

增持

——维持

日期：2021年01月13日

行业：食品饮料



分析师：周菁

Tel: 021-53686158

E-mail: zhoujing@shzq.com

SAC 证书编号: S0870518070002

证券研究报告/行业研究/行业专题

原奶涨价下，竞争趋缓+提价预期， 龙头盈利向上

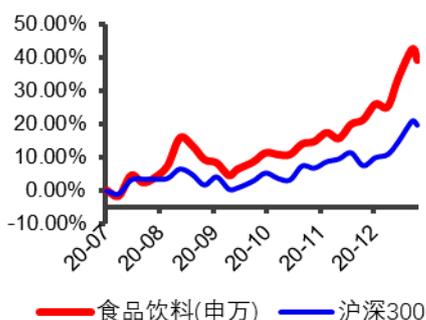
——乳企篇

■ 主要观点

2013年原奶涨价潮：国内外供给收缩导致，份额朝头部集中，龙头企业盈利能力提升

2013年原奶涨价约15个月（13Q1-14Q1），价格从3.40元/公斤升至4.20元/公斤以上，涨幅接近24%，期间增速中枢不断上移。13年奶荒主要系国内散户大批退出而规模化养殖增量不足以弥补缺口，同时停止进口新西兰奶粉等导致进口奶粉出现较大缺口。此外需求端由于高端奶热销刺激高端原奶需求向上，也拉动原奶价格中枢上移。原奶涨价引发行业洗牌，市场集中度明显提升，13-14年行业CR3、CR5、CR10均同比提高，年度边际增量在1-3个百分点左右，头部攫取份额的能力更强。乳企通过提价、调整产品结构来稳定毛利率，控制广告费、促销费等费用开支降低费用率，如伊利13年下半年提价，测算14年因提价贡献吨价约7个点的增幅；13年大力发展中高端产品（金典、舒化奶、QQ星、金领冠等），收入占比增至约40%，其毛利率高出整体约10个点；提高费用使用效率、严控费用支出，使得销售/管理费用率同比下降，最终净利率、扣非净利率分别同比提高2.6、1.4个百分点。

近6个月行业指数与沪深300比较



2020年原奶涨价潮：供给仍然紧张，疫情后需求上行

我国奶牛存栏数从15年的840万头逐年减少至2019年的610万头，据USDA报告，20-21年出现补栏，但每年新增仅5万头，短期较难追平百万头差距，同时政策鼓励使用生鲜乳+高端乳品需求上升，预计未来直接使用生鲜乳的比例趋于上行，较难复制13年通过大量进口大包粉来补充原料，我国原奶供给仍然紧张，这将加剧对国内奶源的争夺。疫情后刚需性的白奶、奶粉和成长期的低温鲜奶等产品销售强劲增长，在乳制品消费结构中的占比有所上升，也带动了对上游原材料中生鲜乳的需求出现同步上行。受供需改变影响，原奶从20年下半年开始进入明显的涨价通道。

2021年乳制品行业：竞争趋缓+提价预期，龙头盈利向上

类似2013年，当成本端承压时，行业促销竞争趋缓，为盈利留出空间。20Q3伊利毛利率、销售费用率分别-1.21/-1.38pct，毛销差+0.16pct，最终净利率、扣非净利率+0.89/+0.39pct。13年原奶涨价引发行业洗牌，规模乳企数量大幅减少，行业整合趋势明显。我们认为，2020年上半年疫情冲击、需求震荡及下半年成本上涨或将引发行业新一轮洗牌，中小型乳企加速被市场出清，大型乳企则通过加强奶源和渠道控制来抢占份额。2020年前三季度伊利常温奶/低温奶市场份额分别为38.8%/15.2%，同比提升0.8/0.2个百分点。近期伊利、蒙牛在13年后再次共同提价，表现出对打价格战的态度发生转变，常温奶业务作为巨头们的基本盘，通过携手减少价格竞争或提价来提振盈利，以保障整体利润率水平，且催化了对行业整体性的提价预期。我们认为，常温奶双寡头格局稳定，叠加两强对利润的诉求强化，2021年两强在常

温奶领域的竞争有望弱化，以实现业务盈利能力的提升，从而保障整体业绩的稳定增长。

■ 投资建议

建议关注伊利股份。我们认为公司收入端有望保持快于行业的两位数增长，一是常温奶领域不断抢占份额，从去年疫情冲击、需求震荡洗牌到今年成本上涨洗牌，常温奶竞争格局趋好，公司份额不断提升，常温奶的大基本盘能够保障收入和利润，常温奶利润率趋势向上；二是积极培育其他乳制品和非乳业务，公司大力发展低温奶、奶粉、奶酪等乳制品其他品类，渠道和品牌加持，在低基数的情况下有望取得快速增长，短期会是公司乳制品整体业务成长性的重要来源；非乳业务还在培育阶段，中长期有望为公司创造较大收入增量。

盈利端，公司股权激励设定19-23年扣非归属净利润复合增速为8%，往上看公司有能够实现两位数的业绩增长，一是常温奶业务受益于格局改善&提价预期、业绩弹性持续释放，能补贴新业务的推广开支，二是产品结构持续升级为毛销差留出空间，包括安慕希、金典等高端奶占比上升和本身属于高毛利品类的低温奶、奶粉、奶酪的快速增长。估值角度来看，当前其他食品饮料龙头如海天、金龙鱼等动态估值已达百元左右，伊利动态估值约40倍。尽管赛道属性（调味品、粮油刚需，长期具备稳定的增长空间vs乳制品非必选）、竞争格局（海天、金龙鱼单寡头vs伊利和蒙牛双寡头）有差异，但伊利ROE不低（高于25%）、PEG相对合理，估值仍有一定性价比。

■ 风险提示

疫情反复的风险、食品安全风险、原奶价格大幅上涨风险等。

目 录

一、复盘 2013 年原奶涨价潮	5
1.1 成因：国内外双重的供给端收缩	5
1.2 结果：行业份额朝头部集中，龙头企业盈利能力提升	7
二、2020 年开启新一轮原奶涨价潮	10
2.1 成因：供给仍然紧张，疫情后需求上行	10
2.2 2021 年乳制品行业：竞争趋缓+提价预期，龙头盈利向上	13
三、投资建议	15
四、风险提示	16

图

图 1 2013-2014Q1 原奶价格单边上行	5
图 2 我国牧场规模化养殖比例持续上升	6
图 3 2013 年我国牛奶产量同比减少 5.5%	6
图 4 2013 年我国全脂/脱脂奶粉净进口量同比大增 (万吨) .6	
图 5 2013 年全球脱脂/全脂奶粉平均中标价处于高位 (美元/吨)	6
图 6 2012-2016 年特仑苏销售额 (亿元)	7
图 7 2013-2014 年我国乳制品行业市场集中度提升	8
图 8 历年我国规模以上乳企数量 (家)	8
图 9 2014 年提价导致的销售价格变动成为伊利液体乳业务收入增量的主要来源 (%)	9
图 10 2013 年伊利、光明中高端产品占比及毛利率水平	9
图 11 2013-2014 年分季度伊利财务指标的变化 (%)	10
图 12 2019 年我国进口乳制品结构 (%)	11
图 13 我国奶牛存栏量及年单产量 (万头, 吨)	11
图 14 历年我国牛奶产量 (万吨)	11
图 15 2020H2 原奶价格进入上涨通道	12
图 16 2020H2 开始牛奶零售价持续上涨	12
图 17 20Q3 伊利净利率同比提高	13
图 18 伊利液态奶份额 (%)	14
图 19 2016-2020H1 伊利和蒙牛的利润率变化	15

表

表 1 2010-2016 年我国规模以上乳企的财务指标	8
表 2 历年伊利液体乳业务收入增量拆分	9
表 3 我国原奶供给结构 (万吨, %)	10

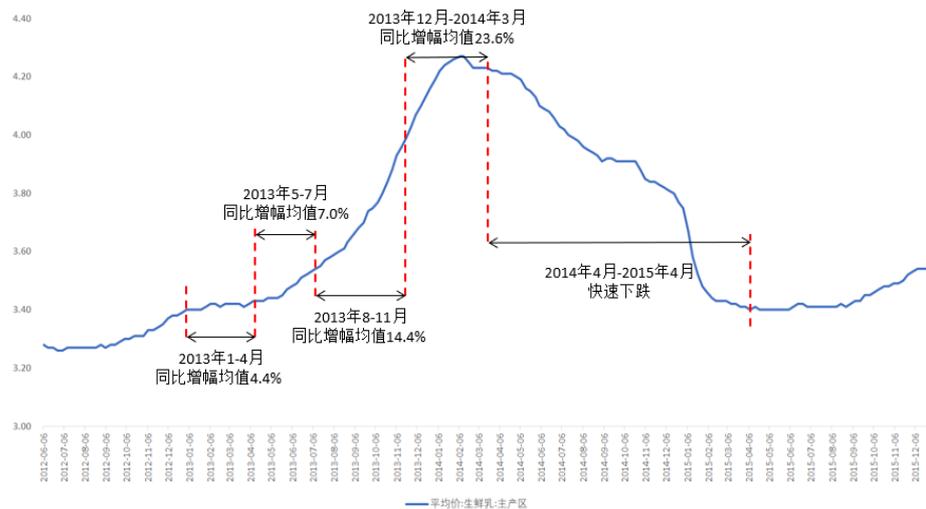
一、复盘 2013 年原奶涨价潮

1.1 成因：国内外双重的供给端收缩

复盘 2013 年上一轮原奶涨价潮，从 2013 年 1 月到 2014 年 3 月，上涨时间约 15 个月，原奶价格从 3.40 元/公斤升至 4.20 元/公斤以上，涨幅接近 24%，期间增速中枢不断上移。

- 2013 年 1-4 月：原奶价格从 3.40 元/公斤温和上涨至 3.43 元/公斤，同比增幅均值约 4.4%；
- 2013 年 5-7 月：原奶进入到明显的涨价通道，价格从 3.44 元/公斤涨至 3.58 元/公斤，同比高个位数增长，均值约为 7.0%；
- 2013 年 8-11 月：原奶价格加速上涨，从 3.59 元/公斤涨至 4.03 元/公斤，突破 4 元/公斤，同比增速也从 10% 升至 20%，期间同比增幅均值约为 14.4%；
- 2013 年 12 月-2014 年 3 月：原奶涨价继续提速，从 4.07 元/公斤涨至 4.22 元/公斤，期间高点达到 4.27 元/公斤，同比增速保持在 20% 以上，期间同比增幅均值约为 23.6%。
- 2014 年 4 月-2015 年 4 月：在经历了 2014Q1 的高速上涨后，原奶价格进入快速的下跌通道，至 2015 年 4 月原奶价格已降至 3.40 元/公斤，抹去了 2013 年以来的全部涨幅。

图 1 2013-2014Q1 原奶价格单边上行



数据来源：wind，上海证券研究所

我国原奶主要分为生鲜乳和大包粉，生鲜乳是指未经杀菌、加工的奶畜原奶，主要由国内牧场供给；大包粉是生鲜乳的替代物，是鲜奶经过消毒、脱水、喷雾干燥制成，使用时按 1:8 的重量比还原为生鲜乳，适合长途运输和长期保存，主要由国外供给，其中又

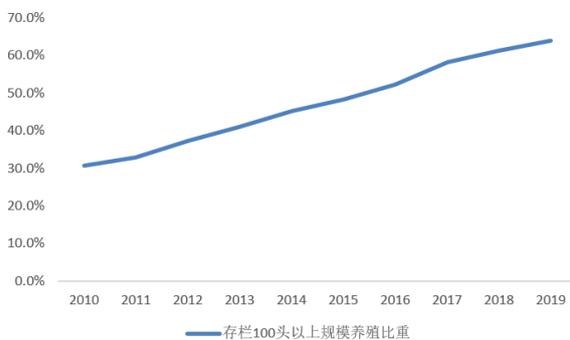
以新西兰为主。2013年这一轮原奶涨价主要因为国内外双重的供给端收缩：

(1) 因人工工资、饲料价格等成本持续上涨，而原奶收购价格较低，多个传统奶源产区散户退出奶牛饲养行业，规模化养殖比例提升，但规模化养殖增量不足以弥补散养退出的缺口，叠加春季大范围的奶牛疫情、夏天的反常气候等情况，2013年国内牛奶产量同比减少174万吨至3001万吨，降幅约为5.5%；

(2) 2013年国际原奶主产区新西兰遭遇大旱，奶粉大量减产，8月又出现恒天然肉毒杆菌事件导致国内停止进口所有新西兰奶粉，而新西兰奶粉约占当时我国进口奶粉的80%，我国进口奶粉出现较大缺口。内外因素共振下，下半年国内奶荒情况加剧，各大乳企大量采购进口大包粉，2013年我国全脂奶粉、脱脂奶粉净进口量分别同比大幅增长55%、40%，而2013年国际奶粉价格处于高位，导致通过进口大包粉还原的原奶价格也有所上升。

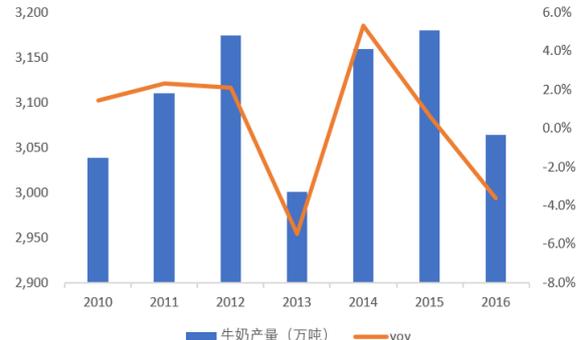
国内生鲜乳价格大涨刺激牧场扩张，2014年我国牛奶产量大幅反弹，同时因欧美国家对乳制品的需求较为低迷，国际奶粉价格从2014年春季开始持续下降，便宜进口大包粉入境也压制了国内奶价的进一步上行，原奶价格最终达到2014Q1的高点后开始掉头往下。

图 2 我国牧场规模化养殖比例持续上升



数据来源：中国奶业协会，上海证券研究所

图 3 2013 年我国牛奶产量同比减少 5.5%



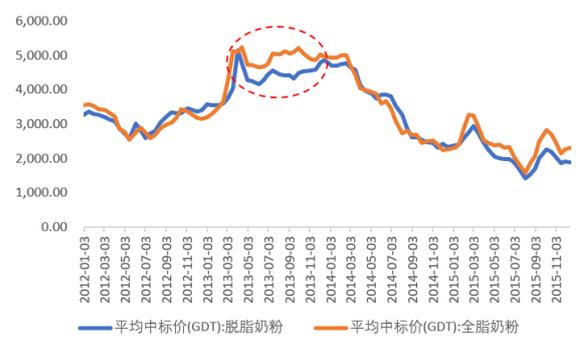
数据来源：wind，上海证券研究所

图 4 2013 年我国全脂/脱脂奶粉净进口量同比大增 (万吨)



数据来源：中国奶业协会，上海证券研究所

图 5 2013 年全球脱脂/全脂奶粉平均中标价处于高位 (美元/吨)



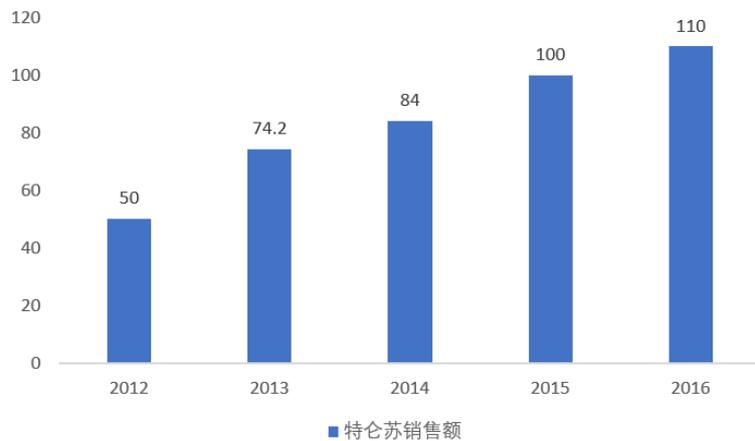
数据来源：wind，上海证券研究所

数据来源: USDA, 上海证券研究所

数据来源: wind, 上海证券研究所

需求端方面, 高端奶热销刺激高端原奶需求向上, 拉动原奶价格中枢上移。随着居民收入及消费水平增加, 对健康及食品安全更加关注, 高端奶的规模快速扩容。以蒙牛的特仑苏为例, 2012-2016年销售额由 50 亿增长至 110 亿, CAGR 为 22%, 远高于乳制品行业增速(根据欧睿数据测算 CAGR 约为 7%)。高端奶的快速发展刺激高端原奶的需求持续增加, 在高价的高端原奶需求向上拉动下原奶价格中枢也快速上移。据《乳制品行业 2013 年回顾及 2014 年工作重点》报告显示, 2013 年下半年企业原奶的收购价格普遍在 5 元/公斤左右, 而规模牧场的优质奶则超过 6 元/公斤。

图 6 2012-2016 年特仑苏销售额 (亿元)



数据来源: 公司公告, 上海证券研究所 (注: 2015 年为根据媒体报道预估)

1.2 结果: 行业份额朝头部集中, 龙头企业盈利能力提升

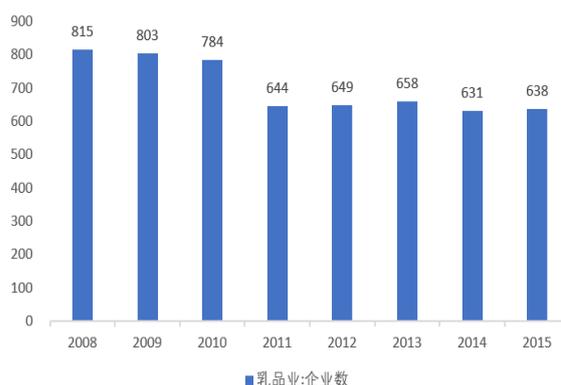
成本端原奶涨价引发行业洗牌, 市场集中度明显提升。根据欧睿数据, 2013-2014 年我国乳制品行业 CR3、CR5、CR10 均呈同比提高状态, 年度边际增量在 1-3 个百分点左右, 其中 2013 年份额提升集中在行业前五, 2014 年份额提升进一步集中在行业前三, 头部企业攫取份额的能力更强。继 2008 年三聚氰胺事件后, 2013 年原奶价格大涨又一次引发行业洗牌, 我国规模以上乳企数量由 2013 年的 658 家减少至 2014 年的 631 家。

图 7 2013-2014 年我国乳制品行业市场集中度提升



数据来源: 欧睿, 上海证券研究所

图 8 历年我国规模以上乳企数量 (家)



数据来源: wind, 上海证券研究所

我们在之前的策略报告中也梳理过, 由于原奶价格上涨造成毛利端承压, 乳制品行业在营销投放、买赠促销等方面的竞争力度将趋缓, 以通过降低费用率来对冲毛利率下滑对盈利水平的影响。统计全国规模以上乳企的财务数据, 2013-2014 年行业毛利率持续下降, 受原奶价格大涨冲击明显, 同期销售费用率也同步下降, 而毛销差在 2013 年达到低点的 9.73% 后开始回升, 2014 年同比提高 0.20 个百分点。2013 年行业净利率 (利润总额/销售总额) 小幅下滑 0.02 个百分点, 2014 年迅速回升至 6.83%, 行业整体盈利能力反而增强。

表 1 2010-2016 年我国规模以上乳企的财务指标

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
毛利率	25.09%	23.54%	24.46%	21.88%	20.58%	21.15%	21.21%
销售费用率	12.42%	11.89%	12.63%	12.15%	10.64%	10.89%	11.22%
毛销差	12.67%	11.65%	11.83%	9.73%	9.94%	10.26%	9.98%
管理+财务费用率	4.25%	4.19%	4.15%	3.14%	3.48%	3.60%	3.45%
净利率	9.12%	6.43%	6.38%	6.36%	6.83%	7.26%	7.42%

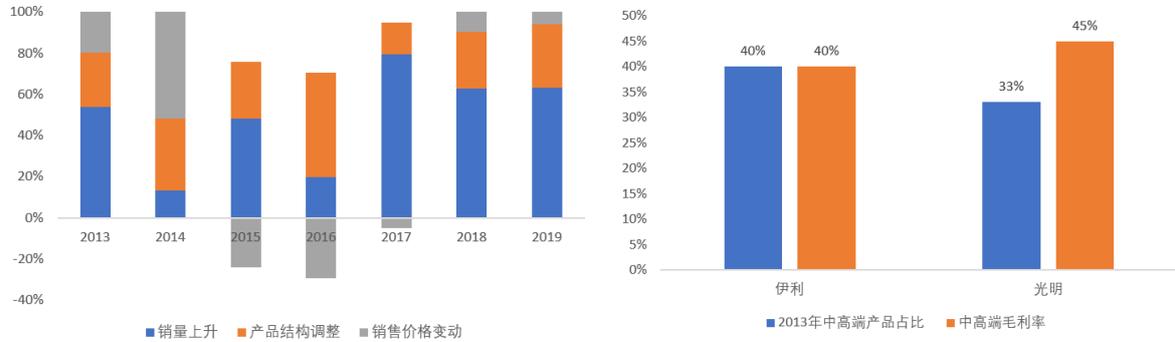
数据来源: wind, 上海证券研究所

乳企应对原奶涨价的方式包括提价、调整产品结构来稳定毛利率, 控制广告费、促销费等费用开支降低费用率。

- **提价:** 2013 年乳企迎来集体涨价。8 月伊利和蒙牛对液态奶提价 5-15%, 12 月光明提价 8-9%, 三元则在年初和年底提价两次, 幅度分别为 5%、8%。以伊利为例, 因 2013 年下半年提价, 2014 年因销售价格变动贡献的液体乳收入增量为 27.34 亿元, 占总增量的比重超过 50%, 测算提价贡献吨价约 7 个点的增幅。
- **调整产品结构:** 乳企加大高端品类的推广力度。伊利液态奶中大力发展金典、舒化奶、QQ 星等高端产品, 奶粉中金领冠快速增长, 2013 年奶粉销售收入增速达到 23%, 进一步优化产品结构。2013 年伊利中高端产品占比增至约 40%, 且高端液奶和奶粉毛利率基本保持在 40% 以上, 高

出公司整体毛利率约 10 个点。2013 年光明三大明星产品（莫斯利安、优倍、畅优）收入占比同比提高约 10pct 至 33%，高端产品的毛利率可达约 45%。

图 9 2014 年提价导致的销售价格变动成为伊利液体乳业务收入增量的主要来源 (%) 图 10 2013 年伊利、光明中高端产品占比及毛利率水平



数据来源：公司公告，上海证券研究所

数据来源：公司公告，上海证券研究所（注：光明仅统计三大明星产品）

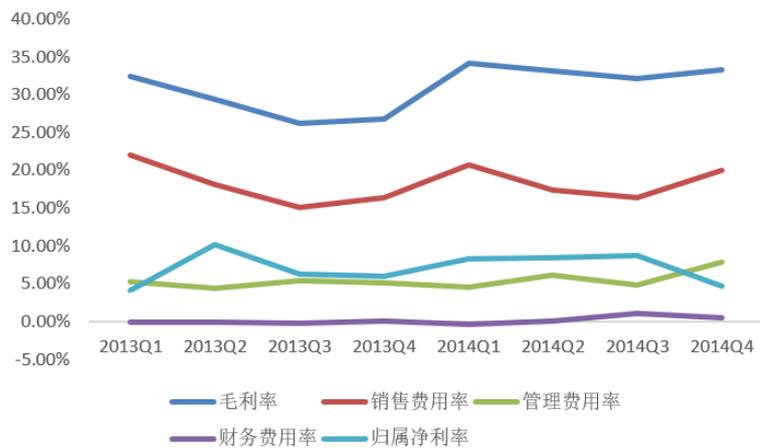
表 2 历年伊利液体乳业务收入增量拆分

收入贡献结构 (亿元)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
液体乳收入	371.16	424.06	471.51	495.22	557.66	656.79	737.61
主营业务收入增量	48.45	52.9	47.45	23.71	62.44	99.13	80.82
—销量上升	26.11	7.02	44.66	11.39	55.44	62.35	51.13
—产品结构调整	12.84	18.54	25.31	29.46	10.61	27.47	25.01
—销售价格变动	9.5	27.34	-22.52	-17.14	-3.61	9.31	4.68
产量 (万吨)		581.20	639.67	661.59	724.6	810.71	875.83
销量 (万吨)		577.41	638.21	653.63	726.89	808.13	870.94
yoy			10.53%	2.42%	11.21%	11.18%	7.77%
吨价 (元/公斤)	6.55	7.34	7.39	7.58	7.67	8.13	8.47
yoy		12.13%	0.60%	2.55%	1.26%	5.94%	4.21%
—结构贡献 (元/公斤)		0.32	0.40	0.45	0.15	0.34	0.29
—纯价贡献 (元/公斤)		0.47	-0.35	-0.26	-0.05	0.12	0.05
结构贡献		4.90%	5.40%	6.10%	1.93%	4.43%	3.53%
纯价贡献		7.23%	-4.80%	-3.55%	-0.66%	1.50%	0.66%

数据来源：公司公告，上海证券研究所

- **降低费用率：**2013 年伊利持续进行“提高费用使用效率、提升公司盈利能力”的“双提活动”，严控相对固定性的费用支出，年内销售、管理费用率分别同比下降 0.6、1.7 个百分点，此外投资收益大幅增加，使得净利率、扣非净利率分别同比提高 2.6、1.4 个百分点。

图 11 2013-2014 年分季度伊利财务指标的变化 (%)



数据来源：公司公告，上海证券研究所

二、2020 年开启新一轮原奶涨价潮

2.1 成因：供给仍然紧张，疫情后需求上行

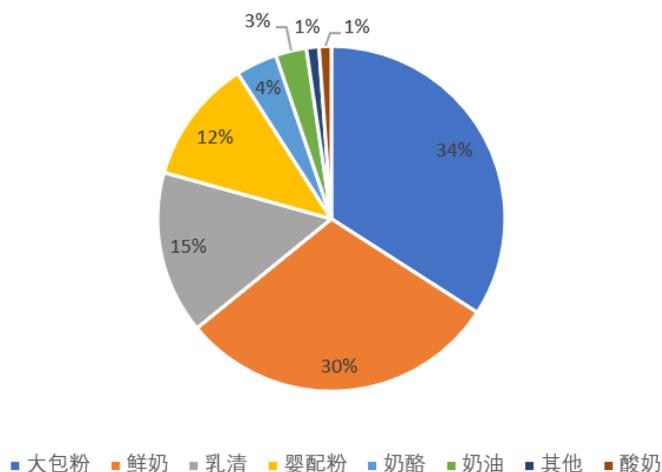
近几年我国原奶供给构成：一是进口奶源占比持续提升，已达 35%。2019 年我国进口干乳制品(含婴幼儿奶粉)204.88 万吨/+6.0%，进口液态奶 92.43 万吨/+31.3%，按照干乳制品 1:8，液态奶 1:1 折合生鲜乳约 1731 万吨，2019 年国内牛奶产量为 3201 万吨，计算进口乳制品折合原奶约占国内生鲜乳总供应量的 35%，即我国生鲜乳自给率约为 65%。二是进口奶源中大包粉占比最大。2019 年我国进口大包粉 101.48 万吨，占乳制品进口总量的 34%。

表 3 我国原奶供给结构 (万吨, %)

	进口干乳 制品	进口婴幼 儿奶粉	进口液态 奶	进口乳制品 折合原奶	国内原 奶产量	国内原奶 总供应量	进口奶 源占比	奶源自给 率
2013	139.74	12.28	19.48	1236	3,001	4236	29%	71%
2014	148.37	12.14	32.89	1317	3,160	4477	29%	71%
2015	104.47	17.60	46.98	1024	3,180	4203	24%	76%
2016	130.06	22.13	65.50	1283	3,064	4347	30%	70%
2017	147.29	29.59	70.17	1485	3,039	4524	33%	67%
2018	160.78	32.45	70.41	1616	3,075	4691	34%	66%
2019	170.33	34.55	92.43	1731	3,201	4933	35%	65%

数据来源：wind，上海证券研究所 (进口乳制品按照干乳制品 1:8，液态奶 1:1 比例换算成原奶)

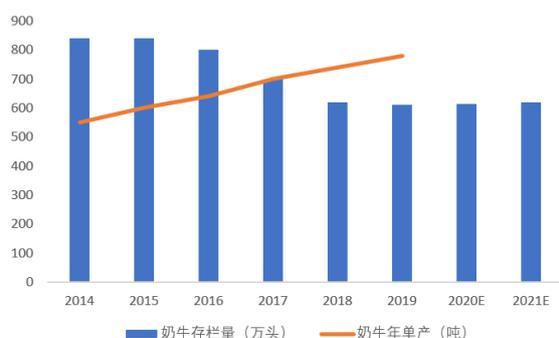
图 12 2019 年我国进口乳制品结构 (%)



数据来源: wind, 上海证券研究所 (注: 鲜奶以包装牛奶为主)

奶牛存栏缺口较大+生鲜乳使用比例趋于上升, 我国原奶供给仍然紧张。一是大量的散养农户及中小型牧场由于 14-18 年低迷的奶价造成养殖亏损及环保政策收紧后退出市场, 国内牧场养殖朝着规模化、大型化方向发展, 养殖门槛抬升导致短期奶牛存栏缺口较难弥补, 奶牛存栏数从 14-15 年高点的 840 万头持续减少至 19 年的 610 万头, 虽然据 USDA 估算 20-21 年我国奶牛存栏数开始出现回升, 但每年增量仅约 5 万头, 距离高点 200 余万头的差距仍需较长时间才能追平。尽管同期我国奶牛单产以高个位数增长, 但由于存栏数大幅减少, 13-20 年间我国牛奶产量复合增速仅约 1.4%。二是近日《乳制品质量安全提升行动方案》提出鼓励企业使用生鲜乳生产乳制品, 且随着消费者对高端乳品的需求上升, 未来乳制品原料中直接使用生鲜乳的比例将趋于上升, 相比于 2013 年通过加大进口大包粉来补足原料奶供应, 我们认为考虑到生鲜乳的使用比例趋于上行及疫情对国际运输等的影响, 此次各大乳企将加强对国内奶源的争夺来保障原料奶的供应。2020 年伊利、飞鹤、新乳业等乳企均加大了对上游奶源的收购掌控, 也印证了这一判断。

图 13 我国奶牛存栏量及年单产量 (万头, 吨)



数据来源: USDA, wind, 上海证券研究所

图 14 历年我国牛奶产量 (万吨)



数据来源: USDA, 上海证券研究所

消费结构升级带动疫情后生鲜乳需求上行。疫情后刚需性较强
请务必阅读尾页重要声明

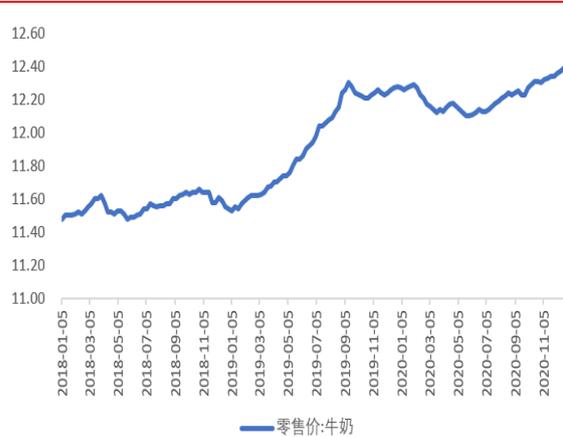
的白奶产品（无论是基础还是高端）的需求明显上升，伊利的白奶产品从 20Q2 开始保持快速增长态势，前三季度金典同比增长 15%，Q4 部分地区纯牛奶产品出现断货；20H1 蒙牛的白奶产品同比增长超过 20%。低温鲜奶站上风口，伊利和蒙牛的低温奶产品均有高速增长，20H1 蒙牛的鲜奶业务实现了近一倍的超预期增长，新乳业的低温鲜奶产品 Q3 随着渠道逐渐恢复实现了接近 30% 的增长。酸奶、乳饮料等由于缺乏消费场景，20 年受疫情影响较大，截止 Q3 行业同比仍为负增长。奶粉属于刚需品类，但内部分化，高端和超高端的奶粉产品增速远超行业水平（2020H1 飞鹤收入增长 48%），高端奶粉多采用鲜奶一次性喷粉制成，因此也加大了对生鲜乳的需求。综合来看，疫情后白奶、低温鲜奶、奶粉等产品销售增长强劲，在乳制品消费结构中的占比有所上升，带动了对上游原材料中生鲜乳的需求出现同步上行。

2020H2 原奶进入涨价通道。2020Q1 遭遇疫情，下游需求减弱，同时乳制品生产加工、运输受阻，导致大量的原料奶被迫喷粉，原奶价格从年初的 3.87 元/公斤跌至 5 月中旬的低点 3.56 元/公斤，跌幅达到 8%。Q3 开始，随着国内疫情控制稳定，在消费者对健康食品需求上升及乳制品传统消费旺季来临的双重推动下，乳制品需求端回暖且呈现出结构升级的特征，高端及基础的白奶、低温鲜奶、奶粉等产品持续热销，进一步推升对生鲜乳的需求。供给端，2015 年后奶牛存栏量持续下降，尽管 2020 年奶牛存栏数有所回补，但存栏缺口短期仍难弥补，且在生鲜乳使用比例趋于上行的情况下短期较难通过进口来提供增量（长途运输的保存能力有限），叠加年内来看进入到高温夏季，奶牛热应激易造成产奶量下降，通常下半年的原奶供应会较为紧张。供需改变下，原奶从下半年开始进入明显的涨价通道，价格从 7 月初的 3.59 元/公斤涨至年底的 4.21 元/公斤，涨幅达到 17%，其中 11-12 月同比增速达到高个位数。受成本驱动，牛奶零售价也从下半年开始持续上涨。

图 15 2020H2 原奶价格进入上涨通道



图 16 2020H2 开始牛奶零售价持续上涨



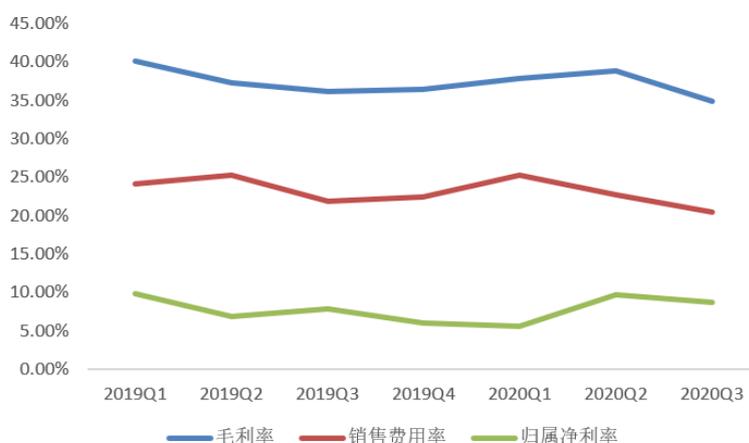
数据来源: wind, 上海证券研究所

数据来源: wind, 上海证券研究所

2.2 2021 年乳制品行业: 竞争趋缓+提价预期, 龙头盈利向上

类似 2013 年, 当成本端承压时, 行业促销竞争趋缓, 为盈利留出空间。以伊利为例, 2020Q3 原奶进入明显的涨价阶段, 公司毛利率同比下降 1.21pct, 但通过费用控制, 销售费用率同比下降 1.38pct, 毛销差反而小幅提升 0.16pct, 最终公司净利率、扣非净利率分别同比提高 0.89pct、0.39pct。

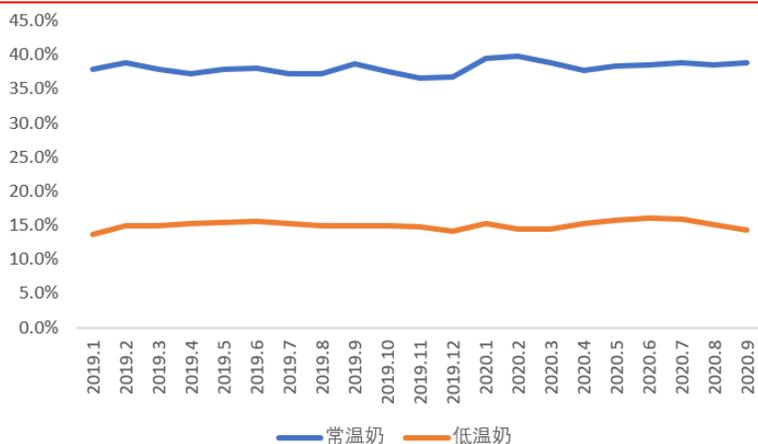
图 17 20Q3 伊利净利率同比提高



数据来源: wind, 上海证券研究所

行业迎来新一轮洗牌, 市场结构优化, 份额进一步向龙头集中。2013 年原奶涨价后, 2014 年我国规模乳企数量同比减少 27 家, 成本上涨引发行业洗牌, 到 2018 年我国规模乳企数量下降至 587 家, 行业整合趋势明显。我们认为 2020 年上半年疫情冲击、需求震荡及下半年成本上涨或将引发行业新一轮洗牌, 中小型乳企加速被市场出清, 大型乳企则通过加强奶源和渠道控制来抢占份额。2020 年前三季度伊利常温奶市场份额为 38.8%, 同比提升 0.8 个百分点; 低温奶市场份额为 15.2%, 同比提升 0.2 个百分点。

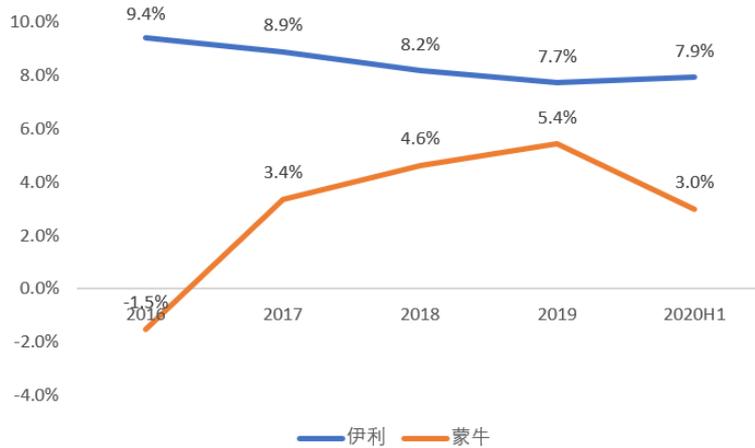
图 18 伊利液态奶份额 (%)



数据来源：尼尔森，上海证券研究所

行业或开启提价通道来转移成本压力，更大意义在于巨头对常温业务的盈利诉求提升。近期根据渠道反馈，伊利对基础白奶进行了不到 5% 的提价，去年底因产品和技术升级对低温酸奶、低温纯牛奶进行了提价。蒙牛旗下白奶产品也在去年底有所提价。总体来看，本次提价主要针对疫情以来需求旺盛的刚需白奶产品，并不是所有产品全线提价，不排除在成本上涨压力下未来提价行为扩散至其他品类。本次提价涉及品类的收入占比及提价幅度均不算高，我们认为其象征意义更在于：此次提价是两大巨头在 13 年后再次共同提价，表现出两大巨头对打价格战的态度出现转变，常温奶业务作为巨头们的基本盘，通过携手减少价格竞争或提价来提振盈利，以保障整体利润率水平。其前提一是常温奶双寡头格局稳定，二者合力具备行业定价权。二是巨头对利润率诉求提升，伊利常温奶份额持续领先，因此对常温奶业务的诉求从份额至上逐渐转为份额领先基础上盈利提升，且实施股权激励也强化了对利润的要求；蒙牛在新管理层到位后，战略重点放在高成长和高利润，近几年大力推广培育婴幼儿奶粉、高端白奶、低温奶、奶酪等高端品类，结构入手优化毛利率，费用投放有侧重也有控制，以兑现利润率的稳步提升，根据蒙牛预计 2020H2 经营利润率（不含君乐宝和贝拉米）同比将扩展 30-50 基点。我们判断由于行业格局基本稳定、利润诉求强化，2021 年两强在常温奶领域的竞争有望弱化，从而有助于盈利的稳定释放。

图 19 2016-2020H1 伊利和蒙牛的利润率变化



数据来源: wind, 上海证券研究所

三、投资建议

疫情过后乳制品需求分化上行，刚需性的白奶、奶粉和成长期的低温鲜奶等产品销售强劲增长，也增加了对上游生鲜乳的需求，而短期奶牛存栏缺口较难弥补、进口生鲜乳受运输条件限制供应有限导致我国原奶供给仍然紧张，供需紧平衡下原奶价格自 2020 年下半年开始进入明显的上涨通道。

原奶涨价周期内，行业促销竞争趋缓，通过降低费用率来对冲毛利率下行，同时两巨头近期提价也催化了行业整体性的提价预期。我们认为，常温奶双寡头格局稳定，叠加两强对利润的诉求强化，2021 年两强在常温奶领域的竞争有望弱化，以实现业务盈利能力的提升，从而保障整体业绩的稳定增长。

建议关注：伊利股份。我们认为公司收入端有望保持快于行业的两位数增长，一是常温奶领域不断抢占份额，从去年疫情冲击、需求震荡洗牌到今年成本上涨洗牌，常温奶竞争格局趋好，公司份额不断提升，常温奶的大基本盘能够保障收入和利润，常温奶利润率趋势向上；二是积极培育其他乳制品和非乳业务，公司大力发展低温奶、奶粉、奶酪等乳制品其他品类，渠道和品牌加持，在低基数的情况下有望取得快速增长，短期会是公司乳制品整体业务成长性的重要来源；非乳业务还在培育阶段，中长期有望为公司创造较大收入增量。

盈利端，公司股权激励设定 19-23 年扣非归属净利润复合增速为 8%，往上看公司有能够实现两位数的业绩增长，一是常温奶业务受益于格局改善&提价预期、业绩弹性持续释放，能补贴新业务的推广开支，二是产品结构持续升级为毛销差留出空间，包括安慕

希、金典等高端奶占比上升和本身属于高毛利品类的低温奶、奶粉、奶酪的快速增长。

估值角度来看，当前其他食品饮料龙头如海天、金龙鱼等动态估值已达百倍左右，伊利动态估值约 40 倍。尽管赛道属性（调味品、粮油刚需，长期具备稳定的增长空间 vs 乳制品非必选）、竞争格局（海天、金龙鱼单寡头 vs 伊利和蒙牛双寡头）有差异，但伊利 ROE 不低（高于 25%）、PEG 相对合理，估值仍有一定性价比。

四、风险提示

疫情反复的风险、食品安全风险、原奶价格大幅上涨风险等。

分析师声明

周菁

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。