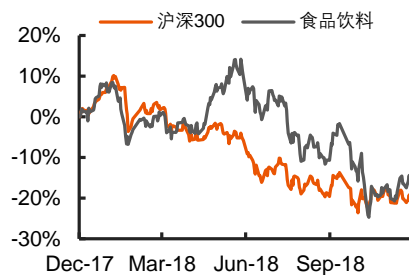


液奶行业专题报告

回顾液奶江湖变迁，辨析产业演化趋势

强于大市（维持）

行情走势图



相关研究报告

《行业年度策略报告*食品饮料*优选绝对龙头过冬，自下而上寻超额收益》
2018-12-11

《行业周报*食品饮料*克明、大北农牵手国资，有望逐步解除股质风险》
2018-12-09

《行业周报*食品饮料*乳业双强加码东南亚市场，国际化进程正提速》
2018-12-02

《行业周报*食品饮料*调味品展会反馈较为积极，大众品更具防御性》
2018-11-25

《行业专题报告*食品饮料*改革开放四十周年系列研究（食品饮料篇）：四十载乘风破浪，行业在变革中扬帆前行》
2018-11-23

证券分析师

文献 投资咨询资格编号
S1060511010014
0755-22627143
WENXIAN001@PINGAN.COM.CN

刘彪 投资咨询资格编号
S1060518070002
0755-33547353
LIUBIAO018@PINGAN.COM.CN

研究助理

蒋寅秋 一般从业资格编号
S1060117110064
0755-33547523
JIANGYINQIU660@PINGAN.COM.CN

何沛滨 一般从业资格编号
S1060118100014
0755-33547894
HEPEIBIN951@PINGAN.COM.CN

■ **15年为行业拐点，整体降速，分化明显：**15年以来，需求不佳致使销量增速放缓，原奶价格深跌引发持续价格战，行业整体增速从双位数下滑至个位数。分析20家具有较长历史数据的乳企，15年以前，龙头企业和中小乳企增速差异并不明显，16-17年行业出现显著分化，龙头增速继续保持快速增长，中小乳企降速明显。具体看，龙头抓住常温高端化机遇，规模稳健扩张；牧场型乳企缺乏营销能力，下游业务日渐式微；跨区域乳企发展迟缓，外埠扩张多遭遇阻力；小乳企表现两级分化，黑马凭借单品爆发突围；乳饮料大单品逐渐老化，饮料巨头承受压力。

■ **低温增速略快常温，品类表现有所差异：**低温奶顺应消费升级趋势，但增速大拐点尚未出现，观察14家乳企常温奶增速和10家乳企低温奶增速，11年以来，低温奶增速一直快于常温奶，但差距尚未有拉开的趋势。分品类看，常温酸奶快速崛起对冲基础产品衰退，UHT奶整体增长仍稳健，乳饮料遭受消费者“不健康、营养差”质疑，已出现衰退迹象，低温酸奶受外部因素压制，增速中枢略有回落，巴氏奶基数小&空间大，龙头正加速布局，16-17年增速领跑整个液奶细分大品类。

■ **行业格局重新洗牌，伊利正强势崛起：**液奶份额高度集中，少数龙头主导市场，伊利、蒙牛、光明、娃哈哈4家领先企业占据近70%的液奶市场。近4年，行业集中度未见提升，但格局正重新洗牌，伊利实现对蒙牛的弯道超车，市占率从13年22.7%提升至17年28.6%。常温龙头凭借独享高端红利&规模效应正加快收割份额，且两强差异也愈发明显，伊利常温市占率于14年反超蒙牛并持续拉开差距，格局有从双强并立向单寡头持续演变的趋势。低温奶竞争格局依然相对分散，区域乳企掌握地方优质奶源继续盘踞市场，低温酸奶因产品保质期更久及概念更丰富，格局演变速度快于低温整体。

■ **投资建议：**常温奶需求增速仍快，且龙头凭借独享高端红利&规模效应正加速收割份额，伊利强势崛起势不可挡，且竞争格局逐步优化有望持续提升盈利能力。低温奶虽受益消费升级趋势，但仍未迎来大拐点，且冷链、奶源限制下，行业格局演变慢且趋势难以判定。立足现在，展望未来，从产业演化的视角出发，常温奶龙头仍是最具确定性机会，推荐常温奶领先地位巩固、新业务逐渐发力、综合快消平台雏形显现的伊利股份。

■ **风险提示：**1、宏观经济疲软的风险：经济增速下滑，消费升级不达预期，导致消费端增速放缓；2、业绩不达预期的风险：当前食品饮料板块市场预期较高，存在销售数据或者业绩不达预期而造成业绩估值双杀的风险；3、重大食品安全事件的风险：消费者对食品安全问题尤为敏感，若发生重大食品安全事故，短期内消费者对某个品牌、品类乃至整个子行业信心降至冰点且信心重塑需要很长一段时间，从而造成业绩不达预期；4、市场系统性风险等。

股票名称	股票代码	股票价格		EPS			P/E			评级	
		2018-12-14	2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E		2020E
伊利股份	600887	23.29	0.99	1.04	1.22	1.49	23.6	22.3	19.0	15.6	强烈推荐

正文目录

一、	15 年为行业拐点，整体降速，分化明显	6
1.1	行业增速降挡，龙头后劲仍足	6
1.2	常温高端化成龙头增长引擎，液奶规模持续稳健扩张	7
1.3	牧场型乳企不谙营销，液奶业务日渐式微	8
1.4	跨区域乳企发展迟缓，外埠扩张多遭遇阻力	10
1.5	小乳企表现两级分化，乳饮料巨头随产品周期变化	12
二、	低温增速略快常温，品类表现有所差异	13
2.1	低温奶增速持续快于常温奶，但两者差异并不明显	13
2.2	常温奶：UHT 奶稳健增长，乳饮料出现衰退迹象	14
2.3	低温奶：低温酸奶增速略回落，龙头日益重视巴氏奶	15
三、	行业格局重新洗牌，伊利正强势崛起	16
3.1	液奶份额高度集中，伊利实现弯道超车	16
3.2	常温：份额加速向龙头集中，单寡头趋势愈加明显	17
3.3	低温：竞争格局相对分散，区域乳企继续盘踞	18
四、	投资建议	19
五、	风险提示	19

图表目录

图表 1	近十余年，液态奶行业增速变化	6
图表 2	中国液态奶企业梯队构成	7
图表 3	主要乳企液奶收入规模	7
图表 4	16-17 年乳企液奶增速出现较大分化	7
图表 5	伊利、蒙牛近 10 年液态奶收入变化	8
图表 6	伊利、蒙牛近 5 年液态奶收入变化	8
图表 7	部分高端新品规模实现爆发式增长	8
图表 8	14 年 3 月触顶后，原奶价格出现大跌	9
图表 9	3 家牧场企业液奶业务在 15-16 年快速扩张	9
图表 10	3 家牧场企业液奶消化原奶占比较高	9
图表 11	辉山乳业液奶收入构成(2016 财年)	9
图表 12	现代、圣牧产品均价远高伊利	9
图表 13	14 年以来，现代、圣牧应收账款快速增长	10
图表 14	16-17 年现代、圣牧液奶利润率为负	10
图表 15	3 家跨区域乳企液奶收入增长乏力	10
图表 16	3 家跨区域乳企液奶销量变化	10
图表 17	光明常温奶规模变化	11
图表 18	光明低温奶规模变化	11
图表 19	光明华东市场市占率变化	11
图表 20	光明全国市场市占率变化	11
图表 21	三元北京以外市场拓展缓慢	12
图表 22	三元液奶吨成本高于其他竞争者(2017)	12
图表 23	低温产品为新希望增长主要推动力	12
图表 24	新希望收入区域构成	12
图表 25	部分小乳企凭借明星单品成长(单位：亿元)	13
图表 26	部分乳企液奶增速较缓慢(单位：百万元)	13
图表 27	营养快线销售额快速下滑	13
图表 28	旺仔牛奶规模出现萎缩	13
图表 29	16-17 年低温奶终端增速快于常温奶	14
图表 30	11 年以来，乳企低温奶增速持续快于常温奶	14
图表 31	15-17 年 UHT 奶增速略有回落	14
图表 32	常温酸奶规模快速扩容	14
图表 33	15-17 年，乳饮料收入增速出现大幅回落	15

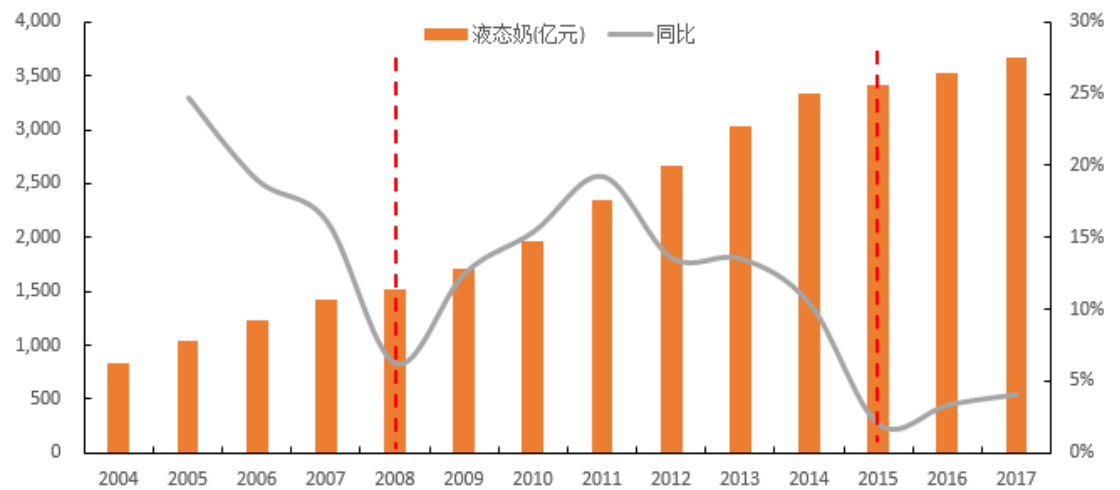
图表 34	参照新希望，乳饮料吨价远低于其他常温产品	15
图表 35	低温酸奶增长稳健，增速中枢略下滑	15
图表 36	15 年以来，巴氏奶在液态奶占比逐年提升	16
图表 37	巴氏奶收入保持较快增长速度	16
图表 38	近 4 年，液奶 CR4 未见提升，格局重新洗牌	16
图表 39	伊利、蒙牛常温液奶市占率变化	17
图表 40	伊利常温奶市占率遥遥领先(2017)	17
图表 41	蒙牛明星+机会品牌占比逐年提升	17
图表 42	伊利重点产品占比波动提升	17
图表 43	伊利液奶吨成本低于其他大中型乳企	18
图表 44	蒙牛生产基地位置分布图(2017)	18
图表 45	低温奶市占率变化	18
图表 46	低温酸奶市占率变化	18
图表 47	估算各家乳企低温奶收入占液态奶比重	19
图表 48	区域乳企自有牧场供奶比例较高	19

一、15 年为行业拐点，整体降速，分化明显

1.1 行业增速降挡，龙头后劲仍足

15 年为液奶行业重要拐点，整体增速下台阶。纵观液态奶市场近十余年的发展历程，可大致分为三个阶段：1) 08 年以前，渠道渗透&需求释放，行业常年保持 20%以上的高速增长；2) 08 年三聚氰胺事件爆发，消费者信心受挫导致销量增速有所放缓，但持续的城镇化&消费升级仍使液态奶行业保持较快增速，年增长率基本在 10%以上，仅 2008 年因三聚氰胺事件而导致增速大幅滑坡；3) 15 年以来，需求不佳致使销量增速放缓，原奶价格深跌引发的持续价格战导致均价提升乏力，行业整体表现低迷，增速下滑至小个位数。

图表1 近十余年，液态奶行业增速变化



注：液态奶口径取自即饮奶和酸奶的合计值

资料来源：Euromonitor，平安证券研究所

两极分化愈发明显，龙头后劲十足，中小乳企停滞不前。中国液奶企业可简单分为四个梯队，第一梯队为全国化龙头，如伊利、蒙牛，液奶收入规模在 500 亿元以上，品牌影响力高，渠道下沉至乡镇层级，具备较强的新品研发和推广能力；第二梯队为跨区域品牌，液奶规模在 30-150 亿元，如光明、新希望、三元等，在根据地市场拥有较高的市场份额，并将业务延伸至其他区域，拥有跨区域的品牌、渠道基础；第三梯队为省级龙头，液奶规模在 10-30 亿元，如完达山、燕塘等，业务聚焦于省内，产品线完备，并有区域特色大单品，具有较好的群众基础；第四梯队为区域小品牌，液奶规模在 2-10 亿元，如菊乐、庄园、麦趣尔等，基本在产地范围销售，市场影响力较弱，产品线相对单一。

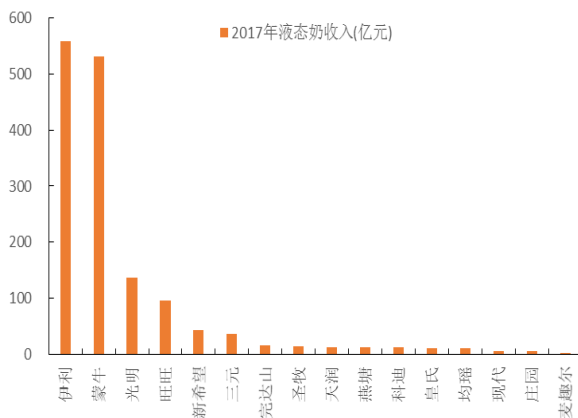
通过分析 20 家具有较长历史数据的乳企，我们发现在 15 年以前，龙头企业和中小乳企的液奶增速差异并不明显，13-15 年整体乳企液奶增速分别为 17%、13%、4%，龙头(伊利&蒙牛)增速为 16%、14%、6%，中小乳企液奶增速分别为 18%、12%、2%。16-17 年行业出现明显分化，整体乳企液奶增速降至 5%、9%，龙头增速继续保持快速增长，16-17 年分别为 8%、11%，中小乳企降速明显，16-17 年分别为-3%、2%，中小乳企与龙头增速差异明显扩大。

图表2 中国液态奶企业梯队构成



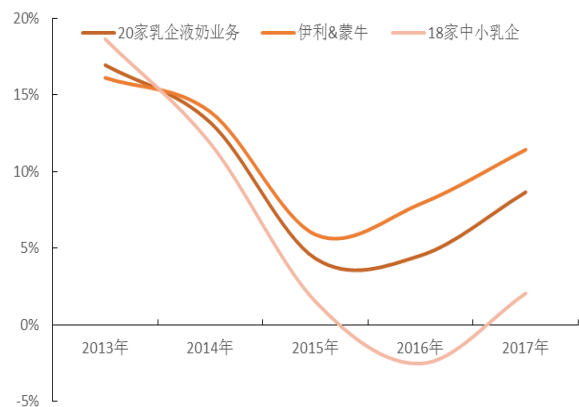
资料来源：公司网站，平安证券研究所

图表3 主要乳企液奶收入规模



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表4 16-17年乳企液奶增速出现较大分化



注：因数据可得性差异，不同年份样本略有调整

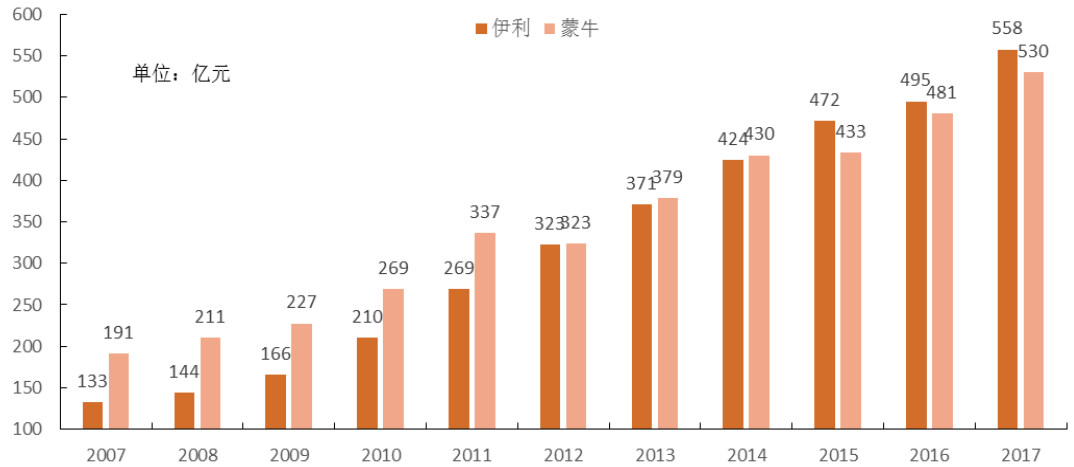
资料来源：公司公告，平安证券研究所

1.2 常温高端化成龙头增长引擎，液奶规模持续稳健扩张

人均收入持续提升背景下，液奶行业出现愈加明显的消费升级趋势，消费者对“健康”、“有机”等概念的热衷加速了产品结构变化，高端白奶、常温酸奶、常温乳酸菌为代表的高端产品容量快速扩容，而口味奶、功能奶以及基础奶的竞争力逐步下降。

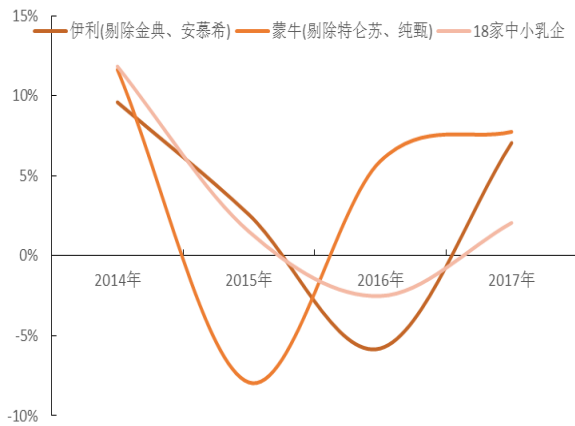
15年以来，伊利、蒙牛液态奶继续保持稳健增长，逐渐与行业增速拉大差距，核心原因在于龙头抓住了常温奶高端化的历史机遇，凭借敏锐的市场感知力和品牌、渠道、资本优势大力开拓高端白奶、常温酸奶市场，依靠特仑苏、金典、安慕希、纯甄等高端产品的爆发式增长拉动液奶收入保持稳健增长，如安慕希13年推出，17年已达到100亿以上规模。我们剔除部分高端大单品观察龙头液奶业务发展情况，发现伊利、蒙牛液态奶增速与中小乳企增速大致吻合，并无较明显差异。

图表5 伊利、蒙牛近 10 年液态奶收入变化



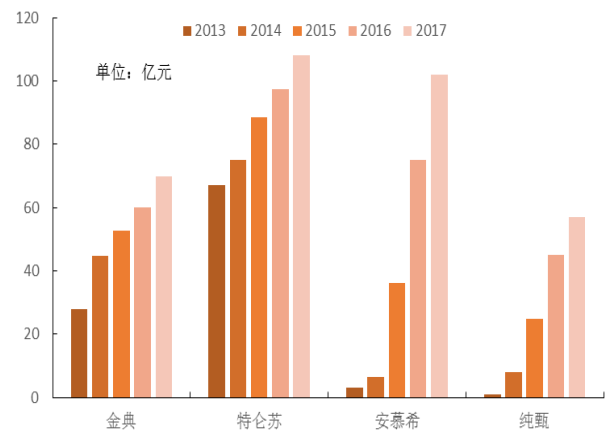
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表6 伊利、蒙牛近 5 年液态奶收入变化



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表7 部分高端新品规模实现爆发式增长

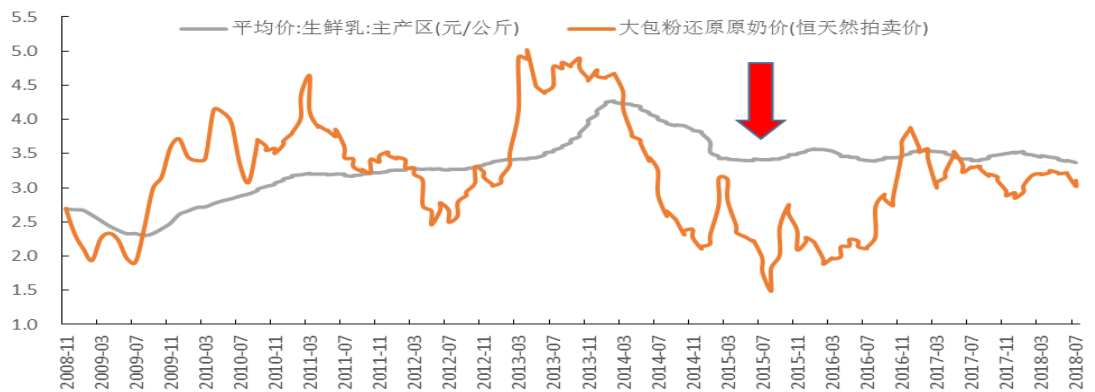


资料来源：平安证券研究所估算

1.3 牧场型乳企不谙营销，液奶业务日渐式微

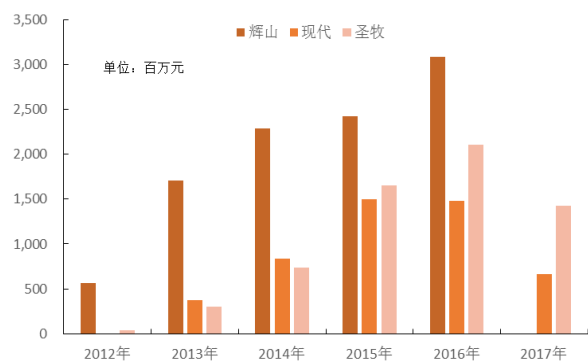
原奶供过于求，牧场开拓下游业务。08 年三聚氰胺事件严重冲击奶牛养殖业，小型牧场和散户被逐渐淘汰出局，大型牧场受益政府扶持及奶价持续回升，牛群保持加速扩张步伐。随着 14 年乳品消费出现疲软态势、生鲜乳产能逐渐提升及廉价进口大包粉冲击，生鲜乳进入供过于求的阶段，价格在 14 年 3 月触顶后出现大跌，大型牧场出于消化过剩原奶的目的，发力下游液态奶业务。观察辉山、现代、圣牧三家上游牧场企业，液奶业务多在 14-16 年间高速扩张，16 年液奶收入规模分别达到 31、15、21 亿元，下游业务消化原奶量占比分别高达 68.9%、15.3%、43.4%。

图表8 14年3月触顶后，原奶价格出现大跌



资料来源: Wind, 平安证券研究所

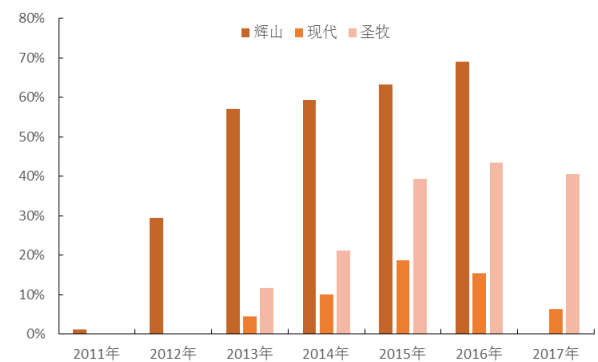
图表9 3家牧场企业液奶业务在15-16年快速扩张



注: 辉山乳业采用财年口径

资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表10 3家牧场企业液奶消化原奶占比较高

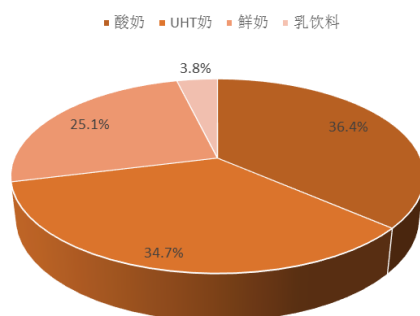


注: 辉山乳业采用财年口径

资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

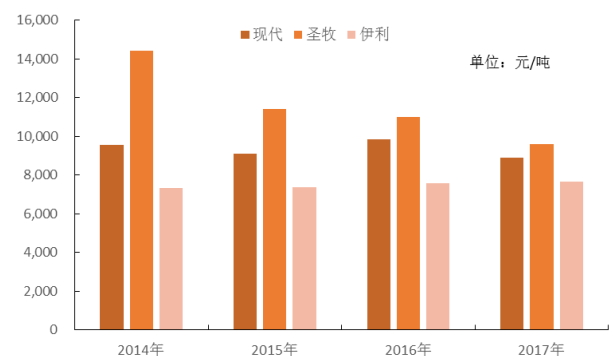
辉山发力低温市场，圣牧、现代开拓高端白奶。自2010年涉足液态奶市场以来，辉山依托全自供牧场资源优势及东北区位优势，着力拓展区域低温奶市场，2015年辉山液奶在东北地区的市占率已高达21.9%，低温酸奶市占率为33.0%，巴氏奶市占率更是高达39.5%。圣牧在乌兰布和沙漠开创了世界唯一的沙漠有机产业体系，牧场获得欧盟有机标准认证，现代旗下均为万头牧场，原奶质量位居中国最前列，二者凭借极优质的奶源建立壁垒，主攻高端白奶市场。从产品均价看，圣牧、现代17年平均售价分别为0.96、0.89万元/吨，均远高于伊利0.77万元/吨的水平。

图表11 辉山乳业液奶收入构成(2016财年)



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

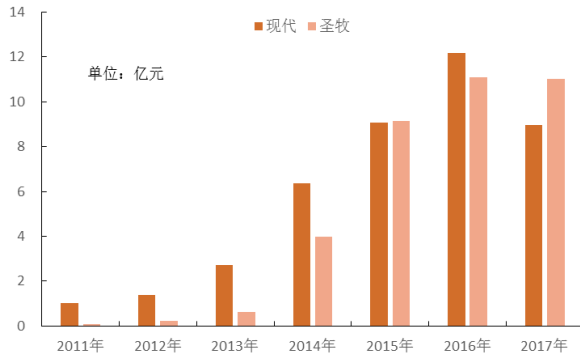
图表12 现代、圣牧产品均价远高伊利



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

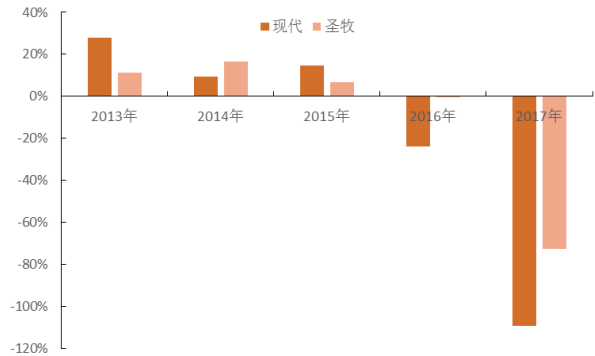
缺乏营销能力，牧场型乳企亏损严重。上游牧场企业进军液态奶多是迫于原奶滞销的压力，对下游品牌营销及渠道管控并不精通。因此，牧场型乳企多采取给予经销商更大利润空间及货款账期的方式推动扩张，14年-16年现代、圣牧应收账款及票据金额持续攀升。17年开始，牧场型乳企开始调整液奶发展策略，现代将液奶业务交由蒙牛接管，并计提近5亿应收账款减值，圣牧降低渠道费用支持，并在17年、1H18分别计提6.5、5亿应收账款及其他应收款减值，导致当期收入下降、严重亏损。

图表13 14年以来，现代、圣牧应收账款快速增长



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表14 16-17年现代、圣牧液奶利润率为负



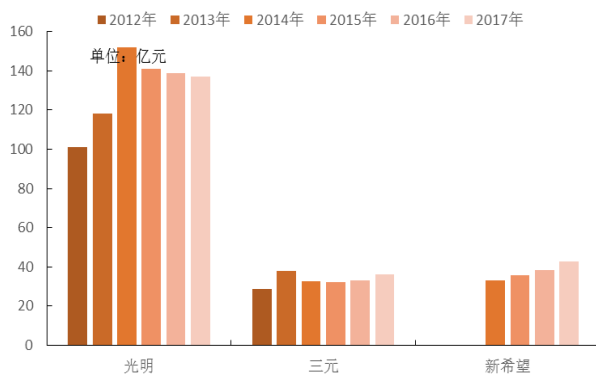
资料来源：公司公告，平安证券研究所

1.4 跨区域乳企发展迟缓，外埠扩张多遭遇阻力

成长遭遇瓶颈，收入增长乏力。观察3家液奶规模在30亿以上的跨区域乳企，多出现增长乏力的现象，三元、光明分别在13年、14年创出38亿、152亿收入后一直徘徊不前，仅新希望凭借低温业务保持较稳定增长。15-17年3家公司合计液奶收入同比仅-4.0%、+0.6%、+2.7%。从液奶销量来看，3家公司均保持持续增长的势头，光明销量从14年120万吨增至17年144万吨，但吨价从14年1.26万元降至17年0.96万元，三元、新希望在吨价基本稳定情况下销量分别从14年43、42万吨增至17年46、50万吨。

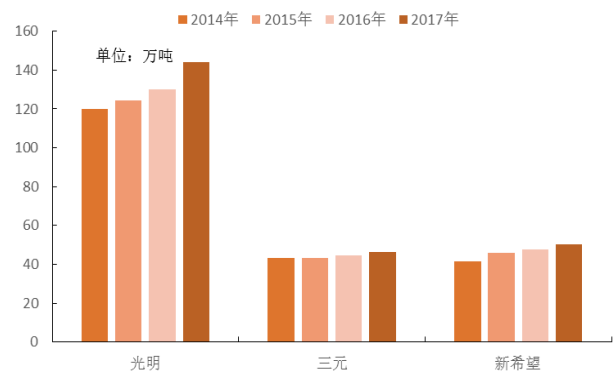
跨区域乳企成长遭遇瓶颈的原因大同小异，主要是常温全国化窗口已经关闭，外埠薄弱市场受到龙头强势挤压，低温奶饮用习惯在内陆地区尚未形成，且遭遇拥有奶源、渠道优势的区域内乳企的顽强抵抗，从而导致跨区域乳企发展缓慢。

图表15 3家跨区域乳企液奶收入增长乏力



资料来源：公司公告，平安证券研究所

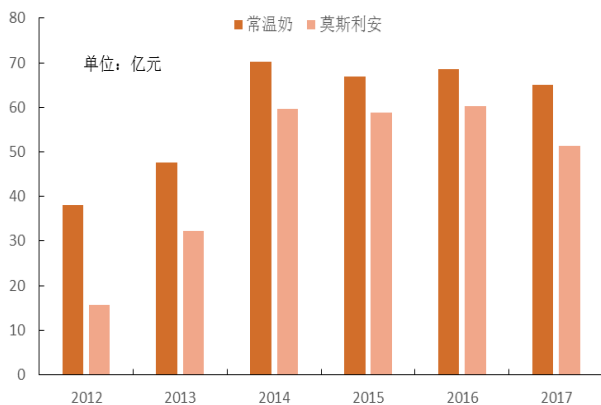
图表16 3家跨区域乳企液奶销量变化



资料来源：公司公告，平安证券研究所

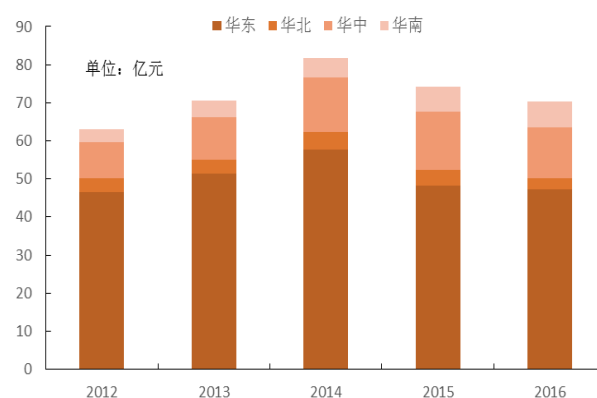
光明：核心区域仍巩固，外埠市场遭遇挑战。2014年以前，光明借助常温酸奶莫斯利安开启常温全国化进程，并着力开拓华东、华中、华南低温市场，但随着伊利、蒙牛跟进常温酸奶，莫斯利安增长逐渐乏力，而低温奶异地扩张效果不佳，15-16年逐渐调整收缩。从全国市占率看，光明新鲜牛奶占比近半，新鲜酸奶、常温酸奶均在10%以上，但各品类产品在全国市场市占率均在持续下降，常温酸奶降幅明显。若观察华东核心市场，光明竞争优势仍十分明显，新鲜牛奶市占率高达70%以上，常温酸奶、新鲜酸奶市占率分别在30%、20%以上。

图表17 光明常温奶规模变化



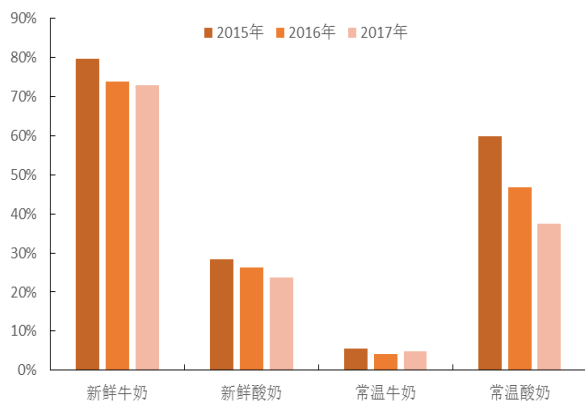
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表18 光明低温奶规模变化



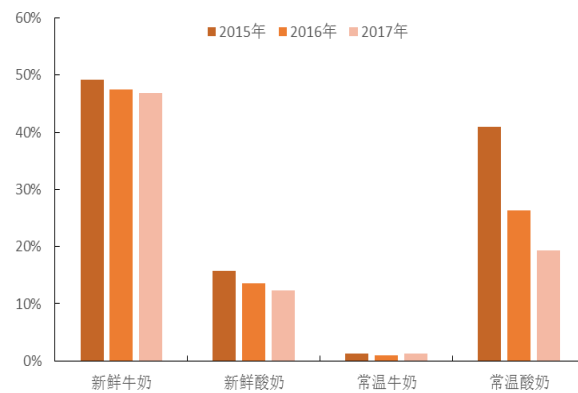
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表19 光明华东市场市占率变化



资料来源：公司公告，平安证券研究所

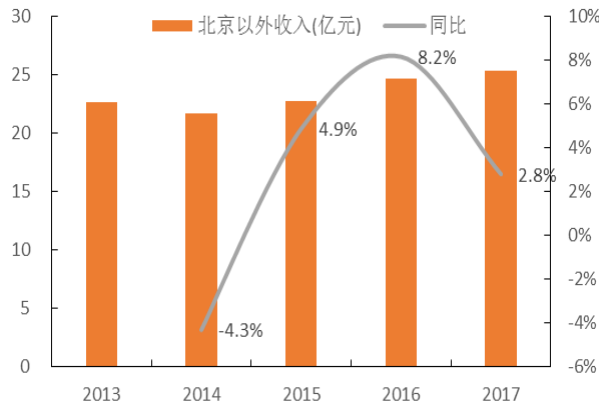
图表20 光明全国市场市占率变化



资料来源：公司公告，平安证券研究所

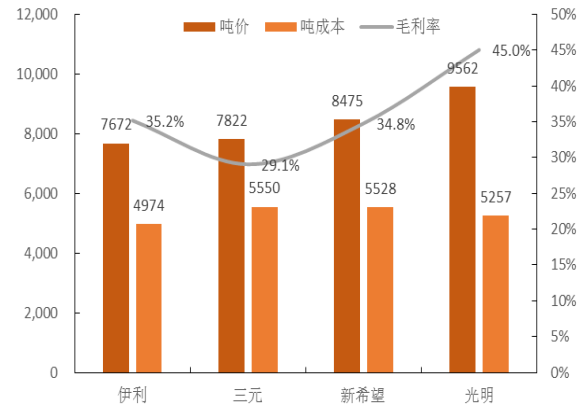
三元：异地扩张步伐缓慢，生产成本高于同业。三元销售网络覆盖北京及上海、深圳、福州、天津、太原等50多个省市，主要销售区域目前仍以北京为主，京外市场以河北为主，其中低温奶在北京市场的占有率约为50%。因三元长期缺乏明星单品及生产成本高，北京大本营受到进口奶和伊利、蒙牛等龙头冲击，异地市场也遭遇当地乳企的顽强对抗，扩张步伐缓慢。从成本端看，17年三元液奶吨价为7,822元，略高于龙头伊利7,672元，但三元吨成本高达5,550元，不仅高于伊利4,974元，也高于新希望、光明等低温为主的跨区域乳企，较高的生产成本限制了三元的盈利能力及扩张能力。

图表21 三元北京以外市场拓展缓慢



资料来源：公司公告，平安证券研究所

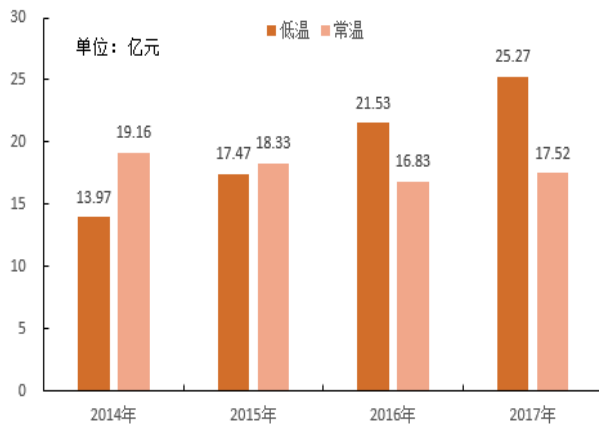
图表22 三元液奶吨成本高于其他竞争者(2017)



资料来源：公司公告，平安证券研究所

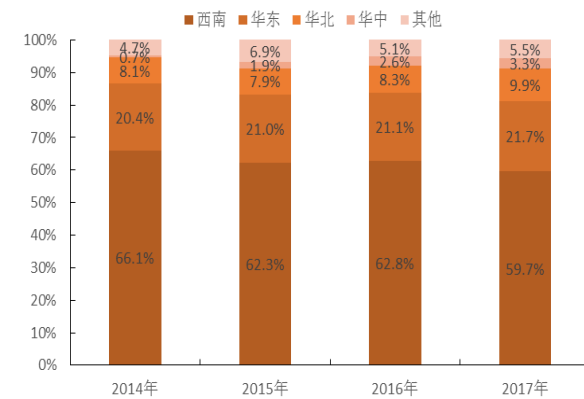
新希望：立足西南，低温战略卓有成效。新希望乳业早期以并购策略扩张，2002年以来，逐步收购了西南地区的四川乳业、西昌三牧、昆明雪兰、云南蝶泉、昆明海子、七彩云，华东地区的杭州双峰、安徽白帝、苏州双喜，华北地区的河北天香、青岛琴牌、朝日乳业以及华中地区的湖南南山，但因整合难度较大，曾陷入亏损泥潭。近年来，新希望坚持低温战略，低温奶快速上规模，从14年14.0亿元增至17年25.3亿元，常温奶略有萎缩，从14年19.2亿元降至17年17.5亿元。从区域看，西南地位为公司主要收入来源，17年收入贡献高达59.7%，华东、华北、华中持续开拓，收入占比缓慢提升。

图表23 低温产品为新希望增长主要推动力



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表24 新希望收入区域构成

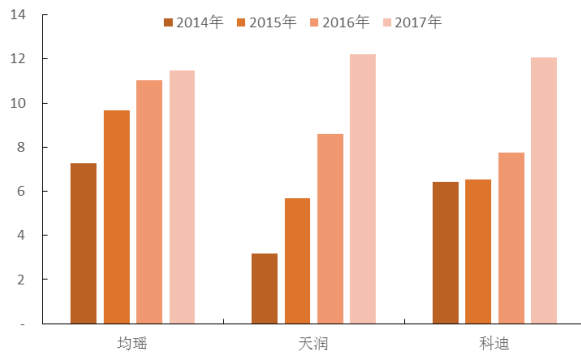


资料来源：公司公告，平安证券研究所

1.5 小乳企表现两级分化，乳饮料巨头随产品周期变化

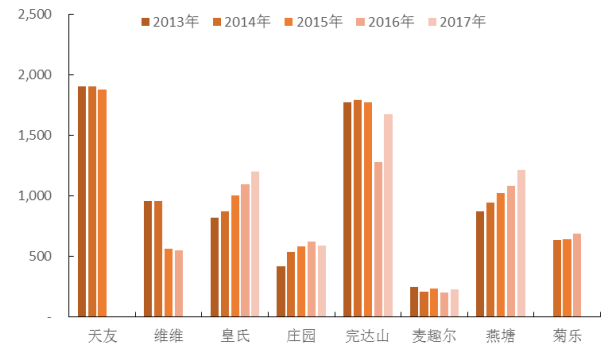
小乳企表现分化，黑马凭借单品爆发突围。观察燕塘、天润等11家乳企液奶业务，因业务规模均在20亿以下，基数小导致波动性大，且个性化因素影响强，表现分化严重。均瑶、天润、科迪分别凭借“味动力”、“爱克林”、“小白奶”等明星产品实现快速发展，液奶成功突破10亿元门槛，天友、维维、皇氏、庄园、完达山、麦趣尔、燕塘、菊乐等小乳企发展相对缓慢。

图表25 部分小乳企凭借明星单品成长(单位:亿元)



资料来源:公司公告,平安证券研究所

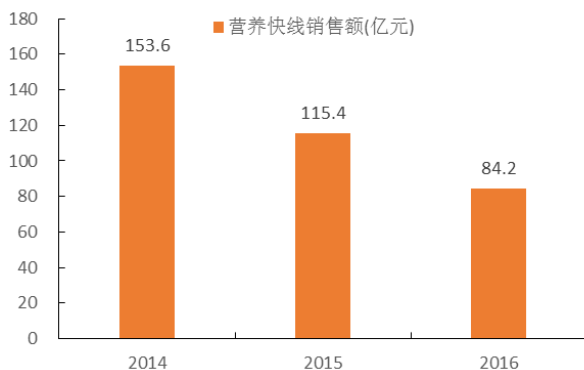
图表26 部分乳企液奶增速较缓慢(单位:百万元)



资料来源:公司公告,平安证券研究所

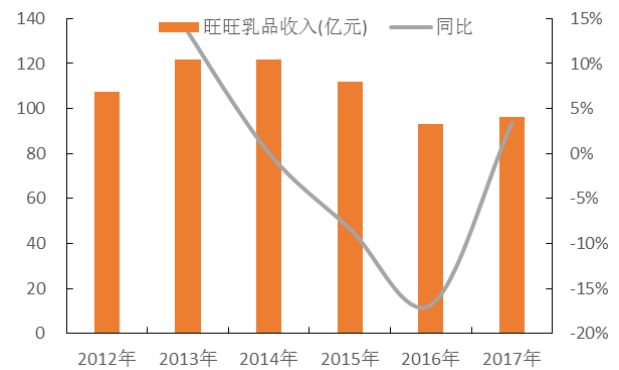
大单品逐渐老化,乳饮料巨头承受压力。伴随消费升级不断推进,乳饮料遭受风味奶、酸奶等的可替代挤压,且受产品生命周期变化影响,营养快线、旺仔牛奶等曾百亿规模超级单品销售额均开始逐渐萎缩,营养快线从13年200亿元销售额跌至16年84亿元,旺旺乳品收入从13年122亿元跌至17年96亿元,乳饮料巨头承受较大压力。

图表27 营养快线销售额快速下滑



资料来源:Euromonitor,平安证券研究所

图表28 旺仔牛奶规模出现萎缩



注:因会计期调整,17年数据为17/18财年

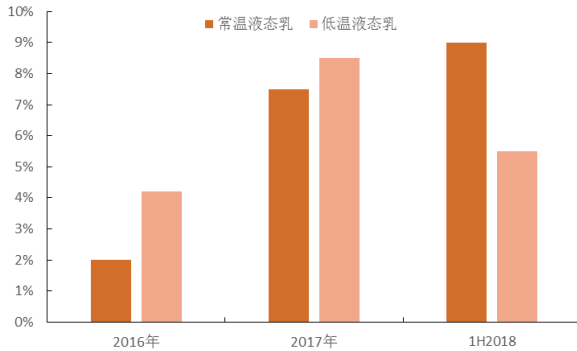
资料来源:公司公告,平安证券研究所

二、低温增速略快常温,品类表现有所差异

2.1 低温奶增速持续快于常温奶,但两者差异并不明显

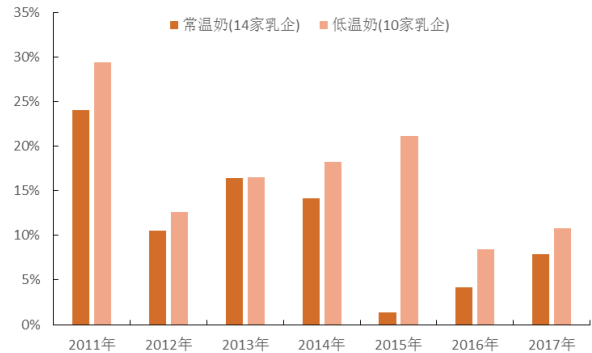
与常温奶相比,低温奶采取巴氏杀菌法,可最大限度地保留牛奶的营养成分和纯天然风味,但保质期短、需冷链保存及运输、价格偏贵。随着人均收入提升及冷链日趋完善,低温奶需求正缓慢释放,长期保持略快于常温奶的增速。观察14家乳企常温奶增速和10家乳企低温奶增速,11年以来,低温奶增速一直快于常温奶,但差距尚未有拉开的趋势,13-17年低温奶增速分别为17%、18%、21%(15年因蒙牛完全并表达能低温业务等个性化因素导致增速波动大)、8%、11%,同期常温奶增速分别为16%、14%、1%、4%、8%。尼尔森数据也显示低温奶终端增速好于常温奶,16-17年低温奶分别同比+4.2%、+8.5%,好于常温奶同期+2.0%、+7.5%水平。

图表29 16-17年低温奶终端增速快于常温奶



资料来源：尼尔森，平安证券研究所

图表30 11年以来，乳企低温奶增速持续快于常温奶



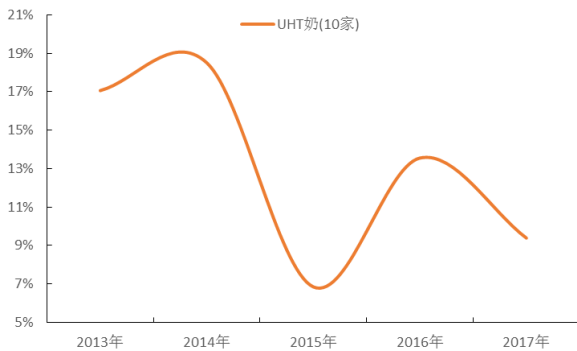
注：伊利历年数据为估算，其他乳企因数据可得性差异，不同年份样本略有调整

资料来源：公司公告，平安证券研究所

2.2 常温奶：UHT 奶稳健增长，乳饮料出现衰退迹象

得益于常温酸奶崛起，UHT 奶整体增长仍稳健。光明开创常温酸奶品类，莫斯利安大放异彩，伊利、蒙牛均在 2013 年跟进，推出安慕希、纯甄等产品。龙头共同培育市场下，常温酸奶规模快速扩容，从 13 年仅 30 多亿扩大至 17 年 200 多亿。UHT 奶虽受基础产品衰退影响，但得益于常温酸奶快速崛起，整体增速仍表现稳健。观察 10 家乳企 UHT 奶收入增速，15-17 年增速分别为 6.8%、13.5%、9.4%，较 13-14 年 17.1%、18.5%有所回落，但仍维持较好增长。

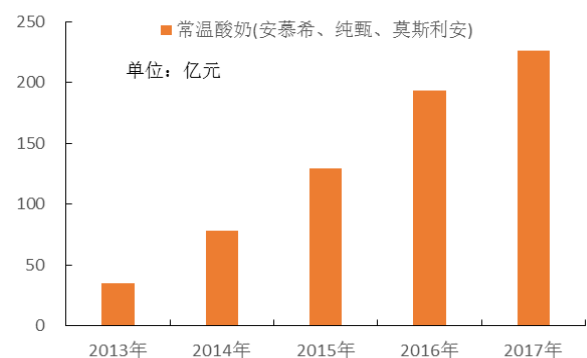
图表31 15-17年UHT奶增速略有回落



注：伊利历年数据为估算，其他乳企因数据可得性差异，不同年份样本略有调整

资料来源：公司公告，平安证券研究所

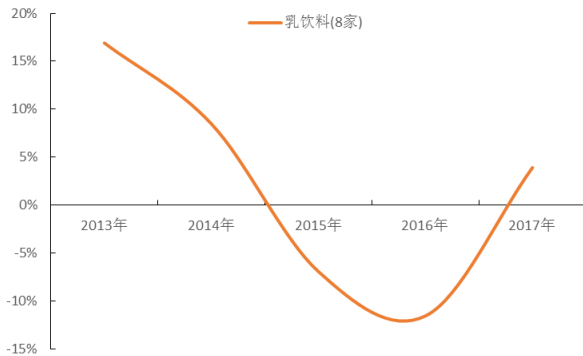
图表32 常温酸奶规模快速扩容



资料来源：公司公告，平安证券研究所

消费者健康意识提升，乳饮料承受压力。在人均收入较低的阶段，乳饮料凭借较低的价格迎来黄金发展期，优酸乳、酸酸乳、旺仔牛奶、营养快线等明星大单品在这一阶段层出不穷。但随着辨别能力提升，消费者追求更天然、更简单、营养的产品，乳饮料因营养含量低、糖含量高且配料复杂，正逐步淡出消费者的选择。观察 8 家乳企乳饮料业务，自 13 年以来增速逐渐下滑，15-16 年降至负增长，分别同比-6.9%、-11.6%，17 年因液奶行业性回暖而实现 3.9%的增长。

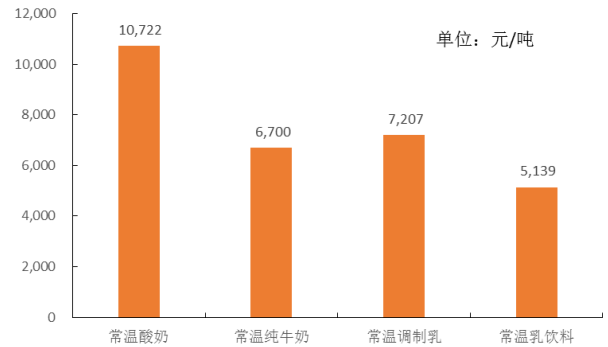
图表33 15-17年，乳饮料收入增速出现大幅回落



注：伊利历年数据为估算，其他乳企因数据可得性差异，不同年份样本略有调整

资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表34 参照新希望，乳饮料吨价远低于其他常温产品



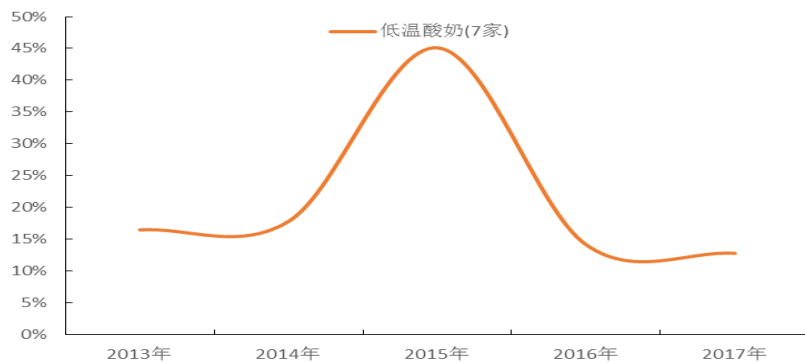
注：数据取自2017年

资料来源：公司公告，平安证券研究所

2.3 低温奶：低温酸奶增速略回落，龙头日益重视巴氏奶

低温酸奶顺应消费升级，但外部因素压制增速。低温酸奶富含乳酸菌，可以维护肠道菌群生态平衡，提高人体免疫功能，功能性强于常温酸奶和白奶，顺应了更健康的消费趋势。但受制于冷链条件不完善，销售范围受到限制，低温酸奶多被消费于一二线城市，且近年常温酸奶的崛起也对低温酸奶扩张形成一定的压制。观察7家乳企低温酸奶收入增速，13-17年增速多在12%-18%区间，增速中枢略有下降，仅15年因蒙牛完全并表达能低温业务、伊利发力低温奶等个性化因素而表现出超高增速。

图表35 低温酸奶增长稳健，增速中枢略下滑



注：伊利历年数据为估算，其他乳企因数据可得性差异，不同年份样本略有调整

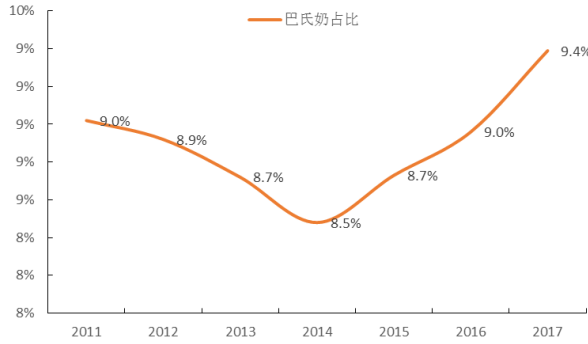
资料来源：公司公告，平安证券研究所

巴氏奶基数小&空间大，龙头正加速布局。巴氏奶保质期在7天以内，远少于低温酸奶14-21天的保质期，更短的保质期提升对乳企供应链能力和渠道操作能力的要求。在冷链环境不完善的背景下，巴氏奶在过去20年可谓发展最慢的液态奶品种，市场集中于上海、江苏、北京等少数发达省市，所占液态奶市场份额也由2001年的约45%不断萎缩到2017年的9%。但长期看，巴氏奶凭借较高的营养价值，仍是液奶消费升级的主要方向，美国、日本、新西兰等发达国家巴士鲜奶消费占比均在90%以上，虽中国牧场资源分布不均匀限制奶源供给，但巴氏奶仍有翻倍以上空间。

近年来，随着冷链基础设施逐步完善&消费者对新鲜、营养食品的需求提升，巴氏奶市场正重新焕发活力，龙头对巴氏奶市场也愈发重视，17年蒙牛成立巴氏奶事业部，并推出“新鲜严选”、“每日鲜

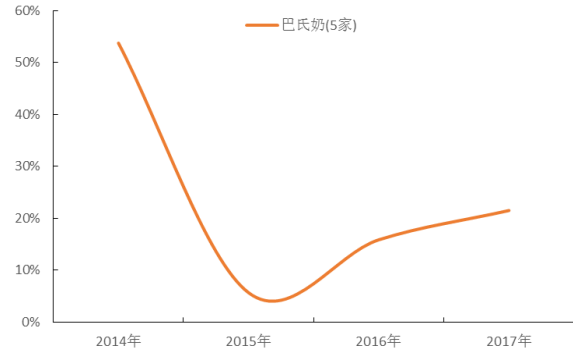
语”、“新鲜工厂”三个子品牌，18年鲜奶事业部实现73%的高增长；伊利巴氏鲜奶品牌“百格特”也已经在哈尔滨开始运营。观察5家乳企巴氏奶收入增速，16-17年收入增速分别为16%、21%，领跑整个液奶细分品类。

图表36 15年以来，巴氏奶在液态奶占比逐年提升



资料来源：Euromonitor，平安证券研究所

图表37 巴氏奶收入保持较快增长速度



注：因数据可得性差异，不同年份样本略有调整

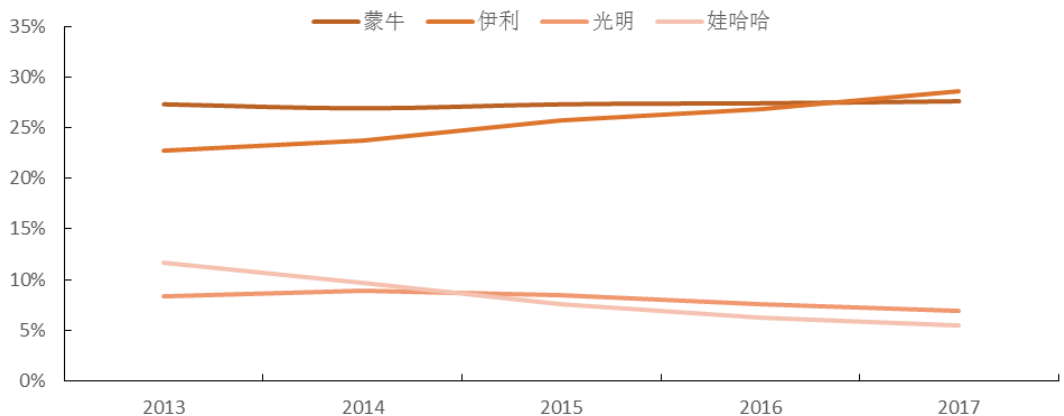
资料来源：公司公告，平安证券研究所

三、行业格局重新洗牌，伊利正强势崛起

3.1 液奶份额高度集中，伊利实现弯道超车

根据尼尔森数据，液奶市场份额高度集中，少数龙头主导市场，伊利、蒙牛、光明、娃哈哈4家领先企业占据近70%的液奶市场。行业整体集中度提升的趋势在过去4年并未延续，CR4市占率从13年70%略降至17年68.6%，但格局正重新洗牌，伊利实现对蒙牛的弯道超车，市占率从13年22.7%提升至17年28.6%，蒙牛市占率基本保持平稳，从13年27.3%略升至17年27.6%，光明、娃哈哈市占率均出现下滑，分别从13年8.3%、11.7%下滑至17年6.9%、5.5%。

图表38 近4年，液奶CR4未见提升，格局重新洗牌

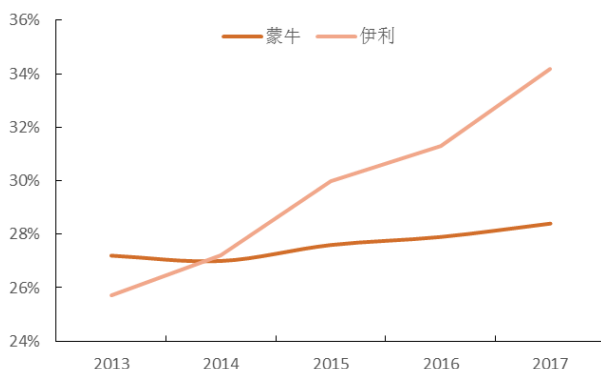


资料来源：尼尔森，平安证券研究所

3.2 常温：份额加速向龙头集中，单寡头趋势愈加明显

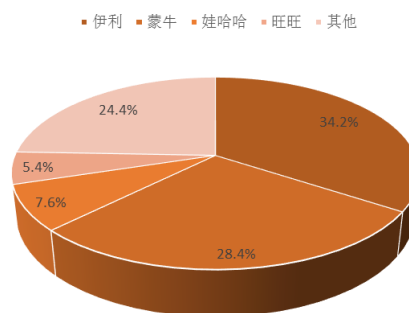
近4年，龙头持续挤压其他乳企份额，常温奶CR2从13年52.9%提升至17年62.6%，且份额收割速度呈加快趋势。在伊利、蒙牛两强内，份额差异也愈加明显，伊利常温市占率于14年反超蒙牛并持续拉开差距，17年伊利常温市占率高达34.2%，领先蒙牛5.8 pcts，格局有从双强并立向单寡头持续演变的趋势。

图表39 伊利、蒙牛常温液奶市占率变化



资料来源：尼尔森，平安证券研究所

图表40 伊利常温奶市占率遥遥领先(2017)

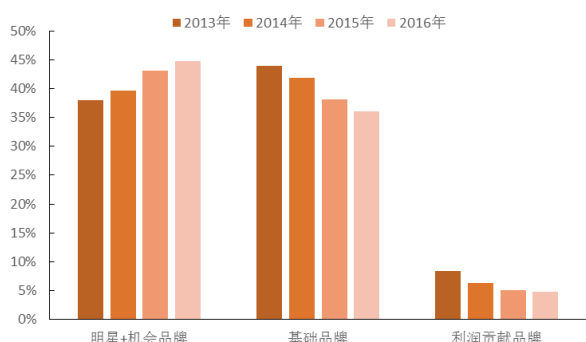


资料来源：尼尔森，平安证券研究所

常温龙头挤压式增长源自独享高端红利&规模效应：

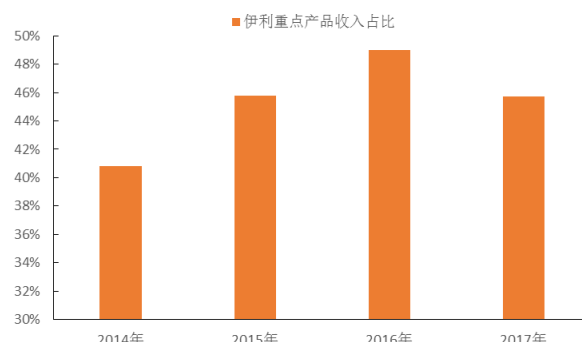
1) 高端化：顺应消费升级浪潮，高端奶正逐渐替代基础产品。与普通奶相比，高端奶对企业品牌、渠道、研发、奶源提出了更高的要求，从而限制了参与的玩家数量。从近年培育成功的常温大单品来看，主要是由龙头企业所引领，高端市场发展红利也基本是由龙头企业所获取，如蒙牛、伊利、圣牧及现代占据高端白奶超85%的市场份额，伊利、蒙牛、光明占据常温酸奶近80%的市场份额。从产品结构看，蒙牛明星&机会品牌占比从12年32%提升只16年45%，基础品牌占比从12年49%下降至16年36%，伊利重点产品占比从14年41%提升至17年46%。

图表41 蒙牛明星+机会品牌占比逐年提升



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表42 伊利重点产品占比波动提升

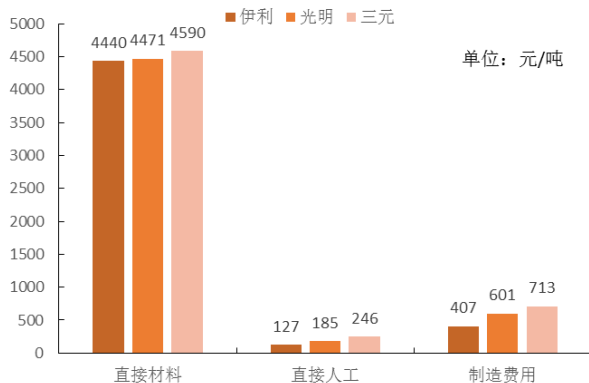


资料来源：公司公告，平安证券研究所

2) 规模效应：常温奶保质期长，受物流条件制约较小，属于大流通产品，行业马太效应较为明显。伊利、蒙牛等常温奶龙头生产基地集中在华北地区，就近获得北方廉价奶源，并凭借庞大的生产规模获得原材料议价能力及最大化摊薄人工费用和制造费用，叠加全国化营销带来的高效费用投放，产品综合竞争力强于同业。从成本结构看，17年伊利液奶单位直接材料为4,440元/吨，略低于光明、

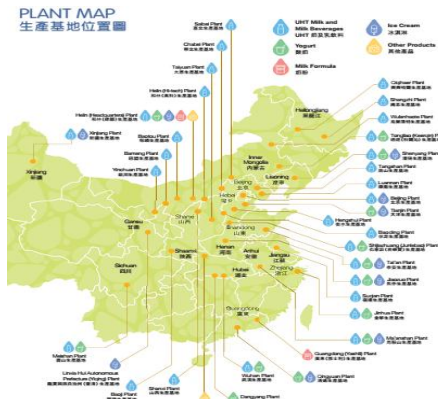
三元等大中型乳企，若考虑伊利已无自有牧场供奶(优然牧业于16年被剥离)，原材料采购的价格优势或更大；伊利单位直接人工和单位制造费用分别为127、407元/吨，较光明、三元低30%以上。

图表43 伊利液奶吨成本低于其他大中型乳企



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表44 蒙牛生产基地位置分布图(2017)

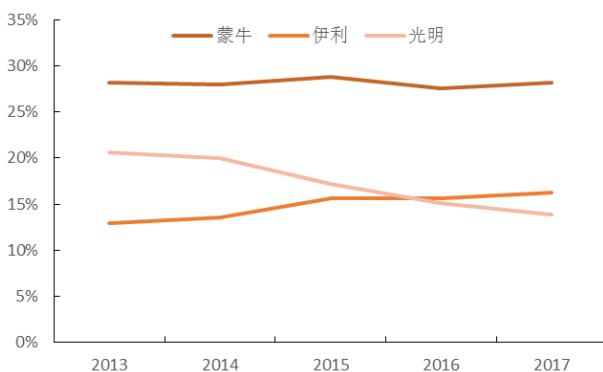


资料来源：公司公告，平安证券研究所

3.3 低温：竞争格局相对分散，区域乳企继续盘踞

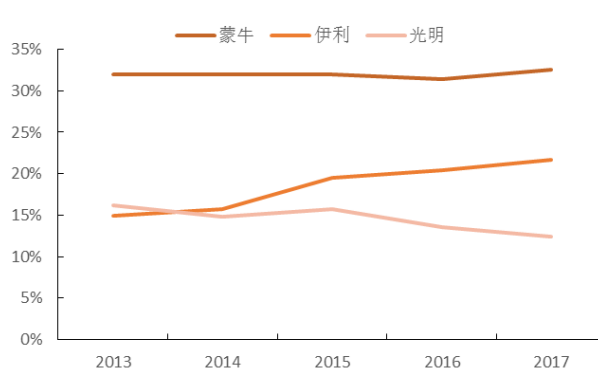
近4年，低温奶市场格局未发生明显变化，CR3从13年61.7%降至17年58.3%，约40%市场仍被区域乳企所掌握。蒙牛低温市占率保持稳定，从13年32%略升至17年32.6%，伊利低温业务持续发力，市占率从13年14.9%提升至17年21.7%，与蒙牛的差距正持续缩小，光明低温增长相对乏力，低温市占率自13年16.2%降至17年12.4%。单看低温酸奶，因产品保质期相对更久及概念更丰富，格局演变速度快于低温整体，CR3从13年63.1%提升至17年66.7%。

图表45 低温奶市占率变化



资料来源：尼尔森，平安证券研究所

图表46 低温酸奶市占率变化



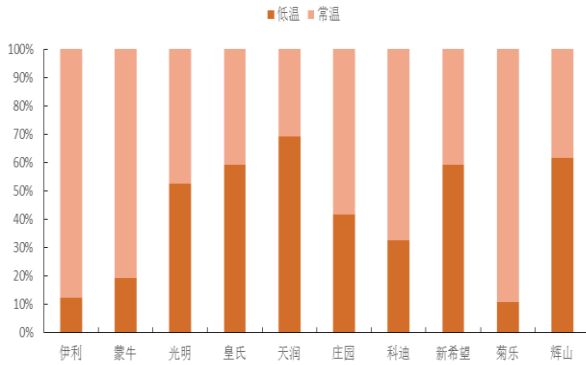
资料来源：尼尔森，平安证券研究所

区域乳企掌握地方优质奶源，继续盘踞区域低温奶市场。因地形&环保因素，南方牧场较少，原奶价格明显贵于北方，区域乳企发展常温奶无疑处于劣势，而发展低温奶则可借助本地奶源、完善配送体系及入户渠道优势，实现优劣势转换。参考皇氏、新希望、菊乐、科迪等乳企，低温奶售价较常温奶高15%-75%，且低温奶毛利率多高于常温奶，这或说明乳企若能有效控制临期品处理费用及冷链运输费用，低温奶盈利空间是强于常温奶。

在冷链不完善的背景下，地方乳企凭借历史积累的本地牧场资源及深度覆盖的区域渠道网络，继续盘踞当地低温奶市场。根据我们估算，区域乳企自有牧场供奶占比多在40%以上，这有力支撑区域

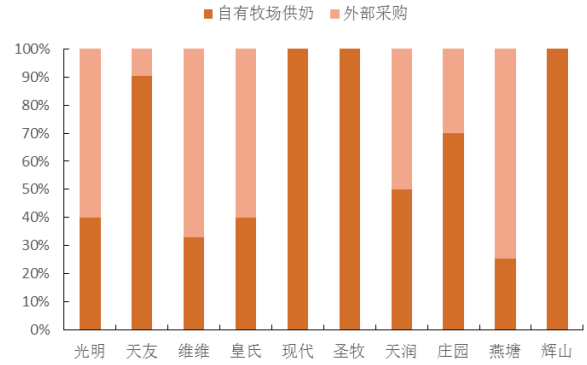
乳企低温奶业务拓展，低温收入占比也多数高达 40%以上，而伊利、蒙牛低温奶收入占比均不超过 20%。

图表47 估算各家乳企低温奶收入占液态奶比重



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表48 区域乳企自有牧场供奶比例较高



资料来源：公司公告，平安证券研究所

四、投资建议

回顾液奶行业 5 年发展历程，虽行业整体遭遇降速，但龙头独享常温高端化红利，继续保持稳健增长，而中小乳企停滞不前。分品类看，低温奶增速虽快于常温奶，但二者差距仍不明显，UHT 奶稳健增长，乳饮料承受下滑压力，低温酸奶增速略有回落，巴氏奶逐渐受到龙头重视。行业格局在充分竞争下重新洗牌，伊利完成对蒙牛弯道超车，常温奶份额加速向龙头集中，伊利单寡头趋势愈加明显，低温奶竞争格局依然相对分散，区域乳企继续盘踞。

立足现在，展望未来。常温奶需求增速仍快，且龙头凭借独享高端红利&规模效应正加速收割份额，伊利强势崛起势不可挡，且竞争格局逐步优化有望持续提升盈利能力，正是机会。低温奶虽受益消费升级趋势，但仍未迎来大拐点，且冷链、奶源限制下，行业格局演变慢且趋势难以判定。综合分析下，常温奶龙头仍是最具确定性机会，推荐常温奶领先地位巩固、新业务逐渐发力、综合快消平台雏形显现的伊利股份。

五、风险提示

- 1、宏观经济疲软的风险：经济增速下滑，消费升级不达预期，导致消费端增速放缓；
- 2、业绩不达预期的风险：当前市场预期较高，存在销售数据或者业绩不达预期而造成业绩估值双杀的风险；
- 3、重大食品安全事件的风险：消费者对食品安全问题尤为敏感，若发生重大食品安全事故，短期内消费者对某个品牌、品类乃至整个行业信心降至冰点且信心重塑需要很长一段时间，从而造成业绩不达预期；
- 4、市场系统性风险等。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安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编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2018 版权所有。保留一切权利。



平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 62 楼
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033