

第一创业证券研究所

分析师：刘笑瑜

证书编号：S1080525070001

电话：0755-23838239

邮箱：liuxiaoyu@fcsc.com

奶价回升、销售改善，奶业景气进入修复阶段

核心观点：

- 原奶价格开始回升，行业供需压力正在减轻。2026年8月，散奶均价升至3.31元/公斤，环比上涨0.30元；合同奶价升至3.06元/公斤，环比上涨0.01元。9月前两周，散奶均价进一步升至3.63元/公斤，延续回升态势。散奶明显上涨、合同奶价小幅抬升，表明富余奶源的消化压力减轻，原奶市场已从低位稳定转向价格修复。
- 后备牛减少约束产能补充，为奶价修复提供持续支撑。截至2026年8月末，监测口径下的奶牛存栏较2024年2月高点减少72.6万头，本轮周期累计淘汰后备牛约50万头。后备牛减少压缩了未来补充产奶牛群的空间，而犊牛从出生到首次产奶通常需要约两年。较长的补充周期使供给难以随奶价回升迅速扩张，有利于供需改善持续。
- 液奶销售和乳制品生产恢复增长，需求改善支持行业景气继续回升。2026年上半年，伊利、蒙牛液奶收入分别同比增长1.29%和5.20%，均由上年同期的下降转为增长，伊利液奶销量和产能利用率也同步提升。同期乳制品产量同比增长5.8%，1—7月增幅达到6.0%，生产与销售共同恢复，增强了下游对原奶的消化能力。结合原奶价格回升和产能补充受限，我们判断中国奶业已进入初步修复阶段，看好行业景气继续回升。

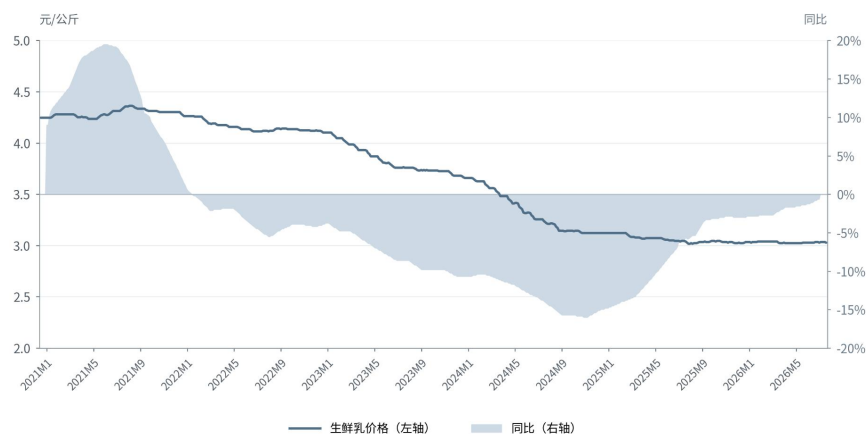
风险提示：

上述观点主要根据过去数据分析得出，可能因为后续行业竞争格局变化、产品价格下降、新品推广不如预期等原因，而出现最终结果与分析预测结论相背离的情况。仅供投资分析时参考。

一、原奶价格开始回升，供需关系逐步改善

原奶价格在低位企稳后开始回升，奶业供需关系正在改善。经历 2021 年下半年以来的较长调整，主产区原奶价格累计回落约 30%，随后在每公斤 3 元附近趋于稳定。2026 年 7 月中旬以来，主产区生鲜乳均价小幅回升，同比增速转正。价格由持续承压转向低位回升，表明此前压低奶价的供需压力正在减轻，行业开始进入修复阶段。

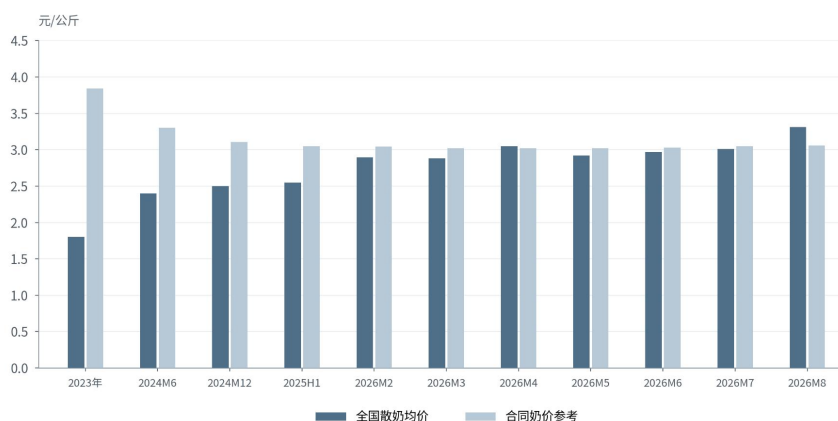
图 1 主产区原奶价格在低位企稳后开始回升



资料来源：农业农村部、第一创业证券研究所整理

近期价格改善首先体现在散奶市场。2026 年 8 月，全国散奶均价由 7 月的 3.01 元/公斤升至 3.31 元/公斤，单月上涨 0.30 元/公斤，涨幅约 10%；同期，全国平均合同奶价升至 3.06 元/公斤，环比上涨 0.01 元/公斤。散奶价格由略低于合同奶价转为高于合同奶价，8 月价差达到 0.25 元/公斤。叠加季节性因素，9 月前两周散奶均价进一步升至 3.63 元/公斤，延续回升态势。

图 2 散奶价格明显上涨，合同奶价开始回升



资料来源：奶斯坦、农业农村部、第一创业证券研究所整理

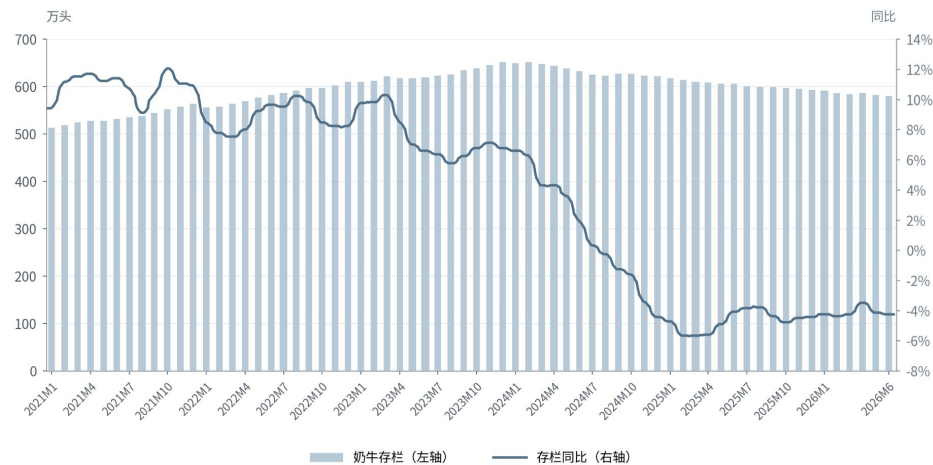
散奶价格上涨反映出富余奶源的消化压力正在减轻。相较于相对稳定的合同采购，散奶交易的价格调整更加灵活，对临时采购需求和可售奶源变化更敏感。供给宽松时，富余奶源往往需要通过折价寻找买家；随着采购增加或可售奶源减少，散奶价格也更容易率先回升。8月散奶价格明显上涨并超过合同奶价，说明市场对新增奶源的承接能力增强，原奶供需平衡正在向有利于价格修复的方向变化。

合同奶价小幅上调，使本轮改善在相对稳定的采购关系中也得到体现。散奶价格反映短期交易的变化，合同奶价则关系到持续采购的结算水平，两类价格共同回升，增强了对原奶市场转暖的判断。合同奶价调整幅度较小，意味着当前修复仍以低位抬升为主要特征，散奶市场对供需变化的反应更快。散奶涨价与合同奶价上调共同表明奶，当前行业正处于价格率先回升的初步修复阶段。

二、后备牛减少约束产能补充，供给调整支撑奶价修复

前期亏损推动的奶牛淘汰仍在延续，供给扩张能力下降为奶价修复提供了支撑。截至2026年8月末，监测口径下的奶牛存栏为575.9万头，较2024年2月高点减少72.6万头，累计降幅约11.2%。奶价开始回升后，8月存栏仍较上月减少0.9万头，说明此前形成的牛群调整尚在持续。持续低奶价压缩了牧场的养殖回报，淘汰低效牛、减少后备牛留养，成为减轻饲养支出和资金压力的重要方式。

图3 奶牛存栏持续减少，供给调整仍在延续



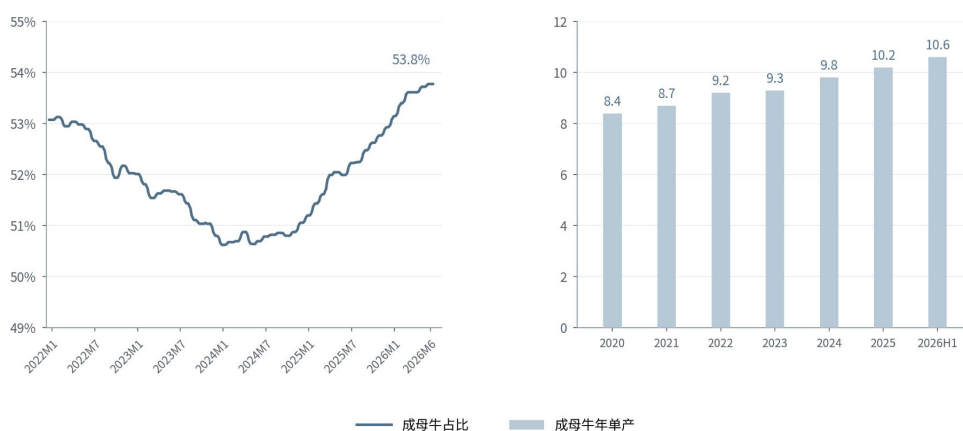
资料来源：产业调研、第一创业证券研究所整理

本轮牛群调整对后续供给的影响，主要体现在后备牛储备减少。后备牛尚未进入产奶阶段，需要持续投入饲料和养殖资金，是未来补充成母牛的来源。本轮周期累计淘汰后备牛约50万头，意味着能够在后续进入产奶阶段的牛源减少。相较于淘汰正在产奶的成母牛，减少后备牛对当期奶量的影响较小，但会压缩未来补充产奶牛群

的空间，使供给调整的影响延续更长时间。

现有牛群的产奶效率提高，解释了存栏下降向奶量变化传导较慢的原因。产业调研数据显示，成母牛占奶牛总存栏的比例由 2024 年 3 月的 50.6% 升至 2026 年 6 月的 53.8%；截至 2026 年上半年，成母牛年单产达到 10.6 吨，高于 2020 年的 8.4 吨。牛群中能够产奶的牛只占比提高，每头牛的产奶量也在增加，两者共同支撑了当期原奶产出。因此，前期淘汰首先改变的是牛群结构和后续补充能力，其对供给的约束会随着现有成母牛更新逐步体现。

图 4 成母牛占比和单产提高，支撑当期原奶产出



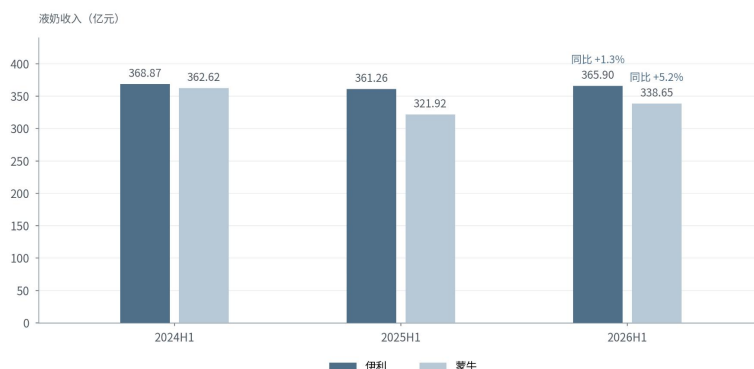
资料来源：产业调研、第一创业证券研究所整理

奶牛较长的生长周期，使后备牛储备减少成为奶价回升后的持续约束。从犊牛出生到首次产奶通常需要约两年，即使牧场随奶价回升增加留养，也需要经过饲养、配种和妊娠才能形成新增奶源。同时，新进入产奶阶段的成母牛还要补充正常淘汰形成的缺口，剩余部分才能用于扩群。后备牛减少叠加较长的补充周期，降低了供给对涨价的短期反应速度，使采购需求恢复更容易转化为收购价格改善，为本轮奶业景气修复提供了持续的供给基础。

三、液奶销售恢复增长，需求回暖支撑行业修复

液奶销售开始恢复，需求端已对奶业景气修复形成支撑。2026 年上半年，伊利和蒙牛液奶业务收入分别达到 365.90 亿元和 338.65 亿元，同比分别增长 1.29% 和 5.20%，均由上年同期的收入下降转为增长。两家龙头销售方向共同改善，表明液奶市场正在走出此前持续收缩的阶段。此次增长建立在前期调整后的较低基数上，当前行业处于销售规模逐步恢复的初期。

图 5 伊利、蒙牛液奶收入在 2026 年上半年恢复增长

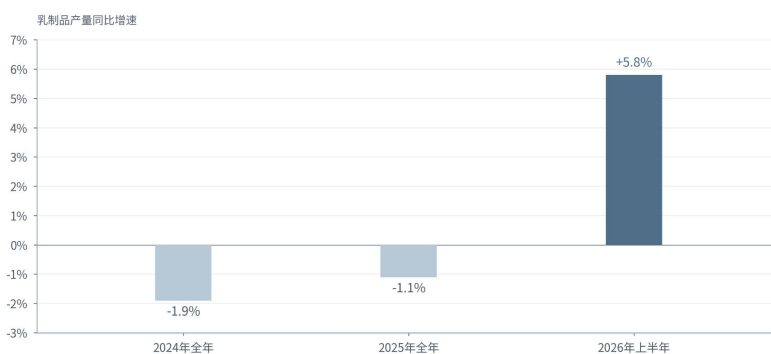


资料来源：ifind、第一创业证券研究所整理

销售恢复也有实物销量的支持。伊利液奶销量降幅由 2024 年的 7.92% 收窄至 2025 年的 1.92%，2026 年上半年进一步实现增长，产能利用率同步提升。这一变化呈现出从销量收缩放缓到产销恢复的连续过程。销量增加带动生产安排恢复，原有产能得到更充分利用，也增强了加工端对原料奶的消化能力。同期，伊利常温 and 低温液态奶业务均实现收入增长，销售改善已覆盖不同储存方式和消费场景的液奶产品。

行业生产数据与上述销售变化相互印证。经历 2024—2025 年的连续下降后，2026 年上半年乳制品产量同比增长 5.8%，1—7 月增幅达到 6.0%。头部企业液奶销量改善与行业加工量回升共同表明，下游生产、销售活动正在恢复，原奶用于正常产品生产的需求随之改善。这些变化在上半年已经出现，为下半年奶价回升提供了需求基础。

图 6 乳制品产量由连续下降转为增长



资料来源：国家统计局、第一创业证券研究所整理

液奶之外，餐饮加工业务也在增加对乳制品的需求。2026 年上半年，伊利面向餐饮专业客户的奶酪、乳脂业务收入实现双位数增长，产品覆盖奶油、奶酪、黄油及软冰浆料等品类；同年 3 月，其年产 1 万吨原制马苏里拉奶酪生产线正式投产。餐饮

用乳业务增长与深加工项目落地相结合，使国内奶源能够通过更多产品进入茶饮、咖啡、烘焙和西餐等消费场景，为原奶增加液奶之外的消化渠道。

综合来看，原奶价格回升表明供需压力正在减轻，前期后备牛减少限制了产能补充速度，为奶价修复提供持续支撑。与此同时，液奶销售恢复增长、餐饮用乳需求拓展，正在增强下游对原奶的消化能力。供给扩张受到约束、需求逐步恢复，两方面变化共同支持本轮奶业景气回升延续。我们看好中国奶业景气度回升，判断行业已进入初步修复阶段。

重要声明:

第一创业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。

本报告仅供本公司研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后的时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

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

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

联系方式:

公司总部	北京办事处
深圳市福田区福华一路115号投行大厦20楼 TEL: 0755-23838888 FAX: 0755-25831718 P. R. China: 518048 www.firstcapital.com.cn	北京市西城区广宁伯街2号金泽大厦东区16层 TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777 P. R. China: 100140