

牧业跟踪点评

优于大市

商务部对欧盟进口乳制品实施临时反补贴措施，有望提振国产原奶替代需求

◆ 行业研究 · 行业快评

◆ 农林牧渔

◆ 投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：	鲁家瑞	021-61761016	lujiarui@guosen.com.cn	执证编码：S0980520110002
证券分析师：	李瑞楠	021-60893308	liruinan@guosen.com.cn	执证编码：S0980523030001
证券分析师：	江海航		jianghaihang@guosen.com.cn	执证编码：S0980524070003

事项：

商务部于 2025 年 12 月 22 日发布初裁公告，自 2025 年 12 月 23 日起，采取临时反补贴税保证金的形式对原产于欧盟的进口相关乳制品实施临时反补贴措施。

国信农业观点：1) 商务部公布欧盟进口乳制品反补贴调查的初步裁定，实施临时反补贴措施，初步裁定被抽样公司的税率为 21.9%-42.7%。据海关数据，欧盟相关 2020 年至 2024Q1 补贴进口产品的进口数量占同期中国相关乳制品总进口量的 23.61%-34.63%，反补贴措施落地后，预计将进一步利好国内原奶及相关乳制品需求。2) 原奶行情方面，目前价格周期在底部，2025 年奶牛行业现金亏损压力延续，2026 年有望向好。奶牛供给已出现反转信号，奶企成母牛占比已上升至接近历史高点水平，未来泌乳牛淘汰速度将高于补充速度，供给断档拐点临近。另外，未来深加工产能 2026 年释放，原奶拐点可能提前出现。3) 看好肉奶周期共振。牛肉价格 2025 年已经反转，预计 2026 年供给缺口有望持续拉大，后续景气有望持续上行到 2028 年。4) 投资建议：重点推荐奶牛养殖标的，原奶行情改善利好主业盈利修复，同时肉牛大周期上行有望明显增厚其奶牛淘汰和犊牛外销收益，肉奶共振背景下具备较高业绩修复弹性，另外本轮周期头部企业有望延伸肉奶协同的新逻辑，核心看好港股的优然牧业、现代牧业等。5) 风险提示：发生动物疫病风险，原料价格波动风险，食品安全风险等。

评论：

◆ 商务部公布欧盟进口乳制品反补贴调查的初步裁定，实施临时反补贴措施

据商务部披露，初步证据表明，原产于欧盟的进口相关乳制品存在补贴，中国相关国内产业受到了实质损害，且补贴与实质损害之间存在因果关系。根据中国海关统计数据，欧盟相关 2020 年至 2024Q1 补贴进口产品的进口数量占同期中国相关乳制品总进口量的 23.61%-34.63%，补贴进口产品的数量总体呈现上升趋势。因此商务部于 2025 年 12 月 22 日发布初裁公告，自 2025 年 12 月 23 日起，采取临时反补贴税保证金的形式对原产于欧盟的进口相关乳制品实施临时反补贴措施，初步裁定被抽样公司的税率为 21.9%-42.7%，其中，配合调查的其他欧盟公司统一适用税率 28.6%，未配合调查的其他欧盟公司 42.7%。

表1: 相关乳制品反补贴案数据表

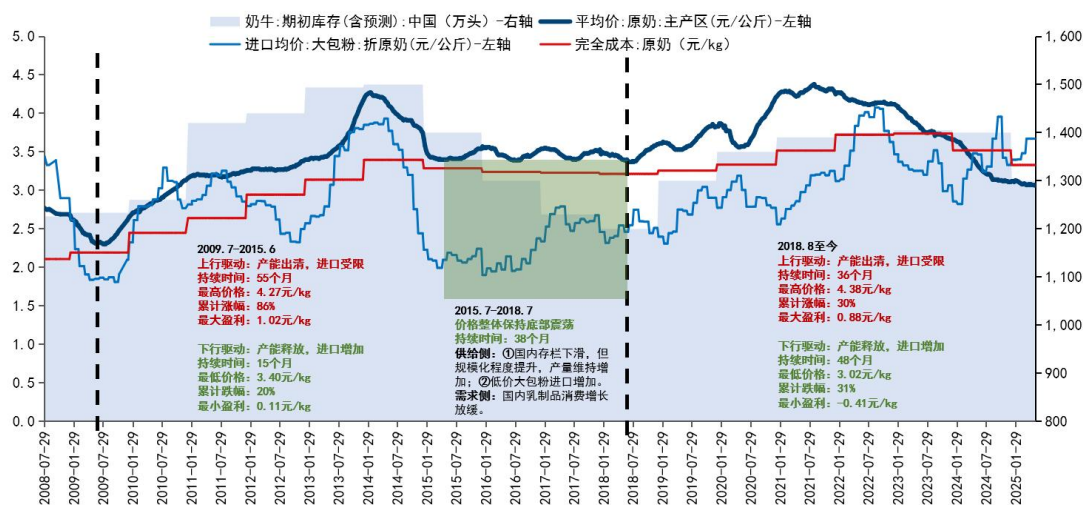
项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 Q1
国内总产量(万吨)	14.93-18.25	18.7-22.85	22.85-27.93	27.66-33.8	7.31-8.93
变化率	---	22.73%-27.78%	21.27%-25.99%	7.33%-8.96%	5.44%-6.65%
需求量(万吨)	50.22	67.46	67.96	74.23	18.37
变化率	---	34.33%	0.74%	9.23%	3.32%
国内销售价格(元/吨)	45884-56081	48853-59710	44412-54281	42191-51567	35069-42863
变化率	---	2.48%-3.03%	(-7.60%)-(-6.22%)	(-9.66%)-(-7.90%)	(-10.97%)-(-8.98%)
期末库存(吨)	4049-4948	6231-7616	7204-8805	12073-14756	12651-15462
变化率	---	35.73%-43.67%	14.98%-18.30%	66.34%-81.08%	118.99%-145.43%
被调查产品进口量(万吨)	10.30	15.54	12.82	12.95	2.51
变化率	---	50.87%	-17.50%	1.01%	11.06%
被调查产品进口价格(元/吨)	25442-31096	24541-29995	29466-36014	34142-41730	30521-37304
变化率	---	(-1.38%)-(-1.13%)	8.06%-9.85%	13.27%-16.22%	(-5.96%)-(-4.88%)

资料来源: 商务部, 国信证券经济研究所整理

◆ 国内原奶供需有望反转, 预计 2026 年奶价周期向好

奶牛供给已出现反转信号, 2026 年原奶价格预计向好。2025 年初以来原奶主产区均价延续下跌, 截至 2025 年 12 月底, 生鲜乳主产区均价约 3.0 元/kg, 较年初继续下跌 0.1 元/kg, 驱动奶牛养殖主体进一步淘汰。目前奶企成年母牛占比已上升至接近历史高点水平, 意味着未来行业泌乳牛淘汰速度将高于补充速度, 供给断档拐点临近。另外, 国内乳制品产业加快发展深加工产能, 其中, 包括奶酪、稀奶油、黄油等深加工项目陆续投建, 据伊利股份、飞鹤等头部乳企披露, 预计 2025 年底至 2026 年相关奶酪等深加工项目将进入投入量产阶段, 未来国内原奶需求有望进一步提升, 周期拐点可能提前出现。

图1: 2008 年至今国内原奶价格周期总览



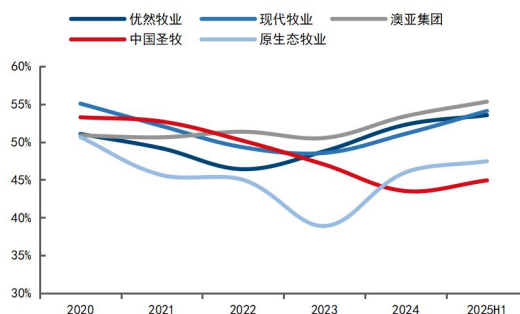
资料来源: 农业农村部, 国信证券经济研究所整理

图2: 国内原奶价格目前仍处于现金成本附近



资料来源: 农业农村部, 国信证券经济研究所整理

图3: 国内头部奶牛养殖企业成母牛占比情况 (%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表2: 奶酪、稀奶油、黄油等深加工产能在扩张, 预计 2026 年将进入陆续投产阶段

企业/项目	所在地	预计投产时间	新增深加工产能	主要产品类别
伊利股份(现代智慧健康谷奶酪三期乳深加工项目)	内蒙古呼和浩特	2025 年 10 月底多条生产线已完成调试, 即将投入年产能 15 万吨量产		原制奶酪, 包括马苏里拉奶酪、新鲜奶酪、冷藏淡奶油、常温淡奶油、乳铁蛋白、乳清浓缩液 6 类产品
原源(宁夏)新质乳品精加工生产项目	宁夏银川	一期预计 2025 年底	年处理原奶 36 万吨	液体乳、稀奶油、黄油、全/脱脂乳粉、干酪素等产品
飞鹤乳业(阿鲁科尔沁)智能化生态产业园项目	内蒙古赤峰	一期 2025 年底、二期 2026 年底	年可处理鲜奶 30 万吨, 年产高端配方奶粉 4 万吨、乳铁蛋白 16.8 吨、脱盐乳清粉 3900 吨、奶酪 9000 吨	高端配方奶粉、乳铁蛋白、脱盐乳清粉、奶酪
飞鹤乳业(宁夏)智能化乳品加工生产基地项目	宁夏灵武	2026 年 7 月	年可处理鲜奶 30 万吨	婴幼儿奶粉、乳铁蛋白等高附加值产品
李子园食品	宁夏银川	2026 年初	年产能 10.8 万吨	全脂/脱脂奶粉、奶油、黄油等
牛佰仕乳业	宁夏石嘴山	2026 年 2 月试生产	年加工约 15 万吨生牛乳	稀奶油、黄油、奶油芝士、脱脂乳粉等
妙可蓝多	长春、吉林、上海	2026 年 12 月底投产	规划年产奶酪等产品合计超 16 万吨	奶酪棒、马苏里拉、芝士片、杯状奶酪、黄油及其他特色乳制品

资料来源: 公司公告, 内蒙古日报, 新华网, 国信证券经济研究所整理

海外奶粉进入去库周期, 目前进口大包粉已不具备性价比。受产区减产和海外消费共同驱动, 海外大包粉价格自 2023 年开启反转上行。据海关总署统计, 2025 年 10 月我国大包粉进口折原奶价格 4.24 元/kg, 已明显高于国内原奶均价, 不具备进口性价比。后续国内大包粉进口预计仍将呈量减价增趋势, 有望进一步支撑国内原奶价格景气修复。

图4: 进口大包粉目前已不具备性价比



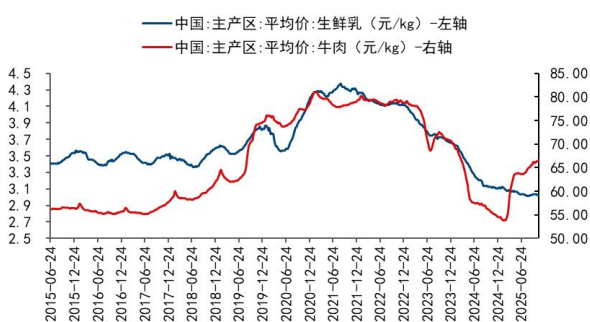
资料来源: 海关总署, 农业农村部, 国信证券经济研究所整理

◆ 国内肉奶比创历史新高，看好“肉奶共振”

我们以“肉奶比”角度（牛肉价格/原奶价格）观察国内肉奶相对景气。总体来看，肉奶比通常维持在 18 上下，偶尔偏离则会通过影响奶牛淘汰节奏或者肉牛用途改变完成修正，2018 年至今国内肉奶比的平均值 18.74，最大值为 22.02，最小值 16.41。

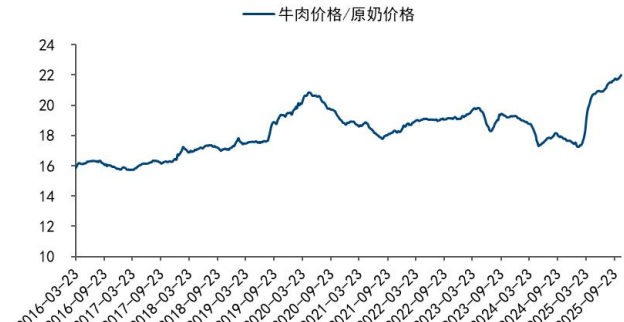
目前国内牛肉价格已重回上行趋势，肉奶比攀升至历史高位，后续“肉奶共振”可期。受前期产能和库存出清影响，国内牛肉价格在 2025 年春节后淡季不淡，持续上行。截至 2025 年 11 月，国内牛肉价格已较年初累计上涨 24%，与原奶价格走势明显背离，导致肉奶比快速攀升，达到历史新高（最新值超过 22，偏离均值 3.28）。我们认为，在国内产能出清和海外牛肉景气上行共同推动下，国内肉牛大周期有望开启，牛肉价格在 2026-2028 年或持续保持上行走势，届时有望带动奶牛淘汰节奏加快，同步提振原奶行情。

图5：2025 年春节后，国内原奶和牛肉价格走势背离明显，历史罕见



资料来源：农业农村部，国信证券经济研究所整理

图6：“肉奶比”在 2025 年春节后快速攀升至历史高位，后续奶牛淘汰或加速



资料来源：农业农村部，国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议

看好肉奶景气共振上行，重视牧业标的肉奶协同。重点推荐奶牛养殖标的，原奶行情改善利好主业盈利修复，同时肉牛大周期上行有望明显增厚其奶牛淘汰和犊牛外销收益，肉奶共振背景下具备较高业绩修复弹性，另外本轮周期头部企业有望延伸肉奶协同的新逻辑，核心看好港股的优然牧业、现代牧业等。

◆ 风险提示：

发生动物疫病风险，原料价格波动风险，食品安全风险等。

附表：重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	2025 年 12 月 22 日 收盘价	EPS			PE		
				2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
9858. HK	优然牧业	优于大市	5.06	-0.18	0.17	0.59	-28	30	9
1117. HK	现代牧业	优于大市	1.46	-0.18	-0.04	0.08	-8	-37	18

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理预测

相关研究报告：

《农产品研究跟踪系列报告（187）-牧业产能维持去化，看好肉奶周期共振反转》——2025-12-21
《农产品研究跟踪系列报告（186）-粮价有望筑底企稳，看好肉奶周期共振反转》——2025-12-14
《美国农业部（USDA）月度供需报告数据分析专题-美国牛肉 2026 年进口预估大增，全球玉米期末库存环比调减》——2025-12-13
《农产品研究跟踪系列报告（185）-旺季支撑肉类价格，看好肉奶周期共振反转》——2025-12-08
《农林牧渔 2025 年 12 月投资策略-牧业大周期反转预计在即，核心推荐港股奶牛养殖标的》——2025-12-08

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032