东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

食品饮料行业深度报告

原奶周期深度：供需重构迎新机

2026 年 07 月 28 日

增持（维持）

证券分析师 苏铖
执业证书：S0600524120010
such@dwzq.com.cn

投资要点

- **乳制品行业上游原奶价格周期性的背后是奶牛养殖周期，犊牛至产奶养殖时间长，原奶供给反应速度滞后于需求的变化，因而放大了上游周期。**过往奶牛规模化养殖程度较低情况下，供给侧扩张非理性，奶牛养殖一旦扩张/收缩后产能调节受限，遇需求变化供需失衡会导致一系列问题，如遇需求萎缩则 1）原奶价格下行伤害养殖户，2）低效供给增加等扰乱市场秩序，3）保障收奶和喷粉储存占据大量现金增加中下游用户财务负担。原奶价格受到供需两侧共同影响，需求侧因素还包括下游食品安全事件、消费者健康意识提升、消费替代等，供给侧因素包括奶牛养殖规模、养殖和单产提高技术、海外生鲜乳价格和进口大包粉价格、牛肉/猪肉价格等。

- **供给侧持续去化，奶价曙光更可期。**本轮奶价调整期自 21M9 开始，持续时间长、调整幅度大，2025 年以来基本处于低位横盘，26M6 生鲜乳均价较 21M9 下跌 29.8%至 3.04 元/kg。伴随奶价下行，中下游乳企竞争边际加剧，2025 年乳业整体销售额 CR10 较 2023 年回落 4.8pct 至 49.9%；上游中小牧企开始出清，2020~2024 年 100 头以上规模化养殖比例提升 11pct 至 78%；奶牛存栏去化力度逐步加大，牛存栏量自高点逐渐回落，26M5 存栏量较 24M2 高位已去化约 10.7%至 579 万头；24M9 开始生鲜乳均价跌势减缓，2025 年原奶价格已进入寻底阶段，2026 年企稳向上更可期。

- **供需平衡加速确立，奶价温和复苏可期。**2026 年新一轮供需平衡起点加速确立：1）肉牛周期向上，肉奶共振加速存栏去化。中国肉牛供给主要由国内自主生产+海外进口补充构成，一方面主要出口国牛肉供应趋紧，叠加中国牛肉进口配额制度正式落地、主要进口国配额有限，推高进口牛肉价格，2026 年最大配额国巴西牛肉配额基数 110.6 万吨（占全球配额总量 41.1%），较 2025 年巴西牛肉进口量下滑 24.2%；另一方面自 24Q1 开始中国肉牛存栏逐步出清、25M3 牛肉价格触底反转，母牛产能去化传导影响渐显，在进口牛肉配额制度催化下，2026 年国产牛肉价格有望保持强势，26M6 牛肉价格已较 25M3 提升 12.1%至 73.5 元/kg。2）“喝奶向吃奶转变”，**乳深加工对原奶消化贡献提升**。近年伴随国内外原奶价格反转，在 C 端消费培育+B 端国产替代下，中国乳业发展进入新阶段，头部乳企深加工产能建设逐步兑现，以“两油一酪”为代表的乳品和乳铁蛋白、乳清蛋白等高附加值原料产量也将显著增长，此外进口政策催化亦能缩短这一进程，带动原奶加速消化。原奶供需平衡走向确立，判断奶价温和上涨路径，主因需求弱复苏而不激进，上游牧场规模化程度较高&深加工占比逐步提升，供给侧变动亦不会是激烈方式。

- **投资建议：**2026 年原奶周期温和反转，牧业基本盘强者恒强，盈利弹性大，**重点推荐上游牧场龙头优然牧业、现代牧业；**中下游头部乳企亦能享受吨价提升和费投优化红利，**重点推荐蒙牛乳业、伊利股份。**

- **风险提示：**饲料价格大幅波动，动物疫病风险，下游需求不及预期。

行业走势



相关研究

《2026Q2 基金食品饮料持仓分析：白酒出清关键期，基金持仓大幅下降》

2026-07-23

《白酒 2025 年报及 2026 一季报总结：出清加速，底部更明朗》

2026-05-12

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 原奶价格周期性强，供给反应速度滞后于需求变化 5
2. 供给侧持续去化，奶价曙光更可期 8
3. 供需平衡加速确立，奶价温和复苏可期 10
3.1. 肉牛周期向上，肉奶共振加速存栏去化 11
3.2. “喝奶向吃奶转变”，乳深加工对原奶需求贡献上行 15
3.3. 原奶供需平衡走向确立，判断奶价温和上涨路径 17
4. 原奶周期温和反转，牧业基本盘强者恒强 18
4.1. 优然牧业：全球最大原奶供应商，肉奶共振带动经营修复 18
4.2. 现代牧业：原奶供应领军企业，全产业链布局强化成本优势 22
5. 投资建议 24
6. 风险提示 25

请务必阅读
更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

图表目录

图 1: 2021M6~2026M6 生猪存栏数&养殖利润 5
图 2: 2013~2023 年肉牛存栏数&牛肉均价 5
图 3: 奶牛养殖周期梳理 6
图 4: 2008M7~2026M7 原奶价格复盘 7
图 5: 奶牛养殖成本结构（2024A） 7
图 6: 2008M7~2026M7 豆粕与玉米饲料价格走势 7
图 7: 2015~2024 年 100 头以上规模化养殖比例提升 7
图 8: 2019~2026M6 生鲜乳&大包粉均价 7
图 9: 原奶供需影响因素分解 8
图 10: 三轮生鲜乳均价跌幅对比 8
图 11: 2018~2025 年乳制品产量及同比增速 9
图 12: 2020~2025 年主要牧场企业营收同比增速 9
图 13: 2020~2025 年乳业整体 CR10（按销售额计） 9
图 14: 2020~2025 年伊利股份资产减值损失&业绩表现 9
图 15: 2022M7~2026M7 生鲜乳均价月度同比 10
图 16: 2022M1~2026M5 奶牛存栏量 10
图 17: 2021M1~2026M7 中国牛肉价格与肉奶价格比 10
图 18: 2021~2025 头部牧场经营性现金流净额同比增速 10
图 19: 奶周期新起点催化逻辑梳理 10
图 20: 肉奶共振逻辑梳理 11
图 21: 短中期进口牛肉价格上涨逻辑梳理 11
图 22: 2021M1~2026M7 中国/进口牛肉均价对比 12
图 23: 2014~2025 年中国牛肉进口量占比持续提升 12
图 24: 中国自各国牛肉进口量/主流来源国牛肉进口量 12
图 25: 2022M1~2026M7 巴西牛肉价格 12
图 26: 22M1~26M6 进口/中国牛肉价格同比增速 13
图 27: 中国针对主要国家牛肉配额量 13
图 28: 2024~2025 巴西牛肉进口量 VS2026 牛肉配额 13
图 29: 中国牛肉价格复盘 14
图 30: 中国肉牛存栏量从 2024 年开始下滑 14
图 31: 2017~2024 年中国反刍动物饲料产量 14
图 32: 肉牛养殖周期梳理 15
图 33: 2021M1~2026M6 进口奶酪价格与国产奶酪价格对比 15
图 34: 妙可蓝多打造儿童奶酪棒 C 端优势地位 16
图 35: 2013~2025 年进口奶酪占国内奶酪总量比重 16
图 36: 18M7~21M9 原奶涨价周期复盘 17
图 37: 后续奶价温和上涨逻辑梳理 18
图 38: 2017~2025 年优然牧业营收及归母净利润 18
图 39: 2012~2025 年牧场与乳企营收同比增速对比 19
图 40: 优然牧业股权结构（2026H1） 19
图 41: 优然牧业股权变动及扩张进程梳理 19
图 42: 主要饲料价格&优然牧业原料奶饲料成本 20

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 43：伊利赋能优然牧场经营效率提升.....20
图 44：原奶市场价及伊利对优然牧业采购价对比.....20
图 45：2024 年中国原料奶供应市场竞争格局.....21
图 46：优然牧业生产基地位置图（2025A）.....21
图 47：2024 年全国 TOP20 牧业集团成母牛单产水平.....21
图 48：2024 年全国 TOP20 牧业集团平均牧场规模.....21
图 49：优然牧业营收结构拆分.....22
图 50：生物资产公允价值减销售成本变动产生的损益.....22
图 51：2017~2025 年现代牧业营收及归母净利润.....22
图 52：现代牧业股权结构梳理（2025A）.....23
图 53：蒙牛乳业股权结构梳理（2025A）.....23
图 54：优然牧业、现代牧业原料奶饲料成本对比.....24
图 55：现代牧业营收结构拆分.....24

表 1：头部乳企深加工产能项目梳理（截至 2026 年 7 月）.....16
表 2：重点公司估值表（截至 2026/07/27 收盘价）.....24

请务必阅读
更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

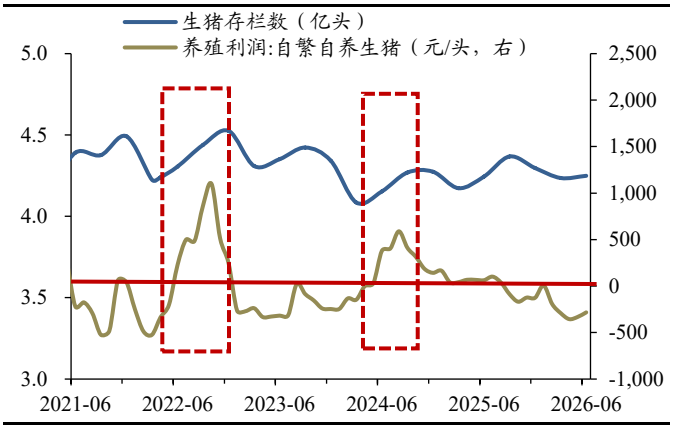
1. 原奶价格周期性强，供给反应速度滞后于需求变化

乳制品行业上游原奶价格周期性的背后是奶牛养殖周期，犊牛至产奶养殖时间长，原奶供给反应速度滞后于需求的变化，因而放大上游周期。过往奶牛规模化养殖程度较低情况下，供给侧扩张非理性，奶牛养殖一旦扩张/收缩后产能调节受限，遇需求变化供需失衡会导致一系列问题，如遇需求萎缩则 1）原奶价格下行伤害养殖户，2）低效供给增加等扰乱市场秩序，3）保障收奶和喷粉储存占据大量现金增加中下游用户财务负担。

同生猪养殖类似，在奶牛规模化养殖程度较低情况下，牛养殖供给侧扩张是非理性的。1）生猪养殖：当猪肉价格高涨时，生猪养殖利润正向变动，吸引大量生产主体扩产、压栏，导致产能大幅波动，例如 2020 年猪肉价格持续高涨，2021 年生猪存栏数同比+10.5%。2）牛养殖：过往奶牛规模化养殖程度较低，供给侧扩张非理性，易受供需关系影响，例如 2013~2015、2019~2022 年牛肉价格上涨周期中，肉牛存栏数迅速提升，期间存栏数 CAGR 分别为 3.8%、6.5%（同期牛肉均价 CAGR 分别为 3.6%、6.1%）。

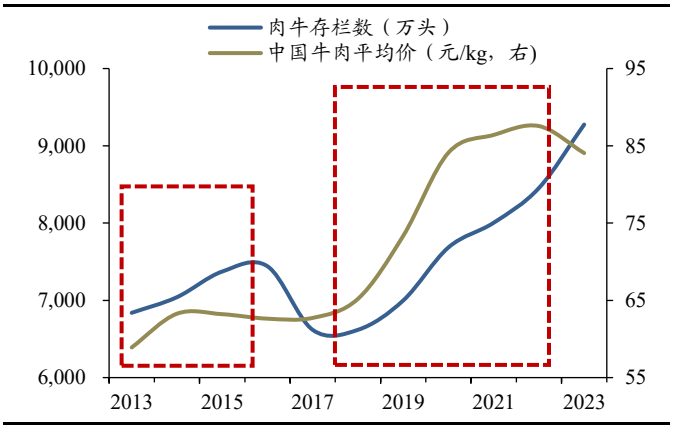
原奶供给侧调整难度高，价格周期属性强。1）生产端：上游供给变化往往滞后于需求，需求旺盛时上游扩产产能至少需在 2 年后释放，一方面奶牛开始产奶后全年产奶天数高达 300 天（妊娠与泌乳可同时进行）、且每天的产奶量相对稳定，另一方面犊牛从出生到产奶至少需要 2 年以上的时间。2）存储端：生鲜乳短保且液态暂无有效的储存方式，一般通过直接消化、折价喷粉以及乳深加工等手段处理。目前国内乳企多以喷粉处理为主，在奶价下行周期中喷粉产品迅速减值、并占用乳企大量资金，因而存储端调节成本相对较高。

图1：2021M6~2026M6 生猪存栏数&养殖利润



数据来源：Wind，东吴证券研究所

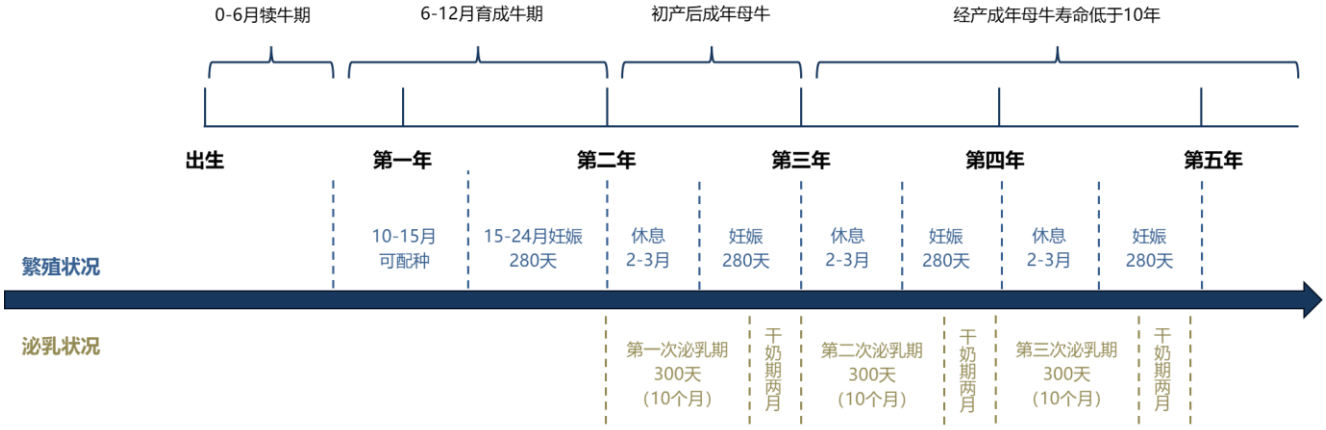
图2：2013~2023 年肉牛存栏数&牛肉均价



数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图3：奶牛养殖周期梳理



数据来源：东吴证券研究所整理

供需两侧共同推进，影响原奶价格周期。原奶价格受到供需两侧共同影响，需求侧因素包括下游食品安全事件、消费者健康意识提升、消费替代等，供给侧因素包括奶牛养殖规模、养殖和单产提高技术、海外生鲜乳价格和进口大包粉价格、牛肉/猪肉价格等。

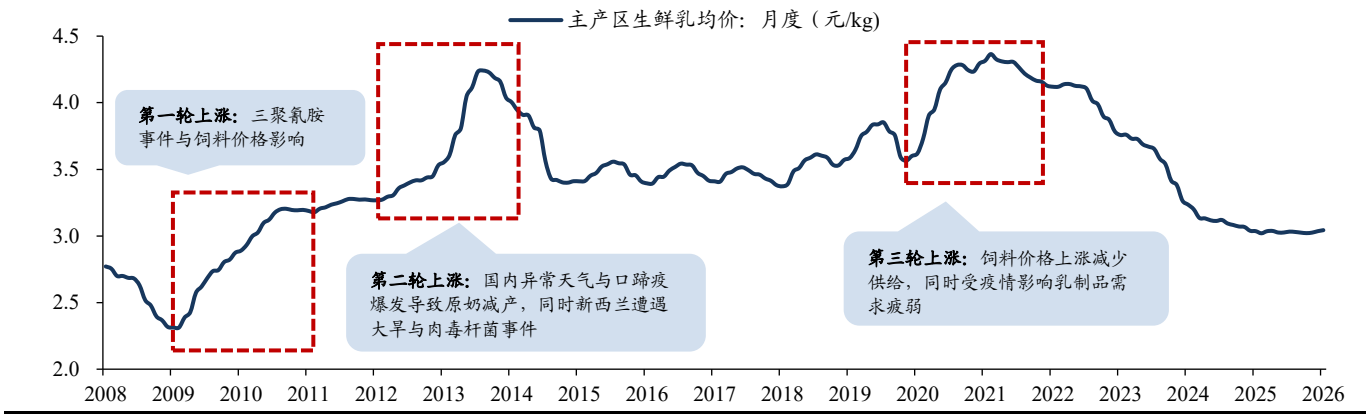
需求侧：1）下游食品安全事件：例如 2008 年受三聚氰胺事件影响，国内乳制品需求减少，奶价下行。2）消费者健康意识提升：例如 2020 年疫情强化消费者健康意识和蛋白质理念，带动乳制品需求提振，奶价上涨。3）消费替代：包括近年消费者送礼行为变化、现制茶饮兴起对乳品的替代等。

供给侧：1）生鲜乳价格：泌乳牛存栏量+单产量共同决定生鲜乳价格，一方面泌乳牛存栏量主要受环保政策、天气疫病、饲料成本等因素影响，以饲料价格因素为例，饲料成本占奶牛养殖成本比重高，2009M7~2011M3 玉米价格涨幅达 24.4%，养殖业饲料成本压力提升催化奶价上涨，同期生鲜乳价格涨幅达 38.5%；另一方面泌乳牛单产量主要受牧场技术管理水平等因素影响，同中小牧场相比，规模化养殖在生产成本、产品品质及生产效率等维度更占优势，伴随头部乳企加速向上布局，近年牧场规模化率大幅提升，2020~2024 年 100 头以上规模化养殖比例提升 11pct 至 78%。2）进口大包粉价格：大包粉为原奶喷雾干燥后形成的散装奶粉，全球大包粉主要出口国为新西兰、美国和欧盟，近年由于国内原奶价格持续下跌、海外主要产区减产等因素影响，进口大包粉价格超越国内生鲜乳，进口产品性价比逐渐削弱。

请务必阅读

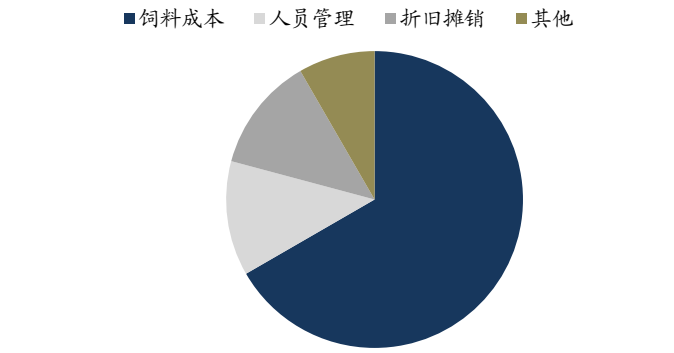
更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

图4：2008M7~2026M7 原奶价格复盘



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：奶牛养殖成本结构（2024A）



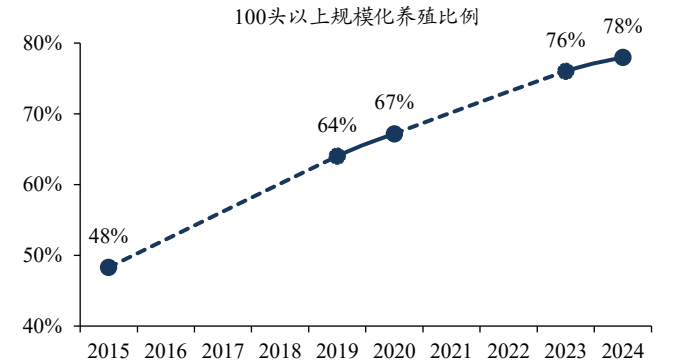
数据来源：欢乐养牛吧公众号，东吴证券研究所

图6：2008M7~2026M7 豆粕与玉米饲料价格走势



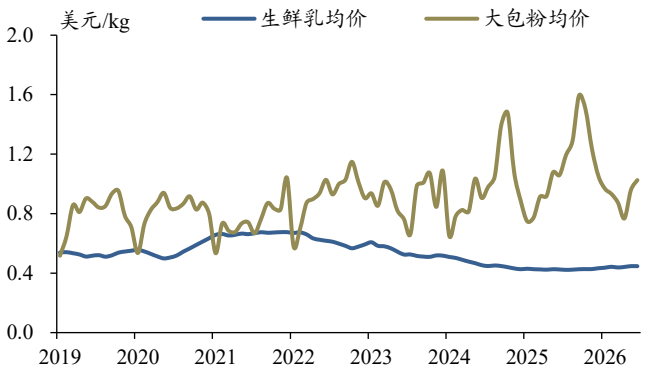
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：2015~2024 年 100 头以上规模化养殖比例提升



数据来源：农业农村部，东吴证券研究所

图8：2019~2026M6 生鲜乳&大包粉均价

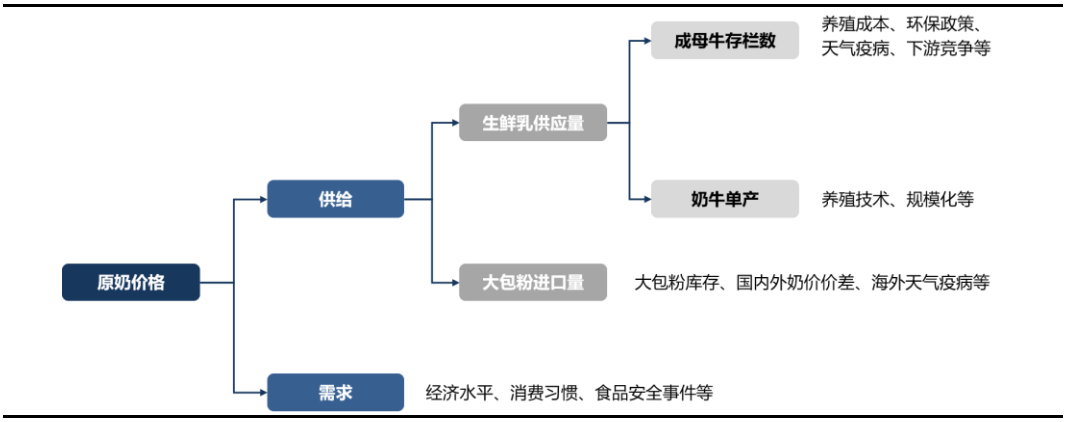


数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：大包粉价格已按 1:8 还原成原奶价格

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图9：原奶供需影响因素分解



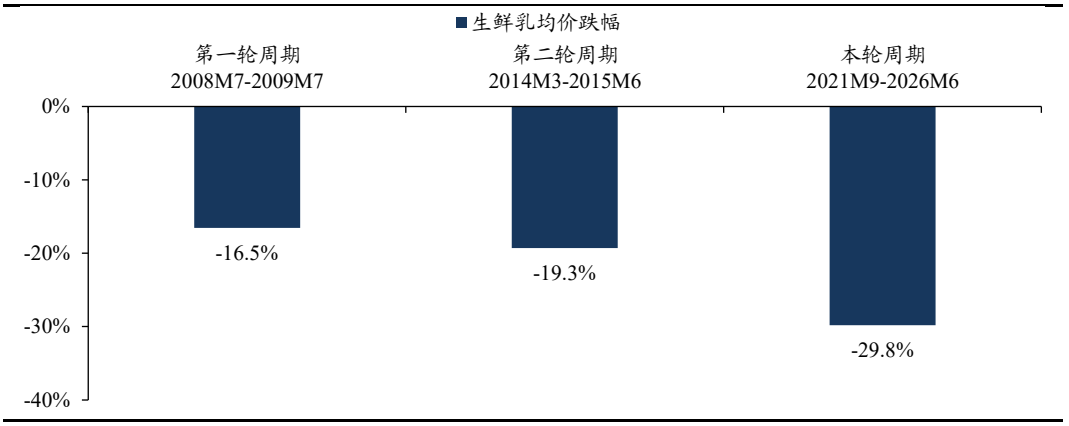
数据来源：东吴证券研究所整理

2. 供给侧持续去化，奶价曙光更可期

本轮奶价调整期自 21M9 开始，持续时间长、调整幅度大，上游牧场经营表现承压、中下游乳企竞争边际加剧。2021M9~2026M6 生鲜乳均价累计跌幅达 29.8%至 3.04 元/kg，相较前几轮奶价调整，本轮周期持续时间更长、下行幅度更大，一方面下游需求弱复苏，2023、2024、2025 年我国乳制品产量分别同比下滑 2%、3%、0.4%；另一方面上游抗风险能力较强的规模化牧场已在上轮奶价上行周期扩产。

奶价深度调整全产业链上下游亦受到牵连，1）上游牧场端：奶价下行直接拖累头部牧场经营表现，2025 年优然牧业、现代牧业营收增速较 2022 年显著降档；同时头部乳企保障收奶政策优先提供给深度绑定或自建牧场，社会化牧场经营表现更为弱势，部分牧场实际销售价格远低于指导价，导致现金流较差的中小牧场加速出清；2）中下游乳企端：中小乳企自有奶源比例相对较低，奶价下行期能够以较低成本收购原奶，低价产品入市扰乱市场竞争格局，2025 年乳业整体销售额 CR10 较 2023 年回落 4.8pct 至 49.9%；此外头部乳企保障收奶带来原奶库存过剩，喷粉是当前处理原奶的主要手段、但占用资金量相对较高，奶价下行周期中喷粉减值带来财务压力。

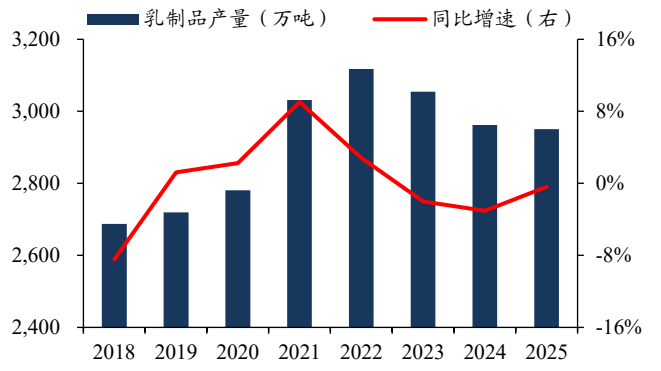
图10：三轮生鲜乳均价跌幅对比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

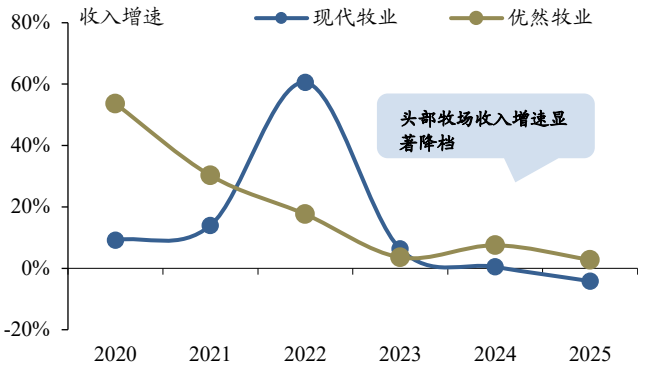
请务必阅读
更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

图11：2018~2025 年乳制品产量及同比增速



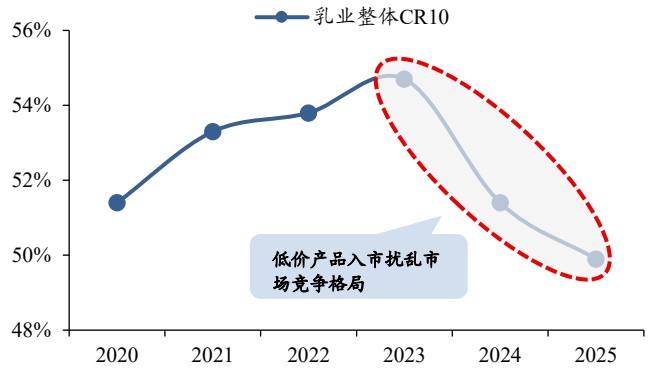
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图12：2020~2025 年主要牧场企业营收同比增速



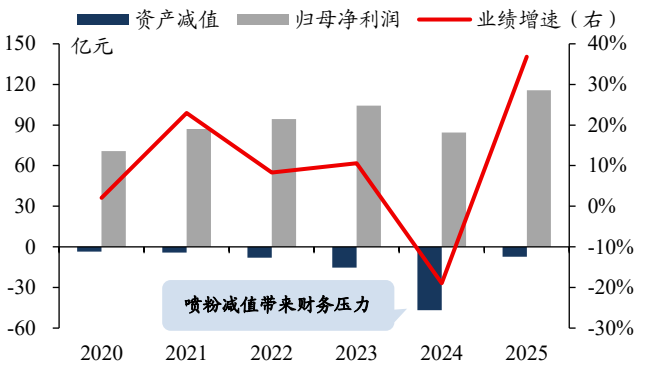
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图13：2020~2025 年乳业整体 CR10（按销售额计）



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

图14：2020~2025 年伊利股份资产减值损失&业绩表现



数据来源：Wind，东吴证券研究所

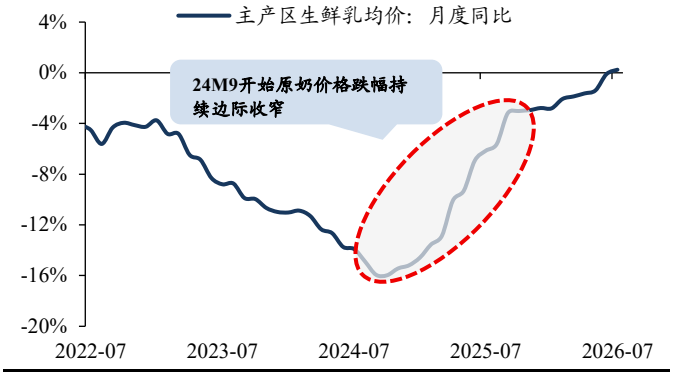
注：业绩增速为归母净利润同比增速

原奶供给持续去化，2025 年原奶价格已进入寻底阶段，2026 年企稳向上更可期。2024 年以来奶牛存栏去化力度逐步加大，24M1 牛存栏量开始环比回落，26M5 存栏量较 24M2 高位已去化约 10.7%至 579 万头。在供给侧原奶产能去化加速催化下，原奶供需差边际收缩，24M9 开始原奶价格跌幅持续边际收窄；25H2 牧场存栏去化陆续进入观望阶段，存栏去化环比放缓，但 25M12 生鲜乳均价已较 21M9 高位大幅下跌 30.0%至 3.03 元/kg。

2025 年奶价调整已行至尾声，2026 年企稳向上更可期：1）肉奶共振强化淘牛积极性，2025 年国内肉牛价格持续上涨，肉奶价格比边际放大，牧场淘牛积极性上升，加速汰换低效奶牛，26M7 肉奶价格比相较 25M1 提升 14.9%，其中牛肉价格较 25M1 增长 12.1%至 73.7 元/kg；2）青贮收储放大现金流压力，每年 8~9 月牧场进入青贮收储期，现金流压力在周期性因素扰动下放大；3）奶牛热应激效应影响牧场经营表现，每年 7~8 月高温天气引发奶牛热代偿机制拖累产奶效率，亦会对牧场现金流表现产生影响。

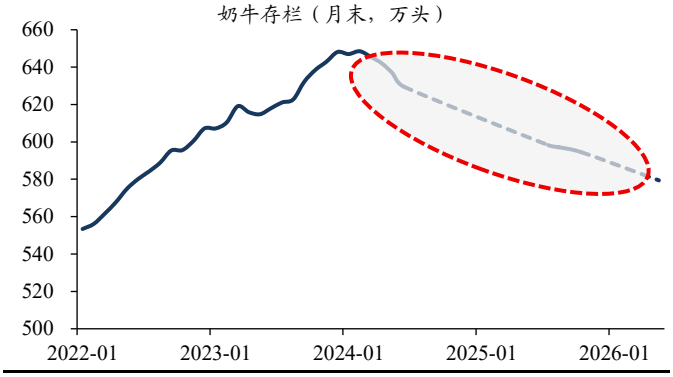
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图15：2022M7~2026M7 生鲜乳均价月度同比



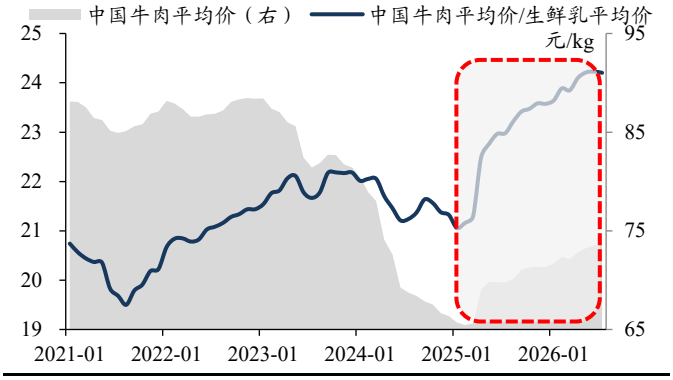
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图16：2022M1~2026M5 奶牛存栏量



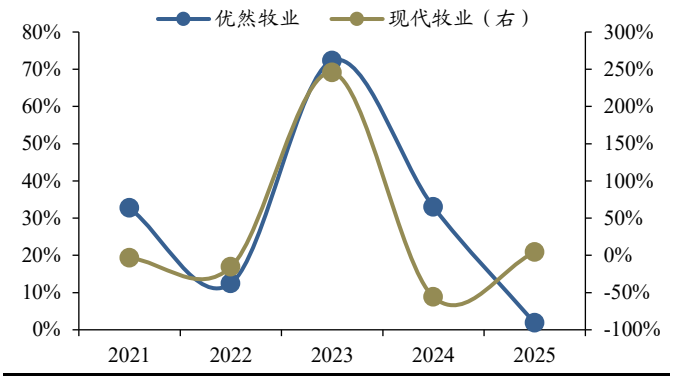
数据来源：农业农村部，东吴证券研究所

图17：2021M1~2026M7 中国牛肉价格与肉奶价格比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图18：2021~2025 头部牧场经营性现金流净额同比增速

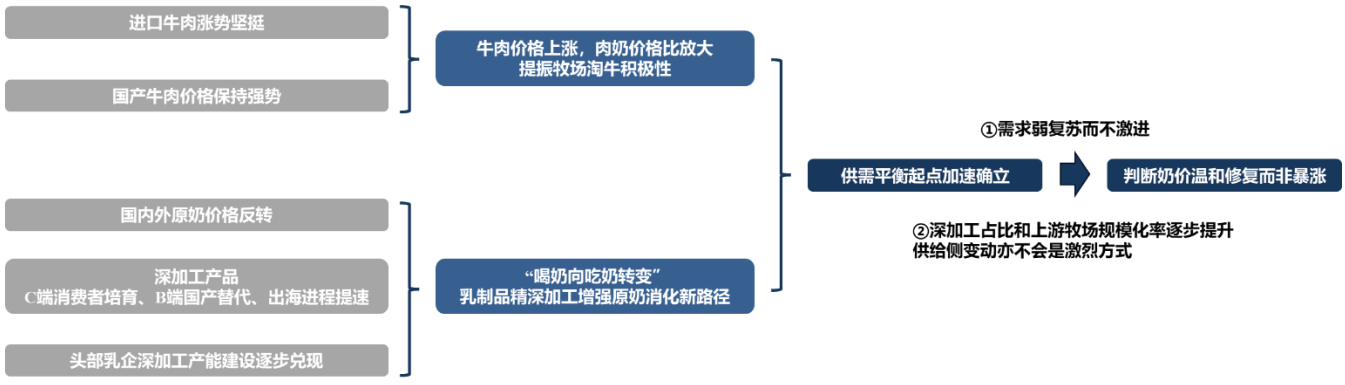


数据来源：Wind，东吴证券研究所

3. 供需平衡加速确立，奶价温和复苏可期

2026 年新一轮原奶供需平衡起点加速确立，后续奶价温和修复而非暴涨。2026 年伴随肉奶共振加速存栏去化、乳深加工对原奶消化贡献提升，原奶供需平衡加速走向确立，判断奶价温和上涨路径，主因需求弱复苏而不激进，上游牧场规模化程度较高&深加工占比逐步提升，供给侧变动亦不会是激烈方式。

图19：奶周期新起点催化逻辑梳理



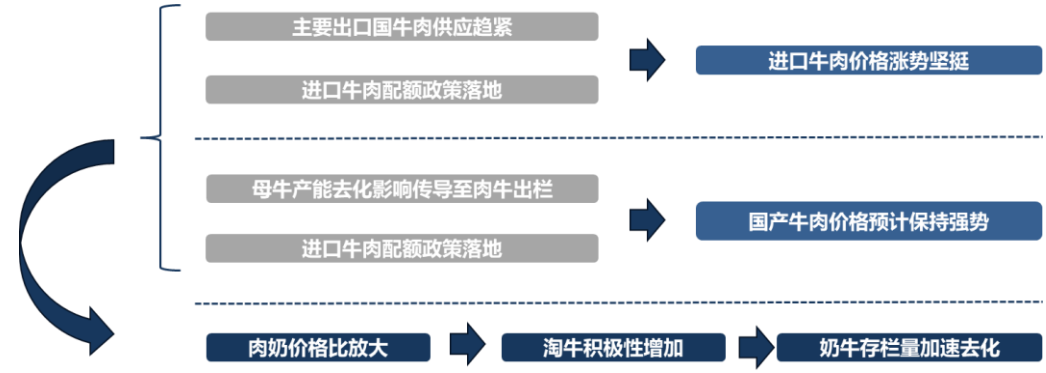
数据来源：东吴证券研究所整理

请务必阅读
更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

3.1. 肉牛周期向上，肉奶共振加速存栏去化

短中期肉牛周期上行，肉奶共振进一步去化奶牛存栏。中国肉牛供给主要由国内自主生产+海外进口补充构成，进口牛肉价格涨势坚挺、国产牛肉价格有望保持强势，考虑到母牛补栏到肉牛出栏需要 2 年以上时间，我们判断短中期肉牛周期依旧向上，肉奶价格比边际放大将进一步强化牧场淘牛积极性，低效牛群加速汰换，带动奶牛存栏持续去化。

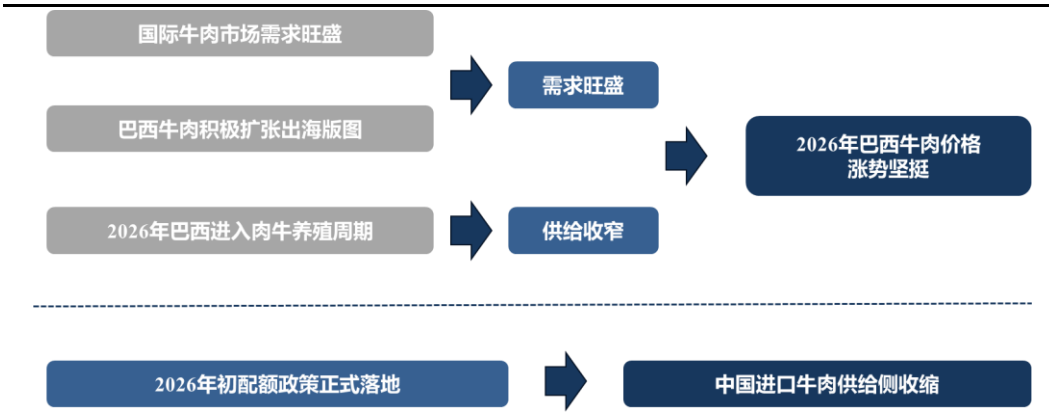
图20：肉奶共振逻辑梳理



数据来源：东吴证券研究所整理

进口补充：主要出口国牛肉供应趋紧+配额政策落地，进口牛肉价格涨势坚挺。2025 年进口牛肉价格率先上涨，背后是主要出口国牛肉价格上涨与牛肉进口政策预期边际趋严共同影响；伴随主要牛肉出口国巴西全球市场供应趋紧，叠加我国趋严的牛肉进口政策正式落地，短中期进口牛肉价格涨势有望保持坚挺。

图21：短中期进口牛肉价格上涨逻辑梳理

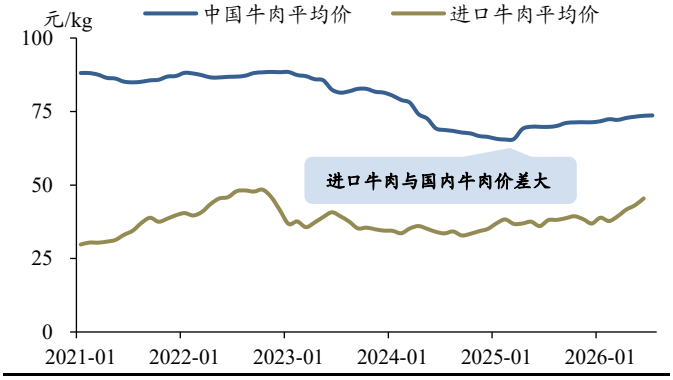


数据来源：东吴证券研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明部分

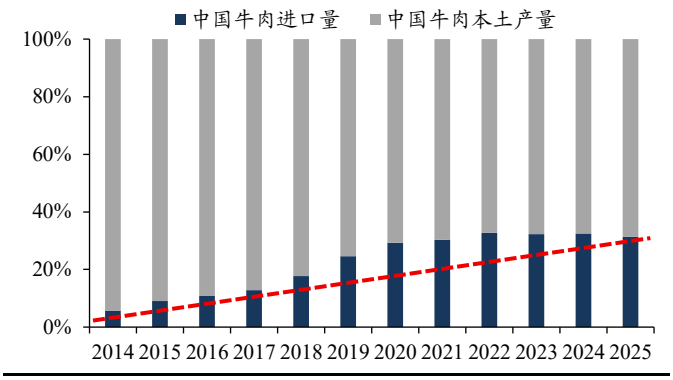
过去国产牛肉价格远高于进口牛肉价格，进口牛肉凭借质价比特征在中国牛肉总量中占比迅速提升，2025 年进口牛肉占中国牛肉比重较 2014 年提升 25.7pct 至 31.3%。2025 年进口牛肉价格率先打开上升通道，主要系 1）24M9 核心牛肉出口国巴西进入涨价周期：中国进口牛肉多源于南美，南美牛肉出口的主力军是巴西，25Q1~3 中国自巴西、阿根廷牛肉进口量占主流来源国牛肉进口总量 53%、18%，2024 年南美大旱导致肉牛存栏减少，巴西牛肉价格自 24M9 以来持续上涨；2）2025 年中国进口牛肉政策预期边际趋严：24H2 畜牧业协会认为进口牛肉数量迅速增长不利于国内产业发展，向调查机关提交进口牛肉保障措施调查申请；24M12 商务部发文对进口牛肉进行保障措施立案调查并进行相关调整，计划要求海关更严格、更频繁监管，保障措施立案调查释放对进口牛肉管控趋严信号，带动 25M1 进口牛肉价格上涨，26M6 中国进口牛肉平均价已较 25M1 上涨 31.6%至 6.69 美元/kg。

图22：2021M1~2026M7 中国/进口牛肉均价对比



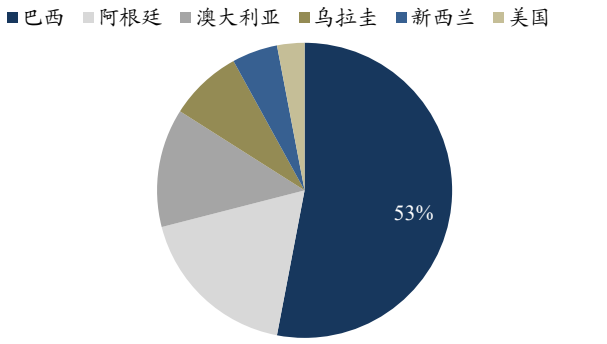
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图23：2014~2025 年中国牛肉进口量占比持续提升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

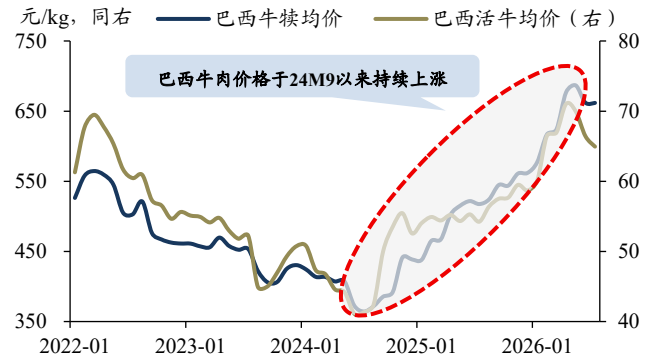
图24：中国自各国牛肉进口量/主流来源国牛肉进口量



数据来源：鑫雪食品公众号，东吴证券研究所

注：数据统计时间段为 2025 年前三季度

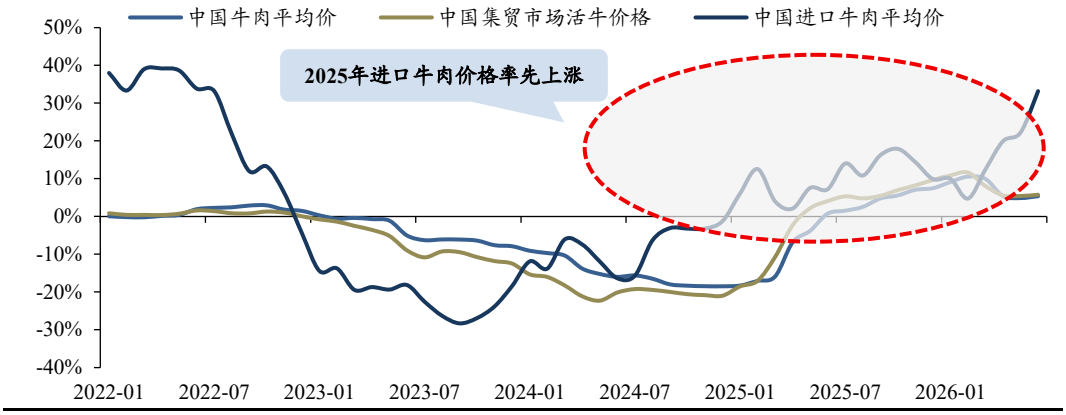
图25：2022M1~2026M7 巴西牛肉价格



数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读
更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

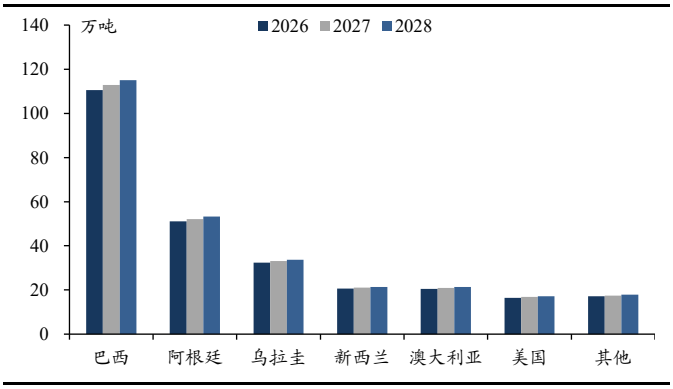
图26：22M1~26M6 进口/中国牛肉价格同比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

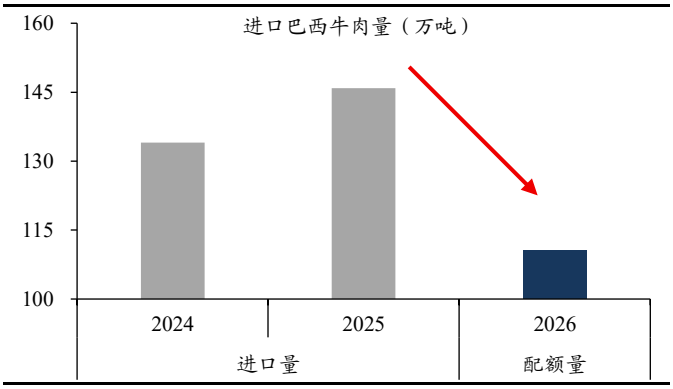
核心出口国巴西牛肉供应趋紧、中国牛肉进口配额政策落地，我们判断 2026 年进口牛肉价格涨势强劲。1）需求旺盛、供给收缩，短中期巴西牛肉供应趋紧：一方面国际牛肉市场需求旺盛，巴西牛肉积极拓宽出海版图，例如 25M8 印尼政府正式与巴西签署贸易协议，允许巴西出口带骨牛肉、牛副产品、牛肉制品及肉类调理食品；另一方面 2026 年巴西进入新一轮肉牛养殖周期，通过大规模保留母牛以恢复近年连续出栏和干旱导致萎缩的牛群规模，导致可屠宰牛只数量边际减少。2）中国牛肉进口配额制度正式落地，主要国别配额有限，推高进口牛肉价格：自 2026 年 1 月 1 日起，商务部决定以“国别配额及配额外加征关税”的形式对进口牛肉采取保障措施（实施期限为 3 年），对规定数量之外的进口牛肉在现行适用关税税率的基础上加征关税，其中 2026 年最大配额国巴西牛肉配额基数 110.6 万吨（占全球配额总量 41.1%），较 2025 年巴西牛肉进口量下滑 24.2%。

图27：中国针对主要国家牛肉配额量



数据来源：商务部，东吴证券研究所

图28：2024~2025 巴西牛肉进口量 VS2026 牛肉配额



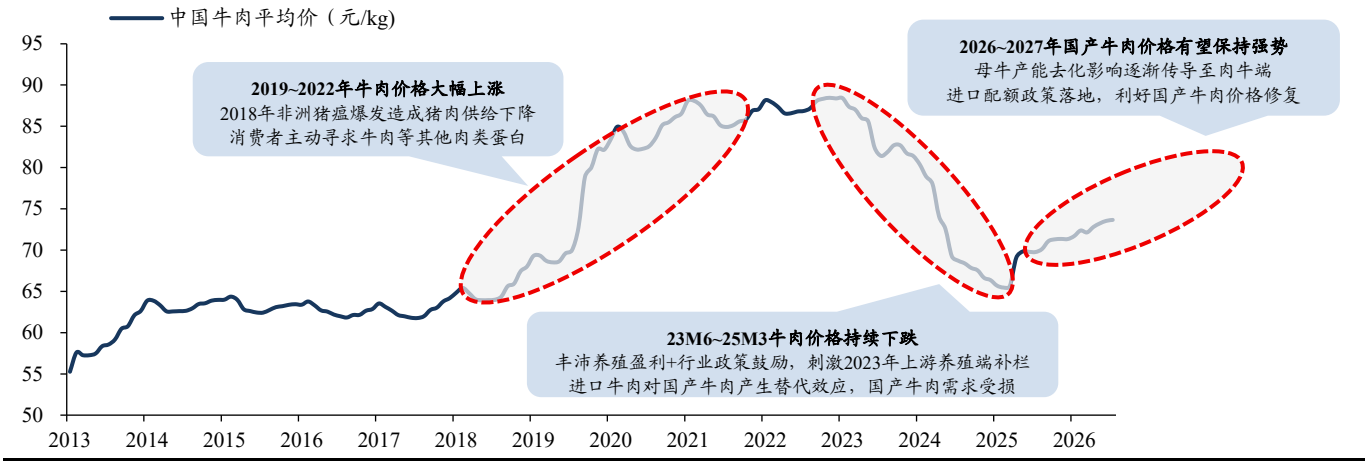
数据来源：海关总署，商务部，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

国内生产：产能去化影响渐显+进口配额政策落地，国产牛肉价格有望保持强势。23M6~25M3 牛肉价格跌至近十年低位，25M3 中国牛肉价格较 23M6 高点的 82.4 元/kg 下滑 20%至 65.6 元/kg，核心是供给增加、需求减少导致供需严重失衡：1）2019~2022 年牛肉价格大幅上涨导致上游养殖端盈利丰厚，叠加部分区域对肉牛养殖补贴，进一步刺激 2023 年上游养殖端补栏；2）近年进口牛肉量迅速增加，进口牛肉凭借更低价格对国产牛肉产生替代效应。

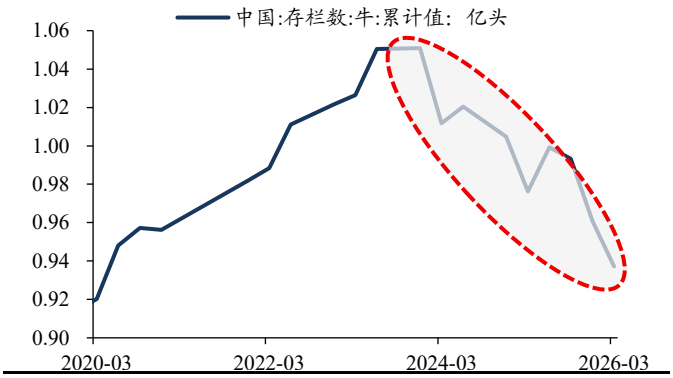
犊牛养殖亏损带动供给侧产能陆续出清，24Q1 开始中国肉牛存栏逐步去化，26Q1 肉牛存栏量已较 23Q4 高点的 1.05 亿头下滑 10.8%至 0.94 亿头，同时 2024 年反刍动物饲料产量同比-13%至 1449.4 万吨、为 2017 年以来首降。肉牛产能传导周期长、从母牛配种至肉牛出栏至少需要 2 年，自 24Q1 开始中国肉牛存栏逐步出清、25M3 牛肉价格触底反转，母牛产能去化传导影响渐显，伴随 26M1 进口配额政策落地，26M6 牛肉价格已较 25M3 提升 12.1%至 73.5 元/kg，2026 全年国产牛肉价格有望保持强势。

图29：中国牛肉价格复盘



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图30：中国肉牛存栏量从 2024 年开始下滑



数据来源：Wind，东吴证券研究所

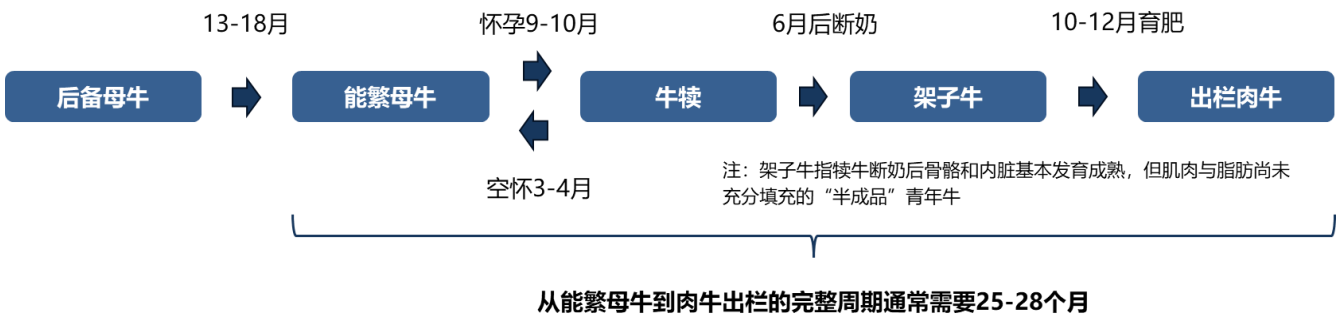
图31：2017~2024 年中国反刍动物饲料产量



数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读
更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

图32：肉牛养殖周期梳理

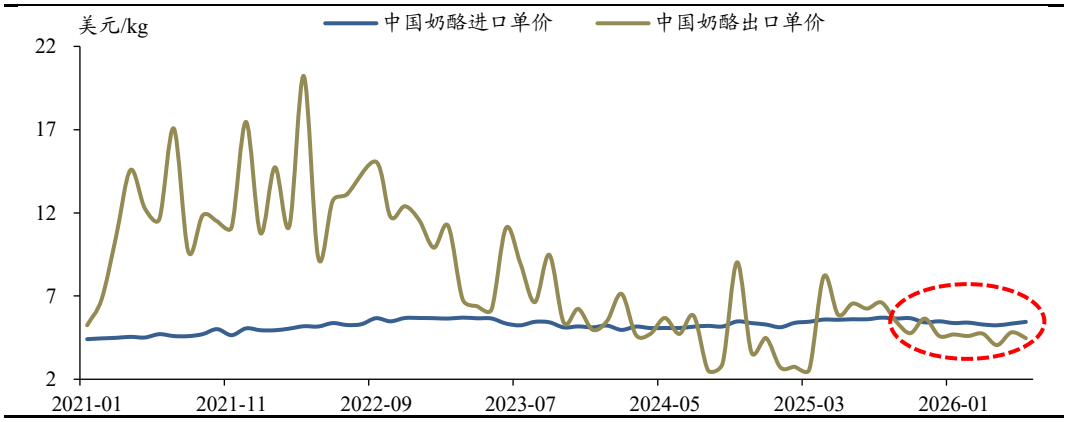


数据来源：东吴证券研究所整理

3.2. “喝奶向吃奶转变”，乳深加工对原奶需求贡献上行

乳深加工产品占比提升，带动原奶加速消化。近年国内外原奶价格反转，以奶酪为代表的乳深加工产品质价比优势逐步显露、进口奶酪/国产奶酪价格剪刀差持续放大，22M6~26M6 进口、国产奶酪价格 CAGR 为 0.03%、-2.2%，26M6 进口、国产奶酪价格分别为 5.5、4.5 美元/kg。在 C 端消费培育+B 端国产替代下，中国乳业发展进入新阶段，头部乳企深加工产能建设逐步兑现，以“两油一酪”为代表的乳品和乳铁蛋白、乳清蛋白等高附加值原料产量也将显著增长，此外进口政策催化亦能缩短这一进程，带动原奶加速消化。

图33：2021M1~2026M6 进口奶酪价格与国产奶酪价格对比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

乳深加工产品 C 端消费持续培育，B 端国产替代进程加速。1）C 端消费者培育：以儿童奶酪棒龙头妙可蓝多为例，公司早年通过深耕零售渠道成功培育儿童奶酪棒品类、并通过强势媒体投入抢先消费者心智占有，凭借儿童奶酪棒在行业发展初期站稳优势地位；近年公司更是加速消费破圈，从儿童奶酪棒迈向成人休闲零食、功能营养产品等多元场景，C 端消费者培育逐步深化。2）B 端国产化替代：近年原奶价格深度调整，国产奶酪价格性价比凸显，餐饮企业出于降本增效的经营需求，国产替代将从再制奶酪向原

请务必阅读正文之后的免责声明部分

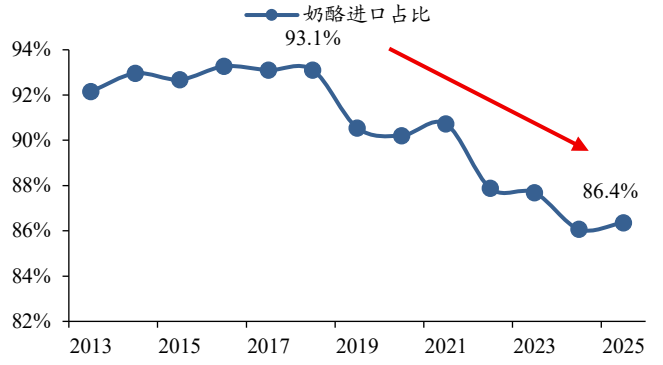
制奶酪、奶酪原料全面延伸，2025 年进口奶酪占比较 2017 年大幅下滑 6.7pct 至 86.4%。

图34：妙可蓝多打造儿童奶酪棒 C 端优势地位



数据来源：妙可蓝多公司官网，东吴证券研究所

图35：2013~2025 年进口奶酪占国内奶酪总量比重



数据来源：Wind，东吴证券研究所

头部乳企深加工产能建设逐步兑现，大幅提升深加工产品量产能力。例如 2025 年妙可蓝多已拥有 6 座乳制品精深加工工厂，蒙牛自 2024 年启动“奶立方”项目，项目位于和林格尔蒙牛八期产区原低温车间区域、同妙可蓝多旗下的和林工厂相分隔，“奶立方”项目设计日处理原奶 600 吨、年总产能约 20 万吨，蒙牛、妙可合力拥有业内领先的乳深加工规模化量产能力；此外伊利凭借乳制品全产业链多年深耕，深度整合上下游资源，亦全面覆盖“乳脂+奶酪+乳清”深加工全品类，旗下伊利现代智慧健康谷奶酪智造标杆基地一期、宁夏伊利无水黄油及淡奶油项目、脱盐乳清深加工项目等均已投产。

表1：头部乳企深加工产能项目梳理（截至 2026 年 7 月）

主要乳企	深加工项目	项目建设进度	预计总产能	预计投产/全面达产时间
妙可蓝多	上海特色奶酪智能化生产加工项目（含二期创新奶酪基地）	一期 2021 年投产，募投项目先期 11.37 万吨产能 2024 年 11 月达设计产能；二期主体封顶，设备安装调试中	19.37 万吨/年（奶酪及乳脂，一期+二期先期）	一期已投产，二期 2026 年底全面达产
	吉林原制奶酪加工建设项目	先期 1.8 万吨产能 2024 年 11 月投产，2025 年末累计投资进度 71.48%，剩余产能建设中	1.8 万吨/年（奶酪为主，项目先期）	先期已投产，2026 年底全面达产
	长春特色乳品综合加工基地项目	现有厂区改建部分已投产、项目先期 3.2 万吨产能 2024 年 11 月达设计产能，吉兴产业园 2026 年 5 月正式投产	3.2 万吨/年（仅稀奶油产线，此外原制奶酪+脱盐乳清粉项目持续建设）	部分已投产，2026 年底全面达产
	内蒙古和林格尔奶酪工厂	2024 年并入蒙牛体系，已全面投产	2 万吨/年（仅高端稀奶油生产线，此外还有奶酪等项目）	已投产
蒙牛乳业	"奶立方"牛乳深加工项目	2025 年底试生产，2026 年初正式投产，核心产线处于产能爬坡期	日处理原奶 600 吨，年总产能约 20 万吨（含 D90 脱盐乳清粉、高端原制奶酪、乳铁蛋白等）	2026 年初已投产
伊利股份	伊利现代智慧健康谷奶酪智造标杆基地	一期 6 万吨产能 2023 年投产，产业集群项目加速推进，三期项目 2024 启动	20 万吨/年（奶酪为主）	一期已投产，集群项目加速推进
	宁夏伊利无水黄油及淡奶油项目	2024 年 4 月全部建成投产	无水黄油 1.2 万吨/年，淡奶油 3 万吨/年	已投产
	脱盐乳清深加工项目	2025 年建成投产	脱盐乳清粉 4 万吨/年	已投产

请务必阅读

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

中国飞鹤	脱盐乳清及乳铁蛋白深加工项目	2025 年建成投产	脱盐乳清粉 1.5 万吨/年，酪蛋白 0.56 万吨/年	已投产

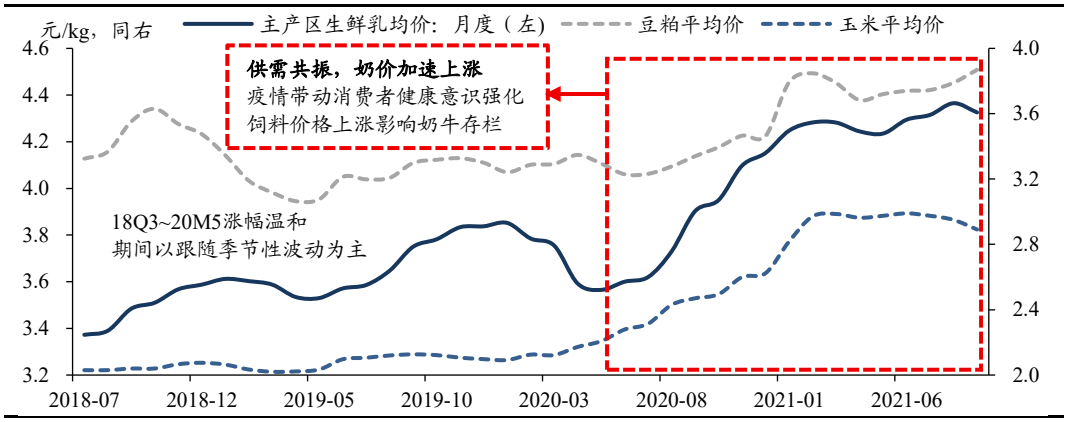
数据来源：各公司官网，各公司公告，企查查，呼和浩特市科学技术局，和林格尔县人民政府，科普中国公众号，乳业时报公众号，乳业资讯网，四川日报，新华网，内蒙古新闻联播，克东县人民政府，内蒙古自治区人民政府，东吴证券研究所

3.3. 原奶供需平衡走向确立，判断奶价温和上涨路径

原奶供需平衡走向确立，判断奶价温和修复而非暴涨。复盘 18M7~21M9 奶价上涨周期，原奶供需平衡起点于 18Q3 确立，18Q3~20M5 奶价主要跟随季节波动，涨幅相对温和，首年涨幅约 6.9%（18M7~19M7）；20M5 疫情强化消费者健康意识，下游乳品需求提升、叠加牧场饲料成本上涨影响奶牛存栏表现，奶价增长中枢迅速拉高，20M5~21M9 生鲜乳均价涨幅约 21.3%。

本轮原奶供需平衡点后，我们判断奶价温和上涨：1）宏观层面国家通过价格协商机制、补贴政策调控等手段，平稳引导行业复苏；2）产业层面下游需求弱复苏而不激进，上游牧场规模化率已从 2020 年 67%提升至 2024 年 78%，中小牧场在本轮原奶下行周期中大幅出清，规模化牧场扩张相对理性，同时深加工占比逐步提升，精深加工增强原奶消化新路径，供给侧变动亦不会是激烈方式，供需两侧变化均相对温和，因此我们判断后续奶价温和上涨而非暴涨。

图36：18M7~21M9 原奶涨价周期复盘



数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图37：后续奶价温和上涨逻辑梳理



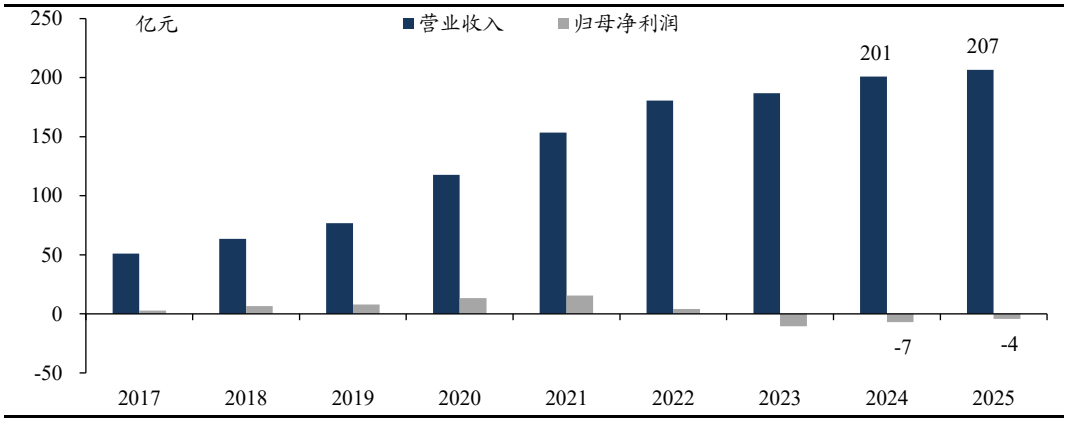
数据来源：东吴证券研究所整理

4. 原奶周期温和反转，牧业基本盘强者恒强

4.1. 优然牧业：全球最大原奶供应商，肉奶共振带动经营修复

全球最大原奶供应商，背靠乳企龙头伊利股份，享受集团资源优势赋能。优然牧业牢据国内特色奶资源，深度绑定中下游龙头乳企伊利股份，通过长期协议保障原奶销售经营稳定，借力伊利多年牧场管理经验、技术积淀，持续强化单产能力，此外牧场养殖全产业链布局亦能规避成本波动风险。2025 年优然牧业已是全球最大的原奶供应商，2025 年公司实现营收 207 亿元、同比增长 3%，归母净亏损 4 亿元、亏损同比收窄。

图38：2017~2025 年优然牧业营收及归母净利润

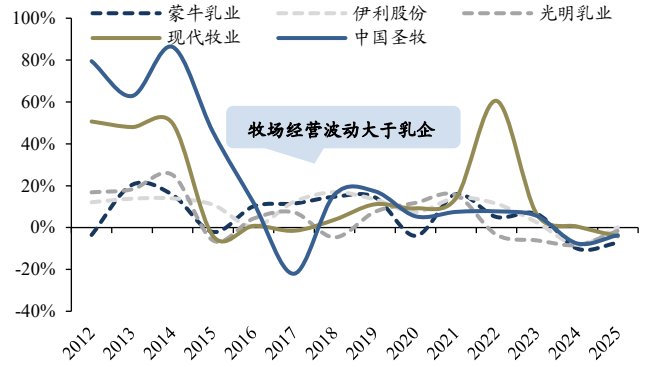


数据来源：Wind，东吴证券研究所

股权结构清晰稳定，龙头乳企伊利股份是公司实控人。早年伊利下设全资牧场子公司优然牧业，但牧场企业经营波动性大、抗风险能力相对薄弱，2015~2016 年伊利先后通过外资股东增资、转让股权等方式调整优然牧业股权结构，在保持控股股东身份的基础上将优然牧业剥离出表，截至 26H1 伊利股份持有优然牧业 36.08%股份。

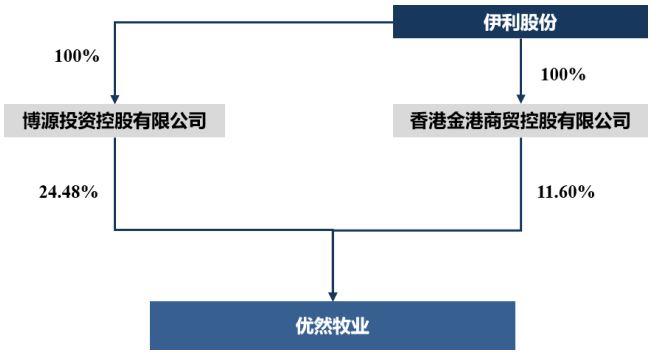
请务必阅读
更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

图39：2012~2025 年牧场与乳企营收同比增速对比



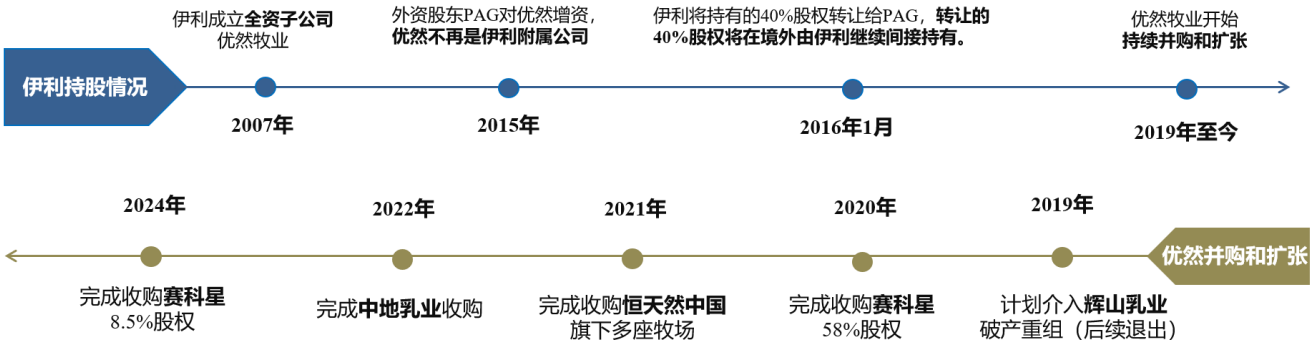
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图40：优然牧业股权结构（2026H1）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图41：优然牧业股权变动及扩张进程梳理

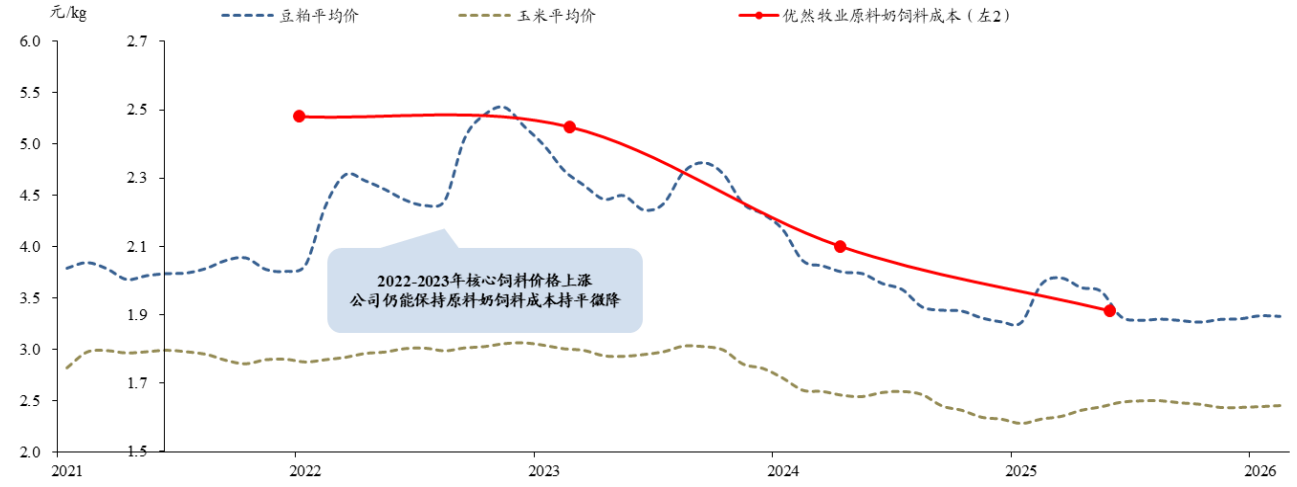


数据来源：各公司公告，奶牛微看公众号，东吴证券研究所

“育种-饲料-养殖”全链路布局规避成本波动风险，借力伊利集团资源积累持续发展。优然牧业旗下子公司深耕饲料（含草业）、养殖、育种等领域，实现牧场养殖全供应链闭环，多元化业务布局得以对冲周期性风险，2022~2023 年豆粕饲料成本大幅上涨背景下公司原料奶饲料成本仍能持平微降，2023 年原料奶饲料成本同比下滑 1.2%至 2.45 元/kg。背靠伊利集团，公司充分受益：1）伊利通过搭建“奶牛全生命周期”产学研平台向公司提供养殖技术、牧场管理等多维度全方位支持，持续推进牧场规范化、标准化管理；2）公司与伊利签订长期协议、伊利为公司原奶托底，2025 年伊利从优然牧业采购原奶的价格比市场价高约 26%。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图42：主要饲料价格&优然牧业原料奶饲料成本



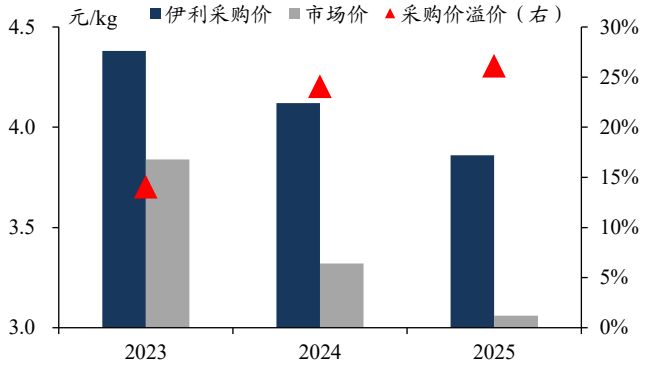
数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

图43：伊利赋能优然牧场经营效率提升



数据来源：奶牛微看公众号，东吴证券研究所

图44：原奶市场价及伊利对优然牧业采购价对比

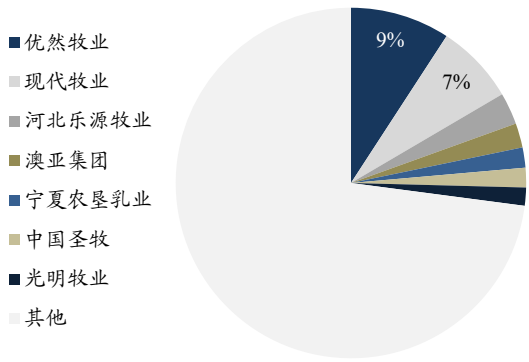


数据来源：优然牧业公司公告，东吴证券研究所

奶牛养殖龙头地位稳固，已建成国内乳业上游规模最大的现代化牧场网络。1）产业层面：中国原料奶供应市场竞争格局分散，优然牧业市占率位居榜首，2024 年优然牧业、现代牧业原奶产量市占率分别为 9%、7%。2）公司层面：2025 年公司运营 15 个饲料生产基地、16 个草业生产基地、5 个核心育种基地以及在全国 17 个省份的 100 座现代牧场（含 1 座奶山羊场），已是全球最大的原料奶供应商，规模效应持续显露。

请务必阅读
更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

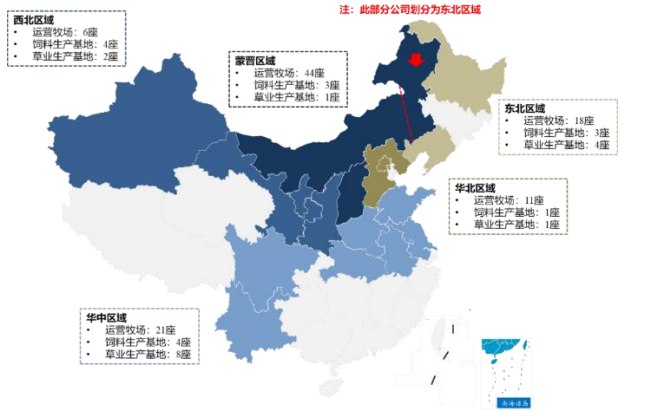
图45：2024 年中国原料奶供应市场竞争格局



数据来源：荷斯坦公众号，东吴证券研究所

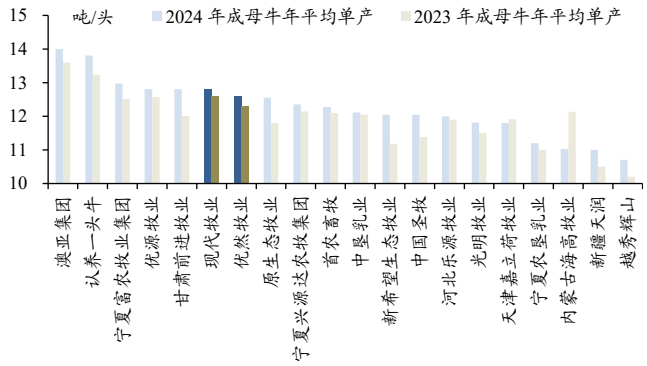
注：各牧场市占率=各牧场原奶产量/中国原奶总产量

图46：优然牧业生产基地位置图（2025A）



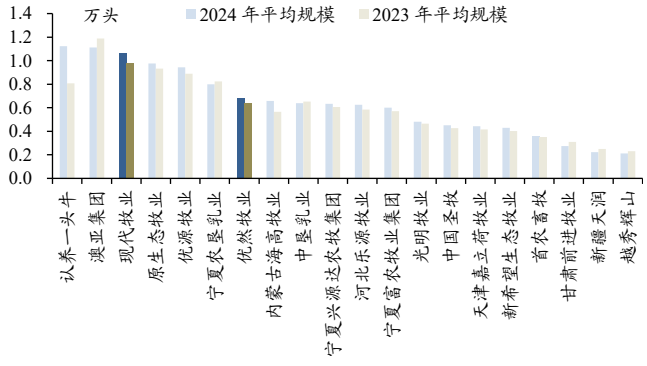
数据来源：优然牧业公司公告，东吴证券研究所

图47：2024 年全国 TOP20 牧业集团成母牛单产水平



数据来源：荷斯坦公众号，东吴证券研究所

图48：2024 年全国 TOP20 牧业集团平均牧场规模

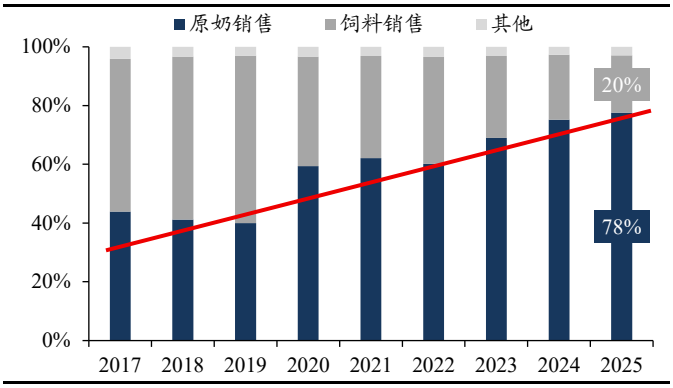


数据来源：荷斯坦公众号，东吴证券研究所

奶价温和反转，肉奶共振修复业绩。2026 年原奶供需平衡新起点加速确立，优然牧业作为头部牧场业绩修复空间亮眼。1）奶价复苏释放原奶销售主业成长弹性：原奶销售是优然牧业营收基本盘，2025 年原奶销售、饲料销售营收占比分别为 78%、20%，伴随奶价温和复苏，公司作为全球最大的原奶供应商，原奶销售业务有望显著增厚，同时成母牛生物资产公允价值回升，报表端生物资产公允价值损失亦有望边际收窄。2）肉牛周期向上增厚现金流，强化调整期安全垫：伴随牛肉价格涨势坚挺，一方面淘牛价格上涨、淘牛收入增加，创造可观现金流入，增厚行业调整期经营安全垫；另一方面成犊牛及育成牛生物资产公允价值回升，报表端生物资产公允价值损失同样有望边际收窄。

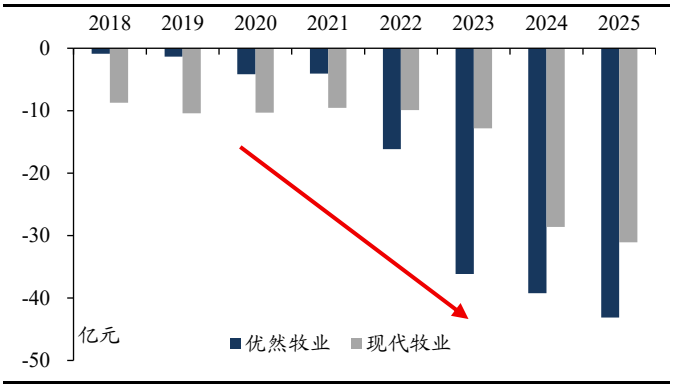
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图49：优然牧业营收结构拆分



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图50：生物资产公允价值减销售成本变动产生的损益

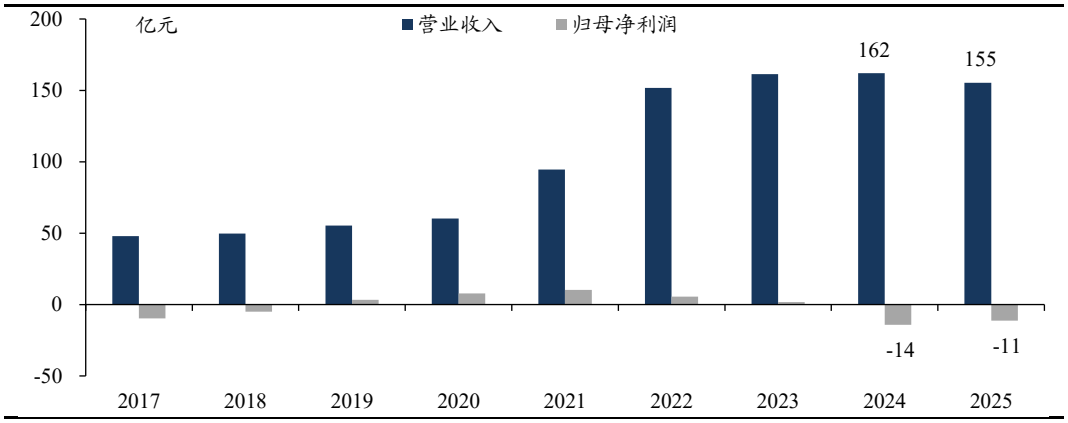


数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

4.2. 现代牧业：原奶供应领军企业，全产业链布局强化成本优势

中国领先的原奶供应商，深度绑定下游优质客户，联袂中粮布局“饲牧奶”全产业链，协同效应持续彰显。现代牧业是中国头部牧场企业，深度绑定全国型头部乳企蒙牛乳业和区域型头部乳企新乳业，同时与中粮集团成立合资公司现代饲料，强化饲料成本端把控能力，2025 年公司实现营收 155 亿元、同比下滑 4%，归母净亏损 11 亿元、亏损同比收窄。

图51：2017~2025 年现代牧业营收及归母净利润

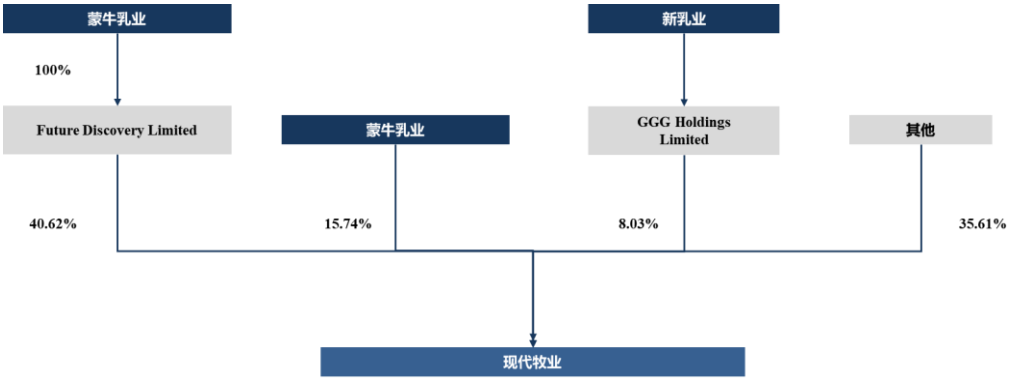


数据来源：Wind，东吴证券研究所

股权结构集中，蒙牛乳业是公司实控人。截至 2025 年蒙牛乳业持有 56.36%股份，其中直接持有 15.74%股份、间接持有 40.62%股份；同时新乳业通过 GGG Holdings Ltd. 间接持有 8.03%股份，为公司第二大股东。

请务必阅读
更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

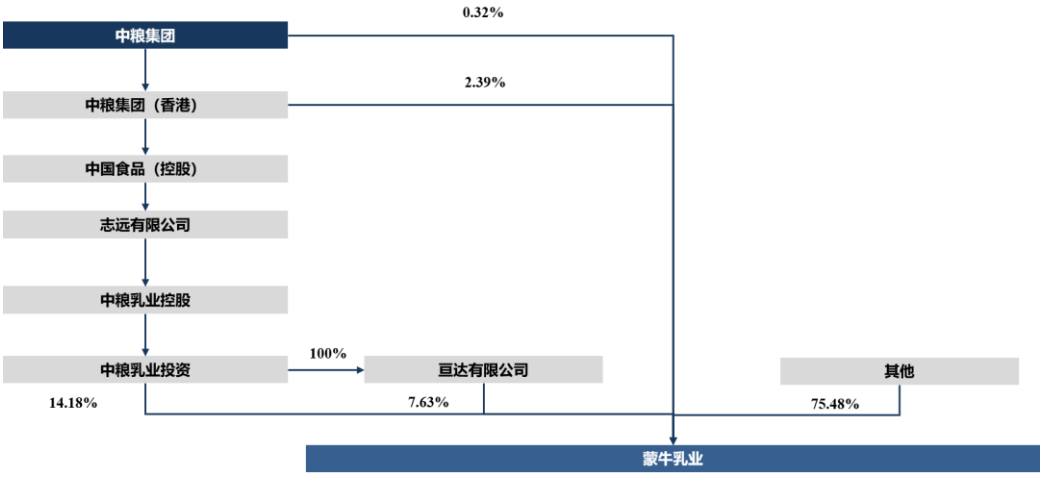
图52：现代牧业股权结构梳理（2025A）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

借力中粮集团资源优势，深化牧场养殖全产业链布局。现代牧业实控人是蒙牛乳业，蒙牛乳业实控人则是中粮集团，2025 年中粮集团持有蒙牛乳业 24.52%股份。中粮集团是中国农粮行业领军者，在原料集采、饲料品质等方面具备领先地位。现代牧业以乳牛养殖为基本盘，2022 年与中粮饲料成立合资子公司现代饲料，深化“牧草种植、奶牛养殖、牛奶加工”全产业链布局，持续强化饲料成本把控优势，2025 年现代牧业、优然牧业原料奶饲料成本分别为 1.77、1.88 元/kg。

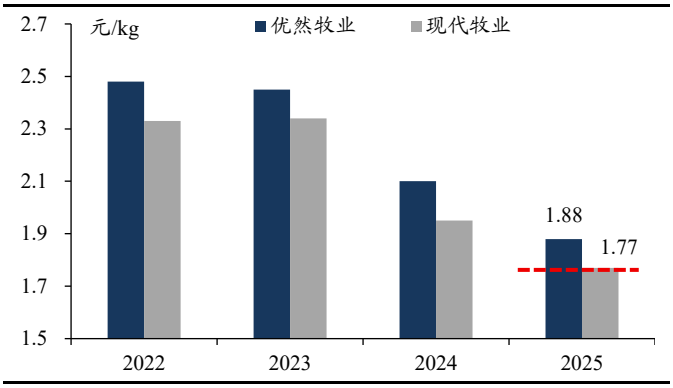
图53：蒙牛乳业股权结构梳理（2025A）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

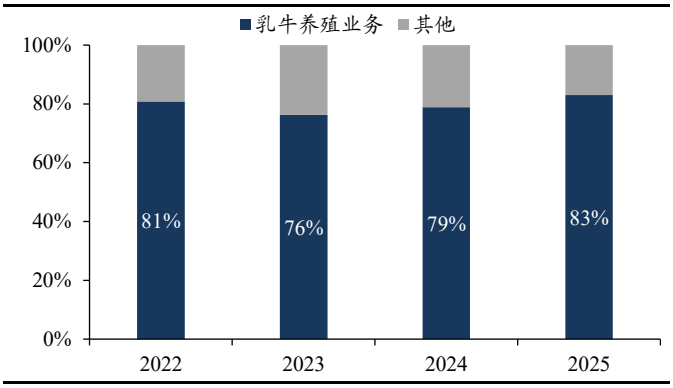
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图54：优然牧业、现代牧业原料奶饲料成本对比



数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

图55：现代牧业营收结构拆分



数据来源：Wind，东吴证券研究所

5. 投资建议

奶价温和反转，牧业基本盘强者恒强，盈利弹性大。2026 年伴随肉奶共振加速存栏去化、乳深加工对原奶消化贡献提升，原奶供需平衡走向确立，判断奶价温和上涨路径，主因需求弱复苏而不激进，上游牧场规模化程度较高&深加工占比逐步提升，供给侧变动亦不会是激烈方式。综合以上考虑，2026 年原奶周期温和反转，牧业基本盘强者恒强，盈利弹性大，重点推荐上游牧场龙头优然牧业、现代牧业；中下游头部乳企亦能享受吨价提升和费投优化红利，重点推荐蒙牛乳业、伊利股份。

表2：重点公司估值表（截至 2026/07/27 收盘价）

股票代码	可比公司	总市值	收盘价	PE			归母净利（亿元）				归母净利同比		
		亿元	元	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
9858.HK	优然牧业	178	3.42	13	7	5	-4.3	13.9	25.5	34.5	-421.4%	83.8%	34.9%
1117.HK	现代牧业	106	1.16	17	8	5	-11.3	6.2	14.1	19.8	-155.2%	126.5%	40.6%
600887.SH	伊利股份	1,648	26.06	13	12	11	115.7	122.9	132.8	143.5	6.3%	8.1%	8.0%
2319.HK	蒙牛乳业	705	15.70	14	13	12	15.5	49.2	55.0	60.5	218.6%	11.8%	9.9%
	均值			14	10	8							

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：1）可比公司盈利预测均取 Wind 一致预测数据、数据时间截至 2026 年 7 月 27 日；2）所有货币单位均为人民币；3）港元兑人民币汇率参考 2026 年 7 月 27 日的 0.8629

请务必阅读
更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

6. 风险提示

饲料价格大幅波动风险：饲料成本占奶牛养殖成本比重高，主要饲料包括豆粕、玉米、苜蓿等，所需饲料易受气候、供需、国际市场价格等因素影响，饲料价格上涨将导致牧场成本端压力增大。

动物疫病风险：2013 年国内口蹄疫爆发，造成奶牛存栏收缩，后续动物疫病若再次爆发，将导致畜禽大量死亡或被扑杀，严重影响奶牛存栏表现，直接影响企业经营发展。

下游需求不及预期：消费需求复苏偏弱，若短期需求持续疲软、中长期乳品渗透率提升不及预期，将影响原料奶供需平衡新起点确立。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net