

迪恩食品复盘：十年十倍股，从双击到双杀

动态研究报告/食品饮料行业

2019年8月9日

报告摘要：

● 十年十倍股，双击到双杀

迪恩食品是美国最大乳制品生产和分销商之一，主营低温液态奶，通过数十次横向并购整合发展壮大，巅峰时期在美国 35 个州建有 100 家工厂，在英国、法国，比利时有 5 家工厂，旗下拥有 50 多个地方性和区域性乳品品牌以及 DairyPure、TruMoo 等自有品牌。1997-2007 年，公司也是十年十倍股，2008 年之后外延扩张放缓，同时原奶价格上行加大公司成本压力，股价开始下行。2015 年后衰退迹象明显，业务规模收缩后在 29 个州拥有 58 个生产基地。2019 年 6 月 25 日公司收盘价跌破 1 美元，创上市 20 多年以来新低；市值从 2007 年高峰时的 62 亿美元跌至 9000 万美元左右；巅峰时期公司收入规模和蒙牛现今规模差不多，但后期股价下行，市值相比高点已缩水 98% 以上。

● 迪恩为什么不赚钱？

①从产业发展来讲，美国液态奶消费量下降、生产扩张，牛奶零售端价格近年一直在下降。乳制品销售下滑主要原因是替代品植物奶消费快速增长。②从产业链上来讲，美国政府会规定原料奶最低价，乳制品企业对上游议价能力较弱。③下游零售商集中度高话语权强，零售商大规模发展自有品牌，在渠道和价格方面的优势显著，乳企无法与之竞争沦为贴牌代工厂；近年为进一步抢夺产业链利润，零售商们还开始向上垂直整合，这对于加工环节来说更是雪上加霜。④从企业本身来讲，一方面低温奶生意模式会有更高的成本，首先对奶源要求高，此外要有成熟的冷链和运输配送系统（迪恩运输成本占收入 15%，伊利仅 5%），这还会导致公司在进入新市场时要与地方乳企激烈竞争增加额外成本。另一方面，2012 年主营高附加值产品的 White Wave Foods（营业利润率在 9% 左右）分拆独立上市后，迪恩液态奶加工的收入占比 67%，但利润率最低在 4-5% 左右，迪恩的差异化和品牌溢价更弱，因此盈利情况受上游大宗商品价格影响波动较大，估值一直也只有 14-20X。

● 我国低温奶发展势头怎么样？大乳企是否会受零售端压制？

①目前，我国人均液态奶消费量在 20kg 左右，与美国 69.2kg 的差距较大，饮食习惯较为相近的日本/韩国人均液态奶消费量也有 30.8/32.9kg。我国液态奶虽增速放缓，但绝对量依然处于上升过程中。②我国奶价成本高且南北分布不均，冷链运输覆盖不足，短期仍以常温奶为主导，中长期低温奶也可能会高速增长。③我国上游格局较分散，乳企议价能力较强。④我国零售业集中度低对上游供应商议价能力弱。从零售商自有品牌市占率及市场空间看，我国零售端尚未到大力发展自有品牌的阶段，也难以严重阻碍乳制品加工企业或侵蚀加工环节利润。

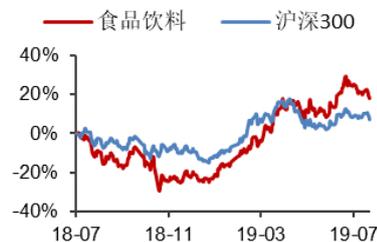
● 风险提示

经济发展不及预期，下游零售端业态发生重大变化，冷链技术不及预期，消费者偏好发生变化

推荐

维持评级

行业与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：于杰

执业证号：S0100519010004

电话：010-85127513

邮箱：yujie@mszq.com

研究助理：赵梦秋

执业证号：S0100117110078

电话：010-85127433

邮箱：zhaomengqiu@mszq.com

相关研究

目录

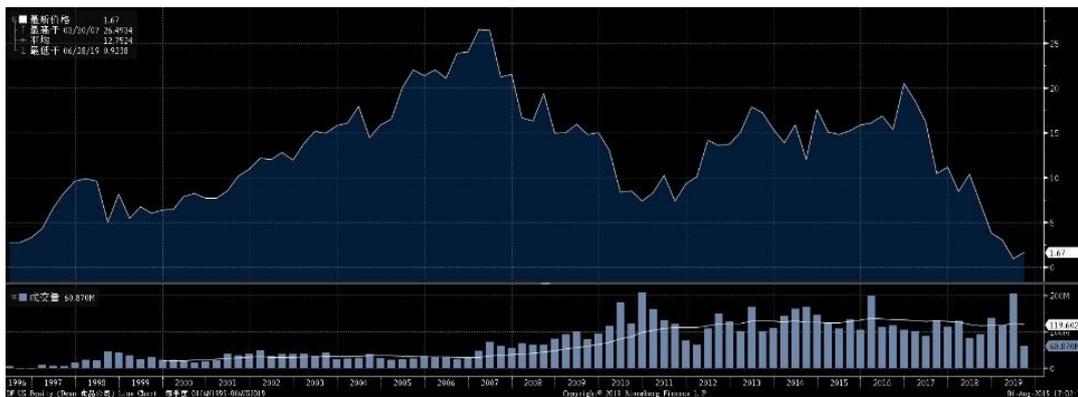
一、美国最大乳企——迪恩食品的兴衰之路	3
1、收盘价跌破1美元，面临退市风险.....	3
2、迪恩复盘：十年十倍股，双击到双杀.....	3
二、迪恩为什么不赚钱？	6
1、迪恩乳制品业务是夕阳业务，代表未来的白波食品独立分拆上市	6
2、历史经营情况回顾	8
三、我国低温奶发展如何？大乳企会否受零售端压制？	9
1、美国人不爱喝牛奶了，我国人均消费量仍有较大提升空间	10
2、美国低温奶为什么不是一个好行业？我国低温奶发展势头如何？	12
3、美国乳企受零售商压制严重，我国乳企会否受零售端如此压制？	14
四、风险提示	16
插图目录	17
表格目录	17

一、美国最大乳企——迪恩食品的兴衰之路

1、收盘价跌破 1 美元，面临退市风险

美国最大乳业公司——迪恩食品于 6 月 25 日收盘价跌破 1 美元，创上市 20 多年以来新低；市值从 2007 年高峰时的 62 亿美元跌至 9000 万美元左右。如股价低于最低交易价 1 美元超过 30 个交易日，会收到退市警告，90 天内业绩仍未改善将面临退市风险。这可能会引发投资者担忧，使该公司股价更难以回升。

图 1：乳制品行业销售额及增速



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

2、迪恩复盘：十年十倍股，双击到双杀

迪恩食品是美国最大乳制品生产和分销商之一，巅峰时期在美国 35 个州建有 100 家工厂，在英国、法国，比利时有五家工厂，旗下拥有 50 多个地方性和区域性乳品品牌以及 DairyPure 和 TruMoo 等自有品牌，业务范围包括液态奶、冰淇淋、果汁、茶、瓶装水、新鲜有机产品等。业务规模收缩后，目前在 29 个州拥有 58 个生产基地。

图 2：公司业务分部



资料来源：公司官网，民生证券研究院

美国乳制品市场以巴氏奶为主（低温奶市场份额超过 90%），运输半径有限，而且上游养殖是以小规模家庭式奶农为主，格局分散，各地区域性品牌并存，因此迪恩是通过收购整合当地品牌和渠道发展壮大。

1) 1997-2007 快速发展期

迪恩食品前身是 Suriza Foods, **1993-2000 年通过 43 次并购**成长为全美乳制品龙头企业之一。2001 年 Suriza Foods 收购原迪恩食品，合并后成为全美最大的乳制品企业 Dean Foods。

表 1: 收购扩张期

①收购扩张期	1997-2001	公司大量收购乳制品企业，整合本国的乳制品品牌和渠道，同时剥离无关业务，成为食品饮料龙头企业。
收购情况	1997 年 3 月	完成纽交所上市
	1997 年 11 月	收购 Morningstar Food，第一次收购全国性品牌
	2000 年 1 月	收购 Southern Foods Group，美国第三大乳制品生产商，收购完成后 Suiza 成为美国最大的乳制品企业
	2000 年 2 月	收购 Leche Celta，西班牙排名第四的乳制品生产商，进入欧洲市场
	2001 年 12 月	溢价 26% 收购 Dean Food，并改名为 Dean Foods Company，成为全美领先的乳制品企业，同时成为食品饮料龙头企业之一；两个公司拥有互补的产品线、销售渠道以及销售区域；Dean Dairy 拥有 90 多家工厂、6000 多冷藏运输线路，2/3 产品为自有或授权品牌，1/3 产品为贴牌产品（private label）拥有完备的冷链运输及销售体系（coast-to-coast refrigerated “direct store delivery” system），作为公司的核心竞争力之一是其他企业无法做到的；研发出产品保质期延长到 90 天的技术
业务剥离	1998 年 4 月	出售制冰业务（公司最早从事的业务）
	1999 年 7 月	出售所有美国塑料包装工厂
	2000 年 5 月	出售欧洲包装业务

资料来源：民生证券研究院整理

2000-2004 年公司开始寻求整合高附加值业务，分别在 2002 年和 2004 年收购了全美知名的有机奶公司 WhiteWave 和有机食品企业 Horizon Organic。

表 2: 结构优化期

②结构优化期	2002-2007	继续外延式扩张，但收购重点放在高附加值乳品产业，剥离非核心业务（截止 2004 年，迪恩在全国拥有 100 多个工厂、6500 多条冷藏运输线路）；确定核心品牌组合，制定品牌战略，倾力打造重点产品
收购情况	2002 年 5 月	以 1.92 亿美元完成 64% White wave(拥有全美著名豆奶品牌 Silk)全部股权的收购
	2003 年	对部门业务架构进行重整：将贴牌业务及品牌业务分离，成立 National Brand Group，负责战略品牌产品线的市场运作、规划；继续强化品牌建设
	2003 年	收购 Melody Farms（密歇根州乳品企业），拓展了密歇根州的市场；收购 Kohler Mix Specialties（为餐饮渠道提供奶精等产品），提升了迪恩的高温生产能力；收购 Ross SwissDairies（LA 的经销商），增强了迪恩在南加利福尼亚州的渠道能力；收购 Cremora®（奶精制造商），使得公司具有第一个自有品牌的奶精产品，迪恩以往的奶精产品皆为贴牌产品。
	2004 年 1 月	收购 Horizon Organic 全部股权，全美有机食品领导品牌
	2005 年 1 月	将全国性品牌 White wave、Horizon Organic 和 Dean National Brand Group 组合成一个新的部门 WhiteWave
	2007 年 3 月	收购 Friendship Dairies，美国东北部最大的乳制品生厂商和分销商之一
业务剥离	2002 年	剥离了 3 个非核心业务，出售 Puerto Rico 乳品业务部门

2003 年	关闭了 5 个产能过剩的工厂
2004 年	关闭了 8 个产能过剩的工厂
2006 年 9 月	出售西班牙 Leche Celta 工厂
2006 年	对产品线及部门进行减法：出售 Tree House Foods、Marie's® dressings、Dean's@dips businesses 和 Iberian dairy operations。持续对产品组合进行优化
2007 年 1 月	出售葡萄牙 Leche Celta 工厂

资料来源：民生证券研究院整理

2) 2008-2014 缓慢发展期

2006 年起公司外延并购进程放缓，逐步完善产能布局，对产品组合和分销渠道进行优化，对内部供应链做精细化管理，从而提升整体效益。为股东利益，2012 年旗下 WhiteWave 在纽交所分拆上市独立运营，同年旗下 Morning Star 出售。

表 3：管理精简期

③管理精简期	2008-2014	减少外部收购、出售部分传统乳制品业务，完善产能布局、发展多产品领域生产；着重优化公司整体的供应链系统，提升内部管理效益
扩张情况	2008 年 1 月	与 Hero Group（果制品和婴幼儿营养品生产商）成立合资公司，借鉴其在果制品领域生产和创新经验
	2009 年 6 月	收购 Aplro，欧洲豆制品及其豆制品饮料的生产商，丰富了产品结构，拓宽了欧洲市场
	2012 年 10 月	IPO OF WhiteWave Foods Company
内部精简	2008 年	优化产能布局（关闭 4 家工厂）
	2010 年 8 月	出售 Rachel（英国生产和销售酸奶等奶制品的公司）
	2010 年 12 月	开始出售 Mountain High 和奶酪代工业务
	2013 年 1 月	以 14.5 亿美元的价格出售 Morning star

资料来源：民生证券研究院整理

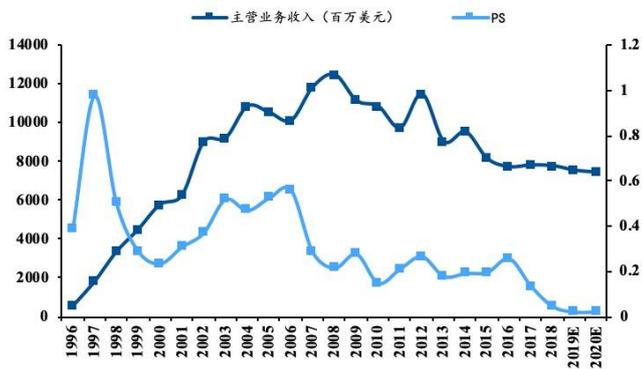
3) 2015 年至今，衰退趋势明显

迪恩食品公司宣布取消区域品牌牛奶，转而采用单一品牌 Dairy Pure。2016 年收购主营冰淇淋业务的 Friendly's Holdings；2017 收购主营有机果汁公司 Uncle Matt's；2018 年收购主营亚麻籽植物代乳产品的 Good Karma，但亚麻籽属小众品类，迪恩也未有计划借助该品牌大规模进军植物代乳。伴随美国零售环境快速发展，沃尔玛（WMT）和 Kroger（KR）等开始出售自有品牌乳制品。亚马逊（AMZN）甚至开始以 Happy Belly 品牌在线销售牛奶。无论产业背景还是零售竞争环境，公司都面临客户流失及销售压力。巅峰时期，迪恩旗下有 100 多家牛奶厂，2018 年底只剩下 58 家。很多并购来的牛奶厂，已被迪恩食品关闭。

4) 十年十倍股，双击到双杀

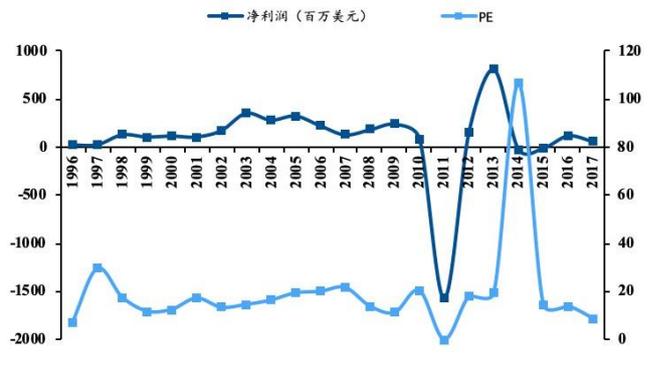
迪恩食品于 1997 年上市，前期经历大规模横向扩张及收购高附加值业务，公司业绩及股价于 2007 年达到峰值。PE 相对稳定，处于 14-20X 左右水平。从 1997 年到 2007 年，公司也是十年十倍股，2008 年之后外延扩张放缓，集中精力提升内部管理效率，同时原奶价格上行加大公司成本压力，股价开始下行。巅峰时期迪恩的收入规模和目前的蒙牛接近（迪恩在荷兰合作银行近期公布的 2019 全球乳业 20 强榜单中仍排名第 11 位，紧随第 10 位蒙牛之后，但收入规模已仅为蒙牛的 73%），但两轮股价下行后，市值已不足 1 亿美元。

图 3: 营收和 PS



资料来源: Bloomberg, 民生证券研究院

图 4: 净利和 PE



资料来源: Bloomberg, 民生证券研究院

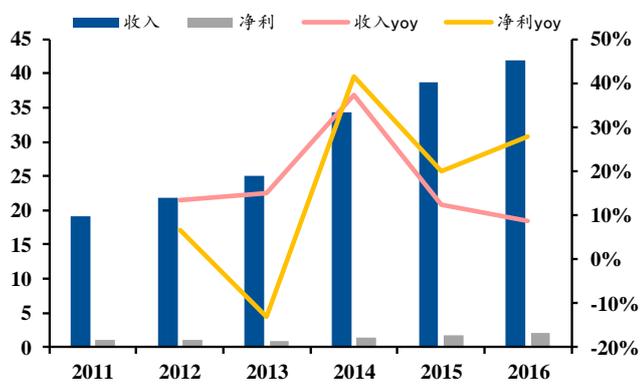
二、迪恩为什么不赚钱?

1、迪恩乳制品业务是夕阳业务，代表未来的白波食品独立分拆上市

White Wave (白波) 分拆上市, Dean 主营液态奶加工。2013 年前迪恩食品有三个业务部门: Fresh Dairy Direct、White Wave Foods、Morningstar。Fresh Dairy Direct 主营液态奶, 收入占比最大, 利润率最低。White Wave 主营高附加值产品, 如 Silk 豆奶, International Delight、LAND O LAKES 奶精饮料、Horizon Organic 有机奶等, 利润率在 9%-10%, 于 2012 年 10 月独立分拆上市。Morningstar 主营零售商贴牌产品, 于 2013 年 1 月被出售。业务结构发生重大变化的上市公司主体——迪恩食品 2018 年液体奶收入占比 67%, 冰淇淋占比 15%。

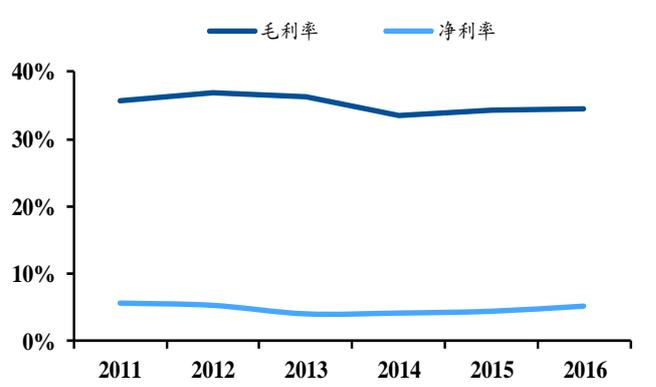
White Wave 分拆上市后(达能 2017 年完成对其收购, 交易总额 125 亿美元), 收入从 2011 年 19.17 亿美元增长到 2016 年 41.98 亿美元, 复合增速约 17%; 归母净利从 2011 年 1.07 亿美元增长到 2016 年 2.15 亿美元, 复合增速约 15%。毛利率稳定在 35% 上下, 营业利润率 9-10%, 净利率稳定在 5% 左右。White Wave 分拆上市后股价一路上涨, 高点时有 100 亿美元左右的市值, PE 也从 20X+ 上摸到高点 60X+, 而迪恩在 2007 年市值顶点才 62 亿美元。达能对白波的并购是达能近十年来最大的并购案, 显示出达能对植物饮品市场未来前景的看好。

图 5: 收入及净利均有过近 40% 的高速增长



资料来源: wind, 民生证券研究院

图 6: 毛利率 30-40%, 净利率 4-6%



资料来源: wind, 民生证券研究院

图 7: White Wave 股价一路上涨



资料来源: wind, 民生证券研究院

图 8: White Wave 的 PE-band

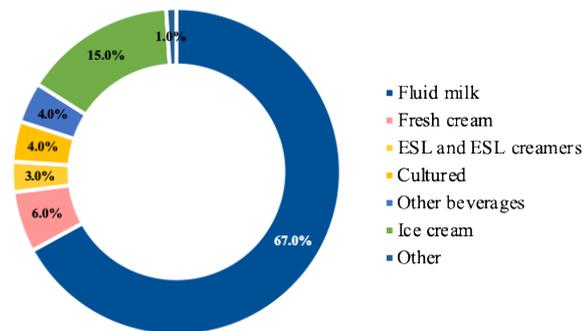


资料来源: wind, 民生证券研究院

为什么迪恩作为美国乳制品龙头却没有稳定利润和持续增长? 利润率如此低?

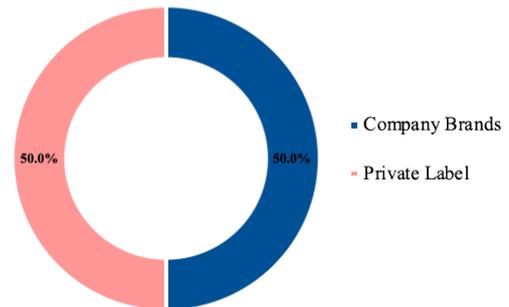
从下游渠道来看, 迪恩 60% 收入来自零售商, 前五大客户营收占比为 29%, 其他渠道还有餐馆和学校等; 同时, 由于美国零售终端发展强势, 很多零售企业都有自有品牌产品, 因此加工企业不得不为其做贴牌加工。迪恩的贴牌收入占比由 2006 年的 37% 增加到 2018 年的 50%。贴牌产品终端价更低, 相应加工环节的利润也更低。

图 9: Fluid Milk 收入占比 67%



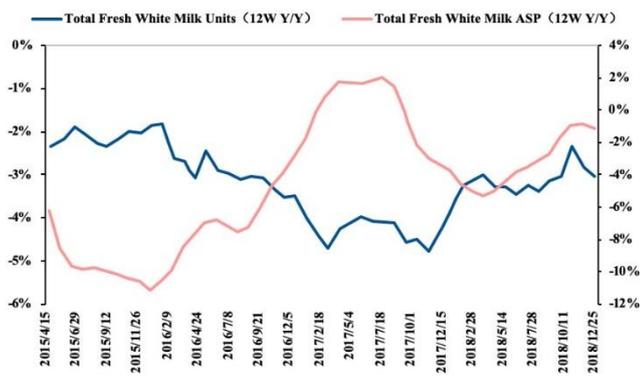
资料来源: 公司年报, 民生证券研究院

图 10: Brands & Private Label 收入占比各半



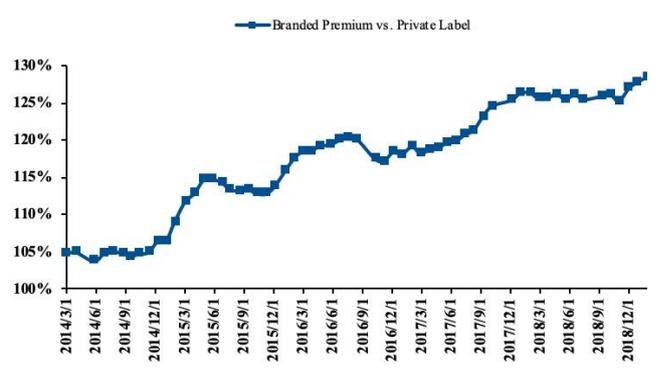
资料来源: 公司年报, 民生证券研究院

图 11: ASP 与 Unites 呈反向变动



资料来源: Nielsen, 民生证券研究院

图 12: Branded milk 价格高于 private label

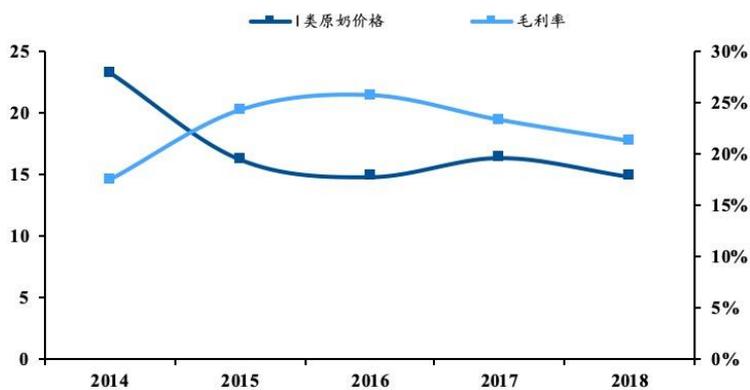


资料来源: Nielsen, 民生证券研究院

从上游来看，中国乳制品上游格局较分散，乳企议价能力较强。但美国政府每个月会规定原料奶的最低价格，美国乳制品企业对上游议价能力较弱。美国 I 级原奶价=0.965×max{III 级原奶价格,IV 级原奶价格}+3.5×高级黄油价格，其中 III 级原奶价格取决于奶酪、AA 黄油与乳清粉；IV 级原奶价格取决于脱脂乳粉；高级黄油价格取决于 AA 黄油。而近年奶酪与黄油需求比液奶需求增长更快，受定价机制影响，迪恩的原料成本还会有额外的增加。

因此，迪恩购买 A 级原奶，加工成巴氏奶卖给零售商，本质上赚的是原材料和液态奶之间的差价。Morning Star 和 White Wave 剥离后，迪恩对原料奶价格更加敏感，议价能力和成本转嫁能力不强，盈利稳定性持续走低。

图 13：毛利率与一类原奶价反向变动

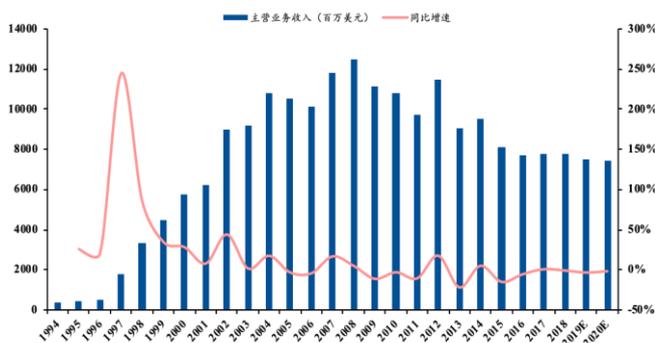


资料来源：Nielsen, USDA, 民生证券研究院

2、历史经营情况回顾

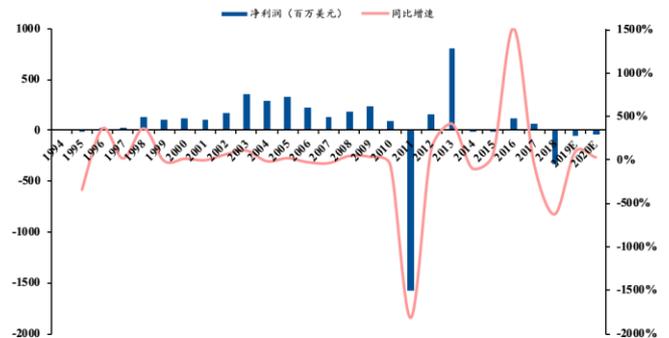
迪恩食品收入的高点在 2004-2012 年间，达到 97-125 亿美元，1997-2008 年收入的复合增速接近 20%。剥离 White Wave 及 Morning Star 后迪恩收入开始下台阶，2015 年之后下滑趋势更加明显，一路降至 2018 年的 77.55 亿美元。

图 14：营收与增速%



资料来源：Bloomberg, 民生证券研究院

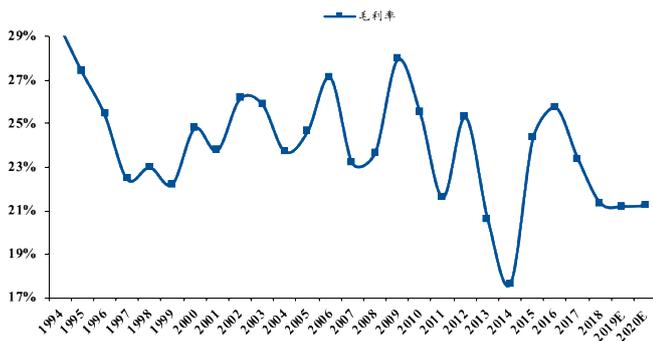
图 15：净利润与增速%



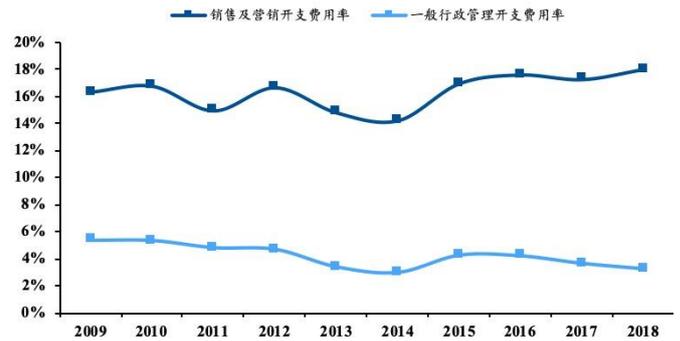
资料来源：Bloomberg, 民生证券研究院

1997-2008 年迪恩营业利润复合增速约 15%，净利润复合增速 18.5%。利润于 2009 年达到高点后开始下降。2011 年大幅亏损 15.76 亿美元主要是由于提取高达 16 亿的商誉减值准

备。2013 年净利大幅上升达到 8.13 亿美元，同比增速 400%+，但盈利主要来源于非经常性损益。2014-2015 连续两年亏损，2016 年有所改善，但后续下滑趋势越加明显。2018 年净利 -3.27 亿美元，同比下降 631%。2019H1 营收 36.35 亿美元，净亏损 1.26 亿美元，已连续四个季度亏损。迪恩食品首席执行官 Ralph Scozzafava 表示，虽然公司在执行成本计划方面取得了重大进展，但由于最近全面工厂整合带来的临时成本增加，使得成本节约计划放缓。

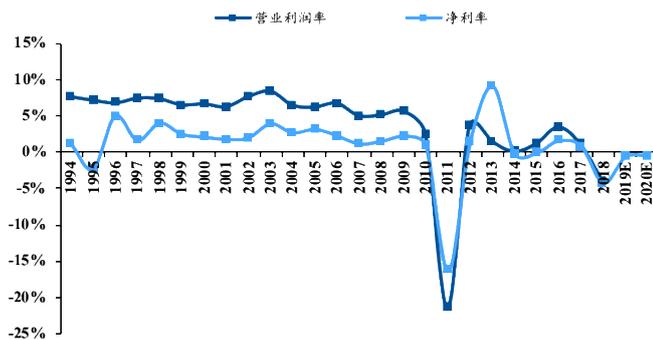
图 16：毛利率在 20-30%波动，均值 24%左右


资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

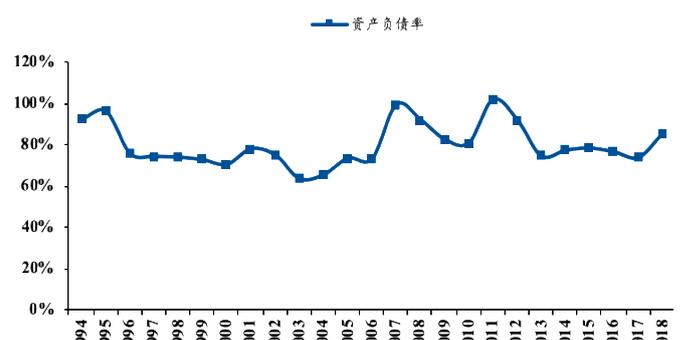
图 17：销售及营销开支费率略增，行政管理支出费率略降


资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

迪恩的毛利率在 20%-30%之间波动，均值为 24%左右。公司整体净利率在 5%以内。目前美国整个乳制品行业都处境艰难，由于消费量下降和生产能力扩张，牛奶零售价格在过去五年持续下跌。在零售商自有品牌的激烈竞争中，2014 年起迪恩净利率下滑明显，而 2016 年公司核心客户沃尔玛宣布建立自己的乳品加工厂后，公司情况进一步恶化。

图 18：营业利润率、净利率


资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

图 19：资产负债率仍有 80%+


资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

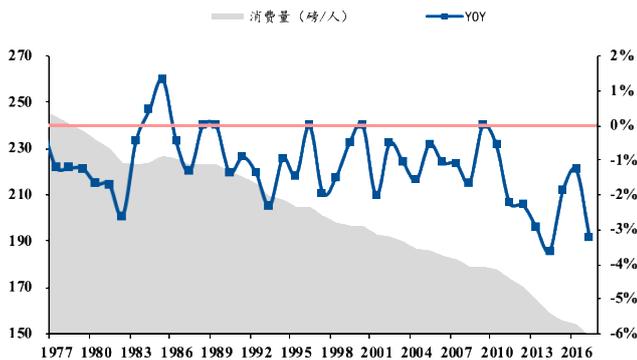
三、我国低温奶发展如何？大乳企会否受零售端压制？

表面上看，迪恩不赚钱是因为主营产品利润空间小，背后反应的是公司面临美国国内牛奶需求下降、供给过剩，同时零售业强势争夺利润的窘境。而我国乳制品发展虽增速放缓，但仍有上升空间；此外，我国还存在牧场成本较高，冷链运输不足等问题。因此我们认为，中国乳制品中期仍将以常温为主、中长期看低温奶会迎来持续发展。同时，零售端集中度低、自有品牌尚处于发展初期，尚难以严重阻碍乳制品加工企业或侵蚀加工环节利润。

1、美国人不爱喝牛奶了，我国人均消费量仍有较大提升空间

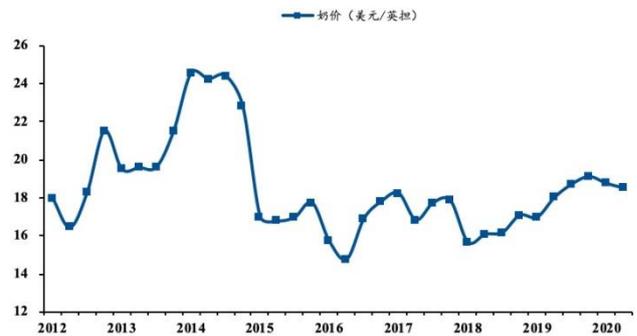
美国人均液体奶消费量呈显著下降趋势。由于消费下降和生产扩张，美国乳制品行业处境艰难，牛奶价格过去五年一直在较低位置。美国农业部数据显示，1975年美国人均年消费牛奶约250磅（约合113公斤），2017年降至149磅（约合67.5公斤），40年间下降约40%。

图 20：美国人均液态奶消费量大幅下降



资料来源：USDA，民生证券研究院

图 21：美国牛奶价格近 5 年一直在较低位置



资料来源：USDA，民生证券研究院

芝加哥市场研究公司 Mintel 数据显示，2014-2018 年，美国乳制品零售额下降 18.8%，跌至 156 亿美元，预计到 2023 年将降至 137 亿美元。为应对前所未有的牛奶危机，美国政府曾计划斥资 5000 万美元救助奶农，并推出联邦食品计划，计划对学校午餐输送 1300 万加仑牛奶，但仍然阻止不了美国乳制品业继续衰败的趋势。

据美国农业部数据，2017 年全美奶牛场有 40199 个，2018 年下降到 37468 个，一年之间减少 2731 个，较上年下降 6.8%。其中威斯康星州是美国拥有最多奶牛场的州，一年减少 590 个，较上年下降 6.5%，奶牛场第二多的宾夕法尼亚州也在一年间减少 370 个奶牛场。

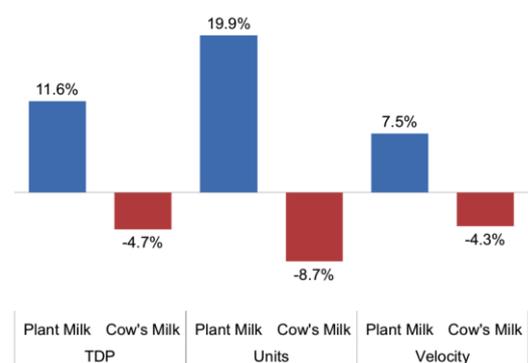
乳制品销售下滑主要原因是替代品出现。消费者对素食替代品的兴趣日益增长是牛奶销量下滑的一个重要因素。2018 年 7 月，尼尔森数据显示，植物性奶的销量在过去 12 个月里增长了 9%，占牛奶总销量的 15%。同期，牛奶销量下降了 6%。据 JP Morgan 所测模型 TDB (Total Distribution Points)，植物饮料 TDP 在过去三年内增长了 12%，牛奶则下降了 5%。

图 22：牛奶货架空间减少



资料来源：JP Morgan，民生证券研究院

图 23：植物饮料 TDP+11.6%



资料来源：JP Morgan，民生证券研究院

据英敏特报告，2012~2016年，美国市场植物奶复合年增长率达20%。2017年植物奶在美国销售额达到21.1亿美元，同比飙升61%。植物奶口味、低脂多纤更健康，且品类越来越丰富，除了最主流的杏仁奶、豆奶和椰奶，还出现了藜麦蛋白饮料、山核桃蛋白饮料、米浆、榛子奶、亚麻籽奶等等。美国星巴克的蛋白质基底除了牛奶、豆奶，也出现了椰奶和杏仁奶。据cobank预测，美国植物蛋白饮料在2022年前将保持15-20%的增速。下表为欧美网红产品Oatly燕麦奶与明治牛奶、维他奶的成分对比，Oatly燕麦奶卖点在于不含乳制品、坚果、大豆或者任何转基因食品，可溶性纤维比较高。

表 4: Oatly 燕麦奶与明治牛奶、维他奶营养成分对比

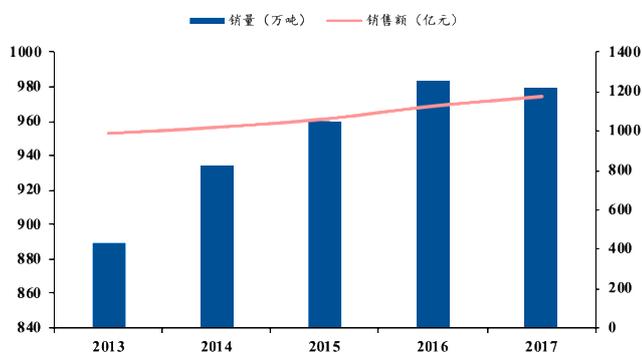
每 100mL 主要营养成分	明治醇壹牛乳（全脂）	Oatly 原味	维他奶健康加法纤维+
碳水化合物	5 克	6.6 克	5.8 克
能量	281 千焦	191 千焦	250 千焦
脂肪	3.7 克	1.5 克	2.3 克
膳食纤维	无	0.8 克	1 克
蛋白质	3.5 克	1 克	3.4 克
钙	115 毫克	120 毫克	100 毫克

资料来源：界面新闻，民生证券研究院

我国液态奶人均消费量仍有一定的提升空间。目前，我国人均液态奶消费量在20kg左右，与美国69.2kg的差距较大，饮食习惯较为相近的日本/韩国人均液态奶消费量分别为30.8/32.9kg，说明目前断言我国人均消费量见顶还为之尚早。我们认为，未来我国液态奶人均消费量提升主要来自上线市场结构升级及三四线及农村市场销量增长。

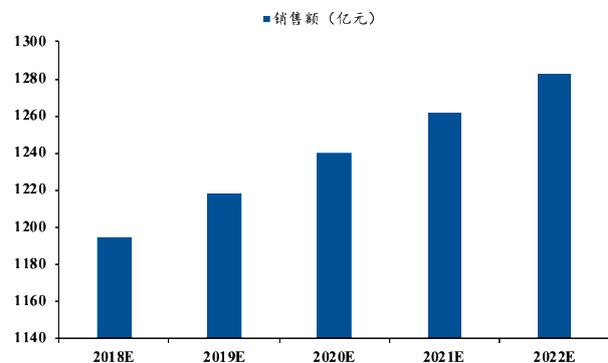
2013-2017年，中国液态奶销售量从890万吨增至979万吨，年复合增长率为3%；销售额从921亿元增长至1172亿元，年复合增长率为7%，呈现稳步增长的趋势。因此可以看出，尽管近年来中国液态奶消费增速有趋缓之势，但是仍然保持量价齐升的态势，且价的贡献逐渐超过量的贡献，这与国内消费升级大背景下伊利、蒙牛等中国乳制品领军企业持续推动产品结构升级紧密相关。

图 24: 2013-2017 年中国牛奶产品销售额及销量



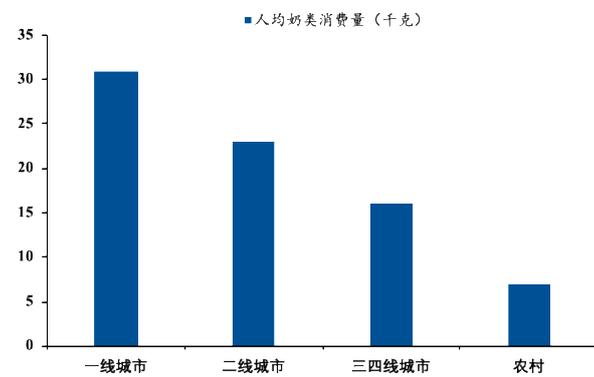
资料来源：中商产业研究院，民生证券研究院

图 25: 2018-2021 年中国牛奶产品销售额预测



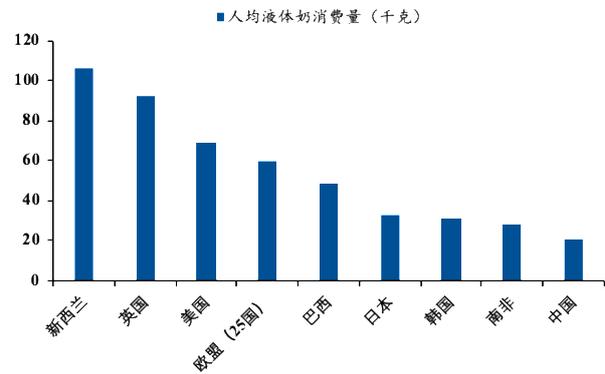
资料来源：中商产业研究院，民生证券研究院

图 26: 各线城市人均奶类消费量



资料来源: 中国产业信息网, 民生证券研究院

图 27: 人均液体奶消费量国际间比较 (2016 年)



资料来源: 中国奶业年鉴, 民生证券研究院

中国植物蛋白饮料未来也可能迎来高速发展。2016 年, 植物蛋白饮料的市场规模达到 1217 亿元, 2007 年仅 169 亿元。十年间复合增速达 24.51%, 居各饮料品类细分市场首位, 远高于 16.02% 的行业平均增长率。植物蛋白饮料占饮料市场的份额也由 2007 年的 9.9% 上升到 18.69%。植物蛋白饮料的生命周期仍处在快速成长期。据前瞻网预计, 到 2020 年植物蛋白饮料的市场规模将达到 2583 亿元, 市场份额上升到 24.2%, 年均增长率为 20.7%, 意味着下个五年植物蛋白饮料将继续领跑其他饮料品类。

表 5: 植物蛋白饮料持续领跑其他饮料品类

	市场规模 (亿元)			市场份额 (%)			2020 年预测		
	2007 年	2016 年	增长率 (%)	2007 年	2016 年	增长百分点	市场规模	市场份额	年均增长率
饮料制造	1709	6511	16.02%	100%	100%	-	10670	100%	13.10%
植物蛋白饮料	169	1217	24.51%	9.90%	18.69%	8.79	2583	24.20%	20.70%
茶饮料	266	1295	19.23%	15.56%	19.89%	4.33	2281	21.40%	15.20%
饮用水	294	1354	18.50%	17.18%	20.79%	3.60	2442	22.90%	15.90%
固体饮料	148	567	16.09%	8.66%	8.71%	0.05	783	7.30%	8.40%
果蔬汁饮料	381	1224	13.85%	22.28%	18.79%	-3.49	1580	14.80%	6.60%
碳酸饮料	451	854	7.35%	26.41%	13.12%	-13.29	1000	9.40%	4%

资料来源: 前瞻网, 民生证券研究院

2、美国低温奶为什么不是一个好行业? 我国低温奶发展势头如何?

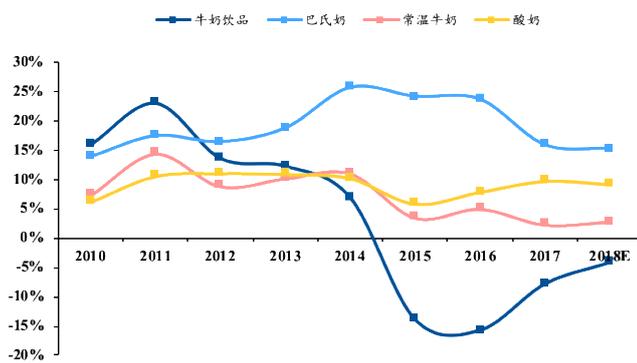
在长期饮用牛奶的发达国家, 人们更倾向于选择口感更好的巴氏奶, 像丹麦、希腊的巴氏奶在国内牛奶消费中占比都达到 100%, 美国、加拿大、日本、韩国、新西兰的巴氏奶占有率超过 99%。而在我国的液态奶生产中, 低温奶占比仅为 30%。中国是常温奶主导, 常温奶的加工方法是 UHT 灭菌, 即 135 度 6 秒左右, 会破坏风味和热不稳定的营养素, 但保质期可达半年。巴氏奶更有营养, 60 度低温 15 分钟灭菌, 能充分保持营养和风味物质。巴氏奶好处多, 但一般保质期仅 3~7 天, 需要 2°C~6°C 低温储藏快速运输全程冷链配送, 成本极高而产品溢价有限, 导致巴氏液态奶其实是一个不赚钱的生意。

要想大发展低温, 需要投入大量资金在全国各地建设冷链运输系统和牛奶厂, 进入成本明显要高, 并且要与地方乳企激烈竞争。低温奶对奶源要求高要用新鲜牛乳 12 小时内加工,

而常温奶对奶源相对不高。迪恩食品每年运输成本是收入的 15% 左右，而伊利每年运输成本只占收入的 5% 左右。在零售终端集中度与我国相似的日本，单品牌份额最大的明治和雪印，市场份额分别只占 16% 和 12%，且近 10 年变化不大。

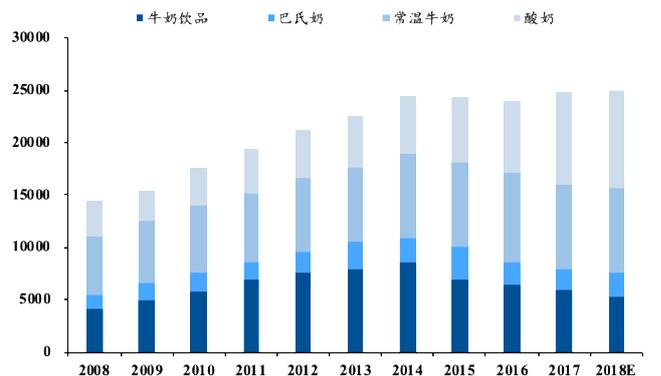
2016/2017 年，我国低温巴氏奶销量分别为 220/229 万吨，增速分别 6.4%/4.5%。低温牛奶在乳制品中的占比从 2010 年的 6.5%，提升到了 2017 年的 9.8%，占比有所提升，但仍然不是牛奶市场的主要消费品种。

图 28：牛奶饮品、巴氏奶、常温牛奶、酸奶行业增速



资料来源：中国产业信息网，民生证券研究院

图 29：牛奶饮品、巴氏奶、常温牛奶、酸奶市场占比



资料来源：中国产业信息网，民生证券研究院

我国低温奶发展势头怎么样？

低温奶售价高出常温奶三成以上，虽近些年发展迅猛，但仍然存在一些障碍：

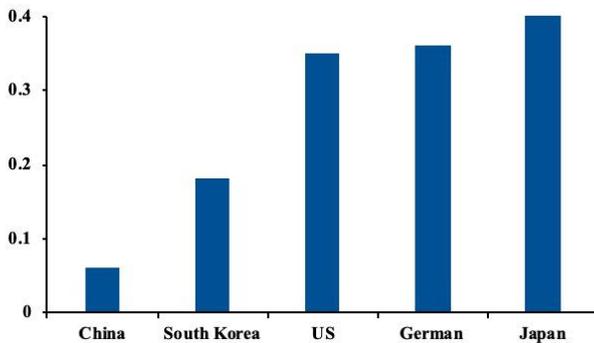
①奶源分布不均：由于低温奶保质期短，原料奶必须就近取得，因此要发展低温奶，奶源及其重要。国际公认奶源带主要分布在中温带季风气候优质奶牛饲养带(北纬 40 度-47 度)，在我国“黄金奶源带”主要分布在内蒙、新疆、河北和东北。而东南沿海经济发达，是乳制品消费主要区域。而且低温奶的销售半径也只有 300 公里-500 公里，因此对冷链运输系统要求很高。

②冷链运输体系尚不完善：以美国乳制品行业龙头迪恩为例，迪恩有无法复制的冷鲜供应体系，在全美有 6500+ 条直供冷藏线路，产能布局及销售渠道网络完善。迪恩的冷藏车有两种：租赁的和自有资产，通过 GPS 显示定位、速度及停车时长等，从而优化运输路线，提高运输效率。

国内巴氏奶覆盖率低的主要问题在于冷链运输覆盖不足。仅从单一冷链物流企业角度而言，我国冷链配送技术包括冷链车性能、冷库功能等方面已能与发达国家匹敌，但冷链配送网络与美日等发达国家还有一定差距。据《中国冷链物流发展报告-2017》，2016 年全国冷库容量 1.05 亿 m^3 ，居世界第三，但人均冷库容积却大幅落后于发达国家。据 2014 年 DB 报告数据，中国冷链覆盖率大概是 6，而最高的日本则是 40，发达国家一般平均都在 20 以上。此外，我国冷库分布不均匀，65% 的冷库容集中在华东、华北、华中地区，西北地区仅占全国冷库容量的 5.7%。与美国相比，我国冷链物流行业的专业化分工尚未形成，而美国的细致分工虽会增加操作难度，但高度的专业性能在很大程度上提高服务质量和速度，采取的技术

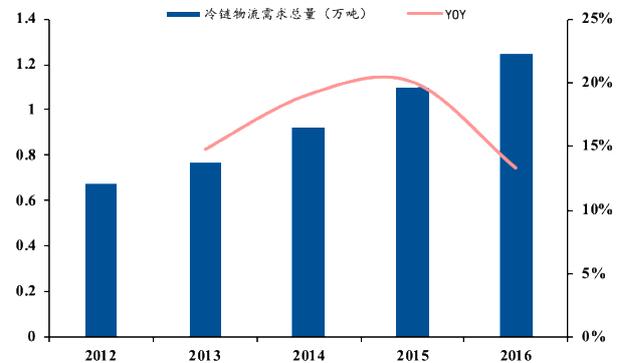
标准也远远超过一揽子经营模式。

图 30：世界各国冷链运输覆盖率



资料来源：DB 报告（2014），民生证券研究院

图 31：2012~2016 年我国冷链物流需求总量



资料来源：《中国冷链发展报告（2017）》，民生证券研究院

中长期看，随着冷链配送体系的完善，我国低温奶也可能会持续高速增长。据天猫发布的《低温奶趋势白皮书》，低温奶时代呈现品质冷链、极速新鲜、低温进口和健康享乐四大趋势。2017 年，我国通过高品质冷链配送的低温乳品同比增长超过 150%。随着国内冷链配送技术和基础设施不断完善，我国低温奶市场有望高速发展，成为乳制品行业新的增长点。

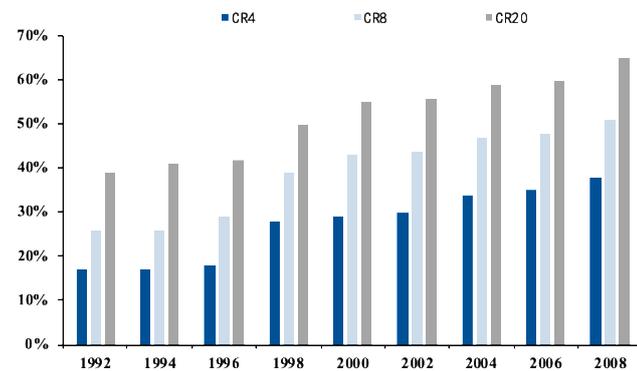
③消费者认知不足：低温奶主打新鲜，早在 2004 年我国地方乳企开始发力之际，“禁鲜令”出台，低温鲜牛奶不得称“鲜”，凡采用巴氏杀菌法、低温存放的“鲜奶”，必须使用“灭菌奶（乳）”和“巴氏杀菌奶（乳）”等标准名称。常温奶是超高温灭菌，相比之下鲜奶是灭菌奶，很容易造成消费者认知模糊。随着人均收入水平提高，人们对消费品的需求更看重品质，低温奶更符合食品健康大趋势。但低温鲜牛奶要想大力发展，也要对消费者进行充分教育，健康不只是简单的安全和营养，要提升到一个更高的高度。

3、美国乳企受零售商压制严重，我国乳企会否受零售端如此压制？

美国零售业集中度高，龙头市占率大，话语权更强。在迪恩持续并购的同时，美国零售业也在发生大整合。中国和美国的线下零售行业集中度之间存在较大差距，美国零售业 CR10 自 2013 年开始出现明显提升，2018 年超过 35%，超市龙头沃尔玛优势明显。而中国超市行业集中度虽然也在稳步提升，但与美国相差较大，2018 年 CR5/CR10 分别为 8.3%/11.2%，连锁百强销售额总和尚不及沃尔玛一家的销售额，国内市场份额最大的华润万家市占率也仅为 2.2%。

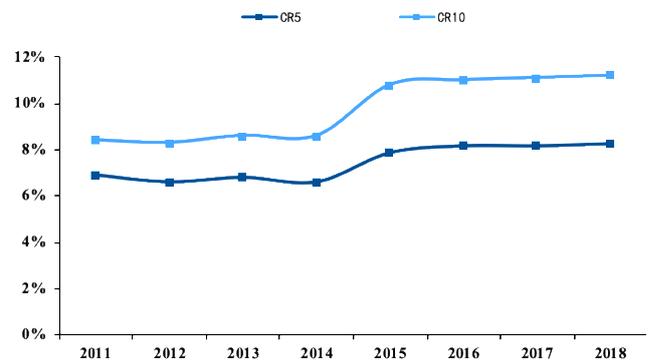
美国乳企逐渐沦为零售商的贴牌代工厂。为提高利润率，大型零售商纷纷发展自主品牌，以食品饮料及日用品等行业技术壁垒低、市场成熟度高、消费差异感知小的产品为主。美国连锁超市和食品零售商让牛奶厂商代工生产，贴牌销售，在渠道和价格方面都有很大优势，尤其是 Aldi 和 Lidl 等深度折扣超市零售商在美国市场的持续扩张加速了这一趋势，传统乳企很难与其竞争。近十年来，迪恩的品牌力一直在被弱化。2009 年迪恩市占率约为 18%，2017 年已降至 12.9%，而零售商品牌牛奶的市占率则达到 55%。

图 32: 1992-2008 年美国超市行业集中度持续提升



资料来源: Paul (2015), TDLink, 民生证券研究院

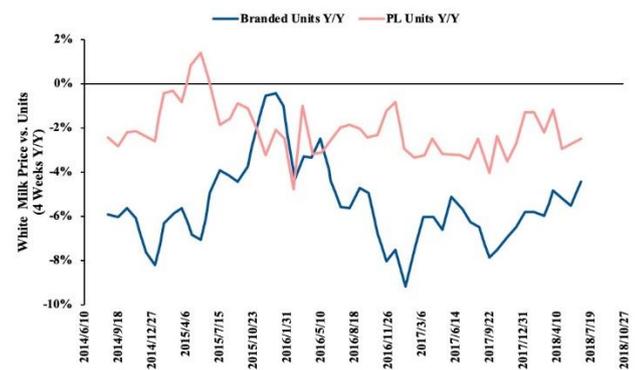
图 33: 2011-2018 年我国超市行业 CR5 与 CR10



资料来源: Euromonitor, 民生证券研究院

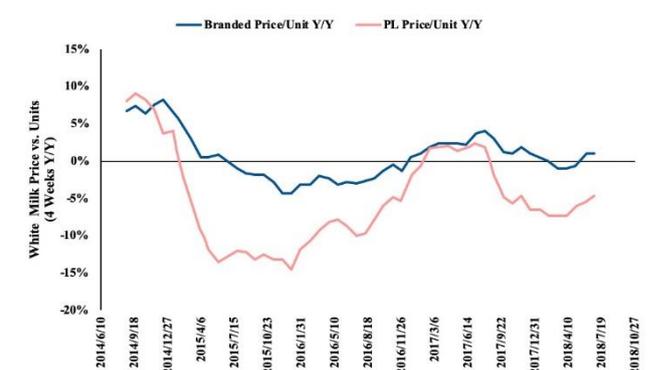
零售商垂直向上整合加工厂，乳企雪上加霜。为控制成本，具有一定规模的零售渠道都倾向于自建牛奶工厂。2016 年初沃尔玛宣布计划在印第安纳州建立一家牛奶加工厂。沃尔玛（包括子公司 Sam's Club）一直是迪恩的最大客户，2013 年沃尔玛贡献收入 21 亿，占公司销售额的 23%，2018 年降至 11.9 亿，占公司销售额的 15.3%。Safeway, Kroger, Publix, Meijer、Albertsons 等均在某些程度上进行垂直整合，Acme 在新泽西州购买的工厂于 2019 年初开始生产。零售商自建工厂，一方面可能会导致对迪恩等厂商的直接采购量下降，比如沃尔玛一家自有品牌预计每年将使迪恩减少 1.0-1.1 亿加仑的销量（约合 38-42 万吨，约占迪恩年销量 4%），去年 Food Lion 也终止了与迪恩的合同，未来可能有更多客户开始经营自有品牌；另一方面，压力之下公司只能为越来越多的小客户服务，增加生产和分销成本，将对盈利端产生持续负面影响。

图 34: 货架减少背景下，Private Label 抢占 Brand 份额



资料来源: Nielsen, 民生证券研究院

图 35: Private Label 价格始终低于 Branded



资料来源: Nielsen, 民生证券研究院

我国零售业集中度低，对上游供应商议价能力弱。国内零售商毛利率比国外零售商及上游供应商低，自有品牌能帮其分得产业链上更多的利润。国外零售商集中度较高，在整条产业链上有一定议价能力，毛利率与品牌商差异不大。但国内零售业分散，零售厂商议价能力较弱，即使是龙头企业也只有 20% 左右的毛利率，难以与品牌商抗衡。然而随着我国零售业逐渐向头部集中，渠道商可能分得更多产业蛋糕，自有品牌则能为渠道商锦上添花。

从零售商自有品牌市占率及市场空间看，我国尚在发展初期。欧美国家发展较为成熟，自有品牌市占率达到 18%-40%，聚焦食品行业；中国自有品牌发展相对落后，2017 年市占率仅为 1%，主要从日用品切入。美国自有品牌的市场规模近 8 万亿，而我国目前仅 1 万亿。与海外自有品牌兴起时代不同，目前中国的消费者主力正逐渐转变为出生成长于中国经济高速发展时期的“千禧一代”，比起价格，他们更注重品质消费。而我国目前生产企业良莠不齐，低价之下难以找到高品质企业做代工，因此消费者信赖度较差；另外，零售业的自有品牌需要循序渐进获得消费者对高品质价值的认同，目前我国尚未到大力发展自有品牌的阶段，因此自有品牌对乳制品行业的利润侵蚀尚不显著。

四、风险提示

经济发展情况不及预期，下游零售端业态发生重大变化，冷链发展不及预期，消费者偏好发生变化

插图目录

图 1: 乳制品行业销售额及增速.....	3
图 2: 公司业务分部.....	3
图 3: 营收和 PS.....	6
图 4: 净利和 PE.....	6
图 5: 收入及净利均有过近 40% 的高速增长.....	6
图 6: 毛利率 30-40%，净利率 4-6%.....	6
图 7: White Wave 股价一路上涨.....	7
图 8: White Wave 的 PE-band.....	7
图 9: Fluid Milk 收入占比 67%.....	7
图 10: Brands & Private Label 收入占比各半.....	7
图 11: ASP 与 Unites 呈反向变动.....	7
图 12: Branded milk 价格高于 private label.....	7
图 13: 毛利率与一类原奶价反向变动.....	8
图 14: 营收与增速%.....	8
图 15: 净利润与增速%.....	8
图 16: 毛利率在 20-30% 波动，均值 24% 左右.....	9
图 17: 销售及营销开支费率略增，行政管理支出费率略降.....	9
图 18: 营业利润率、净利率.....	9
图 19: 资产负债率仍有 80%+.....	9
图 20: 美国人均液态奶消费量大幅下降.....	10
图 21: 美国牛奶价格近 5 年一直在较低位置.....	10
图 22: 牛奶货架空间减少.....	10
图 23: 植物饮料 TDP+11.6%.....	10
图 24: 2013-2017 年中国牛奶产品销售额及销量.....	11
图 25: 2018-2021 年中国牛奶产品销售额预测.....	11
图 26: 各线城市人均奶类消费量.....	12
图 27: 人均液体奶消费量国际间比较（2016 年）.....	12
图 28: 牛奶饮品、巴氏奶、常温牛奶、酸奶行业增速.....	13
图 29: 牛奶饮品、巴氏奶、常温牛奶、酸奶市场占比.....	13
图 30: 世界各国冷链运输覆盖率.....	14
图 31: 2012~2016 年我国冷链物流需求总量.....	14
图 32: 1992-2008 年美国超市行业集中度持续提升.....	15
图 33: 2011-2018 年我国超市行业 CR5 与 CR10.....	15
图 34: 货架减少背景下，Private Label 抢占 Brand 份额.....	15
图 35: Private Label 价格始终低于 Branded.....	15

表格目录

表 1: 收购扩张期.....	4
表 2: 结构优化期.....	4
表 3: 管理精简期.....	5
表 4: Oatly 燕麦奶与明治牛奶、维他奶营养成分对比.....	11
表 5: 植物蛋白饮料持续领跑其他饮料品类.....	12

分析师与研究助理简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

赵梦秋，中央财经大学会计硕士，1年德勤会计师事务所建筑能源地产审计从业经历，2017年11月加入民生证券从事钢铁行业研究，现为食品饮料&农业研究助理。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。