

# 碧海待潮生，金舟步天罡

2018年12月27日

## 【投资要点】

- ◆ **我国的国民消费品之一，市场规模高单位数增长。**乳制品是我国的国民消费品之一，终端消费市场以液乳为主，配方乳粉为辅。行业的产业链较长，上游主要为奶牛养殖，中下游则包括了乳制品加工及销售。目前乳业产量保持中单位数增长，受益结构升级，市场规模高单位数增长。
- ◆ **国内以发展灭菌奶为主，掌控上游是乳企发展核心。**消费者选择巴氏奶或是灭菌奶受社会文化、奶源分布、维度地域等多因素影响。按我国具体国情，未来较长一段时间仍将以发展灭菌奶为主。奶源方面，奶牛单产的不断提 高保证了国内牛奶产量基本维持稳定。而伴随消费升级，国内生鲜乳需求较强，预计未来生乳价格将缓慢震荡攀升。掌控了上游牧场可稳定生产成本，保障生乳供给，同时也意味着公司较强的产品力，是乳制品企业长远发展的核心。
- ◆ **低线市场、消费升级及酸奶产品推升行业增长。**经济发展水平，人均收入情况及膳食结构的差异造成我国人均乳制品消费偏低。液奶方面，预计低线市场潜力将贡献乳制品量的增长，高端及酸奶市场将贡献乳制品消费价格的增长。而奶粉市场规模受二胎政策，母乳喂养减少等因素影响，行业驱动力主要来自消费升级和渠道下沉。
- ◆ **乳业龙头目标平台型企业，区域乳企专注细分领域优势。**伊利蒙牛享有品牌、渠道、奶源、产品全方位的优势，主攻流通渠道，伊利渠道力更强。对标雀巢达能，乳业龙头往往发展为平台型企业。区域型乳企更专注差异化及细分领域优势，可依托低温供应链壁垒、产品特色化及产品服务胜出。

## 【配置建议】

- ◆ 我们判断，在未来，乳制品龙头企业凭借品牌及渠道优势，市场份额将继续增长，伊利平台型企业雏形已成，目标雀巢，势不可挡。此外，预计短期价格战趋缓，包括龙头在内的各乳企盈利能力有望获得提升。首次覆盖，给予乳制品行业“强于大市”评级。

## 【风险提示】

- ◆ 国家政策风险；食品安全风险；宏观经济风险。

## 强于大市（首次）

### 东方财富证券研究所

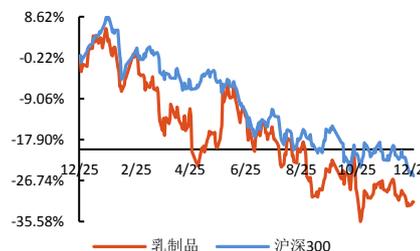
证券分析师：陈博

证书编号：S1160517120001

联系人：沈旸

电话：021-23586480

### 相对指数表现



### 相关研究

## 正文目录

1. 乳制品行业简介	4
2. 乳制品行业趋势	6
2.1. 我国目前以发展灭菌奶为主	6
2.2. 掌控上游是乳企发展核心	8
2.3. 液乳消费升级，关注低线、高端及酸奶增量	9
2.3. 乳粉关注消费升级及渠道下沉	11
3. 主要乳企比较	14
3.1. 双寡头产品同质化，伊利渠道更强	14
3.2. 区域型乳企专注差异化及细分领域优势	17
4. 风险提示	21

## 图表目录

图表 1: 乳制品分类	4
图表 2: 各类乳制品 1	4
图表 3: 各类乳制品 2	4
图表 4: 乳制品产业链结构	5
图表 5: 国内历年乳制品产量	5
图表 6: 乳制品行业市场规模	5
图表 7: 巴氏奶与灭菌奶营养成分比较	6
图表 8: UHT 奶及巴氏奶影响因素分解	6
图表 9: 世界主要奶源地分布	7
图表 10: 全球主要乳业出口地区	7
图表 11: 2018 年白奶消费中 UHT 奶与巴氏奶占比	7
图表 12: 国内历年牛奶产量	8
图表 13: 国内历年泌乳牛存栏量	8
图表 14: 国内外奶价比较	8
图表 15: 新西兰全脂及脱脂奶粉拍卖价格比较	8
图表 16: 国内玉米市场价	9
图表 17: 国际苜蓿粉价格	9
图表 18: 国内瓦楞纸价格	9
图表 19: 国内白糖价格	9
图表 20: 各国人均液乳消费量	9
图表 21: 国内城乡人均液乳消费量	9
图表 22: 各省年人均乳制品消费额	10
图表 23: 液奶渗透率情况	10
图表 24: 全国居民人均可支配收入	10
图表 25: 2017 城乡居民人均可支配收入	10
图表 26: 历年白奶和酸奶市场规模	11
图表 27: 2017 年各品类销售额同比	11
图表 28: 消费者选择白奶的原因	11
图表 29: 消费者选择酸奶的原因	11
图表 30: 我国历年人口出生率	12

图表 31: 我国历年母乳喂养率 .....	12
图表 32: 国内婴幼儿奶粉销售 .....	12
图表 33: 高端/超高端奶粉市场份额占比 .....	12
图表 34: 2017 年国内奶粉 CR5 市场规模占比 .....	13
图表 35: 国内外品牌婴幼儿奶粉平均价 .....	13
图表 36: 三大乳企营收对比 .....	14
图表 37: 常温酸奶市场规模 (伊利、蒙牛、光明) .....	14
图表 38: 伊利蒙牛主要产品 .....	14
图表 39: 伊利蒙牛存货周转率 .....	15
图表 40: 伊利蒙牛资产周转率 .....	15
图表 41: 伊利蒙牛毛利率 .....	15
图表 42: 伊利蒙牛销售费用率 .....	15
图表 43: 伊利蒙牛费用率情况 .....	15
图表 44: 近年来伊利净利率情况 .....	15
图表 45: 伊利全球布局 .....	16
图表 46: 近年来伊利股份营收变化 .....	16
图表 47: 近年来伊利股份归母净利润变化 .....	16
图表 48: 伊利股份历史 PE (TTM) 区间 .....	17
图表 49: 伊利股份历史 PB 区间 .....	17
图表 50: 部分区域乳企产品 .....	17
图表 51: 近年来光明乳业营收变化 .....	18
图表 52: 近年来光明乳业归母净利润变化 .....	18
图表 53: 光明乳业历史 PE (TTM) 区间 .....	18
图表 54: 光明乳业历史 PB 区间 .....	18
图表 55: 近年来燕塘乳业营收变化 .....	19
图表 56: 近年来燕塘乳业归母净利润变化 .....	19
图表 57: 燕塘乳业历史 PE (TTM) 区间 .....	19
图表 58: 燕塘乳业历史 PB 区间 .....	19
图表 59: 近年来天润乳业营收变化 .....	19
图表 60: 近年来天润乳业归母净利润变化 .....	19
图表 61: 天润乳业历史 PE (TTM) 区间 .....	20
图表 62: 天润乳业历史 PB 区间 .....	20
图表 63: 乳制品行业历史 PE (TTM) (截至 2018-12-26) .....	20
图表 64: 乳制品行业重点关注公司列表 (截至 2018-12-26) .....	20

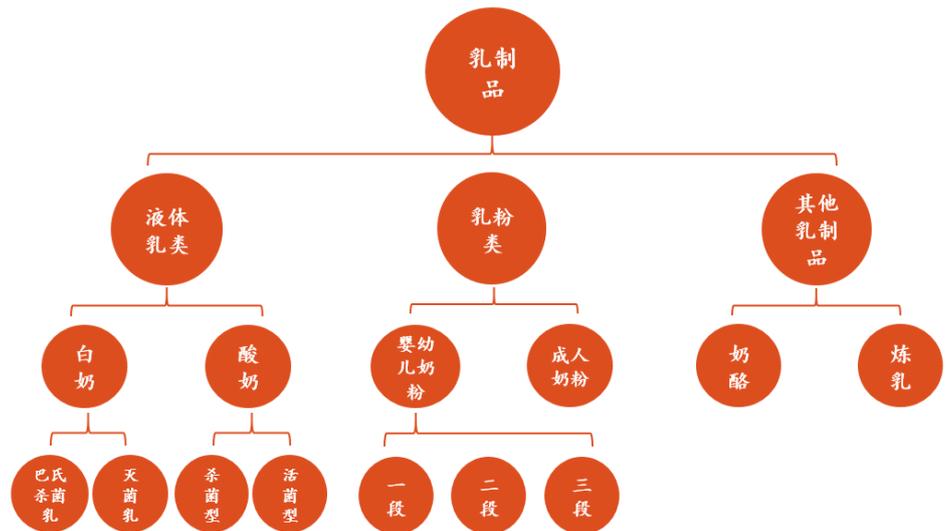
## 1. 乳制品行业简介

乳制品是我国的国民消费品之一，其含有人体全部 8 种必需氨基酸，并且构成比例与人类所需的最适比例相似，因此营养丰富、易于消化。

乳制品主要分为液体乳、乳粉和其他乳制品。目前，液体乳类主要是青少年及成年人消费，而出于营养配比、便携性和食品安全等方面的考虑，婴幼儿主要消费配方奶粉。此外，其他乳制品衍生产品，如以调节肠道为功能的乳酸菌饮料，营养休闲双重属性的冰淇淋也备受人们青睐。

经过长时间的发展，目前我国乳制品终端消费市场形成了以液乳为主，配方乳粉为辅的结构。液体乳，包括白奶和酸奶，约占 87% 的消费量，配方乳粉占 11%，其他品类占 2%。

图表 1：乳制品分类



资料来源：东方财富证券研究所

图表 2：各类乳制品 1



资料来源：东方财富证券研究所

图表 3：各类乳制品 2

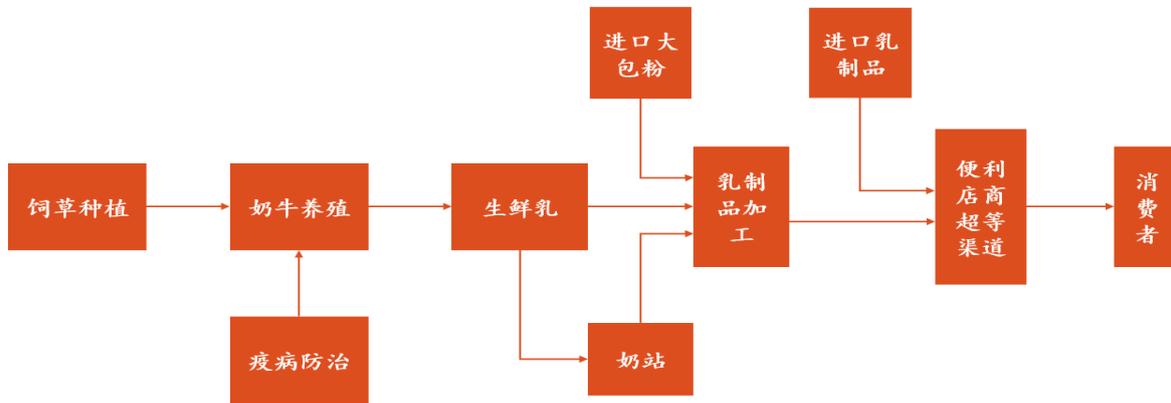


资料来源：东方财富证券研究所

乳制品产业链较长，上游养殖，中下游生产销售。乳制品行业产业链的上游主要为饲草种植和奶牛养殖，目前主要存在自有牧场及合作牧场两种模式。

上游生产的生鲜乳或直供工厂或通过奶站收集后运至工厂加工。进口大包粉对乳制品加工需求产生一定替代，但随消费升级趋势，未来将更多以生鲜乳为原料。产业链中下游包括乳制品加工及销售。来自欧洲的进口常温乳制品对中下游产生冲击，但在产品新鲜度方面有先天劣势，整体影响有限。

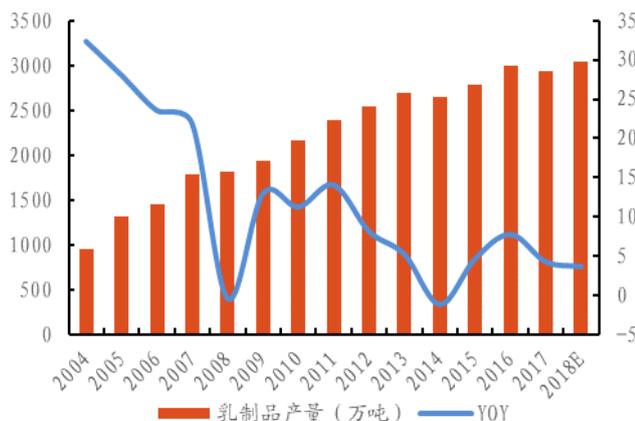
图表 4：乳制品产业链结构



资料来源：东方财富证券研究所

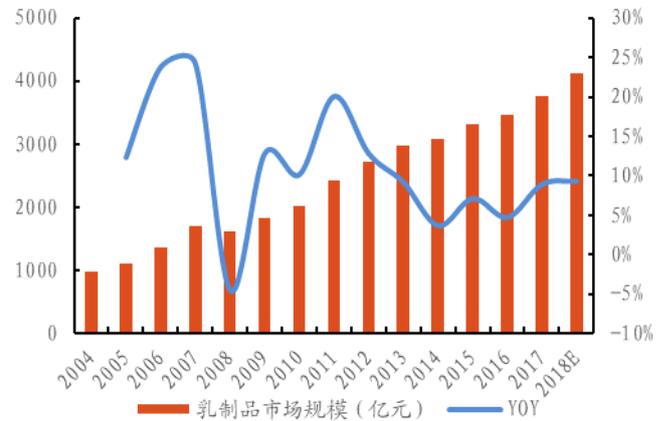
**行业产量中单位数增长，市场规模高单位数增长。**2008年之前，在“每天一斤奶，强壮中国人”的口号下，行业高速发展，乳制品产量年均复合增速均保持在10%以上。三聚氰胺事件之后，国产乳制品企业形象恶化。2009年，工信部联合发改委共同推出乳制品工业产业新政，提升奶源标准，加强生产监管。乳制品行业壁垒逐渐抬高，企业也逐步将焦点转移到产品质量上，行业整体增速因此明显放缓。2018年前10月，乳制品行业产量累计同比增长4.7%。与此同时，产品结构升级带来的价格提升带动乳制品行业市场规模不断增长。我们预计2018年国内乳制品总体市场规模已达到4000亿元，同比增长9%。

图表 5：国内历年乳制品产量



资料来源：国家统计局，东方财富证券研究所

图表 6：乳制品行业市场规模



资料来源：Euromonitor，东方财富证券研究所测算

## 2. 乳制品行业趋势

### 2.1. 我国目前以发展灭菌奶为主

乳制品按杀菌方法主要分巴氏杀菌乳和灭菌乳。巴氏杀菌乳需低温冷藏储存，保质期较短。因此运输半径也较短，主打新鲜概念。灭菌乳经过超高温瞬时灭菌处理后，达到商业无菌标准，无需冷藏，常温下保质期可达6个月以上，适宜长距离运输，但其中营养成分损失相对巴氏奶大。

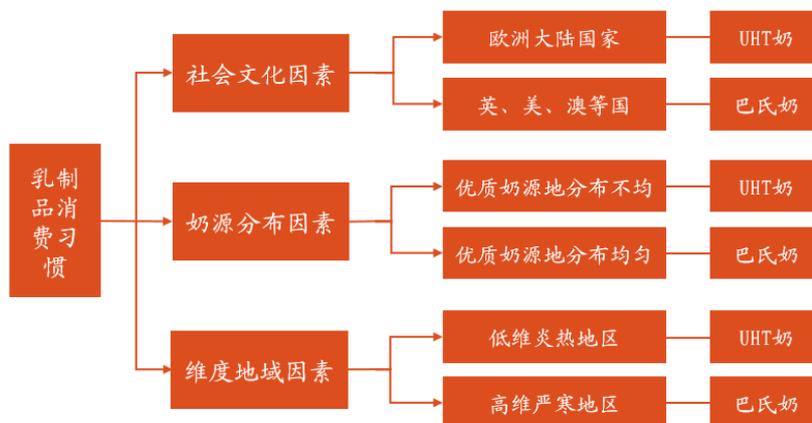
图表 7: 巴氏奶与灭菌奶营养成分比较

	营养成分	传统巴氏奶	灭菌奶
加工中的 营养缺失	钙	可溶性钙含量高，容易吸收	部分钙转化为不溶性钙
	维生素 B12	缺失 0-10%	缺失 0-30%
	维生素 C	缺失 0-10%	缺失 15-25%
储存中的 营养缺失	维生素 A	保质期内无损失	6 周损失 30%
	维生素 B1	保质期内无损失	1 周损失 100%
	维生素 B12	保质期内无损失	20 周损失 100%
	维生素 C	保质期内 25-35%	2 周损失 100%

资料来源：加工食品营养价值手册，东方财富证券研究所

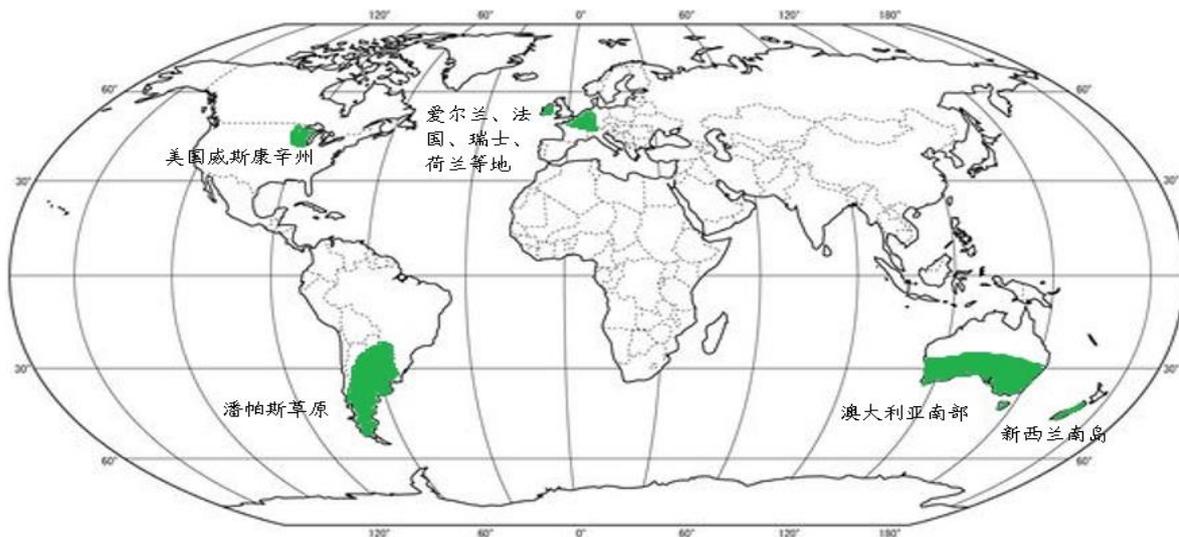
消费者选择巴氏奶还是常温奶受社会文化、奶源分布、维度地域等多种因素影响。据 Euromonitor 数据，欧洲将近 70% 的国家饮用灭菌奶，比利时灭菌奶占比为 97%，西班牙为 96%，法国为 96%，葡萄牙为 93%，意大利、德国约 60%。法国虽首创巴氏奶，但该国消费主流为灭菌奶。英美、新西兰、澳大利亚、加拿大、日本、芬兰等国以消费巴氏奶为主。同时，一般低纬度地区气候炎热，冷链成本高，以饮用灭菌奶为主，高纬度地区气候寒冷，更多消费巴氏奶。

图表 8: UHT 奶及巴氏奶影响因素分解



资料来源：东方财富证券研究所

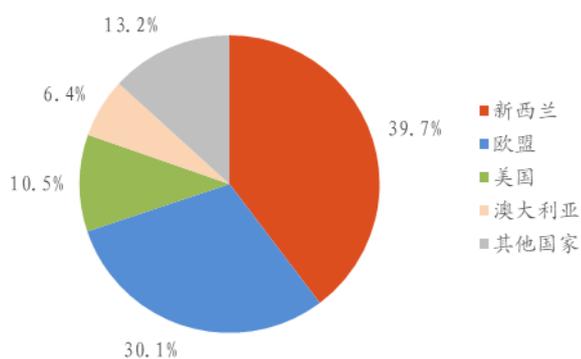
图表 9：世界主要奶源地分布



资料来源：东方财富证券研究所

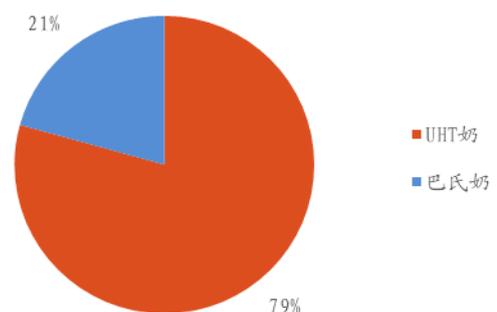
此外，选择巴氏奶还是灭菌奶与本地优质奶源的分布有关。当某地奶源地集中，兼顾便利性及辐射全国的考虑，该地往往会选择灭菌奶为其主流产品。而如美国、新西兰等国，其牧场分布相对均匀。牛奶生产基地距离消费者相对较近，而且交通发达，有利于冷链的展开。同时，上游产业结构基本上是大规模牧场+自然放牧+自动化生产，奶价也较低。

图表 10：全球主要乳业出口地区



资料来源：Euromonitor，东方财富证券研究所测算

图表 11：2018 年白奶消费中 UHT 奶与巴氏奶占比



资料来源：Euromonitor，东方财富证券研究所测算

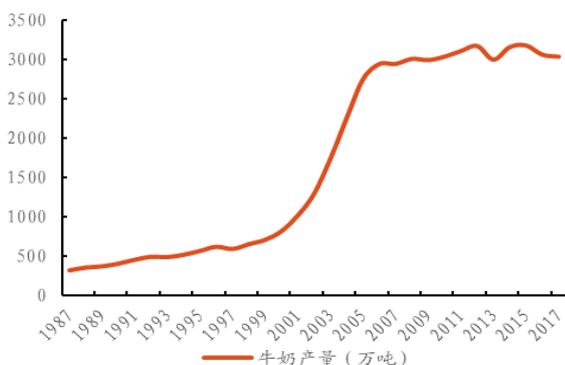
按我国具体国情，未来较长一段时间仍将以发展灭菌奶为主。我国内蒙古呼伦贝尔草原、黑龙江安达草场和天山南麓地区气候适宜，牧草种类繁多，是我国最好的奶源供应地。早在 2000 年以前，国内乳制品市场以巴氏奶为主，市占率约 80%。但由于巴氏奶对储藏、运输设备要求较高，加之辐射半径有限，逐渐被保质期长、适宜远距离运输灭菌奶所取代。按我国主要奶源地处于北方的具体国情，未来较长一段时间我国仍将以发展灭菌奶为主。

## 2.2. 掌控上游是乳企发展核心

2008 年之前，在需求推升下，我国牛奶养殖呈爆发式增长，从年产 1000 万吨以下快速上升至年产 3000 万吨。三聚氰胺事件后，行业开展整顿，上游增长放缓。2013 年行业倡导规模化养殖，散养户退出过快导致奶荒，生鲜乳价格在短期内大幅抬升随后回落。近年来，各地继续推进奶牛规模化养殖，奶牛存栏量下滑的同时，奶牛单产的不不断提高保证了国内牛奶产量基本维持稳定。

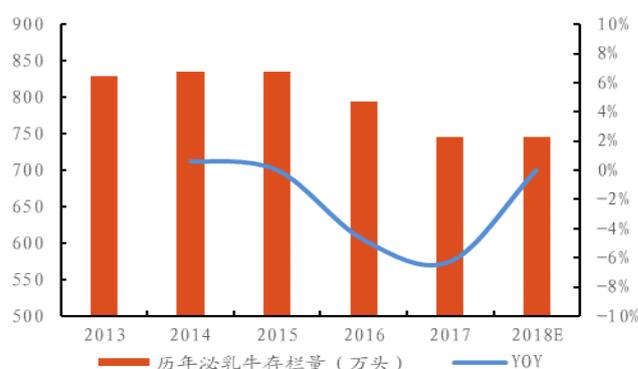
**掌控上游是乳制品企业长远发展的核心。**伴随消费升级，国内生鲜乳供给处于短缺状态。而牧场建设周期及奶牛引进繁育周期较长，往往跟不上需求增速，我们预计未来的生鲜乳价格将缓慢震荡攀升。对液奶企业来说，掌控了上游牧场可稳定生产成本，也可保障生乳供给。而对于奶粉企业，掌握上游优质奶源更是意味着公司强大的品牌和产品力，也是奶粉企业重点发力的目标。

图表 12: 国内历年牛奶产量



资料来源: 国家统计局, 东方财富证券研究所

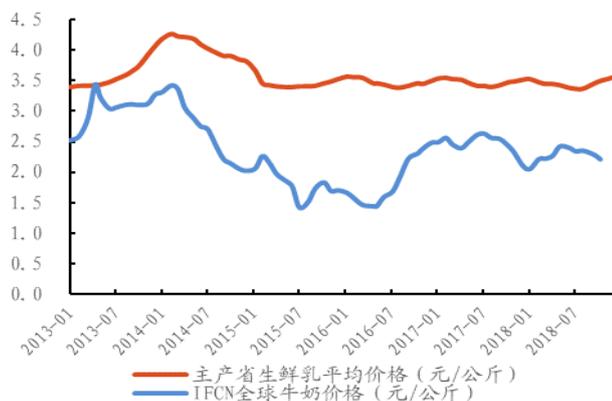
图表 13: 国内历年泌乳牛存栏量



资料来源: USDA, 东方财富证券研究所

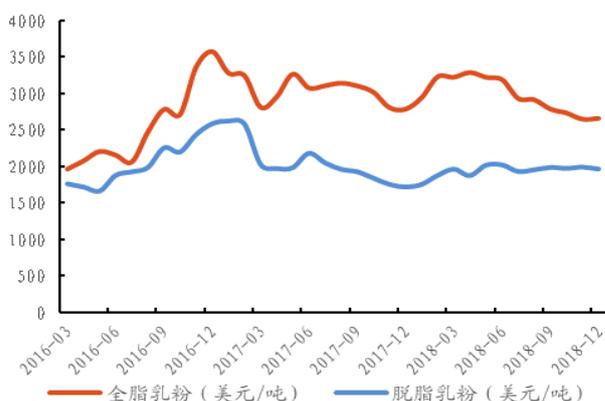
国外生鲜乳由于养殖成本低廉，奶价常年低于国内，但欧洲常温乳制品运至国内后，渠道利润已经很薄。当国内外奶价价差变化时，进口乳制品和国产乳制品互相替代。此外，进口大包粉作为国内乳制品的部分原料将缩小国内外奶价价差。其他成本方面，包材及辅料成本分别占乳制品企业总成本 15%、10%。包材价格从 2018 年年中开始逐步回落，而辅料价格近年来一直保持低位。一般包材及辅料成本变化 3-6 个月传导至终端，未来，行业该部分成本有望改善，对冲生鲜乳价格抬升。

图表 14: 国内外奶价比较



资料来源: Choice, 农业部, 东方财富证券研究所

图表 15: 新西兰全脂及脱脂奶粉拍卖价格比较



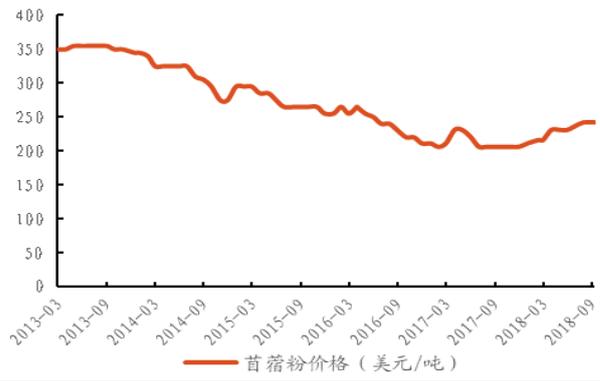
资料来源: 公开资料, 东方财富证券研究所

图表 16: 国内玉米市场价



资料来源: 生意社, 东方财富证券研究所

图表 17: 国际苜蓿粉价格



资料来源: 中国农业信息网, 东方财富证券研究所

图表 18: 国内瓦楞纸价格



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 19: 国内白糖价格

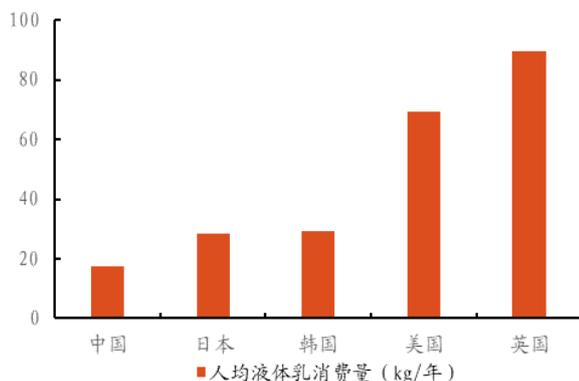


资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

### 2.3. 液乳消费升级, 关注低线、高端及酸奶增量

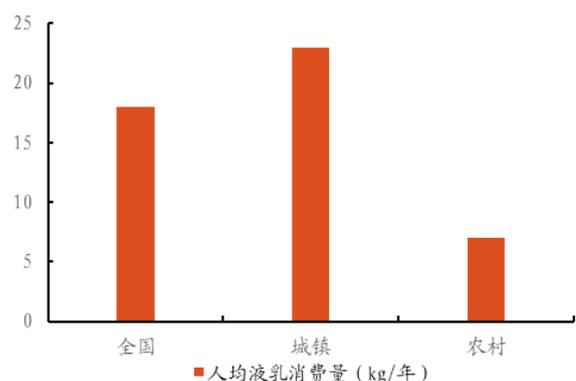
经济发展水平, 人均收入情况及膳食结构的差异造成我国人均乳制品消费偏低。2016年, 我国人均液体乳消费量 17.67kg/年, 低于日韩及欧美国家。而我国各地人均乳制品消费接受程度也并不均匀。国内城镇地区液乳消费量大于全国平均和农村地区。上海、北京等中心城市及华北华东地区乳制品消费金额较高, 中西部及华南地区消费金额较低。

图表 20: 各国人均液乳消费量



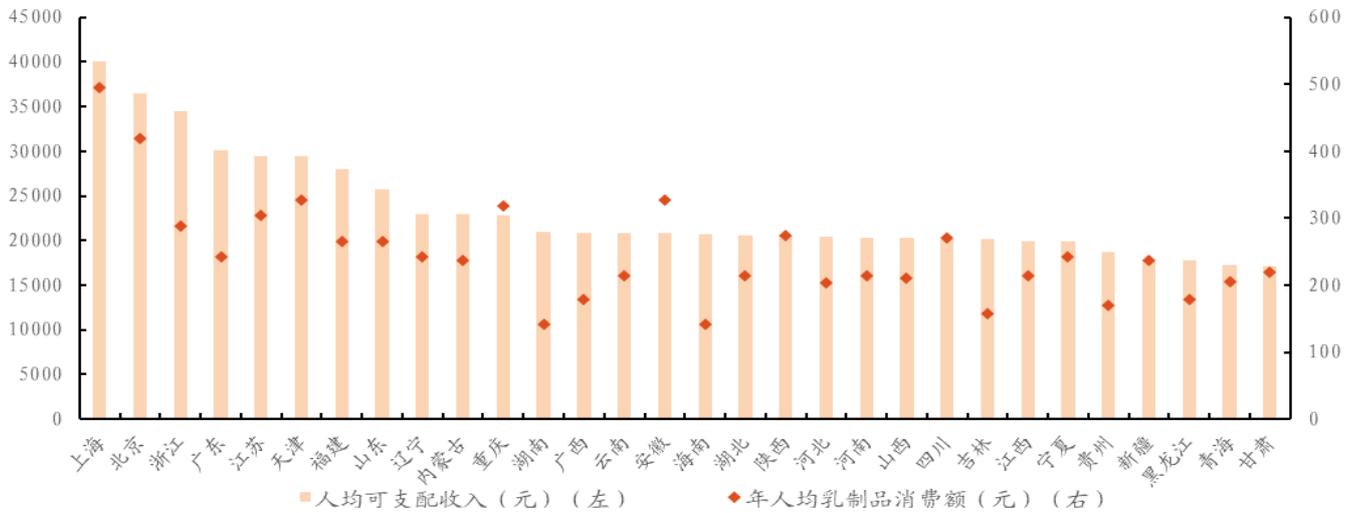
资料来源: Euromonitor, 东方财富证券研究所

图表 21: 国内城乡人均液乳消费量



资料来源: Euromonitor, 东方财富证券研究所

图表 22: 各省年人均乳制品消费额



资料来源: 公开资料, 东方财富证券研究所

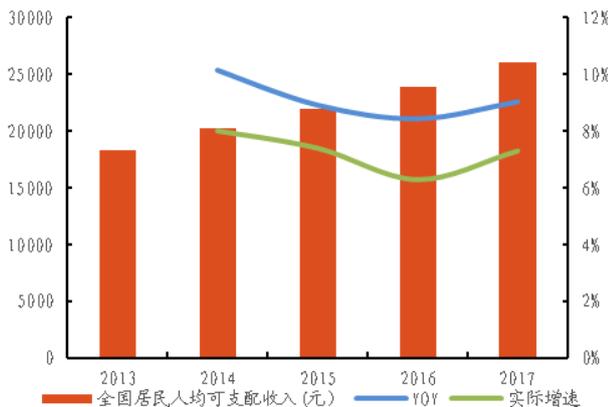
**预计低线市场潜力将贡献乳制品量的增长。**目前, 我国一二线及东部部分三线城市液奶渗透率较高, 而内陆三四线城市和农村地区渗透率相对不足。随着城镇化进程和中西部北部地区经济发展及人民收入水平不断提高, 预计我国未来乳制品增长空间将主要来自于中西部及三四线农村地区。

图表 23: 液奶渗透率情况

	一线城市	二线、部分三线城市	三四线城市	农村市场
液奶渗透率	>90%	>70%	≈50%	≈20%

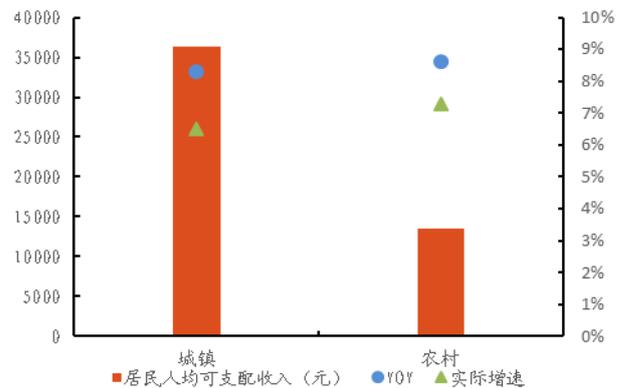
资料来源: Euromonitor, 东方财富证券研究所

图表 24: 全国居民人均可支配收入



资料来源: 国家统计局, 东方财富证券研究所

图表 25: 2017 城乡居民人均可支配收入

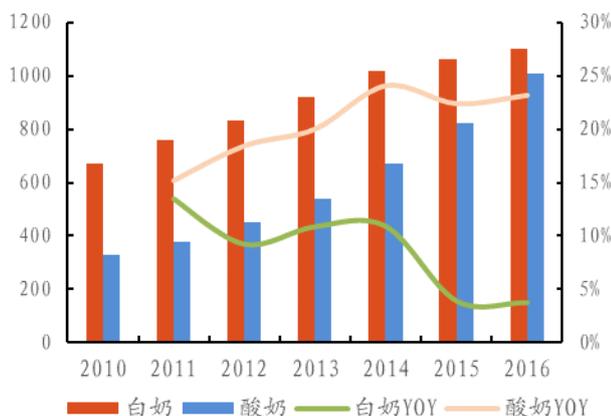


资料来源: 国家统计局, 东方财富证券研究所

**高端白奶及酸奶市场将贡献乳制品消费价格的增长。**随着消费升级, 乳品市场也在不断追求高端化产品。高端的范畴包括生鲜乳奶源、果粒混合型产品等。从各品类上看, 高端白奶增速大于基础白奶。常温酸奶、常温乳酸菌饮品保持近 30% 增速, 而功能奶和儿童奶呈现负增长。

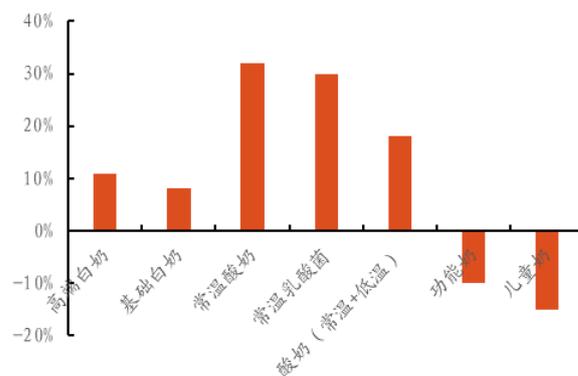
近年来酸奶市场发展较快。特别是光明引入常温酸奶，解决冷链问题后，饮用场景拓展，品类增速加快。据 CMMS 市场调研，消费者在饮用酸奶时更多考虑的是营养、好喝，而在饮用白奶时更多考虑营养健康及饮用方便，这使得酸奶复购率相对更高。同时，酸奶单价较白奶高，未来整体市场规模潜力较大。

图表 26: 历年白奶和酸奶市场规模



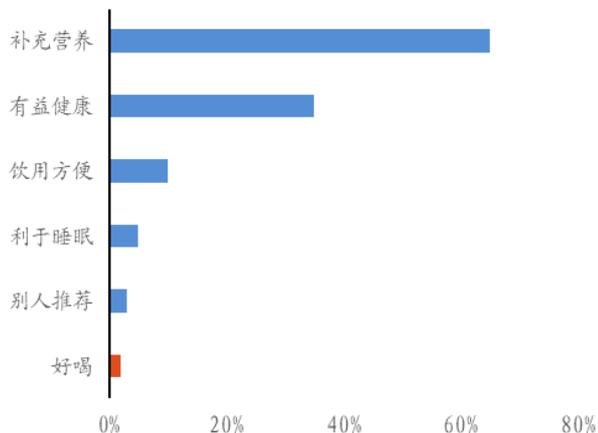
资料来源: Euromonitor, 东方财富证券研究所

图表 27: 2017 年各品类销售额同比



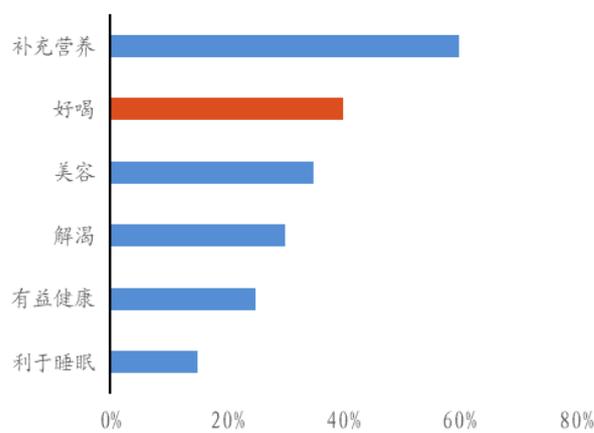
资料来源: 尼尔森, 东方财富证券研究所

图表 28: 消费者选择白奶的原因



资料来源: CMMS 市场调研, 东方财富证券研究所

图表 29: 消费者选择酸奶的原因



资料来源: CMMS 市场调研, 东方财富证券研究所

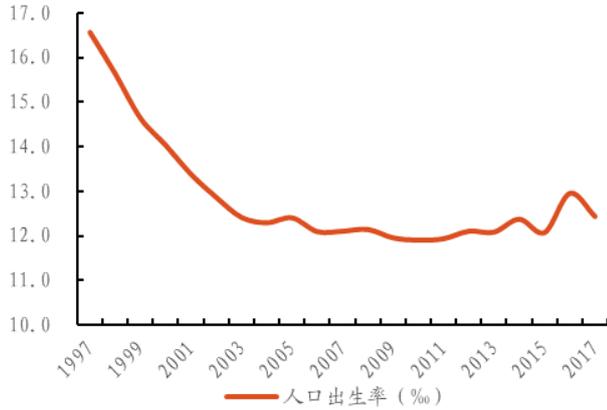
### 2.3. 乳粉关注消费升级及渠道下沉

从 2011 到 2016 年中国婴儿奶粉销量年复合增长率 10%，销售额复合增长率 15%以上。整体来看，目前婴幼儿奶粉终端零售市场规模达 1200 亿元左右，渠道利润丰厚，约为 40%-50%。

奶粉市场规模扩张受二胎政策，母乳喂养减少等因素影响。2016 年，二胎政策放开后，我国人口出生率出现提升，2016 年人口出生率 12.95‰，2017 年 12.43‰，虽相对十二五期间有所提高，未来持续高速增长的动力仍显不足。而随着我国职业女性比例抬高，母乳喂养率开始逐年下降，2013 年之后，再未有相关数据统计。针对这一问题，国务院提出《中国儿童发展纲要(2011-2020)年》，以推动母婴设施的建设。目前，许多母婴店，对中低端奶粉打折促销，

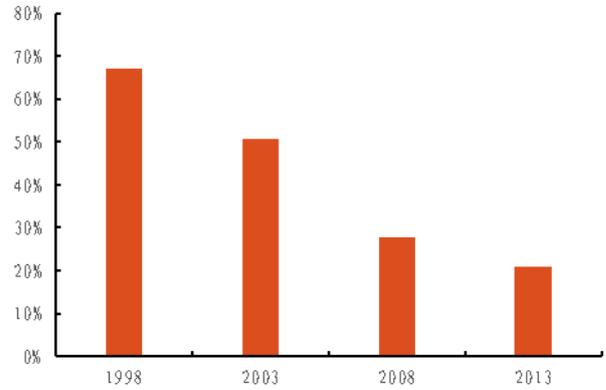
作为引流，同时引入有机、进口、超高端奶粉，利用线下导购进行主动营销，推升高端奶粉销售，以获得盈利。

图表 30: 我国历年人口出生率



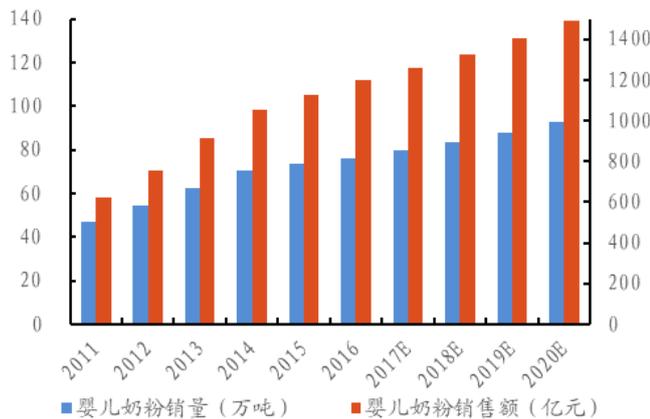
资料来源: 国家统计局, 东方财富证券研究所

图表 31: 我国历年母乳喂养率



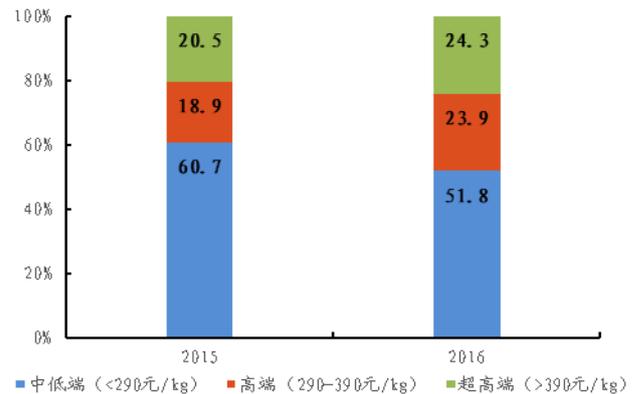
资料来源: 中国产业信息网, 国家疾控中心, 东方财富证券研究所

图表 32: 国内婴幼儿奶粉销售



资料来源: 前瞻产业研究院, 东方财富证券研究所

图表 33: 高端/超高端奶粉市场份额占比



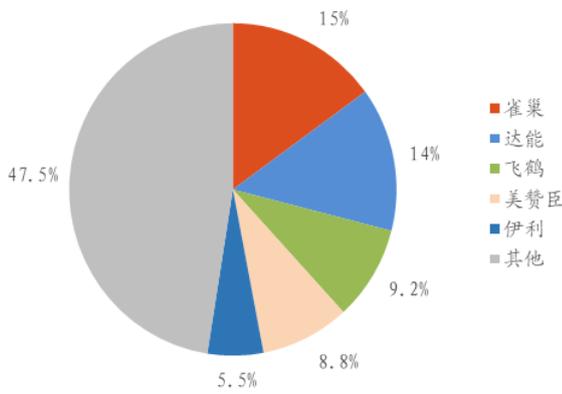
资料来源: 中国产业信息网, 东方财富证券研究所

**国产品牌不断追赶国外品牌。**在 2017 年，国内婴幼儿奶粉市场市占率前五名分别为雀巢、达能、飞鹤、美赞臣、伊利。雀巢、达能终端销售额超 150 亿，飞鹤美赞臣超 100 亿，伊利、菲仕兰超 50 亿，国外龙头品牌占据优势。价格方面，国外产品价格高于国内，据商务部数据，目前国内品牌婴幼儿配方奶粉均价由 2013 年的 154.26 元/千克提升到 2018 年的 183.37 元/千克，国外品牌婴幼儿配方奶粉均价由 2013 年的 201.45 元/千克提升到 2018 年的 230.02 元/千克，年均复合增长分别为 2.92%、2.24%。国产品牌呈追赶态势。

**注册制出清红利后，行业驱动力主要来自消费升级和渠道下沉。**2018 年婴幼儿配方奶粉行业正式实行注册制，提出获准注册品牌才可在国内销售，并且单一品牌不能超过三个系列九种产品配方。因此行业内大量杂牌、贴牌代工产品和未获许可的奶粉品牌退出市场，腾出的市场空间被各大型知名乳企抢占。由于中国母亲对婴幼儿的偏爱，乳粉行业一直以来主打消费升级。未来，随注册制出清红利逐步消散，行业将更加注重品牌打造和新产品新概念的提出。此外，随着三四线城市生活水平和消费能力的提升，低线城市群体也倾向于给孩

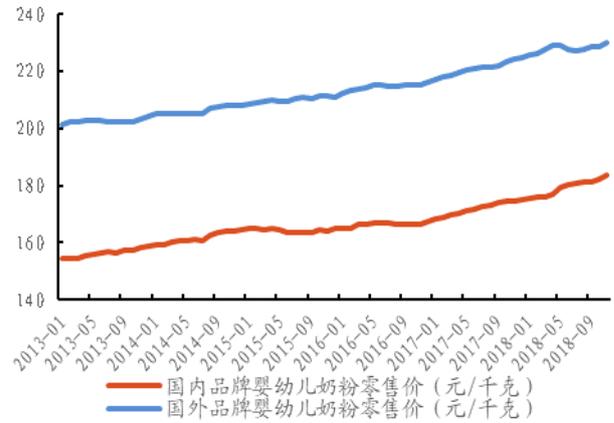
子消费更高端的婴幼儿配方奶粉，因此低线市场的消费升级红利更大。

图表 34: 2017 年国内奶粉 CR5 市场规模占比



资料来源: 前瞻产业研究院, 公开资料整理, 东方财富证券研究所

图表 35: 国内外品牌婴幼儿奶粉均价



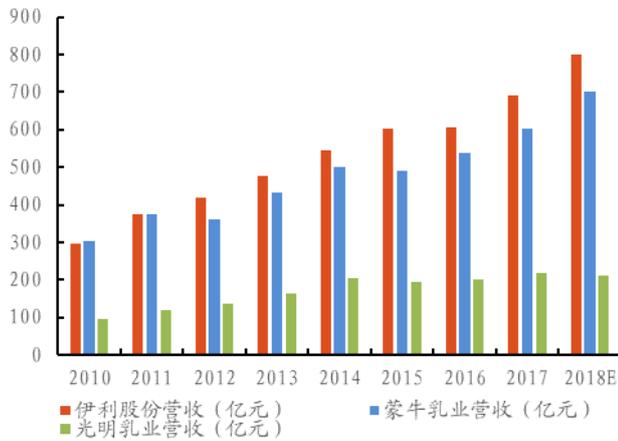
资料来源: 商务部, 东方财富证券研究所

### 3. 主要乳企比较

#### 3.1. 双寡头产品同质化，伊利渠道更强

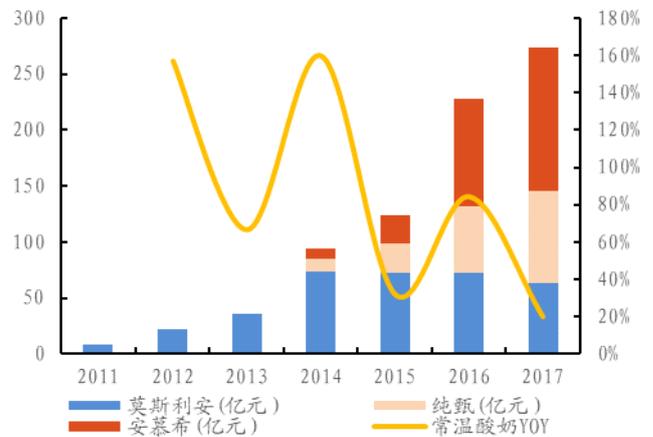
近几年，行业进入集中度逐步提升的挤压式增长阶段。伊利、蒙牛凭借品牌、渠道、奶源、产品全方位的优势，主攻流通渠道，营收增速高于行业，市占率逐步提升。光明在国内首创常温酸奶品类后，伊利蒙牛也快速跟进，先后推出纯甄及安慕希，凭借强大的渠道力和持续的产品创新，取得巨大成功。而光明莫斯利安份额下滑。目前，立足常温灭菌奶的伊利蒙牛与立足低温巴氏奶的光明差距已拉开。而伊利、蒙牛双寡头在产品上始终没有形成差异化，当一家公司新推产品后，另一家公司往往很快会推出相似产品。

图表 36: 三大乳企营收对比



资料来源: 公开数据整理, 东方财富证券研究所

图表 37: 常温酸奶市场规模 (伊利、蒙牛、光明)



资料来源: 公开数据整理, 东方财富证券研究所

图表 38: 伊利蒙牛主要产品

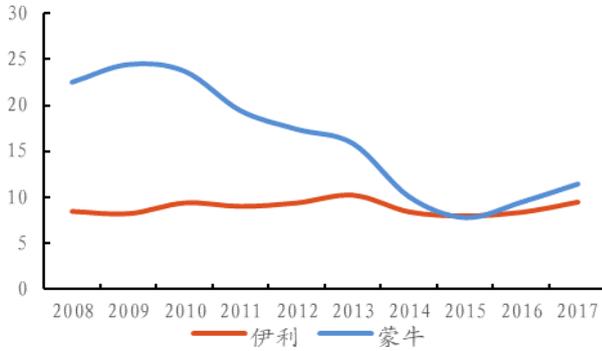


资料来源: 东方财富证券研究所

在实际销售过程中，伊利的渠道力更强。伊利渠道相对扁平下沉，对销售人员和经销商的管理也更规范严格细致。从资产周转率角度看，伊利较蒙牛光

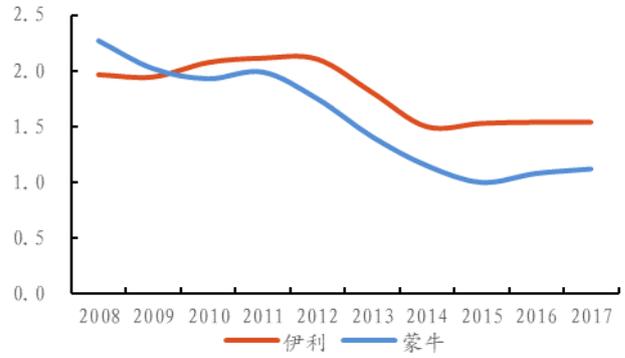
明高。此外，从存货周转率角度看，历史上蒙牛的存货周转率远高于伊利。这主要由于伊利蒙牛的配送模式不同，伊利一般生产后经自有物流发给前期订货的经销商，存货中产成品较多，而蒙牛有其特色的配送商制，经销商会负责产品物流，因此产成品急于出货，存货较低的同时应收账款较高。

图表 39: 伊利蒙牛存货周转率



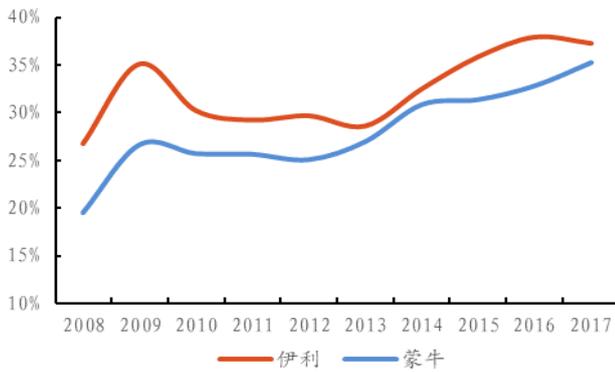
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 40: 伊利蒙牛资产周转率



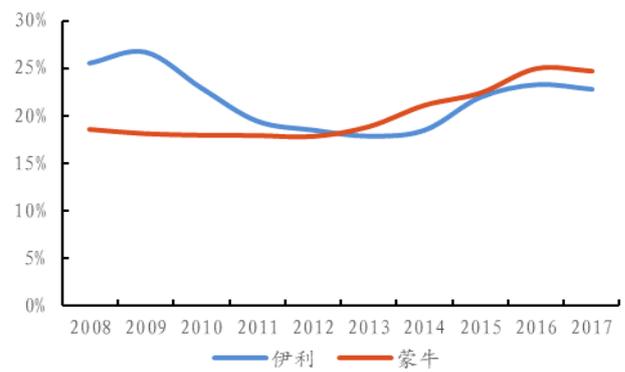
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 41: 伊利蒙牛毛利率



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

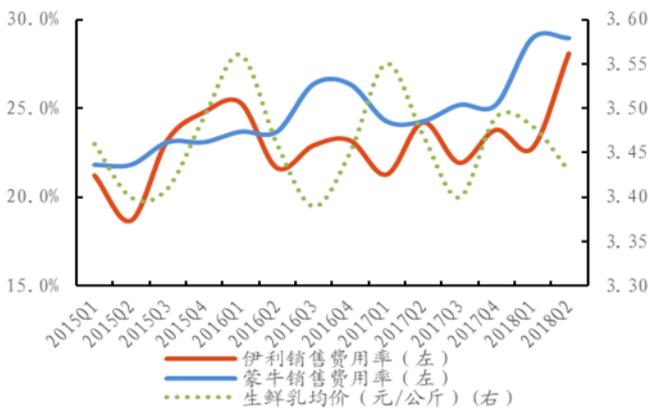
图表 42: 伊利蒙牛销售费用率



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

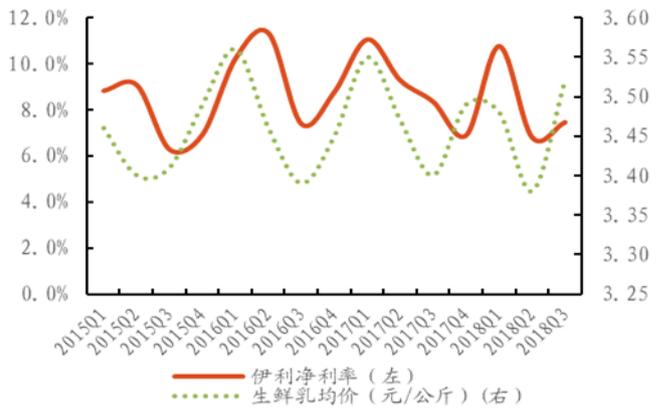
行业买赠及打折促销有望逐步减少。伊利蒙牛双寡头近年价格战激烈，蒙牛打折力度长期大于伊利，毛利率因此较低，买赠高于伊利，销售费用率较高。随生鲜乳价格提升，乳企打折买赠同步减少，稳定毛利率，拉低销售费用率。未来，随生鲜乳均价温和震荡上行，行业买赠及打折促销有望逐步减少。

图表 43: 伊利蒙牛费用率情况



资料来源: 公开资料, 东方财富证券研究所

图表 44: 近年来伊利净利率情况



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

对标雀巢达能，乳制品龙头往往发展为平台型企业。雀巢于 1867 年以炼乳和婴幼儿配方奶粉起家，凭其产品优异的品质，获得了市场认可，并逐步延伸至亚非拉地区。1929 年大萧条期间，公司潜心研发推出了雀巢速溶咖啡。此后，又进一步拓展品类，涉及调味品、零食、宠物食品等领域。近年来，公司继续推进多样化经营，已开始尝试进入化妆品领域。

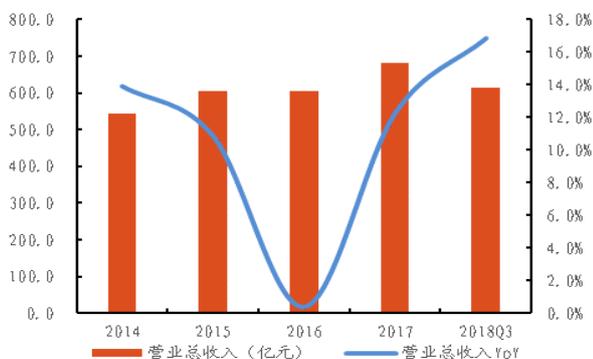
伊利股份作为国内乳制品龙头，在产品、渠道、品牌宣传上已领先大部分竞争对手。近几年，公司内生外延双轮发展。内生上，伊利目标市占率，抢占市场份额的同时频繁开展产品创新，先后发力功能性饮料、包装水、植物蛋白饮料等多领域，并建立健康饮品事业部对饮料业务独立运营，为公司最终成长为综合食品巨头打下良好基础。外延上，公司 2018 年加大海外布局，拟收购 FFBL 公司的子公司 Fauji Foods 不超过 51% 的有表决权股份或控制权。而后又拟收购泰国冰淇淋龙头企业，使得公司可快速占领巴基斯坦及东南亚市场。我们认为，伊利需用平台型综合食品跨国企业角度来看待，目前正处于品类及海外拓展初创期，未来市场空间较大。

图表 45: 伊利全球布局



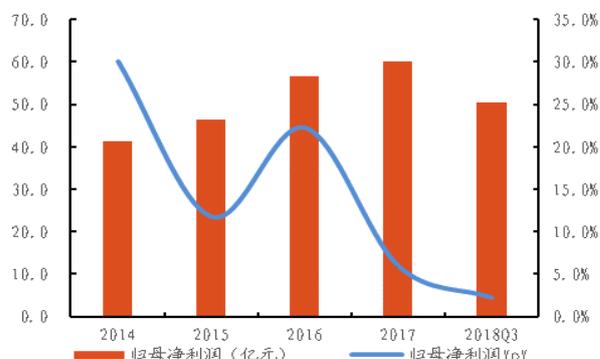
资料来源: 东方财富证券研究所

图表 46: 近年来伊利股份营收变化



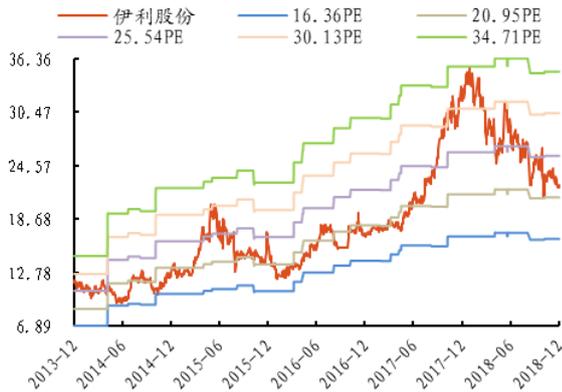
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 47: 近年来伊利股份归母净利润变化



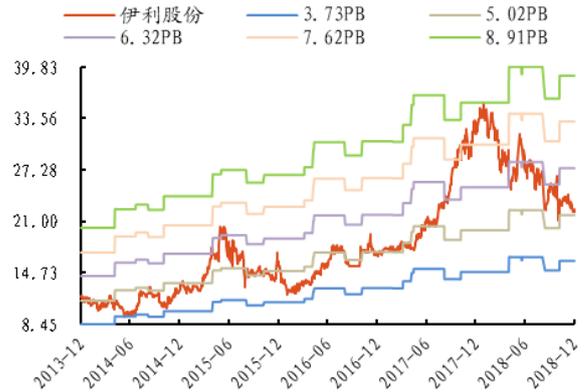
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 48: 伊利股份历史 PE (TTM) 区间



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 49: 伊利股份历史 PB 区间



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

### 3.2. 区域型乳企专注差异化及细分领域优势

我们认为,从短期的市场角度来看,双寡头买赠及打折促销减少将使区域乳企经营压力减小,从而获得盈利能力提升。而从较长期角度看,区域型乳企可关注产品及渠道差异化,争取在细分领域取得优势。

区域乳企主力产品应保持特色化,适合当地人口味,并引起消费者情感共鸣。渠道深耕根据地市场,更贴近消费者,同时提供更好的产品服务,如巴氏奶往往提供“送奶到户”服务,以增强客户粘性。

受限于本地上游资源布局、冷链等因素,低温品的进入壁垒相对较高,地方乳企上游牧场往往更临近下游的消费市场,因此在如巴氏奶、低温酸奶等低温品上往往具有优势。我们认为,相对于巴氏奶和灭菌奶之间的关系,在消费者培育完成后常温酸奶消费者更容易转向消费低温酸奶。

此外,产品研发保持活力,能不断开发出爆款产品推升业绩,如日本乳企明治便是通过产品创新,在酸奶中添加乳酸菌的方式为低温酸奶新增功能,实现了销量的快速增长。

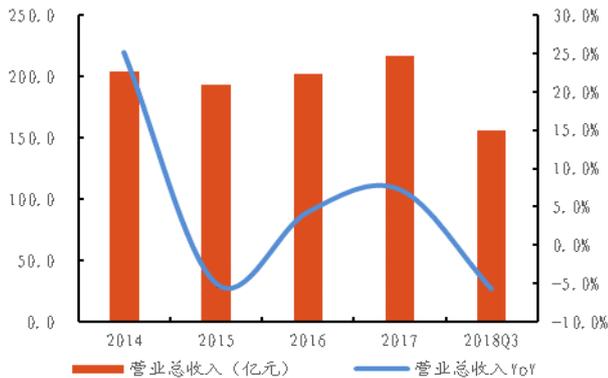
图表 50: 部分区域乳企产品



资料来源: 东方财富证券研究所

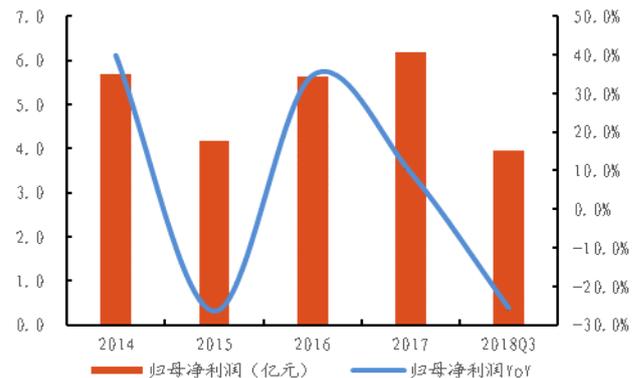
光明乳业为国内老牌乳制品企业，主营产品包括巴氏奶、低温酸奶、乳酸菌饮料、常温酸奶、奶粉、奶酪等多个品类。光明乳业目前在华东、华北和华北地区均有奶源布局，为低温业务的放量提供了上游奶源的保障。低温酸奶方面，公司新品推出较为频繁，未来最终有望产生爆款产品。此外，公司更新管理层后对公司经营治理上的优化也非常重要，有望提升渠道活力。

图表 51: 近年来光明乳业营收变化



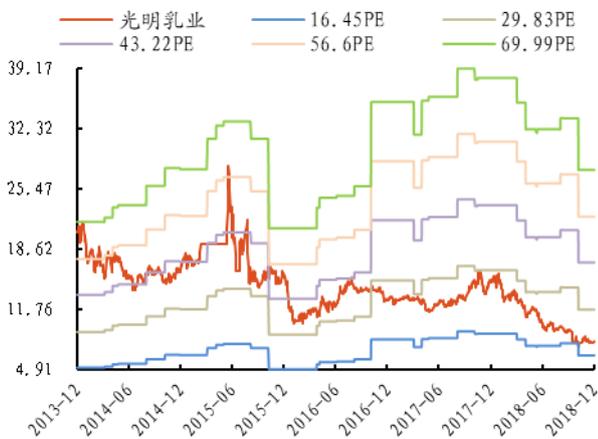
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 52: 近年来光明乳业归母净利润变化



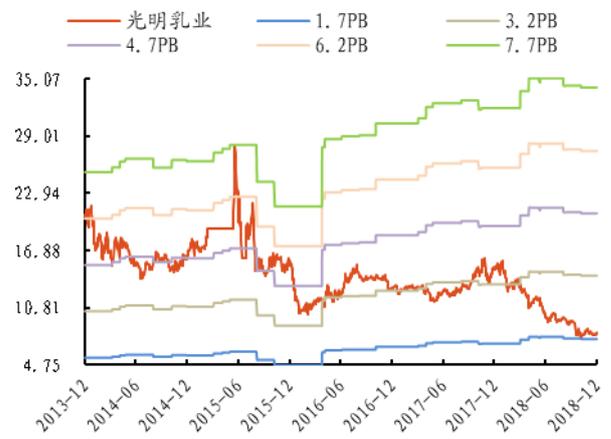
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 53: 光明乳业历史 PE (TTM) 区间



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

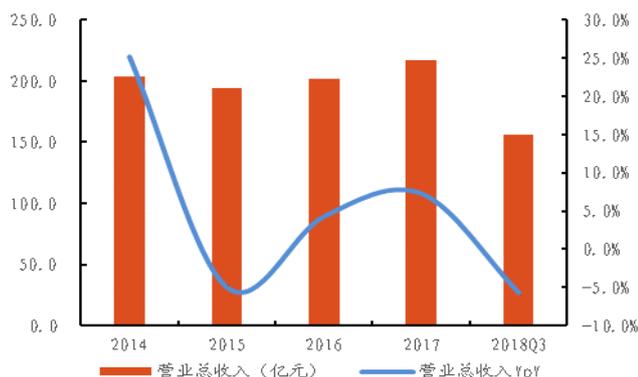
图表 54: 光明乳业历史 PB 区间



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

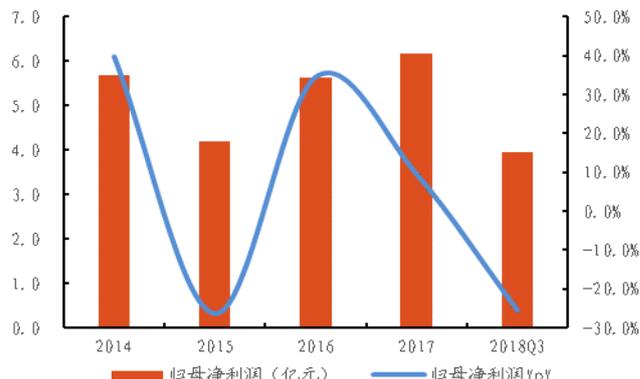
燕塘乳业为广东地区区域型乳企。广东地区经济发达但乳制品消费量低，未来发展潜力较大。公司自有牧场依托广东农垦，合作牧场执行集约化购奶模式，供应关系稳定。公司花式奶结合了广东当地的传统膳食养生文化，从而引起本地人的共鸣。目前，公司陆丰牧场项目按计划将在明年投产，新厂搬迁也将完成。随着公司新厂产量逐步提升，公司将有能力对广东市场进一步精耕，同时拓展广西、福建、海南等省外市场。

图表 55: 近年来燕塘乳业营收变化



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 56: 近年来燕塘乳业归母净利润变化



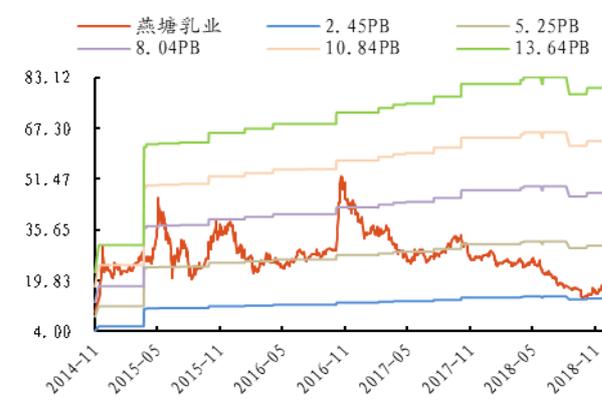
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 57: 燕塘乳业历史 PE (TTM) 区间



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

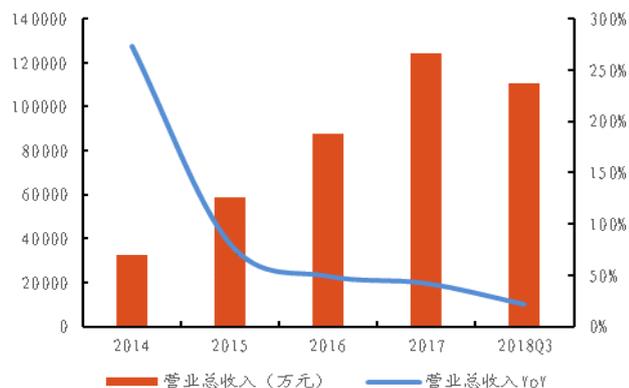
图表 58: 燕塘乳业历史 PB 区间



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

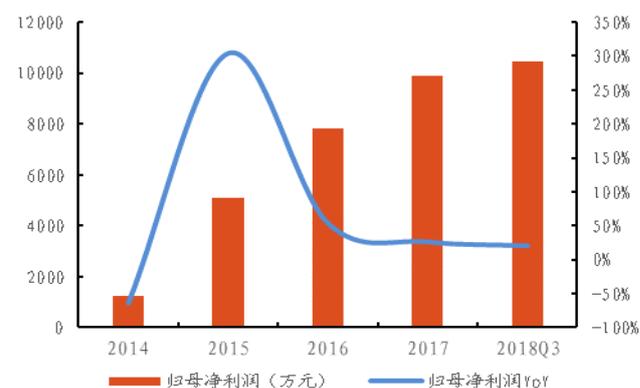
天润乳业目前是新疆乳制品龙头企业。疆内市场方面,新疆当地人热衷饮用乳制品,目前公司南疆 6 万吨产能工厂 19 年下半年将达产,并收购三家养殖场,满足南疆市场需求。奶啤销量增长较快,具有爆款潜力。疆外市场方面,公司拥有低廉生鲜乳价格优势,叠加渠道费用后,在疆外市场依旧维持较高性价比。并且公司主打新疆奶源,相对部分地区的本地奶源形成优势。鉴于便利店的快速发展,近期公司渠道已从水果店逐步往商超便利店迈进。

图表 59: 近年来天润乳业营收变化



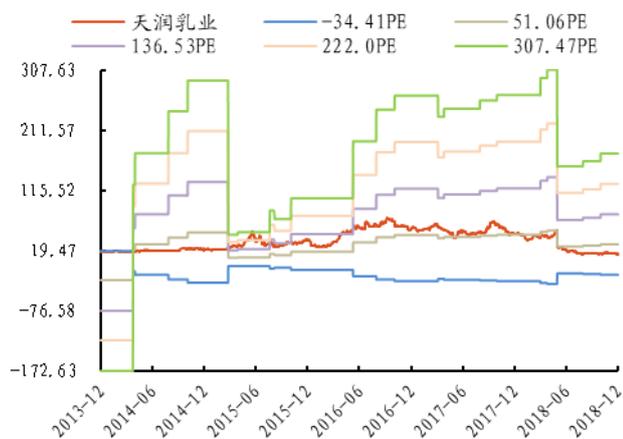
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 60: 近年来天润乳业归母净利润变化



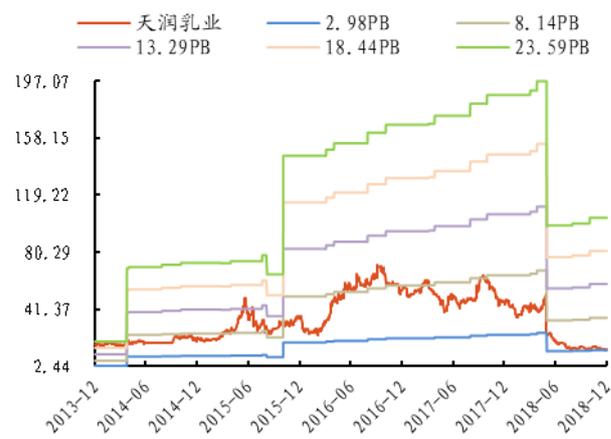
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 61: 天润乳业历史 PE (TTM) 区间



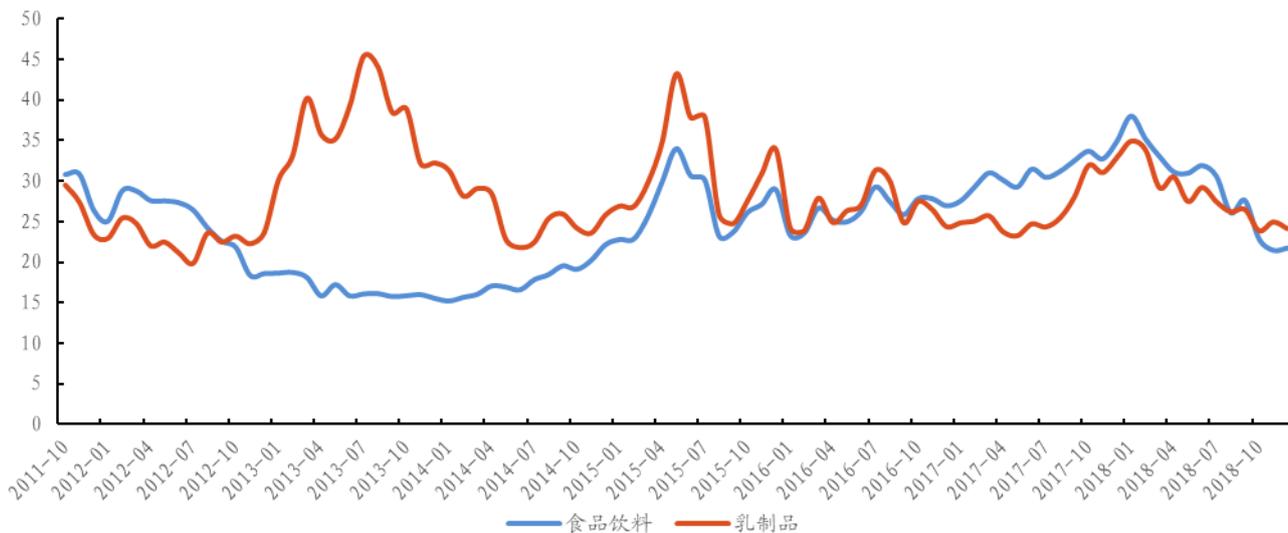
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 62: 天润乳业历史 PB 区间



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 63: 乳制品行业历史 PE (TTM) (截至 2018-12-26)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 64: 乳制品行业重点关注公司列表 (截至 2018-12-26)

代码	简称	总市值 (亿元)	一致盈利预测		股价 (元)	评级
			2019 PE	2020 PE		
600887	伊利股份	1363	18.55	15.95	22.42	买入
600597	光明乳业	101	14.41	12.46	8.24	增持
002732	燕塘乳业	27.96	23.22	19.55	17.77	增持
600419	天润乳业	28.87	18.12	14.67	13.94	未评级

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

## 4. 风险提示

### 国家政策风险:

国家如针对某一子行业实行限制措施或加征税收,可能使该行业需求承压。

### 食品安全风险:

食品安全是食品饮料行业的基础,某一行业如发生食品安全事件,短期投资风险较高。

### 宏观经济风险:

食品饮料虽有较好防御性,但当宏观经济长期大幅下滑时,经济波动影响将传导到行业。

西藏东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格  
**分析师申明：**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

#### **投资建议的评级标准：**

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

#### **股票评级**

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；  
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；  
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；  
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

#### **行业评级**

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；  
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

#### **免责声明：**

本研究报告由西藏东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告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。

本研究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报告之外，绝大多数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，投资者需自行承担风险。

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。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。