

低温奶行业系列深度（一）：辨析行业，找寻未来，低温跑出黄金赛道

2021年01月29日

看好/首次

食品饮料 | 行业报告

研究助理	韦香怡 电话：010-66554023 邮箱：weixy@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480120070032
分析师	孟斯硕 电话：010-66554041 邮箱：mengssh@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480520070004

投资摘要：

看液奶行业增速对比：（1）低温乳：根据中国产业信息网，2014-2019年我国巴氏奶销售额221亿元增长至343亿元，CAGR为9.2%；2019年度，低温巴氏奶市场规模达343亿，同比增速11.36%。低温酸奶方面，2018年低温酸奶同比增长20.3%
（2）常温乳：在2015年后，乳制品行业销售额增速稳定于小个位数增长，2018年我国乳品业销售总额为3398.91亿元，同比-5%；常温酸奶规模同比+11.9%，增速也低于低温酸奶。总体而言，低温巴氏乳保持了高于常温乳的增速，且趋势预期将延续。

看低温赛道未来确定性：（1）完整保留营养及口感，符合健康化、消费升级趋势：从工艺来看，巴氏乳采用低温杀菌工艺，杀灭牛奶中有害菌群的同时，完好保存营养物质，具有口感香醇、营养物质丰富的特征；**（2）对标成熟市场的格局，我国巴氏乳在液体乳中占比仍有空间：**世界上90%左右的国家都以消费巴氏乳为主，其中奶业发达国家，如美国、日本等，巴氏乳的消费量在液态奶市场中的占比超过80%；与此不同的是，受以奶酪为主的乳制品消费习惯影响，地中海沿岸的欧洲国家如西班牙、法国等超高温灭菌乳市场占有率在90%以上，但我们认为美国的液体乳格局对我国更具参照性，原因如下1）美国本土纬度与中国相近，位于25-49°N；2）美国具有某些季风气候特征，是世界上与中国气候最接近的地区；3）两国均幅员辽阔，大牧场集中于北部；4）我国乳制品消费主要以饮用奶为主，与美国更为相似，而非地中海国家的奶酪与甜品制作需求；5）我国作为世界第三大牛奶产量国，巴氏奶所需原奶基础充足，具备对标美国的条件。**（3）品类扩张空间大：**目前国内低温产品品类单一，相比国外低温产品矩阵有进一步的扩充空间，从而扩充消费群体、有望实现市场规模的进一步扩大。

低温规模及增速预测：受疫情影响，我们预测2020年低温增速放缓，预期低温巴氏奶仍能保持双位数增长，低温酸奶销售额小幅下降。基于14-19年增速及未来扩张空间，放眼2025年，我们预计巴氏奶销售总额将突破600亿，低温酸奶销售总额有望突破3000亿。

风险提示：巴氏奶发展不及预期风险；乳制品行业的食品安全问题风险；疫情反复导致消费恢复缓慢风险，原奶供需不平衡导致短缺。

行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS (元)				PE				PB	评级
	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E		
伊利股份	1.06	1.14	1.18	1.40	21.60	27.20	34.00	28.78	8.75	强烈推荐
蒙牛乳业	0.77	1.04	0.85	1.26	27.59	27.04	41.68	28.23	5.16	强烈推荐
新乳业	0.28	0.29	0.34	0.48	-	43.99	55.37	39.28	7.81	强烈推荐
光明乳业	0.28	0.41	0.44	0.52	29.95	31.18	35.29	30.01	3.20	强烈推荐

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

目 录

1. 规模增速对比：低温跑出黄金赛道，千亿级市场可期	4
1.1 低温乳：规模增速显著领跑液奶行业	4
1.2 常温乳：整体进入平稳增长时期，拆解销售额因子，量价呈稳定态势	5
2. 健康化与消费升级：品质升级，营养与口感背书	8
2.1 巴氏乳制作工艺	8
2.2 巴氏乳特征：完好保存营养物质和纯正口感，符合健康化消费升级趋势	9
2.3 收入水平提升与城镇化奠基消费升级驱动力	12
3. 对标成熟市场，巴氏乳占比提升可期	14
3.1 除欧洲大陆、地中海沿岸外，世界液奶消费以低温奶为主，而我国巴氏奶占比仅 10%	14
3.2 溯本求源，美国乳制品市场格局更适合我国进行参照	14
4. 低温产品矩阵仍有巨大扩充空间	16
5. 风险提示	17
相关报告汇总	18

插图目录

图 1： 常温奶和奶粉消费初步兴起	错误!未定义书签。
图 2： 风味白奶品类逐渐丰富	错误!未定义书签。
图 3： 乳制品行业三个阶段&发展特征分析	错误!未定义书签。
图 4： 我国乳品业销售总额进入平稳增长期	5
图 5： 我国乳制品产量增速逐渐放缓	5
图 6： 乳制品行业近年来企业数量减少、亏损企业占比提升	6
图 7： 全球及世界各国人均液体奶消费量（kg）（截止 2018 年）	7
图 8： 牛奶与酸奶零售价格增长缓慢（单位：元）	8
图 9： 双寡头营收增速逐渐回落	错误!未定义书签。
图 10： 乳制品行业企业数量	错误!未定义书签。
图 11： 2019 年伊利蒙牛占常温奶市场超 60% 份额	错误!未定义书签。
图 12： 各乳企液态奶毛利率（%）	错误!未定义书签。
图 13： 伊利蒙牛营收占比呈提升趋势	错误!未定义书签。
图 14： 乳制品企业销售费用居高不下	错误!未定义书签。
图 15： 乳制品企业归母净利润增速降低	错误!未定义书签。
图 16： 低温白奶规模增速高于常温白奶（单位：亿元）	4
图 17： 低温酸奶规模增速高于常温酸奶	4
图 18： 低温乳制品的生产工艺流程图	8
图 19： 同一品牌低温巴氏奶品类价格（折算为吨价）为常温奶 1.6-2.6 倍左右	12
图 20： 城乡居民可支配收入（元）及增长率（%）	12
图 21： 城乡居民消费水平（元）及增长率（%）	12
图 22： 2017.05-2018.05 上海与全国巴氏奶渗透率对比	13

图 23: 巴氏奶渗透率不断提高	13
图 24: 全球典型成熟市场巴氏乳占比分布图	14
图 25: 2019 年我国乳制品消费结构	15
图 26: 2019 年我国饮用液奶消费结构	15
图 27: 美国农业带分布区域图	15
图 28: 国外品牌低温酸奶产品矩阵	错误!未定义书签。

表格目录

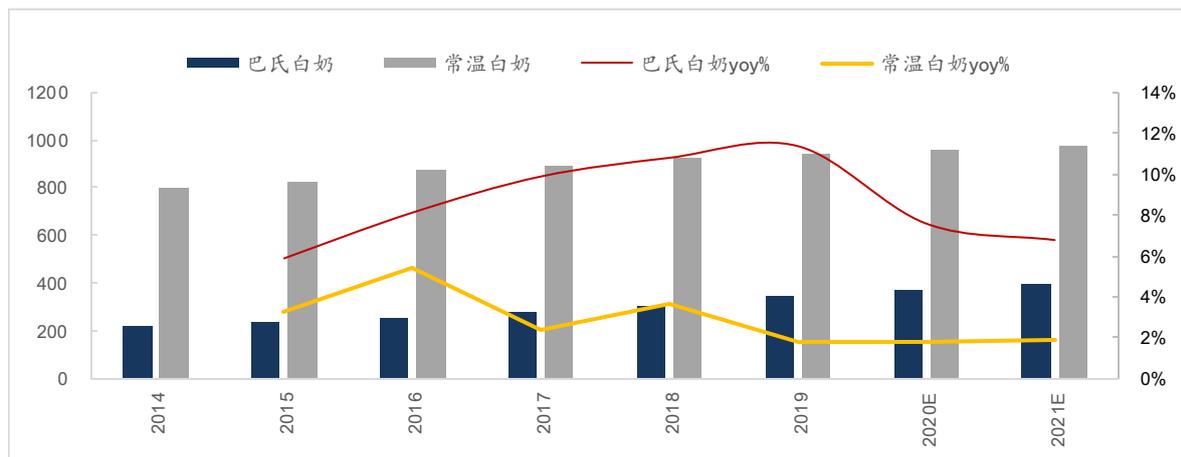
表 1: 2008 年后乳制品行业规范化措施	6
表 2: 世界三大膳食结构对比	7
表 3: 伊利蒙牛高端白奶终端零售价显著高于其余品牌旗舰产品（仅对比纯牛奶，不涉及高钙、有机等花式品类） 错误!未定义书签。	
表 4: 巴氏乳与灭菌乳各项对比	9
表 5: 巴氏乳营养价值更高	10
表 6: 巴氏乳与灭菌乳各子品类保质期对比	10

1. 规模增速对比：低温跑出黄金赛道，千亿级市场可期

1.1 低温乳：规模增速显著领跑液奶行业

巴氏白奶市场规模已过 300 亿，规模增速持续高于常温白奶。根据中国产业信息网，2014-2019 年我国巴氏奶销售额 221 亿元增长至 343 亿元，CAGR 为 9.2%；2019 年度，低温巴氏奶市场规模达 343 亿，同比增长 11.36%，同期常温白奶规模增速仅为 1.84%，白奶领域低温巴氏奶增速明显领先。

图1：低温白奶规模增速高于常温白奶（单位：亿元）



资料来源：中国产业信息网，东兴证券研究所

低温酸奶规模突破千亿，增速反超常温酸奶。酸奶方面，品类增速整体高于白奶，根据中国产业信息网，2018 年酸奶品类销售额增速达到 18.3%，其中常温酸奶规模同比增长 11.9%，低温酸奶同比增长 20.3%，在渠道、冷链的助力下低温酸奶实现增速反超。

图2：低温酸奶规模增速高于常温酸奶



资料来源：中国产业信息网，东兴证券研究所

低温奶赛道规模预测：受疫情影响，2020 年低温增速放缓，我们预期低温巴氏奶仍保持双位数增长，低温酸奶销售额小幅下降。基于 14-19 年增速及未来扩张空间，放眼 2025 年，我们预计巴氏奶销售总额将突破 600 亿，低温酸奶销售总额有望突破 3000 亿。

1.2 常温乳：整体进入平稳增长时期，拆解销售额因子，量价呈稳定态势

中国乳制品行业经历了空间扩张、品类扩充带来的高速增长阶段，目前已经进入行业成熟期，增长平稳，转型与调整的机会亟待发掘。

根据 Wind 数据库，自 2008 年三聚氰胺事件以来，乳制品行业整体进入低速增长阶段，2008 年行业销售额同比增速从 2007 年的 26% 回落至 9%，此后增速波动下降；在 2015 年后，行业销售额增速回落并稳定于个位数。2018 年，我国乳品业销售总额为 3398.91 亿元，同比-5%。

图3：我国乳品业销售总额进入平稳增长期

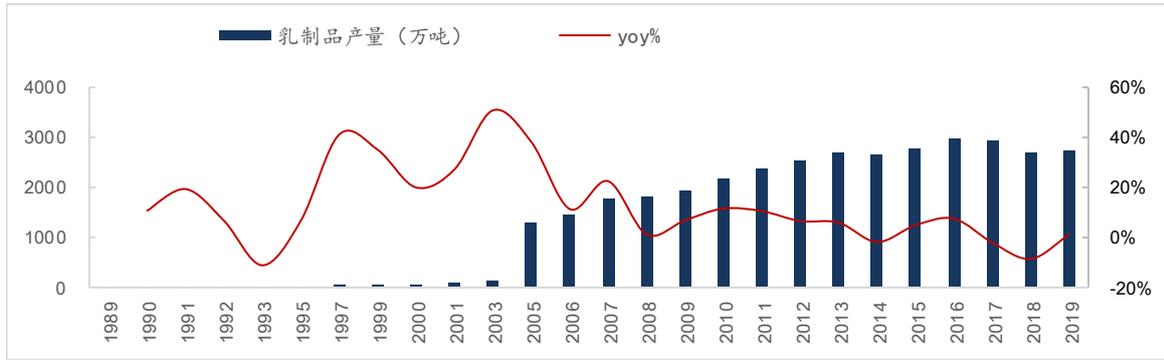


资料来源：Wind，东兴证券研究所

将销售额拆解，分别考虑产业供给量、消费者需求量、行业终端零售价走势，我们认为量价将维持稳中有增的态势。因此，我们预计乳制品行业尤其是原有常温奶品类，规模将维持慢增长态势。

供给端产量保持个位数增长。随着国家对乳制品加工业市场准入的严格限制，以及对现有乳制品加工企业的整顿，市场份额开始转向品牌知名度高、实力强、规模效益显著的大企业。行业出清速度加快，企业数量逐年递减、亏损企业占比提升，2018 年行业现存企业数量 587 家，亏损比例达 20.6%。产量增速趋向平缓，根据 Wind 数据库，2019 年我国乳制品行业整体产量 2719.4 万吨，同比增速仅 1.2%。

图4：我国乳制品产量增速逐渐放缓



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图5：乳制品行业近年来企业数量减少、亏损企业占比提升



资料来源：Wind，东兴证券研究所

乳制品行业供给端的产量增速大致可分为两个时期：

供给高速扩张阶段：改革开放后，乳制品行业从国外公司引入育种技术、生产设备、加工技术，并推广了UHT 无菌包装技术，供给量得到高速发展，1989 到 2007 年间产量从 27.1 万吨增长至 1787.4 万吨，CAGR 达到 32.2%。

行业规范化后增速放缓：2008 年，三聚氰胺事件对行业口碑造成极大破坏，为保障乳制品质量安全，国家发展改革委、农业部、工信部等多部门接连发布《奶业整顿和振兴规划纲要》《乳制品工业产业政策》，并实施全国生鲜乳质量安全监测计划，规范乳制品行业发展。准入门槛的提高、规范措施的实行导致供给量增速放缓，2008 年至 2019 年间产量 CAGR 仅为 3.8%。

表1：2008年后乳制品行业规范化措施

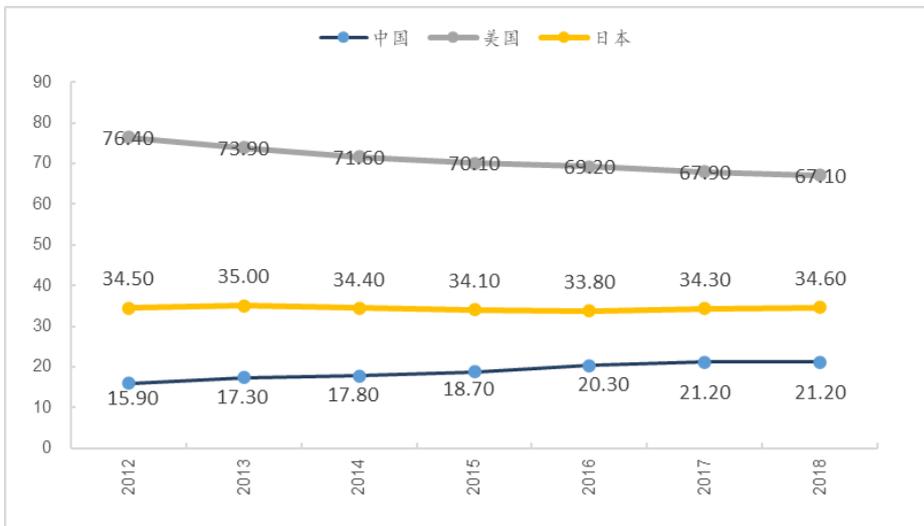
政策名称	实施时间	政策内容
------	------	------

《奶业整顿和振兴规划纲要》 国家发展改革委、农业部等多部门 发布	2008年	提升上游牧业规模化养殖率。“到2011年10月底前，在推进养殖规模化、产销一体化，加工布局优化、全行业标准化，以及规范市场竞争、完善质量标准体系等方面取得实质进展。”
《乳制品工业产业政策》 工信部	2009年	在乳品工业产业布局、行业准入、奶源供应、技术与装备等方面做出了明确规定，促进我国乳品工业产业升级，提高乳品质量与安全水平。
全国生鲜乳质量安全监测计划	2009年	三聚氰胺事件后，加强对奶源牧场的监管和检查，自2009年共检测20万批次，采取专项抽检等多种方式，样品达到2.3万批次。

资料来源：东兴证券研究所整理

量的需求端方面，人均消费量对标日韩仍有提升空间。在“每天一杯奶，强壮中国人”的号召下，乳制品消费认知度不断提升，国民液体奶消费习惯逐渐养成。根据 Wind 数据库，截至 2018 年，我国人均液体奶消费量已达 21.2kg，对标膳食结构相似的亚洲发达国家日本（人均 34.6），仍存在 13.4kg 缺口。我们认为，乳制品人均消费量仍有提升空间，但结合两国的经济水平及消费习惯差异，短期内乳制品需求量将维持平稳增长；随着消费者教育的深化、疫情导致健康意识的增加，乳制品的人均消费量长期仍有较大空间。

图6：全球及世界各人均液体奶消费量（kg）（截止2018年）



资料来源：Wind, Euromonitor, 东兴证券研究所

表2：世界三大膳食结构对比

世界三大膳食结构	特征	典型代表
西方膳食结构	谷物消费量少，动物性食物消费量大；高能量、高脂肪、高蛋白、低纤维。谷物消费量人均仅 160-190g/d；动物性食物，肉类约 289g/d，奶及奶制品 300-400g/d 以上、蛋类 40g/d 左右。	欧美发达国家
东方膳食结构	动、植物性食物消费量比较均衡。谷物消费量人均 250-400g/d；动物性食物，肉类约 289g/d，奶及奶制品 300g/d 左右、蛋类 25-50g/d 左右、蔬菜水果 500-900g/d 左右；	日本、韩国等亚洲国家

世界三大膳食结构	特征	典型代表
地中海式膳食结构	以使用橄榄油为主，动物蛋白以鱼类最多，豆类摄入高于东方膳食结构近两倍；水果、薯类加蔬菜总量远高于东方膳食模式。	希腊、法国、葡萄牙、西班牙等地中海国家

资料来源：东兴证券研究所整理

终端零售价格平稳，未来提价空间在于产品结构升级。根据 Wind 数据库，我国主要牛奶零售价格 2015 年初为平均每升 10.8 元，2020 年 11 月底升至平均每升 12.34 元，CAGR 仅 2.47%；酸奶零售价格 2015 年初为平均每升 13.88 元，2020 年 11 月底升至平均每升 15.51 元，CAGR 为 2.17%。挖掘高价值新品类从而实现结构升级是乳企增厚利润的关键，我们认为低温乳将成为行业未来品类升级的方向。

图7：牛奶与酸奶零售价格增长缓慢（单位：元）



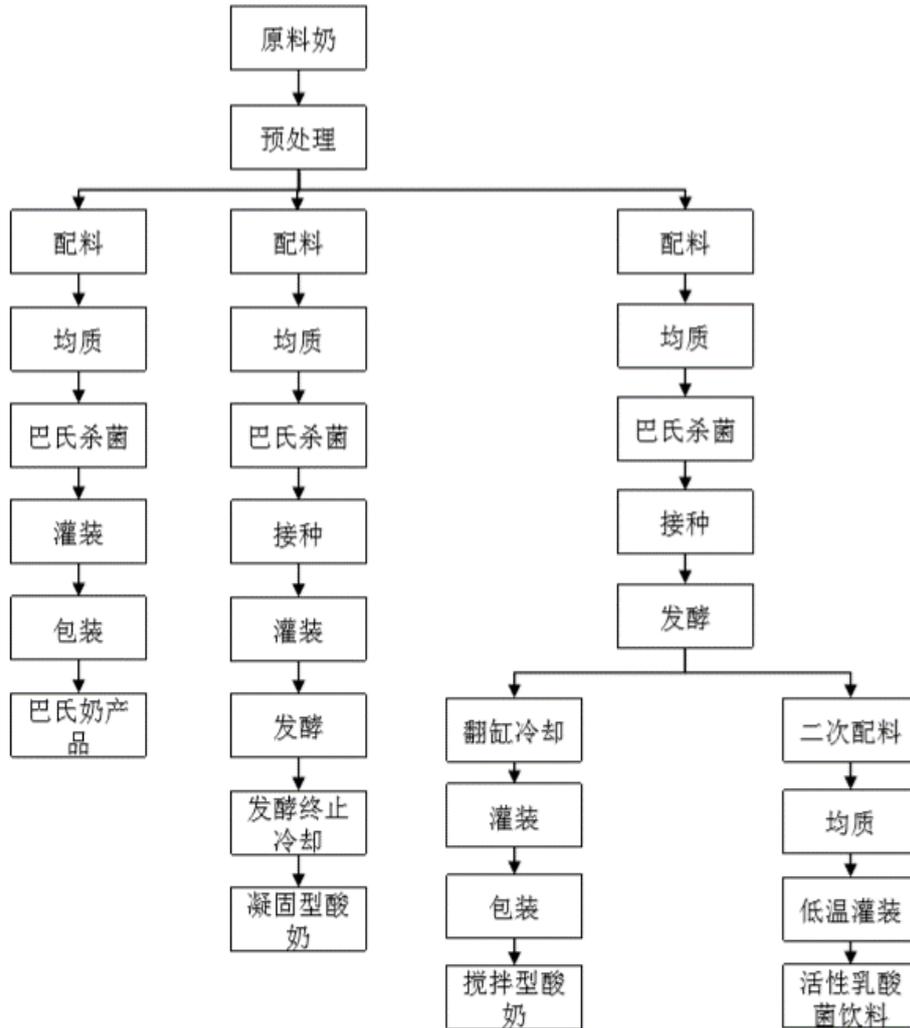
资料来源：Wind，东兴证券研究所

2. 健康化与消费升级：品质升级，营养与口感背书

2.1 巴氏乳制作工艺

液态奶分为生鲜乳、巴氏乳（巴氏消毒法加工）、常温乳（超高温瞬时处理加工）、复原乳、再制奶等。低温巴氏杀菌乳是指以新鲜牛奶为原料，采用巴氏杀菌法（72℃-85℃的恒温 10—15 秒）加工而成，经过离心净乳、标准化、均质、杀菌和冷却，以液体状态灌装，直接供给消费者饮用的商品乳。

图8：低温乳制品的生产工艺流程图



资料来源：新乳业《招股说明书》，东兴证券研究所

2.2 巴氏乳特征：完好保存营养物质和纯正口感，符合健康化消费升级趋势

巴氏乳采用低温杀菌工艺，杀灭牛奶中有害菌群的同时，完好保存营养物质和纯正口感。**脂肪易消化吸收**：巴氏鲜奶中的脂肪含量约 3.4-3.8%，其中油酸占 33%，所以巴氏牛奶的脂肪熔点低、颗粒小、呈高度分散的胶体状态，易消化吸收，脂肪中还含有必需脂肪酸和少量卵磷脂。**含糖量低**：巴氏奶中约含 4.6%乳糖，含量少于母乳，且其甜度是蔗糖的 1/8，乳糖有激肠蠕动和消化腺分泌的作用，还有助乳酸菌生长、抑制腐败菌的作用。**维生素丰富**：含有大量维生素 A、维生素 D、维生素 B1、维生素 B2、维生素 B6、维生素 B12、维生素 E 和胡萝卜素，有助于钙的吸收利用、防治心脑血管疾病、抗肿瘤。

表3：巴氏乳与灭菌乳各项对比

乳种	保质期	加工过程	优点	缺点
生鲜乳（原奶）	24-36 小时，冷藏	只杀灭乳中致病菌，而残留一定量的乳酸菌、酵母菌和霉菌	纯天然、风味好、营养价值高	含有潜在病原微生物，有安全隐患，保质期短

巴氏杀菌乳 (低温奶)	7-21 天, 冷藏	杀死乳中绝大部分微生物, 包括病原体、非病原体、芽孢等	大部分营养保留, 不含病原体, 安全有包装, 风味和生 鲜乳接近	尚未达到无菌级别, 留有少量耐 热菌, 需冷藏, 保质期短, 难以 长途运输和销售
灭菌乳 (常 温奶)	6-9 个月, 常 温	杀死乳中一切微生物, 包 括病原体、非病原体、芽 孢等	无菌级别, 安全系数高, 可 常温保存, 货架时间长, 适 合长途运输	热敏感物质被严重破坏, 有副产 物, 超高温产生“蒸煮味”

资料来源：东兴证券研究所整理

表4：巴氏乳营养价值更高

		巴氏杀菌乳	灭菌乳
乳蛋白	乳清蛋白变性率	15.4	91
	β -乳球蛋白	0.43	94.2
	蛋氨酸损失率	10	34
	胱氨酸损失率	4.6	34
	赖氨酸损失率	1.8	3.8
	免疫球蛋白（具免疫功能）	保留部分活性	几乎丧失殆尽
维生素	维生素 C 损失率	12.4	36.1
	维生素 B1 损失率	5	35.2
	维生素 B12 损失率	10	20
	叶酸损失率	7.3	35.2
矿物质	可溶性钙损失率	较少	较多
副产物	糠氨酸 (mg/100g 蛋白质)	<12	<140
	乳果糖	<2.7-58	<600

资料来源：东兴证券研究所食品饮料 2019 年度策略报告《三维升级，大趋势下的小确性》，东兴证券研究所

巴氏乳冷链需求高、保质期短。由于低温杀菌的特性，巴氏奶中会保留少量对人体无害的微生物，它们在低温下生长繁殖速度很慢。因此导致了巴氏奶在生产——运输——仓储——销售——乃至消费者饮用前存储的所有环节，都必须全程冷链，始终处于 2-6℃ 的低温环境。若巴氏牛奶较长时间“脱冷”，保留的微生物就会活跃起来，大量繁殖，该过程会产生有机酸，最终导致牛奶变质变坏。同时，巴氏奶的保质期比较短，白奶一般为 7 天左右，低温酸奶、乳酸菌饮料保质期可达 21 天。

相比于常温奶 180 天的保质期与不受温度限制的物流，巴氏奶在运输、仓储、与分销环节都面临着更大的桎梏，这在过去制约了巴氏奶的发展，而如今的冷链水平与生产技术进步使得行业重新迎来了发展机遇。

表5：巴氏乳与灭菌乳各子品类保质期对比

	白奶	酸奶	乳酸菌饮料
高温灭菌乳+普通物流	180	180	180
巴氏杀菌奶+冷链运输	7	21	21

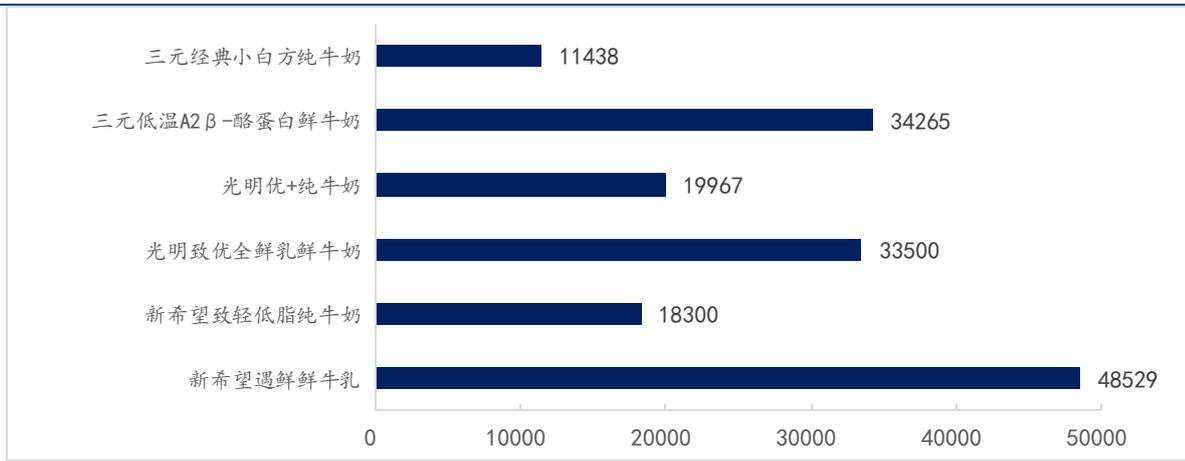
资料来源：中商产业研究院，东兴证券研究所

2.3 收入水平提升与城镇化奠基消费升级驱动力

城乡居民可支配收入与消费水平不断提升，消费升级逻辑长期不变。根据国家统计局，2019年中国城镇居民人均可支配收入达约42359元，同比增加7.9%；农村居民人均可支配收入达16021元，同比增加9.6%。相应居民消费水平也逐步提升，2019年城、乡居民消费水平（注：居民消费水平指按常住人口平均计算的居民消费支出）分别达到33308元、13689元，同比增速分别为7.4%、9.7%。

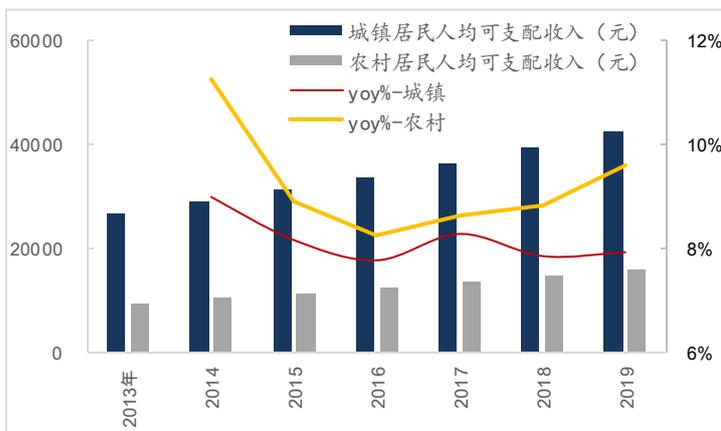
近十年来城乡居民可支配收入不断提升，而消费水平保持同比率稳步增长，我们认为在经济向好的长期趋势没有改变的情况下，消费升级的逻辑将长期持续，低温奶作为营养和口感都更丰富，从而定价也更高的乳制品品类，将持续受益于消费升级红利。

图9：同一品牌低温巴氏奶品类价格（折算为吨价）为常温奶1.6-2.6倍左右



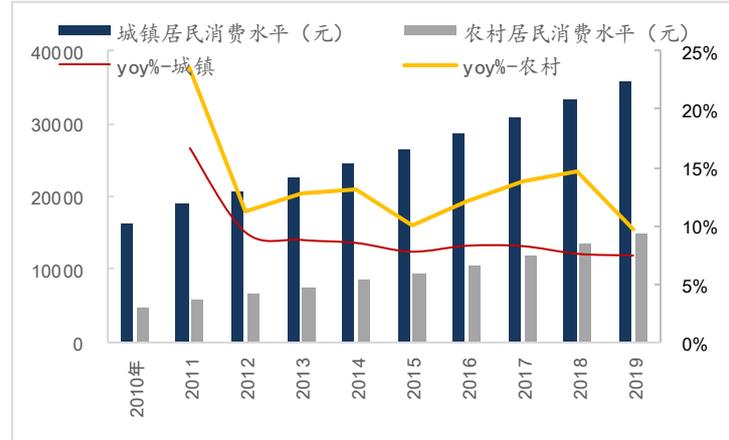
资料来源：各品牌天猫旗舰店未经折扣原价，东兴证券研究所

图10：城乡居民可支配收入（元）及增长率（%）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图11：城乡居民消费水平（元）及增长率（%）

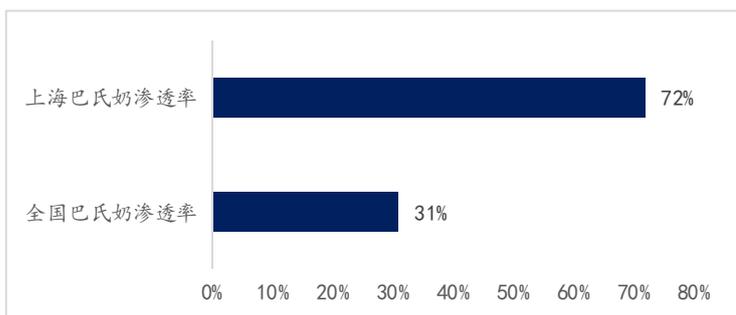


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

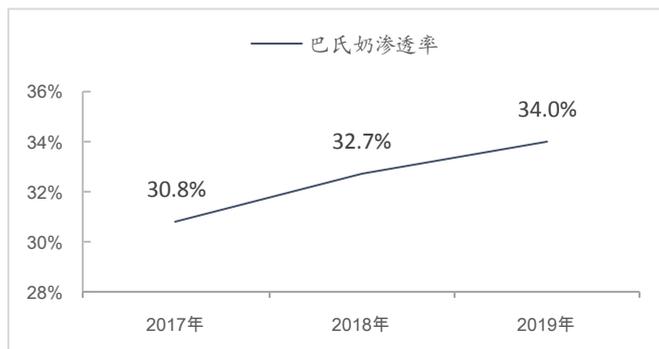
下线城市市场待启，渗透率提升空间大。巴氏奶需要全程冷链运输与仓储，目前国内一线城市的冷链基础设施较为完善，规模效应下运输成本也能摊薄，因此巴氏奶在一线城市渗透率远高于全国，中国产业信息网调

查数据显示，上海地区巴氏奶渗透率达 72%，显著高于全国的 31%。另外，牧场资源较丰富且人口密集的巴氏奶消费大省，如山东、云南，省会济南的低温奶渗透率达 50%、昆明的巴氏奶消费量达到云南全省的 1/2。

随着城镇化率提升、下线城市居民收入增加，健康意识增强，加上冷链物流设施完善，巴氏奶将逐步向下线城市渗透。例如，光明、长富巴氏奶的配送区域现已渗透到华东地区的县级市。

图12：2017.05-2018.05 上海与全国巴氏奶渗透率对比

资料来源：中国产业信息网，东兴证券研究所

图13：巴氏奶渗透率不断提高

资料来源：凯度消费指数，东兴证券研究所

3. 对标成熟市场，巴氏乳占比提升可期

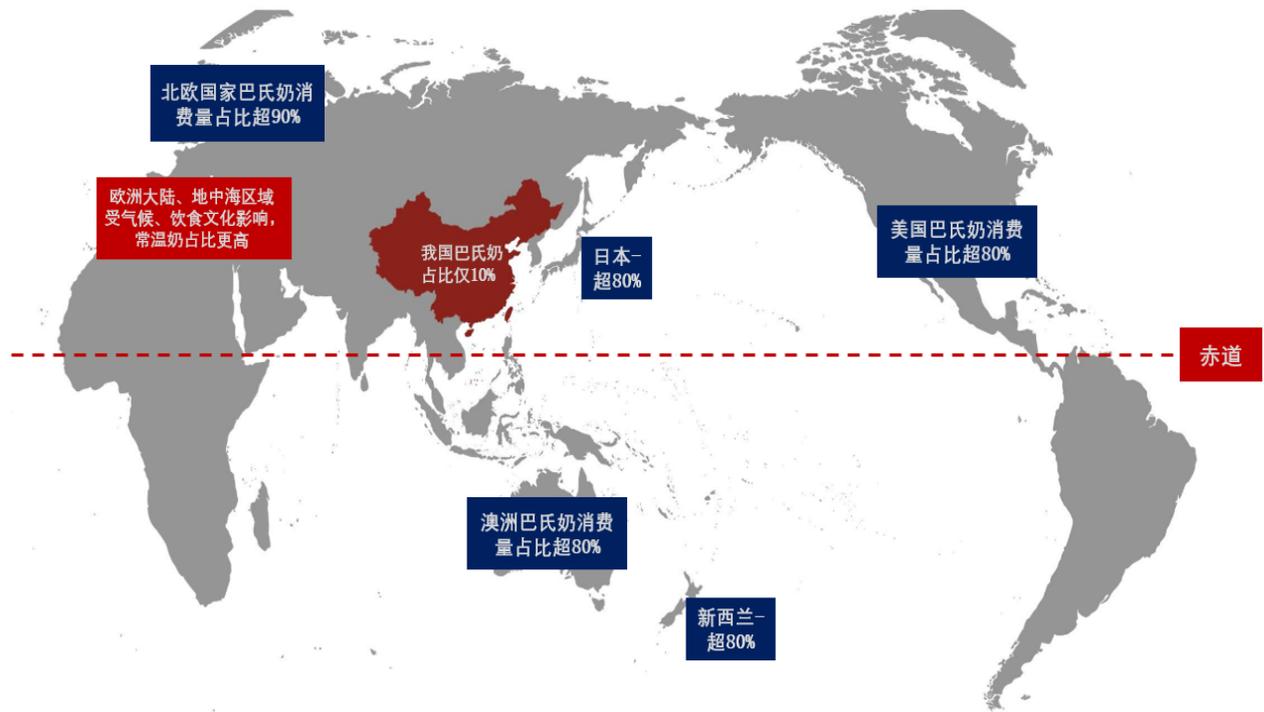
3.1 除欧洲大陆、地中海沿岸外，世界液奶消费以低温奶为主，而我国巴氏奶占比仅 10%

根据 2019 中国奶业新鲜峰会披露的数据，世界上 90% 左右的国家都以消费巴氏乳为主，其中奶业发达国家，如美国、日本、澳大利亚、新西兰等，巴氏乳的消费量在液态奶市场中的占比超过 80%。

（需要说明的是，受以奶酪为主的乳制品消费习惯影响，果壳数据显示，地中海沿岸的欧洲国家如比利时、西班牙、法国、葡萄牙等超高温灭菌乳市场占有率在 90% 以上）

对比我国，根据前瞻产业研究院，2019 年我国乳制品消费中饮用液奶占比 56%，酸奶占比 32%；饮用液态奶中，巴氏乳仅占 13%、超高温灭菌乳占 37%、风味乳饮料占比 22%。

图 14：全球典型成熟市场巴氏乳占比分布图



资料来源：《经济日报-伊利集团消费趋势报告（乳制品）》，东兴证券研究所绘制

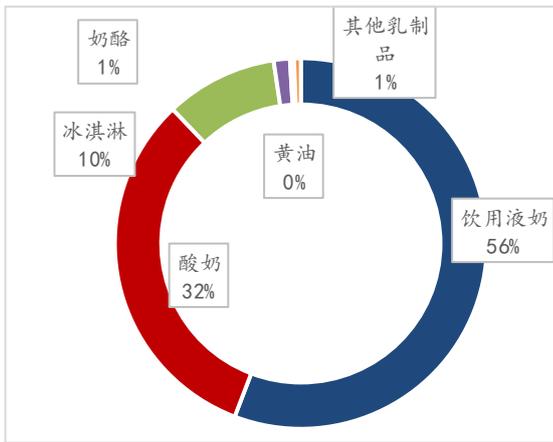
3.2 溯本求源，美国乳制品市场格局更适合我国进行参照

地中海沿岸高温灭菌乳的流行根源于饮食文化。例如，法国常温奶占牛奶消耗量的 95.5%，但并不意味着法国人“只喝”常温奶，实际上法国人乳品的摄入主要是奶酪；而法国家庭购买牛奶主要用途是做甜品，因此不需要冷藏而且保质期长的常温奶自然是最好的选择。相反，北欧、美国和澳大利亚等国，国民长期以来有饮用牛奶的习惯，更倾向于口感好且更有营养的巴氏奶。巴氏乳普及条件方面，北欧拥有得天独厚的天然低温环境；美国畜牧业成熟，牧场分布相对均匀，牛奶生产基地距离消费者半径较短，且交通发达、冷链设施完善，导致美国巴氏奶成本较低，进而售价较低。

目前，受制于冷链运输半径、就近奶源供应、生产工艺等因素，我国低温巴氏奶行业在国内液奶市场中占比较低，仅占 10%，且仍以区域品牌为主。对比三类典型成熟市场（地中海、北欧、美澳等），我国饮食文化与法国大相径庭、也不拥有北欧天然低温环境。

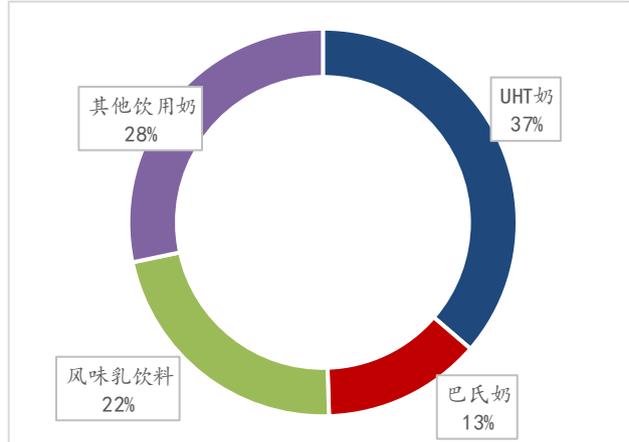
相比之下，我国更适合对标美国的低温奶发展：（1）美国本土纬度与中国相近，位于 25-49°N，相当于中国南岭到黑龙江省中部；（2）美国具有某些季风气候特征，是世界上与中国气候最接近的地区。除佛罗里达南端属于热带外，其余广大地区属亚热带和温带；（3）两国均幅员辽阔，大牧场集中于北部；（4）从乳制品消费习惯来说，我国主要以饮用奶为主，与美国更为相似，而非地中海国家的奶酪与甜品制作需求；（5）我国作为世界第三大牛奶产量国，具有对标美国的基础。我们认为，在冷链、交通不断升级的情况下，我国巴氏乳的占比提升可期，乳品消费结构的转变将给行业带来结构性机会。

图15：2019 年我国乳制品消费结构



资料来源：前瞻产业研究院，东兴证券研究所

图16：2019 年我国饮用液奶消费结构



资料来源：前瞻产业研究院，东兴证券研究所

图17：美国农业带分布区域图



资料来源：地理教科书，东兴证券研究所

4. 低温产品矩阵仍有巨大扩充空间

目前国内低温产品品类单一，相比国外，低温产品矩阵有进一步的发展空间。国外的创新酸奶产品矩阵品类丰富，覆盖的消费场景广，触达的消费人群广，市场开发较为完善；例如，美国 Yoplait 的 FruitSide 水果酸奶系列、Girl Scouts 风味酸奶系列，澳式酸奶品牌 Noosa 的 Mates 系列风味零食酸奶产品，冰岛式酸奶 Siggis 推出的 4% 脂肪系列的 Skyr 酸奶产品，希腊 MEBFAL 乳品牌旗下的酸奶产品 Harmony 1% Plus 推出的功能酸奶等。品类的扩充将为低温奶市场扩充消费群体，从而实现市场规模的进一步扩大。

反观我国，目前低温酸奶品类较少，多为原味酸奶、乳酸菌、少数水果酸奶等。我们认为，我国酸奶未来品类的进一步扩充将为低温奶市场扩充消费群体，从而实现市场规模的进一步扩大。

图18：国外品牌低温酸奶产品矩阵



资料来源：东兴证券研究所整理

在本系列报告（一）中，我们对比了我国乳制品行业常温/低温规模及增速，2014-2019 年，我国巴氏奶/常温奶销售额分别由 221/800 亿元增长至 343/942 亿元，巴氏奶增速高于常温奶。

进而，我们挖掘了低温赛道未来的确定性，主要集中于：（1）巴氏乳完整保留营养及口感，符合健康化、消费升级趋势；（2）对标成熟市场的格局，我国巴氏乳在液体乳中占比仍有空间；（3）低温赛道品类扩张空间大等三个方面的奠基。

我们预测，受疫情影响，2020 年低温增速放缓，预期低温巴氏奶仍保持双位数增长，低温酸奶销售额小幅下降。基于 14-19 年增速及未来扩张空间，放眼 2025 年，我们预计巴氏奶销售总额将突破 600 亿，低温酸奶销售总额有望突破 3000 亿。我们认为低温赛道未来发展大有可为。

在系列报告（二）中，我们将复盘巴氏奶在我国的发展历程，并从巴氏奶行业一直以来所受困的问题的解决思路着手，找寻巴氏行业发展未来的方向。

5. 风险提示

- (1) 巴氏奶发展不及预期风险；
- (2) 乳制品行业的食品安全问题风险；
- (3) 疫情反复导致消费恢复缓慢风险。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业深度报告	食品饮料行业报告：站在 DCF 的角度思考白酒的估值空间	2020-08-11
行业深度报告	食品饮料 2020 年中期策略：风宜长物放眼量	2020-08-06
行业深度报告	休闲食品产业：百舸争流	2020-05-19
公司普通报告	安迪苏(600299.SH)：核心产品保持强劲增长	2020-08-07
公司普通报告	双汇发展（000895）：看好双汇持续发展，明年盈利继续释放	2020-11-04
公司深度报告	双汇发展（000895）：站在新一轮盈利周期的起点上	2020-06-18
公司普通报告	恒顺醋业（600305）：整体盈利稳定，全年目标不变	2020-04-28
公司普通报告	恒顺醋业（600305）：改革推进步伐喜人，静待时间的玫瑰绽放	2020-04-21
公司普通报告	伊利股份（600887）：原奶价格上涨催化盈利改善，龙头空间可期	2021-01-14
公司普通报告	贵州茅台（600519）：直营占比继续提升，龙头业绩稳健增长	2020-07-30
公司普通报告	天味食品（603317）：员工激励与产能扩建作后盾，天味按下快进键	2020-05-13
公司普通报告	天味食品（603317）：渠道灵活调节扩张蓄力，盈利能力稳中向好	2020-04-28
公司深度报告	桃李面包（603866.SH）：重剑无锋，全国化扩张稳步推进	2020-05-17
公司普通报告	中宠股份（002891）：营收高增盈利翻倍，持续发力自有品牌建设	2020-10-28
公司普通报告	中宠股份（002891）：海外业务稳健，深耕国内自主品牌	2020-09-01

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

孟斯硕

首席分析师，工商管理硕士，曾任职太平洋证券、民生证券等，6年食品饮料行业研究经验，2020年6月加入东兴证券。

研究助理简介

韦香怡

新加坡南洋理工大学硕士，2020年7月加入东兴证券研究所，主要覆盖啤酒、肉制品及软饮料、乳制品板块。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我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。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。

我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。本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526