

# 饮料乳品行业深度报告

## 横看成岭侧成峰，乳业全景剖析

增持（维持）

2022年06月30日

证券分析师 汤军

执业证书：S0600517050001

021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

证券分析师 王颖洁

执业证书：S0600522030001

wangyj@dwzq.com.cn

研究助理 李昱哲

执业证书：S0600120110012

liyzh@dwzq.com.cn

### 投资要点

- 产业链拆解：1) 上游：三聚氰胺事件为行业分水岭，牧场规模化及原奶自给提升为趋势。**三聚氰胺事件后小规模养殖户出清，2009年我国牛奶产量首次出现负增。规模化养殖技术日益成熟，截至2020年中国规模化牧场占比已达67%，Frost & Sullivan预计2025年将提升至75%。近年国家提倡提升原奶自给率，高品质的原奶供给将降低我国对进口大包粉的依赖。2) 中游：**寡头竞争格局稳定。**以零售额计，2021年伊利/蒙牛以25.8%/22.8%的市占率位居前两位，龙头乳企产品结构丰富，渠道铺设完善；光明等区域乳企在重点区域强化先发优势及消费者粘性，发力低温乳品；燕塘、天润等地方性乳企经营区域较小。3) 下游：**渗透率提升空间广阔。**2016-2021年，中国乳制品零售额的CAGR为4.2%，至2021年达4425亿元。疫后乳制品提升免疫力成为共识，但2021年仅有30.5%的民众达到乳制品摄入量标准，仅有3.6亿人坚持每天摄入乳制品。对标国际，2021年我国人均牛奶消耗量为10.04千克，同期日本/美国实现32.13/63.08千克，渗透率空间广阔。
- 纵观行业发展历程，横向品类扩张，纵向技术推动：1) 1997-2005年，常温白奶时期。**中国引入UHT技术及利乐无菌包后，常温奶保质期延长。1999年常温奶/巴氏奶的销售占比为21%/60%，而2004年为66.7%/18.1%。2) 2005-2008年，口味导向时期。QQ星、真果粒、乳酸乳等乳饮料涌现。此阶段营销盛行，与流行热点配合效果出众。2008年乳饮料销售额达390亿元。3) 2008-2015年，酸奶时期。2008年常温利乐冠包装面世。2009年光明首推常温莫斯利安。2011-2015年，酸奶市场增速明显高于白奶。4) 2015-至今，低温化时期。液奶市场步入成熟期，增速放缓。消费观念健康化，冷链运输成熟，巴氏奶回归。2015年后巴氏奶市场增速高于液奶整体和常温白奶。
- 品类全貌：1) 常温牛奶：进入价增阶段，双巨头争夺份额。**2007-2021年，常温白奶CAGR为6.4%，增长稳健。2015年起，常温奶销量增速回落，从量价齐升转向价增，乳企推出高端产品拓宽价格带。2021年特仑苏零售额突破300亿元，稳固全球UHT奶第一品牌；金典有机液体乳市占率（以零售额计）达51.4%，在细分市场位居首位。2) 酸+乳：顺应健康化、功能化，寻找高端差异化新方向。经历过增长红利期后，酸奶和乳饮料的增速于2018年后放缓，至2021年市场规模为1536亿元。2018年后，安慕希以超过15%的市占率（以零售额计）稳居龙头。酸奶经历口味及包装的升级变迁，消费者更加注重健康化、营养化，乳企顺应零糖趋势，高端新品成为维持生命力的重要驱动。3) 低温鲜奶：快速增长，全国乳企入局。2016-2021年巴氏奶以10.4%的CAGR增长，截至2021年市场规模已超400亿元。低温鲜奶对品质要求高，以奶源地为圆心，冷链为半径的区域性特征明显。超巴奶放开弱化了区域属性，为全国乳企入局奠定基础。2018年，蒙牛和伊利相继推出低温鲜奶产品，区域乳企突出更新鲜的特点，形成差异化竞争。4) 奶酪：强成长性，常温奶酪棒展空间。2016-2021年，奶酪CAGR达23.9%，明显高于其他品类。2021年中国人均奶酪消费量仅为0.13千克，对比成熟国家潜力大。以销售额计，2021年妙可蓝多/百吉福分别以30.8%/23.2%的市占率位列前两位。常温奶酪棒进一步打开市场空间。5) 奶粉：量缓价增，本土品牌崛起正当时。伴随出生率下降，奶粉市场增速持续下降，高端化趋势将延续。2020年中国婴幼儿奶粉行业CR3为37.6%，飞鹤居首。2021年新国标再促行业洗牌，有望提升集中度。渠道端母婴店已成主导渠道，产品端布局成人奶粉规划第二增长曲线。
- 乳企横向对比：1) 组织架构：蒙牛和伊利以品类划分五大事业部；光明将常温/鲜奶分部门运营；新乳业及燕塘未按照品类划分组织架构。2) 股权激励：伊利领先同行，2006/2016/2019年分别实施股权激励计划。蒙牛实施限制性股票、购股权、可转债，形式多样。光明推出两期股权激励计划，二期业绩目标相对保守反映国企属性。新乳业股权激励注重三年稳健成长。3) 人均薪酬：光明明显领先同行，2021年达28.7万元。伊利、蒙牛人均薪酬水平接近，2021年为17.9/16.8万元。新乳业与其他乳企差距较大。**
- 投资要点：乳品产品结构升级路径明确，新品类增长迅速。疫情凸显需求刚性，龙头战略分化下竞争格局优化，叠加2022年成本压力趋缓，龙头将持续提升盈利水平，推荐伊利股份、蒙牛乳业，建议关注妙可蓝多，新乳业，现代牧业。**
- 风险提示：原奶价格持续上涨风险，竞争加剧风险，食品安全问题，疫情反复。**

### 行业走势



### 相关研究

《2021&2022Q1 乳制品业绩总结：行业高景气，龙头恒强，2022Q1 迎开门红》

2022-05-04

## 内容目录

<b>1. 乳制品产业链拆解</b>	<b>6</b>
1.1. 上游：规模化牧场提升奶源质量，养殖业应对饲料成本上涨	6
1.1.1. 牧场标准化规模化程度提升	6
1.1.2. 饲料成本推升原奶价格，养殖业提升原奶自给率	7
1.2. 中游：行业集中度高，龙头加快奶源布局	9
1.3. 下游：人均消费未达饱和，消费者提出更高要求	10
<b>2. 从产品变迁纵观行业发展历程：横向品类扩张，纵向技术推动</b>	<b>12</b>
<b>3. 品类全貌：常温白奶+酸奶稳坐大头，奶酪增长可期</b>	<b>16</b>
3.1. 常温牛奶：进入价增阶段，双巨头争夺市场份额	17
3.2. 酸&乳：顺应健康化、功能性趋势，寻找高端差异化新方向	19
3.2.1. 常温酸奶：产品创新驱动，向健康化发展	20
3.2.2. 低温酸奶：消费者教育强化活菌效果	24
3.2.3. 低温乳饮料：顺应零糖趋势，线上营销引流	26
3.3. 低温鲜奶：全国乳企积极发力，区域乳企突出差异化	27
3.4. 奶酪：强成长性，本土品牌崛起正当时	30
3.4.1. 成长性显著，对比海外空间可期	30
3.4.2. 本土品牌崛起，常温奶酪棒展空间，持续创新驱动发展	32
3.5. 奶粉：量缓价增，国产品牌崛起	33
3.5.1. 量缓价增，政策刺激行业洗牌	33
3.5.2. 第二增长曲线，成人奶粉	37
<b>4. 乳企视角：组织架构与人才激励奠定经营基本盘</b>	<b>39</b>
4.1. 组织架构：全国乳企以品类划分事业部，光明区分常/低温营销中心	39
4.2. 股权激励：企业绑定核心人才，锚定长期发展	40
4.3. 人均薪酬：光明居首，伊利、蒙牛接近	43
<b>5. 投资要点</b>	<b>45</b>
5.1. 伊利股份	45
5.2. 蒙牛乳业	45
5.3. 妙可蓝多	45
5.4. 现代牧业	46
5.5. 新乳业	46
5.6. 行业	46
<b>6. 风险提示</b>	<b>48</b>

## 图表目录

图 1: 乳制品行业产业链拆解.....	6
图 2: 2004-2021 年我国奶牛产量 (单位: 万吨) .....	7
图 3: 不同规模的牧场数量占比, 2008 年后规模化提升.....	7
图 4: 中国规模化牧场占比逐年提升.....	7
图 5: 2004-2021 年我国奶牛数量及奶牛单产 .....	7
图 6: 2020 年奶牛养殖成本构成, 饲料费占比超六成.....	8
图 7: 2020 年来国内饲料价格持续走高.....	8
图 8: 原奶价格的三轮上涨.....	8
图 9: 进口大包粉作为国内原奶的替代.....	9
图 10: 国内原奶自给率.....	9
图 11: 乳企市场集中度高 (以零售额计, 单位: %) .....	9
图 12: 2021 年乳企竞争梯队.....	9
图 13: 中国乳制品市场零售额及增速.....	11
图 14: 疫后饮食习惯变化, 56.4% 的公众摄入更多乳制品 .....	11
图 15: 2017-2021 年人均牛奶消费量 (千克/人/年) .....	11
图 16: 消费者期待更健康的乳品 (2020 年) .....	12
图 17: 2021 年低糖/无糖、全糖低温酸奶销售额同比增速 .....	12
图 18: 液态乳品渠道销售额占比及销售额增速 (单位: %) .....	12
图 19: 2021H1 液态乳品各渠道销售额增速排名前三位.....	12
图 20: 1964-2022 年我国液体奶产量变化 .....	13
图 21: 行业大事件梳理.....	13
图 22: 产品变迁伴随行业发展.....	14
图 23: 2005-2015 年酸奶销量 .....	15
图 24: 2011-2015 年酸奶与白奶市场规模增速比较 .....	15
图 25: 2008-2015 年酸奶品牌密集诞生 .....	16
图 26: 2015 年后巴氏奶市场增速高于液奶整体和常温白奶.....	16
图 27: 主要低温鲜奶品牌.....	16
图 28: 2021 年各细分品类市场规模 (亿元) .....	17
图 29: 各细分品类市场规模增速对比.....	17
图 30: 中国常温奶市场规模及占比.....	17
图 31: 常温奶从量价齐升转向价增.....	18
图 32: 蒙牛、伊利常温白奶价格带一览.....	18
图 33: 2015-2020 年常温白奶竞争格局, 集中化程度高 (以零售额计) .....	19
图 34: 2018-2020 年伊利有机液体乳市占率 (以零售额计) .....	19
图 35: 2018-2021 年特仑苏销售额增速 .....	19
图 36: 2018 年后酸奶及乳饮料市场规模增速放缓 (亿元) .....	20
图 37: 2021 年低温乳品销售额同比下滑 6.1% .....	20
图 38: 酸奶及乳饮料竞争格局趋于稳定 (以零售额计) .....	20
图 39: 安慕希口味及包装变迁.....	21
图 40: 纯甄口味及包装变迁.....	22
图 41: 2008-2020E 酸奶及乳饮料销售额同比增速.....	22
图 42: 2021 年消费者挑选酸奶产品关注的因素.....	23

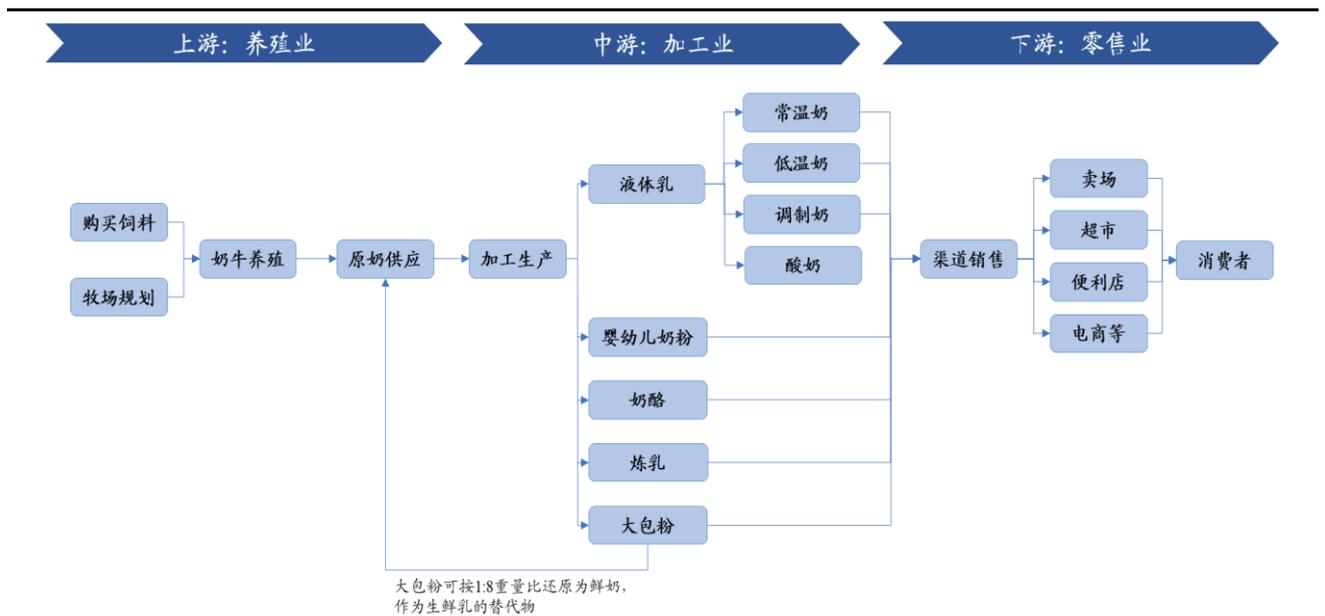
图 43:	2021 年消费者对酸奶的六大主要功能诉求.....	23
图 44:	光明乳业旗下常温酸奶.....	23
图 45:	君乐宝旗下常温酸奶.....	23
图 46:	2011-2021 年中国冷库总量及增速 .....	24
图 47:	中国低温乳酸菌饮料市场规模 (亿元) .....	26
图 48:	主流低温乳酸菌产品.....	26
图 49:	乳酸菌饮料行业品牌力指数趋势, 优益 C 稳居第一, 养乐多逐年上升.....	26
图 50:	养乐多在中国的渠道占比 (广州除外) .....	27
图 51:	养乐多中国线下门店数 (单位: 家) .....	27
图 52:	蒙牛优益 C 联动小红书 .....	27
图 53:	伊利每益添多元营销进行品牌输出.....	27
图 54:	中国低温鲜奶市场规模 (亿元) .....	28
图 55:	2020 年各国人均乳制品分品类消费量.....	28
图 56:	中国低温鲜奶竞争格局区域性明显 (2020 年) .....	29
图 57:	上海低温鲜奶渗透率明显高于全国 (2020 年) .....	29
图 58:	蒙牛、伊利、光明低温鲜奶产品一览.....	29
图 59:	2020 年中国低温鲜奶渠道布局.....	30
图 60:	蒙牛与阿里巴巴合作天鲜配平台.....	30
图 61:	3 片奶酪片相当于 300ml 的液态奶乳制品 (以钙含量为基准) .....	30
图 62:	2016-2025E 中国乳制品市场规模 (亿元) .....	31
图 63:	2017-2025E 中国各乳制品细分品类规模增速对比.....	31
图 64:	2017-2021 年各国人均奶酪消耗量 (千克/人/年) .....	32
图 65:	2021 年各国奶酪零售额占比.....	32
图 66:	2021 年奶酪品牌市场占有率 (以销售额计) .....	32
图 67:	各大奶酪品牌推出的新品.....	33
图 68:	2015-2020 年中国婴幼儿奶粉市场规模 (亿元) .....	34
图 69:	中国出生人口 (万人) 及增长率.....	34
图 70:	中国人均可支配收入 (元) .....	35
图 71:	中国奶粉零售价格 (元/公斤) .....	35
图 72:	2020 年中国婴配奶粉竞争格局 (以零售额计) .....	36
图 73:	下沉市场消费者对国产奶粉的购买意愿更强 (2019 年) .....	36
图 74:	中国婴配奶粉的渠道拆分.....	36
图 75:	各大奶粉品牌开拓母婴渠道.....	37
图 76:	蒙牛、伊利组织架构.....	39
图 77:	光明乳业组织架构.....	39
图 78:	新乳业、燕塘乳业组织架构.....	40
图 79:	新乳业股权激励业绩考核目标.....	43
图 80:	2018-2021 年乳企人均薪酬 (单位: 万元) .....	44
表 1:	乳企纷纷布局上游奶源.....	10
表 2:	2005-2008 年出现的部分产品 .....	15
表 3:	各品牌常温酸奶推出时间、产品线及蛋白质含量.....	21
表 4:	常温酸奶赞助综艺/电视节目梳理 .....	24

表 5: 低温酸奶与常温酸奶常规营养成分相差不大.....	24
表 6: 乳企自主研发乳酸菌技术.....	25
表 7: 部分低温酸奶品牌主打方向.....	25
表 8: 巴氏杀菌和超高温灭菌工艺对比.....	28
表 9: 奶酪市场常见品类细分及特点.....	31
表 10: 奶粉新国标主要变化.....	35
表 11: 乳企布局成人奶粉.....	37
表 12: 伊利股权激励一览.....	40
表 13: 蒙牛 2013 年以来推行限制性股票激励计划.....	41
表 14: 光明乳业股权激励一览.....	42

## 1. 乳制品产业链拆解

乳制品行业可拆解为奶牛养殖、乳品加工、零售分销三大环节。上游养殖业周期属性强，牧场进行乳牛养殖，出售原奶。中游为乳制品加工业，加工企业购入生鲜乳或大包粉，将其生产为液体乳、乳粉、奶酪等产品。下游通过线上线下的多渠道将产品销售至消费者手中，消费属性强。我国乳制品产业链的发展并不均衡，中游企业加工能力强，但养殖与销售环节相对薄弱。

图1：乳制品行业产业链拆解



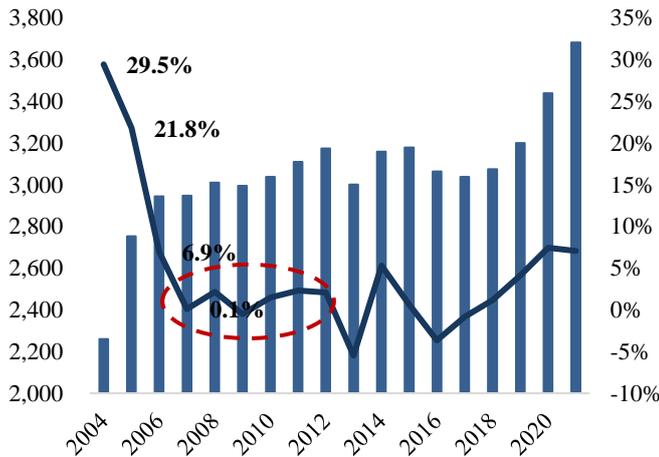
数据来源：东吴证券研究所整理

### 1.1. 上游：规模化牧场提升奶源质量，养殖业应对饲料成本上涨

#### 1.1.1. 牧场标准化规模化程度提升

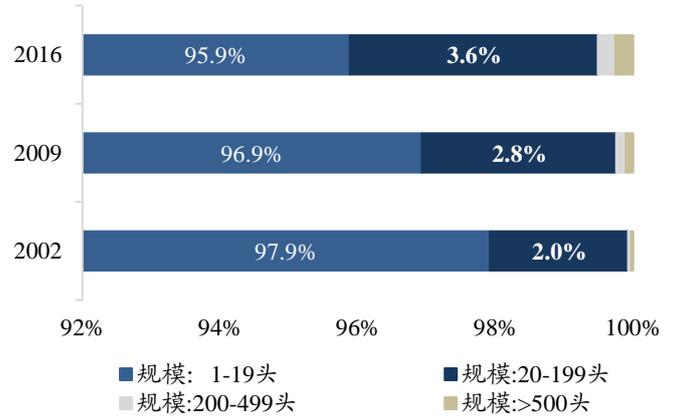
三聚氰胺事件为行业分水岭，推动小规模养殖户出清。2008年，三聚氰胺事件严重侵蚀了消费者信任，下游销售受到冲击，处于被动地位的上游奶农倒奶、杀牛现象频发。2009年，我国牛奶产量首次出现负增长，并在此后几年维持低增速。三聚氰胺事件后，国内愈发重视奶源质量，一批小型养殖户破产退出，规模化程度提升。我国存栏量不足20头奶牛的养殖场占比从2002年的97.9%下降至2016年的95.9%，而200头以上的奶牛存栏量的养殖场占比从2002年的0.07%增至2016年的0.51%。

图2: 2004-2021年我国奶牛产量(单位:万吨)



数据来源: 国家统计局, 东吴证券研究所

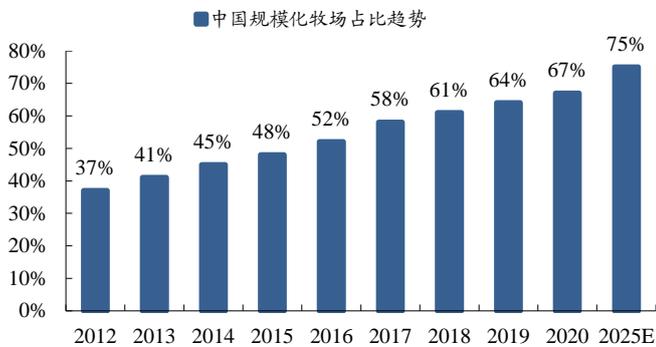
图3: 不同规模的牧场数量占比, 2008年后规模化提升



数据来源: wind, 东吴证券研究所

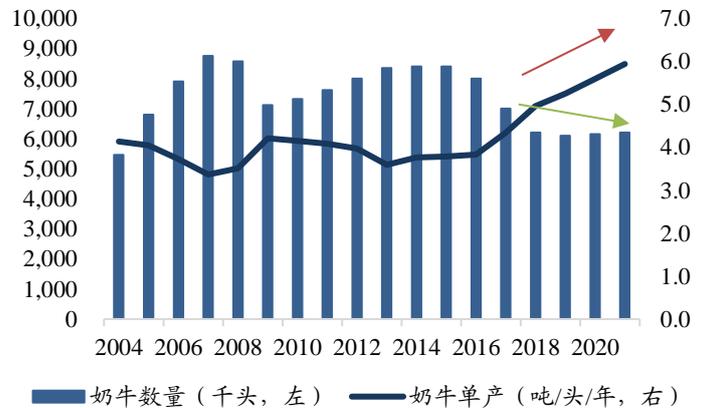
标准化集约模式提升奶牛单产能力, 规模化牧场扩群增产满足增量需求。大规模牧场管理规范、产奶量稳定、原奶质量高、抗风险能力强。截至2020年, 中国规模化牧场占比已达67%, Frost & Sullivan 预计至2025年将进一步提升至75%。伴随规模化养殖技术日益成熟, 2015年后奶牛数量逐年减少, 而奶牛单产能力逐年提升, 至2021年达5.94吨/头/年。未来, 国内原奶的需求增量将主要依靠规模化牧场的扩群增产实现。

图4: 中国规模化牧场占比逐年提升



数据来源: 国家统计局, Frost & Sullivan, 东吴证券研究所

图5: 2004-2021年我国奶牛数量及奶牛单产

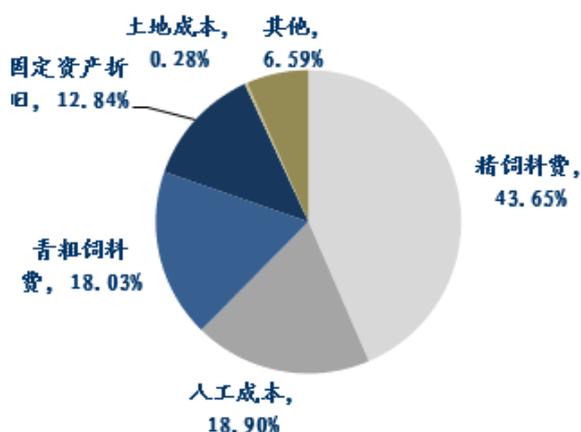


数据来源: 美国农业部, 国家统计局, 东吴证券研究所

### 1.1.2. 饲料成本推升原奶价格, 养殖业提升原奶自给率

2020年以来饲料价格持续上涨, 养殖业成本高企。饲料成本占奶牛养殖成本的六成以上, 其中玉米、豆粕、菜粕等精饲料占比超40%。受疫情反复导致种植业受损、粮食物流不畅、粮企囤货等, 叠加近期俄乌冲突影响粮食进口节奏, 2020年以来国内饲料价格持续上升。截至2022Q1, 国内玉米与豆粕的均价达2.89/4.22元/千克, 较2020年初分别累计上涨29.5%与38.3%。

图6: 2020年奶牛养殖成本构成, 饲料费占比超六成



数据来源: wind, 东吴证券研究所

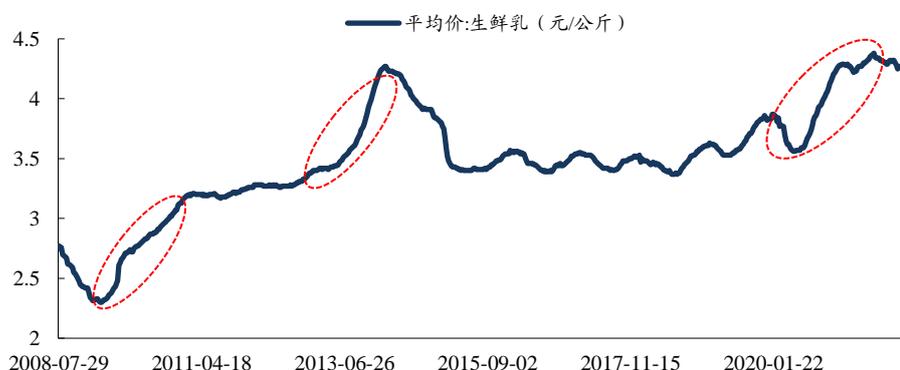
图7: 2020年来国内饲料价格持续走高



数据来源: wind, 东吴证券研究所

纵观原奶价格走势, 近十年主要发生三次明显的上涨潮, 分别在: 1) 2009年7月至2011年3月; 2) 2012年11月至2014年2月; 3) 2020年5月至今。2020年5月至今, 原奶价格累计上涨18%, 主因饲料价格上涨及需求景气。截至2022Q1, 生鲜乳价格为4.23元/公斤, 仍处高位但相比2021年有所回落。

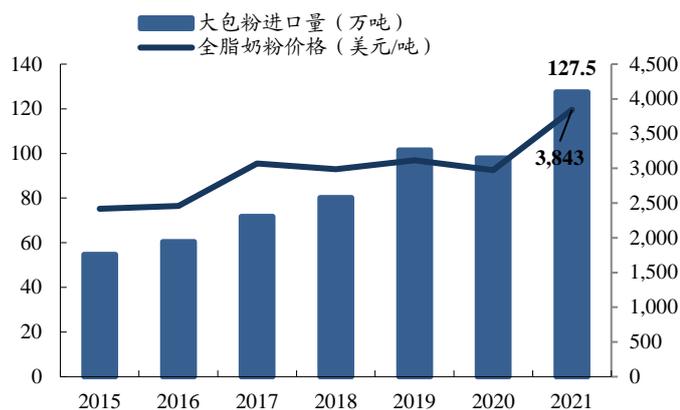
图8: 原奶价格的三轮上涨



数据来源: wind, 东吴证券研究所

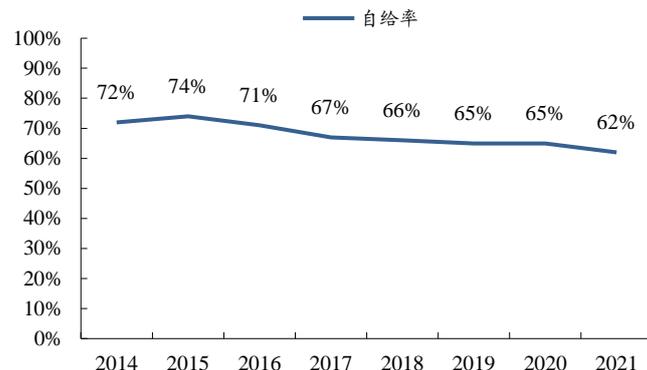
进口大包粉价格抬升, 国内原奶自给率提升是长期方向。疫后原奶需求旺盛, 国内原奶价格持续上涨, 推动大包粉的进口量突破新高, 2021年达127.5万吨, 叠加新西兰原奶产量下降, 国际奶粉价格同样高涨。国家大力倡导我国提升原奶自给率, 制定2020年原奶自给率维持在70%以上的目标, 而2017年以来我国原奶自给率长期低于70%的战略目标。高产量、高品质的原奶供给将降低我国对进口大包粉的依赖, 是促进乳制品行业发展的不可缺少的一环。

图9: 进口大包粉作为国内原奶的替代



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图10: 国内原奶自给率

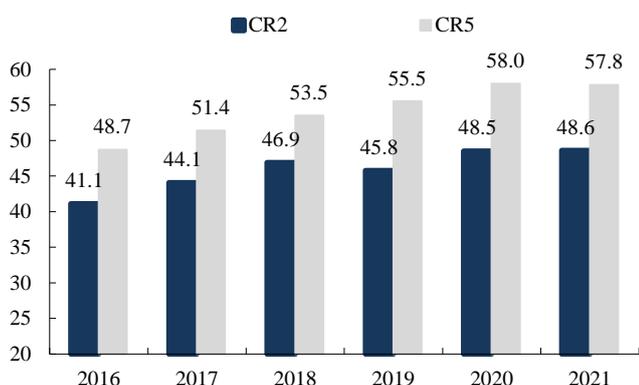


数据来源: 国家统计局, 中国海关, 东吴证券研究所

## 1.2. 中游: 行业集中度高, 龙头加快奶源布局

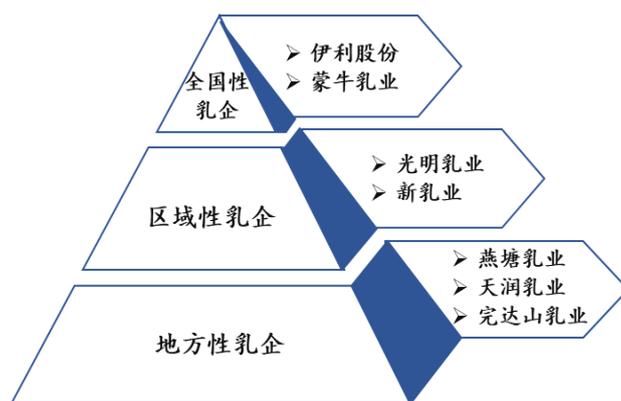
**双寡头格局稳固, 马太效应明显。**中游乳企竞争格局稳定, 2021年伊利股份、蒙牛乳业分别以25.8%、22.8%的市占率位列行业前两位, CR5为57.8%。伊利股份、蒙牛乳业两家全国性乳企产品结构丰富, 渠道铺设完善; 光明乳业、新乳业等区域性乳企主要在重点区域内拥有先发优势及品牌力, 消费者忠诚度高, 近年来凭借借位优势发力低温乳品提升竞争力; 而燕塘乳业、天润乳业等地方性乳企经营区域仅为部分省份及周边地区。乳制品监管趋严, 龙头在原奶收购、产品研发、品牌力建设等方面具备明显的规模优势, 市场份额将持续向头部乳企集中, 马太效应明显。

图11: 乳企市场集中度高 (以零售额计, 单位: %)



数据来源: 欧睿, 东吴证券研究所

图12: 2021年乳企竞争梯队



数据来源: 东吴证券研究所整理

**头部乳企加速布局优质奶源, 加强上游控制力。**近年来, 乳企纷纷通过持股或战略合作方式布局上游奶源, 满足自身需求。2010年, 光明投资8200万新西兰元收购新莱特乳业51%的股份, 开创了中国乳企走出去的先河。2013年起伊利开启全球化进程, 截至2021年末旗下参控股**优然牧业、赛科星、中地乳业、恒天然、Westland等规模化牧场**。同于2013年, 蒙牛以32亿港元的代价从KKR和鼎晖投资手中收购现代牧业28%

的股权。截至 2021 年 6 月 30 日，**蒙牛已持有现代牧业 51.4% 的股权**。2018 年，蒙牛收购中国圣牧旗下圣牧高科 51% 的股权，**战略布局有机奶源**。相较于资源雄厚的两大龙头，其他乳企在奶源控制上略显弱势。

**表1: 乳企纷纷布局上游奶源**

企业	上游企业	乳企对奶源持股或合作情况
蒙牛	现代牧业	截至 2021 年 6 月 30 日蒙牛持股比例为 51.4%
	中国圣牧	截至 2021 年 6 月 30 日蒙牛持股比例为 29.99%
	中鼎牧业	2019 年 1 月签署战略合作协议
	富源牧业	2021 年 3 月，现代牧业拟以 34.8 亿人民币收购其全部股权
伊利	优然牧业	截至 2021 年 6 月 30 日伊利持股比例为 44.8%
	赛科星	2019 年 7 月优然牧业以 22.78 亿元现金购买赛科星 58.36% 股份
	中地乳业	2020 年 9 月，伊利境外子公司 Wholesome Harvest Limited 以要约收购方式收购中地乳业，中地乳业于 2021 年 6 月 28 日从港交所私有化退市
	恒天然	2020 年 10 月，优然牧业旗下子公司内蒙古天然乳业有限公司，同意以 5.13 亿新西兰元的价格收购恒天然在山西省应县和河北省玉田的两个牧场群
光明	Westland	2019 年 8 月 1 日，伊利全资子公司香港商贸控股有限公司完成对新西兰 Westland Co-operative Dairy Company Limited 的 100% 股权收购
	新莱特乳业	2010 年，光明投资 8200 万新西兰元收购了新莱特乳业 51% 的股份，开创了“走出去”的先河
	荷斯坦牧业	2014 年 5 月，光明以 10336.94 万元受让大都市公司持有的上海光明荷斯坦牧业有限公司 20% 股权，完成后光明持有荷斯坦牧业 100% 的股权
三元	恒天然	2020 年 10 月，恒天然同意北京三元风险投资有限公司以 4200 万新西兰元的价格收购其在北京汉沽牧场的 85% 股权
	首农畜牧	2021 年 11 月以现金收购首农畜牧 46.37% 的股权，完成后首农畜牧成为三元的控股子公司
新乳业	现代牧业	2019 年 7 月，新乳业出资 7.09 亿元成为现代牧业的第二大股东，仅次于蒙牛
	夏进乳业	2020 年 5 月，新乳业公告将以 17.11 亿元收购西北龙头乳企夏进乳业的全部股份
	澳亚	2021 年 9 月，拟通过在香港设立的全资子公司 GGG 以 5840 万美元向佳发购买澳亚投资的 1680.56 万股普通股份，占协议签订之日澳亚投资已发行股份的 5%。与澳亚投资就中国区域原奶供应事宜达成战略合作，并与澳亚投资的附属子公司签署了一份自 2022 年开始的 5 年期为基础、并可滚动续期的奶源供应协议

数据来源：公司公告，东吴证券研究所整理

### 1.3. 下游：人均消费未达饱和，消费者提出更高要求

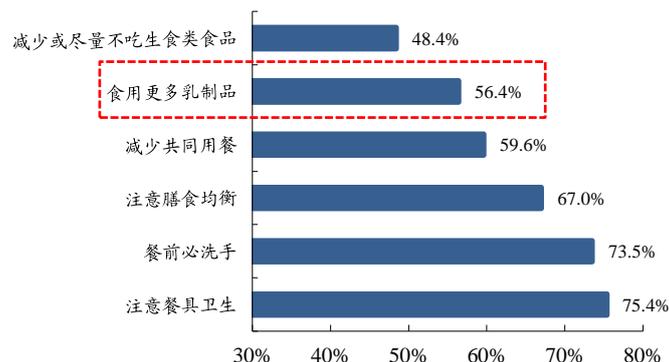
**乳制品零售额增长稳健，疫后饮奶意识提升**。2016-2021 年，中国乳制品零售额的年均复合增速为 4.2%，至 2021 年实现 4425 亿元。据《2020 中国奶商指数报告》，疫后民众健康意识提高，乳制品提升免疫力成为共识。疫情期间 56.4% 的公众增加了乳制品摄入量。伴随饮奶意识及饮奶人群渗透率提升，欧睿预计至 2024 年我国乳制品零售额将突破 5000 亿元。

图13: 中国乳制品市场零售额及增速



数据来源: 欧睿, 东吴证券研究所

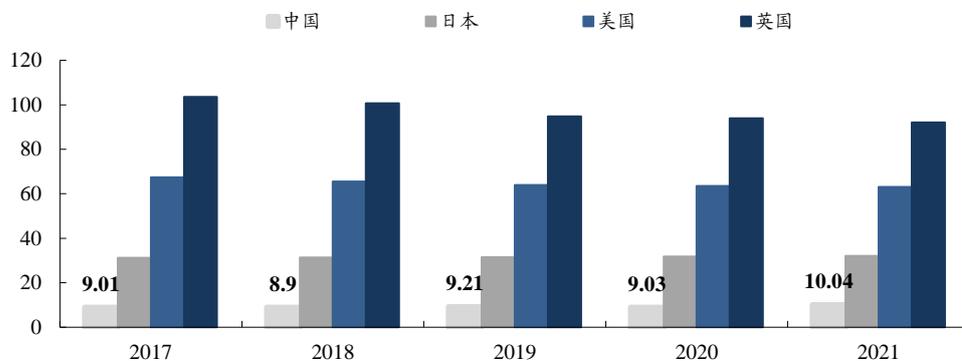
图14: 疫后饮食习惯变化, 56.4%的公众摄入更多乳制品



数据来源: 中国奶商指数报告, 东吴证券研究所

人均乳制品消费仍有提升空间。1) 从国内看,《中国居民膳食指南》建议成人每天应摄入 300g 液态奶或相当于 300g 液态奶蛋白质含量的其他奶制品;但是根据《2021 中国奶商指数报告》,目前仅有 30.5%的公众达到乳制品摄入量标准,仅有 3.6 亿人坚持每天摄入乳制品。2) 对标国际,2017-2021 年我国人均牛奶消费量逐年提升,但相比成熟国家仍较低。2021 年我国人均牛奶消耗量为 10.04 千克,而同期日本、美国、英国分别实现 32.13 千克、63.08 千克、92.07 千克,渗透率空间广阔。

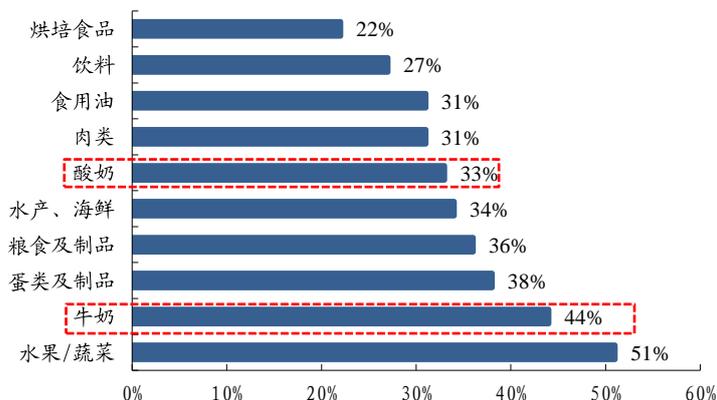
图15: 2017-2021 年人均牛奶消费量 (千克/人/年)



数据来源: CLAL, 东吴证券研究所

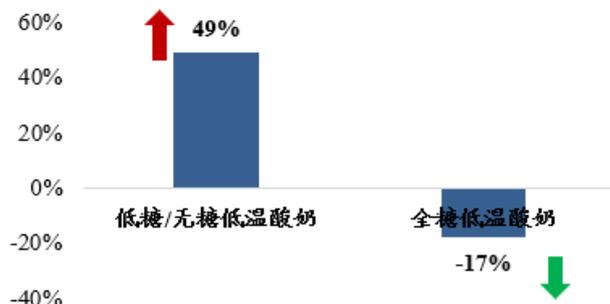
需求呈现健康化、功能性趋势。据益普索,消费者对乳品提出更高要求,44%与 33%的消费者期待更健康的牛奶与酸奶,对乳品的需求关键词主要包括“成分天然”、“高品质”、“新鲜”等。据乳业资讯网,消费者的健康认知在加速升级,2021 年低糖/无糖低温酸奶销售额同比增长 49%,而全糖低温酸奶销售额则同比下滑 17%。此外,高品质白奶渗透率和销售额在常温液态奶中增长最快。

图16: 消费者期待更健康的乳品 (2020年)



数据来源: 益普索, 东吴证券研究所

图17: 2021年低糖/无糖、全糖低温酸奶销售额同比增速



数据来源: 乳业资讯网, 东吴证券研究所

**商超为下游主力渠道但增速放缓, 线上渠道提速。**在液态奶销售渠道中, 商超贡献超半数的销售额占比, 但近年来销售增速有所放缓, 传统渠道遭受挑战; 而线上网购、新零售等渠道销售增长迅速, 疫后此趋势更加明显。据伊利集团消费趋势报告, 2021H1 液态乳制品销售额增速排名第一的渠道为网购 (yoy+39.5%), 而大卖场和大超市销售额分别同比下滑 5.6%/5.8%。

图18: 液态乳品渠道销售额占比及销售额增速 (单位: %)



数据来源: 经济日报, 东吴证券研究所

注: P12 指覆盖当年第一周-第 48 周 (可近似为全年)

图19: 2021H1 液态乳品各渠道销售额增速排名前三位



数据来源: 经济日报, 东吴证券研究所

## 2. 从产品变迁纵观行业发展历程: 横向品类扩张, 纵向技术推动

早在 1926 年, 我国就建成第一家乳制品加工厂“百好乳品厂”, 其创始者吴百亨被誉为我国乳品工业的奠基人。但由于养殖技术的落后、消费习惯、经济水平的影响, 此后行业经历了漫长的起步期。1997 年之后, 伴随技术发展、居民可支配收入提高及消费观念改变, 我国乳制品市场逐渐出现突破性发展。以产品与技术发展为线索, 可以将中国乳制品产业发展分为四个阶段: 1) 1997-2005 年, 常温白奶时期; 2) 2005-2008 年,

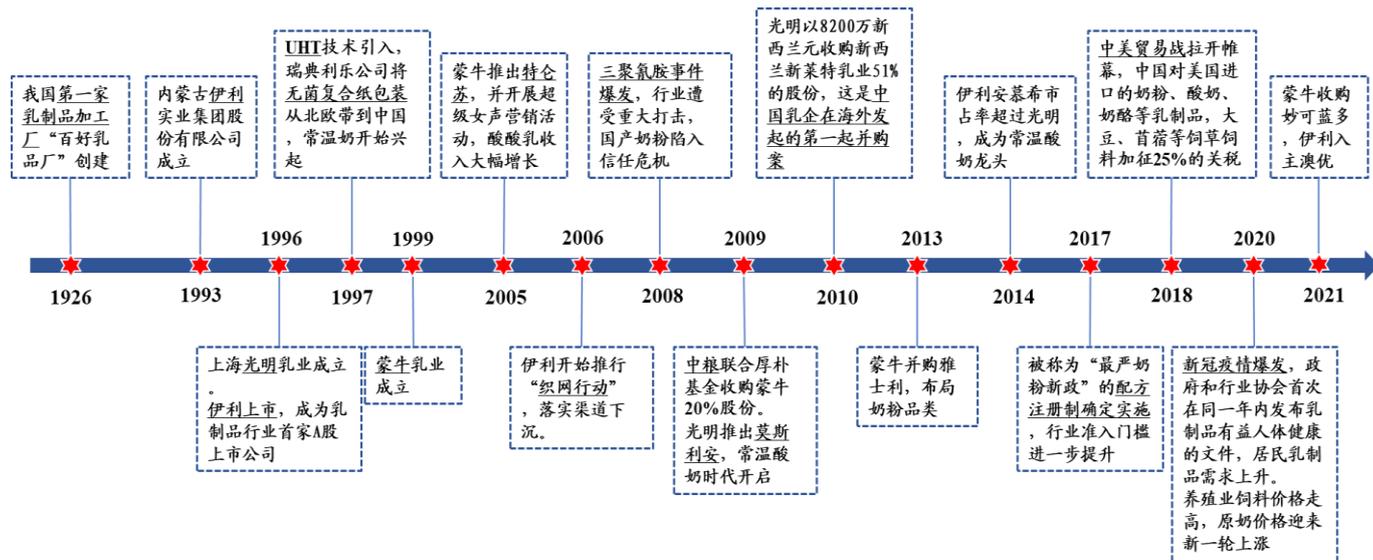
口味导向时期; 3) 2008-2015年, 酸奶时期; 4) 2015年-至今, 低温化时期。

图20: 1964-2022年我国液体奶产量变化



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图21: 行业大事件梳理



数据来源: 公司官网, 搜狐新闻, 东吴证券研究所整理

图22：产品变迁伴随行业发展



数据来源：公司官网，搜狐新闻，东吴证券研究所整理

**第一阶段（1997-2005）常温白奶时期。**受技术限制，上世纪八、九十年代国民乳制品消费以巴氏奶为主。巴氏奶保质期短，早年运输设备落后，因此牛奶消费区域受到严重限制。1997年，中国引入超高温瞬时灭菌（UHT）技术及利乐无菌包装技术，常温奶保质期延长至6个月以上，大大扩展了销售范围，打破乳制品行业瓶颈，巴氏奶份额逐渐被挤压。本阶段产生了蒙牛、伊利等乳企，产品以白奶为主。据农业部，1999年中国常温奶和巴氏奶销售额占比为21%/60%，而2004年占比为66.7%/18.1%。

**第二阶段（2005-2008）口味导向时期。**此阶段营销盛行，与时下流行热点配合，迎合消费者口味多元化需求，效果出众。伊利QQ星、爽歪歪、真果粒等风味奶及乳饮料大量涌现，乳企积极横向扩张。伴随产品创新，行业竞争加剧，蒙牛酸酸乳与伊利优酸乳正面交锋，依靠赞助《超级女声》打响知名度。2006年蒙牛推出真果粒，2008年伊利推出谷粒多牛奶，填补了谷粒、果粒奶的空白。为统一产品品质，与国际接轨等，2008年4月新国标GB/T 21732-2008《含乳饮料》发布，自2008年11月1日起实施。据欧睿，2008年风味乳饮料销售额达390亿元，销量接近45万升。

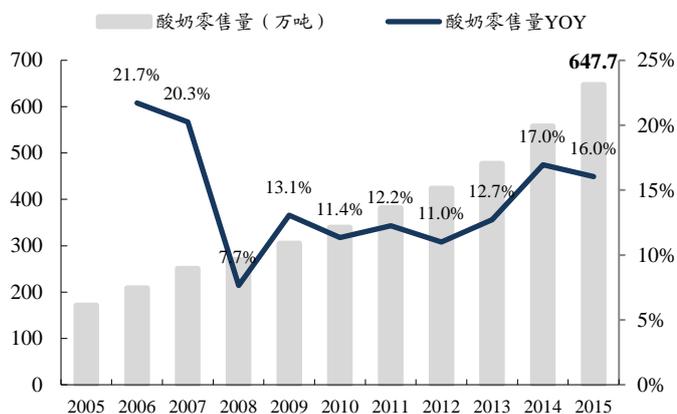
表2: 2005-2008 年出现的部分产品

品类	产品 (上市时间)	产品图片
调制乳	伊利谷粒多 (2008), 蒙牛奶特 (2005)	
常温乳饮料	娃哈哈营养快线 (2005), 伊利优酸乳 (2005), 蒙牛真果粒 (2006), 伊利 QQ 星儿童乳饮料 (2006)	
低温乳饮料	蒙牛优益 C (2009), 味全乳酸菌 (2002), 君乐宝每日活菌 (2009)	

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所整理

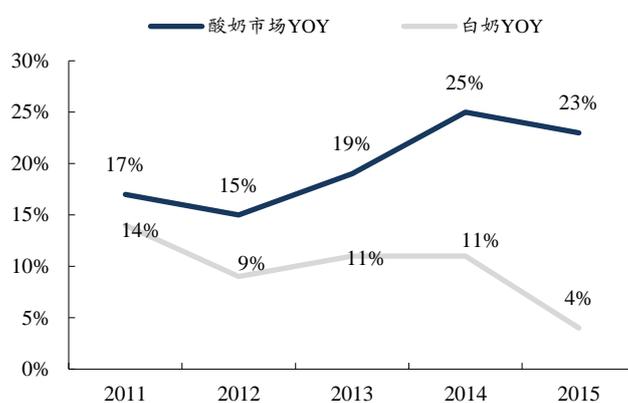
**第三阶段 (2008-2015) 酸奶时期。**2008 年常温型利乐冠包装面世, 无需防腐剂即可拥有六个月的常温保存期, 在技术层面为常温酸奶出世扫清最后的障碍。2009 年光明推出常温酸奶莫斯利安颠覆传统酸奶储存模式, 突破低温酸奶保质期短、贮存要求高的限制。蒙牛、伊利分别于 2013、2014 年推出纯甄、安慕希, 进入常温酸奶市场。2008-2015 年, 酸奶销量从 267 万吨上升至 647.7 万吨, CAGR 为 13.3%。2011-2015 年, 酸奶市场发展迅速, 市场规模增速明显高于白奶。

图23: 2005-2015 年酸奶销量



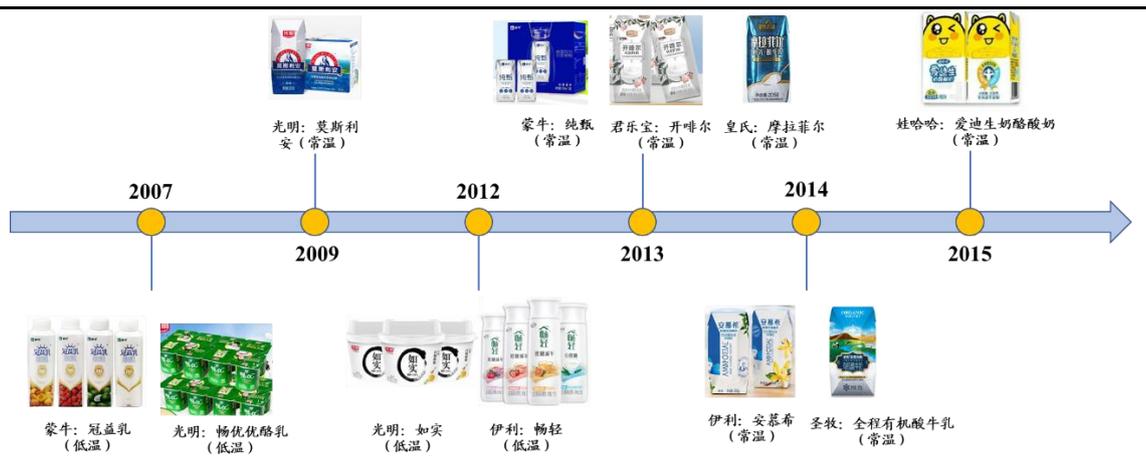
数据来源: 产业信息网, 东吴证券研究所

图24: 2011-2015 年酸奶与白奶市场规模增速比较



数据来源: 欧睿, 东吴证券研究所

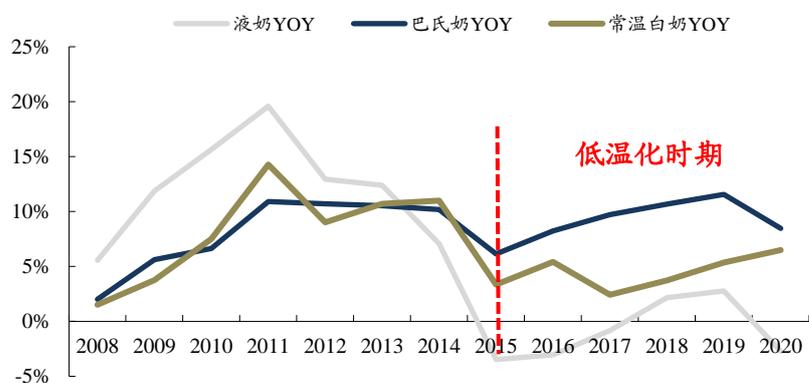
图25：2008-2015年酸奶品牌密集诞生



数据来源：公司官网，东吴证券研究所整理

**第四阶段（2015-至今）低温化时期。**消费观念趋向健康化,低温巴氏奶回归市场。整体液奶市场步入成熟期,增速放缓;细分品类上2015年起巴氏奶市场增速高于同时期的液奶整体与常温白奶。重新回归的低温巴氏奶与第一阶段初期有所不同,在奶源、冷链运输、渠道等方面都有所升级,特别是冷链运输的成熟成为低温奶兴起的技术基础。本阶段代表产品有蒙牛每日鲜语、伊利透明小白袋、光明新鲜牧场和君乐宝悦鲜活牛奶等。低温巴氏奶受制于奶源、工厂区域,冷链运输成本较高等,市占率较高的为光明、三元、君乐宝等区域性乳企。

图26：2015年后巴氏奶市场增速高于液奶整体和常温白奶



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

图27：主要低温鲜奶品牌



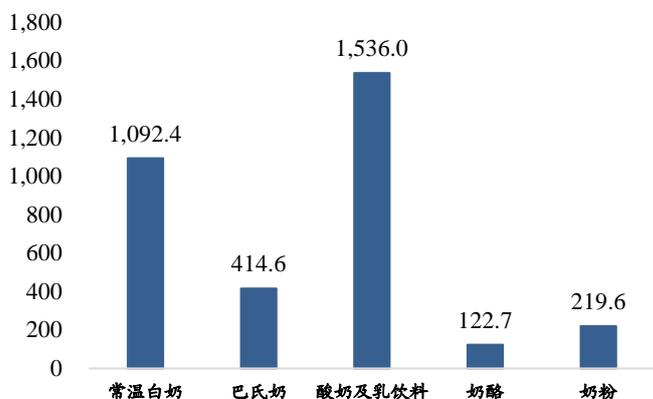
数据来源：京东，东吴证券研究所

### 3. 品类全貌：常温白奶+酸奶稳坐大头，奶酪增长可期

2021年,酸奶及乳饮料/常温白奶/巴氏奶/奶粉/奶酪的市场规模分别为1536/1092.4/414.6/219.6/122.7亿元,常温白奶与酸奶占据主要市场。从增速看,2016-2021年常温白奶及奶粉增长平稳;酸奶及乳饮料市场在高基数上实现7.7%的年复合增速;巴氏奶快速起量,2016-2021年CAGR接近10%;奶酪品类实现23.2%的高速增长。展望未来,欧睿预计2021-2026E常温白奶/奶粉增速将保持稳健;酸奶及乳饮料/巴氏奶在产

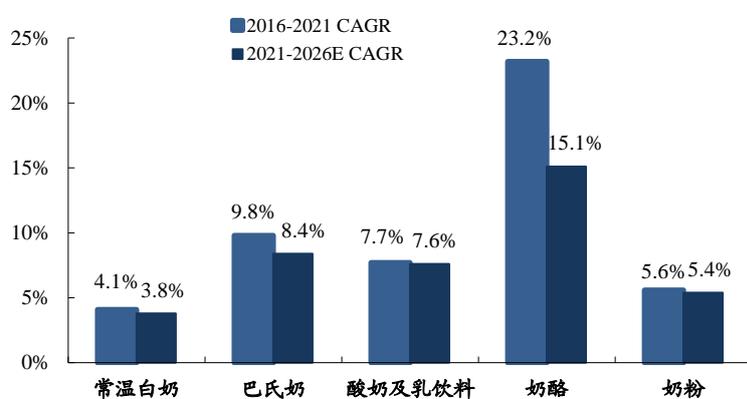
品创新升级、功能性营养性强化的趋势下实现 7.6%/8.4%的复合增速；奶酪继续保持高增，CAGR 达 15.1%。

图28: 2021年各细分品类市场规模(亿元)



数据来源: 欧睿, 东吴证券研究所

图29: 各细分品类市场规模增速对比

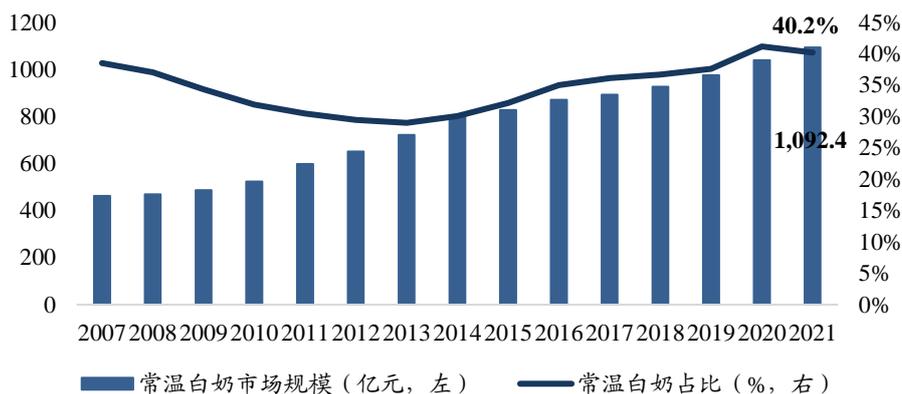


数据来源: 欧睿, 东吴证券研究所

### 3.1. 常温牛奶: 进入价增阶段, 双巨头争夺市场份额

常温奶增长稳健, 长期占据市场主流。2007-2021年, 中国常温白奶市场规模 CAGR 为 6.35%。截至 2021 年底, 常温白奶零售额达 1092.4 亿元, 占据液态奶市场规模的 40.2%。常温奶能在常温下保存 1-8 个月, 保质期较长。中国大型原奶牧场和工厂多位于气候适宜养殖的北方地区, 而人口多分布于南方, 消费和生产的分布不均是常温奶长期占据主流的原因。

图30: 中国常温奶市场规模及占比

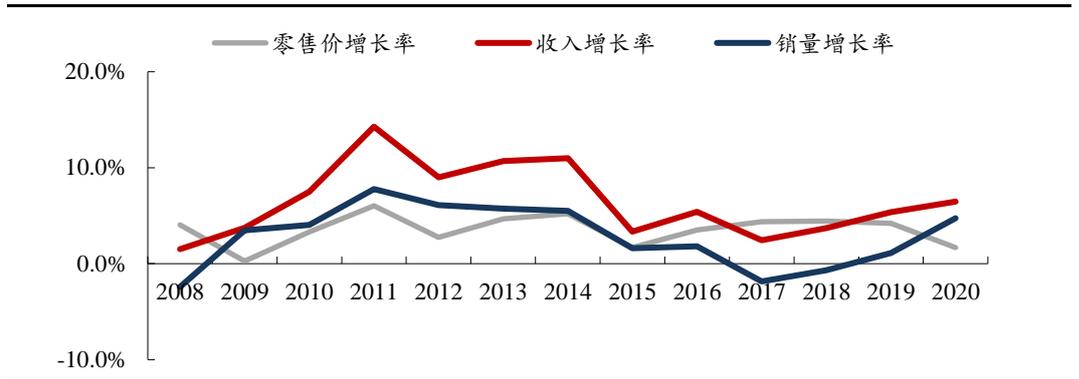


数据来源: Euromonitor, 东吴证券研究所

从量价齐升到价增驱动, 产品持续升级。2015 年之前, 伴随渠道下沉、购奶人群增长带来销量增长, 同时产品升级下平均零售价持续提升。2015 年起, 低温产品崛起, 常温奶销量增速开始回落, 2017-2018 年呈负增长; 而单价仍维持中低单位数的增长, 常温白奶从量价齐升转向价增。2020 年, 疫情促使消费者的健康意识提升, 更加重视白奶

的营养价值，销量增速达 4.7%，提升明显。

图31: 常温奶从量价齐升转向价增



数据来源: Euromonitor, 东吴证券研究所

**价增阶段，乳企推出高端系列产品，拓宽价格带。**2005 年蒙牛推出特仑苏，成为中国首个高端乳品品牌。次年，伊利金典奶诞生。光明升级优加牛奶系列，三元推出有机系列，新希望推出千岛湖牧场/大理牧场纯牛奶。高端奶的蛋白质含量达 3.8g-4g/100g，高于国家标准 2.8g/100g，营养价值更高。龙头推出高端奶基础款产品后，持续打造有机系列、梦幻盖系列，进行品质升级与包装升级。

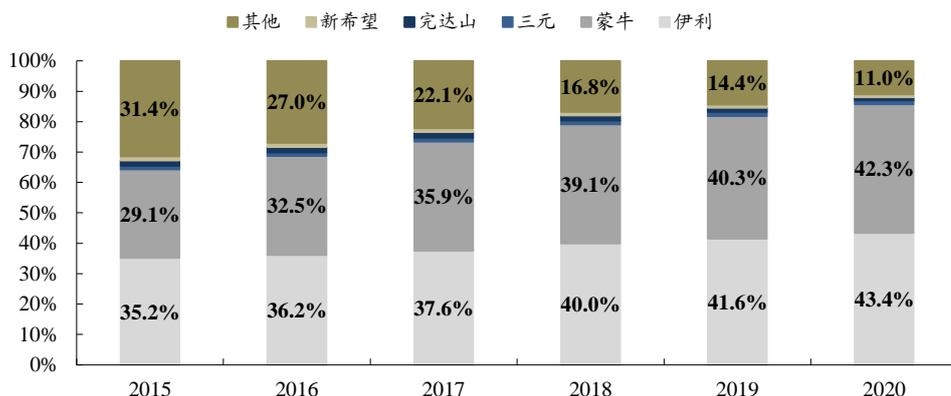
图32: 蒙牛、伊利常温白奶价格带一览



数据来源: 美团超市, 饿了么超市, 东吴证券研究所

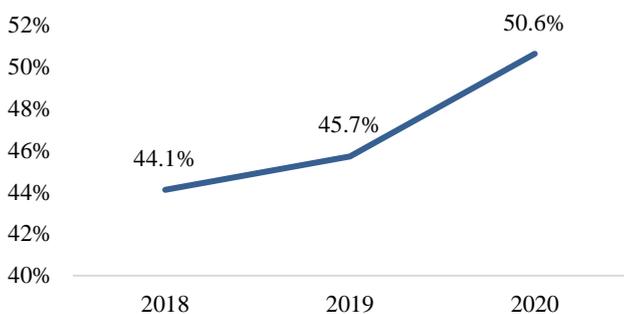
**伊利、蒙牛双寡头格局稳定。**2020 年，以零售额计，常温白奶 CR2 达 85.7%，伊利和蒙牛的市占率分别为 43.4%和 42.3%。高端产品方面，特仑苏和金典保持强劲增长，2021 年特仑苏销售额增速达 32.8%，单品零售额突破 300 亿元，稳固全球 UHT 奶第一品牌；金典在有机奶系列持续发力，2021 年金典有机液体乳零售额同增 41.5%，在对应的细分市场以零售额计的市占率达 51.4%，位居首位。

图33: 2015-2020年常温白奶竞争格局, 集中化程度高(以零售额计)



数据来源: Euromonitor, 东吴证券研究所

图34: 2018-2020年伊利有机液体乳市占率(以零售额计)



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图35: 2018-2021年特仑苏销售额增速



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

### 3.2. 酸&乳: 顺应健康化、功能性趋势, 寻找高端差异化新方向

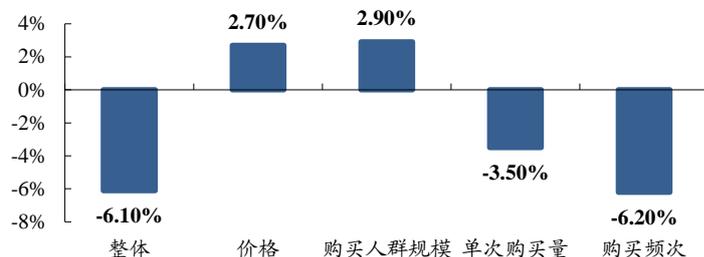
**酸+乳增速有所放缓, 低温乳品渗透率下滑。**2005年, 蒙牛酸酸乳借助“超级女声”打入消费者心智, 开启了常温乳饮料的口味导入期。2009年莫斯利安面世后, 常温酸奶增长迅猛。而伴随中国的冷链物流日渐成熟, 低温酸奶和低温乳饮料的渠道铺市率明显提升, 成为更多大众消费者的选择。经历过增长红利期后, 酸奶和乳饮料的增速于2018年之后放缓, 至2021年市场规模为1536亿元。低温乳方面, 2021年单价提升和城镇化带来的购买人群增加对低温乳品分别有2.7%和2.9%的正贡献, 但单次购买量和购买频次同比下滑3.5%和6.2%, 整体销售额仍下滑6.1%。

图36: 2018年后酸奶及乳饮料市场规模增速放缓(亿元)



数据来源: Euromonitor, 东吴证券研究所

图37: 2021年低温乳品销售额同比下滑6.1%



数据来源: 凯度, 东吴证券研究所

市场格局稳定, 安慕希龙头地位稳固。酸奶及乳饮料的竞争格局较为稳定, 2019年以来, 以零售额计(下同), 安慕希/纯甄/蒙牛/君乐宝/冠益乳位列前五名。其中, 安慕希位居龙头, 2021年市占率达19.6%。而颠覆性品牌莫斯利安的市占率逐年下滑, 至2021年为3.7%。

图38: 酸奶及乳饮料竞争格局趋于稳定(以零售额计)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
安慕希	10.80%	14.90%	16.60%	18.60%	19.70%	19.60%
纯甄	7.00%	7.70%	8.50%	9.40%	9.90%	9.80%
蒙牛	6.40%	6.60%	6.60%	6.30%	6.10%	6.10%
君乐宝	-	-	-	6.00%	5.60%	5.50%
冠益乳	5.20%	4.90%	4.90%	4.90%	5.20%	5.10%
养乐多	4.80%	4.80%	4.50%	4.40%	4.40%	4.30%
莫斯利安	7.70%	6.10%	4.10%	3.90%	3.80%	3.70%
畅轻	3.40%	3.20%	3.40%	3.50%	3.50%	3.60%
优益C	3.40%	3.20%	3.10%	3.10%	3.20%	3.20%
佳宝	3.00%	2.90%	2.80%	2.70%	2.90%	2.80%

数据来源: Euromonitor, 东吴证券研究所

### 3.2.1. 常温酸奶: 产品创新驱动, 向健康化发展

便利的储存条件和较低的乳糖含量, 拓展消费场景。常温酸奶率先突破了低温酸奶的冷链限制, 满足了冷链设备不完善的城乡消费需求, 便利性和易于储存性也强化了休闲属性和礼赠属性。同时, 常温酸奶乳糖含量较低, 更加适合乳糖不耐受人群饮用。

乳企纷纷布局, 独特益生菌和高营养含量为主要卖点。光明首创的莫斯利安主打“长寿村特殊菌种”, 反响热烈。2013年, 伊利、蒙牛、君乐宝纷纷跟进开创自主常温酸奶品牌。安慕希富含希腊菌种, 拥有3.1g乳蛋白。纯甄由进口丹麦菌种发酵而成, 以添加物少, 品质纯粹为特色。开菲尔添加kefir菌群发酵, 拥有3.0g乳蛋白。

表3: 各品牌常温酸奶推出时间、产品线及蛋白质含量

品牌	年份	产品线	蛋白质含量 (g/100ml)
光明	2009	经典款: 原味、香芒芝士、低脂原味、草莓酸酪	2.8
	2017	混合果蔬: 混合红果、混合绿果	2.7
	2021	LPL 定制: 凤梨西柚、草莓蓝莓、白桃双麦	2.7
	2021	限糖控脂酸奶: 原味、红西柚轻醇	3.1
	2020	黑莓枸杞	2.7
伊利	2020	奈娃合作款 (0 添加蔗糖、色素、香精)	3
	2013	钻系列: 原味、香草味、草莓味、咖啡味、蓝莓味	3.1
	2017	冠系列: 芝士波波球味、黄桃燕麦味、草莓燕麦味、青桔葡萄柚青裸味	3.1
	2019	高端系列: 原味、橙凤梨味、猕猴桃青提味、芒果百香果味	3.1
	2020	小黑钻 0 糖: 原味、芦荟	3.1
蒙牛	2020	蓝胖子 5G 蛋白	4
	2013	钻系列: 原味、草莓味、黄桃燕麦味、蓝莓味	2.8
	2018	小蛮腰系列: 草莓味、芒果芝士味	3.1
	2020	笑脸包: 草莓果粒、蓝莓果粒、黄桃燕麦、红枣燕麦	2.8
君乐宝	2013	开菲尔 经典原味	3
	2013	开菲尔 益浓 经典原味	3.3
	2020	涨芝士啦 丹麦芝士原味、芝芝多莓味 (利乐钻包装)	3.1
	2020	简醇 经典原味 (梦幻盖装)	3.1

数据来源: 公司官网, 各品牌旗舰店, 东吴证券研究所

常温酸奶的升级发展伴随口味及包装的创新与变迁。常温酸奶的口味从单一向混合谷物、水果发展, 包装从利乐钻向利乐冠、PET 瓶变迁, 扩展了多种 SKU, 产品持续升级和创新, 强化休闲属性, 便利性和个性化突出。

图39: 安慕希口味及包装变迁



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

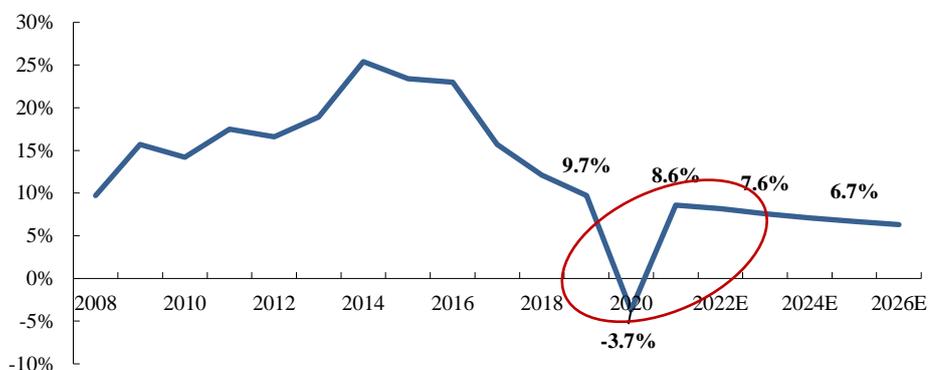
图40: 纯甄口味及包装变迁



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

被常温白奶替代的趋势显现，消费者更加注重常温酸奶的功能性。疫情驱动消费者意识到乳制品提升免疫力的功能。2020年后常温白奶替代常温酸奶的趋势显现，整体酸奶和乳饮料行业的销售额增速回落至-3.7%（常温酸奶占到行业销售额的近一半）。即使2021年有所恢复，预计未来销售额也无法恢复至疫情前的双位数增长。伴随健康意识提升，越来越多消费者在挑选酸奶时更加注重营养成分和对肠胃、免疫力的调节作用。

图41: 2008-2026E 酸奶及乳饮料销售额同比增速



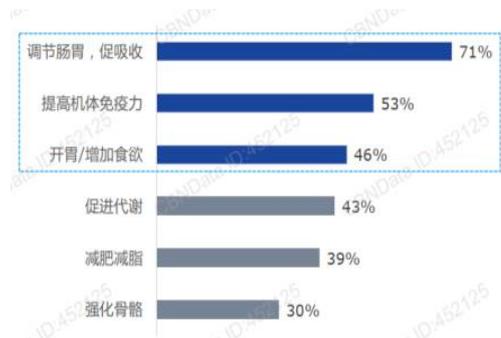
数据来源：欧睿，东吴证券研究所

图42：2021年消费者挑选酸奶产品关注的因素



数据来源：CBNData，东吴证券研究所

图43：2021年消费者对酸奶的六大主要功能诉求



数据来源：CBNData，东吴证券研究所

高端化品质升级，走向健康化、营养化。针对消费者对酸奶的需求变迁，乳企在常温酸奶上也转向新的差异化方向，即强化产品的功能性和营养性，纷纷推出0蔗糖、高蛋白质含量系列。高端新品成为常温酸奶维持生命力的重要驱动力。

图44：光明乳业旗下常温酸奶



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图45：君乐宝旗下常温酸奶



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

乳企借助营销提升常温酸奶的品牌认知度及持续推新。回溯安慕希超越莫斯利安成

为细分赛道龙头的过程，精准高效的营销是重要因素。安慕希以娱乐营销为核心，深度绑定国民综艺 IP《奔跑吧兄弟》，对新品做定向大曝光，在年轻群体中建立起了深厚的品牌认知，带动销售转化。

表4: 常温酸奶赞助综艺/电视节目梳理

品牌	赞助综艺/电视节目
伊利安慕希	奔跑吧兄弟 2-8 季、中国好声音第三季、锋味 2018、漫游记、百变大咖秀
蒙牛纯甄	中国正在听、全员加速中、偶像来了、蒙面歌王、奇葩说、极限挑战 3、创造营 2019-2020、中餐厅 3
光明莫斯利安	中国梦之声、奇葩说 1、一年级、极限挑战 2、东方卫视东方红剧场
君乐宝开菲尔	中国成语大会、世界杯豪门盛宴、金鹰独播剧场、黄金档剧场

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所整理

### 3.2.2. 低温酸奶: 消费者教育强化活菌效果

冷链设备发展拓展低温酸奶销售半径, 渠道下沉仍有可为。2015 年国家层面提出实施城乡冷链物流基础设施补短板的要求后, 我国冷链基础设施建设加速推进, 至 2021 年中国冷库总量已达 7719 万吨。伴随冷链设备发展, 低温酸奶的销售半径得以进一步扩大, 在低线城市和农村市场仍有渗透率提升的空间。

图46: 2011-2021 年中国冷库总量及增速



数据来源: wind, 中物联, 东吴证券研究所

常低温酸奶营养价值差异不大, 最大优势在于低温酸奶保留活性乳酸菌。低温酸奶与常温酸奶在蛋白质、脂肪、钙、钠等营养物质的含量上并没有明显差别, 但低温酸奶保留了活性乳酸菌, 调节肠道菌群平衡, 而经历二次巴氏灭菌的常温酸奶中乳酸菌失活。

表5: 低温酸奶与常温酸奶常规营养成分相差不大

营养成分/100g	低温酸奶			常温酸奶
品牌名称	冠益乳	畅轻	纯甄	安慕希
蛋白质含量	2.9g	2.9g	2.8g	3.1g
脂肪含量	3.1g	3.4g	3.2g	3.5g
钠含量	60mg	70mg	60mg	60mg
钙含量	94mg	80mg	90mg	90mg

数据来源: 天猫旗舰店, 东吴证券研究所

**乳企自主研发菌种突破技术桎梏，更适合国人体质。**国内乳企生产酸奶大多使用进口品牌的乳酸菌菌种，缺乏“良菌”。近年来，乳企通过自主研发乳酸菌菌种，打破了国内乳企依赖“洋菌种”的桎梏。光明是国内首家获得国际专利菌株授权的乳企，先发布局自有菌株的研发工作，并已将植物乳杆菌 ST-III 和干酪乳杆菌 lc2w 等专利技术应用于 7 日改善计划益菌多发酵乳、畅优等产品中。蒙牛、伊利、新希望等乳企也加大对乳酸菌技术的研发重视度，先后研制出更适合国人体质现状，功能更加有效的菌种，并运用于欧式炭烧酸奶、欧式炭烧酸奶、活润等酸奶产品。

表6: 乳企自主研发乳酸菌技术

企业	菌种	时间	功效	应用产品
光明	植物乳杆菌 ST-III	2014	通过调节肠道菌群，改善人体内血脂状况	益菌多小蓝瓶
蒙牛	乳双歧杆菌 V9	2017	预防肠道感染，缓解和治疗肠易激综合征	欧式炭烧酸奶
伊利	活性乳双歧杆菌 BL-99	2019	调节肠道菌群，促进肠道消化，增强肠道免疫力	益消
新希望	3D 包埋技术生产益生菌晶球	2021	益生菌存活率增加 1000 倍	活润

数据来源：新闻整理，东吴证券研究所

**强化消费者教育突出低温酸奶功能性，健康概念推动产品创新。**以往大多数消费者并没有意识到常温酸奶与低温酸奶在乳酸菌功能上的差异。因此，越来越多低温酸奶品牌在宣传上强调产品对肠道健康的作用，加强消费者引导。同时，低温酸奶向口味丰富、无添加、个性化等方向演变，产品升级主打无添加、0 糖等健康概念，焕发新的市场活力。

表7: 部分低温酸奶品牌主打方向

企业	品牌	主打	样式
蒙牛	冠益乳	<b>国内功能性酸奶行业推动者</b> ，针对国人肠道健康研发，唯一一款通过国家食品药品监督管理局的保健食品认证的酸奶	
蒙牛	0 蔗糖酸奶	主打 <b>0 蔗糖</b> 、0 人工甜味剂，0 添加防腐剂	
伊利	畅轻	100%有机奶源，全部使用有机白糖，0 添加、不含防腐剂，将“消化”和“吸收”融为一体，实现 <b>身体新陈代谢的健康循环</b>	
君乐宝	纯享	全球首款通过 SGS 认证的“ <b>无添加酸奶</b> ”，去除人工香精、果胶、增稠剂等添加成分	
三元	衡安堂 166	主打肠道调节， <b>“1+6+6”独特配方</b> 保护肠道健康安全	
三元	缦凝	风味纯正，以 <b>醇厚丝滑、奶香浓郁</b> 为特色	

光明

如实

开创国内**纯净高品质酸奶**先例，自然健康，不含白砂糖、增稠剂、色素、香精等任何食品添加剂，还原自然本味

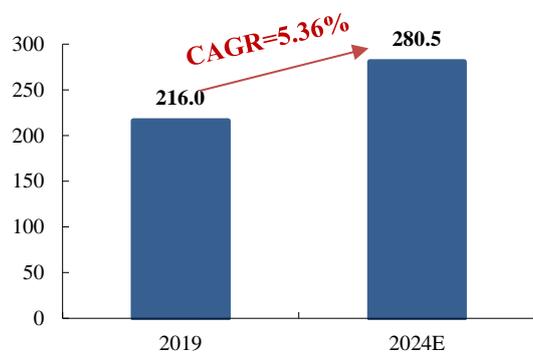


数据来源：公司公告，新闻整理，东吴证券研究所

### 3.2.3. 低温乳饮料：顺应零糖趋势，线上营销引流

**低温乳饮料市场增长稳健，优益 C 品牌力卓越。**2015-2019 年我国低温乳酸菌饮品市场复合增长率为 7.56%，欧睿预计至 2024 年市场规模将增至 280.5 亿元。目前国内主流产品以养乐多、蒙牛优益 C、伊利每益添、君乐宝每日活菌、味全等为代表。据中国品牌力指数，优益 C 连续 6 年蝉联我国乳酸菌饮料品牌第一位，养乐多自登陆大陆后品牌力持续上升，至 2022 年已与优益 C 接近。

图47：中国低温乳酸菌饮料市场规模（亿元）



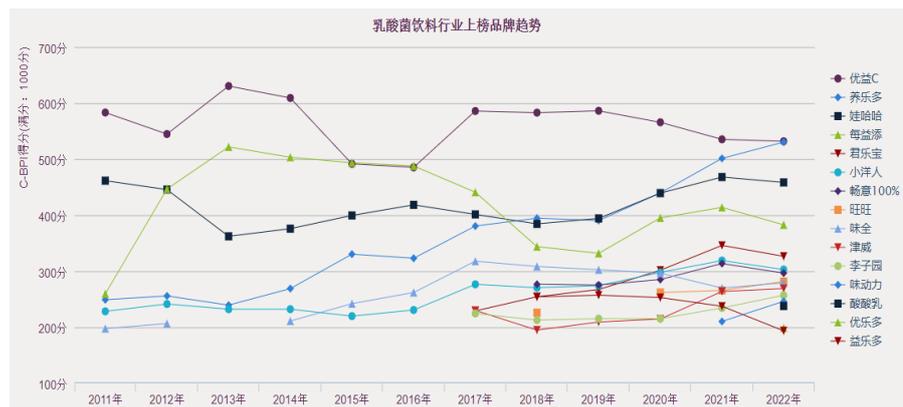
数据来源：欧睿，东吴证券研究所

图48：主流低温乳酸菌产品



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图49：乳酸菌饮料行业品牌力指数趋势，优益 C 稳居第一，养乐多逐年上升



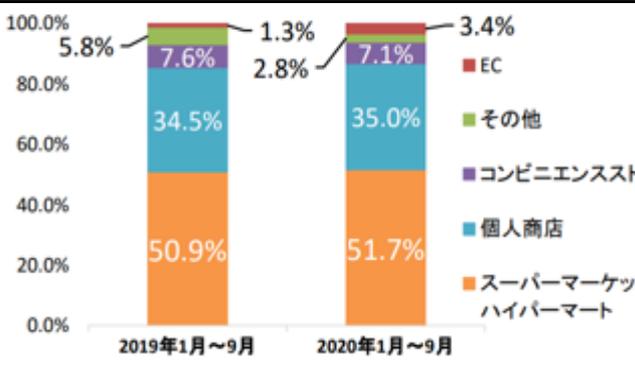
数据来源：中国品牌力指数，东吴证券研究所

**突出促消化特点，顺应零糖趋势。**与其他乳品品类类似，低温乳饮料通过突出促进肠胃蠕动，利于消化的功能性，强化品类特点。蒙牛优益 C 添加自有菌种 LC37，每瓶含 500 亿活性益生菌，即便经过胃酸和胆盐，仍能有足够数量的活菌到达肠道；并推出控糖及 0 脂肪配方。伊利推出每益添，添加丹麦进口菌种，全面提升消化功能，于 2022 年 4 月推出零蔗糖新品。君乐宝主打“益生菌益生元的双益搭配”概念，添加肠道全覆

盖的 AB 全效菌；并再度加码 0 糖 0 脂款每日清零。

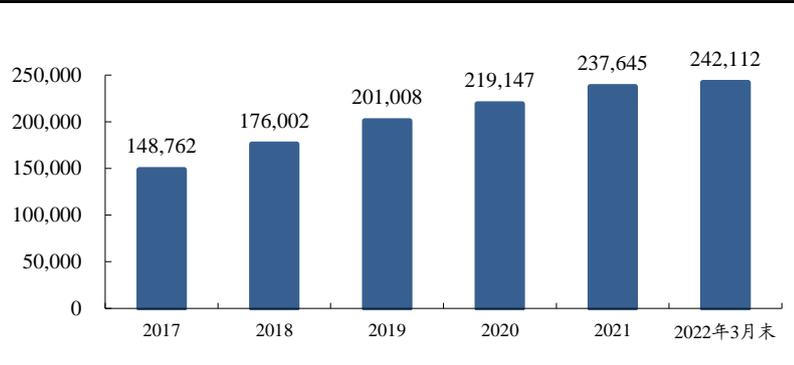
**线下为基，线上营销引流。**以养乐多为例，2020 年 1-9 月养乐多在中国的超市、个人商店、便利店的渠道占比超 90%；截至 2022 年 3 月末，线下网点布局超 24 万家门店。线下渠道为低温乳品的销售基础，同时线上渠道成为品牌营销的重要阵地。蒙牛优益 C 与小红书携手举办主题营销活动，强化消费者对产品的功能认知，并通过户外媒体组合投放，累计覆盖社区楼宇超 300 万家。伊利每益添打出“冠名+代言+话题+活动”多位一体的组合拳，冠名《拜托了冰箱 6》，合作微博、抖音美食类 KOL 矩阵，结合各种话题和活动，传播白色活性乳酸菌产品特质。光明植物活力开展一物一码活动与线上小游戏，形成稳定的粉丝群。

图50: 养乐多在中国的渠道占比（广州除外）



数据来源：养乐多官网，东吴证券研究所

图51: 养乐多中国线下门店数（单位：家）



数据来源：养乐多官网，东吴证券研究所

图52: 蒙牛优益 C 联动小红书



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图53: 伊利每益添多元营销进行品牌输出



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

### 3.3. 低温鲜奶：全国乳企积极发力，区域乳企突出差异化

**活性物质保留度高，冷链保存，保质期 5-15 天。**巴氏奶通过高温短时间巴氏杀菌技术对液体奶进行灭菌处理，能够最大限度地保留鲜奶中的营养成分和活性物质，包括免疫球蛋白、乳铁蛋白、乳过氧化酶等。相比常温保存、保质期在 1-6 个月的 UHT 奶，巴氏奶需要 0-6 摄氏度冷链保存，保质期在 5-15 天，因此具有运输半径短、区域属性强

的特点。

表8: 巴氏杀菌和超高温灭菌工艺对比

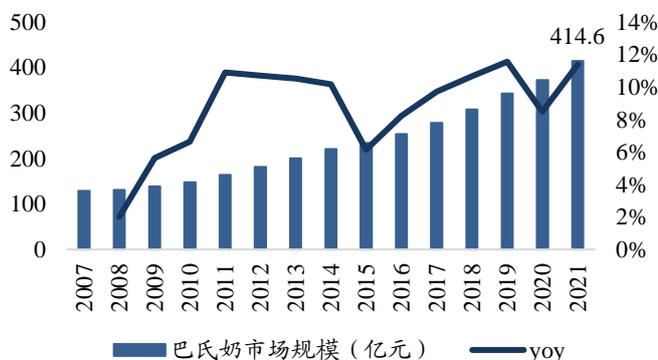
工艺名称	处理温度 (°C)	时间	保质期	保存条件
高温短时间巴氏杀菌 (HTST)	72-85	15-20s	5-15 天	低温
超巴氏杀菌	125-130	2-15s	15-28 天	低温
超高温灭菌 (UHT)	135-142	2-7s	1-6 月	常温

数据来源: CNKI, 国标, 东吴证券研究所整理

**超巴奶放开为全国乳企入局奠定基础。**2020 年 3 月市场监督管理总局在《食品生产许可分类目录》中新增“高温杀菌乳”品类, 且指出在国标发布之前可按经备案的企业标准许可生产, 超巴奶的生产许可被完全打开。超巴奶的保质期介于巴氏奶与 UHT 奶之间, 一般为 15-28 天, 能够保留 70%以上的活性物质。超巴奶放开一定程度上弱化了低温鲜奶的区域属性, 产品的销售半径得以拓展, 为全国乳企入局奠定基础。

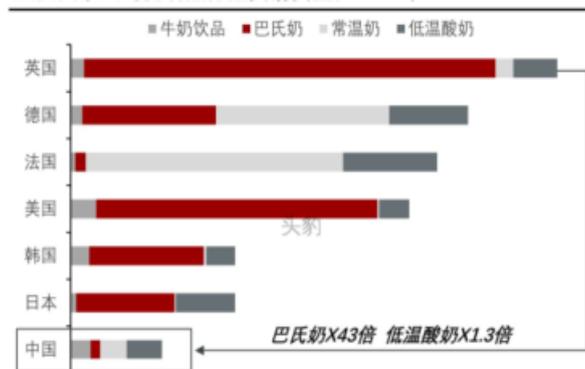
**市场规模超 400 亿元, 渗透率提升空间广阔。**工艺技术进步、冷链运输完善、生鲜电商发展, 叠加消费力提升下, 2016-2021 年中国低温鲜奶市场以 10.4%的 CAGR 增长, 截至 2021 年市场规模已超 400 亿元。对比海外国家, 中国的人均巴氏奶消费量明显较低, 渗透率提升空间广阔。以发展成熟的英国为例, 2020 年英国人均巴氏奶消费量是中国的 43 倍。

图54: 中国低温鲜奶市场规模 (亿元)



数据来源: 欧睿, 东吴证券研究所

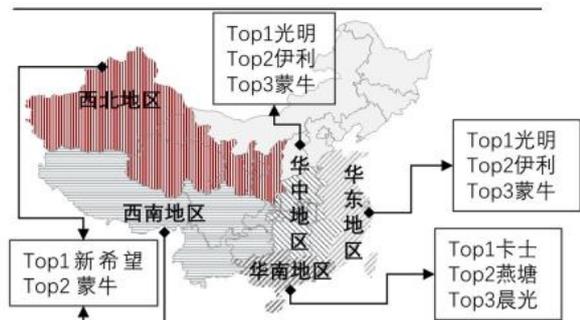
图55: 2020 年各国人均乳制品分品类消费量



数据来源: 头豹, 东吴证券研究所

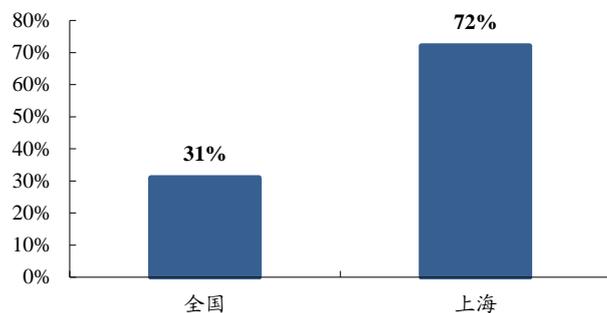
**一方鲜奶养一方人, 竞争格局区域割据。**低温鲜奶对品质要求高, 以奶源地为圆心, 冷链为半径的区域性特征明显。得益于先发布局, 光明在华东区域以鲜奶起家, 品牌力强劲, 护城河高; 而西北区域的鲜奶龙头为新希望, 华北地区消费者偏爱三元。近年来蒙牛、伊利等全国性乳企也积极布局鲜奶业务。得益于光明的先发布局, 华东区域的消费者对低温鲜奶的认知度和接受度明显更高。2020 年, 上海的鲜奶渗透率已达 72%, 远高于全国平均的 31%。

图56: 中国低温鲜奶竞争格局区域性明显 (2020年)



数据来源: 欧睿, 东吴证券研究所

图57: 上海低温鲜奶渗透率明显高于全国 (2020年)



数据来源: 头豹, 东吴证券研究所

全国乳企打造高端产品线, 区域性乳企强调“鲜”价值。2018年, 蒙牛和伊利相继推出低温鲜奶产品。蒙牛通过每日鲜语和现代牧场打造高端和中端产品线, 按收入计2021年市占率达13.4%。面对全国性乳企的布局, 区域性乳企在首发品牌优势的基础上突出更新鲜的特点, 形成差异化竞争。光明旗下致优和特品保质期为7天, 保留更多营养成分; 新乳业开辟黄金24小时系列, 强化极致新鲜理念。

图58: 蒙牛、伊利、光明低温鲜奶产品一览

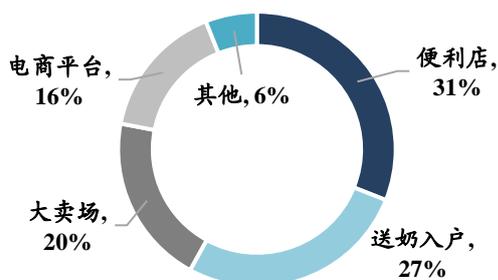
企业	品牌	市场价格 (元)	对应容量 (mL)	综合价格 (元) /100mL	保质期 (天)	样式	主打
蒙牛	每日鲜语	11	250	4.4	15		低温膜浓缩技术和瑞典乳脂分离技术, 最大化保留优质鲜奶天然营养
	现代牧场	13.4	960	1.4	15		优选牧场奶源, 每100mL中含3.2g蛋白质和110mg钙
	小白袋	4	180	2.2	21		品质奶源, 巴氏杀菌, 全程冷链, 保留新鲜营养, 轻巧随身带
伊利	鲜牛奶 (屋顶盒)	11.9-13.6	450	2.6-3	15		保留5种有益活性物质, GAP一级认证牧场
	金典鲜牛奶	10-12	235	4.3-5.1	15		进口双膜低温过滤, 保留更多活性营养。每百毫升包含3.8克高品质原鲜活乳蛋白。
	袋装纯牛奶	3.6-4.3	180	2-2.4	28		滴滴浓醇, 每一滴都是鲜奶本身的味道。
光明	优倍	21.1-27.5	950	2.2-2.9	15		奶源限定优质牧场, 75°C巴氏杀菌工艺, 喝得到的活性蛋白活性酶
	新鲜牧场	10.8-12.6	950	1.1-1.3	15		严选优质奶源
	致优鲜牛奶	33	950	3.5	7		低温膜过滤科技, 更多保留了鲜奶中珍贵的免疫球蛋白、乳铁蛋白、乳过氧化物酶和天然营养成分
	特品鲜牛奶	7.2-9.5	500	1.4-1.9	7		巴氏杀菌工艺, 保留牛奶活性成分。

数据来源: 公司官网, 美团超市, 东吴证券研究所整理

新零售新布局, O2O 到家提升消费体验。伊利和京东在2017年就已共同建造协同仓, 前端对接伊利的各个产品事业部, 中端对接京东的订单系统, 后端对接京东的分拣

系统，伊利产品的配送效果得到迅速提升。2018年初，光明携经销商体系接入阿里巴巴零售通平台，利用阿里巴巴零售通的技术建立数据化的管理系统；并于2019年与阿里云达成合作，在新零售、支付、物流、智慧门店等方面推动数智化转型。2019年阿里巴巴入股蒙牛旗下订奶O2O平台“天鲜配”，打造了“线上平台订奶，楼下智能冰柜取奶”的新模式，满足消费者对鲜奶的口感追求。

图59: 2020年中国低温鲜奶渠道布局



数据来源: 头豹, 东吴证券研究所

图60: 蒙牛与阿里巴巴合作天鲜配平台



数据来源: 天鲜配官网, 东吴证券研究所

### 3.4. 奶酪: 强成长性, 本土品牌崛起正当时

#### 3.4.1. 成长性显著, 对比海外空间可期

**营养价值高, 符合乳制品发展趋势。**中国居民膳食指南 2022 版指出, 以钙含量为基准, 三片奶酪片相当于 300 毫升液态乳制品。奶酪品类可分为零食奶酪和餐桌奶酪。零售奶酪主要受到有孩家庭的偏爱, 丝状奶酪更受青少年家庭的偏好, 不同奶酪在饮食功能中担任不同的角色, 以满足各类消费人群的需求。奶酪品牌也针对消费人群和场景做出更细致的划分, 推陈出新。

图61: 3片奶酪片相当于300ml的液态奶乳制品(以钙含量为基准)



数据来源: 居民膳食指南, 东吴证券研究所

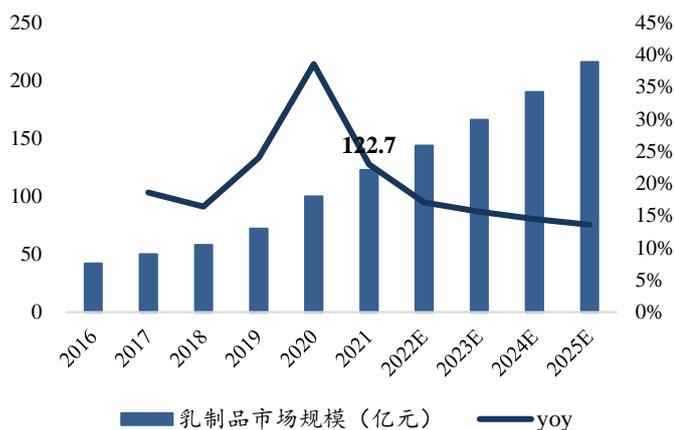
表9: 奶酪市场常见品类细分及特点

	零食奶酪		餐桌奶酪	
	棒状奶酪	杯装奶酪	片状奶酪	丝状奶酪
定义与功能	产品呈棒棒糖状，即开即食	产品置于杯状包装中，需要用勺挖取，即开即食	产品呈片状，为多个单片包装，用于夹片面包、汉堡等	产品为不规则形状奶酪碎或奶酪切丝，常用于披萨等
第一品牌	妙可蓝多	百吉福	百吉福	妙可蓝多
主要竞争品牌	百吉福，伊利，妙飞	乐芝牛，蒙牛	妙可蓝多，伊利，安佳	爱氏晨曦，晨艺欧澜

数据来源：凯度，东吴证券研究所

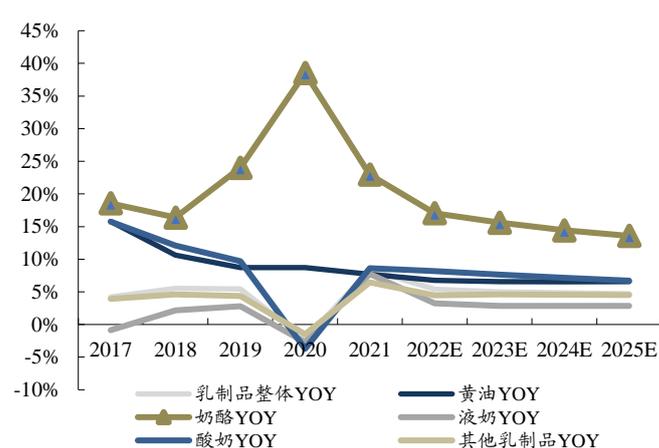
成长性显著，成为乳制品行业增长最快的细分品类。我国奶酪市场规模已从 2016 年的 42.1 亿元增至 2021 年的 122.7 亿元，CAGR 达 23.9%，明显高于乳制品整体和其他细分品类的增长率。据欧睿预测，2022-2025 年我国奶酪市场将继续以 14.5% 的年复合增速增长，至 2025 年规模超 200 亿元。

图62: 2016-2025E 中国乳制品市场规模 (亿元)



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

图63: 2017-2025E 中国各乳制品细分品类规模增速对比



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

对比海外国家，中国人均奶酪消费量潜力大。2021 年中国奶酪产品的人均消费量约为 0.13 千克，远低于美国（17.89 千克）、英国（11.14 千克），相比日本（2.71 千克）也有明显差距。作为传统奶酪消费国，2018 年以来美国、英国的奶酪零售额占比已超过液奶位居乳制品品类第一；而中、日、韩等亚洲国家受传统饮食习惯影响，乳制品消费以液奶和酸奶为主。随着居民消费水平提升、儿童对零食奶酪的偏好、消费场景拓展，叠加品牌持续加强消费者教育，高营养价值的奶酪产品正在逐步被中国消费者所接受。2020 年奶酪在中国城市家户的渗透率为 23%，到 2021 年渗透率接近 30%，提升空间广阔。

图64：2017-2021年各国人均奶酪消耗量（千克/人/年）

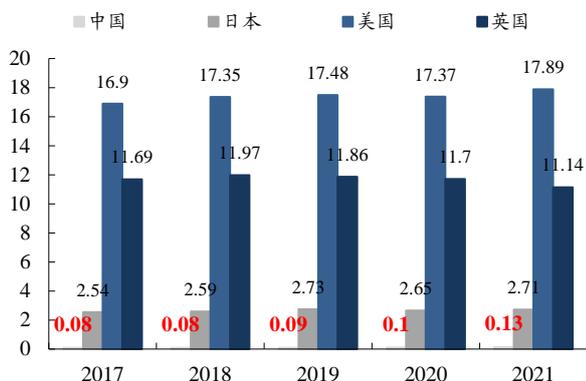
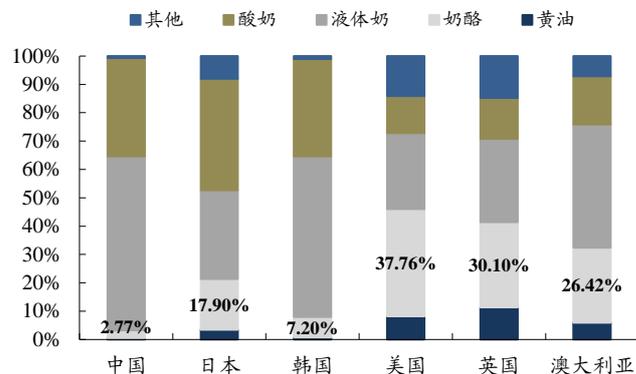


图65：2021年各国奶酪零售额占比



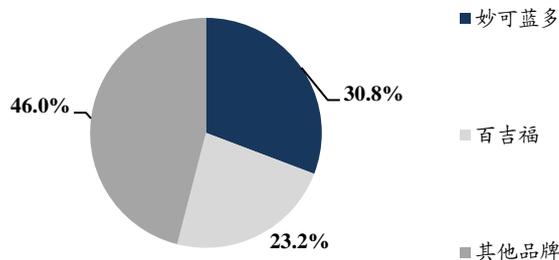
数据来源：CLAL，东吴证券研究所

数据来源：欧睿，东吴证券研究所

### 3.4.2. 本土品牌崛起，常温奶酪棒展空间，持续创新驱动发展

市场集中度高，妙可蓝多已成第一大品牌。经历过激烈的竞争后，中国奶酪市场格局相对稳定。以销售额计，2021年，中国奶酪市场CR2为54%，妙可蓝多和百吉福市占率分别为30.8%和23.2%。

图66：2021年奶酪品牌市场占有率（以销售额计）



数据来源：凯度，东吴证券研究所

有孩家庭是主要的奶酪消费群体，妙可蓝多破圈儿童奶酪市场。家庭育儿精细化趋势下，2020年儿童奶酪在奶酪市场中占比达62%。2018年，妙可蓝多与动漫IP汪汪队达成深度合作，在天猫平台首发儿童奶酪棒，并将产品要素融入了《汪汪队立大功》动画中，一举破圈，精准营销效果显著。后续，妙可蓝多继续选择与皮卡丘、宝可梦、哆啦A梦等众多大热IP合作。

奶酪品牌争相产品创新，开辟细分赛道。龙头品牌之一的百吉福2021年10月推出“果心棒棒奶酪”，首次将夹心口感引入奶酪棒。伊利推出妙芝“口袋芝士”瞄准女性市场，2021年6月推出咔芝脆新口味，将芝士与坚果进行跨界联合。妙飞针对儿童因摄入糖分过多导致的肥胖、龋齿问题，2021年1月推出“0蔗糖奶酪棒”，在补钙、营养、

控制体重上做到多效合一。

图67: 各大奶酪品牌推出的新品



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

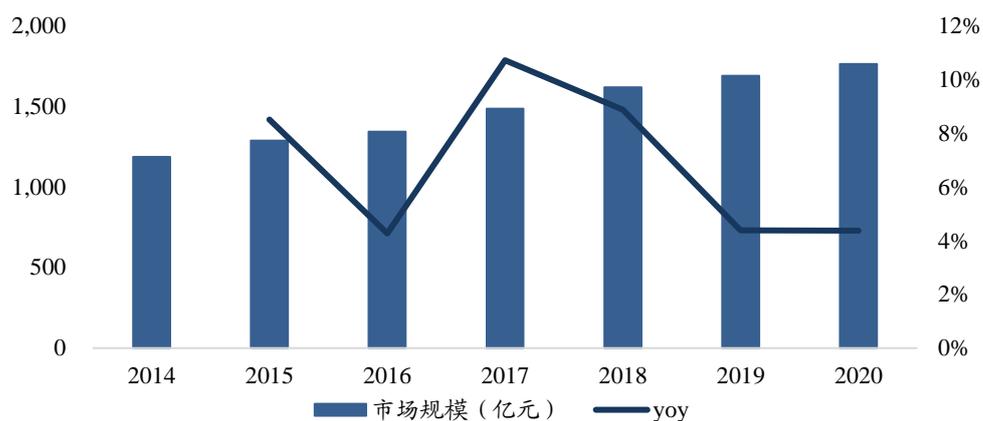
常温奶酪棒进一步打开市场空间, 渠道下沉迅速铺货。常温产品能够弥补运输和储存的限制, 铺货渠道、消费场景更加多样化。妙可蓝多秉持“低温做精, 常温做广”的战略, 于2021年9月首批推出常温奶酪棒, 打破冷链运输的限制实现渠道下沉, 将产品覆盖至母婴店、夫妻店等网点, 渠道空间广阔。

### 3.5. 奶粉: 量缓价增, 国产品牌崛起

#### 3.5.1. 量缓价增, 政策刺激行业洗牌

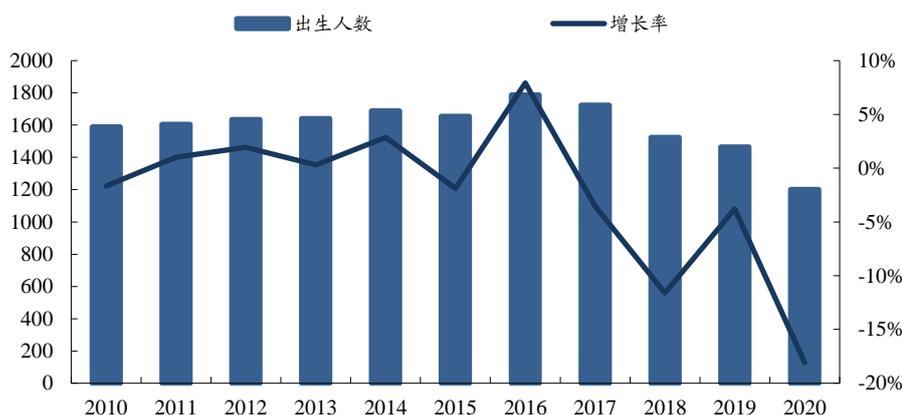
中国人口出生率下降, 奶粉市场规模降速。近年育龄妇女规模下降、年轻人和婚龄和育龄推迟、生育成本高企等多重因素下, 我国出生率明显下降。2016年国家放开二胎政策, 2021年出台三孩政策, 但政策刺激未能扭转出生率的下滑周期。2017年以来, 奶粉市场规模增速持续下降。截至2020年底, 中国奶粉市场规模为1764亿元, 同比增长4.4%。

图68: 2015-2020年中国婴幼儿奶粉市场规模(亿元)



数据来源: 欧睿, 东吴证券研究所

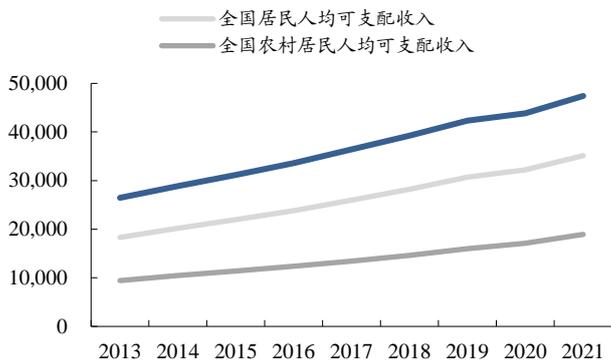
图69: 中国出生人口(万人)及增长率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

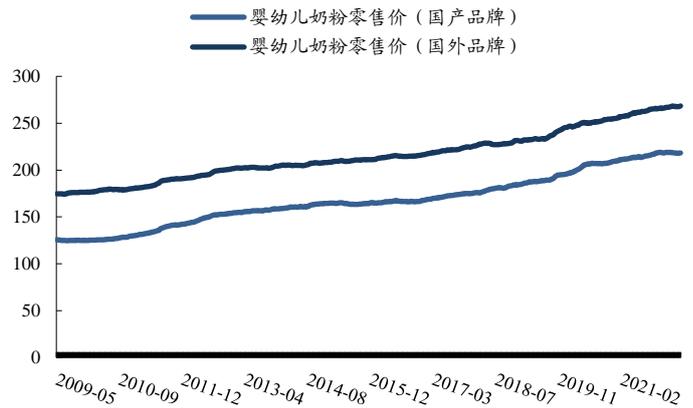
**消费升级带动价增, 高端化趋势显现。**伴随人均可支配收入提升, 婴幼儿奶粉零售价格持续增长。截至2022年5月底, 国产品牌婴幼儿奶粉零售价达218.4元/公斤; 海外品牌婴幼儿奶粉零售价为268.5元/公斤。2014-2018年高端/超高端婴配奶粉市场规模CAGR分别为20.5%/39.5%, 而普通婴配奶粉增速仅为5%; 且Frost & Sullivan预计高端化趋势将延续。

图70: 中国人均可支配收入(元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图71: 中国奶粉零售价格(元/公斤)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**新国标+二次配方注册制再促行业洗牌。**2021年2月,奶粉新国标出台,具体实施时间为2023年2月。新国标相比原先的标准更加严格,在分类上将两段调整为1-6个月、6-12个月、12-36个月三段;在元素上针对营养成分的含量要求进行了调整;在检测方法上进行更新。新国标落地后,奶粉企业纷纷着手对新产品进行原辅料选用、新配方设计和创新研发、生产工艺和技术等方面的调整,倒逼国产奶粉企业高质量发展。同时,新国标为二次配方注册制提供了标准依据。2017年后的首次配方注册制,促使大量中小品牌供给出清。我们预计新国标和二次配方制的监管规范将促进行业洗牌,提升市场集中度。

表10: 奶粉新国标主要变化

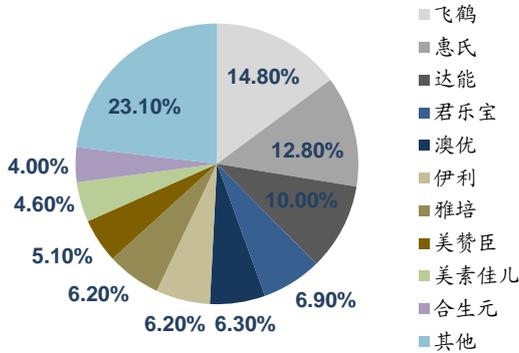
<b>分类细化</b>	原先分为0-6个月(GB 10765-2010)和6-36个月(GB 10767-2010)两段,现细分为0-6个月(GB 10765-2021),6-12个月(GB 10766-2021)和12-36个月(GB 10767-2021)三段。
<b>元素规定</b>	三段标准中均对每百克奶粉中蛋白质,维生素等部分营养素含量的最大最小值做出一定调整,其中对维生素D、胆碱提升尤为明显。 在0-6个月婴儿标准中增加了豆基婴儿配方食品中的铁、锌、磷的含量要求,并将胆碱从可选择成分修改为必需成分。 在6-12个月婴儿标准中增加了乳清蛋白和乳糖的比例要求,增加了豆基较大婴儿配方食品中蛋白质、铁、锌磷的含量要求,并将锰、硒和胆碱从可选择成分修改为必需成分。 在12-36个月儿童标准中增加了乳糖的比例要求增加了豆基的含量要求。
<b>检测方法</b>	三段标准均将脂肪检测方法改为GB5009.6,将亚油酸检测方法改为GB5009.167。 三段标准均将维生素A、D、E的检测方法改为GB5009.82。 三段标准均将烟酸检测方法改为GB5009.89,叶酸检测方法改为GB5009.211。

数据来源:《食品安全国家标准婴儿配方食品》,东吴证券研究所

**行业集中度高,国产品牌崛起,飞鹤市场份额居首。**三聚氰胺事件后奶粉行业被外资品牌主导。近些年国产品牌在品质、渠道上不断提速,叠加注册制等政策出台,消费者对国产奶粉的信任度提升。据艾媒咨询,2019年一线/二线城市消费者对国产品牌奶粉的购买意愿为12.5%/16.5%;三线/四线城市消费者对国产品牌的购买意愿为28.1%/28.9%。外资品牌集中在高线城市,而国产品牌通过把握下沉市场实现崛起。2020

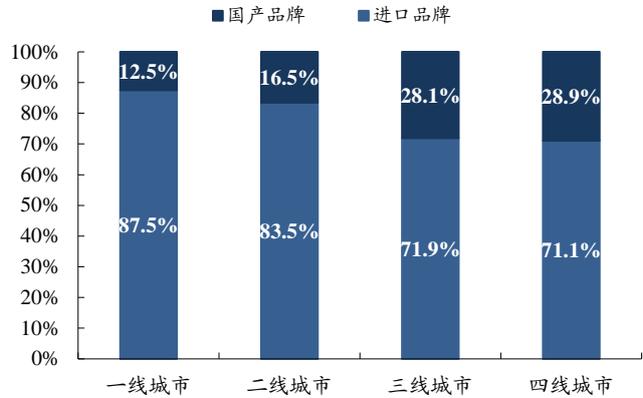
年，以零售额计（下同），中国婴配奶粉行业的CR3为37.6%，CR5为50.8%。飞鹤已超越惠氏位居行业首位，市占率为14.8%；惠氏/达能的市占率分别为12.8%/10%。

图72：2020年中国婴配奶粉竞争格局（以零售额计）



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

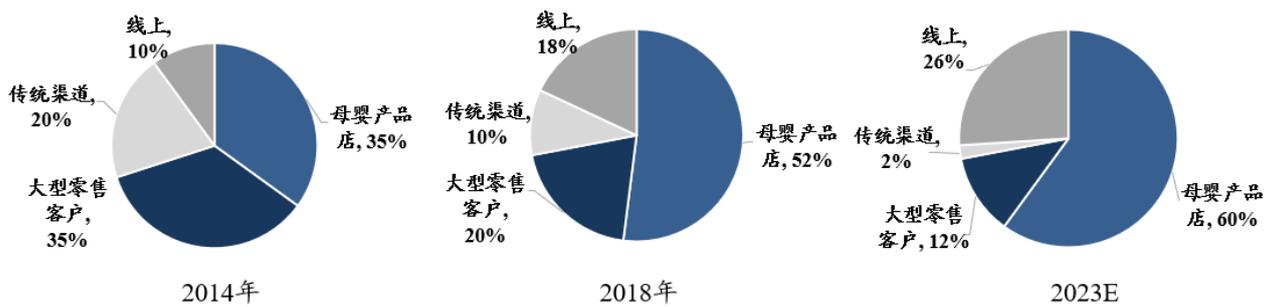
图73：下沉市场消费者对国产奶粉的购买意愿更强（2019年）



数据来源：艾媒咨询，东吴证券研究所

**母婴渠道占比超半数，奶粉品牌积极布局。**按零售销售额计，2014年母婴渠道占比为35%，到2018年提升至52%，Frost & Sullivan预计2023年将进一步提升至60%。母婴店已取代ka成为婴配奶粉的主导渠道，各品牌也积极进行铺货和布局。2020年3月伊利成立母婴系统“领婴汇”俱乐部，聚焦实力雄厚的连锁门店，从营销、渠道、运营、大数据四大领域定向赋能。飞鹤与孩子王、爱婴岛等核心系统门店开展深度合作，并推出贝迪奇、臻爱倍护、精粹益加等母婴专供产品。2022年1月君乐宝携“君保利”项目入局大连锁，渗透喜阳阳爱婴、河北爱尚婴、沈阳妈咪购等连锁渠道。

图74：中国婴配奶粉的渠道拆分



数据来源：Frost & Sullivan，东吴证券研究所

图75: 各大奶粉品牌开拓母婴渠道



数据来源: 新闻整理, 东吴证券研究所

### 3.5.2. 第二增长曲线, 成人奶粉

**成人奶粉成为新的突破口。**成人奶粉品类包括全家奶粉、中老年奶粉、学生奶粉、女士奶粉、特殊人群奶粉等。凯度数据显示, 2021 年成人奶粉销售额同比增长 6.5%, 高于液态乳品销售额增长率。惠氏、雀巢、伊利、雅士利、飞鹤等品牌正积极布局成人奶粉, 挖掘产品的差异化卖点, 作为第二增长曲线的补充。

**受众扩大化, 产品丰富化, 功能细分化。**2021 年成人奶粉 6.5% 的销售增长中, 购买频次/中国城市家庭数量增加/渗透率提升分别贡献 1.5%/2.9%/2.8% 的增长, 受众逐渐扩大。同时成人奶粉品类不断丰富, 从牛奶粉扩展至羊奶粉、骆驼奶粉等。功能上向专业化发展, 包括强健骨骼、守护心血管健康、增强免疫活力、促进肠道健康等方面。

表11: 乳企布局成人奶粉

企业	产品	图示
惠氏	倍力加成人奶粉	
雀巢	NIDO 脱脂高钙高蛋白成人奶粉, 雀巢怡养益护高钙中老年奶粉, 怡养健心鱼油, 怡养健心金装 2 合 1	

伊利 伊利高蛋白脱脂高钙成人奶粉，欣活中老年奶粉，欣活心活配方，欣活骨能配方，高铁高钙奶粉



三元 三元全脂甜奶粉，爱益中老年奶粉



雅士利 悠瑞骨宜，悠瑞顺宜，悠瑞恬添



飞鹤 1962 中老年高钙多维奶粉，1962 成人加锌铁钙奶粉



完达山 黄金季有机中老年奶粉，将军牧场高钙低脂中老年奶粉，益生元中老年奶粉，高钙多维中老年羊奶粉



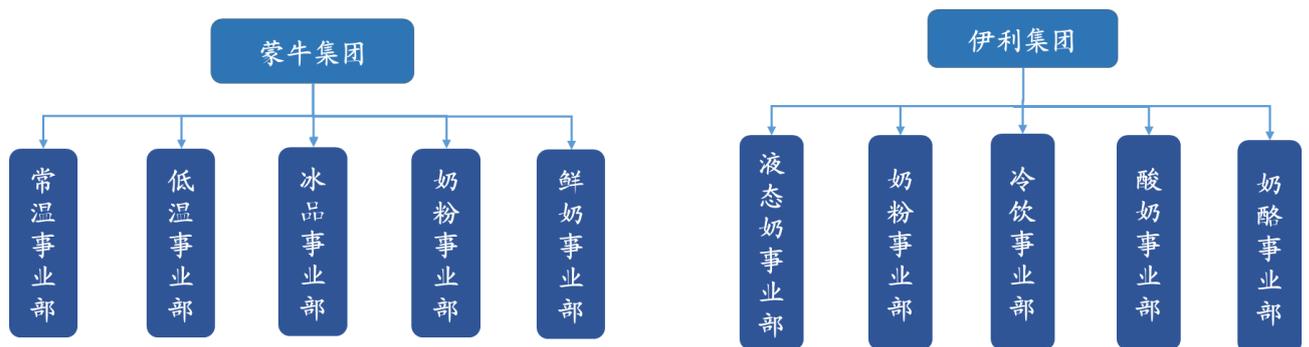
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

## 4. 乳企视角：组织架构与人才激励奠定经营基本盘

### 4.1. 组织架构：全国乳企以品类划分事业部，光明区分常/低温营销中心

龙头以产品品类为基础构建事业部，利于部门间运营效率提升。蒙牛历经四届管理层变革，与之伴随组织架构调整，从三大产品事业部到直线职能横向管理，再回到常温、低温、冰品、奶粉、鲜奶五大事业部。伊利于1999年成立中国第一个液态奶事业部，目前拥有液态奶、奶粉、冷饮、酸奶、奶酪五大事业部。

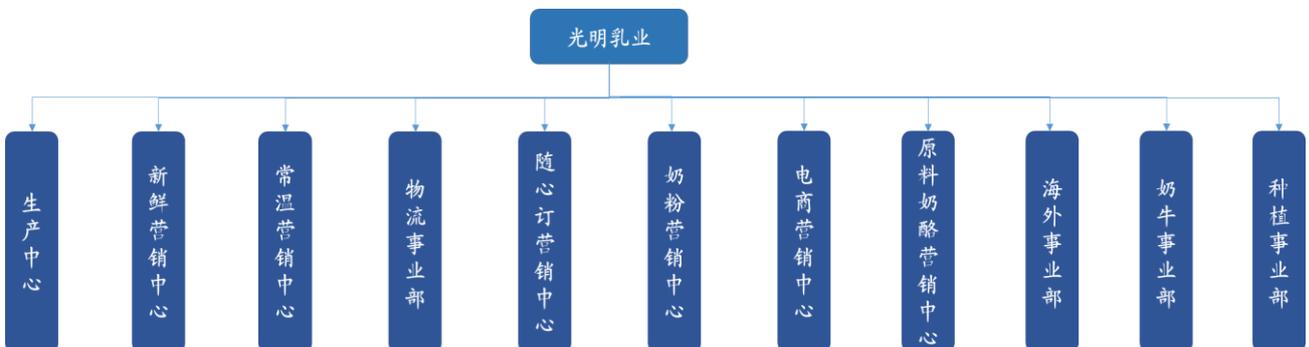
图76：蒙牛、伊利组织架构



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

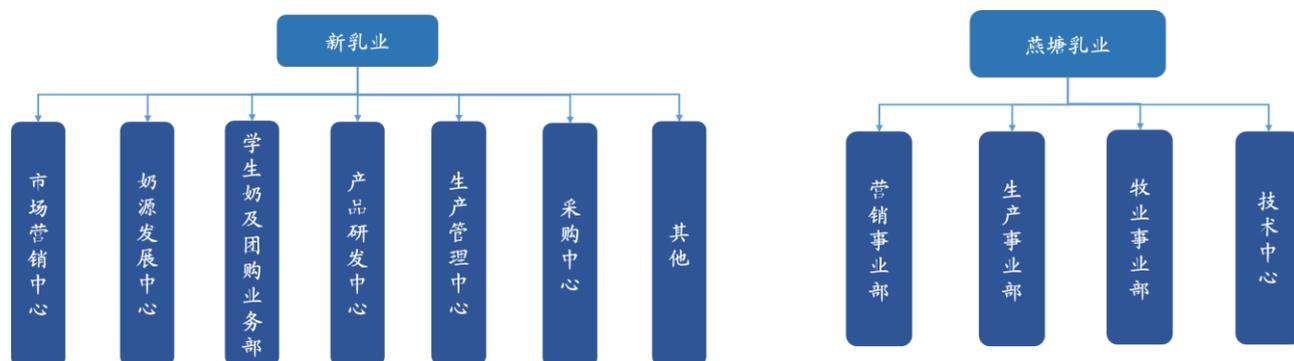
光明将常温与鲜奶分部门运营，新乳业及燕塘未按照品类划分组织架构。光明乳业于2017年对营销中心重新定位，新划设新鲜营销中心分部，与常温业务分部门运营；2021年成立种植事业部，打造全产业链生态体系。公司经营业务分为常温营销中心、新鲜营销中心、随心订营销中心、奶粉营销中心、电商营销中心、原料奶酪营销中心、生产中心、物流事业部、海外事业部、奶牛事业部、牧业事业部等。新乳业起源于新希望集团的乳业事业部，2006年完成公司化，以“鲜战略”为品牌纲领，在职能机构上未针对品类做特定区分。燕塘乳业于2021年对内部管理机构进行组织调整，成立营销、生产、牧业、技术中心四大事业部，有效缩短了管理链条。

图77：光明乳业组织架构



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图78: 新乳业、燕塘乳业组织架构



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

#### 4.2. 股权激励: 企业绑定核心人才, 锚定长期发展

伊利股权激励领先同行, 激励人数多, 业绩目标明确, 保障企业长期活力。伊利于2006年、2016年、2019年分别实施股权激励计划。2006年首次发放的股票期权占总股本的9.68%, 在管理和激励机制上领先同行。2014年推出员工持股计划, 将于2014-2023年每年实施一期。2016年公司针对294位核心业务及技术人员推出4500万份股票期权和1500万股限制性股票, 绑定核心团队。2019年公司发放1.52亿股限制性股票, 激励对象为478人, 为三次中规模最大。公司股权激励计划的行权条件对应了具体的业绩目标, 锚定长期业绩空间。

表12: 伊利股权激励一览

时间	激励形式	激励对象	具体内容	行权条件
2006年	股权激励	总裁、总裁助理、其他核心业务骨干等33人	5,000万股, 占股票总额的9.681%。 8年内行权完毕, 首次行权不得超过获授股票期权的25%。	2006年扣非净利润增长率不低于17%, 主营业务收入增长率不低于20%; 2012年主营业务收入与2005年相比的复合增长率不低于15%。
2014年	员工持股计划	中高层管理人员、业务技术骨干	2014年至2023年每一年实施一期, 每期持股计划存续期为24个月。	首期持股计划资金以2013年度相比2012年度扣除非经常性损益的净利润差值为基数, 按照30%的比例提取持股计划奖励金, 公司扣除个人所得税后划入持股计划资金账户的资金总额为1.44亿元。 第一个行权期: 以2015年净利润为基数, 2017年净利润增长率不低于30%, 净资产收益率不低于12%; 第二个行权期: 以2015年净利润为基数, 2018年净利润增长率不低于45%, 净资产收益率不低于12%
2016年	股权激励、限制性股票	核心业务及技术人员 股票期权: 294人 限制性股票: 293人	4,500万份股票期权和1,500万股限制性股票。激励计划有效期最长不超过48个月	以2018年净利润为基数, 2019-2023年的净利润增长率分别不低于8%/18%/28%/38%/48%。2019-2023
2019年	限制性股票	董事、高管、核心技术/业务骨干及其他员工共478人	限制性股票1.52亿股, 占总股本的2.50%。有效期不超过72个月	

年净资产收益率均不低于 20%；且年度现金分红比例不低于 70%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**蒙牛采取限制性股票、购股权、可转债等员工激励，激励形式多样。**2013 年，公司推出限制性股票激励计划，授予对象包括公司董事、高管、雇员及集团经销商；并于 2017 年将此项计划延长至 2023 年，2022 年再将股权激励计划延长三年至 2026 年。为绑定高管及雇员利益，公司于 2016 年起推出购股权计划；2022 年授出 3178.3 万股股权。2021 年 1 月 24 日，公司发布 40 亿元的 5 年期定息可换股债券，作为雇员激励计划下认购的金融投资产品，与“五年再创一个新蒙牛”战略目标相呼应，此次满足激励条件的员工共计 424 人。

**表13：蒙牛 2013 年以来推行限制性股票激励计划**

时间	授予对象	所授限制性股票数目 (万股)	职务
2013.4.26	孙伊萍	842.58	执行董事兼总裁
	其他高管及雇员	914.36	
2014.4.17	白璠	15.00	首席运营官兼执行董事
	其他高管及雇员	590.50	
2015.4.2	白璠	185.45	
	其他高管及雇员	687.05	
2016.9.21	高管及雇员	1065.38	
	卢敏放	16.41	总裁兼执行董事
2017.7.13	吴文婷	7.03	副总裁兼执行董事
	其他高管及雇员	676.42	
	卢敏放	8.81	总裁兼执行董事
2018.5.7	吴文婷	6.60	副总裁兼执行董事
	其他高管及雇员	653.90	
2019.6.5	卢敏放	23.31	总裁兼执行董事
	其他高管及雇员	796.80	
2020.5.22	卢敏放	25.31	总裁兼执行董事
	其他高管及雇员	794.68	
	卢敏放	12.87	总裁兼执行董事
2021.4.15	张平	4.96	副总裁兼首席财务官
	其他高管及雇员	432.49	
2022.5.11	高管及雇员	553.32	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**光明共推出两期股权激励计划，业绩目标相对保守反映国企属性。**公司于 2010/2014 年分别推出一期/二期股权激励计划，激励对象为高管、中层管理人员及子公司高管、核心营销、技术和管理骨干 104/210 人。一期对应的目标营收及归母净利增速为 15%-20%；二期对应的业绩目标略低于一期，营收/扣非净利润增速分别为 15%/12%，反映国资委

对股权激励的限制。因此业绩目标仅作为公司长期发展的判断，并不具有较强的参考价值。

表14: 光明乳业股权激励一览

时间	激励形式	激励对象	具体内容	行权条件
2010年	限制性股票	高级管理人员、中层管理人员及子公司高管，核心营销、技术和管理骨干共 104 人	不超过 869.53 万股，即总股本的 0.84%。有效期为 5 年。	2009 年营业总收入不低于 79 亿元，归母净利润不低于 1.2 亿元；2009 年加权平均净资产收益率不低于 4.3%；2009 年扣非净利润占净利润的比重不低于 75%。 第一个解锁期（2012 年）：2010/2011 年营业总收入不低于 94.80/113.76 亿元，净利润不低于 1.90/2.28 亿元；净资产收益率平均不低于 8% 第二个解锁期（2013 年）：2012 年营业总收入不低于 136.51 亿，净利润不低于 2.73 亿；净资产收益率不低于 8%；扣非净利润占净利润的比重不低于 85% 第三个解锁期（2014 年）：2013 年营业总收入不低于 158.42 亿，净利润不低于 3.17 亿；净资产收益率不低于 8%；扣非净利润占净利润的比重不低于 85%。 以 2013 年业绩为基数， 第一个解锁期：2015 年营业总收入 CAGR 不低于 15%，扣非净利润 CAGR 不低于 12%，净资产收益率不低于 8.1%； 第二个解锁期：2016 年营业总收入 CAGR 不低于 15%，扣非净利润 CAGR 不低于 12%，净资产收益率不低于 8.2%； 第三个解锁期：2017 年营业总收入 CAGR 不低于 15%，扣非净利润 CAGR 不低于 12%，净资产收益率不低于 8.3%。
2014年	限制性股票	高级管理人员、中层管理人员及子公司高管，核心营销、技术和管理骨干共 210 人	不超过 628.904 万股，即总股本的 0.514%。	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**新乳业股权激励注重三年稳健成长。**新乳业 2020 年向 41 位高管及员工发放 1378 万股限制性股票，占总股本的 1.6141%。以 2020 年为基准，2021-2023 年每年的收入、净利润增长率不低于 25%可达成 100%解除限售；不低于 20%可达成 80%解除限售。

图79：新乳业股权激励业绩考核目标

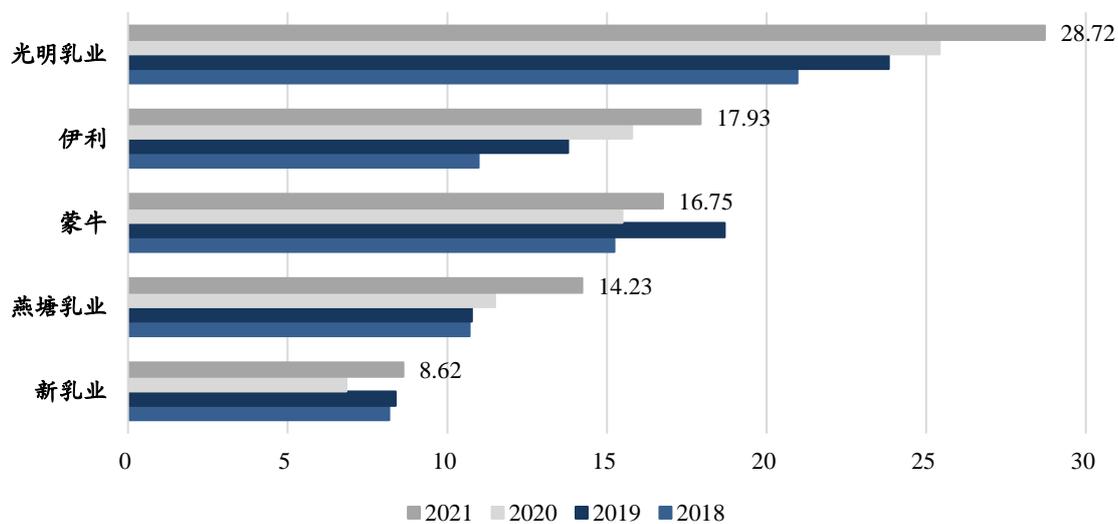
解除限售期	业绩考核目标	
	公司解除限售系数 100%	公司解除限售系数 80%
第一个解除限售期	以 2020 年度为基准年，2021 年度合并营业收入、净利润增长率均不低于 25%	以 2020 年度为基准年，2021 年度合并营业收入、净利润增长率均不低于 20%，且至少一个低于 25%
第二个解除限售期	以 2020 年度为基准年，2022 年度合并营业收入、净利润增长率均不低于 56%	以 2020 年度为基准年，2022 年度合并营业收入、净利润增长率均不低于 45%，且至少一个低于 56%
第三个解除限售期	以 2020 年度为基准年，2023 年合并营业收入、净利润增长率均不低于 95%	以 2020 年度为基准年，2023 年度合并营业收入、净利润增长率均不低于 76%，且至少一个低于 95%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 4.3. 人均薪酬：光明居首，伊利、蒙牛接近

2018-2021 年光明乳业人均薪酬明显领先同行，三年平均复合增长率达 11.1%，截至 2021 年底人均薪酬达 28.7 万元。2021 年伊利、蒙牛人均薪酬水平接近，分别为 17.9、16.8 万元。2018-2021 年，蒙牛人均薪酬较为平稳，CAGR 为 3.2%；而伊利实现稳步提升，CAGR 达 17.8%。燕塘乳业的员工总数最少，2021 年为 1578 人，人均薪酬为 14.2 万元，与全国乳企差距不大。新乳业的员工数量与光明乳业接近，2021 年为 11399 人；而人均薪酬与其他乳企差距较大，以 1.8% 的 CAGR 从 2018 年的 8.2 万元增至 2021 年的 8.6 万元。

图80: 2018-2021年乳企人均薪酬(单位: 万元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

## 5. 投资要点

### 5.1. 伊利股份

**龙头迈入千亿时代，盈利能力持续提升。**2021 年实现营业收入 1101.44 亿元，同比增长 14.1%；其中液奶收入 849.1 亿元，同比增长 11.54%。2021 年常温液奶继续保持行业领导者地位。公司归母净利率从 2019 年的 7.75% 提升至 2021 年的 8.03%，盈利能力持续提升。2022 年 1-2 月收入同比增长 15% 以上，实现开门红。1 月白奶业务同增 12.6%，金典同增 15.1%，基本盘表现亮眼。1-2 月金领冠销售收入同增 30% 以上，增速引领行业。

**深度分销与渠道下沉助力渗透率提升。**公司深化全渠道战略布局，积极挖掘渠道发展潜力，在夯实现有渠道的基础上，尝试并探索构建新零售模式，通过数字化系统的支持，整合线上线下渠道资源，敏捷、精准服务消费者。公司常温液态乳的市场渗透率逐年提升，2021 年已达 85.4%。

**奶粉和奶制品加速增长，值得期待。**2021 年伊利继续发力奶粉业务，重点突破母婴渠道。2021 年奶粉业务实现营收 162.1 亿元，取得同比 25.8% 的增长；实现婴配粉品牌增速市场第一，以零售额计算，市占率跃升行业第二，成人粉保持市场第一。2022 年初伊利成功收购澳优，双方将在婴配奶粉、羊奶粉方面协同发展，加速提升奶粉业务市场份额。2021 年奶酪业务营收同比增长超 150%。疫情考验下公司依旧经营稳健，为实现“2025 年全球乳业前三，2030 年全球乳业第一”快马加鞭。

### 5.2. 蒙牛乳业

**利润率稳定，多元业务齐发力。**2021 年蒙牛实现营收 881.41 亿元，液态奶/冰淇淋/奶粉/其他业务的收入分别为 765.14/42.4/49.49/24.38 亿元，分别同比增长 12.9%/61.0%/8.2%/126.3%。常温奶业务连续 5 年双位数增长，特仑苏突破 300 亿元，成为全球乳业第一大单品；低温鲜奶业务市场份额进一步提高，每日鲜语保持低温鲜奶第一品牌；雅士利成人粉收入增长超 76%，成为新的业务增长点。2021 年实现利润率 5.7%，相比 2019 年提升 0.51pct。

**渠道效率提升，OPM 增厚，五年再造一个新蒙牛。**2020 年，公司提出“2025 年，再创建一个新蒙牛”的战略目标，通过全品类多元化布局迈向下一征程。2021 年公司销售费用率为 26.7%，同比下降 1.7pct，展现出渠道 RTM 改革成效。公司将持续提升费用投放效率，注重品牌价值营销，继续增厚 OPM。

### 5.3. 妙可蓝多

**跃升国内奶酪龙头，疫情下奶酪收入维持高增。**据欧睿统计，2021 年妙可蓝多以 28% 的市占率（按销售额计）位居国内奶酪零售市场第一。2021 年实现营业收入 44.78 亿元，同比增长 57.31%；实现归母净利润 1.54 亿元，同比增长 160.60%。其中奶酪板

块规模持续扩大，2021 年营收同增 60.77%，贡献总营收的 74.62%。产品结构提升带动毛利率同比提升 3.14pct 至 48.51%。

**低温做精，常温做广。**2021 年公司推出金装奶酪棒、0 添加奶酪棒、常温奶酪棒、“每日芝食”奶酪条等多产品，持续推新。公司抢先扩产低温奶酪棒，大单品渠道红利延续；并率先发展常温奶酪棒工艺，积极推动渠道下沉，增长势能清晰。截至 2021 年末公司共计 5363 家经销商，覆盖 60 万个零售终端。蒙牛入主妙可蓝多有利于多方面协同，30 亿定增资金助力产能扩展，共享蒙牛乳制品龙头的资源与先进经验。

#### 5.4. 现代牧业

**量价齐升驱动业绩增长，成本管控优于行业。**2021 年公司年奶价实现 7% 的增长，达到 4.41 元/公斤。不计算并购部分，公司原有牧场销量同比增长 3%，销售给蒙牛的原奶占比为 86.5%，9.1% 的原奶出售给新希望乳业，4.4% 销售给第三方客户。2021 年饲料价格持续上涨，公司成本管控优于行业，毛利率下降 4.8pct 至 36%。

**扩产扩建提规模、双管齐下降成本，共促盈利水平提升。**伴随疫情下乳制品需求提升，2021 年公司完成包括对中元牧业及富源牧业在内的数项并购，进一步强化龙头地位。截至 2021 年末，公司共投资设立 33 个牧场，奶牛存栏量 35.4 万头，同比大幅增加 43%。另一方面公司在成本管理上采用逐年提升单产从而摊薄公斤奶的成本、调整配方结构等方式应对饲料成本上涨压力。扩产与降本同时发力，赋能“五年领跑计划”。

#### 5.5. 新乳业

**2021 年业绩高增，新品及产品升级贡献盈利。**2021 年新乳业营收/归母净利润分别同增 32.9%/15.2%。其中鲜奶收入同比增长 35%，市场地位进一步提升；超高端低温鲜奶收入同增 50%。2021 年新品销售收入贡献占比超 10%。产品结构优化、持续推新推动毛利率同比提升至 24.56%。

**升级“鲜战略”，确立三年倍增计划，内部升级与外延并购赋能未来发展。**2021 年公司将“鲜战略”升级为“鲜立方战略”，聚焦低温产品，升级“24 小时”品牌内核。同时，加速并购整合助力公司丰富业务结构，2021 年夏进乳业收入/净利润同比增长 18%/20%+，12 月收购澳亚投资 5% 股权锁定战略奶源，收购“一只酸奶牛”布局现制乳饮赛道。2021 年公司确立“三年倍增，五年力争进入全球乳业领先行列”的发展目标，内部产品升级及外延并购协同共进，驱动战略目标加速兑现。

#### 5.6. 行业

**品类扩张及技术发展推动产业变迁，龙头恒强，区域性乳企发挥细分赛道优势。**纵观行业发展历程，横向品类扩张，纵向技术迭代推动产业变迁，目前健康化与功能化成为发展趋势。细分品类上，常温白奶和酸奶稳坐大头，进入成熟期，双寡头格局稳固，未来产品结构升级路径明确；奶酪、低温鲜奶等新品类迅速增长，渗透率空间仍广，区

域性乳企积极进行差异化布局。

**疫情凸显需求刚性，龙头盈利确定性较强。**疫后消费者健康观念提升，乳制品的营养价值受到重视，乳制品凸显必选属性。供应端受损短期影响动销，但龙头展现出较强的抗风险能力。伊利、蒙牛战略分化下，乳制品板块竞争格局优化，终端费用率收缩。叠加 2022 年成本压力趋缓，龙头将持续升级产品结构提升盈利水平，推荐**伊利股份**，**蒙牛乳业**，建议关注**妙可蓝多**，**新乳业**，**现代牧业**。

## 6. 风险提示

**原奶价格持续上涨风险。**原奶供给紧张，饲料成本上升等可能导致原奶价格持续上涨，乳企将面临成本压力。

**竞争加剧风险。**乳制品市场规模广阔，下游需求旺盛，行业内竞争者众多。鲜奶、奶酪等新业务竞争激烈，可能导致品牌迭代及竞争格局发生变化。

**食品安全问题。**若乳企在采购、生产、销售等环节出现食品安全或产品质量事件，将导致消费者对行业内其他品牌的产品质量也产生信任危机，行业销售将受到冲击。

**疫情反复。**疫情反复将使得物流运输环节受阻，下游销售环节将受到影响。

## 免责声明

东吴证券股份有限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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

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

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>