

2024年05月24日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

奶价持续下行，乳企内部分化

—乳制品板块 2023 年及 2024Q1 总结

推荐(维持)

投资要点

分析师：孙山山 S1050521110005

sunss@cfsc.com.cn

分析师：廖望州 S1050523100001

liaowz@cfsc.com.cn

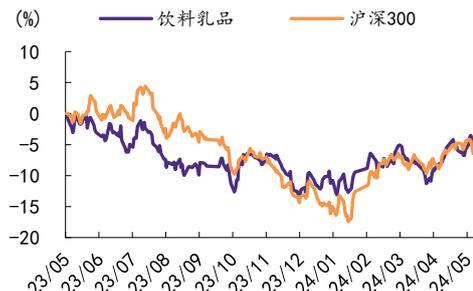
联系人：肖燕南 S1050123060024

xiaoyan@cfsc.com.cn

行业相对表现

表现	1M	3M	12M
饮料乳品(申万)	3.3	1.7	-5.9
沪深300	2.3	3.2	-6.7

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 《饮料乳品行业专题报告：新品贡献增量收入，费投加大利润部分承压》2024-05-08
- 《饮料乳品行业专题报告：新品贡献增量，利润释放明显》2023-11-20
- 《软饮料行业专题报告：新品增量叠加成本改善，利润释放可期》2023-05-11

乳制品：市场需求仍偏弱，奶价下行利好盈利

2023/2024Q1 乳制品行业营收分别为 2003.85/ 500.07 亿元，同比+2%/-4%，由于 2023Q1 春节前置及送礼场景恢复，去年同期基数较高，而当前市场需求相对较为疲软，致使 2024Q1 营收同比减少。2023/2024Q1 乳制品行业归母净利润分别为 130.00 /64.46 亿元，分别同增 24%/55%，主要受伊利股份处置控股子公司股权的投资收益影响，由于供给端仍处于过剩状态，原奶价格持续下行，行业毛利率同比改善，2024 年市场竞争加剧，大部分乳企销售费率同比增长，同时奶源自给率较高的企业面临较大的淘汰牛只压力，内部表现较为分化。随着上游牧场推进产能出清，各乳企稳步消化上游奶源，原奶价格将逐渐企稳，行业规模有望持续修复。

龙头业绩稳健，区域乳企表现分化

龙头企业表现较稳健，伊利股份由于 2023 年高基数叠加节后消费偏弱，导致营收端较为承压，但公司持续梳理液体乳渠道销售节奏，下半年有望恢复增长。区域乳企业绩呈现分化趋势，天润乳业受淘汰牛只处理影响、燕塘乳业受 2023 年房地产收益导致高基数影响，业绩增速相对承压，但随着公司把握品牌建设，推进全国化扩张，业绩有望环比改善，新乳业推进品类高端化，“24 小时”高端系列产品放量不断提升公司盈利能力，随着 DTC 渠道拓展，后续有望延续高增势能；贝因美奶粉类业务基本盘夯实，米粉类 ODM 订单高增，随着营销链路不断疏通，公司盈利端有望延续恢复性增长。

行业评级及投资策略

展望 2024 年，随着市场供需结构调整，龙头乳企仍可借助渠道、品牌优势夯实优势地位，而区域乳企通过持续打造高端品类、推进渠道建设等方式有望提升盈利能力，加快全国布局，推荐伊利股份、新乳业、燕塘乳业等。维持食品饮料行业“推荐”投资评级。

风险提示

宏观经济波动风险；行业竞争风险；食品安全风险；消费税或生产风险；原材料价格波动风险；推荐公司业绩不达预期等。

重点关注公司及盈利预测

公司代码	名称	2024-05-24	EPS			PE			投资评级
		股价	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	
002570.SZ	贝因美	3.00	0.04	0.09	0.15	75.00	33.33	20.00	买入
002732.SZ	燕塘乳业	15.88	1.15	1.31	1.61	13.81	12.12	9.86	买入
002946.SZ	新乳业	10.50	0.50	0.77	0.95	21.00	13.64	11.05	买入
600419.SH	天润乳业	9.61	0.44	0.55	0.68	21.84	17.47	14.13	买入
600887.SH	伊利股份	28.88	1.64	1.86	2.17	17.61	15.53	13.31	买入

资料来源：Wind，华鑫证券研究

正文目录

1、 乳制品：市场需求仍偏弱，奶价下行利好盈利.....	5
1.1、 收入端：消费需求偏弱，营收边际承压	5
1.2、 盈利端：奶价下行拉升板块盈利，产品结构优化提供中长期动力.....	6
2、 龙头业绩稳健，区域乳企表现分化.....	8
2.1、 伊利股份：液体乳板块静待修复，多板块发力增长	8
2.2、 天润乳业：利润端承压，看好后续修复潜力	10
2.3、 新乳业：业绩稳健增长，推新品塑渠道放量可期	10
2.4、 燕塘乳业：盈利同比下降，新项目有望提振竞争力	11
2.5、 贝因美：业绩增长彰显经营韧性，新增长点持续开拓	12
3、 行业评级及投资策略.....	13
4、 风险提示.....	14

图表目录

图表 1：2023 年乳制品行业营收同增 2%.....	5
图表 2：2024Q1 年乳制品行业营收同减 4%.....	5
图表 3：重点关注公司总营收表现	6
图表 4：原奶价格持续下行	6
图表 5：2024 年牛肉价格同比下降	6
图表 6：乳制品板块毛利率与净利率.....	7
图表 7：乳制品板块销售/管理费用率.....	7
图表 8：重点关注公司销售/管理费用率表现.....	7
图表 9：2023 年乳制品行业归母净利润同增 24%.....	8
图表 10：2024Q1 乳制品行业归母净利润同增 55%.....	8
图表 11：重点关注公司归母净利润表现.....	8
图表 12：伊利股份营收及归母净利润	9
图表 13：伊利股份毛利率与净利率	9
图表 14：天润乳业营收与归母净利润	10
图表 15：天润乳业毛利率与净利率	10
图表 16：新乳业营收与归母净利润	11
图表 17：新乳业毛利率与净利率	11
图表 18：燕塘乳业营收与归母净利润	12
图表 19：燕塘乳业毛利率与净利率	12
图表 20：贝因美营收与归母净利润	13
图表 21：贝因美毛利率与净利率	13

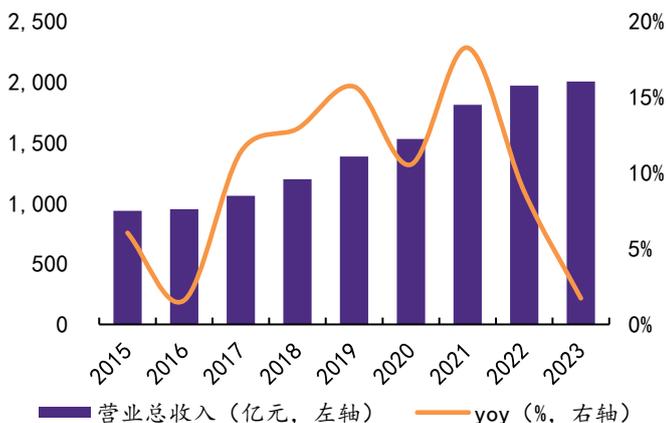
图表 22: 重点关注公司及盈利预测 14

1、乳制品：市场需求仍偏弱，奶价下行利好盈利

1.1、收入端：消费需求偏弱，营收边际承压

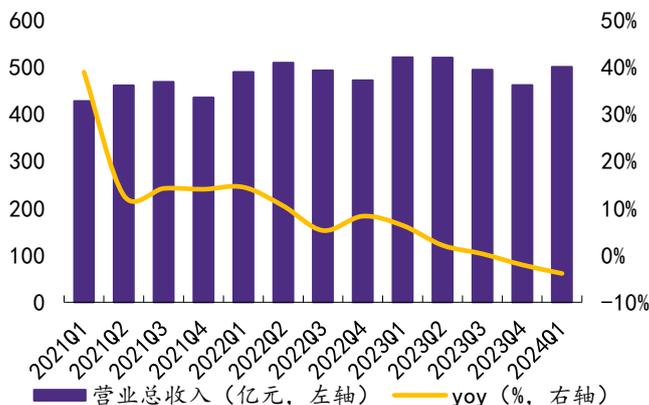
行业竞争加剧，一季度板块营收承压。乳制品行业 2023/2023Q4 营收分别为 2003.85/461.69 亿元，分别同比+2%/-2%，2024Q1 乳制品行业营收 500.07 亿元，同减 4%，主要系行业市场价格战激烈，原料奶价格与牛只销售价格阶段性下行所致，后续随着乳企加快新品培育、调整销售节奏，行业有望恢复性增长。

图表 1：2023 年乳制品行业营收同增 2%



资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 2：2024Q1 年乳制品行业营收同减 4%



资料来源：WIND，华鑫证券研究

龙头乳企营收表现相对稳定，区域乳企呈现分化态势。从具体企业来看，伊利股份、燕塘乳业营收边际承压，主要系 2023Q1 高基数叠加 2024 年春节消费需求偏弱，产品销售阶段性承压所致；天润乳业常温乳制品持续放量拉动整体营收规模提升，但受制于消费需求提振较弱，营收增速边际放缓；新乳业剔除“一只酸奶牛”剥离影响后，还原口径 2024Q1 营收同增 5%-6%，而 DTC 业务后续将为公司贡献主要增长来源；贝因美奶粉基本盘夯实，同时公司加强平台客户合作，米粉 ODM 订单实现高增，营收表现边际优化。

图表 3：重点关注公司总营收表现

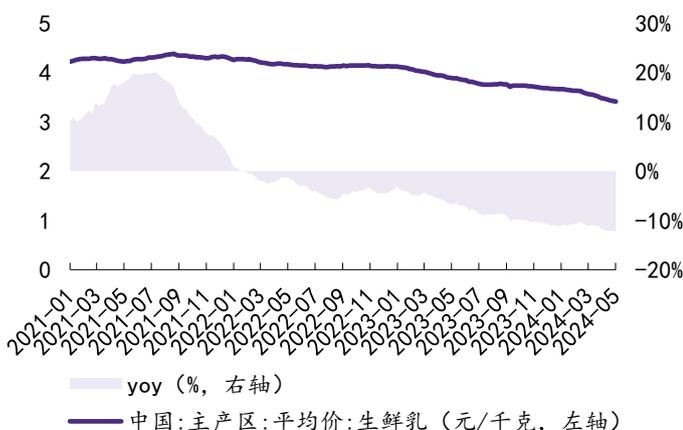
公司	2023		2024Q1	
	营业总收入 (亿元)	yoy (%)	营业总收入 (亿元)	yoy (%)
伊利股份	1261.79	2.44%	325.77	-2.58%
天润乳业	27.14	12.62%	6.41	1.47%
新乳业	109.87	9.80%	26.14	3.66%
燕塘乳业	19.50	4.01%	3.79	-11.55%
贝因美	25.28	0.76%	7.20	2.28%

资料来源：wind，华鑫证券研究

1.2、盈利端：奶价下行拉升板块盈利，产品结构优化提供中长期动力

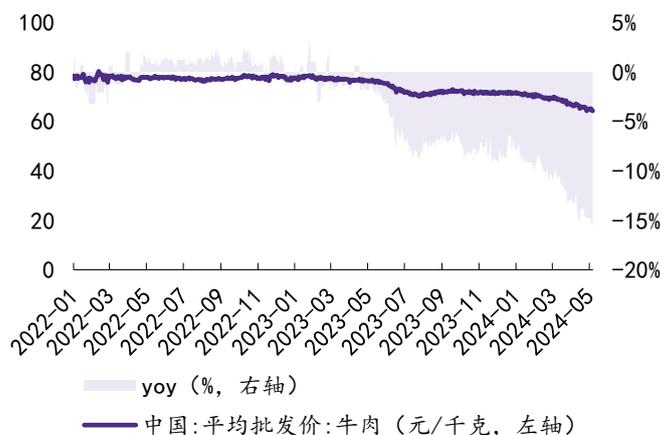
原奶价格延续下行趋势，销售费投边际提升。成本端，由于市场需求较弱，供给端过剩，导致原奶价格自 2022 年初的 4.2 元/千克持续下调，截至 2024 年 5 月，原奶价格已下跌至 3.4 元/千克，叠加牛肉价格走低，上游奶牛养殖业经营/出清压力增加。盈利端，原奶价格下行拉动下游乳制品企业毛利率相对提升，2023Q4/2024Q1 乳制品毛利率分别为 29%/32%。在低成本、弱需求的催化下，乳企促销力度加强，2024Q1 乳制品行业销售费用率同比增加，管理费用率稳中有增。综合来看，2023Q4/2024Q1 乳制品行业净利率分别为 4%/3%，2024Q1 净利率显著提升，主要系伊利股份转让控股子公司股权的投资收益影响所致。目前部分牧场开始去产能，供给端收缩有望带动原奶价格企稳。

图表 4：原奶价格持续下行



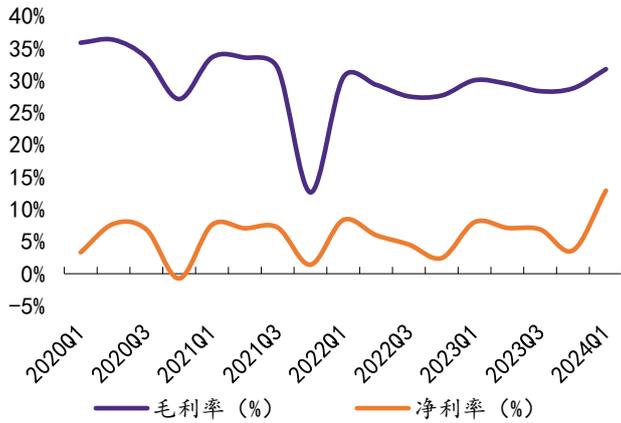
资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 5：2024 年牛肉价格同比下降



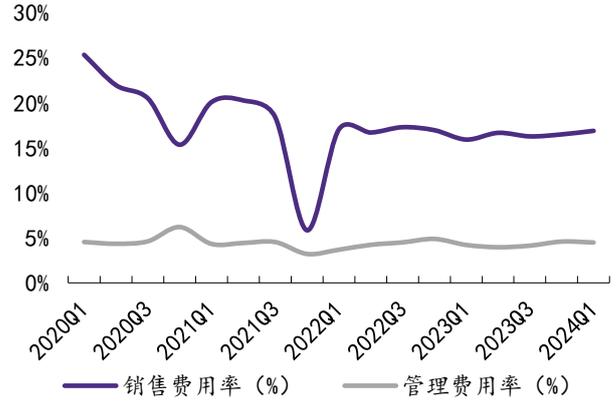
资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 6: 乳制品板块毛利率与净利率



资料来源: WIND, 华鑫证券研究

图表 7: 乳制品板块销售/管理费用率



资料来源: WIND, 华鑫证券研究

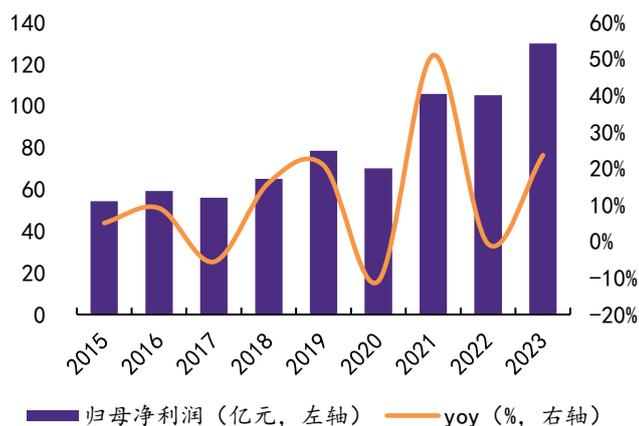
图表 8: 重点关注公司销售/管理费用率表现

公司	2023		2023		2024Q1		2024Q1	
	销售费用率 (%)	同比 (pct)	管理费用率 (%)	同比 (pct)	销售费用率 (%)	同比 (pct)	管理费用率 (%)	同比 (pct)
伊利股份	17.89%	-0.71	4.76%	-0.25	18.45%	1.38	4.91%	0.27
天润乳业	5.41%	0.23	4.48%	0.71	5.72%	0.15	4.97%	1.17
新乳业	15.28%	1.72	4.71%	-0.46	17.08%	1.59	5.48%	0.59
燕塘乳业	10.24%	-0.54	5.82%	-0.73	12.65%	2.36	6.34%	0.59
贝因美	31.34%	-1.39	8.70%	1.06	28.45%	-0.77	6.97%	-0.39

资料来源: wind, 华鑫证券研究

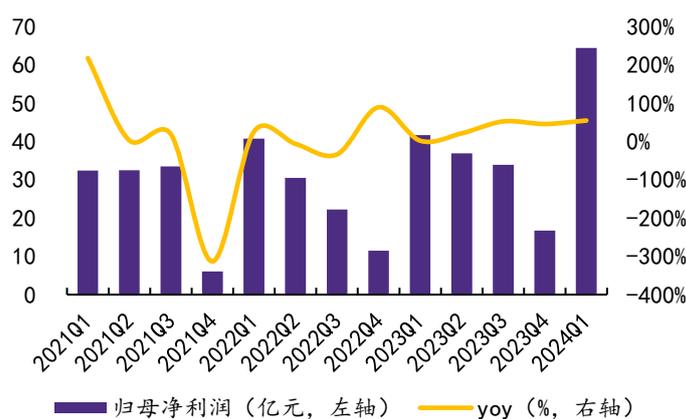
非经常性损益致使企业利润表现分化, 产品结构优化贡献乳企中长期增长动力。2023 年/2023Q4 乳制品行业归母净利润分别为 130.00/16.73 亿元, 分别同增 24%/46%, 2024Q1 为 64.46 亿元, 同增 55%, 由于奶源自给率存在差异, 乳制品企业内部利润表现分化明显, 其中伊利股份受益于控股子公司股权转让收益增加; 贝因美奶粉类业务优势逐渐巩固, 同时通过优化产品结构, 实现归母净利润边际提升; 新乳业“24 小时”高端系列持续放量, 新品动销良好, 后续盈利端表现有望持续向好; 天润乳业由于收购新农乳业, 受原奶与牛只销售价格下行影响明显, 公司目前加快淘汰牛只销售、优化牛群结构, 后续生产效益有望提升; 燕塘乳业净利润同比变化主要受 2023 年房产转让收益导致高基数影响, 预计随着公司推进产业集群项目建设, 业绩基本盘有望稳固。

图表 9：2023 年乳制品行业归母净利润同增 24%



资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 10：2024Q1 乳制品行业归母净利润同增 55%



资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 11：重点关注公司归母净利润表现

公司	2023		2024Q1	
	归母净利润 (亿元)	yoy (%)	归母净利润 (亿元)	yoy (%)
伊利股份	104.29	10.58%	59.23	63.84%
天润乳业	1.42	-27.74%	0.05	-91.74%
新乳业	4.31	19.18%	0.90	46.93%
燕塘乳业	1.80	81.60%	0.16	-42.91%
贝因美	0.47	-126.96%	0.22	80.19%

资料来源：wind，华鑫证券研究

2、龙头业绩稳健，区域乳企表现分化

2.1、伊利股份：液体乳板块静待修复，多板块发力增长

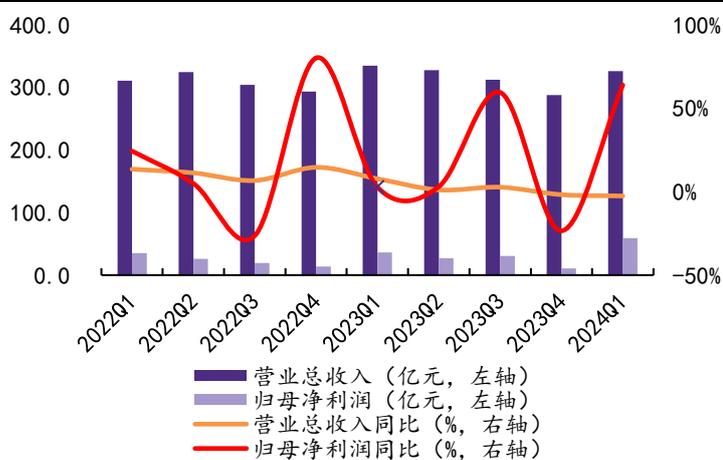
盈利端改善可期，回购方案彰显发展信心。公司 2023/2023Q4/2024Q1 总营收分别为 1261.79/287.75/325.77 亿元，分别同比+2%/-2%/-3%，2024Q1 营收端承压，主要系基数高/春节后消费需求偏弱，导致上游供给过剩与需求恢复不足的供需矛盾所致，当前公司主动调整出货节奏及上游奶源采购和消化，随着渠道逐步恢复，有望带动 2024 全年业绩实现稳增长。公司 2023 /2023Q4/2024Q1 归母净利润分别为 104.29/10.48/59.23 亿元，分别同比+11%/-23%/+64%，2024Q1 利润增长主要系转让控股子公司股权的投资收益所致。2024 年，

公司计划实现总营收 1300 亿元，利润总额 147 亿元。盈利端，2023 /2024Q1 公司毛利率分别为 32.58%/35.79%，分别同增 0.3pct/2pcts，毛利率呈上升趋势，主要系产品结构改善和原奶价格下降所致，随着市场需求恢复，预计毛利率仍有提升空间。2023/2024Q1 销售费率为 17.89%/18.45%，分别同比-1pct/+1pct，为保障液态奶调整的顺利推进，公司计划增加营销投入，预计 2024 年销售费率略有提升。2023/2024Q1 管理费率为 4.08%/4.47%，分别同比-0.3pct/+0.3pct。综合来看，公司 2023/2024Q1 的净利率分别为 8.18%/18.34%，分别同增 1pct/7pcts，当前业务处于恢复过程中，期待盈利端持续改善。此外，公司提出回购方案，预计回购股份数量 2387.77-4775.55 万股，占总股本的 0.38%-0.75%；预计回购金额 10-20 亿元，回购价格上限为 41.88 元/股。本次回购用于注销和减少注册资本，有望增强市场信心与提高投资者回报。分红方面，公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 12 元，分红率为 73.25%。

基本盘有望恢复增长，业务多元化发展。分产品看，1) 液体乳板块渠道梳理进行中，静待下半年恢复增长。2023 年公司液体乳的营收为 855.40 亿元（同增 1%），销量为 969.47 万吨（同增 2%），吨价为 0.88 万元/吨（同减 1%）。2024Q1 营收为 202.61 亿元（同减 7%），主要系公司为渠道长期健康发展主动调整销售节奏所致，预计上半年完成液奶渠道梳理后，下半年企稳回升。**2) 奶粉及奶制品板块基本持平且优于行业。**2023 年奶粉及奶制品的营收为 275.98 亿元（同增 5%），销量为 35.54 万吨（同增 3%），吨价为 7.76 万元/吨（同增 2%）。公司针对成人奶粉开发功能性产品，目前婴幼儿配方零售额市占份额为 16.2%，同增 2pcts，随着行业集中度提升，公司作为头部品牌有望获得更多市场份额，此外，公司奶酪业务 ToB 领域快速发展，长期有较大增长空间。**3) 冷饮产品渗透率和结构提升仍有空间，预计保持稳健增长。**2023 年公司冷饮产品的营收为 106.88 亿元（同增 12%），销量为 66.72 万吨（同增 12%），吨价为 1.60 万元/吨（同增 0.1%）。未来公司计划通过强化品牌矩阵/渠道建设/新品上市等多项措施，把握冷饮产品在三四线市场及年轻消费群体中的增长潜力，催生新增长空间。

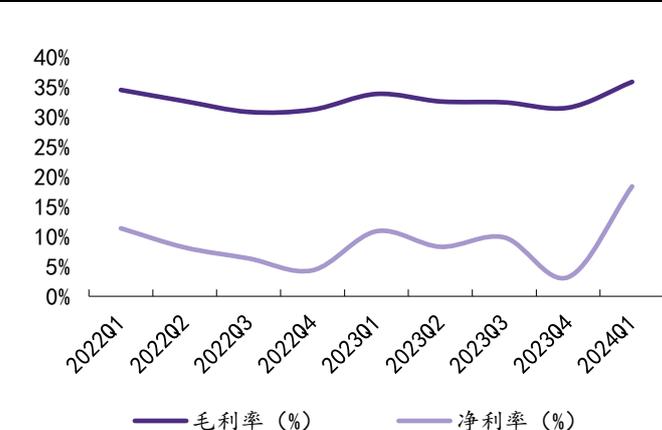
国内市场稳健发展，积极寻求国际市场增长点。分地区看，2023 年公司华北/华南/华中/华东/其他地区的营收分别为 339.40/315.39/245.36/193.11/151.34 亿元，分别同比 +2%/+6%/+8%/-8%/+5%。除华东地区外，国内各地区业绩实现稳增长。同时，公司积极布局国际市场，通过与澳优合作，丰富其全球奶源布局，在欧洲奶源方面取得显著进展。**分销售模式看，**2023 年公司经销/直营营收分别为 1207.47/37.14 亿元，分别同增 3%/1%。

图表 12: 伊利股份营收及归母净利润



资料来源: WIND, 华鑫证券研究

图表 13: 伊利股份毛利率与净利率



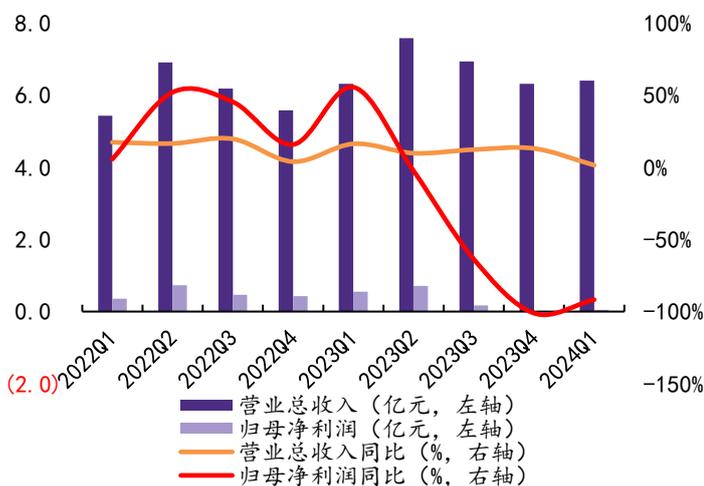
资料来源: WIND, 华鑫证券研究

2.2、天润乳业：利润端承压，看好后续修复潜力

营收基本持平，利润端短期承压。公司 2024Q1 总营收 6.41 亿元（同增 1%），归母净利润 0.05 亿元（同减 92%），利润端短期承压，主要系消费需求提振偏弱/乳制品市场价格战激烈/原料奶价格与牛只销售价格阶段性下行所致。2024Q1 毛利率同减 4pcts 至 16.43%。2024Q1 销售/管理/财务费用率分别为 5.72%/4.14%/1.60%，分别同增 0.1pct/1pct/1pct，整体来看费用率上行，预计系收购新农乳业/疆外市场开发所致。综合来看，2024Q1 净利率同减 9pcts 至 0.08%。公司当前加快淘汰牛只销售，优化牛群结构，后续生产效益有望提升，为盈利端改善奠定基础。

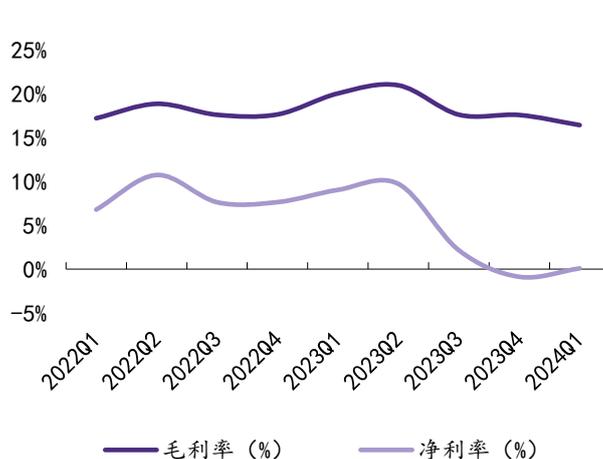
疆外市场逆势开拓，修炼内功静待市场改善。分产品看，2024Q1 常温乳制品/低温乳制品/畜牧业产品/其他产品营收分别为 3.63/2.40/0.31/0.04 亿元，分别同比+3%/-2%/+10%/+74%，常温乳制品表现优于低温乳制品。分销售模式看，2024Q1 经销/直销渠道营收分别为 5.63/0.74 亿元，分别同比+4%/-17%。截至 2024Q1 末，公司总经销商 955 家，较年初净增加 25 家，其中疆内/疆外经销商数量分别净变化-3/+28 家，疆外经销网络建设持续发力。分区域看，2024Q1 疆内/疆外营收分别为 3.71/2.67 亿元，分别同比-1%/+4%，疆内市场表现稳定，疆外市场稳步增长。公司依托新疆地区的优质奶源，推出具有地方特色的产品，在疆外市场具有明显的差异化优势，山东齐源重点打造核心样板市场，辐射带动周边省份。

图表 14：天润乳业营收与归母净利润



资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 15：天润乳业毛利率与净利率



资料来源：WIND，华鑫证券研究

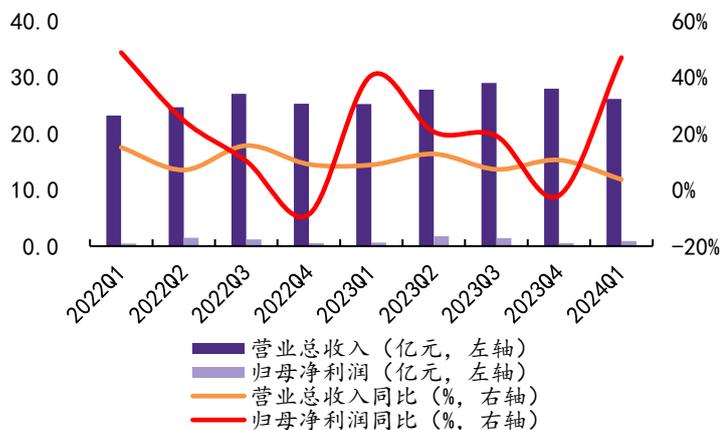
2.3、新乳业：业绩稳健增长，推新品塑渠道放量可期

营收端稳健增长，成本端改善明显。公司 2023 年/2023Q4/2024Q1 总营收分别为 109.87/27.93/26.14 亿元，分别同增 10%/11%/4%，2024Q1 营收增长相对偏弱，主要受“一

只酸奶牛”剥离的影响，剔除该影响，还原口径为营收同比增长 5%-6%。公司 2023 年/2023Q4/2024Q1 归母净利润分别为 4.31/0.50/0.90 亿元，分别同比+19%/-2%/+47%。得益于奶源价格下行/产品结构升级，2023 年/2024Q1 的毛利率分别为 26.87%/29.38%，分别同增 3pcts/2pcts，后续毛利率展望还需关注零食渠道增长情况。2023 年/2024Q1 销售费率为 15.28%/17.08%，分别同增 2pcts/2pcts，主要系促销费用增长/品牌建设投入增加所致，预计 2024 年销售费用率继续上行。2023 年/2024Q1 管理费率为 4.28%/5.10%，分别同比-0.4pct/+1pct，综合致使公司 2023 年/2024Q1 的净利率分别为 3.98%/3.57%，分别同增 0.4pct/1pct。

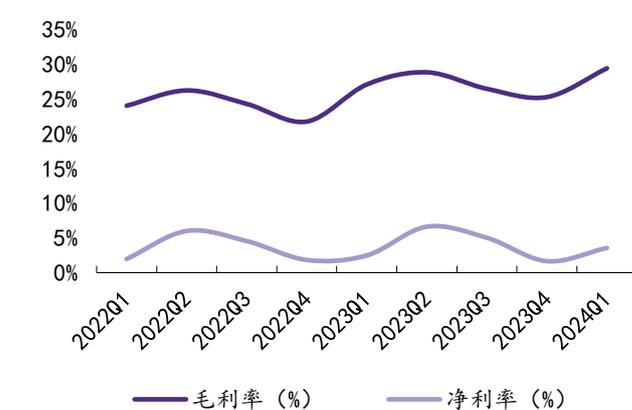
新品驱动高质量增长，DTC 渠道表现亮眼。分产品看，2023 年液体乳/奶粉/其他产品的营收分别为 97.55/0.79/11.53 亿元，分别同比+11%/+11%/-1%。公司以低温鲜奶、特色酸奶为重点，2023 年新品收入占比 12%，是拉动增长的重要引擎。公司推进品类高端化，“24 小时”高端系列产品 2023 年收入高增。此外公司在夯实常温奶发展基础的同时，发力高端产品“澳特兰”。高端化产品和新品的增长，推动液体乳产品 2023 年毛利率同比增长 3pcts 至 28.76%。**分地区看**，2023 年西南/华东/华北/西北/其他区域的营收分别为 40.95/30.20/11.09/14.24/13.39 亿元，分别同比+10%/+5%/+39%/-1%/+15%。**分销售模式看**，2023 年直销/经销渠道营收分别为 55.88/42.47，分别同增 10%/12%。公司重点抓 DTC 渠道增长和直营渠道管理水平，DTC 业务 2023 年收入同增超 15%，成为核心渠道增长来源。此外，公司持续进行数字化建设和鲜活 go 系统搭建，“鲜活 go”商城 2023 年 GMV 超 2.7 亿。

图表 16: 新乳业营收与归母净利润



资料来源: WIND, 华鑫证券研究

图表 17: 新乳业毛利率与净利率



资料来源: WIND, 华鑫证券研究

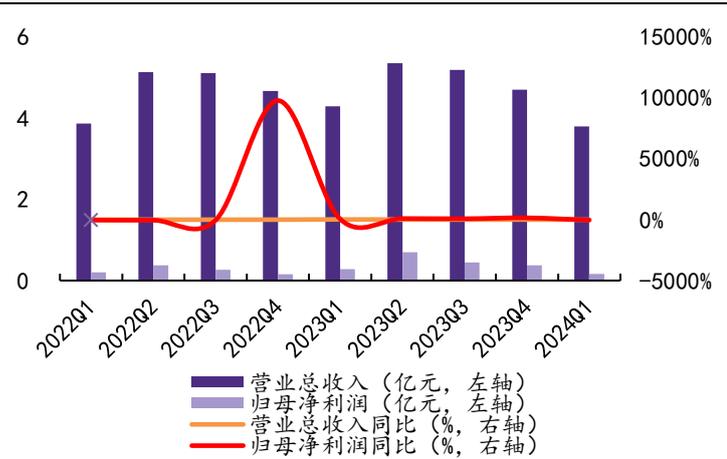
2.4、燕塘乳业：盈利同比下降，新项目有望提振竞争力

业绩短期承压，整体符合预算范围。公司 2024Q1 总营收 3.79 亿元（同减 12%），归母净利润 0.16 亿元（同减 43%）。2024Q1 毛利率同减 1pct 至 24.31%。2024Q1 销售/管理费

用率分别为 12.65%/5.13%，分别同增 2pcts/0.3pct，预计系行业竞争加剧下公司调整促销力度所致，综合导致 2024Q1 净利率同减 2pcts 至 4.28%。根据公司 2024 年财务预算报告，由于公司计划调整产品促销力度/建设品牌形象/加强新品研发，预计费用及成本增加，此外 2023 年公司转让房产取得的收益为偶发的非经常性事项，预计 2024 年公司营收同比变动-20%至 10%，归母净利润同比变动-50%至 10%，2024Q1 业绩符合预算范围内。

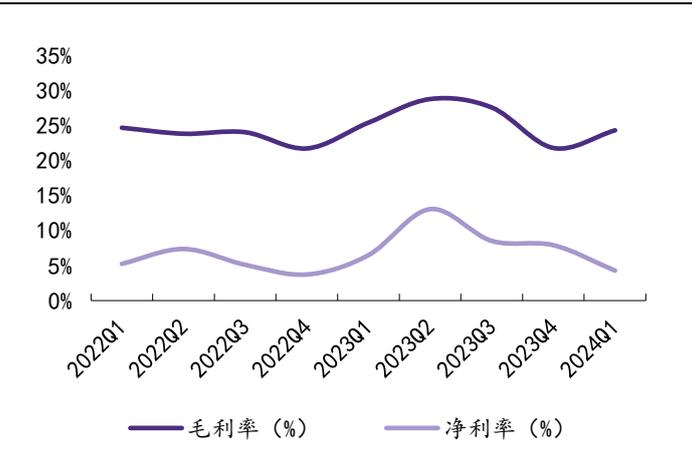
看好产业集群项目，多方面助推成长动能。公司于 2024 年 4 月 2 日审议通过《关于拟建设都市型乳业优势特色产业集群项目的议案》，项目建设期为 2024-2026 年。项目目标为：1) 提升奶牛养殖数量，鲜奶产量达到 8.69 万吨以上；2) 增加与液态奶高度契合的产品，构建多元化产品结构；3) 提升成母牛单产能力，实现科技支撑体系健全完善；4) 实现工厂废水、废气达标排放率 100%，垫料和沼气资源利用率达 95%以上；5) 与相关农户建立利益联结机制，增强辐射带动能力。项目建设布局为：围绕粤港澳大湾区，构建“1 核 2 院 2 片区”的产业空间格局。项目内容为：1) 科技支撑：构建科技平台，实现全产业链精细化管理；2) 奶源优化：增加优质饲草料供应至 5 万吨，提升单产水平与原奶质量；3) 产业链条：构建现代冷链物流配送体系；4) 市场扩展：实施品牌和产品策略，扩大市场影响力；5) 农民增收：探索利益联结机制，搭建公共服务平台。该项目的推进有望提升公司的市场竞争力及可持续发展能力，形成具有南方特色的乳业全产业链示范样板。

图表 18: 燕塘乳业营收与归母净利润



资料来源: WIND, 华鑫证券研究

图表 19: 燕塘乳业毛利率与净利率



资料来源: WIND, 华鑫证券研究

2.5、贝因美：业绩增长彰显经营韧性，新增长点持续开拓

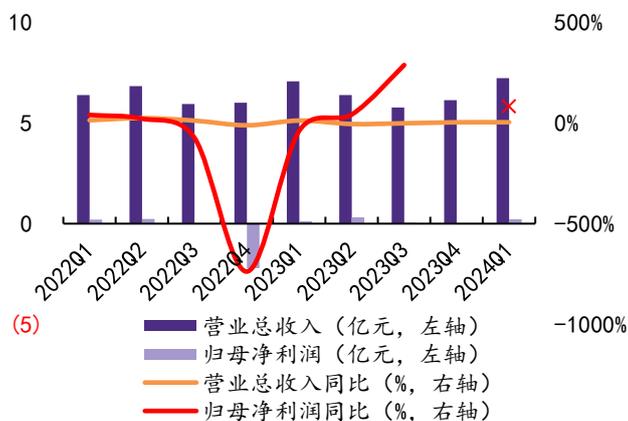
业绩维持稳定增长，盈利端修复效果显著。公司 2023/2023Q4/2024Q1 总营收分别为 25.28/6.12/7.20 亿元，分别同增 1%/2%/2%，归母净利润分别为 0.47/-0.02/0.22 亿元，2022 为-1.76 亿元/2022Q4 为-2.20 亿元/同增 81%，实现营收和利润双增，整体业绩稳定发展。盈利端，2023/2024Q1 公司毛利率分别为 47.07%/44.34%，分别同增 1pct/0.3pct，毛利率呈上升趋势，主要系产品销售折扣减少/高毛利产品销售增长所致。公司重整管理体系、梳理营销策略，不断强化费效考核/压缩低效投入，2023/2024Q1 销售费率分别同减 1pct/1pct 至 31.34%/28.45%，管理费率分别同比+1pct/-0.1pct 至 7.91%/6.61%。综合来

看，公司 2023/2024Q1 的净利率分别为 2.29%/3.40%，分别同增 9pcts/1pct，随着营销链路不断疏通，公司盈利端有望延续恢复性增长。

奶粉基本盘持续夯实，米粉类 ODM 业务放量。分产品看，1) 奶粉类业务基本盘夯实，新国标注册完成增强品牌力。2023 年公司奶粉类营收为 23.37 亿元（同增 3%），销量为 2.28 万吨（同增 11%），吨价为 10.24 万元/吨（同减 8%）。公司已完成所有婴配粉的新国标注册，增强消费者信任，并集中发力于可睿欣、爱加等高毛利产品，推动产品结构升级；同时公司发力全家营养，开拓成人奶粉系列、加快中老年营养产品临床验证，从而完成品类矩阵补齐，挖掘市场新增量。2) 米粉类 ODM 订单高增。2023 年米粉类营收为 0.41 亿元（同增 170%），销量为 0.07 万吨（同增 137%），主要系定制类 ODM 米粉订单量增长较多所致，吨价为 5.60 万元/吨（同增 14%），实现量价齐升。3) 其他类由于产品结构调整，量跌价增。2023 年公司其他类产品的营收为 1.50 亿元（同减 31%），销量为 0.002 万吨（同减 49%），吨价为 792.36 万元/吨（同增 35%），主要系公司根据业务发展需要缩减部分品类结构所致。

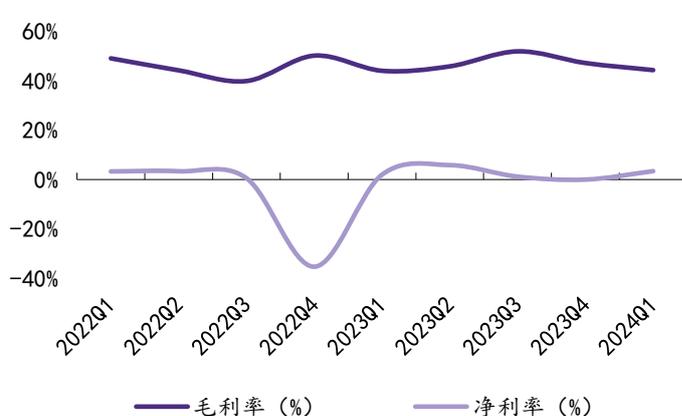
渠道建设稳步推进，市场下沉挖掘新增量。分渠道看，2023 年公司经销商/直供客户/电子商务/总承销商/包销商/其他/其他业务收入营收分别为 5.33/4.13/4.70/3.72/6.13/0.12/1.15 亿元，分别同比-37%/+119%/+8%/-8%/+42%/-68%/-31%。截至 2023 年末，公司经销商数量为 1995 家，较 2022 年末净增加 208 家，公司持续发力渠道建设，挖掘三四线城市/乡镇等下沉市场增量，同时公司积极拓展 ODM/OEM 业务，通过与有实力的渠道商、平台客户加强合作，实现渠道推力提升

图表 20：贝因美营收与归母净利润



资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 21：贝因美毛利率与净利率



资料来源：WIND，华鑫证券研究

3、行业评级及投资策略

展望 2024 年，随着市场供需结构调整，龙头乳企仍可借助渠道、品牌优势夯实优势地位，而区域乳企通过持续打造高端品类、推进渠道建设等方式有望提升盈利能力，加快全国布局，推荐伊利股份、新乳业、燕塘乳业等。

维持食品饮料行业“推荐”投资评级。

图表 22：重点关注公司及盈利预测

公司代码	名称	2024-05-24 股价	EPS			PE			投资评级
			2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	
002570.SZ	贝因美	3.00	0.04	0.09	0.15	75.00	33.33	20.00	买入
002732.SZ	燕塘乳业	15.88	1.15	1.31	1.61	13.81	12.12	9.86	买入
002946.SZ	新乳业	10.50	0.50	0.77	0.95	21.00	13.64	11.05	买入
600419.SH	天润乳业	9.61	0.44	0.55	0.68	21.84	17.47	14.13	买入
600887.SH	伊利股份	28.88	1.64	1.86	2.17	17.61	15.53	13.31	买入

资料来源：Wind，华鑫证券研究

4、风险提示

- 1、宏观经济波动风险；
- 2、行业竞争风险；
- 3、食品安全风险；
- 4、消费税或生产风险；
- 5、原材料价格波动风险；
- 6、推荐公司业绩不达预期等。

食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

肖燕南：湖南大学金融硕士，于2023年6月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

廖望州：香港中文大学硕士，CFA，3年食品饮料行业研究经验，覆盖啤酒、卤味、徽酒领域。

证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 0%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基

准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。