



2025年05月22日

超配

证券分析师

姚星辰 S0630523010001

yxc@longone.com.cn

产能加快调整，2025年奶价有望企稳

——乳制品行业深度报告

投资要点：

- **原奶价格周期：产能、需求、进口等多因素影响。**原奶价格具有周期性，当期原奶价格影响牧场养殖利润，养殖利润进一步影响产能，形成奶价>养殖利润>产能>奶价的周期循环。大包粉进口量和价格也对供给端产生影响。宏观经济、人口结构等因素决定需求变化。此外，重大公共事件扰动原奶需求，扩大涨跌幅度。2008年以来，原奶价格经历了3轮下行周期，2轮上行周期。2008年，受到三聚氰胺事件的影响奶价下行。2009年8月-2014年2月，国际奶价上行，乳业各类监管加强，消费信心提振，乳制品需求复苏，带动国内奶价上涨。2014年3月-2018年8月，需求偏弱，国际奶价下跌，进口量增加，国内原奶价格回落。2018年9月-2021年8月，消费者健康意识提升催化乳制品需求，加上此前奶牛存栏大幅去化，奶价上行。2021年9月开始，需求走弱，产量回升，原奶价格连续下跌超过3年。
- **行业亏损严峻，奶牛产能延续去化趋势。**2024年以来，生鲜乳价格走低导致牧场亏损严重，产能持续去化。根据国家统计局，2024年原料奶总产量4079万吨，同比减少2.8%，据农业农村部监测数据，2024年全国荷斯坦奶牛存栏量同比-4.5%，奶牛存栏自2024年3月开始环比下降，截至2024年末，全国奶牛存栏量已调减至2023年7月水平。2025年1月份，奶牛存栏量同比-4.8%，奶牛存栏持续适应性回调。2024大型牧业集团奶牛存栏增速开始放缓或出现下滑，中小牧场存栏出现不同幅度的下降。预计2025年奶牛存栏加快调整节奏。
- **2025年展望：奶价下半年有望逐步企稳。**本轮奶价调整周期超过3年，行业亏损面超80%，较上一轮周期更为严峻。国际贸易的不确定性加上天气干旱的影响，饲料价格中枢或将抬升，预计短期行业亏损延续。目前奶牛养殖全成本仍在生鲜乳价格之上，奶牛养殖企业经营承压，国内生鲜乳产量稳中趋降，国内外奶价倒挂进一步降低进口量，供给压力有望逐步缓解。消费方面，随着生育补贴、消费券、学生奶推广等各项政策利好的落地，预计乳制品需求边际回暖。随着原奶供需格局改善，2025年下半年国内原奶价格有望逐步企稳。
- **奶价与乳企股价复盘。**(1) 奶价的波动与上游牧业公司股价波动具有高度相关性。从历史复盘来看，牧业公司股价弹性远高于奶价涨幅，且随着市场对周期规律的认知提升，股价开始先于奶价提前反应。若奶价进入上行周期，上游牧业公司直接受益，业绩端有望快速增长。(2) 奶价与下游乳企的股价波动相关性更多体现在业绩的驱动。乳企自身产品结构的升级、收并购事件、消费增长预期等也对股价产生重要影响。奶价上行期，成本压力增加，头部乳企对上游奶源具有一定议价权，同时，乳企通过产品提价以及调整产品结构的方式转移成本压力，盈利能力提升，股价上行。奶价下行期，费用投放增加，一体化布局比例较高的乳企更易受原奶喷粉减值的影响，盈利能力下降，股价下行。随着奶价拐点的到来，预计乳企资产减值减少，毛销差进一步提升，盈利能力有望持续改善。
- **投资建议：**预计今年上游牧场产能仍处于调整和去化过程中，方向明确。在政策推动下，行业渗透率仍有提升空间，叠加下半年双节对需求的拉动，预计今年下半年原奶供需趋于平衡，奶价有望逐步企稳。若奶价进入上行周期，则牧业公司业绩端有望快速增长，估值仍有提升空间。建议关注头部牧业公司**现代牧业**和**优然牧业**。奶价企稳后带动下游乳企盈利能力提升，行业竞争格局改善。建议关注头部乳企**伊利股份**及低温业务迅速增长的**新乳业**等。
- **风险提示：**原材料供应风险，产品质量风险，产能去化不及预期，宏观需求低于预期。



相关研究

- 1.白酒底部区间，大众品关注高成长性赛道——食品饮料行业周报（2025/5/12-2025/5/18）
- 2.白酒压力释放，关注高景气品类——食品饮料行业周报（2025/5/5-2025/5/11）
- 3.安井食品（603345）：经营稳健，方向明确——公司简评报告

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

正文目录

1. 原奶价格周期：产能、需求、进口多因素影响.....	5
1.1. 乳业产业链：上游养殖周期长，下游市场集中.....	5
1.2. 原奶周期复盘：事件扰动需求，利润影响产能.....	6
2. 2025 年展望：奶价下半年有望逐步企稳.....	12
2.1. 行业亏损严峻，奶牛产能延续去化趋势.....	12
2.2. 政策持续发力，乳制品需求有望改善.....	13
2.3. 下半年奶价有望逐步企稳.....	14
3. 奶价与乳企股价复盘	15
3.1. 奶价与上游牧业股价波动高度相关.....	15
3.2. 奶价影响下游乳企盈利修复节奏	16
4. 投资建议	19
5. 风险提示	20

图表目录

图 1 我国乳业产业链	5
图 2 全球奶类产量	5
图 3 我国原奶市场格局（按原奶销售额计算）	5
图 4 全国牛奶产量区域分布	6
图 5 2024Q4 下游乳制品市场份额	6
图 6 奶牛繁育流程	6
图 7 奶价周期	7
图 8 中国乳制品零售额	7
图 9 中国原料奶产量（供给）	8
图 10 中国乳制品产量（需求）	8
图 11 CPI 及 CPI 奶类	8
图 12 中国乳制品进口量	8
图 13 GDT 乳制品平均价	9
图 14 奶粉进口单价与国内原奶价格	9
图 15 人均奶类消费量	9
图 16 居民人均可支配收入同比	9
图 17 奶牛饲养规模场数（户）	9
图 18 奶牛规模化比例	9
图 19 全国奶牛存栏	10
图 20 中国奶牛单产	10
图 21 玉米、豆粕价格	10
图 22 苜蓿草到岸价	10
图 23 奶牛生产成本	11
图 24 2021 年四季度开始原奶价格持续下跌	11
图 25 2020 年开始奶源供给持续增加	11
图 26 131 个国家奶牛产业技术体系辐射牧场调查情况	11
图 27 奶牛养殖成本拆分占比	12
图 28 2024Q3 原料奶产量开始下滑	12
图 29 山东省经产奶牛季度头均利润情况	13
图 30 2024 年开始大型牧场奶牛存栏增速放缓	13
图 31 中国乳制品进口量连续三年下滑	13
图 32 2024 年 Q4 以来乳制品进口价格攀升	13
图 33 生鲜乳收购价持续低于成本（元/公斤）	15
图 34 2024 年开始进口奶价与国内价格倒挂	15
图 35 奶价与上游牧业公司股价复盘	16
图 36 奶价与牧业公司业绩对比	16
图 37 奶价与头部乳企股价复盘	17
图 38 奶价与头部乳企业绩对比	17
图 39 奶价走势与伊利股份毛销差	18
图 40 奶价走势与蒙牛乳业毛销差	18
图 41 伊利股份资产减值损失占收入比重	19
图 42 新乳业和光明乳业资产减值损失占收入比重	19
图 43 牛肉价格与奶价相关性强	19
图 44 生鲜乳均价同比和环比	19
图 45 伊利股份和新乳业股利支付率	20
图 46 乳制品板块估值	20

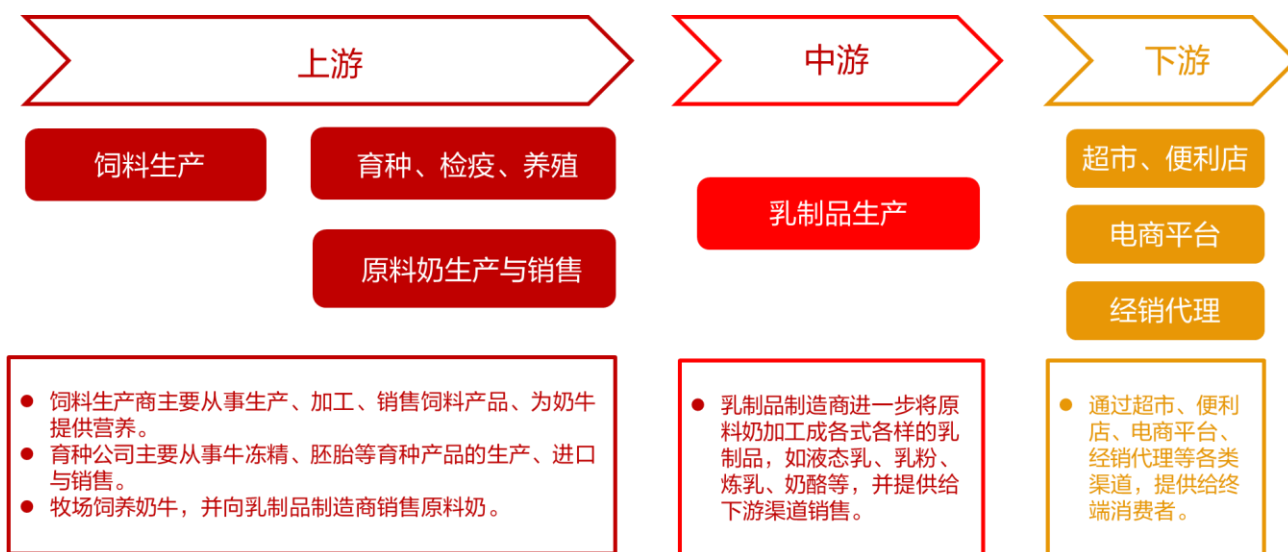
表 1 部分乳企布局上游情况列举	10
表 2 支持乳制品消费增长及原奶行业稳定发展相关政策	14
表 3 2025 年以来各地生育政策列举	14

1.原奶价格周期：产能、需求、进口多因素影响

1.1.乳业产业链：上游养殖周期长，下游市场集中

原奶为乳业产业链核心要素。我国乳业产业链可以分为上游、中游和下游三大板块。乳业的上游主要包括饲料生产，奶牛的育种、检疫、养殖，原料奶的生产与销售。育种公司、饲料生产商以及牧场参与上游环节，最终提供原料奶。中游包括乳制品生产，乳制品制造商将原料奶进一步加工成液体乳、乳粉、干酪等乳制品提供给下游渠道销售。下游销售渠道多样化，通过超市、便利店、电商平台、经销代理等各类渠道销售给终端消费者。

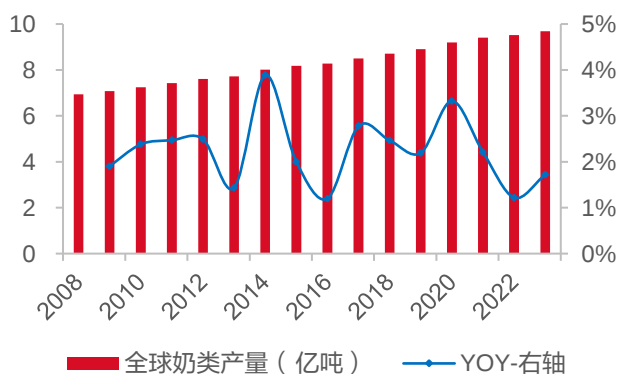
图1 我国乳业产业链



资料来源：弗若斯特沙利文，艾媒咨询，东海证券研究所

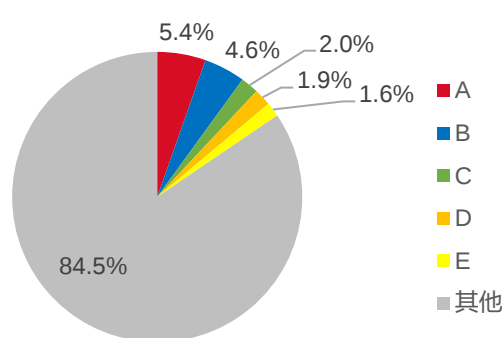
我国乳业上游分散，下游市场集中。近年来，全球乳业市场稳步增长。2023 年，全球奶类产量为 9.68 亿吨，同比+1.7%，我国奶类产量 4281.32 万吨，占全球市场的 4.4%。我国上游原奶市场较为分散，截至 2020 年，原奶产量行业前 5 大参与者的市场份额为 15.5%。但产区集中，主要为东北、西北等地区。据荷斯坦统计，2024 年全国原奶产量超过 100 万吨的主产省 10 个，生产原奶 3372 万吨，占全国 82.7%。此外，我国乳业中下游市场高度集中，呈现双寡头和区域多强局面。截至 2024Q4，常温奶市场 CR5 份额超过 90%，以伊利股份和蒙牛乳业为主导。低温酸奶和低温纯牛奶市场 CR5 分别为 73%和 66%，区域型乳企通过差异化竞争占据较高市场份额。

图2 全球奶类产量



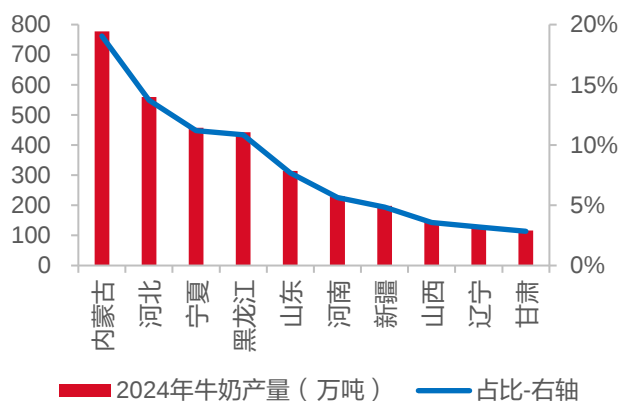
资料来源：联合国粮农组织，东海证券研究所

图3 我国原奶市场格局（按原奶销售额计算）



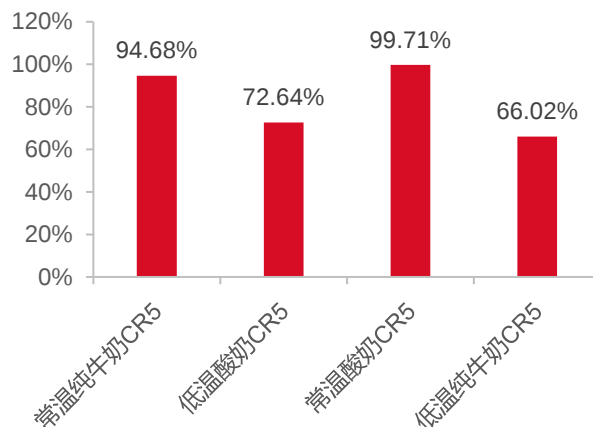
资料来源：弗若斯特沙利文，东海证券研究所

图4 全国牛奶产量区域分布



资料来源：荷斯坦，东海证券研究所

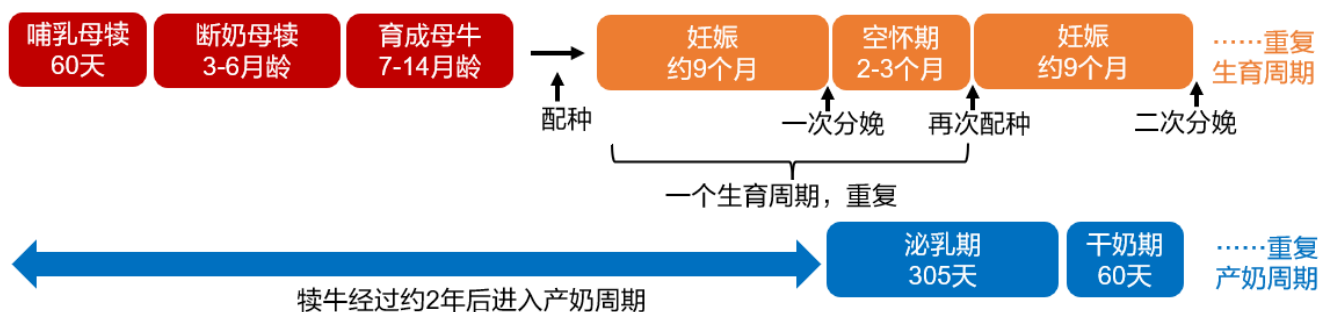
图5 2024Q4 下游乳制品市场份额



资料来源：马上赢，东海证券研究所

原奶供给调节至少需要2年时间。从奶牛繁育的流程来看，奶牛的生命周期较长，一只新生犊牛需要2年左右才能进入泌乳期，因此奶牛的产能释放具有滞后性。成母牛在14月龄左右会进行配种妊娠，在2岁左右时生产第一胎，进入产奶周期，周而复始，进入循环。奶牛的产犊间隔时间大约为365天，包括305天的泌乳期加上60天的干奶期。奶牛一般3-4胎以后产奶量达到高峰，5-6岁以后产能降低被淘汰。

图6 奶牛繁育流程



资料来源：现代牧业招股说明书，东海证券研究所

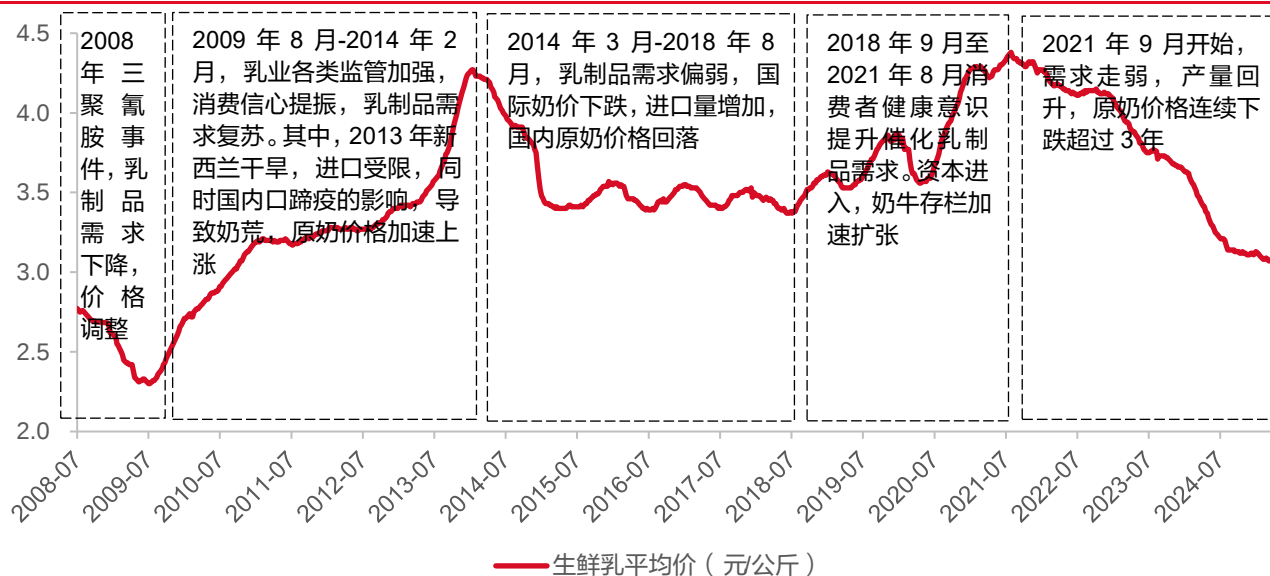
1.2.原奶周期复盘：事件扰动需求，利润影响产能

原奶价格由牧场产能和当期需求决定。原奶价格具有周期性，受到牧场产能和需求端的影响。当期原奶价格影响牧场养殖利润，养殖利润进一步影响产能，形成奶价>养殖利润>产能>奶价的周期循环。由于奶牛繁育流程较长，产能供给的变化具有一定滞后性。当年进口大包粉等乳制品的量价也会对供给端产生一定影响。宏观经济环境、收入增长预期、人口结构、消费者饮食习惯等因素决定需求变化。此外，重大公共事件扰动原奶需求，扩大奶价涨跌幅度。

2008年以来，原奶价格经历了3轮下行周期，2轮上行周期。2008年，受到三聚氰胺事件的影响奶价下行。2009年8月-2014年2月，国际奶价上行，乳业各类监管加强，消费信心提振，乳制品需求复苏，国内奶价上涨。2014年3月-2018年8月，乳制品需求偏弱，国际奶价下跌，进口量增加，国内原奶价格回落。2018年9月至2021年8月，消费

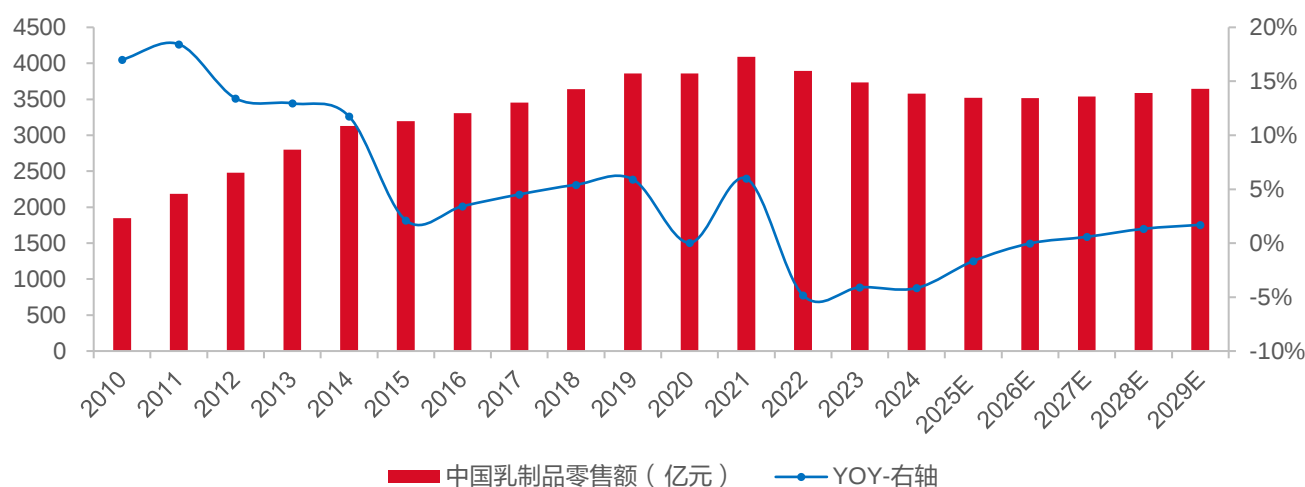
者健康意识提升催化乳制品需求，加上此前奶牛存栏大幅去化，奶价上行。资本进入，奶牛存栏加速扩张。2021年9月开始，需求走弱，产量回升，原奶价格连续下跌超过3年。

图7 奶价周期



资料来源：，东海证券研究所

图8 中国乳制品零售额



资料来源：欧睿，东海证券研究所

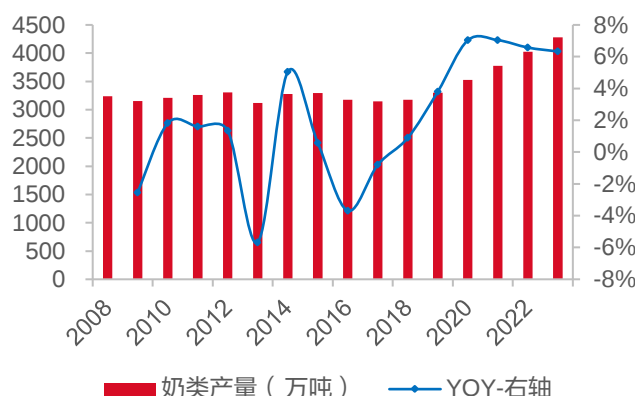
事件驱动奶价下行期：2008年，受到三聚氰胺事件的影响，消费者对国产乳业品牌出现信任危机，叠加全球金融危机的影响，乳制品需求下降，我国原奶价格快速调整。全国奶牛存栏开始下滑，供给收缩。2008年7月至2009年7月，原奶价格跌幅为17%。

奶价上行周期：2009年8月-2014年2月，持续55个月。国际原奶减产造成奶价上行。乳业各类监管加强，消费信心提振，乳制品需求复苏。根据欧睿，2010年至2014年，我国乳制品行业零售额同比增速均超过10%，连续五年高增，需求端快速回升。

其中，（1）2009年8月-2011年2月，一系列乳业监管政策出台，刺激乳制品行业信心修复，奶价上涨39%，行业由亏转盈，奶牛存栏逐步恢复增长。（2）2011年，全国CPI同比上涨5.4%，物价总水平高位运行，饲料成本上行，原奶收购价上行。进口乳制品大幅增长，替代部分国内需求。2011年四季度开始，奶价进入平稳上涨阶段。（3）2013年，受

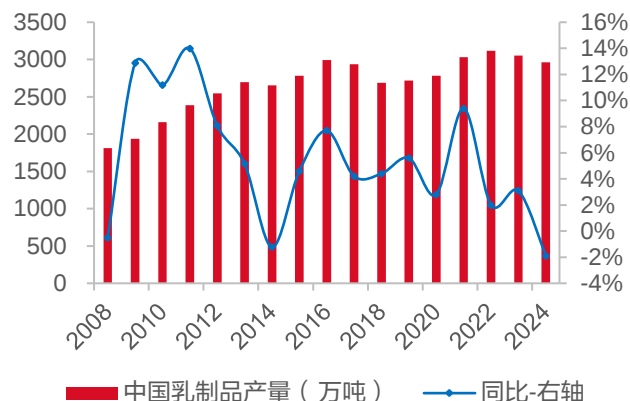
到异常干旱天气影响，新西兰奶源进口受限，同时国内口蹄疫引发奶牛存栏下降，导致奶荒，奶价出现大幅上涨。2013年全国奶类产量3119万吨，同比-5.7%。2013年5月至2014年2月，全国原奶价格加速上行，涨幅超过24%。

图9 中国原料奶产量（供给）



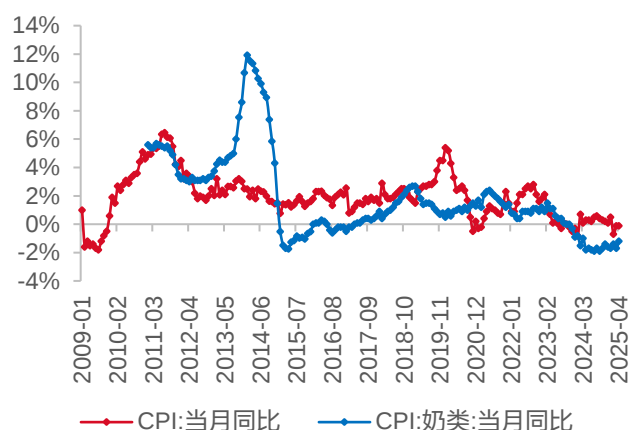
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图10 中国乳制品产量（需求）



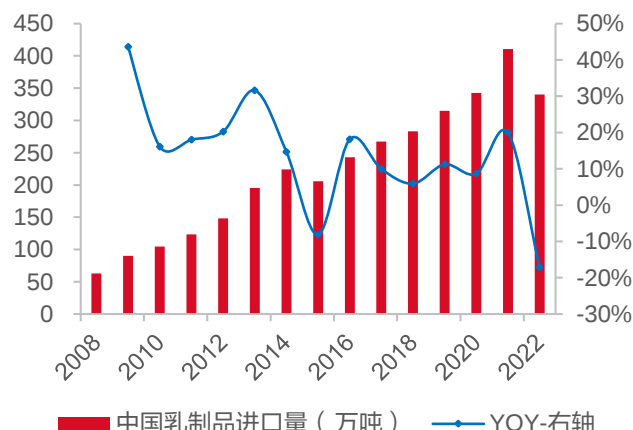
资料来源：，《中国奶业质量报告》，东海证券研究所

图11 CPI及CPI奶类



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图12 中国乳制品进口量



资料来源：，东海证券研究所

奶价下行震荡期：2014年3月-2018年8月，持续54个月。乳制品需求偏弱，国际奶价下跌，进口量增加，国内原奶价格回落。规模化提升，奶牛单产提升，全国原料奶产量保持稳定。

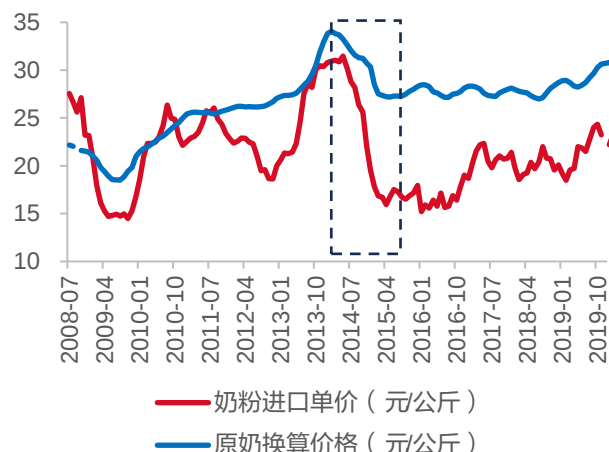
其中，（1）2014年3月至2015年3月，国内奶价跌幅达19%。受全球奶牛产能扩张影响，国际乳制品价格大幅下跌，进口大包粉价格下跌，期间我国进口奶粉单价下跌46%，与国内原奶价格形成倒挂，压制国内奶价。同时，我国经济增速回落，人均可支配收入降速，乳制品需求偏弱，2014年中国乳制品产量同比-1.2%。（2）2015年4月-2018年8月，需求增速放缓，2015-2018年我国乳制品行业零售额同比明显降速。人均奶类消费量出现下滑，2015年-2016年，人均奶类消费量分别同比4%和-1%。此外，环保政策趋严，2015年新《环境保护法》，加大对环境违法行为的法律制裁，2018年中央环保督察“回头看”，各地环保禁养继续加严。我国奶牛存栏大幅下降，根据USDA，2015年至2018年我国奶牛存栏累计下降26%。但由于奶牛养殖规模化提升带来单产的加速提高，原料奶产量保持稳定，奶价进入震荡盘整期。

图13 GDT 乳制品平均价



资料来源：，东海证券研究所

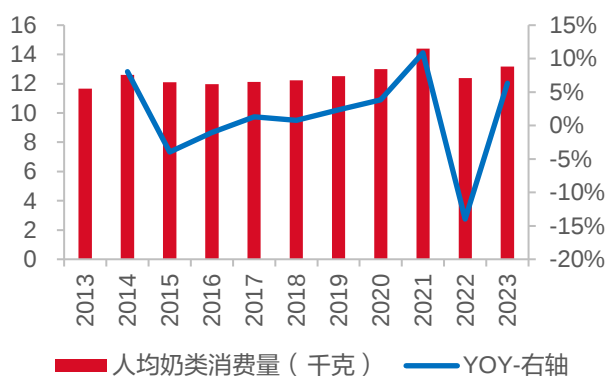
图14 奶粉进口单价与国内原奶价格



资料来源：，东海证券研究所

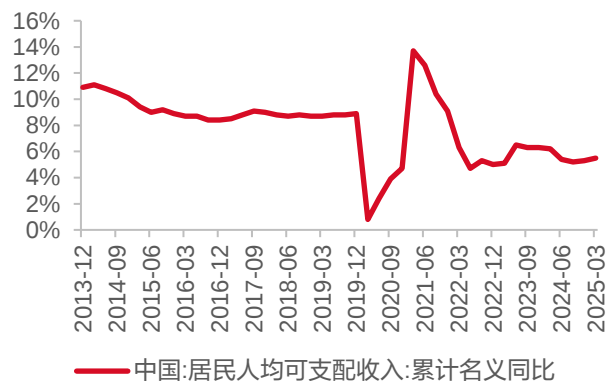
注：原奶换算价格按 1:8 比例换算，美元兑人民币中间价换算

图15 人均奶类消费量



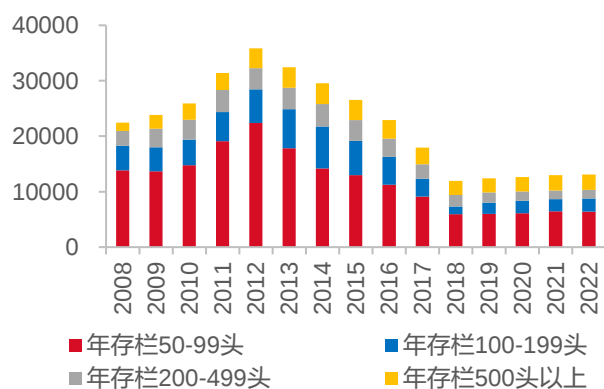
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图16 居民人均可支配收入同比



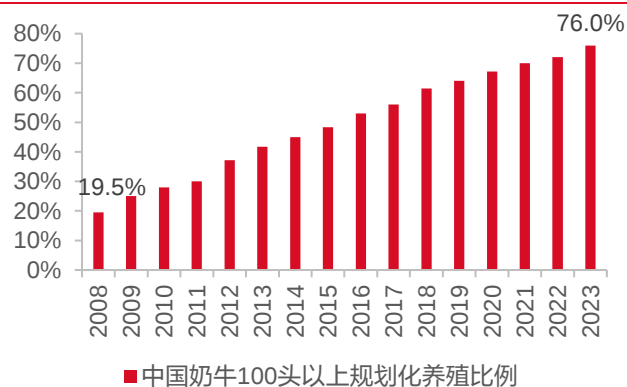
资料来源：，东海证券研究所

图17 奶牛饲养规模场数（户）



资料来源：，东海证券研究所

图18 奶牛规模化比例



资料来源：《中国奶业质量报告》，东海证券研究所

奶价再次上行周期：2018年9月至2021年8月，持续36个月，原奶价格涨幅28%。消费者健康意识提升催化乳制品需求，加上此前奶牛存栏大幅去化，奶价进入上行周期。与此同时，国际奶价上行，2020年开始豆粕、玉米等饲料成本上升，共同推动国内原奶价格上涨。

消费升级叠加疫情影响，2018-2021 年，我国居民人均奶类消费量进入快速上升区间。2021 年，人均奶类消费量达到 14.4 公斤，同比+10.9%，创下近 9 年新高。另外，在新西兰等主产国牛奶产量下降、全球通胀、饲料成本上涨等因素下，国际奶价攀升。截至 2021 年 8 月末，乳制品 GDT 平均价为 3827 美元/吨，较 2018 年 9 月初上涨 28%。

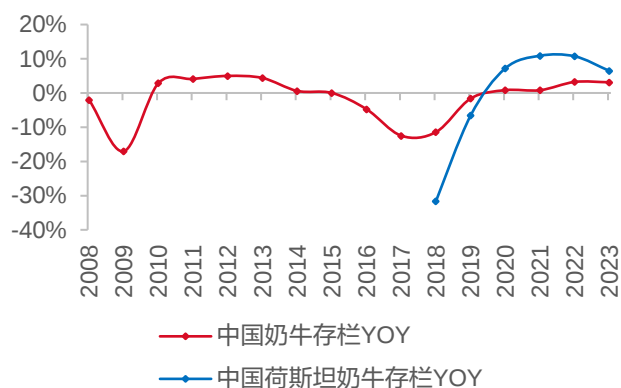
此外，在这一阶段，资本快速进入，奶牛存栏加速扩张，中小牧场大量退出，规模化快速提升。随着奶价的上涨，各个下游乳企加快对上游的布局，通过并购、参股、自建等方式，加强奶源控制，上下游深度绑定。例如，蒙牛乳业通过现代牧业、中国圣牧等布局上游牧场。伊利股份对中地乳业、澳优乳业进行收购，加强奶源布局。

表1 部分乳企布局上游情况列举

时间	公司	布局情况
2017 年 3 月	蒙牛乳业	增持现代牧业至 61.3%，成为其实际控制人。
2019 年 7 月	新乳业	通过境外子公司 GGG Holdings Limited 间接持有现代牧业 9.2846% 的股份。
2020 年 5 月	新乳业	宣布拟以 17.1 亿元收购寰美乳业 100% 股权，巩固西部市场。
2020 年 7 月	蒙牛乳业	以 3.95 亿港元增持中国圣牧股权至 17.8%，强化有机奶源供应。
2020 年 9 月	伊利股份	提出以要约收购方式收购中地乳业，要约价 16.6 亿港元，加码奶源布局。
2020 年 9 月	中国飞鹤	以 30.71 亿港元控股原生态牧业，保障高端婴幼儿奶粉核心原料。
2021 年 3 月	光明乳业	定增募资 19.3 亿元，其中 13.5 亿元用于安徽、宁夏等地牧场建设。
2022 年 3 月	伊利股份	完成对澳优乳业的全面收购（持股 59.17%），整合其荷兰、澳大利亚奶源资源。

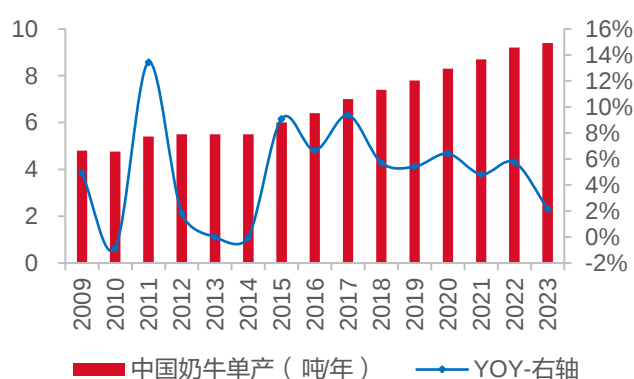
资料来源：，东海证券研究所

图19 全国奶牛存栏



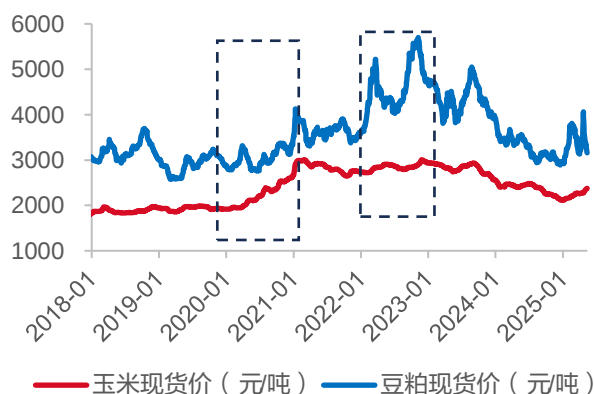
资料来源：，美国农业部，东海证券研究所

图20 中国奶牛单产



资料来源：，《中国奶业质量报告》，东海证券研究所

图21 玉米、豆粕价格



资料来源：，东海证券研究所

图22 苜蓿草到岸价



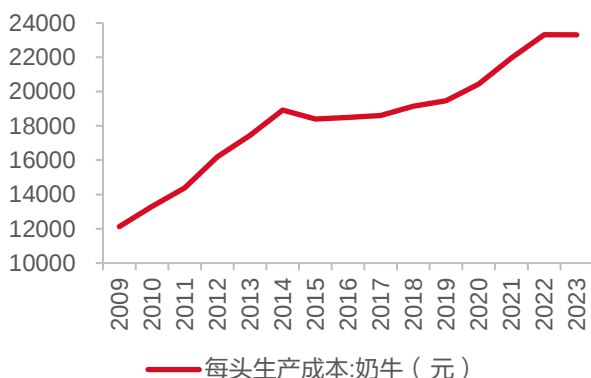
资料来源：，东海证券研究所

奶价持续下行周期：2021年9月开始至今，原奶价格下跌时间超过3年。随着前几年牧场产能扩张，中小牧场不断退出，产能效率提升，原奶供给充足。同时，由于资本的进入，本轮周期产能去化速度放缓，原奶下行周期被拉长。从2022年开始，市场陷入低迷，乳制品需求疲软。根据统计局数据，2022年中国居民人均奶类消费量同比下降14%，为近6年首次出现下滑。随着乳制品进口量大幅减少，国内外奶价联动性降低，2024年下半年开始国内原奶价格低于进口价格。

由于玉米、豆粕等饲料原材料价格居高不下，2022年以来奶牛生产成本高位运行，但是原奶价格持续下降，导致奶牛养殖的收益率持续下降。根据国家奶牛产业技术体系辐射牧场调查，截止2024年3月，有85.6%牧场面临亏损，其中社会牧场91.8%面临亏损。根据《中国奶业质量报告》，2023年中国奶业存栏百头以上规模化养殖比例达76%，奶牛单产9.4吨，同比增长0.2吨。2023年我国奶牛场(户)平均存栏数达到417头，同比增长40.9%，规模化养殖进程加快。虽然这一阶段社会牧场、中小牧场减少产出，大量退出，但以乳企自有、控股牧场为主的集团化牧场持续扩张，导致产能调整滞后。2020-2023年，奶牛存栏及原料奶供给均持续增加。

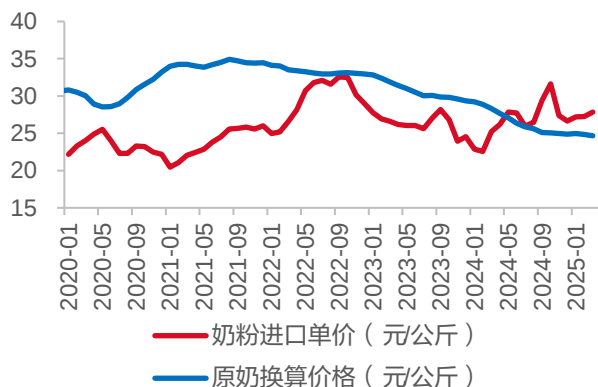
2024年开始，我国乳业供给进入调整阶段。据农业农村部监测数据，2024年我国荷兰奶牛存栏同比减少4.5%。根据国家统计局数据，2024年中国牛奶原料奶总产量4079万吨，同比减少2.8%，为2018年以来中国牛奶产量首次出现下降。2024年各类乳制品消费总量预计下降5%左右，供给仍然处于过剩局面，奶价继续下行。

图23 奶牛生产成本



资料来源：，东海证券研究所

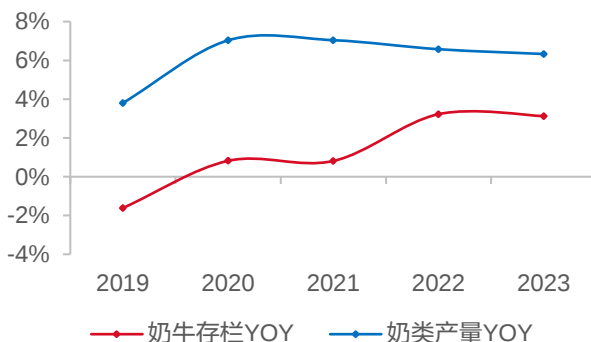
图24 2021年四季度开始原奶价格持续下跌



资料来源：，东海证券研究所

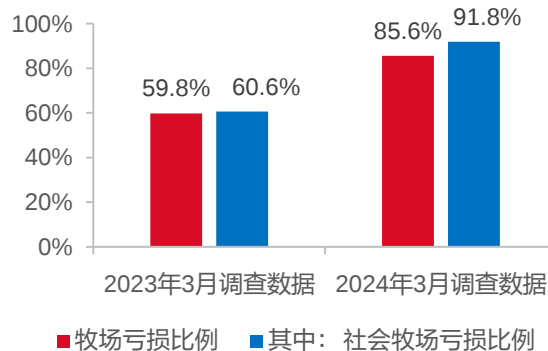
注：原奶换算价格按1:8比例换算，美元兑人民币中间价换算

图25 2020年开始奶源供给持续增加



资料来源：，美国农业部，东海证券研究所

图26 131个国家奶牛产业技术体系辐射牧场调查情况



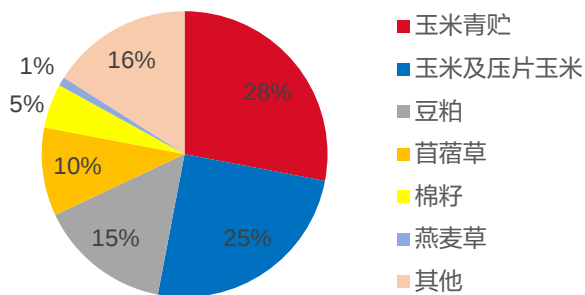
资料来源：《2024年中国奶业经济形势回顾及2025年展望与发展思考》，东海证券研究所

2.2025 年展望：奶价下半年有望逐步企稳

2.1.行业亏损严峻，奶牛产能延续去化趋势

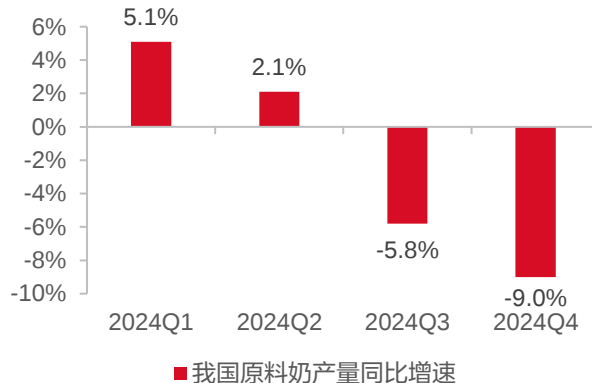
饲料成本上行，加速奶牛存栏去化。在奶牛养殖成本中，饲料成本占比接近 70%。奶牛饲料包括精饲料（玉米、豆粕等原料混合）、粗饲料（苜蓿、玉米、青贮、燕麦草）、补充饲料（微量物质），其中精饲料约占奶牛饲料成本的 40-50%，粗饲料成本占比在 20% 左右，其余为补充饲料。测算豆粕和玉米合计成本约占奶牛饲料成本的 40%。根据海关数据测算，2024 年我国大豆进口量占国内消费比约 87%，其中从巴西进口大豆约占总进口量的 71%，从美国进口约占 21%。关税摩擦短期虽有缓和，中长期仍存不确定性，或推升豆粕价格。此外，近期天气干旱，小麦减产预期增强，玉米替代需求或将增加，今年以来价格持续上涨，截至 5 月 21 日，玉米价格较年初上涨 12%。国际贸易的不确定性加上天气干旱的影响，饲料价格中枢或将抬升，饲料成本上涨将加速奶牛产能去化，市场份额向头部牧场集中。

图27 奶牛养殖成本拆分占比



资料来源：黑龙江省农业农村厅，东海证券研究所测算

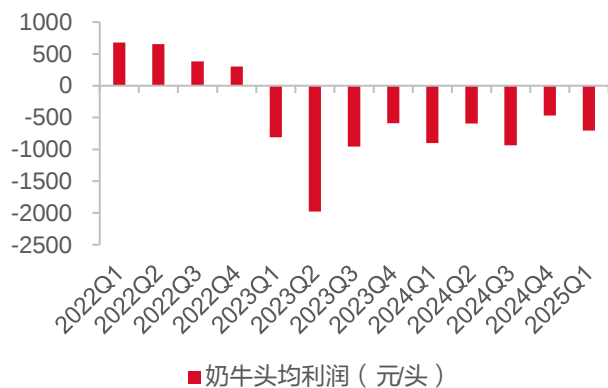
图28 2024Q3 原料奶产量开始下滑



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

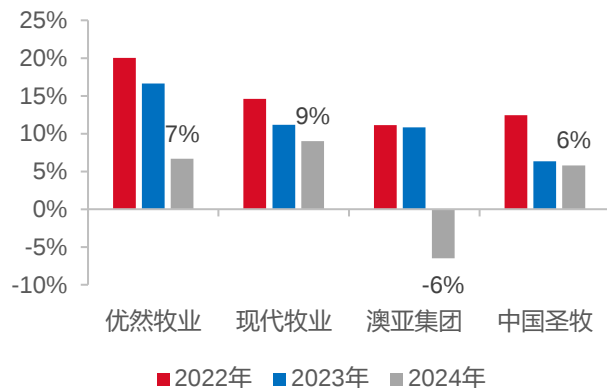
2024 年以来全国奶牛存栏持续去化，大型牧场增速放缓。2024 年以来，生鲜乳价格走低导致牧场亏损严重，产能持续去化。根据国家统计局，2024 年中国原料奶总产量 4079 万吨，同比减少 2.8%，其中 Q1 和 Q2 同比分别+5.1%和+2.1%，Q3 和 Q4 同比分别-5.8%和-9.0%，产能调整加速。以山东省为例，2023Q1 开始，山东省经产牛开始进入亏损状态，2024 年奶牛养殖全年 12 个月均亏损，亏损面超 90%，2024 年为近 8 年来最低效益。2025Q1 奶价探底再创新低，奶牛养殖头均亏损达 704 元。据农业农村部监测数据，2024 年全国荷斯坦奶牛存栏量同比-4.5%，奶牛存栏自 2024 年 3 月开始环比下降，截至 2024 年末，全国奶牛存栏量已调减至 2023 年 7 月水平。2025 年 1 月份，奶牛存栏量同比-4.8%，奶牛存栏预计持续适应性回调。2024 大型牧业集团奶牛存栏增速开始放缓或出现下滑，中小牧场存栏出现不同幅度的下降。预计 2025 年奶牛存栏加快调整节奏。

图29 山东省经产奶牛季度头均利润情况



资料来源：山东省畜牧兽医局，东海证券研究所

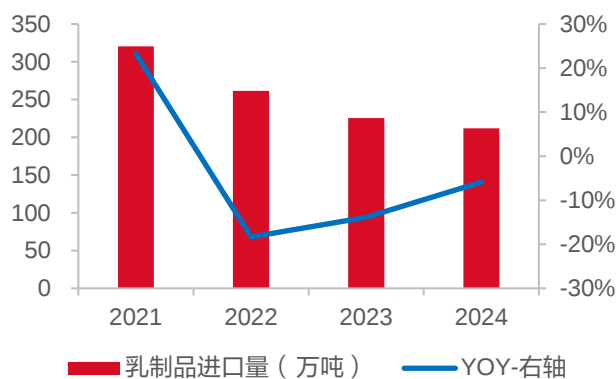
图30 2024 年开始大型牧场奶牛存栏增速放缓



资料来源：，东海证券研究所

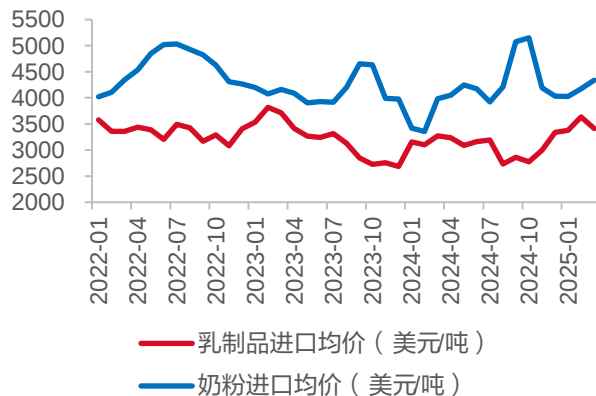
预计乳制品进口持续下滑，国际奶价对国内影响减弱。受到国际奶价高于国内，价格倒挂，国内消费需求疲软等因素，乳制品进口量持续下滑。国际奶业与国内奶业的联动性持续减弱。根据海关总署，2024 年我国进口乳制品 212 万吨，同比-6%，进口数量连续三年减少。2025 年，预计全球牛奶产量整体稳定，东南亚、中东以及东北亚对奶粉的需求强劲，日韩市场对奶酪需求稳定增长，对价格起到支撑作用，预计国际奶价将继续上行。随着国际奶价的攀升，预计我国乳制品进口量将继续下降。

图31 中国乳制品进口量连续三年下滑



资料来源：，东海证券研究所

图32 2024 年 Q4 以来乳制品进口价格攀升



资料来源：，东海证券研究所

2.2.政策持续发力，乳制品需求有望改善

奶业政策积极出台，需求预期稳步改善。供给方面，2025 年一号文件提出推进肉牛、奶牛产业纾困，稳定基础产能。消费方面，2024 年 9 月农业农村部等七部门联合印发通知，推广“学生饮用奶”，鼓励有条件的地方通过发放消费券等方式，拉动牛奶消费。2025 年 3 月《食品安全国家标准灭菌乳》第 1 号修改单正式发布。与原国标内容相比，修改单明确生产灭菌乳只能以生乳为原料，不再允许使用复原乳。有利于发挥国内生鲜乳优势，带动优质奶源需求。

此外，今年以来，各地生育政策积极出台。3 月，政府工作报告提出，制定促进生育政策，发放育儿补贴。4 月，国家发展改革委副主任赵辰昕在国新办新闻发布会上表示，将建立实施育儿补贴制度。呼和浩特、青岛等地出台生育补贴细则，多地表示正研究育儿补贴方案，预计今年各地将陆续落实生育政策，利好乳制品消费，行业渗透率仍有提升空间。公司

方面，今年伊利集团、飞鹤、君乐宝分别启动了 16 亿元、12 亿元、16 亿元的生育补贴计划，提升品牌影响力，促进产品销售转化。预计乳制品需求将有所改善。

表2 支持乳制品消费增长及原奶行业稳定发展相关政策

时间	具体内容
2025 年 3 月	《食品安全国家标准灭菌乳》第 1 号修改单正式发布，对灭菌乳（即纯牛奶）的生产和标识要求进行重要调整，明确禁止添加复原乳。
2025 年 3 月	中共中央办公厅、国务院办公厅印发《提振消费专项行动方案》，旨在大力提振消费，全方位扩大国内需求。
2025 年 3 月	农业农村部、国家卫生健康委、工业和信息化部联合印发《中国食物与营养发展纲要（2025—2030 年）》确立了增加优质蛋白质食物供给和消费的重点任务。
2025 年 2 月	2025 年中央一号文件提出，推进肉牛、奶牛产业纾困，稳定基础产能。
2024 年 9 月	农业农村部、国家发改委等七部委印发《关于促进肉牛奶牛生产稳定发展的通知》，着力稳定肉牛奶牛基础产能，推动奶业养殖加工一体化发展，规范复原乳添加和标识管理，推广“学生饮用奶”，鼓励有条件的地方通过发放消费券等方式，拉动牛奶消费。
2024 年 8 月	农业农村部召开奶牛肉牛生产形势座谈会，加大肉牛奶牛生产扶持力度。
2024 年 6 月	国家发展改革委等部门制定《关于打造消费新场景培育消费新增长点的措施》，提出加快制定完善乳制品产业相关标准，规范复原乳标识，鼓励用生鲜乳生产液态奶。

资料来源：公开资料整理，东海证券研究所

表3 2025 年以来各地生育政策列举

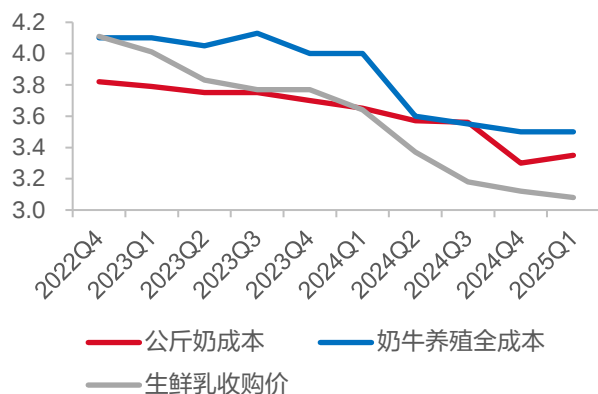
时间	事件报告	具体内容
2025 年 3 月	《2025 年政府工作报告》	制定促进生育政策，发放育儿补贴
2025 年 4 月	国新办新闻发布会	建立实施育儿补贴制度
2025 年 3 月	呼和浩特育儿补贴细则	生育一孩一次性发放育儿补贴 1 万元；生育二孩发放育儿补贴 5 万元；生育三孩及以上发放育儿补贴 10 万元
2025 年 4 月	青岛发布《关于发放青岛市多子女家庭购房补贴的通知》	二孩家庭发放 5 万元多子女家庭购房补贴，对符合条件的三孩家庭发放 10 万元多子女家庭购房补贴

资料来源：公开资料整理，东海证券研究所

2.3.下半年奶价有望逐步企稳

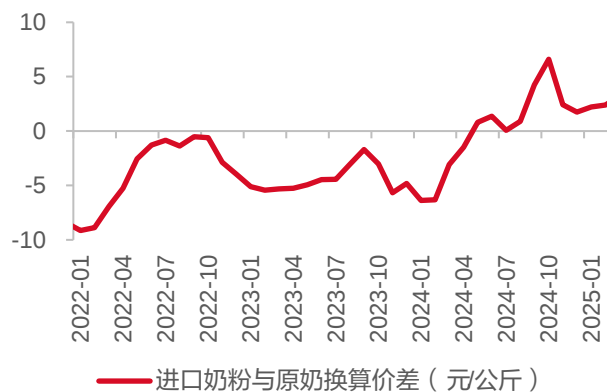
2025 年下半年原奶价格有望逐步企稳。2025 年上半年，乳制品消费淡季叠加产奶旺季，季节性供需不平衡的问题更加突出，预计短期奶业亏损延续。目前奶牛养殖全成本仍在生鲜乳价格之上，奶牛养殖企业经营承压，大型集团牧场开始放缓产能布局，中小牧场加快退出，行业产能有望加速去化，国内生鲜乳产量稳中趋降，国内外奶价倒挂进一步降低进口量，供给压力有望逐步缓解。消费方面，随着生育补贴、消费券、学生奶推广等各项政策利好的落地，预计乳制品需求边际回暖。原奶供需格局改善，2025 年下半年国内原奶价格有望逐步企稳。

图33 生鲜乳收购价持续低于成本（元/公斤）



资料来源：山东省畜牧兽医局，东海证券研究所

图34 2024 年开始进口奶价与国内价格倒挂



资料来源：，海关总署，东海证券研究所

3.奶价与乳企股价复盘

3.1.奶价与上游牧业股价波动高度相关

奶价与牧业公司股价具有同步性。从历史复盘来看，奶价的波动与上游牧业公司股价波动具有高度相关性。2010 至 2013 年，原奶价格上行阶段，现代牧业股价略滞后于奶价开始上涨，2013 年 11 月股价阶段性见顶，略先于奶价见顶（2014 年 2 月），股价最高涨幅超过 180%，奶价涨幅 37%。2014 年至 2019 年，奶价下行震荡期，股价整体波动向下。其中，2016 年 7 月，随着奶价的阶段性上涨，股价出现小幅反弹，至 11 月股价涨幅 104%，期间奶价季节性上涨 5%。2019 年至 2021 年，奶价上行期间，股价滞后上涨，先行见顶，期间股价涨幅 175%，奶价涨幅 20%。2021 年 9 月开始，奶价持续下行，现代牧业与优然牧业股价均进入调整期。2024 年 8 月开始，随着奶牛产能的持续去化，市场预期 2025 年奶价企稳，股价先于奶价反弹。从历史价格复盘来看，牧业公司股价的弹性远高于奶价涨幅，且随着市场对周期规律的认知提升，股价开始先于奶价提前反应。

奶价对牧业公司业绩产生直接影响。从业绩来看，奶价下行周期，牧业公司原奶销售承压，尽管与下游乳企签订了销售协议，但生物资产的减值以及原奶外销价格的下降仍然对公司业绩产生了较大影响。如 2022 年开始的奶价调整期，现代牧业和优然牧业净利润出现不同程度的下滑或亏损。奶价上行周期，外销价格回升，生物资产减值减少，牧业公司盈利能力回升。如 2020-2021 年奶价上涨期间，现代牧业和优然牧业净利润均出现明显回升，且业绩弹性大于奶价波动。

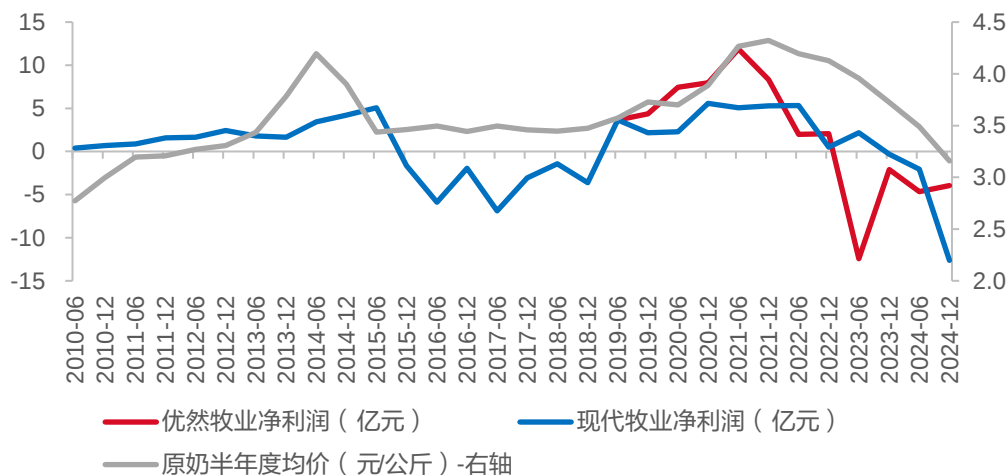
2025 年预计随着奶价的逐步企稳，牧业公司的业绩或将得到明显改善，估值将进一步修复。若奶价进入上行周期，上游牧业公司直接受益，业绩端有望快速增长。建议关注头部牧业公司**现代牧业**和**优然牧业**。

图35 奶价与上游牧业公司股价复盘



资料来源：，东海证券研究所

图36 奶价与牧业公司业绩对比



资料来源：，东海证券研究所

3.2.奶价影响下游乳企盈利修复节奏

奶价与乳企的股价波动相关性更多体现在业绩的驱动。乳企自身产品结构的升级、收并购事件、消费增长预期等也对股价产生重要影响。在奶价上行周期，成本压力增加，头部乳企对上游奶源具有一定议价权，同时，乳企通过产品提价以及调整产品结构的方式转移成本压力，毛销差改善，盈利能力提升，股价上行，行业发展更加有序。在奶价下行周期，费用投放增加，一体化布局比例较高的乳企更易受到原奶喷粉减值的影响，盈利能力下降，业绩受损，股价下行，行业竞争格局恶化。

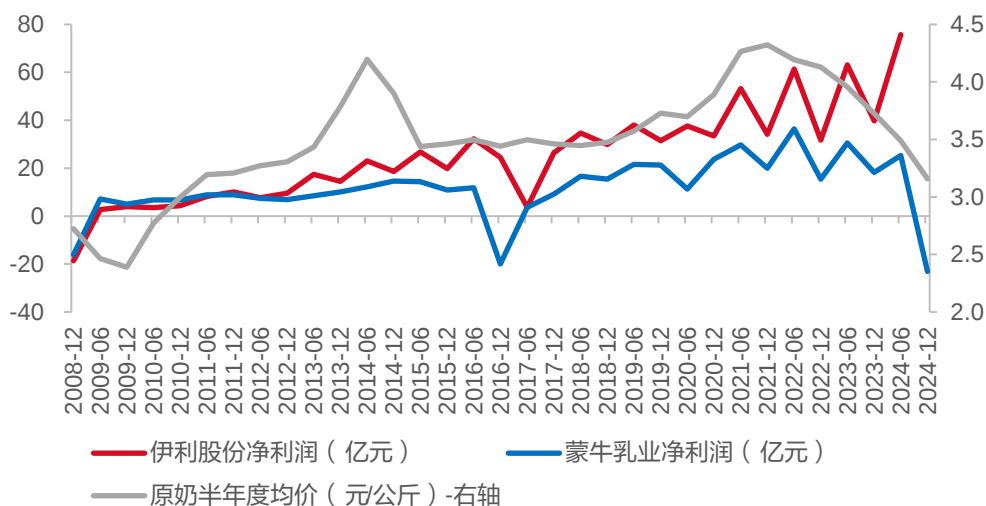
2010年至2013年以及2020年，在原奶价格上涨周期，伊利股份通过对产品的几次提价，提高高端产品占比，产品结构升级增厚公司利润。2011年、2013年伊利股份净利润同比分别+130%、+84%，2021年同比+23%，产品提价及高端化升级释放一定利润弹性。2010年、2014年、2020、2021年，蒙牛乳业先后对基础白奶等各类产品进行提价，2011年、2014年、2021年，蒙牛乳业净利润同比分别+28%、+44%、+43%，在原奶价格上行或较高时净利润保持提升。

图37 奶价与头部乳企股价复盘



资料来源：，东海证券研究所

图38 奶价与头部乳企业绩对比

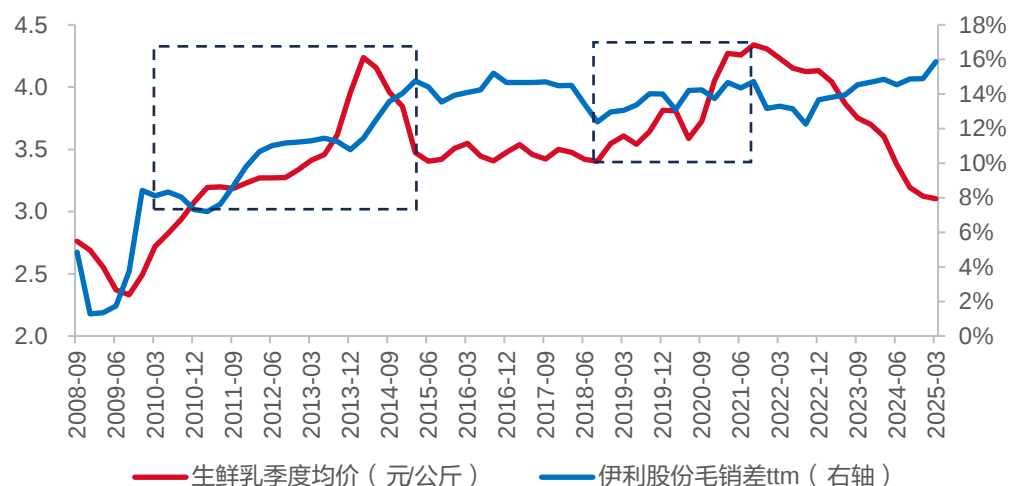


资料来源：，东海证券研究所

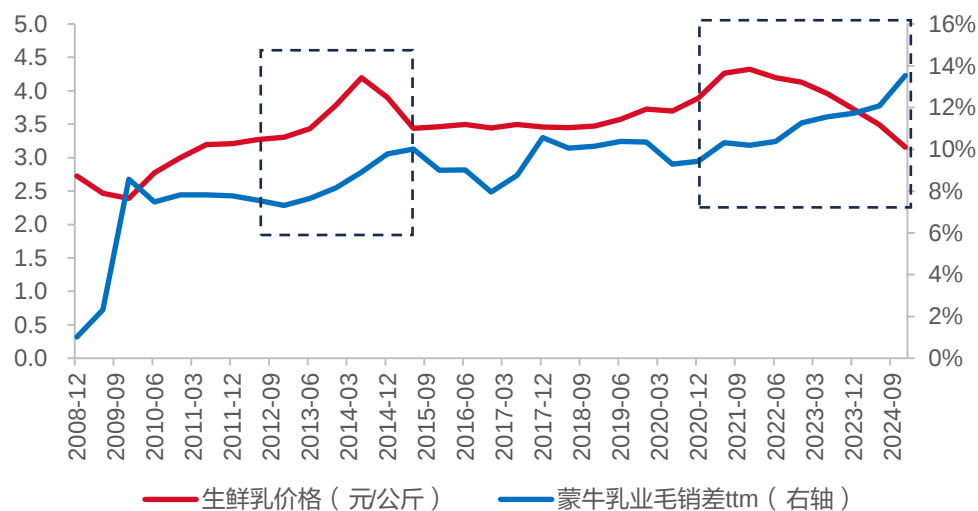
奶价对毛销差影响略有滞后，乳企费用投放精益化。在奶价上行阶段，伊利股份和蒙牛乳业毛销差均有不同程度提升，毛销差的提升趋势略滞后于奶价的上涨。2019年以后，头部乳企加快对上游奶源布局，使得2020年开始的奶价上行期，头部乳企的盈利优势更加明显。同时，近年来，乳企更加注重利润率的考核，精益化管理，优化渠道库存，对费用的投放趋于稳定，竞争趋于理性，在2022年至今的奶价下行期，也展现出了盈利的韧性。

奶价下跌增加资产减值损失，奶价上行对业绩形成正贡献。奶价低迷使得上游牧场压力较大，生鲜乳喷粉增加提升存货减值压力。2022年、2023年、2024年伊利股份资产减值损失占营收的比重分别为0.64%、1.21%、4.04%。其中2024年受澳优商誉减值影响较大。新乳业、光明乳业2024年资产减值损失占营收比重分别为0.92%和1.52%，处于历史较高水平。在奶价景气年份，如2012-2014年，生鲜乳喷粉减少，牧场经营压力缓解，资产减值损失占营收比重较低，对业绩形成正贡献。2025年，随着奶价的逐步企稳，资产减值压力对业绩的负贡献预计将减少。

随着奶价拐点的到来,预计下游乳企毛销差进一步提升,资产减值减少,行业竞争格局更加优化,乳企盈利能力有望持续改善。乳企更加强调利润率重要性。伊利股份提出,2025年将维持经营利润率向好趋势,实现9%的利润率目标。蒙牛乳业目标2025年收入恢复增长,经营利润率维持稳定。新乳业发布的《2023-2027年战略规划》中,提出五年净利率翻倍目标。在奶价逐步企稳,行业利润回升的背景下,建议关注头部乳企**伊利股份**及低温业务快速增长的**新乳业**。

图39 奶价走势与伊利股份毛销差


资料来源：，东海证券研究所

图40 奶价走势与蒙牛乳业毛销差


资料来源：，东海证券研究所

图41 伊利股份资产减值损失占收入比重



资料来源：，东海证券研究所

注：伊利股份2014年受辉山乳业影响计提大额可供出售金融资产减值损失，2024年受澳优商誉减值损失影响较大

图42 新乳业和光明乳业资产减值损失占收入比重



资料来源：，东海证券研究所

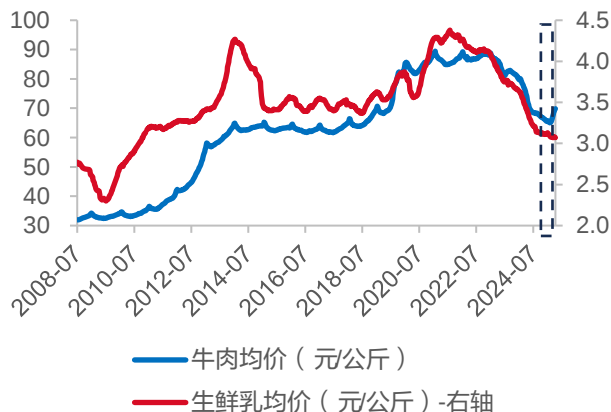
4.投资建议

行业亏损严峻，牧场产能去化方向明确。本轮奶价调整周期超过3年，行业亏损面超80%，较上一轮周期更为严峻。2024年开始，上游牧场产能持续优化，今年以来牛肉价格上涨，牧场退出意愿增加，同时饲料原材料价格上涨加速上游产能出清，预计今年上游牧场产能仍处于调整和去化过程中，方向明确。今年一季度以来，原奶价格同比降幅收窄，奶价趋于稳定，大包粉价格有所回升，行业竞争格局改善。

政策积极出台，需求预期稳步改善。今年以来，各地生育政策积极出台，利好乳制品消费。4月，伊利集团、飞鹤、君乐宝分别启动了16亿元、12亿元、16亿元的生育补贴计划。在生育政策、促消费等政策推动下，行业渗透率仍有提升空间，叠加下半年双节对需求的拉动，预计今年下半年原奶供需趋于平衡，奶价有望逐步企稳。

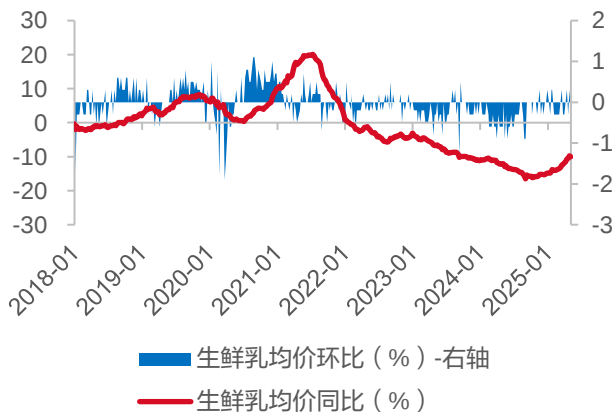
乳制品行业在消费升级、政策支持等多因素推动下，行业迈向高品质化、健康化、多元化的发展方向，从规模竞争转向价值竞争。若奶价进入上行周期，则牧业公司业绩端有望快速增长，估值仍有提升空间。建议关注头部牧业公司**现代牧业**和**优然牧业**。奶价企稳后带动下游乳企盈利能力提升，市场良性发展。当前常温液态奶格局稳定，双寡头竞争优势突出，分红率不断提升。低温奶以区域性龙头为主，快速发展趋势明确，渗透率不断提升。建议关注头部乳企**伊利股份**及低温业务迅速增长的**新乳业**等。

图43 牛肉价格与奶价相关性



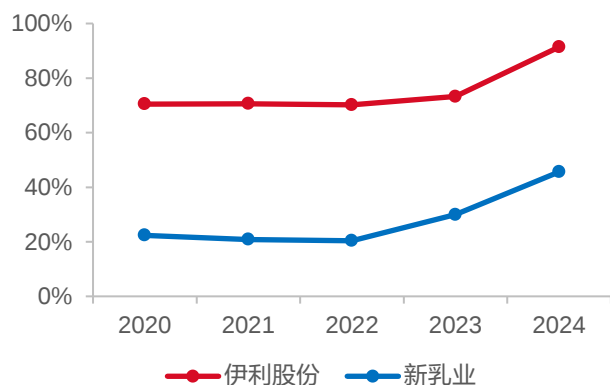
资料来源：，东海证券研究所

图44 生鲜乳均价同比和环比



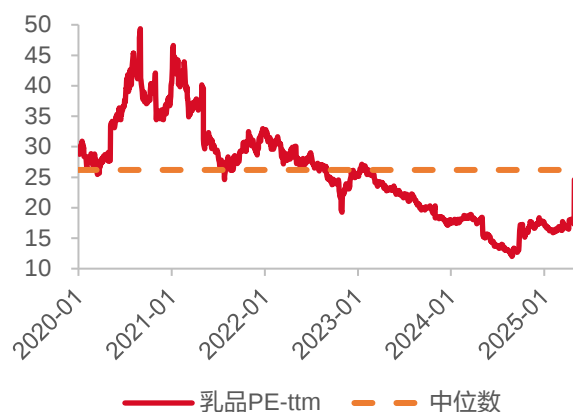
资料来源：，东海证券研究所

图45 伊利股份和新乳业股利支付率



资料来源：，东海证券研究所

图46 乳制品板块估值



资料来源：，东海证券研究所

5.风险提示

原材料供应风险。饲料原材料玉米、大豆、苜蓿草等受海外地缘政治、极端天气、宏观经济波动影响，原料价格大幅波动将增加行业经营风险。

产品质量风险。乳制品在生产、流通、管理过程中可能出现偶然因素影响产品质量，与消费者健康密切相关，影响行业发展。

产能去化不及预期。上游牧场产能去化不及预期，将导致奶价持续低迷，供需结构失衡，行业竞争加剧。

宏观需求低于预期。宏观经济复苏不及预期可能导致乳制品消费持续疲软，市场竞争激烈，企业经营面临压力。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、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，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8621) 20333275
 手机：18221959689
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200125

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8610) 59707105
 手机：18221959689
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089