

寡头垄断与细分品类突破

—— 乳制品行业投资价值报告

行业深度

◆ **乳制品行业依然具备配置价值。**我国人均液态乳年消费量 2009-2016 年由 8.8kg 提升至 20.3kg，CAGR 13%，但与世界平均水平仍存在较大差距。对标以日本为例的国际市场，我们认为人均消费量提升及细分品类发展将成为中国乳制品行业的主要发展动力。除常温液态奶外，低温鲜奶、植物基饮料、乳酪等细分赛道同样值得关注。通过剖析日本乳业发展历程，我们认为上游议价能力以及行业结构方面的不同决定了中日两国市场集中度的差异，同时日本领先乳企驱动增长的努力也为我国乳企在多元化、国际化等方面呈现清晰的发展参照。

◆ **伊利蒙牛双寡头领先优势日益稳固。**尽管竞争胶着，但行业格局日益清晰：1) 产品端方面，凭借明星单品的多年操作，双寡头在 UHT 奶、酸奶、风味乳饮等主战场联合市占率在 60-70% 左右。优势赛道实现消费者心智占领和路径依赖，同时细分赛道储备充沛，研发费用的规模优势将树立深厚的产品端护城河。2) 渠道端方面，根据 2019 年凯度消费者指数，伊利、蒙牛凭借 90.9%/88.1% 的渗透率蝉联中国快消品行业前两位。伊利持续推进渠道精细化管理进程，完善低线市场终端控制。而蒙牛随着 RTM 变革项目进入尾声，其渠道质量获得提振。3) 奶源方面，二者通过资本或技术合作方式，加速布局国内及国外优质奶源，均基本实现产销匹配。在国内原奶供给侧下行阶段，进一步扩大其竞争力。4) 组织管理方面，通过完善的职业经理人架构和充分的激励机制，有助于优质团队的稳定。

◆ **关注行业其他优质参与者。**凭借区域和细分赛道的差异化布局，行业其余参与者不乏增长爆发力。我们前期重点推荐了凭借奶酪单品异军突起的妙可蓝多。此外光明乳业具备基地市场优势，优质产品能力，加上新增长极新莱特，具备激励机制改善弹性。新乳业则通过差异化打法，在低温鲜奶领域稳健扩张。我们认为以上标的可为行业进攻性品种。

◆ **投资建议：**乳制品增长动力明确，领先企业发展路径清晰，赛道质量在我国快消品行业中较为突出，因此我们给予行业“买入”评级。行业首推为伊利股份和蒙牛乳业，综合竞争优势保障长期增长能力，将不断提升标的的配置价值，我们给予“买入”评级。此外我们对光明乳业及新乳业分别给予“增持”/“买入”评级。

◆ **风险分析：**行业竞争加剧；原奶上涨压力；食品安全风险。

乳制品：买入（首次）

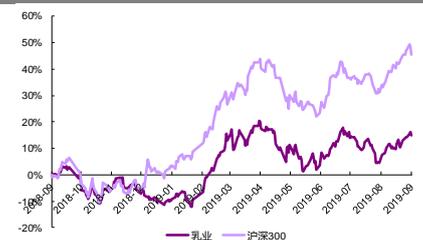
分析师

周翔 (执业证书编号：S0930518080002)
021-52523853
zhouxiang@ebsecn.com

张喆 (执业证书编号：S0930519050003)
021-52523805
zhangzhe@ebsecn.com

叶倩瑜 (执业证书编号：S0930517100003)
021-52523657
yeqianyu@ebsecn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

证券代码	公司名称	股价	EPS (元)			PE (x)			投资评级
			19E	20E	21E	19E	20E	21E	
600887.SH	伊利股份	29.32	1.15	1.20	1.37	26	24	21	买入
2319.HK	蒙牛乳业	30.15	1.00	1.17	1.33	27	23	20	买入
600597.SH	光明乳业	11.06	0.39	0.44	0.47	29	25	23	增持
002946.SZ	新乳业	13.99	0.29	0.35	0.41	48	40	34	买入

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 9 月 16 日

注：港股上市公司股价为港币，A 股上市公司股价为人民币，1HKD=0.88RMB

投资聚焦

研究背景

作为我国食品安全的代表性产业之一，乳制品行业在过去数十年间历经跌宕起伏。随着工业化生产技术的进步和居民消费的持续升级，在国家政策清晰的扶植导向下，我国乳制品消费市场逐渐呈现多样化态势。

我们区别于市场的观点

1) 通过对标国际市场中细分乳制品发展情况，我们认为我国乳制品行业依然具备发展潜力，且人均消费量提升及细分品类发展将成为行业的主要发展动力。需要注意到，我国人均液态乳年消费量与世界平均水平仍存在较大差距。而在品类迭代上，除常温液态奶外，低温鲜奶、植物基饮料、乳酪等细分赛道同样值得关注。

2) 通过剖析日本乳业发展历程，可以观察到上游议价能力以及行业结构的不同决定了中日两国市场集中度的差异。同时，日本领先乳企驱动增长的努力也为我国乳企在多元化、国际化等方面提供清晰的参照；

3) 通过梳理双寡头伊利、蒙牛的综合实力搭建，分析领先企业的竞争壁垒及发展路径，明确行业格局。伊利蒙牛通过在产品端、渠道端、奶源及组织管理方面的持续耕作，领先优势日益稳固，具备长期增长能力。

投资观点

当前时点，我们认为乳制品估值仍有提升空间。行业整体增长动力明确，领先企业发展路径清晰，赛道质量在我国快消品行业中较为突出。

伊利股份：公司作为国内乳制品龙头，各业务条线发展均衡、高端产品带动作用显著，同时新业务布局多头并举、海外市场扩张稳步进行，近期出台新一期股权激励方案，长期绑定核心优质团队，长期增长动力充足。我们基于 DCF 模型给予目标价 36.03 元，对应 19/20 年 PE 分别为 31x/30x。首次覆盖，给予“买入”评级。

蒙牛乳业：公司的前瞻供应链布局及渠道改革将逐步收获成效，产品结构持续优化支撑利润率进一步修复，作为行业内龙头具备综合竞争实力。我们基于 DCF 模型给予目标价 36.78 港元，对应 19/20 年 PE 分别为 32x/28x。首次覆盖，给予“买入”评级。

光明乳业：公司具备基地市场优势，优质产品能力，加上新增长极新莱特，具备激励机制改善弹性。我们基于 DCF 模型给予目标价 12.18 元，对应 19/20 年 PE 分别为 31x/28x。首次覆盖，给予“增持”评级。

新乳业：公司聚焦低温乳品战略清晰，产能建设稳步进行，同时研发投入赋能产品创新、兼并收购支持市场快速拓展，展现出积极发展前景。我们基于 DCF 模型给予目标价 15.12 元，对应 19/20 年 PE 分别为 52x/43x。首次覆盖，给予“买入”评级。

目 录

1、 人均消费提升，细分品类发展	7
1.1、 人均消费量提升及细分品类发展将成为中国乳制品行业主要发展动力	7
1.2、 细分赛道迭代趋势明显	8
1.3、 对标日本的经验与启示	15
2、 行业龙头优势日益稳固	19
2.1、 产品端：大单品拉动销量，高端化提升利润.....	20
2.2、 渠道端：推进渠道下沉及新兴渠道开发.....	22
2.3、 供应链：加速原奶布局，生产基地配合建设.....	24
2.4、 薪酬和股权激励：机制完善，优质团队稳定.....	26
3、 重点公司.....	28
3.1、 伊利股份（600887.SH）.....	28
3.2、 蒙牛乳业（2319.HK）.....	34
3.3、 光明乳业（600597.SH）.....	41
3.4、 新乳业（002946.SZ）.....	48
4、 风险分析.....	54

图表目录

表 1：政策利好为乳业提供环境支持	7
表 2：中日乳制品细分品类人均消费量对比（2018 年）	7
图 1：国内乳制品消费额及增速（亿美元）	8
图 2：日本乳制品消费额及增速（亿美元）	8
图 3：细分品类消费量增速	8
图 4：细分品类 ASP 增速	8
图 5：中国常温奶市场规模及增速（亿美元）	9
图 6：中国常温奶销售额占饮用乳比重	9
图 7：部分乳制品国内人均消费量趋势（kg/人）	9
图 8：液奶及酸奶人均消费量同比增速	9
图 9：国内常温牛奶人均消费量价趋势	10
图 10：重点高端品类销售增速远超常温奶行业整体	10
图 11：低温奶占液态奶消费量比重	10
图 12：低温奶市场容量及增速	10
表 3：主要乳制品细分品类销售额 CR5（2018 年，%）	11
图 13：国内配方奶粉消费额及量价增速（百万美元）	12
图 14：中国出生人口情况	12
图 16：国内豆类饮品消费额及量价增速（百万美元）	13
图 17：国内主要液奶产品平均单价（美元/千克）	13
图 18：植物蛋白制造企业加速入局，盈利情况较为健康	13
图 19：中国奶酪消费量构成及增速（按渠道）	14
图 20：中国奶酪销售额及占整体乳制品销售额比重	14
图 21：日本全国户均奶牛饲养规模	15
图 22：日本全国生乳产量及增速	15
图 23：我国奶牛饲养规模户数分布（2016）	16
图 24：中日奶牛户均存栏数对比（头/户）	16
图 25：日本乳制品消费量及增速（千吨）	16
图 26：日本市场液奶及酸奶消费量变化（千吨）	16
图 27：日本牛乳人均消费量及增速（升/人）	17
图 28：日本除牛乳外乳饮人均消费量（升/人）	17
表 4：日本乳制品 CR4	17
图 29：日本低温奶市场份额变化	17
图 30：酸奶和乳酸菌饮料市场份额变化	17
图 31：日本主要乳企食品业务收入（十亿日元）	18
图 32：2018 年日本乳制品市占率	18
图 33：雪惠印乳品类销售及同比增速（十亿日元）	18

图 34：养乐多分区域收入占比（十亿日元）	18
表 5：明治历年乳制品业务布局	19
图 35：近年乳企数量呈下降趋势	19
图 36：乳企经营遭受压力	19
图 37：国内主要常温白奶品牌市占率	20
图 38：国内主要酸奶类品牌市占率	20
表 6：伊利/蒙牛主要液态奶及冷饮产品	21
图 39：2018 年上市公司年度专利数量（件）	22
图 40：主要乳企研发费用投入占销售比重	22
表 7：伊利历年销售渠道重点策略梳理	22
图 41：伊利和蒙牛员工总人数（人）	23
图 42：伊利各职能员工人数占比	23
图 43：伊利直控村级网点数	23
图 44：伊利及蒙牛历年销售费用率	23
表 8：蒙牛销售渠道变革概要	24
图 45：我国规模牧场数量持续提升	25
图 46：牧场乳牛存栏数呈下降趋势	25
表 9：2017 年 15 家规模牧场生产量	25
表 10：伊利股份历次股权激励计划	26
表 11：蒙牛乳业 17 年至今股权激励执行情况	27
图 47：伊利股份股权架构	28
图 48：伊利股份 2018 年收入分拆（按产品类别）	28
图 49：伊利股份各品类收入增速	28
图 50：伊利股份收入及毛利率	29
图 51：伊利股份归母净利润及利润率	29
图 52：伊利消费者触及数及渗透率	29
图 53：伊利股份液态乳收入构成	29
表 12：伊利股份历次股权激励计划	30
表 13：伊利股份主要业务分拆及预测	31
表 14：伊利股份模型假设	32
表 15：伊利股份 FCFF 估值	33
表 16：伊利股份业绩预测和估值指标	33
图 54：蒙牛乳业股权架构	34
表 17：蒙牛乳业管理层及架构变动	34
表 18：蒙牛乳业 17 年至今股权激励执行情况	35
图 55：蒙牛乳业 2018 年收入分拆（按产品类别）	35
图 56：蒙牛乳业收入及增速	36
图 57：蒙牛乳业历年净利润	36

图 58：蒙牛乳业主要高端液奶品类终端市占率	36
图 59：蒙牛乳业毛利率趋势	36
表 19：蒙牛主要参股及合作牧场概况	37
表 20：蒙牛乳业主要业务分拆及预测	38
表 21：蒙牛乳业模型假设	39
表 22：蒙牛乳业 FCFF 估值	39
表 23：蒙牛乳业业绩预测和估值指标	40
图 60：光明乳业股权架构	41
图 61：光明乳业收入分拆（按业务类型）	41
图 62：光明乳业 2018 年乳制品板块收入分拆	41
表 24：光明 19 年二季度以来新品发布	42
图 63：2017 年全国冷库容量构成（按区域）	42
图 64：全国城镇居民人均消费性支出:食品（元/年）	42
图 65：光明乳业拥有 28 个规模牧场	43
图 66：新莱特收入及占比	44
图 67：新莱特净利润及利润率水平	44
图 68：新莱特历年产品销量占比	44
图 69：新莱特罐装婴儿配方奶粉销量（吨）	44
表 25：新莱特厂房及产能概览	44
图 70：新莱特主要婴儿配方奶粉客户	45
表 26：光明乳业主要业务分拆及预测	46
表 27：光明乳业模型假设	47
表 28：光明乳业 FCFF 估值	47
表 29：光明乳业业绩预测和估值指标	47
图 71：新乳业股权结构	48
图 72：新乳业主要产品矩阵	49
图 73：新乳业收入构成（按产品类别）	49
图 74：新乳业收入构成（按地区市场）	49
图 75：新乳业收入及增速	50
图 76：新乳业净利润及利润率	50
表 30：新乳业工厂产能利用率情况（2018H1）	50
表 31：新乳业并购整合的乳制品生产企业概览	51
表 32：新乳业主要业务分拆及预测	52
表 33：新乳业模型假设	53
表 34：新乳业 FCFF 估值	53
表 35：新乳业业绩预测和估值指标	54

1、人均消费提升，细分品类发展

1.1、人均消费量提升及细分品类发展将成为中国乳制品行业主要发展动力

国家政策清晰的扶植导向为我国乳业提供适宜的大环境。自 17 年来，“奶业十三五规划”、新国标下生乳分级、奶业振兴行动等一系列政策频出，引导行业加速发展。

表 1：政策利好为乳业提供环境支持

日期	政策	具体内容
2017.01	国家五部委联合印发“奶业十三五规划”，提升奶业一体化水平，到 2020 年奶业整体进入世界先进行列	预计到 2020 年全国奶类总需求量达到 5800 万吨，年均增长 3.1%；优化乳制品产品结构，因地制宜发展常温奶、巴氏杀菌奶、酸奶等液态乳产品，适度发展干酪等产品
2018.02	新国标第一次讨论稿发布	强调生乳分级、加工工艺规范明确化、规范奶产品包装标识
2018.05	国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，研究奶业振兴事项	加强优质奶源基地建设、完善乳制品加工和流通体系、强化乳品质量安全监管、加大乳制品消费引导等。到 2020 年，奶业供给侧结构性改革取得实质性成效，奶业现代化建设取得明显进展。到 2025 年，奶业实现全面振兴。
2019.02	中央一号文件发布	奶业振兴行动为十大重点目标之一
2019.04	农业农村部、财政部发布 2019 年重点强农惠农政策，支持建设优质奶源基地，实施奶业振兴行动	
2019.06	国家七部委联合印发《国产婴幼儿配方乳粉提升行动方案》，促进国产婴幼儿配方乳粉产量，提高婴幼儿配方乳粉自给水平	

资料来源：各公司公告，国务院网站，光大证券研究所整理

整体而言，我国乳制品行业目前仍存在较大潜力，我们认为未来增长动力主要来自于人均消费量的提升及细分品类的发展。

从人均消费量来看，液奶（不含风味乳饮）、酸奶、植物基乳饮、冰激凌及奶酪等皆存在明显的提升机会。对标日本市场，结合产品结构升级机会，以上品类皆拥有 2 倍以上的成长空间。

表 2：中日乳制品细分品类人均消费量对比（2018 年）

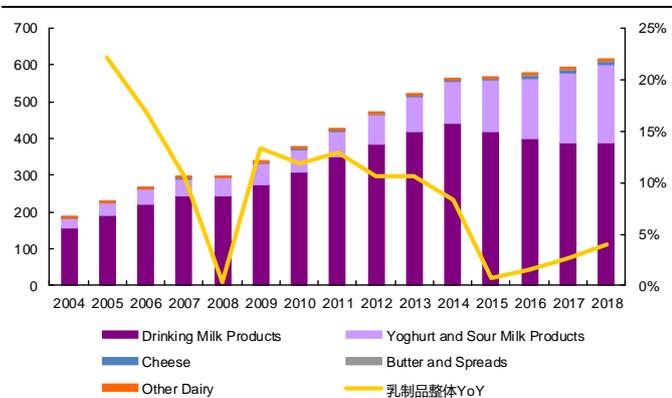
	牛奶	常温奶	鲜奶	酸奶	风味乳饮	豆奶	奶粉	冰激凌	奶酪
年消费量 (kg)									
中国	7.01	5.27	1.74	6.81	3.93	0.95	0.47	1.41	0.03
日本	16.78	0.22	16.56	11.15	0.89	2.86	0.19	4.48	1.09
日本/中国倍数	2.4x	0.04x	9.5x	1.6x	0.2x	3.0x	0.4x	3.2x	36.3x
年消费额 (USD)									
中国	13.54	10.17	3.37	15.21	6.49	1.27	18.02	4.82	0.65
日本	41.21	0.69	40.51	70.65	3.74	6.31	4.53	49.03	29.71
日本/中国倍数	3.0x	0.1x	12.0x	4.6x	0.6x	5.0x	0.3x	10.2x	45.7x
ASP									
日本/中国倍数	1.3x	1.6x	1.3x	2.8x	2.5x	1.7x	0.6x	3.2x	1.3x

资料来源：Euromonitor

从细分品类的发展来看，我国酸奶、植物基、冰激凌及奶酪等品类拥有更多发展机会，而风味乳饮则将逐渐步入行业衰退期。此外我们奶粉行业发展由于本市场供给因素呈现独立发展行情。

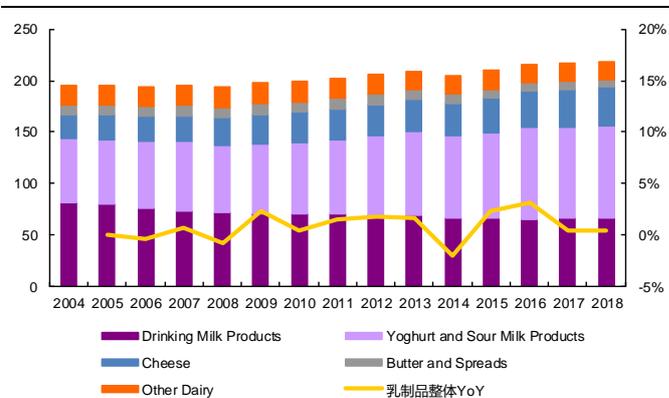
2018 年，液态奶（含风味乳饮）在我国乳制品行业规模占比达 63%，处于市场绝对核心地位。而反观日本液态奶则在行业规模上次于酸奶及乳酸菌产品，占比约 30%，体现两国乳制品消费结构差异。

图 1：国内乳制品消费额及增速（亿美元）



资料来源：Euromonitor

图 2：日本乳制品消费额及增速（亿美元）



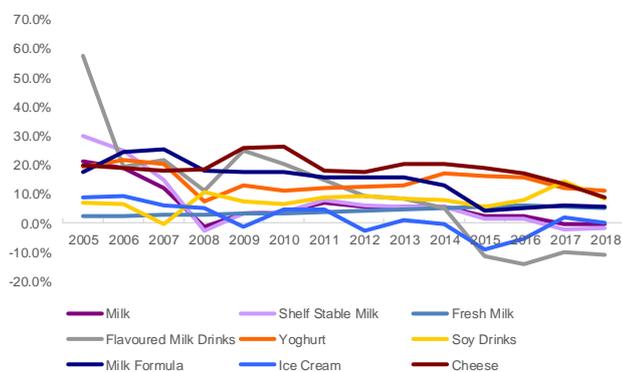
资料来源：Euromonitor

通过回顾历年数据，可以发现城乡居民人均奶类消费量仍有较大差距，且趋势上存在分化。国家统计局数据显示，城镇居民人均奶类消费量在 14 年达到峰值 18.13 千克后开始缓慢下跌至 17 年的 16.5 千克，而农村居民人均消费量则逐年上升至 6.9 千克。由此我们预计农村居民人均奶类消费水平将继续保持上升态势，逐渐缩小与城镇居民的差距，释放出较大市场空间。

1.2、细分赛道迭代趋势明显

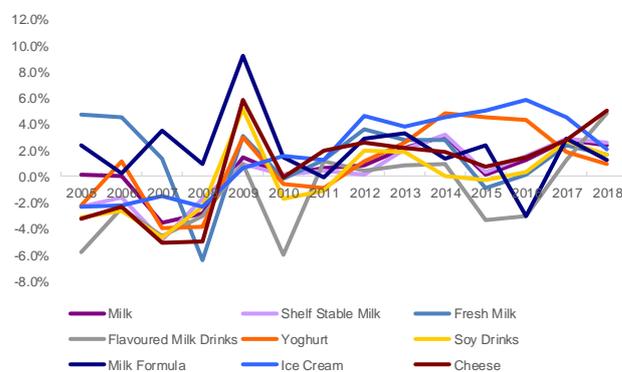
就不同品类而言，常温奶现有体量较大，自 17 年起销售额成长主要由提价带来；而低温奶、奶粉及其他品类（植物基饮料、乳酪）则体现量价齐升态势，仍处于由需求推动的高速发展阶段。

图 3：细分品类消费量增速



资料来源：Euromonitor

图 4：细分品类 ASP 增速

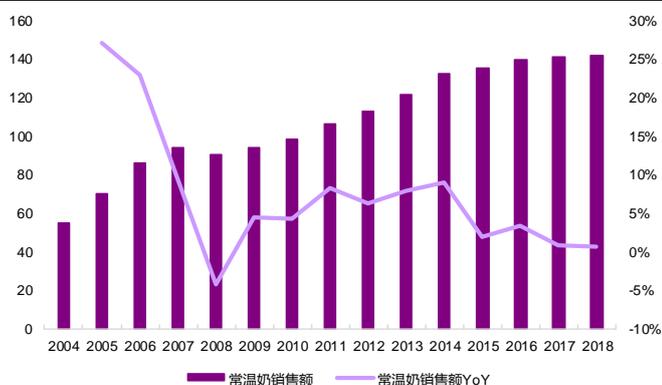


资料来源：Euromonitor

1.2.1、常温奶：市场增量有限

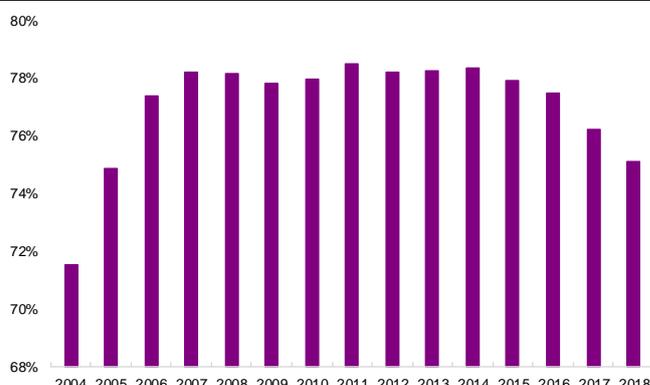
2018年，我国常温奶销售额实现142亿美元，占饮用乳销售额约75%，持续主导地位。自14年以来，常温奶行业整体增速降档，2018年增长率约0.7%。

图5：中国常温奶市场规模及增速（亿美元）



资料来源：Euromonitor

图6：中国常温奶销售额占饮用乳比重



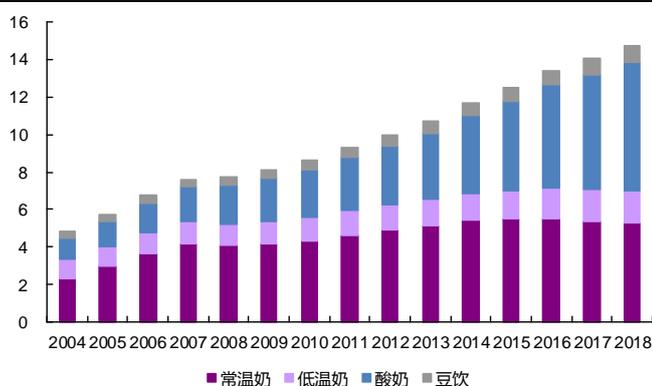
资料来源：Euromonitor

我国人均常温奶消费量自15年起增速显著下滑，17/18年连续负增长。我们认为短期内常温奶在量上的突破有限。

一方面，我国内地人均常温奶消费量较香港地区/日本/美国等成熟市场的消费水平已处于高位；而消费者触及度的提升空间亦有限，行业龙头伊利/蒙牛2018年渗透率已达90.9%/88.1%。

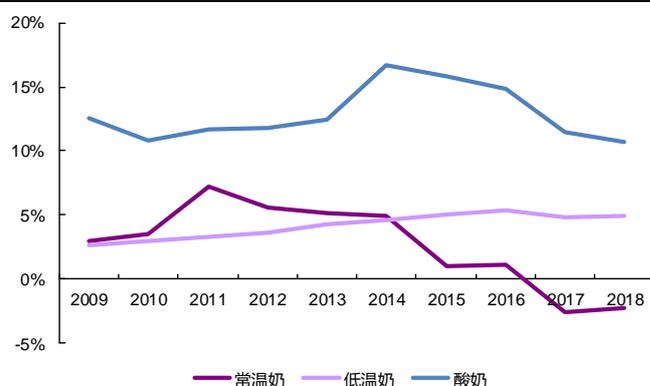
另一方面，常温白奶与低温奶、酸奶存在一定替代关系。蒙牛及伊利于13-14年均推出常温酸奶品类，上市第二年即实现销售增速约180%/100%YoY，拉动14年人均酸奶整体消费量同比增长16.7%。同年起常温白奶与酸奶增速显著分化，而低温奶人均消费量则保持微升。

图7：部分乳制品国内人均消费量趋势（kg/人）



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

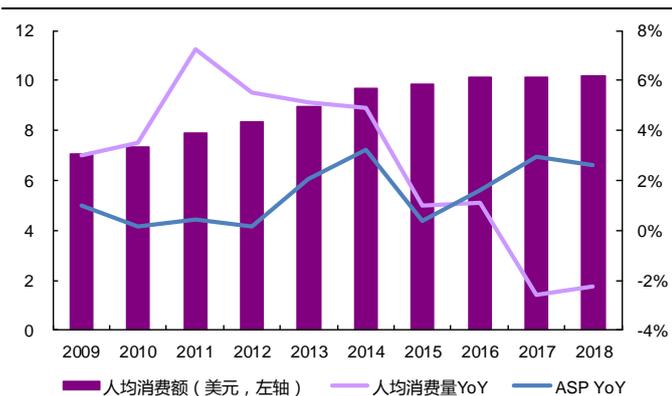
图8：液奶及酸奶人均消费量同比增速



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

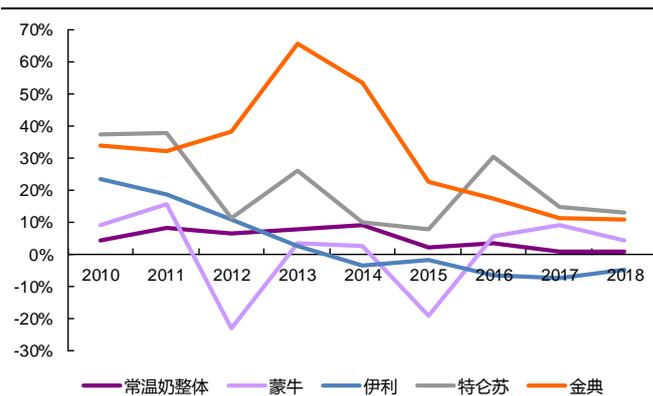
当前情况下，龙头企业在全面保证行业控制地位的同时，通过产品结构的高端化努力实现该品类价值的延伸。可以看到，自15年起常温奶消费量开始下滑，而ASP则有所提升，使得常温奶销售额相对稳定。淘数据显示过去一年以来，常温牛奶/酸奶每单价格均体现增长态势；而目前常温纯牛奶品类仍以中低端基础白奶为主，价位段多处于2.5-3元/250ml，高端常温奶价位则基本位于5-6元/250ml，高端化趋势仍有增长空间。在常温酸奶品类上，龙头企业则主要通过产品口味及包装形态提升价格带。

图9：国内常温牛奶人均消费量价趋势



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

图10：重点高端品类销售增速远超常温奶行业整体



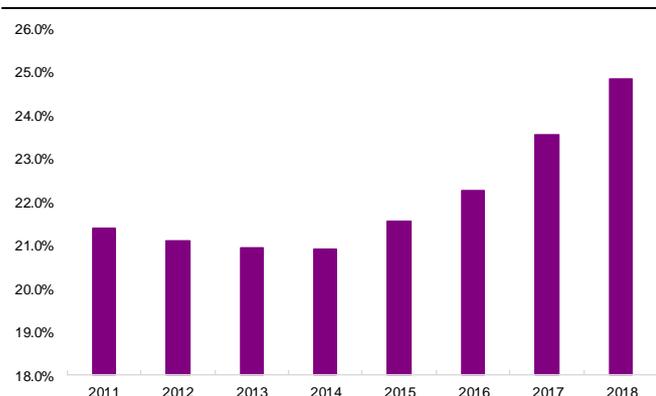
资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

注：图中蒙牛、伊利为基础品牌，特仑苏、金典为高端品牌

1.2.2、低温奶：新鲜度铸就区域市场屏障

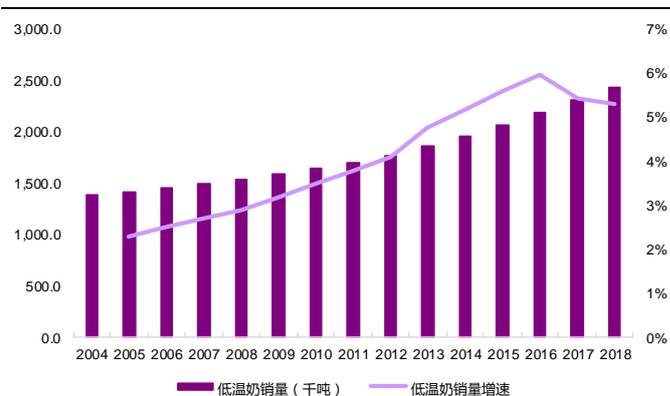
根据Euromonitor数据，2018年国内低温奶零售额达47.0亿美元，消费量达243.2万吨，占全国液态奶消费量约24.9%。低温奶2012年增速超越常温奶达到7.9%，此后保持较高速增长，成为细分品类中增速领先的板块。低温奶市场13-18年CAGR达到6.8%，Euromonitor预测18-23年CAGR将实现6.4%。

图11：低温奶占液态奶消费量比重



资料来源：Euromonitor

图12：低温奶市场容量及增速



资料来源：Euromonitor

低温奶的新鲜度、营养价值及使用风味优于常温奶，符合消费升级趋势，对标全球成熟市场的消费水平，我们认为国内低温奶仍存在较多发展机会。

2018 年日本/美国人均低温奶消费量达 16.6/40.0 千克,而中国人均低温奶消费量仅为 1.7 千克。参考饮食结构接近的香港地区(18 年内地/香港地区人均液奶消费量为 7.0/6.5 千克),其人均常温奶/低温奶消费量约为 1:2,而全国比值为 3:1,显示国内低温奶消费市场仍有增长空间。2018 年 12 月,农业农村部、发展改革委等九部委联合印发《关于进一步促进奶业振兴的若干意见》,其中提出要以实现奶业全面振兴为目标,重点生产巴氏杀菌乳、发酵乳、奶酪等乳制品,积极培育鲜奶消费市场,从政策导向上明确发展新兴细分市场的重要性。

目前国内低温奶竞争格局较为分散,2018 年销售额 CR5 为 36.2%,其中龙头光明乳业市占率为 12.0%。造成这一现象的原因除了国内消费者的培养外,主要包括奶源及冷链对低温奶跨区域销售的限制。通常来说,低温奶自原料奶产出开始,经奶站至加工厂、仓库,最后到达终端,全程均须低温控制(2-6 摄氏度)且注重时效性。因此对运输和仓储的专业化程度要求严格,运营维护及流通成本也更高。低温乳企尽可能靠近奶源地布局工厂,限制了销售半径。对比各国数据,可以发现低温奶的市场集中度基本是各细分领域中最低的。这一定程度上说明低温奶跨区域经营的难度普遍较高,而香港市场显眼的高集中度亦佐证这点。鉴于此,区域型中小乳企相对于全国性企业拥有一定竞争优势,也多将低温鲜奶作为抵御大型乳企常温奶和多品类渗透的武器。

表 3: 主要乳制品细分品类销售额 CR5 (2018 年, %)

	Milk	Shelf Stable Milk	Fresh Milk	Flavored Milk Drinks	Soy Drinks	Yoghurt	Milk Formula	Ice Cream	Cheese
CN Mainland	63.4	77.2	36.2	86.1	51.9	77.3	45.5	42.0	54.7
HK (CN)	75.2	80.5	86.0	88.2	66.9	89.5	83.5	80.4	91.1
Japan	39.9	71.5	39.3	43.6	95.4	67.8	95.4	53.3	62.3
UK	16.6	11.6	16.5	56.5	65.0	59.1	94.9	54.3	25.6
USA	25.1	39.9	25.0	46.8	53.2	81.2	93.0	50.7	35.9

资料来源: Euromonitor, Wind

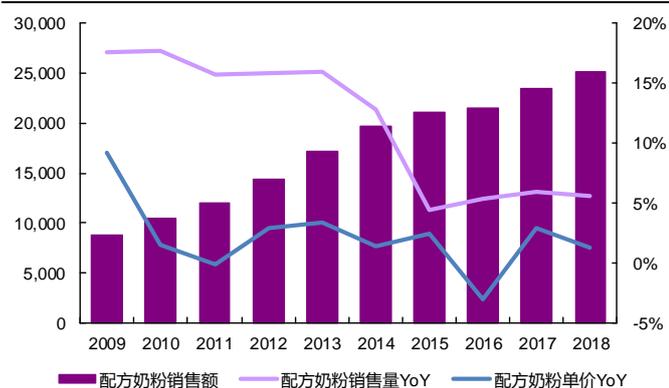
而针对目前制约低温奶发展的主要因素,当前市场均有改善机会。随着我国奶牛养殖规模化、标准化建设速度的加快,改良创新养殖技术、设施环境,优质奶源供给将继续增长。根据奶业白皮书,我国 2016 年牛奶产量 3602 万吨,成母牛单产 6.4 吨,而日本/美国 2014 年奶牛单产即达 8.21/10.15 吨,显示较高提升空间。另一方面,国内冷链基础设施设备水平日益提升,冷链运输方式丰富,可进一步缩减运输成本。根据中物联冷链委数据,2018 年全国冷库总量将达到 5238 万吨,同比增长 10.3%,年内新开通铁路冷链线路近 20 条;二三线城市的冷库新增明显,消费潜力得以开发。通过与仓储配送能力强大的物流公司合作,乳企可以快速提升冷链能力,缩减装卸运输费用支出,为低温奶的发展带来更多可能性。

1.2.3、奶粉：高端化趋势明显，新兴渠道渗透率持续提升

根据 Euromonitor 数据，2018 年我国配方奶粉零售额达 251.4 亿美元，消费量达 65.7 万吨。经历高速发展后，我国配方奶粉增速自 15 年起进入平稳增长阶段，15-18 年销量 CAGR 约 5.1%。

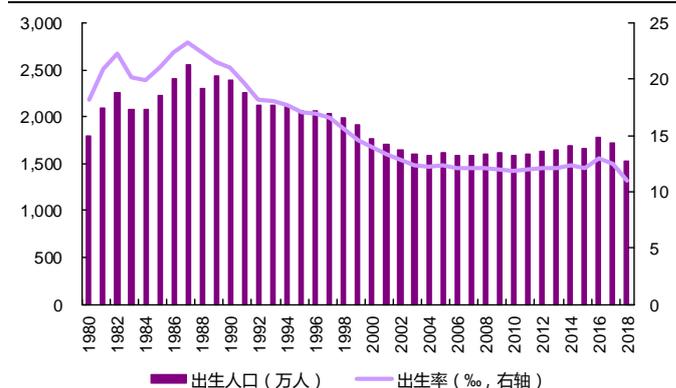
2016 年国家全面实施“二孩”政策，16-17 年迎来一轮婴儿潮，16 年出生率达 12.95%，为 2002 年来最高。然而生育新政带来的短期红利衰减迅速，2018 年我国出生人口 1523 万，出生率仅为 10.94%。鉴于此，我们认为未来行业规模的增长仍将较为温和，主要驱动力一是来源于人口政策带来的长期影响，二是源自渗透率和消费习惯的变迁。

图 13：国内配方奶粉消费额及量价增速（百万美元）



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

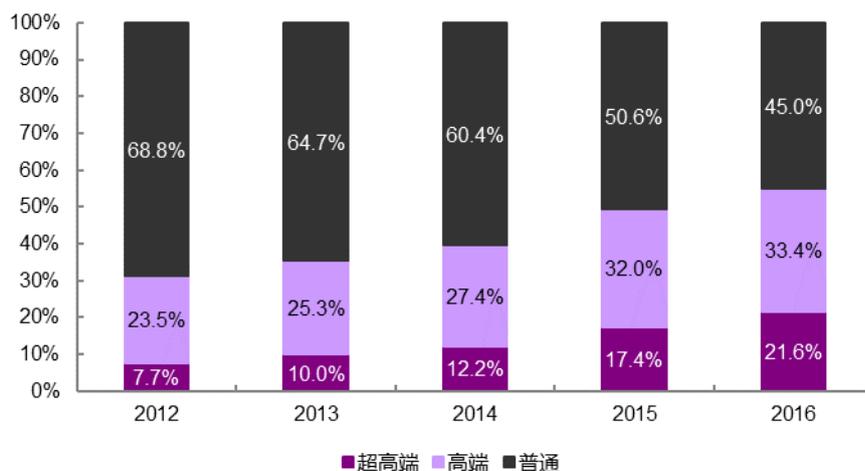
图 14：中国出生人口情况



资料来源：国家统计局

而从价格上看，产品高端化趋势近年来十分明显，但对于市场产品均价影响作用有限。Frost & Sullivan 的统计标准与行业标准相若：以一阶奶粉 900g 包装产品为比较基准，超高端对应单价在 400 元以上，高端价格则在 300-400 元，300 元以下为普通。可以看到普通婴幼儿配方奶粉产品市场占比从 12 年的 68.8% 下降到 16 年的 45.0%。

图 15：中国奶粉市场产品结构



资料来源：Frost & Sullivan，光大证券研究所

综合以上情况，我们认为未来奶粉产品价格走势增速总体还是以物价水平提升为主。

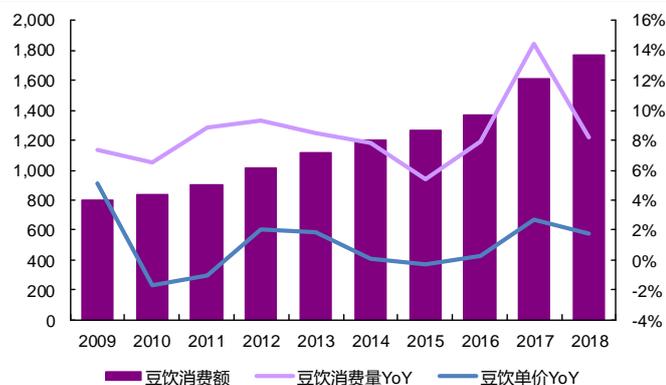
1.2.4、植物基饮料及乳酪：符合消费升级趋势，龙头试水布局

鉴于常温奶发展基本进入提质阶段，大部分领先企业已陆续布局其他细分品类，以期在新兴领域占据优势地位，进一步提升整体集中度。

1) 植物基饮料：目前，国内以豆类饮品为代表的植物基饮料消费增长亮眼。根据 Euromonitor 数据，2018 年我国消费豆类饮品约 17.8 亿美元，13-18 年 CAGR 达 9.7%。自 15 年以来，豆类饮品销售进入加速增长阶段，该等增长主要由销量驱动。

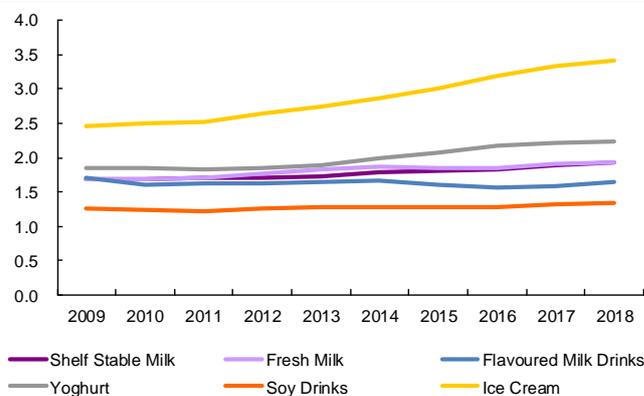
通过横向及纵向比对豆类饮品单价，我们认为其仍有相当提升空间。相比国内各类液态奶单价，豆饮一直以来处于低位区间，售价仅为 1.2-1.4 美元/千克，且 09-18 年仅增 6%。对比其他国家和地区，2018 年我国豆饮单价为 1.34 美元/kg，而日本/美国则各为 2.20/2.02 美元/kg。我们认为这一现象主要由于国内豆饮定位相对大众，且仍以豆浆为主。

图 16：国内豆类饮品消费额及量价增速（百万美元）



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

图 17：国内主要液奶产品平均单价（美元/千克）



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

2018 年，国内豆类饮品 CR5 为 51.9%，排名前列的公司多为区域型即饮类企业。其中维他奶市占率达 40.2%，处于绝对领先地位；达利豆本豆和祖名分列二三，市占率为 4.8%/3.1%。

图 18：植物蛋白制造企业加速入局，盈利情况较为健康



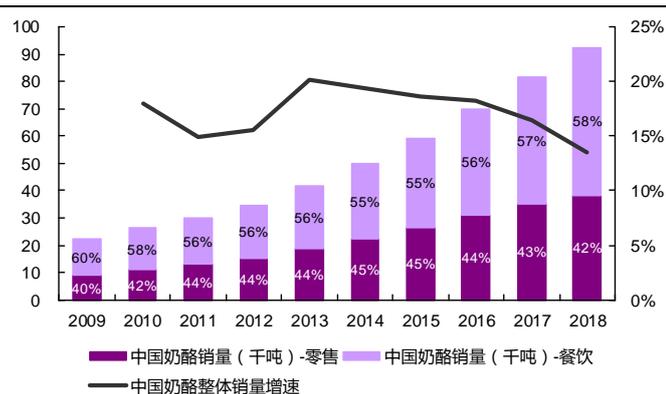
资料来源：Wind，光大证券研究所

近年来豆奶作为液奶替代品类关注度提升，龙头乳企亦相继布局。伊利于 17 年底推出“植选”豆乳饮品，蒙牛同年也上市 Silk 美式豆奶品类，其植物基饮料通过与经销体系协同、强化区域发展。根据 Euromonitor 市占率数据，Silk 于 17/18 年分别实现 32.8%/5.8% 的同比增速。此外，传统食品饮料制造商如达利食品也于 17 年推出豆奶品牌豆本豆，并迅速提升市场份额。当前该品类仍处于消费者教育阶段，但随着行业领先企业的纷纷加入，该品类在需求增长及品质提升上均有发展空间。

2) 奶酪：我国奶酪消费量长期保持 20% 上下的较高增速，自 16 年起销量增速有所放缓，但产品单价却加速上行，2018 年奶酪品类的销量/单价同比增速分别达 8.8%/5.1%。2018 年国内乳酪市场 CR5 约 54.7%，皆为进口品牌；CR10 为 63.5%，存在部分国产乳企如蒙牛、光明、三元。2013-18 年乳酪市场总体零售额 CAGR 达 18.5%，而 CR10 零售额 CAGR 约 22.5%，企业仍享受行业整体发展带来的红利。

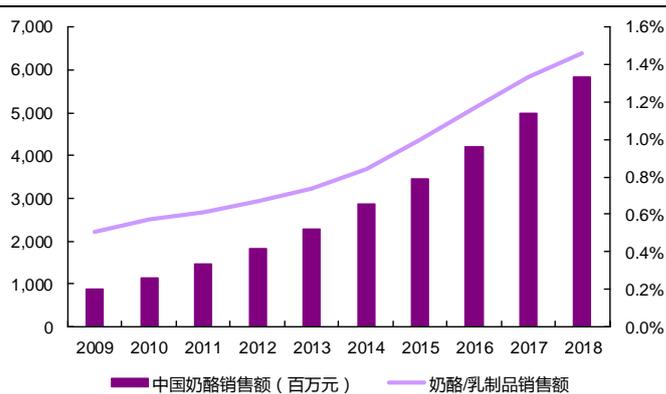
从体量上看，我国奶酪消费处于培育期，2018 年零售额占我国整体乳制品消费仅 1.5%，但呈现快速上升态势。从人均消费量看，奶酪具备的高营养特征符合消费需求健康化的趋势，其中有孩家庭消费仍占有所有家庭的近半比重，显示其作为儿童成长零食的价值。此外，奶酪作为披萨、烘焙、奶茶等西餐及休闲饮品的重要配料，也将持续受益于我国消费者消费习惯的改变。18 年我国奶酪终端消费量中，零售、餐饮渠道各占 42%、58%。根据 Euromonitor 数据，2018 年我国人均奶酪消费量为 0.1 千克，对标消费习惯较为接近的日本及韩国，则分别有 19x/22x 的提升机会。从单价来看，随着国内消费者对奶酪认知的提升，该品类面向家庭餐桌、儿童休闲食品等场景的零售市场规模将逐渐打开，长期将提升整体单价。

图 19：中国奶酪消费量构成及增速（按渠道）



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

图 20：中国奶酪销售额及占整体乳制品销售额比重



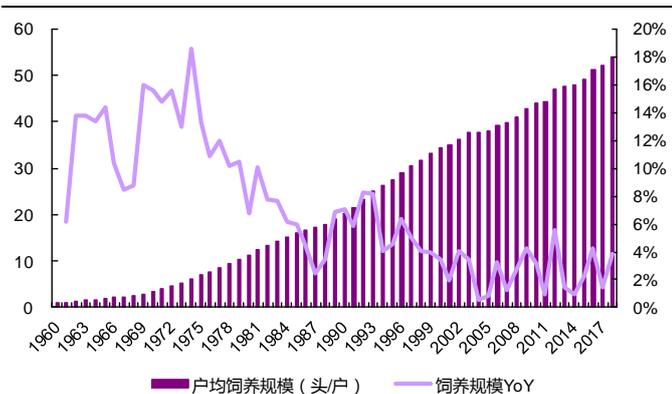
资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

1.3、对标日本的经验与启示

1.3.1、中日两国上游议价能力差距较大,将不会制约中国市场集中度提升趋势

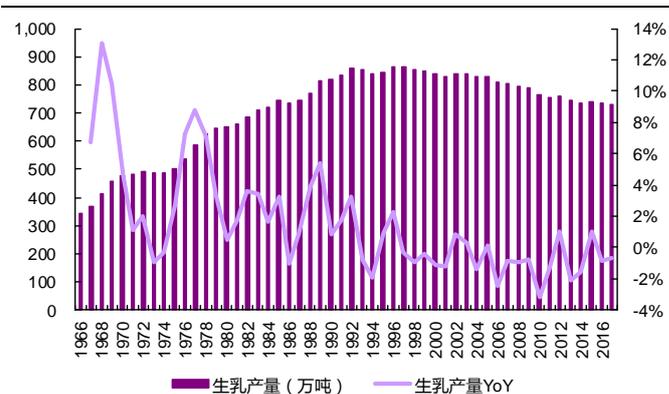
日本乳业的供给端发展历程可划分为 3 个阶段。1) 1961-1970 年,日本奶业起步期,行业整体规模化程度低,政府通过对奶农的差价补贴、价格稳定机制促进行业发展。1960-1970 年,日本全国奶牛存栏量由 45.5 万头增至 106 万头,年均复合增速近 9%。2) 1970-2000 年,行业进入调整期。彼时日本奶牛饲养开始应用大型机械,行业快速规模化发展,奶牛饲养散户锐减。日本政府于 1979 年实施生鲜奶配额生产政策,严重挫伤奶农积极性。79 年日本生鲜奶产量约 646 万吨,增速由 78 年的 7.1% 降至 3.3%,1979-2000 年均复合增速为 1.4%。3) 日本政府于 2000 年开始实施新的限额补贴政策,取消了原来实施的保护价格和基准收购价格,奶农的积极性进一步受到抑制。近年,受到自然灾害影响及肉犊牛价格较高,日本奶牛存栏量逐年下滑、原奶供给持续紧张。

图 21: 日本全国户均奶牛饲养规模



资料来源: J-Milk, 光大证券研究所

图 22: 日本全国生乳产量及增速



资料来源: J-Milk, 光大证券研究所

在日本乳业变迁史中,对其行业格局影响最为深刻的举措之一即为引入“指定生鲜乳生产团体”,人为提升了上游奶源的集中度。日本政府在 1966 年颁布《加工原料乳生产者补给金等暂定措施》,建立了“一元收购、多元销售”的生鲜乳购销体系。据此成立若干“指定生鲜乳生产团体”,统一收购生鲜乳,向下游企业销售。截至 2017 年 12 月,日本国内存在 10 家区域性的指定生鲜乳生产团体。

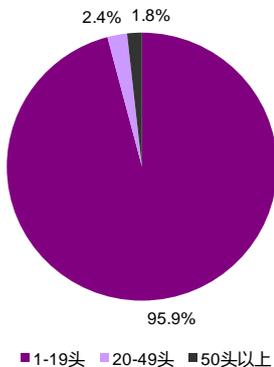
根据日本农林水产省数据,2016 年该等团体控制日本 97% 的生鲜乳供给。60 年代时,奶农养殖格局仍零碎,养殖规模普遍偏小,通过在流通环节增加指定生鲜乳生产团体,将小型奶农联合起来对下游提升议价能力。

对比日本,我国原奶供给区域性明显及规模上集中度低:

1) 我国原奶供给呈现区域集中性,因养殖奶牛以荷斯坦奶牛为主,该品种喜凉怕热,导致我国牛奶主产区在内蒙古、新疆、东北、华北等北方地区。

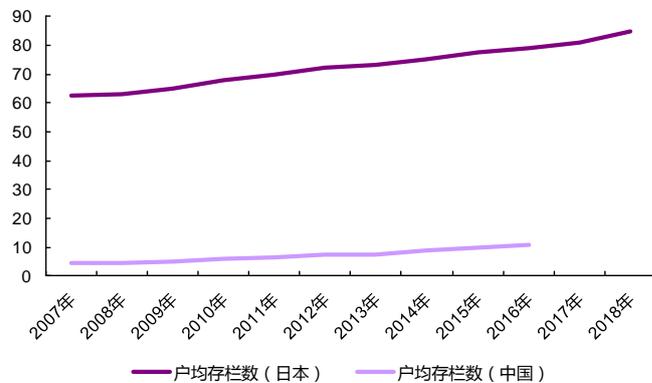
2) 上游奶牛养殖集中度较低。2016 年前 15 大奶牛养殖企业产奶量约 615 万吨，市占率 17%；其中规模最大养殖公司现代牧业 2016 年产奶量约为 110 万吨，市占率仅约 3%+。

图 23：我国奶牛饲养规模户数分布（2016）



资料来源：农业部，中国奶业白皮书（2016）

图 24：中日奶牛户均存栏数对比（头/户）



资料来源：Wind

不同于日本上游的相对强势，由于我国上游牧场的零散化，下游乳制品企业在生鲜乳收购中掌握较高话语权。目前国内主要乳制品加工企业分全国龙头伊利和蒙牛，跨区域品牌及区域内品牌。其中全国两强市占率约 40%，处于绝对领先地位。

1.3.2、日本消费习惯变迁促使头部企业寻求变革发展

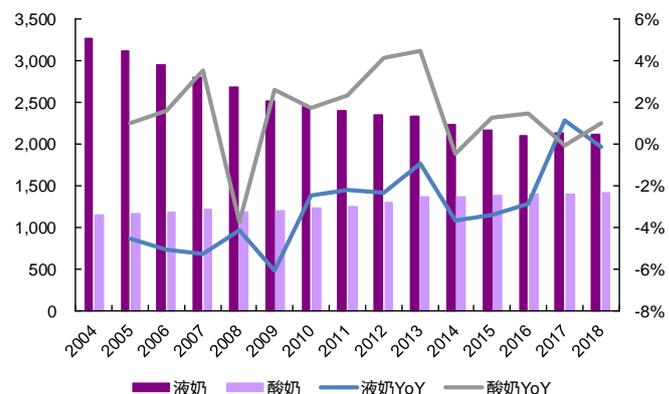
自 2010 年起，日本乳制品年消费量变化甚微，增速基本在 +/-1% 间波动，行业整体增长趋于停滞状态。2018 年，日本乳制品销量中液奶及酸奶类别分别占到 49%/32%，而两者增速均呈现乏力态势。

图 25：日本乳制品消费量及增速（千吨）



资料来源：Euromonitor

图 26：日本市场液奶及酸奶消费量变化（千吨）

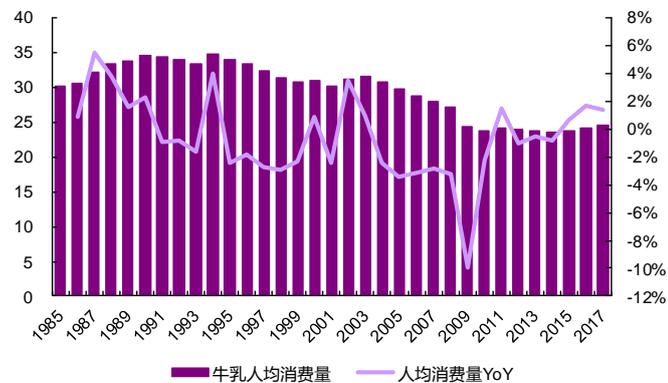


资料来源：Euromonitor

日本液态乳消费量在过去 30 年间经历消费迭代。分品类看，牛乳人均消费量于 1990 年前后达到 34.7 升的高点，其后便缓慢萎缩，至 2009 年起人均消费量降至 25 升以下，逐趋稳定。同时期，乳饮料及发酵乳增长较为

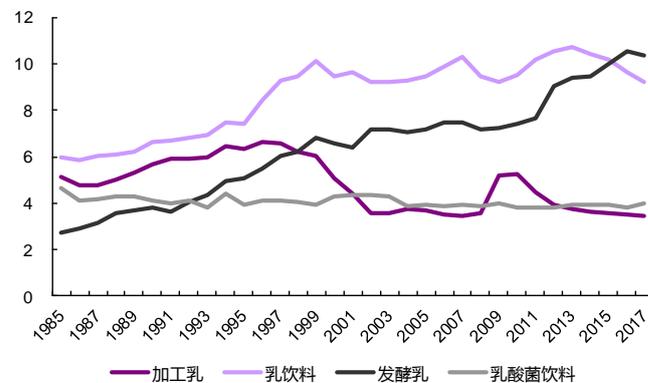
明显。1985年，人均乳饮料/发酵乳消费量为6.0/2.7升，2017年该数字达到9.2/10.4升，分别增长54%/280%。

图 27：日本牛乳人均消费量及增速（升/人）



资料来源：J-Milk，光大证券研究所

图 28：日本除牛乳外乳饮人均消费量（升/人）



资料来源：J-Milk，光大证券研究所

从行业格局上看，日本乳制品加工行业集中度高，前四甲分别为明治乳业、雪印惠、养乐多和森永乳业，其市场份额目前较为稳定。

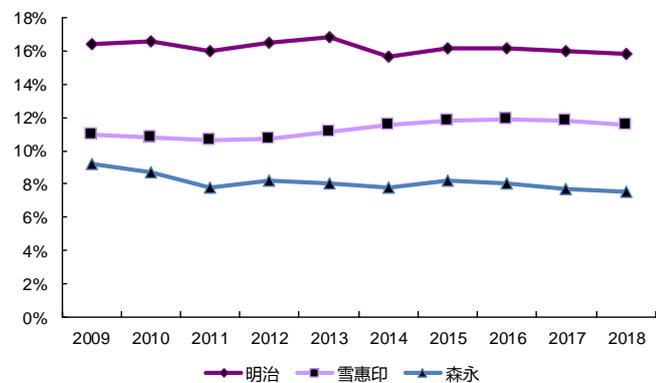
表 4：日本乳制品 CR4

公司	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
明治	13.9%	14.9%	14.3%	15.1%	16.0%	15.6%	16.5%	17.2%	17.0%	17.0%
雪印惠	12.4%	12.5%	12.6%	13.0%	13.1%	13.3%	13.6%	13.7%	13.8%	13.8%
养乐多	8.5%	8.3%	8.0%	7.9%	8.0%	8.1%	8.3%	8.6%	8.7%	8.9%
森永	8.8%	8.5%	8.3%	8.7%	8.5%	8.2%	8.2%	7.8%	7.5%	7.4%
合计	43.6%	44.2%	43.2%	44.7%	45.6%	45.2%	46.6%	47.3%	47.0%	47.1%

资料来源：Euromonitor

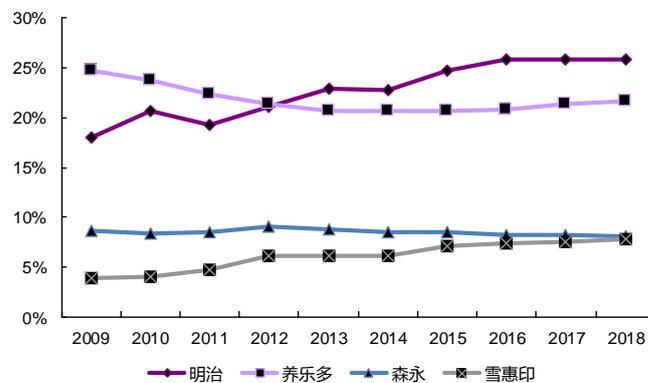
根据 Euromonitor 的统计，日本液奶品类 2009 年 CR3 约为 37.5%，该数字在 2018 年为 35.6%，并未有集中度上升的趋势。反观酸奶和乳酸菌饮品则集中度略有提升。2009 年 CR4 约 55.2%，而 2018 年 CR4 达到 63.5%，提升 8.3pct。

图 29：日本低温奶市场份额变化



资料来源：Euromonitor

图 30：酸奶和乳酸菌饮料市场份额变化



资料来源：Euromonitor

上述现象一方面反映了低温品类对市场格局塑造的影响，另一方面体现了领先企业面对行业发展缓慢所采取的不同对策。

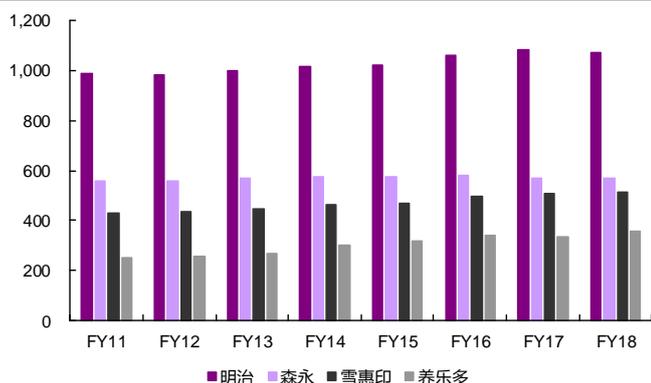
受益于饮食结构及冷链物流体系，日本液态乳市场中低温牛乳占据绝对主导地位，常温奶在日本饮用乳结构中只占极小部分（低于2%）。

但低温产品的高占比给大型乳企带来较高市场整合难度。低温奶的属性对生产和渠道条件的要求更苛刻，而区域性乳企的工厂靠近终端市场，在其主要区域内有明显优势；全国乳企在该领域的扩张则必然伴随着大量资本开支。根据农林水产省数据，日本国内归属于前3大乳企的饮用乳类生产工厂占比远低于生产其他乳制品的工厂，侧面印证低温奶生产的区域局限性。

同时，由于前述原因，下游乳企提价较为困难，导致企业盈利能力受到压制。通过分析头部乳企的业务概况，我们认为日本乳企在驱动增长方面的努力主要包括：1) 细分领域打造差异化优势；2) 关注终端趋势注重产品创新；3) 开拓海外市场

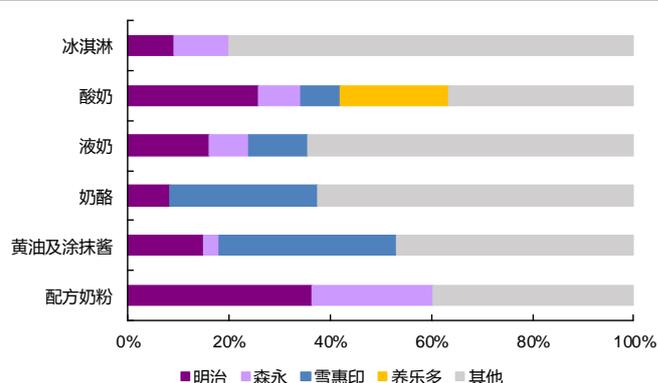
纵观各细分乳制品市占率，可以看到主要领先企业在优势品类上各有特色。明治业务布局较为完整，在液奶、酸奶及奶粉品类上市占率维持第一。雪惠印则是在奶酪、黄油及涂抹酱产品上占据领先地位。养乐多以乳酸菌饮料为主，在这一细分品类上优势显著。

图 31：日本主要乳企食品业务收入（十亿日元）



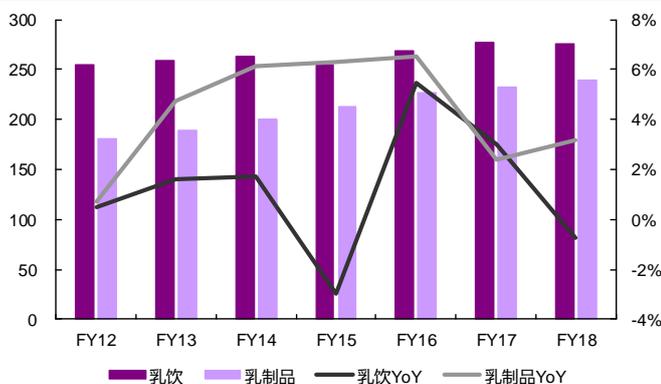
资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

图 32：2018 年日本乳制品市占率



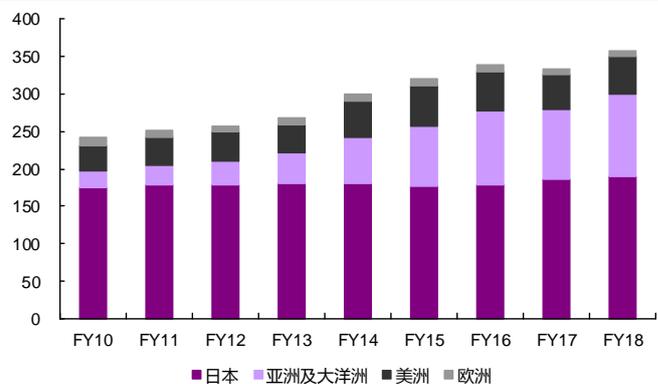
资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

图 33：雪惠印乳品类销售及同比增速（十亿日元）



资料来源：Euromonitor

图 34：养乐多分区域收入占比（十亿日元）



资料来源：Bloomberg

表 5：明治历年乳制品业务布局

发展阶段	主要动作
1950-1995 产品多样化，推出王牌无糖酸奶	1950 年上市最早一款酸奶：Meiji honey milk
	1951 年成功凝固蛋白质，上市 Soft-curd Meiji infant formula
	1971 年开始研发 plain-type yogurt 无糖酸奶
1995-2016 推出一系列功能酸奶	1993 年推出 Meiji Bulgaria Yogurt LB81，含有乳酸菌 LB81
	开发冰淇淋：1994 年推出 Meiji Essel Super Cup Ultra Vanilla
	开发营养饮料：1995 年推出 Sports nutritional drink VAAM
2017 至今	布局益生菌酸奶：2000 年推出 Meiji Probio Yogurt LG21
	针对不引用牛奶人群的研发：2002 年上市 Meiji Oishii Gyunyu 牛奶 进一步发展益生菌酸奶：2010 年推出 Meiji Probio Yogurt R-1

资料来源：行业新闻，公司公告，光大证券研究所整理

2、行业龙头优势日益稳固

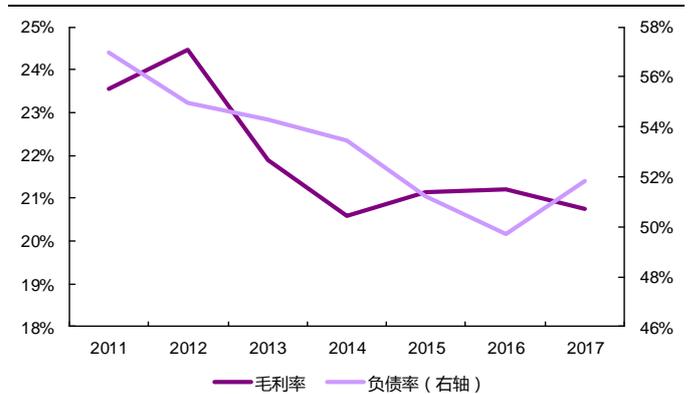
当前我国乳业竞争维持胶着态势，企业经营压力整体有所加强，亏损企业则持续退出。可以看到，2017 年乳企平均毛利率水平降至 20.8%，处于 2010 年来低位，同时平均利润率水平降至 6.8%，而行业负债率则提升至 51.8%。另一方面，行业龙头通过在产品、渠道、供应链及管理层激励等方面的竞争力打造，优势日益稳固、进一步拉开与竞争者差距。

图 35：近年乳企数量呈下降趋势



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 36：乳企经营遭受压力



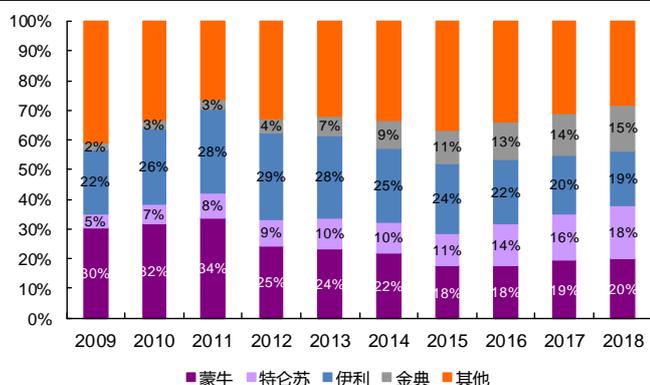
资料来源：Wind，光大证券研究所

2.1、产品端：大单品拉动销量，高端化提升利润

伊利、蒙牛在传统品类上均已成熟布局，继续通过大单品保证市场地位。二者的产品从上市时间、产品价格与定位、销售规模等方面全面对标。整体上双龙头占据绝对优势，且高端品类承接消费升级迭代趋势，市占率持续上升。

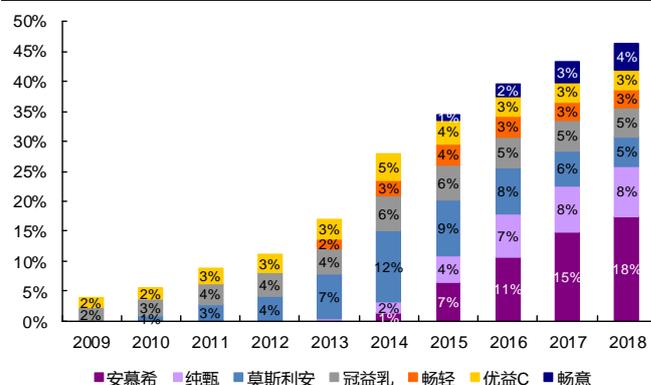
针对不同细分品类，两公司的控制地位有所分化。1) 常温白奶领域，蒙牛基础品牌/高端品牌的占有率均略为领先。2) 常温酸奶领域，伊利安慕希市占率大幅领先且维持高增速（2018年安慕希/纯甄/莫斯利安在大酸奶品类市占率分别为18%/8%/5%）。3) 其他传统品类如低温酸奶及益生菌饮品，两公司市占率基本相当。得益于安慕希，伊利的液体奶收入自2015年反超蒙牛，18年该板块收入进一步拉开差距。

图 37：国内主要常温白奶品牌市占率



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

图 38：国内主要酸奶类品牌市占率



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

伊利在各细分领域发展更为均衡，蒙牛则在奶粉及冰激淋领域相对弱势。1) 冰激淋方面，伊利旗下已拥有“巧乐兹”、“冰工厂”、“火炬”等多个成熟品牌，一定程度上抵御了来自海外品牌的竞争。2018年，伊利、蒙牛冰淇淋品类的市占率分别为17.6%/9.2%，较2009年各自下滑0.8ppt/6.0ppt。值得关注的是，蒙牛自17年起已积极通过大量新品发售结合多渠道开发扭转该板块下滑态势。2) 奶粉方面，伊利旗下拥有金领冠、伊利、托菲尔、培然等品牌配方奶粉，在收入体量上优于蒙牛。原先，蒙牛奶粉业务由雅士利及君乐宝贡献，公司于年中协议出售君乐宝股权后，该板块收入体量将有所缩水。而雅士利的产品及渠道结构优化，尤其是中高端奶粉、有机奶粉及羊奶粉产品的发展将为蒙牛业绩提升提供有力支撑。

伊利、蒙牛均在新兴领域进行储备，主要发力方向包括植物蛋白饮料、奶酪及巴氏奶，同时也着力开拓临近的海外市场。2018年，伊利增加了健康饮品及奶酪事业部，蒙牛也设立了奶酪事业部发展零售、乳品深加工及餐饮奶酪三大业务。同年，在全国布局巴氏奶生产线建设与牧场配置，而蒙牛鲜奶事业部则推出17款鲜奶单品，积极布局覆盖全国大区的销售渠道。在海外市场扩张上，东南亚地区成为两者目前的聚焦。伊利于2018年陆续在印尼首发旗下Joyday冰淇淋、收购泰国冰淇淋企业Chomthana。而蒙牛方

面，2018 年海外事业部全面布局东南亚，聚焦纯甄、优益 C、冰淇淋等产品。11 月投产优益 C 印尼工厂以供应东盟主要国家。

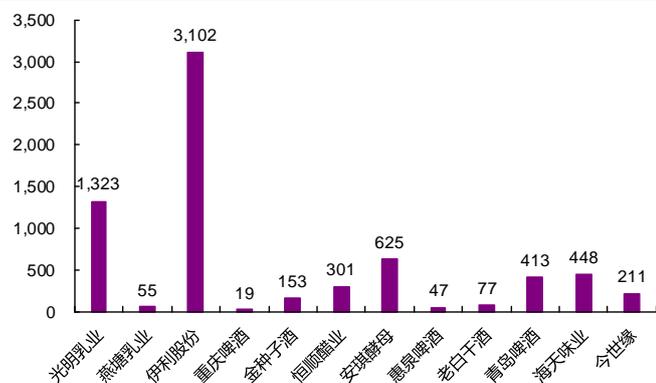
表 6：伊利/蒙牛主要液态奶及冷饮产品

品类	品牌	定位	推出时间	品类	品牌	定位	推出时间
蒙牛				伊利			
UHT 奶							
	特仑苏	高端	2005 年		金典	高端	2007 年
	蒙牛	基础			伊利	基础	
乳饮料							
乳酸菌饮料	优益 C	高端	2009 年	乳酸菌饮品	每益添	高端	2012 年
乳饮料	真果粒	高端	2006 年	乳酸菌饮品	畅意	高端	2015 年
乳饮料	酸酸乳	基础		乳饮料	优酸乳	基础	1998 年
					味可滋		
					谷粒多		
酸奶							
常温酸奶	纯甄	高端	2013 年	常温酸奶	安慕希	高端	2013 年
功能酸奶	冠益乳	高端		功能酸奶	畅轻	高端	2008 年
功能酸奶	碧悠	高端			芝士点		
	特仑苏	高端	2017 年 4 月		益消		
	蒙牛内蒙古老酸奶				大果粒		
炭烧酸奶	蒙牛欧式炭烧酸奶				Joy day		
				炭烧酸奶	帕瑞缇		2017 年
其他							
植物蛋白	Silk 美式豆奶		2017 年底	植物蛋白	植选		2017 年底
儿童奶	未来星			植物蛋白	核桃乳		
功能奶	新养道			儿童奶	QQ 星		2008 年
奶酪	Arla Pro		2018 年	功能奶	舒化奶		
奶酪	Arla 小探险家			奶酪	妙芝		2018 年 10 月推出
巴氏奶	每日鲜语	高端	2018 年	能量饮料	焕醒源		2018 年 4 月
巴氏奶	新鲜工厂	高端	2018 年				
巴氏奶	现代牧场						
冰淇淋							
	随变				巧乐兹		
	帝兰圣雪	高端			冰工厂		
	其他				伊利火炬		
					伊利牧场		
					妙趣		

资料来源：公司公告，光大证券研究所

此外，持续的研发投入是支持领先乳企产品端创新的关键引擎。对比食品饮料其他子行业的头部公司，乳企拥有的专利数量大幅领先，其中伊利的专利数于 2010 年即超 1000 件。研发费用的规模优势将有助于龙头企业建立起核心技术壁垒，进一步扩大在产品创新方面的竞争优势。

图 39：2018 年上市公司年度专利数量（件）



资料来源：国家知识产权局

图 40：主要乳企研发费用投入占销售比重



资料来源：Wind，公司公告，光大证券研究所
注：蒙牛乳业 2019H1 研发数据未公布

2.2、渠道端：推进渠道下沉及新兴渠道开发

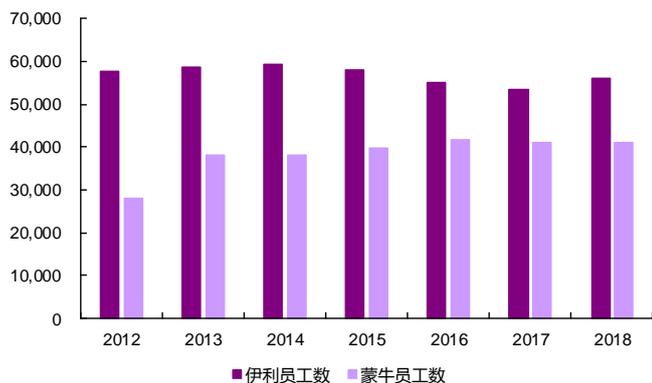
伊利始终坚持渠道扁平化、精细化管理，以小型及区域经销商为主，同时下放销售人员直控终端。此外，伊利自 2007 年起便借助“万村千乡”活动对乡镇终端率先布局，在 16 年通过“村淘”业务模式加快对底线市场的覆盖水平。截至 2019 年中期，伊利常温液态乳品在三四线城市的渗透率同比提升 2.3pct 至 86.2%。在全面覆盖国内市场的同时，逐步建立起全球市场体系。在渠道结构上，伊利现代商超渠道有持续上升趋势；亦积极拓展线下便利店、餐饮等新兴渠道以及线上渠道，2018 年电商业务达 61% 增长。

表 7：伊利历年销售渠道重点策略梳理

年份	重点渠道策略
2006 年	在全国开展“织网计划”，率先完成了“纵贯南北、辐射东西”的战略布局，成为第一家覆盖全国市场的乳品企业
2007 年	借助商务部“万村千乡”活动进入“农家店”等乡镇销售终端
2012 年	原有工厂产能的释放和新工厂逐渐投产，渠道进一步下沉至县乡镇市场
2013 年	实施渠道精耕管理，产品的市场渗透能力逐步提升；同时进一步进行终端基础设施建设提升计划。
2014 年	1) 推进渠道精耕计划，对渠道网点实施精准分级管理；2) 开拓新兴营销渠道，在 KA 渠道建立战略客户管理模式、重构电商业务模式、在母婴渠道建立“会员营销”机制
2015 年	1) 深入推进渠道精耕计划；2) 积极开拓新兴渠道；3) 提高县乡镇农村市场产品渗透能力，挖掘空白市场业务机会
2016 年	1) 继续推进渠道精耕计划；2) 积极开拓新兴渠道；3) 提高县乡镇农村市场产品渗透能力，加快“村淘业务模式”的复制和推广进度
2018 年	1) 渠道拓展与市场渗透“双管齐下”，开发空白网点、强化现有网点的维护，提升终端掌控力；2) 重点推动乡镇村市场开发，搭建乡镇村服务体系，构建全新的乡镇村业务发展模式
2019 年上半年	在数字化战略引领下，精耕渠道建设，专注渠道扩展与下沉，全面覆盖国内市场，逐步建立全球市场体系

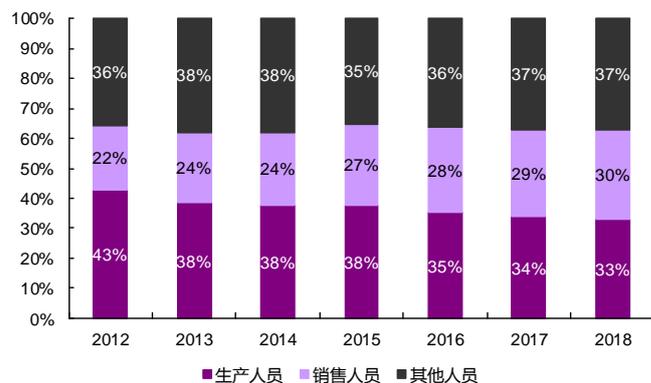
资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 41：伊利和蒙牛员工总人数（人）



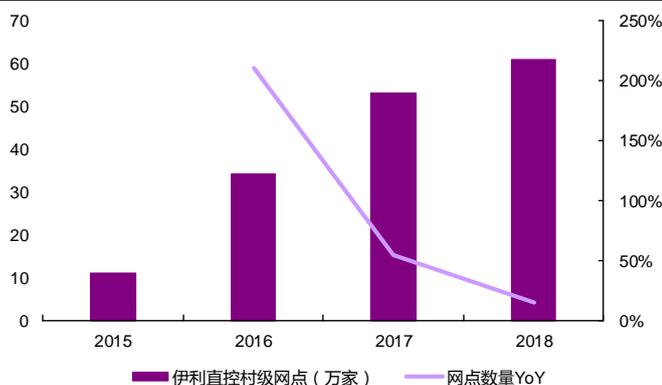
资料来源：公司公告

图 42：伊利各职能员工人数占比



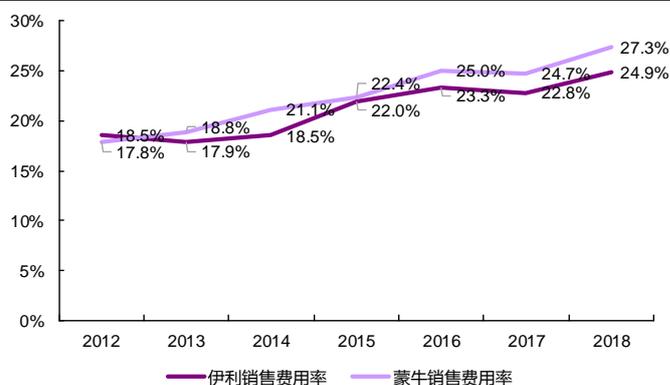
资料来源：公司公告

图 43：伊利直控村级网点数



资料来源：公司公告

图 44：伊利及蒙牛历年销售费用率



资料来源：公司公告

蒙牛过往在渠道端采取三层分销体系，通过大经销商管理二级批发商，由二批商管理中小型零售端。蒙牛通过大商分销体系在发展初期快速经济地铺开销售网络，但同时需要向大商让渡部分利益作为激励，而公司对终端亦缺乏掌控力。2012年，孙伊萍出任蒙牛总裁，将事业部按职能重新划分，在渠道上也进行扁平化改革。1) 针对传统渠道，公司于2013年起建立区域业务单元 (RBU) +销售公司+核心业务单元 (CBU) 架构。一二线核心市场，蒙牛设立销售分公司或通过参控股经销商等方式实现直营；三四线市场，仍采取经销商模式，由覆盖全国销售大区的 RBU 派驻业务员对接，提升经销商运营能力、加强公司掌控力度；此外，通过 CBU 进行经销商及终端支持。2) 针对现代渠道，蒙牛推行三级 KA 销售团队，职能由辅助销售转变为直接对零售客户销量负责。2016年9月，卢敏放出任蒙牛总裁，进一步推进扁平化销售架构，并结合事业部改制，深化各品类的销售渠道渗透。目前蒙牛在渠道端进一步侧重于低线城市渗透及持续强化终端掌控力；而新兴渠道方面，在强化 KA 开发的同时，也拓展新兴渠道和餐饮渠道。2017年9月，蒙牛与阿里巴巴形成战略合作，并通过零售通渠道打通空白区域售点；17年10月与 B2B 平台惠下单合作以拓展三四线市场。

表 8：蒙牛销售渠道变革概要

	传统渠道		现代渠道
	经销商/区域业务单元 (RBU): 服务经销商	销售公司	核心业务单元 (CBU)
2013	覆盖全国 18 大区; 派驻业务员, 加强开发三四线市场网点, 提升产品渗透率	分公司直营, 加强掌控一二线核心市场的品牌推广及产品销售渠道	通过支持人员管理终端及经销商, 加强政策在终端执行力度, 费用投放具针对性和时效性
2014	通过 160 个 RBU, 对接三、四线城市的 3,000 多位经销商, 完善经销商资源分配, 提升经销商运营能力	透过参股或控股的销售公司, 加强对核心市场的终端掌控力度, 发挥标杆作用	在一二线城市设立冰淇淋业务的 18 个 CBU, 形成体系化的 CBU 管理模式
2015	以经销商模式作为核心销售运营模式; 加强经销商直控体系	控股经营实体; 增加业务代表, 直接服务零售网点, 强化销售公司独立经营能力	各大区实体运营平台下的非独立法人分支机构, 是除经销商和销售公司外的销售运营补充模式
2016	启动通路精耕 RTM 项目; 确立以经销商为主体, 经销商、销售公司及 CBU 长期并存发展的销售运营模式		全面提升三层 KA 管理架构
2017	明确经销商、销售公司和 CBU 的角色和发展路径; 扩展市场份额, 深化渠道下沉; 培养直营能力, 强化终端掌控		提升 KA 管理架构
常温事业部	聚焦渠道下沉, 强化乡镇村渗透		
低温事业部	设立 14 个销售大区, 聚焦明星品类	增加售点、县城直营、售点直控, 推动渠道下沉	拓展新兴渠道, 开发垂直生鲜电商, 专注餐饮核心售点
奶粉事业部			转变为以渠道和品类切割的 CBU 架构: 母婴/商超/高端母婴/创新 CBU
冰淇淋事业部			同时加强 KA 开发, 开拓餐饮渠道

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

2.3、供应链：加速原奶布局，生产基地配合建设

伊利和蒙牛分别代表下游乳企两种主要的原奶布局方式。1) 伊利深耕奶源建设, 与规模化牧场进行战略合作, 通过为其配备技术人员指导以提升单产, 带来长期利益连结。该模式下公司以低成本灵活性的方式获取原奶资源。2) 蒙牛更多通过参股牧场提升对奶源的直接控制力。其向上整合优势在于更好把控奶源品质与供给, 在奶价上行周期有效平滑成本波动; 而劣势除了更高的资本投入外, 则是公司业绩易受上游企业影响。

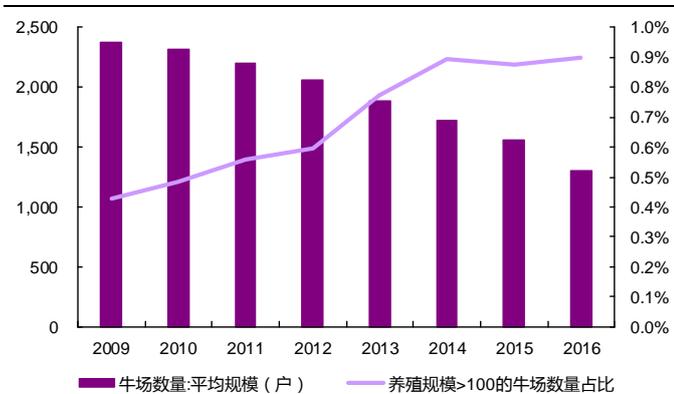
具体而言, 伊利通过持股方式获得优然牧业、赛科星原奶, 通过战略合作方式取得辉山、中地的原奶。19 年 8 月, 伊利亦完成收购新西兰第二大乳业合作社 Westland 100% 股权, 将优质原奶布局延伸至海外。蒙牛方面, 目前则拥有现代牧业 60.77% 股权, 通过收购圣牧下游业务 51% 股权间接获得

其上游原奶控制权，且在原生态牧业、富源牧业等规模化上游原奶企业中拥有权益。

同时，伊利、蒙牛在全国范围内布局建立生产基地，常低温各区域基本可实现产销匹配。截至2018年，蒙牛在全国设有生产基地38个，新西兰设有生产基地1个，产能合共975万吨/年；伊利综合产能共1094万吨/年。

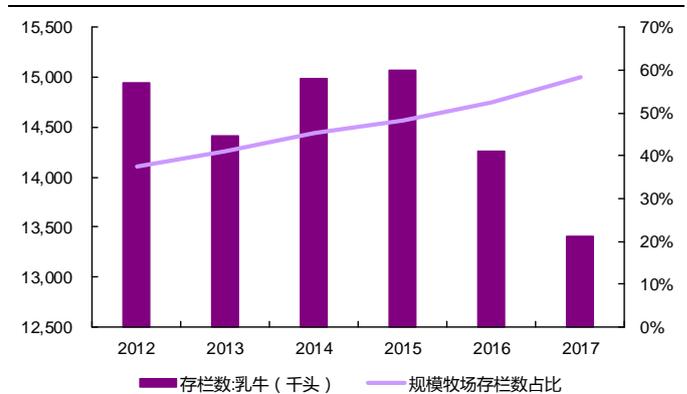
近年来，我国原奶供给处于紧缺状态，上游乳牛存栏数逐年递减，而牧场规模化程度进一步提升。在需求端乳制品消费迭代和高端化趋势下，掌握充足及高质量原奶，将对公司开展高端产品业务带来强有力的竞争优势。鉴于此，行业内对大型奶源基地的争夺预计继续进行，而领先乳企的率先筛选布局和资金优势将在资源争夺中发挥重要作用。

图 45：我国规模牧场数量持续提升



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 46：牧场乳牛存栏数呈下降趋势



资料来源：Wind，中国奶业年鉴，光大证券研究所

表 9：2017 年 15 家规模牧场生产量

乳企	牧场数	总存栏 (万头)	成母牛 (万头)	成母牛单产 (吨)	收购奶价 (元/千克)
恒天然	8	8	3	10	3.66
辉山乳业	82	20	10	8	3.6
光明荷斯坦牧业	34	9	4	10.2	3.6
现代牧业	26	23	12	9.5	3.59
原生态牧业	8	6	3	10.5	3.57
澳亚现代牧场	7	7	4	11.8	3.5
圣牧高科牧业	34	12	7	9	3.45
中地乳业	8	6	3	9.8	3.42
富源牧业	12	5	2	9.1	3.38
优然牧业	33	10	5	10.2	3.24
河南源源乳业	11	4	2	9.2	3.23
中鼎联合牧业	140	9	5	7.1	3.2
赛科星集团+华夏	32	13	5	7.5	3.17
宁夏农垦贺兰山乳业	14	3	2	9.9	3.17
首农	34	8	4	10.3	3.15

资料来源：中国奶业协会

2.4、薪酬和股权激励：机制完善，优质团队稳定

核心团队的稳定在公司战略制定及业务执行的成效上不可或缺，行业内领先企业纷纷搭建较为完善的薪酬和股权激励机制，为公司经营的持续性奠定基础。

伊利股份的激励机制一直以来为行业内领先，核心员工的利益通过多种方式与公司业绩深度绑定。自 06 年起，伊利已实施三轮股权激励计划，激励方式涉及限制性股票、员工持股、股票期权等。2019 年 8 月 5 日，公司亦公布新一轮股权激励计划草案，并于 9 月 6 日针对该草案内容发布修订稿。根据修订稿，公司拟授予 152,428,000 股限制性股票，占总股本的 2.50%，授予价格为 15.46 元，分五期解除限售。激励对象共计 480 人，包括董事高管及核心技术（业务）骨干等员工。

在多种股权激励方案下，伊利核心管理层较为稳定，董事长潘刚自 05 年上任至今。管理团队的高留存度有利于公司战略方针的持续性贯彻及业务经营的稳定性。可以看到，激励政策的历年业绩考核均成功达标，公司 06-18 年总收入 CAGR 达 12.8%，净利润 CAGR 达 12.7%。

表 10：伊利股份历次股权激励计划

年份	激励方式	涉及人员	人数 (名)	股份数量 (万股/份)	占股本 比重	行权/授予 价格(元)	有效期	限制条件
2006	股票期权	公司总裁(1)、总裁助理(3)和核心业务骨干：共 33 人	33	5,000	9.68%	13.33	8 年	首期行权时，上一年度 1) 扣非净利润增长率不低于 17%，2) 主营业务收入增长率不低于 20%； 首期以后行权时，上一年度主营业务收入与 2005 年相比的复合增长率不低于 15%
2014	员工持股	中高层管理人员及业务技术骨干	317	14,389			10 年期，进行至第 6 期	
		其中：董事高管	8	4,426				
	股票期权			4500	0.74%	16.47		
2016	限制性股票	核心业务人员(71)、核心技术人员(222)	294	1500	0.25%	15.33	4 年	以 2015 年净利润为基数 第一个行权期：2017 年净利润增长率不低于 30%，净资产收益率不低于 12%； 第二个行权期：2018 年净利润增长率不低于 45%，净资产收益率不低于 12%
2019	限制性股票	董事高管及核心技术(业务)骨干等	480	15,243	2.50%		6 年	以 2018 年净利润为基数 2019-2023 年度净利润增长率为 8%、18%、28%、38%、48%， 设定 2019-2023 年度净资产收益率为 20%且年度现金分红比例不低于 70%。
		其中：董事高管	5	6,807	1.12%	15.46		
		其中：其他员工	475	8,436	1.38%			

资料来源：公司公告，光大证券研究所

另一方面，蒙牛的管理层及股权架构则经历更迭。目前蒙牛管理采用职业经理人制，卢敏放先生于 2016 年 9 月出任总裁。而公司自 17 年起亦积极

推进股权激励计划以激发核心高管及员工的积极性，截至目前已分别授出三轮购股权及限制性股票。

表 11：蒙牛乳业 17 年至今股权激励执行情况

		2017/7/13	2018/5/7	2018/12/24
姓名	职位	所授购股权数目 (份)		
卢敏放	总裁及执行董事	865,000	690,199	9,312,210
吴文婷	执行董事	238,300	220,084	
总计		10,930,005	9,593,689	37,248,880
行使价		14.812 港元	26.05 港元	23.93 港元

		2017/7/13	2018/5/7	2019/6/5
姓名	职位	所授限制性股票数目 (股)		
卢敏放	总裁及执行董事	164,100	88,143	233,130
吴文婷	执行董事	70,300	66,000	
总计		6,998,575	6,693,084	8,201,104

资料来源：公司公告，光大证券研究所

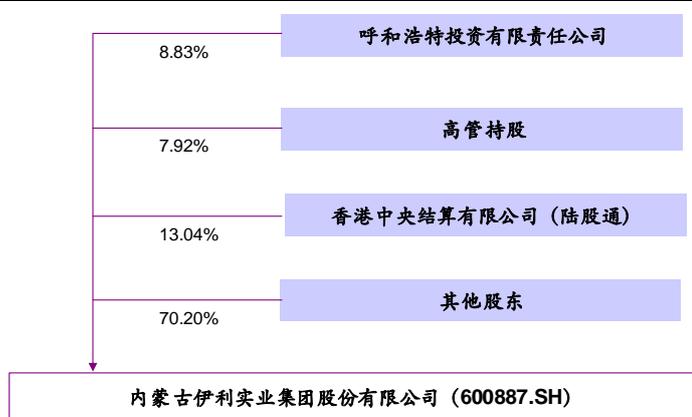
3、重点公司

3.1、伊利股份 (600887.SH)

伊利股份是国内的乳制品龙头企业。前身为 1956 年成立的呼和浩特市回民区养牛合作小组，于 1993 年改制成立伊利实业股份有限公司，1996 年于上交所主板上市。公司以“全球乳业 5 强”为战略目标，立足乳业核心业务，建立全球健康食品提供者的中长期愿景。

公司管理团队稳定，无实际控制人。截至 2019 年中期，公司股权结构中，呼和浩特投资有限责任公司持股 8.83%，董事长潘刚持股 3.87%、为第三大股东；核心董事高管合计持股约 7.92%。

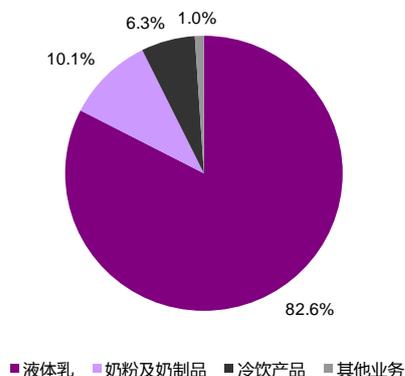
图 47：伊利股份股权架构



资料来源：公司公告，光大证券研究所（截至 2019 年中报）

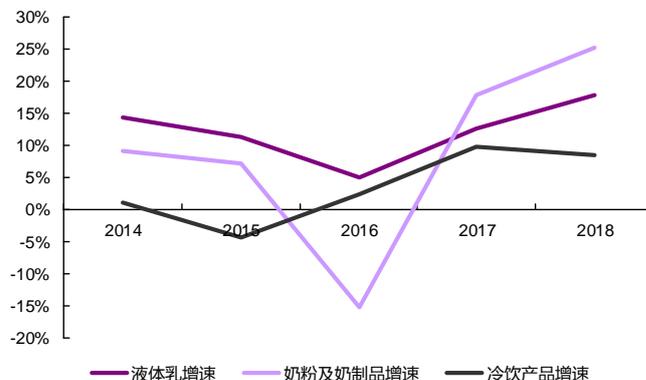
公司主要乳制品包括液体乳、奶粉、冷冻饮品及其他，并构建起液态奶、奶粉、冷饮、酸奶、健康饮品及奶酪六大产品事业部。液体乳贡献最主要收入，2018 年销售达 657 亿元，占比 82.6%；其中大单品“金典”、“安慕希”年收入均超百亿。公司奶粉及奶制品业务拥有“金领冠”、“伊利”、“托菲尔”、“培然”等婴配奶粉品牌组合，2018 年板块贡献约 80 亿元收入 (25.1% YoY)，占比 10.1%。2018 年伊利旗下婴幼儿配方奶粉零售额市占率提升至 5.8%。

图 48：伊利股份 2018 年收入分拆 (按产品类别)



资料来源：公司公告，光大证券研究所

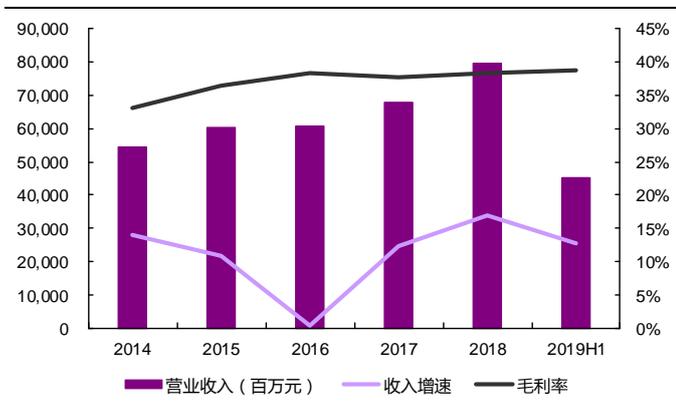
图 49：伊利股份各品类收入增速



资料来源：公司公告，光大证券研究所

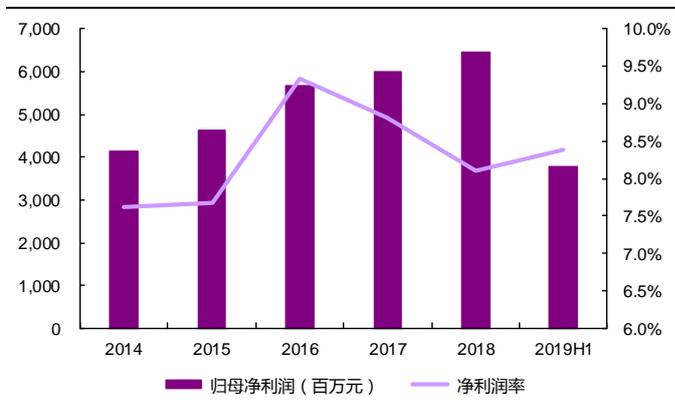
2018 年公司实现总收入 796 亿元 (16.9% YoY)，毛利率 38.3% (+0.5pct)；实现归母净利润 64.4 亿元 (7.3% YoY)，净利润率 8.1% (-0.7pct)，并宣布向全体股东每 10 股派发现金红利 7.00 元、DPS 维持 70%。2019H1 公司实现总收入 450.7 亿元 (12.8% YoY)，归母净利润 37.8 亿元 (9.7% YoY)，净利率达 8.4% (-0.2pct)。

图 50: 伊利股份收入及毛利率



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 51: 伊利股份归母净利润及利润率



资料来源：公司公告，光大证券研究所

3.1.1、渠道网络纵深，产品推广能力优益

伊利渠道网络纵深，小经销商制及公司直控网点均有助于加强公司终端掌控的能力。2018 年，伊利线下液奶终端网点数达到 175 万家 (23.2% YoY)，常温液态类乳品的渗透率为 82.3% (+2.2pct)，公司消费者触及数蝉联四年冠军。此外，伊利仍着重乡镇村市场开发，2018 年末公司直控村级网点近 60.8 万家 (14.7% YoY)。

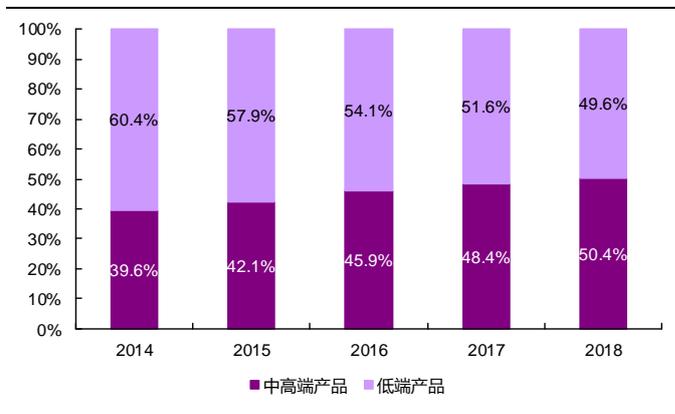
伊利通过对经销商的细致管理促进终端产品动销，针对经销商进行备货指导及费用支持（返利、买赠、新鲜度等），在推广新品和重点产品方面展现高效率。过去公司在核心产品的成功打造上亦验证其强大的渠道推广实力：“金典”自 07 年推出，2018 年销售超百亿；而“安慕希”自 13 年推出，销量快速增长成为同品类冠军，17 年销售超百亿。

图 52: 伊利消费者触及数及渗透率



资料来源：凯度消费者指数

图 53: 伊利股份液态乳收入构成



资料来源：公司公告，光大证券研究所测算

产品升级上，公司目前重点推进有机系列。已拥有“金典”“畅轻”“QQ星”等品牌有机产品，渠道铺货率持续提升。2018年，公司有机产品零售额市占率居首，其中“金典”有机常温奶在细分市场占有率达44.1%（+8.9pct）。**横向拓展上**，伊利在健康饮品类别下推广功能奶“舒化奶”、植物蛋白饮品“植选”、“核桃乳”以及能量饮料“焕醒源”，借助公司渠道网络有望加速推广。

同时，伊利也在关注开发新兴渠道如电商平台、新零售，挖掘母婴店、便利店及特殊渠道的潜力。目前新兴渠道占常温液奶收入比重仍较小，但保持高增速。2018年，公司电商板块收入同比增长61%。

3.1.2、前瞻性战略布局，保障长久生命力

在向2020年“五强千亿”目标努力的同时，伊利提出2030年成为全球乳业第一的远景。为此，公司进一步加强上下游供应连结，同时实施员工激励稳定优质管理团队，作为长久增长的保障。

伊利与国内大型原奶供应商连结紧密，通过资本或技术合作，以嵌入式服务建立利益共同体。公司通过持股方式获得优然牧业、赛科星原奶，通过战略合作方式取得辉山、中地的原奶，长期稳定的奶源供给支撑伊利业务的持续发展。伊利于8月亦完成收购新西兰第二大乳业合作社Westland 100%股权，将优质原奶布局延伸至海外。除奶源布局外，公司也通过收购方式扩张海外市场。18年11月，公司收购泰国本土最大冰淇淋企业Chomthana，公司旗下“Joy Day”冰淇淋于同年进入印尼市场。

伊利的员工激励始终到位，多种方式与公司利益深度绑定。自06年起，伊利已实施三轮股权激励计划，激励方式涉及限制性股票、员工持股、股票期权等。2019年8月5日，公司亦公布新一轮股权激励计划草案，并于9月6日针对该草案内容发布修订稿。根据修订稿，公司拟授予152,428,000股限制性股票，占总股本的2.50%，授予价格为15.46元，分五期解除限售。激励对象共计480人，包括董事高管及核心技术（业务）骨干等员工。

在多种股权激励方案下，伊利核心管理层较为稳定，董事长潘刚自05年上任至今。管理团队的高留存度有利于公司战略方针的持续性贯彻及业务经营的稳定性。可以看到，激励政策的历年业绩考核均成功达标，公司06-18年总收入CAGR达12.8%，净利润CAGR达12.7%。

表 12：伊利股份历次股权激励计划

年份	激励方式	涉及人员	人数 (名)	股份数量 (万股/份)	占股本 比重	行权/授予 价格(元)	有效期	限制条件
2006	股票期权	公司总裁(1)、总裁助理(3)和核心业务骨干：共33人	33	5,000	9.68%	13.33	8年	首期行权时，上一年度1)扣非净利润增长率不低于17%，2)主营业务收入增长率不低于20%； 首期以后行权时，上一年度主营业务收入与2005年相比的复合增长率不低于15%
2014	员工持股	中高层管理人员及业务技术骨干 其中：董事高管	317 8	14,389 4,426			10年期，进行至第6期	

		其中：其他员工	309	9,963				
2016	股票期权			4500	0.74%	16.47	4年	以2015年净利润为基数 第一个行权期：2017年净利润 增长率不低于30%，净资产收 益率不低于12%； 第二个行权期：2018年净利润 增长率不低于45%，净资产收 益率不低于12%
	限制性股票	核心业务人员(71)、 核心技术人员(222)	294	1500	0.25%	15.33		
2019	限制性股票	董事高管及核心技 术(业务)骨干等	480	15,243	2.50%		6年	以2018年净利润为基数 2019-2023年度净利润增长率 为8%、18%、28%、38%、48%， 设定2019-2023年度净资产收 益率为20%且年度现金分红比 例不低于70%。
		其中：董事高管	5	6,807	1.12%	15.46		
		其中：其他员工	475	8,436	1.38%			

资料来源：公司公告，光大证券研究所

3.1.3、盈利预测与估值

鉴于公司目前的生产经营情况，我们做出以下关键假设：

1) 液体乳：基于公司龙头地位和渠道优势，以安慕希和金典为代表的重点品类销售稳健；上游整合及研发实力支撑公司在产品端的高端化努力，将持续促进产品动销及毛利率提升。我们预计公司液体奶2019-2021年的收入增速分别为13.0%、11.7%及10.3%，毛利率分别为35.0%、35.1%及35.2%。

2) 奶粉及奶制品：面对奶粉行业整体增速放缓，公司旗下的奶粉产品组合将进一步拓展高端品类份额，收获市占率提升带来的收入增长。我们预计公司奶粉品类2019-2021年的收入增速分别为17.4%、12.2%及7.3%，毛利率分别为54.5%、54.7%及55.0%。

3) 冷饮产品：公司旗下拥有多个成熟冷饮品牌，将配合新品推出进一步扩大收入规模。我们预计公司冷饮板块2019-2021年的收入增速分别为10.0%、15.0%及15.0%，毛利率分别为45.1%、45.3%及45.5%。

4) 其他：新品类有望借助公司渠道网络有望加速推广。我们预计该项下2019-2021年的收入增速为5.0%，毛利率基本维持在79.6%。

表 13：伊利股份主要业务分拆及预测

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	68,058	79,553	90,055	100,783	111,053
YoY	12.3%	16.9%	13.2%	11.9%	10.2%
液体乳	55,766	65,679	74,241	82,944	91,447
YoY	12.6%	17.8%	13.0%	11.7%	10.3%
其中：中高端产品	26,972	33,071	39,025	44,981	50,637
YoY	18.5%	22.6%	18.0%	15.3%	12.6%
占比	48.4%	50.4%	52.6%	54.2%	55.4%
其中：低端产品	28,794	32,608	35,216	37,963	40,811
YoY	7.6%	13.2%	8.0%	7.8%	7.5%
占比	51.6%	49.6%	47.4%	45.8%	44.6%
奶粉及奶制品	6,428	8,045	9,443	10,599	11,372

YoY	17.8%	25.1%	17.4%	12.2%	7.3%
冷饮产品	4,606	4,997	5,497	6,321	7,269
YoY	9.8%	8.5%	10.0%	15.0%	15.0%
其他业务	1,258	833	874	918	964
YoY	26.3%	-33.8%	5.0%	5.0%	5.0%
营业成本	42,362	49,106	55,752	62,280	68,537
毛利	25,696	30,447	34,304	38,503	42,516
液体乳	19,611	23,126	25,984	29,114	32,189
奶粉及奶制品	3,468	4,406	5,147	5,798	6,255
冷饮产品系列	1,984	2,252	2,477	2,861	3,305
其他业务	632	663	696	730	767
毛利率	37.8%	38.3%	38.1%	38.2%	38.3%
液体乳	35.2%	35.2%	35.0%	35.1%	35.2%
奶粉及奶制品	54.0%	54.8%	54.5%	54.7%	55.0%
冷饮产品系列	43.1%	45.1%	45.1%	45.3%	45.5%
其他业务	50.3%	79.6%	79.6%	79.6%	79.6%

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

综上所述，我们预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 900.6、1007.8 及 1110.5 亿元，同比增速分别为 13.20%、11.91%及 10.19%；实现归母净利润分别为 69.6、72.8 及 83.5 亿元，同比增速分别为 8.08%、4.65%及 14.69%，对应 2019-2021 年 EPS 分别为 1.15、1.20 及 1.37 元人民币。伊利股份作为国内乳制品龙头，各业务条线发展均衡、高端产品带动作用显著，同时新业务布局多头并举、海外市场扩张稳步进行，近期出台新一期股权激励方案，长期绑定核心优质团队，长期增长动力充足。我们基于 DCF 模型（ $g=2.0\%$ ， $WACC=8.53\%$ ）给予目标价 36.03 元，对应 19/20 年 PE 分别为 31x/30x。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险分析：乳制品需求回落，行业竞争加剧，原材料成本上涨，食品安全问题

表 14：伊利股份模型假设

假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.00%
无风险利率 Rf	3.43%
β (levered)	0.69
Rm-Rf	7.43%
Ke(levered)	8.55%
税率	14.85%
Kd	3.93%
Ve	182,535
Vd	700
目标资本结构	0.38%
WACC	8.53%

资料来源：光大证券研究所预测

表 15: 伊利股份 FCFF 估值

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	21,307	10.18%
第二阶段	63,552	30.37%
第三阶段 (终值)	124,396	59.45%
企业价值 AEV	209,256	100.00%
加: 非经营性净资产价值	10,678	5.10%
减: 少数股东权益 (市值)	253	-0.12%
减: 债务价值	700	-0.33%
总股本价值	218,980	104.65%
股本 (百万股)	6,078	
每股价值 (元)	36.03	
PE (隐含)	31	

资料来源: 光大证券研究所预测

表 16: 伊利股份业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	68,058	79,553	90,055	100,783	111,053
营业收入增长率	12.29%	16.89%	13.20%	11.91%	10.19%
净利润 (百万元)	6,001	6,440	6,960	7,284	8,354
净利润增长率	5.99%	7.31%	8.08%	4.65%	14.69%
EPS (元)	0.99	1.06	1.15	1.20	1.37
ROE (归属母公司) (摊薄)	23.90%	23.07%	22.73%	22.05%	23.03%
P/E	30	28	26	24	21
P/B	7.1	6.4	5.8	5.4	4.9
EV/EBITDA	23.0	20.5	18.8	17.1	14.6

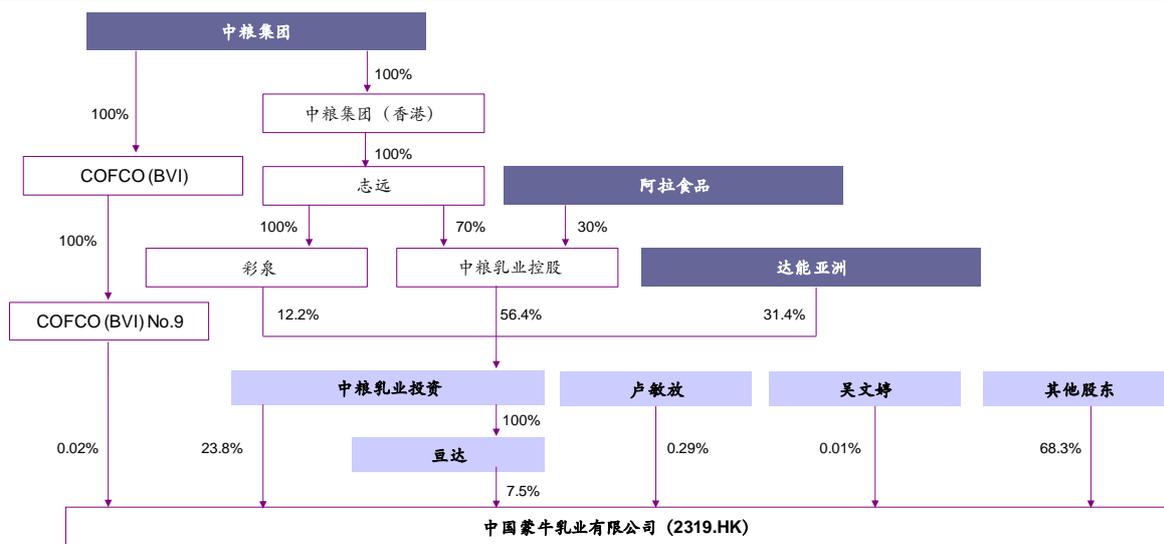
资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 9 月 16 日

3.2、蒙牛乳业 (2319.HK)

蒙牛乳业是国内领先的乳制品生产商，由创始人牛根生于 1999 年设立，2004 年在港交所上市。公司于国内及海外生产销售优质乳品，拥有液态奶、冰淇淋、奶粉、奶酪等多品种矩阵，连续 10 年位列全球乳业 20 强。

中粮集团、达能亚洲、阿拉食品分别是公司的第一、二、三大战略股东。截至 2018 年底，三者通过中粮乳业投资合共持有公司 31.41% 的股权；中粮集团亦通过 COFCO (BVI) 持股 0.02%。

图 54：蒙牛乳业股权架构



资料来源：公司公告，光大证券研究所（截至 2019 年 7 月）

公司管理层及股权架构经历更迭。目前管理采用职业经理人制，卢敏放先生于 2016 年 9 月出任总裁。卢总曾负责达能和多美滋中国业务逾 10 年、并于 16 年起任雅士利董事会主席，掌握丰富的行业经验。同时，公司自 17 年起积极推进股权激励计划以激发核心高管及员工的积极性，截至目前已分别授出三轮购股权及限制性股票。

表 17：蒙牛乳业管理层及架构变动

日期	事件	备注
2009 年 7 月	中粮集团与厚朴基金组建的新公司（中粮持股 70%），以每股 HKD17.6，投资 HKD61 亿收购蒙牛 20% 股权	中粮集团成为蒙牛第一大股东
2009 年 8 月	牛根生辞去总裁，杨文俊接任蒙牛总裁	
2012 年 4 月	孙伊萍任蒙牛总裁 长期负责可口可乐、地产业务，具备品牌食品营销、粮油食品加工及地产的管理经验	重组事业部按职能划分：原奶、生产、物流、营销等
2013 年 6 月	对雅士利提出自愿性全面收购要约，每股价格 HKD3.5	截至 8 月 13 日有效接纳股份占雅士利已发行股本约 89.82%
2014 年 2 月	中粮集团、达能亚洲、阿拉食品，三方重组股权成立合资公司中粮乳业投资，分别于公司持股 16.3%、9.9%、5.3%	

2015年7月	蒙牛乳业、雅士利与达能集团签订谅解备忘录，雅士利拟全资收购多美滋中国，达能将出售款项用来增持蒙牛股份	12月，达能出售多美滋中国的全部股权，代价为约HKD12.3亿，多美滋中国成为雅士利的间接全资附属公司
2015年9月	雅士利拟以10.5亿元购买蒙牛全资附属公司欧世蒙牛的全部股权，欧世蒙牛主要拥有蒙牛旗下的欧世、瑞哺恩、美系列等奶粉品牌	
2016年9月	卢敏放任蒙牛总裁 负责达能和多美滋超10年，曾担任达能早期生命营养品公司大中华区主席职务，帮助发展达能在中国的婴幼儿营养品业务	新事业部制：常温、低温、冰品、奶粉和其他业务（植物基、奶酪等）；打造集团职能支持事业部，成立奶源事业部

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

表 18：蒙牛乳业 17 年至今股权激励执行情况

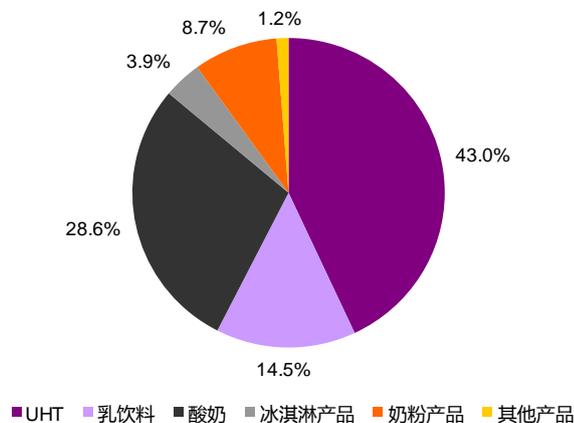
		2017/7/13	2018/5/7	2018/12/24
姓名	职位	所授购股权数目 (份)		
卢敏放	总裁及执行董事	865,000	690,199	9,312,210
吴文婷	执行董事	238,300	220,084	
总计		10,930,005	9,593,689	37,248,880
行使价		14.812 港元	26.05 港元	23.93 港元

		2017/7/13	2018/5/7	2019/6/5
姓名	职位	所授限制性股票数目 (股)		
卢敏放	总裁及执行董事	164,100	88,143	233,130
吴文婷	执行董事	70,300	66,000	
总计		6,998,575	6,693,084	8,201,104

资料来源：公司公告，光大证券研究所

蒙牛主要产品涵盖 1) 液态奶 (UHT、乳饮料、酸奶)；2) 冰淇淋；3) 奶粉及 4) 其他 (奶酪、豆奶等)。2018 年，UHT、乳饮料及酸奶分别贡献公司总收入的 43.0%、14.5%、28.6%。蒙牛的奶粉业务除君乐宝外 (公司已于 19 年 6 月协议出售 51% 股权)，由雅士利平台整合，旗下主要包含“雅士利”、“多美滋”、“瑞哺恩”、“Baby&Me”及“朵拉小羊”等品牌的注册配方产品。

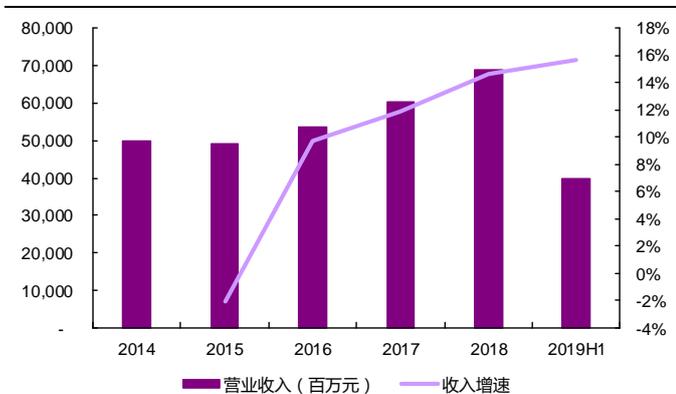
图 55：蒙牛乳业 2018 年收入分拆 (按产品类别)



资料来源：公司公告，光大证券研究所

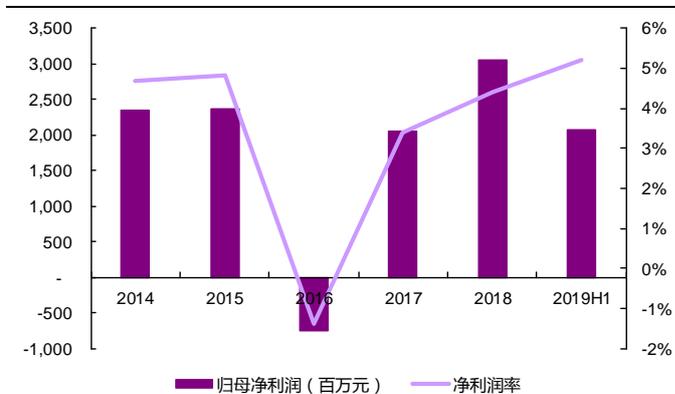
2018 年公司实现主营收入 689.8 亿元 (14.7% YoY)，实现毛利 257.8 亿元，毛利率 37.4% (+2.2pct YoY)；归母净利润 30.4 亿元 (48.6% YoY)，净利润率 4.4%。2019H1 公司实现主营收入 398.6 亿元 (15.6%YoY)，实现归母净利润 20.8 亿元 (33.0%YoY)，净利润率 5.2% (+0.7pct YoY)。

图 56: 蒙牛乳业收入及增速



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 57: 蒙牛乳业历年净利润

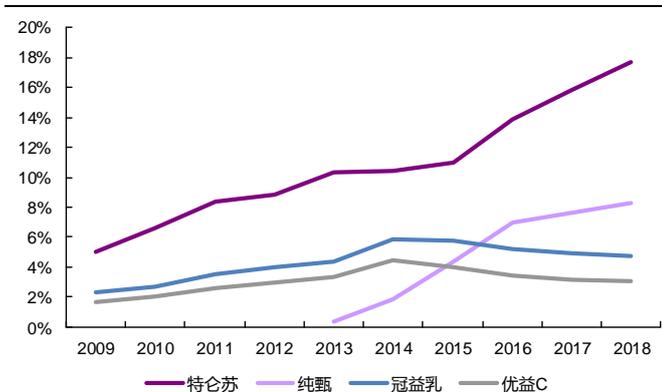


资料来源：公司公告，光大证券研究所

3.2.1、高端化收效明显，结构优化持续推进

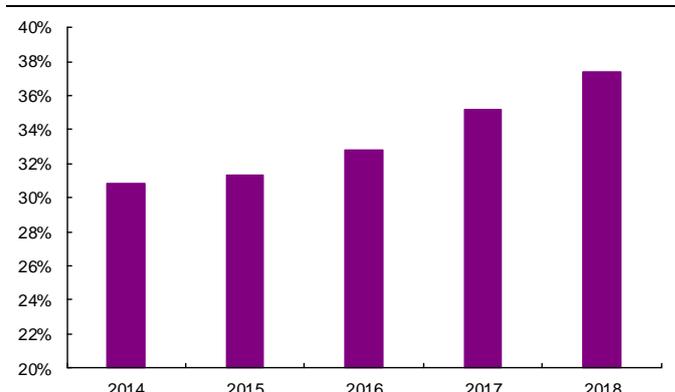
公司持续推行产品结构优化，加大高端产品的占比。一方面，维持核心产品的投入、同时在优势品类上创新研发。2018 年，蒙牛和特仑苏品牌牛奶均取得双位数增长。在此基础上，公司将资源进一步集中。2019 年 6 月底，公告向鹏海基金及君乾管理出售君乐宝的 51% 股权，总代价约人民币 40.1 亿，预计为蒙牛带来年度除税前收益约 34.3 亿元。公司方面的出售决策主要考虑到 1) 君乐宝在收购后品牌运作相对独立，与集团协同有限；2) 君乐宝产品定位中低端，与公司目前专注高端化战略有所背离。该笔交易亦为未来适宜投资机会建立资金储备。另一方面，公司关注消费升级的新兴细分领域，整合设立新业务群，聚焦海外市场、鲜奶、植物基、奶酪等高潜力业务，整体布局初具成效。

图 58: 蒙牛乳业主要高端液奶品类终端市占率



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

图 59: 蒙牛乳业毛利率趋势



资料来源：公司公告，光大证券研究所

3.2.2、供应链+渠道改革，奠定发展基础

蒙牛在原奶供应模式上倾向自建或参股牧场，拥有对上游原奶的较强控制力，并持续提升参股牧场的供奶比例。目前，公司拥有现代牧业 60.77% 股权，通过收购圣牧下游业务 51% 股权间接获得其上游原奶控制权，且在原生态牧业、富源牧业等规模化上游原奶企业中拥有权益。我们认为，在国内原奶价格温和上行趋势下，公司将在采购成本上拥有相对强势的议价权，同时上游联营公司现代牧业有望受益于奶价上行实现扭亏。此外，在原奶产量持续紧张、乳制品消费高端化趋势下，掌握充足及高质量原奶，将对公司未来开展高端产品如有机奶、低温奶业务带来强有力的竞争优势。

表 19：蒙牛主要参股及合作牧场概况

牧场	蒙牛权益	2018 年原奶产量 (万吨)
富源牧业	联营公司	24
原生态牧业	持股 4.41%	28
现代牧业	持股 60.77%	130
圣牧高科牧业	持股 51%	68
中鼎联合牧业	战略合作	50

资料来源：Wind，荷斯坦数据，光大证券研究所

公司奶源地主要分布在西北、东北、华北等适宜养牛的黄金奶源带。配合原奶分布，公司进一步优化生产基地布局。截至目前，公司在全国建立了 38 个生产基地，海外新西兰、印度尼西亚各 1 个基地，年产能合 975 万吨。其中，印尼工厂于 18 年 11 月正式开业，实现地产地销，主要提供 YoyiC 系列产品。同时，公司加快推进产能扩张以支持销售端增长，焦作工厂四期项目建设进程加快，位于云南省的高原特色奶业全产业链项目（设计日产能约 1200 吨）及云南陆良万头奶牛养殖项目的建设也已宣布开工。

公司在销售方面，深化 RTM 通路精耕、推进低线渗透，进一步增强公司渠道的控制力和覆盖率。1) 针对传统渠道，确立以经销商为主体，经销商+销售公司+CBU 长期并存发展的销售运营模式；在一二线市场设立分子公司直营、在各销售大区提高铺市铺货率、增强对经销商的支持和费用管控；2) 通过与“零售通”B2B 等平台的战略合作挖掘低线城市、乡镇市场潜力；3) 加强 KA 渠道管理、开拓电商渠道和特通渠道，发掘新渠道增长点。

3.2.3、盈利预测与估值

鉴于公司目前的生产经营情况，我们做出以下关键假设：

1) 液体奶：公司的渠道精耕和下沉措施有望逐步收获成效，液体奶板块将挖掘更多市场空间；同时持续的高端产品推出带来收入端增长动力，其中特仑苏梦幻盖新品伴随铺市率上升和营销推进预计将驱动 UHT 品类增长。公司掌握大型优质奶源，奶价上涨的负担相对可控，产品结构持续优化也将缓解部分成本压力。我们预计公司液体奶 2019-2021 年的收入增速分别为 12.0%、9.3%及 8.2%，毛利率基本维持在 36.3%。

2) 冰淇淋：公司冰品业务将围绕品牌“随变”进一步整合资源，实施稳健发展。受到 19 年二季度不利天气因素影响，预计年内该板块业务收入

将同比微降。我们预计公司冰淇淋 2019-2021 年的收入增速分别为-2.0%、5.0%及 5.0%，毛利率基本维持在 25.0%。

3) 奶粉：通过渠道多元化拓展提升奶粉品类渗透，雅士利旗下品牌高端化趋势挖掘发展空间。我们预计公司奶粉 2019-2021 年的收入增速分别为 30.0%、25.0%及 20.0%，毛利率基本维持在 52.0%。

4) 其他：包括鲜奶、奶酪等在内的新业务整体规模有限，公司将其作为未来业绩增长点持续培育。我们预计其他品类 2019-2021 年的收入增速为 10.0%，毛利率基本维持在 40.0%。

表 20：蒙牛乳业主要业务分拆及预测

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	60,156	68,977	77,930	86,281	94,421
液体奶	53,015	59,389	66,506	72,674	78,616
其中：UHT	25,689	29,689	34,142	37,898	41,687
其中：乳饮料	9,880	9,998	10,298	10,504	10,714
其中：酸奶	17,446	19,702	22,066	24,272	26,214
冰淇淋	2,513	2,723	2,669	2,802	2,943
奶粉	4,042	6,017	7,823	9,778	11,734
其他	585	848	932	1,026	1,128
收入增速	11.9%	14.7%	13.0%	10.7%	9.4%
液体奶	10.2%	12.0%	12.0%	9.3%	8.2%
其中：UHT	7.7%	15.6%	15.0%	11.0%	10.0%
其中：乳饮料	5.3%	1.2%	3.0%	2.0%	2.0%
其中：酸奶	17.3%	12.9%	12.0%	10.0%	8.0%
冰淇淋	15.3%	8.4%	-2.0%	5.0%	5.0%
奶粉	28.3%	48.9%	30.0%	25.0%	20.0%
其他	69.4%	44.8%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利	21,183	25,784	29,247	32,573	35,805
液体奶	18,193	21,571	24,139	26,377	28,517
其中：UHT	8,477	9,797	11,267	12,506	13,757
其中：乳饮料	3,260	3,499	3,604	3,676	3,750
其中：酸奶	6,455	8,275	9,268	10,194	11,010
冰淇淋	628	681	667	701	736
奶粉	2,199	3,129	4,068	5,085	6,102
其他	206	317	373	410	451
毛利率	35.2%	37.4%	37.5%	37.8%	37.9%
液体奶	34.3%	36.3%	36.3%	36.3%	36.3%
其中：UHT	33.0%	33.0%	33.0%	33.0%	33.0%
其中：乳饮料	33.0%	35.0%	35.0%	35.0%	35.0%
其中：酸奶	37.0%	42.0%	42.0%	42.0%	42.0%
冰淇淋	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
奶粉	54.4%	52.0%	52.0%	52.0%	52.0%
其他	35.2%	37.4%	40.0%	40.0%	40.0%

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

综上所述，我们预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 779.3、862.8 及 944.2 亿元，同比增速分别为 13.0%、10.7%及 9.4%；实现归母净利润分别为 39.0、45.6 及 52.1 亿元，同比增速分别为 28.2%、16.9%及 14.3%，对应 2019-2021 年 EPS 分别为 1.00、1.17 及 1.33 元人民币。蒙牛乳业的前瞻供应链布局及渠道改革将逐步收获成效，产品结构持续优化支撑利润率进一步修复，作为行业内龙头具备综合竞争实力。我们基于 DCF 模型（ $g=2.0\%$ ， $WACC=8.34\%$ ）给予目标价 36.78 港元，对应 19/20 年 PE 分别为 32x/28x。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险分析：行业竞争加剧，上游成本波动，食品安全问题

表 21：蒙牛乳业模型假设

假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.00%
无风险利率 R_f	3.50%
$R_m - R_f$	8.00%
β ($\beta_{levered}$)	0.69
K_e ($K_{levered}$)	9.02%
税率	15.00%
K_d	3.50%
V_e	104,509
V_d	14,715
目标资本结构 $D/D+E$	12.34%
WACC	8.34%

资料来源：光大证券研究所预测

表 22：蒙牛乳业 FCFF 估值

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	28,048	20.85%
第二阶段	41,062	30.52%
第三阶段 (终值)	65,425	48.63%
企业价值 AEV	134,534	100.00%
加：非经营性净资产价值	7,298	5.42%
减：少数股东权益 (市值)	-161	0.12%
减：债务价值	14,715	-10.94%
总股本价值	127,278	94.61%
股本 (百万股)	3,932	
每股价值 (元)	32.37	
每股价值 (港元)	36.78	
PE (2019E)	32	

资料来源：光大证券研究所预测

表 23：蒙牛乳业业绩预测和估值指标

人民币 百万	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	60,156	68,977	77,930	86,281	94,421
营业收入增长率	11.9%	14.7%	13.0%	10.7%	9.4%
净利润	2,048	3,043	3,901	4,559	5,211
净利润增长率	-372.6%	48.6%	28.2%	16.9%	14.3%
EPS (元人民币)	0.53	0.78	1.00	1.17	1.33
ROE	9.1%	12.1%	13.8%	14.3%	14.5%
EV/EBITDA	27.5	23.3	19.5	17.2	15.2
P/E	50	34	27	23	20
P/B	4.6	4.1	3.7	3.3	2.9

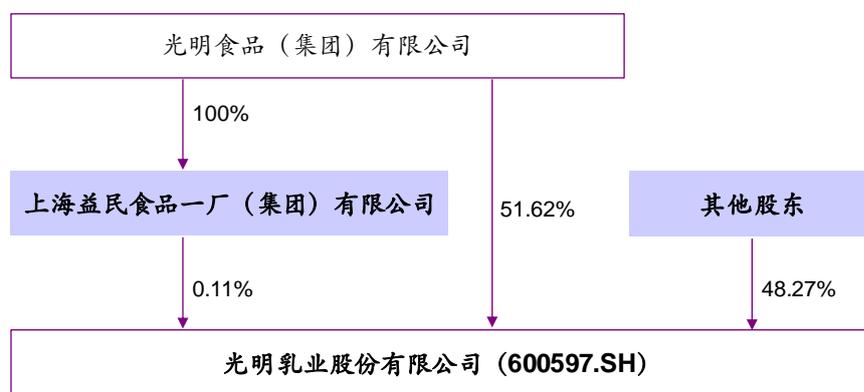
资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 9 月 16 日, 1HKD=0.88RMB

3.3、光明乳业（600597.SH）

光明乳业成立于 1996 年，前身为 1949 年成立于上海的益民一厂及后继的上海牛奶公司，于 2002 年登陆上交所主板。公司主营业务包括乳制品、牧业及冷链物流，基本覆盖乳业全产业链，行业研发、生产、销售经验丰富。

光明乳业实际控制人为上海国资委，下属的光明食品（集团）有限公司为公司的控股股东，截至 2019 年中期直接持有公司股份 51.62%，并通过一致行动人上海益民食品一厂（集团）有限公司持股 0.11%。公司新一届董事长濮韶华于 18 年 9 月上任，具备国际化背景及十余年农产品加工行业发展经验。

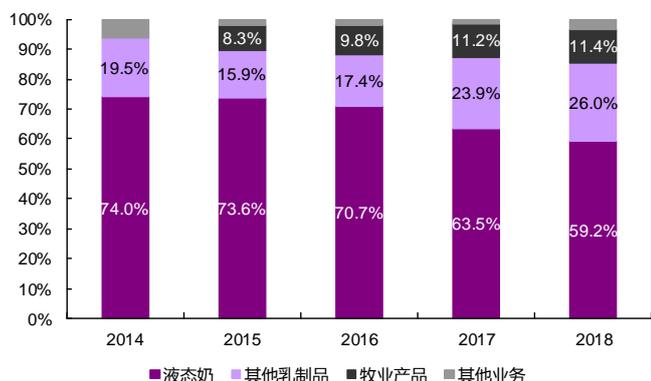
图 60：光明乳业股权架构



资料来源：公司公告，光大证券研究所（截至 2019 年中报）

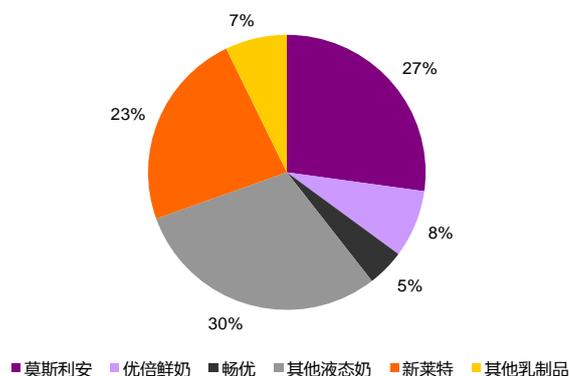
乳制品业务为公司核心业务，主要产品包括低温奶、常温奶、乳酸菌饮品、奶粉、冷饮及其他乳制品。旗下拥有知名常温酸奶品牌“莫斯利安”、鲜奶品牌“优倍”、低温酸奶“畅优”等。

图 61：光明乳业收入分拆（按业务类型）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 62：光明乳业 2018 年乳制品板块收入分拆



资料来源：公司公告，光大证券研究所测算

公司始终致力于成为中国乳业高端品牌引领者。进入 2019 年，着重打造鲜奶领域的竞争力，坚持“领鲜”战略。一方面，通过开发中高端系列产

品进行品牌升级，密集推出低温新品。而公司于 18 年完成的收购牛奶棚 66.27% 股权及益民一厂 100% 股权，将在渠道资源及业务品类上进行进一步协同。另一方面，公司将提升营销费用投放效率，同时加大营销力度，进行品牌塑造。

表 24：光明 19 年二季度以来新品发布

时间	产品
4 月	“优倍”减脂肪 50% 鲜牛奶 “优倍”浓醇鲜牛奶 “畅优”益菌多系列风味发酵乳 “如实”每杯含大于 10g 的高蛋白酸奶 “致优”娟姗鲜牛乳限量上市 “莫斯利安”冰淇淋
5 月	光明冰砖冰淇淋味牛奶 “畅优”益菌多旗下四款新品
6 月	与盒马合作的冰淇淋风味发酵乳
7 月	“致优”娟姗鲜牛乳正式上市

资料来源：公司官方公众号，光大证券研究所

3.3.1、深耕华东市场，挖掘区域潜力

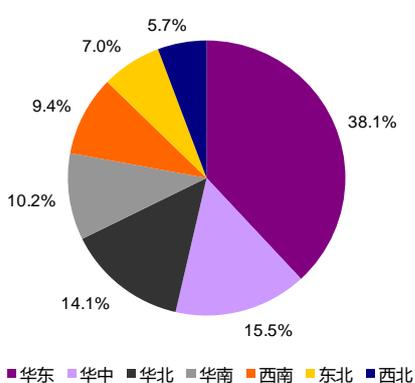
公司确立市场战略、优化布局，立足上海、深耕长三角，提升盈利水平，聚焦区域、产品、渠道。

上海地区为光明乳业基地市场，2018 年贡献收入 52.9 亿元，占比 25.2%，华东地区整体收入占比约 70%。公司在上海市场一直拥有较为可观的利润率，18 年上海销售毛利率达到 42.1%，大幅高于其他地区 7.6pct。通过做强基地市场及长三角区域，公司有望在华东市场拥有更高的利润空间。

1) 公司在华东区域具有较高品牌知名度及市占率，区域市场的高认可度筑造竞争壁垒。公司的鲜奶牛奶市场份额约 45%，华东市占率可达 79%；新鲜酸奶全国市占率约 22%，华东市占率约 54%。

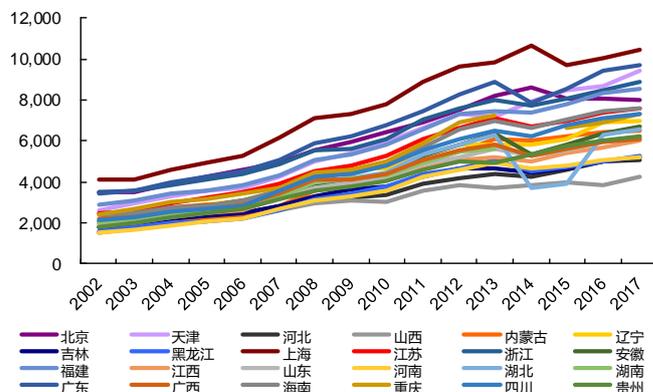
2) 华东市场整体居民消费能力较高、鲜奶消费观念相对成熟，产品升级接受度高，而华东区域冷链物流网络相对密集，为鲜奶业务提供支持。

图 63：2017 年全国冷库容量构成（按区域）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 64：全国城镇居民人均消费性支出:食品（元/年）



资料来源：Wind，光大证券研究所

3) 公司在华东区域的奶源供应能力处于绝对优势地位。目前光明乳业原奶自给率约 38%，下属全资控股子公司光明牧业的原奶主要供公司生产作业。光明牧业成立于 2003 年，前身为上海光明荷斯坦牧业有限公司。目前，光明牧业在全国拥有 28 个规模牧场，主要分布在华东地区，其中上海有 14 个。奶牛存栏量约 8 万头，泌乳牛约 4 万头。2017 年光明牧业牛奶产量约 46.7 万吨，排名全国第六。

图 65：光明牧业拥有 28 个规模牧场



资料来源：光明牧业官网（截至 2017 年）

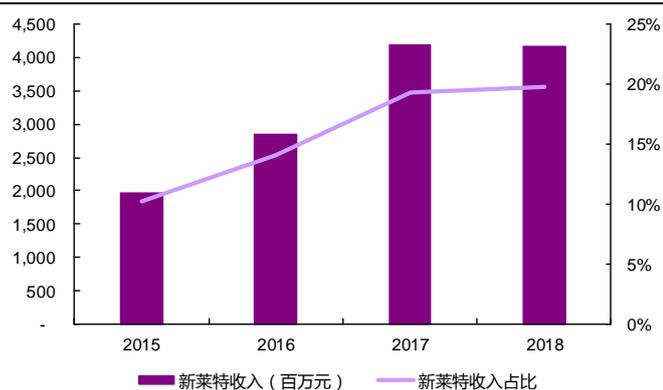
光明牧业养殖经验悠久，出产生乳安全且优质。牧场管理采用“千分牧场”评价标准体系，对所有牧场兽医保健、繁殖育种、饲料饲养、生奶质量、防暑降温、安全生产等六大版块进行评分，并在 18 年新增环保千分制考核机制，推进“美丽牧场”建设。

此外，公司在全国主要省市均有工厂分布，主要产能则在华东区域，包括杭州、南京等地，上海地区共有华东中心工厂、奉贤工厂等 3 个工厂。对华东市场的运输可以进行快速配货，在上海可以提供一天两次的配货。在产品上，针对其他地区的消费水平及习惯、冷链建设情况，公司将因地制宜上线 15 天的液奶产品以延长销售半径，进一步进行市场拓展。

3.3.2、新莱特丰富产品线，打造新增长点

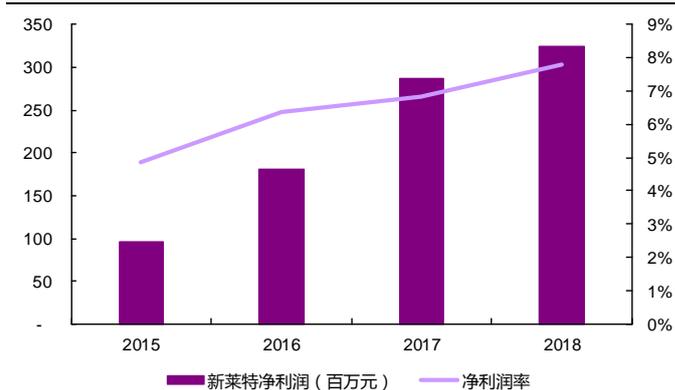
光明乳业子公司新西兰 Synlait Milk 公司（新莱特）主要从事 2B 大包粉的生产与销售，近年来逐渐开拓婴儿奶粉及多种乳制品业务。作为优质乳粉生产商，新莱特是公司稳定的收入和利润贡献来源。2018 年，新莱特实现收入约 41.6 亿元，占总收入比重 19.8%；实现净利润 3.2 亿元，净利润率约 7.7%。

图 66: 新莱特收入及占比



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 67: 新莱特净利润及利润率水平

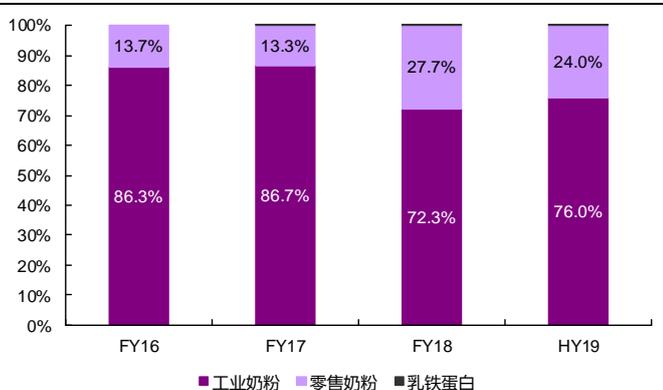


资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

光明乳业于 2010 年以 8200 万新西兰元认购新莱特新增股份 26,021,658 股, 持股 51% 成为其控股股东。2013 年, 新莱特于新西兰证交所挂牌上市, 原总股本按 1: 2.2 比例股份细拆、并新发行 34,090,910 股。公司持有原总股本 51% 股权 (细拆后为 57,247,647 股), 占新莱特新发行后总股本 39.12%, 仍为第一大股东。

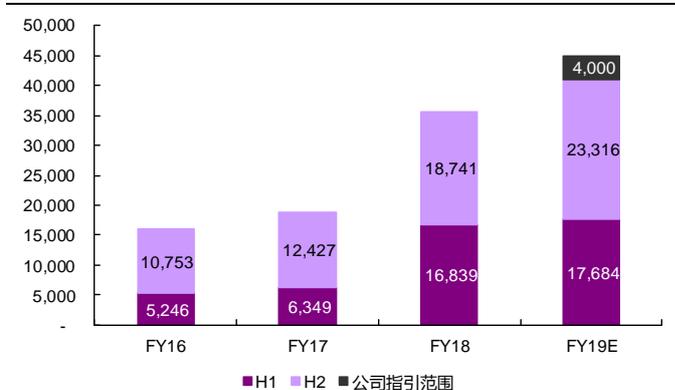
新莱特产品主要包括大包粉、罐装婴幼儿配方奶粉、乳铁蛋白。截至 2019 年上半财年, 大包粉、婴配奶粉销量分别占比 76%、24%。公司目前拥有位于新西兰北岛的 Pokeno 工厂和南岛的 Dunsandel 工厂, 奶粉产能共计 12.5 万吨。此外, Dunsandel 工厂于 18 年底完成乳铁蛋白产能扩建, 而液态乳制品生产线项目也已开启试运营。

图 68: 新莱特历年产品销量占比



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 69: 新莱特罐装婴幼儿配方奶粉销量 (吨)



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所 (数据为公司预测)

表 25: 新莱特厂房及产能概览

地点	设施	产能 (吨)	试运行	产品
建成				
Dunsandel	混合及装罐	35,000	14 年 7 月	婴配奶粉
Auckland	混合及装罐	35,000	17 年 11 月	婴配奶粉
Dunsandel	湿混厂房 1	40,000	11 年 9 月	婴配基粉
Dunsandel	湿混厂房 2	40,000	17 年 11 月	婴配基粉
Dunsandel	干燥机 1	40,000	08 年 8 月	婴儿级全脂奶粉及脱脂奶粉
Dunsandel	干燥机 2	40,000	11 年 9 月	婴配基粉, 婴配级全脂奶粉及脱脂奶粉

Dunsandel	干燥机 3	40,000	15 年 9 月	婴配基粉，婴配级全脂奶粉及脱脂奶粉
Dunsandel	SMD	2,000	09 年 7 月	特种奶粉
Dunsandel	无水奶油	20,000	08 年 9 月	无水奶油
Dunsandel	乳铁蛋白工厂	20	14 年 4 月	乳铁蛋白
Dunsandel	乳铁蛋白扩建	20	18 年 11 月	乳铁蛋白
在建				
Pokeno	湿混厂房 3 & 干燥机 4	45,000	19 年春季	婴配基粉，婴配级全脂奶粉及脱脂奶粉
Dunsandel	液奶包装	110mL	19 年 3 月	牛奶、奶油、长保乳制品及其他混合乳制品
Temuka	奶酪	12,000	19 年 8 月	奶酪

资料来源：公司公告，光大证券研究所

目前大包粉代工业务依然贡献主要收入，未来新莱特计划进一步提升高附加值婴配奶粉产品占比，并扩展业务至液态奶、奶酪等领域。在婴幼儿配方奶粉领域，公司已与大客户 a2 Milk Company 在内的多家跨国乳企建立长期稳定的关系；而在乳制品业务上，新莱特与新西兰本土零售商 Foodstuffs South Island 达成 10 年期供货协议，新莱特亦通过收购 Talbot Forest Cheese 进入奶酪领域，收购于今年八月初完成。

图 70：新莱特主要婴儿配方奶粉客户



资料来源：公司公告，光大证券研究所

3.3.3、盈利预测与估值

鉴于公司目前的生产经营情况，我们做出以下关键假设：

1) 液态奶：公司掌控大型优质奶源，通过持续推出低温新品加速低温奶业务发展；常温奶方面，公司通过产品升级及强势营销推广以扭转业务下滑态势，将对销售带来逐步改善。受奶价上涨的负面影响，预计年内液态奶板块毛利率同比有所下滑。我们预计公司液态奶 2019-2021 年的收入增速分别为 0.6%、1.4%及 1.5%，毛利率分别为 45.0%、45.5%及 46.1%。

2) 其他乳制品：新莱特业务稳步发展，随着未来高附加值婴配奶粉产品及液态奶、奶酪等品类占比进一步提升，公司收入及利润端均将呈现高质量增长。我们预计公司其他乳制品 2019-2021 年的收入增速分别为 7.4%、10.3%及 12.8%，毛利率分别为 17.6%、17.9%及 18.5%。

3) 其他业务: 公司将资源聚焦优势乳制品领域, 其他业务收入占比有限, 预计基本维持当前经营状态。

表 26: 光明乳业主要业务分拆及预测

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	21,672	20,986	21,526	22,367	23,453
YoY	7.3%	-3.2%	2.6%	3.9%	4.9%
乳制品	18,946	17,878	18,357	19,130	20,142
YoY	6.3%	-5.6%	2.7%	4.2%	5.3%
占比	87.4%	85.2%	85.3%	85.5%	85.9%
其中: 液态奶	13,759	12,430	12,508	12,679	12,868
YoY	-3.7%	-9.7%	0.6%	1.4%	1.5%
占比	63.5%	59.2%	58.1%	56.7%	54.9%
其中: 其他乳制品	5,187	5,448	5,849	6,451	7,274
YoY	47.2%	5.0%	7.4%	10.3%	12.8%
占比	23.9%	26.0%	27.2%	28.8%	31.0%
牧业产品	2,417	2,382	2,382	2,382	2,382
YoY	22.6%	-1.4%	0%	0%	0%
占比	11.2%	11.4%	11.1%	10.7%	10.2%
其他主营业务	217	615	676	744	818
其他业务	92	111	111	111	111
营业成本	14,452	13,993	14,386	14,933	15,639
毛利	7,220	6,992	7,140	7,434	7,814
乳制品	6,987	6,560	6,658	6,924	7,278
其中: 液态奶	6,194	5,601	5,629	5,769	5,932
其中: 其他乳制品	793	959	1,029	1,155	1,346
牧业产品	150	242	274	274	274
其他主营业务	51	171	188	216	241
其他业务	31	20	20	20	20
毛利率	33.3%	33.3%	33.2%	33.2%	33.3%
乳制品	36.9%	36.7%	36.3%	36.2%	36.1%
其中: 液态奶	45.0%	45.1%	45.0%	45.5%	46.1%
其中: 其他乳制品	15.3%	17.6%	17.6%	17.9%	18.5%
牧业产品	6.2%	10.1%	11.5%	11.5%	11.5%
其他主营业务	23.5%	27.8%	27.8%	29.0%	29.5%
其他业务	33.9%	18.5%	18.5%	18.5%	18.5%

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所预测

综上所述, 我们预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 215.3、223.7 及 234.5 亿元, 同比增速分别为 2.6%、3.9%及 4.9%; 实现归母净利润分别为 4.7、5.3 及 5.8 亿元, 同比增速分别为 38.58%、12.67%及 8.93%, 对应 2019-2021 年 EPS 分别为 0.39、0.44 及 0.47 元人民币。光明乳业具备基地市场优势, 优质产品能力, 加上新增长极新莱特, 具备激励机制改善弹性。我们基于 DCF 模型 ($g=2.0%$, $WACC=7.75%$) 给予目标价 12.18 元, 对应 19/20 年 PE 分别为 31x/28x。首次覆盖, 给予“增持”评级。

风险分析: 行业竞争加剧, 新品拓展不及预期, 食品安全问题

表 27: 光明乳业模型假设

假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.00%
无风险利率 Rf	3.43%
β (β levered)	0.73
Rm-Rf	7.43%
Ke(levered)	8.84%
税率	25.00%
Kd	3.30%
Ve	17,217
Vd	4,219
目标资本结构	19.68%
WACC	7.75%

资料来源: 光大证券研究所预测

表 28: 光明乳业 FCFF 估值

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	2,791	14.14%
第二阶段	5,201	26.35%
第三阶段 (终值)	11,746	59.51%
企业价值 AEV	19,738	100.00%
加: 非经营性净资产价值	2,478	12.56%
减: 少数股东权益 (市值)	3,088	-15.65%
减: 债务价值	4,219	-21.37%
总股本价值	14,909	75.54%
股本 (百万股)	1,224	
每股价值 (元)	12.18	
PE (2019E)	31	

资料来源: 光大证券研究所预测

表 29: 光明乳业业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	21,672	20,986	21,526	22,367	23,453
营业收入增长率	7.25%	-3.17%	2.58%	3.90%	4.86%
净利润 (百万元)	617	342	474	534	581
净利润增长率	9.60%	-44.63%	38.58%	12.67%	8.93%
EPS (元)	0.50	0.28	0.39	0.44	0.47
ROE (归属母公司) (摊薄)	11.52%	6.40%	8.44%	8.98%	9.22%
P/E	22	40	29	25	23
P/B	2.5	2.5	2.4	2.3	2.1
EV/EBITDA	6.6	7.3	7.3	6.7	6.2

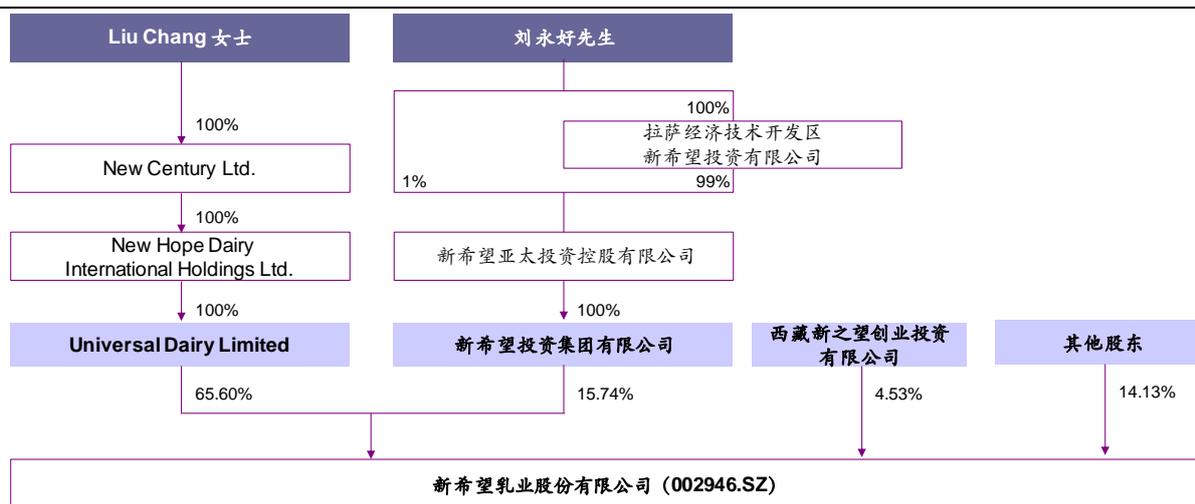
资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 9 月 16 日

3.4、新乳业 (002946.SZ)

新乳业是全国性的综合乳制品供应商，前身是新希望集团于 2006 年成立的新希望乳业控股有限公司。公司主要产品包括液体乳、奶粉，核心品类为低温乳制品。截至 18 年底，新乳业旗下共有 35 家控股子公司、15 个主要乳品品牌，包括“四川华西”、“安徽白帝”、“河北天香”、“青岛琴牌”等区域优势品牌。

新乳业于 2019 年 1 月在深交所上市，目前的最大股东为新希望集团董事长刘永好的女儿刘畅。截至 2019 年中报，刘畅通过 Universal Dairy 持股 65.60%，刘永好通过新希望投资集团持股 15.74%，二者为一致行动人。新希望集团以农牧食品业起家，并已延伸产业布局至乳业快消品、化工、地产、金融等领域，集团相关产业链布局的协同作用有望进一步赋能公司发展。此外，公司管理层多出身于集团及控股公司内部，行业经验丰富；包括董事长、总经理在内的核心高管通过持股平台西藏新之望创业投资有限公司持有公司股份，深化利益绑定。

图 71：新乳业股权结构



资料来源：公司公告，光大证券研究所（截至 2019 年中报）

公司主要拥有 9 大类产品：1) 低温鲜奶、酸奶、调制乳、乳饮料；2) 常温纯牛奶、乳饮料、调制乳、酸奶；和 3) 奶粉，共 287 个产品规格。围绕“鲜战略”，持续提升低温奶产品销售比重，2018 年公司低温乳制品贡献主营业务收入的 58.9%。

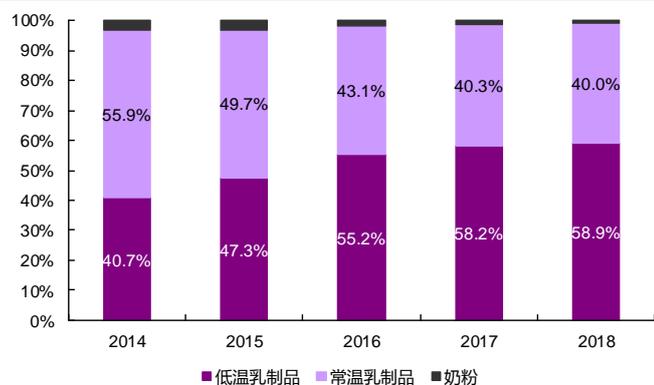
公司拥有独特的品牌策略，通过收购区域性地方乳企，采用“新希望+区域品牌”的联合品牌模式开展业务，目前共控股 14 家乳制品生产型子公司。通过收并购地方乳企，公司快速扩展全国业务，目前的优势区域为四川、云南、河北及浙江。2015 年，公司在四川、云南市场份额分别为 14.7%、32.0%，在河北和浙江的市场份额均处于领先地位。与此同时，公司向华东和华北市场加强辐射。2018 年西南、华东、华北区域在主营业务占比分别为 59.8%、23.1%、12.0%，全国化布局稳步推进。

图 72：新乳业主要产品矩阵



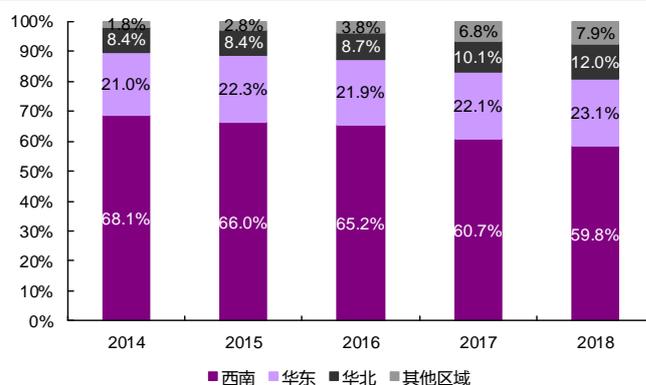
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 73：新乳业收入构成（按产品类别）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

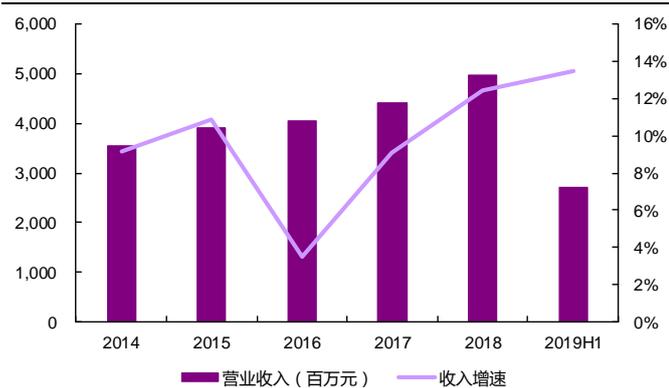
图 74：新乳业收入构成（按地区市场）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

2018年新乳业实现总收入49.7亿元（12.4% YoY），其中低温奶收入约28.5亿元（12.7% YoY）；实现毛利16.8亿元，毛利率33.8%。公司2018年归母净利润达2.4亿元（9.2% YoY），归母净利润率4.9%。19年中期公司增长态势延续，实现总收入27.1亿元（13.5% YoY），其中低温产品销售占比进一步提升至60.99%，归母净利润同比微增至1.0亿元（1.90% YoY）。

图 75：新乳业收入及增速



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 76：新乳业净利润及利润率



资料来源：公司公告，光大证券研究所

3.4.1、“鲜战略”差异化布局，产能扩张支撑增长

新乳业以“鲜战略”为立足点，坚持“聚低温、讲新鲜、向高端”的产品策略。基于收购的区域乳制品公司，在当地加强建设低温奶产业链，获取区域低温奶市场份额。公司目前在国内拥有十余个自有牧场和乳制品加工厂，此外还联合新希望冷链物流，将网络延伸至低线城市及县城。

公司通过自有牧场、第三方大型牧场及专业合作社三条渠道采购原料奶，近年逐渐降低合作社供奶占比。截至 2018 年底，新乳业共拥有分布在四川、云南、浙江、山东等地区的 11 个规模化与标准化牛场。奶牛总存栏数 19,740 头，牛只来源优质。

2019 年 7 月，公司公告拟以现金 7.09 亿元认购现代牧业（1117.HK）约 5.95 亿股股份，占其新增股份后已发行股本总数的 9.28%；交易完成后，公司将成为现代牧业第二大股东（蒙牛仍为现代牧业的控股股东）。现代牧业在四川、安徽、河北、山东等省市均有牧场，万头规模牧场共计 26 个。预计现代牧业将为公司提供占其总销量的比例约 10% 的原奶，其牧场布局亦与公司市场分布高度协同，保证奶源供应稳定，辅助其全国扩张需求。

另一方面，公司产能处于紧缺状态，一定程度上制约其业务发展。截至 2018 年中期，公司低温、常温乳制品的产能利用率分别约 90%+、80%+，产销率达 98%、101%。

表 30：新乳业工厂产能利用率情况（2018H1）

(吨)	产能	产量	产能利用率	销量	产销率
低温鲜牛奶	39,096	36,057	92.2%	35,652	98.9%
低温酸奶	89,116	84,622	95.0%	82,339	97.3%
低温调制乳	4,347	3,529	81.2%	3,500	99.2%
低温乳饮料	6,214	5,626	90.5%	5,506	97.9%
常温纯牛奶	75,926	60,836	80.1%	57,657	94.8%
常温酸奶	9,467	7,465	78.9%	7,179	96.2%
常温调制乳	49,078	42,232	86.1%	45,234	107.1%
常温乳饮料	34,785	29,678	85.3%	31,963	107.7%
奶粉产品	2,275	655	28.8%	631	96.3%

低温产品平均	NA	NA	93.6%	NA	97.8%
常温产品平均	NA	NA	82.8%	NA	101.3%

资料来源：公司公告，光大证券研究所

公司目前积极进行产能扩建。年初上市募集资金净额 4.07 亿元中，拟投入 1.96 亿元进行安徽白帝乳业搬迁扩建项目，及 0.7 亿元进行研发中心建设项目。根据公司披露，白帝乳业项目建设期 2 年、达产期 3 年，达产后将实现年新增 8.6 万吨奶制品，预计总收入为 7.3 亿元，截至 18 年底工程进度达 73%。公司有望在重点市场华东地区（上海、江苏、浙江、安徽、福建等）形成以安徽白帝为中心工厂，杭州双峰、苏州双喜为次中心工厂的生产布局，进一步提升区域竞争力。

3.4.2、并购策略驱动发展

公司过往收购经验较为丰富，截至 2018 年底，共直接或间接控股 14 家乳制品生产型子公司，并在重庆天友中拥有 47.22% 的权益。考虑到我国乳业市场体量大、中小型乳企分散广，通过收购地方品牌，公司得以快速切入 2C 市场并扩张业务版图。而各地方乳企规模小，标准化及团队管理问题是收购后整合的核心之一。

1) 新乳业在针对收并购企业的管理上，首先选择保留品牌，再逐步发展更替。公司过往收购标的的业务表现普遍有所好转。截至 2018 年中期，净利润仍处于亏损的子公司为湖南南山及安徽白帝。其中湖南南山自收购以来显著减亏，并于 19 年中期实现净利 291 万元，成功扭亏；而安徽白帝于 19 年中期新厂区建设项目已完工逾 90%，预计新增产能释放后将有效贡献业绩。

2) 依托产业优势，新乳业将其“鲜战略”和食品安全管理经验进行全国化复制。新希望雪兰成为全国首家“中国优质乳”验收企业以来，新乳业旗下已有 8 家企业通过优质乳工程审核，覆盖西南、华东、华北、华中。

新乳业持续践行联合品牌策略，收购区域龙头乳企。公司于近期公告签署投资框架协议，与“福州澳牛”品牌实控人叶松景就品牌相关资产及业务进行战略合作，在福建地区设立新的牧业及乳业公司，新乳业将受让两家新公司 55% 的股权。“福州澳牛”品牌在福建地区运营二十年以上，在福建市区的铺市率逾 70%。目前主要产品以常温奶为主，品牌在 2018 年实现营业收入约为 1.96 亿元。新乳业将通过合作进行优势互补，进一步扩展华南低温乳品市场。

表 31：新乳业并购整合的乳制品生产企业概览

年份	公司名称	主要经营地	持股比例		净利润 (万元)			YoY	
			直接	间接	2016	2017	2018H1	2017	2018H1
	子公司								
NA	四川乳业	四川眉山	96.18%		7,489	8,368	5,145	11.7%	8.0%
2002	新华西乳业	四川成都		100.00%	5,029	8,071	4,095	60.5%	4.3%
2002	杭州双峰	浙江杭州	100.00%		2,862	2,907	1,187	1.6%	-31.6%
2002	云南蝶泉	云南大理	97.84%		2,398	2,233	940	-6.9%	-40.8%
2002	河北天香	河北保定	100.00%		-652	3,877	740	-694.8%	-33.2%
2002	青岛琴牌	山东青岛	99.90%		894	2,104	1,062	135.3%	32.2%

2002	安徽白帝	安徽合肥	100.00%	-484	-368	-362	-23.9%	减亏
NA	七彩云	云南昆明	100.00%	60	-109	69	-283.6%	扭亏
2003	昆明雪兰	云南昆明	100.00%	4,239	6,788	2,958	60.1%	-11.5%
2006	唯品乳业	山东莱阳	100.00%	-318	578	347	-281.8%	75.0%
2015	西昌三牧	四川西昌	58.19%	-940	-675	38	-28.2%	扭亏
2015	苏州双喜	江苏苏州	100.00%	784	1,225	771	56.1%	40.9%
2015	湖南南山	湖南长沙	60.00%	-2,174	-2,105	-209	-3.2%	减亏
2015	昆明海子	云南昆明	100.00%	249	33	159	-86.7%	94.9%
合营/联营企业								
2017	重庆天友	重庆	47.22%	NA	6,454	177	NA	NA

资料来源：公司公告，光大证券研究所

3.4.3、盈利预测与估值

鉴于公司目前的生产经营情况，我们做出以下关键假设：

1) 液体乳：公司以“鲜战略”为立足点，通过收购区域乳企不断扩展低温奶市场份额。同时积极进行产能扩充，其中白帝乳业项目工程进度已达93%，达产后将实现年新增8.6万吨奶制品。同时，公司低温乳制品占比逐渐增大将进一步带动液体乳毛利率水平提升。我们预计公司液体乳2019-2021年的收入增速分别为14.8%、13.8%及11.6%，毛利率分别为34.1%、34.4%及34.7%。

2) 奶粉：该板块业务占比有限，鉴于当前市场环境及公司战略重心，奶粉业务预计以稳健经营为主。我们预计公司奶粉2019-2021年的收入增速分别为30.0%、15.0%及12.0%，毛利率基本维持在36.1%。

表 32：新乳业主要业务分拆及预测

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	4,422	4,972	5,756	6,561	7,330
YoY	9.1%	12.4%	15.8%	14.0%	11.7%
主营业务	4,344	4,838	5,562	6,328	7,062
液体乳	4,280	4,786	5,494	6,250	6,974
YoY	11.6%	11.8%	14.8%	13.8%	11.6%
其中：低温乳制品	2,527	2,957	3,519	4,117	4,735
YoY	17.4%	17.0%	19.0%	17.0%	15.0%
其中：常温乳制品	1,752	1,829	1,975	2,133	2,239
YoY	4.1%	4.3%	8.0%	8.0%	5.0%
奶粉	64	52	68	78	88
YoY	-2.5%	-18.4%	30.0%	15.0%	12.0%
其他业务	78	134	194	233	268
YoY	-48.6%	72.1%	45.0%	20.0%	15.0%
营业成本	2,887	3,289	3,814	4,335	4,818
毛利	1,535	1,683	1,942	2,226	2,512
液体乳	1,488	1,633	1,872	2,148	2,420
其中：低温乳制品	1,056	1,198	1,408	1,647	1,894
其中：常温乳制品	432	435	464	501	526

奶粉	24	19	25	28	32
其他业务	23	32	45	50	61
毛利率(%)	34.7%	33.8%	33.7%	33.9%	34.3%
液体乳	34.8%	34.1%	34.1%	34.4%	34.7%
其中：低温乳制品	41.8%	40.5%	40.0%	40.0%	40.0%
其中：常温乳制品	24.7%	23.8%	23.5%	23.5%	23.5%
奶粉	36.9%	36.1%	36.1%	36.1%	36.1%
其他业务	30.0%	23.6%	23.4%	21.3%	22.6%

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

综上所述，我们预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 57.6、65.6 及 73.3 亿元，同比增速分别为 15.8%、14.0%及 11.7%；实现归母净利润分别为 2.5、3.0 及 3.5 亿元，同比增速分别为 2.85%、18.99%及 17.85%，对应 2019-2021 年 EPS 分别为 0.29、0.35 及 0.41 元人民币。新乳业聚焦低温乳品战略清晰，产能建设稳步进行，同时研发投入赋能产品创新、兼并收购支持市场快速拓展，展现出积极发展前景。我们基于 DCF 模型 ($g=2.0\%$, $WACC=8.63\%$) 给予目标价 15.12 元，对应 19/20 年 PE 分别为 52x/43x。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险分析：行业竞争加剧，收购标的协同效应不及预期，产能释放缓慢，食品安全问题

表 33：新乳业模型假设

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.00%
无风险利率 Rf	3.43%
β (levered)	0.70
Rm-Rf	7.43%
Ke(levered)	8.63%
税率	15.00%
Kd	0.00%
Ve	3031.53
Vd	0
目标资本结构	0.00%
WACC	8.63%

资料来源：光大证券研究所

表 34：新乳业 FCFF 估值

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	(193)	-1.49%
第二阶段	4,295	33.27%
第三阶段 (终值)	8,808	68.22%
企业价值 AEV	12,910	100.00%
加：非经营性净资产价值	-	0.00%
减：少数股东权益 (市值)	-	0.00%
减：债务价值	-	0.00%

总股本价值	12,910	100.00%
股本 (百万股)	854	
每股价值 (元)	15.12	
PE (2019E)	52	

资料来源：光大证券研究所预测

表 35：新乳业业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	4,422	4,972	5,756	6,561	7,330
营业收入增长率	9.09%	12.44%	15.77%	13.99%	11.71%
净利润 (百万元)	222	243	250	297	350
净利润增长率	47.95%	9.22%	2.85%	18.99%	17.85%
EPS (元)	0.26	0.28	0.29	0.35	0.41
ROE (归属母公司) (摊薄)	18.11%	16.63%	12.06%	12.55%	12.88%
P/E	54	49	48	40	34
P/B	9.7	8.2	5.8	5.0	4.4
EV/EBITDA	25.6	21.8	25.9	22.3	19.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 9 月 16 日

4、风险分析

市场竞争恶化：大众乳制品仍然面临同质化严重的问题，如若竞争态势升温，将对企业费用呈现压力，同时拖累高端化进程。

原奶价格上涨：原奶收购成本占乳企生产成本的主要比重，原奶供给的持续收缩导致的奶价超预期上涨将会压缩行业内公司整体利润率。

食品安全风险：食品安全是乳企生产命脉，如果公司层面的食品安全问题出现，极有可能产生严重负面溢出效应波及至行业层面。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 也不, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼