

## 食品饮料

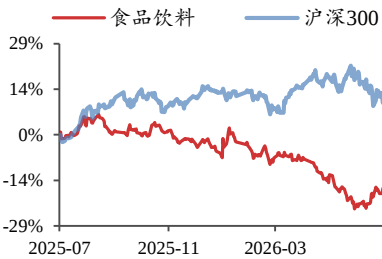
2026 年 07 月 29 日

## 供给出清叠加价格共振，周期反转信号逐渐确认

### ——行业点评报告

投资评级：看好（维持）

#### 行业走势图



数据来源：聚源

#### 相关研究报告

《板块仓位新低，配置价值提升——行业周报》-2026.7.26

《基金持仓再创新低，底部布局窗口开启——行业点评报告》-2026.7.23

《十五五消费规划出台，茅台提价叠加社零增速超预期，板块迎修复良机——行业周报》-2026.7.19

张宇光（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

张思敏（分析师）

zhangsimin@kysec.cn

证书编号：S0790525080001

#### ● 供需端：产能出清进入深水区，尾部牧场补栏乏力

2024-2025 年全国奶牛存栏累计去化约 55 万头，截至 2026 年二季度末（5 月监测），全国荷斯坦奶牛存栏进一步降至 579.4 万头，产能去化节奏持续加快；分结构看，成母牛比例持续提升，尾部牧场后备牛超量淘汰，叠加资金及贷款约束，未来补栏乏力有望继续出清。同时单产提升速度放缓，产量提升速度慢于需求提升速度，2026H1 原奶产量同比+2.4%，乳制品产量同比+6.0%。推动喷粉库存回归健康：日均喷粉量从 2024 年的 1-2 万吨降至约 4000 吨，过剩压力基本消化。

#### ● 价格端：散奶领涨、合同奶跟进，双信号共振拐点已现

（1）散奶价格淡季“突围”。5 月底以来主产区散奶收购价大幅走高，当前主流价位 2.8-3.1 元/公斤，偏紧区域（河北、新疆、江苏等）达 3.2-3.5 元/公斤，表明即期供需已经偏紧。二季度为乳制品传统淡季，散奶在供需持续好转、奶牛热应激的双重背景下超预期上行，为行业注入第一剂强心针。（2）合同奶价同比转正。上半年生鲜乳价格整体处于 3.02-3.03 元/公斤的低位磨底状态，7 月 24 日，国内主产区生鲜乳价格 3.06 元/公斤，环比+0.3%，同比+1.0%，合同奶价是下游乳企对原奶供需判断的滞后反映，其同比转正表明下游也开始感知供给趋紧，筑底信号明显。（3）下半年趋势：产业端对下半年供需形势判断普遍偏紧，部分乳企已提前锁定奶源至年底。随着双节备货窗口开启，下游乳企需求进一步释放，合同奶价有望延续企稳回升态势。

#### ● 上游经营：2026H1 龙头牧业均实现扭亏，行业进一步向头部集中

现代牧业 2026H1 预计录得税前利润不低于 0.43 亿元，扭亏为盈主因：淘牛数量下降叠加价格上涨促使乳牛公平值变动损失收窄；相对 2025H1 的原料奶销售毛利率保持稳定、毛利额有所增长；饲料成本同比下降、其他营运成本及开支管控有效。优然牧业 2026H1 预计录得归母净利润 7.39-9.03 亿元，扭亏为盈主因：奶价降幅收窄、淘牛价格上涨、持续降本增效的影响下，生物资产公平值变动产生的重估亏损减少；原奶及解决方案业务表现均持续改善。此外，7 月 20 日现代牧业对中国圣牧的要约收购正式落地，截至 7 月 21 日，现代牧业及一致行动人共持有中国圣牧 81.17% 的股份，获得中国圣牧的控制权。收购完成后，现代牧业和中国圣牧奶牛总存栏达到 60.4 万头，占比达到全国总存栏的 10.4%，行业进一步向头部集中，同时为后续周期反转蓄势。

#### ● 投资建议：重视原奶反转信号下的全产业链投资机会

“供给收缩、价格企稳、盈利验证”初步齐备，原奶反转信号逐渐显现，行业有望从“左侧磨底”进入“右侧确认”阶段，全产业链均有望受益。上游率先受益且业绩弹性较大，推荐龙头优然牧业，受益标的现代牧业、中国圣牧。下游有望迎来竞争环境改善及龙头市场份额回收，同时毛销差及原奶相关的减值亏损有望收窄，推荐新乳业、伊利股份，受益标的蒙牛乳业。

● 风险提示：下游消费复苏不及预期、去产能节奏慢于预期、进口大包粉价格冲击、成本上涨压力等。

## 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）》自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。本报告清晰准确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

### 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

### 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

### 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