉产量位列全球 TOP5.....	19
图 41: 2024 年中国牛肉进口依存度约为 27%.....	20
图 42: 巴西是中国最大的牛肉进口国 .....	20
图 43: 2025 年我国牛肉进口量同比-2.5%.....	20
图 44: 2025 年我国活牛进口数量同比-47.2%.....	20
图 45: 我国牛肉需求稳定增长 .....	21
图 46: 近年来我国牛肉消费占比保持稳中有增.....	21
图 47: 中国人均牛肉消费量相比全球发达国家水平仍有较大提升空间.....	21
图 48: 从历史数据看, 奶价迎来拐点后下游乳企的毛销差和净利率有不同程度的修复 .....	25
表 1: 2019-2021 年乳企加速收购成熟牧场项目, 行业持续进行整合.....	8
表 2: 行业内乳企纷纷开始布局深加工产线, 2025 年下半年开始产能逐步释放 .....	15
表 3: 供给持续出清、需求边际修复, 2026 年原奶价格有望迎来拐点.....	16
表 4: 2026 年中国牛存栏量、牛肉产量均预计下降.....	22
表 5: 中性假设下公司奶价上涨 2.8%, 优然/现代有望分别释放 4.5/2.9 亿元毛利弹性.....	23
表 6: 肉牛价格上涨带来公司淘汰牛销售产生的亏损收窄, 价格波动影响大于淘汰率波动 .....	23
表 7: 我们测算优然、现代的成母牛估值相比上一轮周期峰值分别有 30%、12% 的上行空间.....	24
表 8: 重点公司盈利预测表 .....	26

## 1、原奶周期：波动放缓，奶价拐点可期

### 1.1、复盘：行业供需剪刀差放大，奶价已长期下行

原奶价格受到供需端多因素影响，供给端包括国内生鲜乳产量和进口乳制品折合生鲜乳的量，需求端包括液态奶及其他形态的乳制品品类。需求端来看，中国乳制品行业日趋成熟，开始转入平稳增长阶段，其中液态奶渗透率已经较高，根据国家乳业工程技术研究中心的数据，2023 年基础白奶和基础功能奶渗透率达 82.5%，而其他乳制品品类市场规模还较小，渗透率仍有较大提升空间。供给端来看，国内生鲜乳产量主要受到成母牛存栏量和单产水平的影响，其中成母牛存栏量取决于牧场的扩建规模、养殖成本、存栏结构（成母牛和后备牛分别的占比）等，变动周期较长；单产水平取决于养殖技术和存栏结构；进口产品除了用于标明“进口奶源”的产品以外，和国内大包粉、乳清、奶酪等存在部分替代关系，主要受到国内外奶价价差等因素的影响。

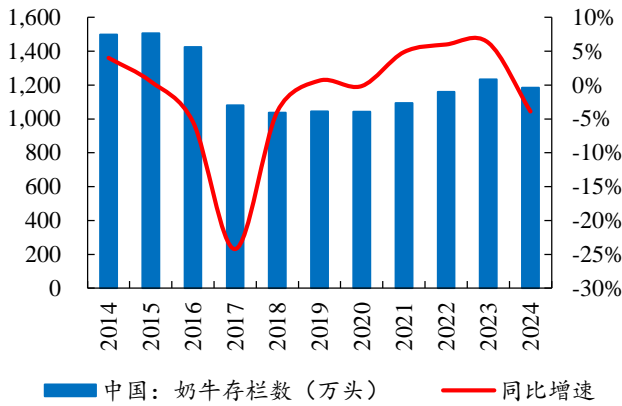
图1：原奶价格受到供需端多因素影响



资料来源：开源证券研究所

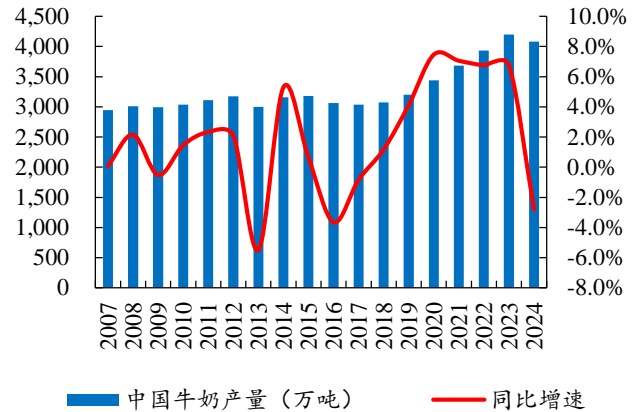
近年来供需剪刀差逐渐放大，奶价步入较长下行期。供给端来看，一方面近年来中国奶牛存栏数持续增长，牛奶产量也同步快速增长，2020-2024 年奶牛存栏量 CAGR 达+3.2%，牛奶产量 CAGR 达+4.4%，国内原奶供给大幅提升，直至 2024 年才有所下降；另一方面，进口奶粉数量自 2015 年以来处于提升趋势，其中 2018-2021 三年 CAGR 达+16.7%，同时 2020-2022 年进口活牛数量大幅增加，三年 CAGR 达+20.7%；国内及进口均推动行业供给不断增加。需求端看，中国乳制品发展日趋成熟，2021 年由于疫情后健康营养需求的集中释放行业需求大幅增加，2022 年乳制品产量同比降速至+2.8%，2023/2024 年乳制品产量同比分别-2.0%/-3.0%，原奶需求承压。在此背景下，行业供需剪刀差持续放大，奶价从 2021 年以来步入较长下行期。

图2：2020-2023年中国奶牛存栏数持续增长



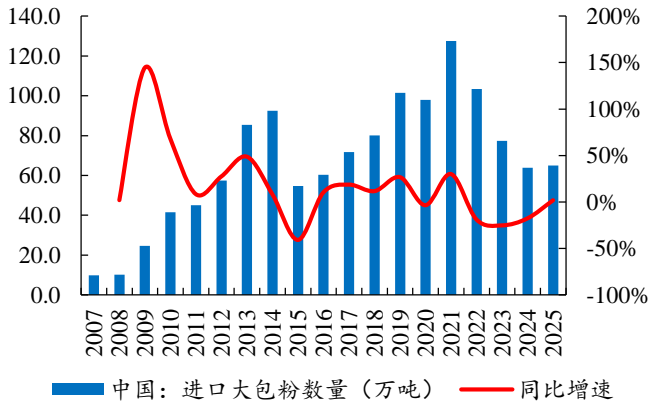
数据来源：Wind、中国农村统计年鉴、开源证券研究所

图3：近年来牛奶产量快速增长，直至2024年有所下降



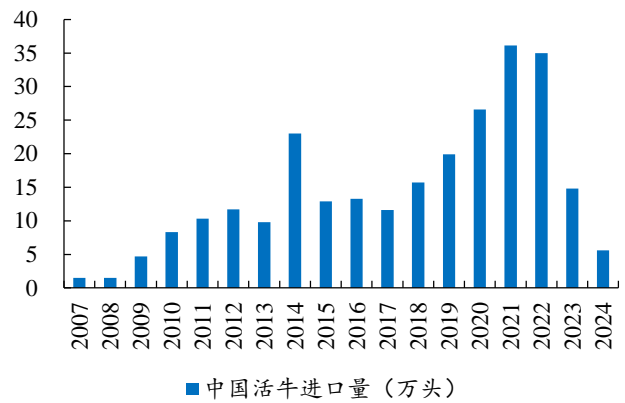
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2021年进口奶粉数量大幅增加



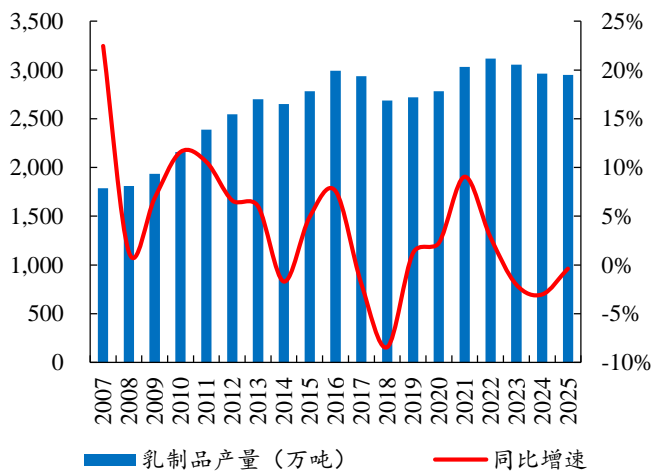
数据来源：Wind、美国农业部、开源证券研究所

图5：2020-2022年进口活牛数量大幅增加



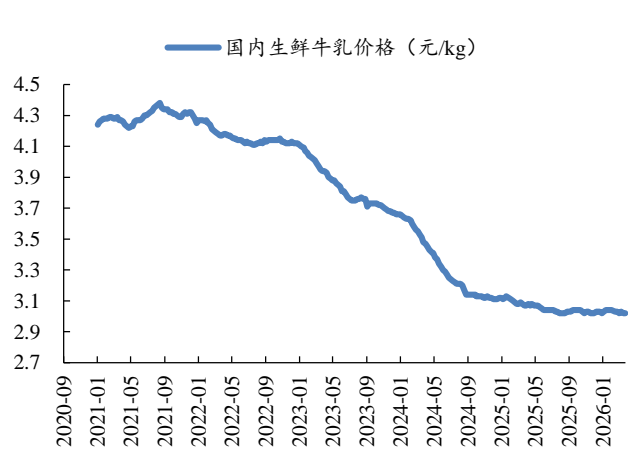
数据来源：同花顺、开源证券研究所

图6：2023年以来乳制品产量同比下滑，原奶需求承压



数据来源：Wind、开源证券研究所

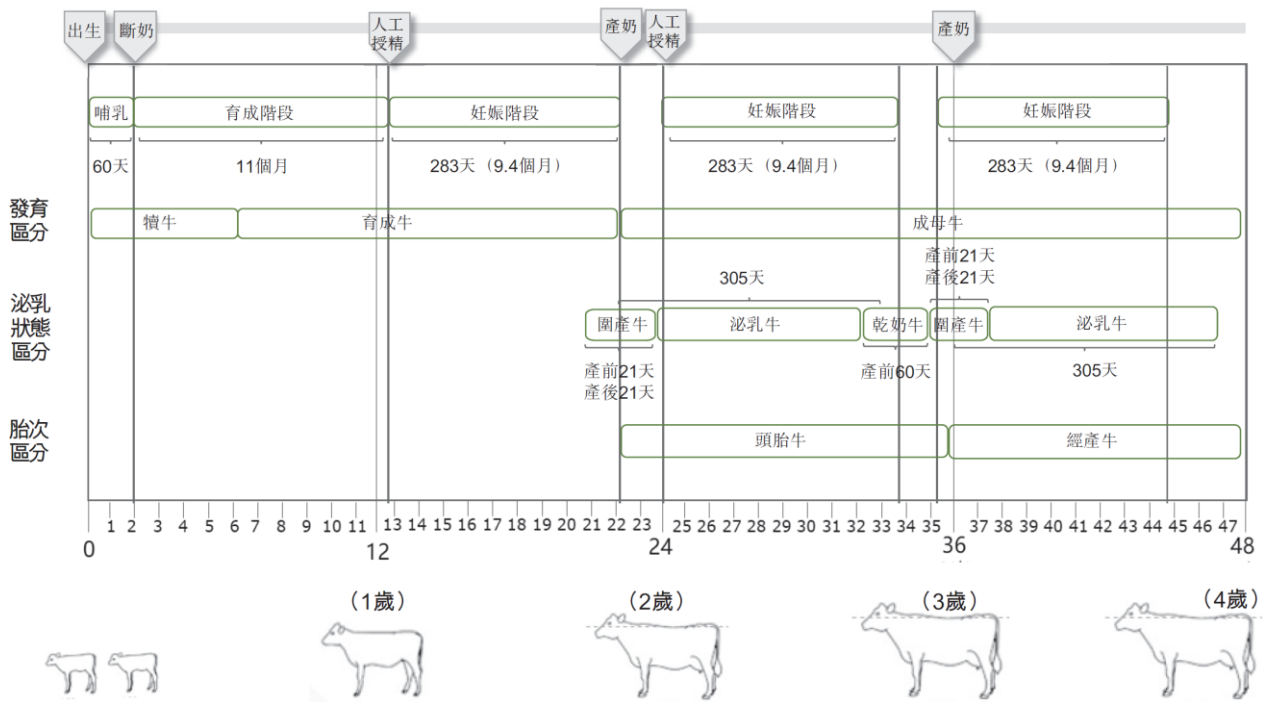
图7：国内原奶价格步入较长下行期



数据来源：Wind、开源证券研究所

奶牛养殖时间较长、供给存在滞后性，上游牧场业绩跟随原奶价格呈现周期性波动。牧场的奶牛由成母牛、犊牛和育成牛组成，犊牛出生6个月后成为育成牛，在怀孕后经历9个多月的妊娠阶段首次产犊，产犊后进一步成为成母牛并开始产奶，整体时间大约在1-2年，奶牛养殖周期较长，因此上游牧场产能扩张有较大的滞后性，供给相对刚性，因此原奶价格呈现出较强的周期性。同时，由于我国上游牧场格局较为分散，下游乳企集中度较高，龙头乳企在产业链中占据主导地位，通过规模化采购和长期合同绑定上游牧场，因此上游牧场议价权较低，奶价波动往往会直接反映到牧场盈利上，其经营业绩通常跟随原奶价格呈现出周期性的特点。

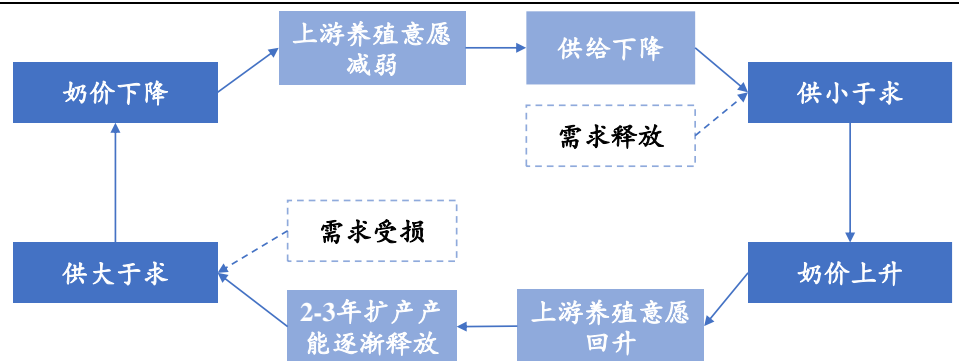
图8：奶牛从出生到开始产奶大约要经历1-2年时间



资料来源：优然牧业公司招股书

一个完整的原奶周期通常包括：原奶价格下降→上游养殖意愿减弱、供给下降/下游需求释放→供小于求→原奶价格上行→上游养殖意愿回升、供给增加（一般2-3年后上游扩产产能释放）→供大于求→原奶价格下降。

图9：原奶周期演绎过程



资料来源：开源证券研究所

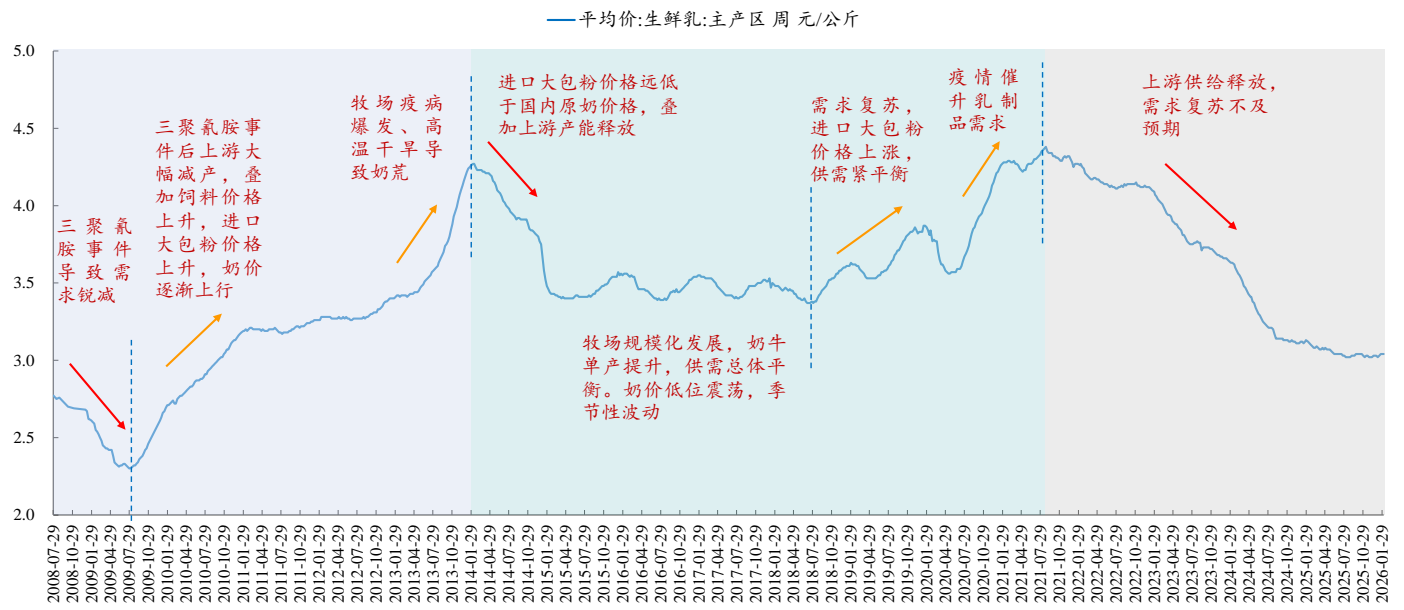
2008 年以来，中国乳制品行业已经经历了三轮原奶周期。

**第一轮周期 (2008.07-2013.12):** 下行期是 2008.07-2009.07，共 13 个月，奶价累计下降 17.0%，主要是受到三聚氰胺事件的影响导致需求锐减，供大于求带来奶价下跌。此后随着上游减产、需求恢复，奶价进入上行通道；2013 年受牧场疫病爆发、高温干旱影响，出现奶荒现象，供给短缺下原奶价格快速上行。

**第二轮周期 (2014.01-2021.08):** 下行期为 2014.02-2015.06，共 16 个月，奶价累计下跌 20.4%，主要由于国内乳制品厂商用价格更低的进口大包粉替代生鲜乳，生鲜乳需求减少，叠加上游产能释放造成供大于求。2015-2018 年间奶价低位震荡并呈现季节性波动，主要源于牧场规模化发展，奶牛单产提升，供需整体平衡。2018 年以后随着需求复苏、进口大包粉价格上涨，同时部分牧场产能退出，2020 年疫情导致大众更加重视健康功能，牛奶需求形成一定程度释放，奶价持续上行。

**第三轮周期 (2021.09 至今):** 下行期已达 4 年，累计下跌 31%，是三轮周期中奶价下跌时间最久的一次，主要原因是上游供给的集中释放叠加需求复苏不及预期，供需剪刀差放大，同时规模化的特征使得产能出清缓慢。

图10：2008 年以来，中国乳制品行业经历了三轮大的原奶周期



资料来源：Wind、开源证券研究所

在三轮周期中，行业发展逐渐呈现出以下四个特征，整体来看上游产能波动平缓、奶价周期拉长。

**特征一：产业链维度持续整合，下游乳企对上游奶源把控和支持增强，行业抗风险能力提升。** 2019-2021 年，一方面，头部牧业公司不断收购成熟牧场项目，从而扩大自身规模、实现快速扩产，优然牧业实现了对赛科星、恒天然中国牧场的收购，现代牧业实现了对富源牧业、中元牧业的收购；另一方面，下游乳企纷纷对上游牧业公司进行收并购，光明乳业、日本明治集团、蒙牛乳业、新乳业、中国飞鹤、伊利股份、三元股份等公司均实现了对于上游牧场的布局，下游乳企对上游奶源把控和支持均不断增强，整个行业在产业链维度持续进行整合，抗风险能力不断提升。

**表1: 2019-2021 年乳企加速收购成熟牧场项目, 行业持续进行整合**

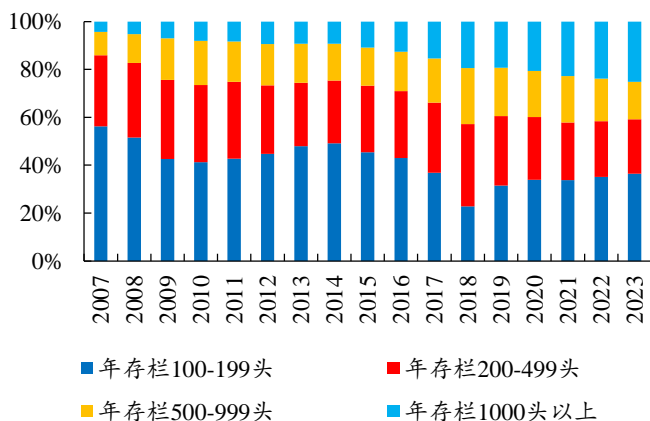
时间	收购事项	收购金额 (亿元)
2019.12	光明乳业收购辉山乳业位于江苏射阳的牧场和工厂	7.51
2020.01	优然牧业完成对大型原奶企业赛科星的收购	22.78
2020.04	日本明治集团收购澳亚牧业 25% 的股份	18.1
2020.07	蒙牛乳业所持中国圣牧股份提升至 17.8%, 成为单一最大股东	3.5
2020.08	新乳业收购宁夏寰美乳业 60% 股份	17.11
2020.09	中国飞鹤收购原生态牧业	26.4
2020.10	优然牧业接盘了恒天然中国在应县和玉田的两个牧场, 三元接盘了北京汉沽牧场	25
2020.12	伊利股份通过旗下子公司计划要约收购中地乳业, 成为其最大股东	14.6
2021.03	现代牧业收购富源牧业 100% 股份	34.8
2021.07	现代牧业收购中元牧业 100% 股份	8.15
2021.11	光明乳业收购青海小西牛生物乳业 60% 股份	6.1

资料来源: 第一财经、开源证券研究所

**特征二: 规模化牧场占比不断提升, 产能出清更加缓慢。**三轮周期对比来看, 小规模养牛户持续出清, 规模化牧场占比逐渐提升, 第一轮周期中, 2008 年存栏 1000 头以上的牧场在百头以上牧场中占比仅为 5.3%, 到第二轮周期的 2014 年, 年存栏 1000 头以上的牧场占比为 9.3%, 本轮周期中, 截至 2023 年该占比已提升到 25.2%。据荷兰斯坦监测数据, 2020-2022 年中国新建或计划新建牧场项目 562 个, 设计存栏在 377 万头以上, 其中 69.5% 为万头以上牧场, 2023 年中国新扩建牧场项目 164 个, 涉及存栏 98 万头, 其中 68.8% 为万头以上牧场。整体来看上游整合趋势明显, 抗风险能力不断加强, 也使得上游去化较为缓慢, 供给难以快速出清。

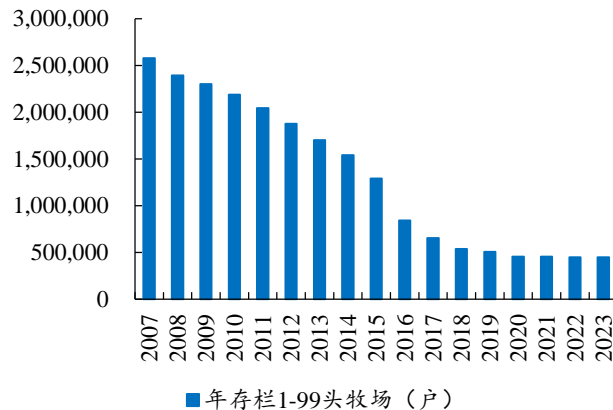
**其中乳企旗下牧场扩张、社会化牧场出清。**分结构来看, 在社会牧场、中小牧场减少产出、大量退出的同时, 以乳企自有、控股牧场为主的集团化牧场在持续扩张。增减并存驱动总产出在过剩格局下持续增长。根据奶业经济观察数据, 在截至 2023 年 3 月的半年内, 调查体系辐射牧场中的乳企自有与控股牧场都没有减少存栏, 同期社会牧场有 20.0% 减少了存栏; 至 2024 年 3 月, 调查体系辐射牧场中的乳企自有牧场和控股牧场分别有 12.5% 与 20.0% 在半年内减少了存栏, 而社会牧场有 42.0% 减少了存栏。

**图11: 我国规模化牧场占比不断提升**



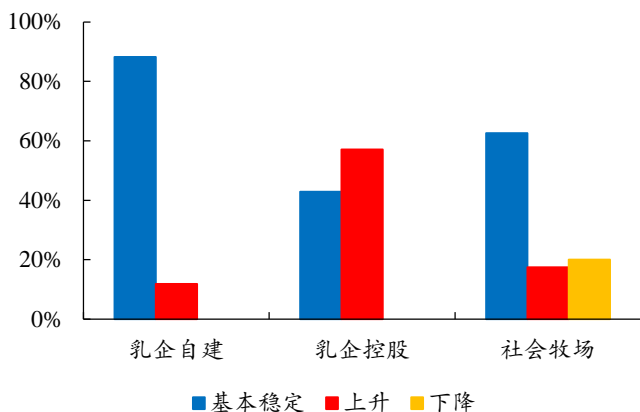
数据来源: Wind、开源证券研究所

**图12: 小规模养牛户持续出清**



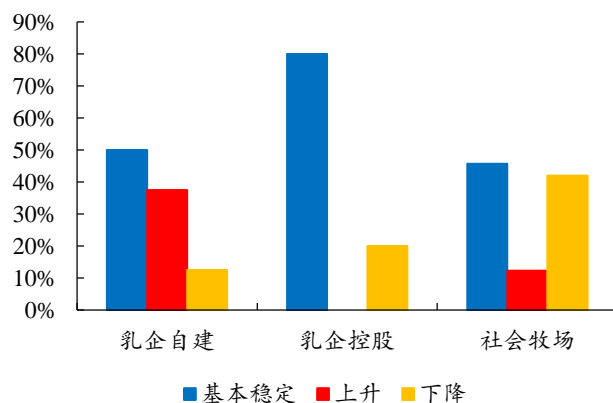
数据来源: Wind、开源证券研究所

图13：至2023年3月的半年内乳企自建和控股牧场都未减少存栏



数据来源：奶业经济观察公众号、刘长全《2024年中国奶业经济形势回顾及2025年展望与发展思考》、开源证券研究所

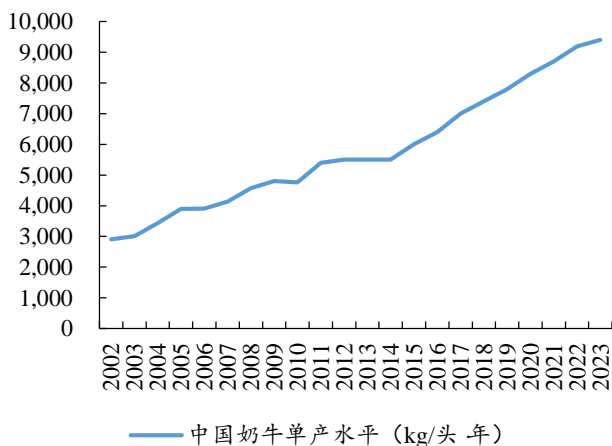
图14：至2024年3月的半年内不同乳企自建和控股牧场存栏减少比例低于社会牧场



数据来源：奶业经济观察公众号、刘长全《2024年中国奶业经济形势回顾及2025年展望与发展思考》、开源证券研究所

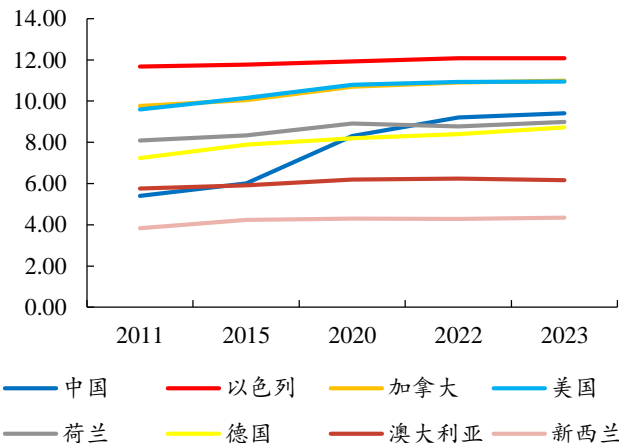
**特征三：国内奶牛单产水平迅速提升，牛奶产量相比奶牛存栏出清更慢。**我国奶牛养殖技术不断发展，单产水平迅速提升，根据中国奶业统计资料数据，2023年中国奶牛年单产水平已达9.4万吨，已经超越了荷兰，仅次于以色列、加拿大和美国，处于全球前列。其中头部牧场单产水平普遍达到12吨以上，且呈现出继续提升的趋势。尽管在奶价下行期行业内奶牛存栏量大幅出清，但由于单产水平的持续提升，牛奶产量出清更慢，2024年我国奶牛存栏同比下降3.9%，但牛奶产量同比仅降低2.8%，导致供需缺口难以收窄。

图15：中国奶牛单产水平迅速提升



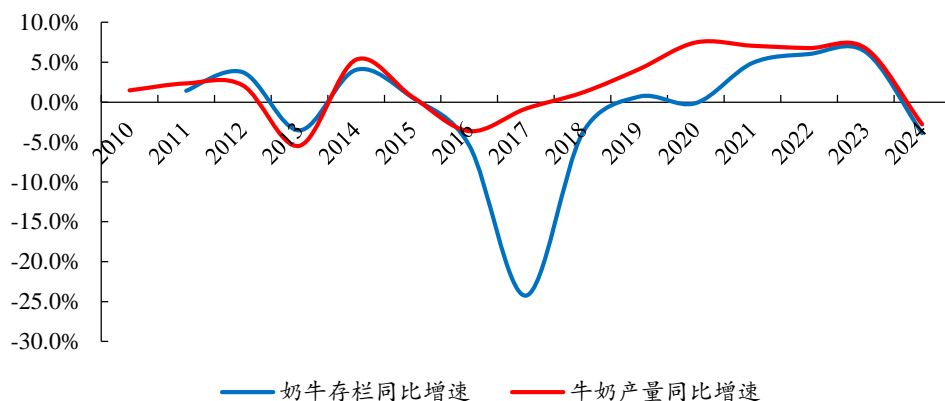
数据来源：Wind、中国奶业统计资料、开源证券研究所

图16：中国奶牛单产水平（吨/头·年）已位于世界前列



数据来源：中国奶业统计资料、开源证券研究所

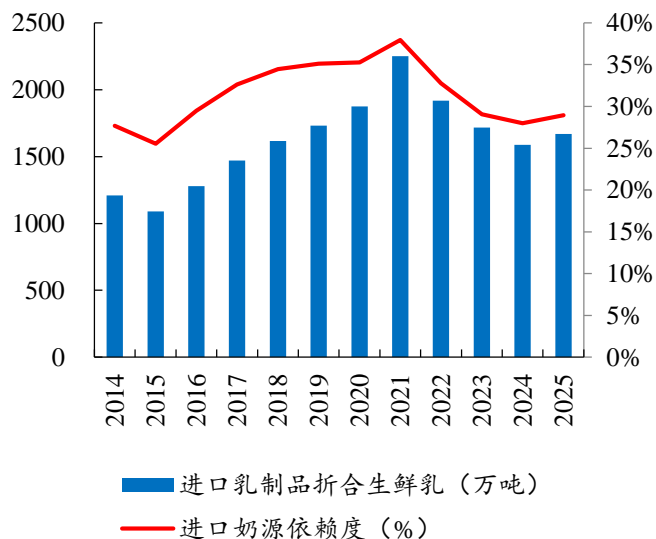
图17：牛奶产量相比奶牛存栏出清更慢



数据来源：Wind、中国农村统计资料、开源证券研究所

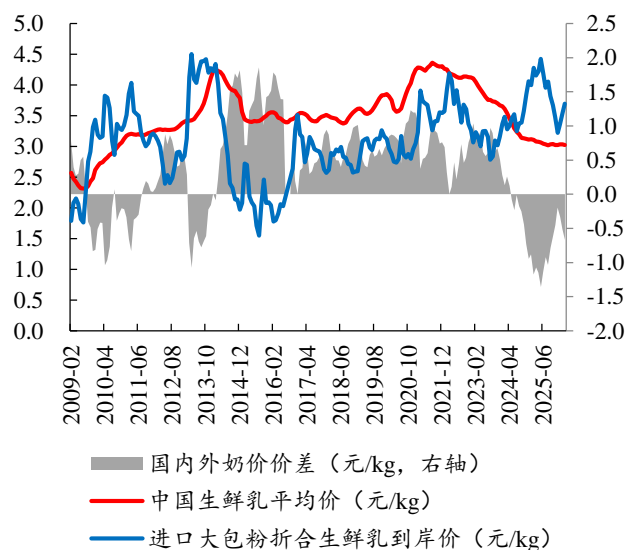
**特征四：进口奶源依赖度在 25%-40% 的区间波动，国产替代趋势逐渐加强。**受国内产能、国内外奶价价差、消费偏好等多重因素的影响，我国进口奶源依赖度基本在 25%-40% 的区间波动。2021 年以来进口奶源依赖度逐渐降低，一是由于 2021 年行业扩产补栏，国内产能逐渐释放推高原奶自给率；二是因为“复原乳”产品标识管理逐渐规范，消费者对于品质及差异化的需求促使乳企更多使用国内生鲜乳以替代进口大包粉；三是因为国际奶价自 2023 年 9 月开始上行，而国内奶价仍然回落，国内-国外奶价价差逐渐缩窄直至倒挂，有望推动国产大包粉替代。根据中国奶业贸易月报数据，2025 年进口乳制品折合生鲜乳为 1668 万吨，同比+5.1%，其中，进口大包粉为 63.61 万吨，同比-0.3%，2025 年进口奶源依赖度降至 29.0%。

图18：进口奶源依赖度在 25%-40% 的区间波动



数据来源：Wind、奶业贸易月报、开源证券研究所

图19：国内-国外奶价价差基本为正，近年来出现倒挂



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：国际奶价采用新西兰全脂奶粉折合生鲜乳到岸价得出，因新西兰乳制品进口免关税，全脂奶粉到岸价用 GDT 平均中标价+增值税大致估算）

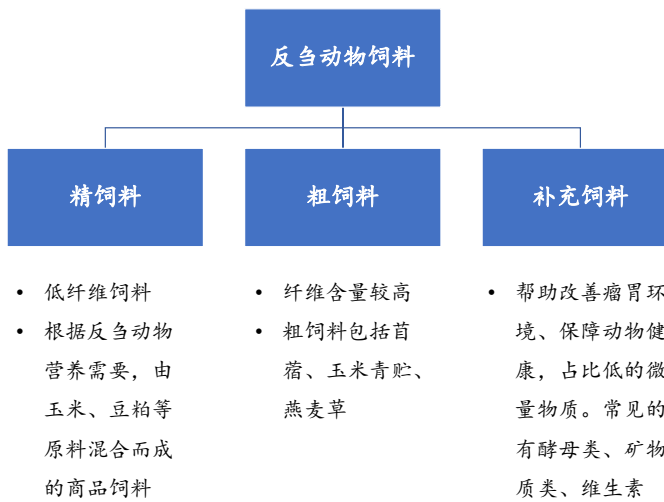
## 1.2、展望：供需缺口有望缩小，原奶周期行至尾声

### 1.2.1、供给端：牧场亏损加深促进上游存栏去化，进口供给压力减小

**行业养殖场户已大面积亏损。**奶价持续下跌导致养殖场户大面积亏损，社会化牧场尤其困难。根据奶业经济观察对 131 个国家奶牛产业技术体系辐射牧场 2024 年 3 月份生产经营状况的调查，截至 3 月份，85.6%的牧场面临亏损，其中的社会牧场有 91.8%面临亏损。与 2023 年同期相比，亏损面上升 25.8 个百分点，社会牧场亏损面上升 31.2 个百分点。

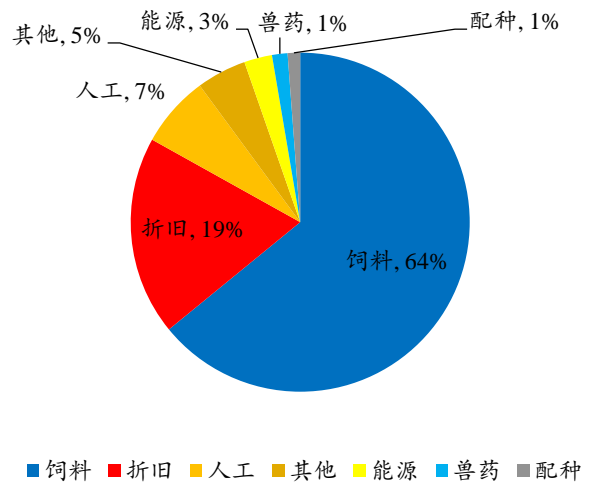
**饲料是奶牛养殖的最大支出。**饲喂反刍动物（包括奶牛、肉牛、奶山羊及肉羊）一般有三种饲料，精饲料包括玉米、豆粕等，粗饲料包括苜蓿草、燕麦草、玉米青贮等。参考农业部成本调研，牛奶生产成本中现金成本包括饲料、折旧、人工、能源、兽药、配种等，饲料成本占比在 60%-70%。

图20：反刍动物饲料类别



资料来源：开源证券研究所

图21：饲料成本占牛奶生产现金成本的 60%-70%



数据来源：中国奶牛公众号、开源证券研究所

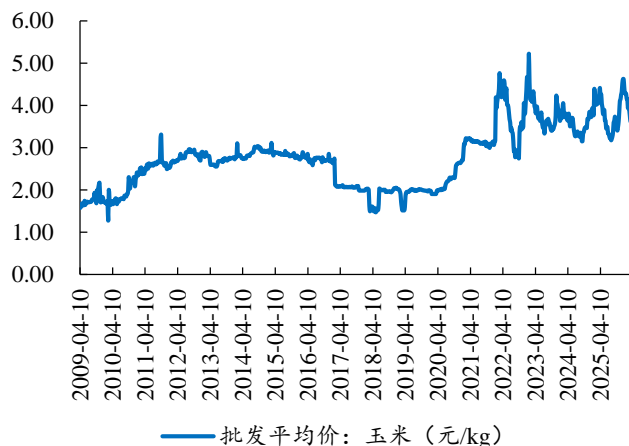
**2025 年青贮季牧场成本压力较大，2026 年以来饲料价格大多平稳略增，养殖场户亏损加深、有望进一步出清。**从饲料成本来看，2025 年 9 月底、10 月底玉米价格同比分别+10.2%/+3.4%，牧场集中收购玉米青贮的资金压力相比 2024 年显著增加，我们估计有部分养殖场户未能储备足量青贮，可能在 2025 年年底至 2026 年一季度逐渐出清。其他饲料方面，2026 年 3 月 26 日豆粕价格同比-3.9%，环比+0.6%；2026 年 4 月 3 日玉米价格同比-19.0%，环比-5.1%；2026 年 1 月苜蓿草平均到岸价同比+4.2%。综合来看 2026 年以来豆粕和苜蓿草饲料价格基本平稳或略有增长，玉米价格受潮粮储存难度增加、农户及贸易商售粮变现意愿增强、政策粮持续供应补充市场等因素的压制短期有所下降。展望后市，一方面地缘政治因素推高了国际油价和化肥价格，导致 2026 年玉米、豆粕等种植成本有所抬升，另一方面养殖企业普遍亏损、采购需求仍相对疲软，综合来看饲料价格有望保持平稳略增的态势。随着养殖场户亏损加深、有望进一步出清。

**图22：2026年4月3日大豆现货价同比+10.4%**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图23：2026年3月26日豆粕平均价同比-3.9%**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图24：2026年4月3日玉米平均价同比-19.0%**


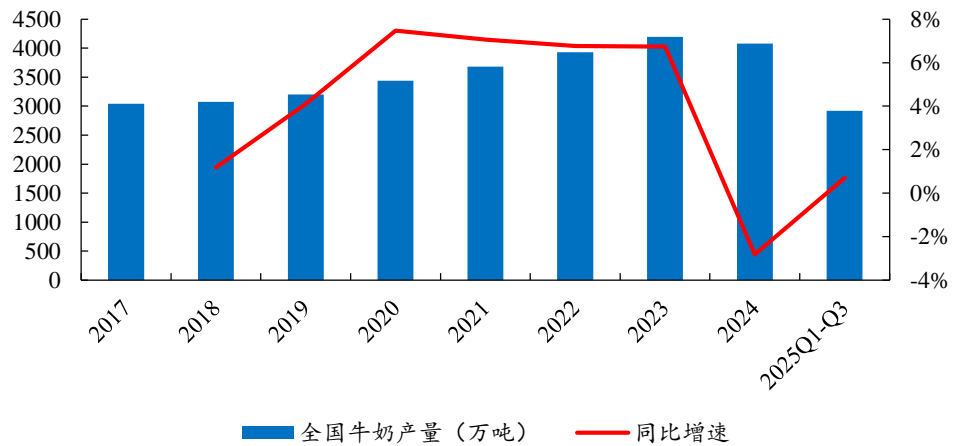
数据来源：Wind、开源证券研究所

**图25：2026年1月首茬草平均到岸价同比+4.2%**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**存栏出清逐渐传导至牛奶产量出清，预计2026年国内供给继续下降。**综合来看国内方面，2025年以来奶牛存栏量在逐渐出清，根据农业农村部监测数据，2025年9月份奶牛存栏596万头，相比年初(2025年1月，下同)出清19.9万头，减少3.2%；其中成母牛存栏312.7万头，相比年初出清2.6万头，减少0.8%。根据大畜牧公众号数据，2024年-2025前三季度牛奶产量增速回落，同比分别-2.8%/+0.7%，存栏出清逐渐传导至牛奶产量出清。展望未来，春节备货旺季过后奶价可能会继续走低，结合饲料成本进一步加大，牧场亏损将会继续加深，从而推动上游存栏去化进一步深化，出清越来越多波及到成母牛，届时国内牛奶产量有望实现下降。

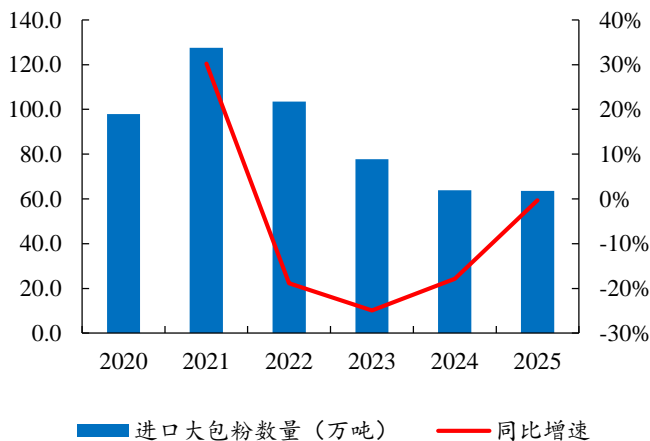
图26: 相比 2022 年以来 2024 年-2025 前三季度国内牛奶产量增速降低



数据来源: Wind、大畜牧公众号、开源证券研究所

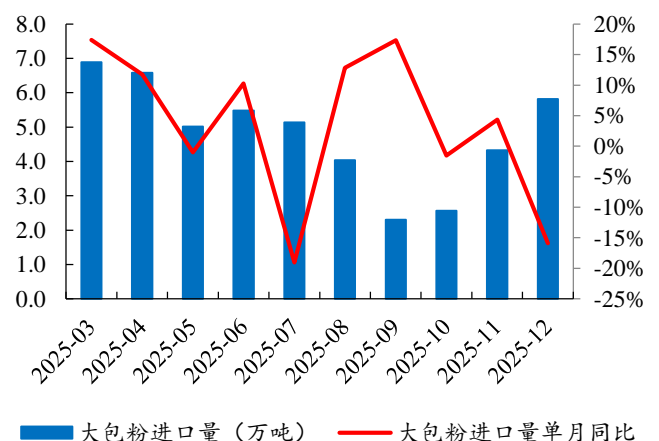
进口大包粉数量逐渐减少已基本触底,进口遗传物质数量继续减少。进口方面,2022-2025 年进口大包粉数量减少逐渐触底,2025 年进口大包粉数量累计同比减少 0.3% (仍有部分严格要求使用进口奶源或无法实现国产粉替代的产品原料需求)。价格方面,进口大包粉相比国内大包粉仍未形成价格优势,我们估算 2026 年 3 月新西兰全脂奶粉折合生鲜乳到岸价约为 3.69 元/kg (按照上文图 19 备注的估算方式),仍高于国内生鲜乳价格 3.03 元/kg。根据美国农业部发布的《2025 年 12 月乳制品:世界市场与贸易》报告,预计 2026 年全球主要出口国牛奶产量同比略增 (+0.4%),其中我国的大包粉主要来源国新西兰产量预计同比-0.5%,总体来看我们判断 2026 年国际奶价大幅下跌的可能较小,我国进口大包粉数量不会有显著提升。此外,进口遗传物质继续减少,2025 年进口活牛、冻精数量同比分别-46.5%/-87.2% (4 月-12 月没有新增进口冻精),进口供给压力降低。

图27: 进口大包粉数量已基本触底



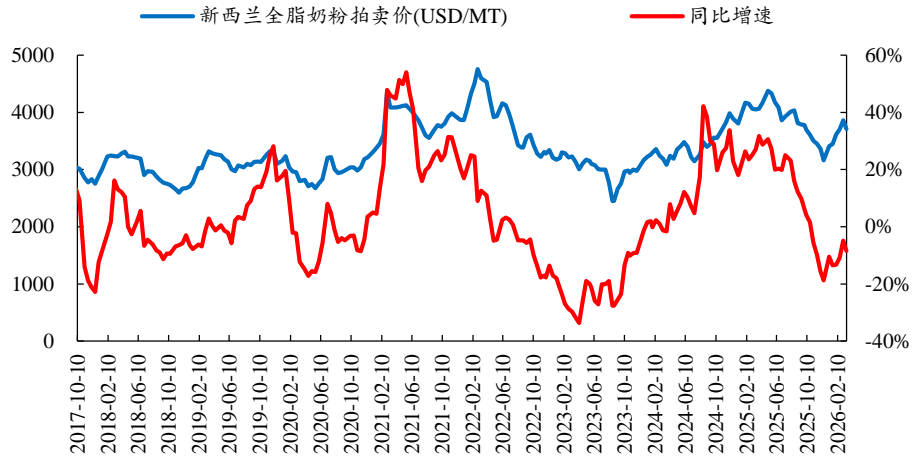
数据来源: 奶业经济观察公众号、开源证券研究所

图28: 2025 年 12 月进口大包粉数量同比-15.9%



数据来源: 奶业经济观察公众号、开源证券研究所

图29：近期新西兰全脂奶粉中标价环比有所回升

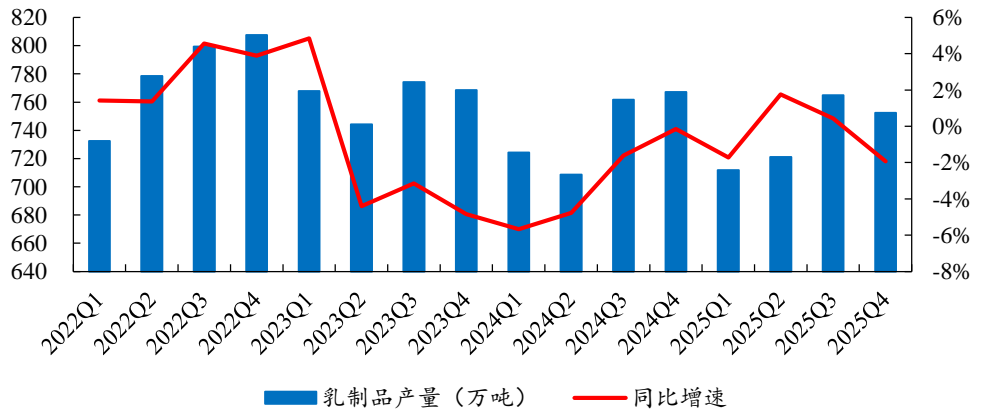


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2.2、需求端：促消费政策逐渐落地，深加工及出口探索注入新动能

需求承压、增速边际改善，促消费政策有望提升消费信心及需求。以乳制品产量作为需求观测指标，2025Q1/2025Q2/2025Q3 乳制品产量同比分别-1.7%/+1.8%/+0.4%，尽管仍然承压，但从趋势来看边际略有改善，2025Q4 乳制品产量同比略有降低，可能是受到春节错期因素扰动。政策方面，行业内出现了一些积极的信号，2024年9月，农业农村部等七部门联合出台政策，其中鼓励发放消费券等方式拉动牛奶消费；2025年3月呼和浩特市推出生育补贴&产奶“一杯奶”政策；2025年7月出台全国范围的育儿补贴政策，持续拉动乳制品消费需求，政策端持续发力有望提升消费信心及需求。

图30：2025Q2-Q3 乳制品产量边际改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

深加工产能逐步释放有望贡献原料奶需求增量。行业内乳企如伊利股份、蒙牛乳业、中国飞鹤、李子园等纷纷开始布局深加工产线，从2025年下半年开始陆续投产。深加工产品对生鲜乳的消耗量较大（基本在1:8-1:10的比例），产能释放有望对下游需求贡献可观的增量，填补供需缺口。我们梳理了当前行业内的深加工产线布局，若全部投产将贡献400万吨以上的生鲜乳需求，能够完全覆盖2024年行业所估计的300万吨的供给过剩量；假设项目投产后第1/2/3年产能分别释放30%/20%/10%，测算得到2026年可能有10.2万吨深加工产能释放，按照1:8的比

例进行折算，预计有望贡献 81.8 万吨的生鲜乳需求增量，能达到 2024 年行业所估计的 300 万吨供给过剩量的 1/4-1/3。

**表2：行业内乳企纷纷开始布局深加工产线，2025 年下半年开始产能逐步释放**

公司	新增深加工产能	投产进度	深加工产能（万吨）
伊利股份	伊利现代智慧健康谷奶酪智造标杆基地三期，主要生产原制奶酪，包括马苏里拉奶酪、新鲜奶酪、冷藏淡奶油、常温淡奶油、乳铁蛋白、乳清浓缩液 6 类产品，年规划产能 15 万吨	于 2025Q3 开始投产	15.0
	上海特色奶酪智能化生产加工项目	截至 2025.6.30 累计进度 80%，预计 2026 年 12 月投产	8.3
妙可蓝多	长春特色乳品综合加工基地项目，生产原制奶酪、酶凝酪蛋白、稀奶油、新鲜奶酪等奶酪产品。根据证监会问询函，预计奶酪产能超 6 万吨	截至 2025.6.30 累计进度 15%，预计 2026 年 12 月投产	7.9
	吉林原制奶酪加工建设项目，是目前原制奶酪核心工厂；“吉林原制奶酪加工建设项目”将于 2026 年 12 月投产，生产奶酪棒、手撕奶酪、马苏里拉及其他特色乳制品。根据证监会问询函，预计奶酪产能超 2 万吨	截至 2025.6.30 累计进度 71%，预计 2026 年 12 月投产	2.1
蒙牛乳业	蒙牛奶酪牵头实施的呼和浩特 2023 年首批揭榜挂帅重大科技项目“乳脂肪深加工产业链关键技术突破”，稀奶油产线产能 2 万吨	2025 年初投产	2.0
	乳原料深加工产线（主要生产乳铁蛋白、脱盐乳清粉 D90、胶束酪蛋白等）	首批产品完成测试，马斯卡彭奶酪已率先上市	/
君乐宝	与西诺迪斯合作，依托君乐宝在河北邢台的生产基地，规划三期工程，2026 年稀奶油产能有望达到 8 万吨	2026 年投产	8.0
中国飞鹤	飞鹤克东稀奶油项目，设计年处理鲜奶 9 万吨，年产稀奶油 9000 吨	已于 2024 年投产	0.9
	2025 年成立合资公司银鹤乳业，开启稀奶油深加工项目，建成后年产无水奶油 4000 吨、黄油 3000 吨、奶油奶酪马斯卡彭 8000 吨、奶酪酱 2000 吨、淡奶油 15000 吨，总产值可达 15 亿元	已于 2025 年 4 月投产	3.2
	飞鹤（阿鲁科尔沁）智能化生态产业园二期乳品深加工项目，规划产能年产脱盐乳清 9000 吨、酪蛋白 5600 吨、稀奶油 10000 吨、无水奶油 3000 吨	预计 2026 年末建设完成	2.8
李子园	日处理 1000 吨生乳深加工项目总投资 3.2 亿元，占地 80 亩，产能规划看，全脂奶粉 1.34 万吨、脱脂乳粉 1.31 万吨、浓缩奶 6.54 万吨、稀奶油 1.65 万吨、奶酪 1.65 万吨	预计 2025 年 12 月投产	3.3
原源乳业	原源（宁夏）新质乳品精加工生产项目，可年产稀奶油 20000 吨、黄油 20000 吨	一期 2025 年 11 月投产；二期预计 2026 年 4 月投产	4.0
前进集团	兰州新区日处理 2400 吨牛奶深加工项目建成达产，生产稀奶油、黄油、奶酪等百余种产品	2025 年 9 月投产	/
<b>2026 年预计释放产能（假设投产后第 1/2/3 年产能分别释放 30%/20%/10%）</b>			<b>10.2</b>

资料来源：妙可蓝多公司公告、中华网、蒙牛官网、黑龙江日报、奔腾融媒、乳业财经、乳业资讯网、纵横乳业、乳业时报、奶牛微看、赤峰融媒、食品饮料技术创新公众号等、开源证券研究所

**大包粉及活牛出口业务探索为行业需求注入新动能。**由于当前国内大包粉相较于进口大包粉已具备价格优势，行业内乳企在确保相关指标及生产规范性的前提下尝试出口大包粉产品。同时，国内奶牛养殖已经积累了较大优势，单产在世界范围内已经属于较高水平，目前我国已经在小范围尝试向中亚地区的奶牛出口业务，2025

年11月起已有三批次共711头奶牛出口，分别运往乌兹别克斯坦和蒙古国，如果后续能形成稳定出口需求，能够为行业发展注入新动能，一定程度上缓解国内市场的供给压力。

**图31：中国87头荷斯坦奶牛首次出口乌兹别克斯坦**



资料来源：荷斯坦公众号

**2026年原奶价格有望迎来拐点。**一方面，供给端预计将持续出清，据荷斯坦公众号，2025年全年奶牛存栏量有望降至590万头左右，我们认为2026年奶牛存栏量有望进一步减少并实现生鲜乳产量的下降，同时进口大包粉及活牛数量预计不会有显著提升；另一方面，需求端促消费政策逐渐落地有望带动乳制品终端销售，同时深加工及出口探索注入新动能，有望带来客观增量；综合来看预计2026年行业有望达到供需紧平衡，原奶价格可能迎来拐点。

**表3：供给持续出清、需求边际修复，2026年原奶价格有望迎来拐点**

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
奶牛存栏（万头）	560	610	650	620	590	560	565
同比增速	12.0%	8.9%	6.6%	-4.6%	-4.8%	-5.1%	0.9%
成母牛存栏（万头）	302	317	332	316	310	288	288
成母牛比例	54.0%	52.0%	51.0%	51.0%	52.5%	51.5%	51.0%
成母牛单产（吨）	8.7	9.2	9.4	9.9	9.9	10.0	10.0
同比增速	4.8%	5.7%	2.2%	5.3%	0.5%	0.5%	0.5%
原料奶产量（万吨）	2631	2918	3116	3130	3084	2884	2896
同比增速	15.3%	10.9%	6.8%	0.5%	-1.5%	-6.5%	0.4%
进口乳制品折合生鲜乳（万吨）	2251	1917	1718	1587	1668	1701	1735
同比增速	20.1%	-14.8%	-10.4%	-7.6%	5.1%	2.0%	2.0%
出口乳制品折合生鲜乳（万吨）	17	15	24	35	77	124	173
同比增速		-11.6%	62.7%	46.5%	120.7%	60.0%	40.0%
乳制品消费量折合生鲜乳（万吨）	4352	4466	4415	4435	4489	4581	4789
同比增速	7.5%	2.6%	-1.1%	0.5%	1.2%	2.1%	4.5%
大包粉期初库存（万吨）	10.0	15.0	15.0	17.5	14.5	10.0	10.0
当年供需缺口（万吨）	593	475	515	387	302	-39	-251

数据来源：Wind、奶业经济观察公众号、荷斯坦公众号、开源证券研究所

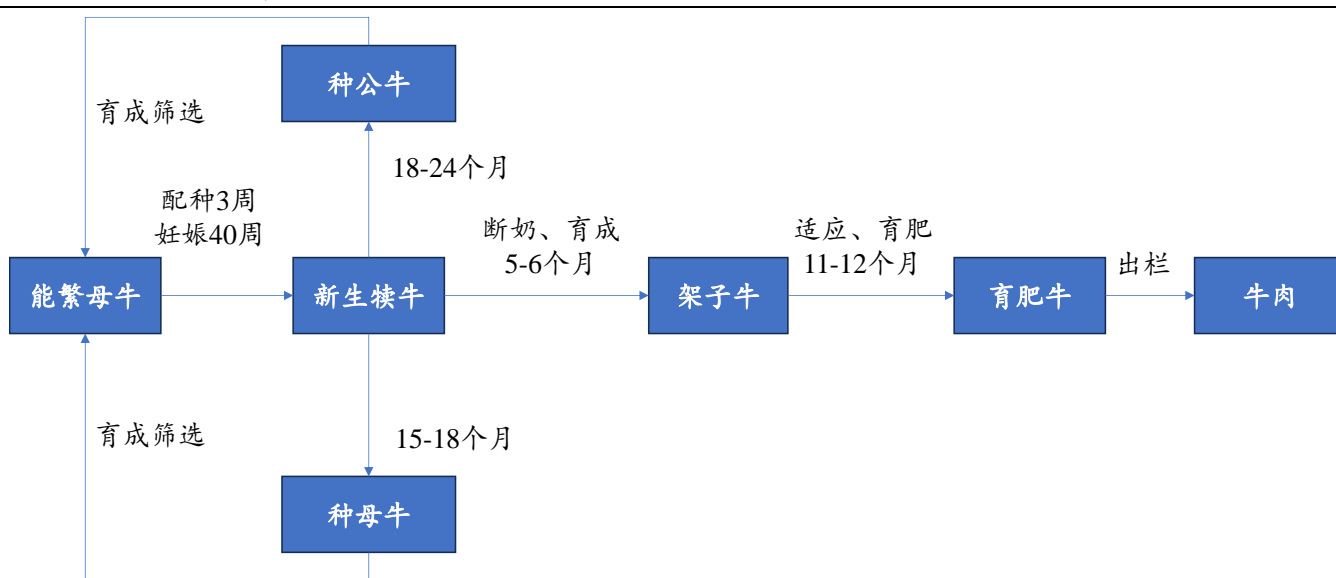
## 2、肉牛周期：上游出清叠加进口收紧，景气上行或将延续

### 2.1、供给端：国内养殖端深度出清，进口政策持续收紧

#### 2.1.1、国内：肉牛养殖长期亏损促进深度出清，供应紧缺或将延续

肉牛养殖周期长，产能传导滞后放大供需错配。肉牛养殖全流程包括从能繁母牛补栏、配种、妊娠、犊牛出生、架子牛育肥到出栏几个环节，耗时共 26-28 个月，若能繁母牛短缺，从犊牛出生到能繁母牛补栏又需经历 15-18 个月的时间，且每头母牛每年只能产一胎，产能传导非常缓慢和滞后，这导致了供需错配会被放大，肉牛同样呈现出明显的周期性。

图32：肉牛养殖周期长，产能传导滞后放大供需错配

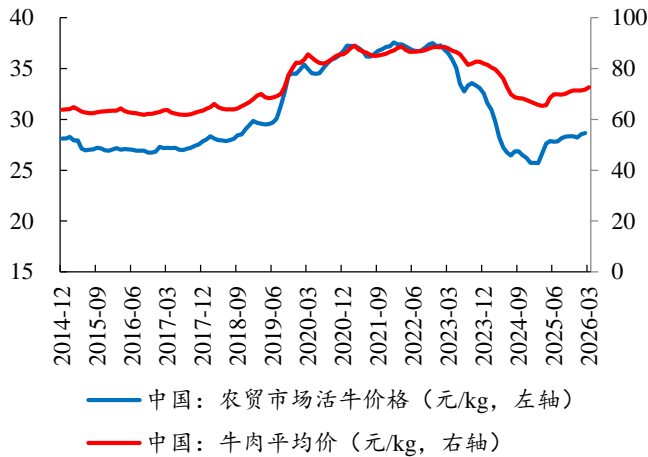


资料来源：肉牛微看、国科农研院、北京瑞生堂公众号、开源证券研究所

牛肉及肉牛价格持续上涨，牛周期或已开启。牛肉价格和活牛价格于 2025 年 2 月份触底反弹后持续上涨，2026 年 2 月牛肉及肉牛价格相较 2025 年同期分别 +11.6%/+11.2%，目前来看本轮肉牛上行周期已基本明确。

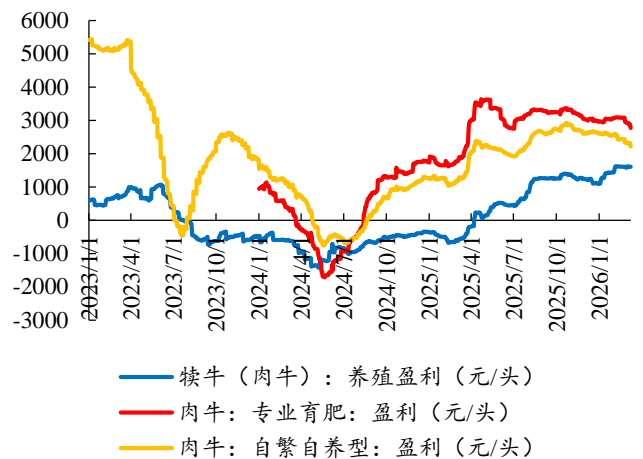
肉牛养殖及专业育肥长时间亏损，国内肉牛存栏大量出清。2023 年开始牛肉及肉牛价格持续下滑，2023 年 7 月以来肉牛养殖进入亏损区间，2024 年 9 月专业育肥扭亏为盈，2025 年 4 月犊牛养殖扭亏为盈，持续亏损推动上游产能深度去化，肉牛存栏量自 2023 年达到峰值以后持续下行，截至 2025 年三季度末全国牛存栏量为 9932 万头，同比-2.4%。当前看尽管肉牛养殖已扭亏为盈，但行业养殖户仍然较为谨慎，产能去化仍在持续，国内牛出栏量基本保持稳中有增态势，进一步推动供给收缩。

图33：2025年3月以来牛肉及活牛价格持续上涨



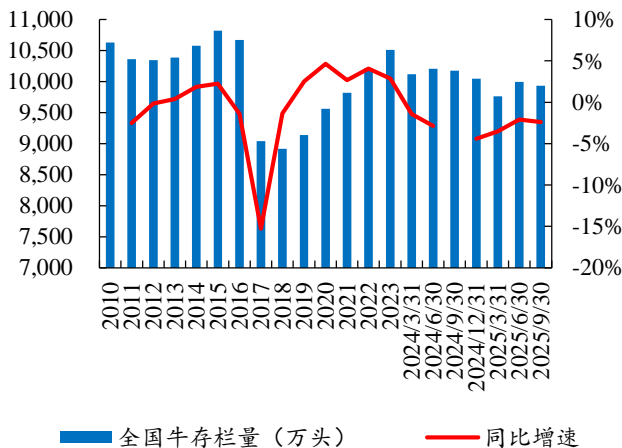
数据来源：Wind、开源证券研究所

图34：2025年4月以来犊牛养殖扭亏为盈



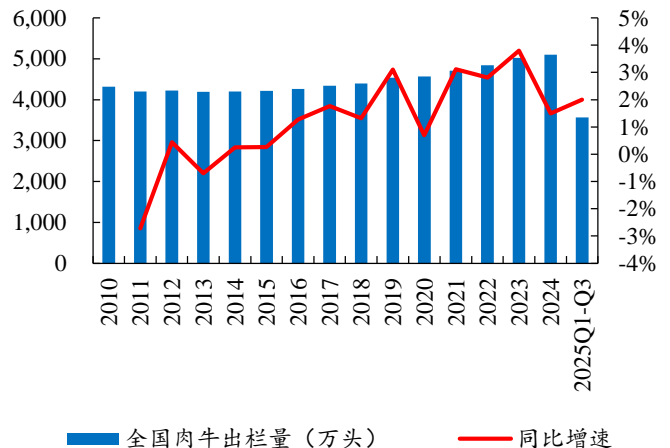
数据来源：钢联、开源证券研究所

图35：2023年全国牛存栏量达峰值后持续出清



数据来源：Wind、大畜牧公众号、开源证券研究所

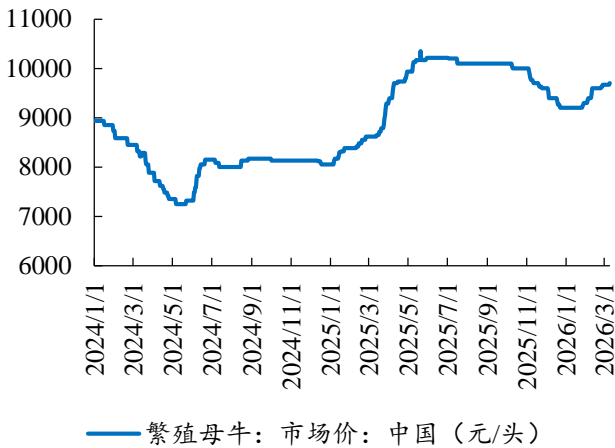
图36：近年来肉牛出栏量保持同比增加



数据来源：Wind、大畜牧公众号、开源证券研究所

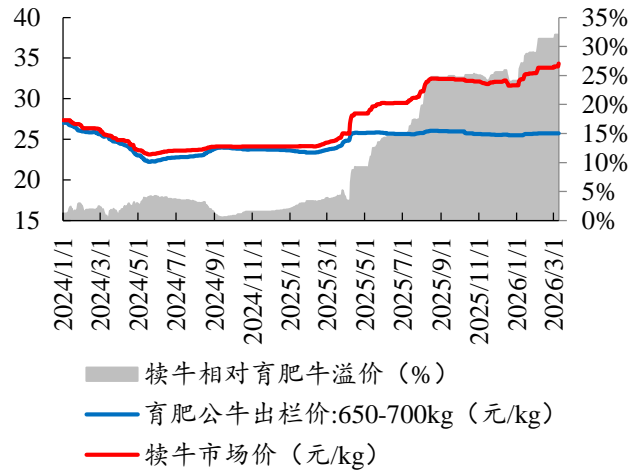
**能繁母牛超量淘汰、犊牛高溢价，供应紧缺或将延续。**通常在养殖亏损时，养殖户都会优先减少母牛存栏，来换取育肥公牛所需的现金流，2023-2024年母牛淘汰增多，导致2025年以来能繁母牛供应偏紧，母牛市场价阶段性走高；而国家肉牛牦牛产业技术体系调研报告显示，2025年11月母牛存栏环比下降10.4%，同比下降约8%，能繁母牛淘汰率高达45%（远超正常25%水平），预计能繁母牛后续供应仍将短缺。同时，2025年以来犊牛价格大幅走高，截至2026年3月，犊牛价格相对育肥牛的溢价已上升至30%以上，体现了行业内普遍对于后续产能短缺的预期。

图37：2025年以来能繁母牛市场价上升



数据来源：钢联、开源证券研究所

图38：2026年3月犊牛相对育肥牛溢价超30%



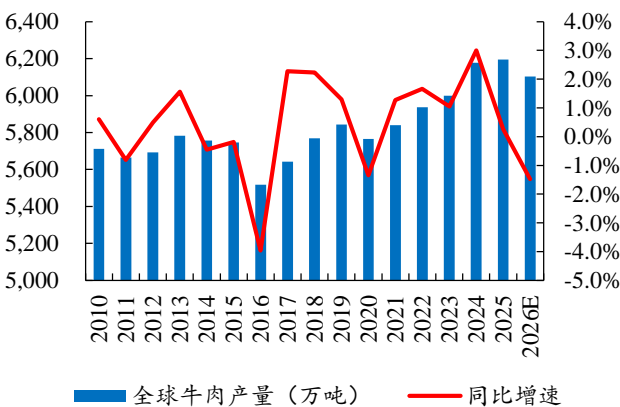
数据来源：钢联、开源证券研究所

### 2.1.2、进口：全球肉牛进入景气周期，叠加进口政策收紧进一步推高国内牛价

**2025年预计巴西、美国、中国、印度、阿根廷牛肉产量位列全球TOP5。**根据美国农业部数据，2025年全球牛肉产量为6194.5万吨，同比增长0.3%，仅考虑单个国家和地区，巴西产量1235.0万吨，同比增长4.2%，占全球产量近20%，首次超越美国居第一位；美国1181.4万吨，同比下降3.9%，占比19.1%，居第二位；对中国的预测较保守为779.0万吨，零增长，占12.6%，居第三位；印度（7.5%）、阿根廷（5.2%）分别位列第四、第五。

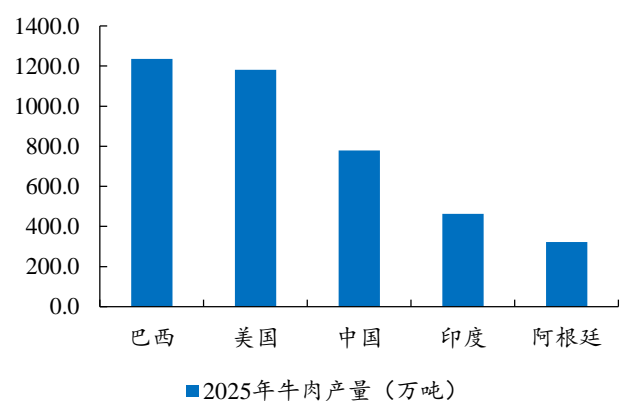
**2026年全球牛肉产量、活牛存栏量预计继续下降，有望对肉价形成支撑。**2025年12月发布的美国农业部畜禽市场和贸易报告显示，2026年全球核心生产国中澳大利亚、巴西、中国、欧盟和美国的产量下降预计会抵消印度、墨西哥、新西兰和乌拉圭的产量增长，从而使得全球产量预计下降1.5%至6103万吨，从存栏量来看，2026年初全球肉牛存栏量估计同比下降1.7%，对应未来1-2年的全球牛肉产量仍将承压，有望对肉价形成支撑。

图39：预计2026年全球牛肉产量同比减少1.5%



数据来源：Wind、开源证券研究所

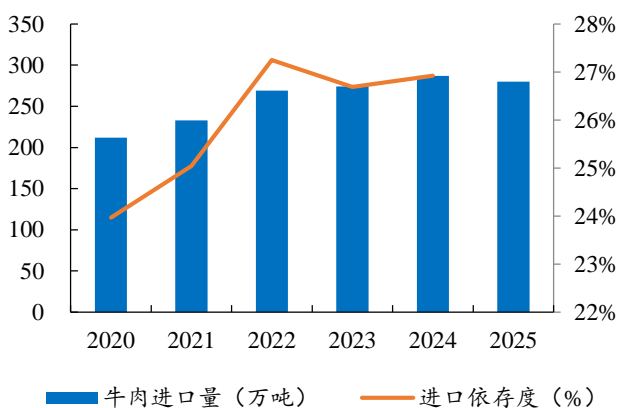
图40：2025年预计巴西、美国、中国、印度、阿根廷牛肉产量位列全球TOP5



数据来源：美国农业部、开源证券研究所

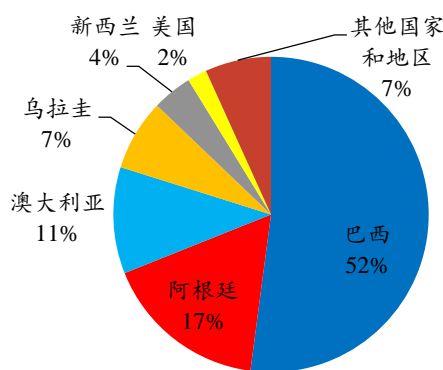
中国牛肉进口依存度较高，核心进口国中巴西、美国产能均面临收紧。中国牛肉的进口依存度较高，截至2024年中国牛肉进口依存度为27%左右，2025年中国牛肉前六大进口来源国为巴西(52%)、阿根廷(17%)、澳大利亚(11%)、乌拉圭(7%)、新西兰(4%)、美国(2%)。核心进口国中巴西、美国自身产能面临收紧，2026年初巴西肉牛总存栏估计同比下降4.6%，由于能繁母牛的短缺，预计未来母牛屠宰量将减少，2026年巴西牛肉产量预计同比下降5%；2026年美国肉牛总存栏预计同比基本持平，从结构来看饲养场的犊牛和小母牛供应短缺将进一步导致后续产能受限，2026年美国牛肉产量预计同比下降1%。

图41: 2024年中国牛肉进口依存度约为27%



数据来源: Wind、开源证券研究所

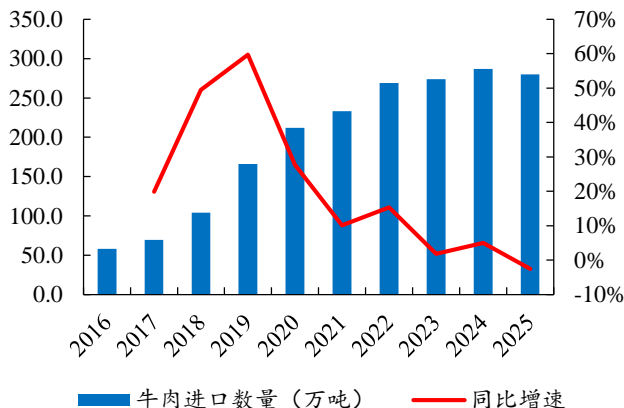
图42: 巴西是中国最大的牛肉进口国



数据来源: 海关总署、开源证券研究所 (注: 以上为2025年数据)

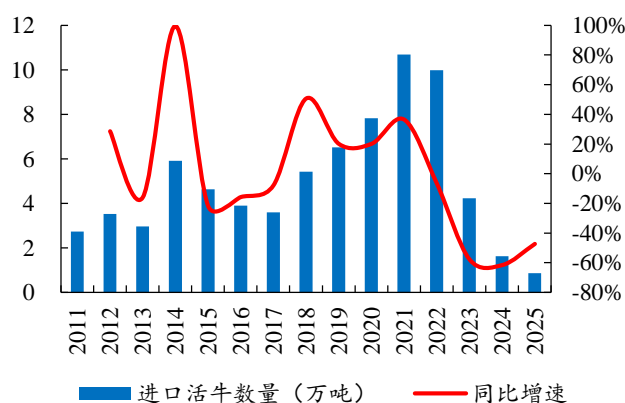
牛肉进口政策收紧，有望进一步推高国内牛肉价格。2024年12月商务部发布公告对牛肉进行保障措施立案调查，进口政策收紧影响牛肉进口意愿和进口量，2025年牛肉/活牛进口量累计同比分别-0.3%/ -47.5%。2025年12月31日商务部公布对进口牛肉实施保障措施的裁定，决定采取“国别配额及配额外加征关税”的形式，实施期限自2026年1月1日起至2028年12月31日。2026年进口牛肉配额总量268.8万吨，相比2025年进口总量减少4.0%，2027、2028年配额数量平缓增加（年均增幅+2%），配额外部分加征55%关税。本次政策落地将有效缓解进口牛肉对于国内产业的冲击，进口成本上涨叠加进口供给收缩，有望推动牛肉价格持续上涨。

图43: 2025年我国牛肉进口量同比-2.5%



数据来源: iFind、开源证券研究所

图44: 2025年我国活牛进口数量同比-47.2%

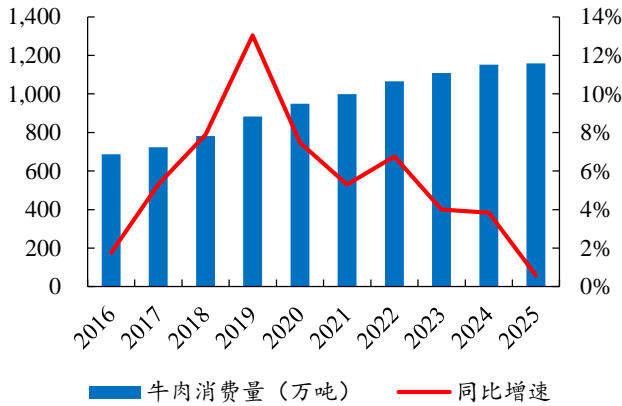


数据来源: Wind、开源证券研究所

## 2.2、需求端：牛肉需求短期稳定增长，中长期空间广阔

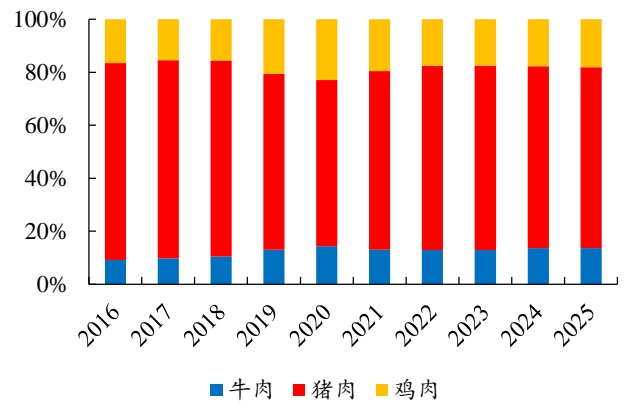
我国牛肉需求稳定增长，其他肉类替代有限。近年来我国牛肉需求持续稳定增长，2016-2025年牛肉消费量复合增速+6.0%，趋势确定向上。同时，由于牛肉和其他肉类的价格带区分度较大，其他肉类对牛肉的替代程度有限，2025年我国牛肉消费量1158万吨，同比+0.58%，牛肉消费占牛肉、鸡肉、猪肉总和的13.57%，近年来我国牛肉消费占比基本保持稳中有增态势。

图45：我国牛肉需求稳定增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

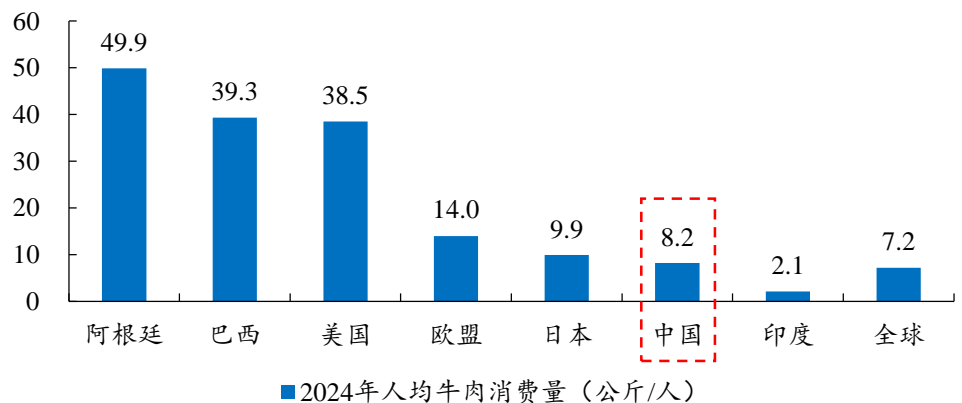
图46：近年来我国牛肉消费占比保持稳中有增



数据来源：Wind、开源证券研究所

中长期来看，我国牛肉消费增长空间仍较大。近年来，我国人均牛肉需求量稳步上升，然而与发达国家相比，人均消费量仍较低。2024年我国人均牛肉消费量为8.2公斤/人，仅略高于全球平均水平（7.2公斤/人），相比牛肉消费市场较为发达的阿根廷（49.9公斤/人）、巴西（39.3公斤/人）、美国（38.5公斤/人）仍处于较低水平，也低于饮食习惯接近的日本人均牛肉消费量（9.9公斤/人），中长期来看随着居民可支配收入的增加，牛肉人均消费量仍有较大的增长潜力，这为肉牛产业的发展提供了广阔的市场空间。

图47：中国人均牛肉消费量相比全球发达国家水平仍有较大提升空间



数据来源：Wind、法国农业部、开源证券研究所

肉牛大周期开启，或将延续 2-3 年。根据美国农业部数据，2026 年初中国肉牛存栏量估计为 9408 万头，同比减少 6.4%，在此背景下，2026 年中国牛肉生产量预计为 756 万吨，同比减少 3.0%；2026 年新生牛犊预计减少至 4400 万头，年末肉牛存栏量预计进一步降低至 8756 万头。综合来看，国内牛肉需求短期呈现基本稳定的态势，对牛肉价格形成一定的支撑，而供给端考虑到肉牛产能补充的滞后性（26-28 个月），及牛肉保障政策措施的实施期限（3 年），我们预计本轮国内的肉牛景气周期有望延续 2-3 年。

表4：2026 年中国牛存栏量、牛肉产量均预计下降

	2021	2022	2023	2024	2025	2026E
牛：单位：千头						
期初存栏量	95621	98172	102160	105090	100470	94080
肉牛-母牛	53400	56200	57600	50000	49000	47000
奶牛	13900	14000	14050	14000	13000	12500
新生牛犊	50525	53240	54138	47500	45600	44000
进口量	361	350	148	56	40	40
总供应量	146507	151762	156446	152646	146110	138120
出口量	15	13	12	11	11	11
屠宰量	47070	48400	50230	50990	51000	49500
损失量	1250	1189	1114	1175	1019	1049
期末存栏量	98172	102160	105090	100470	94080	87560
牛肉：单位：千吨						
期初库存	0	0	0	0	0	0
生产量	6980	7180	7530	7790	7790	7560
消费量	9987	10662	11089	11515	11582	11290
进口	3024	3502	3577	3743	3815	3750
出口	17	20	18	18	23	20
期末库存	0	0	0	0	0	0

数据来源：Wind、美国农业部、开源证券研究所

### 3、肉奶周期共振可期，乳业全产业链业绩均有望修复

#### 3.1、上游：率先受益于肉奶价格共振，业绩弹性空间可期

对于上游牧业公司而言，其业绩弹性主要来自于毛利润及生物资产公允价值减销售成本变动产生的亏损减亏，受到原奶价格和肉牛价格的共同影响。当前原奶价格已经处于磨底阶段，周期反转渐近，而肉牛价格已进入上行周期，肉奶价格共振下，牧业公司有望迎来业绩弹性释放。

**奶价上涨能带来直接的毛利润增量。**原料奶销售价格的回升能够直接影响毛利率从而带来盈利修复，谨慎假设公司端平均奶价上涨幅度是行业奶价涨幅的 80%。我们选择时间更近、规模化程度更高、更具可比性的第二轮周期作为参考，奶价低点到高点的复合增速为+3.7%，参考该数据做出中性假设 2026 年行业奶价上涨幅度为 3.5%。假设销售成本不变，根据农业农村部数据，2025 年行业平均奶价为 3.06 元/kg，行业奶价每上涨 2%/3.5%/5%，对应公司端平均奶价涨幅分别为

1.6%/2.8%/4.0%。我们以龙头优然牧业、现代牧业为例，假设 2026 年原奶销量分别达到 420 万吨/310 万吨，在中性假设（+2.8%）下，两家龙头分别有望释放 4.5、2.9 亿元的毛利弹性。

**表5：中性假设下公司奶价上涨 2.8%，优然/现代有望分别释放 4.5/2.9 亿元毛利弹性**

	悲观	中性	乐观
<b>2025 年行业平均奶价 (元/kg)</b>		<b>3.06</b>	
行业奶价涨幅 (%)	2.0%	3.5%	5.0%
行业奶价变动 (元/kg)	0.06	0.11	0.15
<b>优然牧业</b>			
原奶销量 (2026E, 万吨)		420	
2025 年公司平均奶价 (元/kg)		3.86	
公司奶价涨幅 (%)	1.6%	2.8%	4.0%
公司奶价变动 (元/kg)	0.06	0.11	0.15
公司原料奶售价 (元/kg)	3.92	3.97	4.01
奶价上涨带来毛利润增量 (亿元)	2.6	4.5	6.5
<b>现代牧业</b>			
原奶销量 (2026E, 万吨)		310	
2025 年公司平均奶价 (元/kg)		3.33	
公司奶价涨幅 (%)	1.6%	2.8%	4.0%
公司奶价变动 (元/kg)	0.05	0.09	0.13
公司原料奶售价 (元/kg)	3.38	3.42	3.46
奶价上涨带来毛利润增量 (亿元)	1.7	2.9	4.1

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：红色字代表实际数据参考，其他为假设数据及计算结果）

生物资产公允价值减销售成本变动产生的亏损包括两项：淘汰及死亡牛产生的已变现亏损、奶牛估值变动带来的未变现收益/亏损。

**(1) 淘汰及死亡牛产生的已变现亏损。**死淘牛销售价格与账面价值的差值，通常为亏损项，主要受到淘汰数量和肉牛价格的影响。为维持规模化奶牛场牛群的高单产水平，行业通常将年度成母牛淘汰率控制在 25%至 35%的区间。同样以优然牧业、现代牧业两家龙头为例进行测算，假设淘汰率为 30%，根据 2025 年末的成母牛存栏数量测算，每年淘汰的母牛数量分别约为 10 万头/8 万头，根据钢联数据，2025 年平均淘牛价格约 18.5 元/kg，单头体重 700kg 的成母牛售价约为 1.29 万元。假设其他因素保持不变，仅考虑淘汰肉牛价格的变动，价格每上涨 5%/10%/15%（上涨 0.9/1.8/2.8 元），优然牧业淘牛销售的亏损将会收窄 6609/13218/19827 万元，现代牧业淘牛销售的亏损将会收窄 5160/10320/15481 万元。

**表6：肉牛价格上涨带来公司淘汰牛销售产生的亏损收窄，价格波动影响大于淘汰率波动**

单位：万元	25%	26%	27%	28%	29%	30%	31%	32%	33%	34%	35%
优然牧业：(1) 2024 年成母牛存栏量 34.0 万头；(2) 按 30%淘汰率每年淘汰母牛约 10 万头											
5%	5508	5728	5948	6169	6389	<b>6609</b>	6829	7050	7270	7490	7711
6%	6609	6874	7138	7402	7667	7931	8195	8460	8724	8988	9253
7%	7711	8019	8328	8636	8944	9253	9561	9870	10178	10487	10795
8%	8812	9165	9517	9870	10222	10575	10927	11280	11632	11985	12337

9%	9914	10310	10707	11103	11500	11896	12293	12690	13086	13483	13879
10%	11015	11456	11896	12337	12778	<b>13218</b>	13659	14100	14540	14981	15421
11%	12117	12601	13086	13571	14055	14540	15025	15509	15994	16479	16963
12%	13218	13747	14276	14805	15333	15862	16391	16919	17448	17977	18506
13%	14320	14893	15465	16038	16611	17184	17757	18329	18902	19475	20048
14%	15421	16038	16655	17272	17889	18506	19122	19739	20356	20973	21590
15%	16523	17184	17845	18506	19167	<b>19827</b>	20488	21149	21810	22471	23132
<b>现代牧业：(1) 2024 年成母牛存栏量 26.6 万头；(2) 按 30%淘汰率每年淘汰母牛约 8 万头</b>											
5%	4300	4472	4644	4816	4988	<b>5160</b>	5332	5504	5676	5848	6020
6%	5160	5367	5573	5779	5986	6192	6399	6605	6811	7018	7224
7%	6020	6261	6502	6743	6983	7224	7465	7706	7947	8187	8428
8%	6880	7155	7431	7706	7981	8256	8532	8807	9082	9357	9632
9%	7740	8050	8359	8669	8979	9288	9598	9908	10217	10527	10836
10%	8600	8944	9288	9632	9976	<b>10320</b>	10664	11008	11352	11696	12040
11%	9460	9839	10217	10596	10974	11352	11731	12109	12488	12866	13244
12%	10320	10733	11146	11559	11972	12384	12797	13210	13623	14036	14449
13%	11180	11628	12075	12522	12969	13416	13864	14311	14758	15205	15653
14%	12040	12522	13004	13485	13967	14449	14930	15412	15893	16375	16857
15%	12900	13416	13932	14449	14965	<b>15481</b>	15997	16513	17029	17545	18061

数据来源：公司公告、Mysteel 月报、开源证券研究所（注：横轴为淘汰率波动假设，纵轴为淘汰肉牛价格上涨幅度假设）

**(2) 奶牛估值变动带来的未变现收益/亏损：**奶牛估值主要包括成母牛估值、犊牛及育成牛估值两个部分。成母牛的公平值采用超额盈余法（基于将由有关成母牛产生的未来现金流量贴现）确定，主要受到原奶价格、公斤奶饲料成本、日均产奶量和畜群结构（成母牛的不同泌乳期）的影响。犊牛及育成牛的公平值参考当地市场 14 个月犊牛及育成牛的售价而确定，根据实际月龄大小加上/减去与饲养至 14 个月所差的估计饲养成本，并叠加相应的合理利润水平。奶价上涨或对未来奶价走势乐观时，成母牛预期所能产生的未来现金流将会增加，从而带动估值上升，参考上一轮周期所达到的单头成母牛估值峰值，我们测算本轮周期中优然牧业、现代牧业分别还有 30%/12%左右的上行空间。

**表7：我们测算优然、现代的成母牛估值相比上一轮周期峰值分别有 30%、12%的上行空间**

	2020	2021	2022	2023	2024	2025H1	与上轮周期峰值之差
<b>优然牧业</b>							
成母牛存栏量（万头）	15.73	20.45	23.17	28.42	32.49	33.37	
成母牛公平值（亿元）	45.64	66.61	72.04	83.85	86.58	83.75	
<b>成母牛单头公平值（元/头）</b>	<b>29013</b>	<b>32565</b>	<b>31092</b>	<b>29504</b>	<b>26646</b>	<b>25098</b>	<b>29.7%</b>
犊牛及育成牛存栏量（万头）	15.09	21.17	26.77	29.85	29.67	28.97	
犊牛及育成牛公平值（亿元）	24.32	36.76	59.32	60.51	62.94	61.42	
<b>犊牛及育成牛单头公平值（元/头）</b>	<b>16119</b>	<b>17367</b>	<b>22154</b>	<b>20271</b>	<b>21217</b>	<b>21205</b>	<b>4.5%</b>
<b>现代牧业</b>							
成母牛存栏量（万头）	13.62	18.43	19.98	21.87	25.09	25.56	
成母牛公平值（亿元）	50.84	60.60	65.71	73.85	79.20	74.97	
<b>成母牛单头公平值（元/头）</b>	<b>37329</b>	<b>32882</b>	<b>32889</b>	<b>33766</b>	<b>31569</b>	<b>29330</b>	<b>12.1%</b>

	2020	2021	2022	2023	2024	2025H1	与上轮周期峰值之差
牦牛及育成牛存栏量 (万头)	11.12	16.95	20.56	23.19	24.03	21.69	
牦牛及育成牛公平值 (亿元)	20.17	33.45	40.60	45.43	45.15	41.65	
牦牛及育成牛单头公平值 (元/头)	18143	19734	19751	19595	18792	19207	2.8%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

综合来看，肉奶价格共振向上后，上游牧业公司首先受益，且其盈利弹性相对较大，建议重点关注业绩稳健度、抗风险能力都更强的龙头牧场，以及有差异化竞争优势（如特色奶源）的牧场，推荐优然牧业，受益标的现代牧业、中国圣牧等。

### 3.2、下游：奶价回升改善竞争环境，有望修复乳企毛销差及减值亏损

奶价企稳回升有望改善竞争环境，促进下游乳企毛销差修复。原奶价格回升会挤压中小品牌及白牌的生存空间，改善终端的竞争激烈程度，从而有利于乳制品企业毛销差的优化（比如终端促销力度收窄、用于抢占市场份额的营销费用收窄等），从历史上来看，在奶价迎来拐点后（2012-2013年、2018-2019年），多数乳企的毛销差首先会和奶价同方向波动，比如2012年伊利股份、光明乳业、三元股份、燕塘乳业毛销差均有改善，2019年伊利股份、蒙牛乳业、光明乳业、天润乳业、燕塘乳业毛销差均有改善。此后当奶价增幅变高后才会影响到乳企的盈利，而随着龙头乳企进行提价又会进一步修复利润率。本轮周期来看，下行期周期更长、上游亏损面更广、亏损程度更深，因此我们认为未来即使奶价企稳向上，上游扩产也会相对谨慎，预计奶价上涨的幅度会相对前两轮周期更为温和，成本端对乳企利润的侵蚀可能会相对有限。

图48：从历史数据看，奶价迎来拐点后下游乳企的毛销差和净利率有不同程度的修复

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	
毛利率同比	伊利股份	0.45%	-1.07%	3.88%	3.35%	2.05%	-0.66%	0.54%	-0.47%	-1.38%	-5.35%	1.64%	0.32%	1.30%
	蒙牛乳业	-0.56%	1.88%	3.86%	0.52%	1.43%	2.42%	2.17%	0.17%	0.10%	-0.91%	-1.44%	1.85%	2.42%
	光明乳业	1.67%	-0.37%	-0.14%	1.50%	2.57%	-3.37%	0.01%	3.04%	-5.47%	-4.46%	0.30%	1.00%	-0.43%
	新乳业				0.81%	0.26%	2.24%	-0.87%	-0.74%	-8.65%	0.08%	-0.52%	2.84%	1.49%
	三元股份	1.28%	-1.21%	3.69%	5.53%	-0.08%	-0.84%	3.52%	-0.17%	-8.70%	1.30%	0.10%	-2.54%	-0.12%
	天润乳业	0.36%	21.80%	-0.36%	9.48%	-2.79%	-3.00%	-0.71%	-0.13%	-5.71%	-5.08%	1.54%	1.23%	-2.35%
	燕塘乳业	2.02%	-0.99%	1.48%	4.39%	1.05%	-1.53%	-3.69%	3.34%	-6.77%	-0.57%	-4.31%	2.50%	-0.72%
	阳光乳业								-0.24%	-5.91%	1.49%	-4.18%	2.01%	1.49%
净利率同比	伊利股份	-0.76%	2.57%	1.02%	0.05%	1.62%	-0.51%	-0.72%	-0.45%	-0.37%	0.57%	-0.33%	0.58%	-0.84%
	蒙牛乳业	-0.78%	0.30%	1.07%	-0.23%	-6.63%	4.87%	1.26%	0.79%	-0.82%	1.03%	-0.03%	-0.64%	-4.70%
	光明乳业	0.13%	0.48%	-0.05%	-0.30%	0.78%	0.43%	-1.27%	0.52%	0.09%	-1.17%	-0.55%	1.75%	-1.15%
	新乳业				6.00%	-3.99%	1.29%	0.08%	-0.53%	-0.14%	-0.48%	-0.19%	0.36%	1.17%
	三元股份	-0.67%	7.73%	3.47%	0.82%	0.61%	1.00%	2.1%	0.55%	1.74%	2.49%	2.46%	2.56%	2.01%
	天润乳业	-24.79%	64.82%	-35.43%	3.92%	0.19%	-1.20%	-0.41%	0.66%	-0.04%	-1.06%	0.70%	-3.17%	-4.63%
	燕塘乳业	0.46%	-0.43%	0.29%	0.99%	0.34%	0.38%	-4.51%	5.15%	-2.08%	1.29%	-2.45%	3.76%	-3.22%
	阳光乳业								-1.72%	0.66%	1.50%	-2.23%	0.86%	1.97%
销售费用率同比	伊利股份	-0.95%	-0.64%	0.62%	3.46%	1.32%	-0.48%	2.05%	-1.50%	-1.12%	-4.77%	1.13%	-0.71%	1.10%
	蒙牛乳业	0.09%	1.03%	2.23%	1.31%	2.47%	0.18%	2.57%	-0.02%	1.13%	1.68%	2.51%	1.41%	0.50%
	光明乳业	0.20%	-0.66%	-0.24%	1.00%	-0.02%	-3.98%	-0.02%	-2.26%	-4.46%	-4.59%	-0.18%	-0.34%	0.23%
	新乳业				-0.49%	1.13%	0.10%	0.27%	0.52%	-8.38%	0.26%	-0.36%	1.72%	0.28%
	三元股份	0.20%	2.04%	-0.29%	3.25%	0.43%	0.78%	-1.09%	1.98%	-10.67%	-0.77%	0.57%	-0.22%	1.16%
	天润乳业	2.14%	7.66%	0.78%	2.76%	-0.66%	-1.60%	-1.14%	-0.24%	-5.61%	-1.52%	0.59%	0.23%	0.13%
	燕塘乳业	0.89%	-0.64%	0.66%	3.72%	0.16%	-0.57%	0.38%	0.98%	-4.80%	0.04%	1.47%	-0.54%	1.32%
	阳光乳业								0.30%	4.01%	0.34%	0.75%	0.15%	1.13%
毛销差同比	伊利股份	1.40%	-0.43%	3.26%	-0.11%	0.73%	-0.18%	-1.51%	1.03%	-0.66%	-0.58%	0.50%	1.03%	0.20%
	蒙牛乳业	-0.47%	0.85%	1.63%	-0.79%	-1.04%	2.60%	-0.40%	0.20%	-1.03%	0.78%	1.07%	0.44%	1.92%
	光明乳业	1.47%	0.29%	0.10%	0.50%	2.60%	-1.38%	0.03%	0.23%	-1.01%	-2.87%	0.49%	1.30%	-0.65%
	新乳业				1.30%	-0.87%	2.13%	-1.14%	-1.26%	-0.25%	-0.19%	-0.17%	1.12%	1.21%
	三元股份	1.08%	-3.27%	3.98%	2.28%	-0.52%	1.65%	4.60%	-1.15%	0.97%	2.07%	0.77%	-3.32%	-1.27%
	天润乳业	-1.78%	14.14%	-1.13%	6.72%	-2.13%	-1.40%	-0.12%	0.11%	-0.10%	-3.55%	0.95%	0.99%	-2.48%
	燕塘乳业	1.13%	0.35%	0.82%	0.67%	0.89%	0.96%	4.07%	1.32%	1.97%	2.84%	3.04%	3.04%	2.04%
	阳光乳业								-0.54%	-1.90%	1.16%	-4.93%	1.86%	0.37%

数据来源：Wind、开源证券研究所

**奶价企稳回升后下游乳企原奶相关减值有望收窄。**在本轮周期的产业链联动过程中，很多下游乳企尤其是龙头在向产业链上游进行反向整合，比如伊利、蒙牛通过持股及战略合作、主动承担喷粉责任、提供融资支持等方式深度绑定上游牧场，在奶价下跌的背景下相关的大包粉减值、信用减值等压力较大，2024年/2025H1资产减值损失+信用减值损失对伊利股份净利率的影响分别为-1.9pct/-0.7%；2024年/2025年现代牧业亏损+存货减值+金融资产减值对蒙牛乳业净利率的影响分别为-2.3pct/-3.6pct。如果后续奶价企稳回升，相关减值有望继续收窄，有利于乳企报表端利润的修复。

展望未来，**龙头乳企方面**，双寡头格局稳定、渠道及品牌壁垒深厚，在液奶产品同质化程度较高的背景下中小品牌很难复制龙头的成功路径，竞争趋缓后龙头有望回收市场份额；**区域乳企方面**，一些低温奶的企业在奶价下行期中相比龙头有更好的业绩表现和稳定性，主要是源于低温品类的渗透率提升空间较大，随着消费者对于健康、美味、功能性的追求，低温奶品类势能强劲，同时本土品牌在当地消费者的心智渗透很深、不易替代。此外，整体来看国内乳制品市场发展仍未完善，产品仍停留在初级加工的液态奶，渠道铺设率也已经较高，因此近年来乳企一方面不断进行产品功能创新、新兴渠道、B端渠道的覆盖，有望在餐饮端、现制茶饮、烘焙店、零食量贩店、会员超市等渠道贡献增量，另一方面也在加快深加工产能布局，提升产品附加值，有望提升全产业链竞争力的同时平滑奶价波动影响、提升经营稳健性。具体标的上，**推荐龙头伊利股份、低温奶龙头新乳业，受益标的蒙牛乳业等。**

**表8：重点公司盈利预测表**

证券代码	股票简称	评级	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元)			PE		
					2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
600887.SH	伊利股份	买入	1,672	26.44	1.71	1.84	1.96	15.5	14.4	13.5
2319.HK	蒙牛乳业	未评级	590	15.22	0.40	1.27	1.43	38.0	12.0	10.6
002946.SZ	新乳业	增持	162	18.79	0.85	1.00	1.13	22.1	18.8	16.6
9858.HK	优然牧业	增持	162	3.86	-0.10	0.33	0.66	-38.6	11.7	5.8
1117.HK	现代牧业	未评级	107	1.35	-0.14	0.10	0.21	-9.6	13.5	6.4
1432.HK	中国圣牧	未评级	25	0.30	-0.05	0.07	0.10	-6.0	4.3	3.0

数据来源：Wind、开源证券研究所（注1：收盘价日期为2026年4月8日；注2：汇率换算取1人民币=1.14港元；注3：伊利股份、新乳业、优然牧业EPS为开源证券预测值，其他公司均使用Wind一致预期）

## 4、风险提示

**(1) 上游出清不及预期：**若上游牧场奶牛存栏量出清不及预期，生鲜乳供给量可能仍将过剩，奶价拐点难以达到。

**(2) 终端需求疲软：**若未来消费环境持续偏弱，液奶终端需求疲软，深加工产品需求不及预期，供需难以达到平衡点，从而影响奶价修复。

**(3) 肉牛涨价不及预期：**若肉牛价格上涨不及预期，对上游牧业公司报表利润修复可能低于预期值，从而影响利润弹性。

**(4) 成本上涨压力：**饲料成本占比较大，在全球贸易环境不确定性增强的背景下，若未来玉米、苜蓿等饲料价格超预期大幅上行，将会影响上游牧业公司利润。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

本研究报告的署名人员具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰地反映了署名人员的研究观点，所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。本报告署名人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn