

食品饮料

重生自我还是复刻巨头，探究乳企龙头的十字路口

乳业双巨头今后何去何从？正在逐步走向差异化竞争

从“消费时钟”来看，目前乳业处于消费升级的初期阶段，伊利蒙牛在充分享受了常温奶红利后，推出高端化、健康化新品迎合消费者观念及产品品质升级两大趋势。存量市场竞争时代来临，如何获取自身新的“增长驱动力”成为乳业巨头正在积极思考的问题，在为公司下一个十年发展定基调的当下，伊利蒙牛面临着方向的选择。

我们通过对标国际乳企巨头雀巢和达能，从发展历程上来看，两个公司均经历了品类横向扩张、市场区域扩张，但看似发展路径十分相似的两家公司，却在战略制定上和产品结构上存在着明显的差异。19 年雀巢乳制品占比仅 14.3%，达能乳制品占比 52.1%，其实两者存在战略选择上的差异。

雀巢依托其优越的新兴市场培育能力、管理能力、成本控制能力，从发展初期就不拘泥于乳制品行业，将“多元化”战略发挥到极致，打造“大健康”综合食品帝国。而达能依靠其在奶酪、低温酸奶方面的产业链优势，在乳制品行业持续深耕，拥有乳制品及植物蛋白、营养品、饮用水三大业务板块，其中乳品仍具有举足轻重的地位，鲜乳市占率全球第一。

从国际巨头的成长路径中获得的深刻启示，伊利蒙牛差异化初步显现。伊利聚焦常温优势，进行横向拓品，不断拓宽护城河，蒙牛基于上游牧场及冷链资源优势深耕乳制品行业，持续加高行业壁垒。长期来看，伊利蒙牛差异化将进一步加强。在伊利和蒙牛产品尚未出现明显差异化之前，营销费用率也不会明显降低，且将表现出新品推广周期和成本变动周期性。奶源的战略定位、乳制品行业更高附加值产品，以及两者差异化的竞争是未来伊利、蒙牛发展的核心点。

继续蓬勃发展的乳业双巨头在消费品全球化中拥有更多担当

蒙牛和伊利目前聚焦于乳制品行业，在常规业务天花板显现的过程中，更多都在谋求业务板块拓展。这主要有两种方式，其一是内生研发，需要大量的研发投入，目前伊利、蒙牛研发支出占比仍然较低，但是未来消费者对于品质的重视以及乳制品衍生品的需求将不断加大；其二是外沿并购与合资经营，从三个维度借鉴雀巢的并购道路——完善现有产品体系、开拓新的产品体系、抢占新的市场。短期内可以借鉴达能的合资经营方式，这是更符合国情的扩张道路。健康越来越成为影响消费者选择的重要因素，我们认为，未来蒙牛和伊利的多元化扩张预计将会是以健康食品为圆心，以运输范围为半径。

在常温奶出现瓶颈的时候，伊利更像雀巢，侧重于常温扩品，我们认为植物蛋白饮料、饮料、饮用水将是常温扩品的主要方向；蒙牛则更像达能，一方面收购上游牧场保障奶源，一方面布局冷链配送，建立低温壁垒，但是在这个过程中会有阶段性的自我否定，坚定信念，差异发展，或将对行业发展最好的贡献。

强大内需和消费升级是乳业发展源动力，供需两侧足以支撑中国乳企成为国际巨头。伊利和蒙牛撑起了我国乳制品行业的半壁江山，从全球视角来看，伊利蒙牛将进一步谋求从区域性市场向全球性乳制品企业，甚至是全球性综合健康食品企业发展，在我国消费品全球化中拥有更多担当。

投资建议：伊利股份（600887.SH）继续深耕渠道、进行产品结构优化，跨出乳业进军饮料及饮用水领域，横向拓品未来可期；建议关注蒙牛乳业（2319.HK），持续建设供应链，深化低温领域护城河，稳扎稳打。

风险提示：行业竞争恶化、食品安全问题、上游原奶供应不足、公司产能不足。

证券研究报告

2020 年 06 月 02 日

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

作者

刘畅 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520010001
liuc@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《食品饮料-行业研究周报:政策加码助推内需，食品饮料估值有韧性》 2020-05-25
- 2 《食品饮料-行业研究周报:消费动销如期逐步走强，乳制品行业实现边际改善》 2020-05-18
- 3 《食品饮料-行业专题研究:休闲食品行业：疫情后线上消费快速增长，头部品牌地位稳固》 2020-05-12

内容目录

欲穷千里目	5
1. 本土消费品的崛起是民族自信的最高表现，伊利蒙牛任重道远	5
1.1. 从“消费时钟”看产品创新已经势不可挡	5
1.2. 常温奶的发展有着中国特色的实际意义，未来产品升级进入加速期	6
1.3. 在消费升级的初级阶段，龙头企业应有更多担当	7
2. 管中窥豹，巨人的成长之路同样充满荆棘	10
2.1. 雀巢，并购助力打造大而美的综合食品帝国，护城河逐步拓宽	10
2.1.1. 婴儿乳粉起家，紧握战时机遇	11
2.1.2. 毫无主线的多元化是时代的需要还是发展的需要？	11
2.1.3. 业务精减求专，打造“营养、健康和幸福生活”	12
2.2. 雀巢“大食品多元化”战略高度考验管理能力	12
2.3. 达能，并购与剥离凸显主业聚焦，乳业壁垒逐步加高	15
2.3.1. 定调食品公司，开启全球扩张	15
2.3.2. 业务重组，专注健康食品领域	16
2.4. 食品平台还是坚守乳业，选择背后是价值观的差异，无论优劣	16
3. 对比国际双雄，伊利蒙牛仍处于发展前期，十字路口亟待选择	19
3.1. UHT 奶是矛，品牌宣传是盾，打开中国广阔空间	19
3.2. 产品差异尚未实现，短期竞争仍存	20
3.3. 中国乳制品企业到了十字路口	21
4. 向左走壁垒加高，向右走壁垒拓宽，差异化竞争是行业发展的最好结果	23
4.1. UHT 奶红利不在，聚焦高附加值产品，开启全球布局	23
4.2. 平台化健康食品大势所趋，并购与合资是重要手段	24
4.2.1. 健康食品是大势所趋	25
4.2.2. 内生发展，高研发费用投入和渠道切割	25
4.2.3. 外延并购与合资经营是实现多元化战略的重要手段	26
4.3. 对标雀巢，伊利常温扩品路在何方？	27
4.4. 对标达能，蒙牛纵深发展进行时	29
5. 投资建议	31
5.1. 伊利股份——渠道深化、产品结构优化进行时，跨出乳业横向拓品	31
5.2. 蒙牛乳业——产业链上游布局力度大，低温护城墙逐渐建起	31
6. 风险提示	31

图表目录

图 1：中国百年消费时钟	5
图 2：非奶粉乳制品三个阶段发展的特征分析	6
图 3：乳制品行业（不包括奶粉）消费时钟情况	6
图 4：2019 年伊利和蒙牛在乳制品行业中的市占率达 44.8%	8
图 5：伊利、蒙牛仍处于第三类乳企范畴	9

图 6: 雀巢七个产品类别占营收比重相对均衡	10
图 7: 达能的乳制品业务占比仍较大且稳定	10
图 8: 雀巢业务拓展路径	11
图 9: 成立之初的雀巢带有浓厚的时代烙印	11
图 10: 雀巢开启激进的多元化战略, 通过并购迅速扩大版图	12
图 11: 雀巢收购一系列的食品公司, 同时开始布局营养品	12
图 12: 雀巢的业务拓展之路	13
图 13: 雀巢在新兴市场中的营收占比逐步提升	14
图 14: 各类雀巢产品品牌	14
图 15: 雀巢毛利率在行业中处于较高水平	15
图 16: 达能业务拓展路径	15
图 17: 达能奠定食品公司基调, 抢占新兴市场份额	16
图 18: 达能逐步开展对各项非主要业务的剥离	16
图 19: 达能展开一系列的收购开拓健康产品品类	16
图 20: 雀巢七个产品类别占营收比重相对均衡 (2019)	17
图 21: 达能乳业发展态势优于雀巢	17
图 22: 雀巢达能在不同的发展战略指导下逐渐走向差异化竞争	18
图 23: 雀巢在美洲的优势明显, 亚洲业务快速增长	18
图 24: 达能优势区域主要在欧洲, 亚洲业务增长不多	18
图 25: 伊利、蒙牛低线城市销售收入占比高于行业平均	19
图 26: 18 年伊利直控村级网点数增至 60.8 万个	19
图 27: 婴儿配方奶粉电商渠道发展迅速	19
图 28: 伊利电商业务收入高速发展	19
图 29: 伊利 2019 年主营业务收入以液体乳为主	20
图 30: 蒙牛 2019 年主营业务收入以液体乳为主	20
图 31: 伊利、蒙牛 UHT 奶市占率稳定在 35%左右的水平, CR2 已高达 70%	20
图 32: 达能、伊利、蒙牛销售费用率均较高	21
图 33: 乳制品行业传统的竞争格局是“货架竞争”	21
图 34: 伊利蒙牛的差异化正逐步演绎, 伊利常温横向扩品, 蒙牛打造低温壁垒	22
图 35: 金典、特仑苏市场份额稳步提升	23
图 36: 安慕希、纯甄市场份额稳步提升	23
图 37: 伊利产品结构优化对营收贡献较大	23
图 38: 金典、安慕希等重点产品营收占比达 40%以上	23
图 39: 营养健康品及宠物护理品营收占比提升显著	24
图 40: 营养健康品及宠物护理品 EBIT margin 较高	24
图 41: 达能近年来积极转型的营养健康品 EBIT margin 最高	24
图 42: 新产品助力企业探索商业边界的外沿	25
图 43: 中国受访者愿意支付溢价购买不含有不良成分的食物	25
图 44: 伊利、蒙牛积极研发新品, 进军不同的细分市场	25
图 45: 伊利、蒙牛的研发支出占营收比重提升, 但与雀巢、达能仍有很大差距	26
图 46: 雀巢通过收购徐福记、银鹭提升中国地区营收	27

图 47: 亚太及撒哈拉以南非洲营收增速较高	27
图 48: 与达能合作之后, 蒙牛低温酸奶的市占率进一步巩固	27
图 49: 在赢得的货架上横向扩品, 加固现有壁垒	28
图 50: 建立新的供应链壁垒, 抢占低温市场	29
图 51: 蒙牛近年来在上游牧场的布局方面动作频繁	29
图 52: 从收购来看, 蒙牛较伊利更偏好产业链布局	29
表 1: 2019 年海外市场龙头乳企集中程度	8
表 2: 2019 年荷兰合作银行-全球前十大乳企销售额情况	10
表 3: 达能进入中国市场主要依靠合资成立公司或战略合作	17
表 4: 常温扩品和低温供应链建设各有利弊	22
表 5: 新产品面临与现有产品的渠道切割问题	26
表 6: 伊利饮料事业部产品结构图	28

欲穷千里目

历经时代变迁，消费品行业总能不断地诞生国际性的大公司，每一家成功的消费品公司最终都凝聚成了消费者心中的一个符号，展现了品牌的力量，同时也代表了每一个国家的文化输出。消费品国际化是一个国家综合国力表现。

上游行业，各国的比较优势各不一样，天时，看命；中游行业靠技术驱动，教育是根本，和国家发展战略息息相关，地利，看运；下游消费品行业确实要站在前两者的肩膀上，而且对企业家要求极高，人和，看心。伴随着“一带一路”的国家战略，当前我们已经初具实力，消费品领域有望不断诞生出国际大公司。乳制品，一个让国人爱恨交加的日常消费品，经过这十年的经营已经有了阶段性的成效。随着常温奶增速的放缓，以及冷链运输的发展，这个行业已经到了十字路口，未来伊利、蒙牛会是什么样子，能否实现更大的突破，是重生自我还是复刻巨头。本篇将尝试新的探索。

1. 本土消费品的崛起是民族自信的最高表现，伊利蒙牛任重道远

上游资源是心脏，有的国家天生一副好牌，“得天独厚”往往是这些国家的标签，比如巴西；

中游制造是脊梁，有的国家依靠坚忍不拔的精神创造了工业上一个又一个奇迹，“工业强国”是在这些国家的代名词，比如德国；

下游消费是文化，凝聚的是一个国家的精神，即使先天不足也能够群星璀璨，通过不同的消费品传播同一种文化价值，同时也代表了更强的综合国力，比如日本。

如果说改革开放四十年中，更多的消费品像流星一般划过大众的生活，未来的四十年会有更多的消费品经过时间的沉淀，获得消费者的信心。在“供给时代”向“需求时代”转向的过程中，消费品最能代表一个民族的自信，更多优秀的企业将向世界发出中国的声音。

1.1. 从“消费时钟”看产品创新已经势不可挡

我们在 2020 年行业年度策略报告《消费时钟指向新四化，食品饮料分化加剧中的五条主线》中提出的百年消费时钟理论，从建国以来将中国的消费品发展划分了四个阶段，历史一百年。四个阶段分别为：

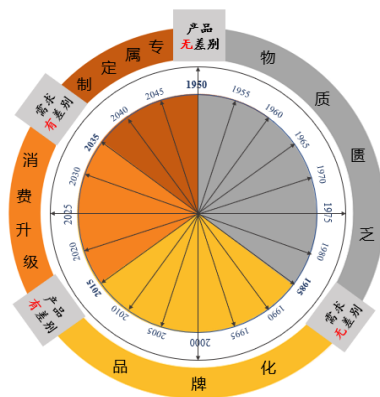
物质匮乏阶段（1950-1985），历时 35 年，从产品无差异→需求无差异；

品牌化阶段（1985-2015），历时 30 年，从需求无差异→产品有差异；

消费升级阶段（2015-2035），历时 20 年，从产品有差异→需求有差异；

专属定制阶段（2035-2050），历时 15 年，从需求有差异→（更高维度的）产品无差异。

图 1：中国百年消费时钟

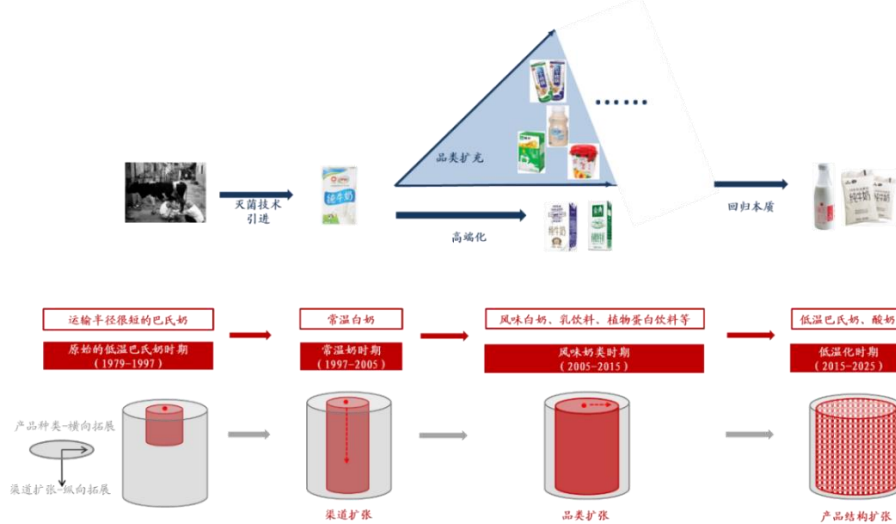


资料来源：新华网，天风证券研究所

1.2. 常温奶的发展有着中国特色的实际意义，未来产品升级进入加速期

我们认为乳制品的发展历史可分为四个阶段，分别是“原始阶段-突破限制-丰富种类-追求健康”，每个阶段都有其代表性的产品，第一阶段（1979-1997）是原始的低温巴氏奶发展阶段，第二阶段（1997-2005）是常温奶的繁荣，第三阶段（2005-2015）是风味白奶、含乳饮料、植物蛋白饮料在成功的品牌营销下的风靡，第四阶段（2015-2025）是健康化趋势下低温奶的回归。

图 2：非奶粉乳制品三个阶段发展的特征分析



资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

从消费时钟来看，乳制品发展的四个阶段分别属于消费时钟的三个时期：

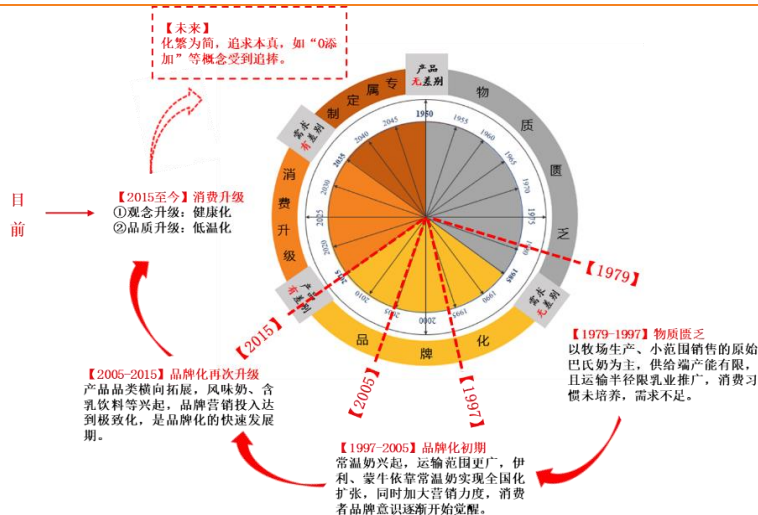
物质匮乏阶段（1979-1997）：以牧场生产、小范围销售的原始巴氏奶为主，供给端产能有限，且运输半径限乳业推广，消费习惯未培养，需求不足。

品牌化阶段：①品牌化初期（1997-2005）：常温奶兴起，运输范围更广，伊利、蒙牛依靠常温奶实现全国化扩张，同时加大营销力度，消费者品牌意识逐渐开始觉醒；②品牌化再次升级（2005-2015）：产品品类横向拓展，风味奶、含乳饮料等兴起，品牌营销投入达到极致化，是品牌化的快速发展期。

消费升级阶段（2015 至今）：包括①观念升级：健康化趋势；②品质升级：低温化趋势。

未来专属定制阶段：化繁为简，追求本真，如“0添加”等概念受到追捧。

图 3：乳制品行业（不包括奶粉）消费时钟情况



资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

目前乳制品行业处于消费升级的初级阶段。其实常温奶的出现是“舶来品本土化”的最佳体现，而且从时钟来看，1979年的乳制品市场处于物质匮乏时期，让全中国人民喝上奶是企业的主要目标，所以当UHT灭菌技术引进之后，常温奶的运输半径和销售半径较低温巴氏奶显著提高，供应商充分利用该条件迅速开拓全国空白市场，处于物质匮乏时期的消费者只求满足正常需求，即使常温奶将导致部分营养成分损坏，消费者处于“从无到有”的时期，对常温奶是完全可以接受的，巴氏奶营养含量高于常温奶的健康知识也并未普及。

随着消费时钟从“需求无差别阶段”过渡到“产品有差别”阶段，对应着乳制品2005-2015年第二阶段的发展，即产品逐渐多样化，且商家纷纷加大广告营销力度塑造品牌形象，最成功的是通过赞助《快乐女声》从而风靡一时的蒙牛酸酸乳，在市场完全度过“物资匮乏”的阶段后，供给方想要拓展更多的市场就要横向拓展产品种类，并让自身的产品在众多的竞品中脱颖而出，所以商家纷纷建设自身的品牌力，以最大程度的提升自身产品的差异化。

关于常温奶广泛品牌营销是否必要这个问题，我们认为或许常温奶的营销时代使得乳制品的发展路径偏离了“营养价值”的核心，过度营销错误的引领消费者将关注度从产品本身转移到品牌。但是当我们沿着“消费时钟”的发展规律去分析，便不难发现常温奶的应运而生以及品牌营销的出现都与乳制品当时所处的大背景以及发展阶段相关。物资匮乏时代，常温奶的出现大大扩展了销售市场范围，营养价值有所磨损的常温奶在需求无差别的情况下快速被消费者接受，营养价值较低的常温奶大发展合理；当渠道扩张接近成熟后，存量市场的竞争更多的要依靠产品品类的多样性和差异化，于是用营销打造品牌形成差异之路便呈现在了历史舞台，营销投入到位的伊利蒙牛成为国民乳品品牌。这样来看，行业发展到一定规模，供给端同质化严重，谋求差异化成为企业必经之路，大规模营销投入、差异化营销，相对产品创新而言，是一条较容易打造出差异化的路径。

继续沿着“消费时钟”向下推演，目前乳制品行业迎来消费升级阶段，消费升级表现为观念升级与品质升级。消费者对乳制品的关注从品牌回归到产品本元，表现为对品质和营养价值的要求更高，并愿意且有能力为此付出更高的溢价，所以代表更高品质的高端白奶特仑苏、金典等在蒙牛伊利总营收中的占比逐渐提高更具营养价值的低温奶重新回归、快速发展。目前乳业只是处于消费升级的初期，随着趋势继续发展，消费者追求更高的品质、追求“口感”与“营养”并存的产品，并逐渐展现出“零食”属性，口感优质的低温巴氏奶、酸奶，儿童零食“奶酪”均将呈现高速发展态势。

未来乳制品行业将走向何方？“消费时钟”指向乳业巨头新纪元。

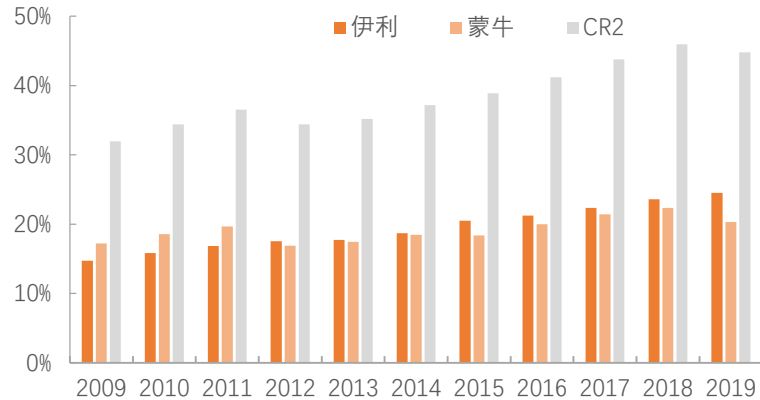
在消费升级的下一阶段，即产品的差异化程度更加细化，不同消费者将拥有更定制化的产品服务，意味着乳企需加强产品的差异化以适应消费者的更多个性化需求，这将要求乳企对消费者的了解足够深入，在这一点上国内的乳企深谙“本土特色”，拥有天然优势。例如，目前国产奶粉品牌着重于的中国妈妈母乳研究，其实就是依靠其对中国市场的了解在高端奶粉市场进行破局，飞鹤奶粉打造“更适合中国宝宝体质”的定位，2018年在国内市场奶粉品牌稳居销售额前三。

1.3. 在消费升级的初级阶段，龙头企业应有更多担当

伊利和蒙牛撑起了我国乳制品加工行业的半壁江山，也担当着引领行业趋势的重任。近年来，两者市占率之和加速提升，19年末已达44.8%，伊利、蒙牛分别达到24.5%和20.3%，呈现势均力敌之势，常温奶领域两者的市占率之和超过70%。横向对比海外市场来看，我国乳制品行业集中度已经处于较高水平，CR2显著高于其他四个国家和地区。

在乳业进入消费时钟的“消费升级”阶段后，引领行业发展节奏的双寡头应更加意识到产品创新的重要性，调整产品结构以占据更优质赛道，“产品无差别”需求下，产品质量、产品新颖程度至关重要。

图 4：2019 年伊利和蒙牛在乳制品行业中的市占率达 44.8%



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

表 1：2019 年海外市场龙头乳企集中程度

国家	代表企业	市占率水平 (%)	合计市占率 (%)
中国	伊利	24.5	44.8
	蒙牛	20.3	
日本	明治	16.4	38.9
	雪印	14	
	养乐多	8.5	
美国	卡夫	9.8	17.9
	达能	8.1	
韩国	首尔	23.1	58.5
	每日	10.5	
	养乐多	14.6	
	南阳	10.3	
中国台湾	光泉	16.2	43.7
	统一	27.5	

资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

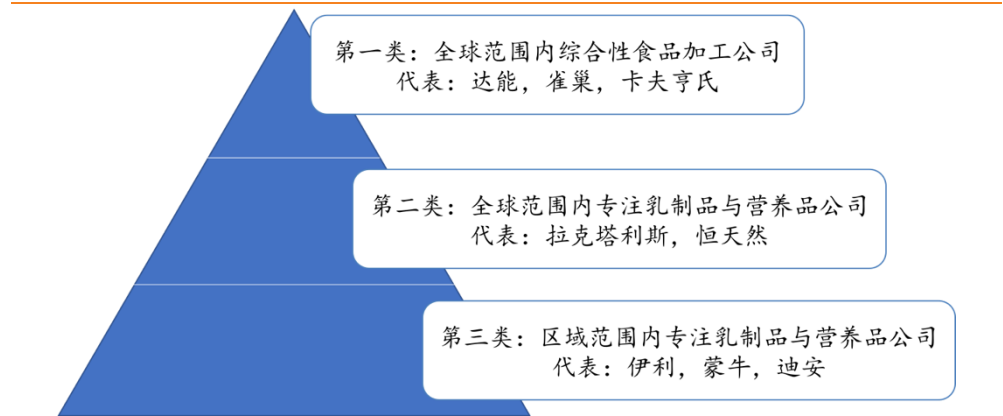
从全球视角来看，乳制品行业的主要竞争者可以分为以下三类：

第一类：全球范围内综合性食品加工公司。这一类企业以雀巢公司和达能集团为代表，拥有包括乳制品，婴儿食品，矿泉水和营养品等在内的多种产品业务，业务覆盖全球。

第二类：全球范围内专注乳制品与营养品公司。这一类企业以拉克塔利斯和恒天然为代表。其产品业务集中在各类奶制品包括牛奶，奶酪，奶粉和各类营养品上，业务同样覆盖全球。

第三类：区域性专注乳制品与营养品公司。其目前着眼于区域内扩展，在特定市场内占据份额，尚未在全球铺开业务。**伊利、蒙牛目前处于这一阶段。未来国内市场集中度进一步提升空间有限，伊利、蒙牛势必谋求向第二类乳企以及第一类乳企的转型。**这一过程必将伴随着品牌全球化，伊利、蒙牛也将在消费品全球化的浪潮中扮演重要角色，要走出国门打开全球市场。

图 5：伊利、蒙牛仍处于第三类乳企范畴



资料来源：新华网、中国食品网、wind、公司官网（拉克塔利斯），天风证券研究所

伊利、蒙牛在乳制品这条优质赛道上角逐，目前正处于从国内市场走向全球的十字路口。不论是和国内已经崭露头角的其他行业消费品品牌对比，还是和乳制品行业中的国际巨头对比，其仍有很大的发展空间，双寡头助力中国消费品全球化也可谓是任重道远。拿来再创新亦是成功之路，安踏、吉利、华为的发展之路都得以显现，我们认为“复制创新”之路也能在伊利、蒙牛身上落地，在当前的十字路口，定能从国际乳制品巨头雀巢、达能的发展路径中获得一些启示。

2. 管中窥豹，巨人的成长之路同样充满荆棘

在荷兰合作银行发布的 2019 年全球乳企十大榜单中，雀巢和达能销售额遥遥领先，分列第一和第三，乳制品业务的销售额分别达到 243 亿、180 亿美元，并且乳制品只是雀巢和达能的部分业务，更准确的是健康食品综合公司，尤其是雀巢。

表 2：2019 年荷兰合作银行-全球前十大乳企销售额情况

(十亿美元)	排名	乳制品销售额
雀巢	1	24.3
兰特黎斯	2	20.8
达能	3	18.0
恒天然	4	14.3
菲仕兰	5	13.8
美国奶农	6	13.6
爱氏晨曦	7	12.4
伊利	8	11.2
萨普托	9	11.0
蒙牛	10	10.3

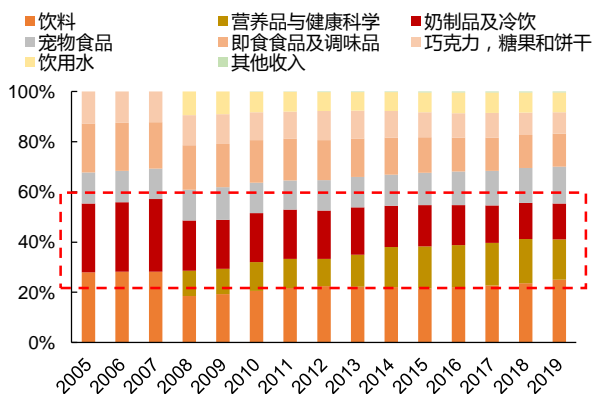
资料来源：荷兰合作银行，天风证券研究所

雀巢于 1866 年成立于瑞士，最初的产品是炼乳和婴儿食品，而达能于 1966 年成立于法国巴黎，最初的乳制品产品是酸奶、奶酪等。雀巢比达能早发展整整百年，在总营收体量上超过达能的 3 倍，不过从发展历程上来看，两个公司均经历了品类横向扩张、市场区域扩张，发展路径有异曲同工之处。

但看似发展路径十分相似的两家公司，却在战略制定上和产品结构上存在着明显的差异。19 年雀巢乳制品占比仅 14.3%，达能乳制品占比 52.1%。具体来看，雀巢七个产品类别营收占比较为均衡，且由于其他业务板块更快发展，雀巢的奶制品及冷饮业务占比近年来有所下滑，2019 年该业务（不包含奶粉）销售额 134 亿美元，占比 14.3%，对比之下达能的乳制品业务占比一直以来都处于较高水平，位于 50% 上下，2019 年达能乳制品及植物蛋白产品销售额 147 亿元，占比 52.1%。

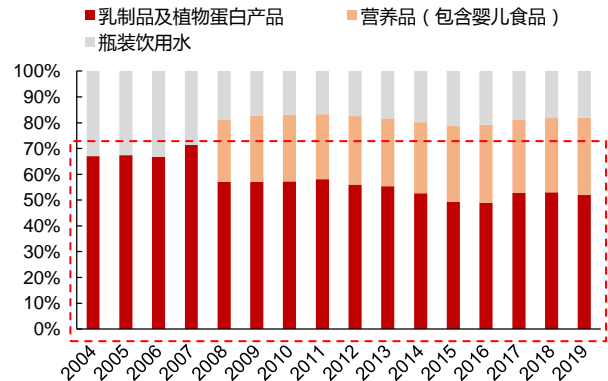
雀巢依托自身在成本控制和市场培育运营上的优势横向拓品，定位更为“综合”，通过上百次并购成功打造了七大业务板块的健康食品帝国；而达能利用自己在酸奶等低温领域的先发优势、研发能力深耕各区域乳制品市场，成为全球第一大鲜乳制品公司。

图 6：雀巢七个产品类别占营收比重相对均衡



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

图 7：达能的乳制品业务占比仍较大且稳定



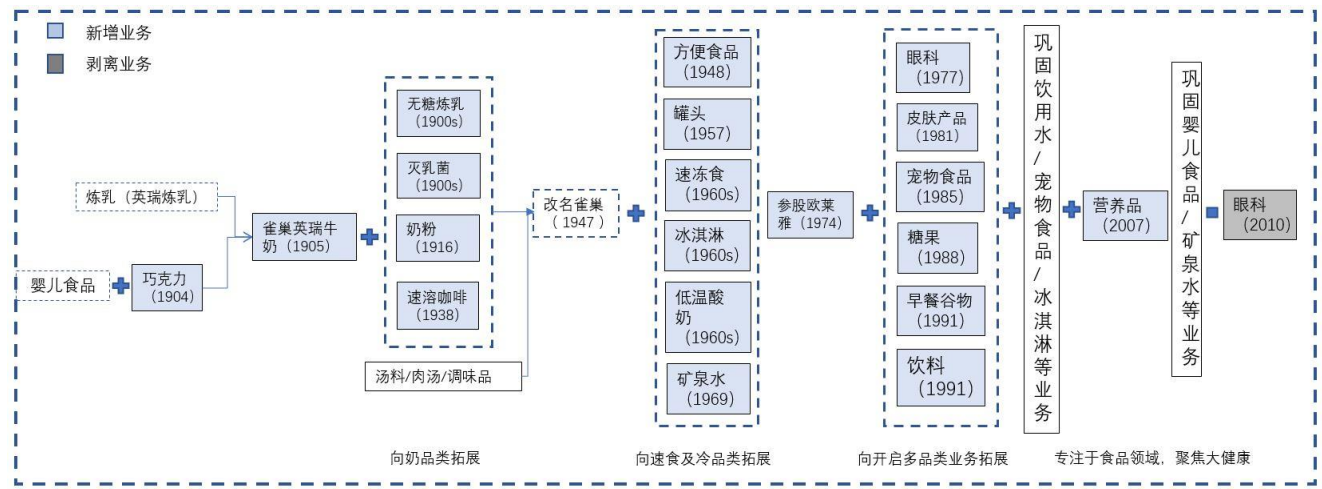
资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

2.1. 雀巢，并购助力打造大而美的综合食品帝国，护城河逐步拓宽

雀巢这家“百年老字号”给人以“鹤发童颜”的朝气感，其秘诀就在于通过收购打造多元化的产品和品牌，以实现产品的潮流性和延续性的统一。目前雀巢涵盖了饮料、营养保健

产品、乳制品、预制食品和调味品、宠物食品、巧克力和糖果、瓶装饮用水等几乎全部的食品领域，成为大而美的综合食品集团。

图 8：雀巢业务拓展路径



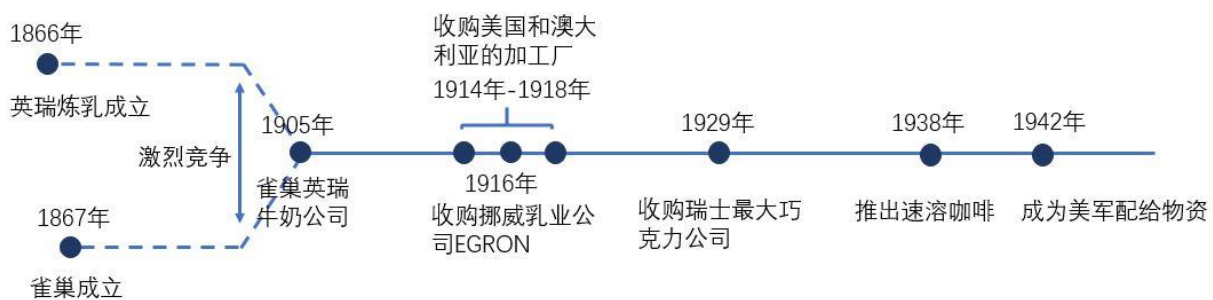
资料来源：公司官网（雀巢），天风证券研究所

2.1.1. 婴儿乳粉起家，紧握战时机遇

成立之初的雀巢带有浓厚的时代烙印，婴儿乳粉是其最初的产品。19 世纪中叶，战争频发导致欧洲初生婴儿的天折率居高不下。药剂师亨利·雀巢以果糖、面粉和奶粉调制的育乳乳制品得到认可，以“雀巢”为名创办公司，之后将公司出售给了当地商人，开始规模化生产。1905 年雀巢和竞争对手英瑞（主营炼乳）合并，组成雀巢英瑞牛奶公司。

一战的爆发直接导致了方便食品需求的增加。面对激增的奶粉需求，雀巢开始开拓海外布局，在远离战火侵扰的美国和澳大利亚收购加工工厂。1938 年雀巢速溶咖啡研制成功，带动产品需求暴涨，二战期间成为美军的配给物资。到第二次世界大战结束时，雀巢已经成长为一个在五大洲都有工厂的全球性公司了。

图 9：成立之初的雀巢带有浓厚的时代烙印



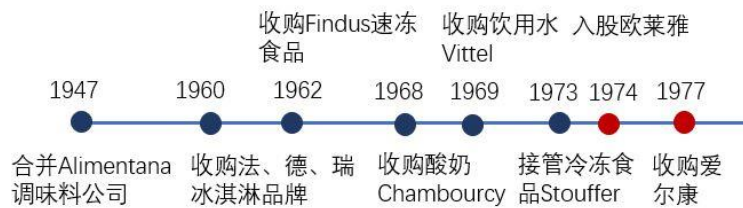
资料来源：公司官网（雀巢），天风证券研究所

雀巢这一阶段和竞争对手合并，同时收购潜在竞争对手从而迅速扩大市场份额，在产业链各个环节开启全球布局，从而有效降低成本，最为关键的是注重新品研发，速溶咖啡的成功真正打开了雀巢的全球知名度，为打开国外新市场开创有利条件。

2.1.2. 毫无主线的多元化是时代的需要还是发展的需要？

二战结束后，雀巢将多元化战略发挥到极致。通过收购进入了调味品、冰淇淋、冷冻食品、饮用水等新领域，快速扩张版图。此外，雀巢在与食品无关的领域也开启“买买买”模式，涉足矿业、酒店、眼部护理等公司。比如，在 1974 年成为化妆品公司欧莱雅的股东，1977 年收购了美国药品和眼科产品制造商爱尔康眼科公司。

图 10：雀巢开启激进的多元化战略，通过并购迅速扩大版图



资料来源：公司官网（雀巢），天风证券研究所

通过收购新业务有利于迅速进军新领域，扩大版图，但没有重点方向的全面并购却也容易深陷大而不专的泥潭，雀巢此后也对此进行了修正。

2.1.3. 业务精减求专，打造“营养、健康和幸福生活”

80 年代 Helmut Maucher 就任雀巢 CEO，他认识到雀巢必须停止无节制的多元化，转向专业化的食品公司，形成规模效应，并剥离非相关的业务。此后雀巢通过收购一系列的食品公司以及合资企业建设，成为大而美的专业食品集团，开拓世界市场。雀巢在 2010 年出售全球最大、赢利最强的眼科保健公司爱尔康。当时在全球眼部护理市场排名第一的爱尔康在全球拥有 1.5 万名员工，年销售额高达 56 亿美元，可谓是集团的“摇钱树”，但忍痛割爱做减法足以表明雀巢集中资源做食品的决心。

包必达就任 CEO 之后看到了个人定制化营养的增长潜力，他将雀巢成为“**营养、健康和幸福生活**”领军者的地位确立为千年战略，雀巢开始布局营养健康品，加大资源倾斜，最终形成了我们现在所看到的以食品领域为主线，包含饮料、营养保健产品、乳制品、预制食品和烹调品、宠物食品、巧克力和糖果、瓶装饮用水几大板块的业务格局，并且不断的对各项业务的市场状况进行评估、调整，以占据食品健康领域优质赛道，实现可持续性繁荣。

图 11：雀巢收购一系列的食品公司，同时开始布局营养品



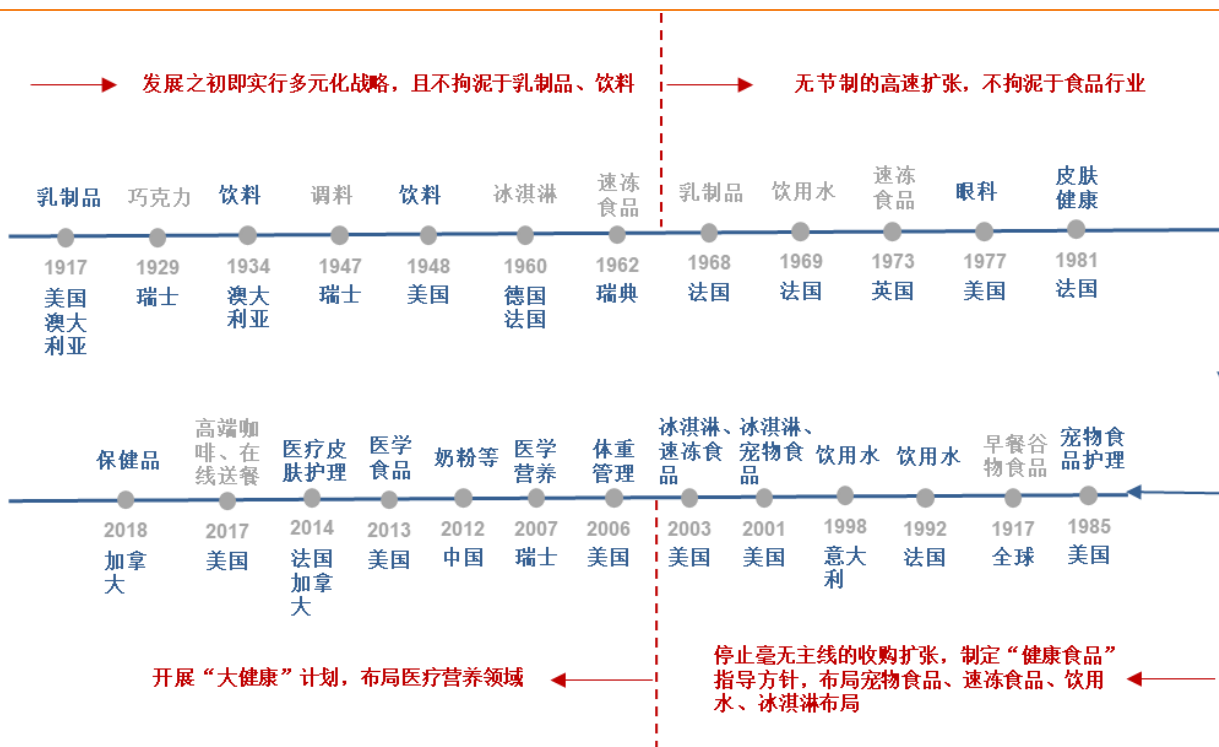
资料来源：公司官网（雀巢），天风证券研究所

2.2. 雀巢“大食品多元化”战略高度考验管理能力

回顾雀巢的历史，在发展初期就不将自己限定在乳制品行业，“多元化”是其发展历史的关键词。从雀巢的业务拓展史来看，上世纪初期公司在乳制品以外的领域进行多元化发展，直到 60 年代末，公司积极拓展出冷饮、速冻食品、饮用水等业务领域，但同时在 70、80 年代开始了毫无节制的高速扩张，布局眼科、皮肤健康等非食品领域，造成公司的业务管理混乱。

80 年代末公司制定“健康食品”指导方针，停止毫无主线的收购扩张，将精力主要置于宠物食品、速冻食品、饮用水、冰淇淋，在 20 世纪初，基于公司成熟的管理经验，公司继续完善“大健康”战略，布局医学营养、医学食品、保健品等领域。

图 12：雀巢的业务拓展之路



资料来源：公司官网（雀巢），天风证券研究所

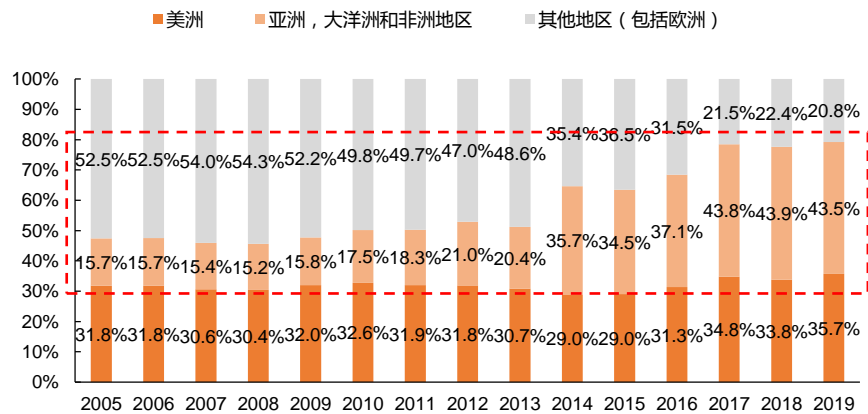
雀巢在品类多元化和国际化的道路上经历着或积极、或冒进、或纠错、或克制的阶段，最终坚定了“食品健康”领域的千年战略，聚焦健康与食品板块的机会。公司战略的制定往往依托于其已有优势，发挥其所长，而雀巢之所以总是可以及时准确的把握全球食品各子领域的发展机会，取决于其优越的新兴市场培育能力、管理能力、成本控制能力。

- ◆ **新兴市场的本土化战略：**雀巢立足经济发达国家的食品市场发展史，可预见到新兴市场的机遇，并耐心的进行市场培育，本土化战略出色。1868年，雀巢在巴黎、法兰克福、伦敦设立销售点，当时就制定了全球化销售战略。从瑞士到挪威，从英国到澳大利亚再到中国，雀巢一直显示着无比的决心与耐心。雀巢在世界各地市场上稳步发展和扩张，一直秉持着共赢的本土化策略，即包括“人才培育、市场培育到解决原料供应”等各个方面。雀巢将企业的各项业务融入到所在国的文化中去，考虑当地民众利益，赢得他们的好感。

根据《商业评论》文章，雀巢在拉美以极大的耐心培育帮助当地农民种植咖啡进而解决原料供应。在印度，为了使投资兴建的奶制品工厂有足够和可靠的产品质量，雀巢贷款给当地农民打井种草，并免费提供兽药和兽医技术。在中国，以雀巢当时进入落后的黑龙江双城为例，为了解决奶源供应问题，雀巢不仅从欧洲派来一支专家队伍，教授农户照顾奶牛和采奶技术，还为农民支付贷款的利息。这种超前本土化的战略，也使雀巢在行业竞争中通常都能赢得各地政府的信任。

目前雀巢将发展重心放置于对新兴市场的开拓上，新兴市场的营收占比越来越高，2019年亚洲、大洋洲及非洲地区的占比达到43.5%，成为贡献营收增长的中坚力量，再次印证雀巢利用超前本土化策略成功拓展新兴市场，从而更早的把握新兴市场机遇的观点。

图 13：雀巢在新兴市场中的营收占比逐步提升



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

- ◆ **管理能力冠全球食品饮料行业，管理集权，业务分权：**雀巢公司的国际化战略是以“中央集权化和分权化”两个概念为中心的。资金调拨、研究开发、品牌管理、核心人才管理等由公司本部一元化掌控，而产品开发、市场拓展、广告等则由各地方公司做主。对于集团核心人才的培养和使用，雀巢公司也是采取一元化管理的办法，公司总部会遴选优秀的管理人员并分派到个国家分公司任职。

而对于产品设计等问题，则采取“分权化”的管理办法。雀巢公司在不同国家的分公司都是在坚持雀巢咖啡产品理念的前提下，按照所在地区消费者的口味习惯，决定本地产品的口味。雀巢对收购的企业的管理也保持雇佣本土员工，使用本土原材料，保留其原有品牌，目前其在全球拥有 2000 多个子品牌。

图 14：各类雀巢产品品牌



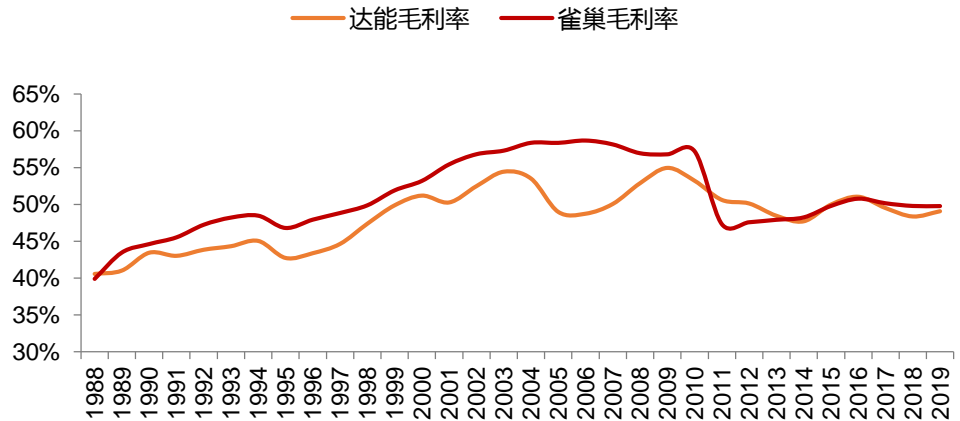
资料来源：公司公告（雀巢），天风证券研究所

一方面要照顾各地文化的多样性，另一方面又要提高决策的速度，雀巢成功的定下“经营标准”，然后大胆下放经营决策权，以期利用“更了解当地市场的当地人”如运营各国市场，自身再做好管理约束工作。所以，即使公司面临遍布世界各地的子公司管理，其依然可以较好的统筹并赋予各地公司鲜活的生命力。

- ◆ **成本控制常抓不放，全球采购平抑波动风险：**雀巢的毛利较达能一直处于相对较高的水平，源于公司对成本控制的重视，可以看到，雀巢的毛利率波动频率较达能小，且波动幅度不大，并且与其他大型食品生产商相比，雀巢在原材料逆风时期(2007-2008

年)提价幅度并不大,随后在重新启动产量增长时期(2009-2010年)降价。雀巢在过去几年较少受到原材料波动的影响,因为它从不同的地区购买了大量不同种类的原材料,雀巢有着根深蒂固的成本管控意识和节约文化。相对较低的成本水平保证了雀巢经营的安全性,同时也是公司打开一个新市场的利剑。

图 15: 雀巢毛利率在行业中处于较高水平



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

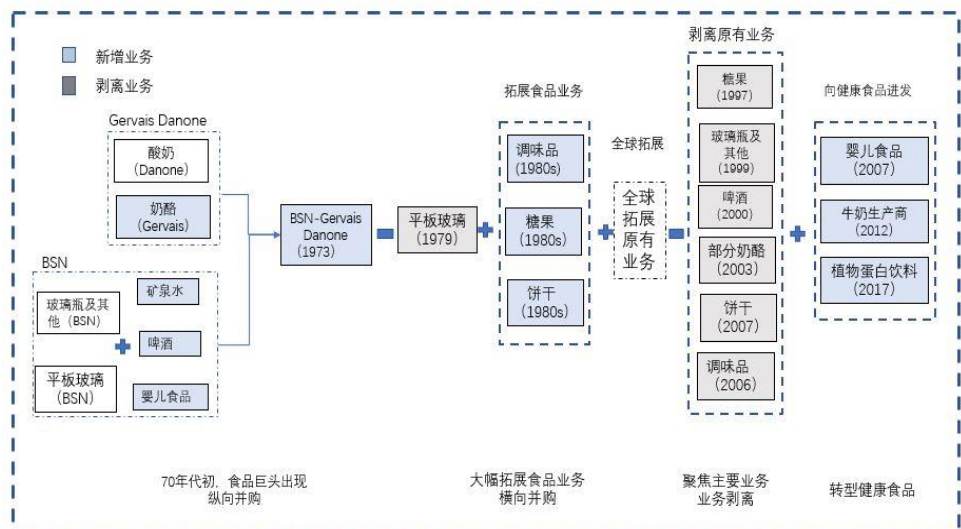
注: 2012年行业内公司毛利均有较大幅度下降, 主要由于鲜奶及其他大宗商品价格向上幅度过大

雀巢的优势更多的是体现在“平台力量”上, 依托于优越的新兴市场推广能力把握全球发展机遇、利用集中又分权的管理模式实现全球各国标准化同时又特色化的运营, 其出色的成本控制能力为公司的拓展提供了更高的安全垫, 也就是基于这三点优势, 雀巢从发展初期就选择了“多元化”战略, 而并非执着于某一领域。

2.3. 达能, 并购与剥离凸显主业聚焦, 乳业壁垒逐步加高

达能拥有鲜乳制品、饮用水和饮料、婴儿营养品和临床营养品四大业务板块。达能在经历了 80、90 年代的业务剥离整合后, 一直聚焦于四大业务板块, 成为全球排名第一的鲜乳制品生产商、法国最大的婴儿食品生产商。

图 16: 达能业务拓展路径



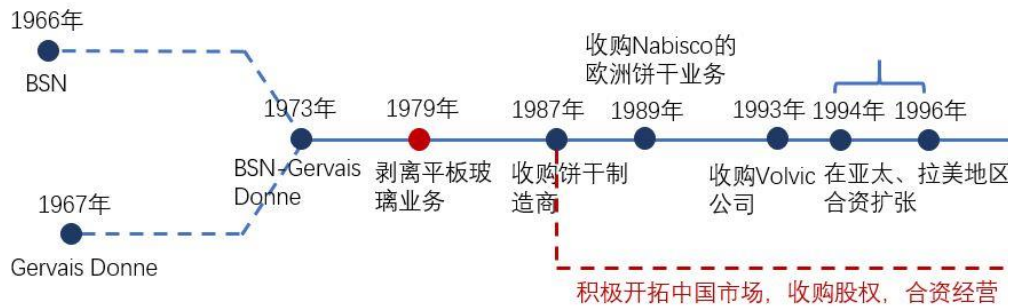
资料来源: 每日食品、商务周刊、中国网、人民网、中俄经贸网、商务部、食品原料网、中国商报, 天风证券研究所

2.3.1. 定调食品公司, 开启全球扩张

达能通过收购一系列的食品业务、剥离原有的玻璃生产业务, 奠定了食品公司的基调。此

后，达能和 Britannia 饼干在印度成立合资企业，与墨西哥的 Bonafont 达成水域方面的合作，收购以色列施特劳斯集团 20% 的股份，与南非、阿根廷的企业展开合作，对中国市场的投资早在 1987 年便开展。

图 17：达能奠定食品公司基调，抢占新兴市场份额



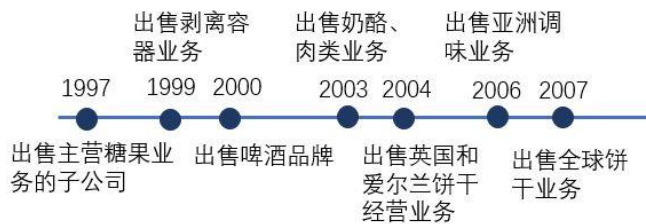
资料来源：每日食品、商务周刊，天风证券研究所

达能充分利用了在新兴市场进行股权投资，同时开展合资经营的模式，一方面能充分利用原料、劳动力的相对优势，更为重要的是快速抢占新兴市场份额，打开国际知名度。

2.3.2. 业务重组，专注健康食品领域

达能在国际市场打开知名度后着手业务重组，1997 年开始相继剥离糖果、玻璃容器制造、啤酒、肉类、调味品、饼干业务，直至形成了以鲜乳制品、瓶装水及饮料、婴儿食品、临床营养品为四大主业的业务格局。

图 18：达能逐步开展对各项非主要业务的剥离



资料来源：每日食品、商务周刊、中国网，天风证券研究所

达能最终确定了以乳制品为圆心，向健康食品转型的发展模式。此后展开一系列的收购开拓健康产品品类，公司营收增长重回快车道，2007-2017 年 CAGR 为 3.5%，鲜乳制品位列全球第一，饮用水和饮料、婴儿营养品位列世界第二。达能的成功正是在于其在主要业务持续深耕，定位精准，以刮骨疗伤的气魄进行业务剥离，轻装上阵。

图 19：达能展开一系列的收购开拓健康产品品类



资料来源：人民网、中俄经贸网、商务部、食品原料网、中国商报，天风证券研究所

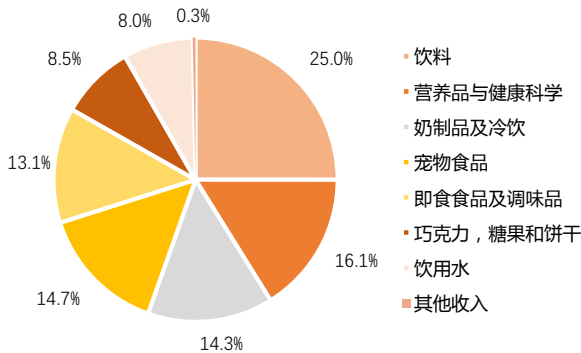
2.4. 食品平台还是坚守乳业，选择背后是价值观的差异，无论优劣

尽管雀巢和达能均以乳品起家，两者最终呈现了完全不同的发展方向。雀巢从一开始就定调自己为综合类公司，更多的将自己打造为一个运营产品的优质平台，致力于横向扩品；而达能充分利用自己酸奶起家的深厚运营经验、乳业资源，选择深耕乳制品。从近些年两

家公司的乳业发展情况来看，达能在经历欧洲鲜奶价格增长压力之后，在 2016 年便恢复了较快增长，而雀巢因发展重心偏向于饮用水、健康食品等业务，乳业仍未实现正增长。

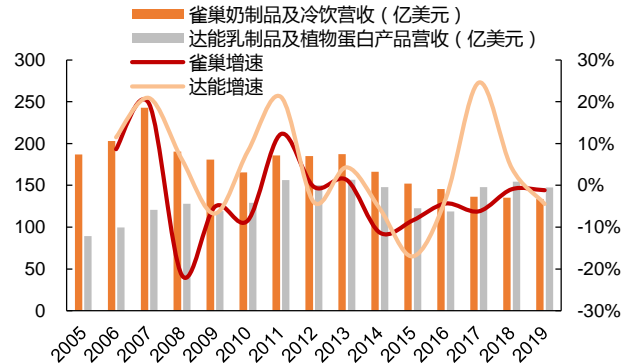
雀巢将横向扩品发挥到极致，如今已成为拥有饮料、奶制品和冰淇淋、预制食品和烹调食品、营养和健康食品、宠物食品、巧克力糖果盒并购以及饮用水这七大业务板块的食品帝国。这七种类别的比重是相对均衡的，既没有压倒性的主导产品也没有无足轻重的类别，2019 年奶制品及冷饮收入占比仅为 14.3%。达能在乳品行业持续深耕，拥有乳制品及植物蛋白、营养品、饮用水三大业务板块，其中乳品仍具有举足轻重的地位，2018 年乳制品占比为 52.96%，鲜乳市占率全球第一。

图 20：雀巢七个产品类别占营收比重相对均衡（2019）



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

图 21：达能乳业发展态势优于雀巢



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

并购在两者发展历程中均立下汗马功劳，是扩张规模的重要方式。雀巢倾向于收购后培育，达能更偏好与特定领域的领先企业进行合资经营。达能进入新兴市场多采用与当地龙头企业合作设立子公司的方式，以中国市场为例，达能先后和光明、娃哈哈、蒙牛成立合资公司，与当地龙头的合作、为其提供技术和营销上的支持，往往收益较为迅速，类似雀巢收购后培育的模式更加细水长流。

表 3：达能进入中国市场主要依靠合资成立公司或战略合作

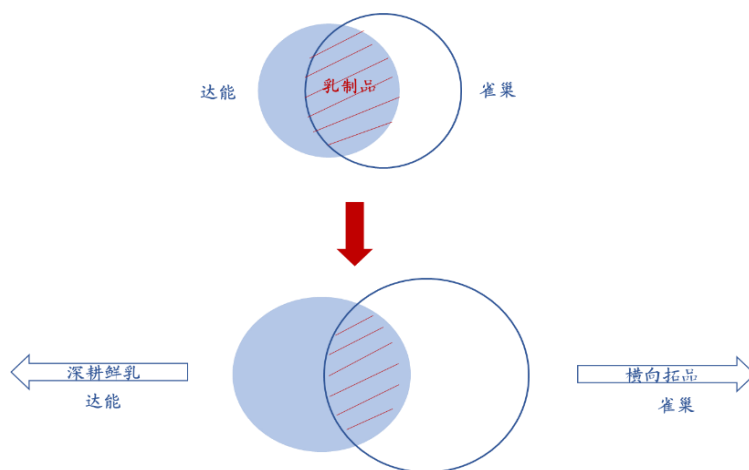
时间	合作企业	合作业务	合作模式	合作内容及目的
1987 年	广州牛奶公司	酸乳酪	合资成立公司	与广州牛奶公司合资成立广州达能酸乳酪有限公司，达能出资比例占 77%，以合作方式进入中国。
1994 年、2001 年、2006 年	光明乳业	酸奶及保 鲜乳、乳 制品	合资项目、战略 投资	1996 年与光明合资建立上海酸奶及保险乳项目，达能占 45.2% 的股权，开启了在中国乳制品业务的布局；2001 年以光明收购达能在中国的三家乳制品企业（包括广州酸奶和与光明的两家合资企业）为条件，达能成为光明的股东，持股 5%；2006 年持有光明 20.01% 的股份，成为光明乳业的第三大股东
1996 年	武汉东西湖啤酒	啤酒	收购	收购武汉东西湖啤酒过半股权
1996 年	娃哈哈	饮用水	合资成立公司	出资 4500 万美元，与娃哈哈成立 5 家合资公司，进军中国饮用水市场
1996 年、1998 年、2007 年	深圳益力	饮用水	收购、合资成立公司	1996 年收购 54.2% 股权，继续矿泉水产品的布局；1998 年合资成立深圳达能益力泉饮品有限公司；2007 年收购益力全部股份
2000 年	乐百氏	乳制品、 饮料	收购	收购乐百氏 92% 的股权
2004 年	梅林正广和	饮用水	收购	收购 50% 的股权
2006 年	汇源	果汁饮品	战略投资	出资 1.4 亿美元，持有汇源 22% 的股权，成为其第二大股东，开启了在中国果汁饮品方面的布局
2007 年	妙士乳业	酸奶	收购	收购妙士乳业在北京、上海的工厂，这是继 2006 年与光明、蒙牛退出合作后在中国酸奶布局的又一重要举措

2006年、蒙牛	酸奶、乳	合资成立公司、	2006年出资1亿美元，与蒙牛合资建立酸奶生产和销售企业，达能持股49%，一年后合作中止；
2013年、	制品、奶	战略投资	2013年，中粮、达能、蒙牛签署股权转让协议，达能持股4%成为蒙牛战略股东；
2014年	粉		2013年，签署战略合作协议，与蒙牛共同出资成立蒙牛达能低温合资公司，主营低温乳制品；2014年达能通过参与蒙牛定向增发，所持有蒙牛的股本由此前的4%增至9.9%，成为蒙牛第二大股东；2014年，达能通过定向增发，持有蒙牛控股的雅士利国际25%的股权，达能与蒙牛的战略合作拓展到婴幼儿奶粉领域。

资料来源：创业邦、华律网、人民网、经济观察网、慧聪食品工业网、中国网、中国新闻网、每经网、中国经济网，天风证券研究所

在不同的战略指导下、不同节奏的国际化扩张背景下，达能和雀巢从最初的高业务重合竞争逐渐走向差异化竞争，即使是在同一市场的竞争也变得弱化，各自在自己的发展方向上更进一步，业务重合度不断减小。从市场区域重合度来看，两公司的国际布局上，达能主要优势区域是在欧洲，美洲和亚洲的占比并不算高，而雀巢较为稳定的优势区域在美洲，同时亚洲、大洋洲区域业务快速增长。无论是在业务构成还是国际区域布局上，雀巢和达能均表现出较为明显的差异性。

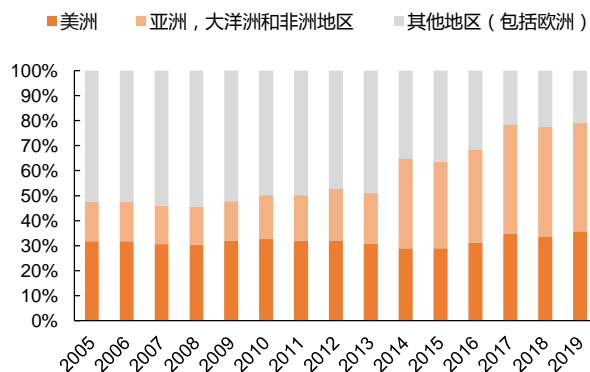
图 22：雀巢达能不同的发展战略指导下逐渐走向差异化竞争



资料来源：齐鲁网、人民网，天风证券研究所

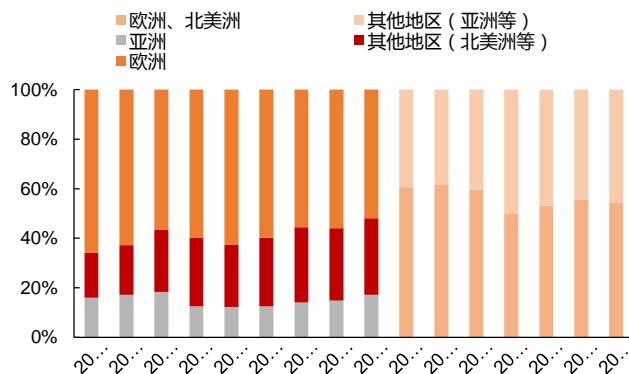
注：蓝色实心圆是指达能的业务规模，蓝色空心圆是指雀巢的业务规模，两者选择不同的发展战略重心，两圆重合面积占比越来越小

图 23：雀巢在美洲的优势明显，亚洲业务快速增长



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

图 24：达能优势区域主要在欧洲，亚洲业务增长不多



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

3. 对比国际双雄，伊利蒙牛仍处于发展前期，十字路口亟待选择

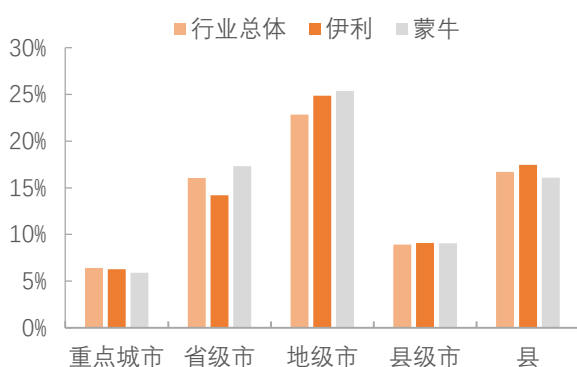
过去二十年，中国乳业依靠常温奶市场的拓展历经黄金发展期，伊利、蒙牛宛若双生子齐头并进，两者的产品重合度极高，“携手相伴终有时”，随着常温奶增速的放缓，乳业双寡头面临存量市场的竞争，如何获取自身新的“增长驱动力”成为乳业巨头正在积极思考的问题，在为公司下一个十年发展定基调的当下，伊利蒙牛面临着方向的选择。

3.1. UHT 奶是矛，品牌宣传是盾，打开中国广阔空间

乘 UHT 奶红利，伊利蒙牛成就乳业双雄地位。2000 年前后，随着牛奶灭菌技术和设备大规模投入生产，UHT 技术极大地拉长了牛奶保质期，进入高速增长期，带动乳制品行业年均超过 20% 的收入增长。伊利蒙牛紧紧抓住常温奶的红利，在全国大力发展经销商和渠道，均实现较高的营收增长。

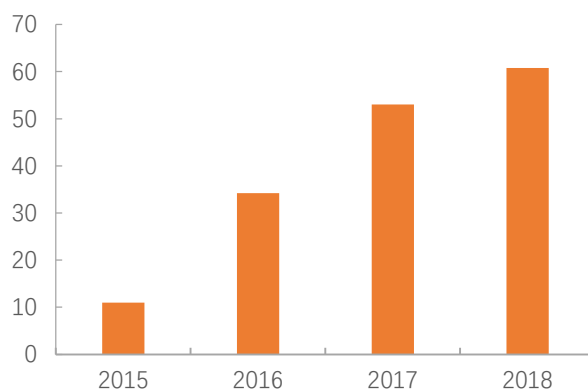
如今双寡头业绩的进一步增长，主要依靠销售量增长，而这来源于渠道的深耕和拓展。伊利、蒙牛深耕渠道，已下沉至低线城市和乡镇。伊利自 2006 年开始开展“织网行动”，建立起覆盖全国的销售网络，18 年直控村级网点数达 60.8 万家，自 2015 年起 3 年复合增长率达 65.4%，2019 年公司服务的乡镇村网点近 103.9 万家，较上年提升了 8.0%；蒙牛 2017 年开始引入分公司进一步加强渠道掌控力，同时和阿里巴巴零售通签约框架协议合作协议，提升蒙牛在线下零售店的市场份额，17 年新增卖点 30 万个。

图 25：伊利、蒙牛低线城市销售收入占比高于行业平均



资料来源：公司公告（伊利、蒙牛），天风证券研究所

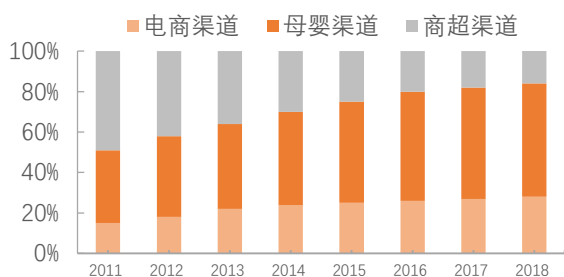
图 26：18 年伊利直控村级网点数增至 60.8 万个



资料来源：公司公告（伊利），天风证券研究所

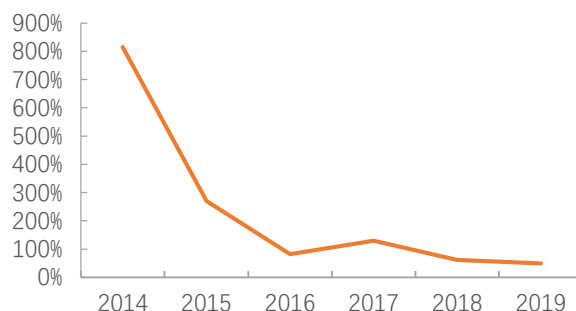
线上渠道逐渐发力。观研天下数据显示液态奶线上销售占比已经从 2010 年的 0.3% 增长至 2017 年的 9.5%，尼尔森数据显示婴儿配方奶粉线上渠道占比已经高达 20% 左右。2017 年蒙牛成立电商事业部，再次在双十一期间拿下乳制品全网销售冠军，夺得三连冠。伊利电商业务收入同比高增。

图 27：婴儿配方奶粉电商渠道发展迅速



资料来源：尼尔森，天风证券研究所

图 28：伊利电商业务收入高速增长

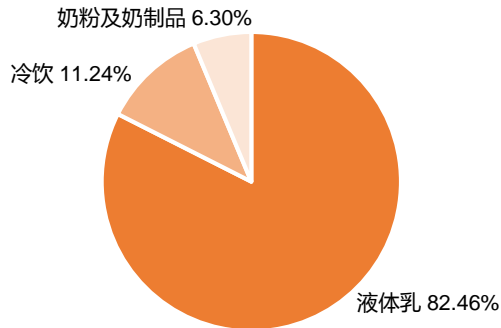


资料来源：公司公告（伊利），天风证券研究所

3.2. 产品差异尚未实现，短期竞争仍存

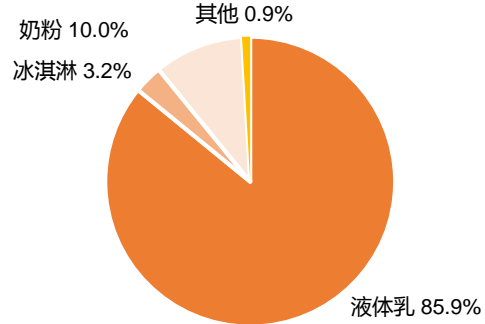
伊利、蒙牛目前的营收大部分依然为乳制品，液体乳、冷饮和奶粉是最主要的收入来源，其中液体乳占主营业务营收的比重高达 80%以上。2019 年伊利液态乳营收占比 82.46%，蒙牛 2019 年液体乳占比为 85.9%。

图 29：伊利 2019 年主营业务收入以液体乳为主



资料来源：wind，天风证券研究所

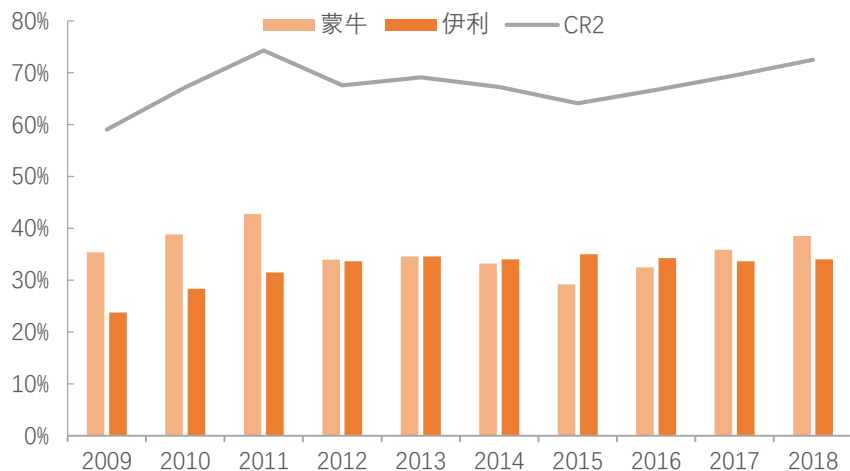
图 30：蒙牛 2019 年主营业务收入以液体乳为主



资料来源：wind，天风证券研究所

依靠 UHT 奶的红利已成为过去时。两者 UHT 奶市占率稳定在 35%左右的水平，CR2 已经高达 70%以上，仅依靠 UHT 奶再难以迎来快速增长。因此，两者转向精耕细作势在必行，推出“高端白奶”、“常温酸奶”、“乳酸菌饮料”等新的乳品品类。18 年蒙牛 UHT 营收占比仅 43%，同期伊利新品营收占比达 14.8%，同比增速达 5.6%。

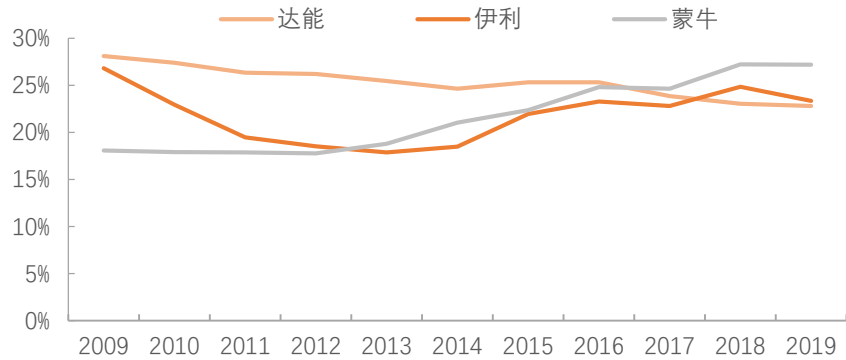
图 31：伊利、蒙牛 UHT 奶市占率稳定在 35%左右的水平，CR2 已高达 70%



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

对标国际巨头，我们发现高营销费用不仅存在于伊利蒙牛之间，达能营收对于差异性较小的乳制品依赖仍然较大，达能的销售费用率亦较高。本质上来看，我国乳制品加工行业当前仍处于粗加工、高度同质化的行业。因此，在伊利和蒙牛产品尚未出现明显差异化之前，短期竞争状态将持续。

图 32：达能、伊利、蒙牛销售费用率均较高



资料来源：Wind、Bloomberg、天风证券研究所

之所以伊利蒙牛的短期竞争仍将持续，一是因为原有优势领域常温奶增速放缓，渠道渗透率已经较高，增量市场转变为存量市场；二是目前两公司的产品重合度仍较高，对未来的发展方向、战略仍未完全确立，产品的相似性必然会带来竞争；三是国内双寡头推新频率较高，新品推广依靠营销费用的投入。短期双寡头竞争持续概率较高，故伊利蒙牛的销售费用投入短期内不会有较大幅度下滑。

3.3. 中国乳制品企业到了十字路口

多年以来，我们认为我国乳制品的竞争格局可以称为“货架竞争”，占据更多货架意味着更高销量。在乳制品市场快速扩张的时期，消费者对乳制品“来者不拒”——谁占据了更多的货架，就很可能也占据了更大的市场份额。在乳制品高端化、多元化的过程中，不同消费者的需求多种多样——谁能占据更多的货架，谁才有空间摆设更多品类的乳制品，覆盖更多的消费者群体。

图 33：乳制品行业传统的竞争格局是“货架竞争”



资料来源：天风证券研究所

但在常温奶消费趋近饱和时，再多的货架也无法拉动销量增长。这时乳制品企业将面临两种选择，对标国际巨头选择之路，其一是在已经赢得的货架上进行横向扩品，加固现有的常温货架壁垒，雀巢通过不断拓宽产品品类获取了常温货架的绝对话语权；其二是建立新的供应链壁垒，赢得在低温货架铺设产品的主动权，达能积极推进低温产品铺设，酸奶和鲜乳产品的表现十分亮眼。目前我国乳制品企业正处于横向和纵向的十字路口。

常温扩品由于节约了部分渠道建设费用，产品研发和广告营销空间更大，短期内出现营收增长点的“爆款单品”可能性更大。例如安慕希在 2014 年上市，凭借伊利强大的渠道网络，2019 年销售额突破 200 亿。常温扩品带来产品多样化，同时容错率较高，市场反响不强烈的产品能以较低的成本投入止损。另一方面，常温扩品壁垒较低，面对产品成功后大量模仿者的激烈竞争，后续需要培养消费者的品牌忠诚度。例如，莫斯利安迅速被安慕希、纯甄后来居上，19 年酸奶市占率仅有 3.4%。

表 4：常温扩品和低温供应链建设各有利弊

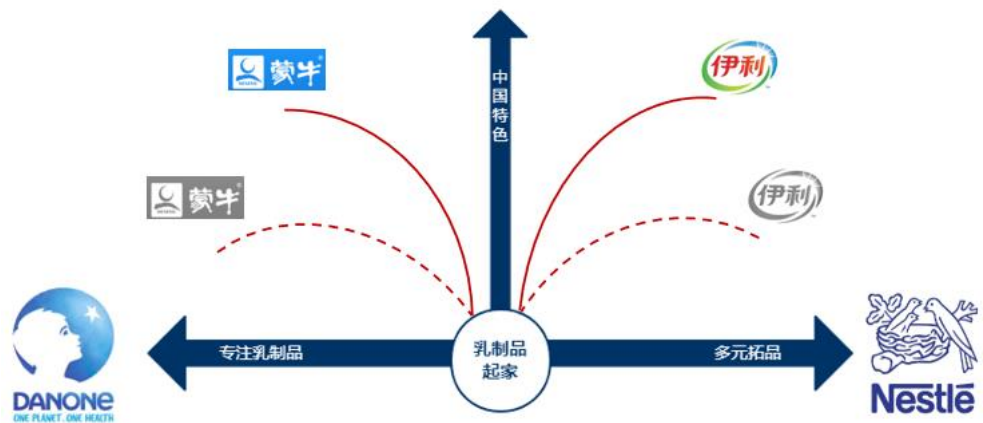
	利	弊
常温扩品	有利于产品多样化 节约渠道建设费用 产品研发和营销投入空间大 见效快，短期内出现爆款概率大 容错率高	产品壁垒低 面临模仿者竞争 后续需要继续培养品牌忠诚度
低温建设	产品壁垒高 顺应消费习惯改变 市场集中度低，空间大	投资大，建设期长 短期回报率低 容错率较低

资料来源：同花顺财经、21 世纪财经、推外网、新浪财经、新华网，天风证券研究所

低温供应链建设面临较长的投资期和较大的资本开支，短期回报率和容错率较低。但优势也显而易见，一经成功其产品壁垒较高，在竞争中掌握先发优势。另一方面，未来我国低温市场有较大的增长空间，人均低温酸奶和巴氏奶消费量较低，随着我国冷链基础设施进一步完善，有望实现低温奶向 UHT 奶的部分迭代。

在当前的十字路口，双雄的差异化正在演绎，未来伊利将逐步向雀巢的横扩品道路靠拢，入局功能性饮料和饮用水便是佐证；蒙牛将会走上与其战略合作达能相似的纵向深耕道路，打通上下游供应链，建设低温壁垒。但是国际巨头的发展路径往往不能完全复制，需要考虑中国市场的特殊性及其特色，故横轴代表达能或雀巢的发展方向，纵轴代表中国特色，伊利和蒙牛在各自象限内也有不同的选择，两者最终的选择不同将影响着两者之间的差异性。

图 34：伊利蒙牛的差异化正逐步演绎，伊利常温横向扩品，蒙牛打造低温壁垒



资料来源：伊利官网、新华网，天风证券研究所

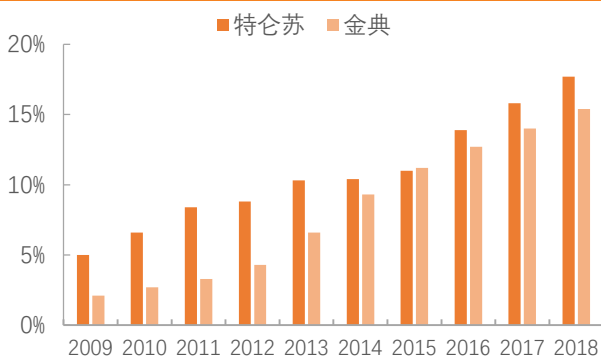
4. 向左走壁垒加高，向右走壁垒拓宽，差异化竞争是行业发展的最好结果

当常温奶的市场红利已经渐行渐远，伊利蒙牛均需要破局以为自身创造新的发展机遇，而机会在何方？对标国际巨头，聚焦高附加值产品从而改善盈利效率、深入健康食品领域开发、利用研发与并购打造属于自己的乳业甚至食品帝国。

4.1. UHT 奶红利不在，聚焦高附加值产品，开启全球布局

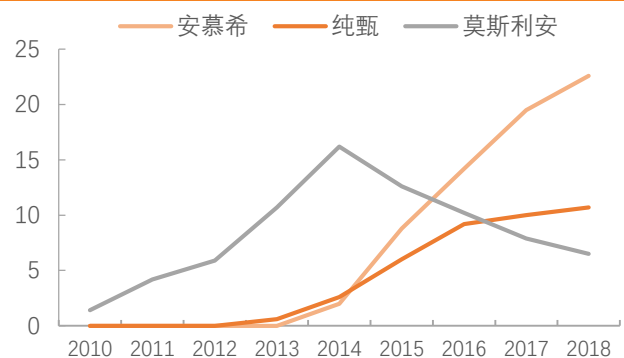
随着传统产品增速放缓成为常态，伊利、蒙牛开始聚焦于高附加值产品。2005 年蒙牛以“不是所有的牛奶都叫特仑苏”打开国内高端液奶市场，2019 年保持了 20% 以上的增长。2007 年伊利相继推出高端品牌“金典”的三支单品，2019 年市占率达到 45.7%，在对应细分市场中位居首位。希腊式酸奶是营收增长的又一个刺激点，2013 年上市的纯甄和 2014 年上市的安慕希凭借品牌、渠道优势，迅速抢占市场份额。

图 35：金典、特仑苏市场份额稳步提升



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

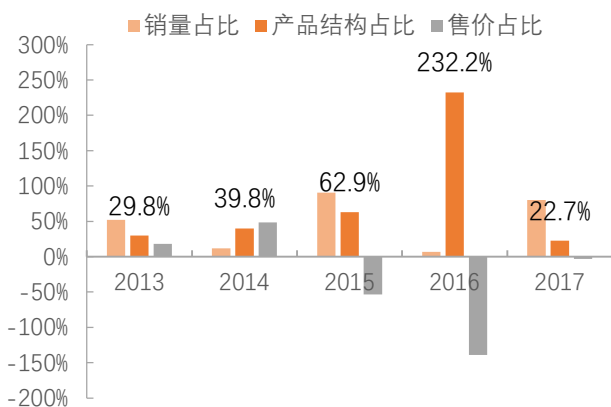
图 36：安慕希、纯甄市场份额稳步提升（单位：%）



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

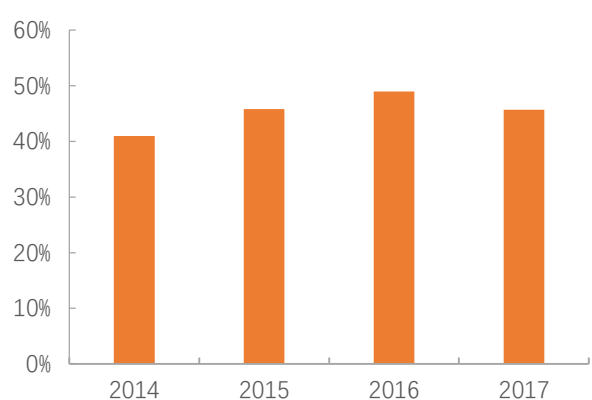
目前，伊利“金典”、“安慕希”、“畅轻”、“金领冠”等重点产品营收占比达 40% 以上，产品结构优化对营收贡献较大。2019 年“金典”“安慕希”“畅轻”“金领冠”“巧乐兹”“畅意 100%”等销售收入同比+22.3%，2019 年金典有机常温液态奶产品零售额市占份额高达 45.7%，公司在高端奶业务上的优势进一步强化。

图 37：伊利产品结构优化对营收贡献较大



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

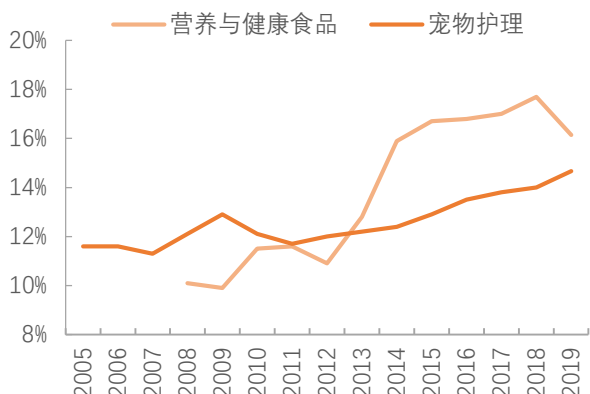
图 38：金典、安慕希等重点产品营收占比达 40% 以上



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

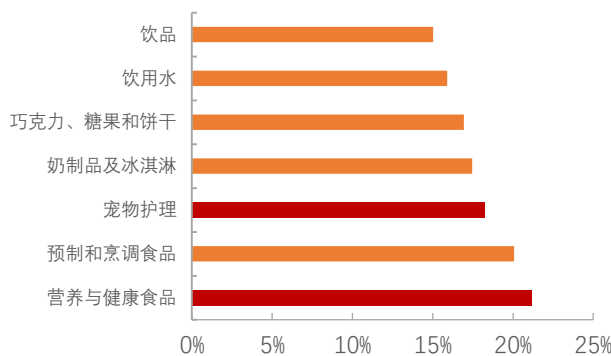
国际巨头也在大力发展高附加值产品。近几年雀巢七大业务门类中有两大板块营收占比显著提升，其一是营养健康品，其二是宠物护理产品。而这两类产品均具有较高的附加值，营养健康品 EBIT margin 最高，达 21.15%；宠物护理产品达 18.25% 且处于上升通道。

图 39：营养健康品及宠物护理品营收占比提升显著



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

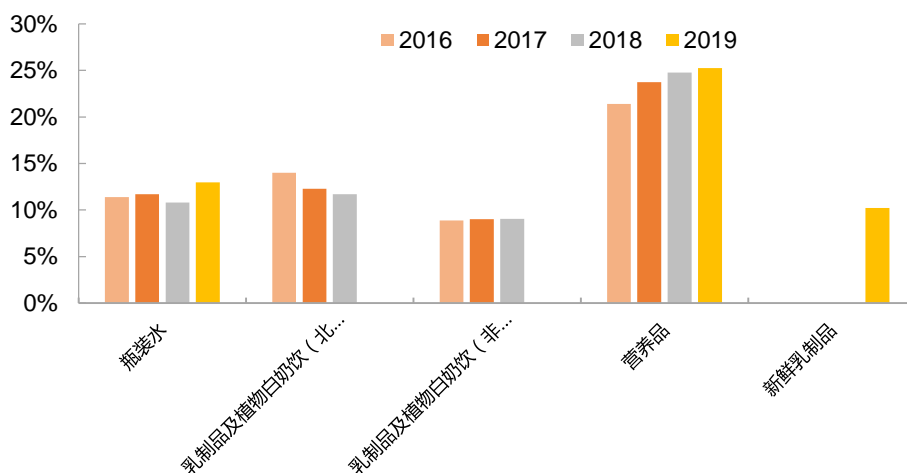
图 40：营养健康品及宠物护理品 EBIT margin 较高



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

达能 2007 年以来定位健康食品公司，加大向健康营养产品资源倾斜，营养品在集团业务中 EBIT margin 最高。

图 41：达能近年来积极转型的营养健康品 EBIT margin 最高



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

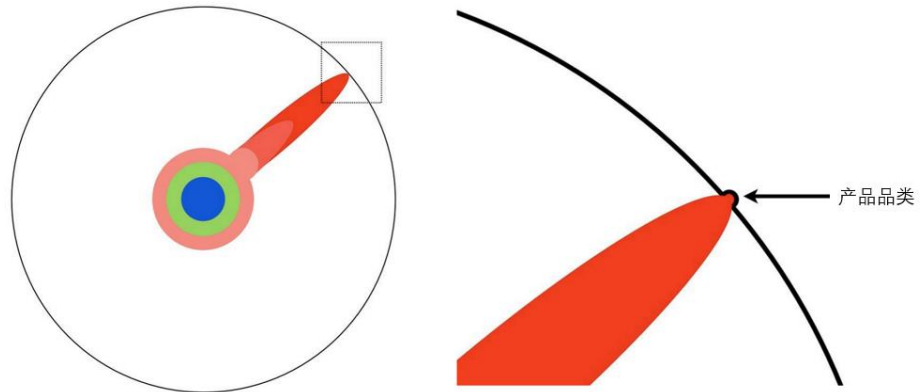
伊利、蒙牛的优质奶源地建设与产品结构升级是一脉相承的。2008 年以后行业对奶源质量重视程度空前提高，伊利、蒙牛更加重视并加快奶源基地建设。伊利一方面以自有资金加紧国内优质奶源基地牧场建设，实现奶牛规模化养殖和技术升级，加强奶质管控；同时与国际乳业巨头建立战略合作关系，海外布局优质原奶地。蒙牛控股现代牧业获得了优质奶源的供给保障，目前通过收购中国圣牧得到了有机奶源的保障。未来随着产品低温化和常温产品高端化的推进，对优质原奶的需求将进一步加大，两者对于奶源基地的布局也会进一步推进。

与巨头相似，伊利、蒙牛在原料地建设工厂，开启全球化布局。伊利已经在新西兰、意大利、美国建设奶粉工厂，同时与美国最大牛奶公司 DFA、意大利最大乳制品生产商斯嘉达达成战略合作；蒙牛拥有在新西兰的奶粉工厂建成投产和印尼的优益 C 工厂，同时与乳企巨头爱氏晨曦建立起长期战略合作关系。

4.2. 平台化健康食品大势所趋，并购与合资是重要手段

随着伊利、蒙牛进一步做强，势必通过拓宽产品外延来打开行业天花板。我们认为，雀巢以乳制品起家直至建立拥有七大子业务的食品帝国，达能业务聚焦但依然突破乳制品外沿，未来伊利、蒙牛也将以乳制品为基点，推出更多的业务板块，打造多元产品品类的平台。

图 42：新产品助力企业探索商业边界的外沿

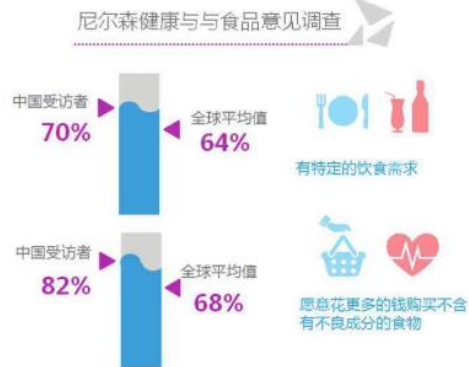


资料来源：亿欧智库、中国经济网、天风证券研究所

4.2.1. 健康食品是大势所趋

雀巢和达能均定位“健康、营养和幸福”的领军者。两者的健康与营养食品均以 5% 以上的有机增长率成长，成为第二大营收贡献类别，EBIT margin 在所有业务中最高。同样地，尼尔森调查显示有更多的中国受访者愿意支付溢价购买不含有不良成分的食物。

图 43：中国受访者愿意支付溢价购买不含有不良成分的食物



资料来源：尼尔森，天风证券研究所

健康越来越成为影响消费者选择的重要因素，我们认为，乳制品本身就给人以健康的直观感受，因此伊利、蒙牛以乳制品为圆心，打造健康食品平台具有先发优势，也将成为未来的趋势。

4.2.2. 内生发展，高研发费用投入和渠道切割

伊利和蒙牛深化消费者需求研究，加速新品研发进度。例如，细分酸奶市场推出“希腊式酸奶”、“老酸奶”等不同消费喜好的产品。在蒙牛和白波合作推出植朴磨坊之后，伊利亦推出“植选”进军植物蛋白饮料市场，并在 18 年推出“焕醒源”进军功能性饮料市场。

图 44：伊利、蒙牛积极研发新品，进军不同的细分市场

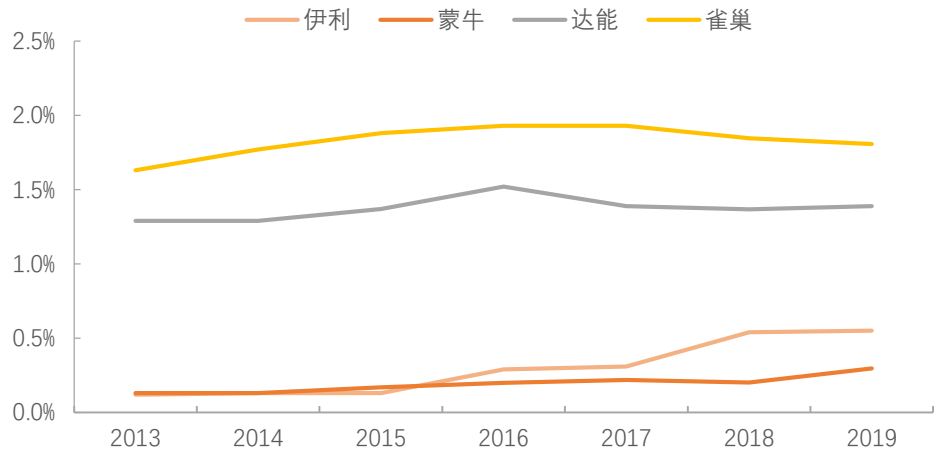


资料来源：蒙牛官网、伊利官网，天风证券研究所

新品类的开发需要研发费用的投入。雀巢在研发上投入较大，拥有全球最大的食品和营养研发网络，设置 40 个研发中心，超过 4800 科研人员的团队。近年来研发费用占其营业收入的 1.7% 以上。达能研发中心管理达能全球研发资源。达能拥有两个国际一流的大型研发中心和遍布全球的其他研发中心，每年投资逾两亿欧元专注于健康和营养的项目研发。

伊利蒙牛加大研发投入。2019 年伊利、蒙牛研发投入占营业收入的比重仅为 0.55%、0.30%，仍处于较低水平。我们认为，随着伊利蒙牛产品结构的进一步升级，产品品类的进一步多元，研发支出的战略意义将进一步凸显，研发支出占主营业务收入的比重将进一步抬升，研发中心设置逐步向国际巨头看齐。

图 45：伊利、蒙牛的研发支出占营收比重提升，但与雀巢、达能仍有很大差距



资料来源：wind, Bloomberg, 天风证券研究所

但自主研发新品，除了研发投入，与现有产品渠道切割也是一大挑战。新产品需要培育，这往往是个出血口，其背后代表着企业的资源投放，与现有品牌资源、渠道资源的共享。根据草根调研，安慕希全体铺货率已经达到 98%-99% 的水平，而植选全体铺货率仅在 40%-50% 的水平，渗透率的不足将直接影响其销量。

表 5：新产品面临与现有产品的渠道切割问题

	植选	安慕希
传统渠道	20%-25%	90%
现代渠道 KA	90%	98%-99%
	经销商、连锁、便利店	98%-99%
线上渠道	很少	很多

资料来源：经销商调研，天风证券研究所

我们认为，产品多元化战略需要内生途径，提高研发投入，与此同时，新产品面临的资源、渠道共享等问题亦是考验，如伊利成立健康饮品事业部进军饮料领域，由于饮料的渠道与奶制品渠道有一定差异性，饮料产品在烟酒店、批发市场等渠道有一定的销售比例，而乳制品则主要集中在 KA、传统流通渠道，故其在渠道拓展上实则面临一定考验。

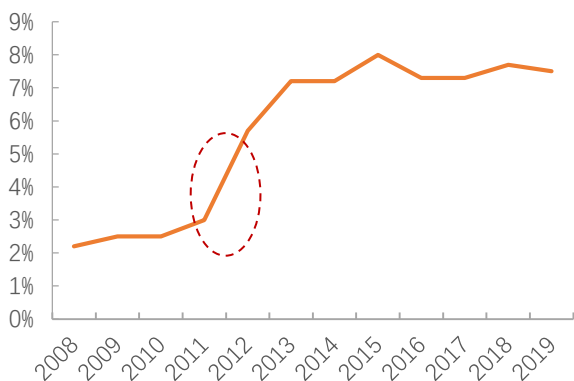
4.2.3. 外延并购与合资经营是实现多元化战略的重要手段

我们认为，伊利、蒙牛可以从三个维度借鉴雀巢的并购道路——完善现有产品体系、开拓新的产品体系、抢占新的市场。

- ◆ 完善现有产品体系：蒙牛之前通过收购君乐宝拓宽低温市场，通过收购雅士利和多美滋补奶粉业务的短板。未来巴氏奶将受益于消费高端化和冷链物流的发展，存在较大的发展空间。我们认为，伊利、蒙牛或将通过收购区域性乳企，借力品牌当地渗透率，在巴氏奶新蓝海中分得一杯羹，当然君乐宝从蒙牛剥离，蒙牛也存在自建低温供应链的方式发展低温市场，伊利优势领域仍在常温，以后或将主要精力聚焦常温。

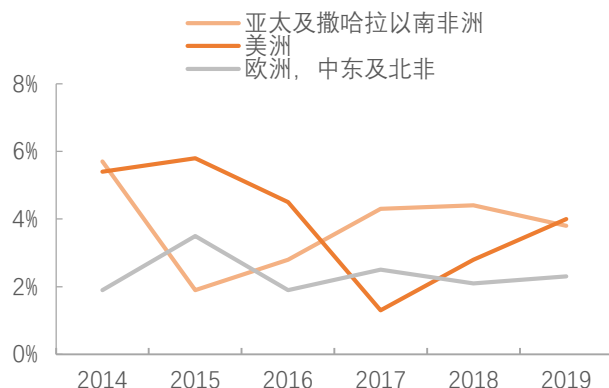
- ◆ 开拓新的产品体系：伊利目前以 7.4 亿元长投资的形式建设长白山天然矿泉水项目，这是伊利多元化战略迈出的一小步。相较于独立建厂，收购优质企业显然是更便捷有效的手段，同时也可以和被收购企业本身的品牌、渠道网发挥协同效应。**我们认为，伊利、蒙牛或将以并购成熟企业的形式进军新领域，降低自建的经营风险。**
- ◆ 抢占新的市场：伊利收购泰国最大冰淇淋品牌，进军东南亚市场。正如雀巢通过收购徐福记、银鹭扩大中国市场份额，目前中国地区的营收占比已经达到 7.5%，成为除美国外的最大市场；新兴的 AOA 地区营收增速也保持较好的态势。

图 46：雀巢通过收购徐福记、银鹭提升中国地区营收



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

图 47：雀巢亚太及撒哈拉以南非洲营收增速较高

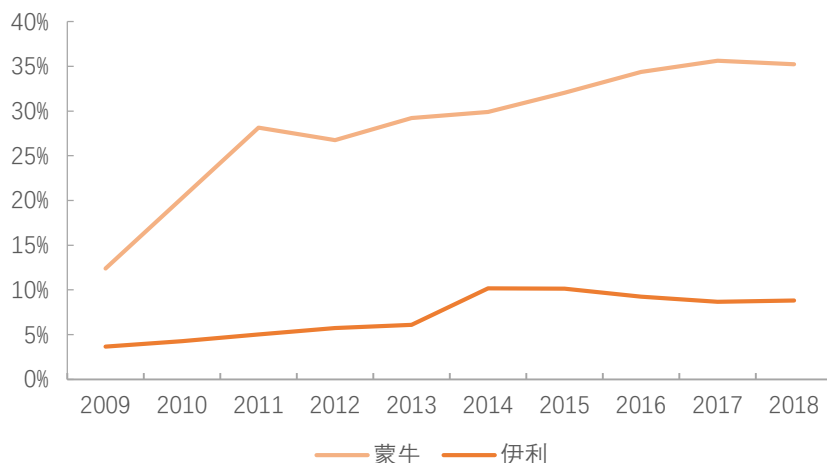


资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

近邻东南亚资源丰富，人口众多，经济发展空间大；另一方面当地企业基础较差，雀巢等国际巨头布局较少。**我们认为，其会成为伊利、蒙牛海外并购的重要战略市场。**

从短期来看，优秀标的缺乏以及间接融资为主的融资结构，将会限制并购进程。**我们认为，达能的合资经营模式将是短期内伊利、蒙牛外延扩张的“曲线救国”路径。**目前，达能与蒙牛双方的低温酸奶业务合二为一，蒙牛进一步巩固低温酸奶的优势，2018 年其低温酸奶市占率达 35%，远高于伊利。同时蒙牛还与达能旗下在美国的子公司 WhiteWave 在中国成立合资公司，推出植物原饮植朴磨坊，展开对植物蛋白产品的布局。

图 48：与达能合作之后，蒙牛低温酸奶的市占率进一步巩固

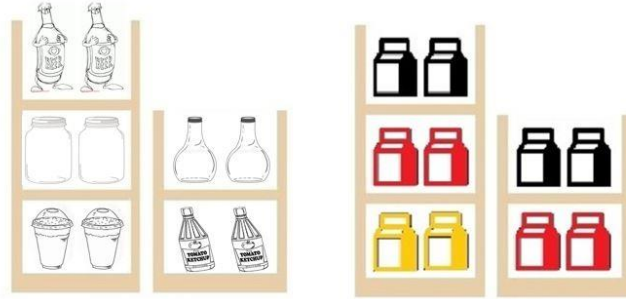


资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

4.3. 对标雀巢，伊利常温扩品路在何方？

雀巢无疑是常温扩品最成功的国际巨头，从饮用水到咖啡到糖果到调味品，常温货架上总是少不了雀巢的身影。伊利目前也积极布局新的常温业务，进军功能性能量饮料、植物蛋白饮料和饮用水市场。

图 49：在赢得的货架上横向扩品，加固现有壁垒



在占领的货架上铺设更多的常温产品，加固现有的货架壁垒

资料来源：天风证券研究所

短期内伊利的扩品主要集中在以下几个方向：

- ◆ 饮料。伊利于 2018 年成立健康饮品事业部，目前已经运行相对成熟的产品有畅意 100% 乳酸菌饮料、唤醒源功能饮料，同时也新推出了伊然饮料，主要在广东地区尝试销售，据经销商调研，2020 年伊然已经实现全国铺货，目前动销情况较好，20Q2 渠道库存存在半个月左右。

饮料的生命周期很短，超过十年的饮料不多，且近几年来饮料品类的生命周期越来越短，由之前的 3-4 年变成 2 年左右，饮料巨头娃哈哈近年来推广新品也稍显乏力。而伊利拥有庞大的产品研发团队，在推新能力上要优于小规模企业。不过由于饮料的渠道与奶制品渠道有一定差异性，饮料产品在烟酒店、批发市场等渠道有一定的销售比例，而乳制品则主要集中在 KA、传统流通渠道，所以拓展新的渠道是公司的首要任务。

表 6：伊利饮料事业部产品结构图

产品图	产品名称	包装	产品名称	经销商利润率	终端利润率	通路利润率
	畅意	330ml	1*12*330 畅意 100%原味/草莓/荔枝红茶	19%	27%	41%
		100ml	1*100ml*5 瓶*6 排畅意 100%原味/草莓/低糖	31%	25%	48%
		100ml	1*100ml*5 瓶*4 排畅意 100%原味/草莓味	23%	25%	43%
		100ml	1*5*4*100ml 畅意果浆新品血橙红柚/芒果树莓	26%	17%	38%
		1.25L	1*1.25L*6 畅意原味/荔枝红茶	25%	21%	41%
	唤醒源	350ml	1*15*350 伊刻活泉	22%	26%	42%
	矿泉水	330ml	1*24*330ml 伊刻活泉	16%	30%	41%
		520ml	1*24*520ml 伊刻活泉	18%	33%	45%
		5L	1*4*5L 伊刻活泉	16%	38%	48%

资料来源：经销商调研，天风证券研究所

- ◆ 瓶装水。瓶装水市场空间较大，2018 年我国瓶装水人均消费量 32L（按照 550ml/瓶计算，约合 116.7 瓶，日均仅 0.3 瓶），不仅远低于美国（100L+），也低于相邻的韩国（58.5L）、同时低于我国香港地区（55.1L），尚未达到全球平均水平。按照中远期 55L 的人均消费量估算，瓶装水市场至少还有 70% 的纯量空间。2018 年国内瓶装水消费量 446.4 亿 L、零售额达到 1900 亿元、，2013-2018 年 CAGR 分别为 8.5%和 10.9%。

瓶装饮用水是一个高度集中的市场，18 年我国瓶装水行业 CR3、CR6 分别达到了 57.9%、80.5%，伊利进军饮用水市场有一定难度，但凭借其强大的经销渠道拓展能力，倘若推

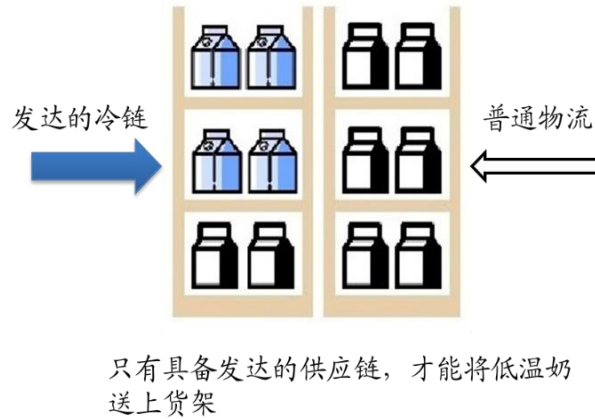
出高端饮用水实现和现有品牌的差异化竞争，未来依然存在其一席之地。

因此我们认为，短期内伊利常温除聚焦高端化的几大单品外，饮料和瓶装水业务增长未来也将成为业绩驱动力之一，这是伊利跨出乳制品领域横向扩品的一大步。

4.4. 对标达能，蒙牛纵深发展进行时

达能无疑是纵向深耕最成功的国际巨头，手握上游优质奶源，开展供应链建设，构建发达的冷链网络，目前已成为全球第一大鲜乳制造商。目前蒙牛也积极打通上游奶源和构建下游冷链渠道。

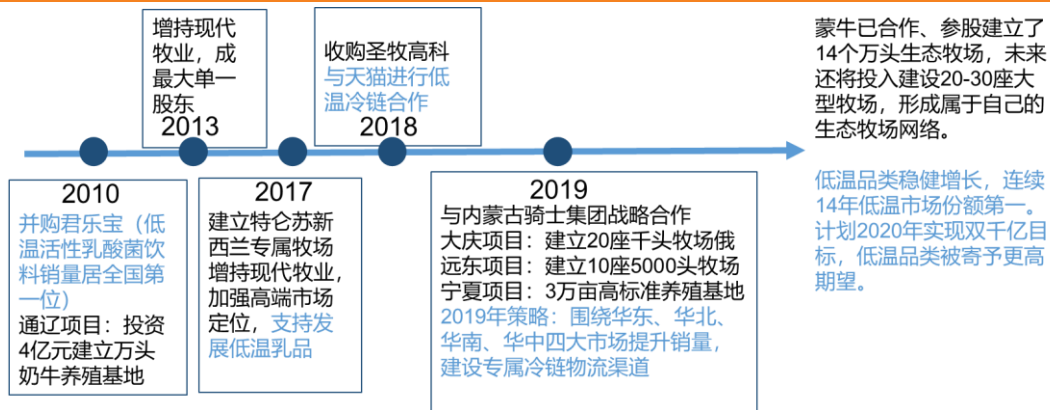
图 50：建立新的供应链壁垒，抢占低温市场



资料来源：天风证券研究所

2016 年蒙牛将职能部门重构为常温、低温、冰品和奶粉等独立事业部，聚焦品类纵深发展。作为蒙牛乳业实现 2020 双千亿目标的引擎之一，低温事业部被寄予厚望并委以重任，2018 年上半年蒙牛便推出 7 款低温新品。凭借“达能”、“君乐宝”两大子品牌（君乐宝目前已经剥离），蒙牛低温酸奶市场份额超过伊利。目前已经推出巴氏奶品牌“每日鲜语”。

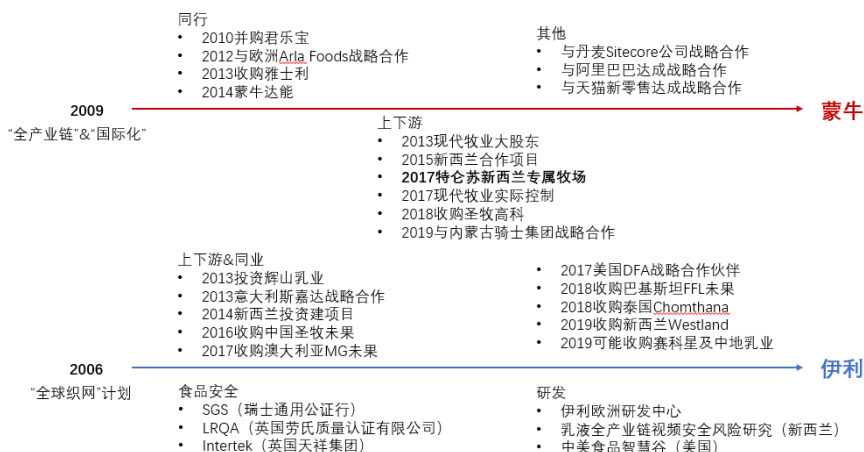
图 51：蒙牛近年来在上游牧场的布局方面动作频繁



资料来源：网易财经、新浪财经、新华网、奇点咨询、中国网、蒙牛官网，天风证券研究所

一方面蒙牛向上游布局优质牧场，旗下富源牧业、现代牧业和中国圣牧将进一步保障高端奶源供给，对低温产品的贡献逐步凸显。对比蒙牛和伊利在收购方面的动作，我们可以看出蒙牛更偏好做产业链的布局。

图 52：从收购来看，蒙牛较伊利更偏好产业链布局



资料来源：网易财经、新浪财经、人民网、服务外包杂志、新华网、浙江在线、第1财经、财新网、中国网、环球食品博览网、公司公告及官网，天风证券研究所

另一方面，蒙牛向下布局低温产品配送网络。2016年蒙牛接手了陷入困境的社区001，而这一举措正是为布局低温产品的社区最后一公里做准备。蒙牛看中的的是这家公司在一二线城市最后一公里的配送能力，以及未来能够将此模式复制到三四线城市的可操作空间。

低温产品运输半径有限,保质期较短,尤其是巴氏奶,因此仅仅建设区域冷链配送远远不够。我们认为,在低温供应链建设的同时还需要对区域性乳企资源进行整合,保障地区奶源供给,发挥奶源和低温渠道的协同优势,才能在低温市场建立新的壁垒。未来蒙牛是否会积极并购地方乳企,让我们拭目以待。

5. 投资建议

5.1. 伊利股份——渠道深化、产品结构优化进行时，跨出乳业横向拓品

量增仍是业绩主要驱动力，渠道深化引领市占率进一步提升。公司一直兼顾市场拓展及产品结构升级，2019 年营收增速主要由销量增加贡献，约 8.4%，结构升级贡献 4.3%。从产品来看，奶粉业务增速较快，液体乳营收同比+12.31%，奶粉及奶制品营收同比+24.99%，冷饮营收同比 12.70%，液体乳及奶粉增速依然主要由销量增长贡献，分别为 7.8%/15.4%，冷饮结构升级效应较为明显，贡献 5.9%增速。

从市场拓展方面来看，线下渠道继续深耕、下沉，线上渠道快速增长，带动公司市占率进一步提升。截至 2019 年末，乡镇村网点近 103.9 万家，同比+8%，全国经销商数量增加 1422 家，截至 20Q1 末经销商数量达到 1.23 万家。母婴渠道，2019 年零售额快速增长，同比+27.1%，2019 年婴幼儿奶粉市占率 6%，同比+0.4pcts，不过 20Q1 同比略下降 0.1pcts。线上渠道零售额快速增长，2019 年同比+49%，成为公司有力的增长点。

高端产品进一步发力，横向拓品未来可期。从产品结构升级角度来看，引领公司高端化趋势的重点产品增速依然可观，2019 年“金典”“安慕希”“畅轻”“金领冠”“巧乐兹”“畅意 100%”等销售收入同比+22.3%，2019 年金典有机常温液态奶产品零售额市占份额高达 45.7%，公司在高端奶业务上的优势进一步强化。2020 年新增“大健康”业务或成为新的业绩增长点，2019 年新品运营成效突出，新品销售收入占比 19.4%，同比提高 4.6pcts，2020 年包装饮用水、奶酪、乳矿饮料、乳脂等业务陆续启动，2019 年健康饮品事业部火热招商，我们预计包装饮用水“伊刻活泉”2020H1 将逐步实现较大面积铺货，据独道数智，淘宝系伊利奶酪线上销售额稳居前三，新业务放量可期。

促销费用或持续维持高位，盈利能力提升主要来源于产品结构优化。费用投入方面，2019 年销售费用率较 18 年下降 1.50pcts 至 23.35%，主要系广告营销费用率下降 1.6pcts 至 12.2%，促销费用率基本没有变化。费用率方面，我们认为未来双寡头促销费用投入短时间内不会大幅下滑，销售费用率或将继续维持高位，盈利能力的增长主要来源于产品结构的优化。

长期来看，根据以上我们对雀巢的分析，伊利依托自身的渠道优势，横向拓品成为“健康食品”综合公司的空间较大，同时，从国内市场走出去进军国际市场，未来可期。

投资建议：预计 2020-2022 年实现营收 994.6、1122.2、1258.3 亿元，同比增长 10%/13%/12%，预计 2020-2022 年实现归母净利润 72.66、83.13、92.71 亿元，同比增长 5%/14%/12%，EPS 为 1.20、1.37、1.53 元。2020 年行业平均估值水平为 32XPE，给予公司 2020 年 30XPE，对应目标价 36.0 元，维持“买入”评级。

5.2. 蒙牛乳业——产业链上游布局力度大，低温护城墙逐渐建起

产品结构进一步升级。UHT 奶营收占比进一步下降，特仑苏依然保持高端白奶领先地位，雅士利有望受益奶粉注册制贡献营收。

渠道积极谋变，管理渐趋稳定。17 年成立电商事业部，网络渠道销售成绩喜人。18 年开始引入分公司进一步加强渠道掌控力，同时和阿里巴巴零售通签约框架协议合作协议，渠道进一步下沉，且新任管理层渐趋稳定。

紧抓优质上游牧场，纵深打通乳业全供应链。蒙牛旗下拥有保障高端原奶供应的富源牧业、现代牧业、中国圣牧，为高端白奶、有机奶、低温酸奶、低温巴氏奶夯实了可靠的原奶基础。

长期来看，根据以上我们对达能的分析，蒙牛稳扎稳打塑造产业链上下游的贯通，不断深耕乳制品领域，在低温领域将筑起护城墙，同时从国内市场走出去进军国际市场。

6. 风险提示

行业竞争恶化：目前蒙牛伊利产品重合度相对高，如果行业竞争进一步恶化，营销费用将进一步提升，影响公司盈利情况。

食品安全问题：食品安全问题将严重损害公司品牌在消费者心目中的信任度，一旦发生或对企业产生致命打击，或造成行业格局变化。

上游原奶供应不足：目前我国上游牧场规模化程度仍较小，上游原奶供应不足或影响乳企加工生产，从而影响公司销售情况。

公司产能不足：面对日益增长的消费者乳品需求，若公司产能上遭遇瓶颈，将影响公司的发展速度。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com