



# 乳制品行业跟踪报告：复苏在即 投资首选



液态奶春节消费或超预期，婴配粉新国标 2 月实施。近期国家卫健委宣布全国发热门诊和急诊高峰已过，住院感染者数量自 1 月 5 日起连续下降。我们认为疫情过峰速度超预期，春节走亲访友的送礼需求将有回补，渠道商备货积极性将提高，而前期调研反馈渠道库存较低。展望 2023 年全年，液态奶将进入稳增期，受益于消费场景恢复和产品结构升级，常温白奶将有双位数增长，常温酸奶将出现改善；受益于商超、便利店人流增加，低温鲜奶和酸奶也将显著增长。同时叠加二季度开始的低基数效应，液态奶有望重回高个位数增长。婴配粉方面，新国标 2 月实施在即，同时雅培等外资退坡，供给端收缩确定性较高，我们看好国产龙头持续提升份额。

原材料价格普遍下行利好盈利改善。根据海通国际消费品成本指数显示，截止 1 月 16 日乳制品现货成本指数为 117.34，较上月下降 0.1%，较去年同期下降 6%。其中原奶较去年同期下降 3.5%，大包粉下降 16%，纸下降 16%，塑料下降 10%。虽然我们认为疫情过后需求转好速度或超预期，但传导至原奶提价仍需时间。全年来看，即使消费需求明显回暖，在多数原材料价格同比下行趋势下，乳制品成本上行风险也较小。

2023 年多数公司销售费用率或低于 2022 年。2022 年因动销不畅收入承压，部分乳企销售费用率被动上升较多，利润端表现弱于收入端。展望 2023 年，液态奶双寡头格局稳固，伊利及蒙牛均有利润端目标，销售费用可控。我们认为 2023 年伊利的销售费用率将稍高于缩减费用较明显

的 2021 年，主因疫情放开后广告等投放活动恢复，但稍低于销售费用率刚性被动上升的 2022 年。而蒙牛因销售费用仍有提效空间，2023 年仍将处于销售费用率的下行通道。

婴配粉新国标后行业竞争趋缓，甩货乱价现象减少，同时收入端反弹可期，飞鹤 2023 年的销售费用率将较 2022 年有所降低，类似 2021 年水平。

乳业板块明显低估，近期反弹相对落后。我们重申 1 月投资策略月报中的观点，乳制品为各子行业中第一推荐。食品饮料 11-12 月上涨后，乳业公司反弹仍然较弱，估值相对历史水平（2011.1.4-2022.1.16）仍然较低，伊利/蒙牛/飞鹤分别位于 43%/20%/40%分位。根据 Wind 一致预期，伊利/蒙牛/飞鹤 2023 年 PE 绝对值分别为 19x/19x/10x，对应 PEG 为 1.1x/1.6x/0.6x。远低于白酒龙头贵州茅台 2023 年 PE33x、PEG1.9x；啤酒龙头华润啤酒 2023 年 PE32x，PEG1.2x（因收购压低）；调味品龙头海天味业 2023 年 PE49x，PEG2.6x。我们认为乳业龙头成长性不弱于其他子行业，2023 年收入双位数增长，净利润更具弹性，估值回归可期，重点关

**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\\_51422](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_51422)

