

食品饮料

低温钥匙，解锁乳制品行业结构升级的平衡发展

证券研究报告

2020年07月15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

郑蔚宇 联系人
zhengweiyu@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:白酒环比持续改善，食品中报逐步确认预期》 2020-07-13
- 2 《食品饮料-行业研究周报:食品饮料构建新景气思维，不畏浮云还是高处不胜寒》 2020-07-06
- 3 《食品饮料-行业点评:人造肉领航者敲开国门，行业进入发展加速期》 2020-07-03

常温奶竞争胜负已分，低温行业竞争将精彩纷呈

低温奶的营养价值更高当前已逐渐形成共识，健康意识的崛起以及冷链的发展为低温奶的腾飞奠定坚实基础。从膳食结构上看，优质乳蛋白的革命将持续优化乳制品产品结构，低温奶、奶酪等品类增长潜力大。当前常温品类的利润结构、竞争方式和龙头规模效应均不利于多数传统区域乳企在已有常温品类加码投入，常温板块的增长主要由高端化的替代为主，未来行业发展的核心增量在低温，由于低温的发展要素和常温相比有所区别，这就给了行业参与者更多的发展空间，我们预计行业的企业和竞争格局也会和常温奶格局有较大差异，行业中“小而美”与“大而全”将同台共舞。

巴氏奶拓展遵循“圆心-半径”理论，四股势力各显神通

以牧场为圆心，以冷链为半径，低温奶企业的发展需稳字当头。低温行业很难实现常温这样的全国性龙头企业，冷链物流迅速发展有利于乳制品低温化进程，复合15%以上增长的社会化冷链物流为低温奶渗透提供基础设施。渠道方面，低温奶现代渠道占比更高、有独占性入户渠道，这给区域乳企带来差异化竞争机会。品牌和渠道不再仅是乳制品唯二竞争力，未来比拼更加市场化 and 多元化。全国性乳企低温板块盈利能力暂时略低于部分成熟区域乳企，这就是最好的例证。近年来已成功打造品牌力的卡士、简爱为代表的新兴国产酸奶品牌也成为了一股不可忽视的力量。生鲜电商也有望在低温奶领域取得突破。低温行业公司随着切入点的不同，呈现了“忽如一夜春风来，千树万树梨花开”的繁荣局面。

低温奶存在差异化竞争空间，胜负手或从产品转向服务

巴氏奶生意上类似生鲜，消费特性上更偏向刚需高频的即饮消费。低温鲜奶消费者中重度消费者比例高，忠诚度高。奶源方面，低温奶对消费地附近的奶源布局要求高，整体格局北多南少，产销地不一致。巴氏奶行业的竞争点在于：消费地附近的奶源，信息化带来的柔性供应链能力，区域规模效应。伊利蒙牛在鲜奶领域布局提速，蒙牛相对更加专注低温，也更加强势。光明深耕渠道，整合线上线下资源，提升消费者粘性。新乳业收购区域性乳企，深耕西南市场，从双寡头弱势区域破局。燕塘乳业通过构建牧场数据集团管控平台，扩大奶牛养殖规模，并继续扩大产能加强自身竞争力。

低温酸奶前景无限，创新是核心竞争力

常温酸奶经过高速发展的五年，当前增长处于平缓期，低温酸奶接力成为下一风口。目前国内低温酸奶产品品类单一，相比国外，我国的低温酸奶产品品类将有进一步的发展空间，供应链端，冷链的发展加速渠道下沉，品牌商通过强化使用价值，丰富消费场景。产品端，低温酸奶的品类扩充从细分人群入手，刺激特定人群消费需求。区域型乳企差异化竞争优势凸显，传统乳企在中低价格带激烈竞争。两强未来有望解决当前的低温酸奶遇见的问题，从而获得更好的利润表现，但是时间表上较难预测。创新产品种类，培育超大单品，提高客户粘性是优秀企业的核心驱动力。

投资建议：

巴氏奶市场处于成长期，重点推荐低温占比高、并购模式差异化扩展的新乳业，区域乳企龙头燕塘乳业以及当前巴氏奶龙头光明乳业。低温酸奶方面，建议继续关注伊利股份和蒙牛乳业的边际变化。奶酪行业关注加速扩张的妙可蓝多。

风险提示：

食品安全问题；低温奶渗透率提升不及预期；行业竞争加剧；新营销、新流量模式对企业的挑战；技术进步，冷链效率提升令区域性减弱，下沉市场增加，商业模式产生变化；生鲜电商等即时配送服务对整个入户渠道造成冲击

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2020-07-15	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
002946.SZ	新乳业	19.00	买入	0.29	0.32	0.41	0.51	65.52	59.38	46.34	37.25
600597.SH	光明乳业	16.63	买入	0.41	0.48	0.57	0.66	40.56	34.65	29.18	25.20
002732.SZ	燕塘乳业	24.84	买入	0.79	0.87	0.98	1.11	31.44	28.55	25.35	22.38
600887.SH	伊利股份	35.45	买入	1.14	1.20	1.37	1.53	31.10	29.54	25.88	23.17

内容目录

1. 低温化发展是膳食结构和产品生命周期影响下的必然结果.....	4
1.1. 低温奶符合营养学理论，也符合膳食结构调整趋势.....	4
1.2. 常温奶解决供需不匹配，消费升级下对乳制品提出更高要求.....	6
2. “圆心-半径”理论构筑低温奶核心优势，企业竞争进入军备竞赛期.....	11
2.1. 以牧场为圆心，以冷链为半径，低温奶很难实现全国性龙头企业.....	11
2.2. 品牌和渠道不再仅是乳制品唯二竞争力，未来比拼更加市场化和多元化.....	12
2.3. 低温奶发展终局的猜想，四股势力各显神通.....	16
3. 低温巴氏奶整合空间大，新鲜倒逼产品向服务的转移.....	18
3.1. 低温巴氏奶仍处于发展初级阶段，消费粘性稳步提升现状.....	18
3.2. 全产业链扫描常低温行业的异同之处.....	19
3.3. 区域乳企的安身立命之本，成熟模式可复制.....	21
4. 创新驱动低温酸奶不断突破，消费场景与人群在不断扩充.....	23
4.1. 低温酸奶的升级未来高不见顶，低温环境丰富产品创新.....	23
4.2. 冷链发展丰富了消费场景，品类定位扩大了消费人群.....	24
4.3. 低温酸奶是双寡头最好的突破口，持续推新是优秀企业核心能力.....	25
5. 投资建议.....	25

图表目录

图 1: 2013 年蛋白质摄入结构国际对比 (g/人/天).....	4
图 2: 2016 年乳制品人均消费量国际对比 (kg/人/年).....	4
图 3: 2018 年主要乳品品类出厂端市场规模和增速.....	5
图 4: 行业生命周期由多个品类生命周期叠加，相互替代而成.....	6
图 5: 乳业生命周期.....	7
图 6: 伊利蒙牛常温奶份额.....	8
图 7: 伊利蒙牛低温酸奶份额.....	8
图 8: UHT 奶增长主要由价格增长驱动.....	8
图 9: 伊利增长分拆佐证了价格增长主要由高端化、提结构带来，纯价变动和原奶价格变动相对一致.....	9
图 10: 2017 年各乳企原奶收购价.....	9
图 11: 2019 年各乳企液奶部门成本 (元/吨).....	9
图 12: 低端常温产品相对同质化，区域乳企盈利能力受到压制.....	9
图 13: 乳企广告费用率对比.....	10

图 14: 17 年后, 竞争加剧, 规模以上企业数减少, 亏损比增加	10
图 15: 奶源地圆心—半径理论示意图	11
图 16: 2018 年各国城市居民人均冷库容量 (立方米/人)	12
图 17: 我国冷链物流仓储规模 (万吨)	12
图 18: 低温牛奶渠道结构	12
图 19: 某乳业龙头预计线下渠道结构	12
图 20: 2019 年乳企销售费用拆分对比	13
图 21: 欧洲国家常温奶占液奶比例不一致, 低温替代逻辑更应考虑各国实际国情	14
图 22: 2018 年美国巴氏奶市占率	14
图 23: 2018 年英国巴氏奶市占率	14
图 24: 美国奶业合作社集中度	15
图 25: 美国乳品加工企业市场集中度不如上游和下游	15
图 26: 中美超市 CR3 对比	15
图 27: 2018 年中国奶业 20 强存栏占比情况, 集中度低	15
图 28: 2017 部分区域乳企收入情况估计 (单位: 亿元)	15
图 29: 美国巴氏奶 CR1 市占率变化	16
图 30: 区域乳企在低温板块上的盈利能力更佳	17
图 31: 各大品牌重点对牛奶“新鲜”进行宣传	17
图 32: 巴氏奶行业情况	18
图 33: 2018 年巴氏奶市场份额情况	18
图 34: 液奶重度消费者对品类贡献	19
图 35: 2018 年我国原料奶产量区域分布	20
图 36: 主要原料奶产地分布	20
图 37: 蒙牛、伊利、新乳业三家公司的牧场资源、生产基地分布情况对比	21
图 38: 供应链体系示意	22
图 39: 我国区域乳企分布示意图	23
图 40: 低温酸奶收入规模与 YOY	23
图 41: 2018-2022 中国酸奶产品销量及销售额预测	23
图 42: 2012-2018 年常温酸奶市场规模	24
表 1: 低温巴氏奶营养价值更佳	4
表 2: 对标日本, 鲜奶、酸奶、豆奶、奶酪等品类提升空间较大	6
表 3: 多数样本国家巴氏奶 CR2 和 UHT 奶 CR2 名单不同	12
表 4: 入户渠道总结	13
表 5: 入户渠道盈利能力优势明显	14
表 6: 低温奶和常温奶商业模式对比	19
表 7: 巴氏奶关键环节投资收益特征	20
表 8: 新增鲜奶工厂项目公司 ROIC 测算表	20
表 9: 常温巨头加码鲜奶	22
表 10: 不同品类定位酸奶	24

1. 低温化发展是膳食结构和产品生命周期影响下的必然结果

1.1. 低温奶符合营养学理论，也符合膳食结构调整趋势

低温奶又称巴氏杀菌奶或巴氏消毒奶，由生鲜乳经低温杀菌加工而成的风味新鲜纯正、营养价值全面的乳制品。巴氏奶采用巴氏消毒法的生产工艺，将牛奶置 72℃~85℃ 条件下灭菌 15 秒，将牛奶中的有害微生物杀死，最大限度的保留鲜奶的营养成分。常温奶则是经过超高温瞬时灭菌处理（Ultra High Temperature treated）的奶，是在 135-140℃ 下保持 2-4 秒钟，细菌总数降低 12 个数量级，达到商业无菌。

低温奶的营养价值相较 UHT 奶更高，当前已逐渐形成共识。UHT 奶使用了高温灭菌技术，一定程度上牺牲了口感和牛奶本身的营养价值。巴氏杀菌法处理的白奶加热温度更低，更加有效保全了乳品的营养价值和口感。巴氏奶的活性蛋白含量更高，氨基酸和维生素等热敏性营养物质损失率更低，更加有利于消费者的身体健康。

表 1：低温巴氏奶营养价值更佳

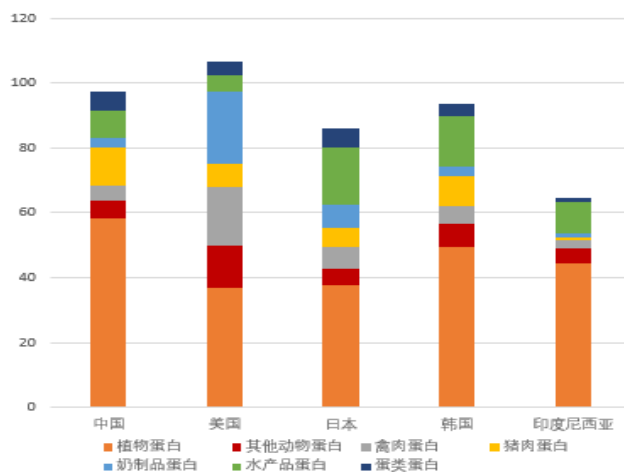
		巴氏杀菌乳	高温灭菌乳
乳蛋白	酪蛋白变性率（%）	影响甚微	影响较小
	乳清蛋白变性率（%）	10-20	60-90
	微量活性蛋白变性	部分仍有一定活性	绝大多数已变性
	蛋氨酸损失率（%）	10.0	34.0
	赖氨酸损失率（%）	1.8	3.8
	免疫球蛋白（具免疫功能）	保留部分活性	几乎丧失殆尽
维生素	维生素 C 损失率（%）	10-20	20-40
	维生素 B1 损失率（%）	5-10	10-35
	维生素 B12 损失率（%）	5-10	15-30
	叶酸损失率（%）	7-10	20-35

资料来源：中国乳业，天风证券研究所

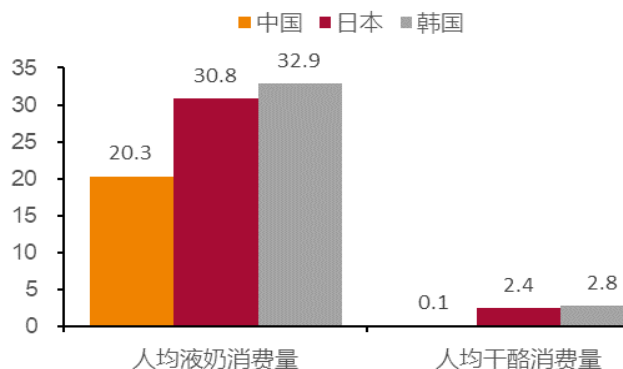
从膳食结构上看，优质乳蛋白占比仍有替代提升的空间，奶酪品类消费增长潜力高，看好液奶后续稳中微增，豆奶对牛奶的替代作用不明显，但豆奶（豆浆）的包装化存在空间。我国与日韩同属“动植物均衡消费”模式；“动物性食物消费”模式的代表是美国，“植物性食物消费”模式的代表是印尼，这两者均不适宜对标。我国国民蛋白质摄入量在国际水平上已是较高水平，主要来源是植物蛋白和猪肉。美国发生的植物奶替代牛奶现象预计近期不会在我国重演。从人均消费量上来看，我国液奶消费量增长空间不大，奶酪消费增长潜力高。

图 1：2013 年蛋白质摄入结构国际对比（g/人/天）

图 2：2016 年乳制品人均消费量国际对比（kg/人/年）



资料来源: FAO, 天风证券研究所

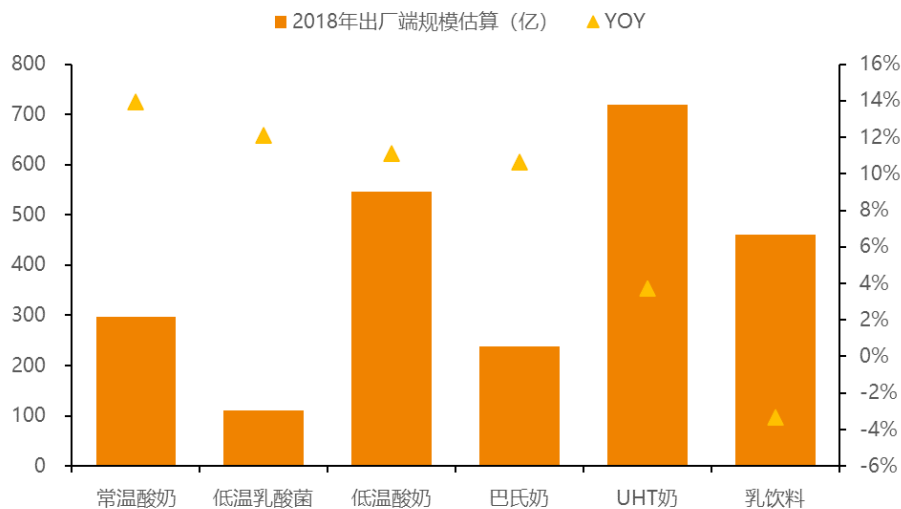


资料来源: Wind, 天风证券研究所

注: 据人均奶占有量估算, 19 年我国人均液奶消费量或已接近 30kg/人/年。人均牛奶消费量的入户调查或有缺漏之处。进口的大包粉后续或进入液奶口径中, 部分市场分析未考虑该点。

液奶中的结构化机会: 看好巴氏奶对 UHT 奶升级替代带来新增量, 低温酸奶的长期前景清晰, 常温酸奶品类在生命周期延长线上仍有一定增长空间。18 年液奶板块整体呈低个位数增长。低温板块呈两位数以上增长, 预计该增速在未来 3-5 年能够持续; 19 年低温酸奶增速不佳我们认为是受到了常温酸奶的挤压, 长期前景依旧清晰。常温板块相对较弱, 增长点主要是常温酸奶和 UHT 奶, 增速为两位数和中个位数, 乳饮料品类略显老化, 并受到其他品类挤压, 收入下滑。

图 3: 2018 年主要乳品品类出厂端市场规模和增速

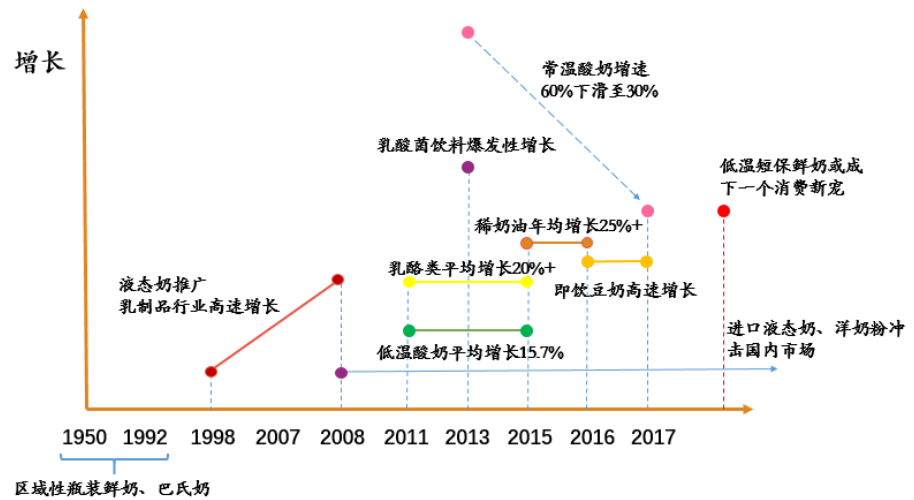


资料来源: 欧睿国际, 天风证券研究所

注 1: 假设同类渠道利润一致, 将欧睿 Yoghurt and Sour Milk Products 数据拆分, 以各品牌市占率估算出厂端数据。

注 2: 常温酸奶类别包括安慕希, 纯甄, 莫斯利安, 开菲尔

图 4：行业生命周期由多个品类生命周期叠加，相互替代而成



资料来源：线下调研，天风证券研究所

从人均年消费额来看，鲜奶、酸奶、豆奶、奶酪与同属亚洲地区的日本仍有较大差距，其中日本奶酪的人均年消费额达到了中国的 46 倍。未来随着消费量的稳定增长和消费升级带来的提价效应，我国的人均消费额仍有较大提升空间。展望未来，我们看好鲜奶、酸奶、豆奶、奶酪等品类提升空间，考虑到中国的市场要远远大于其他国家，以及较低的行业集中度和不断提高的消费水平，在相关赛道有望孕育新的龙头公司。

表 2：对标日本，鲜奶、酸奶、豆奶、奶酪等品类提升空间较大

	牛奶	UHT 奶	巴氏奶	酸奶	风味乳饮	豆奶	奶粉	奶酪
人均年消费量(kg)								
中国	7.01	5.27	1.74	6.81	3.93	0.95	0.47	0.03
日本	16.80	0.22	16.58	11.16	0.89	2.87	0.19	1.09
日本/中国倍数	2.4	0.0	9.5	1.6	0.2	3.0	0.4	39.6
年消费额 (USD)								
中国	13.54	10.17	3.37	15.21	6.49	1.27	18.02	0.65
日本	41.25	0.69	40.56	70.74	3.74	6.32	4.53	29.75
日本/中国倍数	3.0	0.1	12.0	4.6	0.6	5.0	0.3	46.0

资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

注：由于中国有特有的常温酸奶品类，实际上低温酸奶的对标倍数会更高

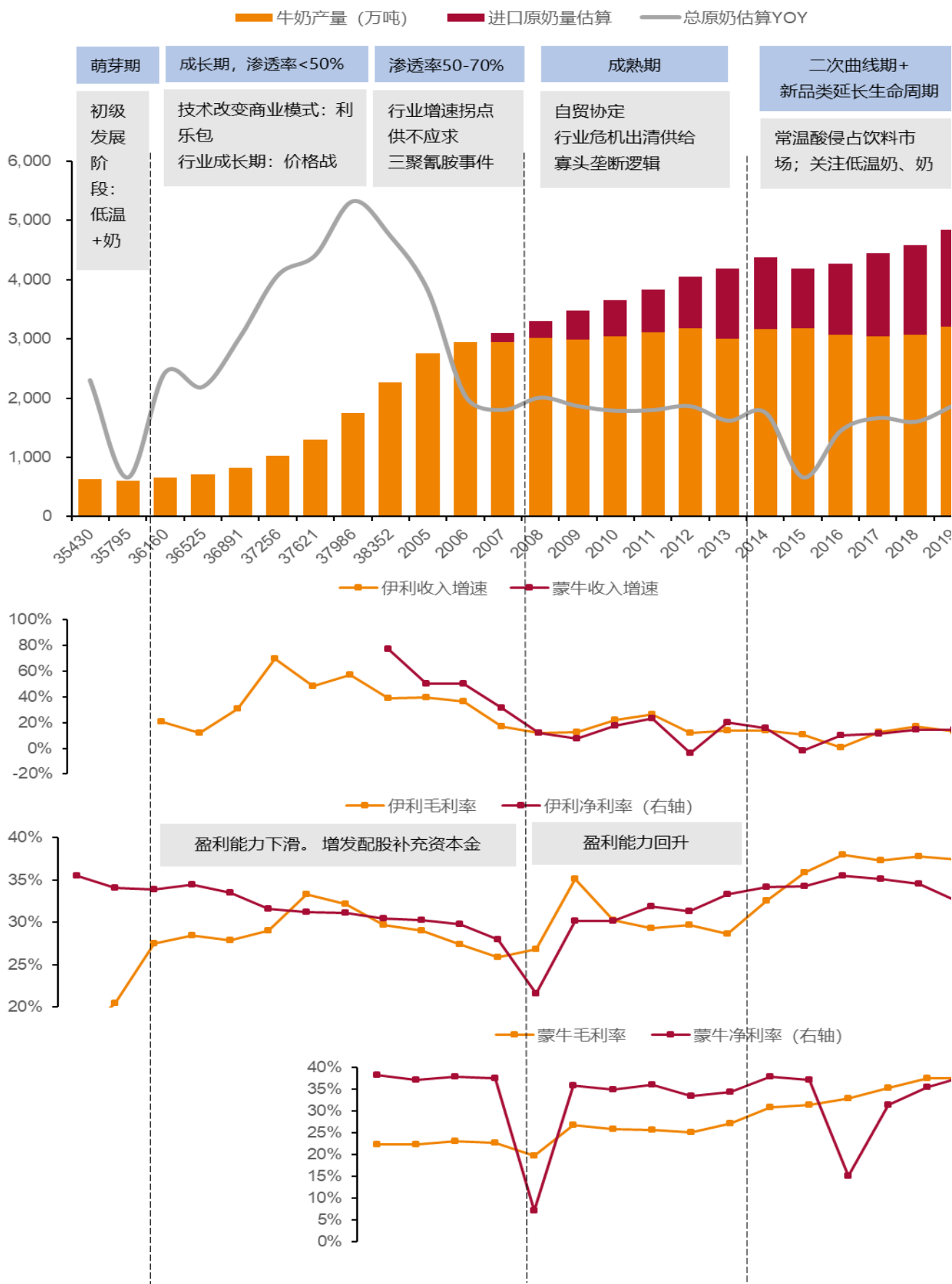
1.2. 常温奶解决供需不匹配，消费升级下对乳制品提出更高要求

我国液奶总量增长空间不大，步入生命周期后段，乳业结构性增长点在于低温奶和奶酪。我国乳制品消费大致经过 4 个发展阶段：

- 1.0 阶段，萌芽期（1978-1997 年）：受制于技术条件，乳制品消费以奶粉和巴氏奶为主，其中巴氏奶较多采用热链
- 2.0 阶段，成长期（1997-2007 年）：利乐包进入中国，改变乳业商业模式，常温奶迅速扩张；奶源供不应求，行业价格战开启，乳企盈利能力下滑。
- 3.0 阶段，成熟期（2007-2014 年）：行业危机出清供给（三聚氰胺事件），寡头垄断逻辑演绎，盈利能力提升；海外进口乳制品大幅增加，国内乳制品消费量随渗透逐渐增加，高端白奶创新成为新亮点；
- 4.0 阶段，二次曲线期（2014 年至今）：整体奶占有量高位微增，常温酸奶部分侵占传统饮料份额，带来乳品消费量提升。结构上，具有新鲜度和营养价值的低温产品也

成为了费升级重要选择。若整体奶占有量继续提升，预计最大可能是奶酪渗透率提升。

图 5：乳业生命周期



资料来源：Wind，天风证券研究所

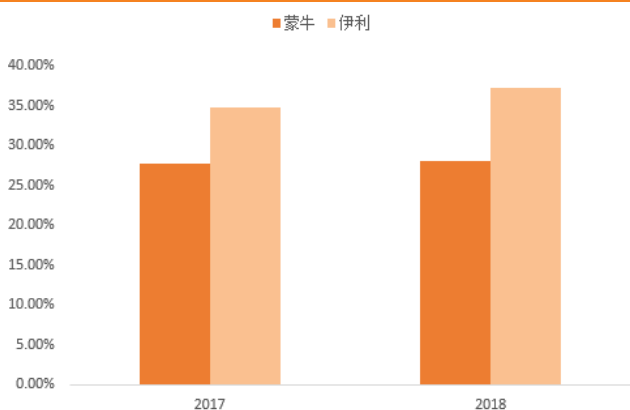
注 1：我们采用国内原奶产量+进口乳制品折合原奶量来估计我国整体奶占有量的变化。结果更加吻合标准生命周期模型曲线

注 2：统计局曾调整我国牛奶产量相关数据，在数据追溯中有一定问题，但只影响一年的同比计算情况，不影响整体判断

常温奶消费量低个位数增长甚至缩量，销售额由高端放量、结构提升而驱动增长，未来增长点在于已有高端品类的生命周期延伸，以及新品类的拓展。常温产品长保，易全国化运输，且同质化较强。在这样的产品属性上，龙头乳企的竞争优势在于资源优势 and 规模优势。我们观察到龙头乳企独占高端白奶和常温酸奶的高端品类红利，而常规常温产品的盈利能力被大幅压制。

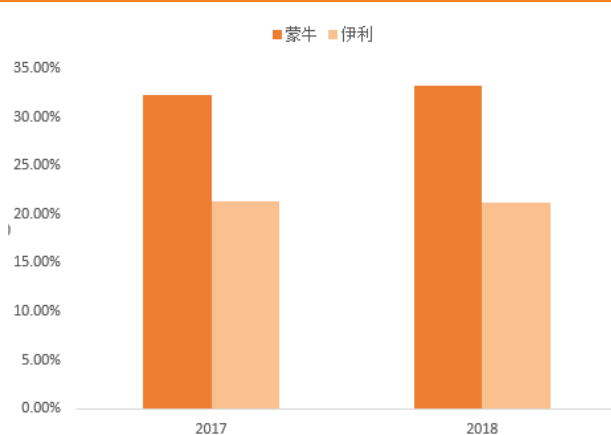
当前常温品类的利润结构、竞争方式和龙头规模效应均不利于多数传统区域乳企在已有常温品类加码投入。我们认为龙头乳企在常温产品研发以及渠道分销资源上均较为领先。区域乳企利用传统方法小幅创新容易出现莫斯利安的情景，被后发替代。以认养一头牛为代表的企业，利用新营销、新流量，在 3 年达到 15 亿收入，值得关注，但短期不影响伊利蒙牛拓份额。我们预计伊利蒙牛的常温市占率会继续提升。区域乳企的常温业务盈利能力较弱，大方向是继续萎缩。伊利蒙牛在常温板块绝对份额领先，合计接近 70%，拥有规模优势。伊利近几年通过安慕希和金典的放量，常温份额逐渐提升，并超过蒙牛约 10%，且随着蒙牛加注低温，伊利在饮料方面多元化拓展，两强形成一定程度的战略错位。

图 6：伊利蒙牛常温奶份额



资料来源：蒙牛官网，天风证券研究所

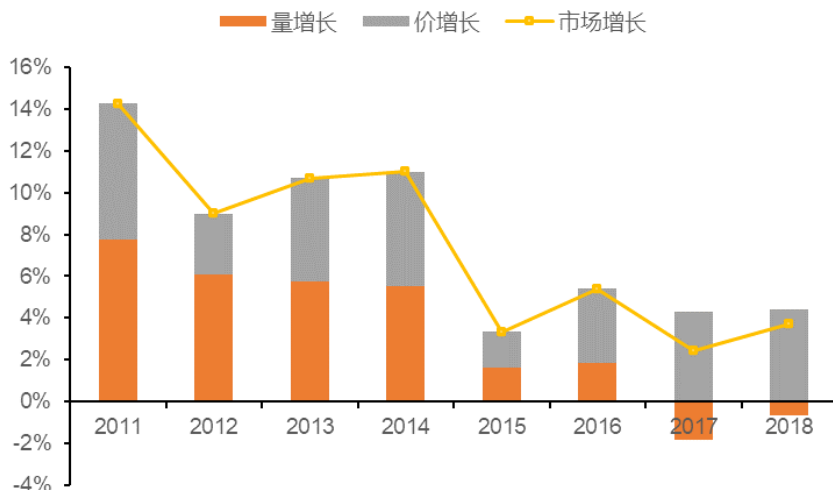
图 7：伊利蒙牛低温酸奶份额



资料来源：蒙牛官网，天风证券研究所

常温板块的增长主要由高端放量，结构提升而驱动，当前处于生命延长线上。近几年常温板块的核心增量是常温酸奶，属于高端品。根据欧睿，UHT 奶的增长在近几年也主要由价格增长推动。伊利的增长分拆数据显示，15-18 年价格增长主要由高端化、提结构带来，纯价变动在 13-14 年奶价高峰后整体为负。

图 8：UHT 奶增长主要由价格增长驱动



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 9：伊利增长分拆佐证了价格增长主要由高端化、提结构带来，纯价变动和原奶价格变动相对一致

伊利增长分拆	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
液奶	20%	15%	14%	11%	5%	13%	18%
量	16%	8%	2%	11%	2%	11%	11%
价	0%	3%	7%	-5%	-4%	-1%	2%
结构升级	4%	4%	5%	6%	6%	2%	5%

资料来源：Wind，天风证券研究所

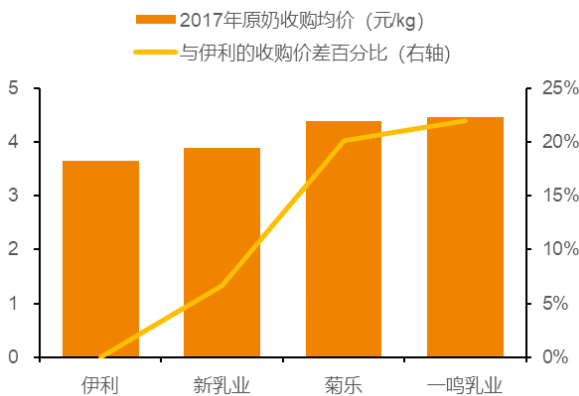
龙头乳企的竞争优势在于资源优势和规模优势。规模效应有多层次的体现：上游奶源的核心议价能力；固定成本的规模化摊销以及采购优势；营销资源的高效集中化投放；全国化铺货的渠道优势，如经销商实力、终端网点数量和下沉幅度等方面。

规模优势在微观竞争中的展现逻辑如下：

1. 乳企龙头在乳制品常温化初期能够通过价格优势获取超额收益。

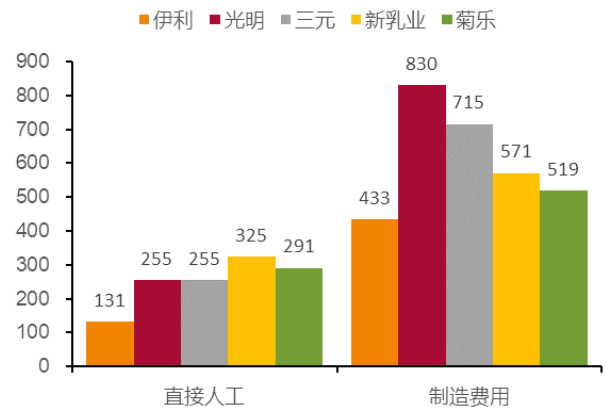
UHT 奶原奶成本预计占比 70%以上，17 年小区域乳企的原奶收购价高于伊利 20%以上，吨奶价差在 735 元以上；伊利在单位直接人工和单位制造费用合计比样本竞品公司低 300 元/吨以上；假设同为 7000 的出厂吨价，约为 14.8%的毛利率优势。

图 10：2017 年各乳企原奶收购价



资料来源：公司公告，相关招股说明书，天风证券研究所

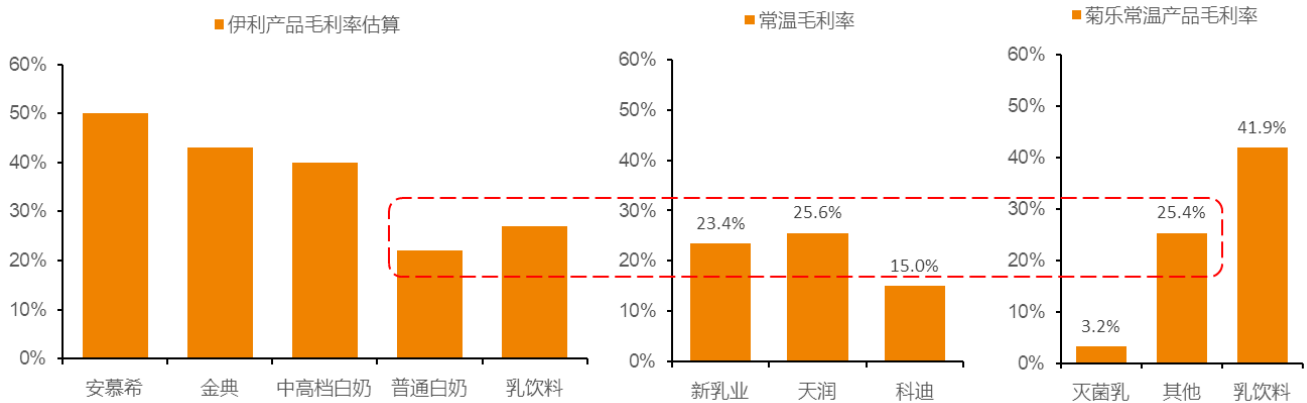
图 11：2019 年各乳企液奶部门成本 (元/吨)



资料来源：wind，天风证券研究所

注：菊乐产品以乳饮料为主

图 12：低端常温产品相对同质化，区域乳企盈利能力受到压制



资料来源：线下调研，菊乐招股说明书，天风证券研究所

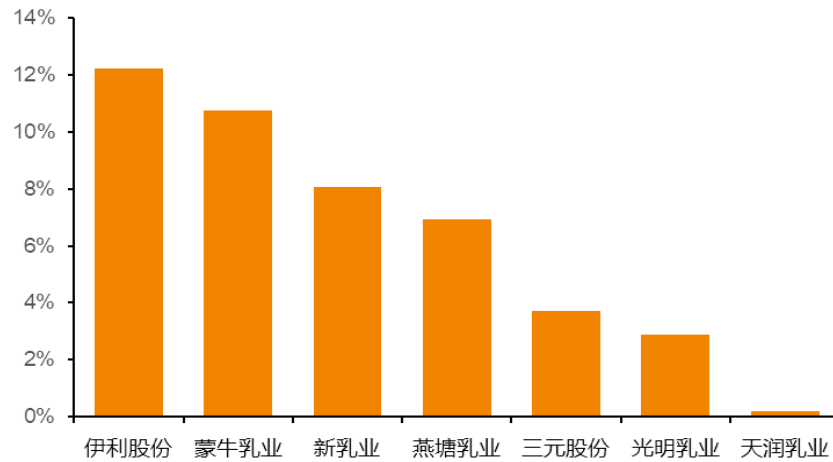
注：新乳业常温数据为 2017 年数据，其余为 2018 年数据，部分数据为估计

2. 在高端常温产品上，乳业龙头高举高打，高价投入高人群覆盖度的全国性营销资源，通过全国化铺货能力迅速扩大规模摊销固定成本，在营销上占领消费者心智，在渠道

上进行挤出操作。即使未来常温酸奶品类进入衰退后，又会进入上一点论述情况。区域乳企竞争较难。

以常温酸奶第一品牌为例，预计近 170 亿的体量，保守以 13% 的广告营销投入估算，即 22 亿的广告投入，几乎没有区域乳企可以对标投入，或者投入后能够有足够市场获取对应收益。因此只有两强有能力享受全国化营销资源的益处。

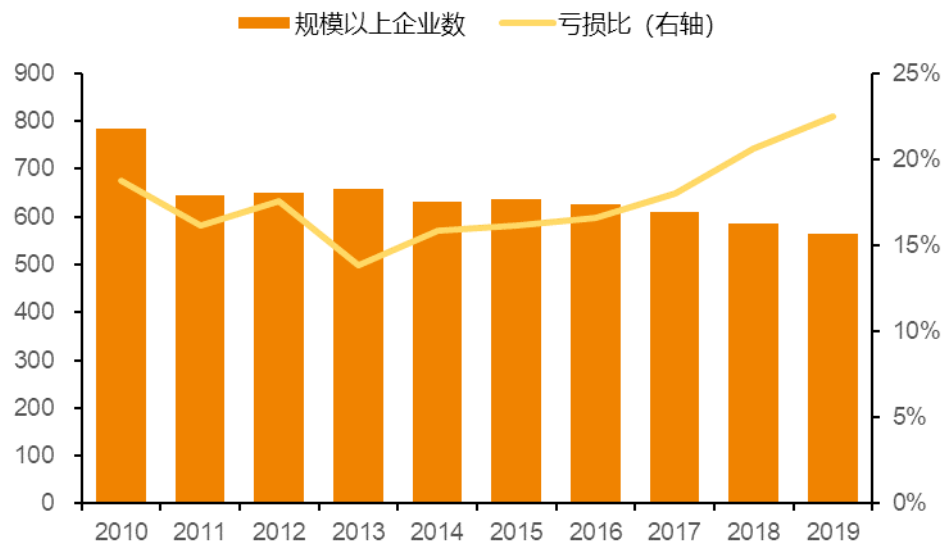
图 13：乳企广告费用率对比



资料来源：wind，天风证券研究所

对应地，我们也观察到 17 年后随着龙头加速下沉，规上企业数量下降，亏损比例增加。2017 年规模以上企业数为 611 家，亏损企业数为 110 家，2019 年时规模以上企业数减少到 565 家，亏损企业数提高到 127 家，亏损比从 18% 上升到 22%。上述数据反映亏损企业数量增加，行业市场份额进一步向龙头企业集中。

图 14：17 年后，竞争加剧，规模以上企业数减少，亏损比增加



资料来源：Wind，天风证券研究所

低温奶接过接力棒，成为液奶成长的新动力。中国目前已经处在常温奶的成熟期，低温奶市场的快速发展期。在消费升级的大背景下，中国乳业整体高品质发展周期的到来，更符合健康消费需求的低温奶快速崛起。消费者对低温奶需求持续放大的同时，乳企也在不断完善低温奶的供应链。传统冷链的局限性难以满足现代生鲜零售需求，而疫情导致的线上销售激增刺激了大型供应链及冷链物流平台的进一步崛起。生鲜供应链的信息化、网络化以及冷链物流的降本增效，都将会是低温奶发展

的借力东风。种种有利条件催化下，低温奶“如日方升”。

2. “圆心-半径”理论构筑低温奶核心优势，企业竞争进入军备竞赛期

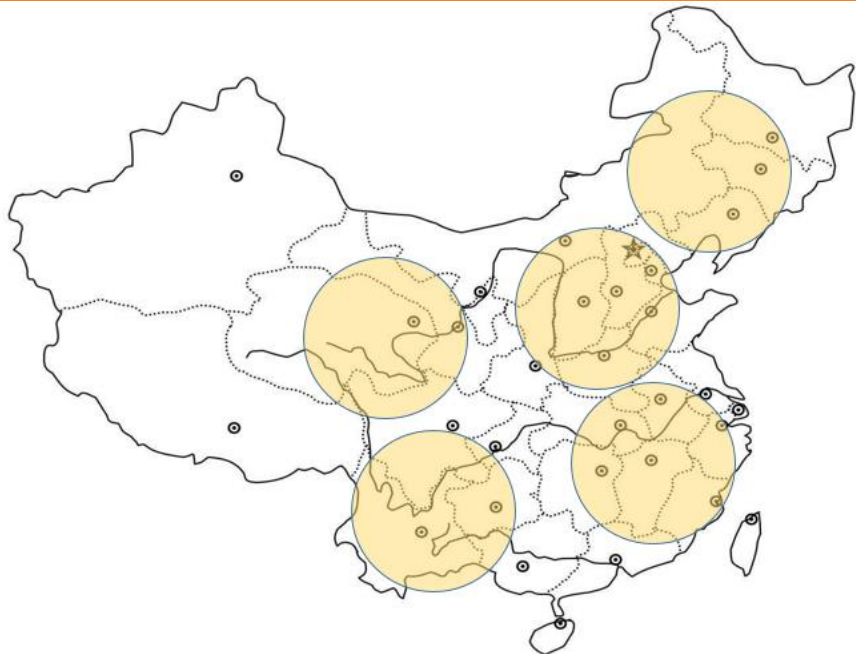
2.1. 以牧场为圆心，以冷链为半径，低温奶很难实现全国性龙头企业

巴氏奶的拓展依奶源地遵循“圆心-半径”理论，奶源地为圆心，冷链为半径。巴氏奶对品质要求高，以符合高标准菌落指标的新鲜生乳为原料，采用低温杀菌工艺，保留了大量有益健康的活性物质，加工好以后，需要全程冷链运输，保质期一般也不超过 7 天。当前技术水平下，一般半径为 300 公里，这就是牧场到市场的最远距离，全国化存在天然瓶颈，不同区域之间存在明显壁垒也验证了这一理论。

巴氏奶的主要业务来源于城市市场，较难实现全国化。全国化城市周边奶源地相对稀缺，因此巴氏奶业务的关键在于奶源，冷链物流的发展可以扩大半径，但是距离中心越远，成本越高。当前低温牛奶还不属于“农村型产品”，农村的市场集约化程度低。倘若为拓展市场对农村进行投入，反而可能收效甚微，面临入不敷出的尴尬局面。

区域乳企布局各有侧重，低温奶领域迎来新一轮攻防。随着全国型乳企加码低温以及区域市场日趋饱和，区域乳企为寻找新增长点向外拓展，但发力顺序存在差异。光明牧场布局集中在华东，华东也是光明的主要销售区域。近年来，光明在巩固华东市场的基础上，主攻华中，稳步推进华南。新乳业收购其他乳企业来实现快速的布局，希望通过一个个圆心，以点铺面，扩张势力。策略上重点布局城市，通过辐射周边省份，不断开拓除西南外其他市场，在四川、河南、云南、浙江等地布局成效初显。燕塘乳业销售主要集中于华南市场，重点在广东省内，除了深挖省内薄弱地区市场潜能外，也在不断拓展周边省市，特别是在海南市场已取得较好的市场销量。

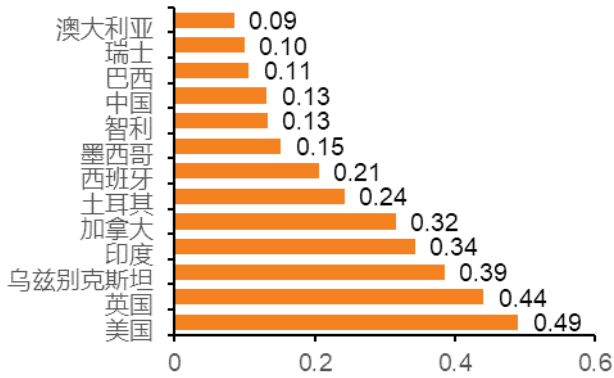
图 15：奶源地圆心—半径理论示意图



资料来源：天风证券研究所

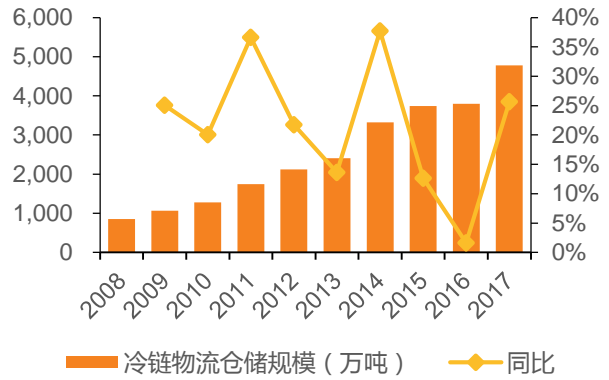
冷链物流迅速发展有利于乳制品低温化进程，复合 15%以上增长的社会化冷链物流为低温奶渗透提供基础设施。目前我国冷链建设水平在世界上还处于较低水平，2018 年中国城市居民人均冷库容量为 0.13 立方米人，基数较低，较欧美国家起码还有一倍以上的增长空间。我国冷链物流仓储近年来发展迅速，2017 年规模达到 4775 万吨，2010 年至 2017 年的规模复合增速为 21%。冷链物流的迅速发展在基础设施上有利于低温乳制品渠道的进一步拓宽。

图 16：2018 年各国城市居民人均冷库容量（立方米/人）



资料来源：GCCA，天风证券研究所

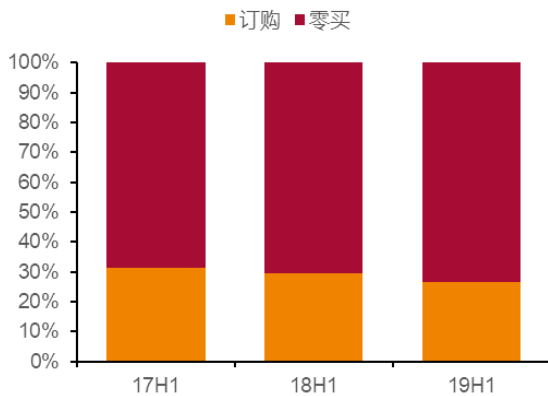
图 17：我国冷链物流仓储规模（万吨）



资料来源：亿欧，天风证券研究所

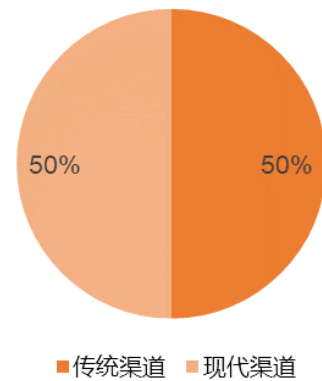
渠道方面，低温奶现代渠道占比更高、有独占性入户渠道，这给区域乳企带来差异化竞争机会。根据线下调研，传统常温巨头的线下渠道结构中，传统渠道与现代渠道预计各占一半。而低温牛奶渠道结构中，订购占比接近 30%，此外现代便利渠道占比较高，传统渠道由于冷链覆盖度不够，占比较小。低温奶的渠道结构与常温奶渠道结构相差较大，这与传统常温巨头的渠道优势领域并不完全一致，给区域乳企带来了差异化竞争空间。

图 18：低温牛奶渠道结构



资料来源：线下调研，天风证券研究所

图 19：某乳业龙头预计线下渠道结构



资料来源：线下调研，天风证券研究所

对标海外，我们发现巴氏奶和 UHT 奶龙头企业并不一定一致，印证了巴氏奶所需运营能力与 UHT 奶或有不同。美国、英国、香港等国家和地区巴氏奶和 UHT 奶 CR2 均为不同企业，虽然英美都是以低温奶消费为主，但仍可在一定程度上提供借鉴意义。

表 3：多数样本国家巴氏奶 CR2 和 UHT 奶 CR2 名单不同

	中国	中国香港	日本	美国	英国
巴氏奶 CR2	光明、三元	九龙乳业、雀巢	明治、雪印	Dean Foods、Johnson & Johnson	Arla Foods、Theo Müller GmbH & Co KG
UHT 奶 CR2	伊利、蒙牛	Lactalis、恒天然	明治、雪印	Organic Valley Family of Farms、Danone	Sodiaal SA、Delamere Dairy

资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

2.2. 品牌和渠道不再仅是乳制品唯二竞争力，未来比拼更加市场化和多元化

分渠道和产品交叉比较盈利能力：

现代渠道：

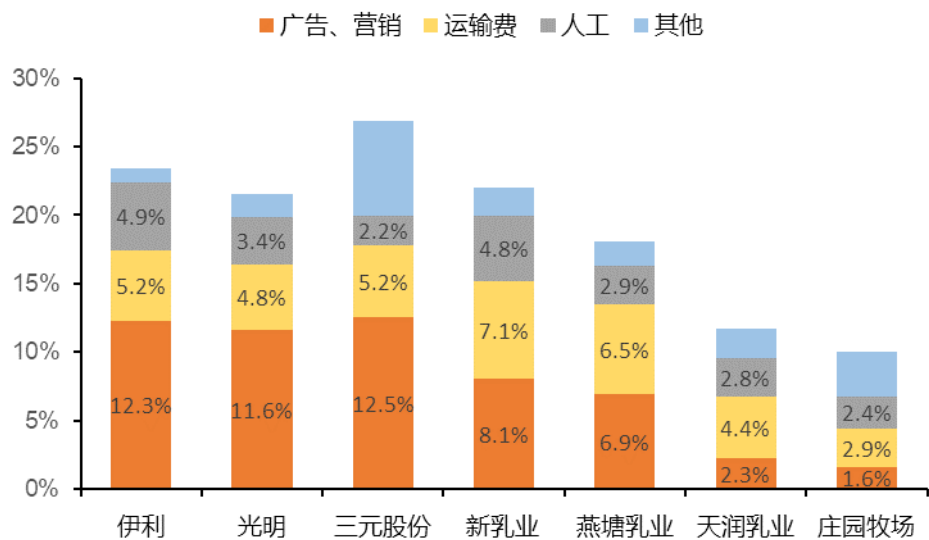
1. 低温酸奶：竞争导致盈利能力较低

以蒙牛作为讨论锚点，根据草根调研，我们预计低温酸奶当前通常 35-40%的毛利率（含退损），KA 卖场整体销售费用要 30%左右，例如光明新鲜营销中心 2019 年销售费用率 31%，再加上管理费用和财务费用的摊销，蒙牛低温板块在现代渠道或能做到 2%-3%利润率。我们认为利润率较低，主要是因为竞争激烈，详见第四章讨论。

2. 巴氏奶：高毛利，免所得税导致高盈利能力

根据渠道调研，当前巴氏奶毛利率能达到 45%以上，显著高于低温酸奶，预计和主流低温酸奶的差异在于成本端。当前企业核算中，基本没有将低温酸奶和巴氏奶的费用口径拆分计算，尽管部分巴氏奶对运输要求较高，但通常都是和低温酸混运，差别不大，我们此处认为巴氏奶销售费用率和低温酸奶差别不大。而且巴氏奶属于农产品初加工产品，可以免征所得税，对利润端贡献更大。

图 20：2019 年乳企销售费用拆分对比



资料来源：wind，天风证券研究所

注：若需可比数据探究商业模式，由于光明全资子公司领鲜物流 80%收入来自内部交易，领鲜物流毛利率 16.7%，我们计算后考虑将光明的运输费用率调整至 5.6%

入户渠道：

入户渠道产品通常以巴氏奶为主，此处不分产品类型讨论

对乳企来说，入户渠道对服务质量要求高，同时壁垒也高，易守难攻，关键在渠道建设初期或需忍受一段时间亏损。入户渠道客户的痛点是送奶的服务质量和稳定性，包括到家和送达时间定制等等。入户渠道没有较大的固定资产开支，主要资金投入在于奶站、冷库（租用或自建）、信息化、配送服务团队，均为年付固定费用，在销量达到盈亏平衡点后，盈利能力迅速提升。

表 4：入户渠道总结

痛点	特征	资金投入	盈利特征
服务质量和稳定性：如送到家和送达时间定制	无逾期退损、无中间渠道、独占性、高毛利	奶站、冷库、信息化、配送服务团队 年付费用模式	初期培育阶段或有亏损 区域规模效应须达到一定渗透率

资料来源：线下调研，天风证券研究所

入户渠道无逾期退损，无中间渠道，具有独占性，毛利率高，盈利能力强。我们预计入户渠道产品毛利率能达到 45-55%，成熟单点能达到 10-13%的净利率。当前入户渠道运营较为优秀的区域乳企有山东得益、江西阳光、福建长富等。

表 5：入户渠道盈利能力优势明显

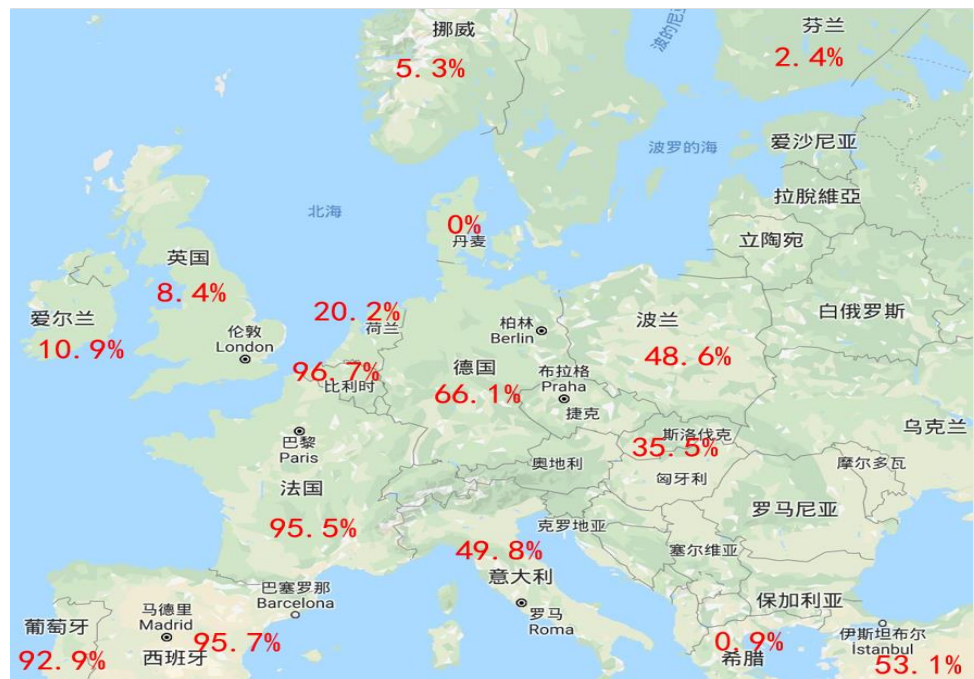
光明随心订情况	2018 年	2019 年
毛利率	47%	49%
销售费用率	38%	40%
净利率	8%	6.2%

资料来源：wind，天风证券研究所

海外国家低温奶替代常温奶的比例并无定论，各有国情。横向对比来看，既有美国、日本这样低温巴氏奶占主导的国家，也有像西班牙、葡萄牙这样常温奶占主导的国家。美国牧场资源分布比较均匀，有直接饮用鲜奶的习惯，日本国民对生冷食品的喜爱和发达的低温物流体系也导致低温奶占了液态奶较高比例。欧洲国家液态奶消费结构不同，我们认为，这与各国历史饮食文化与经济环境有关，同时，低温奶的占比也与地理条件有关，纬度偏高的北欧国家适合低温奶的运输与储存，低温奶通常占主导，而纬度偏低的炎热地区往往常温奶的饮用占了较高比例。

结合我国国情，仅考虑白奶内部替代，暂时展望巴氏奶：UHT 奶 1：1 的格局，行业目标空间翻倍以上。我国原料奶北多南少，产地与消费地不一致。综合考虑我国奶源分布南北不均、企业利益导向我国饮食结构，白奶格局不会像美日一样基本以低温奶为主。在我国当前阶段，我们先展望巴氏奶和 UHT 奶 1：1 的格局，行业规模目标翻倍以上。我们预计随着乳业巨头入局，行业增速有望加快，增速有望稳定高双位数甚至更高。

图 21：欧洲国家常温奶占液态奶比例不一致，低温替代逻辑更应考虑各国实际国情

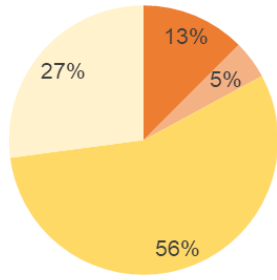


资料来源：Microbiology of Market Milks，天风证券研究所

部分国家零售商 Private Label 份额很高，中国零售商作为潜在竞争者的威胁暂时不大。2018 年英国 Private Label 在巴氏奶品类市占率达到了 77%，美国亦达到了 56%。Private Label 的高份额背后是其行业产品同质化，品牌培育不到位，而且零售行业集中度高，议价能力强，直接切入上游，跳过加工企业。我国零售企业也有类似产品，如盒马日日鲜，目前来看，在我国行业结构下该情景发生概率相对更小，相关企业应给予关注和应对。

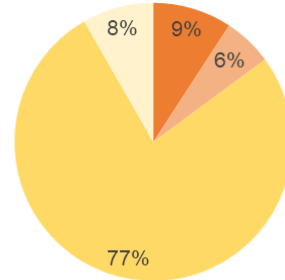
图 22：2018 年美国巴氏奶市占率

图 23：2018 年英国巴氏奶市占率



Dean Foods Co Johnson & Johnson Inc
Private Label Others

资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

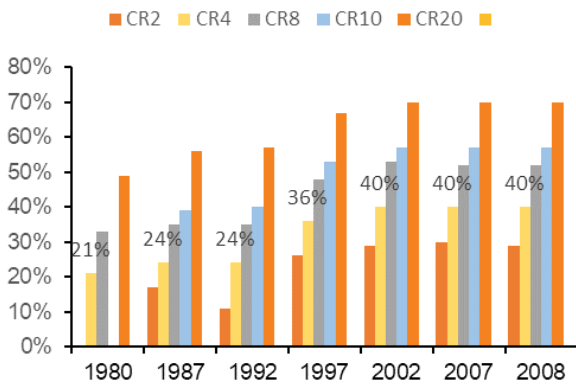


Arla Foods Amba Theo Müller GmbH & Co KG
Private Label Others

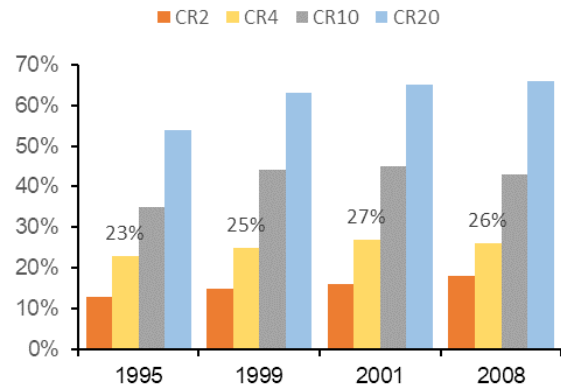
资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 24：美国奶业合作社集中度

图 25：美国乳品加工企业市场集中度不如上游和下游



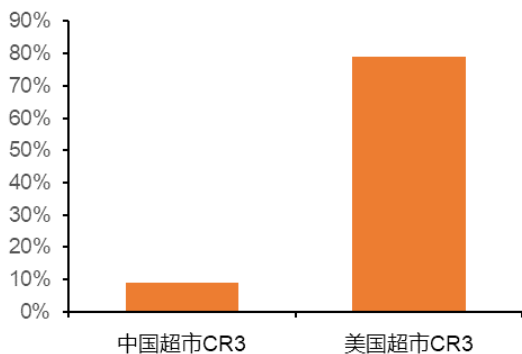
资料来源：欧睿国际，天风证券研究所



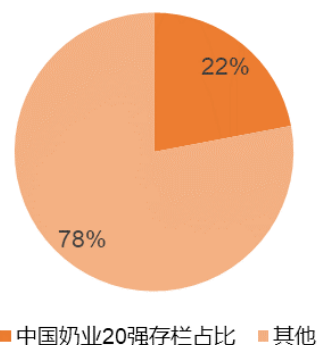
资料来源：线下调研，天风证券研究所

图 26：中美超市 CR3 对比

图 27：2018 年中国奶业 20 强存栏占比情况，集中度低



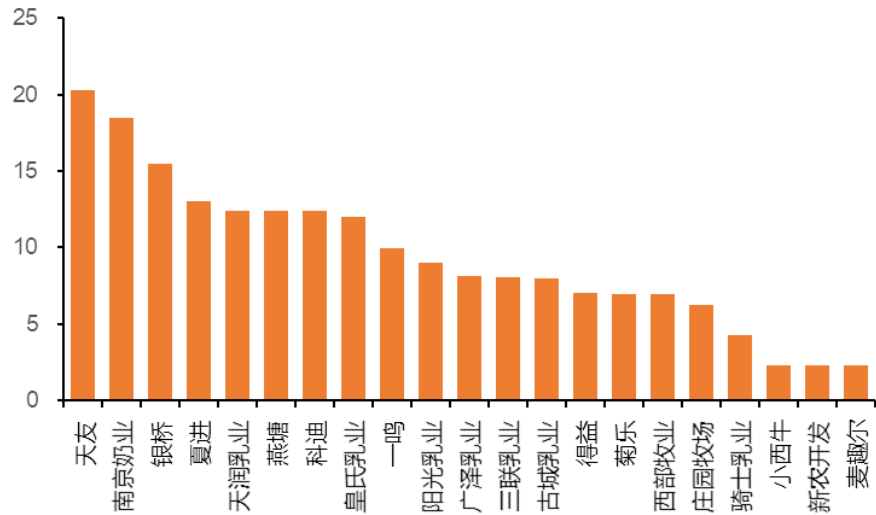
资料来源：前瞻网，天风证券研究所



资料来源：《中国奶业质量报告》，天风证券研究所

低温奶区域壁垒较高，并购模式能够较快切入，但对公司并购整合能力要求较高。低温奶的全国化拓展，最快的方法就是并购。自建工厂、配套奶源、培育渠道均需要时间和金钱，并购方式不仅能够带来具有当地粘性的消费品牌，直接获取奶源、工厂和渠道，同时也消灭了一个潜在的竞争对手。风险端则是并购整合能力，乃至上升到食品安全问题，对公司能力要求较高。

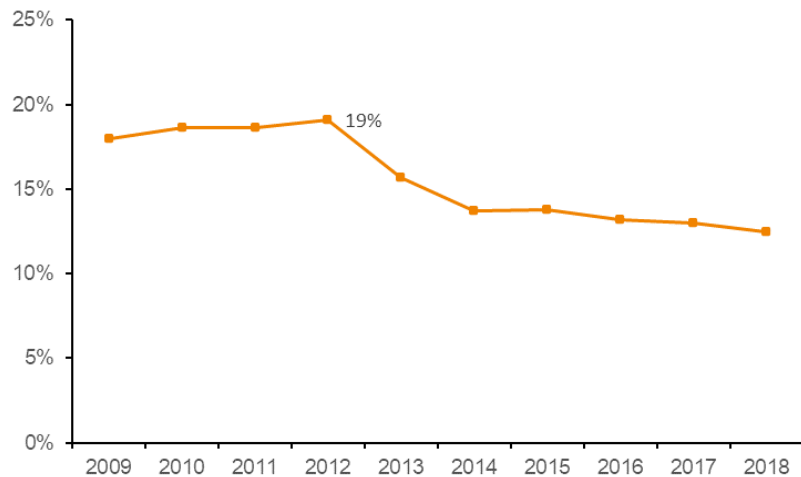
图 28：2017 部分区域乳企收入情况估计（单位：亿元）



资料来源: Wind, 天风证券研究所

参照美国整合过程，中国低温白奶龙头市占率有望过 20%。中美乳业在产业链价值分配上存在较大的差异性，但在中游环节的发展逻辑上，我们认为可比。我们认为从地理范围角度来看，美国是用来对标最好的国家，其人口和市场规模大，可比性大于其他国土面积较小的国家。对标美国整合过程，尽管美国 Private Label 势力很强，DEAN FOODS 仍以并购模式在 1993 年-2000 年间通过 40 多次并购成为第一乳企，获取了最高 19.1% 的份额，我国目前行业集中度低且低温市场规模不大，未来龙头通过市占率提升和行业扩容带来的营收增长空间大。

图 29: 美国巴氏奶 CR1 市占率变化



资料来源: 欧睿国际, 天风证券研究所

2.3. 低温奶发展终局的猜想，四股势力各显神通

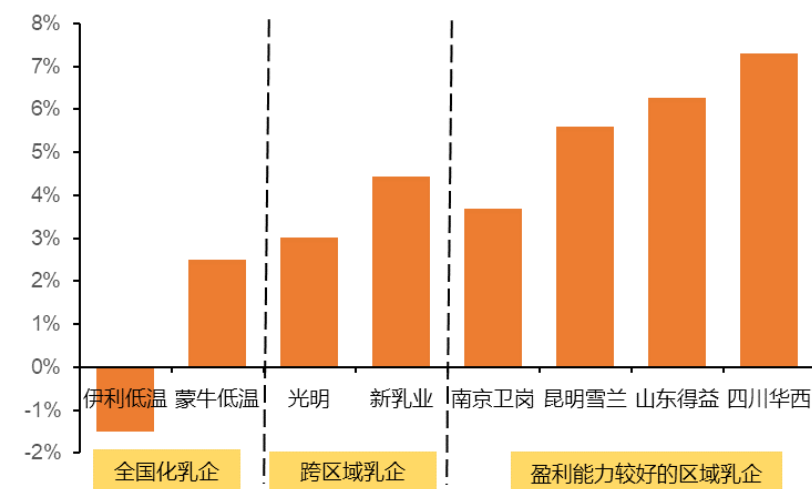
看过去，低温奶竞争格局持续进化；展望未来，四股势力各显神通。国内低温奶行业主要以四股势力为主，分别为以伊利、蒙牛代表的乳业巨头阵营，以光明和新乳业等代表的区域乳企，以卡士、简爱代表的新兴乳制品公司形成第三阵营，生鲜零售商作为新生势力则是第四阵营。

伊利低温盈利能力暂时低于蒙牛，甚至亏损。伊利蒙牛产品结构类似，均以低温酸奶为主，低温板块的运营模式上依旧是常温板块的思路，以铺货为核心。蒙牛的优势在于发力更多，在体系建设、经销商、渠道建设上都有一定优势，最终体现在买赠更少和货损更低。因此蒙牛低温盈利能力较好，但目前与其他三股势力相比并无绝对优势。可能是因为此前主打中低端产品，盈利空间有限。为了改善这一局面，两强不断加码高端产品，近年来陆续推出多款低温奶新品。

乳业巨头发力低温奶，仍然有着无与伦比的先天优势。伊利、蒙牛是乳制品领域久经沙场的老将，拥有更加纯熟的营销手段与产业链的先天优势。虽然区域乳企在低温奶领域抢占先机，新势力也在通过各种手段提升市场规模，但是传统乳业龙头的力量仍然不可小觑。

全国性乳企低温板块盈利能力暂时略低于部分成熟区域乳企。在低温奶这片蓝海中，区域乳企握有先机。我们认为可能的原因是：1. 产品结构上，区域乳企低温白奶占比更高，其保质期更短，区域性更强，壁垒更高，盈利能力暂时也更好。2. 渠道主要集中于竞争激烈的现代渠道，区域如其有部分独占性入户渠道。而且区域乳企若深耕当地，下沉更好，也能带来一定优势。3. 当前可售卖低温奶的网点数不如常温奶网点数，在常温奶中，全国化乳企通过全国化优势营销渠道以规模优势摊销从而提升品牌，得到一个整体更低的获客成本，而该路径在规模优势不明显的情况下难以奏效。反倒可能由于广告费投入较多造成亏损。目前，区域乳企在产品结构、渠道和营销成本上都占据优势，未来坚守阵地+对外扩张齐步走，高成长性有保证。

图 30：区域乳企在低温板块上的盈利能力更佳



资料来源：wind，天风证券研究所

近年来已成功打造品牌力的卡士、简爱为代表的新兴国产酸奶品牌也成为了一股不可忽视的力量。全国性乳企之前主打中低端产品，抢占市场份额，区域乳企在巴氏奶的江湖地位难以撼动。新兴的国产酸奶品牌便走高端路线破局，推出不同消费场景的针对性产品，效果拔群。它们更强调奶源的高品质及高制作工艺，定位高端，有些甚至只专注于酸奶产品。以简爱为例，通过“无添加”的概念，打造了一款年销量达到了六个亿以上的网红高端酸奶。简爱宣称“好酸奶就应该是 100% 的好鲜奶+优质益生菌+极简的配方”，并通过图文与普通酸奶成分、国家标准对比的方式，凸显自身产品更纯净，更营养。新兴国产酸奶品牌充分运用网红经济和优质渠道塑造自身品牌力，势头较好。随着伊利蒙牛在高端产品上的布局，新兴品牌面临竞争压力，但是在消费升级的背景下，低温酸奶增长潜力无限，有望实现共同繁荣。

生鲜电商既可以是销售平台，又可以打造自营品牌，已然成为一股不可忽视的力量。新冠疫情推动生鲜购买场景从传统菜市场向现代渠道迁移。一是政府对菜市场的管理整顿会继续加强；二是隔离期间消费者对“生鲜到家”消费习惯的养成。在此背景之下，生鲜零售商或许会进一步扩大冷链资源优势，给低温奶的成长提供土壤。同时巴氏奶消费高频，对产品品质要求高，与生鲜电商的目标人群高度契合。生鲜电商作为销售平台日臻成熟，打造自营品牌还需一番磨练，与专精乳制品的奶企相比，奶源的成本相对较高，价格当然也不占优势，比如盒马推出的日日鲜牛奶。并且在低温奶拥有消费粘性属性的情况下，刚起步的自营品牌面临考验。自营品牌需要找准定位，并且依托生鲜电商的优质平台，完全可以拥有一席之地。

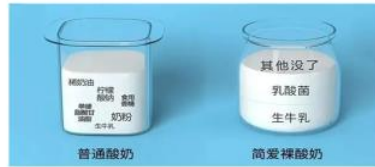
图 31：各大品牌重点对牛奶“新鲜”进行宣传



每日鲜语宣传从挤奶到灌装时间控制在2小时内完成，保障原生新鲜



新乳业24小时鲜牛奶从生产到下架不超过24小时，极致新鲜拒绝隔夜



简爱裸酸奶通过与其他酸奶进行对比的方式凸显自身产品更纯净



盒马日日鲜牛奶只售一天，一周七天七种颜色包装，让消费者在购买鲜奶时无需在意日期

资料来源：蒙牛、新乳业、简爱官网，盒马 APP 天风证券研究所

3. 低温巴氏奶整合空间大，新鲜倒逼产品向服务的转移

3.1. 低温巴氏奶仍处于发展初级阶段，消费粘性稳步提升现状

巴氏白奶行业当前出厂规模 200-300 亿，增速快，集中度低，天花板在一倍以上。根据欧睿数据，巴氏奶 2019 年行业出厂端规模为 266 亿元，近五年复合增速在 9% 以上，销量稳定提升，和常温 UHT 奶的比例约为 2: 8。根据《2019 年新鲜生活白皮书》，2018 年 7 月-2019 年 7 月低温鲜奶销售额增幅为 19.5%，2018 年 8 月-2019 年 8 月市场渗透率达 33.6%。从市场份额情况来看，欧睿数据显示 2018 年光明、三元、新乳业占比分别为 12%、9%、6%，行业属需求提升时期，无明确领先企业，整合空间大。

图 32：巴氏奶行业情况

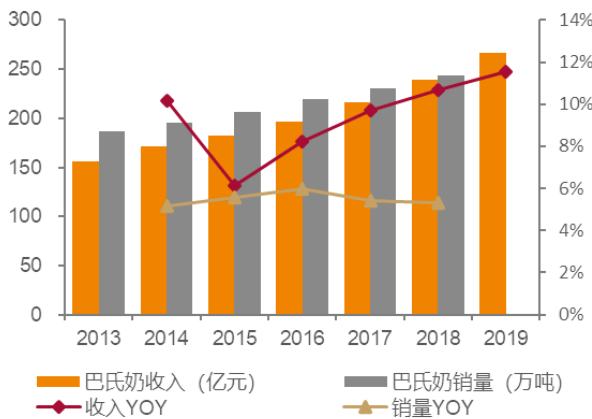
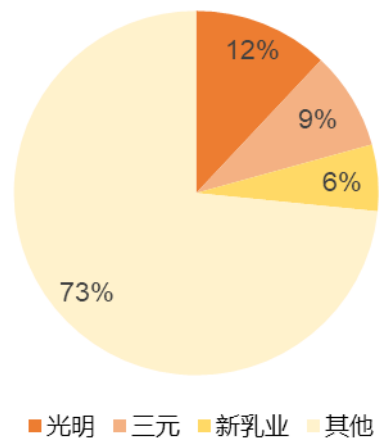


图 33：2018 年巴氏奶市场份额情况



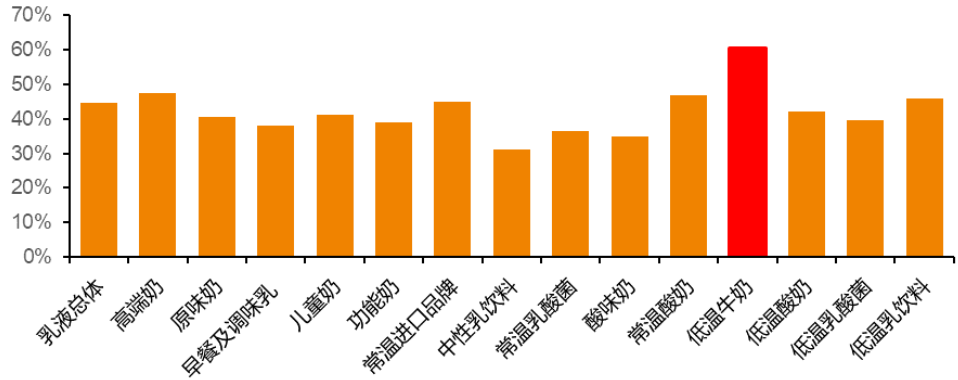
资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

注：根据调研，我们认为欧睿增速或略有低估

巴氏奶生意上类似生鲜，消费特性上更偏向刚需高频的即饮消费。低温鲜奶消费者中重度消费者比例高，忠诚度高，若能将品类粘性转化为品牌粘性，意味着高复购率，股票上对应的是更长的生命周期和估值。从消费人群特征来看液乳重度消费者对低温牛奶的贡献度最高达到 60% 左右。这部分消费者多是已经形成牛奶饮用习惯对低温鲜奶、品牌的忠诚度高，具备高潜力。

图 34：液奶重度消费者对品类贡献



资料来源：线下调研，天风证券研究所

3.2. 全产业链扫描常低温行业的异同之处

低温奶和常温奶在商业模式上的区别：

1. 保质期：低温奶保质期短，低温白奶一般是 7 天
2. 奶源：对消费地附近的奶源布局要求高；
3. 冷链：需冷链运输，该环节若自建要求较高资本开支；
4. 渠道：渠道结构与常温奶渠道结构相差较大；且巴氏奶入户渠道占比较高，壁垒较强
5. 渠道运营模式：由于产品短保，渠道运营模式需更加精细化，以降低退损率；常温奶常使用的压货-促销模式或造成较大退损。
6. 消费特性：生意上类似生鲜，消费特性上更偏向刚需高频的即饮消费，粘性更高；低温酸奶还具有一定休闲零食属性。

表 6：低温奶和常温奶商业模式对比

	常温奶	低温酸奶	低温白奶（巴氏奶）
保质期	通常 6 个月以上	通常 21 天	通常 7 天
奶源	全国奶源、集中生产	灵活程度居中	依赖消费地优质奶源
运输与渠道	现代渠道+传统渠道	侧重现代渠道的冷链终端	现代渠道的冷链终端+入户渠道
渠道运营模式	压货-促销模式	运营难度居中	柔性生产，供需匹配，高频小额订单处理，减少货损
消费特性	较多礼赠消费	即饮消费为主，弱周期性；兼具休闲零食属性	即饮消费为主，弱周期性

资料来源：chinadairy，天风证券研究所

我们选取了一些特定投资项目来探究低温白奶全链条的投资收益特征：**不考虑竞争格局恶化的情况下，乳制品加工环节实际是轻资产、高收益的环节，冷链环节和奶源环节资产更重，周转率更低。在衡量投资收益时，往往需要同时衡量上下游的配套投资。**

- **自控奶源比例以及控制模式是关键。**我们认为对于巴氏奶行业的投资应该将上游建设纳入考虑，以 50%的自控奶源为例，假设一个 10 万吨的鲜奶工厂，工厂投资 3 亿，上游自建牧场需保证 5 万吨的原奶量，投资 4 亿元，整体资产周转率较单一中游环节有所降低。
- 参股上游获取奶源也是类似。例如新乳业参股现代牧业，效果类似自建，但速度更快。现代牧业 19 年销量 137 万吨，新乳业 20 年可以获得 12.7 万吨以上奶源保障。
- 类似地，我们认为伊利将优然牧业置于表外，也有效提升了报表端的资产周转率。

表 7: 巴氏奶关键环节投资收益特征

	投资	描述
奶源	4 亿	万头牧场, 牛价 1.2-1.5w, 9-10 头牛/亩地, 假设单产为 10 吨/年/头, 50%成乳牛, 则年产 5 万吨生鲜乳, 设吨价 4000, 收入 2 亿元
工厂	3 亿	年处理 10 万吨鲜奶, 建设期 1-2 年, 以吨价 10000 估算, 收入为 10 亿元
冷链		乳企以社会化物流为主, 光明自有领鲜物流。预计行业利润率 3%, 有较多亏损企业, 如领鲜物流

资料来源: 中国储运网, 奶业天地网, 土流网, 天风证券研究所

仅考虑中游加工的情况下, 当前新增工厂项目 ROIC 有望达到 20%以上, 乃至 30%。假设如下: 1. 基于上一段项目的投资收益特征假设下, 2. 假设某区域新建一个项目公司, 核心主体为鲜奶工厂项目; 3. 假设经营性负债为 0

表 8: 新增鲜奶工厂项目公司 ROIC 测算表

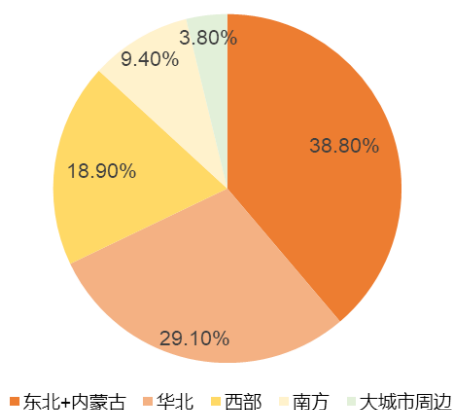
ROIC≈利润/固定资 产投资	50%的自控奶源建设	25%的自控奶源建设	0%的自控奶源建设
净利率=6%	8.5%	12%	20%
净利率=10%	14.2%	20%	33%

资料来源: 天风证券研究所

注: 在经营性负债=0 的假设下, 项目公司 ROIC≈利润/固定资产投资

奶源方面, 低温奶对消费地附近的奶源布局要求高, 整体格局北多南少, 产销地不一致。数据上, 各个口径有所不同。2018 年, 我国内蒙古+东北产区、华北、西部、南方、大城市周边的原料奶产量占比分别为 38.8%、29.1%、18.9%、9.4%、3.8%。据现代牧业, 北方占国内原奶产量的 70%, 但南方市场是我国奶制品消费的重要市场。原料奶产地分布北多南少, 产地与消费地不一致, 近消费地的奶源稀缺性提升。

图 35: 2018 年我国原料奶产量区域分布



资料来源: 国联资源网, 天风证券研究所

图 36: 主要原料奶产地分布



资料来源：现代牧业 2019 年中期业绩发布会，天风证券研究所

图 37：蒙牛、伊利、新乳业三家公司的牧场资源、生产基地分布情况对比



注：红色圈内为新乳业旗下区域品牌及牧场资源主要分布区域

资料来源：公司公告，消费斑马线，天风证券研究所

3.3. 区域乳企的安身立命之本，成熟模式可复制

巴氏奶行业的竞争点在于：消费地附近的奶源，信息化带来的柔性供应链能力，区域规模效应。奶源详见 3.1。

- 信息化带来的柔性供应链能力：低温产品主要以柔性生产为主，品种多、生产、配送频次相对更高，如果能建立高效的信息系统，在可控渠道中可以随时掌握供应链、客户、甚至终端的情况，各业务环节可以更紧密协调配合，可以降本增效、减少退损，再来可以更好了解消费者的需求，对消费者更好服务。
- 区域规模效应：当业务密度和规模增加，区域规模效应有望得以显现。例如在运输过程中，区域货源是否充足，直接决定了仓的满仓率和周转率，也决定了车辆的满载率和共配比例。又如在某地入户渠道占有率较高时，对手进攻需要持续亏损，并且效果较差。

图 38：供应链体系示意



资料来源：鲜生活，草根知本公众号，天风证券研究所

伊利蒙牛在鲜奶领域布局提速，蒙牛相对更加专注低温，也更加强势。2019 年 12 月，伊利发布 3 款低温鲜牛奶(巴氏奶)新品，蒙牛则是更早之前就推出了有机鲜牛奶每日鲜语，将保质期延长到 15 天。蒙牛和君乐宝使用的经调整的巴氏杀菌技术延长了保质期，但是否会损失活性物质，还有一定争论。常温龙头参与加码鲜奶行业，有望加速行业的发展。

表 9：常温巨头加码鲜奶

系列名	系列特色	图片展示
伊利 金典鲜牛奶	高品质奶源保证。780ml/瓶，采用巴氏杀菌工艺，含有 3.8g/100ml 原生乳蛋白，锁住新鲜，保留更多鲜活营养。	
君乐宝 悦鲜活	悦鲜活采用零距离一体化生产模式，310 米无菌管道牧场原奶直达工厂，从挤奶到生产环节仅 2 个小时。同时，产品保质期达到 19 天的特点，突破了传统鲜奶销售半径的限制。	
蒙牛 每日鲜语	每 100mL 含有 3.6g 蛋白质和 120mg 原生高钙，保留 α-乳白蛋白、β-乳球蛋白等活性成分，全程冷链运输，保证品质。	

资料来源：新华网，公司官网，食品饮料招商网，天风证券研究所

光明精耕渠道，整合线上线下资源，提升消费者粘性。光明作为巴氏奶领域龙头，雄踞华东市场。光明积极开展精耕渠道专项基础工作，积极拥抱新零售，通过线上线下资源的整合协同，全面打造全渠道新营销模式。光明的随心订业务通过完善鲜奶渠道端供应体系，建立家庭日常鲜奶消费习惯，保证复购率和客户粘性。同时，光明拥有上下游完整产业链，为低温奶的成长保驾护航。

新乳业收购区域性乳企，深耕西南市场，从双寡头弱势区域破局。新乳业通过控股多个城市乳企，直接掌握成熟产业链。在奶源建设方面，与双寡头形成错峰。伊利坐拥三大黄金奶源带（西北、内蒙、东北）、华北奶源带、华中奶源带，西南布局薄弱。蒙牛奶源地主要分布在东北、西北、华北，同样在西南布局不足，新乳业便把重心放在了西南，在持续强化西南市场优势时，进一步开拓河北、浙江等重点区域性市场。

燕塘乳业通过构建牧场数据集团管控平台，扩大奶牛养殖规模，并继续扩大产能加强自身竞争力。为寻求突破，燕塘乳业一方面顺应趋势，利用区域性企业在牧场资源、冷链运输上的优势大力发展低温产业；另一方面坚持产品系列化、差异化、高端化的布局，优化丰富公司的产品矩阵，持续推出新鲜、健康、时尚的新产品，满足细分市场下消费者的多元化消费需求。

图 39：我国区域乳企分布示意图



资料来源：公司官网，天风证券研究所

若行业未来爆发价格战，将会在现代渠道率先爆发，激烈程度应不及低温酸奶，具备竞争优势的企业或能持续成长。当前巴氏奶的盈利能力较高，随着竞争逐渐激烈，现代渠道有可能最先爆发价格战，由于品类区域性更高，但价格战程度应不像低温酸奶过去那样激烈。此时更能考验相关公司能否迅速获取竞争优势从而得到合理利润。而入户渠道壁垒更高，是区域乳企相对较为稳定的利润来源。

巴氏奶行业有望诞生一些盈利能力较好的公司。如前所述，巴氏奶行业短保、全产业链高投资，相对高壁垒，产品刚需高频，渠道运营能力要求与常温巨头优势点有不同之处，有望诞生一些盈利能力较好的公司。

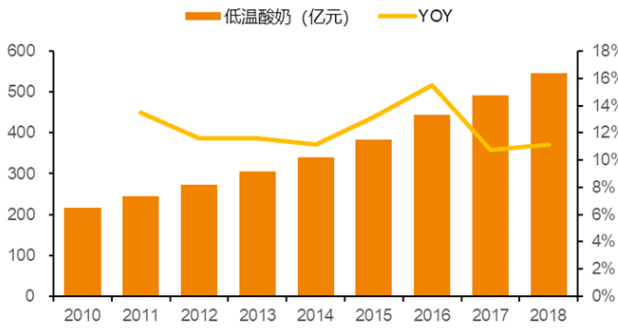
4. 创新驱动低温酸奶不断突破，消费场景与人群在不断扩充

4.1. 低温酸奶的升级未来高不见顶，低温环境丰富产品创新

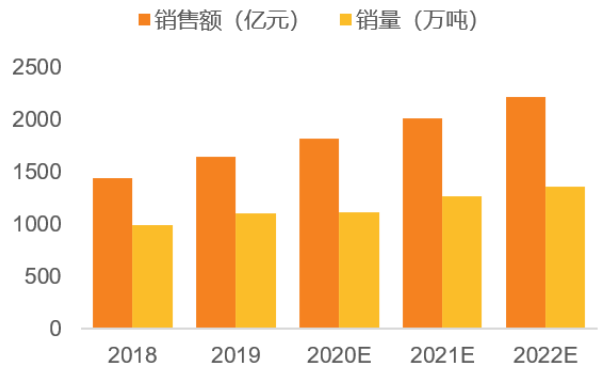
大健康人群激增酸奶需求，常温酸奶发展入平缓期，低温酸奶蓄势待发。以 80, 90 为代表的人群目前是酸奶消费的主要用户群体，中国食品产业分析师朱丹蓬指出：随着消费者大健康意识的不断增强以及消费结构升级步伐不断加快，酸奶已经成为了整个新生代和大健康人群首选的品类。据中商产业研究院预测，中国酸奶产品销售量将从 2018 年的 960 万吨增长至 2022 年的 1360 万吨，年均复合增长率达 9%；酸奶产品销售额将从 2018 年的 1400 亿元增长至 2022 年的 2205 亿元，年复合增长率 11.67%，中国酸奶产品市场规模将逐步扩大。

图 40：低温酸奶收入规模与 YOY

图 41：2018-2022 中国酸奶产品销量及销售额预测



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

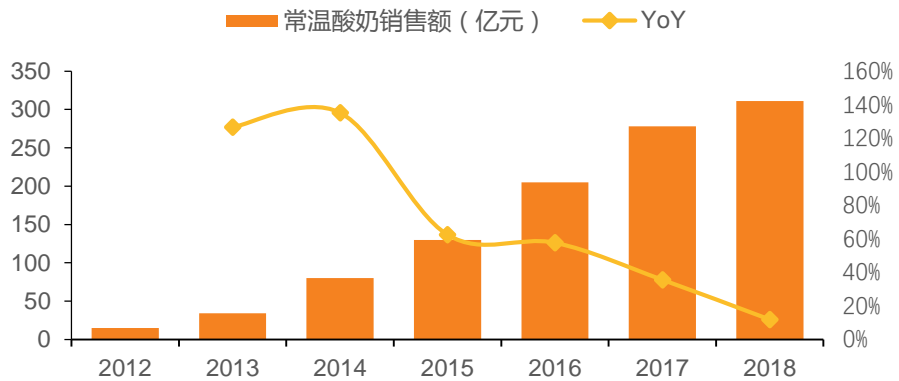


资料来源：中商产业研究院，天风证券研究所

同时，常温酸奶因其发展时间早，高峰期已过，增长处于平缓期，低温酸奶或是酸奶市场下一风口。根据欧睿数据分拆，2018 年低温酸奶出厂量 546 亿，同比增长 11%，我们看好低温酸奶的长期持续成长，其口味和新鲜优势明显，符合消费升级方向。

目前国内低温酸奶产品品类单一，相比国外，我国的低温酸奶产品品类将有进一步的发展空间，而品类的扩充将为低温奶市场扩充消费群体，从而实现市场规模的进一步扩大。

图 42: 2012-2018 年常温酸奶市场规模



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

4.2. 冷链发展丰富了消费场景，品类定位扩大了消费人群

供应链端，冷链的发展加速渠道下沉，使低温酸奶消费无明显地域壁垒，品牌商通过强化使用价值，丰富消费场景。引据 3.3 有关冷链发展的描述，近年我国冷链物流复合增长 15% 以上且仍有很大的增长潜力。卡士从餐后消费场景入手，将餐后一小时定位餐后专属的助消化酸奶，打造了一个新的消费场景；达能碧悠卡趣滋谷物组合酸奶，定位代餐酸奶，主要的消费场景为两餐之间，品牌核心价值为抵抗小饥饿，Change 酸奶定位场景于运动管理，采用进口或国内优质品牌食品用料，坚持 0 蔗糖、0 脂肪、0 增稠剂、0 防腐剂、0 色素、0 香精，每一杯都有超过 10 克蛋白质，专为运动达人定制。

产品端，低温酸奶的品类扩充从细分人群入手，刺激特定人群消费需求。亚洲市场中以乳制品为基础的孕产妇营养补充剂在不断增长，针对新手妈妈的乳制品销量正以每年 20% 的速度增长，大约 1300 万家庭囊括在这个不断增长的市场之中，简爱 40 周酸奶专为孕妈设计，富含 5.2g 乳蛋白和 160mg 钙，配方极简，无蔗糖，益生菌加膳食纤维，更加有效促进肠道通畅。光明儿童健能酸奶添加黑加仑、甘蓝等 25 种混合果蔬汁，每杯酸奶中含有 100 亿个乳酸菌，能有效提升孩子身体素质和抵抗力。

表 10: 不同品类定位酸奶

系列名	场景/品类定位	图片展示
-----	---------	------

卡士餐后一小时	餐后专属的助消化酸奶
达能碧悠卡趣滋谷物组合酸奶	代餐酸奶
简爱 40 周酸奶	0 添加，有效促进肠道通畅
光明儿童健能酸奶	提升孩子身体素质和抵抗力



资料来源：好妞妞食品网，天风证券研究所

4.3. 低温酸奶是双寡头最好的突破口，持续推新是优秀企业核心能力

我们发现尽管伊利蒙牛低温酸奶份额较高，但盈利能力依旧较差，可能的原因是：

- 伊利蒙牛依旧采用份额领先战略，选择了消费量最大的价位带进行初步拓展，主要产品以中低端为主，sku 分散，对高端市场布局不足；
- 当前低温酸奶是区域乳企常温退守后力保的战场，竞争激烈；
- 伊利蒙牛有了一定的份额优势，并没有转化为类似常温奶在各环节的规模优势，从而挤出区域乳企，甚至短保产品运营上还有欠缺之处，因而盈利能力不佳。
- 冷链成本和促销货损等因素可能更多是现象，供需和竞争优势才是核心

以下具体说明以上观点：

区域型乳企差异化竞争优势凸显，简爱、卡士以高端破局，传统乳企在中低价格带激烈竞争。以简爱、卡士、乐纯为代表的高端酸奶品牌获得较快的增长，其能够在覆盖较高履约成本的同时，提供较高渠道利润和厂商利润水平。以简爱为例，出厂价是伊利蒙牛低温酸奶的两至三倍。出厂端销售额也在 3 年间达到了 6 亿。与此同时，伊利蒙牛以及区域乳企的低温酸奶在中低端价格带大幅重合，竞争激烈，产生费用战或价格战。

我们认为两强未来有望解决当前的低温酸奶遇见的问题，从而获得更好的利润表现，但是时间表上较难预测。伊利蒙牛在低温酸奶当前遇见的问题本身就隐含着解决方案，除运营思路和管控效率外，主要问题是：

伊利蒙牛没掌握最高端的产品，不像常温奶中独占高端红利，中低端产品竞争激烈，难以覆盖履约成本。当前我们观察到两强已经推出类似简爱、卡士的高端产品进行对标竞争。但是并没有采用独立品牌走绝对高端路线，例如伊利是继续采用畅轻品牌在运作，该品牌是否能提升品牌认知在高端酸奶放量，需要继续观察。我们认为重新培育高端品牌会是更好的选择，但这同时也意味着更长的时间，或许会给对标竞品开放出时间窗口。

创新产品种类，培育超大单品，提高客户粘性是优秀企业的核心驱动力。中国乳业杂志在对某市民的采访中得到反馈：“我喜欢各种新颖特别的东西，新品出来后我一般会第一时间去购买，如果口味好的东西我会长期购买，甚至会推荐给身边的朋友。”消费者对产品品类的多元化要求促进了企业对低温酸奶的产品创新。以君乐宝“涨芝士啦”芝士酸奶为例，其 2019 上半年市场销售额占比 61%，消费者的心智份额占比 56%，预计成为超十亿单品，成为此细分品类里名副其实的领导者。

5. 投资建议

低温奶是未来乳业结构性增长点，看好巴氏奶替代 UHT 奶，看好低温酸奶的长期前景，常温酸奶品类在生命周期末段仍能有一定增长。低温白奶行业空间看翻倍以上，行业有希

望诞生一些盈利能力较好的公司。低温酸奶行业受挫后恢复增长，下沉条件逐渐形成，改变竞争结构。常温板块的增长主要由高端放量，结构提升而驱动，主要是掌握高端的龙头企业受益。

巴氏奶市场处于成长期，重点推荐低温占比高、并购模式差异化扩展的新乳业，以及当前巴氏奶龙头光明乳业。新乳业作为深耕区域低温市场的龙头乳企，志在打造中国鲜奶第一品牌，采取差异化战略，在产品、研发和品牌上有良好积累，同时具有优秀的并购整合能力。光明乳业是当前巴氏奶龙头，伴随着华东区的继续深耕以及全国冷链系统的逐步完善，光明乳业巴氏奶市场份额有望稳健提升。

低温酸奶方面，建议继续关注伊利股份和蒙牛乳业变化。两强在低温酸奶领域占有较高市场份额，当前盈利能力不高。我们认为两强有望通过渠道下沉和高端化解决当前低温酸奶遇见的问题，从而提升盈利能力，由于时间表上较难预测，建议重点关注。

风险提示：

食品安全问题；低温奶渗透率提升不及预期；行业竞争加剧；

新营销、新流量模式对企业的挑战；

技术进步，冷链效率提升令区域性减弱，下沉市场增加，商业模式产生变化

生鲜电商等即时配送服务对整个入户渠道造成冲击

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