

坚守高性价比板块 关注高成长性赛道

——食品饮料行业半年度投资策略

分析师： 刘瑀

SAC NO: S1150516030001

2020 年 6 月 11 日

证券分析师

 刘瑀
 022-23861670
 liuyu@bhqz.com

子行业评级

酒类	看好
饮料	看好
食品	中性

重点品种推荐

光明乳业	增持
洋河股份	增持
青岛啤酒	增持

投资要点：

● 年初至今超额收益明显，中期白酒仍具估值优势

年初至今，食品饮料板块上涨 17.22%，跑赢沪深 300 指数 19.68 个百分点，超额收益明显。从行情走势看，部分细分子领域的估值已经位于历史高位，6 月以来板块出现阶段性的调整。而从企业经营情况来说，肉制品及休闲食品在第一季度居家隔离情况下真实需求激增业绩同比大幅增长并且趋势在二季度有所延续，而啤酒、调味品及乳制品在第二季度后疫情时期存在补库存的阶段需求导致经营业绩同比转正，上述逻辑已经在二级市场中完整推演。我们预计，未来大众品各个子板块营收增速或会趋于合理水平，投资逻辑将转向各细分领域龙头。此外，站在当前时点我们仍然强调，尽管从二季度业绩情况来看白酒板块仍将出现反复，但是板块目前估值相较于大众品仍然具有优势，行业集中度或将进一步提升，并且随着经济逐渐恢复行业需求有待确认，在上述逻辑支撑下板块投资价值仍存。

● 关注乳制品及细分子品类的高成长性

我国乳制品市场经过多年发展，至 2019 年乳制品市场零售总额突破 4000 亿元。从人均消费量来看，乳制品行业的发展远未触及到天花板，随着消费者的消费观念逐渐转变、消费习惯逐渐培养，我国乳制品行业规模将有望继续增长。根据欧睿预测，未来五年我国乳制品市场仍然将稳步发展，至 2024 年乳制品市场零售额或将突破 5500 亿元。我国乳制品市场的迅速扩容，与常温产品的发展密切相关，常温牛奶在过去牢牢占据着饮用奶市场的主流地位。但随着我国经济水平的不断提高，消费升级趋势下低温牛奶的市占率将逐步提高，未来五年其复合增长率或达到 8.90%，是乳制品行业当中最具成长性的细分品类。长期以来，上游奶源分布不均造成我国鲜奶比例较低的主要原因，目前这种制约因素正在逐渐得到改善。近几年来，奶牛养殖业整体向标准化、规模化和集约化发展。规模牧场平均日产奶量逐步提高，原奶质量得到有效保障，使得奶源分布不均对鲜奶行业的制约逐渐弱化。冷链物流行业的不成熟也是限制鲜奶品类快速增长的又一大原因。随着规模化养殖的比例不断提高、冷链物流硬件设施不断完善以及巴氏奶产品保质期有所延长，这一问题将会得到解决。

● 投资建议

年初至今（截至 6 月 11 日），食品饮料板块整体上涨 17.22%，沪深 300 指数下跌 2.46%，行业跑赢沪深 300 指数 19.68 个百分点，位列中信 29 个一级行业第二。截至 6 月 11 日，食品饮料板块绝对 PE 和 PB 分别为 40.43/7.63，相对沪深 300 估值溢价率为 3.26/5.53。板块近 10 年 PE 中位数为 30.21，PB 中位数 4.93，目前板块整体估值远高于中位数。站在当前时点我们仍然强调，

白酒板块行业天然属性仍存，货币宽松环境以及基建持续加码都对白酒行业形成支撑，建议积极配置。而必选消费品目前整体存在由于确定性带来的估值溢价，整体估值中枢位于历史中位之上，随着时间推移必选消费的投资逻辑将转向长期，建议优选成长性确定的细分领域龙头。综上，我们仍给予行业“看好”的投资评级，继续推荐光明乳业（600597）、青岛啤酒（600600）以及洋河股份（002304）。

● 风险提示

宏观经济下行，食品安全问题，疫情出现反复

目 录

1. 坚守高性价比板块，关注高成长性赛道.....	6
1.1 年初至今超额收益明显，中期白酒仍具估值优势.....	6
1.2 关注乳制品及细分子品类的高成长性.....	6
2. 高端白酒批价稳定，成本环境整体良好.....	7
2.1 白酒.....	7
2.2 啤酒&葡萄酒.....	8
2.3 乳制品.....	10
2.4 肉制品.....	11
2.5 成本环境.....	12
3. 年初至今涨幅居前，估值高于历史中位.....	13
3.1 行情回顾.....	13
3.2 估值.....	14
3.3 北向资金跟踪.....	14
4. 季度专题研究——乳制品.....	16
4.1 我国乳制品行业规模远未触及天花板.....	16
4.2 巴氏杀菌奶已成为最具成长性的细分品类.....	18
4.3 抑制巴氏奶发展的负面因素逐步改善.....	19
5. 风险提示.....	21

图 目 录

图 1: 飞天茅台 53 度(500ML)出厂价及零售价 (单位: 元/瓶)	7
图 2: 五粮液 52 度(500ML)出厂价及零售价 (单位: 元/瓶)	7
图 3: 飞天茅台 53 度(500ML)一批价 (单位: 元/瓶)	7
图 4: 五粮液 52 度(500ML)一批价 (单位: 元/瓶)	7
图 5: 白酒 (折 65 度) 产量累计值及增速 (单位: 万千升)	8
图 6: 白酒 (折 65 度) 产量当月值及增速 (单位: 万千升)	8
图 7: 啤酒产量及其增速 (单位: 万千升)	8
图 8: 啤酒进口数量及其增速 (单位: 万千升)	8
图 9: 部分啤酒品牌终端零售价格 (单位: 元)	9
图 10: 36 大中城啤酒平均价格 (单位: 元)	9
图 11: 我国葡萄酒产量及同比情况 (单位: 万千升)	9
图 12: 我国葡萄酒进口量及同比情况 (单位: 万千升)	9
图 13: Liv-ex100 红酒指数	10
图 14: Liv-ex50 红酒指数	10
图 15: 张裕葡萄酒终端价格走势 (单位: 元)	10
图 16: 部分进口品牌葡萄酒终端价格走势 (单位: 元)	10
图 17: 主产区生鲜乳平均价	10
图 18: 主产区生鲜乳价格变动趋势	10
图 19: 牛奶及酸奶零售价走势 (单位: 元/升)	11
图 20: 婴幼儿奶粉零售价走势 (单位: 元/公斤)	11
图 21: 仔猪、生猪、猪肉价格走势 (单位: 元/公斤)	11
图 22: 22 省市猪粮比	11
图 23: 鲜、冷藏肉产量当月值及其变动趋势 (单位: 万吨)	12
图 24: 鲜、冷藏肉产量累计值及其变动趋势 (单位: 万吨)	12
图 25: 全国豆粕价格走势 (单位: 元/公斤)	12
图 26: 全国玉米价格走势 (单位: 元/公斤)	12
图 27: 瓦楞纸市场价以及变动趋势 (单位: 元/吨)	12
图 28: 玻璃价格指数	12
图 29: 食品饮料 (中信) 年初至今涨跌排行	13
图 30: 食品饮料板块估值走势	14
图 31: 食品饮料板块相对沪深 300 估值溢价	14
图 32: 北向资金单月净流入情况 (单位: 亿元)	14
图 33: 北向资金累计净流入情况 (单位: 亿元)	14
图 34: 乳制品市场零售额及其增速 (单位: 亿元)	16
图 35: 我国乳制品零售市场构成	16
图 36: 饮用奶市场竞争格局一览	17
图 37: 酸奶市场竞争格局一览	17
图 38: 饮用奶市场细分子品类零售额增速 (%)	18
图 39: 欧睿口径下饮用奶市场格局	18
图 40: 常温奶及鲜奶市场零售额 (单位: 百万元)	19
图 41: 常温奶及鲜奶市场零售额同比增速	19

图 42: 我国各省市乳牛数量分布 (单位: 千头)	19
图 43: 我国奶牛养殖正在向规模化方向发展	20
图 44: 我国规模牧场奶牛平均日产奶量 (单位: kg/天)	20
图 45: 我国公路冷链运输车数量不断增加 (单位: 万辆)	20
图 46: 我国低温仓储业冷库不断扩容 (单位: 万立方米)	20
图 47: 我国冷链物流总额持续走高 (单位: 万亿元)	21
图 48: 我国冷链物流需求总量持续攀升 (单位: 亿吨)	21

表 目 录

表 1: CS 餐饮旅游行业内个股涨跌幅 (截至 2 月 28 日)	13
表 2: 沪 (深) 股通标的北向资金持股数量变动情况	15
表 3: 各国人均牛奶消费量对比	17
表 4: 不同工艺下的牛奶产品区别一览	18

1. 坚守高性价比板块，关注高成长性赛道

1.1 年初至今超额收益明显，中期白酒仍具估值优势

年初至今，食品饮料板块上涨 17.22%，跑赢沪深 300 指数 19.68 个百分点，超额收益明显。从行情走势看，部分细分子领域的估值已经位于历史高位，6 月以来板块出现阶段性的调整。而从企业经营情况来说，肉制品及休闲食品在第一季度居家隔离情况下真实需求激增业绩同比大幅增长并且趋势在二季度有所延续，而啤酒、调味品及乳制品在第二季度后疫情时期存在补库存的阶段需求导致经营业绩同比转正，上述逻辑已经在二级市场中完整推演。我们预计，未来大众品各个子板块营收增速或会趋于合理水平，投资逻辑将转向各细分领域龙头。此外，站在当前时点我们仍然强调，尽管从二季度业绩情况来看白酒板块仍将出现反复，但是板块目前估值相较于大众品仍然具有优势，行业集中度或将进一步提升，并且随着经济逐渐恢复行业需求有待确认，在上述逻辑支撑下板块投资价值仍存。

1.2 关注乳制品及细分子品类的高成长性

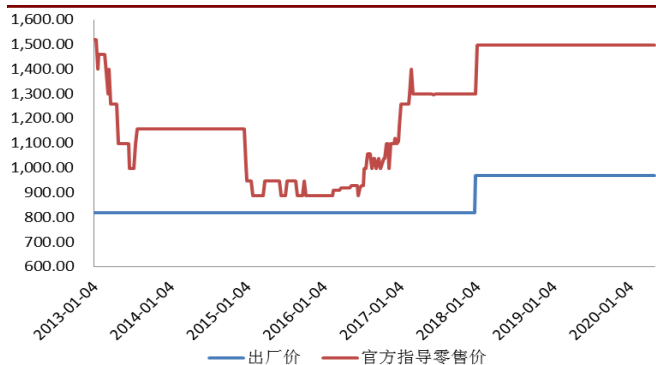
我国乳制品市场经过多年发展，至 2019 年乳制品市场零售总额突破 4000 亿元。从人均消费量来看，乳制品行业的发展远未触及到天花板，随着消费者的消费观念逐渐转变、消费习惯逐渐培养，我国乳制品行业规模将有望继续增长。根据欧睿预测，未来五年我国乳制品市场仍然将稳步发展，至 2024 年乳制品市场零售额或将突破 5500 亿元。我国乳制品市场的迅速扩容，与常温产品的发展密切相关，常温牛奶在过去牢牢占据着饮用奶市场的主流地位。但随着我国经济水平的不断提高，消费升级趋势下低温牛奶的市占率将逐步提高，未来五年其复合增长率或达到 8.90%，是乳制品行业当中最具成长性的细分品类。长期以来，上游奶源分布不均造成我国鲜奶比例较低的主要原因，目前这种制约因素正在逐渐得到改善。近几年来，奶牛养殖业整体向标准化、规模化和集约化发展。规模牧场平均日产奶量逐步提高，原奶质量得到有效保障，使得奶源分布不均对鲜奶行业的制约逐渐弱化。冷链物流行业的不成熟也是限制鲜奶品类快速增长的又一大原因。随着规模化养殖的比例不断提高、冷链物流硬件设施不断完善以及巴氏奶产品保质期有所延长，这一问题将会得到解决。

2. 高端白酒批价稳定，成本环境整体良好

2.1 白酒

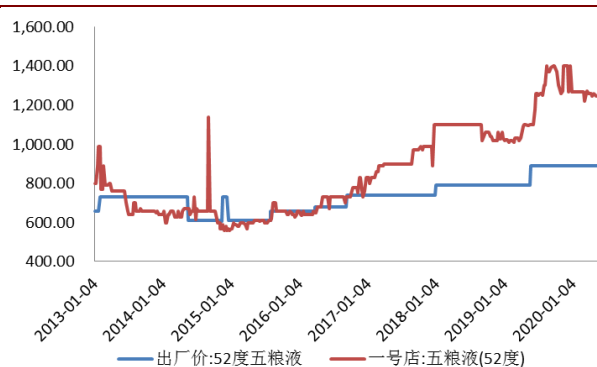
高端白酒价格企稳回升。高端白酒方面，2020年5月飞天茅台53度(500ML)出厂价为969元/瓶，官方指导零售价为1499元/瓶；2020年5月五粮液52度(500ML)出厂价889元/瓶，零售均价1321.95元/瓶，环比上涨66.70元。高端白酒一批价格逐渐恢复，飞天茅台53度(500ML)2月初自2280元回落，期间有所波动，目前价格带在2380元左右，已回升至前期水平，五粮液52度(500ML)945元回落至895元之后目前已回升至920元。

图 1: 飞天茅台 53 度(500ML)出厂价及零售价(单位: 元/瓶)



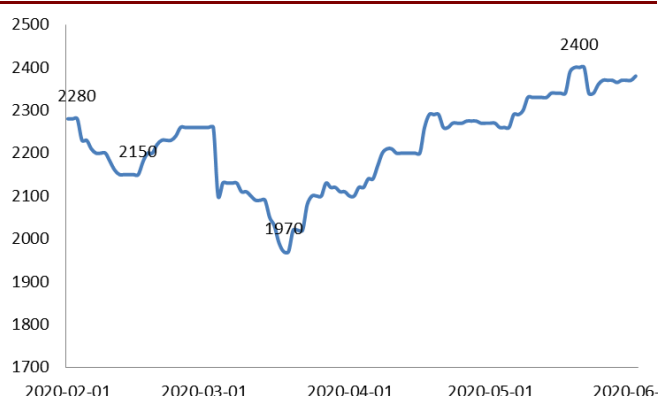
资料来源: Wind, 渤海证券

图 2: 五粮液 52 度(500ML)出厂价及零售价(单位: 元/瓶)



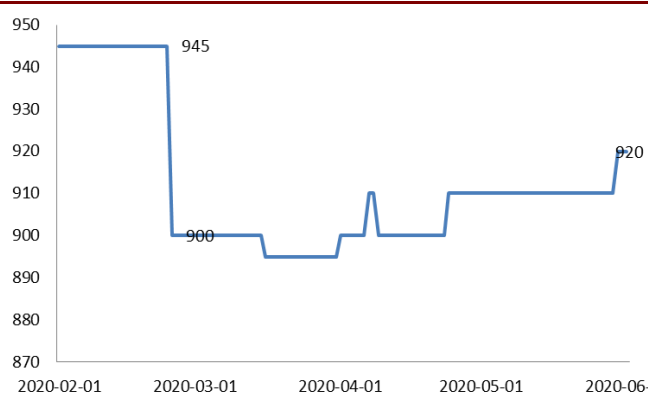
资料来源: Wind, 渤海证券

图 3: 飞天茅台 53 度(500ML)一批价(单位: 元/瓶)



资料来源: Wind, 渤海证券

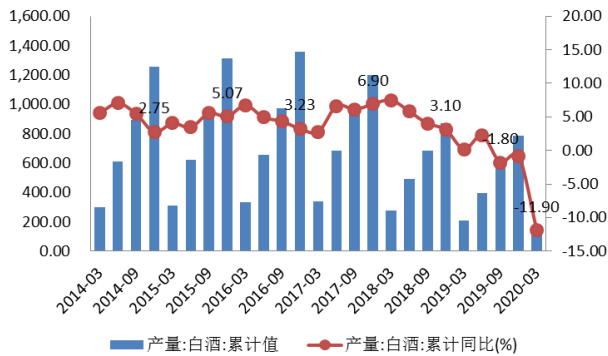
图 4: 五粮液 52 度(500ML)一批价(单位: 元/瓶)



资料来源: Wind, 渤海证券

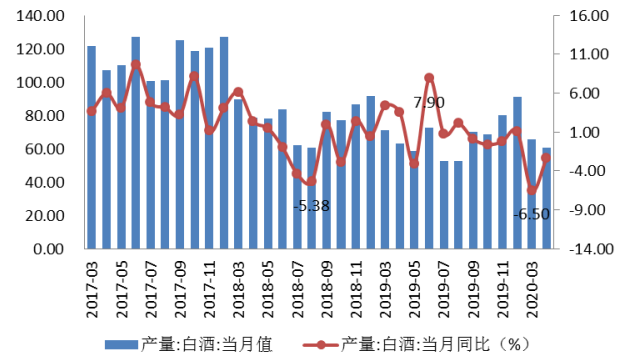
白酒产量方面，截至今年4月我国白酒产量达231.30万千升，同比下降11.90%。其中，今年4月我国白酒产量60.40万千升，同比下降2.40%，降幅环比有所收窄。

图5：白酒（折65度）产量累计值及增速（单位：万千升）



资料来源：Wind，渤海证券

图6：白酒（折65度）产量当月值及增速（单位：万千升）

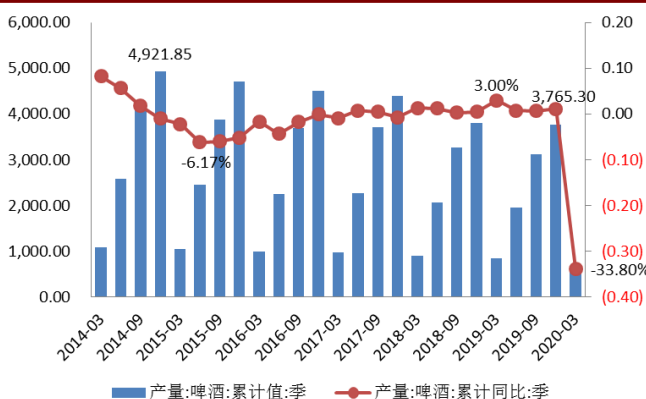


资料来源：Wind，渤海证券

2.2 啤酒&葡萄酒

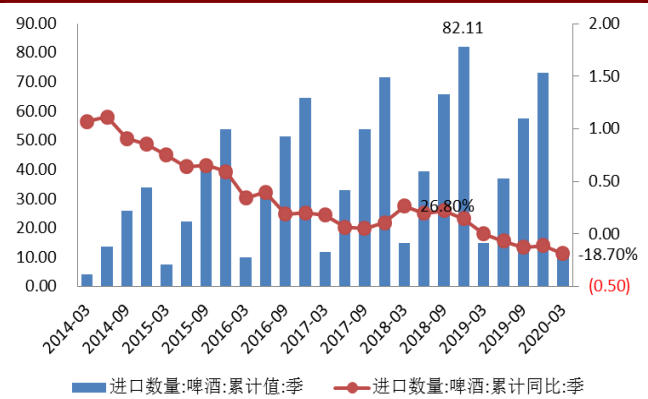
受到疫情影响，2020年第一季度我国啤酒产量仅为549.50万千升，同比降幅达到33.80%。截至今年4月，啤酒产量下滑仅为857.40万千升，同比下降22.60%；其中，4月单月啤酒产量达310.30万千升，同比增速转正达到7.50%，或与下游补库存的需求有关。2020年第一季度，啤酒进口数量12.15万千升，同比下滑18.70%；其中，3月啤酒进口数量4.93万千升，同比下滑12.43%。截至今年4月，进口啤酒数量仍然同比下降28.20%，4月单月降幅继续扩大达到47.33%。整体来看，国内啤酒行业年初受到疫情影响较为严重，随着社会生产生活逐渐步入正轨行业已经恢复正常水平。

图7：啤酒产量及其增速（单位：万千升）



资料来源：Wind，渤海证券

图8：啤酒进口数量及其增速（单位：万千升）



资料来源：Wind，渤海证券

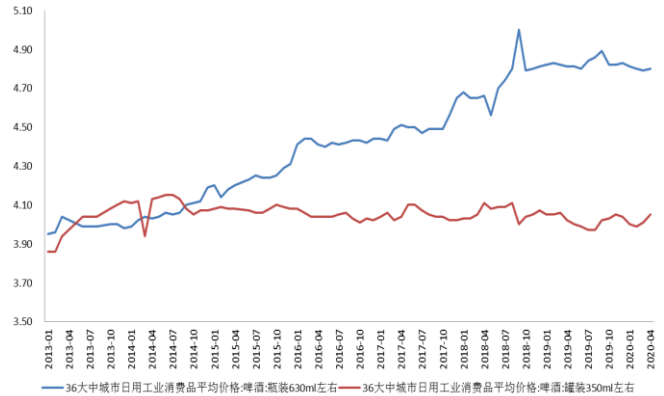
价格方面，2020年5月啤酒终端零售价格环比涨跌不一，啤酒均价整体小幅上涨。其中哈尔滨啤酒(330ml)5月价格环比下降1.61%，百威价格环比下降1.89%，嘉士伯环比上浮7.41%，虎牌环比下滑3.71%。2020年5月，630ml瓶装啤酒平均零售价格4.80元，环比微幅上涨；350ml罐装啤酒平均零售价格4.05元，环比上浮1.00%。

图 9：部分啤酒品牌终端零售价格（单位：元）



资料来源：Wind，渤海证券

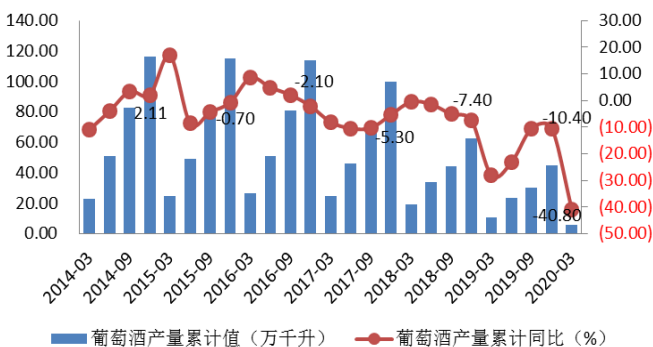
图 10：36 大中城啤酒平均价格（单位：元）



资料来源：Wind，渤海证券

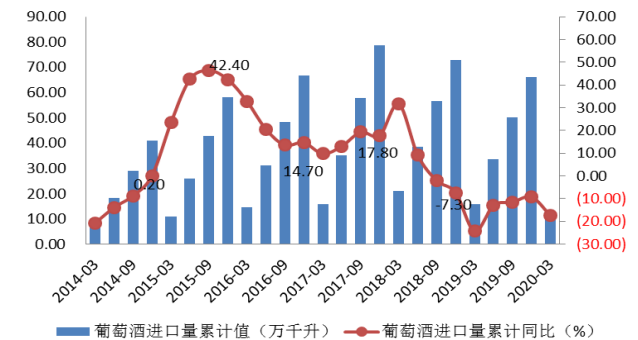
4月国内葡萄酒产量同比大幅上涨，进口数量则继续下挫。产量方面，截至今年4月我国葡萄酒产量为9.10万千升，同比下降27.20%；4月单月葡萄酒产量为3.30万千升，同比增长26.90%，整体恢复情况乐观。进口数量方面，截至今年4月葡萄酒进口量达到15.99万千升，同比下降25.30%；4月单月葡萄酒进口数量为2.92万千升，同比下滑47.67%，海外疫情持续影响了涉及进口的各个食品饮料品类。

图 11：我国葡萄酒产量及同比情况（单位：万千升）



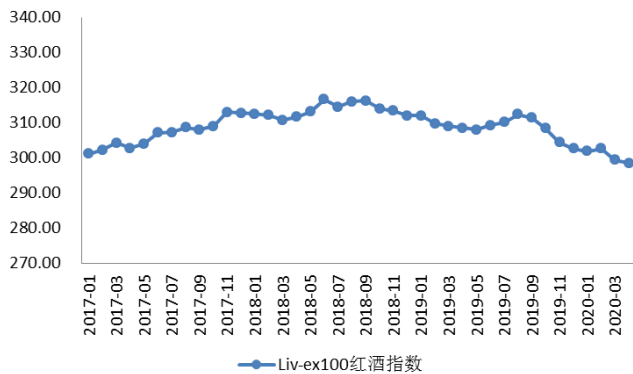
资料来源：Wind，渤海证券

图 12：我国葡萄酒进口量及同比情况（单位：万千升）



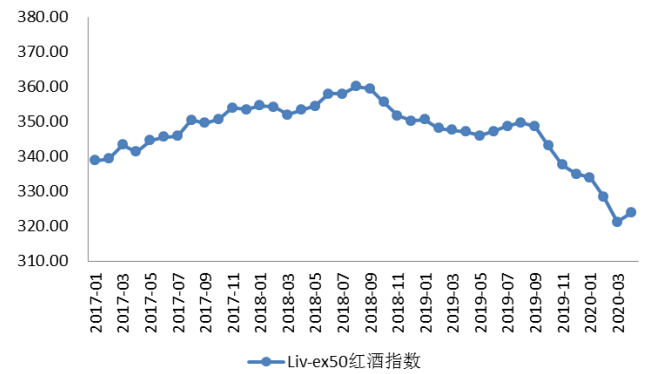
资料来源：Wind，渤海证券

图 13: Liv-ex100 红酒指数



资料来源: Wind, 渤海证券

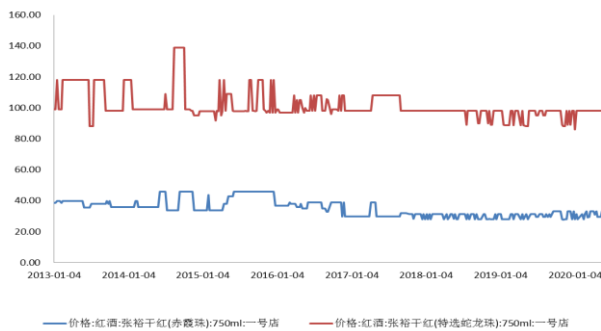
图 14: Liv-ex50 红酒指数



资料来源: Wind, 渤海证券

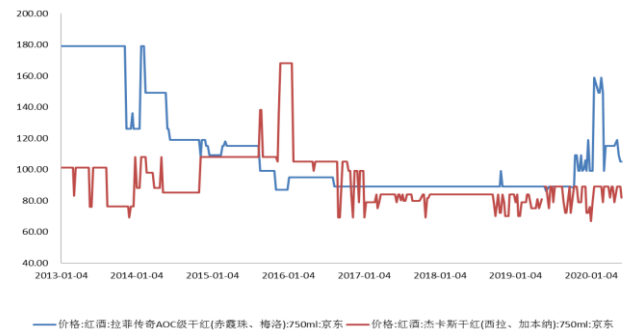
2020 年 5 月葡萄酒价格保持稳定。其中, 张裕干红(赤霞珠)终端零售均价 30.58 元, 环比下降 3.78%; 张裕干红(特选蛇龙珠)终端零售均价 98.00 元, 环比持平。

图 15: 张裕葡萄酒终端价格走势 (单位: 元)



资料来源: Wind, 渤海证券

图 16: 部分进口品牌葡萄酒终端价格走势 (单位: 元)

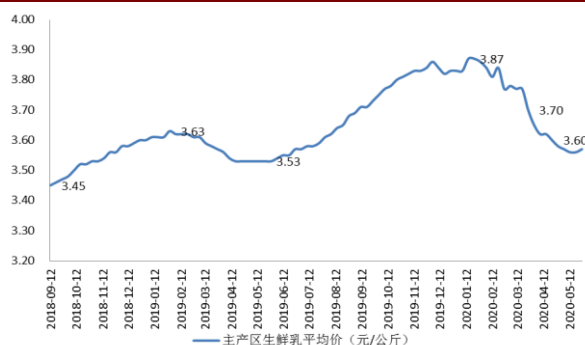


资料来源: Wind, 渤海证券

2.3 乳制品

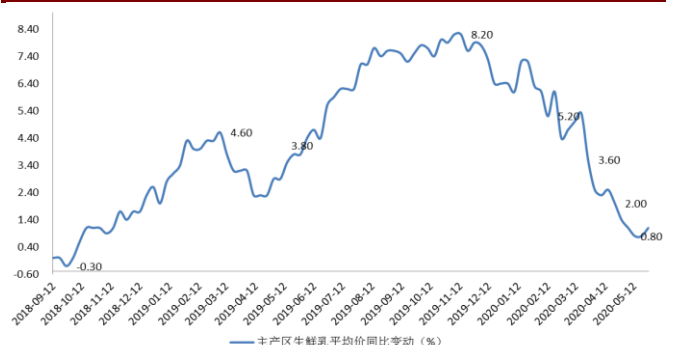
乳制品方面, 生鲜乳价格继续回落, 同比增速继续收窄。2020 年 5 月生鲜乳均价达到 3.56 元/公升, 同比上升 0.85%, 环比下降 1.39%。

图 17: 主产区生鲜乳平均价



资料来源: Wind, 渤海证券

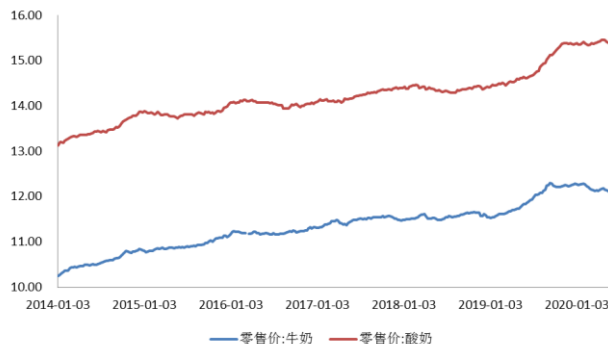
图 18: 主产区生鲜乳价格变动趋势



资料来源: Wind, 渤海证券

牛奶、酸奶及婴幼儿奶粉价格短期价格基本持平，长期呈现缓慢上涨趋势。2020年5月牛奶平均价格为12.12元/升，同比上涨2.71%，环比微幅下降；酸奶平均价格为15.41元/升，同比上涨5.48%，环比微幅下降。2020年5月国产品牌婴幼儿奶粉零售价达到205.13元/公斤，同比上涨9.22%，环比微幅上涨；国外品牌婴幼儿奶粉零售价达到250.45元/公斤，同比上涨7.39%，环比微幅上涨。

图 19: 牛奶及酸奶零售价走势 (单位: 元/升)



资料来源: Wind, 渤海证券

图 20: 婴幼儿奶粉零售价走势 (单位: 元/公斤)

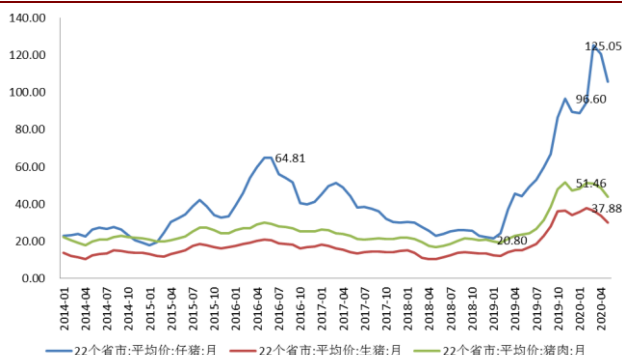


资料来源: Wind, 渤海证券

2.4 肉制品

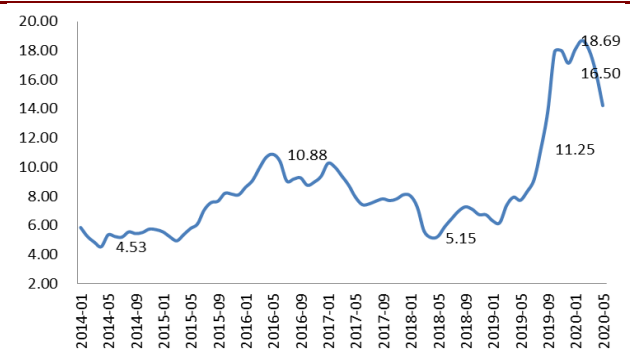
2020年5月猪肉价格继续回落，猪粮比价同向变动。2020年5月，仔猪、生猪、猪肉平均价格小幅回落达到105.43元/公斤、29.85元/公斤以及43.66元/公斤，分别同比上涨138.04%、96.51%以及86.10%，猪肉价格继续高位回落。2020年5月猪粮比平均达14.22，同比上涨84.20%，环比继续回落。今年1-4月鲜/冷藏肉产量为733.10万吨，同比下降达19.40%。

图 21: 仔猪、生猪、猪肉价格走势 (单位: 元/公斤)



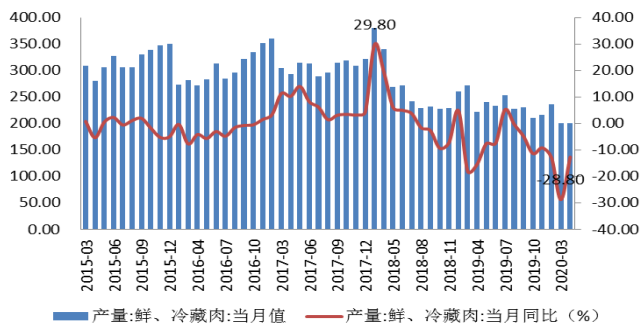
资料来源: Wind, 渤海证券

图 22: 22 省市猪粮比



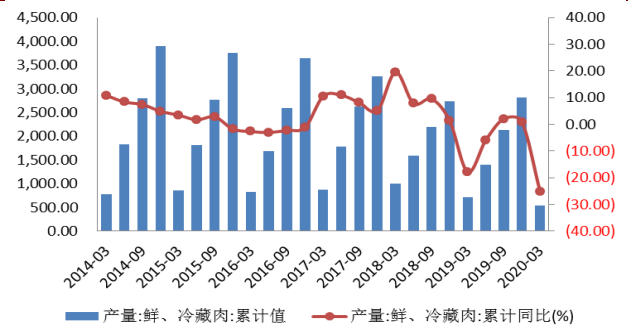
资料来源: Wind, 渤海证券

图 23: 鲜、冷藏肉产量当月值及其变动趋势 (单位: 万吨)



资料来源: Wind, 渤海证券

图 24: 鲜、冷藏肉产量累计值及其变动趋势 (单位: 万吨)



资料来源: Wind, 渤海证券

2.5 成本环境

2020年5月玉米以及豆粕价格涨跌不一。5月玉米全国均价达到2.21元/公斤，环比小幅上涨，同比上涨12.18%；5月豆粕全国均价达到3.29元/公斤，环比小幅下降，同比上涨15.03%。

图 25: 全国豆粕价格走势 (单位: 元/公斤)



资料来源: Wind, 渤海证券

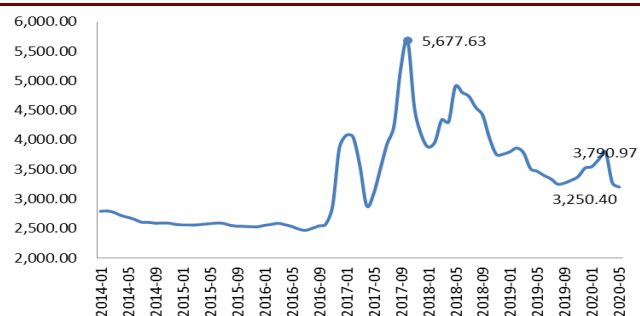
图 26: 全国玉米价格走势 (单位: 元/公斤)



资料来源: Wind, 渤海证券

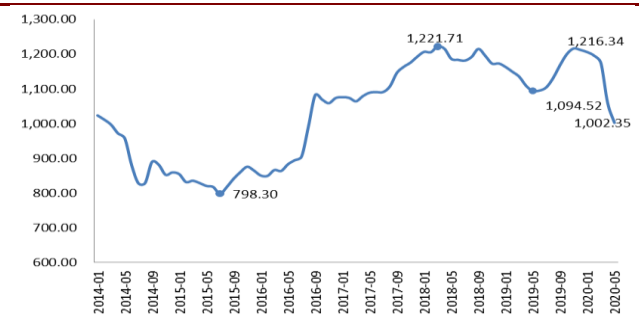
上游包材或受经济不振影响成本有所回落。2020年5月，玻璃价格平均指数环比继续下滑5.35个百分点，同比下滑8.42个百分点。5月瓦楞纸市场价达到3201.10元/吨，环比下滑2.22%，同比下滑7.70%。

图 27: 瓦楞纸市场价以及变动趋势 (单位: 元/吨)



资料来源: Wind, 渤海证券

图 28: 玻璃价格指数



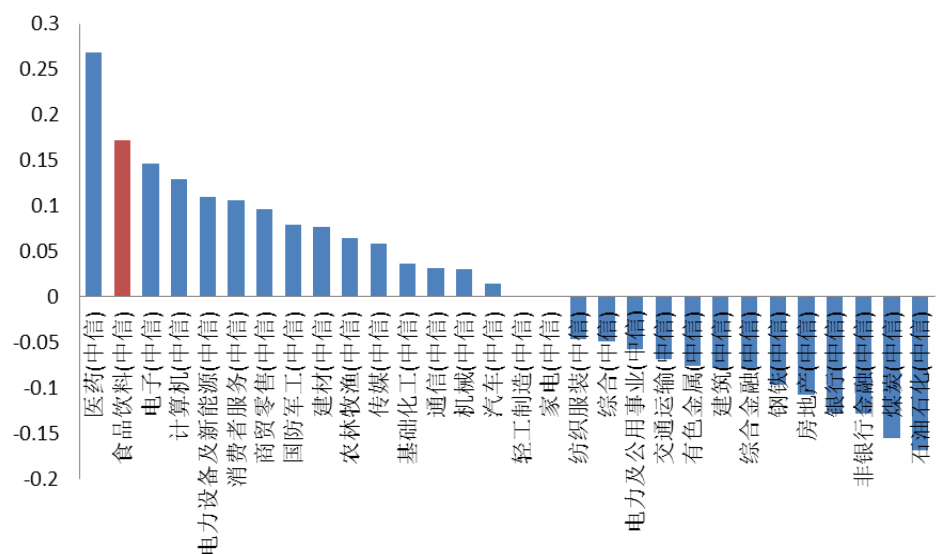
资料来源: Wind, 渤海证券

3.年初至今涨幅居前，估值高于历史中位

3.1 行情回顾

年初至今（截至 6 月 11 日），食品饮料板块整体上涨 17.22%，沪深 300 指数下跌 2.46%，行业跑赢沪深 300 指数 19.68 个百分点，位列中信 29 个一级行业第二。子板块中，酒类上涨 16.30%，饮料上涨 0.31%，食品上涨 34.41%。

图 29：食品饮料（中信）年初至今涨跌排行



资料来源：Wind，渤海证券

个股方面，盐津铺子、妙可蓝多以及双塔食品涨幅居前，*ST 麦趣、惠发食品以及通葡股份跌幅居前。

表 1：cs 餐饮旅游行业内个股涨跌幅（截至 2 月 28 日）

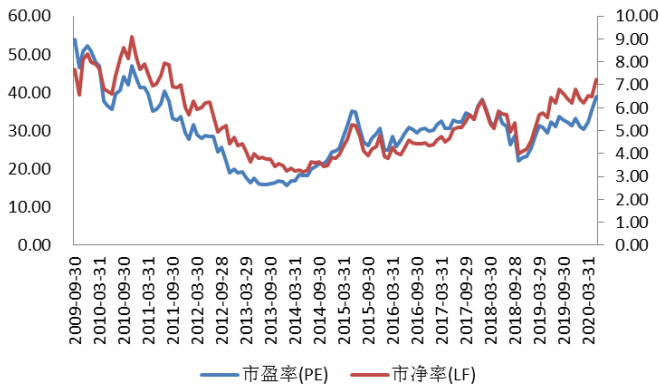
涨跌幅前五名	年初至今涨跌幅 (%)	涨跌幅后五名	年初至今涨跌幅 (%)
盐津铺子	155.80%	*ST 麦趣	-43.44%
妙可蓝多	147.67%	惠发食品	-36.59%
双塔食品	103.15%	通葡股份	-19.57%
克明面业	99.11%	ST 威龙	-15.97%
安井食品	91.53%	*ST 西发	-15.16%

资料来源：Wind，渤海证券

3.2 估值

截至 6 月 11 日，食品饮料板块绝对 PE 和 PB 分别为 40.43/7.63，相对沪深 300 估值溢价率为 3.26/5.53。板块近 10 年 PE 中位数为 30.21，PB 中位数 4.93，目前板块整体估值远高于中位数。

图 30：食品饮料板块估值走势



资料来源：Wind，渤海证券

图 31：食品饮料板块相对沪深 300 估值溢价



资料来源：Wind，渤海证券

3.3 北向资金跟踪

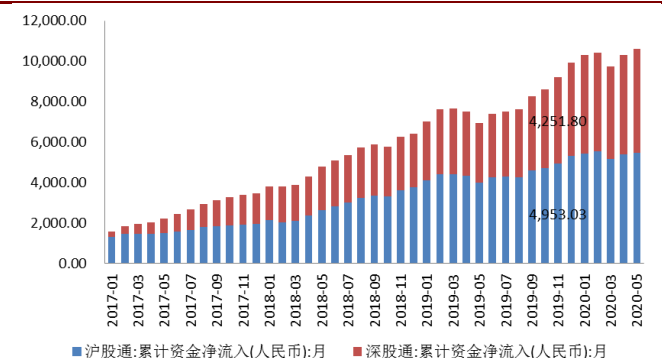
2020 年 5 月，北向资金继续持续流入，合计净流入为 301.12 亿元。截至 2020 年 5 月，北向资金累计净流入为 10589.49 亿元，已经突破前期高点。

图 32：北向资金单月净流入情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，渤海证券

图 33：北向资金累计净流入情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，渤海证券

上月，北向资金对陆股通标的增仓幅度较大的为恰恰食品，增持数量占流通股比例达到 2.45%，其次为光明乳业和重庆啤酒，而减持较明显的为千禾味业，减持数量占流通股比例达到 4.88%。

表 2: 沪（深）股通标的北向资金持股数量变动情况

股票代码	股票名称	持股数量（万股）	占流通股比例（%）	占流通股比例（%）	占流通股比例变动情况
		2019-02-28	2019-01-31	2019-02-28	(%)
603288.SH	海天味业	19,980.40	24.18	24.40	0.23
600519.SH	贵州茅台	10,674.96	23.32	23.74	0.43
600298.SH	安琪酵母	10,226.20	23.31	22.83	-0.48
000858.SZ	五粮液	33,878.14	20.82	20.32	-0.51
600872.SH	中炬高新	10,146.18	19.15	19.79	0.64
002304.SZ	洋河股份	9,971.66	19.90	19.37	-0.53
600779.SH	水井坊	3,032.64	16.16	16.86	0.70
002557.SZ	洽洽食品	4,089.09	12.99	15.44	2.45
600809.SH	山西汾酒	3,324.91	12.56	13.09	0.53
600132.SH	重庆啤酒	2,315.33	10.23	11.96	1.73
600887.SH	伊利股份	63,899.44	13.11	11.96	-1.15
000895.SZ	双汇发展	8,876.83	11.09	10.06	-1.02
002507.SZ	涪陵榨菜	4,639.89	9.81	9.99	0.18
000860.SZ	顺鑫农业	4,481.45	11.08	9.82	-1.27
002568.SZ	百润股份	1,883.49	8.65	8.43	-0.22
000848.SZ	承德露露	5,060.15	8.32	7.93	-0.39
603369.SH	今世缘	5,452.33	9.39	7.86	-1.53
603027.SH	千禾味业	1,646.08	12.65	7.77	-4.88
600600.SH	青岛啤酒	2,225.83	6.60	7.65	1.05
603589.SH	口子窖	2,701.29	10.11	7.57	-2.54
300146.SZ	汤臣倍健	5,276.22	6.52	7.38	0.86
000596.SZ	古井贡酒	783.21	5.39	6.98	1.59
000869.SZ	张裕 A	737.65	7.82	6.83	-0.99
600597.SH	光明乳业	3,904.15	4.29	6.59	2.30
002626.SZ	金达威	1,217.73	4.36	5.32	0.96
002461.SZ	珠江啤酒	1,556.89	6.20	5.11	-1.09
603198.SH	迎驾贡酒	1,026.86	5.56	5.10	-0.45
600305.SH	恒顺醋业	2,129.57	4.50	4.91	0.41
603866.SH	桃李面包	1,003.14	3.60	4.73	1.13
000568.SZ	泸州老窖	3,324.38	5.23	4.66	-0.57
603317.SH	天味食品	578.53	3.24	4.62	1.38
002216.SZ	三全食品	984.76	4.03	3.63	-0.40
603711.SH	香飘飘	175.88	2.35	3.60	1.25
002481.SZ	双塔食品	2,176.46	2.14	3.47	1.33
300741.SZ	华宝股份	379.06	3.19	3.27	0.08
603517.SH	绝味食品	792.95	3.58	2.98	-0.60
600702.SH	舍得酒业	630.71	2.86	2.76	-0.11
000729.SZ	燕京啤酒	2,916.36	2.29	2.54	0.25

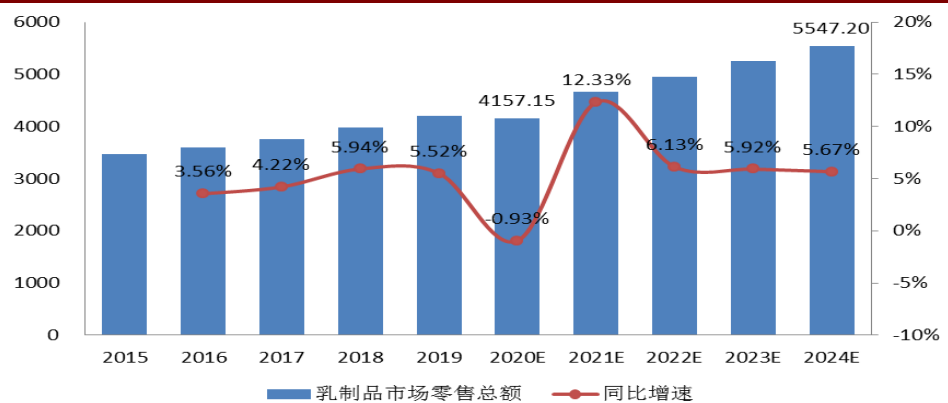
资料来源: Wind, 渤海证券

4.季度专题研究——乳制品

4.1 我国乳制品行业规模远未触及天花板

我国乳制品市场经过多年发展，在 2005 年达到千亿规模之后迅速扩容，其后十年间复合增长率达 13.91%。2014 年之后，销量增长趋缓以及上游原奶价格持续走低，使得行业转向低个位数增长，2015-2019 年复合增长率为 4.56%，2019 年乳制品市场零售总额突破 4000 亿元。根据欧睿预测，未来五年我国乳制品市场仍然将稳步发展，至 2024 年乳制品市场零售额或将突破 5500 亿元。

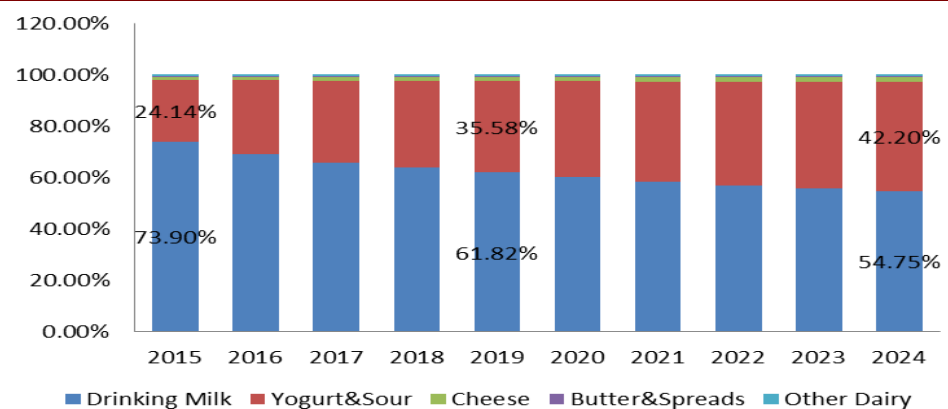
图 34：乳制品市场零售额及其增速（单位：亿元）



资料来源：Euromonitor，渤海证券

从乳制品市场的消费构成看，饮用奶在 2019 年以 61.82% 的占比位居首位，酸奶是乳制品市场的第二大品类占比 35.58%，再次是奶酪、黄油及其他。从趋势上来看，受益于常温酸奶的发展，酸奶品类的市场占比在逐步扩大，且该趋势仍将持续，预计至 2024 年酸奶品类的市场占比将达到 42.20%。

图 35：我国乳制品零售市场构成



资料来源：Euromonitor，渤海证券

尽管我国近年来乳制品发展驱缓，但是通过国际比较不难发现，我国乳制品人均消费量与发达国家之间仍相去甚远。2018 年，我国牛奶消费总量为 2490.08 万吨，同期日本与美国的消费总量则分别为 491.70 /2801.96 万吨；我国人均消费量为 17.44 千克，同期日本与美国的人均消费量分别为 38.65/84.85 千克，二者的人均消费量分别是我国的 2.22/4.87 倍。从人均消费量来看，我国乳制品行业的发展远未触及到天花板，随着消费者的消费观念逐渐转变、消费习惯逐渐培养，我国乳制品行业规模将有望继续增长。

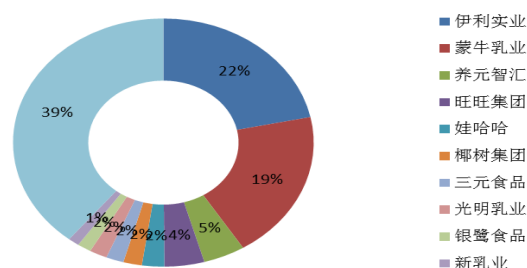
表 3: 各国人均牛奶消费量对比

年度	中国牛奶消费总量 (万吨)	日本牛奶消费总量 (万吨)	美国牛奶消费总量 (万吨)	中国人均消费量 (kg/人)	日本人均消费量 (kg/人)	美国人均消费量 (kg/人)
2013	2221.35	502.89	2975.00	15.96	39.19	92.97
2014	2389.60	493.84	2904.32	17.08	38.53	90.13
2015	2403.23	489.44	2893.54	17.08	38.24	89.21
2016	2420.02	486.85	2883.49	17.11	38.11	88.34
2017	2439.53	489.56	2838.56	17.17	38.40	86.45
2018	2490.08	491.70	2801.96	17.44	38.65	84.85

资料来源: Euromonitor, 国家统计局

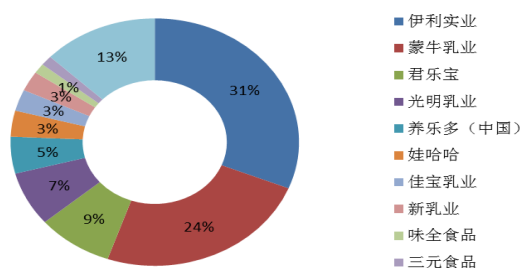
上世纪 90 年代以来，纵然历经价格战、质量风波和行业洗牌等因素的影响，我国乳制品行业仍迅速发展壮大。目前行业竞争格局相对稳定，按照企业知名度、经营规模和整体实力大致可以分为：以伊利股份、蒙牛股份及光明乳业为代表的全国性乳制品企业，销售网络覆盖全国，收入水平和市场占有率处于领先地位；以新乳业、三元股份为代表的区域性乳制品企业，在重点经营的区域市场占据领先地位，与全国性乳企形成有效互补；第三类为地方性乳制品企业，此类企业生产经营规模较小，通常仅在单一省市经营，市场份额小并且竞争力有限。而从目前市场份额来看，乳制品市场已形成稳固的双寡头竞争格局，伊利股份、蒙牛乳业通过常温乳制品的发展奠定了全国化基础，逐渐成为行业领军企业，第二梯队公司则多以低温产品为主常温产品为辅的策略参与市场竞争。

图 36: 饮用奶市场竞争格局一览



资料来源: Wind, 渤海证券

图 37: 酸奶市场竞争格局一览

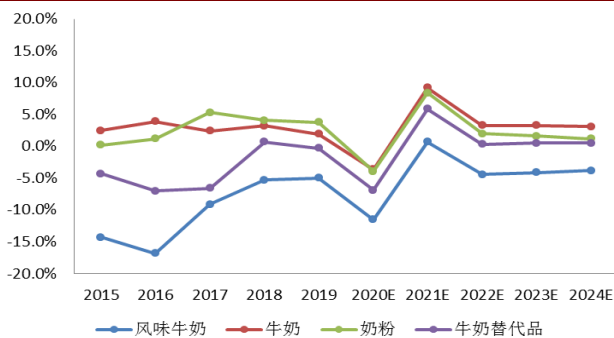


资料来源: Wind, 渤海证券

4.2 巴氏杀菌奶已成为最具成长性的细分品类

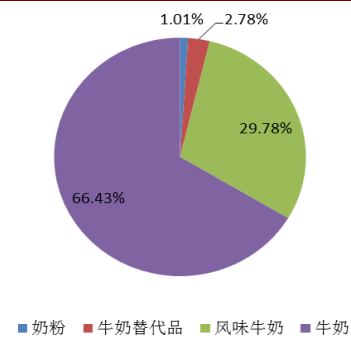
在我国饮用奶市场当中牛奶仍然是最为主要的产品，零售额占比达到 66.43%，其次为风味牛奶，再次为牛奶替代品（例如豆奶）以及奶粉。尽管牛奶市场份额相对较大，但是其成长性仍然优于其他细分品类。根据欧睿预测，未来五年牛奶销售额复合增速将达到 5.5%，而占比第二的风味牛奶或将继续失去市场份额。

图 38: 饮用奶市场细分子品类零售额增速 (%)



资料来源: Euromonitor, 渤海证券

图 39: 欧睿口径下饮用奶市场格局



资料来源: Euromonitor, 渤海证券

牛奶产品又可分为低温牛奶以及常温牛奶，二者在生产方式、营养价值及储存条件方面均有明显差异。低温牛奶（Fresh Milk）通常采用巴氏杀菌工艺，营养成分相对更高，保质期短并且需要低温储存。常温牛奶（Shelf Stable Milk）则大多采用超高温瞬时灭菌技术，保质期较长且便于储存。

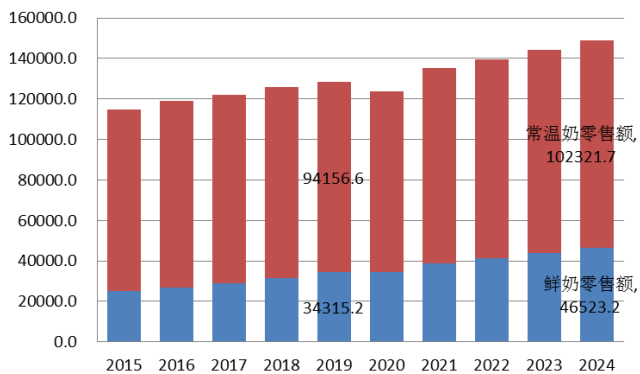
表 4: 不同工艺下的牛奶产品区别一览

	75-80℃巴氏灭菌鲜奶	低温巴氏杀菌奶	常温奶(超市箱装奶)
工艺	75-80℃条件下巴氏杀菌 15 秒 (真正的巴氏灭菌)	125-138℃下超巴氏 杀菌, 2-4 秒	135-150℃的超高温 瞬时灭菌
口感	保持新鲜口感和牛奶原味, 带有奶香	风味被破坏	有轻微的烧焦味
营养	杀死有害细菌, 保留牛奶营养价值及活性物质	牛奶蛋白变性, 破坏很多营养物质, 包括活性物质	杀死所有细菌活性物质也被杀死
保质期	2-6℃冷藏, 7-15 天	冷藏, 20 天左右或更长	常温保存, 长达 6 个月到 1 年

资料来源: 公开资料, 渤海证券

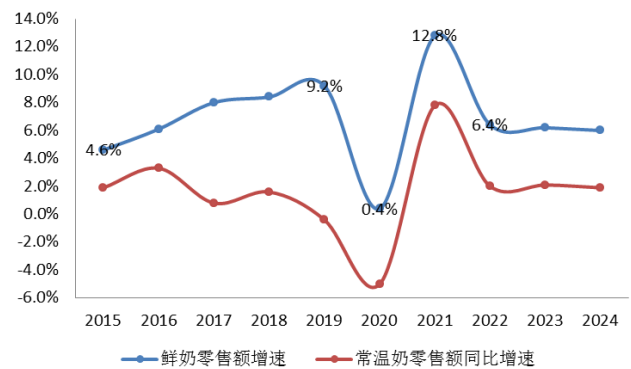
我国乳制品市场的迅速扩容，与常温产品的发展密切相关，常温牛奶在过去牢牢占据着饮用奶市场的主流地位。但随着我国经济水平的不断提高，消费升级趋势下低温牛奶的市占率将逐步提高，未来五年其复合增长率或达到 8.90%，是乳制品行业当中最具成长性的细分品类。

图 40: 常温奶及鲜奶市场零售额 (单位: 百万元)



资料来源: Euromonitor, 渤海证券

图 41: 常温奶及鲜奶市场零售额同比增速



资料来源: Euromonitor, 渤海证券

4.3 抑制巴氏奶发展的负面因素逐步改善

长期以来,上游奶源分布不均造成我国鲜奶比例较低的主要原因,目前这种制约因素正在逐渐得到改善。我国乳牛存栏数量超过 100 万头的省份包括内蒙古、黑龙江、河北以及新疆,从区位上看均属于北部地区,是我国最为主要的奶源生产基地。整体来看,我国奶源从北至南依次减少,海南地区乳牛存栏数量不足 1000 头。由于鲜奶的保质期较短,因此奶源分布不均极大的制约了该品类的发展。

图 42: 我国各省市乳牛数量分布 (单位: 千头)

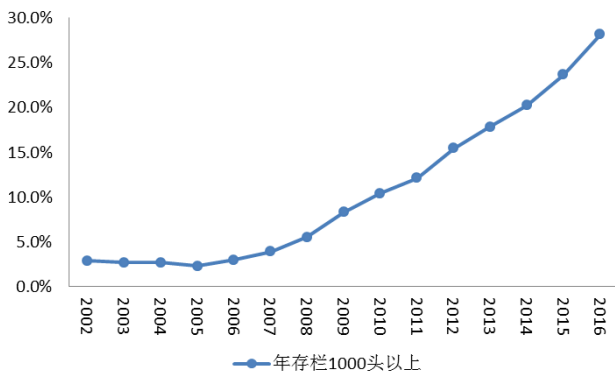


资料来源: 国家统计局, 渤海证券

在我国乳制品发展初期,存在大量散户养殖,生鲜乳的质量存在较大风险。通过近几年的发展,奶牛养殖业整体向标准化、规模化和集约化发展。规模牧场平均日产奶量逐步提高,原奶质量得到有效保障,使得奶源分布不均对鲜奶行业的制约逐渐弱化。目前,南方地区多以牧场养殖为主,乳制品企业直接与牧场建立长

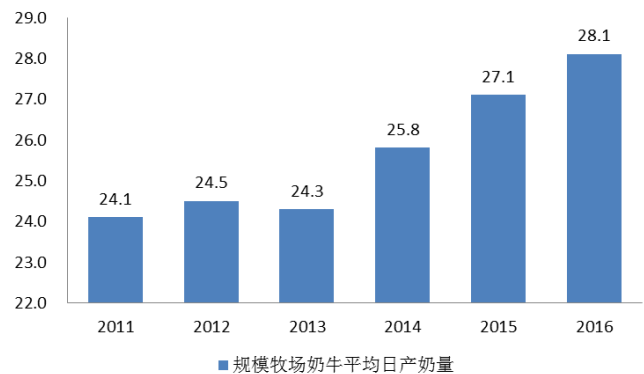
期合作关系，以获取数量、质量稳定的奶源。随着对奶源质量的要求不断提高，各地政府及乳制品企业愈发重视奶源建设，大型乳企纷纷通过自建牧场等方式加强对奶源的控制，奶源自给比率不断提高，为鲜奶品类的发展提供了必要的基础。

图 43: 我国奶牛养殖正在向规模化方向发展



资料来源: 中国奶业年鉴 2017, 渤海证券

图 44: 我国规模牧场奶牛平均日产奶量 (单位: kg/天)



资料来源: 中国奶业年鉴 2017, 渤海证券

冷链物流行业的不成熟也是限制鲜奶品类快速增长的又一大原因。乳制品冷链物流是指原产地乳制品在通过贮藏运输、分销、零售的过程中，始终保持乳制品所要求的低温条件的物流。乳制品冷链需求的特点主要包括两个方面，其一是需要实现上游原材料即原奶的冷链运输，其二是鲜奶贮存必须的低温环境。

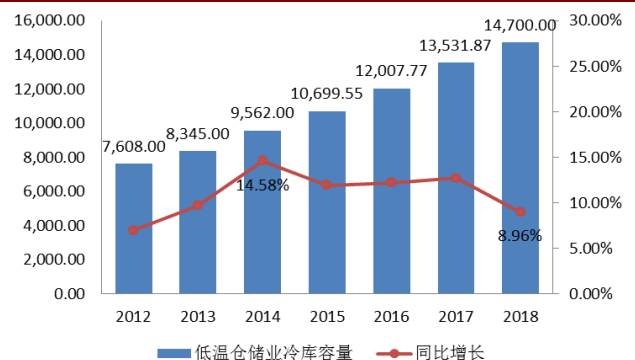
与其他食品的区别在于，由于乳制品蛋白质含量较高容易腐败变质，因此鲜奶对冷链物流的需求贯穿产业链上下游。尽管如此，非规模化奶源难以承担冷链运输成本并且我国冷藏车辆严重不足，因此目前仍以常温运输为主，造成了一定的原奶损失。随着规模化养殖的比例不断提高、冷链物流硬件设施不断完善，这一问题将会得到解决。

图 45: 我国公路冷链运输车数量不断增加 (单位: 万辆)



资料来源: 中物联冷链委, 渤海证券

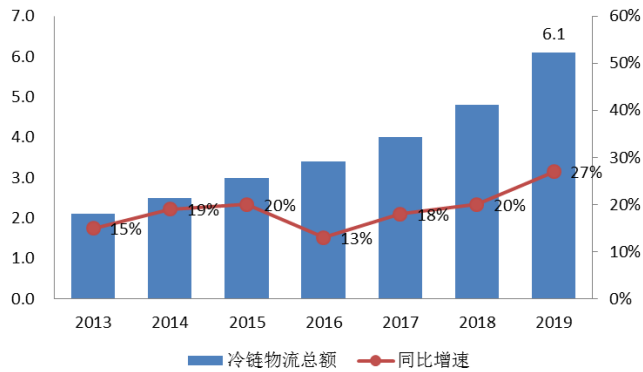
图 46: 我国低温仓储业冷库不断扩容 (单位: 万立方米)



资料来源: 中物联冷链委, 渤海证券

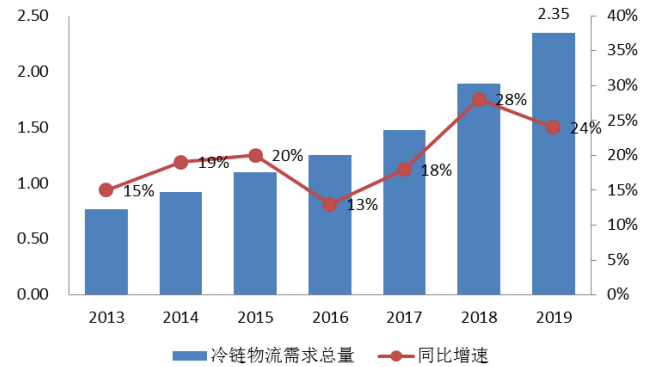
鲜奶产品对低温环境的要求以及较短的保质期限限制了产品销售的半径，因此需要及时配送以保证产品的营养、新鲜。目前乳制品企业一般采用的冷链方式包括“乳制品企业+第三方冷链物流”或者“乳制品企业+自运营冷链物流”模式。目前，对于巴氏杀菌乳工艺的不断完善使得鲜奶品类的保质期有所延长，加之冷链物流的不断发展，或将使巴氏奶的销售范围不断扩大。

图 47: 我国冷链物流总额持续走高 (单位: 万亿元)



资料来源: 中物联冷链委, 渤海证券

图 48: 我国冷链物流需求总量持续攀升 (单位: 亿吨)



资料来源: 中物联冷链委, 渤海证券

5.风险提示

宏观经济下行, 食品安全问题, 疫情出现反复

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。我公司及其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或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

请务必阅读正文之后的免责声明

渤海证券股份有限公司研究所

所长&金融行业研究

张继袖
+86 22 2845 1845

副所长&产品研发部经理

崔健
+86 22 2845 1618

计算机行业研究小组

徐中华
+86 10 6810 4898
张源
+86 22 2383 9067

汽车行业研究小组

郑连声
+86 22 2845 1904
陈兰芳
+86 22 2383 9069

电力设备与新能源行业研究

郑连声
+86 22 2845 1904
滕飞
+86 10 6810 4686

电子行业研究

徐勇
+86 10 6810 4602
邓果一
+86 22 2383 9154

医药行业研究小组

徐勇
+86 10 6810 4602
甘英健
+86 22 2383 9063
陈晨
+86 22 2383 9062
张山峰
+86 22 2383 9136

非银金融行业研究

张继袖
+86 22 2845 1845
王磊
+86 22 2845 1802

通信行业研究

徐勇
+86 10 6810 4602

传媒行业研究

姚磊
+86 22 2383 9065

餐饮旅游行业研究

杨旭
+86 22 2845 1879

食品饮料行业研究

刘瑞
+86 22 2386 1670

宏观、战略研究&部门经理

周喜
+86 22 2845 1972

固定收益研究

朱林宁
+86 22 2387 3123
马丽娜
+86 22 2386 9129
张婧怡
+86 22 2383 9130

金融工程研究

宋旻
+86 22 2845 1131
张世良
+86 22 2383 9061
陈菊
+86 22 2383 9135

金融工程研究

祝涛
+86 22 2845 1653
郝惊
+86 22 2386 1600

策略研究

宋亦威
+86 22 2386 1608
严佩佩
+86 22 2383 9070

博士后工作站

张佳佳 资产配置
+86 22 2383 9072
张一帆 公用事业、信用评级
+86 22 2383 9073

博士后工作站

苏菲 绿色债券
+86 22 2383 9026
刘精山 货币政策与债券市场
+86 22 2386 1439

综合管理

齐艳莉 (部门经理)
+86 22 2845 1625
李思琦
+86 22 2383 9132

机构销售•投资顾问

朱艳君
+86 22 2845 1995
王文君
+86 10 6810 4637

合规管理&部门经理

任宪功
+86 10 6810 4615

风控专员

张敬华
+86 10 6810 4651

渤海证券研究所

天津

天津市南开区水上公园东路宁汇大厦 A 座写字楼

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区西直门外大街甲 143 号 凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码: 100086

电话: (010) 68104192

传真: (010) 68104192

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn