

2020年05月27日

乳制品

低温乳制品系列报告——巴氏奶消费风起正当时

■巴氏奶增长强劲，量价均有贡献，疫情期间消费再教育，前景看好。巴氏奶是以巴氏消毒法进行灭菌处理的液体奶，该种灭菌方法能够最大限度地保留鲜奶中的营养成分和活性物质。根据欧睿数据，2019年巴氏奶规模343亿元，同比增11.6%，仍处成长期。2014-2018年量CAGR 5.7%，价CAGR 2.8%，量价齐升；分品类，低脂、50%脂肪、全脂鲜奶规模2014-2018年CAGR为9.6%、9.7%、8.6%，满足健康需求的低脂以及50%脂肪鲜奶增速更快。2020新冠疫情爆发，钟南山院士和张文宏教授不约而同强调喝牛奶的重要性，疫情期间虽然液态乳品销售有些小幅下滑，但是新鲜健康的子类如低温鲜奶却受到了市场追捧，资料显示，牛奶中含有大量活性营养物质，如乳铁蛋白、免疫球蛋白、乳过氧化物酶等，巴氏奶更好保留牛奶中的鲜活营养，随着巴氏奶话语权增加，包装标注凸显“鲜”“活”，巴氏奶风起难消。

■过去两大痛点制约行业发展。1) 消费需求分散化+冷链运输高成本：冷链运输成本比常温运输高80%以上，而巴氏奶保质期短，单个网点单次配送量有限，供应链精细化程度要求极高，制约渠道扩张，相比一二线城市，下线城市巴氏奶消费基础弱（或更为分散）+冷链物流设施尚未完善，巴氏奶渠道下沉动力不足；2) 稀缺奶源+渠道开拓初期成本大，导致行业集中度低：一方面围绕核心城市的牧场具有稀缺性，另一方面在渠道开拓初期，运输成本难以充分摊销，由于极短的保质期，货损高，导致在渠道开拓初期成本较高，两方面构筑了巴氏奶业务较高的进入壁垒，因此巴氏奶市场往往以区域性乳企为主，全国范围内集中度低。

■渠道和物流痛点得到解决，受益消费升级和消费者教育和巴氏奶价格天花板打开。1) 冷链物流发展使得巴氏奶区域性减弱：我国高度重视冷链物流发展，冷链政策密集发布，网购平台发展倒逼社会物流效率提升，使得巴氏奶运输半径延长，巴氏奶区域性减弱；同时生鲜电商、社区电商充当终端网点+送奶工角色，减少中间环节以降低损耗提升流转效率，利用社会冷链资源，将碎片需求集中化，降低冷链运输成本，推动渠道下沉；2) 产品营销双管齐下，巴氏奶渗透率提升：我们观察到越来越多的巴氏奶企业将巴氏奶特有的“乳铁蛋白、免疫球蛋白”含量标注在包装的醒目位置，持续进行消费者教育，巴氏奶升级产品获得销路，高端产品推出打开天花板。

■光明乳业、新乳业+区域性乳企的“2+N”竞争格局较为清晰。光明乳业—供应链护城河深厚：合计有约28个牧场，辐射以上海为核心的华东地区、华中地区等，中标江苏辉山乳业以及江苏辉山乳业相关资产，拓展江苏、山东、安徽巴氏奶市场；自建物流+新零售升级的随心订，建立排他性渠道资源。净利率有提升空间：华东、华中地区通过渠道不断下沉与精耕，提升净利率；华南、华北一方面跟随行业自然增长，供应链成本有效分摊，另外有望复制优势市场运作经验，并利用产品、品牌优势，不断扩大市场份额，净利率提升空间大；管理改善，干劲可期：2020年4月公司公告原华东地区负责人（主管低温）提升为公司总经理，近期公司三位副总辞职焕新，管理层进一步换新，干劲可期。

■新乳业—不断并购整合，扩大规模：2002年开启并购整合之路，2015-2016年先后并购昆明海子、湖南南山、苏州双喜、朝日乳业，通过“1+N”模式打破低温鲜奶的区域属性、不断并购整合做强做细区域性乳制品市场，同时逐渐拓展出布局全国的乳制品产业链，形成“点面结合”的品牌势能；并购整合能力强，全国化布局日渐完善：公司收购的标的在收购后实现收入与净利率的共同提升，反映了公司较高的管理水平，通过资源整合、管理输出，提升内部运营效率。2019年公司公告拟收购蒙美乳业的60%股权（持有夏进乳业93.52%股权、夏进牧业100%股权），布局西北市场，有望通过其丰富的管理经验，实现1+1大于2，增强效益。

■风险提示：行业竞争加剧；冷链物流发展不及预期；我国南北奶源分布不平衡，且乳企加强对上游奶源的控制，围绕消费地的奶源稀缺性，或制约巴氏奶全国化。

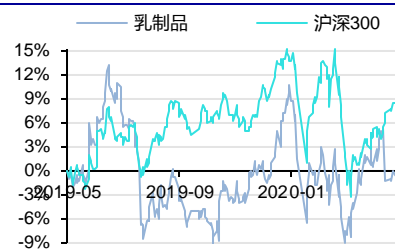
行业深度分析

证券研究报告

投资评级 领先大市-A
首次评级

首选股票 目标价 评级
600597 光明乳业 买入-A

行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-5.29	-8.76	-25.92
绝对收益	-3.38	-12.80	-18.69

苏铖

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515040001
sucheng@essence.com.cn
021-35082778

徐哲琪

分析师

SAC 执业证书编号：S1450519100002
xuzq1@essence.com.cn

相关报告

内容目录

1. 巴氏奶近年规模增长呈加速态势.....	4
1.1. 巴氏奶营养特性显著高于常温白奶.....	4
1.2. 近年巴氏奶规模增长呈加速态势.....	4
2. 奶源有一定稀缺性、供应链精细化运作要求高.....	5
2.1. 生产工艺与巴氏奶特性决定供应链节点的地理距离不宜过远.....	5
2.2. 上游：稀缺的城市奶源构筑巴氏奶业务的进入壁垒.....	6
2.3. 下游：一二线城市是消费主力，并逐步向下线城市渗透.....	7
2.4. 过去两大痛点制约行业发展.....	9
3. 区域性乳企是巴氏奶主要参与者.....	10
3.1. 区域性乳企成为巴氏奶的主要生产主体.....	10
3.2. 区域性乳企普遍盈利水平优异，规模效应驱动行业整合.....	10
4. 站在新起点，巴氏奶消费风起正当时.....	12
4.1. 渠道突破使得巴氏奶区域性减弱.....	12
4.2. 产品营销双管齐下.....	13
5. 竞争格局：区域乳企为主的“2+N”格局.....	14
5.1. 光明乳业：经营目标升级，新鲜战略领导者.....	14
5.2. 新乳业：管理能力优秀，并购整合逐步全国化.....	16
6. 风险提示.....	18

图表目录

图 1：巴氏奶由于灭菌方法造成的营养损失小，因此其营养更接近于原奶.....	4
图 2：巴氏奶行业增速高于常温白奶（单位：亿元）.....	5
图 3：社会冷链设施逐步完善.....	5
图 4：国际大型乳企进军国内鲜奶市场.....	5
图 5：满足健康需求的低脂以及 50%脂肪鲜奶增速更快.....	5
图 6：巴氏奶生产工艺.....	6
图 7：分地区奶牛存栏数占比（2018 年）.....	6
图 8：西南地区存栏增加，源于环保压力核心城市存栏减少.....	6
图 9：分地区乳制品消费量占比（2012 年）.....	7
图 10：乳制品主要流入和流出的省份.....	7
图 11：乳制品生产与消费，北方流出、南方流入（2012 年）.....	7
图 12：送奶入户渠道占比 27%.....	8
图 13：巴氏奶售价是普通白奶的 1.5-2 倍左右.....	8
图 14：上海地区巴氏奶渗透率达 72%，显著高于全国的 31%.....	8
图 15：光明随心订配送城市.....	8
图 16：长富配送城市.....	8
图 17：区域拓展初期，新乳业运输费用上升.....	9
图 18：超市里巴氏奶竞争激烈程度低于酸奶.....	9
图 19：2006 年以来常温白奶与低温鲜奶行业增速对比.....	10
图 20：伊利蒙牛利用自身的奶源优势、借助常温长保的产品，规模迅速扩大.....	10
图 21：大规模的区域性乳企的净利率水平显著高于小规模乳企，但也不乏个别小企业盈利能力一枝独秀.....	11
图 22：2014-2018 年生鲜电商规模复合增速 65%.....	12

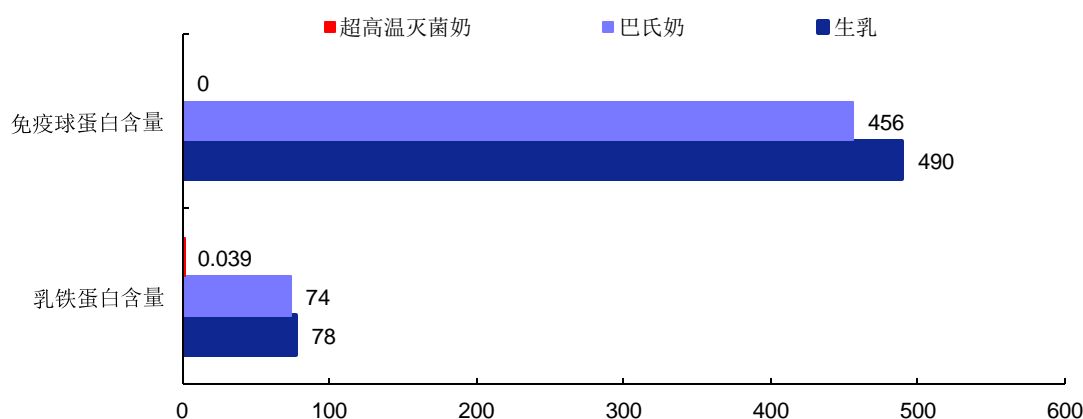
图 23: 2018 年我国冷链物流市场规模达 3035 亿元, 同比增长 19%.....	12
图 24: 巴氏奶产品结构不断升级, 功能性新品满足细分需求.....	13
图 25: 光明优倍将乳铁蛋白、免疫球蛋白含量标注在包装上.....	14
图 26: 盒马、每日鲜语鲜奶将免疫球蛋白标注在包装上.....	14
图 27: 公司不同区域低温净利率差异大, 华北、华南地区净利率有较大提升空间.....	16
图 28: 2016 年公司华东、华中、华南收入占比 67%、19%、10%.....	16
图 29: 光明赞助各类赛事, 增强品牌曝光力度, 推广低温产品.....	16
图 30: 新乳业以西南地区为主, 华北华中收入占比增加.....	17
图 31: 低温液态奶收入占比提升.....	17
图 32: 公司收购的标的在收购后实现收入提升.....	17
图 33: 公司收购的标的在收购后实现净利率提升.....	17
图 34: 新乳业通过“1+N”模式打破低温鲜奶的区域属性、不断并购整合做强做细区域性乳制品市场.....	18
表 1: 巴氏灭菌的活性物质在热处理工艺中变化最小, β -乳球蛋白含量高.....	4
表 2: 一张表总结巴氏奶生产消费与上下游的关系.....	9
表 3: 我们选取辽宁、福建、山东等地的区域性乳企, 分析盈利能力(单位: 吨、万元, 2017 年).....	11
表 4: 我国高度重视冷链物流发展, 冷链政策密集发布.....	12
表 5: 公司历年战略规划.....	15
表 6: 光明乳业工厂与牧场布局.....	15
表 7: 新乳业工厂与牧场布局.....	17

1. 巴氏奶近年规模增长呈加速态势

1.1. 巴氏奶营养特性显著高于常温白奶

巴氏奶是以巴氏消毒法（在 72-90℃ 的条件下加热 10-15 s）进行灭菌处理的液体奶，该种灭菌方法能够最大限度地保留鲜奶中的营养成分和活性物质。而常温奶是利用超高温灭菌法，在 120-150℃ 的条件下，进行 0.5-4 s 的瞬间灭菌处理而制成的一种液体奶。由于杀菌温度控制得较低，巴氏奶与高温灭菌奶相比含有更多的营养成分，例如免疫球蛋白、乳铁蛋白等。

图 1：巴氏奶由于灭菌方法造成的营养损失小，因此其营养更接近于原奶



资料来源：《中国乳业》、安信证券研究中心

表 1：巴氏灭菌的活性物质在热处理工艺中变化最小，β-乳球蛋白含量高

工艺名称	生物学性状	物理化学性状	乳果糖含量 (mg/L)	糖氨酸含量	β-乳球蛋白含量	保质期
巴氏杀菌 (72-90℃, 15s)	减少微生物的数量对不至于危害公众健康的程度	在热处理工艺中变化最小	≤40	≤0.2	≥2500	冷藏下≤10 天
间接法超高温灭菌 (120~150℃, 0.5-4 s)	有效杀灭和抑制残留微生物及其孢子生长	在热处理工艺中变化较大	300~600	1.4~26	50~300	常温下≤9 个月

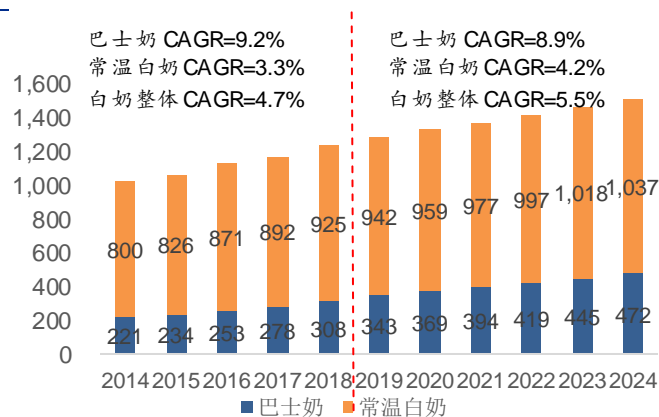
资料来源：《中国乳业》、安信证券研究中心

1.2. 近年巴氏奶规模增长呈加速态势

巴氏奶增长强劲。根据欧睿数据,2019 年巴氏奶规模 343 亿元,同比增 11.6%(2015/16/17/18 为 6.1%/8.2%/9.7%/10.7%),并预计 2018-2024 年复合增速 8.9%,高于常温白奶的 4.2%,驱动因素在于消费者健康意识加强、国内和国际大型乳企消费者教育,以及电商平台提高配送效率。

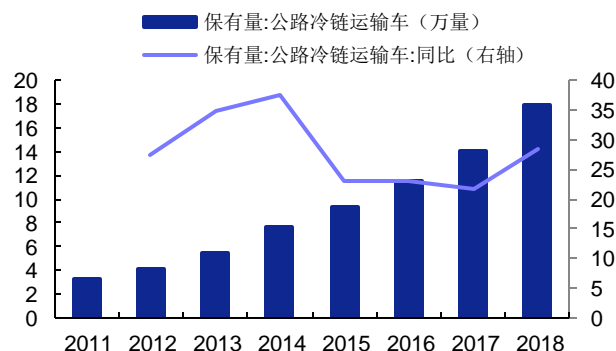
量价均有贡献,产品结构升级伴随。根据欧睿数据,2014-2018 年量 CAGR 5.7%,价 CAGR 2.8%,量价齐升,分品类,低脂、50%脂肪、全脂鲜奶规模 2014-2018 年 CAGR 为 9.6%、9.7%、8.6%,满足健康需求的低脂以及 50%脂肪鲜奶增速更快,表明行业在成长期(更多在于量提升),而部分成熟市场进入产品结构升级阶段。

图 2：巴氏奶行业增速高于常温白奶（单位：亿元）



资料来源：欧睿、安信证券研究中心

图 3：社会冷链设施逐步完善



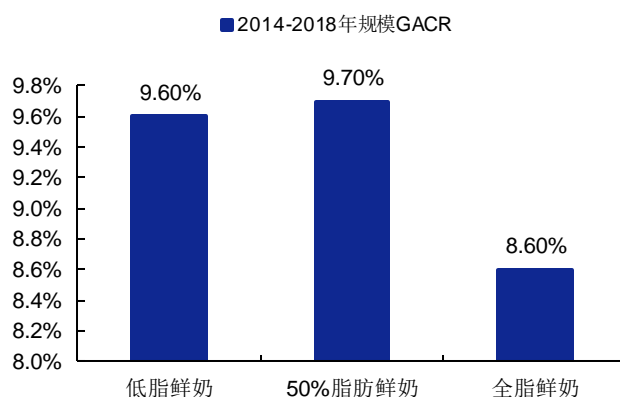
资料来源：中国物流与采购联合会、安信证券研究中心

图 4：国际大型乳企进军国内鲜奶市场



资料来源：草根调研、安信证券研究中心

图 5：满足健康需求的低脂以及 50%脂肪鲜奶增速更快



资料来源：欧睿、安信证券研究中心

2. 奶源有一定稀缺性、供应链精细化运作要求高

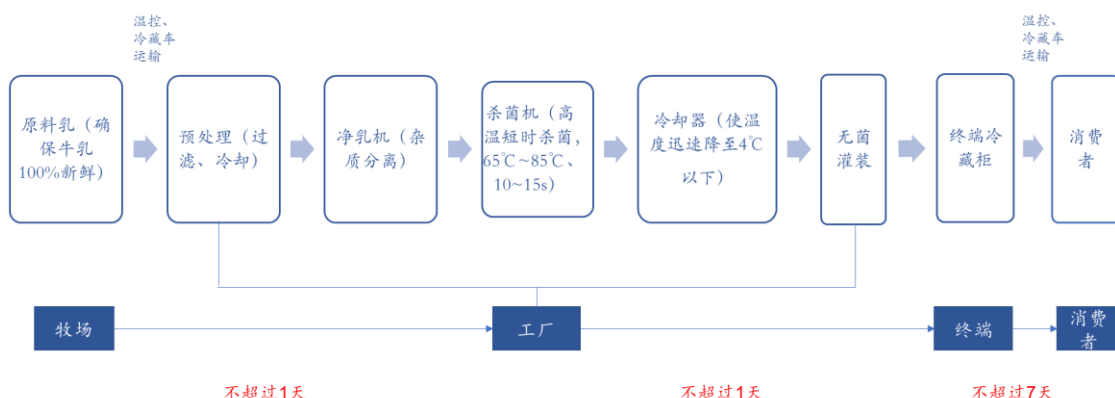
2.1. 生产工艺与巴氏奶特性决定供应链节点的地理距离不宜过远

巴氏奶生产工艺：巴氏奶采用 100%新鲜生乳，工厂在验收和预处理原料奶后（检验、过滤杂质和冷却），进行二度杂质分离，使用一次性低强度加热法将牛乳进行杀菌（72℃到 90℃之间加热 10-15s），而后迅速冷却至 0~4℃并进行无菌灌装，最后通过冷链物流运送到终端。

巴氏鲜奶对原奶菌落指标要求高，需使用高品质原奶加工，为了抑制细菌增长，牛奶从挤出到生产必须在 24 小时内完成，挤出-生产-销售全程的温度始终都须控制在 0~6℃，由于含有较多的活性物质，巴氏奶保质期一般不超过 7 天。

因此，巴氏奶生产与运输在时间与温度控制上均要求严格，牧场-工厂-市场运距越短，对于乳企来说越经济，围绕巴氏奶消费市场的牧场为巴氏奶生产的必要条件之一（一般情况下牧场到市场不超过 300 公里，根据冷链条件有所差异）。

图 6：巴氏奶生产工艺



资料来源：《畜牧与饲料科学》、安信证券研究中心

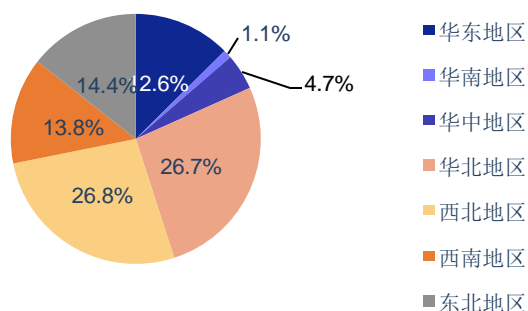
2.2. 上游：稀缺的城市奶源构筑巴氏奶业务的进入壁垒

我国牛奶供需存在区域性不平衡。供给角度，2018 年华北（包括河北、内蒙古等）、西北（包括宁夏、新疆等）、东北奶牛存栏数分别占全国的存栏数的 26.7%、26.8%、14.4%，合并占据了全国的 67.9%。消费量角度，2012 年最大的消费地集中在以上海为代表的华东地区和以北京为代表的华北地区，其乳制品消费量分别占全国的 34.7%和 17.8%。由于南北奶源分布不均匀，导致华南、西南等地区牛奶净流入较多，2012 年牛奶净流入量前三的省份分别为广东、浙江和重庆，而净流出较多的省份主要为内蒙古、河北等地。

近年来西南地区存栏数增加，源于环保压力核心城市存栏数减少。2018 年西南地区奶牛存栏数 143 万头，占比 13.8%，较 2003 年大幅增 9.35pct。而源于环保压力，近年核心城市对规模较小、环保标准不达标的奶牛养殖场实行退养，上海、北京以及浙江部分城市的奶牛存栏数减少。

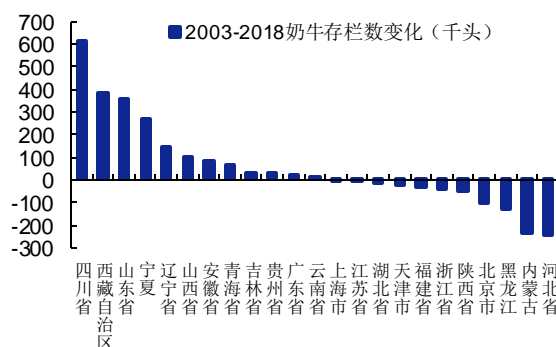
稀缺的城市奶源构筑乳企巴氏奶业务的进入壁垒。巴氏奶对于原奶质量要求高，加上精细化的供应链需求，稳定、优质、近距离的奶源是关键，而近年围绕核心城市奶牛存栏数减少、环保要求提升增加养殖成本、乳企加大对上游牧场控制，因此奶源具有稀缺性，特别是围绕核心城市的奶源，成为巴氏奶业务的进入壁垒。光明乳业拥有 28 座自营现代化牧场、7 万头奶牛，处于国际先进奶牛单产水平；新乳业拥有分布在四川、云南、浙江、山东等地区的 11 个规模化与标准化牛场，奶牛总存栏数 1.9 万头。

图 7：分地区奶牛存栏数占比（2018 年）



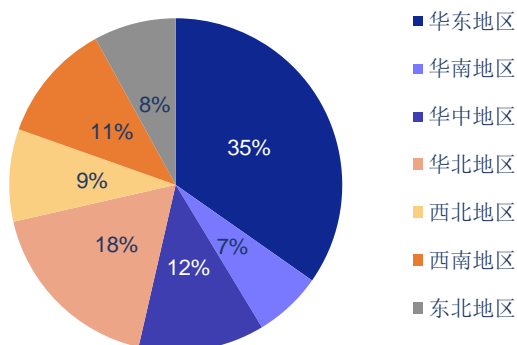
资料来源：《中国奶业年鉴》、安信证券研究中心

图 8：西南地区存栏增加，源于环保压力核心城市存栏减少



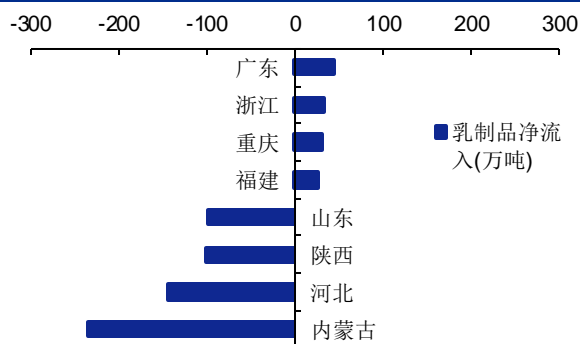
资料来源：《中国奶业年鉴》、安信证券研究中心

图 9：分地区乳制品消费量占比（2012 年）



资料来源：《中国奶业年鉴》，安信证券研究中心

图 10：乳制品主要流入和流出的省份



资料来源：《中国奶业年鉴》，安信证券研究中心

图 11：乳制品生产与消费，北方流出、南方流入（2012 年）



资料来源：《中国奶业年鉴》，安信证券研究中心（注：空心代表流出、实心代表流入，流入/流出越大，空心/实心越大）

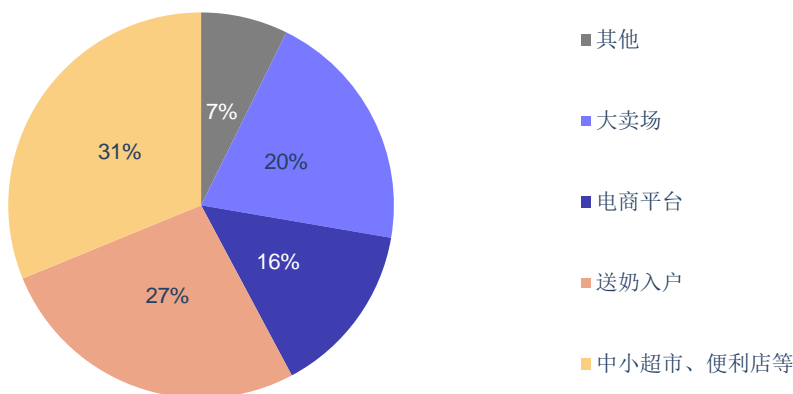
2.3. 下游：一二线城市是消费主力，并逐步向下线城市渗透

渠道结构：送奶入户稳定，电商发展快。巴氏奶家庭自饮居多，作为日常营养品，消费频次高，保质期短且新鲜度要求高使得消费者一次购买量较少，无法囤货。送奶入户渠道通过日配（或者一周几次）上门方式，满足消费者高频消费需求，成为巴氏奶消费的主要渠道，占比 27%，同时日配的方式也更易培养重度饮奶习惯，通过送奶入户渠道教育的消费者粘性极高。近年来电商渠道发展快，主要系线上流量红利、冷链物流逐渐完善，以及新兴模式例如社区电商、生鲜电商崛起。

消费主力集中在一二线城市以及经济发达地区。一方面，巴氏奶售价是普通白奶的 1.5-2 倍左右，一二线城市及沿海发达地区的居民消费水平高，健康意识强，巴氏奶消费更受青睐；另一方面，由于巴氏奶需要全程冷链，而一二线等城市的冷链基础设施较为完善，需求大规模效应下更加导致运输成本摊薄。根据凯度数据，上海地区巴氏奶渗透率达 72%，显著高于全国的 31%；作为巴氏奶消费大省的山东、云南，省会济南的低温奶占有率达 50%，昆明的巴氏奶消费量达到云南全省的二分之一。

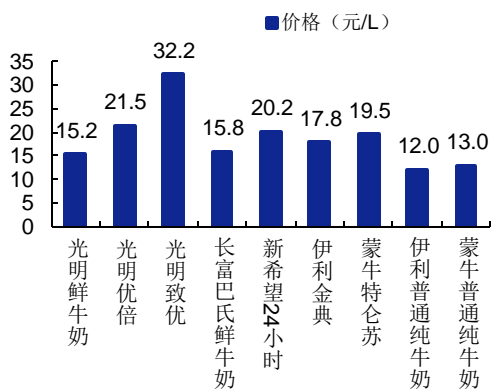
下线城市稳步渗透：随着城镇化率提升、消费水平上行，下线城市居民收入增加，健康意识增强，加上冷链物流设施完善，巴氏奶逐步向下线城市渗透。例如，光明、长富巴氏奶的配送区域均已渗透到华东地区的县级市。

图 12: 送奶入户渠道占比 27%



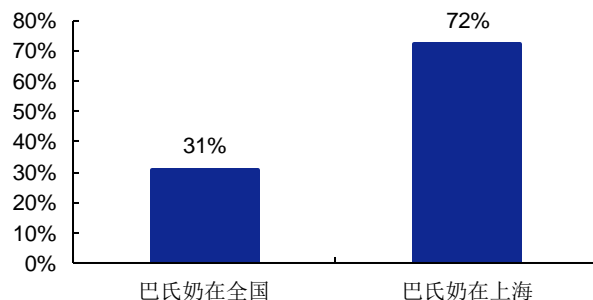
资料来源: 中国产业信息网、安信证券研究中心

图 13: 巴氏奶售价是普通白奶的 1.5-2 倍左右



资料来源: 天猫、安信证券研究中心

图 14: 上海地区巴氏奶渗透率达 72%, 显著高于全国的 31%



资料来源: 凯度、安信证券研究中心

图 15: 光明随心订配送城市

北京	北京市
天津	天津市
上海	上海市
江苏	南京市 无锡市 常州市 苏州市 南通市 扬州市 镇江市
浙江	杭州市 宁波市 嘉兴市 金华市 衢州市
安徽	合肥市 芜湖市 淮南市
江西	南昌市
山东	济南市 青岛市
湖北	武汉市
四川	成都市 绵阳市
贵州	贵阳市 毕节市

资料来源: 天猫、安信证券研究中心

图 16: 长富配送城市



资料来源: 凯度、安信证券研究中心

一张表总结巴氏奶产业链。

- 1) 当地奶源是关键, 辽宁、山东等地原奶自给率高于 100%, 而云南是西南地区原奶自给率最高的省份, 其巴氏奶消费量亦较高;
- 2) 冷链物流角度, 我国华东、华北地区冷藏车保有量占总体的 44.2%、20.5%, 冷链物流

发达是华东（江浙沪、福建等）、华北地区（山东等）等地巴氏奶消费量较高的主要因素之一；

3) 居民消费水平角度，巴氏奶定价较高，同时活性物质更加丰富，而居民健康意识随居民消费水平提升而增强，因此居民消费水平推动巴氏奶消费提升，例如上海、福建、山东、辽宁（东三省中经济水平最强）；

表 2：一张表总结巴氏奶生产消费与上下游的关系

	乳制品企业加工数量 (个)	自给率	巴氏奶产量 (万吨)	人均巴氏奶产量 (千克/人)	2017 年 1000 头以上养殖场户数占比	2019 年人均收入水平 (元/人)	备注
辽宁	24	111.2%	17.26	3.95	23%	29701	原奶自给率高、冷链较发达、人均消费水平高
上海	10	76.9%	巴氏奶消费标杆城市		41%	64183	原奶自给率中等、冷链发达、人均消费水平高
福建	14	65.8%	6.62	1.69	59%	32644	冷链发达、人均消费水平高
云南	18	84.2%	6.00	1.25	12%	20084	原奶自给率高、企业消费者教育
山东	59	106%	10.99	1.10	5%	29205	原奶自给率高、企业消费者教育、人均消费水平高、冷链较发达
重庆	2	21.0%	2.20	0.72	5%	26386	
宁夏	20	178%	0.40	0.59	42%	22400	
吉林	6	271.2%	1.30	0.48	3%	22798	
四川	31	43.8%	3.11	0.37	6%	22461	
河南		88.4%	2.60	0.27	7%	21964	

资料来源：《中国奶业年鉴》、安信证券研究中心

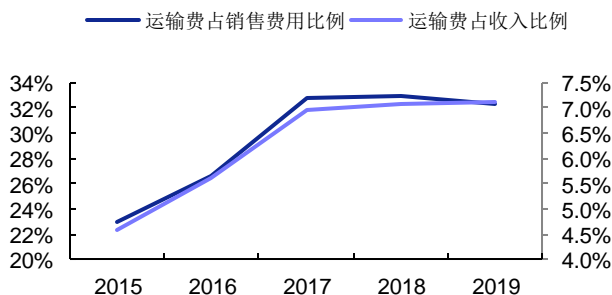
注：自给率=本地乳企乳制品产量/当地生鲜乳产量。

2.4. 过去两大痛点制约行业发展

痛点一：消费需求分散化+冷链运输高成本。为抑制细菌增长，巴氏奶需要全程冷链运输与储藏（2-6℃），不考虑冷库费用，冷链运输成本比常温运输高 80%以上，而巴氏奶保质期短，单个网点单次配送量有限，形成了消费需求分散化+冷链运输高成本的痛点，供应链精细化运作要求极高。进一步，相比一二线城市，下线城市巴氏奶消费基础弱（且更为分散）+冷链物流设施尚未完善，一定程度上制约巴氏奶渠道下沉。

痛点二：稀缺奶源+渠道开拓初期成本大，导致行业集中度低。围绕核心城市的牧场具有稀缺性，同时，在渠道开拓初期，运输成本难以充分摊销，而由于极短的保质期，货损高（销量难以预测、企业对当地市场运作经验不足），导致在渠道开拓初期成本较高，两方面构筑了巴氏奶业务较高的进入壁垒，因此巴氏奶市场往往以区域性乳企为主，全国范围内集中度低，但单个区域中巴氏奶竞争激烈程度低于酸奶、常温白奶。

图 17：区域拓展初期，新乳业运输费用上升



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 18：超市里巴氏奶竞争激烈程度低于酸奶



资料来源：草根调研、安信证券研究中心

3. 区域性乳企是巴氏奶主要参与者

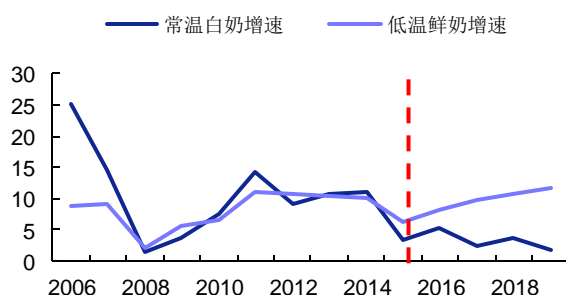
3.1. 区域性乳企成为巴氏奶的主要生产主体

1980 年开始政策推动供给端放开，消费形态以低温为主。1980 年开始随着改革开放，奶牛养殖放开，多种体制（国营、集体、个人所有制）奶牛养殖场蓬勃发展，供给端迅速提升，由于高温灭菌技术以及无菌包装尚未普及，低温巴氏奶和奶粉是我国乳制品消费的主要形态。

2000 初利乐包装突破运输瓶颈，高温引领行业增长：从 1997 年开始，伊利与利乐合作，为常温奶提供无菌罐装设备支持，常温奶保质期长，仅需常温运输，突破了低温奶的运输半径，使得奶源不充裕、以及冷链物流受阻地区的消费者需求得到释放，伊利、蒙牛利用自身的奶源优势、借助常温长保的产品，规模迅速扩大，加上积极的营销手段，成为全国性乳制品品牌。

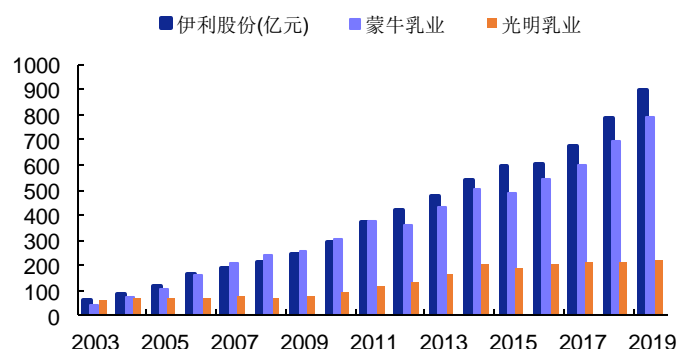
2015 年以来原奶持续过剩，上游企业开始涉入下游领域（例如现代牧业、圣牧），行业竞争激烈、价格战频发，经过洗牌后，2019 年常温液态奶市场中两强占据 60% 以上份额。区域性乳企常温份额萎缩，由于低温液态奶对供应链要求更高，区域性乳企具备本地奶源、本地工厂、本地市场优势，逐步资源倾斜低温产品；而对于全国性乳企而言，常温液态奶产品爆发性强，产品属性与其渠道布局相契合，常温成为其主导产品，而低温巴氏奶进入壁垒高，保质期短，在拓展初期成本高，全国性乳企并未大规模涉足巴氏奶。

图 19：2006 年以来常温白奶与低温鲜奶行业增速对比



资料来源：欧睿、安信证券研究中心

图 20：伊利蒙牛利用自身的奶源优势、借助常温长保的产品，规模迅速扩大



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

3.2. 区域性乳企普遍盈利水平优异，规模效应驱动行业整合

我们选取辽宁、福建、山东等地的区域性乳企，分析盈利能力。选取销售收入大于 1 亿元的区域性乳企为样本，2017 年加权平均净利率为 6.7%，部分企业高于 10%。

进一步，巴氏奶企业呈现规模效应。对于巴氏奶销量占比均高于 50% 的区域性乳企，大规模（销售额大于 1 亿元）的区域性乳企的净利率水平显著高于小规模乳企，主要系巴氏奶的供应链复杂，在某一区域的渠道精耕与细化后规模提升，单位物流配送费用显著降低。但也有部分小企业由农场衍生而成，供应链简单，盈利水平一枝独秀，例如贵州牧草种籽繁殖场、贵州高原乳业等。

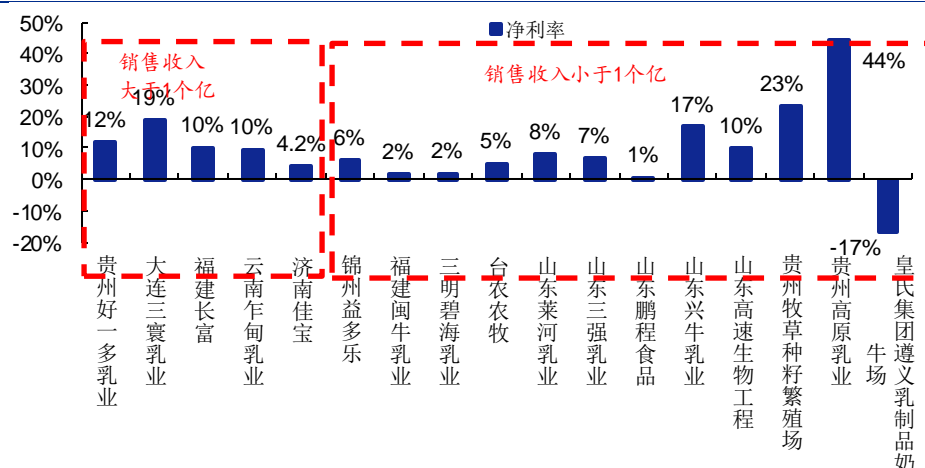
规模效应或驱动行业整合。随着在某一区域的规模提升，企业盈利能力增强，市场化导向中行业整合与淘汰是必然趋势。2015 年乳制品加工企业个数 539 家相较于 2006 年减少 86 家或 13.8%。

表 3：我们选取辽宁、福建、山东等地的区域性乳企，分析盈利能力（单位：吨、万元，2017 年）

	年乳制品产量	巴氏杀菌乳	UHT 奶	酸奶	乳饮料	销售收入	利润	净利率	自有奶源占比	巴氏奶产量占比
辽宁										
大连三寰乳业	21159	12833	5203	3123		14359	2684	18.7%	42%	61%
鞍钢乳业	9000	3600		3600	1800	10000	800	8.00%	50%	40%
大连心乐乳业	18966	12513		5597	846	12187	213	1.70%	45%	66%
福建										
福建长富	83092	45627	10713	11146	15603	71360	7355	10.3%	100%	55%
福建宏宝露乳业	30000	6500	8000	3500	12000	20000	1800	9.0%	100%	22%
福建澳牛	12600		10000		2600	17000	900	5.3%	100%	0%
山东（2016 年）										
临沂格瑞食品	110000	40125	19774	43235	8922	20013.5	3114.45	15.60%	9%	36%
银香大地乳业	32000	4800	3200	4800	19200	34600	3560	10.30%	100%	15%
青岛新希望琴牌	25000	10000	7500	7500		22000	1300	5.90%	30%	40%
济南佳宝	300000	150000	50000	70000	30000	240000	10000	4.20%	80%	50%
得益乳业	107692	39353	820	63040	4218	74292	2734	3.70%	4%	37%
青岛迎春乐食品	22100	7300	5600	6300	900	29477	1033	3.50%	9%	33%
重庆										
天友	227136	18911	118055	76368	13410	250000	18600	7.4%	73%	8%
光大集团乳业	22680	3186	9594	9480	420	28995	2158	7.4%	70%	14%
贵州										
好一多乳业	20500	14100	380	6000	20	20936	2462	11.80%	100%	69%
三联乳业	71396	12981	35439	17504	5472	79782	2609	3.30%	64%	18%
云南										
乍甸乳业	32720	17350	9816	5235	319	30378	2938	9.70%	100%	53%
昆明雪兰	67351	31993	20626	9470	5215	99202	7349	7.40%	54%	48%
云南新希望蝶泉	46148		37580	6903	20075	51595	2856	5.50%	55%	0%
吉林										
广泽乳业	63029	2963	27448	19217	12886	43629	5694	13.1%	31%	5%
吉林春光乳业	10000	9500		250	250	14000	1400	10.0%	18%	95%
河南										
焦作博农乳业	14810	4157	258	9815	580	10233	1303	12.70%	24%	28%
河南花花牛	135100	2100	13000	97000	23000	130000	10000	7.70%	30%	2%
河南三色鸽	20174	3854	7895	4549	6070	13156	493	3.70%	79%	19%

资料来源：《中国奶业年鉴》，安信证券研究中心

图 21：大规模的区域性乳企的净利率水平显著高于小规模乳企，但也不乏个别小企业盈利能力一枝独秀



资料来源：《中国奶业年鉴》，安信证券研究中心

4. 站在新起点，巴氏奶消费风起正当时

4.1. 渠道突破使得巴氏奶区域性减弱

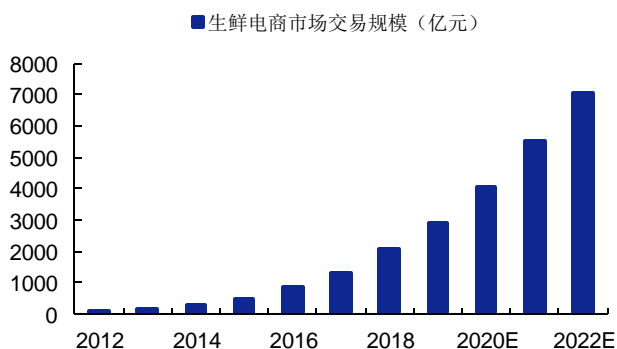
冷链物流发展使得巴氏奶区域性减弱。根据中物联冷链委与艾瑞咨询数据，2018 年我国冷链物流市场规模达 3035 亿元，同比增长 19%，预计 2018-2020 年复合增速 24.4%。我国高度重视冷链物流发展，冷链政策密集发布，2019 年 3 月国家发展改革委、交通运输部等 24 个部门联合发布《关于推动物流高质量发展促进形成强大国内市场的意见》，提出“加强农产品产地冷链物流体系建设”，发展“生鲜电商+冷链宅配”“中央厨房+食材冷链配送”等冷链物流新模式。冷链物流效率的提升将延长巴氏奶运输半径，突破巴氏奶区域性限制，同时冷链物流规模提升亦有利于摊销巴氏奶运输成本。

网购平台倒逼社会物流发展：网购平台建立了厂商与消费者的信息传递，倒逼社会物流效率提升，包括冷链物流发展，例如天猫超市（上海）中可购买到安徽、山东地区购买的鲜奶。

生鲜电商为巴氏奶提供高效的销售平台：2014-2018 年生鲜电商规模复合增速 65%，在 2020 年初的疫情下，消费者购物习惯加速养成。巴氏奶保质期短但消费频次高，要求高周转，生鲜电商充当终端网点+送奶工角色，直接连接厂商和消费者，减少中间环节，相当于减少损耗提升流转效率；同时巴氏奶的高频消费与高新鲜度要求与生鲜电商目标人群需求契合，且产品相对标准化，可提高电商平台客单价，降低单位配送成本。例如光明与生鲜平台每日优鲜、盒马鲜生合作，新希望与每日优鲜签订战略合作协议。

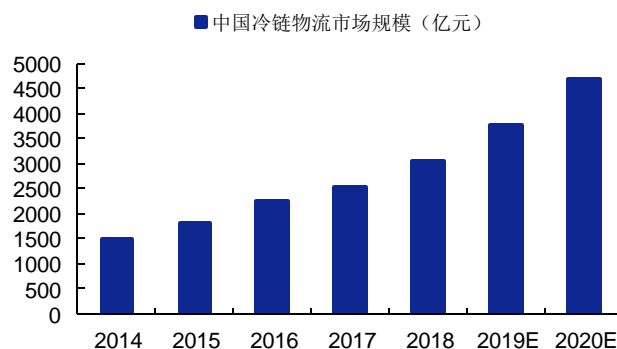
企业也在积极寻求改变，拥抱新零售。2019 年光明随心订取得突破，打开全国布局序幕，2019 年收入达 18.9 亿，2019 年 11 月，公司与阿里云计算有限公司正式达成战略合作，共同推动光明乳业的数字化转型，旨在通过大数据驱动赋能，实现公司全产业链的数字化管理系统搭建，更加更好地迎接新零售时代。

图 22：2014-2018 年生鲜电商规模复合增速 65%



资料来源：艾瑞咨询、中物联冷链委、安信证券研究中心

图 23：2018 年我国冷链物流市场规模达 3035 亿元，同比增长 19%



资料来源：艾媒咨询、安信证券研究中心

表 4：我国高度重视冷链物流发展，冷链政策密集发布

时间	政策	具体内容
2016.02	中共中央、国务院《关于落实发展新理念加快农业现代化实现全面小康目标的若干意见》	完善跨区域农产品冷链物流体系，开展冷链标准化示范，实施特色农产品产区预冷工程。
2016.02	中国铁路总公司《铁路冷链物流网络布局“十三五”发展规划》	到 2020 年，冷链运量规模达到 2,000 万吨以上，冷库容量规模达到 300 万-500 万吨，冷链物流营业总收入达到 500 亿-700 亿元；新增新型冷藏车（箱）1,000 辆；构建畅通高效的铁路冷链物流网络通道结构，形成布局合理、功能完善的铁路冷链物流网络。
2016.09	国务院《国务院办公厅关于转发国家发展改革委	加大对农产品冷链物流设施和农产品批发市场建设的支持力度，促进工业品下乡和农

	物流业降本增效专项行动方案（2016—2018 年）的通知》	产品进城的双向流通。
2016.12	商务部、中央网信办、发展改革委《电子商务“十三五”发展规划》	创新仓储、运输及配送模式，加强智能冷链物流体系建设，大幅提高配送效率。加大城乡之间仓储配送、冷链物流等和农林地区物流服务站基础设施投入力度。健全仓储、冷链、运输、供应链管理 etc 能力。
2017.01	发改委、工业和信息化部《关于促进食品工业健康发展的指导意见》	健全食品冷链物流建设和运行标准，提高冷链物流效率和水平。
2017.08	交通部《关于加快发展冷链物流保障食品安全促进消费升级的实施意见》	力争到 2020 年，初步形成全程温控、标准规范、运行高效、安全绿色的冷链物流服务体系，“断链”问题基本解决，全面提升冷链物流服务品质，有效保障食品流通安全。
2018.06	国务院《关于推进奶业振兴保障乳品质量安全的意见》	支持低温乳制品冷链储运设施建设，制定和实施低温乳制品储运规范，确保产品安全与品质。
2019.03	国家发展改革委、交通运输部等 24 个部门联合发布《关于推动物流高质量发展促进形成强大国内市场的意见》	加强农产品产地冷链物流体系建设，发展“生鲜电商+冷链宅配”“中央厨房+食材冷链配送”等冷链物流新模式，改善消费者体验。推动地方全面落实冷链物流企业用水、用电、用气与工业同价政策。
2019.05	中共中央、国务院发布《关于深化改革加强食品安全工作的意见》	要建立覆盖基地贮藏、物流配送、市场批发、销售终端全链条的冷链配送系统；要大力发展专业化、规模化冷链物流企业，保障生鲜食品流通环节质量安全。

资料来源：国务院、商务部、中央网信办、发展改革委、工业和信息化部、安信证券研究中心

4.2. 产品营销双管齐下

产品结构不断升级，功能性新品满足细分需求。2019 年光明的高端鲜奶系列优倍、致优增速 20%、50%以上，2019 年推出超高端娟珊系列，蛋白质含量 3.8g/100ml，出现缺货现象，并推出优倍 0 脂肪、50%减脂、0 乳糖产品，满足部分消费者细分需求；新希望推出 24 小时鲜牛乳，开启 72℃ 巴氏杀菌时代；中垦乳业推出“华山牧”高品质鲜牛奶，强调高活性蛋白含量。

图 24：巴氏奶产品结构不断升级，功能性新品满足细分需求



资料来源：公司官网、安信证券研究中心

企业持续推进消费者教育：巴氏奶的乳铁蛋白、免疫球蛋白含量显著高于高温杀菌乳，我们观察到越来越多的巴氏奶企业将这一特征标注在包装的醒目位置，持续进行消费者教育，另一方面，乳企组织消费者参观牧场，走进社区进行线下教育消费者，强化消费者对巴氏奶“鲜奶”、“含有活性物质”的认知。

一方面成熟市场例如华东地区，以上海为标杆，巴氏奶不断下沉，同时高端产品打开天花板；另一方面，西南、东北、华中、华北地区的巴氏奶消费有望加速，且这些地区奶源相对充裕，大型巴氏奶乳企的运作经验丰富、可复制性强，抢占增量市场成功概率高。

图 25：光明优倍将乳铁蛋白、免疫球蛋白含量标注在包装上



资料来源：草根调研、安信证券研究中心

图 26：盒马、每日鲜语鲜奶将免疫球蛋白标注在包装上



资料来源：草根调研、安信证券研究中心

5. 竞争格局：区域乳企为主的“2+N”格局

目前我国巴氏奶市场形成了初步实现“2+N”格局，即两家准全国化的光明乳业和新乳业和众多区域性乳企。行业巨头蒙牛伊利均有涉足巴氏奶，其中蒙牛在安徽有大型巴氏奶基地，伊利股份 2019 年推出几款巴氏奶产品，但尚未形成强竞争力。根据草根调研，全国主要城市巴氏奶货架普遍陈列光明和较为本地性乳企的产品，且光明产品新鲜度与区域性乳企不相上下，表明光明巴氏奶在就近建厂或配送半径内已逐步实现全国化。

5.1. 光明乳业：经营目标升级，新鲜战略领导者

公司自成立以来始终坚持新鲜战略，供应链护城河深厚。2019 年战略升级为“做强上海，发展华东、优化全国，乐在新鲜”，“新鲜”板块是升级战略突出的重点品类，围绕该战略，光明多维度构筑护城河：

- **全国化布局的牧场、新鲜工厂：** 合计有约 28 个牧场，规模较大的新鲜工厂有上海乳品四厂、黑龙江光明、武汉光明、成都光明等，辐射以上海为核心的华东地区、华北地区、华中地区以及西南地区。公司公告中标江苏辉山乳业以及江苏辉山牧业相关资产，进一步完善华东、华北奶源基地布局，拓展江苏、山东、安徽巴氏奶市场。
- **物流优势**体现在两个方面：自建物流以及与社会物流的深度合作、排他性的送奶入户资源：
 - 光明在优势市场自建物流，在弱势市场借助第三方物流开拓市场，子公司领鲜物流在上海地区自有车辆近 230 辆，其中冷藏车近 249 辆，拥有超过 900 吨的冷藏配送运力，覆盖上海 6000 多个网点，在华东地区可以调配使用的车辆近 200 辆，服务于华东 15 个配送中心。
 - 2019 年随心订收入达 18.9 亿元，送奶入户渠道解决最后一公里，渠道运作精细化要求极高；

优化全国，复制优势市场运作经验，净利率有提升空间。在初步全国化的基础上，2019 年光明提出“做强上海，发展华东、优化全国，乐在新鲜”战略，优化全国一方面体现在深耕优势区域，另一方面也旨在弱势区域扩大市场份额。

巴氏奶的“供应链高要求->区域精耕分摊成本”形成正循环，进而提升净利率水平。对于光明，2016 年华东、华中地区低温液态奶业务收入占低温收入的比例为 67%、19%，净利率达 10、13%，而弱势市场华南、华北净利率则为 8%、-12%，华东、华中地区通过渠道不断下沉与精耕，提振净利率；华南、华北一方面跟随行业自然增长，供应链成本有效分摊，另外光明有望复制优势市场运作经验（低温产品货损大，供应链管理要求高），并利用产品、品牌优势，不断扩大市场份额，净利率提升空间大。

不断引领行业进行品类营销突破。根据尼尔森数据，光明巴氏奶在全国的市占率达 45%，作为行业龙头，光明不断引领行业前进，例如率先推广超高端新品（娟珊），持续品牌营销。

管理改善，干劲可期。2020 年 4 月公司公告原华东地区负责人（主管低温）提升为公司总经理，近期公司三位副总辞职，管理层进一步换新，干劲可期。

表 5：公司历年战略规划

日期	战略
2002 年	在未来 4 年内，仍以乳品经营为核心产业和主营业务，将以乳品产业链适时带动相关产业/子公司的纵向发展
2006 年	坚持新鲜战略、聚焦资源，大力促进新鲜酸奶发展，力求产业和地区经营的突破
2007 年	聚焦乳业、做强新鲜、突破常温、实现百亿
2011 年	聚焦乳业、领先新鲜、做强常温、突破奶粉
2017 年	确立主业 1+2 全产业链发展模式，搞好乳业、牧业、冷链物流三大产业布局；通过实施牧场升级工程，着力打造安全、快速的物流服务体系；通过产品和技术升级，继续推出高品质新品，树立和提升“中国高端品牌引领者”形象。经过 3-5 年的努力，光明乳业将发展成为产业链完善、技术领先、管理一流、具有核心竞争力、有影响力的国际性乳业集团
2019 年	在五年规划的基础上，提出“做强上海，发展华东，优化全国，乐在新鲜”的目标

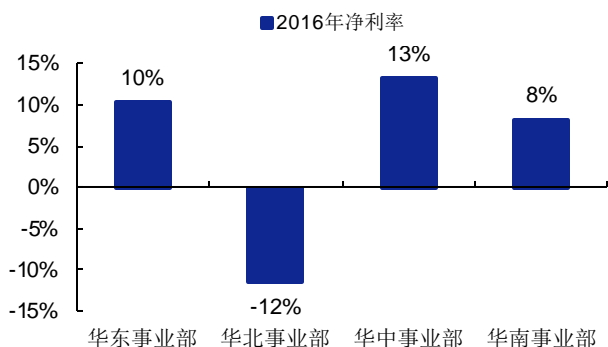
资料来源：公司公告、安信证券研究中心

表 6：光明乳业工厂于牧场布局

地区	布局	金山	周一	周二	申星	至江	新东	佳辰	鸿星	跃一	跃二
上海地区	牧场	金山	周一	周二	申星	至江	新东	佳辰	鸿星	跃一	跃二
	工厂	乳品二厂	乳品四厂	乳品五厂	光明乳业华东中心工厂						
黑龙江	牧场	富裕	哈川	米特利							
	工厂	黑龙江光明松鹤									
天津	牧场	天津今日健康牧场									
	工厂	天津光明梦得乳品									
山东	牧场	山东德州光明牧									
	工厂	光明乳业德州公司									
河南	牧场	滑县									
浙江	牧场	金华									
	工厂	浙江省杭江牛奶公司乳品厂									
江苏	牧场	海丰	申丰	收购的辉山牧业资产							
湖北	牧场	武汉光明生态牧场									
	工厂	武汉光明乳品	光明乳业华中中心工厂								
四川	牧场	彭州九峰山									
	工厂	成都光明乳业									
深圳	牧场	光明华侨畜牧场									
	工厂	广州光明乳品									

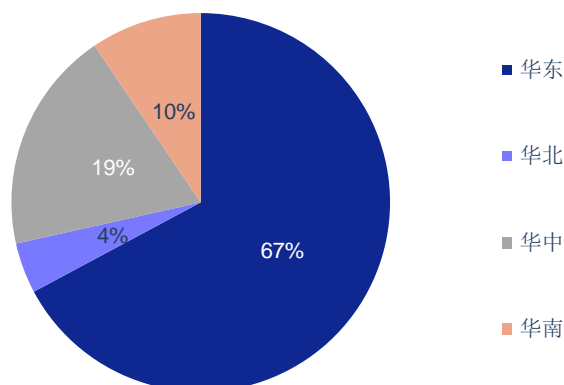
资料来源：公司公告、公司官网、安信证券研究中心

图 27：公司不同区域低温净利率差异大，华北、华南地区净利率有较大提升空间



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 28：2016 年公司华东、华中、华南收入占比 67%、19%、10%



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 29：光明赞助各类赛事，增强品牌曝光力度，推广低温产品



资料来源：草根调研、公司官网、安信证券研究中心

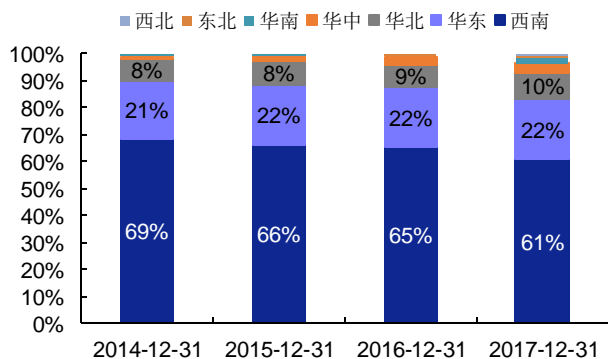
5.2. 新乳业：管理能力优秀，并购整合逐步全国化

植根西南，不断并购整合，扩大规模。公司设立之初承接新希望集团的乳业资产，植根西南地区，2002 年开启并购整合之路，2015-2016 年先后并购昆明海子、湖南南山、苏州双喜、朝日乳业，布局云南、湖南、华东、华北市场，通过“1+N”模式打破低温鲜奶的区域属性，不断并购整合做强做细区域性乳制品市场，同时逐渐拓展出布局全国的乳制品产业链，形成“点面结合”的品牌势能。

以低温为主，坚持“鲜战略”。2018 年上半年公司高温纯牛奶、高温调制乳、低温鲜牛奶、低温酸牛奶收入占比 16.8%、13.7%、16.5%、37.7%，低温乳制品占比 57.8%，比重逐年提高（2015 年为 47.3%）。公司以“鲜战略”为品牌纲领，坚持“聚低温、讲新鲜、向高端”的产品策略，2011 年在行业内首推“24 小时鲜牛奶”，并与每日优鲜、盒马等合作，反向定制新鲜产品。

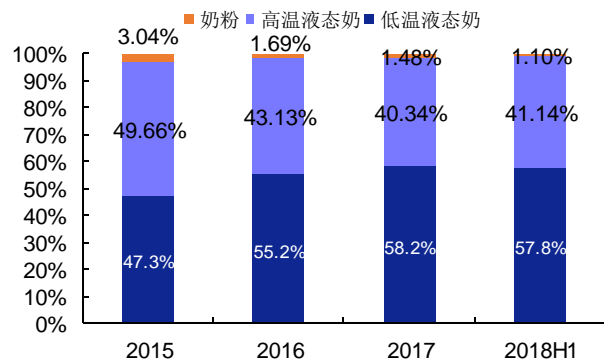
并购整合能力强，全国化布局日渐完善。如前所述，稀缺的城市奶源构筑巴氏奶业务的进入壁垒，若乳企要布局某地区的巴氏奶业务，一为自建牧场，管理可控性强，但养殖周期长，二为并购，但如何实现资源协同是难点。对于新乳业，公司收购的标的在收购后实现收入与净利率的共同提升，反映了公司较高的管理水平，通过资源整合、管理输出，提升内部运营效率。2019 年公司公告拟收购蒙美乳业的 60% 股权（持有夏进乳业 93.52% 股权、夏进牧业 100% 股权），布局西北市场，有望通过其丰富的管理经验，实现 1+1 大于 2，增强效益。

图 30: 新乳业以西南地区为主, 华北华中收入占比增加



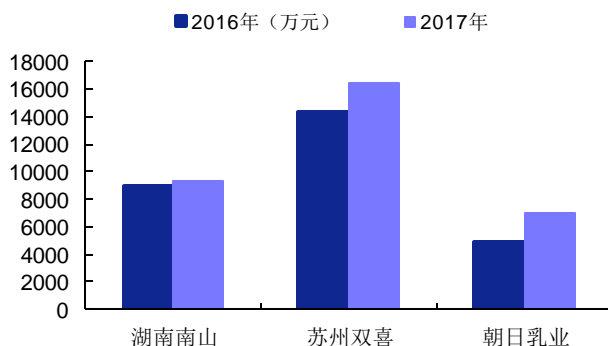
资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

图 31: 低温液态奶收入占比提升



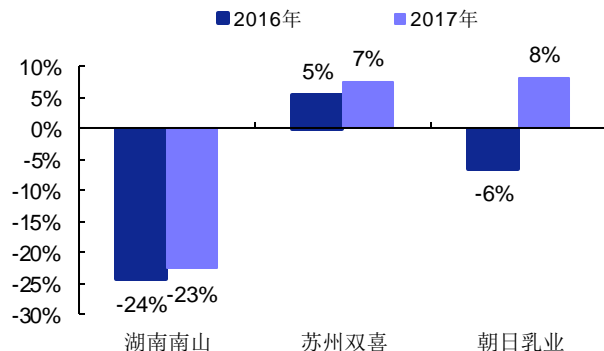
资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

图 32: 公司收购的标的在收购后实现收入提升



资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

图 33: 公司收购的标的在收购后实现净利率提升



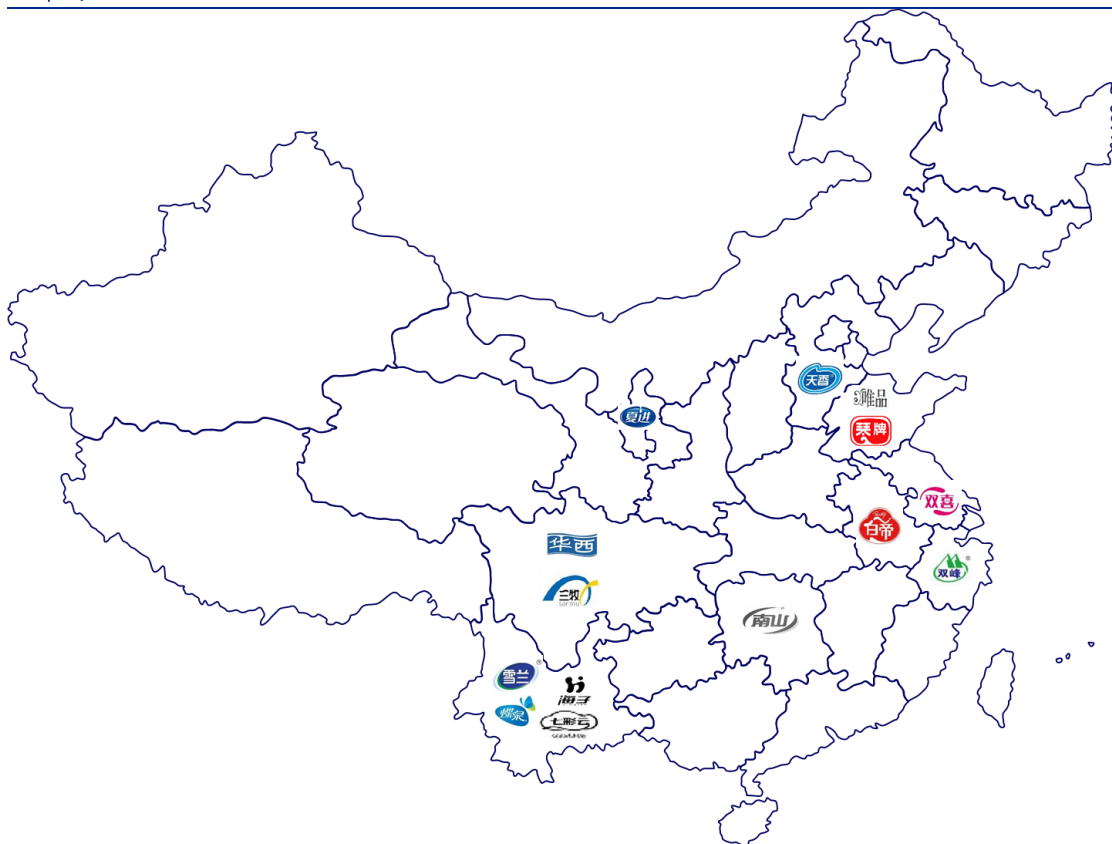
资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

表 7: 新乳业工厂与牧场布局

省份	布局				
江苏	牧场/工厂	苏州双喜			
云南	工厂	昆明海子	七彩云	云南蝶泉	昆明雪兰
	牧场	陆良新希望雪兰奶牛养殖	云南新希望蝶泉牧业	石林新希望雪兰牧业	
山东	工厂	朝日乳业	青岛琴牌		
	牧场	青岛琴牌奶牛养殖基地			
河北	工厂	河北天香			
	牧场	河北天香乳业奶牛养殖基地			
四川	工厂	新华西乳业	西昌三牧	四川乳业	
	牧场	新希望奶牛养殖公司	新希望华西牧业		
湖南	工厂	湖南南山			
浙江	工厂	杭州双峰			
	牧场	建德新希望牧业			
安徽	工厂	安徽白帝			
	牧场	双峰生态牧业	安徽新希望白帝牧业		
宁夏	牧场	吴忠新希望牧业	夏进牧业		
	工厂	夏进乳业			
甘肃	牧场	靖远新希望牧业			
内蒙古	牧场	阿拉善盟牧业			

资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

图 34： 新乳业通过“1+N”模式打破低温鲜奶的区域属性、不断并购整合做强做细区域性乳制品市场



资料来源：公司官网、公司公告、安信证券研究中心

6. 风险提示

行业竞争加剧，影响巴氏奶业务净利率；

冷链物流发展不及预期，导致巴氏奶渠道下沉与区域拓展慢于预期；

食品安全事故；

我国南北奶源分布不平衡，且乳企加强对上游奶源的控制，围绕消费地的奶源稀缺性，或制约企业的巴氏奶业务全国化。

■ 行业评级体系

收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

苏铖、徐哲琪声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	孙红	上海区域销售副总监	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	王银银	上海区域销售经理	18217126875	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	李倩	北京基金组主管	18500075828	liqian1@essence.com.cn
	温鹏	北京基金组销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	夏坤	北京基金组销售副总监	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	曹琰	北京基金组销售经理	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	张莹	北京保险组主管	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	姜东亚	北京保险组销售副总监	13911268326	jiangdy@essence.com.cn
	张杨	北京保险组销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	王帅	北京保险组销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	13922833856	fanhq@essence.com.cn
深圳联系人	黎欢	深圳基金组销售经理	15820484816	lihuan@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	巢莫雯	深圳基金组销售经理	18682080397	chaomw@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	13723434033	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034