



乳品全产业链剖析，双寡头引领行业持续成长

——乳品行业深度报告

核心观点

乳制品产业链条长，上下游具有不同逻辑。乳品行业横跨一、二、三产业，产业链条非常长，上游主要为奶源供应产业，中游主要对原奶进行加工形成各种产品，下游为渠道消费环节。上游：原奶供应涉及农产品种植及养殖环节，呈现明显的“原奶周期”特点。中游：伊利与蒙牛两大企业领跑行业，双寡头竞争格局稳定，且多家区域及地方乳企参与乳业市场，当前行业集中度不断提升。产业链下游为流通消费环节，消费品属性明显，品牌与渠道重要性日益突出。

行业发展历经三大阶段，当前进入全产业链整合阶段。1998年以前：行业处于起步阶段，区域销售特征比较明显，1993-1997年乳粉积压严重，此后行业开始进行产品结构调整，大力发展液态乳。（1）1999-2007年起步发展期：行业处于快速扩容期，竞争格局分散，而在液态常温奶方面具备优势的蒙牛与伊利逐步展现出企业实力。该阶段，乳企以抢占市场为主要导向，竞争激烈导致总体利润水平较低。（2）2008-2015年调整成长期：行业步入调整期，多项法规条款出台。头部企业蒙牛与伊利积极承担大企业责任，采取多种措施助力消费者信心强化；中小企业开始布局奶源，进入产能资源为王阶段。同时随着消费者消费意识的逐步转变，消费者对于高品质、高附加值产品的需求日趋强烈，产品升级推动乳企行业持续发展。（3）2016年至今稳健增长期：行业进入全产业链整合阶段，乳企纷纷进行拓展品类并进行升级。当前乳业需求端稳定，行业双寡头稳定格局下，各企业更加看重全产业链布局和利润空间，而不是一味追求市场份额。

行业具备量价齐增基础，市场空间广阔。我国乳制品人均消费额及人均消费量均明显低于欧美及日韩等国家，具备较大提升空间。（1）量增：从内部消费量来看，我国农村居民人均奶类消费量远低于城镇居民人均奶类消费量，2020年农村居民人均奶类消费量为城镇居民人均奶类消费量的42.65%，具备较大渗透空间；与其他奶类消费大国相比，我国人均奶类消费量水平低。2017/2018年我国人均液态乳消费量分别为20.6/21.4千克，而同期饮食习惯相近的日本人均液态乳消费量为30.9/30.9千克。（2）价增：双寡头稳定格局及产品结构升级助力价增。竞争格局稳定的情况下更有助于行业进行提价；乳制品作为消费升级受益行业，通过产品结构调整有助于实现间接提价。

当前双寡头竞争格局下，伊利与蒙牛市场份额有望持续提升。（1）与行业属性类似的美国软饮料公司相比，乳制品行业CR2有望持续提升。2018年美国软饮行业前两大龙头可口可乐与百事可乐在中国的市占率分别为70.2%/25.4%，CR2超过90%；而2020年伊利与蒙牛市占率合计仅为48%，相比较而言，伊利与蒙牛双寡头市场份额未来具备较大的提升空间。（2）从行业竞争壁垒上来说，双寡头企业具备较强的竞争优势，有望推动市场份额向其集中。

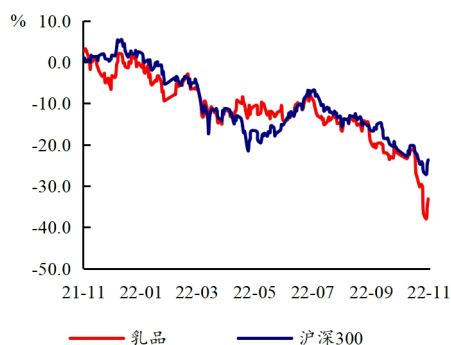
细分品类众多，从需求端与供给端深度剖析各品类现状格局及未来发展趋势。（1）常温乳制品：伊利、蒙牛双寡头竞争格局稳定，二者市占率接近80%。（2）低温乳制品：区域化乳企市占率较高，行业格局较分散。2019年低温鲜奶市场CR3分别为光明乳业、三元股份和新乳业，市占率分别为12%/9%/6%。（3）奶酪：消费者对奶酪的认知度和接受度逐步提升，国内市场上品牌众多，妙可蓝多市占率居于首位，奶酪板块已经成为未来乳制品行业发展的重要领地，而伊利与蒙牛也纷纷

评级 推荐（首次覆盖）

报告作者

作者姓名 汪玲
 资格证书 S1710521070001
 电子邮箱 wangl665@easec.com.cn

股价走势



相关研究

布局奶酪产品助力公司业绩增长。(4) 婴幼儿奶粉：三孩政策支持措施，婴幼儿奶粉市场有望得到持续提升。行业整体集中度较低，市场品牌参与方多且竞争较为激烈，同时政策发力促进行业整体质量提升。(5) 成人奶粉：整体渗透率较低，受人口老龄化趋势影响，中老年奶粉有望成为推动成人奶粉发展的主要驱动力。市场上品牌众多，竞争较为激烈，且行业集中度逐步提升，其中伊利市占率稳居第一，2021 年/2022 年第一季度伊利市占率分别为 16.3%/19.7%。(6) 冷饮：市场规模持续增加，增长态势明显，冰淇淋已经从一种具备基础解暑功能的冷饮转变为能够满足消费者多元化需求的休闲产品。市场份额相对集中，市场上品牌众多，伊利与蒙牛处于行业领先地位，2021 年中国冰淇淋行业线下市场份额前三名分别为伊利（19%）、和路雪（15%）、蒙牛（9%）。

投资建议

首次覆盖，给予乳品行业推荐评级。当前我国乳品行业形成了以伊利股份与蒙牛乳业为首的双寡头竞争格局，长期来看双寡头竞争格局有望改善，二者市场份额具备可持续提升空间。从需求端来看，疫情影响下居民健康意识增强，在消费升级趋势下预计乳品需求有望延续高景气。而头部企业依靠自身强综合实力，市场份额有望进一步提升。标的方面，相关标的有伊利股份（600887.SH）、新乳业（002946.SZ）、妙可蓝多（600882.SH）等。

风险提示

市场竞争加剧风险；产品质量安全风险；宏观经济不及预期风险；上游原奶价格大幅上涨风险。

正文目录

1. 乳品产业链条长，上下游具有不同逻辑.....	6
1.1. 上游：原奶供应产业具有周期性.....	6
1.2. 中游：双寡头竞争格局稳定，多家乳企参与市场.....	8
1.3. 下游：具备消费品属性，品牌与渠道重要性突出.....	10
2. 发展阶段：当前行业进入全产业链整合阶段.....	11
2.1. 起步发展期：行业扩容阶段，以市场份额为主要导向.....	11
2.2. 调整成长期：行业面临调整，重视奶源品质.....	13
2.3. 稳健增长期：行业进入全产业链布局阶段，品类拓展成趋势.....	16
3. 行业具备量价齐增基础，市场空间广阔.....	17
3.1. 量增：内外部消费量对比均具备较大提升空间.....	18
3.2. 价增：双寡头稳定格局及产品结构升级助力价增.....	20
4. 行业格局：双寡头格局下二者有望持续提升市场份额.....	21
4.1. 伊利与蒙牛竞争格局历史梳理.....	21
4.1.1. 常温奶成主流，奠定伊利、蒙牛双寡头格局.....	21
4.1.2. 伊利 vs 蒙牛：乳业双龙头交替称霸，伊利渐占上风.....	22
4.2. 从供给与需求端出发，细化品类人货场分析.....	26
4.2.1. 常温乳制品.....	26
4.2.2. 低温乳制品.....	28
4.2.3. 奶酪.....	31
4.2.4. 奶粉.....	34
4.2.5. 冷饮.....	39
4.3. 双寡头未来市场份额有望继续提升.....	41
5. 相关标的.....	42
5.1. 伊利股份：龙头企业，战略定位清晰.....	43
5.2. 新乳业：内生增长与并购整合齐发助力成长.....	43
5.3. 妙可蓝多：国产奶酪龙头，长远发展可期.....	44
6. 风险提示.....	46

图表目录

图表 1. 乳品全产业链示意图.....	6
图表 2. 乳品原奶周期逻辑图.....	6
图表 3. 2010 年以来国内主产区原奶价格趋势图.....	7
图表 4. 国内奶牛数量趋势图.....	8
图表 5. 乳企数量持续下降，行业集中度提升.....	8
图表 6. 国内规模以上乳企销售收入与利润总额呈增长态势.....	8
图表 7. 2019 年乳制品企业市场份额.....	9
图表 8. 2020 年乳制品企业市场份额.....	9
图表 9. 全国乳企品牌分布示意图.....	9
图表 10. 全国性企业伊利与蒙牛历年销售费用投放多（亿元）.....	10
图表 11. 全国性企业伊利与蒙牛历年销售费用率呈现高水平.....	10
图表 12. 区域性企业三元与光明销售费用情况（亿元）.....	10
图表 13. 区域性企业三元与光明销售费用率情况.....	10
图表 14. 伊利历年品牌活动统计表.....	11
图表 15. 蒙牛历年品牌活动统计表.....	11

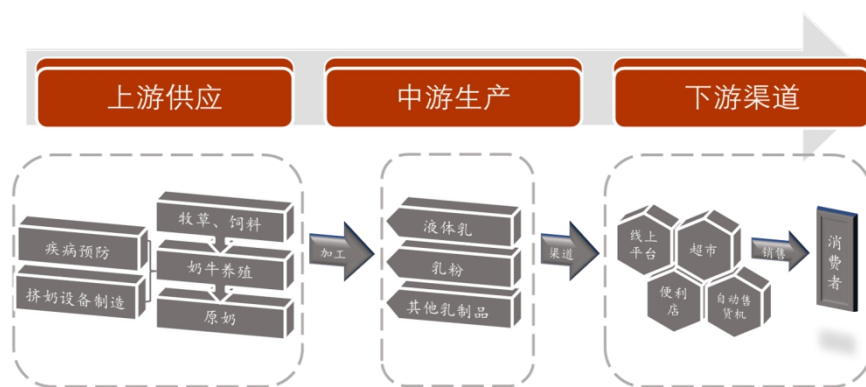
图表 16. 全国乳制品产量趋势图，其中 1999-2007 年增速迅猛	13
图表 17. 2003-2007 年乳制品制造工业总产值不断增加	13
图表 18. 2001-2007 年伊利净利率逐步落后于蒙牛	13
图表 19. 2001-2007 部分乳企收入情况（亿元）	13
图表 20. 2008-2015 年乳制品行业部分法律法规	14
图表 21. 伊利质量体系建设	15
图表 22. 蒙牛质量体系建设	15
图表 23. 2016 年以来乳制品行业部分产业政策	16
图表 24. 2016 年以来部分乳企产业链布局情况	17
图表 25. 2019 年主要国家及地区人均乳制品销售额与消费量对比	18
图表 26. 我国农村居民人均可支配收入呈增长趋势	19
图表 27. 我国城镇与农村居民历年人均奶类消费量对比图（单位：千克）	19
图表 28. 2017 年起全国居民人均奶类消费量逐步上升	20
图表 29. 主要国家人均液态乳消费量（单位：千克）	20
图表 30. 2016 以来伊利液体乳收入占比持续下降，其他产品收入占比呈上升趋势	21
图表 31. 2019 年以来蒙牛冰淇淋产品收入占比增长明显	21
图表 32. 常温奶保质期高于巴氏鲜奶，奠定其全国推广基础	21
图表 33. 光明营收逐渐拉开与伊利、蒙牛的差距	22
图表 34. 伊利 2011 年反超蒙牛，领先优势逐渐扩大	22
图表 35. 蒙牛前期凭借犀利营销出圈，伊利后期紧抓热门综艺实现反超	23
图表 36. 2011 年后伊利液体奶营收规模逐渐超越蒙牛	24
图表 37. 伊利、蒙牛产品矩阵较为相似	24
图表 38. 伊利深度分销模式相对蒙牛大商制渠道把控力更强	25
图表 39. 2011 年后蒙牛管理层多次换帅，伊利领导人维持稳定	25
图表 40. 2015-2020 年我国常温奶销售量与销售额情况	26
图表 41. 2015-2019 年伊利、蒙牛常温奶合计市场份额情况，呈现双寡头格局	27
图表 42. O2O 即时零售模式示意图	28
图表 43. 2021 年常温乳品 O2O 即时零售模式渗透率情况	28
图表 44. 2015-2020 年我国低温奶销售量与销售额情况	29
图表 45. 2014-2020 年我国冷链物流市场规模持续提升	30
图表 46. 2020 年巴氏奶送奶入户渠道占比 27%	30
图表 47. 2017-2021 年中国奶酪零售市场规模	32
图表 48. 2017-2021 年全球部分国家人均奶酪消费量统计（千克）	32
图表 49. 2021 年全球主要国家及地区奶酪消费量占自身乳品消费总量的比例情况	32
图表 50. 2021 年中国奶酪零售市场竞争格局情况	32
图表 51. 我国奶酪以餐饮为主，零售销量增长快速	33
图表 52. 我国奶酪零售消费以其他再制干酪（奶酪棒）为主（单位：万吨）	33
图表 53. 儿童群体为我国奶酪零售消费主体	33
图表 54. 2022 年 1-9 月我国奶酪品牌抖音平台运营模式占比情况	34
图表 55. 2016-2021 年我国婴幼儿奶粉市场规模持续提升	35
图表 56. 2020 年我国中高端婴幼儿奶粉销售额占比最高	35
图表 57. 2016-2021 年国内外品牌婴幼儿奶粉零售平均价逐步上升，高端化趋势显现	35
图表 58. 2022 年消费者购买婴幼儿奶粉考虑因素占比情况	35
图表 59. 2020 年中国婴幼儿配方奶粉竞争格局（以零售额统计）	36
图表 60. 我国消费者购买婴幼儿奶粉以线下渠道为主（单位：%）	36
图表 61. 2021 年我国婴幼儿奶粉线下购买渠道中母婴相关渠道占比较高	36
图表 62. 我国 60 岁及以上人口数量及占比情况	37
图表 63. 我国 65 岁及以上人口数量及占比情况	37
图表 64. 2021 年我国成人奶粉市占率情况	38
图表 65. 2022 年一季度我国成人奶粉市占率情况	38
图表 66. 2015-2021 年我国冰淇淋市场规模逐步提升	39
图表 67. 2022 年中国消费者购买冰淇淋的因素统计	39
图表 68. 2016-2021 年中国人均冰淇淋消费量高于亚太地区（单位：千克）	39

图表 69. 全球冰淇淋行业高增长潜力国家，2021 年中国排名第二.....	39
图表 70. 2021 年我国冰淇淋线下市场份额中伊利位列第一.....	40
图表 71. 2022 年中国消费者购买过的冰淇淋品牌统计.....	40
图表 72. 2022 年 5 月我国华东及华南地区冰淇淋消费者较多.....	40
图表 73. 2022 年 5 月冰淇淋消费群体以 18-39 岁为主.....	40
图表 74. 2020 与 2021 年我国冰淇淋线上/线下渠道销售占比情况.....	41
图表 75. 2008-2018 年可口可乐与百事可乐在中国的市占率.....	42
图表 76. 新乳业低温产品全流程示意图.....	44
图表 77. 新乳业并购版图.....	44
图表 78. 妙可蓝多三条产品线示意图.....	45

1. 乳品产业链条长，上下游具有不同逻辑

乳品行业横跨一、二、三产业，产业链条非常长，且上下游具有不同逻辑。上游主要为奶源供应产业，具体包括牧草饲料种植、饲料加工、奶牛养殖（涉及疫病防治、挤奶设备等产业）、最终形成原奶；中游主要对原奶进行加工形成各种产品，包括液体乳、乳粉及其他乳制品（奶酪、炼乳等），目前的乳制品构成以液体乳为主（液体乳包含巴氏杀菌乳、灭菌乳、发酵乳和调制乳产品）；下游为渠道消费环节，上述产品通过线下渠道（超市、便利店等）和线上渠道（淘宝、抖音等）送达至消费者。

图表 1. 乳品全产业链示意图

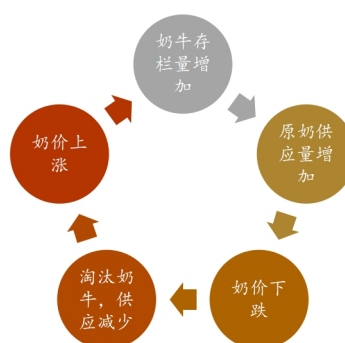


资料来源：东亚前海证券研究所

1.1. 上游：原奶供应产业具有周期性

原奶供应涉及农产品种植及养殖环节，呈现明显的“原奶周期”特点。原奶周期的具体逻辑是奶价上涨后推动奶牛存栏量大增，进而市场上原奶供应量增加，供过于求下原奶价格呈现下跌趋势，促使养殖户开始淘汰部分奶牛，造成市场上原奶供应量减少从而推动原奶价格上升。从原奶周期的逻辑来看，供给端成主要影响因素，其中重要指标是奶牛存栏量的变化，此外饲料、市场需求及库存同样对原奶价格产生影响。

图表 2. 乳品原奶周期逻辑图



资料来源：东亚前海证券研究所

近十年国内原奶价格变动趋势可以按照原奶周期划分为三大周期。

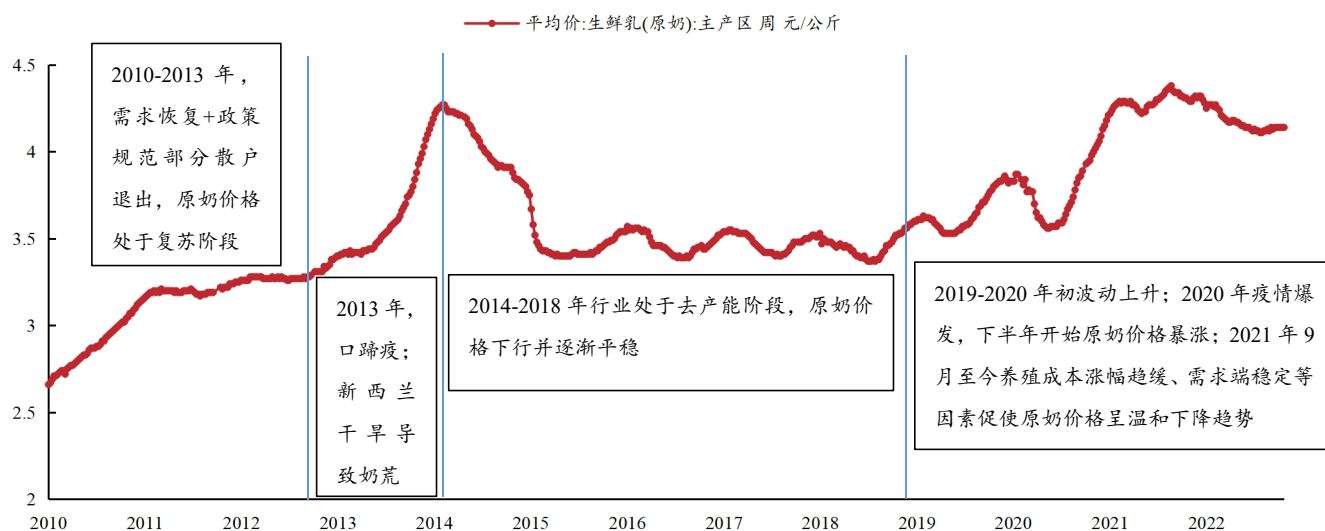
2008 年三聚氰胺事件后行业进入调整期，消费者对国产品牌缺乏信任，需求明显下滑，国内原奶价格跌入谷底，同时我国奶牛数量由 2008 年 8575 千头快速减少至 2009 年 7115 千头。

(1) 2010-2013 年奶价上行周期：经过近两年的行业整顿后原奶价格进入修复阶段，2010 年需求开始逐步复苏，从奶牛数量上看，2010-2013 年我国奶牛由 7320 千头逐步上升至 8350 千头，养殖户情绪逐步恢复。2013 年开始国内出现动物疫病口蹄疫，而国际主产区新西兰在干旱的自然环境下产出困难，导致行业出现了“奶荒”的状况，叠加政策规范促使部分散户退出市场，原奶产量减少促使原奶价格开始暴涨，并在 2014 年 2 月出现峰值。

(2) 2014-2018 年奶价下行周期：原奶价格上涨推动养殖户开始盲目扩张，造成产能过剩局面，2014-2018 年行业处于去产能阶段，奶价进入下行周期，该阶段我国奶牛数量由 2014 年 8400 千头减少至 6200 千头。

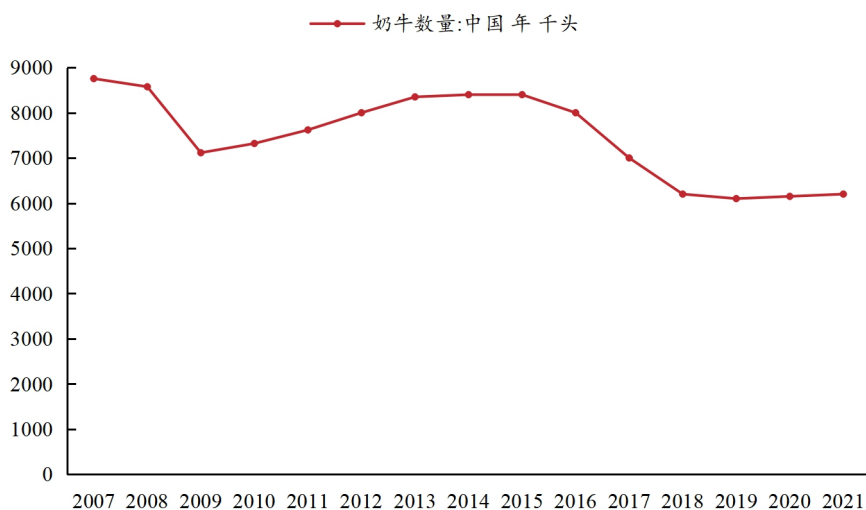
(3) 2019 至今奶价上行周期：2018-2020 年初，在供给平衡的情况下，原奶价格波动平稳，2019 年下半年至 2020 年初有所上升；2020 年随着疫情爆发，物流受阻造成原奶积压，原奶价格出现部分回落。但随着养殖成本逐步上涨以及疫情促使人们对于健康、营养生活的追求，2020 年 6 月后至 2021 年 9 月原奶价格开始逐步回升，并一度超越 2014 年峰值，随后保持较平稳的态势。此后，原奶价格呈温和下降趋势，主要系需求端稳定，供给端奶牛数量有所回升（2019-2021 年奶牛数量由 6100 千头增加至 6200 千头），叠加养殖成本涨幅趋缓但仍相对较高，因此原奶价格不会出现断崖式下跌。

图表 3. 2010 年以来国内主产区原奶价格趋势图



资料来源：iFinD，国家统计局，东亚前海证券研究所

图表 4. 国内奶牛数量趋势图

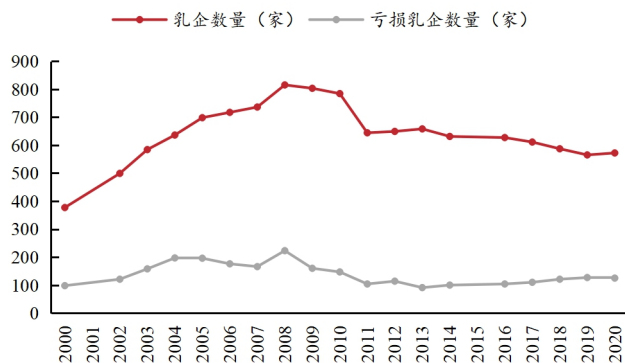


资料来源: iFinD, 美国农业部, 东亚前海证券研究所

1.2. 中游：双寡头竞争格局稳定，多家乳企参与市场

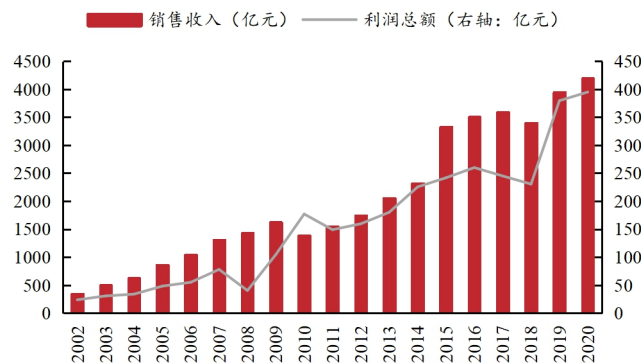
中游乳品加工企业众多，当前行业集中度不断提升。2000-2020 年，中国乳企数量呈现先增后降趋势，2008 年达到高点为 815 家，随后因三聚氰胺事件行业进入整顿期，截至 2020 年乳企数量下降为 572 家，综合来看国内乳企数量持续下滑，行业集中度不断提升。就乳企亏损数量来看，2008-2013 年由 223 家下降至 91 家，自 2013 年后乳企亏损数量呈上升趋势，2020 达到 125 家。从规模以上乳企销售收入和利润总额上也可以看出国内乳业处于规模持续扩大、集中度不断提升阶段，2020 年规模以上乳企分别实现销售收入/利润总额 4195.58/394.85 亿元，同比分别增长 6.30%/4.09%，十年年均复合增速分别为 11.73%/8.35%。

图表 5. 乳企数量持续下降，行业集中度提升



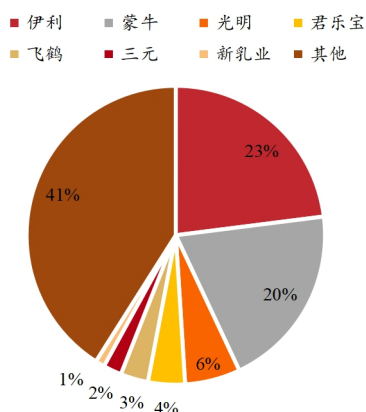
资料来源: iFinD, 中国奶业年鉴, 东亚前海证券研究所

图表 6. 国内规模以上乳企销售收入与利润总额呈增长态势



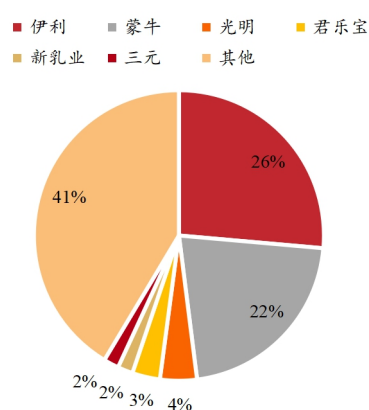
资料来源: iFinD, 中国奶业年鉴, 东亚前海证券研究所

图表 7. 2019 年乳制品企业市场份额



资料来源：《2020 中国奶业统计资料》，东亚前海证券研究所

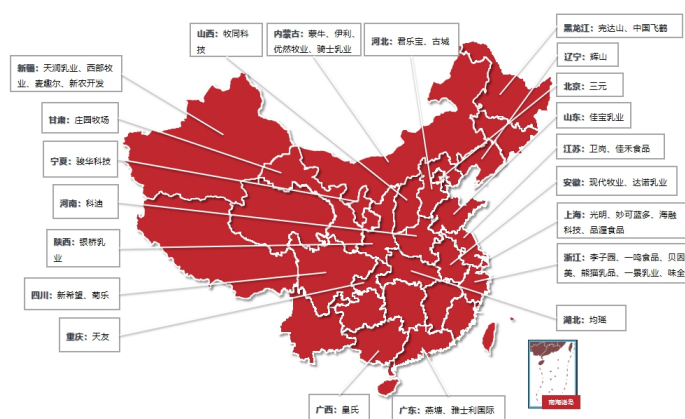
图表 8. 2020 年乳制品企业市场份额



资料来源：欧睿数据，前瞻产业研究院，东亚前海证券研究所

伊利与蒙牛两大企业领跑行业，双寡头竞争格局稳定，且多家区域及地方乳企参与乳业市场。目前国内乳企全国性企业包括伊利与蒙牛，二者销售网络覆盖全国，营收规模与市占率居行业前列。根据《2020 中国奶业统计资料》显示，2019 年伊利与蒙牛市占率分别为 23%/20%；根据欧睿数据与前瞻产业研究院统计，2020 年伊利与蒙牛市占率有所提升，分别为 26%/22%，二者行业地位稳固。区域乳企包括三元股份、光明乳业等，该类企业在重点区域市场拥有领先地位，尤其在低温产品领域、地方特色奶产品等方面比较优势明显，与全国性乳企一定程度上形成互补。地方乳企包括天润乳业、完达山乳业、燕塘乳业、新乳业等，该类企业通常生产规模较小，一般在单一市场经营，市场份额较小且综合实力较弱。

图表 9. 全国乳企品牌分布示意图

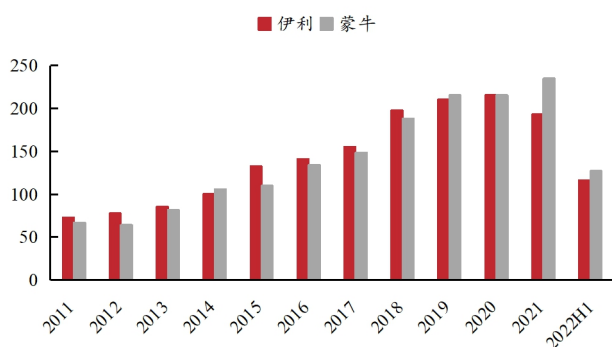


资料来源：中商情报网，乳业资讯网，东亚前海证券研究所

1.3. 下游：具备消费品属性，品牌与渠道重要性突出

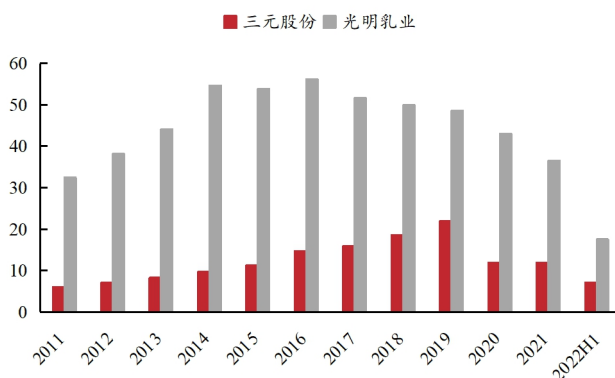
产业链下游为流通消费环节，消费品属性明显。对于消费品来说，渠道和品牌对于企业具有重要意义。从渠道上来看，乳品属于快消品且刚需性较强，渠道对于产品的销售尤为重要，各家乳企需不断投入销售费用进行渠道拓展。从品牌上来看，乳品产品较为相似，产品存在同质化现象，需要企业持续塑造品牌形象从而抢占消费者心智。

图表 10. 全国性企业伊利与蒙牛历年销售费用投放多（亿元）



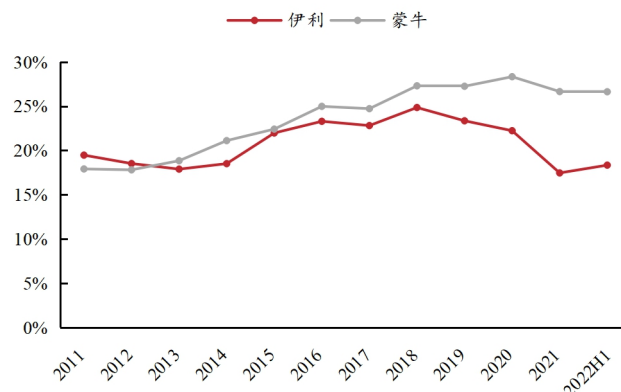
资料来源：iFinD，伊利股份公司公告，蒙牛乳业公司公告，东亚前海证券研究所

图表 12. 区域性企业三元与光明销售费用情况（亿元）



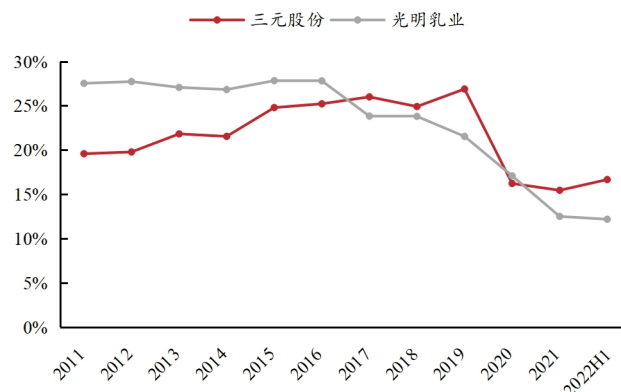
资料来源：iFinD，三元股份公司公告，光明乳业公司公告，东亚前海证券研究所

图表 11. 全国性企业伊利与蒙牛历年销售费用率呈现高水平



资料来源：iFinD，伊利股份公司公告，蒙牛乳业公司公告，东亚前海证券研究所

图表 13. 区域性企业三元与光明销售费用率情况



资料来源：iFinD，三元股份公司公告，光明乳业公司公告，东亚前海证券研究所

为打造品牌形象，加深消费者印象，乳企一般会投入大量销售费用并举办多样化品牌活动。2011-2021 年伊利与蒙牛销售费用基本呈逐步上升趋势（2020 年疫情以来伊利在销售费用投放上有所下降），具体来看，2021 年伊利与蒙牛销售费用分别为 193.15/234.88 亿元，销售费率分别为 17.46%/26.65%，呈现较高水平。区域性代表企业三元股份因规模体量较小，历年销售费用数额低于光明乳业，但 2011-2019 年公司销售费用呈持续增长趋势；2020 年疫情爆发后，二者逐步放缓销售费用投入，2021 年三元股份

与光明乳业销售费用分别为 11.94/36.50 亿元，销售费率分别为 15.45%/12.5%。总体来看，乳企的销售费用投入均较大，销售费率处于较高水平。从品牌活动来看，以伊利与蒙牛为代表的乳企多年来陆续举办多样化活动，旨在打造自身独特形象，吸引消费者加大品牌关注并为之付费。

图表 14. 伊利历年品牌活动统计表

时间	事件
2011	植入《变形金刚 3》，亮相好莱坞
2012	伦敦奥运会为中国体育代表团提供营养乳制品
2013	成立亚洲最大乳业技术研究院—内蒙古乳业技术研究院
2015	主导实施全球农业食品领域的高端智慧集群——中美食品智慧谷
2016	推出 VR 体验，实现在线虚拟参观工厂
2017	签约北京冬奥组委，成为北京 2022 年冬奥会和冬残奥会官方乳制品合作伙伴
2018	承办“共筑世界品质-乳业全球合作伙伴论坛”，发布《母乳研究白皮书》
2019	亮相国际儿科医学组织 ESPGHAN 年会展示中国母乳研究领先成果
2020	携九大全球合作标杆乳品亮相进博会
2021	承办东奥火种展示活动
2022	携手航天科技，签约成为“中国航天太空创想乳制品官方合作伙伴”；签约 C 罗、贝克汉姆、武磊三大 7 号球员

资料来源：iFinD，伊利股份官网及官方微信公众号，新华网，人民网，东亚前海证券研究所

图表 15. 蒙牛历年品牌活动统计表

时间	事件
2011	赞助第十二届中国·呼和浩特昭君文化节
2012	助力“寻找最美乡村教师”大型公益活动
2013	为雅安地震捐助 1000 万元现金及 10000 箱牛奶
2015	蒙牛滴滴跨界合作，“牛运红包”冠名滴滴红包
2016	特仑苏有机奶亮相第 27 届德国纽伦堡国际有机产品博览会成为中国代表团唯一乳品代表；与原创搏击品牌昆仑决合作升级，打造运动领域的超级 IP——“昆仑决”
2017	一举成为 2018 FIFA 世界杯全球官方赞助商
2018	签约梅西为品牌代言人
2019	签约成为第十四届全国冬运会官方合作伙伴
2021	携手可口可乐，打造“鲜菲乐”新品进军低温奶市场
2022	率先千万现金奖励女足夺冠，携手中国航天发布航天菌株

资料来源：iFinD，蒙牛乳业官网及官方微信公众号，东亚前海证券研究所

乳品作为相对刚需的快消品，渠道力的重要性日益凸显。伊利与蒙牛成为全国性乳企，渠道的作用不可忽视。（1）从渠道广度上来说，近年来伊利深化全渠道战略布局，在现有渠道的基础上，尝试并探索构建新零售模式（“社群营销”、“O2O 到家”等）实现“品牌-门店-消费者”的无缝连接，满足消费者不同场景下的多样需求。蒙牛大力开拓线上线下全渠道发展，比如在奶酪业务上积极拓展餐饮客户渠道；在冷饮业务上收购东南亚领先的冰淇淋品牌艾雪，进一步布局东南亚市场。（2）从渠道深度上来说，伊利持续推进渠道深耕计划，截至 2020 年底，公司服务的乡镇村网点近 109.6 万家，渠道渗透能力不断加强。蒙牛通过“镇通村”项目持续推进乡镇村市场的覆盖和深耕，截至 2021 年底，“镇通村”项目直控的镇村网点数超 60 万家，助力公司产品销量持续增长。

2. 发展阶段：当前行业进入全产业链整合阶段

2.1. 起步发展期：行业扩容阶段，以市场份额为主要导向

1998 年以前：行业处于起步阶段，区域销售特征比较明显。新中国成立以后，大量国营乳制品企业开始成立，我国乳制品工业化生产开始起步。

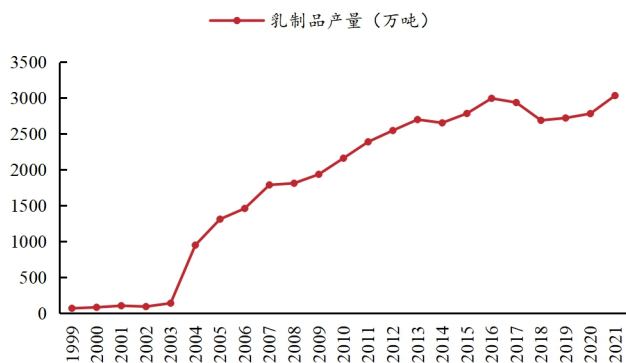
改革开放前，总体来看我国乳品行业缓慢发展，原奶产量低，奶源以散养为主。改革开放后，由于实行多种所有制形式进行奶牛饲养和乳制品加工，原料奶和乳制品的数量、品种、质量都有明显提高。1984年，国家首次将乳制品工业作为主要行业发展方向和重点，乳制品行业经历了迅速扩张的阶段，奶粉纳入居民日常消费，成为营养的象征。这一时期乳品的数量、质量均有所提高，主要销售巴氏奶（适合短途配送）和奶粉，产品结构单一，区域销售特征明显。随后由于乳制品供给增长速度明显高于消费增长速度，生产出现过剩，乳粉积压滞销，部分乳品企业陷入困境。1993-1997年乳粉积压严重，此后行业开始进行产品结构调整，大力发展液态乳。

1999-2007年：行业处于快速扩容期，竞争格局分散。该阶段瑞士利乐联合国内乳企推出灭菌奶（适合远距离运输），利乐包技术和杀菌技术的突破使得常温奶迅速在全国范围内推广，我国乳制品行业迎来快速扩容阶段。1999-2007年全国乳制品产量由69.08万吨增加至1787.44万吨，年均复合增速高达50.18%；2003-2007年乳制品制造工业总产值由509亿元扩张至1211亿元，年均复合增速达24.18%，行业处于快速发展阶段。2000-2007年乳企数量由377家增加至736家，亏损乳企数量由98家增加至166家，此阶段乳企竞争格局比较分散，而在液态常温奶方面具备优势的蒙牛与伊利逐步展现出企业实力。

蒙牛实现快速扩张，伊利稳步增长。2001-2002年光明乳业销售收入位居市场第一，此后伊利与蒙牛营收先后超越光明并快速扩张，2007年伊利与蒙牛分别实现营收193.60/213.18亿元，初步奠定了二者行业龙头地位。该阶段蒙牛飞速发展，收入规模与增速稳居前列，伊利按照稳扎稳打模式逐步推进全国化，2001-2007年蒙牛与伊利营收年均复合增速分别为75.73%/38.85%。

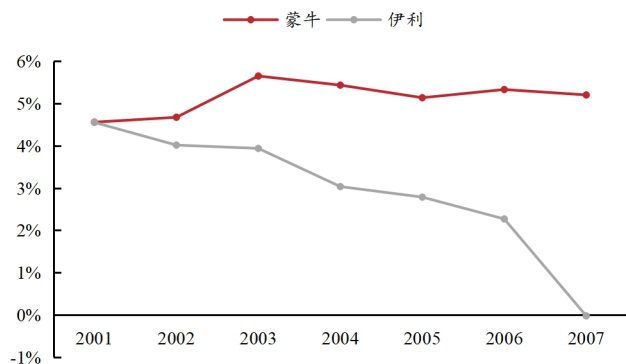
乳企以抢占市场为主要导向，竞争激烈导致总体利润水平较低。同时，该阶段中国乳业的快速发展和市场空间吸引了众多国内外资本的参与，使乳业市场竞争加剧，价格战激烈最终导致乳企利润水平降低。以伊利与蒙牛为代表来看，2001-2007年伊利与蒙牛净利率变化出现明显差异。2001年二者净利率处于同一水平，但随后蒙牛净利率基本处于平稳变化未有明显增长，而伊利净利率呈现下滑趋势，并在2007年首次出现亏损，可见该阶段乳企以市场份额为主要竞争点，重在追求销量与营收的增长。

图表 16. 全国乳制品产量趋势图，其中 1999-2007 年增速迅猛



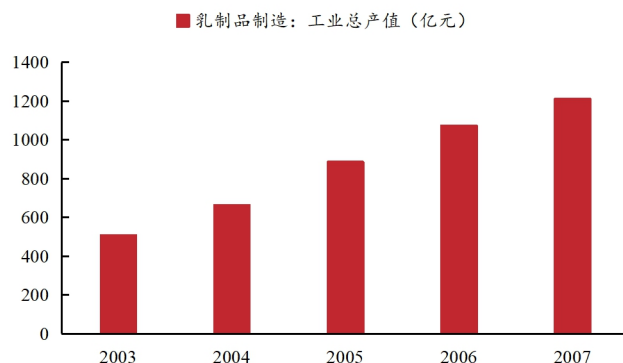
资料来源：iFinD，国家统计局，东亚前海证券研究所

图表 18. 2001-2007 年伊利净利率逐步落后于蒙牛



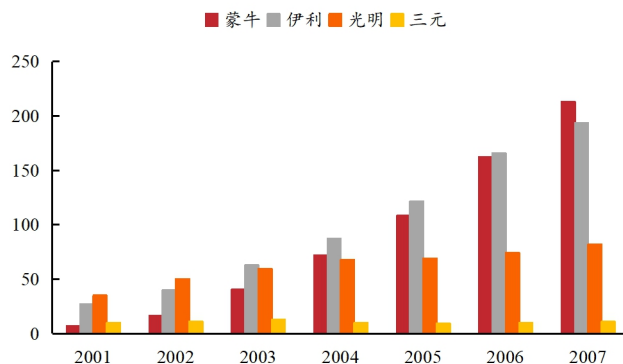
资料来源：iFinD，伊利股份公司公告，蒙牛乳业公司公告，东亚前海证券研究所

图表 17. 2003-2007 年乳制品制造业总产值不断增加



资料来源：iFinD，国家统计局，东亚前海证券研究所

图表 19. 2001-2007 部分乳企收入情况 (亿元)



资料来源：iFinD，伊利股份公司公告，蒙牛乳业公司公告，光明乳业公司公告，三元股份公司公告，东亚前海证券研究所

2.2. 调整成长期：行业面临调整，重视奶源品质

2008-2015 年：行业步入调整期，多项法规条款出台。2008 年出现世界经济危机叠加三聚氰胺事件，致使居民消费需求下降，乳制品消费市场受到极大冲击。三聚氰胺事件发生以来，消费者对国产乳企产生质疑、信任感逐步缺失，开始寻求进口奶粉供给，达能、恒天然、雀巢等知名外企开始参与国内市场，这进一步降低了成本处于劣势的国内乳制品企业的市场竞争力。自 2008 年开始，国内乳企数量开始逐步下降，行业步入缓慢增长阶段，2008-2014 年乳企销售收入由 1431.02 亿元增加至 2321.23 亿元，年均复合增速为 8.40%，行业进入深度调整期。为振兴国内乳业、引导乳业健康发展，国家及各地政府积极出台《乳制品质量安全监督管理条例》（是我国奶业的第一部法规，具有里程碑意义）、《乳制品加工行业准入条件》、《奶业整顿和振兴规划纲要》等一系列政策条款。

图表 20. 2008-2015 年乳制品行业部分法律法规

法律法规	主要内容	实施时间
《乳品质量安全监督管理条例》	对奶畜养殖、生鲜乳收购、生产和销售等各环节的标准进行规定，明确了监督检查的主体、程序和各参与方的法律责任。	2008.10
《生鲜乳生产收购管理办法》	对生鲜乳生产、收购、运输及监督检查等作出了规定。规定开办生鲜乳收购站应当取得畜牧兽医主管部门的许可，符合建设规划布局，达到相应的技术条件和管理要求；生鲜乳收购站应当由乳制品生产企业、奶畜养殖场或者奶农专业生产合作社开办并符合相关条件，对生鲜乳的运输进行了规范。	2008.11
《食品标识管理规定》（2009 年修订）	食品或者其包装上应当附加标识，除按规定可以不附加标识的食品外。标识的内容应当真实准确、通俗易懂、科学合法。	2009.10
《食品生产加工环节风险监测管理办法》	对国家质检总局组织开展食品生产加工环节风险监测及相关工作进行了规定，在监测计划的制定、监测计划的实施以及工作纪律等方面做了详细的规定。	2011.10

资料来源：阳光乳业招股说明书，东亚前海证券研究所

头部企业蒙牛与伊利积极承担大企业责任，采取多种措施助力消费者信心强化。在产品安全上，蒙牛由奶源入手、加强监控并快速引入先进检测设备；召集全国各地奶站，签订《原奶质量承诺书》，以确保产品安全；并邀请全国大众消费者担任蒙牛产品安检员、开创性开设 24 小时网络直播视窗，让消费者即时监察包括奶牛饲养、生产及检测过程等全环节。伊利将原奶质量安全提升到战略高度，切实保障原奶质量安全；并加速推进牧场建设，升级奶源基地的运营管理模式；形成以牧场建设带动基地升级转型，以优质饲料促进奶源质量提升的运营模式。

图表 21. 伊利质量体系建设

时间	事件
2012	加大奶源建设投入力度，拓展优质奶源基地、鼓励多种奶源建设模式，奶源结构得以调整和优化
	引入全球通行并认可的 FSSC22000 食品安全体系，并与世界通行认可的国际三大质量认证权威机构 SGS(瑞士通用公证行)、LRQA
2014	(英国劳氏质量认证有限公司)和 Intertek(英国天祥集团)达成战略合作，升级了公司的全球质量管理体系，实现了与国际质量标准和管理规范的接轨
2014	制定 1003 项质量检验指标，涵盖原辅料采购到市场销售的全过程，覆盖到了 90 多个检验单元，建立公司食品安全与质量风险数据库，实现了对质量信息的动态采集和分析
	建设完成了“产品专属追溯码体系”和“食品质量安全追溯系统平台”，消费者可以随时登录平台查看伊利婴幼儿奶粉的生产和质检信息，实现了从源头到终端全产业链条信息的透明和可追溯
2014	与荷兰瓦赫宁根大学共建中荷食品安全保障体系，与新西兰林肯大学达成战略合作，开展乳业全产业链食品安全风险研究
	对标 ISO14001 体系标准要素，完善企业内部环保评审标准与检核
2015	机制，荣膺国家工信部评选的“2015 工业企业质量标杆”唯一乳制品企业

资料来源：iFinD，伊利股份公司公告，东亚前海证券研究所

图表 22. 蒙牛质量体系建设

时间	事件
2009	超前完成《奶业整顿和振兴规划纲要》，品质监控获 ISO9001(质量管理体系)、ISO14000(环境管理体系)、OHSAS18001(职业健康安全管理体系)、GMP 及 HACCP(食品安全控制体系)五大体系认可
2010	联合中国检验检疫科学研究院成立“乳品联合实验室”，共同研发新的食品安全健康检测方法
2011	将质量管理体系拆分为原料质量管理中心和产品质量管理中心，两个独立部门双重交叉检验
2012	引入欧洲知名乳企 Arla Foods 为战略股东，在中国农业部支持下成立“中国丹麦乳品技术合作中心”
2013	引入 Arla Foods 先进牧场管理经验，采用欧盟标准，提高牧场技术保障和管理水平；与 Danone 集团建立合资企业，开展精细化管理，借鉴其国际化管理经验
2014	中丹乳品技术合作中心进驻中粮营养健康研究院
2015	合作国际知名食品品质安全认证机构新西兰安硕 AsureQuality，制定严格的审核标准：“W-W 虚拟牧业项目”和“奶源牧场运营评估项目”，完善奶源牧场管理及评估系统；依托 SAP、实验室 LIMS 系统以及终端二级追溯试点项目，打造全产业链的监控和追溯系统

资料来源：iFinD，蒙牛乳业公司公告，东亚前海证券研究所

龙头企业纷纷推进全产业链建设，加强自身竞争优势。伊利自 2013 年开始陆续布局新西兰和东南亚，全球织网计划不断推进，收购西部乳业和泰国中塔纳，不断积聚当地的资源和政策优势，为伊利拓展海外市场提供坚实基础。2014 年伊利在新西兰建立全球最大一体化乳业基地（大洋洲生产基地），叠加伊利联营企业优然牧业的优势，助力伊利实现了从草业、种业、饲料业再到牧业的原奶端全链条专业化运作，这使得伊利增强了与上游全产业链的产销联动，在奶源掌控方面的优势不断地扩大。同时期，蒙牛通过并购方式实现上游奶源布局 and 下游品类的扩张，2013 年蒙牛收购现代牧业，保障自身奶源质量和奶源的长期稳定供应。

中小企业开始布局奶源，进入产能资源为王阶段。行业调整促进企业开始重视奶源品质，加大奶源的布局成为各企业的首选，从源头把握产品质量，推动行业步入良性发展阶段。2010 年 11 月，光明乳业收购第一家境外子公司新西兰新莱特 Synlait Milk Limited，作为新西兰排名第三的乳品原料供应商，新莱特为光明乳业提供了优质奶源。

随着消费者消费意识的逐步转变，消费者对于高品质、高附加值产品的需求日趋强烈，产品升级推动乳企行业持续发展。面对消费者需求的转变，头部企业积极布局产品结构升级，助力公司业绩提升。以伊利和蒙牛

为代表具体来说，伊利在多种业务上持续推出高附加值产品，液体乳业务推出金典、安慕希、畅轻等产品，奶粉及奶制品业务推出金领冠、托菲尔等产品，冷饮业务推出伊利牧场、巧乐兹等产品。蒙牛持续专注于各类功能性高端乳制品的开发，拓展出一系列高品位、高质量、高享受的产品，包括为乳糖不耐受人群打造的蒙牛新养道系列零乳糖牛奶、未来星儿童牛奶智慧型及活力型升级产品、果蔬酸酸乳等新产品。2008-2015 年乳企利润总额由 40.31 亿元增加至 241.70 亿元，年均复合增速高达 29.16%，产品升级助推乳企利润增长。

2.3. 稳健增长期：行业进入全产业链布局阶段，品类拓展成趋势

2016-2020 年：行业进入全产业链整合阶段，乳企纷纷进行拓展品类并进行升级。该阶段国家多个部门积极制定各项产业政策，旨在推进我国奶业的长期良性发展，在政策加持及前期调整下，行业步入相对成熟阶段。在消费升级的背景下，乳品行业消费有明显转向，主要表现为两方面，一是内部升级：常温奶高端化，二是品类之间升级：常温奶转向低温奶。在这个阶段大企业加速布局全产业链，并加码除常温以外的细分赛道，比如酸奶、奶酪、冰淇淋等。而小企业由于自身综合实力较弱，在低温市场投入较大且对企业供应链要求较高的情况下，逐渐被清退出区域低温市场；其中也有部分企业积极寻找新兴赛道，以此来提升自身低温产品的差异化从而寻求突破。

图表 23. 2016 年以来乳制品行业部分产业政策

政策	主要内容	实施时间
《关于深入推进农业供给侧结构性改革加快培育农业农村发展新动能的若干意见》	全面振兴奶业，重点支持适度规模的家庭牧场，引导扩大生鲜乳消费，严格执行复原乳标识制度，培育国产优质品牌。	2016.12
《全国奶业发展规划（2016-2020 年）》	大力推进奶业供给侧结构性改革，加快转变奶业生产方式；提升奶业规模化、组织化、标准化、品牌化、一体化水平，旨在实现奶业全面振兴。	2016.12
《关于加快推进奶业振兴保障乳品质量安全的意见》	大力引进和繁育良种奶牛，建设国家核心育种场，加强优质饲草料生产，发展标准化规模养殖，建设优质奶源基地。二是强化乳品质量安全监管，建设全过程质量追溯体系。三是强化金融保险、奶畜养殖用地等支持，为奶业振兴创造条件。	2018.06
《奶业品牌提升实施方案》	通过组织领导、政策支持、技术指导等推动国产奶业品牌提升。	2019.03

资料来源：阳光乳业招股说明书，东亚前海证券研究所

近年来乳企全产业链布局加速，细分赛道众多、行业格局稳定促使竞争趋缓。奶业十三五规划提出要继续优化乳制品产品结构，因地制宜发展常温奶、巴氏杀菌奶、酸奶等液态乳产品。同时国家推动多项利好政策，包括学生饮用奶计划、中国小康牛奶行动等，在利好政策持续推动下，中国奶业蓬勃发展。伴随居民消费水平及健康意识提升，消费者对于乳品的品质和种类有了更多需求，推动乳企产品从原来单一的常温纯牛奶逐步拓展为常温纯牛奶、常温酸奶、低温鲜奶、低温酸奶、含乳饮料等多个品类齐头并进的发展态势。从行业各乳企的动作来看，乳企在产业链布局上明显加速，不断延伸业务品类，包括未上市企业君乐宝也通过战略入股形式拓展自身业务版图。综合来看，当前乳业需求端稳定，行业双寡头稳定格局下，各企业更加看重全产业链布局和利润空间，而不是一味追求市场份额。

图表 24. 2016 年以来部分乳企全产业链布局情况

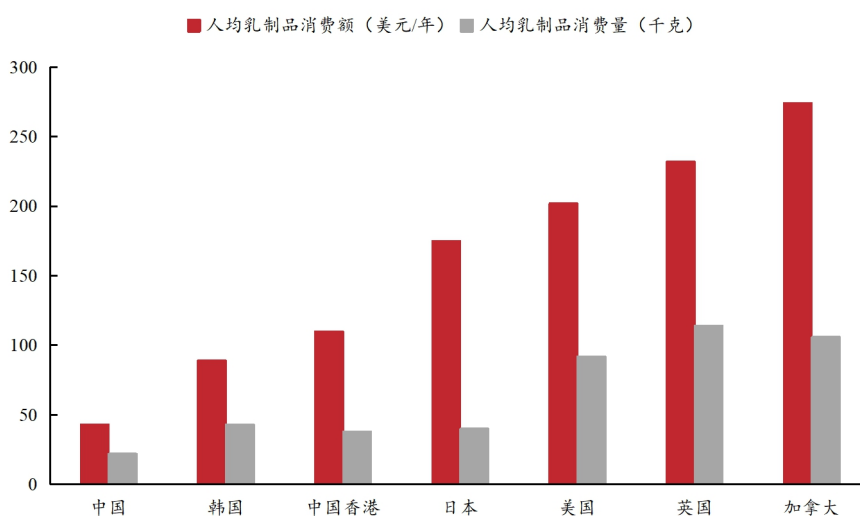
时间	企业	全产业链布局
2019 年	新乳业	入股现代牧业
2019 年	蒙牛	收购圣牧高科 51%股权
2020 年	光明乳业	收购光明牧业 45%股权
2020 年	新乳业	并购寰美乳业
2021 年	三元食品	收购首农畜牧
2021 年	新乳业	投资“一只酸奶牛”，跨界现制茶饮
2021 年	光明乳业	收购青海小西牛生物乳业 60%股权
2021 年	伊利	收购中国中地乳业有限公司
2022 年	君乐宝	战略入股皇氏来思尔乳业

资料来源：iFinD，各公司公告及官网，东亚前海证券研究所

3. 行业具备量价齐增基础，市场空间广阔

我国乳制品人均消费额及人均消费量均明显低于欧美及日韩等国家，量价具备提升空间。根据欧睿数据，2019 年中国乳制品市场规模达 4174 亿人民币（约 605 亿美元），仅次于美国市场规模（664 亿美元）。与发达国家及地区相比，我国乳制品市场规模未来具备较大的增长空间。从人均消费额角度来看，2019 年中国人均乳制品消费仅 43 美元/年，远低于美国人均 225 美元/年，而饮食习惯接近的日本与韩国人均消费额分别为 175/89 美元/年，与日韩相比我国乳制品人均消费额尚具备较大提升空间。从人均消费量角度来看，2019 年我国人均乳制品消费量为 22kg/年，远低于欧美国家人均 100kg/年，也低于日韩平均 40kg/年。根据欧睿数据预计，2025 年中国有望成为全球最大乳制品消费市场。

图表 25. 2019 年主要国家及地区人均乳制品销售额与消费量对比

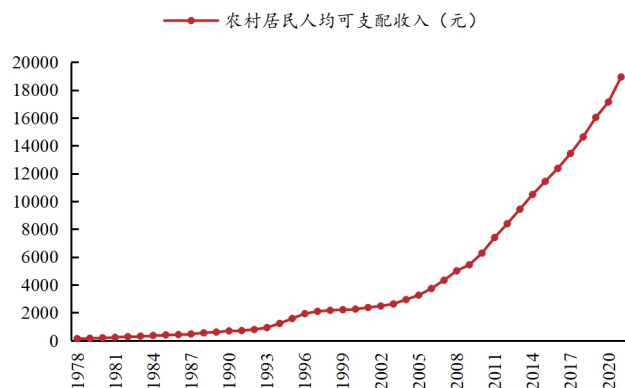


资料来源：欧睿数据，阳光乳业招股说明书，东亚前海证券研究所

3.1. 量增：内外部消费量对比均具备较大提升空间

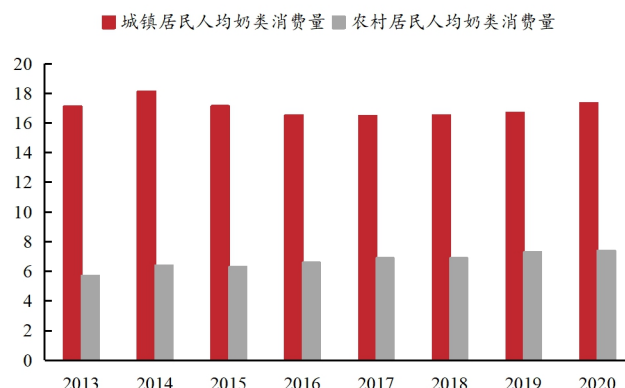
从内部消费量来看，我国农村居民人均奶类消费量低于城镇居民人均奶类消费量，具备较大渗透空间。2013-2020 年，我国农村居民人均奶类消费量由 5.7 千克提升至 7.4 千克，年均复合增速为 3.80%；而我国城镇居民人均奶类消费量比较稳定，整体增幅不大，但 2017 年开始也呈现逐年上升趋势，2017-2020 年城镇居民人均奶类消费量由 16.48 千克增加至 17.35 千克。总体来看，与城镇居民人均奶类消费量比，我国农村居民人均奶类消费量仍处于较低水平，甚至不到城镇居民人均奶类消费量的一半（2020 年农村居民人均奶类消费量为城镇居民人均奶类消费量的 42.65%）。在农村居民人均收入持续提升及消费升级的趋势下，随着乡村振兴的全面推进，以及国家构建的县域商贸物流体系逐步完善，县域市场消费机会有望得到进一步释放，乳品行业有望进一步打开农村市场。

图表 26. 我国农村居民人均可支配收入呈增长趋势



资料来源: iFinD, 国家统计局, 东亚前海证券研究所

图表 27. 我国城镇与农村居民历年人均奶类消费量对比图 (单位: 千克)

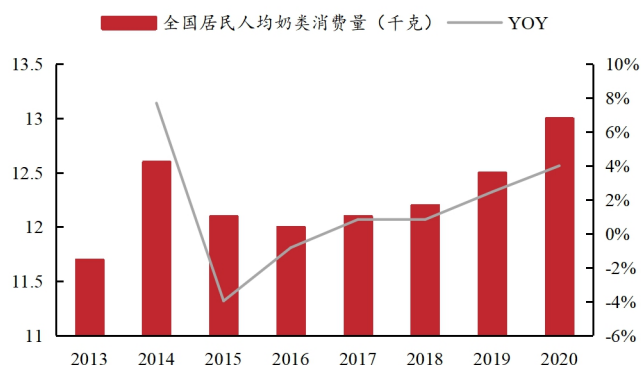


资料来源: iFinD, 国家统计局, 东亚前海证券研究所

根据增长趋势来看,我国人均奶类消费量有望继续提升。2013-2020 年全国居民人均奶类消费量由 11.7 千克提升至 13.00 千克,其中 2014 年人均消费量同比 2013 年增长 7.69%达到较高点 12.60 千克,随后急剧下滑,2015 年人均消费量同比 2014 年减少 3.97%回落至 12.10 千克,主要系行业仍处于调整期导致消费者对于乳品质量安全的信任较低。自 2017 年起全国人均奶类消费量逐步提升,2020 年为 13.00 千克。叠加 2020 年疫情以来居民对于健康生活的迫切需求,具备较高营养品质的牛奶成为居民的必选,同时乳品行业品类的扩张,也将带动奶类消费量的持续提升。

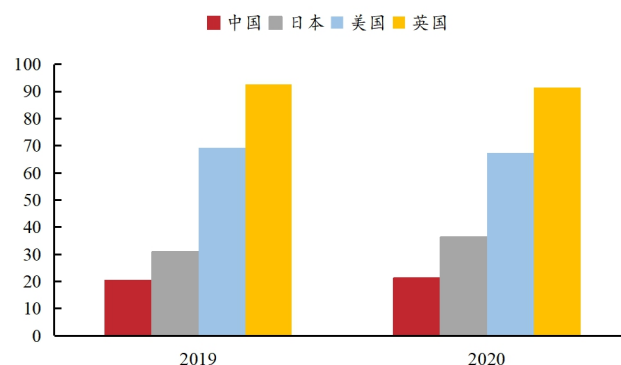
与其他奶类消费大国相比,我国人均奶类消费量水平低,未来发展空间广阔。从人均消费量来看,我国与世界平均水平仍然存在较大差距,根据统计我国人均奶类占有量只有世界平均水平的三分之一,与日本、美国等发达国家相比差距更大。2019/2020 年我国人均液态乳消费量分别为 20.3/21.1 千克,而同期饮食习惯相近的日本人均液态乳消费量为 30.8/36.2 千克。2020 年《中国居民奶及奶制品消费指导》发布,指导中提出“每人每天摄入 300 克液态奶或相当于 300 克液态奶蛋白质含量的其他奶制品”的目标,随着我国经济进一步发展、人民生活水平持续提高,我国乳制品市场具备巨大的发展空间和增长潜力。

图表 28. 2017 年起全国居民人均奶类消费量逐步上升



资料来源：iFinD，国家统计局，东亚前海证券研究所

图表 29. 主要国家人均液态乳消费量（单位：千克）



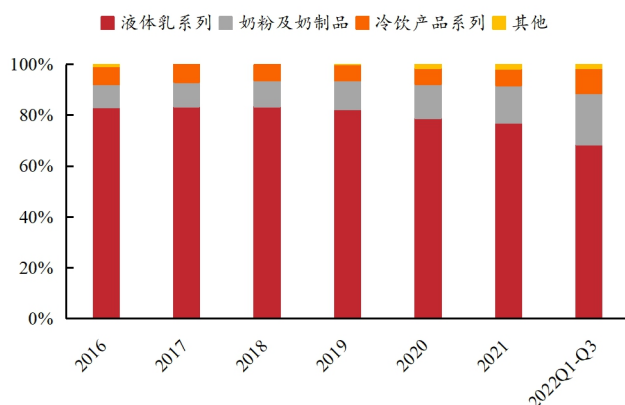
资料来源：观研天下，国家乳业工程技术研究中心，东亚前海证券研究所

3.2. 价增：双寡头稳定格局及产品结构升级助力价增

乳企从价格战走向利润水平的提升，长期来看双寡头竞争格局将趋缓。从乳制品行业具体来看，伊利与蒙牛从价格战到当前开始注重利润水平，二者逐步由市场份额之争转向追求自身的高质量发展。2014 年伊利提出“五强千亿”收入目标，同时叠加强劲对手蒙牛的市场份额追赶，为巩固自身龙头地位，公司重点开拓市场、并加大促销力度以此增加收入规模，导致 2017-2019 年公司归母净利润增速水平落后于收入增速。2020 年以后公司明确提出利润率提升目标，表明公司在经营战略目标上的转变；而蒙牛也期望自身利润率水平实现稳步提升。在二者对于利润率诉求明显提升的情况下，二者双寡头竞争将逐步趋缓，利润率水平有望得到提升。从竞争格局上来看，竞争格局稳定的情况下更有助于行业进行提价，乳品行业双寡头格局稳定的背景下，当助推价格上升的因素发生后（比如原奶价格大幅上升、供不应求等），行业提价能力更优。

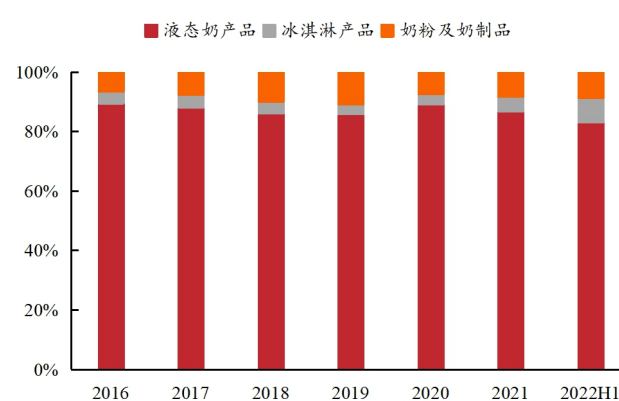
乳制品作为消费升级受益行业，通过产品结构调整有助于实现间接提价。近两年来伊利与蒙牛开始在常温奶领域之外积极布局新品类，包括冰淇淋、成人奶酪棒及其他乳制品等，而这些产品基本都是高毛利产品，通过产品结构的调整实现间接提价，助力公司业绩持续提升。从二者历年收入构成来看，2016-2022 年前三季度伊利液体乳收入占比由 83.07% 下降至 68.56%，而奶粉及奶制品收入占比由 9.15% 大幅提升至 20.03%，冷饮产品表现较为稳健，冷饮产品收入占比由 2019 年的 6.29% 逐步提升至 2022 年前三季度的 9.84%；与此同时，蒙牛液态奶收入占比由 2016 年的 89.44% 下降至 2022H1 的 83.12%（下降幅度略低于伊利），2019-2022H1 冰淇淋产品收入占比由 3.24% 提升至 8.18%，奶粉及其他奶制品收入占比自 2020 年疫情后也呈现增长趋势。在消费升级的背景下，消费者对于乳制品也由基础的白奶转向多样化需求，比如营养更丰富的奶酪产品，这有利于推动乳企积极研发并推出高品质产品，实现产品价增从而达到毛利率提升。

图表 30. 2016 以来伊利液体乳收入占比持续下降，其他产品收入占比呈上升趋势



资料来源：iFinD，伊利股份公司公告，东亚前海证券研究所

图表 31. 2019 年以来蒙牛冰淇淋产品收入占比增长明显



资料来源：iFinD，蒙牛乳业公司公告，东亚前海证券研究所

4. 行业格局：双寡头格局下二者有望持续提升市场份额

4.1. 伊利与蒙牛竞争格局历史梳理

4.1.1. 常温奶成主流，奠定伊利、蒙牛双寡头格局

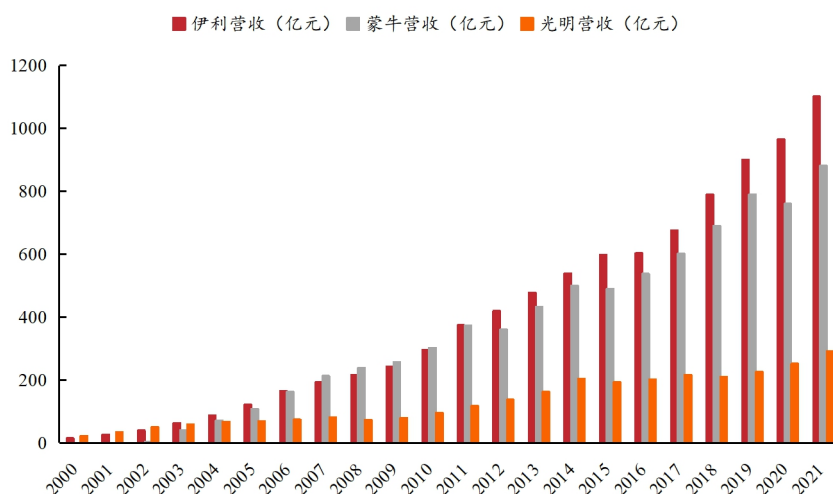
伊利、蒙牛推出常温奶，打破低温奶区域割据，奠定全国双寡头格局。1980 年代，我国居民牛奶消费以鲜牛奶为主，其采用温度较低的巴氏杀菌法，可较大程度避免营养与纯正奶味流失，但存在保质期短、必须冷藏保存、运输半径有限的限制，造成我国奶业呈现区域割据格局。此外，当时我国奶源分布以黑龙江、内蒙古和新疆等北部省份为主，南方市场奶源较为紧张。在此背景下，背靠丰富奶源的伊利、蒙牛自 1997 年大力发展常温奶，采用 UHT 超高温灭菌法，牛奶保质期增至 1-6 个月，并在瑞典利乐公司先进的食品保鲜包装技术加持下，迅速打开全国常温奶市场，彼时以光明为代表的地方乳企仍坚守低温巴氏鲜奶路线。尽管 2004 年光明与美国国际纸业欲合作进行全国推广，同年发布的“禁鲜令”规定巴氏杀菌乳不得标注为鲜乳，使光明无法展现其“新鲜营养”卖点，此后其逐渐拉开与伊利、蒙牛的差距。虽然 2008 年“禁鲜令”解除，但常温奶已完成市场占有，我国乳业双寡头格局基本形成。

图表 32. 常温奶保质期高于巴氏鲜奶，奠定其全国推广基础

牛奶种类	灭菌方法	温度	消毒时间	保质期	储存方式	销售半径
常温奶 (超高温灭菌奶)	超高温瞬时灭菌 技术 (UHT)	135-145°C	加热 4 秒左右	1-6 个月	利乐包装的成箱牛奶	全国性
冷藏奶 (巴氏奶)	巴氏消毒法	72-85°C	加热 10-15 秒	1-7 天	全程冷链运输保藏	区域性

资料来源：上海疾控，东亚前海证券研究所

图表 33. 光明营收逐渐拉开与伊利、蒙牛的差距

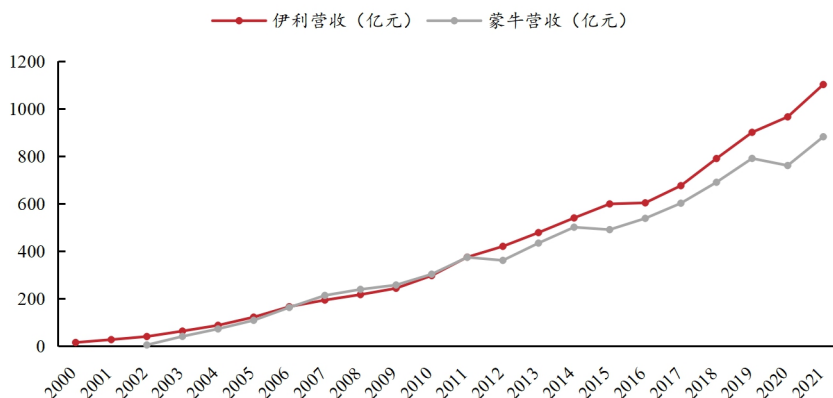


资料来源：iFinD，伊利股份公司公告，蒙牛乳业公司公告，光明乳业公司公告，东亚前海证券研究所

4.1.2. 伊利 vs 蒙牛：乳业双龙头交替称霸，伊利渐占上风

伊利、蒙牛交替称霸，伊利反超后领先优势扩大。伊利、蒙牛自 1993、1999 年成立以来，在营业收入规模上呈现交替称霸局面。1993-2006 年，伊利为常温奶业龙头，蒙牛 2007-2010 年以微弱优势压制伊利短暂称霸，2011 年被伊利反超，此后二者差距逐渐拉大，且伊利领先地位愈发稳固。

图表 34. 伊利 2011 年反超蒙牛，领先优势逐渐扩大



资料来源：iFinD，伊利股份公司公告，蒙牛乳业公司公告，东亚前海证券研究所

我们从品牌营销、产品矩阵、渠道模式、企业管理四个方面分别对二者发展历程进行简要分析：

蒙牛前期营销策划犀利，伊利后期稳步发力。2019 年前，蒙牛营销费用普遍略低于伊利，但其前期凭借精准且富有开创性的营销策划迅速打响

品牌知名度。2003 年蒙牛赞助我国“神舟五号”首次载人航天任务，成功树立“航天专用奶”形象；2005 届《超级女声》火爆程度至今被评为历届最佳，蒙牛与其捆绑营销，取得极大成功；同年广告语“不是所有牛奶都叫特仑苏”精准贴合高端目标人群，特仑苏迅速打开市场。2005 年后，蒙牛虽继续加大营销投入，与 NBA、FIFA 世界杯、谷爱凌等达成赞助合作，但收效被认为不及对手伊利。伊利自 2005 年来先后成为 2008 北京奥运会、2010 上海世博会与 2022 北京冬奥会合作伙伴，并长期冠名赞助《奔跑吧兄弟》、《爸爸去哪儿》等热门综艺系列。在此期间，伊利旗下产品安慕希 2014 年推出两年内便实现近 40 亿元营收，增速惊人。伊利与蒙牛后期在品牌营销方面逐渐攻守易势。

图表 35. 蒙牛前期凭借犀利营销出圈，伊利后期紧抓热门综艺实现反超

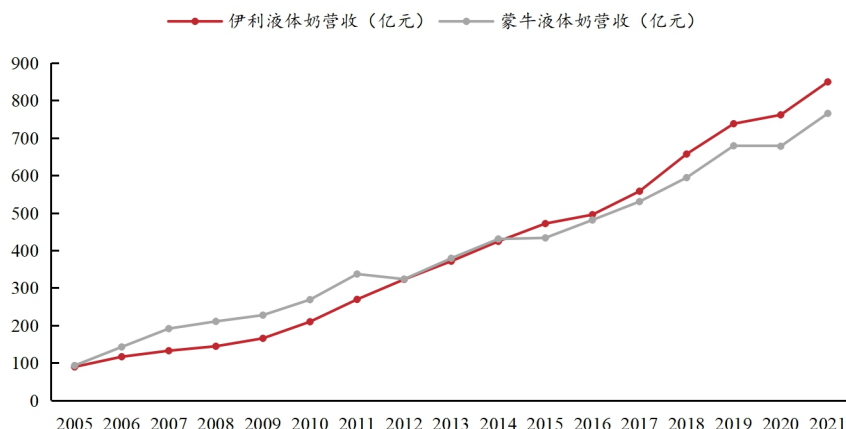
时间	蒙牛	伊利
2003 年	赞助神五载人航天，成为“中国航天员专用牛奶”	
2005 年	赞助《超级女声》，推出特仑苏经典广告	
2007 年	成为 2007-2019 年 NBA 中国官方合作伙伴	
2008 年		成为北京奥运会官方合作伙伴
2010 年		成为上海世博会官方合作伙伴
2014 年		赞助《奔跑吧兄弟》、《中国好声音》、《爸爸去哪儿 2》
2015 年		赞助《奔跑吧兄弟 2》、《爸爸去哪儿 3》
2016 年		赞助《王牌对王牌》、《奇葩说 3》、《我是歌手 4》
2017 年	赞助《奇葩说第四季》、《极限挑战 3》、《功夫守道》	赞助《火星情报局 3》、《我们相爱吧》、《春风十里不如你》
2018 年	成为 2018FIFA 世界杯全球官方赞助商	赞助《奔跑吧兄弟》
2019 年	-签约谷爱凌 -赞助《创造营 2019》、《青春有你》、《向往的生活第三季》	赞助《乐队的夏天》
2021 年	赞助《青春有你 3》《创造营 4》	赞助《乘风破浪的姐姐 2》
2022 年	成为 2022FIFA 世界杯全球官方赞助商	成为北京冬奥会唯一官方乳制品合作伙伴

资料来源：前瞻产业研究院，伊利官网，蒙牛官方公众号，壹娱观察，国际品牌观察，最人物，东亚前海证券研究所
注：此表仅统计分析师主观认为具有较大规模受众覆盖的营销活动

液态奶为主要营收来源，伊利实现放量赶超。产品方面，液态奶为伊利、蒙牛创立以来核心产品，2021 年各自营收占比分别为 77.09%、86.81%。2011 年前蒙牛对伊利液态奶销售优势明显，此后差距逐渐缩小，并于 2015 年被伊利反超。究其原因，蒙牛早期开创我国乳业产品细分时代，针对不

同消费时段推出了早餐奶、晚上好奶，以及针对女性、儿童的细分产品，并于2005年推出国内首款高端有机奶“特仑苏”，抢得多元化先发优势，后期亦推出真谷粒、未来星等产品。伊利于2006年推出“金典”，进入高端有机奶市场，在其它品类研发上，与蒙牛始终保持互相制衡态势，并逐渐实现放量。现今二者在液态奶、奶粉、酸奶、冷饮、奶酪等品类进行布局，产品矩阵较为相似。

图表 36. 2011 年后伊利液体奶营收规模逐渐超越蒙牛



资料来源：iFinD，伊利股份公司公告，蒙牛乳业公司公告，东亚前海证券研究所

图表 37. 伊利、蒙牛产品矩阵较为相似



液态奶	奶粉	酸奶	冷饮	奶酪	包装水
• 纯牛奶 • 金典 • 优酸乳 • QQ星 • 舒化 • 植选 • 学生奶	• 安慕希 • 味可滋 • 畅意100% • 核桃乳 • 臻浓牛奶 • 谷粒多	• 金领冠 • QQ星 • 欣活 • 牛奶片 • 奶茶粉	• 畅轻 • 每益添 • 芯趣多 • 0蔗糖 • 褐色炭烧 • 宫酪	• QQ星 • 大果粒 • 原味酸奶 • 红枣酸奶 • 黄桃果粒 • 草莓果粒	• 巧乐兹 • 甄稀 • 冰工厂 • 妙趣 • 伊利牧场 • 伊利火炬 • 须尽欢
液态奶	奶粉	酸奶	冷饮	奶酪	
• 纯牛奶 • 早餐奶 • 特仑苏 • 真果粒 • 晚上好 • 每日鲜语 • 现代牧场 • 未来星 • 学生奶 • 慢燃	• 精选牧场 • 臻享 • 真谷粒 • 奶特 • 新养道 • 酸酸乳 • 优益C • go畅 • 凝纯	• 瑞哺恩 • 悠瑞 • Arla宝贝与我 • 蒙牛M8 • 贝拉米	• 冠益乳 • 纯甄 • 甄简 • 0蔗糖	• 绿色心情 • 蒙牛冰+ • 随变 • 蒙牛优牧 • 蒂兰圣雪 • 优牧之选 • 艾雪	• 蒙牛高钙奶酪棒 • 妙可蓝多 • Arla爱氏晨曦



资料来源：伊利、蒙牛官网，蒙牛年报，东亚前海证券研究所

伊利主打深度分销渠道模式，较蒙牛大商制终端掌控力更优。渠道模式方面，伊利主要采用深度分销模式，以深度参与渠道开发，推动渠道精细化管理，但前期需较大投入。2006 年伊利启动“织网计划”，加快渠道下沉，率先建立“纵贯南北、辐射东西”的全国性销售网络，此后逐渐展现其对终端需求的敏锐嗅觉与市场快速反应力。另一方面，蒙牛则以大经销商制模式为主，前期投入较小，发展初期依靠经销商资源迅速实现大面积铺货，获得营收飞速增长，但其对经销商议价能力弱、终端渠道掌控不足的弊端亦逐渐显现。2012 年起，蒙牛开始对渠道体系进行调整，以提升其对终端掌控能力，但至今渠道掌控力较伊利仍有明显差距。

图表 38. 伊利深度分销模式相对蒙牛大商制渠道把控力更强

	深度分销（伊利）	大商制（蒙牛）
模式概述	厂家制定销售政策、方案，承担开发风险，经销商负责区域产品销售	区域实力较强的大经销商全权负责销售工作
主导方	厂家	经销商
经销商类型	小型经销商	大型经销商
费用	厂家前期承担大部分开发费用	经销商承担大部分开发费用
扩张速度	占用厂家资源，相对较慢	借助大商资源，相对较快
终端把控	厂家把控力较强	厂家把控力较弱
适用情况	中后期精细化管理提升渗透率	前期市场快速导入

资料来源：中科财经，酒业家，东亚前海证券研究所

蒙牛管理层多次换帅，管理风格与策略执行出现较大扰动。企业管理方面，伊利的管理团队相较蒙牛展现出更强的稳定性。2009 年中粮入主蒙牛，在 2011、2012 年蒙牛创始团队灵魂人物牛根生、杨文俊接连辞职后，中粮彻底接管蒙牛。自此，蒙牛管理风格逐渐从凶猛凌厉的“蒙派”风格向稳健的职业经理人风格转变。2016 年蒙牛再次换帅，旗下雅士利奶粉负责人卢敏放接任总裁至今。相对伊利 2005 年来核心领导人未曾变动的局面，蒙牛近 10 年的管理层调整导致其在管理风格与发展策略执行方面均出现断层扰动，推测为其 2011 年来业绩落后于伊利的因素之一。

图表 39. 2011 年后蒙牛管理层多次换帅，伊利领导人维持稳定

年份	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
 董事长	郑俊怀					潘刚																
总裁	郑俊怀	杨桂琴	潘刚																			
 董事长	牛根生											宁高宁				马建平			陈朗			
总裁	牛根生									杨文俊			孙伊萍			卢敏放						

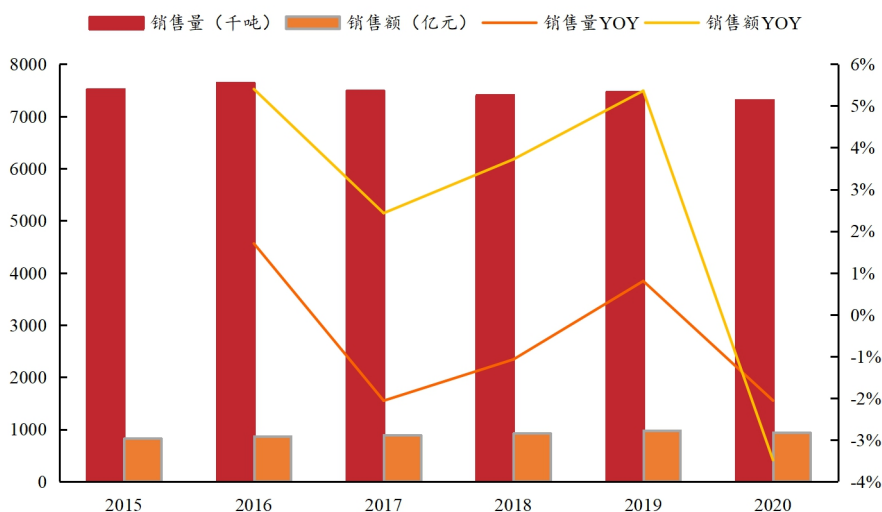
资料来源：伊利、蒙牛年报，网易财经，东亚前海证券研究所

4.2. 从供给与需求端出发，细化品类人货场分析

4.2.1. 常温乳制品

需求端来看，我国常温奶市场规模比较稳定且总量较大，常温乳制品在乳品消费中占比最大。按照分类，常温乳制品主要包括常温纯牛奶、常温酸奶和常温含乳饮料等产品。对于国内消费者来说，饮食习惯长时间偏向于常温奶，常温奶具备较强的消费粘性，尤其后疫情时代消费者对于具备基础营养的白奶已经形成产品认同，叠加常温奶保存时间长，不受冷链储存限制，具备礼赠等消费场景，因而在国内消费市场中仍占主流。2015-2020 年我国常温奶销售量波动较小，2020 年因疫情影响出现五年中的低值为 7315.30 千吨，2015-2020 年常温奶销售额呈现逐步增长趋势，2020 年有所下降。随着居民生活水平提高，消费升级成为必然趋势，常温奶内部也伴随着产品升级，部分消费者将转向高端常温奶，有望推动常温奶行业的销售额进一步提升。根据凯度数据统计，2021 年，有机、A2 等高端液体乳消费额较前一年同期增长 18.1%，覆盖的家庭户数较前一年同期增加 10.1%；这进一步说明消费升级趋势下，消费者对于乳品的功能及品质需求不断增加。

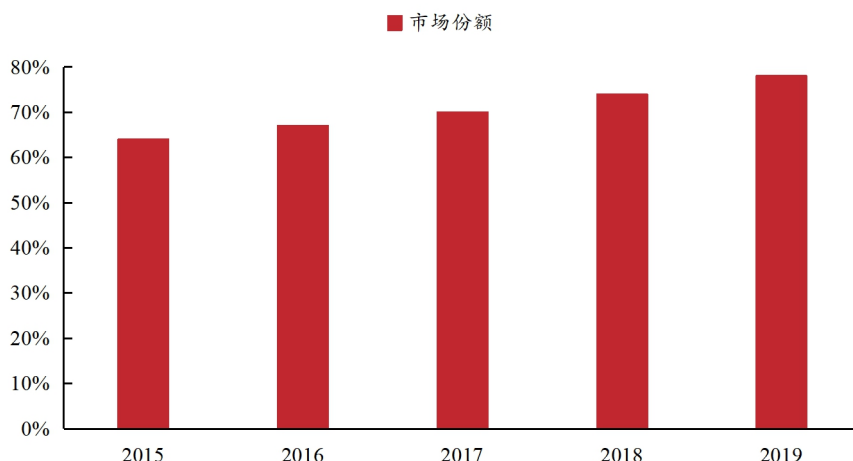
图表 40. 2015-2020 年我国常温奶销售量与销售额情况



资料来源：欧睿数据，阳光乳业招股说明书，东亚前海证券研究所

供给端来看，常温奶已形成伊利、蒙牛双寡头竞争格局，二者合计市占率接近 80%。自国内引入 UHT 技术及利乐包装后，我国乳制品行业得到快速发展，在快速成长的过程中逐步淘汰掉一批落后产能，当前常温奶行业步入成熟阶段，行业整体增速较低且趋缓。而伊利与蒙牛凭借自身的全国化营销推广和渠道布局，叠加自身的强综合实力，二者市占率远超其他企业。

图表 41. 2015-2019 年伊利、蒙牛常温奶合计市场份额情况，呈现双寡头格局

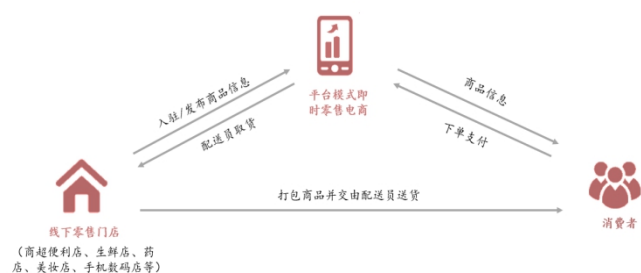


资料来源：欧睿数据，阳光乳业招股说明书，东亚前海证券研究所

常温奶消费人群及范围广泛，这是常温奶市场规模总量较大的重要基础。由于常温奶便于贮存和运输，不同于低温奶的区域局限性，消费范围往往能够覆盖城市、城镇及交通便利的农村地区。目前常温奶消费人群广泛，除婴幼儿外，适合所有年龄段人群消费。分区域来看，常温奶在大中型城市以青少年、中青年消费人群为主，主要作为早餐必备食品饮用；在小城市主要以青少年为主，特别是“学生饮用奶计划”中的广大中小學生群体，主要为工作和学习期间的营养补充品；在农村地区，以儿童及青少年为主，作为零食性食品和满足口味的饮料，同时常温奶多出现在礼赠场景中。

线下商超与大卖场为我国常温奶的主要销售渠道，规模较小的现代渠道与即时零售有望实现市场份额提升。常温奶作为乳品的主要细分赛道，线下渠道中最重要的是大卖场和商超，这种大流通渠道能够触及更多的消费者实现全国销售。而规模较小的现代渠道（比如便利店）由于具备更强的便利性，包括购物流程更加简化、门店终端的密集度更高、更方便消费者直接触达等特点，在当前快节奏的生活方式下有望获取更多的顾客。根据美团闪购、伊利及凯度消费者指数共同发布的《借力 O2O 即时零售·解锁未来增长——O2O 即时零售常温乳品白皮书》，常温乳品 O2O 即时零售在经济发达、渠道建设更完善的上线城市和东南沿海发展更成熟，而中部常温乳品大省该渠道处于持续扩张中，具备较大的渗透率提升空间。

图表 42. O2O 即时零售模式示意图



资料来源：三个皮匠报告，东亚前海证券研究所

图表 43. 2021 年常温乳品 O2O 即时零售模式渗透率情况



资料来源：央视市场研究（CTR），东亚前海证券研究所

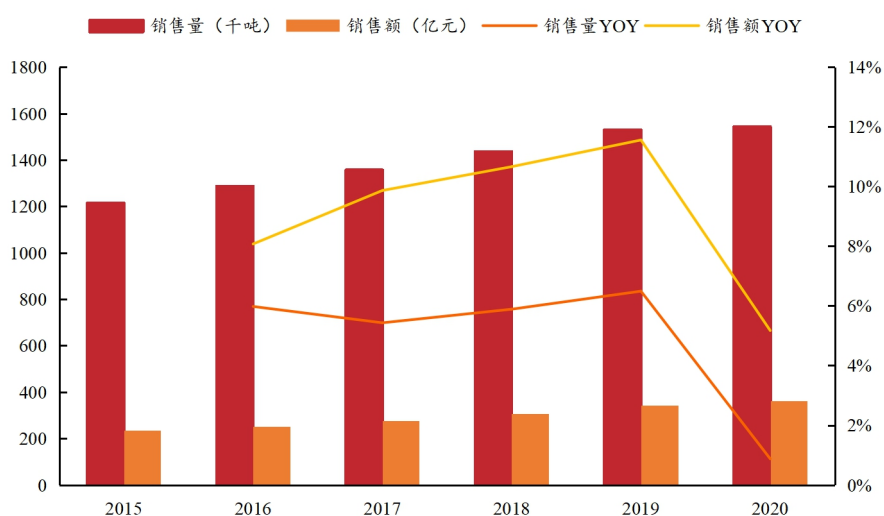
基于常温乳制品渠道网络通路较广，产品面向广泛的消费群体，受众更广的品牌营销活动有助于提升品牌知名度。根据众多品牌的营销活动来看，在常温乳品上，一般选择大型综艺节目和体育赞助进入消费者视线，同时与年轻消费群体形成创意互动，打造品牌年轻化形象，来满足消费者多元化需求。而头部乳企由于在常温奶领域处于绝对寡头地位，更多通过品牌营销来提升自身品牌高度和宣传品牌理念，以引领行业长期健康发展。

具体产品来看，双寡头在常温奶方面百花齐放。伊利始终坚持品质领先战略，对有机奶进行品质升级，深化金典“有机生活倡导者”的品牌形象；并聚焦高端儿童白奶，推广“原生营养儿童牛奶”新品类，推动“QQ星”品牌持续升级；对“臻浓”系列纯牛奶进行产品线升级，满足疫情下消费者的健康营养诉求；以“舒化”高端功能系列产品为出发点，夯实无乳糖、好吸收的品牌点，进一步拓展细分赛道。与此同时，蒙牛亦对常温奶产品持续升级。特仑苏品牌推出“更好有机”的沙漠有机纯牛奶及CBP高钙纯牛奶等产品，贯彻品牌的“更好”主张；推出“臻享”纯牛奶满足消费者对美味与营养兼具的追求；“纯甄”推出黄桃藜麦新品，保证料实、材真；对“真果粒”、“酸酸乳”等进行包装生机焕新，并持续推出0糖乳酸菌气泡水等多款新品，顺应品牌年轻化趋势。

4.2.2. 低温乳制品

从需求端来看，随着人民生活水平的提高，居民的健康意识也在不断提升，低温乳制品由于其营养及口感更丰富，更加符合消费升级的趋势与消费者多样化的需求。与常温乳制品分类类似，低温乳制品主要分为三个子品类，包括低温酸奶、低温牛奶和低温乳饮料；这三个品类都具有新鲜、营养、健康的产品特点，伴随消费升级，低温乳品发展迅速。根据欧睿数据统计，2015-2020 年我国低温奶销售量与销售额均呈现增长趋势（2020 年疫情影响下仍呈现正增长），年均复合增速分别为 4.91%/9.04%。随着人均可支配收入增加，既具备丰富营养口感又美味的低温乳制品市场空间有望逐步提升，并成为推动乳品行业增长的主要驱动力之一。

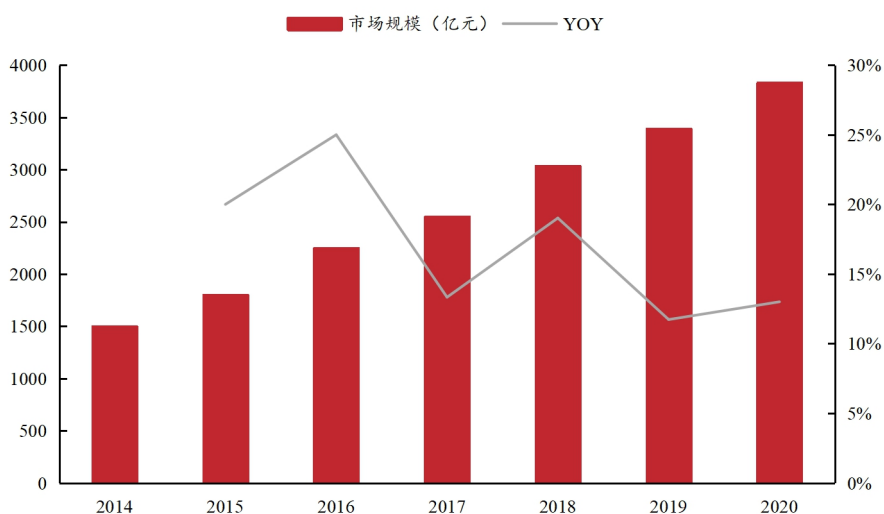
图表 44. 2015-2020 年我国低温奶销售量与销售额情况



资料来源：欧睿数据，阳光乳业招股说明书，东亚前海证券研究所

从供给端来看，政策倾斜叠加冷链物流发展推动低温奶行业持续向上，而低温奶全国化受运输半径影响，促使区域化乳企市占率较高，行业格局较分散。2018 年国家出台《关于进一步促进奶业振兴的若干意见》，明确重点生产巴氏杀菌乳、发酵乳、奶酪等乳制品，从政策上推动了低温奶行业的发展。由于低温奶行业对于运输半径和冷链物流提出了较高要求，所以冷链的成熟度对于低温奶行业的发展有着重要意义。根据中物联冷链委及前瞻产业研究院披露，2014-2020 年我国冷链物流市场规模由 1500 亿元快速增长至 3832 亿元，且呈持续增长态势，冷链物流市场规模的向好发展为我国低温奶行业的发展提供了坚实基础。天猫发布的《低温奶趋势白皮书》显示，80%的消费者主要关心冷链运输品质，2017 年通过高品质冷链配送的低温乳品销量同比增长超过 150%，随着冷链网络的逐步渗透，未来低温乳品的市场空间有望进一步提升。整体而言，低温乳制品市场以区域化竞争为主，区域乳企自身的品牌和渠道优势短期来看难以被超越。根据欧睿数据统计，2019 年低温鲜奶市场 CR3 分别为光明乳业（华东地区为主）、三元股份（深耕北京及周边地区）和新乳业（西南区域具备优势），市占率分别为 12%/9%/6%。同时基于低温奶市场的整体前景向上，全国性企业伊利与蒙牛也在加速布局低温奶市场。

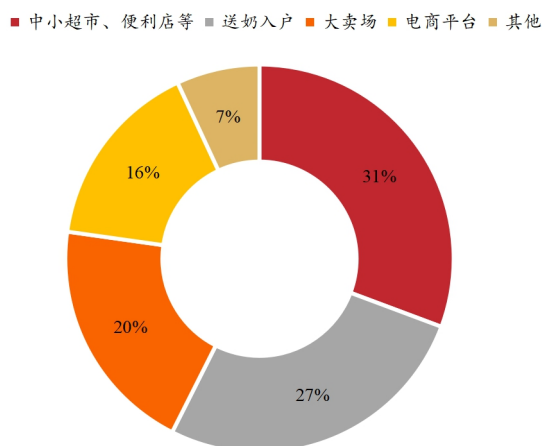
图表 45. 2014-2020 年我国冷链物流市场规模持续提升



资料来源：中物联冷链委，前瞻产业研究院，东亚前海证券研究所

低温奶现代渠道占比更高，推动区域乳企差异化竞争。2020 年传统常温头部企业的线下渠道结构中，传统渠道与现代渠道预计各占一半。具体到低温奶领域来看，订购方式（即送奶入户）在渠道结构中占比接近 30%，同时现代便利渠道（中小超市、便利店等）占比相对较高，而传统渠道由于冷链覆盖度不足，综合起来占比较小。同时，近年来得益于线上流量红利与冷链物流系统的日益完善，低温奶在电商渠道（包括传统电商、社区电商以及生鲜电商等新兴模式）也得到快速发展。从上述可以看出，低温奶与常温奶二者的渠道结构相差较大，且低温奶与传统常温巨头的渠道优势领域并不完全一致，这给区域乳企带来了差异化的竞争空间。

图表 46. 2020 年巴氏奶送奶入户渠道占比 27%



资料来源：中国产业信息网，智研咨询，东亚前海证券研究所

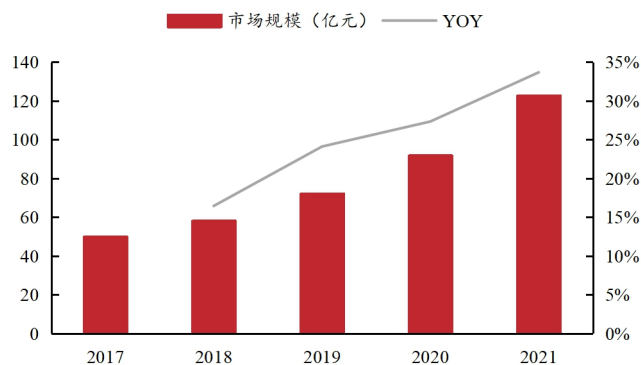
低温奶在一线城市与年轻人中更受欢迎。从地域上来看，一线城市的消费者对于低温鲜奶更青睐，与最常消费的纯鲜奶种类相比，约一半的消费者购买鲜奶时倾向于低温鲜奶；而中高端常温奶在二、三线城市则更受消费者喜爱。根据饿了么 2020 年 9 月鲜奶外卖报告显示，鲜奶的渗透率超过 30%，上海、北京、杭州消费者鲜奶外卖订单量居高，同时苏州、南京、武汉等城市紧随其后。从年龄上来看，低温鲜奶更受年轻消费群体喜爱。购买低温鲜奶的人群大多在 20-30 岁区间，其次为 30-40 岁区间，而 40-50 岁区间的中年消费者则较少。

低温乳品持续升级，伊利与蒙牛积极布局打造高品质产品。在低温酸奶上，伊利延续畅轻品牌、推出具备高蛋白和零添加的畅轻黑标蛋白时光酸奶；蒙牛推出冠益乳系列 0 蔗糖、减糖系列产品以及简配方的丝滑筒 1L 桶装酸奶新产品；持续顺应 0 糖类产品高速增长的趋势，并满足高端消费者对健康的极致追求。在低温牛奶上，伊利布局了金典的低温鲜牛奶，采用国际最先进的生产工艺，保留鲜活营养的特点，产品富含乳铁蛋白、免疫球蛋白以及过氧化物酶等营养物质。在低温乳饮料上，蒙牛优益 C 品牌推出 100ml 减糖新品、330ml 0 蔗糖新品及益生菌菌粉产品，强化品牌产品力，满足消费者多样化需求。

4.2.3. 奶酪

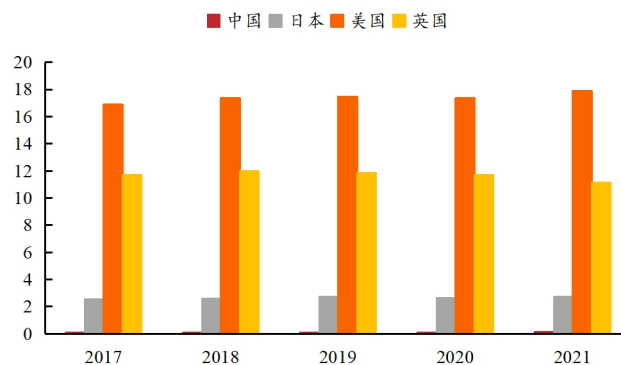
从需求端来看，奶酪属于乳制品中的升级产品，产品富含钙、高蛋白和矿物质等营养，经过近些年的市场教育，消费者对奶酪的认知度和接受度逐步提升。但国内大部分消费者并没有形成对奶酪的粘性，国内市场属于有较大潜力的待开发市场。据统计，2017-2021 年中国奶酪零售市场规模由 49.9 亿元增加至 122.7 亿元，年均复合增速达 25.22%，国内奶酪市场规模呈逐渐增加趋势。从人均消费量来看，与日美等国相比我国人均奶酪消费量处于低水平但呈增长趋势，2017/2021 年我国人均奶酪消费量分别为 0.08 千克、0.13 千克。从全球奶酪消费量来看，2021 年我国大陆奶酪消费量占大陆乳品消费总量的比例仅 4.02%，远低于饮食习惯相近的韩国（占比 76.8%），国内奶酪产品市场空间广阔。

图表 47. 2017-2021 年中国奶酪零售市场规模



资料来源：欧睿数据，FBIF 食品饮料创新，东亚前海证券研究所

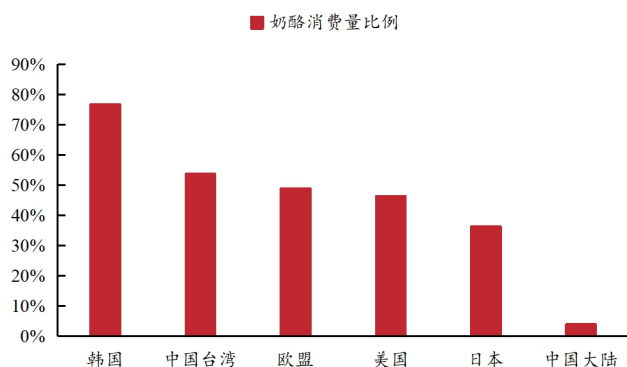
图表 48. 2017-2021 年全球部分国家人均奶酪消费量统计 (千克)



资料来源：CLAL，中商产业研究院，东亚前海证券研究所

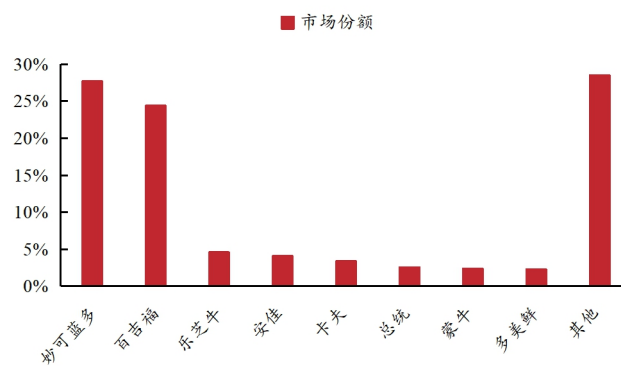
从供给端来看，奶酪政策出台叠加资本涌入，国内市场上品牌众多，奶酪板块已经成为未来乳制品行业发展的重要领地。2021 年国内市场奶酪品牌包括中国品牌妙可蓝多、法国品牌百吉福与乐芝牛、新西兰品牌安佳、美国品牌卡夫等等，2021 年上述品牌在中国市场的份额分别为 27.7%/24.4%/4.6%/4.1%/3.4%。除上述品牌外，多家国内企业纷纷进军奶酪市场，包括蒙牛、伊利、光明等；行业当前以儿童奶酪棒为主，长期来看奶酪的高营养品质会触达更多的消费人群、产品形式也会更加丰富多样化。整体来看，奶酪市场品牌众多，妙可蓝多居于头部地位，蒙牛与伊利纷纷入局抢占市场份额，市场竞争激烈。

图表 49. 2021 年全球主要国家及地区奶酪消费量占自身乳品消费总量的比例情况



资料来源：中国海关，中商产业研究院，东亚前海证券研究所

图表 50. 2021 年中国奶酪零售市场竞争格局情况

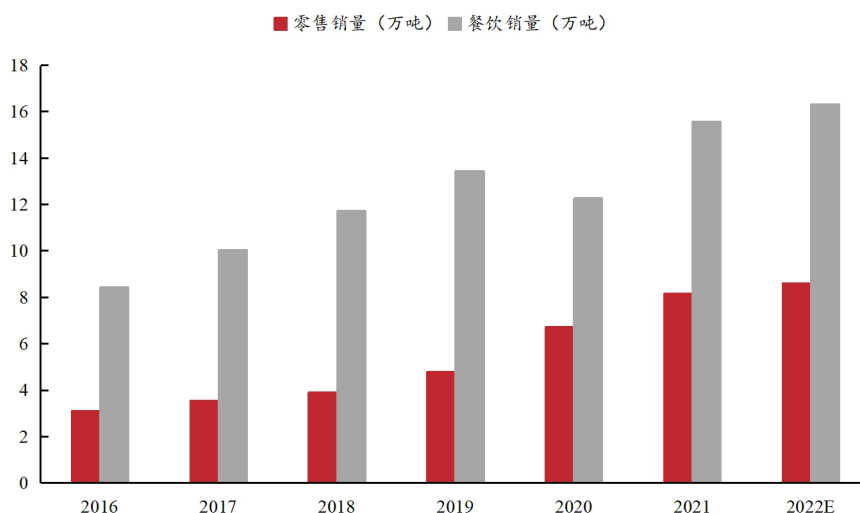


资料来源：华经产业研究院，东亚前海证券研究所

我国奶酪消费主要以餐饮和零售渠道为主，其中餐饮消费占据主流且二者有望持续增长。随着我国奶酪市场规模的持续增加，奶酪作为佐餐的创新品类也在市场不断被推出。根据凯度数据，2016-2021 年我国奶酪在餐饮渠道的销量由 8.43 万吨增加至 15.56 万吨，2021 年餐饮与零售销量分别为 15.56/8.16 万吨，餐饮销量大概是零售销量的两倍。同时我国奶酪零售销

量由 2016 年的 3.11 万吨快速增加至 2021 年的 8.16 万吨，年均复合增速为 21.28%。伴随奶酪的广阔应用场景，二者均有望得到持续增长，预计 2022 年餐饮与零售销量将分别达到 16.32/8.61 万吨。

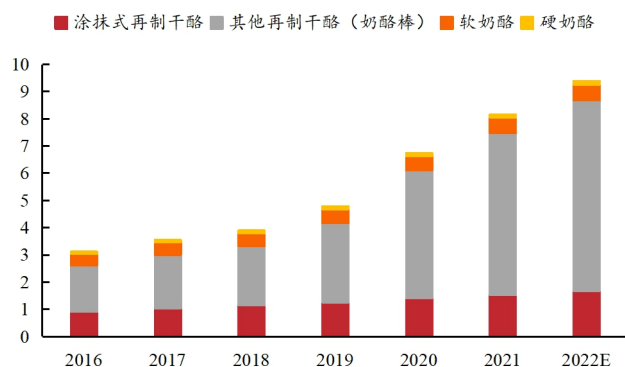
图表 51. 我国奶酪以餐饮为主，零售销量增长快速



资料来源：凯度，中商产业研究院，东亚前海证券研究所

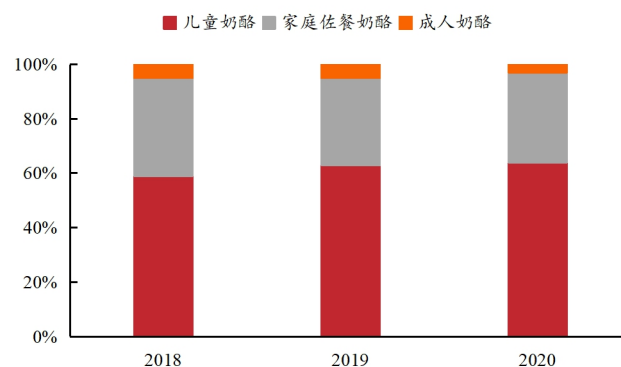
从细分市场看，以奶酪棒为主的其他再制干酪在我国奶酪零售消费中占据主导地位；从消费群体看，以儿童为消费主体。我国奶酪细分品类主要包括涂抹式再制干酪、以奶酪棒为主的其他再制干酪、软奶酪及硬奶酪，其中以奶酪棒为主的其他再制干酪历年消费量最多，根据中商产业研究院预测，2022 年其他再制干酪（奶酪棒）零售消费将达到 7.01 万吨。从消费群体来看，我国奶酪消费主要集中在儿童群体，2020 年儿童奶酪零售销量占比达到 64%，而家庭佐餐奶酪与成人奶酪占比较低，分别为 33%/3%，二者的消费市场培育有望进一步提升。

图表 52. 我国奶酪零售消费以其他再制干酪（奶酪棒）为主（单位：万吨）



资料来源：中商产业研究院，东亚前海证券研究所

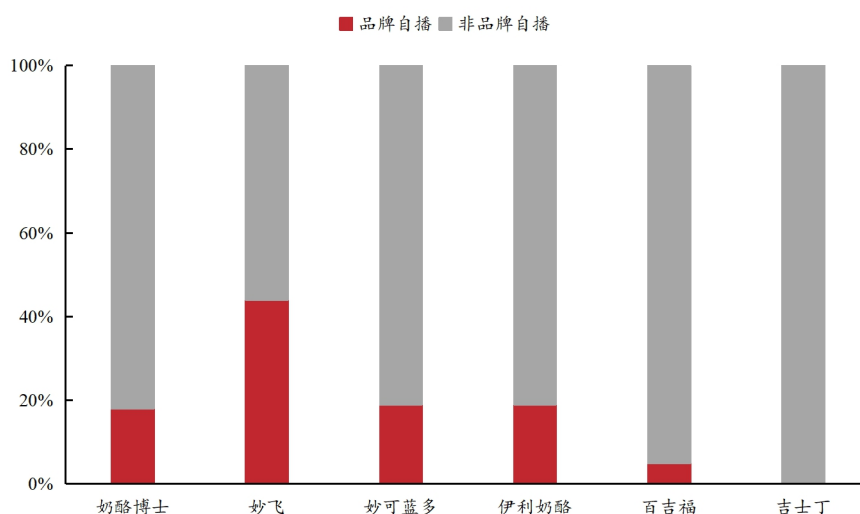
图表 53. 儿童群体为我国奶酪零售消费主体



资料来源：凯度，中商产业研究院，东亚前海证券研究所

社媒电商平台推动奶酪行业持续增长，抖音自播成为品牌营销主要方式。根据集瓜数据，奶酪品类在社媒电商上呈现高度集中化趋势，2022年1-9月抖音/快手双平台CR3均达到了64%，其中奶酪博士业绩突出，2022年1-9月份累计销售额超2亿，同时社媒电商平台也推动了区域性品牌西域皇后的业绩增长。此外，品牌自播在抖音平台涌现，快手平台均以达播形式进行宣传运营，借助抖音自播奶酪品牌进一步稳固经营阵地。

图表 54. 2022 年 1-9 月我国奶酪品牌抖音平台运营模式占比情况



资料来源：乳业在线，集瓜数据，东亚前海证券研究所

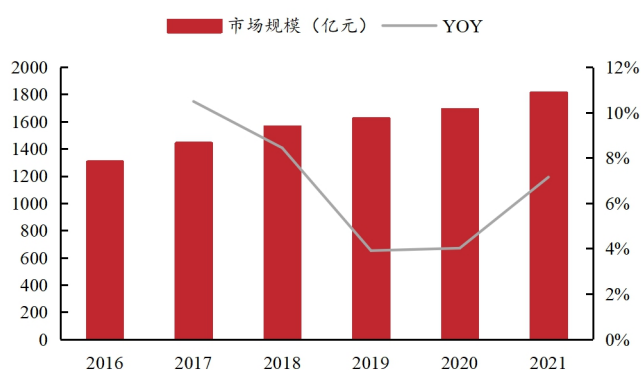
积极把握奶酪行业增长机会，伊利与蒙牛纷纷布局奶酪产品助力公司业绩增长。伊利突破常温奶酪技术，推出常温奶酪产品，解决了低温产品在冷链的运输、储存和销售的问题，满足消费场景多元化和便利性；并于2021年成立伊家好奶酪公司，聚焦资源打造奶酪业务，赋予奶酪业务即时创新性和机制的灵活性。蒙牛深入洞察消费者需求，推出0添加儿童奶酪棒，引领儿童奶酪棒产品变革及创新；并推出中国第一款有机奶酪棒和常温奶酪棒，以此拓展消费场景；积极布局奶酪休闲零食产业链，将奶酪与果干等零食有机结合，同时广泛布局家用佐餐奶酪黄油产品满足国内消费者不同需求。

4.2.4. 奶粉

婴幼儿奶粉：从需求端来看，由于居民生活水平的提高，近年来父母对于婴幼儿的健康成长关注度较高，叠加三孩政策支持措施，婴幼儿奶粉市场有望得到持续提升。婴幼儿奶粉细分赛道在我国奶粉行业占据主要地位，据欧睿数据统计，2014-2021年我国婴幼儿奶粉市场规模由1306.76亿元增加至1813.15亿元，年均复合增速为6.77%。根据商务部统计，2016-2021

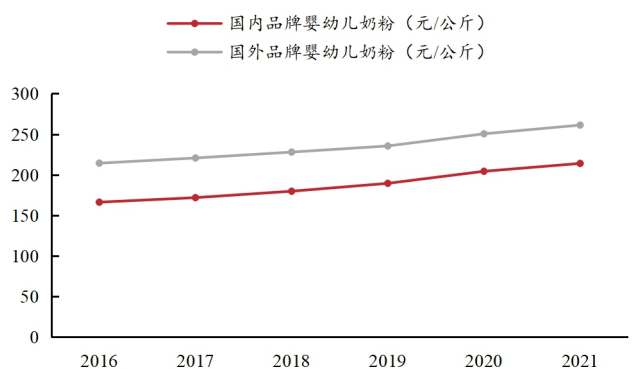
年国内品牌婴幼儿奶粉零售价由 166.28 元/公斤上升至 214.01 元/公斤；国外品牌婴幼儿奶粉零售价由 214.31 元/公斤上升至 261.23 元/公斤，年均复合增速分别为 5.18%/4.04%，高端化趋势比较明显。同时从 2020 年婴幼儿奶粉销售占比情况来看，我国中高端与高端奶粉占比分别为 41%/7%，此外消费者更加关注产品的安全性、营养及奶源等指标，进一步说明消费者对于婴幼儿奶粉倾向于“价高质优”，长期来看中高端及以上奶粉销量有望推动婴幼儿奶粉市场规模提升。

图表 55. 2016-2021 年我国婴幼儿奶粉市场规模持续提升



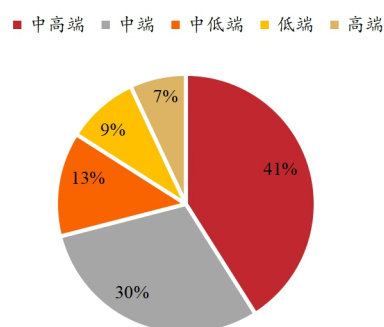
资料来源：欧睿数据，中商产业研究院，东亚前海证券研究所

图表 57. 2016-2021 年国内外品牌婴幼儿奶粉零售均价逐步上升，高端化趋势显现



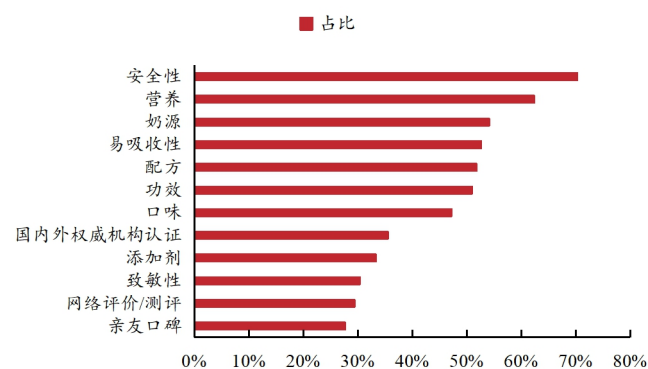
资料来源：iFinD，商务部，东亚前海证券研究所

图表 56. 2020 年我国中高端婴幼儿奶粉销售额占比最高



资料来源：中商产业研究院，东亚前海证券研究所

图表 58. 2022 年消费者购买婴幼儿奶粉考虑因素占比情况

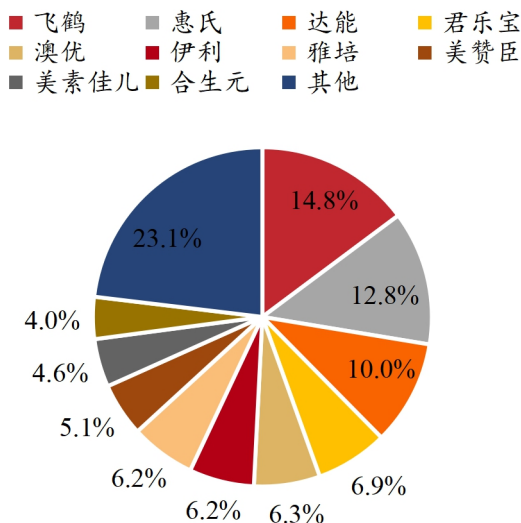


资料来源：华经产业研究院，东亚前海证券研究所

婴幼儿奶粉：从供给端来看，行业整体集中度较低，市场品牌参与方多且竞争较为激烈，同时政策发力促进行业整体质量提升。根据欧睿数据统计，2020 年中国婴幼儿配方奶粉市场 CR10 为 76.9%，前五大品牌为飞鹤、惠氏、达能、君乐宝、澳优（2022 年已被伊利并购），分别占比 14.8%/12.8%/10.0%/6.9%/6.3%。从政策上来说，2021 年国家卫健委发布《食品安全国家标准婴儿配方食品》（GB10765-2021）、《食品安全国家标准较大婴儿配方食品》（GB10766-2021）、《食品安全国家标准幼儿配方食品》（GB10767-2021）三大标准，对于婴儿配方食品在原料、供应链、生产工艺等方面进一步提出高要求，有利于推动婴幼儿奶粉行业整合升级、

促使产品质量不断提升。

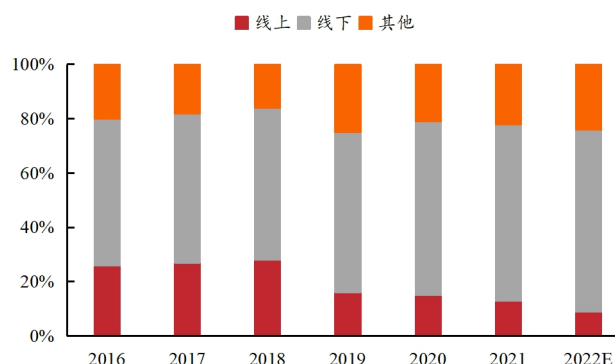
图表 59. 2020 年中国婴幼儿配方奶粉竞争格局（以零售额统计）



资料来源：华经产业研究院，东亚前海证券研究所

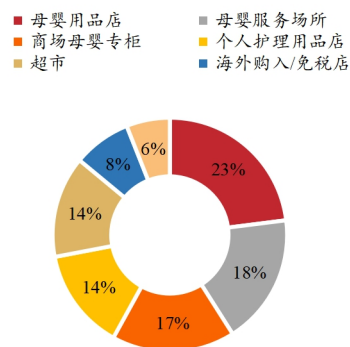
线下渠道为婴幼儿奶粉主要销售渠道，其中母婴相关渠道占比较高。由于消费者对于婴幼儿奶粉的高品质追求，线下购买（更易接触实物）通常更能满足此类需求，所以线下渠道更易受到消费者青睐。2016-2021 年我国消费者通过线下渠道购买婴幼儿奶粉的比例逐步由 54%提高至 65%，线上渠道则由 26%下滑至 13%。根据中商产业研究院预测，2022 年我国消费者通过线下/线上渠道购买婴幼儿奶粉的比例分别为 67%/9%。具体到线下渠道中，母婴用品店、母婴服务场所及商场母婴专柜占比较高，2021 年占比分别为 23%/18%/17%。

图表 60. 我国消费者购买婴幼儿奶粉以线下渠道为主（单位：%）



资料来源：中商产业研究院，东亚前海证券研究所

图表 61. 2021 年我国婴幼儿奶粉线下购买渠道中母婴相关渠道占比较高

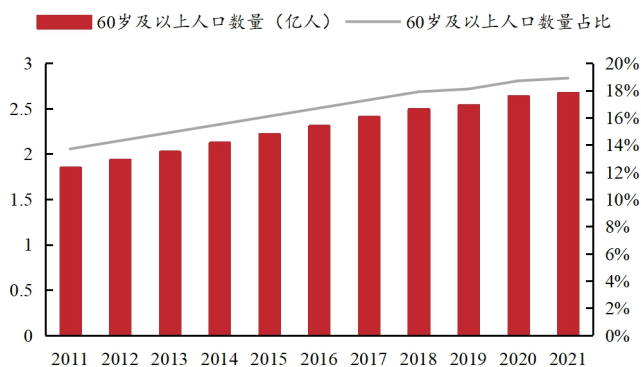


资料来源：中商产业研究院，东亚前海证券研究所

新生代母婴人群倾向于感知和体验，携手母婴 KOL 成为各品牌新的营销方向。母婴行业是一个难以仅靠形象广告与促销活动撼动的领域，品牌只有与目标消费者进行深入互动、加强沟通，在消费者心中建立品牌认知度和信任感，才有可能实现营销转化。根据统计，81%的妈妈进行购物决策时，依赖于熟人或社群中的意见领袖。对于新生代母婴人群来说，在育儿的道路上，“前辈之言”显得尤为重要。婴幼儿奶粉品牌通过携手母婴 KOL，可以用更加权威、丰富且多元化的内容去链接消费者，从而构建从品牌认知到产品种草再到转化的完整产业链。

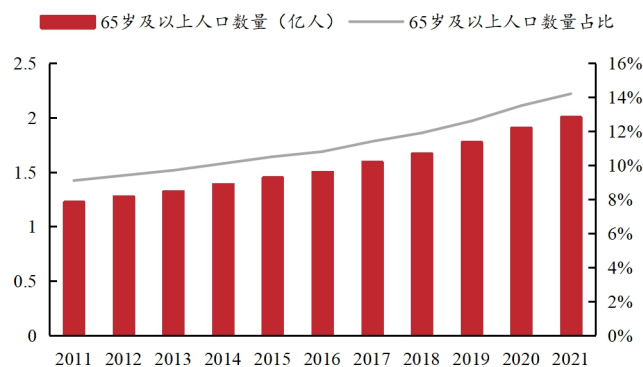
成人奶粉：从需求端来看，整体渗透率较低，受人口老龄化趋势影响，叠加居民对于高品质生活和多功能产品的追求，中老年奶粉有望成为推动成人奶粉发展的主要驱动力。成人奶粉可分为学生奶粉、全家奶粉、女士奶粉及中老年奶粉等细分赛道。与其他快消品相比，成人奶粉渗透率较低，而疫情加速了人们对于健康的重视度，成人奶粉的健康功能属性有望提升品类渗透率。根据国家统计局，2011-2021 年我国 60 岁及以上人口数量由 1.85 亿人增加至 2.67 亿人，2021 年占比为 18.9%；2021 年 65 岁及以上人口数量为 2.01 亿人，较 2020 年增加 995 万人，占比达 14.2%。从 60 岁/65 岁及以上人口数量占比来看，我国均远高于联合国对老龄化社会的定义标准。从政策层面看，我国已将积极应对老龄化上升为国家战略；同时中老年人对健康的诉求进一步加大，根据 CBNDat 消费大数据，2020 年 3 月中老年奶粉销量同比提升 142%；根据尼尔森零研数据，2021 年成人奶粉市场规模较 2020 年同比增加 10% 以上。消费者对成人奶粉的认知和接受度逐渐提高，成人奶粉有望迎来广阔发展空间。

图表 62. 我国 60 岁及以上人口数量及占比情况



资料来源：国家统计局，东亚前海证券研究所

图表 63. 我国 65 岁及以上人口数量及占比情况

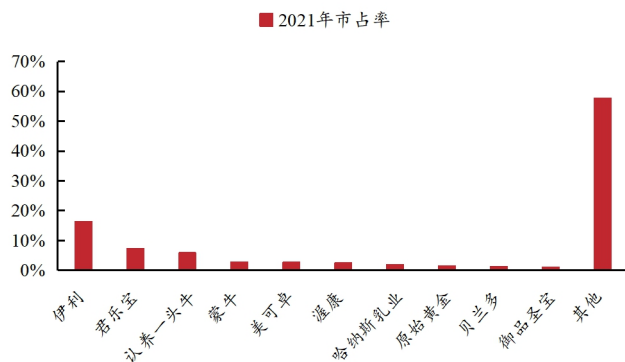


资料来源：国家统计局，东亚前海证券研究所

成人奶粉：从供给端来看，我国成人奶粉市场上品牌众多，且行业集中度逐步提升，竞争较为激烈。2021 年/2022 年第一季度我国成人奶粉 CR10 市占率分别为 42.4%/68.8%，行业集中度得到大幅提升。当前市场上主要参与品牌为伊利、蒙牛、渥康、君乐宝、美可卓、认养一头牛、飞鹤等，其中伊利市占率稳居行业第一，2021 年/2022 年第一季度伊利市占率分别为

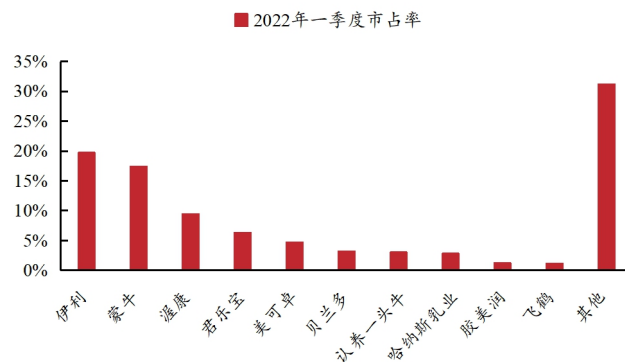
16.3%/19.7%；蒙牛市占率快速增加，市占率由2021年的2.7%提升至2022年第一季度的17.4%，仅次于伊利。总体来看，成人奶粉品牌之间竞争激烈，前十大品牌变动较大。

图表 64. 2021 年我国成人奶粉市占率情况



资料来源：观研天下，东亚前海证券研究所

图表 65. 2022 年一季度我国成人奶粉市占率情况



资料来源：观研天下，东亚前海证券研究所

不同于婴幼儿奶粉倚重线下母婴渠道，网购成为成人奶粉的主要渠道。从消费主体来看，成人奶粉市场以80后女性群体为主（给父母、配偶或自己购买），对网购的接受度较高，从而促使网购成为成人奶粉的主要购买渠道。根据凯度消费者指数数据，2021年成人奶粉网购渠道销售额占比达到26%，较前一年同比提高8.9pct，已成为成人奶粉最大的购买渠道。同时2021年成人奶粉大卖场和大超市渠道销售额占比分别为20.3%/18.8%，较前一年分别同比提高1.9pct/8.2pct。

抖音自播带货成为“成人奶粉”各品牌主要宣传方式，同时各品牌细分人群与产品功效进行推广。根据集瓜数据统计，2021年1月至2022年4月微博、抖音平台成为“成人奶粉”品类相关声量的主要来源，其中抖音平台声量在2021年9月后逐步增大，超越微博、小红书、B站等平台；在互动量上，抖音的粉丝活跃度远高于其他平台；在内容营销上，抖音平台品牌数平均已达90个左右，位居第一。同时自播比重呈现增长趋势，自播带货成为品牌销售增长的新爆发点。具体到2022年第一季度各个品牌在直播销售额构成上来看，在抖音平台上，蒙牛自播占比达85%，伊利自播占比达47%，其他品牌的自播占比也开始逐渐增长；在快手平台上，伊利、蒙牛品牌自播的销售占比较大，均超过50%。此外，各品牌卖点精准定位不同细分人群，针对不同消费群体推出主打不同功效定位，增强获客精准度。

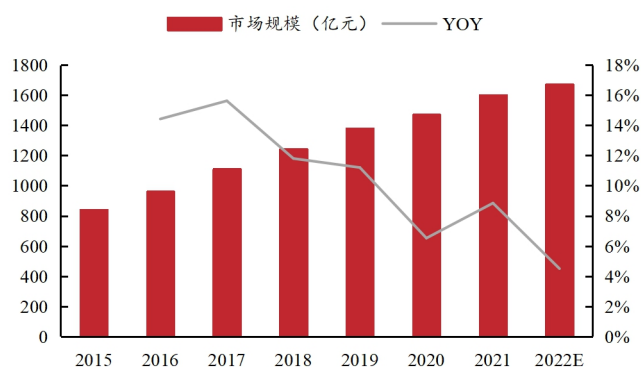
奶粉市场规模庞大，推动伊利与蒙牛积极布局奶粉业务条线。伊利积极推动产品和技术创新，推出“金领冠婴幼儿全新配方奶粉”（实现有机婴幼儿奶粉重大突破）、“欣活膳底系列配方奶粉”（有利于中老年预防骨质疏松、促进心血管健康）等产品，促进公司业务蓬勃发展。同时，2022

年成功收购全球奶粉领域优秀企业澳优，进一步助力公司业绩长期增长。而蒙牛也持续布局奶粉业务，2013 年与 2019 年分别收购雅士利和贝拉米，在成人奶粉和婴幼儿奶粉方面打造差异化竞争优势，促使产品结构不断升级，从而推动公司奶粉业务增长。

4.2.5. 冷饮

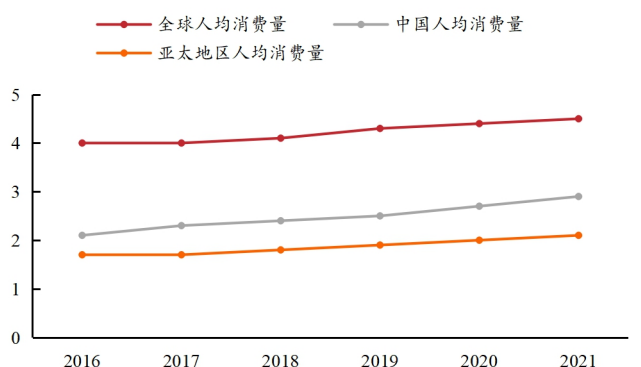
从需求端来看，中国冰淇淋市场规模持续增加，增长态势明显，冰淇淋已经从一种具备基础解暑功能的冷饮转变为能够满足消费者多元化需求的休闲产品。根据中国绿色食品协会绿色农业与食物营养专业委员会披露，我国冰淇淋市场规模由 2015 年的 839 亿元逐年提升增加至 2021 年的 1600 亿元，年均复合增速为 11.36%，预计 2022 年市场规模将达到 1672 亿元。根据艾媒数据中心统计，2022 年中国消费者购买冰淇淋时会考虑包括口味、价格、品牌、包装等多重因素，而正是消费者需求的多元化促使购买因素的多样化，冰淇淋的基础解暑功能已被延伸。从人均消费量来看，2021 年全球人均消费量为 4.5 千克，中国/亚太地区人均消费量分别为 2.9 千克/2.1 千克，且 2016-2021 年中国人均消费量始终高于亚太地区人均消费量，中国已经成为冰淇淋行业全球第二高增长潜力的国家。

图表 66. 2015-2021 年我国冰淇淋市场规模逐步提升



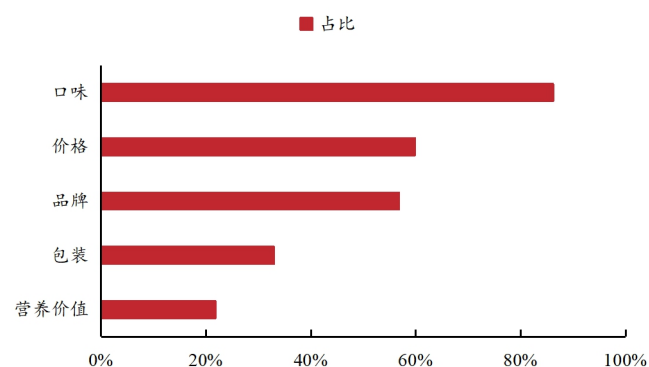
资料来源：中国绿色食品协会，艾媒数据中心，东亚前海证券研究所

图表 68. 2016-2021 年中国人均冰淇淋消费量高于亚太地区 (单位：千克)



资料来源：艾媒数据中心，东亚前海证券研究所

图表 67. 2022 年中国消费者购买冰淇淋的因素统计



资料来源：艾媒数据中心，东亚前海证券研究所

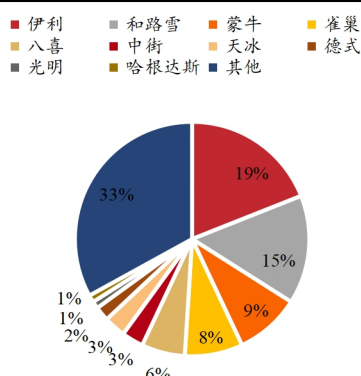
图表 69. 全球冰淇淋行业高增长潜力国家，2021 年中国排名第二

排名	国家	排名	国家
1	日本	6	沙特阿拉伯
2	中国	7	西班牙
3	美国	8	法国
4	加拿大	9	俄罗斯
5	巴西	10	波兰

资料来源：艾媒数据中心，东亚前海证券研究所

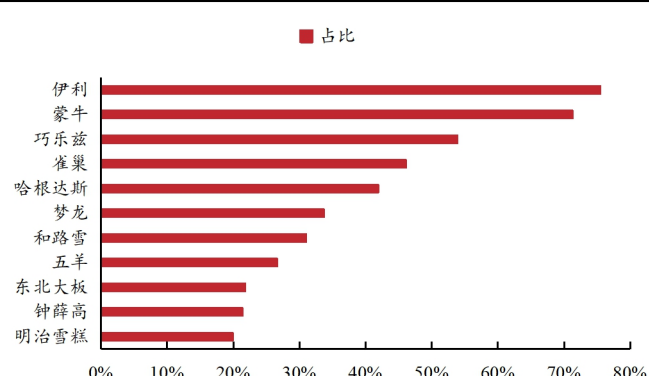
从供给端来看，国内冰淇淋市场份额相对集中，市场上品牌众多，伊利与蒙牛处于行业领先地位。2021 年中国冰淇淋行业线下市场份额前三名分别为伊利（19%）、和路雪（15%）、蒙牛（9%）。其中，伊利拥有巧乐兹、甄稀、伊利牧场、冰工厂等多个强势品牌，促使伊利在冷饮行业中拥有绝对领先地位。蒙牛囊括绿色心情、随便及蒂兰圣雪等品牌，顺应消费升级趋势推动产品升级和创新，并于 2021 年收购东南亚知名品牌艾雪，加速布局海外市场。根据艾媒数据中心统计，2022 年中国消费者购买最多的冰淇淋品牌为伊利与蒙牛，占比分别达 75.5%/71.3%，进一步证明了二者的行业龙头地位。

图表 70. 2021 年我国冰淇淋线下市场份额中伊利位列第一



资料来源：艾媒数据中心，东亚前海证券研究所

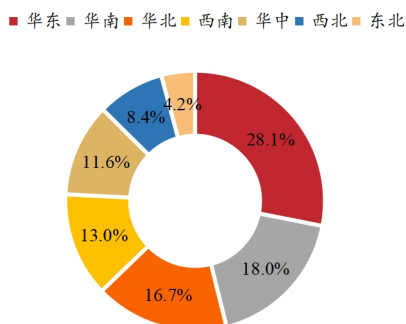
图表 71. 2022 年中国消费者购买过的冰淇淋品牌统计



资料来源：艾媒数据中心，东亚前海证券研究所

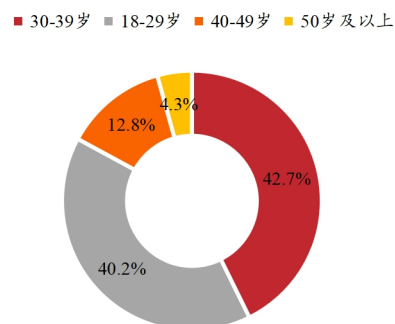
女性为我国冰淇淋消费主力军，华东华南地区消费者较多。根据艾媒数据中心统计，2022 年 5 月我国冰淇淋消费群体中，女性占比高达 62.8%，而男性占比为 37.2%。同时从地域分布上来看，华东与华南地区冰淇淋消费者较多，分别占比为 28.1%/18.0%。从年龄分布来看，18-39 岁的中青年群体合计占比超过 80%，其次 40-49 岁群体占比为 12.8%，50 岁及以上群体占比仅为 4.3%。

图表 72. 2022 年 5 月我国华东及华南地区冰淇淋消费者较多



资料来源：艾媒数据中心，东亚前海证券研究所

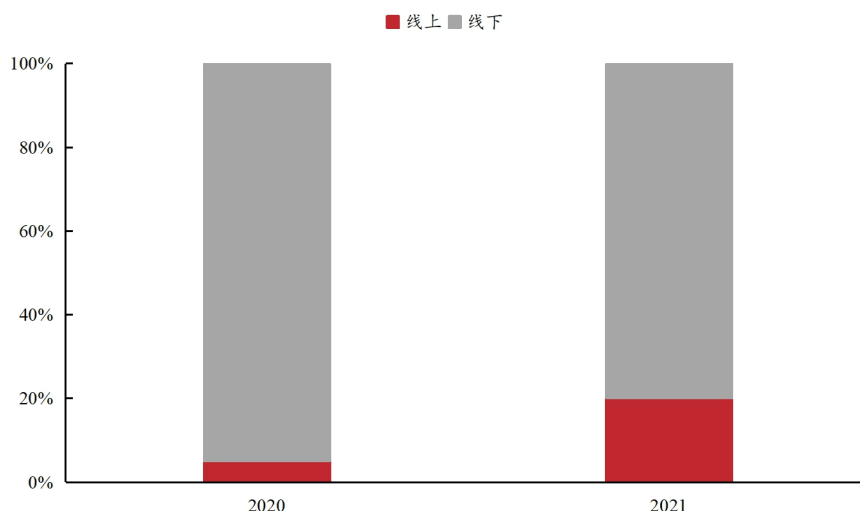
图表 73. 2022 年 5 月冰淇淋消费群体以 18-39 岁为主



资料来源：艾媒数据中心，东亚前海证券研究所

线下渠道是冰淇淋消费的主要方式，但近年来线上渠道增长速度较快。根据全拓数据统计，我国冰淇淋以线下渠道销售为主，2020/2021 年线下渠道销售占比分别为 95%/80%。2020 年我国冰淇淋线上渠道销售比例仅占 5%，但 2021 年该比例已上升至 20%，国内冰淇淋的销售渠道已经发生较大改变，线上渠道的快速发展有望推动我国冰淇淋行业进一步转型发展。

图表 74. 2020 与 2021 年我国冰淇淋线上/线下渠道销售占比情况



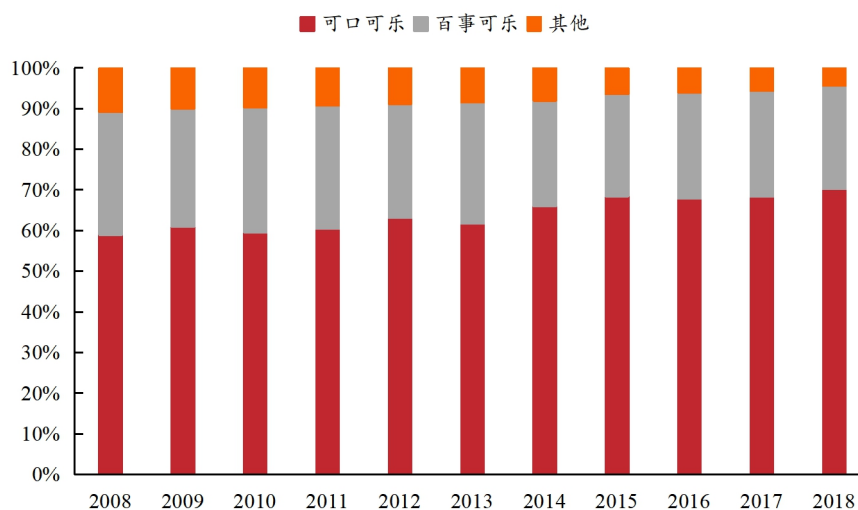
资料来源：全拓数据，东亚前海证券研究所

品牌年轻化趋势明显，跨界联名成热门营销方式。新生代消费群体崛起，叠加消费结构调整与升级，千禧一代更加注重产品文化内涵。现阶段各种文创冰淇淋、文创雪糕层出不穷，冰淇淋行业跨界联名营销方式满足了消费者多元化需求。年轻一代消费群体更加喜爱大潮流品牌、IP 形象、游戏及电影等元素，这些都可以成为冰淇淋品牌联名的对象，跨界联名为冰淇淋品牌注入了品牌活力和新形象，已经成为增强年轻消费群体粘性的必备途径。

4.3. 双寡头未来市场份额有望继续提升

与行业属性类似的美国软饮料公司相比，乳制品行业 CR2 有望持续提升。类比美国软饮料行业，行业内品类多且参与公司众多，但呈现典型双寡头竞争格局。2018 年美国软饮行业前两大龙头可口可乐与百事可乐在中国的市占率分别为 70.2%/25.4%，CR2 超过 90%；而 2020 年伊利与蒙牛市占率合计仅为 48%，相比较而言，伊利与蒙牛双寡头市场份额未来具备较大的提升空间。

图表 75. 2008-2018 年可口可乐与百事可乐在中国的市占率



资料来源：欧睿数据，前瞻产业研究院，东亚前海证券研究所

从行业竞争壁垒上来说，双寡头企业具备较强的竞争优势，有望推动市场份额向其集中。（1）政策法规：乳品行业监管力度持续加强，行业进入壁垒显著提高。国家对于乳企的奶源建设、企业资质、行业准入门槛等提出较高要求，而头部企业具备更强的综合实力，更易于满足监管的严要求。（2）奶源壁垒：稳定且高质量的奶源是乳品加工企业的发展基石。头部乳企已控制我国北方大部分奶牛资源，并不断拓展奶源布局，而稳定且高质量的奶源供给需要乳企大量的资金投入和持续基地建设，对于头部企业而言具备比较优势。（3）营销渠道壁垒：营销网络和渠道通路对于乳品等必需消费品至关重要。全国性乳企拥有覆盖全国的销售网点和渠道网络，对于提升自身市占率具备强优势。（4）品牌壁垒：高品牌知名度有望持续触达消费者心智。伊利与蒙牛在长期经营过程中，通过多种品牌活动已建立起行业龙头地位形象，品牌知名度持续提升，已形成较高的消费者信赖度。（5）技术壁垒：消费者需求多样化，产品创新有望依赖技术研发持续投入。头部乳企具备相应的资金实力，能够吸引更多研发人才加入，并具备产学研一体化的优势。综上，伊利与蒙牛在未来的发展中，有望依靠自身的竞争优势，实现市场份额的不断提升。

5. 相关标的

首次覆盖，给予乳品行业推荐评级。当前我国乳品行业形成了以伊利股份与蒙牛乳业为首的双寡头竞争格局，长期来看双寡头竞争格局有望改善，二者市场份额具备持续提升空间。从需求端来看，疫情影响下居民健康意识增强，在消费升级趋势下预计乳品需求有望延续高景气。而头部企业依靠自身强综合实力，市场份额有望进一步提升。标的方面，相关标

的有伊利股份(600887.SH)、新乳业(002946.SZ)、妙可蓝多(600882.SH)、等。

5.1. 伊利股份：龙头企业，战略定位清晰

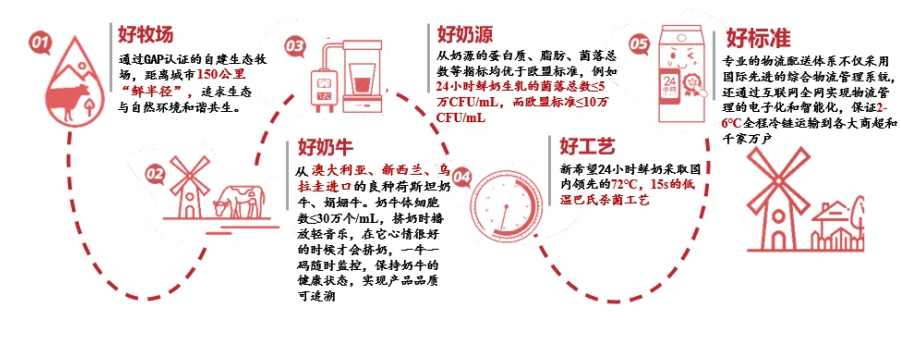
国内乳制品龙头企业，全球战略目标远大。伊利集团位居全球乳业五强，连续八年蝉联亚洲乳业第一，也是中国规模最大、产品品类最全的乳制品企业。从国际化战略来看，伊利在亚洲、欧洲、美洲、大洋洲等乳业发达地区构建了一张覆盖全球资源体系、全球创新体系、全球市场体系的骨干大网，合作伙伴遍及5大洲，分布在33个国家，伊利旗下产品已在全球60多个国家和地区上市。公司以“2025年做到全球乳业三强，2030年实现全球乳业第一”为长远战略目标，彰显公司管理层的强大信心与决心。

产品、品牌及渠道打法清晰，全力塑造新的业绩增长点。产品上，公司旗下包括液奶、奶粉、酸奶、奶酪、冷饮、包装水等多元产品，历年来公司持续打磨产品，在口味和质量上予以创新，以满足消费者多元化需求；并不断进行产品结构优化升级，助力长期盈利能力上升。在品牌上，宣扬滋养生命活力的品牌理念，从2008年北京奥运会到2019年武汉军运会、2022年北京冬奥会，从2010年上海世博会到2016年杭州G20峰会，伊利作为唯一一家提供服务的乳制品企业频频亮相，品牌形象深入人心，消费者触达广泛且有效。在渠道上，围绕消费者对于快消品的便利交付需求，公司发力传统渠道与新兴渠道，渠道渗透空间进一步下沉，助力公司业绩持续增长。

5.2. 新乳业：内生增长与并购整合齐发助力成长

区域性乳制品龙头企业，以“鲜立方战略”为核心，低温产品优势明显。区别于头部企业伊利与蒙牛，公司错开常温奶强势渠道而聚焦毛利率更高的低温鲜奶和低温酸奶市场，以低温产品构成公司业绩基本盘。低温产品对品质和冷链要求较高，公司在核心市场周边布局牧场、选择好奶源与好工艺，从而保证产品的新鲜度。在区域上，公司在四川、云南、宁夏等区域市场具有领先地位，并以重点区域性市场为中心并向全国辐射。2021年公司低温鲜奶份额连续12个月保持增长，市场占有率位列全国第三，是份额增幅最大的区域型乳企，鲜奶收入同比增长35%；“活润”晶球酸奶、“黄金24小时”鲜牛乳等产品销售收入均呈现出超过100%的增长，公司低温产品优势突出，具备长期良好发展的坚实基础。

图表 76. 新乳业低温产品全流程示意图



资料来源：新乳业官网，东亚前海证券研究所

坚持内生增长与并购整合并重的增长策略，助力公司业绩持续提升。

(1) 在内生增长上，公司除聚焦低温产品外，公司大力发展差异性高端区域特色常温奶。2021年，公司创新推出区域特色牧场奶概念，升级打造塞上牧场、千岛湖牧场、洪雅牧场以及心花怒放系列特色产品，推出塞上牧场枸杞牛奶，高原有机纯牛奶、香格里拉酸奶、玫瑰酸奶等让消费者充分体验不同的地域特色产品，最终实现公司高端白奶营收增速同比增长近100%。(2) 在并购整合上，自2002年开始，公司着手并购重组地方优质乳制品企业；2015年收购苏州双喜、湖南南山、西昌三牧，重点布局空白市场；2016年收购绿源唯品乳业，进一步扩张；2020年并购澳洲福牛、弥补了东南区域市场空白，收购宁夏寰美进而实现控股夏进乳业，在布局西北市场的同时实现优势互补（夏进乳业常温奶具备强竞争力），2021年夏进乳业收入创历史新高，并购整合实现高效率；2021年收购“一只酸奶牛”60%股权，并入股澳亚，战略版图进一步延伸，有望推动公司业绩持续增长。

图表 77. 新乳业并购版图

时间	收购内容
2015 年	收购苏州双喜、湖南南山、西昌三牧
2016 年	收购绿源唯品乳业
2020 年	并购澳洲福牛、宁夏寰美
2021 年	收购“一只酸奶牛”60%股权

资料来源：新乳业官网，东亚前海证券研究所

5.3. 妙可蓝多：国产奶酪龙头，长远发展可期

国内奶酪行业龙头企业，赛道成长空间广阔。根据前文所述，我国奶酪市场规模呈持续增长态势，且人均奶酪消费量远低于美日等其他国家，具备广阔的提升空间。而妙可蓝多自2018年推出儿童奶酪棒以来，经过四年的时间培育，当前已经成为我国奶酪行业龙头企业。除儿童奶酪外，公

司现已形成覆盖即食营养系列、家庭奶酪系列及餐饮工业系列全方位的奶酪产品矩阵。根据凯度消费者指数家庭样本组，以销售额为统计口径，2021年妙可蓝多以30.8%的市场占有率位居第一；截至2022年上半年，妙可蓝多奶酪市场占有率达35.5%，奶酪棒市场占有率超过40%，公司稳居行业第一。在居民健康意识日益增强的条件下，随着国内居民收入水平持续增长，叠加蒙牛资源赋能，公司有望实现业绩的再度提升。

图表 78. 妙可蓝多三条产品线示意图



资料来源：妙可蓝多公司官网，东亚前海证券研究所

产品、品牌及渠道处于先发领跑地位，围绕“产品引领、品牌占位、渠道精耕、管理升级”推动公司可持续发展。（1）产品上，公司积极引进先进生产技术，通过独到的研发和创新技术，精心为消费者打造每一款产品。在即食营养奶酪方面，公司低温奶酪产品在保持基础款产品继续领先的同时，不断迭代升级；家庭餐桌奶酪方面，公司紧扣“烘焙”和“早餐”场景，持续进行创新升级；在餐饮工业奶酪领域，公司继续保持国产大包装马苏里拉奶酪的领先地位，为众多餐饮进行产品定制。（2）在品牌上，持续加大营销和广告投放力度，通过分众传媒深入触达消费者，让“奶酪就选妙可蓝多”的品牌价值诉求深入人心。（3）在渠道建设上，公司广泛布局线上线下渠道，针对TOC渠道，公司坚持“低温做精、常温做广”，电商/新零售进行持续创新。渠道深度方面，增加陈列面积、丰富产品矩阵，精耕现代渠道；渠道广度方面，广泛覆盖大润发、永辉等全国和区域连锁，同时强化流通、特渠、烘焙等多渠道开发，重构“人、货、场”，不断开拓渠道边界，截至2022年6月30日，销售网络覆盖约70万个零售终端。（4）管理上，推出“奋斗者”企业文化，提升员工士气；推进数智化信息化建设，推动运营效率提高；实施股权激励计划，构建管理层及核心骨干员工的长期激励与约束机制，促使公司长期目标的有效落地。

6. 风险提示

(1) **市场竞争加剧风险。**若后续需求端景气度持续提升，会吸引更多的企业参与乳业市场，将一定程度上会加剧市场竞争，而市场竞争激烈的情况下或促使企业重视市场份额和收入规模，而忽视利润水平。

(2) **产品质量安全风险。**乳品属于居民日常消费品，产品质量和食品安全状况直接关系着消费者的个人健康。由于乳品产业链条长，在生产、流通过程中需经历较多中间环节，若发生产品质量安全问题，将对整个行业造成负面影响。

(3) **宏观经济不及预期风险。**随着疫情反复，居民对于健康问题日益重视，但若宏观经济不及预期、居民收入持续下降，可能影响乳品行业销售。

(4) **上游原奶价格大幅上涨风险。**乳品行业对上游原奶价格敏感度高，若原奶价格出现大幅上涨，可能会增加乳企运营压力，对乳企业绩产生一定影响。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

汪玲，东亚前海证券研究所大消费组长兼食品饮料首席。中央财经大学会计系。2021年加入东亚前海证券，多年消费品研究经验，善于从行业框架、产业发展规律挖掘公司价值。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。东亚前海证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

联系我们

东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>