

# 乳制品行业深度：筑基已成，潜力犹存



易碧归 分析师  
Email:yibigui@lczq.com  
证书:S1320523020003



梁雪航 研究助理  
Email:liangxuehang@lczq.com

## 投资要点:

### 乳制品市场发展现状:

我国乳制品市场历经七十余年持续自我革新，良性发展根基已定，整体进入相对成熟的低速成长期。2023年乳制品市场规模为5738.6亿元。供给端来看，伴随行业规模化持续进行，奶质和奶量均有提升；需求端来看，我国人均乳制品消费仅12.4千克，人均提升和结构升级潜力仍存。

### 乳制品市场增长机会:

1、**总量上，中国乳制品市场仍有提升空间**：一是我国经济可持续发展的拉动；二是城乡差距、收入差距缩小带来的提振；三是饮奶消费习惯培育逐步成熟的贡献。

2、**结构上，细分品类增长可期**：一是冷链运输和ESL技术成熟、健康意识推动下，低温鲜奶具备扩容潜力；二是在行业增速放缓与竞争加剧下功能性酸奶或大有可为；三是市场教育逐步完善和应用场景不断丰富将推动奶酪为代表的干乳制品占比提升。此外，高端白奶逐步下沉有望支撑常温白奶低速增长，奶粉市场在人口降速边际放缓、国产奶粉提质提价的背景下或将减少拖累。

3、**企业端，我国乳制品企业的利润天花板可看更高**：主要系中国乳企在产业链当中具备优势地位，既可通过上游并购降低成本、分散风险，也可通过产品提价和结构升级向下游寻求利润。

### 投资建议:

看好中国乳制品行业的长期投资机会，建议关注产品矩阵完善的全国性龙头乳企伊利股份；差异化布局低温鲜奶、奶酪等品类的区域性乳企光明乳业、新乳业、天润乳业、妙可蓝多。

**风险提示**：宏观经济增长不及预期；消费复苏不及预期；乳制品市场消费培育不足；行业政策变动风险；食品安全时间等风险。

## 投资评级：看好（首次）

### 市场表现



### 相关报告

## 目 录

1. 我国乳制品市场持续自我革新，良性发展根基已定 .....	5
1.1 发展回顾：行业七十年筑基，已成长青大树 .....	5
1.2 市场规模：在需求恢复中稳健前行，仍有扩容潜力 .....	8
1.3 竞争格局：供给端两超多强，需求端液奶为主 .....	10
1.4 产业链：中游议价权较高，产业链整合保障奶源 .....	12
2. 国内经济与消费环境改善提振人均奶类消费 .....	16
2.1 对标乳业发达国家，我国乳业增长未完待续 .....	16
2.2 我国经济持续增长支撑奶类消费提升 .....	18
2.3 新型城镇化与区域经济发展优化消费结构 .....	19
2.4 行业指导与企业营销推动饮奶习惯培育 .....	21
3. 常温白奶稳中有增，子品类扩容与升级的潜力犹存 .....	21
3.1 白奶：高端白奶下沉延续，低温鲜奶有望扩容 .....	21
3.2 酸奶：国民健康意识增强，功能性添加可期爆款 .....	23
3.3 干乳制品：西式餐饮连锁化助推奶油奶酪类消费培育 .....	24
3.4 奶粉：老年化趋势明显，现实好于预期 .....	25
4. 成本费用降低与结构升级驱动，乳企利润率有望提升 .....	26
4.1 成本端：原奶价格下行，上游收奶成本回落 .....	26
4.2 费用端：市场竞争趋缓，减少费用投放压力 .....	26
4.3 产品结构：升级持续，高附加值产品占比有望增多 .....	28
5. 投资建议 .....	28
6. 风险提示 .....	29

## 图表目录

图 1	长期以来，我国奶类产量持续增长 .....	5
图 2	乳业市场化改革期奶牛存栏数有相对较快增速 .....	6
图 3	人口增长带动奶类消费稳步增长 .....	6
图 4	2008 年前乳业参与者大增，行业竞争加剧 .....	6
图 5	2008 百头以上牧场规模化养殖占比不到 20% .....	6
图 6	我国乳制品净进口量 2008 年后有明显增长（吨） .....	7
图 7	上游开启规模化、专业化奶牛养殖 .....	7
图 8	我国 2023 年乳业市场规模达 5738.6 亿元 .....	9
图 9	我国人均乳制品年消费量长期保持增长态势（千克） .....	9
图 10	我国人均乳制品消费量仅为全球平均水平的 36.0% .....	9
图 11	公众平均每日乳制品摄入达标率不足 30% .....	9
图 12	近两年乳制品市场规模增速略有放缓（%） .....	9
图 13	我国乳制品消费中干乳制品占比较低（千克） .....	9
图 14	城乡奶类消费差距缩小，但乡村人均仍偏低（千克） .....	10
图 15	我国中低收入人群人均奶类消费偏低（千克） .....	10
图 16	乳制品市场整体竞争格局 .....	11
图 17	乳企 CR2 不断提升（%） .....	11
图 18	我国乳制品产业链情况 .....	12
图 19	饲料成本占奶牛养殖的 60% 以上 .....	14
图 20	近年奶牛的成本利润率下降明显（元/50 公斤） .....	14
图 21	主要饲料品种价格变动（元/公斤） .....	14
图 22	国际奶类价格有回升迹象，国内原奶价格仍处下行区间 .....	14
图 23	我国乳制品消费市场结构 .....	15
图 24	我国液体乳市场占比约 65% .....	16
图 25	我国奶酪和黄油类消费远低于全球水平（千克） .....	16
图 26	全国各地存在产销错配 .....	16
图 27	各类乳制品零售价格对比（元/千克） .....	16
图 28	日本乳业发展史 .....	18
图 29	日本奶类消费量与人均 GDP 相关性较高 .....	19
图 30	我国人均 GDP 持续增长有望带动消费量提升 .....	19
图 31	我国城镇化水平有望持续提升（%） .....	19
图 32	北上广深常住人口基本饱和，同比增速转负（%） .....	20
图 33	乡村人均消费性支出 5 年 CAGR 高于城镇（元） .....	20
图 34	区域乳制品消费潜力有待挖掘 .....	20
图 35	疫后液体奶需求缓慢恢复（同比增速%） .....	22
图 36	常温白奶占白奶消费的 83% .....	22
图 37	中国低温鲜奶消费占比偏低 .....	22
图 38	冷链市场快速发展 .....	22
图 39	疫后健康类快消品表现亮眼（YTD23P10） .....	23
图 40	乳制品健康创新的三种路径 .....	23
图 41	中国消费者对酸奶的需求停留在“配料表健康”和口味口感 .....	24
图 42	近期奶酪行业政策梳理 .....	25
图 43	奶酪下游应用场景持续扩容 .....	25
图 44	2023 年成长奶粉增速明显快于配方奶粉（%） .....	26
图 45	奶粉零售价（元/公斤） .....	26
图 46	2022 年奶牛存栏增长较快 .....	26
图 47	乳制品生产成本高位回落 .....	26
图 48	乳企双雄的销售销售费用营收占比（%） .....	27
图 49	明治饮用牛奶板块连续三年营业利润率为负 .....	28
图 50	中日酸奶/牛奶价格之比 .....	28

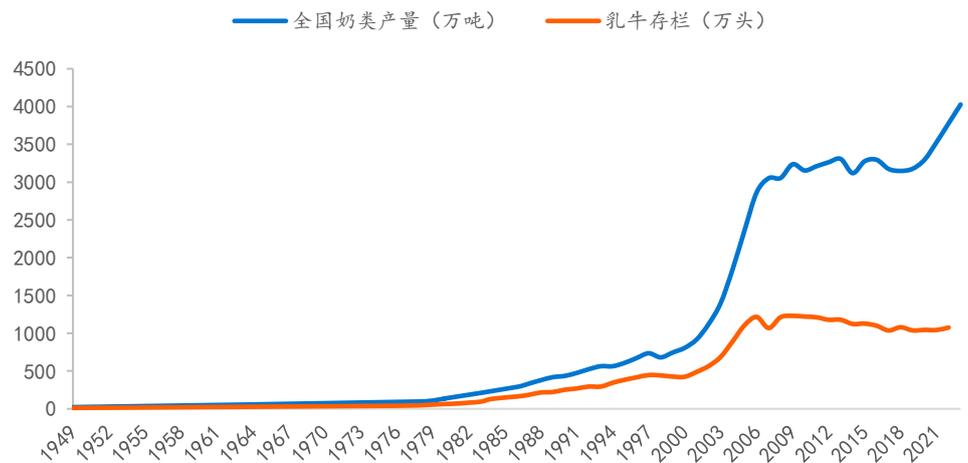
表 1	乳业萌芽期部分参与者 .....	5
表 2	奶业政策持续发力推动市场出清、产品提质 .....	7
表 3	我国乳制品行业发展历程 .....	8
表 4	2022 年乳制品进口依赖减少（万吨） .....	10
表 5	2023 年乳制品细分品类竞争格局 .....	11
表 6	2023 年 SW 乳品上市公司基本情况 .....	12
表 7	牧场分布集中在华北、华东地区 .....	13
表 8	中游乳企对上游奶源的控制逐步加强 .....	15
表 9	现今中国乳业发展可对标日本七八十年代 .....	17
表 10	近三年乳企积极营销，助推奶业与消费协同发展 .....	21
表 11	重点乳企液体奶营收（亿元） .....	22
表 12	不同企业代表性益生菌菌株、功效及主要产品 .....	24
表 13	2023 年 A 股乳企的费用占比（%） .....	27

# 1. 我国乳制品市场持续自我革新，良性发展根基已定

## 1.1 发展回顾：行业七十年筑基，已成长青大树

乳制品七十年筑基已成长青大树，行业持续增长未见颓势。我国乳制品市场在产量提升、产品结构多样化、产业链完善等方面取得诸多成就，完成了奶类从稀缺品到日常消费品，品类从单一到多元，产业从奶源贫瘠、基础薄弱到规模化、全球化的繁盛发展，近七十年发展奠定了坚实的市场基础。相较建国初期全国仅产 22 万吨奶类的“拮据”，2022 年奶类产量已达 4026.5 万吨（23 年牛奶产量 4197 万吨），增长 180 倍有余，乳牛存栏数也增长了 90 倍有余，行业发展稳中有增。

图1 长期以来，我国奶类产量持续增长



资料来源：国家统计局，中国奶业年鉴，联储证券研究院

我国乳业发展自 1949 年至今，经历了供给匮乏、市场化改革、行业洗牌及产品提质四个阶段，具体来看：

**供给匮乏期（1949-1978 年）：**行业以奶源稀缺、供给匮乏为特点，在计划经济体制下缓慢发展。1949 年，我国有 4 家乳制品加工厂生产巴氏消毒奶和炼乳，共有 12 万头奶牛和 17 万只奶山羊，总产 22 万吨，人均奶类占有量仅 0.4 千克。该时期乳牛存栏少且单产低，生产方式简陋，牛奶定量、定点供应，仅少数人凭奶票消费，供远小于需的行业环境下，一批本土乳品加工企业应运而生，部分成为现代乳业的前身。国家有计划地引进高产种用奶牛及冷冻精液来提高我国的奶牛群体遗传性能，至 1978 年，我国已有 47.5 万头奶牛，奶类产量达 97 万吨，人均奶类占有量增至 1.9 千克。

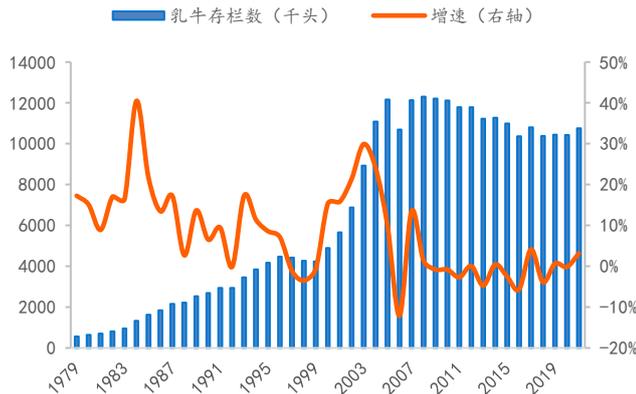
表1 乳业萌芽期部分参与者

成立年份	乳品加工企业
1951 年	“光明牌”诞生（上海）
1952 年	红星乳品厂（大庆安达）
1955 年	宜品乳品厂（黑龙江北安，前身为北安乳品厂）
1956 年	红原奶粉厂（四川阿坝州）；北京牛奶总站（北京三元前身）
1958 年	完达山乳品厂（北大荒）
1962 年	赵光农场 8 连乳品厂（黑龙江，飞鹤乳业前身）
1978 年	西安银桥乳业

资料来源：付武健，刘磊，赵子骞《中国乳业发展简史展 70 年盛世华章》，联储证券研究院

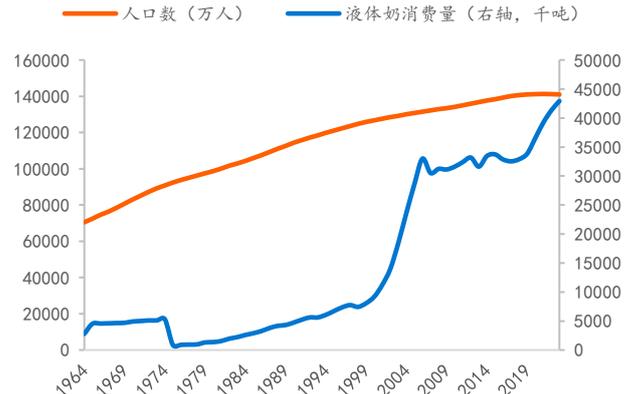
**市场化改革期（1978-1998年）：**行业以市场化改革为特点，在供需推动下实现了质、量双升。供给方面，国内奶类总产量与弱势产区供给的短缺均得到较大缓解。伴随改革开放政策推行，市场逐步放开，国家开始通过无息贷款等方式支持奶农扩大奶源规模，奶牛存栏数增速较快，该时期全国奶类产量增长6.68倍，至1978年达745.4万吨；此外，1984年起乳企先后引进灭菌乳生产技术、设备及利乐包装，灭菌乳保质期拉长至6个月，解决了全国性市场开拓的难题，全国性乳企开始蓬勃发展起来。**需求方面，第三次婴儿潮带来的消费人群快速增多与人均奶类消费量平稳增长共推消费市场扩容。**该时期每年人口增速平均达1.3%，1998年后年均增长降至1%以下；据农业农村部数据显示，该时期人均奶类消费年均增量为0.3千克，年均增速9.6%。

图2 乳业市场化改革期奶牛存栏数有相对较快增速



资料来源：同花顺，联储证券研究院

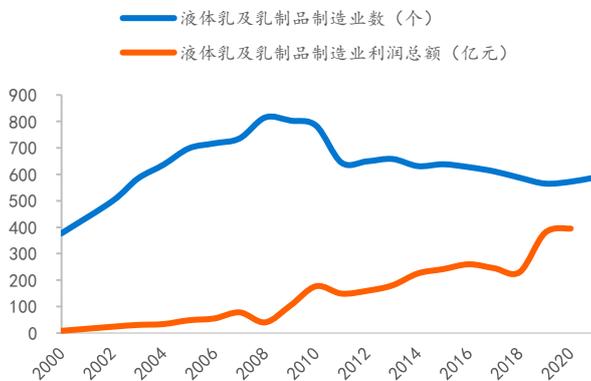
图3 人口增长带动奶类消费稳步增长



资料来源：同花顺，联储证券研究院

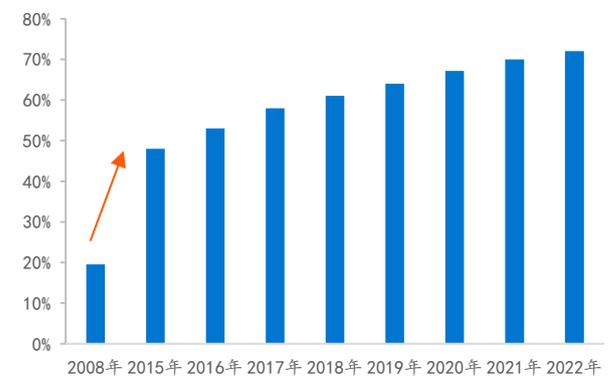
**行业洗牌期（1998-2008年）：**行业以发展加速、竞争加剧为特点，双寡头格局初具雏形。2001年中国加入WTO后，政府鼓励和吸引外资，多方外资和产业资本均参与到乳业的经营发展中来，乳品企业数量不断增加，2000-2007年，全国有乳制品生产企业从377家增至736家，年均复合增长10%。与此同时，市场竞争不断加剧，行业利润总额从8.38亿元增至77.96亿元，年均复合增长37.5%，平均单个乳企的利润增速相对偏缓。此外，达能、恒天然、雀巢等国外企业先后进入中国，从前期的产品输入到该时期的建厂生产，从奶粉到常温白奶，逐步加入全产业链、全产品链的竞争。伴随我国经济增速较快发展，在我国中游乳企为主的营销推动下，奶类消费市场培育逐渐成熟，人均乳制品消费达25.9千克。

图4 2008年前乳业参与者大增，行业竞争加剧



资料来源：中国奶业年鉴，联储证券研究院

图5 2008百头以上牧场规模化养殖占比不到20%



资料来源：奶牛产业技术体系网，中国奶业质量报告，中国奶业协会等，联储证券研究院整理

由于该时期行业竞争激烈，产业链重下游市场营销，轻上游奶源建设，叠加规模化

程度较低（2008年规模化养殖占比不到20%）、监管难度较大，食品安全事件频发，如2003年“阜阳大头娃娃事件”、2005年“雀巢奶粉碘超标事件”以及2008年三聚氰胺事件，对后期乳业发展造成了较大打击。

**产品提质期（2008-2018年）：**行业以调整提质、进口增多为特点，在政策和监管完善中实现波折式前进。2008年下半年起，多数乳企亏损，进口乳制品大幅增多。三聚氰胺事件极大影响了国产奶粉消费信心，导致行业短期利润下降较多，外资品牌加速进入抢占市场份额。2011-2018年，我国乳制品净进口量从86.26万吨增长至289万吨，其中液态奶从1.7万吨增至67.42万吨。与此同时，政府接连出台行业政策、完善行业监管，帮助我国乳业恢复健康发展。一方面，政府自2008年起出台多项奶业政策，持续推动市场出清、产品提质，大量奶源无保障、生产技术落后的中小乳企被清退，全国乳制品生产企业从2008年的815家减少至2018年的587家；另一方面，2018年国家整治环保问题，对畜牧业养殖实施严格的环保规定，部分奶牛养殖牧场关停，我国奶牛存栏量持续下降。

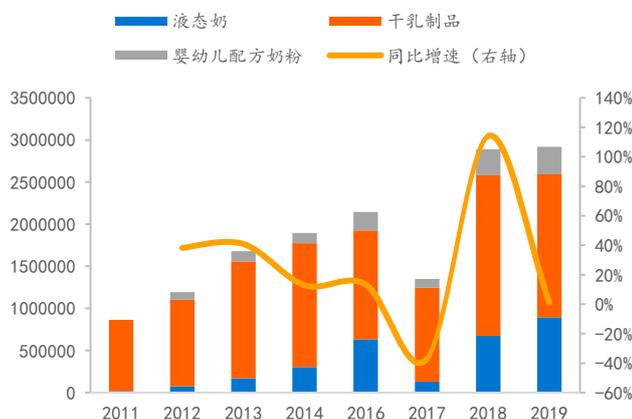
**该时期乳业上游规模化程度提升较快，奶牛存栏略降，但产奶的质量和效率有明显提升。**2008-2018年，中国奶牛养殖场从260万户减少到了66万户，下降了75%，平均养殖规模从5头增至16头；规模化程度（百头以上奶牛存栏的牧场占比）从19.5%提升至61%；平均单产从4.8吨提升至7.4吨。**下游产品多样性逐渐丰富，营销方式也逐渐成熟。**伴随生产技术、原料研发与包装工艺进步，乳企陆续推出复合益生菌酸奶、常温酸奶、常温乳酸菌饮品、奶酪棒等多种产品；营销精准性提升，针对不同产品定位和客户群体，乳企选用明星代言、节目冠名、广告宣传等多种营销策略，效果显著。

表2 奶业政策持续发力推动市场出清、产品提质

出台时间	相关法律法规
2008年	《乳品质量安全监督管理条例》、《奶业整顿和振兴规划纲要》、《生鲜乳生产收购管理办法》
2009年	《全国奶牛优势区域布局规划（2008-2015年）》
2010年	《生乳》等66项新标准、《关于进一步加强乳质量安全工作的通知》
2011年	《生鲜乳生产收购记录和进货查验制度》、《生鲜乳质量安全异地抽检制度》《全国奶畜养殖和生鲜乳收购运输监督抽检方案》、《生鲜乳收购站质量安全“黑名单”制度（试行）》
2013年	《关于进一步加强婴幼儿配方乳粉质量安全工作的通知》、《关于加强婴幼儿配方乳粉奶源建设和奶站监管的通知》、《婴幼儿配方乳粉生产许可审查细则》
2014年	《推动婴幼儿配方乳粉企业兼并重组工作方案》
2016年	《婴幼儿配方奶粉产品配方注册管理办法》、《全国奶业发展规划（2016-2020年）》
2017年	《关于促进食品工业健康发展的指导意见》、《2017年食品安全重点工作安排》
2018年	《2018年畜牧业工作要点》、《关于推进奶业振兴保障乳品质量安全的意见》、《关于进一步促进奶业振兴的若干意见》

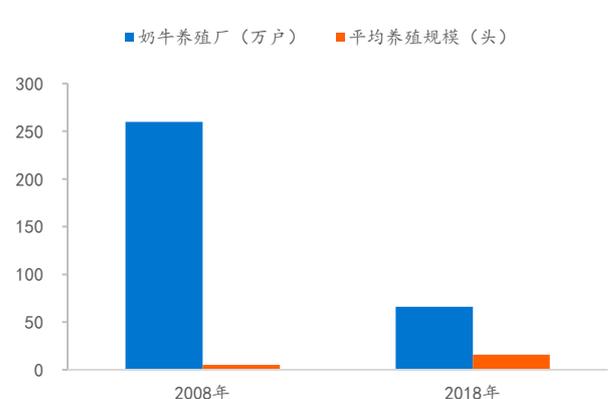
资料来源：中国政府网，联储证券研究院

图6 我国乳制品净进口量2008年后有明显增长（吨）



资料来源：中国奶业年鉴，联储证券研究院

图7 上游开启规模化、专业化奶牛养殖



资料来源：普华永道《中国乳制品行业的现代化进程》，联储证券研究院

我国乳业发展自 2018 年至今已步入成熟初期。经历行业洗牌和产品提质期后，乳制品市场供给端革新成果卓然，奶源质量、产品种类与生产工艺逐步与国际水平接轨；疫情冲击后我国经济环境缓慢复苏，带动消费市场稳中有增。总的来看，行业发展的总量增速较前期略有放缓，但结构优化有望持续。

**表3 我国乳制品行业发展历程**

乳业发展阶段	1949-1978 年（匮乏期）	1978-1998 年（改革期）	1998-2008 年（洗牌期）	2008-2018 年（提质期）
政经环境	建国初期，行业发展在计划经济体制下运行，经济发展较慢、行业政策缺乏。	改革开放，经济较快发展，1983 年国家发布了首个婴幼儿配方乳粉的行业标准，行业监管尚不完善。	2001 年加入 WTO，经济快速发展，各路资本纷纷进入乳业，行业政策密集出台。	经济发展稳中向好，农业农村部开始实施生鲜乳质量安全监测计划、确立中国优质乳标准，完善乳业全产业链条质量安全监管体系。
供需情况	原奶供给不足，供远小于求	供需均有改善，供略小于求	供需双增，基本达到平衡	消费升级背景下出现结构性供给过剩和不足
技术/包装	进口高产种用奶牛和冷冻精液；使用常规玻璃瓶装	引进 UHT 灭菌乳生产设备及设备；使用巴氏塑料袋、纸袋装	奶牛技术服务、牛奶快速检测、多元饲料喂养；使用复合纸质（屋顶型、PET）装	引进益生菌生产技术；超瞬时杀菌技术（INF）；牧场养殖规模化、机械化水平提升
行业特点	产业质弱，行业生产方式落后；产品稀缺、品类单一。	行业粗放式发展，全国性乳企开始崛起，消费市场逐渐成熟。	行业参与者众多，竞争加剧；营销占位，消费者培育较快。乳制品渗透率提升，市场规模实现较快增长。	乳企重视上游奶源建设、中游产品研发与下游营销培育。市场出清、集中度提升，产业固基强本卓有成效。

资料来源：同花顺，公开资料，联储证券研究院整理

## 1.2 市场规模：在需求恢复中稳健前行，仍有扩容潜力

我国乳制品市场规模连续五年超 5700 亿，增速略有放缓。2023 年，我国乳制品市场规模为 5738.6 亿元，同比减少 1.1%，近十余年以来行业增速持续放缓。从 2011 年 19% 以上的同比高增，持续降速到 2020 年不到 1% 的同比增长，自疫情冲击后市场规模略有下降，但近五年来平均规模仍达 5845 亿元。预计伴随疫后经济复苏带动下的需求恢复，以及乳企供给端的品类升级持续，我国乳制品市场仍有望维持低个位数的增长水平。

**供给端：伴随行业规模化持续进行，奶质和奶量均有提升。**据奶业协会数据，2022 年全国奶类产量 4026.5 万吨（如图 1），同比增长 6.6%；乳制品产量突破 3117.7 万吨，同比增长 2.0%；牧场养殖的规模化程度提升至 72%，奶牛单产提升至 9.2 吨，行业全混合日粮（TMR）技术牧场使用率达到 95%，规模化挤奶率达到 100%。

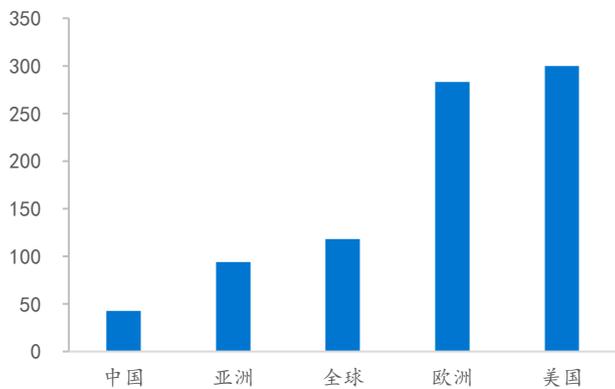
**需求端：我国人均乳制品消费偏低，人均提升和结构升级潜力仍存。**长期来看，我国人均乳制品消费保持增长态势，但目前仍处于偏低水平。2022 年我国人均奶类消费量为 12.4 千克，人均乳制品消费量（折合原奶）约 42 千克。对标国外，据农业农村部表述，我国人均奶类年消费量仅为世界平均的三分之一、亚洲平均的二分之一；对标国内，以《中国居民膳食指南（2022）》“每人每天应摄入 300 克至 500 克奶及奶制品”的推荐量为基础，人均乳制品消费应达 109.5-182.5 千克/年，目前人均年消费量远有不足，国内每日乳制品摄入达标（≥300ml）的公众也不足四分之一。

图8 我国 2023 年乳业市场规模达 5738.6 亿元



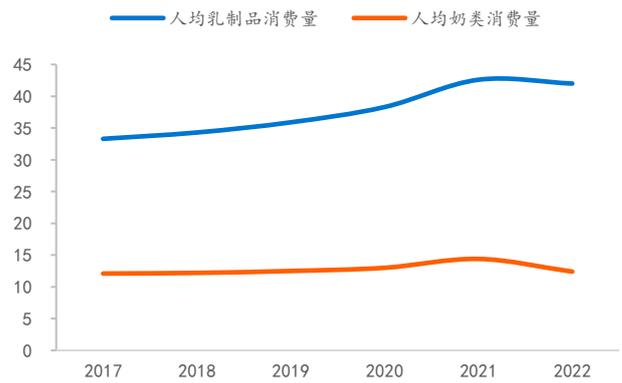
资料来源: Euromonitor, 联储证券研究院

图10 我国人均乳制品消费量仅为全球平均水平的 36.0%



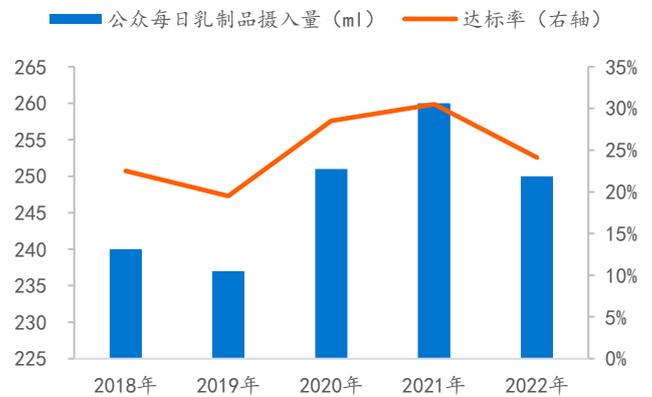
资料来源: 食物营养所, IDF 报告 2022, 联储证券研究院

图9 我国人均乳制品年消费量长期保持增长态势 (千克)



资料来源: 国家统计局, 中国奶业协会, 联储证券研究院

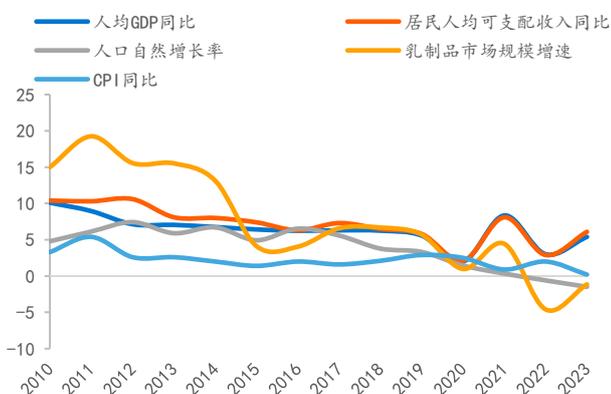
图11 公众平均每日乳制品摄入量达标率不足 30%



资料来源: 《中国奶商指数报告 2022》, 联储证券研究院

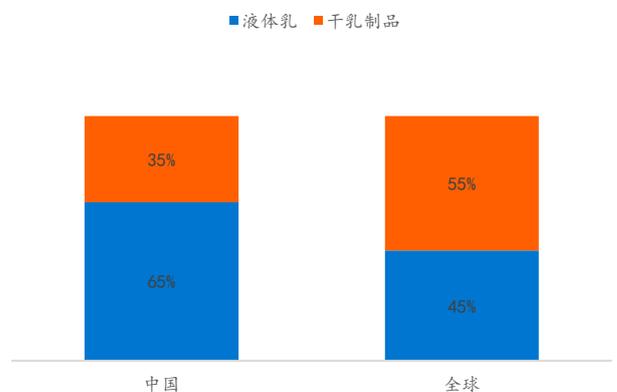
**我国人均奶类消费偏低原因主要系:** 一是受疫情冲击的短期影响与社会少子化的长期影响, 奶类需求不振; 二是消费结构差异导致, 一方面, 我国干乳制品消费占比约 35%, 较全球水平偏低, 消费品类集中于液体乳, 另一方面, 乡村地区及中低收入人群的人均奶类消费较低形成一定拖累; 三是受三聚氰胺事件打击后, 奶企供给侧改革相对充分, 但消费市场培育需久久为功, 奶类消费习惯还有待强化。

图12 近两年乳制品市场规模增速略有放缓 (%)



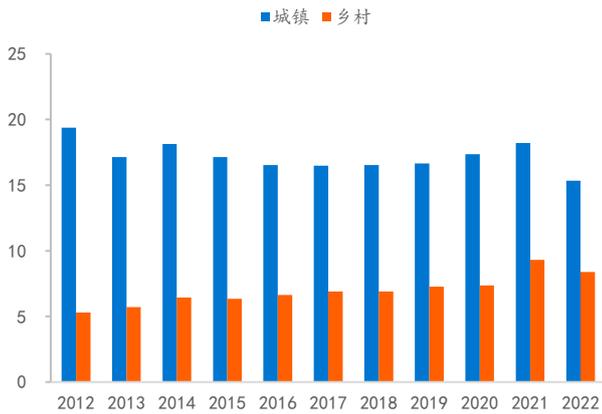
资料来源: 国家统计局, Euromonitor, 中国奶业协会, 联储证券研究院

图13 我国乳制品消费中干乳制品占比较低 (千克)



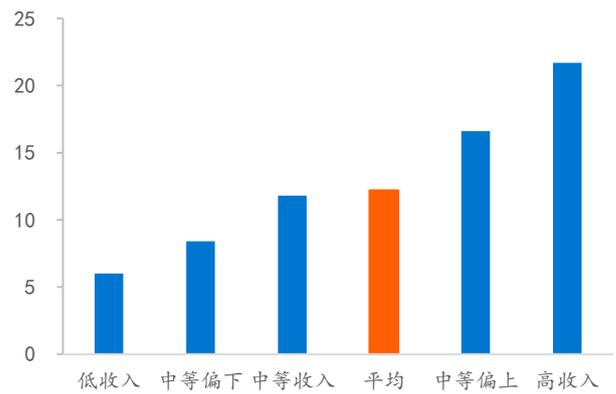
资料来源: Euromonitor, 联储证券研究院

图14 城乡奶类消费差距缩小，但乡村人均仍偏低（千克）



资料来源：中国农业信息网，联储证券研究院

图15 我国中低收入人群人均奶类消费偏低（千克）



资料来源：杨祯妮等《国内外乳制品消费规律与启示》，联储证券研究院  
注：参考 2018 年国家统计局与文献整理数据

**进出口方面，乳制品进口量先升后降，依赖减少或为长期趋势。**我国自 2008 年后乳制品进口量增速大幅增长，2008-2018 年 CAGR 达 16.3%，后续因国内奶源建设逐步成熟、原奶供应比较充足、疫情冲击下短期乳制品消费需求减少、国际奶价上涨较快等原因，进口量增长偏缓，2019-2022 年 CAGR 仅为 2.6%。就 24 年年初来看，在国内需求恢复过程中，由于国际奶类价格已有回升迹象，而国内原奶价格仍处下行区间，预计 24 年乳制品进口量仍有下降可能；未来伴随我国奶源建设的专业化、规模化程度提升，原奶供应质量均持续提升，叠加国产品牌在干乳制品市场的快速发展，以及消费者信心的恢复，进口依赖减少或将成为长期趋势。

表4 2022 年乳制品进口依赖减少（万吨）

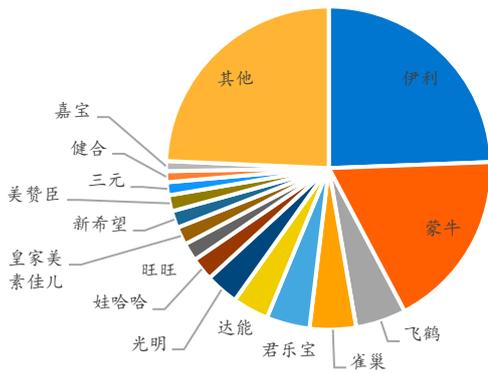
年份	进口量	出口量
2018 年	283.97	11.23
2019 年	315.10	10.58
2020 年	342.50	8.27
2021 年	410.81	7.64
2022 年	340.22	7.23

资料来源：联合国粮农组织，联储证券研究院

### 1.3 竞争格局：供给端两超多强，需求端液奶为主

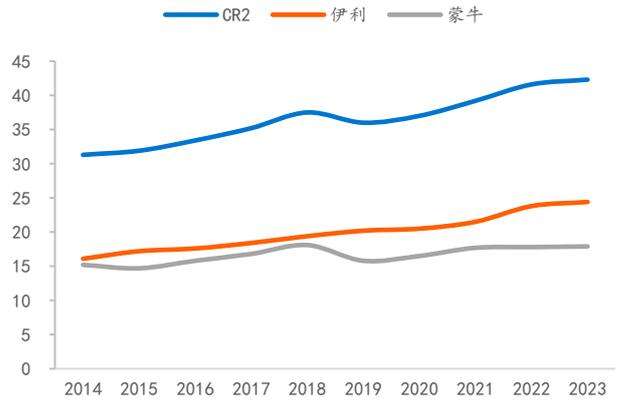
**伊利、蒙牛双寡头格局稳固，占据乳制品市场份额超 40%。**伊利、蒙牛两行业龙头近年来的市场份额仍处于稳中有增的态势中，CR2 已从 2019 年的 36% 提升至 2023 年的 42.3%，其中，伊利占 24.4%，蒙牛占 17.9%，光明、三元、新希望、天润乳业为代表的区域性乳企市占率仅个位数，处于第二梯队。双寡头格局的形成主要与我国集中常温白奶的消费结构相关，伊利、蒙牛借助常温奶可储存期久、可运输距离长、产品同质性较强的特点，通过加强品牌营销、整合全产业链、完善产品矩阵等，逐步扩大了公司影响力，实现市场份额的持续提升。就目前来看，双寡头的发展目标已从抢份额增收入转为了保份额增利润，市场竞争或将放缓。

图16 乳制品市场整体竞争格局



资料来源: Euromonitor, 联储证券研究院

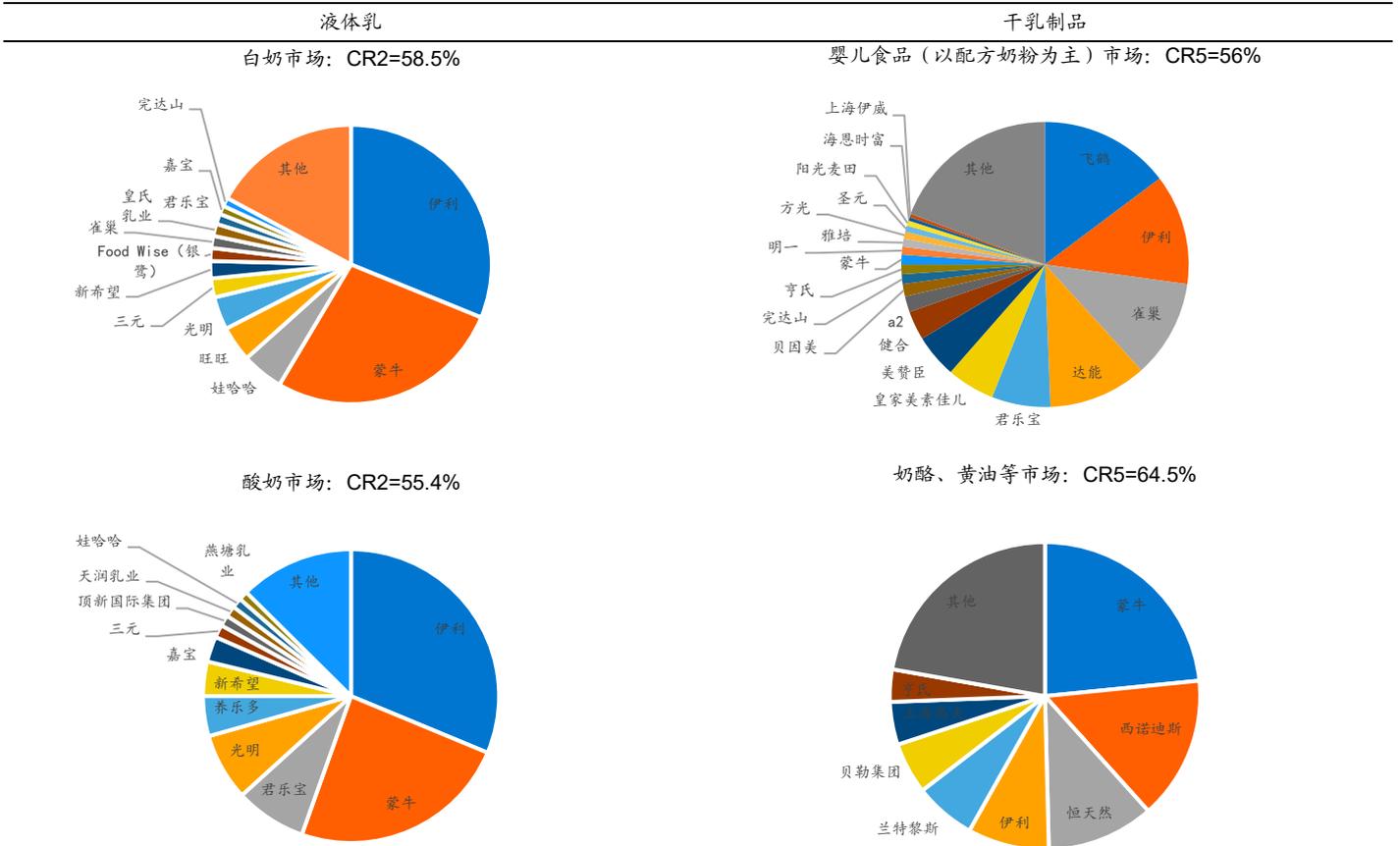
图17 乳企 CR2 不断提升 (%)



资料来源: Euromonitor, 联储证券研究院

细分品类来看，液体乳市场相对集中，内资两强份额过半；干乳制品市场龙头与外资品牌共享，以差异化竞争为主。液体乳方面，常温奶消费占比较高，超 55% 的市场份额集中于伊利、蒙牛两龙头乳企；低温奶市场集中度相对较低，区域市场品牌纷纷布局。干乳制品方面，国产品牌婴配奶粉开始重新抢回市场份额，目前市占率约 50%；奶酪、黄油类除蒙牛、伊利在儿童板块的再制奶酪类产品占有较多份额外，西式餐饮类消费的部分仍由国外品牌供应为主。

表5 2023 年乳制品细分品类竞争格局



资料来源: Euromonitor, 联储证券研究院

**A股乳企来看，规模化效应较为明显，区域分布以奶源产地或乳制品加工地为主。**2023年伊利股份的营收超千亿，净资产收益率达20%，居行业首位，全国性和区域性龙头乳企的营收量级差距较大，扣非后销售净利率在0.02%-7.95%之间不等，全国性乳企的规模化优势较为明显。由于上游奶源的新鲜程度对低温奶品质影响较大、加工的人力和仓储运输成本对奶粉、奶酪类干乳制品影响较大，因此乳企建厂通常以奶源产地或乳品加工地为主，中部地区乳企发展和奶类消费习惯的培育相对欠缺。

**表6 2023年SW乳品上市公司基本情况**

证券代码	证券名称	营业收入 (亿元)	省份	净资产收 益率(平 均, %)	扣非后销 售净利率 (%)	销售期间 费用率(%)
600887.SH	伊利股份	1,257.58	内蒙古自治区	20.0921	7.9460	22.6013
600597.SH	光明乳业	264.85	上海市	11.4328	1.9748	16.5722
002946.SZ	新乳业	109.87	四川省	16.9745	4.2305	21.4588
600429.SH	三元股份	78.41	北京市	4.7986	0.0234	22.1467
600882.SH	妙可蓝多	40.49	上海市	1.4503	0.1771	28.5954
002329.SZ	皇氏集团	28.93	广西壮族自治区	4.2250	-5.2544	24.1020
605300.SH	佳禾食品	28.41	江苏省	12.0847	7.8777	6.6946
600419.SH	天润乳业	27.14	新疆维吾尔自治区	6.0440	5.1649	10.5613
605179.SH	一鸣食品	26.43	浙江省	2.0444	0.9078	28.5810
002570.SZ	贝因美	25.28	浙江省	3.0326	0.7221	41.1713
002732.SZ	燕塘乳业	19.50	广东省	13.6439	7.6791	16.2415
605388.SH	均瑶健康	16.34	湖北省	2.9849	1.8917	20.3937
832786.BJ	骑士乳业	12.56	内蒙古自治区	14.3526	5.7442	11.5103
300892.SZ	品渥食品	11.23	上海市	-6.6520	-7.2430	22.8680
300106.SZ	西部牧业	11.23	新疆维吾尔自治区	-11.2041	-7.7008	11.7325
002910.SZ	庄园牧场	9.56	甘肃省	-6.2040	-10.9724	19.1296
300915.SZ	海融科技	9.55	上海市	6.0475	7.6082	25.5685
300898.SZ	熊猫乳品	9.47	浙江省	12.0933	9.6859	10.9324
002719.SZ	麦趣尔	7.09	新疆维吾尔自治区	-19.2546	-13.9071	29.5836
001318.SZ	阳光乳业	5.70	江西省	8.9090	20.3926	13.5023

数据来源：同花顺，联储证券研究院

### 1.4 产业链：中游议价权较高，产业链整合保障奶源

我国乳制品产业链主要包含上游的奶牛养殖和乳制品包装材料、中游的加工制造与下游的消费渠道，在行业政策与市场供需推动下，产业链专业性和规模化程度不断提升。

**图18 我国乳制品产业链情况**



资料来源：同花顺，中国奶业协会，联储证券研究院整理

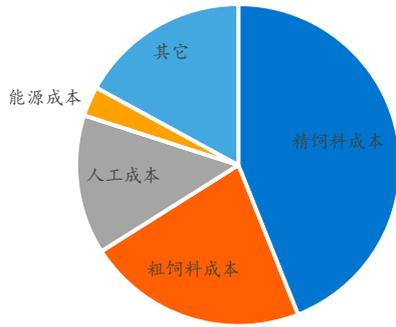
**上游养殖近三年利润增长压力较大，预计后续将迎来改善。**奶牛养殖牧场在华北、华东地区分布相对集中，近三年行业利润受饲料成本上行和生鲜乳价格下行双重挤压，增长压力较大。一方面，饲料成本占奶牛养殖成本的60%-70%，2020-2022年以玉米和豆粕为代表的饲料价格上涨且维持相对高位，带来较大的养殖成本压力；另一方面，伴随奶牛单产与饲料转化效率提升，原奶供给较多，而疫情影响下消费需求偏弱，生鲜乳价格下行。向后看，饲料价格自22年年底已开启下行阶段，国际奶类价格上涨与下游需求持续修复有望提振国内生鲜乳价格，上游养殖困境将过。

**表7 牧场分布集中在华北、华东地区**

区域	牧业集团	牛奶产量(万吨)	总存栏(万头)	单产(吨)	牛场数(个)
华北	优然牧业	237.72	49.95	11.4	78
	河北乐源牧业	68	14.5	11.7	26
	中国圣牧	64.86	12.83	10.83	32
	首农畜牧	51.91	9.2	11.47	29
	优源牧业	45	8	11	9
	嘉立荷牧业	24.65	4.57	11.82	15
	内蒙古海高牧业	20.12	4.6	11.8	8
	内蒙古星连星	19.45	4.4	10.61	17
	(区域合计)	531.71	108.05	/	214
东北	越秀辉山	52.75	12.15	8.84	59
	原生态牧业	43.7	8.94	11.51	9
	(区域合计)	96.45	21.09	/	68
华东	现代牧业	236	40.54	12.2	41
	澳亚集团	75.98	11.8	13.32	10
	光明牧业	46.12	10.8	11.01	25
	认养一头牛	34.81	6.16	12.53	6
	南京卫岗	13.81	3.06	11.35	10
	山东华澳大地	13	2.05	11.3	2
(区域合计)	419.72	74.41	/	94	
华南	河南瑞亚牧业	18.25	3.5	10	13
	广东温氏乳业	13.36	2.84	8.9	7
	皇氏集团	11.67	2.11	11.5	13
(区域合计)	43.28	8.45	/	33	
西南	新希望生态牧业	27.03	4.83	11.09	14
	中垦乳业	21.8	3.81	10.79	7
	(区域合计)	48.83	8.64	/	21
西北	宁夏农垦乳业	47	13	11.2	18
	甘肃前进牧业	29.2	5.3	11.23	21
	宁夏富农牧业	19.76	3.23	11.4	6
	新疆天润乳业	17.43	5	10.5	18
	宁夏上陵牧业	14.51	2.8	10.8	7
	宁夏汇丰源牧业	12.67	2.47	12.3	2
	兰州庄园牧场	12.64	2.5	10.5	6
	新疆天山军垦牧业	12.53	2.8	9.4	17
	宁夏骏华月牙湖农牧	11.66	1.82	10.8	6
	(区域合计)	177.4	38.92	/	101

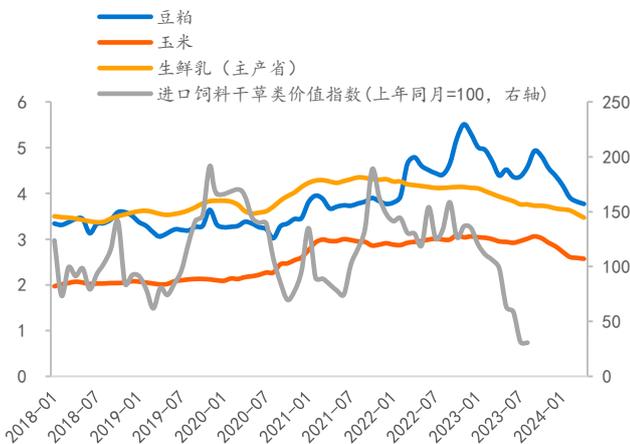
资料来源：荷斯坦《中国奶业产业地图 2023 规模牧场篇-奶牛养殖 Top30 牧业集团 2022》，联储证券研究院

图19 饲料成本占奶牛养殖的 60%以上



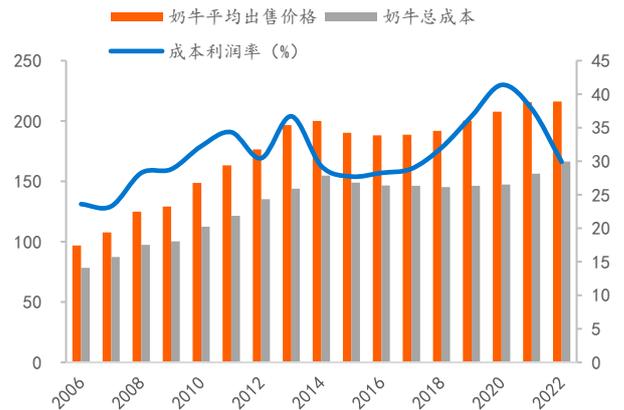
资料来源：华经产业研究院，联储证券研究院

图21 主要饲料品种价格变动（元/公斤）



资料来源：农业农村部，海关总署，联储证券研究院

图20 近年奶牛的成本利润率下降明显（元/50公斤）



资料来源：全国农产品成本收益资料汇编，联储证券研究院

图22 国际奶类价格有回升迹象，国内原奶价格仍处下行区间



资料来源：农业农村部，联合国粮农组织，联储证券研究院  
注：指数 2014-2016=100

**中游乳企议价权较强，产业链整合保障奶源。** 比对乳业发达国家的产业链价值分配（奶农与奶场 25%，包装材料 25%，加工企业 30%，销售商 25%）来看，我国（奶农与奶场 10%，包装材料 30%，奶站 15%，加工企业 25%，销售商 20%）上游奶农与奶场的保障相对较弱，中游乳企自 2008 年起重视上游奶源建设，18 年前后开始重视巴氏奶的布局，陆续以自建奶站、自建牧场等向前整合的方式，预计已占得产业链利润的 40% 左右，叠加近十年市场集中度不断提升，品牌影响力扩大，中游乳企的议价权不断增强。

**乳制品生产加工企业议价权相对较强主要因为：** 一是拥有资金优势，由于行业环保政策与牧场规模化要求趋严，上游奶牛养殖长期处于重资产经营状态，而中游乳企基于自身的产品力与品牌力增强市场份额不断提升，资本市场融资环境优化，经营效益与流动性较好，拥有全产业链布局的实力；二是成本敏感，向前整合动力较强。由于奶牛养殖具有周期性，原奶价格波动较大，而同质化的乳制品生产具有较强规模效应、差异化产品对原奶的产地和质量要求较高，乳企为保障自身奶源需求，有动力向上游牧场并购，提升自控奶源比例。

表8 中游乳企对上游奶源的控制逐步加强

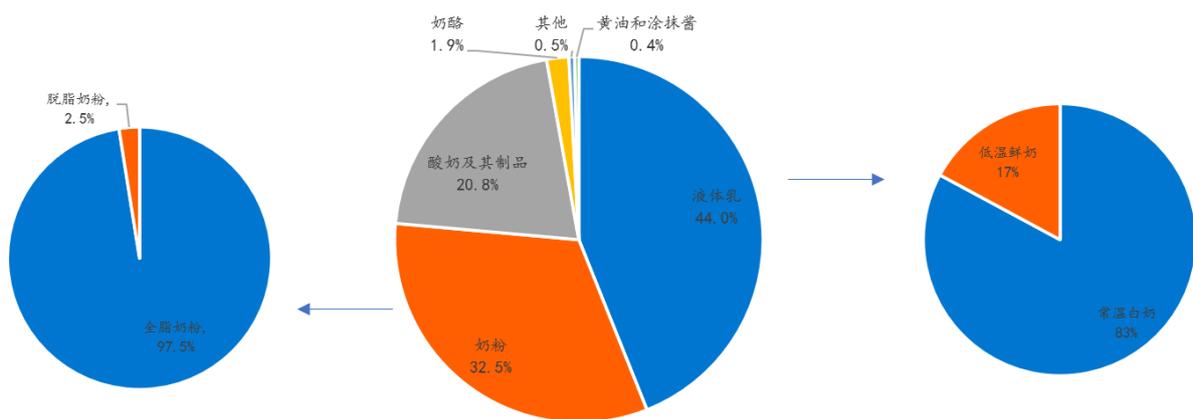
中游乳企	上游牧业	持股情况
伊利 (各类牧场近 1500 座)	优然牧业	40%持股
	中地牧业	32%持股
	恒天然	在中国的 2 牧场
	赛科星	23%持股
	Westland	100%持股
	澳优	34.33%持股
蒙牛	富源牧业	100%持股
	中元牧业	100%持股
	圣牧高科	51%持股
	庄园牧业	战略合作
	中鼎牧业	战略合作
	现代牧业	56%持股

资料来源：公司公告，中国奶业统计资料，企查查，联储证券研究院整理

我国乳品下游消费以常温液体乳为主，白奶占比较高。2023 年我国液体乳消费占比 64.8%，其中常温白奶约占 36.5%，其次是奶粉和酸奶。纵向比较来看，我国液体乳消费占比虽较 2009 年的 75.2%有所下降，但近五年来都保持相对稳定；横向比较来看，我国消费升级型干乳制品消费偏少，农业农村部数据显示，2022 年我国人均奶酪消费量（折原奶计）为 1 公斤，远低于国际人均消费近 20 公斤的水平，2023 年我国人均奶酪和黄油类干乳制品消费合计仅 0.1 千克，约为日本的 1/15。

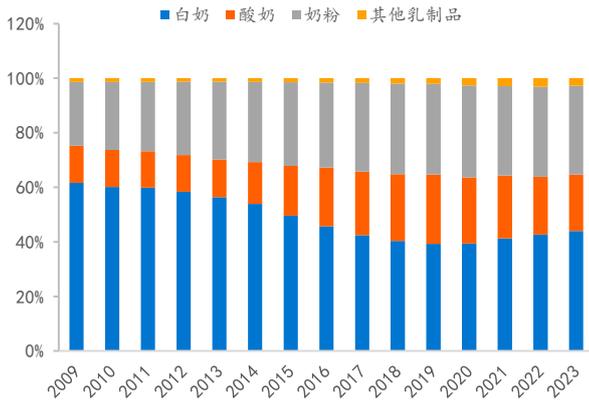
常温白奶消费较高的主要原因有：一是受传统热食习惯影响，常温白奶更受消费者青睐；二是牧场分布集中在华北、华东地区，全国各地存在产销错配，而低温鲜奶运输半径有限，冷链运输成本较高，故消费市场培育由保质期较长的常温白奶开始，供给侧推动下形成当前的消费结构；三是消费升级放缓背景下，对于高性价比产品的消费倾向增多，以奶粉价格 8:1 折算后对比各类乳制品零售价可发现，原奶消耗量相差不多的情况下，白奶性价比更高。

图23 我国乳制品消费市场结构



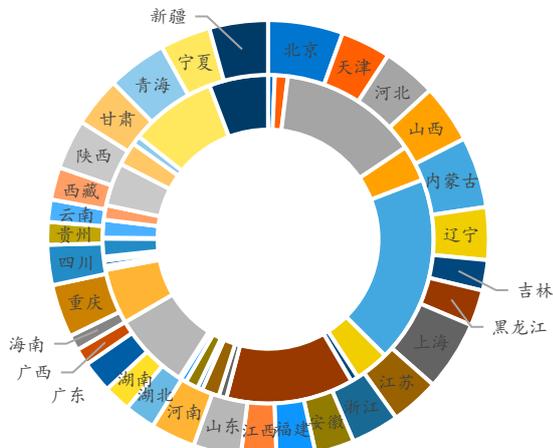
资料来源：Euromonitor，Wind，同花顺，联储证券研究院  
注：奶粉市场以欧睿婴儿食品计

图24 我国液体乳市场占比约 65%



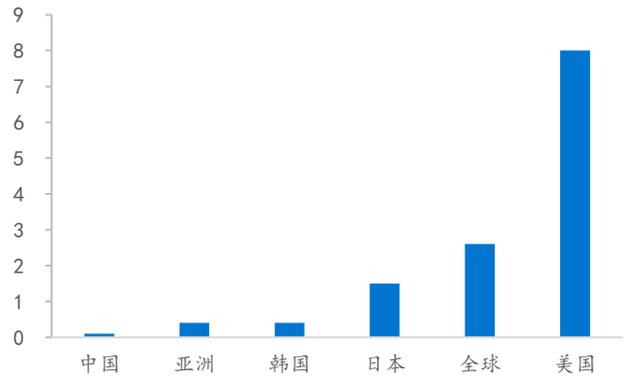
资料来源: Euromonitor, 联储证券研究院

图26 全国各地存在产销错配



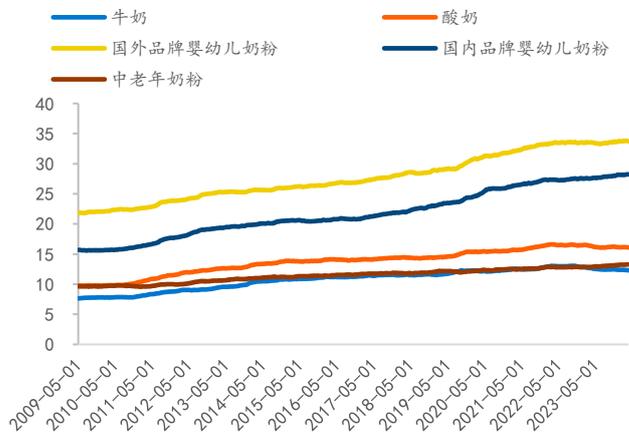
资料来源: 国家统计局, 联储证券研究院  
注: 内圈为各地区产量数据, 外圈为消费量

图25 我国奶酪和黄油类消费远低于全球水平 (千克)



资料来源: Euromonitor, 联储证券研究院

图27 各类乳制品零售价格对比 (元/千克)



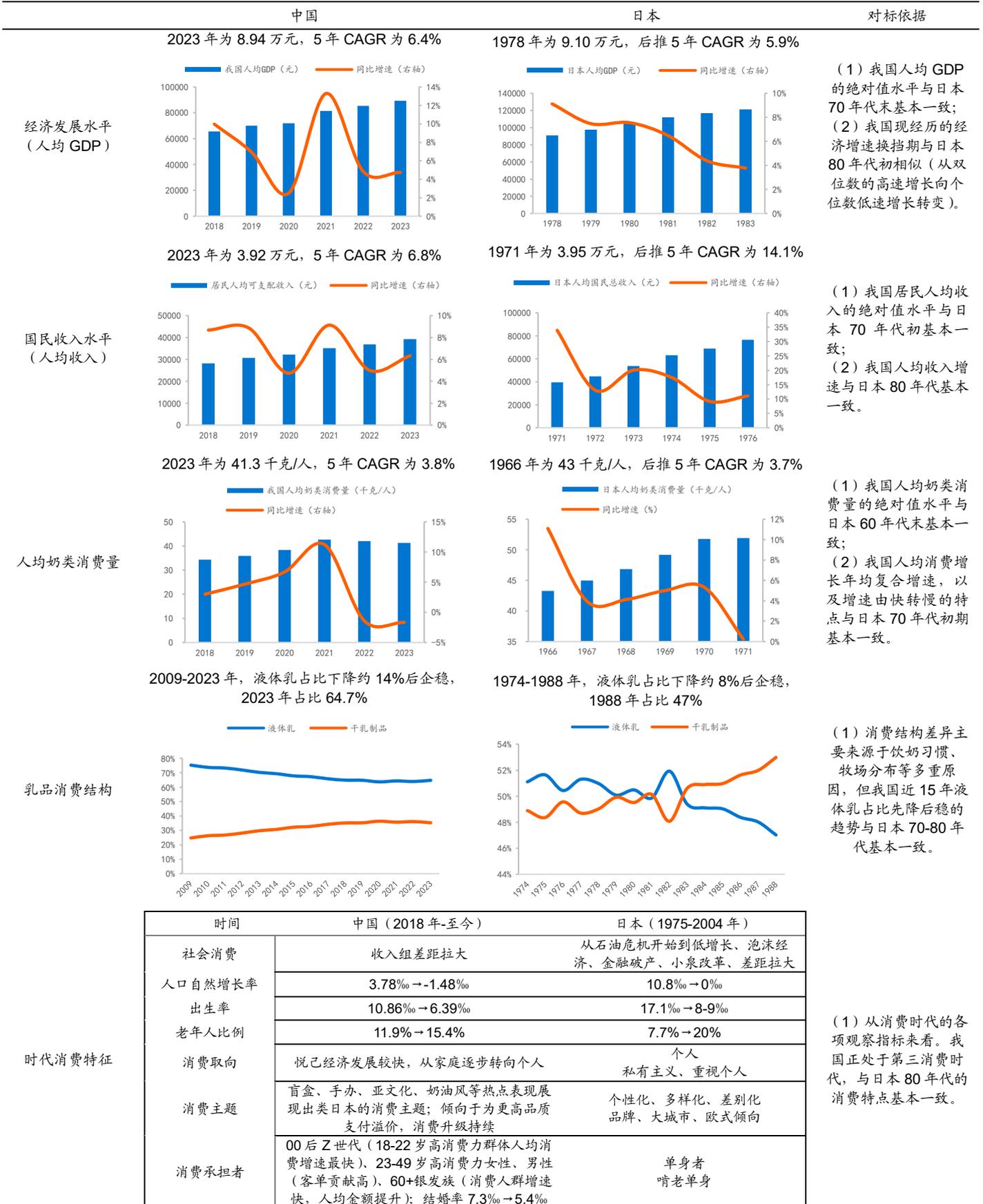
资料来源: 商务部, 联储证券研究院  
注: 已将奶粉项数据以 8:1 折算对应原奶量的价格进行处理

## 2. 国内经济与消费环境改善提振人均奶类消费

### 2.1 对标乳业发达国家, 我国乳业增长未完待续

现阶段中国乳业发展可对标日本七八十年代, 对应其低速增长期。日本作为乳业发达国家, 与我国地理位置临近, 饮食习惯及乳业发展环境相似程度较高, 其乳业发展路径、品类发展趋势可为我国乳业发展提供一定的参考。如下表所示, 从中日两国的经济发展水平、国民收入水平、人均奶类消费、奶类消费结构及时代消费特征来看, 我国多项指标的绝对值和复合增速水平均类似于日本七八十年代, 乳业发展进入了相应的低速增长期。

表9 现今中国乳业发展可对标日本七八十年代

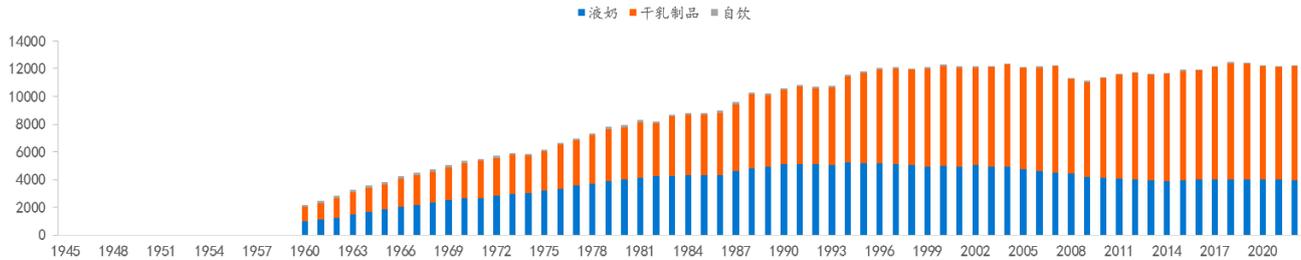


资料来源: Euromonitor, 国家统计局, 世界银行, 三浦展《第四消费时代》,《2023 中国新消费趋势白皮书》, 联储证券研究院  
注: 按汇率 1:0.049 (2024 年 3 月 14 日数据) 折算人民币比较

日本乳品行业目前已进入成熟期，市场规模维持低个位数增长。日本乳业发展史可分为孵化期、起步期、高速增长期、低速增长期及成熟期。近年来日本乳品市场已进入成熟期，保持较低增速，欧睿口径2023年日本乳及乳制品市场规模达24089亿日元，同比增长4.5%；2009-2003年行业CAGR为1.01%。从消费量看，近年来日本人均乳制品消费量有所提升，2022年达97.55千克；但2000年以来人口总数有所减少，因此总消费量维持平稳。

图28 日本乳业发展史

日本乳制品消费量变化（单位：千吨）



时间	(-1944年) 孵化期	(1945-1959年) 起步期	(1960-1979年) 高速增长期	(1980-1994年) 低速增长期	(1995年-至今) 成熟期
宏观经济	明治维新后，日本接受西化思想，并推行殖产兴业，实现国家工业化，生产力大幅提升	二战后日本经济快速复苏，政府通过立法等方式推动农业和工业发展，并开始重视国民健康，提出了“一杯牛奶振兴一个民族”的口号	1960年，日本时任首相池田勇人提出“10年收入倍增计划”，人均GDP连续十余年保持10%以上的增速。居民消费快速增长，黑白电视、洗衣机、电冰箱等耐用消费品普及率提升至90%以上	汽车、电子等行业出口带动经济持续增长。低利率和较宽松的财政政策刺激银行家大量借贷，资金涌入股市和楼市，经济泡沫不断催生	泡沫经济破裂，日本陷入长时间经济衰退和通过紧缩，失业率上升，消费下滑；05年后人口出现负增长，老龄化率持续提升
行业规模	乳业规模和渗透率较低，区域内销售为主	乳业发展起步，畜农户大量增加，奶牛存栏量提升，至1960年人均乳制品消费量（折合原奶）达23.3kg	60年代相关政策实施带动上游养殖业发展，70年代后大型机械、计算机的应用使得经营饲养管理程序化、系统化；人均乳制品消费量快速增加至67.3kg	配额生产制度出台后，奶农陷入亏损，原奶增长缓慢；行业进入低速增长期，增速常年保持在低个位数	加入WTO之后，补贴收紧，日本乳业面临国外低成本奶源冲击，上游快速出清，乳制品消费在30年间保持平稳
主要政策	1873年《牛乳营业取缔规则》	1945年立法强调牛奶成为学生营养午餐； 1953年《有畜农户创立特别措施法》； 1954年《学生给食法》《酪农振兴法》	1961年《畜产品价格稳定等相关的法律》，设立农畜产业振兴机构ALC； 1962年中央乳业协会成立； 1963年奶酪进入学校给食食谱； 1965年《加工原料奶生产者补贴等暂定措施法》；	1979年实施生鲜奶配额生产政策；	1992年发起“日本奶酪日”； 1994年推进农村奶酪普及计划； 2001年限额补贴政策； 2017年《加工原料奶生产者补贴制度》；
品类发展与创新	以鲜奶为主，雷印1928年起开始生产销售奶酪	以鲜奶为主，液乳料也具备一定规模；1950年明治推出第一款工业化酸奶——蜂蜜酸奶； 奶酪、黄油等规模尚小	液奶稳定发展，奶酪消费量逐步增长； 1964年养乐多乳酸菌产品向海外渗透； 1973年明治“保加利亚酸奶”正式孵化	干乳品消费量快速提升，80年代雷印成立产品研发中心，“Sakeru Cheese”、“6P奶酪”、“雷印奶酪棒”等经典产品相继孵化	液奶消费减少，乳制品占比逐年提升（2022年为67.4%）； 乳企布局高附加值产品：明治推出LG21、R-1等功能化酸奶，养乐多主打肠道健康的乳酸菌饮料

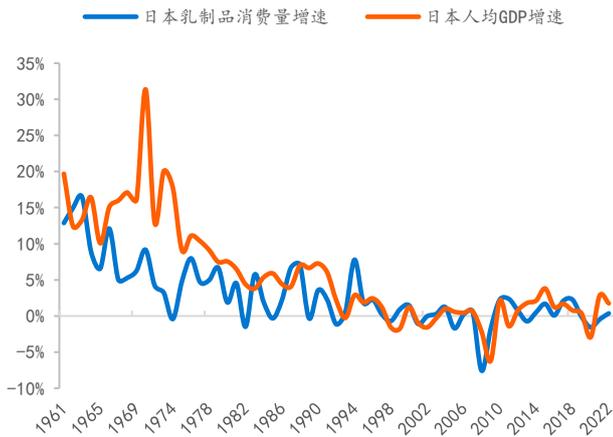
资料来源：日本农林水产省，日本统计局，萨日娜、刘玉满《日本奶业不同转型时期的政策演变》，社会実情データ図録，酪农之乡，新疆畜牧科学院，Foodaily，澎湃新闻，BAI资本，各公司公告，同花顺，联储证券研究院

结合我国国情与日本乳业不同发展阶段的表现，我们认为：（1）我国乳业发展仍将持续，伴随国内经济与消费环境的改善，人均奶类消费提振和奶类结构升级未完待续；（2）品类方面，低温鲜奶、功能性酸奶和干乳制品等细分子品类有望带来市场新增量。

## 2.2 我国经济持续增长支撑奶类消费提升

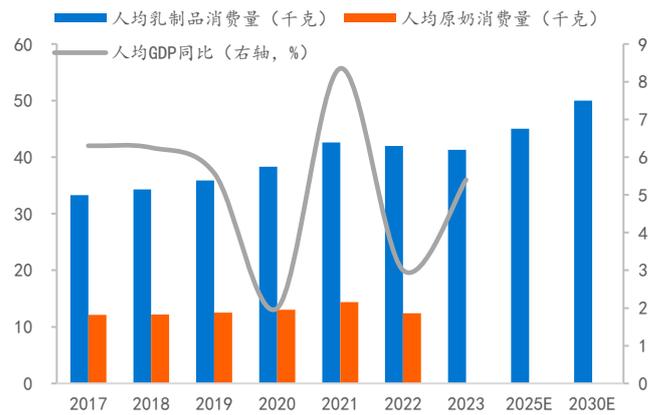
我国经济增长的长期趋势未变，人均GDP增长可对奶类消费形成一定支撑。就经济恢复情况来看，增长趋势未变。2024年实际GDP增速有望达到5%，其中居民消费意愿恢复有望增强，消费仍将是主要拉动项。一方面，经济复苏阶段，伴随服务业快速恢复以及工业企业盈利改善，就业情况与居民收入将整体向好；另一方面，伴随存量房贷利率下调等住房支出压力降低趋势，居民提前还贷现象减少，居民可支配收入将持续修复，消费意愿将稳步提高。就日本乳业发展经验来看，奶类消费与经济发展水平相关性较强。2023年我国人均GDP为8.94万元，同比增长5.4%，近5年CAGR为6.4%，人均GDP的持续增长可对奶类消费形成一定支撑。

图29 日本奶类消费量与人均 GDP 相关性较高



资料来源：世界银行，联储证券研究院

图30 我国人均 GDP 持续增长有望带动消费量提升



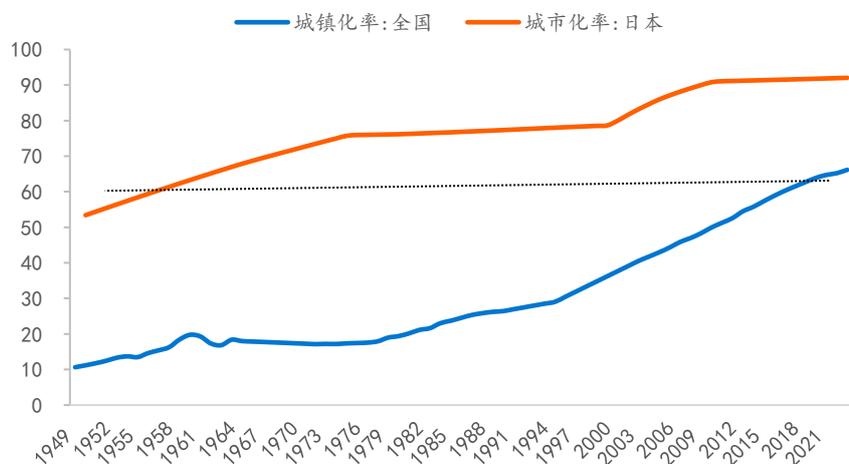
资料来源：国家统计局，中国奶业协会，联储证券研究院

### 2.3 新型城镇化与区域经济发展优化消费结构

新型城镇化建设与区域经济发展或将缩小城乡差距，下沉市场的奶类渗透率提升和结构升级仍有望持续。我国 2023 年城镇化率为 66.16%，相当于日本 1961 年的城市化率水平，比对其 23 年 92% 的水平还有较大的增长空间，新型城镇化建设的推进有助于均衡区域经济发展水平。2022 年乡村人均消费性支出 5 年 CAGR 为 8.71%，近十年来始终高于城镇（2022 年为 4.45%），乡村消费升级仍具较大潜力。供给侧来看，多家销售平台型公司战略重点纷纷转入下沉市场，伴随疫后小厂商出清、市场规范程度提高、规模效应与资金优势凸显，消费类企业的行业集中度或将进一步提升。需求侧来看，超一线城市常住人口基本饱和，多呈净流出态势，一二线城市有望在新型城镇化建设中承接产业转型、人才回流的发展机遇。

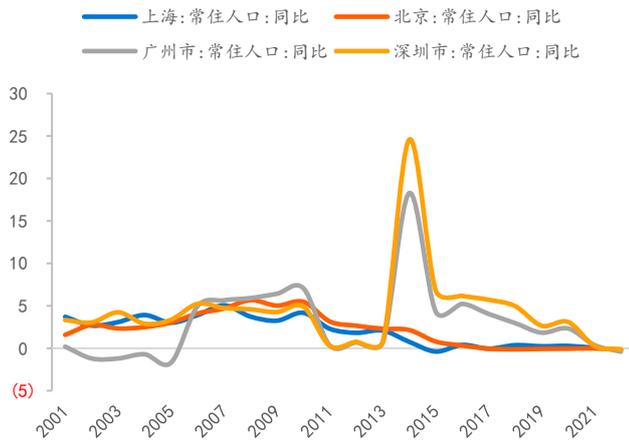
各地区人均奶类消费差异仍然较大，奶类消费的区域结构存在优化空间。2022 年北京人均年奶类消费 22 千克，是最低海南 4.5 千克的四倍有余。由于包装工艺与加工技术的进步，奶类消费运输半径和供应范围不断扩大，目前人均差异较大主要系地区经济发展水平和奶类消费习惯培育程度差异所致。

图31 我国城镇化水平有望持续提升（%）



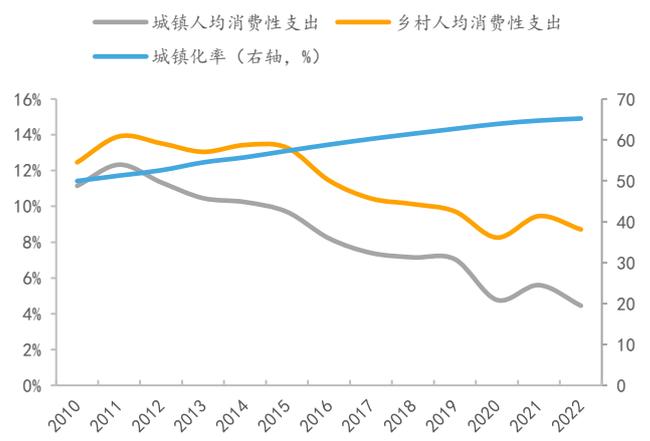
资料来源：联合国贸发会议，同花顺，联储证券研究院

图32 北上广深常住人口基本饱和，同比增速转负（%）



资料来源：同花顺，联储证券研究院

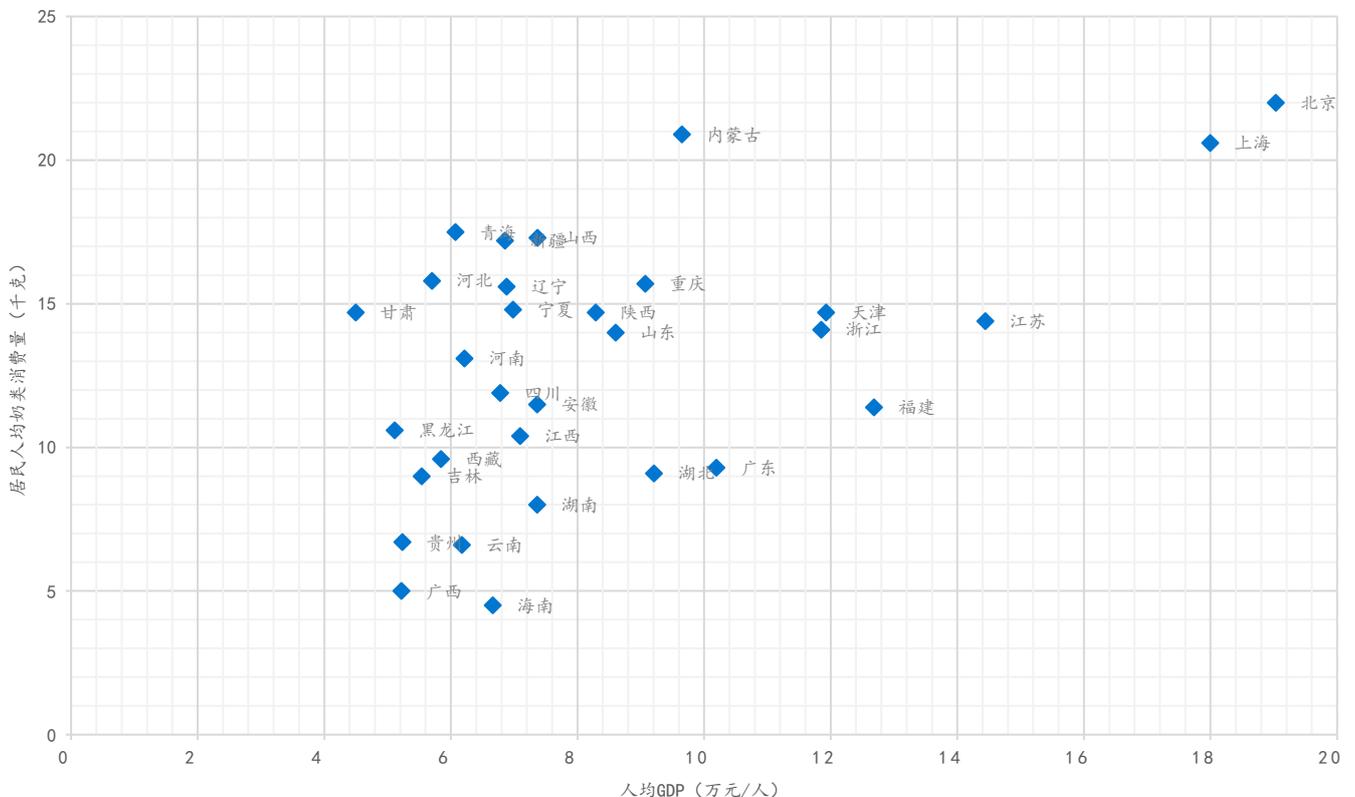
图33 乡村人均消费性支出5年CAGR高于城镇（元）



资料来源：同花顺，联储证券研究院

具体区域市场来看，潜力省份可分为三梯队。第一梯队：经济发展水平较高、奶类消费不足的省份，如福建、江苏、天津、浙江、广东，有望在乳企为主导的营销影响下，逐步培养乳制品消费习惯，对应高端白奶和奶酪黄油类市场可能迎来扩容；第二梯队，经济发展与奶类消费水平都相对偏低的省份，如湖南、云南、贵州、广西、海南，有望在双提振基础上实现奶类消费量价双升，对应常温白奶和常温酸奶的渗透率提升；第三梯队：经济发展略欠缺、饮奶习惯较好的省份，有望受区域经济发展提振，乳制品市场持续消费升级，对应低温鲜奶、酸奶市场有较快增速。

图34 区域乳制品消费潜力有待挖掘



资料来源：国家统计局，联储证券研究院

## 2.4 行业指导与企业营销推动饮奶习惯培育

**行业指导与企业营销共同推动饮奶习惯培育。**相对于日本学生奶计划下培育的饮奶习惯，我国膳食结构调整与奶类消费习惯的培养仍在路上。2023年中国奶协发布指导意见，2025年人均奶类消费量要突破45公斤，膳食指南建议奶及奶制品摄入从300克变为300克至500克，强调乳制品的营养价值，对当下偏低的人均奶类消费量有积极提振作用。近三年来乳企端也积极营销，通过线上线下融合、拥抱新零售实现全渠道发力，通过知识科普、直播带货、广告投放等实现重点子品牌宣传，通过上市特色新品、举办品类文化节等实现产品结构升级，有力助推了奶业与消费协同发展。

**表10 近三年乳企积极营销，助推奶业与消费协同发展**

	企业	举措
<b>渠道</b>	伊利股份	疫情期间组织“伊利到家”微信群，开辟社群渠道
	天润乳业	加强与社区对接，借助社区居民生活物资供应点，做好乳品供应；拓展社区服务网店、社区微信群等新渠道
	蒙牛乳业	蒙牛特通业务部总部成立新零售项目组，紧抓“到家业务”风口，联合“买菜商城+快驴进货”；与京东超市宣布升级战略合作
	光明乳业	推出线上蔬菜肉类配送服务；与天猫旗舰店签约品牌数字化转型战略合作
	三元股份	将送奶时间改在凌晨、送到小区门口等办法，让全城无接触配送持续开展；推出送菜上门服务
<b>品牌</b>	新乳业	董事长在抖音直播间讲解“24小时鲜奶”等明星产品，传授牛奶小知识，与粉丝互动
	飞鹤乳业	在线传播母婴防护知识，分享科学防护口诀，通过“飞鹤星妈会”免费提供专家在线防护课程，联合微医、平安好医生为中国妈妈开通24小时在线问诊绿色通道
	贝因美	营养宣传、加强品类互动：推出“大咖7天说”直播节目；以爱心大礼包的形式，附赠益生菌或乳铁蛋白粉等营养品
<b>产品</b>	伊利股份	先后推出“儿童奶酪棒”、佐餐奶酪产品、“口袋芝士”等奶酪品类产品
	蒙牛乳业	举办酸奶文化节，让全民亲身参与亲身体验，推动酸奶文化
	光明乳业	与盒马生鲜合作低温乳品
	燕塘乳业	推出新广州鲜牛奶，一款与现代城市地标相结合的专属巴氏鲜奶产品

资料来源：中国网，公司官网，联储证券研究院

## 3. 常温白奶稳中有增，子品类扩容与升级的潜力犹存

乳制品品类方面，常温液体乳需求韧性较强，高端系列产品下沉或将带来一定增量；低温鲜奶有望在冷链发展、仓储运输成本降低，以及区域乳企营销发力的背景下，实现渗透率提升；奶粉消费国产化和老年化的趋势开始显现，现实强于预期；消费升级类干乳制品也有望在西式餐饮连锁化、习惯培育逐渐成熟中实现较快增长，共同推动乳制品结构优化。

### 3.1 白奶：高端白奶下沉延续，低温鲜奶有望扩容

**白奶市场相对稳固，规模增速虽略有放缓，但结构性品类有望迎来阶段性高增。**乳制品消费中白奶占比约44%，液体奶的营收增速已进入成熟期，2023年欧睿数据我国饮用奶市场零售额同比增长1.9%，从重点乳企的液体奶（含酸奶）营收规模中可以发现，多数乳企的白奶业务也进入了低个位数增长阶段。规模增速放缓主要原因：一是受疫情影响下，高端白奶礼赠场景减少、酸奶增速进入瓶颈期；二是消费者健康意识增强，对液体乳风味的重视转变为品质优、添加少的青睐，风味牛奶饮料需求走弱。

**常温白奶（UHT奶）市场相对稳固，有望实现较快恢复。**短期来看，疫后消费复苏，春节礼赠需求恢复较快，消费场景得以拓展，UHT奶可向浓、纯、营养添加等多个产品路线升级，价值提升仍有空间；长期来看，伴随区域经济发展差异的缩小与中等收入人群的扩容，高端白奶在下沉市场的渗透率或将提升，高品质白奶的需求也将在收

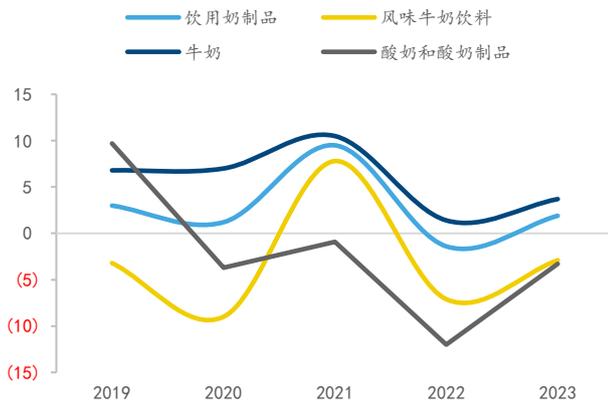
入增长中逐步释放，常温白奶维持量稳价增的个位数增长压力不大。

表11 重点乳企液体奶营收（亿元）

	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2023年同比增速
伊利	737.61	761.23	849.11	849.26	855.4	0.72%
蒙牛	611.14	677.51	765.14	782.69	820.71	4.86%
光明	138.02	142.69	171.01	160.91	156.48	-2.75%
三元	45.59	43.08	47.75	46.57	48.42	3.97%
新乳业	54.11	62.73	83.01	87.76	97.55	11.16%

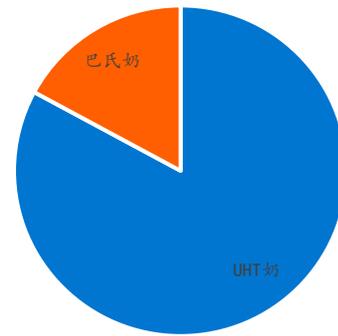
数据来源：同花顺，联储证券研究院

图35 疫后液体奶需求缓慢恢复（同比增速%）



资料来源：Euromonitor，联储证券研究院

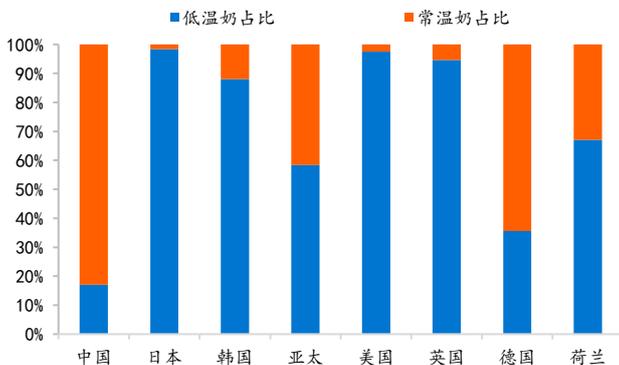
图36 常温白奶占白奶消费的 83%



资料来源：同花顺，Euromonitor，联储证券研究院

**低温鲜奶（巴氏奶）仍有扩容空间，区域乳企纷纷布局，竞争或将加剧。**我们认为中国低温奶市场具备扩容潜力，主要基于：1、相比常温奶，低温奶杀菌温度低，因此蛋白质、维生素和部分有益菌保存更加完好，营养成分更丰富。消费者对健康的需求将推动低温奶发展；2、消费习惯和消费意识的培育。我国低温奶消费占比远低于乳业发达国家，随着龙头乳企加大对低温奶的投入，市场教育进一步完善，消费者认知加深将有效提振消费；3、我国冷链运输市场扩容、生鲜电商等渠道发展，推动鲜奶供应链成熟和销售成本降低；4、日本多数乳企采用ESL杀菌技术，而随着ESL技术在我国的应用和普及，低温奶保质期得以延长，销售半径得以拓宽。据Euromonitor数据显示，2023年低温鲜奶CR5约61%，销售额前五分别为光明、蒙牛、新希望、三元、南京卫岗，市场上低温鲜奶的优惠促销活动增多，仍处于份额抢占阶段。

图37 中国低温鲜奶消费占比偏低



资料来源：Euromonitor，联储证券研究院

图38 冷链市场快速发展



资料来源：中物联冷链委，头豹研究院，联储证券研究院

### 3.2 酸奶：国民健康意识增强，功能性添加可期爆款

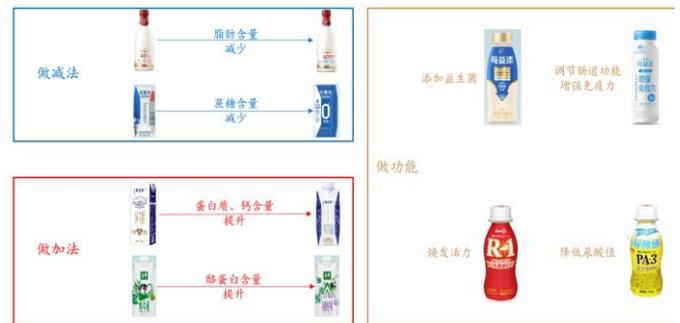
行业增速放缓，疫后健康诉求提升，功能性酸奶或大有可为。中国乳制品市场已度过高速增长期，近几年增速在中高个位数，行业降温成为长期趋势。疫后消费者对于饮食健康的诉求不断提升，推动各类健康食品发展。根据凯度，2023 年健康类快消品增长迅猛，其中无糖茶同比+108%，益生菌补充剂同比+41%，有机、酪蛋白常温奶表现亮眼。乳制品健康化主要有三种方式：做减法（降糖减脂）、做加法（提高蛋白质、钙含量）和做功能（提高功能附加），前两种方式工艺相对简单，竞争壁垒低，疫后相关产品喷涌，赛道较为拥挤；而功能性附加产品因重研发和长周期属性，中国乳企投入有所不足。参考日本发展路径，在乳制品市场增速放缓背景下，行业内卷加剧，推动健康化、差异化的高附加值产品势在必行，因此功能化酸奶或大有可为。

图39 疫后健康类快消品表现亮眼（YTD23P10）



资料来源：凯度，联储证券研究院

图40 乳制品健康创新的三种路径



资料来源：各公司官网，联储证券研究院

酸奶功能化之路起步，菌种研发、功能性认证和消费者培育尚未畅通，但“蓝海”市场吸引下，爆款可期。功能化酸奶的发展掣肘主要在于：1、菌种研发之路需久久为功，日本乳企普遍具备专业团队和数十年的研发经验，产学研深度合作，不断推动研究成果转化。而中国酸奶的功能化之路仍处起步期，产品功能性与差异化相对不足；2、我国对于保健食品的认证严格，审批流程较长，目前国内乳企中仅蒙牛冠益乳拥有“蓝帽子”；宣发上，保健食品仅能规定的24项功能范围内进行标注，而普通食品则不得进行功能声称。严苛的行业标准很大程度上削弱了功能性酸奶的宣传口径；3、市场与消费者培育方面，我国消费者对酸奶的需求停留在“配料表健康”和口味口感方面，对于酸奶功能性的认知不够细化，乳企营销不仅需打破消费者的“刻板印象”，还需加深功能化添加的价值认知，推动酸奶与功能性绑定。

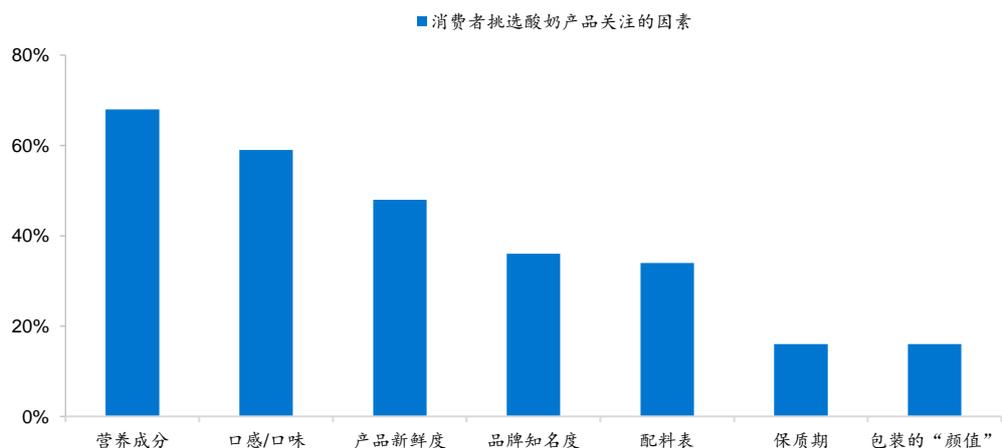
就当下来看，功能化酸奶市场已生星星之火。伊利于2022年推出国人健康品牌全佳益，全佳益与全球23所高校的47位行业顶级专家、5所科研机构及3家医院建立合作关系，累计获益生菌授权专利25项。2023年4月伊利联合中国航天科技国际交流中心正式发布“太空菌株”，每益添、安慕希等均有相关益生菌产品上线。蒙牛旗下冠益乳明确定位免疫力保健酸奶，提出淡化口味增强功能性的目标。优益C定位“适合中国人的益生菌”，产品菌株由LC-37升级为PC-01；光明、君乐宝等乳企均有功能化产品上线。

表12 不同企业代表性益生菌菌株、功效及主要产品

公司	代表性菌株	主要功效	产品
伊利	双歧杆菌 BL-99	调节肠道菌群平衡、缓解消化不良等	益消 BL-99 酸奶、伊利 BL-99 奶酪棒
	副干酪乳杆菌 K56	消化健康、免疫调节等	每益添乳酸菌饮料
	副干酪乳杆菌 ET-22	改善口腔健康、调节血压和睡眠等	伊家好高钙奶酪弹
蒙牛	副干酪乳杆菌 LC-37、PC-01	调节肠道菌群、强化肠壁屏障功能；保护口腔健康	优益 C 乳酸菌饮料
	双歧杆菌 BB-12 (非自研)	调节肠道功能、增强免疫力	蒙牛冠益乳
	双歧杆菌 Probio-M8	促进骨关节健康	蒙牛 M8 儿童配方牛奶
光明	植物乳杆菌 ST-III	调节肠道菌群、降低胆固醇水平、缓解乳糖不耐等	光明益菌多小蓝瓶
	干酪乳杆菌 LC2W	维护肠道健康、促进消化	光明益生菌发酵乳
君乐宝	副干酪乳杆菌 N1115	有效降低血液胆固醇水平，产生物质调节免疫力	君乐宝 N-15 发酵乳
新乳业	鼠李糖乳杆菌 GRX10	抗致病菌、降胆固醇、降血脂	新乳业活润晶球酸奶

资料来源：各公司公告，各公司官网，联储证券研究院

图41 中国消费者对酸奶的需求停留在“配料表健康”和口味口感



资料来源：《2021 酸奶行业消费趋势报告》，联储证券研究院

### 3.3 干乳制品：西式餐饮连锁化助推奶油奶酪类消费培育

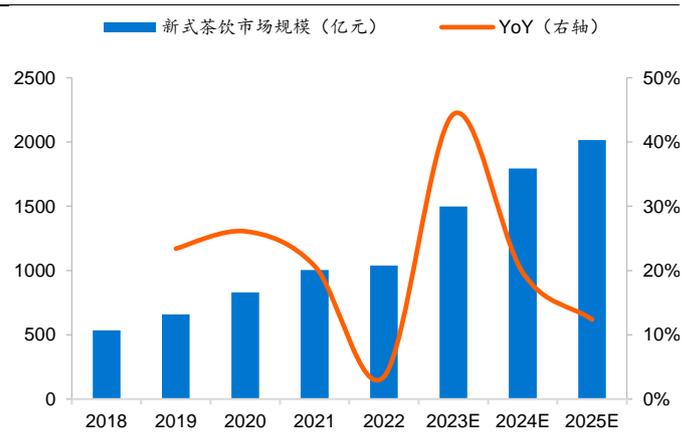
市场教育逐步完善，应用场景不断丰富，奶酪有望迎来快速发展。我国干乳制品消费量及占比显著偏低，尤其是奶酪，2022 年我国奶酪人均消费量约 0.1 千克，市场渗透率为 33.5%，有望在政策推动和需求提升中实现较快增长。一方面，2022 年农业农村部、中国奶业协会相继发文，强调提高奶酪消费量，稳定上游供应链，推动奶酪行业发展，并提出“2025 年全国奶酪产量达到 50 万吨，奶酪零售规模突破 300 亿元”的目标；另一方面，我国 BC 端应用场景不断丰富，西式餐饮连锁化助推奶油奶酪类的消费培育，推动奶酪需求提升。B 端来看，西餐厅、烘焙点心、咖啡茶饮等是奶酪、奶油主要的应用场景，下游需求带动奶酪 B 端消费不断多增，国产奶酪品牌有望实现突围；C 端来看，以妙可蓝多为代表的乳企以奶酪棒形式的奶酪类产品切入儿童食品市场，推动奶酪产品本土化，助力品类渗透率提升。

图42 近期奶酪行业政策梳理

部门	时间	政策名称	主要内容
农业农村部	2022	《“十四五”奶业竞争力提升行动方案》	鼓励企业开展奶酪加工技术攻关，加快奶酪生产工艺和设备升级改造，提高国产奶酪的产出率，研发适合中国消费者口味的奶酪产品
中国奶业协会	2022	《奶酪创新发展助力奶业竞争力提升三年行动方案（2023-2025 年）》	提出打造优质奶源基地，推动特色奶酪发展等八大重点任务；目标到 2025 年，全国奶酪产量达 50 万吨，奶酪零售规模突破 300 亿元
市场监管总局	2022	《食品安全国家标准 再制干酪和干酪制品》	订立新标准；对仅添加 15%~50%干酪的产品明确为干酪制品，对添加 50%以上干酪的产品明确为再制干酪

资料来源：中国政府网，农业农村部，中国奶业协会，联储证券研究院

图43 奶酪下游应用场景持续扩容

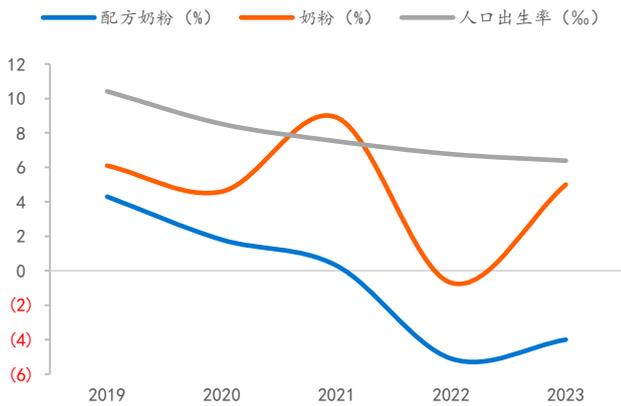


资料来源：中国连锁经营协会，联储证券研究院

### 3.4 奶粉：老年化趋势明显，现实好于预期

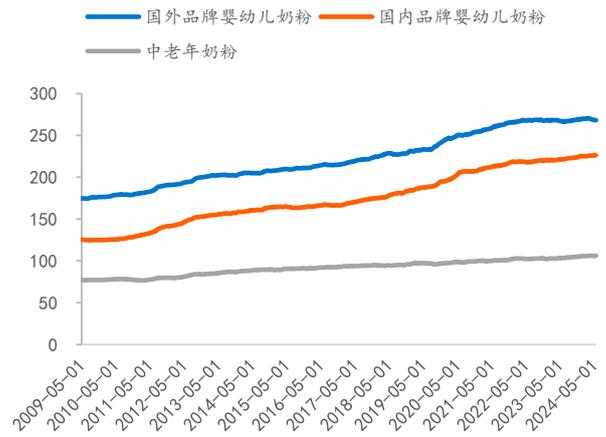
婴幼儿奶粉市场缩量，但现实好于预期，老年化奶粉市场需求增多，或将带来一定支撑。自 2016 年全国人口出生率自 13.57% 始持续下跌以来，配方奶粉市场增长持续降速，22 年开始缩量，虽长期少子化、奶粉需求量减少的趋势暂无明显改变，但近几年的奶粉消费市场业绩增长略超预期，一是因为优化生育政策对人口出生率下滑的遏制效果有所显现，国家实施三孩生育政策，配套生育支持措施，促进人口长期均衡发展；二是疫后结婚和备孕需求集中释放，23-24 年或将迎来一波生育小高峰，叠加奶粉喂养的市场培育逐步成熟、国产奶粉在“新国标”要求下提质、在国外品牌价格带引领下提价，目前配方奶粉的实际需求应好于预期。与此同时，23 年成人奶粉的同比增速达 5%，远高于配方奶粉的-4%，中老年奶粉市场因新一批消费人群扩容、消费能力提升、饮奶习惯培育相对更佳，有望迎来需求增长的良好发展机会，为奶粉市场带来一定支撑。

图44 2023 年成长奶粉增速明显快于配方奶粉 (%)



资料来源: Euromonitor, 国家统计局, 联储证券研究院

图45 奶粉零售价 (元/公斤)



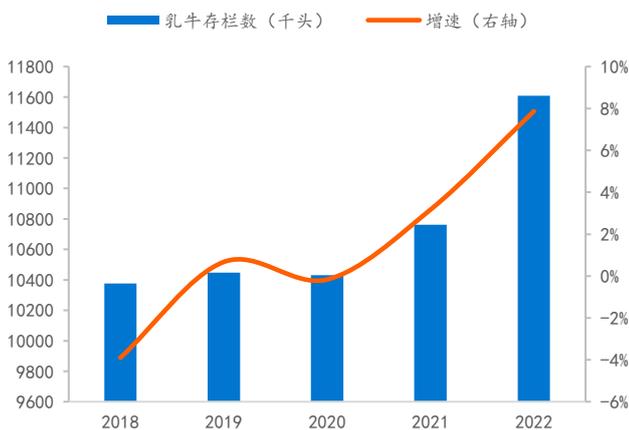
资料来源: 同花顺, 联储证券研究院

## 4. 成本费用降低与结构升级驱动, 乳企利润率有望提升

### 4.1 成本端: 原奶价格下行, 上游收奶成本回落

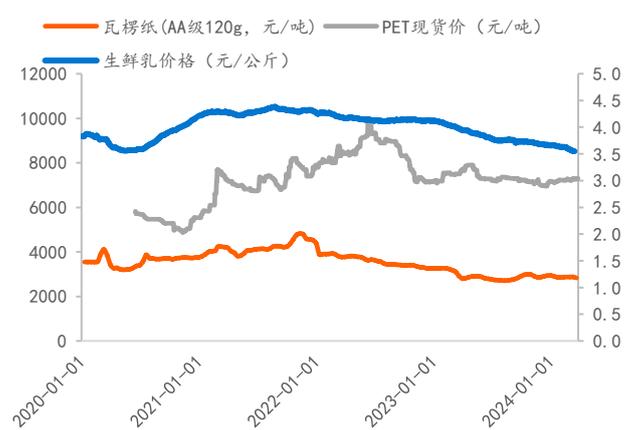
原奶与包材价格高位回落, 奶牛存栏增速较快, 中游成本压力较小。一方面, 2022 年我国乳牛存栏达 1160.8 万头, 同比增长约 7.9%, 是 2018 年以来存栏增长最快的一年, 且奶牛成母牛年单产为 9.2 吨, 同比增长约 5.7%, 原奶供给相对充足。基于此, 23 年生鲜乳平均价格为 3.84 元/公斤, 同比下降 7.7%。另一方面, 包装用主要材料瓦楞纸、PET 等价格均自 2021-2022 年的高位回落, 正处于低位震荡区间。叠加我国乳企纷纷通过横向并购获取海外优质奶源, 分散成本上行压力, 因此, 中游乳企 23-24 年收奶成本压力较小, 或将支撑其利润率提升顺畅。

图46 2022 年奶牛存栏增长较快



资料来源: 同花顺, 联储证券研究院

图47 乳制品生产成本高位回落

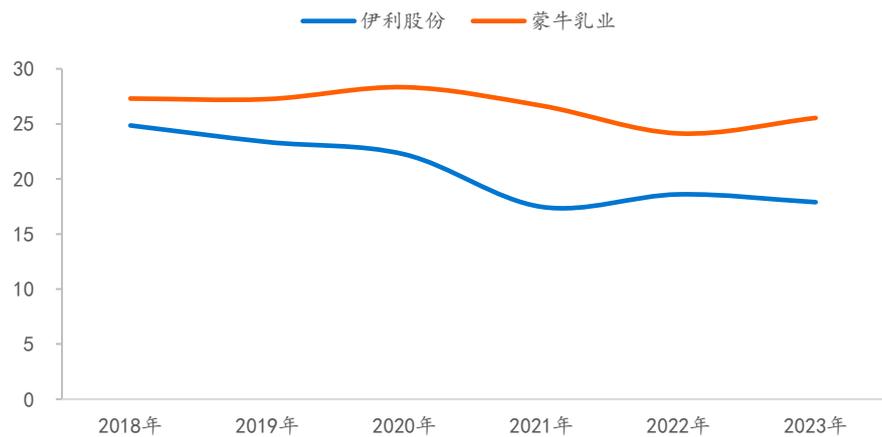


资料来源: 同花顺, 联储证券研究院

### 4.2 费用端: 市场竞争趋缓, 减少费用投放压力

市场竞争边际放缓, 龙头乳企经营策略从重份额转向重利润。从销售费用的投放来看, 伊利和蒙牛销售费用/营收占比近五年呈下降趋势, 经营策略重点逐渐从营收规模的增长转为净利润的增长, 叠加产品布局出现差异化 (伊利侧重常温品类与奶粉, 蒙牛逐步进入鲜奶与奶酪赛道), 预计乳制品市场竞争将有边际放缓, 乳企费用投放压力可能减小。

图48 乳企双雄的销售销售费用营收占比 (%)



资料来源：同花顺，联储证券研究院

表13 2023年A股乳企的费用占比 (%)

	销售费用 / 营业总收入	管理费用 / 营业总收入	研发费用 / 营业总收入
伊利股份	17.8884	4.0848	0.6738
光明乳业	12.0140	3.3459	0.3255
新乳业	15.2767	4.2766	0.4313
妙可蓝多	23.1846	3.6589	1.1248
三元股份	16.0965	3.9503	1.7942
佳禾食品	3.1278	2.6280	1.1059
一鸣食品	20.4181	5.6328	1.8690
均瑶健康	11.4908	7.7648	1.5408
贝因美	31.3403	7.9062	0.7987
阳光乳业	7.3845	6.1298	3.2355
皇氏集团	10.7161	7.6351	1.6902
天润乳业	5.4050	3.5701	0.9135
海融科技	14.9751	7.7333	3.2607
燕塘乳业	10.2410	4.7342	1.0813
熊猫乳品	4.4064	4.7514	1.8313
西部牧业	5.7521	5.0492	0.4467
品渥食品	20.7928	2.4927	0.0436
庄园牧场	8.1467	8.7496	0.8602
麦趣尔	16.6511	11.5233	0.8236
骑士乳业	0.8578	6.2777	0.5342
乳品 (整体法)	16.2835	4.1975	0.7406

数据来源：同花顺，联储证券研究院

**乳企出海路径仍在探索中，大步快上不如等待时机。**我国乳企出海主要通过横向并购进行，标的集中在乳业较发达的新西兰、澳大利亚等地，初衷是获取奶源和先进技术、寻求合作，而非占领市场。一方面，当下全球乳业面临洗牌，逆全球化抬头，优质并购机会愈发稀缺；另一方面，国内乳企在奶源和大包粉的需求减弱，行业处于结构性增长阶段，且下沉市场仍有空间。因此，近几年国内乳也使得剥离海外资产现象频发，出海再待良机：贝因美剥离达润工厂股份，蒙牛雅士利出售新西兰工厂 51% 股权。

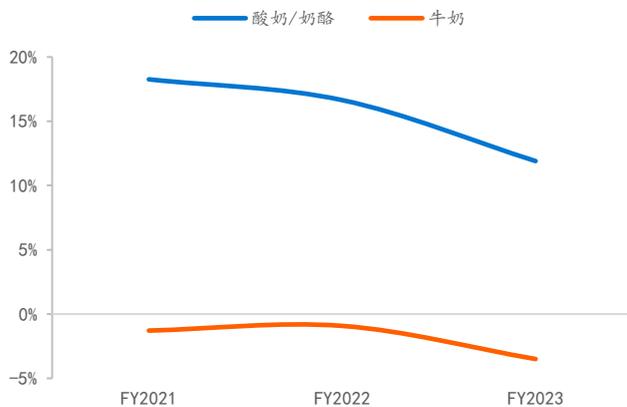
**参考日本乳企国际化路径，东南亚市场和差异化产品有机可寻：**一，欧美及澳洲乳制品发展相对成熟，“反向输出”难度大，因此眼光可向东南亚等发展中国家集中。如 18 年伊利旗下的 Joyday 在印尼上市，安慕希进入新加坡，皆获得良好反响；20 年

伊利在印尼、泰国市场均取得较大突破。蒙牛冰淇淋品牌艾雪东南亚强劲增长，22 年位居印尼市场份额第一、菲律宾份额第二，并正式进入越南、泰国、老挝、柬埔寨等市场。二，做好差异化与品牌化。如蒙牛在印尼以艾雪和优益 C 为主导品牌，侧重低温酸奶和冰淇淋产品；通过集中推广，艾雪和优益 C 品牌知名度和市占率在短期内急速提升。

### 4.3 产品结构：升级持续，高附加值产品占比有望增多

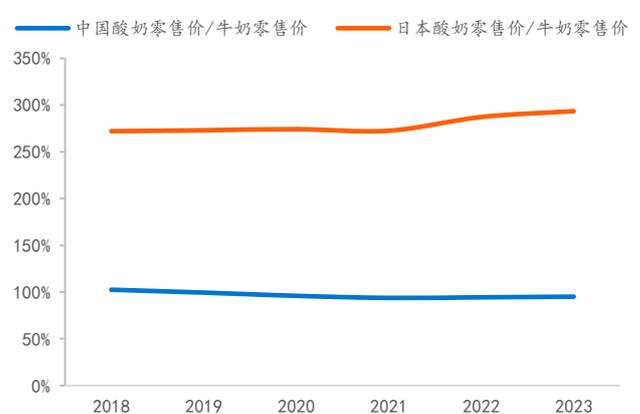
**品类结构升级持续，高附加值产品占比有望增多。** 高端白奶贡献利润，可选品类有望量价齐升。一方面，我国白奶利润率相对较高，且成长性较强。相对于日本乳企亏损的白奶业务（如明治近 3 年饮用牛奶业务利润率均为负），伊利/蒙牛白奶业务毛利率超 30%。伴随下沉市场消费升级和白奶礼赠场景拓宽，高端白奶增速或将持续高于中低线产品。另一方面，可选品类可期放量，带动乳企结构升级。伴随疫后需求修复、消费健康化和产品功能化推进，可选品类销量将不断增加；且我国酸奶/牛奶均价接近，但日本酸奶均价接近牛奶的 3 倍，酸奶等可选品类提价空间较大。

图49 明治饮用牛奶板块连续三年营业利润率为负



资料来源：明治年报，联储证券研究院

图50 中日酸奶/牛奶价格之比



资料来源：Euromonitor，联储证券研究院

## 5. 投资建议

我国乳制品市场持续自我革新，良性发展根基已定，历经七十余年的发展，整体进入了相对成熟的低速成长期。2023 年乳制品市场规模为 5738.6 亿元，供给端来看，伴随行业规模化持续进行，奶质和奶量均有提升；需求端来看我国人均乳制品消费仅 12.4 千克，人均提升和结构升级潜力仍存。

1、总量上，中国乳制品市场仍有提升空间：一是我国经济可持续发展的拉动；二是城乡差距、收入差距缩小带来的提振；三是饮奶消费习惯培育逐步成熟的贡献。

2、结构上，细分品类增长可期：一是冷链运输和 ESL 技术成熟、健康意识推动下，低温鲜奶具备扩容潜力；二是在行业增速放缓与竞争加剧下功能性酸奶或大有可为；三是市场教育逐步完善和应用场景不断丰富将推动奶酪为代表的干乳制品占比提升。此外，高端白奶逐步下沉有望支撑常温白奶低速增长，奶粉市场在人口降速边际放缓、国产奶粉提质提价的背景下或将减少拖累。

3、企业端，我们认为中国乳制品企业的利润天花板可看更高，主要系中国乳企在产业链当中具备优势地位，既可通过上游并购降低成本、分散风险，也可通过产品提价和结构升级向下游寻求利润。

综上，我们看好中国乳制品行业的长期投资机会，建议关注产品矩阵完善的全国性龙头乳企伊利股份；差异化布局低温鲜奶、奶酪等品类的区域性乳企光明乳业、新乳业、天润乳业、妙可蓝多。

## 6. 风险提示

宏观经济增长不及预期；消费复苏不及预期；乳制品市场消费培育不足；行业政策变动风险；食品安全时间等风险。

### 免责声明

联储证券股份有限公司（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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“联储证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“联储证券研究院”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 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。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~10%之间
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	看好	相对表现优于市场
		中性	相对表现与市场持平
		看淡	相对表现弱于市场

### 联储证券研究院

#### 青岛

地址：山东省青岛市崂山区香港东路 195 号 8 号楼 11、15F  
 邮编：266100

#### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴环路 1366 号富士康大厦 9-10F  
 邮编：200120

#### 北京

地址：北京市朝阳区安定路 5 号院中建财富国际中心 27F  
 邮编：100029

#### 深圳

地址：广东省深圳市南山区沙河街道深云路 2 号侨城一号广场 28-30F  
 邮编：518000