

伊利蒙牛布局东南亚市场，两强逐鹿海外，国际化进程加速



东方证券
ORIENT SECURITIES

事件

- **伊利、蒙牛布局东南亚市场，国际化进程加速。**伊利发布公告，全资子公司收购泰国 THE CHOMTHANA COMPANY LIMITED 96.46%的股权，交易初始对价为 8056 万美元；11 月底，蒙牛印尼爪哇工厂正式投产。

核心观点

- **伊利收购泰国本土最大冰淇淋和冷冻食品分销企业，海外布局再下一城。**伊利本次收购的标的公司拥有超 37 年的行业经验，业务范围涵盖冰激凌、面包、甜点、饮料等，旗下产品供应泰国和 13 个周边国家。CHOMTHANA 具备相对完善的产业链布局，冷链仓储设施完备，自有冷链物流基本可实现泰国境内全覆盖。17 年标的公司分别实现收入和扣非后净利润 3438 万美元、37 万美元，18H1 收入和扣非后净利润分别达 1824 万美元、94 万美元。我们认为现阶段收购标的收入和利润规模较小，对增厚伊利业绩贡献不大，但对于伊利强化冷饮优势和海外布局意义重大：1) 对比伊利和蒙牛的冰淇淋业务，17 年伊利冰淇淋收入接近蒙牛的 2 倍，12 年至 17 年间，伊利、蒙牛冰淇淋收入 CAGR 分别为 1.4%、-4.5%。近年伊利的冰淇淋板块表现较蒙牛更胜一筹，公司本次收购有望进一步巩固优势；2) 伊利可借助其冷链仓储设施的优势切入泰国市场，实现资源协同；3) 东南亚地区人口密集，乳制品需求较为旺盛，消费升级空间巨大，泰国坐拥地理优势与多国接壤，伊利有望借机加速布局东南亚地区，加速全球织网计划，推进五强千亿目标。
- **蒙牛印尼工厂投产，两强海外逐鹿。**与此同时，蒙牛亦积极发力海外市场。11 月 29 日，蒙牛旗下的 YoyiC 工厂在印尼爪哇正式投产。作为中国乳业在东南亚建立的第一家工厂，蒙牛将借助印尼市场辐射东南亚，并以此为基础分步向非洲、拉丁美洲和欧美市场进军。随着海外扩张的加速，我们预计未来两强将加强对于海外资源和市场的竞争。在前期报告中我们曾指出，回顾国际乳业巨头发展历程，雀巢、达能、迪恩等均依托海外并购实现外延式增长，完成了业绩和估值的提升。我们判断随着国内乳企规模扩大，并购将是公司未来发展的一大重点方向，部分海外市场作为消费蓝海，有望贡献增量。
- **明年国内原奶价格有望温和上涨，但我们判断激烈的竞争格局下行业销售费用率仍将维持高位。**17 年蒙牛逐步确立了份额优先、抢占市场的战略，伊利紧跟其后，线上线下同步拦截，行业竞争有所加剧。从营销端看，为进一步打造品牌，蒙牛斥巨资赞助世界杯，伊利携手 2022 年北京冬奥会；从终端费用看，今年蒙牛、伊利均加大了常温、低温产品的促销力度。我们认为随着国内乳业下游需求回暖和奶牛存栏数持续减少，明年供需缺口有望缩小，奶价将进入温和上涨周期。但从两强的竞争战略看，双方争夺市场份额的意愿仍较为强烈，行业竞争较为激烈，预计销售费用率仍将处于高位。

投资建议与投资标的

- 随着伊利蒙牛加速布局海外市场，长期看两强收入有望保持稳健增长；目前行业竞争较为激烈，销售费用率仍处高位。建议关注市占率持续提升、品牌渠道营销等多方面具备明显优势的乳业龙头伊利股份(600887，未评级)；建议关注收入增长提速、结构升级、渠道改善的蒙牛乳业(2319，未评级)。

风险提示

- 海外市场收入不及预期风险，行业竞争加剧风险，食品安全风险。

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国/A 股

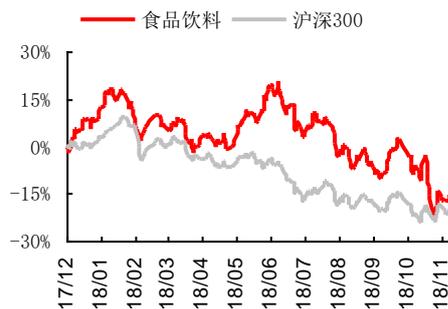
行业

食品饮料

报告发布日期

2018 年 12 月 04 日

行业表现



资料来源：WIND

证券分析师

肖婵

021-63325888*6078

xiaochan@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860512070002

叶书怀

021-63325888-3203

yeshuhuai@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860517090002

联系人

蔡琪

021-63325888-6079

caiqi@orientsec.com.cn

相关报告

食品饮料 10 月数据点评：国内生鲜乳价持续上行，社零及餐饮增速有所放缓	2018-12-03
食品饮料年度策略：白酒精选高低端两极品种，大众品把握升级机会紧跟龙头	2018-11-25
国内原奶供需缺口缩小，奶价有望温和上涨	2018-11-13

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管仍持有伊利股份(600887)股票达到相关上市公司已发行股份1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本研究报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必备措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

