



中航证券金融研究所

分析师：彭海兰

证券执业证书号：S0640517080001

乳品行业深度报告：

意识在前行动在后，勾画乳业新蓝图

行业分类：食品饮料

2018年11月06日

行业投资评级	中性
乳品指数（申万）	7651.81
申万乳品指数年初至今涨跌幅（%）	-29.10%

基础数据	
上证指数	2,665.43
上证指数年初至今涨跌幅	-19.40%
深证综指	1,351.00
深证综指年初至今涨跌幅	-28.87%
沪深300	3,262.84
沪深300年初至今涨跌幅	-19.05%
创业板指	1,348.88
创业板指年初至今涨跌幅	-23.04%
中小板指	5,289.09
中小板指年初至今涨跌幅	-29.99%

年初以来行业和大盘走势对比



核心观点：

- **《中国人奶商指数报告》首次发布：**奶商指数从喝奶意识、喝奶知识和喝奶行为三个维度来测评中国人正确认识和食用乳制品的能力，调查样本数据显示奶商指数仅为60.6，勉强及格。在奶商指数三个维度中，喝奶意识表现最好，但喝奶知识和喝奶行为表现不佳，成为奶商指数的“软肋”。高学历的人群奶商指数优于中低学历者；高收入人群对于乳制品的使用和认知优于中、低收入的人群；80后奶商指数最高，90后奶商可能被低估。另外，我们认为，奶商得分具有“遗传性”，奶品的使用习惯和意识可以科普给下一代，主要传递者为母亲。
- **奶业发展蕴藏大潜力，急需促进国内乳品结构升级：**国人喝奶更倾向于思想派，而不是行动派，没有完全把意识转换成行动。其主要原因在于：1、奶量达标情况不理想，城乡差异大：我国年人均牛奶消费量仅为世界平均水平的1/3；农村乳品市场尚未充分利用，未来三四线城市及农村乡镇市场将成为乳制品市场销售布局的新板块。2、乳品对外依赖性强，“内忧”催生“外患”：“毒奶粉事件”后，国产奶粉许多信任后遗症遗留至今，信任度的下降给予进口乳品大量市场；另外着眼国内奶业的养殖与生产，稳健发力的乳品消费需求得不到相匹配的乳品供应，加剧我国乳品对外依赖度。3、国人坚持喝奶的时间不长，奶龄比低，拉低人均奶量摄入；4、乳品结构单一，多元化的乳制品消费结构是未来的发展趋势。
- **产品体系完善的“双雄”仍具行业优势，部分区域乳企也值得关注：**着眼现在的乳品市场，在产品结构的丰富性上依然是伊利、蒙牛“双雄”优势最为明显，都有完善的液态奶、奶粉、酸奶、冷饮、冰淇淋等产品的结构体系，大型乳品企业的研发能力强、生产效力高，与持续上升发展的乳品消费市场更能匹配，也更能应对未来产品多元化的需求。立足新疆的西北地域乳企天润乳业不断加大产品创新和寻求地域限制突破，拥有诸多“网红产品系列”，销量增速乐观，推荐持续关注。
- **风险提示：**宏观经济下行，业绩不达预期，食品安全风险

股市有风险 入市须谨慎

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：深圳市深南大道3024号航空大厦29楼

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：0755-83692635

传真：0755-83688539

目录

一、人群基本信息奶商指数:	4
1、学历、收入与奶商得分呈现正相关趋势	4
2、80后奶商最优, 90后低奶商假象	5
3、奶商“代代相传”	6
二、看齐全球乳品市场, 改善国人乳品结构	7
1、奶量达标情况不理想, 城乡差异蕴藏市场空间	7
2、我国乳品供给弊端, 催化进口依赖度	9
(1) 国内乳品的产能“低”、价格“高”	9
(2) 乳品对外依赖性强, “内忧”催生“外患”	10
(3) “奶龄”比低, 拉低人均奶量摄入	11
3、从“喝奶”走向“吃奶”, 期待乳制品多元化	11
三、通过奶商指数, 着眼乳品未来	13
1、乳品巨头们的产品丰富性	13
2、乳业新探索——奶联社模式	15
3、奶商指数下展望乳品市场	16
四、重点关注公司	17

图表目录

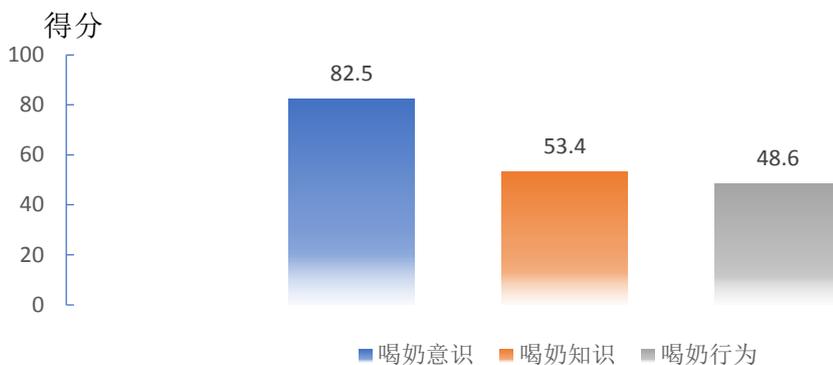
图表 1: 三项因素具体得分	4
图表 2 不同学历及不同收入得分	5
图表 3 不同代际人群奶商得分	6
图表 4 不同代际妈妈奶商得分	6
图表 5: 我国人均牛奶消费量约为世界平均水平的 1/3.....	7
图表 6: 人均奶类占有量进展缓慢	7
图表 7 全国、城镇、农村食品支出消费量: 奶类.....	8
图表 8: 城镇化过程中农村人口占比	8
图表 9: 城乡居民消费水平差距缩小	8
图表 10: 农民工人数变化趋势	9
图表 11: 城镇、农村人均可支配收入情况.....	9
图表 12: 国内奶牛养殖业形势不乐观	10
图表 13: 乳制品市场价格呈走高态势	10
图表 14: 液态奶进口量持续攀升	10
图表 15: 进口奶粉挤占国产奶粉市场	10
图表 16: 不同代际奶龄比	11
图表 17: “两高一青”以及 80、90 后摄入乳制品更多元:	12
图表 18 : 2007-2016 年中国、美国炼乳生产情况:	12
图表 19: 全球、欧盟及美国奶酪消费总量 (2008-2018 年)	13
图表 20: 2017 年伊利产品销售占比	14
图表 21: 2017 年蒙牛产品销售占比	14
图表 22 伊利主要产品图	15
图表 23 蒙牛主要产品图	15

一、人群基本信息奶商指数:

在中国的饮食结构和文化里，乳制品的份量越来越重也越发常见，对于研究乳制品的认知、使用、人群分布情况的重要性也随之提高。近日，由中国乳制品工业协会、中国医疗保健国际交流促进会、荷兰皇家菲仕兰联合发布了《2018年中国人奶商指数报告》中首次提出了“奶商”（MilkQuotient）的概念。奶商指数从喝奶意识、喝奶知识和喝奶行为三个维度的因素来测量评价中国人正确认识 and 食用乳制品的能力，作为反映国民健康素养水平，衡量中国人健康意识的指标。

报告结果显示，在百分制下，中国人的奶商指数总体得分为 60.6 分，勉强及格。在奶商指数三个维度中，喝奶意识表现最好，但喝奶知识和喝奶行为表现不佳，成为奶商指数的“软肋”。如果将知识、意识和行为对应到人的认知行业理论，即人的认知、思考和行动，喝奶知识的短板对行为应该有深远的影响。

图表 1: 三项因素具体得分

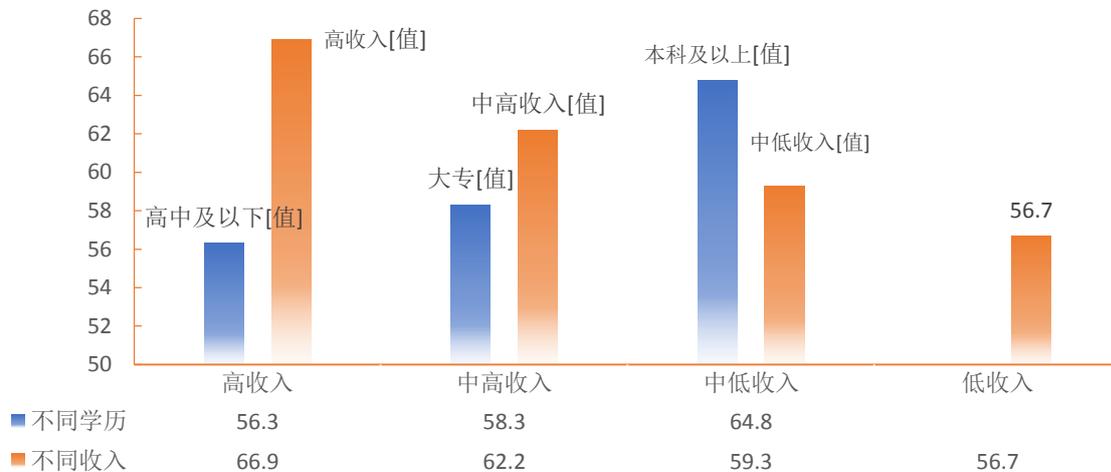


资料来源：2018年中国人奶商指数报告、中航证券金融研究所

1、学历、收入与奶商得分呈现正相关趋势

奶商得分的数据显示，高学历的人群奶商指数优于中低学历者，主要原因可能为高学历人群往往具备更多的营养学基础知识，尤其是有海外留学经历的高学历人群，受到西方文化跟饮食习惯的熏陶更多，对于乳制品的综合使用和认知更加深入。同样，对于高收入人群来说，乳制品的使用和认知优于中、低收入的人群：首先，尽管我国奶制品消费经历了从特殊人群消费的营养品向大众化日常消费品的转变，但在转化过程中，高收入人群改善饮食结构的意愿通常更强；其次，近几年国内乳制品呈现品种多元化和产品提档升级的趋势，价格档次差别也在拉大，品种多元化一定程度上加大了消费者选择以及对价格判断的难度，而高收入人群相对对价格的敏感性偏低，更关注营养价值，如今日趋走向中高端市场的乳品发展趋势更贴切高收入人群的消费习惯；另外，尽管三聚氰胺事件已经过去 10 年了，但真可谓一失足成千古恨，国产奶业信任危机修复的难度远超乎行业的预期，多年来乳品行业，尤其是婴儿乳粉，仍在以进口奶源打安全牌，不仅进口婴幼儿乳粉在国内市场盛行，液态奶、酸奶等产品进口也呈现明显的增长态势，价格也相对高于国产奶源，这无疑又一定程度提高了乳制品的消费门槛，使得中低收入人群对于乳品的购买力下降。

图表 2 不同学历及不同收入得分



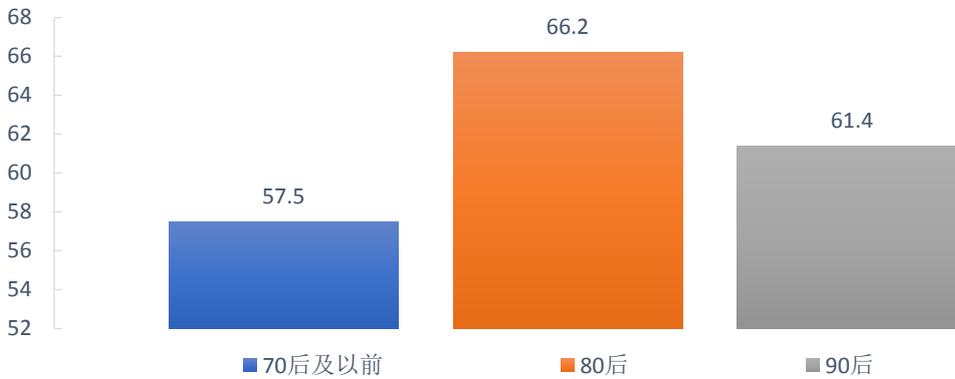
资料来源：2018 年中国人奶商指数报告、中航证券金融研究

2、80 后奶商最优，90 后低奶商假象

在年龄分布上，得分最高的为 80 后，主要原因源自于其成长的时代背景和环境。基于乳品行业发展的大环境来说，70 后成长的年代国内乳业尚处于比较稚嫩的阶段，除了北方传统的乳制品消费区域，大部分人群对乳品的所知甚少，对于乳制品的了解和使用频率远不及 80、90 后，70 年代之前的人群就在这方面更弱；而对 90 后而言，他们的成长时期乳品行业已经十分成熟，不仅各类营养丰富的食品琳琅满目，日常饮食方式的多样化也大大增加了 90 后的选择空间，90 后喜欢的许多零食、饮料以及新派菜式中都渗透着奶制品的影子，表面看来 90 后对奶没有明显的偏好，实际上我们认为 90 后从未“断奶”，其隐性的奶商指数应该远高于表面数据；而对于 80 后的成长环境而言，他们所处的成长环境，营养来源的选择性并不像 90 后那么多，同时，正值我国乳品行业的高速发展时期——在 2003 年 1 月，胡锦涛总书记视察蒙牛时就曾经指出，牛奶本身就是温饱之后小康来临时的健康食品，不仅小孩要喝，老人要喝，最重要的是中小學生都要喝上牛奶，以提升整个中华民族的身体素质。此时期针对的喝奶对象即是以 80 后为主的青年族群。随后在 2006 年 4 月，温家宝总理在视察乳业工作时深情留言：“我有一个梦，让每个中国人，首先是孩子，每天都能喝上一斤奶。”至此，“每天一斤奶，强壮中国人”的乳业口号形成，伴随着 80 后成为了他们成长过程的重要饮食观念。

图表 3 不同代际人群奶商得分

奶商得分



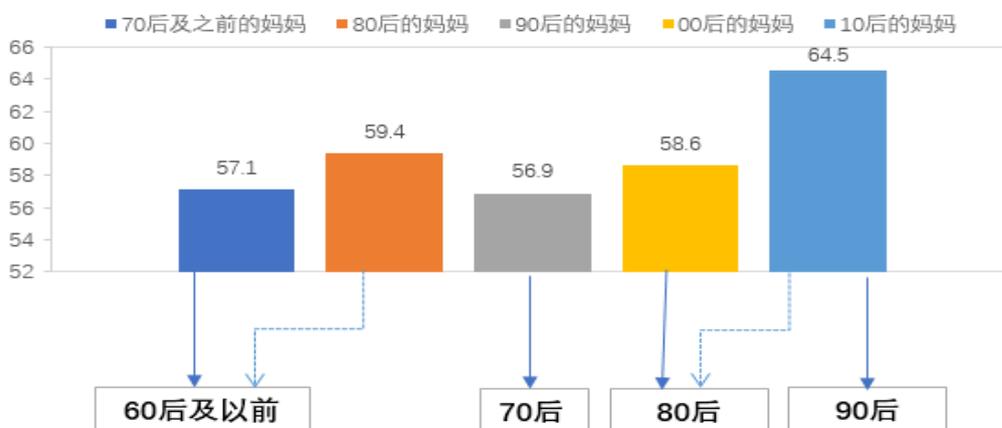
资料来源：2018 年中国人奶商指数报告、中航证券金融研究所

3、奶商“代代相传”

从报告数据来看，我们发现奶商得分具有“遗传性”。从不同代际的得分情况来看，80后妈妈的奶商指数高于另外两个代际的妈妈，受之影响，80后奶商得分也随之较高；当奶商高分的80后、90后群体逐渐成为00后与10后的母亲时，也展现出了优势性的高奶商得分。其中，62.9%的10后的妈妈认为，在孩子的膳食中，乳制品最重要，这个比例远远高出其他代际的妈妈，可见，当一代人他们的奶商得分高时，会将他们对于奶品的使用习惯和意识科普给下一代。

人的生活习惯和行为很多是在幼儿时期形成，妈妈能让孩子从小形成健康的行为和习惯，而妈妈们又是主要的“传递者”，因为妈妈们“奶商”更高，她们更重视乳制品给后代带来的健康益处，会给孩子更加丰富多样的奶制品。妈妈对孩子的奶商影响至关重要，可以预想，10后妈妈们的高奶商得分，将使新一代的新生儿未来会有更好的营养知识，培养更好的喝奶习惯。

图表 4 不同代际妈妈奶商得分



资料来源：2018 年中国人奶商指数报告、中航证券金融研究所

二、看齐全球乳品市场，改善国人乳品结构

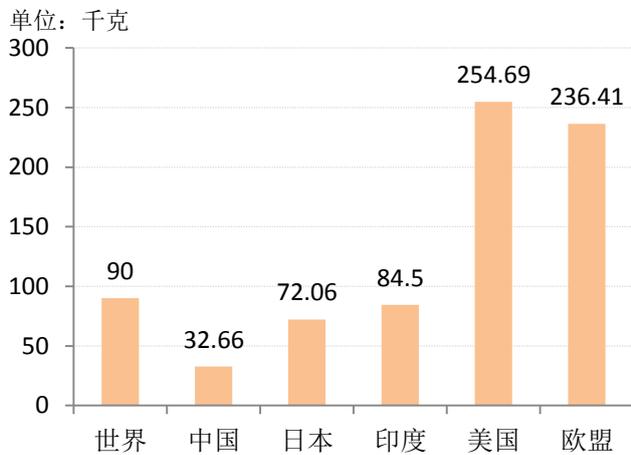
通常认为，意识会影响行为，但从国人喝奶这件事来看，我们似乎更倾向于思想派，而不是行动派。虽然喝奶意识不错，实际上却又做不到多喝奶或多食用奶制品，没有完全把意识转换成行动的原因究竟是什么？

报告指出，对乳制品的营养和种类认知缺乏，是公众食用动力不足的重要原因。对此，中国乳制品工业协会理事长吴秋林认为，中国老百姓在健康意识中对喝奶有所认识，但并不知道如何正确食用乳制品，更重要的是，对于乳制品的食用，公众还没能形成生活习惯。只有加强科普教育，改善多年来的饮食习惯，才能改变这种现状。

1、奶量达标情况不理想，城乡差异蕴藏市场空间

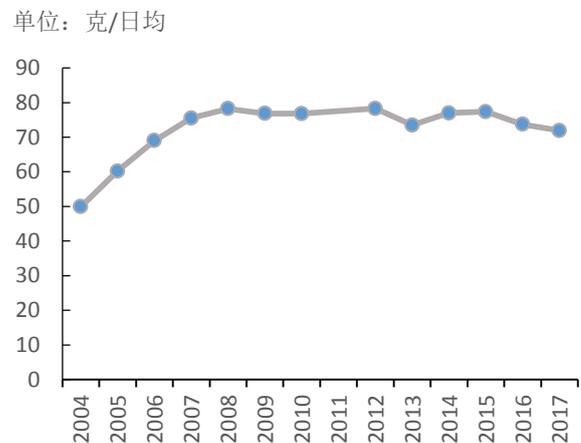
1988年发布的《中国居民膳食指南》第一次提出了“300g牛奶计划”，即我国居民每人每天饮奶量要达到300g。按国家统计局统计的我国人均奶类占有量计算，我国人均奶类日占有量最高也未超过80g，远未达到300g的标准，而且自2015年以来还呈现一定下降趋势。根据联合国粮农组织的统计数据显示，2013年我国年人均牛奶消费量仅为世界平均水平的1/3，也远低于我们的邻国日本，与欧美发达国家的差距就更大。

图表 5: 我国人均牛奶消费量约为世界平均水平的 1/3



资料来源: FAO, 中航证券金融研究所

图表 6: 人均奶类占有量进展缓慢

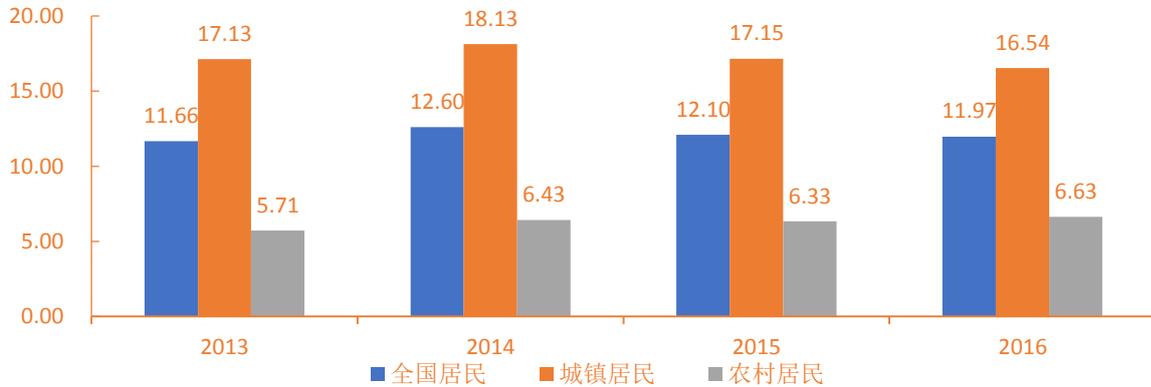


资料来源: WIND, 中航证券金融研究所

此次《2018年中国人奶商指数报告》以4个直辖市、13个省会城市以及其他深圳、厦门和青岛共计20个城市为调查样本。不难看出，调查目标人群是以城市居民为主，但目前在全国范围来说，农村奶制品的消费量远远不及城镇居民。换言之，如果奶制品的使用情况加上农村，总体情况会更低。

图表 7 全国、城镇、农村食品支出消费量：奶类

单位：千克/年

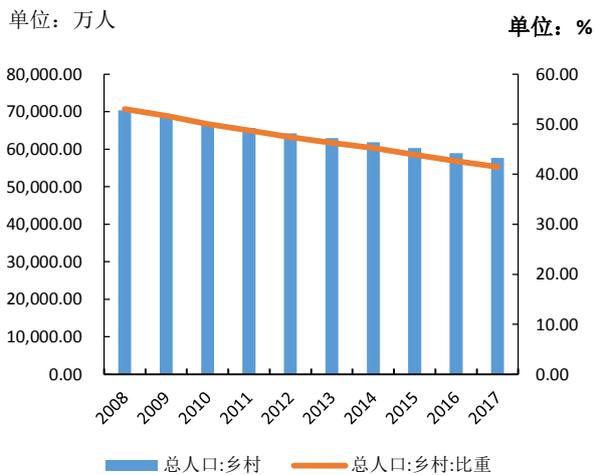


资料来源：wind、中航证券金融研究所

从数据来看，农村的乳制品消费量不及城镇水平，但也代表农村的乳制品市场潜力空间更大。在城镇化的进程中，2017 年我国城镇化率已经达到 58.52%，在国家提出“乡村振兴”的背景下，农村居民消费环境和消费质量也得到不断改善，而仍高达近 42% 的农村居民作为一个庞大消费群体未来的消费潜力必然不可忽视。

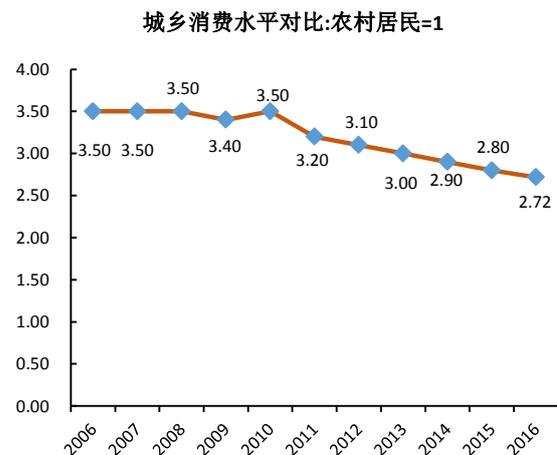
根据国家统计局城乡一体化调查数据显示，农村居民人均可支配收入增速已经连续 5 年超过城镇居民，城乡居民的收入差距呈现缩小趋势，而随着农村居民收入水平的提高，城乡居民消费差距也逐步缩小，农村市场的消费潜力逐渐显现。在提升生活品质需求方面，膳食结构上增加健康营养食品是很重要的表现，从近几年乳制品企业销售终端快速向三四线城市甚至乡镇下沉的现象，可以反映出农村市场对乳制品的需求正处于饥渴期，乳制品消费正逐渐成为农村居民饮食结构的重要组成部分。目前，农村人均奶类消费量几乎只是城镇居民水平的 40%，全国水平的 55% 左右，农村市场的奶量消费至少存在 30% 的提升空间，如果是未来看向全球水平，我国农村的奶量潜在的空间将会更加巨大。

图表 8：城镇化过程中农村人口占比



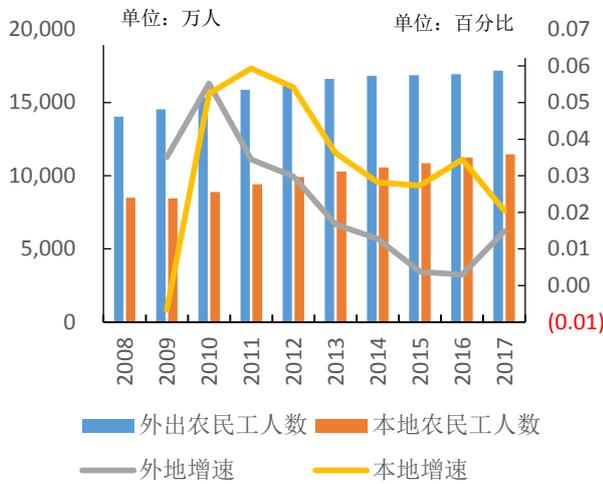
资料来源：WIND，中航证券金融研究所

图表 9：城乡居民消费水平差距缩小



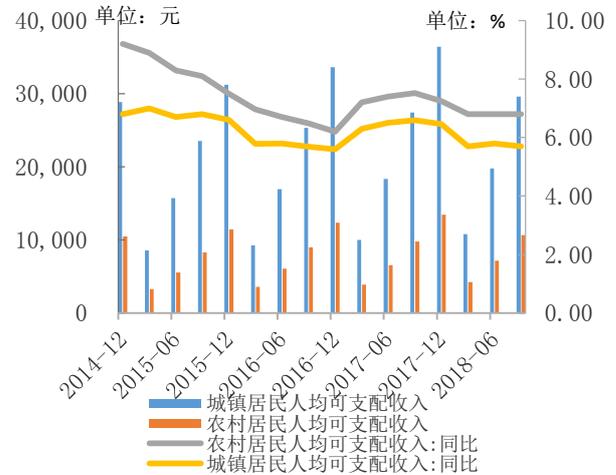
资料来源：WIND，中航证券金融研究所

图表 10: 农民工人数变化趋势



资料来源: wind、中航证券金融研究所

图表 11: 城镇、农村人均可支配收入情况



资料来源: wind、中航证券金融研究所

从 2010 年开始, 农村居民外出务工增速呈现一定的下滑趋势, 伴随着国家对中西部建设投资的重视, 以及沿海部分产业向内地迁移, 越来越多的外出务工人员回到本地打工甚至创业, 农民工本地化情况持续高于外地农民工增长水平。对于远离家乡的外出务工人员来说, 打工挣的钱大部分人都是能省则省, 重要的是把创造的财富带回家, 或许在工作城市的生活并不一定同步城镇化, 但可能出于慰劳家人或者炫耀, 往往有向“留守家庭”成员传递城市生活的倾向, 外出务工人员对于农村居民的消费观念和生活方式的影响不浅; 而回到本地的打工者, 离家人朋友更近了, 也有了更多的和家人享受生活的时间和空间, 受城市生活影响的生活方式反而容易释放出来。我们认为, 随着城镇化进程的推进, 城乡居民消费模式、观念的相互影响, 也推动了农村的喝奶意识与需求提升, 加速缩短城乡之间的差距。加之现在许多的电商渠道已下沉至乡镇农村, 区别以往在小型店铺购买乳制品的缺陷——比如质量、品牌无法保证等, 新的购物模式促使农村人口获取乳制品拥有了更优选择。如果日后能把农村乳品市场开发利用起来, 国人的奶量将会大大提升, 能有效的将“喝奶行动力”增大。未来三四线城市及农村乡镇市场将成为乳制品市场销售布局的新板块。

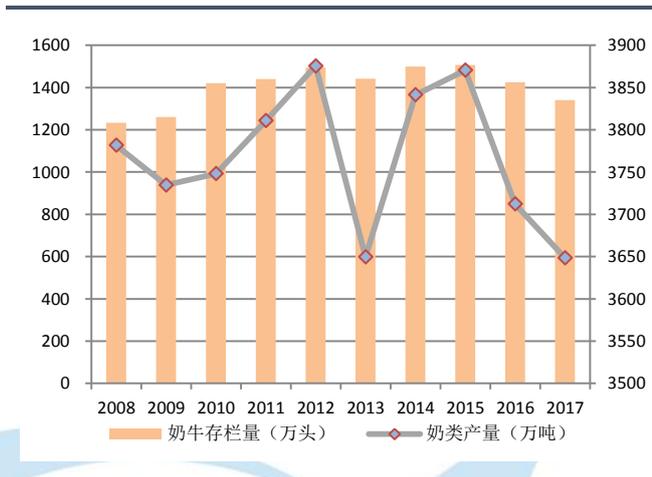
2、我国乳品供给弊端, 催化进口依赖度

(1) 国内乳品的产能“低”、价格“高”

从 2008 年至今的十年间, 我国奶业一直受着“三鹿事件”的后遗症影响, 我国奶牛养殖业一度进入寒冰期。2008 年至 2017 年, 奶牛存栏量一直缓慢持平, 没有出现过明显的乐观增长, 并且在 2015 年-2017 年这三年有轻微的下降趋势; 奶类产量的下降趋势更是明显, 在 2008 年爆发“毒奶粉事件”后, 2009 年的奶类产量出现明显下降, 之后的几年市场经过政府努力的整改和监管, 出现回暖现象, 但是在 2013 年又出现新低, 奶量骤降, 2013 年成为近十年的产奶“低洼”。2013 年受到奶牛疫病、小散户退出、牛肉价格上涨带来的屠宰增多等因素影响, 国内牛奶产量再次下跌, 且跌幅较大, 牛奶产量下跌至 3650 万吨, 回到 2008 年前的水平。随后两年的市场回温却没有彻底扭转国内奶业供给的困境, 在 2016 年, 国内原奶收购价格已经连续两年处于成本线之下, 长期的养殖亏损不仅迫使小养殖户退出, 一些规模化养殖场也出现倒奶杀牛和退出的情况, 导致 2016 年我国牛奶产量再次出现大幅下降。

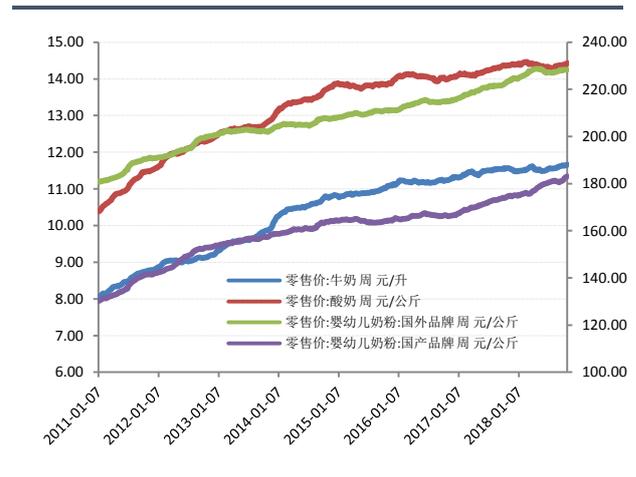
对于国内奶类产能的颓势，我国乳制品的价格趋势却一直呈现走高的态势，说明乳品市场的消费力稳健。相对于全球乳制品的周期性价格走势，国内乳制品市场是平缓上升的趋势，近年随着经济水平的提升，中高端奶制品越来越多，消费结构的升级促进了乳品市场价格的走高。随着中小乳企退出市场，伊利蒙牛加速收割市场份额。原奶价格升高导致进口成本增加。

图表 12: 国内奶牛养殖业形势不乐观



资料来源: WIND, 中航证券金融研究所

图表 13: 乳制品市场价格呈走高态势

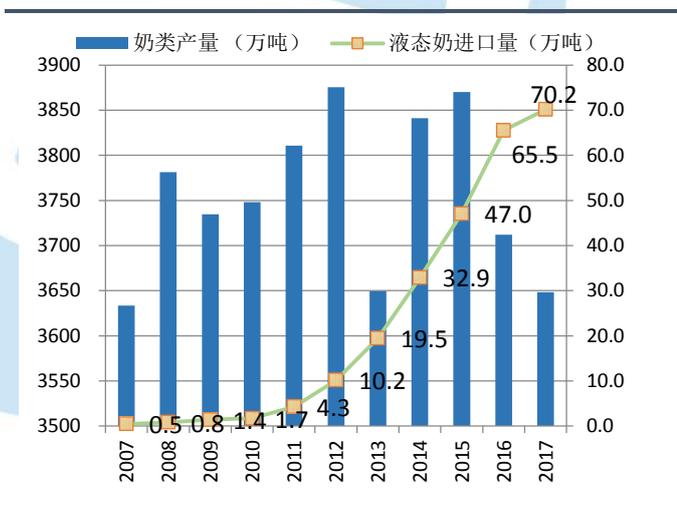


资料来源: WIND, 中航证券金融研究所

(2) 乳品对外依赖性强, “内忧” 催生 “外患”

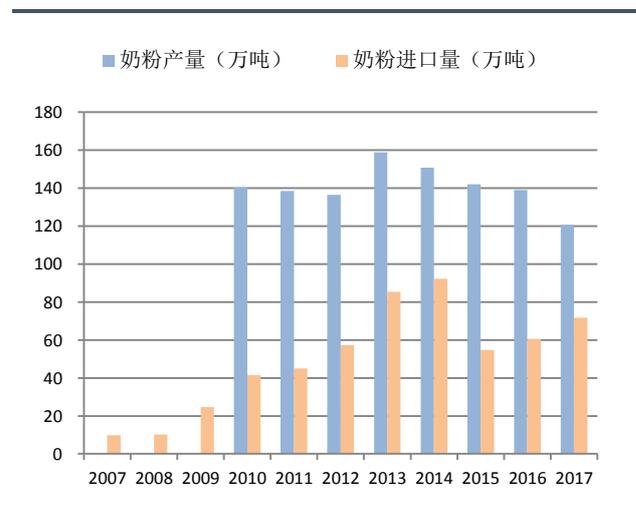
近年, 我国消费总体呈现增长态势, 但是国产乳品市场却没有随之振兴, 对于乳品消费高需求、国内乳品产能不高且信任度仍未完全恢复的局面, 我国乳品对外依赖度不断增高。“毒奶粉”事件最开始的受其直接影响的是婴幼儿配方奶粉, 但这仅仅只是一个发酵端口, 随之蔓延的是, 如今各类进口乳制品涌现国内市场。

图表 14: 液态奶进口量持续攀升



资料来源: WIND, 中航证券金融研究所

图表 15: 进口奶粉挤占国产奶粉市场



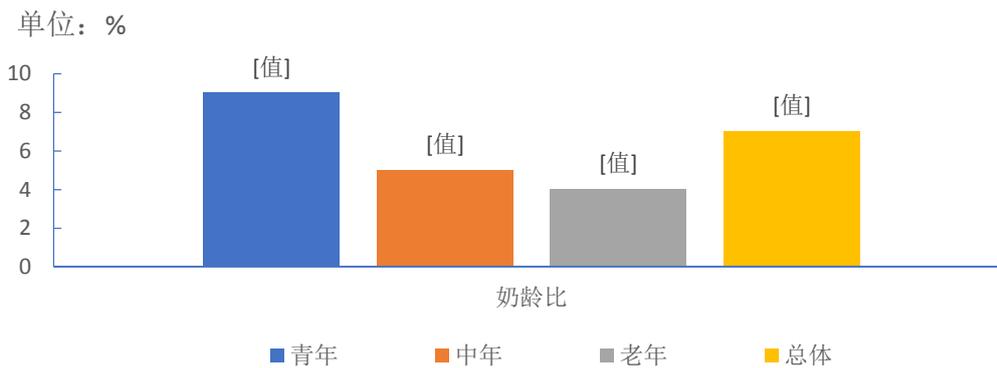
资料来源: WIND, 中航证券金融研究所

再来看我国奶业，既然现在国产奶品的质量已经完全合格，那么奶业要做的就是继续保持做到更好，并以此推动、影响消费者重新认识中国乳品。奶业要想重拾信心，健康发展，仅靠某一个环节的努力是不够的，需要全行业，产业链上中下游共同努力，建立合理的利益机制和信任机制，形成发展合力。

(3) “奶龄”比低，拉低人均奶量摄入

除了人均摄入量不足，喝奶跟每个人养成喝奶习惯的时长也有关。此次报告中，首次提到的“奶龄比”（奶龄比是指一个人坚持喝奶习惯的年数占他（她）年龄的比例）。奶龄比越高，代表坚持喝奶的时间越长。报告得出，国人总体的奶龄比为 7%，青年、中年、老年分别为 9%、5%、4%。从奶龄比的数据可以看出，青年人群最高，说明这些年得益于生活水平的提升，奶龄比正在呈现上升趋势。但是整体来说，国人呈现奶龄短的特点，说明我国目前坚持长期喝奶的人少。北京协和医院营养科陈伟教授表示：“长期喝奶习惯差，是导致骨质疏松的罪魁祸首，并增加慢性病罹患风险。”对于乳制品的食用，应该长期坚持才是良好的生活习惯。对于奶龄比来说，人的一生都应该坚持喝奶，即奶龄比应该无限接近 100% 为最优，相对于现在的国人奶龄比，提升“奶龄”着实还有很长一段路要走。

图表 16：不同代际奶龄比



资料来源：WIND，中航证券金融研究所

摄入量的不足的原因除了体现在人均奶量摄入少、奶龄比短两个方面，另一方面则是因为乳制品种类少，匮乏种类的乳品市场结构使得其覆盖的人群减少。目前，我国公众摄入的乳制品种类主要是牛奶和酸奶，乳制品摄入结构相对单一。经常食用奶粉、奶酪和炼乳的公众比例较低，均不足 20%。其中，还有许多公众与牛奶“绝缘”，最主要原因是喝不习惯、不喜欢牛奶的口感和味道。对此，国际乳品联合会中国国家委员会主席宋昆冈认为，中国市场普遍存在的消费升级对乳制品行业提出了更深层的要求，面对国人潜在的产品多元化需求，近年上市的诸如零乳糖等差异化产品就都是有益的尝试。

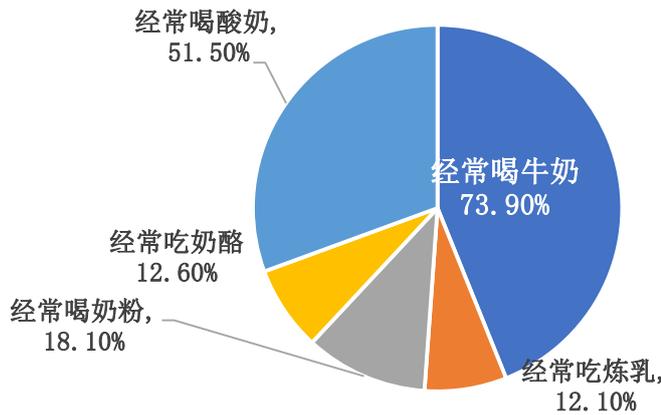
本次调查显示，每日摄入量能达到 300g 及以上的只有 22.5%，这意味着有近八成受访者每日乳制品摄入量不达标。总体来看，公众平均每天摄入 240g 乳制品，与 300g 的最低标准间还有 60g 差距。在报告的调查结果中，还有 4% 的人甚至从来不喝奶。这说明，我们国民的乳制品摄入量的情况不容乐观，奶量摄入的短板应该被重视，将高分的“喝奶意识”落地推动为实际的“喝奶行动”。

3、从“喝奶”走向“吃奶”，期待乳制品多元化

从全球范围内来看，发展中国家与发达国家在日常管理乳制品加工和消费仍存在较大差距。从产品结

构来看，我国现在的乳制品产品结构主要是满足老百姓喝奶的需求，在“吃奶”的方面，比如干酪、奶油的消费量还很少。从数据结果来看，大部分国人的奶量摄取主要的方式体现为“喝奶”，而对于“吃”这一形式还远远不够，我国乳制品消费结构需要从“喝奶”向“吃奶”转变，例如提高食用奶酪、炼乳等乳制品。

图表 17：“两高一青”以及 80、90 后摄入乳制品更多元：



资料来源：2018 年中国人奶商指数报告、中航证券金融研究所

在食用的乳制品中，炼乳和乳酪是目前市场上的主要产品。相对其他乳制品而言，炼乳在国内乃至世界范围内市场很小。根据统计数据，近十年我国炼乳生产量一直滞缓发展，2014 年之后还有轻微下降趋势，对比乳制品大国美国而言，炼乳的产量数值大约是我们的 6.5 倍，而这一差距是 2009 年之后才拉大的。

随着我国乳业的发展，炼乳基本退出乳制品的大众消费市场，但作为一种优良的乳品工业原料，已广泛应用到糖果、烘焙类含乳食品、餐饮和乳饮料行业中，为终端产品质量的改良、风味的提升和口感的改善起着至关重要的作用。随着乳制品多样化的发展，炼乳这一风味配料将会存在于形形色色的乳制品中，未来我国的炼乳市场，蕴藏潜力和空间

图表 18：2007-2016 年中国、美国炼乳生产情况：

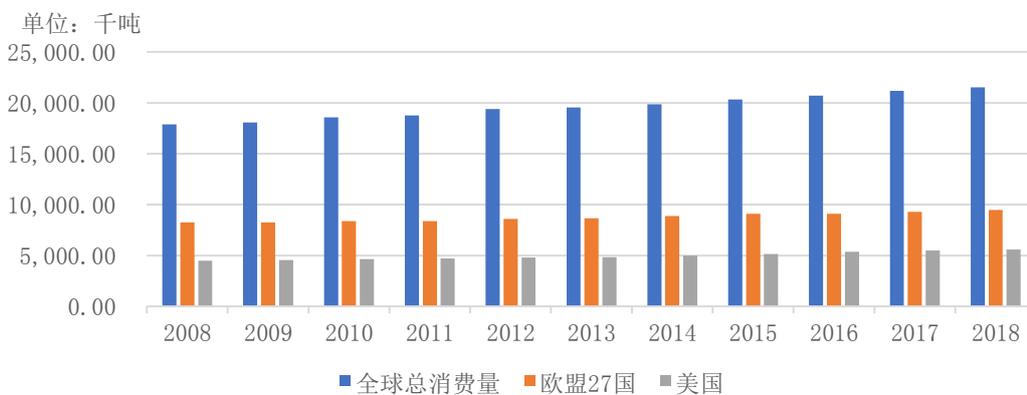
单位：千吨



资料来源：wind、中航证券金融研究所

而奶酪作为西方国家的传统饮食品种，它的市场规模远远大于炼乳。欧美一直是最大的奶酪产地和消费地。按美国农业部 2015 年统计数据，全球奶酪产量和消费量最大的国家是美国，占全球总产量的 28.57%，消费量的 25%；欧盟占全球总产量的 51.18%，消费量的 44.72%。以日本、韩国为代表的亚太市场在奶酪的进口贸易中占据重要地位，2015 年日本约占全球奶酪进口贸易总量的 22%，韩国约占全球奶酪进口贸易总量的 10%。根据 Euromonitor 的统计，中国人均奶酪的年消费量仅有 0.04 千克，日本和韩国的人均消费量分别为 2.26 千克和 2.57 千克，国内人均消费仅为日韩的 1/50。根据乳品消费由奶粉向液态奶升级，再由液态奶向奶酪和黄油升级的特点，叠加国内由可支配收入提升所驱动的消费升级背景，奶酪有望成为未来中国乳品消费弹性最大的细分品种。

图表 19: 全球、欧盟及美国奶酪消费总量 (2008-2018 年)



资料来源: wind、中航证券金融研究所

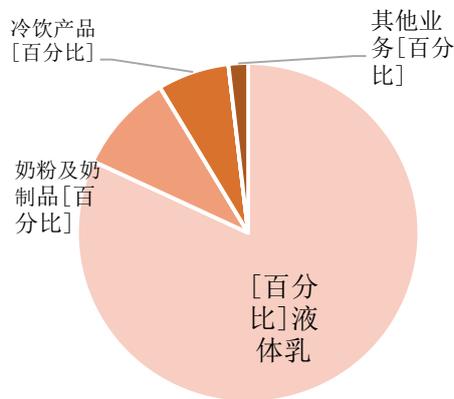
三、通过奶商指数，着眼乳品未来

我国乳品行业整体来说，发展时间较短，但发展非常迅速，消费量持续增长。通过此次奶商指数的调查，更加多维度地了解了目前我国消费者和乳品市场的状态，有利于乳品行业进行能动性的调整和升级。

1、乳品巨头们的产品丰富性

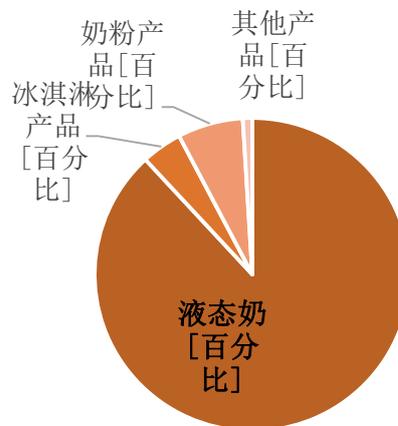
着眼现在的乳品市场，在产品结构的丰富性上依然是“双雄”优势最为明显，都有完善的液态奶、奶粉、酸奶、冷饮、冰淇淋等产品的结构体系。除开有多种传统形式上的液态奶，蒙牛和伊利在乳酪领域也各具看点。伊利一直提倡奶酪是乳品中的“黄金”，补钙最佳的产品之一。伊利目前在售的有旗下的妙芝士手撕奶酪，原料选于美国高品质牛奶，作为一款办公室零食的形式出现，包装方便食用时其最大的特点，满足消费者可以随时食用的需求。而蒙牛在奶酪方面寻求发展的动力更强劲——蒙牛奶酪专注于为中国消费者提供更适合“中国胃”，且最大程度保存营养的奶酪产品。现产品线已覆盖儿童成长奶酪、家庭餐饮奶酪、休闲零食奶酪以及餐饮系列 4 大版块共 40 款产品，取得授权专利 13 项，科技成果 4 项，达到国内顶尖水平。在今年 6 月，蒙牛奶酪&Arla 爱氏晨曦达成“五新”战略，携手 2018 世界击剑锦标赛，展开整合式创新互动营销。通过线上线下联动，为消费者带来全新的互动体验，引领带动消费者营养健康理念的不断升级。作为行业指向标的伊利蒙牛愈来愈重视奶酪市场的发展，而中国的奶酪市场也正值高速发展时期，从 2010 年奶酪销售额的 15 亿元到 2015 年增长到 35 亿元，年均复合增长率为 24.93%，未来潜力无限。

图表 20: 2017 年伊利产品销售占比



资料来源: WIND, 中航证券金融研究所

图表 21: 2017 年蒙牛产品销售占比



资料来源: WIND, 中航证券金融研究所

作为龙头乳品企业,蒙牛伊利除了强势攻占奶酪市场,在其他新品开发方面也有亮眼之处。比如伊利在奶茶方面,就结合了内蒙古的奶茶传统风味推出的奶茶粉,使得内蒙风味的奶茶成为办公室白领们新的冲泡选择;以及针对年轻人新上市的 byebye 君液体奶,为此伊利通过大数据透析年轻人的喜好,创作了系列原始漫画包装,对于伊利来说,“Byebye 君”并非只是一款新品,而更像是对一种全新的经营战略和沟通手段的尝试。

另外,蒙牛在产品更新上也是火力全开,比如新品的研发开始更加注重健身人群——推出智能健身 M plus、女士纤体慢燃系列。其中, M plus 产品是一款包括硬件设备、智能私教和高品质纯牛乳的新鲜组合,用户通过下载相关 APP 可从网上预定。在满足用户对健身、塑形需求的同时,建立消费者的健康生活方式,促进牛奶产品的销售,同时在网络数据上获得更多客户的喜爱偏好等信息。我们可以看到蒙牛 M-PLUS 产品相较以往,切入点有全新的变化,产品开发的视野不仅仅拘泥于产品本身,还着眼当下的热门产业,进行跨界综合,可见蒙牛正决心打造全能型产业链,塑造“智能乳品”。相比传统的牛奶产品仍然是以企业自我为中心销售产品,“智能乳品”已经开始直击消费者对生活方式的强烈需求,完全以用户体验和数据为中心,构建起一个完整产业模式。这些都体现了大型乳品企业不断创新的更新能力,得以预见的是,面对需求日渐旺盛的乳品消费市场,未来能脱颖而出的还会是拥有丰富产品结构并且有强劲创新力的乳品企业。

图表 22 伊利主要产品图



资料来源：伊利公司官网，中航证券金融研究所

图表 23 蒙牛主要产品图



资料来源：蒙牛公司官网，中航证券金融研究所

2、乳业新探索——奶联社模式

相较于伊利蒙牛完整丰富的产品体系，其他地方性乳企的产品塑造能力相对单一，有些几乎只生产传统的巴氏杀菌奶。除开传统的大型地域乳企，如天润、三元等，近些年我国奶联社面世，奶联社是基于中国奶业与世界奶业的差距，基于对中国“三农”问题的长期研究与思考，在借鉴国外奶业发达国家奶农合作社运营经验，产生的新乳业模式。在 2006 年，内蒙古奶联科技有限公司团队创建了中国第一个奶业合作化产业模式“奶联社”。奶联社的问世，使得其成为国内乳业小地域模式经营新的重要板块，这种模式能让奶农回归到种植的优势上去，促进高效养殖，所以奶联社的日后发展也需要看齐大型乳企们的优势，得以让自身持续发展壮大，在乳品市场站稳脚，拥有一席之地。

目前在我国的奶联社的生存处在比较低迷的状态，饲料价格的上升、行业的不确定性、产品的单一都束缚着奶联社的进一步扩大。面对这些困难，内蒙古奶联科技有限公司董事长杨保东明确提出，奶联社承担着国家奶业体系综合试验站的任务，奶联社也一定要完成升级转型，走出新的路子。面对奶联社目前的困境和今后的目标，通过这次的奶商指数报告，奶联社可以更加清晰的调整结构和做出日后发展规划——针对 80 后、高收入人群、10 后代的母亲开发适销对路的产品，这样能更快打开市场，因为他们奶商指数更具备优势，对于乳品敏感度和接受度更高，适合作为乳企发展之初的首要目标消费人群。面对国人喝奶意识高、行动力却低的特点，加强奶制品营养价值的宣传，让健康这一宣传点和新颖创新的包装提升消费者购买力，成为国内消费者高分喝奶意识转化为喝奶行动的助力。更加具体一些的话，通过奶商指数报告，可以看到，老中青三代中不喝牛奶最大的原因无一例外地都是：喝不习惯，不喜欢牛奶的口感和味道。这些原因折射出，尽管牛奶已经在国内普及了许多年，但是国人对于牛奶的口感接受度还是不高。抓住这一特点，奶联社可以在口感度上面进行升级和创新，淡化牛奶的固有味道，生产出更多不同口味的乳制品，使得大众提高对产品口感的接受度。另外，通过报告数据，奶联社可以了解目前乳制品市场的潜在空间，即奶酪和炼乳等产品的研发和推广，不再一味地只生产传统液态奶。相较于跟大型乳企们抢占成熟的液态奶市场，奶联社在饱和的液态奶的产品创新和宣传包装的能力上并不具备优势。然而目前国内食用型乳品尚存空白，奶联社在这一部分可以进行不小的作为。奶联社拥有得天独厚的奶牛养殖条件和“中国乳都”的优势资源，目前我国奶联社采取上联奶农用来整合与盘活农民现有奶牛、饲料地、劳动力资源；下联乳企，用以与乳品企业对接渠道的模式。这样有利于奶联社专心于乳制品生产，完全可以产出优质的奶酪和

炼乳等乳制品推向市场，成为奶联社的强劲竞争力之一，也能稳固加强奶联社的市场生命力。

3、奶商指数下展望乳品市场

综合奶商指数报告和乳品市场的衔接，总体可以从以下几个层面来看待乳品市场的日后发展：从消费对象层面看来，奶商高分者呈现出青年化、高收入、高学历的趋势，尤其是新生代的妈妈们，对于乳品的认知和使用比较充分。利用这一趋势，乳品企业可以有针对性地提供系列产品的升级，满足白领、学生群体、年轻母亲的乳制品。尤其是母婴方面，每个人孩童时期养成的生活习惯和行为很多会伴随其一生，妈妈能让孩子从小形成健康的行为和习惯，所以提高母亲的奶商指数，能大大有效提高整体的奶商得分，改善下一代对于乳制品的选择模式和提高下一代对乳品的行动力。

同样，对于公众普遍饮奶动力不足这一现象，相关协会、媒体可以加强科普，倡导国人要提高健康素养，应从自身做起。在北京零点有数数据科技股份有限公司大健康 and 市场监管事业部总经理姜健健看来，要有新科普。“科普确实到了一个需要转变的时代”，要创新科普形式，培养百姓的消费习惯。科普创新，要注重形式变革，产品要创新，不能仅强调营养，还要提升口感。此外，还要对乳制品的包装设计进行美学革命。作为乳品企业来说，企业应根据消费者需求提供多元化产品，乳品企业在丰富液态奶之余，也可开拓乳酪、炼乳等产品的研发。

另外，通过本次报告分析，我们可以看到国内市场，在乳品板块城乡水平差异较大。未来的农村发展是提升中国乳业不可忽略的板块，如今的电商渠道、规范化的经营都会使农村乳品市场不可限量，未来值得期待。整体来看，我国乳品市场消费力还是稳健增长的，乳品市场价格一直持续走高，证明需求旺盛。可是市场供给上却是“进口当道”，面对如此乐观的市场需求，相对滞缓发展的国产奶供给应该尽快调整，重拾国人对国产乳制品的信心和信任。

通过奶商指数的调查，反应了国人在不同年龄层、不同收入层等使用乳制品情况，以及不同人群对于乳品的认知和摄入量以及摄入不足的背后原因。这样的数据可以让乳品行业的发展更加贴近市场变化，让企业继续加大开发和引入符合中国老百姓需求的产品，丰富中国家庭餐桌上的乳制品；同时携手行业权威机构和合作伙伴，传递国际先进经验，切实开展乳品科普教育，为中国人的健康体质护航。

四、重点关注公司

伊利股份财务数据预测:

财务和估值数据摘要						
单位:百万元	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	588.57	875.18	1240.20	1543.92	1865.31	2195.36
增长率(%)	80.26%	48.70%	41.71%	24.49%	20.82%	17.69%
归属母公司股东净利润	50.86	78.27	90.49	141.01	174.49	211.52
增长率(%)	304.94%	53.90%	15.61%	55.83%	23.74%	21.22%
每股收益(EPS)	0.246	0.378	0.437	0.681	0.843	1.021
每股股利(DPS)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
每股经营现金流	0.486	0.757	0.951	0.100	2.582	0.532
销售毛利率	33.77%	30.98%	27.97%	27.20%	27.20%	27.20%
销售净利率	9.49%	9.68%	7.79%	9.75%	9.99%	10.29%
净资产收益率(ROE)	7.71%	10.61%	10.81%	14.42%	15.14%	15.51%
投入资本回报率(ROIC)	16.54%	10.51%	14.25%	16.21%	15.22%	21.61%
市盈率(P/E)	56.07	36.44	31.52	20.22	16.34	13.48
市净率(P/B)	4.32	3.87	3.41	2.92	2.47	2.09
股息率(分红/股价)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
报表预测						
利润表	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	588.57	875.18	1240.20	1543.92	1865.31	2195.36
减: 营业成本	389.82	604.09	893.26	1123.97	1357.95	1598.22
营业税金及附加	2.79	5.08	8.25	10.27	12.40	14.60
营业费用	87.16	123.78	155.61	193.72	234.04	275.45
管理费用	44.23	52.55	49.22	61.27	74.03	87.13
财务费用	2.49	0.45	-0.40	4.13	0.58	-5.89
资产减值损失	4.58	0.06	9.37	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	57.51	89.15	124.89	150.57	186.32	225.85
加: 其他非经营损益	6.98	11.39	-15.51	0.00	0.00	0.00
利润总额	64.49	100.54	109.37	150.57	186.32	225.85
减: 所得税	8.62	15.79	12.75	0.00	0.00	0.00
净利润	55.87	84.75	96.62	150.57	186.32	225.85
减: 少数股东损益	5.01	6.47	6.13	9.55	11.82	14.33
归属母公司股东净利润	50.86	78.27	90.49	141.01	174.49	211.52
资产负债表	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	25.76	-38.50	3.23	15.44	271.59	251.89
应收和预付款项	107.15	65.84	63.99	165.03	111.67	213.98
存货	131.72	121.92	129.60	271.52	213.10	357.26
其他流动资产	0.00	0.00	87.54	87.54	87.54	87.54
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	612.57	776.01	924.22	934.82	940.13	933.53
无形资产和开发支出	43.34	42.40	41.42	38.32	35.22	32.12
其他非流动资产	3.14	32.93	8.78	8.78	6.74	6.74
资产总计	923.68	1000.59	1258.79	1521.44	1665.98	1883.06
短期借款	30.00	0.00	20.00	143.29	0.00	0.00
应付和预收款项	150.95	189.75	287.49	276.29	377.80	369.03
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	51.31	27.49	17.22	17.22	17.22	17.22
负债合计	232.26	217.24	324.71	436.80	395.02	386.25
股本	103.56	103.56	103.56	103.56	103.56	103.56
资本公积	607.04	606.78	607.05	607.05	607.05	607.05
留存收益	-50.94	27.33	126.46	267.47	441.96	653.48
归属母公司股东权益	659.66	737.67	837.06	978.07	1152.57	1364.09
少数股东权益	31.77	45.68	97.01	106.57	118.39	132.72
股东权益合计	691.42	783.35	934.07	1084.64	1270.96	1496.81
负债和股东权益合计	923.68	1000.59	1258.79	1521.44	1665.98	1883.06
现金流量表	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营性现金净流量	100.74	156.74	197.00	20.64	534.67	110.22
投资性现金净流量	-13.41	-161.30	-204.72	-127.60	-134.66	-135.81
筹资性现金净流量	-6.20	-49.84	57.35	119.16	-143.86	5.89
现金流量净额	81.13	-54.40	49.63	12.21	256.15	-19.70

资料来源: wind、中航证券金融研究所

天润乳业财务数据预测:

财务和估值数据摘要						
单位:百万元	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	588.57	875.18	1240.20	1544.05	1922.34	2393.31
增长率(%)	80.26%	48.70%	41.71%	24.50%	24.50%	24.50%
归属母公司股东净利润	50.86	78.27	90.49	125.04	158.58	201.90
增长率(%)	304.94%	53.90%	15.61%	38.17%	26.83%	27.31%
每股收益(EPS)	0.246	0.378	0.437	0.604	0.766	0.975
每股股利(DPS)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
每股经营现金流	0.486	0.757	0.951	0.036	2.456	0.457
销售毛利率	33.77%	30.98%	27.97%	29.00%	29.00%	29.00%
销售净利率	9.49%	9.68%	7.79%	8.65%	8.81%	9.01%
净资产收益率(ROE)	7.71%	10.61%	10.81%	13.00%	14.15%	15.27%
投入资本回报率(ROIC)	16.91%	10.90%	13.77%	14.35%	13.92%	20.62%
市盈率(P/E)	57.09	37.10	32.09	23.22	18.31	14.38
市净率(P/B)	4.40	3.94	3.47	3.02	2.59	2.20
股息率(分红/股价)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
报表预测						
利润表						
	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	588.57	875.18	1240.20	1544.05	1922.34	2393.31
减: 营业成本	389.82	604.09	893.26	1096.27	1364.86	1699.25
营业税金及附加	2.79	5.08	8.25	10.27	12.78	15.91
营业费用	87.16	123.78	155.61	193.73	241.20	300.29
管理费用	44.23	52.55	49.22	61.28	76.29	94.98
财务费用	2.49	0.45	-0.40	4.49	1.44	-4.57
资产减值损失	4.58	0.06	9.37	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	57.51	89.15	124.89	178.01	225.77	287.44
加: 其他非经营损益	6.98	11.39	-15.51	0.00	0.00	0.00
利润总额	64.49	100.54	109.37	178.01	225.77	287.44
减: 所得税	8.62	15.79	12.75	44.50	56.44	71.86
净利润	55.87	84.75	96.62	133.51	169.33	215.58
减: 少数股东损益	5.01	6.47	6.13	8.47	10.74	13.68
归属母公司股东净利润	50.86	78.27	90.49	125.04	158.58	201.90
资产负债表						
	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	25.76	-38.50	3.23	15.44	227.15	178.66
应收和预付款项	107.15	65.84	63.99	162.36	119.45	231.41
存货	131.72	121.92	129.60	261.63	225.45	380.96
其他流动资产	0.00	0.00	87.54	87.54	87.54	87.54
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	612.57	776.01	924.22	934.83	944.13	949.01
无形资产和开发支出	43.34	42.40	41.42	38.32	35.22	32.12
其他非流动资产	3.14	32.93	8.78	8.78	6.74	6.74
资产总计	923.68	1000.59	1258.79	1508.90	1645.67	1866.43
短期借款	30.00	0.00	20.00	156.93	0.00	0.00
应付和预收款项	150.95	189.75	287.49	267.18	391.54	396.72
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	51.31	27.49	17.22	17.22	17.22	17.22
负债合计	232.26	217.24	324.71	441.32	408.76	413.94
股本	103.56	103.56	103.56	103.56	103.56	103.56
资本公积	607.04	606.78	607.05	607.05	607.05	607.05
留存收益	-50.94	27.33	126.46	251.49	410.08	611.98
归属母公司股东权益	659.66	737.67	837.06	962.10	1120.68	1322.58
少数股东权益	31.77	45.68	97.01	105.48	116.23	129.91
股东权益合计	691.42	783.35	934.07	1067.58	1236.91	1452.49
负债和股东权益合计	923.68	1000.59	1258.79	1508.90	1645.67	1866.43
现金流量表						
	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营性现金净流量	100.74	156.74	197.00	7.38	508.72	94.63
投资性现金净流量	-13.41	-161.30	-204.72	-127.61	-138.65	-147.69
筹资性现金净流量	-6.20	-49.84	57.35	132.44	-158.36	4.57
现金流量净额	81.13	-54.40	49.63	12.21	211.71	-48.49

资料来源: wind、中航证券金融研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。
持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。
卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

彭海兰，SAC 执业证书号：S0640517080001，中航证券金融研究所食品饮料行业分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：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的书面或口头承诺均为无效。

免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们根据的研究或分析。