

乳制品行业产业链图谱解析

——乳制品行业深度报告

强于大市 (维持)

2023 年 08 月 30 日

行业核心观点:

我国乳制品行业快速发展,2021 年行业市场规模达 4687.38 亿元,2016-2021 年 CAGR 为 6%,是世界第二大乳制品市场。行业产业链条长且发展成熟,上中下游配合有序、协调发展。目前行业呈伊利、蒙牛双寡头垄断格局,其他区域乳企错位竞争。近期,我国原奶供应阶段性过剩,原奶价格持续下行,对乳企毛利率改善利好,但头部乳企喷粉保存损失大,红利有所抵消。**短期来看**,随着中秋、国庆双节到来以及下半年消费提振,乳制品消费需求有望回升,原奶供应过剩现象得以缓解,预测下半年原奶价格降幅将收窄,最终保持低位运行,同时乳企喷粉导致损失也会减少,从而使乳企毛利率进一步改善。**中长期来看**,随着消费提振以及消费升级,我国奶业发展空间广阔。行业未来向高端化发展,奶酪和低温奶成为新的增长点。

投资要点:

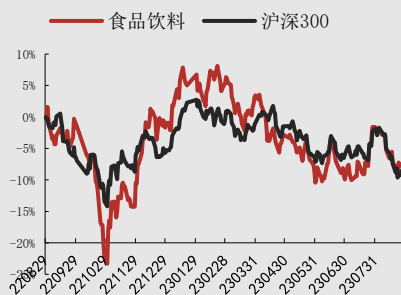
乳品营养价值高,疫情过后消费提振,行业逐步回暖:按照生产工艺不同,乳制品可分为白奶、酸奶、奶酪以及其他乳制品四大类。乳制品营养价值高,深受消费者喜爱。乳品行业历经“贫瘠”、“革新”、“发展”、“提质”、“兴盛”五个阶段,现处于疫情以后的“恢复期”。随着疫情得到控制,我国经济逐渐恢复,叠加扩消费政策频出,行业逐渐回暖,是恢复最快的行业之一。

行业产业链条长,涵盖奶源供应、乳制品加工以及终端销售等环节:

上游奶源供应:政策端全面促进奶业振兴,鼓励牧场发展规模化养殖,提高牛奶产量和质量。随着牛奶产量逐渐扩张,我国原奶供应出现阶段性过剩,使原奶价格持续下行。在此背景下,一方面上游牧场盈利承压;另一方面乳企原奶成本下降,毛利率得以改善,但头部乳企与上游牧场绑定过深,原奶供应过剩背景下不得不对过剩原奶进行喷粉保存,造成一定损失,抵消一部分原奶价格下行红利。**中游乳制品加工:**经过多年发展,奶业面貌焕然一新,乳品产量再创新高,2022 年乳制品产量为 3117.7 万吨,同比增长 2.0%。其中以液态奶为主,其占比超 90%,并整体呈上升趋势;干乳制品中奶酪未来或将成乳品行业新的增长点。同时各大乳企为应对原奶价格波动风险,加强产业链一体化建设,纷纷拓展上游牧场布局,从源头把控奶源品质。**下游终端销售:**从消费渠道来看,以线下渠道为主,随着互联网以及三大电商平台快速发展,乳企越发重视线上渠道,双渠道共同推动行业发展;从消费结构来看,我国乳品消费仍以液态乳为主,液态乳和干乳制品消费比例大约为 7:3;从消费品质来看,市场向高端化、多元化发展。

行业呈双寡头格局,龙头领先地位稳固:我国乳企可分为全国性乳企、区域性乳企以及地方性乳企三大梯队,其中蒙牛伊利两大全国性乳企龙头地位稳固。从细分领域来看,1) **常温奶:**伊利、蒙牛双寡头垄断格局明显,二者市占率接近 80%,但随着双巨头重心转移,其他乳企或将

行业相对沪深 300 指数表现



数据来源:聚源,万联证券研究所

相关研究

中报密集披露,关注低估值绩优标的
啤酒成本下行趋势有望延续,长期发展向好
7 月休闲零食和调味品同比跌幅收窄,冲饮同比由负转正

分析师:

陈雯

执业证书编号:

S0270519060001

电话:

18665372087

邮箱:

chenwen@wlzq.com.cn

迎来市场机遇。2) **低温奶**: 受运输半径影响, 低温奶市场竞争呈区域割据局面。低温白奶领域以光明、三元等区域性乳企为主, 且市场集中度不断提升; 低温酸奶领域伊利、蒙牛为两巨头占据主导地位, 两者市占率超 50%。3) **奶酪**: 国产品牌妙可蓝多逐渐崛起, 行业集中度逐渐提升。4) **奶粉**: 进口奶粉增速放缓, 飞鹤等国产品牌强势崛起。

重点公司分析: 1) **伊利股份**: 公司是中国规模最大, 产品品类最全的乳制品企业, 多个细分领域领先。目前仍以液态奶为主, 但重心逐渐向奶粉及奶制品业务转移, 其将成公司第二增长极。2) **蒙牛乳业**: 公司产品矩阵与伊利相似, 液态奶为主要产品, 但未来重视低温奶发展, 并通过外延并购布局奶酪和奶粉板块。3) **光明乳业**: 公司集奶牛养殖、乳制品研发及生产加工、冷链物流配送、终端销售等产业链于一体, 战略定位“领鲜者”, 成就低温板块领先者。

投资建议: 目前原奶供过于求, 价格持续下行, 对中游乳企毛利率改善利好。但由于头部乳企与上游牧场绑定过深, 原料收购超过需求, 喷粉保存导致损失较大, 原奶价格下行红利有所抵消。**短期来看**, 随着中秋、国庆双节到来以及下半年消费提振, 乳制品消费需求有望回升, 原奶供应过剩现象得以缓解, 预测下半年原奶价格降幅将收窄, 最终保持低位运行, 同时乳企喷粉导致损失也会减少, 从而使乳企毛利率进一步改善。

中长期来看, ①我国奶业发展空间广阔。我国人均奶类消费量较奶业发达国家仍有较大提升空间。随着经济恢复和消费提振, 城乡居民日益推崇奶类价值, 有稳定饮奶习惯的人群稳步扩大, 奶业市场规模逐步扩大; ②随着消费升级和居民健康意识的提升, 品质消费成为热点, 市场朝着产品高端化、消费场景多元化发展; ③在液态奶稳定发展的同时, 消费者逐渐从“喝奶”向“吃奶”转变, 奶酪成为乳业未来发展新的增长点; 第三冷链运输设施逐渐完善, 低温奶运输和销售半径扩大, 成为乳业未来发展另一增长点。

因此我们重点推荐: 1) **高端赛道**: 消费者需求从“温饱型”向“品质型”过度, 叠加节假日送礼需求, 越来越多的乳企布局高端产品, 建议关注各大龙头乳企高端系列产品表现。2) **奶酪赛道**: 随着“喝奶”向“吃奶”转变, 奶酪产品愈发受欢迎, 建议重点关注国内奶酪行业龙头。3) **低温奶赛道**: 受运输半径限制, 低温奶赛道区域乳企占优。随着冷链运输完善, 区域乳企增长有望提速, 建议重点关注区域性乳企龙头。

风险因素: 消费者信心提振不及预期风险、原材料价格上行风险、食品安全风险

正文目录

1 乳品营养价值高，消费提振行业逐步回暖	5
1.1 乳制品可分为白奶、酸奶、奶酪以及其他乳制品四大类	5
1.2 行业发展历经“贫瘠”、“革新”、“发展”、“提质”、“兴盛”以及“恢复”六阶段	5
2 行业产业链条长，涵盖奶源供应、乳制品加工以及终端销售等环节	6
2.1 上游：发展规模养殖、打造优质奶源基地，是奶业发展的基石	7
2.1.1 政策端支持奶业振兴，养殖规模化水平提升，奶产量增加	7
2.1.2 原奶供应阶段性过剩，奶源分布“北多南少”.....	9
2.1.3 饲料成本维持高位，原奶价格下跌，挤压上游行业利润	10
2.2 中游：全产业链一体化建设，奶业振兴的关键环节	11
2.2.1 乳制品产量逐渐提升，产成品以液态奶为主	11
2.2.2 消费升级叠加居民健康意识提升，行业市场规模有望进一步扩张 ...	12
2.2.3 加强全产业链一体化布局，源头把控品质	13
2.3 下游：乳品消费品质至上，行业向高端化发展	14
2.3.1 线下渠道为主，液态奶仍为主力军	14
2.3.2 “品质消费”成热点，市场向高端化、多元化发展.....	16
3 行业呈双寡头格局，龙头领先地位稳固	18
3.1 常温奶领域伊利、蒙牛双寡头垄断格局明显，引领市场发展	19
3.2 低温奶受运输半径限制，区域乳企占优	21
3.3 奶酪市场国产品牌逐渐兴起，行业集中度逐步提升	23
3.4 奶粉市场国产品牌重拾增势，进口奶粉增速放缓	24
4 重点公司分析	25
4.1 伊利股份：龙头地位稳固，核心竞争力优势明显	25
4.2 蒙牛乳业：持续扩充产品品类，积极培育高盈利增长点	27
4.3 光明乳业：全产业链一体化发展，成就低温奶领域龙头	31
5 投资建议与风险提示	32
5.1 投资建议	32
5.2 风险提示	32
图表 1： 乳制品行业产品分类	5
图表 2： 乳制品行业发展历程	6
图表 3： 乳制品行业产业链条	7
图表 4： 乳制品行业相关政策	8
图表 5： 2017-2022 年规模化养殖牧场占比	9
图表 6： 奶牛存栏量和单产变化	9
图表 7： 国内原奶产量变化	9
图表 8： 2021 年各省原奶产量分布	10
图表 9： 进口大包粉占原奶总供应量%	10
图表 10： 豆粕和玉米价格变化（元/公斤）	11
图表 11： 原奶价格变化（元/公斤）	11
图表 12： 乳制品产量及其同比增速	11
图表 13： 乳制品产成品细分品类产量占比情况	11
图表 14： 液态奶和干乳制品产量及同比增速	12
图表 15： 干乳制品细分产品产量占比情况	12

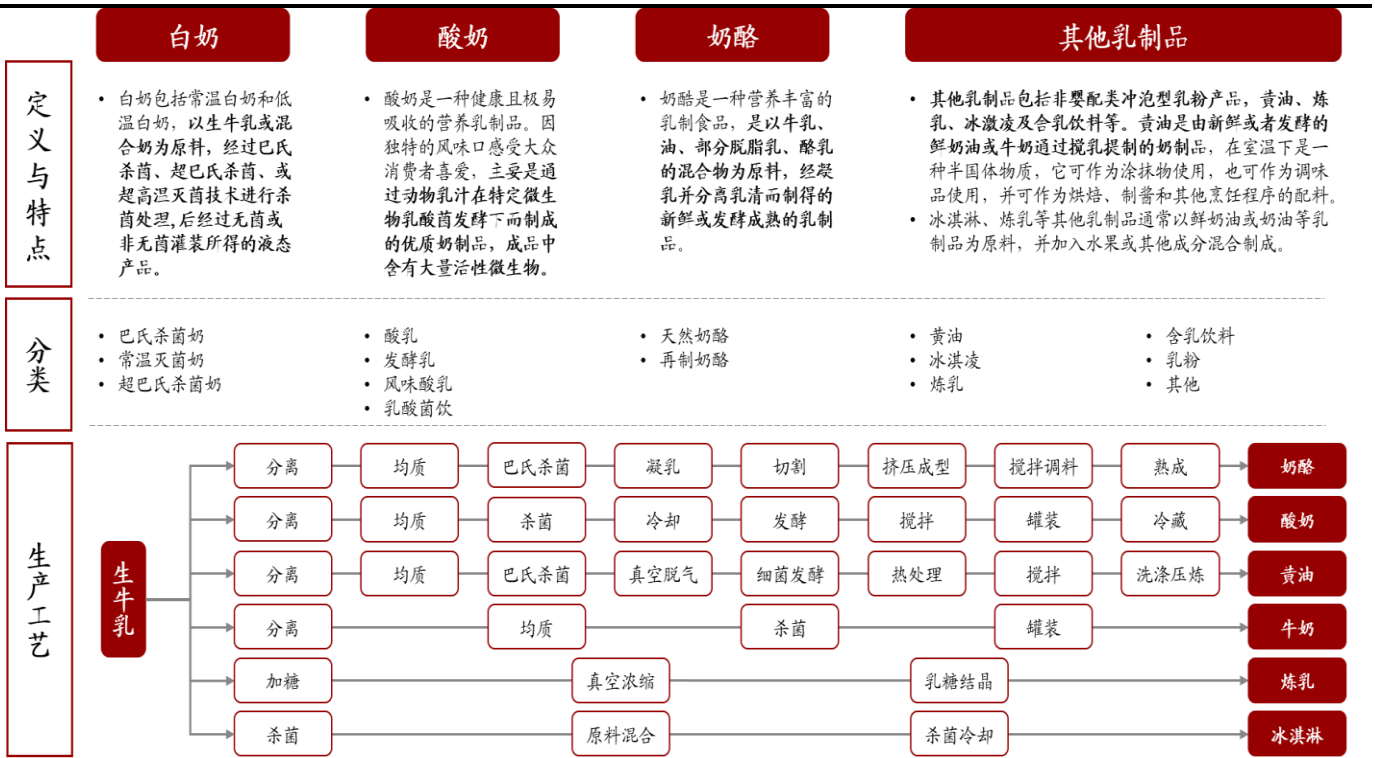
图表 16:	奶粉和奶酪产量及同比增速	12
图表 17:	乳制品加工销售收入及其同比增速	13
图表 18:	我国人均奶类消费量及同比增速	13
图表 19:	2018-2022 年每日乳制品摄入量达标率	13
图表 20:	2020-2021 年乳企上游奶源自给情况	14
图表 21:	2021 年乳制品各销售渠道零售额占比	15
图表 22:	2021 年乳制品细分产品消费额占比情况	15
图表 23:	2017-2021 常温奶和低温奶市场规模增速对比	16
图表 24:	冷库容量和冷藏车保有量变化情况	16
图表 25:	乳企龙头蒙牛和伊利高端产品布局	17
图表 26:	各种类乳制品零售销售价值 (亿元)	18
图表 27:	液态奶中高端奶零售价值占比情况	18
图表 28:	2022 年消费者认为喝奶的好处	18
图表 29:	2022 年消费者对乳制品的功能诉求	18
图表 30:	乳制品行业竞争梯队	19
图表 31:	2022 年乳制品行业竞争格局	19
图表 32:	2016-2021 常温白奶市场规模及同比增速	20
图表 33:	2016-2021 常温酸奶市场规模及同比增速	20
图表 34:	2021 年常温奶领域竞争格局	21
图表 35:	各种灭菌工艺对比	21
图表 36:	2020 年不同类型乳企净利率对比	22
图表 37:	2020 年低温白奶市场竞争格局	23
图表 38:	2020 年低温酸奶市场竞争格局	23
图表 39:	奶酪分类及应用	23
图表 40:	2019-2021 年奶酪市场竞争格局变化	24
图表 41:	2019-2021 年奶酪市场 CR5 变化	24
图表 42:	2017-2022 年我国奶粉进口量及其增速变化	24
图表 43:	2020 年奶粉市场竞争格局	24
图表 44:	2016-2021 年中国婴配奶粉市场分产品零售规模 (亿元) 及婴配粉同比增速	25
图表 45:	2022 年中国婴配奶粉市场竞争格局	25
图表 46:	伊利股份产品矩阵图	26
图表 47:	2018-2022 年伊利分产品营业收入 (亿元)	27
图表 48:	2018-2022 年伊利分产品毛利率情况	27
图表 49:	蒙牛乳业产品矩阵图	28
图表 50:	2018-2022 年蒙牛分产品营业收入 (亿元)	29
图表 51:	近年伊利和蒙牛综艺冠名、品牌合作数量对比情况	30
图表 52:	光明乳业全国产业链一体化布局	31
图表 53:	光明乳业产品矩阵图	31
图表 54:	2018-2022 年光明产品产销量 (万吨)	31

1 乳品营养价值高，消费提振行业逐步回暖

1.1 乳制品可分为白奶、酸奶、奶酪以及其他乳制品四大类

乳制品是指使用牛乳或羊乳及其加工制品为主要原料，在法律法规及标准规定的条件下，加入或不加入适量的维生素、矿物质和其他辅料，加工制成的各种食品，也叫奶油制品。根据生产工艺不同，可将乳制品分为白奶、酸奶、奶酪以及其他乳制品四大类。其中白奶和酸奶属于液态奶，是经过净化、均质、杀菌等工艺处理后包装销售的液态乳制品，根据灭菌方式和保质时间不同，又可分为常温奶和低温奶，是我国乳制品消费的主要版图；黄油和奶酪是干酪品类，是生牛乳经过分离均质和巴氏杀菌后发酵、凝乳制成的营养价值较高的乳制食品。

图表1：乳制品行业产品分类



资料来源：灼识咨询，万联证券研究所

1.2 行业发展历经“贫瘠”、“革新”、“发展”、“提质”、“兴盛”以及“恢复”六阶段

相较于发达国家，中国乳制品行业起步较晚，但受益于中国经济快速发展以及庞大的人口基数，乳制品行业快速发展，渗透率迅速提升，现已成为世界第二大乳制品市场。总结乳制品行业发展历程，可以分为“贫瘠”、“革新”、“发展”、“提质”、“兴盛”以及疫情以后逐渐“恢复”6个阶段：

第一阶段：乳业贫瘠期（1949-1978年）。新中国成立初期，百废待兴，乳制品行业举步维艰。当时我国奶牛存栏量12万头、奶山羊17万只，年产奶量分别为19.2万、1.7万吨；仅有4家小型乳品加工厂；人均奶类占有量0.4千克。在奶资源紧缺的背景下，国家执行凭票定量、定点供应，只有孕妇、婴儿等特殊群体能获取奶资源。

第二阶段：乳业革新期（1979-1996年）。改革开放打破计划经济体制限制，推动乳制品行业全面发展。上游养殖方面，国家加强奶牛选育，培育更优良品种提高产量；乳

制品加工方面，政府在各各地兴建乳企，引进先进灭菌乳生产技术和设备。但当时受技术限制，乳制品主要为奶粉及短距离运输、小范围配送的巴氏低温奶。

第三阶段：乳业发展期（1997-2007年），这阶段是我国乳业发展的“黄金十年”。1997年开始，乳企开始大规模引进国外UHT灭菌技术和利乐包装，打破低温运输条件的限制，使生产常温奶成为现实。随着常温奶的出现，乳制品行业增长空间被释放，这一阶段我国共5家乳企上市，乳制品行业竞争激烈。其中伊利和蒙牛优势突出，行业双寡头格局初现。

第四阶段：乳业提质期（2008-2014年）。2008年三聚氰胺事件对我国乳制品行业发展造成严重打击，消费者对国内乳制品失去信任，海外品牌进驻中国抢占市场份额。这让政府加大行业监管力度，乳企提高乳制品质量安全重视程度。

第五阶段：乳业兴盛期（2015-2019年）。2015年以来，我国乳制品行业从增量阶段转变为全产业链整合阶段，乳企纷纷拓展品类并加快国际化进程，行业逐渐兴盛。2019年伊利和蒙牛跻身当年“全球乳业20强排行榜”前十。但2019年年底疫情爆发对乳制品行业造成一定冲击，产量和销售量都有所下滑。

第六阶段：乳业恢复期（2019年至今）。随着疫情得到控制，经济逐渐恢复，乳制品行业也逐渐好转，是恢复最快的行业之一。其中低温奶增速领先，区域乳企增长有望提速。同时，消费者由“喝奶”转变为“吃奶”，奶酪成为乳制品行业新的增长点。

图表2：乳制品行业发展历程

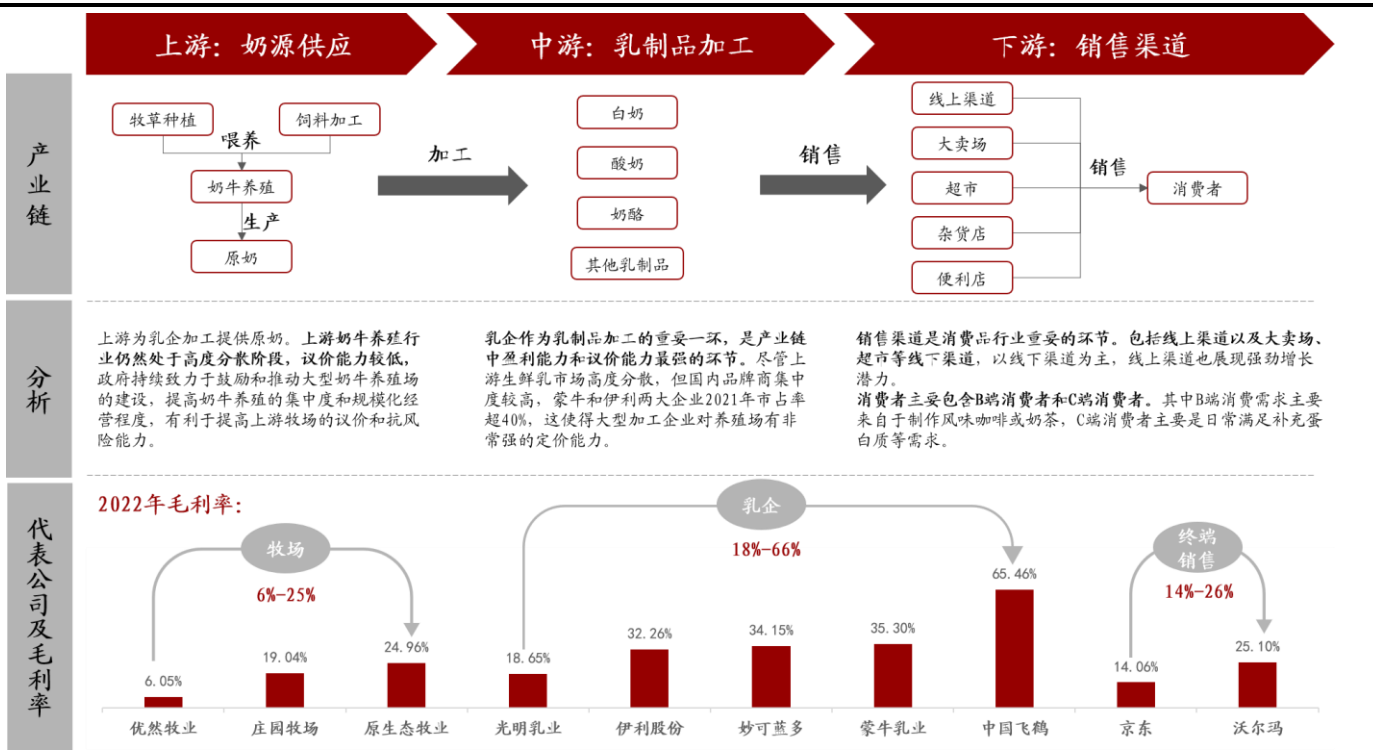


资料来源：灼识咨询，万联证券研究所

2 行业产业链条长，涵盖奶源供应、乳制品加工以及终端销售等环节

乳制品行业产业链条长。上游为奶源供应，包括牧草种植、饲料加工、奶牛养殖、原奶生产等；中游为乳制品加工，将上游收购来的原奶经过各种工业加工为白奶、酸奶、奶酪、奶粉等各类乳制品；下游为品牌门店、商场超市、便利店等各类销售渠道，将乳制品出售给B端消费者用于制作风味咖啡、奶茶，或者出售给C端消费者满足日常补充蛋白质等需求。

图表3：乳制品行业产业链条



资料来源：灼识咨询，wind，万联证券研究所

2.1 上游：发展规模养殖、打造优质奶源基地，是奶业发展的基石

2.1.1政策端支持奶业振兴，养殖规模化水平提升，奶产量增加

我国成为世界第二大乳制品市场，离不开国家政策端支持。2008年三聚氰胺事件后国务院颁布《乳品质量监督管理条例》，是行业第一部法规，保障行业的健康稳定发展。“十二五”期间，《食品工业“十二五”发展规划》提出，加快乳制品工业结构调整，积极引导企业通过跨地区兼并、重组，淘汰落后生产能力，培育技术先进、具有国际竞争力的大型企业集团，加快淘汰规模小、技术落后的乳制品加工产能。“十三五”期间，《全国奶业发展规划（2016-2020年）》首次明确奶业发展战略定位，确定奶业发展主要任务，促进奶业全面振兴。“十四五”期间，《“十四五”奶业竞争力提升行动方案》鼓励乳企全产业链一体化建设；用好“本土”优势，打好“品质”、“新鲜”牌，积极布局奶酪等其他乳制品细分品类；加强消费宣传引导，从而在2025年实现全国奶类产量达到4100万吨左右，百头以上规模养殖比重达到75%左右。

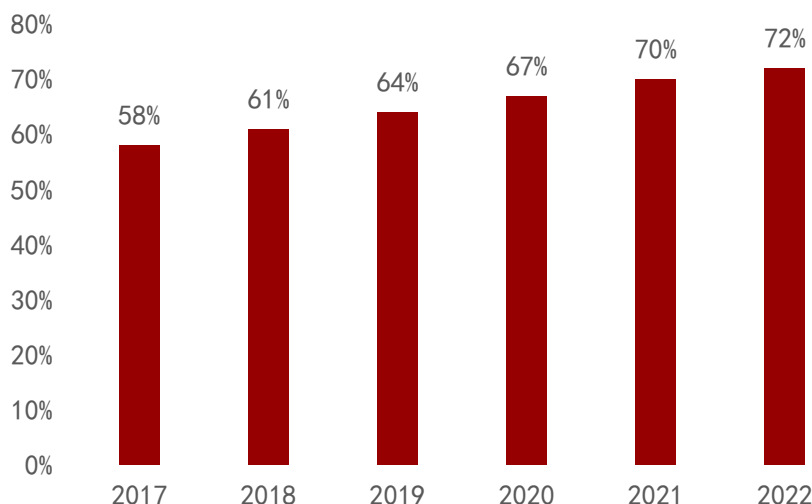
图表4: 乳制品行业相关政策

发布时间	发布部门	政策名称	重点内容
2023年	农业农村部	《饲用豆粕减量替代三年行动方案》	通过实施饲用豆粕减量替代行动,基本构建适合我国资源特点的饲料配方结构,进一步提升畜禽养殖饲料转化效率,推动养殖业节粮降耗进一步发展;增强蛋白饲料资源的开发利用能力,奶牛养殖饲草料结构中优质饲草的占比持续提升。
2022年	农业农村部	《“十四五”奶业竞争力提升行动方案》	优化奶源区域布局;提升自主育种能力;增加优质饲草料供给;支持标准化、数字化规模养殖;引导产业链前伸后延;稳定生鲜乳购销秩序;提高生鲜乳质量安全监管水平;支持乳制品加工做优做强;加强消费宣传引导。力争到2025年,全国奶类产量达到4100万吨左右,百头以上规模养殖比重达到75%左右。
2021年	国务院	《“十四五”推进农业农村现代化规划》	加强奶源基地建设,优化乳制品产品结构。奶业振兴工程:改造升级一批适度规模奶牛养殖场,推动重点奶牛养殖大县整县推进生产数字化管理,建设一批重点区域生鲜乳质量检测中心,建设一批优质饲草料基地。
2020年	国家市场监督管理总局	《乳制品质量安全提升行动方案》	到2023年,乳制品质量安全监管法规标准体系更加完善,乳制品质量安全监管能力大幅提升,监督检查发现问题整改率达到100%,乳制品监督抽检合格率保持在99%以上。
2019年	农业农村部	《奶业品牌提升实施方案》	将奶业品牌建设与奶业振兴发展紧密结合,形成创品牌、推品牌、护品牌的品牌发展机制,培育出一批具有影响力的产品品牌、企业品牌和区域公用品牌,使国产奶业品牌深入人心。
2018年	农业农村部等9部委	《关于进一步促进奶业振兴的若干意见》	以实现奶业全面振兴为目标,优化奶业生产布局,创新奶业发展方式,建立完善以奶农规模化养殖为基础的生产经营体系,密切产业链各环节利益联结,提振乳制品消费信心,力争到2025年全国奶类产量达到4500万吨,切实提升我国奶业发展质量、效益和竞争力。
2017年	农业部、国家发改委等5部门	《全国奶业发展规划(2016-2020年)》	提出十一大主要任务,分别为:优化区域布局;发展奶牛标准化规模养殖;提升婴幼儿配方乳粉竞争力;推动乳制品加工业发展;加强乳品质安全监管;加快推进产业一体化;打造国产乳品品牌;加强良种繁育及推广;促进优质饲草料生产;推进奶牛粪污综合利用;加强奶牛疫病防控。

资料来源:各大政府网站,万联证券研究所

规模化养殖占比不断增加,产业综合素质明显提升。根据中国奶业协会数据显示,2022年国内奶牛存栏百头以上规模化养殖比例高达72%,较2021年上升2个百分点。伴随着养殖规模化率提升,产业素质也大幅提升,目前行业全混合日粮(TMR)技术牧场使用率达到95%;规模化挤奶率达到100%。

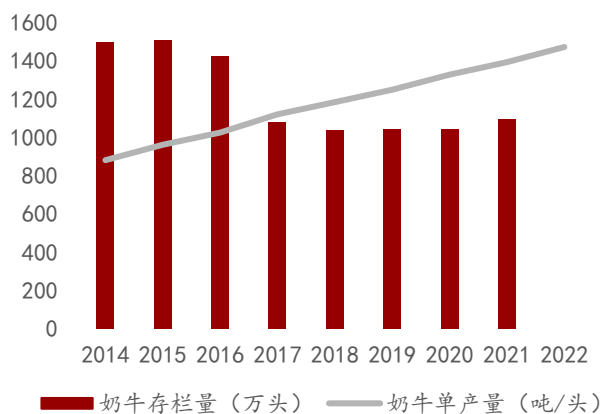
图表5: 2017-2022年规模化养殖场占比



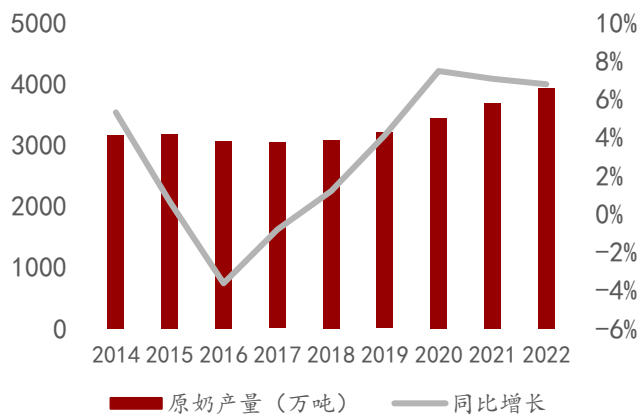
资料来源: 中国奶业协会, 中商产业研究院, 万联证券研究所

奶牛存栏量逐渐回升, 同时奶牛单产提升, 使原奶产量稳步提升。2008年三聚氰胺事件后, 政府为了更好的控制奶源质量, 降低养殖场数量, 导致奶牛养殖业持续低迷。叠加2018年国家整治环保问题, 部分奶牛养殖场关停影响, 我国奶牛存栏量持续下降。但近几年随着规模化牧场的增加, 奶牛品种更为优良以及奶牛养殖环境和技术的改善, 奶牛存栏量保持稳步提升。2021年全国奶牛存栏量为1094.1万头, 同比增长4.85%。同时随着牧场规模化、专业化以及机械化水平提升, 奶牛单产逐年提升, 2022年奶牛单产9.2吨, 规模牧场奶牛单产超过欧盟平均水平。所以原奶产量逐渐增加, 2022年中国原奶产量达3932万吨, 同比增长6.77%。

图表6: 奶牛存栏量和单产变化



图表7: 国内原奶产量变化



资料来源: wind, 中国奶业协会, 中商产业研究院, 万联证券研究所

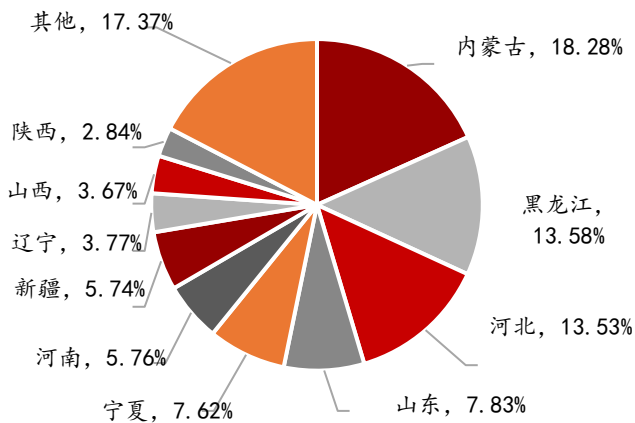
资料来源: wind, 万联证券研究所

2.1.2原奶供应阶段性过剩, 奶源分布“北多南少”

受奶牛的生物习性以及地区气候影响, 我国奶源分布不均。内蒙古、新疆、东北、河北奶源带被称为我国“四大黄金奶源带”, 资源禀赋优异, 故我国奶源主要分布在这些地区。根据国家统计局数据显示, 2021年中国原奶产量前十的省份合计占比为82.63%, 总体呈“北多南少”分布特征。

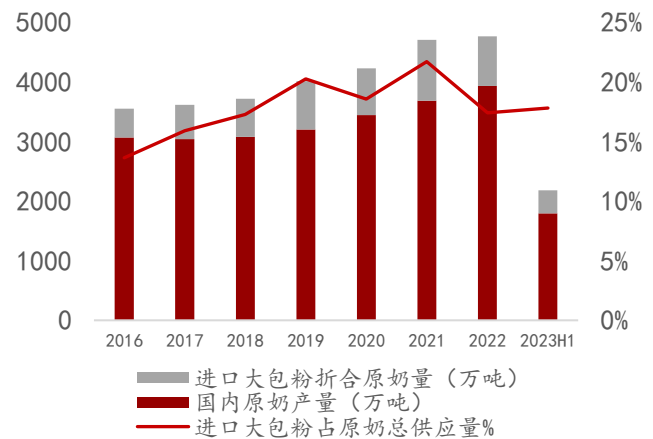
乳制品消费疲软，原奶产能阶段性过剩。我国原奶供应一部分需要通过进口大包粉满足，进口大包粉是将海外新鲜生鲜乳通过精深加工的方式制成工业奶粉，一般1吨大包粉可制成8吨生鲜乳。疫情之前，随着我国居民人均收入水平的提升，对乳制品的需求也逐渐增加，我国原奶供不应求，进口大包粉数量呈上升趋势，2016-2019年CAGR为18.9%；且进口大包粉制成生鲜乳数量占我国原奶供应量比例也总体呈上升趋势，由2016年占比13.6%提升至2019年占比20.2%。在乐观预期下，头部乳企纷纷布局上游牧场，原奶产能迅速扩张。2022年原奶产量同比增长6.77%至3932万吨，但消费层面乳制品需求增长不及预期，2022年液态奶消费出现8年来首次下降，降幅达到8%左右，使得原奶过剩约340万吨。在此背景下，布局上游牧场的头部乳企原奶生产量超过需求量，不得不将原奶进行喷粉保存，即将液体原奶经过灭菌、喷雾干燥等处理成奶粉的状态，能够延长保质期。2023年2月国内乳企平均每天过剩喷粉储藏的原奶高达1.08万吨，占收奶量的17%；同时进口乳制品数量大幅下降，2023年1-6月我国进口乳制品数量为155.36万吨，同比减少12.9%，其中进口大包粉数量为48.56万吨，同比减少28.2%。

图表8: 2021年各省原奶产量分布



资料来源: 国家统计局, 万联证券研究所

图表9: 进口大包粉占原奶总供应量%



资料来源: 中国奶业贸易月报, 国家统计局, wind, 万联证券研究所

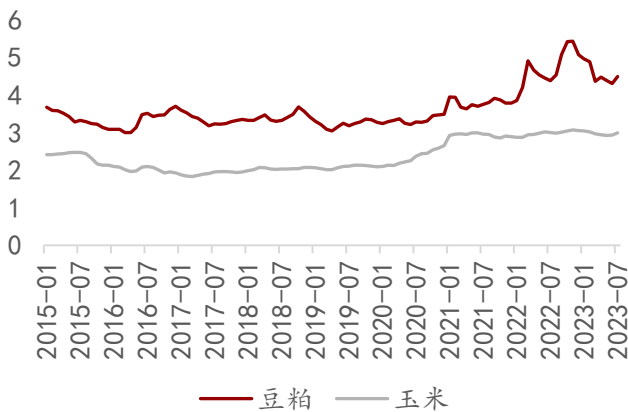
2.1.3 饲料成本维持高位，原奶价格下跌，挤压上游行业利润

饲料成本是奶牛养殖最主要成本，其价格维持高位。2021年每头奶牛所需服务与物质费用中饲料费占比77.34%，其中精饲料占比55.50%，青粗饲料占比21.84%。精饲料又以玉米和豆粕为主，所以玉米和豆粕的价格变化对奶牛养殖成本有很大影响。近年来，玉米价格一直呈上升趋势，豆粕价格自2022年11月起有所回落，但仍然处于高位，均价在4元/公斤之上。

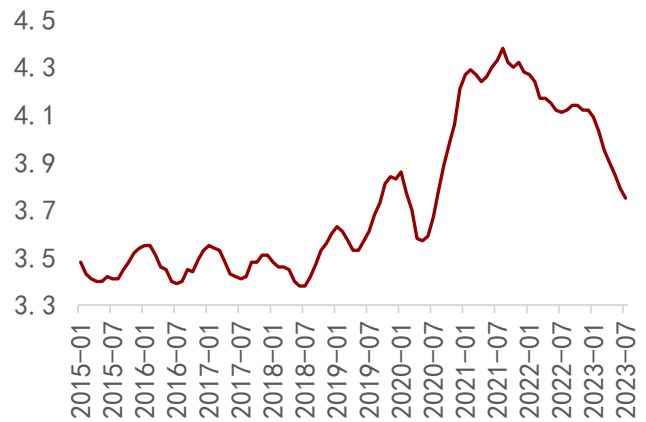
原奶价格下行，饲料成本维持高位，使上游牧场盈利承压。原奶价格自2021年8月至今持续下降，累计降幅14.38%。原奶价格下行一方面是由于需求因素，近两年来中国乳制品消费需求放缓，酸奶、含乳饮料等部分品类销售甚至出现下降；另一方面是供给因素，由于近两年国内奶牛养殖市场迅速扩张，原奶产能出现阶段性过剩，此外进口奶源对国内原奶也存在挤占效应。原奶价格持续下行，已经低于上游牧场生产原奶的盈亏成本线，再叠加成本端饲料价格维持高位，上游牧场持续亏损。而对于产业链中游乳制品加工企业而言，原奶价格下行是利好消息，使乳企毛利率有所提升。但对于头部乳企而言，其奶源多来自于自身上游收购牧场，原奶收购量超过需求量，喷粉保存导致损失较大，从而原材料价格下行红利有所抵消。随着下半年中秋、国庆双节到来

以及国家扩消费政策提振，乳制品消费需求有望上升，原奶供过于求现象得以缓解，预计原奶价格降幅将逐步收窄，头部乳企喷粉量也将减少。

图表10: 豆粕和玉米价格变化(元/公斤)



图表11: 原奶价格变化(元/公斤)



资料来源: wind, 万联证券研究所

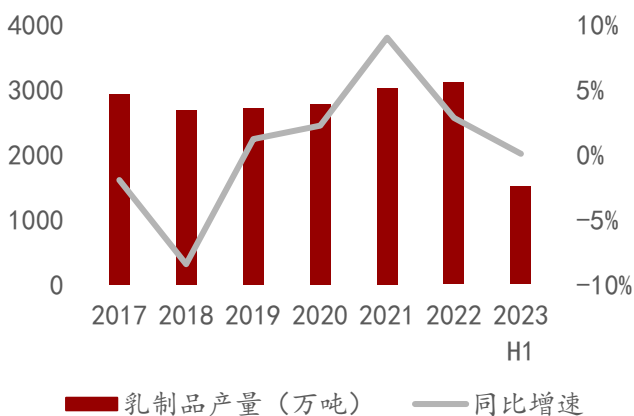
资料来源: wind, 万联证券研究所

2.2 中游: 全产业链一体化建设, 奶业振兴的关键环节

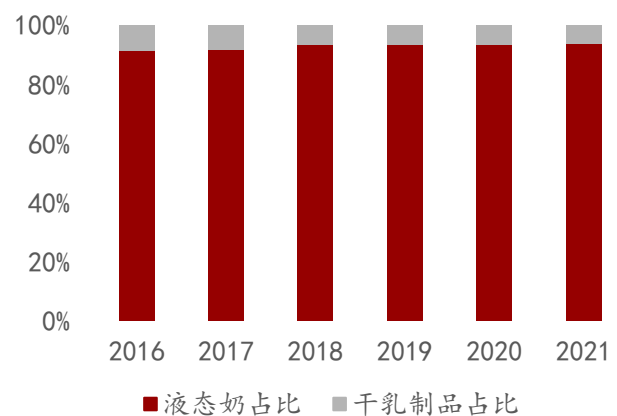
2.2.1 乳制品产量逐渐提升, 产成品以液态奶为主

乳制品产量逐渐提升, 液态奶占比超90%。经过多年的发展, 我国奶业面貌焕然一新。高产优质的奶源基地、世界一流的加工企业, 再配套齐全的产业体系, 乳制品行业产能再创新高。2017-2018年我国乳制品产量呈下降趋势, 2018年以后逐渐回升。2022年中国乳制品产量3117.7万吨, 同比增长2.8%; 2023年上半年中国乳制品产量为1512.1万吨, 同比基本持平。根据中国奶业协会的分类, 乳制品加工后的产成品可分为液态奶和干乳制品, 以液态奶为主。2016-2021年液态奶占比均超过90%, 并总体呈上升趋势。

图表12: 乳制品产量及其同比增速



图表13: 乳制品产成品细分品类产量占比情况

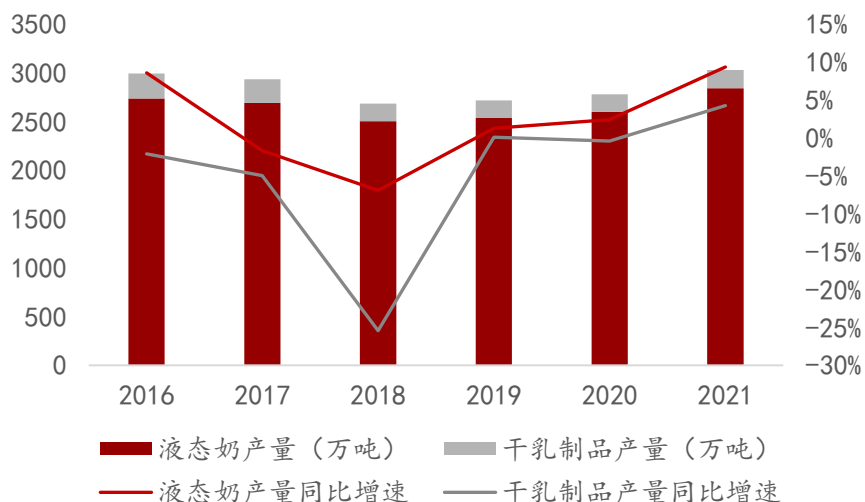


资料来源: wind, 万联证券研究所

资料来源: wind, 万联证券研究所

2018年后液态奶产量呈上升趋势, 干乳制品产量保持平稳。液态奶是由生牛乳经有效的加热杀菌方法处理后, 分装出售的饮用牛乳, 可分为白奶、酸奶、调制乳、含乳饮料等四类, 其中白奶是液态奶中的“主力部队”。自2018年后, 液态奶产量逐渐上升, 2021年其产量为2842.98万吨, 同比增长9.37%; 干乳制品产量保持平稳, 产量在185万吨上下浮动, 2021年其产量为188.68万吨, 同比增长4.27%。

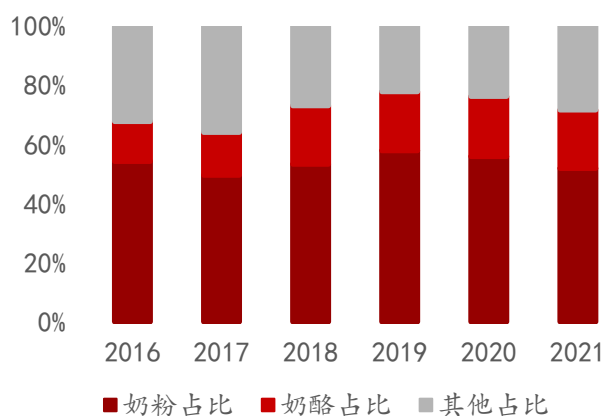
图表14: 液态奶和干乳制品产量及同比增速



资料来源: wind, 万联证券研究所

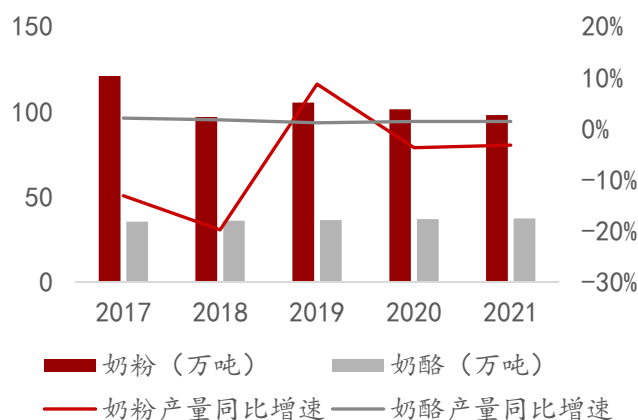
干乳制品以奶粉为主, 奶酪将成重要突破口。干乳制品包括奶粉、乳清、奶油、奶酪和炼乳、冰淇淋、奶片等产品, 随着消费者从“喝奶”向“吃奶”的转变, 干乳制品逐渐成为国民日常食品消费中不可或缺的重要组成部分。其中奶粉占比超50%, 产量呈下滑趋势。2021年奶粉产量为97.94万吨, 同比减少3.25%, 其占比为51.91%。奶酪未来或成行业新的突破点和增长点。奶酪是一种发酵的牛奶制品, 每千克奶酪制品由10千克牛奶浓缩而成, 含有丰富的蛋白质、钙、脂肪、磷和维生素等营养成分。奶酪营养价值高, 更加符合消费升级的发展趋势。2022年我国人均奶酪消费量仅为0.2公斤, 相比于日本人均1.2公斤、英国人均5.5公斤和法国人均13.9公斤的消费量, 还有很大的增长空间。

图表15: 干乳制品细分产品产量占比情况



资料来源: wind, 智妍咨询, 万联证券研究所

图表16: 奶粉和奶酪产量及同比增速

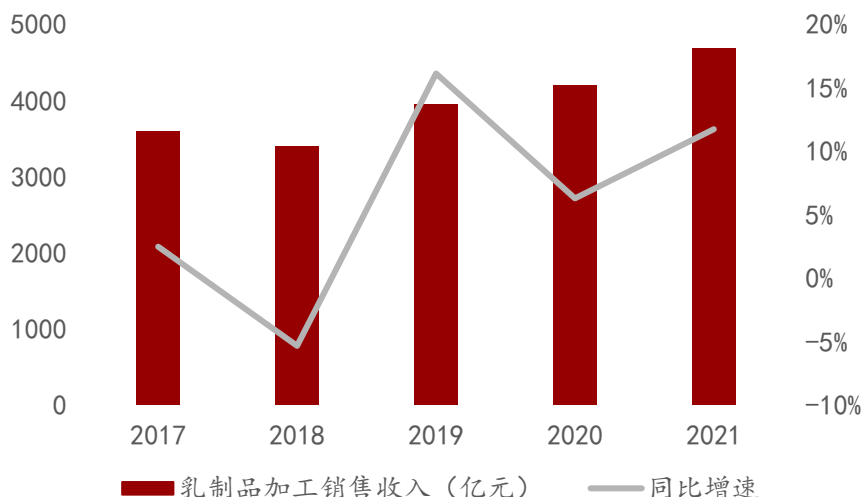


资料来源: wind, 智妍咨询, 万联证券研究所

2.2.2消费升级叠加居民健康意识提升, 行业市场规模有望进一步扩张

乳制品行业市场规模逐渐增加。根据中国奶业经济月报数据显示, 除2018年受乳制品产量骤减影响, 加工销售收入有所下降以外, 其余年份呈缓慢增长趋势。2021年乳制品加工销售收入达4687.38亿元, 同比增长11.72%。

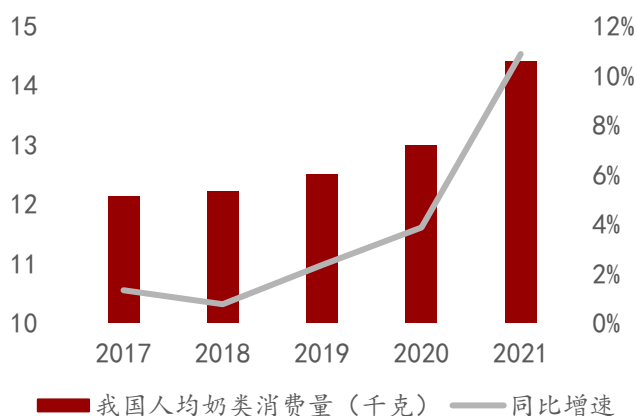
图表17: 乳制品加工销售收入及其同比增速



资料来源: 中国奶业经济月报, 万联证券研究所

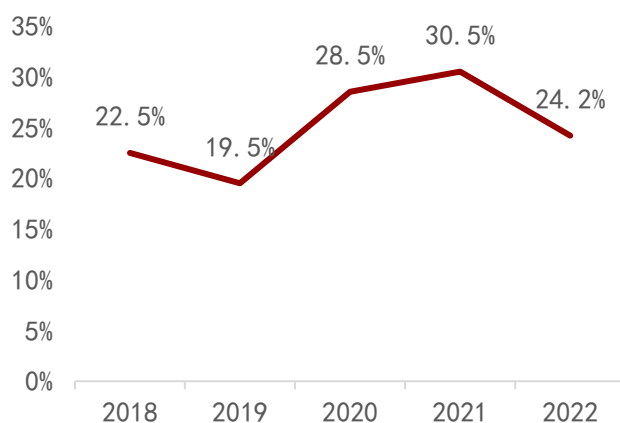
我国人均奶类消费量逐渐提升, 但达标率仍然较低, 与世界平均水平有很大差距。2021年我国人均奶类消费量为14.4千克/年, 仅达全球平均水平的35.5%, 亚洲平均水平的44.7%。《中国居民膳食指南(2022)》指出, 消费量达标率(即平每人每天推荐摄入奶及奶制品300克至500克, 但我国当前人均奶制品均每日摄入量 \geq 300克)较低。根据《2022中国奶商指数报告》数据显示, 2022年公众的每日乳制品摄入量达标率为24.2%, 相比于2018年22.5%有小幅提升, 但仍然较低。随着居民生活水平提高以及健康意识的增加, 乳制品消费量有望进一步提升, 行业市场规模有望进一步扩张。

图表18: 我国人均奶类消费量及同比增速



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表19: 2018-2022年每日乳制品摄入量达标率



资料来源: 《2022中国奶商指数报告》, 万联证券研究所

2.2.3加强全产业链一体化布局, 源头把控品质

为应对原奶价格波动风险, 从源头把控奶源品质, 头部乳企纷纷拓展上游牧场布局, 完善产业链一体化布局。自2008年三聚氰胺事件后, 乳企对乳制品安全重视程度进一步加强, 奶源作为乳制品安全的第一道防线, 其重要性毋庸置疑。各大头部乳企通过自建牧场以及收并购牧场的方式抢占上游市场, 严守乳品质量生命线。中国飞鹤是中国最大并最为人知的中国品牌婴幼儿配方奶粉公司, 于2020年收购原生态牧业33.42亿股份, 占股71.26%, 并于2021年和齐齐哈尔市签约生态特色产业集群建设战略合作项目; 蒙牛通过收购全国最大牧场现代牧业争夺上游奶源, 收购有机奶源中国

圣牧推进有机乳品业务，打造中国乳业产业园以及产业集群项目建设；而伊利通过收购恒天然牧场群并建设产业集群，打造奶源基地。根据头豹研究院的数据显示，2020-2021年中国飞鹤、蒙牛乳业以及伊利股份三大公司奶源自给率分别为100%、41%、37%。

图表20：2020-2021年乳企上游奶源自给情况

企业	奶源自给率	奶源布局措施
中国飞鹤	100%	收购原生态牧业约 33.42 亿股份 签约生态特色产业集群建设战略合作项目
天润乳业	69%	收购新疆天润烽火台奶牛养殖股权
三元股份	60%	收购恒天然北京汉沽牧场股权
君乐宝	50%	投资液态奶工厂项目及万头奶牛养殖项目
新乳业	40%-50%	收购宸美乳业，进军西北市场充实奶源供应链
蒙牛乳业	41%	打造中国乳业产业园以及产业集群项目建设
伊利股份	37%	收购恒天然牧场群并建设产业集群，打造奶源基地
光明乳业	30%	收购青海小西牛生物乳业公司，完善奶源、产能和市场布局

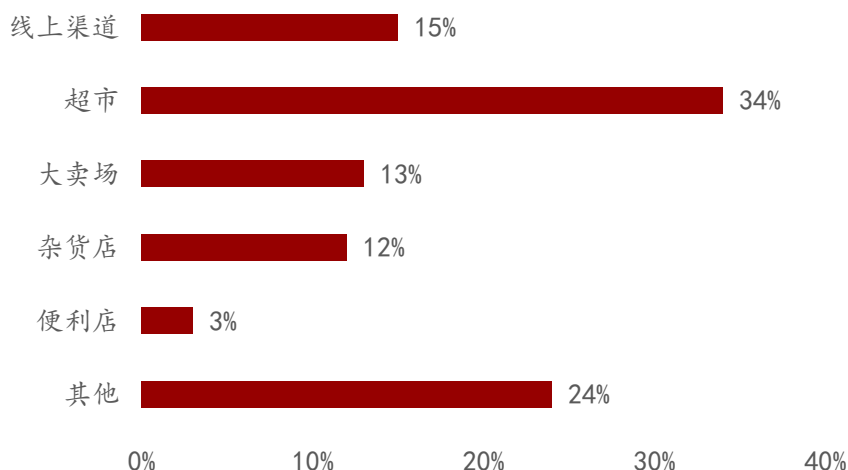
资料来源：头豹研究院，万联证券研究所

2.3 下游：乳品消费品质至上，行业向高端化发展

2.3.1 线下渠道为主，液态奶仍为主力军

线下线上双渠道共同助力行业发展。传统乳企主要通过经销的方式，在商场、超市、便利店等线下渠道进行销售，并通过线下广告、降价促销等形式进行品牌宣传，扩大知名度。根据灼识咨询数据显示，2021年乳制品线下渠道零售额占比为85%。但随着互联网以及淘宝、天猫和京东三大电商平台的发展，越来越多的乳企注意到线上渠道。相较于线下渠道，线上渠道具备库存压力小、经营成本低、经营规模不受场地限制等优势。一些新兴乳企通过重点布局线上渠道立足三大电商平台，再通过网络红人打卡探店、与知名IP跨界碰撞、综艺植入等新兴营销方式，触达更多消费群体，在双寡头垄断的行业竞争格局中实现品牌突围。目前部分新兴乳企开始拓展线下消费场景，传统乳企龙头也在紧锣密鼓地占领线上渠道，双渠道共同推动乳制品行业发展，促进中国乳制品市场走向新高度。

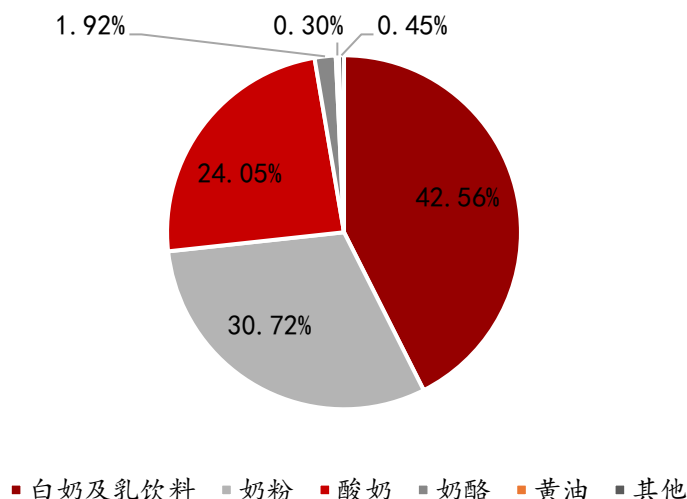
图表21: 2021年乳制品各销售渠道零售额占比



资料来源: 灼识咨询, 万联证券研究所

从消费结构来看, 液态奶仍为主力产品。将乳制品进一步细分为白奶及乳饮料、酸奶、奶粉、奶酪、黄油等品类。根据中商产业研究院数据显示, 2021年白奶及乳饮料消费金额占比最高, 为42.56%; 酸奶消费金额占比排名第三, 为24.05%, 两者均为液态奶, 合计占比66.61%。因此我国乳品消费仍以液态乳为主, 液态乳和干乳制品消费比例大约为7: 3。而奶业发达国家恰恰相反, 其以干乳制品为主, 液态乳和干乳制品消费比例大约为3: 7。

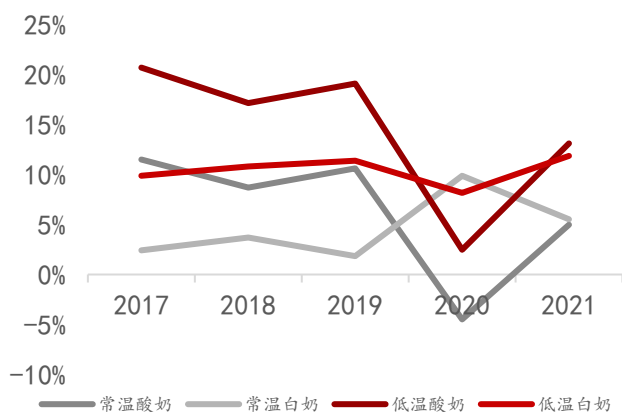
图表22: 2021年乳制品细分产品消费额占比情况



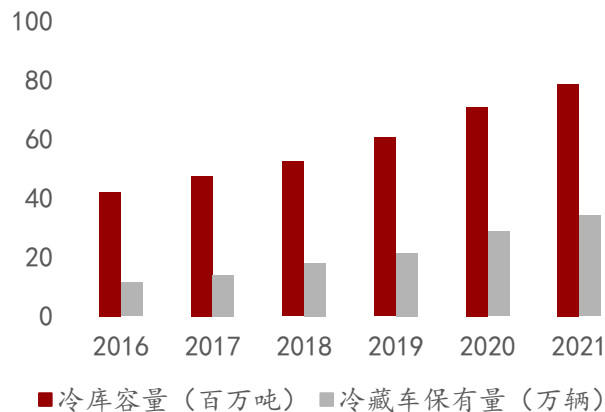
资料来源: 中商产业研究院, 万联证券研究所

液态奶中又以常温奶为主。根据欧睿咨询和灼识咨询数据显示, 2021年常温奶市场零售额为2146.3亿元, 其中常温白奶零售额为1092亿元, 常温酸奶零售额为1054.3亿元。受益于冷链基础设施不断完善, 低温奶销售半径扩大, 增速远超常温奶, 区域奶企发展有望提速。低温奶受保质期限制, 运输半径有限, 从而销售半径也有限, 因此低温奶领域区域乳企占优势。随着冷藏车以及冷库容量等冷链运输基础设施的增加, 促进低温奶的发展。2016-2021年中国冷藏车保有量从11.5万辆增长至34.1万辆, 冷库容量从42.0百万吨增长至78.6百万吨, CAGR分别为24.3%、13.4%, 使得低温奶销售半径迅速扩张, 市场零售额快速增长。2016-2021年低温白奶和低温酸奶市场规模CAGR分别为10.4%、14.3%, 远高于常温奶增速。

图表23: 2017-2021常温奶和低温奶市场规模增速对比



图表24: 冷库容量和冷藏车保有量变化情况



资料来源: 欧睿咨询, 灼识咨询, 中商产业研究院, 万联证券研究所

资料来源: wind, 中物流冷链委, 万联证券研究所

2.3.2 “品质消费”成热点, 市场向高端化、多元化发展

随着人民生活水平的提高和健康消费理念持续提升, 消费者需求从“温饱型”向“品质型”过渡, “品质消费”成为热点, 乳制品市场向高端化发展。根据《食品安全国家标准灭菌乳》规定, 纯牛奶中的蛋白质含量要 $\geq 2.9\text{g}/100\text{g}$, 而目前市场高端奶蛋白质含量远超国家标准。2005年, 蒙牛最早推出高端常温白奶品牌——特仑苏; 特仑苏问世后第二年伊利也推出其高端常温白奶品牌——金典。经过多年的产品升级, 特仑苏“M-PLUS高蛋白”系列和金典“超滤”系列都能实现 $6.0\text{g}/100\text{g}$, 其单价分别为 $3.96\text{元}/100\text{ml}$ 和 $4.16\text{元}/100\text{ml}$, 再创新高。千禧年开始, 酸奶市场品牌和产品逐渐多元化, 常温酸奶逐渐占领市场。近几年, 传统乳企通过口味、功能等创新布局 $30\text{-}80\text{元}/\text{L}$ 的高端酸奶, 并通过加速布局冷链物流拉开了低温酸奶的帷幕。

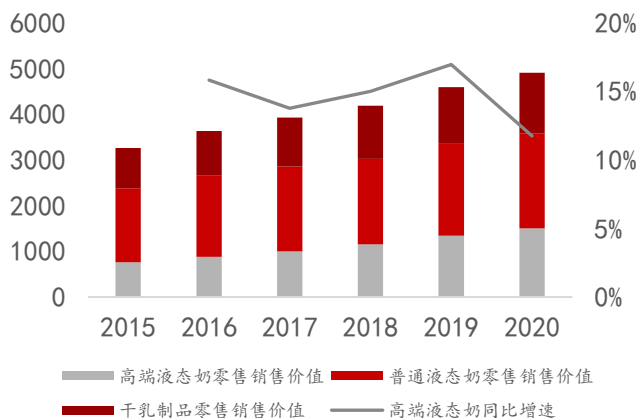
图表25: 乳企龙头蒙牛和伊利高端产品布局

蒙牛——特仑苏											
系列	纯牛奶系列		有机系列		高钙奶系列			脱脂奶系列	低脂牛奶系列		
名称	特仑苏纯牛奶		特仑苏有机纯牛奶		沙漠有机纯牛奶	CPB 高端高钙牛奶	M-PLUS 高蛋白牛奶	嗨 milk 脱脂纯牛奶	特仑苏低脂纯牛奶		
包装	利乐钻	梦幻盖	梦幻盖	苗条装	梦幻盖	梦幻盖	梦幻盖	梦幻盖	利乐钻	苗条装	
样式											
单价元/100ml	1.37	2.80	3.12	2.53	3.96	3.00	3.96	2.20	1.37	2.27	
蛋白质g/100g	3.6	3.8	3.8	3.6	4.0	3.6	6.0	3.6	3.6	3.6	
伊利——金典											
系列	纯牛奶系列			有机系列			高端礼赠系列				
名称	金典纯牛奶			有机纯牛奶			娟姗有机纯牛奶	娟姗纯牛奶	A2β-酪蛋白有机纯牛奶	活性乳铁蛋白有机纯牛奶	超滤牛奶
包装	苗条装	利乐钻	梦幻盖	苗条装	梦幻盖	梦幻盖	梦幻盖	梦幻盖	梦幻盖	梦幻盖	瓶装
样式											
单价元/100g	1.58	2.09	2.23	2.08	2.45	3.03	2.89	2.88	3.92	4.16	
蛋白质g/100ml	3.6	3.6	3.8	3.6	3.8	4.0	3.8	3.8	3.8	6.0	

资料来源: 天猫旗舰店, 万联证券研究所

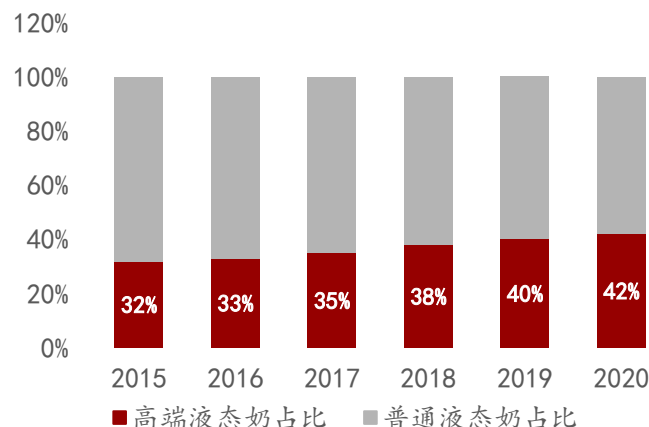
高端液态奶市场占比逐渐提升。根据弗若斯特沙利文数据显示, 2020年高端液态奶零售销售价值为1503亿元, 普通液态奶零售销售价值为2073亿元, 二者2015-2020年CAGR分别为14.6%和5.1%, 高端液态奶发展迅速。同时高端液态奶占比逐渐提升, 由2015年占比31.9%上升至2020年占比42%。

图表26: 各种类乳制品零售销售价值 (亿元)



资料来源: 优然乳业招股说明书, 弗若斯特沙利文, 万联证券研究所

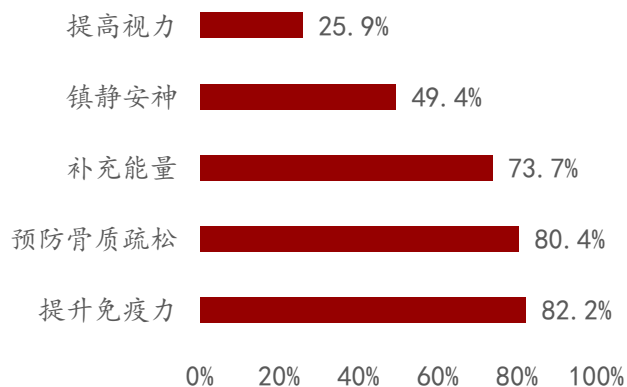
图表27: 液态奶中高端奶零售价值占比情况



资料来源: 优然乳业招股说明书, 弗若斯特沙利文, 万联证券研究所

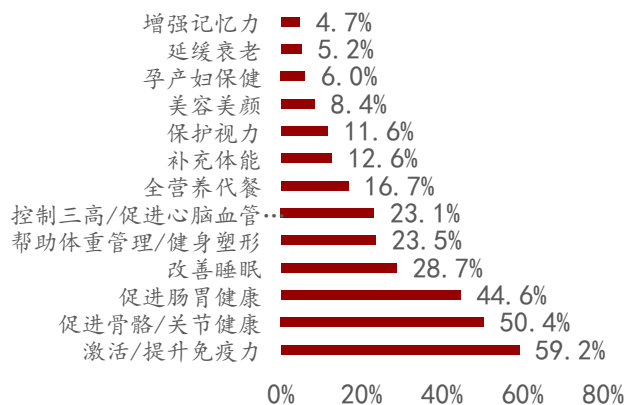
消费者对乳制品功能性诉求增加, 消费场景也更为多元化。乳制品营养丰富, 越来越多的消费者意识到乳制品对人体健康的益处。根据《2022中国奶商指数报告》调查显示, 82.2%的公众认可喝奶能提升免疫力, 80.4%的公众认可喝奶有助于预防骨质疏松, 73.7%的公众认可喝奶能补充能量。消费者对乳制品的功能诉求主要集中在健康方面, 其中激活/提升免疫力、促进骨路/关节健康以及促进肠胃健康位列前三, 同时也新增了体重管理、控三高、保护视力、增强记忆力等更多消费诉求。此外, 消费场景多元化趋势显现。传统乳制品主要消费场景是早餐和礼品赠送, 但随着产品功能的不断丰富, 乳制品逐渐用于运动健身、公司团建、下午茶以及社交聚会等新兴场所。

图表28: 2022年消费者认为喝奶的好处



资料来源: 《2022中国奶商指数报告》, 万联证券研究所

图表29: 2022年消费者对乳制品的功能诉求



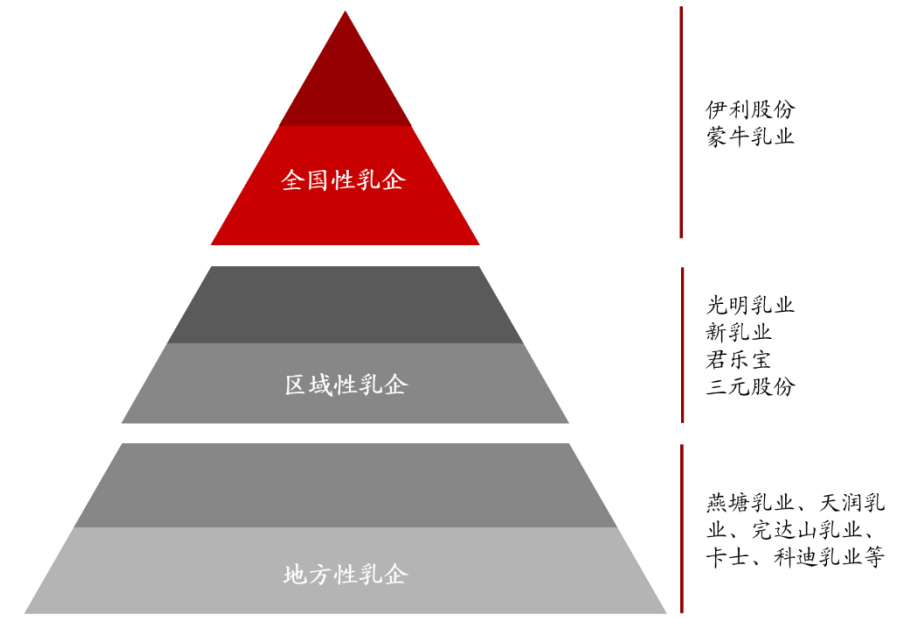
资料来源: 《2022中国奶商指数报告》, 万联证券研究所

3 行业呈双寡头格局, 龙头领先地位稳固

根据乳制品企业的经营范围、渠道覆盖程度及规模, 我国乳企可分为三大梯队。第一梯队是处于行业龙头地位的蒙牛和伊利, 属于全国性乳企, 其产品结构丰富、品牌影响力强、渠道铺设完善, 同时具备显著规模优势, 领先地位稳固; 第二梯队是以光明乳业、新乳业等为代表的区域性乳企, 在重点经营的区域内具备较高的市占率、品牌知名度、消费者忠诚度及较完善的渠道网络; 第三梯队是燕塘乳业、天润乳业等规模较小的地方性乳企, 其经营区域仅为部分省内及周边地区, 在经营区域内具备一定知

名度。

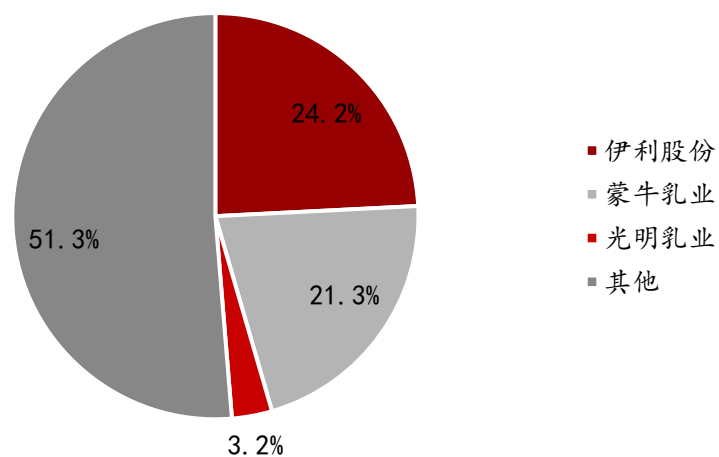
图表30: 乳制品行业竞争梯队



资料来源: 前瞻产业研究院, 万联证券研究所

两家龙头寡头垄断格局稳固, 区域乳企错位竞争。我国乳制品行业集中度高, 根据中商产业研究院数据显示, 2022年伊利股份、蒙牛乳业和光明乳业分列市占率前三, CR3高达48.7%。其中伊利和蒙牛这两大全国性乳企行业领先地位稳固, 在市场中形成一定品牌壁垒, 二者市占率均在20%以上, 行业市占率CR2为45.5%; 区域性乳企和地方性乳企市占率均为个位数, 主要经营低温乳制品以差异化竞争。

图表31: 2022年乳制品行业竞争格局



资料来源: 中商产业研究院, 万联证券研究所

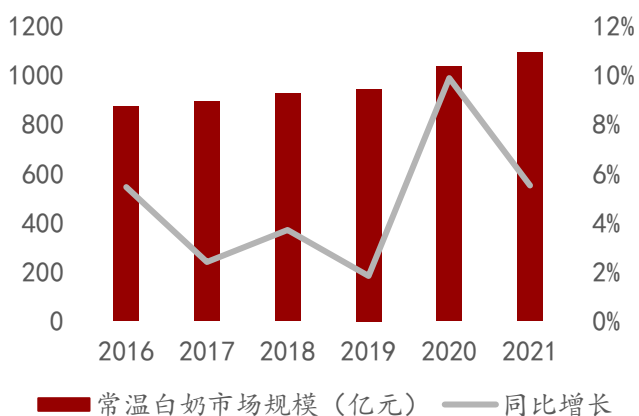
3.1 常温奶领域伊利、蒙牛双寡头垄断格局明显, 引领市场发展

常温奶又名UHT奶, 采用超高温瞬时灭菌工艺。相较传统的巴氏灭菌工艺, UHT超高温瞬时灭菌工艺加热温度更高, 通常达到130-145摄氏度; 持续时间大幅缩短, 通常在2-8秒, 可以在保留牛奶营养的基础上消灭细菌和芽孢, 达到商业无菌标准。配合更

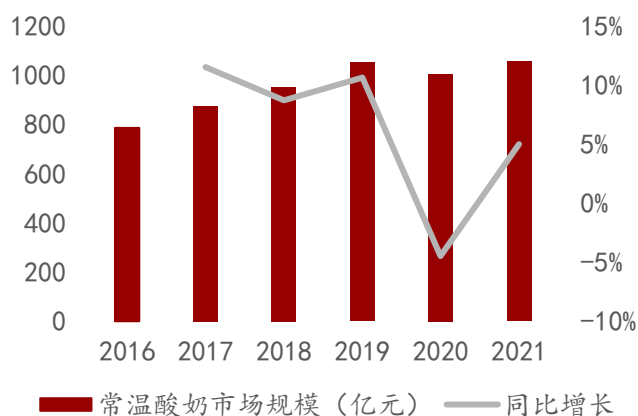
先进的灌装与包材技术，常温奶在常温储存的条件下，保质期可达6个月。

常温奶可分为常温白奶和常温酸奶，其中白奶韧性强，酸奶市场弹性大。根据欧睿咨询数据显示，白奶市场规模由2016年871亿元增长至2021年1092亿元，虽然增速逐渐放缓，但在疫情背景下居民健康需求增加，其市场规模不降反增，进一步凸显韧性。常温酸奶虽然起步较晚，但在2020年以前，其增速远高于白奶市场；2020年受疫情影响，出行、休闲场景大幅锐减，酸奶市场规模下降。随着疫情放开，全国经济逐步复苏，消费场景与消费力不断恢复，常温酸奶市场需求有望恢复。

图表32: 2016-2021常温白奶市场规模及同比增速



图表33: 2016-2021常温酸奶市场规模及同比增速



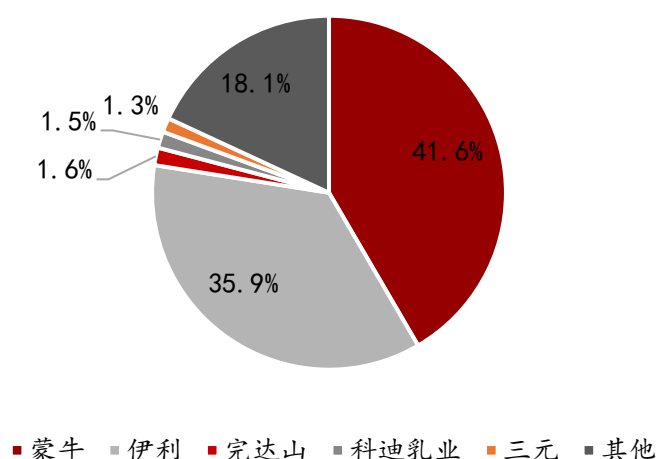
资料来源: 欧睿咨询, 万联证券研究所

资料来源: 灼识咨询, 万联证券研究所

伊利、蒙牛为常温奶领域两大龙头，市占率接近80%。根据华经产业研究院数据显示，2021年常温奶领域蒙牛市占率位居第一，为41.6%；伊利稍次之位居第二，为35.9%，二者合计占比为77.5%，双雄格局稳固。伊利和蒙牛争夺行业第一地位的背后是两家公司在产品、渠道和品牌策略上的差异。伊利和蒙牛的产品定位相似度较高，但二者渠道建设的方向和步伐不同，品牌营销的侧重点也有所差异，导致两家公司业绩释放的周期不同，当前常温奶领域蒙牛占比略高于伊利。

双巨头重心转移，其他企业或将迎来市场机遇。在未来国内常温奶行业以高端化为主旋律，且双雄重心转移，伊利聚焦婴配粉、蒙牛重视低温奶的发展趋势下，伊利、蒙牛市场竞争将有所放缓。同时，伊利、蒙牛的最终实控人分别为内蒙国资委、中粮集团，在当前国企改革浪潮下，二者更加以利润为导向，追求高质量发展。在此背景下，行业或将迎来高质量发展阶段，其他常温奶企业也或将迎来市场机遇。

图表34: 2021年常温奶领域竞争格局



资料来源: 华经产业研究院, 万联证券研究所

3.2 低温奶受运输半径限制, 区域乳企占优

低温奶营养价值更高及制作工艺革新推动其在乳品市场崛起。杀菌工艺不同决定常温奶和低温奶的营养价值不同。常温奶采用超高温瞬时灭菌工艺, 在通过高温杀菌延长保质期的同时降低了活性营养物质。而低温奶采用巴氏杀菌工艺, 是采用低温杀菌的方式杀灭有害菌群, 但能保持奶制品的鲜度和营养成分, 因此低温奶相较于常温奶的营养价值更高。不过巴氏杀菌保质期较短, 仅7天左右, 并且需要依靠冷链(0-6摄氏度)运输, 运输半径仅200公里。针对以上缺点, 低温奶灭菌工艺不断革新, 从巴氏杀菌逐渐发展成超瞬时杀菌技术, 保质期延长至19天, 运输半径扩大至500公里。同时超瞬时杀菌技术使得低温奶更符合消费者对营养物质和口感的需求, 低温奶市场逐渐崛起。

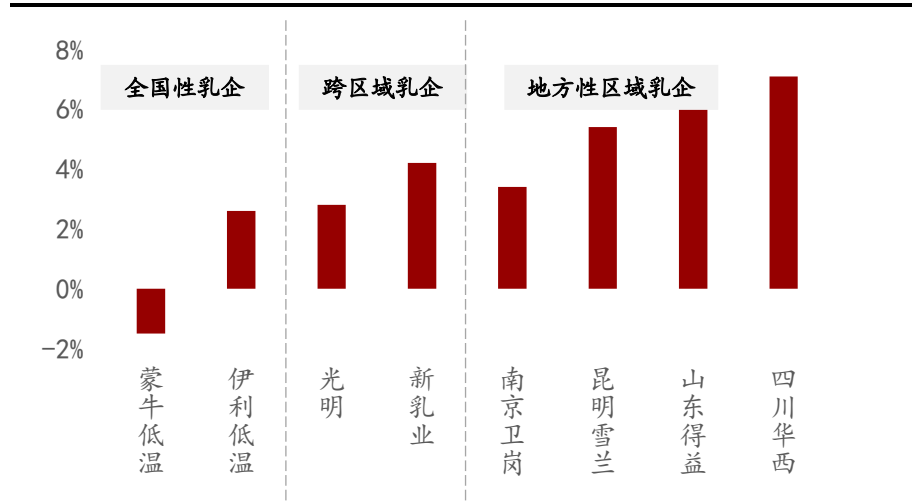
图表35: 各种灭菌工艺对比

	巴氏杀菌	超高温瞬时灭菌技术	超瞬时杀菌技术
杀菌温度	63℃	135-140℃	143-158℃
杀菌时长	30min	3s-4s	0.09s
技术原理	利用病原体不耐热的特点, 采取适当的温度和保温时间杀菌	利用蒸汽或热交换器, 加热杀菌后迅速冷却, 高温导致蛋白质不可逆	利用微生物热致死原理, 短时间有效地杀死微生物
营养成分	保留天然活性物质乳铁蛋白、乳过氧化物酶、免疫球蛋白等	保留天然营养物质, 仅存在小部分无害或有益、较耐热的细菌或细菌芽孢	最大限度保留活性蛋白的同时高效杀灭致病菌
保质期	7天	6-12月	19天
运输条件	2-6℃冷链运输 200公里范围	常温保存运输 可进行常温运输	2-6℃冷链运输 200公里范围

资料来源: 头豹研究院, 万联证券研究所

低温奶市场拓展依奶源地遵循“圆心-半径”理论，市场竞争呈区域割据局面。低温奶因为保质期较短，运输半径有限，所以市场拓展范围必须以奶源地为圆心，冷链运输为半径，导致低温奶行业市场竞争呈区域割据的局面。如我国西北地区和西南地区呈现新希望和蒙牛并驱争先的格局；华中和华东地区呈现光明、伊利和蒙牛三足鼎立的局面；而华南地区主要是卡士、燕塘和晨光三方竞争。相较于全国性乳企，区域乳企盈利能力显著更优。根据头豹研究院数据显示，2020年全国性乳企蒙牛、伊利低温业务的净利率分别为-1.5%、2.6%，而不管是光明、新乳业等较大的跨区域乳企，还是山东得益、四川华西等较小的地方性区域乳企，其净利率均高于蒙牛和伊利。

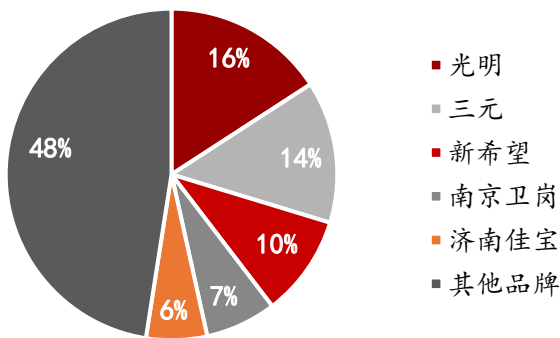
图表36: 2020年不同类型乳企净利率对比



资料来源：头豹研究院，万联证券研究所

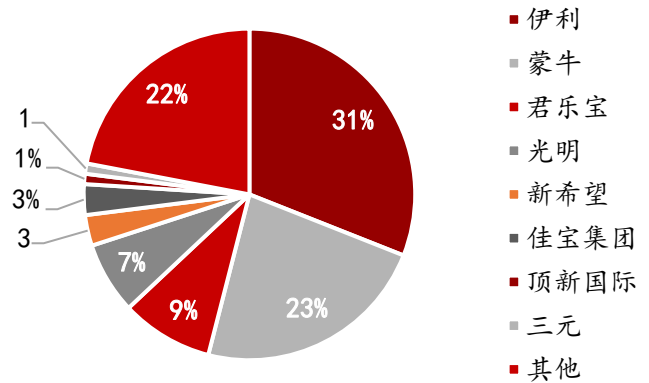
受运输半径限制，低温奶行业暂未形成大型龙头企业，仍以中小企业为主。低温白奶领域以光明、三元等区域性乳企为主，且市场集中度不断提升。根据头豹研究院数据显示，2020年低温白奶市场前三分别为光明、三元和新乳业，市占率分别为16%、14%和10%。且随着渠道精耕与扩张以及乳企并购整合，低温白奶市场集中度逐渐提升，CR5由2019年的36%提升至2020年的52%。低温酸奶领域伊利、蒙牛为两巨头占据主导地位，两者市占率超50%。伊利、蒙牛在早期推进常温白奶铺货时就开始发展低温酸奶，随着两者低温酸奶的不断迭代升级，如伊利延续畅轻品牌、推出具备高蛋白和零添加的畅轻黑标蛋白时光低温酸奶；蒙牛推出冠益乳系列0蔗糖、减糖系列产品以及简配方的丝滑筒1L桶装低温酸奶新产品，持续顺应0糖类产品高速增长的趋势，伊利、蒙牛成为低温酸奶领域两巨头。根据头豹研究院数据显示，2020年伊利、蒙牛市占率分别为31%、23%；区域乳企也具有一定市场基础，2020年君乐宝、光明以及新希望市占率分别为9%、7%和3%，分别位居第三至第五。

图表37: 2020年低温白奶市场竞争格局



资料来源: 头豹研究院, 万联证券研究所

图表38: 2020年低温酸奶市场竞争格局

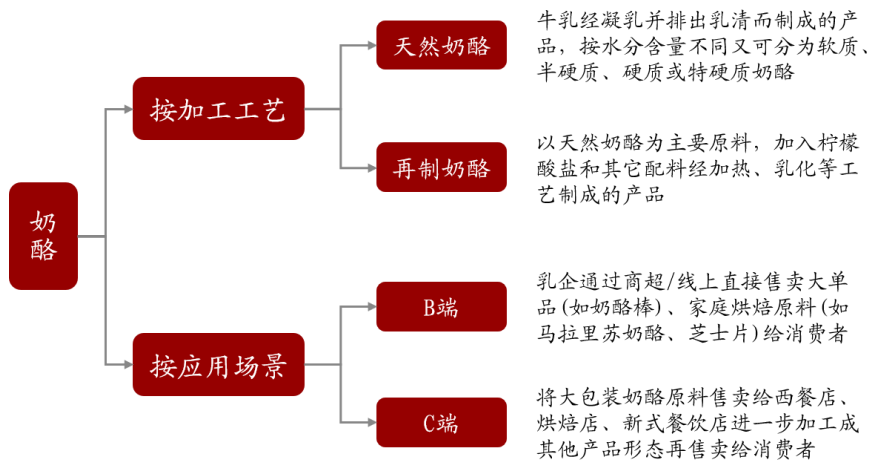


资料来源: 头豹研究院, 万联证券研究所

3.3 奶酪市场国产品牌逐渐兴起, 行业集中度逐步提升

奶酪分为天然奶酪和再制奶酪, 可应用于零售端和餐饮端。天然奶酪是牛乳经凝乳并排出乳清而制成的产品, 根据水分含量不同可分为软质、半硬质、硬质或特硬质奶酪; 而再制奶酪是以天然奶酪为主要原料, 加入柠檬酸盐和其它配料经加热、乳化等工艺制成的产品。乳企既可以通过商超/线上售卖直接售卖大单品(如奶酪棒)、家庭烘焙原料(如马拉里苏奶酪、芝士片)给消费者, 也可以将大包装奶酪原料售卖给西餐店、烘焙店、新式餐饮店, 经过进一步加工成其他产品形态再售卖给消费者。

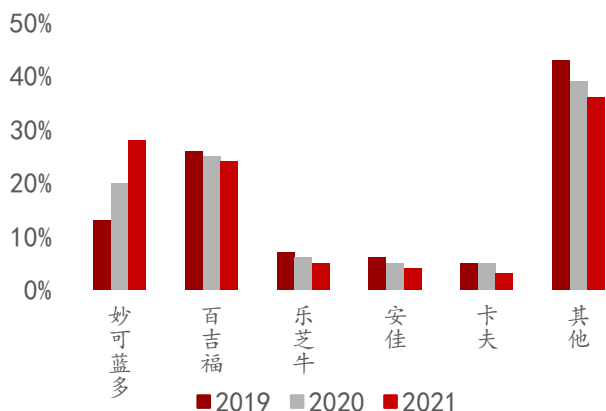
图表39: 奶酪分类及应用



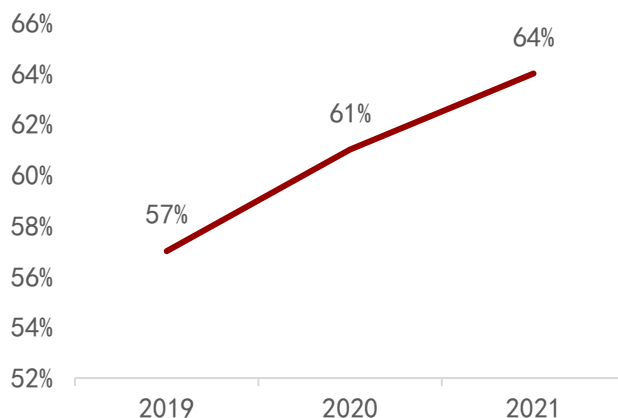
资料来源: 观研报告网, 万联证券研究所

国产品牌妙可蓝多逐渐崛起, 行业集中度逐渐提升。我国奶酪市场发展较晚, 发展初期主要被外资企业把控。1998年开始, 保健然旗下的百吉福、恒天然旗下的安佳、贝尔集团旗下的乐芝牛以及卡夫亨氏旗下的卡夫陆续入驻中国奶酪市场, 并占有一席之地。随着国内本土品牌妙可蓝多依托新兴奶酪棒业务高速发展, 其市占率逐渐反超百吉福, 成为奶酪领域第一位。根据中商产业研究院数据显示, 2021年妙可蓝多市场份额首超百吉福, 两者市占率分别为28%、24%。同时行业集中度不断提升, CR5由2019年的57%上升至2021年的64%。但前五奶酪品牌中, 国内本土品牌仅妙可蓝多一家, 国内奶酪品牌仍存在较大的增长空间。

图表40: 2019-2021年奶酪市场竞争格局变化



图表41: 2019-2021年奶酪市场CR5变化



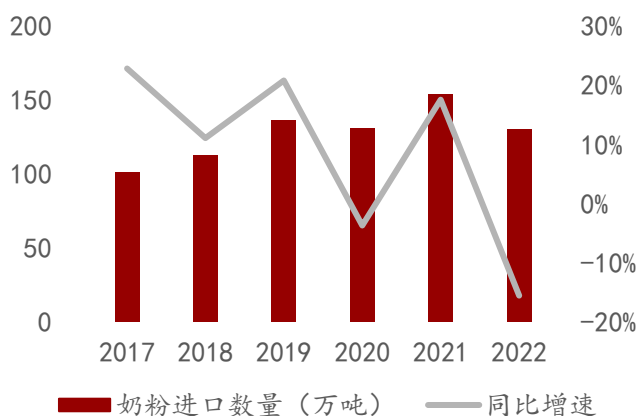
资料来源: 头豹研究院, 中商产业研究院, 万联证券研究所

资料来源: 头豹研究院, 中商产业研究院, 万联证券研究所

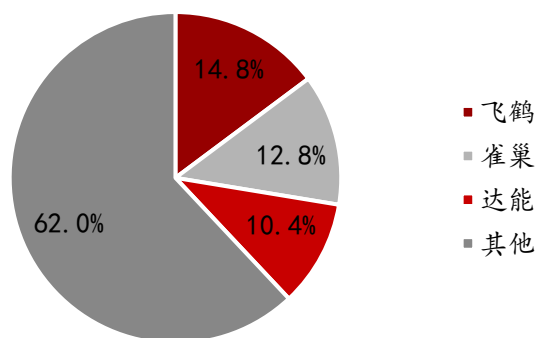
3.4 奶粉市场国产品牌重拾增势, 进口奶粉增速放缓

进口奶粉增速放缓, 飞鹤等国产品牌强势崛起。2008年三聚氰胺事件使消费者对国产奶粉丧失信任, 外资品牌伺机快速发展, 之后十年可谓是外资品牌在中国奶粉市场发展的“黄金十年”。随着国家政策端不断引导国产奶粉振兴, 以及国产奶粉企业龙头自身不断加强产品、渠道及品牌建设, 消费者对国产品牌信心逐渐恢复, 进口奶粉增速放缓。根据海关总署数据显示, 2022年奶粉进口量为130万吨, 同比减少15.58%。同时国产奶粉市占率逐渐提升, 根据欧睿咨询发布的数据显示, 2020年, 国产奶粉市场份额达到53%, 首次超过外资品牌。其中以飞鹤奶粉表现最为突出, 2020年其市占率提升至14.8%, 位居第一。

图表42: 2017-2022年我国奶粉进口量及其增速变化



图表43: 2020年奶粉市场竞争格局

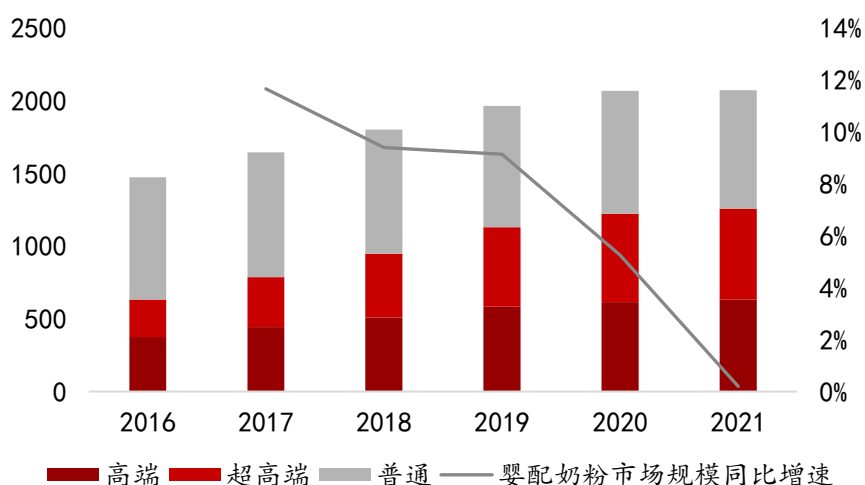


资料来源: wind, 万联证券研究所

资料来源: 欧睿咨询, 前瞻产业研究院, 万联证券研究所

主要布局婴配奶粉, 婴配奶粉市场增速放缓, 高端需求增加。根据灼识咨询数据显示, 2016-2021年我国婴幼儿配方奶粉的市场规模从1474亿元增长至2072亿元, CAGR为7.1%, 但随着未来新生儿数量的降低以及严苛国家标准的落实, 婴配奶粉市场增速趋缓。同时随着城市化水平的提高、人均可支配收入的持续增长、及居民健康意识的不断提高, 市场对超高端婴配奶粉及高端婴配奶粉的需求快速增长。2021年, 高端及超高端婴配奶粉市场零售规模为1257.1亿元, 占有婴配奶粉比重为60.7%, 超过普通婴配奶粉。

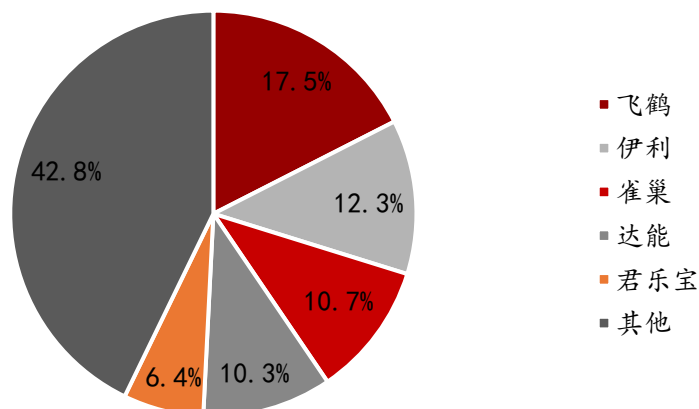
图表44: 2016-2021年中国婴配奶粉市场分产品零售规模(亿元)及婴配奶粉同比增速



资料来源: 灼识咨询, 万联证券研究所

从市场竞争格局来看, 婴配奶粉市场集中度较高, 国产品牌市占率不断提升。凭借国家政策利好、消费者对国产奶粉信心的恢复以及国产品牌深耕低线城市渠道的优势, 飞鹤、伊利、君乐宝等国产奶粉的市场占有率不断提升, 加速婴配奶粉行业国产替代进程。根据智妍咨询数据显示, 2022年婴配奶粉市场市占率CR5为57.2%, 市场集中度较高; 且2022年婴配奶粉市场销售额前五的品牌分别为飞鹤、伊利、雀巢、达能和君乐宝, 市占率分别为17.5%、12.3%、10.7%、10.3%、6.4%, 其中国产品牌占据三席。

图表45: 2022年中国婴配奶粉市场竞争格局



资料来源: 智妍咨询, 万联证券研究所

4 重点公司分析

4.1 伊利股份: 龙头地位稳固, 核心竞争力优势明显

公司是中国规模最大、产品品类最全的乳制品企业。同时公司也在亚洲、欧洲、美洲、大洋洲等奶业发达地区实现产业布局, 构建了一张覆盖全球资源体系、全球创新体系、全球市场体系的骨干大网, 现位居全球乳业五强, 并已连续九年蝉联亚洲乳业第一。

站在全球乳业五强的新起点，公司已正式发布“成为全球乳业第一，挺进全球健康食品五强”的战略目标。

产品矩阵逐渐完善，多个细分领域领先。公司旗下现拥有液体乳、乳饮料、奶粉、酸奶、冷冻饮品、奶酪、乳脂、包装饮用水等几大产品系列。公司于1999年开创液态奶事业部，在国内首家大规模引入超高温灭菌技术及液态奶生产线，开创了中国的“液态奶时代”，并依靠液态奶实现全国化扩张，逐步成为液态奶领域双寡头之一。之后陆续布局奶粉、奶酪、冷饮等其他乳制品，产品矩阵逐渐丰富，并且各细分领域成绩优异。根据尼尔森零研数据显示，2022年公司液态类乳品零售额市占份额为33.4%，稳居细分市场第一；婴幼儿配方奶粉零售额市占份额为12.4%，跃居细分市场第二；成人奶粉零售额市占份额为25.3%，位列细分市场第一；奶酪业务的终端市场零售额份额比2021年提升了3.5个百分点；冷饮业务市场份额保持市场第一，连续28年稳居全国冷饮行业龙头地位。

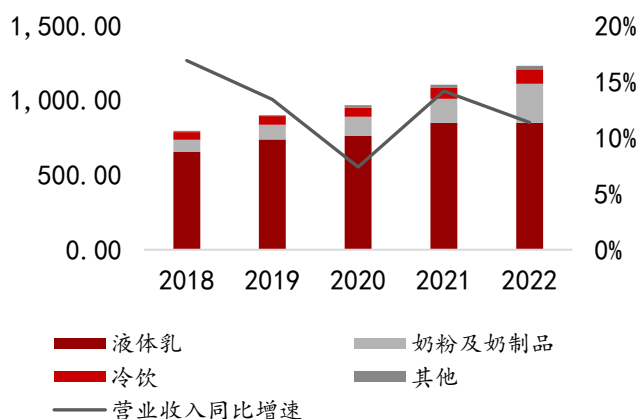
图表46: 伊利股份产品矩阵图



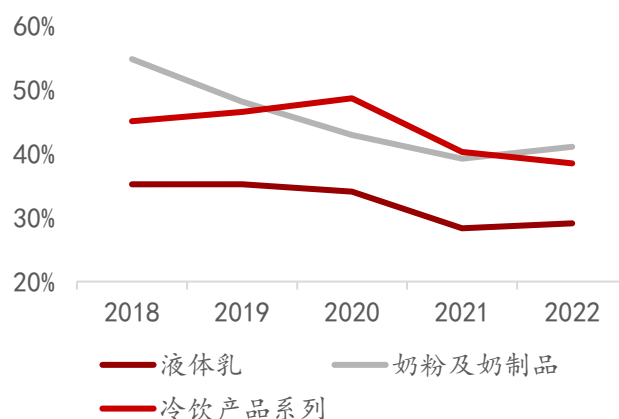
资料来源: 公司官网, 万联证券研究所

液体乳为主要产品，但其占比逐渐下降。2022年公司液体乳业务实现营业收入849.26亿元，与2021年基本持平，其整体市场零售额份额继续稳居行业第一，但公司液体乳业务占比持续降低，由2018年的82.6%下降到2022年的68.9%。**公司重心逐渐转移，奶粉及奶制品业务成公司第二增长极。**近几年公司奶粉和奶制品业务快速增长，2022年营业收入为262.60亿元，同比增长62.01%，占比也提升至21.3%。同时公司奶粉及奶制品业务毛利率高于液体乳业务，随着公司重心逐渐转向奶粉，有望进一步改善公司毛利水平。

图表47: 2018-2022年伊利分产品营业收入(亿元)



图表48: 2018-2022年伊利分产品毛利率情况



资料来源: wind, 万联证券研究所

资料来源: wind, 万联证券研究所

品牌形象卓越, 消费者触达广泛且有效。公司坚守“伊利即品质”企业信条, 深入诠释“滋养生命活力”的品牌理念。从2008年北京奥运会到2019年武汉军运会、2022年北京冬奥会, 从2010年上海世博会到2016年杭州G20峰会, 公司作为唯一一家提供服务的乳制品企业频频亮相, 品牌形象深入人心, 消费者对高品质追求也更加认可。2022年, 凯度BrandZ最具价值全球品牌榜发布, 公司品牌价值稳居全球食品饮料品牌五强, 蝉联全球乳业榜首; 在凯度消费者指数《2022年品牌足迹》中国市场报告中, 公司凭借92.4%的品牌渗透率、13亿的消费者触及率数, 连续7年位列中国市场消费者首选品牌榜榜首。

4.2 蒙牛乳业: 持续扩充产品品类, 积极培育高盈利增长点

公司1999年成立于内蒙古自治区, 总部位于呼和浩特, 是全球乳业七强, 并于2004年在港交所挂牌上市。2009年, 中粮集团入股蒙牛乳业, 成为其最大单一股东。凭借丰富的产品矩阵, 卓越的品牌优势以及高品质奶源布局, 蒙牛现已成为我国乳制品行业龙头之一。除中国内地外, 蒙牛产品还进入了东南亚、大洋洲、北美等区域的十余个国家和地区市场。

产品矩阵丰富, 布局与伊利相似。公司专注于为中国和全球消费者提供营养、健康、美味的乳制品, 形成了和伊利一样包括液态奶、冰淇淋、奶粉、奶酪等品类在内的丰富产品矩阵; 拥有特仑苏、纯甄、冠益乳、优益C、每日鲜语、蒂兰圣雪、雅士利、贝拉米、妙可蓝多、爱氏晨曦等明星品牌。在高端纯牛奶、低温酸奶、高端鲜奶、奶酪等领域, 市场份额处于领先地位。

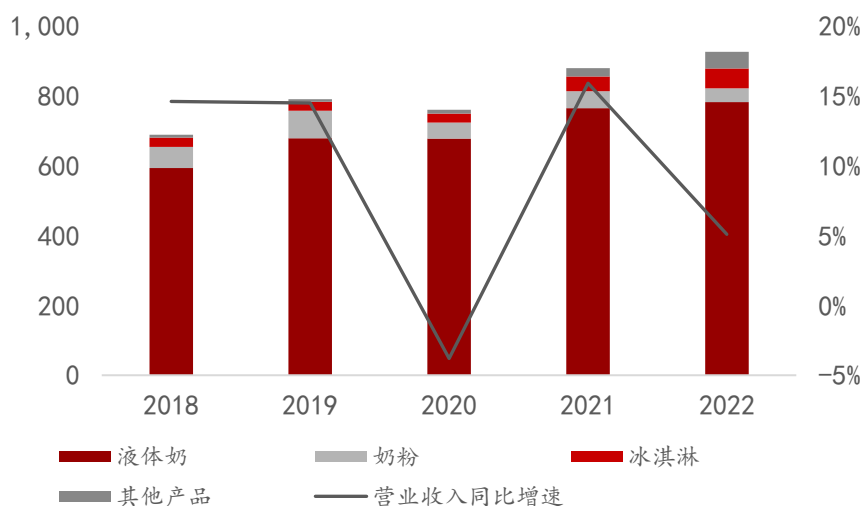
图表49: 蒙牛乳业产品矩阵图



资料来源: 公司官网, 公司公告, 万联证券研究所

液态奶板块重视低温奶, 持续扩充产品品类, 积极培育高盈利增长点。液态奶是蒙牛主要收入来源, 2022年液态奶营收为783亿元, 占比84.6%。其中常温奶方面, UHT纯牛奶呈现较强的增长韧性, 特仑苏大幅拉开差距, 特仑苏有机成为市场份额第一。随着居民健康意识的提升以及冷链运输设施的改善, 营养价值更高的低温奶越受重视。低温奶方面, 公司现有核心品牌“现代牧场”和“每日鲜语”, 2022年又推出主打年轻人健康的“小鲜语”。公司低温业务发展强劲, 连续18年保持低温市场份额第一。在内生打造低温业务的同时, 公司也在通过外延并购布局奶酪和奶粉市场。奶酪方面, 于2020年收购妙可蓝多23.8%的股权, 妙可蓝多依托新兴奶酪棒业务高速发展, 其在国内奶酪市场市占率已赶超百吉福成为第一; 奶粉方面, 雅士利、贝拉米是公司奶粉业务主要收入来源, 分别于2013年和2019年收购。公司奶粉业务收入呈下降趋势, 2022年奶粉营收仅39亿元, 同比减少20.4%, 有待进一步加强。

图表50: 2018-2022年蒙牛分产品营业收入(亿元)



资料来源: wind, 万联证券研究所

蒙牛一流的品质与品牌价值在国内外得到广泛认可。2003-2005年,蒙牛凭借着赞助“神舟五号”首次载人航天任务及《超级女声》被大家熟知,迅速在国内打开市场知名度。自从以后,蒙牛持续加大营销投入,现已成为奥林匹克全球合作伙伴(TOP)、FIFA世界杯全球官方赞助商、中国足协中国之队官方合作伙伴、中国航天事业战略合作伙伴、NBA中国官方市场合作伙伴、上海迪士尼度假区官方乳品合作伙伴、北京环球度假区官方合作伙伴。但在收获的利益方面,与后来居上的伊利相比有所差距。伊利在2005年后先后成为2008北京奥运会、2010上海世博会与2022北京冬奥会合作伙伴,并长期冠名赞助《爸爸去哪儿》、《奔跑吧兄弟》等热门综艺节目。在综合实力逐渐加强下,伊利综艺冠名和品牌合作实力大于蒙牛,广告费用投入也更高,伊利与蒙牛后期在品牌营销方面逐步攻守易势。

图表51: 近年伊利和蒙牛综艺冠名、品牌合作数量对比情况

伊利			蒙牛		
产品名称	产品冠名综艺/影视	品牌合作伙伴	产品名称	产品冠名综艺/影视	品牌合作伙伴
金典	《我们的客栈》《披荆斩棘的哥哥》《乘风破浪的姐姐》《脱口秀大会》《明星大侦探》《丁真的自然日记》《天赐的声音》《我是歌手》《最强大脑》	2022年G20印尼峰会乳制品合作伙伴	真果粒	《青春有你》《花儿与少年》《偶像练习生》	2022年北京冬季奥运会
优酸乳	《中国说唱巅峰对决》《你好，星期六》《乐队的夏天》	2022年北京冬季奥运会	酸酸乳	《超级女声》《中国最强音》	2020年北京环球度假区官方合作伙伴
安慕希	《明星大侦探》《中国好声音2021》《奔跑吧兄弟》	2021年至2024年亚足联国家队赛事官方全球合作伙伴	纯甄	《宇宙打歌中心》《这！就是街舞4》《听说很好吃》《创造营》《奇葩说》《极限挑战》《中餐厅》第四季《我们的挑战》	2022年、2018年世界杯全球赞助商
甄稀	《一起开饭吧》《让生活好看》《拜托了冰箱》	博鳌官方唯一指定乳制品合作伙伴	蒙牛	《十二道锋味》	2018年上合论坛服务产品
金领冠	《妻子的浪漫旅行》3、2, 湖南卫视金鹰独播剧场	2019年第七届世界军人运动会	特仑苏	《舞蹈风暴》《声入人心》《向往的生活》、湖南卫视金鹰独播剧场	2017年金砖国家峰会服务产品
畅轻	《张卫国的夏天》《没有工作的一年》《青春环游记》《我是大侦探》《我们相爱吧》	2022、2016年G20杭州峰会	/	/	2016年上海迪士尼度假区官方乳品合作伙伴
舒化奶	《笑起来真好看》《我们是真正的朋友》《幸福三重奏》	中国航天太空创想乳制品官方合作伙伴	/	/	巴黎圣日耳曼俱乐部官方区域合作伙伴
畅意	《极限挑战》《巅峰之夜》《挑战者联盟》《二十四小时》	2022年冬残奥会	/	/	/
植选豆乳	《半熟恋人》《恋恋桃花源》《以团之名》、湖南卫视华人春晚	CBA官方合作伙伴	/	/	/

资料来源: 观研报告网, 万联证券研究所

4.3 光明乳业：全产业链一体化发展，成就低温奶领域龙头

公司成立于1996年，是乳品行业集奶牛养殖、乳制品研发及生产加工、冷链物流配送、终端销售等产业链于一体的全国性大型乳品企业。上游具备28个牧场，有60多年养牛历史，确保提供自然纯净、安全可靠、优质的奶源，其中光明乳业是国内最大的乳业综合性服务公司之一；中游拥有17家乳品加工厂，全面实施光明PAI质量体系，引领乳品行业实施“世界级制造WCM”，高要求高标准打造高端产品；下游运输环节拥有65座综合物流中心、50000余个终端网点，销售方面有2000多个经销商和60万个有效销售网点。从牧场到终端，公司持续提供高品质的产品和服务。

图表52：光明乳业全国产业链一体化布局



资料来源：公司官网，万联证券研究所

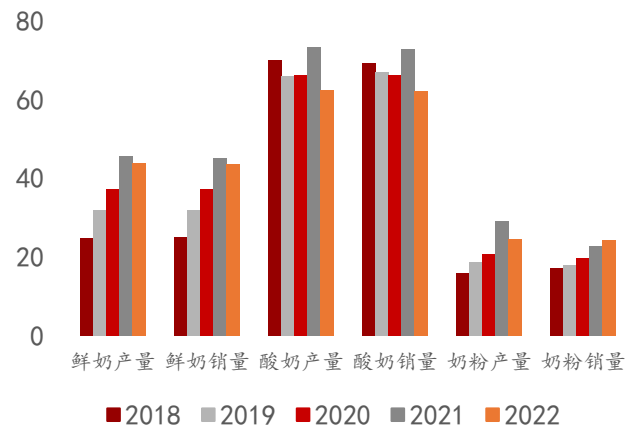
公司生产产品主要分为鲜奶、酸奶和奶粉三大类，战略定位保持“领鲜者”。公司产品可进一步细分为新鲜牛奶、新鲜酸奶、常温白奶、常温酸奶、乳酸菌饮品、冷饮、婴幼儿及中老年奶粉、奶酪、黄油等产品，其中酸奶为公司重点销售产品。2022年酸奶产销量分别为62.3、62.1万吨，受疫情影响，分别同比减少15.01%、14.72%。同时公司面临与两大乳品龙头企业蒙牛和伊利的激烈竞争，在战略上保持做“新鲜乳品的领先公司”的定位。蒙牛、伊利借助常温奶东风逐渐赶超光明，光明也逐渐布局常温奶领域，于2009年推出常温酸奶品牌莫斯利安，但由于产品后续创新不足，逐渐被蒙牛纯甄、伊利亚慕希反超。而低温板块凭借上游优质奶源以及优越的冷链运输条件，成为行业龙头。

图表53：光明乳业产品矩阵图



资料来源：公司官网，万联证券研究所

图表54：2018-2022年光明产品产销量（万吨）



资料来源：公司公告，万联证券研究所

5 投资建议与风险提示

5.1 投资建议

目前原奶供过于求，价格持续下行，对中游乳企毛利率改善利好。但由于头部乳企与上游牧场绑定过深，原料收购超过需求，喷粉保存导致损失较大，原奶价格下行红利有所抵消。**短期来看**，随着中秋、国庆双节到来以及下半年消费提振，乳制品消费需求有望回升，原奶供应过剩现象得以缓解，预测下半年原奶价格降幅将收窄，最终保持低位运行，同时乳企喷粉导致损失也会减少，从而使乳企毛利率进一步改善。**中长期来看**，我国奶业发展空间广阔。我国人均奶类消费量较奶业发达国家仍有较大提升空间。随着经济恢复和消费提振，城乡居民日益推崇奶类价值，有稳定饮奶习惯的人群稳步扩大，奶业市场规模逐步扩大。第一随着消费升级和居民健康意识的提升，品质消费成为热点，市场朝着产品高端化、消费场景多元化发展；第二在液态奶稳定发展的同时，消费者逐渐从“喝奶”向“吃奶”转变，奶酪成为乳业未来发展新的增长点；第三冷链运输设施逐渐完善，低温奶运输和销售半径扩大，成为乳业未来发展另一增长点。

因此我们重点推荐：**1) 高端赛道**：消费者需求从“温饱型”向“品质型”过度，叠加节假日送礼需求，越来越多的乳企布局高端产品，建议关注各大龙头乳企高端系列产品表现。**2) 奶酪赛道**：随着“喝奶”向“吃奶”转变，奶酪产品愈发受欢迎，建议重点关注国内奶酪行业龙头。**3) 低温奶赛道**：受运输半径限制，低温奶赛道区域乳企占优。随着冷链运输完善，区域乳企增长有望提速，建议重点关注区域性乳企龙头。

5.2 风险提示

- 1、消费者信心提振不及预期风险。
- 2、原材料成本上行风险：乳企主要原材料为原奶、大包粉以及包材等，若原材料价格超预期上涨，将会影响乳企的毛利率和净利率水平。
- 3、食品安全风险：食品安全是消费者关注的重中之重，消费者对出现食品安全问题的产品及公司甚至行业的信任度及消费意愿将大幅下降。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的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。分析师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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳福田区深南大道 2007 号金地中心

广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场