

行业研究 | 行业深度研究 | 饮料乳品

奶价本轮下跌较多，预计明年有望企稳



| 报告要点

短期来看，需求端，在三季度因中秋国庆双节等旺季因素或边际改善，上半年企业主动渠道调整基本完成，为下半年销售提供更好的渠道环境。供给端，奶羊养殖行业亏损情况普遍，淘牛去化产能有望加速，我们判断下半年有望完成剩余目标淘牛数量；同时结合考虑喷粉因素，乐观预计原奶价格有望在明年 Q2 企稳，并随之对乳企的成本、资产损失、市场销售等多方面带来边际改善。

| 分析师及联系人



刘景瑜



陆翼为

SAC: S0590524030005 SAC: S0590524080005

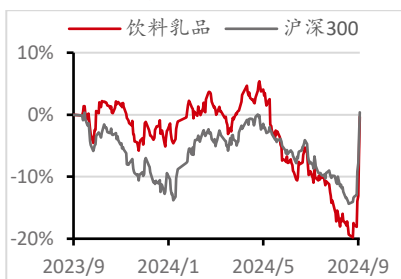
饮料乳品

奶价本轮下跌较多，预计明年有望企稳

投资建议： 强于大市（首次）

上次建议：

相对大盘走势



相关报告

➤ 乳品当前所处阶段和问题

经济及人口基础为乳制品行业发展提供优渥土壤，行业从1980年至今经历起步革新、黄金发展、行业调整、消费升级、疫情影响五个阶段。我国人均奶类消费量2017-2021年持续增长，但2022年同比从14.4吨降至12.4吨，行业或步入存量阶段。格局上呈现为伊利和蒙牛两超+区域头部乳企多强，2023年CR2为56.1%。近年来需求疲弱，今年春节后企业主动渠道调整，初见成效；供给过剩，原奶价格自2021年高点持续下行，在销售和成本两方面对乳企产生负面影响，应格外重视。

➤ 原奶生产行业的主要特征

原奶生产行业有三大特征，一是奶牛产奶前约有2年培育期，如此滞后性使得投建预判难度较大；二是饲料是奶牛养殖主要成本，根据头部牧场年报数据，多家头部牧场饲料对应公斤奶价占比基本在60-70%区间，社会中小牧场因较难实现行情对冲及规模化采购，饲料成本压力更大；三是原奶价格是衡量原奶周期的核心指标和供需关系的直观体现，而奶价波动会传导至牧场盈利情况，从而对增减产决策有极大影响，因此这是周期拐点的重要观察指标。若行业普遍亏损，则牧场会主动淘奶去化产能或喷粉。

➤ 三轮原奶周期和后续走向

原奶周期可划分为2008-2013年底、2014-2021年中、2021-至今三轮。本轮原奶从2021年高点4.38元下跌至2024年7月底3.22元，主要系2019年起乳企加码上游有大量产能在两年后集中释放。本轮周期对比前两轮存在三点不同，一是需求和供给同时压制价格，二是牧场规模化提升后抗风险能力提升，三是进口不是影响国内奶价的重点因素。最后通过牧场亏损、淘牛、喷粉三维观察，若今年顺利淘牛30万头，且喷粉存量持续消化，则原奶价格有望于2025Q2实现初步企稳。

➤ 投资建议：强于大市

综上，若原奶价格能逐步企稳，将对乳企销售、渠道压力、资产减值等多方面带来边际改善，我们给予行业“强于大市”评级。我们看好成本效率突出、有望受益行业整体性改善的龙头乳企；同时看好经营策略灵活、更具弹性的区域头部乳企。标的方面，我们重点推荐伊利股份、蒙牛乳业、新乳业。

风险提示：需求恢复不及预期的风险；行业竞争加剧的风险；原奶产能去化不及预期的风险。



扫码查看更多

投资聚焦

核心逻辑

经济及人口基础为乳制品行业发展提供优渥土壤，行业从 1980 年发展至今，已步入存量成熟期，呈现为伊利蒙牛两超与区域头部乳企多强的稳定格局。但 2022 年以来需求走弱，尤其今年春节后渠道也由于需求不振而库存积压，因此企业主动渠道调整，至下半年初见成效。需求疲弱背景下，由于 2019 年起乳企加码上游有大量产能在两年后集中释放，因此原奶价格持续下跌，自 2021 年高点开始到 2024 年 7 月底已从 4.38 元下跌 26.48% 至 3.22 元，而原奶价格会在销售和成本两方面对乳企产生负面影响，需格外重视。

我们通过牧场亏损、淘牛、喷粉这三个维度来观察，首先，奶牛牧场行业普遍亏损，2023 年作为头部牧场的 6 家上市企业中仅现代牧业、中国圣牧保持盈利；由于奶牛单产、饲料规模采购等均不如头部牧场，其他中小牧场预估将全面亏损。如果没有持续充分的资金补充，原奶价格持续下跌会让牧场难以抗住亏损最终选择喷粉和淘牛，进而有望主动去化产能，减少行业供给。其次，根据李胜利表示，2024 年增加淘汰母牛约 30 万头才能大幅缓解产能过剩，实际上半年淘汰约 15 万头泌乳牛，由此估计下半年需继续淘汰 15 万头成乳牛，则能够有效缓解产能过剩问题，而根据上半年的淘牛速度来看，我们判断下半年有望完成剩余目标淘牛数量。最后，大包粉也会对原奶价格有压制作用，截至上半年龙头乳企奶粉库存量不低于 30 万吨，我们计算得出或需大约 4-5 个月进行消化。综上，原奶价格乐观展望下或于 2025 年二季度实现初步企稳，并随之对乳企的成本、资产损失、市场销售等多方面带来边际改善。

投资看点

- 短期来看，需求端，在三季度因中秋国庆双节等旺季因素或边际改善，上半年企业主动渠道调整基本完成，为下半年销售提供更好的渠道环境；供给端，奶羊养殖行业亏损情况普遍，淘牛去化产能有望加速，我们判断下半年有望完成剩余目标淘牛数量；同时结合考虑喷粉因素，乐观预计原奶价格有望在明年 Q2 企稳。后续若原奶价格按照预期逐步企稳，首先，头部乳企成本端的相对劣势会减小，因为奶价过低情况下头部乳企的收奶价在市场价区间中相对较高；其次，淘牛和喷粉带来的资产处置损失和减值会减少；最后，地方中小乳企或牧场自产牛奶产品的供给会减少，对头部乳企市场冲击力缓释，头部乳企销售或有对应恢复性增长。
- 长期来看，乳制品行业体量和格局当前或已进入较稳定的成熟阶段，龙头乳企和区域头部乳企梯队成型。当前原奶周期下跌的时间和程度空前，需求端疲弱和供给端过剩均是重要因素；需求端人均奶类消费量虽受大消费环境影响而短期承压，但低温白奶、酸奶等子品类仍在增长背景下有望稳中有升；供给端随着产能去化后，原奶价格企稳，随着牧场集中度持续提升，价格稳定度更高，有利于头部乳企和牧场的业绩稳健性。

正文目录

1. 乳品当前所处阶段和问题	6
1.1 回顾：行业发展四十余载后步入成熟阶段.....	6
1.2 格局：伊利蒙牛两超与区域头部乳企多强.....	16
1.3 近况：供给过剩需求疲弱下奶价持续走低.....	17
2. 原奶生产行业的主要特征	18
2.1 奶牛产能释放有明显滞后性	18
2.2 饲料是奶牛养殖中主要成本	20
2.3 牧场盈亏直接影响周期拐点	22
3. 三轮原奶周期和后续走向	24
3.1 2008-2021 年间的两轮周期复盘.....	24
3.2 本轮周期与前两次有三个不同点	29
3.3 乐观预计原奶价格或明年 Q2 企稳.....	30
4. 投资建议：强于大市	34
4.1 推荐成本效率突出的龙头乳企	34
4.2 推荐更具弹性的区域头部乳企	36
5. 风险提示	37

图表目录

图表 1：光明乳业营业收入（单位：亿人民币）	7
图表 2：国内乳制品逐月产量 1998-2007（单位：万吨）	8
图表 3：伊利和蒙牛主营业务收入 1998-2007（单位：亿人民币）	9
图表 4：光明乳业主营业务收入（单位：亿人民币）	10
图表 5：伊利和蒙牛主营业务收入 2006-2014（单位：亿人民币）	11
图表 6：中国液态乳消费量（单位：千吨）	11
图表 7：中国乳制品进口量（单位：千吨）	11
图表 8：乳制品零售价格（单位：元/升）	12
图表 9：国内液态奶消费量（单位：千吨）	12
图表 10：中国乳制品行业市场规模（单位：亿人民币）	12
图表 11：2019 年中国乳制品行业收入构成	12
图表 12：2014 年特仑苏和金典市占率	13
图表 13：2019 年特仑苏和金典市占率	13
图表 14：伊利安慕希旗下产品图.....	14
图表 15：蒙牛纯甄 0 蔗糖新品.....	14
图表 16：2024 年第一季度华北地区常温酸奶畅销产品 TOP50	14
图表 17：一款常温奶营养成分图.....	15
图表 18：蒙牛 450ml 巴氏奶营养成分图.....	15
图表 19：国内乳制品产量（单位：万吨）	16
图表 20：伊利和蒙牛疫情前后营业收入（单位：亿人民币）	16
图表 21：2019 年中国乳制品行业市场占有率	16
图表 22：2023 年中国乳制品行业市场占有率	16

图表 23:	奶牛图示 (左: 荷斯坦牛; 右: 娟姗牛)	18
图表 24:	奶牛生长周期图	19
图表 25:	主要饲料图示 (玉米、豆粕、干草)	20
图表 26:	2021-2023 年奶价以及牧场饲料价格 (单位: 元/kg)	22
图表 27:	百头以上牛奶规模养殖比重	24
图表 28:	中国头部牧场市占率 (%)	24
图表 29:	生鲜乳价格走势 (元/kg)	25
图表 30:	《奶业整顿和振兴规划纲要》内容	26
图表 31:	奶粉与鲜奶进口数量 (吨)	26
图表 32:	液体乳及乳制品制造业企业数量 (家)	26
图表 33:	2008-2016 年牛奶产量 (万吨)	27
图表 34:	全国饲料价格指数	27
图表 35:	2019-2024 年中国奶粉进口量 (万吨)	28
图表 36:	历年奶牛存栏数	28
图表 37:	进口奶粉单价 (美元/吨)	28
图表 38:	乳制品国内消费量 (千吨)	28
图表 39:	2013-2022 年居民人均奶类消费量 (千克)	30
图表 40:	2023 年营收同比增长率 (%)	31
图表 41:	2017-2023 年头部牧场净利率 (%)	32
图表 42:	龙头乳企日均喷粉量 (吨)	34
图表 43:	大包粉进口量 (吨)	34

1. 乳品当前所处阶段和问题

1.1 回顾：行业发展四十余载后步入成熟阶段

国内经济的快速发展以及庞大的人口基数为乳制品行业发展提供了优渥土壤，本节主要概述中国乳制品行业的发展历程，可以分为五个阶段：起步革新期（1980-1997年）、黄金发展期（1998-2007年）、行业调整期（2008-2014年）、消费升级期（2015-2019年）、疫情影响期（2020-2023年）。

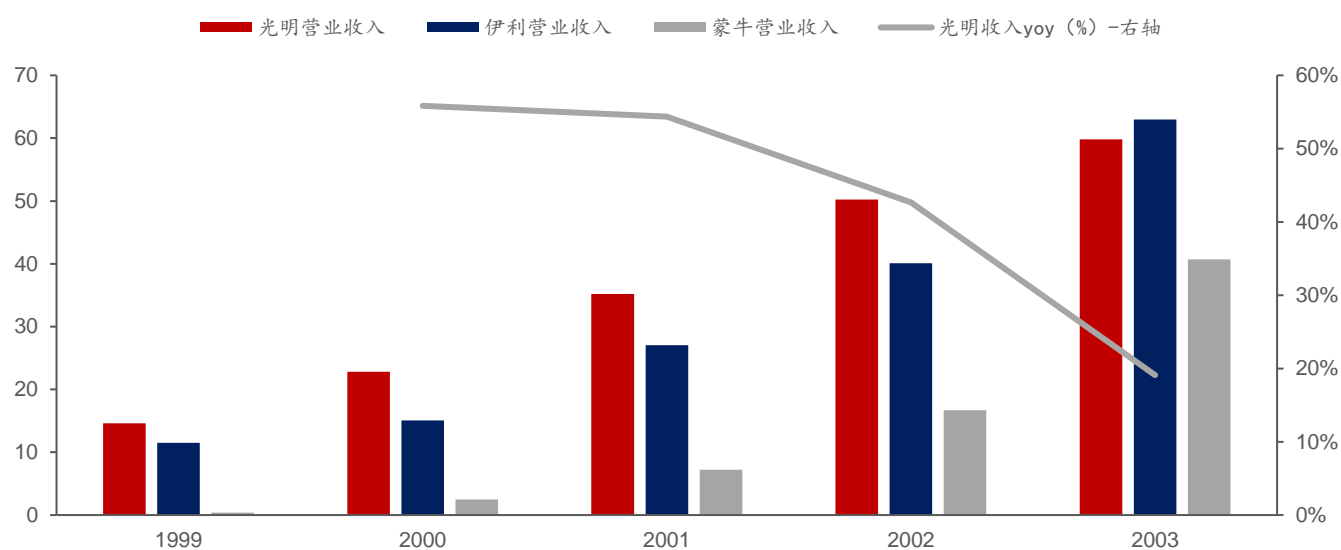
1.1.1 起步革新期（1980-1997年）

改革开放下乳品行业迎来发展机遇，国家调整农业政策，鼓励扶持发展奶业。1980年，国务院批转的农业部《关于加强发展畜牧业的报告》中表示，“提高蛋、肉、奶在食物中的比重，要进一步加强加强对畜牧业的领导。”这是中国政府官方首次将“奶类”列入中国居民食谱。

在上游养殖方面，政府通过有计划地进口高产种用奶牛和冷冻精液来提高我国的奶牛群体遗传改良进展，并对原有的奶牛群体进行选育提高，鼓励农户加大对乳制品的投入，建立完善的奶源存储基地，引导企业向加工领域方向发展，实现集约化经营，极大提升了乳制品的质量和产量。中游乳制品加工方面，1984年内蒙古扎鲁特旗乳品厂引进瑞典的片式超高温灭菌机UHT、无菌灌装机以及配套设备。这是中国首次引进灭菌乳生产技术及设备，大大延长了灭菌乳保质期，使产在北方的鲜牛奶远销南方市场，改变了北方的牛奶只有做成乳粉才能销往南方的历史局限性。

该时期光明乳业是名副其实的行业龙头，在王佳芬总的带领下发展迅速。品牌方面，选择“光明”作为统一品牌，注重产品质量。产品方面，公司从法国引入了牛奶保鲜概念，建立了完善的冷藏物流系统，设计了低温门廊和社区小冷库，并为配送车配备保温层和冰袋，确保牛奶在整个生产和运输过程中保持在4摄氏度以下的低温，利用这种“门到门”的设计保证牛奶在送达消费者手中时仍保持冷鲜状态。渠道方面，大力推广消费者订奶服务，并将酸奶铺货进超市，使酸奶销量翻倍增长。到1999年，光明乳业液态奶市场占有率达到33.35%，酸奶市场占有率12.35%，全国排名第一。营收来看，1999年光明营收14.6亿元，伊利营收11.5亿元，同年蒙牛创立。

图表1：光明乳业营业收入（单位：亿人民币）

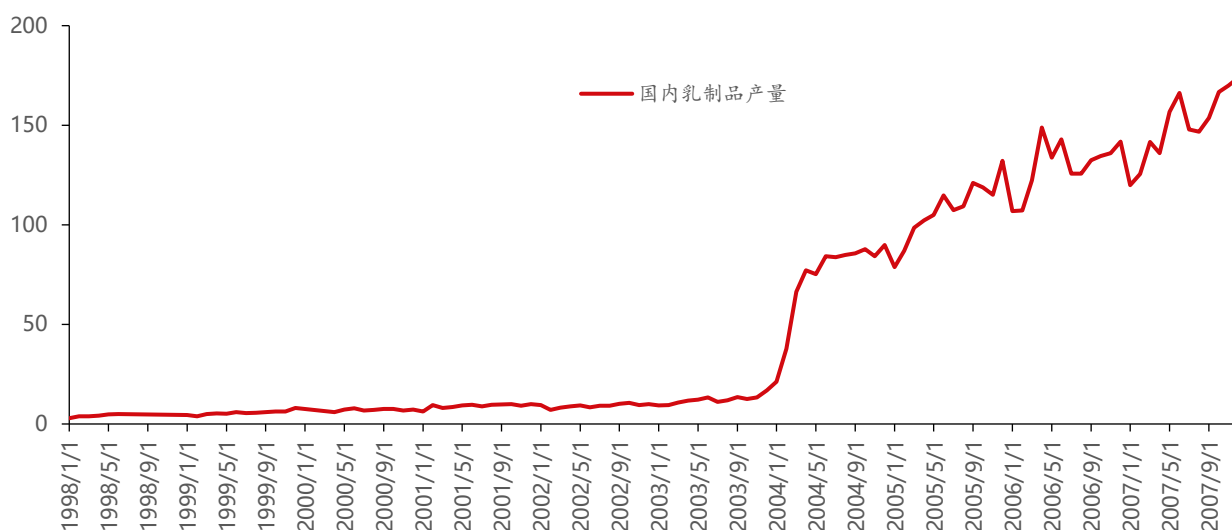


资料来源：ifind，国联证券研究所

1.1.2 黄金发展期（1998-2007年）

1998-2007年是乳业飞速发展的“黄金十年”，伊利和蒙牛两大乳企先后超越光明，作为双寡头引领行业前行，推动了中国成为全球第三大产奶国。1998年，在大型乳企中伊利率先在国内大规模引进了瑞典利乐液态奶生产线。使用利乐包装的常温奶具有保质期长、货架期长、物流成本低等优势，利乐包装让常温奶广泛流通成为现实，并且无需冷链就可以配送，乳企就可以把牛奶销往全国。随后，蒙牛等各大乳企纷纷跟进引入该技术，保质期延长后打破了产品销售地域限制，使得市场体量空间有了空前的拔高。

图表2：国内乳制品逐月产量 1998-2007（单位：万吨）

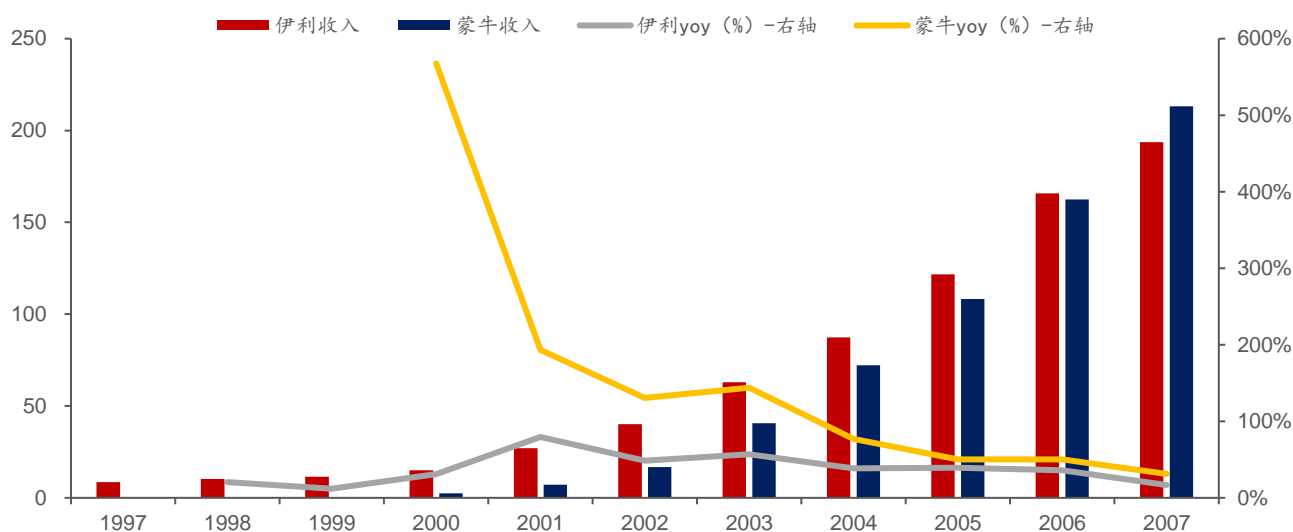


资料来源：ifind，国联证券研究所

1999 年伊利集团成立中国乳业第一个液态奶事业部，不仅首次在中国乳品企业建立了事业部制，同时带领中国乳业全面进入“液态奶时代”，此举得到了行业内的普遍追随。到 2003 年伊利市场规模超过上海光明，同年 12 月，伊利获得了 ISO14001 环境管理体系的资格认证证书，标志着伊利已经成功得到了进军国际市场的“绿色通行证”。2005 年伊利主营业务收入达到 121.75 亿元，同比高增 39.38%，成为首家突破百亿元的乳企。随后在 2006 年，伊利集团全面启动“织网计划”深入推进全国化，北起黑龙江，南至福建、广东等省，东临上海，西达新疆，构筑“纵贯南北、辐射东西”的布局。

蒙牛由牛根生总离开伊利后于 1999 年创立，通过不断的品牌建设并依托央视等媒体渠道进行广告宣传，到 2002 年已经进入中国乳业的第一梯队，并取得摩根斯坦利、鼎晖投资、英联投资等全球知名投资机构的共同注资约 2599 万美元。2004 年内蒙古蒙牛乳业(集团)股份有限责任公司在香港联合证券交易所成功上市，市值 521.03 亿元，实现内蒙古自治区企业在境外零上市的突破，也成为我国乳品行业首家香港上市企业。2005 年底开始，蒙牛在全国各地开始建立自己的牛奶专卖店，并集中力量进行奶源投资，建立了澳亚国际示范牧场。2006 年 7 月，以“新鲜工厂”为副品牌的蒙牛巴氏奶打入重要竞争对手光明乳业的基地市场上海，同时进入无锡、杭州和苏州等光明在江浙一带的优势地盘。2007 年，蒙牛产品打入俄罗斯市场，实现了国产乳品首次出口欧洲，标志着蒙牛国际化战略取得初步成果。

图表3: 伊利和蒙牛主营业务收入 1998-2007 (单位: 亿人民币)



资料来源: ifind, 公司官网, 国联证券研究所

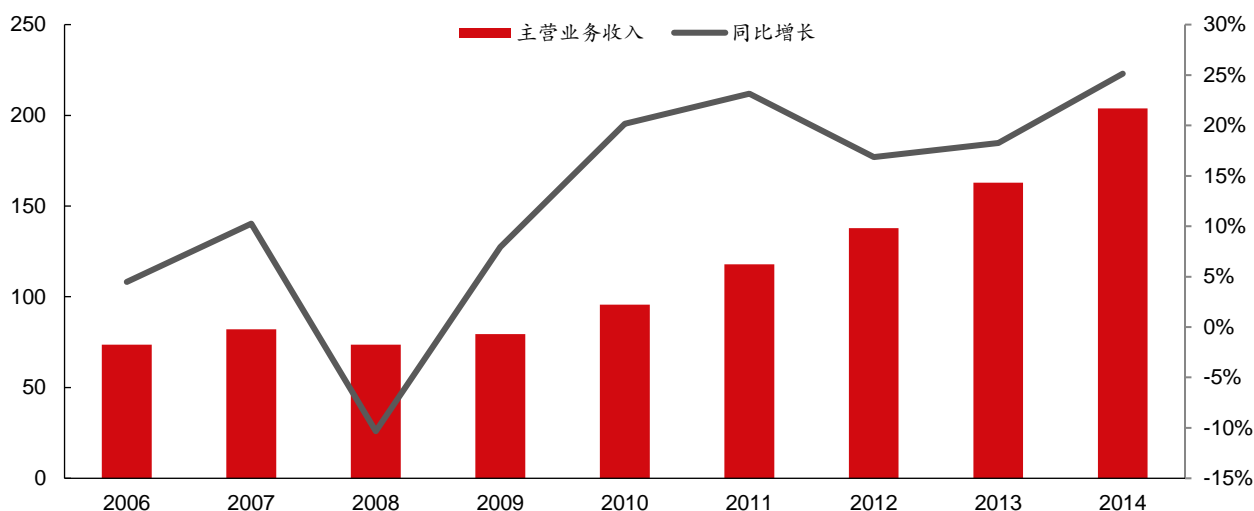
1.1.3 行业调整期 (2008-2014 年)

2008 年的三聚氰胺事件对中国乳制品行业造成了重大冲击, 促使政府加大了行业监管力度, 制定更为严格的标准。2008 年 10 月 7 日, 中国卫生部等五部门联合发布了乳制品及含乳食品中三聚氰胺的临时管理限量值公告。相关规定如下, 婴幼儿配方乳粉中三聚氰胺的限量值为 1mg/kg, 高于 1mg/kg 的产品一律不得销售; 液态奶 (包括原料乳)、奶粉、其他配方乳粉中三聚氰胺的限量值为 2.5mg/kg, 高于 2.5mg/kg 的产品一律不得销售; 含乳 15% 以上的其他食品中三聚氰胺的限量值为 2.5mg/kg, 高于 2.5mg/kg 的产品一律不得销售。新规明显收紧了对乳制品中三聚氰胺含量的限制, 以确保乳制品的质量安全。

食安问题让消费者国内乳制品的信任度下降, 乳企短期内迎来极大挑战, 但同时也蕴藏机遇。比如光明乳业在行业调整期成功抓住了发展机遇, 在较短的时间内实现了营业额的迅速恢复和快速增长。为保证产品品质而重点抓住优质奶源, 自 2008 年起光明乳业放弃小散奶源, 确保奶源 100% 来自“规模化、良种化、健康化”的牧场, 并投资新建规模化大型牧场, 规模养牛、机械化挤奶, 保证奶源安全、可控。光明乳业还针对 55 个奶源风险点推出了 32 个管控关键措施, 确保奶牛饲养、奶源生产、贮存、运输等过程最大程度降低风险, 如采购的饲料、兽药全部来自统一渠道, 质量安全员每天取样抽检生鲜奶等; 根据中国经济网, 光明奶源的理化指标、微生物菌落总数等指标均远远高于国家安全标准。

另外，在产品创新方面，2009年初光明推出高端酸奶产品莫斯利安，是国内首款无须冷藏、保质期长达120天的常温酸奶，它的问世颠覆了传统酸奶的存储模式，为渠道下沉拓展创造了必备条件。2010年底，莫斯利安开始在全国铺货上市，2012-2014年三年销售额分别达到16/32/60亿。2014年，光明乳业近34%的营收来源于莫斯利安。

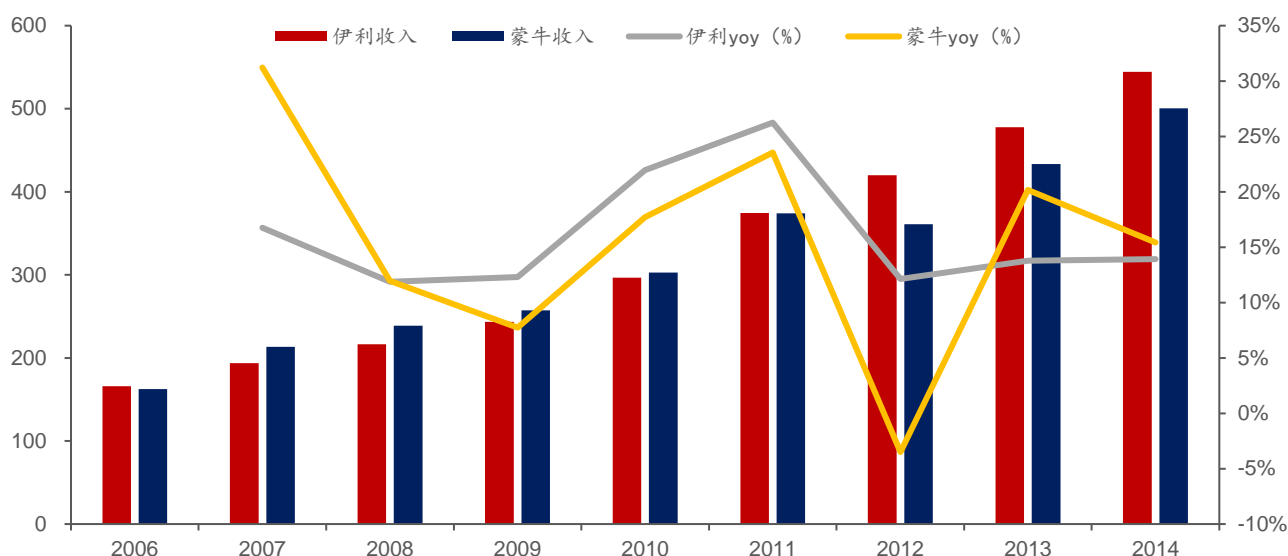
图表4：光明乳业主营业务收入（单位：亿人民币）



资料来源：ifind，国联证券研究所

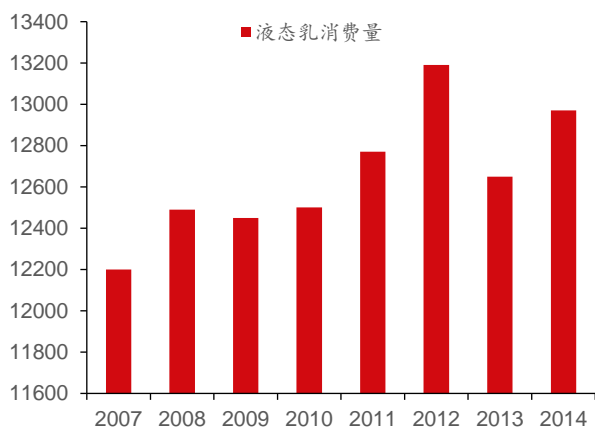
伊利和蒙牛等乳企也都采取各种措施，尽快走出困境。伊利加大了对奶源的控制力度，独家拥有呼伦贝尔、锡林郭勒和新疆天山的三大黄金奶源基地，牢牢掌握了我国最优质的奶源，成为唯一一家掌控西北、内蒙古和东北等三大黄金奶源基地的乳品企业，并开通了国内食品行业的首个“数字化参观平台”，第一次“全面开放、全景直播、全程透明”地展示乳品生产。伊利还推出“开放工厂”活动，让消费者参与进来，享受知情权和监督权。蒙牛董事长牛根生公开道歉并承诺对问题产品负责，发表了“承诺书”和“问题奶粉下架、召回及消费者办理退货流程”，积极承担责任并进行补救。蒙牛还邀请消费者参观生产车间和奶源地，加强对产品安全的管理，从奶源质量做起，并推广了放心奶工程，加大品牌建设和市场重塑的力度，以此重建消费者信心。乳品行业整体还是极具韧性，在两年内脱离了此次负面事件的影响，产销量持续上行，国内人均液态乳消费量仍在快速增加。

图表5: 伊利和蒙牛主营业务收入 2006-2014 (单位: 亿人民币)



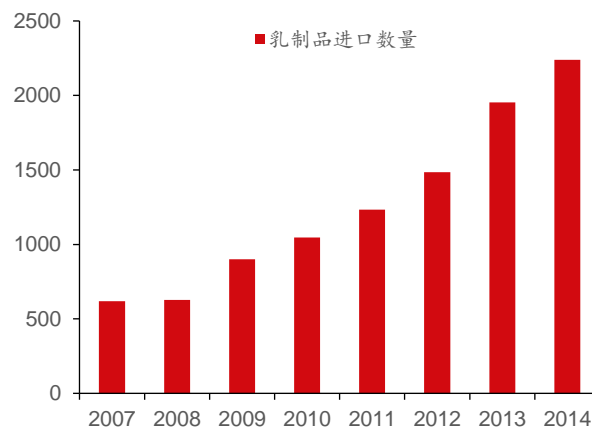
资料来源: ifind, 国联证券研究所

图表6: 中国液态乳消费量 (单位: 千吨)



资料来源: ifind, 国联证券研究所

图表7: 中国乳制品进口量 (单位: 千吨)



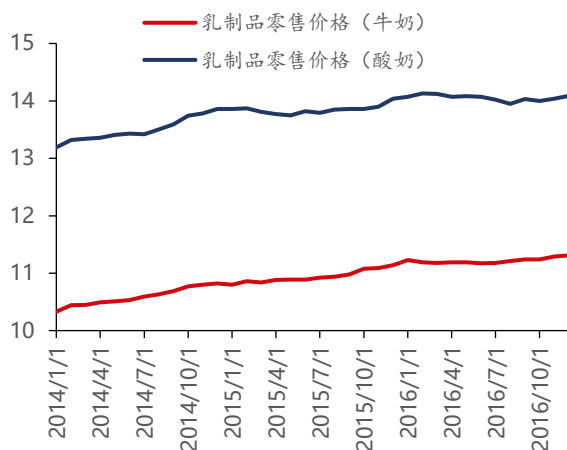
资料来源: ifind, 国联证券研究所

1.1.4 消费升级期 (2015-2019 年)

我国乳制品行业从量增为主的发展阶段步入升级为主的新阶段。随着经济增长和居民收入提升,消费者对健康和营养的重视程度不断提高,乳制品高端化趋势明显。据 iFinD 数据,牛奶乳制品价格由 2014 年初的 10.3 元/升,上升至 2016 年末的 11.3 元/升, 2014-2016 年的 CAGR 为 4.6%; 酸奶乳制品的价格由 13.2 元/升上升至 14.1

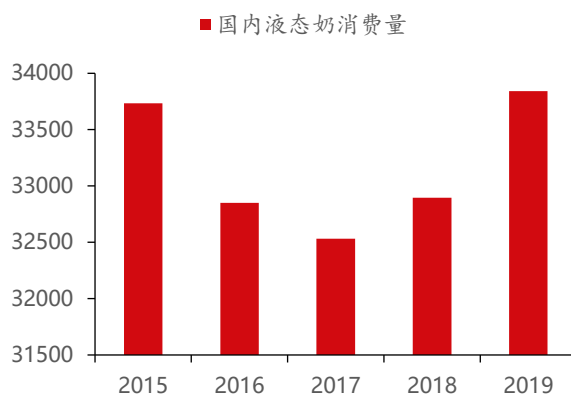
元/升，2014-2016 年的 CAGR 为 3.4%。

图表8：乳制品零售价格（单位：元/升）



资料来源：ifind，国联证券研究所

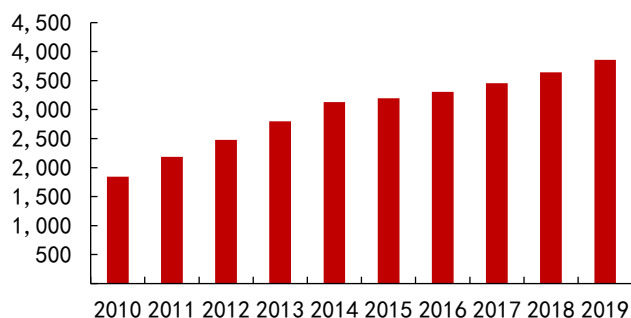
图表9：国内液态奶消费量（单位：千吨）



资料来源：ifind，国联证券研究所

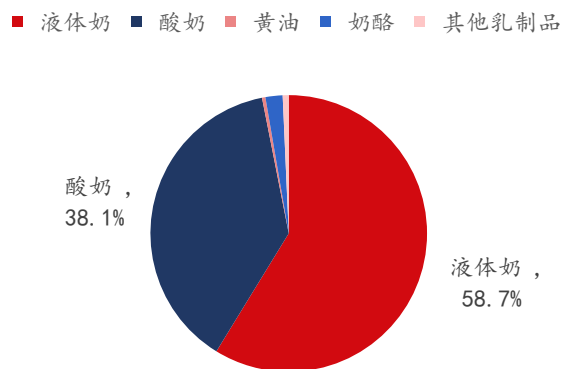
乳制品市场从开疆拓土的量增阶段转向产品结构提升的价增阶段，市场规模仍在持续扩大。根据欧睿国际数据，2014年之后乳制品市场规模从3130亿元高增至2019年的3858亿元，2014-2019年CAGR为5.4%，价增成为推动行业规模增长的主要动力。品类来看，中国乳制品市场依然主要是液态奶，2019年液态奶市场规模占比58.7%，其次酸奶市场规模占比38.1%。

图表10：中国乳制品行业市场规模（单位：亿人民币）



资料来源：欧睿国际，国联证券研究所

图表11：2019年中国乳制品行业收入构成

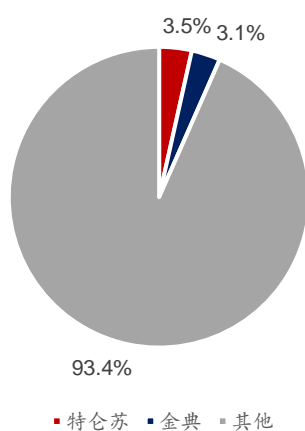


资料来源：欧睿国际，国联证券研究所

液态奶的产品结构中常温奶为主要产品，该阶段下常温白奶市场的升级可以参考特仑苏和金典。特仑苏和金典作为中国高端乳制品市场的两大标志性品牌，各自以差异化方式在消费升级期取得战果。特仑苏是蒙牛乳业2005年推出的高端牛奶品牌，金典是伊利乳业2006年推出的高端有机奶品牌，二者都以其高乳蛋白和优质奶源著

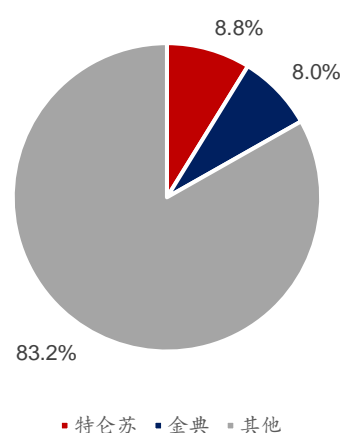
称，自创立以来通过产品升级创新和品牌价值提升来扩大各自在高端市场的份额，销售额实现了显著增长。根据公司年报，特仑苏在 2019 年销售额加速增长，进一步扩大领先优势；而金典在 2019 年在有机常温液态奶零售额市占份额为 45.7%，销售收入同比快速增长。随着居民收入水平的提升和健康意识的增强，高端乳制品市场均表现亮眼。特仑苏和金典通过各自独特的品牌定位和市场策略，满足了消费者对高品质生活的追求，并在高端乳制品市场中占据了重要的地位。

图表12：2014 年特仑苏和金典市占率



资料来源：欧睿国际，国联证券研究所

图表13：2019 年特仑苏和金典市占率



资料来源：欧睿国际，国联证券研究所

常温酸奶高速发展，贡献酸奶品类主要增量。根据《2022 中国酸奶行业蓝皮书》，2021 年我国酸奶市场零售规模为 1564.7 亿元，其中常温酸奶占绝大多数，市场规模为 1054.3 亿元，占比达到 67.4%，预计 2026 年我国酸奶市场销售规模将达到 2132 亿元。

伊利于 2013 年底推出安慕希这一高端常温酸奶品牌，在蓬勃发展的酸奶市场中，安慕希自诞生以来就呈现爆发式增长、市场份额大幅攀升，短短几年时间内成为酸奶行业领导者。尼尔森数据显示，2015 年安慕希的市场份额为 17%，2016 年迅速攀升至 40%，而 2019 年这一数据更是达到 60%，占据了常温酸奶市场的半壁江山。根据欧睿国际数据，安慕斯销售额从 2015 年的 55 亿元至 2019 年快速突破至 222 亿元。蒙牛也在 2013 年推出了常温酸奶产品纯甄酸牛奶，提供多种口味的高端酸奶。根据欧睿国际数据，2017 年纯甄的销售额达到了 91 亿元，超过了莫斯利安成为行业第二；而在 2018 年纯甄的年销售额就突破了 100 亿元。

图表14: 伊利安慕希旗下产品图


资料来源: 伊利官网, 国联证券研究所整理

图表15: 蒙牛纯甄0蔗糖新品


资料来源: 蒙牛官网, 国联证券研究所整理

图表16: 2024年第一季度华北地区常温酸奶畅销产品 TOP50

排名	产品名称	品牌	中位价 (元)
1	伊利安慕希希腊风味酸奶黄桃燕麦味 200g*10/盒	安慕希	65
2	伊利安慕希希腊风味酸奶 205g*12/盒	安慕希	55
3	伊利安慕希希腊风味酸奶草莓燕麦味 200g*10/盒	安慕希	65
4	伊利安慕希希腊风味酸奶原味 230g*10/瓶	安慕希	75
5	伊利安慕希希腊风味酸奶原味 200g	安慕希	7
6	伊利安慕希希腊风味酸奶 205g	安慕希	5
7	蒙牛纯甄风味酸奶香草味 200g*10/瓶	纯甄	45
8	伊利大口嚼草莓谷物脆风味发酵乳 180g	伊利	9.9
9	蒙牛纯甄风味酸奶草莓果粒味 200g*10/瓶	纯甄	59
10	君乐宝简醇巴氏杀菌热处理风味酸牛奶 200g*12/盒	简醇	58

资料来源: FoodTalks, 国联证券研究所

1.1.5 疫情影响期 (2019-2023 年)

2019 年底新冠疫情的爆发对全球供应链造成冲击, 乳品行业也受到了短期影响。然而国内乳企迅速采取应对措施, 调整生产和销售策略, 以适应新的市场环境。疫情期间, 公众对健康和免疫力的关注增加, 促进了对高蛋白、高营养乳制品的需求, 特别是低温奶和益生菌产品受到青睐。

从需求端来说, 巴氏奶因其对营养和风味的保全效果而对常温奶存在替代空间。疫情背景下, 国家卫健委发布《新型冠状病毒感染的肺炎防治营养膳食指导》, 倡导

每人每天摄入 300 毫升液态奶或等营养物质的其他乳制品，进一步肯定了乳制品在优质蛋白摄入、钙质吸收利用、免疫力提高等方面的作用。同时，各乳企均加大市场培育力度，在低温奶包装和终端陈列上显著标注酪蛋白、免疫球蛋白等营养成分，培育消费者对巴氏奶营养化认知。根据国家统计局数据，我国人均奶类消费量从 2017 到 2021 年五年间均有增长，尤其 2019-2021 年三年，该数据分别为 12.5/13/14.4 千克，疫情得到控制后，乳制品行业迅速恢复，成为恢复最快的行业之一。但是 2022 年人均乳品消费量从 14.4 千克又骤降到 12.4 千克，行业或步入了存量阶段。

图表17：一款常温奶营养成分图

营养成分	
食用量	100 克
每份	
能源	209 千焦 50 千卡
蛋白质	3.29克
脂肪	2克
饱和脂肪	1.215克
多不饱和脂肪	0.102克
单不饱和脂肪	0.533克
胆固醇	7毫克
碳水化合物	4.71克
糖	5.16克
纤维	0克
钠	41毫克
钾	148毫克

资料来源：fatsecret，国联证券研究所

图表18：蒙牛 450ml 巴氏奶营养成分图

450ml 纯奶营养解析

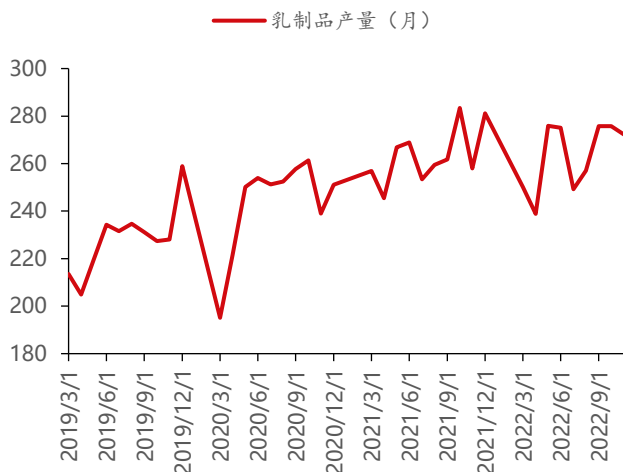
营养升级 健康加倍

营养成分表		
项目	每100g	NRV%
能量	280KJ	3%
蛋白质	3.2g	5%
脂肪	3.8g	6%
碳水化合物	5g	2%
钠	60mg	3%
钙	110mg	14%

产品名称：现代牧场鲜牛奶	贮存：2度-6度冷藏
主要配料表：生牛乳	产品标准号：GB19645
产品类型：全脂巴氏杀菌乳	生产许可证：SC1101201140451
保质期：15天	

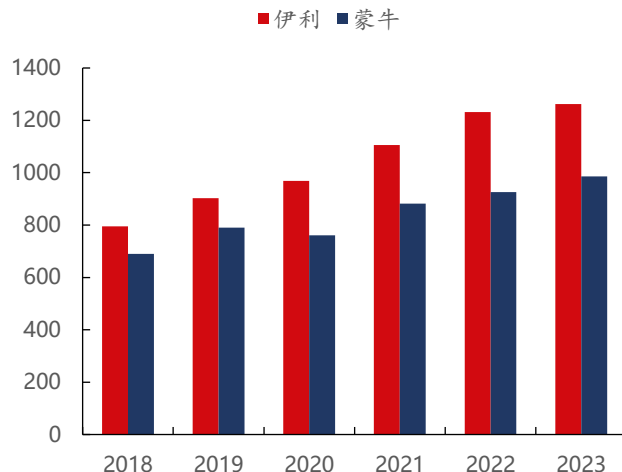
资料来源：京东旗舰店，国联证券研究所

图表19: 国内乳制品产量 (单位: 万吨)



资料来源: ifind, 国联证券研究所

图表20: 伊利和蒙牛疫情前后营业收入 (单位: 亿人民币)

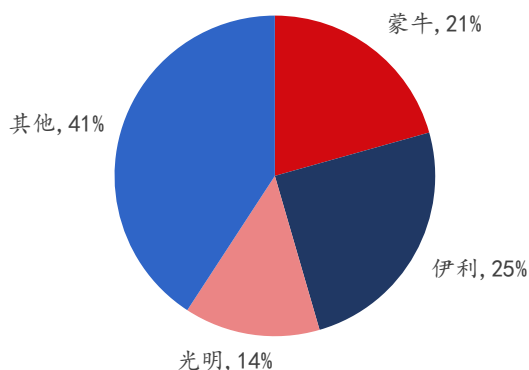


资料来源: ifind, 国联证券研究所

1.2 格局: 伊利蒙牛两超与区域头部乳企多强

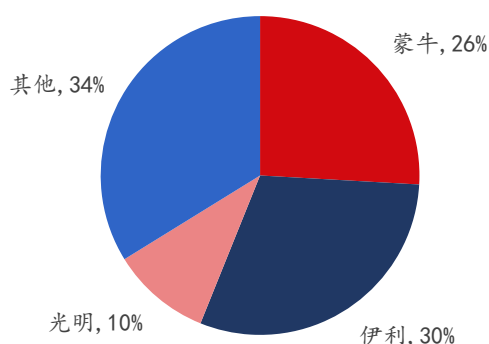
国内乳制品行业目前呈现典型的两超多强格局, 伊利和蒙牛在市场中占据领先地位, 近年来市场份额仍稳中有增。伊利、蒙牛两行业龙头 CR2 已从 2019 年的 45.5% 提升至 2023 年的 56.1%, 其中伊利占 30.2%, 蒙牛占 25.9%, 而处于第二梯队的乳企除光明乳业之外, 三元、新希望、天润乳业等为代表的区域性乳企市占率均不超过 10%。

图表21: 2019 年中国乳制品行业市场占有率



资料来源: 欧睿国际, 国联证券研究所

图表22: 2023 年中国乳制品行业市场占有率



资料来源: 欧睿国际, 国联证券研究所

双寡头格局的形成主要与我国奶源分布以及常温白奶的消费结构相关。地理地

貌因素导致我国的优质奶源在北方较为集中，伊利和蒙牛有邻近优势，同时也向上游拓展，掌控了较大规模优质奶源，因此在奶源产能和质量上均相较其他企业有明显的优势。当关键资源有所不足的情况下，区域型乳企成为全国性龙头乳企的难度就大大提升了。在常温奶技术完善之前，由于受限于保质期和运输半径，国内基本上都是以低温奶为主，大部分乳企都是区域型的，很少能够真正扩张到其余区域市场。随着利乐包装、UHT 超高温杀菌等技术的完善，两家龙头乳企就拿到了全国化扩张的钥匙。

两超之外的多家强势区域乳企主要通过经营低温乳制品进行差异化竞争，如光明乳业、新乳业等，这些企业在特定区域内拥有较高的市场份额和消费者对于其品牌的忠诚度。比如光明乳业在华东地区具有较强的市场地位，而新乳业则在西南地区更具优势。此外，一些地方乳企如三元、天润等，虽然规模相对较小，但在其经营区域内也拥有较强知名度和较高市场份额，通过利用地域优势在短保质期、特色产品方面更多发力。

1.3 近况：供给过剩需求疲弱下奶价持续走低

行业目前原奶价格持续下行，供给端产能过剩，而需求端疲弱，行业增速放缓。需求端来看，2022 年人均乳品消费量从 14.4 千克骤降到 12.4 千克，2023 年统计局数据虽尚未更新，但基于伊利、蒙牛等头部乳企的收入端表现来看，我们判断情况或尚未出现明显改观。渠道端也由于需求不振而出现库存积压问题，企业通过降价促销的方式来加速库存周转，减少过期等损耗问题，这种价格战策略，导致终端价格进一步下行。2024 年春节后，针对终端消费需求疲弱和渠道库存承压的问题，各大乳企纷纷主动进行渠道调整，至 2024 年年中渠道调整工作已取得成效，大日期产品基本消化完，终端产品价格开始企稳甚至部分出现回升迹象。

供给端来看，从 2021 年高点到 2024 年 7 月底，原奶价格已从 4.38 元下跌 26.48% 至 3.22 元。一方面，虽然主流乳企不会因为上游原奶价格下行而传导到终端产品价格，但不乏部分牧场或小型乳企在出奶困难、承受亏损压力的情况下，生产低价的终端乳制品流入渠道和市场，对于终端产生价格扰乱并影响主流乳企销售。另一方面，由于大型乳企基本都有上游牧场布局，所以牧场的经营和盈亏情况对于乳企的报表也会有直接影响。因此原奶价格对于乳制品企业及行业都具有较重要的意义。

故在了解乳品行业的发展历程和格局现状之后，我们本文接下来核心要探讨的

是供给端原奶价格背后的问题，一是介绍奶牛养殖的基本情况并发掘特征，二是阐释原奶周期是如何形成并对原奶周期进行复盘，三是对于当下原奶所处阶段的解析并尝试判断后续走向。

2. 原奶生产行业的主要特征

2.1 奶牛产能释放有明显滞后性

研究供给端还是先回到奶牛这项核心的生物资产本身，国内较常见的品种是荷斯坦牛、娟姗牛、本地奶牛等，荷斯坦牛原产于荷兰和德国，是最著名的奶牛品种之一，以其高产奶量而闻名，也是国内的规模牧场最常见养殖的品种；娟姗牛原产于英国的泽西岛，体型较小，产奶量虽然不如荷斯坦牛，但乳脂和乳蛋白含量较高，因此娟姗奶的口感和营养价值被认为更好；而本地奶牛通常比较适应当地环境，但产奶量可能较低。

图表23：奶牛图示（左：荷斯坦牛；右：娟姗牛）



资料来源：畜牧汇，FoodTalk，国联证券研究所

一般来说奶牛的生长周期可以分为以下五个阶段。

犊牛期：犊牛也称小牛，通常指0-6个月龄的奶牛，这个时期又可以细分为哺乳期和断奶期。0-3个月为犊牛的哺乳期，主要依赖母乳或代乳为主要营养来源。随着时间的推移，犊牛逐渐开始摄入固体饲料，其中主要以精饲料以及柔软的青饲料为主，并且在2-3个月时开始断奶。断奶期犊牛（4-6月龄）是生长发育最快的时期。

育成期：育成牛指的是7-15月龄的奶牛，其中奶牛乳腺形成发生在奶牛7-12月

龄阶段，在 13-15 月则是瘤胃快速生长的阶段。育成牛的饲料区别于犊牛期奶牛，主要以粗饲料为主，有助于培养牛只耐粗饲性能，提高瘤胃机能。

青年期：青年期的奶牛称为“青年牛”，以 15 月龄直至分娩的奶牛为主，这个时期可以进一步细分为几个阶段，包括成长期和妊娠前期等。奶牛进入青春期，开始出现性成熟的迹象。此时，母牛可能会进行第一次人工授精或自然交配。

成年期：这个阶段的奶牛称为“成乳牛”或“泌乳牛”，通常在 24 个月左右，母牛产下第一只犊牛，并开始进行产奶、贡献产能。分娩过后的奶牛，将会先后进入泌乳期（奶牛产奶阶段）和干乳期（奶牛停止产奶）。成年母牛饲养方法比较简单，主要注意为奶牛提供干净、干燥舒适的生产环境。

晚年及淘汰：大多数奶牛在 6-8 年左右达到生产高峰，之后奶产量可能会下降。随着年龄增加，奶牛的健康问题也可能增加，最终被淘汰出生产队伍。

图表24：奶牛生长周期图



资料来源：农业部，惠农网，国联证券研究所

在奶牛开始产奶和被淘汰的时间段内，奶牛还分为泌乳期和干乳期。成年母牛分娩后开始泌乳，一般可以分为泌乳盛期、泌乳中期和泌乳后期。泌乳盛期自分娩后第 22 天至第 100 天，产奶量占全泌乳期产奶量的 45%~50%。泌乳中期自分娩后第 101 天至第 200 天，产奶量占全泌乳期产奶量的 30%左右。泌乳后期自分娩后第 201 天至停奶前一天，产奶量占全泌乳期产奶量的 20%~25%。而后就进入干乳期，自停奶日期至分娩日期之前，此期对奶牛产后及乳房健康至关重要，通常持续 60 天，这可以理解为奶牛中间停产的时间。

总结而言，奶牛开始产奶前大约有 2 年的培育期，期间需要饲料喂养但不产奶，因此

可以理解为单纯的成本项。而培育期的存在也使得原奶产能从开始建设到释放是有滞后性的，时长大约是2年。且根据现代牧业招股说明书，标准乳牛畜牧场大约需要6-12个月完成建设，建设完成即供应小乳牛到畜牧场。因此，如果考虑从头建设牧场，则大约需要2.5-3年左右的时间才能集中贡献产能。滞后性使得投建预判难度较大，若在奶价上行时建设牧场，2.5-3年之后奶价趋势可能已经改变。

2.2 饲料是奶牛养殖中主要成本

奶牛养殖中饲料重要性不言而喻，一般而言，奶牛的饲料可以分为粗饲料、精饲料和特殊饲料三大类。粗饲料主要由干草、青贮、农作物秸秆等粗纤维饲料组成，提供奶牛充足能量的同时，有助于促进奶牛的消化；精饲料又被分为能量饲料和蛋白质饲料，其中能量饲料是由玉米、大麦、高粱等高能谷物组成，而蛋白质饲料则包含了豆粕、棉籽粕、鱼粉等，提供必需的氨基酸；特殊饲料相较于前两者，占比更小，主要为奶牛提供矿物质、维生素以及各种制剂来维持改善奶牛的健康状况。

图表25：主要饲料图示（玉米、豆粕、干草）



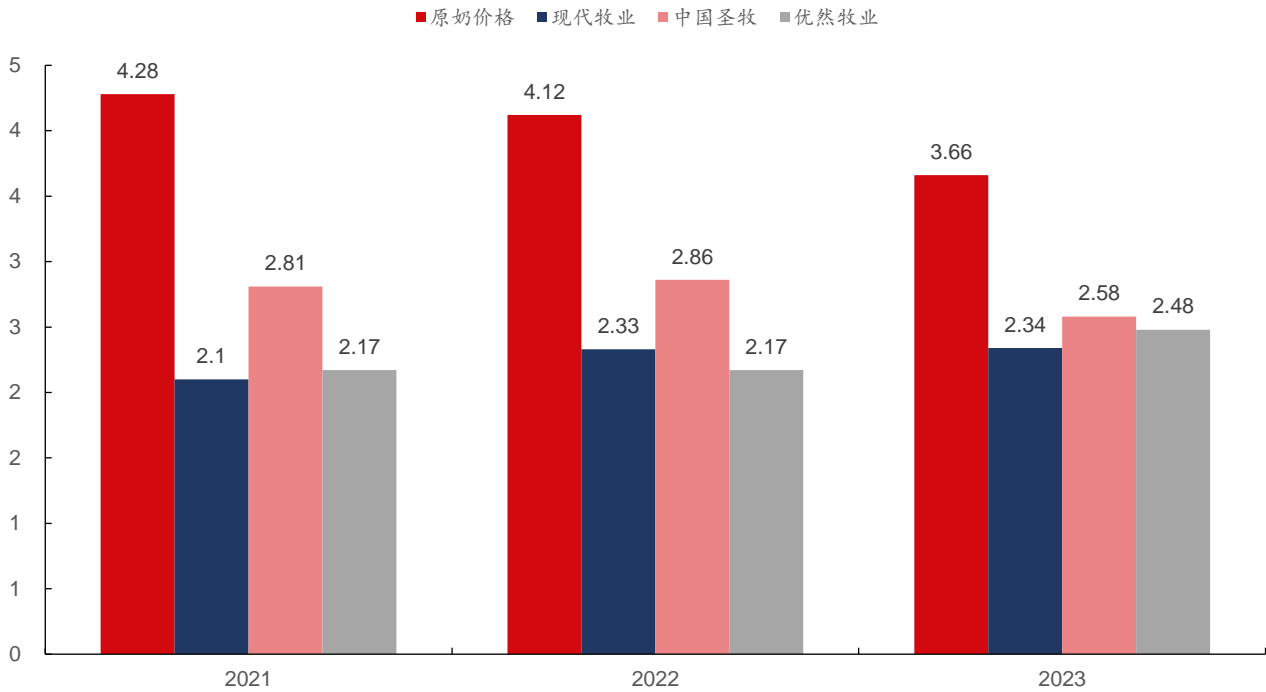
资料来源：牛百科，国联证券研究所

饲料配比会根据其生产阶段、年龄、体重、产奶量以及整体健康状况等因素而有所不同，粗饲料占比约50%至70%，精饲料占比大约30%至50%，特殊饲料则作为补充，按需添加。在实际操作中，奶牛饲养者或营养师会根据奶牛的具体需求和饲料的营养价值进行精确计算，以确定各种饲料的最佳配比。此外，还需要定期评估奶牛的体况和生产表现，以便适时调整饲料配方。例如，在育牛期与青年期前期，由于瘤胃的成长，粗饲料为主要饲料。随着奶牛临近产期，精饲料的比重逐步提高，到了分娩之后，高产奶牛的精粗比可能在40:60至40:60之间，而干奶期的奶牛则需要更多的粗饲料和较少的精饲料，精粗比大约为30:70。

与其他动物相比，奶牛饲料更注重粗纤维的摄入，以支持其瘤胃的发酵过程。同时，奶牛饲料的配方需要根据奶牛的生理阶段（如泌乳期、干奶期等）进行调整，以满足其不同的营养需求。例如，泌乳期的奶牛需要更多的能量和蛋白质饲料来支持奶的产出，而干奶期则需要适当减少能量饲料的摄入，以避免体况过肥。

而从成本角度考虑，奶牛养殖主要成本也是饲料，包括人工、折旧等在内的其他成本的比例则相对较低。我们参考现代牧业的成本结构，2022 年公斤奶饲料成本和其他成本分别为 2.33 元/公斤和 0.64 元/公斤，占比分别为 78%和 22%；2023 年两项数据分别为 2.34 元/公斤和 0.58 元/公斤，占比分别为 80%和 20%。随着奶牛养殖业规模化程度的提高及其他因素的变化，饲料成本和其他成本项目在总成本中所占的比重可能会有所变化，但饲料始终是最主要的成本来源。

我们选取多家头部牧场的数据进行计算，结论是饲料对应公斤奶价的占比基本处于 60-70%区间内。根据农业部 2022 年末和 2023 年末更新的数据，主产区生鲜乳平均价分别为 4.12 元/公斤和 3.66 元/公斤。而根据 2023 年年报数据，现代牧业在 2023 年的公斤奶饲料成本为 2.34 元，同比增加了 0.01 元，则根据对应 2022 和 2023 年末的奶价数据，可以计算得出，两年的饲料成本占比分别为 57%和 64%。中国圣牧的公斤奶饲料成本 2022 年约为 2.72-3 元（平均数为 2.86 元），2023 年约为 2.20-2.95 元（平均数为 2.58 元），则对应两年奶价的成本占比分别为 69%和 70%。优然牧业两年的公斤奶饲料成本分别为 2.48、2.45 元/公斤，计算占比分别为 60%和 67%。而社会中小牧场由于较难实现饲料行情的对冲以及规模化采购，其饲料成本压力会更大。

图表26：2021-2023 年奶价以及牧场饲料价格（单位：元/kg）


资料来源：公司年报，农村农业部，国联证券研究所

2.3 牧场盈亏直接影响周期拐点

原奶价格是衡量原奶周期的核心指标和供需关系的直观体现。当市场需求旺盛而供应不足时，奶价会上涨；养殖户看到利润空间变大，会进一步扩大生产规模；但由于生产周期长，增加的供给约 2 年后才能释放，则短期可能会有过量的培育而在 2 年后供需关系反转。相反，当市场需求疲软而供应过剩时，奶价会下跌；面临着利润压缩甚至亏损，养殖户会通过淘牛减少生产规模甚至退出市场；如果出现过量的去化，则可能转为供小于需情形。

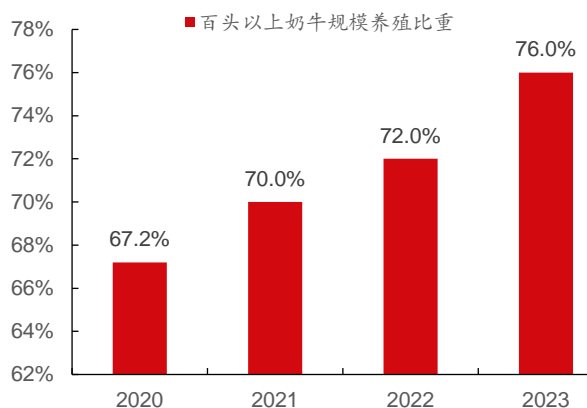
原奶有较为典型的周期品特征，投产滞后性是关键原因。原奶生产启动期较长，建设牧场大致需要半年到一年时间，培养幼牛奶牛到成长为成乳牛开始产奶通常需约两年时间，这意味着奶牛存栏量的变化对原奶供应的影响具有滞后性，因为其中只有成乳牛是实际贡献产能的。而牧业公司和养殖户是根据当下市场和未来预期来做投资决策的，所以出现在投建在奶价上行期，增产时奶价下行，比如 2019 年乳企有较多的上游拓展动作，而到 2021 年产能才集中释放，奶价出现回落，这在后文中会更详细分析。

供给端而言，奶价波动会传导至牧场盈利情况，而盈利情况对牧场增减产决策有极大影响。因此牧场盈利情况是对于周期拐点十分重要的前置洞察因素。若盈利情况乐观，则扩张可能性较大；而如果行业内出现普遍亏损的情况，则会出现主动淘汰奶牛或者喷粉等情况。如果对于市场预期是持续低迷，则偏向选择直接淘牛这种一次性亏损的方式，而无论是淘汰小牛青年牛还是成乳牛，都会导致现在或以后产能的加速去化，进而推动奶价在后期企稳甚至回升。

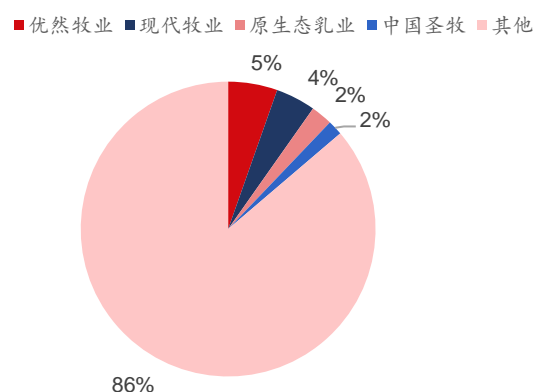
而如果判断是相对短期的奶价疲弱，则一般会选择喷粉。喷粉是将新鲜的牛奶通过喷雾干燥技术制成奶粉的过程，制成大包装的工业奶粉被称为大包粉。大包粉主要用于乳制品加工，在使用时只需按照约 1:8 的比例加水还原，即可恢复成液态乳，也可用于生产其他乳制品。不同于原奶仅有几天保质期，大包粉保质期可拉长到约两年。但喷粉的经济效益会低于原奶，因此一般情况下对于原奶生产企业，如果条件允许直接供应原奶，尽量不会选择喷粉。大包粉作为一种原料乳品，在全球乳制品市场尤其是在乳制品进口和出口中，对于全球供需有重要影响。

同时，奶牛养殖业从小规模散户向规模化、集约化转型，这推动单产提升，而且头部大型牧场的经营韧性更强，导致行业博弈程度加大，越发凸显投建快、去化慢的特征。根据农业部数据，20 世纪 80 年代到 90 年代中期，规模养殖户占总养殖户的比重不足 1%；到 2007 年末，奶牛规模化程度达到了 58.9%；2020 年，百头以上奶牛规模养殖比重达 67.2%，比 2015 年高出 18.8pct；2021-2023 年，百头以上规模化养殖比例分别为 70%、72%、76%，规模化养殖比例仍在不断提升。

但其中头部牧场市占率整体偏低，行业整体较分散，这也使得产能去化效果关键需要看全行业尤其社会中小牧场的举措。根据智研咨询数据，2021 年，作为国内龙头的优然牧业、现代牧业、原生态乳业、中国圣牧的原奶产量较为领先，市占率分别为 5.4%、4.37%、2.36%、1.63%，CR4 仅为大约 14%。

图表27：百头以上牛奶规模养殖比重


资料来源：农村农业部，国联证券研究所

图表28：中国头部牧场市占率（%）


资料来源：智研咨询，国联证券研究所

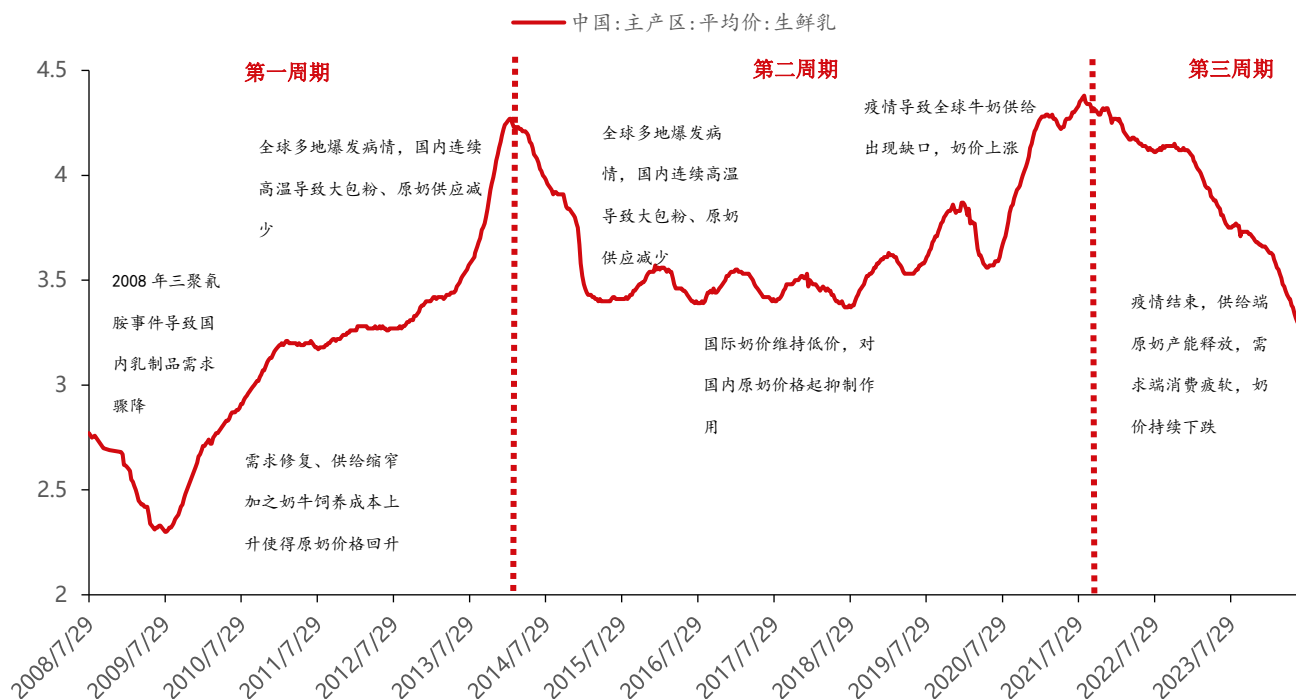
需求端而言，除了产品价格相对稳定的大型乳企，部分区域小型乳企会根据上游原奶价格的波动，调整终端产品价格，进而影响消费者的购买决策和需求量。同时，乳品消费需求存在较明显的季节性波动，如在冬季和节假日，乳制品消费量通常较高，而在夏季则相对较低。长期来看，随着居民收入水平的提高和饮食结构的变化、健康意识的增强，乳制品的市场需求量或长期向好，且高端乳制品的需求逐渐提升；厂家对乳制品品质化和特色化的不断研发进步，加之宣传和市场推广活动，也会推动和刺激乳制品的消费增加。

3. 三轮原奶周期和后续走向

3.1 2008-2021 年间的两轮周期复盘

我们整理了农业部自 2008 年以来对于国内主产区生鲜乳平均价的统计数据，并将 2008 年至今的时间划分为三轮周期，分别为 2008-2013 年底、2014-2021 年中、2021-至今。三轮周期内原奶价格波动较大，价格高低点之间相差接近一倍，供需关系依然是导致周期的核心原因。整个过程中原奶产业同步正在不断发展，而不同周期内价格的重要影响因素也在变化。

图表29：生鲜乳价格走势（元/kg）



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

第一轮周期：2008年三聚氰胺事件引发国内消费者对于国产乳制品食安问题的顾虑，致使国内乳制品消费需求迅速走低，部分消费者则转而选择进口乳制品。需求量走低导致原奶价格快速下行，2008年7月至2009年7月，国内生鲜乳价格从2.77元/公斤一路下跌至2.3元/公斤，跌幅高达16.97%。同时国内消费者对国产乳品品牌缺乏信心，转而增加了对进口乳制品的需求，根据海关总署数据，2009年国内进口奶粉以及进口鲜奶数量同比分别上涨145.51%/69.56%。国内市场国产乳制品需求侧减弱，供大于求导致乳业上游企业面临原奶积压，大量奶农无法承受经营压力选择倒奶、杀牛甚至退出市场，产能因而出现快速去化，为后续原奶价格上行提供铺垫。

2008年11月，以国家发改委为首的十三个政府部门就三聚氰胺事件颁布了《奶业整顿和振兴规划纲要》，加强奶业监管力度，推进养殖规模化、产销一体化，给予乳制品生产企业金融和财政支持政策，包括发放贷款、贴息支持、免收罚息等。在政策指导和需求压力的催化下，2009年起乳制品制造企业数量首次出现下降。此外，2009年及2010年全国饲料价格涨幅分别为2.37%/8.27%，连续的价格上涨也给上游牧场带来相对更大的成本压力，推动了供给端提价。而需求端政策后，乳企积极整改，消费者信心也实际上迎来了较快的重塑。综上，需求修复、供给缩窄加之奶牛饲养成

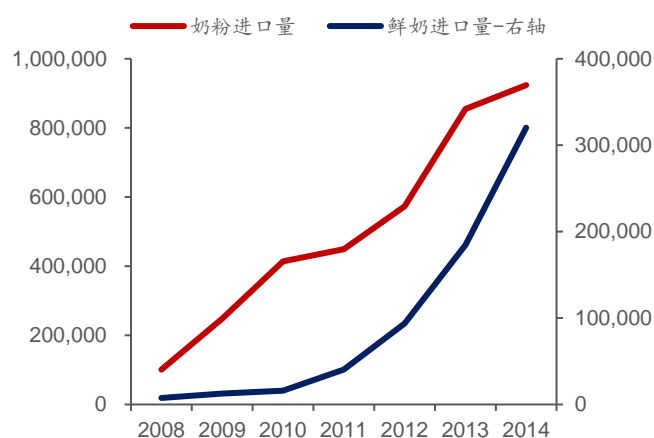
本上升，这些因素导致原奶价格不断回升。

图表30: 《奶业整顿和振兴规划纲要》内容

《纲要》工作目标	
时间	工作目标
2008年年底	对乳品行业全面整改，使各环节恢复正常状态
2009年10月底前	健全相关法律法规，完善乳品质量标准，推广生鲜乳生产技术规程，加强奶站规范化建设和管理，推进乳制品生产企业建立良好生产规范
2011年10月底前	推进养殖规模化、产销一体化。力争使奶牛良种覆盖率提高到60%，奶牛平均单产水平接近5.5吨，100头以上规模化养殖场奶牛比重由目前的不足20%提高到30%左右；乳制品生产企业完成良好生产规范改造，基地自产生鲜乳与加工能力的比例达到70%以上

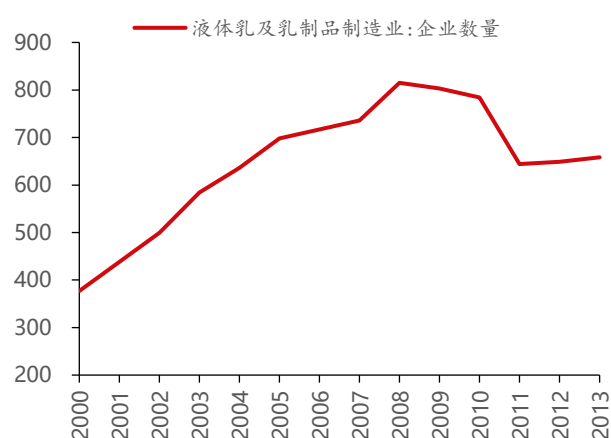
资料来源：农村农业部，中国政府网，国联证券研究所

图表31: 奶粉与鲜奶进口数量(吨)



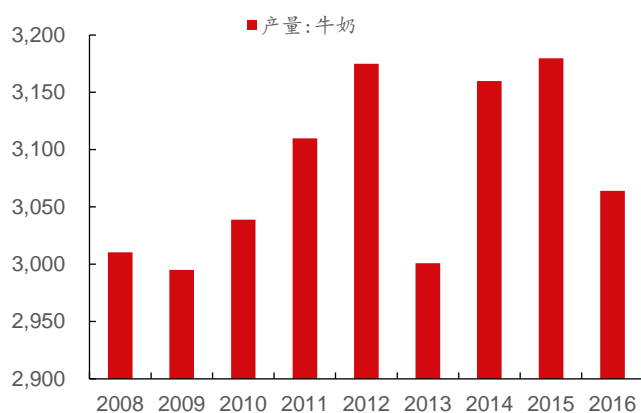
资料来源：ifind，国联证券研究所

图表32: 液体乳及乳制品制造业企业数量(家)



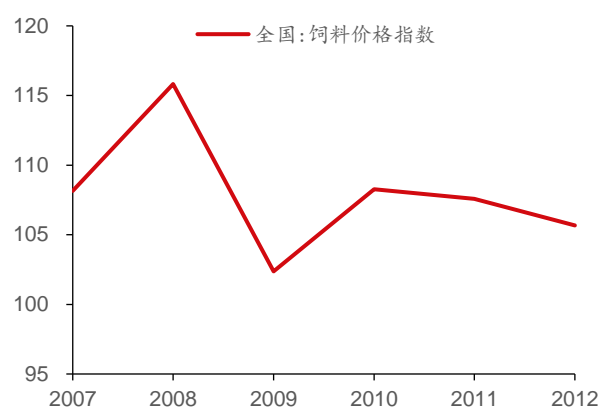
资料来源：ifind，国联证券研究所

图表33: 2008-2016年牛奶产量(万吨)



资料来源: ifind, 国联证券研究所

图表34: 全国饲料价格指数



资料来源: ifind, 国联证券研究所

到 2013 年, 诸多因素同时对供给端产生压制作用, 因此短期内奶价快速上行。中国多地出现连续高温, 最高气温突破历史极值, 奶牛单产受高温的负面影响; 加之亚洲口蹄疫疫情爆发, 奶牛淘汰率增高, 以上因素共同导致当年牛奶产量同比下降 5.48%。同期, 澳大利亚、新西兰等海外重要的原奶产地爆发干旱, 导致进口大包粉价格上涨。同年 8 月, 恒天然集团被报道奶制品中存在肉毒杆菌污染, 中国即刻停止所有新西兰奶粉的进口, 国内原奶需求升高, 因此 2013 年原奶价格出现陡升, 涨幅高达 24.49%。

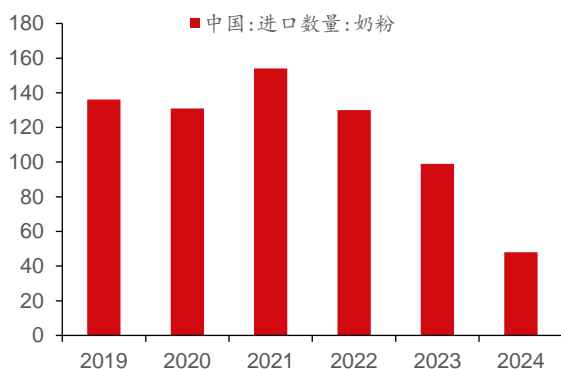
第二轮周期: 2014 年, 在国际市场上, 由于美国、新西兰等地牛奶产能的增加, 导致国际市场原奶价格下跌, 2015 年进口奶粉价格相比于 2014 年下降 42.66% 至 2754 美元/吨。同时, 俄罗斯对美国、新西兰以及欧盟等地实行乳制品进口禁令。俄罗斯与中国同属乳制品进口大国, 2013 年俄罗斯乳制品进口总量占比全球约为 4.10%, 其进口禁令对全球乳制品消化量产生边际减少的影响, 这也是全球奶价自 2014 年 3 月开始持续下跌的重要因素。海外原奶价格下跌使得中国进口乳制品数量急剧增长, 2014 年进口奶粉和进口鲜奶分别上涨 8.11%/73.49%, 原奶市场份额受到海外进口产品迅速挤占, 原奶价格开始回落。

2015-2019 年中, 奶价持续低位震荡主要系国际奶价持续维持低价。国内上游规模化牧场集中度持续提升, 中小牧场则因奶价低位而自动逐渐出清, 供需基本平衡。2020 年中新冠疫情传导至全球, 受此影响全球产奶量减少, 进口大包粉价格呈现明显上升趋势, 国内进口量持续减小, 对国内原奶的替代效应逐渐减弱。2019-2020 年

国内奶牛存栏数处于低位，导致上游原奶供应不足，于是奶价同步提升。

需求侧来看，在2020年起疫情背景下，国家卫健委发布《新型冠状病毒感染的肺炎防治营养膳食指导》，倡导每人每天摄入300毫升液态奶或等营养物质的其他乳制品，进一步肯定了乳制品在优质蛋白摄入、钙质吸收利用、免疫力提高等方面的作用。2020年液体奶消费量同比上涨7.9%，乳制品消费量呈上涨趋势，原奶出现供需缺口。

图表35：2019-2024年中国奶粉进口量（万吨）



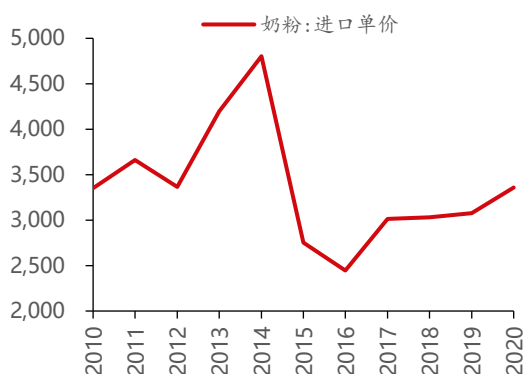
资料来源：ifind，国联证券研究所

图表36：历年奶牛存栏数



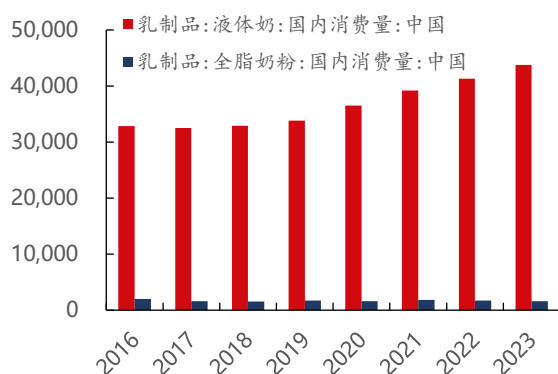
资料来源：ifind，国联证券研究所

图表37：进口奶粉单价（美元/吨）



资料来源：ifind，国联证券研究所

图表38：乳制品国内消费量（千吨）



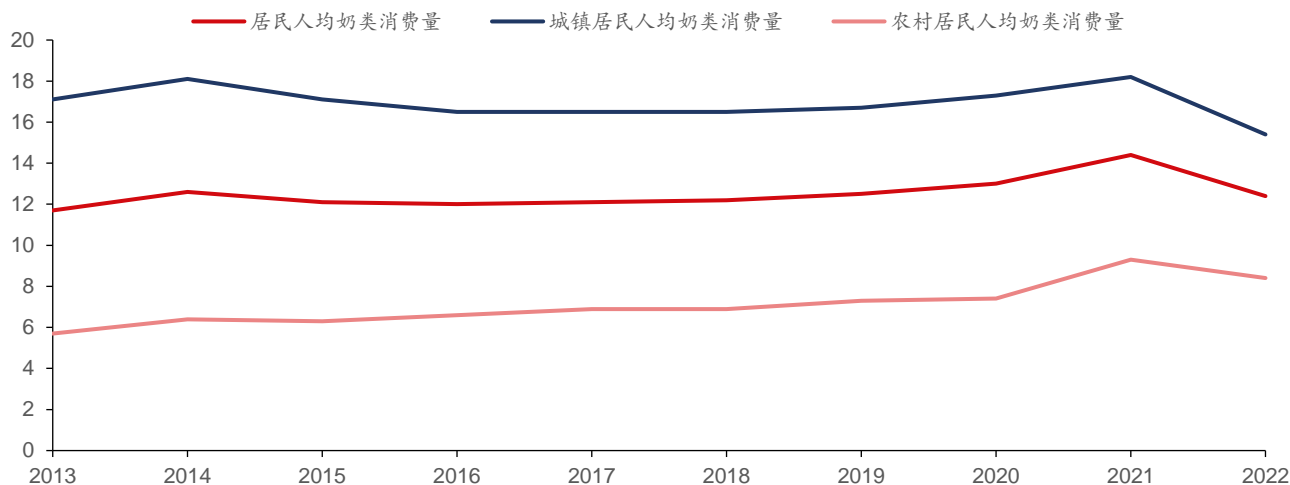
资料来源：ifind，国联证券研究所

3.2 本轮周期与前两次有三个不同点

2021年中至今，原奶价格步入持续下行通道，主要系2019年起各大乳企加码上游奶源带来的大量产能在两年后开始出现较为集中的释放。由于2019年奶源供应紧缺，为了稳定原料奶供应，保障优质奶源，各大乳企纷纷合作或收购牧场或扩产投资，规划布局奶源基地。比如伊利于2019年、2020年分别收购赛科星、中地乳业以及恒天然在中国的牧场；蒙牛于2020年认购中国圣牧成其最大股东；飞鹤于2020年完成对原生态牧业的收购。经过两年上游产业整合，新一轮奶牛集中转化为成乳牛，开始投入原奶生产，2021年末奶牛存栏数开始上升，2021年、2022年奶牛存栏数分别上涨3.14%、7.87%，生鲜乳供应量大幅提升。2021年奶价高点开始到2024年7月底，原奶价格已从4.38元下跌26.48%至3.22元。

新一轮周期奶价下行是三轮周期中幅度最大的，除供给端外，此情形也与需求端不振有关。根据国家统计局数据，我国人均奶类消费量从2017到2021年五年间均有增长，尤其2019-2021年三年，该数据分别为12.5/13/14.4千克，可谓加速增长，这也是源于疫情期间国家卫健委发布《新型冠状病毒感染的肺炎防治营养膳食指导》，倡导每人每天摄入300毫升液态奶或等营养物质的其他乳制品，公众对健康和免疫力的关注增加，促进了对高蛋白、高营养乳制品的需求。但2022年人均乳品消费量从14.4千克骤降到12.4千克，2023年统计局数据虽尚未更新，但基于伊利、蒙牛等头部乳企的收入端表现来看，我们判断情况或尚未出现明显改观，这是对原奶价格的另一重压制力。

图表39：2013-2022年居民人均奶类消费量（千克）



资料来源：国家统计局，国联证券研究所

我们对比本轮周期与前两轮，存在差异点。不同点之一是，此次的超跌是需求和供给同时对价格进行压制，因此原奶价格的下跌幅度是空前的。不同点之二是，随着牧场集中度、规模化程度的提升，牧场在经营和财务方面的抗风险能力也有所提升，因此在奶价下行导致盈利受损情况下，行业产能没有出现快速去化，因此原奶价格下跌的时长也拖延得更久。

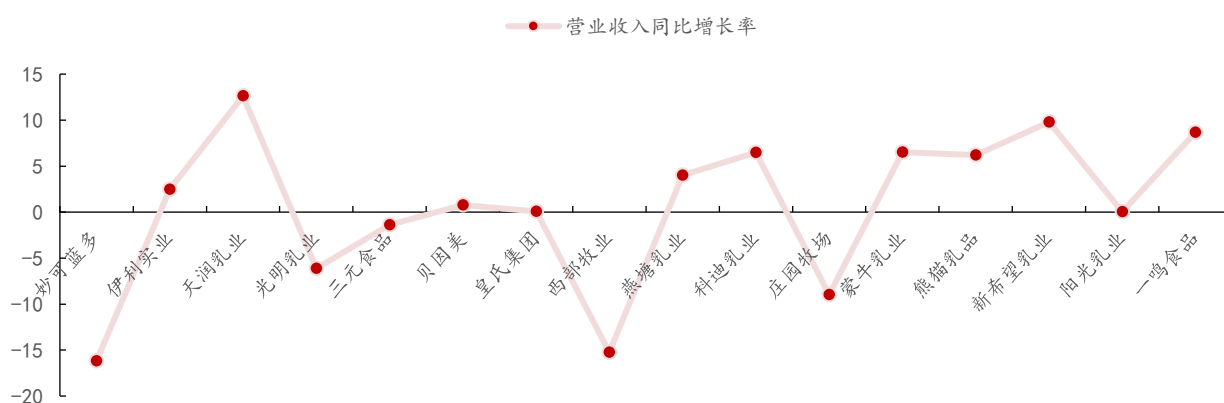
不同点之三，由于此次国内原奶价格的持续下跌，国内原奶更加易得，国内大包粉也开始囤积，根据独立乳业专家宋亮 2024 年 7 月在乳业时报的表述，按照实际市场价格来计算，国产大包粉已经比进口大包粉更便宜；对比之下进口原料奶已经不具备成本优势，不再成为影响国内原奶价格的主要因素。实际进口量也确实下滑严重，根据海关数据，2024 年上半年，我国共计进口各类乳制品 130.82 万吨，同比减少 15.6%，进口额 54.35 亿美元，同比下降 22.4%，其中大包粉 38.27 万吨，同比减少 20.7%。

3.3 乐观预计原奶价格或明年 Q2 企稳

在 7 月发布的行业专题报告《乳企渠道调整见效，下半年销售或修复》中，我们指出，奶源的连年扩张和国内乳制品消费需求的疲弱，导致原奶市场供需失衡，从而出现阶段性过剩，原奶价格被持续压制。需求端，根据 2024 年 4 月 30 日伊利潘刚董事长交流，2024 年一季度来看需求恢复低于预期，春节后主动在改善产品新鲜度

方面进行的这些营销费用上的投入，局部地区因为需要消化一些跨年产品，可能也会有阶段性打折促销的情况，但上半年通过主动调整出货节奏来消化渠道库存，为下半年的业绩恢复打下好基础。根据财联社统计，A股中20家乳企上市公司中，2024Q1仅5家乳企实现了营收小幅增长，其余15家均出现不同程度的下降。

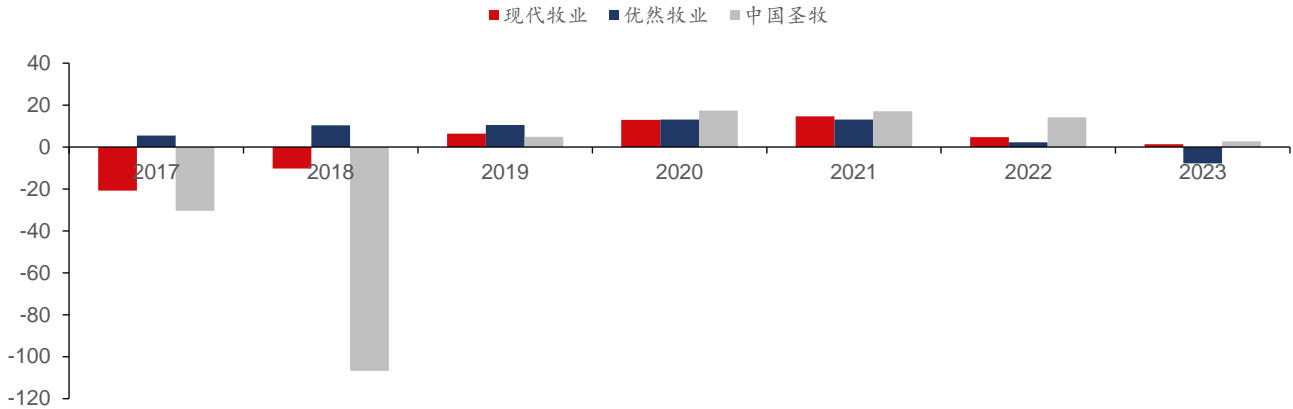
图表40：2023年营收同比增长率（%）



资料来源：公司年报，ifind，国联证券研究所

目前渠道调整已有成效，大日期商品逐渐清理后，产品价格开始企稳并出现回升迹象。随着渠道调整步入收尾阶段，乳企在渠道端拥有相对更好的出货环境，且下半年双节等旺季带动需求边际改善，终端产品价格有望继续回暖，乳企出货节奏也逐渐平顺，报表端或随之得到改善。

相对于需求端的预期，供给端会相对更容易把握。我们通过牧场亏损、淘牛、喷粉这三个维度的观察，尝试预测原奶价格何时企稳。首先是牧场亏损情况，如果没有持续充分的资金补充，原奶价格持续下跌会让牧场难以抗住亏损最终选择喷粉和淘牛，进而有望主动去化产能，减少行业供给。国家奶牛产业技术体系首席科学家李胜利指出，2024年5月奶价3.34元/kg，同比下降0.55元/kg（全成本下降0.31元/kg），公斤奶利润空间是奶牛体系记录以来首次进入负值；本轮调整周期严峻程度超过2016-2017年，行业亏损面超80%。2023年，作为头部牧场的6家上市奶牛养殖企业普遍增收不增利，仅现代牧业、中国圣牧保持盈利，且净利率下滑严重；圣牧净利率从2022年的14.17%骤降至2023年的2.8%；现代牧业的净利率更是在三年间三连降，从2021年的14.6%下滑至2022年的4.72%再降至2023年的1.38%；而优然2023年净利率为-7.77%，为2017年至今首次年报亏损。由于奶牛单产、饲料采购等科学管理和规模优势均不如头部牧场，我们估计其他社会中小牧场基本全面亏损。

图表41：2017-2023 年头部牧场净利率 (%)


资料来源：公司年报，ifind，国联证券研究所

亏损导致牧场对现金流重视度提高，大型牧场调节能力相对较强，而社会中小牧场由于缺乏现金流来源，产能去化或将加速。澳亚集团首席运营官杨库在中国奶业大会上表示，当前经营管理上的最重要指标是保障牧场的现金流，目前正采取降低造奶成本、减少原材料库存、减少饲养后备牛的比例到 35-40%、严格控制牧场固定资产的投入等具体措施。而一般来说，牧场的资金来源除了自身盈余，还有乳企、政府和银行贷款，其中乳企大部分由于鼓励上游产能去化，因而减少资金支持；银行贷款则需要企业资产负债率至少低于 70%，尽量低于 55%，而 2023 年末，优然资产负债率已升至 71.65%，现代也提高到 62.28%，均为企业披露财报以来最高的杠杆水平，我们认为社会中小牧场获取资金难度正在持续加大，亏损压力迫使其加速去化产能甚至出现退出。农业部对全国发证生鲜乳收购站生鲜乳产量跟踪监测数据显示，截至 2023 年 12 月底，全国发证生鲜乳收购站所涉及的养殖场场户数量同比减少 24.2%。

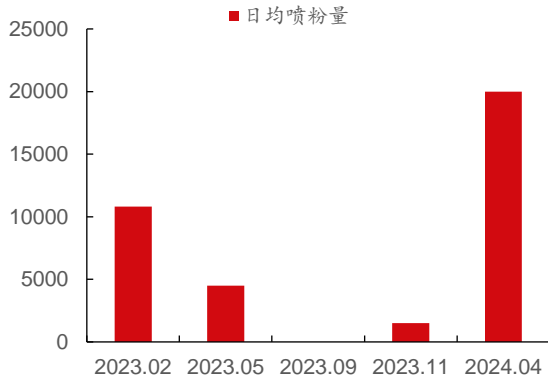
其次，从淘牛情况来看，根据国家奶牛产业技术体系首席科学家李胜利在中国奶业发展战略研讨会上提供的数据，调控空间来看，2024 年适当压缩奶牛产能，增加淘汰母牛约 30 万头，每天减少 8000 吨奶才能大幅缓解产能过剩；实际情况而言，一是全国 3 月份去产能到年中，全国每天消减近 4500 吨原奶，合计 15 万头泌乳牛；二是大型牧业集团到 6 月份已淘汰成年母牛近 5 万头，全群 10 万头；三是以主产区省份举例，宁夏奶牛存栏量从 2023 年底的 91 万头下降到 2024 年 5 月的 81 万头，部分牧场已经不养后备牛；河北由 2024 年初的 833 家下降到 745 家；四是去产能已经初见成效，主产区散奶价格已经从不到 1 元/公斤上涨到 2.4 元/公斤，部分牛场有抄底者开始考察后备牛。由此估计下半年需要继续淘汰 15 万头成乳牛，则能够有效缓解产能过剩问题，而根据上半年的淘牛速度来看，我们判断下半年有望完成剩余

目标淘牛数量。

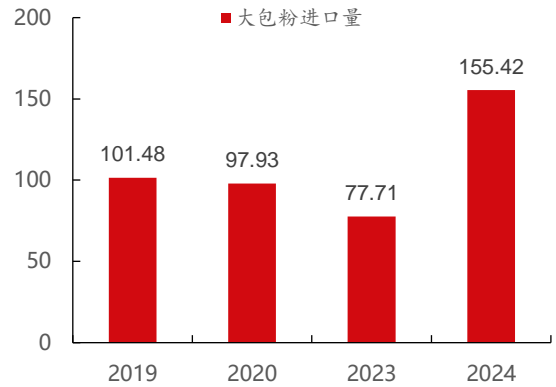
最后，我们还需要考虑喷粉的情况，由于大包粉可通过加水还原成液体乳，因此囤积的大包粉若未有效消化，也会对原奶价格有压制作用。据李胜利表示，2023年2月，龙头乳企平均每天喷粉的生鲜乳达到1.08万吨，占收奶量的17%左右；2023年5月，每天喷粉生鲜乳在4000-5000吨；2023年7月，乳企对奶源的限量收购在10%左右；9-10月由于双节备货乳企已经基本不喷粉；10月下旬-11月预计每天喷粉1000-2000吨，2023年过剩生鲜乳量超过200万吨；2024年4月至5月，龙头乳企平均每天喷粉的生鲜乳达到2万吨，约占收奶量的25%；截至6月底，龙头乳企奶粉库存量不低于30万吨，生鲜乳过剩情况高于去年。

一吨奶粉大约只能卖1.5-1.9万元，但喷一吨粉的成本大约3.5万元，所以每销售一吨奶粉亏损超过1万元，尤其在生鲜乳过剩情况更甚的情况下，部分养殖户或选择直接倒奶。今年4-5月的喷粉量是近年来最集中和大量的，若以此时间段的喷粉量占收奶量的比例25%来大致估算，即喷粉量为正常收奶量的1/3，假设不考虑后续喷粉，因为乳制品生产加工是基本全年持续的，则预计通过收奶消化当前的30万吨存量或将供需有效改善的时间点再往后推迟1/3年，约4个月。事实上，喷粉的存量和增量从头部乳企和牧场视角观察确实在减少，2023年蒙牛即有3.23亿元的奶粉库存冲销；2024年1月-6月，澳亚集团泌乳牛淘汰数比此前计划多出3800头，每天生鲜乳产量减少150吨至160吨，喷粉数量也较此前减少了同一规模。

从进口大包粉的角度验证，根据中国奶业协会数据，2023年全国进口大包粉为77.71万吨，2024年上半年进口数量为38.27万吨，同比减少20.7%；在此次原奶价格下行周期之前，2019年大包粉进口量达到101.48万吨；2020年，进口量有所下降，为97.93万吨，同比下降3.5%。这四个年份的进口量均值为88.415万吨（2024年数据为上半年乘以二），则目前国内30万吨存量大包粉折合计算约为33.93%，预计或将供需有效改善的时间点再往后推迟约4个月。综上，考虑牧场亏损、淘牛、喷粉这三个维度，如果今年顺利淘牛30万头，且产能去化过程中喷粉存量也持续消化，则原奶价格有望于2025年二季度实现初步企稳。

图表42: 龙头乳企日均喷粉量 (吨)


资料来源: ifind, 国联证券研究所

图表43: 大包粉进口量 (吨)


资料来源: ifind, 国联证券研究所

4. 投资建议: 强于大市

此报告的投资观点是基于后续原奶价格按照预期逐步企稳的前提下, 从三个角度看龙头乳企和区域头部乳企的经营改善。首先, 地方中小乳企或牧场自产牛奶产品的供给会减少, 对渠道的占据下降、对头部乳企市场的冲击力缓释, 市场竞争剧烈程度下降的情况下, 头部乳企营收会有对应的恢复性增长。其次, 淘牛和喷粉带来的资产处置损失和减值会减少, 头部乳企均有自有奶源, 这对其报表端会有直接的利润改善效果。最后, 头部乳企成本端的相对劣势会减小, 因为奶价过低情况下头部乳企的收奶价在市场价区间中相对较高, 可以参考主产区报价以及散奶价格的差异, 而原奶价格上行后这种成本的相对劣势则会缩小。

我们看好成本效率突出的龙头乳企, 受益于原奶供需平衡改善的情况下销售取得行业整体性改善, 并且利润受渠道压力、资产减值等负面影响减小; 同时看好更具经营弹性的区域头部乳企, 坐拥基地市场、经营策略灵活, 在行业整体性恢复下收入和利润的表现或更具弹性; 也可以关注经营韧性较强的头部牧场, 尤其在当前环境下逆势保持盈利的部分企业。标的方面, 我们重点推荐伊利股份、蒙牛乳业、新乳业。

4.1 推荐成本效率突出的龙头乳企

伊利和蒙牛在当前乳制品市场中占据领先地位, 近年来市场份额仍稳中有增。根据欧睿国际数据, 伊利、蒙牛合计 CR2 已从 2019 年的 50.7% 提升至 2023 年的 56.1%, 其中伊利占 30.0%, 蒙牛占 26.1%, 同为龙头。

伊利股份: 作为行业龙头, 2023 年公司市占率高达 30.0%, 并近十年均保持收入

利润正增，2019-2023 年总营收 CAGR 为 6.94%，归母净利润 CAGR 为 8.51%。同时公司注重投资者回报，2023 年公司现金分红比例超过 70%，未来分红预期保持乐观；公司计划使用 10-20 亿元进行回购，后续全部予以注销并减少公司注册资本，目前回购已经展开操作。

近期公司公告 2024H1 收入/净利润分别为 599.15/75.31 亿元，同比-9.49%/+19.44%。2024Q2 收入/净利润分别为 273.38/16.08 亿元，同比下滑 16.54%/40.21%，上半年尤其二季度业绩短期遇困，但经营节奏正在恢复。

收入端，公司上半年面对渠道库存压力，主动渠道调整，出货短期承压，但随着调整工作告一段落，下半年出货条件改善，同时对于 2025 年也贡献低基数效应。分产品看，2024Q2 液奶/奶粉/冷饮收入同比变动-19.61%/16.49%/-44.27%。拉平 2024H1，公司液奶收入下滑 13.05%。奶粉产品享受集中度提升，冷饮受天气和去年高基数影响。分地区看，2024Q2 华南/华北/华中/华东/其他地区分别实现收入 75.40/69.80/46.37/41.53/35.94 亿元，同比分别-14.02%/-20.62%/-15.90%/-21.58%/-8.65%。截至 2024Q2，经销商数量为 18,588 家，较 24Q1 末增加 157 家。

利润端，2024Q2 毛利率同比提升 1.06pct 至 33.58%，主要源于原奶成本红利仍在；销售费用率同比提升 2.51pct，主要源于在渠道调整背景下液奶费用投入加大；毛销差下滑 1.46pct。2024Q2 公司净利率同比下降 2.32pct 至 5.94%，主要源于销售投入加大，以及信用减值损失增加。另外，Q2 资产减值和信用减值损失分别为 4.64 和 4.38 亿元。综上，当前需求不振、渠道承压、原奶供需失衡等行业因素不改公司行业龙头的经营基础和管理水平，同时公司积极开展举措回报股东。

蒙牛乳业：锚定 FIRST 战略目标，积极强化核心业务、优化业务结构、精细化运营管理，实现收入稳健增长，经营利润率持续提升。2023 年蒙牛液态奶市场份额持续扩张，特仑苏市场份额优势持续扩大，有机系列双位数增长，产品结构持续优化，常温乳饮料市场份额大幅提升；低温酸奶业务聚焦美味、营养、功能细分赛道升级创新，实现逆势正增长，连续十九年稳居市场份额第一；鲜奶增速跑赢行业，每日鲜语以 4.0g 乳蛋白升级品质夯实高端鲜奶标杆地位；冰淇淋聚焦国内国外市场发展，推进全面创新突破。公司坚持全渠道拓展和建设，既保持旗下品牌在线下渠道的既有优势，同时顺应渠道变革趋势深耕新零售渠道，多维度实现销售转化。

近期公司公告 2024H1 实现收入 446.71 亿元，同比-12.61%；实现毛利 179.85 亿元，同比-8.38%；实现归母净利润 24.46 亿元，同比-19.01%；实现扣非净利润 24.46

亿元，同比-13.26%。在当前承压的行业环境中，公司业绩表现出韧性。

收入端，整体受到需求不振的影响，分品类看，上半年液态奶/冰淇淋/奶粉/奶酪分别实现收入 362.62/33.71/16.35/21.14 亿元，分别同比-12.92%/-21.75%/-13.67%/-6.28%。液态奶中，低温奶实现逆势增长，产品结构持续向好；高端品牌每日鲜语持续引领高端趋势，达到双位数增长。冷饮产品，聚焦随变品牌加速品牌渠道整合营销；持续产品创新升级；渠道多元化、户外和旅游等新场景有望推动品类增长。奶粉产品，聚焦瑞哺恩品牌，构建研发实力；强化细分功能性营养、精益化运营，实现扭亏为盈。奶酪产品，B端消费需求逐步释放，C端受子公司妙可蓝多奶酪棒休闲零食场景影响，但看好行业长期空间广阔。

利润端，公司整体上把控有度。2024H1 公司毛利率为 40.26%，同比+1.86pct，主要原因系原奶价格下行；净利率 5.67%，同比-0.31pct。费用项看，公司积极提质增效，销售/管理/财务费用率分别为 28.39%/4.35%/-0.07%，分别同比+1.18/+0.07/+0.16pct。其中，广告费用同比减少 12.1%至 44.99 亿元，广告费率 10.1%，同比基本持平。业务经营费用率 33.3%，同比+1.3pct。经营利润率为 7%，同比提升 60pct，在需求承压前提下实属不易。其他项看，公司向妙可出售旗下奶酪公司 100%获得 2.69 亿；存货大包粉减值 3.46 亿元，去年同期 0.22 亿元。综上，公司作为乳业龙头之一，当前行业需求不振故业绩有所承压，但经营利润率仍有较明显提升，期待公司业绩进一步边际改善。

4.2 推荐更具弹性的区域头部乳企

新乳业于 2023 年 5 月制定并发布了新的五年战略规划，将“做大做强核心业务，提升企业价值，五年实现净利率倍增”确定为新的五年奋斗目标，并确立了做强低温、科技创新、内生为主、并购为辅、分布经营、区域深耕的战略实现路径。公司在新的五年规划指引下，推动“鲜立方战略”更深入落地实施，通过加强鲜价值传播，加快新场景新渠道布局，从品牌、销售、供应链等维度确定八个抓手增强公司极致新鲜的运营能力，强化公司以“鲜”为核心的市场定位。

近期公司发布中报，2024H1 实现营收 53.64 亿元，同比增长 1.25%；实现归母净利润 2.96 亿元，同比增长 25.26%；扣非归母净利润 3.13 亿元，同比增长 36.39%。Q2 营收 27.51 亿元，同比减少 0.94%；归母净利润 2.07 亿元，同比增长 17.72%；扣

非归母净利润 2.13 亿元，同比增长 37.66%。营收韧性凸显，利润弹性持续。

收入端，公司表现出较强的抗压能力。分产品看，2024H1 公司液体乳/奶粉/其他产品分别实现收入 48.44/0.35/4.86 亿元，分别同比+0.54%/-15.20%/+10.64%。乳制品整体量/价分别同比+3.35%/-2.85%。分地区看，24H1 西南/华东/华北/西北/其他区域分别实现收入 18.75/15.03/5.36/6.79/7.71 亿元，分别同比-6.87%/+4.66%/-20.21%/-12.68%/23.42%，华东稳增、华北和其他区域高增。

利润端，利润率扎实提升，费用控制得当。2024H1 公司毛利率为 29.23%，同比增加 1.26pct；Q2 毛利率 29.09%，同比增加 0.29pct。24H1 净利率为 5.68%，同比增加 1.03pct，Q2 净利率为 7.68%，同比增加 1.07pct，净利率提升表现在当前环境下较为亮眼。2024H1 费用率为 21.97%，同比+0.01pct，其中销售费用率/管理费用率分别为 16.12%/4.47%，分别同比+0.46/+0.13pct。Q2 费用率为 20.41%，同比-1.54pct，其中销售费用率/管理费用率分别为 15.21%/3.88%，分别同比-0.60/-0.38pct。综上，在当前行业需求不振和原奶供需失衡的环境下，公司依然保持了销售韧性以及业绩弹性。

5. 风险提示

(1) 需求恢复不及预期的风险。若乳品消费需求恢复不达预期，将对乳企销售产生直接影响，进而使得企业业绩表现不达预期。

(2) 行业竞争加剧的风险。若行业竞争加剧，可能导致企业费用投放增加及销售下滑，从而影响企业业绩表现。

(3) 原奶产能去化不及预期的风险。若上游原奶产能去化不及预期，则企业可能会对牧场及原奶资产进行更大程度的处置和减值，进而影响业绩，同时原奶价格持续不振也会导致消费者信心减弱。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，北交所市场以北证50指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安外大街208号玖安广场A座4层

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层

深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼