



中航证券金融研究所

分析师：彭海兰

证券执业证书号：S0640517080001

乳品行业深度报告：

进口依存度攀升，乳业探寻新出路

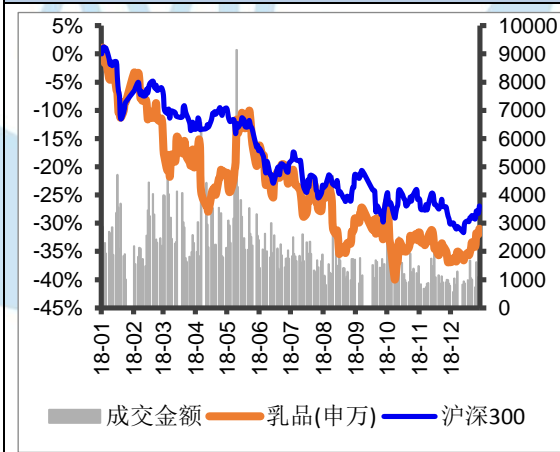
行业分类：食品饮料

2019年1月20日

| | |
|------------------|---------|
| 行业投资评级 | 中性 |
| 乳品指数（申万） | 8021.24 |
| 申万乳品指数年初至今涨跌幅（%） | -28.52% |

| 基础数据 | |
|--------------|----------|
| 上证指数 | 2596.01 |
| 上证指数年初至今涨跌幅 | -25.57% |
| 深证综指 | 1,322.14 |
| 深证综指年初至今涨跌幅 | -31.19% |
| 沪深300 | 3168.17 |
| 沪深300年初至今涨跌幅 | -26.07% |
| 创业板指 | 1269.50 |
| 创业板指年初至今涨跌幅 | -26.54% |
| 中小板指 | 4926.27 |
| 中小板指年初至今涨跌幅 | -34.84% |

年初以来行业和大盘走势对比



核心观点：

- **乳业供需状况失衡，对外依存度走高：**我国巨大的消费市场份额是全球乳企的必争之地，在存在供需缺口、行业“信任危机”仍待修复，资源优势下降等因素影响下，国内奶制品进口量持续上升，进口依赖以婴幼儿乳粉为首，进口依赖度高达72%，婴儿奶粉加工原料乳铁蛋白和乳清蛋白也高度依赖进口，流通成本和保质期受限的液态奶进口也大幅上升，进口品牌液态乳最早以食品安全为卖点进入中国市场，以安全溢价获得更高的毛利，而近年来也开始自降身价，抢占中国市场。
- **国内养殖业“不给力”，市场交战严峻：**近几年，原奶进口价持续走低，许多乳企养殖成本高于收购价格，与其进行养殖不如直接进口原奶。目前奶价的痛点主要还与大包粉有关，国际上大包粉非常便宜，很多小型乳企为节省成本会选择将大包粉复原为其他产品，这也加剧了国内鲜奶产能出现过剩。其实在奶源的质量上，我国并不缺乏优势，随着居民生活的提高，优质奶的需求也会越来越强，各乳企也在我国各个黄金奶源地带纷纷开始抢占奶源。唯有过硬的品质，才能慢慢恢复消费者对国产奶的信心。虽然对外依存度走高，但是随着政策的变化、低温酸奶以及鲜奶市场的崛起，国内乳企又具备“逆袭”契机——冷链运输体系的完善，使得区域性乳企与进口乳企形成差异化竞争力，在保质期短的鲜奶市场中大有可为之处。使得国内乳企在未来的发展中增加可期的看点。
- **全球乳业格局下，乳业探寻新出路：**在如今全球交织密集的贸易关系网里，乳品行业的“走进来”与“走出去”都是势在必行的道路。作为乳品大国，面对乳品全球化的趋势既是一次机遇，也并存挑战。现在不仅外来品牌走入中国市场，国内许多乳品企业也开始频频出招。伊利、蒙牛、光明等乳品大企业纷纷抢占海外资源，希望引进进口奶源的品质奶，瓦解进口乳企奶低价及海外奶源的优势。面对国内市场，区域性的乳企也纷纷发挥优势开始利用自身优势发展鲜奶业务等。虽然乳品行业局面有难点、痛点，但是龙头企业们未来的全球化发展仍然可期。
- **重点公司关注：**伊利股份、天润乳业
- **风险提示：**宏观经济下行，业绩不达预期，食品安全风险

股市有风险 入市须谨慎

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：深圳市深南大道3024号航空大厦29楼

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：0755-83692635

传真：0755-83688539

目录

| | |
|-----------------------------|----|
| 一、国内乳品供需情况..... | 4 |
| 1、国内市场依赖“洋品牌”，进口态势攀升..... | 5 |
| 1.1、婴幼儿奶粉市场——进口依赖的开始..... | 5 |
| 1.2、配方乳加工原料，被忽视的冰山一角..... | 7 |
| 1.3、进口液态奶，加剧乳业市场交战..... | 8 |
| 2、海外品牌“自降身价”，抢占国内消费市场..... | 10 |
| 二、依赖度走高，乳企探寻新出路..... | 11 |
| 1、国内奶牛养殖业低迷..... | 11 |
| 2、乳企抢占黄金奶源地带资源..... | 13 |
| 3、全球化乳业趋势，大型乳企纷纷海外扩张..... | 16 |
| 4、乳企发力鲜奶及低温酸奶，强化区域优势..... | 17 |
| 三、全球化趋势不可逆，机遇挑战双刃剑并存..... | 18 |
| 1、消费者：市场终端的试金石..... | 18 |
| 2、乳品企业：市场消费结构转变蕴藏转机和风险..... | 19 |
| 四、重点关注公司..... | 19 |

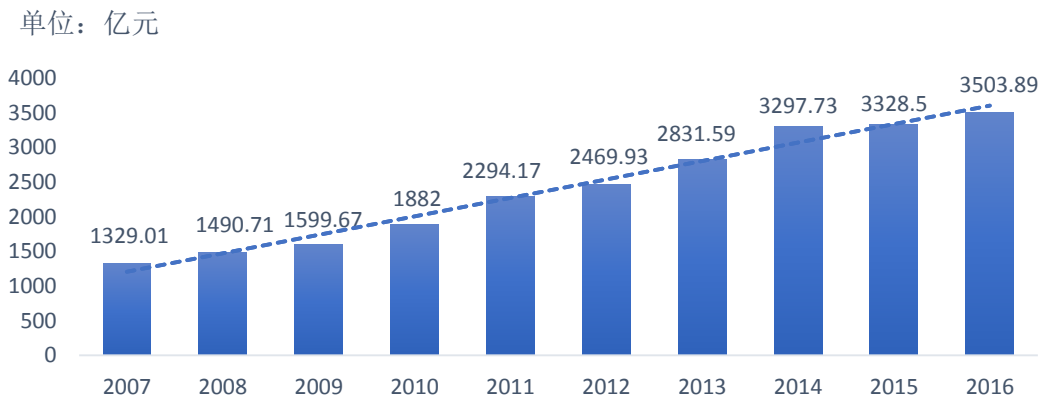
图表目录

| | |
|-------------------------------------|----|
| 图表 1: 中国乳品行业产值日趋增高 | 4 |
| 图表 2: 乳制品进口量及国内产量 | 4 |
| 图表 3: 各类别乳制品进口量情况 | 4 |
| 图表 4: 奶粉进口量与国内产量 | 5 |
| 图表 5: 液态奶进口量与国内产量 | 5 |
| 图表 6: 国内外奶业重要食品安全事件 | 6 |
| 图表 7: 近 6 年婴幼儿配方奶粉进口情况 | 6 |
| 图表 8: 大包粉折算成本远低于国产生鲜奶 | 6 |
| 图表 9: 2017 年线上婴幼儿奶粉品牌销售占比 | 7 |
| 图表 10: 全球乳清粉主产国产量 (万吨) | 8 |
| 图表 11: 乳清粉月度进口量 | 8 |
| 图表 12: 液态奶进口合计: 以鲜奶为主, 酸奶增速迅猛 | 8 |
| 图表 13: 液态奶市场各品牌销售情况 | 9 |
| 图表 14: 液态奶市场各品牌销售情况 (酸奶) | 9 |
| 图表 15: 天猫平台热销酸奶来源国 | 9 |
| 图表 16: 天猫平台热销纯牛奶来源国 | 9 |
| 图表 17: 各大电商进口奶优惠攻势强 | 11 |
| 图表 18: 国内苜蓿草进口量走势 | 12 |
| 图表 19: 国内奶牛养殖成本趋势图 | 12 |
| 图表 20: 恒天然进口原奶价格及同比 | 13 |
| 图表 21: 我国主产区生鲜乳平均价 | 13 |
| 图表 22: 中国大包粉月度进口量 | 13 |
| 图表 23: 中国大包粉进口量历年变化 | 13 |
| 图表 24: 黄金奶源带 | 14 |
| 图表 25: 我国产奶大户主要集中于北方 | 14 |
| 图表 26: 我国奶类年产量及四大奶源带产量 | 14 |
| 图表 27: 四大奶源地与全国产量占比 | 14 |
| 图表 28: 四大奶源地奶牛存栏数 | 15 |
| 图表 29: 全国与四大奶源地存栏数 | 15 |
| 图表 30: 酸奶蛋白质含量国际标准高于其他产品 | 17 |
| 图表 31: 低温酸奶市场走势及预测 | 17 |

一、国内乳品供需情况

乳制品作为日常饮食中补充蛋白质和钙的重要来源，对人类健康和营养均衡具有重要的意义。随着我国经济发展，居民收入水平的提升，城乡居民对乳品消费需求也呈现持续上升的趋势，乳制品已经成为城市居民的重要的食品种类。需求的变化推动了我国乳制品工业的持续发展，乳品工业总产值由 2007 年的 1,329.01 亿元提高到 2016 年的 3,503.89 亿元，年复合增长率为 11.37%，行业规模愈来愈大。

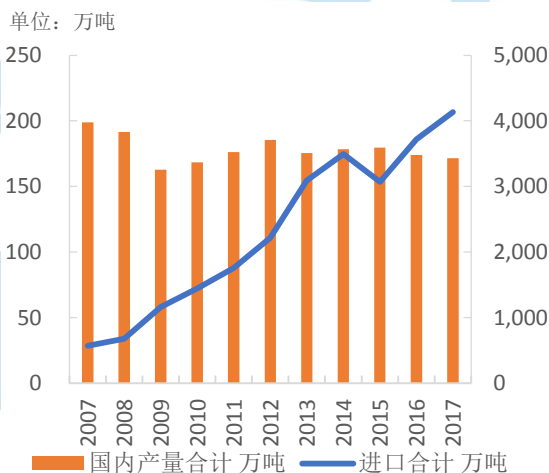
图表 1：中国乳品行业产值日趋增高



数据来源：中国产业信息网、中航证券金融研究所

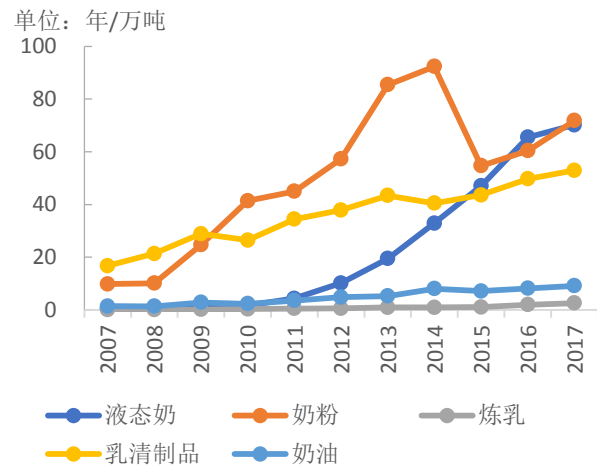
虽然国内乳业消费市场一片繁荣景象，但国内受草场退化、资源优势下降等因素的约束，国产内奶制品产量增长一直较为缓慢，尤其是在经历 2008 年“三聚氰胺”事件、产业升级过程导致中小奶农退出等的一系列事件之后，国内乳企产生的信任危机“后遗症”多年也未能完全修复，而日渐走高的乳品需求市场与表现不佳的生产端，让长期供不应求的局面进一步加剧，也让进口品牌有机会迅速挤占国内市场。

图表 2：乳制品进口量及国内产量



数据来源：wind、中航证券金融研究所

图表 3：各类别乳制品进口量情况



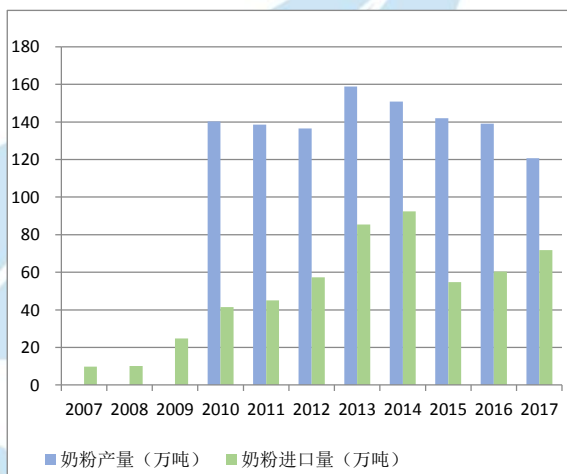
数据来源：wind、中航证券金融研究所

从历年数据来看，我国各类乳制品的进口总量整体向上走高，在 2015 年短暂出现下滑后，近两年回高趋势明显。从细分类别来看，进口量增加的走高态势由奶粉市场作为开端——在 2008 年到 2010 年间，奶粉进口数量有明显的上升趋势，进口量翻了几乎 4 倍。主要原因为 2008 年的“三聚氰胺”事件，给国内奶粉业带来一记重创。这一事件使得进口奶粉横行中国奶粉市场，至今仍然在消费者心中有牢固的地位。如果说 2008 年的毒奶粉事件是进口乳品撬动国内市场的开口，那么近几年国内养殖成本的上升、乳业生产结构不完善、中小养殖户退出市场等因素，则是使得进口依赖度加剧蔓延至乳清市场、液态奶市场等。国民对于进口乳品愈来愈信赖，国产乳品地位比重走低，以至于国内大型乳企面对近几年乳品市场消费的乐观态势，也纷纷开始对海外奶源地的进行扩张和建厂，内在的产能结构不理想，进口乳企又来势汹汹，我国乳品行业发展依赖度走高。

1、国内市场依赖“洋品牌”，进口态势攀升

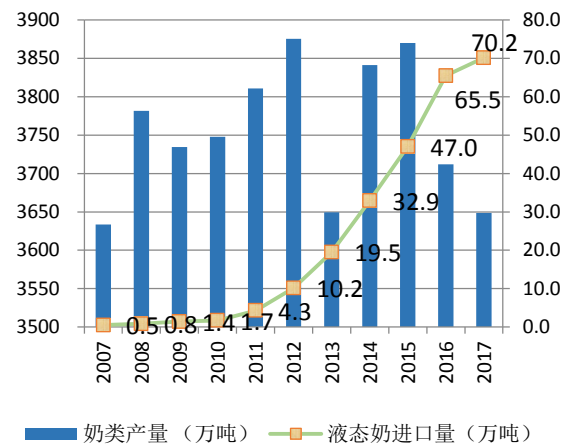
我国拥有先天的乳业生产区位优势，但是乳业市场却不完全取决于“天时地利”。国内乳品行业发展周期短、快，产业结构规划、行业监管制度建设较行业发展速度相对偏缓，出现了“三聚氰胺”、奶贱伤农、卖牛养牛等现象，这些“内忧”让乳品行业的市场给了进口乳制品许多机会。从进口的数据来看，整个奶粉市场相较于十年前，进口量已经增加了 7.2 倍，目前不仅仅是奶粉市场，液态奶的进口量走势也是上升明显。

图表 4：奶粉进口量与国内产量



资料来源：wind、中航证券金融研究所

图表 5：液态奶进口量与国内产量



资料来源：wind、中航证券金融研究所

1.1、婴幼儿奶粉市场——进口依赖的开始

回顾我国婴幼儿奶粉市场，食品安全的风险也一度重击过进口品牌：2002-2004 年外国品牌占据着我国婴幼儿奶粉市场绝对优势地位，但 2005 年雀巢碘超标事件长期影响了部分外国品牌市场份额，本土品牌进入增长期，此后 3 年时间里本土品牌销售额占比一路提升。但 2008 年“三聚氰胺事件”可谓是中国乳业、甚至是整个食品消费意识转变的一个标致性事件，广大消费者对食品安全的意识被唤醒，重视程度大幅提高，而该事件也成为我国乳品进口快速增长的推进剂，导致婴幼儿奶粉进口品牌快速挤占国内品牌。

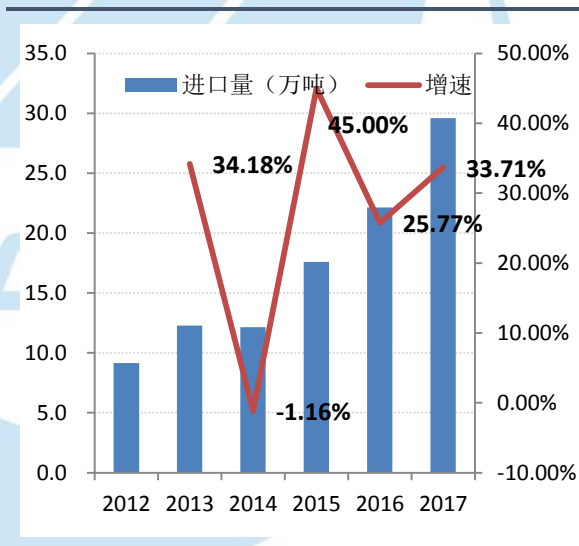
图表 6: 国内外奶业重要食品安全事件

| 时间 | 事件 | 影响 |
|------|---------------|---|
| 2003 | “大头娃娃”事件 | 全国 496 家奶粉生产企业接受检查, 54 家生产劣质奶粉企业被列入首批“黑名单”, 受此影响, 国产奶粉销量一泻千里。 |
| 2005 | 雀巢奶粉碘超标事件 | 雀巢品牌的“信任危机” |
| 2011 | 明治奶粉检出放射性铯被召回 | 当年销售额下滑 9 成, 从此一蹶不振 |
| 2008 | 三聚氰胺事件 | 全行业陷入质量泥沼, 国产乳业遭受前所未有的信任危机, 至此仍未完全恢复 |
| 2013 | 新西兰毒乳粉事件 | 中国停止进口所有新西兰奶粉, 娃哈哈、多美滋、可口可乐等使用该进口原料的产品部分紧急召回。 |
| 2017 | 法国沙门氏菌奶粉事件 | 拉克塔利斯集团在政府重压下已先后 3 次召回旗下的婴幼儿奶制品, 涉及销售到全球 80 多个国家的大量产品 |

数据来源: 公开资料、中航证券金融研究所整理

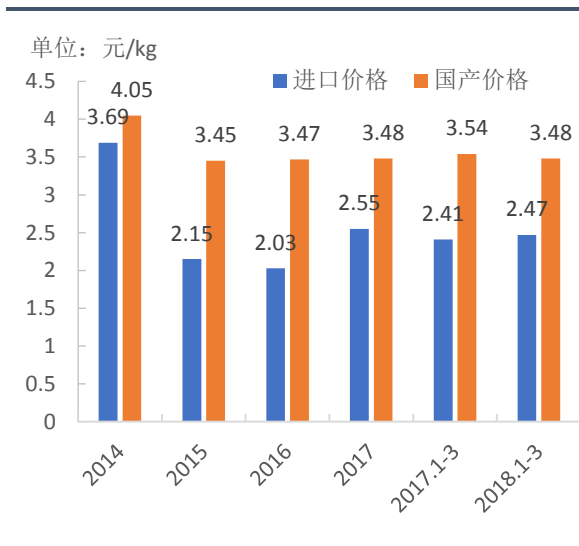
原装进口和大包装配方乳粉分装是婴幼儿配方奶粉进口品牌进入中国市场的两种方式: 2017 年婴幼儿配方奶粉进口量达到 29.6 万吨; 2012 年至 2017 年, 婴幼儿配方乳粉进口复合增长率达到 27.5%; 奶粉(即大包粉)进口量从 2007 年的 9.8 万吨增长至 2017 年的 71.8 万吨, 其中约有 50%至 60%的进口奶粉是作为婴幼儿配方乳粉产品的主要成份, 如果按 50%的比例折算, 2017 年我国原装进口加上进口原料加工的婴幼儿乳粉达到 65 万吨, 占 2017 年全国 90 万吨婴幼儿奶粉产量的占比高达 72%, 进口依赖度极高。由于进口大包粉进口成生鲜奶后成本仍大幅低于国内生鲜奶, 选择进口大包粉作为原料也是市场必然的选择, 但也导致了国产生鲜奶“卖奶难”的问题, 奶农养殖收益下降, 弃养增加、奶牛存栏下降, 使得国内生鲜乳供需形势收紧, 国产化保障形势进一步加剧。

图表 7: 近 6 年婴幼儿配方奶粉进口情况



数据来源: wind、中航证券金融研究所

图表 8: 大包粉折算成本远低于国产生鲜奶

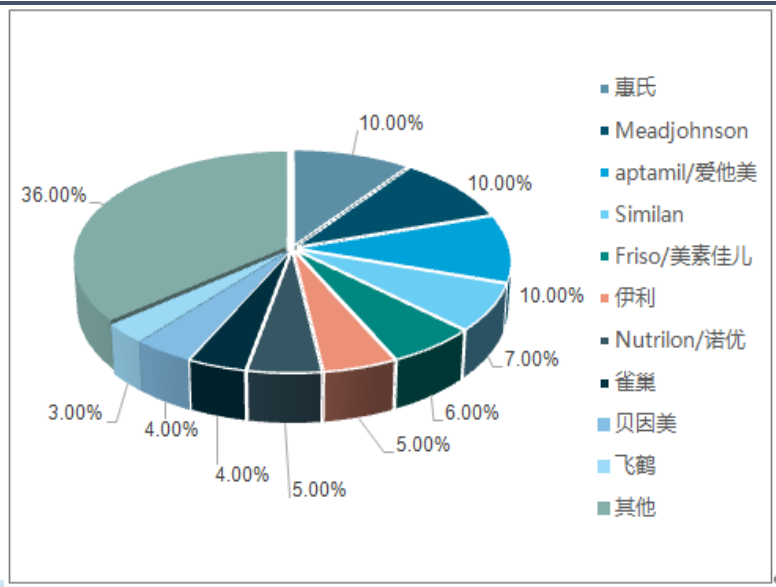


图片来源: 中国奶业贸易月报, 中航证券金融研究所

根据 2017 年我国线上婴幼儿奶粉销售数据显示, 市场竞争比较激烈, 婴幼儿奶粉线上销售前十品牌市场总占有率约 63.8%, 国内婴幼儿奶粉行业集中度仍有较大的提升空间。海外品牌在国内婴幼儿奶粉行业处于相对强势的地位, 市场占有率水平排名靠前的品牌只有伊利、飞鹤和贝因美三家国产企业, 惠氏、

美赞臣和爱他美三个海外品牌位居国内电商奶粉市场占有率水平的前三。

图表 9：2017 年线上婴幼儿奶粉品牌销售占比



数据来源：搜狐网，中航证券金融研究所整理

中国是全球不容忽视的婴童消费市场，为全球乳企的“必争之地”，国内乳企在食品安全、奶源保障、成本等方面仍面临进口品牌的竞争压力，但 2018 正式实施奶粉配方注册新规以来，奶粉市场出现两极分化，淘汰了一大批杂牌、贴牌奶粉企业，而飞鹤、伊利、贝英美等具有研发、品牌优势的国产品牌在行业清理过程中市场空间有望提到提升。根据 2018 年 6 月 11 日，国务院办公厅印发的《关于推进奶业振兴保障乳品质量安全的意见》，明确提出“严禁进口大包装婴幼儿配方乳粉到境内分装”的禁令措施，我们认为，禁令将有利于减少国内婴幼儿乳粉生产对大包粉的依赖，对利用优质生鲜乳作为婴幼儿乳粉生产原料的企业形成利好。

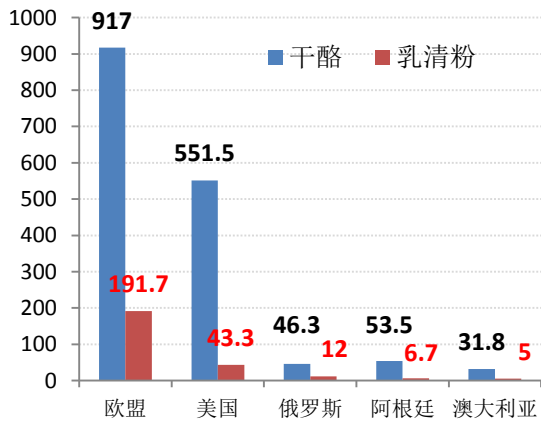
1.2、配方乳加工原料，被忽视的冰山一角

婴幼儿配方乳加工原料端不仅高度依赖进口奶粉，婴幼儿乳粉里重要的营养来源：乳清粉以及乳铁蛋白几乎也全面依赖进口，主要来源国为荷兰、新西兰等，行业发展受制于人。

乳铁蛋白是奶粉行业的营养强化剂，是母乳中重要的免疫物质之一，被誉为“健康的第一道免疫防线”，因为乳铁蛋白有不可替代的作用，如今，有不少品牌把添加乳铁蛋白作为产品的最大亮点。政策层面上：一方面，2017 年 7 月份实施的国家新标准《食品营养强化剂乳铁蛋白》—GB1903.17-2016，对乳铁蛋白的理化指标进行了修改，其中将乳铁蛋白纯度从 90%提升至 95%；另一方面，2018 年开始实施的国内婴幼儿奶粉注册配方的规定以及制度，企业申请获批的配方不能改变，品牌申请配方中含有乳铁蛋白就必须按照注册配方生产，也就是说，对于已经完成配方注册的相关品牌对于乳铁蛋白存在刚性需求。在刚需支撑、进口依赖度高的背景下，进口乳铁蛋白的价格持续走高，从之前的 2000-3000 元/千克疯狂涨至近 30000 元/千克，价格涨幅超过 10 倍，乳铁蛋白市场的剧烈波动，成本持续提升无疑对相关企业造成压力，部分成本承受能力脆弱的中小乳企陷入生存绝境，从而推动行业的洗牌。

乳清蛋白被称为蛋白之王，是从牛奶中提取的一种蛋白质，具有营养价值高、易消化吸收、含有多种活性成分等特点，根据我国食品安全国家标准要求，乳基婴儿配方食品中乳清蛋白含量应 $\geq 60\%$ ，但乳清蛋白在牛奶中的含量仅为 0.7%，因此婴幼儿乳粉生产中需添加乳清蛋白。根据 GB11674-2010，乳清蛋白

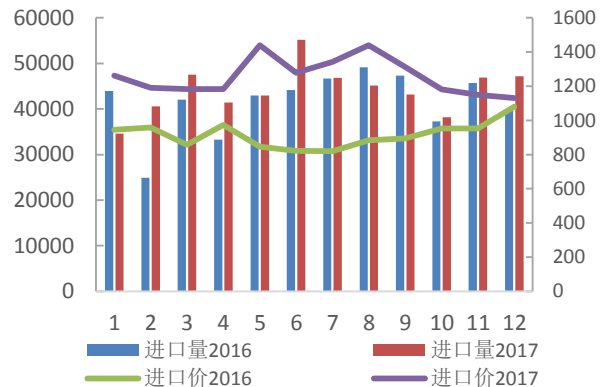
粉是以乳清为原料生产的产品，而乳清粉是利用制造干酪或干酪素的副产品乳清为原料干燥制成的，因此，全球乳清粉主产国与干酪主产国高度一致，主要集中在法国、德国等欧盟国家、美国、俄罗斯、阿根廷等国，我国 2016 年干酪产量仅为 3 万吨，乳清粉产量就更低，基本依赖进口。

图表 10: 全球乳清粉主产国产量 (万吨)


数据来源: wind、中航证券金融研究所

图表 11: 乳清粉月度进口量

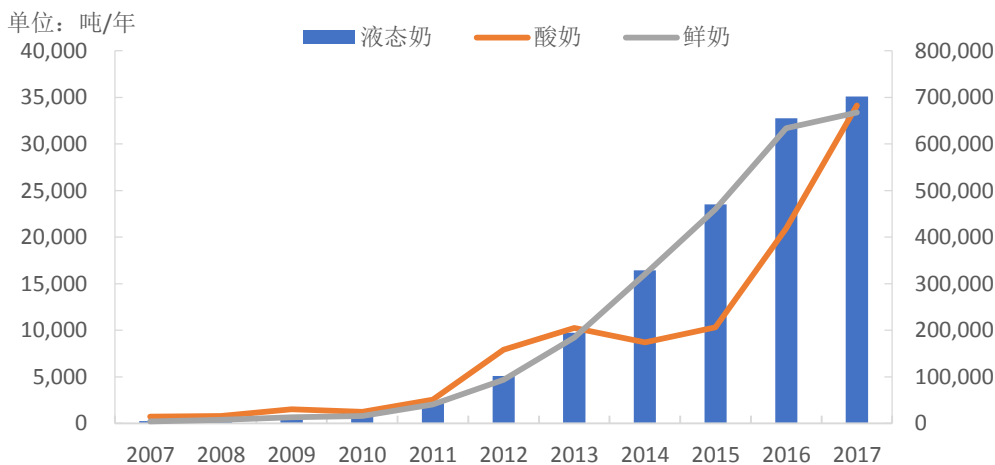
单位: 美元/吨



图片来源: 中国奶业贸易月报, 中航证券金融研究所

1.3、进口液态奶，加剧乳业市场交战

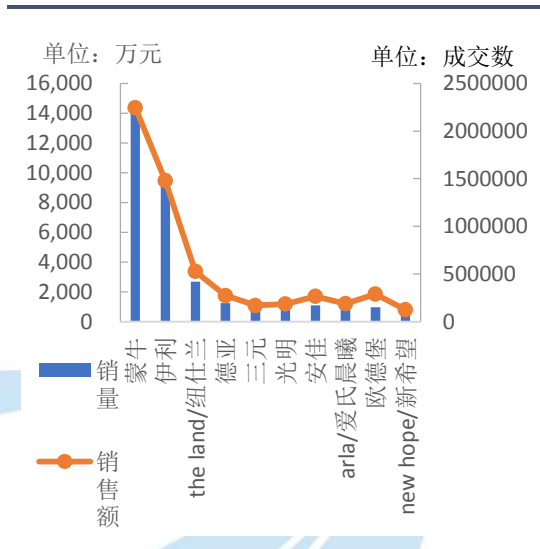
相较于奶粉市场，液态奶在运输、保存上的成本更高，这原本是国产乳企的先天优势，但近五年，出于消费者对进口牛奶品质的信赖，进口液态奶进口也呈现持续增长的势头，购买进口牛奶成为奶类消费升级的重要表现之一。液态奶进口以常温奶为主，近几年国内跨境电商的快速发展为进口常温牛奶的线上销售提供了便利，进口牛奶通过各种电商平台送达消费者，各平台纷纷通过价格战抢占市场份额。

图表 12: 液态奶进口合计: 以鲜奶为主, 酸奶增速迅猛


资料来源: wind、中航证券金融研究所

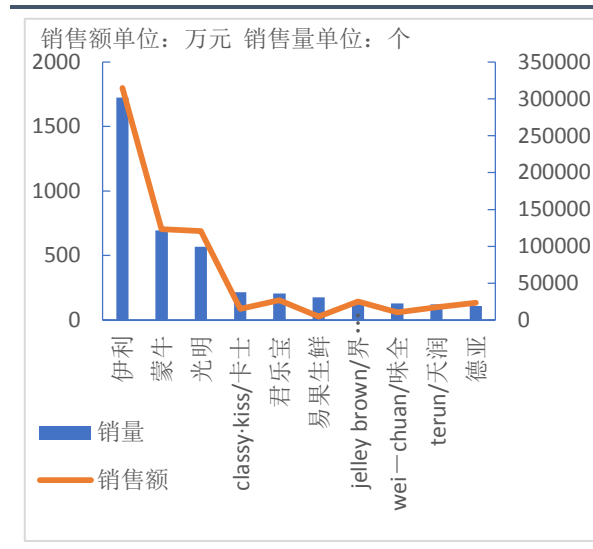
目前在天猫、淘宝统计的纯牛奶市场数据上，占据绝对优势的依然为蒙牛，其次是伊利。在成交数量与销售额看来，进口品牌的市场占有率很难对抗伊利与蒙牛的“双雄地位”，品牌集中度高。但是整个市场中，并不能仅仅依靠两家乳企支撑。在纯牛奶销量前十的品牌里，进口品牌占了半壁江山的席位，对于其他品牌的乳企来说，液态奶市场的交战结局并不明朗，进口品牌的液态奶攻势对于国内其他乳企依然造成不小压力。

图表 13: 液态奶市场各品牌销售情况 (纯牛奶)



数据来源: 淘数据、中航证券金融研究所

图表 14: 液态奶市场各品牌销售情况 (酸奶)



数据来源: 淘数据、中航证券金融研究所

图表 15: 天猫平台热销酸奶来源国
成交量: 个数 销售额: 元

| 属性值 | 成交量 | 销售额 | 高质宝贝数 |
|------|--------|-------------|-------|
| 中国大陆 | 974927 | 57444652.69 | 2235 |
| 德国 | 49438 | 3418227.22 | 145 |
| 西班牙 | 12367 | 967242.51 | 155 |
| 奥地利 | 10255 | 611582.74 | 15 |
| 泰国 | 7263 | 276207.16 | 50 |
| 法国 | 1846 | 70054.95 | 24 |
| 波兰 | 1016 | 130887.12 | 3 |
| 澳大利亚 | 745 | 49776.60 | 29 |
| 日本 | 351 | 13441.80 | 11 |
| 英国 | 272 | 11854.20 | 3 |

数据来源: 淘数据、中航证券金融研究所

图表 16: 天猫平台热销纯牛奶来源国
成交量: 个数 销售额: 元

| 属性值 | 成交量 | 销售额 | 高质宝贝数 |
|------|---------|-------------|-------|
| 中国大陆 | 1551765 | 91482613.17 | 1837 |
| 新西兰 | 216361 | 30389208.23 | 212 |
| 德国 | 184434 | 19264127.34 | 423 |
| 澳大利亚 | 94770 | 10583050.76 | 234 |
| 波兰 | 44572 | 1976694.20 | 44 |
| 丹麦 | 23662 | 1414723.50 | 8 |
| 荷兰 | 19756 | 2794239.74 | 78 |
| 奥地利 | 18992 | 1574472.50 | 34 |
| 法国 | 13916 | 1184945.17 | 81 |
| 西班牙 | 10940 | 550935.00 | 16 |

另外，虽然酸奶在液态奶进口中的占比不及常温纯牛奶，但是增长势头强劲，未来可能仍有较大空间。在 2016、2017 年，酸奶的进口增速大幅高于鲜奶，目前电商销售排名前二的酸奶品牌中已挤进进口品牌，说明酸奶市场的未来发力可期。酸奶数据中可以看见，在电商平台上销售量大的依然是国产酸奶，这与酸奶的新鲜度要求密不可分。在电商销售的数据里，酸奶主要是常温酸奶，常温酸奶的保值期长，给进口酸奶得以空间生长。但从消费升级角度考虑，国内未来低温酸奶需求的增加潜力巨大，尤其是一二线

城市，超市低温酸奶的选择越来越多。另外，目前国内生产常温酸奶的企业有 40-50 家，品牌多达上百种，市场竞争异常激烈，但也趋于饱和。现阶段国内的常温酸奶产品类型已陷入同质化、价格竞争白热化的情况，对于乳品企业来说，面对增长放缓，寻找新的增长点、发力细分市场、打造产品多元化已经势在必行。相对于常温酸奶有效延长了产品的保质期，低温酸奶则在营养价值方面更有优势。加之由于较高的利润率以及市场潜力，高端低温酸奶市场目前已成为乳企的争夺焦点，低温酸奶在消费升级的过程中拥有巨大的潜力。从而在日后的酸奶市场中，消费者对高品质低温酸奶的需求将会进一步加大。考虑到低温酸奶的保质期，国内乳企将较进口产品具有明显的优势。所以在低温酸奶这一板块上，进口商品周期性上的短板是非常明显的，这使得国内乳企未来在这一领域可以有机会大幅占领市场。

但是回看进口乳品的发展步伐，从保质期较长的奶粉到相对保质期短液态纯牛奶的进口趋势，也是对于产品周期性的一次攻破；日后随着运输链的完善升级——近几年的冷库容量持续走高，日后的冷链运输产业能力会越来越强；以及酸奶市场的高端化发展，使得进口产品的包装优势、奶源优势凸显，消费者的经济实力提升也会削弱进口酸奶的价格劣势；这些因素使得酸奶市场的进口依存度也极有可能成为下一个“奶粉”、“纯牛奶”。加之现在乳品行业全球化趋势日渐显著，国外品牌与国内市场也有不少联手跟合作，外来品牌的酸奶在天猫中已有进入销量前十的企业，日后必定会进一步攻占国内酸奶市场，这些因素不容国内乳企放低酸奶市场的警惕性。

2、海外品牌“自降身价”，抢占国内消费市场

乳制品作为快消品，影响其终端消费的因素很多。进口乳品最早进入中国市场以食品安全为第一卖点，这一阶段价格相对都要高于国内产品，以安全溢价而获得更高的毛利；但随着进入中国市场品牌增加、销售由代购、海淘发展到电商直营、品牌旗舰店等更多元的渠道，市场竞争逐步加大，进口品牌也开始进入价格竞争阶段，各品牌不时推出促销活动。从京东平台的官方销售价格可以看出，同规格的酸奶售价，国外品牌与国内品牌的售价很多集中在同等的价位档次。

表格 1：进口酸奶价格与国产价格对比

| 价格对比 |  |  |  |  |  |  |
|----------------|---|---|---|---|--|---|
| 规格 200ml*12 | 德国原装进口酸奶甘蒂牧场 69 元 | 爱氏晨曦 Yoggi 风味酸乳 69.9 元 | 安佳进口常温酸奶 59 元 | 蒙牛纯甄酸牛奶常温酸牛奶 53 元 | 光明 莫斯利安常温酸奶 59.9 元 | 新希望 airsnow 轻爱轻质感常温酸奶 49.7 元 |

数据来源：京东旗舰店、中航证券金融研究所整理

尽管我国的人均奶类消费水平仍低于世界平均水平，但奶类消费意识以及普及程度都大大提高，奶类日趋成为日常生活的必需消费品，而且近几年奶制品市场升级趋势明显，消费者对产品价格的敏感性远低于乳企对原料、养殖成本的敏感性，进入消费终端的各类进口乳品营销策略也逐步调整，从最初走进国内市场时只看重高端市场，开始逐渐走价格优惠路线。在中国的乳品市场，消费者对进口产品本身就有着偏好，

另外价格优惠成为优势的话，进口乳品爆发力不容小觑。当前，中国乳制品品牌的价格战还在持续进行中。进口的产品越来越多，而且价格非常便宜，这就迫使中国的这些品牌的纯牛奶价格开始下降。特别是一些中高端的产品，它们会不断以打折的方式去促进销售，来消化产品的产能。

图表 17: 各大电商进口奶优惠攻势强



京东商城 澳大利亚 澳洲原装进口牛奶 澳伯顿 So Natural 全脂纯牛奶 200ml*24整箱装

牛奶冲饮2019大促开幕，花式榜单让你不再选择困难！精选商品第二件半价，更有每日超级单品价推荐，榜单会场直达~

京东秒杀 距离结束 08:53:01

秒杀价 **¥59.90** [¥79] 降价通知 累计评价 4.6万+

优惠券 **满110减5** **满188减10**

促销 **加价购** 满5元另加9.90元，或满15元另加19.90元，或满25元另加29.90元，即可在购物车换购热销商品 详情 >>

多买优惠 满2件，总价打9折；满3件，总价打8.50折 详情 >>

“加价购”“多买优惠” 仅在购物车任选其一



年货节

DEVONDALE our Lightest one INSTANT SKIM MILK POWDER SKIM HIGH CALCIUM NO PRESERVATIVES 1kg NET

2件9折/3件85折



Volkmilch

爆款 买1赠1 共发12瓶

数据来源：京东、中航证券金融研究所整理

二、依赖度走高，乳企探寻新出路

国内乳品市场一方面在国内需求持续增长、消费需求升级的背景下，需求依赖进口满足供需缺口以及奶制品品类多样化、品质化需求；另一方面，由于资源优势下降，国产生鲜奶成本不具优势转而依赖进口奶源也是被迫之举，但进口依赖增高，进口低价优质奶制品对国内市场必然形成冲击，行业发展竞争加剧。但奶业进口依赖度提高，甚至一定程度上受制于人，并不是一朝一夕的结果，而是各种内外因素积累的爆发，但乳企纷纷探求新出路以求在日趋激烈的竞争环境中生存发展。

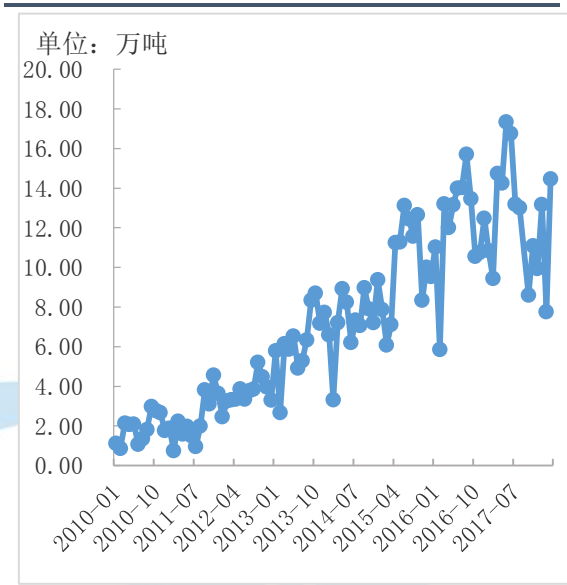
1、国内奶牛养殖业低迷

国内奶牛养殖业这几年情况不容乐观。近年来，下游乳制品加工企业大多认为进口原料奶充足且廉价，因此他们并不“不缺奶”，收奶意愿也不强烈。目前，很多牧场每月和下游企业协议中的奶量远远小于产奶量，多余生乳只能低价卖出甚至倒掉。在 2013 年，受到市场上牛肉价格上升的影响，中小企业纷纷出现“杀牛倒奶”的举动，使得 2013 年国内奶类产量骤降，成为近十年的低点。

养殖业的颓势除了原奶以及大包粉的国际价格波动，也受国内居高不下的养殖成本的冲击。我国的牛奶生产成本非常之高——在鲜奶成本中，饲草料成本最高，而饲草料中，玉米青贮都是由企业自己种植，

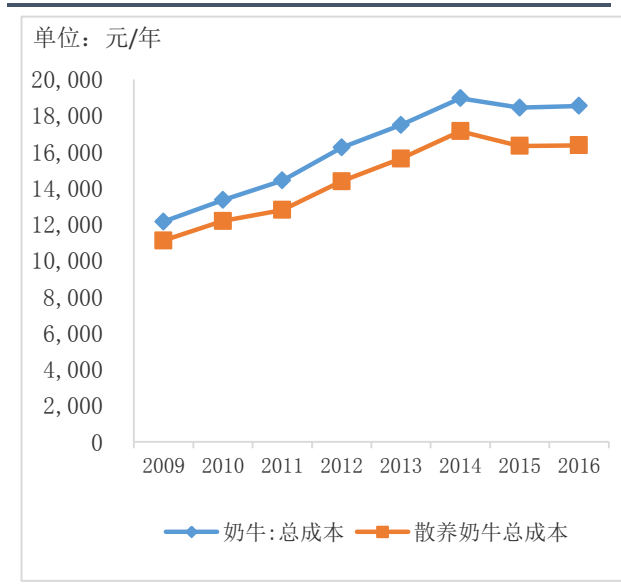
但蛋白含量更高的紫花苜蓿等饲草料都需要进口。苜蓿草、豆粕等大众饲料成本高，各类养殖设备也都要从国外进口。我国优质牧草资源有限，进口苜蓿量持续加大，中美贸易摩擦中苜蓿成为中国应对摩擦提高关税的品种之一，未来可能会导致苜蓿价格上涨，对奶牛养殖成本构成不利影响。另外，国内人均奶牛养殖的成本也高，在国外由于现代化管理手段的实施，人均养殖头数较多，平均成本低，留给乳制品终端市场售价的空间大。

图表 18: 国内苜蓿草进口量走势



数据来源: wind、中航证券金融研究所

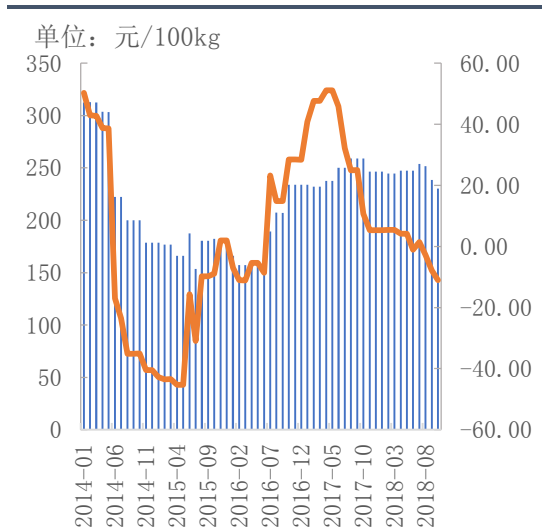
图表 19: 国内奶牛养殖成本趋势图



数据来源: wind、中航证券金融研究所

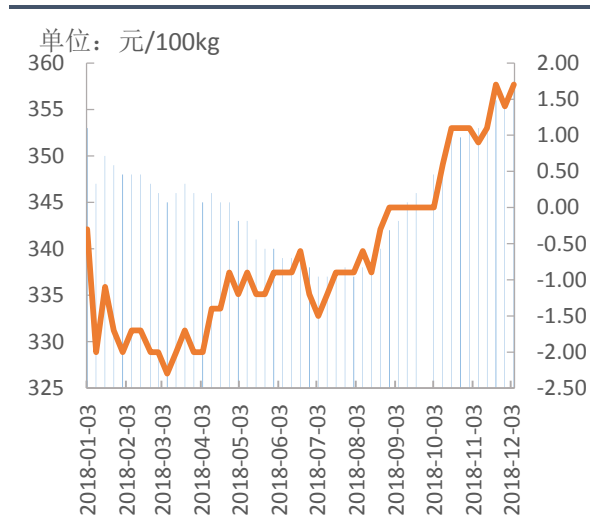
对于乳品企业而言，近几年，原奶价格持续走低，进口原奶的成本大大降低，许多乳企养殖成本高于收购价格，与其进行养殖，不如直接进口原奶。原奶价格的下降，使得国内乳企纷纷倾向从外进口。目前奶价的痛点主要还与大包粉有关，国际上大包粉非常便宜，对国内生鲜乳会有影响。进口大包粉除作为婴幼儿配方乳粉原料外，还作为液态奶、酸奶等奶制品的配比原料。由于进口大包粉折算成生鲜奶仍具有明显的价格优势，乳企为节省成本选择将大包粉，挤压了对生鲜奶的需求，导致了乳企压奶价、奶贱伤农，甚至奶农弃养等现象，国内生鲜奶的供需情况可能会进一步恶化，短期内进口依赖的局面仍难改变，行业亟待打破这种恶性循环。

图表 20: 恒天然进口原奶价格及同比



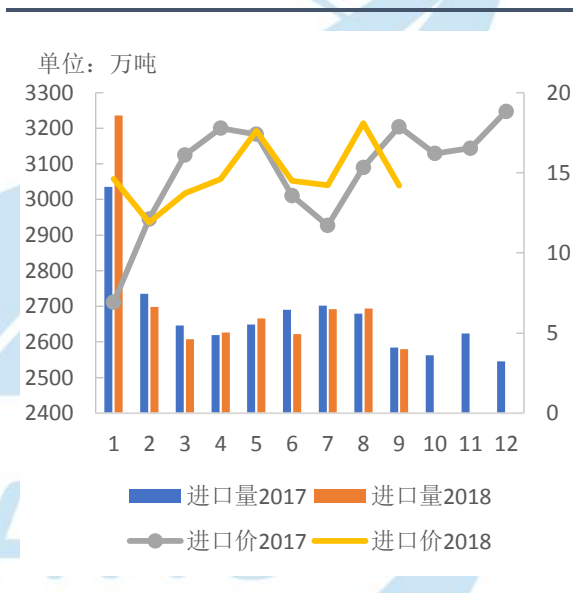
数据来源: wind、中航证券金融研究所

图表 21: 我国主产区生鲜乳平均价



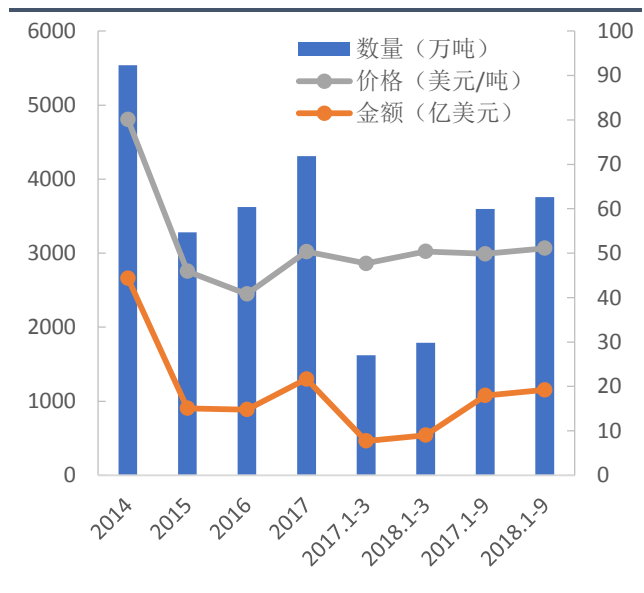
数据来源: wind、中航证券金融研究所

图表 22: 中国大包粉月度进口量



数据来源: 中国奶业贸易月报、中航证券金融研究所

图表 23: 中国大包粉进口量历年变化



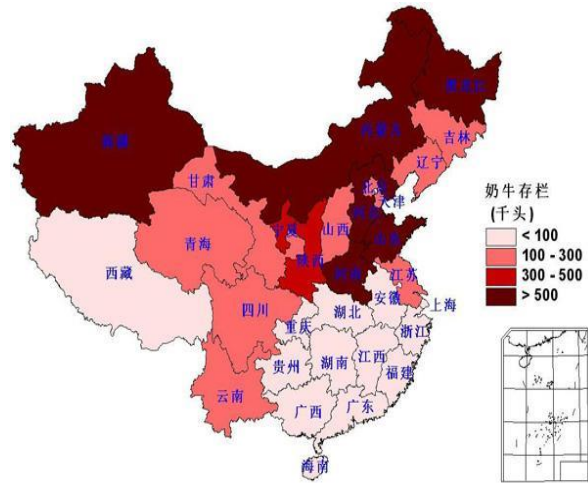
2、乳企抢占黄金奶源地带资源

对于依赖度过高的问题,自身的根源还在于生产端不理想。其实,对于奶牛的养殖和奶类产品的生产,我国并不缺乏先天优势。正如最好的红酒在欧洲、最好的咖啡在南美、最好的茶叶在中国一样,世界上最好的牧场都集中于南北纬的大约40-50°区间的温带草原,例如南纬46°的新西兰南奥塔哥、位于北纬50°45'至53°52'的荷兰奶源带、北纬47°的加拿大阿尔伯特等。在国内,我们也拥有优质的“黄金生产地”,四大黄金奶源带——内蒙古奶源带、新疆奶源带、河北奶源带以及东北奶源带。

图表 24: 黄金奶源带



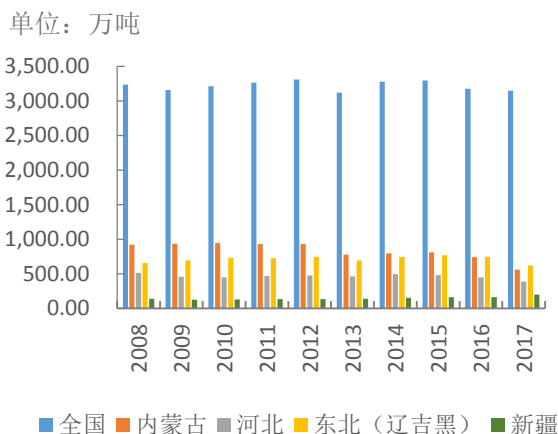
图表 25: 我国产奶大户主要集中于北方



数据来源: 百度图片、中航证券金融研究所整理

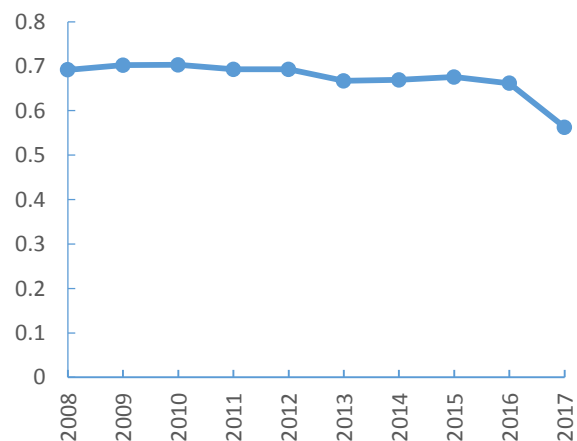
其中，内蒙古奶源带地处北纬 45 度，拥有 13 亿亩天然草原，3000 万亩人工草地，是国际公认的黄金奶源带，孕育出了最优质的奶源。这里生活的奶牛有 235 万头，牛奶年产量 693 万吨，已成为全国最大的奶源生产输出加工基地。我国东北奶源黄金带主要是指黑龙江地区的密山、大庆、绥化、肇东等地，是我国主要奶源基地之一。尤其是黑龙江省杜尔伯特蒙古族自治县拥有草原 469 万亩，黑龙江杜尔伯特大草原是中国最大的优质草原之一，广阔的黑土地上诞生了许多有机牧场，高质量的发展态势有望比肩欧洲，成为全球最大的有机牧场。整体规模排在第三位的河北奶源带，是奶牛养殖业的大户，之前呈现奶牛养殖小区模式占高比例的特点，随着近几年乳业整体结构升级，河北省的养殖业逐渐规模化，拥有千头以上大中型牧场 400 余个，全部实现管道式挤奶，现有取得《乳制品生产许可证》的乳制品加工企业 42 家，加工乳制品的品种主要有液态奶和固态乳制品两大类。四大黄金奶源带中的新疆奶源带新疆坐拥 8.6 亿亩优质草场，占全国草原面积的 22%；奶源品质在全国名列前茅，天山区域日照时间更是长达 16 个小时，是名副其实的黄金牧场；同时新疆还拥有全国最大的进口良种牛核心群，天山北坡、伊犁河谷和南疆绿洲具有奶牛养殖的良好基础；但是新疆地区交通、技术、经营理念等条件的限制，本地乳企多以生产低端产品为主，产品利润率低，附加值低，综合效益不高，从而制约了新疆乳业乃至畜牧业的发展

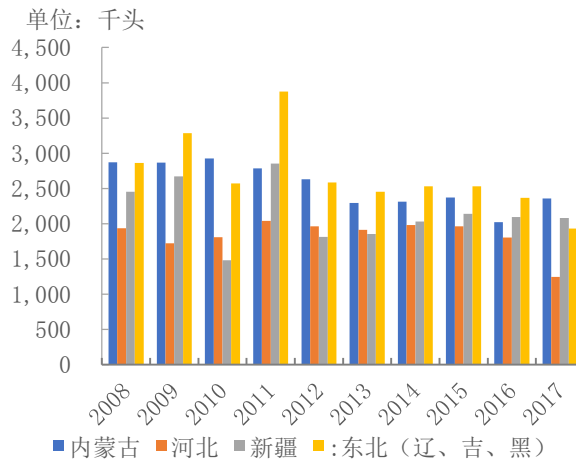
图表 26: 我国奶类年产量及四大奶源带产量



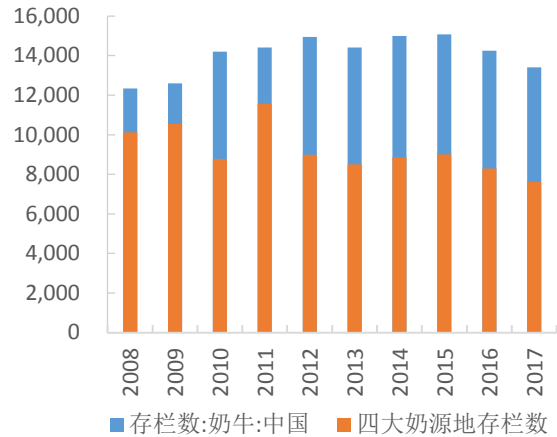
数据来源: wind、中航证券金融研究所

图表 27: 四大奶源地与全国产量占比



图表 28: 四大奶源地奶牛存栏数


数据来源: wind、中航证券金融研究所

图表 29: 全国与四大奶源地存栏数


近十年的奶类生产数据里, 四大奶源地的占比全国的产量平均为 66%左右, 在奶类产品的输出上, 四大黄金奶源地带是我国的绝对主力军。这样的产奶水准, 使得国内乳企们纷纷在黄金奶源地进行布局, 抢占优良的奶源。

表格 2: 四大黄金奶源地与乳企

| 内蒙古奶源地, 奶业助长经济的先驱者 |
|---|
| <p>伊利: 伊利通过持股 China Youran Dairy Holding Limited 联合经营奶牛养殖及原料奶生产, 根据伊利 2017 年公司年报显示, 公司以悠然牧业为主的 13 家原料采购关联交易企业中, 有 7 家处于黄金奶源带, 这部分联营企业关联交易总额占比达到 81.36%; 另外, 伊利股份从 2007 年就开始着手打造“三大黄金奶源基地”, 通过建设“奶源中转枢纽”、搭建专业培训本地养殖人员的“奶牛学校平台”来打通乳业的上下游通路, 伊利事业部模式中, 主要有 6 家子公司负责经营牛奶收购, 其中 5 家子公司都在黄金奶源带, 十分重视黄金奶源带奶源布局。</p> <p>蒙牛: 蒙牛作为全国第二大乳品企业, 其 35 个生产基地有 21 个处于黄金奶源带, 依托黄金奶源基地的资源优势明显。蒙牛乳业还是全国最大原奶供应企业现代牧业的控股股东, 从双方签署的框架供应协议显示, 现代牧业无疑是蒙牛重要的奶源保障布局, 根据现代牧业 2018 年中报显示, 目前拥有 26 家牧场, 其中有 13 家牧场处于黄金奶源带, 牧场布局优势明显。</p> |
| 东北奶源地, 婴幼儿奶粉生产大户 |
| <p>本地品牌: 完达山、飞鹤、红星、惠丰; 伊利、蒙牛、雀巢、贝因美等乳品企业纷纷在黑龙江建立奶源基地和乳品加工厂。婴幼儿配方粉产量 20 万吨, 约占全国总量的 1/3, 奶粉和婴幼儿配方粉产量全国第一。</p> |
| 河北奶源地, 打造完整产业链的“技术流” |

河北奶源地上诞生了完达山、君乐宝、三元等乳企。目前河北省生鲜乳主要卫生指标均优于国家标准，规模牧场达到了欧盟标准。未来，河北政府重点培育一批销售收入超百亿元的乳品集团，更多发展婴幼儿乳粉和巴氏乳，开发奶酪、黄油等新产品。推广“奶农+合作社+公司”模式。

新疆奶源地，得天独厚的乳品锻造者

麦趣尔、天润、西域春在新疆的土地上开出了美味之花——天山牧场春夏秋冬分明的四季，寒冷酷暑的交替；天山雪水的灌溉饲草料品质佳、营业高；新疆的奶牛养殖实现了集中饲喂、统一防疫、集中挤奶的规模化养殖和标准化作业的发展模式，2016年6月，西牧乳业获得婴配粉生产许可，为西部牧业培育新的增长点。

资料来源：公开资料、中航证券金融研究所整理

3、全球化乳业趋势，大型乳企纷纷海外扩张

相比中小乳企面对养殖成本升高、进口原料价格波动的力不从心，大型乳业面对这类问题时，稳定性更高，是更值得我国乳业信赖的支柱。但是随着乳品发展全球化的趋势，以及国内消费者对于国外奶源的信任已久，大型乳企已经开始走向海外，纷纷在海外建厂，布局版图。奶源产地是决定乳制品品质的最关键因素，有实力的大型乳企在具备资金实力、市场资源等话语权后，走向海外似乎成了它们的“必经之路”。

表格 3：乳企海外战略布局情况

| |
|---|
| <p>伊利：2014年在新西兰投资了全球最大的一体化乳业基地，2017年新西兰大洋洲生产基地二期也正式揭牌，该工厂生产的伊利培然、金领冠睿护都已通过配方注册。另外，伊利联合荷兰瓦赫宁根大学建立了伊利欧洲研发中心。目前伊利已在大洋洲、欧洲、美洲等地建立起了全球资源体系。</p> |
| <p>光明：2010年11月，收购第一家境外子公司新西兰新莱特 Synlait Milk Limited。2011年，光明乳业在新西兰坎特伯雷的雪山牧场建立生产基地，使新莱特顺利投产高端婴幼儿奶粉培儿贝瑞。</p> |
| <p>圣元：2012年9月投资在法国建设奶粉工厂，即圣元卡莱梦工厂，这座占地面积达3.8万平方米的奶粉生产、包装工厂，是中国乳品企业在海外最大的投资项目，也是世界最大的单体婴幼儿奶粉工厂。</p> |
| <p>蒙牛：2013年1月，蒙牛旗下的雅士利宣布投资约11亿人民币在新西兰自建工厂。新西兰工厂届时将成为集团的海外生产基地，主要生产婴幼儿配方奶粉成品及半成品。</p> |
| <p>澳优：2014年澳优在荷兰投资兴建 Pluto 工厂和 Hector 工厂，并且在荷兰拥有三个子公司：Lyempf（以湿法生产原料基粉）、Lypack（主要做配方和罐装）和 Hyproca Dairy（奶粉生产）；2016年9月，澳优投资约人民币2185万元与新西兰第二大乳品公司 Westland 合资建厂；2017年，澳优先后收购了 ADP 奶粉工厂 100% 股份及 OzFarm 50% 股权。</p> |

飞鹤: 2017年9月份,在加拿大金斯顿投资建设的婴幼儿奶粉厂,于2017年6月动工,将于2019年下半年完工并投入生产。是其在美国工厂外第二个海外工厂,美国加利福尼亚州、加拿大金斯顿,为飞鹤布局的两个海外工厂。

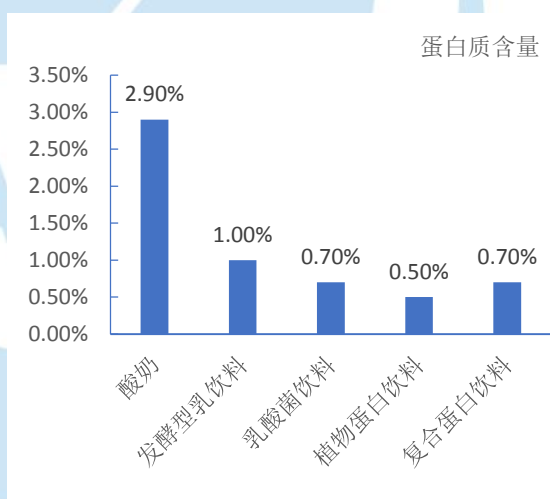
根据 Euromonitor International 的一份报告,2011年至2016年中国对进口奶粉的需求几乎翻了一番。雀巢、达能、美赞臣、荷兰皇家菲仕兰和雅培几大进口品牌在中国市场的份额加起来已超过50%,而对比起来,作为本土最大乳企伊利在奶粉领域的市场份额为5.4%。好奶源仍是“奶粉”最好卖,取得原装进口身份,借助海外资源,获得稳定质量的奶源和较低的成本也是国内奶粉品牌大举海外投资的原因。

虽然对于大型乳企和我国整体乳品行业来说,此时是中国乳企“走出去”的好时机,但是对于国内的生产以及中小乳企的生存来说,却是一股强劲的压力。对于乳品的全球化发展,是一次市场的调整,也是利弊并存的“双刃剑”。

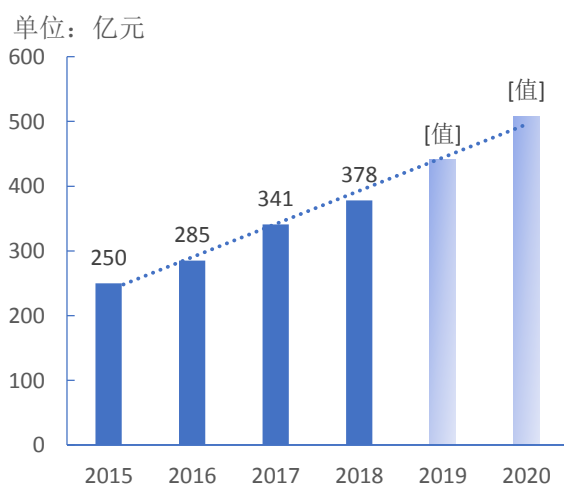
4、乳企发力鲜奶及低温酸奶,强化区域优势

在近期的乳品市场现状中,消费者的需求以及企业的走向似乎都在越来越“以鲜为主”,鲜奶市场在近年来异军突起。我们所说的鲜奶,通常是指用原奶进行巴氏灭菌、均质而成的鲜奶,也叫巴氏奶。这种鲜奶不添加任何稳定剂、增稠剂、乳化剂等。这对生产鲜奶的企业也有一定要求——要有充足的原奶,原奶可向当地牧民或奶农收购,但最好还是企业自身拥有乳源基地;有稳定的销售渠道,通常鲜奶价格高于常温奶,保质期也十分短,一般在2-10天左右。酸奶市场中,低温酸奶称之为活菌型酸奶,而保质期久、对储藏温度要求低的常温酸奶为灭菌型酸奶,主要差别在于活性菌成分。虽然这两年常温酸奶在市场上表现可嘉,但是低温酸奶的口感、活性乳酸菌成分等不可代替的优势。根据《中国食物与营养》报告,低温酸奶的营养价值位于乳饮的顶端,每单位蛋白质含量高于其他品类的乳饮。低温酸奶在日后市场中还是存在可期的潜力。

图表 30: 酸奶蛋白质含量国际标准高于其他产品



图表 31: 低温酸奶市场走势及预测



数据来源: 中国产业信息网、中航证券金融研究所整理

面对鲜奶市场的崛起,许多企业纷纷在鲜奶版图上开始布局:2017年底,阿里巴巴旗下的盒马鲜生宣布与全球领先的乳品企业恒天然集团旗下消费品牌安佳达成战略合作,重磅推出“盒马-安佳”日日鲜鲜牛奶。

新希望乳业更是早在 2011 年便率先提出“24 小时”概念，从生产到售卖只有 24 小时，让中国消费者逐步认识到新鲜即营养概念。对于巴氏奶或者低温酸奶而言，最难攻克的难题便是保质与运输。例如，新希望乳业就采取在核心经营城市周边均布建了牧场及工厂，原奶采购主要来自自有牧场、合作大型奶源基地或规模化养殖合作社，打造完整鲜奶产业链，华西乳业还建立了新希望鲜生活冷链物流公司，一站式高效快捷的物流，保证了牛奶的新鲜和高品质的传递，能在第一时间到达消费者。近年，新疆的高品质低温酸奶产业也在快速发展。目前，新疆西域春乳业有限公司也准备了冷链运输车向内地专运酸奶，新疆天润乳业生物制品有限公司从 2011 年开始做内地市场，经过三四年的培育，到 2015 年发现内地市场酸奶走的出奇的快，于是在 2015 年第四季度赶紧组织了运输到华东的第一条冷链运输专线。三元的鲜奶战略也充分发挥地域性优势，每日从北京三元在京郊的牧场已经开始生产次日的鲜奶，经过巴氏杀菌后分装至 200 毫升规格的玻璃瓶中，经过北京 560 多个奶站，再在超市上柜。在鲜奶业务上不得不提的还有老牌地域乳企光明乳业，明乳业 2017 年年报数据显示，鲜奶的生产量 62.57 万吨，比上年增长 36%；销售量 62.97 万吨，比上年增长 40%。可见，鲜奶及低温酸奶的运输、保鲜要求高的特性，对于国内乳企来说既是难题也是机遇。这样的高要求期限让进口乳企操作空间很小，给国内乳企开启了一扇大门，尤其是区域性乳企，在“鲜”这一板块，可以形成特有的差异化竞争力。

巴氏杀菌奶跟低温酸奶很可能将成为未来液态乳市场的发展趋势。随着主要生产企业的全国奶源建设布局，乳制品消费理念的不断提升，以及食品领域冷链建设的加快，我国对于鲜奶消费的需求正不断提高，这使得鲜奶未来有望成为液态乳市场的主导产品。

三、全球化趋势不可逆，机遇挑战双刃剑并存

在如今全球交织密集的贸易关系网里，乳品行业的“走进来”与“走出去”都是势在必行的道路，作为乳品产值大国，面对乳品全球化的趋势既是一次机遇，也并存挑战。不仅外来品牌走入中国液态奶市场，国内许多乳品企业也开始频频出招，伊利、蒙牛、光明等乳制品龙头企业纷纷拓展海外资源，希望引进进口液态奶，瓦解进口液态奶低价和海外奶源的优势。然而从长期来看，液态奶进口周期长、保质期短等产品属性使得进口代理商难以拥有可持续的盈利模式，由于进口业态奶需要经过国内检验检疫、海运、报关、商检等一系列程序，因此从生产到国内终端上架都需要 3 个月以上的时间，而乳制品本身的保质期较短，零售终端不会接受超过保质期一半时间的货，以进口奶 9-12 个月左右的保质期来计算，那么实际留给终端动销的时间仅 1.5-3 个月左右的时间，对终端的动销周转要求比较高。因此，国内强势企业与海外资源合作，将进一步使得乳品市场对外依赖度严重，给国内的中小乳企造成压力；除此之外，未来电商渠道的发展跟完善，会降低进口商品来国内市场的难度，或许成为进口液态奶销售的主要渠道。

1、消费者：市场终端的试金石

消费者作为消费市场服务的核心，是反馈市场信息的晴雨表。在乳品市场，消费者的认可度越来越高、接受度越来越广，也使得市场上各类乳品琳琅满目。由于国产内粉出现过食品安全的问题，国内消费者一直心有余悸，使得多年来偏好于进口乳品，一时之间，不会轻易更改固有的消费习惯。国产乳品要走进消费者根深蒂固的思想，还需坚持靠品质慢慢打动国内消费市场。除了消费心理和习惯，外部经济环境也影响着消费者的需求，近年生活水平和消费的日渐提高，消费者更注重营养价值和生态有机，对于产品的质量提出了更高的要求。相比于进口商品的品质和包装宣传，国内乳制品也有一定的施展空间，未来中高端乳品市场将会更加需要“有质感”的乳制品。

2、乳品企业：市场消费结构转变蕴藏转机和风险

作为乳品市场的重要支柱，乳企在全球化趋势下既有机遇也有风险。在如今我国乳品进口依赖度持续增高的环境下，乳企受国际价格波动明显。目前我国的饲草料、乳铁蛋白等原料大部分依赖进口，造成国内养殖成本居高不下的局面。尤其是中小乳企，在人工成本上本来就高于规模化生产的大型乳企，再要面对国家价格波动更是倍感压力。如果对于原料价格、养殖成本等不确定因素是进口依赖度走高带来的被动局面，那么在与进口产品的市场竞争中，国内乳企可以主动出击。整体行业的消费水准，走向高端化、个性化，乳企在品质提升的同时，产品定位、精美包装也应随之提高。如今的购物模式不仅仅是电商盛行，更是媒体盛行的时代，通过视频软件、自媒体宣传，“网红效应”是如今流行的消费宣传模式。在多元化的商品选择中，针对性的调整包装，有利于产品脱颖而出。

当然，在全球化趋势下，进出口的贸易线紧密交织，面对乳品市场的“进口热潮”也给中国乳企带来了“走出去”的机会。奶企海外建厂，除了可以获得质优价廉的资源，降低生产成本，同时国外奶源可获得消费者信任，迎合消费心理。加快布局海外奶源，主要是出于提升品牌美誉度的考量，以争抢国内超高端奶粉市场份额。对中国乳企而言，“走出去”有助于企业提高视野，同时获得国外乳企的资源性支持，包括奶源资源、企业管理、先进的工艺和技术等，加快实现自身的国际化发展。

四、重点关注公司

乳品行业全球化趋势显著，进口依赖度走高，行业龙头伊利“抗压力”强，全球布局产业链与“欧洲创新中心”，公司继续深入整合战略协同采购业务，在成本优化、全过程质量管控、供应商合作以及采购订单服务效率提升等方面进行持续推动，进一步提升了全球化乳业资源的保障能力。随着公司“全球资源、全球创新、全球市场”三大体系的有序推进，全球产业链布局的战略协同优势愈加显现。以及具备区域优势的天润乳业，天润的营业收入和扣非净利润都有乐观的增长率。作为新疆地区的地方性乳企，在不断的产品创新和市场道路摸索中，地域限制越来越小，天润乳业的产品在市场上接受度逐渐增高。天润在2018年上半年陆续推出被柚惑了、妙趣横生、抹茶冰淇淋等十余款产品，新款生产能力十分高效。产品的创新有利于市场的开拓，天润乳业除了有其经典的系列酸奶，目前还有奶啤、益生菌系列饮品在京东等平台销售。在未来的乳品市场中，天润的表现力值得期待。推荐关注。

伊利股份财务数据预测：

| 财务和估值数据摘要 | | | | | | |
|---------------|---------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 单位：百万元 | 2015A | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
| 营业收入 | 588.57 | 875.18 | 1240.20 | 1543.92 | 1865.31 | 2195.36 |
| 增长率(%) | 80.26% | 48.70% | 41.71% | 24.49% | 20.82% | 17.69% |
| 归属母公司股东净利润 | 50.86 | 78.27 | 90.49 | 141.01 | 174.49 | 211.52 |
| 增长率(%) | 304.94% | 53.90% | 15.61% | 55.83% | 23.74% | 21.22% |
| 每股收益(EPS) | 0.246 | 0.378 | 0.437 | 0.681 | 0.843 | 1.021 |
| 每股股利(DPS) | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 |
| 每股经营现金流 | 0.486 | 0.757 | 0.951 | 0.100 | 2.582 | 0.532 |
| 销售毛利率 | 33.77% | 30.98% | 27.97% | 27.20% | 27.20% | 27.20% |
| 销售净利率 | 9.49% | 9.68% | 7.79% | 9.75% | 9.99% | 10.29% |
| 净资产收益率(ROE) | 7.71% | 10.61% | 10.81% | 14.42% | 15.14% | 15.51% |
| 投入资本回报率(ROIC) | 16.54% | 10.51% | 14.25% | 16.21% | 15.22% | 21.61% |
| 市盈率(P/E) | 56.07 | 36.44 | 31.52 | 20.22 | 16.34 | 13.48 |
| 市净率(P/B) | 4.32 | 3.87 | 3.41 | 2.92 | 2.47 | 2.09 |
| 股息率(分红/股价) | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 |

资料来源：wind、中航证券金融研究所

天润乳业财务数据预测:

| 财务和估值数据摘要 | | | | | | |
|---------------|---------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 单位:百万元 | 2015A | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
| 营业收入 | 588.57 | 875.18 | 1240.20 | 1544.05 | 1922.34 | 2393.31 |
| 增长率(%) | 80.26% | 48.70% | 41.71% | 24.50% | 24.50% | 24.50% |
| 归属母公司股东净利润 | 50.86 | 78.27 | 90.49 | 125.04 | 158.58 | 201.90 |
| 增长率(%) | 304.94% | 53.90% | 15.61% | 38.17% | 26.83% | 27.31% |
| 每股收益(EPS) | 0.246 | 0.378 | 0.437 | 0.604 | 0.766 | 0.975 |
| 每股股利(DPS) | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 |
| 每股经营现金流 | 0.486 | 0.757 | 0.951 | 0.036 | 2.456 | 0.457 |
| 销售毛利率 | 33.77% | 30.98% | 27.97% | 29.00% | 29.00% | 29.00% |
| 销售净利率 | 9.49% | 9.68% | 7.79% | 8.65% | 8.81% | 9.01% |
| 净资产收益率(ROE) | 7.71% | 10.61% | 10.81% | 13.00% | 14.15% | 15.27% |
| 投入资本回报率(ROIC) | 16.91% | 10.90% | 13.77% | 14.35% | 13.92% | 20.62% |
| 市盈率(P/E) | 57.09 | 37.10 | 32.09 | 23.22 | 18.31 | 14.38 |
| 市净率(P/B) | 4.40 | 3.94 | 3.47 | 3.02 | 2.59 | 2.20 |
| 股息率(分红/股价) | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 |

资料来源: wind、中航证券金融研究所



投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。
- 持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。
- 卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
- 中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
- 减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

彭海兰，SAC 执业证书号：S0640517080001，中航证券金融研究所食品饮料行业分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们根据的研究或分析。