

行业评级:

食品饮料

增持 (维持)

贺琪 执业证书编号: S0570515050002
研究员 0755-22660839
heqi@htsc.com

王楠 执业证书编号: S0570516040004
研究员 010-63211166
wangnan2@htsc.com

张晋溢 执业证书编号: S0570519030001
研究员 010-56793951
zhangjinyi@htsc.com

李晴 执业证书编号: S0570518110003
研究员 021-28972093
liqing3@htsc.com

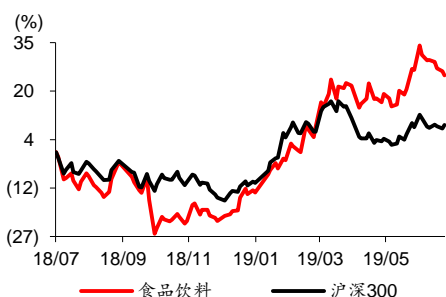
相关研究

1 《食品饮料: 行业周报 (第二十九周)》
2019.07

2 《贵州茅台(600519,买入): 盈利能力提升,
业绩实现平稳增长》2019.07

3 《食品饮料: 行业周报 (第二十八周)》
2019.07

一年内行业走势图



资料来源: Wind

大企业的垄断与小企业的创新

乳制品未来系列研究报告

消费品行业发展的3个阶段: 全面增长、零和增长和合作创新期

根据行业供需情况和竞争格局的不同, 消费品行业陆续经历全面增长期、零和增长期和成熟期。全面增长期里行业处于供不应求的状态, 企业数量较快速度增长的同时大量企业能够实现业绩增长。零和增长期里供需失衡的情况逐步获得改善, 企业数量的增速明显放缓, 行业内的企业业绩表现出现分化。合作创新期里供过于求的情况开始出现, 行业增长趋于停滞。企业数量开始见顶回落, 行业内寡头的格局逐步成型, 同时细分领域具有颠覆性创新能力的企业开始出现。我们认为中国乳业目前处于零和增长的末期, 行业未来的机遇主要是龙头的平台化以及和特色型乳企的合作。

乳业全面增长期回顾: 外资入局, 产品战略选择和食品安全

在乳业的发展初期, 以达能为代表的外资企业进入中国先后与广州牛奶公司、光明乳业和蒙牛乳业合作, 捕捉中国乳业发展机遇。由于全面增长期中市场处于供不应求的状态, 供给效率更高、对供应链和终端陈列要求更低的常温奶发展势头更为迅猛, 成为中国液态奶市场的主流产品, 以常温奶作为战略产品的伊利股份增长速度明显快于以低温奶作为战略产品的光明乳业。2008年中国市场爆发的乳业食品安全问题则标志着行业的全面增长期步入尾声, 行业份额开始向抗风险能力更强、规模优势更明显的龙头企业集中。

乳业零和增长期现状: 龙头企业抢占资源和赛道, 双寡头格局开始成型

当乳业进入零和增长期后, 企业表现开始出现分化, 龙头企业开始抢占行业资源和赛道, 以蒙牛为例, 自2010年起陆续收购君乐宝、现代牧业和雅士利的股权, 一方面加大对上游优质奶源的控制力, 另一方面加强在低温酸奶和奶粉等细分领域里的市场影响力。由于中国液态奶市场以常温产品为主导, 龙头企业的规模效应在生产和营销方面的比较优势逐步加大, 蒙牛和伊利的市场份额持续升高, 二者的液态奶市场份额合计已经从2012年的48%上升至2018年的57%, 中小企业的生存空间逐渐被挤压, 中国乳业的双寡头格局逐步成型。

合作创新期的国际经验: 参照可口可乐的生态圈和a2 Milk的颠覆式创新

行业集中度提升到一定程度后, 寡头企业将进化成为平台型企业, 通过品牌和渠道的领先优势实现品类多元化扩张以及资本实力实现跨区域甚至国际业务的扩张。在此时期, 中小型业务同质化的企业生存空间进一步被压缩, 但是具有颠覆式创新能力的企业将脱颖而出。平台型企业以可口可乐为例, 在全球软饮料行业建立了领先的品牌优势后, 收购COSTA实现业务领域的扩张, 并通过自身的产品和渠道优势加大COSTA品牌影响力和消费场景的多样性。产品差异化明显的a2 Milk在巨头林立的全球乳业市场中快速成长, 战略产品选择和目标客户群定位是其成功的关键。

中国乳业合作创新期展望: 龙头成为平台型企业, 特色乳企具有并购价值

我们认为当中国乳业步入合作创新期后, 具有明显领先地位的蒙牛和伊利会成为平台型企业, 业务会覆盖乳业中的各个细分品类以及与乳业具有关联的其他食品饮料领域。除了内生发展方式之外, 平台型企业也会采用兼并收购的方式实现产品线和销售地域的多元化。在特定的市场规模和盈利能力具有吸引力的产品领域具有优势, 或者在特定的区域具有较大影响力的品牌的并购价值逐步凸显。此外, 具备颠覆性创新能力的细分赛道选手也有独立成长壮大的机会。

风险提示: 行业增长速度不达预期; 市场竞争激烈程度高于预期; 食品安全风险。

正文目录

消费品行业发展主要阶段：全面增长、零和增长和合作创新期	4
中国乳业范例：回顾、现状和展望	5
全面增长期回顾：外资入局，本土乳企的产品战略抉择和食品安全	5
外资的布局：达能的合作方从广州市牛奶公司到光明，再到蒙牛	6
本土乳企的战略选择：常温奶是在供不应求市场背景下的更优选择	8
食品安全事件的爆发：需求向头部品牌集中的契机	11
零和增长期现状：抢占资源加强布局，份额向龙头企业集中	11
综合乳业巨头成型：龙头企业抢占资源，完善主流细分领域的布局	11
市场集中度的提升：份额向龙头企业集中，双寡头格局显现	13
合作创新期的国际经验：平台型企业的崛起以及颠覆式创新者的春天	18
平台型企业的崛起：可口可乐凭借其产品和渠道能力实现产品的多元化	18
创新者的春天：a2 Milk 以及中国区域乳企的产品创新	22
双寡头成为平台型企业，特色乳企具有并购价值	24
风险提示	24

图表目录

图表 1：消费品行业发展的 3 个主要阶段	4
图表 2：主要食品饮料细分领域所处的发展阶段	4
图表 3：伊利股份 2018 年收入 796 亿元，位于 A 股食品饮料公司榜首	5
图表 4：2018 年前 10 食品饮料企业收入中乳业占比 27%，仅次于白酒	5
图表 5：液体乳及乳制品加工企业数量 2008 达到 815 家，CAGR5=7%	5
图表 6：2008 年之前乳企规模普遍较小，平均产量低于 2 万吨/年	5
图表 7：2018 年中国已经成为达能集团全球收入规模排名第 2 的国家	6
图表 8：1987 年达能与广州牛奶公司成立合资公司，达能持股 77%	7
图表 9：1990 年达能在广州酸奶市场份额达到 60%	7
图表 10：1994 年达能与光明合资在上海设立公司，达能持股 45.2%	7
图表 11：达能参与光明乳业 2000 年的改制，持股 5%	7
图表 12：达能自 2005 年起开始增加光明乳业的持股，但最终 2008 年退出光明乳业	7
图表 13：达能通过中粮乳业间接持股蒙牛（截止 2018 年 12 月 31 日）	8
图表 14：达能在与蒙牛成立的合资公司中持股 20%	8
图表 15：不同国家和地区对于常温奶的偏好程度有较大差异	8
图表 16：蔬菜沙拉是普及度较高的西方餐食品类	9
图表 17：在日本流行度较高的寿司是具有代表性的冷食	9
图表 18：冷食类和生食类食品在中国面临严格的监管	9
图表 19：中国人均冷库容量仍然显著低于美国日本（2018 年）	9
图表 20：中国冷藏车占货运汽车的比例仍然显著低于美德（2018 年）	9
图表 21：中国的奶源分布主要集中在北方地区	10
图表 22：1999~2008 年期间常温奶战略的伊利股份收入规模逐步拉大与光明乳业的差距	10

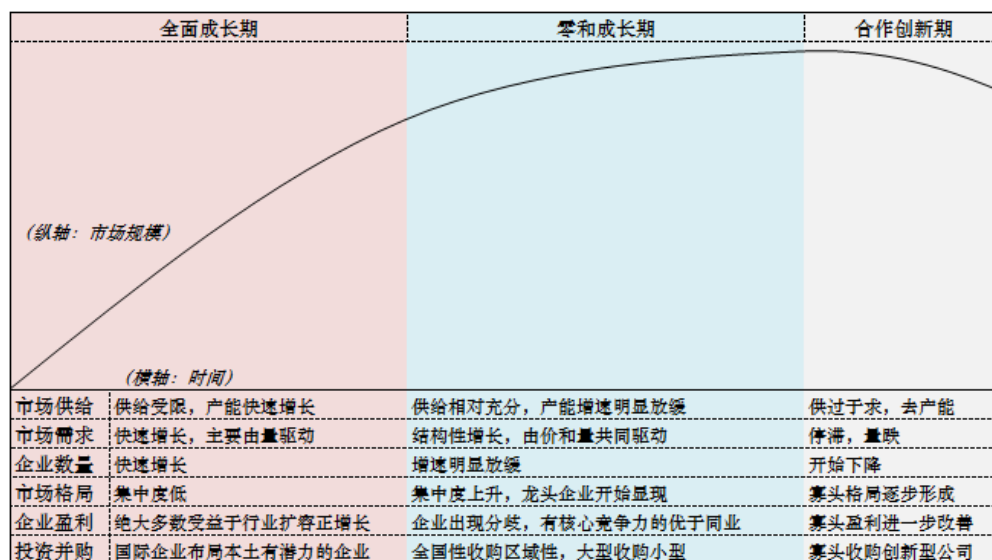
.....	10
图表 23: 中国乳企数量从 2009 年开始逐步下降.....	11
图表 24: 中国乳企规模从 2009 年开始明显上升.....	11
图表 25: 蒙牛乳业在 2008~2013 年期间稳定股东结构, 抢占产业链资源, 不断完善品类布局.....	12
图表 26: 伊利股份重视材料和市场的地域多元化, 陆续在新西兰和东南亚布局.....	12
图表 27: 光明乳业收购新西兰乳企新莱特, 并托管控股股东旗下的特鲁瓦.....	13
图表 28: 三元收购艾莱发喜扩张冷饮版图, 联合复星收购 Brassica Holings 提升品牌形象.....	13
图表 29: 伊利和蒙牛 2012~2018 年期间液态奶市场份额变动情况.....	14
图表 30: 伊利在常温奶市场的份额领先, 2018 年份额 37%.....	14
图表 31: 蒙牛在低温奶市场的份额领先, 2018 年份额 29%.....	14
图表 32: 从行业发展历史看, 伊利和蒙牛的行业地位竞争十分胶着.....	14
图表 33: 2010~2018 年国际乳企前 20 收入排名变化.....	15
图表 34: 乳业龙头伊利和蒙牛 2018 年的销售费用合计达 386 亿元, CAGR12=17%.15	15
图表 35: 伊利的广告营销费和蒙牛的广告宣传费在 2018 年分别达到 110 和 70 亿元.16	16
图表 36: 2015~2018 年中国全媒介广告投放厂商 TOP20.....	16
图表 37: 伊利和蒙牛冠名赞助的部分综艺节目列表.....	17
图表 38: 伊利是北京 2022 冬奥会官方合作伙伴.....	17
图表 39: 蒙牛是 2018FIFA 世界杯全球官方赞助商.....	17
图表 40: 可口可乐的产品组合.....	18
图表 41: 可口可乐 2018 年收入产品结构 (考虑 COSTA 并表).....	18
图表 42: 可口可乐 2018 年收入的地域结构.....	18
图表 43: 可口可乐 2007 年建立风险投资和新兴品牌部门 VEB.....	19
图表 44: VEB 扮演创新饮料的投资、培养和孵化的角色.....	19
图表 45: 可口可乐于 2012 年获得椰子水品牌 ZICO 的控股权.....	19
图表 46: 可口可乐于 2014 入股康普茶品牌 Health-Ade.....	20
图表 47: 可口可乐于 2017 年 10 月收购气泡水品牌 Topo Chico 的股权.....	20
图表 48: 可口可乐于 2018 年 8 月收购运动饮料品牌 BODYARMOR 少数股权.....	20
图表 49: 全球咖啡和茶饮的市场规模及消费场景结构.....	21
图表 50: COSTA 连锁门店的区域分布情况 (截止 2018 年末).....	21
图表 51: 可口可乐可以帮助 COSTA 实现消费场景的多元化.....	22
图表 52: A2 Milk 公司可以通过 DNA 技术筛选只生产 A2 型蛋白质的奶牛.....	22
图表 53: A2 Milk 2015-2018 财年收入情况.....	23
图表 54: A2 Milk 2015-2018 财年 EBITDA 情况.....	23
图表 55: 奶水牛和普通黑白花奶牛存在区别.....	23
图表 56: 水牛奶与普通花白奶营养价值存在区别.....	23
图表 57: 水牛奶是皇氏乳业产品创新的亮点.....	23
图表 58: 科迪乳业 2016 年下半年推出透明包装的纯牛奶.....	24
图表 59: 天润乳业推出的口感差异化的浓缩酸奶获得了市场的积极反馈.....	24

消费品行业发展主要阶段：全面增长、零和增长和合作创新期

根据行业供需情况和竞争格局的不同，我们将消费品行业的发展划分为3个主要阶段，分别是全面增长期、零和增长期和合作创新期。

- 1) 全面增长期：行业处于供不应求的状态，约束行业增长速度的是供给端的增速。在该发展阶段，量是驱动行业规模增长的重要因素。企业数量有较快速度的增长，而且行业内绝大多数企业都能够受益于行业规模的扩容，实现相对较快的业务增长。
- 2) 零和增长期：行业已经具有了相当的市场容量，供需失衡情况逐步获得改善。在该阶段量和价格共同驱动行业增长。企业数量增长明显放缓，行业内企业表现出现较为明显分化，具有核心竞争优势的企业表现明显好于行业整体。
- 3) 合作创新期：行业市场容量已经较大，供过于求的情况开始出现。由于价和量遭遇天花板，行业的增长逐步陷入停滞。企业数量开始见顶回落，行业内寡头的格局逐步形成，但是大型企业创新动力不足，开始收购细分领域中的创新型公司。

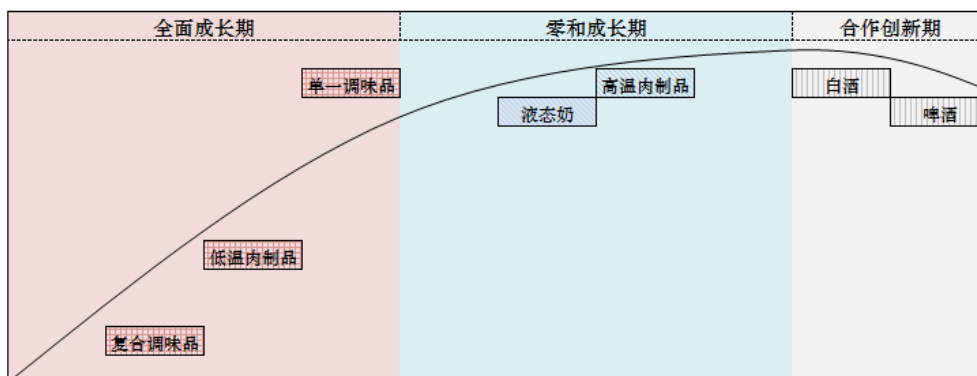
图表1：消费品行业发展的3个主要阶段



资料来源：华泰证券研究所

考虑到不同细分领域的增长和竞争状况，我们认为复合调味品、低温肉制品和单一调味品处于全面成长期，液态奶和高温肉制品处于零和成长期，白酒和啤酒步入合作创新期。

图表2：主要食品饮料细分领域所处的发展阶段

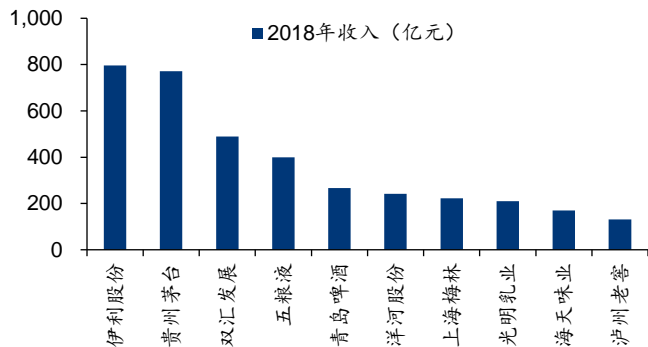


资料来源：华泰证券研究所

中国乳业范例：回顾、现状和展望

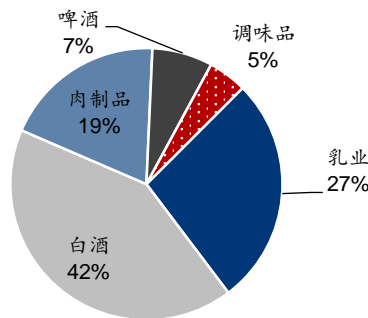
乳业是食品饮料板块重要的细分领域，诞生了中国收入规模最大的食品饮料上市公司。按照2018年的营业收入计算，伊利股份是中国收入规模最大的A股食品饮料企业，在A股收入规模前10名的企业当中，乳业是占比第二大的板块，仅次于白酒。

图表3：伊利股份2018年收入796亿元，位于A股食品饮料公司榜首



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表4：2018年前10食品饮料企业收入中乳业占比27%，仅次于白酒



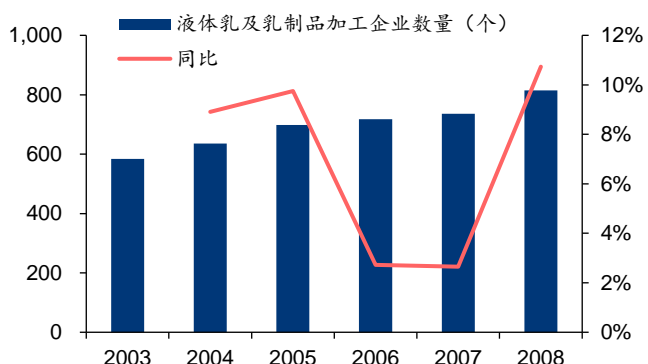
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

我们认为中国乳业1990~2008年的全面增长期已经过去，从2009年开始到2020年期间乳业则处于零和成长期，龙头企业的优势愈发明显，市场份额向龙头集中的趋势仍然在继续。考虑到龙头伊利和蒙牛的2020年业务目标实现后行业将进入新的发展阶段，我们认为中国乳业2020年以后将迈入合作创新期，行业主要机遇在于寡头行业地位的进一步提升，以及平台型寡头崛起后与颠覆性创新企业的合作。

全面增长期回顾：外资入局，本土乳企的产品战略抉择和食品安全

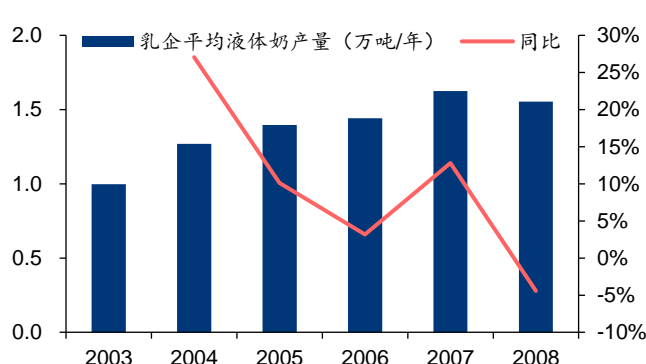
1990~2008年是中国乳业的全面增长期，行业扩容伴随企业数量和收入的普遍性增长。根据中国奶业年鉴的统计，国内液体乳及乳制品加工企业数量从2003年的584家上升至2008年的815家，复合增速为7%；在此期间，乳企平均产量低于2万吨/年。

图表5：液体乳及乳制品加工企业数量2008达到815家，CAGR5=7%



资料来源：中国乳业年鉴，华泰证券研究所

图表6：2008年之前乳企规模普遍较小，平均产量低于2万吨/年



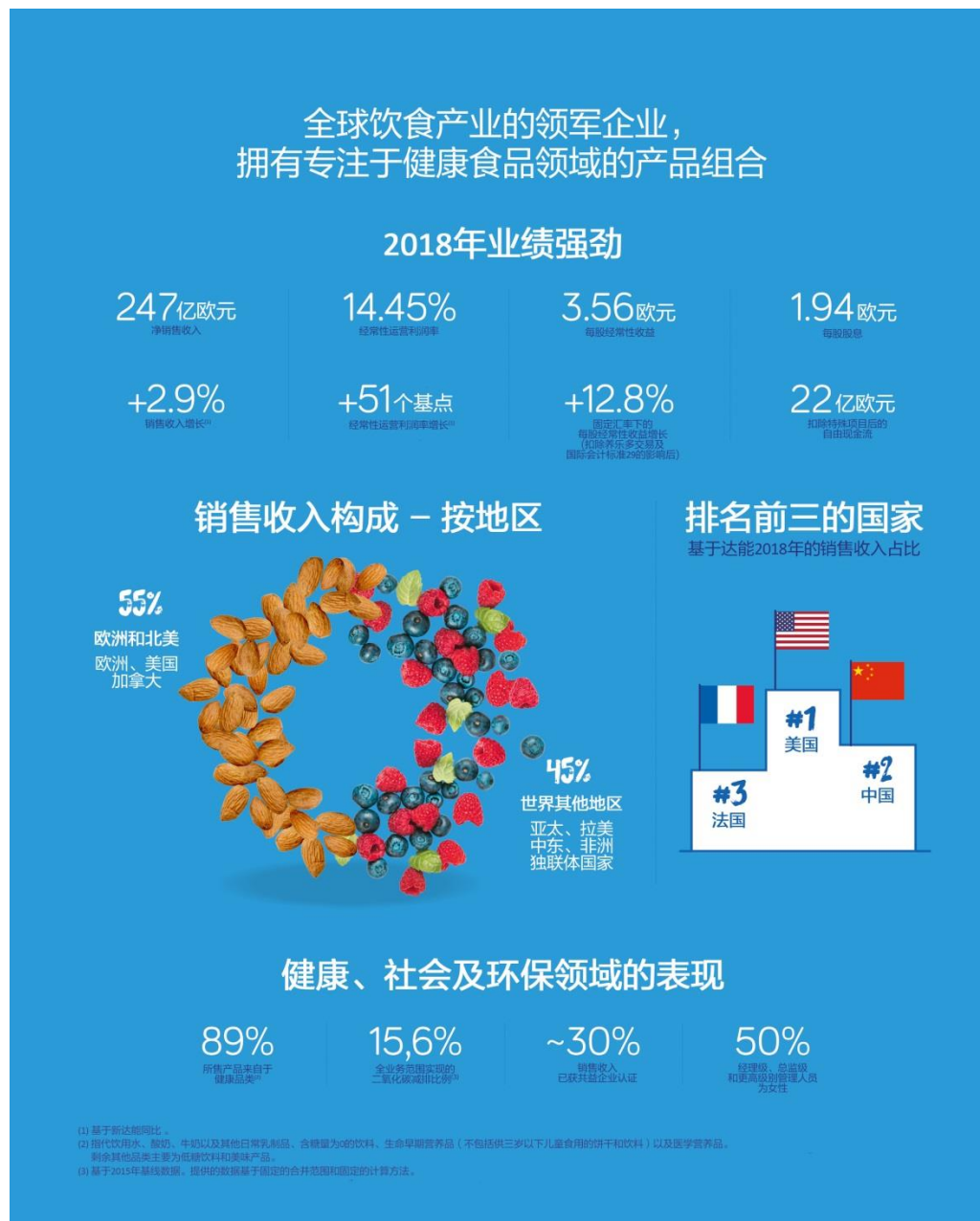
资料来源：中国乳业年鉴，华泰证券研究所

外资入局标志着中国乳业全面增长期的开始，而食品安全风险的暴露则标志着中国乳业全面增长期的结束。由于中国庞大的人口基数和较低的人均乳品消费，以达能为代表的全球领先乳业巨头在行业发展初期便入局中国市场，中国乳企各显神通，在产品的战略选择上有常温品类也有低温品类，而2008年食品安全风险暴露则标志着中国乳业全面增长期的结束。

外资的布局：达能的合作方从广州市牛奶公司到光明，再到蒙牛

法国达能是在中国乳业市场中比较活跃的外资企业的代表。目前达能中国已经形成了包括生命早期营养品、医学营养品、饮用水和饮料、基础乳制品和植物基产品的业务版图，2018年中国已经成为达能集团收入排名全球第2的国家。

图表7：2018年中国已经成为达能集团全球收入规模排名第2的国家

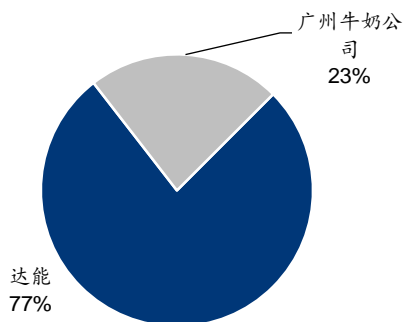


资料来源：达能集团，华泰证券研究所

达能最早于1987年通过和广州牛奶公司合作的方式进入中国，后续在乳业领域当中陆续和中国乳业龙头企业光明乳业和蒙牛乳业达成合作关系。

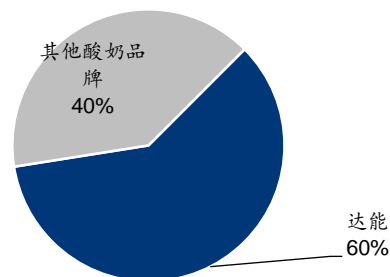
- 1) 1987年，达能在新加坡的实体“达能亚洲私营有限公司”和广州牛奶公司合资成立了广州达能酸乳酪有限公司，双方出资比例分别为77%和23%。
- 2) 1988年，第一杯配有吸管的达能酸奶在中国问世。1990年在广东市场，达能占据了酸奶60%市场份额。

图表8：1987年达能与广州牛奶公司成立合资公司，达能持股77%



资料来源：达能中国，华泰证券研究所

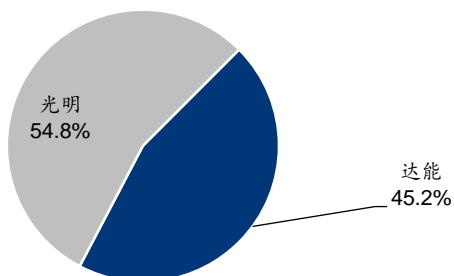
图表9：1990年达能在广州酸奶市场份额达到60%



资料来源：达能中国，华泰证券研究所

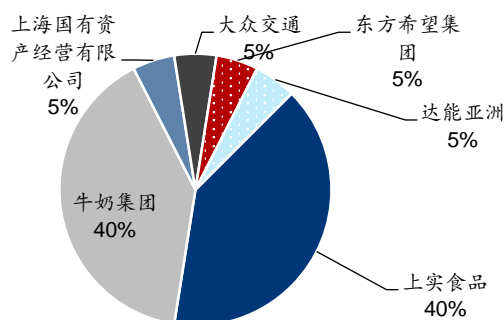
- 1994年，达能与光明合资建立上海酸奶及保鲜乳项目，达能占据45.2%股权。随后的2000年，达能参与光明乳业的改制，持股比例为5%。2002年光明乳业上市，上市完成后达能持股数不变，持股比例变动为3.85%。
- 2002年，光明乳业出资2000万元收购广州市牛奶公司持有的广州达能酸乳酪有限公司23%股权，同时出资2670万元收购达能亚洲有限公司持有的广州达能酸乳酪有限公司72%股权。这标志着达能在中国市场的合作方由广州市牛奶公司转变为光明乳业。

图表10：1994年达能与光明合资在上海设立公司，达能持股45.2%



资料来源：达能中国，华泰证券研究所

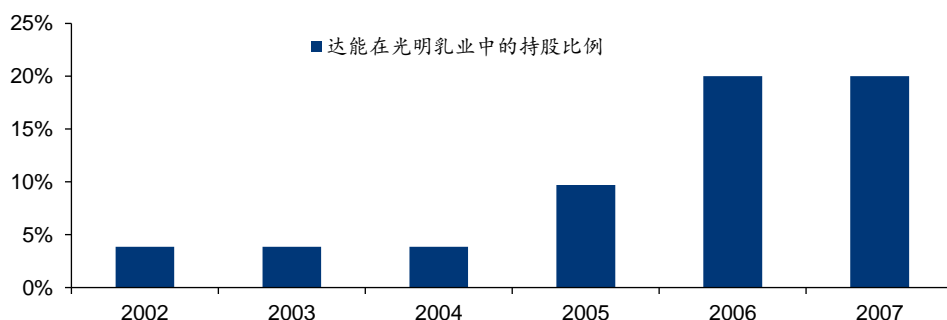
图表11：达能参与光明乳业2000年的改制，持股5%



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

- 自2005年起达能持续增加光明乳业的持股至20.01%，2008年达能通过股权转让的方式彻底退出光明乳业。这标志着达能在中国的合作方由光明乳业转变为蒙牛乳业。

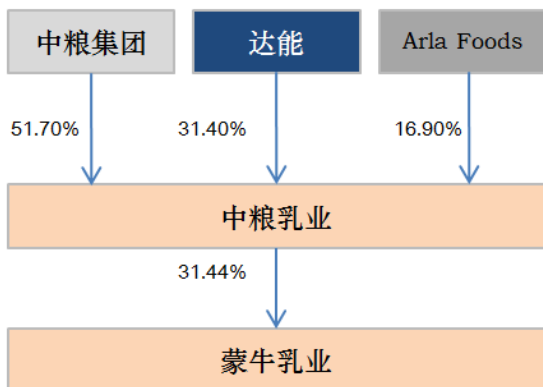
图表12：达能自2005年起开始增加光明乳业的持股，但最终2008年退出光明乳业



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

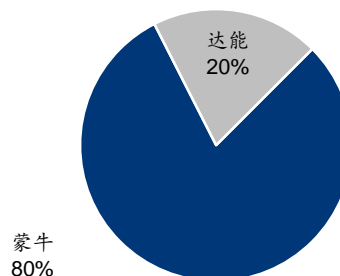
6) 2013年达能与中粮集团签订协议,对蒙牛进行战略投资,随后成为蒙牛第二大股东,同时达能和蒙牛组建合资公司。但是与达能与光明乳业合作期间达能作为股东直接持有光明乳业股份不同,达能对蒙牛的持股是通过与中粮集团、Arla Foods的合资公司实现间接持股,这在一定程度上提升了公司股权结构稳定性。

图表13: 达能通过中粮乳业间接持股蒙牛(截止2018年12月31日)



资料来源:公司公告,华泰证券研究所

图表14: 达能与蒙牛成立的合资公司中持股20%



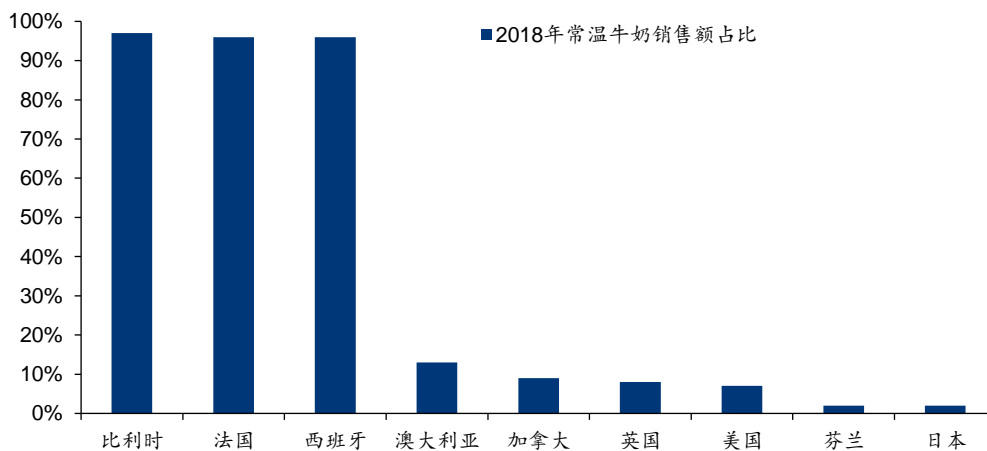
资料来源:公司公告,华泰证券研究所

本土乳企的战略选择: 常温奶是在供不应求市场背景下的更优选择

常温奶和低温奶由于生产工艺有所区别,因此产品口味、保质期和消费场景有较为明显的差异。常温奶采用超高温杀菌的方式,保质期相对较长,携带相对方便,因此消费场景更为多元;低温奶采用巴氏杀菌的方式,保质期相对较短,携带难度相对较大,但是产品风味较为浓郁和独特。

常温奶和低温奶需求结构在全球范围内各个乳制品消费市场中有所不同。根据IFCN的统计,在除了英国之外的西欧地区,常温奶的需求较为主流,2018年比利时、法国和西班牙的牛奶消费中常温奶占比超过90%。但是英国、北美、日本和澳洲的消费者则对巴氏乳的需求较大,常温奶的占比均低于15%。

图表15: 不同国家和地区对于常温奶的偏好程度有较大差异



资料来源:IFCN Dairy,华泰证券研究所

对于中国的乳业市场而言,常温产品在行业全面增长发展阶段更符合产业趋势。考虑到中国消费者的饮食习惯,中国冷链物流的发展阶段、中国奶源分布地特点以及终端零售网点的基础设施情况等因素,常温乳制品的特点更符合中国消费者对于乳制品的需求。

- 1) 中国消费者对冷食的认可度较低。广泛存在于欧美和日本消费市场的冷食在中国较为少见，大量的中国消费者认为冷食不利于肠胃消化，会带来消化系统紊乱和其他病症，同时中国食品监管部门对于生食类食品和冷食类食品也有严格的限制政策。因此在低温环境下运输和储藏的低温奶在中国消费者群体中被接受程度通常低于常温奶。

图表16: 蔬菜沙拉是普及度较高的西方餐食品类



资料来源: 丘比食品, 华泰证券研究所

图表17: 在日本流行度较高的寿司是具有代表性的冷食



资料来源: Lawson, 华泰证券研究所

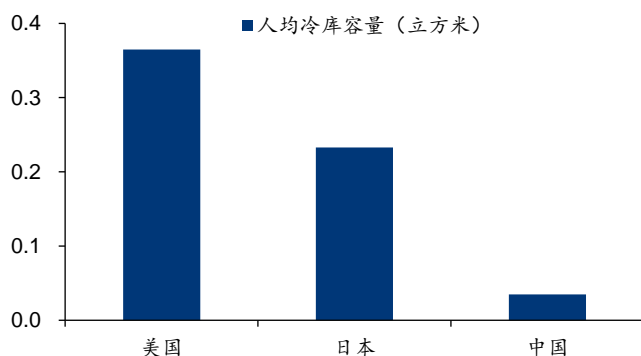
图表18: 冷食类和生食类食品在中国面临严格的监管

时间	监管部门	规章要求
2015年12月	江苏省食药监	职业学校、普通中等学校、小学等原则上不得申请生食类食品制售项目
2018年05月	教育部	中小学、幼儿园食堂原则上不得制售冷食类、生食类食品
2019年02月	北京市教委	中小学、幼儿园食堂原则上不得制售冷食类、生食类食品
2019年03月	宁化县政府	学校食堂一律不得外购散装的冷食类食品、生食类食品

资料来源: 江苏省食药监, 教育部, 北京市教委, 宁化县政府, 华泰证券研究所

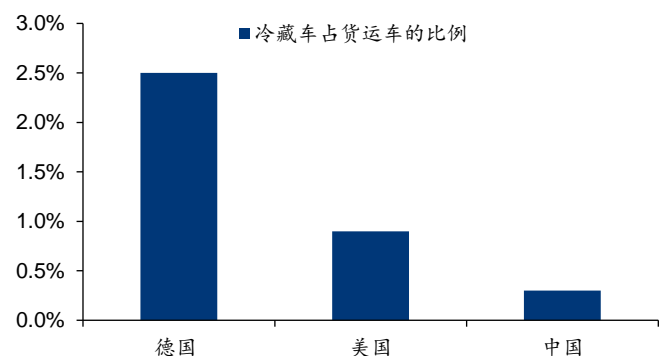
- 2) 中国冷链物流发达程度仍然相对较低，这制约了低温乳制品企业的区域扩张能力。与日本和美国等发达国家相比，中国的冷链行业目前仍然处在初级的发展阶段，基础设施仍然相对薄弱。根据2019中国冷链产业发展报告，2018年中国人均冷库容量仅为0.035立方米，远低于美国的0.365立方米和日本的0.233立方米。根据商务部的统计，2018年中国冷藏车在货运车中的比例仅为0.3%，明显低于美国的0.9%和德国的2.5%。

图表19: 中国人均冷库容量仍然显著低于美国日本(2018年)



资料来源: 2019中国冷链产业发展报告, 华泰证券研究所

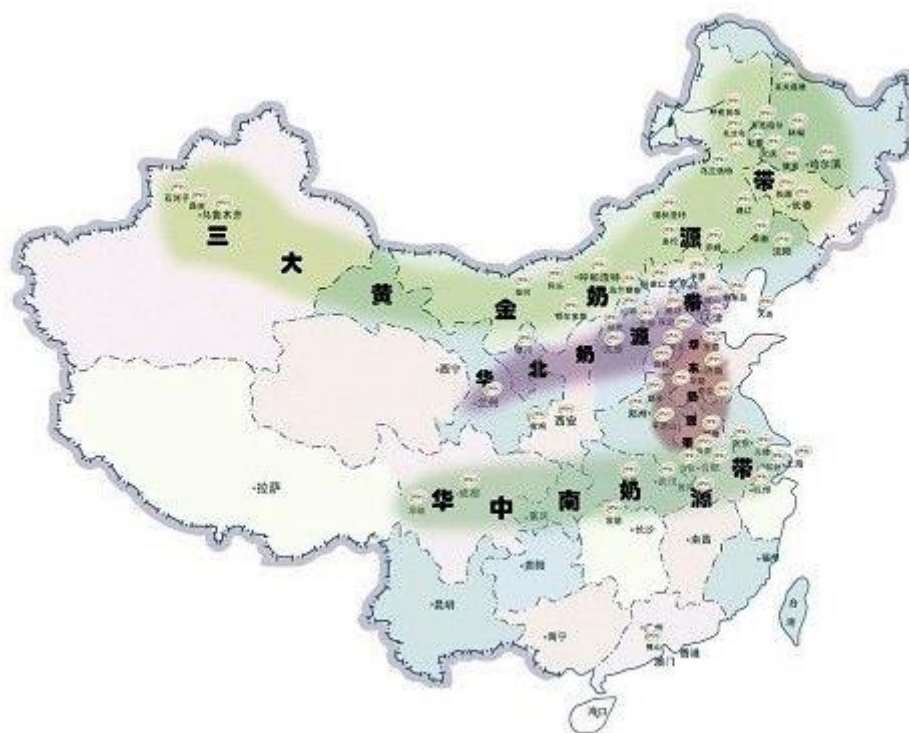
图表20: 中国冷藏车占货运汽车的比例仍然显著低于美德(2018年)



资料来源: 商务部, 华泰证券研究所

- 3) 中国主要奶源地和乳制品主力需求地存在错配。由于自然条件等原因，中国奶源主产地主要分布在北方地区。而乳制品消费需求则分布在全国各地，尤其东南沿海经济相对发达地区的需求更旺盛。为了满足南部和东部的乳制品需求，必然存在北方奶源和乳制品向南部和东部运输的问题。

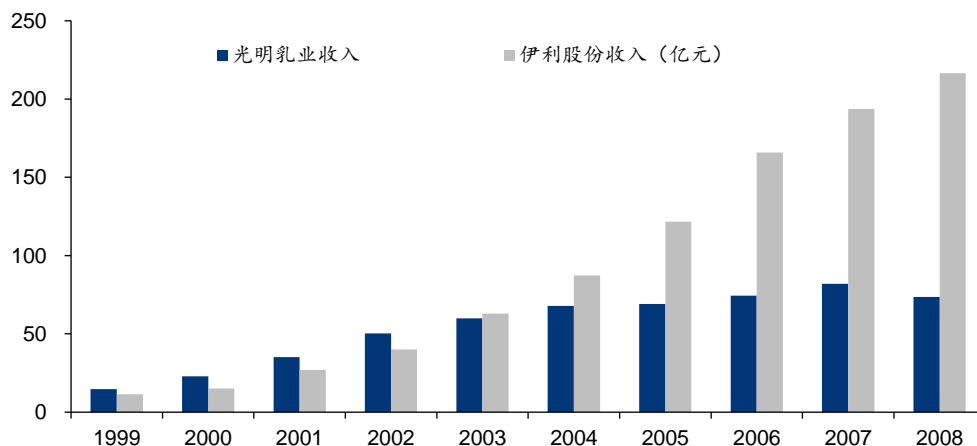
图表21： 中国的奶源分布主要集中在北方地区



资料来源：农业农村部，食品科技网，华泰证券研究所

- 4) 终端零售网点的基础设施也限制了低温乳制品的发展潜力。由于中国零售业分散程度仍然较高，尤其在三四线城市和乡镇市场当中存在大量单体零售网点，这些零售网点的基础设施相对陈旧，冰箱和冰柜普及率并不高；同时这些网点的经营管理规范度较低，存在冰箱和冰柜不能保证24小时不间断运行的现象。这加大了低温乳制品的产品质量风险，限制了低温乳制品的发展潜力。

图表22： 1999~2008年期间常温奶战略的伊利股份收入规模逐步拉大与光明乳业的差距



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

食品安全事件的爆发：需求向头部品牌集中的契机

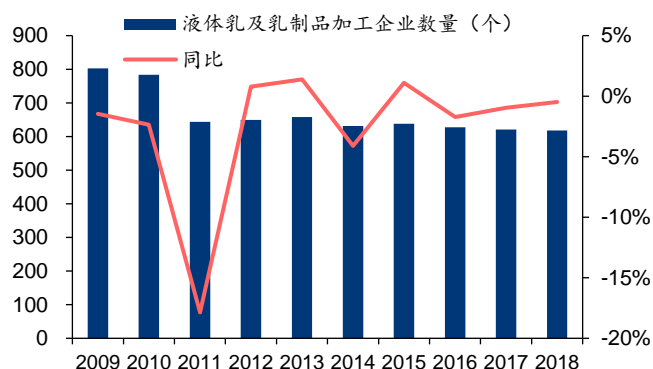
2008年中国乳制品行业爆发食品安全事件。在中国甘肃省16名婴幼儿进食河北三鹿集团生产的婴幼儿配方奶粉被诊断出肾结石后，三聚氰胺事件于2008年7月18日被公开报道。发生此事件后，中国政府的调查表明其他21家乳制品公司生产的婴幼儿配方奶粉产品中亦含有三聚氰胺。随后国家质检总局公布，21家乳制品公司生产的756个婴幼儿配方奶粉产品批次中有42个批次含有三聚氰胺。

食品安全事件打击了消费者对中小型乳企的信心，大型乳企则在该过程受益，开启了市场份额的提升阶段。由于乳制品产业链的复杂程度较高，参与主体较多，发生食品安全的风险相对较高，因此2008年的食品安全事件沉重打击了消费者对于乳业的信心，尤其是风险控制能力较差的中小型乳企受到的冲击更大，伴随着中小型乳企的规模收缩和退出，大型乳企的市场份额开始逐步抬升，品牌溢价能力更加凸显。

零和增长期现状：抢占资源加强布局，份额向龙头企业集中

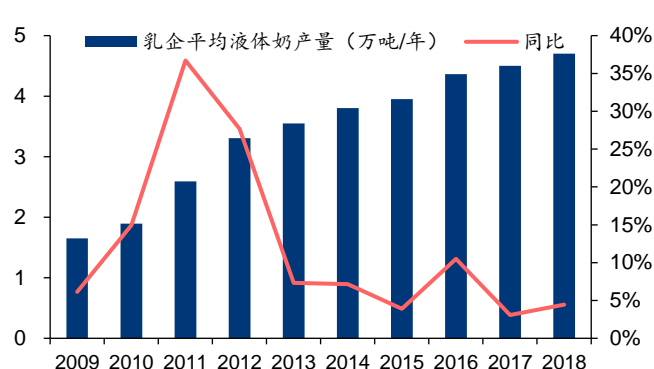
2009~2020年是中国乳业的零和增长期，市场虽然仍在继续扩容但是企业表现开始出现较为明显的分化，市场份额开始向龙头企业集中。根据中国奶业年鉴的统计，中国液体乳及乳制品加工企业的数量自2008年见顶后逐步回落，同时乳企规模则同时持续扩大，从侧面体现了市场集中度提升。

图表23：中国乳企数量从2009年开始逐步下降



资料来源：中国奶业年鉴，华泰证券研究所

图表24：中国乳企规模从2009年开始明显上升



资料来源：中国奶业年鉴，华泰证券研究所

综合乳业巨头成型：龙头企业抢占资源，完善主流细分领域的布局

2009年7月中粮集团入主蒙牛乳业，提升了蒙牛乳业的股东稳定性。2009年7月，中粮集团和厚朴基金联合，通过股份认购和售股交易的方式获得蒙牛乳业20.03%的股权。

- 1) 从财务角度看，中粮集团进入蒙牛进一步巩固了蒙牛的资本结构，优化了蒙牛财务状况，使得蒙牛能够更加顺利地度过2008年中国乳业的食品安全事件给行业带来的负面冲击。
- 2) 从经营角度看，中粮集团在中国的农产品和食品行业具有丰富经验，并在国内外拥有广阔的分销网络，能够在上游的奶源供应、下游的产品分销角度给蒙牛业务带来正面影响。
- 3) 从股东结构看，中粮集团入主提升了蒙牛乳业的股权稳定性，在相当程度上降低了蒙牛此前较为分散的股权结构所带来的潜在风险，有利于蒙牛乳业战略的持续性和中长期的发展潜力。

2010年11月，蒙牛乳业以4.692亿元的现金对价收购君乐宝51%的股权。通过对君乐宝的股权收购，蒙牛将竞争对手转为合作伙伴，在局部竞争区域形成奶源、市场、渠道的协同发展效应，巩固了蒙牛在全国酸奶市场的领先地位。对于君乐宝而言，本次股权收购使其以更稳健的财务状况应对行业食品安全事件的冲击。

2013年5月，蒙牛乳业以31.78亿港元对价收购现代牧业26.92%股权。现代牧业是中国领先的原奶供应商，竞争优势体现在国际先进的管理模式和严格控制的原奶生产流程。本次股权收购后，连同蒙牛乳业原本持有的1.08%股权，蒙牛合计持有现代牧业28%股权，成为其最大单一股东。通过对现代牧业股权的收购，蒙牛对优质上游奶源的控制力进一步加强。

2013年8月，蒙牛乳业以81亿元的对价收购雅士利89.82%股权。雅士利是中国最大的配方奶粉生产销售商之一，竞争优势体现在优质的进口乳品原材料、自行研发的配方奶粉产品、先进的生产系统及熟悉中国消费市场的营销团队。通过对雅士利股权的收购，蒙牛进一步壮大了奶粉业务的体量和市场影响力。

图表25：蒙牛乳业在2008~2013年期间稳定股东结构，抢占产业链资源，不断完善品类布局



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

伊利重视原材料和市场的地域多元化，先后在新西兰建设婴儿配方奶粉项目，收购新西兰乳企和泰国冰淇淋品牌。

- 1) 2012年伊利开始规划位于新西兰的4.7万吨婴儿配方奶粉项目，并随后于2014年建成投产，提升了伊利在奶粉业务中的品牌竞争力；
- 2) 2018年11月，伊利筹划收购泰国THE CHOMTHANA COMPANY LIMITED 96.56%股权，交易对价为8056万美元，泰国是东南亚第二大冰淇淋市场，伊利可以通过收购进入泰国市场，并凭借泰国的地理优势向周边国家市场形成辐射，该收购在2019年4月正式完成交割；2019年3月，伊利筹划收购新西兰Westland的100%股权，交易对价为2.46亿新西兰元，这一收购有利于伊利获取优质、稳定的新西兰奶源。

图表26：伊利股份重视材料和市场的地域多元化，陆续在新西兰和东南亚布局



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

光明乳业收购新西兰乳企新莱特，光明集团收购以色列乳企特鲁瓦。2010年光明乳业以3.82亿元对价收购新西兰 Synlait 51% 股权。Synlait 的竞争优势体现在低成本的乳制品生产基地，一体化先进的生产设备和优秀的管理团队。该收购提升了光明乳业的全球影响力，正面影响光明乳业的品牌形象。光明乳业的控股股东光明集团于2015年收购以色列大型乳企特鲁瓦，并由光明乳业托管。

图表27：光明乳业收购新西兰乳企新莱特，并托管控股股东旗下的特鲁瓦

2010年光明乳业收购新莱特股权



2015年光明集团收购特鲁瓦，并由光明乳业托管

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

三元股份先后收购艾莱发喜和 Brassica Holdings。2016年三元股份以13.05亿元的对价收购艾莱发喜90%的股权，由于三元和艾莱发喜在产品方面具有较高的互补性，通过整合双方在原材料、生产和渠道方面的优势，双方能够产生协同效应，三元在冷饮领域里的市场话语权将获得提升；2018年三元股份（出资49%）与上海复星高科技（集团）有限公司（出资45%）、上海复星健康产业控股（出资6%）以6.25亿欧元对价共同收购 Brassica Holdings 100% 股权，Brassica Holdings 旗下的 St Hubert 公司的健康食品业务，尤其是植物酸奶等产品与三元股份具有协同效应，有利于三元股份品牌形象的提升。

图表28：三元收购艾莱发喜扩张冷饮版图，联合复星收购 Brassica Holdings 提升品牌形象

2016年三元收购艾莱发喜90%股权



2018年三元联合复星收购Brassica Holdings 100%股权

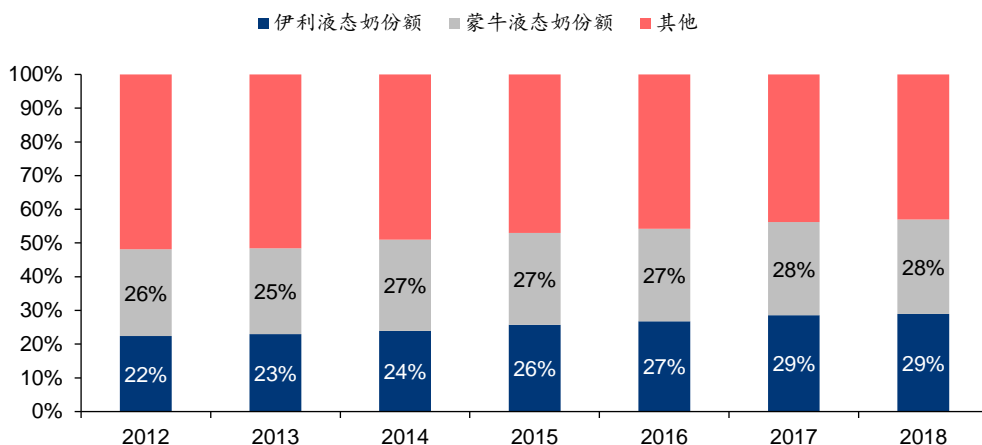
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

市场集中度的提升：份额向龙头企业集中，双寡头格局显现

伊利和蒙牛的竞争十分胶着，但是二者市场份额均在持续提升的趋势当中，中小企业受到挤压。乳业中具有领先地位的蒙牛和伊利存在直接竞争，产品结构重叠度相对而言比较高，广告营销和线下促销方面竞争胶着，二者通过大规模的费用投放持续提升了自身的市场份额，规模优势愈发明显。

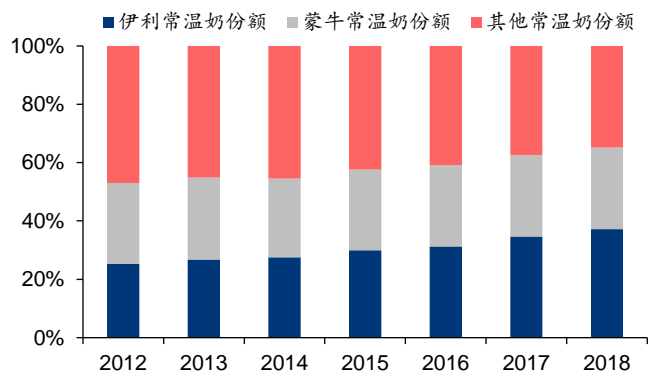
- 1) 伊利和蒙牛当前的液态奶市场份额差异并不大，竞争十分激烈。根据 Nielsen 的统计，2018年伊利液态奶市场份额达到29%，相较蒙牛高1pct。
- 2) 伊利和蒙牛的市场份额均处于上升通道中，持续挤压中小品牌的市场空间。根据 Nielsen 的统计，2018年伊利和蒙牛的液态奶市场份额合计57%，相较2012年的48%上升9pct。

图表29： 伊利和蒙牛 2012~2018 年期间液态奶市场份额变动情况



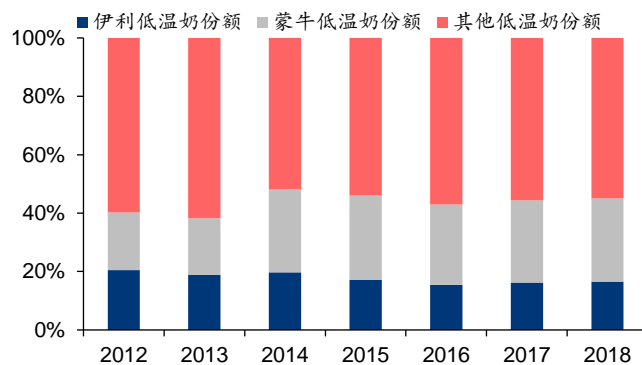
资料来源：Nielsen，华泰证券研究所

图表30： 伊利在常温奶市场的份额领先，2018 年份额 37%



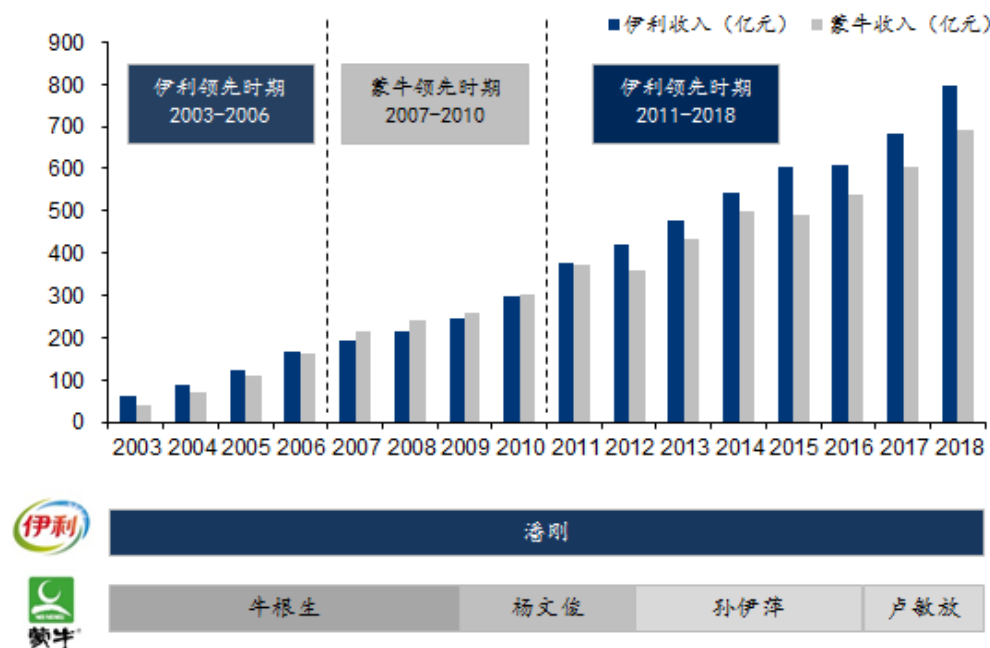
资料来源：Nielsen，华泰证券研究所

图表31： 蒙牛在低温奶市场的份额领先，2018 年份额 29%



资料来源：Nielsen，华泰证券研究所

图表32： 从行业发展历史看，伊利和蒙牛的行业地位竞争十分胶着



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

伊利和蒙牛均制定了2020年千亿收入目标，如果这一目标顺利实现，意味着伊利和蒙牛的收入规模和在全球乳企当中的收入排名仍然会以较快的速度上升。

- 1) 伊利: 计划到2020年达到全球乳业5强，销售收入超过1000亿元。根据Rabo bank的统计，伊利2018年排名全球乳企第9名(2018年加拿大乳企Saputo完成对澳大利亚乳企迈高的收购后排名上升1位)。如果伊利要在国际乳企排名进入前5，意味着到2020年伊利的乳业收入要超过包括Fonterra、FrieslandCampina、Arla Foods和Saputo在内的全球领先乳制品企业。
- 2) 蒙牛: 计划到2020年销售收入超过1000亿元，公司市值超过1000亿元。根据Rabo bank的统计，蒙牛已经连续2年在全球乳企中排名第10。

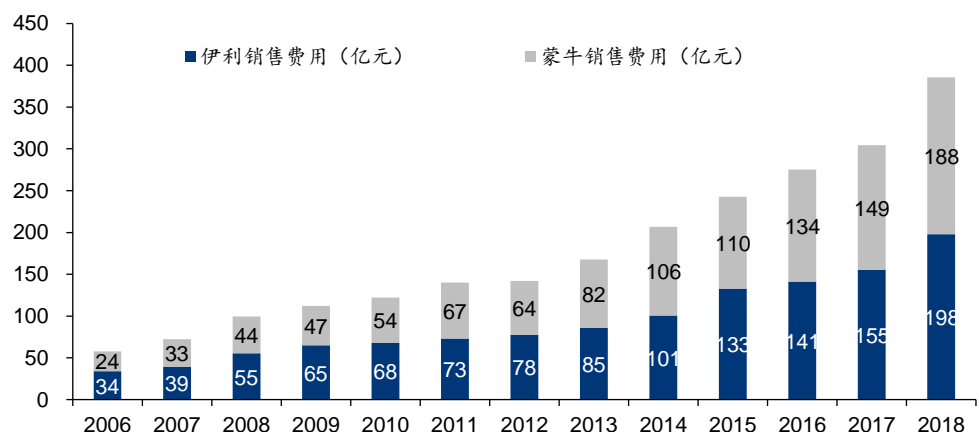
图表33: 2010~2018年国际乳企前20收入排名变化

2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Nestle	Nestle	Nestle	Nestle	Nestle	Nestle	Nestle	Nestle	Nestle
Danone	Danone	Danone	Danone	Danone	Lactalis	Lactalis	Danone	Lactalis
Lactalis	Fonterra	Lactalis	Lactalis	Lactalis	Danone	Danone	Lactalis	Danone
FC	Lactalis	Fonterra	Fonterra	Fonterra	Fonterra	DFA	DFA	DFA
Fonterra	FC	FC	FC	FC	DFA	Fonterra	FC	Fonterra
Dean Foods	Dean Foods	DFA	DFA	DFA	FC	FC	Fonterra	FC
Arla Foods	DFA	Dean Foods	Arla Foods	Arla Foods	Arla Foods	Arla Foods	Arla Foods	Arla Foods
DFA	Arla Foods	Arla Foods	Dean Foods	Saputo	Saputo	Yili	Yili	Saputo
Kraft Foods	Kraft Foods	Kraft Foods	Saputo	Dean Foods	Dean Foods	Saputo	Saputo	Yili
Unilever	Unilever	Meiji	Meiji	Yili	Yili	Dean Foods	Mengniu	Mengniu
Meiji	Saputo	Unilever	Unilever	Unilever	Mengniu	Mengniu	Dean Foods	Dean Foods
Saputo	Meiji	Saputo	Yili	Meiji	Unilever	Unilever	Unilever	Unilever
Parmalat	DMK	DMK	Morinaga	DMK	Sodiaal	Kraft Heinz	Kraft Heinz	DMK
Morinaga	Sodiaal	Sodiaal	Sodiaal	Mengniu	DMK	Sodiaal	Meiji	Kraft Heinz
Bongrain	Parmalat	Yili	Mengniu	Sodiaal	Savencia	Muller	DMK	Meiji
Mengniu	Morinaga	Mengniu	Kraft Foods	Bongrain	Kraft Foods	DMK	Sodiaal	Sodiaal
Yili	Bongrain	Bongrain	DMK	Kraft Foods	Meiji	Meiji	Schreiber Foods	Savencia
Land O'Lakes	Mengniu	Muller	Bongrain	Muller	Schreiber Foods	Schreiber Foods	Savencia	Muller
Bel	Yili	Schreiber Foods	Schreiber Foods	Schreiber Foods	Land O'Lakes	Savencia	Muller	Agropur
Tine	Schreiber Foods	Land O'Lakes	Muller	Morinaga	Muller	Agropur	Agropur	Schreiber Foods

资料来源: Rabo Bank, 华泰证券研究所

伊利和蒙牛的规模效应使得其在营销方面的投入产出比明显高于中小乳企，这会进一步拉大规模乳企和中小型乳企之间的差距。乳企龙头伊利和蒙牛的销售费用投放持续快速增长，2018年两家销售费用合计达到386亿元，2006~2018年期间的复合增速为17%。

图表34: 乳业龙头伊利和蒙牛2018年的销售费用合计达386亿元，CAGR12=17%

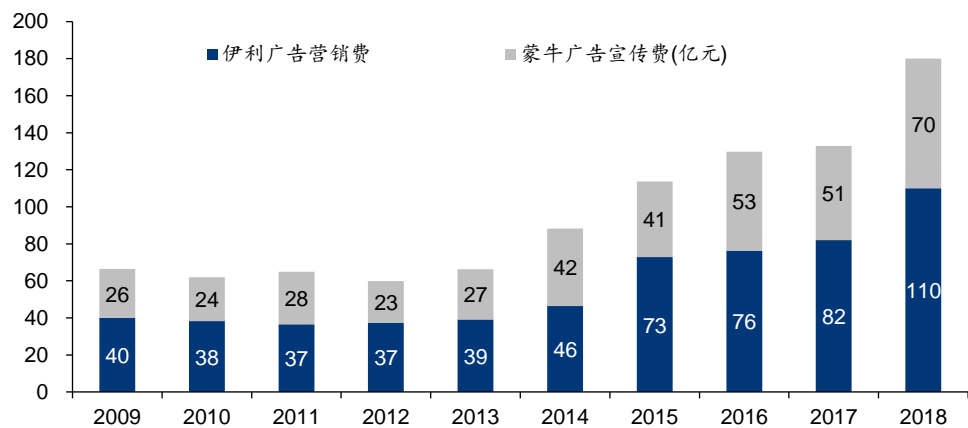


资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

广告营销费用是大型乳企销售费用当中的重要组成部分。伊利股份的广告营销费用 2018 年达到 110 亿元，占据公司总销售费用的 55%。蒙牛乳业广告宣传费用 2018 年达到 70 亿元，占据公司总销售费用的 37%。

- 1) 伊利股份：广告营销费从 2009 年的 40 亿元上升至 2018 年的 110 亿元，期间复合增速为 12%。
- 2) 蒙牛乳业：广告宣传费从 2009 年的 26 亿元上升至 2018 年的 70 亿元，期间复合增速为 11%。

图表35： 伊利的广告营销费和蒙牛的广告宣传费在 2018 年分别达到 110 和 70 亿元



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

伊利近年不断增大的广告营销费投放也使得其在广告投放厂商排名当中持续上升。根据 CTR 媒介智讯的统计，伊利在 2018 年的全媒介广告投放厂商排名当中位列第 10 名，相较 2015 上升 6 名。

图表36： 2015~2018 年中国全媒介广告投放厂商 TOP20

	2015	2016	2017	2018
1	宝洁	宝洁	宝洁	可口可乐
2	可口可乐	鸿茅	鸿茅	广州医药
3	联合利华	可口可乐	可口可乐	宝洁
4	欧莱雅	联合利华	广州医药	欧莱雅
5	百胜中国	广州医药	欧莱雅	鸿茅
6	江中制药	欧莱雅	联合利华	康朝药业
7	广州医药	顶新国际	西安杨健药业	广西百琪药业
8	达利食品	云南南药骅雄	甘肃西峰制药	联合利华
9	顶新国际	汇仁集团	达利食品	甘肃西峰制药
10	汇仁集团	百胜中国	伊利	伊利
11	箭牌糖果	纳爱斯	玛氏中国	百胜中国
12	加多宝	摩美得制药	康朝药业	天地和家装
13	惠氏公司	伊利	哈尔滨仁皇药业	玛氏中国
14	玛氏中国	西安阿房宫药业	西安阿房宫药业	蒙牛
15	鸿茅	玛氏中国	惠仁集团	雅诗兰黛
16	伊利	百事中国	惠氏公司	葛兰素史克
17	摩美得制药	达利食品	葛兰素史克	惠氏公司
18	旺旺集团	箭牌糖果	旺旺集团	北京京东
19	好来化工	惠氏公司	纳爱斯	达利食品
20	娃哈哈	黄金搭档生物科技	天地和家装	旺旺集团

资料来源：CTR 媒介智讯，华泰证券研究所

伊利和蒙牛在高收视率综艺节目和体育赛事方面均有较大规模营销投入。综艺节目冠名方面，以高收视率的星级卫视的节目冠名为主；体育赛事方面涉及奥运会和世界杯等国际性大型赛事。

- 1) 综艺节目冠名：伊利旗下的常温酸奶品牌安慕希在2018年分别冠名了浙江卫视的《奔跑吧2》和《锋味2018》，高端白奶品牌金典则分别冠名了湖南卫视的《歌手2018》和《亲爱的客栈2》。除此之外，低温酸奶品牌畅轻、无乳糖白奶舒化、婴儿奶粉金领冠、成人奶粉欣活、乳酸菌饮料畅意和豆奶饮品植选均在主流卫视和视频平台有冠名和赞助活动。蒙牛旗下的高端白奶品牌特仑苏在2018年冠名了湖南卫视的《声入人心》，乳饮料真果粒冠名了2019年爱奇艺旗下的《青春有你》。

图表37：伊利和蒙牛冠名赞助的部分综艺节目列表

品牌商	产品名	产品品类	冠名综艺名称	制作方	开播日	
伊利	安慕希	常温酸奶	奔跑吧2	浙江卫视	2018年4月13日	
			锋味2018	浙江卫视	2018年11月24日	
	金典	高端白奶	歌手2018	湖南卫视	2018年1月12日	
			亲爱的客栈2	湖南卫视	2018年10月12日	
	畅轻	低温酸奶	我是大侦探	湖南卫视	2018年3月24日	
	舒化	特种白奶	幸福三重奏	腾讯视频	2018年7月4日	
			有话非要说	江苏卫视	2018年1月6日	
	金领冠	婴儿奶粉	了不起的孩子3	江苏卫视	2018年7月15日	
	欣活	成人奶粉	奇遇人生	腾讯视频	2018年9月25日	
			阅读阅美2	江苏卫视	2018年8月26日	
	畅意	乳酸菌饮料	高能少年团2	浙江卫视	2018年4月28日	
	植选	豆奶	向往的生活2	湖南卫视	2018年4月20日	
	蒙牛	特仑苏	高端白奶	声入人心	湖南卫视	2018年11月2日
		真果粒	乳饮料	青春有你	爱奇艺	2019年1月21日

资料来源：浙江卫视，湖南卫视，江苏卫视，腾讯视频，爱奇艺，华泰证券研究所

- 2) 体育赛事冠名：早在2005年伊利就与北京奥组委签署合约，成为2008年北京奥运会的独家乳品供应商。在与奥运会合作取得成功之后，伊利再次成为北京2022年冬奥会和冬残奥会官方合作伙伴，营销期间从2017年持续至2024年。蒙牛则是2018年FIFA俄罗斯世界杯的全球官方赞助商。

图表38：伊利是北京2022冬奥会官方合作伙伴



北京2022年冬奥会官方合作伙伴
Official Partner of the Olympic Winter Games Beijing 2022

资料来源：伊利股份，奥委会，华泰证券研究所

图表39：蒙牛是2018FIFA世界杯全球官方赞助商



资料来源：蒙牛乳业，国际足联，华泰证券研究所

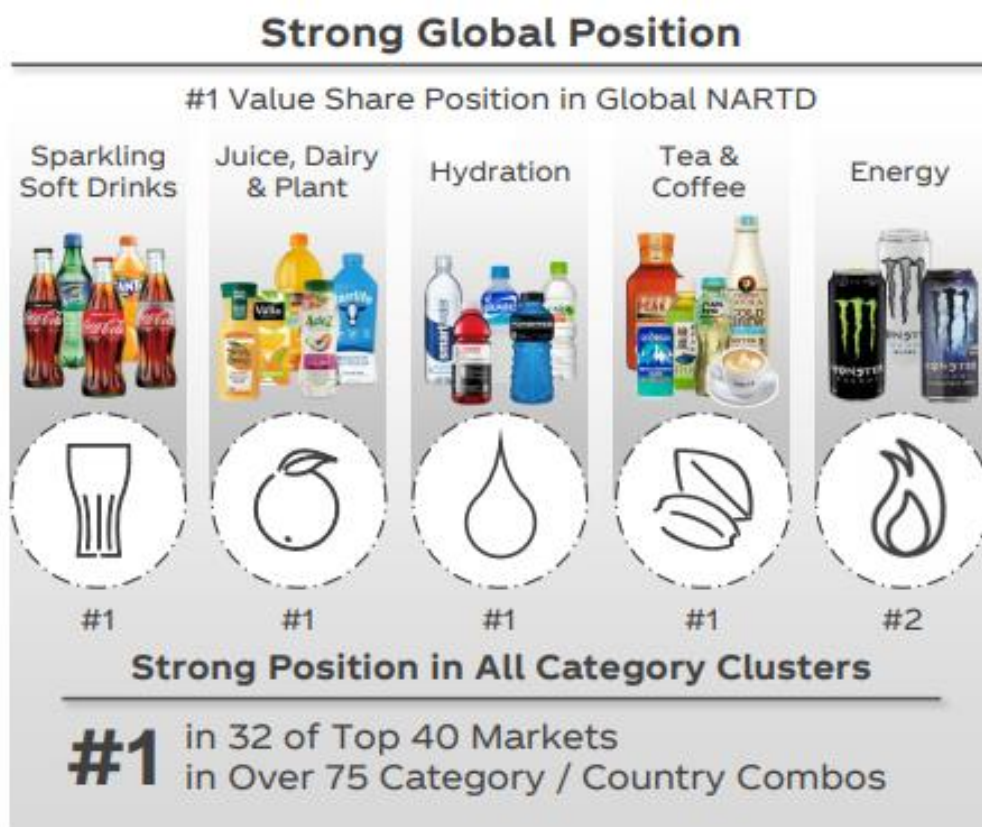
合作创新期的国际经验：平台型企业的崛起以及颠覆式创新者的春天

行业集中度提升到一定程度后，寡头企业将进化成为平台型企业，通过品牌和渠道的霸权实现品类的多元化扩张以及资本实力实现跨区域甚至国际业务的扩张。在此时期，中小型具有颠覆式创新能力的企业将脱颖而出，并存在与寡头企业合作共赢的发展趋势。

平台型企业的崛起：可口可乐凭借其产品和渠道能力实现产品的多元化

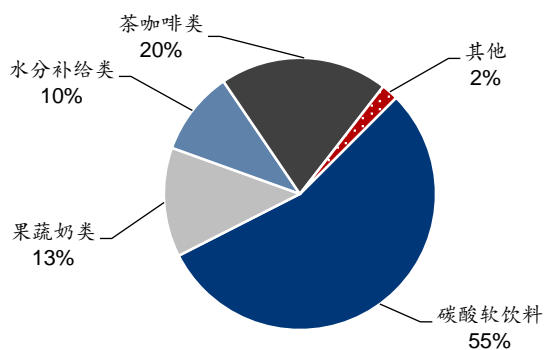
可口可乐是全球范围内的非酒精软饮料巨头，现在已经建立起了包括碳酸软饮料、果蔬乳类、水分补给类以及茶咖啡类 4 大产品组合。根据公司公告，可口可乐在碳酸软饮料、果蔬乳类、水分补给类以及茶咖啡类全球范围内均排名第一。

图表40：可口可乐的产品组合



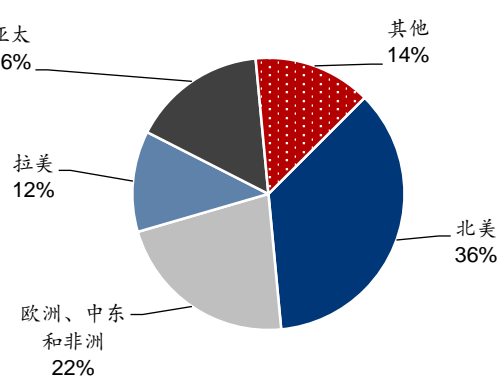
资料来源：可口可乐，华泰证券研究所

图表41：可口可乐 2018 年收入产品结构（考虑 COSTA 并表）



资料来源：可口可乐公告，华泰证券研究所

图表42：可口可乐 2018 年收入的地域结构



资料来源：可口可乐公告，华泰证券研究所

由于传统的碳酸饮料增长遭遇瓶颈，2007 年可口可乐新设立风险投资和新兴品牌部门（Venturing & Emerging Brands, VEB），专注于 10 亿美元级别创新饮料的投资、培养和孵化。可口可乐可以发挥其在品牌和销售渠道方面的理念优势，助力创新饮料实现更加快速增长。

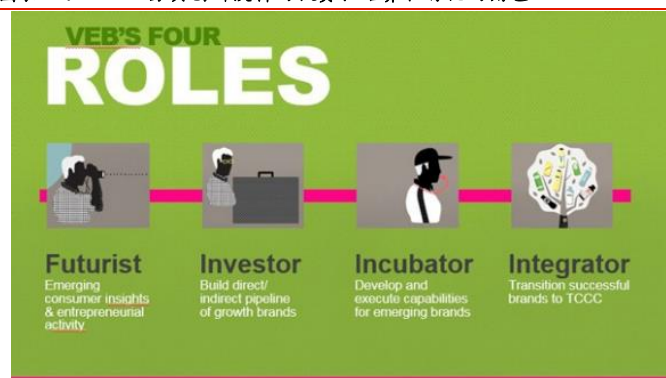
VEB 的战略布局使得可口可乐在多个新兴饮料领域中有所斩获。通过 VEB 投资的主要的饮料品牌包括 BODY ARMOR、Health-Ade、Fairlife、Iris Nova、Hubert's、Hansen's、Topo Chico、Zico、Suja 和 Honest Tea 等，涉及到椰子水、功能饮料和茶饮等多个细分领域。

图表43： 可口可乐 2007 年建立风险投资和新兴品牌部门 VEB



资料来源：可口可乐，华泰证券研究所

图表44： VEB 扮演创新饮料的投资、培养和孵化的角色



资料来源：可口可乐，华泰证券研究所

2012 年可口可乐获得美国第二大椰子水品牌 ZICO 的控股权。椰子水作为新兴的饮料品类在北美市场的规模持续增加，最早 2009 年可口可乐 VEB 入股 ZICO，随后在 2012 年可口可乐获得了 ZICO 的控股权，到 2013 年 ZICO 开始在可口可乐的渠道网络中销售。ZICO 是美国市场份额第二的椰子水品牌，控股 ZICO 使得可口可乐在椰子水领域中的市场话语权明显提升。

图表45： 可口可乐于 2012 年获得椰子水品牌 ZICO 的控股权



资料来源：可口可乐，华泰证券研究所

2014 年可口可乐入股 Health-Ade，成为公司在新饮料品类康普茶中的重要布局。康普茶作为一种新兴的饮料品类，在北美市场的规模持续快速的增长。Health-Ade 是在市场当中具有领先地位的康普茶品牌。可口可乐通过入股 Health-Ade 实现了在康普茶这一新兴领域的布局。

图表46: 可口可乐于2014入股康普茶品牌 Health-Ade



资料来源: 可口可乐, 华泰证券研究所

2017年10月, 可口可乐收购气泡水品牌 Topo Chico 的全部股权, 扩大了其在南美气泡水市场中的影响力。可口可乐从其在拉丁美洲的第二大灌装合作方 Arca Continental 收购 Topo Chico 的股权, 希望借由其销售渠道加强该品牌气泡水在美洲市场的影响力。

图表47: 可口可乐于2017年10月收购气泡水品牌 Topo Chico 的股权



资料来源: 可口可乐, 华泰证券研究所

2018年8月, 可口可乐收购北美运动饮料品牌 BODYARMOR 少数股权。BODYARMOR 是北美地区增速较快的运动饮料品牌, 根据 IRI 统计, 其 2018 年在北美地区的市场份额仅次于佳得乐和水动乐。可口可乐收购其少数股权后, BODYARMOR 获得可口可乐灌装系统和分销渠道使用权。对于可口可乐而言, 公司在运动饮料领域的话语权将有所增强。

图表48: 可口可乐于2018年8月收购运动饮料品牌 BODYARMOR 少数股权



资料来源: 可口可乐, 华泰证券研究所

在收购 COSTA 之前，可口可乐的咖啡业务仅局限在即饮咖啡领域。即饮领域并不是咖啡的主流产品形态，根据可口可乐的统计，2018 年即饮咖啡和茶在全球咖啡和茶的市场中占比仅为 15%。因此即饮咖啡的产品形态限制了可口可乐在咖啡细分领域的发展潜力。

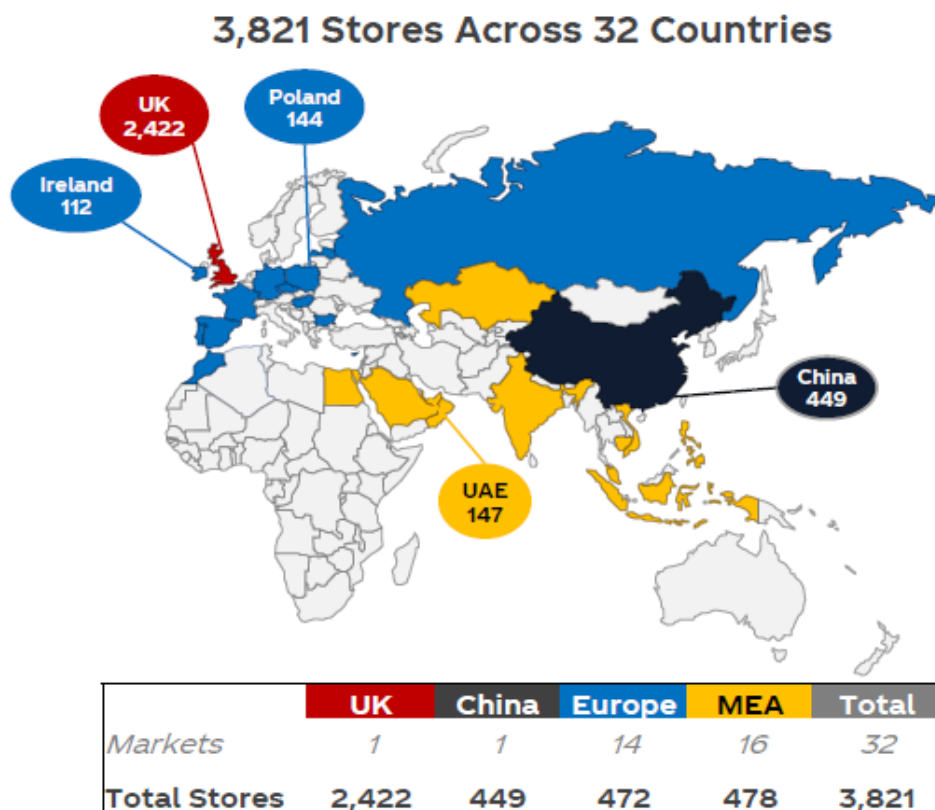
图表49：全球咖啡和茶饮的市场规模及消费场景结构



资料来源：可口可乐，华泰证券研究所

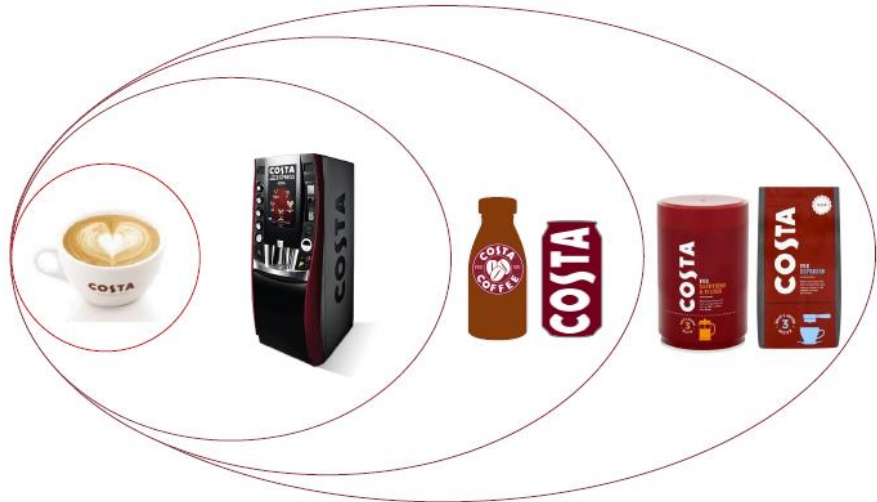
2018 年 8 月，可口可乐以 51 亿美元的对价收购 COSTA LIMITED 100%的股权。对于可口可乐而言，咖啡饮料是个市场规模较大，增速较快，利润水平良好的具有吸引力的饮料细分领域。而且可口可乐过往的业务主要集中在非酒精即饮饮料，收购 COSTA 之后帮助公司进入到热饮料的领域，公司业务的多元化程度继续提升。

图表50：COSTA 连锁门店的区域分布情况（截止 2018 年末）



资料来源：可口可乐，华泰证券研究所

图表51： 可口可乐可以帮助 COSTA 实现消费场景的多元化



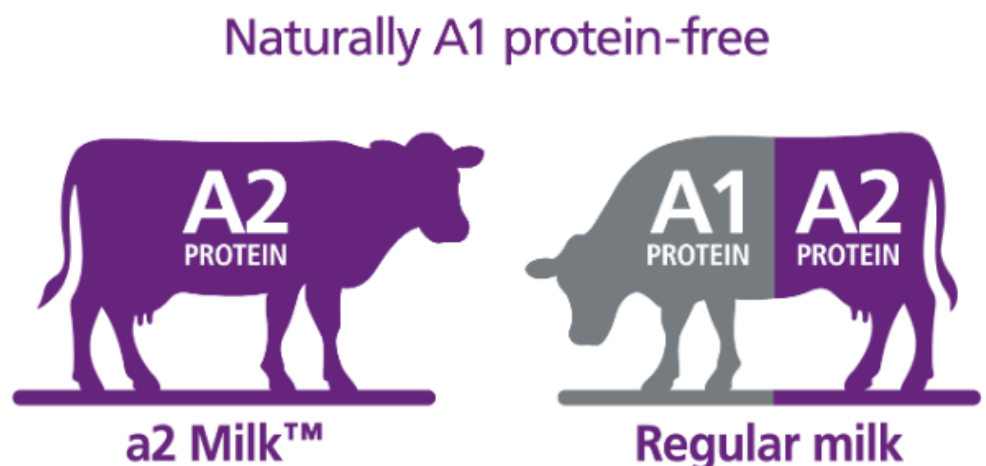
资料来源：可口可乐，华泰证券研究所

可口可乐收购 COSTA 是平台型企业凭借产品和渠道优势扩张赛道的范例之一。由于以碳酸软饮料为代表的存量产品品类的增长速度逐步放缓，平台型企业需要寻找新的增长动能和细分领域，对于以即饮饮料为特长的可口可乐而言，擅长热饮咖啡的 COSTA 是具有吸引力的并购对象，而且二者的合作有望扩充 COSTA 品牌在各个咖啡消费场景中的影响力。

创新者的春天：a2 Milk 以及中国区域乳企的产品创新

A2 Milk 是通过产品差异化实现快速增长的乳业公司代表。A2 公司可以通过 DNA 检测技术甄选奶牛，确保其所产的牛奶含有 A2 型蛋白质。根据 A2 Milk 的研究，绝大多数的奶牛生产的牛奶中同时含有 A1 型蛋白质和 A2 型蛋白质，但是 A1 型蛋白质容易导致部分消费者出现乳糖不耐症状，而 A2 型蛋白质则不会引起类似的不适。我们认为 A2 Milk 这一产品特性在消费者的认知中有效的建立了高端品牌的形象。

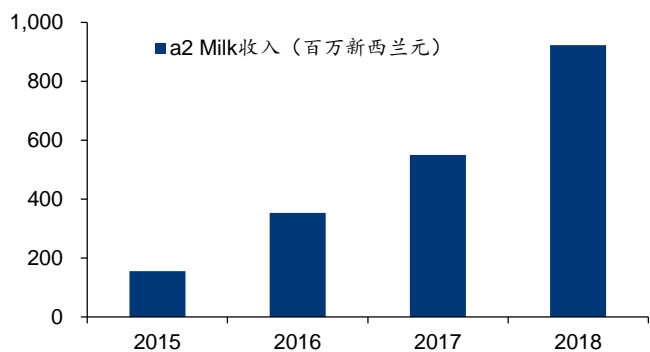
图表52： A2 Milk 公司可以通过 DNA 技术筛选只生产 A2 型蛋白质的奶牛



资料来源：A2 Milk，华泰证券研究所

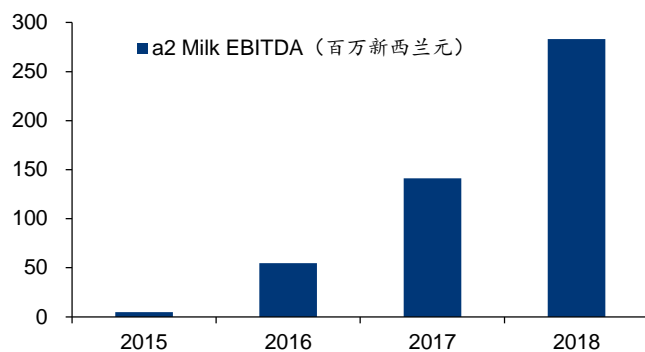
由于产品的独特定位，A2 Milk 获得了积极的市场反响，收入和利润规模均实现快速增长。A2 Milk 是全世界范围内增长速度最快的乳业公司之一，根据公司公告，2018 财年公司实现销售收入 9.23 亿新西兰元，2015~2018 年期间的复合增速为 81%；2018 财年公司实现 EBITDA 2.83 亿新西兰元，2015~2018 年期间的复合增速为 289%。

图表53: A2 Milk 2015-2018 财年收入情况



资料来源: A2 Milk 公告, 华泰证券研究所

图表54: A2 Milk 2015-2018 财年 EBITDA 情况



资料来源: A2 Milk 公告, 华泰证券研究所

中国地方性乳企也具备面向本地市场需求的产品创新能力。包括皇氏乳业、科迪乳业和天润乳业在内的地方性乳企, 在与全国性乳企竞争的过程中开发了具有区域市场特点的创新型产品。

皇氏乳业以水牛奶为产品的差异化特质。根据广西水牛研究所的统计, 水牛奶与传统的荷斯坦牛奶相比, 干物质、乳脂肪、矿物质和微量元素含量更高, 因此具备较为独特的营养价值。皇氏乳业以水牛奶为基础, 开发出了一系列的差异化乳制品。

图表55: 奶水牛和普通黑白花奶牛存在区别

水牛奶“贵”在哪里



奶水牛和普通黑白花奶牛都是产奶牛品种, 但在生物分类学上, 两者是有区别的。黑白花奶牛单头年产量非常高, 平均能达到**6吨**左右, 而奶水牛的单头年产量高的也只有**2吨**左右, 差距很大。稀缺性、营养价值高以及奶源安全性突出等特征, 使水牛奶一进入市场就与黑白花牛奶拉开了价格上的差距。



资料来源: 皇氏集团, 华泰证券研究所

图表56: 水牛奶与普通花白奶营养价值存在区别

相对于普通花白奶, 水牛奶具有四大优势

- 奶源更珍贵**—水牛奶单头产量低, 营养更浓缩, 品质更精华。
- 奶源更安全**—水牛体格十分强壮, 免疫力高, 好牛产好奶。
- 营养更丰富**—水牛奶的营养价值高于黑白花牛奶。奶中所含蛋白质、氨基酸、乳脂、维生素、微量元素等均高于黑白花牛奶。其中铁是黑白花牛奶的约6.8倍。
- 口感更醇厚**—口感比黑白花牛奶更香醇浓厚。

资料来源: 皇氏集团, 华泰证券研究所

图表57: 水牛奶是皇氏乳业产品创新的亮点



▶ 产品差异化

水牛奶被称为“牛奶皇冠上的明珠”, 是皇氏乳业重点打造的差异化产品之一, 也是皇氏乳业走向全国的重点产品之一。

资料来源: 皇氏集团, 华泰证券研究所

科迪乳业在产品包装方便标新立异, 推出了差异化的小白奶产品。2016年下半年, 科迪乳业率先在业内推出透明包装的纯牛奶, 因为包装与常见的纯牛奶产品具有较大差异, 因此获得了市场较高的关注, 并在短时间内取得了较为良好的销售成绩。

图表58：科迪乳业 2016 年下半年推出透明包装的纯牛奶

资料来源：科迪乳业，华泰证券研究所

天润乳业在产品的研发上另辟蹊径，推出口感差异化的浓缩酸奶。天润乳业自 2015 年开始推出一系列口味的爱克林浓缩酸奶，产品定位“发酵更充分，口味更醇厚”，凭借新疆优质奶源和产品差异化口味，实现了销售较快增长。

图表59：天润乳业推出的口感差异化的浓缩酸奶获得了市场的积极反馈

资料来源：科迪乳业，华泰证券研究所

在区域乳企推出差异化产品获得市场积极反响的同时，制约区域乳企发展的品牌和渠道等问题使得地方乳企普遍面临发展瓶颈。未来具有产品创新能力的地方乳企存在与大型乳企合作的潜力，大型乳企可以凭借其全国性的品牌影响力和渠道网络助力区域乳企的特色产品实现快速的增长。

双寡头成为平台型企业，特色乳企具有并购价值

我们认为中国乳业步入成熟期后，具有明显领先地位的蒙牛和伊利会成为平台型企业，业务会覆盖乳业中的各个细分品类以及与乳业具有关联的其他食品饮料领域。除了内生发展方式之外，平台型企业也会采用兼并收购的方式实现产品线和销售地域的多元化。在特定的市场规模和盈利能力具有吸引力的产品领域具有优势，或者在特定的区域具有较大影响力的品牌的并购价值逐步凸显。此外，具备颠覆性创新能力的细分赛道选手也有独立成长壮大的机会。

风险提示

行业增长速度不达预期：如果行业增长速度不达预期，行业内企业的增长都会存在压力。市场竞争激烈程度高于预期：如果市场竞争激烈程度高于预期，企业的大规模费用投放和产品折扣将会负面影响盈利能力。**食品安全风险：**如果行业出现食品安全事件，将会较为严重的打击消费者的消费意愿，对行业需求产生负面影响。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com