

原奶周期反转信号显现，上下游共迎经营修复窗口

核心观点

近期散奶价格反超合同价，日喷粉生鲜乳减少至 2 年最低位，主产区奶价小幅回升，原奶周期反转信号明显。随着上游持续去化，预计原奶产量逐步紧缩，下游深加工产能投产增加需求，看好原奶价格开启温和上涨期，头部乳业集团将具备业绩弹性，推荐优然牧业。奶价上升期，中游乳企液奶竞争力增强，上游相关减值减少、投资收益增加，利好业绩改善，推荐伊利股份、蒙牛乳业、新乳业。

摘要

原奶周期反转信号明显

5 月以来，在口蹄疫、热应激等因素驱使下散奶价格上涨，并超过合同奶价，且日喷粉生鲜乳减少至 4000 吨。主产区奶价磨底一年后小幅涨至 3.06 元/kg，同比转正。临近旺季，原奶供需趋于平衡，看好中秋国庆奶价进一步上涨。

供需持续改善，看好奶价开启温和上涨

供给端，上游成母牛比例与牛龄结构老化，合同奶价仍低于社会全成本，将推动持续成母牛存栏去化，且老龄牛占比高使得单产提升幅度或放缓，预计未来原奶产量逐步趋紧。需求端，乳品深加工将贡献行业增量，2025 年以来、规划或在建项目 70 余个，B 端需求高增长+高附加值原料国产替代驱动深加工产业发展，随着产能利用率提升，未来有望消化生鲜乳约 400 万吨。

供需共振下，看好本轮奶价上涨持续性，考虑到行业规模化程度持续提升，牧业集团与大型乳企深度绑定，将平滑奶价周期波动性，看好本轮原奶开启温和上涨。

下半年牛肉供应趋紧，肉价涨价有望提速

上半年由于进口配额加速使用，进口商库存积累，国内牛肉价格仅小幅增长。国内 2024 年开始淘汰繁母牛，去化力度大，补栏意愿仍较弱，国产牛肉供给将持续减少。2026-2028 年进口牛肉配额制落地，2026 年澳洲配额已用完，巴西配额使用超 90%，阿根廷超 50%，而考虑到其他国家供应能力，下半年开始进口牛肉配额将开始紧缺。展望未来，国内供应进一步紧缺，进口剩余配额减少进入去库存，旺季肉价上涨可期。

投资建议：头部乳业集团背靠头部乳企，平均售奶价明显高于行业，全产业链布局与数字化养殖管控成本，奶价上升期毛利弹性更强，推荐优然牧业。

饮料乳品

维持

强于大市

杨骥

yangji@csc.com.cn

SAC 编号:S1440525110001

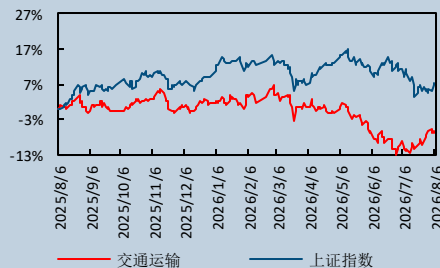
夏克扎提·努力木

xiakezhatinulimu@csc.com.cn

SAC 编号:S1440524070010

发布日期：2026 年 08 月 17 日

市场表现



中游乳企：奶价上升期，看好龙头经营修复

奶价上行期，利好龙头乳企经营改善，上游相关减值大幅减少、牧业联营公司投资收益增加，公司业绩向好。散奶价格上涨，中小乳企产品性价比降低，使得龙头液奶产品竞争力增强，2026年伊利、蒙牛液奶表现均好转。2024-2025年伊利、蒙牛针对上游相关的喷粉减值和信用减值明显增多，而在奶价上升期预计将不再大额计提相关减值。2026年半年报，头部牧业集团实现扭亏为盈，未来将持续释放利润弹性，伊利、蒙牛持股头部牧业集团，联营企业投资收益将大幅提升。

投资建议：1) 伊利、蒙牛，估值处于历史偏低水平，且头部企业具备进一步提升市场份额能力的同时，也通过分红等保证股东利益。2) 区域乳企新乳业，具备较好的利润弹性，低温产品和新零售布局也契合当前消费趋势。

风险提示：产能去化不及预期；需求不及预期；原料价格波动；深加工投产不及预期风险

目录

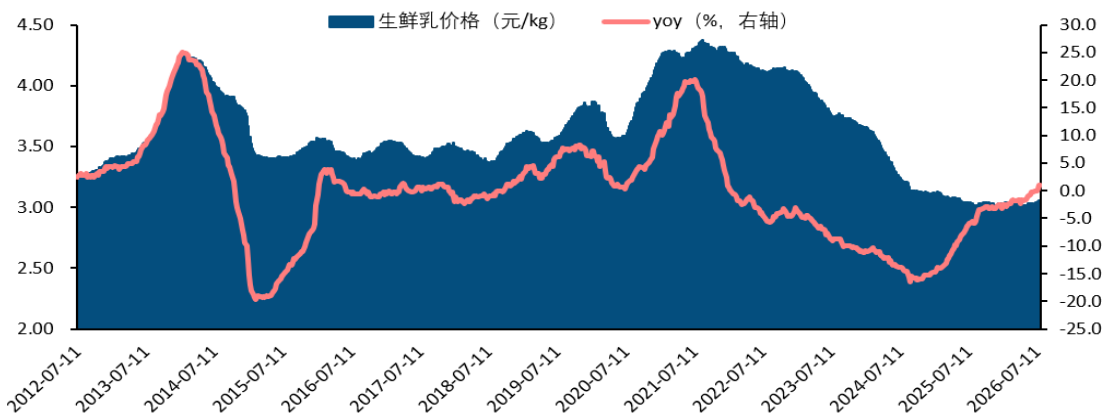
一、上游供给出清+下游深加工投产，乳业周期反转.....	1
1.1 原奶供需趋于平衡，周期拐点信号明显.....	1
1.2 供需共振：原奶供应趋紧，深加工拉升需求，预计奶价开启温和上涨.....	2
1.2.1 供给端：存栏持续去化，看好原奶产量进入偏紧区间.....	2
1.2.2 需求端：深加工产能密集投放，B端与国产化替代新增长点.....	4
1.2.3 奶价研判：我们预计奶价将开启温和上涨.....	6
1.3 肉奶共振：国产牛肉供应趋紧，进口牛肉配额限制，肉价涨价有望提速.....	7
1.3 牧业集团：进入业绩释放期，利润弹性空间巨大.....	8
1.3.1 优然牧业：国内最大奶牛养殖集团，肉奶共振核心标的.....	8
1.3.1 现代牧业：完成控股中国圣牧，业绩弹性释放在即.....	11
二、中游乳企：奶价上升期，看好龙头经营修复.....	13
2.1 液奶价格战趋缓，龙头竞争优势凸显.....	13
2.2 原奶供需平衡，预计减值减少、投资收益增加.....	14
风险分析.....	16

一、上游供给出清+下游深加工投产，乳业周期反转

1.1 原奶供需趋于平衡，周期拐点信号明显

本轮奶价周期磨底1年，供需矛盾持续改善。从2021年下半年以来，本轮奶价下行期持续近5年，前期新建规模化牧场投产新增产能，到2024年2月开始奶牛存栏开始去化，而奶牛单产提升抵消存栏去化效果，原奶产能持续平稳增加，周期明显拉长。2025年下半年原奶价格进入磨底阶段，价格维持3.02-3.04元/kg，上游持续去化淘汰奶牛，下游探索深加工、B端等新需求增长点，供需矛盾逐步缓解。2026年7月，在热应激等因素带动下，主产区奶价在淡季开始小幅回升至3.06元/kg。

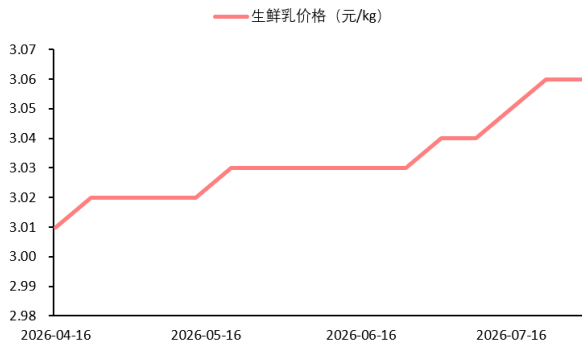
图表1：原奶价格底部磨底一年，供需矛盾逐步缓解



数据来源：wind，中信建投证券

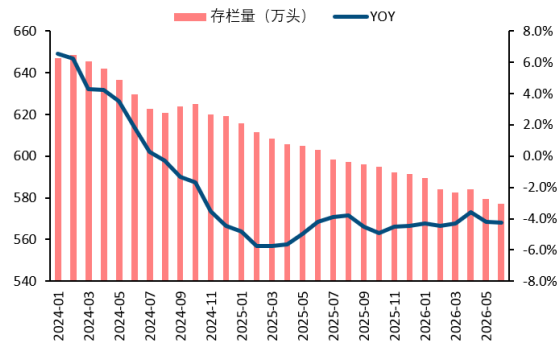
周期拐点信号已显：散奶价格上涨，行业喷粉量减少。存栏去化明显，日喷粉量大幅减少，短期热应激迅速带动散奶价上升，奶价周期拐点或早于预期。2026年5月以来，国内散奶价格呈现上行趋势，尤其7月热应激加速上涨至3元/kg以上，甚至超过合同奶价，供需走向平衡。从供给端看，2026年6月国内奶牛存栏量577.2万头，相比2024年高点减少71万头，短期热应激供给端开始趋紧，龙头乳企采购拒收率降低。从需求端看，在原奶产量维持平稳增长背景下，2026年6月国内日喷粉生鲜乳4000吨左右，相比2024年高点2万吨已经大幅下降。7月下旬，主产区奶价小幅回升至3.06元/kg，同比增速转正。

图表2：7月主产区生鲜乳价格小幅回升



数据来源：wind，中信建投

图表3：国内奶牛存栏量持续减少



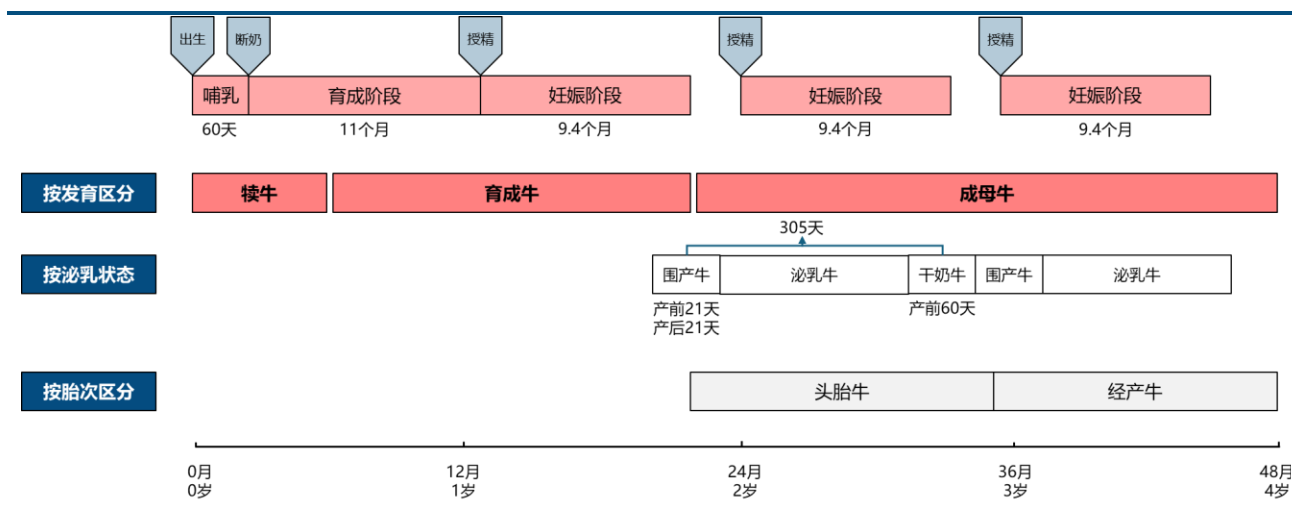
数据来源：农业从村部，中信建投

1.2 供需共振：原奶供应趋紧，深加工拉升需求，预计奶价开启温和上涨

1.2.1 供给端：存栏持续去化，看好原奶产量进入偏紧区间

奶牛养殖周期：从犊牛出生到开始产奶至少需要 2 年，通常完成 3-4 胎产奶期淘汰。奶牛按不同年龄阶段，可以分为成母牛（正在产奶、围产牛）、后备牛（犊牛和育成牛）。首先，犊牛出生或者引入犊牛，6 个月之后转为育成牛。育成牛，在 13-14 月龄开始配种，经过 9.4 个月左右妊娠期完成分娩，开始进入到泌乳期。通常在泌乳期第 2-3 个月完成下一胎的配种，经过 300 天左右泌乳期，进入 2 个月的干奶期并完成第 2 胎的生育。考虑到奶牛年龄、产奶效率、饲养效率等因素，奶牛通常完成 3-4 胎后将其淘汰（头部乳企 3 胎即淘汰），即我国奶牛从出生到被淘汰周期大约在 5 年左右。

图表4： 奶牛养殖周期



数据来源：公司公告，中信建投证券

成母牛占比高企，奶牛结构性矛盾推动存栏持续去化。过去两年，奶牛养殖业主动淘汰后备牛、延长成母牛生产周期等方式维持现金流稳定，使得行业成母牛占比提升，对于资本实力相对较弱的社会化牧场成母牛占比甚至达到 80-90%。2021-2023 年是国内奶牛存栏净增量最大的三年，当时初产奶牛在 2026 年开始将逐步进入淘汰期，而后备牛存栏存在结构剪刀差，国内奶牛养殖存栏有望持续去化。

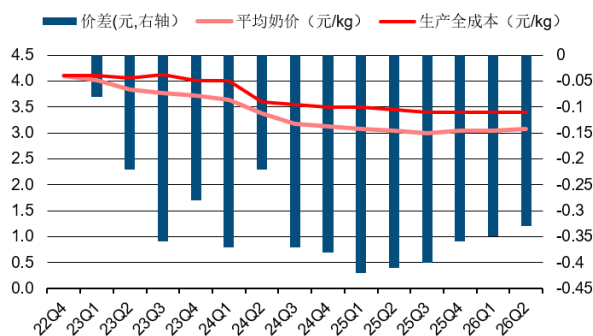
图表5： 2020 年存栏扩张与奶牛生命周期

扩张批次	2020 年购入牛犊	2021 年购入牛犊	2022 年购入牛犊	2023 年购入牛犊
2020 年	新生牛犊	-	-	-
2021 年	育成牛	新生牛犊	-	-
2022 年	配种妊娠	育成牛	新生牛犊	-
2023 年	成母牛（产奶）	配种妊娠	育成牛	新生牛犊
2024 年	产奶（二胎）	成母牛（产奶）	配种妊娠	育成牛
2025 年	产奶（三胎）/部分淘汰	产奶（二胎）	成母牛（产奶）	配种妊娠
2026 年	淘汰	产奶（三胎）/部分淘汰	产奶（二胎）	成母牛（产奶）
2027 年	-	淘汰	产奶（三胎）/部分淘汰	产奶（二胎）
2028 年	-	-	淘汰	产奶（三胎）/部分淘汰

资料来源：中信建投

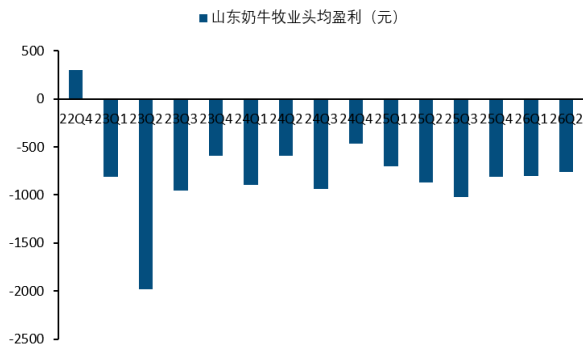
牧场亏损仍是存栏去化重要驱动力。行业亏损面减少，2025 年底行业亏损面减少至 45.6%，经营压力有所减轻，但产业仍未实现盈利。以山东省为例，26Q2 山东奶牛养殖业每公斤生鲜乳平均亏损 0.33 元，亏损幅度连续 5 个季度减少，奶牛头均亏损达到 760 元，但仍处于亏损状态。5 月以来，散奶价格大幅上涨，当前山东散奶主流价格上涨至 2.8-3.1 元/公斤，超过当前合同奶价。中小牧场受成本高企、价格偏低双重挤压，亏损压力依然较大，经营困境尚未得到有效缓解。奶牛养殖业高亏损面将是持续推动存栏去化的驱动力。

图表6： 山东奶牛养殖业仍在亏损阶段



数据来源：山东省畜牧兽医局，中信建投

图表7： 25Q4 奶牛养殖业头均亏损 810 元

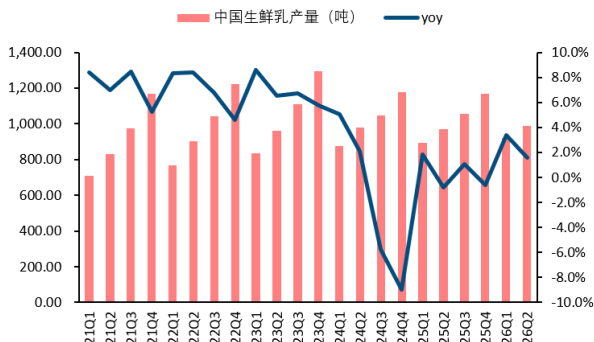


数据来源：山东省畜牧兽医局，中信建投

单产提升有望逐步放缓，存栏与产量趋势背离或将改善。供给端生产资料是奶牛，产品是生鲜乳，成母牛存栏与单产水平决定生鲜乳总产量，近年来国内奶牛单产水平持续上行，尤其 2020 年以来提升尤其迅猛。高产奶牛占比一定程度上提升抵消了奶牛存栏去化，国内原奶产量呈现小幅增长，供给端紧缩效果减弱。2025 年国内奶牛平均单产水平为 10.5 吨，相比 2020 年提升 2.2 吨，同比提升 0.6 吨（同比+6.1%），增幅超过存栏量降幅-4.5%，2026 年上半年生鲜乳产量仍呈现增加态势。

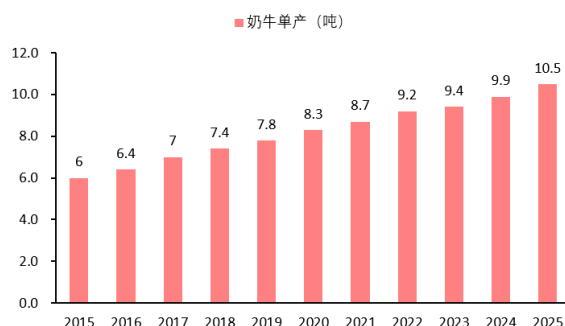
未来看点在于单产提升与存栏下降的抵消效果减弱，供给端原奶产量逐步进入紧缩。前期牧场通过淘汰后备牛，保留成母牛并延长服役期限的方式维持现金流，但是会使得未来成母牛牛群结构老化而单产水平下降，后备牛补栏存在缺口，整体牛群单产水平提升速度有望放缓。其次，优然、现代等龙头乳企针对原奶过剩的行业现状，亦在放缓单产水平提升速率。

图表8： 生鲜乳产量变化



数据来源：wind，中信建投

图表9： 国内奶牛单产水平提升



数据来源：农业农村部，中信建投

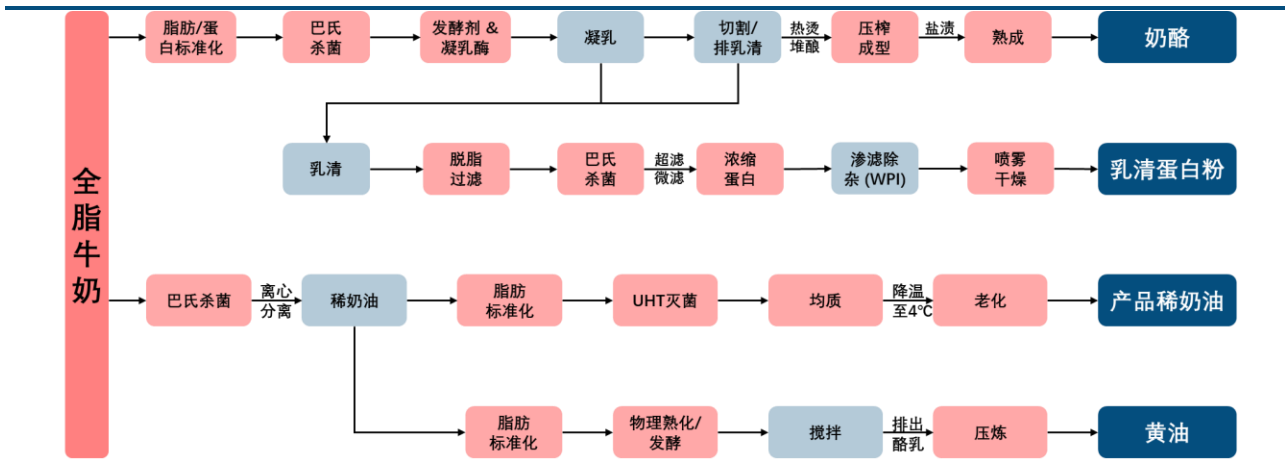
上游开启整合，行业集中度提升。产业周期底部，龙头企业低价整合优质牧场提供条件，行业集中度进一步提升。2026 年 8 月，现代牧业完成对中国圣牧的控股，整合后奶牛存栏达到 60 万头，生鲜乳年产量超 400 万

吨，特色奶占比大幅提升。优然牧业，在年初完成股份配售，其重要用途之一为降低杠杆率，并为并购优质牧场作准备。

1.2.2 需求端：深加工产能密集投放，B 端与国产化替代新增长点

乳品深加工品类众多，国内以奶酪、稀奶油、黄油等为主要形式。乳品深加工是指以生鲜乳或初级乳制品（如脱脂乳粉、乳清）为原料，通过浓缩、分离、发酵、酶解、干燥等物理、化学或生物技术手段，生产具有特定功能属性、高附加值产品的产业环节。深加工品类包括奶酪类、蛋白类、奶油类、乳糖类等，国内主要以奶酪、黄油、奶油、乳清蛋白等产品形式存在。其中，奶酪是通过凝乳酶、发酵剂等作用获取的凝乳块，其副产品是乳清，可通过微滤（MF）/超滤、喷雾干燥等流程获取乳清蛋白。黄油则是稀奶油进一步提升脂肪含量到 80% 以上后进行熟化/发酵等过程获取。

图表10： 奶酪、乳清蛋白、黄油、稀奶油工艺流程图



数据来源：中信建投证券

深加工项目进入密集投产期，累计设计产能超 70 万吨。2025 年以来，国内乳企加快布局国产深加工产能项目，覆盖龙头到中小乳企，根据荷兰斯坦杂志，2025 年在建、新建乳品深加工项目 70 余个，已投产项目日处理原奶能力超 5000 吨，伊利智慧三期项目、蒙牛“奶立方”项目、飞鹤宁夏深加工项目、牛佰仕深加工项目、传祁甘味乳业深加工项目等部分或全面投产使用。在我们报告《肉奶共振核心标的，业绩弹性释放在即》中预计，国内在建或规划深加工项目产能有望超过 70 万吨，若产能利用率分别达到 30%、50%、70%，假设以 8 倍折算为生鲜乳，将分别消化生鲜乳产能 168 万吨、280 万吨、392 万吨。

图表11： 国内主要乳企深加工产能建设规划情况

公司	产能设计	规划深加工产能（万吨）
伊利	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，年产能 15 万吨。 宁夏伊利 2023 年投资建设淡奶油项目和无水黄油项目，规划产能 3 万吨淡奶油（厚乳、稀奶油等）、1.2 万吨无水黄油，2024 年已投产。	19.2
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。 吉林工厂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。 蒙牛奶酪牵头实施的呼和浩特市 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”，2024 年建设并投产乳脂深加工产业化示范基地，	10

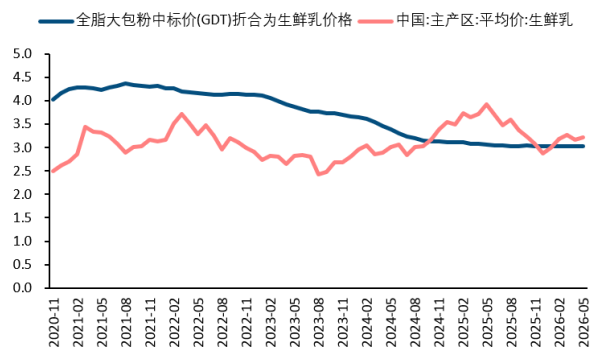
请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

	规划产品包括高端稀奶油产品、功能性脂肪球膜蛋白等产品，产能 2 万吨	
君乐宝	与西诺迪斯合作，依托君乐宝在河北邢台生产基地；公司在规划三期工程，2026 年稀奶油产能有望达到 8 万吨	8
飞鹤	飞鹤克东县稀奶油项目，已投产，设计年处理鲜奶 9 万吨，年产稀奶油 9000 吨、酪蛋白年产 2823 吨、乳清产品年产 5130 吨； 2025 年启动飞鹤（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 吨以及无水奶油 3000 吨，总产值高达 8.83 亿元。预计 2026 年末投产。 2025 年，与银河路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。无水奶油、黄油已投产。 计划投资 6 亿元在宁夏建设乳制品精深加工基地。 飞鹤乳业和立高食品成立合资公司，预计在乳品深加工方面加强合作。	7.65
乐芙娜	乐芙娜奶酪工厂从 2022 年 8 月动工到 2024 年 10 月投产，主要生产干酪制品、再制奶酪、原制干酪、成熟型干酪等产品，8 条全自动化生产线全部投入使用，预计到 2027 年产能达到 2.2 万吨。	2.2
立高股份	河南工厂 UHT 奶油产线 2.6 万吨（已满产），2024 年佛山三水的第二条产线投产，产能 5 万吨；公司也在考虑建设第三条产线。 飞鹤乳业和立高食品成立合资公司，预计在乳品深加工方面加强合作。	
原源乳业	原源（宁夏）新质乳品精加工生产项目，预计 2025 年 9 月一期试产，2026 年二期投产，稀奶油规划产能 30000 吨，厚乳 10000 吨，原制奶酪 6000 吨，再制奶酪 3000 吨	4.9
牛佰仕	新型乳制品生产项目，设计产能稀奶油 2 万吨、黄油 1 万吨、奶酪 2 万吨，一期已投产。2025 年牛佰仕(宁夏)新型乳制品生产加工项目获得用地规划许可证	5
前进集团	兰州新区日处理 2400 吨牛奶深加工项目建成达产，生产的稀奶油、黄油、奶酪等百余种产品；	12.27
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，规划建设全脂脱脂奶粉、浓缩奶、稀奶油、奶酪等深加工生产线、研发中心及现代化仓储物流基地，预计 2025 年 12 月建成投产。产能规划看，脱脂乳粉 1.3 万吨、稀奶油 1.65 万吨、浓缩奶 6.54 万吨	2.95
塞尚乳业	推进方仓智能工厂及二期智能工厂项目建设，乳制品产能 4.5 万吨 奶油奶酪车间及附属设施用房改扩建工程于 2023 年获批，奶油奶酪产能 1200 吨。贺兰基地夸克奶酪产线，生产夸克奶酪系列产品 1.6 万吨。	
拉克兰	拉克兰（皋兰）乳业有限公司奶酪一期项目于 2025 年 9 月开工，预计 2026 年 11 月试生产，总投资 2 亿元。同时，拉克兰集团将投资 3.5 亿元，同步谋划建设千亩标准化奶牛养殖基地，实现奶牛养殖和乳制品全产业链发展。	

资料来源：公司公告，中国日报网，央广网，项目环境影响报告书，融媒土左，赤峰融媒、克东融媒、宁夏日报，琅琊新闻网，松江要闻，琅琊新闻网，甘州融媒，宁夏政务服务网，中信建投

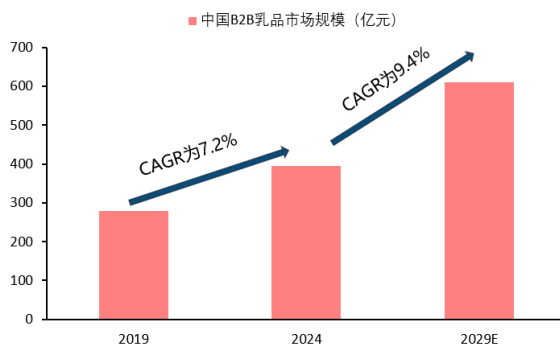
B2B 赛道迅速发展，国产深加工迎来发展新机遇。近年来，短保烘焙、现制咖啡、现制茶饮等行业迅速发展，消费者对品质诉求升级，带动 B 端连锁赛道对乳制品需求升级，是当前乳制品行业增长较快的子赛道。一方面，国内持续低奶价，加速餐饮渠道对液奶的需求，另一方面奶酪、黄油、稀奶油等深加工产品使用量迅速增加。根据弗若斯特沙利文，中国 B2B 乳品市场规模从 2019-2024 年复合增长 7.2%至 395 亿元。预计 2025-2029 年的复合增速有望达到 9.4%。因此，B 端需求爆发和国内低奶价，同时驱动国内乳企加快建设乳品深加工产能。

图表12： 国内外奶价倒挂



资料来源: wind, 中信建投

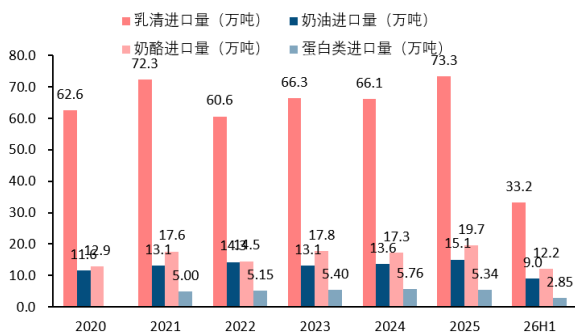
图表13： 国内 B2B 产业迎来迅速发展期



资料来源: 弗若斯特沙利文, 中信建投

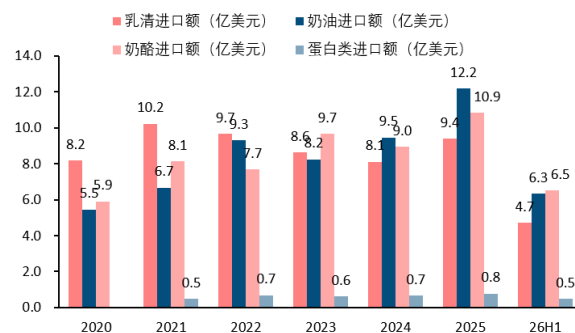
乳品原料高度依赖进口，国产化替代势在必行。深加工奶酪、稀奶油、黄油三大品类中，仅奶酪零售端国产品牌份额逐渐占据优势（妙可+伊利 CR2 为 46.2%），稀奶油、黄油领域以立高、妙可蓝多等品牌正在起势，君乐宝、塞尚乳业、三元等企业加快布局，但是原制奶酪、无水黄油等原料高度依赖进口，整体进口依赖性很高，在国内低奶价背景下仍持续进口高价产品。在深加工原料，例如脱盐乳清粉、乳铁蛋白、乳清蛋白粉、低聚半乳糖等高附加值原料几乎全部依赖进口，2025 年乳清类、蛋白类进口金额达到 9.4 亿美元、7.77 亿美元。

图表14： 我国进口部分干乳制品原料情况（万吨）



资料来源: wind, 中信建投

图表15： 我国进口部分干乳制品原料情况（亿美元）



资料来源: wind, 中信建投

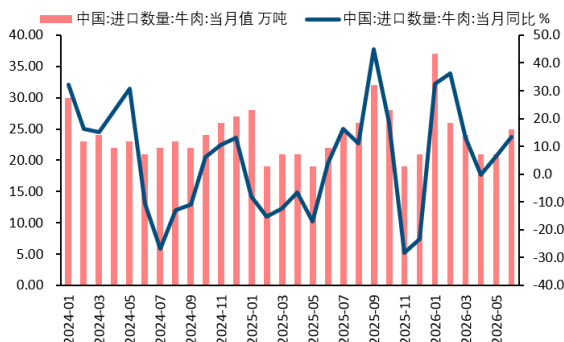
1.2.3 奶价研判：我们预计奶价将开启温和上涨

本轮奶价周期拐点已到，看好奶价开启温和上涨。短期，热应激减产与深加工产能开启密集投产，叠加中秋国庆旺季将至，看好奶价迎来反转拐点。中期看，供给端奶牛存栏去化与奶牛高龄化共振看好原奶产量逐步进入紧缩，需求端深加工产能爬坡为行业注入增量。中长期看，国内奶牛养殖规模化率达到 79%，Top 牧业集团产奶量占全国的 34%，优然牧业、现代+圣牧市场份额均突破 10%，意味着行业集中度提升，留存玩家资本实力雄厚，且背靠大型乳企，进一步平滑奶价周期波动强度。因此，我们看好本轮奶价周期拐点已到，看好奶价开启温和上涨。

1.3 肉奶共振：国产牛肉供应趋紧，进口牛肉配额限制，肉价涨价有望提速

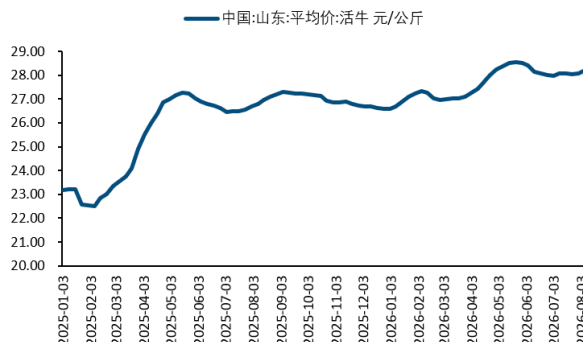
上半年进口牛肉节奏加快，国内牛肉价格上涨偏温和。2024 年国内开始能繁母牛的去化，对应到 2026 年牛肉供应开始减少，上半年国内牛肉产量减少 1.0%，肉牛出栏 2119 万头，同比减少 3.8%。但是，2026 年开始国内实施进口牛肉配额制，使得进口商加快巴西、澳大利亚等主产国的配额使用，上半年进口牛肉总量 153 万吨，同比增加 17%，占总配额的 59.56%。导致进口牛肉库存积累，且 5-7 月部分进口商由于资金压力出现抛货等现象，使得国内牛肉价格在上半年表现偏弱。以山东活牛价格为例，2026 年 1-6 月价格上涨仅 5.4%。

图表16： 上半年进口牛肉节奏偏快



资料来源：wind，中信建投

图表17： 上半年国内牛肉价格上涨偏弱



资料来源：wind，中信建投

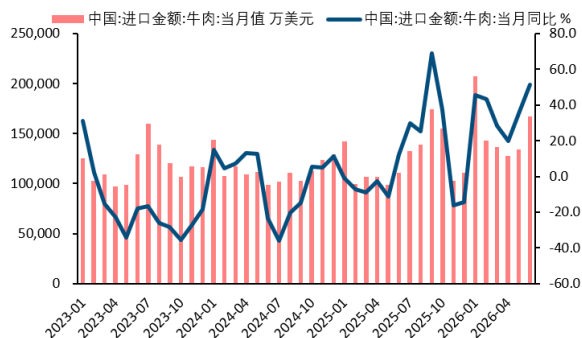
下半年进口配额趋紧，进口单价上涨，开启去库存。上半年，进口配额使用率达到 59.56%，牛肉主产国澳大利亚于 6 月用完全部 20.5 万吨，8 月 10 日巴西配额使用达到 90%，此外阿根廷配额使用超 50%。根据我们在报告《优然牧业：肉奶共振核心标的，业绩弹性释放在即》中分析，乌拉圭、新西兰面临供给紧缩，阿根廷致力于市场多元化，美国出口商资质仍未落地，我们预计完成全年配额的难度较大。其次，2026 年 6 月进口牛肉均价达到 6695 美元/吨，逐步接近 2022 年高点，呈现持续上涨态势。综上，我们预计全年进口牛肉总量有望减少 10%以上，下半年进口牛肉供应趋紧，中秋国庆旺季去库存有望加快。

图表18： 1-6 月进口牛肉情况

	巴西	阿根廷	澳大利亚	乌拉圭	新西兰	美国	其他国家及地区	总计
2025 年进口量（万吨）	145.9	47.2	30.6	20.4	11.5	5.6	19.2	280.2
2026 年配额（万吨）	110.6	51.1	20.5	32.4	20.6	16.4	17.2	268.8
配额变化	-24.20%	8.30%	-32.90%	59.00%	79.60%	194.40%	-10.30%	-4.10%
1-6 月进口量	87.23	23.96	20.56	8.24	5.95	0.09	6.97	153.00
配额完成进度	78.87%	46.89%	100.29%	25.43%	28.88%	0.55%	40.52%	56.92%

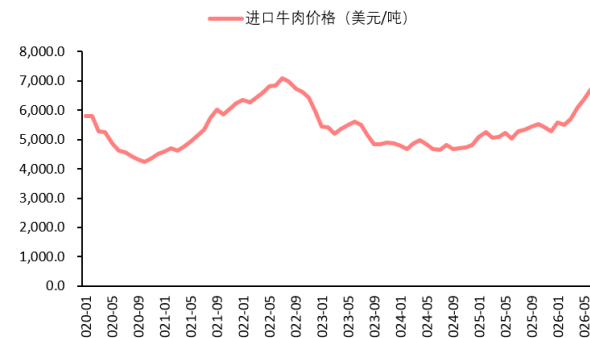
资料来源：海关总署，中信建投

图表19：国内进口牛肉金额



资料来源：wind，中信建投

图表20：进口牛肉单价变化

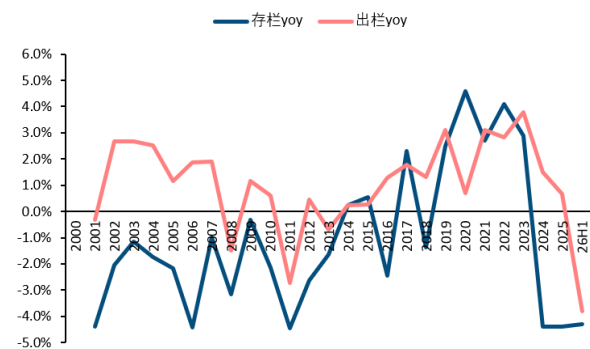


资料来源：wind，中信建投

国产牛肉供应进入紧缺，母牛补栏意愿仍较弱。2024 年国内牛肉价格下行迫使散户淘汰能繁母牛，尤其 2024 年下半年养殖利润下滑加快母牛淘汰，直到 2025 年四季度能繁母牛仍在净淘汰。目前，养殖户母牛补栏意愿仍较弱，由于前期亏损时间长、补栏后收益还需 2-3 年，呈现“牛价涨、母牛不补”的现象。从新生犊牛数量变化看，根据农业农村部，2023 年减少 1.4%，2024 年 1-11 月减少量超 8%，根据钢联数据 2025 年犊牛供应同比减少 10% 以上，因此牛肉供给缺口将进一步扩大。从国内牛存栏数据看，2026 年 6 月全国牛存栏 9557 万头，同比减少 4.3%，从 2023 年同期高点下降 9.0%，上半年肉牛出栏 2119 万头，同比减少 3.8%。

因此，我们认为下半年国产牛肉供应持续紧缩，进口牛肉进入配额紧缺和去库存阶段，叠加旺季来临，看好牛肉价格开启上涨。从国内牛肉平均批发价和山东活牛价格表现看，与前高点分别有 18.6%、27.6% 的上涨空间。

图表21：国内进口牛肉金额



资料来源：wind，中信建投

图表22：国内牛肉价格仍有加大上涨空间



资料来源：wind，中信建投

1.3 牧业集团：进入业绩释放期，利润弹性空间巨大

1.3.1 优然牧业：国内最大奶牛养殖集团，肉奶共振核心标的

优然上游全产业链布局，拥有 100 座牧场、年产超 400 万吨原奶，是全球最大的原料奶供应商。公司业务完整地覆盖乳业上游育种、草业、饲料、奶牛养殖全产业链，并且各业务均做到行业领先。原料奶方面，公司全国 17 个省份拥有 100 座规模化大型牧场，2025 年半年度奶牛存栏达到 62.3 万头，预计原奶年产量突破 400

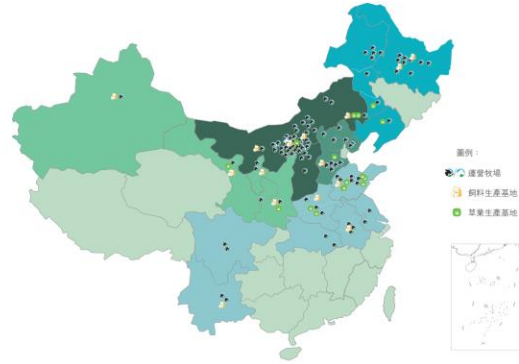
万吨。此外，优然全产业链布局巩固奶牛养殖领域领先优势，公司还是中国最大的反刍动物饲料供应商、苜蓿草供应商、奶牛育种企业。

图表23： 优然是全产业链领先的牧业集团



数据来源：公司官网，中信建投

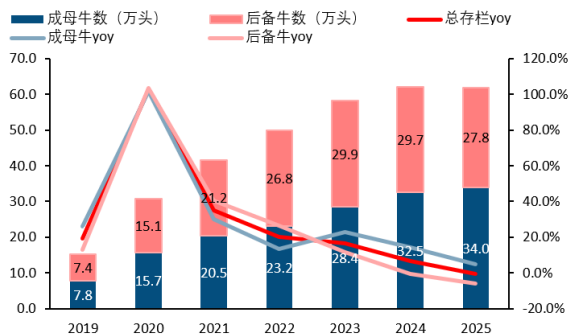
图表24： 优然全国牧场分布



数据来源：公司公告，中信建投

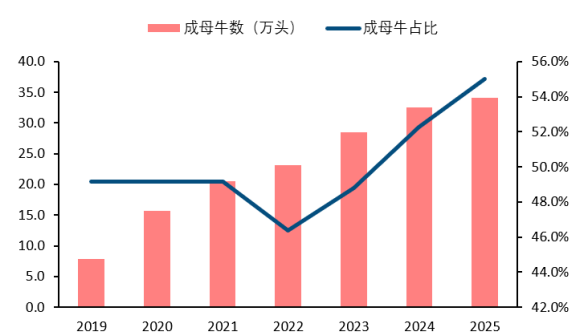
存栏与产量：新建牧场周期结束，成母牛数增加与单产提升，具备原奶产量中个位数增长空间。2025年优然3座牧场投入使用，本轮扩建周期结束，全年奶牛存栏数量61.88万头，同比-0.4%，而成母牛数量增加至34.04万头，同比+4.8%，占比达到55.0%，成母牛单产提升1.6%至12.8吨，使得全年原奶产量同比增长12.9%至423万吨。展望2026-2028年，龙头加速补栏意愿相对较弱，2025年新增牧场均为万头牧场，预计逐步完成全部补充，且成母牛占比预计维持相对高位，此外公司不排除收购优质社会化牧场，即成母牛数量有望继续增加。公司养殖效率、饲料配方的不断优化，高产奶牛占比提升，平均单产提升可期。因此，我们看好优然在未来产量维持中个位数以上增长。

图表25： 优然存栏结构变化



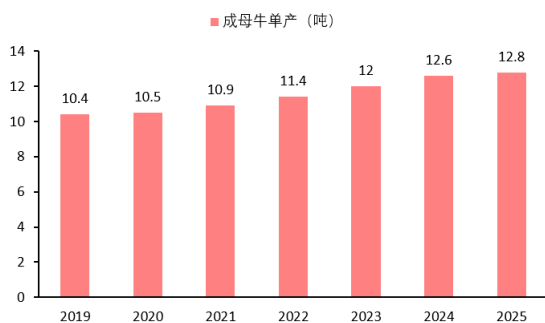
数据来源：公司公告，中信建投

图表26： 优然 25 年成母牛占比提升至 55%



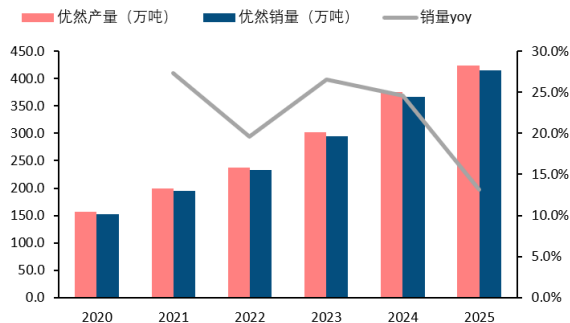
数据来源：公司公告，中信建投

图表27： 优然成母牛单产水平提升



数据来源：公司公告，中信建投

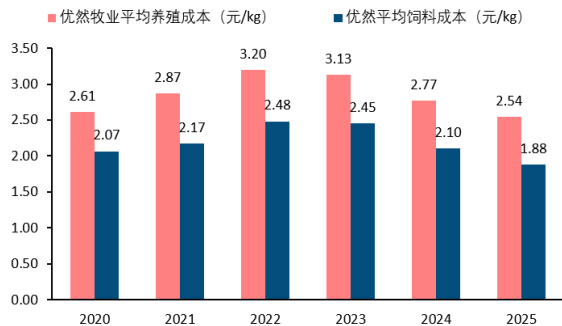
图表28： 优然原奶产销量呈增长态势



数据来源：公司公告，中信建投

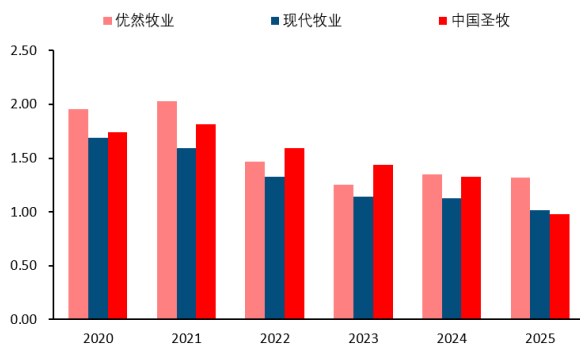
优质奶占比高，成本控制能力强，奶价上升期具备更强的毛利弹性。2025 年优然原料奶平均售价 3.86 元/kg，远高于主产区平均奶价 3.06 元/kg，一方面得益于生鲜乳稳定品质与供应，另一方面优然是中国最大的特色生鲜乳供应商，特色奶占比达到 30%左右。成本方面，上游饲料、草业完善布局，养殖环节智能化、数字化水平提升，饲料配方、养殖环境改善提升养殖效率，2025 年养殖成本、饲料成本分别为 2.54 元/公斤、1.88 元/公斤，远低于行业平均水平。因此，优然牧业单公斤原奶的毛利高于同行，在奶价上升期，优然牧业具备更高的毛利弹性。

图表29： 优然销售单价与养殖成本对比



数据来源：公司公告，中信建投

图表30： 优然原奶单公斤毛利优于同行



数据来源：公司公告，中信建投

肉价上涨受益标的，逐步布局肉牛养殖业务。从奶牛养殖周期特点看，假设以成母牛 33%、犊牛 50%的比例淘汰，每年成母牛淘汰数量超 11.3 万头、犊牛 17 万头，超过肉牛养殖集团出栏能力。其次，2026 年开始布局肉牛养殖业务，以养殖犊牛至架子牛的业务为主，长期试点肉牛育肥。

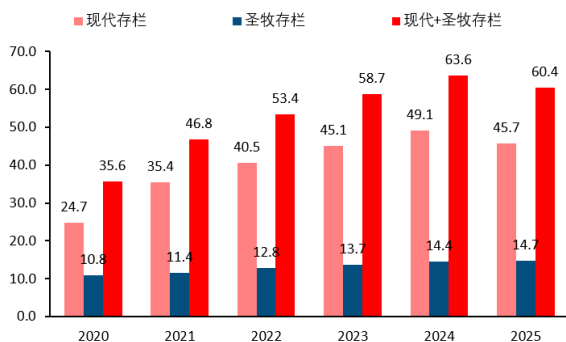
利润弹性：半年报释放利润弹性，资产置换增厚归母利润，利润释放弹性大。公司披露半年报盈利预告，上半年归母净利润 7.39-9.03 亿元，结束连续三年亏损。其次，优然将饲料、奶牛超市业务与子公司肉牛养殖业务进行置换，在奶价上升期利润释放，预计归母净利润占比进一步提升。肉奶价上升，价值重估、淘汰损失减少，进一步贡献利润弹性。此外，公司现金流表现逐步向好，2025 年自有现金流 1.5 亿元，同比增长 688.8%，未来预计现金流进一步改善。



1.3.1 现代牧业：完成控股中国圣牧，业绩弹性释放在即

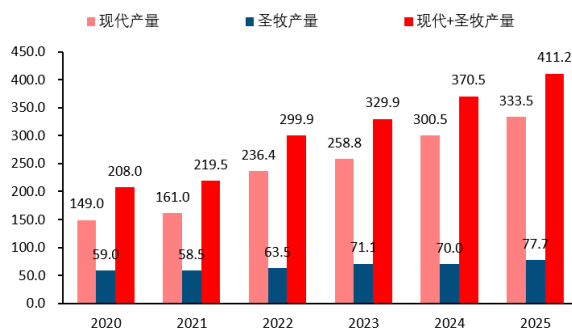
蒙牛系牧业龙头，全产业布局，完成收购中国圣牧，原奶年产量将突破 400 万吨。现代牧业构建“从一粒种到一杯奶”全产业链布局，2026 年 8 月完成要约收购中国圣牧，直接持股 53.53%，合计运营 81 个牧场，奶牛存栏将超 60 万头，全年原奶产量将达到 400 万吨级别。此外，现代牧业有效补充优质特色奶的短板，并购后特色奶占比超 25%。

图表31：现代+圣牧存栏达到 60 万头（万头）



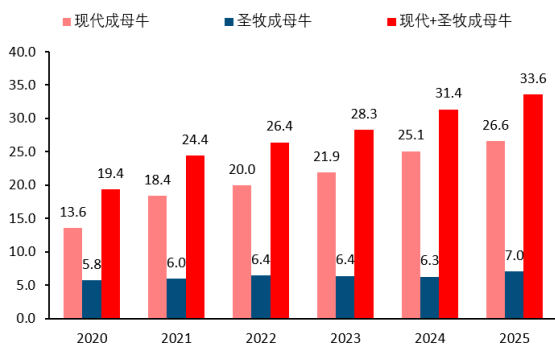
数据来源：公司公告，中信建投

图表32：现代+圣牧原奶产量突破 400 万吨（万吨）



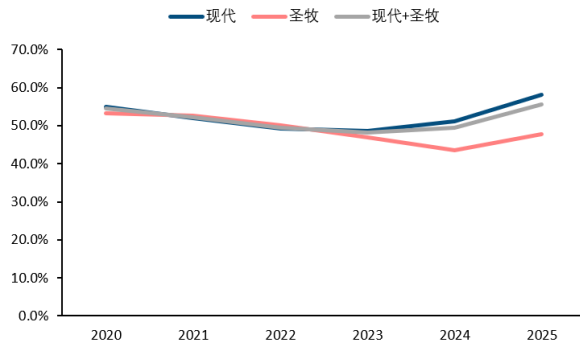
数据来源：公司公告，中信建投

图表33：现代+圣牧成母牛数量达到 33.6 万头（万头）



数据来源：公司公告，中信建投

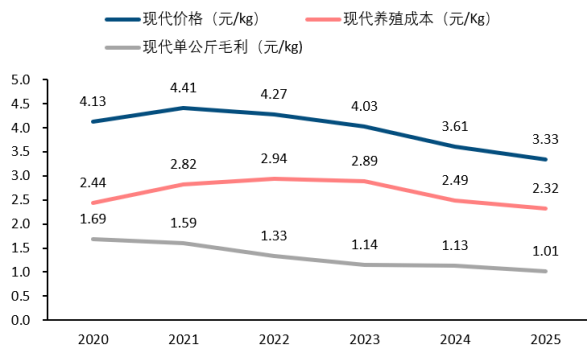
图表34：现代+圣牧成母牛占比 55.6%



数据来源：公司公告，中信建投

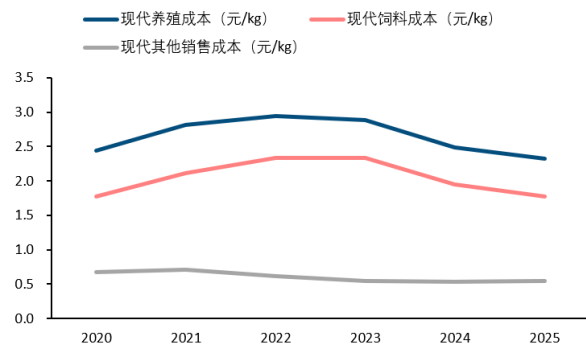
现代牧业内生业务：成母牛占比提升至 58%，单产提升，销量中高个位数增长，成本控制能力强。2025 年，公司加大后备牛淘汰力度，全年存栏数量减少 3.4 万头至 45.69 万头，其中成母牛增加 1.49 万头至 26.58 万头，成母牛占比 58.16%，单产 12.9 吨，全年原奶产量 333.5 万吨。此外，公司平均养殖成本仅为 2.32 元/kg，其中饲料成本 1.77 元/kg，相比同行表现更强。

图表35：现代牧业奶价与单公斤毛利变化情况



数据来源：公司公告，中信建投

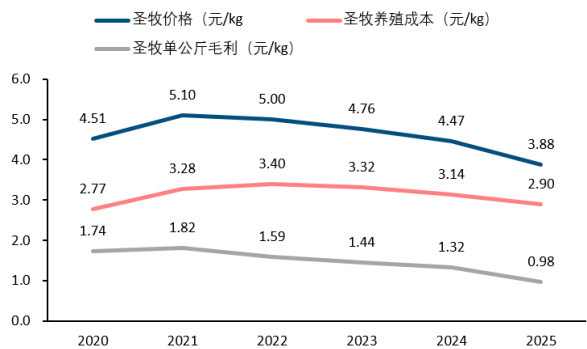
图表36：现代牧业单公斤成本变化情况



数据来源：公司公告，中信建投

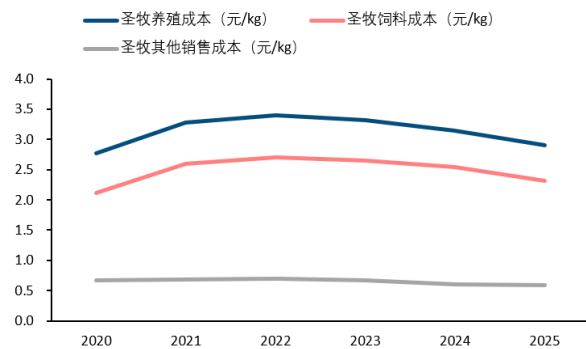
中国圣牧：优质奶占比 80.3%，成母牛占比提升，盈利提升空间大。2025 年成母牛占比提升至 49%，原奶产量增长 11.07%，原奶价格下降 13.25%至 3.88 元/kg，预计与高端奶特仑苏降价等因素相关。现代牧业收购圣牧，补齐了有机奶等特色奶短板，圣牧 80.3%的生鲜乳均为高端奶。在成本方面，由于有机奶养殖条件和饲料配方等要求较高，综合成本相对高于现代，2025 年单公斤成本 2.90 元/kg，其中饲料成本 2.31 元/kg。

图表37：现代牧业奶价与单公斤毛利变化情况



数据来源：公司公告，中信建投

图表38：现代牧业单公斤成本变化情况



数据来源：公司公告，中信建投

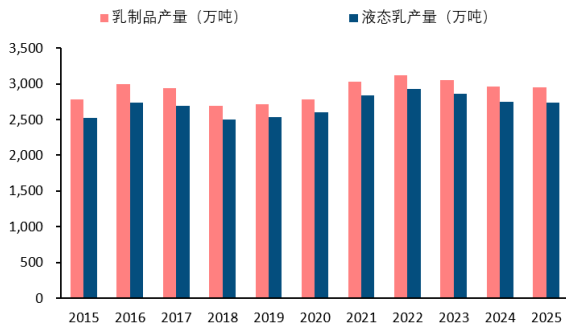
现代牧业：利润弹性释放在即，圣牧并表将进一步增厚利润。2026 年中报盈利预告，上半年现代牧业归母净利润预计不低于 0.43 亿元，而同期为-9.72 亿元，盈利表现明显改善，下半年随着奶价市场行情逐步向好，看好下半年开始加快利润弹性的释放。另一方面，中国圣牧亦开始释放盈利，上半年利润 0.15-0.25 亿元，去年同期为-0.45 亿元，25 年下半年公司计提 3.16 亿元的土地使用权减值，预计下半年利润表现会更强。

二、中游乳企：奶价上升期，看好龙头经营修复

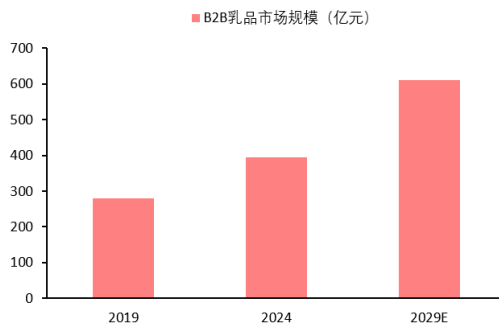
2.1 液奶价格战趋缓，龙头竞争优势凸显

本轮原奶价格下行期，液奶需求结构发生转变。2023 年以来，原奶供过于求、消费需求不景气等影响国内乳制品产量呈下降趋势，2025 年国内乳制品产量 2950 万吨，相比 2022 年下降 5.4%，其中液态奶产量预计 2735 万吨左右，相比 2022 年下降 6.5%，液态奶占比超过 90%。从需求结构看，常温品类液体奶需求受到冲击，龙头乳企液奶销售不及预期，另一方面茶饮、咖啡等 B 端需求快速增长，2024 年 B2B 乳品市场规模达到 395 亿元，5 年 CAGR 为 7.2%。

图表39：现代牧业奶价与单公斤毛利变化情况



图表40：B2B 乳品需求规模快速增长



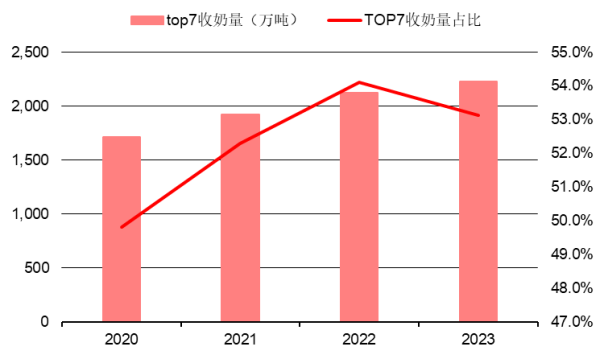
数据来源：中国奶业协会，中信建投

数据来源：弗若斯特沙利文，中信建投

奶价上升期，龙头液奶竞争优势更加明显，看好龙头液奶业绩修复。2023 年伊利、蒙牛、光明、君乐宝、新乳业、三元、飞鹤等 7 家乳品企业合计收奶量达到 2229.6 万吨，占全国牛奶产量的 53.1%，意味着在奶价下行期，龙头减少合同采奶量，社会散奶供应显著增加，2024-2025 年社会散奶价格一度跌破 2 元/kg，显著低于主产区平均奶价 3+元/kg，低散奶价格为中小乳企打价格战奠定基础，叠加商超定制化趋势部分中小乳企成为大型商超供应商，龙头液奶表现明显受挫。2025 年伊利、蒙牛液态奶收入分别为 704.2 亿元、649.4 亿元，分别从 2023 年的高点下降了 17.67%、20.87%。

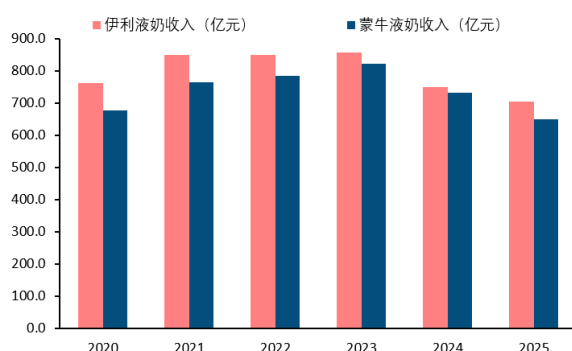
2026 年以来，随着上半年散奶价格逐步回升至 2.5 元/kg 左右，5 月以来呈现持续上涨态势，在 7 月热应激等因素刺激下散奶价格反超合同奶价。从龙头液奶表现看，预计伊利、蒙牛上半年液奶收入均实现正增长，新乳业常温奶亦实现正增长。

图表41： 2023 年 Top7 乳企采奶量占全国的 53.1%



数据来源：《中国奶业统计资料》，中信建投

图表42： 2024-2025 年龙头液奶收入下降

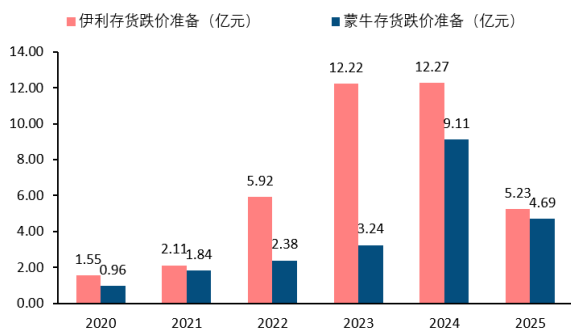


数据来源：公司公告，中信建投

2.2 原奶供需平衡，预计减值减少、投资收益增加

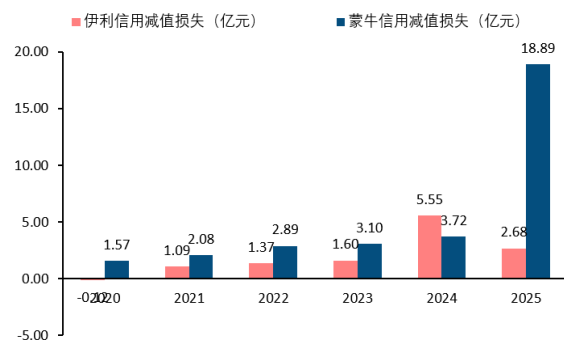
2024-2025 年上市乳企减值明显增加，影响利润表现。与原奶下行周期直接相关的乳企存货跌价准备、信用减值损失、生物资产减值等项目计提明显增加。存货跌价准备，龙头乳企发挥社会责任，对生鲜乳应收尽收，供过于求背景下大量喷粉，且液奶产品周转压力增加，体现在公司报表是存货跌价准备明显增多。信用减值损失，上游供应商还款能力下降。生物资产减值，部分乳企原料奶自给率高，奶价下行期相关奶牛估值下修形成减值。

图表43： 伊利、蒙牛存货跌价准备计提情况



数据来源：公司公告，中信建投 注：蒙牛为存货撇减至可变现净值

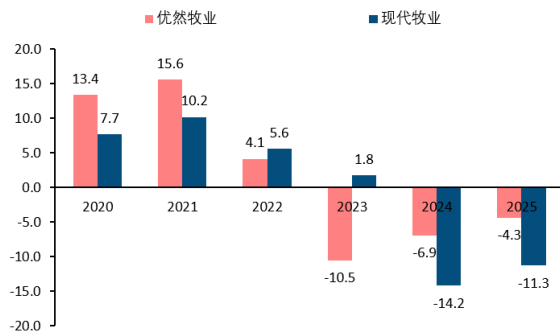
图表44： 伊利、蒙牛信用减值损失情况



数据来源：公司公告，中信建投 注：蒙牛为金融资产减值亏损净额

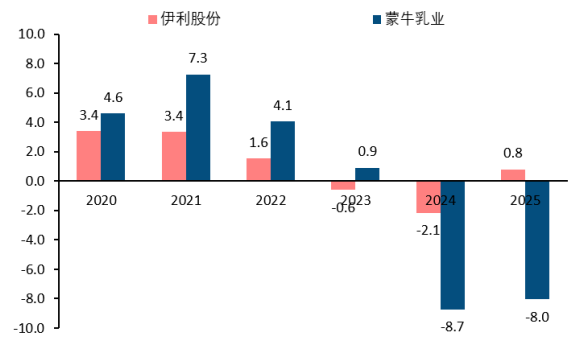
龙头乳企持股下游牧场，奶价上行期投资收益增加。2026 年伊利通过子公司参与优然配售增持，间接持有 36.07% 的优然牧业股权。蒙牛及其子公司持有现代牧业 56.36% 的股权。过去几年，奶价下行期牧业集团大幅度亏损，影响到龙头乳企相关投资收益。2026 年，优然、牧业均实现扭亏为盈，奶价反转之际，未来龙头乳企将充分享受牧业集团利润弹性。

图表45： 优然、现代归母净利润情况



数据来源：公司公告，中信建投

图表46： 伊利、蒙牛联营企业投资收益情况



数据来源：公司公告，中信建投

风险分析

产能去化不及预期：目前行业去产能已达成共识，下半年将延续去化态势，奶价周期即将进入底部；若头部牧业公司去化较慢，且社会化牧场仍有亏损运营意愿等待奶价回升，产能去化进程会放缓，进一步影响牧场经营业绩。

需求不及预期：即使牧业大范围减产，若需求持续疲软，下游原奶需求量减少，会进一步后移奶价拐点时间。

原料价格波动：原材料占到销售成本 70%以上，豆粕、苜蓿、燕麦草等原料进口占比较高，且今年玉米价格有所回升，若原材料价格波动加大，影响牧场饲养成本。

深加工投产不及预期风险：随着奶酪、稀奶油、黄油行业的迅速发展，包括大型乳企在内的入局者不断涌入，市场竞争加剧，若出现恶性价格竞争，将对行业整体盈利表现产生负面影响。

分析师介绍

杨骥

中信建投证券大消费组长兼食品饮料行业首席分析师，13 年产业工作经验、6 年券商工作经验。曾任咨询公司合伙人、中国酒类流通协会专家委员会副秘书长，带队服务过近八成上市酒企及多家消费品公司，具备深刻的专业思维、领先的产业视角和深厚的行业积淀。

2024 年带队荣获 9 项最佳分析师大奖，2022—2024 年连续三年新财富入围团队，Wind 金牌分析师 2023 年第一名、2024 年第二名，22、23、24 新浪金麒麟最佳分析师及未来之星，2024 年金牛奖第三名、2024 年 21 世纪金牌分析师及年度成长性分析师、2022—2024 上证报最佳分析师、2022—2024 年东方 choice 最佳分析师等。

夏克扎提·努力木

南开大学学士、硕士，2022 年 7 月加入中信建投食品饮料团队，研究白酒、乳品、调味品。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话：（8610）56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk