

食品饮料

优于大市（维持）

证券分析师

熊鹏

资格编号：S0120522120002

邮箱：xiongpeng@tebon.com.cn

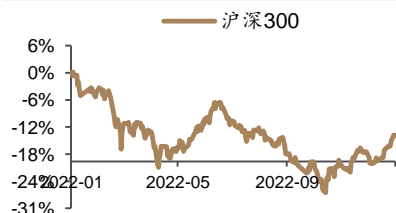
韦香怡

资格编号：S0120522080002

邮箱：weixy@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



相关研究

- 《食品饮料行业周报 20230109-20230113-春节旺季氛围渐浓，复苏节奏有望好于预期》，2023.1.15
- 《老白干酒（600559.SH）：全年圆满收官，22Q4 业绩符合预期》，2023.1.14
- 《食品饮料行业周报 (20230103-20230106)-旺季验证持续催化，底部坚定看多》，2023.1.9
- 《迎驾贡酒（603198.SH）首次覆盖：洞藏系列蹄疾步稳，高质量发展动能澎湃》，2023.1.5
- 《食品饮料行业周报 20221226-20221230-渠道信心逐步恢复，关注春节旺季销售》，2023.1.3

乳制品行业：区域乳企的精耕与变革求新

投资要点：

- **乳制品发展进入高质发展阶段，把握后疫情时代新机遇。**中国乳制品行业作为充分竞争的行业已经过快速成长与高质发展的阶段，目前整体市场规模已逐步由量增驱动转向价增驱动，但人均乳品消费量仍处于较低水平，对标发达国家来看未来增长空间大。同时行业集中度持续提升，双寡头格局已较为稳定，区域乳企以差异化竞争的形式获取市场份额。供给端，龙头乳企加速全产业链布局，中小乳企持续出清，行业竞争趋于理性。需求端，乳制品受益于后疫情时代消费者健康意识提升与消费升级的趋势，乳制品长期受国家政策支持，乳品渗透率持续提升，我国乳制品行业长期增长确定性强。
- **区域乳企在基地市场稳固优势：产销一体化布局，“奶源+渠道+品牌”优势短期难被撼动。**低温奶特质要求上游牧场、生产基地与终端市场就近布局，故低温奶优势品牌基本实现牧场-终端销售市场一体化布局，其中区域乳企占有优势，低温鲜奶行业市场份额前三均为区域乳企。同时，低温奶独特的高投入高壁垒送奶入户渠道为区域乳企搭建基地市场的核心护城河，外来品牌难以渗透，而区域品牌长期发展积攒的区域品牌力建立了深层情感链接，消费者粘性高。
- **区域乳企在外埠市场加大扩张：投资并购打开缺口，研发创新型产品迈向全国化。**为寻求全国化发展，区域乳企常通过投资并购地方品牌实现业务拓展、异地奶源布局与市场扩张，逐步从区域迈向全国。同时区域乳企的较小体量也使其对市场需求的反应速度更快，可以及时创新研发功能性或地方性特色产品抢占消费者心智，通过差异化品类重塑竞争壁垒，奠定全国化发展基础。
- **投资建议：新乳业：**外延并购与内生增长并举，全国化进程稳步发展。**天润乳业：**以地方特色为产品卖点，立足疆内发力疆外。**燕塘乳业：**差异化立足乳饮料赛道，产品矩阵逐步完善。**光明乳业：**海外业务稳步复苏，奶源布局逐步完善，新鲜战略未来可期。
- **风险提示：**原奶成本持续上升、低温鲜奶市场渗透率提升不及预期、食品安全问题、消费信心恢复不及预期

内容目录

1. 乳制品行业迎高质发展，后疫情时代寻新机遇.....	6
1.1. 乳品渗透率持续提升，行业规模扩容可期.....	6
1.2. 双寡头格局较稳定，区域乳企错位竞争	7
1.3. 后疫情时代行业景气度提升，乳企加速全产业链布局.....	10
1.3.1. 基础乳品消费需求增加，高端乳品消费场景渐迎恢复	10
1.3.2. 产业链一体化布局加速，从源头保障高质发展	12
2. 区域乳企的三大发展与突围之道.....	14
2.1. 深耕基地市场：借助低温产品优势，夯实高质发展基础.....	14
2.1.1. 低温奶短保特质提供发展机遇.....	14
2.1.2. 强渠道粘性构筑区域品牌力	15
2.1.3. “扩圆心，延半径”实现扩张	17
2.2. 切入外埠市场：外延并购打开缺口，迅速延伸业务版图	18
2.3. 扩张全国市场：创新研发特色品类，解锁差异化发展机遇	18
3. 标的梳理：把握迎全国化机遇的确定性标的	22
3.1. 新乳业：产品创新与投资并购双轮驱动的低温黑马	22
3.2. 天润乳业：以地方特色为产品卖点，立足疆内发力疆外.....	24
3.3. 燕塘乳业：差异化立足乳饮料赛道，逐步完善产品矩阵	26
3.4. 光明乳业：低温奶市场份额第一，新鲜战略引领发展.....	28
4. 风险提示.....	29

图表目录

图 1: 2016-2022 年 11 月中国乳制品产量.....	6
图 2: 2016-2021 年 11 月中国乳制品加工销售收入.....	6
图 3: 各国人均奶制品消耗量 (千克)	7
图 4: 2019-2021 全国居民人均奶类消费量增速变快	7
图 5: 乳品是实现“健康饮食, 营养均衡”的核心途径之一	7
图 6: 2022 年行业 CR2 为 45.5%	8
图 7: 伊利、蒙牛常温奶合计份额逐步提升	8
图 8: 低温奶销售量和销售额呈现上升趋势	9
图 9: 低温鲜奶市场集中度	9
图 10: 2021 中国奶酪市场份额	9
图 11: 奶粉行业 CR3 市占率不断提升	10
图 12: 2020 奶粉行业市场占有率	10
图 13: 2019-2021 全国居民人均奶类消费量增速变快	10
图 14: 乳品是实现“健康饮食, 营养均衡”的核心途径之一	10
图 15: 液态乳品福利礼赠销售渠道 2020 年受疫情影响明显.....	11
图 16: 购买目的为礼赠的液态乳品销售额占比在疫情期间受损.....	11
图 17: 中高端乳品受疫情影响销售额同比增速不及基础乳品.....	11
图 18: 2021 消费者偏好的酸奶食用场景.....	12
图 19: MAT2021 线上酸奶消费搜索关键词分布	12
图 20: 我国原奶价格自 2018 年下半年起进入上涨通道	13
图 21: 2017-2022 年中国低温奶销售量与销售额情况	14
图 22: 低温奶销量和销售额增速较常温奶更快	14
图 23: 低温鲜奶行业 Top3 均为区域乳企	15
图 24: 低温奶地图	15
图 25: 低温奶各渠道占比	15
图 26: 35%的消费者喜欢喝乳制品的原因是“可以送奶上门”.....	15
图 27: 国家“学生饮用奶计划”积极稳妥推进	16
图 28: 《国家“学生饮用奶计划”推广规划 (2021—2025 年)》	16
图 29: 上海人的童年回忆——1990 年代的光明奶车、奶箱.....	16
图 30: 消费者对于乳品品牌的忠诚度较高.....	16
图 31: 区域乳企在 Top15 上游牧场的布局情况.....	17
图 32: MAT2020-2022 淘系乳制品行业不同类型品牌份额变化.....	17

图 33: 新乳业并购历程.....	18
图 34: 新乳业传统优势地区西南地区营收占比逐年下滑 (%)	18
图 35: 八喜冰淇淋在形态和口味上不断创新	19
图 36: 2021.5-2022.5 老品牌雪糕淘系销售额排名 Top10	19
图 37: 活润晶球酸奶采用 3D 包埋技术	19
图 38: 2021 年推出 0 蔗糖晶球酸奶新品	19
图 39: 2017-2021 年各乳企研发投入总额 (百万元)	20
图 40: 2017 年-2021 年研发投入占营业收入比重 (%).....	20
图 41: 2020 年新乳业升级推出黄金 24 小时鲜牛乳.....	21
图 42: 新乳业主要产品矩阵	22
图 43: 公司现有科技创新专利成果 (个)	22
图 44: 新乳业旗下品牌布局	23
图 45: 公司营收高速增长	23
图 46: 公司归母净利呈现稳定增长趋势	23
图 47: 公司净利率较为稳定	24
图 48: 公司各项费用率情况	24
图 49: 天润乳业发展历程	24
图 50: 天润乳业产品矩阵	25
图 51: 天润乳业分业务营收与增速	25
图 52: 天润乳业分产品毛利率 (%)	25
图 53: 天润乳业营业收入与增速 (百万元)	26
图 54: 天润乳业归母净利润与增速 (百万元)	26
图 55: 天润乳业疆内外营收	26
图 56: 天润乳业疆内外营收占国内营收占比	26
图 57: 天润乳业毛利率、净利率与 ROE.....	26
图 58: 天润乳业费用率	26
图 59: 燕塘乳业通过自建牧场和战略合作控制上游奶源	27
图 60: 燕塘乳业 2021 年推出地铁乳品形象店	27
图 61: 燕塘乳业营业收入 22Q1-3 出现下滑.....	27
图 62: 燕塘乳业归母净利较为波动 (亿元)	27
图 63: 燕塘乳业毛利率和净利率 (%)	28
图 64: 燕塘乳业费用率情况 (%)	28
图 65: 光明乳业品牌矩阵	28

图 66: 营收呈稳定增长趋势	29
图 67: 公司归母净利情况	29
图 68: 毛利率呈现下降趋势	29
图 69: 公司各项费用率情况	29
表 1: 伊利、蒙牛收购控股上游牧场情况	13
表 2: 区域性乳企创新研发特色新品	20

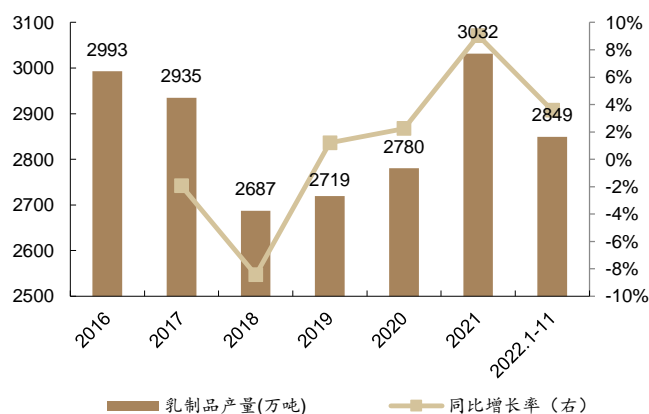
1. 乳制品行业迎高质发展，后疫情时代寻新机遇

中国乳制品行业作为充分竞争的行业已经过快速成长阶段，目前整体行业已逐步转向价增驱动的高质发展阶段，但人均乳品消费量仍处于较低水平，对标发达国家来看未来市场规模增长空间大。同时行业集中度持续提升，双寡头格局已较为稳定，区域乳企常以差异化竞争的形式获取市场份额，行业竞争趋于理性。但乳制品受益于后疫情时代消费者健康意识提升与消费升级的趋势，在乳品渗透率持续提升的同时也迸发出更多层次的需求，若乳企可以站在风口把握新机遇，有望在行业长期增长确定性强的背景下实现突围。

1.1. 乳品渗透率持续提升，行业规模扩容可期

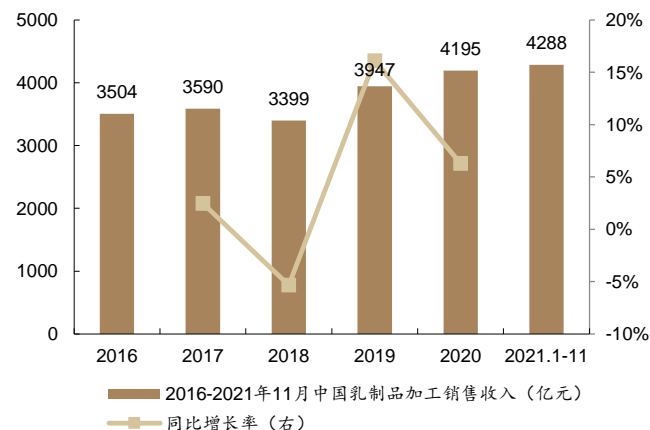
千亿级乳制品行业，长期成长仍有空间。据欧睿数据统计，中国 2022 年乳制品行业市场规模已接近 6600 亿元。国家统计局数据显示，2022 年 1 至 11 月中国乳制品产量为 2849 万吨，同比增长 3.6%，2021 年全年中国乳制品产量为 3032 万吨，同比增长 9.0%。同时，国家统计局数据显示，中国乳制品行业 2000 年至 2019 年产销率基本都在 100% 上下浮动，说明我国消费者向来对乳制品需求充分。中国奶业协会统计数据显示，2016 年至 2020 年中国乳制品加工销售收入缓慢平稳增长，CAGR 为 4.6%，2021 年 1-11 月销售收入达 4288 亿元，超过 2020 年全年。预计乳制品行业长期产量与销量仍将缓慢提升。

图 1：2016-2022 年 11 月中国乳制品产量



资料来源：国家统计局，中商产业研究院，德邦研究所

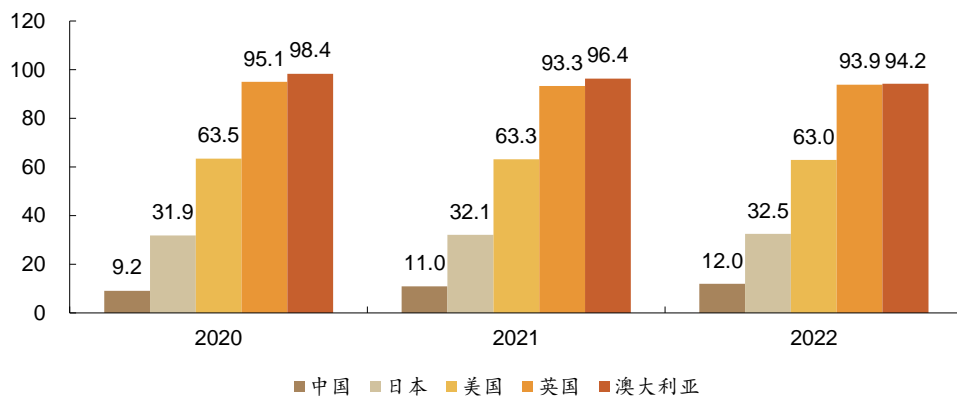
图 2：2016-2021 年 11 月中国乳制品加工销售收入



资料来源：中国奶业协会，中商产业研究院，德邦研究所

我国与发达国家人均奶类消费量差距较大，对标来看提升空间广阔。2022 年我国人均奶类消费量为 12.0 千克，与世界平均水平存在较大差距。根据美国农业部数据，中国与日本人均奶制品消耗量有约 3 倍差距，与美国有约 5 倍差距，与英国、澳大利亚有约 8 倍差距，长期来看提升空间广阔。

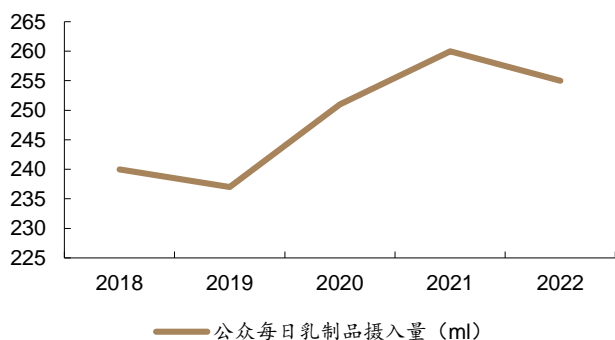
图 3：各国人均奶制品消耗量（千克）



资料来源：农数宝，中经数据，国家统计局，联合国，中华人民共和国外交部，美国农业部，德邦研究所
*美国农业部每年 10 月做出当年世界各国农业产出预测，此数据为 2022 年最新 10 月预测数据

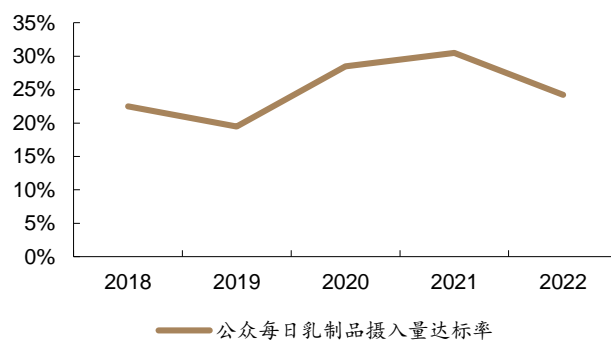
消费升级与健康意识提升共促乳制品渗透率提升。中国乳制品工业协会发布的《2022 中国奶商指数报告》显示，2022 年公众每日乳制品摄入量为 255ml，与居民膳食指南推荐的 300-500ml 还有一定差距，同时公众每日乳制品摄入达标率也仅为 24.20%。2022 年 4 月中国营养学会发布的《中国居民膳食指南(2022)》，建议奶及奶制品每天摄入量从此前的 300 克提高至 300-500 克，进一步拉大了当前乳制品摄入量与推荐量的差距。2020 年 12 月中国奶业协会发布《国家“学生饮用奶计划”推广规划(2021-2025)》，提出目标至 2025 年在常温奶品类基础上加入巴氏奶、发酵乳等品类，这将有助于巴氏奶饮用习惯的培育，培育潜在消费人群。伴随着居民收入水平和饮奶意识的提高，未来我国人均乳制品消费量有望继续提升，乳制品消费市场前景广阔。

图 4：国内公众每日乳制品摄入量情况



资料来源：中国乳制品工业协会，德邦研究所

图 5：国内公众每日乳制品摄入达标率情况



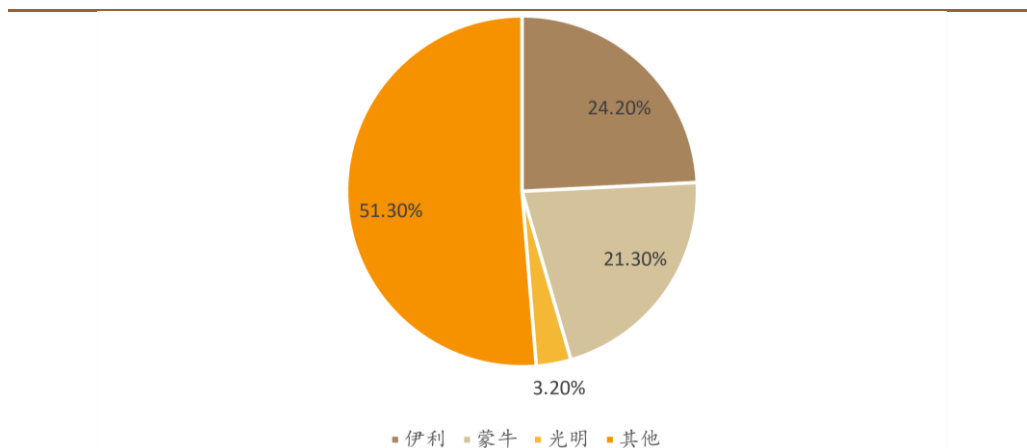
资料来源：中国乳制品工业协会，德邦研究所

1.2. 双寡头格局较稳定，区域乳企错位竞争

乳制品行业集中度较高，伊利与蒙牛的双寡头格局较为固定。作为成熟、充分市场竞争的行业，我国乳制品行业竞争格局稳定，形成两家全国性龙头企业、多家深耕一个或多个省市的区域性乳制品企业、及众多限于单个省份或城市内经营的地方性乳制品企业，三类市场主体共存并错位竞争的格局。2021 年乳制品行业 CR2 为 35.0%，较 2016 年增加 6.1pcts，伊利、蒙牛市占率分别为 19.5%、15.5%，二者市场份额不断扩大。2022 年 4 月行业 CR2 为 45.5%，其中伊利的

市占率为 24.2%，蒙牛的市占率为 21.3%。

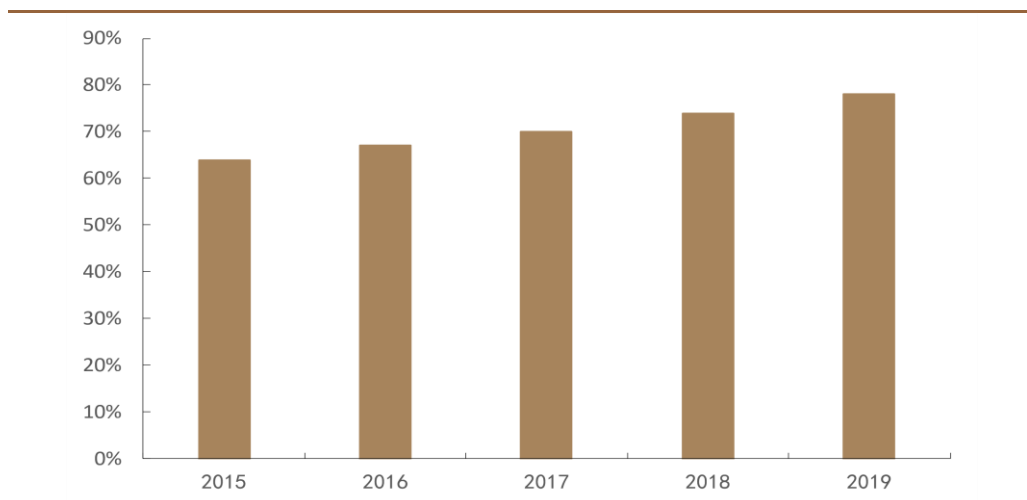
图 6：2022 年 4 月行业 CR2 为 45.5%



资料来源：观研报告网，德邦研究所

从细分行业来看，常温奶领域双寡头优势明显。常温奶又称为 UTH 奶，常温奶是采用超高温瞬时灭菌技术加工的产品，能够长期保存。现阶段，我国常温奶市场已进入成熟阶段，处于低速增长态势。我国常温奶市场已形成伊利、蒙牛双寡头竞争格局，行业前二市场占有率接近 80%。

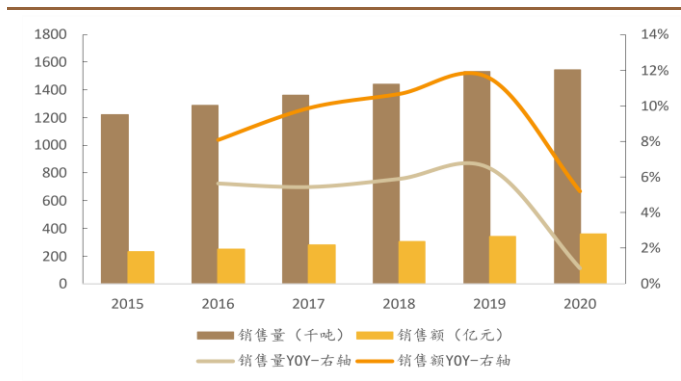
图 7：伊利、蒙牛常温奶合计份额逐步提升



资料来源：阳光乳业招股说明书，中国产业信息网，德邦研究所

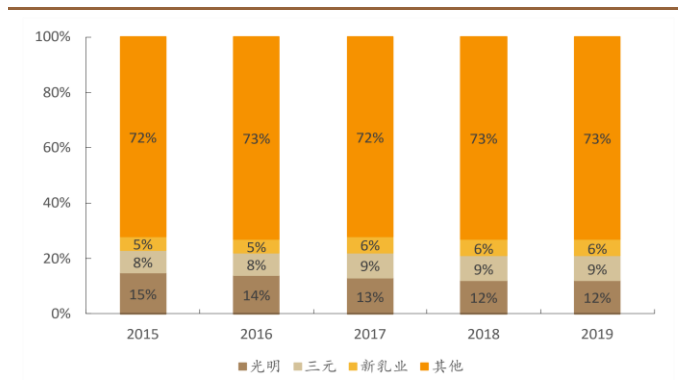
低温奶拓展存在壁垒，区域乳企优势明显。低温奶具备更好的营养价值和口味，产品更加符合消费升级趋势，根据欧睿数据，2020 年中国低温奶销售量为 1,545.4 千吨、销售额为 360.9 亿元，2015-2020 年复合年均增长率分别为 4.9%、9%。同时，相较于常温乳制品，低温乳制品由于保质期短，运输半径有限，全国化拓展存在天然壁垒，且区域性乳企通过奶源+渠道+品牌认知构筑的优势短期内难以被撼动，市场格局较为分散，总体呈现区域化竞争状态。根据阳光乳业招股说明书，2019 年低温鲜奶市场 TOP3 企业分别为光明乳业、三元股份和新乳业，市场占有率分别为 12%、9%和 6%，行业前三市场占有率为 27%。其中，光明乳业大本营在华东地区，三元股份深耕北京及周边地区，新乳业在西南区域优势明显，伊利股份、蒙牛乳业双龙头目前也在加速冲刺布局低温奶市场。

图 8：低温奶销售量和销售额呈现上升趋势



资料来源：欧睿咨询，阳光乳业招股说明书，德邦研究所

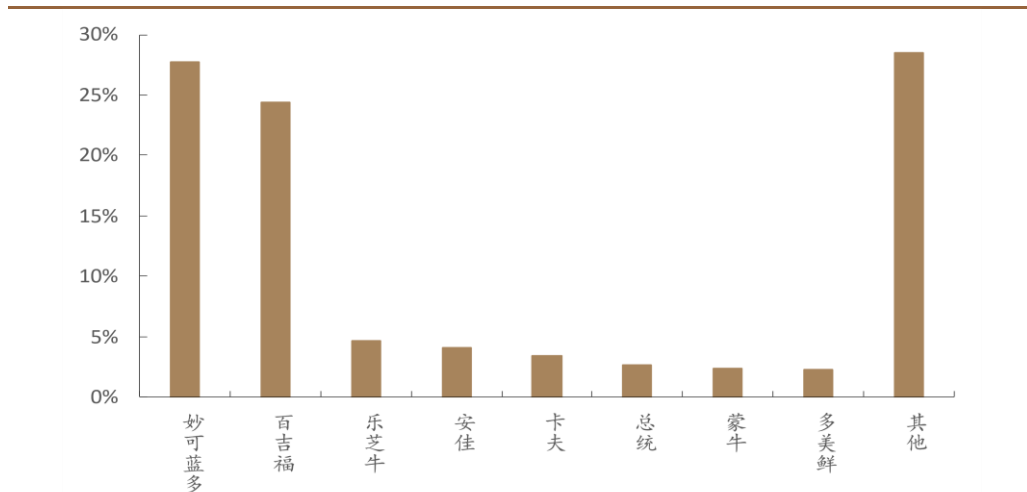
图 9：低温鲜奶市场集中度



资料来源：欧睿数据，阳光乳业招股说明书，德邦研究所

奶酪领域国内品牌崛起，但外资品牌仍占主导地位。我国奶酪市场起步较晚，发展初期外资企业在我国奶酪市场占据领导地位，近年来，随着妙可蓝多等国内品牌的崛起，我国奶酪市场呈现出国内奶酪品牌与国际奶酪品牌相互均衡，2021 年妙可蓝多的市占率为 27.7%，首次超越百吉福成为我国市占率第一的奶酪品牌；且行业集中度呈现持续增长的局面，Top2 企业合计市场份额占比由 2018 年的 32.2% 提升至 2021 年的 52.1%。但前十奶酪品牌中内资仅占据四席，国产奶酪品牌存在较大的增长空间。

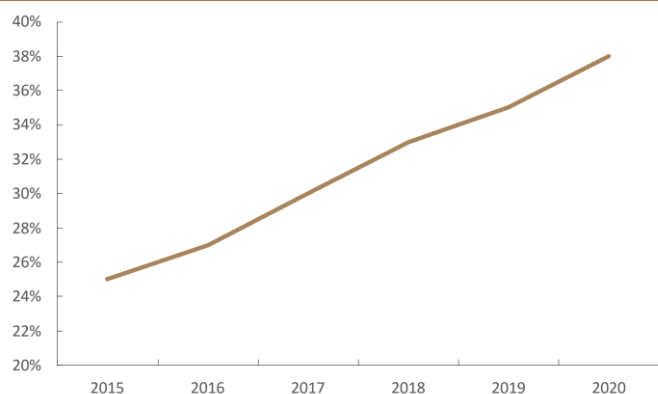
图 10：2021 中国奶酪零售市场份额



资料来源：华经产业研究院，德邦研究所

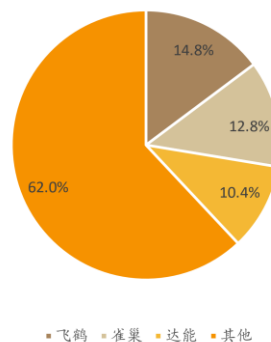
中国奶粉行业 CR3 市占率持续提升。2020 年，中国奶粉行业 CR3 达到 38%，行业集中度提升趋势明显。2020 年，行业前三的品牌分别是飞鹤、雀巢、达能，其中飞鹤以 14.8% 的市场占有率位居第一位。相较于国外，国内婴幼儿配方奶粉和成人奶粉起步较晚，研发能力较弱，具有一定的增长空间。

图 11：奶粉行业 CR3 市占率不断提升



资料来源：欧睿咨询，前瞻产业研究院，德邦研究所

图 12：2020 奶粉行业市场占有率



资料来源：欧睿咨询，前瞻产业研究院，德邦研究所

1.3. 后疫情时代行业景气度提升，乳企加速全产业链布局

1.3.1. 基础乳品消费需求增加，高端乳品消费场景渐迎恢复

消费趋势一：大众健康意识提升，补充蛋白质的基础乳制品需求增加。疫情环境下消费者愈发在意免疫健康，乳制品中蕴含乳铁蛋白、免疫球蛋白以及溶菌酶三种蛋白质，成为提高免疫力、增强体质的核心选择之一。2020 年疫情期间，专家提倡“每天喝一杯牛奶”，消费者的健康意识逐渐增强，同时伴随消费升级加速，营养丰富的乳制品愈发受到青睐。根据益普索 2020 年数据，分别有 25%/21%/6%的消费者认为喝牛奶/喝酸奶/喝奶粉可以实现健康饮食和营养均衡，补充乳品成为改善身体健康的核心途径之一。

国家指南较为推荐，乳制品消费逐渐普遍。2020 年，国家卫健委发布的《新型冠状病毒感染的肺炎防治营养膳食指导》、国家发改委发布的《关于提供疫情防控重点保障物资具体范围的函》以及中国乳制品工业协会等联合发布的《中国居民奶及奶制品消费指导》等文件中，都将乳制品作为主要的营养食品予以推荐，对乳制品的日常消费起到宣传教育和指导作用。国家统计局数据显示，2019-2021 年我国居民人均奶类消费量同比增速分别达到 2.5%/4.0%/10.8%，较疫情前消费量有显著提升，后疫情时代乳制品作为营养健康食品越来越成为更多消费者的选择。

图 13：2019-2021 全国居民人均奶类消费量增速变快

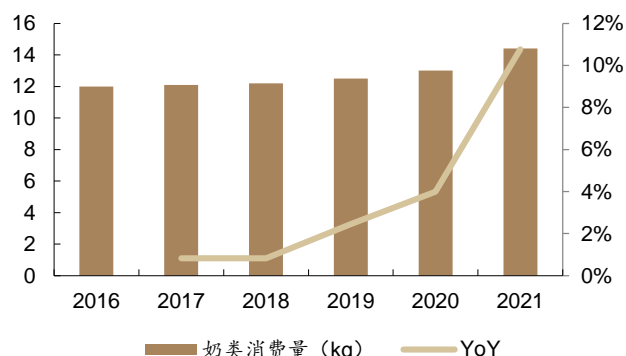
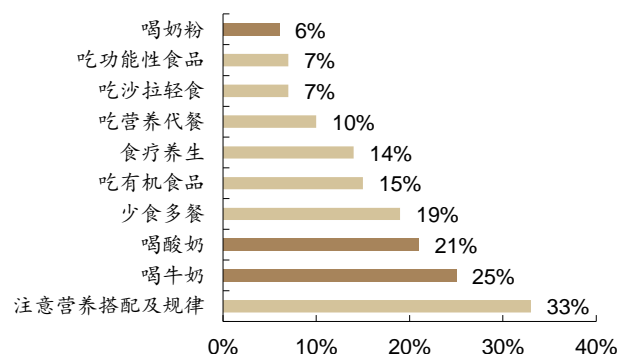


图 14：乳品是实现“健康饮食，营养均衡”的核心途径之一



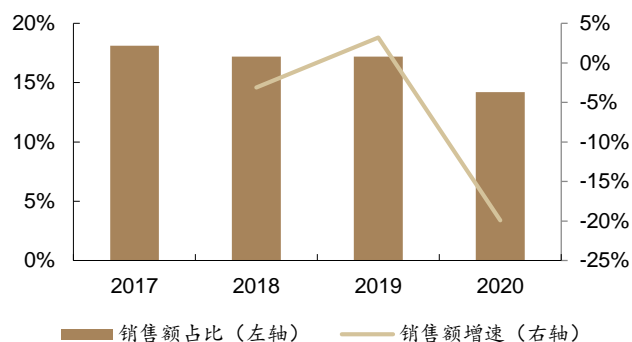
资料来源：国家统计局，《全国居民人均主要食品消费量》，《2020 中国奶商指数报告》，德邦研究所

资料来源：益普索《疫情期间消费行为研究》，德邦研究所

消费趋势二：疫情影响减弱后送礼场景逐步恢复，高端白奶有望提速增长。

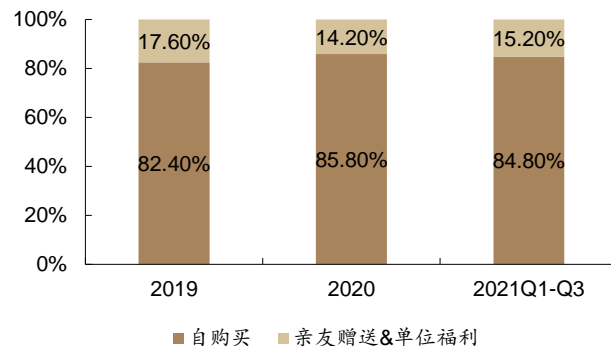
疫情期间居民聚会、访友等出行不便，礼赠消费市场受疫情影响不断减小，根据凯度消费者指数，截止 2020 年 11 月 6 日，液态乳品消费中福利礼赠渠道占比仅为 14.2%，同比 2019 年下降 3pct，且福利礼赠渠道销售额同比下滑 19.9%。随着防控措施不断优化，疫情影响减小，据凯度消费者指数中国城市家庭样组数据显示，截止 2020 年 11 月 6 日，礼赠市场液态乳品销售额同比下滑 20%，相较一季度与去年同期相比下滑的 41%、上半年同比下滑的 34%、前三季度同比下滑的 27%，均有明显改善。2021 年礼赠渠道逐步开始恢复性增长，2021Q1-3 购买方式为亲友赠送与单位福利的液态乳品销售额占比比较 2020 年提升 1pct 至 15.2%，疫情对礼赠市场的影响正逐步减小，预计 2023 年礼赠渠道将保持增长态势。

图 15：液态乳品福利礼赠销售渠道 2020 年受疫情影响明显



资料来源：凯度消费者指数，经济日报社中国经济趋势研究院，伊利集团，德邦研究所

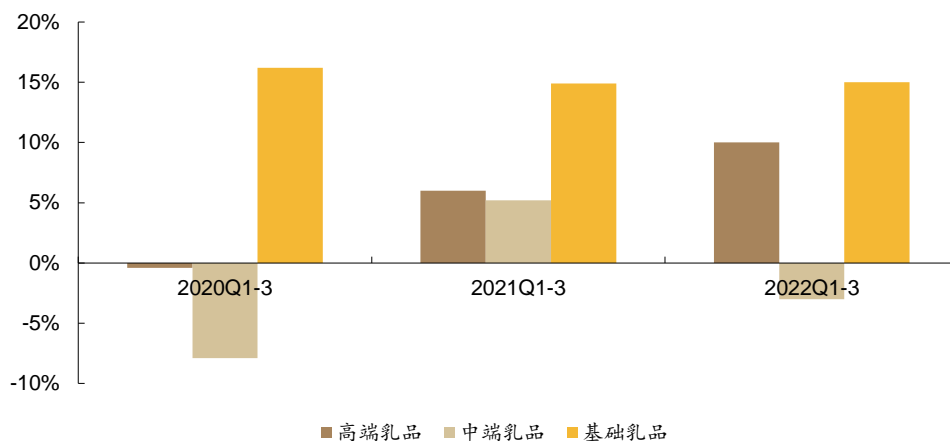
图 16：购买目的为礼赠的液态乳品销售额占比在疫情期间受损



资料来源：凯度消费者指数，经济日报社中国经济趋势研究院，伊利集团，德邦研究所
*2019-2020 数据截至 11 月初

送礼场景减少导致高端乳品需求受损，23 年预计有所恢复。2020Q1-3 受益于疫情期间强身健体观念深入人心，基础常温乳品（基础功能奶和基础白奶）销售额增速达到 16.2%，但高端乳品（高端白奶和常温酸奶）与中端乳品（高端功能奶、儿童液态奶、早餐奶和普通调味乳）销售额增速同比下滑 0.4%/7.9%，疫情影响下常用于礼赠方式的高端乳品消费场景受损。受到疫情短暂冲击后，2021Q1-3/2022Q1-3 高端乳品消费场景恢复明显，叠加国民消费升级需求，高端乳品销售额同比增速分别达到 6.0%/10.0%，预计 2023 年细分的高端功能乳品将继续成为乳品消费增长的热点。

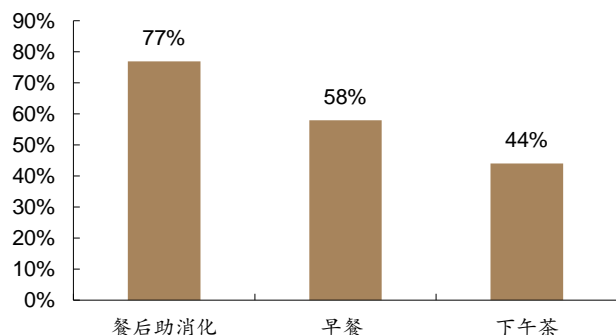
图 17：中高端乳品受疫情影响销售额同比增速不及基础乳品



资料来源：凯度消费者指数，经济日报社中国经济趋势研究院，伊利集团，德邦研究所
*2021Q1-3 及 2022Q1-3 时间为截至三季度的过去 52 周

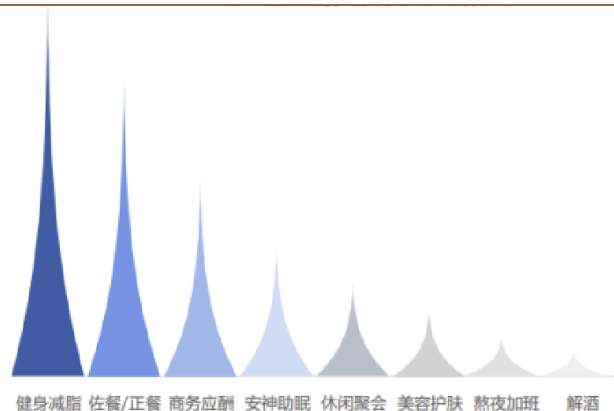
消费趋势三：社交场景减少导致酸奶需求受限，预计 2023 年消费场景恢复后酸奶渗透率将进一步提升。随着酸奶逐渐向零食化发展，其食用场景主要出现在消费者餐后助消化、早餐以及下午茶场景，成为消费者生活中丰富体验的健康点缀。同时，根据消费者线上搜索词分布，商务应酬、休闲聚会等场合的出现也赋予了酸奶更多社交属性。下午茶等新酸奶消费场景的出现推动酸奶高品质发展，但疫情影响下外出聚会、商务应酬等社交场景频次下滑明显，酸奶的多元需求受限，我们预计 2023 年随着疫情管控放开，酸奶消费场景的拓宽与触达消费者频次的提升将带动酸奶渗透率提升。

图 18：2021 消费者偏好的酸奶食用场景



资料来源：2021 年 5 月 CBNDData 调研数据，德邦研究所
数据说明：您会在哪些场景下食用酸奶？N=1000

图 19：MAT2021 线上酸奶消费搜索关键词分布

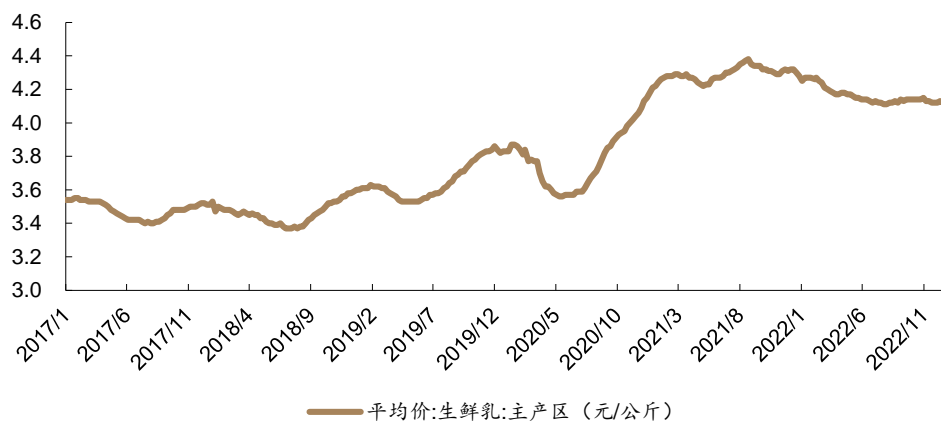


资料来源：CBNDData，德邦研究所

1.3.2. 产业链一体化布局加速，从源头保障高质发展

原奶价格持续上涨并维持高位波动，增加乳企成本压力。近年来，中国原料奶价格主要保持上涨势头，我国平均原奶价格由 2018 年的最低点 3.37 元/公斤上涨至 2021 年 8 月的最高点 4.38 元/公斤；同时，2021-2022 年期间，原料奶价格在较高水平上保持相对稳定，达到每公斤 4 元以上。若未来 1-2 年饲料价格上涨且高端乳制品需求增加，原料奶平均价格或将小幅上涨或保持稳定，奶价高企成本压力仍存。

图 20：我国原奶价格自 2018 年下半年起进入上涨通道



资料来源：Wind，德邦研究所

各大乳企逐步完善产业链一体化布局，保障产品质量，提升核心竞争力。出于食品安全、长期稳定以及原奶成本浮动的考虑，各大乳企近年来持续加大对奶源的控制力度，在自建牧场的同时，通过收并购快速抢占上游资源。目前，伊利股份几乎掌握了我国北方的大部分优质牧场，为我国原奶产量 Top1 的牧场优然牧业的控股股东；蒙牛也拥有较多的规模化牧场储备，为我国原奶产量 Top2 的现代牧场的控股股东。根据灼识咨询数据，截止 2021 年底，中国奶牛养殖牧场按产量排名 TOP30 中有 15 家被伊利、蒙牛、君乐宝、新希望、三元、光明等头部乳企控股、收购或入股，乳企向上游扩张趋势日趋明显。乳企自控奶源对公司经营和产品质量都起到有力的保障，同时奶价波动对乳企的成本影响趋于平滑，公司业绩得到边际改善。

表 1：伊利、蒙牛收购控股上游牧场情况

牧业集团	收购牧场情况	控制方式	原奶产量 (万吨)	牧场数 (个)	奶牛存栏量 (万头)	成母牛单产 (吨/年)
伊利	优然牧业	持股 34.8%， 控股股东	198.97	73.00	41.62	10.90
	中地乳业	持股 98.47%	43.06	9.00	6.91	11.60
蒙牛	现代牧场	持股 56.36%， 控股股东	161.00	33.00	35.38	11.30
	圣牧高科	持股 29.99%	60.12	33.00	12.25	11.30

资料来源：各公司公告，德邦研究所；*中地乳业经营数据截至 2020 年

2. 区域乳企的三大发展与突围之道

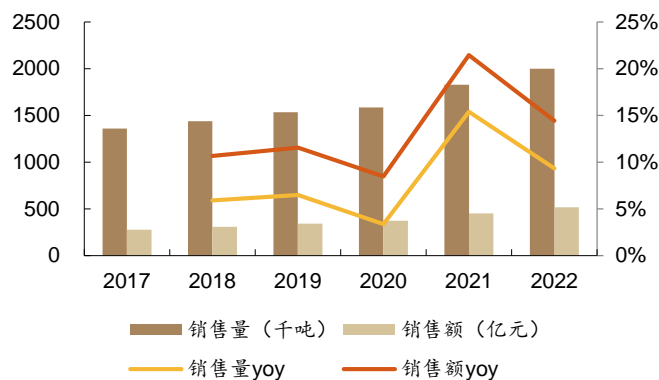
目前乳制品行业格局逐步趋于稳定，区域乳企在低温奶赛道的优势逐渐被双寡头削减，如何应对愈发激烈的市场竞争并抢占市场份额成为区域乳企亟待解决的核心问题。区域乳企在基地市场“奶源+渠道+品牌”优势短期难被撼动，同时可以依靠投资并购与创新产品优势迈向全国化，故我们认为区域乳企实现全国化发展可分为两步——深耕基地市场与拓展外埠市场，在此之下有三大破局的具体操作。

2.1. 深耕基地市场：借助低温产品优势，夯实高质发展基础

2.1.1. 低温奶短保质提供发展机遇

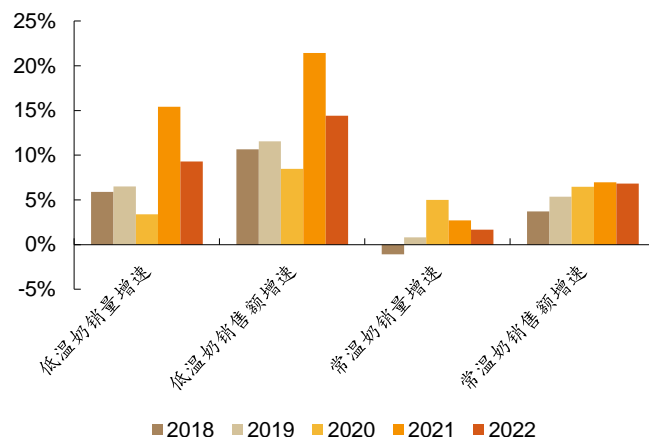
健康意识提升背景下，具备更好的营养价值和产品口味的低温乳制品更加符合消费升级趋势。根据欧睿数据，2022 年中国低温奶销售量为 1997.8 千吨、销售额为 517.3 亿元，2017-2022 年复合年均增长率分别为 8.02%/13.23%，2020 年受疫情影响低温奶增速略有放缓，但 2021-2022 年在低基数、消费升级与健康意识提升的双重驱动下，低温奶的销量与销售额的同比增速远高于常温奶增速。随着人均可支配收入提升，对乳制品的健康和品质需求将不断释放，兼具营养与美味的低温乳制品将日益受到认可和推崇。

图 21：2017-2022 年中国低温奶销售量与销售额情况



资料来源：欧睿，德邦研究所

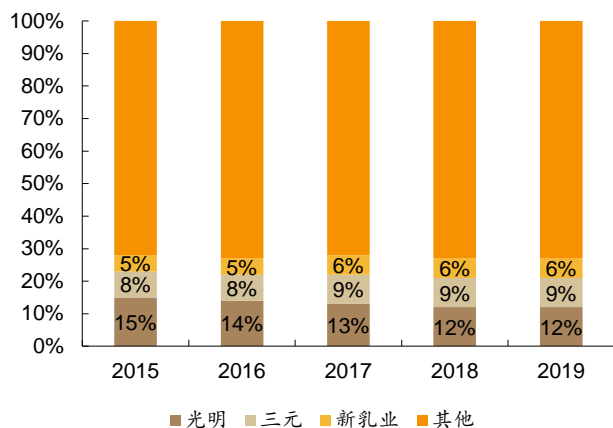
图 22：低温奶销量和销售额增速较常温奶更快



资料来源：欧睿，德邦研究所

低温乳制品由于保质期短且冷链运输半径有限，全国化拓展存在天然壁垒，区域乳企产销一体化布局。低温奶对品质要求高，以符合高标准菌落指标的新鲜生乳为原料，保留了大量有益健康的活性物质，但常采用的巴氏杀菌法不能消灭芽孢，因此这种牛奶在生产、运输和销售等环节中必须在 4℃ 左右的环境中冷藏，且产品保质期较短，一般在 7 天左右，这也限制了牛奶的运输半径，冷链运输半径一般在 300-500 公里，各乳企一般围绕目标市场和奶源布局工厂，全国化存在天然瓶颈。由于低温奶保质期短，货损高，冷链运输成本高昂，导致渠道初期开拓成本很高，而区域乳企较全国性乳企拥有生产基地近、配送成本低、网点覆盖全等便利条件，能够更好地将新鲜的乳制品送到消费者手中，也因此低温奶行业逐渐形成以区域品牌为主的竞争局面。其中，光明乳业深耕上海市场，三元股份 2020 年在北京的市场份额已提升至首位，新乳业在西南区域优势明显。

图 23：低温鲜奶行业 Top3 均为区域乳企



资料来源：阳光乳业招股书，德邦研究所

图 24: 低温奶地图



资料来源：各公司公告，灼识咨询，刺猬公社，德邦研究所

2.1.2. 强渠道粘性构筑区域品牌力

送奶入户模式销售渠道封闭、消费者忠诚度高、重复消费率高，可以有效保证客户的稳定性、阻止外来品牌的渗透。送奶入户模式属于区域乳企特有的经营模式，即消费者提前下单预定后，由乳企或其经销商按消费者要求将产品（主要是低温奶）在特定时间送至消费者住处，满足消费者规律性的日常饮用需求。送奶入户满足了家庭消费便捷和新鲜的要求，根据《互联网人群乳制品消费调查》显示，35%的消费者喜欢喝乳制品的原因是“可以送奶上门”，而这种具有信任基础购销关系具有长期性与稳定性，对于稳定现有消费客户、开发新客户都发挥了积极作用，培育了大量忠实的消费群体，可以有效地阻碍新进乳企和外来品牌的渗透。

送奶入户渠道固定成本高昂，所需建设周期长，长期渠道粘性强，以此形成区域型乳企的渠道壁垒。送奶入户渠道的搭建对冷链运输、网点开设已经人员配置要求均较高，新进入企业需要投入大量的资金和人力，短期内难以建立完善、高效的营销网络，且销售达到一定规模后才可以实现边际成本的降低。因此订奶入户渠道建设周期长、需要承担较长时间的运营亏损，这也形成区域乳企的一项渠道壁垒。2022 年送奶入户在低温业务渠道占比中已达 27%，区域乳企优先布局送奶入户渠道，形成较高的品牌知名度和消费者先入为主的品牌粘性，从而形成区域性的低温奶行业壁垒。

图 25：低温奶各渠道占比

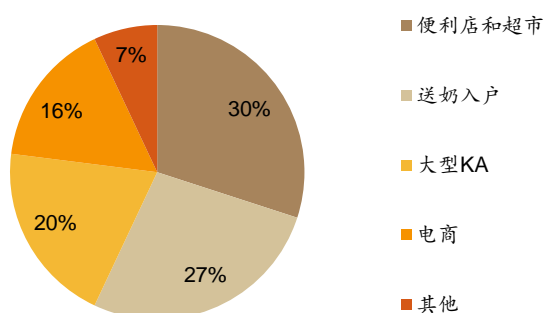
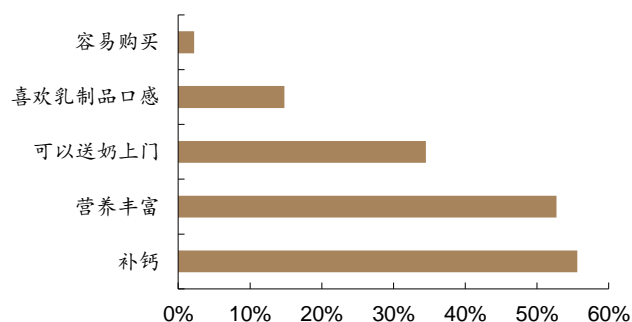


图 26: 35%的消费者喜欢喝乳制品的原因是“可以送奶上门”



资料来源：华经产业研究院，德邦研究所

资料来源：中国营养学会，网易健康，《互联网人群乳制品消费调查》，德邦研究所

学生奶计划需求庞大且稳定，具有区位优势的地方乳企更具优势。为改善我国中小学生的营养状况，以利青少年健康成长，2000 年我国原农业部、国家发展计划委员会等七部门联合启动实施国家“学生饮用奶计划”。学生奶计划在政府支持下直接向学校提供饮用奶，供需关系稳定且长期。对于各乳企而言，学生奶业务虽盈利能力不及传统渠道，但没有费用投放且需求稳定，可以长期贡献收入体量。另外，从小培养孩子的饮奶习惯也有助于形成口味粘性与品牌认知，区域乳企作为地方性企业布局学生奶市场更能逆势突围。

学生奶计划扩大供应对象和乳品品类，加速品牌渗透。2020 年 12 月《国家“学生饮用奶计划”推广规划（2021—2025 年）》正式发布，覆盖产品种类增加巴氏杀菌乳与再制干酪。2022 年 5 月《国家“学生饮用奶计划”推广管理办法》(修订版)正式发布，与 2017 年版本相比，修订后的管理办法规定供应对象从限定中小学生扩大至所有学生，在纯牛奶和调制乳基础上增加巴氏杀菌乳和再制干酪等，学生奶供应对象和品类的扩容丰富了学生选择，同时巴氏杀菌乳对冷链运输与存储也提出了更高要求，区域乳企依靠其固有供应链优势与密集网点数量，在生产与调度方面更具优势，更好地配合学生奶计划推进，提供了更大市场空间。

图 27：国家“学生饮用奶计划”积极稳妥推进

年份	在校日均供应量（万份）	覆盖中小學生数量（万人）	覆盖学校数量（所）
2001	50		
2019-2020 学年	2130	2600	63000+
2020-2021 学年	2500+	3000+	70000+

资料来源：中国奶业协会，德邦研究所

图 28：《国家“学生饮用奶计划”推广规划（2021—2025 年）》

主要目标		
主要指标	2020 年	2025 年
覆盖学生人数(万人)	2600	3500
日均供应量(万份)	2130	3200
生产企业数量(个)	123	180
奶源基地(个)	354	450
产品种类	超高温灭菌乳 灭菌调制乳	超高温灭菌乳 灭菌调制乳 巴氏杀菌乳 发酵乳和再制干酪
抽检合格率	-	≥99%

资料来源：《国家“学生饮用奶计划”推广规划（2021—2025 年）》，德邦研究所

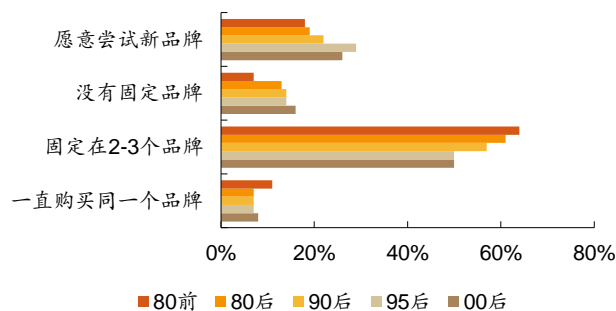
区域品牌与消费者建立深层感情链接，基地优势难以超越。除了渠道优势之外，区域品牌作为其基地市场消费者长期饮用的乳品品牌，拥有较高的认可度和信赖度，如光明在 2022 年于基地市场上海举办国内首个乳企百年时光艺术展，激起消费者共鸣，保持消费者粘性。同时，根据丁香医生数据显示，00 后至 80 前人群中，一直购买同一乳品品牌或固定购买 2-3 品牌的消费者占比均达到 50% 以上，品牌忠诚度较高，区域乳企自身的品牌和渠道优势短期来看难以被超越。

图 29：上海人的童年回忆——1990 年代的光明奶车、奶箱

图 30：消费者对于乳品品牌的忠诚度较高



资料来源：澎湃新闻，德邦研究所



资料来源：丁香医生，德邦研究所

2.1.3. “扩圆心，延半径”实现扩张

增加奶源地，夯实基地优势。低温奶的扩张遵循“圆心-半径”理论，以奶源地为圆心，冷链为半径，而低温奶为区域乳企的立足根基，区域乳企经历多年积累，已形成相匹配的临近城市的奶源优势。例如，光明乳业在华东形成奶源优势，新乳业在西部地区具有奶源优势，根据灼识咨询数据显示，2020年原奶产量排名第8的牧业集团光明牧业和排名第15的新希望生态牧业分别为光明乳业和新乳业的全资子公司。除自建牧场以控制奶源外，区域乳业也通过收并购的方式夯实基础，如三元股份于2022年1月正式持有乳业上游供应链企业首农畜牧51%的股份，产业链进一步完善。

延伸运输半径，扩大覆盖范围。在延伸半径方面，以低温奶为主业的区域性乳企为了让冷链覆盖好“最后一公里”，常通过自建冷链物流的方式保障产品质量，不仅可以降低成本压力，同时也让产品质量得以保障，增加触达用户。目前光明乳业全资子公司上海领鲜物流有限公司已在全国5大区域设立65座综合物流中心，日配送终端网点多达5万余家，使公司在全国化方向上抢占运输先机。

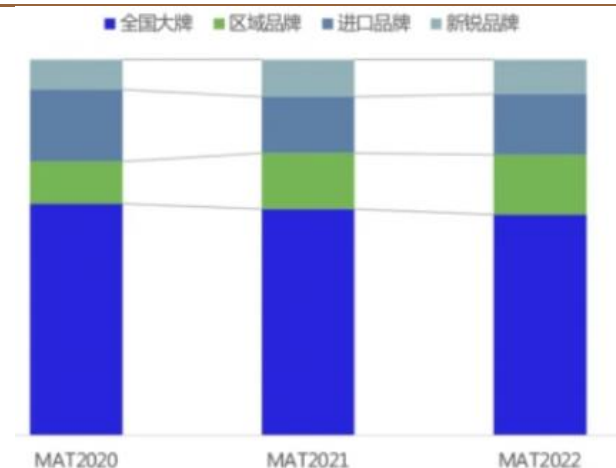
区域乳企短期优势难撼动，长期发展仍有想象空间。根据阿里消费洞察数据显示，虽然乳制品行业中全国大牌的份额高且寡头拉锯格局明显，但区域品牌在淘系平台份额逐年提升，市场增长潜力大，区域乳企在基地市场通过“奶源+产品+渠道+品牌”构筑的优势短期内难以被其他品牌撼动。

图 31：区域乳企在 Top15 上游牧场的布局情况

排名	牧业集团	原奶产量 (万吨)	牧场数 (个)	总存栏 (万头)	成母牛单产 (吨/年)	乳企收购情况
Top2	现代牧业	148.60	26	24.70	11.1	新乳业是其第二大股东
Top5	澳亚牧场	58.28	8	9.18	12.76	新乳业入股
Top7	首农畜牧	50.93	29	8.37	11.22	三元为控股股东
Top8	光明牧业	43.50	21	7.50	11	光明全资子公司
Top15	新希望生态牧业	18.44	14	3.85	10.27	新乳业全资子公司

资料来源：灼识咨询，德邦研究所；*按2020年原奶产量进行排名

图 32：MAT2020-2022 淘系乳制品行业不同类型品牌份额变化



资料来源：阿里消费洞察，德邦研究所

2.2. 切入外埠市场：外延并购打开缺口，迅速延伸业务版图

投资并购发展市场，区域乳企全国化进程加速。区域乳企由于奶源和冷链的限制，虽然在低温奶市场中具备优势，但同时也比较受限。一些区域乳企业为了公司进一步发展，往往可以通过投资并购等手段扩大企业规模，拓展产品矩阵，开拓全国市场，从而促进公司自身进一步的发展。区域乳企光明乳业、新乳业等近年来都通过投资并购等手段完善公司的奶源和产能布局，促进公司业绩的进一步增长。

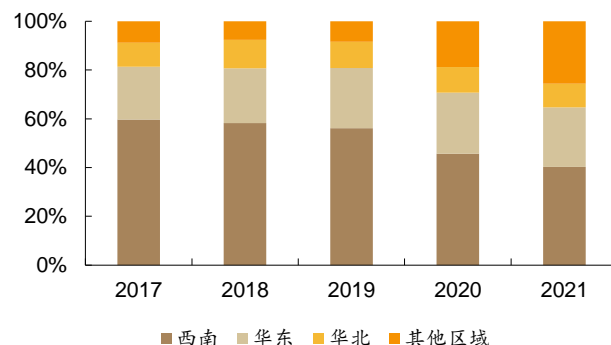
内生增长与外延并购并举，企业提质提速发展。新乳业自 2000 年以来共进行三轮并购，通过并购多家地方乳企拓展业务版图，进驻澳亚牧场等锁定长期优质奶源供应，同时不断丰富营养食品生态圈，实现外延式并购扩张和内生式提质增效的共同增长。从新乳业营业收入情况来看，其传统优势地区西南的营收占比从 2017 年的 59.7% 下降至 2021 年的 40.3%，西北地区营收占比在 2021 年达到 16.0%，全国化进展顺利。光明乳业在资产并购方面较为谨慎，2010 年通过收购新西兰新莱特 51% 股权拓展奶粉业务，2018 年收购益民一厂 100% 股权拓展业务至冷饮冰淇淋领域，2019 年 12 月成功竞拍江苏辉山乳业及江苏辉山牧业相关资产，2021 年 10 月以 6.12 亿的价格成功收购青海小西牛 60% 的股权，通过收购其他区域乳企整合巩固奶源基础，进一步优化产能，完善在华北、华东以及西部地区的奶源和产能布局，有利于公司进一步实现全国化发展。

图 33：新乳业并购历程



资料来源：公司官网，公司公告，红星新闻网，德邦研究所

图 34：新乳业传统优势地区西南地区营收占比逐年下滑（%）



资料来源：公司公告，Wind，德邦研究所

2.3. 扩张全国市场：创新研发特色品类，解锁差异化发展机遇

区域乳企巩固并开拓市场的基础仍为特色优质的产品，在不断加速市场布局的同时，各乳企也在持续发力产品端，精耕优势乳品品类，完善产品矩阵。区域乳企作为地方性企业能更快速地响应市场需求，在特色品类上牢牢占据一席之地，如三元股份收购艾莱发喜拓展业务至冰品范畴，获得第二增长曲线；天润奶啤菌种从新疆自然界提取，具有国家专利，独特发酵工艺给予奶啤清爽口感；新乳业探寻消费者需求，在低温酸奶领域创新研发活润益生菌晶球酸奶，满足功能性需要；低温鲜奶作为区域乳企的核心业务，各区域乳企更是发力“新鲜”，推出仅售当日的当日鲜奶，夯实业务优势。

差异化品类发展之一：拓展版图至其他业务范围。2016 年公司收购北京艾莱发喜食品有限公司 90%的股权，将高端冰淇淋品牌“八喜”收入囊中，增加冰淇淋业务，并于2020年再次收购少数股东5%的股权。“八喜”冰淇淋配方源于1932年美国旧金山，产品口感细腻、口味纯正、品种繁多，为国内首例获“绿色食品”标志的冰淇淋，也是三元坚持高品质发展的缩影。虽然疫情期间三元冰淇淋业务受影响较大，但据解数咨询数据显示，2021年5月至2022年5月，2018年前成立的品牌中，八喜在淘系平台中以0.47亿元的交易金额位列第六，国内品牌中排名第三，八喜有望在疫情管控全面放开后的2023年成为三元除低温奶之外的又一增长曲线。

图 35：八喜冰淇淋在形态和口味上不断创新



资料来源：八喜天猫旗舰店，德邦研究所

图 36：2021.5-2022.5 老品牌雪糕淘系销售额排名 Top10

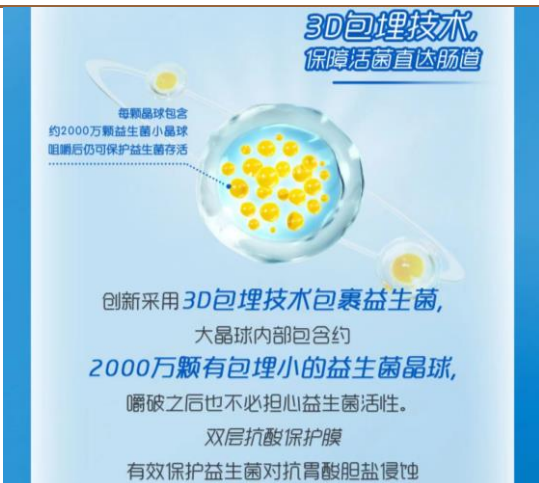
排名	品牌	交易金额（亿元）	占比
1	梦龙	0.80	8.09%
2	伊利	0.56	5.69%
3	中街1946	0.54	5.49%
4	和路雪	0.50	5.04%
5	哈根达斯	0.50	4.99%
6	八喜	0.47	4.71%
7	田牧	0.30	3.01%
8	蒂兰圣雪	0.28	2.83%
9	甄稀	0.27	2.69%
10	可爱多	0.25	2.57%

资料来源：解数咨询，德邦研究所；*老品牌指2018年前成立品牌

差异化品类发展之二：抓大势机会推出新产品。后疫情时代健康食品成为新风口，益生菌作为可维持肠道微生态平衡的营养成分颇受关注，带动功能性酸奶增长。区域乳企巨头之一新希望乳业立足于低温酸奶主业优势，在新冠疫情期间提前发布并上市活润晶球酸奶，首创3D包埋技术将益生菌包埋在由植物性保护膜构成的弹性晶球之中，提升其对于胃酸和胆汁盐的抗性，使得其到达肠道的存活率大大提高，有助于消费者肌体免疫力的提升。活润晶球既保证了益生菌的功能性，又能为饮用过程增添美味口感，市场反应良好，据FBIT食品饮料创新数据显示，活润晶球酸奶在成都、杭州、青岛三个城市上市第一年的销售额就达到5000万。同时，新乳业将“活润”晶球酸奶作为核心单品迭代升级，2021年推出零糖晶球、肠胃双护双晶球新品，并在FBIF全球创新食品评鉴大赛中获得“全场最佳”的荣誉，销售收入同比增长超100%。

图 37：活润晶球酸奶采用3D包埋技术

图 38：2021年推出0蔗糖晶球酸奶新品



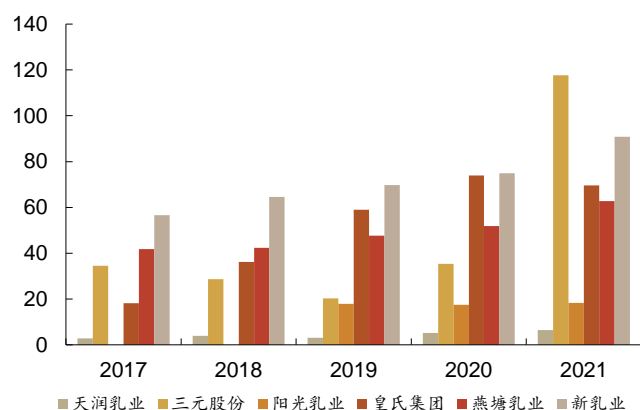
资料来源：新乳业雪兰食品旗舰店，德邦研究所



资料来源：FBIT 食品饮料创新，德邦研究所

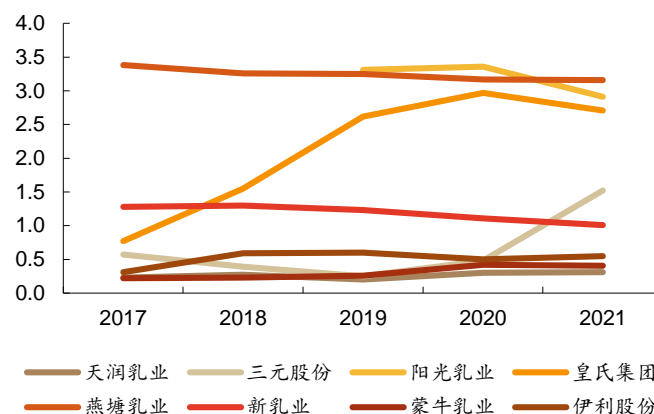
区域乳企研发投入高，储备特色产品等待机会。近五年区域乳企的研发投入总额逐年攀升，研发投入占营业收入比重普遍高于龙头蒙牛和伊利，其中阳光乳业、皇氏集团、燕塘乳业近三年研发投入占收入比高于1%。因区域乳企在研发方面的大量投入，其新品贡献成效显著。新乳业在2021年推出了一系列新品，整体销售收入贡献超过10%，多款零糖产品增长超过150%。燕塘乳业2021年相继推出“鲜致牧场”ESL牛奶、无蔗糖健菌多、A2 β -酪蛋白鲜牛奶等多款新品，全年液体乳类营收同比上涨28.05%，乳酸菌乳饮料类同比上涨20.40%。天润乳业2021年度奶啤产能超过100吨/天，据新京报数据显示，奶啤约占公司乳制品销售收入的10%，毛利率远高于畜牧业、常温乳制品、低温乳制品等品类。

图 39：2017-2021 年各乳企研发投入总额（百万元）



资料来源：各公司公告，Wind，德邦研究所

图 40：2017 年-2021 年研发投入占营业收入比重（%）



资料来源：各公司公告，Wind，德邦研究所

技术研发构筑新品产品力。近年来区域乳企加大研发投入力度，以技术助力产品差异化优势，推出多款新品。天润乳业运用特殊菌种发酵技术，生产出不注入二氧化碳气体情况下，兼顾牛奶与啤酒口感的乳酸菌饮料奶啤，目前已成长为贡献公司超10%收入的高毛利大单品。新乳业将3D包埋技术生产的益生菌晶球加入活润酸奶，大幅提升益生菌存活率，同时创新加入钙的包埋，形成差异化竞争。燕塘乳业2021年发展凝固型调制乳技术和ESL长保质期鲜牛奶技术，推出鲜奶布丁等新品，开拓固型调制乳的市场，延长鲜奶保质期。

表 2：区域性乳企创新研发特色新品

企业	技术	应用产品	功效与意义
----	----	------	-------

天润乳业	特殊菌种自然发酵	奶啤	不采用注入二氧化碳气体情况下，使得一款乳酸菌饮料兼顾牛奶与啤酒的口感
新乳业	3D 包埋技术生产益生菌晶球	活润	大幅提升益生菌存活率，并创新加入钙的包埋，形成差异化竞争
燕塘乳业	凝固型调制乳	鲜奶布丁	开发出具有入口即化，香而不腻的鲜奶布丁制品。有利于公司未来开拓凝固型调制乳的市场
燕塘乳业	ESL 长保质期鲜牛奶	鲜致牧场	延长鲜奶保质期

资料来源：各公司公告，德邦研究所

差异化品类发展之三：将优势品类做到极致。低温鲜奶保质期通常在 7 天左右，但区域乳企通常可以通过自身的冷链建设优势和全面覆盖的网点将更加短保的产品送达消费者，以更新鲜的产品巩固自身优势，比如新乳业在 2011 年便推出了 24 小时鲜牛乳，以低温奶为抓手，掘金极致争鲜。作为业界首个“只卖当天”的产品，24 小时鲜牛乳与市场上其他保质期一般为六个月的产品相比，具有 24 小时限时销售的最新鲜、原奶标准 10 倍于国家标准的最安全、低温杀菌的最营养和零添加的最天然等突出优点，上市后好评如潮。同时新乳业不断对该低温鲜奶系列迭代升级，2020 年 3 月升级为 75 度 15 秒杀菌工艺，保留 10 倍活性蛋白；2020 年 12 月推出 2.0 版本黄金 24 小时鲜牛乳，以 15 倍免疫球蛋白提高身体抵抗力，2021 年销售收入增长超 100%，公司“鲜战略”持续赋能业绩增长。

图 41：2020 年新乳业升级推出黄金 24 小时鲜牛乳



资料来源：官方微信公众号，德邦研究所

3. 标的梳理：把握迎全国化机遇的确定性标的

3.1. 新乳业：产品创新与投资并购双轮驱动的低温黑马

区域乳制品龙头，“鲜价值”策略成效显著。公司以低温鲜奶、低温酸奶产品为主导，在重点经营城市周边布建牧场，保证产品新鲜度。根据公司 2021 年报显示，公司低温鲜奶份额连续 12 个月保持增长，市场占有率位列全国第三，是份额增幅最大的区域型乳企，鲜奶收入同比增长 35%。公司始终坚持自有及可控奶源的经营战略，与公司的“鲜战略”相辅相成，进一步巩固在区域低温乳制品市场的领先地位。

产品矩阵不断丰富，科技创新提供增长源动力。根据公司官网，公司及其控股子公司现有 452 项授权专利，坚持科技和创新的双轮驱动策略，通过长期的研发积累，以消费者价值为导向的产品和服务创新，不断增强长期的核心竞争力。2021 年“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；在低温鲜奶领域，“唯品”、“今日鲜奶铺”、“A2”鲜牛乳等高端、超高端低温鲜奶产品在 2021 年增长约 50%；在低温酸奶领域，公司推出了冰激凌酸奶、布丁酸奶等多个产品，通过不断的产品差异化创新，在功能型、控糖细分等赛道取得突破。

图 42：新乳业主要产品矩阵



资料来源：公司官网，德邦研究所

图 43：公司现有科技创新专利成果（个）

专利类型	数量
发明专利	47
外观专利	140
实用新型专利	265

资料来源：公司官网，德邦研究所

“1+N”模式外延并购持续发力，不断丰富营养食品生态圈。新乳业自 2000 年以来共进行三轮并购，2002-2008 年公司并购四川华西、阳平乳业等地方乳企是涉足乳制品行业的重点举措，2015-2017 年公司并购湖南南山和苏州双喜等地方乳企，填补了公司在华中和华东的部分空白市场，2019-2022 年公司收购澳牛乳业、寰美乳业进一步布局华南和西北空白市场，进驻澳亚牧场锁定了长期优质奶源供应。通过三轮并购，公司不断拓展业务版图，锁定长期优质奶源供应，同时尝试在植物基饮品、茶饮基料培育新的增长点，不断丰富营养食品生态圈，实现外延式并购扩张和内生式提质增效的共同增长。

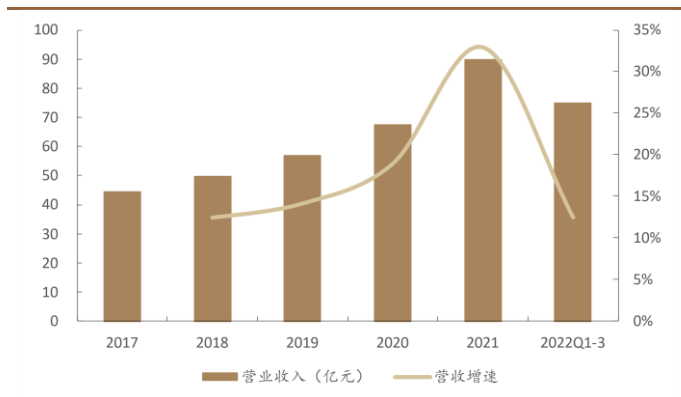
图 44：新乳业旗下品牌布局



资料来源：公司官网、德邦研究所

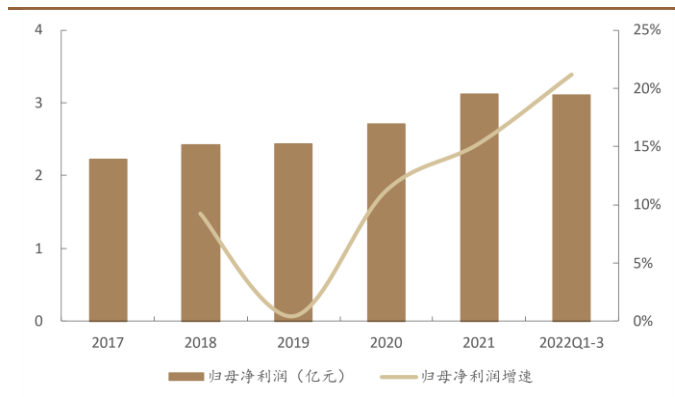
营业收入稳定增长，盈利能力较为稳定。2017-2021 年公司营收由 44.22 亿元增长至 89.67 亿元（CAGR19%），2022Q1-Q3 营收已达到 74.80 亿元。公司归母净利润呈稳定增长趋势，2022Q1-Q3 公司归母净利润达到 3.10 亿元，同比增长 21.16%。公司 2020 年毛利率较 2019 年下滑 8.62pct 至 24.49%，主要系公司 2020 年将销售费用中的物流费用调整至营业成本所致。销售费用中的物流费用调整至营业成本后销售费用率自 2019 年的 22.0% 大幅下降至 13.91%，而后较为稳定；公司的管理费用率呈现逐渐下降趋势，从 2017 年的 6.1% 下降至 2021 年的 5.5%，综合来看，公司净利率较为稳定，2022Q1-Q3 净利率为 4.22%，较 2021Q1-Q3 下降 0.01pct。

图 45：公司营收高速增长



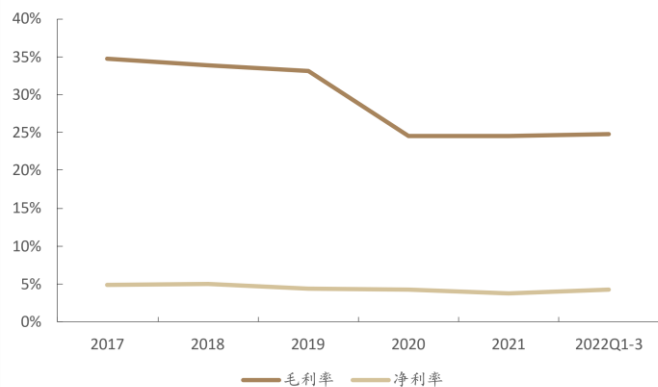
资料来源：公司公告，Wind，德邦研究所

图 46：公司归母净利呈现稳定增长趋势



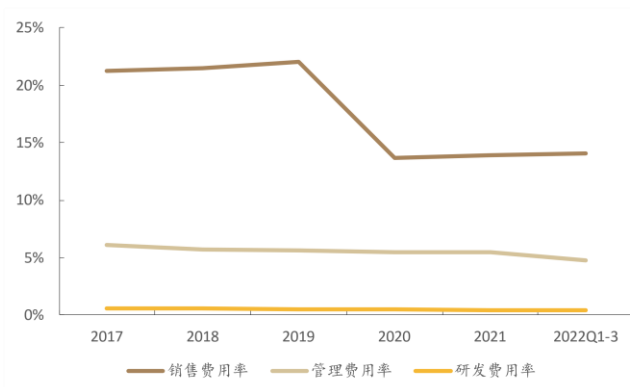
资料来源：公司公告，Wind，德邦研究所

图 47：公司净利率较为稳定



资料来源：公司公告，Wind，德邦研究所

图 48：公司各项费用率情况



资料来源：公司公告，Wind，德邦研究所；*管理费用不包含研发费用

3.2. 天润乳业：以地方特色为产品卖点，立足疆内发力疆外

天润乳业是立足新疆的区域性乳企，近年致力全产业链布局，打通上游奶源、中游生产、下游销售之壁垒。天润乳业为立足于新疆的区域性乳企，实际控制人是新疆生产建设兵团第十二师国有资产监督管理委员会，成立于 2002 年，2013 年于上交所上市。天润成立以来，就通过收购或设立畜牧业与销售企业，提升自有奶源比例，实现产销分离。通过收购天澳牧业、设立芳草天润、天润北亭等子公司，以及奶源基地合作等方式，发展畜牧业，将自有奶源比例不断提升。设立天润优品贸易，并进行内部组织架构改革，建立了稳固的营销网络和较为完善的售后服务体系。

图 49：天润乳业发展历程



资料来源：公司公告，德邦研究所

常温乳制品品类近年快速增长，2021 年低温、常温品类势均力敌。天润产品品类按照官网口径分为奶啤、白奶和酸奶三个板块，其中奶啤仅有常温保存产品，酸奶仅有低温保存产品，而白奶二者皆有。2021 年常温与低温乳制品营收分别为 11.0 亿元与 9.4 亿元。常温乳制品随天润疆外扩张的脚步，凭借其新疆奶源的特点与较高性价比，近年来营收迅速攀升。2021 年常温乳制品反超低温乳制品，成

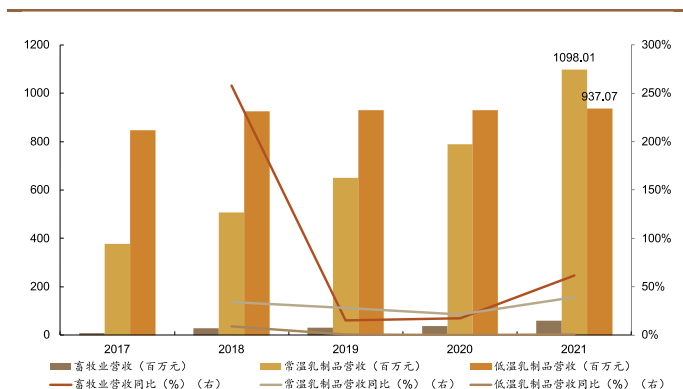
为天润营收占比最高的产品品类。

图 50：天润乳业产品矩阵



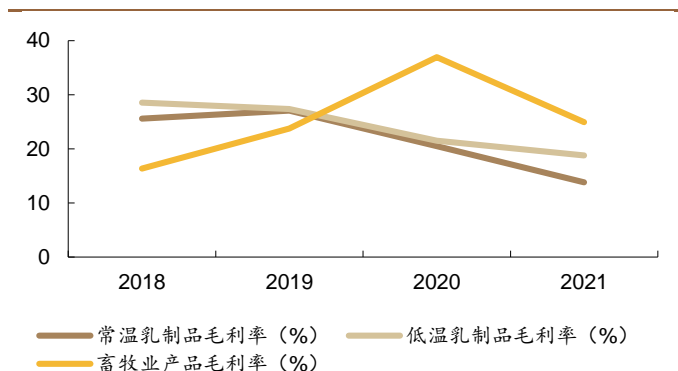
资料来源：公司官网，德邦研究所

图 51：天润乳业分业务营收与增速



资料来源：公司公告，Wind，德邦研究所

图 52：天润乳业分产品毛利率（%）



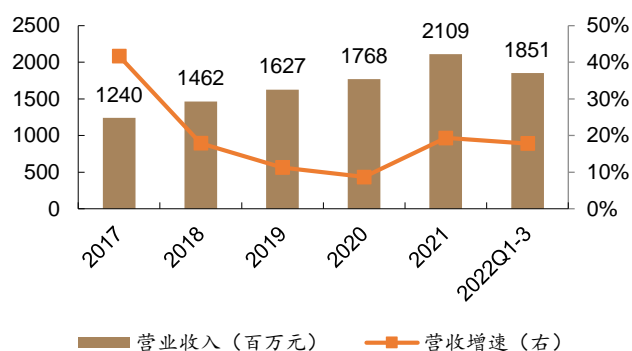
资料来源：公司公告，Wind，德邦研究所

新疆区位优势显著，奶源质量优越，基地稳定安全。新疆拥有 8.6 亿亩优质草场，集中在天山南北地区，有大量优良奶牛和全国最大的进口良种牛核心群，奶源品质在全国名列前茅。同时，新疆是国家“一带一路”及西部大开发战略的重要区域，公司毗邻乌鲁木齐机场，周边公路交通系统发达便捷。公司原奶采购主要来自自有牧场和可控合作奶源，共拥有分布在新疆昌吉、阿克苏、奎屯、沙湾、西山农场、芳草湖农场等地区的 18 个牛场，牛只总存栏数约 3.76 万头（截至 2022 年 H1），同时对自有奶源基地进行技术升级改造，不断提升标准化养殖水平。公司建立健全了行业内先进成熟的产品质量控制体系，公司从源头上确保原料奶质量。

天润乳业近年通过疆外增长大力拉动公司营收。2021 年天润乳业营收 21.09 亿元，近五年 CAGR 为 14.2%，归母净利润 1.50 亿元，近五年 CAGR 为 10.9%。22 年前三季度，天润营业收入 18.51 亿元，同比增长 17.8%；归母净利润 1.54 亿元，同比增长 36.4%。上市后天润致力开拓疆外市场，疆外营收占比从 2015 年的 3.0% 增长至 2021 年的 38.7%。近年天润净利率、ROE 都较为稳定，而毛利率有缓慢下降趋势。费用率方面，公司销售费用率从 20 年起下降至个位数比重，

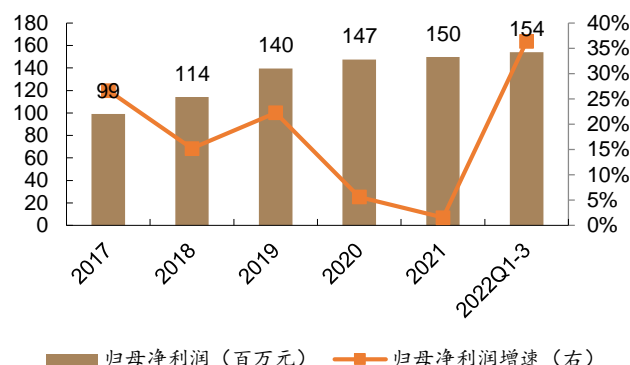
研发费用率与财务费用率水平较为平稳。

图 53：天润乳业营业收入与增速（百万元）



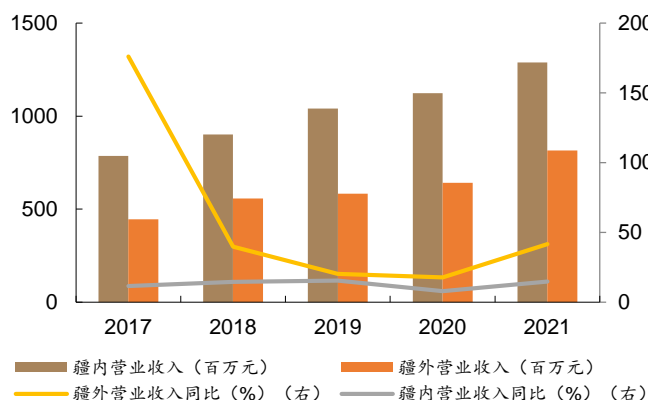
资料来源：公司公告，Wind，德邦研究所

图 54：天润乳业归母净利润与增速（百万元）



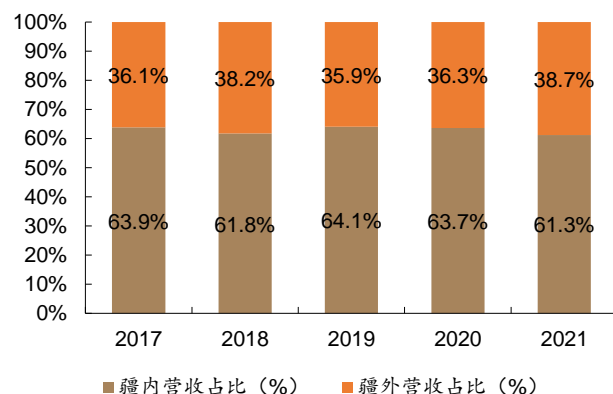
资料来源：公司公告，Wind，德邦研究所

图 55：天润乳业疆内外营收情况



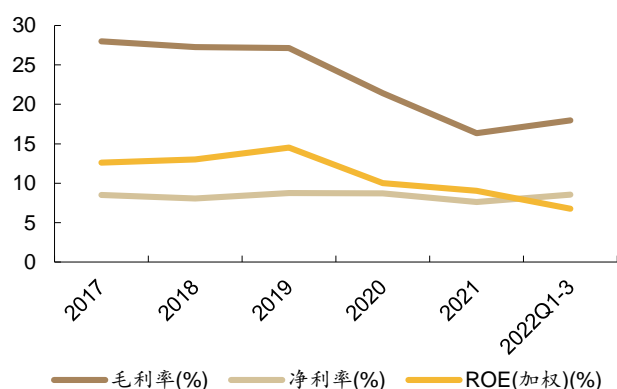
资料来源：公司公告，Wind，德邦研究所

图 56：天润乳业疆内外营收占国内营收的比例（%）



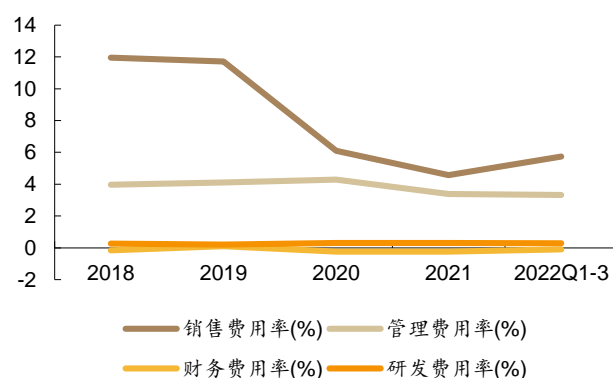
资料来源：公司公告，Wind，德邦研究所

图 57：天润乳业毛利率、净利率与 ROE（加权）



资料来源：公司公告，Wind，德邦研究所

图 58：天润乳业费用率（%）



资料来源：公司公告，Wind，德邦研究所；*管理费用不包含研发费用

3.3. 燕塘乳业：差异化立足乳饮料赛道，逐步完善产品矩阵

差异化品类塑造错位优势，不断完善产业链布局。公司属于区域性城市型乳制品龙头企业，主要业务区域在华南地区，重点基地市场在广东省。上市伊始公司花式奶业务为核心，近年来乳饮料及液态奶业务均得到较好发展。在上游牧场端，公司不断加强自有奶源基地建设，2021 年已建立起全新型、现代化的阳江牧场、澳新牧场和新澳牧场。在渠道端公司坚持“精耕”与“开拓”并重，持续构建、完善和优化全渠道立体式营销网络，不断深化开展各项营销工作。公司凭借稳定优质的奶源、区域品牌影响力、差异化产品品类、覆盖率高的立体销售网络、强大的产品研发及智能工厂生产技术等优势，赢得了众多消费者的认可，在区域内拥有较高的品牌知名度和市场影响力。

图 59：燕塘乳业通过自建牧场和战略合作控制上游奶源



资料来源：公司公告，德邦研究所

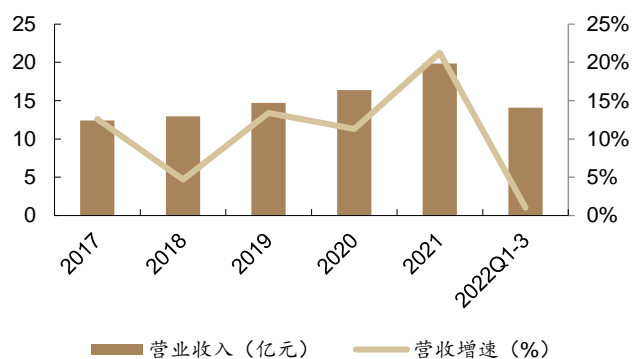
图 60：燕塘乳业 2021 年推出地铁乳品形象店



资料来源：公司公告，德邦研究所

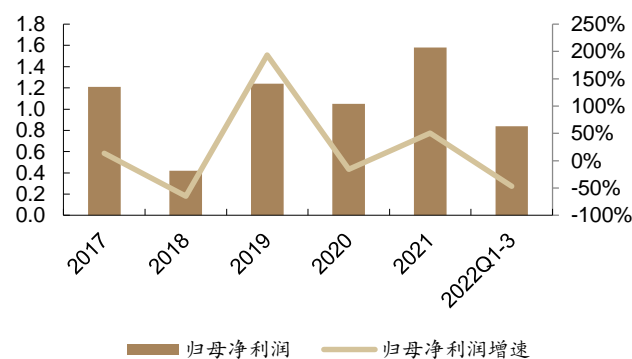
疫情叠加高基数影响，公司 2022 年业绩有待改善。2022 年珠三角部分城市受疫情影响较严重，对公司部分销售渠道和生产效率产生影响，叠加 2021 年业绩高基数影响，公司 22Q1-3 营业收入同比下滑 5.9%至 14.1 亿元。同时，2022 年原奶等部分原材料成本持续上升，公司毛利率同比下滑 5.7pct 至 4.1%。为减轻公司成本压力，公司坚持开源节流，不断推动精细化管理、开展精准营销，2022Q1-3 销售费用率同比下滑 1.14pct，综合来看，公司净利率同比下滑 4.7pct，较毛利率下滑幅度有所收窄。

图 61：燕塘乳业营业收入 22Q1-3 出现下滑



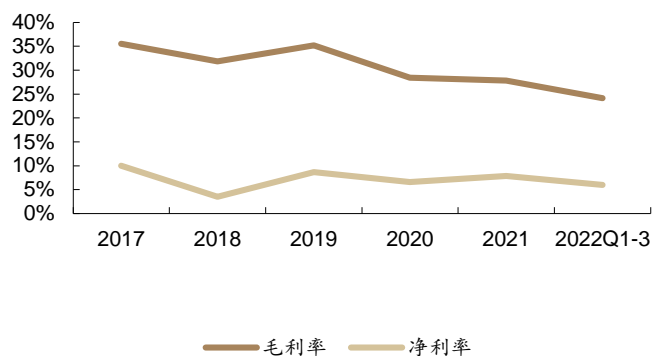
资料来源：公司公告，Wind，德邦研究所

图 62：燕塘乳业归母净利润较为波动 (亿元)



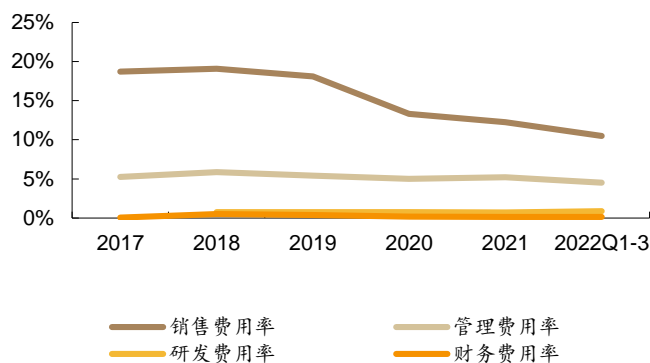
资料来源：公司公告，Wind，德邦研究所

图 63：燕塘乳业毛利率和净利率（%）



资料来源：公司公告，Wind，德邦研究所

图 64：燕塘乳业费用率情况（%）



资料来源：公司公告，Wind，德邦研究所；*管理费用不包含研发费用

3.4. 光明乳业：低温奶市场份额第一，新鲜战略引领发展

二十余年深耕低温奶行业，逐步完善产业布局。公司成立于 1996 年，以上海为中心向周边市场蔓延，目前公司产品及渠道遍布上海、华东、华中、华南、华北、西南、西北等地区。公司坚持“稳固上海，做强华东，优化全国，乐在新鲜”发展战略，向全国化乳企迈进。从并购业务来看，2021 年公司收购小西牛 60% 的股权，完善公司在西部的奶源布局、产能布局和市场布局；而海外市场中新西兰新莱特妥善应对外部不利因素，经营业绩逐步企稳，2022 年上半年营业收入同比增长 20.1% 达到 37.5 亿元，净利润扭亏为盈，带来业绩贡献。

图 65：光明乳业品牌矩阵

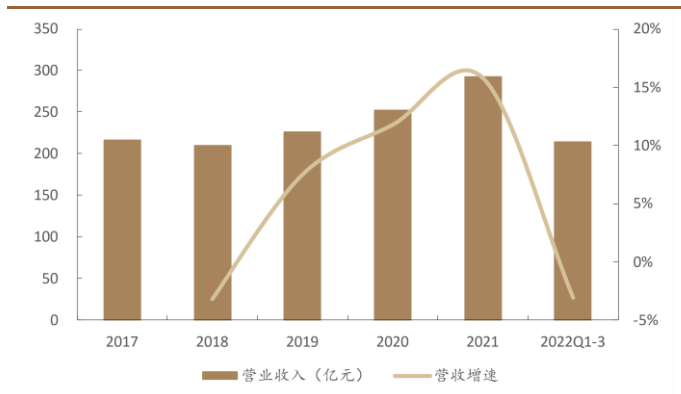


资料来源：公司公告，德邦研究所

公司近年来营业收入呈稳定增长趋势，2017-2021 年公司营收由 216.72 亿元增长至 292.06 亿元（CAGR7.7%），2022Q1-Q3 营收为 213.85 亿元，同比下降 -3.05%，主要系疫情影响冷链供应及消费场景，导致营收下滑。公司归母净利较

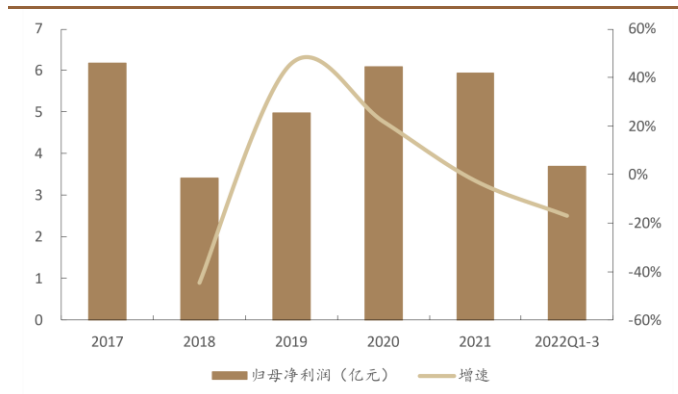
为波动，自 18 年来呈增长趋势，但 22 年受疫情影响，2022Q1-Q3 公司归母净为 3.69 亿元，同比下降-17.0%。

图 66：营收呈稳定增长趋势



资料来源：公司公告，Wind，德邦研究所

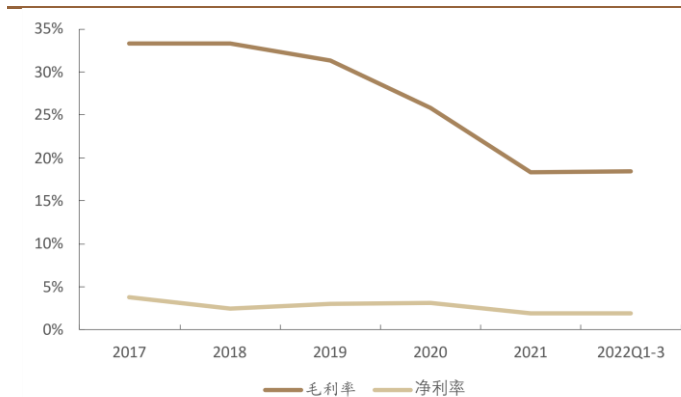
图 67：公司归母净利情况



资料来源：公司公告，Wind，德邦研究所

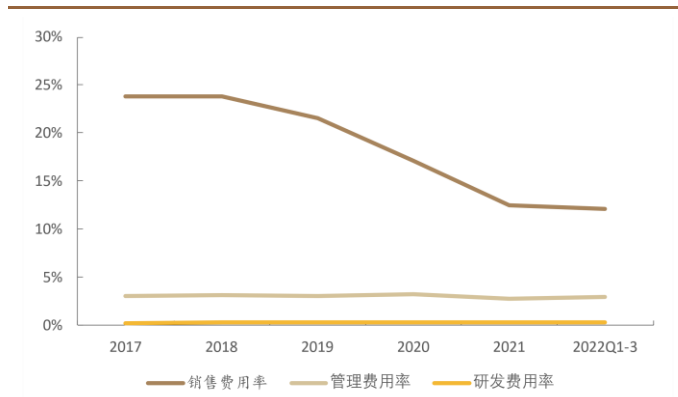
盈利方面，公司 2017 年至 2021 年毛利率呈现下降趋势，从 33.3% 下降至 18.4%，2020 年毛利率大幅下降主要系公司执行新收入准则所致，2021 年毛利率大幅下滑主要系原材料成本上升所致。公司净利率较为稳定，2022Q1-Q3 净利率为 1.9%。2022Q1-Q3，公司销售费用率为 12.1%，销售费用率 2020 年大幅下降至 17.1% 主要系公司 2020 年执行新收入准则，将应付客户对价冲减营业收入，2021 年销售费用率大幅下降至 12.5% 主要系公司将销售费用中运输费调整至营业成本所致。公司的管理费用率和研发费用率较为稳定，2022Q1-Q3 管理费用率为 2.9%，研发费用率为 0.3%。

图 68：毛利率呈现下降趋势



资料来源：公司公告，Wind，德邦研究所

图 69：公司各项费用率情况



资料来源：公司公告，Wind，德邦研究所；*管理费用不包含研发费用

4. 风险提示

原奶成本持续上升、低温鲜奶市场渗透率提升不及预期、食品安全问题、消费信心恢复不及预期

信息披露

分析师与研究助理简介

熊鹏，德邦证券大消费组组长&食品饮料首席分析师，上海交通大学及挪威科技大学双硕士。全面负责食品饮料行业各板块的研究，6年行业研究经验，2022年卖方分析师水晶球奖公募榜单上榜。曾任职于西部证券、国信证券、安信证券等，2022年12月加入德邦证券研究所。

韦香怡，2020年毕业于南洋理工大学，此前任职于东兴研究所，2022年加入德邦研究所，主要负责大众品研究。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	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%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

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

本报告所载的资料、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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。