下载日志已记录，仅供内部参考

2026 年 10 月 8 日

行业研究

从去牛到减奶，原奶周期拐点将至

——牧业专题报告

要点

牧场的本质与产业规律。原奶的交易边界由保存时间、运输距离、检测条件和接货网络共同划定。易腐特性叠加连续生产，决定了原奶库存无法承担常规的跨期调节。购销合同能够稳定日常交付，但无法消纳超出能力上限的原奶，因此原奶价格对边际供给高度敏感，调整通常早于牛群与产量调整。供给端的调整滞后也受到资产专用性与繁育周期的双重约束，总牛群数收缩初期，结构与效率仍可支撑原奶量的增长。后备牛的淘汰对当期产量基本没有影响，低产牛的淘汰可提高存量牛群的平均单产，单产提升进而带动总产量的增长。当总牛只数量、成母牛占比、平均单产提升幅度，以及可销售原奶比例的合计贡献为负时，总奶量才进入收缩阶段。

供给扩张快于需求吸收，可变成本下行延缓出清。价格层面，本轮奶价调整的深度与持续时间均已超过上一轮，跌幅加深约 10pcts，低位停留时间更长，供给消化难度更高。虽然奶价自 2022 年起走弱，但全国牛奶产量继续增加，供给量的调整滞后于价格，饲料成本下行进一步延长了传导链条。供给层面，本轮原奶供给增量远大于上一轮，扩产的年均速度接近上一轮的六倍，形成了强度更高、增量更集中、持续时间更长的供给扩张；进口乳原料在周期前半段进一步放大供给压力。需求层面，2022-2025 年为乳制品零售额 2001 年以来的首次持续回落期，其中白奶必选属性更强，走势量稳价跌。酸奶可选属性更强，出现了更大幅的销售额下滑。鲜奶渗透率持续提升，但以价换量逻辑对销售额贡献有限。

需求低位企稳，供给收缩决定周期转折。需求最差的阶段可能正在过去，结合头部乳企的销售策略和收入表现，可看到终端销售表现的企稳修复。伊利股份于 24Q2 出现收入 TTM 同比下降，26Q2 降幅收窄至 5%。蒙牛乳业 24H1 收入 TTM 同比转为-4%，后降幅达 10%以上，26H1 同比降幅收窄至 3%。根据欧睿预测，乳制品总销售额在经过 22 年以来连续五年的同比下降后，预计在 2027 年企稳后低位修复，对应 26-30 年 CAGR 为 1.1%。需求继续快速恶化的概率下降，但后续增量贡献有限。我们认为，需求更可能成为行业止跌的因素，而非单独推动原奶周期反转的力量，近两年的行业转折仍需供给端收缩提供更有力的支撑。供给端牛群的淘汰重心逐步转向后备牛，当效率提升无法抵消牛只去化的时候，供给端有望出现更明确的收缩反转。

投资建议：上游牧业前期扩容叠加下游需求疫后疲软，供需缺口导致原奶价格一路下行。25 年以来伴随牛只持续去化和需求端的平稳，原奶价格底部震荡。进入 2026 年，肉牛价格进一步上涨，存栏去化延续，原奶价格出现修复信号。且本轮去化过程中，头部牧场抗风险能力更强，中小牧场陆续出清，行业集中度提升。优然牧业和现代牧业作为头部牧场，背靠伊利蒙牛为代表的头部乳企，近年来逆势扩张存栏，后续奶价企稳上行周期有望扩大竞争优势。叠加生物资产减值改善预期，利润端有望释放更大弹性。因此，重点推荐牧业行业的头部企业**优然牧业**和**现代牧业**。

风险分析：奶价持续下行，饲料价格上涨，疫病风险。

重点公司盈利预测与估值表

证券代码	公司名称	股价（元）	EPS（元）			PE（X）			投资评级
			25A	26E	27E	25A	26E	27E	
9858.HK	优然牧业	3.27	-0.11	0.39	0.61	NA	8	5	增持
1117.HK	现代牧业	1.22	-0.14	0.13	0.20	NA	9	6	增持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-10-06；汇率按 1HKD=0.8573CNY 换算

食品饮料

买入（维持）

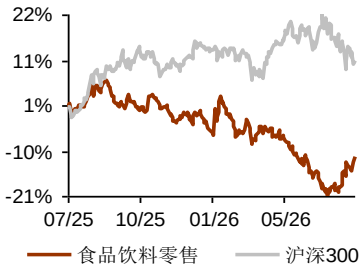
作者

分析师：叶倩瑜
执业证书编号：S0930517100003
021-52523657
yeqianyu@ebscn.com

分析师：李嘉祺
执业证书编号：S0930523070005
021-52523658
lijq@ebscn.com

分析师：董博文
执业证书编号：S0930524030003
021-52523798
dongbowen@ebscn.com

行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

下载日志已记录，仅供内部参考

投资聚焦

2022 年原奶价格高点回落以来，下行周期的时间长度和波动幅度均超过过往周期，需求端的增长转弱和供给端远高于上一轮的扩产增量进一步增加了原奶价格企稳修复的难度。当前时间点，经过多年的牛只去化和终端动销的经营调整，原奶价格已出现底部企稳迹象，市场关注点在于当前节点是否为周期转向时间点，我们结合产业规律，从供需两个维度尝试拆解本轮原奶周期走势。

研究观点

原奶的易腐特性叠加连续生产，使其库存无法承担常规的跨期调节，价格对边际供给高度敏感，调整通常早于牛群与产量的调整。本轮周期原奶价格下跌的深度与时长均超过上一轮，但需求低位企稳与供给去化重心的转移，正共同指向周期拐点的临近。我们认为：

1）需求端最差的阶段正在过去，但难以独立驱动反转。乳制品零售额自 2022 年起进入 2001 年来的首次持续回落期，其中白奶必选属性更强、量稳价跌，酸奶可选属性更强、销售下滑幅度更大，鲜奶以价换量、对销售额贡献有限。头部乳企收入降幅逐步收窄（伊利 26Q2 收入 TTM 降幅收窄至 5%、蒙牛 2026H1 收入 TTM 降幅收窄至 3%），欧睿预测乳制品总销售额 2027 年企稳、26-30 年 CAGR 为 1.1%。我们认为，需求更可能成为行业止跌的因素，而非单独推动原奶周期反转的力量。

2）供给端的收缩反转正在临近，效率提升难以无限期抵消牛群下降。后备牛淘汰对当期产量基本无影响，低产牛淘汰反而提高存量牛群的平均单产，效率提升延缓了减产时点；只有当总牛只、成母牛占比、平均单产及可销售原奶比例的合计贡献转为负时，总奶量才进入收缩阶段。当前牛群淘汰重心已转向后备牛，供给端有望出现更明确的收缩反转。

股价上涨的催化因素

1）下游乳企注重动销表现，若中秋国庆节点后，终端销售表现稳健向好，需求端的企稳修复可推动原奶价格延续节前的上涨趋势，为牧业公司带来收入增长；
2）行业牛只存栏持续去化，若年底牛只去化节奏延续，供给端的进一步收缩，有望为原奶价格企稳回升提供支撑，助力牧业公司收入端向好。

投资观点

上游牧业前期扩容叠加下游需求疫后疲软，供需缺口导致原奶价格一路下行。25 年以来伴随牛只持续去化和需求端的平稳，原奶价格底部震荡。进入 2026 年，肉牛价格进一步上涨，存栏去化延续， 原奶价格出现修复信号。且本轮去化过程中，头部牧场抗风险能力更强，中小牧场陆续出清，行业集中度提升。优然牧业和现代牧业作为头部牧场，背靠伊利、蒙牛为代表的头部乳企，近年来逆势扩张存栏，后续奶价企稳上行周期有望扩大竞争优势。 叠加生物资产减值改善预期，利润端有望释放更大弹性。因此，重点推荐牧业行业的头部企业**优然牧业**和**现代牧业**。

下载日志已记录，仅供内部参考

目 录

1、 奶牛牧场的本质与产业规律 6
1.1 原奶特性决定交易边界 6
1.2 生物周期决定供给调整滞后于价格信号 6
1.3 规模能摊薄成本，但无法突破管理、资源和资本边界 8
2、 供给扩张快于需求吸收，可变成本下行延缓出清 10
2.1 供给连续扩张、需求增长转弱，市场先通过降价消化增量 10
2.2 需求增长转弱：零售额见顶回落，液奶量稳价跌 11
2.3 降价传导至减产存在时滞：效率对冲、投资黏性与成本缓冲 13
3、 需求低位企稳，供给收缩决定周期拐点 14
3.1 需求端低位企稳，难以独立驱动反转 14
3.2 牛只去化已经发生，淘汰重心转向后备牛 15
3.3 效率可以延缓减产，但难以无限期抵消牛群规模下降 16
4、 投资建议 17
4.1 优然牧业：牧业领军企业，背靠伊利稳健增长 17
4.2 现代牧业：整合资源，强化竞争优势 21
5、 风险分析 26

下载日志已记录，仅供内部参考

图目录

图 1：原奶必须在有限时间和区域内完成交付 6
图 2：后备牛形成首次泌乳能力通常接近两年 7
图 3：优然牧业与现代牧业单产持续提升 7
图 4：优然牧业与现代牧业成母牛占比在扩群后回升 7
图 5：优然牧业与现代牧业总牛只在 2025 年转降 8
图 6：优然牧业与现代牧业原奶销量仍保持增长 8
图 7：原奶奶量的决定参数 8
图 8：牧场规模扩大主要摊薄固定及间接成本 9
图 9：主产区生鲜乳月均价 10
图 10：全国牛奶产量 10
图 11：本轮奶价下跌更深，原奶产量拐点明显滞后 11
图 12：本轮五年供给扩充强度远高于上一轮 11
图 13：全脂、脱脂奶粉进口量均已从 2021 年高点回落 11
图 14：乳制品零售额在 2021 年见顶 12
图 15：乳制品/白奶/酸奶零售额同比增速 12
图 16：白奶销售额 22 年以来有所回落 12
图 17：白奶销量相对稳定，单价先升后降 12
图 18：鲜奶在白奶中的销量及销售额占比持续提升 13
图 19：鲜奶销售单价于 2022 年见顶后回落 13
图 20：公斤奶饲料成本占生产成本比例 13
图 21：不同类型的公斤奶饲料成本 13
图 22：主要饲料原料年均价指数（2014 年=100） 14
图 23：乳制品零售额有望低位企稳，但预测期增幅有限 14
图 24：白奶零售量温和修复，难以成为行业反转的主要动力 14
图 25：伊利股份液态奶 TTM 收入及同比 15
图 26：蒙牛乳业液态奶 TTM 收入及同比 15
图 27：全国奶牛存栏已从 2024 年初高点回落 15
图 28：淘汰重心转向后备牛，未来补栏储备加速收缩 15
图 29：从去牛到减奶，关键在于效率改善能否继续抵消牛群规模收缩 16
图 30：优然牧业存栏数量及成母牛占比 18
图 31：优然牧业单产情况 18
图 32：优然牧业营业收入及同比 19
图 33：优然牧业归母净利润 19
图 34：优然牧业毛利率/净利率 19
图 35：优然牧业生物资产减值情况 19
图 36：现代牧业存栏数量及成母牛占比 22
图 37：现代牧业单产情况 22
图 38：现代牧业营业收入及同比 23
图 39：现代牧业归母净利润 23

下载日志已记录，仅供内部参考

图 40：现代牧业毛利率/净利率 23
图 41：现代牧业生物资产减值情况 23

表目录

表 1：各牧场成母牛占比及单产变化情况 16
表 2：优然牧业主要业务收入及毛利率、费用率、生物资产减值、净利润预测 20
表 3：优然牧业可比公司估值对比 21
表 4：优然牧业盈利预测与估值简表 21
表 5：现代牧业主要业务收入及毛利率、费用率、生物资产减值、净利润预测 24
表 6：现代牧业可比公司估值对比 25
表 7：现代牧业盈利预测与估值简表 25
表 8：行业重点上市公司盈利预测、估值与评级 27

下载日志已记录，仅供内部参考

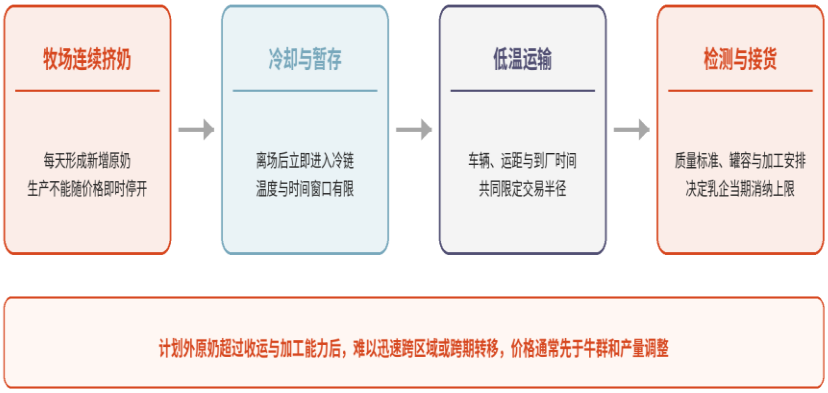
1、 奶牛牧场的本质与产业规律

1.1 原奶特性决定交易边界

原奶的交易边界由保存时间、运输距离、检测条件和接货网络共同划定。原奶在常温下易变质，因此经挤奶后即需进入冷却、暂存和运输环节。我国乳品质量安全监管制度对装运时间、温度、车辆、检测和交接记录均有明确规定，购销合同另需约定数量、质量、计价与交付责任。易腐特性叠加连续生产，决定了**原奶库存无法承担常规的跨期调节**。

购销合同能够稳定日常交付，但无法消纳超出能力上限的原奶。牧场更换客户需要重新匹配车辆、运距、到厂时间和检测标准，乳企也要相应安排罐容、生产线和产品去向，客户切换成本较高。计划外的原奶一旦增加，很难迅速转往远处，牧场一般只能接受更低的成交条件。即使供需缺口占总量比重较小，最先参与现货议价、最先承压的，正是这部分增量。当供大于求的局面持续至续约期之后，降价压力便从计划外原奶传导至合同基准与采购量，这也是原奶价格调整通常早于牛群与产量调整的根本原因。

图 1：原奶必须在有限时间和区域内完成交付



资料来源：农业农村部，光大证券研究所

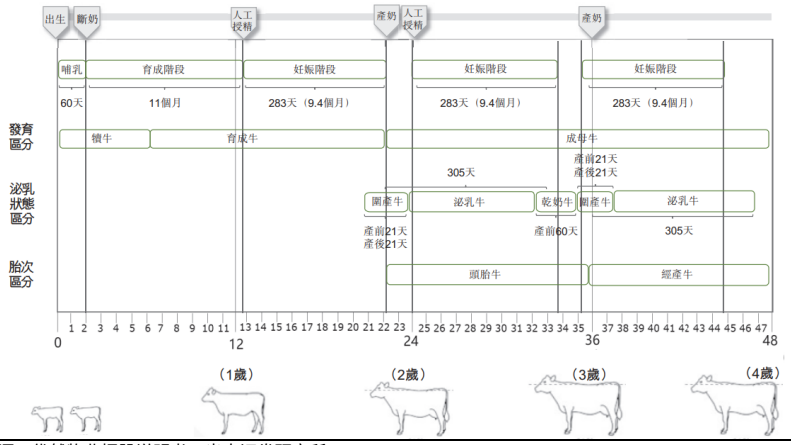
1.2 生物周期决定供给调整滞后于价格信号

供给的调整滞后，源于资产专用性与繁育周期的双重约束。牛舍、挤奶设施、环保和饲料系统很难迅速转作其他用途，奶牛数量又受繁育周期约束。经营承压时，牧场通常先调整日粮、淘汰低产牛，以缓解当期成本压力。压力延续后，再减少犊牛留养、压缩后备牛规模、放缓扩建进度。调整日粮与淘汰低产牛可能提高群体效率，减少留养与放缓扩建则要更长时间后才影响产奶能力，供给调整因此出现明显的时间差。

一头后备牛从出生到首次泌乳，典型周期接近两年。奶牛通常约 13 月龄首次配种，妊娠约 9 个月，泌乳约 300 天，干奶约 60 天；Teagasc（爱尔兰农业与食品发展部）亦将约 24 月龄首次产犊作为重要管理目标。低奶价阶段减少后备牛，对当年的产量几乎没有影响，缺口要到这批牛原本应进入泌乳阶段时才逐步显现，也因此出现价格信号与产能变化之间时滞。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 2：后备牛形成首次泌乳能力通常接近两年

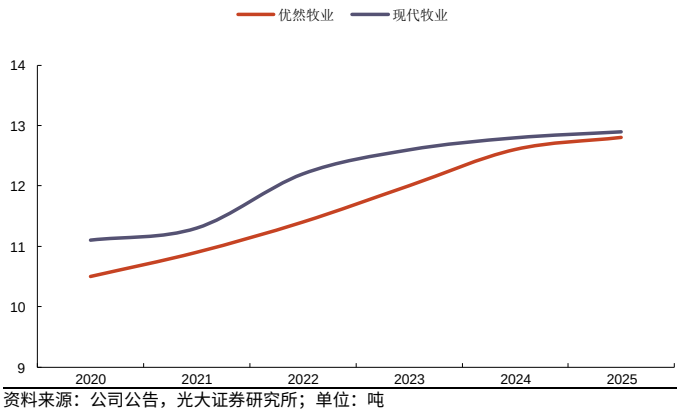


资料来源：优然牧业招股说明书，光大证券研究所

供给调整存在过渡期：总牛只数收缩初期，结构与效率仍可支撑原奶量的增长。低产牛的淘汰一方面降低了牛只总头数，另一方面也提高了存量牛群的平均单产。后续伴随后备牛进入泌乳阶段，成母牛占比随之提升。

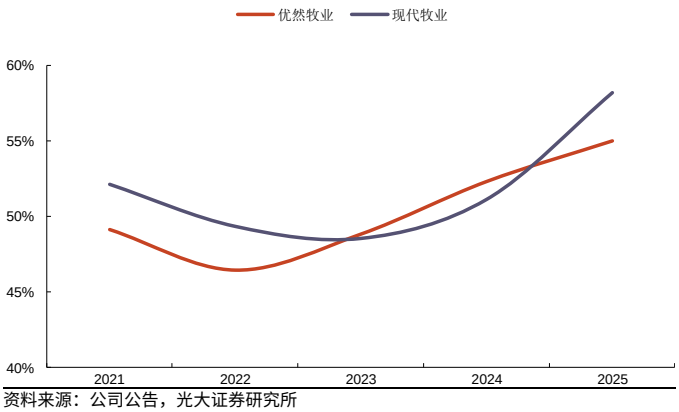
以优然牧业、现代牧业为例，两家公司均经历了先扩群、后优化结构的路径。总存栏方面，优然和现代均在 24 年达到高峰，25 年存栏量回落。单看成母牛占比，优然牧业的成母牛占比 2022 年降至 46.4%，此后连续回升至 2025 年的 55.0%。现代牧业 2023 年降至 48.5%，2025 年回升至 58.2%，二者成母牛存栏数量均未收缩。单产方面，优然牧业平均单产由 2020 年的 10.5 吨/头提高至 2025 年的 12.8 吨/头，现代牧业同期由 11.1 吨/头提高至 12.9 吨/头。随着前期扩群储备的后备牛逐步进入泌乳期，叠加低产牛淘汰和单产的提升，有效产能的变化显著晚于总牛只数量变化。

图 3：优然牧业与现代牧业单产持续提升



资料来源：公司公告，光大证券研究所；单位：吨

图 4：优然牧业与现代牧业成母牛占比在扩群后回升

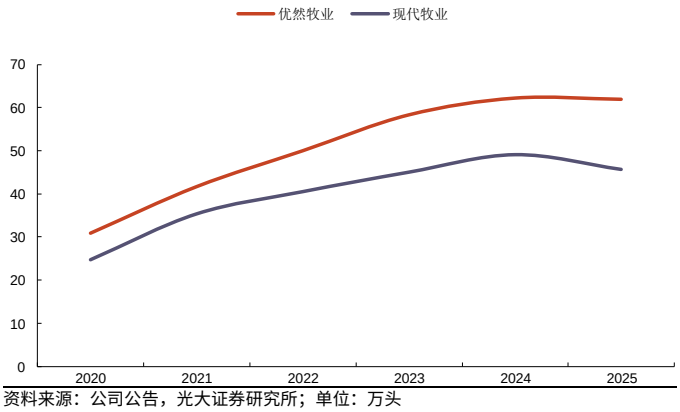


资料来源：公司公告，光大证券研究所

在成母牛占比和单产提升可抵消牛只数量下降影响的情况下，原奶总产量亦能增长。2025 年优然牧业的总牛只数量同比下降 0.4%，原奶总产量增长 12.9%。现代牧业总牛只数量同比下降 7.0%，原奶总产量增长 11.0%。牛只数量的下降一定程度上说明了供给的趋弱变化，但成母牛占比和单产的正贡献仍存，原奶总产量仍可能正增长。

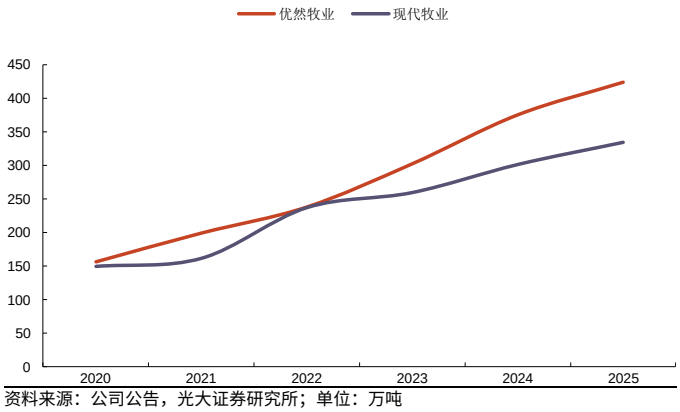
下载日志已记录，仅供内部参考

图 5：优然牧业与现代牧业总牛只在 2025 年转降



资料来源：公司公告，光大证券研究所；单位：万头

图 6：优然牧业与现代牧业原奶销量仍保持增长



资料来源：公司公告，光大证券研究所；单位：万吨

对行业总奶量的收缩展望，需要四个条件的共同确认。即总牛只数量持续去化，成母牛占比及平均单产的提升幅度有所放缓，以及商品奶率的稳定。四项合计贡献持续为负，总奶量则进入收缩阶段。在此之前，犊牛保留、后备牛数量、配种与受胎情况等可以更早反映未来一至两年的补栏能力，可作为跟踪供给拐点的先行指标。

图 7：原奶奶量的决定参数



资料来源：光大证券研究所整理

1.3 规模能摊薄成本，但无法突破管理、资源和资本边界

规模效应有效降低总成本，但主要来源于固定成本的摊薄。以 USDA 对 2021 年美国不同规模的奶牛牧场的成本拆为参考，牛只数量低于 50 头的牧场，每公斤原奶的总成本约为 0.94 美元；2,000 头及以上牧场约为 0.42 美元/公斤。其中以饲料为主的经营成本仅由约 0.39 美元/公斤降至 0.36 美元/公斤。规模扩张带来的成本下降，绝大部分来自固定成本与固定费用的分摊。

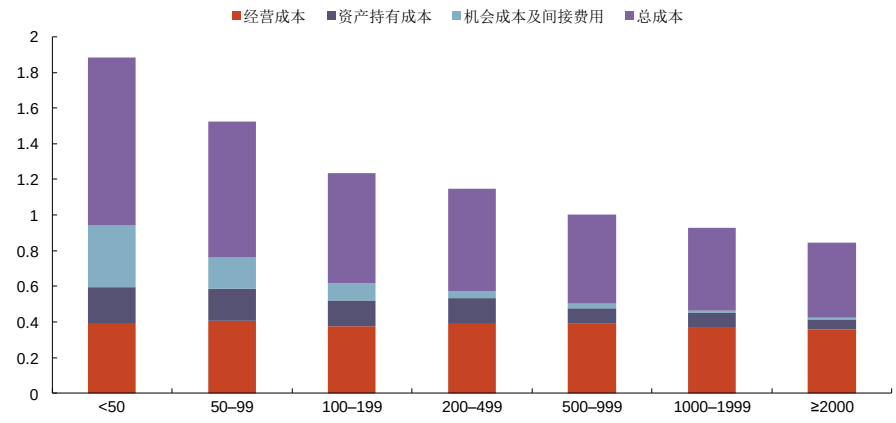
- 经营成本：日常经营相关成本，如饲料、雇工、疫苗、水电以及其他经营投入。

下载日志已记录，仅供内部参考

➢ 资产持有成本：牛舍、挤奶/饲喂/运输等设备资产。

➢ 机会成本及间接费用：经营者及家庭成员无偿劳动的机会成本、自有土地的机会租金以及其他日常管理费用。

图 8：牧场规模扩大主要摊薄固定及间接成本



资料来源：USDA ERS，光大证券研究所整理；统计时间为 2021 年；单位：美元/公斤

部分成本无法随体量增长而摊薄，规模效应存在边界。单位成本为以下四项之和：1）可共享的投入÷产量；2）随产量同步增加的投入；3）随运输半径和管理复杂度上升的额外成本；4）跨越产能上限后新增的成套投资÷新增产量。规模效应可直接降低第一项的比重，而后三项决定单位成本下降的拐点何时出现。

（1）设施投入呈阶梯式增长：扩张初期，新增牛群可以使用已有的挤奶厅、冷却系统、兽医团队和管理平台，单位固定投入随产量增加而下降；现有设施接近满负荷后，新增班组、牛舍、挤奶设备和粪污处理能力阶梯式增长，摊薄效应随之减弱。

（2）管理复杂度同步上升：牛群数量较小时，基础的繁育、营养和健康团队即可覆盖。牧场扩大后，牛群及人员的分组和管理层级增加、信息传递链条拉长，管理中的执行偏差影响范围变大。增加管理人员只能恢复覆盖能力，很难继续压低单位成本。

（3）资本投入领先于收入：牧场建设过程中，牛舍、挤奶系统和后备牛均需要前期资金投入，而原奶增量要在建设完成、后备牛进入泌乳期后形成。扩张造成的债务压力早于收入实现节点，若奶价在投产前转弱，出于资本回报考虑，新增产量可能下降。

交易边界决定原奶价格对边际供给的高度敏感，生物周期与成本边界决定供给调整的滞后性与阶梯型。本轮奶价调整之所以更深、更长，也是供需两端在上述约束下的集中体现。

下载日志已记录，仅供内部参考

2、 供给扩张快于需求吸收，可变成本下行延缓出清

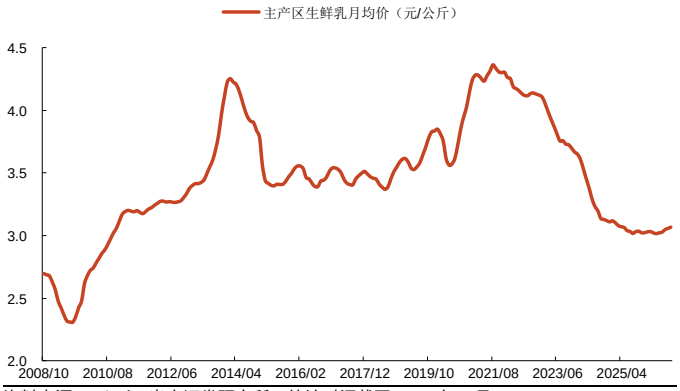
2.1 供给连续扩张、需求增长转弱，市场先通过降价消化增量

本轮奶价调整的深度与持续时间均已超过上一轮。上一轮奶价调整中，主产区生鲜乳月均价自 2014 年 2 月的 4.26 元/公斤降至 2018 年 7 月的 3.37 元/公斤，累计下跌约 20.7%，历时 53 个月。本轮自 2021 年 8 月的 4.37 元/公斤降至 2026 年 4 月的 3.02 元/公斤，累计下跌约 30.9%，历时 56 个月，截至 2026 年 7 月仍处于 3-3.1 元/公斤区间，8 月以来原奶价格略有回升。本轮调整中，奶价跌幅较上一轮加深约 10pcts，低位停留时间更长，显示供给消化难度高于上一轮。

价格与产量并未同步转向。奶价自 2022 年下半年起持续走弱，全国牛奶产量却继续增加，并于 2023 年达到阶段高点；2024 年产量才明显回落，2025 年小幅回升。市场先以降价消化增量，供给量的调整滞后于价格。

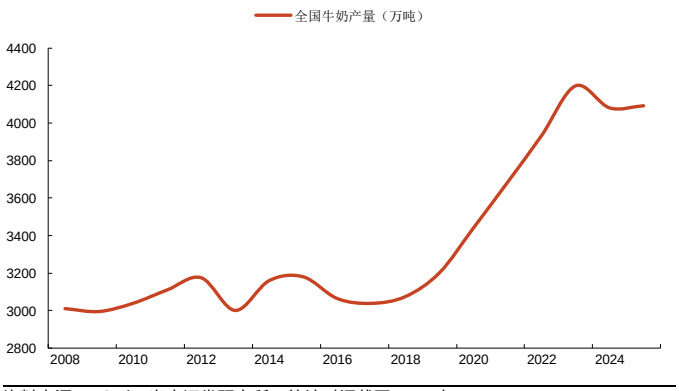
本轮原奶供给增量远高于上一轮。2009-2014 年全国牛奶产量由 2,995 万吨增至 3,160 万吨，五年累计增加 165 万吨，累计增长约 5.5%，年均复合增速约 1.1%；2018—2023 年由 3,075 万吨增至 4,197 万吨，五年累计增加 1,122 万吨，累计增长约 36.5%，年均复合增速约 6.4%。本轮扩产的年均速度接近上一轮的六倍，五年增量约为上一轮的 6.8 倍。

图 9：主产区生鲜乳月均价



资料来源：Wind，光大证券研究所；统计时间截至 2026 年 9 月

图 10：全国牛奶产量



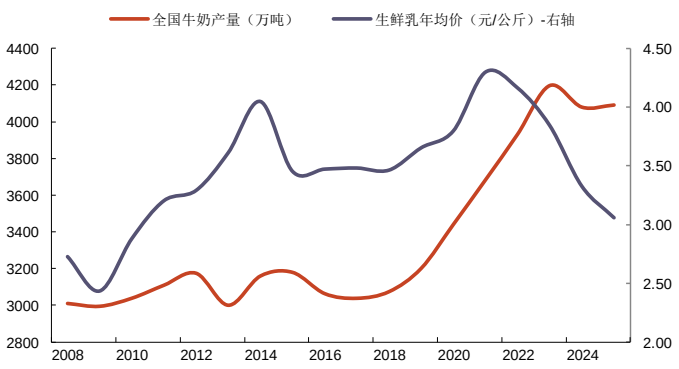
资料来源：Wind，光大证券研究所；统计时间截至 2025 年

本轮扩张是连续积累，而非单年异常。2019 年全国牛奶产量同比增长 4.1%，2020-2023 年各年增速均在 6.7%-7.5%之间。奶价 2021 年见顶后，产量又连续增长两年，牧场和牛群的补充持续释放产能。与上一轮缓慢扩张相比，本轮在价格下行前形成了强度更高、增量更集中、持续时间更长的供给扩张。

存量产能决定本轮消化的难度。上一轮五年牛奶累计产量仅增加 165 万吨，部分年份还有回撤；本轮在更高基数上连续增加，五年增量超过千万吨。即使后续投资热度迅速下降，已有的牛舍、设备和牛群也不会同步退出。需要消化的不只是当年新增供给，而是多年投资集中兑现后形成的存量生产能力。

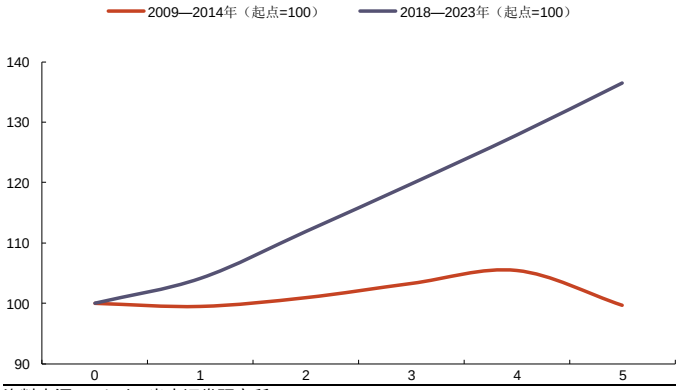
下载日志已记录，仅供内部参考

图 11：本轮奶价下跌更深，原奶产量拐点明显滞后



资料来源：Wind，光大证券研究所；截至 2025 年

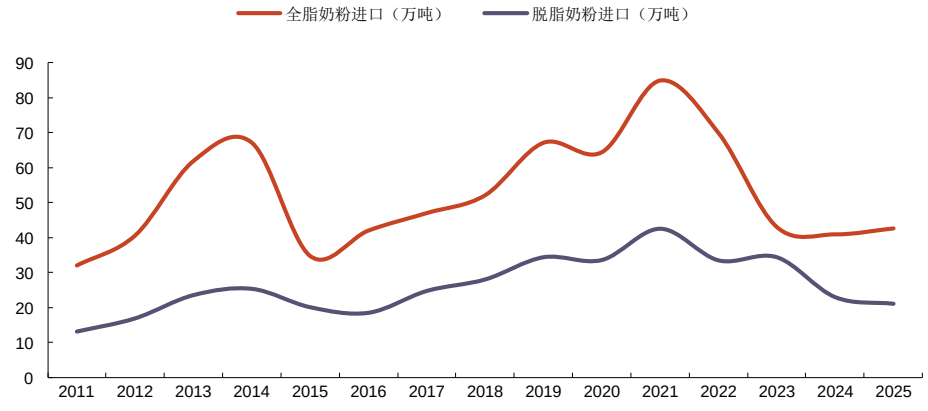
图 12：本轮五年供给扩充强度远高于上一轮



资料来源：Wind，光大证券研究所

进口乳原料在周期前半段进一步放大了供给压力。全脂奶粉和脱脂奶粉进口量在 2021 年分别达到 84.9 万吨和 42.6 万吨的阶段性高点。此后，全脂奶粉进口量在 2022 年降至 69.9 万吨，2023-2025 年维持在 40-43 万吨。脱脂奶粉进口量逐步降至 2025 年的 21.0 万吨，二者进口量均较 2021 年高点减少 50%左右。进口量的攀升与国内原奶扩张阶段重叠，使本轮周期下行起点时的原奶供给更为充裕。后续进口量大幅下降，外部压力明显减弱，国内产能为主要的供给压力来源。

图 13：全脂、脱脂奶粉进口量均已从 2021 年高点回落



资料来源：Wind，光大证券研究所

2.2 需求增长转弱：零售额见顶回落，液奶量稳价跌

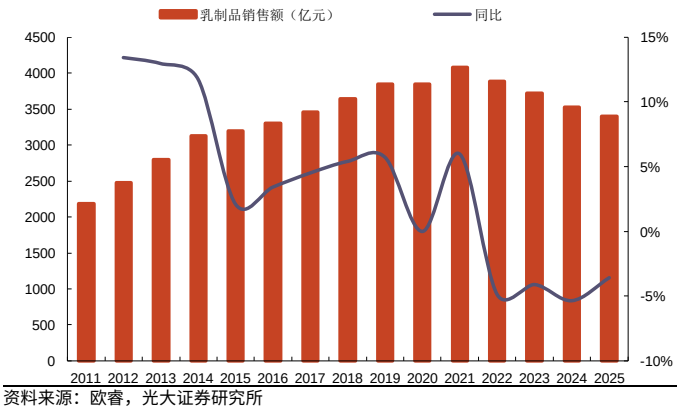
2021 年是本轮需求变化的清晰分界点。根据欧睿数据，2011-2021 年乳制品零售额累计增长 86.7%。结合同比增速，可大致分为三个阶段：2011-2015 年为扩张阶段，零售额 CAGR 为 10.0%，其中核心品类白奶和酸奶的零售额 CAGR 分别为 6.9%和 21.2%。2015-2019 年乳制品零售额 CAGR 降至 4.8%，这一阶段白奶零售额收缩（CAGR 为-0.7%），酸奶仍持续扩容（CAGR 为 15.0%）。2019-2021 年乳制品零售额 CAGR 降至 2.9%，其中白奶重新成为主要增量来源，CAGR 为 5.1%，酸奶转而下行，CAGR 为-2.3%。

2022-2025 年为乳制品零售额 2001 年以来的首次持续回落期。2021-2025 年乳制品零售额的 CAGR 为-4.5%，同期人均零售额 CAGR 为-4.4%，零售额的下降

下载日志已记录，仅供内部参考

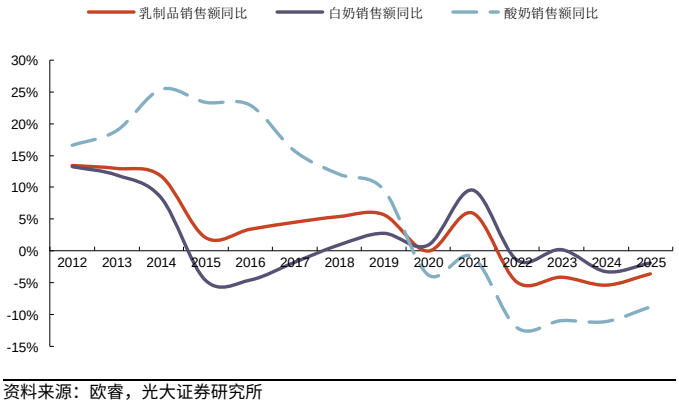
与人口变化关系不大，更多是品类自身因素。拆分品类来看，2021-2025 年白奶及酸奶零售额 CAGR 分别为-1.6%/-10.7%。白奶品类受消费力影响，体量有所收缩；而酸奶品类的可选属性更强，出现了更大幅的销售额下滑。

图 14：乳制品零售额在 2021 年见顶



资料来源：欧睿，光大证券研究所

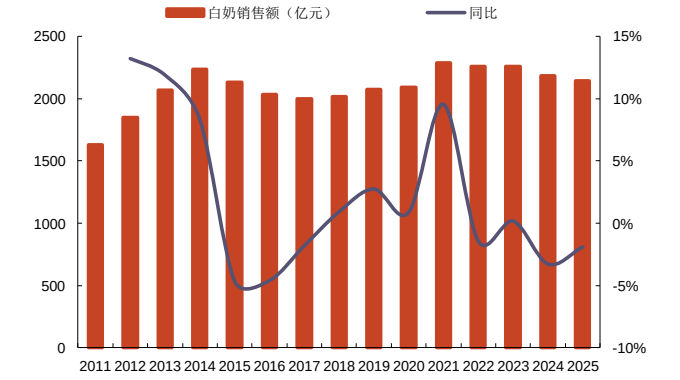
图 15：乳制品/白奶/酸奶零售额同比增速



资料来源：欧睿，光大证券研究所

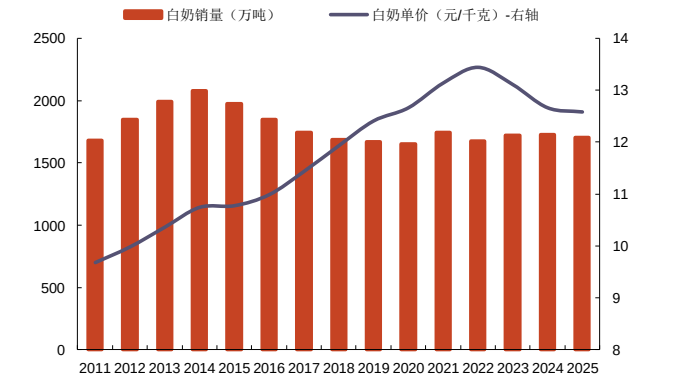
白奶必选属性更强，走势量稳价跌。量价拆分来看，白奶销量整体相对稳定，2025 年较 2011 年销量累计提升 1.2%，销售额的增长主要来源于单价的提升，2012-2025 年白奶单价累计提升 30%。相应地，在本轮原奶价格下行周期中，白奶销量同样相对稳定，2025 年较 2022 年累计增长 1.5%，而销售单价累计下滑 6.4%，导致销售额累计下滑 4.9%。终端促销活动、性价比渠道的出现等消费力因素，对产品单价造成的影响，也是本轮周期需求偏弱的表现。

图 16：白奶销售额 22 年以来有所回落



资料来源：欧睿，光大证券研究所

图 17：白奶销量相对稳定，单价先升后降

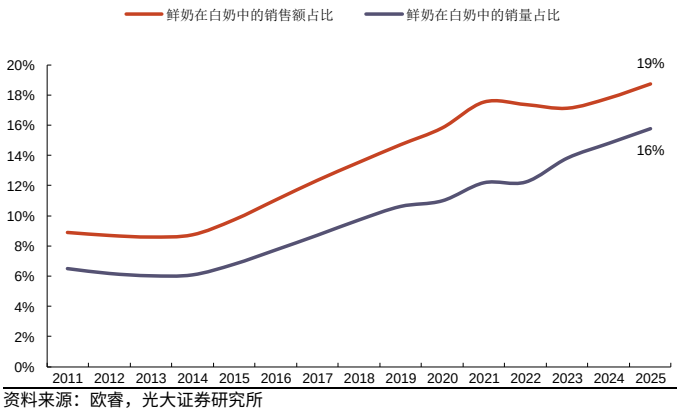


资料来源：欧睿，光大证券研究所

鲜奶渗透率持续提升，但结构升级对销售额贡献有限。低温鲜奶的销量除 2022 年外，为逐年提升的走势，从 2011 年的 109 万吨增长至 2025 年的 268 万吨，累计上涨 145%，在白奶中的销量占比从 7%提升至 16%。而销售额维度，2012-2021 年累计增幅为 176%；2022-2025 年销售额先降后升，累计增幅基本为零。鲜奶的销售单价从 2022 年高点 19.08 元/公斤降至 2025 年的 14.95 元/公斤，累计下降 22%。低温鲜奶销售额占比提升，品类内部的结构升级在延续。但低温鲜奶的增长为以价换量逻辑，进一步验证了消费力走弱对需求的拖累。

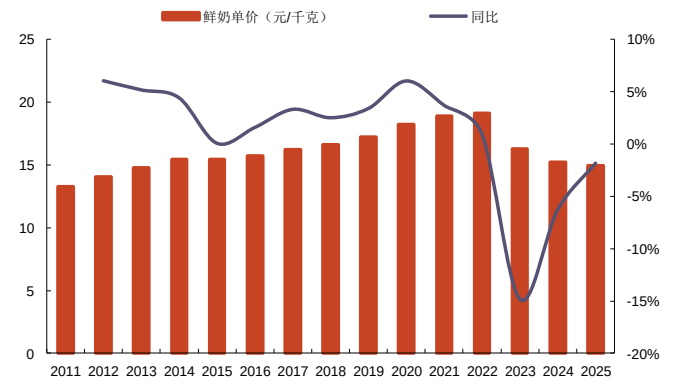
下载日志已记录，仅供内部参考

图 18：鲜奶在白奶中的销量及销售额占比持续提升



资料来源：欧睿，光大证券研究所

图 19：鲜奶销售单价于 2022 年见顶后回落



资料来源：欧睿，光大证券研究所

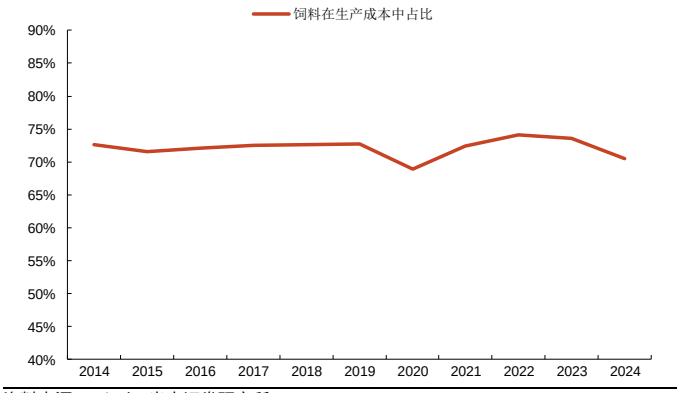
2.3 降价传导至减产存在时滞：效率对冲、投资黏性与成本缓冲

价格下跌不会立即、等比例地转化为产量下降。奶牛繁育和泌乳存在生物周期，牧场固定资产也难以迅速转作他用。行业承压后，牧场通常先调整牛群结构、淘汰低效牛并压缩新增投入，存量牛群的结构改善和单产提升仍会部分抵消牛只数量下降。价格信号因此先作用于投资安排和低效产能，之后才逐步传导到产量。

“停止扩张”与“减产”并不同步。新建牧场、扩栏计划等资本开支可以较快削减，而现有牧场的牛群单产提升及自然扩群可继续贡献产量。且只要继续生产的边际现金流优于退出，部分牧场就会在原奶价格低位下延长经营。因此投资强度可先行回落，当期产量未必同步收缩。待牧场退出、牛群去化等综合影响超过单产及成母牛占比提升带来的合计增量时，总产量才会转入下行区间。

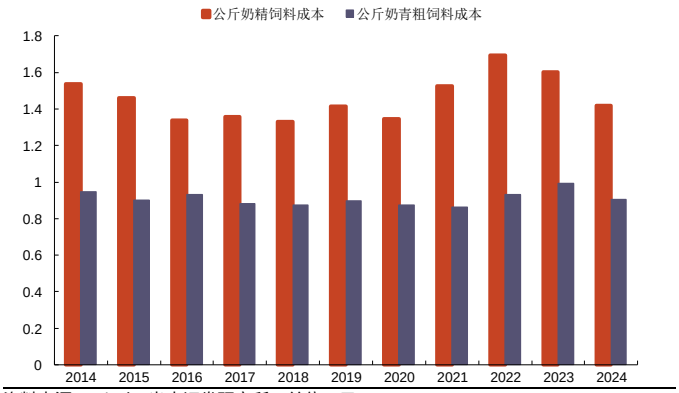
饲料成本下行进一步延长了传导时间。成本结构拆解来看，2014-2024 年奶牛精饲料与青粗饲料费用合计约占公斤奶生产成本的 69%-74%。饲料成本的下行可改善牧场的边际现金支出，使牧场更有动力延长经营期限，避免承担淘牛或牧场关停的经营损失。上一轮奶价下行周期（14 年 2 月至 18 年 7 月），主要饲料玉米和豆粕的月均价分别下降 14.7%/21.8%，本轮原奶价格下行周期（21 年 8 月至 26 年 4 月）玉米和豆粕的月均价分别下降 15.3%和 11.0%。两轮周期中主要饲料价格随奶价回落，为牧场提供了不同程度的成本缓冲，也延后了低奶价向减产的传导。

图 20：公斤奶饲料成本占生产成本比例



资料来源：Wind，光大证券研究所

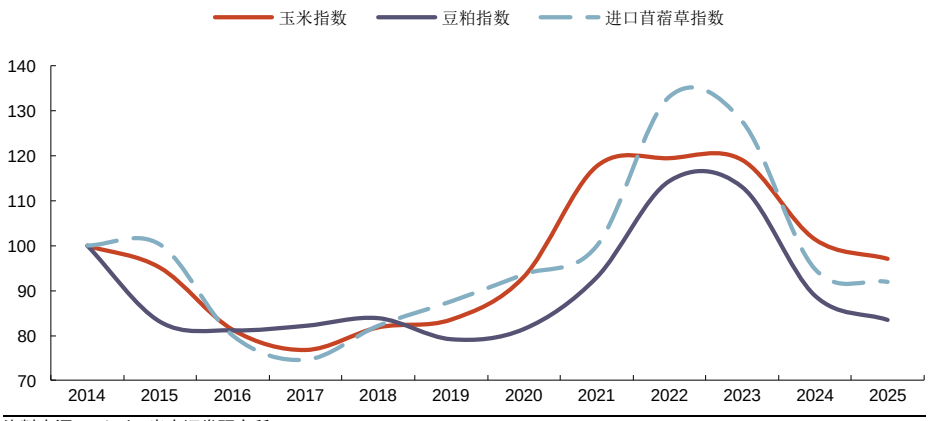
图 21：不同类型的公斤奶饲料成本



资料来源：Wind，光大证券研究所；单位：元

下载日志已记录，仅供内部参考

图 22：主要饲料原料年均价指数（2014 年=100）



资料来源：Wind，光大证券研究所

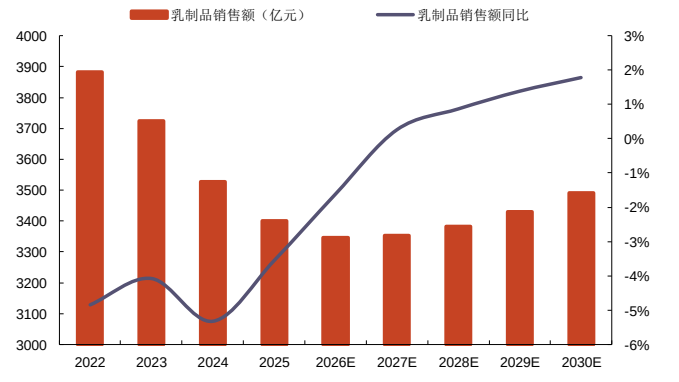
3、 需求低位企稳，供给收缩决定周期拐点

成本缓冲解释了低价为何迟迟未带来减产；反过来看，一旦效率对冲失效或饲料红利消退，供给调整可能加速。当前牛只去化推进到何种程度、距离供需拐点还有多远？

3.1 需求端低位企稳，难以独立驱动反转

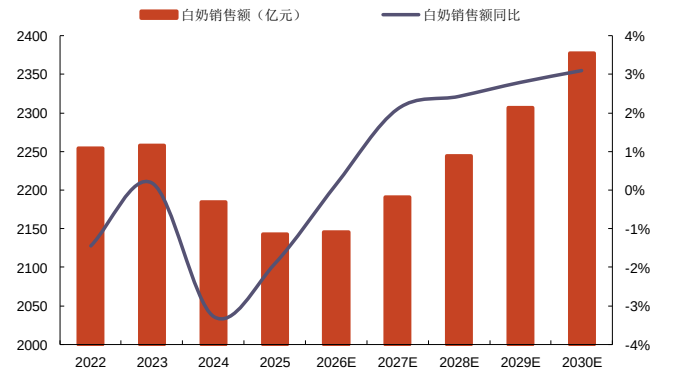
需求最差的阶段可能正在过去，但量价结构尚不足以支撑增长中枢回升。根据欧睿数据，乳制品总销售额在经过 22 年以来连续五年的同比下降后，预计在 2027 年企稳后低位修复，对应 26-30 年 CAGR 为 1.1%。其中酸奶品类持续收缩，而白奶预计 26 年企稳后量价均有修复，26-30 年销售额/销量/单价 CAGR 分别为 2.6%/0.7%/1.9%。因此可以看到，需求继续快速恶化的概率下降，但后续增量贡献有限。我们认为，需求更可能成为行业止跌的因素，而非单独推动原奶周期反转的力量，近两年的行业转折仍需供给端收缩提供更有力的支撑。

图 23：乳制品零售额有望低位企稳，但预测期增幅有限



资料来源：欧睿，光大证券研究所

图 24：白奶零售量温和修复，难以成为行业反转的主要动力



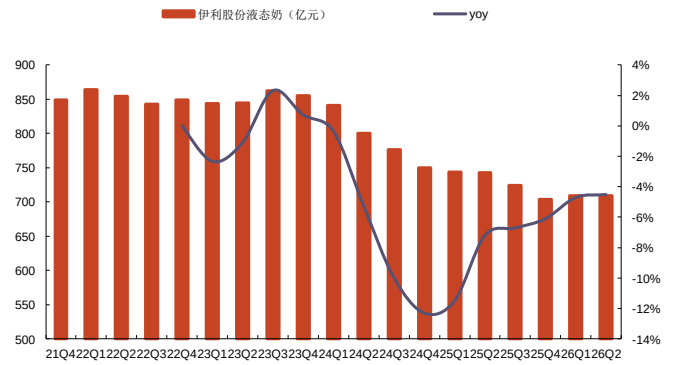
资料来源：欧睿，光大证券研究所

乳企液态奶销售额降幅收窄，终端动销逐步改善。结合头部乳企的销售策略和收入表现，亦可看到终端销售表现的企稳修复。23 年以来疫后终端消费需求回落，乳企维持此前的销售策略，导致终端库存出现较大压力。24Q2 起乳企主动放缓发货节奏，加大库存去化力度。为剔除春节错期带来的波动影响，我们按照收入

下载日志已记录，仅供内部参考

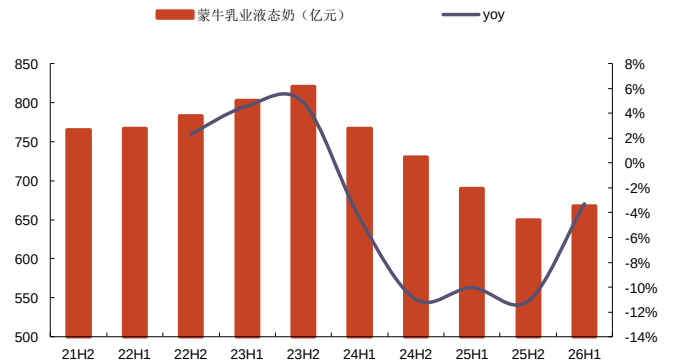
TTM 表现复盘，其中伊利股份于 24Q2 出现收入 TTM 同比下降，24Q4 降幅扩大至 12%，25 年降幅逐步收窄，截至 26Q2 降幅收窄至 5%。蒙牛乳业 24H1 收入 TTM 同比转为-4%，24H2/25H1/25H2 收入 TTM 同比分别下降 11%/10%/11%，26H1 同比降幅收窄至 3%。且出货端改善过程中，头部乳企库存水平始终保持良性，可说明实际终端动销同样呈现企稳改善节奏。

图 25：伊利股份液态奶 TTM 收入及同比



资料来源：Wind，光大证券研究所；统计时间截至 26Q2

图 26：蒙牛乳业液态奶 TTM 收入及同比



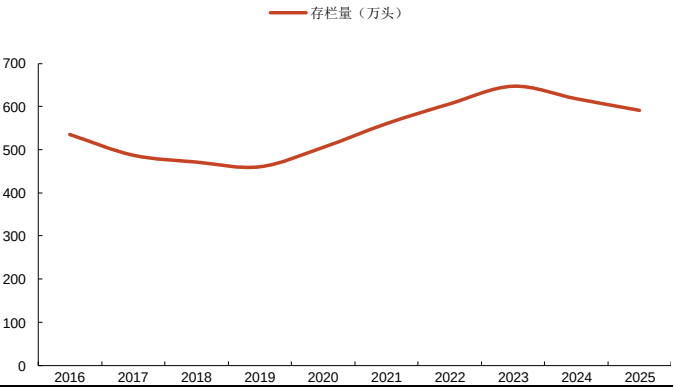
资料来源：Wind，光大证券研究所；统计时间截至 26H1

3.2 牛只去化已经发生，淘汰重心转向后备牛

牛只总量已经从扩张转向收缩。据中国奶业协会数据，全国奶牛存栏已由 2024 年 2 月的 648.5 万头降至 2026 年 7 月的约 577 万头，累计下降约 11%。经历前期持续扩张后，牛群规模已经越过高点，去化方向基本明确。而牛只减少能否进一步转化为持续减产，实际影响取决于结构和单产能够提供多大的缓冲。

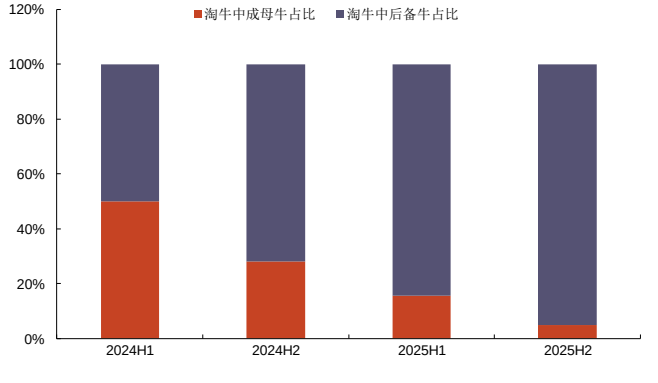
结构和单产带来的缓冲并非没有条件。低效成母牛可以通过淘汰改善平均单产，后备牛去化却不会直接提高当前泌乳效率，反而削弱未来补栏能力。随着去化重心逐步转向后备牛，过去依靠优化存量牛群维持奶量的方式，将越来越受到新增成母牛不足的制约。部分社会牧场反馈，成母牛占比已经提升到了 80%。我们认为，去牛已经发生，供给收缩条件正在积累，但减奶尚待全国牛奶产量的连续下降进一步确认。

图 27：全国奶牛存栏已从 2024 年初高点回落



资料来源：中国奶业协会，光大证券研究所

图 28：淘汰重心转向后备牛，未来补栏储备加速收缩



资料来源：中国奶业协会，光大证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

图 29：从去牛到减奶，关键在于效率改善能否继续抵消牛群规模收缩



资料来源：光大证券研究所整理

3.3 效率可以延缓减产，但难以无限期抵消牛群规模下降

原奶供给能力可以简单拆解为“奶牛总数、成母牛占比、成母牛单产”三个基本变量。总存栏量的下降并不必然带来同比例减产，成母牛占比和单产的提高可抵消部分甚至全部存栏数的下降。供给真正转弱的关键，在于效率提升能否持续覆盖牛群收缩。

- 供给产量=奶牛总量×成母牛占比×成母牛单产；其中成母牛占比与成母牛单产的乘积，可理解为总存栏量对应的“单位有效产出”。

测算来看，单位有效产出年均至少提升 5.1%，才可覆盖牛群收缩对产量的影响。自 24 年 2 月奶牛存栏高点至 26 年 7 月，全国奶牛存栏量历时 29 个月累计下降约 11%，若此期间牛奶产量维持不变，需单位有效产出累计提升 12.4%，对应年均提升幅度 5.1%。因此，我们以 5.1%为维持供给量的理论门槛，当成母牛占比及单产提升带来的合计效率增长幅度低于此数值，牛群收缩将逐步转化为原奶减产。

5%以上的效率增长，需要结构与单产形成合力。结合头部牧场经营情况来看，现代牧业 16-20 年间成母牛占比和平均单产均有提升，推动单位有效产出年均增长约 5.7%。中国圣牧 21-25 年成母牛单产累计提高约 20.7%，但成母牛占比下降抵消了部分效率改善，单位有效产出年均仅增长约 2.3%；23-25 年成母牛占比重新提高后，单位有效产出增速回升至约 5.3%。单位有效产出增速随牛群结构、单产爬升阶段和淘汰策略而波动，5%以上可以阶段性达到，但不是稳定增长率，单靠提高单产无法自然实现。

表 1：各牧场成母牛占比及单产变化情况

公司及观察区间	成母牛占比	成母牛单产	单位有效产出累计变化	单位有效产出复合增速
现代牧业 2016—2020 年	52.0%升至 55.1%	9.4 吨升至 11.1 吨	+25.0%	5.7%
中国圣牧 2021—2025 年	52.7%降至 47.8%	10.27 吨升至 12.4 吨	+9.5%	2.3%
中国圣牧 2023—2025 年	47.0%升至 47.8%	11.38 吨升至 12.4 吨	+10.8%	5.3%

资料来源：各公司公告，光大证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

去化重心转向后备牛，效率继续提升的难度增加。牧场去化过程中，对比而言，淘汰低效成母牛能直接提高平均单产，为当期单位有效产出提供支撑；后备牛的去化虽可同样降低饲喂成本，但对当前泌乳效率无直接改善，且减少未来成母牛的补充。随着后备牛淘汰占比由约 50%提高至 80%以上，调整牛群结构带来的效率提升空间逐步减少，后备牛储备的下降对未来的产能扩充亦可能形成约束，使得单位有效产出的提升难度增加。

供给去化条件积累，等待反转信号确认。供给反转可归纳为三个阶段：1）牛只总量率先下降，淘汰低效牛推动平均效率提高；2）效率提升抵消部分牛只数量下降，原奶产量表现出较强韧性；3）单位有效产出增速低于牛群收缩所要求的抵消门槛时，减牛逐步转化为减奶。当前第三阶段的条件正在积累，当牛只数量持续下降至无法被单位有效产出提升覆盖，“减牛”向“减奶”的传导将得到进一步确认。行业正由“需求偏弱、供给过剩”逐步转向“需求低位企稳、供给收缩条件积累”阶段，产业投资价值上升。全国牛奶产量增速回落、平均单产提升幅度收缩、后备牛储备的减少，任一信号的出现，都可进一步增强供给收缩的确定性。

4、 投资建议

上游牧业前期扩容叠加下游需求疫后疲软，供需缺口导致原奶价格一路下行。25 年以来伴随牛只持续去化和需求端的平稳，原奶价格底部震荡。进入 2026 年，肉牛价格上涨，存栏去化延续，原奶价格出现修复信号。且本轮去化过程中，头部牧场抗风险能力更强，中小牧场陆续出清，行业集中度提升。优然牧业和现代牧业作为头部牧场，背靠伊利、蒙牛为代表的头部乳企，近年来逆势扩张存栏，后续奶价企稳上行周期有望扩大竞争优势。叠加生物资产减值改善预期，利润端有望释放更大弹性。因此，重点推荐牧业行业的头部企业**优然牧业**和**现代牧业**。

4.1 优然牧业：牧业领军企业，背靠伊利稳健增长

牧业龙头企业，深度绑定伊利。优然牧业为我国规模最大的乳业上游综合产品和服务提供商。公司成立于 1984 年，前身为呼和浩特市配合饲料厂，2000 年由伊利收购为全资子公司。2007 年内蒙古伊利畜牧发展有限责任公司成立，并在 2015 年获得 PAG 增资后独立发展，更名为优然牧业有限责任公司，不再是伊利的子公司。后通过收购逐步扩大原料奶业务，并延伸至育种、饲料等业务。公司于 2021 年在港交所上市。截至 2026 年 6 月，伊利股份仍为其第一大股东，持股比例达 36.07%，二者为战略合作伙伴关系，优然牧业管理层的多位人员均有在伊利集团长期工作经历，团队管理经验丰富，其中主席兼总裁郝海军先生自 2000 年加入伊利集团，历任多个核心岗位。

公司于 2026 年与伊利续约签订 27-29 年原料奶购销框架协议，为公司提供收入端保障。

- 伊利采购合同量：协议约定公司向伊利集团出售至少 70%产量的原料奶，且只要公司愿意并能够继续供应，伊利同意收购剩余的 30%。
- 伊利采购合同价：采购合同价中的优质生鲜乳通过“价格比对机制”确保价格公允性，即以同区域前五大牧场（不含优然牧业）向伊利集团供应的原料奶平均价格作为市场参考基准，并配套月度价格比较报告、现场核验等内控措施。特色生鲜乳为成本加成法计价，根据原奶质量在优质生鲜乳基础上获得溢价。

原料奶最大供应商，推动全产业链布局。公司主营业务主要分为原料奶销售和反刍动物养殖解决方案两大板块，其中原料奶业务 2025 年收入 160 亿元，占比

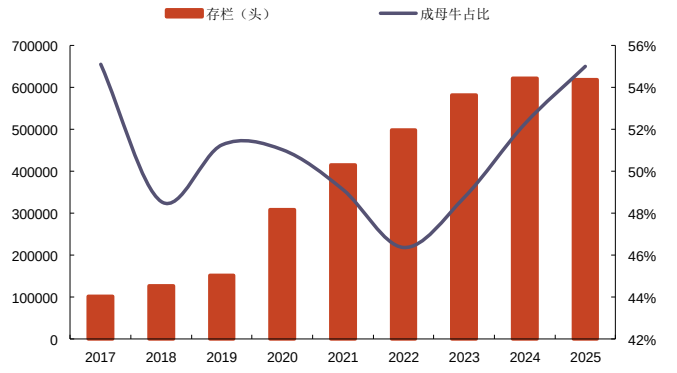
下载日志已记录，仅供内部参考

78%，为主要增长来源，2025 年/26H1 收入同比分别增长 6%/2%。截至 26H1 公司共有 100 座现代化牧场（含 1 座奶山羊牧场），牧场分布范围广，共覆盖蒙晋、华北、西北、东北、西南等 17 个省市自治区。奶牛存栏量 61.58 万头，其中成母牛占比 56%。存栏规模位居行业第一，单产效率同样行业领先。26H1 公司年化单产水平提升至 13.1 吨，2025 年/26H1 的原奶产量分别为 423/222 万吨，公司特色奶占比约 25%以上，具备高端奶源竞争优势。

反刍动物养殖解决方案主要为牧场提供反刍动物全生命周期产品与一站式服务，涉及育种改良、饲料优化、提供养殖相关用品等业务，2025 年收入体量 46.3 亿元。截至 2025 年末，公司共有 4 个核心育种基地和 1 个种公牛站，育种技术行业领先，性控胚胎销量稳步提升。公司共拥有 15 个饲料生产基地、16 个草业生产基地。其中，奶牛饲料虽受行业存栏量下降的影响，但收入表现仍相对平稳；肉牛羊饲料受益于肉牛行业景气度回升和公司渠道结构升级，竞争力持续增强，收入同比保持较高增速。

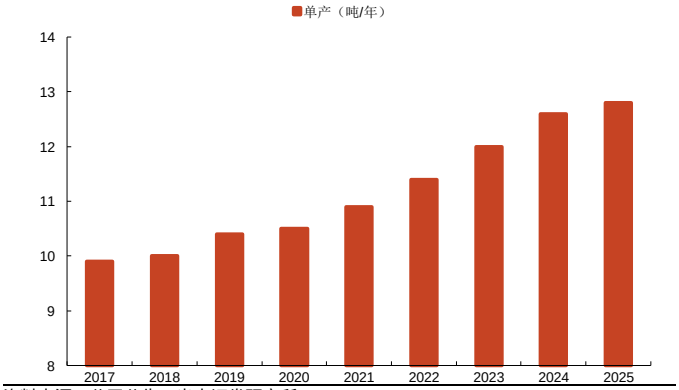
此外，2026 年公司结合国内肉牛行业去化情况和进口牛肉配额情况，前瞻性布局架子牛养殖和肉牛育肥业务，首批架子牛于 26 年 8 月陆续出栏，单头牛可带来千元左右的增量利润。预计后续伴随架子牛出栏数量的提升，可为公司带来新增长驱动。

图 30：优然牧业存栏数量及成母牛占比



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 31：优然牧业单产情况



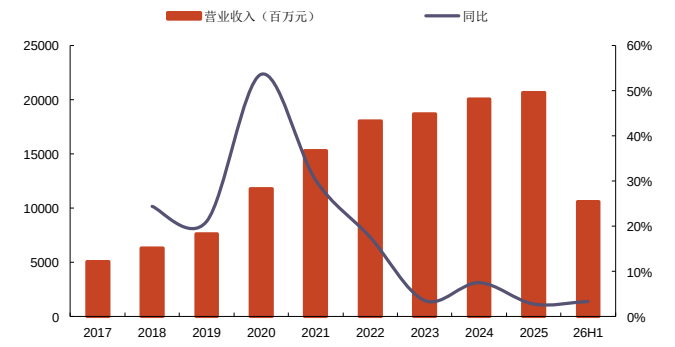
资料来源：公司公告，光大证券研究所

收入端稳健，利润端受生物资产减值扰动。从经营表现来看，公司收入端表现稳健，22-25 年收入 CAGR 为 5%，26H1 收入同比增长 3.3%。收入的持续提升主要系伴随着下游核心客户需求量的提升，公司提高了存栏和单产，进而带来销量增长，使得公司在原奶周期波动中仍保有收入韧性，销售单价则受行业周期影响有所波动。

利润方面，受益于公司规模化/智能化养殖，以及近年来的饲料价格下行，公司 23 年以来饲料成本和非饲料成本均有不同程度下行，带动毛利率从 22 年的 23.4%提升至 25 年的 29.8%。但 22 年以来，原奶价格进入下行周期，牛群折现值大幅下降，23 年以来淘牛价格的下行进一步加大了淘牛减值损失。公司生物资产减值损失从 21 年的 4.07 亿元持续增加至 25 年的 43.12 亿元，导致 23-25 年归母净利润亏损。26 年上半年，伴随着原奶价格底部企稳和淘牛价格的回升，公司生物资产减值损失同比改善，归母净利润修复至 8.06 亿元，实现同比扭亏为盈。

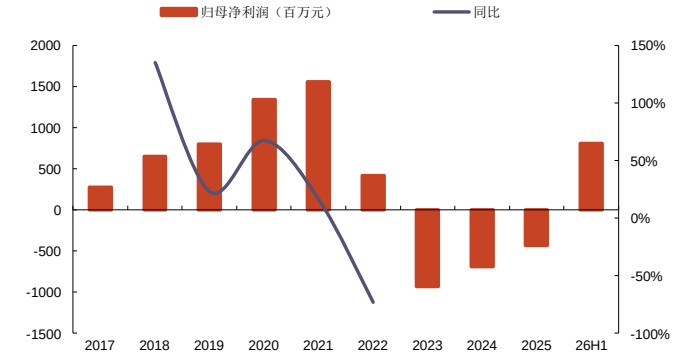
下载日志已记录，仅供内部参考

图 32：优然牧业营业收入及同比



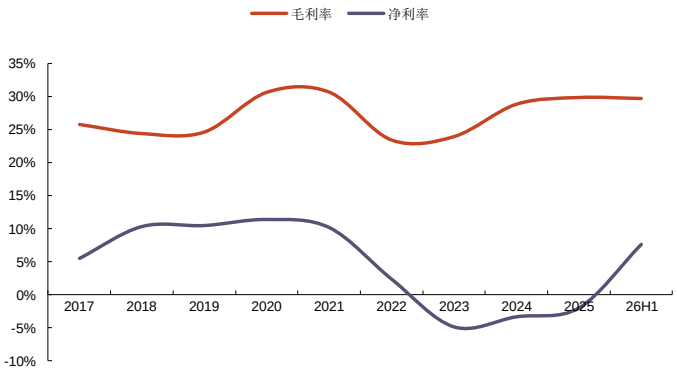
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 33：优然牧业归母净利润



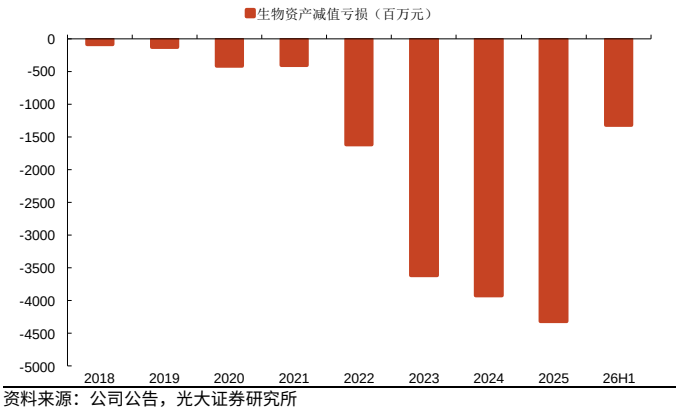
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 34：优然牧业毛利率/净利率



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 35：优然牧业生物资产减值情况



资料来源：公司公告，光大证券研究所

关键假设：

收入端：

1）原料奶业务：原料奶业务需要结合原奶产量和销售单价来分析，其中原奶产量主要由成母牛存栏和平均单产决定。成母牛存栏方面，17-24 年公司总存栏数和成母牛数量均持续提升，2025 年受行业经营压力影响，公司总存栏量有所去化，但成母牛占比提升，成母牛存栏数量仍有增长。26H1 成母牛存栏延续增势，存栏数量提升至 34.33 万头。我们预计伴随着原奶价格改善，公司将延续扩栏策略，成母牛占比相对稳定，预计 26-28 年稳定在 56%，对应成母牛数量有望稳步提升。单产方面，公司持续优化饲喂配方，提高牛群质量，平均单产稳步提升，且考虑到公司单产水平较澳亚等的 14+吨仍有差距，我们预计 2026-2028 年平均单产可保持上升趋势。预计 2026-2028 年公司原奶销量分别同比+7%/+6%/+6%。销售单价方面，主要受市场整体奶价走势及核心股东伊利股份签订的合同价影响，本轮奶价下行周期于 22 年启动，公司原奶销售单价在 22-25 年均有所降低。考虑到原奶供应合同基本于前一年年底至当年年初签订，价格结合市场奶价进行月度/季度调整，全国原奶平均价于 26 年年中略有回升。我们预计 2026 年销售单价同比仍有所下降，27-28 年稳步回升，对应 2026-2028 年销售单价分别同比-1.6%/+1.0%/+1.5%。综合来看，我们预计公司原料奶业务 2026-2028 年营业收入分别为 168.10/179.58/193.14 亿元，分别同比+5%/+7%/+8%。

下载日志已记录，仅供内部参考

2）反刍动物养殖解决方案：受行业产能出清、经营承压影响，公司的反刍动物养殖解决方案业务持续收缩，但降幅逐年收窄。考虑到 2026 年供需关系进一步改善，26H1 反刍动物养殖解决方案收入已实现同比 8%的正增长，预计全年营收延续此增势，2027 年起进一步改善，预计 2026-2028 年反刍动物养殖解决方案业务分别实现收入 50.00/54.50/59.95 亿元，分别同比+8%/+9%/+10%。

此外，公司于 2026 年 8 月发布资产置换交易意向书，意向将主要从事饲料、反刍动物养殖耗用品的生产及销售的 2 个附属公司全部股权出售给赛科星（截至 2025 年末，优然牧业对赛科星持股比例 66.86%），同时收购赛科星 18 个主要从事奶牛养殖业务的附属公司；进而消除二者业务间重叠，实现更高效的资源配置。若此次资产置换达成，预计可进一步提高公司资源配置，解决同业竞争问题。考虑到赛科星收入端已全额并表，置换影响有限；利润端可能因不同业务板块盈利能力差异，而带来少数股东损益的变化，具体变动幅度以交易实际落地情况为准，本次预测未考虑资产置换影响。

利润端：

1）毛利率：近年来，公司毛利率稳步提升，主要受益于饲料成本的下行及数字化管理降本增效，今年以来饲料成本波动幅度有限，26H1 公斤奶销售成本下降 4%至 2.41 元/公斤，叠加考虑下半年奶价有所回升，预计毛利率延续此前的改善趋势，预计 2026-2028 年毛利率分别为 30.6%/31.5%/31.9%。

2）生物资产减值：生物资产减值损失为利润端核心影响因素。生物资产减值损失受淘牛价格、原奶价格、饲料成本等因素影响，其中淘牛价格自 25 年以来稳步提升，原奶价格预计有望底部改善，预计生物资产减值损失逐步缩减，26H1 生物资产减值损失为 13.16 亿元，同比改善 9.16 亿元。预计 2026-2028 年生物资产减值损失分别为-27.53/-24.57/-22.79 亿元。

3）费用率：销售费用及管理费用在公司的收入占比较低，公司费用率过往保持平稳，2025 年销售费率和管理费率分别为 3.1%/4.1%，我们预计 2026-2028 年公司销售费率稳定在 3.1%，管理费率稳定在 4.1%。

综上，我们预计公司 2026-2028 年整体收入分别为 218.10/234.08/253.09 亿元，同比增速分别为 5.6%/7.3%/8.1%。2026-2028 年归母净利润分别为 17.55/27.43/36.20 亿元，2026 年扭亏为盈，2027-2028 年同比增速分别为 56.3%/32.0%，对应 2026-2028 年 EPS 分别为 0.39/0.61/0.81 元。

表 2：优然牧业主要业务收入及毛利率、费用率、生物资产减值、净利润预测

		2024	2025	2026E	2027E	2028E
反刍动物养殖解决方案	收入（百万元）	4,995	4,630	5,000	5,450	5,995
	yoy	*-14%*	*-7%*	*8%*	*9%*	*10%*
原料奶业务	收入（百万元）	15101	16024	16810	17958	19314
	yoy	*17%*	*6%*	*5%*	*7%*	*8%*
	成母牛存栏（头）	324,908	340,408	350,796	366,686	380,126
	yoy	*14%*	*5%*	*3%*	*5%*	*4%*
	成母牛单产（吨/年）	12.6	12.8	13.1	13.3	13.5
	yoy	*5.0%*	*1.6%*	*2.0%*	*1.9%*	*1.8%*
	原料奶单价（元/公斤）	4.12	3.86	3.80	3.83	3.89
	yoy	*-6.0%*	*-6.2%*	*-1.6%*	*1.0%*	*1.5%*
总收入（百万元）		**20,096**	**20,654**	**21,810**	**23,408**	**25,309**
	yoy	*7.5%*	*2.8%*	*5.6%*	*7.3%*	*8.1%*
综合毛利率		28.8%	29.8%	30.6%	31.5%	31.9%
销售费用率		-3.1%	-3.1%	-3.1%	-3.1%	-3.1%
管理费用率		-4.0%	-4.1%	-4.1%	-4.1%	-4.1%

下载日志已记录，仅供内部参考

生物资产减值（百万元）	-3,921	-4,312	-2,753	-2,457	-2,279
归母净利润（百万元）	**-691**	**-432**	**1,755**	**2,743**	**3,620**
yoy	*NA*	*NA*	*NA*	*56.3%*	*32.0%*
净利率	-3.4%	-2.1%	8.1%	11.7%	14.3%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测；

优然牧业相对估值：我们选取牧业公司现代牧业和中国圣牧作为可比公司。截至 2026 年 10 月 6 日，根据 wind 一致预期，2026-2028 年可比公司平均 PE 为 10x/5x/3x。我们预计优然牧业 2026-2028 年 EPS 分别为 0.39/0.61/0.81 元，当前股价对应 2026-2028 年 PE 为 8x/5x/4x，公司 PE 基本和同行业可比公司的平均水平持平。

表 3：优然牧业可比公司估值对比

公司名称	代码	收盘价（元）	EPS（元）				PE（倍）				PEG（倍）	CAGR
		2026/10/6	2025	2026E	2027E	2028E	2025	2026E	2027E	2028E	2026	2026-2028
现代牧业	1117.HK	1.22	-0.14	0.09	0.19	0.26	NA	14	6	5	0.2	74%
中国圣牧	1432.HK	0.26	-0.04	0.04	0.07	0.12	NA	6	4	2	0.1	72%
Average							**NA**	**10**	**5**	**3**	**0.1**	
优然牧业	**9858.HK**	3.27	-0.11	**0.39**	**0.61**	**0.81**	**NA**	**8**	**5**	**4**	**0.2**	44%

资料来源：WIND，光大证券研究所，注：可比公司 2026-2028 年盈利预测取自 WIND 一致预期，优然牧业 2026-2028 年盈利数据为光大证券研究所预测，CAGR 为 2026-2028 年归母净利润复合增长率，汇率为 1 港币=0.86 人民币

盈利预测、估值与评级：优然牧业作为牧业龙头，近年来逆势扩张。伴随肉牛价格上涨和原奶价格改善预期，预计释放利润弹性。我们预测公司 2026-2028 年归母净利润分别为 17.55/27.43/36.20 亿元，对应 EPS 分别为 0.39/0.61/0.81 元，当前股价对应 2026-2028 年 PE 为 8x/5x/4x。公司利润端弹性大，估值中枢有望修复，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：原奶价格持续下行；饲料价格上涨；疫病风险。

表 4：优然牧业盈利预测与估值简表

指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	20096	20654	21810	23408	25309
营业收入增长率	7.50%	2.77%	5.60%	7.33%	8.12%
归母净利润（百万元）	-691	-432	1,755	2,743	3,620
归母净利润增长率	-	-	-	56.26%	31.99%
EPS（元）	-0.18	-0.11	0.39	0.61	0.81
ROE（归属母公司）（摊薄）	-6.1%	-3.9%	13.8%	17.7%	19.0%
P/E	-	-	8	5	4
P/B	1.3	1.3	1.2	0.9	0.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-10-06；汇率按 1HKD=0.8573CNY 换算

4.2 现代牧业：整合资源，强化竞争优势

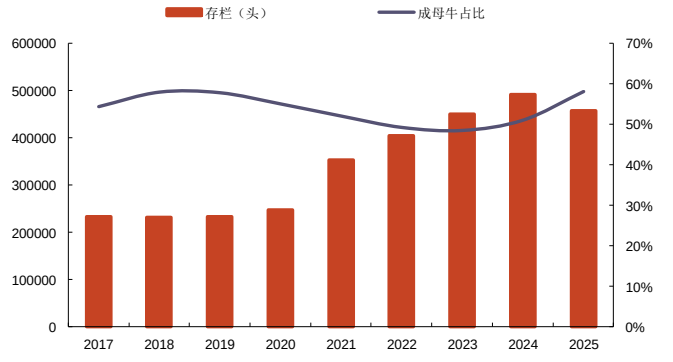
头部牧业企业，背靠蒙牛乳业。现代牧业为我国规模领先的原料奶生产商，业务覆盖奶牛养殖全产业链。公司成立于 2005 年，2010 年于港交所上市。2013 年，蒙牛乳业通过收购 KKR 和鼎晖所持股份成为公司第一大股东，并于 2017 年进一步增持。截至 2025 年末，蒙牛乳业合计持股比例约为 56.36%，新乳业合计持股 8.03%，为公司第二大产业股东。公司管理层行业经验丰富，董事会主席陈易一先生兼任蒙牛副总裁/妙可蓝多董事会主席/中国圣牧董事会主席，总裁孙玉刚先生亦有蒙牛集团任职经历。蒙牛作为公司最大客户，多年来销售收入占比达 70%以上，2025 年蒙牛采购占公司销售收入的 73%，前五大客户的合计销售收入占比为 81%。核心大客户的深度绑定为公司的业绩增长提供支撑。

下载日志已记录，仅供内部参考

整合中国圣牧，加强特色奶布局。公司主营业务主要分为原料奶销售和养殖综合解决方案两大板块，2025 年公司原料奶收入占比 83%，2025 年/26H1 收入同比分别为+0.1%/+6.5%。截至 26H1 末，公司共有 45 个牧场公司，覆盖 14 个省市自治区。奶牛存栏量 46.09 万头，其中成母牛占比 60%。存栏规模位居行业前列。单产方面稳步提升，26H1 公司年化单产为 13.3 吨，单产效率居行业第一梯队。2025 年原奶产量 333.5 万吨、同比+11.0%，其中有机奶产量同比翻倍至 24.1 万吨，占比提升至 7.2%。现代牧业 2025 年 10 月开始发起对中国圣牧的要约收购（此前并无持股股份），并于 2026 年 8 月完成收购。收购完成后，预计公司总存栏数量可达 60 万头以上，原奶年产量同步提升，跻身全球规模最大的牧业集团之列，进一步巩固原料奶供应端的领先地位。且中国圣牧为国内有机奶的龙头企业，具备稀缺奶源优势。并表后公司的特色生鲜乳占比有望提升至 20%以上，进一步改善产品结构，提高竞争优势。

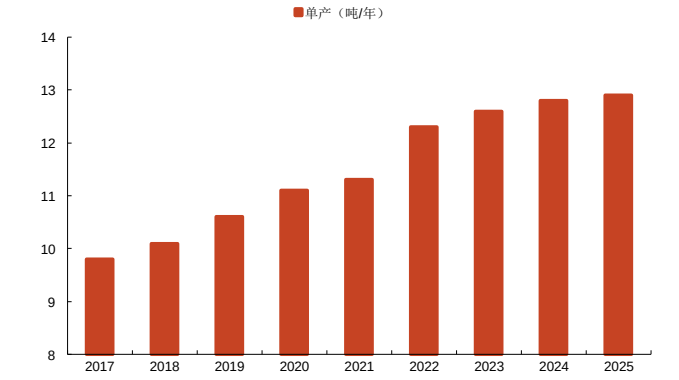
养殖综合解决方案覆盖饲料、育种与数智化服务，可为牧场提供全产业链配套支持。受行业存栏下降影响，公司主动调整销售策略、聚焦高质量客户，2025 年养殖综合解决方案业务收入 21 亿元。饲料方面，公司持续拓展下游客户，建立战略合作关系，截至 2026 年上半年末，共有 2 个牧草种植基地、6 个生产加工厂及 3 个合资饲料生产厂，并在美国布局苜蓿草生产基地，设有 3 个加工基地，年供应优质牧草超 30 万吨。育种方面，公司积极加大业务投入，自研“现代 1 号”基因组芯片，填补相关技术空白。数智化方面，主要由“爱养牛”和“云养牛”两个平台组成，其中“爱养牛”平台业务涵盖饲料/兽药/设备等畜牧物资交易，交易规模稳居行业第一。“云养牛”平台专注于奶牛生产、养殖及数据管理，已覆盖超过 350+家牧场及 150+万头奶牛。

图 36：现代牧业存栏数量及成母牛占比



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 37：现代牧业单产情况



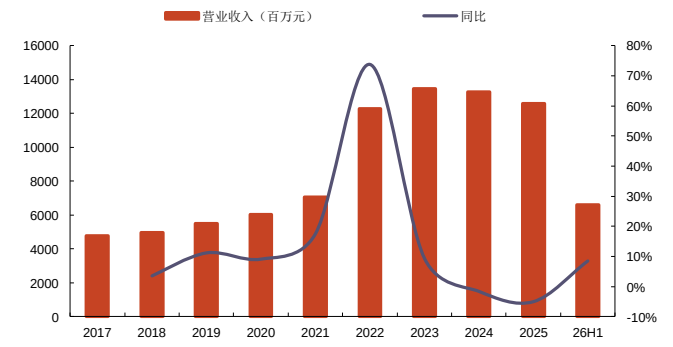
资料来源：公司公告，光大证券研究所

收入端稳健，利润端受生物资产减值扰动。从经营表现来看，原奶价格下行导致公司近两年收入体量略有收缩，量价拆解可以看到，公司销量逐年提升，其背后是成母牛存栏及单产的稳步提升，而销售单价受市场价格波动影响较大，22 年以来销售单价逐年回落，24 年起营业收入出现同比下行。26H1 受益于销售单价的降幅收窄及单产/成母牛存栏的提升，营业收入同比增长 8.6%，业绩表现明显改善。

利润方面，受益于公司的规模化、智能化养殖，以及近年来的饲料价格下行，公司毛利率稳步提升，2025 年毛利率为 27.4%。生物资产减值损失因 22 年以来的原奶价格下行周期逐年增加，由 21 年的 9.56 亿元持续增加至 25 年的 31.08 亿元，因此 24-25 年利润端承压。26 年上半年，伴随着原奶价格底部企稳和淘牛价格的回升，公司生物资产减值损失同比改善，归母净利润修复至 0.15 亿元，实现同比扭亏为盈。

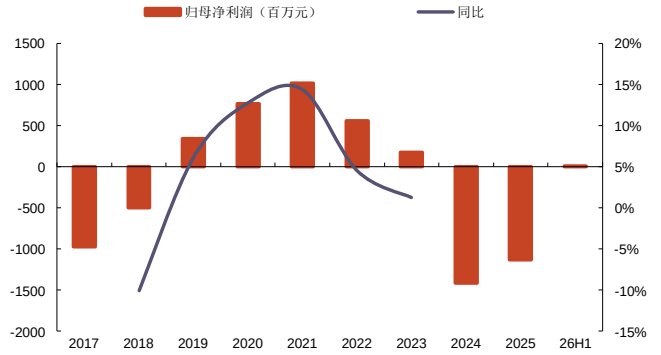
下载日志已记录，仅供内部参考

图 38：现代牧业营业收入及同比



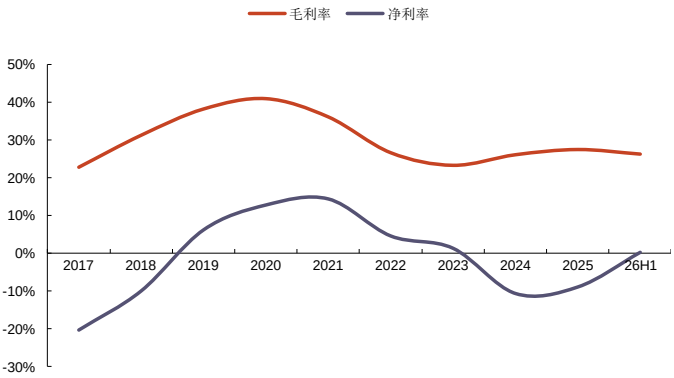
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 39：现代牧业归母净利润



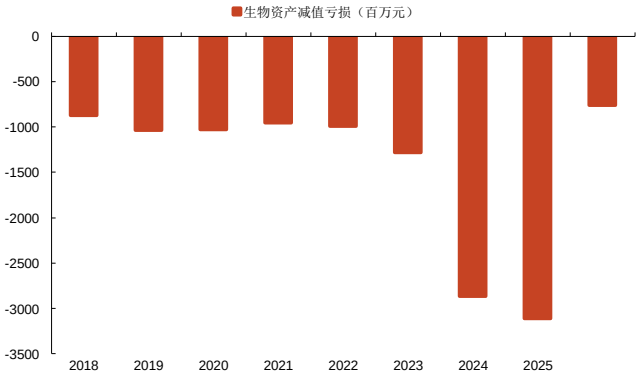
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 40：现代牧业毛利率/净利率



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 41：现代牧业生物资产减值情况



资料来源：公司公告，光大证券研究所

关键假设：

收入端：

现代牧业于 2026 年 8 月公告完成对中国圣牧的要约收购，直接持股比例提升至 53.53%，相关业务合并报表（收购完成前，现代牧业未持有中国圣牧股权）。收购完成后，预计现代牧业可进一步整合优质奶源资源，提高业务协同性。

1）原料奶业务：

现代牧业部分：原料奶业务需结合原奶产量和销售单价来分析，其中原奶产量主要由成母牛存栏和平均单产决定。成母牛存栏方面，17-25 年现代牧业成母牛数量持续提升，虽然 2025 年总存栏数量有所降低，但主要为犊牛和育成牛数量的减少，成母牛存栏仍有增长，26H1 成母牛存栏延续增势。我们预计伴随原奶价格改善，现代牧业延续扩栏策略，26-28 年成母牛占比稳定在 60%，成母牛数量将进一步提升。单产方面，现代牧业持续改善牛群质量，平均单产多年来呈现稳步提升趋势，26H1 单产从 2025 年的 12.9 吨提升至 13.3 吨。我们预计 2026-2028 年平均单产有望持续提升。对应 26-28 年销量分别同比+8%/+6%/+5%。销售单价方面，主要受市场整体奶价走势及核心股东蒙牛乳业的合同价影响，受奶价下行周期影响，近年来销售单价有所回落，26H1 进一步下降至 3.21 元/公斤，但考虑到全国平均奶价 26 年年中来逐步回升，预计下半年合同奶价有所修复，全年销售奶价略有下降，27-28 年重新回到正增长。26-28 年销售单价分别同比-1.5%/+1.5%/+2.5%。综合来看，我们预计现代牧业原料

下载日志已记录，仅供内部参考

奶业务 2026-2028 年营业收入分别为 111.57/120.46/130.19 亿元，分别同比+7%/+8%/+8%。

中国圣牧部分：成母牛存栏方面，中国圣牧 2023 年以来稳步提升，26H1 虽环比略有下降，但成母牛占比进一步提升，预计在自然扩群和成母牛占比提升下，2026 年全年存栏数量有所提升。预计 2026-2028 年中国圣牧成母牛占比分别为 48%/49%/50%，成母牛数量逐年提升。单产方面，26H1 年化单产提升至 13.1 吨，增长提速至 7%，预计 2026-2028 年同样延续单产上升趋势。对应 2026-2028 年销量分别同比+11%/+6%/+7%。销售单价方面，26H1 虽受行业周期影响有所下降，但下半年伴随市场整体奶价走势修复，预计有所改善。预计全年销售单价有所下降，但 27-28 年单价修复提升，预计 2026-2028 年销售单价分别同比-3.5%/+1.5%/+2.0%。预计中国圣牧原料奶业务 2026-2028 年营业收入分别为 32.26/34.78/37.85 亿元，分别同比+7%/+8%/+9%。

2）养殖综合解决方案：受行业产能出清、经营承压影响，公司的奶牛养殖综合解决方案业务持续收缩。2026 年供需关系改善，26H1 养殖综合解决方案业务收入同比增长 19%，经营表现明显向好，预计全年维持经营表现，2027-2028 年延续经营态势，预计 2026-2028 年养殖综合解决方案业务分别实现收入 25.40/29.72/34.48 亿元，分别同比+19%/+17%/+16%。

利润端：

1）毛利率：23 年以来虽然因原奶价格下行周期导致公司销售单价回落，但受益于饲料成本下行和公司的精益化管理，公斤奶销售成本下降带动毛利率稳步提升，26H1 现代牧业的公斤奶销售成本进一步降至 2.26 元，预计叠加下半年合同奶价的回升，预计公司毛利率延续此前的改善趋势，预计 2026-2028 年毛利率分别为 27.7%/29.1%/29.6%。

2）生物资产减值：生物资产减值损失为公司利润端核心扰动项，主要受淘牛价格、原奶价格、饲料成本等因素影响。其中淘牛价格自 25 年以来稳步提升，原奶价格底部向好，26H1 公司生物资产减值损失降至 7.60 亿元，较 25H1 改善 10.63 亿元，预计后续生物资产减值损失逐步缩减。综合考虑中国圣牧同样的生物资产减值损失的改善趋势，预计 2026-2028 年生物资产减值损失分别为 -16.23/-13.18/ -11.62 亿元。

3）费用率：销售费用及管理费用在公司的收入占比较低，2025 年销售费率和管理费率分别为 3.7%/5.9%，我们预计 2026-2028 年公司销售费率稳定在 3.7%，管理费率稳定在 5.9%。

综上，我们预计公司 2026-2028 年整体收入分别为 150.97/184.96/202.51 亿元，同比增速分别为 19.8%/22.5%/9.5%。2026-2028 年归母净利润分别为 10.54/16.16/20.47 亿元，2026 年扭亏为盈，2027-2028 年同比增速分别为 53%/27%，对应 2026-2028 年 EPS 分别为 0.13/0.20/0.26 元。

表 5：现代牧业主要业务收入及毛利率、费用率、生物资产减值、净利润预测

		2024	2025	2026E	2027E	2028E
养殖综合解决方案	收入（百万元）	2,800	2,135	2,540	2,972	3,448
	yoy	*-12%*	*-24%*	*19.0%*	*17.0%*	*16.0%*
现代牧业原料奶业务	收入（百万元）	10454	10466	11157	12046	13019
	yoy	*2%*	*0%*	*7%*	*8%*	*8%*
	成母牛存栏（头）	250,894	265,778	280,167	289,167	299,367
	yoy	*15%*	*6%*	*5%*	*3%*	*4%*
	成母牛单产（吨/年）	12.8	12.9	13.2	13.5	13.8
	yoy	*2%*	*1%*	*2.5%*	*2.0%*	*2.0%*

下载日志已记录，仅供内部参考

	原料奶单价（元/公斤）	3.61	3.33	3.28	3.33	3.42
	yoy	*-10.3%*	*-7.7%*	*-1.5%*	*1.5%*	*2.5%*
中国圣牧原料奶业务	收入（百万元）	3126	3012	3226	3478	3785
	yoy	*-8%*	*-4%*	*7%*	*8%*	*9%*
	成母牛存栏（头）	62,842	70,316	71,777	74,743	77,768
	yoy	*-2%*	*12%*	*2%*	*4%*	*4%*
	成母牛单产（吨/年）	12.1	12.4	12.9	13.3	13.6
	yoy	*6%*	*3%*	*4.0%*	*3.0%*	*2.5%*
	原料奶单价（元/公斤）	4.47	3.88	3.74	3.80	3.87
	yoy	*-6.1%*	*-13.2%*	*-3.5%*	*1.5%*	*2.0%*
总收入（百万元）		**13,254**	**12,601**	**15,097**	**18,496**	**20,251**
	yoy	*-1.5%*	*-4.9%*	*19.8%*	*22.5%*	*9.5%*
综合毛利率		26.0%	27.4%	27.7%	29.1%	29.6%
销售费用率		-3.4%	-3.7%	-3.7%	-3.7%	-3.7%
管理费用率		-5.8%	-5.9%	-5.9%	-5.9%	-5.9%
生物资产减值（百万元）		-2,863	-3,108	-1,623	-1,318	-1,162
归母净利润（百万元）		**-1,417**	**-1,129**	**1,054**	**1,616**	**2,047**
	yoy	*-909%*	*NA*	*NA*	*53%*	*27%*
净利率		-10.7%	-9.0%	7.0%	8.7%	10.1%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测；注：24-25 年总收入不包含中国圣牧，26 年包含中国圣牧 8-12 月经营数据，27-28 年包含中国圣牧全部经营数据

现代牧业相对估值：我们选取牧业公司优然牧业和中国圣牧作为可比公司。截至 2026 年 10 月 6 日，根据 wind 一致预期，2026-2028 年可比公司平均 PE 为 8x/4x/3x。我们预计现代牧业 2026-2028 年 EPS 分别为 0.13/0.20/0.26 元，当前股价对应 2026-2028 年 PE 为 9x/6x/5x，公司 PE 高于同行业可比公司的平均水平，主要系整合并购释放利润弹性，带来一定的估值溢价。

表 6：现代牧业可比公司估值对比

公司名称	代码	收盘价（元）	EPS（元）				PE（倍）				PEG（倍）	CAGR
		2026/10/6	2025	2026E	2027E	2028E	2025	2026E	2027E	2028E	2026	2026-2028
优然牧业	9858.HK	3.27	-0.11	0.36	0.64	0.82	NA	9	5	4	0.2	51%
中国圣牧	1432.HK	0.26	-0.04	0.04	0.07	0.12	NA	6	4	2	0.1	72%
Average							**NA**	**8**	**4**	**3**	**0.1**	
现代牧业	**1117.HK**	1.22	-0.14	**0.13**	**0.20**	**0.26**	**NA**	**9**	**6**	**5**	**0.2**	39%

资料来源：WIND，光大证券研究所，注：可比公司 2026-2028 年盈利数据取自 WIND 一致预期，现代牧业 2026-2028 年盈利数据为光大证券研究所预测，CAGR 为 2026-2028 年归母净利润复合增长率，汇率为 1 港币=0.86 人民币

盈利预测、估值与评级：现代牧业作为牧业头部企业，收入端增势稳健，并入中国圣牧后有望进一步提高特色奶收入占比，提高竞争优势。伴随肉牛价格上涨和原奶价格改善预期，预计释放利润弹性。我们预测公司 2026-2028 年归母净利润分别为 10.54/16.16/20.47 亿元，对应 EPS 分别为 0.13/0.20/0.26 元，当前股价对应 2026-2028 年 PE 为 9x/6x/5x。公司利润端弹性大，估值中枢有望修复，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：原奶价格持续下行；饲料价格上涨；疫病风险。

表 7：现代牧业盈利预测与估值简表

指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	13254	12601	15097	18496	20251
营业收入增长率	-1.51%	-4.93%	19.81%	22.51%	9.49%

下载日志已记录，仅供内部参考

归母净利润（百万元）	-1,417	-1,129	1,054	1,616	2,047
归母净利润增长率	-	-	-	53.23%	26.68%
EPS（元）	-0.18	-0.14	0.13	0.20	0.26
ROE（归属母公司）（摊薄）	-14.9%	-13.6%	11.3%	14.7%	15.7%
P/E	-	-	9	6	5
P/B	1.0	1.2	1.0	0.9	0.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-10-06；汇率按 1HKD=0.8573CNY 换算；

5、 风险分析

奶价持续下行

如果奶价持续下行，公司销售单价可能同比回落，进而对公司收入端造成一定影响。

饲料价格上涨

如果饲料价格上涨，饲喂成本增加，抬高公司的公斤奶饲料成本，压低毛利率水平，对利润端造成影响。

疫病风险

疫病出现会带来额外的牛只损失，出现牛群总数或者单产水平的下降，影响公司经营表现。



下载日志已记录，仅供内部参考

表 8：行业重点上市公司盈利预测、估值与评级

	公司名称	收盘价（元）	EPS(元)			P/E(x)			P/B(x)			投资评级	
			25A	26E	27E	25A	26E	27E	25A	26E	27E	本次	变动
9858.HK	优然牧业	3.27	-0.11	0.39	0.61	NA	8	5	1.3	1.2	0.9	增持	新增
1117.HK	现代牧业	1.22	-0.14	0.13	0.20	NA	9	6	1.2	1.0	0.9	增持	新增

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-10-06；汇率按 1HKD=0.8573CNY 换算

下载日志已记录，仅供内部参考

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

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。

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，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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究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。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海
静安区新闸路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京
西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳
福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港
中国光大证券国际有限公司
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼