

# 随风潜入夜，润物细无声

## 低温奶系列报告之一基础篇

### 主要观点：

#### ► 契合消费者需求，低温奶趋势向好

低温奶口感好，包装精美有设计感，且能满足消费者对营养价值的高需求，2018年预测低温奶潜在客户人群有望达到3000万以上，行业有巨大的成长空间。同时，低温奶保质期短，对牧场、冷链运输和渠道布局有很高的要求，或将成为行业壁垒。

#### ► 上下游布局竞争激烈，低温奶品牌区域性强

中国奶源势力分布基本成型，前四名伊利、蒙牛、光明和新希望总计约占有全国44%的奶源。线下渠道便利店和中小超市渠道占比最高，商家为满足消费者的消费方式和习惯逐渐发展出多种销售渠道。年轻消费者青睐电商平台，线上渠道竞争尤为激烈。送奶入户为占比排名第二的渠道，布局难度大但易形成品牌依赖，消费者复购率高。同时，受冷链和运输距离的限制，低温奶品牌区域性很强。

#### ► 细分行业规模快速增长

- 从发达国家乳制品的发展路径看，存在从常温到低温的部分升级替代。我国低温酸奶目前形成区域性乳企和龙头企业并存的格局，蒙牛市场份额最大且稳增长，2019年CR3市场份额56%，三大龙头企业各放异彩，营销手段加强。低温巴氏奶CR3市场份额更低，2019年仅为27%，部分龙头企业刚刚开始布局。
- 三元股份、光明乳业和新希望乳业均为首次覆盖，其中光明乳业和新乳业给予“买入”评级，三元股份给予“中性”评级。

### 风险提示

疫情持续时间长的风险、食品安全风险、消费者需求转变风险、行业内竞争激烈带来的风险等。

### 盈利预测与估值

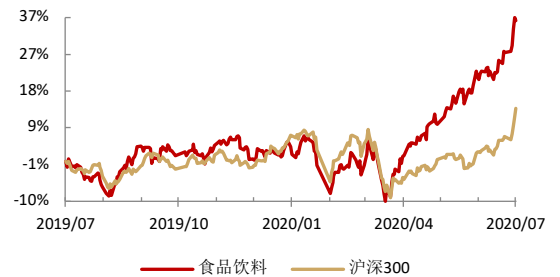
重点公司									
股票代码	股票名称	收盘价(元)	投资评级	EPS(元)			P/E		
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
600887.SH	伊利股份	33.80	维持买入	1.14	1.07	1.32	29.57	31.65	25.56
2319.HK	蒙牛乳业	29.59	维持买入	1.04	0.76	1.24	28.37	38.83	23.85
600597.SH	光明乳业	15.59	买入	0.41	0.45	0.51	38.02	34.30	30.31
002946.SZ	新乳业	17.37	买入	0.29	0.32	0.37	59.90	53.84	46.97
600429.SH	三元股份	5.35	中性	0.09	0.09	0.10	59.44	60.94	56.28

资料来源：wind，华西证券研究所

### 评级及分析师信息

行业评级：推荐

### 行业走势图



证券分析师：寇星

邮箱：[kouxing@hx168.com.cn](mailto:kouxing@hx168.com.cn)

SAC NO: S1120520040004

联系电话：15811000965

助理分析师：王厚

邮箱：[wanghou@hx168.com.cn](mailto:wanghou@hx168.com.cn)

SAC NO:

联系电话：15331993491

**正文目录**

1. 低温奶的历史发展 .....	4
1.1. 源于“巴氏杀菌法”的发明，低温奶逐渐进入乳品市场 .....	4
1.2. 多方面因素共同推进，低温奶行业规模逐渐扩大 .....	5
1.3. 契合消费者需求，低温奶趋势向好 .....	6
2. 行业上下游：奶源渠道双布局，保障低温奶增长 .....	7
2.1. 行业上游：奶源布局基本固定 .....	7
2.2. 行业下游：渠道竞争日趋激烈 .....	9
2.3. 受冷链和运输距离限制，低温奶品牌区域性较强 .....	11
3. 行业细分：低温酸奶和低温白奶 .....	12
3.1. 低温酸奶：行业逐渐崛起，龙头与地方乳企并存 .....	12
3.2. 低温巴氏奶：规模增速快集中度低，但行业竞争激烈 .....	16
4. 核心上市公司 .....	20
4.1. 伊利 .....	20
4.2. 蒙牛 .....	23
4.3. 三元 .....	26
4.4. 光明乳业 .....	29
4.5. 新希望乳业 .....	33
5. 风险提示 .....	37

**图表目录**

图 1 巴氏杀菌流程 .....	5
图 2 低温奶规模及增速（亿元） .....	5
图 3 低温巴氏奶和低温酸奶规模及增速（亿元） .....	5
图 4 冷链市场规模及增速（亿元） .....	6
图 5 屋顶包装 .....	7
图 6 利乐冠 .....	7
图 7 我国奶源分部 .....	8
图 8 中国原奶势力版图 .....	8
图 9 国内牛奶产量及进口奶量（万吨） .....	9
图 10 进口鲜奶价格（元/千克） .....	9
图 11 低温奶各渠道占比（%） .....	9
图 12 2019 年新希望分区域营收占比（%） .....	11
图 13 各饮品蛋白质含量（%） .....	12
图 14 新乳业低温产品与常温产品毛利率对比（%） .....	14
图 15 低温酸市场集中度（%） .....	14
图 16 2018 年中国低温奶和常温奶销售额占比（%） .....	15
图 17 常温奶、低温奶区域分布对比（%） .....	15
图 18 中国冷库总量及增速（万吨） .....	16
图 19 巴氏奶增速高于常温白奶（亿元） .....	16
图 20 2014-2018 年规模增速 CAGR（%） .....	16
图 21 国际大型乳企进军国内鲜奶市场 .....	17
图 22 乳品子品项销售额占比（%） .....	17
图 23 蒙牛每日鲜语京东销量排名第一 .....	18
图 24 2016 年光明不同地区净利率（%） .....	18
图 25 新乳业低温鲜牛奶盈利能力高于低温酸奶（%） .....	18
图 26 低温巴氏奶市场集中度较低（%） .....	19
图 27 国内外产品选择偏好（%） .....	19
图 28 公路冷链运输车年保有量（万辆） .....	20
图 29 2016-2022 年中国巴氏奶消费量预测（万吨） .....	20
图 30 2015-2019 年伊利分产品营业收入（亿元） .....	20

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图 31	2015-2019 年伊利分地区营业收入 (亿元)	20
图 32	伊利经销商数量 (家)	21
图 33	直控村级网点数 (万家)	21
图 34	2015-2020Q1 伊利常温奶市占率 (%)	21
图 35	2015-2020Q1 伊利低温奶市占率 (%)	21
图 36	2015-2019 年蒙牛分产品收入 (亿元)	23
图 37	2015-2018 年蒙牛液态奶产品收入 (亿元)	23
图 38	2018-2019 年蒙牛低温奶市场份额占比 (%)	25
图 39	天鲜配自助下单方式	26
图 40	天鲜配“小黄柜”智能冰柜	26
图 41	2015-2019 年三元分产品营业收入 (亿元)	27
图 42	2015-2019 年三元分地区营业收入 (亿元)	27
图 43	2015-2019 年光明乳业主营收入构成 (亿元)	29
图 44	2015-2019 年公司整体和乳制品毛利率 (%)	29
图 45	光明低温产品营收及增速 (亿元)	31
图 46	光明随心订营业收入及占比 (亿元)	31
图 47	2015-2019 年新乳业主营业务构成 (亿元)	33
图 48	2015-2019 年新乳业综合与液体乳毛利率 (%)	33
表 1	线下销售渠道	10
表 2	上市公司渠道优势	10
表 3	常温酸奶和低温酸奶的区别	12
表 4	行业内主要产品	13
表 5	光明公司历年战略规划	14
表 6	低温巴氏奶行业主要产品	17
表 7	伊利各品类划分及其主要产品	22
表 8	部分伊利赞助冠名综艺	22
表 9	蒙牛各品类划分及其主要产品	24
表 10	部分蒙牛赞助冠名综艺	24
表 11	三元各品类划分及其主要产品	27
表 12	三元股份财务预测表	28
表 13	光明乳业旗下低温奶	30
表 14	光明乳业收入预测 (百万元)	32
表 15	光明乳业财务预测表	32
表 16	新希望乳业旗下低温奶	34
表 17	新希望乳业收入预测 (百万元)	35
表 18	新希望乳业财务预测表	36
表 19	可比公司估值对比	37

## 写在前面

随风潜入夜，润物细无声。上半年市场在乳制品行业疫情困境下，欣喜的发现了低温奶（低温酸奶和低温鲜奶）这样一个子行业，同时给予了极高的关注度，包括上市公司新乳业和光明。但其实低温奶行业并不是突然崛起的，一切都只是市场的幻觉，低温奶本身并不具备突然爆发的基本面基础，低温奶更需要的是一砖一瓦，日积月累的建设，才能成就低温奶的基础。而若想成就低温奶的版图，甚至建立低温奶的超强壁垒，那没有十年以上几乎不可能。

纵观中国乳业市场，从低温常态变至常温为王，再到低温格局变化，不过短短几十载。低温在国人心里始终是留下了一个念想，那就是早期的送奶上户，国人是具备这样习惯基础的。奈何中国幅员辽阔，奶源与需求脱节，叠加国家推动，常温很快大行其道，并催生出了双子星的格局。而中国市场需要常温，并且在现在以及遥远的未来都将需要，但低温也必将拥有自己的市场，拥有未来从常温口中抢夺出去的一部分市场的必然性，进而形成常低温并存和平衡的市场，且更大可能是以常温偏多的市场，这就是中国特色的乳制品市场。

因此，在现在低温奶逐步每年增长的上升期，竞争格局会发生哪些变化，是否会催生未来能够与两强真正抗衡的公司，亦或者将成就更多小而美公司，那就要从低温奶的市场研究开始去找寻答案了。为了更深入的研究及向市场传达我们的观点，我们将低温奶研究分为一系列研究方向，本文将介绍低温奶的基础篇，后续报告将就格局、渠道、财务等各方面阐述我们的观点，请投资者持续关注。

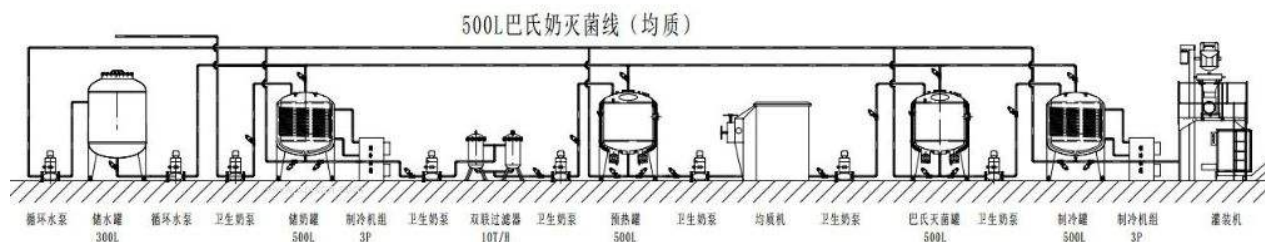
## 1. 低温奶的历史发展

### 1.1. 源于“巴氏杀菌法”的发明，低温奶逐渐进入乳品市场

牛奶无需加工的方式从原始社会以来已有一万多年的历史，直到 1865 年“现代微生物学之父”路易·巴斯德(Louis Pasteur)在研究葡萄酒异常发酵的过程中发明了“巴氏杀菌法”，他发现消毒牛奶也可以使用加热的方式以达到杀死有害微生物的目的。之后人们便是用这种方式持续了将近 200 年。

巴氏杀菌法利用病原体不耐热的特点，用适当的温度和保温时间处理，将其全部杀灭。巴氏杀菌通常采用 63-66℃保持 30 分钟或 72-75℃保持 15-20 秒的热处理工艺，既能杀菌，还能保留牛奶的营养成分与活性物质。但是由于巴氏杀菌工艺不能杀死全部微生物，微生物会随着温度升高而加快繁殖。因此，巴氏奶的保质期比较短（30 天左右），并且从产出到消费者购买的过程中，巴氏奶都必须确保温度维持在 0-6℃的全程冷链，任何一个环节保证不能脱冷。

图1 巴氏杀菌流程



资料来源：公开资料整理，华西证券研究所

## 1.2. 多方面因素共同推进，低温奶行业规模逐渐扩大

**低温奶市场高速发展，低温酸奶增速超过低温白奶。**低温奶市场一直处于高速增长的状态，根据中国产业信息网数据，2019年市场规模达到833亿元，同比增长14.7%，2015-2019年CAGR为15.6%。其中巴氏奶2011年以来消费量一直处于稳步增长的局面，除2015年因国际大包粉价格冲击增速下调，其余年份均保持在7%以上。2019年巴氏奶市场规模343亿元，同比增长7.2%，2015-2019年CAGR为8.8%。2008年后多家知名乳企产品向低温转型，推动了低温酸奶的高增长，2019年低温酸奶市场规模达到540亿元，同比增长20%，2015-2019年CAGR为21.2%。

图2 低温奶规模及增速（亿元）



资料来源：中国产业信息网，华西证券研究所

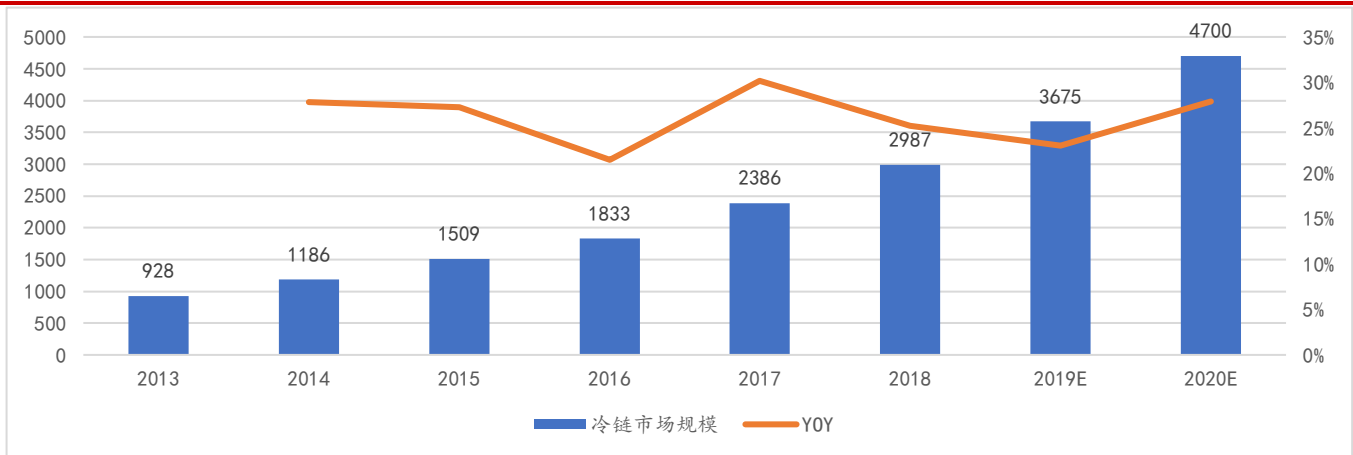
图3 低温巴氏奶和低温酸奶规模及增速（亿元）



资料来源：中国产业信息网，华西证券研究所

**冷链的迅猛发展为低温奶增长提供新动力。**低温奶品类成长速度是乳制品行业的近10倍，预计该品类潜在客户将超过3000万。目前中国乳制品整体市场规模约3000亿元，随着冷链运输技术的不断提高，低温奶将会成为行业新的增长点。目前我国冷链建设重点主要在沿海地区，但牛奶主要产地内蒙古、新疆等地距离集中的低温奶消费城市较远，存在冷链物流企业稀缺的现象，这使得低温奶失去了冷链运输便捷的优势。据了解，80%的消费者对于冷链运输品质越来越关注，因此高品质的冷链配送体系和物流网络成为各企业需要大力发展的重要环节。随着冷链网络的逐步渗透，低温奶的市场区域性格局将被重构，再加上国家政策的大力支持，低温奶品类有望在未来实现全面爆发。根据《中国冷链发展报告》的数据，2018年中国冷链物流市场规模为2987亿元，预计2020年市场规模将达到4700亿元，年增速保持在25%左右。

图 4 冷链市场规模及增速 (亿元)



资料来源：中国冷链发展报告，华西证券研究所

随着消费水平提升，低温奶获得消费者追捧。随着经济水平的快速发展与消费水平的逐步提高，低温奶逐步普及到了越来越多的国家和城市，低温奶因其口感较好且健康的特性获得了消费者的追捧。从液态奶市场结构上来看，我国常温奶市场占有率约为 80%。根据 2019 年新鲜生活白皮书的数据，2019 年低温鲜奶销售额增幅为 19.5%，市场渗透率达 33.6%。而在欧美等国家低温鲜奶的市场份额超过 90%，因此我国低温鲜奶市场还有很大的发展空间。

### 1.3. 契合消费者需求，低温奶趋势向好

国家政策大力支持，更多乳企将持续进军低温奶行业。2018 年发布的《关于进一步促进奶业振兴的若干意见》提出要以实现奶业全面振兴为目标，优化奶业生产布局，创新奶业发展方式，重点生产巴氏杀菌乳、发酵乳、奶酪等乳制品，积极培育鲜奶消费市场，满足高品质、差异化、低温产品成实力企业竞争优品。这些年，行业内几大龙头乳企也陆续加入对于低温奶的建设与投入，2015 年伊利乳业有限责任公司正式投产，这是伊利集团在浙江省的第一家单体液态奶生产基地，三年后伊利推出的巴氏鲜奶品牌“百格特”在哈尔滨面世。同时，蒙牛也推出蒙牛·新鲜严选、每日鲜语、新鲜工厂三个子品牌，此前蒙牛还通过增持现代牧业股份进一步布局低温市场。低温奶市场为众多乳企提供了新的发展机遇。2018 年光明乳业旗下巴氏奶生产工厂全部通过验收，2019 年 4 月公司召开光明新鲜品类新品发布会，11 月公司成功承办中国奶业 D20 峰会，同时积极推动“新鲜巴氏乳”国家标准出台序章，使活性物质指标成为新鲜巴氏乳第一标准。

低温奶口感好，且能满足消费者对营养价值的高需求。低温奶作为一款乳制品饮料，乳香浓，口感绵软，没有奶腥气，优质的口感是消费者倾向于选择低温奶的重要原因之一。同时，随着人们日益对食品新鲜度与营养价值的重视，高蛋白、无糖、活菌成为了选择鲜奶的三大主要诉求，低温奶中高蛋白、无糖、活菌是当代消费者选择的重要指标。除了围绕新鲜主题外，像不含转基因成分、食草性牛奶等产品概念对于消费者来讲有极大吸引力。根据天猫创新研究中心在 2018 年的预测，低温奶的潜在客群人数有望达到 3000 万以上，低温产品拥有巨大的成长空间。

高颜值，体验新奇，有设计感的产品更容易受到青睐。带有美感的包装已经成为提升消费体验的一个重要环节，产品与动漫、电影、游戏等品牌联名，产品外观更时尚化，吸引年轻消费者购买。逐渐减少塑料包装，使用屋顶包、利乐冠和可回收式玻璃瓶，立足于环保。聚焦特定消费人群也是低温奶成功的关键因素，

聚焦运动、能量、减压、体重管理和心脏健康的调制低温奶在将来有较大的市场发展空间。并且越来越多的消费者在购买乳制品的时候，选择生产日期越近，保质期越短的低温产品，因此低温鲜奶兼顾生产日期和保质期，能够满足消费者极致新鲜体验，市场前景广阔。

图5 屋顶包装



资料来源：公开资料整理，华西证券研究所

图6 利乐冠



资料来源：公开资料整理，华西证券研究所

**牧场和冷链布局难度大，将成为低温奶的行业壁垒。**由于低温奶家庭自饮居多，作为日常饮品，保质期短导致消费者消费频次高，无法囤货。因此，目前市场上低温奶渠道占比中，便利店、中小超市这种消费者频繁出入的渠道占比最高（31%），其次就是送奶入户的渠道（占比 27%）。送奶入户渠道通过每日送或隔天送的上门送货方式，既满足了消费者节省时间且高频消费的需求，又培养了消费者复购的粘性，逐渐成为巴氏奶消费的主要渠道。而且低温奶的售价普遍较高，大约为普通白奶的 1.5-2 倍左右，在消费水平较高的一二线城市或者沿海发达地区消费者的接受程度更高。

低温奶保质期短且要求从产出到售卖必须全程冷链，因此对奶源地的距离与运输时间有极高的要求，80%的消费者主要关心冷链运输品质，因此高品质的冷链配送体系和物流网络尤为重要，这样可以保证低温奶的品质。目前只有一二线城市或经济发达的沿海地区的冷链基础较为完善，再加上离城市距离较近的牧场加持，规模效应导致的运输成本摊薄后，毛利率十分可观。但由于牧场和冷链布局要求较高，只有部分企业能做到牧场的多地区布局和一二线城市及沿海经济发达地区的冷链基础，这使得中小企业进入低温奶行业的壁垒较高。甚至，未来低温奶向三四线及以下城市扩张时，只有龙头企业才能做到奶源和冷链的布局。

**进口低温奶市场未来发展前景值得期待。**根据《低温奶趋势白皮书》的数据，60%消费者偏爱进口乳品，并表示“鲜奶有保质期的问题，都是图新鲜买本地的牌子，买不到进口的鲜奶”。从传统认知的角度来看，大部分消费者认为来自新西兰、澳大利亚、荷兰等进口乳制品更加营养健康，但目前在国内，消费者很难购买到新鲜的进口牛奶。一直以来原装进口乳品以常温为主，随着国际化冷链运输系统的不断完善，未来中国消费者可能喝到进口低温奶。

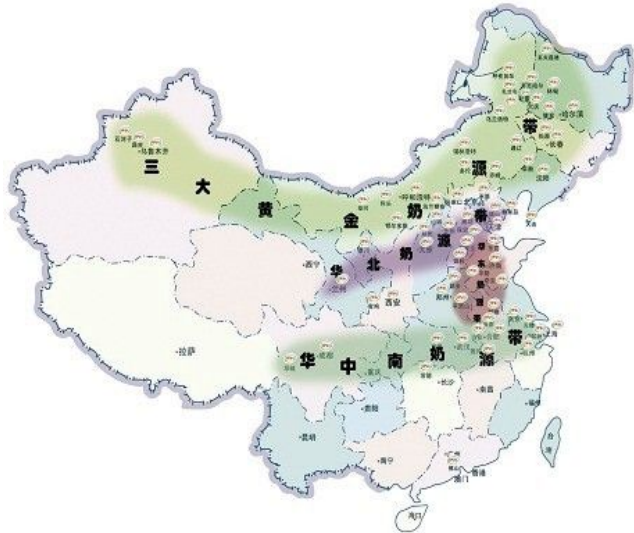
## 2. 行业上下游：奶源渠道双布局，保障低温奶增长

### 2.1. 行业上游：奶源布局基本固定

国内奶源主要分布在北方，国外奶源分布各大洲，爱尔兰澳洲奶源知名度高。中国的奶源带主要分布在北纬 43 度-53 度的温带季风气候优质奶牛饲养带，横贯

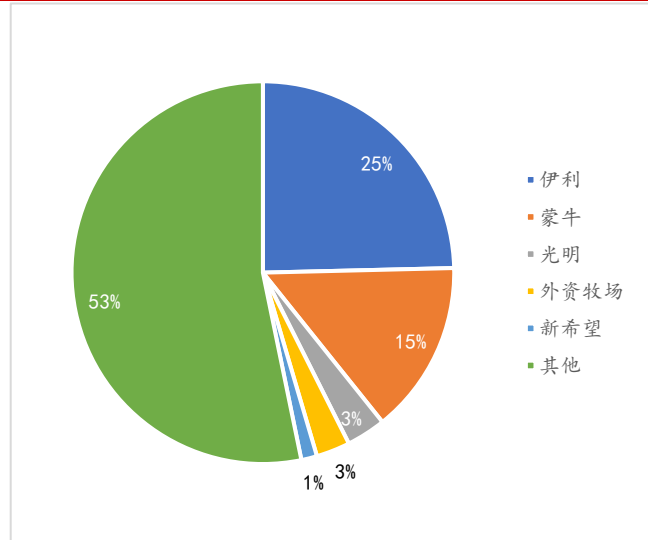
东北、西北和华北草原带，集中了全国近 70%的奶牛、60%的原料奶。因为牛奶产量大且质量高被誉为“黄金奶源带”，主要覆盖了东北、河北、内蒙古、新疆等省份。欧洲以荷兰阿尔卑斯山脉奶源、爱尔兰和丹麦为主要代表，澳洲的新西兰和澳大利亚都盛产乳制品，美国的威斯康星州以乳业为标志性产业。

图 7 我国奶源分部



资料来源：公开资料、华西证券研究所

图 8 中国原奶势力版图



资料来源：公开资料整理、华西证券研究所

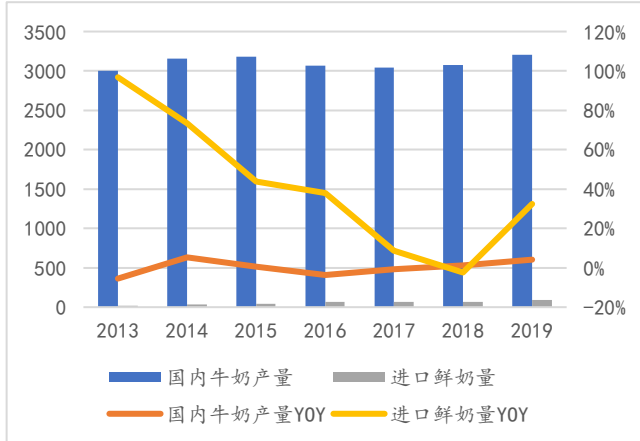
**中国奶源势力分布基本成型，龙头乳企占据全国约一半的奶源。**根据国家统计局数据，2019 年中国牛奶产量为 3201.24 万吨，大部分掌握在牧业的上市公司手中。同时，根据公开资料的数据，中国奶源势力分布也基本成型，伊利、蒙牛、光明和新希望为前四名，总计约占有全国 44%的奶源。伊利除了自有多座牧场外，它在国内主要的原料奶供应商还有辉山乳业、优然牧业、赛科星、中地乳业和西部牧业等。2019 年伊利积极联动全区各盟市打造呼和浩特、呼伦贝尔、巴彦淖尔、兴安盟、通辽等五大产业集群项目，还收购了新西兰第二大乳业合作社 Westland。

蒙牛由于旗下拥有直控的富源乳业以及控股的现代牧业和中国圣牧，大部分奶源出自国内。根据公开资料的数据，蒙牛拥有的原奶量约占全国的 15%。新希望乳业后来者居上，积极并购乳企，先后收购了四川华西乳业、苏州双喜、湖南南山、西昌三牧等地方性乳企，截至目前，新希望乳业拥有不同品牌的 13 家乳品企业和工厂，11 个自有牧场，自有牧场主要分布在四川、云南、浙江和宁夏。2019 年公司批准新增 3 个牧场，其中海原牧业已经部分投产。

**国内牛奶产量微增长，进口奶增速放缓。**根据国家统计局数据，2013-2019 年国内牛奶产量 CAGR 为 0.41%，仅有微增长，说明国内奶源及牧场资源的开发和布局已经基本完成。同时，根据国家统计局的数据，我国进口鲜奶量增速放缓，从 2013 年的 96.8%降到 2018 年最低-2.4%。前期进口鲜奶量的大幅度增长，一方面是因为进口鲜奶量本身的基数较低，另一方面原因是 2010 年左右国内乳制品行业发生过几次重大的食品安全事件，消费者对于国内牛奶安全产生怀疑，从而导致的进口鲜奶量增加。但由于牛奶本身保质期短、易变质且单价过高，人民币口径的进口鲜奶单价是国内生鲜乳均价的 2 倍以上，这也导致后期进口鲜奶量增速放缓，尤其是国内食品安全事件过后。

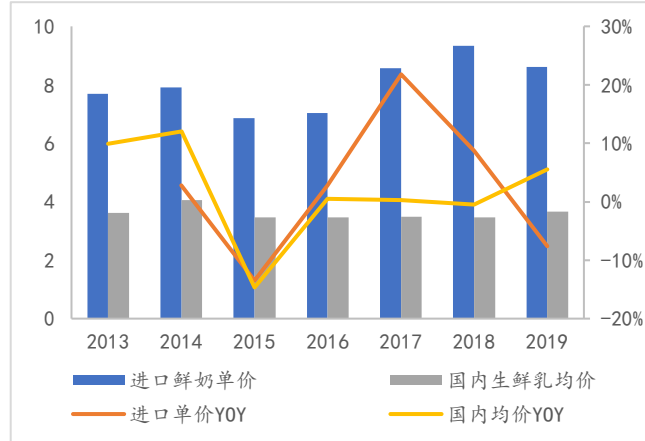


图9 国内牛奶产量及进口奶量（万吨）



资料来源: wind, 华西证券研究所

图10 进口鲜奶价格（元/千克）



资料来源: wind, 华西证券研究所

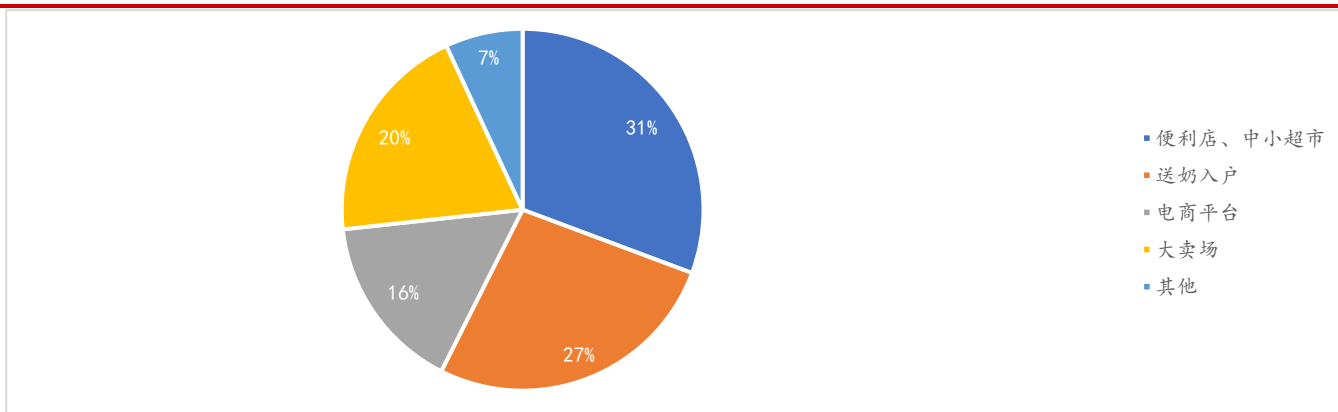
注: 人民币口径的进口鲜奶价格是以当年最后一个交易日的汇率价格乘以进口鲜奶单价得出的

## 2.2. 行业下游：渠道竞争日趋激烈

### 2.2.1. 下游渠道逐渐扩张，消费频次高的渠道备受青睐

低温奶销售渠道总体分为线下渠道，线上渠道和配送到家三种方式。随着京东物流、每日优鲜、叮咚买菜等新零售电商平台的崛起，线上渠道的优势与销售量也不断扩大。疫情期间，线上渠道的销售量数据也呈现迅猛增长的趋势。但是，大型ka、便利店、中小超市等传统线下渠道还是占据低温奶销售的绝大部分。布局低温奶的企业在积极占领线上新零售的同时，也在做下沉式的线下销售，通过连锁便利店、夫妻小超市、订奶到户等消费频次高的渠道和便捷式的服务方式培育消费者的粘性并抢占低温奶的市场份额。

图11 低温奶各渠道占比 (%)



资料来源: 中国产业信息网, 华西证券研究所

线下渠道根据消费者的消费方式和环境发展了许多销售渠道。根据消费者的消费需求，线下销售渠道目前发展了普通零售店、大型电商线下商店、集成性门店、自动贩售机和企业自营旗舰店，五种主要线模式。零售店和门店的另一促销主力军是渠道端的导购。导购对于消费者在终端遴选消费品时有引导消费的作用，特别是在消费者对新产品进行购买选择时，导购可以提升10%的产品销量。学生奶采取政府引渠、

政策扶持的方式，通过专项计划向中小學生提供定点企业按国家标准生产學生专用奶。學生群体大且消费稳定，但學生奶对于品牌和产品質量的要求更高，目前學生奶大部分的市场份額掌握在伊利、蒙牛、光明和完达山四个品牌手中。企业旗舰店模式只有光明、蒙牛、新希望、伊利等龙头乳企在本地开设的直营体验店，总体数量不多，还在初步试水阶段。

表 1 线下销售渠道

销售渠道	主要商家	消费群体	特点
普通零售店	7-11, 全家, 夫妻超市等	年轻消费者	购买早餐和下午茶饮用补充营养
大型电商的线下商店	京东便利店、天猫零售店、苏宁小店等	年轻消费者	物流时效快, 产品新鲜度保证
集成性门店	盒马鲜生等	全部	结合线上下单线下取货模式, 专注于新鲜产品
自动贩售机	企业自投低温冷柜	流动人群	占地面积小, 通常放置于社区、火车站、学校等人流密集地区
企业旗舰店	企业直销	全部	企业直接控制渠道, 可通过渠道整合, 尽可能的缩短流通时间, 降低销售成本, 满足顾客需要

资料来源: 公开资料整理, 华西证券研究所

线上渠道竞争尤为激烈, 众多品牌抢占市场份额。电商平台在低温奶渠道总销售中占比为 16%, 是低温奶第三大销售渠道。2019 年天猫 618 期间, 低温鲜奶的销售額同比涨幅超 250%。2019 年天猫销售低温奶的品牌商家数从 0 增加至 120 多家, 传统乳业在线上市场竞争尤为激烈。同时, 企业联合天猫、京东、每日优鲜、叮咚买菜等电商平台推广, 推出“一小时到”、“隔天到”等服务。还有线上直播带货、微商推广促销等等促进消费者购买的线上渠道。

送奶入户对商家优势更大, 渠道发展迅速。由于低温奶的主要消费场景是家庭, 送奶入户既满足了家庭消费便捷和新鲜的要求, 又满足了企业直营和培养消费者粘性的希望, 成为乳企纷纷着手布局的渠道。送奶入户可以帮助商家精准预判消费需求, 及时调整供应链。而且企业优先布局送奶入户的区域容易形成较高的品牌知名度和消费者先入为主的依赖, 从而形成区域性的低温奶行业壁垒。所以送奶入户渠道发展迅速, 目前已经成为低温奶消费的第二大渠道, 龙头企业纷纷在自己的优势地区优先布局。

表 2 上市公司渠道优势

销售渠道		品牌					
		伊利	蒙牛	光明	三元	新希望	君乐宝
线下渠道	下沉式销售	全国精细化布局,	“村镇通工程”	华东县一级销售	加强经销商联络	西南各片区	深入下沉到三、四线城市
	企业直营旗舰店	+	“南小贝”	“光明悠焙期旗舰店”	+	+	+
	其他	-	-	-	“异业联盟”	实体奶亭	-
线上渠道	电商平台	+	+	+	+	+	+
	企业定制 APP	+	“南客觅见”	光明随心订	-	+	+
配送服务	订奶到户	“伊利到家”履约模式	“天仙配”	“光明随心订”	+	微信或电话订购	+

资料来源: 公开资料整理, 华西证券研究所

### 2.3. 受冷链和运输距离限制，低温奶品牌区域性强

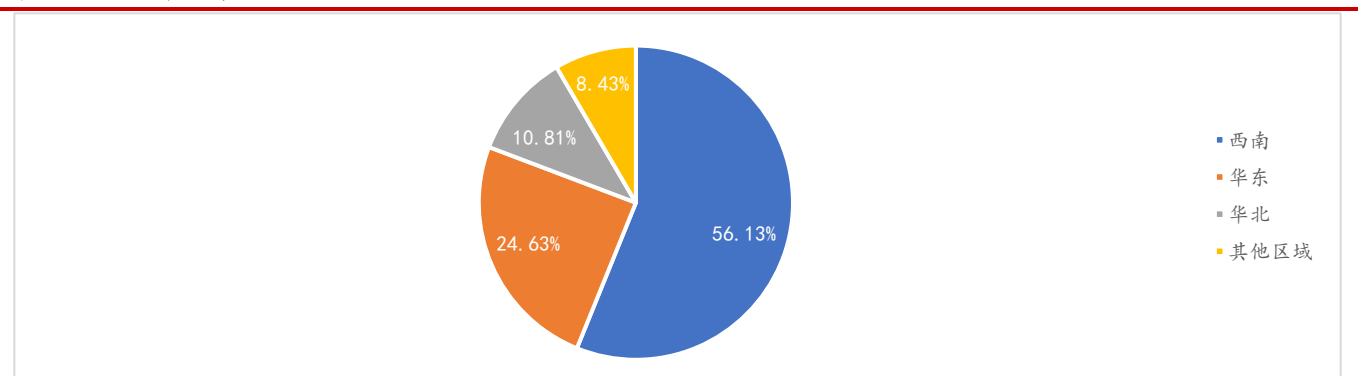
华东地区光明、伊利和蒙牛占据品牌前三名。根据尼尔森 19 年数据，光明在上海地区鲜奶市场份额占有率约达 40%，三家对手公司（三元、伊利、蒙牛）总和不到 20%。在低温酸奶方面，光明在上海占据 30%左右，蒙牛伊利加起来也仅 18%左右。而在江苏省来看，伊利蒙牛光明也占据低温酸奶前三名，三者加起来市占率高达 67%。光明的优势在于奶源可控、冷链物流、自有工厂且光明进入市场的时间早，品牌沉淀更足，因此消费人群广。光明近 50%的低温销售集中在华东地区，消费者认可程度高。因为华东地区更靠近优质奶源、有较多 KA 和大卖场的终端消费市场、冷链物流相对发达、终端冷柜效率高、产品品质好、并且光明拥有自有的冷鲜物流公司-领鲜物流。

华南地区以地方性品牌为主，主要为卡氏、燕塘、晨光。根据尼尔森 19 年数据，广东酸奶市场占有率最高的品牌是卡士（市场占有率达 32%左右）。燕塘作为广州本地的知名乳企，可以做到当天挤出的奶就可以上市，新鲜度保证，口碑好。晨光是深圳鲜奶市场占有率最高的品牌，采用欧盟标准，供应中国香港 30 年。光明在华南地区属于第二梯队（低温酸奶份额 14%），最近也在积极推出新产品，希望占领市场。

华中四省光明销量遥遥领先。根据草根调研，华中地区（湖南省、湖北省、江西省和河南省）光明的低温奶销量第一，其次的品牌是伊利和蒙牛。光明在湖北省拥有武汉光明生态牧场、武汉光明乳品厂和光明乳业华中中心工厂，销往湖南、湖北、江西、河南四个省份，并服务周边城市，运输方便。根据新京报新闻，光明乳业武汉工厂的日产能达到 400-450 吨，光明生产的低温乳制品在湖北市场占比达 40%+。

西南、西北地区主要品牌分别是新希望、蒙牛。成都地区新希望的营业收入超过蒙牛和伊利 3 倍左右。新希望是本土乳业产品，产品从超市到零售店进行地毯式铺货，运输距离和时间对低温奶新鲜程度的影响在本土地区几乎不会发生。新希望不断通过并购进行版图扩张，对于很多区域已经开始逐渐有掌控力了。根据新乳业在 2020 年 5 月 6 日发布的公告，2020 年新希望乳业通过 60%的自有和筹集资金，40%拟通过可转债募集资金，收购宁夏寰美乳业，并准备拓展西北地区的业务。

图 12 2019 年新希望分区域营收占比 (%)



资料来源：公司年报，华西证券研究所

北京地区三元是排名第一的乳制品品牌。三元作为北京地区的老品牌，新鲜优质的奶源、产品新鲜度高、可送货上门的优势，使其在众多产品不断发展的同时，在北京地区低温鲜奶市场的占有率依然在 75%以上（根据草根调研数据估计）。除此之外，华北地区伊利、蒙牛占据绝对的龙头地位，其次是君乐宝。

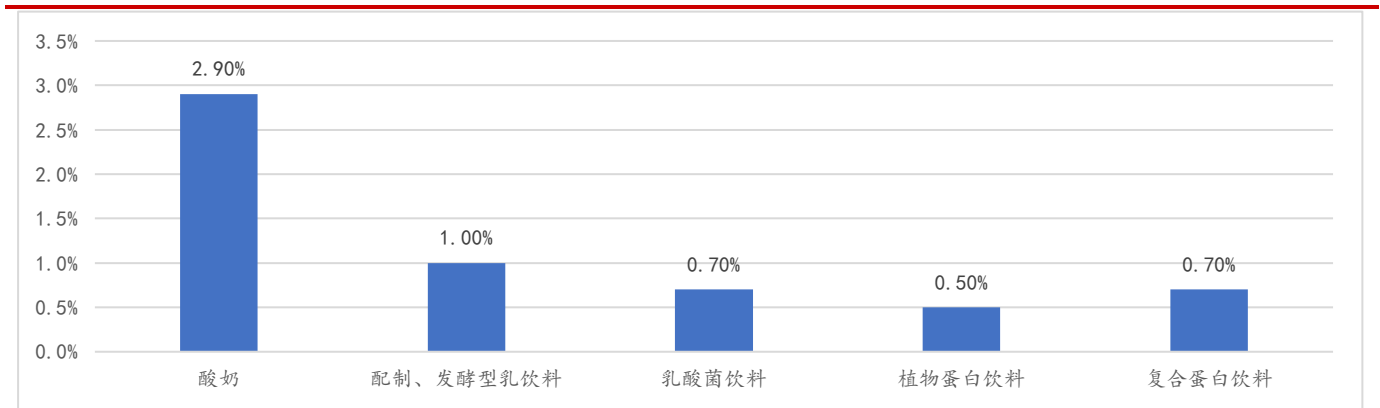
### 3. 行业细分：低温酸奶和低温白奶

#### 3.1. 低温酸奶：行业逐渐崛起，龙头与地方乳企并存

##### 3.1.1. 行业概述

低温酸奶又叫“活菌型酸奶”，传统低温酸奶是以牛奶为原料，先经过巴氏杀菌再加入发酵剂（乳酸菌）进行发酵。在发酵过程中，牛奶中的乳酸菌凭借数量上的绝对优势抑制未被巴氏杀菌杀死的微生物生长繁殖，从而避免牛奶发生变质。同时，乳酸菌发酵使部分糖、蛋白质被水解成为小的分子，脂肪酸可比原料奶增加两倍，可产生多种维生素，发酵产生的乳酸可有效地提高钙、磷在人体中的利用率等。酸奶中的乳酸菌生长到一定数量后，需要给酸奶降温来减慢或停止乳酸菌的生长和产酸，否则乳酸菌会因为过度生长发酵而提前失去活力，乳酸菌的继续发酵也会改变酸奶的风味，所以传统酸奶需放在冰箱低温保存。与此相比，常温酸奶又叫“灭菌型酸奶”，它经过乳酸菌发酵后需再次经过热处理以杀灭酸奶中活的乳酸菌。因此，它可以在常温下存放和销售。

图 13 各饮品蛋白质含量 (%)



资料来源：公开资料整理，华西证券研究所

工艺差别导致低温奶口感和营养更胜一筹。低温奶保留了生乳本身各种天然活性物质和酶的高活性，不仅可以维护肠道菌群生态平衡、提高人体免疫功能等，同时最大限度保留了牛奶的营养成分和纯天然风味。而常温奶采用高温工艺，对牛奶中的营养物质破坏较大，其中酶的活性基本被破坏，对人体有益的微生物也全部被高温消灭，对蛋白质、钙、维生素的含量均低于低温奶，因此，低温奶（低温酸奶和低温鲜奶）相对常温奶拥有更高的营养价值。但由于制作工艺导致保质期短、需冷链保存及运输和运输半径有限，导致终端价格偏贵，消费者购买和储存不便。

表 3 常温酸奶和低温酸奶的区别

	制作工艺	运输半径	贮藏条件	保质期
常温酸奶	超高温灭菌法	常温运输，销售半径大	常温贮藏	6 个月
低温酸奶	巴氏消毒法	冷链运输，销售半径短（不超过 500 公里）	2-6° C	21-30 天

资料来源：公开资料整理，华西证券研究所

消费习惯和冷链基础条件逐渐进步，低温酸奶市场前景向好。低温酸奶的营养价值明显优于常温酸奶，随着国内消费水平的提高、消费者健康观念的提升以及国内冷链技术的发展，低温酸奶的市占率将逐渐提高。前期受制于常温酸奶的压制，低温酸奶近5年市场格局未发生明显变化，低温酸奶无明显地域壁垒(保质期21天)，产品可远距离配送，现代渠道为主的市场结构也具备较强开放性，区域乳企与龙头将共同分享低温市场。但由于成本问题，区域性低温酸奶企业具备更好的利润。

### 3.1.2. 行业竞争格局

低温酸奶形成区域性乳企和龙头企业并存的格局。目前受制于冷链物流、奶源和渠道限制，龙头企业并未形成绝对优势，地方乳企凭借本地牧场资源及区域渠道网络，长期占领低温市场，目前形成地方乳企和龙头并存的格局。目前各品牌低温酸奶在营养和口感上各显细微差异，对于消费者选择时不构成主要影响因素，主要是背后的品牌力和新鲜度起主要作用。

表4 行业内主要产品

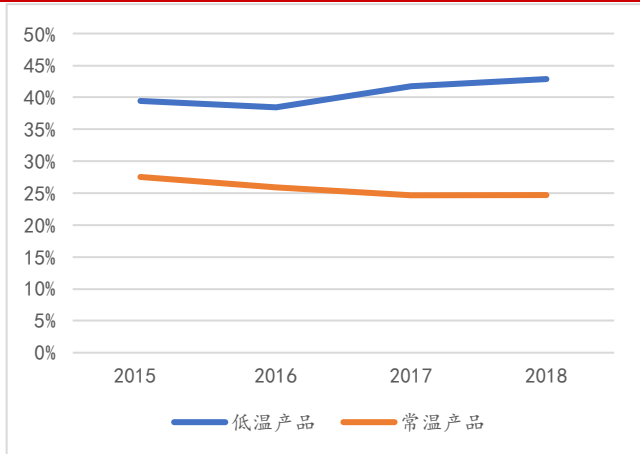
品牌	主要低温酸奶产品	产品特点
伊利	畅轻、Joyday 吸果杯、大果粒酸奶、QQ 星、益消	畅轻高端益生菌酸奶，原材料天然健康，选用优质生牛乳，含有3种丹麦益生菌，每百克含有30亿CFU活性A+BB菌。
蒙牛	特仑苏酸奶、冠益乳、未来星儿童营养风味酸牛奶、内蒙古老酸奶、碧悠、欧式炭烧酸奶	冠益乳酸奶特别添加BB冠菌TM(又名BB-12双歧杆菌)，对胃酸和胆汁盐有极好的耐受性，能在人体内保持超强活性，有效补充肠道益生菌群。
光明	健能、光明风味酸牛奶、畅优、如实、赏味轻酪	健能产品获中国专利金奖菌，特别添加由江南大学专家团队精选而出的一株国家发明专利金奖菌株。
新希望	活润大果粒、初心、城市记忆、味蕾游记、老酸奶、乖巧等	活润系列特别添加进口益生菌
君乐宝	简醇、慢醇、涨芝士啦、纯享、优果酪等	纯享无添加酸奶，拥有国内首创简洁瓶型专利，去除酸奶本不该有的香精、果胶、增稠剂，只选用专属牧场优质奶源。

资料来源：公开资料整理，华西证券研究所

低温酸奶毛利率可观。2018年新乳业低温产品的毛利率为42.87%，而常温产品的毛利率仅为24.67%。并且低温产品的毛利率有逐年提升的趋势(2015年低温产品毛利率为39.39%)，而常温产品的毛利率略有下滑(2015年常温产品毛利率为27.53%)。根据中国报告网的数据，低温酸奶市场规模迅速扩大，2019年已经达到540亿元，2020年预计市场规模将达到637亿元，同比增长18%，2015-2019年CAGR为21.4%。

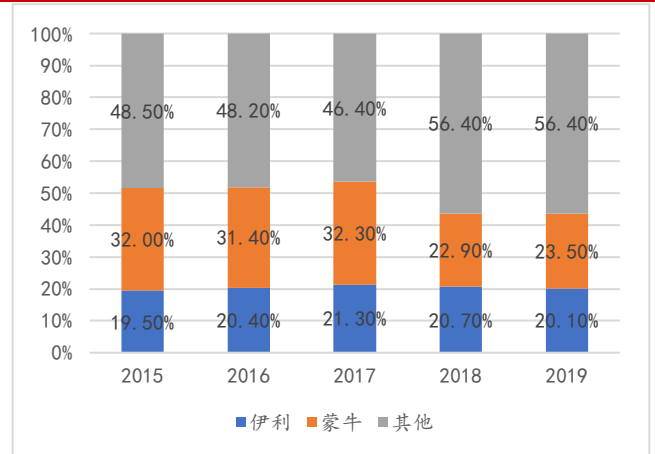
CR3相对较低，区域性乳企做低温酸奶有优势。相对于常温酸奶市场高度集中(常温酸奶伊利、蒙牛和光明三家企业的市场份额总计91%)，低温酸奶的市场集中度相对较低，根据2019中国乳业白皮书的数据，2019年全国乳企龙头蒙牛和伊利市场份额分别为23.5%和20.1%，跨区域品牌光明市场份额为12%。由于低温酸奶受制于冷链、保质期短、消费者忠诚度等因素，近5年市场格局未发生明显变化，地方乳企凭借历史积累的本地牧场资源及深度覆盖的区域渠道网络，继续盘踞当地低温酸奶市场，2019年约四成的市场仍被区域乳企所掌握，全国性品牌进入地方区域低温酸奶市场的难度更高。长期以来，CR3格局比较稳定，CR5格局中后两位相对来说不够固定，新希望、君乐宝以及三元等市场份额不相上下。

图 14 新乳业低温产品与常温产品毛利率对比 (%)



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 15 低温酸市场集中度 (%)



资料来源: 2019 中国乳业白皮书, 华西证券研究所

注: 蒙牛 2018-2019 年市场份额下滑主要因为数据剔除君乐宝

**低温奶蒙牛体量最大、平稳增长。**伊利、蒙牛(剔除君乐宝)低温奶收入体量较常温奶均偏小, 都仅占整体液态奶收入 10-20%。而且伊利和蒙牛低温奶的收益大部分是由低温酸奶贡献的, 低温鲜奶和低温乳酸菌饮料占比较小。同时, 蒙牛低温奶市场份额一直高于伊利, 且蒙牛低温奶增速持续略快于伊利。我们判断, 蒙牛 2019 年全年低温酸奶(包含乳酸菌饮料)销售额保持高单位数增长, 连续 15 年稳居行业第一。未来低温酸奶的持续洗牌或将推动未来低温酸奶市场集中度缓慢提升。

**伊利低温奶以低温酸奶为主。**伊利低温酸奶在 18-19 年遭遇常温酸奶的挤压, 增速大幅回落。得益于消费升级推动低温奶行业较好增速以及公司渠道开拓和明星单品的持续发力, 预计伊利低温奶增速或能逐步回归 10%左右的增速水平。伊利低温酸奶产品种类丰富, 精细化运作, 竞争力较强。

表 5 光明公司历年战略规划

年份	战略
2002	在未来四年内, 仍以乳品经营为核心产业和主营业务, 将以乳品产业链适时带动相关产业子公司的纵向发展
2006	坚持新鲜战略、聚焦资源, 大力促进新鲜酸奶发展, 力求产业和地区经营的突破
2007	聚焦乳业、做强新鲜、突破常温、实现百亿
2011	聚焦乳业、领先新鲜、做强常温、突破奶粉
2017	确立主业 1+2 全产业链发展模式, 搞好乳业、牧业、冷链物流三大产业布局; 通过实施牧场升级工程, 着力打造安全、快速的物流服务系统; 通过产品和技术升级, 继续推出高品质新品, 树立和提升“中国高端品牌引领者”形象。经过 3-5 年的努力, 光明乳业将发展成为产业链完善、技术领先、管理一流、具有核心竞争力、有影响力的国际性乳业集团
2019	在五年规划的基础上, 提出“做强上海, 发展华东、优化全国, 乐在新鲜”的目标

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

**光明聚焦低温市场, 公司业绩稳步增长。**公司始终坚持做强新鲜的战略, 2019 年的最新目标为“做强上海, 发展华东、优化全国, 乐在新鲜”, 通过加强品牌影响力、强化产业联动、推动数字化转型, 多措并举效果显著, 实现公司业绩稳步增长。2017/2018/2019 公司低温部分(新鲜+随心订营销中心)营业收入分

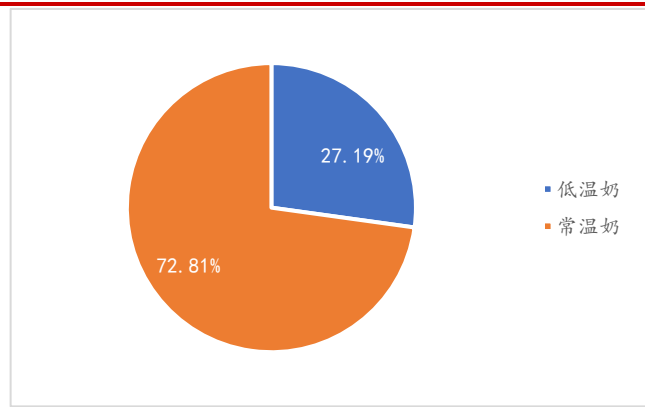
别为 72.00/73.55/81.63 亿元，2018/2019 年同比增长 2.15%/10.99%。低温酸奶市场竞争激烈，叠加公司费用投放减少，光明低温酸奶受到冲击，欧睿口径的畅优 2016-2018 年规模分别下滑 9.4%、2.6%、6.5%，预计未来低温酸奶业务比例将进一步缩减。

**三大乳业巨头各放异彩，营销手段加强。**我国低温酸奶市场经过多年发展形成了龙头与区域并存的市场格局。目前龙头乳企、跨区域乳企和地方性乳企正制定因地制宜的低温酸奶发展战略，抢占未来低温酸奶蓝海市场。蒙牛近年来加大了兼并收购的速度，2010 年收购君乐宝 51%的股权，同年与达能达成战略合作、成立合资公司，主攻低温酸奶市场，考虑到蒙牛当前的霸主地位及产品不断推陈出新，虽近两年销售遇到瓶颈，但未来增长可期。伊利产品种类丰富，精细化运作，主推“轻”理念，竞争力较强。光明销售区域集中在华东，该地区上线城市众多，一直是低温酸奶重要消费地。为应对华东区愈演愈烈的竞争，光明瞄准高端市场，推出多种品类和口味的产品，不断积极面对挑战。

### 3.1.3. 行业未来发展

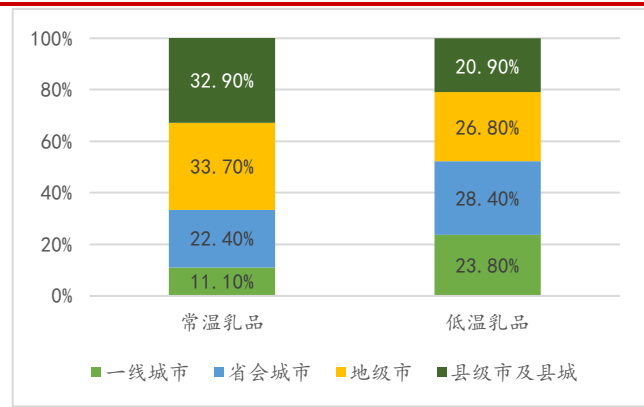
从日本和欧美等地区酸奶产品的发展路径看，大多存在从常温到低温的部分升级替代。近年来，日本的超市货架上鲜见常温奶产品，在国民的消费观念中，“几乎没有不冰的奶”。中国目前的市场格局恰恰与之相反，近年来常温产品受热捧，2018 年中国低温奶销售额占比仅为 27.19%。自 2009 年光明推出莫斯利安以来，中国常温酸奶从无到有且近年发展迅速。但常温酸奶从口感、新鲜度、营养价值和健康性来看，均不及低温酸奶。低温酸奶中含有丰富的钙，优质的蛋白质和维生素、还含有益生菌，长期饮用低温酸奶有益肠道健康与骨骼健康。同时乳糖被降解，避免和减少了乳糖不耐受的发生，益生菌以及它的代谢产物可以促进消化吸收促进胃肠蠕动防止便秘，同时提高免疫力。未来随着健康饮食观念的深入，参照日本的路径，酸奶产品将仍以低温线为主。

图 16 2018 年中国低温奶和常温奶销售额占比 (%)



资料来源: wind, 华西证券研究所

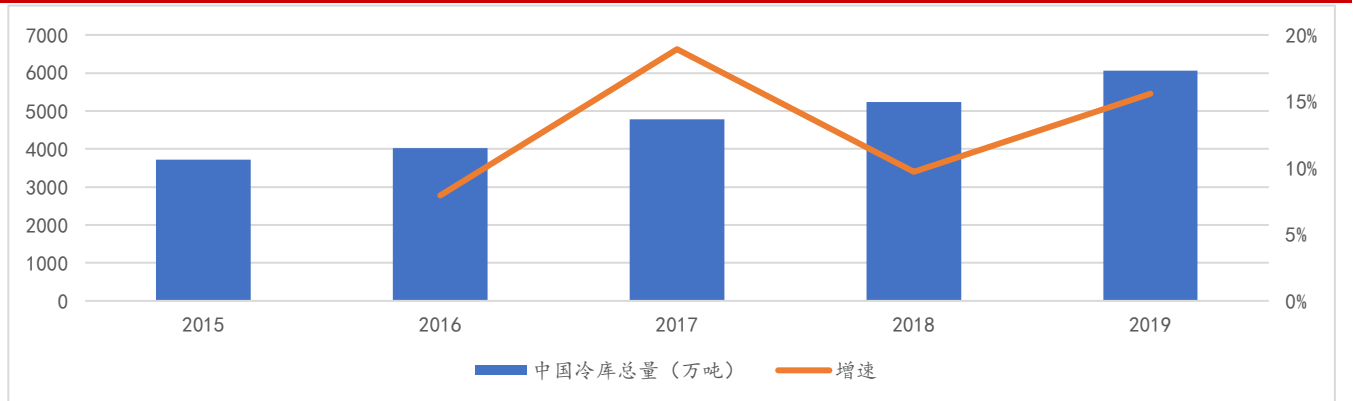
图 17 常温奶、低温奶区域分布对比 (%)



资料来源: 凯度消费者指数, 华西证券研究所

**冷链完善有望打开低温酸奶市场。**受制于冷链，销售半径难以扩张，低温酸奶销售区域集中于上线城市，基本属于“非贸易品”。低温酸奶的保质期通常只有 21-30 天，通常要求三天内要从生产地运输到销售终端，对储藏温度和运输时间要求极高，但是中国约 50%的乳品销售来自农村和乡镇地区。低温酸奶对冷链要求高，销量仅能在冷链完善的一二线城市打开，当前低温酸奶增长慢于常温酸奶最重要的原因之一便是低温要求对储存和物流造成的不便，目前乡县的乳饮消费以乳酸饮料为主，低温酸奶的消费仅占 8%。未来冷链延伸和消费习惯的转变将使低线城市和乡县成为低温酸奶的消费蓝海。

图 18 中国冷库总量及增速 (万吨)



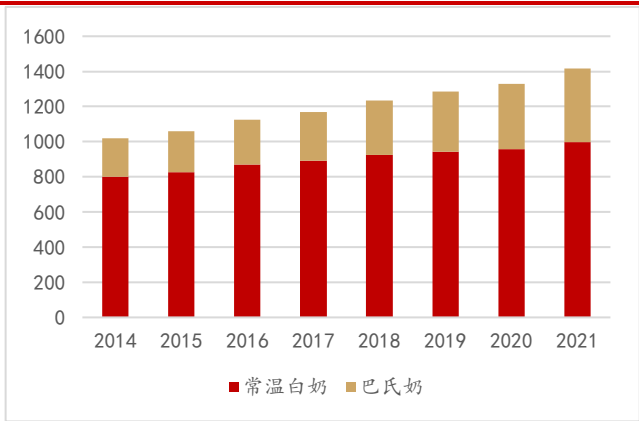
资料来源：中国仓储与配送协会，华西证券研究所

### 3.2. 低温巴氏奶：规模增速快集中度低，但行业竞争激烈

#### 3.2.1. 巴氏奶行业增速快，但总体体量较小

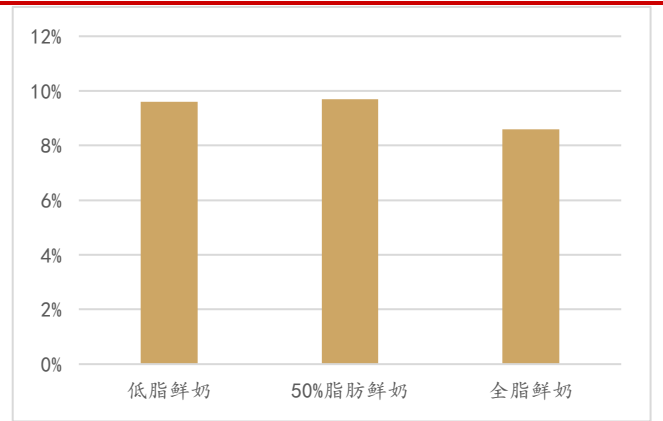
巴氏奶在中国发展不断扩大，连续几年保持高速增长态势。根据中国产业信息网的数据，2019 年国内巴氏奶市场规模达 343 亿元，同比增速 7.2%，增速高于常温白奶（2019 年同比增长 1.8%）。根据欧睿的数据，2014-2019 年巴氏奶 CAGR 11.6%，其中低脂鲜奶、50%脂肪鲜奶和全脂鲜奶 2014-2018 年 CAGR 分别为 9.6%、9.7%、8.6%，低脂和 50%脂肪鲜奶增速更快。

图 19 巴氏奶增速高于常温白奶 (亿元)



资料来源：中国产业信息网，华西证券研究所

图 20 2014-2018 年规模增速 CAGR (%)



资料来源：欧睿，华西证券研究所

受制于全国冷链运输半径与奶源布局，70%原奶产量来自北方，但是 70%消费量源于南方，我国低温巴氏奶仍以区域品牌为主，市场比较分散，并且在液态奶市场占比较低，仅为 8%。而在美国、日本等发达国家市场，这一比例高达 90%。

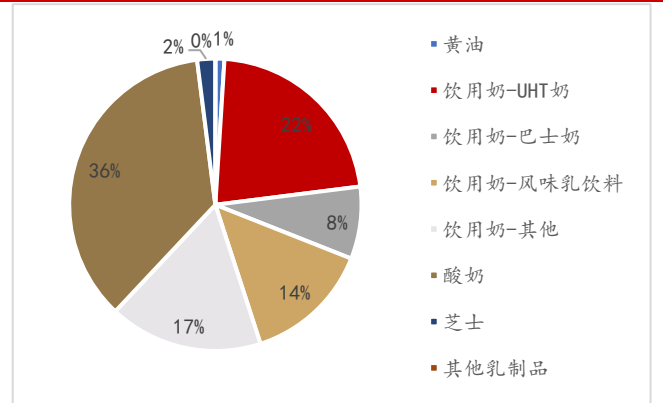


图 21 国际大型乳企进军国内鲜奶市场



资料来源：草根调研，华西证券研究所

图 22 乳品子品项销售额占比 (%)



资料来源：中国产业信息网，华西证券研究所

### 3.2.2. 区域优势明显，市场集中度低

区域性乳企盘踞本土市场，龙头乳企展开全国布局。新希望、光明、三元、燕塘等区域性乳企早已布局本地巴氏奶市场，蒙牛、伊利也已推出低温巴氏奶产品逐渐争夺市场份额。各品牌巴氏奶营养成分差异不明显，价格和销售模式略有差异，区域性乳企主要采用履约入户的销售模式，其中三元有机鲜牛奶价格相对较高。蒙牛、伊利行业内主要产品分别为每日鲜语、金典鲜牛奶。2018年伊利在优势区域东北地区通过履约入户的方式销售百格特，2019年12月借助有机常温液态奶龙头品牌“金典”发布金典鲜牛奶产品，通过金典再次进军低温鲜奶领域，目前金典鲜牛奶已经登陆在各大电商平台。而蒙牛每日鲜语则借助京东、淘宝等线上销售渠道，实现多区域覆盖和销量快速增长。

表 6 低温巴氏奶行业主要产品

品牌及主要产品	产品价格	营养成分
蒙牛每日鲜语	29.9 元/1L	蛋白质 3.6g, 钙 120mg
新希望 24 小时鲜牛奶	165 元/190ml*30 罐	蛋白质 3.3g, 钙 118mg
光明优倍	24.6 元/950ml	蛋白质 3.4g, 钙 108mg
三元有机鲜牛奶	36 元/900ml	蛋白质 3.5g, 钙 110mg
伊利百格特	履约入户	蛋白质 3.8g
伊利金典鲜牛奶	26.9 元/780ml	蛋白质 3.8g, 钙 120mg

资料来源：公开数据，华西证券研究所

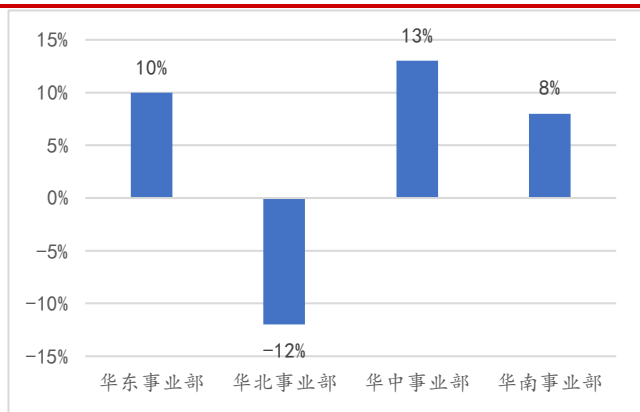
图 23 蒙牛每日鲜语京东销量排名第一



资料来源：京东，华西证券研究所

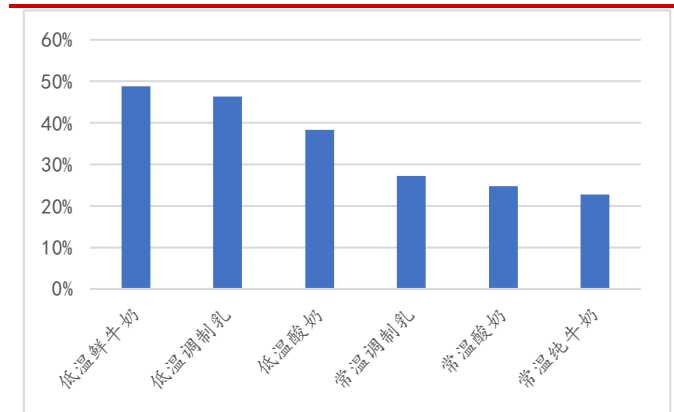
巴氏奶原材料成本占比低，实现盈利取决于物流成本。低温巴氏奶定价是常温白奶的 3-4 倍，但两者原料成本差异较小，主要成本集中在物流渠道上。因此低温巴氏奶毛利率是否能高于常温白奶和低温酸奶的关键就是供应链成本的分摊。消费区域的集中一方面能利用规模经济降低成本，另一方面也能保证产品供应的新鲜和及时，提高顾客满意度。例如区域性乳企光明，2016 年其华东、华中地区在低温奶制品收入中分别占比 67.2%、19.0%，从分布报表看，华东、华中事业部净利率远高于其他地区。

图 24 2016 年光明不同地区净利率 (%)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

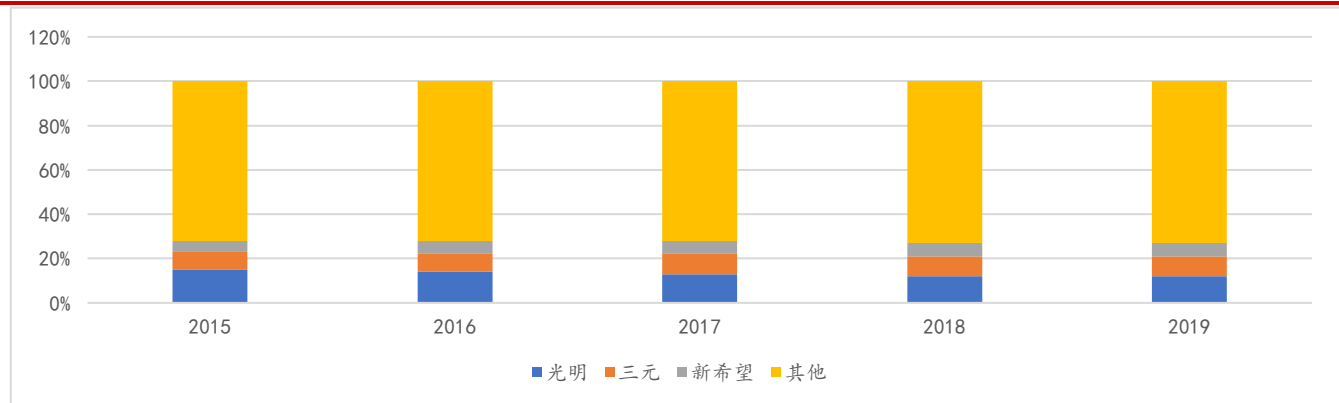
图 25 新乳业低温鲜牛奶盈利能力高于低温酸奶 (%)



资料来源：新乳业招股说明书，华西证券研究所

奶源布局分散，市场集中度相对低，市场规模主要由区域乳企占据。低温保质期短，给予消费者的印象是新鲜、营养保存完全，符合消费升级的要求。对于龙头企业，相较常温产品，低温总体市占率不高；对于区域企业，常温方面并不具备和伊利、蒙牛正面竞争的实力，但低温品类目前尚无绝对公司或品牌领导者，形成市场主导定价权。由于原奶产区与消费市场分散，各区域乳企分别盘踞本地市场，巴氏奶市场相较于其他液态奶市场而言市场集中度较低。多年来，光明、三元、新希望在低温巴氏奶市场规模占比中排名前三，蒙牛和伊利低温巴氏奶全国布局开始提速，也逐渐占有一定份额。

图 26 低温巴氏奶市场集中度较低 (%)

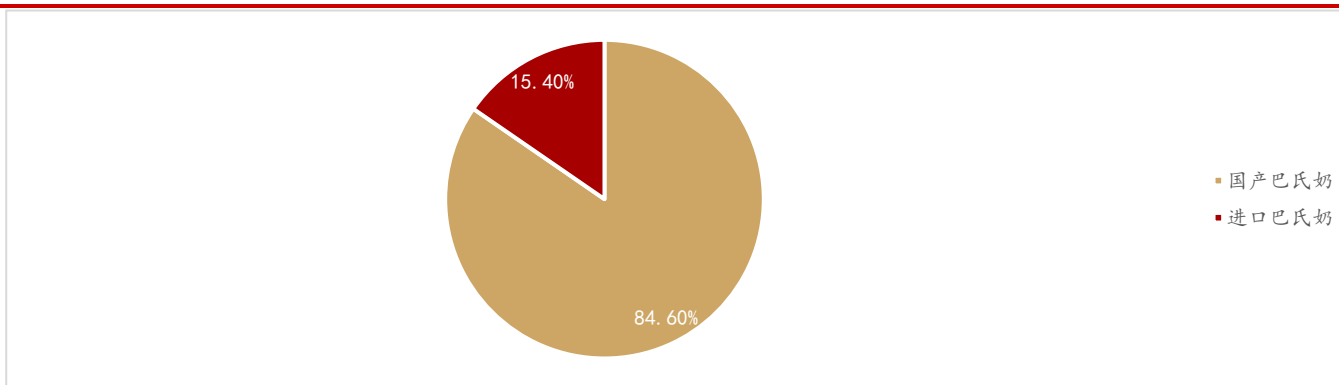


资料来源：欧睿，华西证券研究所

**龙头纷纷布局，巴氏奶竞争激烈。**对于龙头企业，低温属于可拓展的新品类，可通过提高均价推动整体产品收入升级。根据中国产业信息网的数据，目前蒙牛巴氏奶在消费者国内巴氏品牌选择偏好中排名第一。伊利于 2019 年底发布 3 款巴氏奶新品牌。光明低温巴氏奶护城河稳固，2016-2018 年“优倍”系列零售端规模增速分别为 2.2%、3.9%和 11.1%。龙头乳企纷纷加盟低温巴氏奶市场。国内乳业巨头可利用其低温酸奶搭建起的强大低温渠道来销售巴氏奶，有一定的渠道优势，未来行业竞争将会加剧。

### 3.2.3. 巴氏奶市场仍将保持高速增长，有望引领新消费流行

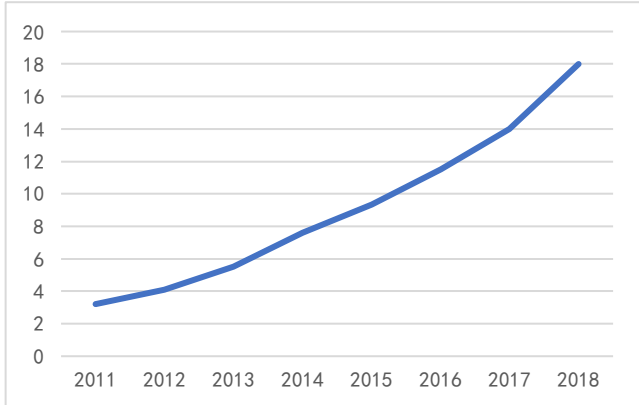
图 27 国内外产品选择偏好 (%)



资料来源：中国产业信息网，华西证券研究所

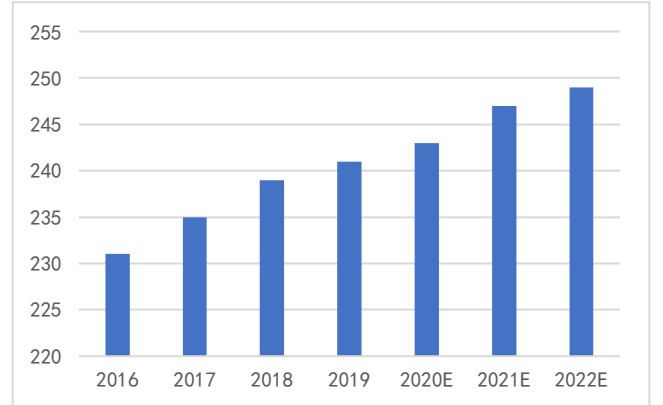
**奶源与消费市场的分散，短期液态奶市场依旧是常温奶主导。**低温巴氏奶行业规模近年来增长态势不容小觑，据中商产业研究院估计，2018-2024E 年巴氏奶的复合增速将达到 7.4%，比常温白奶复合增速高 1.9pct。在国内外巴氏奶产品选择上，国内消费者更偏向国产巴氏奶。随着各大乳企在全国奶源布局和冷链建设的逐步完善，以及疫情期间对于消费者再教育的机会，预计未来低温巴氏奶仍将保持其高速增长趋势，并有望引领未来的新消费流行，消费意识逐渐向低温化、高端化、营养化倾斜。

图 28 公路冷链运输车年保有量（万辆）



资料来源：wind，华西证券研究所

图 29 2016-2022 年中国巴氏奶消费量预测（万吨）



资料来源：中商产业研究院，华西证券研究所

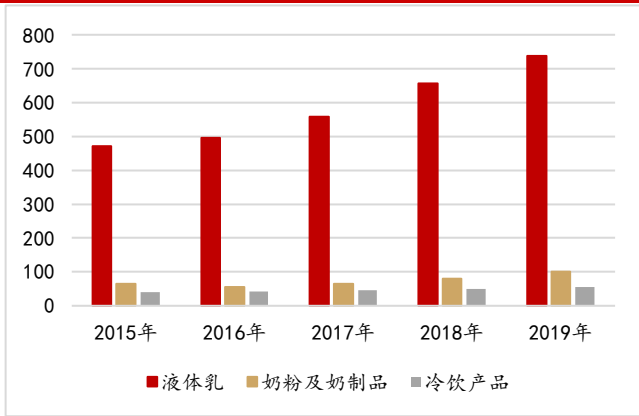
## 4. 核心上市公司

本报告选取伊利股份（600887）、蒙牛乳业（2319.HK）、三元股份（600429）、光明乳业（600597）和新乳业（002946）五家核心上市公司，就其近五年核心经营情况、低温奶布局时间及经营情况和低温白奶及渠道的未来布局进行分析。

### 4.1. 伊利

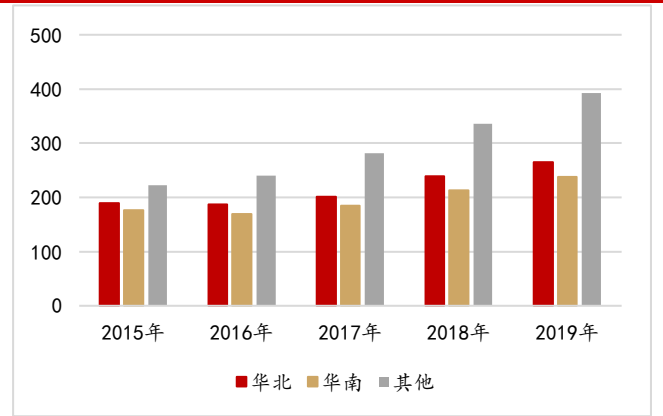
#### 4.1.1. 核心经营情况

图 30 2015-2019 年伊利分产品营业收入（亿元）



资料来源：公司年报，华西证券研究所

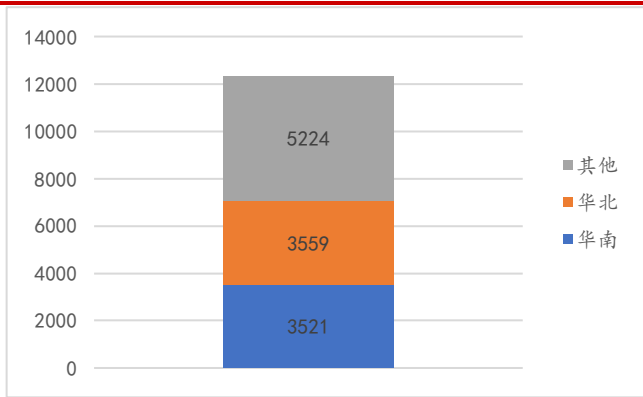
图 31 2015-2019 年伊利分地区营业收入（亿元）



资料来源：公司年报，华西证券研究所

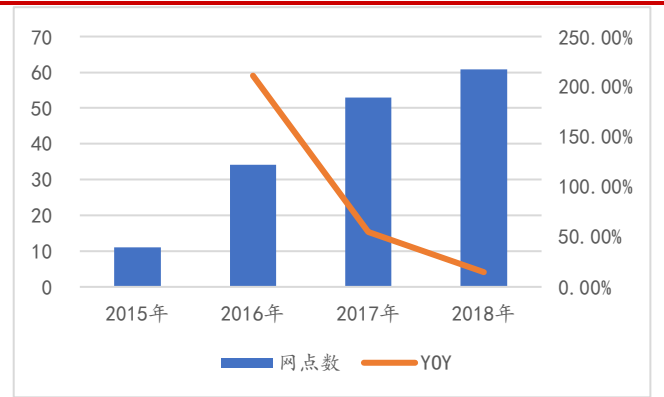
公司直控村级网点数显著提升，市场渗透能力持续增强。2015-2019 年伊利营业收入 CAGR8.5%；2019 年营业收入 900.1 亿元，同比增长 14%；其中液体乳营业收入为 737.6 亿元，占比 81.9%，同比增长 12.3%；华北、华南以外地区营业收入 392.5 亿元，同比增长 16.8%。2019 年，公司常温液态类乳品市场渗透率 84.3%，同比增长 1.9pct；乡镇村网点近 103.9 万家，同比增长 8.0%；线下液奶终端网点 191 万家，同比增长 9.1%，终端控制力强。目前计划是向着小城镇下沉式发展。

图 32 伊利经销商数量 (家)



资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

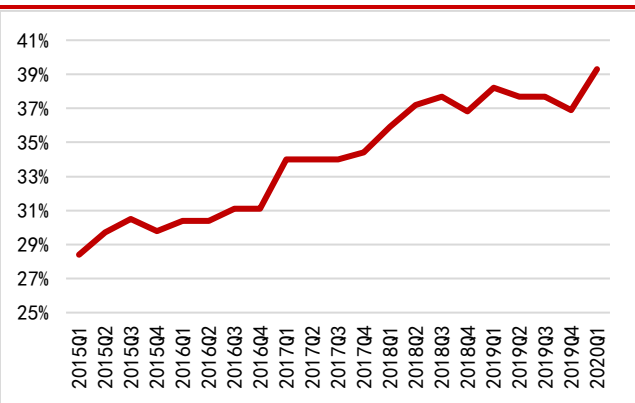
图 33 直控村级网点数 (万家)



资料来源: 公司年报, 华西证券研究所

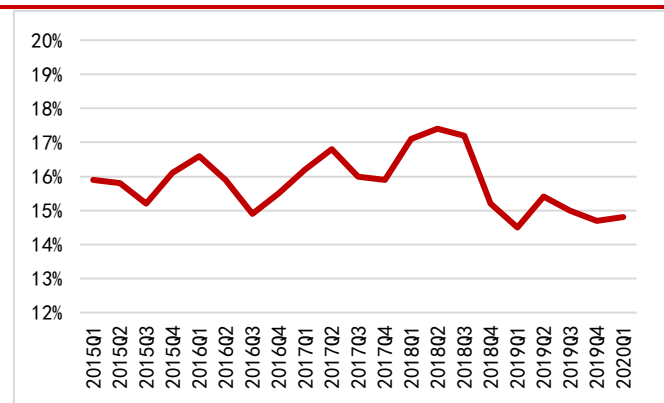
**常温奶市占率提升, 低温奶市占率波动下滑。**2015年至2020年第一季度伊利常温奶市场占比有较大提升, 2020年第一季度常温奶市占率达到39.4%, 同比增加1.2pct。同时间段内伊利低温奶市场占比存在波动下滑趋势, 但2020年第一季度市占率同比增加0.3pct, 达到14.8%。

图 34 2015-2020Q1 伊利常温奶市占率 (%)



资料来源: 尼尔森, 华西证券研究所

图 35 2015-2020Q1 伊利低温奶市占率 (%)



资料来源: 尼尔森, 华西证券研究所

表 7 伊利各品类划分及其主要产品

产品品类		伊利产品
常温奶	纯奶	金典、伊利纯牛奶、舒化奶、高钙奶、低脂奶、味可滋、谷粒多等
	常温酸奶	安慕希、QQ 星儿童风味酸奶
	常温乳饮料	优酸乳、QQ 星饮品、畅意 100%、爆趣珠
低温奶	低温酸奶	畅轻、大果粒酸奶、益消等
	鲜奶	金典鲜牛奶、牧场清晨鲜牛奶、伊利鲜牛奶、百格特
	低温乳饮料	每益添
奶粉	婴儿奶粉	金领冠、倍冠、托菲尔、培然
	成人奶粉	欣活、青山 1956、暖哄哄
冷饮		巧乐兹、伊利牧场、冰工厂、妙趣、伊利火炬、甄稀等
奶酪		妙芝、伊利儿童奶酪棒
健康饮品		圣瑞思、唤醒源、伊然、inikin 伊刻活泉

资料来源：公司官网、华西证券研究所

表 8 部分伊利赞助冠名综艺

产品	赞助综艺节目	年份
QQ 星	爸爸去哪儿 3	2015
谷粒多	奇葩说 2	2015
金典	最强大脑 2	2015
	歌手	2018
	亲爱的客栈 2	2018
	天赐的声音	2020
	乘风破浪的姐姐	2020
安慕希	锋味 2018	2018
	奔跑吧兄弟	2015、2018、2020
	漫游记	2020
金冠领	了不起的孩子 3	2018
畅轻	我是大侦探	2018
畅意	高能少年团	2019

资料来源：公开数据搜集、华西证券研究所

#### 4.1.2. 低温奶布局时间及经营情况

低温奶产品以低温酸奶为主，仍需改善盈利能力、就产品口味和功能进行研究。我们判断，当前伊利低温白奶全年销售额不足 1 亿元，低温酸奶则有 70 多亿

元。2012 年底伊利注册畅轻品牌，后续畅轻成为公司重点低温酸奶产品之一，2017 年伊利推出低温酸奶新产品伊利褐色炭烧酸奶和 Joy Day 风味发酵乳，当年新品销售走势良好。2016-2017 年，因畅轻等重点产品的推动和消费升级，伊利低温酸奶实现较快增长，但 2018 年低温酸奶增速下降，主要因其与常温酸奶的模糊度高，市场受到常温酸奶挤压，后续将把产业方向放在多功能和多口味研究上。此外，低温酸奶当前存在高投入、低盈利情况，主要是渠道建设不完善所致，伊利现代渠道（大卖场、超市、便利店等）占比较高，产品销售竞争激烈，常采用促销手段进行临期处理或推动产品销售，未来随着渠道铺设完善，盈利能力有望改善。

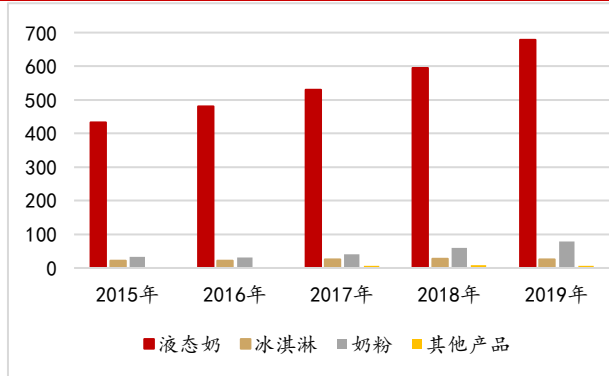
**低温白奶提前布局，拥有奶源和渠道双重优势。**根据乳业专家的介绍，伊利早在 2005 年左右就开始进行低温巴氏奶的布局，是目前唯一在全国拥有分布式奶源的乳企。伊利通过与牧场建立利益共同体，从而获得稳定奶源供给。同时，伊利通过多年的渠道建设，渠道下沉力度很强，在与经销商的关系中能获得比较大的话语权，目前与经销商的合作在向“配送模式”转变。经过近十年的铺垫，伊利奶源和冷链布局已经基本完成，公司目前的低温牛奶主要在一二线城市和有消费习惯的沿海城市销售。低温白奶和常温白奶的相互替代关系较低，随着未来市场竞争进入稳态，低温白奶也会有向上延展产品线的可能性，利润有望进一步释放。

## 4.2. 蒙牛

### 4.2.1. 核心经营情况

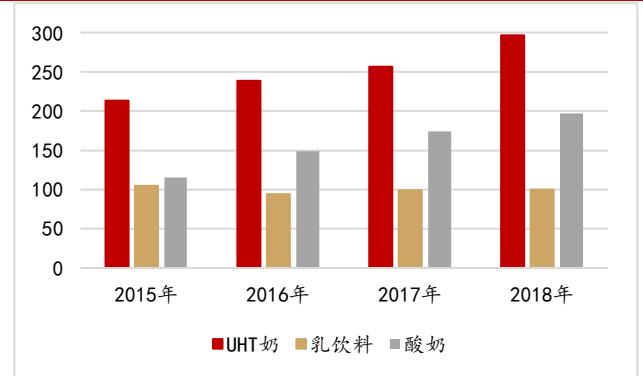
**UHT 奶收入占比较大，酸奶增速较快。**2015-2019 年蒙牛收入 CAGR 为 10%，2019 年收入 790.3 亿元，同比增长 14.6%，其中液态奶收入 678.8 亿元，占比 85.9%，同比增长 14.3%。2018 年液态奶中 UHT 奶收入 296.9 亿元，占比 50%，酸奶收入 197 亿元，2015-2018 年酸奶收入 CAGR 为 14.3%。

图 36 2015-2019 年蒙牛分产品收入（亿元）



资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 37 2015-2018 年蒙牛液态奶产品收入（亿元）



资料来源：公司年报，华西证券研究所

表 9 蒙牛各品类划分及其主要产品

产品品类		蒙牛产品
常温奶	纯奶	特仑苏、蒙牛纯牛奶、蒙牛花色奶、未来星
	常温酸奶	纯甄、ZUO 酸奶、果粒酸奶
	常温乳饮料	酸酸乳、真果粒
低温奶	低温酸奶	特仑苏酸奶、冠益乳、未来星儿童营养风味酸牛奶、内蒙古老酸奶、碧悠等
	鲜奶	每日鲜语
	低温乳饮料	优益 C
奶粉	婴儿奶粉	雅士利菁珀、菁跃、多美滋致粹、朵拉小羊、瑞哺恩、Aria 宝贝与我
	成人奶粉	焕轻、正味、优怡
冷饮		绿色心情、冰+、蒂兰圣雪、俄式、随便
奶酪		爱氏晨曦马苏里拉干酪丝
植物蛋白		Silk 植朴磨坊

资料来源：公开数据搜集、华西证券研究所

表 10 部分蒙牛赞助冠名综艺

产品	赞助综艺节目	年份
蒙牛	十二道锋味 2	2015
纯甄	全员加速中	2015
	奇葩说、极限挑战 3	2017
	创造营 2020	2020
蒙牛中华滋养酸奶	新生请指教	2020
特仑苏	声入人心	2018
	向往的生活 4	2020
真果粒	花儿与少年 2	2015
	青春有你	2019
	偶像练习生	2019
	青春有你 2	2020

资料来源：公开数据搜集、华西证券研究所

#### 4.2.2. 低温奶布局时间及经营情况

加大低温白奶重视力度，低温奶收入激增。2017 年蒙牛成立鲜奶事业部，传统酸奶、鲜奶、奶酪三个事业部构成蒙牛低温产品线，2018 年蒙牛推出三款低温白奶产品，即针对入户渠道的蒙牛·新鲜严选品牌、主打高品质的每日鲜语品牌和主打极致新鲜的新鲜工厂品牌。我们判断，2019 年蒙牛低温白奶同比增长三位数，收入突破 7 亿元，每日鲜语销售额增长了 5 倍，成为高端鲜奶第一品牌，

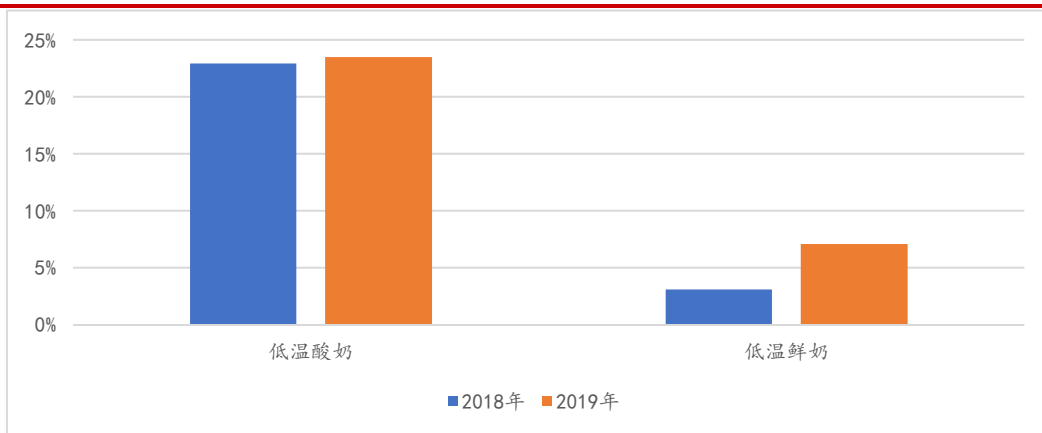


全国高端市场份额已经达到第一。供应链能力 T+0 继续大幅度的提升，目前 T+0 的能力已经基本可以覆盖全纬度的现代产品。此外公司跟阿里巴巴的“天鲜配”一站式智能订单平台也在持续推进过程中。

**公司主要与地方乳企竞争 3-7 元价格层次。**我们认为，蒙牛把市场划分为 3 元以下、3-7 元、7 元以上三个层次。蒙牛与地方乳企争抢 3-7 元价格层次的市场，并且蒙牛在这个价位段更有优势。因为 3-7 元产品的销售主要集中在商超、KA 或校园等渠道，蒙牛这些渠道产品链更丰富。同时，蒙牛可以整体为渠道进行服务，如指导购物人员的进入、卖场中的产品投入等，这些投入上蒙牛比地方乳企更大。有时蒙牛竞争还会针对价格段进行促销手段和人员配置。

**低温酸奶为蒙牛的优势行业，但低温巴氏奶的增幅不容小觑。**根据尼尔森的数据，2019 年蒙牛低温酸奶市场份额占比提升至 23.5%，同比提升 0.6pct，低温白奶市场份额占比提升至 7.1%，同比提升 4.0pct，提升幅度较大。

图 38 2018-2019 年蒙牛低温奶市场份额占比 (%)



资料来源：尼尔森，华西证券研究所

**蒙牛出售君乐宝股权，致低温奶收入下降，但与可口可乐共同生产及销售低温奶制品。**由于产品定位不同，蒙牛于 2019 年 7 月出售君乐宝乳业全部股权，希望以此精简公司业务，加速拓展明星产品、巩固核心品牌市场地位，但也直接导致了蒙牛在低温市场份额下降。2020 年 4 月 29 日，可口可乐与蒙牛新设合营企业，新公司将在中国生产和销售低温奶制品。未来将成为一个全新的低温奶品牌。

#### 4.2.3. 渠道未来布局

**加速布局铺设渠道，二线以上城市物流和配送已经完成。**2018 年蒙牛在全国已有 40 多个生产企业，已经建立了覆盖中国 30 个主要城市的鲜奶供应链和销售渠道，覆盖半径基本在 500 公里以内。但是线下渠道铺设依旧不够。蒙牛每年都会往市场投放几十万台冷柜，基本县级城市和 500 平以上的店都有低温柜。目前在全国的格局是：二级以上城市的辐射，使蒙牛在物流和配送上不再有明显劣势。

**蒙牛低温奶送奶入户模式还在发展中。**目前，蒙牛的低温奶主要在 KA 渠道中销售，蒙牛的低温巴氏奶在京东巴氏奶排行榜中位列第一名。同时，送奶入户模式还在发展中，线下入户团队至少还要有几年的建设过程。我们认为，目前蒙牛合作的大型牧场基本都是蒙牛投资控股，如国外新西兰奶源、国内现代牧业、圣牧等，此外还会收购地方牧场奶源，签全年计划进行收购。我们判断，为了与送奶入户的模式相配合，公司后续可能会在相对体量大的一线城市布点奶源和奶厂，做到地方工厂与地方销售团队配合。

**精耕南方市场，提高动销能力，逐步拓展低温酸奶市场。**我们认为，经过多年的市场投入，蒙牛低温酸奶在南方地区渠道覆盖率逐渐提升，后续将在南方做好精耕和渠道单店销量突破。南方很多地方乳企竞争力较强，蒙牛当前选择了一线以上的大型城市尝试低温鲜奶市场拓展，基本上辐射工厂周围 100 公里之内的城市，并没有正面和地方乳企竞争，待渠道和团队培养成熟后，再考虑扩大运输半径，渗透到相对远的城市。

图 39 天鲜配自助下单方式



资料来源：天鲜配官网，华西证券研究所

图 40 天鲜配“小黄柜”智能冰柜



资料来源：天鲜配官网，华西证券研究所

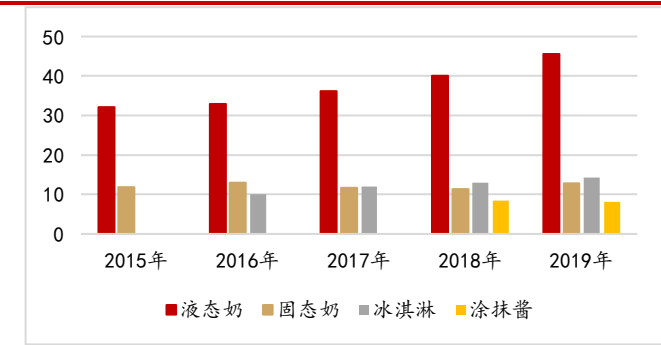
**蒙牛坚持通过大经销商快速铺货，与阿里巴巴合作打造冷链送奶系统。**蒙牛通过线上线下 KA，全面发展盒马鲜生、京东到家、物美多点等，满足消费者的便利性需求。2019 年，蒙牛旗下 APP“南客觅品”正式上线，同时蒙牛在杭州开了第一家线下直营奶茶店“南小贝”。2018 年 7 月蒙牛成立“天鲜配”打造 O2O 鲜奶配送新零售模式，2019 年 11 月，阿里巴巴向天鲜配战略投资 1.5 亿元，并由提供技术支持。天鲜配出资将传统奶箱变更为消费者家楼下的智能冰柜，并全程通过冷链运输。其主推商品皆为蒙牛旗下产品。根据尼尔森数据，2019 年蒙牛低温酸奶在北京市的市场占有率排第一，约为 26%，但根据渠道反馈，低温鲜奶在北京市场不足 1 亿元，还需要较长时间的经营。

### 4.3. 三元

#### 4.3.1. 核心经营情况

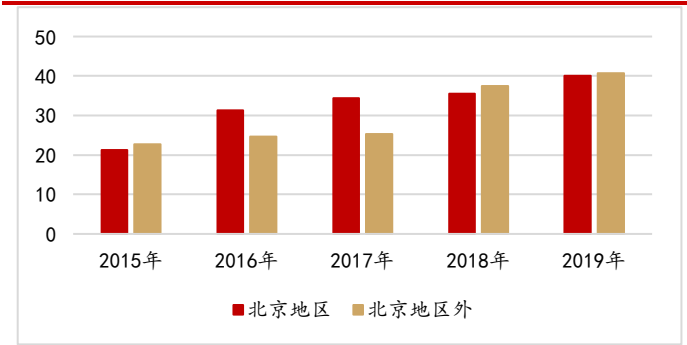
**营业收入逐年提升，北京外地区 2018 年度增长较快。**2015-2019 年三元营业收入 CAGR 为 8.1%，2019 年营业收入为 81.5 亿元，同比增长 9.3%，其中液态奶营业收入为 45.59 亿元，占比 55.9%，同比增长 13.9%。2019 年北京地区内外营业收入基本持平，2018 年北京地区外营业收入增速较快，同比提升 47.8%。

图 41 2015-2019 年三元分产品营业收入 (亿元)



资料来源: 公司年报, 华西证券研究所

图 42 2015-2019 年三元分地区营业收入 (亿元)



资料来源: 公司年报, 华西证券研究所

表 11 三元各品类划分及其主要产品

产品品类		主要产品
常温奶	常温奶	极致系列、绿荷牧场、纯牛奶等
	常温酸奶	冰岛酸奶
	常温乳饮料	黄小蕉、哈小瓜
到户产品	低温酸奶	轻能、妈妈爱我儿童成长优酪乳、三元茯苓酸奶等
	低温鲜奶	三元农垦牧场鲜牛奶、极致鲜牛乳、1956 鲜牛奶、优选鲜牛乳等
	益生菌奶	166 益生菌酸奶
低温产品	低温酸奶	1956 风味酸乳、酸牛奶系列等
	低温鲜奶	极致鲜牛乳、1956 鲜牛奶、优选鲜牛乳, 特品鲜牛奶等
奶粉系列		爱力优、爱欣宝、婴倍喜、优蓓佳等
干酪系列		北京干酪、芝士片系列

资料来源: 公开数据搜集、华西证券研究所

### 4.3.2. 低温奶布局时间及经营情况

持续推进送奶到户, 重心放在北京。三元专设送奶到户事业部, 打造以送奶到户为主的三元及服务品牌, 送奶范围覆盖北京、天津、保定、石家庄、唐山、秦皇岛、太原、济南等地, 未来将以北京为核心辐射环京地区, 谋划全国布局。三元在北京地区依靠老品牌的口碑, 通过加强经销商、加大终端市场铺货等措施, 多年来在华北市场尤其是北京地区中持续保持低温奶优势地位, 2018 年三元低温巴氏奶市占率为 9.2%。

### 4.3.3. 渠道未来布局

重视电商渠道, 不断完善物流配送。2018 年三元在原有的五个事业部基础上新增了电商事业部, 2019 年三元销售模式调整为直营、经销商和电子商务相结合的销售模式, 迅速关注创新性的销售渠道乳业新零售发展。三元能紧跟市场发展趋势, 在新餐饮、新零售、跨界合作等业务领域进行渠道渗透, 2019 年三元电商事业部销售收入同比增长 97%。三元与第三方物流形成战略合作, 合理调配全国各

加工基地的产品运输，针对低温产品，能做到从工厂到客户各流通环节低温冷链配送，利用车辆温度监控等信息化手段，确保产品快速、安全送达客户处。

在布局终端营销上，三元选择与米多大数据引擎合作，借助“异业联盟”的卡券营销模式，通过不同领域优势互补、资源整合，实现企业、社会、消费者等多方利益的双赢。

#### 4.3.4. 盈利预测

预计公司 2020-2022 年实现收入分别为 85.6/93.5/101.0 亿元，分别同比增长+5.0%/+9.2%/+8.0%，归母净利润分别为 1.31/1.42/1.56 亿元，同比增速分别为-2.1%/+8.3%/+9.7%，对应 PE 分别为 61/56/51 倍。首次覆盖，给予“中性”评级。

表 12 三元股份财务预测表

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	8150.71	8558.25	9349.03	10096.95	净利润	159.04	146.13	162.47	185.18
YoY (%)	9.32	5.00	9.24	8.00	折旧和摊销	602.95	286.70	267.43	280.43
营业成本	5470.47	5725.47	6226.45	6694.29	营运资金变动	55.73	67.92	500.82	248.28
营业税金及附加	44.07	41.08	39.27	37.36	经营活动现金流	716.59	267.73	697.70	480.88
销售费用	2191.39	2310.73	2533.59	2726.18	资本开支	209.06	102.43	116.17	117.43
管理费用	350.68	432.95	452.80	478.08	投资	180.50	0.00	0.00	0.00
财务费用	151.64	168.03	181.62	199.03	投资活动现金流	-	123.61	109.88	108.61
资产减值损失	-1.51	0.00	0.00	0.00	股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	226.04	226.04	226.04	226.04	债务募资	3.56	0.00	0.00	0.00
营业利润	269.47	191.48	224.42	268.89	筹资活动现金流	-	-319.62	-59.90	-74.88
营业外收支	6.97	6.97	6.97	6.97	现金净流量	248.17	71.73	747.68	514.61
利润总额	276.44	198.45	231.39	275.86	<b>主要财务指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
所得税	117.40	52.32	68.92	90.68	<b>成长能力 (%)</b>				
净利润	159.04	146.13	162.47	185.18	营业收入增长率	9.32	5.00	9.24	8.00
归属于母公司净利润	134.34	131.47	142.36	156.11	净利润增长率	-25.51	-2.13	8.28	9.66
YoY (%)	-25.51	-2.13	8.28	9.66	<b>盈利能力 (%)</b>				
每股收益	0.09	0.09	0.10	0.10	毛利率	32.88	33.10	33.40	33.70
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	净利润率	1.65	1.54	1.52	1.55
货币资金	1907.37	1979.10	2726.77	3241.39	总资产收益率 ROA	1.00	0.98	1.05	1.01
预付款项	137.40	125.19	136.16	153.63	净资产收益率 ROE	2.68	2.58	2.75	2.96
存货	541.44	727.70	586.77	528.94	<b>偿债能力 (%)</b>				
其他流动资产	969.99	881.58	870.90	985.55	流动比率	123.24	134.33	138.27	142.42
流动资产合计	3556.20	3713.58	4320.60	4909.52	速动比率	104.47	108.01	119.49	127.07
长期股权投资	1069.14	1069.14	1069.14	1069.14	现金比率	66.10	71.59	87.27	94.03
固定资产	2455.31	2354.74	2239.17	2115.52	资产负债率	54.92	54.09	54.89	55.48
无形资产	4202.99	4100.59	4032.46	3959.42	<b>经营效率 (%)</b>				
非流动资产合计	9828.20	9650.91	9506.61	9350.58	总资产周转率	60.69	63.99	68.76	71.90
资产合计	13384.41	13364.48	13827.21	14260.10	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	274.69	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.09	0.09	0.10	0.10
应付账款及票据	754.17	858.82	996.23	1124.64	每股净资产	3.35	3.41	3.46	3.52
其他流动负债	1856.80	1905.72	2128.47	2322.65	每股经营现金流	0.48	0.18	0.47	0.32
流动负债合计	2885.66	2764.54	3124.70	3447.29	每股股利	0.03	0.03	0.04	0.05
长期借款	3128.88	3128.88	3128.88	3128.88	<b>估值分析</b>				

其他长期负债	1336.05	1336.05	1336.05	1336.05	PE	59.44	60.94	56.28	51.32
非流动负债合计	4464.93	4464.93	4464.93	4464.93	PB	1.60	1.57	1.55	1.52
负债合计	7350.59	7229.46	7589.62	7912.21					
股本	1497.56	1497.56	1497.56	1497.56					
少数股东权益	1017.51	1032.17	1052.28	1081.35					
股东权益合计	6033.82	6135.02	6237.59	6347.89					
负债和股东权益合计	13384.41	13364.48	13827.22	14260.10					

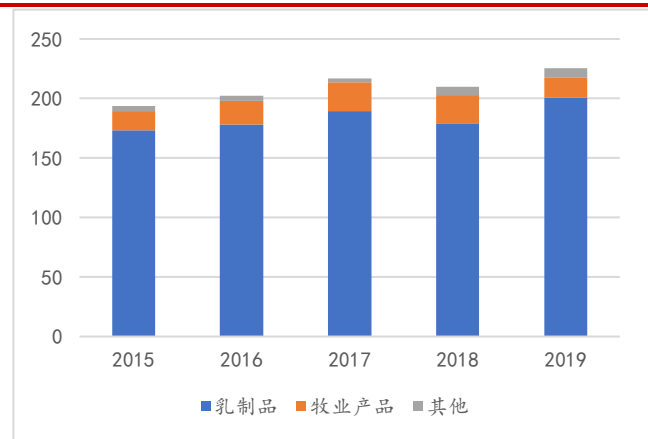
资料来源：WIND、华西证券研究所

## 4.4. 光明乳业

### 4.4.1. 核心发展情况

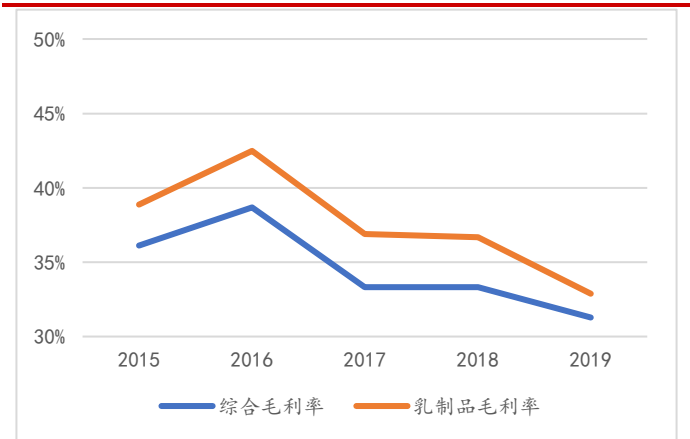
收入整体呈上升趋势，毛利率有所波动。2019 年公司整体营收 225.63 亿元，同比增长 7.52%，其中液体乳达到 200.88 亿元，同比增加 12.36%。从近年看，公司毛利率有小幅下滑，2019 年乳制品和公司整体毛利率分别为 32.88% 和 31.28%。

图 43 2015-2019 年光明乳业主营收入构成 (亿元)



资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 44 2015-2019 年公司整体和乳制品毛利率 (%)



资料来源：公司年报，华西证券研究所

**华东市场为主，辐射全国市场。**光明乳业营业收入主要集中在华东市场，上海占据主要部分，其中 2019 年上海地区的占比为 26.36%。光明的大本营在上海，品牌认知度高、有一定程度的定价权，多年经验使得其对于终端控货节奏把握得当，可以降低货损，同时密集分布的带有冷柜的终端使得光明的冷链运输效率相对提升，这样使得光明低温产品的盈利能力相较常温产品较强。2019 年公司战略目标升级为“做强上海、发展华东、优化全国，乐在新鲜”，先后建成了上海乳品四厂、黑龙江、武汉光明、成都光明等新鲜工厂，致力于在坚守华东市场的同时，进一步完善华中、华北以及西南地区的基地布局。

### 4.4.2. 低温奶布局时间及经营情况

**低温奶多品类布局，涵盖高中低档位，满足各级消费者需求。**基础系列牛奶种类丰富，主打营养，为最广大消费者所喜爱；鲜奶产品“优倍”作为中高端核心系列的明星单品，2018 年实现营收约 73.55 亿元，预计未来发展态势良好；19 年新款“致优”娟珊定位“奢想鲜醇”，拓展鲜奶高端市场。低温酸奶添加各类

有益于消化的益生菌种，助力中国人的肠胃健康；畅优和如实系列逐步迈向酸奶的中高端系列。

表 13 光明乳业旗下低温奶

	品类名称	上市时间	产品特点
新鲜牛奶	优倍	2017 年	优质奶源，75° C 巴氏杀菌工艺，保留更多活性蛋白活性酶，喝得到的鲜活营养，成为众多家庭的高品质之选。
	致优	2019 年	采用法国低温陶瓷膜过滤工艺，更多保留了鲜奶中珍贵的乳铁蛋白和天然的多维生素、乳钙、矿物质等营养成分。
	“乐在新鲜”系列基础鲜牛奶	-	长期受到消费者的喜爱，产品种类丰富：全脂、0 脂、高钙、香浓等，满足不同消费者的需求。
	风味牛奶饮品	-	精选优质奶源，搭配美味原料，呈现天然好营养的同时，带来独特好滋味。
新鲜酸奶	光明“乐在新鲜”风味酸牛奶	-	富含活性乳酸菌，调整肠胃健康，帮助消化，有原味、草莓味、低脂无糖、红枣等多种风味，适合所有人群；光明专利菌种每天饮用，呵护肠道健康。
	畅优	2007 年	畅优风味发酵乳包含畅优系列和畅优益菌多系列的产品。其中特有专利植物乳杆菌 ST-III，每杯含 1000 亿活性乳酸菌及更多膳食纤维
	健能	2018 年	健能风味发酵乳系列，包含健能，健能儿童，健能 JCAN 等多款产品。健能风味发酵乳，以国家专利干酪乳杆菌 LC2W 和国际通用另外 4 种乳酸菌组成健能 5 菌配方，给全家金盾般的保护；儿童 kids 健能中添加全新的成长配方，满足孩子成长所需；JCAN 系列主要包含两款产品，添加金奖菌 CCFM8610 的“淘金高手”以及添加 HOWARU Protect 益生菌并与两种果汁双发酵的“清润高手”。
	如实	2012 年	纯净配方，只有生牛乳和发酵菌，自然健康，还原酸奶本来的味道；不含白砂糖、增稠剂、色素、香精等任何食品添加剂。
	赏味	2016 年	赏味轻酪风味发酵乳，100% 鲜牛乳发酵，添加丹麦进口益生菌，与深层果酱完美融合，带来细腻丝滑的美味轻享受。

资料来源：公司网站，华西证券研究所

**上游优良牧场奶源把控，确保生牛乳安全可靠。**根据《光明乳业食品安全白皮书》的数据，光明乳业旗下子公司光明牧业现有规模牧场 22 个，成乳牛年平均单产超过 10 吨，远超行业平均水平。牧场管理采用光明乳业独有的“千分牧场”评价标准体系，通过对所有牧场兽医保健、繁殖育种、饲料饲养、生奶质量、防暑降温、安全生产等六大版块进行评分，确保生乳品质安全、可靠、优质。

**中游严控乳品加工，实施精准化质量管理。**光明乳业自有工厂 21 家，遍布全国各主要省市。工厂引入国际最先进生产工艺、管理体系及检测手段，是世界一流的大型综合性乳品生产基地。在管理上，光明最早开始实施“工厂千分”（在 AIB 审核标准的基础上，结合最新法律法规和行业风险管理要求，建立的光明特有的工厂质量管理和考核评估标准）。通过对全国工厂实施统一的精准化质量管理，为消费者提供安全、卫生、营养、优质的产品。

**下游发挥冷链优势，领先物流提供技术保障。**根据光明乳业官方网站的数据，光明乳业旗下上海领鲜物流已在全国 5 大区域设立 65 座综合物流中心，仓库总面积超过 17.2 万平方米，日配送终端网点多达 50,000 余家。同时，领鲜物流注重信息化建设，实施 OMS 订单管理系统、WMS 仓储管理系统、DPS 电子拣货系统、TMS 运输管理系统、GPS 车辆监控系统等，和手机移动端订单交付系统，对客户订单执行和物流全程运作和管理提供有效的技术保障。

#### 4.4.3. 渠道未来布局

继续深耕华东市场，逐步布局全国。受到配送和储存条件的限制，目前光明优倍系列鲜奶主要覆盖区域仍在华东区域，未来需要进一步加大基地工厂的建设，完善冷链运输系统，投放产品到其他二线、三线城市，进一步匹配消费者需求。

继续推广随心订，与阿里云全新合作开启数字化鲜奶时代。目前光明随心订已经覆盖华东为主的 30 多个城市，19 年营收 18.87 亿元，占低温总体营收的 23.11%，并在 2019 年天猫双 11 创下了单日销售额 1841 万元的历史新高。2019 年 11 月，随心订与阿里云正式达成战略合作，将通过整合彼此优势资源、通过数字化的提升共同提升鲜奶产业中产地养殖、生产管理、货品流通等方面的数字化管理能力，开启消费者的低温奶消费新体验。

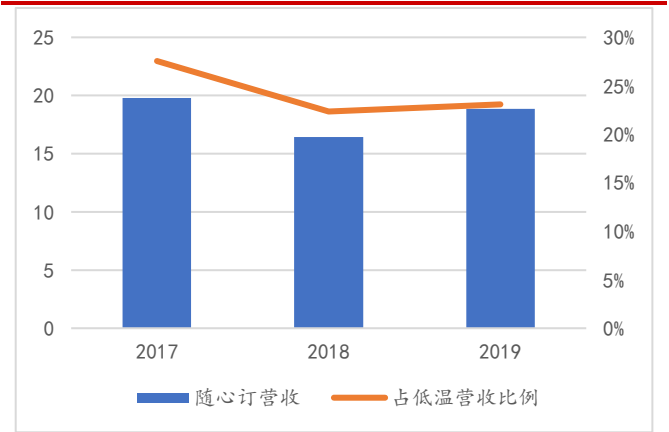
目前公司对电商板块做了细分，天猫和京东归上海总部调配，每日优鲜归北京，华南地区主要操作叮咚买菜这样的地区性生鲜品牌、社区导购。公司于 2018 年收购牛奶棚 66.27% 股权、益民食品厂 100% 股权，牛奶棚将全线上架光明产品，为后续高端新品推广提供平台，同时收购牛奶棚也推动公司产品切入早餐即饮牛奶市场，与公司原销售渠道实现互补。

图 45 光明低温产品营收及增速（亿元）



资料来源：wind，华西证券研究所

图 46 光明随心订营业收入及占比（亿元）



资料来源：wind，华西证券研究所

#### 4.4.4. 盈利预测

光明乳业在华东优势市场市场占有率最高，尤其在上海地区品牌认知度高、有一定程度的定价权。公司在 2019 年将战略目标升级为全国市场，目前公司已在上海、黑龙江、武汉和成都拥有自己的工厂，未来将逐步完善全国的基地布局。公司将继续推广自己的低温优势业务——随心订，并且与阿里云达成战略合作，逐渐覆盖华东以外的其他区域。公司核心优势在于低温板块的壁垒和未来的成长性，叠加常温板块的恢复和稳健增长预期下，我们预计未来几年均有望实现高个位数的增长。

预计公司 2020-2022 年实现收入分别为 241.8/264.6/289.8 亿元，分别同比增长+7.2%/+9.4%/+9.5%，归母净利润分别为 5.6/6.3/7.3 亿元，同比增速分别为+11.7%/+13.2%/+15.3%，对应 PE 分别为 34/30/26 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 14 光明乳业收入预测 (百万元)

年份		2018	2019	2020E	2021E	2022E
常温营销中心	营收	4,486	4,786	5,001	5,301	5,672
	YOY	-23.83%	6.69%	4.50%	6.00%	7.00%
	毛利率	25.3%	18.1%	17.2%	18.0%	18.7%
电商营销中心	营收	527	557	593	629	667
	YOY	-12.76%	5.60%	6.50%	6.00%	6.00%
	毛利率	29.1%	13.9%	14.5%	15.5%	16.0%
新鲜营销中心	营收	5,736	6,276	6,778	7,524	8,351
	YOY	10.04%	9.41%	8.00%	11.00%	11.00%
	毛利率	28.3%	28.0%	28.0%	28.7%	29.1%
随心订营销中心	营收	1,619	1,887	2,133	2,517	2,894
	YOY	-17.46%	16.56%	13.00%	18.00%	15.00%
	毛利率	46.6%	49.2%	49.0%	49.3%	49.5%
液态奶合计	营收	12,430	13,802	14,892	16,518	18,329
	YOY	-9.66%	11.03%	7.90%	10.92%	10.96%
	毛利率	45.1%	41.2%	40.80%	40.50%	41.00%
其他乳制品合计	营收	5,448	6,287	7,034	7,543	8,057
	YOY	5.03%	15.39%	11.88%	7.25%	6.81%
	毛利率	17.6%	14.5%	14.0%	14.0%	13.0%
牧业	营收	2,382	1,669	1,385	1,413	1,484
	YOY	-1.43%	-29.93%	-17.00%	2.00%	5.00%
	毛利率	10.1%	12.3%	12.3%	12.3%	12.3%
其他业务	营收	726	806	870	984	1,111
	YOY	30.95%	11.08%	8.00%	13.00%	13.00%
	毛利率	26.4%	30.9%	25.0%	25.0%	25.0%
合计	营收	20,986	22,564	24,182	26,458	28,981
	YOY	-4.25%	7.52%	7.17%	9.41%	9.54%
	毛利率	33.3%	31.3%	30.8%	30.9%	31.1%

资料来源：公司公告、华西证券研究所

表 15 光明乳业财务预测表

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	22563.24	24181.76	26458.17	28982.06	净利润	682.45	900.94	1055.74	1215.93
YoY (%)	7.52	7.17	9.41	9.54	折旧和摊销	1708.49	995.27	1107.17	1228.93
营业成本	15504.70	16733.00	18292.60	19958.42	营运资金变动	451.17	-99.35	513.08	468.23
营业税金及附加	86.92	111.24	105.83	115.93	经营活动现金流	3097.37	1855.11	2734.25	2971.34
销售费用	4860.23	5199.08	5529.76	6057.25	资本开支	1744.54	1554.88	1742.41	1692.09
管理费用	695.58	725.45	767.29	811.50	投资	85.55	0.00	0.00	0.00
财务费用	104.57	125.75	158.75	188.38	投资活动现金流	-	-1551.74	-	-
资产减值损失	-195.59	0.00	0.00	0.00	股权投资	1828.59	0.00	1739.27	1688.95
投资收益	3.14	3.14	3.14	3.14	债务募资	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	1135.17	1338.70	1640.63	1876.73	筹资活动现金流	1851.67	0.00	0.00	0.00
营业外收支	-61.39	-61.39	-61.39	-61.39	筹资活动现金流	-	-183.67	-220.41	-257.14
利润总额	1073.78	1277.30	1579.23	1815.33	现金净流量	2170.02	119.70	774.57	1025.25
所得税	391.33	376.36	523.49	599.41					
净利润	682.45	900.94	1055.74	1215.93	<b>主要财务指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
归属于母公司净利润	498.41	556.48	629.85	726.36	<b>成长能力 (%)</b>				
YoY (%)	45.84	11.65	13.19	15.32	营业收入增长率	7.52	7.17	9.41	9.54
每股收益	0.41	0.45	0.51	0.59	净利润增长率	45.84	11.65	13.19	15.32
					<b>盈利能力 (%)</b>				
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	毛利率	31.28	30.80	30.86	31.14
货币资金	2480.00	2599.71	3374.28	4399.53	净利率	2.21	2.30	2.38	2.51
					总资产收益率 ROA	2.80	3.07	3.24	3.00

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



预付款项	476.57	523.58	580.34	627.01	净资产收益率 ROE	8.72	9.14	9.69	10.42
存货	2306.98	2434.04	2443.99	2545.62	<b>偿债能力 (%)</b>				
其他流动资产	1941.96	2169.98	2274.30	2379.35	流动比率	87.54	90.55	94.09	100.12
流动资产合计	7205.51	7727.31	8672.91	9951.51	速动比率	59.51	62.03	67.58	74.51
长期股权投资	75.20	75.20	75.20	75.20	现金比率	30.50	30.82	36.94	44.57
固定资产	8418.83	8488.67	8587.98	8518.51	资产负债率	57.95	56.40	55.54	54.58
无形资产	369.94	371.55	373.02	374.45	<b>经营效率 (%)</b>				
非流动资产合计	10431.60	10929.81	11503.65	11905.41	总资产周转率	126.86	133.25	136.26	137.90
资产合计	17637.11	18657.12	20176.55	21856.92	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	1493.96	1493.96	1493.96	1493.96	每股收益	0.41	0.45	0.51	0.59
应付账款及票据	2514.82	2548.64	2807.13	3084.22	每股净资产	4.67	4.97	5.31	5.69
其他流动负债	4222.00	4490.91	4916.53	5361.02	每股经营现金流	2.53	1.52	2.23	2.43
流动负债合计	8230.77	8533.52	9217.62	9939.20	每股股利	0.13	0.15	0.18	0.21
长期借款	617.46	617.46	617.46	617.46	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	1371.94	1371.94	1371.94	1371.94	PE	38.02	34.30	30.31	26.28
非流动负债合计	1989.39	1989.39	1989.39	1989.39	PB	3.34	3.13	2.94	2.74
负债合计	10220.17	10522.91	11207.01	11928.59					
股本	1224.49	1224.49	1224.49	1224.49					
少数股东权益	1699.00	2043.47	2469.36	2958.92					
股东权益合计	7416.94	8134.21	8969.54	9928.33					
负债和股东权益合计	17637.11	18657.12	20176.55	21856.92					

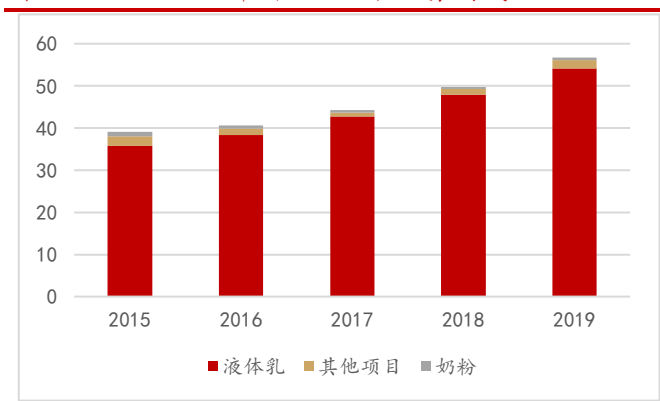
资料来源: WIND、华西证券研究所

## 4.5. 新希望乳业

### 4.5.1. 核心发展情况

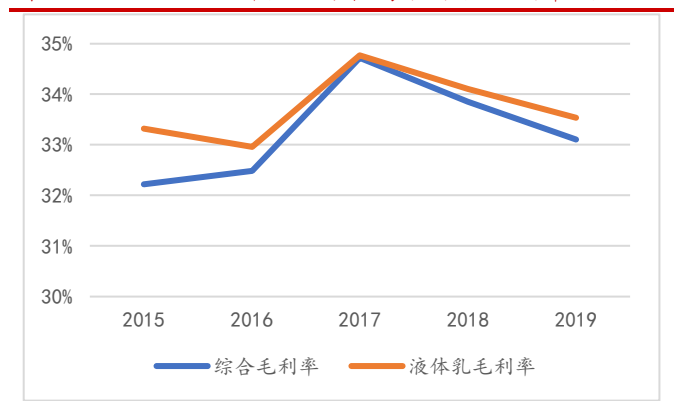
新乳业后来者居上，营收情况表现良好。新希望乳业短短十几年，立足西南，并在华东、华中、华北深度布局，构建了以“鲜战略”为核心价值的城市型乳企联合舰队。现旗下有 37 家控股子公司、13 个主要乳品品牌、14 家乳制品加工厂和 11 个自有牧场。2019 年公司整体营业收入为 56.75 亿元，同比增长 14.14%，但近年来看液体乳毛利率有所下滑，2019 年液体乳毛利率 33.54%，较上年下降。与光明乳业类似，新希望乳业的低温产品也是公司最重要的一个板块。未来公司在保持整体规模增长的情况下可以向低温板块倾斜资源，进一步巩固其在低温乳制品市场的领先地位，进而提升品牌的市场竞争力。

图 47 2015-2019 年新乳业主营业务构成 (亿元)



资料来源: 公司年报, 华西证券研究所

图 48 2015-2019 新乳业综合与液体乳毛利率 (%)



资料来源: 公司年报, 华西证券研究所

**扎根西南区域，并购拓宽市场。**新希望乳业成立之初主要植根西南地区，公司通过重点布局城市、辐射周边省份等方式，扩大市场份额。公司在成都地区拥有数千家奶站，位于商圈附近、学校周边、社区附近。为了弥补实体奶亭、商超无法延伸的区域，开设零售店达到全面覆盖，迅速完成最后一公里的精确配送。目前，新希望乳业在四川、云南、河北、浙江等地已经形成较强的竞争力。近期，通过安徽白帝乳业搬迁扩建项目，华东地区将形成以安徽白帝为中心工厂，杭州双峰、苏州双喜为次中心工厂的模式，共同辐射包括上海、江苏、浙江、安徽在内的华东市场，提高公司在华东地区甚至是全国的影响力及竞争力。

#### 4.5.2. 低温奶布局时间及经营情况

表 16 新希望乳业旗下低温奶

	品类名称	上市时间	产品特点
新鲜牛奶	24 小时系列鲜奶	2011 年	三倍鲜活营养 新鲜只卖当天
	澳特兰低温系列	-	专利水解技术，领先品质
	牧场鲜奶	-	来自大自然的馈赠
	唯品系列鲜奶	-	唯品牛乳、乳源纯正、安心美味
	A2 β 酪蛋白鲜奶	2018 年	A2 β 酪蛋白，珍贵珍惜，亲和人体
	活润系列酸奶	2012 年	别添加进口益生菌 美味不减，功能新升级，让肠胃更轻松
	初心系列酸奶	-	简单配方，好喝更健康
新鲜酸奶	城市记忆	2012 年	对这座城市独有的爱 鲜奶制造，传统发酵，环保包装，拒绝添加
	味蕾游记	2014 年	生牛乳发酵，甜品般浓醇丝滑口感
	老酸奶	-	传承单杯发酵工艺，温润如玉口口香醇
	源态酪乳	-	100%纯鲜奶发酵，不添加香精、色素、防腐剂，浓郁丝滑，安心品质
	乖巧	2017 年	酸奶界的表情包
	酸奶工坊	-	100%生牛乳奶源，浓缩牛奶精华

资料来源：公司官网，华西证券研究所

**优质牧场提供安全可控奶源，低温鲜奶主打新鲜。**低温白奶主打“新鲜”并辅之“时间”、“源头奶源”等特色标签。例如“24h”从时间性入手，着力打造“新鲜只卖当天”的特色标杆；洪雅牧场、千岛湖牧场等新鲜牧场系列牛奶着手奶源赋能，凸显品牌价值。新乳业的原料奶主要来自自有牧场、合作大型奶源基地和规模化养殖合作社。截至 2019 年，在全国范围内总共拥有 12 个规模化与标准化牧场，其中 7 家取得良好农业规范认证（GAP），8 家取得学生饮用奶奶源基地认证，2 家取得有机牧场认证，6 家取得优质乳工程示范牧场认证，奶牛总存栏数 19,086 头，其中在甘肃永昌、宁夏海原等地新建的牧场正按计划建设之中。

**科技引领助力新品研发。**新乳业一方面通过建设自有研发中心进行相关产品的独立开发，另一方面通过与新西兰皇家农科院、中国科学院、四川大学等科研院所及高校院校成立联合实验室进行联合开发，并在波士顿建立了科研创新中心。2019 年新推出的初心减糖酸奶、活润低脂酸奶、味蕾游记等新品，取得了良好的市场反应。2019 年年底，新乳业新科技研究院正式成立，研究院整合了既有的科研中心和产学研平台等资源，将以乳制品为核心进行有关生物科技、精准营养、现代工艺、品质研究和质量管控等 5 个方面的研究。新乳业在生物发酵、酶工程、

基因检测、优质乳工艺研究等方面都积累了自己的专有技术，技术赋能产品品质及其营养性，同时不断推出各类特色酸奶，赚足年轻人的眼球。

**植根西南地区，通过 1+N 模式蓄力整合，扩大规模。**公司设立之初承接新希望集团的乳业资产，植根西南地区。2002 年开始先后并购昆明海子、湖南南山、苏州双喜、朝日乳业，布局云南、湖南、华东、华北市场；2019 年“安徽白帝搬迁扩建项目”将联合杭州双峰、苏州双喜共同辐射华东市场；2020 年 5 月，拟收购宁夏寰美乳业 100% 股权。通过这样的“1+N”模式打破低温鲜奶的区域属性、不断并购整合做强做细区域性乳制品市场，强大的可复制性延伸成每个地方乳企的变革实力，在成长动力的积蓄中，逐步构建以“鲜战略”为核心的全国性布局。公司预计 2020 年自有奶源（含现代牧业供应）占比将从 2019 年的 20% 提升至 40-50%。

#### 4.5.3. 渠道未来布局

**依托传统营销模式，融合自媒体平台。**目前来看，未来新乳业的分销主力仍是商超、连锁店、便利店、订奶上户及经销商等；同时，新乳业可利用之前已经在进行的“粉丝节”、微商城等方式与消费者进行线上互动，积累线上用户数量，作为线下销售渠道的有效补充。

**公司成立新零售创新部，积极对新零售业态进行探索和拓展，快速接轨新零售业态。**公司先后与盒马鲜生、饿了么、淘鲜达等新零售业态开展深度合作，与拼多多达成深度合作关系以辐射更广阔的市场，与社交电商每日一淘共同开发新产品，拓展食享会、兴盛优选等社区拼团业务，并成为食享会 2019 年战略合作伙伴。低温白奶保质期短的特质使得其更加需要借力新零售，与各大生鲜类平台合作，提高市场份额。

**借力营销平台“鲜活 GO”，紧抓年轻消费群体。**2019 年，新乳业以数字化转型为方向，发布全渠道消费者营销平台——鲜活 GO。这一平台整合天猫、京东旗舰店、微商城、自营门店等原本独立的线上线下零售渠道，嵌入消费者上下班、早午茶、工作及购物等日常生活的每一个场景中，以期做到随心买、随心订、随心取、随心送，让消费者在这里实现一站式获取生活、娱乐、美食和社交的多维体验，获得了当代年轻消费群体的兴趣与青睐。未来新乳业需持续借力这一平台，把控年轻消费群体的心理，提高新乳业低温白奶在年轻一代中的市场份额。

#### 4.5.4. 盈利预测

新希望乳业通过并购扩大上游奶源和下游销售的规模，预计未来公司的投后管理优势将逐步显现。同时自身各业务均有稳健的增长，低温板块有望未来做大做强，我们持续看好。预计未来几年整体有望保持低双位数增长。

预计公司 2020-2022 年实现收入分别为 63.0/70.8/79.1 亿元，分别同比增长 +11.1%/+12.3%/+11.8%，归母净利润分别为 2.8/3.2/3.6 亿元，同比增速分别为 +13.0%/+14.6%/+14.0%，对应 PE 分别为 54/47/41 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 17 新希望乳业收入预测（百万元）

年份		2018	2019	2020E	2021E	2022E
低温酸奶	营收	1891	2174	2457	2801	3165
	YOY	15.00%	15.00%	13.00%	14.00%	13.00%
	毛利率	37.8%	37.2%	37.1%	37.3%	37.5%
低温鲜奶	营收	838	1005	1166	1364	1569
	YOY	17.50%	20.00%	16.00%	17.00%	15.00%
	毛利率	48.7%	48.5%	48.4%	48.2%	49.2%
低温乳饮料	营收	102	113	120	128	134
	YOY	13.00%	11.00%	6.00%	7.00%	5.00%

	毛利率	43.5%	41.0%	40.0%	40.2%	41.9%
低温调制乳	营收	76	77	78	79	81
	YOY	-5.00%	1.00%	1.00%	2.00%	3.00%
	毛利率	46.2%	46.0%	45.6%	45.4%	45.9%
常温牛奶	营收	762	854	914	1005	1115
	YOY	10.00%	12.00%	7.00%	10.00%	11.00%
	毛利率	22.0%	21.3%	20.6%	21.4%	21.4%
常温酸奶	营收	219	273	314	355	405
	YOY	55.00%	25.00%	15.00%	13.00%	14.00%
	毛利率	23.5%	23.0%	22.5%	23.4%	23.6%
常温乳饮料	营收	336	356	370	382	401
	YOY	5.00%	6.00%	4.00%	3.00%	5.00%
	毛利率	22.0%	20.5%	19.0%	20.5%	20.6%
常温调制乳	营收	563	559	548	559	576
	YOY	-6.00%	-0.70%	-2.00%	2.00%	3.00%
	毛利率	24.7%	21.0%	19.0%	20.1%	20.4%
液态奶合计	营收	4786	5411	5966	6673	7446
	YOY	11.82%	13.06%	10.26%	11.84%	11.59%
	毛利率	34.1%	33.5%	33.4%	34.1%	34.7%
奶粉	营收	52	64	77	91	105
	YOY	-18.75%	23.08%	20.00%	18.00%	16.00%
	毛利率	34.6%	37.5%	37.4%	37.6%	37.9%
其他业务	营收	134	201	261	314	357
	YOY	71.79%	50.00%	30.00%	20.00%	14.00%
	毛利率	23.9%	20.4%	18.0%	19.8%	20.5%
合计	营收	4972	5675	6304	7077	7909
	YOY	12.44%	14.14%	11.09%	12.25%	11.76%
	毛利率	33.8%	33.1%	32.8%	33.6%	34.1%

资料来源：公司公告、华西证券研究所

表 18 新希望乳业财务预测表

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	5674.95	6304.35	7076.84	7908.86	净利润	251.45	277.11	321.70	367.02
YoY (%)	14.14	11.09	12.25	11.76	折旧和摊销	641.30	281.22	309.24	321.50
营业成本	3795.88	4236.10	4702.29	5209.02	营运资金变动	4.87	97.62	127.85	-6.57
营业税金及附加	30.42	30.39	35.38	43.50	经营活动现金流	945.87	612.56	714.65	636.99
销售费用	1250.18	1386.96	1563.98	1771.58	资本开支	547.29	86.19	100.15	95.95
管理费用	319.79	346.74	389.23	434.99	投资	731.85	0.00	0.00	0.00
财务费用	63.88	63.88	92.21	100.92	投资活动现金流	-	-86.19	-100.15	-95.95
资产减值损失	-0.17	0.00	0.00	0.00	股权投资	431.39	0.00	0.00	0.00
投资收益	36.63	32.68	33.42	34.24	债务募资	490.23	98.66	-38.73	-7.06
营业利润	257.59	284.98	332.56	380.91	筹资活动现金流	770.94	55.97	-107.03	-92.43
营业外收支	10.72	10.72	10.72	10.72	现金净流量	450.29	582.35	507.47	448.60
利润总额	268.31	295.70	343.27	391.63	<b>主要财务指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
所得税	16.86	18.58	21.57	24.61	<b>成长能力 (%)</b>				
净利润	251.45	277.11	321.70	367.02	营业收入增长率	14.14	11.09	12.25	11.76
归属于母公司净利润	243.73	275.41	315.73	359.99	净利润增长率	0.41	13.00	14.64	14.02
YoY (%)	0.41	13.00	14.64	14.02	<b>盈利能力 (%)</b>				
每股收益	0.29	0.32	0.37	0.42	毛利率	33.11	32.81	33.55	34.14
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	净利润率	4.29	4.37	4.46	4.55
货币资金	446.40	1028.75	1536.23	1984.83	总资产收益率 ROA	5.08	4.91	5.24	4.92
预付款项	41.20	49.22	53.79	59.39	净资产收益率 ROE	12.38	12.51	12.89	13.22
存货	328.45	381.66	399.18	464.84	<b>偿债能力 (%)</b>				

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

其他流动资产	483.18	471.51	458.23	571.99	流动比率	47.55	64.84	79.56	94.87
流动资产合计	1299.24	1931.14	2447.44	3081.05	速动比率	35.53	52.02	66.58	80.55
长期股权投资	409.59	442.27	475.68	509.92	现金比率	16.56	34.74	50.13	61.30
固定资产	2343.08	2194.22	1990.90	1760.27	资产负债率	61.66	60.80	58.94	57.50
无形资产	226.06	216.58	204.53	194.29	<b>经营效率 (%)</b>				
非流动资产合计	4064.85	3913.21	3748.26	3567.66	总资产周转率	118.17	112.49	117.56	123.15
资产合计	5364.09	5844.35	6195.69	6648.72	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	1363.15	1363.15	1363.15	1363.15	每股收益	0.29	0.32	0.37	0.42
应付账款及票据	526.83	563.83	626.63	698.68	每股净资产	2.31	2.58	2.87	3.19
其他流动负债	842.65	1051.48	1086.62	1185.95	每股经营现金流	1.11	0.72	0.84	0.75
流动负债合计	2732.62	2978.46	3076.40	3247.78	每股股利	0.06	0.05	0.08	0.10
长期借款	417.90	417.90	417.90	417.90	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	157.21	157.21	157.21	157.21	PE	59.90	53.84	46.97	41.19
非流动负债合计	575.11	575.11	575.11	575.11	PB	7.53	6.74	6.05	5.44
负债合计	3307.73	3553.57	3651.50	3822.88					
股本	853.71	853.71	853.71	853.71					
少数股东权益	87.45	89.16	95.13	102.16					
股东权益合计	2056.36	2290.79	2544.19	2825.83					
负债和股东权益合计	5364.09	5844.35	6195.69	6648.72					

资料来源：WIND、华西证券研究所

**表 19 可比公司估值对比**

代码	证券简称	总市值 (亿元)	市盈率 PE				EPS		
			TTM	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
600887.SH	伊利股份	2056.38	35.45	31.65	25.56	22.31	1.07	1.32	1.52
2319.HK	蒙牛乳业	1164.67	26.84	38.83	23.85	19.03	0.76	1.24	1.55
600597.SH	光明乳业	190.90	43.95	34.30	30.31	26.28	0.45	0.51	0.59
002946.SZ	新乳业	148.29	76.18	53.84	46.97	41.19	0.32	0.37	0.42
600429.SH	三元股份	80.12	-215.22	60.94	56.28	51.32	0.09	0.10	0.10

资料来源：WIND、华西证券研究所

## 5. 风险提示

- 疫情持续时间长的风险：**疫情持续反复导致的终端动销难以恢复，虽然低温产品有线上购买或者送奶入户的渠道，但是如果疫情持续时间过长，依旧有可能会影响公司的业绩。
- 食品安全风险：**低温奶产品保质期不到半个月，非常短。如果因为生产或运输过程中操作不当导致食品安全、产品质量或其他问题，可能会有品牌或信誉受损的风险。
- 消费者需求转变风险：**由于突发性事件或消费者需求的转变，导致的公司大单品或业务受到影响，可能会有影响公司整体业绩的风险。
- 行业内竞争激烈带来的风险：**目前行业内竞争激烈，虽然几家公司目前都处于行业龙头或者区域龙头的地位，但是如果未来未能成功推出新品或营销活动未能有效吸引消费者，可能会有影响公司业绩的风险。

## 分析师与研究助理简介

### 寇星：

华西证券食品饮料首席分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团7年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

### 王厚：

华西证券食品饮料研究助理，英国利兹大学金融与投资硕士，会计学学士，2020年加入华西证券研究所。

## 分析师承诺

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

## 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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