

# 产能去化加速，周期企稳可期

## ——奶牛养殖行业深度研究报告

行业投资评级：强于大市|维持

中邮证券研究所农林牧渔团队

分析师:王琦 SAC登记编号:S1340522100001 Email:wangqi2022@cnpsec.com

中邮证券

2025年4月8日

# 并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

- **奶牛养殖具有周期性，本轮奶价下降已超3年。**奶牛养殖周期一般是5-6年，由于生产的惯性和盲从性，原奶价格也呈周期性波动。2008年以来，国内原奶周期可划分为2008-2018年年中、2018年下半年-至今两轮。本轮周期中，国内主产区生鲜乳均价自2021年9月步入下行通道，至今已下降超40个月，奶价较阶段高点跌近30%。
- **扩群和单产提升导致原奶供应过剩。**疫情带来的脉冲式需求过后，22年后我国奶类消费开始疲软下滑。但2019-2023年牧场建设热潮的产能仍在持续释放，2019年到2023年，我国奶牛存栏增加了177万头，增幅达37.6%，奶牛平均单产从7.8吨增长到9.4吨，牛奶产量从3201万吨增长到4197万吨，年均复合增速7%。
- **2023年行业开始产能调整，2025年进入加速阶段。**2023年行业开始进入亏损周期，但在2024年上半年之前进行产能淘汰的主要是社会牧场，大型牧场产能减少在24年下半年才开始展现。全国奶牛存栏自24年3月开始下降，截至25年2月，奶牛存栏为611.4万头，累计减少约5.8%，距离我们测算的590万头左右的供需平衡点仍有差距。25年奶价进一步下降、三季度面临青储压力以及社会牧场困境加剧，25年上半年行业产能将继续去化，或有望于25年三季度达供需紧平衡。
- **投资建议：周期企稳可期，关注大型龙头牧场。**奶牛养殖行业规模化水平、集中度均较高，且集团牧场具有天然优势。当前上市牧场主要有五家，均在港股：优然牧业（全球最大原料奶供应商，至少70%原奶供应给伊利）、现代牧业（蒙牛控股企业及原料供应商）、中国圣牧（国内规模最大的有机原料奶生产商，蒙牛控股公司）、澳亚集团（国内最大独立奶牛牧场运营商）、原生态牧业（中国十大牧场运营商之一，飞鹤控股）。
- **风险提示：发生疫情风险、需求不及预期风险、原材料价格波动风险。**

# 目录

- 一 | **奶牛养殖行业介绍**
- 二 | **奶牛行业具有周期性和季节性**
- 三 | **需求：阶段性调整，市场潜力大**
- 四 | **供给：产能去化进行攻坚时刻**
- 五 | **格局：乳企抢占奶源，牧场话语权弱**

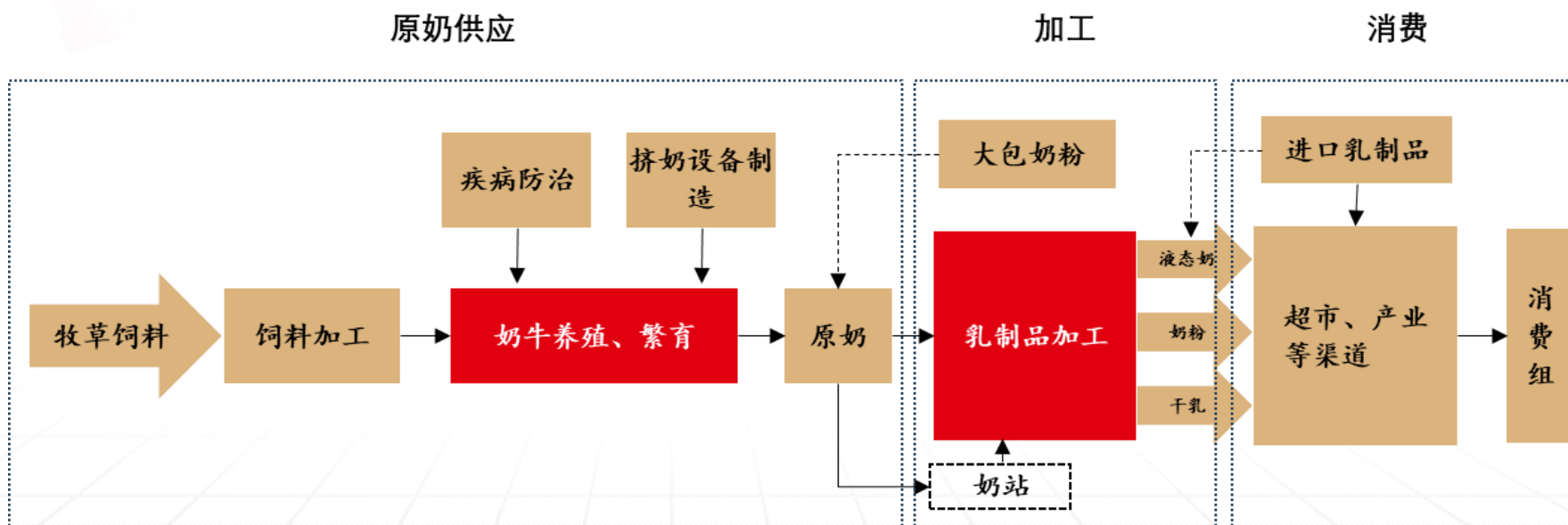


# 奶牛养殖行业介绍

# 1.1 奶牛养殖产业介绍（一）

奶牛是乳用品种的黄牛，它们经过长期的选育和饲养,以提供优质的牛奶供人类食用。奶牛分为奶用和肉奶兼用两种类型。奶用奶牛的产奶量较高，而肉奶兼用奶牛的乳脂率较高。目前，我国饲养的奶牛80%以上为中国荷斯坦牛（又称黑白花奶牛）及其杂交改良牛。我国从1980年山东省畜牧局牛羊养殖基地开始引进此品种，此品种适应性强、分布范围广、产奶量高、耐粗饲。

图表1：奶牛养殖行业产业链



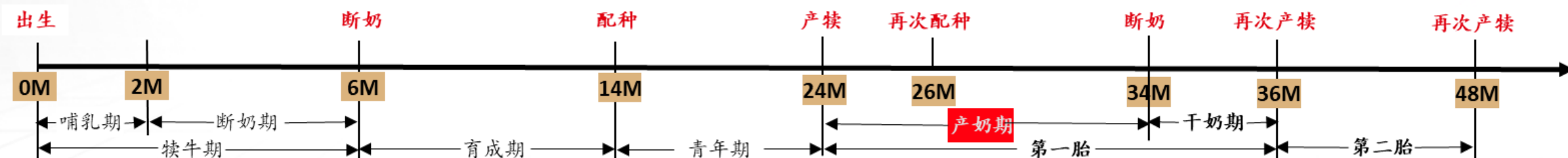
资料来源：中邮证券研究所整理

# 1.1 奶牛养殖产业介绍（二）

## 奶牛的生命及生产周期：

- 奶牛从出生到生理成熟需要2年时间，需经历犊牛、育成牛、青成牛、成母牛4个阶段。
- 母牛产犊后方能泌乳，进入产奶期。奶牛的产奶周期：**产崽后产奶→60-80天后再次受精→边怀孕边产奶→怀孕280天，最后2个月不用挤奶（干奶期）→2个月后再产崽**。奶牛每胎次产奶约305天，随后进入干奶期等待下次产犊。
- 奶牛的自然寿命可达15-20年，但作为经济动物，其淘汰主要基于生产效益。奶牛的**产奶高峰期通常在第2-4胎**，产奶量在6-8年时开始下降。因此**集约化牧场平均淘汰年龄5-6岁（3-4胎次）**，传统牧场可能延长至7-8岁。

图表2：母奶牛的生长周期



资料来源：中邮证券研究所整理

## 1.2 奶牛养殖产业模式

根据养殖规模、技术应用、管理方式及市场需求的不同，现代奶牛养殖模式可有分为多种类型。一般来说：采取草地放牧或家庭农牧混合方式的一般是小农户，大中型规模养殖场则采取集约化规模养殖方式，且大多由企业经营。

图表3：主要奶牛养殖模式

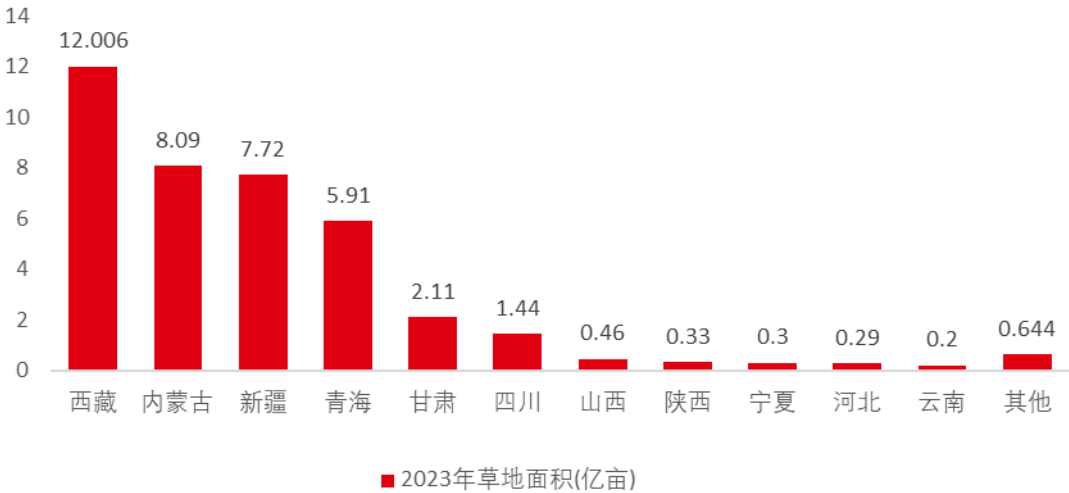
| 类型         | 特点                              | 优点                         | 缺点                   | 适应场景                          |
|------------|---------------------------------|----------------------------|----------------------|-------------------------------|
| 集约化（规模化）养殖 | 大规模集中饲养，机械化程度高，采用科学配方饲料和标准化管理。  | 产量高、效率高，便于统一防疫和质量管理        | 初期投资大，依赖技术和设备，环保压力大  | 现代化牧场（如欧美大型牧场或中国蒙牛、伊利合作的万头牧场） |
| 传统散养模式     | 小规模、低密度养殖，以家庭为单位，依赖自然放牧或粗饲料喂养。  | 成本低，动物福利较好，适合有机奶生产。        | 产量低，效率不高，疾病防控难度大。    | 土地资源丰富、劳动力成本低的地区（如山区或草原）。     |
| 放牧式养殖      | 奶牛全天候在草场自由采食，辅以少量精饲料补充营养。       | 降低饲料成本，牛奶品质高（如草饲奶），符合动物福利。 | 受气候和草场质量影响大，单位面积产量低。 | 新西兰、澳大利亚等草原资源丰富的国家。           |
| 家庭农场模式     | 中等规模（几十至几百头），家庭经营为主，结合机械化和人工管理。 | 灵活性强，兼顾规模与成本，适合区域性品牌合作。    | 抗风险能力较弱，技术依赖外部支持。    | 中国、印度等发展中国家常见。                |
| 合作社或联合养殖模式 | 多个养殖户联合成立合作社，共享资源（技术、饲料、销售渠道等）。 | 降低成本，提高议价能力，分散风险。          | 需协调多方利益，管理难度较高。      | 日本、荷兰及中国部分地区。                 |

资料来源：中邮证券研究所整理

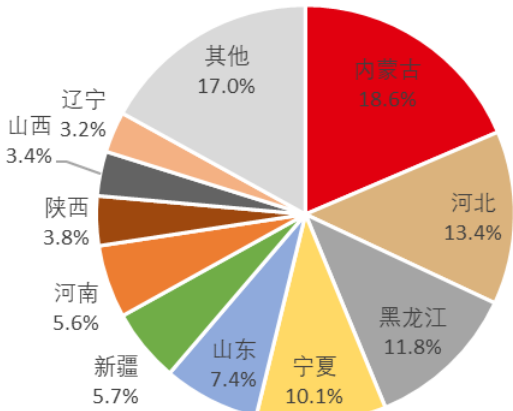
## 1.3 奶牛养殖业区域分布

- 世界上最好的牧场集中于南北纬大约40到50°区间的温带草原。这些地区所出产高品质的奶源，占据世界高端乳品市场的大部分市场份额。北半球黄金奶源带有爱尔兰、荷兰、法国诺曼底、德国北部、蒙古、中国内蒙古、日本北部、美国的明尼苏达州等地区。南半球黄金奶源带的有澳大利亚南部、新西兰、阿根廷的潘帕斯草原3个区域。
- 我国天然草原的主要分布在北方和西部，南方地区草原以草山、草坡为主，大多分布在山地和丘陵。**内蒙古、新疆、西藏、青海是我国的四大牧区。**而河北、宁夏、黑龙江等省虽然草原面积较小，但气候适宜、现代养殖技术实力雄厚，其奶牛养殖业亦十分发达。
- 2024年，在全国牛奶产量排名前10的省份中，**内蒙古、河北、宁夏、黑龙江、山东、河南、新疆、山西、辽宁和甘肃**这些省份的牛奶总产量合计达到3372万吨，占全国牛奶总产量的82.7%。

图表4：各省草地面积



图表5：23年各省原奶产量占比



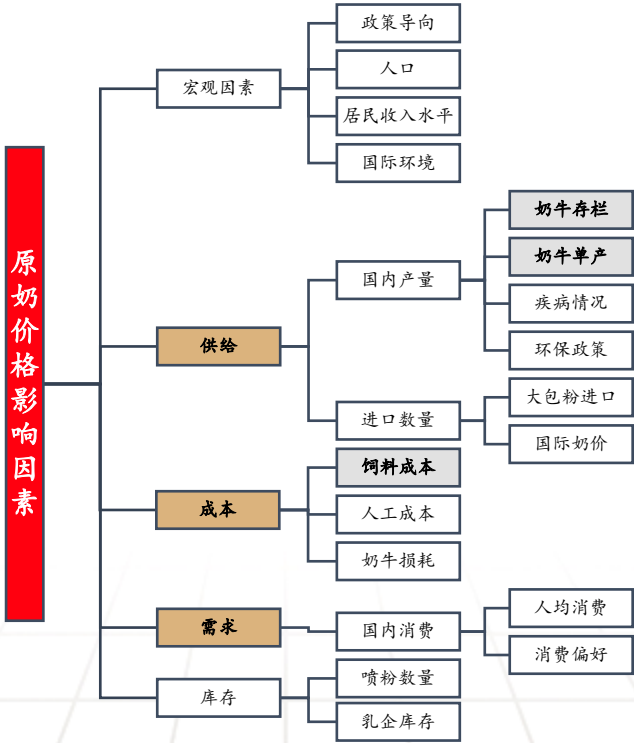


## 奶牛行业具有周期性和季节性

## 2.1 原奶需求具有刚性，供给波动更加明显

影响原奶价格因素多种多样，但供给关系是核心。因为奶及其相关产品具有食品属性，所以其消费具有一定韧性，一般而言，奶及其相关产品的需求量波动较小且缓慢。但原奶的生产相对来说更加好调节，且各参与方具有一定盲从性。在原奶的供需关系分析中，中短期时间内，供给的波动将大于需求。分析原奶的供应涉及奶牛存栏、单产、大包粉进口量等多重因素。

图表6：影响奶价的核心要素



资料来源：中邮证券研究所整理

## 2.2 中国奶牛养殖业发展历程

中国奶牛养殖业的发展历程是一个从传统散养到规模化、现代化转型的过程，经历了多个阶段的政策调整、技术革新和市场变化：

- **古代阶段（唐宋至清末）：萌芽期。**唐宋时期，北方游牧民族的奶牛养殖技术传入中原，但规模有限，多为零散的家庭养殖。直到晚清到民国，受到西方影响，开始引入一些国外品种，比如荷斯坦牛，但这时候可能主要集中在城市周边。
- **计划经济时期（1949–1978年）：国营牧场主导。**新中国成立后，政府通过公私合营改造，建立国营奶牛场，奶牛养殖纳入国家计划管理。虽然引入苏联养殖技术、推广人工授精和饲料配方、引进荷斯坦牛，但整体养殖效率低，奶牛单产不足2吨/年。
- **改革开放初期（1978–2000年）：初具规模。**外资乳企进入中国，伊利、蒙牛等企业崛起，个体养殖兴起。奶牛存栏量从1978年的48万头增至2000年的488万头，但养殖分散、技术水平低的问题突出。
- **高速发展时期（2000–2010年）：扩张与危机并存。**中国加入WTO，乳制品需求激增，外资加速布局、国内乳企争抢奶源，推动奶牛养殖规模快速扩张。2008年“三聚氰胺事件”暴露散养模式监管漏洞，消费者信心受重创，政府启动奶业整顿。
- **现代化转型阶段（2010年至今）：集约化发展。**散户加速退出，大型牧业集团崛起。现代养殖技术提升，国产奶牛育种体系逐步完善。低温鲜奶、有机奶、A2奶等高端产品需求增长，推动牧场向精细化、品牌化发展。

## 2.3 原奶价格呈周期性波动（一）

原奶价格波动的根本原因是供求关系的变化，由于生产的持续性等原因，奶牛养殖业呈现“奶价下降—卖牛杀牛退出—奶短缺—奶涨价—牧场增产—奶过剩—奶降价—再卖牛退出”的周期性波动。2008年至今，行业大致经历了两个波动周期：

### ■ 周期一（2009-2018年）：三聚氰胺事件后的调整与复苏

↑ **上行阶段（2009年7月-2014年2月）：需求强劲提升。**原奶价格从2.30元/公斤上涨至4.27元/公斤。此阶段国内经济回暖、大众对国产乳制品的信心逐渐修复且消费升级，原奶供需缺口扩大。尤其是2013年又适逢新西兰大旱导致国际大包粉价格上涨、饲料成本上涨等，进一步推升价格。

↓ **下行阶段（2014年3月-2018年7月）：产能过剩，行业深度调整。**2014至2018年，我国奶牛存栏下降了26.2%，但牛奶产量仅下降3%，其原因是同期牛奶单产量的大幅提升，导致行业长期供给过剩。2014年3月至2015年5月，原奶价格累计下跌超过20%，此后直至2018年7月，原奶价格均在3.4-3.5元/公斤的低位区间波动。

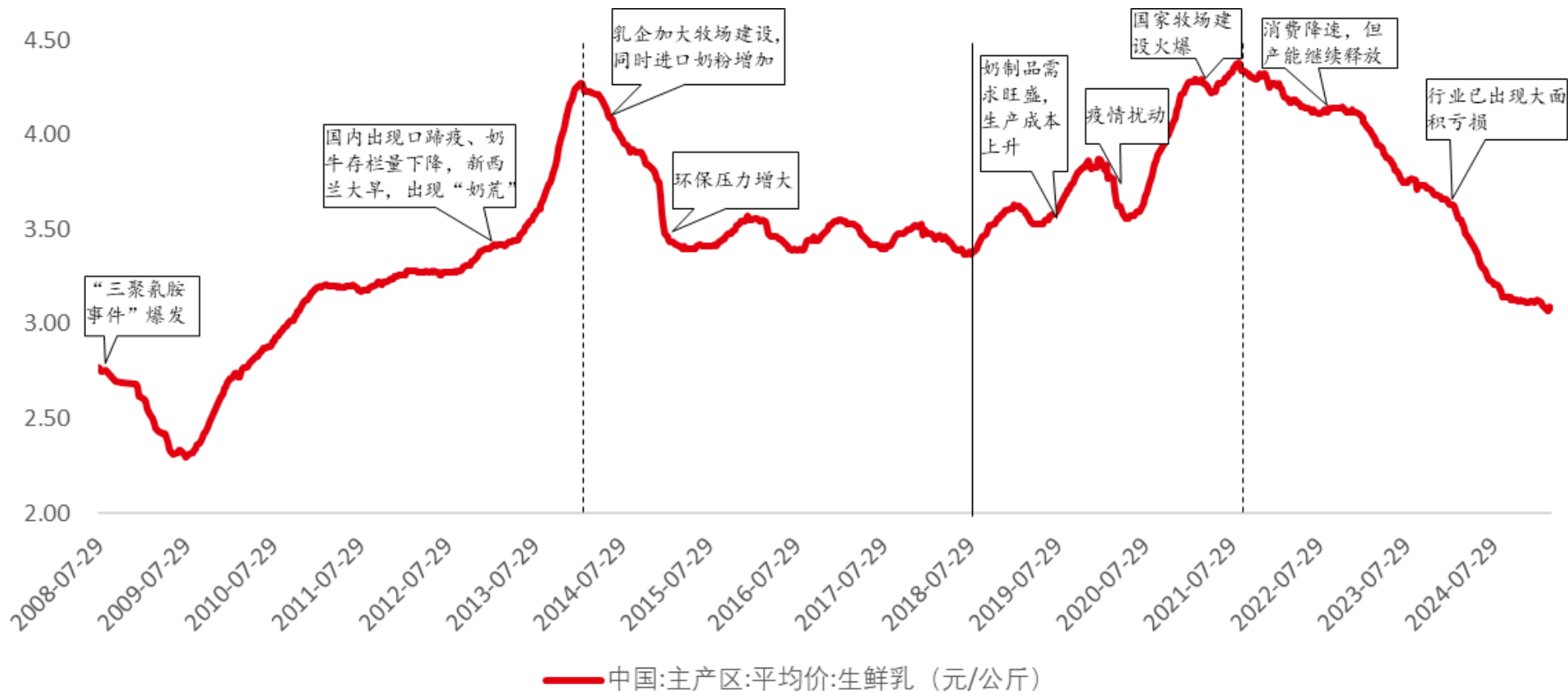
### ■ 周期二（2018年至今）：快速发展与调整

↑ **上行阶段（2018年8月-2021年8月）：温和上行。**2018年至2019年间，饲料成本上涨及环保清退落后产能带来供给小幅下滑，供需偏紧下，奶价进入新一轮上涨周期。2020年3月至5月，原奶价格短暂下滑是受疫情影响，后随着需求修复及结构变化，奶价快速反弹、重回高位。

↓ **下行阶段（2021年9月-至今）：产能严重过剩。**2019年乳企在上游大量投入产能，在经过两年多的建设后，产能开始集中释放。同时奶牛单产的提升也进一步加剧了国内原奶的供需失衡。截止当前，奶价已从2021年9月的高点累计下滑近30%。

## 2.3 原奶价格呈周期性波动（二）

图表7：历史上原奶价格表现

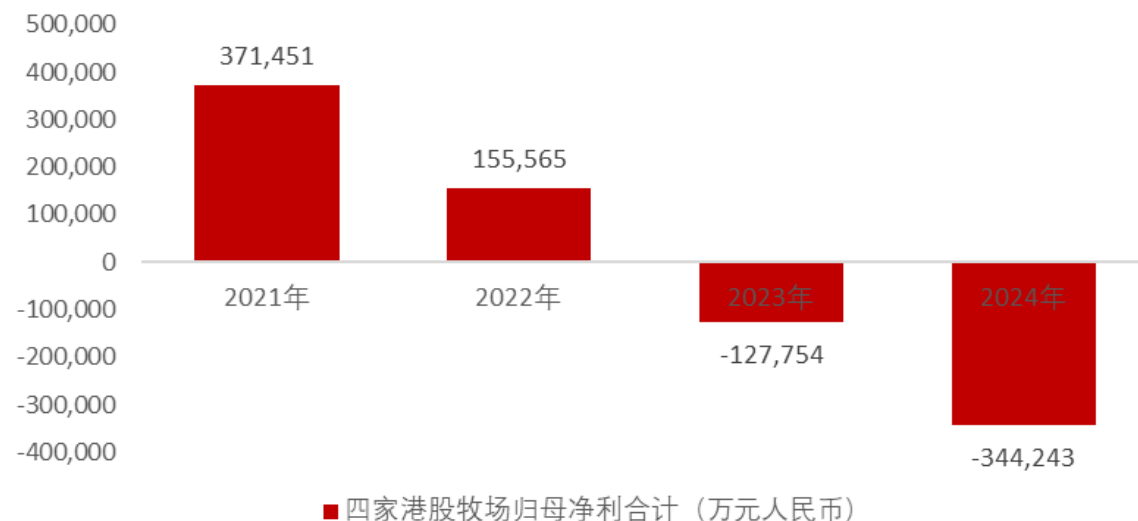


资料来源：wind，中邮证券研究所

## 2.4 当前奶价已连续下滑超三年，牧场大面积亏损

- 国内主产区生鲜乳平均收购价自2021年9月步入下行通道，至今已超过40个月，奶价较阶段高点跌近30%。本轮奶价的持续下降核心原因在于供需的错配：持续释放的前期建设产能，与疫情后脉冲式的需求放缓。
- 除了奶价的下行，牧场还面临着成本上涨和下游乳制品企业压价的双重夹击，23、24年上游牧场已陷入大面积亏损。优然牧业、现代牧业、澳亚集团、中国圣牧等头部奶牛养殖企业2024年已全部亏损。2024年7月，国家奶牛产业技术体系首席科学家李胜利公开表示，公斤奶利润空间为国家奶牛产业技术体系记录以来首次进入负值，行业亏损面超过80%。

图表8：四家奶牛养殖企业归母净利



三

**需求：阶段性调整，市场潜力大**

## 3.1 近年奶类消费疲软已现

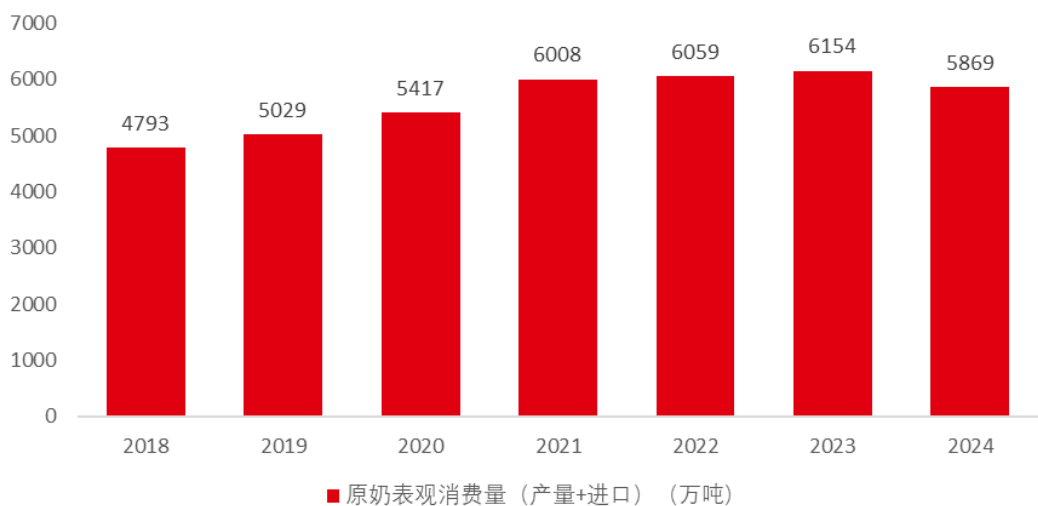
### ■ 2024年奶类消费量下降

2024年中国牛奶原料奶同比减少2.8%，这是2018年以来中国牛奶产量首次出现下降。如果24年我国奶类总量为4079万吨，外加进口产品折算成原料奶，则2024年我国奶类表观消费量为5869万吨，同比下降4.63%。

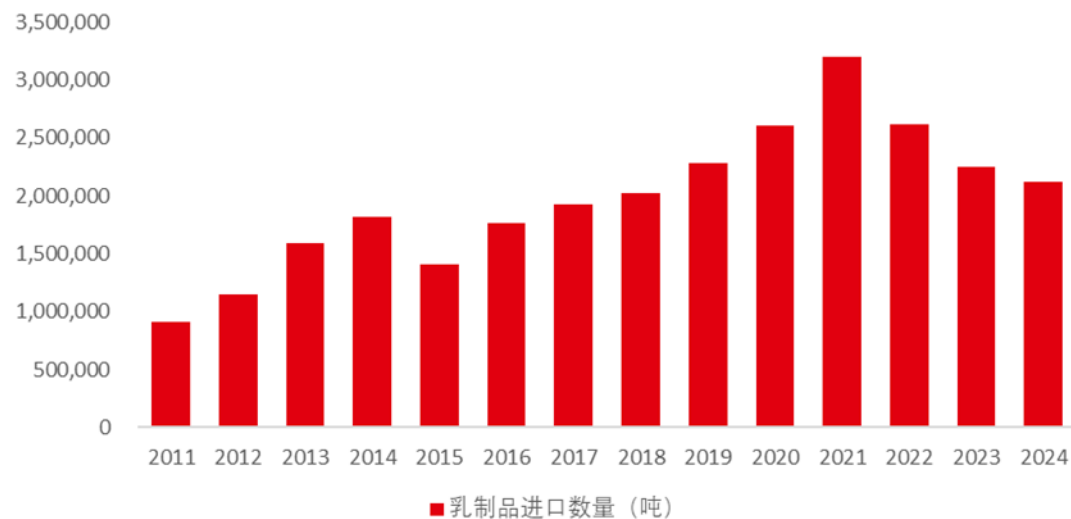
### ■ 进口已连续下滑三年

2021年我国进口乳品达到2000年以来最高峰，随后开始连续下降。2024中国进口乳制品212万吨，同比减少5.9%，这是乳制品进口连续第3年大幅下降。

图表9：中国奶类表观消费量



图表10：中国乳制品进口

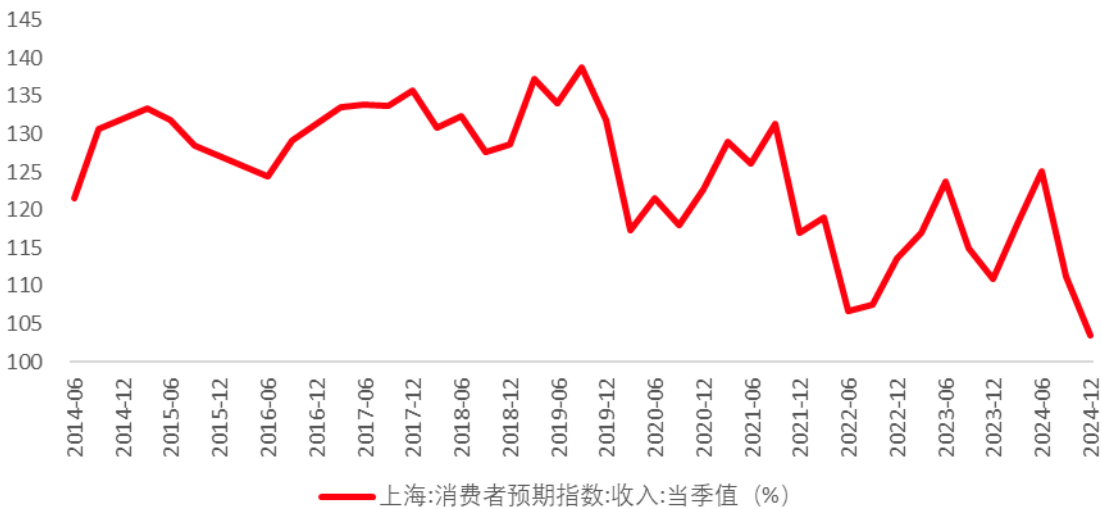


## 3.2 多重因素共同拖累消费

2018年-2021年我国奶类消费持续增长，但2022年后开始疲软下滑，牛奶消费下降是多重因素叠加的结果：

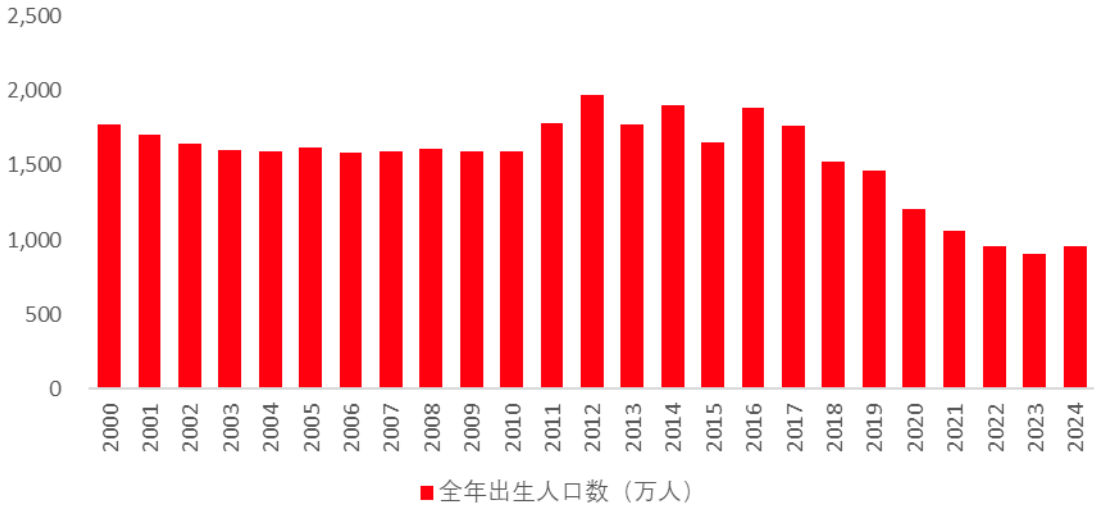
- 宏观因素：宏观经济增速下降，消费者对未来收入预期减弱，居民消费意愿下降。
- 人口因素：2016年生育高峰过后，我国新生人口逐年下降。人口红利消失，直接影响了乳品市场的规模和增长速度预期。
- 替代性消费：随着健康意识的提升和消费观念的转变，消费者更加注重产品的健康属性和个性化需求，而众多功能性产品、植物蛋白的兴起，进一步挤占了传统牛奶消费市场的份额。

图表11：居民预期收入增速下降



资料来源：ifind，中邮证券研究所

图表12：新生儿数量减少



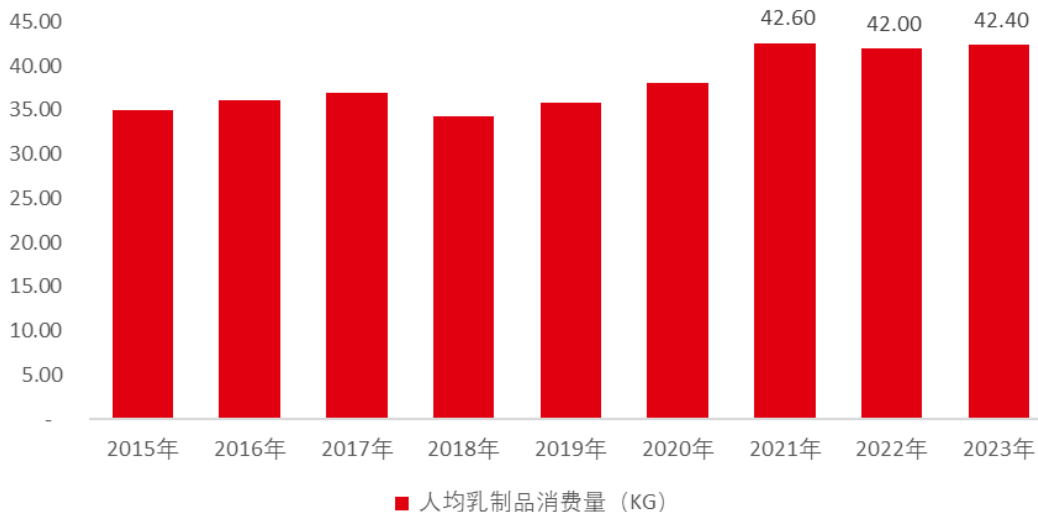
资料来源：ifind，中邮证券研究所

### 3.3 人均消费还有较大空间

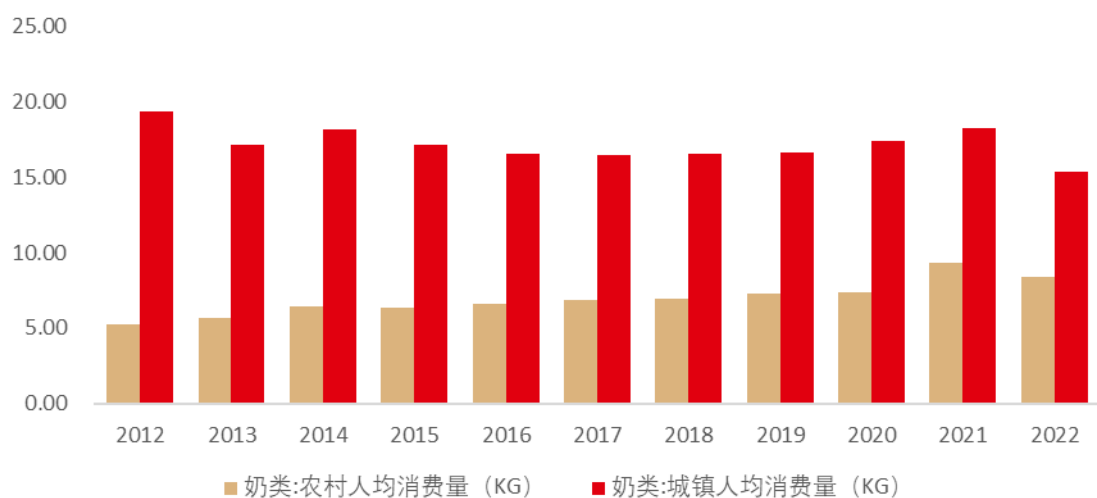
近年中国人均奶类消费量增速开始下降，但与国际平均相比仍有较大差异。结构优化与消费下沉仍是拓展奶类消费的关键：

- **人均摄入量不足。**2023年人均乳制品消费量为42.4公斤（液态奶占77.4%），较2022年增长0.4公斤，但仅占全球平均水平的1/3，远低于中国膳食指南推荐的日均300-500克标准。
- **城乡差异显著。**一线城市乳制品渗透率接近饱和，而三四线城市仍处于习惯培育阶段，部分农村地区更是把牛奶当做“高端”礼品。2023年，中国一线城市人均奶类消费量约为45-50公斤，而三四线城市及农村地区仅15公斤左右，差距巨大。
- **消费习惯有待培养。**当前中国乳制品消费结构以液体乳及奶粉为主要消费品类，干酪消费量非常少。

图表13：中国人均乳制品消费量



图表14：城镇和农村居民人均奶类消费量



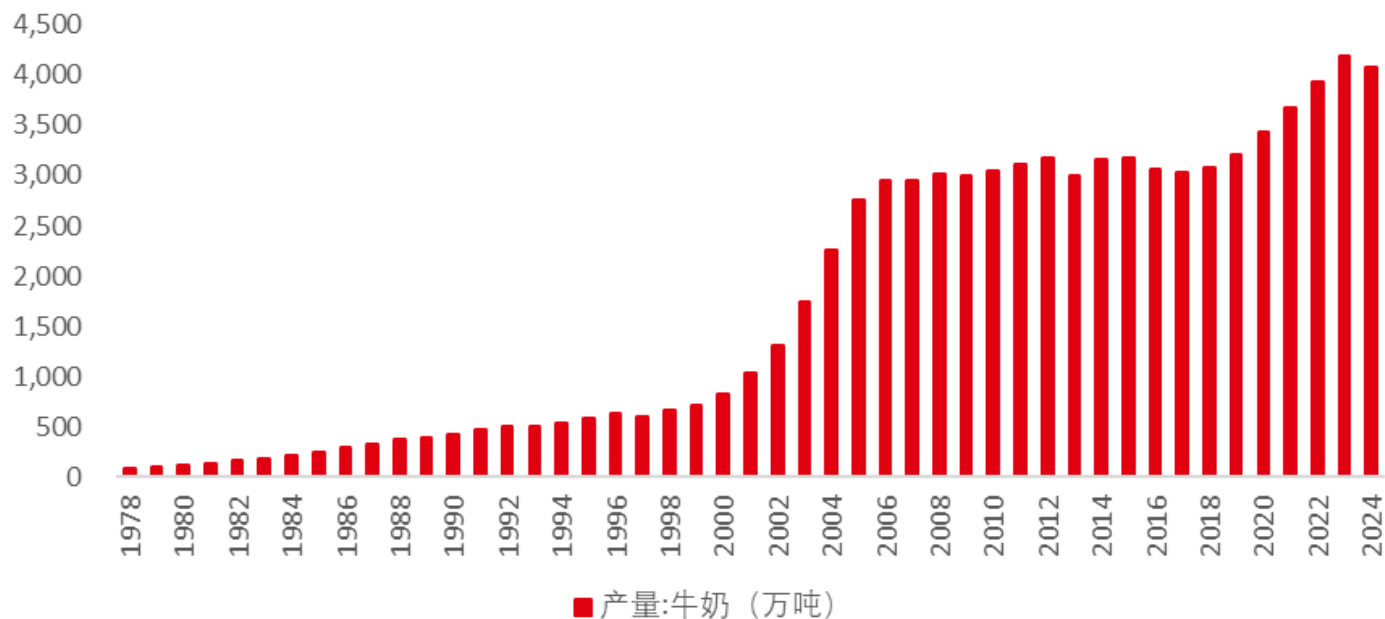
# 四

## 供给：产能去化进行攻坚时刻

## 4.1 24年牛奶产量开始调整

中国牛奶产量2018-2023连续6年保持上涨趋势，牛奶产量从3075万吨增长到4197万吨，年均复合增速6.42%。尤其2020-2022年间，年均增速超过7%。但2023年后，消费开始回落，而前期新建牧场难以及时调转，原奶出现过剩，行业开始产能去化。2024年，牛奶产量4079万吨，同比下降2.8%，为近7年来首次下降。

图表15：中国牛奶产量



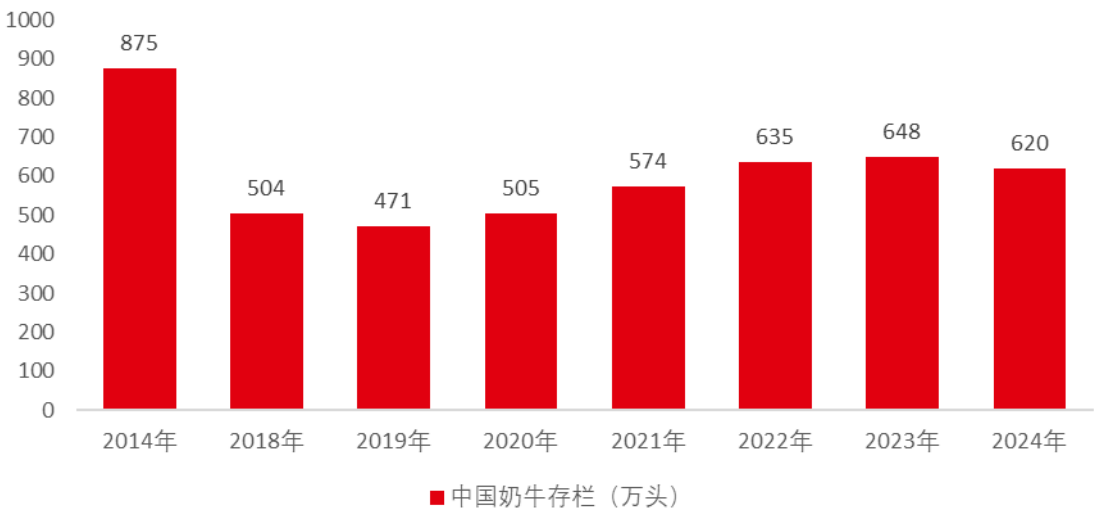
资料来源：ifind，中邮证券研究所

## 4.2 扩群与单产提升共同助力供给增长

中国牛奶产量的提升，既得益于存栏的增长，亦有效率提升的成效：

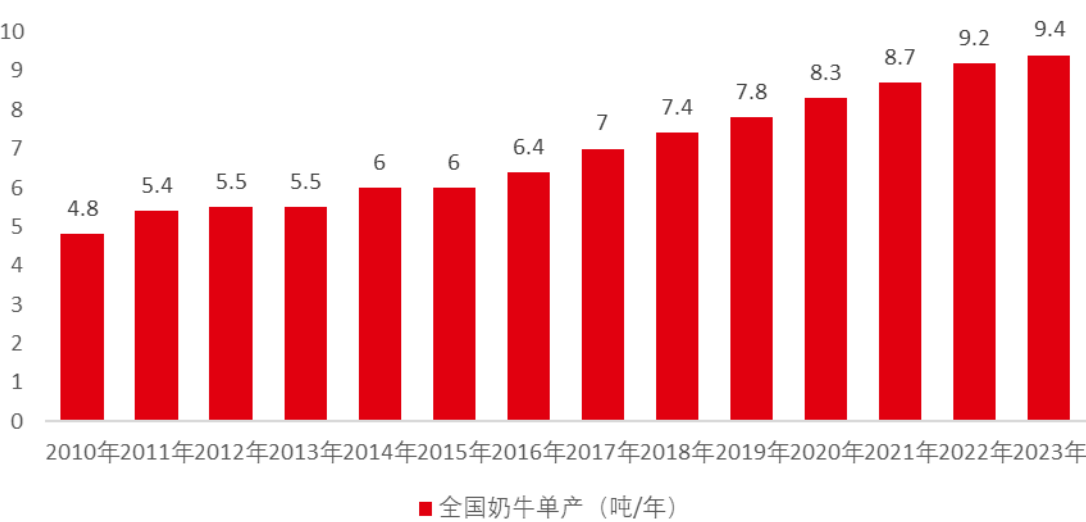
- 1) **存栏增长**。随着行业市场化进程的不断加深以及国际资本的进入，我国奶牛产能迅速增长。尤其是2018年后，需求旺盛的刺激下，众多大型牧场兴建，奶牛存栏量持续高增。2019年到2023年我国奶牛存栏增加了177万头，增幅达37.6%。
- 2) **奶牛单产提升**。奶牛规模化养殖程度不断提升、遗传改良、精准饲养等多方面努力下，我国奶牛单产量不断突破。2018-2023年我国奶牛平均单产从7.4吨增长到9.4吨，与发达国家的差距越来越小。

图表16：中国年度奶牛存栏量



资料来源：农业农村部，中邮证券研究所

图表17：我国奶牛单产情况



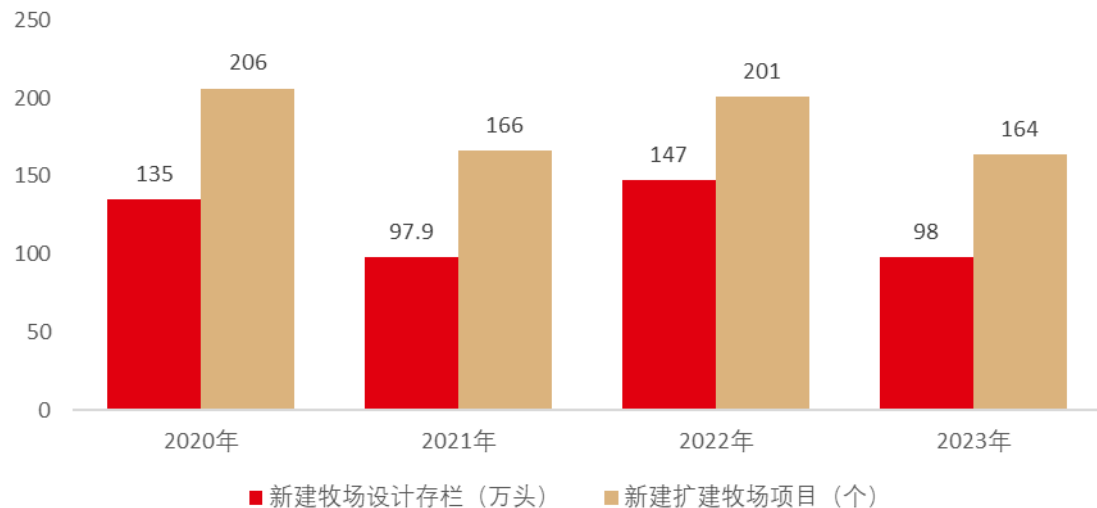
资料来源：国家奶牛产业技术体系，中邮证券研究所

## 4.3 2019-2023年大规模扩张，导致供需失衡

**2019-2023年国内进入牧场建设热潮，大型乳企纷纷加快自建牧场步伐。**据荷斯坦统计，2020-2022年中国新建或计划新建项目562个，设计存栏量377万头以上，其中69.5%为万头以上牧场。2023年奶牛养殖虽然出现大面积亏损，但2019年以来计划和在建养殖场项目仍需要推进，部分养殖企业的现金流仍能维持，故2023年新建牧场依然较多。

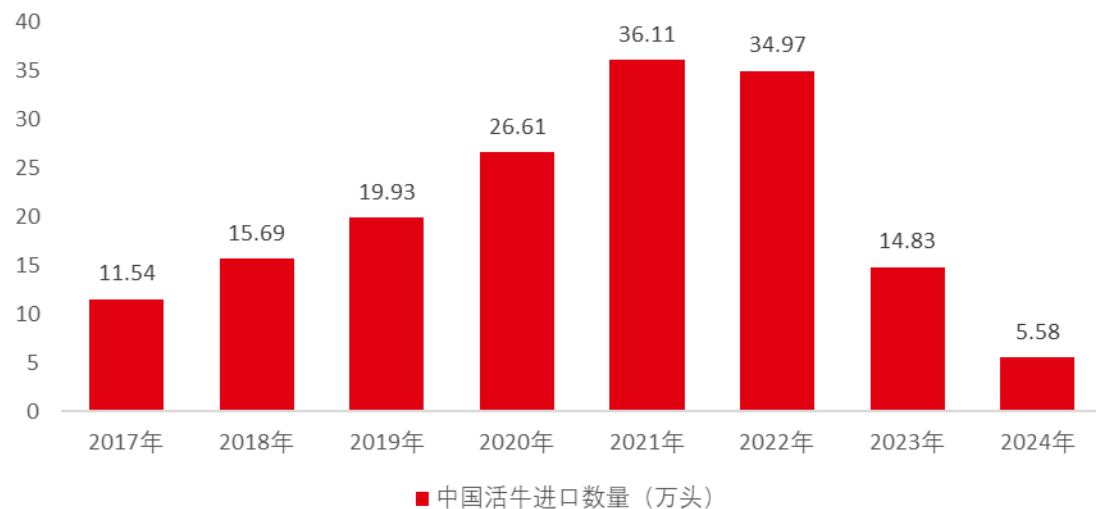
**2024年后，新建牧场遇冷。**23年行业开始大面积亏损，牧场的现金流压力愈演愈烈，24年不少牧场项目停工，新建、扩建牧场项目取消。于此同时，种牛需求量下降，2023年进口量腰斩，2024年继续大幅下降，进口需求明显减少。

图表18：2019-2023年大量新建牧场兴起



资料来源：荷斯坦，中邮证券研究所

图表19：中国活牛进口量

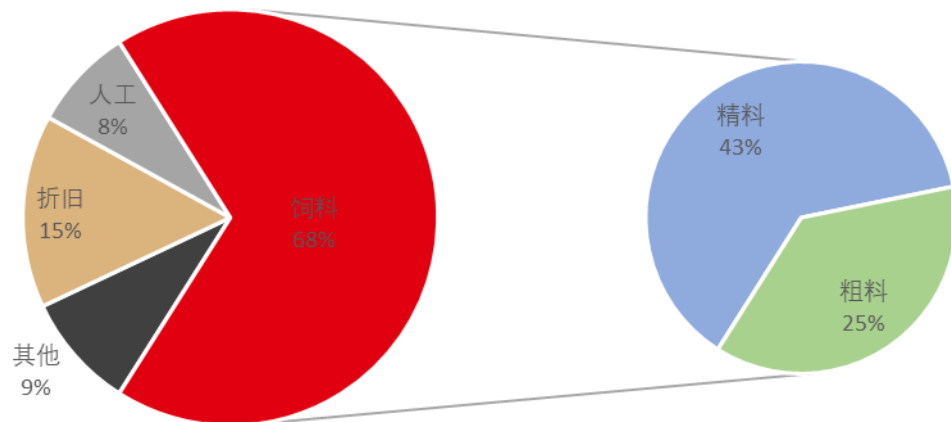


资料来源：中国海关，中邮证券研究所

## 4.4 价格下降与成本上涨的冲突加剧行业困难（一）

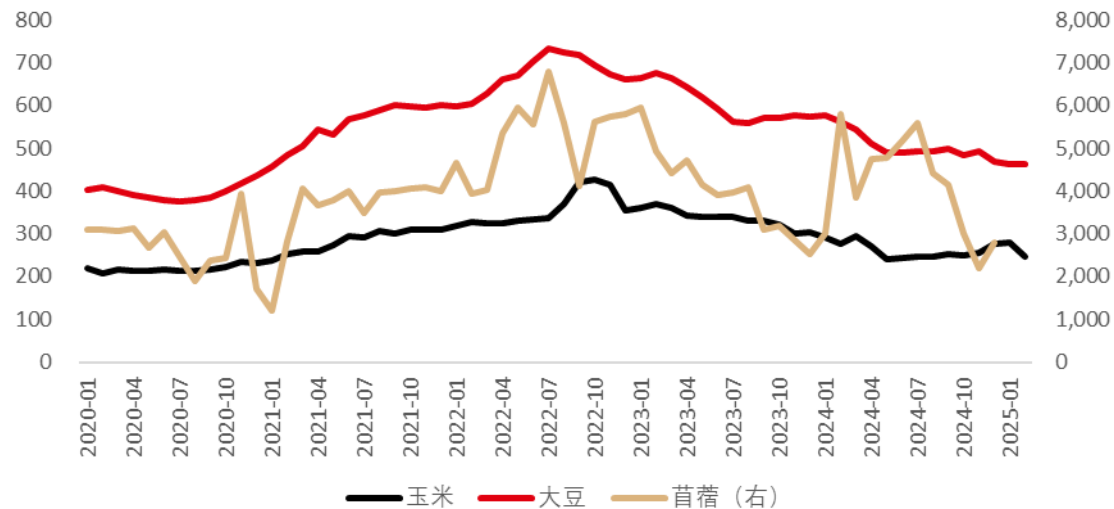
- **饲料是奶牛养殖的最大支出。** 奶牛养殖成本包括繁育、饲料、人工、疾病控制等，其中饲料成本占总成本的60-70%。饲料主要由玉米、豆粕、草饲料构成。三者对进口依赖度较高，受宏观经济、国际环境等众多因素影响，故而价格波动较大。
- **在2021-2023年攀升至历史高位，2024年有所下降。** 自2020年下半年起，随着苜蓿、豆粕价格不断攀升，牧场养殖成本逐步提高。我国原奶成本从2020年的3.36元/公斤，持续上升至2023年的3.83元/公斤。虽然24年饲料成本下降带动下，原奶成本下降至3.46元/公斤，但成本下降幅度远小于原奶价格。

图表20：造奶成本构成



资料来源：国家奶牛产业技术体系，中邮证券研究所

图表21：豆粕、玉米、苜蓿进口价格（美元/吨）

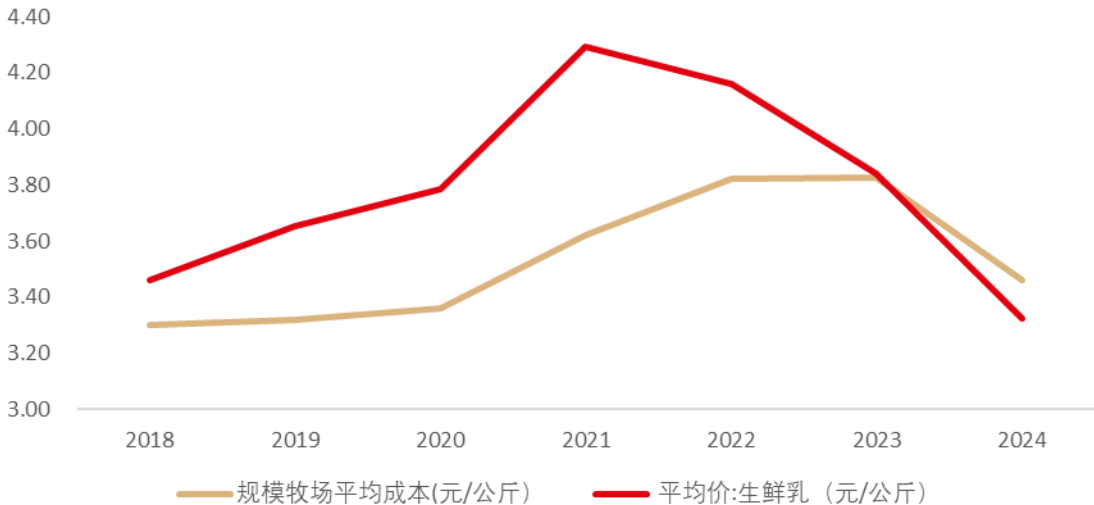


资料来源：ifind，中邮证券研究所

## 4.4 价格下降与成本上涨的冲突加剧行业困难（二）

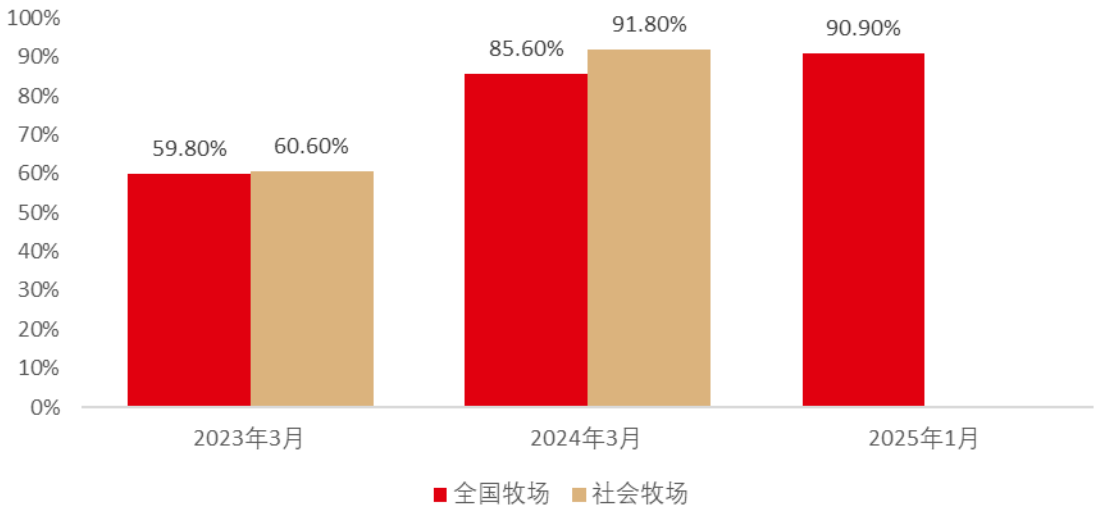
- **24年奶价成本倒挂。**2023年原奶供给过剩问题已经突显，2024年以来则情况更为严重，奶价和成本出现了国家奶牛体系有纪录以来的首次倒挂。2024年国家奶牛产业技术体系监测牧场牛奶全年平均生产成本为3.46元/公斤，同比下降9.56%，处于2021年以来最低水平。但是奶价下跌幅度更大，根据统计局数据，24年全国生鲜乳均价为3.32元/公斤。
- **2023年以来，行业亏损面积持续扩大。**根据国家奶牛技术体系调研，2023年原奶行业亏损面超过60%，到2024年超过80%，25年1月进一步扩大至90.9%。

图表22：原奶价格倒挂



资料来源：国家奶牛技术体系，ifind，中邮证券研究所

图表23：牧场亏损面持续扩大



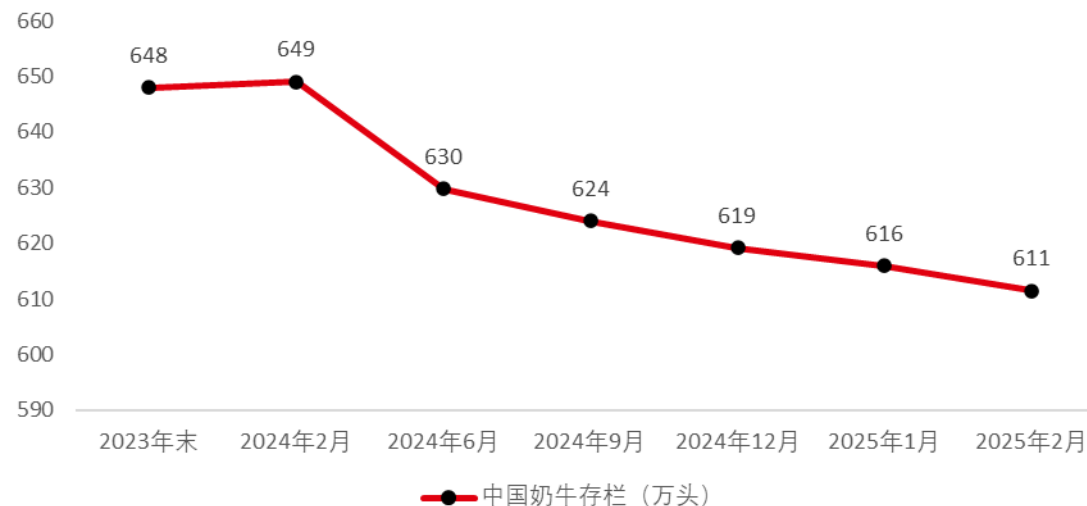
资料来源：国家奶牛技术体系，中邮证券研究所

## 4.5 供应拐点已经显现，行业开启新一轮去产能周期

2023年以来，中国奶业供给快速增长与需求动力不足的矛盾更加突出，奶价大幅下降与成本居高不下的冲突导致行业大面积亏损。由此行业开启了新一轮的去产能周期：中小牧场逐渐退出、规模牧场调整存栏结构。2024年行业形势更加严峻、去产能趋势更加明朗：

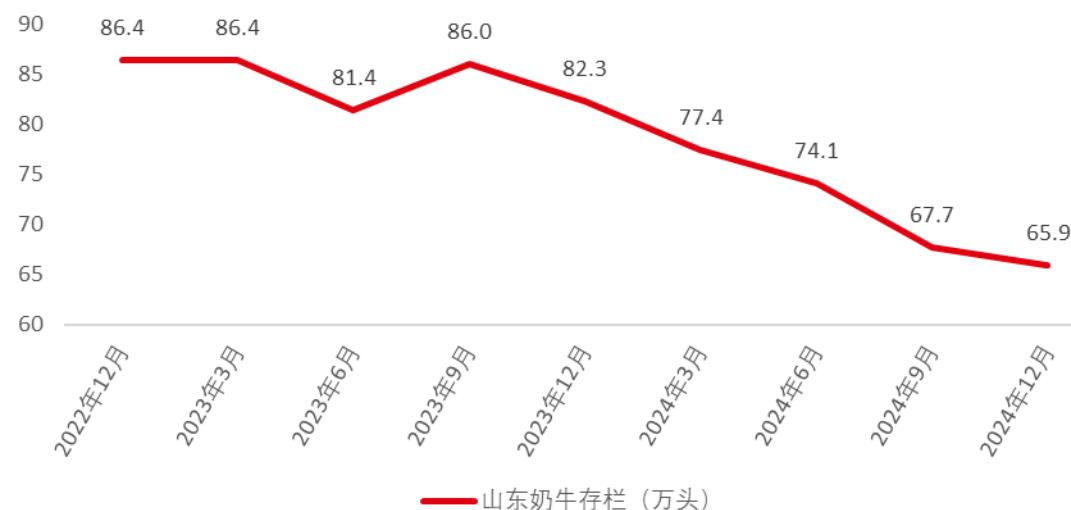
- **奶牛存栏已下降12个月。**据农业农村部奶站监测数据，全国奶牛存栏自2024年3月开始环比下降，截至25年2月，全国奶牛存栏为611.4万头，同比下降5.7%。12个月间，全国存栏共累计减少约5.8%，合计38万头左右。
- **主产区产能去化明显。**部分社会牧场占比高的省份，其产能去化的时间和速度比全国更快、更早。山东是我国养牛大省，其奶牛存栏自2023年1季度到达高点后，开始了连续的去产能。截至24年底，奶牛存栏为65.90万头，已累计去化了19.93%。

图表24：2024年以来全国奶牛存栏



资料来源：农业农村部，中邮证券研究所

图表25：主产区奶牛存栏



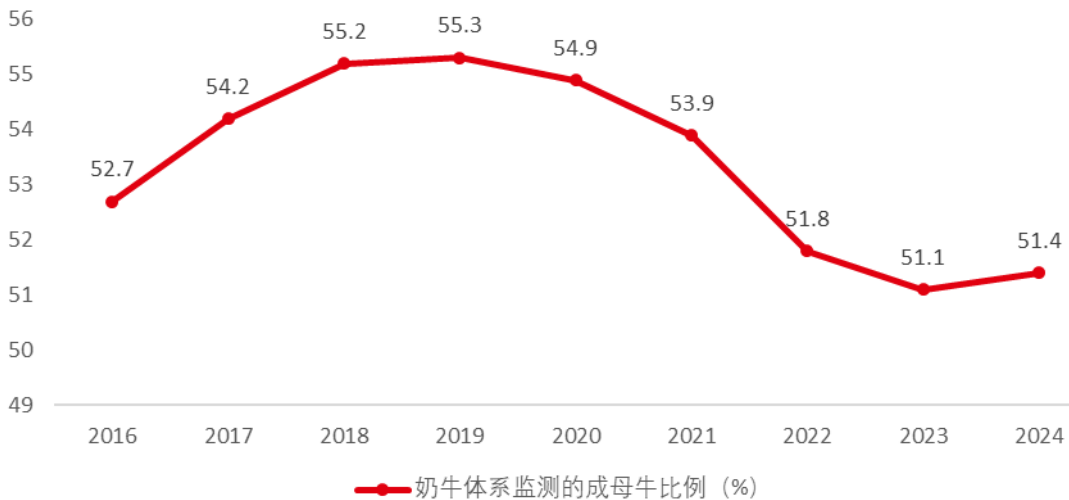
资料来源：ifind，山东省统计局，中邮证券研究所

## 4.6 产能去化从中小企业蔓延至大型牧场

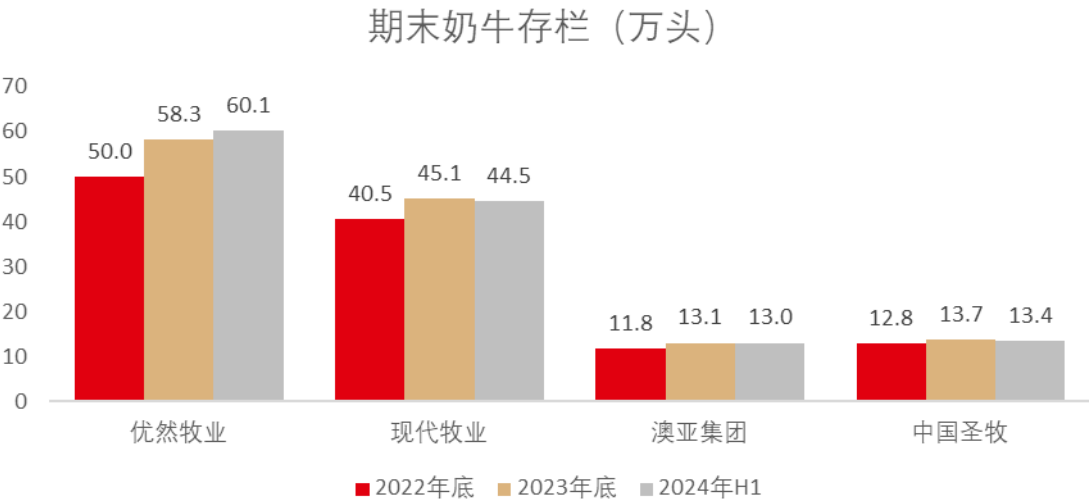
24年以来，奶牛产能去化进程明显加速，产能去化的规模、参与主体等均明显增加：

- **减少配种、淘汰后备牛。**牧场不但减少配种，甚至出现了宰杀后备奶牛的情况。2024年荷斯坦牛冻精销量下降30%左右，用于扩繁的母犊牛1年下降30-40万头。由于牛犊减少，2024年我国成母牛比例达51.4%，较23年有所上升，结束了此前多年的下降趋势。
- **头部牧场奶牛存栏下降。**不同的牧场抗风险能力差异较大。社会化牧场是最先也是最严重的亏损主体，故而在2024年上半年之前最先进行产能淘汰的也是社会化牧场。大型养殖集团和乳企自有奶源牧场由于具有天然优势及生产惯性，其产能去化节奏相对较慢。在2023年及2024年上半年，大型牧场仍处于产能增长中。但随着亏损的增加，2024年二季度，产能去化开始蔓延至大型牧场。从2024年中报来看，四家港股上市牧场，仅优然24年Q2奶牛数量仍在上升，现代牧业、澳亚集团、中国圣牧则均较23年末下降。

图表26：牛犊占比减少，成母牛占比提升



图表27：除优然外，头部牧场24年中期奶牛存栏环比下降



## 4.7 2025年产能将迎来深度调整（一）

我们测算，奶牛存栏降至590-600万头将实现供需紧平衡，若能进一步下降至570-580万头，则会存在一定供需缺口、迎来新一轮上行周期：

- 需求端：根据农业农村部数据，2024年我国乳企每天需要7.9万吨生鲜乳，我们假设2025年中国原奶需求增长3%。
- 供给端：除了扩群外，还有两个变量：一是单产提升持续，25年预计成母牛单产进一步提升至10吨/年；二是随着后备奶牛淘汰加速，预计成母牛占比将增加至52%。

图表28：奶牛供需测算

|      |                  | 2024年 | 2025年 |       |       |
|------|------------------|-------|-------|-------|-------|
|      |                  | 实际情况  | 情景一   | 情景二   | 情景三   |
| 供给测算 | 奶牛存栏（万头）         | 619   | 600   | 585   | 570   |
|      | 成母牛占比            | 51%   | 52%   | 52%   | 52%   |
|      | 成母牛数量（万头）        | 316   | 312   | 304   | 296   |
|      | 成母牛单产（吨/头/年）     | 9.9   | 10    | 10    | 10    |
|      | 原奶产量（万吨/年）       | 3,125 | 3,120 | 3,042 | 2,964 |
|      | 原奶产量（万吨/天）       | 8.6   | 8.5   | 8.3   | 8.1   |
| 需求测算 | 乳企实际生鲜乳需求量（万吨/天） | 7.9   | 8.1   | 8.1   | 8.1   |
|      | 乳企实际生鲜乳需求量（万吨/年） | 2,884 | 2,957 | 2,957 | 2,957 |
|      | 同比               |       | 3%    | 3%    | 3%    |
| 供需测算 | 供大于求（万吨/天）       | 0.7   | 0.4   | 0.2   | 0.0   |
|      | 供大于求（万吨/年）       | 242   | 164   | 86    | 7.5   |

资料来源：国家奶牛技术体系

更多免费行业报告

并购家

www.ipoiipo.cn

## 4.7 2025年产能将迎来深度调整（二）

截至2025年2月，全国奶牛存栏仍有611万头，行业供给过剩情况延续，同时还面临着高库存的压力。如果按照当前每月产能环比下降3-4万左右的速度推算，预计最快有望于2025年下半年实现供需平衡。我们认为2025年牧场资金压力巨大，行业去产能将进一步深入：

- **淡季奶价下跌，已接近现金成本。**原奶价格至2021年四季度开始下行，至2023年已经跌破成本线。然而进入2025年行业供需矛盾更加突出，至2025年3月下旬，全国生鲜乳均价已至3.09元/公斤，已经接近2.9-3元/公斤的现金成本，牧场经营压力会更大。
- **三季度集中采购，将加剧现金流压力。**每年8-10月，牧场会集中开展青储采购，储备过冬的饲料需求，一般一头牛需要储备6-8吨，故而每年的三季度牧场都会面临着集中的现金需求。2024年青储就较为普遍的用便宜的玉米秸秆来代替干草。而2025年豆粕、玉米等价格又有所抬升，对牧场的现金流考验将更大。
- **乳企限量收购，社会牧场困境加剧。**乳制品消费不佳，外加前期建设产能放量，乳企自给奶源占比提升，自2023年起乳企就开始了限量收购、实现配额制，且多次提高收购标准。这样一来将促使社会牧场主动减少产能，从而减少损失、保障现金流。

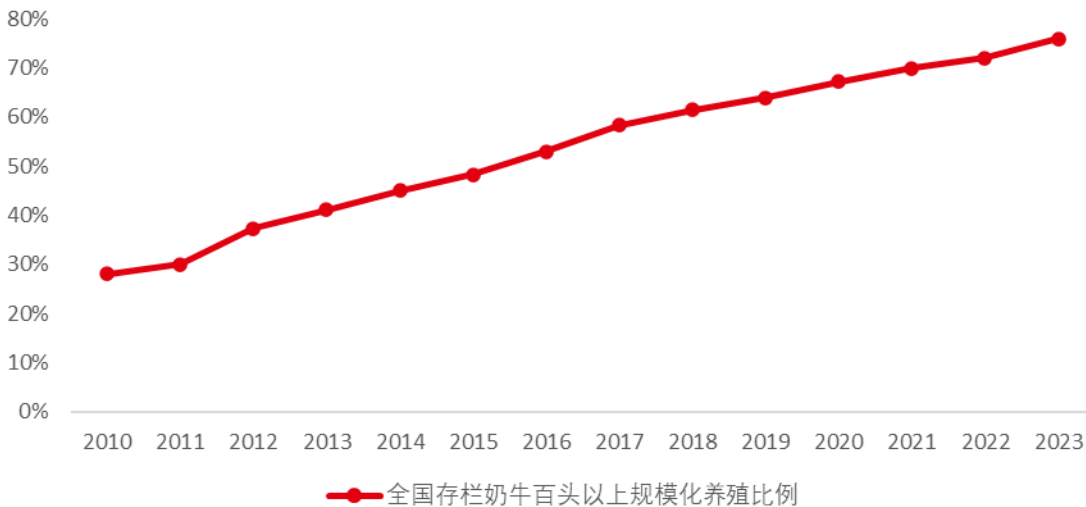
# 五

格局：乳企抢占奶源，牧场话语权弱

## 5.1 牧场集中度高、规模化比例高

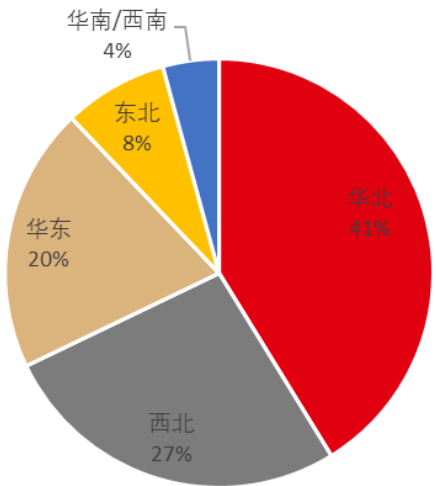
- **规模化比例快速提高。**中国在2008年以后开始大力发展规模牧场，解决原奶供给短缺和质量安全问题。《中国奶业质量报告（2024）》数据显示，全国存栏百头以上规模养殖比例达到76%，同比提高4个百分点。
- **产业资本和社会资本的介入使得大中型牧场发展迅速。**2005年现代牧业成立，建设第一个万头牧场。而根据荷斯坦收集整理，至2023年12月，全国万头牧场已有165个，存栏接近200万头，占全国荷斯坦牧场存栏超30%（按照全国荷斯坦牧场存栏600万头计算）。万头牧场按照平均单产10吨计算，年奶产量接近1000万吨，占我国商品牛奶产量超过1/3。

图表29：存栏百头以上规模养殖比例



资料来源：农业农村部，中邮证券研究所

图表30：2023年万头牧场区域占比



资料来源：荷斯坦，中邮证券研究所

## 5.2 下游乳企争夺奶源，奶源格局已基本稳定（一）

上游奶源控制是乳企间竞争、博弈的重要手段。2008年后，大型乳企开始大规模进军牧场，是牧场集中度快速提高的核心原因。

- **集团牧场奶源大部分被锁定。**2017-2020年前后，乳企抢占奶源进入白热化。几乎所有大型乳企都试图通过并购、自建牧场和签订合作协议等方式抢占奶源。至2021年后，牧场格局基本形成，绝大部分原料奶企业及牧场已被乳企瓜分完毕。如伊利相关的牧场有近1500座，控股第一大牧场优然牧业，并通过优然收购赛科星、恒天然牧场等；而蒙牛是现代牧业第一大股东，同时收购了圣牧高科100%股权收购，并是中国圣牧的实际控制人。同时光明乳业、三元股份、新乳业、君乐宝、天润乳业等地方优势乳企也在此期间进行了上游业务的拓展。
- **乳企实现了较高程度的奶源自给。**2023全国乳企自有牧场奶牛存栏接近250万头，占全国荷斯坦奶牛存栏40%，若加上乳企参股、控股牧业集团，乳企自控奶源比例更高，估计超过50%。伊利、蒙牛、光明、君乐宝、新希望、三元食品等头部乳企的自控奶源比例平均占比已超40%。

## 5.2 下游乳企争夺奶源，奶源格局已基本稳定（二）

图表31：乳企在牧场的布局情况

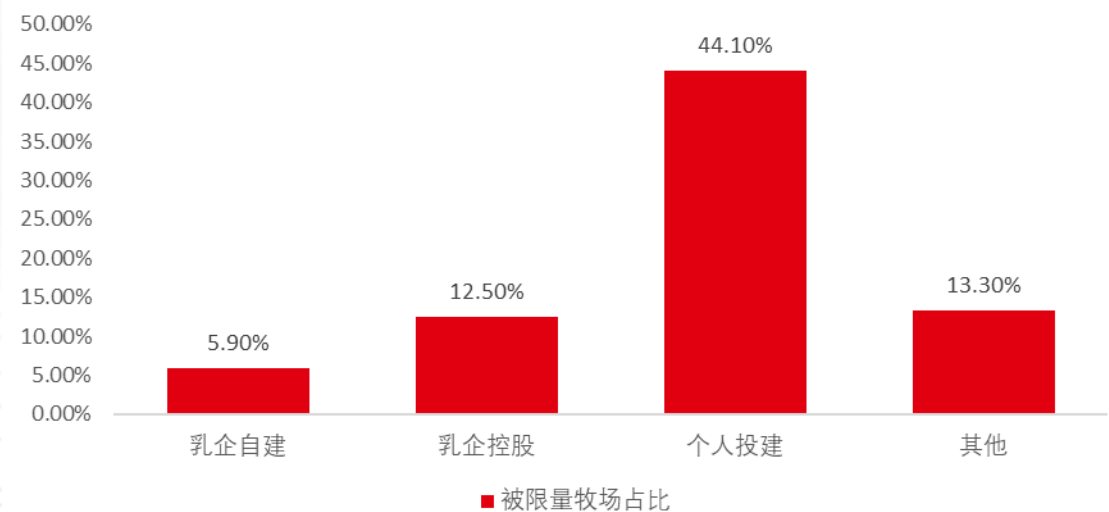
|      | 参/控股牧场                                                    | 持股比例   | 奶源自给率   |
|------|-----------------------------------------------------------|--------|---------|
| 伊利   | 优然牧业                                                      | 43.80% | 约40-50% |
|      | 中地乳业                                                      | 100%   |         |
|      | westland                                                  | 100%   |         |
| 蒙牛   | 现代牧业                                                      | 56.36% | 约40%    |
|      | 圣母高科                                                      | 100%   |         |
|      | 中国圣牧                                                      | 29.99% |         |
| 新乳业  | 新希望生态牧业                                                   | 99.73% | 约60%    |
|      | 现代牧业                                                      | 8.03%  |         |
|      | 夏进乳业                                                      | 100%   |         |
| 光明   | 光明牧业                                                      | 100%   | 约40%    |
| 君乐宝  | 乐源牧业                                                      | 100%   | 约50%    |
| 三元股份 | 首农畜牧                                                      | 2.33%  | 约80%    |
| 天润乳业 | 拥有天澳牧业、沙湾天润、天润烽火台、天润沙河、天润北亭、芳草天润、巴楚天润等6个奶牛养殖公司，共计26个规模化牧场 |        | 92.00%  |

资料来源：《中国奶业统计资料2021》，公司公告、中邮证券研究所

### 5.3 私人牧场话语权弱，不同牧场价差明显

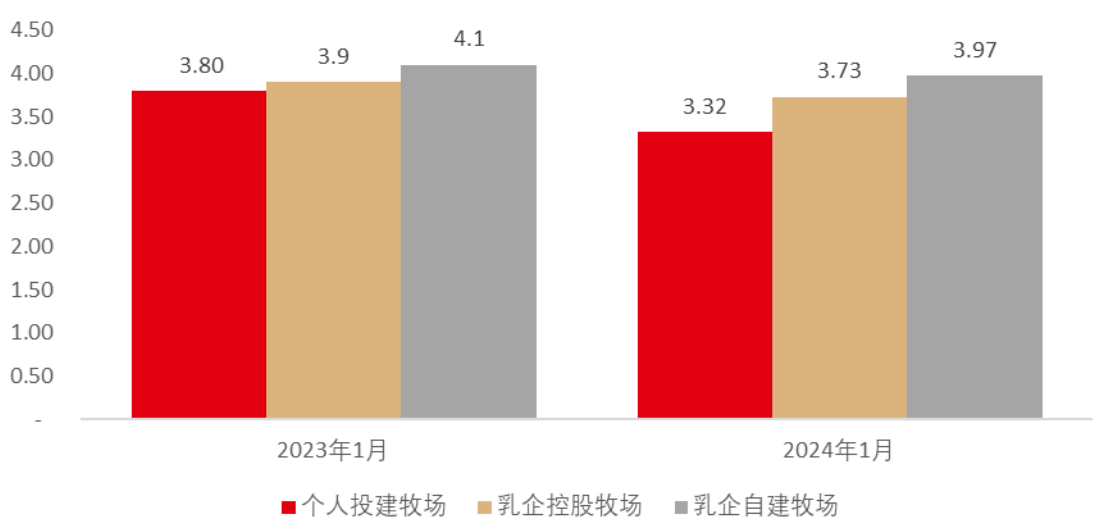
- 乳企自控牧场，对牧场扩大规模、生鲜乳质量控制、确保原奶质量安全等有很多益处，也在一定程度上解决了中国乳企与牧场之间利益分配不平衡的问题。但乳企奶源掌控比例的提高就意味着养殖场（户）议价能力、分配地位的弱化。
- **差别待遇明显，社会牧场的原奶收购价格显著偏低。**一般而言乳企收购原奶的价格是自有牧场>控股牧场>私人牧场，尤其在生鲜乳过剩的情况下，价差会更加明显，且社会牧场的牛奶很容易被拒收，故而社会牧场其抵抗风险的能力会弱很多。根据国家奶牛产业技术体系对辐射牧场的调查，2024年3月，乳企自有牧场、控股牧场的原料奶销售均价分别为3.97元/公斤和3.73元/公斤，而社会牧场均价仅为3.32元/公斤，与2023年同期相比，社会牧场奶价与乳企自有、控股牧场的相对差距分别扩大了6.0个百分点和5.3个百分点，绝对差距则分别扩大了0.21元/公斤和0.18元/公斤。

图表32：2023年3月被限量收购的牧场占比



资料来源：国家奶牛技术体系，中邮证券研究所

图表33：不同牧场的原奶收购价（元/公斤）



资料来源：国家奶牛技术体系，中邮证券研究所



**投资建议：周期企稳在即，关注大型龙头牧场**

**25年产能去化进一步加快，或于下半年迎来周期企稳。**原奶行业呈周期性波动，当前周期下，奶价自2021年9月步入下行通道，至今已超40个月，奶价较前期高点跌近30%。同时行业已亏损超2年，产能去化已从私人牧场扩大至集团牧场。截至2025年2月，全国奶牛存栏611.4万头，累计减少约5.8%，距离我们测算的590万头左右的供需平衡点仍有差距。25年上半年，奶牛养殖行业的现金流压力进一步加大，产能去化节奏将加快：一是奶价已进一步下降现金成本附近；二是三季度面临青储压力；三是社会牧场受限更多、困境加剧。按照当前产能去化速度，叠加三季度消费旺季推动，原奶行业或有望于25年三季度达供需紧平衡。

**关注大型龙头牧场，更能抵御周期下行风险、享受周期上行红利。**奶牛养殖行业规模化水平、集中度均较高，且集团牧场具有天然优势。当前上市牧场主要有五家，均在港股：优然牧业（全球最大原料奶供应商，至少70%原奶供应给伊利）、现代牧业（蒙牛控股企业及原料供应商）、中国圣牧（国内规模最大的有机原料奶生产商，蒙牛控股公司）、澳亚集团（国内最大独立奶牛牧场运营商）、原生态牧业（中国十大牧场运营商之一，飞鹤控股）。

七

风险提示

- **发生动物疫病风险：**重大疫病将出现预期，将给养殖行业及其上游企业的稳定经营带来不确定性，且将造成较大经济损失。
- **需求不及预期风险：**奶牛养殖具有持续性，同时原奶具有不易储存等特征，当需求不及预期时，原奶难以及时售出，直接影响是产品价格将下降，同时甚至可能影响生产活动等。
- **原材料价格波动风险：**奶牛养殖中饲料成本占比高。如果玉米、大豆等农产品因国内外粮食播种面积减少或产地气候反常导致减产，或受国家农产品政策、市场供求状况、运输条件等多种因素的影响，市价大幅上升，将增加行业内公司生产成本的控制和管理难度，对未来经营业绩产生不利影响。

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

## 投资评级说明

| 投资评级标准                                                                                                                                                                                       | 类型    | 评级   | 说明                        |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------|------|---------------------------|
| 报告中投资建议的评级标准：<br>报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。<br>市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级  | 买入   | 预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上      |
|                                                                                                                                                                                              |       | 增持   | 预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间  |
|                                                                                                                                                                                              |       | 中性   | 预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间 |
|                                                                                                                                                                                              |       | 回避   | 预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下     |
|                                                                                                                                                                                              | 行业评级  | 强于大市 | 预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上      |
|                                                                                                                                                                                              |       | 中性   | 预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间 |
|                                                                                                                                                                                              |       | 弱于大市 | 预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下     |
|                                                                                                                                                                                              | 可转债评级 | 推荐   | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上     |
|                                                                                                                                                                                              |       | 谨慎推荐 | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间  |
|                                                                                                                                                                                              |       | 中性   | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间  |
|                                                                                                                                                                                              |       | 回避   | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下     |

## 中邮证券研究所

### 北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

### 上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号大厦3楼

邮编：200000

### 深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048



中邮证券  
CHINA POST SECURITIES