

食品饮料及日用品行业

分析员：吴宇扬

日期：30/04/2019

乳制品行业增长稳健，龙头地位愈发凸显

中国乳制品行业维持稳健增长。根据尼尔森数据，中国整体乳制品（UHT 产品、低温产品、奶粉）2018 年同比增长 10.6%，线上销售同比上涨 24.1%，线下销售同比增多 8.6%。据中国统计局，2018 年中国乳制品产量上涨 4.4%。中国乳制品企业总收入同比增长 11% 至人民币 3,399 亿元。据中国奶业协会，中国奶粉进口量同比增长 11.6%。受益于强劲的行业增长与市场份额扩大，主要的乳制品生产商蒙牛与伊利均录得不俗的收入增长。2019 年前三个月，中国乳制品产量同比增长 6.1%，维持稳健增长态势。

并购及国际化巩固龙头地位。2018 年 11 月 29 日，伊利股份宣布收购泰国冰淇淋和冷冻食品分销商 CHOMTHANA 96.46%。2019 年 3 月 18 日伊利宣布收购新西兰乳业合作社 Westland Co-operative Dairy Company Limited 100% 股权。4 月 22 日，新希望乳业控股有限公司宣布收购福州澳牛 55% 股权。4 月 25 日，第二届“一带一路”国际合作高峰论坛上，蒙牛集团总裁卢敏放与中国·印尼经贸合作区有限公司董事、总经理 LUSY SETIAWATI RUSTAM 签署建设印尼乳品工厂合作协议，进一步达成深度合作。伊利和蒙牛都定下在 2020 年实现 1,000 亿元的销售目标，外延并购以及国际化将成为伊利和蒙牛实现目标的重要手段。当前乳业市场集中度不断提高，龙头乳企业绩越来越好，在此背景下，龙头乳企有更多的资源去进行并购以及国际化，构建更深的护城河。

低温产品增长有望放量，龙头进入加大竞争。2018 年低温乳制品（巴氏奶、低温酸奶、乳酸菌产品）市场总容量已超过 427 亿元，同比增长 6.1%。但低温酸奶的增长在 2018 年明显放缓，主要因为常温酸奶的替代效应。不过随着冷链的铺设低温酸奶预计将重拾的增长。随着中国市场消费升级，对于更高品质的牛奶的需求也逐步提高，巴氏奶有望放量增长。自 2018 年蒙牛推出巴氏奶“每日鲜语”之后，其销售快速增长，现代通路中已位列第三。4 月 15 日，全球乳业巨头恒天然旗下安佳消费品牌宣布在中国推出首款自有品牌鲜奶产品。对于原奶资源的控制（通过现代牧业，富源以及圣牧）支撑着蒙牛鲜奶业务。蒙牛 2018 年巴氏奶销售额达到人民币 2-3 亿元，预计将于 2019 年翻三番。过去巴氏奶的主要参与者为区域性乳企，但随着龙头的进入，市场竞争将变得更加激烈。大企业拥有更雄厚的资金和更强的奶源建设，未来龙头乳企会进一步对区域型乳企进行整合。

他强任他强，蒙牛当自强。B2B 平台有效地帮助公司下沉至乡镇，而数字化工具支持了蒙牛的渠道精耕发展。蒙牛坚持认为创新是长期增长的主要动力。公司将会持续地推出新产品改善产品结构。蒙牛更好地整合了上游资源，其可以保证原奶供应并支撑其鲜奶业务。公司将继续赞助热门综艺节目，强化其品牌形象。公司更加看重高质量的长期增长而不是促销驱动的短期爆发增长，但其并不意味着蒙牛将容忍市场份额流失给竞争对手，而是蒙牛有其自己的促销节奏。我们给予蒙牛“收集”评级及目标价 32.00 港元，相当于 27.2 倍，23.3 倍和 19.4 倍 2019 年，2020 年和 2021 年市盈率。

个股评级标准

参考基准: 香港恒生指数

评级区间: 6至18个月

评级	相对表现
买入	超过 15% 或公司、行业基本面良好
收集	5% 至 15% 或公司、行业基本面良好
中性	-5% 至 5% 或公司、行业基本面中性
减持	-15% 至 -5% 或公司、行业基本面不理想
卖出	小于-15% 或公司、行业基本面不理想

行业评级标准

参考基准: 香港恒生指数

评级区间: 6至18个月

评级	相对表现
跑赢大市	超过 5% 或行业基本面良好
中性	-5% 至 5% 或行业基本面中性
跑输大市	小于-5% 或行业基本面不理想

利益披露事项

- (1) 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。
- (2) 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的发行人的任何财务权益。
- (3) 除国泰君安国际控股有限公司(01788 HK)、滨海投资有限公司(02886 HK)、佳兆业集团(01638 HK)、民生银行-H 股(01988 HK)、西安海天天(08227 HK)、甘肃银行(02139 HK)、价值中国 A 股(03095 HK)、南方 M S C I - R (CNY)(83149 HK)及华夏港股通小型股(03157 HK), 国泰君安或其集团公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值1%或以上的财务权益。
- (4) 国泰君安或其集团在现在或过去12个月内没有与本研究报告所评论的发行人存在投资银行业务的关系。
- (5) 国泰君安或其集团公司没有为本研究报告所评论的发行人进行庄家活动。
- (6) 受雇于国泰君安或其集团公司或与其有联系的个人没有担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。

免责声明

本研究报告内容既不代表国泰君安证券(香港)有限公司(“国泰君安”)的推荐意见也并不构成所涉及之个别股票的买卖或交易之要约。国泰君安或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务(例如:配售代理、牵头经辨人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票)。

国泰君安的销售员, 交易员和其它专业人员可能会向国泰君安的客户提供与本研究部中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。 国泰君安集团的资产管理部和投资业务部可能会做出与本报告的推荐或表达的意见不一致的投资决策。

报告中的资料力求准确可靠, 但国泰君安并不对该等数据的准确性和完整性作出任何承诺。报告中可能存在的一些基于对未来政治和经济的某些主观假定和判断而做出预见性陈述, 因此可能具有不确定性。 投资者应明白及理解投资证券及投资产品之目的, 及当中的风险。在决定投资前, 如有需要, 投资者务必向其各自专业人士咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对或意图向任何属于任何管辖范围的市民或居民或身处于任何管辖范围的人士或实体发布或供其使用, 而此等发布, 公布, 可供使用情况或使用会违反适用的法律或规例, 或会令国泰君安或其集团公司在此等管辖范围内受制于任何注册或领牌规定。

© 2019 国泰君安证券(香港)有限公司 版权所有, 不得翻印

香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼

电话 (852) 2509-9118 传真(852) 2509-7793

网址: www.gtja.com.hk