

乳白色的三维升级，从产品变迁看行业明天

2019年07月30日

看好/维持

食品饮料 | 深度报告

——乳制品行业三部曲之二：古今篇

| | | | | |
|------|-----|------------------------|-----------------------------|-----------------------|
| 分析师 | 刘畅 | 电话：010-66554032 | 邮箱：liuchang_yjs@dxzq.net.cn | 执业证书编号：S1480510120014 |
| 研究助理 | 张东雪 | 邮箱：zhangdx@dxzq.net.cn | | |

投资摘要：

本篇报告以产品为轴，梳理乳制品行业历史发展的三个阶段，分别为：(1) 1979-2005年，常温奶的技术渗透，带来的乳制品销售区域的突破；(2) 2005-2015年，营销手段的丰富，带来的乳制品种类上的丰富，扩大了乳制品的消费场景；(3) 2015-2025年，消费升级的背景下，大众对于健康的无限追求以及冷链技术的升级，双重共振带来的低温奶的春天。我们通过“三维升级”模型从技术、观念（营销）、渠道三个维度分析品类变迁的深层次驱动因素，不同阶段的主要驱动因素有所不同，并指明了未来低温化、健康化的深层含义，同时我们认为未来低温市场将会扩大占比，我们分析了影响奶制品扩大规模的因素，发现在牧场奶源供给、销售半径、终端分销三个方面，低温奶市场具备成熟的优质条件，故认为未来低温市场规模将会有进一步的跃升。低温市场主要由低温酸奶和低温巴氏奶构成，其中，酸奶行业规模快速增长，呈现常温低温并盛局面，未来主要看低温的增长；低温巴氏奶增速回归集中度较低，未来全国性的巴氏奶主要靠并购点连成线。

以“三维升级”模型复盘乳制品行业“突破限制-丰富种类-追求健康”的三个历史阶段：第一阶段（1979-2005）是常温奶的繁荣，开端是UHT杀菌技术的引入，技术升级为主要驱动力，常温奶打开了市场的新空间，运输半径将不再成为阻碍；第二阶段（2005-2015）是风味白奶、含乳饮料、植物蛋白饮料在成功的品牌营销下的风靡，在这一阶段乳制品呈现了品牌上的升级以及产品上的鱼龙混杂，奠定了中国乳制品行业的格局；第三阶段（2015-2025）是健康化趋势下低温奶的回归，三维因素的全面升级，观念升级引领需求的方向，渠道升级是低温化趋势得以延续的必需保障，技术升级是产品升级的基础。

奶粉作为功能属性较强的乳制品，单独梳理，国产奶粉发展过程历经坎坷，但目前就是最好的发展阶段。2008年后国产奶粉始终无法获得消费者的认可，表面原因是进口奶粉对国内高端市场的挤占，跨境电商的崛起又加速了进口奶粉发展；但根本原因还是中国的牧场规模化程度低、奶源质量难以控制，加之奶粉是技术壁垒最高的乳制品，国内企业难以短时间内获得消费者的信赖。但是随着奶粉监管的逐步趋严，国产奶粉正在探索出自己的新道路，高端化的同时强调本土化，“中国宝宝适合中国奶粉”的概念逐步深入人心，加上企业从奶源质量、品牌营销形象等方面的重新塑造，国产奶粉有望迎来最美好的春天。新颁布的“史上最严格奶粉新政”的实施，再次助力了国产奶粉的发展空间，伊利金领冠、君乐宝、飞鹤、澳优等品牌将崛起。

投资策略：推荐具有牧场和冷链资源核心优势的低温领域区域性乳企：光明乳业、新乳业、燕塘乳业、天润乳业；重点关注优质高端国产奶粉品牌中国飞鹤（未上市）、澳优、雅士利。

风险提示：乳制品行业质量安全问题；乳制品企业市场拓展不达预期、产能释放不及预期等。

行业重点公司盈利预测与评级

| 简称 | EPS(元) | | | PE | | | PB | 评级 |
|------|--------|------|------|--------|-------|-------|------|-----|
| | 18A | 19E | 20E | 18A | 19E | 20E | | |
| 光明乳业 | 0.28 | 0.39 | 0.45 | 29.95 | 28.46 | 24.67 | 2.51 | 未评级 |
| 新乳业 | 0.32 | 0.39 | 0.56 | - | 37.38 | 26.04 | 6.78 | 未评级 |
| 燕塘乳业 | 0.27 | 0.73 | 0.92 | 63.80 | 29.53 | 23.43 | 3.58 | 推荐 |
| 天润乳业 | 0.55 | 0.64 | 0.76 | 24.96 | 22.30 | 18.78 | 3.22 | 未评级 |
| 澳优 | 0.47 | 0.53 | 0.71 | 19.21 | 27.25 | 20.34 | 6.10 | 未评级 |
| 雅士利 | 0.01 | 0.04 | 0.05 | 111.36 | 25.75 | 20.6 | 0.77 | 未评级 |

资料来源：公司财报，东兴证券研究所（按照2019年7月29日收盘价计算）

目 录

| | |
|---|-----------|
| 1. 技术的升级迭代是乳制品发展的核心驱动因素 | 6 |
| 1.1 1979-2005 年：牛奶初体验，常温奶突破巴氏奶运输半径限制，成就全国性的乳企 | 7 |
| 1.2 2005-2015 年：品类与渠道齐飞，全国共品牌一色 | 8 |
| 1.2.1 2005 年后风味常温白奶品类得以不断的丰富 | 9 |
| 1.2.2 含乳饮料乘营销之东风，开启十年黄金发展窗口期 | 10 |
| 1.2.3 看植物蛋白饮料萌芽到壮大，十年发展弹指一挥间 | 11 |
| 1.2.4 常温白奶高端化是乳制品发展第二阶段的最大亮点，也是长期沉淀下来的最佳品类 | 12 |
| 1.3 站在 2015 看未来：回归营养本元，低温趋势不可逆转 | 14 |
| 1.3.1 酸奶行业规模快速增长，呈现常温低温并盛局面，未来主要看低温的增长 | 15 |
| 1.3.2 低温巴氏奶增速回归集中度较低，未来全国性的巴氏奶主要靠并购点连成线 | 17 |
| 2. “三维模型”诠释产品变迁，定调未来低温化、健康化趋势 | 18 |
| 2.1 技术、渠道、观念三维升级是行业升级的理论基础 | 18 |
| 2.2 乳制品基于“三维升级模型”的历史复盘 | 20 |
| 2.2.1 常温奶的繁荣主要受益于技术升级 | 20 |
| 2.2.3 第三阶段三维因素全方位的升级铸就低温品类的强势回归 | 22 |
| 2.3 乳制品低温化、健康化将成确定性趋势 | 27 |
| 2.3.1 从牧场奶源供给、销售半径、终端分销三个方面判断低温市场规模潜力 | 27 |
| 2.3.2 健康化将成为需求端长期的主线趋势 | 31 |
| 3. 乳制品的另一条主线——奶粉：爱恨交加难自弃，本土化优势正当时 | 34 |
| 3.1 国产奶粉肩负着彰显品质的重要使命 | 34 |
| 3.1.1 1987-2003 年：国产奶粉填补巴氏奶空白市场，高速发展 | 34 |
| 3.1.2 2003-2015 年：重大安全问题致使国产奶粉彻底没落，进口奶粉蚕食市场 | 35 |
| 3.1.3 2015-2025 年：国产奶粉受多因素利好，强势回暖 | 36 |
| 3.2 奶粉是乳制品行业的脊梁，政策全面导向 | 39 |
| 3.2.1 2008 年国产奶粉重大安全事故致国产品牌持续低迷 | 39 |
| 3.2.2 2015 年后国产奶粉对残存问题逐项击破 | 40 |
| 4. 重点公司推荐 | 42 |
| 4.1 推荐区域性低温乳企：光明乳业、新乳业、燕塘乳业、天润乳业 | 42 |
| 4.1.1 光明乳业：低温巴氏奶领域龙头，深耕华东区域市场 | 42 |
| 4.1.2 新乳业：发展重心转移至低温，收购区域性乳企错峰双寡头 | 43 |
| 4.1.3 燕塘乳业：深耕广东市场，拥有优质牧场奶源和强大低温供应链 | 43 |
| 4.1.4 天润乳业：立足新疆优势资源，大力扩充产能 | 44 |
| 4.2 重点关注国产奶粉品牌优质企业：中国飞鹤、澳优、雅士利 | 45 |
| 4.2.1 中国飞鹤：品牌影响力广泛，超高端产品逐渐打开市场 | 45 |
| 4.2.2 澳优：全球产业链布局优质奶源，高端品牌定位迎合国内高端化趋势 | 45 |
| 4.2.3 雅士利：蒙牛旗下优质国产奶粉品牌，拥有强大进口奶源网络 | 46 |
| 5. 风险提示 | 46 |

表格目录

| | |
|--|----|
| 表 1: 早期植物蛋白饮料企业/产品表现..... | 12 |
| 表 2: 常温白奶的高端化趋势逐渐确立, 在 2012 年达到顶峰..... | 13 |
| 表 3: 区域性品牌低温酸奶逆袭成功的原因简析..... | 17 |
| 表 4: 巴氏乳与灭菌乳对比..... | 20 |
| 表 5: 低温奶领域的技术升级主要针对提升产品品质和增大销售半径..... | 27 |
| 表 6: 大牌入局, 新推出豆奶产品逐渐走向高端化..... | 32 |
| 表 7: 植物蛋白饮料豆奶拥有比牛奶的动物蛋白更加完善的营养结构..... | 32 |
| 表 8: 国产奶粉品牌与国外品牌的产品对比..... | 38 |
| 表 9: 美国、荷兰、德国对奶粉的监管政策对比..... | 39 |
| 表 10: 国产奶粉实现高速发展..... | 41 |
| 表 11: 《行动方案》政策主要内容及影响..... | 41 |

插图目录

| | |
|-------------------------------------|----|
| 图 1: 乳制品行业全文分析结构..... | 6 |
| 图 2: 乳制品行业三个阶段发展的特征分析..... | 7 |
| 图 3: “黎明前”的乳制品行业, 巴氏奶和奶粉消费初步兴起..... | 8 |
| 图 4: 伊利股份销售人员数量稳步高速增长..... | 8 |
| 图 5: 1997 年后伊利股份销售费用快速上升..... | 8 |
| 图 6: 乳制品产品先纵向拓展渠道-再横向拓展品类的发展规律..... | 9 |
| 图 7: 2005 年后风味白奶品类逐渐丰富..... | 9 |
| 图 8: 含乳饮料产品推出历史..... | 10 |
| 图 9: 植物蛋白饮料代表性产品发展情况..... | 11 |
| 图 10: 植物蛋白饮料先经历爆发增长后陷入停滞..... | 12 |
| 图 11: 非豆奶植物蛋白饮料增速下滑幅度更大..... | 12 |
| 图 13: 高端白奶金典、特仑苏营收增速较高..... | 13 |
| 图 14: 高端白奶占乳企营收比例逐年提升..... | 13 |
| 图 14: 酸奶、巴氏奶绝对额、占比均逐渐提升..... | 14 |
| 图 15: 酸奶、巴氏奶行业销售额增速较高..... | 14 |
| 图 16: 酸奶升级, 果粒酸奶和益生菌酸奶兴起..... | 14 |
| 图 17: 低温酸奶市场规模增速逐年提高..... | 15 |
| 图 18: 常温酸奶规模增速 2013、2014 年处于高峰..... | 15 |
| 图 19: 常温酸奶口味丰富化的发展过程..... | 16 |
| 图 20: 低温巴氏奶销售额增速高于常温牛奶..... | 18 |
| 图 21: 国内低温巴氏奶产量企稳回升..... | 18 |

| | |
|---|----|
| 图 22: 低温巴氏奶以区域乳企为主 | 18 |
| 图 23: 低温巴氏奶行业无明显的集中化趋势 | 18 |
| 图 24: 三维升级模型及其平面化示意图 | 19 |
| 图 25: 三维升级是乳制品升级表象背后的驱动因素 | 19 |
| 图 26: 乳制品行业第一阶段升级的主要驱动力来自于技术端 | 20 |
| 图 27: 2000-2008 年是伊利销售费用高速增长阶段 | 21 |
| 图 28: 伊利销售费用率在第二阶段一路上涨 | 21 |
| 图 29: 含乳饮料及植物蛋白饮料销售费用率低于整体水平 | 22 |
| 图 30: 含乳饮料和植物蛋白饮料净利率高于乳制品整体 | 22 |
| 图 31: 乳制品行业第二阶段风味奶时期的升级主要驱动力是观念（品牌营销） | 22 |
| 图 32: 多家乳业纷纷开始积极布局低温产业 | 23 |
| 图 33: 第三阶段低温奶的兴起是三方面全面升级的结果 | 23 |
| 图 34: 观念升级带来乳制品功能化、健康化、高端化 | 24 |
| 图 35: 我国冷链物流市场规模高速增长 | 24 |
| 图 36: 我国冷链运输车数量稳步增长 | 24 |
| 图 37: 全国冷链需求热度分布&全国冷链供给热度分布 | 25 |
| 图 38: 渠道下沉，下线城市乳品销售增速较高 | 25 |
| 图 39: 龙头企业线上收入增长迅速 | 25 |
| 图 40: 盒马鲜生的高效供应链体系为短保产品的销售带来利好 | 26 |
| 图 41: 新鲜乳制品网购频次低于新鲜蔬果 | 26 |
| 图 42: 低温奶占比逐渐上升，上升速度超过常温奶 | 27 |
| 图 43: 影响奶制品销售规模的必要因素 | 28 |
| 图 44: 从牧场奶源、销售半径、终端渠道分销三个方面分析低温奶的市场规模潜力 | 29 |
| 图 45: 冷藏运输下低温奶保质期依然较短，要求配套高效、成熟的冷链 | 30 |
| 图 46: 牧场奶源与冷链运输成为低温行业发展必不可少的资源条件 | 30 |
| 图 47: 乳制品行业传统的竞争格局是“货架竞争” | 31 |
| 图 48: 牛奶饮品由于营养价值不足等原因增速转为负 | 31 |
| 图 49: 养元饮品 2015-2017 年陷入经营困局 | 31 |
| 图 50: 预计植物蛋白饮料市场增长空间较大 | 33 |
| 图 51: 乳制品另一条主线——奶粉行业的分析框架 | 34 |
| 图 52: 国产奶粉和进口品牌奶粉的交替发展史 | 34 |
| 图 53: 2008-2014 年后奶粉进口量激增 | 36 |
| 图 54: 2008-2014 年我国奶粉进口量占总消费比例快速上行 | 36 |
| 图 55: 2008-2014 年国产奶粉市场份额逐渐下行 | 36 |
| 图 56: 2008 年后市占率前十奶粉品牌中国产品牌占比下降 | 36 |
| 图 57: 2015 年我国奶粉进口量出现断崖式下滑 | 37 |
| 图 58: 2015 年年后我国奶粉总消费量趋于稳定 | 37 |
| 图 59: 2014-2015 年我国奶粉期末库存激增 | 37 |
| 图 60: 2014-2015 年国内奶粉产量增幅较大 | 37 |
| 图 61: 国产奶粉市场规模在 2016 年后加速增长 | 37 |

| | |
|---|----|
| 图 62: 奶粉整体市场规模 2016 年后趋于稳定 | 37 |
| 图 63: 我国跨境电商交易规模快速增长 | 40 |
| 图 64: 我国跨境电商渗透率快速上涨 | 40 |
| 图 65: 2015-2018 年各国产奶粉品牌销售额明显增长 | 41 |
| 图 66: 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 | 43 |

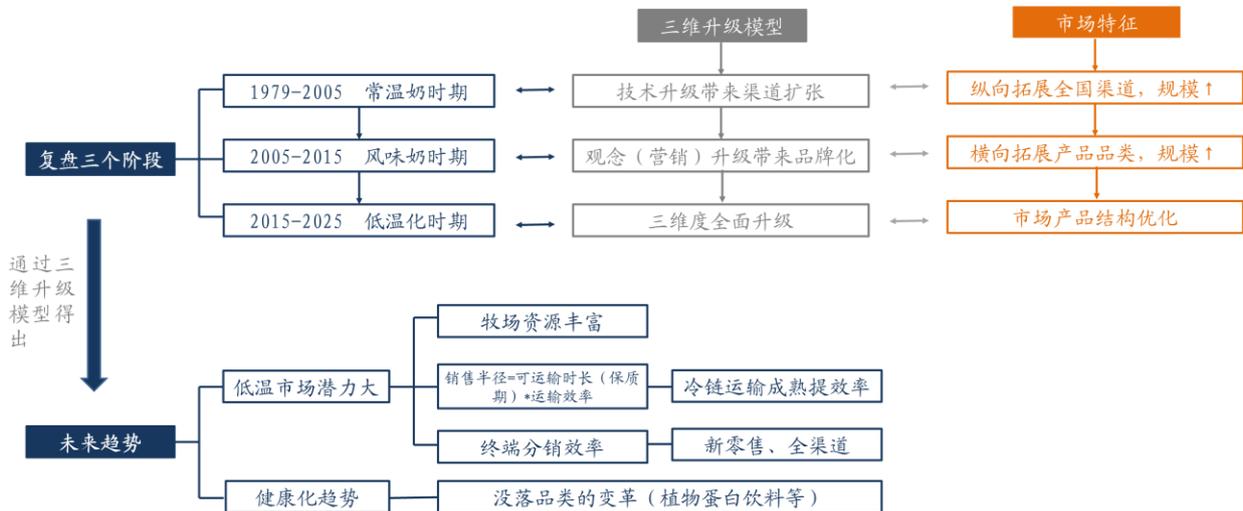
1. 技术的升级迭代是乳制品发展的核心驱动因素

从产品变迁的角度洞察中国的乳产品的升级之路,我们大体上可以把中国的乳制品简单概括为三个阶段:

- (1) 常温奶的技术渗透,带来的乳制品销售区域的突破;
- (2) 营销手段的丰富,带来的乳制品种类上的丰富,扩大了乳制品的消费场景;
- (3) 消费升级的背景下,大众对于健康的无限追求以及冷链技术的升级,双重共振带来的低温奶的春天。

从原始的低温巴氏奶,到常温奶,到多样化风味常温奶,再回归低温巴氏奶的发展过程中,乳制品经历了最原始的小范围经营,到疯狂拓展渠道市场的初级发展期,而产品的多样化往往意味着渠道铺设的成熟与竞争的加剧,而在双寡头引领的过度营销投入主导下的市场割据之后,常温奶的发展到达了前所未有的顶峰,消费者对乳品需求重新回归产品本元,接下来对于乳品本身品质的升级将是各大全国性乳企、区域性乳企要走的康庄大道,产品本身就是最好的营销。

图 1: 乳制品行业全文分析结构



资料来源:东兴证券研究所

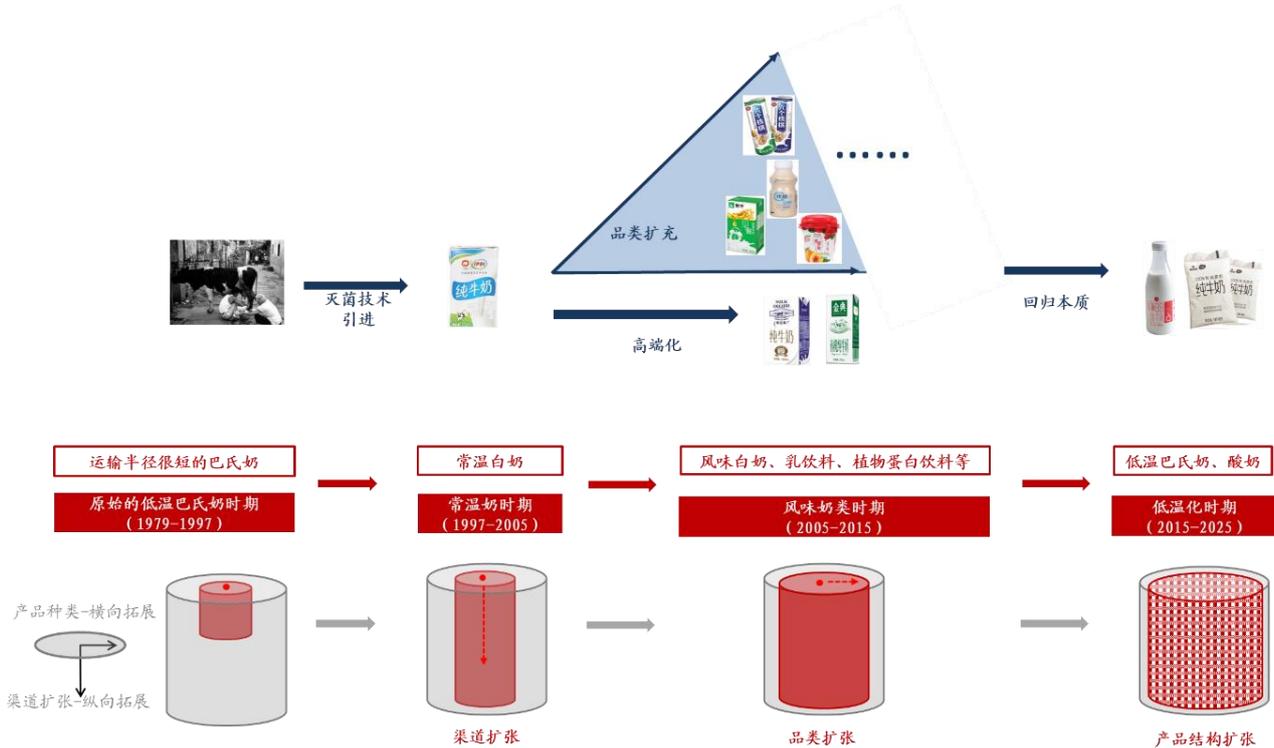
第一阶段:突破限制(1979-2005)。该阶段主要表现为常温奶对短保巴氏奶的替代。1979年后国内牛奶消费以巴氏奶的小范围配送为主,但由于巴氏奶的保质期短、运输距离及销售距离有限、保存条件不成熟的限制,牛奶行业严重供不应求。1997年超高温瞬时灭菌(UHT)技术被引入,常温白奶诞生并在全中国范围内兴起,该阶段成就了伊利、蒙牛等大乳企,同时低温巴氏奶逐渐退出历史舞台。该阶段乳制品市场快速扩张,主要是以渠道的纵向扩张为主。区域乳企由于覆盖面积的不足以及营销上的落后,逐步表现出了竞争疲态,但是经营情况还算良好,充分竞争市场逐步迈向寡头竞争。

第二阶段:丰富种类(2005-2015)。第二阶段的十年也是中国营销盛行的十年,乳制品的营销创造了一个又一个神话,在这个阶段中消费者对乳制品的认知陷入了被动的接受期,其结果就是乳制品遍地开花,

但又能称之为乳制品的产品又凤毛麟角。因此各类风味奶、酸酸乳、花生牛奶、核桃乳等遍地开花，乳制品市场快速扩张，主要是以品类的横向扩张为主。

第三阶段：追求健康（2015-2025）。这个十年我们把它定义成“回归的十年”，消费者重新回归乳制品的营养本元，简单的营销难以持续的给消费者“洗脑”，全国范围内的爆款将更难产生。酸奶、低温乳制品以及更加健康化且高端化的植物蛋白饮料将会是产品市场的主旋律。2015年以来重新回归低温巴氏奶时代，却与改革开放初期的低温巴氏奶时代大不相同，差异性表现在奶源、冷链运输、渠道，同时以健康、助消化为营销标签的乳酸菌饮料（如养乐多、优益C等）、区域内的低温酸奶实现了快速爆发，新兴渠道的诞生叠加物流配送的升级为区域性的小企业带了了新的生机。该阶段乳制品市场主要是在低温化、健康化的趋势下进行产品结构的优化。

图 2：乳制品行业三个阶段发展的特征分析

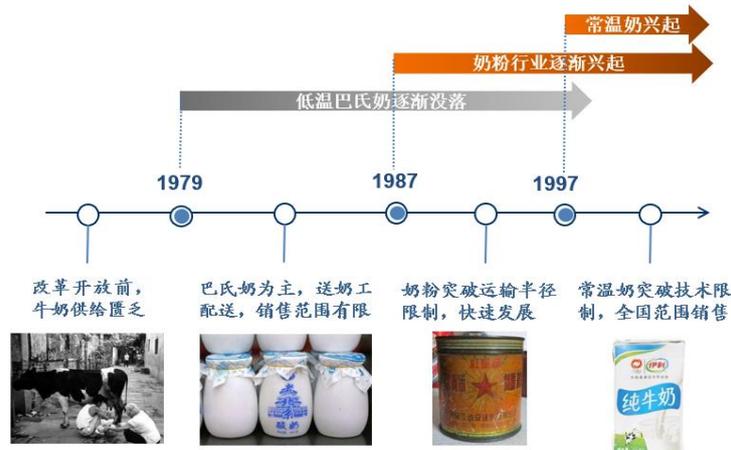


资料来源：东兴证券研究所

1.1 1979-2005 年：牛奶初体验，常温奶突破巴氏奶运输半径限制，成就全国性的乳企

1979 年改革开放前，受制于整体经济的发展状况，奶制品的供给较为匮乏，消费者饮奶意识未经塑成，乳制品行业整体规模较小。改革开放后，主要是以低温巴氏奶配送为主，由于杀菌技术不成熟、保质期短、保存条件较差等原因，低温巴氏奶的运输和销售半径较小，故巴氏奶的销售主要是以小范围的配送为主，奶源主要来自于小规模奶农自家散养牧场。

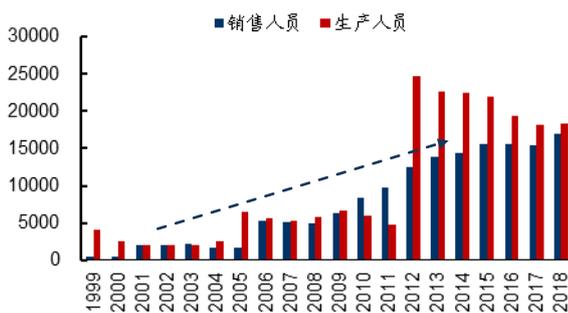
图 3：“黎明前”的乳制品行业，巴氏奶和奶粉消费初步兴起



资料来源：东兴证券研究所

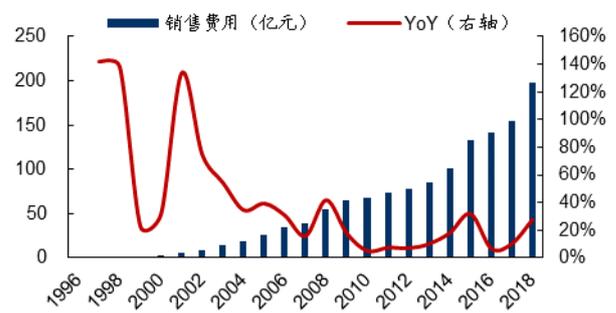
1997 年国内引进了超高温瞬时灭菌（UHT）技术和利乐无菌包装，推出“常温白奶”。由于常温下保质期长达 6-9 个月，常温白奶可以经历长距离运输销往外地，且可以长时间陈列在商品货架上，常温奶迅速开拓全国市场，原始的低温巴氏奶逐渐退出历史舞台。其实在 1997 年之前，原始低温巴氏奶的空白市场由奶粉填补，但是奶粉是鲜奶的加工干燥产物，生产能耗高、营养物质受破坏程度大。常温奶的营养程度高于奶粉，且饮用方便，故 1997-2004 年期间，伊利、蒙牛等常温奶生产公司跑马圈地，快速铺设全国渠道。

图 4：伊利股份销售人员数量稳步高速增长



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 5：1997 年后伊利股份销售费用快速上升



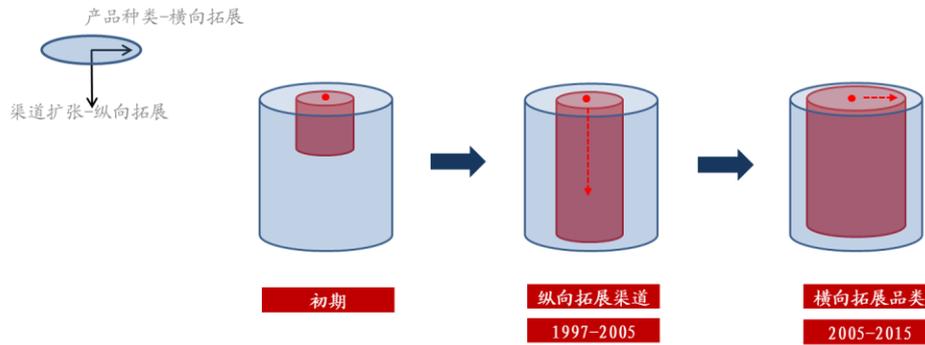
资料来源：Wind，东兴证券研究所

1.2 2005-2015 年：品类与渠道齐飞，全国共品牌一色

1997-2005 年以伊利和蒙牛为代表的乳企借常温奶红利集中火力拓展全国渠道，2005 年前后纵向的渠道铺设基本成熟后，开始了产品品类的横向拓展，风味白奶、乳酸菌饮料、植物蛋白饮料的兴起是该阶段最显著的特征。一般情况下消费品都是先渠道的不断渗透，进而进行品类横向叠加，这一手法在乳制

品行业表现的更为明显。乳制品品类的大规模拓展也意味着渠道铺设的基本成熟，行业剧烈的竞争在逐步酝酿。

图 6：乳制品产品先纵向拓展渠道-再横向拓展品类的发展规律



资料来源：东兴证券研究所（注：红色柱体的体积是指乳制品市场规模）

1.2.1 2005 年后风味常温白奶品类得以不断的丰富

2005 年之前常温白奶最初的产品差异主要集中在包装和外形上，2005 年之后风味奶种类大量丰富。乳品的口味一直也是影响消费者需求的重要因素，常温白奶在经历了近 10 年的单一口味后，逐渐拓展出风味白奶、谷粒果粒奶等口味丰富的风味奶。

图 7：2005 年后风味白奶品类逐渐丰富

| 产品推出时间 | 风味白奶 | 谷粒果粒奶 |
|--------|--|---|
| 2005年前 | 娃哈哈AD钙、旺仔牛奶、娃哈哈营养快线  | |
| 2006 | 娃哈哈爽歪歪营养酸奶  | 蒙牛真果粒  |
| 2008 | 蒙牛奶特  | 伊利谷粒多牛奶  |
| 2012 | 伊利味可滋香蕉牛奶、达利园花生牛奶  | |
| 2013 | 蒙牛早餐奶  | |
| 2016 | 三元巧克力牛奶  | |

资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

1.2.2 含乳饮料乘营销之东风，开启十年黄金发展窗口期

我国乳饮料发展起源可追溯至上世纪 80 年代，而爆发主要集中在 2009-2012 年。2005 年前后伊利、蒙牛等几大乳业巨头逐渐关注利润率较高的乳饮料产品开发，以蒙牛酸酸乳赞助《快乐女声》销售翻三番为开端，2005-2006 年伊利的“优酸乳”与蒙牛的“酸酸乳”之战、娃哈哈的“营养快线”与小洋人的“妙恋”之争，以及三鹿、光明的紧紧跟进，使乳饮料市场一路升温。

2008 年中国的乳饮料市场销售量已经达到 62 亿升。娃哈哈营养快线经过升级后在 2009 年的销售额达到 120 亿元，占到当年娃哈哈集团总营收的四分之一以上；蒙牛在 2009 年乳饮料收入达 63.9 亿元，同比增长 14.3%。

究竟乳饮料是不是乳制品，此时再做讨论已没有意义，但是确实在营销最有效率的时期，乳饮料在中国乳制品发展史上留下了浓墨重彩的一笔。

图 8：含乳饮料产品推出历史



资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

1.2.3 看植物蛋白饮料萌芽到壮大，十年发展弹指一挥间

我国植物蛋白饮料兴起较早，较常温奶更早渗入到消费者视野，代表性企业维维股份、承德露露、养元饮品等均经历过2010-2013年的辉煌，与含乳饮料爆发的原因有非常多的重合之处，分别为消费者口味需求的多元化、含乳饮料与植物蛋白饮料业务更高的净利率、精准的营销打造产品及品牌差异化避免价格战等。

图9：植物蛋白饮料代表性产品发展情况



资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所（注：根据《饮料通则》的定义，植物蛋白饮料是指，以植物果仁、果肉及大豆为原料，经加工、调配后，再经高压杀菌或无菌包装制得的乳状饮料。植物蛋白原料丰富，所以植物蛋白饮料的品类也非常丰富，主要包括豆奶、花生奶、杏仁露、核桃露、椰汁等品类。）

植物蛋白饮料经历了2013年后的没落。2013年后植物蛋白饮料市场的增长基本陷入停滞，2014-2015

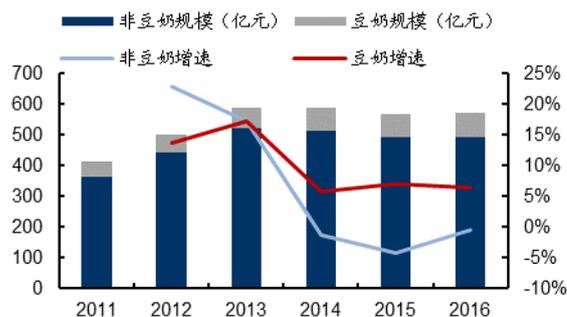
年行业规模增速均为负。其中，非豆乳类饮料的增速明显低于豆乳类饮料，承德露露、六个核桃、银鹭花生牛奶等非豆乳类饮料的明星产品销售收入涨幅微弱甚至下降。

图 10：植物蛋白饮料先经历爆发增长后陷入停滞



资料来源：Euromonitor，东兴证券研究所

图 11：非豆奶植物蛋白饮料增速下滑幅度更大



资料来源：Euromonitor，东兴证券研究所

表 1：早期植物蛋白饮料企业/产品表现

| 企业/产品名称 | 成立时间 | 主要产品情况 | 财务表现 |
|---------|----------|---|--|
| 承德露露 | 1950 年 | 全国最大的杏仁露生产企业，主要产品露露杏仁露，占杏仁露市场 90% 以上比重 | 2013 年保持着总体上涨的趋势，2013 年之后开始停滞至 2015，近三年开始逐年下跌。 |
| 养元饮品 | 1997 年 | 最早进入核桃露饮料行业的企业之一，其主要产品六个核桃占核桃乳行业 80% 以上比重 | 六个核桃的销售在 2016 年就开始呈现下降态势 |
| 银鹭花生牛奶 | 2003 年推出 | 产品占整个花生乳市场 80% | 至 2011 年，银鹭花生牛奶的销售收入一直保持上涨趋势，但此后，由于同行竞品相继出现，自身产品单一缺乏创新，销售开始趋于停滞乃至下降。 |

资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

从产品和品牌定位来看，国内植物蛋白饮料企业产品单一、没有创新、产品定位较低，且从渠道上来看，相关企业多从低线城市开始渗透，主要分布在三四线城市，以养元饮品为例，截至 2018 年其贡献最大的市场仍然是乡镇销售，采取的也是“农村包围城市”的发展策略。在营销上看，植物蛋白饮料在功能、营养等方面与牛奶类似，故两者存在一定的替代关系，伊利、蒙牛近年来的快速渠道下沉抢占了植物蛋白饮料企业的三四线城市及乡镇市场。植物蛋白饮料没有及时的升级产品并且没有脱离牛奶的覆盖圈，开发新的渠道是行业衰退的根本原因。

1.2.4 常温白奶高端化是乳制品发展第二阶段的最大亮点，也是长期沉淀下来的最佳品类

2005 年后蒙牛特仑苏、伊利金典等高端白奶逐渐上市，高端白奶出现，约在 13 年前后实现高速增长，2013 年以来以特仑苏和金典为代表的高端奶增速远远高于液态奶整体增速。2017 年高端白奶的营收增速仍维持高位，特仑苏营收增速 20.0%，金典营收增速 30.3%，特仑苏、金典分别在蒙牛、伊利的总营收中的占比越来越高，2017 年特仑苏占蒙牛液体乳营收的 24.9%，同时金典占伊利液体乳营收的 17.8%，

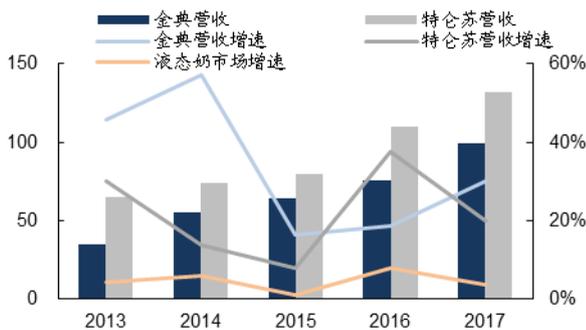
高端化趋势确立，高端化也是提升产品差异化的重大举措。

表 2：常温白奶的高端化趋势逐渐确立，在 2012 年达到顶峰

| 时间 | 产品 | 图片 | 描述 |
|------|-----------|---|----------------------------------|
| 2005 | 蒙牛特仑苏纯牛奶 |  | 中国市场第一个高端牛奶品牌 |
| 2006 | 伊利金典纯牛奶 |  | 伊利液体奶收个高端副品牌 |
| | 伊利金典有机纯牛奶 |  | 区别：奶牛的饲养方式、饲料和牛奶处理过程 |
| 2007 | 伊利舒化奶 |  | 国内第一款可有效解决“乳糖不耐症”或乳糖酶缺乏问题的“低乳糖奶” |
| 2009 | 圣牧全程有机奶 |  | 专注有机，至纯至真 |

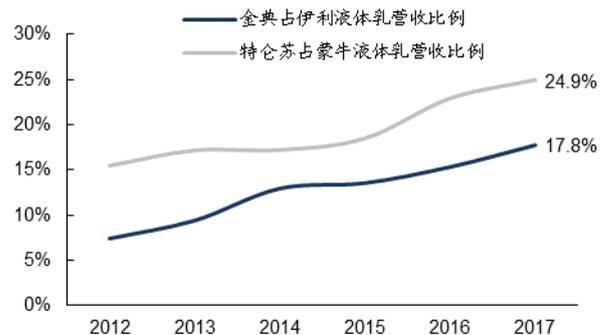
资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

图 12：高端白奶金典、特仑苏营收增速较高



资料来源：东兴证券研究所

图 13：高端白奶占乳企营收比例逐年提升



资料来源：东兴证券研究所

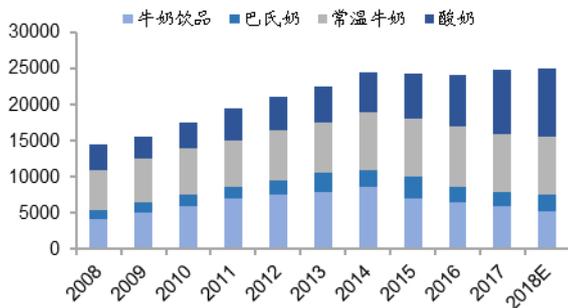
产品维度梳理行业的发展我们不难发现，在经历了第一阶段的纵向全国渠道铺设接近成熟之后，2005

-2015 年期间开始横向拓展，是产品差异化逐渐凸显的阶段，主要表现包括：产品品类的扩充、乳企营销力度的加大、高端化趋势的确立等等，在品牌化的大背景下，产品横向拓品和差异化是主旋律。

1.3 站在 2015 看未来：回归营养本元，低温趋势不可逆转

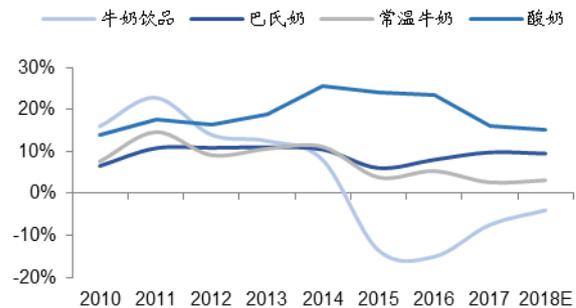
常温酸奶拉开了乳制品新的十年的发展大幕。酸奶在乳制品中占比由 2010 年的 14% 上升到 2016 年的 23% 以上。冷链运输的发展，使得低温巴氏奶在乳制品中的占比从 2010 年的 6.5%，提升到了 2017 年的 9.8%。

图 14：酸奶、巴氏奶绝对额、占比均逐渐提升



资料来源：中国产业信息网，东兴证券研究所

图 15：酸奶、巴氏奶行业销售额增速较高



资料来源：中国产业信息网，东兴证券研究所

图 16：酸奶升级，果粒酸奶和益生菌酸奶兴起



资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

低温巴氏奶与酸奶产品特征不同，酸奶的口感风味多样性、消费者可接受程度较低温巴氏奶更高，较低温巴氏奶更具备“零食”属性，故发展历程也有所不同，我们在此对两种品类分别论述。

1.3.1 酸奶行业规模快速增长，呈现常温低温并盛局面，未来主要看低温的增长

酸奶行业的增速在乳制品各品类中一骑绝尘，结构上主要还是以低温产品为主。2013-2014 年增长速度加快，主要系常温酸奶兴起的贡献（13-14 年增速均超过 120%）。近年来，低温酸奶增速逐年提高，表现优于常温酸奶，且逐渐回归营养健康的本元，专注于品质的区域性品牌崛起。低温酸奶更符合健康化趋势，我们认为未来酸奶市场仍然以低温产品为主，低温占比将提高。

图 17：低温酸奶市场规模增速逐年提高



资料来源：中国产业信息网，东兴证券研究所

图 18：常温酸奶规模增速 2013、2014 年处于高峰



资料来源：中国产业信息网，东兴证券研究所

2014 年酸奶销售规模增速明显较高，主要系常温酸奶爆发。自光明莫斯利安上市开创常温酸奶品类后，2013-2014 年伊利、蒙牛等乳企相继跟进，2010-2014 年常温酸奶增长率均超过 100%，常温酸奶市场规模由 2012 年的 15 亿元增长到 2018 年的 311 亿元，7 年内增长近 21 倍。2010-2015 年主要是渠道扩张阶段，2016 年后进入品类扩充阶段（主要是风味的丰富）。目前，国内生产常温酸奶的企业有 40-50 家，但安慕希、纯甄、莫斯利安三大品牌共占据 70%-80% 的市场份额。

图 19：常温酸奶口味丰富化的发展过程



资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

21 世纪前十年，低温酸奶经历了产品品类多元化的阶段，2015 年后低温酸奶加速成长，主要系产品类别以及营销理念的更新带来的市场横向拓展。2014 年后，伊利推出了低乳糖风味发酵乳，低温酸奶开始讲求配方简化、轻负担。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了一股不可忽视的力量，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。

表 3：区域性品牌低温酸奶逆袭成功的原因简析

| 名称 | 产品特点 | 营销点 | 渠道特点 | 图片 |
|----|---|---------------------------------|--|--|
| 卡士 | 1、自建冷链系统，高效运输 2、引进欧洲优质益生菌和发酵工艺 3、主打高端消费市场，价格较贵。 | 高端、健康， “餐后一小 时”概念 | 裂变营销：群硕软件与卡士酸奶（CLASSY·KISS）建立合作伙伴关系，旗下用户生态数字化运营平台——群脉SCRM 赋能卡士酸奶精细化用户运营，通过全渠道连接线上、线下客户触点，构建清晰的品牌酸奶用户画像 |  |
| 简爱 | 1、优质的 LGG 益生菌 2、零添加，使用最纯净的生牛乳 | 零添加并选 用优质原料 | 代理——商超便利店零售 |  |
| 乐纯 | 使用德国顶尖的滤乳清酸奶制作工艺，用三倍的鲜牛奶和三倍的乳酸菌发酵，再用专利工艺脱去整整 2/3 重量的水分，留下三倍的纯净营养。 | 网红爆款、 营养价值更高 | 除正常经销代理外，乐纯采用很好的网络销售（网红经济），在网络上迅速成为网红爆款 |  |
| 天润 | 1、兵团专属牧场，半军事化管理制度，奶源质量得到保障 2、健康无添加，机械化挤奶保证卫生 3、针对不同人群推出不同价位产品 | 安全奶源、 产品结构可 覆盖不同消 费者层级 | 多元化：零售+直销 |  |

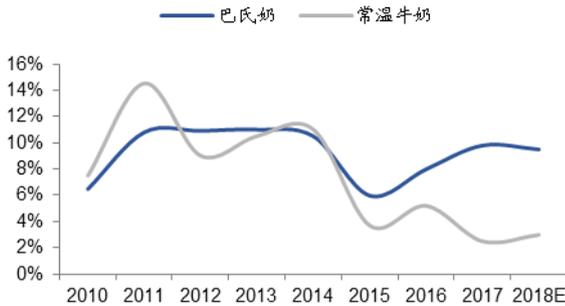
资料来源：公开资料整理，每日优鲜 App，东兴证券研究所

2017 年底，达能碧悠推出卡趣滋低温酸奶，添加了燕麦等谷物组合，以代餐为卖点，将低温酸奶带入新领域。随着健身、轻体概念盛行，以低温酸奶代餐的行为逐渐成为趋势。同年，蒙牛冠益乳 BB-12 新品上市，并成为国内少有的“健字号”酸奶，开启了功能酸奶的新时代。

1.3.2 低温巴氏奶增速回归集中度较低，未来全国性的巴氏奶主要靠并购点连成线

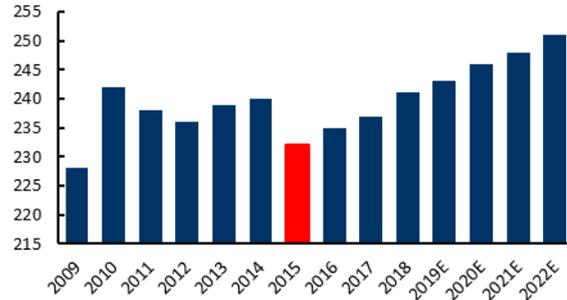
2010 年低温巴氏奶占比仅为 6.50%，2011-2014 年低温巴氏奶销售额增速较高均保持在 10% 以上，2015 年是低温巴氏奶经历了寒冬期，主要系我国宏观经济不景气影响消费需求，且在供给侧改革背景下乳企大力去库存导致平均售价较低，2017 年占比回升到 9.80%。2015 年低温巴氏奶领域主要品牌为：光明、三元、卫岗等。在低温巴氏奶的寒冬期，光明 2015 年销售额呈现-14.01% 的负增长，其余品牌销售额均有不同程度下降。

图 20：低温巴氏奶销售额增速高于常温牛奶



资料来源：中国产业信息网，东兴证券研究所

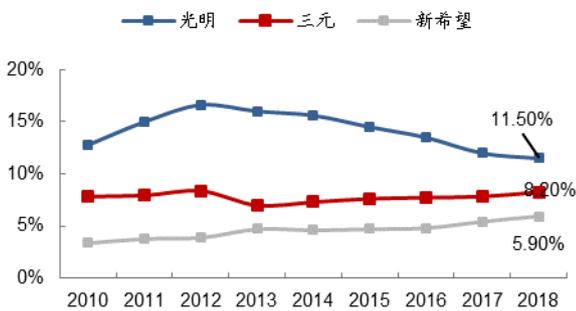
图 21：国内低温巴氏奶产量企稳回升



资料来源：中国产业信息网，东兴证券研究所

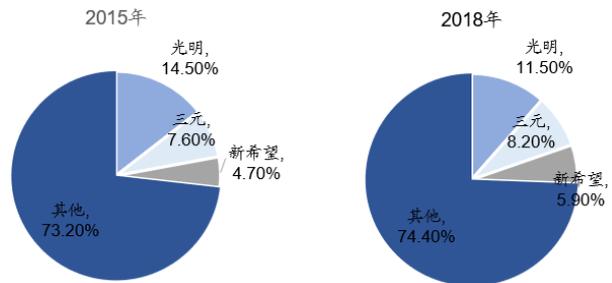
巴氏奶品类受制于牧场奶源，工厂就近、终端冷柜配置以及物流成本效益的原因，市占率靠前依然是老牌地方区域性乳企，根据中国产业信息网估算，2018年三大低温龙头及市占率分别是：光明（11.50%）、三元（9.20%）、新希望（5.90%），可以看到市占率最大的光明占比在逐年下降，低温巴氏奶市场集中度并未出现明显的集中化。

图 22：低温巴氏奶以区域乳企为主



资料来源：中国产业信息网，东兴证券研究所

图 23：低温巴氏奶行业无明显的集中化趋势



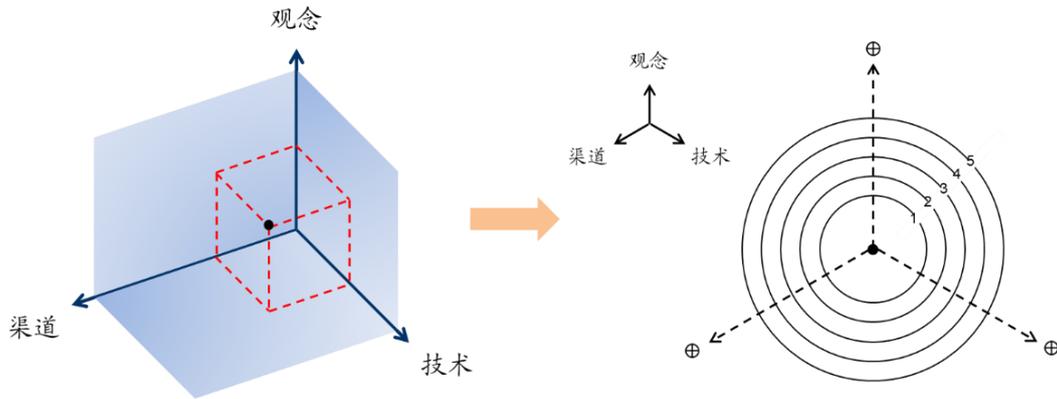
资料来源：中国产业信息网，东兴证券研究所

2. “三维模型”诠释产品变迁，定调未来低温化、健康化趋势

2.1 技术、渠道、观念三维升级是行业升级的理论基础

我们在食品饮料行业 2019 年度投资策略报告《三维升级，大趋势下的小确幸》中首次提出“三维模型”，即从技术升级、渠道升级、观念升级三个维度，阐释驱动消费品发展升级的核心要素，并以史为鉴研判行业的未来发展趋势。

图 24：三维升级模型及其平面化示意图



资料来源：东兴证券研究所

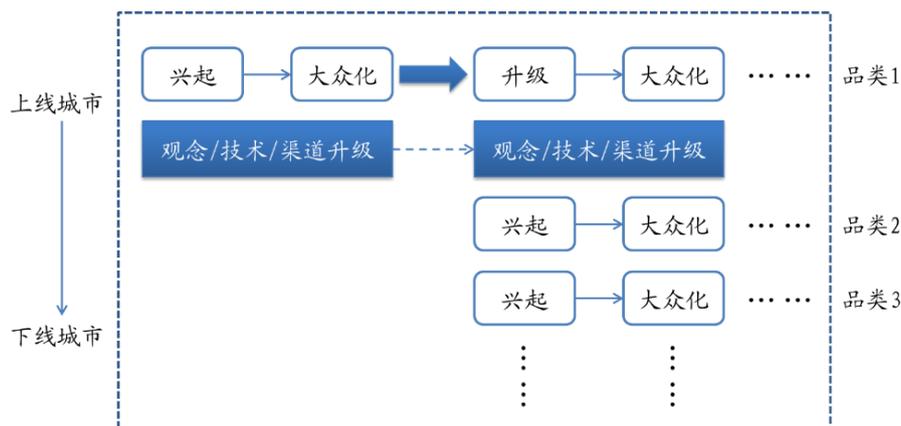
技术升级：一方面是生产技术的升级，以前没有能力生产的的东西现在有了，比如 UHT 技术引进后诞生的常温白奶；另一方面是互联网的技术革命所带来的消费场景的再创造，比如 O2O 外卖。在乳制品产品变化长河中，技术升级起着决定性的作用。

渠道升级：一种是电商平台这样新技术的应用，开创新的销售渠道；另一种是传统渠道模式的变革，进行多样化和扁平化，使得经营效率在不断提升，比如已经进入红海的线上红利和目前最火的新零售（全渠道网络下的彼此融合）。

观念升级：体现在消费者对个性化、健康化、绿色化、情绪化、高端化、功能化的不同追求不断得到满足与发展，也就是新的社会矛盾中提到的“人民日益增长的美好生活需要”。

我们认为，**技术+渠道+观念的三维升级，是推动乳制品升级发展的实质性驱动因素，带动乳制品从兴起、升级、大众化的发展步调。**而在乳制品发展历史的不同阶段，三个维度上的因素对升级的贡献程度有所不同，接下来我们将以“三维升级模型”为纲，探索乳制品历史中隐藏的规律。

图 25：三维升级是乳制品升级表象背后的驱动因素



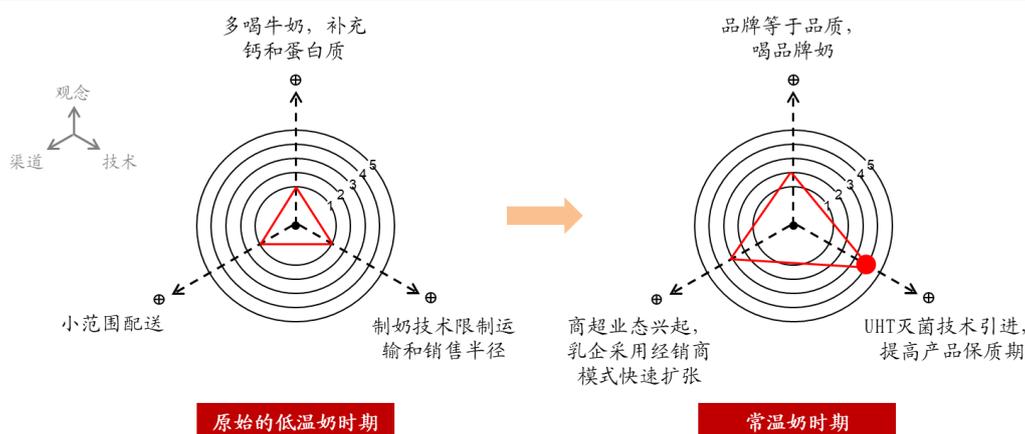
资料来源：东兴证券研究所

2.2 乳制品基于“三维升级模型”的历史复盘

2.2.1 常温奶的繁荣主要受益于技术升级

常温奶繁荣的开端是 UHT 杀菌技术的引入，改革开放初原始的低温巴氏奶时期，由于制奶技术的限制导致产品保质期短，运输、销售半径受限，而常温奶以技术升级突破原始的低温巴氏奶保质期限制，得以在全国范围内销售，解决了主要矛盾。其次，常温奶兴起的进程中渠道也经历了升级，商超业态兴起，乳企为迅速扩张渠道均较多的采用经销商模式。如果说技术升级是解决了壁垒，那渠道的升级就是常温奶得以爆发的主要手段。

图 26：乳制品行业第一阶段升级的主要驱动力来自于技术端



资料来源：东兴证券研究所

常温奶虽然克服了原始低温巴氏奶的保质期短、运输半径小的缺点，却也在灭菌过程中损失了一定程度的营养成分，但是确实一定程度解决了全国乳制品的普及过程，奠定了乳业双雄的历史地位，是乳制品发展的必经之路。

表 4：巴氏乳与灭菌乳对比

| 乳种 | 保质期 | 加工过程 | 优点 | 缺点 |
|----------------|-------------|----------------------------|-------------------------------------|-------------------------------------|
| 生鲜乳 (原奶) | 24-36 小时，冷藏 | 只杀灭乳中致病菌，而残留一定量的乳酸菌、酵母菌和霉菌 | 纯天然、风味好、营养价值高 | 含有潜在病原微生物，有安全隐患，保质期短 |
| 巴氏杀菌乳 (低温奶) | 7-15 天，冷藏 | 杀死乳中绝大部分微生物，包括病原体、非病原体、芽孢等 | 大部分营养保留，不含病原菌，安全有包装，风味和生鲜乳接近 | 尚未达到无菌级别，留有少量耐热菌，需冷藏，保质期短，难以长途运输和销售 |
| 灭菌乳 (常温奶) | 6-9 个月，常温 | 杀死乳中一切微生物，包括病原体、非病原体、芽孢等 | 无菌级别，安全系数高，可常温保存，货架时间长，适合长途运输 | 热敏感物质被严重破坏，有副产物，超高温产生“蒸煮味” |

资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

2.2.2 第二阶段风味奶类的发展是营销影响了观念，也是龙头需要生存发展的必然结果

精准营销手段引爆市场，塑造品牌“青春时尚”的调性吸引年轻消费者。2005年，蒙牛瞄准《超级女声》节目受众与酸酸乳目标消费人群的重叠性，选择与其合作，精准对标年轻消费群体，《超级女声》的活动周期完全配合了蒙牛酸酸乳的营销周期，同时节目的五大赛区也将蒙牛瞄准的二、三线市场一网打尽，此次营销活动成功地让酸酸乳品牌伴随着《超级女声》打上时尚的标签，名声大噪。同时，蒙牛伊利也积极加大营销投入，树立起“国民乳品”的品牌形象，影响力大增。

图 27：2000-2008 年是伊利销售费用高速增长阶段



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 28：伊利销售费用率在第二阶段一路上涨



资料来源：Wind，东兴证券研究所

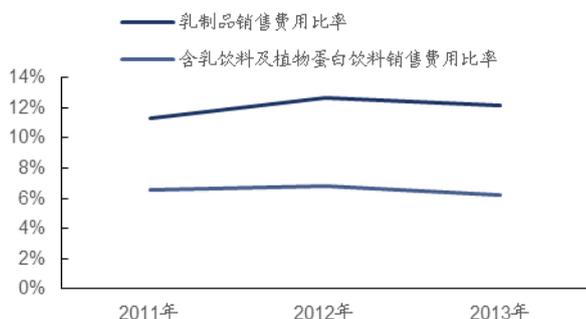
消费者对产品的需求从单一型向复合型转化，推动产品多样性发展。彼时“个性”、“方便”等观念逐步成为消费时尚，乳饮料不仅结合了牛奶、果汁等传统产品的优点，而且兼顾口感、改善营养、情感文化等功能。此外，即饮型的产品包装可重复密封，使携带更为便捷。消费者复合、个性化的需求无疑是乳饮料产品的多样性发展的原动力之一，但是其实从产品的营养价值来看，含乳饮料较普通的常温白奶是有所退化的。

乳饮料利润率相对较高，刺激供给方进行产品结构调整。21 世纪初期我国乳制品市场集中度较低，各企业之间竞争激烈，行业销售利润率一直维持在较为微薄的 5% 左右，2008 年受“三聚氰胺”事件影响，利润率跌至 2.8%。

2011-2013 年含乳饮料、植物蛋白饮料由于销售费用率远远低于乳制品整体，所以乳饮料有更高的净利率，2013 年乳饮料净利率达到 14%，高于乳制品总体近 8%。双寡头在白奶板块的竞争逐渐白热化，投入大量的成本在折价促销和营销造势上，故以白奶为主体的乳制品行业销售费用过高，相对而言，含乳饮料和植物蛋白饮料行业营销竞争相对理性，较低的费用带来较高的净利率，乳饮料是大型乳企的破局之举。

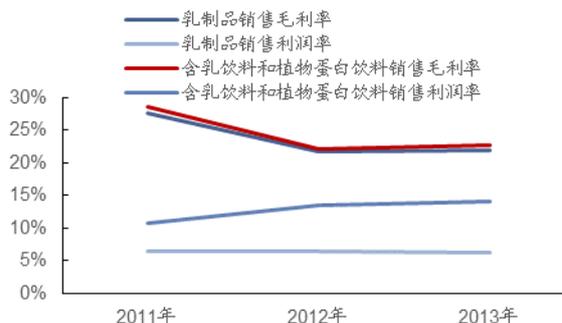
含乳饮料将费用集中应用于产品品牌的打造上，产品及品牌差异化较为明显，并不需要通过产品同质化背景下的“价格战”来赢得市场，这也是含乳饮料发展过程中的一大有利优势。

图 29：含乳饮料及植物蛋白饮料销售费用率低于整体水平



资料来源：中国奶业年鉴，东兴证券研究所

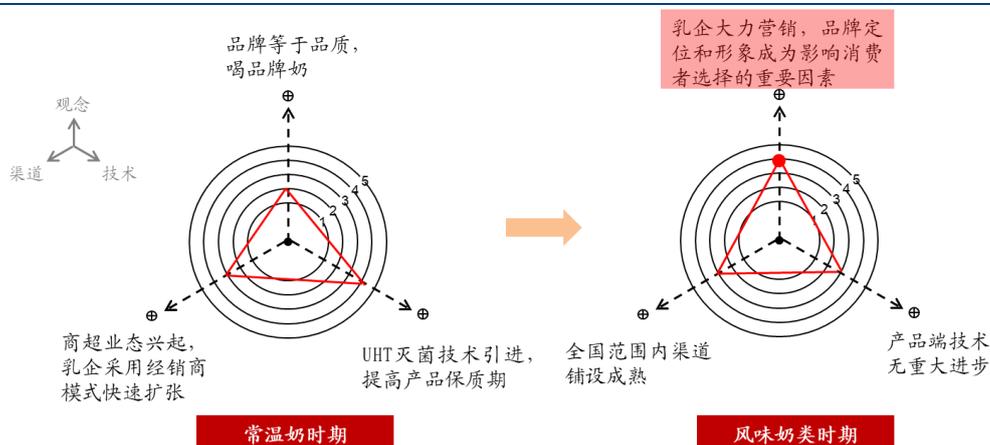
图 30：含乳饮料和植物蛋白饮料净利率高于乳制品整体



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

综上所述我们认为在风味奶类时期，营销驱动了观念的改变。消费者更重视产品的品牌形象与口味，而偏离了营养价值的主线。蒙牛伊利也加大营销投入，树立起“国民乳品”的品牌形象。在渠道铺设基本完善的背景下，乳制品从增量市场的竞争转移至存量市场的争夺，营销成为提升市场份额的主要手段。而从产品端来看，产品更多的是横向拓展不同的口感风味，而对乳制品本身的营养价值关注并不高。如果从认知的角度来说，这是观念升级的必经之路，但是从产品的角度，这段时期俨然是一次乳制品的倒退。

图 31：乳制品行业第二阶段风味奶时期的升级主要驱动力是观念（品牌营销）



资料来源：东兴证券研究所

2.2.3 第三阶段三维因素全方位的升级铸就低温品类的强势回归

从 1.1.3 中乳制品各品类的增速来看，酸奶和低温巴氏奶拔得头筹，处于快速增长期，酸奶中的低温酸奶近年来呈现出加速增长局面，低温巴氏奶逐渐打开市场，规模不断上行，预计未来低温奶的增长空间仍很大。2017 年 8 月 22 日，第一届中国优质乳工程发展论坛在福州召开。论坛发布了《福州宣言》，首次将国家优质乳核心标准明确为天然活性营养。会议指出，牛奶中的天然活性营养只存在于低温巴氏奶中，未来国内将全面普及低温巴氏奶，这预示着我国奶业将加速进入低温巴氏奶时代。

多家乳业纷纷开始积极布局低温产业，顺应行业趋势进行战略升级。继蒙牛在 2017 年 5 月成立巴氏奶

事业部后，新希望乳业也将“低温新鲜”作为企业的主线发展战略。三元则在 2017 年 9 月低调收购加拿大 AVALON 有机巴氏奶。**2018 年国内乳业双寡头纷纷布局低温巴氏奶。**在全国低温巴氏奶市场中，光明乳业份额稳居第一，销售额逐年攀升，从 2009 年的 13 亿元增长到了 2018 年的 34 亿元，并且引领着低温巴氏奶市场的高端化进程。

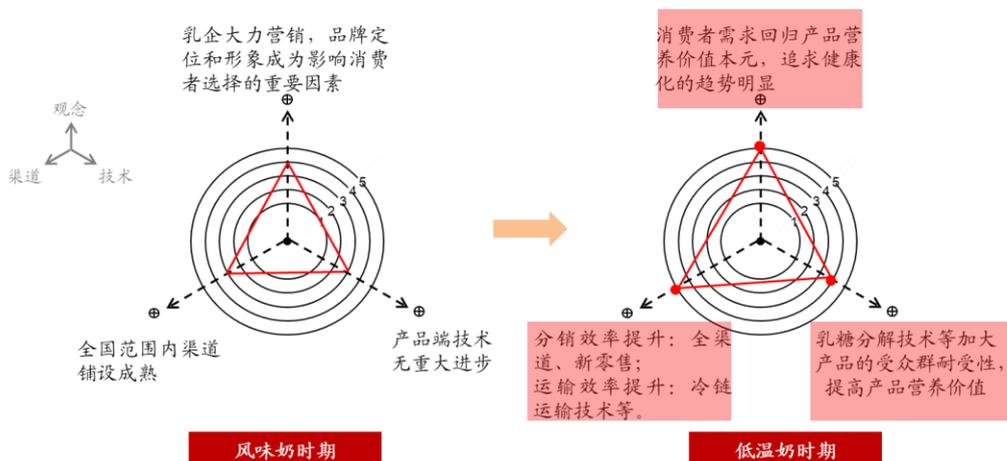
图 32：多家乳业纷纷开始积极布局低温产业



资料来源：公司公告，公开资料整理，东兴证券研究所

低温奶时期的升级是三维因素的全面升级，观念升级引领需求的方向，渠道升级是低温化趋势得以延续的必须保障，技术升级是产品升级提升营养价值的基础。首先，在观念上，消费者在经历了“大营销时代”后，对产品的需求重新回归营养价值本元，低温奶在生产工艺中保留牛奶中更多的营养成分，从常温奶到低温奶其实是对健康的一种回归。渠道方面，冷链运输技术的成熟和冷链运输资源的丰富提升了运输效率，保障了低温奶的销售半径，新零售和全渠道销售提升了分销效率，从一定程度上弥补了低温奶保质期短的缺陷。技术的升级主要是为提升低温奶的耐受性，着重于提升产品品质。

图 33：第三阶段低温奶的兴起是三方面全面升级的结果

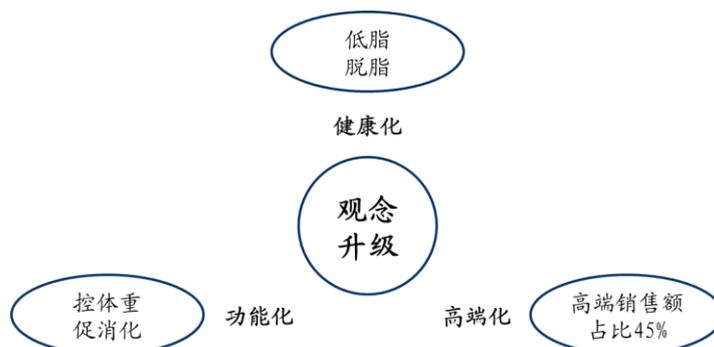


资料来源：东兴证券研究所

观念升级：在我们的食品饮料行业 2019 年策略报告中，我们将乳制品消费观念长久以来的变化趋势概括为“功能化、健康化、高端化”——**功能化，锁定目标消费群体，牺牲受众面直击个性化消费痛点。**百

度搜索统计显示“益生菌”在 2017 年的百度指数增速则达到了 59%，乳制品的轻体功效倍受关注。**健康化，天然营养无添加成卖点。**尼尔森数据显示 82% 的中国消费者表示愿意支付“健康”溢价，低脂，脱脂、谷物等关键词会被认为是代表健康的标签。**高端化成各大乳企必争之地。**含有高蛋白、新鲜、有机、益生菌等概念关键词，均价超过品类平均价格 20% 及以上的乳制品——尤其是高端酸奶从 2016 年的 40%，增长为 2017 年的 45% 的销售额贡献。

图 34：观念升级带来乳制品功能化、健康化、高端化



资料来源：东兴证券研究所

渠道升级伴随着新型渠道的诞生将在未来十年扮演着重要的角色。

(1) **冷链运输：冷链基础设施的缺乏在过去一直是制约巴氏奶拓展市场的因素**，随着近年来冷链基础设施的快速发展和冷链物流的兴起，这一绊脚石的影响正在逐年消减。据中商产业研究院估测，近年来我国冷链物流市场规模以超过 20% 的增速高速增长，2020 年规模约达到 4700 亿元，冷链运输车 2017 年数量达到 14 万辆，2011-2017 年复合增速约 27.8%。

图 35：我国冷链物流市场规模高速增长



资料来源：中商产业研究院，东兴证券研究所

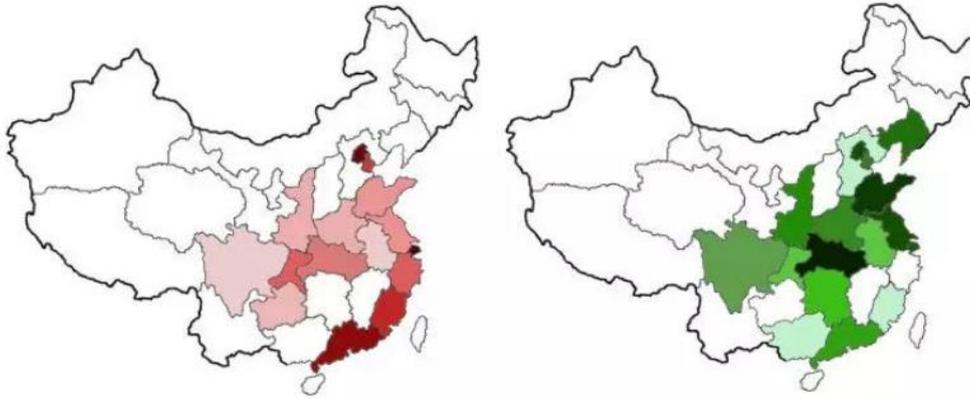
图 36：我国冷链运输车数量稳步增长



资料来源：中商产业研究院，东兴证券研究所

从全国冷链需求及供给热度对比来看，目前冷链供给已经基本能够覆盖需求。冷链物流最关键的冷库这一基础设施具有地域的分散性，一般为第三方拥有，储藏类别包括海鲜、奶类、时蔬等品类，且冷藏车运输也多为区域性组织。

图 37：全国冷链需求热度分布&全国冷链供给热度分布



资料来源：中国物流与采购联合会冷链物流专业委员会，东兴证券研究所

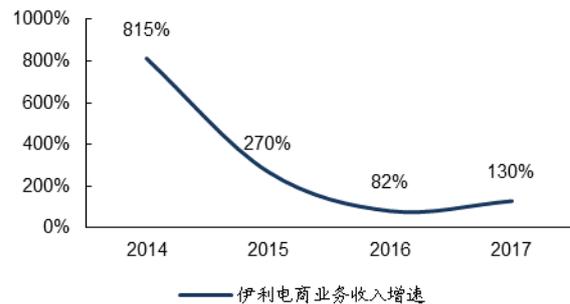
(2) “新零售”销售：乳制品的渠道已经经历过渠道下沉以及线上渠道兴起，目前主要的渠道模式仍是商超百货，随着渠道下沉程度的不断加深，传统渠道铺设成熟。

图 38：渠道下沉，下线城市乳制品销售增速较高



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

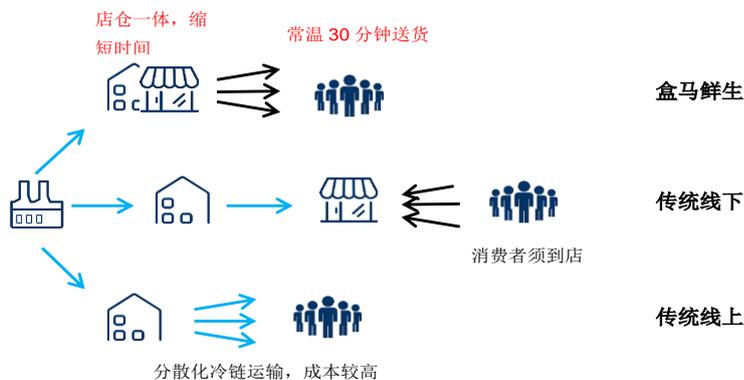
图 39：龙头企业线上收入增长迅速



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

在“新零售”趋势下，渠道逐渐出现了很多新模式，而新模式为短保产品带来了利好。以盒马鲜生为例，传统的线下销售中，乳制品的冷链运输路径是“工厂→大仓→货架”，逐级将产品铺到分散的门店中，盒马则直接将仓库设在分散的门店中（即“店仓”），以大数据确定合理的铺货量，直接实现“工厂→店仓”的冷链运输路径。由于冷链是规模经济的，相比从大仓到集中的门店货架，大仓到分散消费者的冷链成本必然更高。这样一来，盒马在运输和分销上都较传统渠道更有效率，对于短保商品来说，运输和分销效率的提高可以有效的弥补保质期的不足。

图 40：盒马鲜生的高效供应链体系为短保产品的销售带来利好

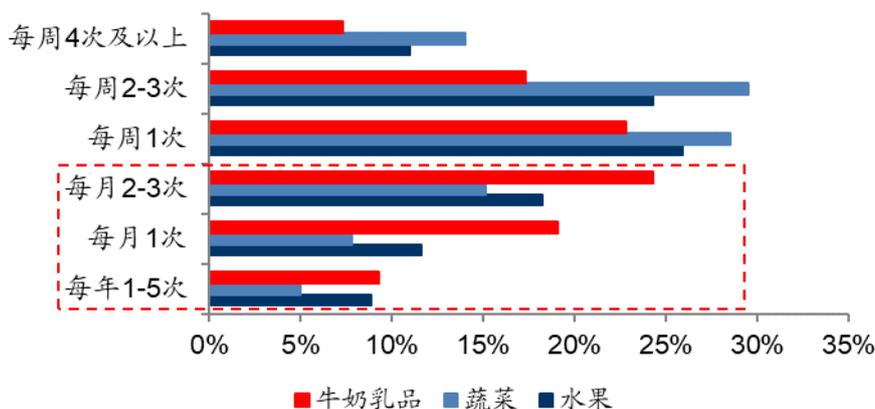


资料来源：东兴证券研究所

对于乳制品销售渠道过去“线上下沉+线上兴起”发展变化的实质，我们总结为“消费者中心，供应链重构”。“消费者中心”，意味着渠道建设要考虑消费者的体验，要对接到消费者想要购物的任何场所，不同购买渠道对于消费者而言将变得同样方便、可靠，而不是仅仅是将产品摆上货架，消费者必须到店消费。升级供应链是各大渠道实现“消费者中心”的重要举措。

以“盒马鲜生”为代表的“新零售”业态，是这一理念的集大成，或代表着未来消费品渠道的主流形式。在传统零售领域，永辉超市等均在构建自己的供应链，以实现配送效率的提升，更为重要的是，对于低温奶所属的短保生鲜品类来说，强大的供应链是生命。在生鲜渠道升级的过程中，乳制品行业还处于起步阶段。同样是快消品，禽肉、蔬果生鲜的网购频次要高于低温乳制品。我们认为在未来几年，乳制品行业的渠道升级会加速。

图 41：新鲜乳制品网购频次低于新鲜蔬果



资料来源：艾瑞咨询，东兴证券研究所

技术升级：低温奶方面的技术升级功效重要集中于更好的保留低温奶的营养价值和原有风味，同时改善杀菌技术、运输方式适当延长产品的货架期，技术升级是产品品质升级的基础，同时也提升了低温奶的销售半径。

表 5：低温奶领域的技术升级主要针对提升产品品质和增大销售半径

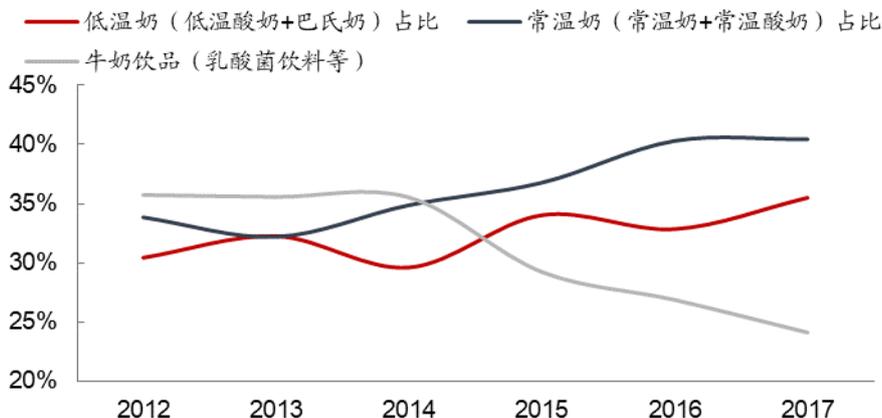
| | 技术升级 | 技术应用后的优势 |
|------|---|---|
| 2013 | 膜过滤技术：代替巴氏杀菌和化学防腐剂，有效地截留乳品中的细菌等，而使乳品中的有效成分透过，具有冷杀菌优势。 | 采用该工艺加工的牛乳在常温下可以保鲜 4-6 个月。这种将膜技术可 保持鲜奶原有的风味 和避免蛋白质的热变性， 有效地提高产品的质量和货架期。 |
| 2018 | 实现 72°C, 15" 的巴氏杀菌过程 | 更大程度地保留了牛奶中的营养物质 |
| 2018 | 微滤技术可以有效脱除原料奶中的一般细菌、芽孢及体细胞 | 经过微滤技术处理的产品品尝起来更新鲜、更营养以及 具有更长的保质期，并且可以保留其中的有效成分 |
| 2019 | 可以储存鳄梨并防止褐变的气压工艺，并且牛奶也可能能够采用类似的工艺 | 帮助奶农大幅扩大经营范围，因为他们能够将牛奶出口到更偏远的地方，而不必在此期间担心牛奶有变质的可能性。这不仅减少了食物浪费，而且还意味着 可以使用更环保和更慢的运输方法来运送牛奶。 |

资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

2.3 乳制品低温化、健康化将成确定性趋势

2.3.1 从牧场奶源供给、销售半径、终端分销三个方面判断低温市场规模潜力

根据“三维升级”模型我们得出低温化是当下确定性的趋势，目前，低温奶（低温酸奶+低温巴氏奶）占比较常温奶（常温酸奶+常温牛奶）仍较低，参照欧睿咨询给出的原始数据进行测算得出，2017 年低温奶占比大约 35%左右，较 2012 年上升约 5pct。我们认为未来低温市场将会扩大占比，我们分析了影响奶制品扩大规模的因素，发现在牧场奶源供给、销售半径、终端分销三个方面，低温奶市场具备成熟的优质条件。

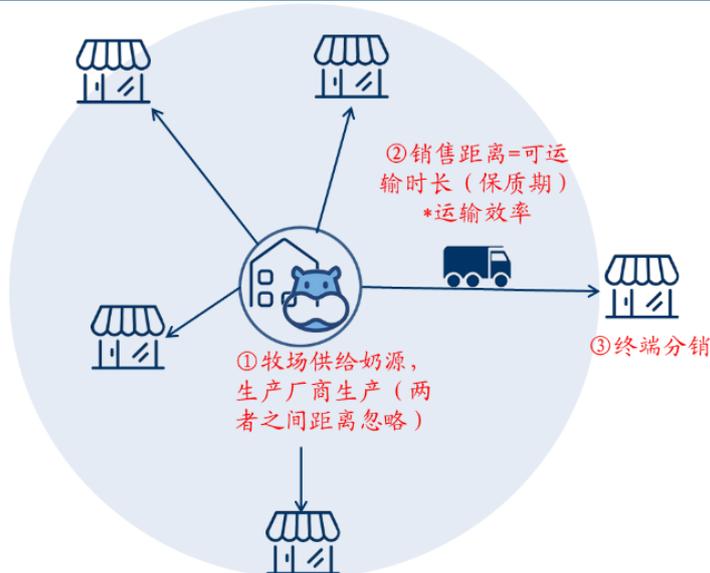
图 42：低温奶占比逐渐上升，上升速度超过常温奶


资料来源：欧睿咨询，东兴证券研究所

(1) 三因素判断低温奶市场仍存巨大潜力，增长空间较大

当我们梳理从原始的低温巴氏奶-常温奶（常温白奶和常温风味奶类）-低温巴氏奶的过程，我们认为一种奶品可以得到较大规模销售主要有以下几个方面影响因素：（1）牧场奶源的供给量；（2）销售半径=可运输时长（与保质期相关）*运输效率；（3）终端渠道的销售清货效率。

图 43：影响奶制品销售规模的必要因素

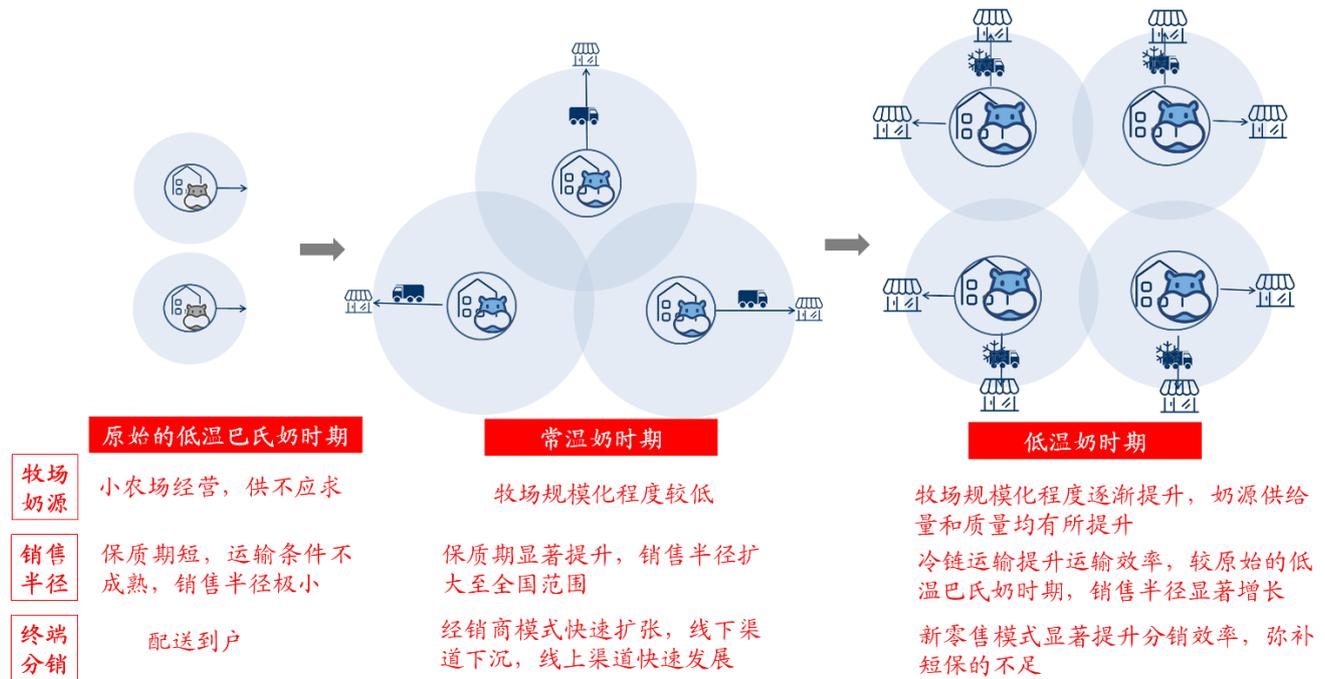


资料来源：东兴证券研究所（注：浅蓝色阴影是指产品的可覆盖市场范围；中间牧场图标的大小代表牧场的规模化程度；终端店铺数量、牧场数量代表渠道牧场资源的密集程度）

首先，在原始的低温巴氏奶时期，牧场产奶效率较低、规模较小，在销售半径方面，由于巴氏奶保质期短、当时的运输条件又不发达，所以牧场、生产商的辐射范围很小，造成供不应求的局面。在常温奶时期，牧场产奶效率有所上升，规模化程度逐渐升高，在销售半径方面，由于常温奶保质期长，可运输时长的大幅提升加大了常温奶的销售半径，单一牧场和牛奶生产商的辐射半径加大，同时商超和经销商业态的兴起，终端数量变多，提升了终端的销货效率。

而在现下的低温奶时期，由于牧场规模化程度加大、集约化生产效率较高，使得奶源供给充沛，奶源质量提升。在销售半径上，虽然由于低温巴氏奶保质期远远短于常温奶，导致对运输时长的限制较为严格，不过冷链运输技术的成熟以及冷链资源的不断累积，使得低温巴氏奶的运输效率提升，牧场及生产厂商的辐射范围加大，另外在新零售兴起、终端销售渠道的成熟使得低温奶的销售周转率加快，即使是在保质期较短的情况下，生产厂家也能控制终端的退货量，高效的分销效率也是低温奶兴起的保障。

图 44：从牧场奶源、销售半径、终端渠道分销三个方面分析低温奶的市场规模潜力



资料来源：东兴证券研究所

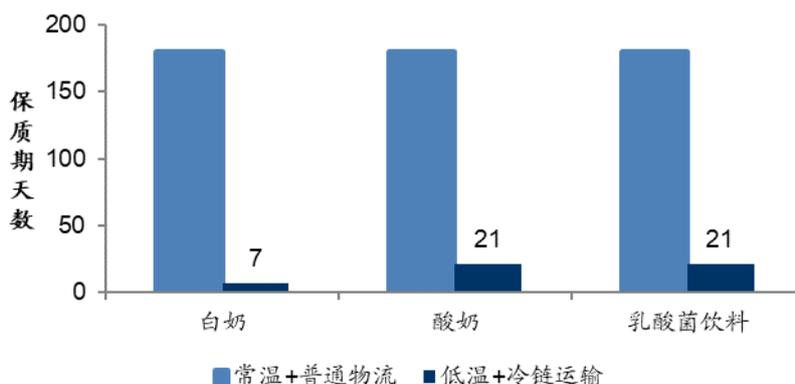
对比原始的低温巴氏奶时代，目前低温奶的销售半径已经有了很大幅度的飞跃，加之牧场资源丰富、规模化程度加深，低温奶销售市场依托奶源地开拓，牧场资源的增加也就提升了可开拓的低温奶市场范围。目前渠道多元化、新零售渠道均提升了分销效率，有效弥补了短保的不足。故从牧场奶源、销售半径、终端渠道三个方面，我们认为低温奶市场目前仍存较大潜力，未来低温市场规模将会有进一步的跃升。

(2) 牧场奶源及冷链资源或将成为低温行业新壁垒，“供应链竞争”时代来临

基于以上逻辑，我们在此重申在乳制品三部曲之上游篇《齿轮模型探究乳业趋势，低温需求重估牧场价值》中的观点：牧场奶源及冷链资源或将成为低温行业新壁垒，区域性乳企占据当地有利资源有望崛起。其中上游牧场奶源主要是在第一篇报告中讨论，我们认为由于下游乳企对牧场原奶的需求上升，牧场价值将会被推高，乳企布局周边牧场资源的战略性意义凸显。由于低温奶的制作多数无法利用大包粉复原乳，下游乳企对销售市场周围的优质牧场的需求会进一步上升，需求增量分为两部分，一是低温奶市场扩张带来的总需求扩张，二是国内原奶对大包粉的替换。我们预判，随着低温奶市场的扩张，牧场在与乳企的供需博弈中地位将改善，未来主要消费市场周边的优质牧场将拥有更高的话语权。

低温奶与常温奶的主要区别在于：1) 低温奶多数不能使用大包粉作为原材料，需要使用牧场生产的生牛乳（原奶）；2) 与常温奶的保存条件宽松、保质期长不同，低温奶需要冷藏保鲜，且保质期远远短于常温奶，所以要尽量缩小牧场到生产工厂到销售终端的距离。针对以上低温产品的特征，我们认为未来市场周边的牧场资源、成熟的冷链运输、保存产业链资源将成为低温行业新壁垒。

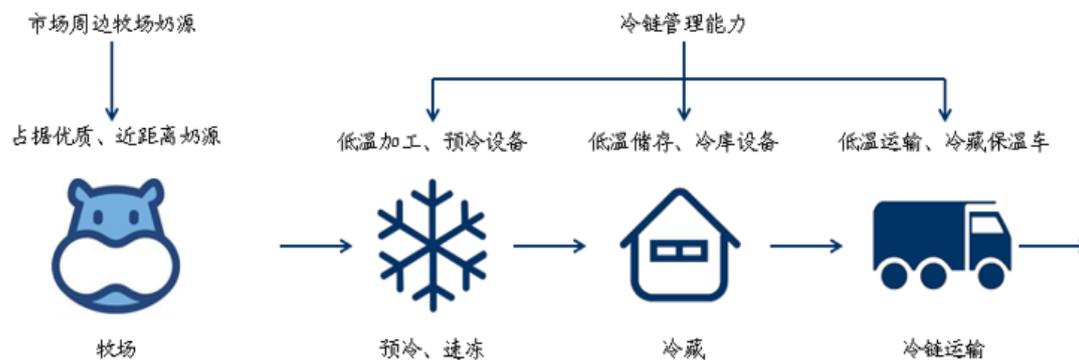
图 45：冷藏运输下低温奶保质期依然较短，要求配套高效、成熟的冷链



资料来源：东兴证券研究所

低温奶业务的乳企力求在最短时间内将产品送至商超或消费者手中，必然依赖于高效、成熟的冷链配合。冷链产业具有一定壁垒属性。一般而言，冷链运输包括预冷速冻、冷藏、运输三个环节，相对于常温物流而言，每个环节都对冷藏技术和物流管理能力有一定要求。对于乳企而言，区域内市场可能会建立自己的冷链体系，全国市场则往往需要第三方冷链的支持。

图 46：牧场奶源与冷链运输成为低温行业发展必不可少的资源条件



资料来源：东兴证券研究所

我们认为未来市场竞争格局将会改变，将从“货架竞争”转变为“供应链竞争”。多年以来，乳制品在铺货上的竞争格局可以称为“货架竞争”，无论是在渠道快速扩张的成长初期还是渠道铺张成熟后的品类扩张时期，占据更多的货架就拥有了更多曝光率，占据更多货架往往意味着更多的销量。在“货架竞争”格局下，乳企致力于开拓更高效的经销渠道，实施大力度的优惠促销策略，伊利、蒙牛两大寡头均在这两方面颇有建树。

图 47：乳制品行业传统的竞争格局是“货架竞争”



资料来源：东兴证券研究所

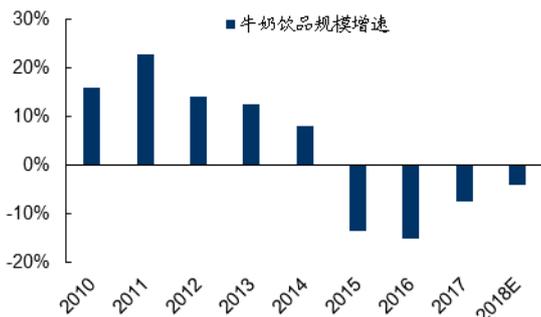
而在新零售兴起的当下，吸引消费者到店绝不再终极目标，讲求“消费者中心，供应链重构”。“消费者中心”，意味着渠道建设要对接到消费者想要购物的任何场所，不同购买渠道对于消费者而言将变得同样方便、可靠，升级供应链是各大渠道实现“消费者中心”的重要举措。

以“盒马鲜生”为代表的“新零售”业态，拥有强大而高效的供应链，或代表着未来消费品渠道的主流形式。在传统零售领域，永辉超市等也在构建自己的供应链以期实现突破，以提升配送效率为目的，主要服务于生鲜、短保产品等。无论是新兴业态还是传统零售纷纷意识到供应链在零售领域的重要性，对于低温奶所属的短保生鲜品类来说，强大的供应链是生命，所以未来在低温大趋势下，由于低温产业对冷链运输的依赖，我们坚定认为市场竞争将从“货架竞争”转变为“供应链竞争”。

2.3.2 健康化将成为需求端长期的主线趋势

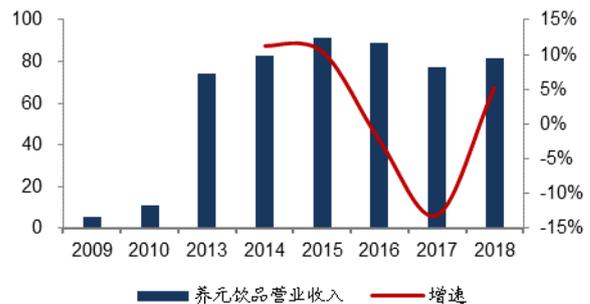
软饮料行业整体的增速只有 5% 左右时，以“益生菌”为标签进行营销的乳酸菌饮料的增速达到 28%（2017 年数据）；当消费者意识到某些植物蛋白饮料的营养含量并不高的时候，逐渐抛弃该种饮料产品，牛奶牛奶牛奶饮品市场规模的负增长，更能够体现出消费者对乳制品的需求不再被广告营销引导，而是重归营养价值的需求。

图 48：牛奶饮品由于营养价值不足等原因增速转为负



资料来源：欧睿咨询，东兴证券研究所

图 49：养元饮品 2015-2017 年陷入经营困局



资料来源：Wind，东兴证券研究所

在健康化趋势下，被“消费者需求抛弃”的品类开始寻求转型和出路，如植物蛋白饮料行业就以豆奶为突破点，克服早期植物蛋白产品的弊端，近年来豆乳类饮料年复合增长率维持在 10% 左右。我们认为，植物蛋白饮料行业衰退的主要原因是产品定位、产品创新及渠道布局没有跟随消费升级趋势，很明显，豆奶发展较好的原因主要系：(1) 较多的产品创新且产品定位较为高端，营销力度较大，完全克服了导致植物蛋白饮料市场衰退的问题；(2) 在渠道上，各运营品牌拥有较为完善的一二线、低线城市营销网络，豆奶的销售可直接利用其他品类的渠道。

表 6：大牌入局，新推出豆奶产品逐渐走向高端化

| 产品名称 | 推出时间 | 主要产品情况 |
|--------------|---------|---|
| 蒙牛植朴磨坊 | 2014 年 | 美式豆奶，同时突出口味新鲜与原料健康， 价格上接近伊利植选，互为竞品。 |
| 维维豆奶（即饮豆奶产品） | 2016 年初 | 目前有原味、花生味与核桃味三种口味，礼盒装与 6 罐装两种包装，价格略高于伊利植选与蒙牛植朴磨坊， 定位中高端市场。 |
| 达利豆本豆 | 2017 年 | 三个系列有机豆奶、纯豆奶和豆奶， 依次定位高中低端市场 ，豆本豆已经成为达利集团的一大战略性品牌。 |
| 伊利植选 | 2017 年底 | 定价介于维他奶普通产品与维他健康加法之间 ，斥巨资请“四小花旦”之一的倪妮代言。 |
| 维他奶健康加法 | 2018 年 | 两个系列产品维他奶与维他奶健康加法，前者主打口味丰富且包装多样， 定位中低端市场 。维他奶健康加法主推高钙与高纤维的健康品质，定位高端豆奶饮品。维他奶的两大系列合计占中国即饮豆奶市场的 42.6%，是豆奶市场的龙头品牌。 |

资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

从产品营养结构上来看，植物蛋白饮料拥有比动物蛋白更加完善的营养结构，原料来源上更有保障。从营养成分上来讲，豆乳类产品较牛奶更为健康且可提供高质量营养，符合当下的健康化趋势。豆奶中含有的大豆异黄酮具有抗癌作用，抗肿瘤活性，抗溶血，抗氧化，抑制真菌活性等作用。豆奶中含有大量的亚油酸和亚麻酸，较多的维生素 E，还含有较多的卵磷脂。有色人种部分引用牛奶易出现“乳糖不适应症”的腹泻现象。而豆奶不含乳糖不会出现此类问题，适宜乳糖不耐的人群饮用。

表 7：植物蛋白饮料豆奶拥有比牛奶的动物蛋白更加完善的营养结构

| 项目 | 豆奶 | 牛奶 |
|----------------|---------------|---------|
| 热量 (kcal/100g) | 42 | 59 |
| 水分 (g/100g) | 90.8 | 88.6 |
| 蛋白质 (g/100g) | 3.6 | 2.9 |
| 油脂 | 总油脂 (g/100g) | 3.3 |
| | 饱和脂肪酸 (%) | 40-48 |
| | 不饱和脂肪酸 (%) | 52-60 |
| | 胆固醇 (mg/100g) | 280-300 |
| 糖类 (g/100g) | 2.9 | 4.5 |
| 矿物质 | 总矿物质 (g/100g) | 0.7 |
| | 钙 (mg/100g) | 100 |
| | 磷 (mg/100g) | 90 |

| | | | |
|-----|-------------|-------|------|
| | 铁 (mg/100g) | 1.2 | 0.3 |
| 维生素 | A (mg/L) | 0.015 | 1.1 |
| | B1 (mg/L) | 0.6 | 1.0 |
| | B2 (mg/L) | 0.5 | 1.6 |
| | B12 (mg/L) | 0 | - |
| | 烟酸 (mg/L) | 5.0 | - |
| | C (mg/L) | 5.0 | 0.9 |
| | D (mg/L) | 0 | - |
| | E (mg/L) | 25.3 | 31.4 |

资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

对标美国植物蛋白饮料市场情况，国内植物蛋白饮料仍有巨大的发展空间，目前市场亟需新的力量推进变革。2014年的美国植物蛋白饮料市场规模约300亿美元，年增速7%，是美国饮料中增速最快的子行业。2017年植物奶市场上，杏仁奶占据了64%的份额，豆奶、椰奶则分别占据13%、12%。2018年7月，美国国家合作银行CoBank发布报告指出，植物蛋白饮料的销售额在过去五年中持续增加，并于2017年同比飙升了61%。CoBank预计，植物蛋白饮料将在2022年以前保持15%-20%的年增长率。

美国植物蛋白饮料的增长主要受益于消费者对健康和可持续的理念。2019年1月，杜邦营养与健康联合Health Focus International发布了一份美国植物基饮食趋势变化报告，访问超过1000名美国消费者饮食习惯。结果显示，52%的美国消费者更喜欢植物来源的食品和饮料，几乎60%的受访者表示向植物基饮食转变将会是永久的；其中一个鲜明案例就是曾经选择以乳清为主要成分的蛋白粉的消费者正在逐渐偏向植物来源，比如豌豆来源或大米来源等。杜邦的调查报告也显示，绝大部分消费者都表示愿意多花10%的价钱去购买植物基蛋白质奶昔。

图 50：预计植物蛋白饮料市场增长空间较大



资料来源：欧睿咨询，东兴证券研究所

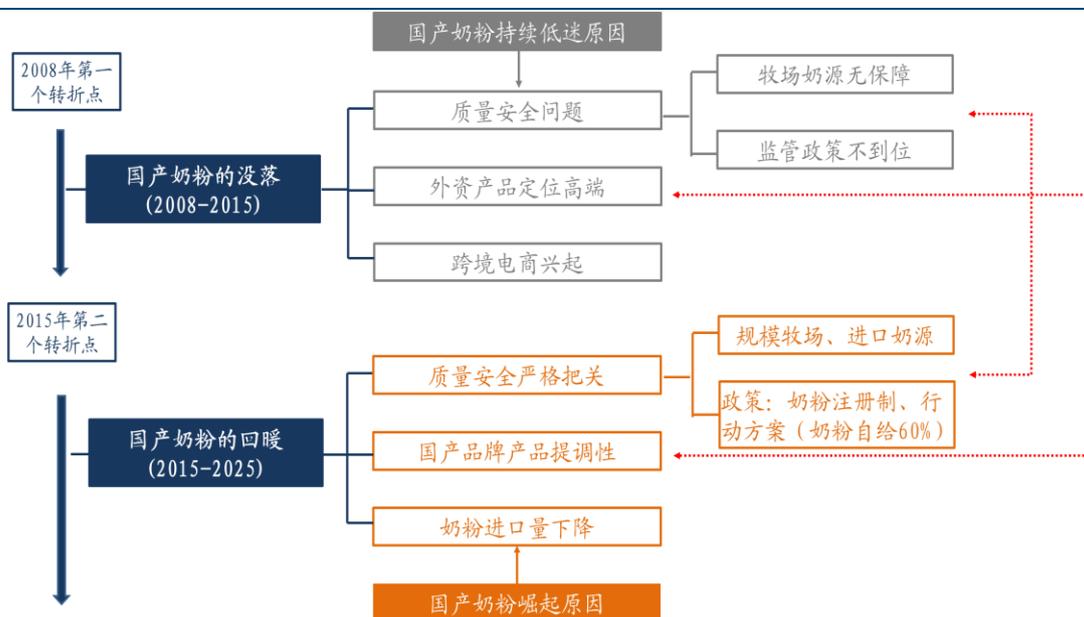
根据美国植物蛋白饮料行业的发展规律，在消费理念健康化的趋势下，植物蛋白饮料凭借高质量的营养供给特征、“健康”标签、高端化定位高速发展。美国乳制品先于植物蛋白饮料发展，而我国不同的是，植物蛋白饮料先于乳制品，植物蛋白饮料产品较低端的形象在消费者心中先入为主。不过从国内豆奶的

高速发展来看，植物蛋白饮料行业面临的问题均可克服，且处于逐渐复苏阶段，品牌、产品形象均在高端化。综上，借鉴美国经验与国内豆奶的发展形势分析，国内植物蛋白饮料市场未来可期，发展空间巨大。根据欧睿咨询数据，预计 2020 年国内植物蛋白饮料市场规模将达到 2583 亿元，增速高达 20.7%，市场规模将达到目前的 4 倍多。

3. 乳制品的另一条主线——奶粉：爱恨交加难自弃，本土化优势正当时

与普通乳制品日常消费不同的是，奶粉是有更高技术壁垒，且功能属性极强的高毛利产品。国内奶粉发展同样也经历了三个阶段：1987-2003 年，国产奶粉填充巴氏奶空白市场的高速发展期；2003-2015 年，国产奶粉安全问题大爆发，奶粉消费被迫高端化和进口化，奶粉市场近乎被进口产品垄断；2015 年后，消费者重塑对国产奶粉的信心，高端化国产奶粉强势回暖。

图 51：乳制品另一条主线——奶粉行业的分析框架



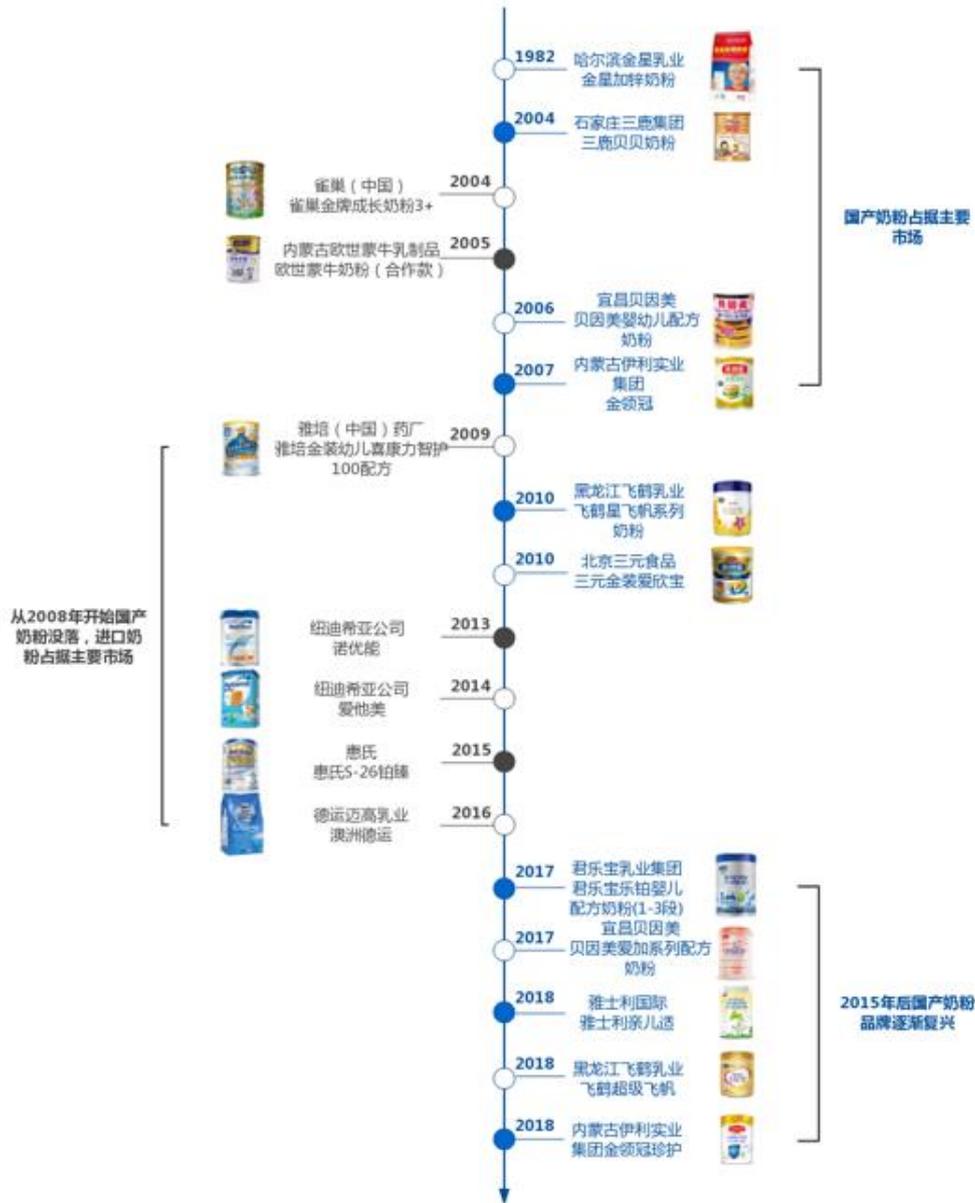
资料来源：东兴证券研究所

3.1 国产奶粉肩负着彰显品质的重要使命

3.1.1 1987-2003 年：国产奶粉填补巴氏奶空白市场，高速发展

1987 年中国的第一袋母乳化奶粉（即婴儿配方奶粉原型）在黑龙江省乳品厂诞生，之后陆续出现了红星、古城牌奶粉等品牌，自此国产奶粉实现快速的发展。从产品来看，2008 年之前市场上主要的奶粉产品大部分来自于国产品牌，仅有少数高端的进口产品。

图 52：国产奶粉和进口品牌奶粉的交替发展史



资料来源：东兴证券研究所

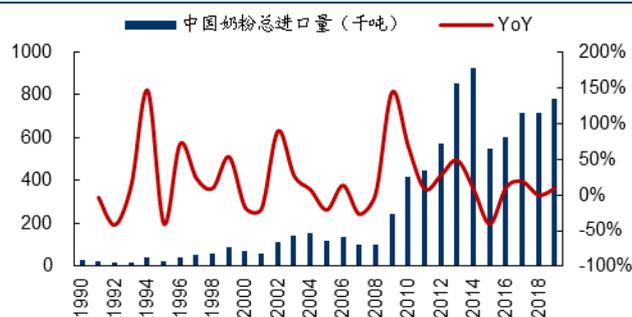
2000年左右国内奶粉行业因为频出安全问题被迫出现高端化和进口化趋势，2003年的“阜阳劣质奶粉事件”，出现婴儿因营养摄入不足而发育不良等质量问题，民众出于对安全的考虑，更加青睐于高端奶粉，在信息不对称情况下高端和品牌约等于品质。同时，居民收入提高，对儿童营养问题更加关注，催生了高端奶粉的需求，DHA等名词也正是在这一时期成为耳熟能详的营养概念。居民支付能力的提升带来的对产品品质要求的提高、奶粉事故频出带来的安全问题担忧，都促进着奶粉行业的高端化进程，而在高端化过程中国产品牌不敌进口品牌，不过国产产品仍占据主要市场，进口产品只是更多的占据高端市场，不过这一格局在2008年再次经历了翻天覆地的变化。

3.1.2 2003-2015年：重大安全问题致使国产奶粉彻底没落，进口奶粉蚕食市场

2008年三聚精胺事件导致国产奶粉的没落。随着“三聚氰胺”事件的曝光，奶粉行业多年高速扩张带来的品质问题全部爆发出来，国内消费者对国产奶粉的消费信心降至“冰点”，国产奶粉陷入了信任危机，转而投向局进口奶粉。

据中国食品土畜进出口商会的数据显示，2008年之后我国奶粉进口量激增，2008年中国奶粉进口量达14万吨，2009年激增到31万吨，同比增长121%，至2014年均保持较高的增速。同时，我国奶粉进口量占总消费量的比例逐渐上升，2014年达到42.9%。

图 53：2008-2014 年后奶粉进口量激增



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 54：2008-2014 年我国奶粉进口量占总消费比例快速上行



资料来源：Wind，东兴证券研究所

2008年后国产奶粉市场份额快速下滑，由2008年的70%锐减到2015年的30%，在2015、2016年出现负增长，行业增速甚至一度下落至-2%和-4%。在市场份额前十的奶粉企业中，国产品牌份额自2011年以来呈缩减态势，到2016年国产品牌仅占20%，国外品牌占46.2%。

图 55：2008-2014 年国产奶粉市场份额逐渐下行



资料来源：中商产业研究院，东兴证券研究所

图 56：2008 年后市占率前十奶粉品牌中国产品牌占比下降



资料来源：尼尔森，东兴证券研究所

3.1.3 2015-2025 年：国产奶粉受多因素利好，强势回暖

2015年对国产奶粉行业来说是重要的转折点。从我国奶粉进口量来说，2015年有非常明显的下降，进口量同比下降40.8%。奶粉进口量占总消费量的比例从2014年的42.9%下降至25.3%，2015年后奶粉进口量增长较为平缓。与此同时，国产奶粉市场份额从2015年的31%上升到2018年的49%，为近十年来的最高水平。

图 57：2015 年我国奶粉进口量出现断崖式下滑


资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 58：2015 年年后我国奶粉总消费量趋于稳定


资料来源：Wind，东兴证券研究所

2015 年我国奶粉进口量出现断崖式下降的原因：主要系 2013、2014 年国内奶粉进口量激增，而 2015 年恰逢经济不景气，国民有效需求不足，大量的进口及本国生产致使奶粉出现较大的库存，2015 年鉴于对奶粉库存的消化，进口量有较大幅度下降。不得不说不说，进口量的下降给了国产奶粉较大的发展机遇。

图 59：2014-2015 年我国奶粉期末库存激增


资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 60：2014-2015 年国内奶粉产量增幅较大

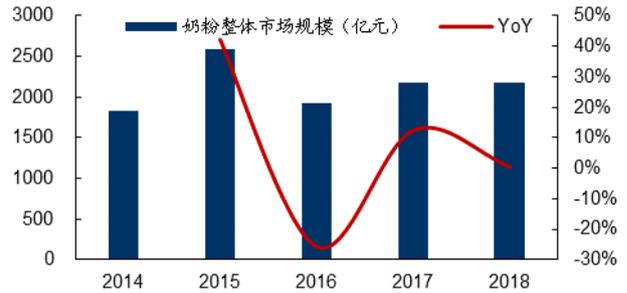

资料来源：Wind，东兴证券研究所

我们经过初步测算,2018 年国产奶粉市场规模约达到 1070 亿元,增速从 2017 年的 14.5% 上升到 2018 年的 21.1%。与此同时,2016 年后国内奶粉整体市场规模趋于稳定,2017、2018 年稳定在 2200 亿元规模上下,主要系国内奶粉市场总消费量趋于稳定,奶粉市场的竞争已经从增量市场转变为存量市场的竞争。

图 61：国产奶粉市场规模在 2016 年后加速增长
图 62：奶粉整体市场规模 2016 年后趋于稳定



资料来源：中商产业研究院，公开资料整理，东兴证券研究所测算



资料来源：中商产业研究院，公开资料整理，东兴证券研究所测算

从产品来看，目前国产品牌奶粉产品在售价上基本与国外品牌营养配方相当的产品基本无差别，在营养配方的级别上国产奶粉实现了技术上的更新和升级，向国外奶粉看齐。在奶源上，较高端的国产品牌奶粉大多数采取进口奶源，也拥有部分原装进口产品，保证优质的奶源质量。从京东官方旗舰店的产品累计评论数来看，伊利、飞鹤等国产品牌的明星产品评论数均达 20 万+左右，美赞臣最高达 48 万+。

表 8：国产奶粉品牌与国外品牌的产品对比

| 品牌 | 品牌所属 | 产品 | 产品图 | 售价 | 京东旗舰店评论数 | 规格 | 营养配方 | 奶源 |
|-----|------|----------|---|-----|----------|----------|------------------------|---------|
| 伊利 | 中国 | 金领冠-国产 |  | 286 | 22 万+ | 3 段 900g | 进口益生菌 | 荷兰奶源 |
| | | 金领冠-原装进口 |  | 270 | 2.1 万+ | 3 段 900g | 益生元组合；含乳铁蛋白；生牛乳一次成粉 | 新西兰原装进口 |
| 飞鹤 | 中国 | 星阶优护 |  | 227 | 7.6 万+ | 3 段 900g | 益生菌益生元；乳清蛋白粉；生牛乳一次成粉 | 国内牧场 |
| | | 星飞帆 |  | 292 | 18 万+ | 3 段 700g | 水解乳清蛋白；生牛乳成粉；OPO 珍稀结构脂 | 国内牧场 |
| | | 智纯 |  | 307 | 1.5 万+ | 3 段 700g | 有机奶粉 | 国内牧场 |
| 美赞臣 | 美国 | 铂睿 |  | 202 | 48 万+ | 3 段 850g | 国际权威优量 DHA 水平 | 荷兰奶源 |
| | | 蓝臻 |  | 429 | 14 万+ | 3 段 900g | 20 倍乳铁蛋白；DHA | 荷兰奶源 |
| 惠氏 | 美国 | 启赋 |  | 429 | 6.5 万+ | 3 段 900g | 有机奶粉 | 爱尔兰奶源 |

注：从营养效果上讲，益生菌优于益生元；乳铁蛋白是优质营养；有机奶粉的奶源质量更好；生牛乳一次成粉能保留更多营养成分

资料来源：京东各大品牌自营官方旗舰店 (2019 年 7 月 12 日)，东兴证券研究所

3.2 奶粉是乳制品行业的脊梁，政策全面导向

2008 年是一个节点，但是 2015 年是另一个节点。

3.2.1 2008 年国产奶粉重大安全事故致国产品牌持续低迷

2008 年是国产奶粉的重大转折点，安全问题是奶粉行业的命脉所在，2008 年后国产奶粉一直处于低迷状态未能充分恢复，而低迷的根本所在是当初引发安全问题的因素未能得到有效整改和预防，消费者对国产奶粉的质量保证仍存怀疑态度。接下来我们就来分析国产奶粉一直无法再度崛起的原因：

(1) 国产奶粉的安全问题仍然是国内消费者心中的一根刺。国产奶粉的安全问题主要源于牧场奶源的规模化程度低以及政策监管不到位两个方面。

国内的奶牛养殖还远没有实现规模化经营，散布在各地的奶站依然是影响国内奶源质量的罪魁祸首。奶站通过管理费和收购差价盈利，在确定了对企业的支付价后，对奶农的收购有更多的压价空间，奶农承受着来自企业和奶站的双重压价，自己越发不舍得在饲料、管理上投入，原奶质量也就得不到保证，诸如因饲料霉变引起的黄曲霉素等原奶问题也因此频发。国产奶粉的安全问题仍令人堪忧。

国内对奶粉安全的监管仍不到位，无法决定消费者重拾对国产奶粉的信心。在国外很多国家婴儿配方奶粉属于药品管制而不是食品管制。欧美对奶粉生产的监管十分严格，对残留物的监测指标有 4000 多个，但我国还不足 300 个，我国的监管力度有待加强。

表 9：美国、荷兰、德国对奶粉的监管政策对比

| | 监管政策要点 | 总结 |
|----|---|-----------------------------|
| 美国 | 1、美国食品和药品管理局（FDA）是美国奶品质量安全的主管部门，与药品监管一个部门；2、FDA 根据两个基本法律来对奶制品行业实施监管；3、奶粉厂家的产品就算没有安全隐患，只要被发现不含其宣称含有的营养成分，哪怕是因为某种不可控因素造成的营养流失，也必须马上召回 | 药品安全级别监管；监管基于基本法律；标准严格；罚金巨大 |
| 荷兰 | 1、欧盟对所有食品和饲料（包括进口乳制品）有一个“快速预警系统”，进口食品一旦检测出有严重的风险，该预警系统对产品将进行检测并采取应急措施；2、荷兰牛奶质量控制中心负责检验奶农交售卫生质量等，其独立的测定结果作为各乳品公司向奶农支付奶款的依据 | 预警系统监控；质控部门出具的报告与奶农盈利挂钩 |
| 德国 | 1、德国所有婴幼儿配方奶粉均采用电子标签芯片全程管理，通过每罐奶粉的芯片，可准确了解该罐奶粉的产地、牧场、工厂、生产线、生产时间等信息；2、实行药品模式全程监管 | 药品安全级别监管；信息化全程监管 |

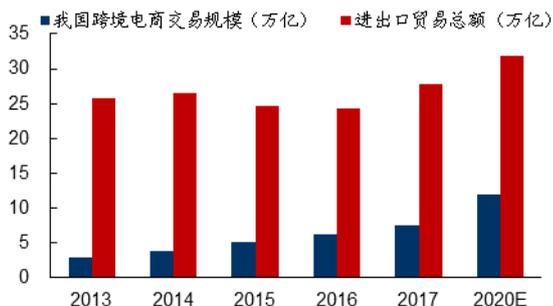
资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

(2) 外资奶粉企业从中高端市场逐渐布局至低端市场，对国产奶粉形成打压。目前我国大部分消费者仍更加信赖外资奶粉品牌，洋奶粉在我国中高端市场拥有 80%-90% 的市场份额，同时近些年一直在加大对三四线城市的运作，在低端市场抢占更多的市场份额，以提高企业最终的竞争力，这无疑对国产品牌形成挤压。

(3) 跨境电商的兴起促进了进口奶粉消费。2014 年以来，越来越多的境外电商开始进入中国市场，如主打跨境电商的天猫国际、京东的“全球购”，解决了奶粉代购的不方便问题，在一定程度上促进了奶粉

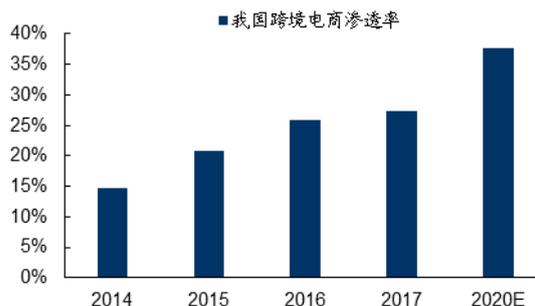
进口。根据艾瑞咨询最新数据显示，我国 2017 年电商交易额达到 7.6 万亿元，同比增长 20.6%，增速远高于传统进出口贸易 14% 的增速，渗透率达 27.35%。根据阿里的数据测算，2020 年我国跨境电商交易额将达到 12 万亿，三年复合增长率为 16.44%，渗透率达 37.6%，未来跨境电商发展市场空间巨大。

图 63：我国跨境电商交易规模快速增长



资料来源：海关数据，艾瑞咨询，东兴证券研究所

图 64：我国跨境电商渗透率快速上涨



资料来源：艾瑞咨询，东兴证券研究所

3.2.2 2015 年后国产奶粉对残存问题逐项击破

自 2015 年后，国产奶粉企业及政策针对以上问题纷纷“予以回应”，我们认为有国产奶粉产品升级、政策鼓励、消费者信心恢复是国产奶粉强势回暖的三大核心因素。

(1) 国产品牌产品定位的高端倾向以及对自身安全形象的塑造。目前国产奶粉正在逐步高端化，从奶源质量、品牌营销形象等方面层层把关，并有效借助营销塑造高端的产品形象，打入高端奶粉消费市场。

在奶源方面，目前国内的奶牛养殖还远没有实现规模化经营，散布在各地的奶站依然是影响国内奶源质量的罪魁祸首。奶站通过管理费和收购差价盈利，在确定了对企业的支付价后，对奶农的收购有更多的压价空间，奶农承受着来自企业和奶站的双重压价，自己越发不舍得在饲料、管理上投入，原奶质量也就得不到保证，诸如因饲料霉变引起的黄曲霉素等原奶问题也因此频发。因此，当下国产奶粉厂商更倾向于使用进口奶源，打造高品质、安全的产品形象。

(2) 政策方面给予国产奶粉绝对的支持。2016 年 6 月 8 日，被各大媒体称为“史上最严奶粉新政”的《婴幼儿配方乳粉产品配方注册管理办法》发布，规定：

我国对奶粉配方的管理由备案制改为注册制，并规定 2018 年 1 月 1 日起，未取得注册的品牌，将不得在我国境内销售。这意味着我国对婴幼儿奶粉的管理上升到药品的级别。要求生产婴幼儿配方奶粉，其生产企业必须向国家食品药品监督管理总局申请配方注册，食药监总局对申请注册配方的研发报告和其他表明配方科学性、安全性的材料进行核查和审评后，决定是否准予其注册。婴幼儿配方乳粉产品配方注册证书有效期为 5 年。

加大对奶源出处等的监管。标注使用进口乳粉、基粉等原料的，应当标注原料真实产地。不得标注“进口奶源”“源自国外牧场”等模糊性误导消费者的内容。

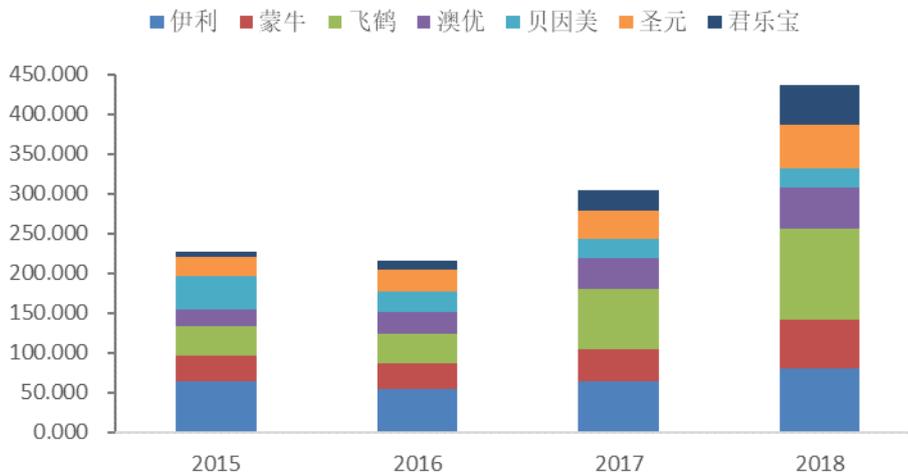
受奶粉注册制影响最大的有两类企业，一类是只具备生产能力的海外贴牌生产企业；另一类是资金不够

充裕、研发能力较为薄弱的中小奶粉企业。最终表现为国产品牌集中度的提升。

经销商战略性选择自有工厂的品牌商进行代理，以保证其代理的品牌可以获得注册资格。故只具有生产能力的贴牌商失去经销商的青睐，且大牌奶粉获得渠道拓展的良机。

奶粉行业集中度提高，利好行业龙头。奶粉注册制公布后，大量奶粉企业纷纷低价甩货，清理奶粉库存，导致奶粉行业竞争激烈。然而产品结构偏中端的企业受到奶粉价格战的冲击较小，大量中小奶粉企业退出后，行业集中度将提高，最终利好贝因美、伊利、雅士利等国内龙头企业，从销售额数据来看，头部国产奶粉品牌销售额加速上升，近几年实现较为明显的好转。

图 65：2015-2018 年各国产奶粉品牌销售额明显增长



资料来源：wind，东兴证券研究所

表 10：国产奶粉实现高速发展

| | 飞鹤 | 伊利金领冠 | 君乐宝 |
|-----------|---|--|--|
| 国产品牌的快速发展 | 母婴研究院颁发的 2018 年奶粉权威榜中位居国产奶粉第一位，在 2018 年成为首家年销量破百亿中国品牌，2009 年销售额仅为 17 亿元，2019 年飞鹤奶粉目标销售额为 150 亿，将继续领跑国产奶粉一众品牌。 | 2016 年 10 月到 2017 年 9 月伊利旗下婴幼儿配方奶粉增速达到 20%，远高于全行业（9%）和外资厂家（5%）的平均增速。 | 君乐宝乳业 2017 年收入破 100 亿，业绩增幅在 25% 以上，同时奶粉增长 100%。2017 年君乐宝的奶粉业务贡献收入在 25 亿元左右，和 2016 年 12 亿元相比，增幅在 100% 左右。 |

资料来源：Wind，公开资料整理，东兴证券研究所

2019 年 6 月 3 日，国家发展改革委等 7 部门发布了关于印发《国产婴幼儿配方乳粉提升行动方案》的通知(简称《行动方案》)，提出力争婴幼儿配方乳粉自给水平稳定在 60% 以上，据尼尔森数据显示，2018 年国产奶粉市场份额上升至 43.7%，《行动方案》明确提出国产奶粉市占率目标，预期国产奶粉企业发展将得到提振。

表 11：《行动方案》政策主要内容及影响

| 核心要点 | 主要内容 | 影响 |
|------|--|--|
| 品牌定位 | 提升国产婴幼儿配方乳粉品质、竞争力和美誉度的长期性与艰巨性，选准产业发展突破口，找准产品市场定位，促进国产婴幼儿配方乳粉与进口产品公平竞争、错位竞争。 | 促进国产奶粉产品质量提升，品牌定位与国外品牌差异化 |
| 安全监管 | 逐步建立全国统一的婴幼儿配方乳粉质量安全追溯平台，力争三年内实现质量安全追溯体系建设覆盖60%以上婴幼儿配方乳粉企业；建立安全生产规范体系检查常态化机制，用3年时间完成新一轮生产企业全面检查。 | 强化国产乳制品安全问题，有助于提振消费者信心 |
| 奶源监控 | 促进婴幼儿配方乳粉奶源基地实行专业化、规模化、智能化生产，推行良好农业规范。 | 促进上游牧场规模化，加速淘汰落后产能，有助于提升国产奶粉奶源竞争力，提升品质 |

资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

没有经过本土化的舶来品都是没有生命力的。奶粉作为从国外引进的“舶来品”，是经过本土化的成功案例，国产奶粉立足国外更加先进的制作技术和工艺，利用国外更优质的牧场奶源，但是却一直在走着本土化之路。飞鹤以“更适合中国宝宝体质”为营销重点，充分发挥国产品牌地域优势以及对本土消费习惯更加了解的优势，这也将成为国产奶粉寻求突破的一大利器。

4. 重点公司推荐

4.1 推荐区域性低温乳企：光明乳业、新乳业、燕塘乳业、天润乳业

4.1.1 光明乳业：低温巴氏奶领域龙头，深耕华东区域市场

公司于2002年上市，主要经营液态乳制品、奶粉及牧业产品。2018年乳制品营收占公司总营收85.19%，牧业产品占总营收11.35%。2018年公司乳制品产量占全国乳制品总产量的5.7%，目前公司作为低温巴氏奶领域龙头，市占率达到11.5%，主要销售市场是华东地区。2018年公司乳制品产量同比减少1%，其中酸奶2018年产量同比下降12%，其余品类皆保持正向增长。

2018年公司业绩低于预期，主要原因在于液态奶业务下降及原奶价格上升。公司2018年营业收入209.86亿元，同比下降4.71%，主要原因是液态奶营业收入同比下降9.66%。2019年Q1业绩有所改善，公司营业收入54.52亿元，同比增长5.51%。实现归母净利润1.41亿元，同比增长4.03%。利润增长的原因除了销售业绩的改善外，还在于销售费用的同比下降。同期公司销售毛利率32.24%，同比下降2.07pct，主要原因是原材料成本的上升。

子公司光明牧业成立于2003年，主要经营奶牛饲养等业务。2014年以来，公司分别通过投资新建和收购两种方式扩大牧业资产规模，目前已在上海、江苏、浙江、天津、河南、湖北、山东、黑龙江等地拥有规模牧场28个，存栏近9万头。公司目前自有的牧场和奶牛数量均居于行业前列。

渠道层面，公司主要采用直销和经销相结合的销售模式，销售渠道遍布全国主要省市。2018年，公司继续夯实网点数量，提升网点质量，加快建设渠道数字化，实现华东区域CRM项目落地。各营销中心积极开展精耕渠道专项基础工作，积极拥抱新零售，用新营销的思路积极融合线上资源，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。同时光明乳业的专属送奶上门系统——随心订业务取得

突破。

盈利预测：我们认为 2019 年公司经营情况将迎来改善，看好公司未来经营表现，预计 2019-2020 年 EPS 分别为 0.39、0.45 元。

4.1.2 新乳业：发展重心转移至低温，收购区域性乳企错峰双寡头

公司目前控股四川、云南、河北、浙江等 8 省份共 13 家区域性乳制品生产公司，通过控股多个城市型乳企、直接占据区域成熟产业链的策略，其控股的“华西”、“雪兰”、“双峰”、“白帝”等区域数十年优势品牌，在当地有较好的消费者忠诚度。公司以“鲜战略”为品牌纲领，将发展重心转移至低温类产品上。

从产能角度来看，低温产能增速仍相对较高，有进一步扩大空间。截至 2017 年底，低温产品中低温酸奶产能已达 18.6 万吨，常温产品中常温纯牛奶产能达 12.7 万吨。产能增速方面，2015-2017 年，各线产品产能增速逐步放缓，2017 年低温酸奶产能增速 19.06%，常温纯牛奶产能增速 0.08%，低温产能仍有提升空间。

四个重点区域市场占有较高市场份额，牧场布局跟进市场发展。公司在四大重点区域市场——四川、云南、河北、浙江占有较高的市场份额，2015 年在四川、云南市场份额分别为 14.7%、32%，在河北和浙江的市场份额也处于领先地位。公司未来将坚持以低温乳制品为基础，持续强化在西南市场的竞争优势，进一步开拓华北、华东、华南等重点区域性市场。

公司在奶源建设上更重视对重点区域市场的支持，全国性乳企如蒙牛、伊利则立足全国市场进行供需匹配布局，公司重点布局区域与双寡头主要市场形成差异。蒙牛奶源地主要分布在西北、东北、华北三地，在西南方面仅有四川眉山生产基地一家奶源供给。伊利方面，其拥有三大黄金奶源带（西北、内蒙古、东北）、华北奶源带、华中奶源带、华中南奶源带，在西南方面同样稍显薄弱。公司的奶源及市场布局主要在西南地区及部分东部城市，牢牢占据西南低温市场发展资源，与双寡头形成差异化竞争。因此在西南地区，尤其是云南省的市场竞争中，公司拥有较大的优势。

盈利预测：我们看好公司作为区域性低温乳企龙头的地位，公司将受益于行业低温化趋势，预计 2019-2020 年 EPS 分别为 0.39、0.56 元。

图 66：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：红色圆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：东兴证券研究所

4.1.3 燕塘乳业：深耕广东市场，拥有优质牧场奶源和强大低温供应链

广东燕塘乳业股份有限公司是华南地区规模最大的乳制品生产企业之一，主要产品有乳酸菌乳饮料、花式奶、液体乳、冰淇淋雪糕和其他，2018年乳酸菌乳饮料占比达35.34%；花式奶31.57%；液体乳31.38%。2018年乳制品产量达到14.42万吨，占全国总产量的0.54%。公司主要市场位于广东省，2018年广东省占总营业收入的98.53%，并在同年晋身为华南唯一一家中国奶业20强企业。

公司自2014年上市以来营业总收入、乳制品库存和销量均在逐年上升，总营业收入从2014年的9.5亿元增至2018年的12.97亿元，归母净利润为0.42亿元。营业成本从2014年6.49亿增长到2018年8.84亿，除了在2017年出现了整体产品成本上升的情况，成本的主要变化来源于乳酸菌乳饮料，较2014年增长71.07%。

公司的原料奶主要来源于自由奶源基地和战略合作奶源基地。从2009年建设现代化的高端牧场阳江牧场，并成功从新西兰及澳洲引进了优质良种奶牛。在奶源品质方面，采用全球领先的美国原种胚胎牛基因组和繁育工程技术，使得公司自产原料奶质量显著高于普通规模化养殖牧场。在战略合作奶源基地的管理方面，首先合作牧场均为规模化养殖牧场，奶牛养殖规模普遍在1,000头以上，公司在原料奶供应上，具有十分突出的竞争优势。

产品差异化上，公司还陆续推出营养与风味兼具的希腊酸酪乳产品、定位营养代餐的可咀嚼谷物酸奶系列产品、全国首创的泡泡果系列酸奶饮品、秉承传统工艺的“老广州”系列发酵乳产品等。在产品优势突出的背景下，公司拥有近两百辆冷藏运输车、超过200人的专业配送队伍，构建了广东省乃至华南地区规模最大的乳制品冷链配送体系之一。拥有极高的低温控制能力，有效避免了业务外包造成的配送风险。

公司将在未来继续主要强化以下几方面，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，在2018年5月8日，总投资超过6亿元的智能工厂正式投产，该项目已可使年产量可最高达到25万吨。渠道方面，继续发散网点布局，加强渠道下沉力度，并逐步扩张，加强渗透三四线城市乳品消费市场。

盈利预测：预计2019-2020年EPS分别为0.73、0.92元，给予2020年30X估值，股价上升空间28%，给予“推荐”评级。

4.1.4 天润乳业：立足新疆优势资源，大力扩充产能

公司经2013年借壳一家以造纸为主业的公司成功上市，主要产品为巴氏奶、UTH、酸奶、乳饮料和其他乳制品。2018年公司低温乳制品占总收入的63.27%；常温乳制品占比34.61%。公司乳制品产量逐年上升，2018年达到16.73万吨，占全国产量的0.62%。销售市场以新疆为主，在2018年新疆的营业收入占到总营业收入的61.63%。

公司营业收入从2013年的0.87亿元增长至2018年14.62亿元，并在2017、2018两年，均超额完成销量金额和销量的目标。公司成本的主要负担来源于酸奶，平均每年酸奶成本增长约1.5亿元；同时，公司还面临着产能不足的问题，从2016年至今，公司年销售量均超过生产量，增产将成为公司第一任务。

公司于2018年投资设立控股子公司天润建融牧业，收购南疆五团下辖三个牧场，持续推进天润烽火台、天润北亭、芳草天润的建设，各新建牧场并投产试运营，进一步提高公司自给率。预计2019年底公司

产能或将达到 10.66 万吨，可解决营收和产量 20%~30%增长的产能需求。

物流、采购推行精细化管理，公司通过对大宗生产原材料及疆内外物流承运 进行公开招标，降低采购价格和运输成本；实时监控和考核承运车辆的温度和行进路线，保障运输及时性与车辆安全性；细化采购计划，合理利用供货商库存、及时消耗积压物资，降低仓储费用和资金占用。同时，公司大力推动渠道纵深发展，加大上海、广州、深圳等重点城市商超渠道进驻力度，积极拓展线上业务。公司未来将以立足低温市场为核心，确立领先低温，做强常温为发展路线，以新疆为市场核心，向外延伸。

盈利预测：我们看好公司拥有的优质上游牧场资源，公司作为区域性乳企将受益于行业低温化趋势，预计 2019-2020 年 EPS 分别为 0.64、0.76 元。

4.2 重点关注国产奶粉品牌优质企业：中国飞鹤、澳优、雅士利

4.2.1 中国飞鹤：品牌影响力广泛，超高端产品逐渐打开市场

中国飞鹤是国内目前最大并最广为人知的国产品牌婴幼儿配方奶粉公司，总部位于北京，主要产品为高端、普通等级别奶粉、其他乳制品和营养补充品。公司营收主要来自高端产品业务，超高端奶粉占比逐年提升，普通奶粉占比亦呈现上升趋势，高端奶粉比例略有下降。2018 年超高端及高端奶粉占比 65.8%，普通奶粉占比 24.0%，其他乳制品和营养补充品分别占比 4.5%和 5.7%。2018 年销售额 115 亿元，零售销售价值在国内婴幼儿配方奶粉集团中排名第一，市占率 15.6%，在国际中排名第二，市占率 7.3%。

公司 2018 年营业总收入 103.9 亿元，同比增速 76.5%，较去年增速提升 18.4pct，超高端产品与普通奶粉均高速增长。2018 年公司销售毛利率 67.5%，增速放缓，毛利率维持平稳。公司加大产品研发投入，增强产品创新，2018 年研发成本增速达到 640.8%。

公司产品通过强大经销网络销向全国，近年来公司逐渐向一二线城市拓展市场份额，已覆盖中国大部分地区。奶粉奶源大部分来自精选自建牧场，对奶源环节的建设完善，一直以来都是公司全产业链布局的重中之重，公司在产能上拥有较强的优势。此外，公司 18 年业绩增长较快一大部分原因来源于庞大的销售渠道体系的完善。

4.2.2 澳优：全球产业链布局优质奶源，高端品牌定位迎合国内高端化趋势

澳优公司是中国市场领先的专业高端乳品、食品公司，在全球拥有完善的从收奶、生产到市场终端销售的产业链条，并在中国、北美、欧洲、俄罗斯、中东等地拥有销售服务网络。公司主要产品为进口婴幼儿奶粉及辅食营养品。2018 年公司营收主要由乳制品贡献，占比 97.47%，营养品占比 2.53%。主要产品系列有“能力多”系列、“优选”系列和“A 选”系列。

公司 18 年营业总收入 53.9 亿元，同比增速 37.3%。销售毛利率逐年上升至 49.4%，其中自有品牌奶粉毛利率相对较高，达 54.6%。2018 年营业成本 27.3 亿元，同比增速较前期回落 16.4pct 至 22.0%。其中研发支出增速较高，同比达 164.0%。

销售地区层面，中国地区是公司最为关注的市场，营业收入占比 79.8%，欧洲地区（以荷兰为主）为公司发展的第二市场，占比 9.8%。澳优奶粉选用进口奶源，在荷兰、澳大利亚等地都有自己的专属牧场。其中澳大利亚牧场远离污染，奶牛天然放牧，乳品加工技术世界领先，这得益于公司于 06 年开始与澳

洲百年乳企塔图拉乳品有限公司建立了长期友好的合作关系。

未来增长层面，从公司自身角度，未来产能以及营运能力都将是公司增长的重要逻辑。2018 年澳优不断完善上游供应链建设，全球 10 间工厂于 2018 年底均已建设完毕。此外随着大众消费观念的升级，健康化高端化是未来行业发展趋势，作为中国奶粉有机时代的引领者，公司在适应消费者需求端将会具有优势。行业整体层面，近几年奶粉监管力度加强，进口奶粉发展受限，国产奶粉迎来高速增长时期。此外大众消费升级，高端奶粉机会显现。

盈利预测：我们看好公司的高端品牌溢价以及优质的上游牧场奶源，预计 2019-2020 年 EPS 分别为 0.53、0.71 元。

4.2.3 雅士利：蒙牛旗下优质国产奶粉品牌，拥有强大进口奶源网络

公司于 2010 年上市，由食品、乳业、营养保健、包装印刷等 7 家公司组建而成，目前蒙牛是公司第一大股东。公司主要产品为婴幼儿配方奶粉（核心产品）、各类营养品及其他食品。2018 年奶粉产品营收占公司总营收 81.11%，冲调产品占比 4.82%。在频繁并购与海外自主建厂后，2016 年公司迎来产能整合阶段以整体提升产能利用率，解决产能过剩的问题。

2018 年公司业绩扭亏为赢。公司 2018 年营业收入同比提升 33.55%，其中配方奶粉产品 2018 年同比上升 30.8%，其他产品实现销售收入 4.239 亿元，相比去年上升 74.8%，主要原因是子公司新西兰乳业销售基粉给达能集团产生。归母净利润由负转正，同比提升 129.08%。毛利率同比下降 1.3%，主要由于本年原材料价格的整体提升。

公司奶源全部为进口奶源，全球优质的黄金奶源地基本上达到了全覆盖。其中雅士利菁珀、雅士利菁跃系列均来自新西兰原罐原装进口，朵拉小羊羊奶粉为澳洲原罐原装进口，瑞哺恩有机奶粉奶源是来自于高海拔的阿尔卑斯山。公司于 2015 年投产的雅士利新西兰工厂，目前生产能力已超过年产 5.2 万吨，成为雅士利进口奶粉的主要生产地。此外，公司于澳洲及丹麦也有合作工厂生产。

产品渠道布局层面，2016 年，针对雅士利主品牌销售规模持续的下滑，公司将雅士利国产品牌奶粉转移到线上渠道，线下全渠道将全面布局雅士利进口产品。目前，公司采用婴幼儿配方奶粉聚焦母婴渠道，各类营养品聚焦 KA 和商超的渠道策略。针对母婴渠道公司未来将更多采用直销和合伙制的方式进行，以增加母婴店的动销。未来公司将深耕母婴渠道的下沉，有效获取三四线城市的铺货红利，整体提升网点覆盖率及利润水平。

盈利预测：我们看好公司在蒙牛集团旗下优质的运营、渠道能力以及高端品牌溢价，预计 2019-2020 年 EPS 分别为 0.04、0.05 元。

5. 风险提示

乳制品行业安全问题；乳制品企业市场拓展不达预期、产能释放不及预期等。

分析师简介

分析师：刘畅

东兴证券研究所大消费组长、首席分析师。先后职于天风证券研究所、东方基金、泰达宏利基金。杜伦大学金融学一等学位，北京航空航天大学工学、法学双学位。2017年11月加入东兴证券研究所，负责食品饮料、商贸零售、社会服务、轻工造纸、农林牧渔、纺织服装的研究工作。2018年获得万得wind平台综合影响力第一名，万得wind食品饮料最佳分析师第三名，同花顺ifind食品饮料最佳分析师第二名。

研究助理简介

研究助理：张东雪

南开大学金融学本硕，2019年加入东兴证券研究所食品饮料组，主要覆盖乳制品、肉制品、保健品及部分白酒板块。

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，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。