

## 乳制品行业空间增长 向上游扩张

——食品饮料行业研究周报

申港证券  
SHENGANG SECURITIES

## 投资摘要:

## 每周一谈: 乳制品行业空间增长 向上游扩张

**乳制品行业规模持续增长。**中国乳制品行业的零售规模从 2016 年的约 3650 亿元增长至 2021 年的 4714 亿元, 期间 CAGR 为 5.25%, 预计将在 2026 年达到 5967 亿元。

**国民需求的持续增长是推动乳制品市场规模增长的重要动力。**2016-2020 年的 4 年间, 我国居民人均奶类消费量增长了约 1kg, 即使是疫情期间, 仍有 56.4% 的公众增加了乳制品的摄入量。

**我国乳制品行业形成“中间强, 两头弱”的产业链格局。**产业链中游的品牌商负责乳制品生产, 是产业链的核心, 集中度高, 议价能力强; 上游的牧场众多, 竞争格局分散, 议价能力和盈利水平都相对较差。

**我国乳制品零售额与美国接近, 但生牛乳产量有较大差距。**2021 年, 中国乳制品零售额达到 4714 亿元, 与美国的 5019 亿元零售额十分接近, 但中国本国生牛乳产量仅有 3.7 千万吨, 仍大量依赖进口大包粉, 而美国生牛乳产量已达 10.3 千万吨。为了减少对大包粉的依赖, 我国政府多次发文鼓励提高生牛乳产量。《关于进一步促进奶业振兴的若干意见》提出到 2025 年国内生鲜乳产量增加到 4500 万吨的目标, 较 2021 年增加 22% 以上。

**我国面临生牛乳产地和消费地不匹配的问题。**我国生牛乳的主要产地包括内蒙古、黑龙江、河北等省份, 约占中国生牛乳总产量的 40% 以上, 而上述区域的乳制品消费量不到全国的 15%。东南沿海 10 省的牛奶产量不到全国总产量的 20%, 但人口却超过全国总人口 50%。

**乳企向上游扩张争夺牧场, “得奶源者得天下”成为业界共识。**近年来各大乳企纷纷发力上游, 收购牧场抢夺奶源。蒙牛成为中国圣牧单一最大股东, 中国飞鹤收购原生态牧业, 优然牧业和三元股份收购恒天然在中国的牧场。中国 top30 的牧场中, 已有 15 家被伊利、蒙牛、君乐宝等乳业巨头收购, 剩余牧场则主要为国资控股。

## 市场回顾

最近一周食品饮料指数涨幅+1.07%, 在申万 31 个行业中排名第 16, 跑赢沪深 300 指数 0.5pct, 子行业中调味发酵品(+2.4%)、啤酒(+2.3%)、乳品(+2%) 相对涨幅较大。

- ◆ 个股涨幅前 5 名: 来伊份、伊力特、古井贡 B、莲花健康、ST 西发
- ◆ 个股跌幅前 5 名: 百润股份、天味食品、天润乳业、华统股份、迎驾贡酒

## 投资策略

建议关注: 1. 建议在疫后修复过程中, 在有较强反弹性赛道选择基本面优秀的公司, 建议关注啤酒行业, 建议重点关注**重庆啤酒**, 以及**怡亚通**。2. 建议关注需求刚性或业绩具有一定确定性的板块。如粮油食品类、婴配粉、白奶等细分赛道, 建议关注: **中国飞鹤**、**伊利股份**、**涪陵榨菜**。3. 建议关注白酒行业。

## 风险提示

食品质量及食品安全风险、疫情影响有所反复、市场竞争加剧、原材料价格变动等。

评级

增持 (维持)

2022 年 11 月 13 日

汪冰洁

分析师

SAC 执业证书编号: S1660522030003

张弛

研究助理

SAC 执业证书编号: S1660121120005

Zhangchi03@shgsec.com

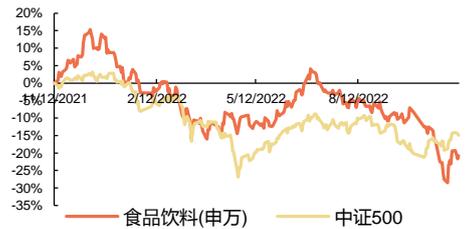
17621838100

## 行业基本资料

股票家数	119
行业平均市盈率	30.28
市场平均市盈率	23.22

注: 行业平均市盈率采用申万食品饮料市盈率, 市场平均市盈率采用中证 500 指数市盈率

## 行业表现走势图



资料来源: wind, 申港证券研究所

## 相关报告

- 1、《食品饮料行业研究周报: 酸菜: 小而美的行业迎来发展机遇 关注朱老六扩产进度》2022-11-07
- 2、《食品饮料行业研究周报: 财报掘金: 白酒行业 3 季度业绩点评》2022-10-30
- 3、《食品饮料行业研究周报: 年轻人的威士忌 酒精饮料行业的黑马》2022-10-24

## 内容目录

1. 每周一谈：乳制品空间增长 向上游扩张.....	3
1.1 我国乳制品行业持续增长.....	3
1.2 上游牧场是乳制品行业的薄弱环节.....	4
1.3 奶源的争夺成为乳企竞争的焦点.....	5
2. 市场回顾.....	6
3. 行业动态.....	8
4. 风险提示.....	8

## 图表目录

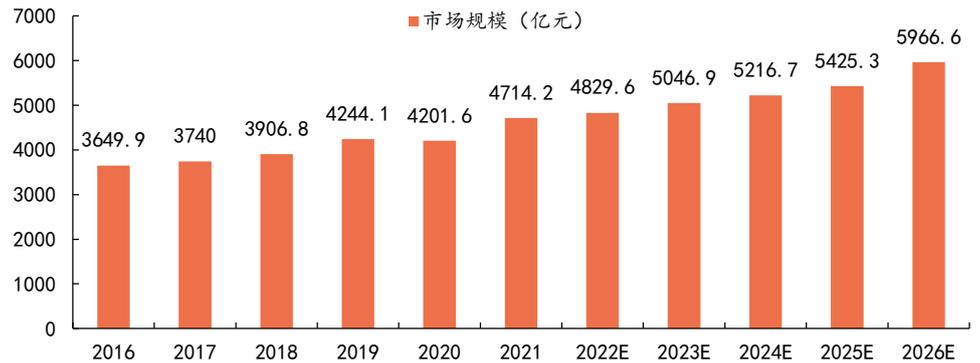
图 1: 中国乳制品市场零售规模 (亿元) .....	3
图 2: 2021 年中国各类乳制品零售额对比 (亿元) .....	3
图 3: 各类乳制品零售额的年均复合增速 .....	3
图 4: 各类乳制品零售额的年均复合增速 .....	4
图 5: 疫情期间有 56.4% 的公众增加了乳制品摄入.....	4
图 6: 中国乳制品行业产业链.....	4
图 7: 上游牧场毛利率在 20-30% .....	5
图 8: 中游品牌商毛利率在 18-70% .....	5
图 9: 中美两国生牛乳产量对比.....	5
图 10: 中美两国乳制品零售额对比.....	5
图 11: 我国牛奶产量分布及主要乳企市场布局 (2021 年) .....	6
图 12: 申万一级行业本周涨跌幅.....	6
图 13: 申万一级行业年初至今涨跌幅.....	7
图 14: 食品饮料子行业本周涨跌幅.....	7
图 15: 食品饮料行业本周涨幅前 10 名.....	8
图 16: 食品饮料行业本周跌幅前 10 名.....	8

## 1. 每周一谈：乳制品空间增长 向上游扩张

### 1.1 我国乳制品行业持续增长

乳制品行业规模持续增长。中国乳制品行业的零售规模从 2016 年的约 3650 亿元增长至 2021 年的 4714 亿元，期间 CAGR 为 5.25%，基本保持着逐年增长的态势。据灼识咨询在其发布的《2022 中国乳制品行业蓝皮书》中预计，我国乳制品行业的零售规模将在 2026 年达到 5967 亿元。

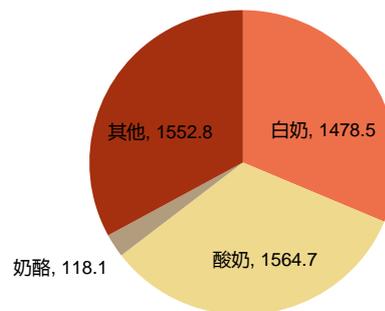
图1：中国乳制品市场零售规模（亿元）



资料来源：《2022 中国乳制品行业蓝皮书》，申港证券研究所

白奶和酸奶是乳制品最主要的品类，合计占比超 6 成。按照 2021 年数据，我国白奶市场规模约 1479 亿元，酸奶市场规模约 1565 亿元，二者在乳制品大类的占比分别为 31%、33%，为占比最大的两个品类。

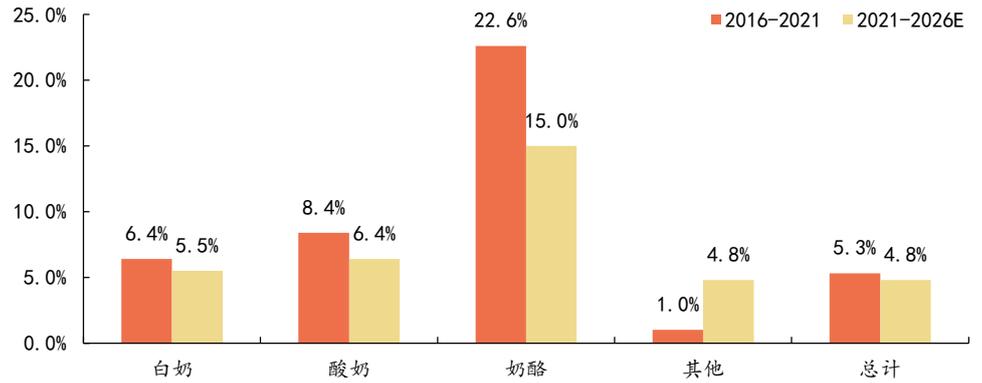
图2：2021 年中国各类乳制品零售额对比（亿元）



资料来源：《2022 中国乳制品行业蓝皮书》，申港证券研究所

奶酪的零售额增速遥遥领先，酸奶增速略高于白奶。2016-2021 年，奶酪的零售额复合增速高达 22.6%，为所有品类中增长最快的一种。同期，酸奶的复合增速为 8.4%，略高于白奶的 6.4%。

图3：各类乳制品零售额的年均复合增速



资料来源：《2022 中国乳制品行业蓝皮书》，申港证券研究所

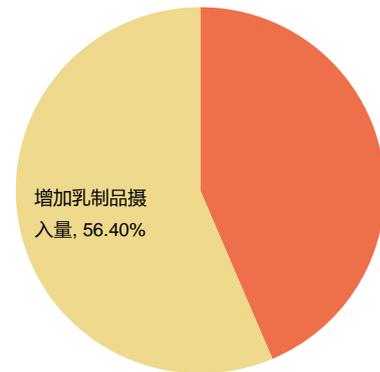
国民需求的持续增长是推动乳制品市场规模增长的重要动力。2016-2020年的4年间，我国居民人均奶类消费量增长了约1kg，即使是疫情期间，仍有56.4%的公众增加了乳制品的摄入量。

图4：各类乳制品零售额的年均复合增速



资料来源：《2022 年乳制品趋势白皮书》，申港证券研究所

图5：疫情期间有56.4%的公众增加了乳制品摄入

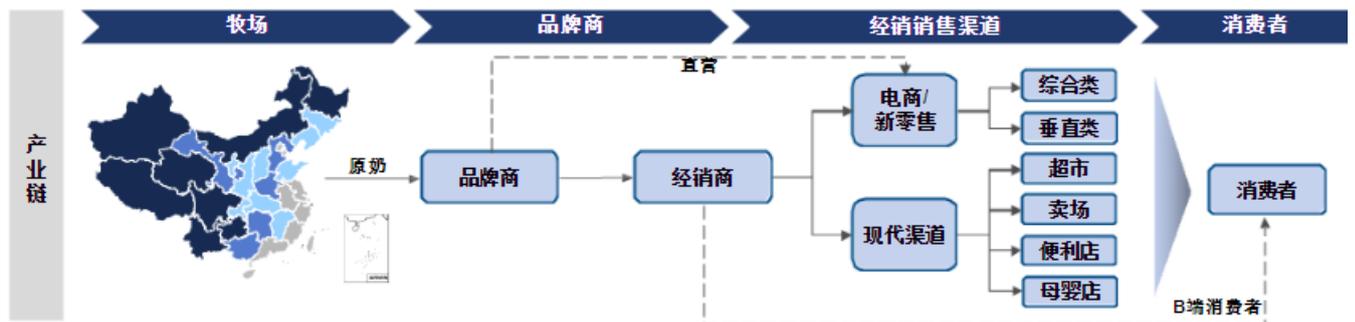


资料来源：《2022 年乳制品趋势白皮书》，申港证券研究所

## 1.2 上游牧场是乳制品行业的薄弱环节

我国乳制品行业形成“中间强，两头弱”的产业链格局。该产业链包括上游牧场，中游品牌商以及渠道商，以及下游的终端消费者。其中，品牌商负责乳制品生产，是产业链的核心，乳制品生产企业集中度高，议价能力强；上游的牧场众多，竞争格局分散，议价能力和盈利水平都相对较差。

图6：中国乳制品行业产业链



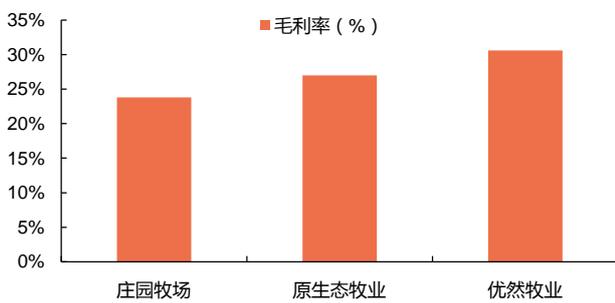
资料来源：《2022 中国乳制品行业蓝皮书》，申港证券研究所

**牧场：**上游牧场高度分散，政府推动规模化经营。牧场为乳制品品牌商提供原奶，我国奶牛养殖行业仍处于高度分散的竞争格局，议价能力弱。政府近年来持续鼓励支持奶牛养殖行业提升规模化，这除了有利于上游牧场提升议价能力，更有利于提升原奶品质，提升上游牧场抗风险的能力。

**品牌商：**品牌商是乳制品产业链议价能力最强的一环，市场集中度较高，蒙牛和伊利2家在2021年的市占率近42%。相对于高度分散的上游牧场，品牌商的高集中度保障了大型品牌商更高的毛利率水平。

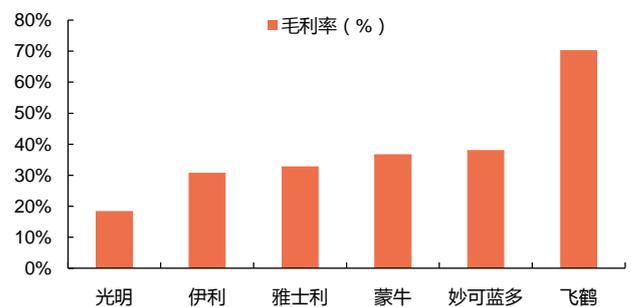
**渠道销售商：**乳制品行业在渠道端仍以经销模式为主，直销占比很低。由经销商发货至商超、便利店等线下或线上电商平台。

图7：上游牧场毛利率在 20-30%



资料来源：《2022 中国乳制品行业蓝皮书》，申港证券研究所

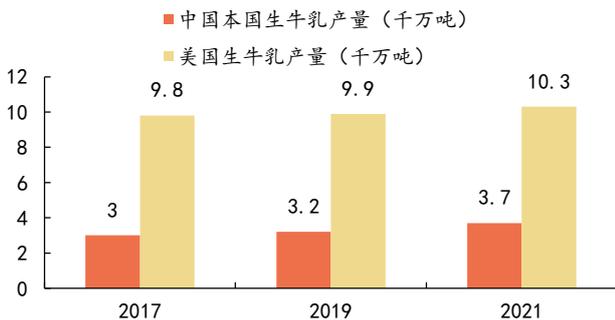
图8：中游品牌商毛利率在 18-70%



资料来源：《2022 中国乳制品行业蓝皮书》，申港证券研究所

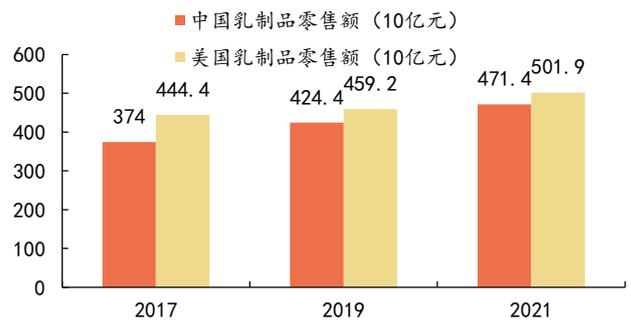
我国乳制品零售额与美国接近，但生牛乳产量有较大差距。2021 年，中国乳制品零售额达到 4714 亿元，与美国的 5019 亿元零售额十分接近，但中国本国生牛乳产量仅有 3.7 千万吨，仍大量依赖进口大包粉，而美国生牛乳产量已达 10.3 千万吨。（大包粉指的是将海外新鲜原奶经过深加工制成的工业奶粉。1 吨大包粉通常可以制成约 8 吨生牛乳）

图9：中美两国生牛乳产量对比



资料来源：《2022 中国乳制品行业蓝皮书》，申港证券研究所

图10：中美两国乳制品零售额对比



资料来源：《2022 中国乳制品行业蓝皮书》，申港证券研究所

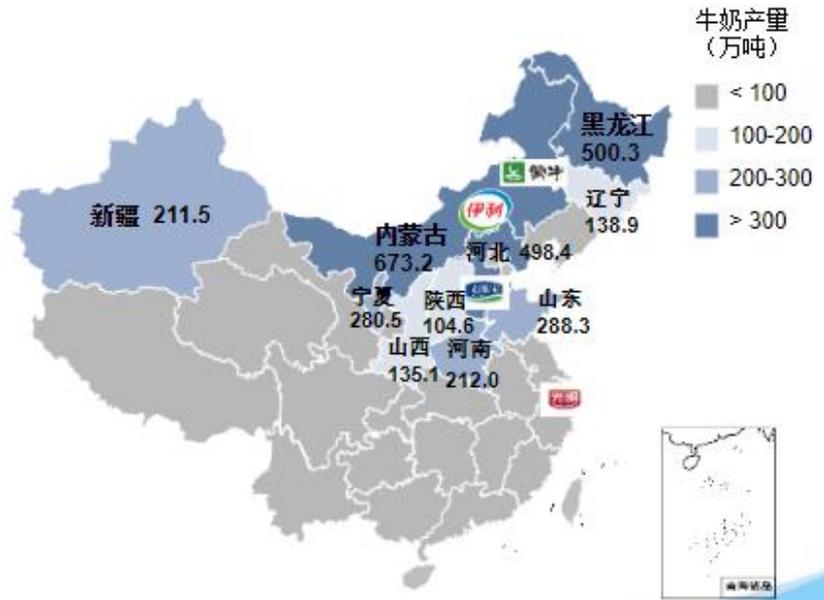
为了减少对大包粉的依赖，我国政府多次发文鼓励提高生牛乳产量。《关于进一步促进奶业振兴的若干意见》提出到 2025 年国内生鲜乳产量增加到 4500 万吨的目标，较 2021 年增加 22% 以上。

### 1.3 奶源的争夺成为乳企竞争的焦点

我国面临生牛乳产地和消费地不匹配的问题。我国生牛乳的主要产地包括内蒙古、

黑龙江、河北等省份，约占中国生牛乳总产量的 40% 以上，而上述区域的乳制品消费量不到全国的 15%。东南沿海 10 省的牛奶产量不到全国总产量的 20%，但人口却超过全国总人口 50%。

图11：我国牛奶产量分布及主要乳企市场布局（2021年）



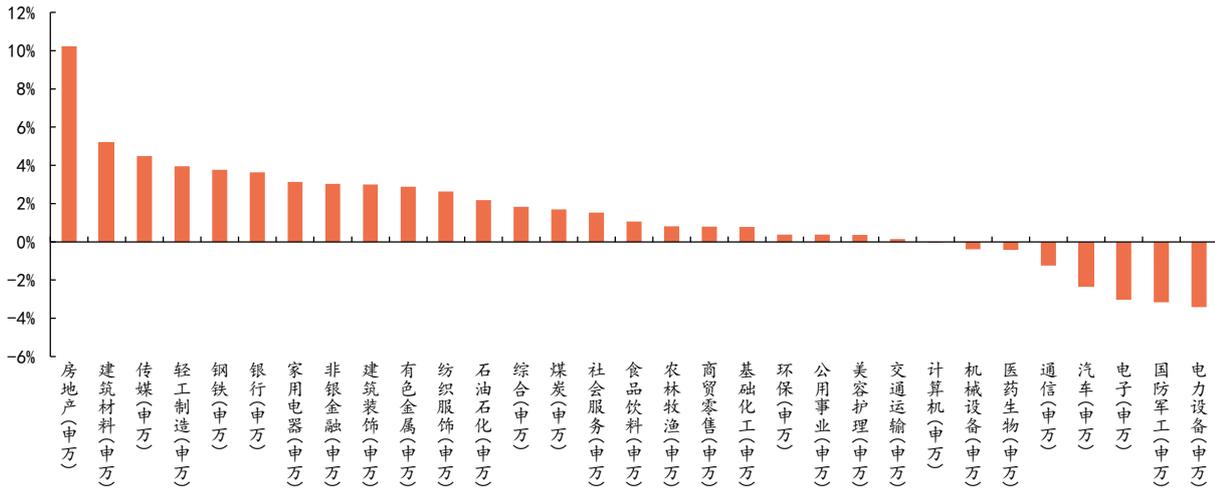
资料来源：《2022 中国乳制品行业蓝皮书》，申港证券研究所

乳企向上游扩张争夺牧场，“得奶源者得天下”成为业界共识。近年来各大乳企纷纷发力上游，收购牧场抢夺奶源。蒙牛成为中国圣牧单一最大股东，中国飞鹤收购原生态牧业，优然牧业和三元股份收购恒天然在中国的牧场。中国 top30 的牧场中，已有 15 家被伊利、蒙牛、君乐宝等乳业巨头收购，剩余牧场则主要为国资控股。

## 2. 市场回顾

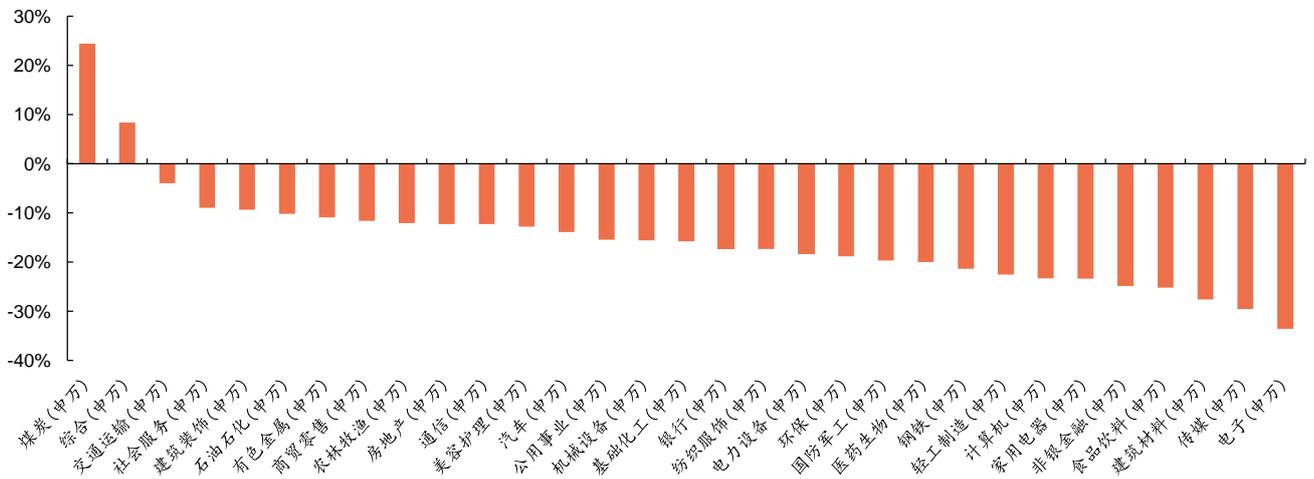
2022 年 11 月 7 日-11 日，食品饮料指数涨幅 1.07%，在申万 31 个行业中排名第 16，跑赢沪深 300 指数 0.5pct，子行业中调味发酵品（+2.4%）、啤酒（+2.3%）、乳品（+2%）表现相对较好。个股方面，来伊份（+10.5%）、伊力特（+9.9%）、古井贡 B（+8.1%）、莲花健康（+7.9%）、ST 西发（+6.4%）等涨幅居前。

图12：申万一级行业本周涨跌幅



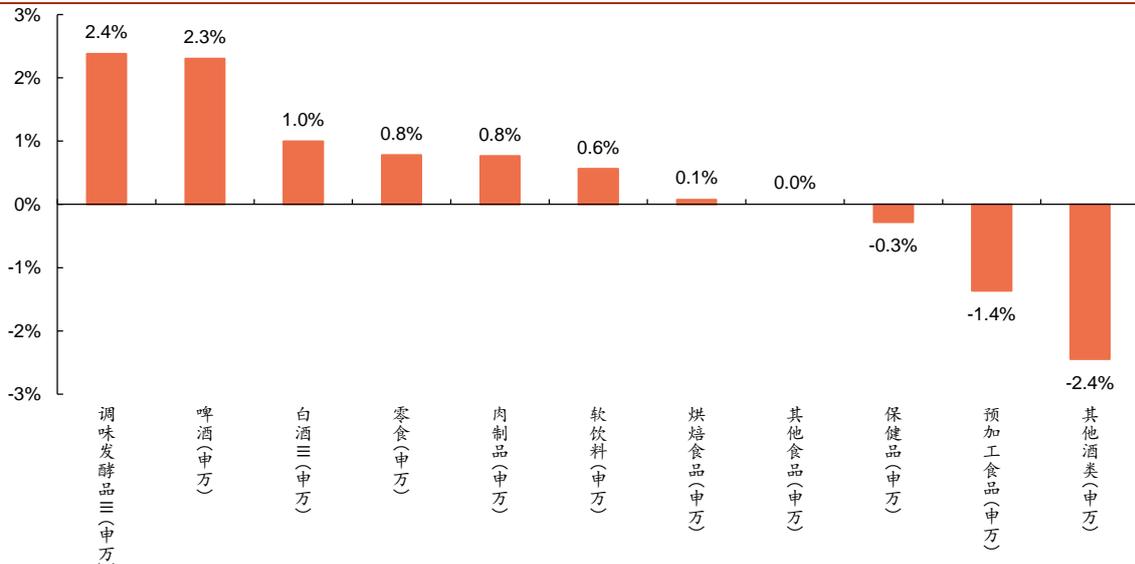
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图13: 申万一级行业年初至今涨跌幅

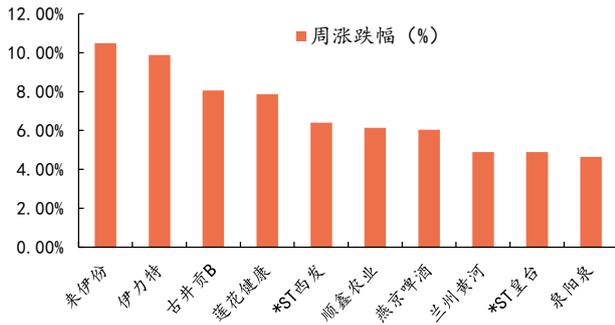


资料来源: Wind, 申港证券研究所

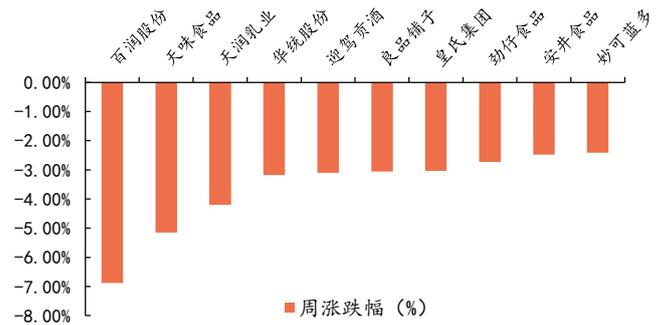
图14: 食品饮料子行业本周涨跌幅



资料来源: Wind, 申港证券研究所

**图15: 食品饮料行业本周涨幅前 10 名**


资料来源: Wind, 中港证券研究所

**图16: 食品饮料行业本周跌幅前 10 名**


资料来源: Wind, 中港证券研究所

### 3. 行业动态

#### 安井食品: 发布股东减持股份计划公告

董事长刘鸣鸣/总经理张清苗计划自 2022 年 12 月 5 日至 2023 年 6 月 4 日, 分别减持公司股份不超过 320 万股/170 万股, 分别约占公司总股本 1.09%/0.58%。刘鸣鸣/张清苗持有的股本数分别约占公司总股本的 5.28%/2.89%。

#### 贝因美: 回购公司股份达到 1%

公司自 2022 年 8 月 26 日董事会决议通过回购公司股票, 金额为 7500 万元-15000 万元之间, 价格不超过 7.17 元/股。截至 11 月 7 日, 公司已累计回购约 1080 万股, 超过公司总股本 1%, 成交价格在 4.69-5.59 元之间。

#### 顺鑫农业: 对部分产品提价

公司 11 月 11 日公告称因成本上涨, 公司拟对 5 款牛栏山陈酿产品提价, 每箱上涨 6 元, 从 2023 年 1 月 1 日期执行。

#### 艾瑞咨询发布酱酒白皮书

11 月 11 日, 艾瑞咨询在“中国酱酒消费趋势论坛”发布《2020-2022 年酱香型白酒消费趋势白皮书》, 认为未来五年是酱酒竞争最为激烈的阶段, 品牌阵营将逐渐明朗; 珍酒等品牌将推动酱酒进一步全国化扩张。

### 4. 风险提示

食品质量及食品安全风险、疫情影响有所反复、市场竞争加剧、原材料价格变动等。

### 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独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。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，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。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

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

## 行业评级体系

### 申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

### 申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上