

春节礼赠需求催化，线下销售加速恢复

2023 年 03 月 09 日

行业：春节返乡带动线下消费，看好乳制品需求稳步复苏。 **线下商超：**1 月乳制品线下商超渠道实现销售额 218.04 亿元，同比+12.84%，增速环比提升+15.3pct。基于春节返乡热潮和线下消费场景恢复，叠加春节走亲访友礼赠需求催化，1 月线下终端动销表现优秀。 **线上淘系：**2 月线上淘系渠道液态乳制品实现销售额 14.17 亿元，同比+14.91%，环比增速提升+49.84pct，线上销售额同比转增。年初至今累计实现销售额 28.24 亿元，同比-16.84%，主因春节快递放假，电商平台节前一周停止发货所致，节后人流物流已恢复常态。

品类：各品类均有恢复，具备礼赠属性的高端液奶表现亮眼。 **线下商超：**线下商超渠道中，1 月液体奶/酸奶/奶粉/奶油奶酪分别实现销售额 115.78/64.45/27.38/10.43 亿元，分别同比 +21.6%/+3.72%/+0.72%/+1.92%，环比+23.51/+15.11/+12.67/+12.55pct。23 年春节返乡人数大幅增加，走亲访友活动增多，液奶礼赠场景超预期反弹。 **线上淘系：**2 月线上淘系渠道液态奶/奶酪分别实现 9.72/0.73 亿元销售额，同比+9.58%/-23.32%；液奶中常温/低温乳制品分别实现 8.75/0.97 亿元销售额，常温因保质期长无冷链配送要求，是线上乳制品核心品类。奶酪品类线上同比连续两月下滑，考虑线下消费场景恢复，终端消费向线下转移。

公司：龙头具备更优恢复弹性。 **线下商超：**1 月线下商超伊利股份/蒙牛乳业/光明乳业/新乳业/贝因美/妙可蓝多/天润乳业分别实现销售额 64.95/58.58/11.32/2.16/0.10/4.06/0.68 亿元，分别同比+16.9%/+30.3%/-6.2%/-1.2%/-52.5%/+9.3%/26.9%，蒙牛主或低温与奶酪业务贡献领先增速；光明聚焦低温板块，受低温新秀影响市占率下滑，下降态势尚未扭转；天润乳业专有渠道建设效果凸显，疆外市场持续扩张。 **线上淘系：**2 月线上淘系渠道伊利股份/蒙牛乳业/光明乳业/新乳业/三元股份/君乐宝/妙可蓝多/奶酪博士/贝因美分别实现销售额 3.79/3.03/0.45/0.05/0.18/1.04/0.28/0.16/0.19 亿元，同比+17.0%/+9.1%/+23.0%/+54.2%/+5.5%/10.9%/-21.1%/-54.0%/-26.6%。销售额方面，龙头动销稳步恢复；光明线上转为增长态势；新乳业高增主要系旗下夏进品牌常温奶推动；奶酪品牌全线下滑，妙可下降幅度最小。

投资建议：原奶产能加速释放+下游需求稳步复苏，预计全年原奶价格温和下行，叠加行业竞争趋缓，利好下游乳企业绩释放。 **推荐标的：综合性龙头乳企具备长期确定性，推荐伊利股份**（龙头具备规模效应，高毛利奶粉冷饮占比提升拉升结构和利润水平，关注销售逐季改善和净利率提升兑现）， **高景气度细分赛道和小而美区域乳企短期具备更大弹性：推荐新乳业**（精耕低温，聚焦核心品类和渠道，看好“结构提升+规模效应+成本红利”三条净利率提升路径）、 **天润乳业**（疆外差异化扩张贡献增量，产能项目顺利推进支撑未来需求），关注奶酪赛道龙头 **妙可蓝多**（三重业绩增长驱动：家庭餐桌和餐饮工业延续高增态势+即食奶酪棒低温修复常温扩点+蒙牛奶酪并表）。

风险提示：宏观经济超预期波动导致需求端受损，原奶价格波动超预期，食品安全风险等。

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
600887.SH	伊利股份	29.55	1.36	1.48	1.73	22	20	17	推荐
002946.SZ	新乳业	15.99	0.36	0.45	0.65	44	36	25	推荐
600419.SH	天润乳业	16.83	0.47	0.63	0.80	36	27	21	推荐
600882.SH	妙可蓝多	33.47	0.30	0.48	0.89	187	70	38	-

资料来源：wind，民生证券研究院预测；

（注：股价为 2023 年 3 月 9 日收盘价；未覆盖公司数据采用 wind 一致预期）

推荐

维持评级


分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

电话：021-80508452

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师 孙冉

执业证书：S0100522110004

电话：021-80508452

邮箱：sunran@mszq.com

相关研究

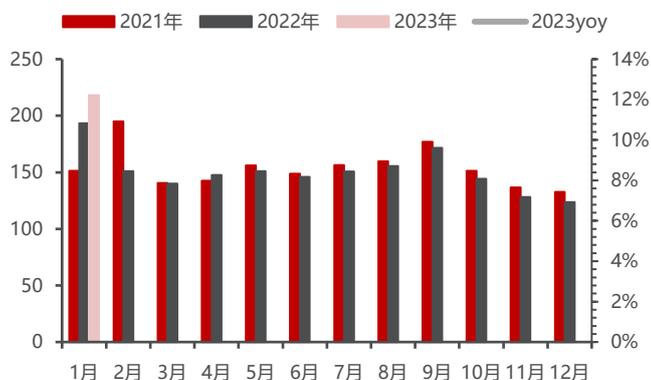
- 1.民生饮食周报 20230306：坚守价值护城河，挖掘成长新动能-2023/03/06
- 2.民生饮食周报 20230227：复苏持续演绎，积极把握配置窗口-2023/02/27
- 3.民生饮食周报 20230212：锚定复苏趋势，关注边际弹性释放-2023/02/12
- 4.民生饮食周报 20230115：迎春旺季来临，消费场景加速恢复-2023/01/15
- 5.民生饮食周报 20230108：春运返乡潮开启，复苏节奏加速-2023/01/08

目录

1 乳制品 1 月线下商超渠道数据跟踪	3
2 乳制品 2 月线上电商平台数据跟踪	7
3 投资建议	10
插图目录	12
表格目录	12

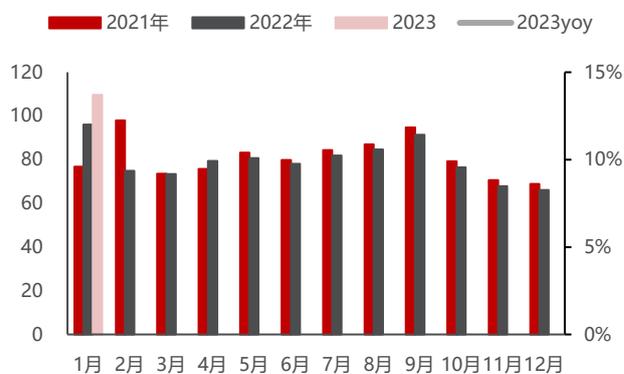
1 乳制品 1 月线下商超渠道数据跟踪

图1：1 月商超渠道乳制品销售额同比+12.84%(亿元)



资料来源：萝卜投资，木丁商超数据，民生证券研究院

图2：1 月商超渠道乳制品销售量同比+14.24%(万吨)



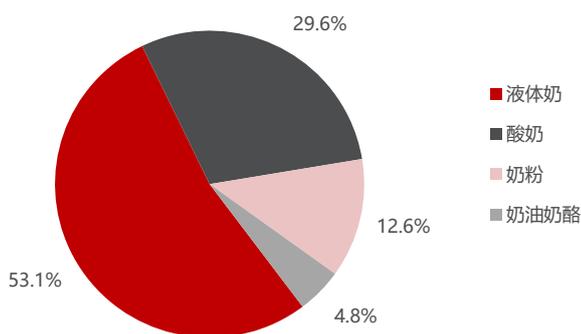
资料来源：萝卜投资，木丁商超数据，民生证券研究院

表1：1 月商超渠道乳制品各品类销售额情况

品类	液体奶	酸奶	奶粉	奶油奶酪
1 月销售额 (亿元)	115.78	64.45	27.38	10.43
同比	+21.6%↑	+3.72%↑	+0.72%↑	+1.92%↑
相比 2022 年 12 月增速	+23.51pct	+15.11pct	+12.67pct	+12.55pct

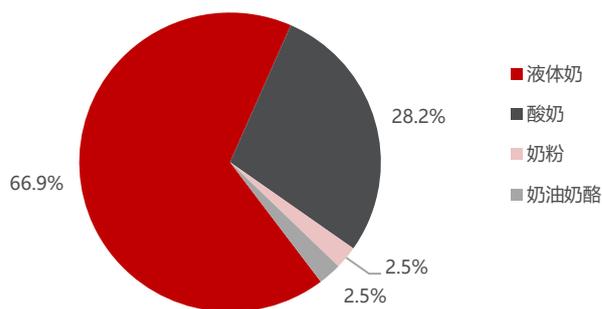
资料来源：萝卜投资、木丁商超数据，民生证券研究院

图3：1 月商超渠道乳制品各品类销售额占比

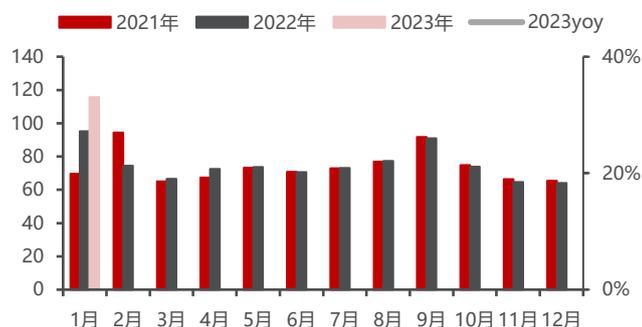


资料来源：萝卜投资，木丁商超数据，民生证券研究院

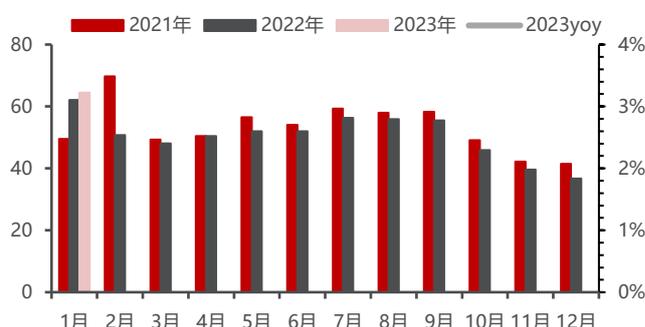
图4：1 月商超渠道乳制品各品类销售量占比



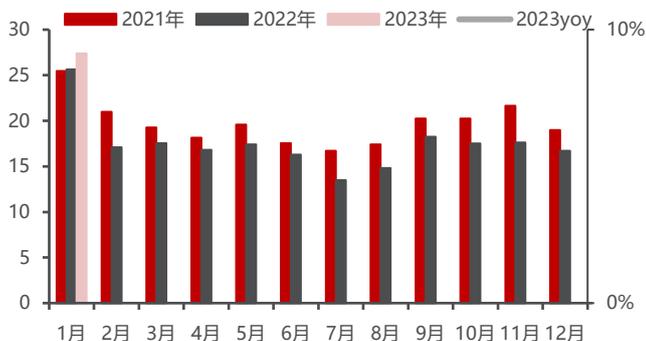
资料来源：萝卜投资，木丁商超数据，民生证券研究院

图5：1月商超渠道液体奶销售额同比+21.6%(亿元)


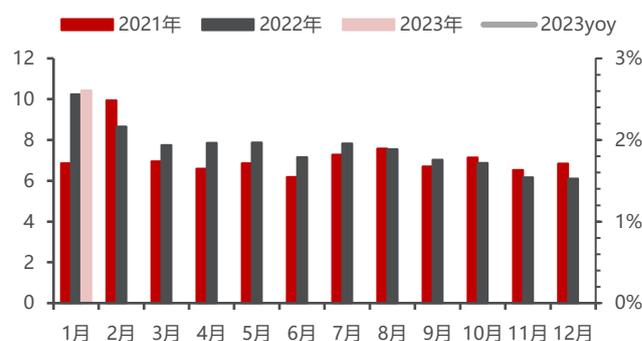
资料来源：萝卜投资，木丁商超数据，民生证券研究院

图6：1月商超渠道酸奶销售额同比+3.72%(亿元)


资料来源：萝卜投资，木丁商超数据，民生证券研究院

图7：1月商超渠道奶粉销售额同比+0.72%(亿元)


资料来源：萝卜投资，木丁商超数据，民生证券研究院

图8：1月商超渠道奶油奶酪销售额同比+1.92%(亿元)


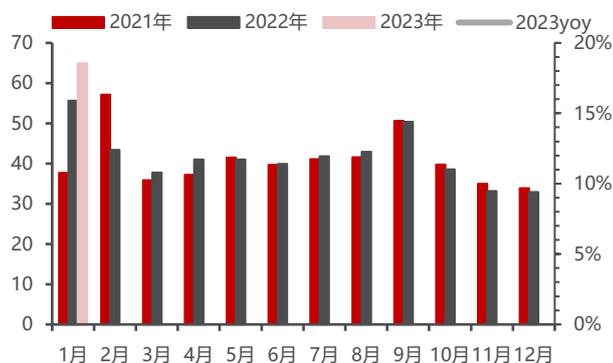
资料来源：萝卜投资，木丁商超数据，民生证券研究院

表2：1月商超渠道乳制品各品牌销售额情况

品牌	伊利股份	蒙牛乳业	光明乳业	新乳业	贝因美	妙可蓝多	天润乳业
销售额 (亿元)	64.95	58.58	11.32	2.16	0.10	4.06	0.68
同比 2022 年	+16.9%↑	+30.3%↑	-6.2%↓	-1.2%↓	-52.5%↓	+9.3%↑	+26.9%↑
相比 2022 年 1 月增速	+19.6pct	+32.9pct	+18.2pct	+10.1pct	-16.5pct	+20.7pct	+17.2pct

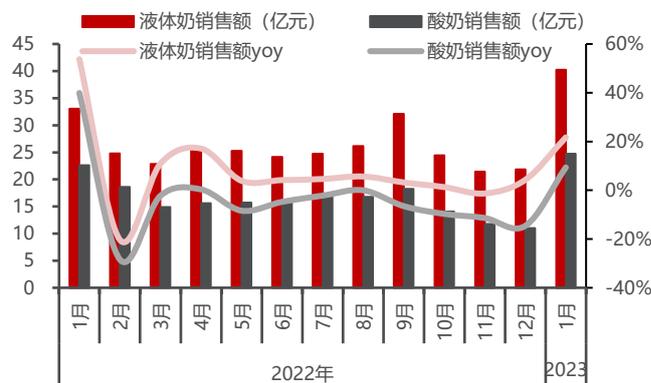
资料来源：萝卜投资、木丁商超数据，民生证券研究院

图9: 1月伊利股份商超销售额同比+16.9%(亿元)



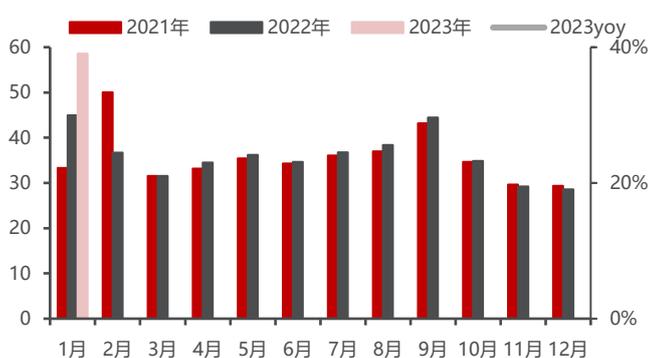
资料来源: 萝卜投资, 木丁商超数据, 民生证券研究院

图10: 伊利股份商超渠道液奶、酸奶销售额



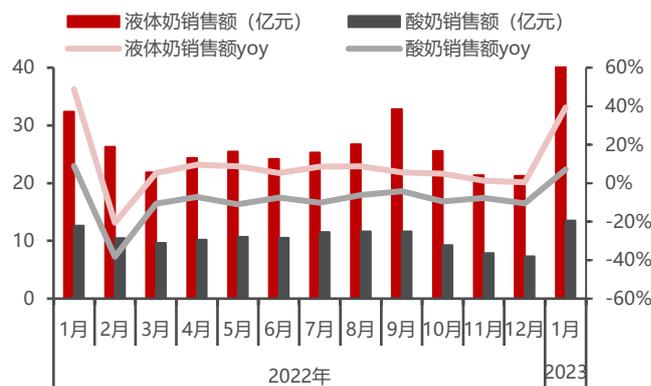
资料来源: 萝卜投资, 木丁商超数据, 民生证券研究院

图11: 1月蒙牛乳业商超销售额同比+30.3%(亿元)



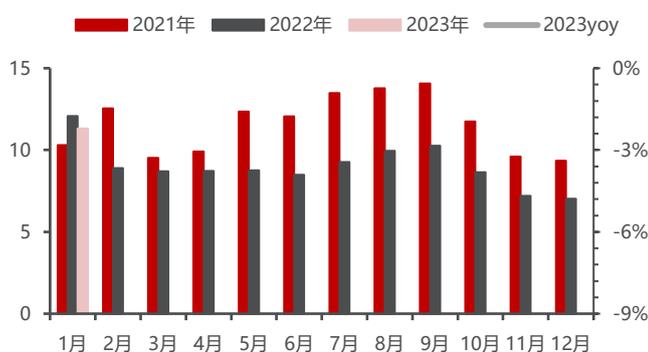
资料来源: 萝卜投资, 木丁商超数据, 民生证券研究院

图12: 蒙牛乳业商超渠道液奶、酸奶销售额



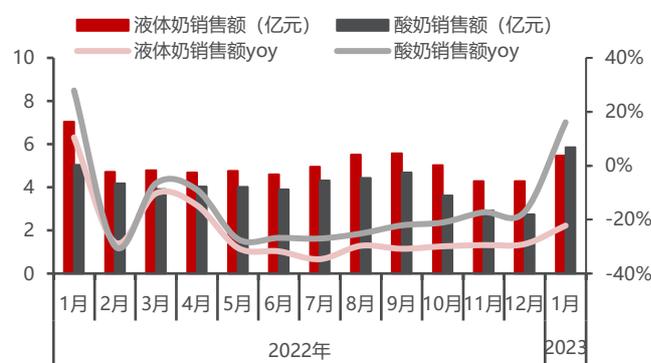
资料来源: 萝卜投资, 木丁商超数据, 民生证券研究院

图13: 1月光明乳业商超销售额同比-6.2%(亿元)



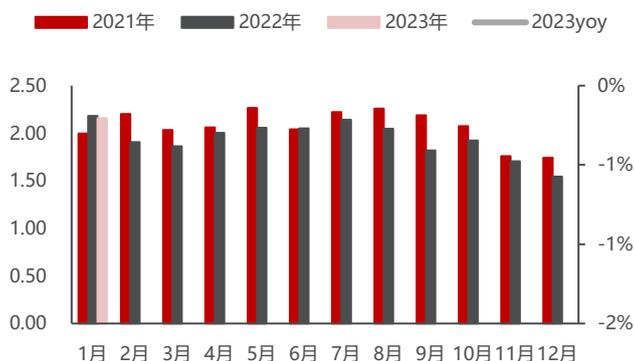
资料来源: 萝卜投资, 木丁商超数据, 民生证券研究院

图14: 光明乳业商超渠道液奶、酸奶销售额



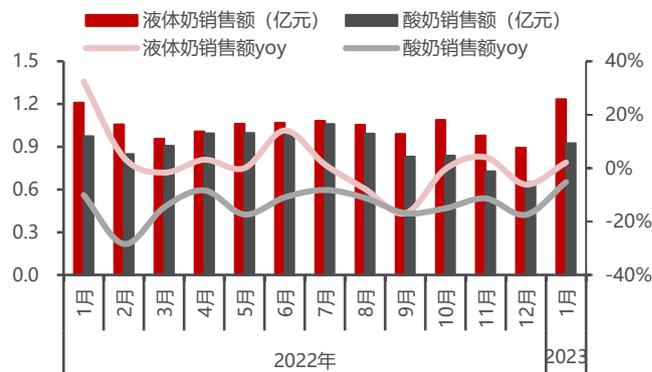
资料来源: 萝卜投资, 木丁商超数据, 民生证券研究院

图15: 1月新乳业商超销售额同比-6.2%(亿元)



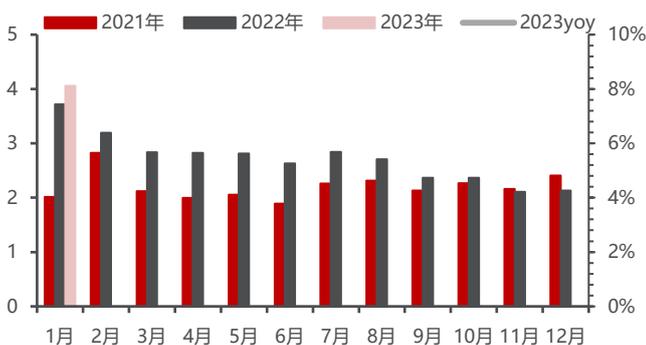
资料来源: 萝卜投资, 木丁商超数据, 民生证券研究院

图16: 新乳业商超渠道液奶、酸奶销售额



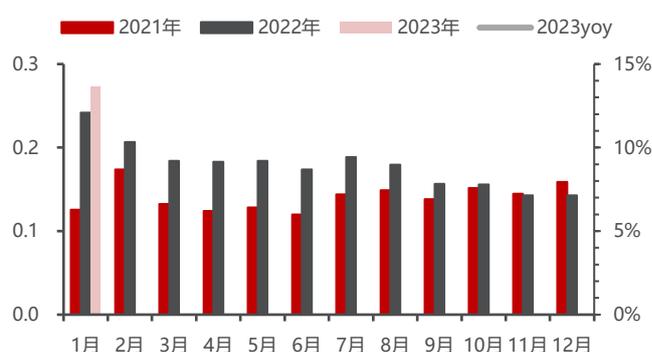
资料来源: 萝卜投资, 木丁商超数据, 民生证券研究院

图17: 1月妙可蓝多商超销售额同比+9.3%(亿元)



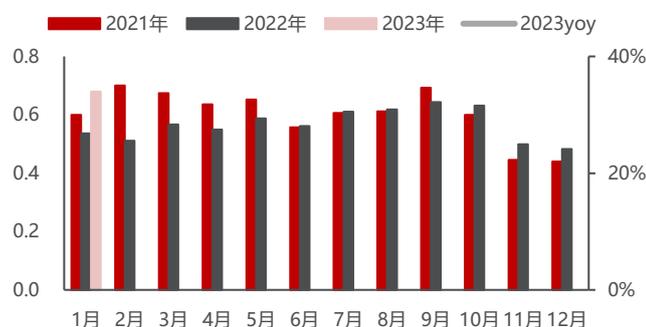
资料来源: 萝卜投资, 木丁商超数据, 民生证券研究院

图18: 1月妙可蓝多商超销售量同比+12.7%(万吨)



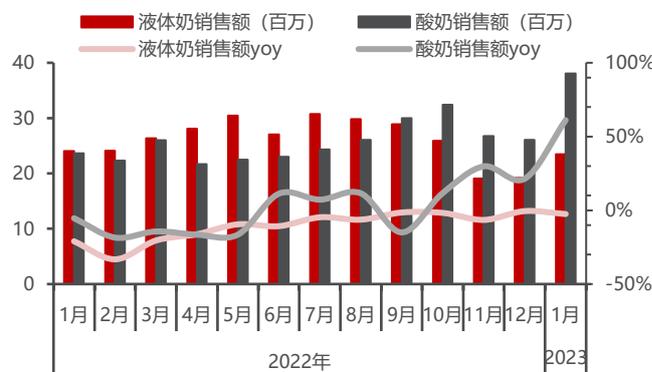
资料来源: 萝卜投资, 木丁商超数据, 民生证券研究院

图19: 1月天润乳业商超销售额同比+9.3%(亿元)



资料来源: 萝卜投资, 木丁商超数据, 民生证券研究院

图20: 天润乳业商超渠道液奶、酸奶销售额(百万)



资料来源: 萝卜投资, 木丁商超数据, 民生证券研究院

2 乳制品 2 月线上电商平台数据跟踪

表3：2 月商超渠道乳制品各品类销售额情况

品类	乳制品	液体奶	奶酪	奶粉
2 月销售额 (亿元)	14.17	9.72	0.73	3.72
同比	+14.91%↑	+9.58%↑	-23.32%↓	+48.14%↑
环比增速变化	+49.84pct	+51.01pct	+20.61pct	+57.21pct
年初至今(亿元)	28.24	18.95	1.53	7.77
同比	-16.84%↓	-23.05%↓	-35.68%↓	-35.69%↓

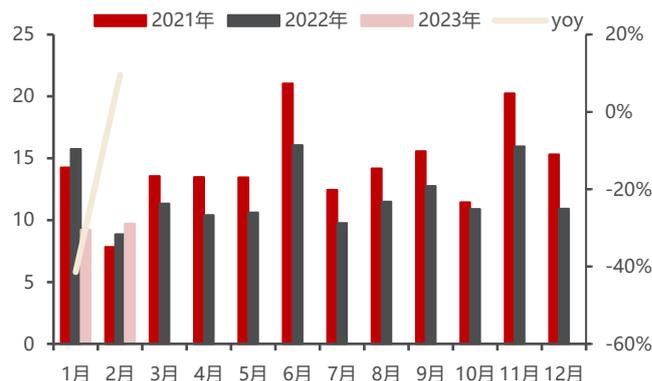
资料来源：萝卜投资、木丁商超数据，民生证券研究院

图21：2 月淘系**乳制品**销售额同比+14.9%(亿元)



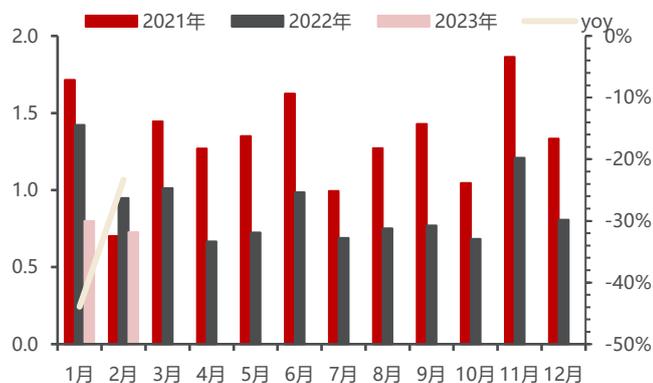
资料来源：萝卜投资，木丁商超数据，民生证券研究院

图22：2 月淘系**液体奶**销售额同比+9.6%(亿元)



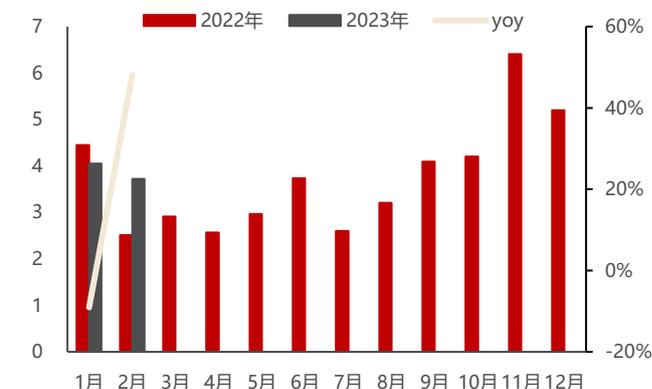
资料来源：萝卜投资，木丁商超数据，民生证券研究院

图23：2 月淘系**奶酪**销售额同比+14.9%(亿元)



资料来源：萝卜投资，木丁商超数据，民生证券研究院

图24：2 月淘系**奶粉**销售额同比+9.6%(亿元)



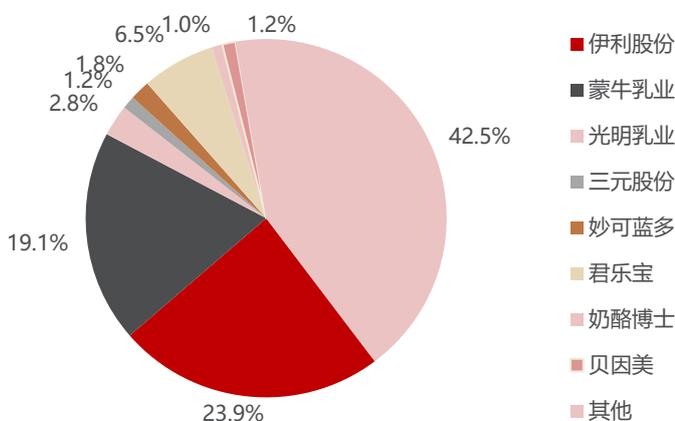
资料来源：萝卜投资，木丁商超数据，民生证券研究院

表4：2月天猫淘宝乳制品各品牌销售额情况

品牌	伊利股份	蒙牛乳业	光明乳业	新乳业	三元股份	君乐宝	妙可蓝多	奶酪博士	贝因美
销售额 (亿元)	3.79	3.03	0.45	0.05	0.18	1.04	0.28	0.16	0.19
同比	+17.0%↑	+9.1%	+23.0%↑	+54.2%↑	+5.5%↑	+10.9%↑	-21.1%↓	-54.0%↓	-26.6%↓
相比23M1月增速	+30.5pct	+43.2pct	+71.2pct	+70.7pct	+60.1pct	+49.4pct	+14.8pct	+11.8pct	+73.8pct

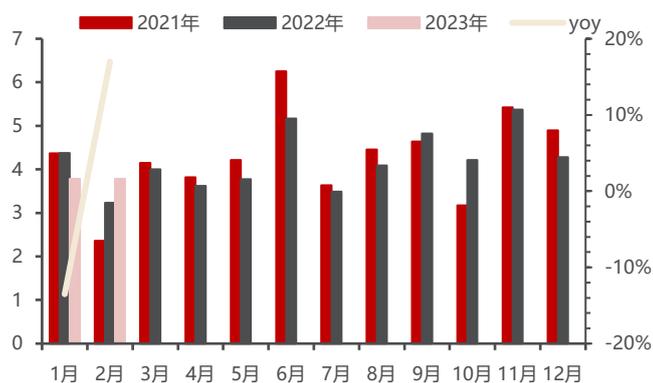
资料来源：萝卜投资、木丁商超数据，民生证券研究院

图25：2月淘系乳制品各品牌市占率



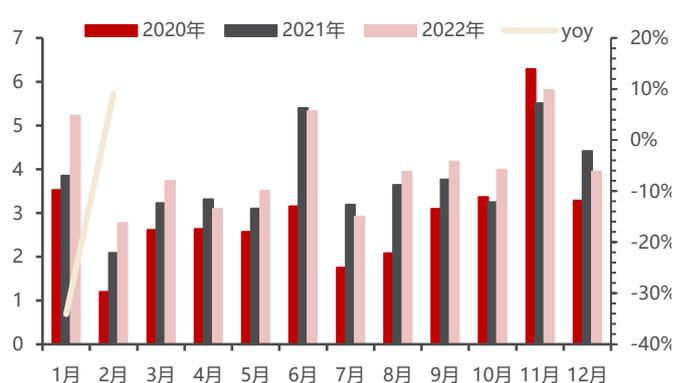
资料来源：萝卜投资，木丁商超数据，民生证券研究院

图26：2月淘系伊利股份销售额同比+17.0%(亿元)



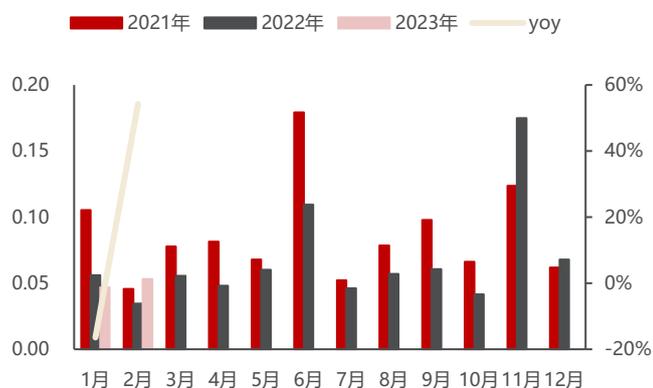
资料来源：萝卜投资，木丁商超数据，民生证券研究院

图27：2月淘系蒙牛乳业销售额同比+9.1%(亿元)



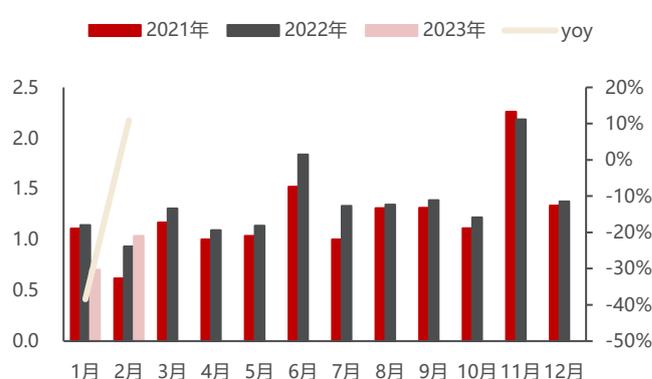
资料来源：萝卜投资，木丁商超数据，民生证券研究院

图28: 2月淘系新乳业销售额同比+54.2%(亿元)



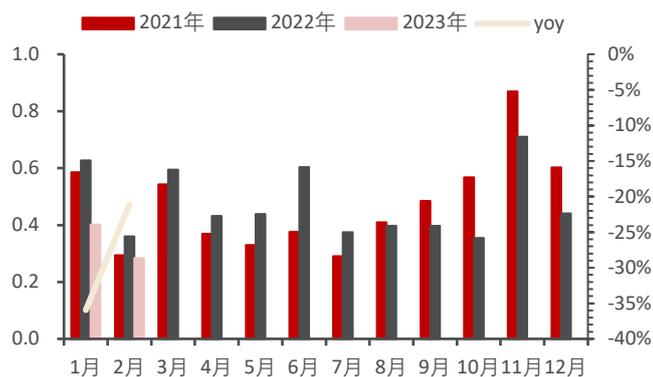
资料来源: 萝卜投资, 木丁商超数据, 民生证券研究院

图29: 2月淘系君乐宝销售额同比+10.9%(亿元)



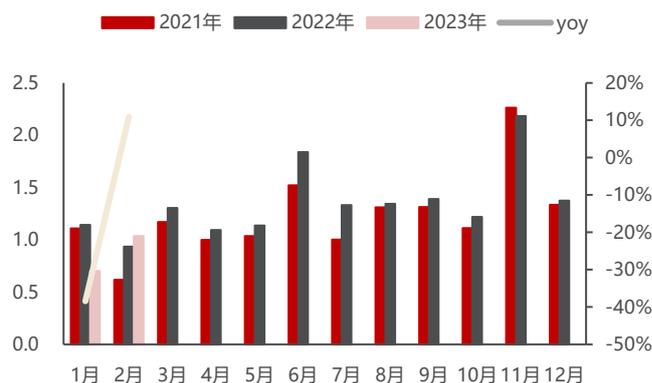
资料来源: 萝卜投资, 木丁商超数据, 民生证券研究院

图30: 2月淘系妙可蓝多销售额同比-21.1%(亿元)



资料来源: 萝卜投资, 木丁商超数据, 民生证券研究院

图31: 2月淘系三元股份销售额同比+5.5%(亿元)



资料来源: 萝卜投资, 木丁商超数据, 民生证券研究院

3 投资建议

原奶产能加速释放+下游需求稳步复苏，预计全年原奶价格温和下行，叠加行业竞争趋缓，利好下游乳企业绩释放。推荐标的：综合性龙头乳企具备长期确定性，推荐伊利股份（龙头具备规模效应，高毛利奶粉冷饮占比提升拉升结构和利润水平，关注销售逐季改善和净利率提升兑现），高景气度细分赛道和小而美区域乳企短期具备更大弹性：推荐新乳业（精耕低温，聚焦核心品类和渠道，看好“结构提升+规模效应+成本红利”三条净利率提升路径）、天润乳业（疆外差异化扩张贡献增量，产能项目顺利推进支撑未来需求），关注奶酪赛道龙头妙可蓝多（三重业绩增长驱动：家庭餐桌和餐饮工业延续高增态势+即食奶酪棒低温修复常温扩点+蒙牛奶酪并表）。

4 风险提示

1) **宏观经济超预期波动导致需求端受损**：宏观经济政策波动影响居民消费意愿，乳制品中可选消费需求下降。

2) **原奶价格波动超预期**。原奶为乳制品企业最大成本项目，因此原奶价格明显影响乳企利润空间，间接影响下游竞争程度和产品结构，若原奶价格波动程度过大，可能会对市场造成一定影响。

3) **食品安全风险**。食品生产流程较长，加工环节较多，若出现某一环节出现食品安全问题，将对品牌及公司形成负面影响。

插图目录

图 1: 1 月商超渠道乳制品销售额同比+12.84%(亿元).....	3
图 2: 1 月商超渠道乳制品销售量同比+14.24%(万吨).....	3
图 3: 1 月商超渠道乳制品各品类销售额占比.....	3
图 4: 1 月商超渠道乳制品各品类销售量占比.....	3
图 5: 1 月商超渠道液体奶销售额同比+21.6%(亿元).....	4
图 6: 1 月商超渠道酸奶销售额同比+3.72%(亿元).....	4
图 7: 1 月商超渠道奶粉销售额同比+0.72%(亿元).....	4
图 8: 1 月商超渠道奶油奶酪销售额同比+1.92%(亿元).....	4
图 9: 1 月伊利股份商超销售额同比+16.9%(亿元).....	5
图 10: 伊利股份商超渠道液奶、酸奶销售额.....	5
图 11: 1 月蒙牛乳业商超销售额同比+30.3%(亿元).....	5
图 12: 蒙牛乳业商超渠道液奶、酸奶销售额.....	5
图 13: 1 月光明乳业商超销售额同比-6.2%(亿元).....	5
图 14: 光明乳业商超渠道液奶、酸奶销售额.....	5
图 15: 1 月新乳业商超销售额同比-6.2%(亿元).....	6
图 16: 新乳业商超渠道液奶、酸奶销售额.....	6
图 17: 1 月妙可蓝多商超销售额同比+9.3%(亿元).....	6
图 18: 1 月妙可蓝多商超销售量同比+12.7%(万吨).....	6
图 19: 1 月天润乳业商超销售额同比+9.3%(亿元).....	6
图 20: 天润乳业商超渠道液奶、酸奶销售额(百万).....	6
图 21: 2 月淘系乳制品销售额同比+14.9%(亿元).....	7
图 22: 2 月淘系液体奶销售额同比+9.6%(亿元).....	7
图 23: 2 月淘系奶酪销售额同比+14.9%(亿元).....	7
图 24: 2 月淘系奶粉销售额同比+9.6%(亿元).....	7
图 25: 2 月淘系乳制品各品牌市占率.....	8
图 26: 2 月淘系伊利股份销售额同比+17.0%(亿元).....	8
图 27: 2 月淘系蒙牛乳业销售额同比+9.1%(亿元).....	8
图 28: 2 月淘系新乳业销售额同比+54.2%(亿元).....	9
图 29: 2 月淘系君乐宝销售额同比+10.9%(亿元).....	9
图 30: 2 月淘系妙可蓝多销售额同比-21.1%(亿元).....	9
图 31: 2 月淘系三元股份销售额同比+5.5%(亿元).....	9

表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级.....	1
表 1: 1 月商超渠道乳制品各品类销售额情况.....	3
表 2: 1 月商超渠道乳制品各品牌销售额情况.....	4
表 3: 2 月商超渠道乳制品各品类销售额情况.....	7
表 4: 2 月天猫淘宝乳制品各品牌销售额情况.....	8

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026