



黄大智：“两超多强”格局下，如何看待乳制品市场的投资机会？



文/意见领袖专栏作家 黄大智



国内的乳制品市场相较于国外起步很晚,在 1997 年“利乐包装”(目前市场中较为常见的硬纸板、铝制等包装技术)进入中国后,常温奶才得以在全国推广。但在庞大的人口基数下,乳制品市场特别是其中的常温奶发展极快,目前已经是仅次于美国的世界第二大乳制品市场,市场规模超过 4000 亿元。无论是在居民的日常生活消费中,还是资本市场的投资中,乳制品都是一个具有十分重要地位的行业。

供求关系

目前在国内的乳制品市场中,液态奶销售额收入占比超过 60%,酸奶占比超过 30%,余下不足 5%的市场为其它细分子行业。从行业供求的角

度看，液态奶和酸奶决定了行业的供求，其中液态奶又是主要的决定因素。

从整个市场规模上看，乳制品行业已经过了高速发展期，行业进入了竞争格局稳定、增速较慢的成熟期。

中国乳制品市场规模及增速



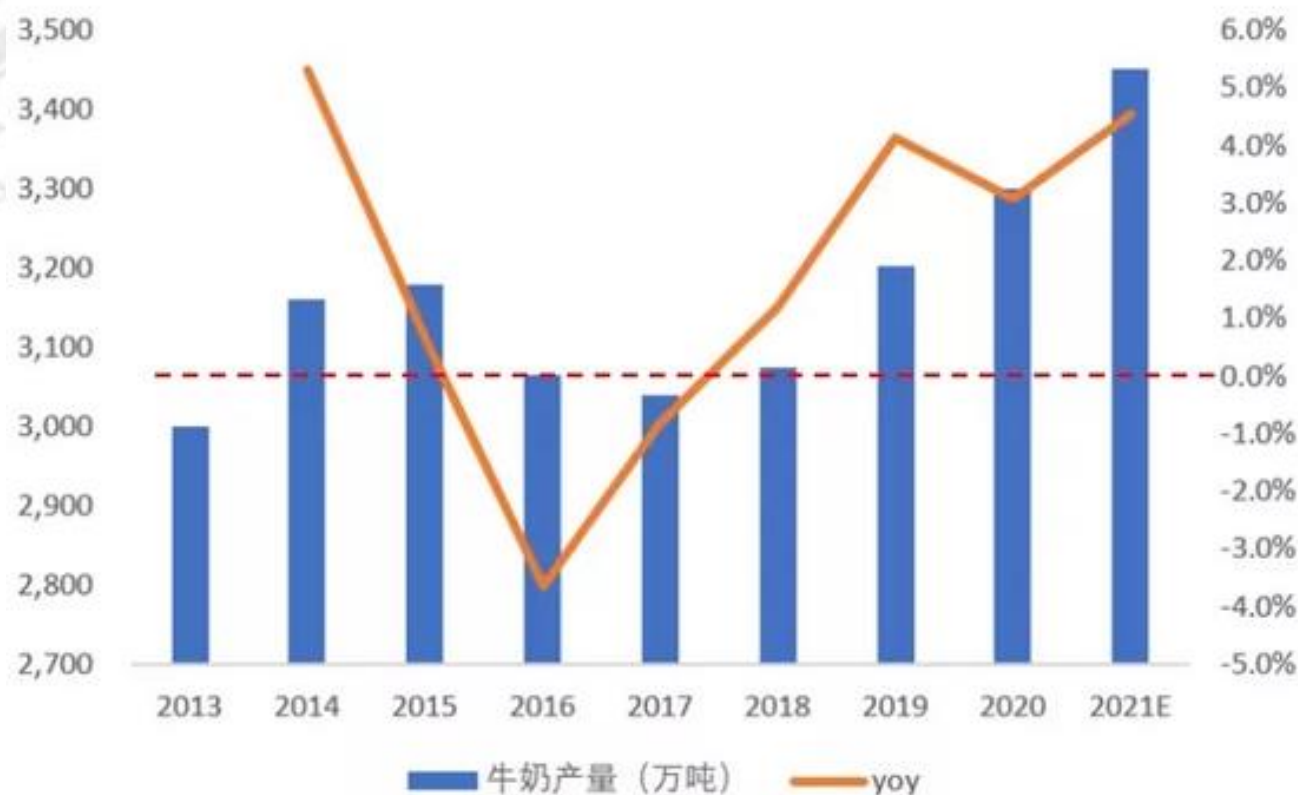
数据来源：Euromonitor，民生证券，苏宁金融研究院

从供给端看，2008年三聚氰胺事件后，乳企数量逐年缩减，行业的集中度在不断提升。2014到2018年间，奶价低迷，大批奶牛散养户及小型牧场亏损退出市场，造成奶牛存栏量开始大幅度下降，牛奶的产量也经过了几年的下滑。这种情况从2018年开始有所好转，牧场养殖开始朝着规模化、大型化方向发展，奶牛存栏量也止跌回升，牛奶产量开始缓慢增加。

在经历了几年的市场出清后，国内牛奶的供给处于紧平衡的状态，进

口原奶的数量不断增加。叠加疫情后居民对于健康和免疫力提升的看重，需求的增加导致行业供给偏紧的状态持续。

中国牛奶产量及增速



数据来源：USDA，苏宁金融研究院

需求方面，近几年市场规模增长缓慢，居民对于乳制品的消费总量增长较慢，但在不同品类、不同价格的结构上变化较为明显。

例如，居民消费升级带来对于低温巴氏奶（鲜牛奶）的需求，特别是疫情后，生鲜乳需求上行明显，其需求增长远远快于常温奶（主要为纯牛奶）。

同时，在奶粉方面，同样内部分化，高端和超高端的奶粉产品增速远超行业水平，典型企业如飞鹤，近三年收入年化复合增速超过 40%。

市场竞争

以 2008 年乳制品行业“三聚氰胺事件”为标志，乳制品行业销售额的增速开始了波动式的下降趋势，特别是 2015 年之后，目前增速已经降低至个位数甚至零增长。

在强整顿和行业增速放缓的情况下，乳企数量从 2008 年的 800 多家降低至目前的 500 家左右，行业的集中度不断提升。蒙牛和伊利依靠在常温奶的扩张，取得行业领先的地位，市占率不断提升，形成了“双寡头”的市场竞争格局。到 2020 年，二者在常温奶的市占率合计超过 60%，在整个乳制品市场中的市占率也将近 50%。

中国乳制品市场结构



数据来源：Euromonitor，民生证券，苏宁金融研究院

而除了这些全国性的乳企之外，各地方依靠本地优势也有较多的乳企，如完达山、辉山、小丽花、得益、古城、华山牧、天牧、科迪、李子园等众多本地品牌。目前行业格局基本形成了“两超多强”且比较成熟稳定的竞争局面。在以提升市占率为目标的前提下，蒙牛、伊利竞争较为激烈，在较长的一段时间内，营销费用都居高不下，在疫情发生之前的 2019 年，二者的营销费用都超过了 200 亿元，是影响其净利润增长的重要原因之一。其他致力于发展成为全国大型乳企同样如此，通过大量的营销费用触达 C 端消费者，仍然是其推广的最重要的手段。

综合来看，供给比较稳定，“双寡头”加上地方性的本地乳企的格局下，竞争性仍然较强。

A 股上市乳企

A 股中上市乳企数量较少，目前仅有 18 家，总市值为 4000 亿左右。市值超过 100 亿的企业仅有 4 家，其中伊利股份市值超过 2500 亿，占整个乳制品行业总市值超过 70%，呈现极度的不均衡状态。

在主要的上市乳企中，除了妙可蓝多外，伊利、光明及新乳业主要产品均为市场空间和份额最大的液态奶。

A 股中市值百亿以上的乳企

| 证券代码 | 名称 | 总市值 | PETTM | 2020 年营收 (亿) | 2020 年净利润 (亿) | 市场地位及产品 |
|--------|------|------|-------|--------------|---------------|---------------------------|
| 600887 | 伊利股份 | 2630 | 29 | 968.86 | 70.99 | 与蒙牛并列为行业“双寡头”，奶业龙头，主要为液体乳 |
| 600882 | 妙可蓝多 | 283 | 189 | 28.47 | 0.74 | 细分子行业中的奶酪巨头 |
| 600597 | 光明乳业 | 183 | 29 | 252.23 | 7.85 | 市占率第三，不足 5%，主要为液体乳 |
| 002946 | 新乳业 | 141 | 41 | 67.49 | 2.89 | 市占率前五，但不足 2%，主要为液体乳 |

数据来源：Wind，苏宁金融研究院

其中，光明乳业作为市占率“行业前三”的乳企，与蒙牛、伊利的差距十分明显。目前其正通过外延式并购的方式进军全国市场。在 10 月份刚刚收购了青海小西牛公司 60% 的股权，在奶源、产能、市场、产品等多方面都有了一定的补充，也是较有希望成为乳制品覆盖全国的乳企。

新乳业与光明乳业类似，目前同样处在向全国市场进军的阶段，近几年大肆收购小型乳企，如寰美乳业、四川乳业、现代牧业、夏进乳业、茶饮品牌“一只酸奶牛”等。与其他乳企相比，新乳业有两方面较为鲜明的

柱上 目叭左发执 控叭叭左部圣胡佳团目合同具十型的农牧佳团之

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_29426

