

推荐（首次）

需求景气，强者恒强

风险评级：中风险

乳品行业深度报告

2022年7月26日

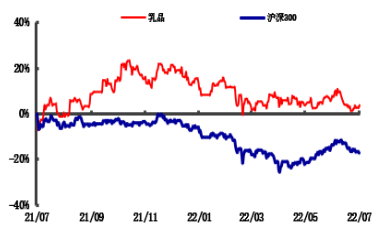
投资要点：

分析师：魏红梅
SAC 执业证书编号：
S0340513040002
电话：0769-22119410
邮箱：whm2@dgzq.com.cn

研究助理：黄冬祎
SAC 执业证书编号：
S0340121020013
电话：0769-22119410
邮箱：
huangdongyi@dgzq.com.cn

- 我国乳品行业市场规模稳步增长。随着生活水平的提高，居民愈发重视身体健康，我国乳品行业近几年市场规模稳步增长。根据欧睿数据，我国乳品行业的市场规模从2006年的1684亿元增加至2020年的6385亿元，年均复合增速为10%。预计未来几年我国乳品市场将延续增长态势，2025年我国乳品行业的市场规模有望达到8100亿元，CAGR5约为4.87%。而推动我国乳品市场规模增长的因素主要包括品类高端化、消费升级、需求增加等。
- 我国乳品行业形成两超多强的竞争格局，市场份额有望向头部企业进一步靠拢。目前，我国乳品行业形成了以伊利股份与蒙牛乳业为全国乳企代表的两超多强的竞争局面。2021年伊利与蒙牛二者的市占率达到43%，在市场中形成了一定的品牌壁垒。业务多元布局、品牌影响力、冷链技术、监管等因素共同推动我国乳品行业市场份额向头部企业靠拢。
- 我国乳品量价仍有提升空间。量方面，随着居民生活水平的提高，叠加疫情发生后乳制品可以提高免疫力的观点逐步被消费者接受认可，乳品需求有望维持高景气。价方面，消费升级与消费需求多元化，带动乳品结构优化，乳品行业的价格有进一步提升的空间。
- 近期生鲜乳价格下降，乳制品公司成本压力趋缓。生鲜乳价格受饲料成本与奶牛数量共同影响。近期随着俄乌冲突等影响因素弱化，玉米、豆粕等饲料价格上涨趋缓，豆粕价格高位回落。从奶牛数量来看，2020年下半年在牛奶价格上涨的背景下，奶牛养殖的补栏积极性有所提高，奶牛存栏量稳步回升。USDA预计，2022年我国奶牛数量将进一步增加，预计达到6300千头左右。在饲料价格上涨趋缓与奶牛数量增加的共同作用下，生鲜乳价格2022年以来总体呈下降态势，乳企成本压力有所趋缓。

乳品行业指数走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

相关报告

- 投资策略：首次覆盖，给予乳品行业推荐评级。目前我国乳品行业形成了以伊利股份与蒙牛乳业为全国乳企代表的两超多强的竞争局面，龙头企业形成了一定的品牌壁垒。从需求来看，疫情发生后，居民对乳品可以提高免疫力的认可度提高，人均乳品需求稳步增长。虽然3月部分地区疫情反复一定程度上影响了发货节奏，但整体来看3月对乳品开门红影响相对有限，2022Q1乳品板块业绩实现良性增长。随着疫情逐步趋于常态化，在消费者健康意识不断增强的背景下，预计乳品需求有望延续高景气。而在这过程中，龙头企业可以通过优化产品结构、降本控费

等方式提高竞争力，市场份额有望进一步向龙头企业靠拢。标的方面，可重点关注伊利股份（600887）、光明乳业（600597）、新乳业（002946）、妙可蓝多（600882）、天润乳业（600419）等。

- **风险提示：**市场竞争加剧风险，食品质量安全风险，宏观经济下行风险，原材料价格波动风险。

目 录

1. 走进乳品行业	5
1.1 乳品简介	5
1.2 乳品行业产业链	6
1.3 我国奶源分布情况	7
2. 我国乳品行业市场规模稳步增长，液态奶占据主要市场份额	8
2.1 我国乳品行业市场规模稳步增长，产品质量得以保证	8
2.2 液态奶占据主要市场份额，奶酪增速最快	10
3. 两超多强竞争格局，市场份额有望向头部企业集中	11
3.1 我国乳制品行业形成两超多强的竞争格局	11
3.2 我国乳制品行业的市场份额有望进一步向头部企业靠拢	12
4. 我国人均乳制品消费尚未饱和，量价仍有提升空间	15
4.1 我国人均乳制品消费金额逐步提高，与海外国家相比仍存差距	15
4.2 我国乳品量价仍有提升空间	17
5. 近期生鲜乳价格下降，乳制品公司成本压力趋缓	19
5.1 乳企与上游原奶生产成本结构	19
5.2 近期生鲜乳价格回落，乳企成本压力趋缓	20
6. 重点公司对比分析	21
6.1 公司简介	22
6.2 产品结构对比	23
6.3 渠道结构对比	23
6.4 业绩对比	24
6.5 盈利能力对比	25
7. 投资策略	26
8. 风险提示	26

插图目录

图 1：乳品产业链	6
图 2：我国乳品渠道结构（%）	7
图 3：我国奶源分布	8
图 4：我国乳品行业市场规模（亿元）	8
图 5：我国生鲜乳和乳制品抽检合格率（%）	9
图 6：我国乳制品结构（%）	10
图 7：我国液体乳结构（%）	10
图 8：乳品细分品类市场规模 2016-2021CAGR 增速对比（%）	10
图 9：我国乳制品企业三大梯队	11
图 10：2021 年我国乳制品行业市场竞争格局（%）	12
图 11：2020 年美国日本乳品行业 CR5（%）	12
图 12：2014-2020 年我国冷链物流市场规模与增速（亿元，%）	14
图 13：2016-2020 年我国人均乳制品消费量与人均乳制品消费金额（元/人，kg/人）	15
图 14：2020 年中美日人均乳制品消费量与消费额对比	16
图 15：我国人均居民可支配收入与增速（元，%）	17
图 16：2020-2021 年 1-3 岁儿童新增食用乳制品种类变化（%）	18
图 17：我国高端液态奶*零售额与增速（十亿元，%）	18

图 18: 高端液态奶占液态奶总零售额比重 (%)	18
图 19: 伊利股份 2021 年乳制品成本结构 (%)	19
图 20: 2021 年原奶生产成本结构 (%)	20
图 21: 玉米平均价格 (元/千克)	21
图 22: 豆粕价格 (元/吨)	21
图 23: 我国奶牛数量与增速 (千头, %)	21
图 24: 生鲜乳价格 (元/公斤)	21
图 25: 伊利股份品牌矩阵	22
图 26: 蒙牛乳业品牌矩阵	22
图 27: 2017-2021 年伊利股份产品结构 (%)	23
图 28: 2017-2021 年蒙牛乳业产品结构 (%)	23
图 29: 2021 年伊利股份渠道结构 (%)	24
图 30: 2017-2021 年伊利股份与蒙牛乳业营业总收入与增速 (%)	24
图 31: 2017-2021 年伊利股份与蒙牛乳业归母净利润与增速 (%)	24
图 32: 2017-2021 年伊利股份与蒙牛乳业毛利率 (%)	25
图 33: 2017-2021 年伊利股份与蒙牛乳业净利率 (%)	25
图 34: 2017-2021 年伊利股份销售、管理、财务费用率 (%)	25
图 35: 2017-2021 年蒙牛乳业销售、管理、财务费用率 (%)	25

表格目录

表 1: 我国乳品分类	5
表 2: 2019 年至今我国主要乳品公司收购情况	13
表 3: 重点公司盈利预测及投资评级 (2022/7/25)	26

1. 走进乳品行业

1.1 乳品简介

乳品简介。乳品是使用牛乳或羊乳及其加工制品为主要原料，加入或不加入适量的维生素、矿物质和其他辅料，使用法律法规及标准规定所要求的条件，加工而制作的产品。按照《乳制品企业生产技术管理规则》，可以将乳品分为液体乳类、乳粉类、炼乳类、乳脂肪类、干酪类、乳冰淇淋类与其他乳制品类七大类。而液体乳类又可进一步细分为杀菌乳、灭菌乳和乳酸，代表公司主要是伊利股份、蒙牛乳业、光明乳业、燕塘乳业等。乳粉类代表公司主要包括飞鹤、伊利等，乳脂肪类和干酪类的代表公司主要包括妙可蓝多。其他乳制品类按照产品特点，又可将其进一步细分为干酪素、乳清粉、复原乳、发酵乳、特色乳制品等。

表 1：我国乳品分类

类别	产品	简介	优缺点	品牌举例
液体乳类	杀菌乳	以生鲜牛（羊）乳为原料，经过巴氏杀菌处理制成液体产品	优点：生鲜乳中的蛋白质和维生素基本无损 缺点：需冷藏存储，保质期短（2-15 天）	光明、蒙牛、伊利
	灭菌乳	以生鲜牛（羊）乳或复原乳为主要原料，添加或不添加辅料，经高温灭菌制成的液体产品	优点：无需冷藏，保质期长（1-8 个月） 缺点：高温灭菌导致生鲜乳中营养物质的流失，且破坏牛奶风味	光明、蒙牛、伊利
	酸乳	以生鲜牛（羊）乳或复原乳为主要原料，添加或不添加辅料，使用特定菌种发酵制成的产品	优点：可调味，口味丰富 缺点：其调味酸牛乳中营养成分较低	伊利、君乐宝、燕塘
乳粉类	乳粉	以生鲜牛（羊）乳为主要原料，添加或不添加辅料，经杀菌、浓缩、喷雾干燥制成的粉状产品。	优点：种类多，便于储存，保质期长，可迎合特定群体需求 缺点：制作过程中可导致营养物质的流失	伊利、圣元、飞鹤
炼乳类	炼乳	以生鲜牛（羊）乳或复原乳为主要原料，添加或不添加辅料，经杀菌、浓缩，制成的粘稠态产品	优点：可储存较长时间，用于制作各式甜点 缺点：浓缩制品，需加水稀释饮用；但稀释后通常蛋白质和脂肪的浓度比新鲜牛奶下降一半	鹰唛、熊猫
乳脂肪类	奶油	以生鲜牛（羊）乳为原料，用离心分离法分出脂肪，此脂肪成分经杀菌、发酵或不发酵等加工过程，制成的粘稠状或质地柔软的固态产品	优点：营养丰富，可作为冰淇淋等甜品的原料 缺点：需冷藏储存	妙可蓝多、和润
干酪类	干酪	以生鲜牛（羊）乳或脱脂乳、稀奶油为原料，经杀菌、添加发酵	优点：营养价值很高，含丰富的蛋白质和维生素	妙可蓝多、百吉福

		剂和凝乳酶，使蛋白质凝固，排出乳清，制成的固态产品	缺点：储存要求高，食用过多难消化	
乳冰淇淋类	乳冰淇淋	以饮用水、乳品、糖等为主要原料，加入适量食品添加剂，经混合、灭菌、均质、冷却、老化、凝冻、硬化等工艺制成的体积膨胀的冷冻产品	优点：口味丰富，冰凉解暑 缺点：含糖量高，营养价值低	和路雪、蒙牛、伊利、雀巢
其它乳制品类	干酪素	以脱脂牛（羊）乳为原料，用酶或盐酸、乳酸使所含酪蛋白凝固，然后将凝块过滤、洗涤、脱水、干燥而制成的产品；可分为工业干酪素和食用干酪素	优点：食用干酪素的营养价值较高，工业干酪素是理想的绿色胶粘原料 缺点：对储存有要求，需密封于干燥处保存	华羚
	乳清粉	以生产干酪、干酪素的副产品——乳清为原料，经杀菌、脱盐或不脱盐、浓缩、干燥制成的粉状产品	优点：价格低廉，营养价值高，广泛用于食品工业 缺点：对储藏的温度和湿度有特定要求	熊猫、欧力姆、汤臣倍健
	复原乳	又称“还原乳”或“还原奶”，是指以乳粉为主要原料，添加适量水制成与原乳中水、固体物比例相当的乳液。	优点：便于携带和运输；可根据特定人群需求进行加工，如儿童配方奶 缺点：两次高温灭菌导致营养价值较低	旺仔、味全
	发酵乳	指乳在发酵剂的作用下发酵而成的酸性凝乳制品	优点：抑制肠道内腐败菌的生长繁殖，可改善便秘，预防腹泻和乳糖不耐症 缺点：空腹时最好不要饮用；带有保健品质性的发酵乳不可过量饮用	特仑苏、纯甄
	特色乳制品	使用特种生鲜乳（如牦牛乳、羊乳等）为原料加工制成的各种乳制品，或具有地方特点的乳制品等。	优点：可用奶制作菜肴，为中国游牧民族的特色食品	大理杨记乳扇

资料来源：公开资料整理，东莞证券研究所

1.2 乳品行业产业链

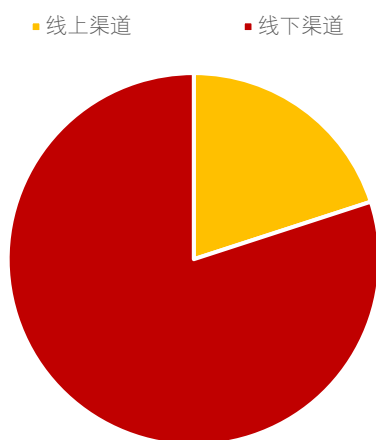
乳品行业处于产业链的中游位置。从乳品行业的产业链来看，主要涵盖牧草饲料、奶牛养殖、乳品加工和终端销售等多个环节。其中，乳品产业链的上游主要由饲料、奶牛养殖等行业构成，以伊利、蒙牛为代表的乳品行业处于产业链的中游位置，最终产品通过线上与线下渠道流向终端消费市场。目前，乳制品行业的销售渠道主要以线下为主，占比约为 80%，线上渠道占比约为 20%。

图 1：乳品产业链



数据来源：公司官网，东莞证券研究所

图 2：我国乳品渠道结构（%）

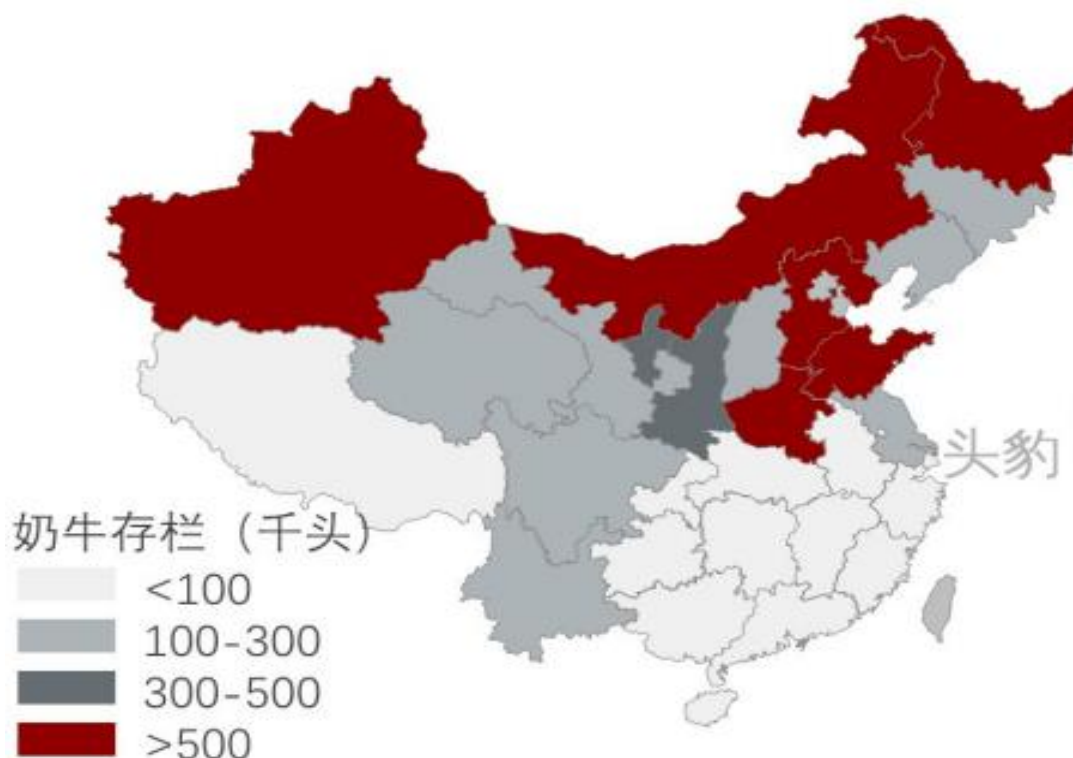


数据来源：头豹研究院，东莞证券研究所

1.3 我国奶源分布情况

我国奶源分布格局相对稳定。从奶源分布情况来看，我国奶源分布格局相对稳定，主要集中在六大黄金奶源带，分别是内蒙古奶源带、新疆奶源带、河北奶源带、东北奶源带、四川奶源带与济南奶源带。其中，内蒙古、新疆、河北和东北奶源占据了全国大部分市场份额，分布集中且竞争优势较强。

图 3：我国奶源分布



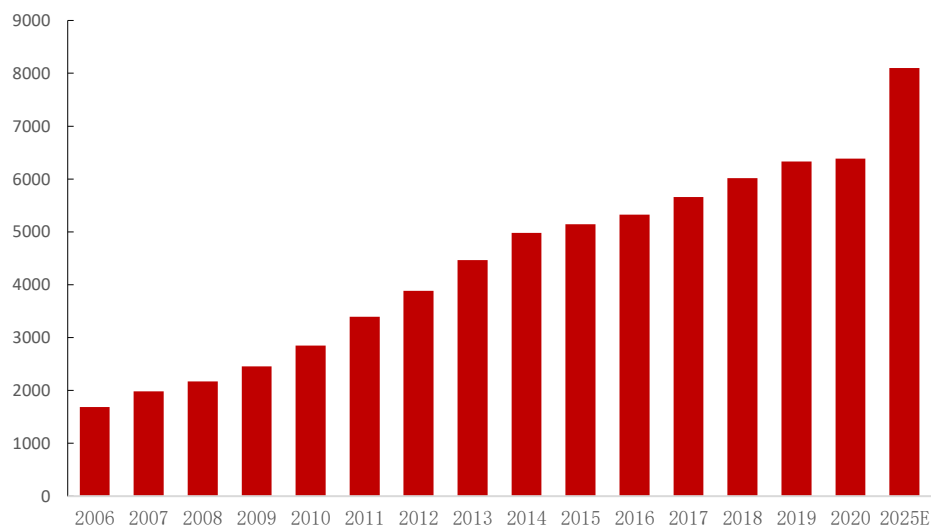
数据来源：头豹研究院，东莞证券研究所

2. 我国乳品行业市场规模稳步增长，液态奶占据主要市场份额

2.1 我国乳品行业市场规模稳步增长，产品质量得以保证

我国乳品行业市场规模近几年稳步增长。随着生活水平的提高，我国居民愈发重视身体健康。由于乳品具有一定的营养价值，近几年消费者对乳品的认可度有所增加，我国乳品行业市场规模稳步增长。根据欧睿数据，我国乳品行业的市场规模从 2006 年的 1684 亿元增加至 2020 年的 6385 亿元，年均复合增速为 10%。预计未来几年我国乳品市场将延续增长态势，2025 年我国乳品行业的市场规模有望达到 8100 亿元，CAGR5 约为 4.87%。而推动我国乳品市场规模增长的因素主要包括品类高端化、消费升级、需求增加等。此外，2008 年三聚氰胺事件爆发后，国家相继出台了一系列政策，加大行业内部整顿以优化市场环境，对我国乳制品市场的发展亦起到一定的支撑。

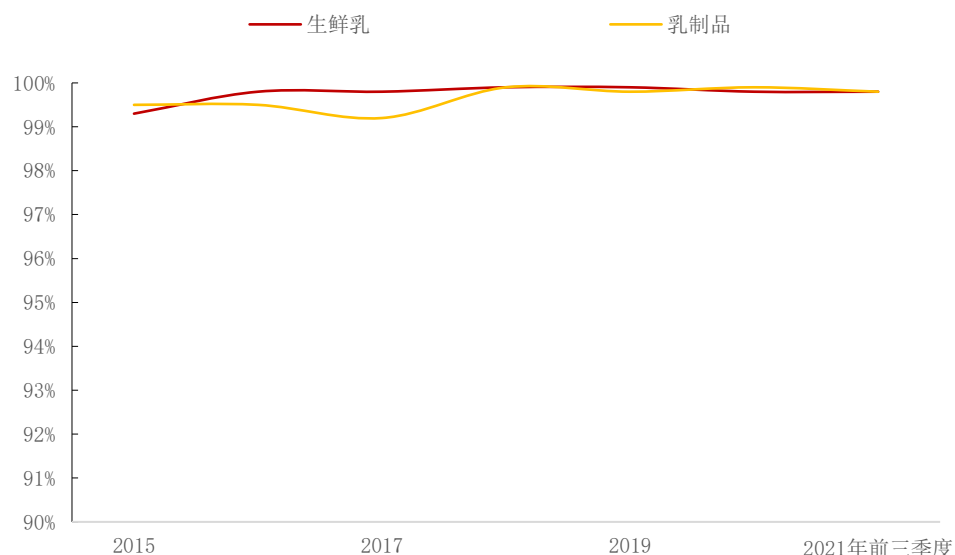
图 4：我国乳品行业市场规模（亿元）



数据来源：Euromonitor，东莞证券研究所

我国生鲜乳与乳制品抽检合格率维持在高位水平，产品质量得以保证。2008 年我国三聚氰胺事件爆发后，国家高度重视乳品的质量安全，乳品监管愈发严格。与此同时，国家健全了乳制品行业的市场准入和监管制度，并加强了产品在生产、加工和各流通环节的监管，三聚氰胺等重点监控违禁添加物抽检合格率连续 12 年保持 100%，乳品质量目前已得以保证。艾媒数据显示，近五年我国生鲜乳与乳制品抽检合格率维持在 99.8% 及以上。2015-2020 年，我国生鲜乳抽检合格率从 99.30% 增加至 99.80%，乳制品抽检合格率从 99.50% 增加至 99.80%。2021 年前三季度，我国乳制品抽检合格率保持在 99.80%。

图 5：我国生鲜乳和乳制品抽检合格率（%）

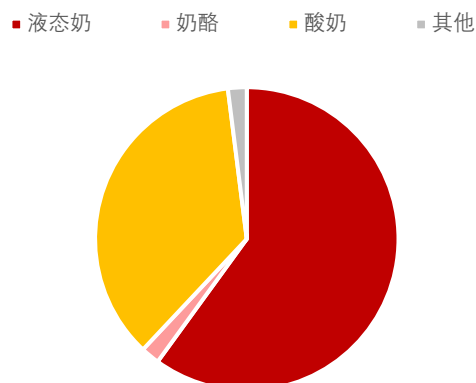


数据来源：艾媒咨询，东莞证券研究所

2.2 液态奶占据主要市场份额，奶酪增速最快

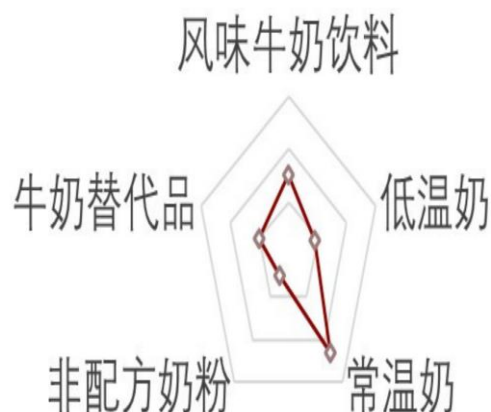
分品类看，液态奶占据我国乳品行业主要市场份额，常温奶是第一大细分品类。从乳制品的结构来看，液态奶目前在我国乳品行业中的市场份额占比最高，酸奶的市场份额位居第二。根据头豹研究院数据显示，2020 年我国液态奶的市场份额达到 60%，酸奶为 36%，奶酪占比约为 2%左右。在液体乳的细分品类中，常温奶是第一大细分品类，风味牛奶饮料与低温奶分别位居第二与第三。

图 6：我国乳制品结构（%）



数据来源：头豹研究院，东莞证券研究所

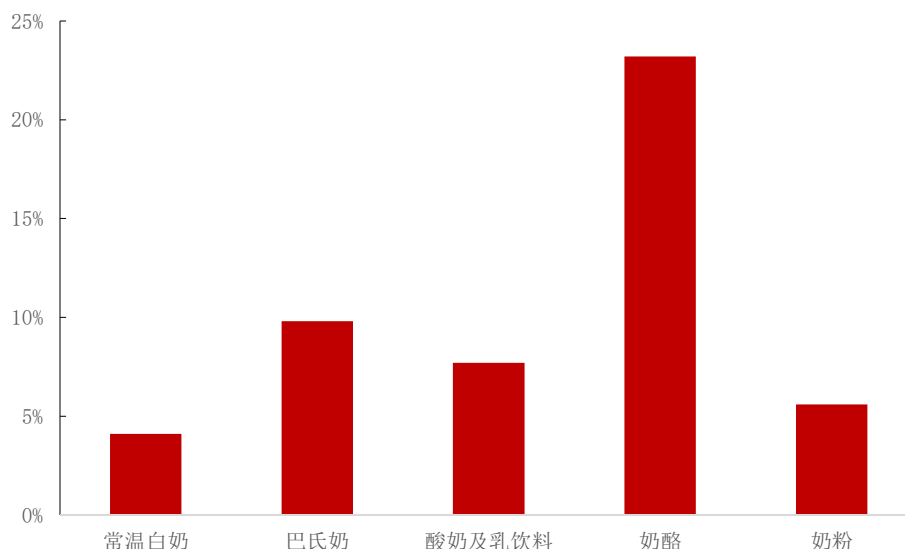
图 7：我国液体乳结构（%）



数据来源：头豹研究院，东莞证券研究所

我国奶酪市场规模增速最快。从增速来看，常温白奶作为乳品的第一大细分子品类，市场渗透率较高，目前增速相对稳健，整体保持平稳增长，近五年的年均复合增速维持在 4.1%左右。相比之下，奶酪业务在我国市场起步较晚，近几年受居民消费水平提升、消费者对奶酪认知度提高以及餐饮需求多样化等因素影响，我国奶酪业务实现了较快增长，近五年市场规模的年均复合增速在细分板块中最高，达到了 23.20%。而巴氏奶、酸奶及乳饮料与奶粉 2016-2021 年的年均复合增速分别为 9.80%、7.70%与 5.60%。

图 8：乳品细分品类市场规模 2016-2021CAGR 增速对比（%）



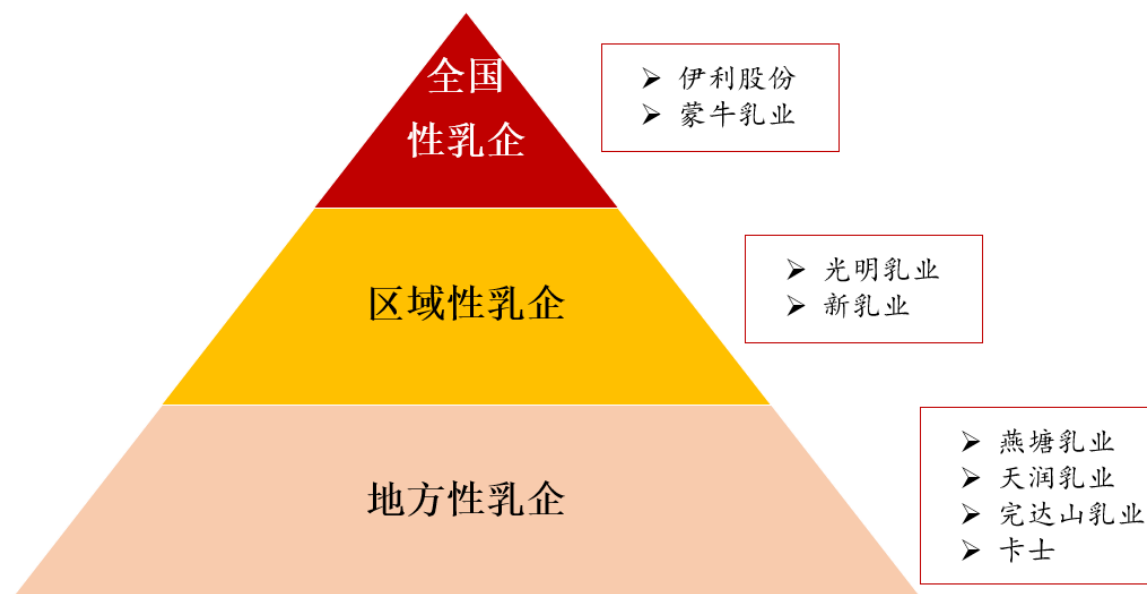
数据来源：Euromonitor，东莞证券研究所

3. 两超多强竞争格局，市场份额有望向头部企业集中

3.1 我国乳制品行业形成两超多强的竞争格局

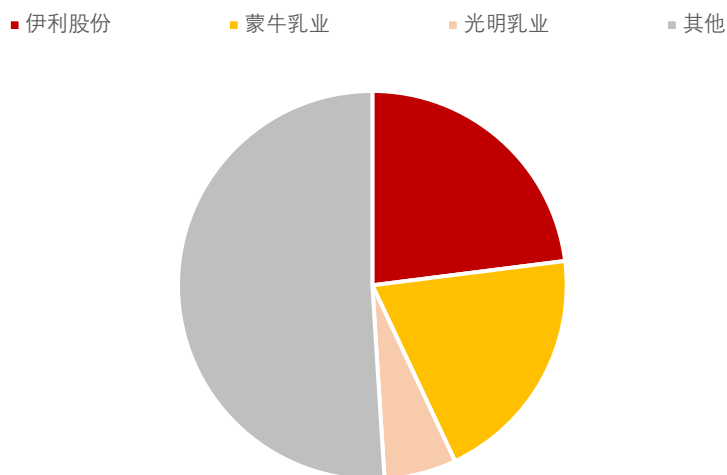
我国乳制品行业形成两超多强的竞争格局，市场份额相对集中。根据乳制品企业的规模、营业收入等指标，可将我国乳制品企业分为三大梯队，分别为全国性乳企、区域性乳企与地方性乳企。全国性乳企的品牌影响力强，区域布局完善，业务分布在全国各地；区域性乳企在重点经营的区域内具备较高的市占率与品牌知名度，在其他区域的辐射力度相对有限；而地方性乳企规模较小，经营范围一般为省内及周边地区。目前，我国乳品行业形成了以伊利股份与蒙牛乳业为全国性的乳企代表的两超多强的竞争局面。区域性乳企主要包括光明乳业、新乳业等，地方性乳业主要包括燕塘乳业、天润乳业、完达山乳业、卡士等。从集中度来看，我国乳品行业的市场集中度较高，头部企业竞争优势明显。2021 年我国乳制品市场份额前三的公司分别为伊利股份、蒙牛乳业与光明乳业，市占率分别为 23%、20%与 6%。其中，伊利与蒙牛二者的市占率达到 43%，在市场中形成了一定的品牌壁垒。

图 9：我国乳制品企业三大梯队



数据来源：前瞻产业研究院，东莞证券研究所

图 10：2021 年我国乳制品行业市场竞争格局（%）

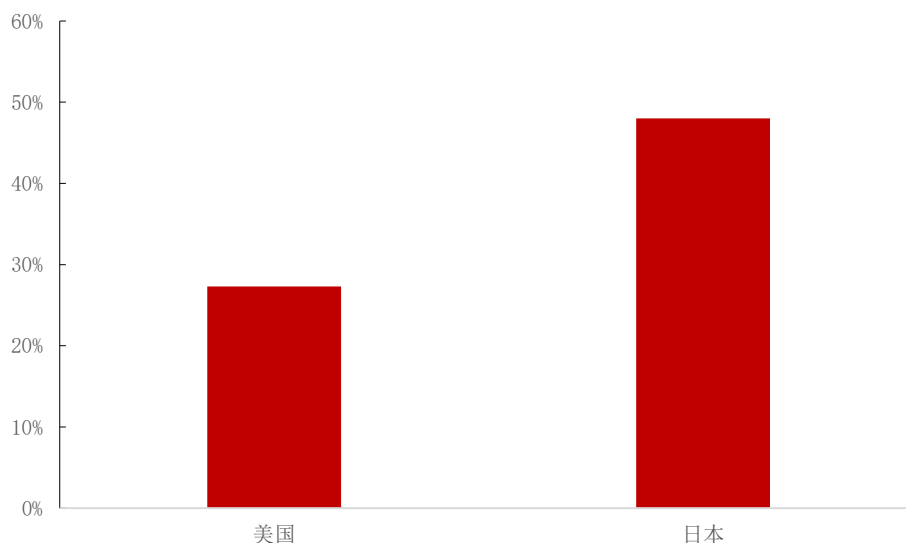


数据来源：前瞻产业研究院，东莞证券研究所

3.2 我国乳制品行业的市场份额有望进一步向头部企业靠拢

与国外相比，我国乳制品行业的市场集中度处于较高水平。目前我国乳制品行业形成了两超多强的竞争格局，2021 年我国乳制品行业的 CR2 达到了 43%。与国外相比，我国乳制品行业的市场集中度处于较高水平。根据前瞻产业研究院数据显示，2020 年美国与日本的 CR5 分别为 27.30%与 48.00%。

图 11：2020 年美国日本乳品行业 CR5（%）



数据来源：前瞻产业研究院，东莞证券研究所

头部乳企纷纷加大自身业务布局，以提高竞争优势。目前在我国乳制品行业中，头部企业的竞争优势相对明显。为进一步提高市场竞争力，伊利、蒙牛等乳企近几年纷纷加大业务布局，或通过收购与控股上游奶源以延伸产业链，或在自身业务的基础上进一步扩充乳品细分业务。头部乳企的一系列举措有效的提升了市场竞争力与品牌影响力，对公司长期发展和规模化布局具有积极意义。

表 2：2019 年至今我国主要乳品公司收购情况

收购乳企	收购标的	收购时间	股权占比	收购标的简介
伊利股份	Westland Co-Operative Dairy	2019 年 3 月	100%	新西兰第二大乳业合作社，其原奶供应量占新西兰原奶供应总量约 4%，旗下产品销往 40 多个国家。
优然牧业（伊利股份持有 40% 股权）	赛科星	2019 年 7 月	优然牧业收购 58.36% 的股权	主要生产及销售奶牛、肉牛、奶山羊等家畜性控冻精、胚胎、活体种畜和高品质奶牛生鲜乳等产品，是内蒙古在新三板上市的企业中规模和市值最大的科技公司。
伊利股份	中地乳业	2020 年 8 月	16.60%	主要经营牧场经营业务和进口贸易业务。其中牧场经营业务包括原料奶生产及销售，奶牛的饲养、繁育和销售等；进口贸易业务主要包括奶牛和种畜的进口以及销售和苜蓿干草及其他畜牧业相关产品的进口贸易业务。
优然牧业（伊利股份持有 40% 股权）	恒天然中国	2020 年 10 月	优然牧业收购 100% 的股权	新西兰当地最大的公司，世界第 6 大乳品生产商；全球最大的乳制品出口商，占全球乳品贸易的 1/3。
伊利股份	澳优乳业	2021 年 10 月	34.33%	在全球拥有从奶源收集、产品研发、生产到市场终端销售全产业链条的婴幼儿配方奶粉及营养食品企业，在全球共有十个工厂，形成婴幼儿配方奶粉、儿童奶粉、成人奶粉、营养品的

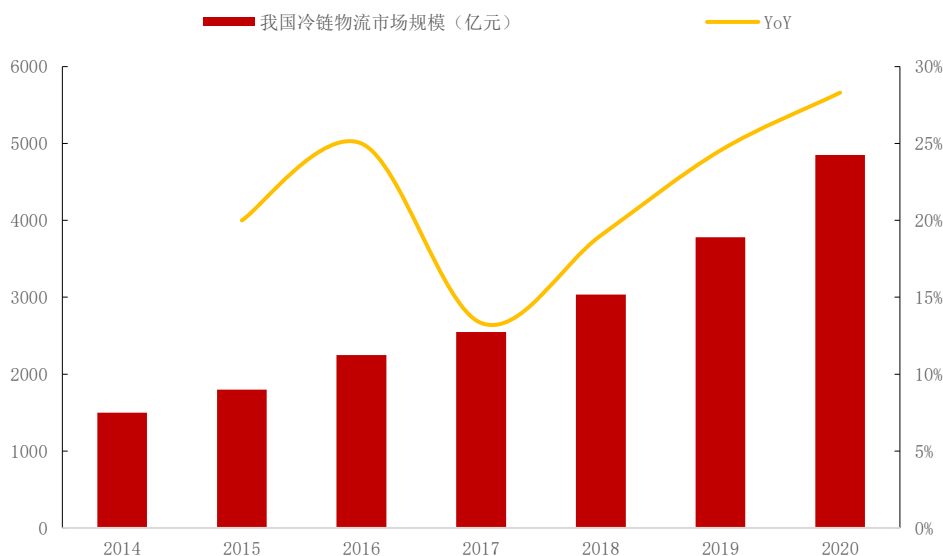
				生命全阶段营养呵护体系。目前公司在荷兰拥有全球领先的奶源资源优势。
蒙牛	BELLAMY'S AUSTRALIA	2019 年 9 月	100%	以澳洲为基地，主要从事有机婴幼儿配方奶粉和婴幼儿食品的销售业务。目前是全球领先的有机婴幼儿配方奶粉品牌，在中国和东南亚市场均有一定的品牌知名度。
蒙牛	Lion-Dairy & Drinks	2019 年 11 月	100%	主要从事生产及销售其标志性的知名品牌乳品及饮料组合。目前若干产品品类在澳洲拥有领先的市场地位，在东南亚及中国等国际市场占有地位。
蒙牛	中国圣牧	2020 年 7 月	17.80%	拥有同时通过国家和欧盟有机认证的牧场 11 座，日产有机鲜奶 731 吨，是中国最大的有机原奶基地。
中国飞鹤	原生态牧业	2020 年 12 月	71.26%	是我国领先的乳牛畜牧公司之一，专门从事超优质生鲜乳生产。公司地处北纬 47 度国际公认的黄金奶源带，具有得天独厚的地理优势和自然资源优势。
新乳业	寰美乳业	2020 年 5 月	100%	总部位于宁夏回族自治区银川市，旗下拥有夏进乳业品牌，主要从事乳制品、食品及饮料的研制开发、销售，主要产品为常温和低温的乳制品等。

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

品牌影响力、冷链技术、监管等因素共同推动我国乳品行业市场份额向头部企业靠拢。

（1）品牌影响力：目前我国头部乳企的品牌影响力较高，乳品公司通过投放广告、举办推广活动、聘请代言人等方式提升品牌知名度。品牌影响力的提高，可以增加消费者对品牌的认知度，进而进一步提高知名企业的市场份额。**（2）冷链技术：**从乳品的制作工艺来看，常温奶主要采用超高温灭菌法，而低温奶主要采用巴氏消毒法。对于低温奶来说，巴氏杀菌能保持奶制品的鲜度和营养成分。但是巴氏奶的保质期较短，仅 30 天左右，且运输过程需要通过冷链进行，这就对乳品企业的冷链技术提出了一定的要求。近几年随着消费水平的提高，我国冷链物流行业进入发展快车道。根据中物联冷链委数据显示，2014-2020 年我国冷链物流市场规模从 1500 亿元增加至 4850 亿元，年均复合增速为 21.60%。而在这过程中，一些拥有冷链技术优势的乳品企业配送范围或将有所扩大，产品配送效率将得到提升，进而推动行业市场份额向优质企业集中。**（3）国家监管：**2008 年三聚氰胺事件发生后，国家加大了对现有乳制品加工企业的整顿，乳制品市场准入标准更为严格。在此背景下，部分经营不善的小企业被迫退出市场，行业中品牌知名度高、实力强、规模效益显著的优质企业面临一定的发展机遇。

图 12：2014-2020 年我国冷链物流市场规模与增速（亿元，%）



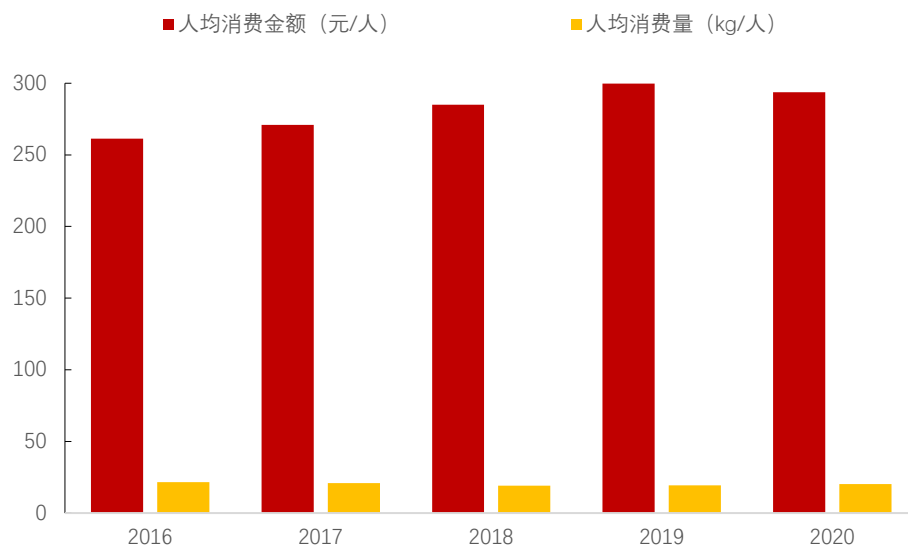
数据来源：中物联冷链委，东莞证券研究所

4. 我国人均乳制品消费尚未饱和，量价仍有提升空间

4.1 我国人均乳制品消费金额逐步提高，与海外国家相比仍存差距

我国人均乳制品消费量近几年稳中有升，人均乳制品消费金额总体呈增加态势。从消费量来看，近几年我国人均乳制品消费量维持在 19 kg/人以上。2020 年，受疫情影响，居民对乳制品可以提高免疫力的认知度有所提高，我国人均乳制品消费量为 20.2kg/人，同比增长 4.12%。从消费金额来看，随着我国居民人均可支配收入的增加，消费者愈发重视饮食质量，对乳制品的品质提出了更高要求，乳品的消费金额亦呈现增加态势。2016-2020 年，我国乳制品的人均消费金额从 261.4 元/人增加至 293.7 元/人，年均复合增速约为 3%。

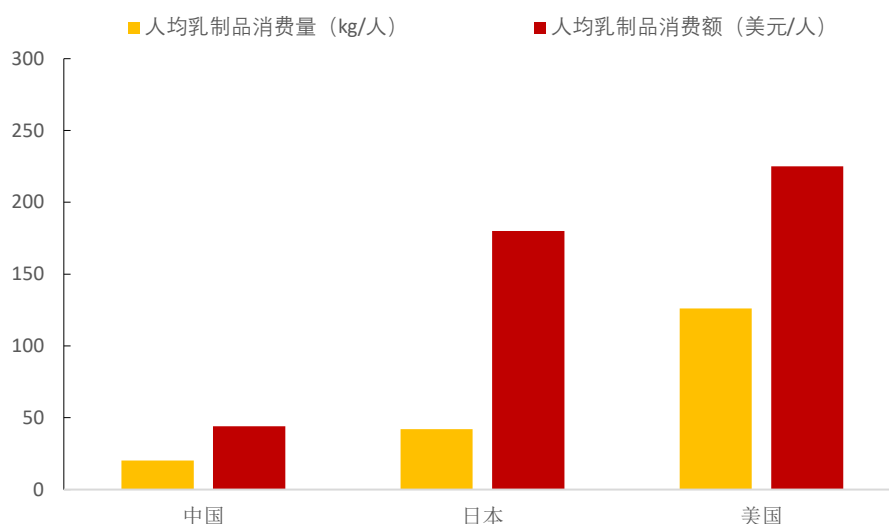
图 13：2016-2020 年我国人均乳制品消费量与人均乳制品消费金额（元/人，kg/人）



数据来源：华经产业研究院，头豹研究院，东莞证券研究所

与美日相比，我国人均乳制品消费量与消费额仍存差距。美国牧场资源丰富且分布相对均匀，叠加美国消费者饮食习惯等因素影响，美国目前人均乳制品消费量与消费额均高于我国同期水平。根据头豹研究院数据显示，2020 年美国的人均乳制品消费量与消费额分别为 126kg/人与 225 美元/人，约是我国的 6 倍与 5 倍。与我国饮食结构相似的日本相比，日本消费者目前已养成了一定的饮奶习惯，其人均乳品消费量与消费额亦高于我国同期水平。2020 年日本的人均乳制品消费量与消费额分别为 42kg/人与 180 美元/人，约是我国的 2 倍与 4 倍。

图 14：2020 年中美日人均乳制品消费量与消费额对比



数据来源：头豹研究院，东莞证券研究所

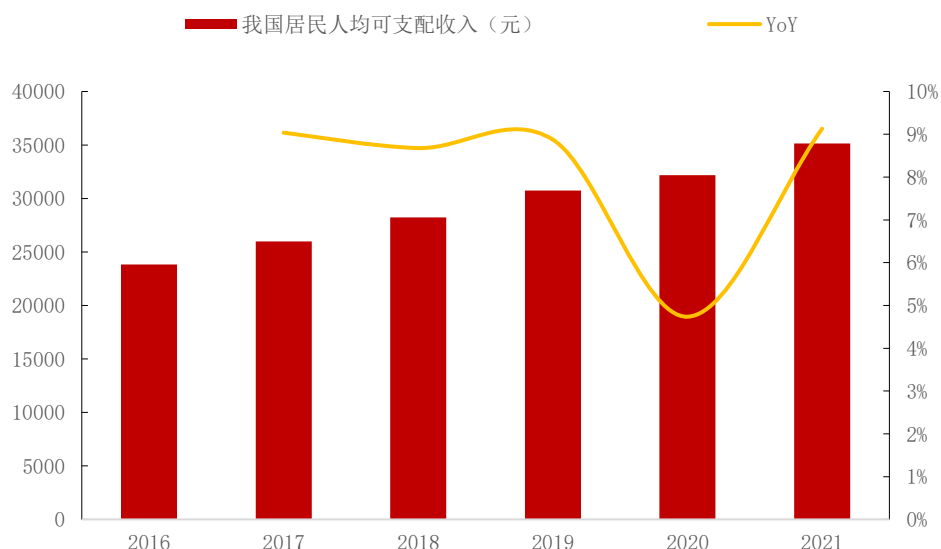
注：中美汇率按照 6.67:1 计算

4.2 我国乳品量价仍有提升空间

（1）居民消费水平提高，带动乳品消费量增加

居民消费水平提高，带动乳品消费量增加。随着我国经济不断发展，人均居民可支配收入稳中有升。2016-2020 年，我国人均可支配收入从 23821 元增加至 32189 元，年均复合增速为 6.2%。2020 年在疫情影响下，我国人均可支配收入仍保持 4.74% 的增长。2021 年，随着疫情逐步恢复常态化，我国人均居民可支配收入为 35128 元，同比增长 9.13%。人均可支配收入的增长使居民消费水平相应提高，进而带动乳品消费量的增加。

图 15：我国人均居民可支配收入与增速（元，%）



数据来源：国家统计局，东莞证券研究所

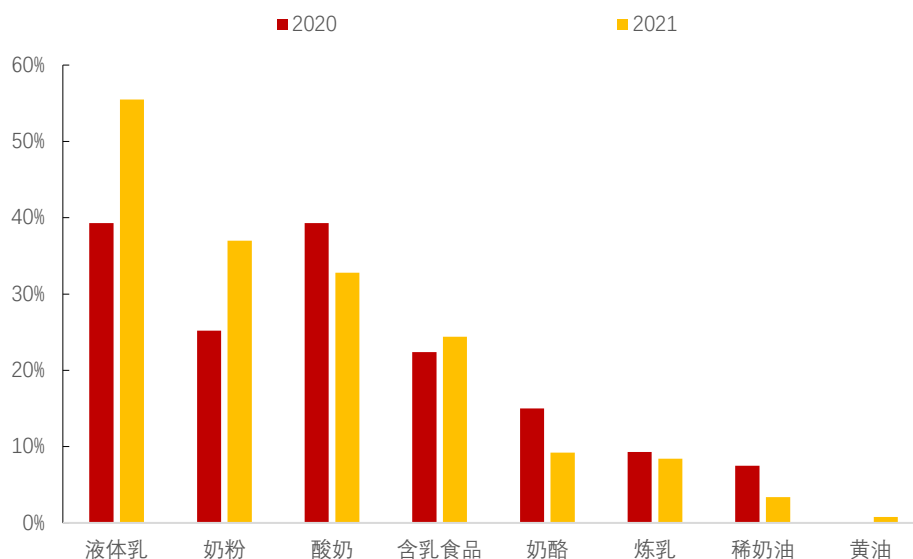
（2）疫后居民健康意识提高，乳品渗透率有望进一步提升

目前我国居民的乳品摄入量达标率较低。由于奶类中含有钙、蛋白质和 B 族维生素等营养物质，对降低慢性病发病风险有重要作用，在 2022 年发布的《中国居民膳食指南（2022）》中将奶制品的摄入量由 300g 提高至 300-500g，即建议成人每天应摄入 300-500g 的液态奶或相当于 300-500g 液态奶蛋白质含量的其他奶制品。若按照该标准测算，目前我国居民的乳品摄入量达标率较低。《2021 中国奶商指数报告》中提到，目前我国仅有 30.5% 的居民达到了乳制品的摄入标准，超过 10 亿人未养成每日摄入乳制品的习惯。

受疫情等因素影响，我国居民健康意识提高，乳品渗透率有望进一步提升。随着居民生活水平的提高，叠加疫情发生后消费者愈发重视身体健康，乳制品可以提高免疫力的观点逐步被消费者接受。根据《2020 中国奶商指数报告》，疫情发生后约 56.4% 的消费者增加了乳制品的摄入量。此外，根据《2021 中国奶商指数报告》，2021 年有 60.5% 的 1-3 岁儿童比疫情爆发前增加了乳制品摄入量，有 85.7% 的 1-3 岁儿童在疫情期间增加了乳制品摄入的种类。细分子品类来看，同比增加比例最大的是液体乳，奶粉与酸奶分别位居第二与第三。在疫情趋于常态化与消费者的健康意识不断提高的背景下，

预计我国乳品的渗透率有望进一步提升。

图 16：2020-2021 年 1-3 岁儿童新增食用乳制品种类变化（%）



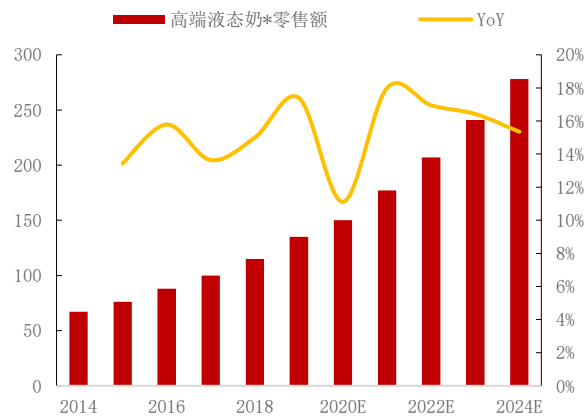
数据来源：《2021 中国奶商指数报告》，东莞证券研究所

（3）消费结构升级，乳品价格有一定的增长空间

消费结构升级，乳品价格有一定的增长空间。随着我国经济发展，我国居民人均可支配收入稳中有升，居民消费水平不断提高。消费水平的提高使居民更加注重乳制品的质量，低糖低脂肪的乳制品愈发受到消费者欢迎，乳制品消费近几年呈现出高端化的趋势。在此，将高端液态奶定义为不低于人民币 20 元/升的液态奶。2014-2019 年，我国高端液态奶*零售额的规模从 670 亿元增加至 1350 亿元，年均复合增速为 15.04%，增速整体高于普通液态奶。从占比来看，我国高端液态奶占液态奶总零售额的比重从 2014 年的 30.70%增加至 2019 年的 40.10%。伴随着生活水平提高，消费者对产品的质量与功效愈发看重，预计高端化将是乳制品行业未来发展的趋势之一。弗若斯特沙利文预计，2024 年我国高端液态奶*零售额有望达到 2780 亿元，对应的高端液态奶占液态奶比重有望达到 54.10%。而高端化进程亦将一定程度上带动乳品价格的提升，进而提高我国乳品行业整体的市场规模。

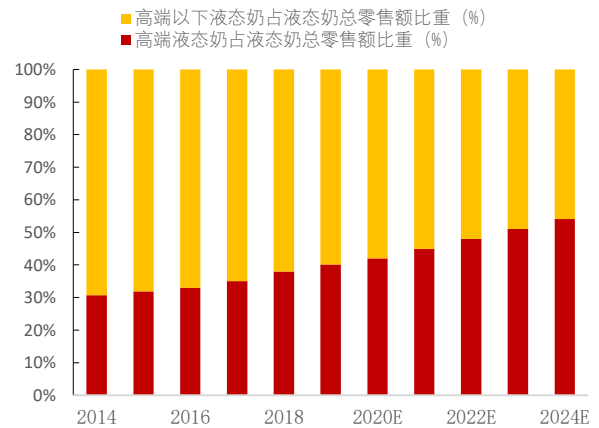
图 17：我国高端液态奶*零售额与增速（十亿元，%）

图 18：高端液态奶占液态奶总零售额比重（%）



数据来源：国家统计局，弗若斯特沙利文，东莞证券研究所

注：高端液态奶为不低于人民币20元/升的液态奶



数据来源：国家统计局，东弗若斯特沙利文，东莞证券研究所

(4) 消费需求多元化，乳品细分板块具有一定增长潜力

消费需求多元化，乳品细分板块具有一定增长潜力。随着居民生活水平的提高，消费者对乳品的消费需求逐步呈现出多元化的特点。目前，常温白奶作为乳品的第一大细分子品类，整体保持平稳增长。与此同时，多元化的消费需求一定程度上刺激了乳品其他细分板块的增速，带动了行业整体规模的提升。具体数据来看，奶酪、冰淇淋、乳饮料等子板块业务实现了较快增长，年均复合增速高于液体乳。

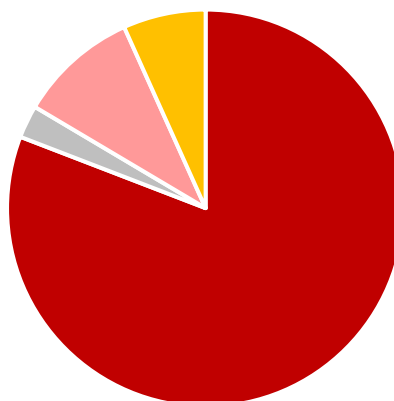
5. 近期生鲜乳价格下降，乳制品公司成本压力趋缓

5.1 乳企与上游原奶生产成本结构

以原奶为主的直接材料是乳企的主要成本构成。目前在乳企的成本结构中，以原奶为主的直接材料是最主要的成本构成。以伊利股份为例，2021年直接材料在伊利股份的成本结构中占比达到80.85%，制造费用、装卸运输费与直接人工占比分别为9.75%、6.73%与2.67%。

图 19：伊利股份 2021 年乳制品成本结构（%）

■ 直接材料 ■ 直接人工 ■ 制造费用 ■ 装卸运输费

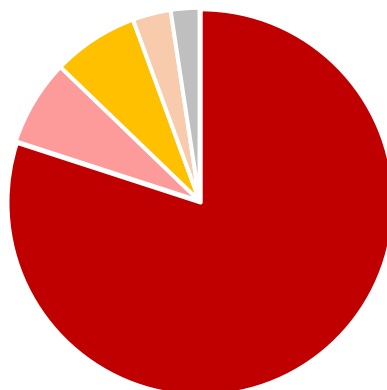


数据来源：公司公告，东莞证券研究所

原奶生产成本主要受饲草料价格影响。根据头豹研究院数据显示，2021 年在原奶的生产成本结构中，饲草料占比最高，是影响原奶成本的主要因素，占比达到了 80%。畜牧场、劳工费与公共费占比分别为 7.20%、7.20%与 3.20%。

图 20：2021 年原奶生产成本结构（%）

■ 饲草料 ■ 畜牧场 ■ 劳工费 ■ 公共费 ■ 其他



数据来源：头豹研究院，东莞证券研究所

5.2 近期生鲜乳价格回落，乳企成本压力趋缓

饲料成本上涨趋缓叠加奶牛数量增加，生鲜乳价格有所回落，乳企成本压力趋缓。生鲜乳价格受饲料成本与奶牛数量共同影响。其中，饲料作为上游原料，通过影响成本而影响生鲜乳价格；奶牛数量则直接通过影响乳品的供给数量而影响生鲜乳价格。从饲料价格来看，2020 年下半年以来玉米与豆粕价格持续走高，2022 年俄乌冲突、南美旱情等因素进一步推高了饲料价格，豆粕价格在 2022 年 3 月下旬创下了近五年新高。近期随着俄乌冲突等影响因素弱化，玉米、豆粕等饲料价格上涨趋缓，豆粕价格高位回落。从奶牛数量来看，2015-2017 年，我国奶牛数量呈下降趋势，从 8400 千头减少

至 7000 千头。2018 年受环保政策等因素影响，部分奶牛场关闭，奶牛数量持续下降，同比下降幅度为 11.43%。2020 年疫情发生后，消费者对乳制品可以增强免疫力的认知度有所提高，居民对牛奶等乳制品的需求增加，牛奶价格在 2020 年下半年出现了大幅上涨。在牛奶价格上涨的背景下，奶牛养殖的补栏积极性有所提高，奶牛存栏量稳步回升。2020 年，我国奶牛数量为 6150 千头，同比增长 0.82%。2021 年我国奶牛数量同比增长 0.81%，达到 6200 千头。USDA 预计，2022 年我国奶牛数量将进一步增加，预计达到 6300 千头左右。在饲料价格上涨趋缓与奶牛数量增加的共同作用下，生鲜乳价格 2022 年以来总体呈下降态势。截至 2022 年 7 月 15 日，我国生鲜乳价格为 4.12 元/公斤，环比下降 0.48%，同比下降 4.41%，乳企成本压力有所趋缓。

图 21：玉米平均价格（元/千克）



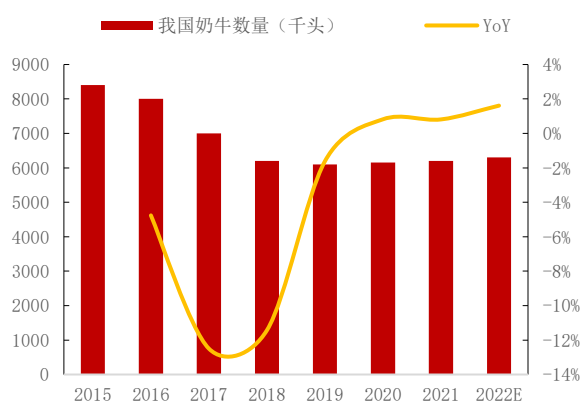
数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 22：豆粕价格（元/吨）



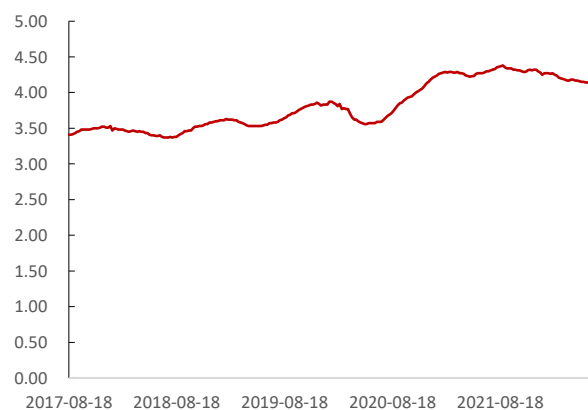
数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 23：我国奶牛数量与增速（千头，%）



数据来源：国家统计局，USDA，东莞证券研究所

图 24：生鲜乳价格（元/公斤）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

6. 重点公司对比分析

目前我国乳制品行业形成了两超多强的竞争格局，市场份额相对集中。2021 年我国乳制品市场份额前二的公司分别为伊利股份与蒙牛乳业，市占率达到 43%，在市场中形成了一定的品牌壁垒。在此，将伊利股份与蒙牛乳业在产品结构、渠道结构、业绩等主要指标进行对比分析。

6.1 公司简介

(1) 伊利股份（A 股）

公司成立于 1993 年，1996 年在上交所上市，是我国规模最大的乳制品企业，位居全球乳业五强，连续八年蝉联亚洲乳业第一，是奥运会、冬奥会、世博会等活动的唯一乳品赞助商。公司在发展过程中，积极扩展品牌，目前已包括伊利母品牌及 20 余个子品牌，其中母品牌伊利和金典、安慕希年销售收入位居 200 亿级阵营，优酸乳年销售收入突破 100 亿。分地区看，公司业务实行国际化战略，已在亚洲、欧洲、美洲、大洋洲等乳业发达地区构建了一定的资源体系，合作伙伴遍及 5 大洲，分布在 33 个国家。目前公司旗下的液奶、奶粉、酸奶、奶酪、冷饮等产品已在全球 60 多个国家和地区上市。

图 25：伊利股份品牌矩阵



数据来源：公司官网，东莞证券研究所

(2) 蒙牛乳业（港股）

公司成立于 1999 年，2004 年在港交所上市，是全球八强乳品企业，中粮集团是公司的第一大战略股东。目前公司形成了包括液态奶、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、每日鲜语等品牌，市场份额处于领先地位。分地区看，公司亦实行全球化的发展战略，产品已成功打入了东南亚、大洋洲、北美等十余个国家和地区市场。

图 26：蒙牛乳业品牌矩阵

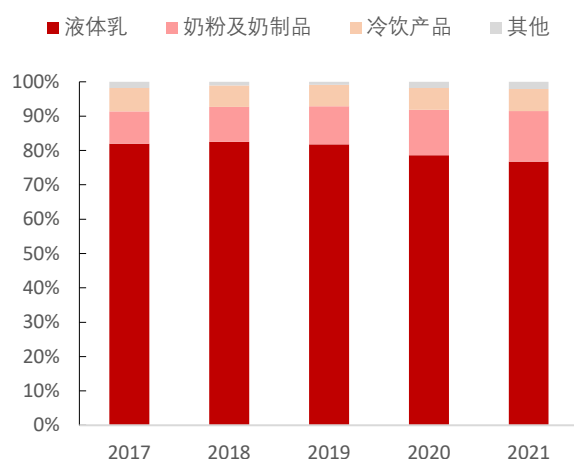
蒙牛	冠益乳	优益 C	纯甄	特仑苏	蒙牛早餐奶	精选牧场
蒙牛 未来星	新养道	学生奶	真果粒	蒙牛 酸酸乳	90 秒	蒙牛 奶昔
蒙牛 冰淇淋	绿色心情	冰+	甄甄	蒙牛 优酸之选	SHINY MEADOW 每日鲜语	蒙牛 现代牧场
蒙牛 慢燃	凝纯	蒙牛 优牧	甄甄	真谷粒	晚上好	蒙牛 Arla

数据来源：公司官网，东莞证券研究所

6.2 产品结构对比

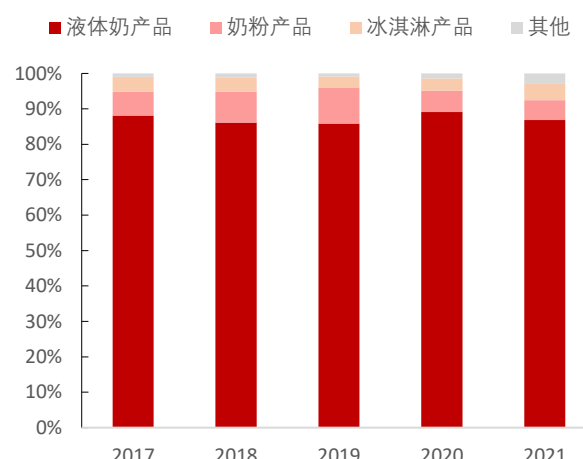
液体乳是伊利与蒙牛的第一大品类，伊利奶粉业务实现较快增长，蒙牛奶酪业务增速较快。分品类看，伊利与蒙牛的产品结构相似，主要包括液体乳、奶粉及奶制品以及冰淇淋等业务。其中，液体乳是伊利与蒙牛的第一大品类，2021 年营收占比分别为 76.78% 与 86.81%。从近五年的业务发展趋势来看，伊利股份在奶粉业务领域积极布局，其中“金领冠”旗下系列婴幼儿配方奶粉持续技术创新与突破，年销售收入突破百亿级，带动奶粉业务实现加速增长。2021 年，伊利股份的奶粉及奶制品业务实现营业收入 162.09 亿元，同比增长 25.80%，奶粉业务占比从 2017 年的 9.45% 增加至 2021 年的 14.66%。目前公司已成功并表澳优，预计将为公司后续奶粉业务的发展注入增长潜力。由于其他业务的扩展，对应的公司在液体乳占比有所减少，2017-2021 年，伊利股份液体乳占比从 81.94% 下降至 76.78%。相比而言，蒙牛乳业近五年液态奶产品的占比相对稳定，维持在 85% 以上；奶粉产品占比从 2017 年的 6.72% 下降至 2021 年的 5.62%，冰淇淋产品占比略增，而以奶酪业务为主的其他收入实现快速增长，2021 年同比增长 126.37%。

图 27：2017-2021 年伊利股份产品结构（%）



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图 28：2017-2021 年蒙牛乳业产品结构（%）



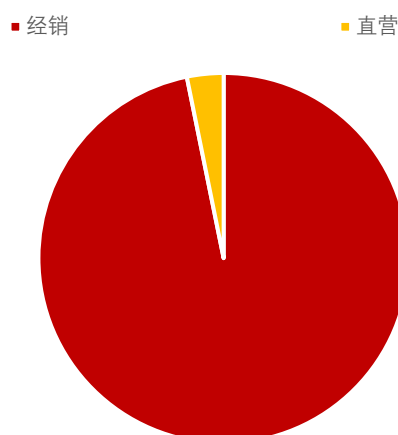
数据来源：公司公告，东莞证券研究所

6.3 渠道结构对比

持续深耕渠道，积极探索新零售模式，蒙牛线上业务表现亮眼。从渠道构成来看，伊利股份采取经销与直营相结合的销售模式。其中，经销渠道为公司的主要渠道构成，2021 年实现营业收入 1050.02 亿元，业务占比达到 96.81%；直营渠道实现营业收入 34.60 亿元，占比约 3.19%。目前，伊利股份在夯实原有渠道的基础上，深化全渠道战略布局，探索构建新零售模式，提高市场渗透率。根据公司公告，截至 2021 年 12 月，伊利股份常温液态类乳品的市场渗透率同比增加 0.7 个百分点；其中公司在地级市和县级市的市场渗透率分别同比增加了 0.6 个百分点和 1.2 个百分点。对于蒙牛而言，公司持续增加线下门店的覆盖，通过镇村通项目持续对乡村市场进行覆盖与深耕。截至 2021 年 12 月底，镇村通项目直控的镇村网点超过 60 万家，网点与销量实现双增长。与此同时，蒙牛顺应新零售模式的发展，加速发展电商与 O2O 业务平台，目前线上平台已取得一定成效。2021 年 618 期间，蒙牛液态奶销售额在京东与天猫平台位居第一，618 当天全网销售额破亿元。而蒙牛的线上会员数量 2021 年亦实现翻倍增长，达到 3000 万人，在京东与天

猫平台的乳品品牌中位居第一。

图 29：2021 年伊利股份渠道结构（%）



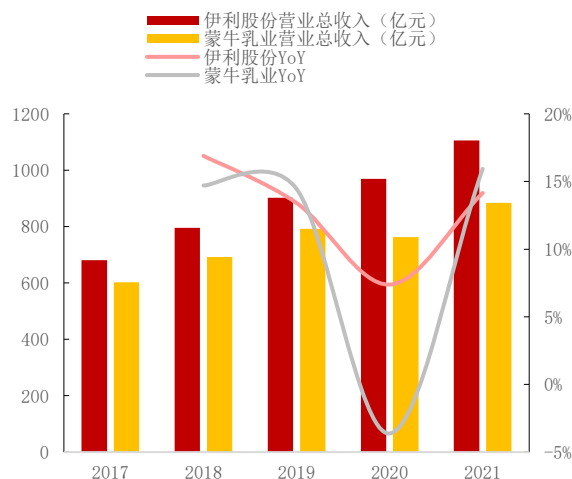
数据来源：公司公告，东莞证券研究所

6.4 业绩对比

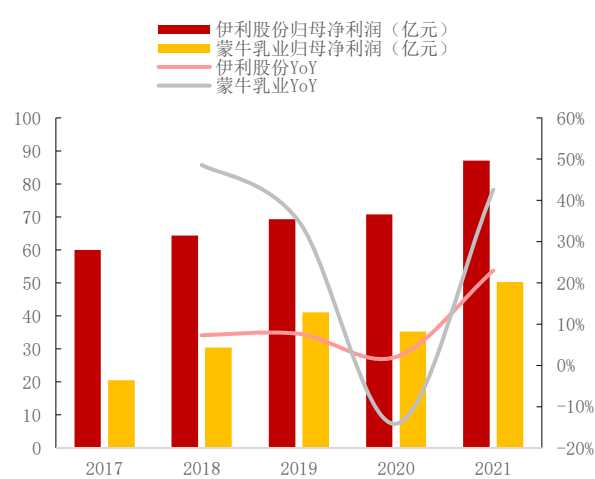
伊利股份的业绩波动相对稳定。伊利股份成立时间较早，品类更为齐全，相对于蒙牛乳业而言，公司的业绩体量整体高于蒙牛乳业，且波动幅度相对较小。2017-2021 年，伊利股份的营业总收入从 680.58 亿元增加至 1105.95 亿元，年均复合增速为 12.91%；归母净利润从 60.01 亿元增加至 87.05 亿元，年均复合增速为 9.75%。而蒙牛乳业的营业总收入从 603.01 亿元增加至 884.56 亿元，年均复合增速为 10.05%；归母净利润从 20.48 亿元增加至 50.26 亿元，年均复合增速为 25.16%。2020 年疫情发生后，乳品运输受阻，销量受到一定影响，伊利与蒙牛的业绩增速放缓。2020 年伊利股份的营业收入与归母净利润分别同比增加 7.38% 与 2.08%；蒙牛乳业的营业收入与归母净利润分别同比下降 3.62% 与 14.14%。若剔除君乐宝及贝拉米影响，蒙牛 2020 年营业收入为 750 亿元，同比增长 10.60%。

图 30：2017-2021 年伊利股份与蒙牛乳业营业总收入与增速（%）

图 31：2017-2021 年伊利股份与蒙牛乳业归母净利润与增速（%）



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

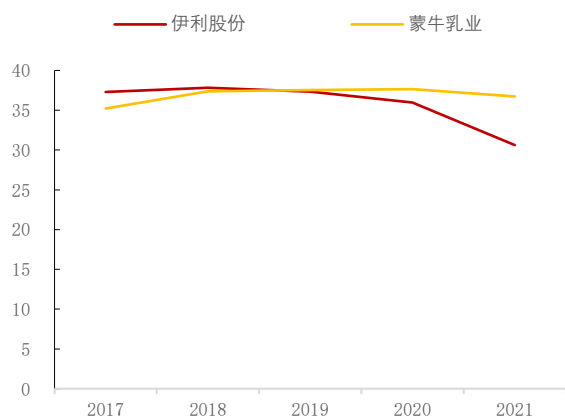


数据来源：公司公告，东莞证券研究所

6.5 盈利能力对比

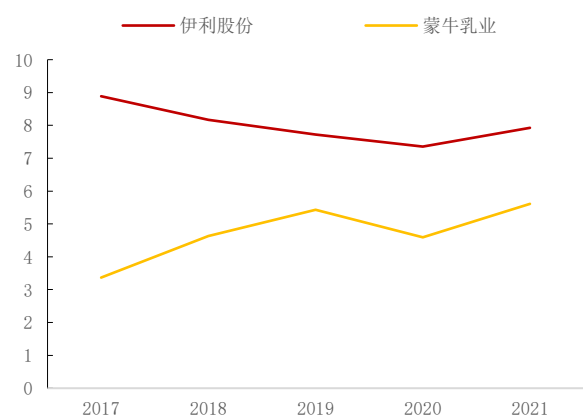
伊利股份优化费用结构以应对成本上涨压力，净利率整体高于蒙牛乳业。2021 年以来，我国生鲜乳价格处于高位水平，乳企面临较大的成本压力，伊利与蒙牛的毛利率出现不同幅度的下降。2021 年，伊利与蒙牛的毛利率分别为 30.62% 与 36.75%，同比分别下降 5.35 与 0.91 个百分点。为应对生鲜乳价格上涨带来的成本压力，伊利股份通过减少终端促销与广告投放费用以降低费用水平，2021 年公司销售费用率下降幅度较大，同比下降约 4.77 个百分点至 17.46%。与伊利股份相比，蒙牛的费用开支减少幅度相对较小。蒙牛此前渠道端采用大经销商模式，对渠道的控制力度相对较差，因此公司的费用下降力度较低。2021 年蒙牛的销售费用率为 26.55%，同比下降约 1.68 个百分点。随着费用结构的优化，伊利与蒙牛的净利率水平 2021 年同比回升，分别增加 0.57 与 1.02 个百分点至 7.93% 与 5.61%。从绝对值来看，伊利股份的净利率水平整体高于蒙牛，盈利能力相对较高。

图 32：2017-2021 年伊利股份与蒙牛乳业毛利率 (%)



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图 33：2017-2021 年伊利股份与蒙牛乳业净利率 (%)

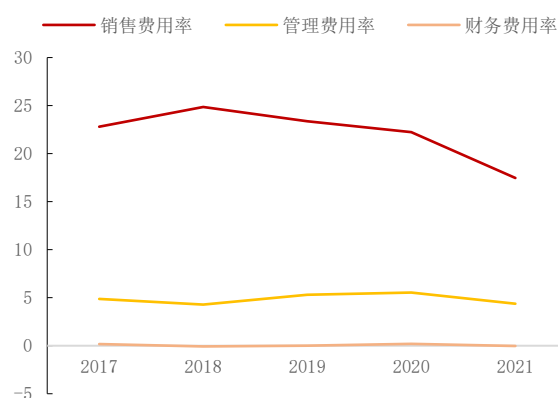


数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图 34：2017-2021 年伊利股份销售、管理、财务

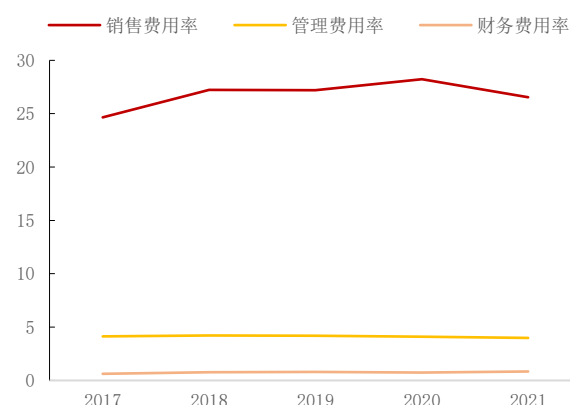
图 35：2017-2021 年蒙牛乳业销售、管理、财务费

费用率 (%)



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

用率 (%)



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

7. 投资策略

首次覆盖，给予乳品行业推荐评级。目前我国乳品行业形成了以伊利股份与蒙牛乳业为全国乳企代表的两超多强的竞争局面，龙头企业形成了一定的品牌壁垒。从需求来看，疫情发生后，居民对乳品可以提高免疫力的认可度提高，人均乳品需求稳步增长。虽然3月部分地区疫情反复一定程度上影响了发货节奏，但整体来看3月对乳品开门红影响相对有限，2022Q1乳品板块业绩实现良性增长。随着疫情逐步趋于常态化，在消费者健康意识不断增强的背景下，预计乳品需求有望延续高景气。而在这过程中，龙头企业可以通过优化产品结构、降本控费等方式提高竞争力，市场份额有望进一步向龙头企业靠拢。标的方面，可重点关注伊利股份（600887）、光明乳业（600597）、新乳业（002946）、妙可蓝多（600882）、天润乳业（600419）等。

表 3：重点公司盈利预测及投资评级（2022/7/25）

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS (元)			PE			评级	评级变动
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E		
600887	伊利股份	36.61	1.36	1.63	2.00	26.92	22.46	18.31	推荐	维持
600597	光明乳业	12.09	0.43	0.50	0.57	28.12	24.18	21.21	推荐	首次
600882	妙可蓝多	41.07	0.30	0.89	1.53	136.90	46.15	26.84	推荐	首次
002946	新乳业	11.28	0.36	0.48	0.62	31.33	23.50	18.19	推荐	首次
600419	天润乳业	12.45	0.47	0.52	0.69	26.49	23.94	18.04	谨慎推荐	首次

资料来源：Wind，东莞证券研究所

8. 风险提示

（1）市场竞争加剧风险。我国乳品形成两超多强的竞争格局。若后续需求维持高景气，市场进入者增加，一定程度上会加剧市场竞争程度。而市场竞争或使行业短期出现价格战等现象，进而影响行业盈利水平。

（2）食品质量安全风险。目前全国性的乳企较少，部分小企业产品结构相对单一，标准化程度较低。若发生食品安全及品质问题，将对行业产生一定的负面影响。

（3）**宏观经济下行风险。**若后续疫情反复扰动，对经济产生一定冲击，则会一定程度上影响居民消费水平，进而对乳品需求有所影响。

（4）**原材料价格波动风险。**乳制品原材料价格存在周期波动的风险，若原材料价格上涨幅度较大，将增加乳制品企业的成本压力，进而对行业业绩产生一定影响。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、北京证券交易所股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票、非上市公司等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

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或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn