



中国奶酪行业：市场需求可能正经历结构性挑战

中国奶酪行业过去十余年的高速增长主要得益于奶酪棒这一大单品在消费者中的快速普及。尽管 2022 年奶酪销售增速在疫情影响下大幅放缓，可是考虑到奶酪在中国依然较低的渗透率，市场相信奶酪行业将在疫情后恢复较高的增速。然而，在疫情结束后，中国奶酪行业在 2023 年依然面临较大的销售压力。行业龙头妙可蓝多 7 月 15 日公布 1H23 扣非后归母净利润同比下滑 96.55%-98.27%。这意味着妙可蓝多 2Q23 录得扣非后归母净亏损 190-390 万元。公司尚未发布完整 1H23 业绩，但我们预测 1H23 总体收入同比下滑幅度接近 20%。这使我们倾向于相信奶酪行业的市场需求可能正面临结构性的挑战，从而导致奶酪行业主要玩家的估值水平进一步下降。

我们认为中国奶酪行业未来想要持续高速增长、渗透率继续加大，将面临以下三大阻力：

- **(1) 产品结构较为单一：**根据 Euromonitor 的数据，中国再制奶酪占中国整体奶酪销售量的 94%，销售额的 86%，远高于西方国家。而在中国的再制奶酪中，奶酪棒占据绝对主导地位。中国主要奶酪玩家（包括妙可蓝多与伊利）的奶酪收入主要都是来自于奶酪棒这一大单品的贡献。单一产品集中度过高令使中国奶酪市场的消费群体（家长和儿童）和消费场景（休闲零食）相对单一。这也为中国奶酪行业未来的增长带来较大的风险。
- **(2) 较弱的必选属性：**奶酪对西方国家的消费者来说是每日必需的食物，属于刚需消费品。但对中国消费者来说，以奶酪棒为代表的再制奶酪产品的消费场景更偏向于休闲食品或零食，缺乏刚需属性。与其他休闲食品相比，奶酪棒虽然在营养价值上占优，但在口味和性价比上都不具备优势。因此，在疫情后消费力弱复苏的大环境下，消费者对奶酪棒的消费热度大幅下降。
- **(3) 较难形成消费习惯：**西方人吃奶酪有着悠久的历史，但大部分中国人近十年才刚开始接触奶酪。同样属于舶来品，奶酪与咖啡最大的不同点在于它不具备成瘾性，在功效上的不可替代性也较弱。以上差异可能导致中国消费者较难养成长期规律性地食用奶酪的习惯。这也可能令奶酪短期难以在中国市场见证像咖啡这样的渗透率提升。

基于以上三点，我们认为奶酪棒在过去 10 年里为奶酪行业带来的增长红利很可能已经接近尾声。未来奶酪行业的持续增长必须仰仗各大乳制品企业（1）加大产品创新、丰富产品组合，（2）将奶酪产品的消费场景向餐桌转换，从而增强奶酪的必选属性，（3）通过营销手段加大对消费者教育，加快消费者对奶酪消费习惯的养成。

林闻嘉

消费分析师

richard_lin@spdbi.com

(852) 2808 6433

桑若楠，CFA

消费助理分析师

serena_sang@spdbi.com

(852) 2808 6439

2023 年 7 月 17 日

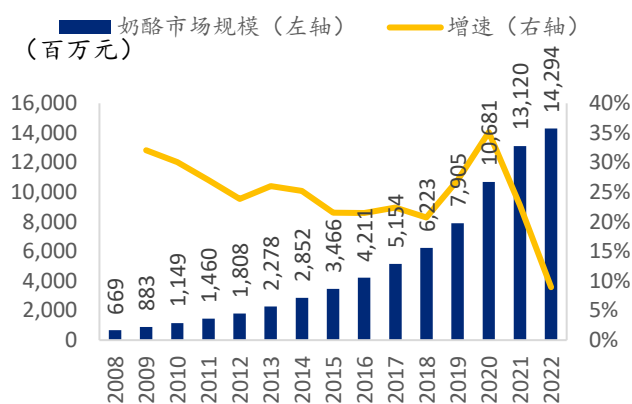


扫码关注浦银国际研究

另外，奶酪新国标的推出可能导致一些小玩家的竞争力被大幅削弱，而行业增速放缓也可能导致小玩家的盈利能力逐步恶化。这将有助于提升行业竞争门槛，助力行业集中度进一步上升。未来奶酪行业玩家的竞争力将取决于品牌力、产品的研发能力以及市场营销能力。基于以上原因，我们认为妙可蓝多（600882.CH）以及伊利（600887.CH）等资源丰富、财力雄厚的乳制品企业有望继续在奶酪行业抢占市场份额。

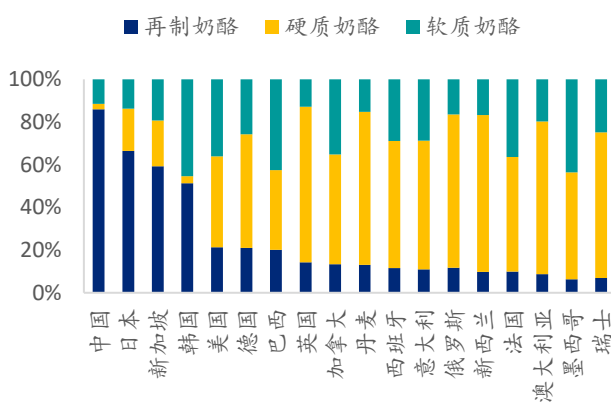
投资风险：消费者奶酪食用习惯难以形成，产品结构转变耗时较长。

图表 1：中国奶酪行业零售市场规模与增速，2008-2022



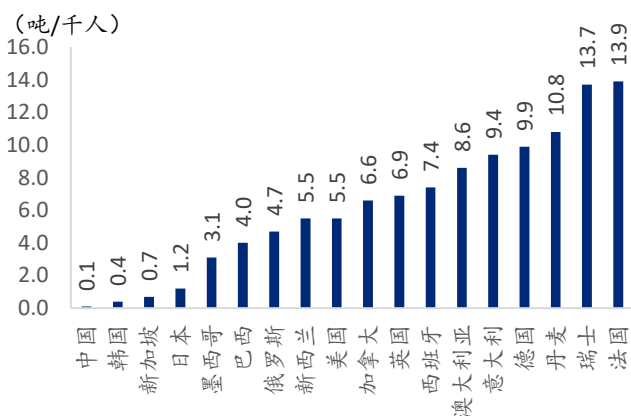
资料来源：Euromonitor，浦银国际

图表 2：各国奶酪零售市场品类分布 (按销售额)，2022



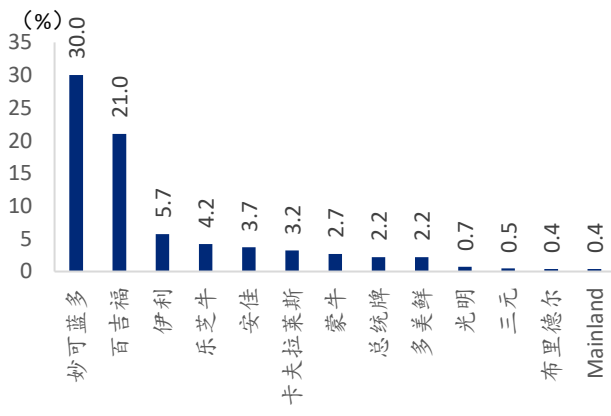
资料来源：Euromonitor，浦银国际

图表 3：各国奶酪人均消费量，2022



资料来源：Euromonitor，浦银国际

图表 4：中国奶酪行业市场份额，2022



资料来源：Euromonitor，浦银国际

图表 5: SPDBI 消费行业覆盖公司

股票代码	公司	现价(LC)	评级	目标价(LC)	评级及目标价 发布日期	行业
2331 HK Equity	李宁	42.3	买入	51.9	2023年7月5日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	84.5	买入	95.0	2023年7月7日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.6	买入	1.2	2023年5月12日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	6.8	买入	8.4	2023年7月4日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	5.6	买入	10.0	2023年4月3日	现制茶饮
291.HK Equity	华润啤酒	50.6	买入	80.4	2023年3月27日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	87.9	买入	126.7	2023年5月3日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	18.9	持有	26.2	2023年5月4日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	71.3	买入	100.0	2023年4月26日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	101.4	持有	121.0	2023年4月26日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	11.5	卖出	7.6	2022年1月26日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	28.1	买入	35.4	2023年5月2日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	28.9	买入	40.2	2023年3月31日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	10.5	持有	12.6	2022年8月1日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	4.4	持有	7.6	2022年12月7日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	3.5	持有	4.3	2023年5月2日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	21.5	买入	42.8	2023年2月20日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	1.8	买入	3.7	2022年8月1日	乳制品
1117.HK Equity	现代牧业	0.8	买入	1.3	2022年8月1日	乳制品

注: 截至 2023 年 7 月 14 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

周文硕

tallan_zhou@spdbi.com

852-2808 6476

浦银国际证券财富管理团队

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

