

饮料乳品行业点评报告

2021&2022Q1 乳制品业绩总结：行业高景气，龙头恒强，2022Q1 迎开门红

增持（首次）

2022 年 05 月 04 日

证券分析师 汤军

执业证书：S0600517050001

021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

研究助理 宋小雯

执业证书：S0600121070062

songxw@dwzq.com.cn

投资要点

■ **后疫情时代，乳品行业高景气。**疫后乳制品需求刚性稳定，2021 年我国液态乳品销售额同增 4.4%，渗透率为 99.6%。消费者健康意识提升，人均奶类消费量提升至 14.4 公斤（yoy+10.8%），空间仍大。2021 年常温/低温乳品销售额分别同比+7.7%/-6.1%，常温奶量价齐升，低温奶渗透率下滑明显。

■ **龙头恒强，产品结构升级为主旋律。**

2021 顺利收官，2022Q1 迎开门红。2021 年，伊利/蒙牛/光明/新乳业营收分别增长 14.2%/15.9%/15.8%/32.9%。其中，伊利/光明的收入目标完成率为 103.4%/108.2%。伊利/蒙牛/新乳业的归母净利润分别增长 22.98%/42.57%/15.23%，光明在成本上涨压力下归母净利同比下滑 2.6%。

2022Q1，伊利归母净利率达 11.3%，实现新高；光明积极投入品牌建设，业绩端表现优于收入端；新乳业优化产品结构，归母净利增速达 48.7%。合并看 2021Q4+2022Q1，2022 年春节备货较早，乳企调整费用节奏。2021Q4+2022Q1 伊利/光明/新乳业归母净利润同比+10.2%/+11.3%/-13.3%。

原奶价格处高位，全国乳企毛利率显著高于区域乳企。2021 全年原奶价格始终高于 4.25 元/公斤，乳企面临成本压力明显。2022Q1，原奶价格 4.22 元/公斤，仍处高位但已环比 2021Q4 下降 1.7%，我们预计 2022 年全年原奶价格上涨压力将趋于缓和。还原会计准则调整因素，龙头乳企毛利率显著高于区域乳企。2021H2，伊利/蒙牛毛利率为 35.3%/35.1%；光明/新乳业毛利率为 19.3%/23.3%。

龙头乳企品类结构显著优化，龙头战略分化。2021 年伊利正式步入千亿阵营，金典有机稳固有机白奶第一品牌；常温酸奶持续创新，高端新品逐步成为安慕希增长的核心驱动。金冠领升级配方，同时赋能澳优协同发展。2021 年蒙牛常温业务收入连续 5 年双位数强劲增长，特仑苏收入增速达 32.8%。每日鲜语收入同增 80%。**区域乳企利用低温优势，持续差异化创新。**光明加强鲜奶新品开发，冷饮提出“一城一物”战略。新乳业在鲜奶领域推动高端化升级，在功能型、控糖等细分赛道取得突破。

提升费用投放效率，2022Q1 毛销差环比改善。伊利四季度销售费用率上升主因冬奥会品宣活动增加。2022Q1 销售费用率 18.1%（yoy+1.2pct）。蒙牛优化费用投放效率，2021H1/H2 销售费用率同比-2.56/-0.98pct。光明 2022Q1 销售费用率 13.3%（yoy+0.77pct），通过冠名纪录片节目加速品牌建设。新乳业 2022Q1 销售费用率 14.6%（yoy-0.64pct），与春节错期相关。2022Q1 原奶价格趋于平稳，乳企毛销差环比普遍改善。

龙头乳企盈利能力强，2022Q1 区域乳企净利率同比提升。2021H1/H2 伊利实现归母净利率 9.42%/6.25%，蒙牛实现归母净利率 6.42%/4.92%，疫情下展现出较强的抗风险能力。2022Q1 光明/新乳业的归母净利率分别同比提升 0.86/0.42pct。

■ **投资要点：**本轮疫情主要影响物流运输，终端需求逆势坚挺。相比全国性乳企，华东区域营收占比更大的区域性乳企将受到更大影响。伊利、蒙牛战略分化，行业竞争格局优化，费用率收缩。叠加 2022 年成本压力趋缓，龙头将持续升级产品结构提升盈利水平，推荐**伊利股份**，建议关注**蒙牛乳业**。

■ **风险提示：**宏观环境不及预期、疫情影响反复、物流运输受阻、原奶成本压力、食品安全问题

行业走势



相关研究

内容目录

1. 后疫情时代，乳品行业需求高景气	4
2. 龙头恒强，产品结构升级为主旋律	5
2.1. 2021 顺利收官，2022Q1 迎开门红	5
2.2. 原奶价格有所回落，乳企持续推进产品结构升级	6
2.2.1. 原奶价格处高位，全国乳企毛利率显著高于区域乳企	6
2.2.2. 龙头乳企品类结构显著优化，伊利、蒙牛战略分化	7
2.2.3. 区域乳企充分利用低温优势，持续差异化创新	8
2.3. 提升费用投放效率，2022Q1 毛销差环比改善	9
2.4. 龙头与区域乳企净利率表现分化	10
3. 疫情影响：需求仍呈韧性，物流运输受阻	11
4. 投资要点	11
5. 风险提示	12

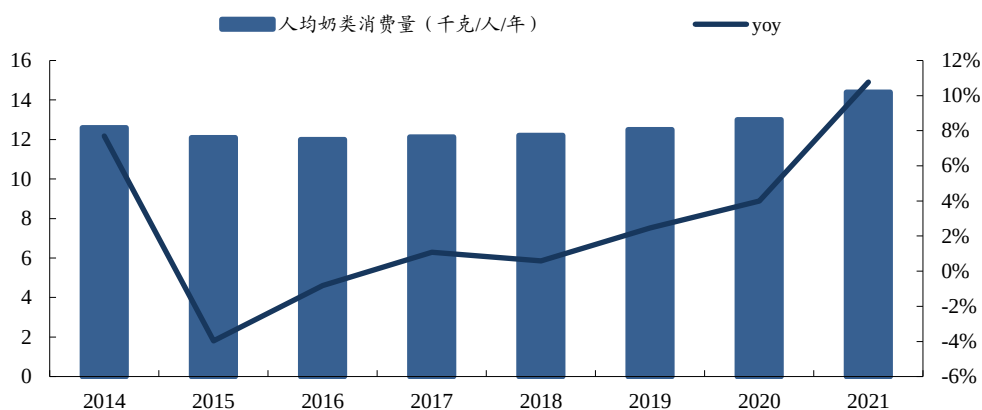
图表目录

图 1:	2014-2021 年人均奶类消费量及增速	4
图 2:	2014-2021 年牛奶产量及增速	4
图 3:	2021 年常温乳品销售额同增 7.7%	5
图 4:	2021 年低温乳品销售额同比下滑 6.1%	5
图 5:	2021 年乳企收入增速	5
图 6:	2021 年乳企归母净利增速	5
图 7:	2019 年以来原奶价格走势	7
图 8:	各乳企半年度毛利率	7
图 9:	2021 年伊利各业务收入占比	7
图 10:	2021 年蒙牛各业务收入占比	7
图 11:	伊利品牌布局	8
图 12:	蒙牛新品特仑苏沙漠有机	8
图 13:	2021 年光明各业务收入占比	8
图 14:	2021 年新乳业各业务收入占比	8
图 15:	光明 2021 年新品致优 A2-酪蛋白鲜牛奶	9
图 16:	新乳业 2021 年新品 24 小时铂金全优乳	9
图 17:	各乳企毛销差	10
图 18:	伊利、光明经销商数量 (单位: 个)	10
图 19:	乳制品上市公司归母净利率	11
表 1:	乳企单季度收入及归母净利增速	6
表 2:	乳企 20Q4+21Q1、21Q4+22Q1 收入及归母净利润	6
表 3:	乳企销售费用率	9
表 4:	2021 年各乳企华东区域营收占比	11

1. 后疫情时代，乳品行业需求高景气

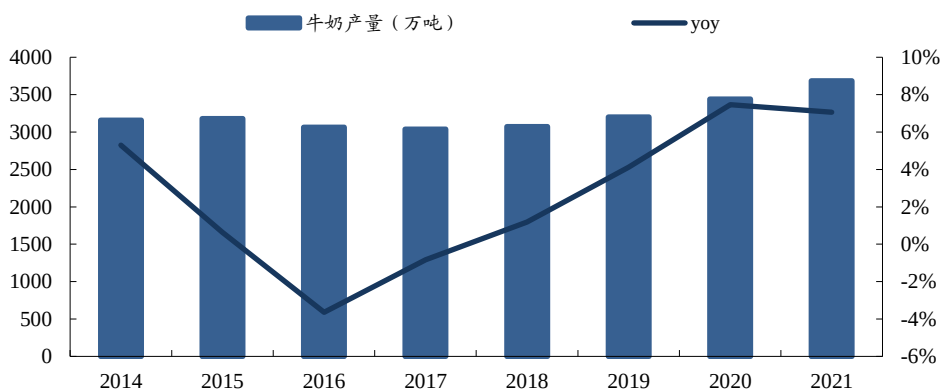
疫情后乳制品需求旺盛，人均奶类消费量持续提升。疫情重塑人们的健康意识，乳制品需求表现出刚性稳定的特点。据凯度消费者指数，2021 年我国液态乳品整体销售额同比增长 4.4%，渗透率为 99.6%。伴随消费意识提升及乳企持续渠道下沉，人均奶类消费量提升至 14.4 公斤（yoy+10.8%），仍存在较大的提升空间。2021 年，我国牛奶产量稳定增长至 3683 万吨（yoy+7.1%）；

图1：2014-2021 年人均奶类消费量及增速



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

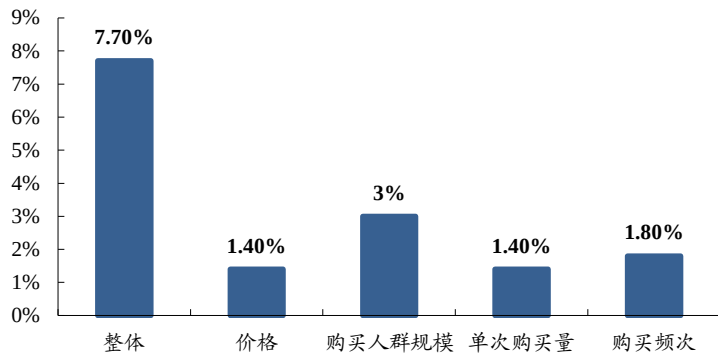
图2：2014-2021 年牛奶产量及增速



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

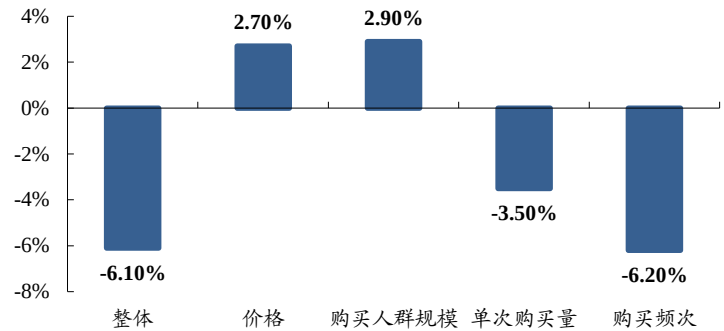
分品类看，常温液态奶持续增长，低温乳品渗透率下滑。2021 年常温乳品销售额同比增长 7.7%，高于液态乳品整体水平。其中，单价/购买人群/单次购买量/购买频次分别增长 1.4%/3%/1.4%/1.8%，量价齐升。2021 年低温乳品单价提升和城镇化带来的购买人群增加对低温乳品分别有 2.7% 和 2.9% 的正贡献，但单次购买量和购买频次同比下滑 3.5% 和 6.2%，整体销售额仍下滑 6.1%。

图3: 2021 年常温乳品销售额同增 7.7%



数据来源: 凯度, 东吴证券研究所

图4: 2021 年低温乳品销售额同比下滑 6.1%



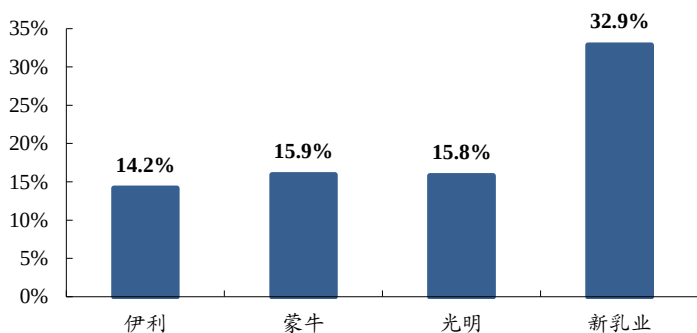
数据来源: 凯度, 东吴证券研究所

2. 龙头恒强, 产品结构升级为主旋律

2.1. 2021 顺利收官, 2022Q1 迎开门红

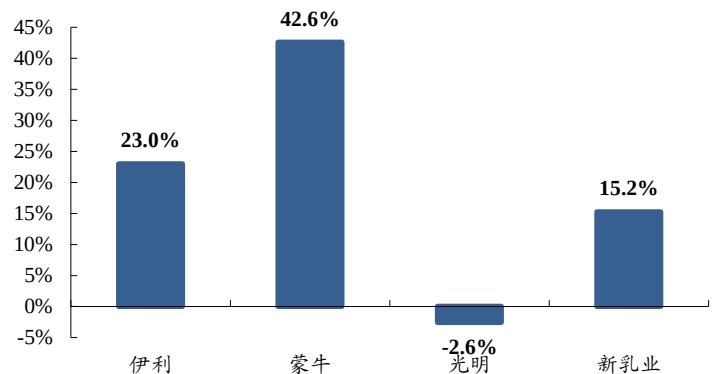
2021 年乳企顺利完成经营目标, 龙头业绩稳健。2021 年, 伊利/蒙牛/光明/新乳业分别实现营收增长 14.2%/15.9%/15.8%/32.9%。其中, 伊利/光明的收入目标完成率为 103.4%/108.2%。2021 年, 伊利/蒙牛/新乳业的归母净利润分别增长 22.98%/42.57%/15.23%, 光明在成本上涨压力下归母净利同比下滑 2.6%。

图5: 2021 年乳企收入增速



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图6: 2021 年乳企归母净利增速



数据来源: wind, 东吴证券研究所

2022Q1 实现开门红, 2021Q4+2022Q1 反映春节错期影响及费用投放节奏。伊利 2022Q1 收入/归母净利增速为 13.5%/24.3%, 归母净利率达 11.3%, 实现新高。光明积极投入品牌建设, 业绩端表现优于收入端, 2022Q1 归母净利润同增 65.9%, 归母净利率 2.29%。新乳业优化产品结构, 2022Q1 收入/归母净利增速为 15%/48.7%。合并看 2021Q4+2022Q1, 2022 年春节备货较 2021 年更早, 乳企相应调整费用投放节奏。2021Q4+2022Q1, 伊利/光明归母净利润同比 20Q4+21Q1 分别增长 10.2%/11.3%, 其中

伊利与冬奥会费用投放有关。新乳业 2021Q4+2022Q1 归母净利同比下滑 13.3%。

表1: 乳企单季度收入及归母净利增速

	收入增速					归母净利润增速				
	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1
伊利股份	32.5%	8.4%	8.6%	10.7%	13.5%	147.7%	-3.9%	14.6%	-27.8%	24.3%
光明乳业	36.1%	3.7%	18.3%	9.6%	3.7%	28.6%	-31.6%	55.9%	-16.3%	65.9%
新乳业	90.9%	53.4%	11.1%	10.8%	15.0%	210.5%	13.4%	1.2%	-34.4%	48.7%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表2: 乳企 20Q4+21Q1、21Q4+22Q1 收入及归母净利润

	收入 (单位: 亿元)			归母净利润 (单位: 亿元)		
	2020Q4+2021Q1	2021Q4+2022Q1	YOY	2020Q4+2021Q1	2021Q4+2022Q1	YOY
伊利股份	504.8	566.4	12.2%	38.8	42.8	10.2%
光明乳业	134.8	144.0	6.8%	2.8	3.1	11.3%
新乳业	41.1	46.3	12.9%	1.1	1.0	-13.3%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

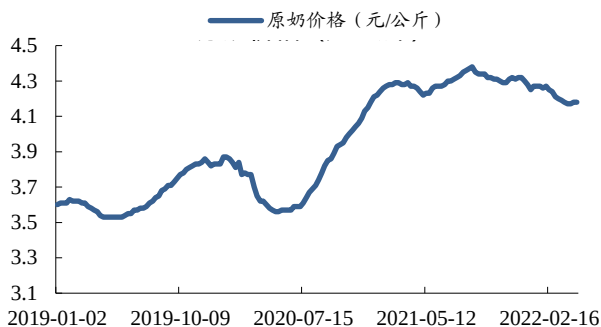
2.2. 原奶价格有所回落, 乳企持续推进产品结构升级

2.2.1. 原奶价格处高位, 全国乳企毛利率显著高于区域乳企

原奶价格仍处高位但上涨压力趋缓。2021 全年, 原奶价格均高于 4.25 元/公斤, 乳企面临成本压力明显。2022Q1, 原奶价格 4.22 元/公斤, 仍处高位但已环比 2021Q4 下降 1.7%, 我们预计 2022 年全年原奶价格上涨压力将趋于缓和。

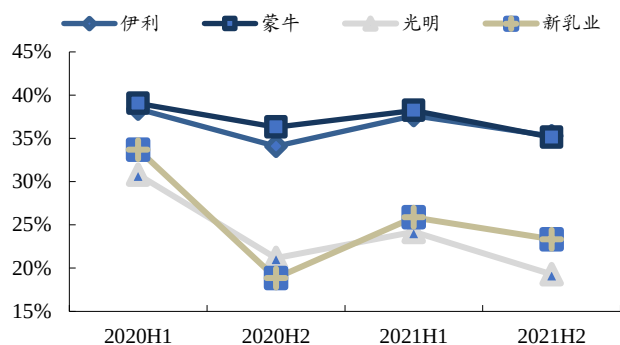
全国乳企毛利率显著高于区域乳企。受会计准则调整影响, 部分乳企将运输成本调整至营业成本计量。我们将会计准则调整因素还原, 龙头乳企毛利率显著高于区域乳企, 2021H2 毛利率普遍低于 2021H1。2021H2, 伊利/蒙牛的毛利率分别为 35.3%/35.1%; 光明/新乳业的毛利率分别为 19.3%/23.3%。龙头通过提价、产品结构优化、提高费用投放效率等多举措应对奶价上涨压力, 光明持续推进产品创新与品牌建设刺激盈利增长, 新乳业以产品结构升级及提升内部管理效率, 带动全年毛利率稳中有升。

图7：2019年以来原奶价格走势



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：各乳企半年度毛利率



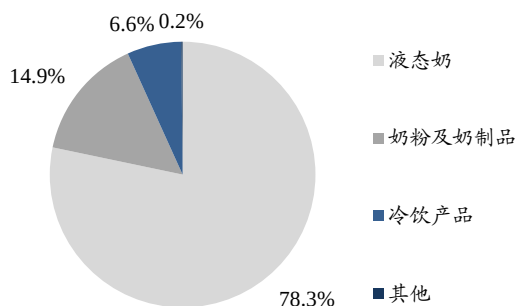
数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.2.2. 龙头乳企品类结构显著优化，伊利、蒙牛战略分化

伊利夯实常温液奶领导者地位，奶粉业务取得新突破。2021年伊利正式步入千亿阵营，常温业务结构持续优化，金典有机稳固有机白奶第一品牌。常温酸奶持续创新，推出AMX无蔗糖系列，高端新品逐步成为安慕希增长的核心驱动。奶粉业务方面，金冠领升级配方，同时赋能澳优，在婴配奶粉、羊奶粉方面协同发展。2022Q1液态奶收入增长7.0%，基础白奶、金典收入实现双位数增长，4月起澳优将纳入合并报表。

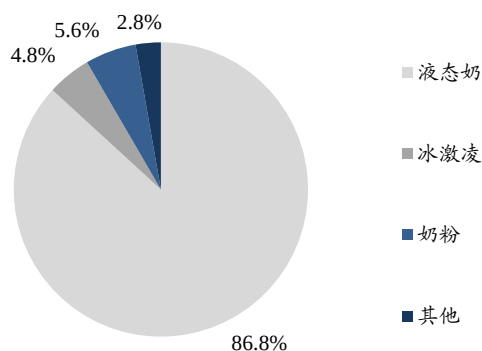
蒙牛持续推动高端奶升级，新业务表现亮眼。分品类看，2021年蒙牛常温业务收入连续5年双位数强劲增长，特仑苏收入增速达32.8%，发力高端新品特仑苏沙漠有机。每日鲜语收入增长达80%，数字化供应链建设与产品创新助力蒙牛夯实高端鲜奶第一品牌地位。奶酪业务方面，竞争格局优化，妙可蓝多已稳固龙头地位，发力常温奶酪棒。

图9：2021年伊利各业务收入占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图10：2021年蒙牛各业务收入占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图11: 伊利品牌布局



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图12: 蒙牛新品特仑苏沙漠有机



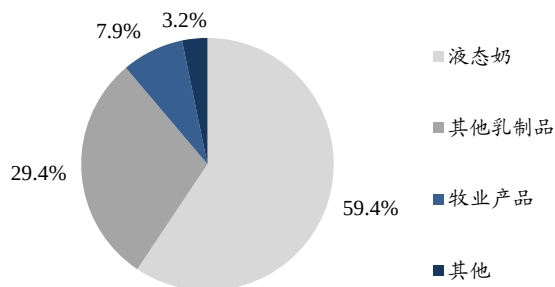
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2.2.3. 区域乳企充分利用低温优势, 持续差异化创新

光明加强新品开发。2021年光明推出致优A2 β -酪蛋白鲜牛奶、0蔗糖如实饮用型系列产品等新品。冷饮提出“一城一物”产品战略, 引入各地优质物产作为原料, 打造高品质创新冰品。优倍鲜奶冰淇淋龙井茶风味及以仙居杨梅为原料的“一支杨梅”棒冰等新品, 广受好评。

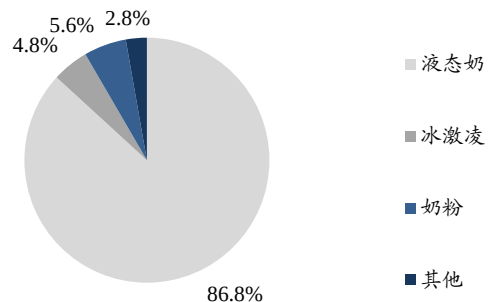
新乳业推动高端化升级, 强调“鲜”价值。低温鲜奶领域, 新乳业推出“唯品”有机牛乳、“唯品”娟姗牛乳、今日鲜奶铺、A2鲜牛乳等新品。低温酸奶领域, 新乳业推新冰激凌酸奶、布丁酸奶、活润代餐(大杯)酸奶、奶啤等多个产品, 在功能型、控糖细分等赛道取得突破。公司致力打造矩阵式品牌架构, 强化品牌“鲜”价值。

图13: 2021年光明各业务收入占比



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图14: 2021年新乳业各业务收入占比



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图15: 光明 2021 年新品致优 A2-酪蛋白鲜牛奶



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图16: 新乳业 2021 年新品 24 小时铂金全优乳



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2.3. 提升费用投放效率, 2022Q1 毛销差环比改善

乳企促销折扣同比收缩, 费用率环比下降。受原奶成本上行与疫情反复影响, 乳企促销趋缓, 进一步提高销售费用投放效率, 行业竞争保持理性。还原会计调整因素后, 伊利 2021 年销售费用率为 22.05% (yoy-0.18pct), 四季度销售费用率上升主因冬奥会品宣活动增加所致。考虑口径调整后, 2022Q1 销售费用率 18.1% (yoy+1.2pct)。蒙牛减少促销活动投入, 优化费用投放效率, 2021H1/H2 销售费用率分别同比下降 2.56/0.98pct。光明 2021H2 销售费用率明显低于上半年。2022Q1 销售费用率为 13.3% (yoy+0.77pct), 公司通过冠名赞助《走出荣耀》等纪录片节目, 加速品牌建设。新乳业 2021Q2 后费用投放更加合理。2022Q1 销售费用率为 14.6% (yoy-0.64pct), 与春节错期相关。

表3: 乳企销售费用率

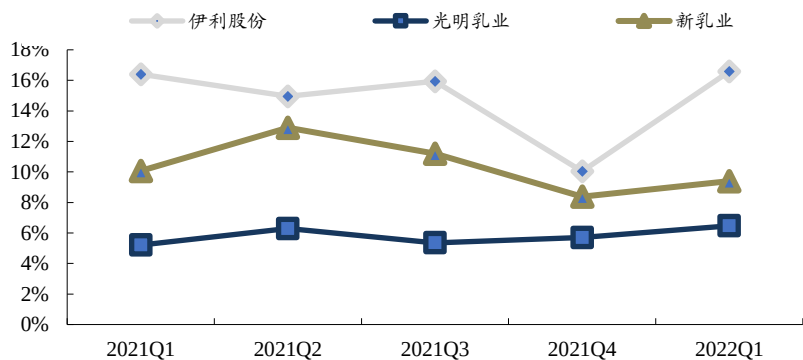
	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1
伊利股份	21.5%	22.4%	20.0%	24.5%	18.1%
光明乳业	17.3%	19.5%	15.8%	11.5%	13.3%
新乳业	15.2%	13.5%	13.3%	13.7%	14.6%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 2021 年伊利、光明销售费用率还原, 2022Q1 未还原

2022Q1 毛销差环比改善。2021Q4 乳企毛销差受春节促销影响有所震荡, 2022Q1 在原奶价格趋于平稳, 双寡头竞争格局逐步优化背景下, 乳企毛销差环比普遍改善。2022Q2 疫情反弹, 费用投放减少, 我们预计毛销差将短暂有所提升。

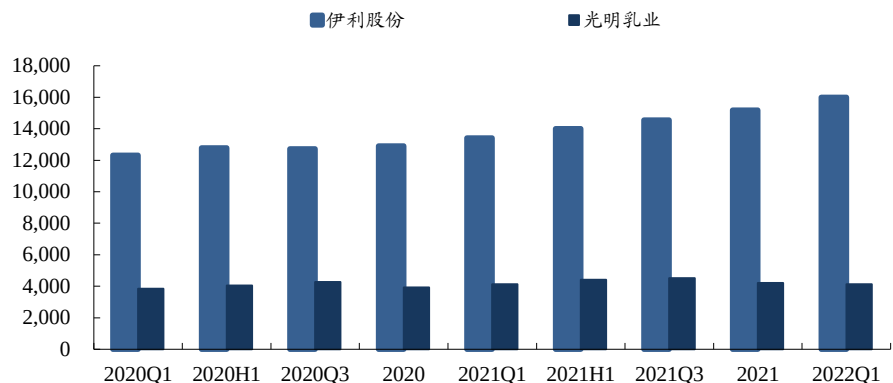
图17: 各乳企毛销差



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

渠道下沉助力行业渗透率提升。伊利截至 2022Q1 经销商数量提升至 15995 个, 常温乳品市场渗透率同比提升 0.7pct, 地级市/县级市渗透率分别+0.6pct/+1.2pct。蒙牛截至 2021 年底覆盖的农村售点数超 60 万家。光明整合销售模式, 关闭部分低毛利渠道, 截至 2022Q1 经销商数量为 4121 个, 较 2021 年底环比减少 83 个。

图18: 伊利、光明经销商数量 (单位: 个)

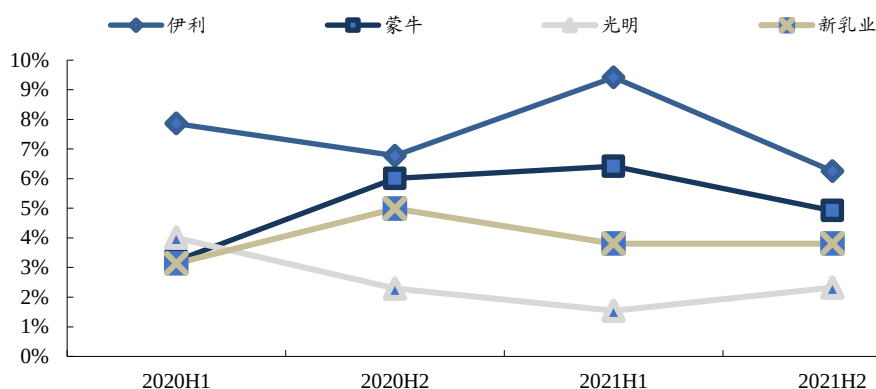


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2.4. 龙头与区域乳企净利率表现分化

龙头乳企盈利能力强, 2022Q1 区域乳企净利率同比提升。伊利/蒙牛的归母净利率明显高于区域性乳企。2021H1/H2 伊利实现归母净利率 9.42%/6.25%, 蒙牛实现归母净利率 6.42%/4.92%。疫情下龙头展现出较强的抗风险能力, 乳制品板块竞争格局优化, 龙头将持续升级产品结构提升盈利水平。2022Q1 光明/新乳业的归母净利率分别同比提升 0.86/0.42pct。

图19: 乳制品上市公司归母净利率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3. 疫情影响: 需求仍呈韧性, 物流运输受阻

2022年3月以来疫情主要影响物流运输, 乳企发力社区团购等渠道, 库存相对良性。需求端, 疫后基础白奶营养价值受到重视, 提速明显; 而低温鲜奶受限于物流与保质期, 短期疫情下增速有所放缓。供给端, 2020年疫情于春节期间爆发, 送礼需求受直接冲击, 前期渠道备货充分, 去库存成疫后主要任务, 龙头适当加大促销力度。而3月以来的疫情主要导致多地封控政策严格, 上海等城市物流运输系统受到影响, 乳企纷纷发力社区团购、美团优选等到家业务渠道保证供应。据渠道反馈, 伊利、蒙牛3月库存环比有所增加但仍呈相对良性。分区域看, 华东疫情较为严重, 2021年光明在上海地区的营收占比为27.6%, 新乳业在华东地区的营收占比为24.4%, 相比全国性乳企将受到更大的影响。

表4: 2021年各乳企华东区域营收占比

公司	华东营收占比
伊利股份	17.60%
蒙牛乳业	12-13%
光明乳业	27.6% (上海)
新乳业	24.40%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

注: 蒙牛数据为预计数

4. 投资要点

投资要点: 乳制品必选属性强, 龙头盈利确定性较强。疫情下乳制品终端需求逆势坚挺, 供应端受损短期影响动销, 但龙头展现出较强的抗风险能力。伊利、蒙牛战略分化下, 乳制品板块竞争格局优化, 终端费用率收缩。叠加2022年成本压力趋缓, 龙头将持续升级产品结构提升盈利水平, 推荐伊利股份, 建议关注蒙牛乳业。

5. 风险提示

宏观环境不及预期、疫情影响反复、物流运输受阻、原奶成本压力、食品安全问题

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>