

乳制品行业深度：掘金乳业，攻守兼备

报告要点

供给侧原奶成本温和上行，需求侧量价齐升。需求侧方面，量上，中国人均饮奶量提升空间巨大，短期经济下行不改长期需求向上；下沉市场具有高成长、高天花板空间。价上，乳制品为大众营养品，消费升级趋势下，高端产品提价与结构高端化齐驱。**供给侧方面**，中短期随着需求恢复，原奶价格有望止跌；长期受政策提振，产业规模化程度、奶牛单产提升，供需紧张局面有望改善，原奶周期放缓，平滑中游乳企的成本曲线。**综合来看，我们认为供需双旺情形下，外购原奶价格长期将保持温和上涨趋势，乳企价格战空间有限。**

常温奶：成熟期，竞争趋缓，高端化驱动市场稳中有升，双雄受益。常温奶为乳制品基本盘，高端化为主旋律。早期伊利、蒙牛借常温红利实现全国化扩张，常温白奶和酸奶大单品量价齐升，二者因此牢踞双雄地位。2020年前，伊利、蒙牛以收入为导向，舍价求量；2020年后利润为双雄重点，竞争趋缓，有望迎来高质量发展阶段。

低温奶：成长期，区域龙头和双雄有望共同开拓局面。据 Euromonitor，2022 年低温奶市场增速高达 14.4%，重获关注。受运输半径限制，低温白奶市场上光明、新乳业等区域龙头割据，深耕+并购扩张模式下，集中度持续提升。受益超巴奶、冷链物流、生鲜电商发展，双雄和区域龙头有望同台竞技。

奶酪：成长早期，妙可蓝多抢占蓝海先机。2022 年中国人均奶酪消费量低，仅为日本的 1/4，据 Euromonitor，奶酪市场 2008-2022 年 CAGR 为 24.4%，属高成长赛道。2022 年中国奶酪市场 C 端的占比为 39.5%，有较大提升空间，国产企业有望率先受益。国产奶酪龙头妙可蓝多通过低温儿童奶酪棒快速打开局面，2021 年常温奶酪棒的推出有望进一步拓展消费场景。

婴配粉：成熟期，市场出清，国粉龙头竞争壁垒有望进一步巩固。出生率下降、母乳喂养率提升，婴配粉进入存量时代，高端化为破局点，配方、奶源上仍大有可为。新国标出台和新一轮注册潮加速市场出清，国粉市占率有望进一步提升。库存恢复健康后，竞争生态更为良性。儿童粉、成人粉为蓝海市场，有望承接婴配奶粉企业的第二战场。

关注公司：常温双雄伊利、蒙牛产品结构稳中有升，伊利重奶粉，蒙牛重低温，产品结构与经营改善共振。国产奶酪龙头妙可蓝多除高 β 属性外，蒙牛入主后有望在生产经营上全面赋能，家庭餐桌系列有望打开第二增长曲线，常温奶酪棒有望复制常温液奶红利。低温赛道的成长性和稳健性居于奶酪和常温奶之间，起家西南的新乳业背靠新希望集团，高端产品驱动“鲜立方战略”，外延并购走向全国，增长兼顾质与量。婴配粉龙头中国飞鹤“超高端+”产品再起航，儿童粉+成人粉打造第二增长极。

风险提示： 1、经济下行、消费疲软、竞争加剧导致收入、利润不及预期；2、外部冲击导致原奶、包材等原材料价格上涨；3、乳制品生产质量风险，公关不利使得品牌受损。

食品饮料

评级： 看好

日期： 2023.03.23

分析师 周铃雅

登记编码：S0950521040002

☎：021-61102506

✉：zhoulingya@wkzq.com.cn

联系人 王何梦雅

☎：13367000172

✉：wanghemengya@wkzq.com.cn

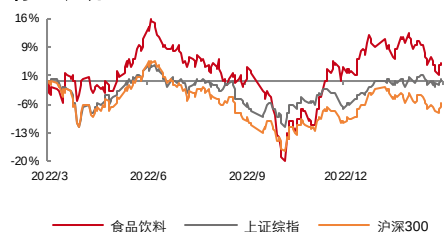
联系人 刘艺帆

☎：15136308667

✉：liuyifan@wkzq.com.cn

行业表现

2023/3/23



资料来源：Wind，聚源

相关研究

- 《啤酒行业深度报告：高端化&降本增效成为主旋律》(2022/11/23)

内容目录

一、产业趋势：供给侧纵向一体化，营养品生意驱动结构高端化	8
(一) 供给侧：原奶周期有望放缓，产业上下游整合提速	9
1、产业特征：原奶供给不足，奶源分布不均	9
2、原奶价格跟踪框架：成本端敏感，进口替代性强，季节性周期和外生冲击共振	13
3、市场出清、上游品牌入局，原奶价格波动性减弱	15
(二) 需求侧：量价齐升，多点开花	18
1、量：人均饮奶量提升空间巨大，下沉市场尤甚	18
2、价：大众营养品，三维共促高端化	20
3、他山之石：中国正处于持续扩张期，品类百花齐放，奶酪高景气	22
二、中游乳业的攻与守：两超多强，进入渠道与品牌合力时代	26
(一) 核心竞争力：渠道制胜，品牌加持，战略决胜千里	26
1、商业模式：渠道为核心	26
2、品牌合力时代，剩者为王	30
3、以人为本，战略定力造枭雄	31
(二) 竞争格局：两超攘天下，多强有专攻	32
三、常温奶：双雄稳健基本盘，有望迎来高质量发展阶段	33
(一) 白奶韧性强，酸奶弹性大，高端化为主旋律	33
(二) 常温红利筑双雄，质为导向固价盘	35
四、低温奶：易守难攻，群英并起，开疆拓土	38
(一) 低温白奶景气向上，低温酸奶短期承压	39
(二) 渠道壁垒高，低温白奶市场龙头割据	40
(三) 三维力促低温渗透，群雄有望同台竞技	42
五、奶酪：供给创新扩容中，国产崛起正当时	43
(一) 长坡厚雪好赛道，以量驱动高成长	44
(二) C端：奶酪棒创新拓场景，妙可先发占蓝海	46
(三) B端：需求日益增长，国内乳企任重道远	49
六、婴配粉：刚性市场高端化趋势坚挺，龙头集中度仍有提升空间	50
(一) 高毛利婴配粉进入存量阶段，无畏消费降级	50
(二) 新国标加速市场出清，强渠道力护航国货突围	56
(三) 儿童奶粉+成人粉双极延展，功能化产品打开天花板	61
七、关注公司	64
(一) 伊利股份：行稳致远，产品结构与经营改善共振	64
(二) 蒙牛乳业：内生与外延业务齐驱，扬长补短再造一个新蒙牛	68
(三) 妙可蓝多：蒙牛赋能奶酪龙头，家庭餐桌+常温系列开启第二增长极	72
(四) 中国飞鹤：阵痛不改龙头优势，新鲜战略稳健再起航	75
(五) 新乳业：内生产品小试牛刀，外延协同效应有望进一步显现	78
(六) 光明乳业：华东低温龙头，传统国企勇做“争鲜者”	81

风险提示	84
------------	----

图表目录

图表 1：中国乳制品产业链.....	8
图表 2：上市乳业企业财务情况.....	9
图表 3：中国原奶产量未达到乳业发达国家水平（百万吨）	9
图表 4：中国在全球乳制品进口贸易中非常重要.....	9
图表 5：中国婴配粉进口量占全球进口贸易的比重非常可观.....	10
图表 6：中国大陆液体乳进口量占全球进口贸易比重非常可观.....	10
图表 7：中国液体乳自给率较高.....	10
图表 8：中国奶粉自给率逐年下降.....	10
图表 9：中国各省份牛奶产量呈现“北多南少”的特征.....	10
图表 10：中国奶牛单产水平和发达国家仍有差距（吨/头·年）	11
图表 11：北京、上海奶牛单产在全国遥遥领先（吨）	11
图表 12：玉米、苜蓿草、豆粕等在奶牛饲料中占比较高.....	11
图表 13：中国进口种牛数量一直在增长（万头）	11
图表 14：中国大豆对外依赖程度较高，玉米自给率较高.....	11
图表 15：中国苜蓿草为饲草料主要成分，进口量逐年提升（万吨）	11
图表 16：中央一号文件关于乳业相关描述.....	12
图表 17：散养奶牛牧场毛利率高于规模奶牛牧场.....	13
图表 18：上游牧场集中度低.....	13
图表 19：中游收奶乳企集中度高.....	13
图表 20：2021 年伊利原奶成本约占液态奶成本 60%左右.....	14
图表 21：各国原奶价格走向较为相似，中国原奶价格较高（元/千克）	14
图表 22：新西兰是中国最大的奶粉进口国.....	14
图表 23：中国生鲜乳价格走向与 GDT 全脂奶粉相似.....	14
图表 24：豆粕和苜蓿草价格变化较大.....	15
图表 25：进口饲草价格全年呈现周期性波动，变动领先于原奶价格	15
图表 26：奶牛存栏量近年来有所下降.....	15
图表 27：犊牛成长到泌乳牛大约需要 20 个月，生产周期一般为 12~13 个月左右.....	16
图表 28：无外生性因素，原奶价格呈现周期性波动.....	17
图表 29：伊利、蒙牛近年来不断兴建自有奶源.....	17
图表 30：中游乳企对上游牧场的把控.....	17
图表 31：优然牧业和现代牧业是上游牛奶产量最大的两个牧场（万吨）	18
图表 32：大型上游牧场成母牛单产均较高（吨/年）	18
图表 33：中国牧场数量逐年减少（个）	18
图表 34：白奶市场规模最大（亿元）	19
图表 35：增速上，奶酪高景气，白奶稳健，婴配粉与酸奶下滑	19
图表 36：中国人均液态奶消费量在全球处于较低水平（千克/年）	19
图表 37：2020 年中国下沉市场人口约占 64%.....	20
图表 38：城镇奶类人均消费量远高于农村（千克/年）	20
图表 39：白奶、婴配粉和酸奶在乳制品中占比最高.....	20
图表 40：各细分乳制品品类市场均呈现高端化趋势.....	20
图表 41：乳业各细分行业单价温和向上（元/千克）	21

图表 42: 2008-2022 年价增对白奶市场规模的贡献超过量增	21
图表 43: 特色、高端奶源产品举例	21
图表 44: 安慕希不断推出新口味吸引消费者, 而莫斯利安更晚开始口味创新, 错失良机	22
图表 45: 1950 年代左右日本关于牛奶的规章制度逐渐建立完善	23
图表 46: 日本本土特色与奶酪(芝士)的融合菜式	23
图表 47: 日本功能性酸奶百花齐放	24
图表 48: 乳制品在日本民众生活中不断渗透	25
图表 49: 日本家庭食品支出占比近年来有日益增长之势	26
图表 50: 日本家庭食品支出中乳制品占比越来越高	26
图表 51: 乳业以线下渠道为主	26
图表 52: 同一档次的白奶中, 鲜奶定价高于常温白奶	27
图表 53: 低温奶运输成本较高, 终端网点成本较低	27
图表 54: 新希望低温白奶毛利率最高	27
图表 55: 阳光乳业低温奶毛利率最高	27
图表 56: 新乳业持续全国性扩张, 运输仓储费用率居于高位	28
图表 57: 新乳业未形成规模效应, 毛销差低(扣除广告费用)	28
图表 58: 蒙牛大商制和伊利渠道精耕策略的对比	29
图表 59: 伊利渠道精耕策略卓然有效	29
图表 60: 主要乳制品品类商业模式	30
图表 61: 伊利、蒙牛市占率持续提升, 广告费用在价格战后回落	31
图表 62: 蒙牛管理层更迭与组织架构变动频繁	31
图表 63: 公司在业绩表现可圈可点时期均推出过相应的股权激励计划、员工持股计划	32
图表 64: 乳业集中度不断提升, 伊利、蒙牛绝对领先	33
图表 65: 常温奶占伊利、蒙牛收入的比重超过 70%	33
图表 66: 常温白奶大盘稳健	34
图表 67: 常温酸奶市场快速增长	34
图表 68: 高端液态奶市场增速远高于市场平均及普通液态奶市场	34
图表 69: 高端白奶(特仑苏、金典)市占率提升	35
图表 70: 常温酸奶(安慕希、纯甄)市占率提升	35
图表 71: 中国 UHT 技术引入中国后, 乳制品产量大幅提升	35
图表 72: 2001-2009 年间人均奶类消耗量成倍增长(千克/年)	35
图表 73: 金典和特仑苏在奶源、包装等方面不断开拓细分 SKU	36
图表 74: 近年来, 伊利的综艺冠名与品牌合作更多	36
图表 75: 伊利广告费用率更高	36
图表 76: 伊利液态奶终端和直控村级网点数量稳步提升	37
图表 77: 2012 年蒙牛启动的渠道改革新增了样板市场	37
图表 78: 伊利、蒙牛的动态竞争推动乳业不断发展	37
图表 79: 2020 年后主要大型乳企销售费用率回落幅度较大, 竞争趋缓	38
图表 80: 巴氏杀菌奶营养成分保留更多	39
图表 81: 低温白奶市场复合增速可达 10%+	39
图表 82: 低温酸奶市场规模受经济下行影响较大	39
图表 83: 中国低温奶人均消费数量远不及日、美(千克)	40
图表 84: 中国低温奶人均消费金额远不及日、美(美元)	40
图表 85: 农村低温奶市场的渗透率还有待提升	40
图表 86: 液态奶销售单价情况(元/kg)	40
图表 87: 区域乳企低温奶渠道对比	41
图表 88: 中国低温奶市场集中度低, 但头部份额在提升	41

图表 89: 低温酸奶集中度更高, 形成伊利、蒙牛两大巨头.....	41
图表 90: 低温奶活性蛋白质量浓度平均值更高 (mg/L)	42
图表 91: ESL 乳的典型产品.....	42
图表 92: 社区电商快速增长.....	43
图表 93: 生鲜电商快速增长.....	43
图表 94: 中国冷库总量快速增长.....	43
图表 95: 中国食品冷链物流需求高增.....	43
图表 96: 妙可蓝多 C 端奶酪棒产品毛利率最高.....	44
图表 97: 中国奶酪平均零售单价 (元/千克) 比日、美高, 且近年来有下行趋势	44
图表 98: 中国奶酪市场快速增长.....	45
图表 99: 日本奶酪市场仍然保持增长.....	45
图表 100: 美、日人均奶酪消费量一直在上升	46
图表 101: 美、日人均液态奶消费量一直在下降 (kg/人)	46
图表 102: 近年来中国奶酪 C 端增长快于 B 端.....	46
图表 103: 中国 C 端占整体奶酪市场的比重有较大提升空间.....	46
图表 104: 中国奶酪平均零售单价 (元/千克) 比日、美高, 且近年来有下行趋势	47
图表 105: 中国儿童零食市场规模 (亿元)	47
图表 106: 每月给孩子购买零食总花费.....	47
图表 107: 妙可蓝多 2018 年-2020 年广告截图	47
图表 108: 2022 年之前妙可广告费用持续提升	47
图表 109: 妙可蓝多在中国 C 端奶酪市场份额一骑绝尘.....	48
图表 110: 日本 C 端奶酪市场一家独大, 亦有 4 家巨头.....	48
图表 111: 美国 C 端奶酪市场一家独大.....	48
图表 112: B 端奶酪常见应用场景丰富.....	49
图表 113: 中国烘焙市场快速增长.....	49
图表 114: 中国现制茶饮市场规模大.....	49
图表 115: 西餐是中国白领群体最喜爱的餐馆菜系.....	50
图表 116: 中国西式餐饮占比提升较快.....	50
图表 117: 恒天然大中华区餐饮端增速高.....	50
图表 118: 国外品牌进入中国市场较早.....	50
图表 119: 婴配粉的干湿法区别.....	51
图表 120: 乳企奶粉业务的毛利率多数可达 30%+.....	51
图表 121: 国外品牌婴配粉零售价均价一般高于国产品牌 50 元左右.....	51
图表 122: 近年来, 出生率降速明显	52
图表 123: 婴配粉市场规模增速持续下降, 2022 年企稳回升	52
图表 124: 中国 6 个月内婴儿母乳喂养率下滑明显, 近年来有所回升	52
图表 125: 中国婴儿出生后 6 个月内纯母乳喂养率远未达到全球平均水平.....	52
图表 126: 《关于优化生育政策促进人口长期均衡发展的决定》的主要内容	53
图表 127: 在受经济下行影响大的城市中, 约 20%的备孕/生育计划推迟/取消.....	53
图表 128: 中国婴配粉市场高端和超高端价格带占比持续提升	54
图表 129: 中国大陆婴配粉均价持续提升 (元/千克)	54
图表 130: 2021 年头部乳企有机奶粉品牌渗透率较高	54
图表 131: 2021 年各种类型奶粉占比中, 普通牛奶粉占比仍然较高	54
图表 132: 不同地区和泌乳阶段母乳成分有显著差异	55
图表 133: 部分婴配粉中成分及生理功能	55
图表 134: 婴配粉线下市场中下沉市场占比提升	55
图表 135: 下沉市场购买高端及以上的婴配粉人群占比达 89%	55

图表 136: 下沉市场母乳喂养率更低, 婴配粉市场更广阔	56
图表 137: 未受到三聚氰胺事件影响的贝因美 2008 年之后收入大幅增长	57
图表 138: 婴配粉行业在 2008 年后频繁出台监管规定, 行业进行了多轮洗牌	57
图表 139: 飞鹤市占率提升明显	58
图表 140: 婴配粉市场集中度持续提升, 国产龙头市占率提升明显	58
图表 141: 婴幼儿奶粉主要政策及内容/目标	58
图表 142: 新国标的主要营养成分要求修订	59
图表 143: 中国企业在头部品牌获批产品配方数量领先	59
图表 144: 婴配粉市场集中度持续提升, 国产龙头市占率提升明显	60
图表 145: 婴配粉市场中母婴渠道逐渐占据了主流	60
图表 146: 飞鹤自 2017 年后收入增长迅速	60
图表 147: 飞鹤的地推活动	61
图表 148: 飞鹤线下活动开支持续增长, ROI 较高	61
图表 149: 各层级城市线下母婴渠道国产品牌占比提升明显	61
图表 150: 下沉市场婴配粉消费升级趋势强于超一线+一线城市	61
图表 151: 中国中老年奶粉市场的高端化还有待培育	62
图表 152: 八成单罐中老年奶粉价格在 200 元以下	62
图表 153: 儿童粉市场增长快于其他阶段婴配粉	62
图表 154: 儿童粉市场 3 年约有 200 亿空间	62
图表 155: 目前市面上主流的儿童成长奶粉/4 段奶粉产品	63
图表 156: 目前市面上主流的中老年奶粉	63
图表 157: 伊利 ROE (%) 行业领先且稳健	64
图表 158: 伊利净利率 (%) 行业领先且稳健	64
图表 159: 伊利总资产周转率行业居首	64
图表 160: 伊利存货周转率行业居首	64
图表 161: 公司 2019 年股权激励计划情况	65
图表 162: 伊利始终坚持渠道精耕策略, 关注新兴渠道, 提升渠道效率	65
图表 163: 伊利主要产品	66
图表 164: 伊利毛利率 (%) 稳中有升	66
图表 165: 伊利基础白奶、金典、安慕希为三大“现金牛”产品	66
图表 166: 伊利基础白奶、金典、安慕希对公司业务贡献均超 20%	66
图表 167: 伊利近年来奶粉业务快速增长	67
图表 168: 伊利奶粉、冷饮业务毛利率较高	67
图表 169: 澳优主要产品	67
图表 170: 澳优工厂和产能情况	67
图表 171: 伊利在全国广泛地布局奶源	68
图表 172: 公司 2016 年以来经营业务稳中有升	69
图表 173: 公司持续推进股权激励计划	69
图表 174: 公司主要产品类别及品牌	69
图表 175: 蒙牛基础白奶、特仑苏、纯甄为公司三大单品	70
图表 176: 常温三大单品中常温白奶对公司业绩贡献持续增长	70
图表 177: 雅士利经营情况有较大的改善空间	71
图表 178: 蒙牛的奶粉业务营收长期不及其他	71
图表 179: 贝拉米 2017、2019 年受中国奶粉配方注册制影响收入停滞	71
图表 180: 妙可蓝多各产品线	73
图表 181: 早期妙可蓝多营收增速高, 2022 年承压	73
图表 182: 妙可蓝多即时营养系列收入占比高、毛利高	73

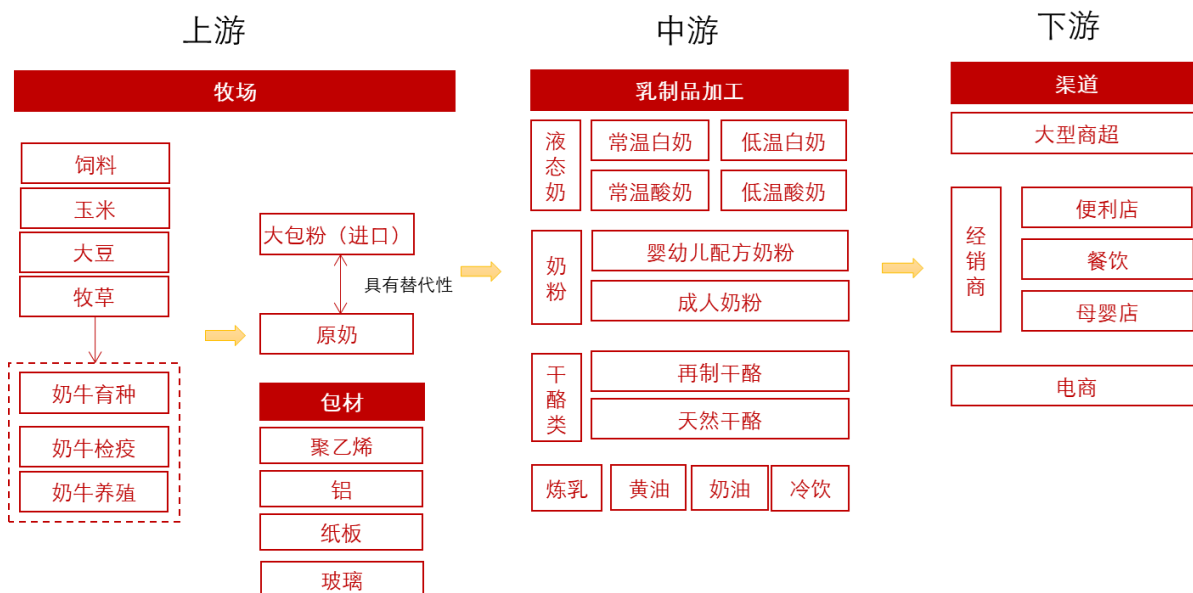
图表 183: 妙可蓝多终端零售网点数量增长迅速 (万个)	74
图表 184: 2021 年妙可蓝多经销商数量大幅增长 (个)	74
图表 185: 妙可蓝多线上渠道势头迅猛	74
图表 186: 妙可蓝多线上收入占比增长迅速、毛利较高	74
图表 187: 妙可蓝多毛销差逐年提升, 2022 年承压	74
图表 188: 妙可蓝多管理费用率仍有改进空间	74
图表 189: 稳定且持续输出的产品力、营销力、渠道力构筑飞鹤的品牌力护城河	75
图表 190: 飞鹤收入、ROE 在 2017 年主推星飞帆后快速增长	75
图表 191: 飞鹤研发费用增长快	76
图表 192: 飞鹤研发费用率行业领先	76
图表 193: 飞鹤持续在产品研发上投入, 并且走在行业前列	76
图表 194: 飞鹤推出了更多超高端产品, 如爱本、星飞帆卓系列	76
图表 195: 星飞帆收入占比在 2017 年突飞猛进, 毛利率持续提升	76
图表 196: 飞鹤销售费用率达 30%+, 线下活动占比在 20%左右	77
图表 197: 章子怡形象十分符合飞鹤中国化调性	77
图表 198: 2017 年开始飞鹤经销商、网点数量大幅增加	78
图表 199: 飞鹤存货周转率高于同业, 2021 年-2022H1 行业动销变差	78
图表 200: 飞鹤设计工厂产能、原生态产奶量持续扩张	78
图表 201: 新乳业近年来收入增长亮眼	79
图表 202: 新乳业业务逐渐全国化	79
图表 203: 新乳业主要品牌	80
图表 204: 新乳业奶源及品牌布局	81
图表 205: 光明在股权激励后业绩表现亮眼, 近年来管理层变动频繁	81
图表 206: 光明两轮股权激励要求	81
图表 207: 光明主要产品矩阵	82
图表 208: 光明的鲜奶产品优倍、致优系列增长较快	82
图表 209: 2020 年光明牧业产量在全国位列第八	82
图表 210: 领鲜物流覆盖配送区域	82
图表 211: 新莱特盈利能力波动上升, 近年来受海外负面影响较大	83
图表 212: 新莱特收入贡献平稳, 净利贡献程度较大	83

前言：乳制品产业链长，上游为牧场农产品的成本-供需分析框架，中下游为品牌乳企的产品-营销-渠道三力分析框架，本报告从品牌乳企的角度出发，落脚点在于竞争趋势。本报告首先对供需进行历史回顾、现状分析和未来研判，接着探讨乳业的商业模式与核心竞争力，最后对乳业值得关注的四个细分市场空间和格局进行分析和预判。总的来看，我们认为上游原奶价格有望温和上涨，品牌乳企价格战概率低；常温奶、婴配粉为成熟行业，竞争格局改善，低温奶、奶酪属于高成长赛道，龙头共拓局面，乳制品行业攻守兼备。

一、产业趋势：供给侧纵向一体化，营养品生意驱动结构高端化

乳制品产业链涵盖上游牧场、中游加工企业/品牌商和下游的经销商、零售渠道等。上游牧场主要涉及原料主要可分为生鲜乳/原奶（未经杀菌、均质等工艺处理的奶畜原奶）和大包粉（生鲜乳经消毒、脱水、喷雾干燥制成），另外上游原材料也涉及聚乙烯、铝、纸板、玻璃等包装材料。中游乳制品加工企业大部分为品牌商，将上游原材料加工制造为乳制品后向下游出售，一般中大型乳制品加工企业自有牧场布局，受奶源限制仍然需要向中小型牧场、奶农收购原奶。下游渠道以线下为主，中游乳企将产成品分销给各区域经销商/大型商超/电商，一般为买断代销。

图表 1：中国乳制品产业链



资料来源：头豹研究院，五矿证券研究所

中游乳企为产业链高毛利环节，有动力向前一体化发展。从产业利润分配角度看话语权情况：中游加工企业毛利率一般高于上游牧场。上游牧场呈现第一产业的低抗风险特征，利润率低、集中度低，而中游加工企业呈现工业制造的规模化特征，利润率较高、集中度高，议价权占优，同时中游加工企业成本敏感，尤其是基础液态白奶，因此中游乳企有天然动力去控制成本，向前整合乳业产业链，实现一体化、规模化发展。

图表 2：上市乳业企业财务情况

公司	主要区域	主营业务	营收（亿元）				营收增速				毛利率%				净利率%				ROE%				市值（亿元）
			2019	2020	2021	2022Q3	2019	2020	2021	2022Q3	2019	2020	2021	2022Q3	2019	2020	2021	2022Q3	2019	2020	2021	2022Q3	
伊利股份	全国	液态奶	866	950	1,077	1,171	13.6%	9.6%	13.4%	8.7%	37.3	36.0	30.6	32.6	7.7	7.4	8.6	8.6	25.7	25.0	22.3	16.8	1,854
蒙牛乳业*	全国	液态奶	744	767	844	900	14.1%	3.2%	10.0%	6.6%	37.6	37.7	36.7	36.6	5.4	4.6	5.6	7.4	15.1	11.4	14.4	9.9	1,308
天润乳业	新疆	液态奶	16	17	20	23	9.8%	9.8%	16.9%	13.2%	27.1	21.4	16.3	18.0	8.7	8.7	7.6	8.5	14.3	11.4	7.9	6.9	51
三元股份	华北	液态奶	81	73	79	80	13.5%	-9.6%	7.9%	1.6%	32.9	24.2	25.5	26.1	2.0	0.2	2.7	1.5	2.7	0.4	4.9	2.1	75
皇氏集团	两广	液态奶	23	24	27	26	-6.6%	3.5%	14.0%	-4.9%	26.9	20.6	20.6	19.0	3.8	-4.6	-17.5	3.0	2.2	-6.5	-26.3	3.5	61
燕塘乳业	广东	液态奶	14	16	19	19	10.4%	10.5%	23.4%	-0.3%	35.2	28.4	27.8	24.1	8.6	6.6	7.9	6.0	13.0	10.2	14.2	7.0	31
光明乳业	江浙沪	低温奶	226	242	286	294	8.8%	7.1%	18.2%	2.8%	31.3	25.8	18.4	18.4	3.0	3.1	1.9	1.9	9.0	10.1	8.4	4.8	144
新乳业	西南	低温奶	55	61	87	94	10.0%	11.7%	43.1%	7.9%	33.1	24.5	24.6	24.8	4.4	4.3	3.8	4.2	14.2	11.7	11.8	11.8	137
阳光乳业	江西	低温奶	5.4	5.2	6.3	6.1	0.6%	-3.7%	20.7%	-3.1%	42.9	37.0	38.5	34.6	19.1	19.8	21.3	21.4	18.6	19.0	24.3	10.3	42
一鸣食品	江浙沪	低温奶	20	19	23	24	13.8%	-4.1%	18.3%	5.0%	39.3	40.0	31.1	30.6	8.7	6.8	0.9	-3.5	30.3	13.6	1.6	-5.4	48
妙可蓝多	全国，蒙牛控股	奶酪	16	25	41	50	53.6%	52.4%	67.1%	21.6%	31.6	35.9	38.2	34.4	1.1	2.6	4.3	4.4	1.5	4.3	5.2	3.2	153
熊猫乳品	浙江	炼乳	6.0	6.3	8.7	8.4	0.33%	4.6%	37.1%	-2.4%	28.7	24.7	23.5	19.7	11.2	12.2	9.5	6.5	13.7	12.8	9.7	4.8	26
中国飞鹤*	全国	婴幼儿奶粉	119	165	214	209	229%	38.97%	29.59%	-2.45%	70.0	72.5	70.3	67.6	28.6	39.9	30.3	23.5	41.8	48.3	35.5	10.5	522
澳优*	全国，伊利控股	婴幼儿奶粉	63	78	84	82	26.43%	24.01%	7.57%	-2.02%	52.5	49.9	50.4	47.1	13.0	12.5	11.3	5.7	24.2	21.9	19.4	3.8	64
雅士利国际	全国	婴幼儿奶粉	33	33	42	42	16.56%	1.69%	25.73%	0.08%	37.1	36.6	32.9	31.6	3.3	2.7	-1.8	-8.3	2.0	1.8	-1.4	-2.9	56
贝因美	全国	婴幼儿奶粉	27	30	21	30	9.53%	10.19%	-28.76%	43.17%	50.1	45.8	46.9	35.2	-3.4	-11.8	3.2	2.0	-5.9	-20.6	4.5	2.5	51
优然*	集中于内蒙，伊利控股	牧场	77	96	137	168	21.20%	24.7%	43.4%	22.1%	24.6	30.6	30.6	24.1	10.4	13.1	13.2	2.3	16.1	20.3	14.8	1.7	72
现代牧业*	集中于华北、内蒙一带，蒙牛控股	牧场	51	58	64	95	3.08%	14.1%	10.4%	49.6%	38.1	40.8	36.0	29.4	6.3	13.0	14.6	9.4	5.0	10.3	10.9	4.6	85
西部牧业	新疆	牧场、液态奶	6.7	7.1	10.6	12.3	-2.82%	5.8%	49.5%	15.9%	13.9	15.5	17.1	16.3	-7.9	3.8	4.1	3.5	-9.5	2.1	2.5	2.4	18
庄园牧场	甘肃	牧场、液态奶	8	7	9	10	29.58%	-8.1%	29.4%	9.2%	31.2	28.0	23.8	19.7	6.3	1.4	5.2	3.9	4.3	0.7	3.3	2.0	23

资料来源：Wind，公司公告，五矿证券研究所

注：带*为港股上市公司，2022Q3 用 2022H1 数据替代；市值数据截止至 2023 年 3 月 22 日

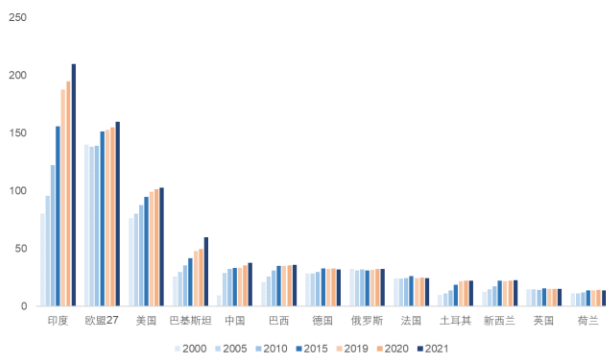
（一）供给侧：原奶周期有望放缓，产业上下游整合提速

长期来看，乳制品需求热度不减，供给端受政策提振，产业规模化程度、奶牛单产提升，原奶供需紧张的局面有望缓解，原奶周期将进一步放缓，平滑中游乳企的成本曲线。中短期看，经济复苏、地缘政治冲突弱化，供应链传导不畅的局面趋缓，原材料价格有所回落，原奶价格有望回落。

1、产业特征：原奶供给不足，奶源分布不均

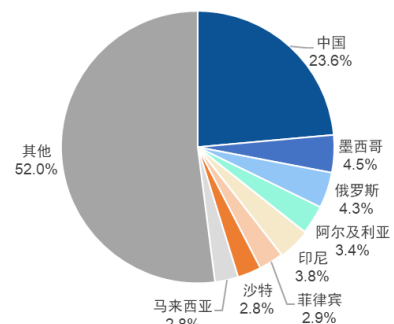
中国是乳制品需求大国、原奶“贫国”。根据中国奶业统计资料，2021 年中国原奶产量仅为 0.38 亿吨，人均原奶产量约为每天 73 克，远未满足《中国居民膳食指南（2022）》中推荐的 300-500 克的需求。中国乳制品进口绝对量大，2021 年中国乳制品进口量占全球贸易量的 23.6%，其中婴配粉、液体乳分别为 29%、26%。中国乳制品的对外依赖程度较高，分品类来看，液体乳的自给率较高，2022 年为 97%，近年来需求旺盛，自给率逐年下降；奶粉对外依赖程度较高，2022 年为 57%。鉴于中国庞大的人口基数，原奶生产能力亟待提升。

图表 3：中国原奶产量未达到乳业发达国家水平（百万吨）



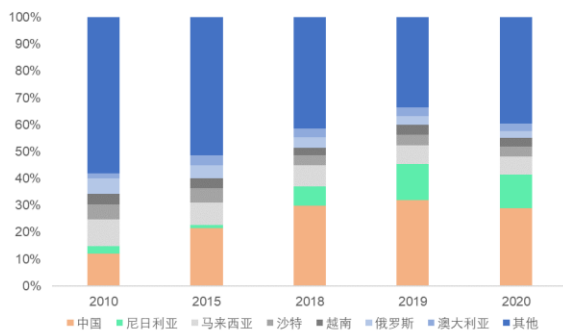
资料来源：中国奶业统计资料，FAO，五矿证券研究所

图表 4：中国在全球乳制品进口贸易中非常重要



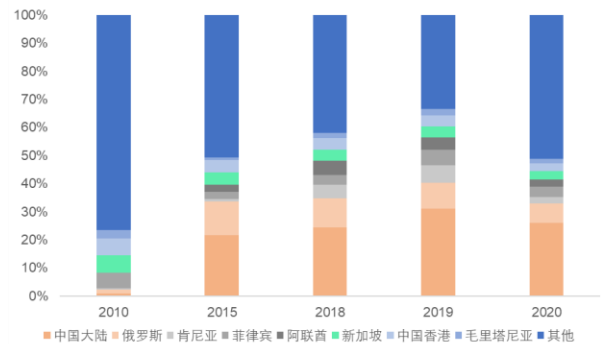
资料来源：中国奶业统计资料，五矿证券研究所

图表 5：中国奶粉进口量占全球进口贸易的比重非常可观



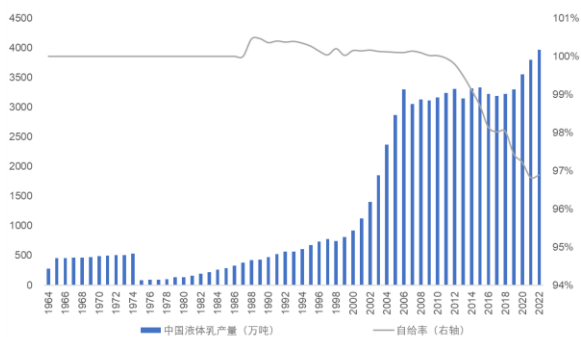
资料来源：中国奶业统计资料，五矿证券研究所

图表 6：中国大陆液体乳进口量占全球进口贸易比重非常可观



资料来源：中国奶业统计资料，五矿证券研究所

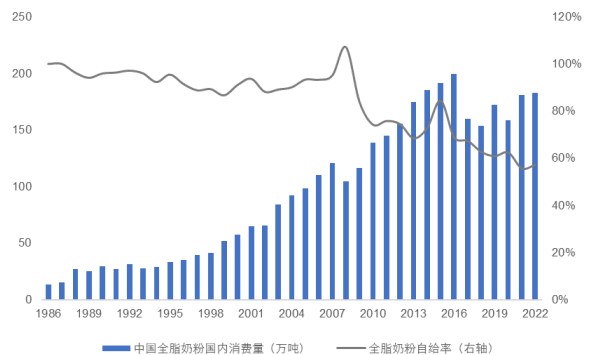
图表 7：中国液体乳自给率较高



资料来源：Wind，五矿证券研究所

注：自给率=产量/国内消费量

图表 8：中国奶粉自给率逐年下降

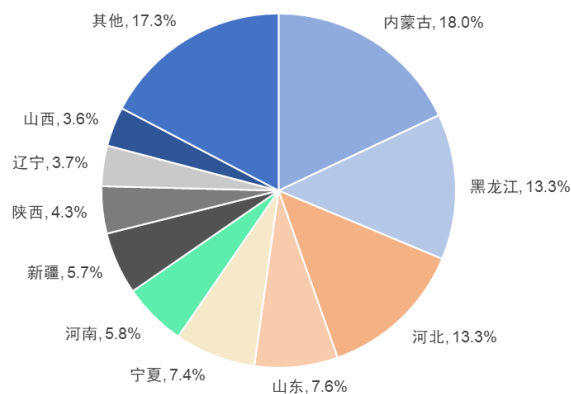


资料来源：Wind，五矿证券研究所

注：自给率=产量/国内消费量

中国奶源分布呈现“北多南少”的特征。奶牛耐寒不耐热，一般奶牛最适宜的温度为 $12^{\circ}\text{C}\sim 14^{\circ}\text{C}$ ，怀孕奶牛与泌乳奶牛最适宜的温度为 $16^{\circ}\text{C}\sim 20^{\circ}\text{C}$ ，且北方多平原草场，因此中国奶源多分布在华北、西北与西南地区，2021年中国原奶产量TOP10的省份合计产量占比为82.7%。

图表 9：中国各省份牛奶产量呈现“北多南少”的特征

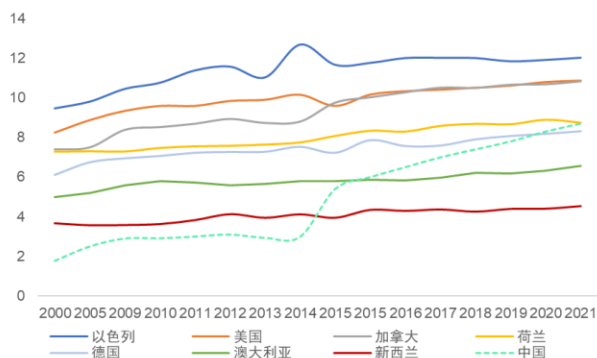


资料来源：中国奶业统计资料，五矿证券研究所

中国奶牛单产近年来突飞猛进，但仍有较大提升空间。中国的平均奶牛单产从2014年的2.99吨/（头·年）增长至2021年的8.7吨/（头·年），大幅追赶国际水平，但是和部分发达国家仍然有一定距离，如美国2021年为10.9吨/（头·年），但中国先进的牧场企业，如现代牧业奶牛单产量可达每头每年11.3吨，可与乳业发达国家媲美。

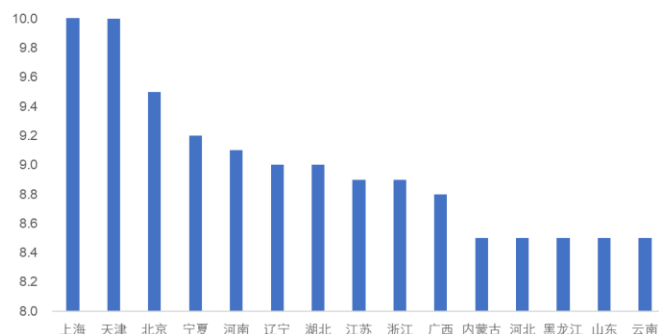
中国畜牧业和饲草料产业有待振兴，优质种牛和饲草料仍然依赖进口。产奶量和以下2个因素息息相关：(1) **奶牛性状**：中国荷斯坦牛是由从国外引进的荷兰牛在中国不断驯化和培育，或与中国黄牛进行杂交并经长期选育而逐渐形成，产奶量不如荷斯坦牛，优质的种牛、母牛仍然依赖进口。(2) **饲养管理水平**：饲料占生鲜乳生产成本的70%以上，而营养调控技术是提高饲料利用效率、降低奶牛养殖成本的关键；中国饲草产业整体起步较晚，存在着产不足需、质量水平不高、产业化程度较低的问题，缺乏健全配套的政策保障体系支持，作为饲料的重要成分，大豆、优质苜蓿草仍然大幅依赖进口；以北京、上海为例，自然条件禀赋并不如内蒙古、新疆等地，但奶牛单产量仍遥遥领先。目前中国荷斯坦牛和荷斯坦牛的部分优良性状仍有一定差距，饲养管理水平尚待完善，因此奶牛单产仍然有提升空间。

图表 10：中国奶牛单产水平和发达国家仍有差距（吨/头·年）



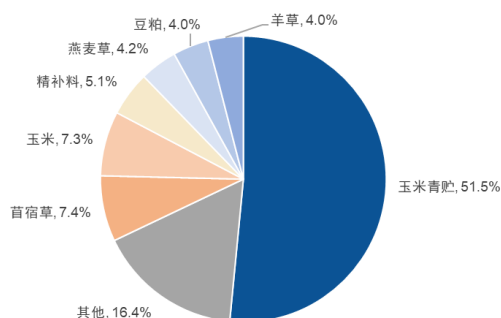
资料来源：中国奶业统计资料，五矿证券研究所

图表 11：北京、上海奶牛单产在全国遥遥领先（吨）



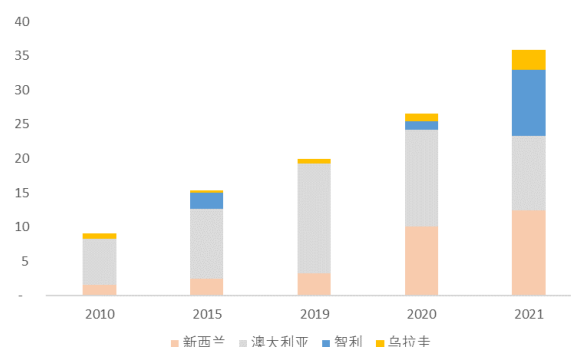
资料来源：中国奶业统计资料，五矿证券研究所

图表 12：玉米、苜蓿草、豆粕等在奶牛饲料中占比较高



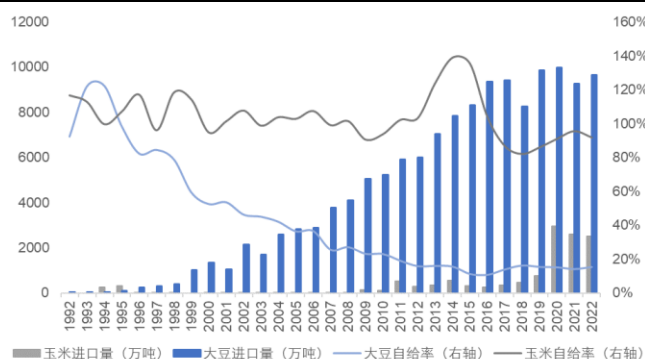
资料来源：《中国规模化奶牛养殖场奶料比测算及区位差异原因分析》，五矿证券研究所

图表 13：中国进口种牛数量一直在增长（万头）



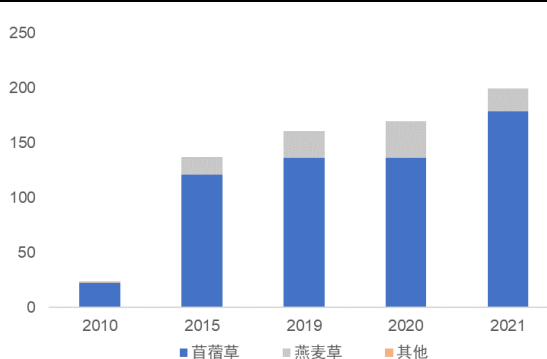
资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 14：中国大豆对外依赖程度较高，玉米自给率较高



资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 15：中国苜蓿草为饲草料主要成分，进口量逐年提升（万吨）



资料来源：中国奶业统计资料，五矿证券研究所

政策端对于奶业振兴十分关注，支持扩大奶类供给。中央一号文件多次提到振兴奶业、提升规模化和饲养水平。《中国奶牛群体遗传改良计划（2008-2020 年）》加快了奶牛良种培育，中国在 2020 年奶牛单产大幅追赶世界领先国家，《全国奶牛遗传改良计划（2021—2035 年）》则提出目标奶牛群体平均年单产达到 9500 千克以上，自主培育种公牛占比达到 70% 以上。农业农村部等九部委《关于进一步促进奶业振兴的若干意见》中提出，“力争到 2025 年全国奶类产量达到 4500 万吨”，即奶产量需要增加约 1000 万吨，年均增加约 200 万吨。同时政策端也大力支持发展与奶业息息相关的饲草料业，2022 年农业农村部出台《“十四五”全国饲草产业发展规划》中提到“加快建立饲草生产、加工、流通体系，促进饲草产业与草食畜牧业协同发展”。

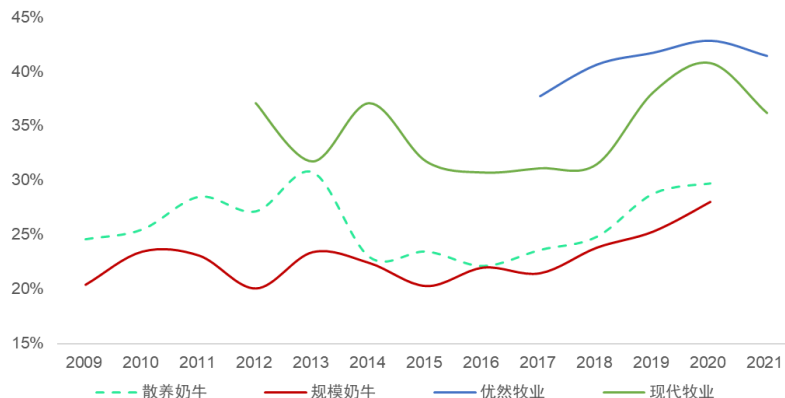
图表 16：中央一号文件关于乳业相关描述

时间	中央一号文件关于乳业相关描述
2023	加快苜蓿等草产业发展。大力发展青贮饲料，加快推进秸秆养畜
2022	加快扩大牛羊肉和奶业生产，推进草原畜牧业转型升级试点示范；加强畜禽粪污资源化利用；全面实施种业振兴行动方案。加快推进农业种质资源普查收集，强化精准鉴定评价。推进种业领域国家重大创新平台建设。
2021	积极发展牛羊产业，继续实施奶业振兴行动。
2020	支持奶业、禽类、牛羊等生产，引导优化肉类消费结构。
2019	实施奶业振兴行动，加强优质奶源基地建设，升级改造中小奶牛养殖场，实施婴幼儿配方奶粉提升行动。
2018	优化养殖业空间布局，大力发展绿色生态健康养殖，做大做强民族奶业。
2017	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。
2015	加大对生猪、奶牛、肉牛、肉羊标准化规模养殖场（小区）建设支持力度，实施畜禽良种工程，加快推进规模化、集约化、标准化畜禽养殖，增强畜牧业竞争力。
2012	启动实施振兴奶业苜蓿发展行动，推进生猪和奶牛规模化养殖小区建设。
2010	支持建设生猪、奶牛规模养殖场（小区）。
2009	继续落实奶牛良种补贴、优质后备奶牛饲养补贴等政策，实施奶牛生产大县财政奖励政策，着力扶持企业建设标准化奶站，确保奶源质量。
2008	完善原料奶价格形成机制，严格执行液态奶标识制度。
2007	扩大对养殖小区的补贴规模，继续安排奶牛良种补贴资金。

资料来源：中国政府网，五矿证券研究所

从产业链价值分配角度看，上游牧场整体尚不成熟、毛利率低。中国长期以来重乳品生产轻奶源建设而导致的产业发展失衡，相较于澳洲、欧美成熟的畜牧业，中国畜牧业机械化、自动化程度不高，对畜牧业的精细化管理不足，尚未形成规模效应，散养奶牛牧场毛利率普遍高于规模牧场，而规模化大型上市牧场企业由于现代化建设强于一般的奶牛牧场，因此毛利率也较高。

图表 17：散养奶牛牧场毛利率高于规模奶牛牧场

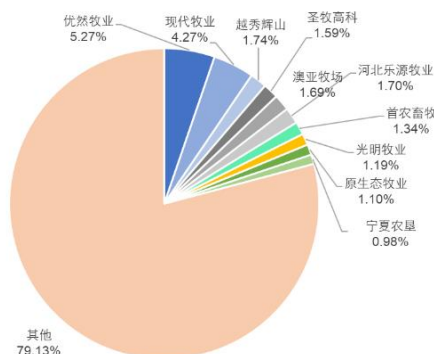


资料来源：Wind，五矿证券研究所

注：优然牧业、现代牧业数据为原料奶业务

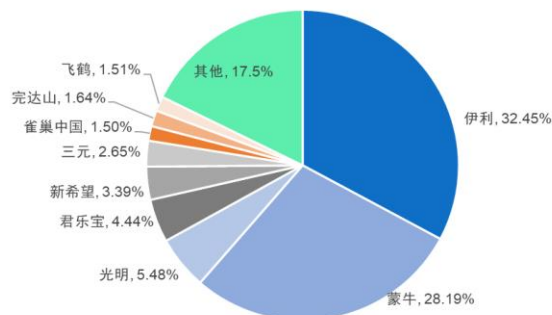
上游集中度低，话语权弱。根据中国奶业统计资料，2021 年上游牧场 CR5 市占率为 14.6%，而中游加工乳企 CR5 收奶量份额为 74.0%，上游牧场 top1 为优然牧业，市占率仅为 5.3%，同时为伊利的控股公司，而中游乳企收奶量 top1 为伊利，市占率高达 32.5%，足以可见中游乳企地位之强大。同时散户规划性、抗风险能力、资金实力低，中游加工乳企规模化程度更高，往往能够和上游牧场签订长期的锁价合同，具有较强的抗风险能力。同时中游乳企在扩大自有牧场规模时，能够更好地把控大宗农产品价格，降低成本波动性。

图表 18：上游牧场集中度低



资料来源：中国奶业统计资料，五矿证券研究所

图表 19：中游收奶乳企集中度高



资料来源：中国奶业统计资料，五矿证券研究所

2、原奶价格跟踪框架：成本端敏感，进口替代性强，季节性周期和外生冲击共振

乳制品利润对成本端十分敏感，以液态奶为例，主要上市乳企毛利率在 25%-40%，根据我们的测算，原奶成本约占总成本的 60-70%。原奶价格一方面是上游牧场的收入，一方面是中游品牌/加工企业的成本，目前大部分大中型乳企尚无法完全实现奶源自给，仍需依赖外购原奶，因此紧密跟踪原奶和饲草料等原料的价格走向对于成本推动的乳业十分重要。

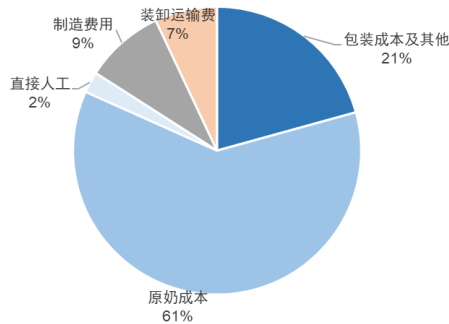
一般通过以下指标可以较好地观测及预判原奶价格：

- (1) 直接指标：中国生鲜乳价格。
- (2) 指导指标：GDT 奶粉拍卖价格；豆粕、玉米、进口苜蓿等饲草料价格。
- (3) 参考指标：奶牛存栏量。

中国生鲜乳价格一般为农业部每周公布的主产区生鲜乳平均价；GDT 奶粉价格和饲草料价格

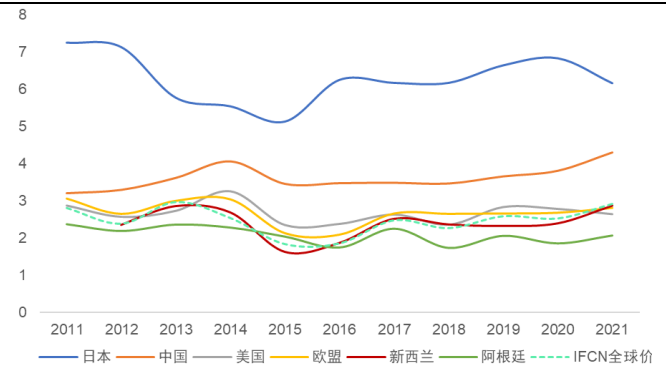
领先于生鲜乳价格，趋势同频，因此我们认为二者为中国生鲜乳价格的指导指标；决定原奶长期价格走势的因素为奶牛存栏量和需求，奶牛存栏量为慢变量，近年来保持偏紧趋势，而原奶需求因经济下行变动较大，为核心分析矛盾。对于自有牧场占比较高的乳企，饲草料价格为关键；外购原奶比例较高的乳企，观测中国生鲜乳价格和 GDT 拍卖价更为直接。

图表 20：2021 年伊利原奶成本约占液态奶成本 60%左右



资料来源：公司公告，五矿证券研究所

图表 21：各国原奶价格走向较为相似，中国原奶价格较高（元/千克）



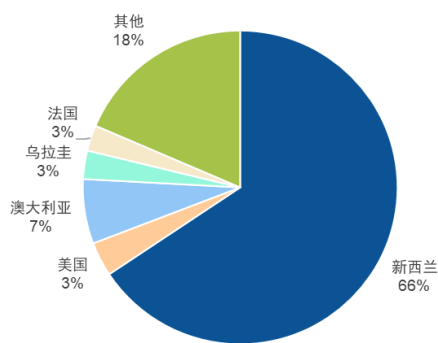
资料来源：中国奶业统计资料，五矿证券研究所

➤ GDT 奶粉拍卖价、饲草料价格领先于生鲜乳价格，趋势同频。

GDT 全脂奶粉拍卖价格：进口大包粉和国内生鲜乳存在替代性。 GDT (Global Dairy Trade, 全球乳品贸易) 拍卖服务汇集了来自 70 个国家的乳制品原料买卖方，每年交易 20-30 亿美元，为进口大包粉的重要代理指标。中国原奶价格整体高于国际原奶价格，大包粉的国内添加场景仅限于复原乳、奶粉、饮料和烘焙食品等，当进口大包粉和国内原奶喷粉价差扩大时，二者价格有趋同性。相较于中国生鲜乳价格，GDT 全脂奶粉拍卖价中枢更为平稳。

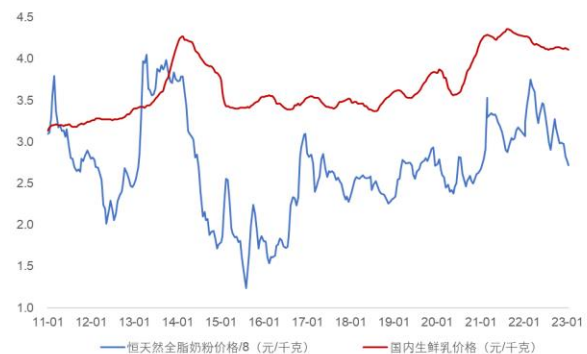
“大包粉”是业内的一种俗称，指的是新鲜原奶通过精深加工的方式制成的工业奶粉，包含全脂乳粉、脱脂乳粉、乳清蛋白粉、脱盐乳清粉等散装粉；业内一般按照 1:8 的粉:水比例将大包粉还原为复原乳。由于运输距离近、奶源质量优、关税贸易协定更优等原因，新西兰是中国最大的奶粉进口国。

图表 22：新西兰是中国最大的奶粉进口国



资料来源：中国海关，五矿证券研究所

图表 23：中国生鲜乳价格走向与 GDT 全脂奶粉相似

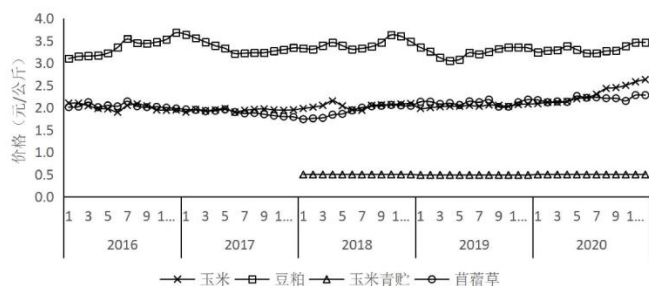


资料来源：Wind, GDT, 五矿证券研究所

注：假设奶粉：水=8:1 还原为液态奶

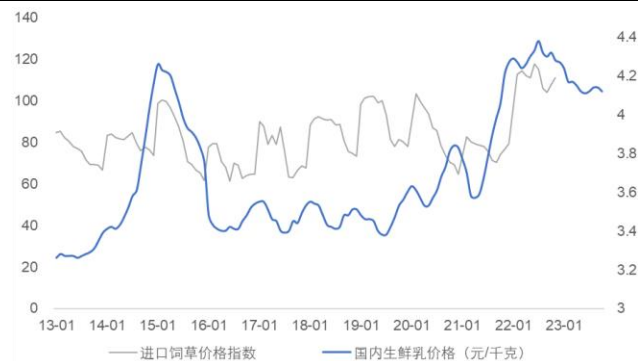
饲草料成分价格呈周期性变化。一般来说，饲草料价格变动传导至上游原奶需要 3-6 个月的时间。中国奶牛饲草料中，玉米和玉米青贮自给率高、价格变化不大。而大豆和优质苜蓿草因为依赖进口，所以受国际价格影响较大，所以二者价格具有重要的指导意义。

图表 24：豆粕和苜蓿草价格变化较大



资料来源：《中国规模化奶牛养殖场奶料比测算及区位差异原因分析》，五矿证券研究所

图表 25：进口饲草价格全年呈现周期性波动，变动领先于原奶价格

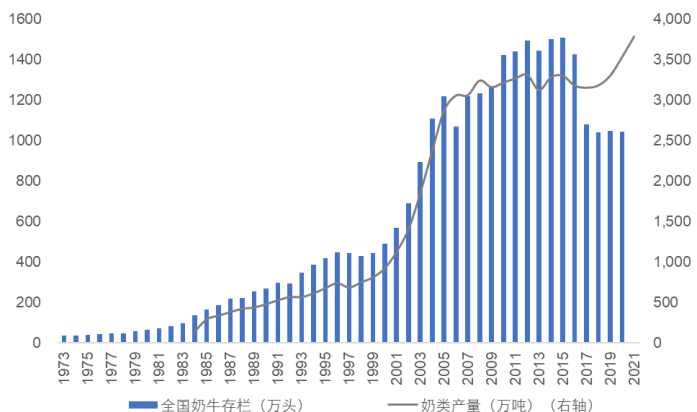


资料来源：Wind，五矿证券研究所

注：以 2011 年为基准（基准指数=100）

- **奶牛存栏量长期稳步扩张，中短期原奶供需分析核心在于需求侧。**由于散户的非理性补栏，奶牛存栏量的变化滞后于奶价，2015 年之前奶牛存栏量整体呈现上升趋势，2015 年环保政策趋严、奶价回落、大型牧场扩张加快市场出清，2016 年奶牛存栏量大幅下降，2016-2020 年 CAGR 为-8%，产业规模化程度提升，存栏量波动降低。得益于单产提升，中国原奶产呈现持续上升态势，2016-2020 年 CAGR 为 3%，2021 年仍然保持了 7% 的正增长。近年来奶牛存栏量趋稳，单产短时间难以大幅提升，原奶供给缓和上升，中短期价格分析核心在于需求侧。2022 年 Q3 前，经济下行、需求不振，2023 年需求有望逐步恢复，原奶价格重新步入温和上行轨道。

图表 26：奶牛存栏量近年来有所下降



资料来源：Wind，五矿证券研究所

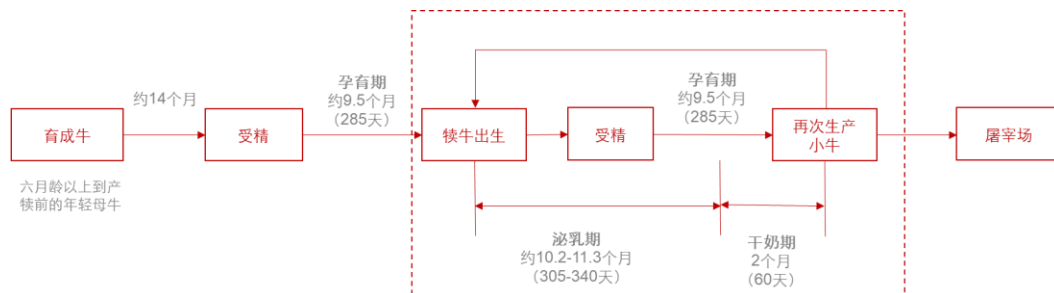
3、市场出清、上游品牌入局，原奶价格波动性减弱

我们认为，原奶的波动主要分为 2 类：季节性周期和外生性冲击。其中季节性周期可控性较强，而外生性冲击考验的则是乳企的实力，规模大、奶源布局广的乳企更具备抗风险能力。

（1）季节性周期：全年原奶价格呈现“倒 U 型”特征。此类波动可预测，大型乳企可通过提前锁价、备货抵抗周期性波动。原奶价格年度的周期性主要源自奶牛泌乳的季节性变化，一般夏季奶牛泌乳量减少，原奶供给偏紧，价格一般会小幅上升；紧接着中秋、国庆假期一般为 9-10 月，中国液态奶具有“礼品”性质，经销商积极备货促销，加剧原奶供需缺口，价格会持续提升；秋冬季奶牛泌乳量回升，节假日因素扰动较小，原奶供给缺口收窄，价格回落。

(2) 外生性冲击：一般为散户非理性行为加剧供给收缩的冲击。如饲料价格、异常气候、疫病、人为供给扩张/收缩、环保政策趋严等，当价格大幅上涨时，散户会出于非理性进行相应的补栏，而上游从犊牛成长到泌乳牛大约需要 2 年的周期，突发性因素影响消散后，非理性补栏强化了价格的回落；当价格大幅下降时，散户会出现“杀牛倒奶”的现象，同理加剧了后续价格的上涨。外生性冲击对乳企的资金实力、饲养管理水平等要求较高，中小散户不断出清，加速市场集中度。

图表 27：犊牛成长到泌乳牛大约需要 20 个月，生产周期一般为 12~13 个月左右



资料来源：优然牧业招股书，五矿证券研究所

复盘原奶历史价格情况，可以发现在无外生性冲击事件影响下，原奶价格呈现季节性波动，而冲击事件会导致价格的剧烈波动，进而改变供给侧格局：

- **2008 年“三聚氰胺事件”使得消费者失去对中国原奶信心：**2008 年之后一段时间内，中国消费者对国产品牌乳制品需求大幅下滑，尤其是婴配粉，奶价大幅下跌，散户出清，供给回落，价格抬升。
- **2013 年受到异常气候和供给冲击双重影响，原奶价格暴涨：**2013 年之前，进口大包粉价格高于中国原奶成本，中国乳企大多使用中国原奶。2013 年夏季高温、产奶量下降，受疫病和育肥出栏的双重影响、奶牛淘汰率增高（约 5%-10%）、乳牛存栏量不足；同时大型乳品生产企业（如蒙牛、伊利、新希望等）投资建设特大型的“万头奶牛牧场”，奶牛数量规模已经逼近当时世界畜牧技术的极限，造成了规模不经济，生产管理、畜群防疫、生态控制等各项成本越来越高，大批散户奶农退出奶牛养殖业；因此中国生鲜牛乳供应量持续走低、价格高企，在此情况下中国乳企纷纷使用大包粉，中国乳制品消费总量中的 14.3% 需要依靠进口，在一定程度上缓冲了价格的波动。
- **2015 年环保政策使得供给出清：**2013 年-2015 年奶农、牧场大量补栏，供给回升，生鲜乳价格回落。2015 年受环保政策影响，中小养殖户陆续退出，供给收缩，整体原奶价格中枢上移。
- **2013-2018 年在冲击事件影响下，全年基本呈现倒 U 型：**2015-2018 年外生性冲击较小，全年原奶价格仍然呈现季节性的“倒 U 型”特征。2018-2019 年中国乳制品消费旺盛，豆粕、玉米、进口苜蓿草等饲草在旺季价格涨幅较大，奶牛存栏量处于低位，原奶价格在季节性波动的基础上呈现螺旋式上升态势。
- **2020 年地缘政治冲突影响下，原奶价格大幅上涨：**2020 年经济下行影响原奶供应链，地缘政治冲突影响下原奶价格暴涨；2022 年底后需求较快恢复，但国内外草饲料原材料受供应链不畅、猪价上行周期影响，生鲜乳价格冲顶。

图表 28：无外生性因素，原奶价格呈现周期性波动

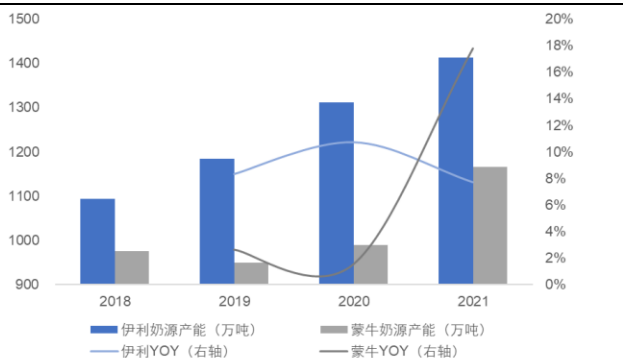


资料来源：Wind，中食协食物委，五矿证券研究所

我们认为未来原奶价格波动将逐渐放缓，原因有二：

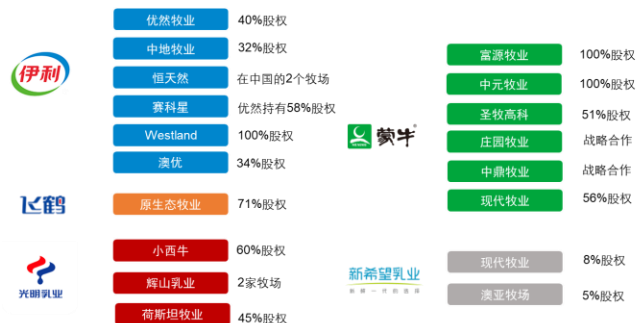
(1) **产业整合加速**。近年来，原奶上涨周期中，上游牧场成本高企、经营承压，同时在政策引导和自身利益需求下，中游龙头乳企纷纷向上布局+自建大型牧场，其中并购标的的多为头部规模化牧场、国际大型乳企，强强联合使得单牧场规模和成母牛单产达到国际先进水平。大型乳企资金实力和规划能力更强，上游奶源价格经常锁定全年，掌控更多的上游牧场，具有穿越周期能力。对中游乳企自身而言，长期来看，上下游产业整合加强了奶源把控力，利于产品创新和成本控制。

图表 29：伊利、蒙牛近年来不断兴建自有奶源



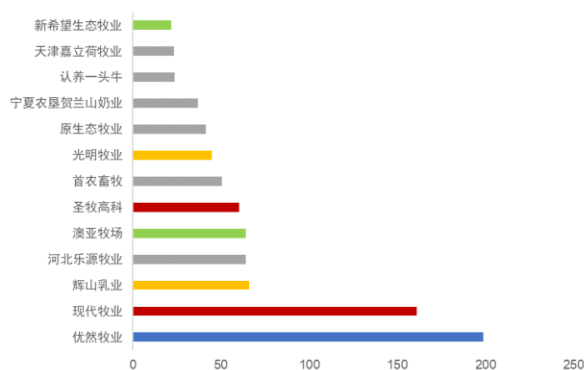
资料来源：公司公告，五矿证券研究所

图表 30：中游乳企对上游牧场的把控



资料来源：公司公告，五矿证券研究所

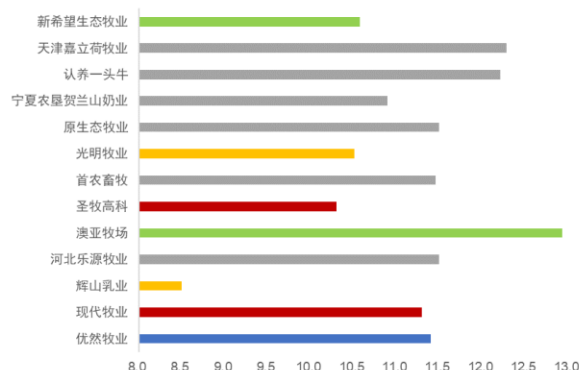
图表 31：优然牧业和现代牧业是上游牛奶产量最大的两个牧场（万吨）



资料来源：中国奶业统计资料，五矿证券研究所

注：颜色代表关联关系，蓝色-伊利，红色-蒙牛，黄色-光明，绿色-新希望

图表 32：大型上游牧场成母牛单产均较高（吨/年）

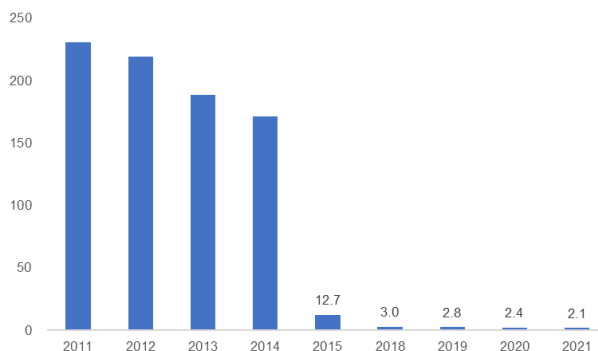


资料来源：中国奶业统计资料，五矿证券研究所

注：颜色代表关联关系，蓝色-伊利，红色-蒙牛，黄色-光明，绿色-新希望

（2）散户在原奶大周期中不断出清。每次外生性冲击都导致散户非理性补栏，如 2015 年的环保政策，外生性冲击过后供给的急剧扩张导致价格的超跌，部分散户由于无法承担短时间的亏损进而退出产业，行业集中度提升，进而提升了产业整体抗风险能力。

图表 33：中国牧场数量逐年减少（个）



资料来源：荷斯坦，五矿证券研究所

（二）需求侧：量价齐升，多点开花

1、量：人均饮奶量提升空间巨大，下沉市场尤甚

乳制品种类繁多，目前值得关注的有 4 大品类：白奶（常温、低温），酸奶（常温、低温），奶酪和婴配粉。市场规模方面，白奶>婴配粉>酸奶>奶酪。增速方面，奶酪>白奶>婴配粉>酸奶。据 Euromonitor，2022 年白奶（含乳饮料）、酸奶、婴配粉（含婴幼儿食品）、奶酪的市场规模分别为 1704 亿元、1386 亿元、1717 亿元、143 亿元。白奶是目前乳制品的基本大盘，生命周期长，经济下行之下韧性凸显，尤其是基础白奶、低温白奶的增速有所提升，变局在于常温与低温的博弈。酸奶休闲属性较强，均价较高，本质是“高级营养”、休闲饮品，大盘受经济下行影响较大，其中常温酸奶适用场景更广、弹性更大。奶酪处于早期成长阶段，规模仅为百亿，但增速高。婴配粉规模大、刚性强、单价与毛利高，但受出生率下滑影响，增速下滑严重。

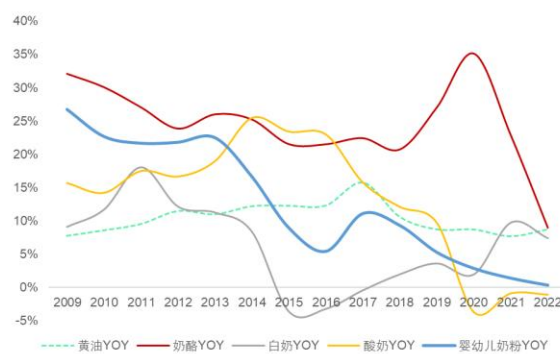
图表 34：白奶市场规模最大（亿元）



资料来源：Euromonitor，五矿证券研究所

注：婴幼儿奶粉口径含婴幼儿食品，白奶口径含乳饮料

图表 35：增速上，奶酪高景气，白奶稳健，婴配粉与酸奶下滑

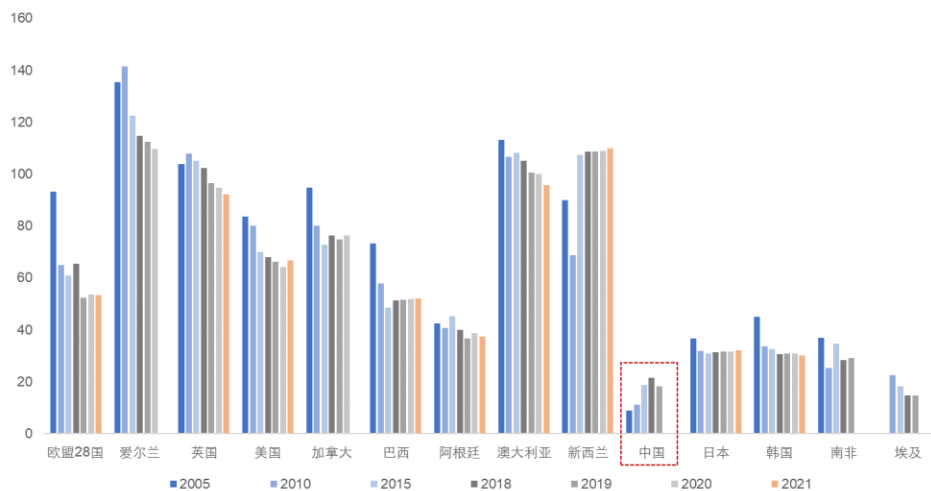


资料来源：Euromonitor，五矿证券研究所

注：婴幼儿奶粉口径含婴幼儿食品，白奶口径含乳饮料

中国人均饮奶量提升空间巨大。中国 2021 年人均奶类消费量为 14.4 公斤，和发达国家水平仍然有较大差距，折合每天消耗 39.45 克，远未达到《中国居民膳食指南（2022）》的标准。新版膳食指南将奶及奶制品的推荐摄入量由每天 300 克调整为每天 300-500 克，并且加入了干酪制品，加强了对奶制品的重视。根据《全国奶业发展规划（2016-2020 年）》的估计，全国人均牛奶饮用量仅为世界平均水平的 1/3，发展中国家平均水平的 1/2。

图表 36：中国人均液态奶消费量在全球处于较低水平（千克/年）

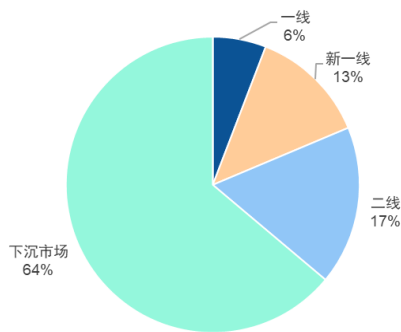


资料来源：IDF，五矿证券研究所

注：2011 年起为欧盟数据为 28 国数据

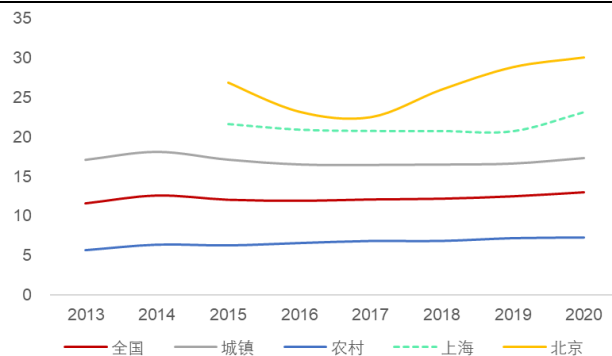
下沉市场成长空间更为广阔。2020 年中国三四线及以下城市人口占比约 64%，占全国人口一半的农村居民还很少喝奶甚至喝不上牛奶，农村人均奶类消费量仅为全国平均水平的 57%，而一线城市，如北京、上海人均奶类消费量则为全国水平的 1.34 倍，下沉市场奶类消费增长蕴含着巨大潜力。

图表 37：2020 年中国下沉市场人口约占 64%



资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 38：城镇奶类人均消费量远高于农村（千克/年）

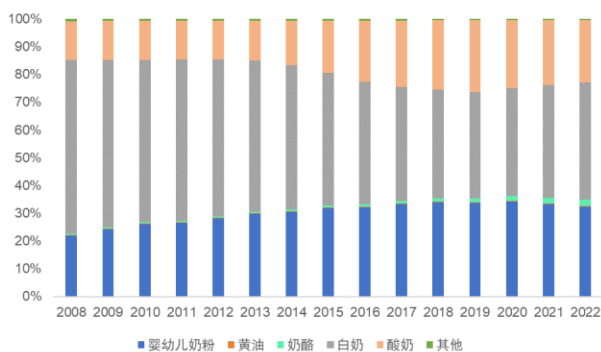


资料来源：Wind，五矿证券研究所

2、价：大众营养品，三维共促高端化

供需共振，消费升级驱动大众“营养品”生意蓬勃向上。2022 年乳制品行业中占比较高的品类分别为白奶（42%）、婴幼儿奶粉（32%）、酸奶（22%），各主要品类的单价呈现高端化的态势，根据 Euromonitor 的数据测算得到，2008-2022 年白奶、婴配粉、酸奶、奶酪单价 CAGR 分别为 3.2%、3.7%、3.6%、2.3%，乳制品属于日常饮用的大众品，提价较为温和。从供给侧看，中国原奶价格中枢整体呈现上行状态，品牌乳企可通过提价控制利润指标，有提价需求。从需求侧看，中国消费者对乳制品的定义为“营养品”，基础白奶为“基础营养”，而高端白奶、功能性液奶和奶粉、奶酪等则被赋予了“专业营养”的意义，具有使用者和购买者分离的送礼需求。随着中国人均可支配收入的提升，人们对营养、礼节的追求也在不断提升，高端化为必经之路。

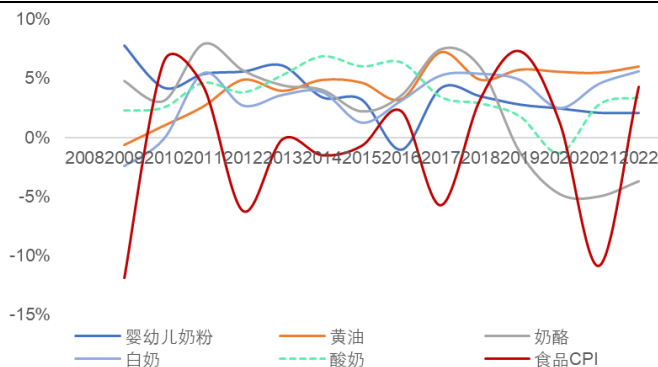
图表 39：白奶、婴配粉和酸奶在乳制品中占比最高



资料来源：Euromonitor，五矿证券研究所

注：婴幼儿奶粉口径含婴幼儿食品，白奶口径含乳饮料

图表 40：各细分乳制品品类市场均呈现高端化趋势

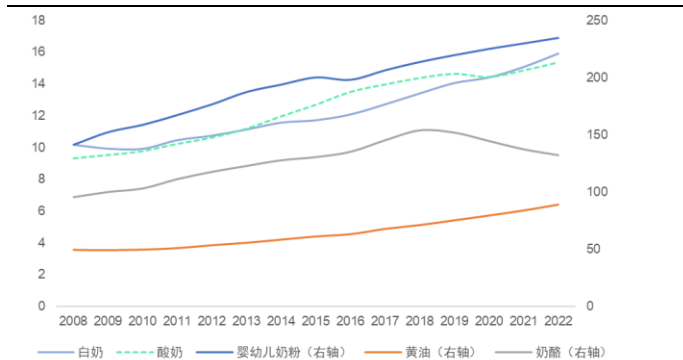


资料来源：Euromonitor，五矿证券研究所

注：婴幼儿奶粉口径含婴幼儿食品，白奶口径含乳饮料

以乳制品中占比最大的白奶为例，根据 Euromonitor，2008-2022 年单价 CAGR 为 3.2%，数量 CAGR 为 2.8%，价增对市场规模的贡献超过量增。根据弗若斯特沙利文的数据，中国液态奶市场高端产品占比从 2014 年的 31% 上升至 2019 年的 40%，CAGR 为 14.9%，亦可印证乳制品市场结构高端化的特征。

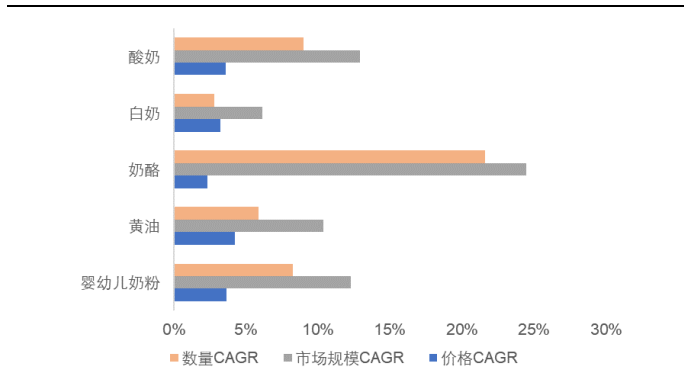
图表 41：乳业各细分行业单价温和向上（元/千克）



资料来源：Euromonitor，五矿证券研究所

注：婴幼儿奶粉口径含婴幼儿食品，白奶口径含乳饮料

图表 42：2008-2022 年价增对白奶市场规模的贡献超过量增



资料来源：Euromonitor，五矿证券研究所

注：婴幼儿奶粉口径含婴幼儿食品，白奶口径含乳饮料

21 世纪初渗透率提升为主旋律，尤其是一二线城市，而目前随着一二线城市人均液奶消费量逐渐饱和，高端化路径有二：一是高端产品自身提价，二是下沉市场高端产品的渗透率提升。

具体来看，高端产品在以下三个方面进行提价：**奶源、专业营养化、休闲化。**

奶源、专业营养化主要在牛奶营养上进行升级，需求大、同质化程度高。特定奶源和营养更丰富的白奶口感更加醇厚，受到消费者欢迎。白奶营养主要体现在乳蛋白含量上，醇厚口感主要来自于乳脂，目前主要通过特定的奶牛品种、膜过滤技术等控制相关营养含量，因此对乳企的奶源布局、资金实力和技术创新能力要求较高。

（1）奶源：特色区域奶源、稀缺奶牛品种、天然饲养方式为目前市面上的 3 大奶源发展方向。奶牛品种和饲养环境对牛奶品质有较大影响，特色区域奶源以新疆、内蒙、东北等黄金奶源带为主，特色奶品种有娟珊、A2、水牛奶、羊奶等，天然饲养方式的奶源有草饲、有机等。这些特殊奶源的乳制品出圈，根本原因在于：一是更高的乳脂、乳蛋白、微量元素含量，更醇厚的口感；二是特殊的蛋白质，过敏性更低，更易吸收。

图表 43：特色、高端奶源产品举例



资料来源：天猫，五矿证券研究所

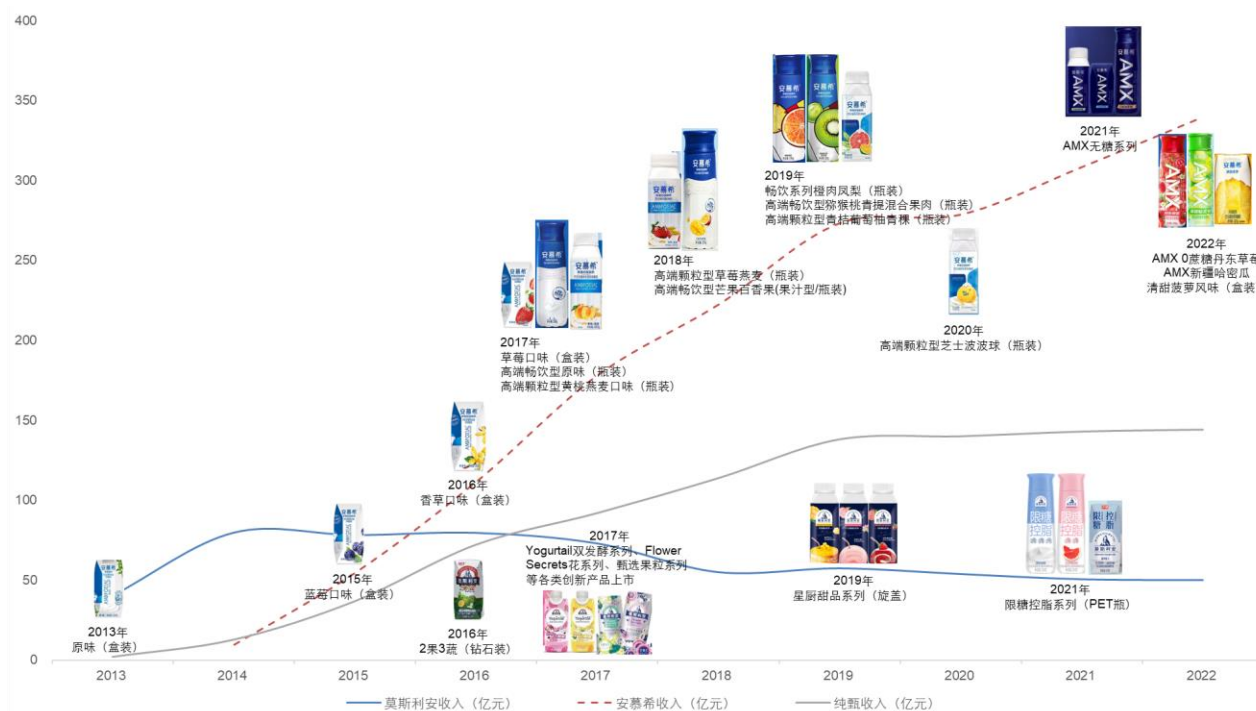
（2）专业营养化：目前中国的乳制品大多数定位“营养”的品类还停留在“基础营养”的阶段，拥有特殊功能的“专业营养”品类十分有限，无论是乳企的技术创新能力还是消费者意识都亟待提升。专业营养产品在配方工艺、资格认证方面壁垒较高，因此毛利高于其他乳品，以婴幼儿配方奶粉为例，因为其重要性和必要性，消费者价格敏感度低，价格和毛利在乳品中傲视群雄，随着出生率的下降、老龄化加深、母乳喂养率的提升、市场竞争趋于饱和，中国奶粉企业将目光转向儿童营养奶粉和中老年奶粉，二者目前尚处于消费者培育阶段，市场增速高、竞争态势良好。

（3）休闲化：核心在于甜品化、包装创新，以延长品类生命周期。休闲乳制品的目标消费者

更注重消费的新奇体验，忠诚度更低，主要通过口味甜品化与包装升级，拓展休闲场景。新品类往往是网红品牌、中小乳企率先推出，开拓市场+享受早期红利，对市场洞察力和营销执行能力要求较高。大乳企更倾向于在已有大品类上做口味、包装的升级，在品类开拓上更常做追随者，在中后期利用渠道优势，改良品类收割市场。

- **甜品化发展方向发力点在于“奶+品类”。**目前我们认为市面上已有的成功“甜品大单品”品类主要为常温酸奶，如莫斯利安、安慕希、纯甄。2009年莫斯利安常温酸奶这一创新品类一经推出大获成功，2013年伊利、蒙牛分别推出安慕希、纯甄跟进，此后不断对产品口味进行创新升级，而莫斯利安直至2016年才开始创新口味，逐渐在常温酸奶这一赛道上落后。而纵观安慕希的产品创新史，也是小步快跑、不断迭代，不断推出新口味在市场上试水，将反响好的口味大面积推广。随着成功大单品生命周期逐渐步入成熟期，新品类亟待开拓，品类的“跨界联合”在乳品口感、风味上给予消费者更加新奇的体验，如蒙牛将鲜奶与奈雪的茶进行联名，新希望味蕾游记将低温酸奶做成慕斯形态，安慕希的AMX 0蔗糖系列则挖掘甜品界的健康趋势。
- **包装升级更倾向于辅助适应新口味、新场景。**新口味的开拓往往伴随乳品形态的改变，如安慕希传统的吸管式盒装不适合吸食水果大颗粒，高端颗粒型黄桃燕麦口味首次改为大开口纸瓶装，而高端畅饮型首次推出PET瓶装，更像饮料形态，在出行场景中更加抗压，给予消费者新消费场景联想，不仅局限于早餐辅食。

图表 44：安慕希不断推出新口味吸引消费者，而莫斯利安更晚开始口味创新，错失良机



资料来源：公司官网，Euromonitor，五矿证券研究所

3、他山之石：中国正处于持续扩张期，品类百花齐放，奶酪高景气

全球乳业的高速发展品类路径依次为奶粉-液态奶-奶酪，参考日本的乳制品发展史，中国乳制品正在经历液态奶-奶酪的过程。早期由于杀菌技术、冷链运输能力不发达、奶源供给不充分，奶粉占据主流，优先作为必需品供给婴幼儿、儿童、孕妇等人群。随着技术的发展，液态奶由于更加即时、口味更丰富，逐渐占优。对于东亚国家来说，乳制品渗透率难以到达同西方国家一致的水平，但随着西式文化的渗透与融合、供给扩容，乳制品的形态不仅仅局限

于饮品，更多的以奶酪的形式拓展到了餐桌。

以下我们重点介绍日本的乳制品发展史，以寻找中国乳制品的发展方向及发展阶段，主因日本和中国同处亚洲，饮食文化相似，乳制品消费习惯皆非一开始就扎根于国民生活。

- **1910 年代至 1930 年代：随着营养科学的发展，牛奶成为日本生活重要部分。**20 世纪左右，牛奶安全事件频发，关于牛奶安全的规章制度在日本逐渐建立，1910-1920 年代日本逐渐引入西方对牛奶营养价值的介绍，牛奶在日本生活中不再仅是母乳的替代品，而是被推荐为营养品保持健康，引发了小学学龄儿童喝牛奶的浪潮，同时牛奶开始出现在日本家庭烹饪中，1921 年出版的《牛奶家庭烹饪》首次介绍了液体乳、黄油、奶酪等乳制品在汤、冰淇淋等各种食物中的应用。诺贝尔奖的俄罗斯科学家梅奇尼科夫支持酸奶有助于保持年轻和长寿的理论，为酸奶在欧洲的普及提供了导火索，日本此时也出版了一系列介绍酸奶是延年益寿药物的书籍，酸奶进入大众的视野。此时奶酪还没有迎来快速增长。
- **1950 年代至 1970 年代：随着战后经济恢复、冰箱的普及，乳制品百花齐放。**二战摧毁日本乳业后，日本政府为了改善民众健康，倡导民众饮食结构向西方转变，牛奶的安全标准在经历多次安全事件后也逐渐完善、接近现在的标准，冰箱的普及使得乳制品扎根日本民众生活，以牛奶制作的菜肴广受日本民众喜爱，如牛奶炖菜、烤通心粉、奶油炸丸子等，20 世纪 50 年代末开始，咖啡奶、水果奶等调味奶和发酵乳饮料、甜酸奶开始流行，乳制品牢牢确立了普通国民食品的地位。在此阶段，牛奶均质、UHT 技术的出现迅速占据了市场。

图表 45：1950 年代左右日本关于牛奶的规章制度逐渐建立完善

时间	相关条例和简要介绍
1873	《挤奶经营者规章制度》由东京都知事颁布
1878	《挤奶经营者条例》由前东京警视厅制定 Denartment
1885	《牛奶经营条例》由东京警视厅修订。锡罐被禁止使用。
1900	奶业经营规则由临时政府颁布对挤奶设施结构进行了改造。
1927	牛奶经营条例由东京警视厅修订。禁止使用彩色玻璃瓶，巴氏消毒是强制性的。
1933	奶业经营规例由内政部低温巴氏消毒(在 63 - 65°C 加热 30 分钟)或高温巴氏消毒(加热在 95°C 或以上温度下浸泡 20 分钟)。
1947	《食品卫生法》由卫生福利部颁布。
1951	根据《食品卫生法》颁布了关于牛奶和奶制品成分标准等的部级法令。

资料来源：日本乳业协会，五矿证券研究所

- **1970 年代至 20 世纪末：乳制品继续扩张，多样化的西式饮食渗透促进奶酪消费高增。**1970 年代日本经济快速增长，食物的数量和质量得到满足，乳制品和肉类消费大幅上升，尤其是奶酪的消费量激增，再制干酪开始在学校供应，西式快餐店在全国范围的扩张引发美式披萨热潮，西式菜式在家庭的供应也在不断增加，芝士蛋糕、提拉米苏和芝士糖果等含奶酪甜点风靡一时。

图表 46：日本本土特色与奶酪（芝士）的融合菜式



资料来源：Google，五矿证券研究所

- 进入 21 世纪以来，日本民众更加关注乳制品本身的科学功能。各大乳企在乳制品消费高增时期顺势推出了各种具有保健功能的乳品，此后逐渐受到如具有肠道保护、减肥功能等的酸奶。相较于鲜奶，酸奶因为由微生物发酵、口味更多元，能够承载更强的专业营养性和甜品性，酸奶的消费量迅速起势，目前日本的人均酸奶消费量已经超过了鲜奶的消费量。

图表 47：日本功能性酸奶百花齐放

产品名	明治保加利亚酸奶LG21	明治probio R1酸奶	明治probio PA-3酸奶	雪印乳酸菌健康酸奶	雪印SP菌株功能酸奶	「高桥乳业」饮料酸奶进肚子GG
产品图片						
产品功效宣称	能在胃里工作的乳酸菌，支持人体健康		降尿酸功能酸奶	缓解眼睛和鼻子不适的功能	帮助减少内脏脂肪	调整肠道状态
产品名	森永KF酸奶	森永酸奶	森永记忆对策酸奶	森永控三高酸奶	OHAYO罗伊泰利酸奶	
产品图片						
产品功效宣称	减少花粉、灰尘、室内灰尘等引起的鼻子不适	改善大肠肠道环境，改善便秘	维持记忆力、空间辨别能力的作用	降低偏高的血压(收缩期血压)、饭后血糖值和中性脂肪的上升	改善口腔内菌羣，保护牙龈健康。	

资料来源：各公司官网，五矿证券研究所

图表 48：乳制品在日本民众生活中不断渗透

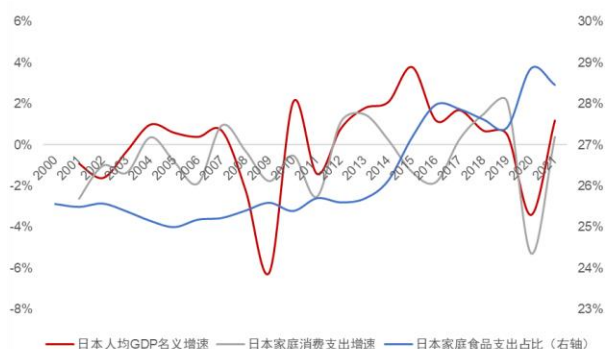


资料来源：日本乳业协会，《第四消费时代》，Wind，五矿证券研究所

奶酪有望在供给品类扩张下实现快速渗透，专业营养化趋势得到加强。借鉴日本的乳制品发展史，我们发现中国近年来的乳业发展和日本具有较强的相似性，2019年前的中国和1970年代之前的日本十分相似，技术进步（UHT、常温酸奶技术等）、政策支持（学生奶计划、奶业振兴计划等）、供给创新（奶酪棒、果粒酸奶等）驱动乳制品市场快速扩张，丰富了消费者的餐桌，如白奶成为早餐标配、三花淡奶在汤羹中的加入等，但同时也催生了食品安全乱象，政策法规不断完善，行业雏形形成。目前的中国则可以借鉴1970年代后的日本，总体经济特征方面，2019年中国人均GDP已经突破1万美元，和日本1980年代初相当，因此我们认为需求侧整体在经历日本1970年代以来的乳制品的黄金扩张期，典型特征包括休闲化、奶酪快速发展，并且叠加了21世纪以来科学主义兴起的特征（功能化、健康化），如零糖酸奶、低脂牛奶的风靡等。

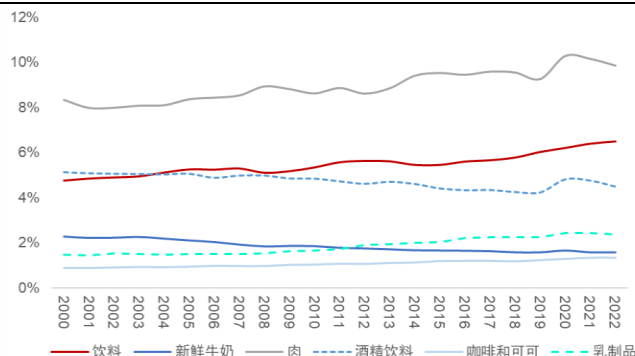
中国地域上经济发展不平衡，乳制品不同发展阶段共存。经济较为发达的地区目前正在经历第三~第四消费时代，低温奶、奶酪、休闲化品类迎来春天，而经济较不发达的地区仍然处于第一~第二消费时代，基础的常温奶的渗透仍然具有空间。

图表 49：日本家庭食品支出占比近年来有日益增长之势



资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 50：日本家庭食品支出中乳制品占比越来越高



资料来源：Wind，五矿证券研究所

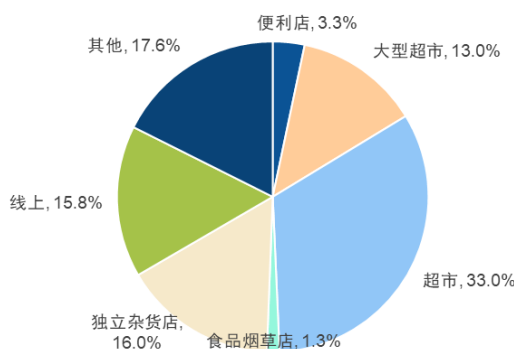
二、中游乳业的攻与守：两超多强，进入渠道与品牌合力时代

（一）核心竞争力：渠道制胜，品牌加持，战略决胜千里

1、商业模式：渠道为核心

渠道力为乳企的商业模式的关键。一方面，从上下游依赖关系看，随着物流运输基础设施的完善，乳企对于奶源地理位置的依赖越来越小；另一方面，从消费者决策场景看，由于乳制品价值量较低，决策时间短，以线下决策为主，同时消费者对于产品、营销的要求远不如渠道的可得性高，因此在消费品的三力模型中，渠道力是乳企商业模式的关键。不同的细分品类形态、运输半径、保质期、消费场景等要素不同，因此销售模式侧重也有所不同。

图表 51：乳业以线下渠道为主

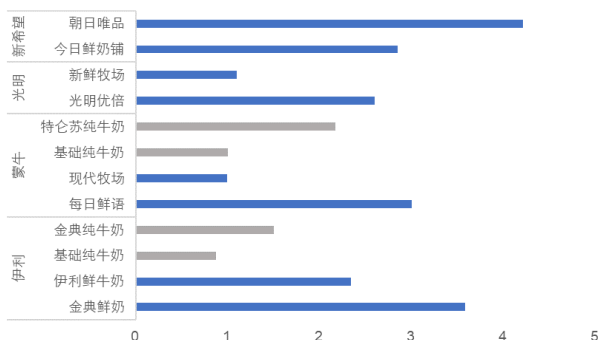


资料来源：Euromonitor，五矿证券研究所

（1）产品方面，中游加工业务毛利率：婴配粉>奶酪>液态奶（白奶、酸奶）。相对于液态奶，消费者对婴配粉安全性和功能性要求更高，因此技术壁垒更高，且消费者价格敏感度更低，因此婴配粉更容易在产品 and 营销上获取更高的溢价和先发优势，毛利率高于其他乳品品类，且高端婴配粉产品毛利能够显著高于中低端产品（整体价格带：飞鹤>澳优、贝因美>雅士利国际，毛利率也显著呈现阶梯式下降）。奶酪的加工工序、技术含量仍然高于液态奶，且其中占比较高的儿童奶酪的购买者为家长，价格敏感度低，因此奶酪的毛利率高于液态奶。

液态奶中，低温奶一般高于常温奶，高端产品溢价能力强。低温奶的健康属性认知强于常温奶，定价一般更高，尤其是高端产品的溢价能力更强，超高端朝日唯品价格可达基础鲜奶的4倍以上，以深耕江西的阳光乳业和西南的新乳业为例，低温白奶的毛利率可达40%~50%左右，而常温乳制品的毛利率仅为10~30%。

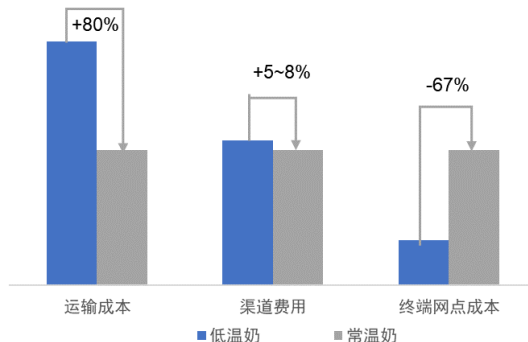
图表 52：同一档次的白奶中，鲜奶定价高于常温白奶



资料来源：京东，五矿证券研究所

注：采样日期为2023年2月12日；蓝色柱子表示鲜奶，灰色柱子表示常温白奶

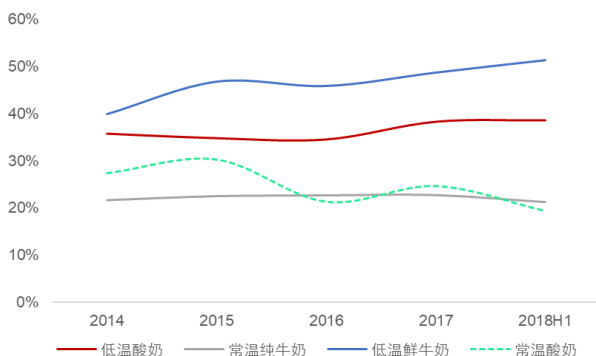
图表 53：低温奶运输成本较高，终端网点成本较低



资料来源：头豹研究院，五矿证券研究所

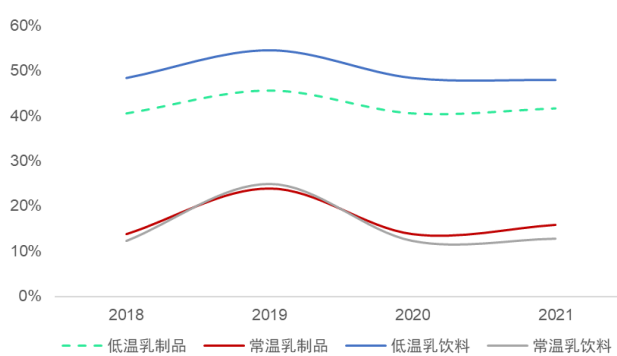
注：假设常温奶的各项费用为1单位

图表 54：新希望低温白奶毛利率最高



资料来源：公司公告，五矿证券研究所

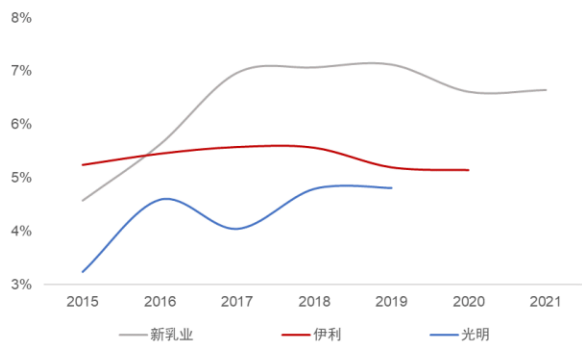
图表 55：阳光乳业低温奶毛利率最高



资料来源：公司公告，五矿证券研究所

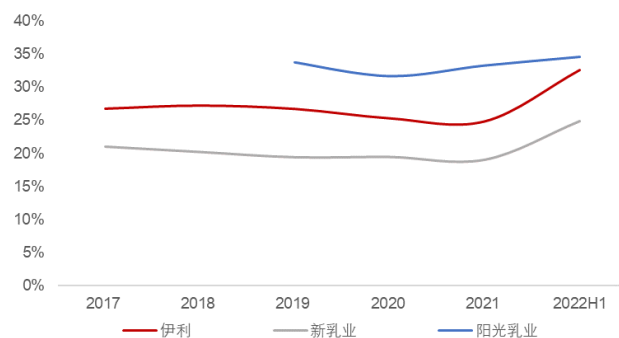
低温奶定价高亦源自运输成本高，但终端费用低，形成规模效应后毛销差（扣除广告费用率）亦不低。由于冷链运输的强制性和送货的频繁性，低温奶的运输成本更高，新乳业持续全国化扩张的进程中，运输仓储费用高达6~7%，全国化常温业务的伊利为5~6%，而区域主要集中在华东的光明仅为4~5%。送奶入户占了低温奶市场近1/3的渠道，一旦安装奶箱后渠道、网点的维护费用大幅减少，且具独占性。达到一定基数后形成规模效应，综合来看毛销差（扣除广告费用）后亦不低。新乳业作为泛全国性低温乳企，规模效应尚不显著，运输费用较高，毛销差仅为20%左右；阳光乳业为区域性乳企龙头，南昌单点城市收入占比高达55%，规模效应显著，毛销差可高达30%+。

图表 56：新乳业持续全国性扩张，运输仓储费用率居于高位



资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 57：新乳业未形成规模效应，毛销差低（扣除广告费用）



资料来源：Wind，五矿证券研究所

(2) 营销方面，消费者心智差异越大的品类，越依赖营销，eg. 婴配粉注重地推，儿童奶酪注重 IP 联名。消费者心智差异=产品差异化程度+品牌意识，产品差异化程度：酸奶> 婴配粉、儿童奶酪> 白奶，产品越多样，消费者品牌意识往往越低。婴配粉和儿童奶酪是典型的两种消费者心智差异程度大的品类，依赖广告宣传或渠道营销。儿童奶酪本质上为零食，新奇为引力，儿童“喜闻乐见”的卡通能够增加粘性，但可复制性却较强。婴配粉需要专业决策，优秀的地推队伍能够辅助决策。

(3) 渠道：精耕为趋势，渠道力重点依品类特性不同。

➤ **渠道趋势：精耕策略，下沉市场。**总的来看，不同企业、同一企业的不同品类和区域侧重有所不同，但管理模式基本遵从先粗放后精细的路径。在行业发展或区域开拓的初期，渠道策略更加粗放，单个经销商管辖区域更广，一般先从一二线城市开始布局；随着一二线城市渗透率提升、竞争加剧，企业在一二线城市的渠道运营会更加精细化，缩小单经销商覆盖区域、提升单点产出，同时着力布局蓝海下沉市场，在下沉市场的渠道管理策略亦是先粗放后精细。目前常温奶、奶酪、婴配粉的主战场均已经/正在向下沉市场转移，低温奶囿于自身产品特性一二线城市渗透率仍有待提升。

目前渠道策略主要有**大商制**和**渠道精耕制**，相较于大商制，渠道精耕制经销商覆盖范围更小、经销网络更扁平、管理更精细。在一二线城市竞争趋于饱和的情况下，具有巨大人口红利的下沉市场成为“兵家必争之地”，渠道精耕策略更利于看下沉市场的开拓。

伊利、蒙牛作为乳企中的标杆，早期二者的策略可以分别作为大商制和渠道精耕制的典范。伊利一开始就采取渠道精耕策略，销售体系扁平化，每个经销商会配备一名以上的销售代表，深入管控渠道；尽管一开始渠道铺开较慢，但随着样板模式跑通及复制扩大，渠道根基更加牢固。蒙牛则一开始采取的是大商制的策略，利用大经销商在当地的资源优势快速铺开渠道，相当于“体外加杠杆”，但是随着经销商规模的扩大，厂家的议价能力和对终端的掌控力变弱，渠道价格体系和运营混乱，不利于渠道下沉与变革。

图表 58：蒙牛大商制和伊利渠道精耕策略的对比

	蒙牛-大商制	伊利-渠道精耕
解释	传统生产商-经销商-二级批发商-零售商的多层次经销商体系，多为省代模式	
渠道推力	强	弱
管控成本	低	高
对终端控制能力	弱	强
厂家议价能力	随着规模变大，逐渐变弱	强
渠道下沉能力	弱	强

资料来源：公司公告，五矿证券研究所

图表 59：伊利渠道精耕策略卓然有效



资料来源：公司公告，五矿证券研究所

➤ 渠道力重点：常温奶-铺市率，低温奶-精细运营，婴配粉-渠道营销。

(1) 常温奶注重铺市率。常温奶基本可以实现全国化销售，运输与保存均无需冷链，成本管理需求弱于低温奶，差异化竞争集中于铺市率；常温奶兼具自用与送礼的需求，总的来说毛利率水平较低，因此仅有高周转率才能驱动高 ROE，而铺市率则能放大高周转率的优势。

(2) 低温奶的消费者触达和成本在很大程度上取决于供应链的管理，体现为货架产品效期、冷链运输的效率等。效期管理方面，中国消费者对产品新鲜度要求较高，对于保质期 7 天的牛奶，一般为送奶入户产品，中国消费者倾向于前一日生产的产品，对于保质期在 15 天以上的牛奶，一般覆盖商超便利店，生产日期在当日前 2~3 天为一般可接受范围，因此企业配送能力为关键，大部分主营低温奶的公司自有物流及配送模式，如君乐宝、光明、新希望等，其中光明的领鲜物流、新希望的鲜生活发展成为了全国领先的三方冷链物流公司。物流管理方面，保质期 7 天以内的鲜奶最佳物流半径为 300 公里，一般不出省，而保质期在 15 天以上的鲜奶的最佳物流半径为 600 公里以内，可以实现跨省销售，目前单位距离物流成本的优化边际效益较小，而物流路线的方案优化则能较大地提升效率。

(3) 婴配粉的渠道推力重要性凸显。婴配粉关乎婴幼儿的基本健康安全，需要具备的知识更多，决策周期更长，因此渠道推力非常关键，优秀的地推队伍和密集全面的地推活动能够增进消费者认知，增加品牌“说服力”，如飞鹤市占率的“逆袭”与其优秀的营销能力密不可分。而外资乳企更强调品牌拉力，利用广告宣传增加品牌知名度，但中国消费者对婴配粉的认知尚未健全，因此在“说服力”上略逊一筹。

图表 60：主要乳制品品类商业模式

	常温奶	低温奶	奶酪	婴配粉
产品形态	利乐砖、利乐枕等	新鲜屋、PET 瓶、塑袋等	铝箔复合纸、塑袋等	金属罐装为主
与原奶换算比例	1:1	1:1	1:10	1:8-1:5
保质期与储存条件	6 个月，常温	3-21 天不等，0-4℃ 冷藏	低温奶酪一般为 3-9 个月保质期，2-8℃ 保存；常温奶酪一般为 6 个月保质期，25℃ 以下保存	1 年半-3 年，避光阴凉保存
消费场景	基础奶为自饮，高端有相当一部分用于礼品市场	基本为自饮，送奶入户粘性高	B 端消费为主，C 端以奶酪棒等形式拓展休闲消费场景，属于可选消费，周期性较强	非母乳喂养的 0-6 月婴儿为刚需，12 月龄前的婴儿均需求量较大
奶源与销售半径	全国化销售，对奶源依赖程度小	一般为 600 公里以内销售，一般在本省附近以内有奶源	体积小、重量轻，单位价值量高，低温奶酪销售半径一般大于低温液奶，对奶源依赖程度小于低温奶	全国化销售，对奶源依赖程度小
强势乳企	伊利、蒙牛为全国性乳企，光明、新希望、三元等区域龙头，爱氏晨曦、安佳、甘蒂等国外乳企	蒙牛、伊利、光明、新希望、三元、君乐宝等中国乳企，明治等国外乳企	妙可蓝多、伊利、奶酪博士等中国乳企，百吉福、卡夫亨氏、安佳（恒天然）等国外乳企	飞鹤、伊利、澳优、雅士利、贝因美等中国乳企，雀巢、雅培、合生元等国外乳企
主要渠道	商超、小卖部	送奶入户、商超、便利店	商超、电商	母婴店、电商
销售模式侧重	经销，蒙牛主要为大商制，伊利为渠道精耕，“压货-动销”模式	精细化生产与运营，以减少货损率	外资企业多级经销为主，妙可蓝多（一级代理模式），飞鹤（单层分销体系）等本土企业采取渠道精耕策略等本土企业采取渠道精耕策略，不同渠道销售体系分离，线上直销高端品牌与线下区别，销售网点不重合	
主要费用开支	入场费、销售费用	入场费、冷链运输费用（自建冷链物流需较大的资本开支），送奶入户为前期奶箱、营销费用	入场费、销售费用	入场费、地推费用（占比较高）

资料来源：Euromonitor，公司官网，五矿证券研究所

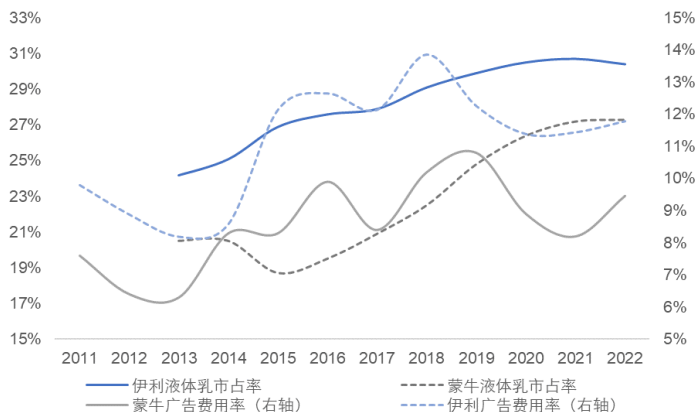
2、品牌合力时代，剩者为王

无论是大众乳品还是高端乳品，未来是渠道与品牌合力的时代。在乳制品行业整体刚开始发展的时候，渠道为王，而随着部分细分品类进展到后半段，整体产品丰富度、标准化程度大大提升，渠道网点铺设逐步饱和，消费者对乳制品的追求逐渐转向品质，而品牌为品质持久、稳定输出的表征，为溢价买单。

高端乳品市场与白酒类似，领跑者形成品牌标杆。高端乳制品具有送礼、营养品属性，品牌背书重要性凸显，尤其是下沉市场空间广阔，伊利、蒙牛分别于 2006 年、2008 年推出金典、特仑苏，通过沉浸式广宣“不是所有牛奶都叫特仑苏”、王菲代言和“天赐有机尽在金典”培育了高端白奶礼品市场，目前液奶礼品市场基本为金典和特仑苏，通过升级奶源和营养实现提价，如金典超滤、特仑苏沙漠有机价格可达 10+元/250ml。

大众乳品以成本驱动，剩者形成品牌，掌握定价权。大众价格带乳品消费者价格敏感、品牌意识薄弱，但为刚需，一般由供给侧的量与成本决定价格，在价格战趋缓时利润趋于合理。原奶价格的下行给了大型乳企价格战的空间，挤出中小乳企的同时，大型乳企定价权再次强化，进而形成寡头垄断，产品长时间“曝光”形成品牌效应，价格战趋缓情况下寡头率先受益。品牌与渠道合并发力的体现为品牌效应驱动扩张，财务指标的体现为费用率下降的同时，市占率提升。以伊利和蒙牛双雄的动态竞争为例，2017-2020 年为伊利、蒙牛常温液奶价格战阶段，2020 年较 2017 年之前市占率不降反升，且费用率呈现下降态势。

图表 61：伊利、蒙牛市占率持续提升，广告费用在价格战后回落



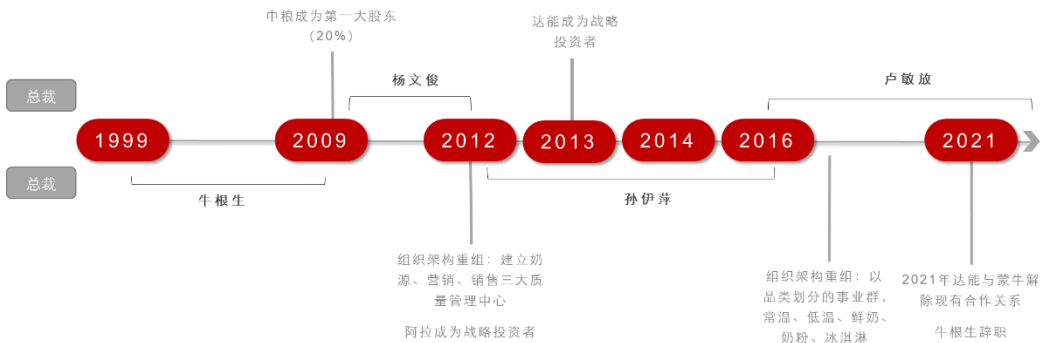
资料来源：Wind，Euromonitor，五矿证券研究所

注：2022 年蒙牛、伊利广告费用率使用的为 2022H1

3、以人为本，战略定力造枭雄

管理层对公司战略发展的前瞻性与稳定性有决定性作用。以伊利、蒙牛两大常温奶巨头的人事变动与业绩情况为例，自从 2005 年潘刚担任伊利董事长以来，管理层变动较少。蒙牛自从 2008 年中粮成为第一大股东之后，达能、阿拉等外企成为战略投资者，管理层更迭频繁；公司组织架构也曾两次变动，2016 年卢敏放上任总裁后组织架构再次回到以品类划分的事业群。在发展战略、业绩表现方面，伊利也更为稳健：伊利坚持内生发展，从始至终坚持渠道精耕战略，厚积薄发，后期渠道下沉有力；蒙牛通过与战略投资者合作、频繁收并购（先后收购君乐宝（后出售）、雅士利、多美滋、贝拉米），外延拓展业务，但协同发展效果不及预期，2017 年左右由大商制转向，加大渠道下沉力度。在 2009-2016 年间，蒙牛的收入和净利率逐步落后于伊利，伊利、蒙牛收入 CAGR 为 14%、11%，伊利净利率由 2.7% 升至 9.4%，而蒙牛则基本稳定在 5% 左右（除 2016 年由于计提旗下子公司雅士利的商誉减值和出售库存大包粉，蒙牛一次性亏损）。

图表 62：蒙牛管理层更迭与组织架构变动频繁



资料来源：公司公告，五矿证券研究所

管理层的稳定与动力与激励水平、公司文化等息息相关。股权激励方面，公司在业绩表现可圈可点时期均推出过相应的股权激励计划、员工持股计划：

- 伊利：分别于 2006、2014、2016、2019 年推出 4 轮激励计划，分别涉及 33、317、277、473 人。截至 2022 年底，2014 年员工持股计划（9/10 期）已涉及约 3,601 万股，市值 9.92 亿元（按成交金额计）。2006、2016、2019 年授予权益均涉及 5,000 万股、

5,680 万股、1.52 亿股，市值分别约为 8.42 亿元、40.33 亿元（按授予日收盘价计，下同），激励范围广、力度大。

- 蒙牛：于 2013 年制定了 5 年股权激励计划，延期至 2023 年，截至 2022 年底合计授予限制性股票约 1.14 亿股，市值合计约 25.41 亿元人民币。于 2016 年制定了为期 10 年的股票期权计划，共涉及 3.92 亿股，截至 2022 年底已授予了核心管理层 5,692 万股，市值约为 16.40 亿元。
- 妙可蓝多：于 2017、2020 年进行了 2 轮股权激励计划，分别涉及 118、219 人，分别涉及权益 1,136 万股、1,198 万股，市值分别约为 1.12 亿元、6.68 亿元。
- 新希望：于 2020 年推出股权激励计划，涉及 41 人，合计 1,378 万股，市值约 2.55 亿元。
- 光明：在收入高增的“郭本恒时期”推出了股权激励计划，涉及 94 人，合计约 730 万股，市值约 0.74 亿元。

图表 63：公司在业绩表现可圈可点时期均推出过相应的股权激励计划、员工持股计划

	时间	激励计划性质	涉及范围（人）	股数（万股）	市值（亿元）
伊利	2006 年	股票期权	33	5,000	-
	2014-2023 年	员工持股计划	317	3,601	9.92
	2016 年	限制性股票	276	1420	2.11
		股票期权	277	4260	6.32
	2019 年	限制性股票	473	15,220	40.33
蒙牛	2013-2026 年	限制性股票	董事、高管、各系统负责人、经销商等	11,369	25.41
	2016-2026 年	股票期权	核心管理层	5,692	16.40
妙可蓝多	2017 年	限制性股票	118	1,136	1.12
	2020 年	限制性股票	35	600	3.34
		股票期权	184	598	3.34
新希望	2020 年	限制性股票	41	1,378	2.55
光明	2010 年	限制性股票	94	730	0.74

资料来源：公司公告，五矿证券研究所

注：市值=授予日股价*授予股数；股数和市值均为截至 2022 年 12 月 31 日已公告授予情况；蒙牛股价已由港币换算为人民币。

（二）竞争格局：两超攘天下，多强有专攻

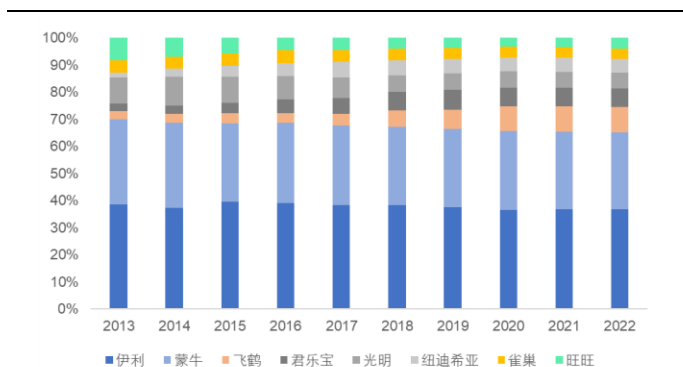
乳业整体形成了两超多强的竞争格局。早年常温全国化扩张的红利孕育了伊利、蒙牛两家巨头（2021 年市占分别为 21.2%、16.3%），2021 年常温奶（基础、高端白奶和常温酸奶）对二者业绩贡献占了 77%、73%，作为“现金奶牛”业务支撑公司发展其他领域。其他区域乳企凭借当地的奶源、渠道、品牌优势在当地亦享有一定市场份额，尤其是低温业务的地位难以撼动，如华东地区的光明乳业，华北地区的三元股份，西南地区的新乳业。在高成长赛道也成长出细分龙头，如奶酪行业的妙可蓝多。

从细分品类上看，奶酪和婴配粉品类的国产替代逻辑逐渐验证。因为发展阶段和商业模式的不同，不同细分市场的竞争格局差异较大，其中奶酪和婴配粉市场上外企都占据了一定的地

位，本土企业的本地资源、对当地的市场洞察力更强，更容易在当地铺开渠道，把握营销红利，因此近年来中国乳企逐渐把握了扩张机遇。渠道方面，中国乳企更注重渠道推力，外资更注重品牌拉力且渠道下沉力度不够，中国消费者的品牌意识尚未建立，渠道推力强于品牌拉力，中国乳企也是把握这一机遇崛起，如飞鹤享受了婴配粉渠道向母婴店转移的红利，妙可蓝多和飞鹤都以一级分销/代理模式为主，攻下渠道管理粗放的外企的下沉市场。

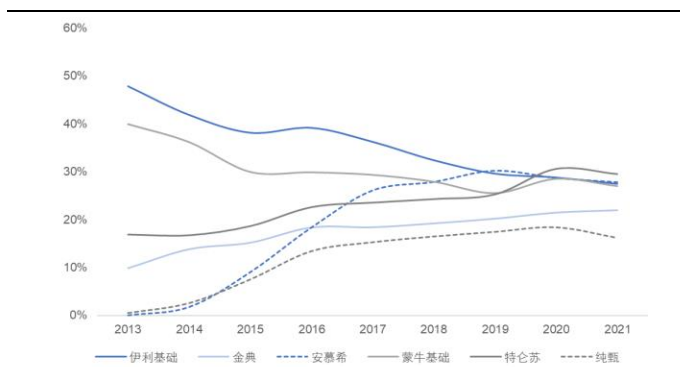
常温奶两超多强格局难以松动。在业务拓展方面，实力强的公司倾向于通过收购/兼并对薄弱业务的内生增长形成有力补充，进攻性强，如：伊利、蒙牛各自通过收购澳优、妙可蓝多开拓重点业务，新乳业通过不断并购区域乳企实现全国化扩张。中国市场多元化属性强、地域差异更大，中小乳企/区域龙头的市场洞察力更强、当地资源更雄厚，执行更灵活，大型乳企难以“一统天下”，我们认为，两超多强的格局将长期存在。

图表 64：乳业集中度不断提升，伊利、蒙牛绝对领先



资料来源：Euromonitor，五矿证券研究所

图表 65：常温奶占伊利、蒙牛收入的比重超过 70%



资料来源：Euromonitor，五矿证券研究所

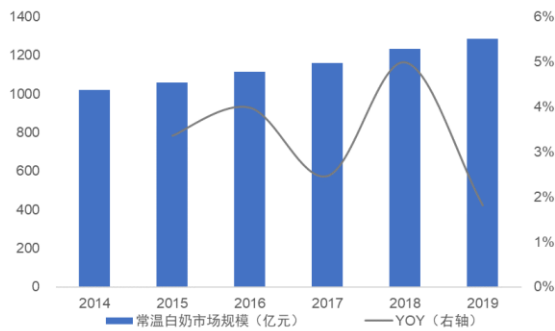
三、常温奶：双雄稳健基本盘，有望迎来高质量发展阶段

常温奶保质期可长达 6 个月。常温奶，又名 UHT 奶，比起传统的巴氏灭菌工艺，UHT 超高温瞬时灭菌工艺加热温度更高（通常达到 130-145 摄氏度）、但持续时间大幅缩短（通常在 2~8 秒），可以在保留牛奶营养的基础上消灭细菌和芽孢，达到了商业无菌标准。配合更先进的灌装与包材技术，常温奶在常温储存的条件下，保质期可达 6 个月。

（一）白奶韧性强，酸奶弹性大，高端化为主旋律

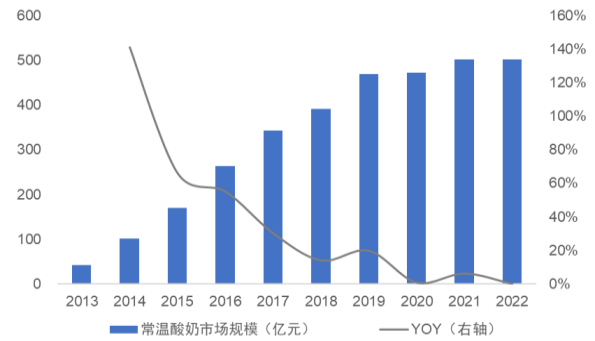
总体上，常温白奶是液奶的基本盘，白奶韧性强，酸奶弹性大。常温奶可以分为常温白奶和常温酸奶，据 Euromonitor，中国 2022 年白奶中约七成为常温奶，常温白奶为中国液奶的基础盘。2020 年前，更偏休闲饮品的常温酸奶增速远高于更偏餐桌属性的常温白奶，2020 年后，出行、休闲场景大幅锐减，健康成为刚需，常温白奶韧性凸显，尤其是基础白奶的需求不减反升。2022 年底后，经济逐步复苏，消费场景与消费力逐步恢复，常温酸奶的需求有望恢复。

图表 66：常温白奶大盘稳健



资料来源：前瞻产业研究院，五矿证券研究所

图表 67：常温酸奶市场快速增长

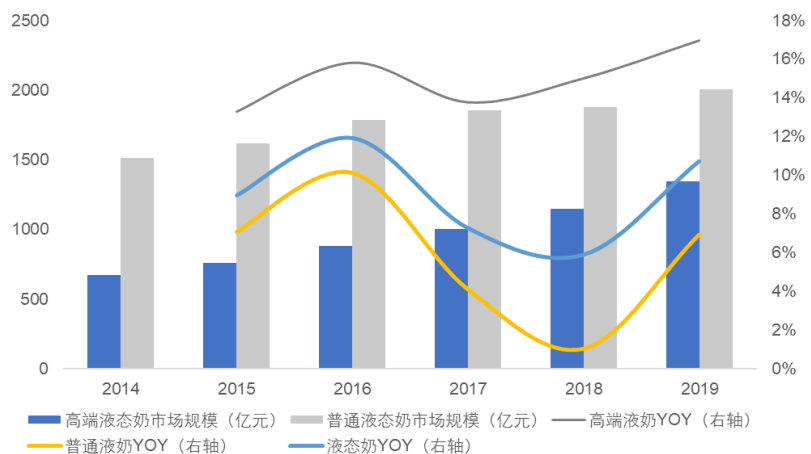


资料来源：Euromonitor，五矿证券研究所

注：常温酸奶市场规模由安慕希、纯甄、莫斯利安三大单品合计规模匡算而来

整体上看市场结构，常温液奶高端化趋势明显。根据弗若斯特沙利文，中国高端液态奶市场 2014-2019 年 CAGR 为 15.0%，而普通液态奶为 5.8%。2020 年以来经济下行，消费力受挫，高端市场增速受影响，我们认为随着经济逐渐复苏，常温奶在供给侧以利润定收入的方式推动下，高端市场仍将继续渗透+提价。

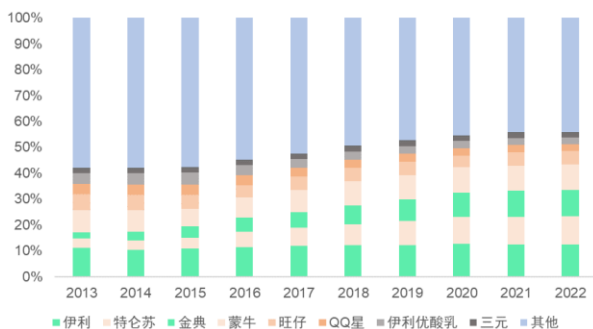
图表 68：高端液态奶市场增速远高于市场平均及普通液态奶市场



资料来源：优然乳业招股书，弗若斯特沙利文，五矿证券研究所

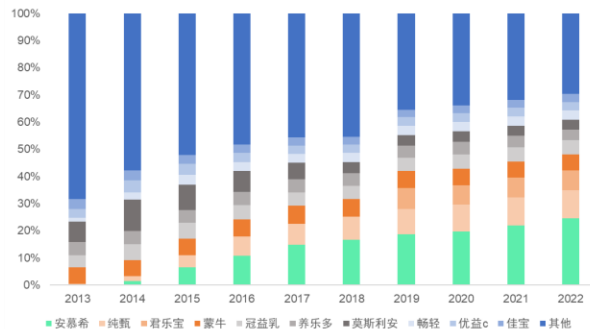
从产品结构上看，常温奶大单品占主流，高端产品份额显著提升。目前常温白奶中低端产品为伊利、蒙牛的基础白奶产品，高端产品为金典、特仑苏系列；常温酸奶三大主要单品为安慕希、纯甄、莫斯利安。常温白奶方面，特仑苏、金典高端白奶市占率提升明显，据 Euromonitor，2013-2022 年分别提升 7.3pct、7.9pct，市场份额逐渐赶上两大基础白奶单品，2022 年金典、特仑苏、伊利基础、蒙牛基础在白奶和乳饮料市场中的份额分别为 10.2%、10.9%、12.5%、9.7%。常温酸奶方面，安慕希、纯甄在酸奶市场的份额分别为 24.5%、10.4%，近年来均有不同程度的份额提升，其中安慕希份额提升显著。

图表 69：高端白奶（特仑苏、金典）市占率提升



资料来源：Euromonitor，五矿证券研究所

图表 70：常温酸奶（安慕希、纯甄）市占率提升



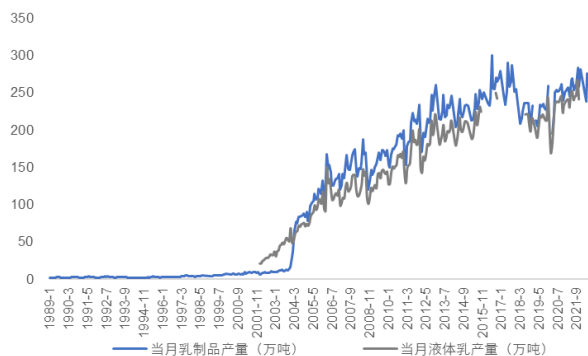
资料来源：Euromonitor，五矿证券研究所

（二）常温红利筑双雄，质为导向固价盘

常温奶的发展史是伊利、蒙牛的动态竞争历史。在常温奶市场已经形成伊利、蒙牛两大巨头，我们通过复盘双巨头的竞争历史，可以对二者未来发展路径有更加清晰的认知。总的来看，伊利、蒙牛在 2000 年代初借助常温红利实现了全国化扩张，竞争策略方面，在产品上双雄相差无几，营销上早期蒙牛更胜一筹，渠道上伊利的精耕策略优势渐显。伊利、蒙牛分别于 2014 年、2016 年提出 2020 年实现千亿收入的目标，此后原奶成本的长期低位助推了行业竞争；2020 年后行业增速放缓、原辅材料成本上行、国企改革浪潮而至，二者不再聚焦于收入的激进扩张，而是战略重点错位，追求更高质量的发展。

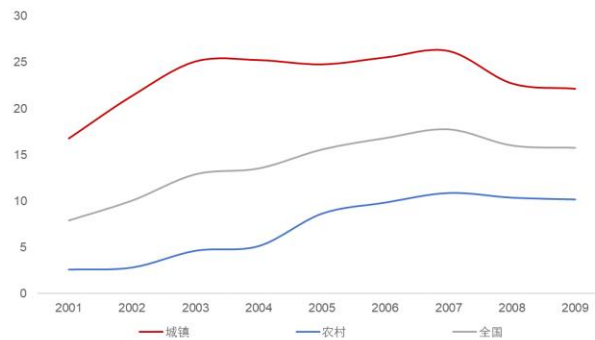
常温奶促市场扩容，双巨头借东风而起。在上世纪九十年代末之前，中国乳制品行业以奶粉和巴氏杀菌乳为主，多用玻璃瓶和密封塑袋，彼时光明地处经济水平较高的华东地区，坐享龙头地位。1997 年 UHT 技术被引入中国，液体乳的保质期大大延长至 6 个月，蒙牛和伊利抓住机遇，实现常温白奶渠道和品类的快速扩张，增强了消费者饮奶的认知，行业容量与集中度也大大提升。据 Euromonitor，中国乳制品零售总额由 1999 年的 233.51 亿元增长至 2003 年的 425.41 亿元，近乎增长 2 倍；液体乳市场从 1999 年占整个乳制品市场的 27.3% 增长至 2003 年末的 40.8%。2001-2009 年，人均奶类消耗量（折合成原料奶）接近翻倍，其中农村居民的消耗量增长了近 4 倍。竞争格局方面，据 AC 尼尔森，CR3 集中由 2002 年 7 月的 43.0% 提升至 2004 年 1 月的 51.1%。

图表 71：中国 UHT 技术引入中国后，乳制品产量大幅提升



资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 72：2001-2009 年间人均奶类消耗量成倍增长（千克/年）



资料来源：Wind，五矿证券研究所

产品方面，早年伊利、蒙牛在推出的品类、时间上相差无几。典型的大单品如金典和特仑苏（高端白奶）、安慕希和纯甄（常温酸奶）、优酸乳和酸酸乳（风味乳饮料）、QQ 星和未来星

（儿童牛奶）等。在跑出大单品后，双巨头通过不断升级奶源、开发新口味、创新包装和容量等方式拓展产品覆盖范围、提价保持增长，单品生命周期一般为 2~3 年，大单品的不断迭代保持了子品牌的活力，而具有较大市场潜力的单品则可能发展成为新的子品牌，如特仑苏和金典推出梦幻装、有机、A2 奶源等细分 SKU，安慕希和纯甄推出多种水果口味。伊利近年来创新较多，平均每个子品牌每年会推出 2-3 款新品，不断根据市场情况进行迭代。

图表 73：金典和特仑苏在奶源、包装等方面不断开拓细分 SKU

	有机					白奶			低脂		超滤
名称	金典有机纯牛奶	金典A2有机纯牛奶	金典限定牧场有机纯牛奶	金典有机纯牛奶	金典纯牛奶	金典新西兰进口纯牛奶	金典纯牛奶	金典娟姗纯牛奶	金典低脂纯牛奶	金典有机脱脂纯牛奶	金典超滤牛奶
包装	梦幻盖	梦幻盖	梦幻盖	苗条装	苗条装	利乐钻	梦幻盖	梦幻盖	苗条装	梦幻盖	瓶装
样式											
单价（元/100ML）	3.00	3.12	2.31	1.76	1.73	1.59	2.10	4.00	2.27	3.12	4.80
	有机					白奶			低脂		
名称	特仑苏有机纯牛奶	特仑苏M-PLUS高蛋白牛奶	特仑苏纯牛奶	特仑苏纯牛奶	奶爵	特仑苏环球精选	特仑苏低脂牛奶	特仑苏嗜Milk 0脂肪纯牛奶			
包装	梦幻盖	梦幻盖	梦幻盖	苗条装	苗条装	苗条装	苗条装	梦幻盖			
样式											
单价（元/100ML）	3.12	3.96	2.12	1.95	4.27	2.17	2.27	2.55			

资料来源：天猫，五矿证券研究所

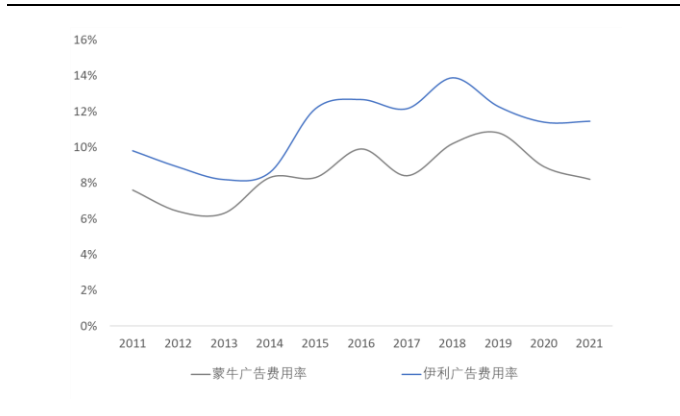
营销方面，蒙牛早年享受了综艺冠名与品牌合作的红利，如今伊利更加强势。2005 年因蒙牛酸酸乳冠名“超级女声”而走红，同时靠“航天”合作迅速打开知名度。此后伊利也逐步跟进，在营销上也曾妙笔生花，如安慕希赞助“跑男”一炮而红，在综合实力的逐步加强下，如今伊利综艺冠名和品牌合作数量更多，广告费用投入也更高。

图表 74：近年来，伊利的综艺冠名与品牌合作更多

伊利产品	产品冠名综艺/影视	品牌合作伙伴	蒙牛产品	产品冠名综艺/影视	品牌合作伙伴
金典	2023 年央视春晚《我们的客栈》《披荆斩棘的哥哥》《乘风破浪的姐姐》《脱口秀大会》《明星大侦探》《丁真的自然日记》《天赐的声音》《我是歌手》《最强天团》	2022 年 G20 印尼峰会乳制品合作伙伴	真果粒	《青春有你》《花儿与少年》《偶像练习生》	2022 年北京冬季奥运会
优酸乳	《中国说唱巅峰对决》《你好，星期六》《乐队的夏天》	2022 年北京冬季奥运会	酸酸乳	《超级女声》《中国最强音》	2020 年北京环球度假区官方合作伙伴
安慕希	2023 年央视春晚《空屏看春晚》《明星大侦探》《中国好声音 2021》《奔跑吧兄弟》	2021 年至 2024 年亚足联国家队赛事官方全球合作伙伴	纯甄	《宇宙打歌中心》《这！就是街舞 4》《听说很好吃》《创造营》《奇葩说》《极限挑战》《中餐厅》第四季《我们的挑战》	2022 年、2018 年世界杯全球赞助商
甄稀冰淇淋	《一起开饭吧》《让生活好看》《拜托了冰箱》	博鳌官方唯一指定乳制品合作伙伴	蒙牛	《十二道锋味》	2018 年上海论坛服务产品
金领冠奶粉	《妻子的浪漫旅行》3、2、1、湖南卫视金鹰独播剧场	2019 年第七届世界军人运动会	特仑苏	《舞剧风暴》《声入人心》《向往的生活》、湖南卫视金鹰独播剧场	2017 年金砖国家峰会服务产品
畅轻	《张卫国的夏天》《没有工作的一年》《青春环游记》《我是大侦探》《我们相爱吧》	2022、2016 年 G20 杭州峰会			2016 年上海迪士尼度假区官方乳制品合作伙伴
舒化奶	《笑起来真好看》《我们是真正的朋友》《幸福三重奏》	中国航天太空梦想制品官方合作伙伴			巴黎圣日耳曼俱乐部官方区域合作伙伴
畅意	《极限挑战》《巅峰之夜》《挑战者联盟》《二十四小时》《恋恋桃花源》	2022 年春晚晚会			
植选豆乳	《半熟恋人》《恋恋桃花源》《以团之名》、湖南卫视华人春晚	CBA 官方合作伙伴			

资料来源：官方微博，五矿证券研究所

图表 75：伊利广告费用率更高



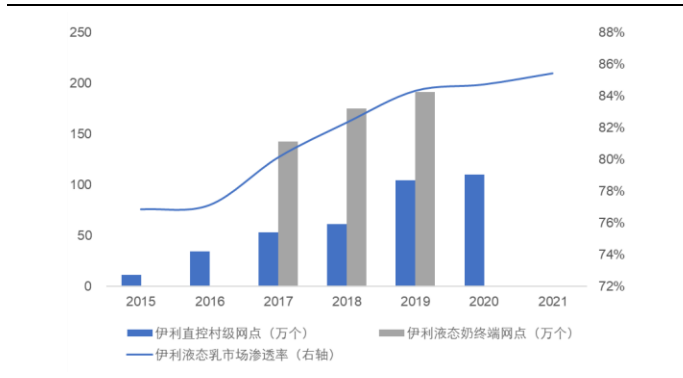
资料来源：Wind，五矿证券研究所

渠道方面，伊利的渠道精耕策略成效优势逐步凸显。伊利始终贯彻渠道精耕策略并不断深入下沉网点，2006 年，伊利实施“织网计划”，2007 年伊利借助商务部“万村千乡”活动继续深入“农家店”等乡镇销售终端。截至 2019 年末，伊利液态奶终端网点数量为 191 万个。截至 2021 年末，蒙牛村镇直控网点超过 60 万家；截至 2020 年末，伊利乡村直控网点数量近 109.6 万个。

蒙牛早期采取的是大商制的渠道策略，利用本地经销商在当地的资源，快速地在全国铺开渠道，相当于“体外加杠杆”，助力蒙牛快速追赶伊利，2007 年蒙牛收入首次超过伊利；随着经销商规模的扩大，蒙牛的议价权和对终端的管控力度变弱，价格体系稳定性变差，不利于渠

道继续扩张、下沉。2012年蒙牛启动渠道改革，推动通路精耕（RTM）策略，以掌控终端为目标、提升效率，除了原有覆盖全国18个销售大区的区域业务单元（RBU）之外，新增了核心业务单元（CBU）和直营分公司作为样板市场。2016年新任职业经理人卢敏放上任之后，重新将公司划分以品类为核心的事业部后，分品类制定不同的渠道策略，推动“镇村通工程”、“智网行动”、“亮剑行动”等渠道创新，精耕传统渠道，加速拓展新渠道，提升数字化水平。

图表 76：伊利液态奶终端和直控村级网点数量稳步提升



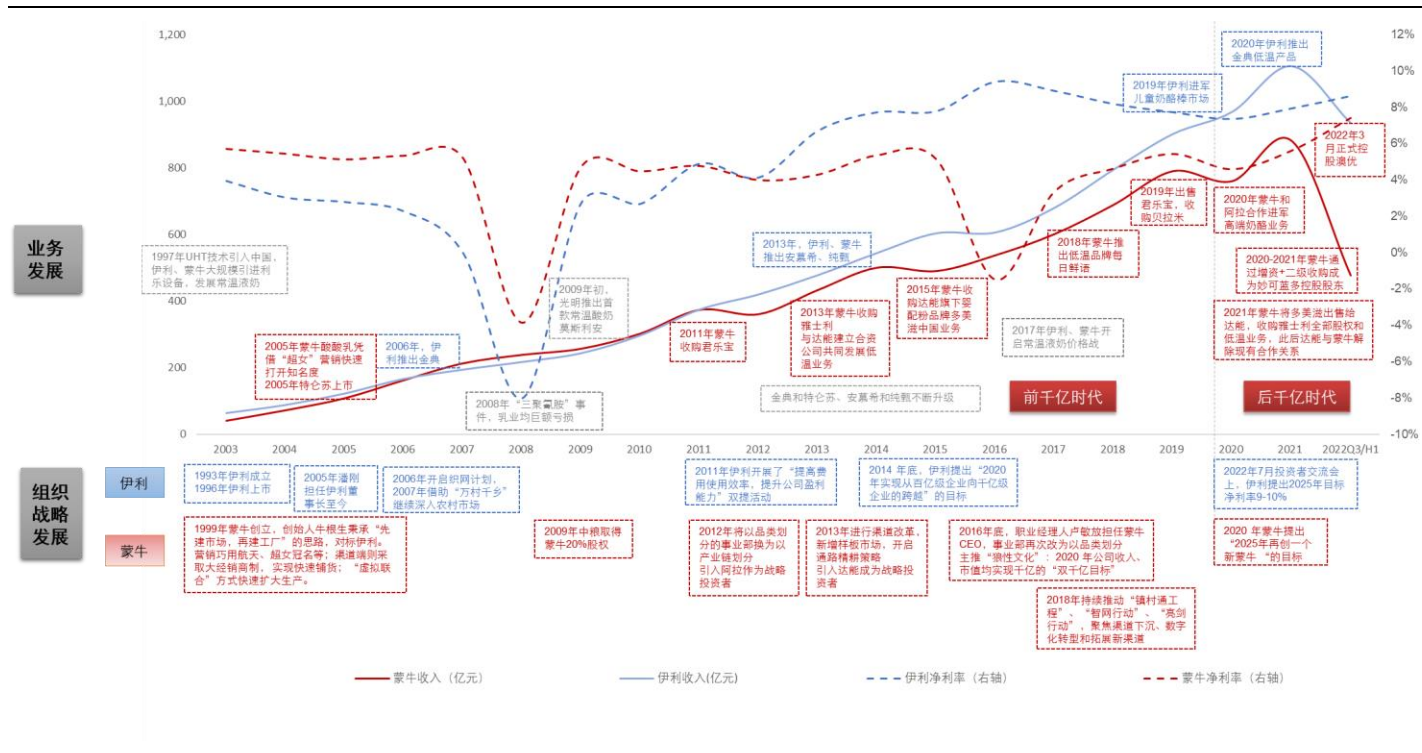
资料来源：公司公告，五矿证券研究所

图表 77：2012 年蒙牛启动的渠道改革新增了样板市场

功能	渠道模式	解释
覆盖全国	区域业务单元	通过派驻专职的业务员，加强开发三四线市场的
销售大区	(RBU)	网点，提升产品渗透率
样板市 场，作为 供加盟者 参考模仿 的运营模 式	核心业务单元 (CBU) 分公司直营	通过支持人员管理终端及经销商，使蒙牛的政策能够在渠道终端切实执行，使费用投入更具针对性和时效性，提升渠道和终端的掌控 使蒙牛加强掌控一二线城市核心市场的品牌推广及产品销售渠道

资料来源：公司公告，五矿证券研究所

图表 78：伊利、蒙牛的动态竞争推动乳业不断发展



资料来源：公司公告，公司官网，Wind，五矿证券研究所

竞争趋缓，常温奶市场价盘有望稳健向上。伊利、蒙牛分别于2014、2016年提出2020年“千亿级”的目标，行业竞争加剧，买赠力度加大，二者净利率回落。2020年后，我们认为未来常温市场将以高端化为主旋律，双雄竞争趋缓，有望迎来高质量发展阶段，原因有四：

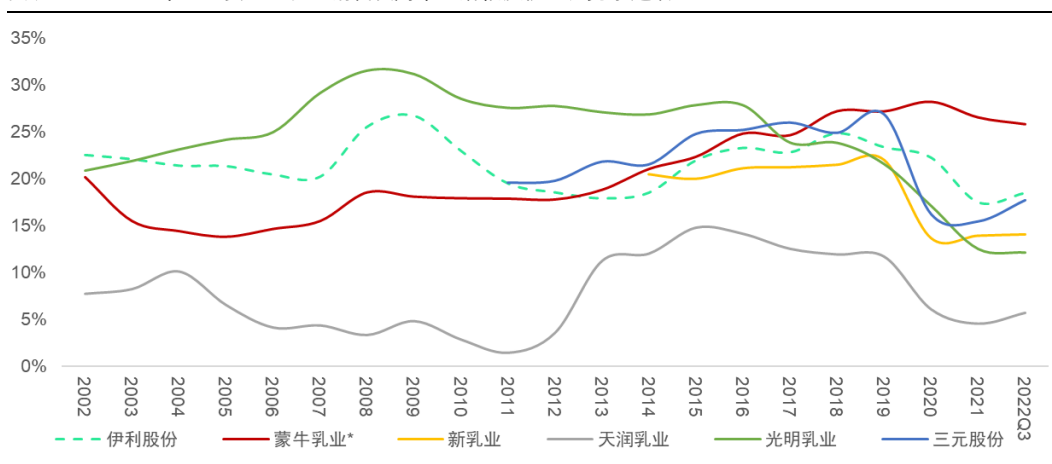
（1）行业增速放缓，原奶成本仍然会处于高位，价格战空间不大。2017年常温液奶价格战的一个重要支撑为当时奶价阶段性下跌，各家乳企具有一定的降价空间，而中长期来看，成本端有望温和上行，乳企对于价格战将更加谨慎。

(2) **国企改革潮下，双雄追求更高质量增长。**伊利、蒙牛的最终实控人分别为内蒙国资委、中粮集团，在当前国企改革浪潮下，二者更加以利润为导向，在公司的投资者交流会上，伊利提出 2025 年 9~10% 左右的净利率水平，预计平均每年提升 0.5%；蒙牛 2020 年提出 2025 年要“再创一个新蒙牛”的目标，预计收入、利润将翻倍。

(3) **除常温奶基本业务外，双雄重心错位：伊利聚焦婴配粉、蒙牛重视低温奶。**伊利提出 2021-2025 年，婴配粉业务复合增速 20% 以上的增长目标，通过外延内生完善奶粉业务，2022 年收购并表澳优，完善超高端产品线和海外羊奶供应链，截至 2022 年 9 月底，线下内生婴配粉份额达 10.9%；2022 年前三季度，伊利婴配粉业务同比增长 20%+，市场增速第一。蒙牛通过内生打造低温业务，于 2018 年正式推出低温子品牌“每日鲜语”，2019 年快速成为高端鲜奶第一品牌，2022 年又推出更年轻的低温子品牌“小鲜语”，2022 年上半年低温业务获得超过市场平均增速的增长。

(4) **未来乳制品市场的高端化更加以品牌为溢价。**随着中国乳制品供给扩容，高端产品更加注重品质，需以品牌背书，盲目的价格战对品牌损害极大。经济下行情况下，下沉市场对于伊利、蒙牛的需求提升，销售费用稳定而市占率提升，亦是对品牌的需求增加的表现。

图表 79：2020 年后主要大型乳企销售费用率回落幅度较大，竞争趋缓



资料来源：Wind，五矿证券研究所

注：2022Q3 蒙牛乳业数据为 2022H1

四、低温奶：易守难攻，群英并起，开疆拓土

低温奶一般指代保质期不超过 7 天的普通巴氏奶。在 UHT 技术未引入中国之前，一直以低温奶为主，低温奶泛指需要冷藏、保质期短的纯牛奶，目前低温奶主要包括巴氏奶和超巴奶。巴氏奶诞生于 19 世纪中期，指经过巴氏杀菌法处理的纯牛奶，工艺原理是对生鲜乳进行轻度和较长时间的加热（一般为 72-85℃、时间 15-16 秒），杀死其中的大部分细菌。因无法做到完全灭菌，巴氏奶极易因细菌繁殖而变质，储存温度为 2-6℃，而且保质期大多仅有 3-7 天。相对于超高温杀菌乳（常温奶），巴氏奶因为加热温度更低，营养物质和风味保存更多。一般经过一道巴氏杀菌工艺处理的鲜奶保质期一般不超过 7 天，目前较多乳企使用特殊杀菌工艺、两次传统巴氏杀菌技术等方法使得低温奶保质期超过 7 天，目前难以界定这种处理方式属于巴氏奶还是超巴奶。我们下文所探讨的低温奶，除了特殊说明，一般指的是保质期不超过 7 天的普通巴氏奶。

图表 80：巴氏杀菌奶营养成分保留更多

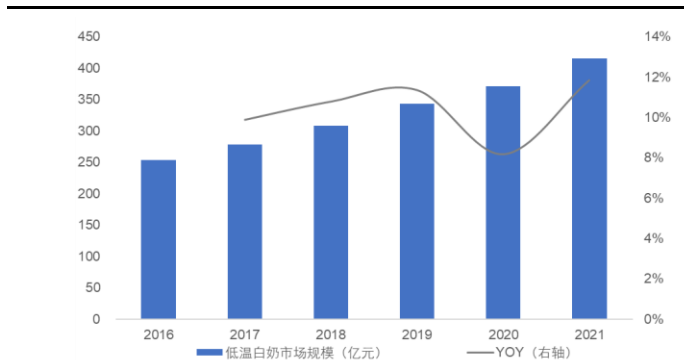
	巴氏杀菌奶	超高温灭菌奶 (UHT)
概述	通过较长时间低温热杀菌，将牛奶中的有害微生物杀死，保证了产品安全性的同时最大限度地保留了鲜奶的营养成分和天然的口感	为了满足长时间存储和远距离运输而采用超高温瞬时灭菌 (UHT) 加工的牛奶，通常臣“纯牛奶”或“常温奶”。
杀菌方式	72℃~85℃灭菌 15 秒，杀灭有害微生物而不能完全破坏其毒素。	35~140℃下保持 2~4 秒，微生物完全灭活
保质期	较短且需要冷链，通常 2~6℃，3~7 天	较长且一般可常温保存 6 个月甚至更长
包装	有“巴氏杀菌”“鲜牛奶”等字样，袋装、屋顶纸盒、塑料桶等包装居多。	有“纯牛奶”等字样，砖形、枕形等利乐包装
营养品质	保留几乎全部营养成分且奶香浓郁	蛋白质和钙等主要营养成分保持，维生素等热敏感物质被破坏，牛奶特有风味发生变化

资料来源：中国产业信息网，五矿证券研究所

(一) 低温白奶景气向上，低温酸奶短期承压

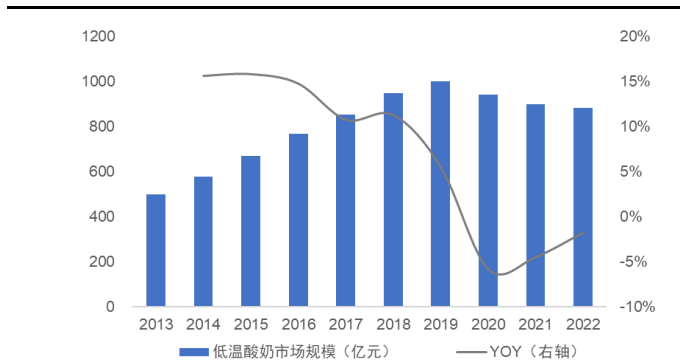
低温白奶较低温酸奶抗风险性更强，近年来成长性也更优。2021 年中国低温白奶市场规模为 415 亿元人民币，2016-2021 年的 CAGR 为 10.4%，由于日常饮食+无添加追求，近年来低温白奶增速超过酸奶，预计 2022 年鲜奶市场增速可达 14.4%。根据 Euromonitor 数据估算，2022 年低温酸奶的市场规模约为 884 亿元人民币，2016-2019 年的 CAGR 为 6.5%。2020 年经济下行影响下，酸奶的“休闲属性”使其受到冲击更大；此外，随着新式茶饮、咖啡、常温酸奶的不断渗透，低温酸奶的消费场景也在被抢占。低温酸奶区别于其他乳饮的最大健康益处在于其中的活性益生菌，参考日本功能性酸奶的蓬勃发展，我们认为消费者对低温酸奶的功能性认知是未来低温酸奶成长的推力所在。

图表 81：低温白奶市场复合增速可达 10%+



资料来源：中商情报网，五矿证券研究所

图表 82：低温酸奶市场规模受经济下行影响较大

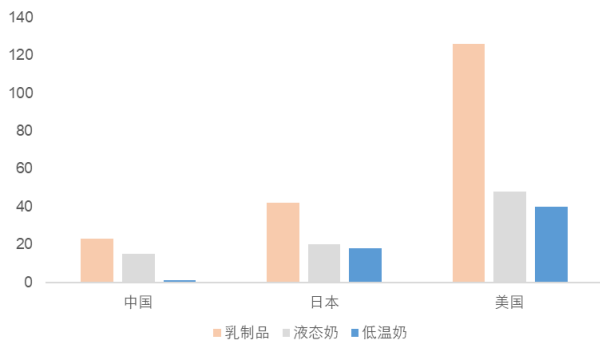


资料来源：Euromonitor，五矿证券研究所

注：低温酸奶市场规模=酸奶市场规模-常温酸奶市场规模；常温酸奶市场规模由安慕希、纯甄、莫斯利安三大单品合计规模匡算而来

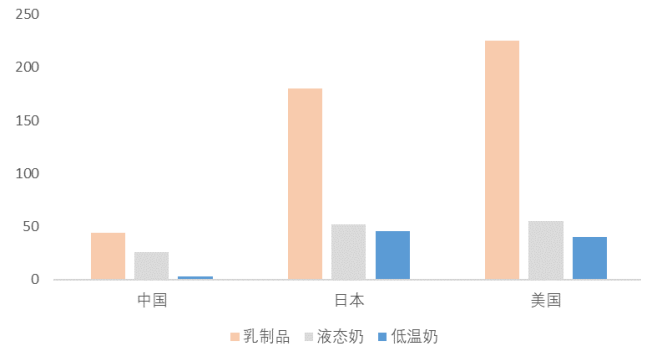
量价齐升驱动低温奶大盘向上。量上，从人均消费量的角度看，根据头豹研究院，中、日、美人均低温奶消费数量为 1、18、40kg，人均消费金额分别为 3、46、40 美元，提升空间大；从市场结构的角度看，根据 Euromonitor，2022 年中国鲜奶占白奶的比例仅为 30%，中国低温奶市场广阔，尤其是农村低温奶市场的渗透率还有待提升。价上，低温奶“营养”属性更重，溢价能力更强，根据头豹研究院，2020 年低温奶平均售价约为常温奶的 2 倍，且单价高端化趋势明显。

图表 83：中国低温奶人均消费数量远不及日、美（千克）



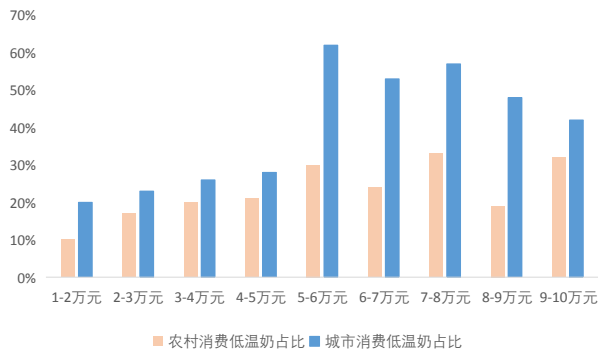
资料来源：头豹研究院，五矿证券研究所

图表 84：中国低温奶人均消费金额远不及日、美（美元）



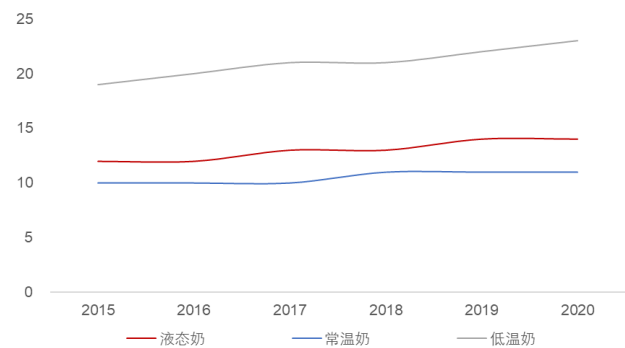
资料来源：头豹研究院，五矿证券研究所

图表 85：农村低温奶市场的渗透率还有待提升



资料来源：头豹研究院，五矿证券研究所

图表 86：液态奶销售单价情况（元/kg）



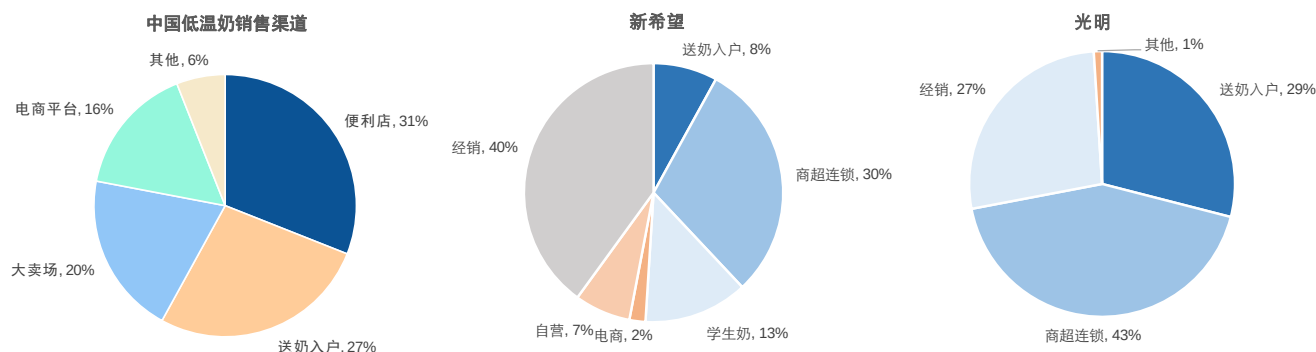
资料来源：头豹研究院，五矿证券研究所

（二）渠道壁垒高，低温白奶市场龙头割据

低温奶行业具有较高的奶源和渠道进入壁垒，区域乳企具有本地先发优势：

- **对冷链运输要求高，奶源覆盖市场半径有限：**低温奶需全程冷链运输，在奶源地周围 300-500 公里配送成本较低，一般最多可辐射奶源附近省份的消费市场，当地龙头往往拥有本地牧场、工厂与运力，外地乳企难以进入，同时第三方配送成本高，因此中小乳企扩张受限。
- **送奶入户渠道的搭建能力要求高，消费者粘性高：**低温奶的渠道以便利店（31%）、送奶入户（27%）、大卖场（20%）、电商平台（16%）为主，搭建送奶入户渠道前期需要投入较高的固定支出、人力成本、营销费用等，本地乳企往往具备当地资源优势，如学生奶渠道、当地经销商等。一旦消费者安装奶箱后，方便性高，不会轻易更换奶箱，且当地乳企深耕多年，具有品牌效应，消费者粘性高，具有独占性，因此送奶入户渠道市场占比奠定了区域乳企的市场份额下限。
- **对终端把控力要求高：**送奶入户对渠道库存新鲜度、货损率管理要求高，需要对终端渠道有较强的把控力，全国性乳企在当地的低温资源不足，中短期内难以下沉。

图表 87：区域乳企低温奶渠道对比



资料来源：头豹研究院，公司公告，五矿证券研究所

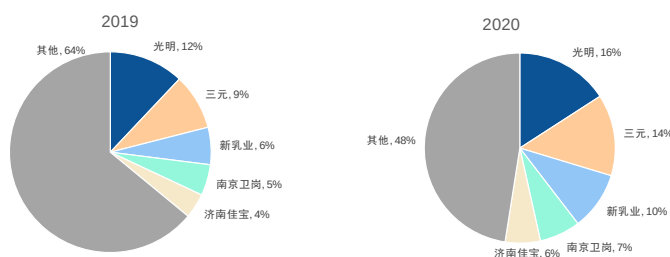
竞争格局方面，我们认为市场上存在三股势力，一是地方龙头乳企，以新乳业、光明为代表，二是全国性乳企（蒙牛、伊利），三是具有特色的新兴品牌和中小乳企。三股势力通过不同方式共同做大低温市场蛋糕：地方龙头乳企通过深耕本地+辐射周边、并购实现扩张，而全国性乳企借助已有渠道优势入侵本地市场，新兴品牌和中小乳企因其特色不可或缺，但受限于奶源、运力和渠道资源，份额难以扩张。

低温白奶方面，区域龙头割据，集中度不断提升。根据头豹研究院，2020 年 CR3 分别为华东的光明（16%）、华北的三元（14%）、西南的新乳业（10%），市场极其分散。随着冷链运输能力的提升、渠道的精耕与扩张、乳企的并购整合、ESL 乳（超巴奶）的推广，头部乳企的低温份额提升明显，CR5 由 2019 年的 36%提升至 2020 年的 52%。

低温酸奶方面，形成伊利、蒙牛两大巨头。日本消费者已经形成功能性消费的意识，但是从早年伊利优酸乳、蒙牛酸酸乳等乳饮料风靡，且近年来常温酸奶安慕希、纯甄等大单品快速发展中可以看出，中国消费者对低温酸奶健康价值的意识尚且不足，同时受到奶源、冷链运输能力等因素制约，低温酸奶渗透缓慢。早年伊利、蒙牛在全力推进常温白奶铺货的同时，也在不断发展低温酸奶，伊利（31%）、蒙牛（23%）在低温酸奶市场享有较高的份额，其他区域低温乳企也在当地有一定的市场基础。

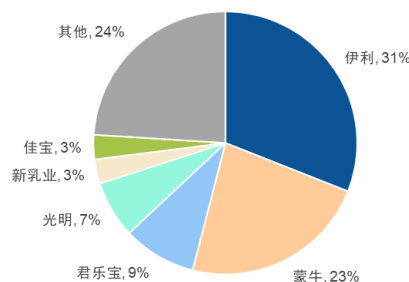
扩张路径中，内生靠下沉+辐射，外延靠并购。区域龙头的优势在于本地市场稳固，劣势在于辐射性扩张，低温乳企欲实现增长，一是靠不断深耕本地，渗透下沉市场+辐射周边，如光明，二是靠并购外地当地乳企，实现整合复兴当地老品牌，连点成面，如新希望。前者速度慢，但稳扎稳打，壁垒深厚；后者扩张速度快，但易有资产整合不佳的风险。

图表 88：中国低温奶市场集中度低，但头部份额在提升



资料来源：头豹研究院，五矿证券研究所

图表 89：低温酸奶集中度更高，形成伊利、蒙牛两大巨头



资料来源：头豹研究院，五矿证券研究所

（三）三维力促低温渗透，群雄有望同台竞技

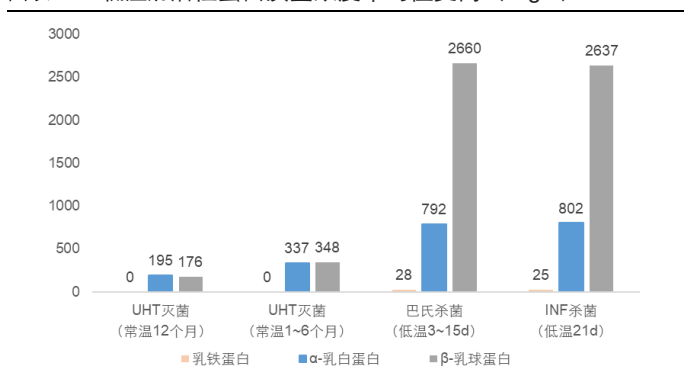
我们认为低温奶市场持续渗透具备三大条件，在收入端和利润端支撑乳企全国化扩张，未来将进入群英并起、共同做大蛋糕的阶段。受制于奶源不均衡、冷链运输条件，低温奶易守难攻，目前区域龙头占了先机，但区域龙头的本地性优势正在减弱，外地区域乳企、全国性乳企进攻性变强，主因：（1）超巴奶的推广；（2）生鲜电商不断扩张，与乳企强强联合；（3）冷链基础设施进一步完善。

1、超巴奶的推广可降低费用支出，适配渠道更广。

ESL（Extended Shelf Life，货架期限延长）乳，又称超巴奶，在改善杀菌工艺和提高灌装设备卫生等级基础上，在冷藏条件下（10℃以下），货架期一般提高至 15-21 天。目前常见用于超巴奶的杀菌技术有 INF（Direct Steam Infusion，蒸汽浸入式直接杀菌）、离心除菌技术、陶瓷膜微滤除菌技术等。

超巴奶的推广有以下三个条件：①一般来说，超巴奶的营养物质和风味和普通巴氏奶相差不多，因此**消费者接受度高**。②超过 2 周的货架期扩大了运输半径，**降低了渠道精细化管理的难度**，渠道下沉精耕与跨区域“攻城略地”成为明确可行的路径，如光明推出“新鲜牧场”抢占华北市场，大本营在华北的君乐宝通过“悦鲜活”全国化铺开。③在政策层面，**国家也逐步明确了超巴奶和普通巴氏奶同等“新鲜”的地位**，在消费者认知上基本无差异：《乳制品生产许可审查细则（征求意见稿）》2021，新提出液体乳产品新增“高温杀菌乳”，指 ESL 杀菌方式，产品包装上标注为“灭菌乳”/“高温杀菌乳”，但是并未明确具体使用的杀菌技术。目前乳企在超巴奶的产品包装和营销上也多强调“鲜奶”，一般消费者难以区分普通巴氏奶和超巴奶。

图表 90：低温奶活性蛋白质量浓度平均值更高（mg/L）



资料来源：《不同类型热处理方式对牛乳品质的影响》，五矿证券研究所

图表 91：ESL 乳的典型产品

产品名称	光明新鲜牧场	君乐宝悦鲜活	明治	味全	朝日绿源
保质期	15天	19天	15天	12天	14天
图片					

资料来源：淘宝，五矿证券研究所

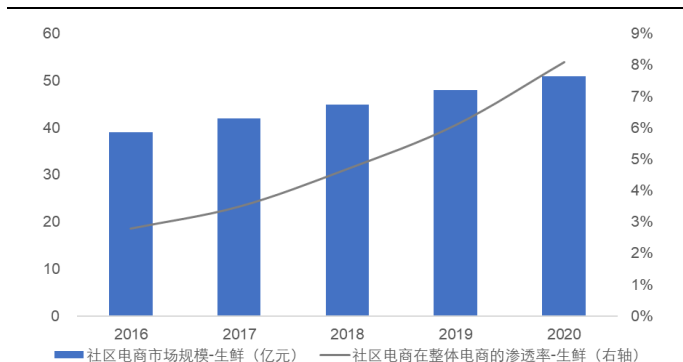
目前低温奶推广的痛点在于渠道效期管理，多数的巴氏奶仅有 7 天有效期，退损率高、短剩余效期货品的折扣率大，超巴奶能延长货架时间，降低送货频率，进而减少退损率、折扣率、运输费用。同时超巴奶可渗透至社区电商、平台电商等流通时间更长的下沉渠道，较低的费用率可提升渠道积极性。借鉴日本的情形，日本产奶量高的地方（北海道）饮奶量并不丰富，因此低温奶主要是 ESL 乳（超巴奶），低温奶占比为 99.3%，中国奶源也存在着分布不均的情况，超巴奶的推广能够有效的助推低温奶渗透。

2、生鲜电商、社区电商不断壮大，生鲜电商和龙头乳企强强联合，降低了渠道建设的壁垒。

全国性乳企在当地物流运输能力远不如当地龙头乳企，生鲜电商前置仓模式下，乳企仅需定时将批量乳品送达前置仓或电商平台统一仓库，其后的“送奶入户”流程及风险转嫁给了电商平台。蒙牛和阿里建立技术合作，搭建“天鲜配”，提供周期配送业务；新希望选择与盒马鲜生和天猫平台进行合作，通过新零售平台强大的冷链能力，在达到跨界营销的同时，也让产品尽可能快速的到达消费者手中。也有区域龙头选择自建冷链物流：光明自建“随心订”平台，意

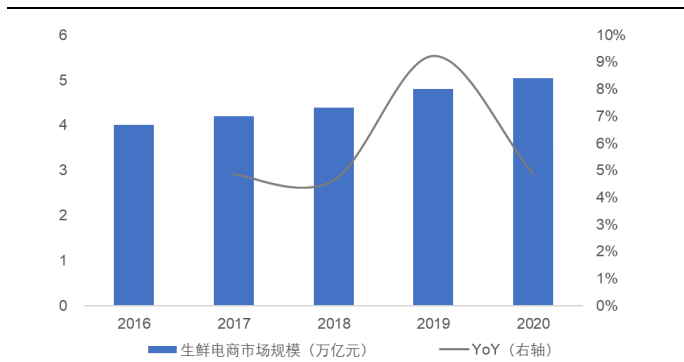
图更广阔的市场,将生鲜杂货和订奶集于一体,截至 2021 年 9 月光明已经在全国开设了 2160 个前置仓,配置了逾 1 万名送奶工。

图表 92: 社区电商快速增长



资料来源: 叮咚买菜招股书, China Insight Consultancy, 五矿证券研究所

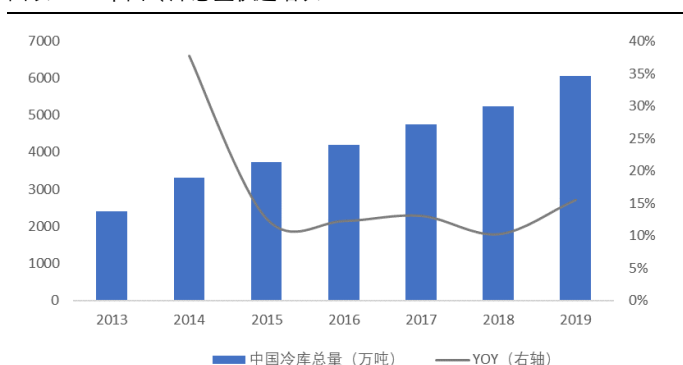
图表 93: 生鲜电商快速增长



资料来源: 艾瑞咨询, 五矿证券研究所

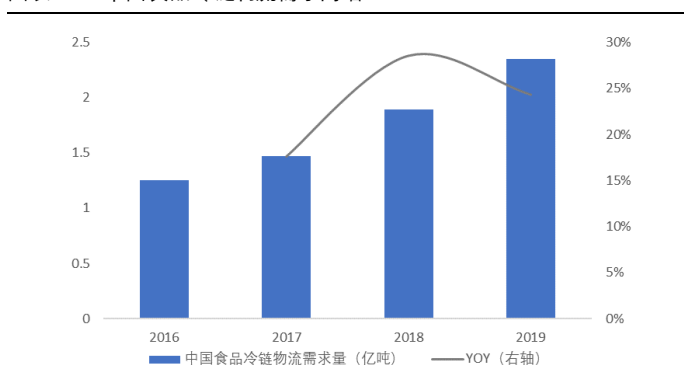
3、冷链基础设施的进一步完善, 扩大运输半径, 降低成本。根据中物冷链委, 2019 年中国冷库总量达 6053 万吨, 2013-2019 年 CAGR 为 16.6%。国家高度重视冷链物流发展, 冷链政策密集发布, 2019 年 3 月国家发展改革委、交通运输部等 24 个部门联合发布《关于推动物流高质量发展促进形成强大国内市场的意见》, 提出“加强农产品产地冷链物流体系建设”, 发展“生鲜电商+冷链宅配”“中央厨房+食材冷链配送”等冷链物流新模式。冷链物流效率的提升将延长运输半径, 突破低温奶的区域性限制, 同时冷链物流规模提升亦有利于摊销运输成本。

图表 94: 中国冷库总量快速增长



资料来源: 中物联冷链委, 前瞻产业研究院, 五矿证券研究所

图表 95: 中国食品冷链物流需求高增



资料来源: 中物联冷链委, 前瞻产业研究院, 五矿证券研究所

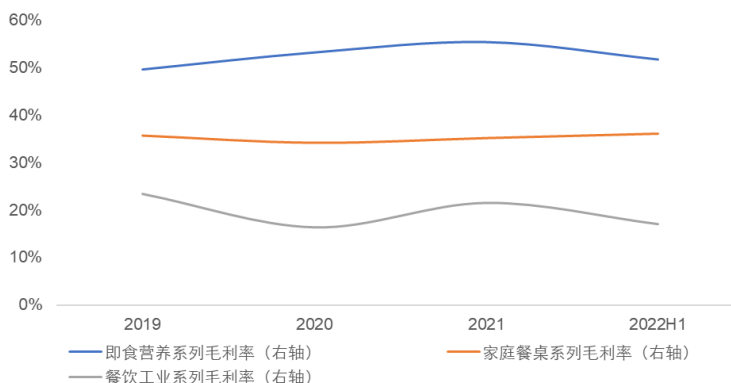
五、奶酪: 供给创新扩容中, 国产崛起正当时

按制备工艺分, 奶酪可以分为天然奶酪和再制奶酪。奶酪也叫干酪, 是一种在牛奶或羊奶中加入适量乳酸菌发酵剂和凝乳酶经发酵使奶中的蛋白质凝固, 排除乳清, 并经一定时间的成熟而制成的一种营养价值很高的发酵乳制品。奶酪按照加工工艺可分为天然奶酪和再制奶酪。原制奶酪, 又称天然奶酪, 是牛乳经凝乳并排出乳清而制成的产品, 天然奶酪按水分含量不同又可分为软质、半硬质、硬质或特硬质奶酪。再制奶酪是以天然奶酪为主要原料, 加入柠檬酸盐和其它配料, 经加热、乳化等工艺制成的产品。

按应用场景, 奶酪行业可以分为零售端/C 端和餐饮端/B 端。C 端指的是乳企通过商超/线上售卖直接售卖大单品 (如奶酪棒)、家庭烘焙原料 (如马拉里苏奶酪、芝士片) 给消费者; B 端指的是将大包装奶酪原料售卖给西餐店、烘焙店、新式餐饮店, 经过进一步加工成其他产品形态再售卖给消费者。C 端多为再制奶酪, 而 B 端多使用原制奶酪, 因此 C 端的加价率更高, 一般毛利率: C 端休闲食品>C 端烘焙原材料>B 端, 以妙可蓝多为例, B 端奶酪、C 端

烘焙原材料、C 端休闲零食毛利率分别约为 20%左右、35%左右、50%左右。根据 Euromonitor，C 端行业的平均毛利率约为 33%。

图表 96：妙可蓝多 C 端奶酪棒产品毛利率最高



资料来源：Wind，五矿证券研究所

(一) 长坡厚雪好赛道，以量驱动高成长

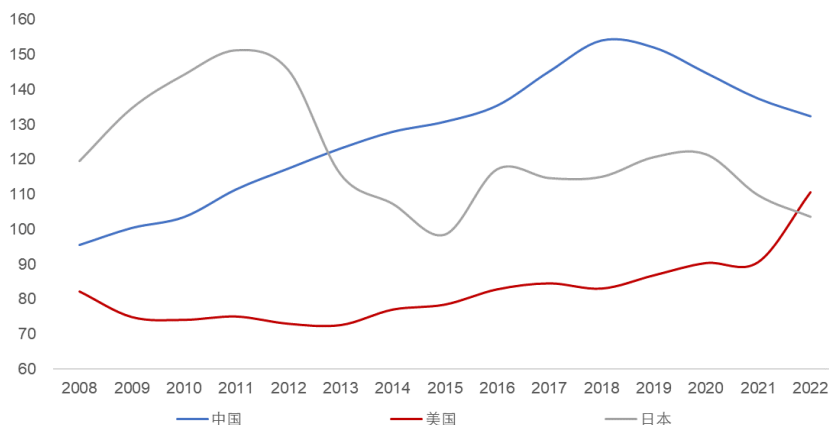
从空间和时间维度上，我们认为中国奶酪市场是长坡厚雪赛道。

空间维度上：

量上，中国奶酪市场渗透率还有较大提升空间。中国目前与日本 1980 年代初的人均 GDP 水平相当，日本 1981 年的人均奶酪消费量为 0.72 千克，2022 年中国的人均奶酪消费量为 0.18 千克，仅为日本 1981 年水平的 1/4。我们认为中国消费奶酪量的不足主要源于中西餐饮融合、西式餐饮方式的渗透不足，亟待供给侧营销和单品形式的推广。

价上，横向对比日美，中国奶酪价格处于高位。根据 Euromonitor，2022 中国、日本、美国零售端奶酪单价为 132、111、104 元/千克，一方面是中国原奶价格较高，另一方面是中国乳制品偏“营养品”属性，因此中国奶酪价格较高，且在 2020 年经济下行前奶酪单价一直呈现上升趋势。奶酪定价一般高于其他乳品，作为可选消费，消费量的波动性较高，受经济下行和竞争加剧影响，2020 年后中国奶酪单价有所下行，我们认为价格继续明显上行的空间不大。

图表 97：中国奶酪平均零售单价（元/千克）比日、美高，且近年来有下行趋势

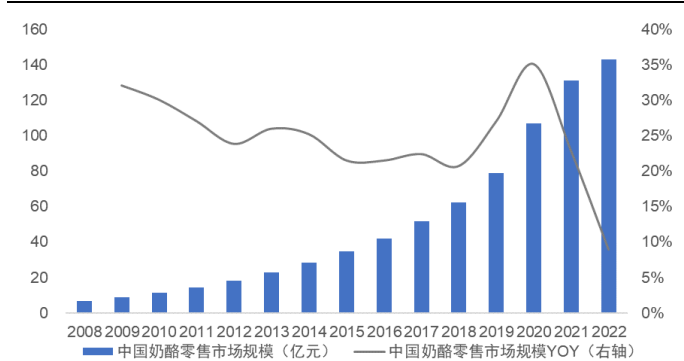


资料来源：Euromonitor，Wind，五矿证券研究所

注：美元、日元按照年平均汇率换算成人民币

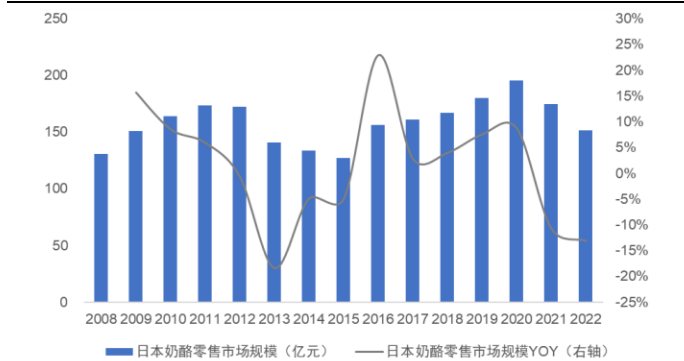
以量驱动，中国奶酪市场规模空间巨大。根据 Eurmonitor，中国零售端（C 端）奶酪市场 2022 年市场规模为 143 亿元，2008-2022 年 CAGR 为 24.4%，远超乳业其他品类。对比日本，2022 年日本零售端奶酪市场规模约为 152 亿元人民币（按照人民币兑日元年平均汇率 17.019 换算），高于中国水平，主要差异在于人均消耗量。若中国达到日本 1981 年人均奶酪消费水平，单价不变，则目前潜在的市场容量超过 500 亿元。

图表 98：中国奶酪市场快速增长



资料来源：Euromonitor，五矿证券研究所

图表 99：日本奶酪市场仍然保持增长



资料来源：Euromonitor，Wind，五矿证券研究所

注：日元按照年平均汇率换算成人民币

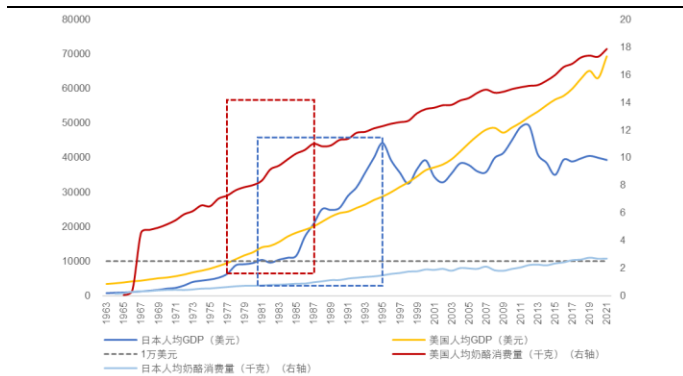
时间维度上：

美国和日本奶酪的快速发展与经济息息相关，消费培育期更加独立于经济发展。美国方面，人均 GDP 于 1978 年突破 1 万美元，1987 年突破 2 万美元，9 年间人均奶酪消费量由 7.64kg 增长至 11.01kg，增长 44%，此后两年人均 GDP 增速下滑，奶酪消费量也出现短暂下降，之后人均 GDP 和奶酪消费量仍然保持向上增长，但斜率不及 1987 年之前。日本方面，人均 GDP 于 1981 年突破 1 万美元、1995 年达到顶峰，人均奶酪消费量翻倍，由 0.72kg 增长至 1.46kg；日本自 1990 年进入“失落的十年”，期间人均奶酪消费量仍然由 1.12kg 增长至 1.88kg，增长了近 7 成；人均奶酪消费量于 2001 年首次出现下滑，此后增速放缓，2021 年为 2.67kg，较 2001 年仍然增长了 42%。美国的奶酪消费意识较强，奶酪市场和经济发展关联更加紧密，而日本早年仍然在奶酪消费习惯的培育期，奶酪市场的增长更加独立于经济发展。

“喝奶”到“吃奶”习惯逐渐培育，中国奶酪市场有望一往无前。从日、美奶酪消费量演进角度看，尽管日、美经济发展速度不同，但相同的是，当乳制品供给日渐丰富，深深扎根生活，消费习惯从“喝奶”演进到“吃奶”，自 1960 年代以来日、美液态奶消费量均在下降，奶酪的人均消费量却一直在提升。因此若从从经济发展最悲观的角度看，我们认为中国奶酪市场仍然具有成长空间，无畏时代更迭。

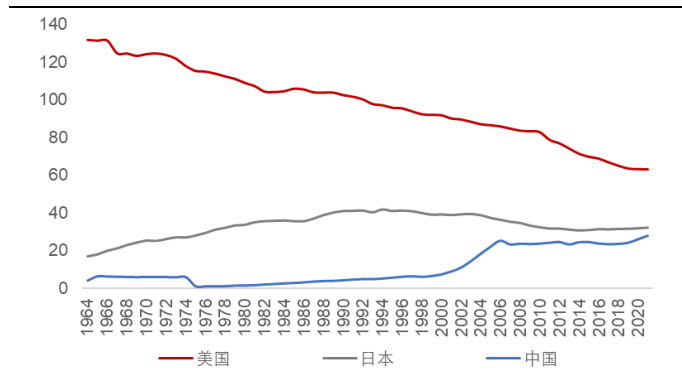
中国奶酪市场目前处于早期快速成长阶段。我们认为中国尽管人均 GDP 达到日本 1980 年代初的水平，但是奶酪的供给与消费却远远未达到日本当年的水平，因此未来的成长源自一是经济发展，二是奶酪供给的快速补足与消费意识的觉醒，假设不考虑经济增速，仅考虑供给扩容与消费者教育带来的增量，鉴于目前中国人均消费量仅有日本的 1/4，如果未来 10 年中国达到日本人均 GDP1 万美元时奶酪的消费水平，量增对规模贡献的 CAGR 为 15.1%。

图表 100：美、日人均奶酪消费量一直在上升



资料来源：Wind，USDA，五矿证券研究所

图表 101：美、日人均液态奶消费量一直在下降 (kg/人)

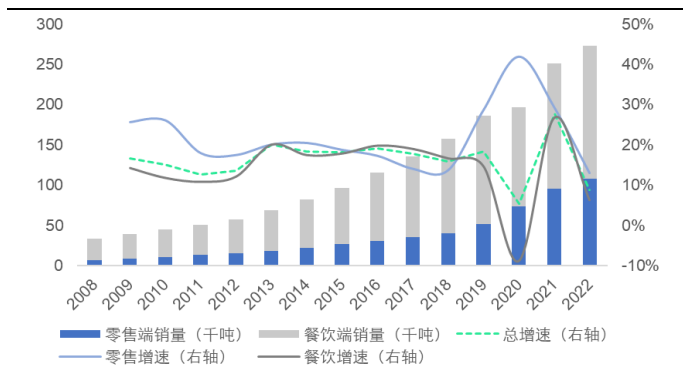


资料来源：Wind，USDA

(二) C 端：奶酪棒创新拓场景，妙可先发占蓝海

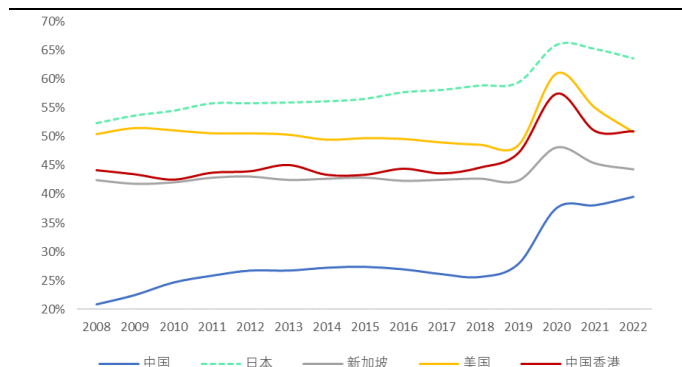
C 端市场占比快速提升，国内乳企有望获得奶酪市场增长的 α 属性。近年来，国内 C 端市场大幅扩容，根据 Euromonitor，中国奶酪 C 端市场销量 2008-2022 年 CAGR 为 24.4%，而进口奶酪市场规模 CAGR 为 18.2%，国产企业受益程度更高。2022 年日本、新加坡、中国香港、美国的 C 端奶酪消耗量占比分别为 64%、44%、51%、51%，新加坡、中国香港和美国的 B、C 端奶酪消耗量大致平衡，而日本的 C 端奶酪占比更高，2022 年中国 C 端奶酪的占比（39.5%）仍然有较大提升空间，而中国上市乳企主要从事 C 端业务，叠加外资企业更重视渠道、在本土化营销和品牌建设上的关注度远不如国内企业，因此我们认为未来 C 端奶酪市场占比有望持续扩大，国内乳企弹性更大。

图表 102：近年来中国奶酪 C 端增长快于 B 端



资料来源：Euromonitor，五矿证券研究所

图表 103：中国 C 端占整体奶酪市场的比重有较大提升空间



资料来源：Euromonitor，Wind，五矿证券研究所

图表 104：中国奶酪平均零售单价（元/千克）比日、美高，且近年来有下行趋势

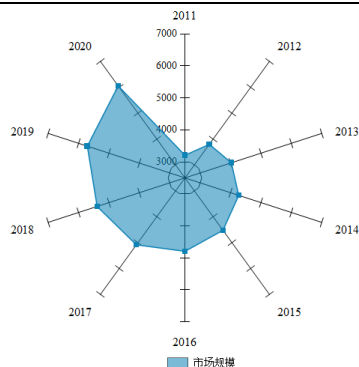


资料来源：Euromonitor，Wind，五矿证券研究所

注：市场规模按照年平均汇率由美元换算为人民币

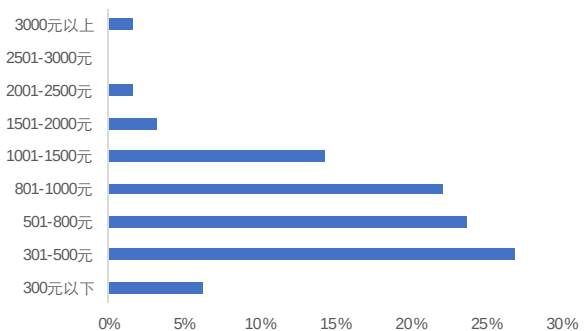
C 端快速扩容得益于供给侧乳企的产品创新+营销，创造了奶酪棒等儿童零食休闲场景。C 端以儿童奶酪棒为主，根据凯度消费者指数，2021 年儿童奶酪零食占据奶酪零售市场份额的 55%。《儿童零食市场调查白皮书》预测，2019-2023 年间，儿童零食市场将以 10-15% 的复合年增长率稳定增长，市场预期超 6000 亿元，儿童零食市场不容小觑。儿童奶酪棒这一单品形式最早由百吉福推出（2004 年），但营销宣传较少，一直不温不火，2018 年妙可蓝多进军儿童奶酪棒行业，叠加“铺天盖地”的广告宣传（梯媒、央视少儿频道广告、孙俪代言、“魔性歌曲”、IP 汪汪队联名等），消费者认知迅速提升。

图表 105：中国儿童零食市场规模（亿元）



资料来源：《儿童零食市场调查白皮书》，五矿证券研究所

图表 106：每月给孩子购买零食总花费



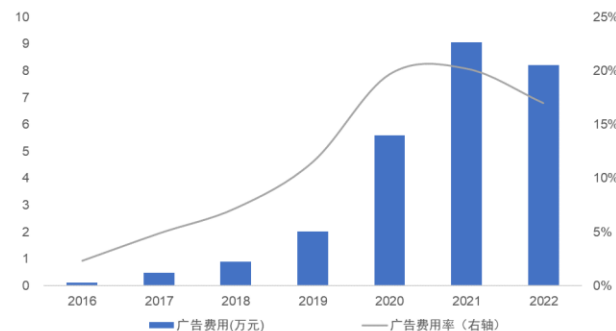
资料来源：《儿童零食市场调查白皮书》，五矿证券研究所

图表 107：妙可蓝多 2018 年-2020 年广告截图



资料来源：bilibili，五矿证券研究所

图表 108：2022 年之前妙可广告费用持续提升



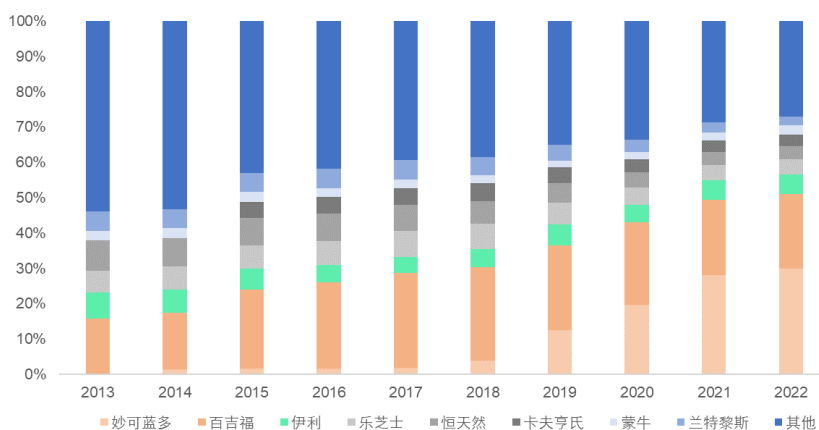
资料来源：wind，五矿证券研究所

乳企纷纷加码+常温红利，大单品市场空间有望进一步打开。2021 年 9 月妙可蓝多推出常温奶酪棒，进一步拓展了奶酪棒的场景（低温奶酪棒一般为 2-8℃ 冷藏、6~9 个月保质期，如为 0 添加则缩短至 3 个月，常温奶酪棒一般保存条件为小于 25℃、6 个月保质期），随后伊利、奶酪博士等乳企继续跟进。在供给侧的不断营销“包围”下，儿童奶酪天然具有健康营养品的属性，顺应妈妈的需求，同时中国家长对于孩子营养价格敏感度较低，儿童奶酪作为儿童零食的“种子选手”，市场潜力可期。

C 端竞争格局方面，妙可蓝多一骑绝尘。根据 Euromonitor，2022 年妙可蓝多在 C 端零售市场的市占率为 30%。鉴于中国原奶成本较高、生产工艺受限，中国奶酪大多数为进口，恒天然为重要供应商，规模为重要议价筹码，以妙可蓝多、伊利为代表的龙头优势明显，未来的竞争将趋于集中。

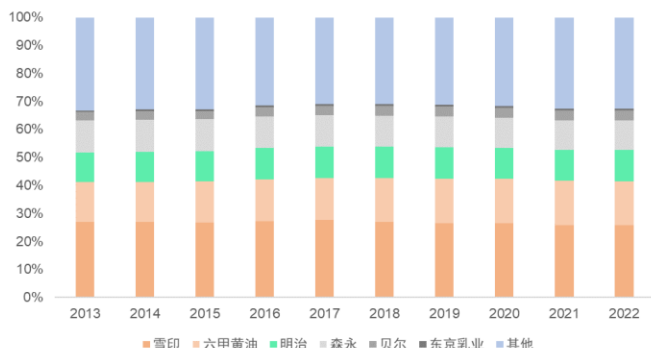
未来中国有望形成一超多强局面。参考日本、美国的竞争格局，日本一超多强，2022 年 CR4 分别为雪印（26%）、六甲黄油（16%）、明治（11%）、森永（11%），均为日本本土企业；美国一家独大，2022 年 CR3 份额分别为 24%、5%、2%，均为美国本土企业，卡夫亨氏市场份额遥遥领先，由于自然禀赋更加优越，市场集中度更低。我们认为**中国奶酪市场竞争格局很可能也会发展成为单寡头局面**，由于奶酪的保质期和运输半径介于低温奶和常温奶之间，因此预计**集中度也会介于低温奶极度分散、常温奶高度集中之间**。

图表 109：妙可蓝多在中国 C 端奶酪市场份额一骑绝尘



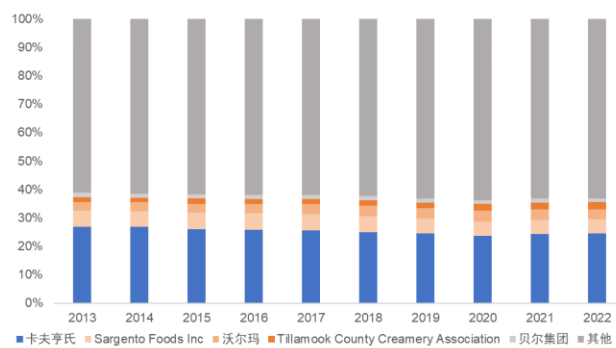
资料来源：Euromonitor，五矿证券研究所

图表 110：日本 C 端奶酪市场一家独大，亦有 4 家巨头



资料来源：Euromonitor，五矿证券研究所

图表 111：美国 C 端奶酪市场一家独大



资料来源：Euromonitor，五矿证券研究所

新国标提升再制奶酪标准，头部乳企有望进一步获益。目前 C 端儿童奶酪棒大多为再制奶酪形式，市面上产品天然奶酪含量层次不齐。2022 年 9 月 25 日，国家卫生健康委、市场监管总局联合发布了《食品安全国家标准 再制干酪和干酪制品》（以下简称新国标），并于 2022

年12月30日起实施。新国标将再制干酪类产品按照原料干酪比例划分为再制干酪和干酪制品，再制干酪的干酪使用比例由原来的大于15%调整为大于50%，干酪使用比例在15%—50%之间的可称为“干酪制品”。此次新国标的修改解决了仅添加15%—50%干酪的干酪制品产品定位的问题，进一步与国际同类产品标准接轨，有利于加速“偷工减料”的奶酪产品出清，而头部乳企的奶酪包装早在新国标修改前就已经迭代了产品包装/配方，积极拥抱新国标的变化。

（三）B端：需求日益增长，国内乳企任重道远

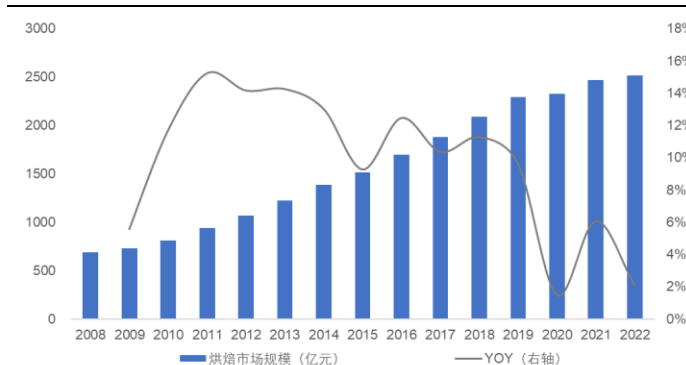
“奶酪+”西餐、烘焙、新式茶饮等场景渗透加深，带动B端奶酪行业不断增长。年轻人生活节奏加快，在外就餐频率增加，根据弗若斯特沙利文，中国餐饮业西餐和中餐2016-2019年市场规模CAGR分别为11.9%、0.9%，西餐占比由2016年11.6%增长至2020年的15.4%。此外高端面包和蛋糕、新式茶饮等新场景中奶酪需求不断增长，如芝士蛋糕、奶酪欧包、奶盖奶茶、奶酪酸奶等。

图表 112：B端奶酪常见应用场景丰富



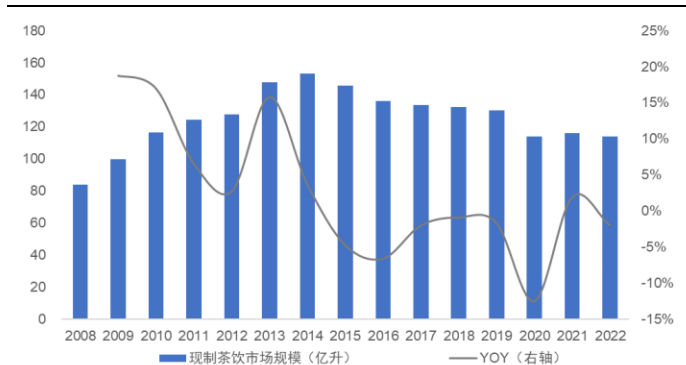
资料来源：五矿证券研究所

图表 113：中国烘焙市场快速增长



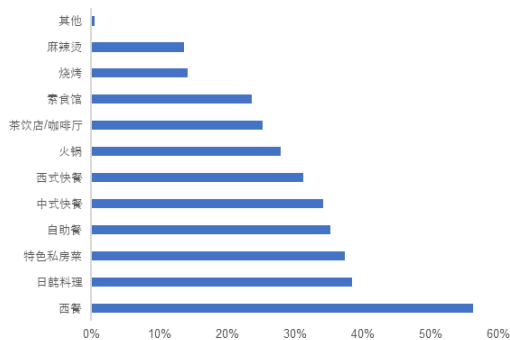
资料来源：Euromonitor，五矿证券研究所

图表 114：中国现制茶饮市场规模大



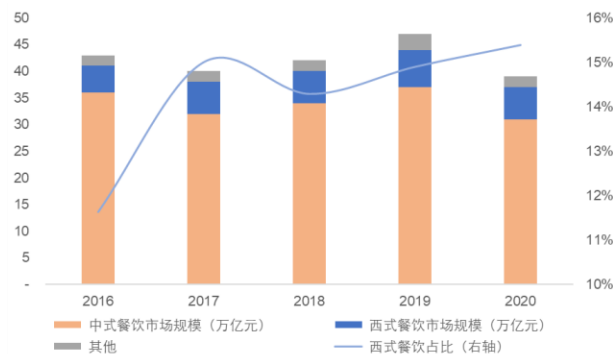
资料来源：Euromonitor，五矿证券研究所

图表 115：西餐是中国白领群体最喜爱的餐馆菜系



资料来源：艾媒咨询，五矿证券研究所

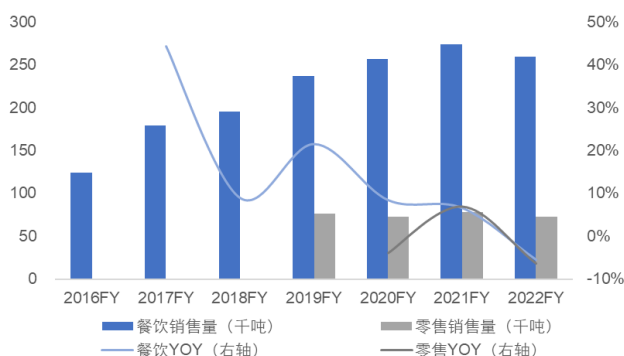
图表 116：中国西式餐饮占比提升较快



资料来源：杨国福招股书，弗若斯特沙利文，五矿证券研究所

竞争格局方面，B 端外企为主流，国产替代空间巨大。B 端价格更加敏感，粘性强、费用低，但利润率也低。国外奶酪品牌进入中国时间较早，如保健然（百吉福）、恒天然（安佳）、贝勒集团（乐芝牛）、卡夫亨氏于 1998 年、2001 年、2007 年、2015 年进入中国，目前外企占据了主要的市场，国产替代空间巨大，且尚未跑出国产行业龙头。

图表 117：恒天然大中华区餐饮端增速高



资料来源：公司年报，五矿证券研究所

图表 118：国外品牌进入中国市场较早

进入中国时间	公司	奶酪品牌	介绍
1998 年	保健然	百吉福	法国第二大奶酪集团，全球第五大奶酪集团，是一家在巴黎泛欧交易所上市的独立家族集团。旗下拥有众多奶酪、黄油品牌，百吉福是德国第一的加工奶酪品牌。
2001 年	恒天然	安佳	一家由约 10,500 位当地农民经营的的跨国乳制品合作社，是新西兰最大的公司。1886 年旗下安佳品牌诞生，在全球供应着 70 多个国家的乳制品，是恒天然旗下第一个超 10 亿美元的资产。
2007 年	贝勒集团	乐芝牛	法国的跨国奶酪集团，乐芝牛成立于 1921 年，由于其独特的铝制包装，世界上第一种可以轻松保存和运输的份份加工奶酪。
2015 年	卡夫亨氏	卡夫	卡夫和亨氏分别在 1984 年进入中国，2013 年卡夫中国更名为亿滋中国，2015 年，卡夫和亨氏合并成为卡夫亨氏。

资料来源：各公司官网，公司公告，五矿证券研究所

六、婴配粉：刚性市场高端化趋势坚挺，龙头集中度仍有提升空间

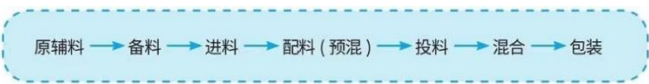
（一）高毛利婴配粉进入存量阶段，无畏消费降级

婴配粉核心目的是模仿母乳成分。根据中国食药监局，奶粉通用名称按照适用月龄，分别为“婴儿配方乳（奶）粉（0-6 月龄，1 段）”“较大婴儿配方乳（奶）粉（6-12 月龄，2 段）”“幼儿配方乳（奶）粉（12-36 月龄，3 段）”。按产品中的蛋白质类型分，可分为乳基（乳类及乳蛋白制品）和豆基（大豆及大豆蛋白制品）。婴配粉的核心目的是尽可能地模仿母乳中的营养成分，起到对母乳的替代/补充的作用，母乳中营养成分的比例则会随着婴幼儿的成长而发生相应的变化，不同年龄的婴幼儿应当适用不同配方的奶粉，尤其是 6 月龄内的婴儿不能用其他食物替代母乳/婴配粉。

中高端婴配粉的生产多采用湿法和干法相结合的工艺。中高端婴儿配方奶粉一般都添加了具有功能性的生物活性物质，这些生物活性物质多数具有热敏性或使用局限性，不适合湿法添加，如 DHA 和 ARA，工业上使用的 DHA 和 ARA 粉剂都经过了微胶囊化包埋处理，如果湿法添加会造成包埋层的损坏；如果干法添加，很容易因为颗粒度和比重造成颗粒分级，致使

产品营养成分含量不均。中高端婴幼儿配方奶粉的生产多采用湿法和干法相结合的工艺，较好地结合干法与湿法工艺的优缺点。

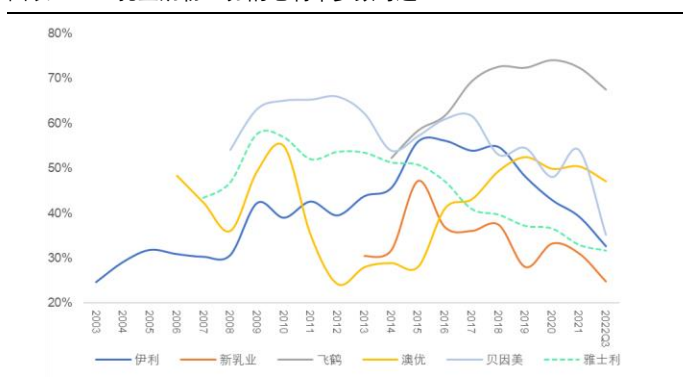
图表 119：婴配粉的干湿法区别

	湿法	干法
含义	所有原料先混合成液体形式，然后再杀菌、均质、浓缩，最后喷雾干燥成奶粉，具体而言又可以分为原料为液体和原料 	将所有原辅料在干燥状态下经称量、杀菌、混合、包装，得到婴幼儿配方乳粉 
优点	各种营养物质在鲜奶中有一个充分溶解的过程，奶粉均一性更好。随后的杀菌能确保任何在原料中存在或在湿混中感染的致病菌被消灭，良好控制喷雾干燥过程能保证良好的粉末溶解度。	去掉了乳清粉重溶再喷雾干燥的过程，节省了能耗，降低了成本。在营养上仅通过提高生产车间的洁净度、隧道杀菌和臭氧杀菌等控制微生物污染即可达到国家的标准值要求，营养成分损失较小。而且干法工艺在精细化程度上远胜湿法工艺，能够确保各种营养添加成分的准确比例或量值。
缺点	高温干燥导致热敏性成分被破坏，湿法生产主要通过提高添加量来弥补热损耗，使营养成分达到一定的范围值，这与国家“标准确含量值”的要求还是有差距的。	没有进一步的热处理过程，干法生产对生产环境和原料质量有非常高的要求，需要企业对这些方面严格把关，以保证产品质量。

资料来源：《婴儿奶粉，你应该知道的更多》，五矿证券研究所

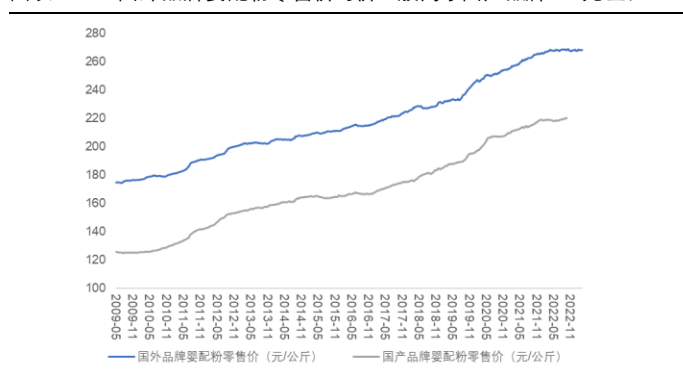
婴配粉是乳业皇冠上的明珠，毛利率较高。由主要上市乳企奶粉业务情况可知，婴配粉毛利率多数可达 30%+。由于购买者与使用者分离，且涉及国人关注的婴幼儿健康问题，品牌带来的边际溢价较高，如主攻高端市场的飞鹤毛利率可达 70%+。经过三聚氰胺事件的打击，价格带高于国产品牌的国外品牌快速上位，但中国龙头奶粉企业飞鹤、伊利、澳优等高端产品价位也与进口产品平齐，甚至更高，占据了一定的高端市场份额。

图表 120：乳企奶粉业务的毛利率多数可达 30%+



资料来源：Wind，五矿证券研究所

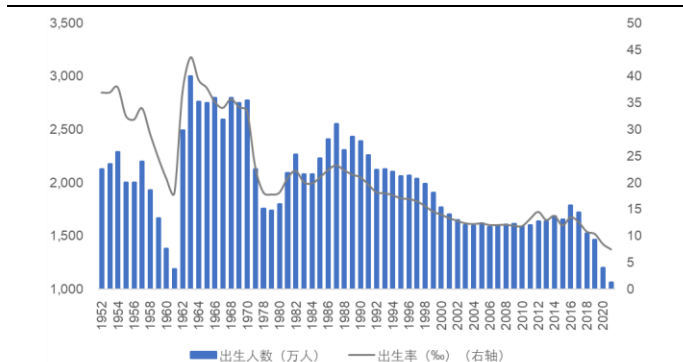
图表 121：国外品牌婴配粉零售价均价一般高于国产品牌 50 元左右



资料来源：Wind，五矿证券研究所

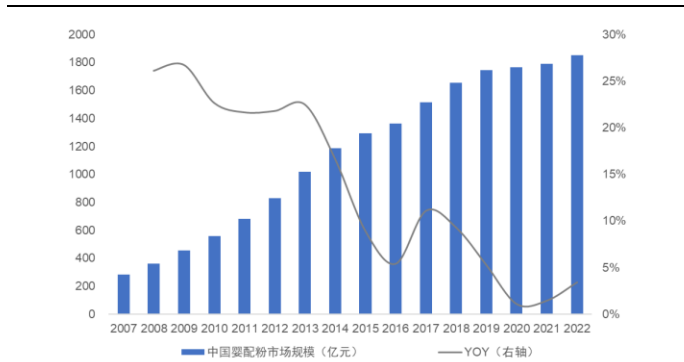
量上看，出生率持续下滑，婴配粉进入存量阶段。随着中国经济社会的发展，出生率逐年下滑，2021 年出生率、出生人数已下滑至 7.52‰、1062 万人，为历史最低点。我们认为处于一胎政策下成长的 80、90 后正值事业上升期、已经形成晚婚晚育、优生优育观念，叠加生育成本高企，生育率中短期难以恢复。根据 Euromonitor 数据，2022 年中国婴配粉市场规模约为 1717 亿元（含婴幼儿食品），2014 年以前为高速增长时期，增速可达双位数，2018 年后增速已放缓至 10%之内，受经济下行影响，2021 年增速仅有 1.5%，随着经济的逐步复苏，2022 年增速回升至 3.4%。

图表 122：近年来，出生率降速明显



资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 123：婴配粉市场规模增速持续下降，2022 年企稳回升

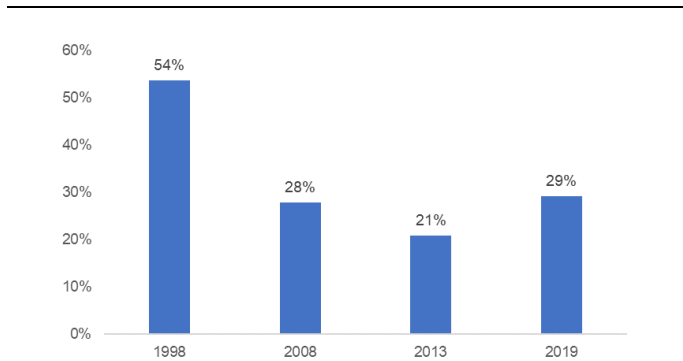


资料来源：Euromonitor，五矿证券研究所

注：口径含婴幼儿食品

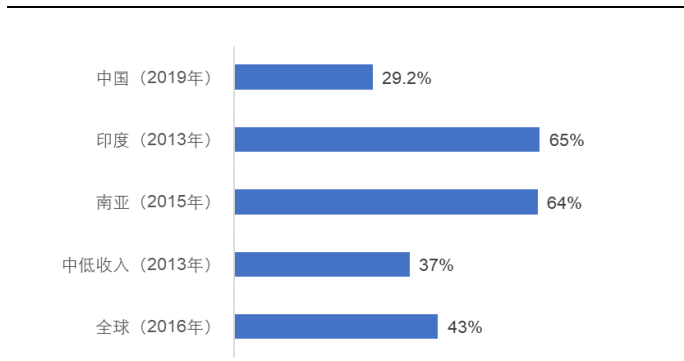
母乳喂养率稳中有升，1 段奶粉刚性削弱，2、3 段奶粉受影响有限。世界卫生组织曾向全球倡议：婴儿出生后的最初 6 个月应纯母乳喂养，并坚持哺乳 24 个月以上，母乳喂养是人类哺育婴儿的最理想方式。早年中国母乳喂养率较高，1998 年全国 40 个食物与营养监测点现场调查的结果显示，全国 4 个月以内婴儿纯母乳喂养率为 53.7%；近年来由于工作压力提升、公共场所母婴设施缺乏、部分营销广告和销售宣传配方奶粉更有营养，中国的母乳喂养率大幅下降，根据中国发展基金会的调查，2019 年中国 6 月龄内婴儿纯母乳喂养率仅为 29.3%，远未达到全球平均水平的 43%。为了促进母乳喂养的提升，国家卫健委印发《母乳喂养促进行动计划（2021-2025 年）的通知》，提出到 2025 年，母婴家庭母乳喂养核心知识知晓率达到 70%以上；母婴家庭成员母乳喂养支持率达到 80%以上；全国 6 个月内纯母乳喂养率达到 50%以上。预计刚性较大的 1 段奶粉未来将受到一定影响，而 2 段、3 段婴配粉弹性较高，且长期来看青年工作压力亦难以大幅缓解，在量上或受影响较小。

图表 124：中国 6 个月内婴儿母乳喂养率下滑明显，近年来有所回升



资料来源：《中国母乳喂养影响因素调查报告》，五矿证券研究所，1998 年数据为 4 个月内婴儿纯母乳喂养率

图表 125：中国婴儿出生后 6 个月内纯母乳喂养率远未达到全球平均水平



资料来源：《中国母乳喂养影响因素调查报告》，五矿证券研究所

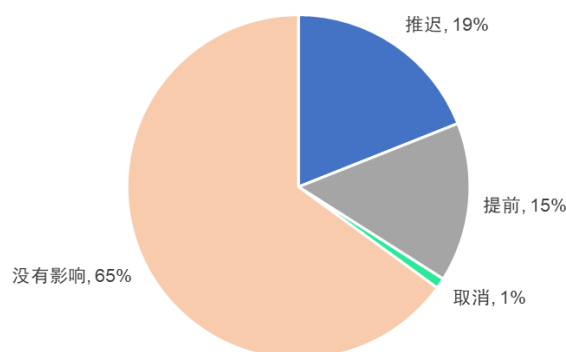
政策加码或放缓降速，随着经济逐步复苏，市场容量有望企稳。目前国家已经放开三胎政策并辅以各种促生育政策，婴幼儿出生率降速或得到缓解。2020-2022 年间经济下行，人们担忧生育质量，生育意愿疲软，因此随着经济逐步复苏，我们认为生育意愿有望有所回补。

图表 126: 《关于优化生育政策促进人口长期均衡发展的决定》的主要内容

重点内容	
主要目标	到 2025 年, 积极生育支持政策体系基本建立, 服务管理制度基本完备, 优生优育服务水平明显提高, 普惠托育服务体系加快建设, 生育、养育、教育成本显著降低, 生育水平适当提高, 出生人口性别比趋于正常, 人口结构逐步优化, 人口素质进一步提升。到 2035 年, 促进人口长期均衡发展的政策法规体系更加完善, 服务管理机制运转高效, 生育水平更加适度, 人口结构进一步改善。
组织实施好三孩生育政策	提倡适龄婚育、优生优育, 实施三孩生育政策。取消社会抚养费等制约措施。取消社会抚养费, 清理和废止相关处罚规定。将入户、入学、入职等与个人生育情况全面脱钩。依法依规妥善处理历史遗留问题。建立健全人口服务体系。加强人口监测和形势研判。
提高优生优育服务水平	保障孕产妇和儿童健康, 综合防治出生缺陷, 规范人类辅助生殖技术应用。
完善生育休假与生育保险制度	严格落实产假、哺乳假等制度。支持有条件的地方开展父母育儿假试点, 健全假期用工成本分担机制。继续做好生育保险对参保女职工生育医疗费用、生育津贴待遇等的保障, 做好城乡居民医保参保人生育医疗费用保障, 减轻生育医疗费用负担。
加强税收、住房等支持政策	完善三孩生育政策配套措施, 将 3 岁以下婴幼儿照护费用纳入个人所得税专项附加扣除, 发展普惠托育服务, 减轻家庭养育负担。
降低生育、养育、教育成本	推进城镇小区配套幼儿园治理, 持续提升普惠性幼儿园覆盖率, 适当延长在园时长或提供托管服务。推进义务教育优质均衡发展 and 城乡一体化, 有效解决“择校热”难题。依托学校教育资源, 以公益普惠为原则, 全面开展课后文体活动、社会实践项目和托管服务, 推动放学时间与父母下班时间衔接。改进校内教学质量和教育评价, 将学生参加课外培训频次、费用等情况纳入教育督导体系。平衡家庭和学校教育负担, 严格规范校外培训。
保障女性就业合法权益	规范机关、企事业单位等用人单位招录、招聘行为, 促进妇女平等就业。将生育友好作为用人单位承担社会责任的重要方面, 鼓励用人单位制定有利于职工平衡工作和家庭关系的措施, 依法协商确定有利于照顾婴幼儿的灵活休假和弹性工作方式。适时对现行有关休假和工作时间的政策规定进行相应修改完善。
发展普惠托育服务体系	以市地级行政区为单位制定整体解决方案, 建立工作机制, 推进托育服务健康发展。加大专业人才培养力度, 依法逐步实行从业人员职业资格准入制度。发展智慧托育等新业态, 培育托育服务、乳粉奶业、动画设计和制作等行业民族品牌。

资料来源: 新华社, 五矿证券研究所

图表 127: 在受经济下行影响大的城市中, 约 20%的备孕/生育计划推迟/取消

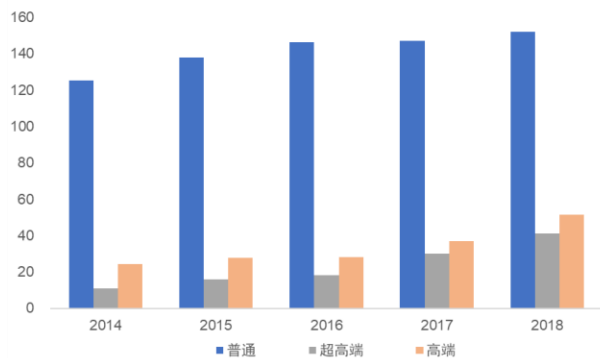


资料来源: 宝宝树, 尼尔森, 五矿证券研究所

从价上看, 消费刚性+价格敏感性低, 高端化趋势势不可挡。在经济增速放缓的大背景下, 或有消费降级的担忧, 但我们认为高端化仍有空间。从需求端来看, 婴配粉具有新生儿“第一口奶”的重要性, 中国家庭向来“举全家之力”优生优育, 经历多次奶粉安全事件, 供给侧对高端市场不断进行消费者教育, 叠加中国人有“贵就是好”的消费习惯, 母婴市场刚性与低价格敏感性不言而喻, 高端化需求被不断强化。从供给端来看, 婴配粉被食品法纳入和药品

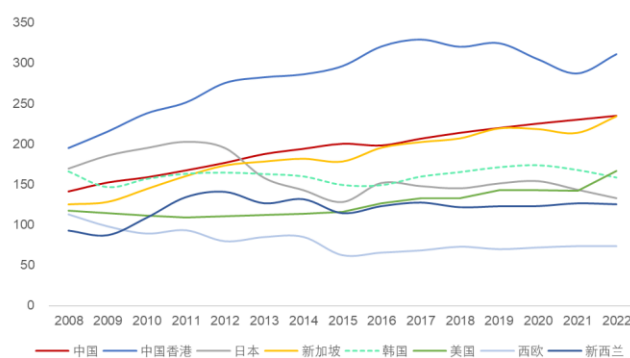
监管同等地位，自 2013 年来多条监管规则密集出台提高了对产品配方、生产管理的要求，奶粉企业技术门槛、生产成本大幅抬升。因此综合来看，**尽管婴配粉市场产品同质化程度较为明显，但仍然享有较高的溢价权。**

图表 128：中国婴配粉市场高端和超高端价格带占比持续提升



资料来源：飞鹤招股书，弗若斯特沙利文，五矿证券研究所

图表 129：中国大陆婴配粉均价持续提升（元/千克）



资料来源：Euromonitor，Wind，五矿证券研究所

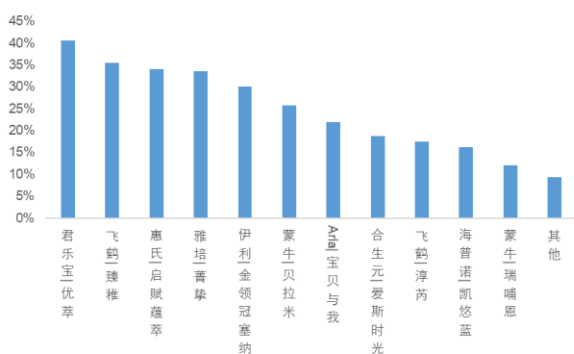
注：各国主币已由年平均汇率换算为人民币

我们认为未来婴配粉市场高端化主要由以下 2 个方面驱动：**1、配方、奶源升级提价，2、下沉市场渗透率提升。**

1、配方、奶源升级提价：由于奶源成本更高、配方成分更多、渠道经代层级更多、非政府福利、中国家庭更重视育儿质量等原因，中国婴配粉均价要高于国外，但随着人均可支配收入、年轻育儿父母教育水平的提升，叠加供给侧奶粉企业大力推广，超高端和高端婴配粉的价格带上行仍然具有潜力。

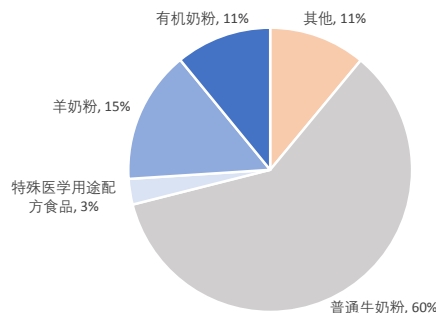
(1) 婴配粉在奶源上具备升级动力，尤其是有机和 A2 奶源受热捧。有机奶粉方面，根据奶粉圈&奶粉智库的数据，2021 年有机奶粉的渗透率达到 11%，渗透率仍然具有较大上行空间。其中头部乳企已经具备一定的消费基础，根据奶粉圈，2021 年君乐宝优萃、飞鹤臻稚、伊利金领冠塞纳牧、蒙牛贝拉米渗透率已经达到了 41%、35%、30%、26%。A2 奶尽管进入中国较晚，但是高端赛道增长最快的品类之一，奶粉企业在各自的高端线上纷纷加码 A2 奶粉，如飞鹤星飞帆卓耀、君乐宝至臻、美赞臣铂睿、惠氏启赋 ATWO 分别于 2022 年、2021 年、2019 年、2018 年推出。

图表 130：2021 年头部乳企有机奶粉品牌渗透率较高



资料来源：奶粉圈&奶粉智库，五矿证券研究所

图表 131：2021 年各种类型奶粉占比中，普通牛奶粉占比仍然较高



资料来源：奶粉圈&奶粉智库，五矿证券研究所

(2) 婴配粉在配方创新升级上有巨大想象空间。母乳中的成分高达 2000 余种，其中有 300 多种是婴幼儿生长发育必不可少的特殊成分，不同成分之间具有协同作用，单种成分也具有多种作用。另外，母乳的成分与含量是一个动态变化的过程，它会随着哺乳期的延长不断变

化，从而适应婴儿的生长发育，甚至不同地区的母乳在成分上也差异巨大。目前所有 婴配粉 都无法 100%模仿母乳，价格带更高的婴配粉往往拥有更特殊、更高含量成分，如飞鹤超高端「星飞帆·卓睿」系列就比高端「星飞帆」系列多了乳铁蛋白和 10 倍益生菌，且乳磷脂群配比更贴合母乳。因此**随着技术创新，婴配粉的配方仍然有较大改进空间，婴配粉高端市场价格天花板受限较少**。目前龙头乳企纷纷推出自有创新研究成果、主打“中国配方”以加强消费者教育，加持产品价值量，如伊利金领冠主打“中国专利，守护母乳力量”，推出母乳研发白皮书；飞鹤主打“更适合中国宝宝的奶粉”，精准描述中外母乳 DHA/ARA 的差异、首次揭露三大脂肪酸黄金比例等。

图表 132：不同地区和泌乳阶段母乳成分有显著差异

成分	牛乳	河北城市 1 月 母乳	河北城市 3 月 母乳	河北农村 3 月 母乳	上海市 区前段 母乳	法国 母乳
干物质质量浓度 (g/100ml)	12.5	-	-	-	-	12
能量值 (kJ/100ml)	280	264	218	205	-	280
蛋白质质量浓度 (g/100ml)	3.5	1.52	1.06	1.31	1.74	1.55
碳水化合物质量浓度 (g/100ml)	4.5	7	7.1	7	7.8	7.5
脂肪质量浓度 (g/100ml)	3.6	3.1	2.1	2	2.8	3.5
钙质量浓度 (mg/100ml)	125	19.2	22.2	23	28.3	30
磷质量浓度 (mg/100ml)	100	-	-	-	15.3	20
镁质量浓度 (mg/100ml)	12	2.14	2.5	2.2	-	5
钠质量浓度 (mg/100ml)	50	19.8	13.8	18	23.2	10
钾质量浓度 (mg/100ml)	125	58.2	47.8	53.4	58	45
铁质量浓度 (mg/100ml)	0.03	0.04	0.02	0.03	0.06	0.1

资料来源：《婴幼儿配方奶粉研究进展》，五矿证券研究所

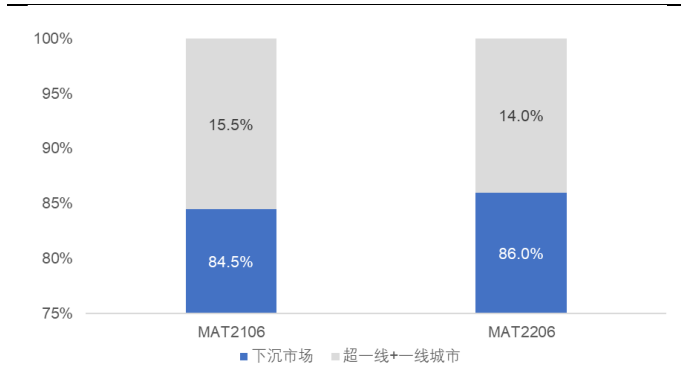
图表 133：部分婴配粉中成分及生理功能

成分	生理功能
DHA/二十二碳六烯酸	可由 α -亚麻酸转化。DHA 是所有神经细胞和视网膜的主要组成部分，有助于大脑和视力发育等
AAARA/花生四烯酸/二十碳四烯酸	可由亚油酸转化，有助于大脑和视网膜的功能的发育等注：有些奶粉声称添加 LCP，LCP 是长链多不饱和脂肪酸的英文缩写，主要包括 DHA 和 ARA
叶黄素	保护视网膜免受氧化损害
牛磺酸	促进大脑生长发育、增强机体免疫力、保护心血管系统、促进脂肪乳化和视网膜的发育等
核苷酸	促进发育、增强免疫、保护肠道微环境、减轻腹泻等
胆碱	促进脑发育、提高记忆能力、促进机体代谢等
肌醇/环己六醇	促进生长、促进毛发生长、脂肪代谢等
OPO 结构脂/1,3-二油酸 2-棕榈酸甘油三酯	避免游离棕榈酸和钙形成钙皂，改善营养吸收和便秘、促进骨骼发育、改善肠道菌群等
乳铁蛋白	抗菌、抑菌，抗病毒、调节铁吸收、改善肠道菌群、免疫调节作用等
益生菌,包括双歧杆菌	促进有益菌的生长,抑制有害菌数量,促进肠道内菌群平衡、促进矿物质吸收

资料来源：《婴儿奶粉，你应该知道的更多》，五矿证券研究所

2、下沉市场对婴配粉高度重视，超高端产品渗透仍有空间。中国婴配粉最大的增量市场的来源在于下沉市场的消费升级，2018 年中国下沉市场总人口约占全国人口的 68.4%，同时下沉市场新生儿情况优于一二线城市，且母乳喂养率更低，下沉市场婴配粉市场容量远高于一二线城市。随着中国城镇化、下沉市场消费者教育水平提升，有望重复一二线城市的高端化路径，根据弗若斯特沙利文，中国下沉市场婴配粉市场占比有望从 2018 年的 54%提升至 2023 年的 56%。根据艾瑞咨询，2021 年下沉市场购买中高端（价格高于 200 元）以上奶粉人群占比高达 89%，可见下沉市场高端产品已经有相当大的接受度，而下沉市场超高端及以上的产品渗透率仅有 44%，高端市场价盘仍有提升空间。

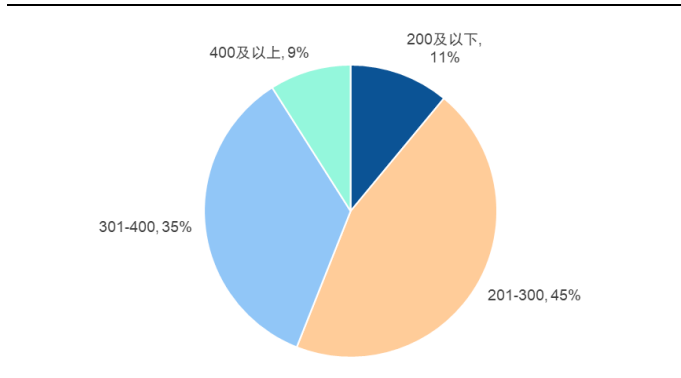
图表 134：婴配粉线下市场中下沉市场占比提升



资料来源：宝宝树，尼尔森，五矿证券研究所

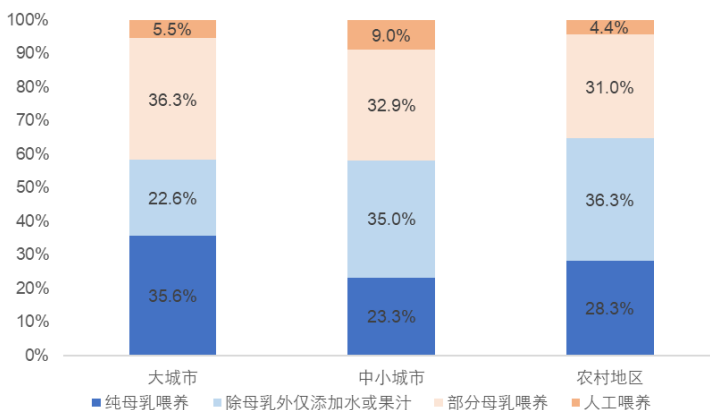
注：MAT2106 指 2021 年 6 月滚动一年，MAT2206 指 2022 年 6 月滚动一年，线下包括大卖场和母婴店

图表 135：下沉市场购买高端及以上的婴配粉人群占比达 89%



资料来源：艾瑞咨询，五矿证券研究所

图表 136：下沉市场母乳喂养率更低，婴配粉市场更广阔



资料来源：《中国母乳喂养影响因素调查报告》，五矿证券研究所

（二）新国标加速市场出清，强渠道力护航国货突围

根据行业规模、集中度和政策发展特征，中国婴配粉行业的发展大致可以分为三个阶段：

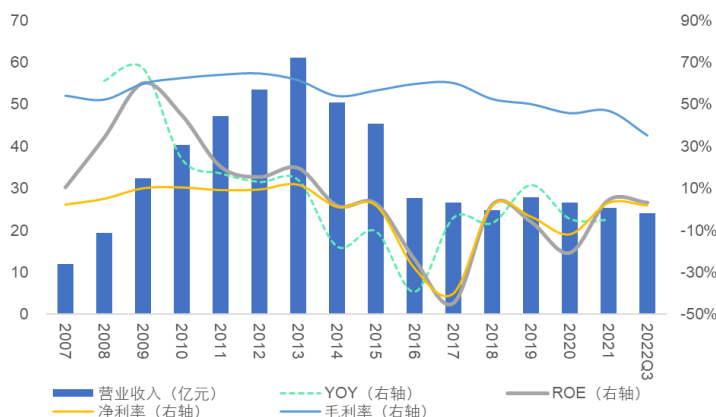
1、2008 年前：国产品牌主导的高速发展期

1983 年北京召开了“母乳化奶粉生产座谈会”，起草了母乳化奶粉质量标准，并将婴儿奶粉和母乳化奶粉正式更名为：婴儿配方奶粉 1 号和婴儿配方奶粉 2 号。1989 年制定了中国婴儿配方奶粉的标准，1997 年进行了修订。1995 年出台《母乳代用品销售管理办法》，规定不得对 1 段奶粉进行宣传、促销等行为。进入 2000 年后中国婴配粉行业蓬勃发展，2000 年婴幼儿配方奶粉从 1 万吨猛增到 8+ 万吨。2002 年国家实施婴幼儿配方乳粉生产许可证制度，加强对行业的管理，此后分别于 2007、2013、2022 年进行了修订完善。在此阶段涌现了许多知名的国产品牌，如三鹿、伊利、圣元、完达山、雅士利、贝因美、飞鹤等，但是由于行业快速发展、监管尚不完善，出现了不少产品质量安全事件，如 2004 年的阜阳毒奶粉事件，放缓了 21 世纪以来行业双位数的增速。

2、2008 年-2015 年：进口品牌占优的行业整顿期

大多数中国奶粉企业卷入 2008 年三聚氰胺事件后，消费者信心严重受挫，市场被迫高端化，乳企生产和奶农积极性一度陷入低迷。2008 年国家出台《奶业整顿和振兴规划纲要》，对行业进行全方位的整改和振兴，促进奶业生产的规模化、现代化，提升乳品加工企业的集中度。2008 年后进口品牌占据大壁江山、顺势提价，2011 年国家相关部委对相关开展行政干预，2013 年进行反垄断处罚，国外进口婴配粉价格才未“脱缰”。此外，少数未卷入三聚氰胺事件的国产奶粉企业业绩和市占率大幅增长，如飞鹤和贝因美。在此阶段，国家多次出台相关规定对行业进行规范，加大市场监督力度，根据中国政府网，2015 年中国乳制品合格率为 99.67%，行业已经具备健康发展的基础。

图表 137：未受到三聚氰胺事件影响的贝因美 2008 年之后收入大幅增长

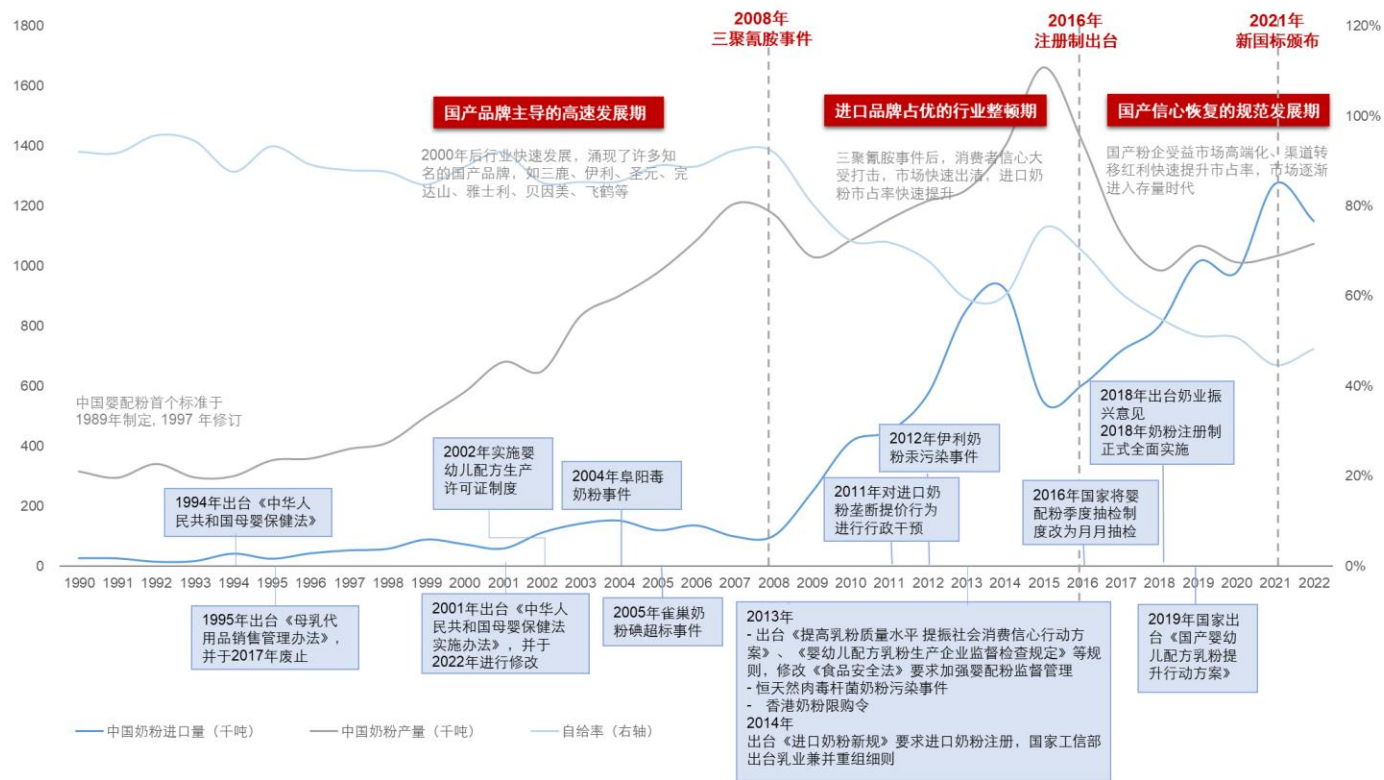


资料来源：Wind，五矿证券研究所

3、2015 年至今：国产信心恢复的规范发展期

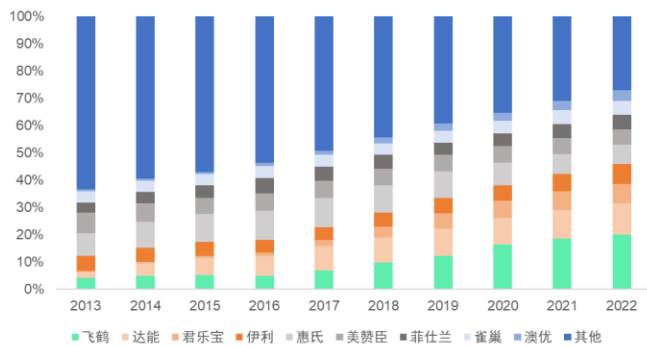
2016 年《婴幼儿配方乳粉产品配方注册管理办法》（以下简称“注册制”）正式出台，2018 年正式实施，加速中小奶粉企业出清，根据 Euromonitor，CR10 市占率由 2013 年的 49.3% 提升至 2022 年的 67.2%。一方面，部分进口品牌未能抓住本土化的渠道、产品机遇，份额萎缩，另一方面，政策端也不断引导国产奶粉振兴，2018 年推出奶业振兴保障乳品质量安全的意见，2019 年推出国产婴幼儿配方乳粉提升行动方案，同时国产奶粉企业龙头不断加强自身产品、渠道、品牌建设，因此国产奶粉企业份额逐渐提升。根据 Euromonitor，CR10 中国产品牌份额由 2016 年的 11.5% 提升至 2022 年的 36.8%，CR10 进口品牌份额由 2016 年的 40.20% 下降至 2022 年的 30.4%，其中飞鹤近年凭借强大的品牌力，市占率提升尤为显著。

图表 138：婴配粉行业在 2008 年后频繁出台监管规定，行业进行了多轮洗牌



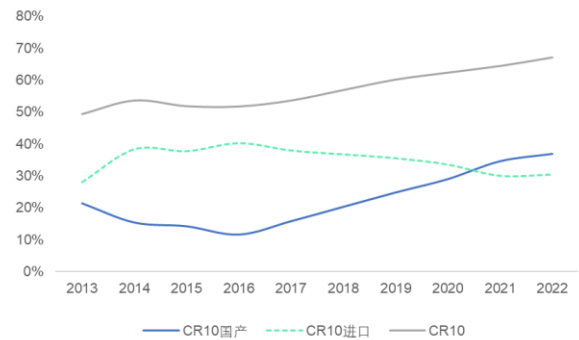
资料来源：Wind，中国政府网，新华网，五矿证券研究所

图表 139：飞鹤市占率提升明显



资料来源：Euromonitor，五矿证券研究所

图表 140：婴配粉市场集中度持续提升，国产龙头市占率提升明显



资料来源：Euromonitor，五矿证券研究所

图表 141：婴幼儿奶粉主要政策及内容/目标

时间	政策	主要内容/目标
2022 年	《婴幼儿配方乳粉生产许可审查细则（2022 版）》	进一步严格生产许可条件，落实“放管服”改革要求，强化企业食品安全主体责任落实，严格原料管控
2019 年	《国产婴幼儿配方乳粉提升行动方案》	强化标准规范、科技创新、执法监督和市场培育，全面提升国产婴幼儿配方乳粉的品质、竞争力和美誉度；力争婴幼儿配方乳粉自给水平稳定在 60%以上；不得对 0-12 个月龄婴儿食用的婴幼儿配方乳制品进行广告宣传；逐步将“养殖户+奶站+婴幼儿配方乳粉企业”链条升级为“专业化饲养企业(合作社)+婴幼儿配方乳粉企业”；鼓励各地通过企业并购、协议转让、联合重组、控股参股等多种方式开展婴幼儿配方乳粉企业兼并重组。
2018 年	《关于推进奶业振兴保障乳品质量安全的意见》	到 2020 年，奶业供给侧结构性改革取得实质性成效，奶业现代化建设取得明显进展，100 头以上规模养殖比重超过 65%，奶源自给率保持在 70%以上，婴幼儿配方乳粉的品质、竞争力和美誉度显著提升，乳制品供给和消费需求更加契合；到 2025 年，奶业实现全面振兴，基本实现现代化，整体进入世界先进行列。
2018 年	《国家认监委关于进口婴幼儿配方乳品境外生产企业延续注册有关事项的公告》	进口婴幼儿配方乳品境外生产企业注册有效期为 4 年，到期后需要重新申请；且已注册进口婴幼儿配方乳品境外生产企业，凡需延续注册的，应当在注册有效期届满前一年内提出申请。
2017 年	《关于调整部分消费品进口关税的通知》	其氨基酸配方、无乳糖配方等特殊婴幼儿配方奶粉，由目前的 20%关税降至 0。
2016 年	《婴幼儿配方乳粉产品配方注册管理办法》	在中国境内生产、销售和进口的奶粉应经国家食药监总局批准及登记注册；每个企业原则上不得超过 3 个配方系列 9 种产品配方；婴幼儿配方乳粉产品配方注册证书有效期为 5 年；配方奶粉的标签与说明书不能含有涉及疾病预防、治疗、明示或者暗示具有保健等作用。
2015 年	《中华人民共和国食品安全法》	禁止分装方式生产婴幼儿配方奶粉，并对配方实行注册管理制；新法删去“不得以委托、贴牌方式生产婴幼儿配方乳粉”的规定。
2015 年	《中华人民共和国广告法》	禁止在大众传播媒介或者公共场所发布声称全部或者部分替代母乳的婴儿乳制品、饮料和其他食品广告
2014 年	《关于转发工业和信息化部等部门推动婴幼儿配方乳粉企业兼并重组工作方案的通知》	按照新型工业化的要求，推动婴幼儿配方乳粉企业规范化、规模化、现代化发展，提高质量安全保障水平；充分发挥市场机制作用，引导生产要素向优势企业和重点区域集中，加快形成具有较强国际竞争力的大型婴幼儿配方乳粉企业集团，进一步优化产业结构。
2014 年	《进口奶粉新规》	未经注册的境外生产企业的婴幼儿配方乳粉不允许进口。严禁进口外包装婴幼儿配方乳粉到境内分装，进口的婴幼儿配方乳粉必须已罐装在向消费者出售的最小零售包装中。
2013 年	《关于进一步加强婴幼儿配方乳粉质量安全工作的意见》	督促企业强化管理，强化行业准入管理，推进产业结构调整，推动企业技术改造，完善标准体系建设，加强舆论宣传引导
2013 年	《提高乳粉质量水平 提振社会消费信心行动方案》	着眼当前，通过加强清理整顿和正面宣传，营造有利于婴幼儿配方乳粉安全生产的环境氛围。
2013 年	《中华人民共和国食品安全法（修订草案送审稿）》	国家对婴幼儿配方食品实行严格监督管理，不得以委托、贴牌、分装方式生产婴幼儿配方食品
2013 年	《婴幼儿配方乳粉生产企业监督检查规定》	企业应当具备自建自控奶源，建立并落实原辅料采购查验制度
2008 年	《奶业整顿和振兴规划纲要》	2011 年 10 月底前，在推进养殖规模化、产销一体化，加工布局优化、全行业标准化，以及规范市场竞争、完善质量标准体系等方面取得实质进展

资料来源：中国政府网，五矿证券研究所

婴配粉行业竞争格局整体呈现 2 个特征：2008 年以来行业集中度持续提升，2016 年以来国产替代逻辑兑现。我们认为行业集中度提升主要得益于注册制、新国标等监管规则趋严；国产化率提升主要得益于国产龙头渠道力（推力+战略眼光）更强，在母婴渠道红利中顺势崛起。

1、集中度提升逻辑：婴配粉新国标颁布再次加速市场出清。2015 年正式出台、2018 年正式实施新奶粉国标注册制，配方注册有效期为 5 年，根据中新网，2018 年的婴配粉注册潮大约出清了约 70%+ 的贴牌、杂牌、假牌的中小奶粉企业，出让了约 20% 的市场份额。2023 年将会迎来新一波奶粉配方注册潮，与此同时婴配粉新国标（《婴儿配方食品》（GB 10765-2021））在 2021 年 3 月颁布，并于 2023 年 2 月 22 日正式实施，进一步提升了行业门槛。我们认为将加速研发实力和生产能力较弱的中小乳企出清，理由如下：

- **政策端更严格的规定提高了技术、成本门槛：**①“全球最严新国标”：老国标 2、3 段奶粉适用同一个标准，而新国标将二者标准拆分，同时新国标在食品添加剂、污染物等有害物质的控制，以及蛋白质、碳水化合物、微量元素以及可选择成分等部分作出了更明确严格的规定，对于技术较为成熟的大型企业来说不存在技术障碍，但对于中小企业来说，短时间内很难突破设定上下限值的技术瓶颈。②**生产链管控：**《婴幼儿配方乳粉生产许可审查细则（2022 版）》，进一步明确了乳企需具备自控自建奶源地，严格原料管控，提高了中小乳企的成本。
- **市场端激烈的竞争给中小乳企雪上加霜：**婴配粉市场增速逐年下滑，经济下行以来出生率加速下滑，市场价格战开启，高端化进程持续，不具备资金实力的中小乳企难以度过寒冬。

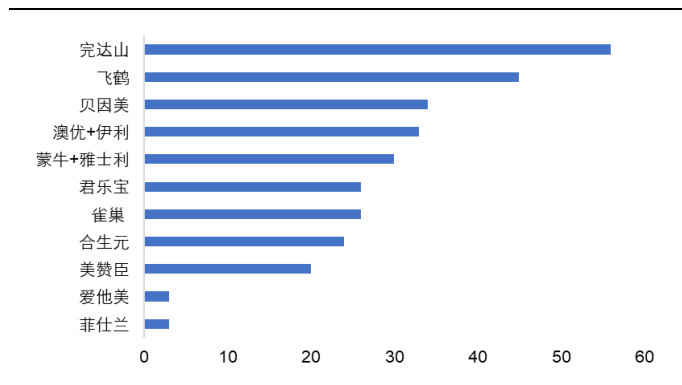
此外，政策亦鼓励行业进行兼并重组，2019 年的《国产婴幼儿配方乳粉提升行动方案》提出“要强化政策引导，鼓励各地通过企业并购、协议转让、联合重组、控股参股等多种方式开展婴幼儿配方乳粉企业兼并重组，淘汰落后产能”，对行业集中度提升有指引作用。

图表 142：新国标的主要营养成分要求修订

新国标（2021 年版）		老国标（2010 版）
蛋白质	乳基较大婴儿配方食品中乳清蛋白含量应≥40%	未做明确规定
碳水化合物	乳基较大婴儿配方食品中乳糖占碳水化合物含量应≥90%，乳基较大婴儿配方食品中乳糖占碳水化合物含量应≥50%，并限制蔗糖在婴儿和较大婴儿配方食品中添加。婴儿和较大婴儿配方食品不应使用果糖、蔗糖，以及果葡糖浆等含有果糖和/或蔗糖的原料作为主要碳水化合物来源。	未做明确规定
微量元素	维生素和矿物质这两类营养素的最小值和最大值，并增加了豆类产品中了对铁、锌、磷含量的单独规定	未做明确规定
可选成分	将婴儿和较大婴儿配方食品中的胆碱从可选择成分调整为必需成分，将较大婴儿配方食品中的锰和硒从可选择成分调整为必需成分	未作明确规定

资料来源：国家卫健委，五矿证券研究所

图表 143：中国企业在头部品牌获批产品配方数量领先

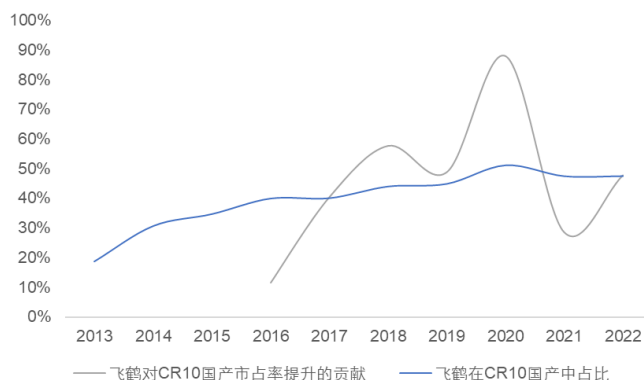


资料来源：国家市场监督管理总局食品评审中心，五矿证券研究所

注：时间截止至 2022 年 12 月 31 日

2、国产替代逻辑：我们认为渠道力可以拆解为渠道战略眼光和渠道推力，**渠道战略眼光**体现为国货龙头抓住了母婴店崛起的红利，**渠道推力**则归功于强大的地推能力，其中国货龙头**飞鹤**为拉动国产替代率的主力。飞鹤凭借强大的渠道力，结合高端化产品战略，快速提升市占率，尤其是下沉市场的高端部分。根据 Euromonitor，2019 年飞鹤首次成为份额第一的奶粉企业，市占率为 11.1%，较 2016 年提升了 6.5%。飞鹤在 CR10 国产品牌合计市占率的占比持续提升，飞鹤对国产品牌市占率提升的贡献率由 2016 年的 12% 提升至 2022 年的 48%。

图表 144：婴配粉市场集中度持续提升，国产龙头市占率提升明显

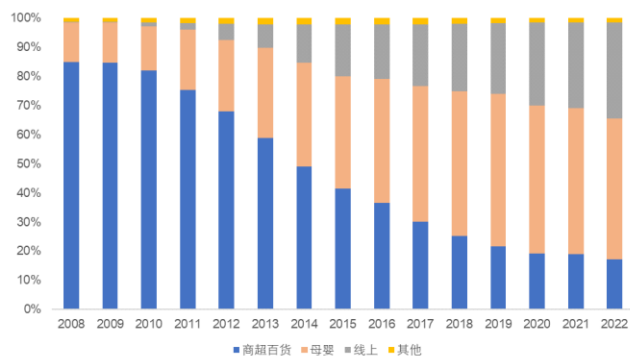


资料来源：Euromonitor，五矿证券研究所

注：飞鹤对 CR10 国产市占率提升的贡献=△飞鹤市占率/△CR10 国产市占率

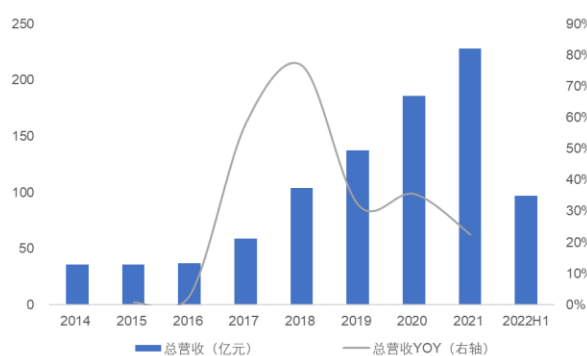
在渠道变迁红利方面，**母婴店逐渐取代商超百货成为购买主要渠道，国货龙头飞鹤为主要受益者**。早期婴配粉渠道一直以商超百货为主，随着母婴需求的多元化、专业化和消费升级，一站式母婴店崛起，根据 Euromonitor，中国婴配粉渠道中母婴店占比由 2008 年的 13.5% 提升至 2022 年的 48.4%，并于 2016 年（42.5%）首次超过商超百货（36.6%）的份额。飞鹤作为母婴渠道崛起的重要受益者之一，此前飞鹤一直专注下沉市场的单体和区域型母婴店，打下渠道基础，2016 年前后飞鹤加大和大型连锁母婴渠道合作，收入实现爆发式增长，2016-2019 年飞鹤的营收 CAGR 为 39%，而贝因美、雅士利等奶粉企业则在此次渠道转型中未及时转身，成为份额止步不前的重要原因。

图表 145：婴配粉市场中母婴渠道逐渐占据了主流



资料来源：Euromonitor，五矿证券研究所

图表 146：飞鹤自 2017 年后收入增长迅速



资料来源：Wind，五矿证券研究所

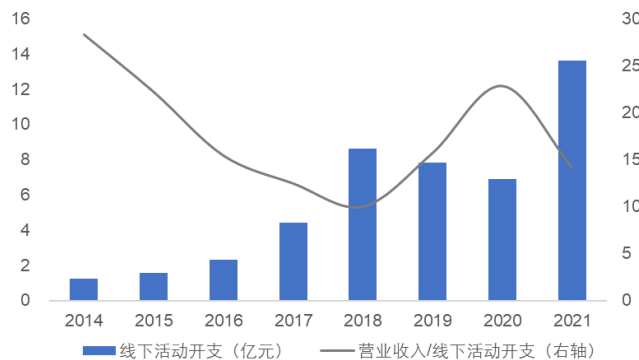
在渠道推力方面，**国产品牌地推活动更丰富有力**。由于婴配粉属于高价值、高粘性的高频线下决策，渠道营销说服力为决策关键。外资品牌更注重品牌拉力，更多投入在品牌营销上，地推活动更注重“大而全”，而本土品牌则更注重渠道推力，地推活动更加“小而美”，对消费者决策的提示作用更加强烈持久。中国最大的婴配粉增量市场来自于下沉市场的消费升级，更加频繁的“小而美”活动小步快跑、多点阻击式地攻破了消费者对于进口品牌的执念。飞鹤为国产品牌突围标杆，利用迷你秀、妈妈的爱、嘉年华和包城包省活动等丰富的线下活动与“星妈会”线上会员系统联动，拉新、留存全链路引流促活。

图表 147：飞鹤的地推活动



资料来源：增长黑盒，五矿证券研究所

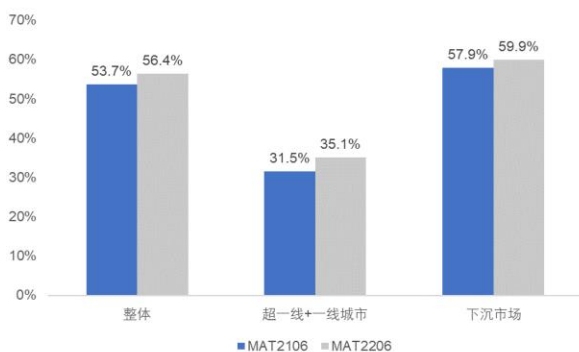
图表 148：飞鹤线下活动开支持续增长，ROI 较高



资料来源：Wind，五矿证券研究所

注：2020 年受到经济下行影响部分线下活动转移至线上，ROI 被高估

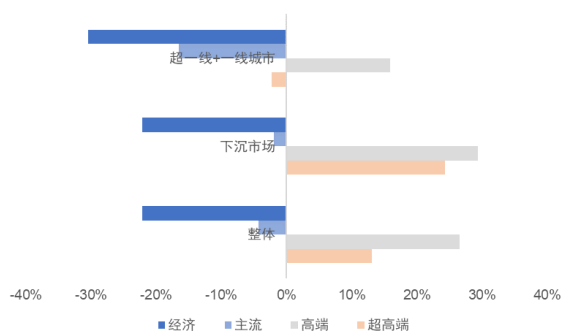
图表 149：各层级城市线下母婴渠道国产品牌占比提升明显



资料来源：宝宝树，尼尔森，五矿证券研究所

注：MAT2106 指 2021 年 6 月滚动一年，MAT2206 指 2022 年 6 月滚动一年。

图表 150：下沉市场婴配粉消费升级趋势强于超一线+一线城市



资料来源：宝宝树，尼尔森，五矿证券研究所

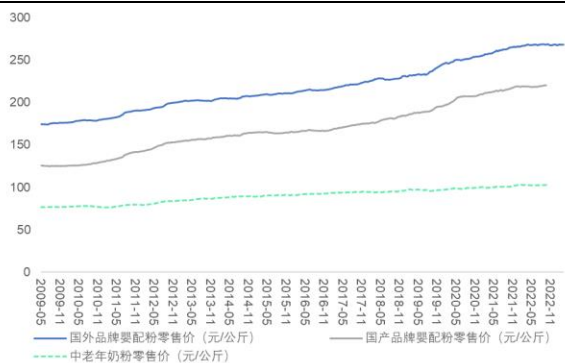
注：MAT2206 指 2022 年 6 月滚动一年。

(三) 儿童奶粉+成人粉双极延展，功能化产品打开天花板

儿童粉和成人粉为量价齐升赛道，有望成为奶粉行业新看点。鉴于目前婴配粉市场进入存量时代，奶粉企业厂家主动拓展儿童粉与成人粉市场，毛利润率较婴配粉低，但目前二者尚在消费者培育阶段，市场为蓝海，价格战不明显，因此毛销差与婴配粉持平。

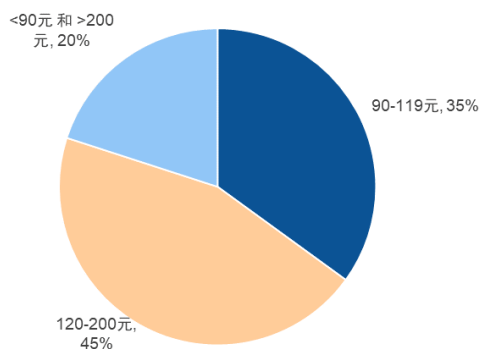
价：一方面，儿童粉为婴配粉的延伸战场，成人粉具备“礼品”性质，兼具“营养品”的属性，价格敏感度较低；另一方面，婴配粉的注册难度和科技含量较高，各种必需的营养素要求全面，生产成本低；而一般的中老年奶粉、儿童奶粉大多是在普通奶粉中添加钙、维生素等基础营养素，加上原料、检测等费用较低，故生产成本较低。**目前市面上大部分中老年奶粉和儿童奶粉处于 100 元/罐左右的价格带，我们认为随着中老年奶粉和儿童奶粉“科技含量”提升，消费者教育加深，未来价格有较大提升空间。**

图表 151：中国中老年奶粉市场的高端化还有待培育



资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 152：八成单罐中老年奶粉价格在 200 元以下



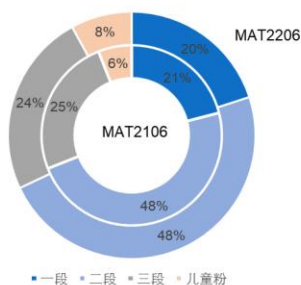
资料来源：中国消费者报，五矿证券研究所

量：儿童粉的受众人群受到了婴配奶粉企业高强度、长时间的培育，已经形成了消费认知，而成人粉供给端培育程度有限，因此我们认为**短期内儿童粉增长更加亮眼，长期成人粉市场天花板和竞争格局改善空间更大。**

1、儿童粉：市场 3 年约有 200 亿增量。儿童奶粉一般适用于 3-15 岁儿童，定位于专属于儿童成长“营养品”，相较于成人奶粉和婴幼儿奶粉，儿童奶粉添加了更多儿童生长发育中大量需要的营养物质，如 DHA、ARA 等。凯度消费者指数显示，2021 年儿童奶粉的市场渗透率仅有 10%。ECdataway 数据威相关数据显示，综合天猫、京东两大线上主流电商平台，2021 年儿童奶粉线上增长 866.8%，增速远超宝宝零食、调味品、特配粉等新兴热门品类，在供给扩容的持续刺激下，消费者认知提升迅速。根据我们的测算，2022 年儿童奶粉市场规模约可达 204 亿元，2021-2025 年 CAGR 可达 26%，2025 年市场规模可翻倍。

图表 153：儿童粉市场增长快于其他阶段婴配粉

线下渠道中不同阶段婴配粉占比



资料来源：宝宝树，尼尔森，五矿证券研究所

注：内圈指 MAT2016，外圈指 MAT2206。MAT2106 指 2021 年 6 月滚动一年，MAT2206 指 2022 年 6 月滚动一年。

图表 154：儿童粉市场 3 年约有 200 亿空间

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
儿童一年喝奶粉的天数	200	220	240	265	285
平均每天饮用杯数	1	1	1.1	1.15	1.2
均价（元）	90	91	94	97	100
每人每年儿童奶粉总花费（元）	771	858	1,064	1,267	1,466
总人口（亿人）	14.13	14.20	14.27	14.34	14.41
4-15 岁人口占比	15.1%	15.2%	15.3%	15.3%	15.3%
4-15 岁人口数量（万人）	2.13	2.16	2.18	2.19	2.21
渗透率	10%	11%	11%	12%	13%
市场规模（亿元）	165	204	255	333	420
YOY		23.8%	24.8%	30.8%	26.2%

资料来源：Wind，天猫，五矿证券研究所

注：假设单罐奶粉 700g，冲泡一杯需要 30g

接力婴配粉，竞争格局有望顺延。儿童奶粉无须配方注册，但是仍然涉及儿童“口粮”问题，具有较强的品牌效应，目前市面上的儿童奶粉大多有两种定位，一是**4 段儿童配方奶粉/儿童成长奶粉**，一般定位为 3-6 岁儿童，延续婴配粉的宣传定位（助力成长，保护肠胃等），价格带和婴配粉相差不大，为婴配粉原有玩家的第二战场，原来食用本品牌婴配粉的消费者转化为本品破儿童奶粉的概率较高，目前头部为伊利（QQ 星）、飞鹤（茁然、星飞帆）、君乐宝（小小鲁班、乐铂）、雀巢、达能等，**头部较为集中，CR5 占比过半**。二是**学生奶粉**，一般定位于 6-15 岁儿童，配方和品宣上更注重智力发育，平均价格大约仅有婴配粉的一半，品牌忠诚度较低，目前市面上品类较少，仅有雀巢、伊利（全聪）、美赞臣（学优力）等少数

玩家。

图表 155：目前市面上主流的儿童成长奶粉/4 段奶粉产品

	主要进口品牌						主要国产品牌						
产品名字	皇家美素佳儿 荷兰进口儿童 配方奶粉4段	a2新西兰儿 童成长奶粉 4-12岁奶粉	美赞臣铂睿 4段3-6岁儿 童配方奶粉	德国进口爱 他美儿童奶 粉4段	启赋蓝钻4段婴 幼儿童成长配 方牛奶粉	合生元派星学 龄前儿童成长 配方奶粉4段	光明学生奶 粉高钙铁锌 成长羊奶粉3- 12岁	佳贝艾特荷兰 睛澄儿童学生 成长羊奶粉3- 12岁	飞鹤星飞帆 4段3-6岁配 方牛奶粉	君乐宝小小鲁 班多维爱儿童 配方牛奶粉4段	伊利金领冠珍 护4段3-6岁儿 童配方牛奶粉	伊利婴幼 儿奶粉QQ 星榛高	认养一头牛 A2儿童成长 配方奶粉4段
价格	1038	225	1134	1080	1424	1620	100	1540	1608	199	571.53	676	199
规格	800g*3	750g	850g*6	800g*6	810g*6	800g*4	400g*2	800g*6	700g*6	800g	900g*4	700g*2	700g
图片													
单价（元/100g）	43.25	30.00	22.24	22.50	29.30	50.63	12.5	32.08	38.29	24.88	15.88	48.29	28.43

资料来源：天猫，五矿证券研究所

2、成人粉：礼品市场空间巨大，高端化开始萌芽。广义上的成人粉包含孕妇奶粉、中老年奶粉、全家奶粉等多种适合于成人食用的奶粉，其中市场最大且前景最被看好的是中老年奶粉，也是狭义上的成人粉，即本文讨论范围。

中老年奶粉渗透率有较大提升空间。2010 年前，中老年奶粉只有少数几个产品；从 2011 年开始，中老年奶粉产业发展步伐明显加快，但总体呈现不温不火状态；2016 年开始，中老年奶粉产业步入快车道，主因：一是中国人口老龄化日益加剧，二是中国对婴幼儿奶粉实行注册制管理，企业进入门槛提高，市场竞争激烈，不少奶粉企业转向中老年概念；2020 年以来，消费者对于健康认知加深，中老年奶粉市场培育速度加快，根据中国消费者报，2021 年中老年市场规模约为 65-75 亿元，约占成人奶粉市场的 55%-58%，而中老年奶粉渗透率仅为 14.6%。

具有“专业营养”潜质的中老年奶粉可定位于礼品市场。《2020 天猫成人奶粉行业趋势报告》显示，中老年消费者主要关注骨骼健康、三高问题、心血管健康、睡眠质量等需求，乳企也纷纷推出相关特色配方中老年奶粉，成人粉产品种类第一代全为全脂脱脂奶粉、第二代产品为高铁、高钙以及富硒等多营养奶粉、目前第三代产品更趋向于功能化，如低 GI 等，目前市面上领先的企业多添加专业食品认证，增加“含金量”，如伊利欣活纾糖配方奶粉、飞鹤爱本系列获得了全球绿色联盟（北京）食品安全认证中心颁发的《低 GI 食品认证证书》，雀巢怡养氨糖钙奶粉获得了保健品批件。目前市面上的中老年奶粉有相当一部分为礼盒形式售卖，在银发经济趋势下，比常温奶价位更高的奶粉礼盒更显“专业”与“礼节”。我们认为在市场认知被充分开发、供给不断增加“专业认证”门槛后，**中老年奶粉有望成为下一个“脑白金”市场。**

图表 156：目前市面上主流的中老年奶粉

产品名字	蒙牛铂金中老 年人多维高钙 奶粉	雀巢怡养高钙鱼 油中老年牛奶粉	飞鹤经典1962中 老年高钙多维成 人奶粉	伊利纾糖膳底中老 年奶粉高钙低GI无 蔗糖配方	光明高钙多维 中老年奶粉	臻牧中老年羊 奶粉	完达山中老 年高钙富硒 多维牛奶粉
价格	139.8	278	155	211.2	216	252	49.9
规格	800g*2	800g*2	800g*2	800g+350g	800g*2	820g*2	700g
图片							
单价（元/100g）	8.74	17.38	9.69	18.37	13.50	15.37	7.13

资料来源：天猫，五矿证券研究所

七、关注公司

(一) 伊利股份：行稳致远，产品结构与经营改善共振

公司为乳业超级大白马，经营稳健，我们认为未来公司的主要看点在于产品结构高端化、经营效率提升，共促业绩与盈利质量稳中有升。

乳业巨头借常温红利全国化扩张后，多个细分领域领先。公司成立于 1993 年，1996 年于 A 股主板上市，1997 年成为中国首家引入利乐包装、推出常温奶的乳企，借助常温红利全国化快速扩张，1997-2006 年公司收入 CAGR 为 36%，后在夯实基础常温白奶基础上，大力发展高端常温白奶、常温酸奶，成为常温奶双寡头之一，常温奶现金牛业务支撑公司在乳制品行业多元化发展、稳健扩张，根据 Euromonitor，2022 年伊利白奶、酸奶、乳制品的市占率居首，分别为 30.4%、33.6%、21.2%。根据尼尔森，2021 年公司婴配粉位居市场份额第二，成人配方奶粉业务行业第一，冷饮业务连续 27 年行业第一。

公司的体量与公司治理亦为行业标杆。2021 年公司被 Brand Finance 评为“全球最具价值乳制品品牌”，在荷兰合作银行公布的榜单中连续多年稳居 5 强，连续 9 年保持亚洲乳业第一。2021 年公司收入、净利率、ROE 分别为 1106 亿元、7.93%、22.29%，公司 ROE 常年超过 22%，高 ROE 主要来自高周转，得益于公司优秀的管理能力与渠道精耕策略的坚持，背后核心是稳定的管理层。

图表 157：伊利 ROE (%) 行业领先且稳健

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022Q3
伊利股份	35.33	25.71	27.17	23.85	23.99	26.29	24.91	24.29	25.66	25.05	22.29	22.46
蒙牛乳业*	14.97	10.51	11.73	12.76	10.85	-3.50	9.43	12.73	15.11	11.35	14.40	19.82
天润乳业	2.68	-31.03	19.49	4.83	10.98	11.20	12.59	12.99	14.33	11.36	7.90	9.15
光明乳业	9.95	9.63	9.79	12.92	9.24	11.82	11.93	6.39	9.02	10.13	8.38	6.36
新乳业	-	-	-	15.29	37.10	14.00	20.52	18.07	14.22	11.72	11.80	15.74
妙可蓝多						2.88	0.37	0.89	1.55	4.31	5.15	4.24
中国飞鹤*					23.03	19.08	38.92	47.85	41.82	48.33	35.54	21.08
澳优*	4.29	6.94	11.51	8.14	4.18	15.30	19.21	25.43	24.17	21.86	19.43	7.68

资料来源：Wind，五矿证券研究所

注：标*为港股上市公司，2022Q3 使用的是 2022H1 数据；2022Q3 和 2022H1 数据还原到全年

图表 158：伊利净利率 (%) 行业领先且稳健

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022Q3
伊利股份	29.28	4.13	6.70	7.72	7.78	9.40	8.89	8.17	7.72	7.35	7.93	8.61
蒙牛乳业*	4.77	3.99	4.29	5.36	5.13	-1.50	3.37	4.63	5.43	4.59	5.61	7.41
天润乳业						5.57	9.49	9.68	8.49	8.07	8.73	8.54
光明乳业	2.30	2.43	2.91	2.86	2.56	3.34	3.77	2.51	3.02	3.11	1.94	1.86
新乳业	-	-	-	1.58	7.58	3.59	4.88	4.96	4.43	4.29	3.81	4.22
妙可蓝多						6.17	0.44	0.87	1.10	2.60	4.33	4.41
中国飞鹤*	-	-	-	13.89	10.52	10.86	19.69	21.55	28.58	39.93	30.25	23.46
澳优*	8.00	5.02	7.51	5.93	0.15	8.52	8.50	11.93	13.03	12.50	11.28	5.66

资料来源：Wind，五矿证券研究所

注：标*为港股上市公司，2022Q3 使用的是 2022H1 数据

图表 159：伊利总资产周转率行业居首

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022Q3
伊利股份	2.12	2.11	1.81	1.50	1.53	1.54	1.54	1.64	1.67	1.47	1.28	1.10
蒙牛乳业*	2.00	1.75	1.42	1.15	1.01	1.08	1.12	1.11	1.09	0.96	0.99	0.97
天润乳业	1.35	0.62	0.26	0.69	0.75	0.78	0.96	0.90	0.85	0.77	0.70	0.68
光明乳业	1.77	1.65	1.56	1.67	1.37	1.28	1.33	1.22	1.27	1.33	1.33	1.23
新乳业				1.41	1.12	0.95	1.00	1.15	1.18	0.97	0.99	1.04
妙可蓝多	0.47	0.84	0.55	0.47	0.22	0.27	0.41	0.46	0.68	1.03	0.92	0.73
中国飞鹤*					0.83	0.80	1.01	1.10	0.79	0.73	0.76	0.61
澳优*	0.46	0.87	0.94	0.89	0.77	0.79	0.83	0.87	0.89	0.91	0.95	0.78

资料来源：Wind，五矿证券研究所

注：标*为港股上市公司，2022Q3 使用的是 2022H1 数据；2022Q3 和 2022H1 数据还原到全年

图表 160：伊利存货周转率行业居首

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022Q3
伊利股份	8.99	9.36	10.21	8.38	7.94	8.33	9.45	9.68	8.53	8.10	9.28	8.11
蒙牛乳业*	19.43	17.41	15.84	10.01	7.75	9.44	11.42	11.09	10.53	8.94	9.29	9.51
天润乳业	10.18	5.31	2.58	9.59	4.95	4.76	7.10	7.11	6.22	5.60	5.15	5.09
光明乳业	8.24	8.45	8.45	7.55	6.37	6.70	7.93	7.31	7.15	7.24	7.98	7.33
新乳业				7.66	9.56	11.24	11.07	11.78	12.36	12.83	11.75	11.14
妙可蓝多						6.19	7.81	6.19	7.83	8.86	6.97	5.13
中国飞鹤*					4.14	5.08	6.09	6.40	6.11	5.19	4.50	3.84
澳优*	2.42	4.53	4.80	3.37	2.76	2.34	2.37	2.08	1.78	1.80	1.91	1.72

资料来源：Wind，五矿证券研究所

注：标*为港股上市公司，2022Q3 使用的是 2022H1 数据；2022Q3 和 2022H1 数据还原到全年

高水平激励政策稳军心、促前进。潘刚自 2002 年、2005 年以来一直担任公司总裁、董事长，相较于同业，公司管理层十分稳定，更有利于坚定公司的战略打法，使得公司一直贯彻渠道

精耕策略、明确发展重心，助力公司在乳业混战中登顶。公司分别于 2006、2016 、2019 年推出股权激励计划，2019 年股权激励计划共发放 1.52 亿股，涉及 473 人，力度大、范围广，助力公司向着 2023 年“全球乳业三强”的中期目标和 2030 年“全球乳业第一”的长期战略目标稳健前行。

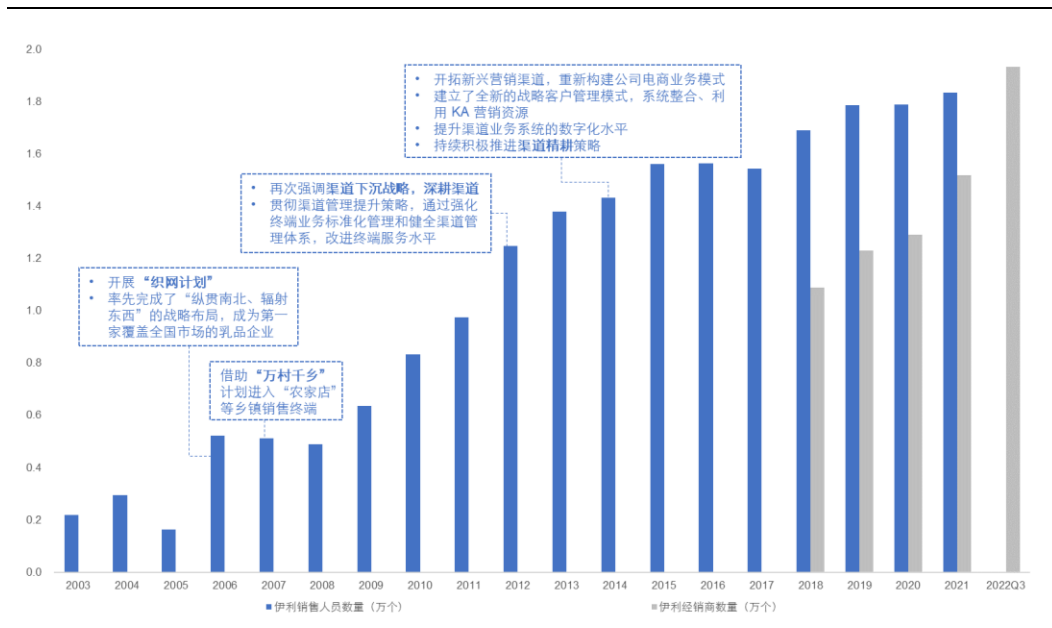
图表 161：公司 2019 年股权激励计划情况

以 2018 年净利润为基数				
	净利率增长率不低于	ROE 不低于	现金分红比例不低于	是否达成目标
2019	8%	20%	70%	是
2020	18%	20%	70%	是
2021	28%	20%	70%	是
2022	38%	20%	70%	
2023	48%	20%	70%	

资料来源：公司公告，五矿证券研究所

渠道方面，伊利坚守精耕策略，下沉力度强，积极提升渠道效率。公司从 2006 年开展“织网计划”，2007 年借助“万乡千村”计划继续深入农村市场，不断强化渠道的精耕策略，同时公司对于现代渠道、电商渠道也倍加关注。公司 2018-2021 年平均每个经销商会配备 1.55、1.45、1.39、1.21 个销售人员，在保证销售人员对经销商的掌控的同时，不断精简人员、提升效率。

图表 162：伊利始终坚持渠道精耕策略，关注新兴渠道，提升渠道效率



资料来源：公司公告，五矿证券研究所

纵向来，伊利主要品类中高端品牌占比提升，毛利稳中有升。以常温奶为例，基础白奶、金典、安慕希为三大单品，欧睿口径下，2021 年三者在公司收入中合计占比为 77%，销售额分别达 304、243、308 亿元，分别在细分市场稳居第一，高端白奶金典在公司常温白奶（基础白奶、金典）收入占比由 2013 年的 17% 提升至 2021 年的 44%，高端常温奶安慕希 2014-2022 年 CAGR 为 47%，增速亮眼，公司也自 2014 年主推安慕希后毛利抬升明显，2020 年经济下行以来消费力受损，公司毛利率有所下降。未来公司将在做好基础白奶市场的基础上，持续推进高端产品的升级和推广，进一步抬升毛利水平。

图表 163：伊利主要产品

产品品类	产品							
常温白奶	伊利	金典有机奶	舒化	臻浓				
低温白奶	金典鲜牛奶	伊利鲜牛奶						
常温酸奶	安慕希	安慕希 AMX						
低温酸奶	伊利	畅轻	每益添	JoyDay	帕瑞缇	益消	大果粒	QQ 星
乳饮料	优酸乳	植选	谷粒多	味可滋	核桃乳	畅意		
奶粉	金领冠	QQ 星	金贝智	欣活	塞纳牧	澳优		
冷饮	巧乐兹	甄稀	冰工厂	妙趣	须尽欢	老冰棍	伊利牧场	伊利火炬
奶酪	儿童奶酪棒	佐餐奶酪	厚乳酪					

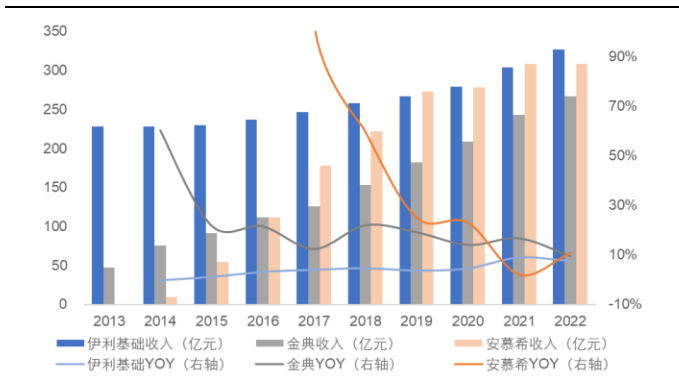
资料来源：公司官网，五矿证券研究所

图表 164：伊利毛利率（%）稳中有升

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022Q3
伊利股份	29.28	29.73	28.67	32.54	35.89	37.94	37.29	37.82	37.35	35.97	30.62	32.60
蒙牛乳业	25.66	25.10	26.98	30.84	31.36	32.79	35.21	37.38	37.55	37.65	36.75	36.58
天润乳业			24.64	24.29	33.77	30.98	27.97	27.26	27.13	21.42	16.35	17.96
光明乳业	33.45	35.12	34.75	34.61	36.11	38.68	33.31	33.32	31.28	25.81	18.35	18.40
新乳业				31.41	32.22	32.48	34.72	33.85	33.11	24.49	24.56	24.82
妙可蓝多						26.75	22.87	26.96	31.55	35.91	38.21	34.38
中国飞鹤				47.76	55.32	54.61	64.38	67.54	70.03	72.50	70.28	67.58
澳优	34.88	24.14	27.95	28.85	28.05	41.05	43.05	49.37	52.45	49.86	50.38	47.08

资料来源：Wind，五矿证券研究所

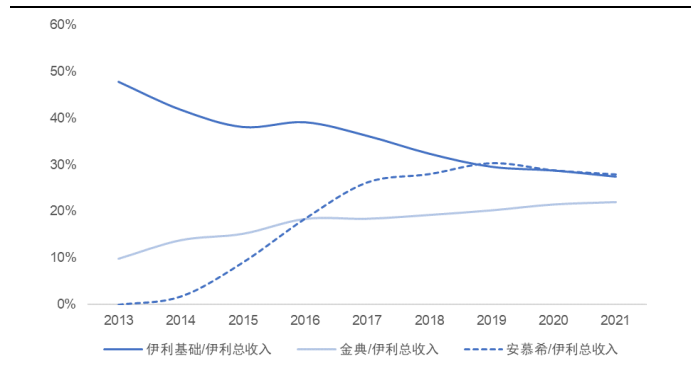
图表 165：伊利基础白奶、金典、安慕希为三大“现金牛”产品



资料来源：Euromonitor，五矿证券研究所

注：伊利各单品收入为 Euromonitor 口径

图表 166：伊利基础白奶、金典、安慕希对公司业务贡献均超 20%



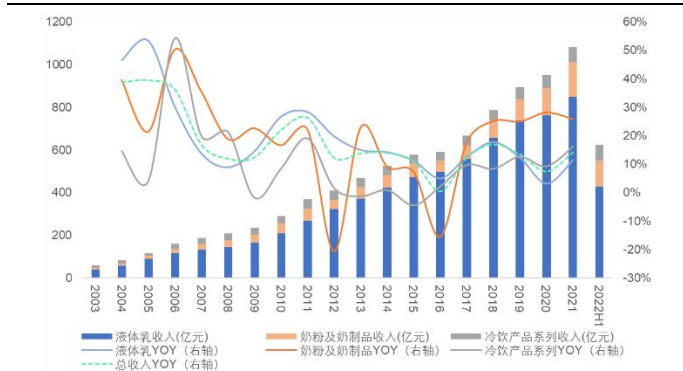
资料来源：Wind，Euromonitor，五矿证券研究所

注：伊利各单品收入为 Euromonitor 口径

横向来看，公司品类重心偏向奶粉，未来有望进一步改善毛利。公司毛利：奶粉>冷饮>液体乳，公司提出 2021-2025 年，公司婴幼儿奶粉业务复合增速 20% 以上的增长目标。近年来公司内生奶粉业务表现亮眼，2018 年以来奶粉业务保持 25%+ 的增长，公司旗下拥有金领冠系列婴配粉、塞纳牧有机系列婴配粉、QQ 星儿童成长奶粉和欣活系列中老年奶粉，金领冠年销售收入突破百亿级，根据尼尔森，2021 年公司婴配粉市占率同比+1.4%，增速位列市场第一，成人粉市占率同比+2.2%，保持绝对领先。

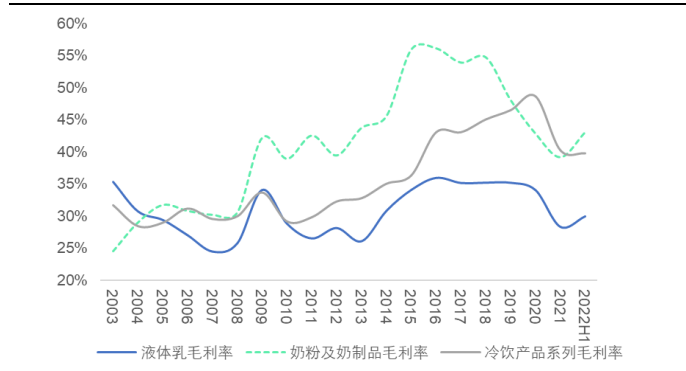
伊利收购澳优后奶粉业务有望实现优势互补，内生增长动力十足。羊奶粉龙头澳优的优势在于海外完善的供应链和配方研究能力，澳优通过不断的收购+自建+合作建厂，在世界三大黄金奶源地（荷兰、新西兰和澳大利亚）都具有奶源供应和加工工厂，澳优目前掌控着荷兰 45-50% 的羊奶奶源。产品方面，澳优旗下主要品牌都为超高端产品线（单罐价格 300 元+），羊奶龙头品牌佳贝艾特对公司超高端产品线形成有力补充，尼尔森显示，自 2018 年以来，佳贝艾特销量已连续 3 年占中国婴幼儿配方羊奶粉总进口量超 60%；2021 年澳优婴配粉市占率为 6.9%，排名第五。2022 年，伊利和澳优婴配粉市占率合计有望达到 12%+，我们认为伊利 2023 年全年澳优并表后，市占率有望提升至第二。此外，在伊利优秀的管理经验输出下，协同效应有望进一步显现，澳优的库存与渠道经营情况将持续改善。

图表 167：伊利近年来奶粉业务快速增长



资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 168：伊利奶粉、冷饮业务毛利率较高



资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 169：澳优主要产品



资料来源：公司官网，五矿证券研究所

图表 170：澳优工厂和产能情况

	工厂数量	设计产能（万吨）
中国	2 家, 1 家在建	2.8
荷兰	5 家工厂, 一家奶源公司	17.0
新西兰	1 家奶粉工厂, 与新西兰奶农长期合作	3.0
澳洲	1 家奶粉工厂, 1 家营养品公司	0.8
合计	9 家奶粉工厂, 1 家在建	23.6

资料来源：公司官网，五矿证券研究所

奶源内生+外延广布局，坚定发展后盾。在过去五年的奶源争夺战中，伊利 2019-2020 年前后收购优然牧业（40%股份）、中地牧业（31.87%股份）、恒天然（中国牧场）、赛科星（58.36%股份）、Westland（100%股份）等国内外大型上游奶源企业，于 2022 年实现了全国自建、在建及合作牧场近千座，其中规模化集约化的养殖在奶源供应比例中达到 100%，居行业首位。

图表 171：伊利在全国广泛地布局奶源



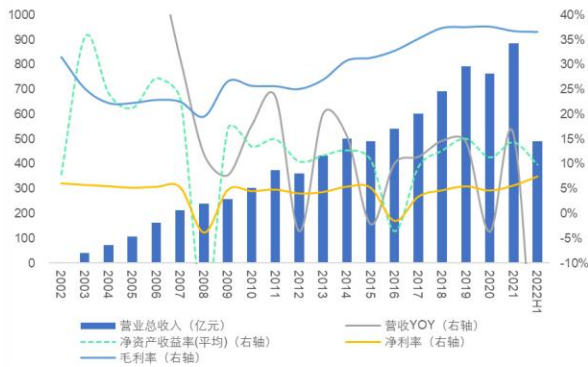
资料来源：公司官网，五矿证券研究所

（二）蒙牛乳业：内生与外延业务齐驱，扬长补短再造一个新蒙牛

蒙牛与伊利共为乳业双寡头，暂时落后的情形下，公司加速改革、重拾“蒙牛精神”，在业务上重点发展内生的优势常温与低温液奶业务，通过并购整合奶酪、奶粉等不足之处，有望通过“扬长补短”，显著改善业绩边际。

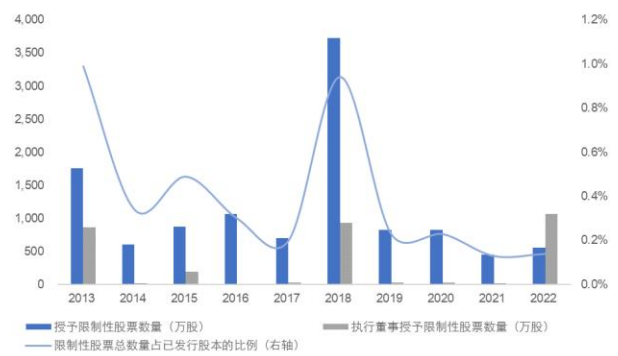
股权激励再次激发“蒙牛精神”，护航“再造一个新蒙牛”战略落地。公司成立于 1999 年，在创始人牛根生的带领下，借助早期常温红利、超级营销 IP、渠道大商制、“虚拟联合”工厂制度等妙招制胜，2007 年收入首次超过伊利，2008 年受到“三聚氰胺”事件的影响，公司产生巨额亏损，2009 年中粮成为第一大股东（目前持股 13.92%），阿拉、达能分别于 2012 年、2014 年成为战略股东，公司组织架构大变革为职能体系，管理层更换也较为频繁，此阶段公司营收和净利水平疲软。2016 年卢敏放上任后，大有“牛根生时代”的狼性风格，对公司的架构和人事进行了大刀阔斧的改革，如将公司组织调回事业部体系、总部人员减少了 30%、增加对中层执行层的激励等，自 2016 年起公司营收与 ROE 也稳中有升。公司为实现战略落地，制定了高激励的限制性股票和股票期权计划：于 2013 年制定了 5 年的股权激励计划，累计授予董事、高管、各系统负责人及经销商等不超过总股本 5% 的限制性股票，并于 2017 年、2022 年进行延期，目前公司股权激励计划延至 2026 年 3 月。2016 年公司制定了为期 10 年的股票期权激励计划，分别于 2017、2020、2022 年授予了核心管理层 1,093、102、4,498 万购股权，涉及市值 1.39、0.25、14.76 亿元。

图表 172：公司 2016 年以来经营业务稳中有升



资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 173：公司持续推进股权激励计划



资料来源：公司公告，五矿证券研究所

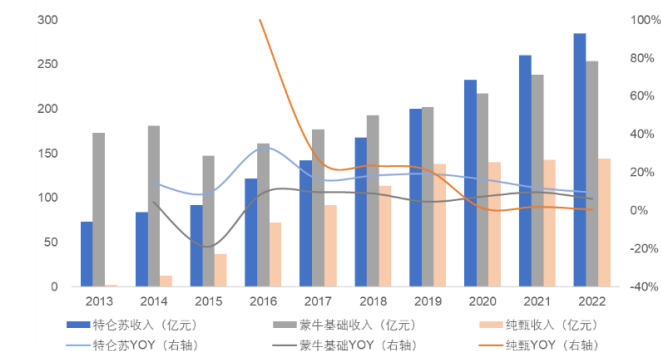
产品方面，内生业务聚焦常温奶，发力低温奶，白奶高端线表现亮眼。常温奶业务是公司的起家生意，基础白奶、特仑苏、纯甄为三大单品，欧睿口径下，2021 年三者在公司收入中合计占比为 73%，销售额分别达 238、260、143 亿元，公司低温奶业务的核心品牌为“每日鲜语”和“现代牧场”，产品线兼具覆盖范围广度与价格带深度，现代牧场为低端 ESL 乳，每日鲜语聚焦高端鲜奶，2022 年推出主打年轻人健康的子品牌“小鲜语”。公司高端白奶在行业市占遥遥领先，根据 Euromonitor，特仑苏一直保持常温高端白奶 top1 的低温，根据公司 2022H1 业绩交流，特仑苏有机为细分市场第一，每日鲜语也为全渠道高端鲜奶第一品牌。

图表 174：公司主要产品类别及品牌



资料来源：公司官网，公司公告，五矿证券研究所

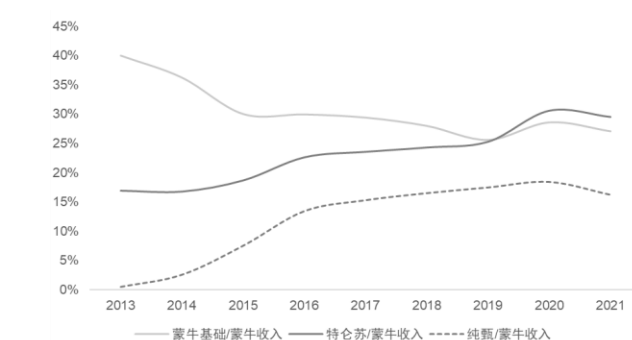
图表 175：蒙牛基础白奶、特仑苏、纯甄为公司三大单品



资料来源：Euromonitor，五矿证券研究所

注：蒙牛各单品收入为 Euromonitor 口径

图表 176：常温三大单品中常温白奶对公司业绩贡献持续增长



资料来源：Euromonitor，五矿证券研究所

注：蒙牛各单品收入为 Euromonitor 口径

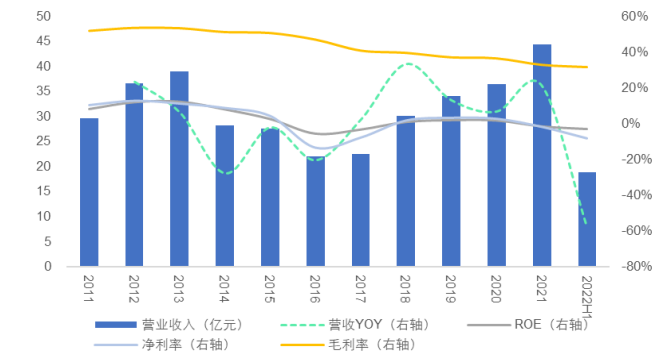
战略上，**并购借力发展奶酪、奶粉板块**。中粮、达能、阿拉对公司进行管理与产品赋能后，公司开启了“并购”时代，为弥补品类不足，在品牌方面相继收购了君乐宝（鲜奶与奶粉业务，2011 年收购，2019 年出售）、雅士利（奶粉业务，2013 年收购）、多美滋（奶粉业务，2015 年收购，2022 年出售）、贝拉米（奶粉业务，2019 年收购）、妙可蓝多（奶酪业务，2020 年收购）。

奶酪方面，妙可蓝多成为公司的奶酪运营平台。截至 2022 年 11 月底，公司持有妙可股份为 35%，目前妙可为 C 端奶酪龙头，后续家庭餐桌系列大单品的持续发力将有望打开第二成长曲线，同时常温奶酪棒的网点下沉有望复制常温液奶红利。

奶粉方面，公司有望迎头赶上。主要奶粉收入来源为子公司雅士利和贝拉米，相对于公司其他业务，奶粉业务一直以来较为弱势，未来通过产品、营销和渠道的全方位调整，公司奶粉业务有望焕发新活力：

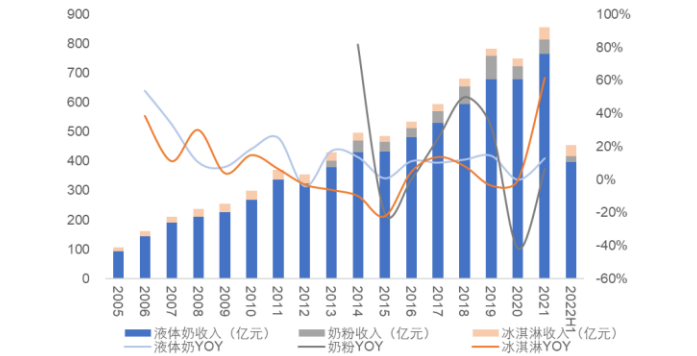
- **雅士利为公司的奶粉运营平台**。除自有品牌瑞普恩、朵拉小羊外，雅士利也负责 Arla 宝贝与我等战略股东品牌的销售，此外蒙牛子品牌中老年奶粉优怡、悠瑞系列在“银发经济”之下快速成长，2021 年为蒙牛奶粉业务增速主要贡献者。由于成人粉营收占比逐渐增加，同时毛利较婴配粉低，因此雅士利毛利率近年来逐步下降。2013 年蒙牛并购雅士利之前，雅士利产品主要为下沉市场的中低价格带，2015 年蒙牛将收购的多美滋与雅士利进行整合，在两次大的组织结构变更时，公司在管理层、经营策略上调整、磨合投入较多，错失了婴配粉渠道从传统商超转向母婴渠道的红利，业绩在 2018 年才回到正轨。2021 年雅士利推出罐内码切实严防窜货行为，产品上优化配方品质，从本质上推动婴配粉业务。

图表 177：雅士利经营情况有较大的改善空间



资料来源：Wind，五矿证券研究所

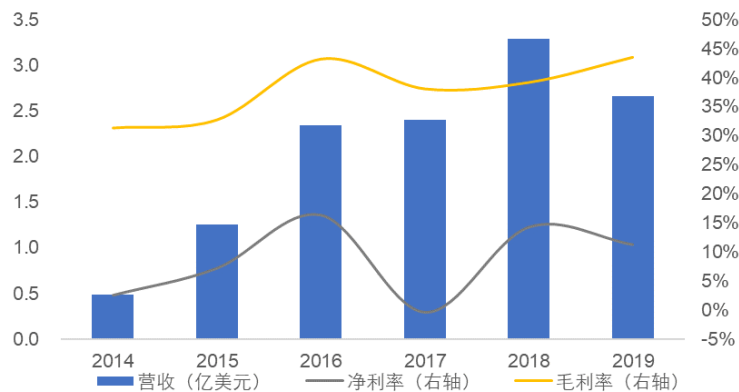
图表 178：蒙牛的奶粉业务营收长期不及其他



资料来源：Wind，五矿证券研究所

- **贝拉米有望成为公司高端婴配粉品牌代表。**贝拉米为公司于 2019 年收购的澳洲高端有机婴配粉品牌，受经济下行影响贝拉米运营不佳，蒙牛于 2021 年对其计提 71.51 亿元人民币的商誉和无形资产（商标）减值，未来贝拉米将拓展至高增速的婴幼儿辅食和零食市场，同时在抖音、快手布局超高端产品线，有望在新蓝海贡献增量。

图表 179：贝拉米 2017、2019 年受中国奶粉配方注册制影响收入停滞



资料来源：公司年报，五矿证券研究所

着力渠道精耕与新零售渠道开发，提升数字化程度，渠道积极转型。渠道策略方面，公司持续推进“村镇通”的渠道下沉策略，截止 2021 年 12 月月底，“镇村通”项目直控的镇村网点达超 60 万家；2021 年低温奶行业线下渠道份额持续萎缩，线上渠道同比 28% 高增，蒙牛应势积极发展传统电商、O2O 到家及社群营销；在高端商超方面，蒙牛在山姆、永辉中市占率位列第一。数字化方面，2021 年是蒙牛数字化转型的元年，进行智网 2.0 升级，实现终端门店的数字化管理。

内生外延扩大加强奶源掌控力。外生奶源方面，公司直接或间接控股/参股/战略合作多家大型牧场，建立长期的奶源供应关系：现代牧业（57.7% 股权，联营公司）、中国圣牧（29.99% 股权）、富源国际和中元牧业（通过现代牧业持有 100% 股权）、原生态牧业（3.67% 股权）、中鼎牧业（战略合作）、庄园牧业（战略合作）。具体来看，**现代牧业**是中国首屈一指的高质量规模牧场企业，2020 年公司中国产奶量排名第二，截至 2021 年底，现代牧业在中国经营 33 家牧场，拥有 35.38 万头奶牛，年化产奶量达 200 万吨以上。2021 年现代牧业收购富源国际，富源国际 2020 年原奶产量排名第 10，我们匡算得到其对现代牧业产能贡献约为 25%。**中国圣牧**是中国最大的有机原料奶生产商，与公司于 2020 年 3 月签订原奶供应框架协议，保证未来至少 80% 原奶产量供应给公司。

自有奶源方面，2021年公司提出五年实现“百万头奶牛、百万亩草场、百万吨牛奶”优质奶源基地建设，截至2022年6月底，蒙牛在全国有生产基地41个，在印度尼西亚、澳洲、新西兰分别设有生产基地2、2、1个，年产能合共为1274万吨。

（三）妙可蓝多：蒙牛赋能奶酪龙头，家庭餐桌+常温系列开启第二增长极

公司为蒙牛奶酪业务运营平台，生产经营有望全面赋能。公司成立于2001年，原名广泽乳业，主要从事液态奶，2008年与法国保健然公司合作开启了奶酪业务，2015年收购了奶酪生产商天津妙可蓝多，于2016年借壳上市（原华联矿业），2018年进军儿童奶酪棒行业，2019年公司名称正式由“广泽股份”更名为妙可蓝多。2020年蒙牛入主，此后不断通过一级+二级股份收购的方式增持公司股份，截至2022年10月蒙牛合计占公司35%股份，为第一大控股股东。2021年7月公司完成非公开发行股份后，蒙牛承诺将于2年内奶酪业务全部注入公司，公司已成为蒙牛的奶酪业务运营平台，将在奶源供应、渠道网点、管理效率等多方面将嫁接蒙牛的优势。

“1+N+X”产品矩阵拓宽奶酪赛道。公司目前有三大产品线：即时营养、家庭餐桌和餐饮工业系列，2022年毛利率分别为51%、34%、14%。公司第一大单品为奶酪棒，早年为驱动公司高成长主力，收入占比稳定在60%+。常温奶酪棒的新产品形式助力公司强化奶酪棒的地位，同时已经涌现奶酪片和马苏里拉2个“N”大单品，B端餐饮工业系列也抓住国产替代机遇实现较大增长，具体来看：

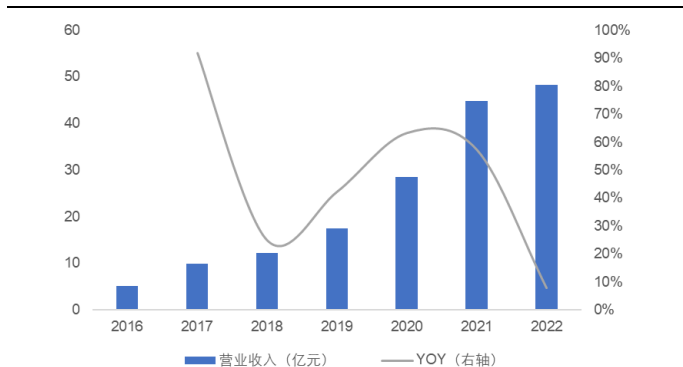
- **奶酪棒大单品方面，有望复制常温液奶红利。**公司于2021年率先推出常温奶酪产品，打破冷链运输的限制进一步实现渠道下沉，我们认为有望复制常温液奶面世后伊利、蒙牛全国化扩张的红利。在具体经营上，公司原本是低温、常温运作团队分开，容易出现内部竞争的情况，如今公司将二者合并，因为常温、低温产品的渠道特性差异较大，因此仅在经销商上进行区分，进一步明确了常温产品运作模式。
- **家庭餐桌2大单品有望开启第二曲线。**在儿童奶酪市场竞争激烈的情况下，公司抓住奶酪进餐桌的趋势，率先布局了竞争尚不激烈的马苏里拉和奶酪片，家庭餐桌系列（马苏里拉、芝士片）自2022年表现亮眼，同比+55%。
- **B端方面，公司初具雏形。**公司已经与尊宝、萨莉亚等国内大多数西式快餐、烘焙领域的头部企业，奈雪、古茗、乐乐茶等头部的茶饮企业，以及外婆家等知名的中餐企业展开合作，与罗森等全国便利系统深度合作，联合开发产品。截至2021年末、2022年末，公司在全国范围内拥有300余家、400余家经销商。

图表 180：妙可蓝多各产品线

产品	品种	样式	特点	产品	品种	样式	特点
即食营养系列	妙可蓝多钙多多奶酪棒		高达7倍牛奶钙，富含维生素D，可常温保存。7倍钙多多，营养新高度。	家庭餐桌系列	煎烤奶酪		哈罗米奶酪（Halloumi），甄选优质奶源，每日三片，营养满满。
	小酪牛奶酪棒		干酪含量≥55%、纯牛乳添加量20%，高一点，成长牛一点！		精制马苏里拉奶酪		甄选优质奶源，奶香浓郁，口感顺滑，色泽淡黄，拉丝效果绵长细密。
	0添加奶酪棒		干酪含量≥51%，甄选优质奶源，0防腐剂、0香精、0色素、0添加，更安心。		奶油芝士		甄选优质奶源，奶香浓郁，质地细腻，色泽乳白，百搭吃法，唇齿留香。
	金装奶酪棒		≥40%干酪，高钙源自乳钙，添加牛磺酸。		芝士片		甄选100%优质乳源，口味纯正，浓香醇厚，绵密奶香在唇齿间环绕，质感细腻柔滑。
	妙可蓝多奶酪棒		甄选100%优质乳源，富含牛奶的浓缩营养，优质高钙，纯香美味，助力孩子活力成长每一天。		烘焙奶酪		马苏里拉结合车达，带来强劲拉丝效果和咸香口味，引领lifestyle新时尚
	儿童成长奶酪		甄选100%优质乳源，专为儿童研发，富含钙质，纯香美味，富含蛋白。	餐饮工业系列	车达奶酪酱		纯正的切达风味，质地柔滑，百变应用，使用方便快捷。
	酪鲜生（芝士棒）		甄选100%优质乳源，原制奶酪，现象口感，无添加。		高熔点奶酪丁		出色的高温耐受性能，烘烤后颗粒可见，口感柔滑
					黄车达奶酪丝		纯正浓郁的切达口味，橙色碎条状奶酪，颗粒均匀，上色均匀亮丽，增添菜品色泽和食欲感。

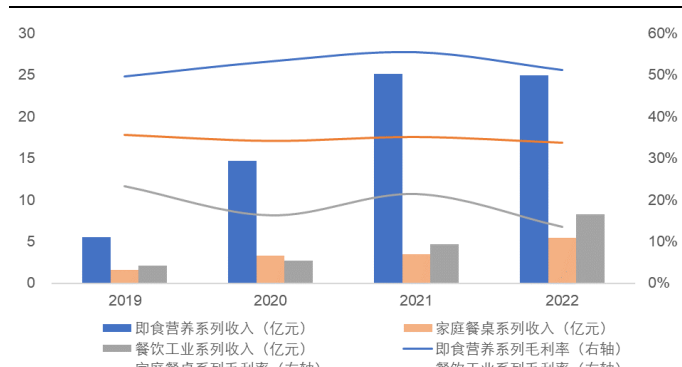
资料来源：公司官网，天猫，五矿证券研究所

图表 181：早期妙可蓝多营收增速高，2022 年承压



资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 182：妙可蓝多即时营养系列收入占比高、毛利高



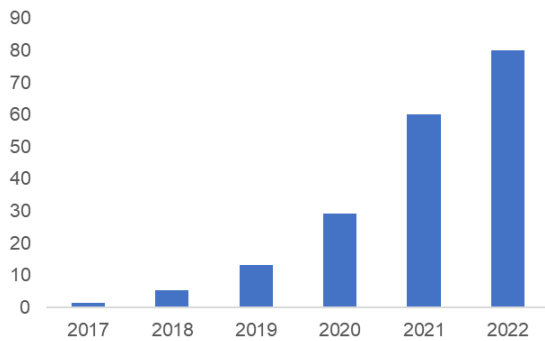
资料来源：公司公告，五矿证券研究所

短期经营承压，股权激励护航高成长。公司 2016-2019 年营收 CAGR 为 36%，2022 年经济下行压力较大，竞争激烈，公司仅实现同比 8% 的收入增长，随着经济逐步复苏，公司找到第二增长曲线，公司有望重回增长轨道。公司于 2017、2020 年进行了 2 轮股权激励计划，2020 年股权激励计划中，限制性股票和股票期权各涉及 600 万股，各占总股本的 1.47%，涉及 4 名高管、227 名核心技术人员，占公司总职工人数的 13.6%，计划业绩考核目标为 2021-2023 年营业收入达到 40、60、80 亿元，增速高达 40%、50%、33%，高要求、高激励、宽范围有望有效实现公司的成长目标。

在 C 端渠道方面，公司坚持“低温做精、常温做广”。线下方面，在渠道深度上，不断增加陈列面积、丰富终端产品矩阵，持续精耕现代渠道；在渠道广度上，在广泛覆盖大润发、永辉、沃尔玛等全国连锁和区域连锁终端的基础上，强化流通、特渠、烘焙等多渠道开发。线上方面，公司的线上业务毛利略高于线下，收入占比逐年提升，具体来看，公司深耕天猫、京东、拼多多等传统电商，同时也积极布局抖音、快手等兴趣电商和叮咚买菜、盒马生鲜等生鲜电商，同时与众多头部 KOL 和达人形成深度合作伙伴关系，在“618”和“双十一”大促期

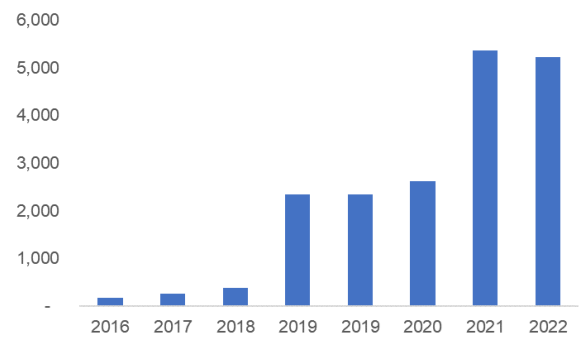
间，公司产品在天猫、拼多多、抖音和快手均获得“多类目第一名”，“双十一”期间 GMV 持续破亿元。

图表 183：妙可蓝多终端零售网点数量增长迅速（万个）



资料来源：公司公告，五矿证券研究所

图表 184：2021 年妙可蓝多经销商数量大幅增长（个）



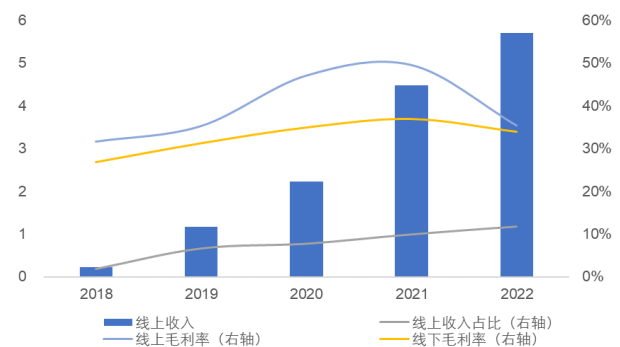
资料来源：公司公告，五矿证券研究所

图表 185：妙可蓝多线上渠道势头迅猛



资料来源：公司公告，五矿证券研究所

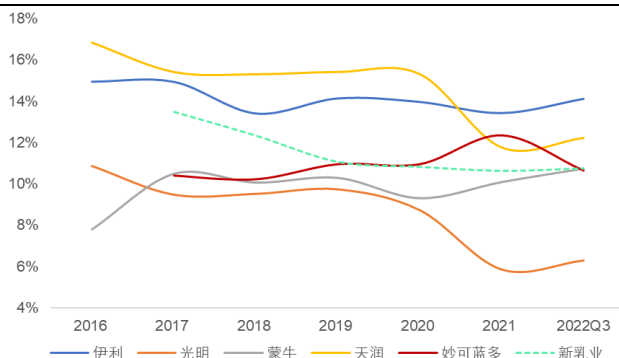
图表 186：妙可蓝多线上收入占比增长迅速、毛利较高



资料来源：公司公告，五矿证券研究所

在财务方面，公司的净利率有进一步优化空间。毛利率方面，目前公司产品价格带仍然有进一步上行的空间，蒙牛入主后成本也将逐步嫁接优势。销售费用方面，我们认为儿童奶酪棒市场和婴配粉有一定的相似之处，同是占领儿童和家长心智，营销和地推费用是收入的必要组成部分，因此应当注重毛销差情况，在公司不断优化经营的情况下，毛销差近年来逐步提升。此外，奶酪市场目前处于早期成长阶段，公司在前期开拓市场营销费用支出较多打造品牌，我们认为在公司品牌效应逐步显现后，销售费用率有望进一步下行。管理费用方面，公司 2021 年管理费用率水平大幅提升主因股权激励费用，2022 年冲回部分股权激励费用，管理费用率有所下降，但相较于业内标杆乳企来看，中枢仍然有进一步下行空间。

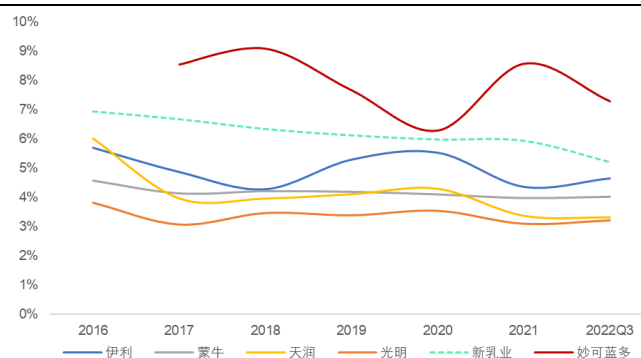
图表 187：妙可蓝多毛销差逐年提升，2022 年承压



资料来源：Wind，五矿证券研究所

注：蒙牛 2022Q3 数据为 2022H1

图表 188：妙可蓝多管理费用率仍有改进空间



资料来源：Wind，五矿证券研究所

注：蒙牛 2022Q3 数据为 2022H1

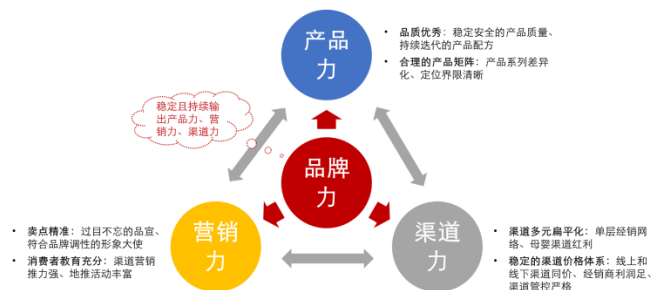
（四）中国飞鹤：阵痛不改龙头优势，新鲜战略稳健再起航

飞鹤作为优秀的国产婴配奶粉企业龙头，我们认为其过去的成功在于抓住高端市场扩容与行业渠道转型的β，背后的护城河是产品、营销、渠道三力构筑的品牌力，其中**渠道推力**为核心。未来婴配粉存量时代下，**飞鹤品牌力的护城河将持续巩固，稳健提升市场份额，同时高成长的儿童粉、成人粉也将贡献业绩边际。**

优质婴配粉龙头专注做好“更适合中国宝宝体质的奶粉”。公司于1962年成立黑龙江飞鹤的前身红光乳品，2003年在美国场外柜台交易系统进行融资，2009年在纽交所上市，2010年推出超级大单品星飞帆，2013年因美股融资困难，飞鹤进行私有化、在纽交所退市，2018年完成收购Vitamin World的零售保健业务，2019年在港股上市。飞鹤目前为中国上市奶粉企业中唯一营收过百亿的公司，ROE在上市乳企中一骑绝尘，主要来自于高净利率，2021年公司营收、ROE、净利率分别为228亿元、35.5%、30.3%。

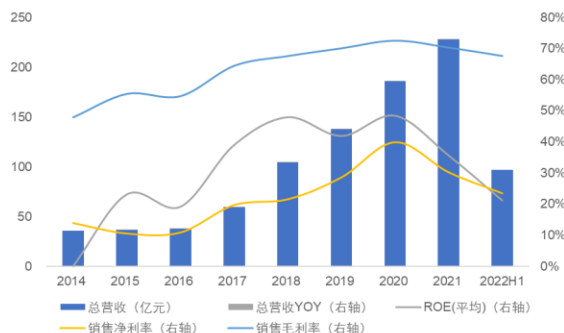
优秀财务数据的支撑是公司**聚焦高端的产品战略和强大的渠道执行力**，底层逻辑是公司团队的**使命感与战略魄力**。公司董事长冷友斌在奶粉行业有超过36年的从业经验，一手创造壮大了飞鹤，2010年飞鹤拒绝了外企的收购要约，决心做好“中国奶”；**公司战略前瞻性高**，当乳业巨头都热衷于向奶农收奶时，飞鹤早在2006年前瞻性布局一体化供应链和扁平化渠道体系，并始终保持战略定力；2015年引入外部咨询改善经营后，2016年起在产品、营销、渠道上全面转型，2017年收入突飞猛进；2019年加盟的高管张国华，曾任职雀巢大中华区总裁、惠氏婴儿营养品全球业务总裁，对公司的国际化建设具有十分积极作用。**公司团队凝聚力强**，中层以上的管理层80%都是来自于内部提拔，主要高管在飞鹤均有超过10年的工作经验，截至2022年6月底，管理层持股比例为62.17%。

图表 189：稳定且持续输出的产品力、营销力、渠道力构筑飞鹤的品牌力



资料来源：五矿证券研究所

图表 190：飞鹤收入、ROE 在 2017 年主推星飞帆后快速增长

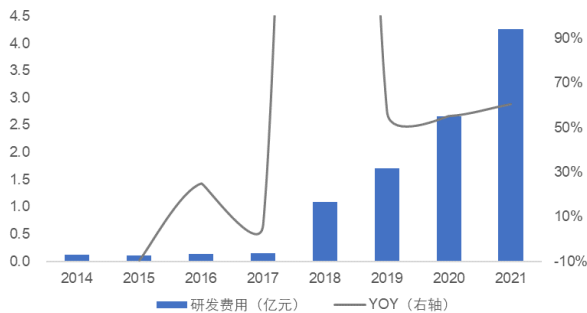


资料来源：Wind，五矿证券研究所

注：2022H1 ROE 还原至全年

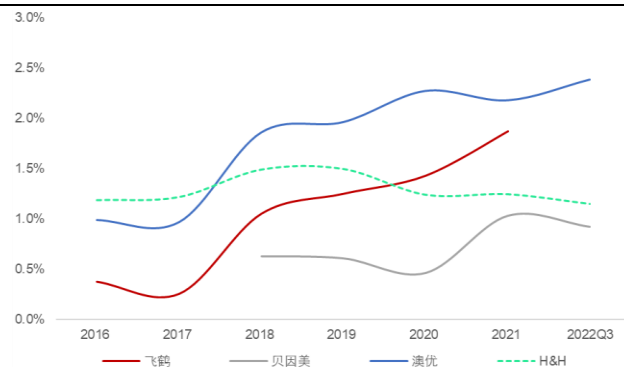
产品品质上，**公司严品质、重研发**。飞鹤在北纬 47°世界黄金奶源带上打造了婴配粉全产业链、2 小时产业生态圈，在“三聚氰胺事件”中也安然度过，彰显了产品质量。研发上，承担国家 863 项目、科技部十二五项目等多项国家级课题，搭建了专业的中国母乳数据库，2020、2021 年的 10、21 篇 SCI 论文发表数均是中国乳企第一。公司研发费用 2014-2021 年 CAGR 为 66%，研发费用率在主要上市奶粉企业中领先。

图表 191：飞鹤研发费用增长快



资料来源：公司公告，五矿证券研究所

图表 192：飞鹤研发费用率行业领先



资料来源：公司公告，Wind，五矿证券研究所

注：澳优、H&H 的数据为 2022H1

图表 193：飞鹤持续在产品研发上投入，并且走在行业前列

时间	飞鹤主要研发情况
2009 年	2009 年之前，国家层面尚未开展全国性、系统性的母乳研究，飞鹤承接了黑龙江省科技厅“母乳化高端婴幼儿奶粉的研制及其产业化”科研攻关项目，确定了飞鹤特有鲜奶配方湿法工艺参数和速溶技术，并开发出 3 个高端母乳化婴幼儿系列配方奶粉产品。
2011 年	早在 2011-2014 年间，飞鹤承担了科技部“乳基料加工关键技术与产业化”及“干酪乳清回收及产品加工技术中试与示范”项目，进行脱盐乳清方面的研究，实现了脱盐乳清粉生产技术研究及产业化生产。
2012 年	2012 年，飞鹤黑龙江齐齐哈尔甘南工厂率先建设脱盐乳清液生产线，年设计产能达到 8400 吨，并成为此后近 10 年中国唯一一条正常运转的脱盐乳清生产线，打破了国外乳企脱盐乳清粉垄断全球市场的局面。
2018 年	飞鹤联合中国工程院院士朱蓓薇团队成立中国首家乳品工程院士工作站，围绕婴幼儿配方奶粉生产的核心原材料，进行制备技术攻关和产业化探索。此后 2 年间，共申请了 8 项专利技术，开发了 6 个相关产品。
2021 年	飞鹤邀请中国标准化研究院专家团队赴飞鹤产业集群进行调研，将原先的 6 项过程标准升级为“6+1+1”的新鲜乳粉标准体系，产品品质进一步得到提升。 截至 2021 年 5 月，飞鹤“中国母乳数据库”样本量已达 2 万多个，覆盖全国 27 省份。研究层次也从最初的成分分析，深入到了活性、比例、动态变化等方面，并形成中国母乳谱系研究和 CHMP 中国母乳计划两大技术路线。
2022 年	飞鹤等单位联合揭榜国家“十四五”重点专项“婴幼儿配方奶粉新型核心配料规模化制备技术创新及示范”项目，将共同突破婴幼儿配方奶粉新型核心配料规模化制备的核心技术瓶颈，实现活性乳铁蛋白、脱盐乳清粉等核心配料的国产化，产出具有自主知识产权的核心配料，进一步实现关键原材料的自主掌控，突破行业的“卡脖子”难题。

资料来源：中国日报，公司官网，五矿证券研究所

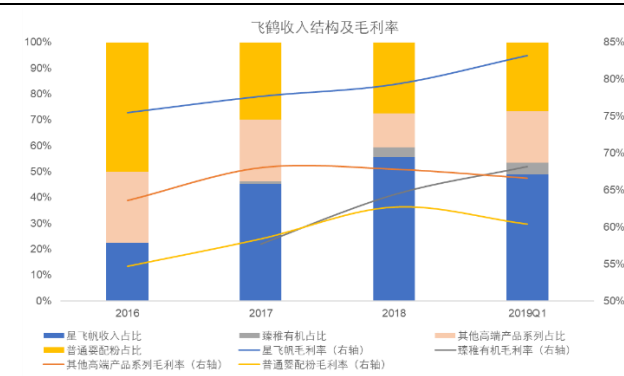
产品矩阵上，超高端+系列护航婴配粉价盘，成人粉和儿童粉有望打造第二成长曲线。2017 年飞鹤开始倾注资源打造超高端系列星飞帆，形成了主力大单品，2021 年收入占比为 49%。未来的资源重心在超高端+的星飞帆卓系列（卓睿、卓耀、卓舒）婴配粉、爱本成人粉以及中端的茁然儿童粉上，尤其是卓系列的力推有利于稳定基础星飞帆价盘、优化整体收入结构，2018、2021 年公司超高端+系列产品收入占比为 3.9%、8%，其间收入 CAGR 为 72%。根据公司业绩交流会，未来五年公司会在儿童粉和成人粉上发力，2021 年儿童粉、爱本成人粉增速为 63%、29%，其中茁然儿童粉增速超 200%、市占率达 17.3%。

图表 194：飞鹤推出了更多超高端产品，如爱本、星飞帆卓系列



资料来源：公司官网，五矿证券研究所

图表 195：星飞帆收入占比在 2017 年突飞猛进，毛利率持续提升

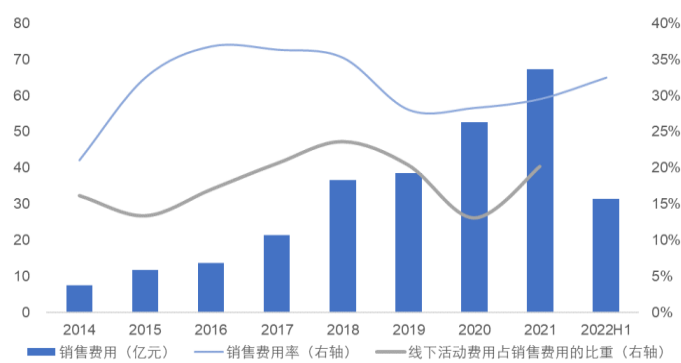


资料来源：公司公告，五矿证券研究所

营销方面，精准的品宣、充分的消费者教育提升了品牌调性与知名度。品宣方面，飞鹤 2015

年将“一贯好奶粉”的宣传语更改为“更适合中国宝宝体质的奶粉”，更为朗朗上口，将国产奶粉与进口奶粉区别、赋以中国式高端赛道，2017 年和分众传媒合作大力投放梯媒，2018 年章子怡成为代言人，其中国形象代名词、“好妈妈”人设、自带流量的热度都极其成功的顺应了品牌调性。**消费者教育方面**，飞鹤的地推能力在行业中颇有盛名，包括妈妈的爱研讨会、嘉年华、路演和包城包省活动，完全承担经销商与终端的营销费用，全面管控营销活动质量，截至 2021 年底，飞鹤共举办超过 100 万场面对面研讨会，新客户人数超过 226.6 万人，其中 2018、2019 年分别举办超过 30、50 万场线下活动。2021 年公司的销售费用率为 29.5%，其中线下活动占销售费用的比重为 20%，足以见公司对地推活动的重视。

图表 196：飞鹤销售费用率达 30%+，线下活动占比在 20%左右



资料来源：公司官网，Wind，五矿证券研究所

图表 197：章子怡形象十分符合飞鹤中国化调性

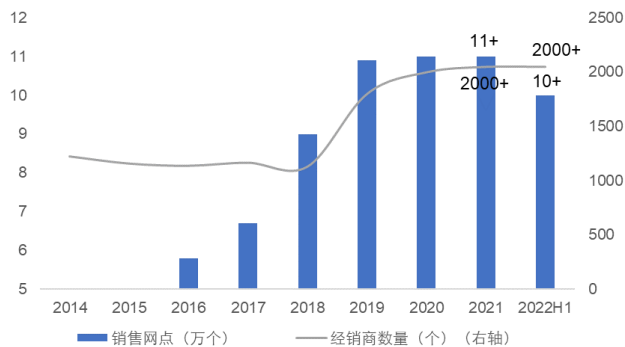


资料来源：Wind，五矿证券研究所

渠道方面，**飞鹤成功之处在于狠抓渠道管控痛点，精准把握母婴渠道红利**。早年公司主打“农村包围城市”策略，2017 年上攻一二线城市，渠道精细化管理和足够的终端利润让公司在外资挤占的高端市场杀出重围。渠道痛点在于压货、欠费用和价格体系紊乱，门店痛点在于流量和利润率。公司战术上采取单层经销网络，既能提升对经销商管控力，又能增厚渠道利润。具体来看，公司存货周转率、对库存新鲜度要求高于同业；线上产品价格一般不低于线下，对窜货行为进行严厉的罚款；对经销商的费用核销账期为 N+15，大部分实际为 N+10；公司给予终端门店、经销商的毛利率分别为 25-30%、10-12%，外资门店利润大多在 10% 左右；而门店流量由公司精准的品宣和充分的消费者教育解决。截至 2021 年底，公司已经覆盖了 11 万+的终端网点，拥有 2000+家经销商。公司抓住了渠道向专业母婴店转移的红利，2016 年开始进军大型连锁母婴店，目前和主要知名母婴店建立了合作关系，如孩子王、上海爱婴室、因贝尔、贝贝熊、乐友、小飞象、宝贝在线等，公司目前主要收入来自于母婴渠道，截至 2020 年 6 月底，母婴渠道占 68%左右。

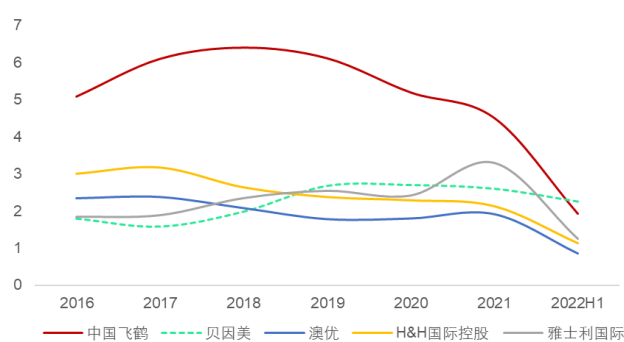
受益新国标洗牌，渠道恢复良性后有望进一步提升份额。由于市场萎缩、竞争加剧，2021 年婴配粉行业整体库存高企、价格战激烈，整个行业的存货周转率变慢，公司价盘也出现松动，2022 年主动开启新鲜战略去库存，2022 年 5 月罐内码上市，通过监测是否为异地扫码有效管控窜货现象，同时消费者扫码得红包、提升了门店利润水平。目前渠道库存已经基本恢复到良性水平，终端销售好于报表端，叠加新国标政策出清中小奶粉企业，公司经营有望底部企稳回升。

图表 198：2017 年开始飞鹤经销商、网点数量大幅增加



资料来源：公司公告，五矿证券研究所

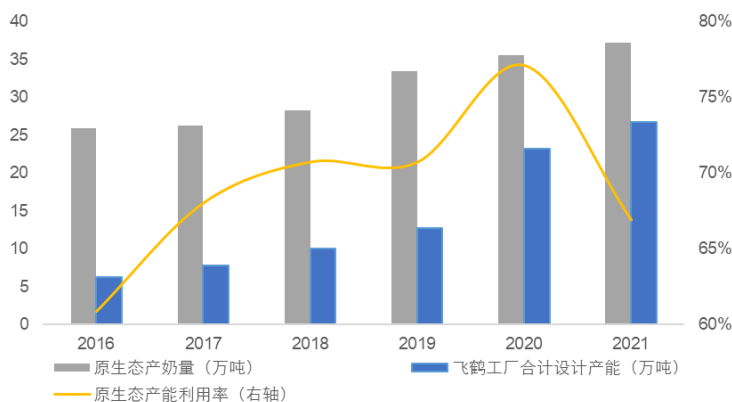
图表 199：飞鹤存货周转率高于同业，2021 年-2022H1 行业动销变差



资料来源：Wind，五矿证券研究所

奶源方面，**原生态并表保障奶源稳定性，公司产能持续扩张**。原生态牧业（1431.HK）是飞鹤最大的供应商，自 2010 年起和飞鹤保持长期合作关系，2016 年至 2019 年 H1 原生态奶源占飞鹤奶源供应的 85%左右，飞鹤于 2020 年 12 月收购原生态牧业 71.26%股权，实现并表，提升了飞鹤奶源供应与利润的稳定性。产能方面，截至 2021 年底，公司设计工厂产能为 26.7 万吨，根据人民网，截至 2022 年 12 月初齐齐哈尔工厂土建全部竣工、进入室内设备安装阶段，预计新增年产能 2 万吨，可实现销售收入 30 亿元；截至 2022 年 4 月黑龙江工厂已开始试生产，预计新增年产能 4 万吨。

图表 200：飞鹤设计工厂产能、原生态奶量持续扩张



资料来源：公司公告，五矿证券研究所

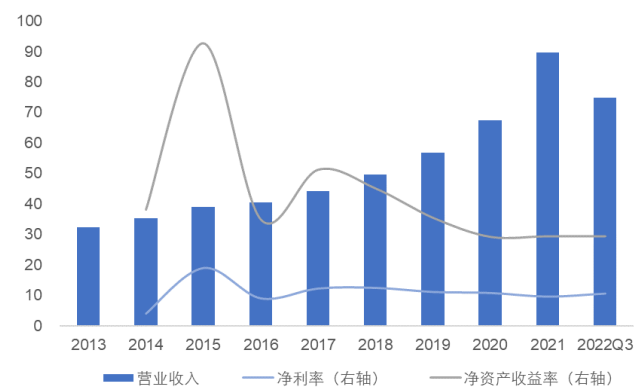
注：原生态产能利用率=实际奶牛数量/设计奶牛数量

（五）新乳业：内生产品小试牛刀，外延协同效应有望进一步显现

公司为西南低温巨头，背靠新希望集团，协同效应显著。新乳业的母公司新希望集团资金、战略资源雄厚，下属子公司新希望六和为饲料龙头，与公司上游牧场具有协同效应，同时集团内鲜生活为全国领先的第三方冷链运输公司，有力支持公司低温战略。2002 年新希望集团涉足乳制品产业，并购重组地方优质乳制品企业；2006 年新希望乳业成立，专门运营新希望集团的乳业务；2010 年，公司提出鲜战略；2015 年重点布局空白区域，收购苏州双喜、湖南南山、西昌三牧；2016 年，公司完成股份制改造，收购绿源唯品乳业；2019 年公司在 A 股主板上市；2020 年并购福州澳牛、宁夏寰美，发行限制性股票激励计划；2021 年收购一

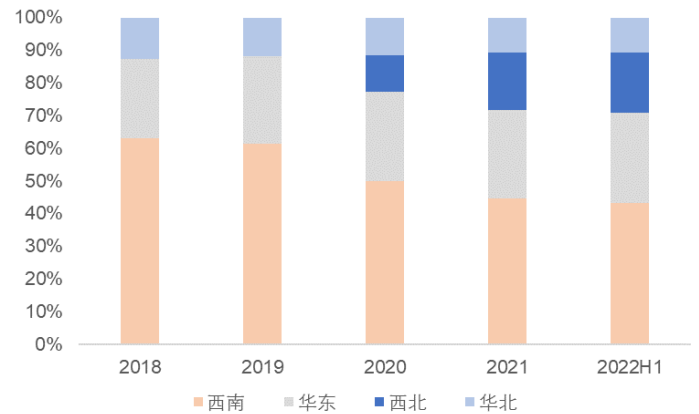
只酸奶牛 60%股权，入股澳亚，升级“鲜立方”战略，提出“三年倍增、五年进入全球乳业领先行列”的目标。目前公司已经拥有 46 家控股子公司、15 个主要乳品品牌、16 家乳制品加工厂、13 个自有牧场公司，在四川、云南、宁夏等区域市场具有领先地位。

图表 201：新乳业近年来收入增长亮眼



资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 202：新乳业业务逐渐全国化



资料来源：Wind，五矿证券研究所

股权激励发力，公司经营管理有望再上一层楼。2020 年公司发布股权激励，共授予 1378 亿限制性股票，涉及 41 人，授予日市值约 2.48 亿元，以 2020 年为基数，激励目标为 2021-2023 年收入和净利润增长不低于 25%、56%、95%。尽管受原奶周期和经济下行影响，我们认为公司通过内生增长+外延并购实现未来收入和净利润翻倍增长的信心不变。

内生增长方面，公司坚持“鲜立方战略”，产品创新力独树一帜，高端新品驱动收入与利润提升。公司低温与常温业务约各占一半，低温酸奶占比略高于低温白奶。毛利率方面，低温白奶>低温酸奶>常温。公司注重产品研发与营销特色，多个产品为市面“唯一”或“首推”，如公司首推以时间为标识的“24 小时鲜牛乳”，首创 3D 包埋技术的低温酸奶活润晶球，率先推出德国工艺处理后不尖酸的达芬奇纯酸奶，酸奶中充气打造慕斯口感的味蕾游记凝酪。未来公司将以高端大单品驱动增长，2021 年鲜奶收入同比增长 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。

图表 203：新乳业主要品牌



资料来源：公司官网，五矿证券研究所

外延并购方面，“1+N”开启全国化进程，协同效应有望进一步显现。公司的外延战略为“1+N”，即“新希望”主品牌和多个子公司在奶源、品牌方面协同发展。公司 50%+奶源供应来自于自有牧场与现代牧业、澳亚，公司于 2019、2021 年分别完成了现代牧业、澳亚 9.28%、5% 的股权收购，锁定了长期优质的奶源供应，此外公司奶源均分布在子品牌附近，有利于调配奶源供应。

公司对每个并购公司有“投后一百天计划”进行管理输出，以夏进为例，2021 年在产品方面，公司帮助夏进推出枸杞牛奶爆品，渠道方面，积极拓展电商与新媒体，拓展省外市场，2021 年收入为 17.54 亿元，同比增长 18%，创历史新高，净利率为 7.40%，同比提升 1.35pct，成为新乳业上市后投后整合管理的标杆企业。超高端朝日唯品推出多款新品酸奶，在华东表现亮眼，渠道上与山姆会员店、麦德龙会员店、华润旗下精品超市 BIT 均有合作，在咖啡赛道上亦找到发力途径，未来有望成为公司新的增长极。

图表 204：新乳业奶源及品牌布局



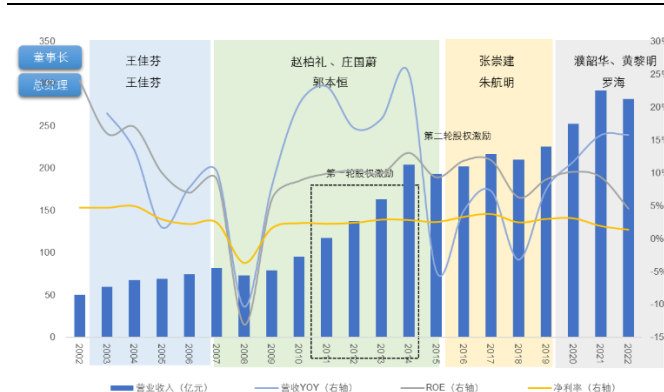
资料来源：公司官网，五矿证券研究所

注：绿色圆圈代表奶源布局

（六）光明乳业：华东低温龙头，传统国企勇做“争鲜者”

公司是深耕华东的传统国企，历史股权激励曾激发业绩活力。公司前身是成立于 1911 年的上海可的牛奶公司，1996 年上海市牛奶公司与上海实业集团合资成立“上海光明乳业有限公司”，2002 年 A 股主板上市。公司 2010 年的第一轮股权激励效果显著，营收增速、净利润和 ROE 目标均实现；2014 年开始的第二轮股权激励计划在当年亦取得较好成果，但最终因为行业增速下滑、管理层变动等多种因素，公司于 2017 年终止了第二轮的股权激励计划。近年来管理层变动频繁，公司经营业绩并不稳健，在郭本恒、罗海担任总经理的时代，公司业绩有较好的增长。2021 年黄黎明董事长上任，黄黎明在光明乳业有 20 多年的工作经验，在光明牧业、生产中心、营销中心、光明食品集团旗下零售板块均有历练，对于乳业产业链的运作十分熟悉，有望带领公司重新焕发活力。

图表 205：光明在股权激励后业绩表现亮眼，近年来管理层变动频繁



资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 206: 光明两轮股权激励要求

第一轮股权激励要求			
	第一个 解锁期	第二个 解锁期	第三个 解锁期
	2010	2011	2012
营业收入不低于（亿元）	94.8	113.76	136.51
净利润不低于（亿元）	1.9	2.28	2.73
ROE 不低于	8%	8%	8%
扣非净利占净利润的比重不小于	85%	85%	85%
第二轮股权激励要求			
	第一个解锁期	第二个解锁期	第三个解锁期
	2015	2016	2017
营业总收入复合增长率不低于	15%	15%	15%
扣非净利复合增长率不低于	12%	12%	12%
ROE 不低于	8.1%	8.2%	8.3%

资料来源：公司公告，五矿证券研究所

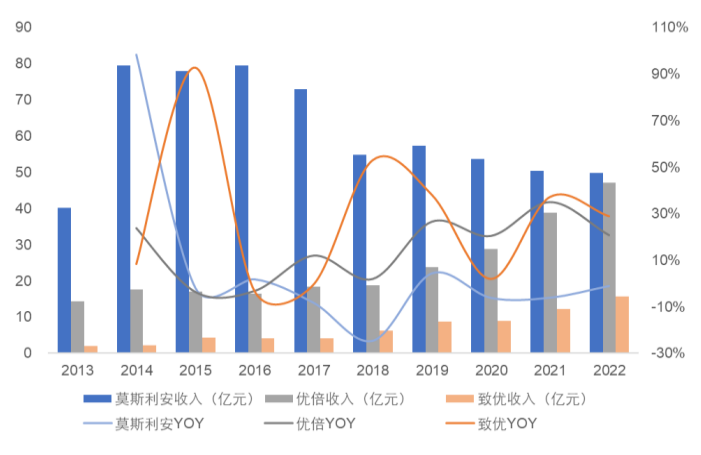
聚焦健康高端“鲜”产品，亦有低端外攻内守。产品方面，公司以高端鲜奶业务为发力点，公司仅有新鲜牧场系列为 ESL 乳，单盒价格在 10-11 元左右，助力公司进入华北、华南地区；其余产品基本为保质期为 7 天以内的普通巴氏奶，主要在华东地区售卖，优倍系列和致优系列价格均为单盒 20 元以上的高端价格带。常温奶方面，公司于 2008 年首创的常温酸奶莫斯利安曾成为爆款大单品，但之后创新和推广不力，安慕希和纯甄后来居上。

图表 207：光明主要产品矩阵



资料来源：公司官网，五矿证券研究所

图表 208：光明的鲜奶产品优倍、致优系列增长较快



资料来源：Euromonitor，五矿证券研究所

注：光明各单品收入为 Euromonitor 口径

公司“领鲜战略”的持续推进有赖于奶源供应和冷链能力的保障。奶源方面，公司旗下的光明牧业 2020 年奶牛产量为 43.5 万吨，位列第八名，市占率为 1.23%。截至 2022 年 11 月底，公司已拥有规模牧场 25 个。公司分别于 2021 年 10 月、2019 年、2017 年收购小西牛 60% 股权、辉山乳业旗下 2 家牧场、荷斯坦乳业 45% 股权，进一步完善奶源布局。2021 年 12 月，公司公告使用非公开发行股份 70% 的募资额（13.55 亿元）于牧场建设，在安徽、宁夏、黑龙江三省新增规模牧场完工后，牛只存栏数将增加约 3.1 万头，在 2020 年存栏数（7.5 万头）的基础上提升 41%。

冷链方面，公司旗下的领鲜物流的冷链运输能力处于行业领先水平。在质上，公司连续 3 年荣获中物联冷链委“冷链物流百强企业”称号，主动对标最高国际管理体系与标准，成功通过了英国零售协会仓储与配送的 BRC S&D 认证，和 IOS9001 的质量体系认证。在量上，2021 第十三届全球冷链峰会上获得“冷链自有运力 50 强企业”、“冷链仓储量 50 强企业”，目前华东综合物流中心已有 65 座，配送区域覆盖全国各大主要城市。

图表 209：2020 年光明牧业产量在全国位列第八

单位	牛奶产量 万吨	牛场数 个	总存栏 万头	成母牛 万头	成母牛单产 吨/年
优然牧业	158	67	30.82	15.73	11
现代牧业	149	26	24.7	13.6	11.1
辉山乳业	68	78	13	8	8.5
圣牧高科	61	32	11	5.9	10.35
澳亚牧场	58	8	9.18	4.67	12.76
河北乐源牧业	52	13	11	4.47	11
首农畜牧	51	29	8.37	4.48	11.22
光明牧业	44	21	7.5	4	11
中地乳业	43	9	6.91	3.83	11.6
富源国际	40	14	6	3.35	12

资料来源：中国奶业统计资料，五矿证券研究所

图表 210：领鲜物流覆盖配送区域



资料来源：领鲜物流官微，五矿证券研究所

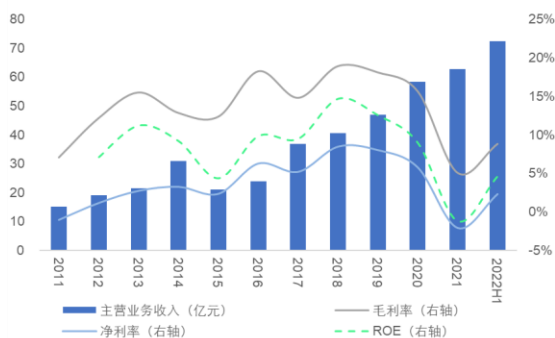
“随心订”赋能送奶入户强壁垒渠道。现代商超、送奶上门、深度分销渠道为公司主渠道，公司将强化渠道拓展和下沉，目前公司拥有 2000 多个经销商和 80 万个有效销售网点。同时公司加快随心订全国战略实施，欲打造随心订全国品牌，目前“随心订”定位由“送奶到家”升级为“鲜食宅配”平台，意图发挥门店渠道资源，发展多品类集成新业态，有望成为公司新的业务增长点，目前随心订已覆盖全国 20 多个城市。

子公司新莱特受 A2 公司供应链转移风险影响较大。公司于 2010 年收购新西兰的新莱特乳业 (Synlait Milk)，目前持有 39% 股份，为其控股股东。其最大客户是新西兰的 A2 公司，新莱特是 A2 公司中国、澳大利亚和新西兰市场的婴儿配方奶粉的独家制造商，二者的供应协议将至少持续到 2025 年 7 月 31 日，每三年评估一次。此外，鉴于中国对婴配粉的监管主体是制造商，而非品牌商，因此拥有 A2 产品生产许可证的是新莱特公司，A2 公司于 2021 年 8 月完成收购的 Mataura Valley (75%) 有望实现其拥有中国婴配粉监管许可证的目标，新莱特为 A2 公司的代工业务或有一定风险。

目前新莱特疲软的盈利情况有望受益经济好转。2020 年之前，新莱特收入、毛利率和净利率均波动上升；经济下行，受到海外供应链不畅、海运成本和新西兰原奶成本上升、A2 业务在华增长放缓、汇率波动等因素的不利影响，新莱特 2020 年以来收入增速放缓，净利率下降。

随着 2022 年底之后中国经济企稳，新莱特有望受益 A2 业务增速恢复，2022 年新莱特已经由亏转盈。

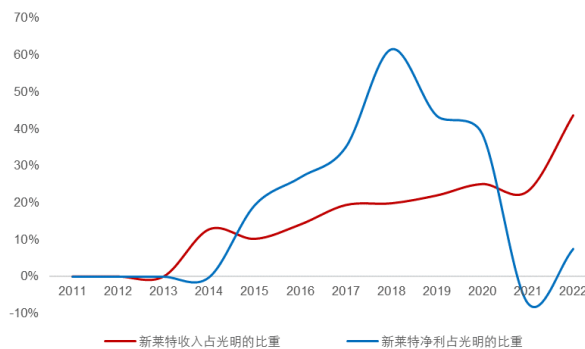
图表 211：新莱特盈利能力波动上升，近年来受海外负面影响较大



资料来源：Bloomberg，五矿证券研究所

注：此处年份为新西兰规定财年，当年 7.1 至次年 6.30 为当年财年

图表 212：新莱特收入贡献平稳，净利贡献程度较大



资料来源：公司公告，五矿证券研究所

公司通过并购拓展海外奶酪业务，Dairyworks 业务增长质量喜人。公司于 2019 年、2020 年收购新西兰奶酪品牌 Talbot Forest Cheese 和 Dairyworks，2022 财年 Dairyworks 的销售数量仅增长 3%，但毛利增长 75%，EBITD 为 1800 万美元，同比增长 75%。



风险提示

- 1、经济下行、消费疲软、竞争加剧导致收入、利润不及预期；出生率断崖式下降对奶粉业务产生大幅负面影响；海淘削弱奶粉注册制的市场出清效果。
- 2、外部冲击导致原奶、包材等原材料价格上涨。
- 3、乳制品生产质量风险，公关不利使得品牌受损。

分析师声明

作者在中国证券业协会登记为证券投资咨询(分析师)，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。作者保证：(i) 本报告所采用的数据均来自合规渠道；(ii) 本报告分析逻辑基于作者的职业理解，并清晰准确地反映了作者的研究观点；(iii) 本报告结论不受任何第三方的授意或影响；(iv) 不存在任何利益冲突；(v) 英文版翻译与中文版有所歧义，以中文版报告为准；特此声明。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在 20%及以上；
		增持	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于 5%~20%之间；
		持有	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于-10%~5%之间；
		卖出	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在-10%及以下；
		无评级	预期对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业评级	看好	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%~10%之间；
		看淡	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

一般声明

五矿证券有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告即视其为客户，本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。本报告的版权仅为本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式对本研究报告的任何部分以任何方式制作任何形式的翻版、复制或再次分发给任何其他人。如引用须联络五矿证券研究所获得许可后，再注明出处为五矿证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。在刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的同时，也应注明本报告的发布人和发布日期及提示使用证券研究报告的风险。若未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入或将产生波动；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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。在任何情况下，报告中的信息或意见不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

五矿证券版权所有。保留一切权利。

特别声明

在法律许可的情况下，五矿证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到五矿证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

联系我们

上海	深圳	北京
地址：上海市浦东新区东方路 69 号裕景国际商务广场 A 座 2208 室 邮编：200120	地址：深圳市南山区滨海大道 3165 号五矿金融大厦 23 层 邮编：518035	地址：北京市海淀区首体南路 9 号 4 楼 603 室 邮编：100037

Analyst Certification

The research analyst is primarily responsible for the content of this report, in whole or in part. The analyst has the Securities Investment Advisory Certification granted by the Securities Association of China. Besides, the analyst independently and objectively issues this report holding a diligent attitude. We hereby declare that (1) all the data used herein is gathered from legitimate sources; (2) the research is based on analyst's professional understanding, and accurately reflects his/her views; (3) the analyst has not been placed under any undue influence or intervention from a third party in compiling this report; (4) there is no conflict of interest; (5) in case of ambiguity due to the translation of the report, the original version in Chinese shall prevail.

Investment Rating Definitions

The rating criteria of investment recommendations The ratings contained herein are classified into company ratings and sector ratings (unless otherwise stated). The rating criteria is the relative market performance between 6 and 12 months after the report's date of issue, i.e. based on the range of rise and fall of the company's stock price (or industry index) compared to the benchmark index. Specifically, the CSI 300 Index is the benchmark index of the A-share market. The Hang Seng Index is the benchmark index of the HK market. The NASDAQ Composite Index or the S&P 500 Index is the benchmark index of the U.S. market.	Ratings		Definitions
	Company Ratings	BUY	Stock return is expected to outperform the benchmark index by more than 20%;
		ACCUMULATE	Stock relative performance is expected to range between 5% and 20%;
		HOLD	Stock relative performance is expected to range between -10% and 5%;
		SELL	Stock return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%;
		NOT RATED	No clear view of the stock relative performance over the next 6 months.
	Sector Ratings	POSITIVE	Overall sector return is expected to outperform the benchmark index by more than 10%;
		NEUTRAL	Overall sector expected relative performance ranges between -10% and 10%;
		CAUTIOUS	Overall sector return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%.

General Disclaimer

Minmetals Securities Co., Ltd. (or "the company") is licensed to carry on securities investment advisory business by the China Securities Regulatory Commission. The Company will not deem any person as its client notwithstanding his/her receipt of this report. The report is issued only under permit of relevant laws and regulations, solely for the purpose of providing information. The report should not be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell, buy or subscribe for securities or other financial instruments. The information presented in the report is under the copyright of the company. Without the written permission of the company, none of the institutions or individuals shall duplicate, copy, or redistribute any part of this report, in any form, to any other institutions or individuals. The party who quotes the report should contact the company directly to request permission, specify the source as Equity Research Department of Minmetals Securities, and should not make any change to the information in a manner contrary to the original intention. The party who re-publishes or forwards the research report or part of the report shall indicate the issuer, the date of issue, and the risk of using the report. Otherwise, the company will reserve its right to taking legal action. If any other institution (or "this institution") redistributes this report, this institution will be solely responsible for its redistribution. The information, opinions, and inferences herein only reflect the judgment of the company on the date of issue. Prices, values as well as the returns of securities or the underlying assets herein may fluctuate. At different periods, the company may issue reports with inconsistent information, opinions, and inferences, and does not guarantee the information contained herein is kept up to date. Meanwhile, the information contained herein is subject to change without any prior notice. Investors should pay attention to the updates or modifications. The analyst wrote the report based on principles of independence, objectivity, fairness, and prudence. Information contained herein was obtained from publicly available sources. However, the company makes no warranty of accuracy or completeness of information, and does not guarantee the information and recommendations contained do not change. The company strives to be objective and fair in the report's content. However, opinions, conclusions, and recommendations herein are only for reference, and do not contain any certain judgments about the changes in the stock price or the market. Under no circumstance shall the information contained or opinions expressed herein form investment recommendations to anyone. The company or analysts have no responsibility for any investment decision based on this report. Neither the company, nor its employees, or affiliates shall guarantee any certain return, share any profits with investors, and be liable to any investors for any losses caused by use of the content herein. The company and its analysts, to the extent of their awareness, have no conflict of interest which is required to be disclosed, or taken restrictive or silent measures by the laws with the stock evaluated or recommended in this report.

Minmetals Securities Co. Ltd. 2019. All rights reserved.

Special Disclaimer

Permitted by laws, Minmetals Securities Co., Ltd. may hold and trade the securities of companies mentioned herein, and may provide or seek to provide investment banking, financial consulting, financial products, and other financial services for these companies. Therefore, investors should be aware that Minmetals Securities Co., Ltd. or other related parties may have potential conflicts of interest which may affect the objectivity of the report. Investors should not make investment decisions solely based on this report.

Contact us

Shanghai

Address: Room 2208, 22F, Block A, Eton Place, No.69 Dongfang Road, Pudong New District, Shanghai
 Postcode: 200120

Shenzhen

Address: 23F, Minmetals Financial Center, 3165 Binhai Avenue, Nanshan District, Shenzhen
 Postcode: 518035

Beijing

Address: Room 603, 4F, No.9 Shoutinan Road, Haidian District, Beijing
 Postcode: 100037