

经济双循环 乳业新阶段

2020年乳业产业研究报告



安信证券食品饮料团队 证券日报网食品频道 联合发布

经济双循环，乳业新阶段

——2020 乳业产业研究报告

主要观点：高阶化和差异化趋势更明显

■乳业从需求和竞争两方面均进入新阶段，集中度仍在提升。需求方面，疫情加速教育消费者，提升了刚性需求比例，饮奶习惯得到加强和保持，高线城市消费升级延续，巴氏奶等各主要品类升级态势明显，高阶化既是对产品价值的深度挖掘，也是顺应居民消费品质提升，由此亦带来相对较为稳定的增量；低线城市和县乡市场渗透率提升，消费习惯养成和消费频次提升仍是最近几年以及未来中长期乳业增长的重要支撑。以液体奶为核心的竞争层面，“2（伊利蒙牛）+2（光明三元新乳业）+n”格局向“1（伊利）+1（蒙牛）+3（新乳业光明君乐宝）+n”转变，双寡头格局因蒙牛出售君乐宝后营收规模差距拉大而发生变化，竞争更趋差异化，例如蒙牛公开战略上寻求在低温奶、奶粉、奶酪以及国际化方面更快的突破。由于奶牛存栏数走低，2018 年 Q2 以来原奶价格总体缓慢上行，规模化生产和单产提升使得原奶供需保持紧平衡，疫情过后需求提振将使得原奶继续保持紧平衡，并且加剧龙头企业上游投入，未来长保质期（超巴技术）低温奶将成为原奶消耗重要增量。

■乳制品规模持续增长，饮用奶消费占比最高，高阶乳品前景看好，主要龙头的产品策略有所差异。2019 年我国乳制品销售额 4,179 亿元，同比增 5.5%，过去 10 年复合增速 9.2%。消费结构当中饮用奶占主导，还原原奶口径，2018 年销量占比 63.3%，其次酸奶、芝士，占比 34.8%、1.8%，过去 10 年饮用奶、酸奶、芝士销量复合增速 3.1%、13.0%、18.3%，酸奶、芝士的占比明显提升，饮用奶销量占比下降，消费结构朝向均衡方向。**驱动因素：1）城镇化：**2018 年我国城镇居民人均奶类消费量 16.53 千克，是农村居民的 2.4 倍，县乡市场乳制品消费量提升空间大；**2）消费升级带来的产品结构升级：**随着经济增长居民消费水平提升，消费者需求趋向个性化、多样化，满足更好品质更高营养需求、以及其他细分需求的乳制品取得更高增速；**3）高阶乳品均衡发展的条件更加成熟：**例如奶酪、黄油等消费量增加。

■细分赛道各有强者，龙头综合竞争力优。常温液态奶竞争格局稳固，龙头市占率持续提升。2019 年常温白奶规模约 975 亿元，同比增 5.4%，规模在乳制品行业中占比最大，但是增速相对较低。常温液态奶比拼的是渠道力、品牌力，以及上游奶源掌控力，龙头企业相较于区域性乳企而言，有更强的渠道广度和深度，以及更强的市场投入，拥有压倒性优势，近年乳业两强的市占率持续提升，在今年疫情后提升明显。常温酸奶情形类似于常温白奶。低温酸奶相较于常温白奶有更多差异化和高端化空间：1）酸奶的菌种存在差异性，决定了满足功能性需求的差异，例如消化、美容、减肥等；2）通过消费场景、口味、品质打造差异化。近几年低温酸奶新品牌层出不穷，例如简爱、卡士等，受益于社会冷链设施的完善，近年行业销量保持较快增速，行业综合排名前三乳企的低温酸奶份额亦保持领先。巴氏奶符合消费趋势，增长稳健，前景看好。受益于消费者乳品认知和健康意识加强、社会冷链设施完善、国内和国际大型乳企的消费者教育，巴氏奶近几年规模加速，2019 年巴氏奶规模 343 亿元，同比增 11.6%，仍处成长期。巴氏奶对供应链要求极高、近距离牧场资源稀缺，构筑较高的进入壁垒，区域巴氏奶竞争格局优于常温白奶与低温酸奶。奶酪位于乳业消费金字塔的顶端，国内消费基础已具备。奶酪营养附加值高，位于乳品营养价值链顶端，也位于乳品消费金字塔顶端。国内乳制品消费总量增速放缓，结构升级成为乳品发展主旋律，奶酪消费前景看好。2019 年我国奶酪市场规模（零售额

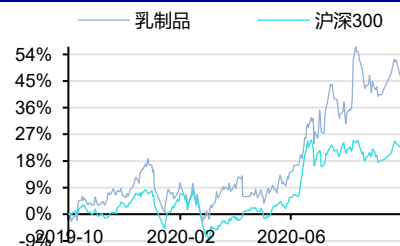
行业深度分析

证券研究报告

投资评级 **领先大市-A**
维持评级

首选股票	目标价	评级
600887 伊利股份	43.00	买入-A
600597 光明乳业	25.55	买入-A
002946 新乳业	26.09	买入-B
600882 妙可蓝多	50.00	买入-A

行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-1.98	0.64	-26.75
绝对收益	0.19	2.82	-3.24

苏铖 分析师

SAC 执业证书编号：S1450515040001
sucheng@essence.com.cn
021-35082778

徐哲琪 分析师

SAC 执业证书编号：S1450519100001
xuzq1@essence.com.cn

相关报告

低温乳制品系列报告——巴氏奶消费风起
正当时 2020-05-27

口径) 达 72.05 亿元, 同比增 24.0%, 目前奶酪消费在餐饮端已经稳步渗透, 零售端产品形态日趋丰富, 随着儿童奶酪的培育成熟, 零售渠道下沉加快, 奶酪整体消费有加快态势。零售奶酪方面领导品牌有百吉福、妙可蓝多等, 伊利股份等加快布局。

■**乳业生态多样化长期存在, 双循环背景下更重视国内消费市场的深度挖掘。**伊利股份: 竞争优势在于管理、渠道、上游资源和规模经济; 2020 年初的疫情以来, 伊利抢占渠道资源, 实现市占率持续提升, 长期看点在于产品结构升级、渠道下沉、以及多元化和全球化; 光明乳业: 巴氏奶龙头, 供应链护城河深厚, 有望保持高于巴氏奶行业的增长, 同时随着区域精耕, 净利率也有提升空间; 新乳业: 管理水平优异, 并购整合能力极强, 通过资源整合、管理输出提升盈利能力。前期收购的资产正跨越盈亏平衡点, 利润释放弹性大; 妙可蓝多: 奶酪行业具备蓝海属性, 公司先发优势明显。

■**风险提示**: 原奶上行周期成本上压力加大; 两强价格/促销竞争有周期性加剧的风险; 高阶品类扩张成长不及预期; 巴氏奶有竞争加剧可能风险; 常温酸奶增长严重放缓风险。

内容目录

1. 序言：乳业进入新阶段，集中度仍持续提升	8
2. 上游：国内原奶供需紧平衡，奶价和国际联动加强	8
2.1. 供给：国内奶牛存栏数高位回落，未来预期缓步恢复	8
2.2. 需求：三四线城市仍有很大提升空间	11
2.3. 国际原奶供需概览	13
2.4. 2018 年 Q2 以来奶价总体上行，疫后国际奶价传导加强	18
2.5. 国内奶价由高端奶+巴氏奶而非整体需求决定	19
3. 乳业规模成长放缓，结构稳步升级	20
3.1. 乳制品规模持续增长，饮用奶占主导	20
3.2. 驱动因素：城镇化、产品结构升级、品类扩张	21
3.3. 乳业发展主要阶段回顾	22
3.3.1. 早期：政策变化驱使上游供给迅速增加，乳品消费得以快速普及	22
3.3.2. 爆发阶段：利乐包装扩大消费场景，行业步入黄金十年	23
3.3.3. 结构优化阶段：乳业进入结构升级阶段，龙头份额扩张	24
3.3.4. 调整蓄势阶段：2014-16 年行业增速明显回落为宏观微观共同作用结果	26
3.3.5. 2017 年至今：经济回暖、产品结构持续升级	27
4. 品类分析：高阶乳品快速成长	28
4.1. 常温液态奶竞争格局稳固，产品结构升级是主旋律	28
4.2. 低温酸奶更易差异化、高端化	30
4.3. 低温白奶近几年加速、壁垒较高	31
4.4. 奶酪位于乳业消费金字塔的顶端，国内消费基础已具备	33
5. 集中度提升趋势明显，中小企业出路在细分和创新	35
5.1. 竞争格局从“2+2+n”向“1+1+3+n”转变	35
5.2. 两强的战略开始出现分化	36
5.3. 巴氏奶头部少数企业份额扩张，总体盈利能力一般	37
5.4. 常温奶整体增长放缓，中小企业更加边缘化	38
5.5. 细分+创新成为小企业突围核心	39
6. 公司分析	40
6.1. 伊利股份：领先恢复，龙头投资价值凸显	40
6.2. 光明乳业：经营目标升级，新鲜战略领导者	43
6.3. 新乳业：管理能力优秀，并购整合逐步全国化	45
6.4. 妙可蓝多：加速渠道下沉与品牌建设，引爆儿童奶酪零售市场	47
7. 风险提示	49

图表目录

图 1：奶牛单产与养殖规模正相关	9
图 2：中国奶牛单产远远落后于西方成熟国家	9
图 3：2016-2019 年我国奶牛存栏数持续下滑	9
图 4：牛肉价格坚挺以及短缺肉牛，奶牛场愿意淘汰奶牛	9
图 5：散养农户加速退出，规模化养殖比例不断提升	9
图 6：疫情下需求疲软生鲜乳价格短期下跌至较低水平	9
图 7：21 世纪以来我国人均收入水平保持较快提升	11
图 8：乳制品消费量近年来增长放缓	11

图 9: 中国液体奶消费已经达到较高水平.....	12
图 10: 经济发达地区乳制品人均消费也相应较高.....	12
图 11: 城镇人均乳制品购买量达农村三倍之多	12
图 12: 前 5 大牛奶主产国产量共计占比 81% (2019)	13
图 13: 印度液态奶产量及变化.....	13
图 14: 欧盟 27 国液态奶产量及变化	13
图 15: 美国液态奶产量及变化.....	13
图 16: 中国液态奶产量及变化.....	13
图 17: 俄罗斯液态奶产量及变化	13
图 18: 各国液态奶消费量占比 (2019)	14
图 19: 印度液态奶消费量及变化	14
图 20: 欧盟 27 国液态奶消费量及变化.....	14
图 21: 美国液态奶消费量及变化	14
图 22: 中国液态奶消费量及变化	15
图 23: 巴西液态奶消费量及变化	15
图 24: 最近十年国际原奶价格已经历三个完整涨跌周期.....	15
图 25: 2006 年干旱影响了新西兰及澳大利亚产能.....	16
图 26: 2006-2009 年欧盟及美国原奶产量增速放缓.....	16
图 27: 2008 年危机导致全球经济低迷, GDP 增速下降.....	16
图 28: 2008 年经济危机全球原奶需求明显下滑.....	16
图 29: 2008 年全球奶牛存栏数显著下降	16
图 30: 发展中国家乳制品消费增长较快	16
图 31: 2016、2017 年新西兰奶牛存栏同比下滑 0.4、2.7%.....	17
图 32: 欧盟奶牛存栏也持续下滑	17
图 33: 新兴市场, 例如印度, 液态奶消费量增长较快	17
图 34: 中国进口液态奶情况	18
图 35: 中国进口干乳制品情况.....	18
图 36: 中国液态奶主要进口国情况	18
图 37: 中国干乳制品主要进口国情况.....	18
图 38: 2018 年 Q2 开始国内原奶价格步入新一轮上行周期.....	18
图 39: 国内外奶价存在联动效应	19
图 40: 疫情后美国经济低迷	19
图 41: 全球疫情形势仍不容乐观.....	19
图 42: 全球乳制品供应仍在增长	19
图 43: 2019 年我国乳制品销售额 4179 亿元, 同比增 5.5%	20
图 44: 我国饮用奶占主导, 2018 年销量占比 63.3%	20
图 45: 中国乳制品消费结构	20
图 46: 美国乳制品消费结构	20
图 47: 日本乳制品消费结构	20
图 48: 英国乳制品消费结构	20
图 49: 奶酪位于乳业消费金字塔的最顶端.....	21
图 50: 美国、日本、中国城镇及农村人均液奶消费量对比 (千吨)	21
图 51: 城镇及农村居民人均奶类消费量对比.....	21
图 52: 上海地区巴氏奶渗透率达 72%, 显著高于全国的 31%.....	22
图 53: 满足更高营养需求、以及细分需求的产品层出不穷	22

图 54: 近年面向儿童的奶酪棒加速渗透	22
图 55: 20 世纪 80 年代起我国牛奶产量基本保持增加趋势	23
图 56: 我国奶源主要分布于西部及北部	23
图 57: 东部及南部地区人口密度较高	23
图 58: 东部及南部地区人均收入水平更高	24
图 59: 1997 年起液体奶行业整体呈快速增长态势	24
图 60: 液态奶中巴士杀菌乳占比最高 (1999 年)	24
图 61: 超高温灭菌乳迅速反超成为占比最大品种 2004	24
图 62: 2008 年以后进口乳制品高速增长	25
图 63: 进口液态奶占比逐年提升	25
图 64: 2013-2016 年进口液态奶保持快速增长	25
图 65: 2013-2014 年进口大包粉大量增加	25
图 66: 伊利、蒙牛收入增速	25
图 67: 伊利、蒙牛净利润/亏损绝对值	25
图 68: 伊利重点产品收入占比逐年提升	26
图 69: 特仑苏及金典销售收入对比	26
图 70: 单季 GDP 同比增速	26
图 71: 全国公共财政收入及同比增速	26
图 72: 国际主产区原奶产量同比变化值	27
图 73: 国际主产区原奶价格走势	27
图 74: 2012 年-2017 年国内原奶产量及同比数据	27
图 75: 2012 年-2017 年国内原奶价格	27
图 76: 2017 年 GDP 增 6.9%, 实现 2011 年以来首次回升	28
图 77: 伊利单价提升驱动因素拆分	28
图 78: 2019 年常温白奶规模 975 亿元, 同比增 5.4%	28
图 79: 常温白奶规模增速在乳制品行业中相对较低	28
图 80: 伊利蒙牛光明的广告营销费用投入 (亿元)	29
图 81: 伊利蒙牛光明的研发费用投入 (亿元)	29
图 82: 2015-2019 年常温白奶吨价复合增速 4.4%	29
图 83: 2018 年我国常温酸奶市场规模 311 亿元, 同比增 11.9%	30
图 84: 2016 年安慕希收入超过莫斯利安成为常温酸奶龙头	30
图 85: 2018 年低温酸奶行业规模 378 亿元, 同比增 10.9%	31
图 86: 酸奶可通过不同口味、满足不同功能实现差异化	31
图 87: 巴氏奶行业增速高于常温白奶 (单位: 亿元)	31
图 88: 社会冷链设施逐步完善	31
图 89: 国际大型乳企进军国内鲜奶市场	32
图 90: 满足健康需求的低脂以及 50% 脂肪鲜奶增速更快	32
图 91: 新乳业的巴氏奶盈利能力高于低温酸	32
图 92: 华东、华中事业部净利率显著高于其他地区	32
图 93: 奶酪生产工艺概览	33
图 94: 我国目前奶酪消费以再制奶酪为主	34
图 95: 零售渠道以儿童奶酪、零食为切入点	34
图 96: 2019 年我国奶酪消费量为 4.74 万吨, 同比增 23.4%	34
图 97: 我国人均奶酪消费量远低于发达国家	34
图 98: 目前我国奶酪市场由海外企业主导	35

图 99: 当前的液态奶市场中伊利蒙牛是第一梯队, 光明、君乐宝、新乳业等处于第二梯队 (亿元)	35
图 100: 伊利、蒙牛市占率持续提升	38
图 101: 全国乳制品企业数量从 2010 年的 784 家下滑至 2018 年的 587 家	38
图 102: 亏损数量占比从 15 年的 15% 提升至 18 年的 18.8%	39
图 103: 户均销售额持续提升 (亿元/家企业)	39
图 104: 妙可蓝多奶酪棒	39
图 105: 认养一头牛低脂纯牛奶	39
图 106: 公司常温液态奶渗透率以每年 1-2% 增加	41
图 107: 2018 年直控村级网点数量达 60.8 万个	41
图 108: 2020Q1 伊利常温白奶销量下滑幅度小于行业	41
图 109: 2020Q1 伊利常温酸奶销量下滑幅度小于行业	41
图 110: 伊利常温液态奶市占率始终呈螺旋式提升	41
图 111: 伊利的婴幼儿奶粉市占率	41
图 112: 伊利产品生命周期概览	42
图 113: 金典、安慕希通过口味、包装、功能升级, 不断裂变, 延长产品生命周期	42
图 114: 公司不同区域低温净利率差异大, 华北、华南地区净利率有较大提升空间	45
图 115: 2016 年公司华东、华中、华南收入占比 67%、19%、10%	45
图 116: 光明赞助各类赛事, 增强品牌曝光力度, 推广低温产品	45
图 117: 新乳业以西南地区为主, 华北华中收入占比增加	46
图 118: 低温液态奶收入占比提升	46
图 119: 公司收购的标的在收购后实现收入提升	46
图 120: 公司收购的标的在收购后实现净利率提升	46
图 121: 公司历史沿革概览	47
图 122: 妙可蓝多奶酪棒广告在中央一号晚间新闻间歇播出	49
图 123: 上海某小区电梯间的妙可蓝多奶酪棒广告	49
图 124: 妙可蓝多广在线下商超开展产品试吃等活动	49
图 125: 公司积极做社群推广, 联合抖音玩家带货	49
表 1: 国家不断出台相关政策, 扶持规模化养殖	9
表 2: 我国环保政策持续出台	10
表 3: 乳企重新加大上游投资	11
表 4: 食品饮料子行业收入增速比较 (%)	26
表 5: 企业也不断推出新包装、新口味延长产品生命周期	30
表 6: 新乳业 2015 年至今收购标的	36
表 7: 蒙牛近年的战略变化	36
表 8: 从品类、品牌假设、全球布局的角度, 可以看出两强的战略开始分化	37
表 9: 全国主要区域性乳企概览	37
表 10: 福建区域性乳企——龙头增长, 中小企业承压 (万元)	38
表 11: 云南区域性乳企——龙头增长, 中小企业承压 (万元)	38
表 12: 公司估值表 (股价截至 2020 年 10 月 21 日)	40
表 13: 公司历年的渠道策略	40
表 14: 伊利通过全球织网布局全球奶源、工厂、市场, 打造全球供应链	43
表 15: 公司历年战略规划	44
表 16: 光明乳业工厂于牧场布局	44

表 17：新乳业工厂与牧场布局.....	46
表 18：公司主要产品概览.....	47

1. 序言：乳业进入新阶段，集中度仍持续提升

乳业从需求和竞争两方面均进入新阶段，集中度仍在提升。需求方面，疫情加速教育消费者，提升了刚性需求比例，饮奶习惯得到加强和保持，高线城市消费升级延续，巴氏奶等各主要品类升级态势明显，高阶化既是对产品价值的深度挖掘，也是顺应居民消费品质提升，由此亦带来相对较为稳定的增量；低线城市和县乡市场渗透率提升，消费习惯养成和消费频次提升仍是最近几年以及未来中长期乳业增长的重要支撑。以液体奶为核心的竞争层面，“2（伊利蒙牛）+2（光明三元）+n”格局向“1（伊利）+1（蒙牛）+3（新乳业光明君乐宝）+n”转变，双寡头格局因蒙牛出售君乐宝后营收规模差距拉大而发生变化，竞争更趋差异化，例如蒙牛公开战略上寻求在低温奶、奶粉、奶酪以及国际化方面更快的突破。由于奶牛存栏数走低，2018年Q2以来原奶价格总体缓慢上行，规模化生产和单产提升使得原奶供需保持紧平衡，疫情过后需求提振将使得原奶继续保持紧平衡，并且加剧龙头企业上游投入，未来长保质期（超巴技术）低温奶将成为原奶消耗重要增量。蒙牛伊利君乐宝将在超巴技术上加大投入，切入低温市场，除增量消费者外也会分流部分存量巴氏奶消费者，加剧对传统巴士奶企业的竞争。

乳业集中度持续提升。巴氏奶总体企业亏损面较大，头部企业营收增长和盈利表现更好，仍然有持续研发出新、营销推广能力，巴氏奶集中度呈现提高态势，新乳业并购扩张模式也加速了这一情形。常温高端奶头部品牌实现了对区域中小品牌的强力挤压，常温奶份额也持续向头部以伊利蒙牛为核心的企业集中。从市场终端观察看，华东等经济发达区域有部分进口品牌份额，其他区域和低线市场中小品牌能见度很低。常温高端奶增速整体放缓，但头部企业报表表现更好，实际反映了集中度的提升。

2. 上游：国内原奶供需紧平衡，奶价和国际联动加强

2.1. 供给：国内奶牛存栏数高位回落，未来预期缓步恢复

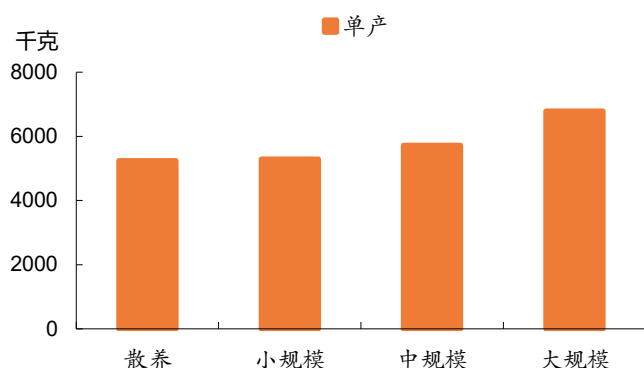
国内奶牛存栏数高位回落。根据 USDA 数据，2016-2019 年我国奶牛存栏数持续下滑，2019 年我国奶牛存栏数 610 万头，相较于 2016 年下滑 27%，主要原因系：1）环保问题以及养殖收益的不稳定性，尤其近年养殖端的低效益和亏损，造成大量存栏 300 头以下的规模化牧场和小区退出；2）牛肉价格坚挺以及短缺肉牛，使奶牛场愿意加快淘汰奶牛。

预计存栏量缓慢恢复，但仍维持较低水平。2018 年起奶价温和回升，奶牛养殖户盈利转好，同时环保影响也趋于减弱，大规模牧场环保达标、现金流充裕，具备扩产动力，推动国内奶牛存栏回升，根据 USDA 预计，2020 年我国奶牛存栏量小幅提升 0.8%。但是我们判断存栏大幅上升可能性不大，1) 随着我国奶牛养殖集中度提升，农户/养殖场更为理性，存栏波动性减小；2) 这次疫情下需求疲软，生鲜乳价格短期下跌至较低水平，再次出清部分抗压能力较弱的中小牧场；3) 成本端上涨，行业门槛提高（饲料成本，环保标准提升后的设备资本开支要求）。

规模化生产和单产仍有提升空间。由于散养农户技术水平较低、原奶品质难以保障，国家也在政策方面鼓励发展规模化养殖，希望能帮助行业进入良性发展通道。2008 年以来，散养牛场数量显著下降，2009-2014 年间累计减少超过 27%，规模以上牧场则稳定增加。截至 2015 年，我国 100 头以上规模养殖比例达到 48.3%，同比提高 3.1 个百分点，比 2008 年提高 28.8 个百分点，但与美国、加拿大、澳大利亚等奶业发达国家相比，中国 100 头以下奶牛存栏比重仍偏高。同时当前我国的奶牛单产水平仍与发达国家存在明显差距，这固然有资源禀赋的因素，但也与我国散养比例高、整体技术水平低有关。未来随着散养农户的进一步退出和规模化养殖的扩大，整体奶牛单产仍有提升空间。

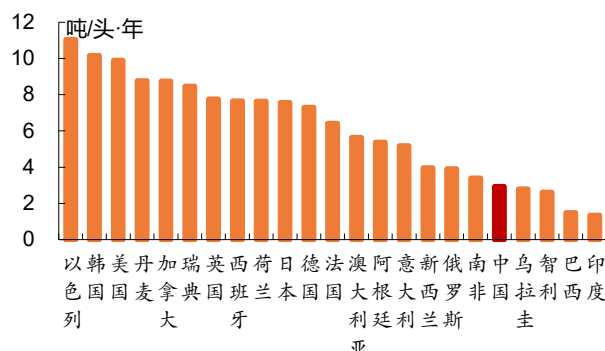
总结国内原奶供给的未来走势，国内奶牛存栏量经历一轮下行周期后预计小幅提升但是仍维持较低水平，但规模化生产与奶牛单产则会继续提升，总体判断 2020 年国内原奶供需仍是紧平衡状态，奶价先抑后扬，下半年明显上涨。

图 1：奶牛单产与养殖规模正相关



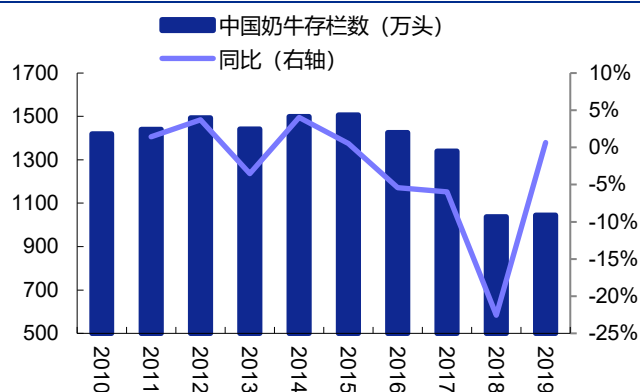
资料来源：全国农产品成本收益资料汇编，安信证券研究中心

图 2：中国奶牛单产远远落后于西方成熟国家



资料来源：中国奶业统计，安信证券研究中心

图 3：2016-2019 年我国奶牛存栏数持续下滑



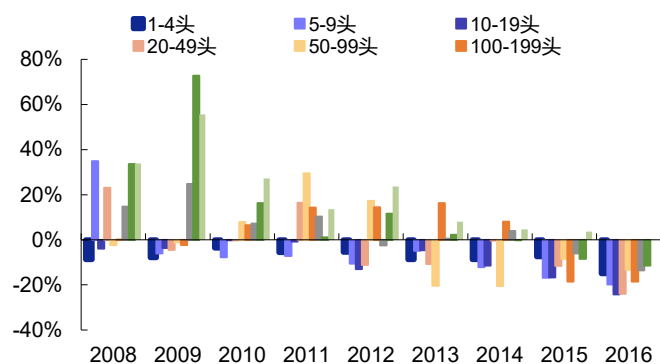
资料来源：中国奶业年鉴，安信证券研究中心

图 4：牛肉价格坚挺以及短缺肉牛，奶牛场愿意淘汰奶牛



资料来源：农业部，安信证券研究中心

图 5：散养农户加速退出，规模化养殖比例不断提升



资料来源：中国奶业统计，安信证券研究中心

图 6：疫情下需求疲软生鲜乳价格短期下跌至较低水平



资料来源：中国奶业统计，安信证券研究中心

表 1：国家不断出台相关政策，扶持规模化养殖

时间	公司	促销情况
2007 年 1 月 26 日	《国务院关于促进畜牧业持续健康发展的意见》	加快推进健康养殖。转变养殖观念，调整养殖模式，创新生产、经营管理制度， 发展规模养殖和畜禽养殖小区 。按照市场需求，加快建立一批标准化、规模化生产示范基地。
2007 年 9 月 27 日	《国务院关于促进奶业持续健康发展的意见》	通过发展规模养殖小区（场）等方式，加快推进养殖环节的规模化、集约化、标准化，逐步解决奶牛养殖规模小而散问题。 农业部门要抓紧制定奶牛规模化养殖标准和规范，

2008 年 11 月 19 日	《奶业整顿和振兴规划纲要》	到 2012 年，奶牛规模养殖的比重要有较大幅度提高。 到 2011 年 10 月底前，在推进养殖规模化、产销一体化等方面取得实质进展 ，力争使奶牛良种覆盖率提高到 60%，奶牛平均单产水平接近 5.5 吨， 100 头以上规模化养殖场（小区）奶牛比重由目前的不足 20% 提高到 30% 左右 。所有奶牛养殖场（小区）要限期执行《奶牛场卫生规范（GB16568）》，力争三年内达标，达不到标准的必须停产整顿。支持奶牛主产区加快现有养殖场（小区）标准化改造和新建标准化规模养殖场（小区） 今年继续安排 30 亿元中央建设投资支持生猪和奶牛标准化规模养殖小区建设 ，促进饲养方式转变，提高畜牧养殖水平
2009 年 5 月 10 日	《国务院关于当前稳定农业发展促进农民增收的意见》	
2010 年 3 月 9 日	《国务院办公厅关于统筹推进新一轮“菜篮子”工程建设的意见》	建设一批符合动物防疫条件及环境保护要求的规模化畜禽养殖场（小区）。继续完善和落实养殖大县扶持政策， 支持建设生猪、奶牛规模养殖场（小区） ，重点加强养殖场（小区）水、电、路等基础设施和畜禽粪便、尸体等畜禽养殖废弃物污染防治以及疫病防控等方面的设施建设，推进畜禽养殖加工一体化。
2011 年 6 月 1 日	《国务院关于促进牧区又好又快发展的若干意见》	促进草原畜牧业从粗放型向质量效益型转变。有步骤地推行草原禁牧休牧轮牧制度，减少天然草原超载牲畜数量，实现草畜平衡。促进草原畜牧业由天然放牧向舍饲、半舍饲转变，实现禁牧不禁养。支持肉牛（羊）标准化养殖小区（场）等建设，提高生产能力和水平。推进适度规模经营，提高草原畜牧业组织化程度。
2012 年 3 月 6 日	《国务院关于支持农业产业化龙头企业发展的意见》	推动规模化集约化发展。 支持龙头企业带动农户发展设施农业和规模养殖，开展多种形式的适度规模经营 ，充分发挥龙头企业示范引领作用。
2013 年 12 月 2 日	《国务院办公厅关于加强农产品质量监管工作的通知》	加强对农业产业化龙头企业、农民合作社、家庭农场等规模化生产经营主体的技术指导和服务 ，充分发挥其开展标准化生产的示范引领作用。
2015 年 2 月 4 日	《农业部关于扎实做好 2015 年农业农村经济工作的意见》	大力发展草食畜牧业，加快推进规模化、集约化、标准化养殖 。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，在冀鲁豫皖等地重点实施基础母牛扩群增量项目。优化草食畜牧业区域布局，北方农牧交错带重点推广农牧户繁育、规模场育肥，传统养牛养羊大省重点发展农牧结合的标准化适度规模养殖
2016 年 1 月 28 日	《2016 年畜牧业工作要点》	持续推进畜禽标准化规模养殖。继续开展畜禽养殖标准化示范创建活动，创建 500 家国家级示范场。加强畜禽标准化规模养殖场建设， 重点加大适度规模养殖扶持力度 。
2017 年 1 月 9 日	《全国奶业发展规划 2016-2020 年》	发展目标中提及 2020 年 100 头以上规模化养殖比例达到 70%，2015 年为 48.3% 。

资料来源：国务院网站，农业部网站，安信证券研究中心整理

表 2：我国环保政策持续出台

时间	政策	有关内容
2015-01	《中华人民共和国环境保护法》	畜禽养殖场、定点屠宰企业等的选址、建设和管理应当符合有关法律、法规规定。从事畜禽养殖和屠宰的单位和个人应当对畜禽粪便、尸体和污水等废弃物进行科学处置。
2015-04	《水污染防治行动计划》	2017 年底前，依法关闭或搬迁禁养区内的畜禽养殖场（小区）和养殖专业户，京津冀、长三角、珠三角等区域提前一年完成；2016 年起，新建、改建、扩建规模化畜禽养殖场（小区）要实施雨污分流、粪便污水资源化利用。
2016-05	《土壤污染防治行动计划》	合理确定畜禽养殖布局和规模；强化畜禽养殖污染防治，严格规范兽药、饲料添加剂的生产和使用；加强畜禽粪便综合利用；到 2020 年，规模化养殖场、养殖小区配套建设废弃物处理设施比例达到 75% 以上。
2016-10	《畜禽养殖禁养区划定技术指南》	指导各地科学划定畜禽养殖禁养区，包括饮用水水源保护区、自然保护区、风景名胜区、城镇居民区和文化教育科学研究区等。地方环保、农牧部门协助做好禁养区内确需关闭或搬迁的已有养殖场关闭或搬迁工作。
2016-11	《“十三五”生态环境保护规划》	重申大力推进畜禽养殖污染防治：划定禁养区；养殖密集区推行粪污集中处理和资源化综合利用；2017 年底前，各地区依法关闭或搬迁禁养区内的畜禽养殖场（小区）和养殖专业户。
2017-06	《国务院关于加快推进畜禽养殖废弃物资源化利用的意见》	到 2020 年，全国畜禽粪污综合利用率达到 75% 以上，规模养殖场粪污处理设施装备配套率达到 95% 以上，大型规模养殖场粪污处理设施装备配套率提前一年达到 100%。
2018-06	《农业农村部关于做好畜禽粪污资源化利用跟踪监测工作的通知》	加强全国畜禽粪污资源化利用情况跟踪监测，动态反映各地畜禽粪污资源化利用基本情况，包括定期监测项目实施进度、监测规模养殖场粪污处理设施配套情况、监测畜禽粪污资源化利用情况等。
2018-09	《农业农村部关于切实做好大型规模养殖场畜禽粪污资源化利用工作的通知》	加快推进大型规模养殖场畜禽粪污资源化利用，确保 2019 年大型规模养殖场设施装备配套率达到 100%。
2019-06	《排污许可证申请与核发技术规范	规定畜禽养殖行业排污单位排污许可证申请与核发的基本情况填报要求、许可排放限制确定、实

范——畜禽养殖行业》

际排放量核算和合规判定方法。

资料来源：国务院网站，农业部网站，安信证券研究中心

得奶源者得天下，随着下游需求持续增长，上游奶源供应存在波动性但是整体趋紧，乳企持续加大上游投资，特别是在此次疫情后高端白奶、巴氏奶需求旺盛，而整体奶价维持上涨，为了抓住行业复苏的机会、实现市占率提升与长期发展，乳企布局上游加速，例如，近期伊利与三元拟收购恒天然位于中国的牧场，伊利拟新建金源伊利全球领先 5G 绿色生产人工智能应用示范项目（紧紧围绕奶源带布局）。

表 3：乳企重新加大上游投资

公司	时间	内容
蒙牛	2017-03	增持现代牧业股权至 61.3%；
	2018 年	以 3.03 亿人民币收购中国圣牧旗下核心资产圣牧高科 51% 股权，2020 年初蒙牛完成剩余 49% 股权收购。
伊利	2019-07	控股公司优然牧业以每股 4.25 元，总金额 22.78 亿人民币收购赛科星 58.36% 股权，成为赛科星控股股东。
	2020 年 8-9 月	旗下金港控股以 1.8 亿元认购中地乳业 4.33 亿股，持股达 16.6%；通过旗下 Wholesome Harvest Limited 要约收购中地乳业，出资 16.6 亿港元，实际持有 31.87% 股权，为最大股东。
	2020-10	拟新建金源伊利全球领先 5G 绿色生产人工智能应用示范项目
光明	2019-12	收购辉山牧业资产
君乐宝	2020-06	张家口坝上草原自建 38 万亩专属牧草基地，成为业内首家大规模自建草场的乳品企业。
伊利、三元	2020-10	恒天然宣布，已同意以 5.55 亿新西兰元的价格出售其位于中国的牧场，对象为伊利实控的优然牧业，以及首农投资的三元。

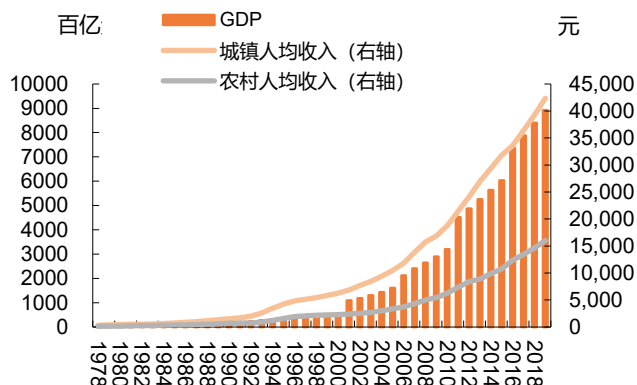
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2.2. 需求：三四线城市仍有很大提升空间

1) 液奶消费量已处于较高水平，提升空间相对有限

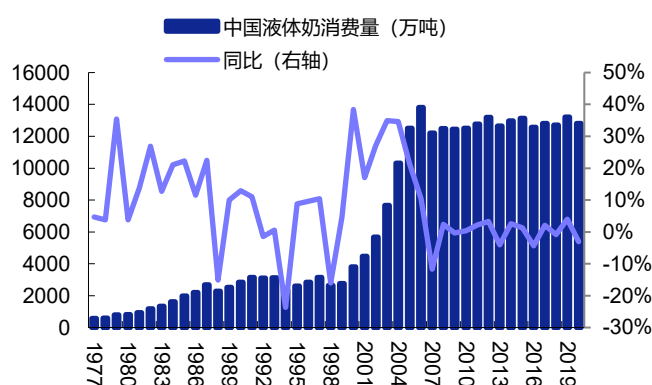
我国乳制品消费自上世纪末以来伴随经济发展和居民生活水平提升始终保持较快增长，在 2000-2007 年间均保持两位数快速增长。2008 年受三聚氰胺事件影响，消费者信心受到重挫，对整个行业都产生了负面冲击，消费量首次出现下滑；随后的 3-4 年，行业均处于恢复期，政府不断出台相关扶持政策，同时进口乳品的迅速涌入带动乳制品消费缓慢回温，消费量于 2014 年再次超过三聚氰胺事件前的消费水平。

图 7：21 世纪以来我国人均收入水平保持较快提升



资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

图 8：乳制品消费量近年来增长放缓

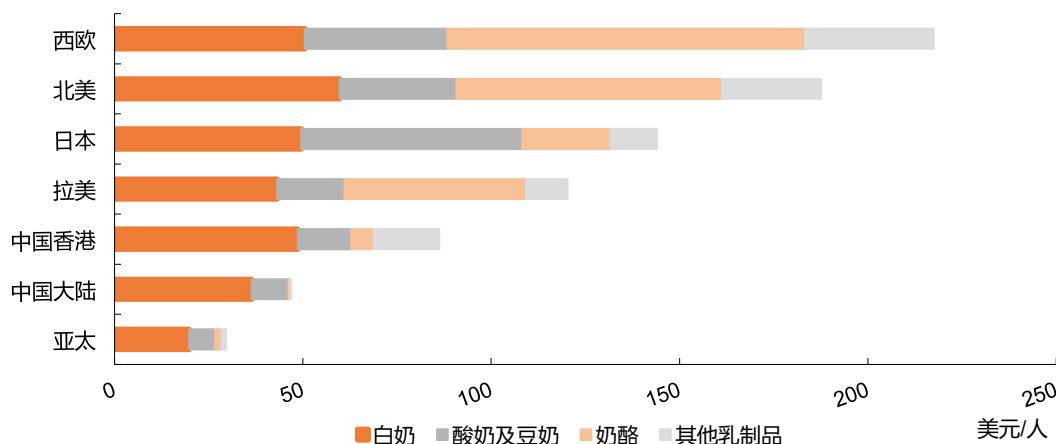


资料来源：USDA，安信证券研究中心

但近两年来，乳制品消费的增速又趋于平缓，主要系当前我国的液态奶消费已达到较为成熟的水平，特别是横向对比来看，白奶人均消费量已与发达国家较为接近。从当前全球范围内人均乳制品消费金额及构成来看，中国的液态奶消费整体水平已较高。人均白奶消费达 36.4 美元，略低于西方发达国家，但考虑到收入水平差距和消费习惯差异，实际消费水平已较高，

仅酸奶、奶酪等相对高阶的乳制品当前消费水平仍有较大提升空间，整体来看乳制品消费在基数较高的情况下仍维持高速增长的动力较弱。

图 9：中国液体奶消费已经达到较高水平

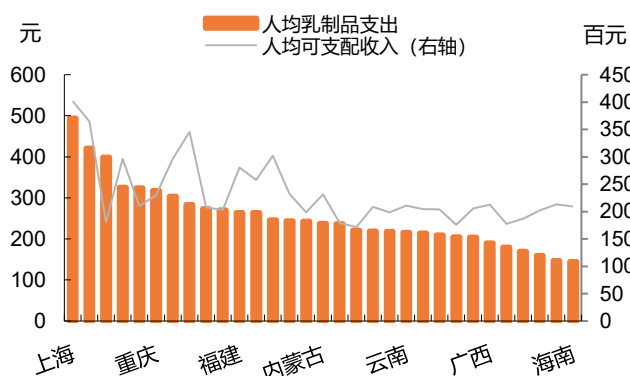


资料来源：Euromonitor，安信证券研究中心

2) 渠道下沉仍有空间

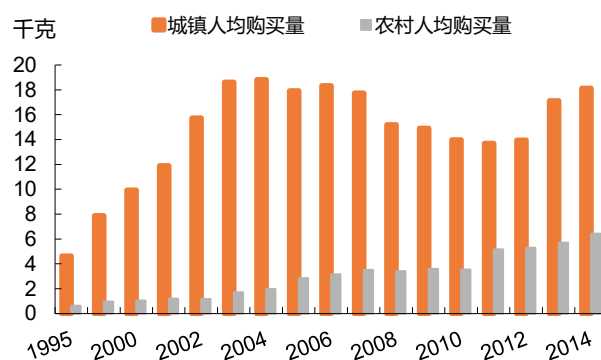
尽管乳制品消费量未来仍将以较慢速度增长，但分地区来看，城镇消费趋于饱和，三四线城市及农村市场依然空间广阔。乳制品消费与经济发展状况存在一定正向联系，经济发达地区的乳制品消费水平明显高于落后地区，剔除内蒙古、新疆等特殊地区的消费习惯差异，一线城市的人均乳制品消费金额已超过 400 元，与欠发达地区差异最高达四倍。而从城乡间差异来看，城镇居民的人均乳制品消费也较农村地区高出一倍多。但当前我国欠发达地区的乳制品消费习惯尚未完全成熟，且消费中包含有较多的送礼、福利等偶发性需求，而非真实的消费需求，因此未来消费习惯成熟所带来的成长空间依然广阔。考虑到当前农村人口占比仍高达 45.93%，未来的经济发展和生活方式改变仍有望快速推动这部分人口的消费增长，发展空间较大，但消费习惯培育所需时间也会较长。

图 10：经济发达地区乳制品人均消费也相应较高



资料来源：中国奶业年鉴，国家统计局，安信证券研究中心

图 11：城镇人均乳制品购买量达农村三倍之多



资料来源：中经网产业数据库，安信证券研究中心

3) 疫情后消费者教育加速，中长期看白奶需求有提振

疫情后权威专家提出“多喝牛奶，加强营养，补充蛋白质”，牛奶的功能得到权威第三方专家背书，且疫情后消费者健康意识提升，多渠道反馈白奶需求明显增加。

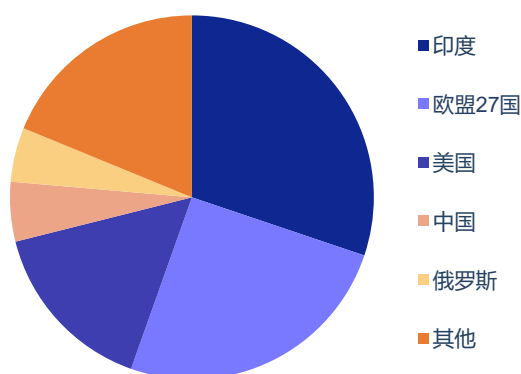
2.3. 国际原奶供需概览

1) 国际原奶供需概览

供给端，世界前5大牛奶出产经济体分别为印度、欧盟、美国、中国和俄罗斯。2019年该5国牛奶产量分别为191.00/159.90/99.06/33.50/30.56百万吨，占全球牛奶产量的30.2%/25.3%/15.7%/5.3%/4.8%，合计占比81.2%。

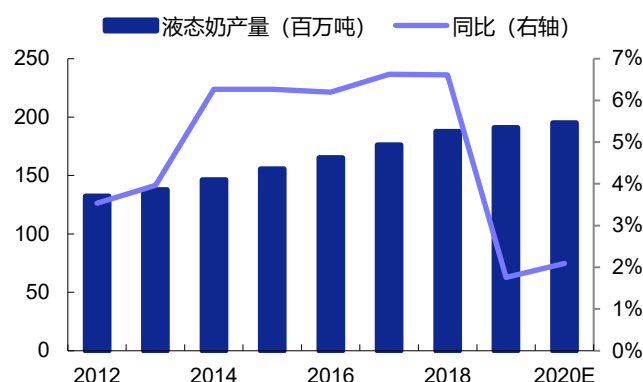
其中，印度、欧盟和美国牛奶产量始终保持正增长，2014-2019年复合增长率分别为5.48%/1.17%/1.17%；中国液态奶产量在经历较大波动后从2017年开始加速增长，俄罗斯产量在2013年减产后相对保持稳定。

图 12：前 5 大牛奶主产国产量共计占比 81% (2019)



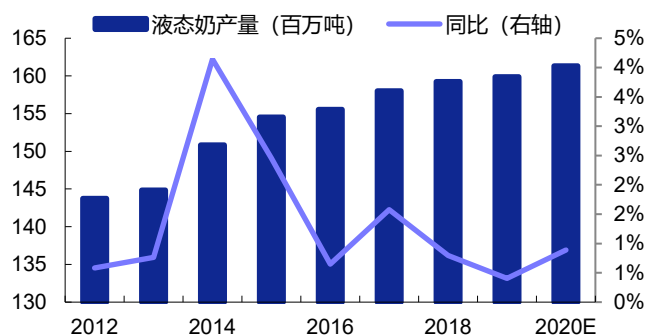
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 13：印度液态奶产量及变化



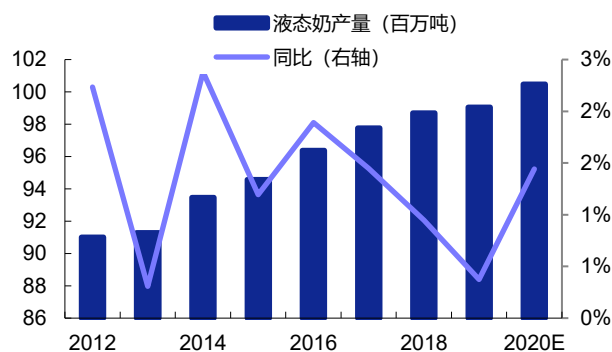
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 14：欧盟 27 国液态奶产量及变化



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 15：美国液态奶产量及变化



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 16：中国液态奶产量及变化

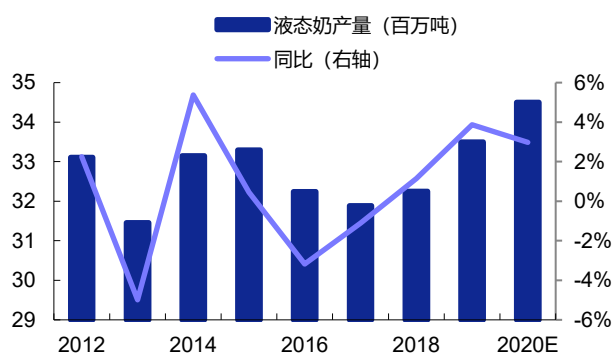
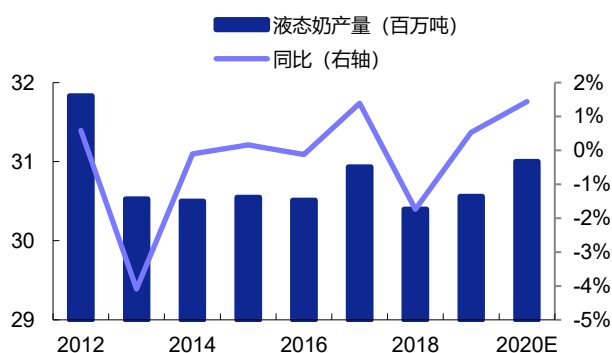


图 17：俄罗斯液态奶产量及变化



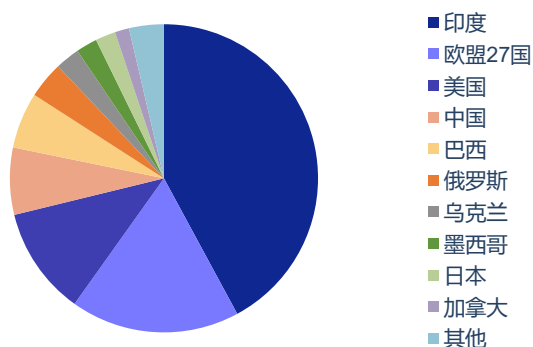
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

需求端: 世界前 5 大液态奶消费经济体为印度、欧盟、美国、中国和巴西, 2019 年分别消费 79.0/33.3/21.3/13.2/11.0 百万吨, 占全球消费量的 42.1%/17.8%/11.3%/7.0%/5.9%。前 10 大液态奶消费经济体消费量占全球 96.3%。

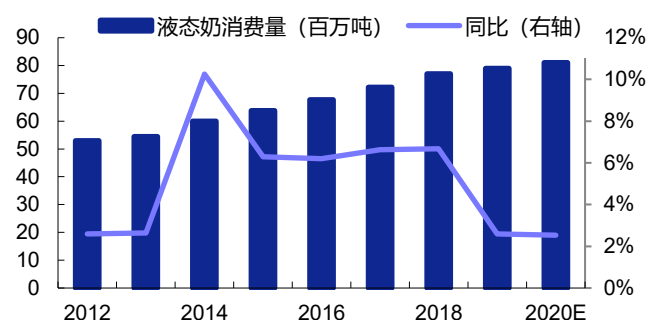
其中, 印度和巴西消费量始终保持正增长, 5 年 CAGR 分别为 5.7% 和 2.7%, 据预测, 2020 年印度液态奶消费量将达到 81 百万吨, 继续领跑全球液态奶消费。相反, 欧盟和美国消费量逐年走低, 分别从 2014 年的 34.1 和 23.0 百万吨降至 2019 年的 33.3 和 21.2 百万吨, 且 2020 预测值进一步走低, 主因是欧美消费者饮食习惯的多样化 (素食主义) 和牛奶替代品的增加 (植物奶)。

图 18: 各国液态奶消费量占比 (2019)



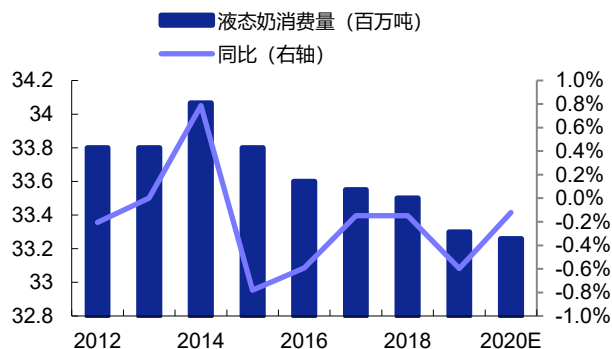
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 19: 印度液态奶消费量及变化



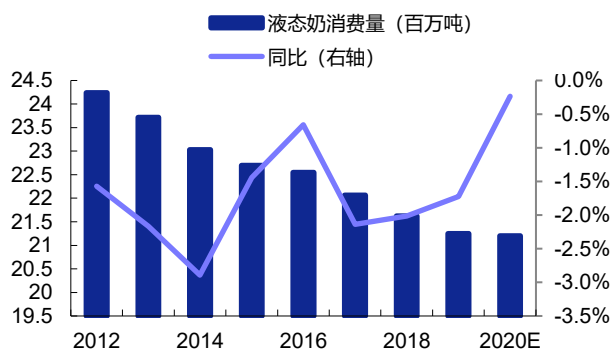
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 20: 欧盟 27 国液态奶消费量及变化



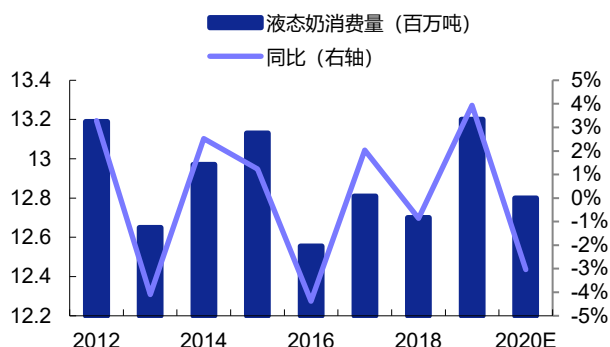
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 21: 美国液态奶消费量及变化



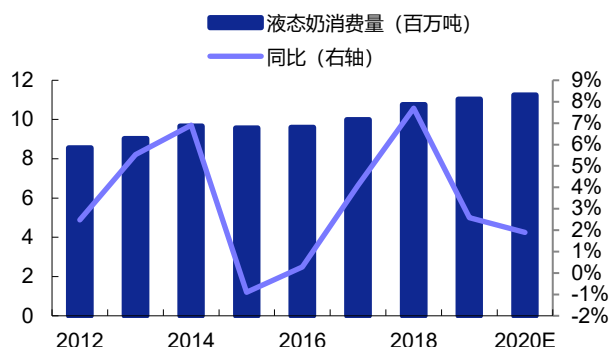
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 22：中国液态奶消费量及变化



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 23：巴西液态奶消费量及变化

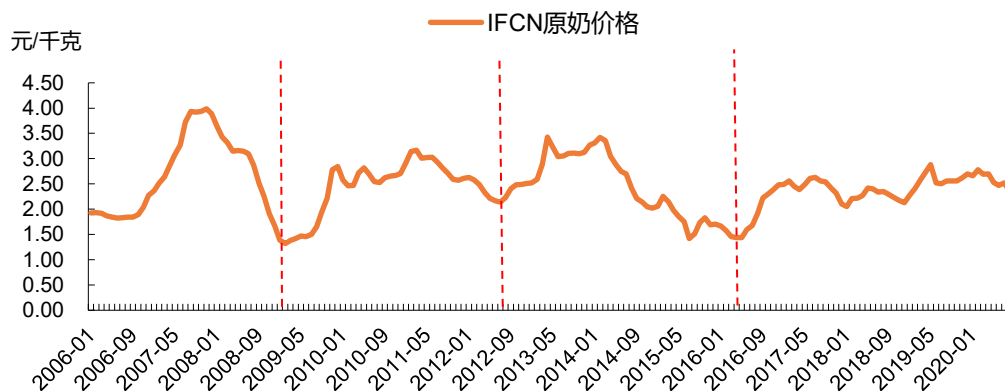


资料来源：Wind，安信证券研究中心

2) 国际原奶价格复盘

以 IFCN 原奶价格的走势来看，自 2006 年以来国际原奶价格已经经历了三个完整的涨跌周期，目前正处于新一轮周期底部复苏的阶段，但疫情的影响使得国际奶价保持弱势。

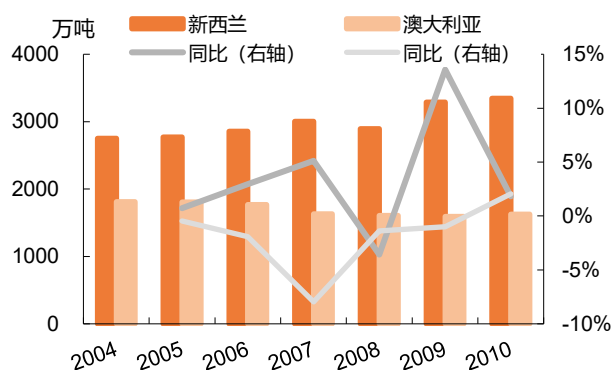
图 24：最近十年国际原奶价格已经历三个完整涨跌周期



资料来源：IFCN，安信证券研究中心

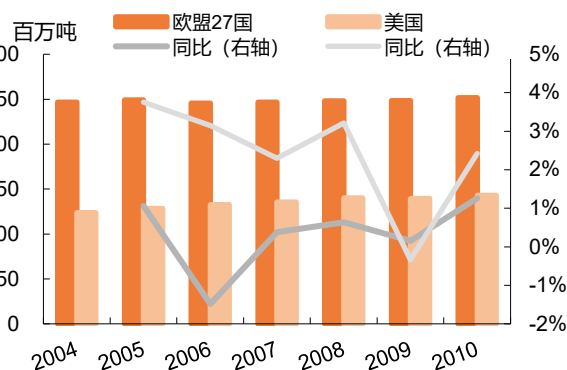
第一次周期的起始低点位于 2006 年 6 月，主产区处在产能调整期，原奶产量均同比减少或增速放缓，同时新西兰与澳大利亚发生干旱影响原奶产量，进一步加剧了供需矛盾。根据 USDA 全球乳制品供给及消费量折原奶的测算结果，供需之差在 2006-2007 年间处于低点，受此影响原奶价格迎来一轮明显上升，从最低点的 1.83 元/千克上涨至 2007 年 8 月的 3.93 元/千克，涨幅超过 100%。而奶价上涨促使上游积极扩产，待补栏的实际产能释放后，全球于 2008 年迎来经济危机，乳制品消费下滑明显，供给过剩，故奶价进入下跌周期，价格最低下跌至 1.32 元/千克。

图 25：2006 年干旱影响了新西兰及澳大利亚产能



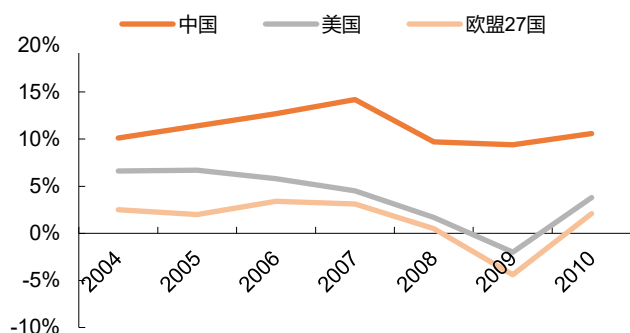
资料来源：USDA，安信证券研究中心

图 26：2006-2009 年欧盟及美国原奶产量增速放缓



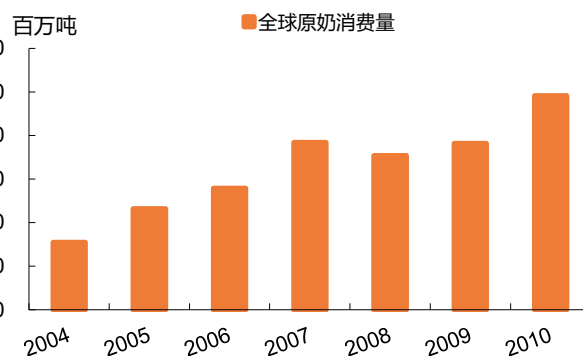
资料来源：USDA，安信证券研究中心

图 27：2008 年危机导致全球经济低迷，GDP 增速下降



资料来源：BEA, Eurostat, 国家统计局，安信证券研究中心

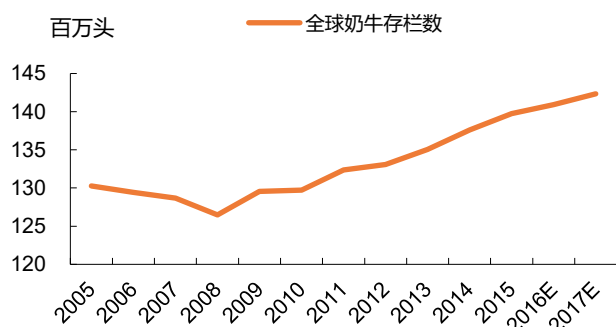
图 28：2008 年经济危机全球原奶需求明显下滑



资料来源：USDA，安信证券研究中心

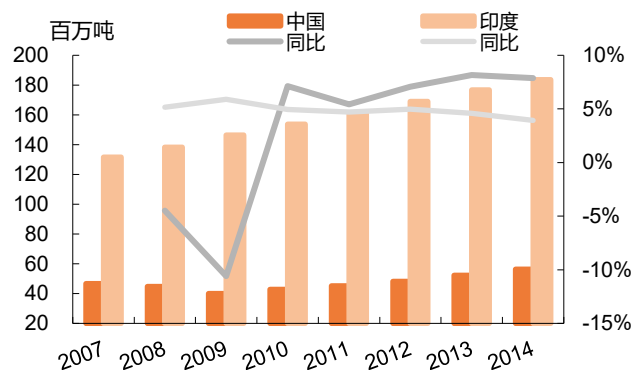
第二轮周期的低点开始于 2009 年中。由于前期奶价处于低位，2008-2009 年中全球奶牛存栏数下滑明显，IFCN 原奶价格在 2 月触及新低点 1.32 元/千克后，继续低位徘徊了半年，随后迅速开始上涨，价格回升至 2.85 元/千克，并在高位维持了超过 1 年时间。本轮上涨一方面受益于奶牛存栏及产量的下降，另一方面也受益于宏观经济缓慢复苏带来的消费需求上升，特别是发展中国家的较快发展贡献了较多的需求增量，故随后尽管供给量不断增加，但奶价并未下跌太多，2012 年 7 月最低点价格为 2.14 元/千克。

图 29：2008 年全球奶牛存栏数显著下降



资料来源：USDA，安信证券研究中心

图 30：发展中国家乳制品消费增长较快



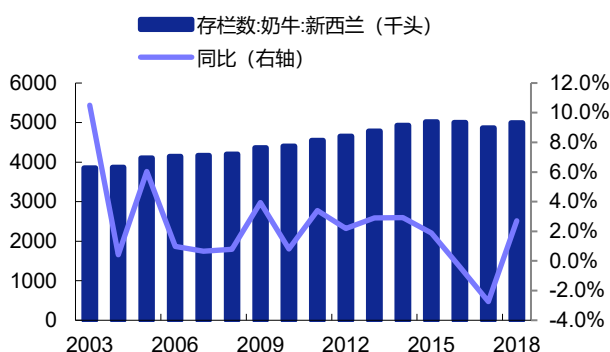
资料来源：USDA，安信证券研究中心

第三轮周期中，2013 年全球原奶供应增长趋缓，奶牛存栏数也趋于平稳；同时这一阶段进

口大国需求旺盛，特别是中国因为国内天气原因下发生的奶荒导致企业大量进口大包粉，也影响了国际供需关系，奶价再次迎来上涨，在 2014 年 4 月最高达到 3.42 元/千克。而主产区判断失误在奶价高点依然积极扩产，但随后进口主力国的进口需求纷纷下滑，供应量远远超出需求量，导致了后来漫长的乳业寒冬。

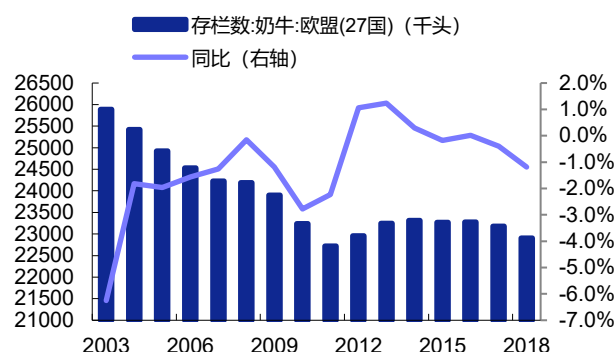
当前处于第四轮周期的温和上升阶段，但疫情是突发变量。随着主产区持续去产能，2016、2017 年新西兰奶牛存栏同比下滑 0.4、2.7%，欧盟在 2016 年进行去产能计划，拿出 1.5 亿欧元对自愿减产的奶农提供补助，2017 年初存栏量同比减少 0.7%，而新兴市场乳制品需求量持续增长，例如印度近几年液态奶消费量复合增速 4.95%，供需出现缺口，导致国际原奶价格上行。

图 31：2016、2017 年新西兰奶牛存栏同比下滑 0.4、2.7%



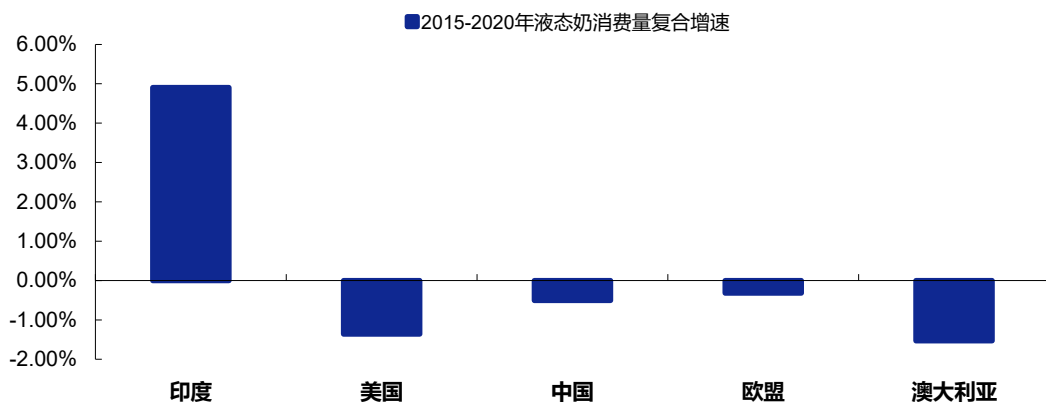
资料来源：USDA，安信证券研究中心

图 32：欧盟奶牛存栏也持续下滑



资料来源：中国奶业年鉴，安信证券研究中心

图 33：新兴市场，例如印度，液态奶消费量增长较快



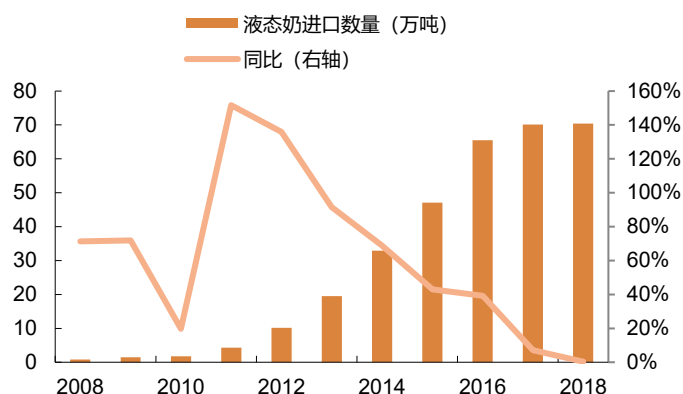
资料来源：中国奶业年鉴，USDA，安信证券研究中心

3) 进口

2018 年，我国进口液态奶 70.41 万吨，同比微增 0.34%，在 2008-2014 的高速增长期之后，进入平稳阶段。来源方面，新西兰、德国为最主要进口国，分别占我国液态奶进口总量的 33.5% 和 27.9%，澳大利亚和法国次之，占比 11.6% 和 9.8%。

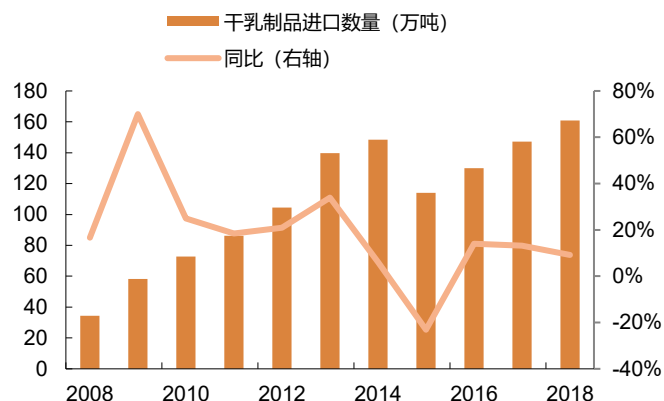
同年，我国进口干乳制品 160.78 万吨，同比增长 9.16%。干乳制品进口量除 2015 年外均呈现上行趋势，但总体增速已在放缓。来源方面，新西兰为最主要进口国，占我国干乳制品进口总量将近一半（46.5%），美国次之，占比 18.8%。

图 34: 中国进口液态奶情况



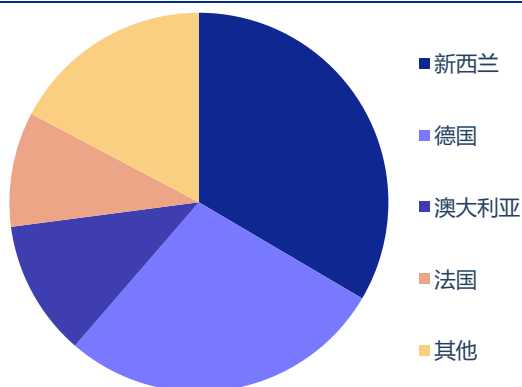
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 35: 中国进口干乳制品情况



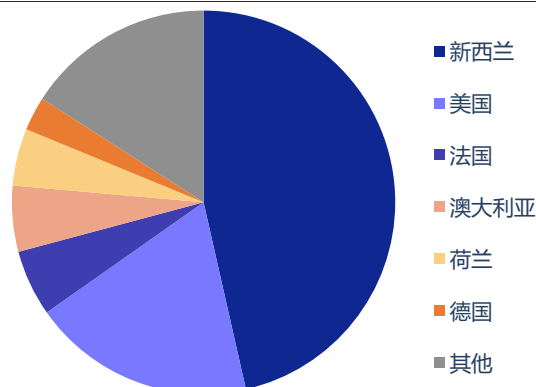
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 36: 中国液态奶主要进口国情况



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 37: 中国干乳制品主要进口国情况

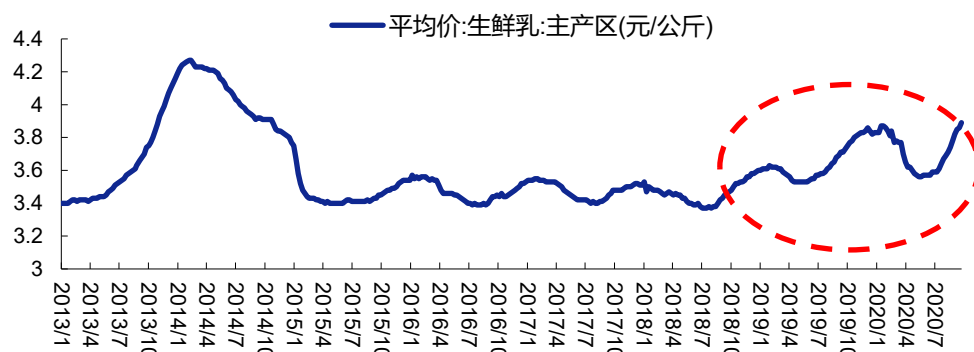


资料来源: Wind, 安信证券研究中心

2.4. 2018 年 Q2 以来奶价总体上行，疫后国际奶价传导加强

源于环保去产能背景下供给持续下滑、去库存后需求回暖，原奶从供过于求转为供需紧平衡，原奶价格自 2018Q2 以来总体缓慢上行，同时由于环保压力下行业进入门槛提升供给端中期维持较低水平、成本上行背景下行业扩产动力不足，国内原奶价格步入新一轮上行周期。

图 38: 2018 年 Q2 开始国内原奶价格步入新一轮上行周期

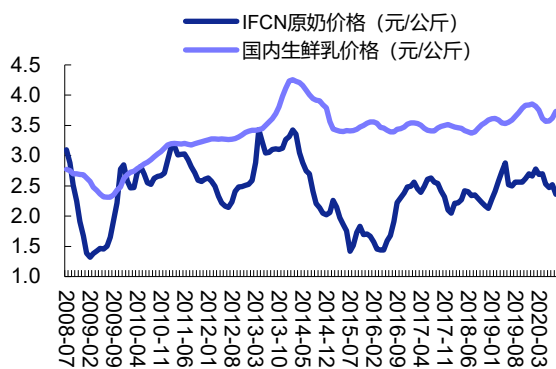


资料来源：农业部、安信证券研究中心

疫后国际奶价传导有可能加强，从而抑制国内原奶价格的过快过高上涨。

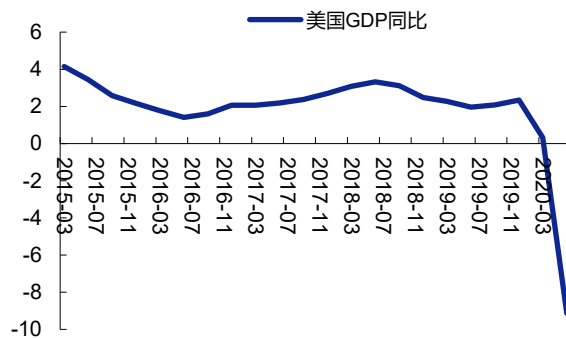
2020 年初的疫情导致全球经济低迷，如果疫情导致全球经济进入衰退，持续时间或较长，全球乳制品需求承压，同时全球生乳供应量仍在增长，据美国农业部数据，2018-2020 年全球液体奶产量持续增长，因此可预计 2020 年下半年国际生乳价格持续走弱是大概率事件；而随着贸易恢复，国内龙头乳企加大海外生产基地产成品输入或原料进口应对国内原奶价格上涨，从而制约国内生乳价格，因此判断国内生乳价格过快过高上涨可能性较弱，国内外奶价联动增强。

图 39：国内外奶价存在联动效应



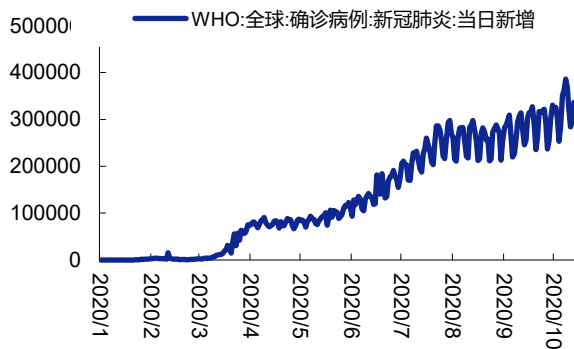
资料来源：农业部、安信证券研究中心

图 40：疫情后美国经济低迷



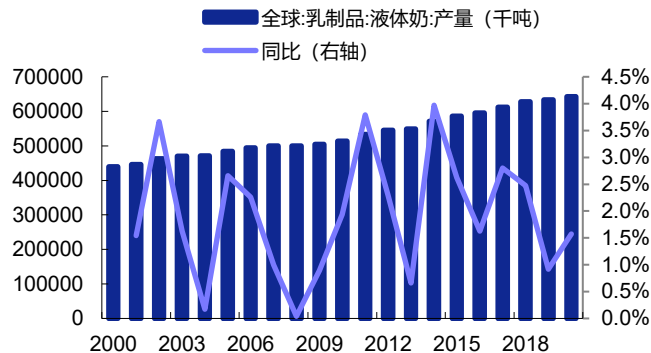
资料来源：美国经济分析局、安信证券研究中心

图 41：全球疫情形势仍不容乐观



资料来源：wind、安信证券研究中心

图 42：全球乳制品供应仍在增长



资料来源：美国农业部、安信证券研究中心

2.5. 国内奶价由高端奶+巴氏奶而非整体需求决定

由于海外原奶价格更低，早期乳饮料、复原乳等采用海外大包粉为原材料，近年来龙头乳企加大海外布局，同时冷链的发展以及贸易环境趋于友好，高端奶、甚至长保质期低温奶也加大进口/海外生产，蒙牛的高端品牌特仑苏、伊利的高端品牌金典亦存在进口产品。

国内原奶长期供需紧平衡状态下，乳企海外布局主要着眼替代性，而国内原奶最佳出路是低温奶（巴氏奶为主，包括低温酸奶）和高端白奶，因此真正决定国内奶价的中长期核心因素是国产高端奶和巴氏奶，而非乳制品整体需求/产量。

而国产原奶基本能够满足高端奶+巴氏奶的需求，其他的需求可以灵活转向进口替代，因此

乳企在产业链环节中话语权仍然保持强势，导致奶价仍然可在可控范围，供需仍能达到一定平衡。

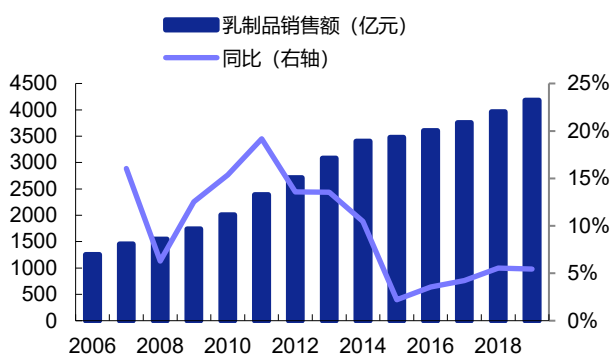
3. 乳业规模成长放缓，结构稳步升级

3.1. 乳制品规模持续增长，饮用奶占主导

2019 年我国乳制品销售额（欧睿零售口径）4179 亿元，同比增 5.5%，过去 10 年复合增速 9.2%。分结构看，饮用奶占主导，还原原奶口径，2018 年销量占比 63.3%，其次酸奶、芝士，占比 34.8%、1.8%，过去 10 年饮用奶、酸奶、芝士销量复合增速 3.1%、13.0%、18.3%，酸奶、芝士的占比明显提升，饮用奶销量占比下滑。

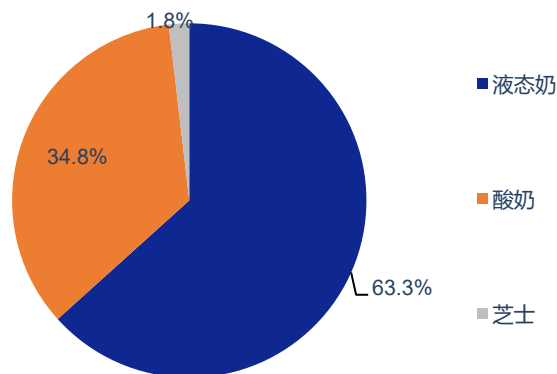
对比海外，2018 年美国、英国、日本饮用奶销量占比 39.9%、49.1%、49.6%，芝士销量占比分别为 56.2%、46.4%、24.6%，芝士位于乳制品消费金字塔的最顶端，西方国家及日本销量占比显著高于我国。

图 43: 2019 年我国乳制品销售额 4179 亿元，同比增 5.5%



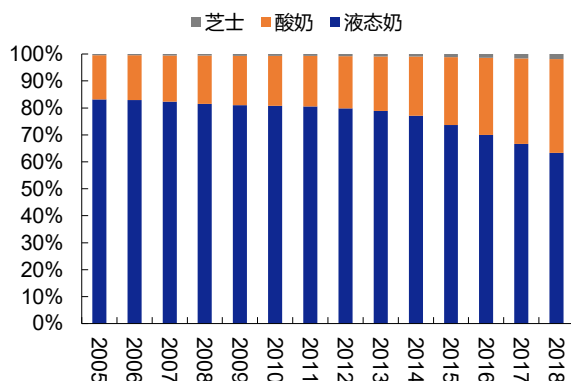
资料来源：欧睿、安信证券研究中心

图 44: 我国饮用奶占主导，2018 年销量占比 63.3%



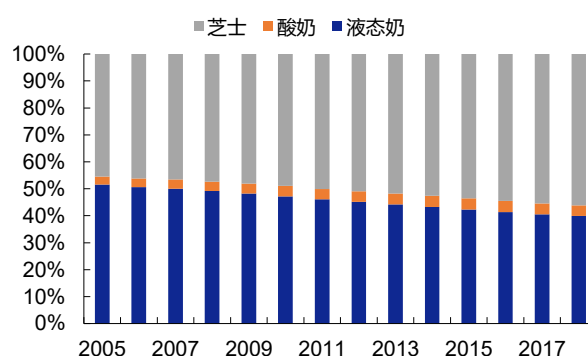
资料来源：欧睿、安信证券研究中心

图 45: 中国乳制品消费结构



资料来源：欧睿、安信证券研究中心

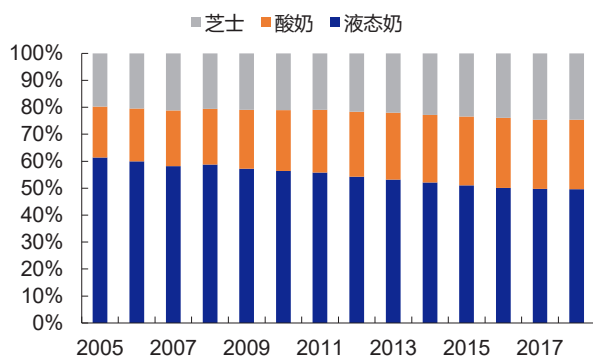
图 46: 美国乳制品消费结构



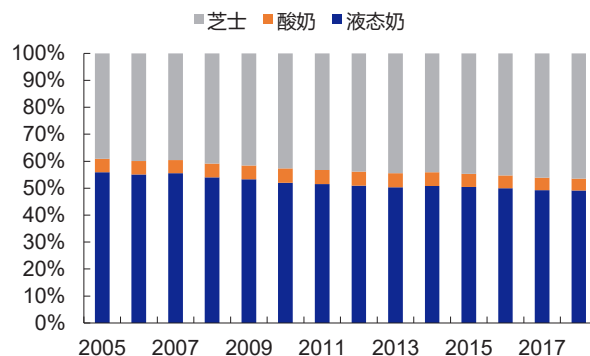
资料来源：欧睿、安信证券研究中心

图 47: 日本乳制品消费结构

图 48: 英国乳制品消费结构



资料来源：欧睿、安信证券研究中心



资料来源：欧睿、安信证券研究中心

图 49：奶酪位于乳业消费金字塔的最顶端



资料来源：安信证券研究中心

3.2. 驱动因素：城镇化、产品结构升级、品类扩张

城镇化：根据国家统计局数据，2018 年我国城镇居民人均奶类消费量 16.53 千克，是农村居民的 2.4 倍，同时一二线城市的人均消费量已经接近西方国家水平，在居民收入增速放缓及消费基数达到较高水平后，乳制品消费增速放缓，随着农村居民消费水平提升、乳企消费者教育、以及社会冷链发展，农村乳制品消费提升空间大。

图 50：美国、日本、中国城镇及农村人均液奶消费量对比（千吨）

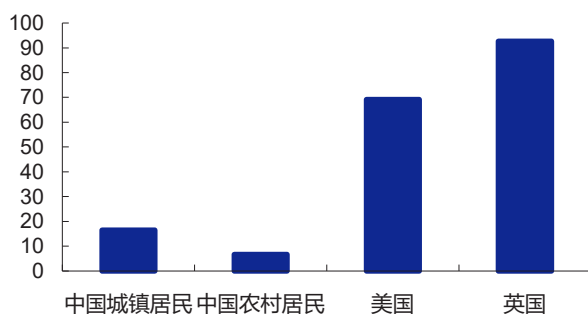
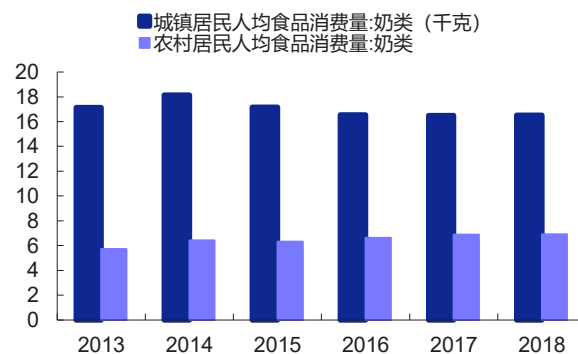


图 51：城镇及农村居民人均奶类消费量对比



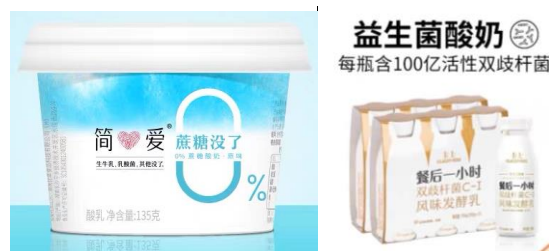
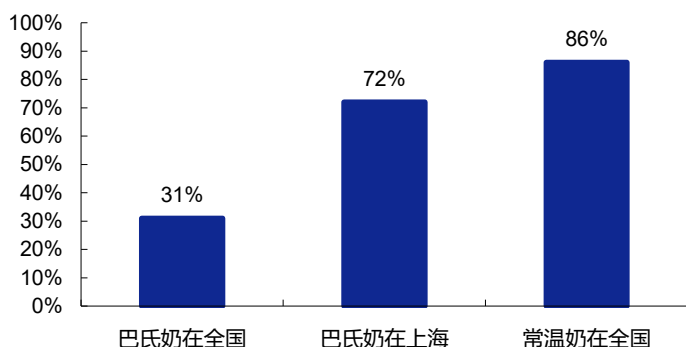
资料来源：中国奶业年鉴、国家统计局、安信证券研究中心

资料来源：国家统计局、安信证券研究中心

产品结构升级：一二线城市的人均乳制品消费量已接近西方国家水平，增速放缓，随着经济条件达到一定水平，消费者需求趋向个性化、多样化，对于乳制品而言，满足更高营养需求、以及细分需求的产品近几年增速快，例如富含活性物质的巴氏奶、低脂高端白奶、以及功能性酸奶等等，根据凯度数据，上海地区巴氏奶渗透率达 72%，显著高于全国的 31%，与常温奶在全国的渗透率（86%）相当。

图 52：上海地区巴氏奶渗透率达 72%，显著高于全国的 31%

图 53：满足更高营养需求、以及细分需求的产品层出不穷



资料来源：凯度数据，安信证券研究中心

资料来源：天猫、安信证券研究中心

品类扩张：如前所述，我国奶酪的消费量显著低于西方国家，奶酪位于乳制品消费最顶端，随着居民健康意识提升、企业消费者教育，奶酪占比有望提升，推动整体乳制品消费量增长。近年面向儿童的奶酪棒加速渗透，2019 年整体规模近 20 亿元。

图 54：近年面向儿童的奶酪棒加速渗透



资料来源：天猫、安信证券研究中心

3.3. 乳业发展主要阶段回顾

3.3.1. 早期：政策变化驱使上游供给迅速增加，乳品消费得以快速普及

早期乳制品行业发展的两大最主要驱动力是政策放开后供给侧的快速发展，上游供给的大量

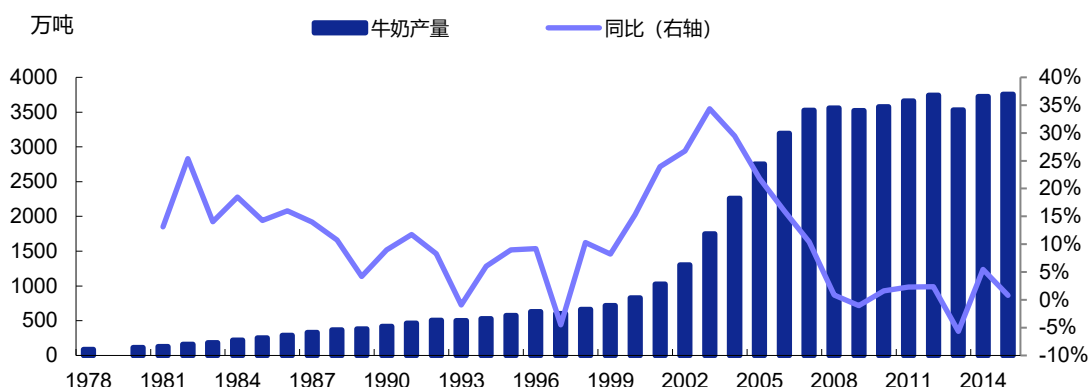
增加使得乳品消费得以快速普及，同时居民消费意识也趋于成熟，但受制于技术条件，乳制品的消费结构主要为奶粉和低温巴氏奶等初级状态产品，消费人群及频次均受到一定限制。

供给端：自 90 年代初，政府启动乳业市场化改革，放开牛奶价格并取消补贴，行业开始迎来真正的市场化竞争，乳业养殖重新步入稳定增长期。

需求端：随国外文化的不断传播，牛奶营养全面且食用方便的认知不断上升，国人对牛奶消费的认可度和向往感也在日益提升。

消费结构：由于高温杀菌液态奶技术尚未普及，这一阶段的乳制品消费仍以奶粉及低温巴氏奶两种形式为主，其中巴氏杀菌乳的占比超过 60%，剩余则主要为奶粉。

图 55：20 世纪 80 年代起我国牛奶产量基本保持增加趋势

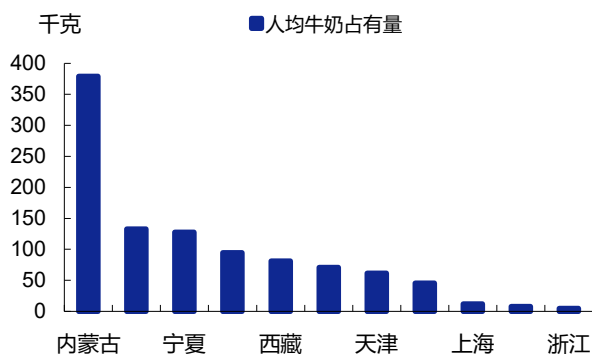


资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

3.3.2. 爆发阶段：利乐包装扩大消费场景，行业步入黄金十年

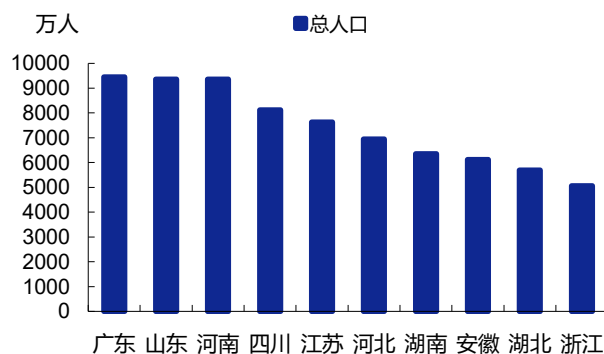
1997 年，伊利与利乐首次开展合作，率先在中国引进世界领先的 UHT 牛奶加工工艺和利乐无菌包装设备。由于我国原奶资源和下游消费者分布存在极大不平衡性，上游原奶主要集中于西北地区，而居民人口特别是经济发达地带、消费能力较强的居民则主要集中于南方，此前的巴氏奶和奶粉存在多种不足，大大限制了这部分极具购买力的消费者需求得到充分释放。故而这一技术的引进对乳制品行业产生了深远影响，产品形态和技术的创新助力下游需求快速释放，也拉动上游养殖业进入高速发展期，1997-2007 年间，行业规模从不足 8000 吨扩大至 36000 吨，复合增速约 17%；而从消费结构来看，UHT 奶迅速脱颖而出成为乳制品行业最大玩家。

图 56：我国奶源主要分布于西部及北部



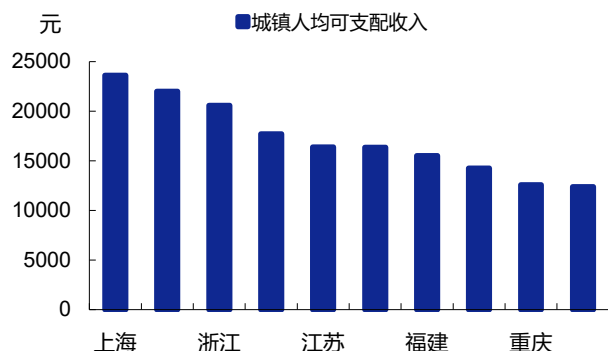
资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

图 57：东部及南部地区人口密度较高



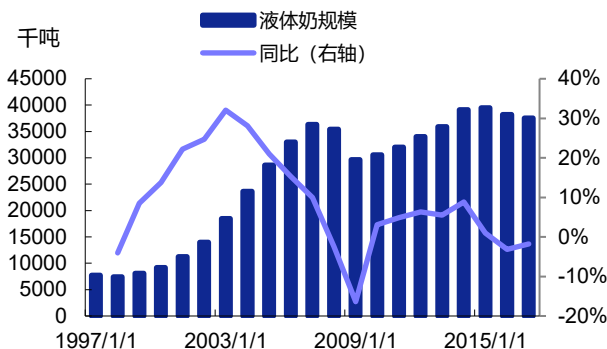
资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

图 58：东部及南部地区人均收入水平更高



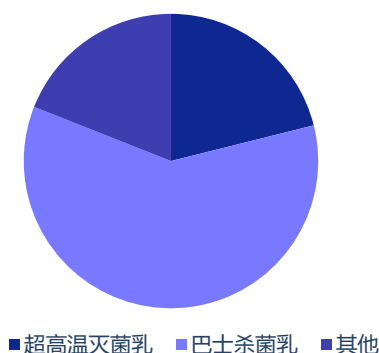
资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

图 59：1997 年起液体奶行业整体呈快速增长态势



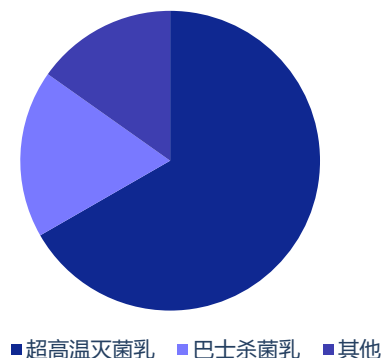
资料来源：USDA，安信证券研究中心

图 60：液态奶中巴士杀菌乳占比最高（1999 年）



资料来源：安信证券研究中心估算

图 61：超高温灭菌乳迅速反超成为占比最大品种 2004



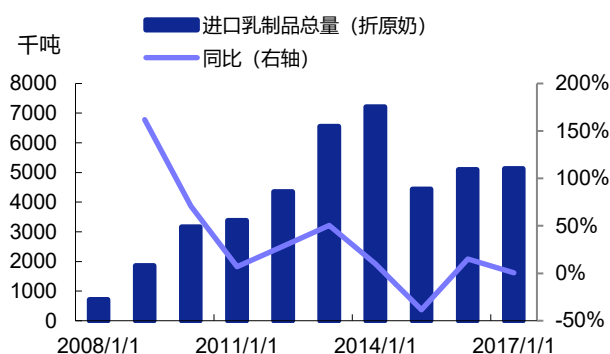
资料来源：安信证券研究中心估算

3.3.3. 结构优化阶段：乳业进入结构升级阶段，龙头份额扩张

三聚氰胺事件催化进口奶爆发式增长。2008 年爆发的三聚氰胺事件重创了消费者对于国产乳制品的信心，同时多个国家禁止了中国乳制品及相关产品的进口，对行业造成重大打击，并且催生了消费者对于进口乳制品的大量需求。进口奶从 2008 年的 706 吨快速增长至 2013 年的 6547 吨，5 年间增加 8 倍，年化复合增速超过 50%，进口奶在我国乳制品消费中占比也快速提升近 20 倍至接近 1%。

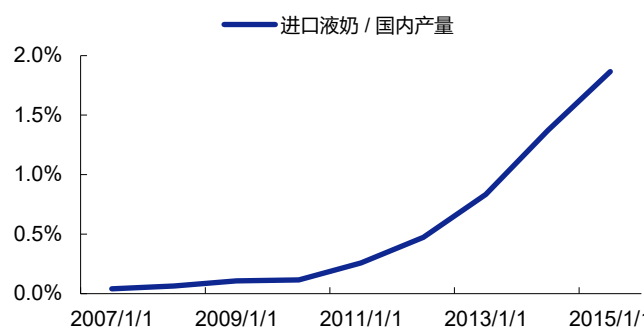
国内乳企龙头：注重品质，加码高端，加快结构升级。受到三聚氰胺事件的打击，国内乳企在 2008、2009 年的收入增速均出现明显回落。但受益于中国经济的快速发展以及居民消费习惯的加速转变，国内乳制品需求仍然旺盛，同时上游供给短缺，原奶价格快速上涨，所以国内乳企也加快调整力度明确自身定位及发展方向以把握行业发展黄金期的机遇。以两大龙头蒙牛伊利为例，纷纷在三聚氰胺事件后加快发展高端白奶，特仑苏和金典的相继推出开创了国内高端白奶的新纪元，在强调乳制品高品质的同时有助于弱化消费者对国内乳制品的不良印象，并助力产品结构升级加快。

图 62：2008 年以后进口乳制品高速增长



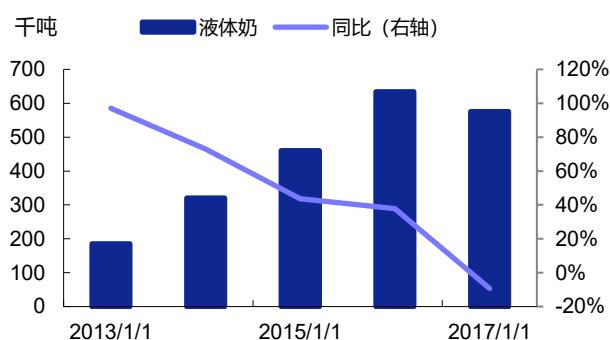
资料来源：USDA，安信证券研究中心

图 63：进口液态奶占比逐年提升



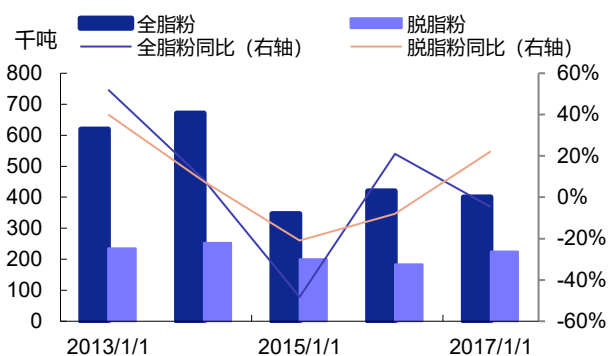
资料来源：中国奶业年鉴，安信证券研究中心

图 64：2013-2016 年进口液态奶保持快速增长



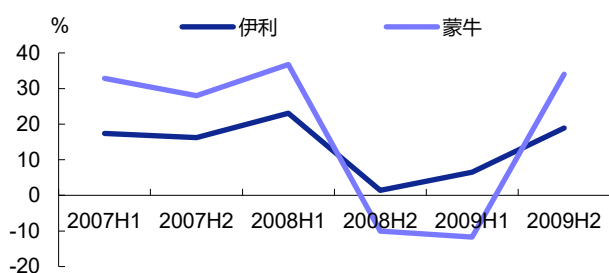
资料来源：USDA，安信证券研究中心

图 65：2013-2014 年进口大包粉大量增加



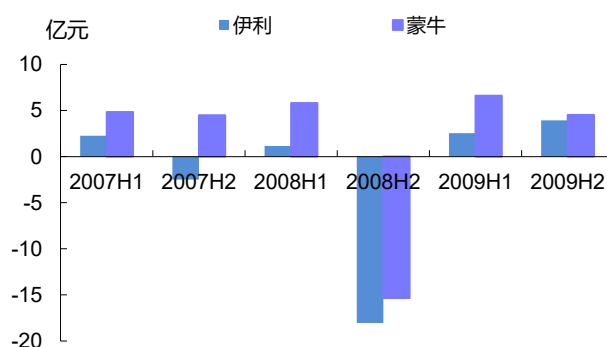
资料来源：XXXXXXXXXX，安信证券研究中心

图 66：伊利、蒙牛收入增速



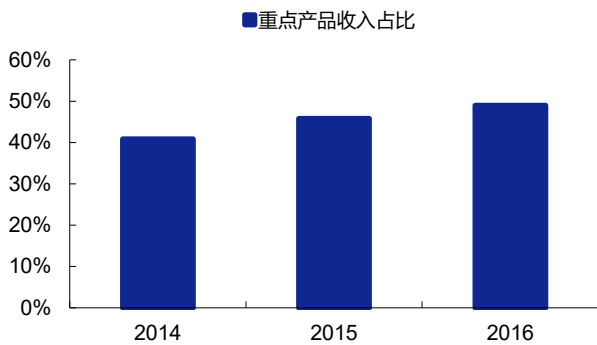
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 67：伊利、蒙牛净利润/亏损绝对值



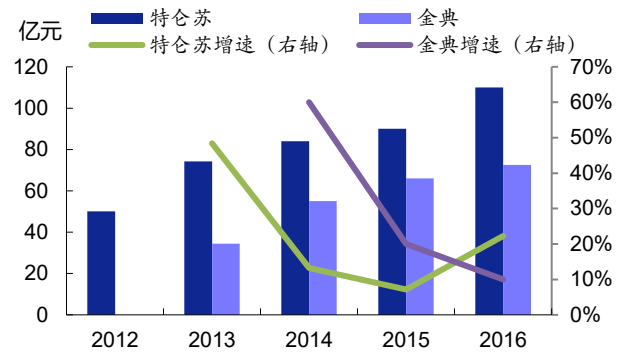
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 68：伊利重点产品收入占比逐年提升



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 69：特仑苏及金典销售收入对比

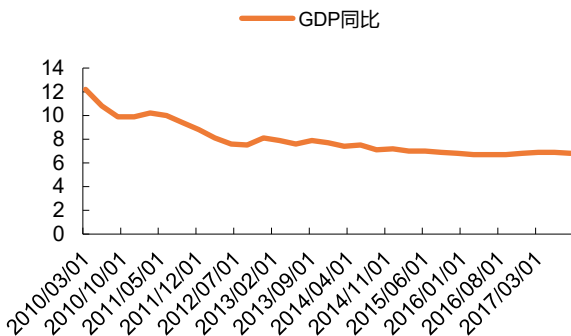


资料来源：公司公告，安信证券研究中心估算

3.3.4. 调整蓄势阶段：2014-16 年行业增速明显回落为宏观微观共同作用结果

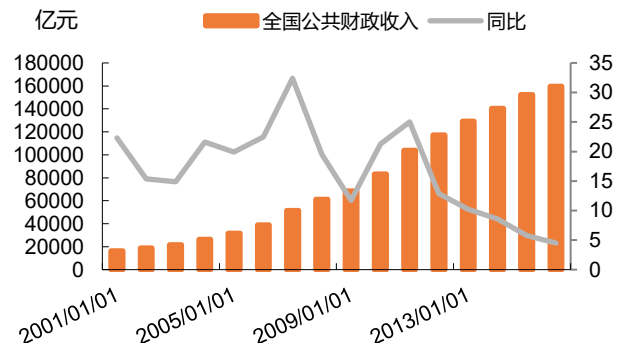
2014 年至 2016 年间，宏观经济表现较弱，单季 GDP 增速均低于 7.5%，全国公共财政收入同比增速也由此前的双位数下滑至个位数水平。在这一背景下，大众品下游需求端普遍承压，乳业虽然在 2014 年仍然实现快速增长，但实际已开始供过于求，2015 年行业供需矛盾激化，增速回落明显，同比增速较 2014 年放缓超过 10pct。

图 70：单季 GDP 同比增速



资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

图 71：全国公共财政收入及同比增速



资料来源：财政部，安信证券研究中心

表 4：食品饮料子行业收入增速比较 (%)

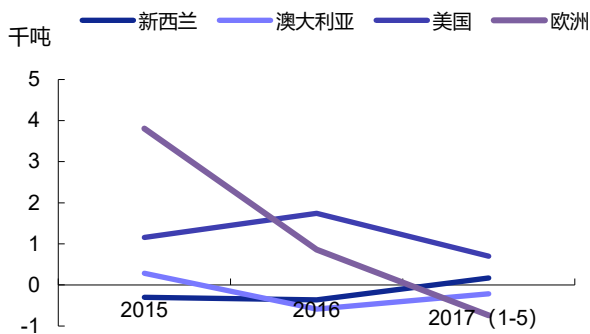
行业收入增速	2011 年增速	2012 年增速	2013 年增速	2014 年增速	1-10 月/2015
白酒行业	40.25	26.28	11.22	5.69	7.75
葡萄酒	21.14	14.39	(8.52)	3.91	8.55
啤酒	22.89	6.77	9.27	5.10	2.41
黄酒	20.21	12.89	12.23	3.24	11.20
速冻食品	31.22	12.26	18.03	15.73	14.60
调味品	27.33	15.96	12.46	13.97	8.94
酱醋	26.79	16.93	14.90	11.00	10.46
蛋白饮料	37.09	13.61	23.46	10.85	6.32
乳制品	21.55	14.29	14.16	18.07	2.42

资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

供需失衡后下游竞争加剧。从行业内供需格局来看，2013 年奶荒后上游的大量扩产仍在对行业造成影响，无论是国内还是国外来看供给仍处于较为过量的处境，原奶价格和历史情况相比也处于偏低位置，故全球范围内均处在积极去产能中。国内方面，由于奶价仍在底部并

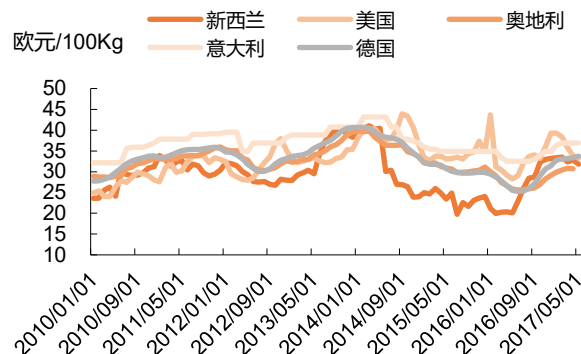
未出现明显反弹，仍在中小养殖场成本线以下，预计这类产能仍在缓慢退出，而大型企业多已签订有长期供奶协议，并且对未来原奶价格反弹持有期待，故仍坚持在行业内继续经营，并未出现明显缩产意愿。供给过剩的背景下，部分上游企业加大液体奶投入，如现代牧业、中国圣牧等纷纷大力发展常温白奶，加剧了下游竞争，价格战较为激烈。

图 72：国际主产区原奶产量同比变化值



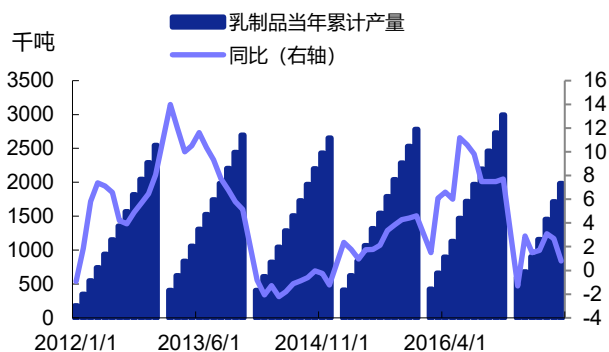
资料来源：CLAL，安信证券研究中心

图 73：国际主产区原奶价格走势



资料来源：CLAL，安信证券研究中心

图 74：2012 年-2017 年国内原奶产量及同比数据



资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

图 75：2012 年-2017 年国内原奶价格



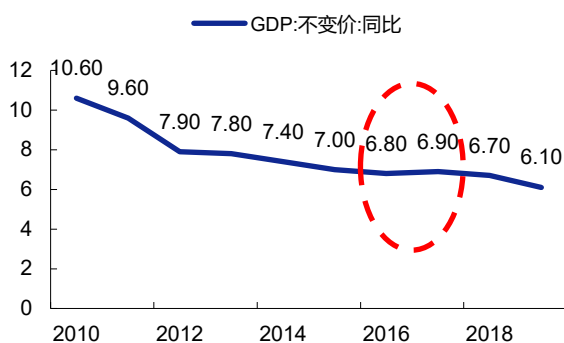
资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

3.3.5. 2017 年至今：经济回暖、产品结构持续升级

2017 年-2019 年乳制品销售额相较于 2015-2016 年明显提速，主要系：

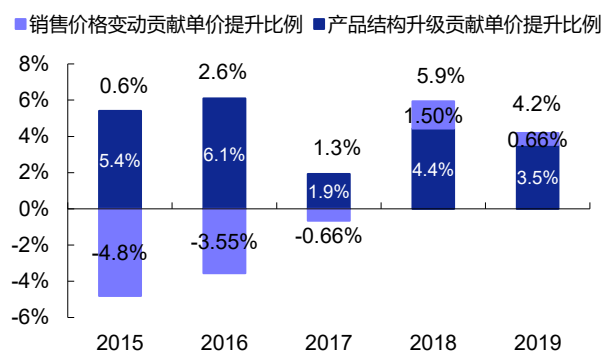
- 1) 宏观经济回暖：2017 年一、二、三、四季度 GDP 同比增速分别达 7%、7%、7%、7%，达到 2016 年以来分季度最高；2017 年全年 GDP 增速 6.9%，实现 2011 年以来的首次回升。
- 2) 乳企产品结构持续升级：例如，伊利推出安慕希高端颗粒产品、蒙牛推出特仑苏风味酸奶等，2018 年、2019 年伊利液态奶单价提升 5.94%、4.21%，其中产品结构升级贡献 4.43%、3.53%；
- 3) 行业洗牌后龙头市占率持续提升：2014-2016 年原奶持续过剩，上游企业开始涉入下游领域（例如现代牧业、圣牧推出常温白奶），行业竞争激烈，价格战导致企业利益受损，一部分企业选择退出市场；2017 年以来，生鲜乳价格回升，经过洗牌后，常温液态奶市场中两强市占率持续提升，2019 年占据 60% 以上份额。

图 76：2017 年 GDP 增 6.9%，实现 2011 年以来首次回升



资料来源：国家统计局、安信证券研究中心

图 77：伊利单价提升驱动因素拆分



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

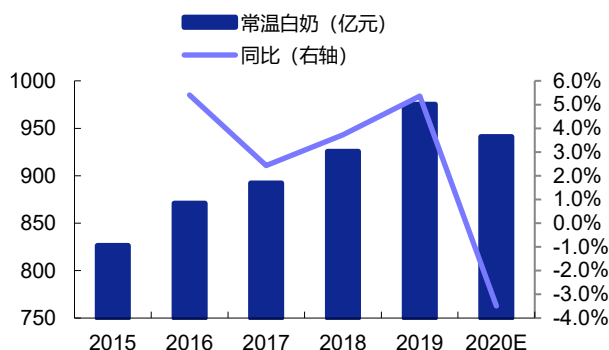
4. 品类分析：高阶乳品快速成长

4.1. 常温液态奶竞争格局稳固，产品结构升级是主旋律

1) 常温白奶

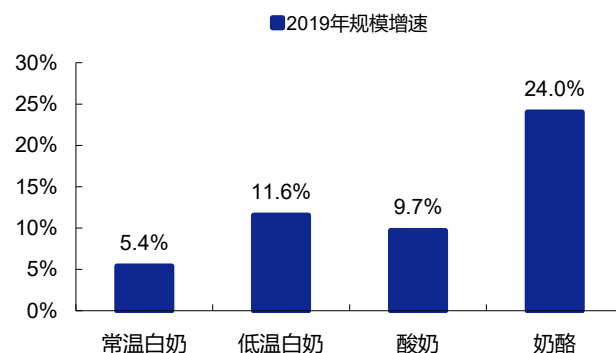
根据欧睿数据，2019 年常温白奶规模 975 亿元，同比增 5.4%，规模在乳制品行业中占比最大，但是增速相对较低；2020 年受到疫情影响，春节走亲访友消费受到抑制，造成常温白奶规模下降，预计 2020 年常温白奶规模下滑 3.5%。

图 78：2019 年常温白奶规模 975 亿元，同比增 5.4%



资料来源：欧睿、安信证券研究中心

图 79：常温白奶规模增速在乳制品行业中相对较低

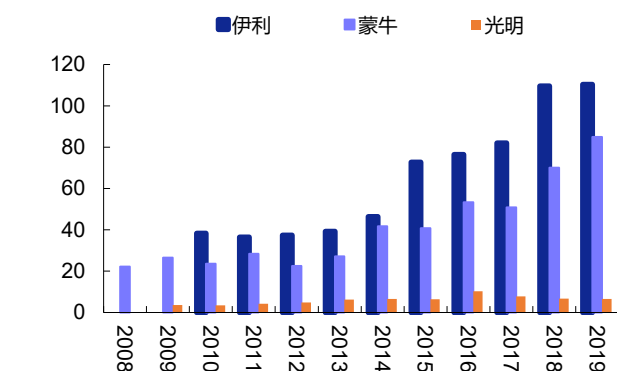


资料来源：欧睿、安信证券研究中心

竞争格局方面，常温液态奶比拼的是渠道力、品牌力，以及上游奶源掌控力，龙头其企业相较于区域性乳企而言，规模优势下成本更低，更能承受价格战，同时更强的资金实力也能够投入更大规模的营销费用和研发投入，以更高效率推动产品推广与母子品牌建设，从而促进收入增长，形成正循环。两强的市占率持续提升，2019 年伊利、蒙牛在常温液态奶的市占率分别为 37.8%、27.2%。

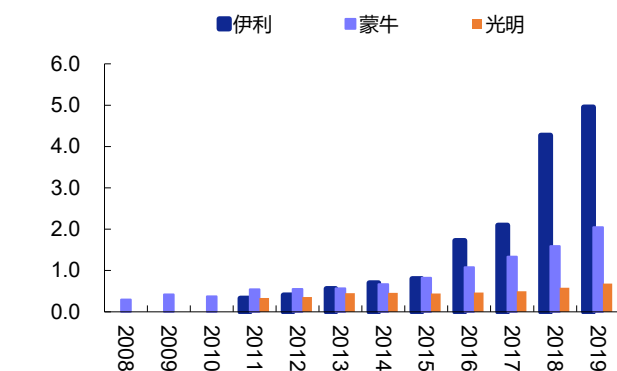
产品结构升级。乳制品企业不断推出高端/差异化口味/满足细分功能的产品推动单价提升，表现为常温白奶吨价持续提升，2015-2019 年复合增速 4.4%。

图 80：伊利蒙牛光明的广告营销费用投入（亿元）



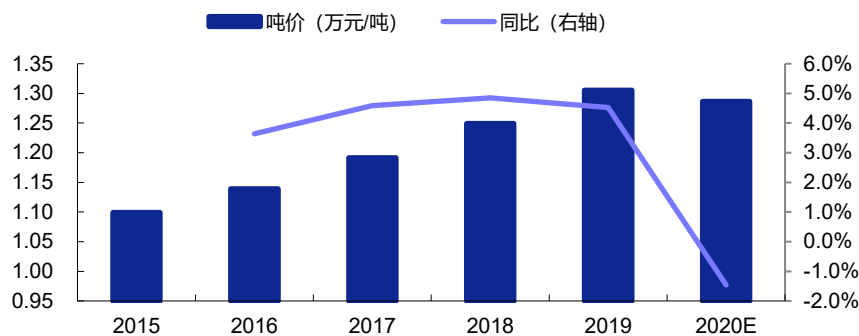
资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 81：伊利蒙牛光明的研发费用投入（亿元）



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 82：2015-2019 年常温白奶吨价复合增速 4.4%



资料来源：欧睿、安信证券研究中心

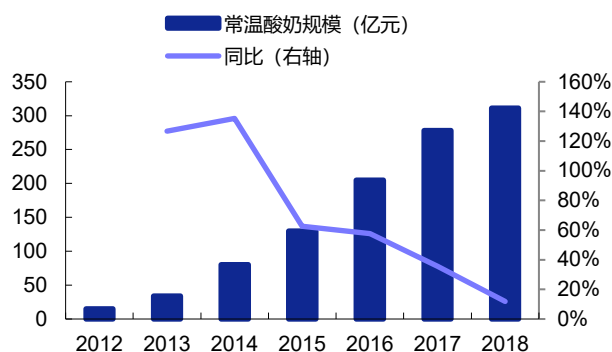
2) 常温酸奶品类多样，增速放缓

酸奶适合乳糖不耐症人群，常温属性克服了低温酸奶对冷链依赖，保质期长，定位高端，符合消费升级趋势，打开下线城市送礼市场。

光明 2008 年推出莫斯利安，成为国内首款常温酸奶，克服低温酸奶销售半径、难以全国化的问题，引爆中国乳业革命。2012 年莫斯利安实现收入 15.59 亿元，2012-2014 年收入复合增速 96%，2014 年达 59.60 亿元。而 2013、2014 年蒙牛、伊利相继推出常温酸奶产品，凭借更完善的渠道网络、更快速推新品的能力，2016 年莫斯利安被安慕希超越，2017 年被纯甄超越，2018 年安慕希、纯甄在常温酸奶的市占率合计超过 70%。

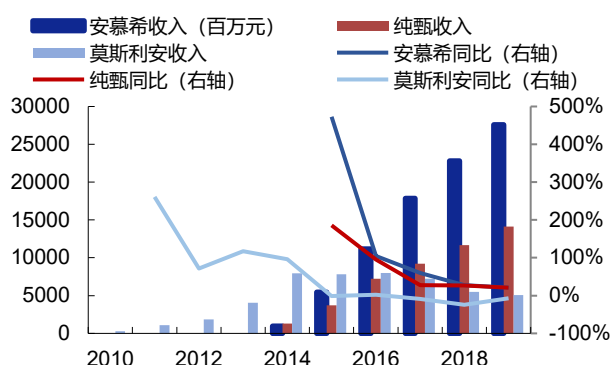
2018 年我国常温酸奶市场规模 311 亿元，同比增 11.9%，企业也不断推出新包装、新口味延长产品生命周期，例如伊利 2017 年推出安慕希 PET 装、光明 2020 年初推出莫斯利安星厨系列。

图 83：2018 年我国常温酸奶市场规模 311 亿元，同比增 11.9%



资料来源：中国产业信息网、安信证券研究中心

图 84：2016 年安慕希收入超过莫斯利安成为常温酸奶龙头



资料来源：欧睿、安信证券研究中心

表 5：企业也不断推出新包装、新口味延长产品生命周期

莫斯利安		安慕希		纯甄	
2009 年	上市	2014 年	上市	2013 年	上市
2016 年	“两果一蔬” “粒享美味”甄选果粒系列、 “美丽绽放”FLOWER SECRETS 系列、以及“活力 酵醒”YOGURTAL 双发酵系 列	2015 年 1 月	蓝莓口味	2016 年	纯甄芝士口味、香草 口味
2017 年	原味低脂肪减蔗糖系列、甄 选果粒系列白桃双麦风味， 以及沙拉酸奶系列（多角灵 巧包）	2016 年	香草口味	2017 年	“真话表白瓶” 纯甄草莓果粒口味、 蓝莓果粒口味、黄桃 燕麦口味、芒果百香 果口味、纯甄轻酪乳 风味酸奶（PET 瓶）、 纯甄红西柚风味 （PET 瓶）
2019 年 7 月		2017 年	高端黄桃燕麦颗粒 常温酸奶、高端畅饮 型希腊风味酸奶 （PET 瓶装）	2018 年	
		2018 年	高端颗粒型草莓燕 麦、高端畅饮型芒果 百香果（PET 瓶装） 高端畅饮系列果肉 型橙&凤梨新品 （PET 瓶装）	2019 年	海盐焦糖、巧克力和 红枣枸杞风味
2020 年初	星厨系列上市	2019 年年初			

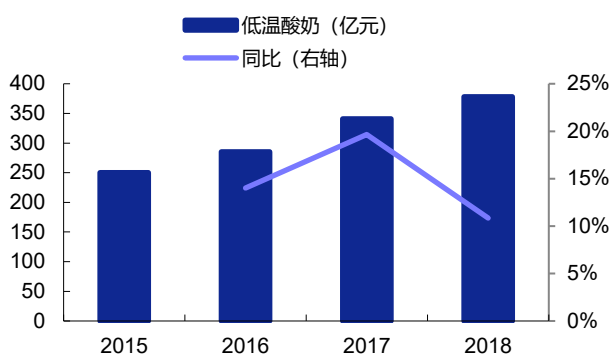
资料来源：官网官微等、安信证券研究中心

4.2. 低温酸奶更易差异化、高端化

2018 年低温酸奶行业规模 378 亿元，同比增 10.9%，受益于社会冷链设施的完善，近年保持较快增速。竞争格局方面，蒙牛是龙头，2018 年市占率超 30%，蒙牛+伊利合计占比 50% 以上。

低温酸奶相较于常温白奶，更能够实现差异化，并高端化：1) 酸奶的菌种存在差异性，决定了满足功能性需求的差异，例如消化、美容、减肥等；2) 通过消费场景、口味、品质打造差异化，例如餐前餐后饮用、添加麦片或果酱、强调无添加等；3) 由于是发酵产品，菌种、发酵方式的不同直接导致口味的不同，在品牌故事基础上的异域风情酸奶也有一席之地。

图 85：2018 年低温酸奶行业规模 378 亿元，同比增 10.9%



资料来源：中国产业信息网、安信证券研究中心

图 86：酸奶可通过不同口味、满足不同功能实现差异化



资料来源：天猫、安信证券研究中心

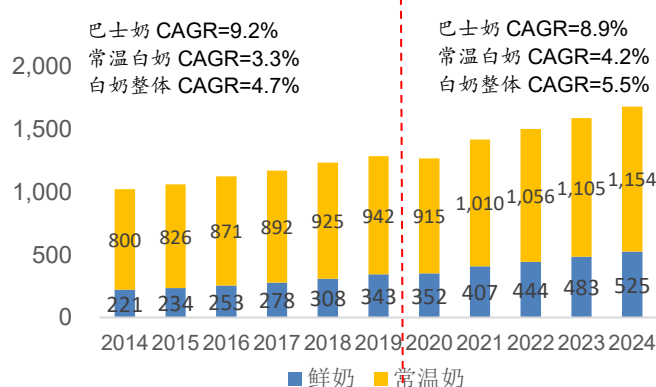
4.3. 低温白奶近几年加速、壁垒较高

1) 行业：巴氏奶增长强劲，结构升级伴随

巴氏奶增长强劲。巴氏奶营养价值高，符合消费升级趋势，近几年规模保持加速增长态势。根据欧睿数据，2019 年规模（零售口径）343 亿元，同比增 11.6%（2015/16/17/18 为 6.1%/8.2%/9.7%/10.7%），并预计 2019-2024 年复合增速 8.9%，高于常温白奶的 4.2%，驱动因素在于消费者健康意识加强、社会冷链设施完善、国内和国际大型乳企消费者教育，近年恒天然安佳和盒马合作推出日日鲜牛奶、明治在苏州建厂进军国内鲜奶市场，企业消费者教育共同做大市场。

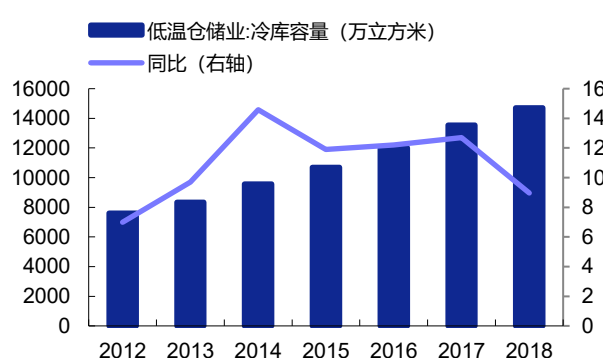
量价均有贡献，产品结构升级伴随。2014-2018 年量 CAGR 5.7%，价 CAGR 2.8%，量价齐升，分品类，低脂、50%脂肪、全脂鲜奶规模 2014-2018 年 CAGR 为 9.6%、9.7%、8.6%，满足健康需求的低脂以及 50%脂肪鲜奶增速更快，表明行业在成长期（更多在于量提升），而部分成熟市场进入产品结构升级阶段。

图 87：巴氏奶行业增速高于常温白奶（单位：亿元）



资料来源：欧睿、安信证券研究中心

图 88：社会冷链设施逐步完善



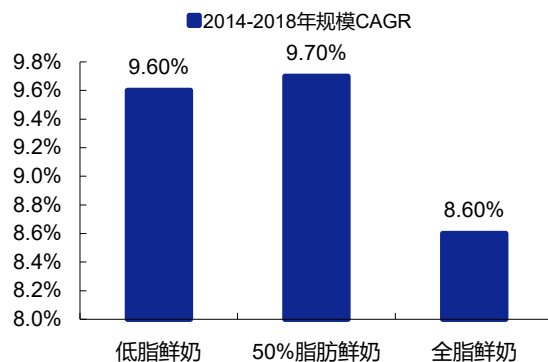
资料来源：中国仓储与配送协会、安信证券研究中心

图 89：国际大型乳企进军国内鲜奶市场



资料来源：草根调研、安信证券研究中心

图 90：满足健康需求的低脂以及 50%脂肪鲜奶增速更快



资料来源：欧睿、安信证券研究中心

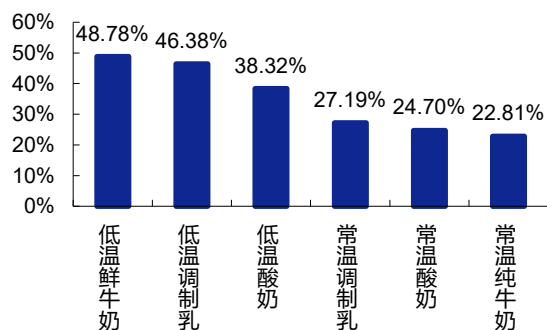
2) 商业模式：供应链要求高，区域深耕关键

巴氏奶供应链要求极高。由于巴氏奶保质期极短、原奶必须为原奶（不是复原乳）、全程冷链（某一环节或时期的冷链间断将严重影响产品品质），巴氏奶的供应链要求高——当地奶源、当地产能、当地市场，即围绕核心城市群的奶源与工厂保证产品运输距离短、当地市场使之供应链成本能有效分摊，冷链物流则贯穿其中。

盈利能力强，区域深耕分摊成本。巴氏奶定价高于普通白奶 2-3 倍，两者原料成本差异不大，加上竞争格局较好，通常情况下其毛利率高于普通白奶及低温酸奶（以新乳业为例，见图 15）。关键在于供应链成本的分摊，消费的区域集中一方面降低物流成本，另一方面从产地运输至终端的产品也更加新鲜，进一步减少因为超过保质期而发生的退货损失，例如光明 2016 年低温收入中华东、华中地区占比 67.2%、19.0%（以华东、华中事业部占比估算），从分部报表来看，华东、华中事业部净利率水平显著高于其他地区。

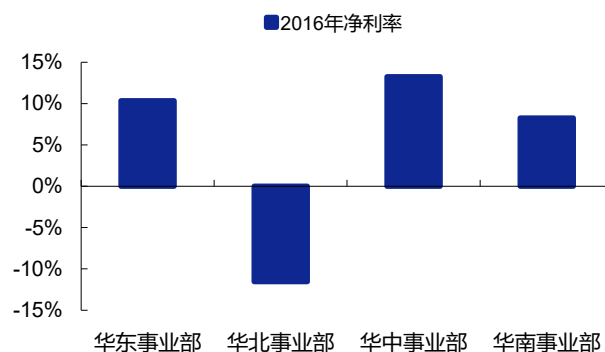
核心城市树立标杆，“以点带面”下沉。根据凯度数据，2017 年 5 月-2018 年 5 月巴氏奶在全国的渗透率仅为 31%，而上海则达 72%，主因上海冷链设施完善、居民消费水平高、以及龙头-光明的消费者教育，同时围绕上海地区的江苏、浙江市场巴氏奶市场规模亦不断增长，即核心城市树立标杆后，可利用前期塑造的强品牌力、建设的供应链资源“以点带面”下沉，后续增长路径明确。

图 91：新乳业的巴氏奶盈利能力高于低温酸



资料来源：新乳业招股说明书、安信证券研究中心

图 92：华东、华中事业部净利率显著高于其他地区



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

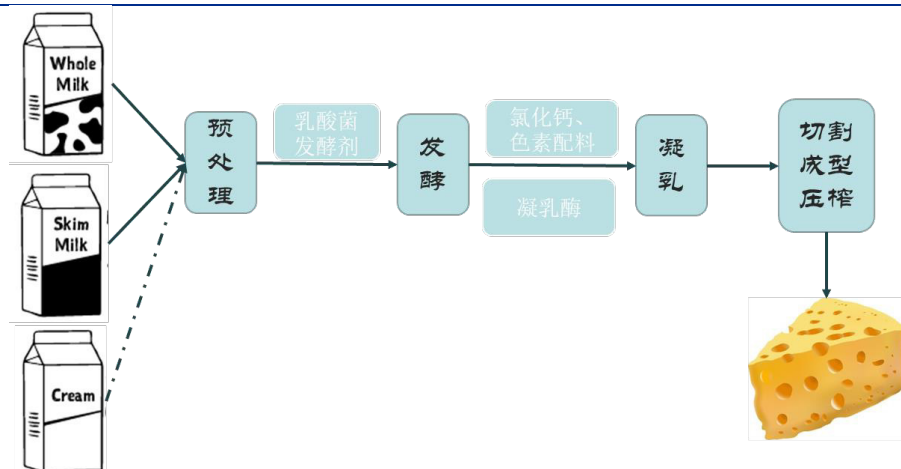
注：由于内部交易存在，此净利率不代表公司真实净利率，仅看对比

4.4. 奶酪位于乳业消费金字塔的顶端，国内消费基础已具备

1) 奶酪简介

奶酪生产工艺：奶酪为成熟或未成熟的软质、半硬质、硬质或特硬质、可有涂层的乳制品，其中乳清蛋白/酪蛋白的比例不超过牛奶中相应的比例，一般情况下奶酪在凝乳酶或其他适当的凝乳剂的作用下，或通过类似的加工工艺，使乳、脱脂乳、部分脱脂乳、稀奶油、乳清稀奶油、酪乳中一种或几种原料的蛋白质凝固或部分凝固，排出凝块中的部分乳清而得到，此过程是蛋白质的浓缩过程，因此奶酪中的蛋白质含量显著高于所用原料的蛋白质含量，一般奶酪的蛋白质含量是生鲜乳的 5-8 倍。

图 93：奶酪生产工艺概览



资料来源：安信证券研究中心

2) 奶酪是乳业消费升级的顶端

奶酪营养附加值高，是物流、技术、生活水平发展至一定阶段的产物，位于乳品消费金字塔的最顶端。1 公斤奶酪用 10-12 公斤牛奶制成，蛋白质含量是牛奶的 5-8 倍、含钙量是牛奶的 5-6 倍。

乳制品发展分为三个阶段，伴随物流仓储设施、包装技术、社会物质条件的发展：1) 奶粉阶段：牧场距离城市较远，由于物流条件限制，将牛奶制成奶粉供城市和农村消费；2) 液态奶阶段：杀菌、灭菌技术的发展以及包装条件的完善，液奶高速普及；3) 奶酪、黄油阶段：社会对乳制品营养要求提升，消费场景扩张，西化生活方式渗透。

3) 国内奶酪消费基础已具备，消费者培育正当时

市场规模：根据 euromonitor 统计，2019 年我国奶酪市场规模（零售额口径）达 72.05 亿元，同比增 24.0%，处于高速发展期，并预计至 2025 年市场规模达 163 亿元。按消费量口径（零售），2019 年我国奶酪消费量为 4.74 万吨，预计至 2025 年预计为 10.33 万吨。

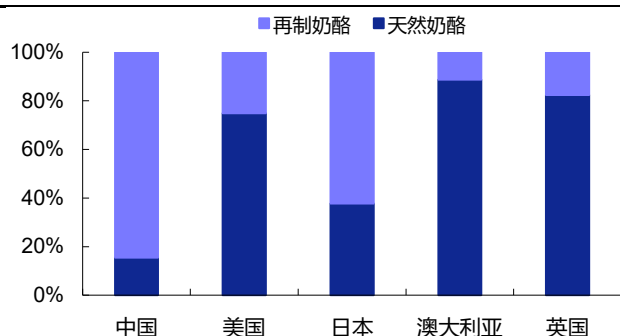
人均消费量：2018 年我国人均奶酪消费量仅为 0.28 千克/人，而美国达 16.39 千克/人、欧洲 19.01 千克/人、日本 2.32 千克/人、韩国 2.91 千克/人，我国人均奶酪消费量仅为

美国、欧洲的 60-70 分之一，日韩的 8-10 分之一。

目前以再制奶酪为主：2018 年我国天然奶酪、再制奶酪消费量占比分别为 15.4%、84.6%，消费量增速分别为 9.1%、5.4%，根据发达国家经验，再制奶酪在消费者培育阶段起到重要作用，当行业进入稳步成长期，由于消费者对营养价值要求提升，天然奶酪占比超过再制奶酪。

零售端产品形态日趋丰富：目前奶酪消费在餐饮端已经稳步渗透，零售端产品形态日趋丰富，零售渠道以儿童奶酪、零食为切入点（目前儿童奶酪占比超 50%），目前市场上儿童奶酪有多种细分品类，例如成长奶酪杯、奶酪棒、奶酪粒等，口味丰富、小包装便于携带也满足零食的消费需求。

图94：我国目前奶酪消费以再制奶酪为主



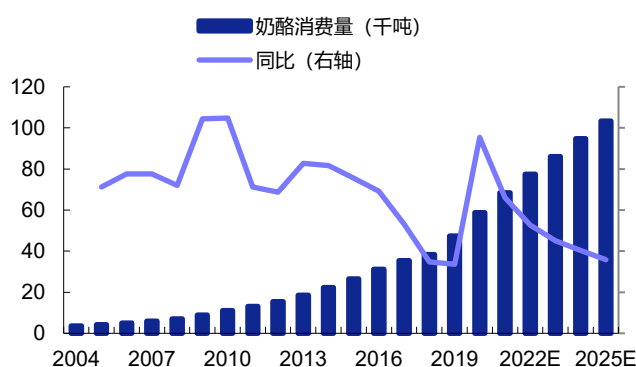
资料来源：euromonitor、安信证券研究中心

图95：零售渠道以儿童奶酪、零食为切入点



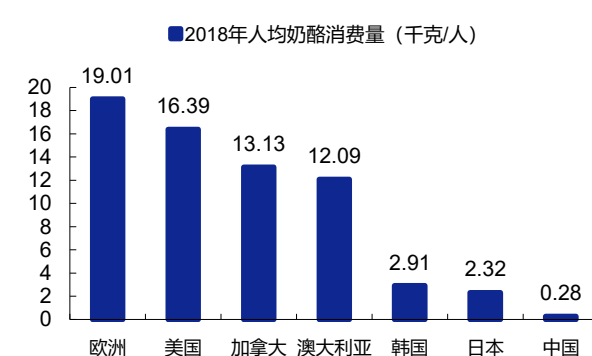
资料来源：天猫、安信证券研究中心

图96：2019年我国奶酪消费量为4.74万吨，同比增23.4%



资料来源：euromonitor、安信证券研究中心

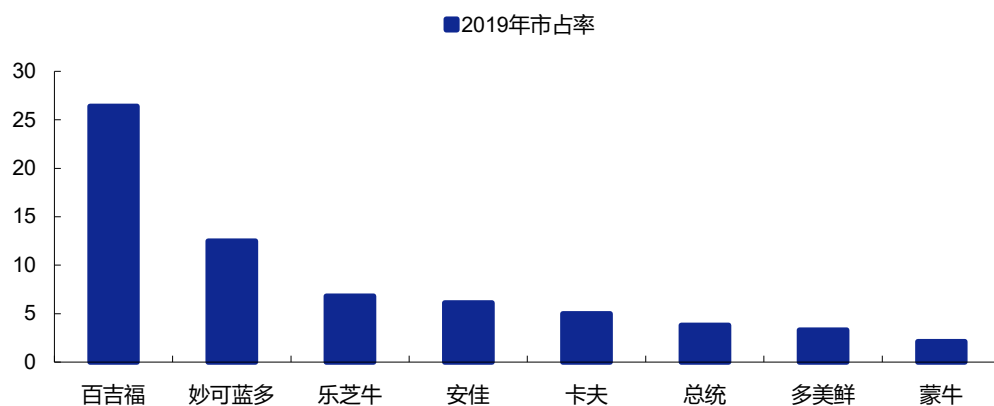
图97：我国人均奶酪消费量远低于发达国家



资料来源：OECD、安信证券研究中心

竞争格局方面，目前我国奶酪市场由海外企业主导。目前我国奶酪市场 CR5 为 56.8%，除了第二名妙可蓝多以外，其他均为外资企业，主要源于奶酪市场尚处于导入期，海外企业基于较强的产品力、品牌力，起到消费者教育作用，市占率较高。

图 98：目前我国奶酪市场由海外企业主导



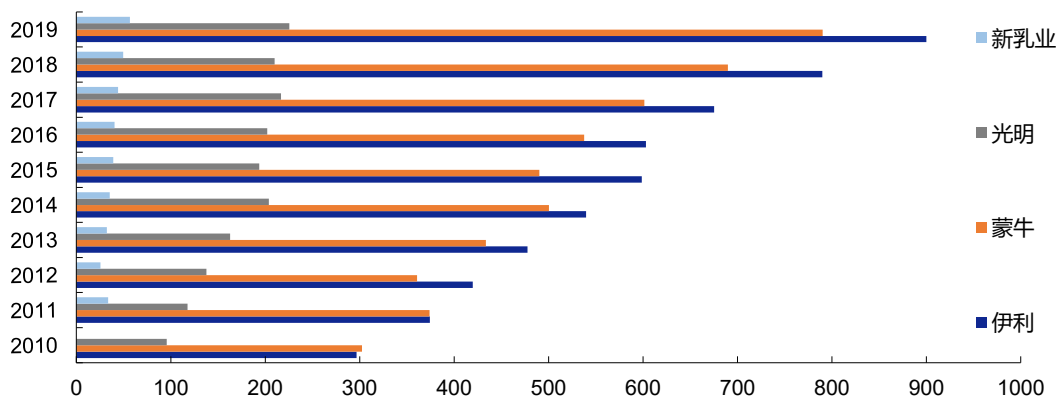
资料来源：euromonitor、安信证券研究中心

5. 集中度提升趋势明显，中小企业出路在细分和创新

5.1. 竞争格局从“2+2+n”向“1+1+3+n”转变

以液体奶为核心的竞争层面，“2（伊利蒙牛）+2（光明三元）+n”格局向“1（伊利）+1（蒙牛）+3（新乳业光明君乐宝）+n”转变。当前的液态奶市场中伊利蒙牛是第一梯队，逐渐走向全国化的区域性乳企例如光明、君乐宝、新乳业等处于第二梯队，预计中国乳业将在未来很长一段时间形成伊利“一强独大”的局面。

图 99：当前的液态奶市场中伊利蒙牛是第一梯队，光明、君乐宝、新乳业等处于第二梯队（亿元）



资料来源：wind、安信证券研究中心

新乳业与君乐宝作为后起之秀发展较快：

新乳业：新希望集团 2002 年开启乳制品资产的并购整合之路（2002 年并购四川乳业、安徽白帝、云南蝶泉、杭州双峰等，2003 年并购昆明雪兰等），2006 年新乳业成立，承接上述资产，2015-2016 年先后并购昆明海子、湖南南山、苏州双喜、朝日乳业，布局云南、湖南、华东、华北市场，通过“1+N”模式打破低温鲜奶的区域属性、不断并购整合做强做细区域性乳制品市场，同时逐渐拓展出布局全国的乳制品产业链，形成“点面结合”的品牌势能。公司收入规模从 2014 年的 35.3 亿元增至 2019 年的 56.7 亿元，复合增速 9.9%。

君乐宝：1995 年成立于河北，2007 年首创红枣酸奶，引领乳企酸奶口味化潮流；2010 年后

持续推出纯享、简醇等产品，投入大量广告，深受年轻人喜爱。2014 年进军奶粉行业，至 2019 年奶粉产销量 7.5 万吨，同比增长 62%，销售额年复合增速达到 84.5%，为实现高质量发展，公司提出牧草种植、奶牛养殖、生产加工“全产业链”一体化的生产经营模式，实现养殖加工一体化，提高奶粉鲜活度的同时降低仓储成本。2019 年公司销售同比逆势增长 25% 达到 163 亿，远高于乳制品行业平均增长率 10.2%。

表 6：新乳业 2015 年至今收购标的

收购时间	收购标的	收购股权	股权转让对价(万元)
2015 年 9 月 29 日	昆明海子	90%	2329
2015 年 6 月 26 日	湖南南山	60%	16500
2015 年 7 月 10 日	苏州双喜	70%	9100
2016 年 12 月 31 日	朝日乳业	100%	2758
2020 年 6 月（股东大会通过）	夏进	60%	102660

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

5.2. 两强的战略开始出现分化

伊利和蒙牛的战略出现分化：蒙牛的诉求可能发生改变，追求“有质量”、“可持续”的增长：

1) 蒙牛于 2016 年年报中提出：以求真务实地打造最具中国活力的千亿级国际乳企，加速迈向“2020 战略”，将蒙牛发展成为世界级乳业品牌。

2) 2019 年蒙牛收入达 790 亿元，并于当年出售君乐宝乳业，君乐宝 2019 年收入超 160 亿元，近十年复合增速 40%，成功收购贝拉米并签约拟收购 Lion-Dairy&Drinks，君乐宝的出售或对蒙牛的收入规模与成长性造成一定的损失，加上疫情与原奶成本的影响，蒙牛的经营方针可能从追求规模转为追求“有质量、可持续的增长”，正如蒙牛在 2019 年年报中提出“蒙牛全面对标联合国可持续发展目标，首次将‘可持续发展’升级为集团级战略，将‘守护人类和地球共同健康’定位本集团重要的使命与愿景”。

两强的战略正在分化：伊利旨在成为综合性食品企业，从乳品迈向饮料、健康食品等领域，而蒙牛旨在成为全品类乳制品公司，深入布局奶酪、鲜奶等乳制品细分品类。对于全球化的目的，两者亦有差异，伊利布局全球供应链，更多旨在满足中国市场的供应需求，在中国市场从乳业向多品类延伸；而蒙牛虽仍聚焦中国，但是通过收购海外品牌，加速在东南亚以及海外拓展业务。

表 7：蒙牛近年的战略变化

相关动作/成果	相关战略
2016 卢敏放先生担任新总裁；实施新事业部制组织变革，成立常温、低温、奶粉及冰激凌等独立业务板块。	我们将继续围绕“以消费者为中心，成为创新引领的百年营养健康食品公司”的企业愿景……以求真务实地打造最具中国活力的千亿级国际乳企，加速迈向“2020 战略”，将蒙牛发展成为世界级乳业品牌
2017 成立电商事业部；强化乡村市场渗透；与第二股东达能合作推出多款低温新品；奶粉业务转变为以渠道和品类切割的 CBU 架构，提升母婴渠道占比，KA 减亏	抱以“必赢、共赢”的决心，共筑百年蒙牛、共赢乳业冠军，坚守在全球乳业第一阵营，加速迈向蒙牛的“2020 目标”-即蒙牛在 2020 年要成为销售额达到 1000 亿人民币的国际乳业巨企。
2018 奶粉业务扭亏为盈，持续大幅增长；整合设立新业务群，聚焦海外市场、鲜奶、植物基、奶酪等高潜力业务；成为 2018 年世界杯官方赞助商；“智网行动”全面启动。	蒙牛将延续现时的业务战略，以持续提升核心竞争力，包括持续提升对蒙牛母品牌的投入，拉动子品牌的营销……力争在 2019 年要赢在产品、赢在品牌、赢在渠道、赢在创新、赢在文化……开启“世界牛”新时代。
2019 出售君乐宝乳业；成功收购贝拉米并签约拟收购 Lion-Dairy&Drinks；依靠“智网行动”和“镇村通”进一步深化通路深耕。	蒙牛全面对标联合国可持续发展目标，首次将‘可持续发展’升级为集团级战略，将‘守护人类和地球共同健康’定位本集团重要的使命与愿景。

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

表 8：从品类、品牌假设、全球布局的角度，可以看出两强的战略开始分化

	伊利	蒙牛
战略	综合性食品公司	世界级乳品企业
品类	从乳品迈向软饮料领域，近年推出矿泉水、即饮咖啡、功能饮料等品类的产品	重视奶酪、鲜奶、植物基蛋白饮品等高潜力业务，与 Arla Foods 合作进军零售与餐饮奶酪，推出每日鲜语高端鲜奶品牌
品牌宣传	近年通过赞助综艺节目打造国内母子品牌力，例如“歌手”、“乘风破浪的姐姐”等；同时赞助在北京举行的 2022 年冬奥会和冬残奥会。	赞助国际级盛事，成为 FIFA 世界杯全球官方赞助商、成为 NBA 中国官方市场合作伙伴、上海迪士尼度假区及北京环球度假区合作伙伴，加速品牌国际化。
全球布局	旨在打造全球供应链，满足中国市场需求：在新西兰等布局生产基地，“金领冠睿护婴幼儿配方奶粉”、“金典”新西兰进口牛奶相继在国内上市，2018 年收购泰国本土最大冰淇淋企业 THE CHOMTHANA；2019 年收购新西兰 Westland。	满足国内需求的同时亦加速布局海外市场：在印尼投资冰激淋、低温工厂，推出本地品牌“youyic”，表现较好，于 2019 年收购贝拉米、拟收购 Lion-Dairy，亦为东南亚市场提供优质产品供应。

资料来源：安信证券研究中心

5.3. 巴氏奶头部少数企业份额扩张，总体盈利能力一般

我们选取辽宁、福建、山东等地的区域性乳企，分析盈利能力。销售收入大于 1 亿元的区域性乳企 2017 年加权平均净利率为 6.7%，部分企业高于 10%。

其中，小规模区域性乳企成长性较弱，主要系在区域内受到龙头挤压。

表 9：全国主要区域性乳企概览

单位：吨	年乳制 品产量	巴氏杀菌 乳	UHT 奶	酸奶	乳饮料	销售收入	利润	净利率	自有奶源 占比	巴氏奶产量占比
辽宁										
大连三寰乳业	21159	12833	5203	3123		14359	2684	18.7%	42%	61%
鞍钢乳业	9000	3600		3600	1800	10000	800	8.00%	50%	40%
大连心乐乳业	18966	12513		5597	846	12187	213	1.70%	45%	66%
福建										
福建长富	83092	45627	10713	11146	15603	71360	7355	10.3%	100%	55%
福建宏宝露乳业	30000	6500	8000	3500	12000	20000	1800	9.0%	100%	22%
福建澳牛	12600		10000		2600	17000	900	5.3%	100%	0%
山东（2016 年）										
临沂格瑞食品	110000	40125	19774	43235	8922	20013.5	3114.45	15.60%	9%	36%
银香大地乳业	32000	4800	3200	4800	19200	34600	3560	10.30%	100%	15%
青岛新希望琴牌	25000	10000	7500	7500		22000	1300	5.90%	30%	40%
济南佳宝	300000	150000	50000	70000	30000	240000	10000	4.20%	80%	50%
得益乳业	107692	39353	820	63040	4218	74292	2734	3.70%	4%	37%
青岛迎春乐食品	22100	7300	5600	6300	900	29477	1033	3.50%	9%	33%
重庆										
天友	227136	18911	118055	76368	13410	250000	18600	7.4%	73%	8%
光大集团乳业	22680	3186	9594	9480	420	28995	2158	7.4%	70%	14%
贵州										
好一多乳业	20500	14100	380	6000	20	20936	2462	11.80%	100%	69%
三联乳业	71396	12981	35439	17504	5472	79782	2609	3.30%	64%	18%
云南										
乍甸乳业	32720	17350	9816	5235	319	30378	2938	9.70%	100%	53%
昆明雪兰	67351	31993	20626	9470	5215	99202	7349	7.40%	54%	48%
新希望蝶泉	46148		37580	6903	20075	51595	2856	5.50%	55%	0%
吉林										
广泽乳业	63029	2963	27448	19217	12886	43629	5694	13.1%	31%	5%
吉林春光乳业	10000	9500		250	250	14000	1400	10.0%	18%	95%
河南										
焦作博农乳业	14810	4157	258	9815	580	10233	1303	12.70%	24%	28%

河南花花牛	135100	2100	13000	97000	23000	130000	10000	7.70%	30%	2%
河南三色鸽	20174	3854	7895	4549	6070	13156	493	3.70%	79%	19%

资料来源:《中国奶业年鉴》、安信证券研究中心

表 10: 福建区域性乳企——龙头增长, 中小企业承压 (万元)

名称	年乳制 品产量(t)	巴氏杀 菌奶(t)	UHT 奶(t)	酸奶(t)	2017		2016		2015		2014	
					年销售 收入	利润	年销售 收入	利润	年销售 收入	利润	年销售 收入	利润
长富乳品	74141	45627	10713	11146	71360	7355	64836	6958	65908	7512	58995	5821
闽牛乳业	9153	4754		2419	7583	136	4910	229	11435	621	3304	196
宏宝露乳业	30000	6500	8000	3500	20000	1800	19700	1600	19100	1500	21553	1939
台农农牧	2000	1800	/	50	3000	150	2000	350	3500	500	4000	320

资料来源:《中国奶业年鉴》、安信证券研究中心

表 11: 云南区域性乳企——龙头增长, 中小企业承压 (万元)

名称	年乳制 品产量(t)	巴氏杀 菌奶(t)	UHT 奶(t)	酸奶(t)	2017		2016		2015		2014	
					年销售 收入	利润	年销售 收入	利润	年销售 收入	利润	年销售 收入	利润
昆明雪兰	72496	30866	27355	7248	99202	7349	97200	4300	96700	4499	88825	3164
昆明七彩云	21745	8313		11542	16653	2.7	2343	60	11335	1625	566	273
乍甸乳业	32720	17350	9816	5235	30378	2938	30378	4165	30378	4165	25282	4107
龙腾生物乳业	1200	300		300	3200	8	4800	180	5000	200	9600	900
德宏祥祥乳业	224.70	119.90	62.00	42.80	250	-40	312	-61	1487	45.8	1494	76

资料来源:《中国奶业年鉴》、安信证券研究中心

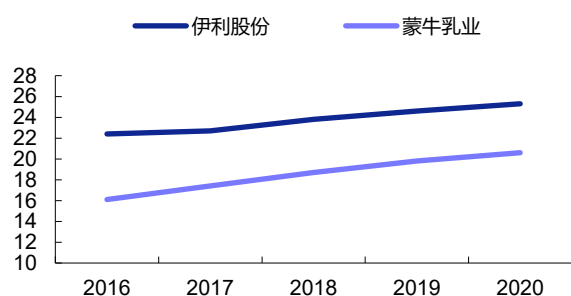
5.4. 常温奶整体增长放缓, 中小企业更加边缘化

两强份额持续提升: 根据欧睿数据, 牛奶饮品中伊利、蒙牛市占率持续提升, 伊利的市占率从 2016 年的 22.4% 提升至 2020 年的 25.3%, 蒙牛的市占率从 2016 年的 16.1% 提升至 2020 年的 20.6%。

中小企业退出: 根据国家统计局数据, 全国乳制品企业数量从 2010 年的 784 家下滑至 2018 年的 587 家, 其中亏损数量占比从 2015 年的 15% 提升至 2018 年的 18.8%。

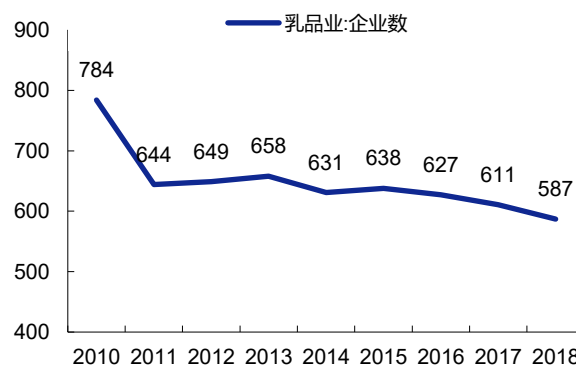
户均销售额提升: 户均销售额从 2010 年的 2.47 亿元提升至 2018 年的 5.79 亿元。

图100: 伊利、蒙牛市占率持续提升



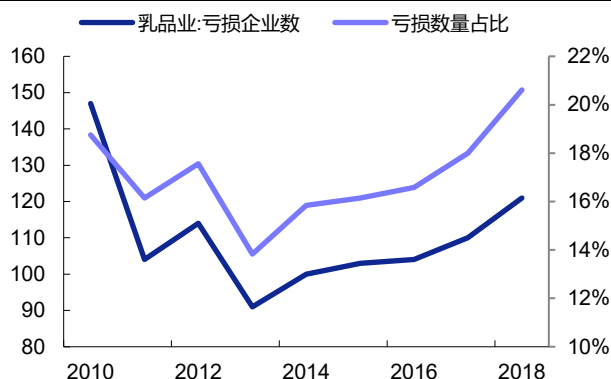
资料来源: 欧睿、安信证券研究中心

图101: 全国乳制品企业数量从2010年的784家下滑至2018年的587家



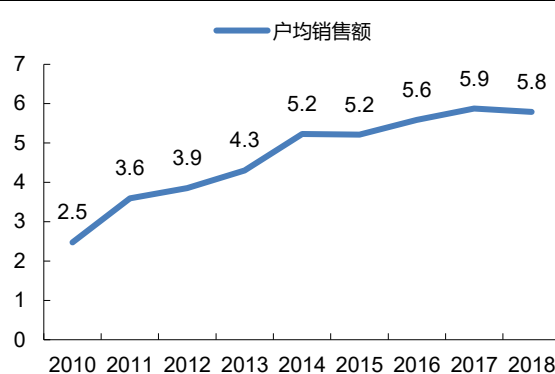
资料来源: 中国奶业年鉴、安信证券研究中心

图102：亏损数量占比从15年的15%提升至18年的18.8%



资料来源：中国奶业年鉴、安信证券研究中心

图103：户均销售额持续提升（亿元/家企业）



资料来源：中国奶业年鉴、安信证券研究中心

5.5. 细分+创新成为小企业突围核心

目前伊利与蒙牛的常温白奶（金典、特仑苏）、常温酸奶（安慕希、纯甄）大单品仍维持双位数增长，主要来自产品结构升级与渠道渗透率提升，但是从产品生命周期角度，两者均已经步入成长期后半段。从高端化的空间、以及成长性角度，看好高端酸奶以及奶酪品类，相关细分领域是中小企业的突围核心。

低温酸奶相较于常温白奶，更能够实现差异化，并高端化：1) 酸奶的菌种存在差异性，决定了满足功能性需求的差异，例如消化、美容、减肥等；2) 通过消费场景、口味、品质打造差异化，例如餐前餐后饮用、添加麦片或果酱、强调无添加等；3) 由于是发酵产品，菌种、发酵方式的不同直接导致口味的不同，在品牌故事基础上的异域风情酸奶也有一席之地。

奶酪成长空间大，BC 端各具护城河：目前我国奶酪市场目前处于发展初期，通过中餐西化、C 端产品优化改造（例如芝士酸奶、奶酪棒）进行消费者教育，实现渗透率提升，B 端的护城河在于原料掌控以及消费者忠诚度，在早期进行厨师培训促进用户形成较高的转化成本，打造较高的消费者粘性，C 端的护城河在于品牌，例如妙可蓝多快速抢占消费者心智。新进入者有望通过 C 端品牌投放、B 端改变厨师的消费习惯，进入奶酪市场。专家认为从技术储备方面，大型乳企进入奶酪市场基本没有障碍，何时介入取决于奶酪的市场规模。

相关企业：

妙可蓝多：公司于 2018 年上半年切入儿童奶酪市场，推出针对零售渠道的奶酪棒产品，2018 年全年即实现收入约 1 亿元，2019 年约 5 亿，妙可蓝多奶酪棒联合热门 IP—汪汪队体现产品差异化，对儿童消费者形成较高的品牌认知度。2019 年 2 月起开始聚焦央视、分众传媒投入针对性营销广告，持续进行品牌建设。

认养一头牛：诞生于 2016 年，公司抓住乳制品互联网新消费的机会，以社群和内容作为切入点，深耕小红书、抖音、微博和 B 站等内容平台，依靠自媒体营销和电商渠道，打造出一支牛奶网红品牌。入驻天猫不到两年，已获得超过 2000 万用户，2020 年 6 月单月天猫销售额达到 1.06 亿元。

图104：妙可蓝多奶酪棒

图105：认养一头牛低脂纯牛奶



资料来源：公司官网、安信证券研究中心



资料来源：天猫、安信证券研究中心

6. 公司分析

表 12：公司估值表（股价截至 2020 年 10 月 21 日）

证券简称	股价(人民币, 元)	PE				PS				PB
		2018	2019	2020E	2021E	2018	2019	2020E	2021E	
蒙牛乳业	33.88	45.03	33.38	40.96	27.95	1.99	1.99	1.79	1.57	-
伊利股份	41.85	39.53	36.72	37.53	30.72	3.22	3.22	2.60	2.31	9.95
新乳业	19.47	68.48	68.20	59.97	44.31	3.34	3.34	2.56	2.05	9.27
妙可蓝多	37.07			116.28	45.33	12.38	12.38	5.39	3.67	10.41

资料来源：wind、安信证券研究中心，采用 wind 一致预测

6.1. 伊利股份：领先恢复，龙头投资价值凸显

竞争优势在于管理、渠道、上游资源和规模经济。在竞争激烈的中国乳制品市场，伊利股份长期居于国内综合性乳企首位、液态奶龙头，其必然具备核心竞争力，我们认为公司的核心竞争力存在于管理、资源、渠道网络和规模优势，在几轮行业发展周期（常温奶普及）或重要转折点（如三聚氰胺）当中，公司保持甚至拉大了同竞争对手的差距，在 2020 年 Q1 新冠疫情影响下，通过快速反应高效执行力，在 3 月份之后实现了更好更快的恢复。渠道网络布局的先发优势：伊利在 2006 年就在全国开展了“织网计划”，2007 年借助商务部“万村千乡”活动进入“农家店”等乡镇销售终端，2015 年加速县乡镇农村市场的产品渗透，近年渠道渗透率维持每年 1-2pct 的增长。由于渠道布局的先发优势，对于竞品，要达到相同的市场份额，需要付出更高的成本。持续激励的狼性团队：公司管理团队稳定，潘刚先生自 2002 年自今担任公司总裁，通过多年的股权激励计划，截至 2019 年底管理团队合计持股 9.05%，管理团队带领公司多次顺利跨越危机，实现长远发展。上游资源掌控力：合作牧场数量领先，持续为上下游提供技术和融资支持，并将触角伸至全球。规模优势：伊利领先的收入规模可以支撑高于同行的广告营销费与研发投入，保证产品升级、新品推广与品牌价值持续提升。

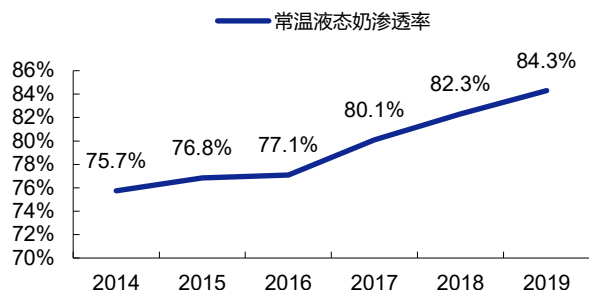
表 13：公司历年的渠道策略

年份	渠道策略
1999	公司共投入 1832 万进行销售网络的建设并在市场条件成熟的地区建立销售分公司。
2001	为整合市场资源，理顺营销渠道，完善市场配送体系，公司投资 1650 万元进行市场网络项目建设，大力提高公司对市场开拓力和控制力。
2006	在全国开展“织网计划”，打造“纵贯南北、辐射东西”的战略布局，完成后成为第一家覆盖全国市场的乳品企业。
2007	借助商务部“万村千乡”活动进入“农家店”等乡镇销售终端。
2010	充分发挥渠道“神经末梢”的作用，将市场信息及时反馈，提升现代渠道管理水平，降低渠道成本。

2012	继续坚持渠道下沉战略，深耕渠道，贯彻渠道管理提升策略。
2013	继续深入开展和实施渠道精耕与终端基础建设提升计划，通过渠道业务拓展和管理精进，与更多客户建立并加强了合作关系。
2015	在持续推进渠道精耕计划的同时，公司将加快母婴及电子商务渠道的拓展步伐；着力搭建“云商信息平台”。
2016-2018	在积极开拓新兴渠道的同时，提高县乡镇农村市场产品渗透能力，挖掘空白市场业务机会；持续推进渠道精耕计划的实施。
2019	积极探索“会员营销”“社群营销”“O2O 到家”等新零售模式，在拓展渠道的同时，推动线上线下渠道的一体化融合；同时，公司继续实施渠道精耕计划，不断提升渠道渗透水平。

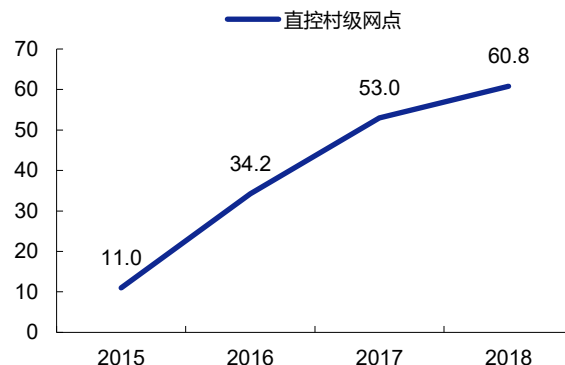
资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 106：公司常温液态奶渗透率以每年 1-2% 增加



资料来源：凯度数据、安信证券研究中心

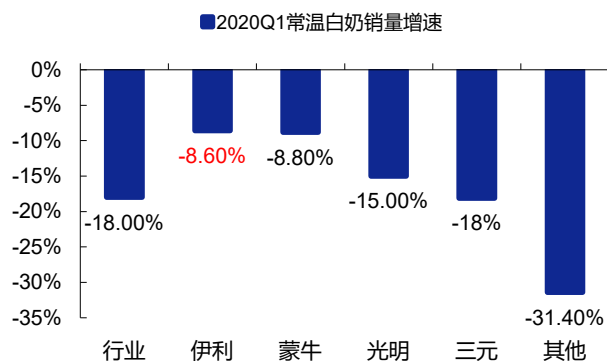
图 107：2018 年直控村级网点数量达 60.8 万个



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

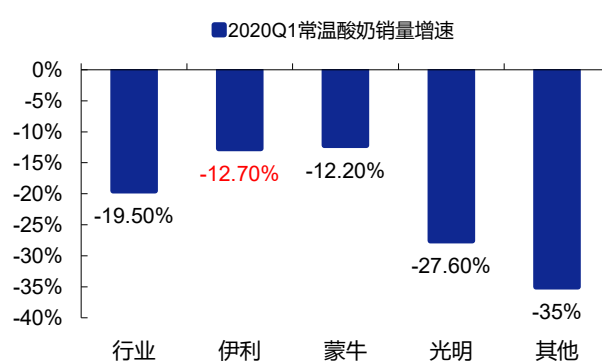
积极应对危机，强化竞争优势，Q2 恢复良好，体现核心竞争力。三聚氰胺事件后加速建设和谐产业链：1) 加大奶源建设：加大奶源建设的投入，2011 年定增募资资金中 12.32 亿元用于在内蒙古、四川、安徽等地投建奶源项目；2) 保障经销商利益：公司全额承担经销商的损失，经销商忠诚度提升，2008 年公司存货报废 8.9 亿元，2008 年销售费用大幅增长 41.45%。2020 年初的疫情市场份额持续提升：伊利销售人员深入一线，帮助库存调度，增强经销商信心，同时逆势涨薪，加大团队凝聚力。随着疫情后终端的逐渐恢复，伊利抢占渠道资源，实现市占率持续提升，根据草根调研，截至 4 月底渠道库存已逐渐恢复正常，4-5 月常温液态奶增速达 20% 以上，6 月持续超预期。

图 108：2020Q1 伊利常温白奶销量下滑幅度小于行业



资料来源：ADE 数据、安信证券研究中心

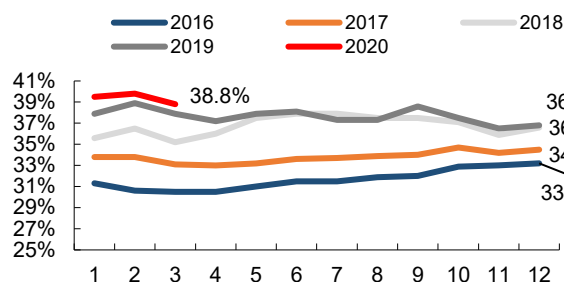
图 109：2020Q1 伊利常温酸奶销量下滑幅度小于行业



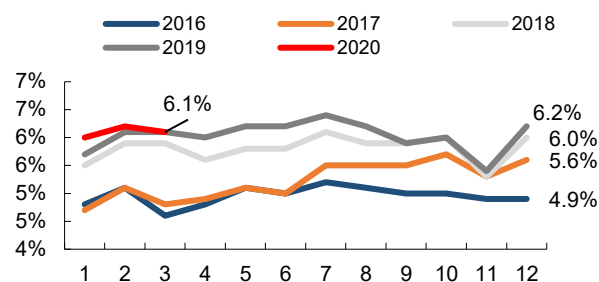
资料来源：ADE 数据、安信证券研究中心

图 110：伊利常温液态奶市占率始终呈螺旋式提升

图 111：伊利的婴幼儿奶粉市占率



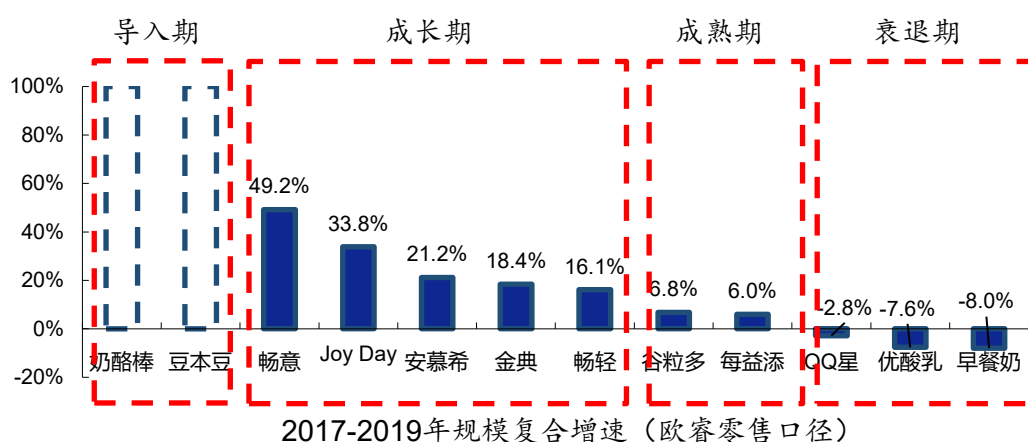
资料来源：尼尔森、安信证券研究中心



资料来源：尼尔森、安信证券研究中心

长期看点 1) 产品结构升级：公司吨价驱动因素中大部分为产品结构升级贡献，通过大单品裂变（包装、口味升级）延长产品生命周期，2019 年“金典”“安慕希”“畅轻”“金领冠”“巧乐兹”“畅意 100%”等重点产品销售收入同比增长 22.3%；**2) 渠道继续下沉：**目前公司在乡镇市场的团队可以定时定点定线去服务占比 40-50%，另外 50%仍通过大流通渠道；同时伊利覆盖的终端数量 191 万个，低于农夫山泉、娃哈哈、达利等，渠道下沉与精耕仍有较大空间；**3) 多元化、全球化：**公司积极布局大健康领域，推出多款软饮料，目前尚处于孵化期，我们认为伊利善于洞察消费趋势，具备较强的营销与品牌建设能力，大单品打造经验足，有望将乳制品市场优势延续至软饮料领域，同时公司通过全球织网布局全球奶源、工厂、市场，打造全球供应链。

图 112：伊利产品生命周期概览



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 113：金典、安慕希通过口味、包装、功能升级，不断裂变，延长产品生命周期



资料来源：草根调研、安信证券研究中心

表 14：伊利通过全球织网布局全球奶源、工厂、市场，打造全球供应链

事件	
2013	新西兰生产基地建设项目一期开工
2014	新西兰生产基地建设项目一期投产；与荷兰瓦赫宁根大学共建中荷食品安全保障体系；与意大利斯嘉达公司达成战略合作，共同生产高科技乳制品；与美国最大牛奶公司 DFA 联手合建全美规模最大的奶粉
2015	新西兰生产基地二期项目已完成设计规划
2016	所产“Pure-Nutra 培然”婴儿配方奶粉已获新西兰政府官方认证，并上市销售
2017	新一代婴幼儿配方奶粉“金领冠睿护”在大洋洲生产基地生产下线
2018	大洋洲生产基地生产的“金典”新西兰进口牛奶、“柏菲兰”牛奶，在国内相继上市；旗下“JoyDay”冰淇淋进入印尼市场；2018 年 11 月收购泰国本土最大冰淇淋企业 THECHOMTHANACOMPANYLIMITED
2019	收购新西兰 Westland Co-Operative Dairy Company Limited

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

6.2. 光明乳业：经营目标升级，新鲜战略领导者

公司自成立以来始终坚持新鲜战略，供应链护城河深厚。2019 年战略升级为“做强上海，发展华东、优化全国，乐在新鲜”，“新鲜”板块是升级战略突出的重点品类，围绕该战略，光明多维度构筑护城河：

- **全国化布局的牧场、新鲜工厂：**合计有约 28 个牧场，规模较大的新鲜工厂有上海乳品四厂、黑龙江光明、武汉光明、成都光明等，辐射以上海为核心的华东地区、华北地区、华中地区以及西南地区。公司公告中标江苏辉山乳业以及江苏辉山乳业相关资产，进一步完善华东、华北奶源基地布局，拓展江苏、山东、安徽巴氏奶市场。
- **物流优势**体现在两个方面：自建物流以及与社会物流的深度合作、排他性的送奶入户资源：
 - 光明在优势市场自建物流，在弱势市场借助第三方物流开拓市场，子公司领鲜物流在上海地区自有车辆近 230 辆，其中冷藏车近 249 辆，拥有超过 900 吨的冷藏配送运力，覆盖上海 6000 多个网点，在华东地区可以调配使用的车辆近 200 辆，服务于华东 15 个配送中心。
 - 2019 年随心订收入达 18.9 亿元，送奶入户渠道解决最后一公里，渠道运作精细化要求极高；

优化全国，复制优势市场运作经验，净利率有提升空间。在初步全国化的基础上，2019 年光明提出“做强上海，发展华东、优化全国，乐在新鲜”战略，优化全国一方面体现在深耕

优势区域，另一方面也旨在弱势区域扩大市场份额。

巴氏奶的“供应链高要求->区域精耕分摊成本”形成正循环，进而提升净利率水平。对于光明，2016年华东、华中地区低温液态奶业务收入占低温收入的比例为67%、19%，净利率达10、13%，而弱势市场华南、华北净利率则为8%、-12%，华东、华中地区通过渠道不断下沉与精耕，提振净利率；华南、华北一方面跟随行业自然增长，供应链成本有效分摊，另外光明有望复制优势市场运作经验（低温产品货损大，供应链管理要求高），并利用产品、品牌优势，不断扩大市场份额，净利率提升空间大。

不断引领行业进行品类营销突破。根据尼尔森数据，光明巴氏奶在全国的市占率达45%，作为行业龙头，光明不断引领行业前进，例如率先推广超高端新品（娟姗），持续品牌营销。

管理改善，干劲可期。2020年4月公司公告原华东地区负责人（主管低温）提升为公司总经理，近期公司三位副总辞职，管理层进一步换新，干劲可期。

表 15：公司历年战略规划

日期	战略
2002 年	在未来 4 年内，仍以乳品经营为核心产业和主营业务，将以乳品产业链适时带动相关产业/子公司的纵向发展
2006 年	坚持新鲜战略、聚焦资源，大力促进新鲜酸奶发展，力求产业和地区经营的突破
2007 年	聚焦乳业、做强新鲜、突破常温、实现百亿
2011 年	聚焦乳业、领先新鲜、做强常温、突破奶粉
2017 年	确立主业 1+2 全产业链发展模式，搞好乳业、牧业、冷链物流三大产业布局；通过实施牧场升级工程，着力打造安全、快速的物流服务体系；通过产品和技术升级，继续推出高品质新品，树立和提升“中国高端品牌引领者”形象。经过 3-5 年的努力，光明乳业将发展成为产业链完善、技术领先、管理一流、具有核心竞争力、有影响力的国际性乳业集团
2019 年	在五年规划的基础上，提出“做强上海，发展华东、优化全国，乐在新鲜”的目标

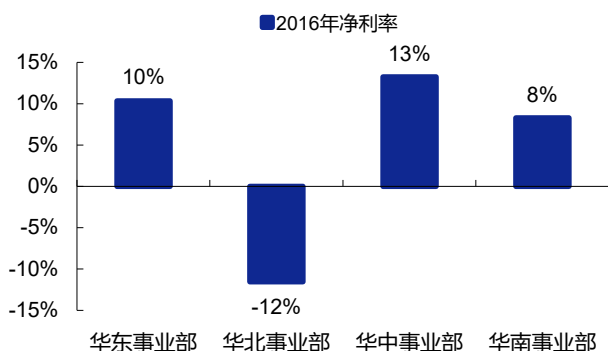
资料来源：公司公告、安信证券研究中心

表 16：光明乳业工厂于牧场布局

地区	布局	金山	周一	周二	申星	至江	新东	佳辰	鸿星	跃一	跃二
上海地区	牧场										
	工厂	乳品二厂	乳品四厂	乳品五厂	光明乳业华东中心工厂						
黑龙江	牧场	富裕	哈川	米特利							
	工厂	黑龙江光明松鹤									
天津	牧场	天津今日健康牧场									
	工厂	天津光明梦得乳品									
山东	牧场	山东德州光明牧									
	工厂	光明乳业德州公司									
河南	牧场	滑县									
浙江	牧场	金华									
	工厂	浙江省杭江牛奶公司乳品厂									
江苏	牧场	海丰	申丰	收购的辉山牧业资产							
湖北	牧场	武汉光明生态牧场									
	工厂	武汉光明乳品	光明乳业华中中心工厂								
四川	牧场	彭州九峰山									
	工厂	成都光明乳业									
深圳	牧场	光明华侨畜牧场									
	工厂	广州光明乳品									

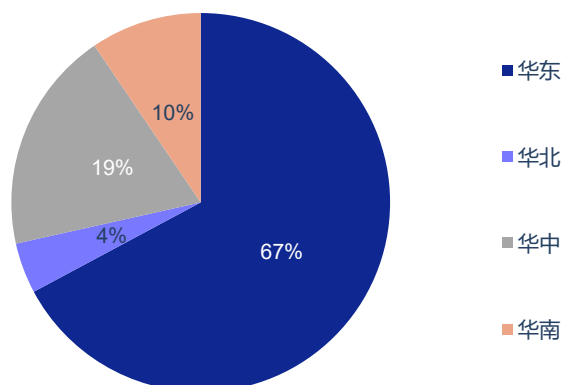
资料来源：公司公告、公司官网、安信证券研究中心

图 114：公司不同区域低温净利率差异大，华北、华南地区净利率有较大提升空间



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 115：2016 年公司华东、华中、华南收入占比 67%、19%、10%



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 116：光明赞助各类赛事，增强品牌曝光力度，推广低温产品



资料来源：草根调研、公司官网、安信证券研究中心

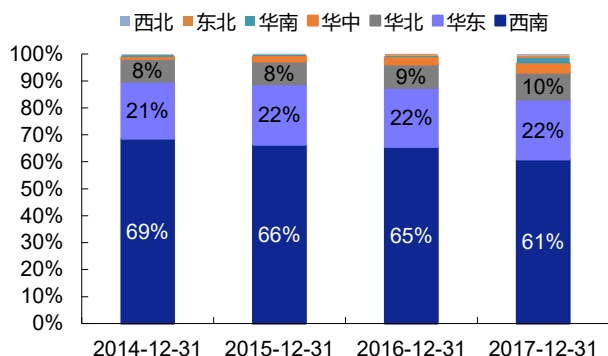
6.3. 新乳业：管理能力优秀，并购整合逐步全国化

植根西南，不断并购整合，扩大规模。公司设立之初承接新希望集团的乳业资产，植根西南地区，2002 年开启并购整合之路，2015-2016 年先后并购昆明海子、湖南南山、苏州双喜、朝日乳业，布局云南、湖南、华东、华北市场，通过“1+N”模式打破低温鲜奶的区域属性、不断并购整合做强做细区域性乳制品市场，同时逐渐拓展出布局全国的乳制品产业链，形成“点面结合”的品牌势能。

以低温为主，坚持“鲜战略”。2018 年上半年公司高温纯牛奶、高温调制乳、低温鲜牛奶、低温酸牛奶收入占比 16.8%、13.7%、16.5%、37.7%，低温乳制品占比 57.8%，比重逐年提高（2015 年为 47.3%）。公司以“鲜战略”为品牌纲领，坚持“聚低温、讲新鲜、向高端”的产品策略，2011 年在行业内首推“24 小时鲜牛奶”，并与每日优鲜、盒马等合作，反向定制新鲜产品。

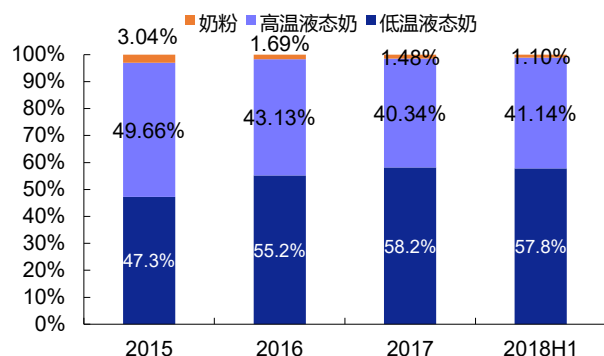
并购整合能力强，全国化布局日渐完善。如前所述，稀缺的城市奶源构筑巴氏奶业务的进入壁垒，若乳企要布局某地区的巴氏奶业务，一为自建牧场，管理可控性强，但养殖周期长，二为并购，但如何实现资源协同是难点。对于新乳业，公司收购的标的在收购后实现收入与净利率的共同提升，反映了公司较高的管理水平，通过资源整合、管理输出，提升内部运营效率。2019 年公司公告拟收购寰美乳业的 60% 股权（持有夏进乳业 93.52% 股权、夏进牧业 100% 股权），布局西北市场，有望通过其丰富的管理经验，实现 1+1 大于 2，增强效益。

图 117: 新乳业以西南地区为主, 华北华中收入占比增加



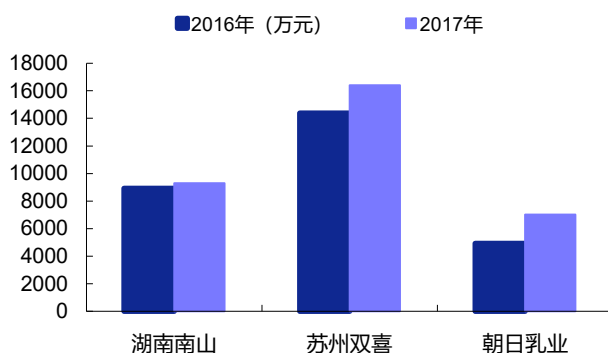
资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

图 118: 低温液态奶收入占比提升



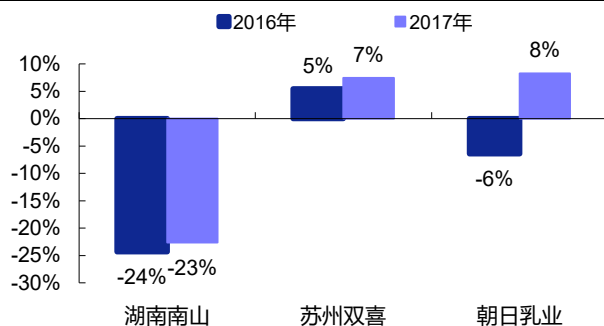
资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

图 119: 公司收购的标的在收购后实现收入提升



资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

图 120: 公司收购的标的在收购后实现净利率提升



资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

表 17: 新乳业工厂与牧场布局

省份	布局				
江苏	牧场/工厂	苏州双喜			
云南	工厂	昆明海子	七彩云	云南蝶泉	昆明雪兰
	牧场	陆良新希望雪兰奶牛养殖	云南新希望蝶泉牧业	石林新希望雪兰牧业	
山东	工厂	朝日乳业	青岛琴牌		
	牧场	青岛琴牌奶牛养殖基地			
河北	工厂	河北天香			
	牧场	河北天香乳业奶牛养殖基地			
四川	工厂	新华西乳业	西昌三牧	四川乳业	
	牧场	新希望奶牛养殖公司	新希望华西牧业		
湖南	工厂	湖南南山			
浙江	工厂	杭州双峰			
	牧场	建德新希望牧业			
安徽	工厂	安徽白帝			
	牧场	双峰生态牧业	安徽新希望白帝牧业		
宁夏	牧场	吴忠新希望牧业	夏进牧业		
	工厂	夏进乳业			
甘肃	牧场	靖远新希望牧业			
内蒙古	牧场	阿拉善盟牧业			

资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

6.4. 妙可蓝多：加速渠道下沉与品牌建设，引爆儿童奶酪零售市场

公司奶酪业务先发优势明显。公司 2017 年开始拓展零售渠道，儿童奶酪成先锋，2018 年儿童奶酪产能逐步加快建设和投产，加大招商和渠道下沉，2019 年营销投入加码，率先投放央视和分众媒体资源。公司目前通过领先的线上布局、超前产能建设、全面的渠道下沉和强媒体投入抢先消费者心智占有，多维度构筑起先发优势。

我们认为公司产品渠道品牌建设三管齐下，品类成长期持续受益。

1) 产品端，公司于 2018 年上半年切入儿童奶酪市场，推出针对零售渠道的奶酪棒产品，2018 年全年实现收入约 1 亿元，2019 年实现收入 5 亿元。草根调研显示，目前奶酪棒市场竞品不到 10 种，促销力度较小，妙可蓝多奶酪棒联合热门 IP 汪汪队实现产品差异化与高品牌认知度。2) 渠道端，公司 18 年开始推进全国化，目前公司部分下线城市市场动销情况较好，公司披露 2019 年末已进入 11 万个终端，我们认为国产品牌渠道下沉能力强于国外品牌，公司将持续占领奶酪市场。3) 品牌建设端，公司致力于成为国民奶酪品牌，2019 年 2 月起开始聚焦央视、分众传媒投入针对性营销广告，持续进行品牌建设。4) 产能储备方面，公司目前处于产能爬坡期，随着产能逐步释放，产品毛利率也有望上行。

高附加值蓝海，竞争尚不激烈。 1) 由于附加值高、技术壁垒高、生产可调节性大，奶酪一定程度上独立于产业链；2) 从海外经验来看，大部分海外奶酪龙头均为以奶酪/黄油业务起家，液奶企业并无明显的优势；3) 源于奶酪行业的高进入壁垒以及其在乳制品产业链中较高的定位，我国奶酪行业陷入大规模价格战的可能性较小；4) 我国奶酪市场处于导入期，企业更多承担培育消费者的作用，共同把市场做大，实现竞合发展。

图 121：公司历史沿革概览



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

表 18：公司主要产品概览

主要产品	产地	信息
马苏里拉	天津工厂	餐饮工业渠道



车达芝士片

上海工厂



奶油芝士

天津工厂



高熔点奶酪丁

天津工厂



黄车达丝

天津工厂



零售渠道

儿童系列

奶酪棒

上海工厂



儿童成长奶酪

天津工厂



时尚系列

手撕奶酪

吉林工厂



鳕鱼奶酪

吉林工厂



烘焙系列

马苏里拉

吉林工厂



芝士片

上海工厂



资料来源：公司公告、天猫、安信证券研究中心

图122： 妙可蓝多奶酪棒广告在中央一号晚间新闻间歇播出



资料来源：草根调研、安信证券研究中心

图123： 上海某小区电梯间的妙可蓝多奶酪棒广告



资料来源：草根调研、安信证券研究中心

图124： 妙可蓝多广在线下商超开展产品试吃等活动



资料来源：草根调研、安信证券研究中心

图125： 公司积极做社群推广，联合抖音玩家带货



资料来源：抖音、安信证券研究中心

7. 风险提示

原奶上行周期成本上压力加大；
两强价格/促销竞争有周期性加剧的风险；
高阶品类扩张成长不及预期；
巴氏奶有竞争加剧可能风险；
常温酸奶增长严重放缓风险。

■ 行业评级体系

收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

苏铖、徐哲琪声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn
	张莹	北京区域销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
北京联系人	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	刘晓莹	北京区域销售副总监	18511841987	liuqx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	游倬源	北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn
	张秀红	深圳基金组销售负责人	0755-82798036	zhangxh1@essence.com.cn
	侯宇彤	北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn
	喻聪	深圳基金组销售经理	18503038620	yucong@essence.com.cn
	马田田	深圳基金组销售经理	18318054097	matt@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034



安信证券食品饮料团队简介

安信食品饮料团队由首席苏铖领衔，首席拥有10年以上消费品跟踪研究经验。现团队成员共3人，均有3年以上从业经验，拥有优秀的学历背景和扎实的行业分析、财务分析功底。团队对酒类（白酒、啤酒、鸡尾酒等）、乳品、调味品、休闲食品和速冻食品等主要领域有深刻理解和研究覆盖，在部分领域具有引领地位，在行业内具有较强影响力。



《证券日报》简介

《证券日报》创办于2000年10月，是经济日报社主管主办的综合性证券专业报纸，是证券市场信息披露媒体，是国家主要宏观经济管理部门发布信息和联系业界的重要窗口，承担着政策发布、舆论引导、信息披露、市场监督、投资者教育、市场文化建设等方面的职责。



苏 铖

安信证券首席食品饮料分析师。复旦大学经济系本科，管理学硕士。曾就职上海糖酒集团产研中心(后并入光明食品集团)，2010-2015年任中银国际食品饮料分析师和首席分析师，2015年3月至今任职安信证券，担任研究中心首席食品饮料分析师。累计15年快消品行业从业、证券分析经验，多次入选水晶球最佳分析师和入围新财富最佳分析师。

徐哲琪

南开大学会计学本科、浙江大学会计专业硕士，曾就职于广发证券，2019年7月至今担任安信证券食品饮料高级分析师。擅长模型搭建和财务分析，对乳品，速冻和休闲食品领域有扎实跟踪研究。