



乳制品板块近期关注度较低,长期原因是人口老龄化趋势明显,新生儿数量连续多年低于预期,如果不见拐点到来,市场将面临存量竞争。此外,2023Q1由于春节提前以及2022年高基数影响,乳制品板块上市公司业绩表现相对平淡。但从近期数据看,乳制品板块市场整体转好,4月受五一备货、消费逐渐恢复影响,液奶实现增长。具体从主要单品来看:伊利金典、白奶录得中等个位数增长;有机奶录得中高个位数增长;安慕希微增;蒙牛特仑苏中个位数增长。五一期间伊利积极铺市,礼品市场逐渐恢复,高端占比提升。

乳品需求侧变革： 低温乳制品走红渐超常温奶

□亦沁 吴西燕

市场总量平稳扩容
头部公司加入布局多元渠道

作为投资者印象中传统的价值蓝筹板块,乳制品的消费需求和成长性较为稳定,但值得投资者布局的市场机会,往往需要有更强大的基本面因素驱动和增长动能。

我们注意到,乳品需求侧的平稳增长和结构变革正在同步发生,结构上低温奶有望取代常温奶成为乳制品企业增长新动能,而目前资本市场对这一需求转变尚未进行充分定价。

首先,更新鲜的低温奶在渗透率、购买频次、高端化等方面,驱动品类市场扩大,今年1—4月销售增长7.4%,跟上了消费品零售恢复的步伐。据华经产业研究院报告,2026年中国乳制品市场规模将达到5966.5亿元;中国人均消耗量不断提升,2021年人均消耗量达到30kg,仅为饮食结构相似日本的46.2%;随着国内消费水平及健康饮食理念不断提升,行业预计未来几年将持续稳步增长。

其次,产品渠道容纳度高,采取多元化渠道策略,尤其是在新兴的O2O渠道增长显著。根据魔镜数据,2022年中国乳制品消费中,69.3%的消费者选择液体乳;在牛奶、酸奶、奶酪市场中,21—35岁人群均是消费主力。2021年超市、线上渠道、大卖场、杂货店作为中国乳制品主要的零售渠道,其中线上渠道零售额占比达到15.0%,2022年占比接近20.0%。线上市场已经成为中国乳制品市场重要销售渠道。

线上平台内卷愈发惨烈
低温乳制品走红渐超常温奶

从乳制品线上销售情况看,天猫淘宝是传统主流线上平台,数据具有一定代表性。

据平台销售数据,2022年乳制品市场短期承压,销售额增速回落。因疫情反复,尤其年底线下经济活动恢复初期大量物流从业人员被动休息,严重影响物流运输效率,该平台销售额增长受阻,去年乳制品销售额仅为151.9亿元,同比下降5.7%。不过同时,2022年京东、抖音及新兴O2O平台乳制品销售额快速增长,京东、抖音平台同比增速分别为17.6%、146.0%,平台内卷之激烈可见一斑。

但是,低温乳制品市场表现优于常温乳制品。随着中国居民人均收入及健康意识不断提升,对乳制品也不断提出更高要求。在2022年该平台乳制品主要品类中,各类低温乳制品增长趋势表现均优于常温乳制品,其中低温调制乳品表现出更好的增长趋势,2022年同比增长84.0%;常温乳制品2022年销售额为140.4亿元,同比增长-6.3%,低温乳制品销售额为11.4亿元,同比增长2.4%。

品牌方面,怀旧、营养成分、科技趣味性等因素加持,带动低温鲜奶增长,而且头部企业入局加快市场培育,引领消费习惯。2022年,该平台鲜奶同比增长12.2%,相较于常温牛(羊)奶增速更加可观。

继蒙牛、伊利等本土龙头公司先后加入低温奶赛道,雀巢中国也闯入低温鲜奶市场,推出A2β-酪蛋白鲜牛奶等

产品,定价较三元、蒙牛等本土品牌更高。新兴品牌简爱也在低温酸奶及低温调制乳市场持续发力,2022年市场份额分别达到21.3%、82.3%,成为赛道上的头部品牌。

饮品消费升级
乳企经营效益明显改善

除了直接饮用,低温鲜奶还可以作为其他含乳品饮料的原料,如奶茶、咖啡、风味牛奶等,随着饮料市场消费者习惯的培养,乳品正在进一步扩大市场。

此外,乳制品市场消费人群趋向细分化,场景及需求趋向多元化,而低温奶由于口感更好、更加健康,能够更好地适应当下的多元化需求。在健康意识逐步提升的当下,在校学生及刚步入社会的上班族正在成为中国乳制品市场消费主力,50岁以上群体占比小幅提升,男性消费群体占比有小幅增长。

分场景看,除早餐场景外,运动/健身、代餐等细分场景占比同样受到消费者关注;消费者对乳制品口味需求趋向丰富,包括巧克力、水果、坚果、咸口、咖啡味等,消费者认可占比较高。

相对上述中长期消费需求变化,库存与成本的变动所带来的成长性是要因素,但也应适度予以关注。从两家龙头公司库存情况来看,其中一家库存约21到22天,同比有2—3天的降低;另一家库存约24—25天,均处于良性水平。

同时,成本端行业持续下行,2023Q1全国生鲜乳均价同比下降4.5%;Q2截至5月17日,生鲜乳跌幅进



■本报记者 杨丽霞 摄

一步扩大,同比下跌6.2%。再从海外看,2023Q1, GDT大包粉价格同比下跌25.3%;Q2截至5月16日, GDT大包粉价格同比下跌23.9%。

总体而言,我们预计未来低温奶将成为乳制品企业的增长动能,这一改变有望为乳制品市场注入新的活力。叠加成本下行、市场需求好转,低温奶赛道值得关注。

龙头估值处在低位
控费增效促进增长

在乳制品赛道,每一个行业巨头都在进行差异化策略,力求在竞争当中脱颖而出。从龙头估值维度来看,根据Wind一致预期,2023年预测PE基本在20倍左右,当前估值已经处于相对低位。

以某龙头业绩为例来看,根据公司公告,1—2月份终端动销环比加速,实现恢复性增长,但是由于春节备货体现在2022年12月,Q1收入/利润增速温和,Q2有望迎来拐点。2023年液态奶库存良性,通过前期控货为新品迭代蓄能,预计高端品增速高于基础款产品。

此外,亦有龙头积极开拓新平台,控费增效。例如,鲜奶业务以随心订平台为核心,期待实现双位数增长;常温方面,乳企改革费用投入方式,通过打造终端小店提高资源利用率和网点覆盖率。考核端,上市公司强调毛销差提升而非纯费用率控制,增强一线人员自主权。管理端,改革激励体系,对中层骨干以及一线销售人员推出超额激励计划,上不封顶。年内维度,预计以上措施将有力增厚业内上市公司年内业绩表现。

相关新闻

需求温和复苏与成本下降 有望助力乳企毛利改善

□王文丹

由于春节错期,一季度乳制品行业因高基数因素,出厂销售增长不明显,区域乳企表现有所分化。根据调研显示,受消费复苏偏弱影响,4—5月乳制品行业低基数下实现温和增长。伴随经济及消费继续恢复,预计下半年乳制品行业销售整体有望实现有限温和复苏,可以关注成本下降带来业绩弹性机会。结合奶价下行及乳企促销情况,同时考虑其他包材成本下行情况,成本端有望助力乳企毛利率改善。

从中期看,乳企利润诉求增强的背景下,利润率有望逐渐提升。预计未来两年原奶整体供大于求的格局不变,原奶价格或保持低位运行。本轮奶价下行阶段,行业格局更加集中,各乳企利润诉求较此前也有所增强,预计乳企本轮费用投入或相对有限,毛利率提升有望兑现为利润率改善。

从长期看,乳品新兴品类渗透率提升明确,低温鲜奶、奶酪等赛道机会值得关注。目前乳制品行

业步入成长后期阶段,但长期看部分细分赛道如低温鲜奶、奶酪等有望保持较好增长态势。根据欧睿数据,2022年中国低温鲜奶市场规模达517亿元,明显高于行业整体,长期看中国鲜奶消费市场仍有较大提升空间。同时,中国奶酪行业过去三年也保持强劲增长势头,尽管2023年受益于消费疲弱影响,奶酪2023年增速短期或有所放缓,但目前中国奶酪行业仍处于早期发展阶段,长期看预期奶酪渗透率提升趋势明确。

值得注意的是,奶粉行业在短期内竞争有所加剧。伴随婴幼儿配方奶粉新国标注册制推进,当前中小品牌及部分大厂老国标产品终端库存增加。出生人口下降及终端库存增加的背景下,目前奶粉行业竞争有所加剧。考虑本轮新国标注册更严格,部分中小厂商或逐步退出市场,出让市场份额,行业自下半年或2024年开始有望重新整合。

(作者系中金公司分析师)

众多羊奶粉企业通过推新和布局成人粉等举措维持业绩增速。在羊奶粉企业较集中的陕西,成人羊奶粉占比已超过婴幼儿羊奶粉,成为部分企业维持营收增长的主要动力。二次配方注册制影响下,当地一些未拿到注册资质的羊奶粉企业或将被动转向成人羊奶粉,业内预计未来成人羊奶粉价格将进一步下降。

婴幼儿羊奶粉价盘走低,部分企业或转向布局成人粉



■资料图片

□郭铁

竞争加剧,婴幼儿羊奶粉市场缩紧,成人羊奶粉受追捧。

“婴幼儿羊奶粉第一品牌”佳贝艾特近日发布新品,进一步拓展羊奶粉矩阵。在业内看来,新品有助于提升佳贝艾特价盘,给予渠道方更多利益,提高市场占有率和品牌渗透率。

佳贝艾特推新背后,是我国婴幼儿羊奶粉市场的持续扩容与竞争加剧。自2018年起,羊奶粉在我国市场从补充品类迈入主流婴幼儿奶粉行列,每年25%以上的市场增量吸引各大品牌纷纷入局。伴随市场竞争加剧,婴幼儿羊奶粉价盘从2019年以前接近400元/罐的超

高端价位段,降至如今的不足300元/罐。

众多羊奶粉企业通过推新和布局成人粉等举措维持业绩增速。在羊奶粉企业较集中的陕西,成人羊奶粉占比已超过婴幼儿羊奶粉,成为部分企业维持营收增长的主要动力。二次配方注册制影响下,当地一些未拿到注册资质的羊奶粉企业或将被动转向成人羊奶粉,业内预计未来成人羊奶粉价格将进一步下降。

佳贝艾特推新

近日,澳优旗下羊奶粉品牌佳贝艾特发布“悦护”系列新品。澳优董事长颜卫彬在发布会上透露,该产品是澳优与

控股股东伊利产业协同的成果,生产工厂及配方注册资质均来自伊利支持,市场策略上与佳贝艾特“悦白”“悠悠”等婴幼儿配方羊奶粉形成互补。

中国社科院工经所食品药品产业发展与监管研究中心发布的《中国羊奶粉产业发展研究2022》显示,中国已成为全球最大的羊奶粉消费国,2022年婴幼儿配方羊奶粉市场规模将近150亿元。2018年至2022年,佳贝艾特连续5年在中国进口婴幼儿羊奶粉市场销售份额中占比超六成。

在独立乳业分析师宋亮看来,澳优近几年是靠羊奶粉发展起来的,提升了资本和渠道信心,其维护羊奶粉业务核心地位、对牛奶粉业务进行整合的做法是正确的。新品“悦护”的一个主要作用,是提升被行业竞争打下去的羊奶粉价盘,维护渠道商利益。

早在2020年下半年,澳优就对自有品牌羊奶粉进行了渠道调整,在渠道管理、与分销商合作及品牌力方面均有所加强,2022年销售额增长6.6%。与此同时,澳优继续加码羊奶粉产业链投资,2022年收购荷兰羊奶酪公司Amalthea Group,新增后实现对荷兰市场羊奶奶源近50%的掌控。此外,澳优位于荷兰的浓缩羊乳清生产设施也已落成,投资1.4亿欧元的新婴配基粉设施按计划2023年内完工。

自2021年年底起,澳优又对旗下核心牛奶粉品牌“海普诺凯1897”进行销售策略调整,减少各大分销商及渠道伙伴的库存及资金压力,对渠道整体库存水平实行更严格的控制。近日,澳优还

宣布将旗下新西兰奶公司Westland的60%股权出售给伊利方面,以将资源集中于既有业务。

羊奶粉价盘下跌

佳贝艾特持续加码羊奶粉产业链布局,与行业竞争加剧有关。母婴连锁品牌“爸爸爱”创始人唐利认为,近几年禧康倍等羊奶粉品牌增速较快,不断受到渠道重视。佳贝艾特推出新品,可以在细分产品、细分渠道和价格的稳定上做一些调整,继续提高市场占有率和品牌渗透率。

自2018年开始,羊奶粉开始从补充品类迈入主流婴幼儿奶粉行列,伊利、飞鹤、健合、君乐宝、惠氏、达能、美赞臣等头部乳企相继布局或推出婴幼儿配方羊奶粉,且市场集中度不断提升。《中国羊奶粉产业发展研究2022》报告显示,前十大品牌占据国内羊奶粉市场80%至90%的份额。

另据沙利文报告,2020年澳优佳贝艾特羊奶粉销售额为31.06亿元,市场份额为22.3%;宜品乳业旗下蓓康倍销售额为10亿元,市场份额为7.2%;百跃、蓝河、Bubs旗下卡洛塔妮市占率分别为5%、3.6%、2.9%。健合集团旗下合生元羊奶粉也保持着较快增速,2022年上半年市占率为4.1%,排名第三。此外,以Oli6“颖睿”、Bubs、菲仕兰为代表的羊奶粉跨境购品牌也不容忽视。

各大品牌相继入局,使羊奶粉市场竞争加剧。据宋亮了解,目前婴幼儿羊奶粉的价盘已回落至每罐250元到300元之间,个别品牌的渠道价格甚至低至

210元,“这个价格品牌方赚钱,但渠道方不赚钱,而让渠道商赚钱至少要保障每罐奶粉30元的利润。”

唐利告诉记者,婴幼儿羊奶粉利润最好的时候是在2013年到2018年,“那时品牌多,新生儿也多,一罐羊奶粉售价可达到300元以上,比牛奶粉贵出30元到50元。”自2019年起,随着人口出生率持续下降,婴幼儿奶粉市场蛋糕越来越小,品牌方和渠道方竞争加剧,羊奶粉价格也随之走低,“目前一罐羊奶粉差不多有50元毛利,实际零售价不超过300元。”

转型布局成人粉

面对婴幼儿奶粉市场盘子不断缩小,更多羊奶粉品牌方和渠道方将目光投向成人羊奶粉,这一方向也被宋亮视为羊奶粉市场的下一个发展红利,特别是儿童羊奶粉。唐利也认为,目前婴幼儿羊奶粉市场处于增长状态,因此成人羊奶粉可能比成人牛奶粉增长更快,未来主流品牌都会朝着品类延伸的方向去做。

早在2020年,澳优、伊利、蒙牛就相继进入成人羊奶粉赛道。2022年,佳贝艾特在婴配、儿童、成人线均推出新品。今年以来,倍恩喜推出3款中老年奶粉新品,君乐宝推出首款成人羊奶粉“途羊博士”,佳贝艾特也推出了“营嘉美妍”女士羊奶粉、“营嘉淳悦”成人羊奶粉。

在业内,向来有“世界羊奶看中国,中国羊奶看陕西”的说法。据陕西省乳品安全生产协会副秘书长王伟民掌握的

数据,陕西56家乳品企业中有21家婴配粉企业,前几年婴幼儿奶粉约占陕西羊奶粉整体份额的六成左右,近几年随着人口出生率下降,大品牌的市场挤压以及疫情对免疫需求的提升,陕西成人羊奶粉与婴幼儿羊奶粉的份额已发生对调。

“陕西婴幼儿羊奶粉去年销量明显下降,今年增速放缓,主要原因是出生率下降。”王伟民调研了解到,去年陕西一家羊奶粉企业婴幼儿奶粉营收下降17%,但靠成人奶粉拉动,最终整体营收上升了7%。在陕西汉中,已有母婴店转型做成人羊奶粉销售。

除主动转型外,二次配方注册进展不顺利的羊奶粉企业,或将被动向成人奶粉市场转型。“二次配方注册”是指在注册有效期为5年的规定下,2017年首批通过配方注册的婴幼儿奶粉需在2022年之前重新递交申请。据王伟民了解,陕西地区仍有一些羊奶粉企业未能拿到二次配方注册的市场“准入证”,中小品牌转型做成人奶粉的趋势会更加明显。成人羊奶粉价格体系有望进一步下降,“目前成人羊奶粉还处在百花齐放状态,各企业有自己的消费群体和销售特点,但不排除以后像婴配粉市场那样受品牌力影响。”

值得关注的是,陕西羊奶粉企业红星美铃上市闯关失败后,近期迎来了君乐宝、伊利参观调研。有业内人士分析认为,陕西羊奶产业链相对成熟,头部企业可能会对当地产业进行收购,体现出头部品牌在羊奶粉领域持续布局 and 扩张的冲动。