

伊利股份(600887)

深度报告

行业公司研究—食品加工行业—

伊利股份：乳业航母，问鼎全球

——伊利股份深度报告

✍️ : 邓晖 执业证书编号: S1230520040002
☎️ : 021-80106029
✉️ : denghui@stocke.com.cn

投资要点

□ 投资建议

公司是中国乳业龙一，管理团队稳定靠谱，深度分销壁垒过硬，利润率有望回到上行通道，奶粉、低温、奶酪加速成长。我们预计21-23年公司归母净利润85.52/99.27/113.88亿元，同比+21%/+16%/+15%，对应6月3日估值28/24/21倍（市值2403亿元），维持“买入”评级。

□ 中国乳业龙一

公司是中国乳制品龙头，主营液态奶、奶粉、冷饮等研产销，2020年公司常温液奶市占率达到38.6%。公司于1993年成立，1996年上市，无实控人，董事长为潘刚先生，2020年底公司管理层合计持股8.48%，管理层利益与公司高度一致。2020年，公司实现收入965.24亿元（其中液体乳占比79%、奶粉及奶制品占比13%）（+7.2%），归母净利润70.78亿元（+2.1%），扣非净利润66.25亿元（+5.7%），2021Q1，公司收入272.59亿元（+33%），归母净利润28.31亿元（+148%）。

□ 乳制品行业：量价都有大空间

1) 乳制品行业进入消费升级阶段：2020年，乳制品行业市场空间约4146亿元（15-20CAGR为3.6%），08-14年国内乳制品行业销售量CAGR（10.9%）高出销售均价CAGR（2.87%）约8.03pct；15-20年乳制品销售均价CAGR（3.73%）高出销售量CAGR（-0.1%）约3.87pct，乳制品行业进入消费升级阶段。

2) 消费升级和健康意识提升，乳制品消费量仍有180%空间：19年我国人均乳制品消费量仅为12.5千克，对标饮食习惯相近的日韩（人均约35千克/年），我国乳制品消费量仍有180%提升空间；根据中国奶商指数，20年我国每天食用乳制品的公民比例仅约25.5%，尚有74.5%的潜力空间。

□ 看三年：利润率有望回到上行通道，奶粉、低温、奶酪加速成长

1) 竞争格局改善，利润率有望回到上行通道：2020年疫情影响+原奶价格上涨+并表因素，公司净利率（7.35%）回到2013-2014年底部水平；同时，2020年行业集中度提升加速（液态奶CR5为57.1%，同比+1.3pct，15-19年CR5提升3.1pct），两强竞争格局改善；公司利润率有望重新进入上行周期。

2) 白奶、酸奶高端化保障成长，奶粉、低温、奶酪是加速器：2020年，公司在液态奶/酸奶板块的市占率已达到25.3%/30.6%，近5年零售收入CAGR为3.25%/22.25%，以高端化作为抓手，为公司提供稳定的成长引擎；同时，奶粉、低温、奶酪是公司未来的重点发力方向，竞争格局均良好，是公司成长的加速器。其中，奶粉板块，公司2021年183亿投资计划中44%用于奶粉，投资体量最大；低温板块，2019年连续推出三款低温鲜奶，加速低温鲜奶布局；奶酪板块，2018年成立奶酪事业部，2019年推出儿童奶酪棒，2020年推出成人奶酪棒。

□ 护城河：管理团队稳定靠谱，深度分销壁垒过硬

1) 管理团队稳定靠谱，与公司利益高度一致：董事长潘刚先生深耕行业29年，2002年担任总裁，2005年担任董事长至今，带领的管理团队稳定靠谱，连续完成战略目标；06-19年公司共实施3次股权激励计划、1次员工持股计划，2020年推出长期服务计划，将持续20年并每年实施一期，绑定核心团队利益，激发团队活力。

2) 打造深度分销体系，塑造过硬渠道壁垒：2006年起，公司启动“织网计划”，率先完成渠道布局的“纵贯南北、辐射东西”；2007年，通过“万村千乡”活动率先布局乡镇网点；2013年，启动“渠道精耕”，持续下沉；到2020年，公司服务乡镇村网点达到近109.6万家，常温液态奶渗透率达到84.7%。

□ 风险提示：食品安全风险，原奶价格波动风险，业务扩张不及预期风险

评级

买入

上次评级

买入

当前价格

¥ 39.50

单季度业绩

元/股

1Q/2021

0.47

4Q/2020

0.17

3Q/2020

0.38

2Q/2020

0.43



公司简介

公司是中国乳制品龙头，主营液态奶、奶粉、冷饮等研产销，2020年公司常温液奶市占率达到38.6%。公司于1993年成立，1996年上市，董事长为潘刚先生，管理层持股比例高，管理层利益与公司高度一致。

相关报告

1 《伊利股份：Q1 动销表现出色，产品结构持续升级》2021.04.29

2 《伊利股份：Q3 业绩增长24%，盈利水平持续提升》2020.10.30

报告撰写人：邓晖

数据支持人：赵璐

联系人：邓晖，杨骥，赵璐

证券研究报告

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	96,524	108,773	121,824	136,125
(+/-)	7.24%	12.69%	12.00%	11.74%
净利润	7,078	8,552	9,927	11,388
(+/-)	2.08%	20.82%	16.08%	14.71%
每股收益(元)	1.16	1.41	1.63	1.87
P/E	33.94	28.10	24.20	21.10

正文目录

1. 中国乳业龙一	7
1.1. 中国乳业龙一，实现“全球乳业五强”目标	7
1.2. 业绩稳健增长，盈利能力领先同行	10
1.2.1. 近五年业绩稳健增长，逐步控制销售费用率水平	10
1.2.2. 公司盈利能力、营运能力领先同行	10
2. 乳制品行业：量价都有大空间	14
2.1. 行业发展历程：消费升级驱动牛奶消费量持续提升，行业巨头纷纷布局上游奶源	14
2.2. 乳制品人均消费提升空间可观，高端化多元化趋势将延续	16
2.2.1. 液体乳：常温奶增速趋缓，巴氏奶、酸奶是未来增长点	16
2.2.2. 婴配粉：内资崛起大势所趋	23
2.2.3. 奶酪：健康化、高端化乳制品零食，处于高速增长阶段	25
2.2.4. 冷饮：行业集中化、高端化	26
3. 看三年：利润率有望回到上行通道，奶粉、低温、奶酪加速成长	28
3.1. 液体乳：常温龙头地位稳固，低温加速布局	28
3.1.1. 常温：产品结构向高端化转变，大单品持续迭代升级	28
3.1.2. 低温：加速布局低温鲜奶，冷链体系普及支撑成长	30
3.2. 奶粉：把握内资崛起机遇期，渠道深耕赋能终端	35
3.3. 冷饮：全线开花助推业绩提升，东南亚市场业务初现锋芒	36
3.3.1. 冷饮行业领航者，全线开花驱动业绩提升	36
3.3.2. 国际市场空间广阔，东南亚地区桥头堡地位逐步确立	37
3.4. 奶酪：顺应乳制品消费升级趋势，新品放量增势迅猛	37
3.5. 健康饮品：多元布局抢占先机，培育新增长点	38
3.5.1. 常温乳酸菌饮品迅速占领市场	38
3.5.2. 布局瓶装水千亿市场，优质水源打造高品质矿泉水	38
3.5.3. 切入功能饮品、膳食补充细分赛道	39
4. 护城河：管理团队稳定靠谱，深度分销壁垒过硬	39
4.1. 丰富产品矩阵已形成，核心技术+严格标准铸就产品力壁垒	39
4.2. 掌握上游优质奶源，全球织网高效协同	41
4.3. 打造深度分销体系，塑造过硬渠道壁垒	42
4.4. 持续投入品牌建设，品牌力领跑行业	44
4.5. 管理团队稳定靠谱，与公司利益高度一致	46
5. 盈利预测及投资建议	48
5.1. 盈利预测	48

5.2. 投资建议..... 49

6. 风险提示 49

图表目录

图 1: 公司发展历程 8

图 2: 2016-2021Q1 公司收入及增长情况..... 10

图 3: 2016-2021Q1 公司净利润及增长情况..... 10

图 4: 2016-2021Q1 公司费用率情况 10

图 5: 公司与同行样本公司营业收入对比 (亿元) 11

图 6: 公司与同行样本公司归母净利润对比 (亿元) 11

图 7: 公司与同行样本公司 ROE (摊薄) (%) 11

图 8: 公司与同行样本公司销售毛利率 (%) 11

图 9: 公司与同行样本公司销售净利率 (%) 12

图 10: 公司与同行样本公司总资产周转率 (次) 12

图 11: 公司与同行样本公司权益乘数..... 12

图 12: 公司与同行样本公司销售费用率 (%) 13

图 13: 公司与同行样本公司管理费用率 (%) 13

图 14: 公司与同行样本公司研发费用率 (%) 13

图 15: 公司与同行样本公司财务费用率 (%) 13

图 16: 我国牛奶产量变化趋势回顾 (万吨) 14

图 17: 国内乳品企业数量变化趋势 15

图 18: 1980-2008 年我国牛奶产量 (万吨) 16

图 19: 我国乳制品行业中常温奶规模占比 17

图 20: 2016-2020 年我国高端/基础白奶销售额增速 17

图 21: 我国高端白奶细分领域各公司市占率 17

图 22: 蒙牛/伊利高端/基础白奶品牌市占率对比 17

图 23: 我国常温白奶与巴氏奶零售额及增速 18

图 24: 我国奶源分布图 18

图 25: 我国大量人群存在乳糖不耐受情况 19

图 26: 我国酸奶行业与其他液态奶零售额比较 20

图 27: 我国酸奶行业前四大公司市占率达 67.1% 20

图 28: 我国酸奶行业 CR3 变化趋势 20

图 29: 伊利与蒙牛酸奶板块增速 20

图 30: 2019 年低温酸奶市场各品牌占有率 21

图 31: 我国酸奶行业不同品类占比 21

图 32: 我国低温酸奶市场规模及增速 21

图 33: 《新型冠状病毒感染的肺炎诊疗方案 (试行第五版)》 22

图 34: 14-19 年低温酸奶市场规模 CAGR 为 15.88% 22

图 35: 天润乳业推出多口味低温酸奶 22

图 36: 卡士餐后一小时产品主打助消化功能 23

图 37: 健能 JCAN“淘金高手”主打预防重金属危害 23

图 38: 2013-2019 年居民人均可支配收入及增速 (万元)	23
图 39: 我国婴配粉市场高端化趋势	23
图 40: 我国各线城市人口数量及增速 (万人, %)	24
图 41: 我国 0-3 岁幼儿的各线城市分布占比 (%)	24
图 42: 2019 年各国人均奶酪消费量 (kg)	25
图 43: 2019 年奶酪行业市占率	26
图 44: 冷饮市场集中度	26
图 45: 2015 年和 2019 年冷饮销售渠道对比	26
图 46: 过去各区域常见冷饮品类	27
图 47: 线上销售冷饮	27
图 48: 伊利新品“须尽欢”	27
图 49: 2015-2020 年伊利液态奶业务量、价、结构贡献拆分	28
图 50: 2015-2020 年伊利液态奶吨价变化 (元/吨)	28
图 51: 2010-2020 年伊利液态奶高端产品零售额及占比 (亿元, %)	28
图 52: 金典、安慕希零售端销售额 (亿元)	29
图 53: 公司高端常温白奶金典产品系列	29
图 54: 公司常温酸奶高端品牌安慕希系列	30
图 55: 2012-2020 伊利低温酸奶子品牌零售口径销售额 (百万元)	32
图 56: 公司高端品牌畅轻旗下产品	33
图 57: 公司高端低温酸奶品牌 Joy Day 旗下产品	33
图 58: 公司高端低温酸奶品牌帕瑞缇旗下产品	34
图 59: 公司旗下部分低温鲜奶产品	34
图 60: 伊利奶粉及奶制品吨价及增速	35
图 61: 2016-2020 年公司奶粉及奶制品收入及增速	36
图 62: 2017-2019 年伊利母婴渠道销售额增速 (%)	36
图 63: 公司冷饮产品收入及增速	36
图 64: 公司旗下各冷饮品牌零售额 (亿元)	36
图 65: 印度尼西亚冰淇淋及冷冻甜点市场规模及增速	37
图 66: 泰国冰淇淋及冷冻甜点市场规模及增速	37
图 67: 畅意销售额及增速	38
图 68: 公司新品收入及占比	40
图 69: 2015-2020 年公司研发费用	40
图 70: 2015-2020 年公司专利数量	40
图 71: 公司奶源带布局	41
图 72: 公司应收账款周转率优于同行 (2020 年)	43
图 73: 2014-2020 年公司常温液奶渠道渗透率持续提升	43
图 74: 2015-2018 年公司直控村级网点数量持续上升 (万家)	43
图 75: 公司与阿里展开新零售方面的战略合作	44
图 76: 伊利与苏宁易购合作	44
图 77: O2O 到家运营模式	44
图 78: 公司成为北京 2022 年冬奥/冬残奥会合作伙伴	45
图 79: 公司与迪士尼合作推出联名款 QQ 星产品	45

表 1: 公司 2013 年-2020 年并购情况	9
表 2: 公司前十大股东持股情况 (持股比例及对应股价日期截至 2021.3.31)	9
表 3: 我国乳制品行业相关政策	15
表 4: 牛奶与酸奶营养价值对比	18
表 5: 常温、低温酸奶对比	19
表 6: 婴配粉市场按城市分类的比例	24
表 7: 伊利国际化进程	42
表 8: 伊利部分国外产能	42
表 9: 公司冠名部分综艺情况	45
表 10: 公司部分管理层领导背景	46
表 11: 公司历年股权激励情况	46
表 12: 公司各板块盈利预测	48
表 13: 行业重点公司盈利预测及估值 (截至 2021 年 6 月 3 日)	49

1. 中国乳业龙一

1.1. 中国乳业龙一，实现“全球乳业五强”目标

内蒙古伊利实业集团股份有限公司于 1993 年成立，1996 年在上交所上市，公司主要从事各类乳制品及健康饮品的加工、制造与销售活动；历经 28 年发展，公司业务范围已由液态奶向乳饮料、奶粉、酸奶、冷冻饮品、奶酪、乳脂、包装饮用水等产品系列延伸，形成以液态奶为核心，其他品类为支持的多元产品矩阵；公司“纵贯南北、辐射东西”的渠道网络已全面覆盖全国市场；公司国际化战略稳步推进，2013 年至今产业链布局已覆盖美国、意大利、泰国、新西兰、印尼等国；公司已连续五年位列中国市场消费者选择最多的品牌榜首，在“最具价值中国品牌 100 强”榜单中公司连续 7 年位列食品和乳品排行榜第一名，并获得 Brand Finance 发布的全球最具发展潜力的乳品品牌荣誉。

公司发展历程：中国乳业龙头，实现“全球乳业五强”目标。

1) 1993-1997 年，起步阶段：开启品牌化运营模式，成为 A 股首家乳品行业上市公司。1993 年，21 家发起人发起改制原呼和浩特市回民奶食品总厂，正式设立内蒙古伊利实业股份有限公司，郑俊怀任董事长。1993 年 7 月，公司成立伊利冷饮事业部，开启品牌化运营模式。1996 年，公司在上交所上市，成为全国乳品行业首家 A 股上市公司，同年公司实现营收 3.55 亿元，同比增长 69.76%。

2) 1997-2007 年，高速发展阶段：产品矩阵多元化、产品结构高端化。公司在该阶段先后布局液态奶、奶粉、冷饮、酸奶，构建以液态奶为核心，其他品类为支持的多元产品矩阵。

a) 液态奶：引进瑞典先进技术，打开乳饮料市场新格局。1997 年，公司引进瑞典利乐液态奶生产线，极大延长了液态奶保质期，扩大液态奶的销售辐射范围；1998 年公司推出全新品类“伊利优酸乳”，首创水果+酸味奶产品系列，开创了我国乳饮料市场新格局；1999 年，公司成立中国乳业第一个液态奶事业部，带领中国乳业进入“液态奶时代”，1999 年-2003 年公司营收从 11.51 亿元增至 2003 年的 62.99 亿元，CAGR 为 52.95%。

b) 打造多元化产品矩阵，渐次发力奶粉、冷饮、酸奶等细分领域：公司于 1998 年推出婴幼儿奶粉和学生加锌奶粉，2000 年成立奶粉事业部，于 2003 年推出巧乐兹系列产品，2005 年成立酸奶事业部，据欧睿，公司常温酸奶安慕希于 2013 年推出，2014-2019 年零售端销售额由 9.52 亿元增至 273.21 亿元，CAGR 达 95.67%。

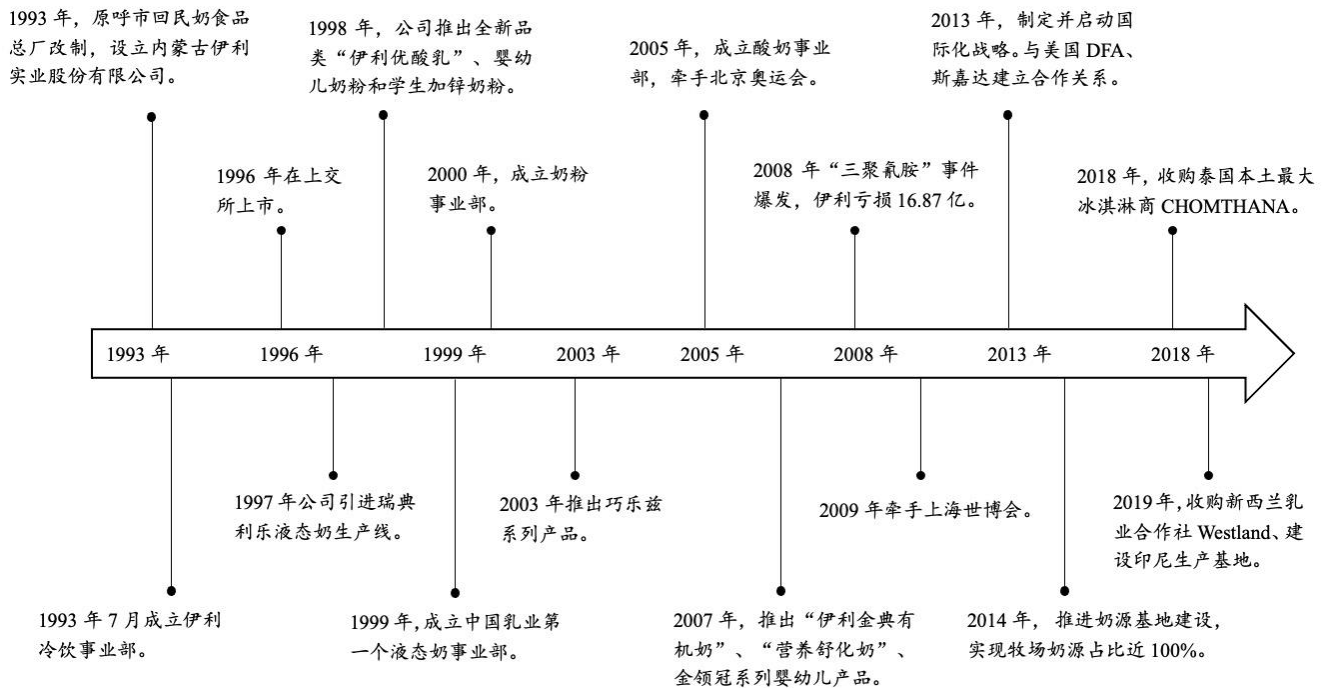
c) 持续推进产品高端化：低端奶市场竞争日趋激烈、叠加居民收入水平提升背景下，公司开始发力高端化，2007 年以来公司逐步加强对高端产品的投入与推广，并对各业务板块已有产品进行升级，先后推出适合中国宝宝体质的金领冠系列婴幼儿奶粉产品、中国第一款有机奶“伊利金典有机奶”，以及解决乳糖不耐受问题的“营养舒化奶”，市场反响良好。伴随产品多元化矩阵成形、产品结构向高端化转型，公司营收规模迅速扩大，由 1997 年的 8.54 亿元增至 2007 年的 193.60 亿元，CAGR 达 36.64%。

3) 2007-2012 年：渠道精耕构筑壁垒。2007 年，公司通过“万村千乡”活动率先布局乡镇网点；同时，公司持续推进渠道下沉战略，完成渠道织网计划，形成“纵贯南北、辐射东西”的战略布局，成为第一家渠道网络覆盖全国市场的乳品企业。品牌方面，公司着力加强品牌建设，2009 年牵手上海世博会，成为国内唯一一家符合世博标准、为上海世博会提供乳制品的企业；2010 年公司加码品牌升级，提出新愿景，向“成为世界一流的健康食品集团”迈进；2012 年，公司成为伦敦奥运会中国体育代表团营养乳制品提供商，品牌影响力进一步增强。公司营收由 2008 年的 216.59 亿元增长至 2012 年的 419.91 亿元，08-12 年 CAGR 达 18%。

4) 2013 年至今：实现“全球乳业五强”目标，国际化扩张稳步推进。公司于 2014 年成为亚洲最大的乳制品公司，公司中长期目标升级为“全球乳业五强”，致力于成为健康食品行业发展引领者。新战略目标指导下，公司国际化扩张稳步推进，2013 年公司与美国最大乳制品公司 DFA 和意大利最大乳品生产商斯嘉达就奶源、生产及技术等方面建立战略合作关系；2014 年公司国内奶源基地建设初具规模，2015 年，公司依托海外生产基地逐步搭建起面向全球的物资采购管理平台；2018 年，公司收购泰国本土最大的冰淇淋商 CHOMTHANA，业务向东南亚市场扩张；2019 年，公司收购新西兰第二大乳业合作社 Westland、建设印尼生产基地；2020 年，公司印尼生产基地主体建设完成，泰国市场销

售增长 68%，加速布局海外市场。2013-2020 年，公司总营收从 477.79 亿元增至 965.24 亿元，CAGR 为 10.63%，龙头地位持续夯实。

图 1: 公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，浙商证券研究所整理

表 1: 公司 2013 年-2020 年并购情况

序号	时间	收购标的	买方	金额	业务
1	2013	OceaniaDairyLimited 100%股权	伊利国际发展有限公司 香港金港商贸控股有限公司	61.42 万新西兰元	乳制品生产、销售。
2	2019	THECHOMTHANACOMPANYLIMITED96.46% 股权	香港金港商贸控股有限公司	8,056 万美元	冷冻产品生产销售。
3	2019	WestlandCo-OperativeDairyCompanyLimited100% 股权	香港金港商贸控股有限公司	2.44 亿新西兰元	乳制品的生产及销售。
4	2019	内蒙古赛科星繁育生物技术(集团)股份有限公司 58.36%股权	内蒙古优然牧业有限责任公司	22.78 亿元人民币	良种家畜种业、规模化奶牛养殖等业务。
5	2019	阿尔山市水知道矿泉水有限公司 100%股权	内蒙古伊利实业集团股份有限公司	1.04 亿人民币	矿泉水生产及销售、酒店经营管理等。
6	2020	中国中地乳业控股有限公司 16.6%股权	香港金港商贸控股有限公司	2.03 亿港元	牧场经营业务和进口贸易业务。

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所整理

管理层利益与公司利益高度一致。公司董事长为潘刚先生, 截至 2021 年 3 月 31 日, 公司无实际控制人, 公司前三大股东是香港中央结算有限公司(陆股通)/呼和浩特投资有限责任公司/潘刚, 持股比例分别为 12.34%/8.85%/4.71%, 股权相对分散。截至 2020 年底, 公司管理层合计持股 8.48% (含报告期离任高管), 管理层利益与公司利益高度一致。

表 2: 公司前十大股东持股情况 (持股比例及对应股价日期截至 2021.3.31)

序号	股东名称	持股比例(%)	期末参考市值(亿元)
1	香港中央结算有限公司(陆股通)	12.34	300.44
2	呼和浩特投资有限责任公司	8.85	215.58
3	潘刚	4.71	114.78
4	中国证券金融股份有限公司	3.00	73.02
5	赵成霞	1.52	37.00
6	刘春海	1.51	36.68
7	交通银行-易方达 50 指数证券投资基金	1.05	25.51
8	天津礼仁投资管理合伙企业(有限合伙)-卓越长青私募证券投资基金	0.74	17.95
9	中国工商银行股份有限公司-东方红睿玺三年定期开放灵活配置混合型 证券投资基金	0.73	17.80
10	胡利平	0.70	17.00
	合计	35.15	855.77

资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所整理

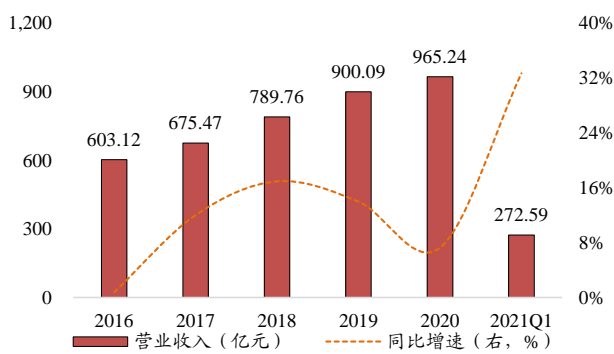
1.2. 业绩稳健增长，盈利能力领先同行

1.2.1. 近五年业绩稳健增长，逐步控制销售费用率水平

1) 公司近五年业绩增长稳健: 2020年, 公司实现营业收入965.24亿元, 同比增加7.24%; 实现归母净利润70.78亿元, 同比增加2.08%; 21Q1实现营业收入272.59亿元, 同比增加32.68%, 归母净利润28.31亿元, 同比增加147.69%; 15-20年营收/归母净利润CAGR分别达10.03%/8.85%。

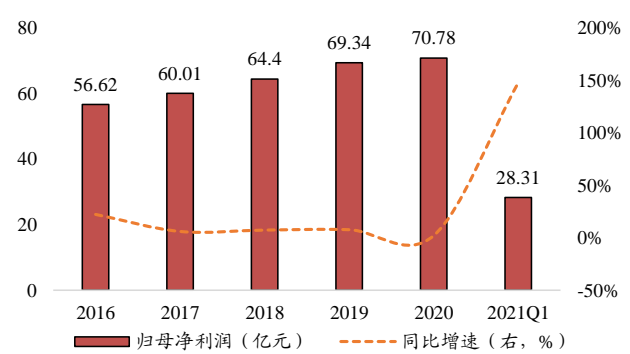
2) 公司把握疫情期间消费者健康意识提升契机, 各板块逆势增长: 公司核心业务液体乳板块20年实现营收761.23亿元(同比+3.20%), 营收占比79.84%; 公司奶粉业务板块20年实现营收128.85亿元(同比+28.15%), 占比13.51%, 主要是Westland并表贡献; 冷饮板块20年实现营收61.58亿元(同比+9.36%), 营收占比6.46%。

图 2: 2016-2021Q1 公司收入及增长情况



资料来源: Wind, Choice, 浙商证券研究所整理

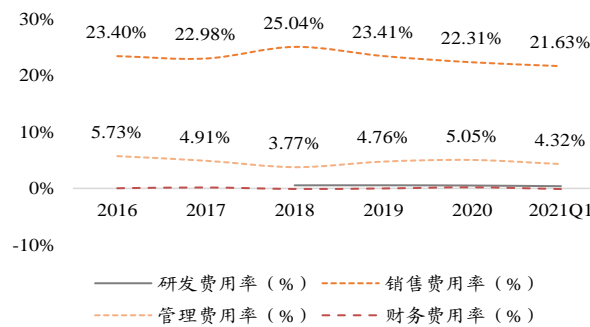
图 3: 2016-2021Q1 公司净利润及增长情况



资料来源: Wind, Choice, 浙商证券研究所整理

公司四项费用率维持稳健, 逐步控制销售费用率水平。2020年, 公司研发、销售、管理、财务总费用率合计28.06%(同比-0.66pct); 2021Q1, 公司研发、销售、管理、财务总费用率合计26.24%(同比-4.27pct)。21Q1, 公司研发费用率0.38%(同比-0.03pct), 销售费用率21.63%(同比-3.69pct), 管理费用率4.32%(同比-0.14pct), 财务费用率-0.09%(同比-0.42pct)。

图 4: 2016-2021Q1 公司费用率情况

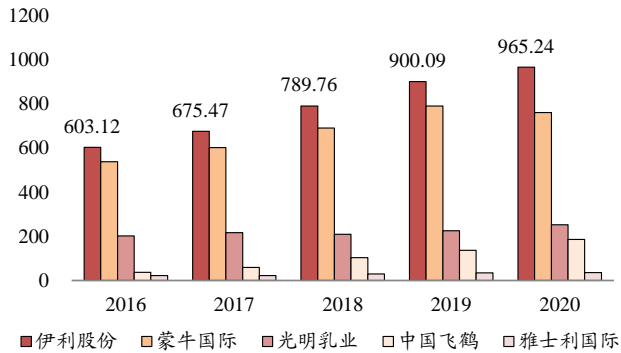


资料来源: Wind, Choice, 浙商证券研究所整理

1.2.2. 公司盈利能力、营运能力领先同行

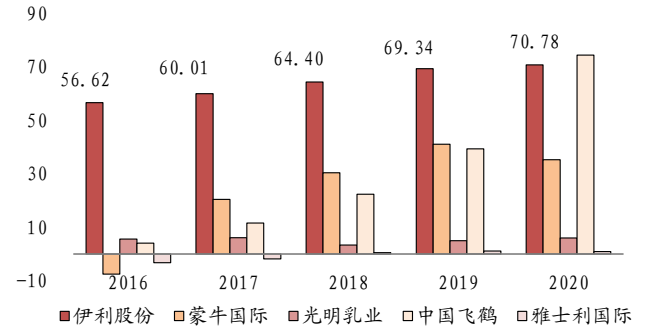
公司作为行业龙头，收入及净利润规模远高于行业平均水平。2020 年公司实现营业收入 965.24 亿元，较同行样本均值高约 212.63%，收入增速 7.24%，较同行样本均值高约 3.22pct；实现归母净利润 70.78 亿元，较同行样本均值高约 142.58%，归母净利润增速 2.08%，较同行样本均值低约 32.85pct；经营净现金流/净利润为 138.78%，盈利质量良好。

图 5: 公司与同行样本公司营业收入对比 (亿元)



资料来源: Wind, Choice, 浙商证券研究所整理

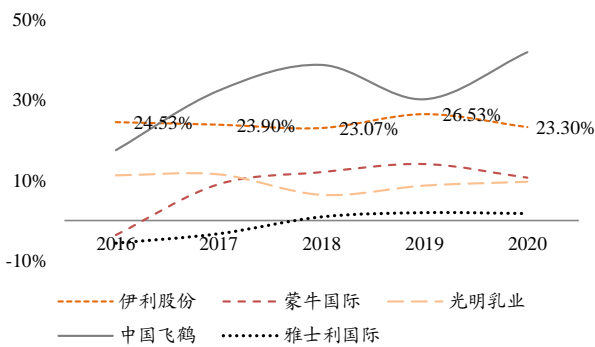
图 6: 公司与同行样本公司归母净利润对比 (亿元)



资料来源: Wind, Choice, 浙商证券研究所整理

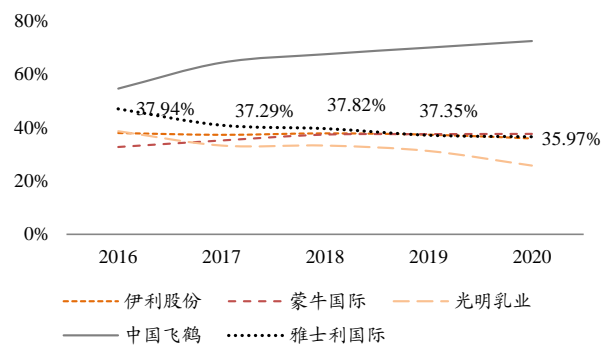
公司 ROE 水平位于行业上游。2020 年，公司 ROE 为 23.30%，同比下降 3.23pct，较同行样本均值高约 7.29pct；销售毛利率为 35.97%，同比下降 1.38pct，较同行样本均值低约 7.16pct；销售净利率为 7.35%，同比下降约 0.37pct，较同行样本均值低约 5.27pct。

图 7: 公司与同行样本公司 ROE (摊薄) (%)



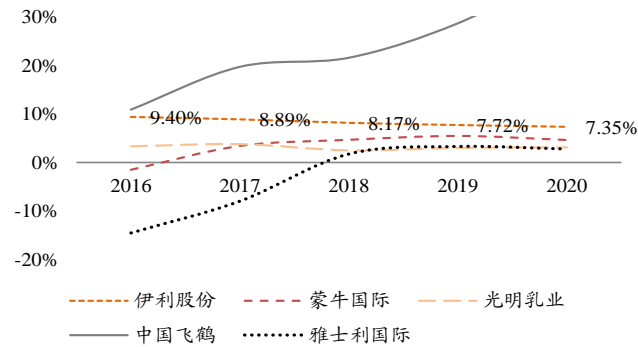
资料来源: Wind, Choice, 浙商证券研究所整理

图 8: 公司与同行样本公司销售毛利率 (%)



资料来源: Wind, Choice, 浙商证券研究所整理

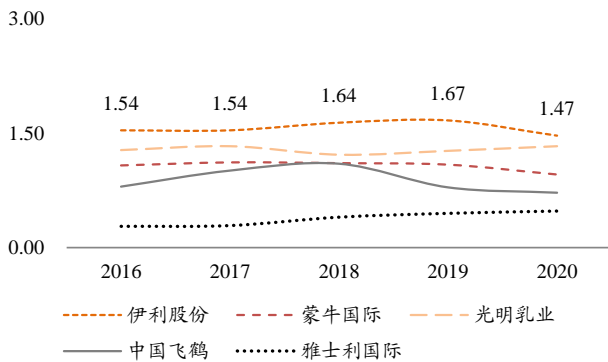
图 9: 公司与同行样本公司销售净利率 (%)



资料来源: Wind, Choice, 浙商证券研究所整理

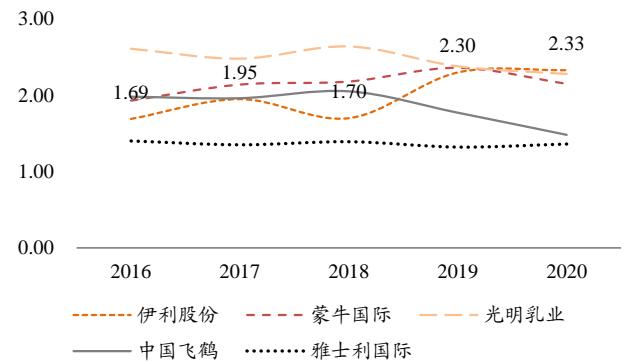
公司营运能力高于行业平均水平。2020 年, 公司总资产周转率为 1.47 次 (较上年同期-0.20 次), 较同行样本均值高约 0.60 次; 公司权益乘数为 2.33 (较上年同期+0.03), 较同行样本均值高约 0.51。

图 10: 公司与同行样本公司总资产周转率 (次)



资料来源: Wind, Choice, 浙商证券研究所整理

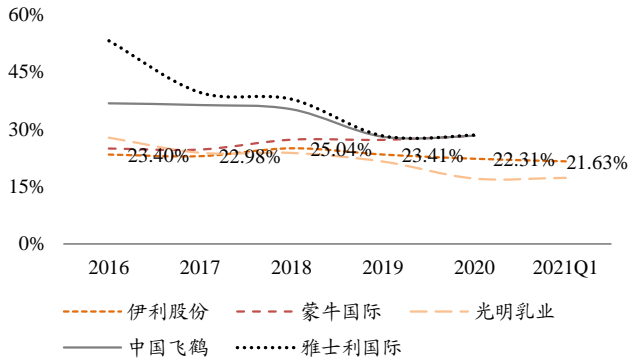
图 11: 公司与同行样本公司权益乘数



资料来源: Wind, Choice, 浙商证券研究所整理

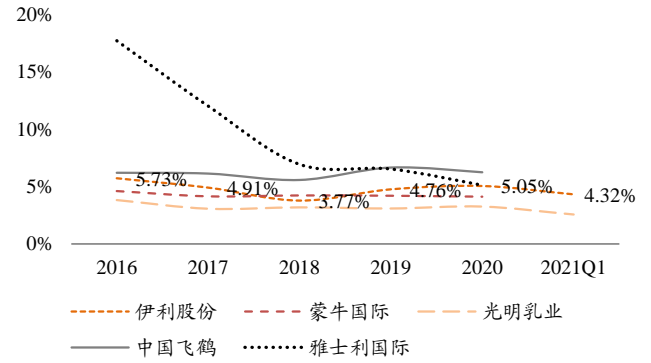
公司销售费用率实现规模经济, 低于行业平均水平; 重视研发, 研发费用率高于行业平均水平。2020 年, 公司销售费用率为 22.31% (同比-1.10pct), 较样本同行均值低约 3.24pct; 管理费用率为 5.05% (同比+0.29pct), 较样本同行均值低约 0.37pct; 财务费用率为 0.19% (同比+0.19pct), 较同行样本均值低约 0.31pct; 公司持续加大研发投入, 不断推出新品, 2020 年公司研发费用率为 0.50% (同比-0.05pct), 较同行样本均值高约 0.22pct。

图 12: 公司与同行样本公司销售费用率 (%)



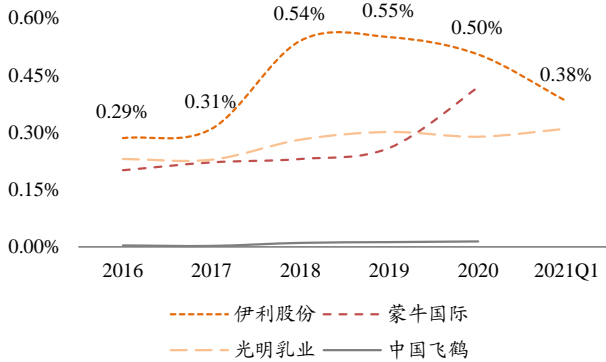
资料来源: Wind, Choice, 浙商证券研究所整理

图 13: 公司与同行样本公司管理费用率 (%)



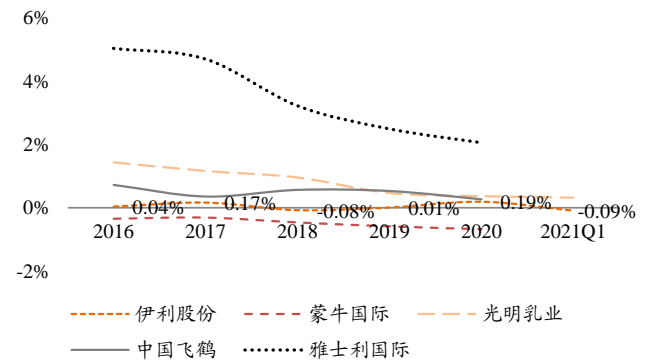
资料来源: Wind, Choice, 浙商证券研究所整理

图 14: 公司与同行样本公司研发费用率 (%)



资料来源: Wind, Choice, 浙商证券研究所整理

图 15: 公司与同行样本公司财务费用率 (%)



资料来源: Wind, Choice, 浙商证券研究所整理

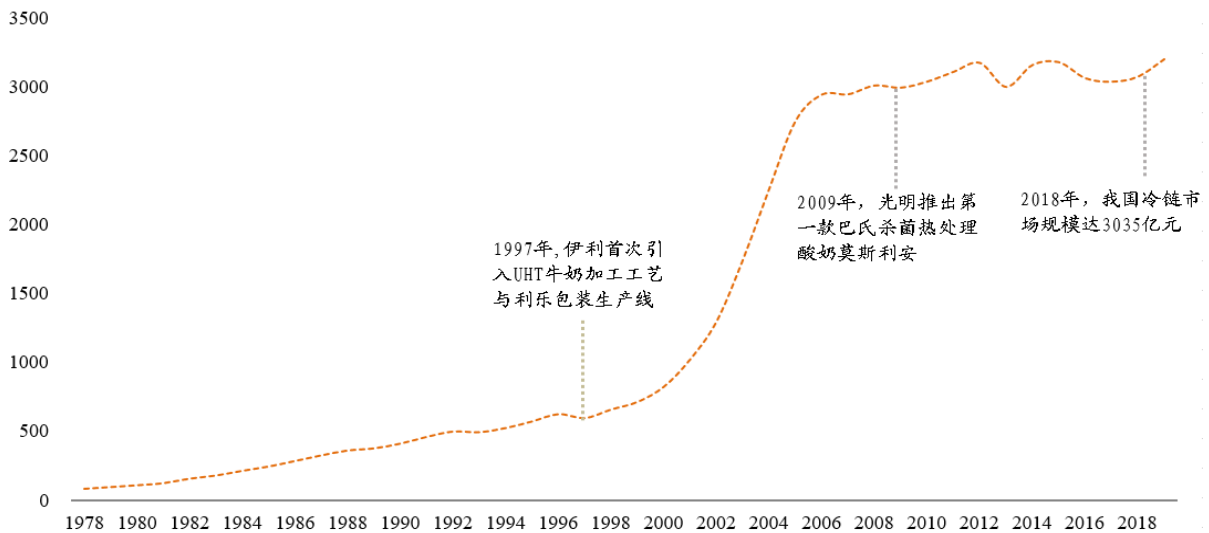
2. 乳制品行业：量价都有大空间

2.1. 行业发展历程：消费升级驱动牛奶消费量持续提升，行业巨头纷纷布局上游奶源

1980年-2008年：技术驱动 UHT 奶快速发展，产业链上游相对滞后。

90年代末，伴随 UHT 超高温灭菌技术和无菌包装技术引入国内，乳制品保质期延长，乳制品类型由奶粉向 UHT 奶扩展，伊利、蒙牛等乳企顺势崛起；根据国家统计局数据，1980-2008年，我国牛奶年产量从114万吨增至3,011万吨，CAGR为12.40%；同时，上游奶源端工业化水平仍相对落后，原奶生产集中化、规模化程度仍较低，大量零散小型牧场缺乏必要资源，难以优化生产、确保质量，一半以上牛奶由人工挤出，乳制品行业原材料品控体系有待完善，食品安全质量水平仍待提高。

图 16：我国牛奶产量变化趋势回顾（万吨）

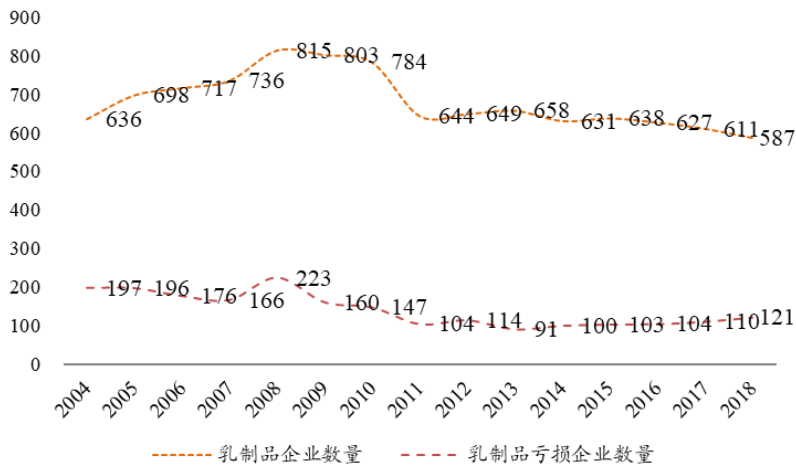


资料来源：国家统计局，公司公告，浙商证券研究所整理

2008-2018年：三聚氰胺事件后，行业加速出清，产业链上游规模化提速。

三聚氰胺事件后，国内牛奶产量增长基本停滞，行业加速出清、集中度逐渐提高，2008年起乳品企业数量逐步减少；根据中国奶业年鉴，2008-2015年，销售额2000万元以上规模的乳制品企业由815家降至638家，伊利、蒙牛进入世界乳业20强；根据《全国奶业发展规划2016-2020年》，2015年我国100头以上奶牛规模养殖比例达到48.3%，较2008年提升28.8pct。2018年，农业部等9部委出台《关于进一步促进奶业振兴的若干意见》，制定2025年奶类产量达到4,500万吨的目标，较2018年增加近50%。

图 17: 国内乳品企业数量变化趋势



资料来源: Wind, 浙商证券研究所整理

2018 年至今: 消费升级、健康意识提升拉动需求, 行业龙头积极布局上游奶源。

1) 需求端: 消费升级驱动乳品市场向功能、有机、低温等细分方向发展。根据尼尔森数据, 2019 年我国成人奶粉、有机乳品、低温牛奶等细分市场零售额分别同比增长 11.1%、27.4%、14.8%。中长期看, 我国乳制品需求仍有较大增长空间: 根据欧睿, 2020 年中国饮用奶的人均消费量约为 12.8kg, 对标日韩人均消费量(约为 20kg)仍有较大提升空间; 疫情促进消费者健康意识提升、驱动乳制品需求增加, 以伊利为代表的行业龙头未来有望持续受益于行业竞争格局改善、市场规模扩大的行业环境。

2) 成本端: 原奶价格持续上涨, 行业龙头积极布局上游奶源。原奶、进口乳清粉、脱脂奶粉等原辅料采购价格上涨, 企业成本控制压力加大, 头部乳企海内外生产基地布局加速, 力图掌握更高性价比的优质奶源。2019 年以来, 成本上升压力下, 行业龙头积极展开上游奶源布局, 增强对产业链掌控; 截至 2020 年底, 伊利集团旗下已参控股赛科星(834179.OC)、中地乳业(01492.HK)、优然牧业等牧业企业, 蒙牛乳业旗下拥有现代牧业(01117.HK)、中国圣牧(01432.HK); 中国飞鹤旗下拥有原生态牧业(01431.HK), 新乳业亦参股现代牧业; 国内乳业巨头持续提升上游奶源掌控力。

3) 生产端: 大数据技术广泛应用, 国内乳业日趋智能化。互联网及大数据分析技术逐渐贯通养殖、研发、生产、流通、消费等产业链各环节, 助力乳企更快、更好地响应消费者的差异化需求。

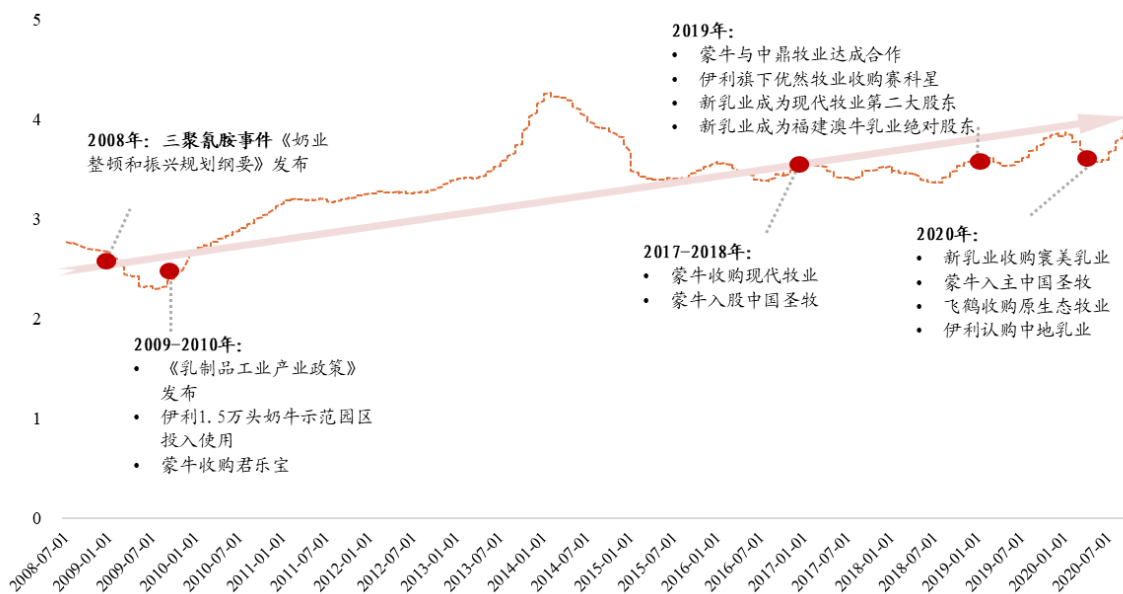
表 3: 我国乳制品行业相关政策

日期	政策	具体内容
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
2019.02	《中共中央国务院关于坚持农业农村优先发展做好“三农”工作的若干意见》	实施奶业振兴行动, 加强优质奶源基地建设, 升级改造中小奶牛养殖场, 实施婴幼儿配方奶粉提升行动; 合理调整粮经饲结构, 发展青贮玉米、苜蓿等优质饲草料生产
2018.12	农业农村部、发展改革委、科技部、工业和信息化部、财政部、商务部、卫生健康委、市场监管总局、银保监会联合印发《关于进一步促进奶业振兴的若干意见》	实施奶业振兴行动, 加强优质奶源基地建设, 升级改造中小奶牛养殖场, 实施婴幼儿配方奶粉提升行动

日期	政策	具体内容
2018.02	生乳新国标第一次讨论稿发布	生乳、巴氏杀菌乳、灭菌乳、复原乳4个国家食品安全标准进行修订；实施生乳分级，把优质奶源与一般奶源进行区分
2017.01	农业部等五部委联合印发《全国奶业发展规划（2016-2020年）》	2020年目标：奶源自给率大于70%；奶牛100头以上规模养殖比重达到70%；奶类产量达到4100万吨；泌乳奶牛年均单产达到7.5吨；婴幼儿配方乳粉行业收入超过50亿元的大型企业集团数量达到3-5家等
2016.04	中国农垦乳业联盟发布《中国农垦生鲜乳生产和质量标准》	进一步提高农垦奶牛养殖水平，生产更多达到或超过世界先进水平的优质生鲜乳，并通过加工工艺的优化，为消费者奉献更多以巴氏杀菌乳为代表的优质、新鲜、营养的乳制品
2015.09	国家食品药品监督管理总局发布《婴幼儿配方乳粉产品配方注册管理办法》	严格婴幼儿配方乳粉产品配方注册管理，保证婴幼儿配方乳粉质量安全，限制配方数量，出清劣质产品

资料来源：农业部，国家食药监局，浙商证券研究所整理

图 18: 1980-2008 年我国牛奶产量（万吨）



资料来源：欧睿，浙商证券研究所整理

2.2. 乳制品人均消费提升空间可观，高端化多元化趋势将延续

2.2.1. 液体乳：常温奶增速趋缓，巴氏奶、酸奶是未来增长看点

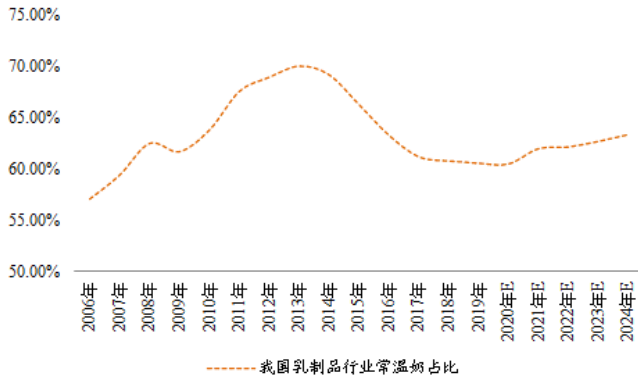
白奶：按照灭菌技术和储存方式划分，白奶产品通常可分为常温白奶与低温白奶，常温白奶即 UHT 超高温灭菌奶，低温奶即巴氏杀菌奶，二者差别在于灭菌工艺不同，巴氏奶是将牛奶置于 72°C-85°C 条件下灭菌 15 秒，将牛奶中的有害微生物杀死，最大限度保留鲜奶的营养成分，因此巴氏奶中氨基酸、维生素、免疫球蛋白、乳铁蛋白等营养成分比 UHT 超高温灭菌奶的保存程度更高，但同时保质期较短且要求低温存储。

1、常温灭菌奶：增速放缓，高端化是增长点。

1) 常温灭菌奶(UHT)是我国乳制品行业主要产品,近十年乳制品行业常温占比保持在60%以上,常温市场已进入成熟期,19年同比增长5.36%,行业集中度较高(CR2达65%)。短期看,疫情催化健康意识提升,常温奶持续存在增长空间;长期看,行业整体增速放缓、大趋势不变,高端化是未来增长点。

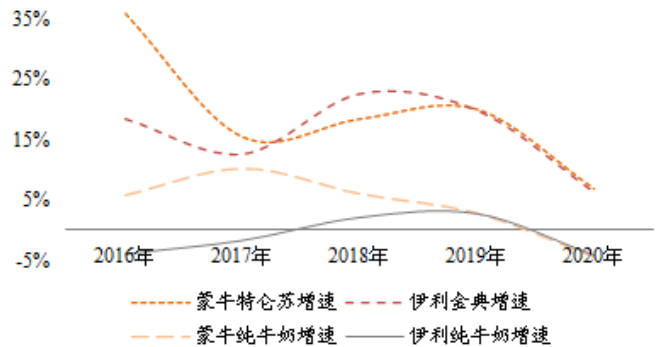
2) 根据欧睿,2024年常温灭菌奶市场规模预计达1,111亿元,18-24年CAGR为3.09%;15-20年市场主要常温奶高端产品中伊利金典市占率+4.1pct,蒙牛特仑苏市占率+5pct,对比基础白奶产品伊利纯牛奶/蒙牛纯牛奶市占率分别-0.3pct/+1.6pct,常温板块高端化趋势明显。

图 19: 我国乳制品行业中常温奶规模占比



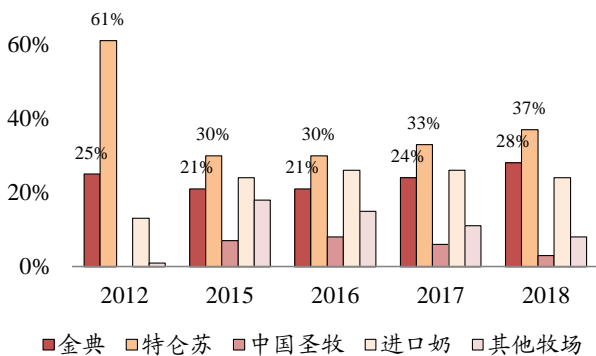
资料来源: 前瞻产业研究所, 浙商证券研究所整理

图 20: 2016-2020 年我国高端/基础白奶销售额增速



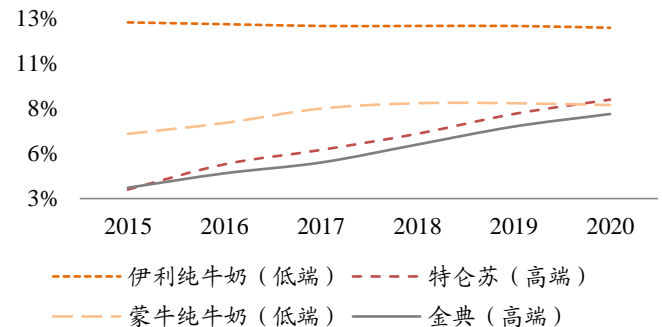
资料来源: 欧睿, 浙商证券研究所整理

图 21: 我国高端白奶细分领域各公司市占率



资料来源: 前瞻产业研究所, 浙商证券研究所整理

图 22: 蒙牛/伊利高端/基础白奶品牌市占率对比



资料来源: 欧睿, 浙商证券研究所整理

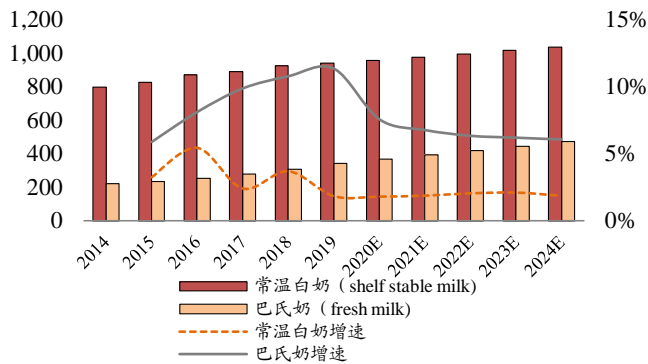
2、巴氏奶：对标发达国家渗透率仍较低，增长潜力大。

1) 消费升级叠加健康意识提升,驱动巴氏奶快速发展:消费升级背景下,消费者更青睐于乳制品的营养均衡和健康功能,乳品品质和功能升级已成为乳品行业发展的主要趋势,近年来巴氏奶顺应行业趋势快速发展。根据欧睿,2019年巴氏奶(fresh milk)市场规模为343亿元,同比增长11.6%,预计2024年市场规模达511亿元,18-24年预计CAGR 8.8%,高于常温奶18-24年预计CAGR 3.1%。

2) 冷链物流普及助力巴氏奶加速渗透全国市场:我国低温奶市场集中度较低,奶源地主要集中在北方地区且远离中心城市,低温奶业务关键在于冷链物流与奶源的匹配,低温奶从产出开始,供应链全程需要保持2-6度的储存温度,一般保质期为5-8天,个别产品通过技术可达到15天,因此对运输存储要求很高,运输距离越长、存储时间越久,成

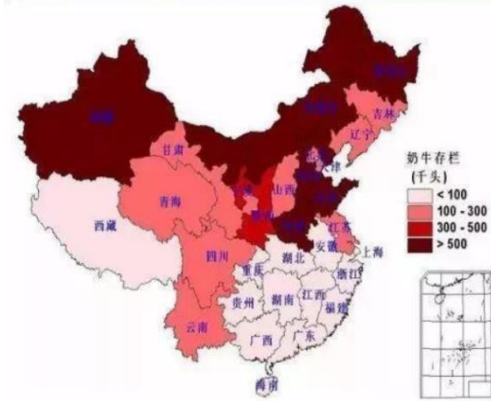
本越高,该特性使得区域性中小乳企在低温奶板块有一定程度的竞争优势,因此巴氏奶目前行业格局较为分散,区域壁垒强,主要由各地方乳企和奶业龙头共同分享市场,2019年我国低温奶行业CR3为27%,前三名分别为光明、三元、新乳业,在各自优势区域独大;冷链物流基础设施的普及有利于低温奶配送范围扩大、配送成本降低,根据中国冷链委统计,2019年我国冷链市场规模为3,391亿元,同比增长17.50%,全国冷藏仓库总容量2015-2019年增长约61.83%,全国各地的冷链物流与电商可以为外地乳企提供渠道运输及销售支持,扩大巴氏奶销售范围。

图 23: 我国常温白奶与巴氏奶零售额及增速



资料来源: 欧睿, 浙商证券研究所整理

图 24: 我国奶源分布图



资料来源: 博亚和讯, 浙商证券研究所整理

酸奶为鲜奶经有益菌发酵而成, 具有多种益生功能。酸奶以牛奶为原料, 经巴氏杀菌后向牛奶中添加有益菌(发酵剂)、经发酵后冷却灌装, 具有爽口的酸味和独特的风味。按照储存条件划分, 酸奶产品可分为常温酸奶和低温酸奶, 常温酸奶可在 4-25°C 之间贮藏 6 个月; 低温酸奶可在 2-6°C 之间贮藏 18-21 天。

相较于牛奶, 酸奶有以下优势:

1) **酸奶中的营养更易于消化吸收。**酸奶的蛋白质含量略低于牛奶, 但含有的维生素与钾、钙、钠等微量元素更多; 酸奶中营养物质经过发酵工艺处理之后, 乳糖、蛋白质、脂肪等均有部分分解, 更易被人体消化吸收。

表 4: 牛奶与酸奶营养价值对比

营养物质	牛奶 (100 克)	酸奶 (100 克)
能量	54 千卡	72 千卡
蛋白质	3 克	2.5 克
脂肪	3.2 克	2.7 克
碳水化合物	3.4 克	9.3 克
胆固醇	15 毫克	15 毫克
维生素	维生素 A:24 微克视黄醇当量、维生素 B1:0.03 毫克、维生素 B2:0.14 毫克、维生素 PP:0.1 毫克、维生素 C:1 毫克、维生素 E:0.21 毫克	维生素 A:26 微克视黄醇当量、维生素 B1:0.03 毫克、维生素 B2:0.15 毫克、维生素 PP:0.2 毫克、维生素 C:1 毫克、维生素 E:0.12 毫克
微量元素	钙:104 毫克、磷:73 毫克、钾:109 毫克、钠:37.2 毫克、镁:11 毫克、铁:0.3 毫克、锌:0.42 毫克、硒:1.94 微克、铜:0.02 毫克、锰:0.03 毫克	钙:118 毫克、磷:85 毫克、钾:150 毫克、钠:39.8 毫克、镁:12 毫克、铁:0.4 毫克、锌:0.53 毫克、硒:1.71 微克、铜:0.03 毫克、锰:0.02 毫克

资料来源: 中国营养学会, 浙商证券研究所整理

表 5: 常温、低温酸奶对比

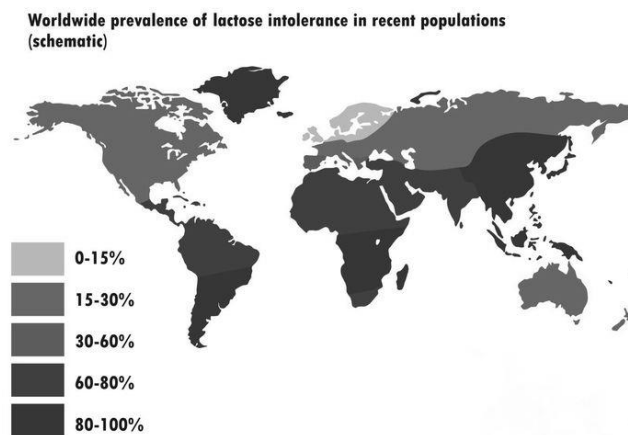
项目	常温酸奶	低温酸奶
保质期	通常 6 个月左右	通常 21 天左右
奶源	全国奶源、集中生产	灵活程度居中
运输与渠道	现代渠道、传统渠道	侧重现代渠道的冷链终端
渠道运营模式	压货-促销模式	运营难度相对较高
消费特征	较多的礼赠消费	即饮消费为主，弱周期性，具有一定休闲食品特点

资料来源：浙商证券研究所整理

2) 酸奶适用于乳糖不耐受人群。牛奶中的乳糖在人体中不能被直接吸收，我国超过 80% 以上的人群缺少乳糖酶，一部分人在饮用牛奶时会产生腹泻现象（乳糖不耐症）。而酸奶在发酵过程中，20%-30% 的乳糖已被降解，更易于消化吸收，也更适合乳糖不耐受人群。

3) 酸奶有利于肠道健康。酸奶中的有益菌能帮助调节肠道微生态的平衡，抑制肠道腐败菌的生长繁殖，改善肠胃功能。代谢不好、长期腹泻或便秘的老年人，尤其需要补充双歧杆菌等有益菌以保证肠道健康。

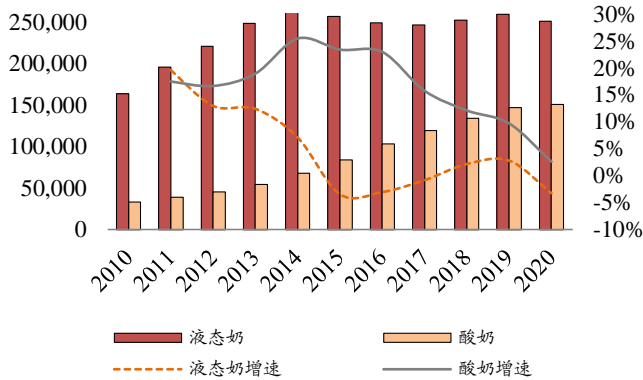
图 25: 我国大量人群存在乳糖不耐受情况



资料来源：中华医学会，浙商证券研究所整理

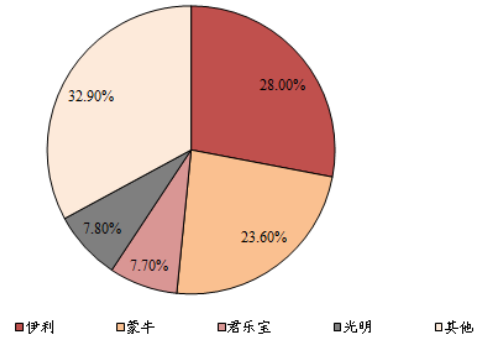
酸奶板块增速高于液态奶整体增速。我国酸奶行业市场规模增速高于液态奶整体增速，根据欧睿，2019 年中国酸奶行业零售总额 1,469 亿元，同比增长 9.69%，14-19 年 CAGR 16.64%；而 19 年液态奶同比增长 2.78%，14-19 年 CAGR 为 -0.52%。根据欧睿，2024 年我国酸奶市场总零售额预计达 2,142 亿元，酸奶有望成为我国乳制品行业发展的重要引擎。同时，我国酸奶行业集中度较高，根据欧睿，2019 年酸奶细分领域 CR4 为 67.1%，且集中度持续提升。

图 26: 我国酸奶行业与其他液态奶零售额比较



资料来源: 欧睿, 浙商证券研究所整理

图 27: 我国酸奶行业前四大公司市占率达 67.1%

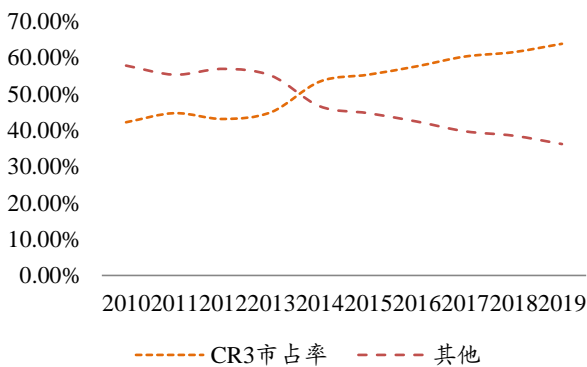


资料来源: 欧睿, 浙商证券研究所整理

常温酸奶接近成熟期, 低温酸奶成为新增长点。

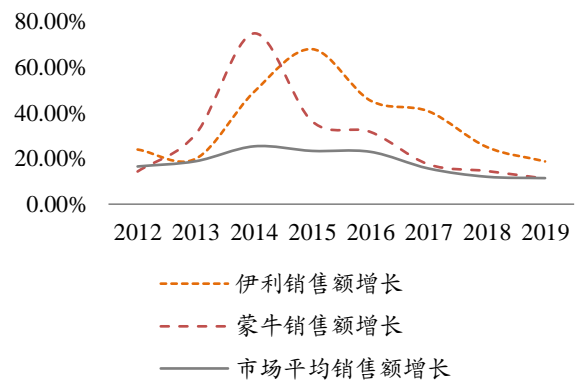
1) 常温酸奶板块是近年乳制品主要增长点: 伊利和蒙牛在常温酸奶市场持续领先, 根据欧睿, 常温酸奶板块“安慕希”与“纯甄”近年来占据酸奶板块市占率前两名, 2014-2019 年安慕希零售端销售额由 9.52 亿元增至 273.21 亿元, CAGR 达 95.69%, 18 年以来常温酸奶市场格局趋于稳定, 主要大单品零售额增速逐渐放缓。

图 28: 我国酸奶行业 CR3 变化趋势



资料来源: 欧睿, 浙商证券研究所整理

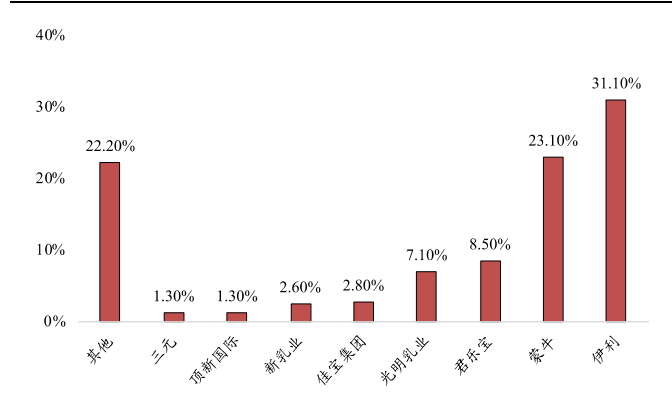
图 29: 伊利与蒙牛酸奶板块增速



资料来源: 欧睿, 浙商证券研究所整理

2) 低温酸奶持续较快增长, 两强市占率超 5 成。根据中国产业信息网数据, 2014-2019 年国内低温酸奶市场规模由 202 亿元增至 422 亿元, CAGR 为 15.88%, 根据 AC 尼尔森数据, 2020 年低温酸奶市场规模约为 500 亿元。从竞争格局看, 低温酸奶集中度较高, 2019 年各品牌低温酸奶中伊利/蒙牛/君乐宝占比分别为 31.1%/23.1%/8.50%, CR3/CR5 分别为 62.7%/72.4%, 传统乳品龙头规模、品牌、渠道优势明显。

图 30: 2019 年低温酸奶市场各品牌占有率

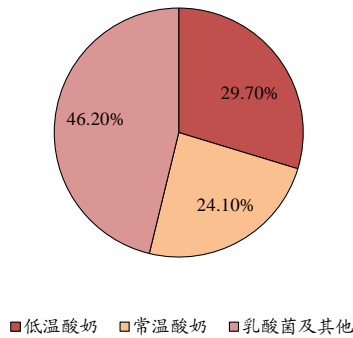


资料来源: 智研咨询, 中国产业信息网, 浙商证券研究所整理

3) 低温酸奶“口味+功能+配方”多维度升级, 打开成长空间。

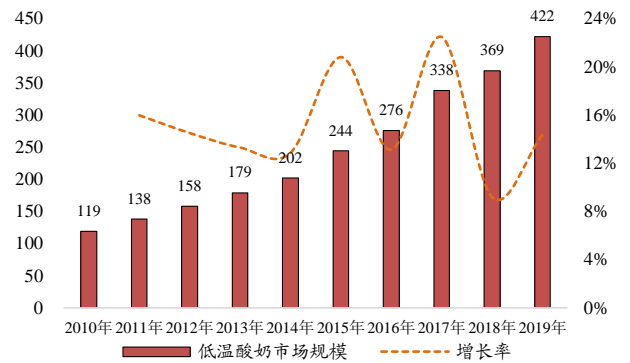
a) 疫情冲击下消费者健康意识进一步增强, 对能够补充自身营养和增强免疫力的含益生菌类产品关注程度提升。国家卫生健康委员会办公厅发布的《新型冠状病毒感染的肺炎诊疗方案(试行第五版)》提到“可使用肠道微生态调节剂维持肠道微生态平衡、预防继发细菌感染”的防疫建议, 酸奶再次成为消费者眼中提升免疫力、调节肠道微生态平衡的理想选择。

图 31: 我国酸奶行业不同品类占比



资料来源: 智研咨询, 浙商证券研究所整理

图 32: 我国低温酸奶市场规模及增速



资料来源: 智研咨询, 浙商证券研究所整理

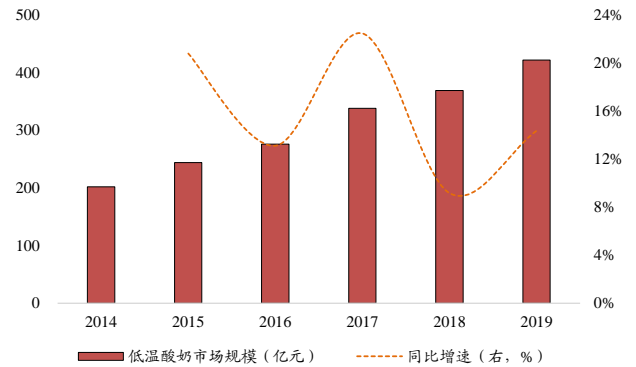
图 33:《新型冠状病毒感染的肺炎诊疗方案(试行第五版)》

4. 其他治疗措施

可根据患者呼吸困难程度、胸部影像学进展情况,酌情短期内(3~5日)使用糖皮质激素,建议剂量不超过相当于甲泼尼龙1~2mg/kg/日,应当注意较大剂量糖皮质激素由于免疫抑制作用,会延缓对冠状病毒的清除;可静脉给予血必净100ml/次,每日2次治疗;可使用肠道微生态调节剂,维持肠道微生态平衡,预防继发细菌感染;可采用恢复期血浆治疗;对有高炎症反应的危重患者,有条件可以考虑使用体外血液净化技术。

资料来源:国家卫健委,浙商证券研究所整理

图 34: 14-19 年低温酸奶市场规模 CAGR 为 15.88%



资料来源:中国产业信息网,浙商证券研究所整理

b) 低温酸奶可创新空间较大,未来乳企有望通过口味、配方、菌种等多个维度实现产品差异化,对细分场景需求的持续挖掘有望打开行业增长空间。

口味多元化:以天润乳业为例,公司先后推出青柠、百香果、冰淇淋、蜂蜜、柚子、草莓等多种口味的低温酸奶,定位为“网红”产品,以多元化的口味、个性化的包装和产品名称给予消费者新鲜感,吸引年轻消费群体。

图 35: 天润乳业推出多口味低温酸奶



资料来源:天润乳业天猫旗舰店,浙商证券研究所整理

添加果粒、坚果等配料,挖掘酸奶的零食、代餐属性:酸奶具有零食化、可代餐的特点。国内酸奶代餐市场目前已出现添加坚果、谷物、水果等辅料的酸奶代餐产品。蒙牛和伊利均推出大果粒低温酸奶,添加蓝莓、草莓、黄桃等水果果粒,带来饮用酸奶时咀嚼果粒的满足感;达能碧悠推出的卡趣滋酸奶产品添加燕麦、扁桃仁、蔓越莓等谷物组合,定位代餐酸奶,将酸奶消费场景拓展至早餐、工作休息、宵夜等。伴随健身、轻体概念的兴起,预计酸奶代餐产品将日益受年轻白领群体的青睐。

配方简化,讲究无添加:光明乳业推出无添加纯净高品质酸奶品牌“如实”;简爱以极简配方打造无添加的“裸酸奶”,强调“生牛乳、糖、乳酸菌,其他没了”的差异化配方,并推出 0%/2%/4%蔗糖含量的三款低蔗糖系列酸奶,帮助消费者实现精准控糖,迎合孕妇、健身人群、儿童、高血糖人群消费需求。

菌种升级,酸奶功能性凸显:不同菌种发酵酸奶具备差异化功能特性。卡士餐后一小时每瓶含有 100 亿个双歧杆菌 C-1 (丹麦克汉森公司与卡士联合研发的菌种),定位餐后助消化功能;光明畅优推出植物乳杆菌酸奶,主打修复和维护肠道健康功能;光明健能 JCAN 推出的“淘金高手”产品强调预防重金属危害、缓解体内镉毒性的功能,光明同系列“清润高手”产品则强调增强呼吸道防护能力、减少呼吸道感染风险功能,“亮睛高手”产品添加活性益生菌、叶黄素酯和 DNA,强调视力保健功能。

图 36: 卡士餐后一小时产品主打助消化功能



资料来源: 卡士天猫旗舰店, 浙商证券研究所整理

图 37: 健能 JCAN“淘金高手”主打预防重金属危害



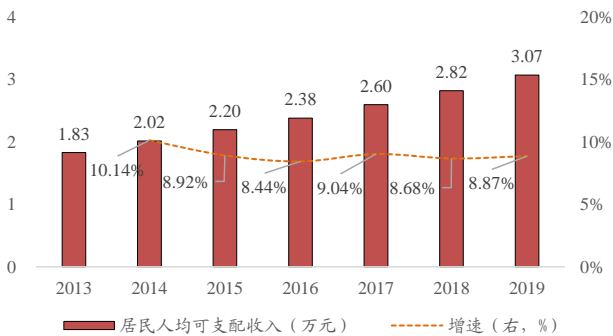
资料来源: 光明乳业官网, 浙商证券研究所整理

我们认为，低温酸奶正处在冷链渗透率提升、生鲜电商崛起、低温奶需求升级的机遇期，龙头企业依托研发、品牌、供应链等优势，有望持续扩大市场份额、保持行业领先地位。

2.2.2. 婴配粉: 内资崛起大势所趋

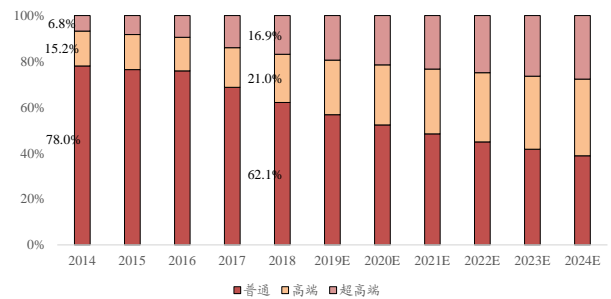
消费升级驱动下，预计行业高端化趋势仍将延续。13-19 年我国人均可支配收入 CAGR 为 9.01%，消费持续升级，“消费者对高品质产品的追求”推动婴配粉行业向高端化方向发展。根据沙利文数据，14-18 年超高端婴配粉市场快速增长，CAGR 为 39.5%，市场占比由 6.8% 提升至 16.9%；高端市场也表现亮眼，14-18 年 CAGR 为 20.5%，市场占比由 15.2% 提升至 21.0%；相较之下，同期普通婴配粉市场规模 CAGR 仅 5%，市场占比由 78.0% 下滑至 62.1%。我们认为，未来婴配粉市场高端化趋势仍将延续，稳态市场格局超高端/高端/普通预计分别占比 30%/35%/35% 左右。

图 38: 2013-2019 年居民人均可支配收入及增速 (万元)



资料来源: 国家统计局, 浙商证券研究所整理

图 39: 我国婴配粉市场高端化趋势



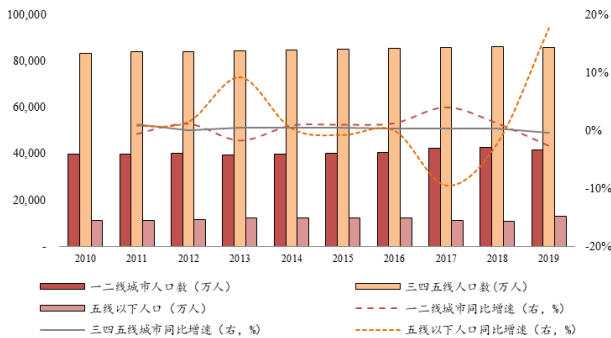
资料来源: Frost&Sullivan, 浙商证券研究所整理

低线城市的婴配粉市场具备量价齐升潜力。

1) 从常住人口看，19 年五线以下 (不含五线) 城市常住人口快速增长，同比增速达 17.64%，同年一二线城市常住人口数量十年来降幅首次达 2%，10-18 年一二线/三至五线/五线以下 (不含五线) 城市常住人口 CAGR 分别为 0.86%/0.42%/-0.21%；根据国家卫健委发布的《2017 年我国卫生健康事业发展统计公报》，我国 0-3 岁幼儿中约有 990 万位于一二线城市，3800 万位于非一二线城市，非一二线城市幼儿占比高达 79.33%。

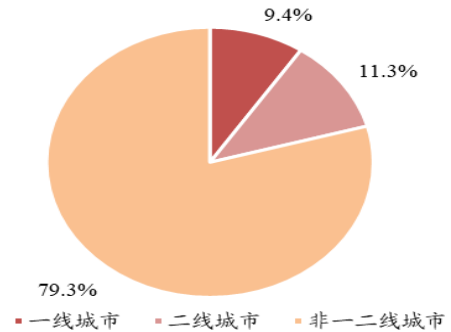
2) 从价看,“对超高端价格带产品的需求”体现低线居民消费能力和消费意愿双强,根据沙利文数据,2014-2018年超高端价格带产品在三线及以下城市 CAGR 达 41.1%。

图 40: 我国各线城市人口数量及增速 (万人, %)



资料来源: 国家统计局, 浙商证券研究所整理

图 41: 我国 0-3 岁幼儿的各线城市分布占比 (%)



资料来源: 《2017 年我国卫生健康事业发展统计公报》, 浙商证券研究所整理

表 6: 婴配粉市场按城市分类的比例

市场按城市分类	各市场占比			CAGR	
	2014	2018	2023E	2014-2018	2018-2023
一线城市	10.2%	9.0%	8.0%	7.7%	4.5%
超高端	11.0%	25.5%	34.2%	33.0%	11.1%
高端	22.7%	29.5%	38.2%	14.8%	10.2%
普通	66.3%	45.5%	27.3%	-2.1%	-5.5%
新一线城市	19.7%	19.8%	19.6%	11.3%	6.7%
超高端	9.5%	24.5%	39.3%	41.0%	17.3%
高端	20.3%	28.5%	44.6%	21.3%	16.8%
普通	70.6%	47.2%	16.0%	0.7%	-14.1%
二线城市	17.9%	17.4%	16.9%	10.4%	6.3%
超高端	8.7%	22.7%	36.4%	39.8%	17.0%
高端	17.4%	25.3%	40.0%	21.0%	16.6%
普通	73.9%	52.2%	23.8%	1.3%	-9.2%
下线城市	52.2%	53.8%	55.5%	12.0%	7.6%
超高端	4.3%	10.8%	17.6%	41.1%	18.6%
高端	11.1%	15.6%	24.1%	21.9%	17.4%
普通	84.6%	73.6%	58.3%	8.2%	2.7%

资料来源: 飞鹤招股说明书, 浙商证券研究所整理

国产品牌凭借新鲜度、渠道下沉、爆款单品把握发展机遇, 行业集中度持续提升。

1) **国产品牌新鲜度占优:** 相比进口奶粉, 国产奶粉新鲜度更高, 进口奶粉从国外通过海关进入中国, 海运、报关等环节大概需要 5 个月左右时间, 根据调研, 国产奶粉如伊利金领冠珍护、塞纳牧等货龄在 2-4 个月, 新鲜度更高。

2) **国产品牌渠道下沉优势明显:** 外资品牌的战略是主要铺货在一二线城市, 把握过去十年一二线城市消费升级的红利, 但在低线城市的渠道下沉力度远不及内资, 内资有望凭借低线城市的持续深耕优势进一步提高市占率。

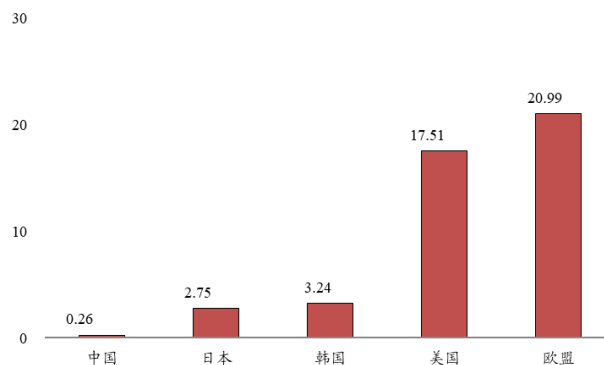
3)国产品牌推出高端单品提升品牌调性,把握高端化趋势下行业新机遇:超高端价格带原以国外品牌为主(雅培、美赞臣等),内资品牌入局后凭借爆款单品崛起,伊利于19年推出有机产品金领冠塞纳牧,主打超高端市场,顺应行业高端化趋势;飞鹤推出核心大单品星飞帆,星飞帆2019年收入规模达70亿级别;澳优推出超高端羊奶粉品牌海普诺凯荷致,2019年已成为超10亿级大单品。

根据欧睿,预计2024年婴配粉市场规模为2200亿元,19-24年CAGR约为4.62%;2019年我国婴配粉全行业CR3为36.9%,对标美国/韩国CR3分别为74.9%/75.5%,行业集中度提升空间仍较大,政策加持下,内资品牌市占率有望持续提升至60%。我们认为,未来内资龙头凭借渠道深耕、丰富的高端品牌运营经验、奶源布局优势,有望把握行业增长机遇,持续夯实行业领先地位。

2.2.3. 奶酪: 健康化、高端化乳制品零食, 处于高速增长阶段

我国奶酪市场潜力巨大,存在5-10倍增长空间。奶酪是乳品中的“黄金”,每公斤奶酪制品浓缩了10公斤牛奶的蛋白质、钙、磷等人体所需营养素,含有很高营养价值。根据OECD数据,2018年我国人均奶酪消费量仅0.28kg,远低于欧美(欧盟19.01kg、美国16.39kg)和日韩(日本2.32kg、韩国2.91kg)。根据欧睿数据,2020-2025E奶酪销售额预计由88.43亿元增长至183.61亿元,CAGR15.73%,未来发展空间巨大;目前,我国居民乳制品消费通常局限在液态奶品类,奶酪消费主要集中在餐饮端,个人家庭消费较少;我国奶酪消费现状可类比60年代的日本(1966年日本奶酪人均消费量仅0.27kg),对标日韩,未来奶酪市场存在5-10倍增长空间。

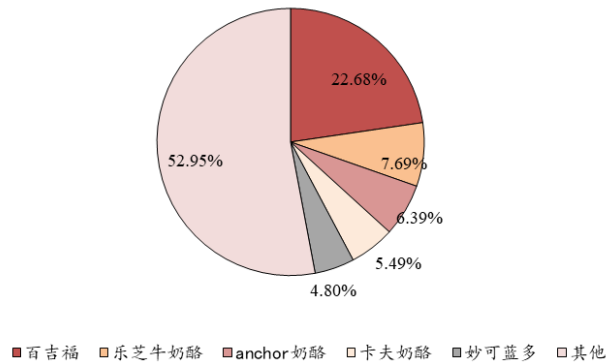
图 42: 2019 年各国人均奶酪消费量 (kg)



资料来源: USDA, 浙商证券研究所整理

奶酪行业竞争环境宽松,蕴藏大量机会。奶酪行业市场集中度较低,蕴藏大量机会,根据欧睿数据,2019年CR5仅47.05%,排名前四位均为海外品牌,国产品牌妙可蓝多以4.8%市占率位列第五;奶酪行业属于技术和资金密集型行业,生产工艺复杂,产能建设周期长(需至少两年时间),进入门槛较高。伊利作为国内乳制品行业龙头,资金充足、研发实力强、销售渠道健全,正在积极布局奶酪细分领域。

图 43: 2019 年奶酪行业市场占率



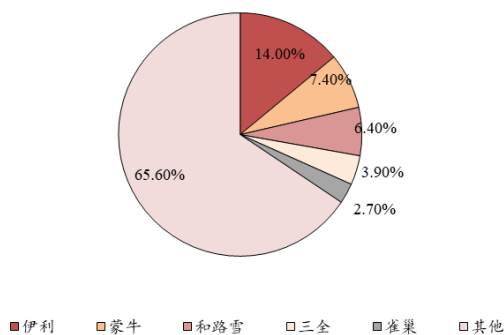
资料来源: 欧睿, 浙商证券研究所整理

2.2.4. 冷饮: 行业集中化、高端化

1) 2024 年冷饮行业规模预计近 700 亿。2010-2019 年, 我国冷饮行业规模由 357 亿元增至 584 亿元, CAGR 5.62%, 根据欧睿, 2024 年我国冷饮市场规模预计达 692 亿元, 19-24 年 CAGR 3.44%。

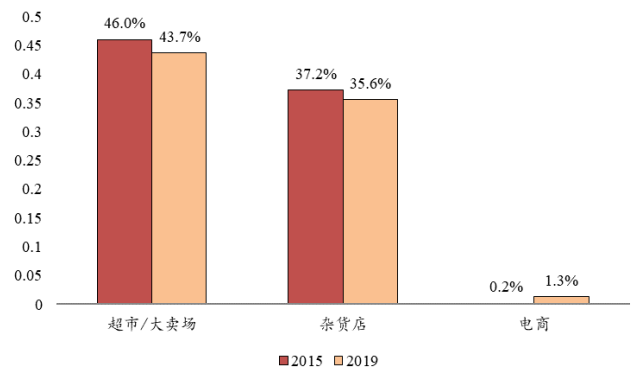
2) 冷链基础设施普及度持续提升, 推动市场集中度提升: 冷饮行业市场集中度较低, 根据欧睿, 2019 年冷饮行业 CR5 仅 34.4%, 其中伊利市占率达 14%, 位列第一; 过去, 国内冷链基础设施尚不完善、冷链公司较为分散, 一个冷链仅服务一个区域, 冷饮行业区域化程度较高; 近年来, 冷链行业高速发展, 冷链物流效率提升, 预计冷饮行业集中度持续提升。

图 44: 冷饮市场集中度



资料来源: 欧睿, 浙商证券研究所整理

图 45: 2015 年和 2019 年冷饮销售渠道对比



资料来源: 欧睿, 浙商证券研究所整理

图 46: 过去各区域常见冷饮品类



资料来源: 搜狐网, 浙商证券研究所整理

图 47: 线上销售冷饮



资料来源: 淘宝网, 浙商证券研究所整理

3) 消费升级推动冷饮高端化、健康化发展: 随着 90 后、00 后逐渐成为消费主力军, 消费者对于冰淇淋的追求已不仅停留在夏季防暑降温层面, 同时还更注重消费体验, 根据英敏特报告, 49%的消费者将冰淇淋视为居家休闲零食, 分别有 85%、76%、65%的受访消费者愿意为冰淇淋的健康、品质、商品体验升级买单, 因此高品质、高颜值的冰淇淋将成为未来行业发展新趋势; 伊利于 19 年推出全新高端冰淇淋品牌“须尽欢”, 以新鲜、营养特点吸引大众眼球; 未来冷饮行业结构升级预计将成为行业增长点。

图 48: 伊利新品“须尽欢”



资料来源: 搜狐网, 浙商证券研究所整理

3. 看三年：利润率有望回到上行通道，奶粉、低温、奶酪加速成长

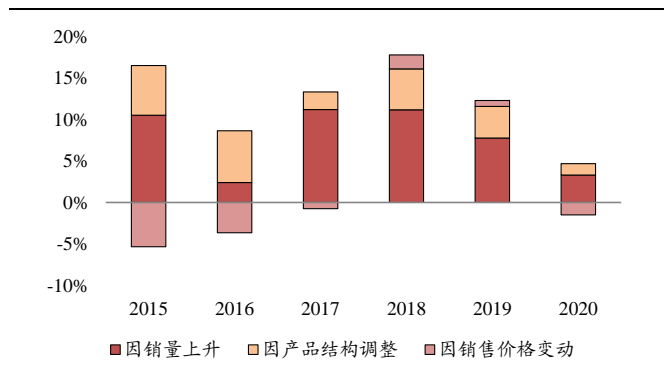
3.1. 液体乳：常温龙头地位稳固，低温加速布局

3.1.1. 常温：产品结构向高端化转变，大单品持续迭代升级

公司顺应行业结构升级趋势，持续推出高品质特色产品，产品结构升级驱动成长。2020Q1，公司液体乳收入 208.61 亿元，同比+35.82%，疫后动销改善叠加上年同期基数较低，营收表现出色；2020 年，公司液体乳板块收入 761.23 亿元，16-20 年 CAGR 为 11.35%，增长稳健；其中，16-20 年产品结构调整带来的收入复合年均增长率约 4.83%，贡献超 40% 的增长。

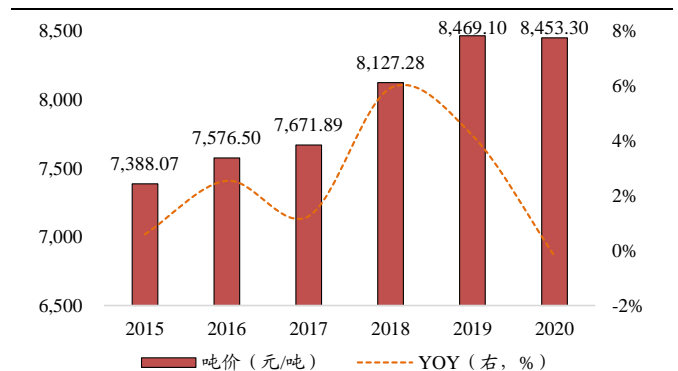
公司液体乳高端化趋势明显，吨价持续提升。公司液体乳板块包括金典、安慕希、味可滋等高端子品牌，根据欧睿零售口径数据测算，2020 年高端产品零售额超 600 亿元，高端产品占液态奶零售额比例超 55%，高端产品占比持续提升。受益于产品结构高端化趋势，公司液态奶产品吨价不断提升，2020 年达 8,453 元/吨，15-20 年 CAGR 为 2.73%。

图 49：2015-2020 年伊利液态奶业务量、价、结构贡献拆分



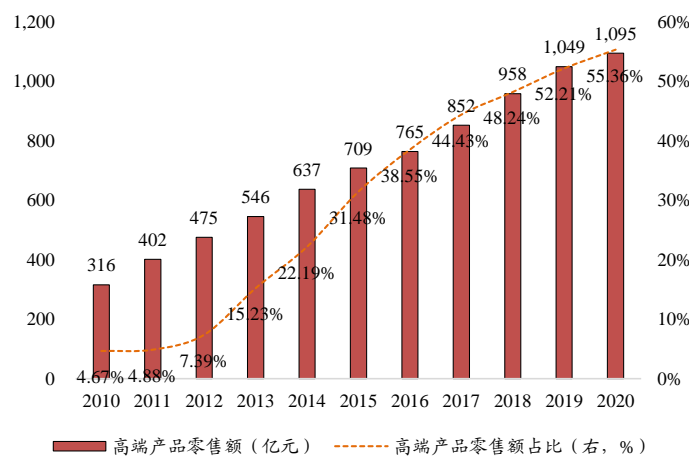
资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

图 50：2015-2020 年伊利液态奶吨价变化（元/吨）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

图 51：2010-2020 年伊利液态奶高端产品零售额及占比（亿元，%）

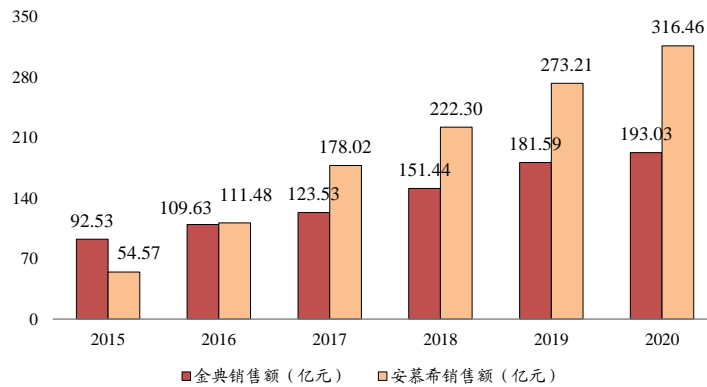


资料来源：欧睿，浙商证券研究所整理

注：高端产品包括金典、安慕希、味可滋、畅轻、每益添、JoyDay

高端常温白奶、常温酸奶领跑市场。公司是常温奶行业龙头，高端大单品金典、安慕希分别领跑细分市场；公司依托大数据平台，精准定位目标消费人群，推动重点产品口味、包装、技术创新升级，销售额遥遥领先；根据欧睿数据测算，2020年金典/安慕希零售端销售额分别为193/316亿元，15-20年CAGR分别为15.84%/42.13%，持续增长。

图 52: 金典、安慕希零售端销售额 (亿元)



资料来源：欧睿，浙商证券研究所整理

注：以零售价口径计算

1) 常温白奶：大单品金典持续升级，稳据国内常温白奶龙头地位。公司于2006年推出高端有机奶品牌“金典”，金典致力于打造中国高品质的天然牛奶，3.5g/100mL 优质乳蛋白远高于国标（2.9g/100mL）；2016年，金典获中国与欧盟有机双重认证，是国内唯一获得原产地保护的有机奶品牌；2017年，金典有机奶全线产品升级，升级后产品含3.6g/100mL 乳蛋白及120mg/100mL 原生高钙；2018年，金典娟姗牛奶、新西兰进口牛奶全新上市，乳蛋白含量分别升级至3.8g/100mL、4.0g/100mL，同年金典有机常温液态奶市场份额（零售口径）达44.1%，同比提升8.9pct；2019年，金典推出梦幻盖系列包装设计，深受消费者青睐；2020年金典市场份额（零售口径）提升4.9pct至50.6%，领先地位进一步夯实。

图 53: 公司高端常温白奶金典产品系列



资料来源：公司官网，浙商证券研究所整理

2) 常温酸奶: 大单品安慕希通过口味上新、包装升级持续裂变, 优势地位稳固。2013 年, 公司推出常温高端酸奶品牌安慕希, 该产品系列甄选优质牧场奶源, 添加希腊雅典农业大学研制菌种, 蛋白质含量超出普通风味酸奶 35%。2017 年, 在原味、蓝莓、香草三种口味产品组合的基础上, 公司进一步推出“黄桃+燕麦”颗粒型常温酸奶, 引领常温酸奶市场新风向; 同年, 公司首创常温瓶装饮用型酸奶, 攻破常温酸奶 PET 包装技术痛点, 延长 PET 瓶装常温酸奶产品保质期; 2018 年, 安慕希草莓燕麦、芒果百香果口味新鲜上市; 2019 年, 公司再度强势推出安慕希高端即饮系列产品, 包含橙肉&凤梨口味酸奶、高端畅饮型猕猴桃青提混合果肉酸奶、高端颗粒型青裸酸奶系列 3 款新品, 满足消费者对美味与营养的双重需求。2019 年, 安慕希销售额突破 200 亿元, 市场份额近 60%; 2020 年, 公司加快推新速度, 2020 年 7 月至今累计上新安慕希高考加油瓶、西瓜味、香菜味等近十款新品, 并创新性地推出高端凝酪勺吃型酸奶、拓宽酸奶消费场景, 同期辅以明星代言+粉丝营销保持新品市场热度, 20 年疫情冲击下, 安慕希仍然保持行业领导地位。

图 54: 公司常温酸奶高端品牌安慕希系列



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所整理

短期看, 疫情影响下消费者更加关注健康食品消费, 纯奶需求有望持续增加。2020 年, 公司液态类乳品的零售额市占率为 33.3% (+0.9pct), 其中, 常温液态奶份额达 38.6%、有机液态奶市占率达 50.6% (+4.9pct)。居民健康意识提升带动牛奶消费渗透率提升背景下, 公司常温白奶业务有望持续稳健增长。

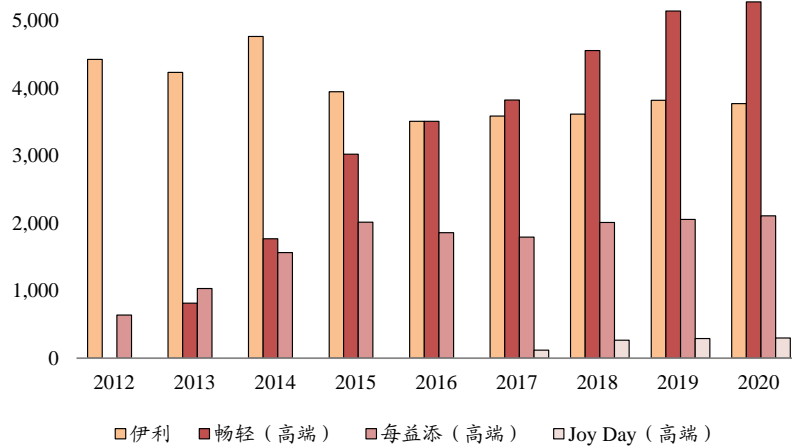
长期看, 公司常温液奶板块, 高端化是主要趋势。公司常温酸奶一直以来主打大单品策略, 成功打造百亿级大单品安慕希, 品牌势能已形成; 2020 年以来安慕希迭代速度加快, 口味、包装、工艺三重创新打造多元消费场景, 精准营销吸引目标消费人群, 持续引领行业风向; 受益于安慕希强劲势头延续, 公司酸奶品类成长迅猛; 根据欧睿数据测算, 2020 年伊利酸奶及乳酸菌饮品零售额达 461 亿元, 15-20 年 CAGR 为 25.9%, 远高于蒙牛 (10.9%) 等同行。

3.1.2. 低温: 加速布局低温鲜奶, 冷链体系普及支撑成长

低温酸奶、鲜奶齐发力, 把握低温奶赛道机遇。

1) 低温酸奶: 核心品牌“畅轻”稳居低温酸奶龙头, 差异化新品支撑高增长。公司低温酸奶品类齐全, 覆盖低中高端市场, 已推出基础酸奶、益生菌酸奶、巧克力豆酸奶、褐色酸奶等多个品类, 其中基础酸奶已进入成熟期, 后续增长预计放缓; 高端低温酸奶新品迭出, 持续挖掘细分领域增长机会。根据欧睿数据测算, 2020 年公司高端低温子品牌畅轻/每益添/JoyDay 分别实现销售额 52.7/21.1/3.0 亿元, 17-20 年 CAGR 分别为 11.32%/5.59%/36.13%, 持续增长。

图 55: 2012-2020 伊利低温酸奶子品牌零售口径销售额 (百万元)



资料来源: 欧睿, 浙商证券研究所整理

注: 以零售价口径计算

a) 核心子品牌“畅轻”持续迭代升级, 市场份额稳居第一。2009 年公司针对中国人肠道健康创新性研发“畅轻”高品质益生菌酸奶, 产品富含三种 A+BB 专属进口益生菌, 提升肠道营养吸收率, 主打功能为改善饮用人群胃肠道健康。2014 年, 公司推出畅轻有机风味发酵乳, 该产品通过中国+欧盟双重有机认证, 是国内首款上市的有机低温酸奶产品; 2018 年, 公司推出蔓越莓奇亚籽和草莓奇异果口味低温酸奶, 2019 年推出西柚百香果口味, 进一步丰富产品线, 满足白领用户对美容养颜、润肠通便等功能的需求。2019 年, 畅轻“餐后轻盈”酸奶全新上市, 针对消费者“餐后减负”需求, 添加益生菌双菌种+膳食纤维, 主打“100 亿活性益生菌保障助消化”功能; 2020 年, “畅轻”推出纤酪乳低温酸奶, 产品采用醇正生牛乳发酵, 特含三种丹麦进口活菌 A+BB, 并添加膳食纤维, 公司再度加码轻体功能酸奶市场。“畅轻”作为公司旗下低温酸奶核心品牌, 市场份额连续多年居首, 领先地位稳固。

图 56: 公司高端品牌畅轻旗下产品



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所整理

b) 高端低温酸奶 Joy Day 以“巧克力+酸奶”的创新口味为差异化卖点, 上市后迅速放量。2016 年, 公司低温酸奶高端品牌 Joy Day“欧洲进口巧克力豆+酸奶”新品正式量产入市, Joy Day 上市 10 个月累计销量破亿, 成为伊利低温酸奶系列中第一支入驻全球性便利店 (7-11) 的产品。2018 年, Joy Day 销量增速高出行业增速 4 倍, 跻身品类前三。根据欧睿数据测算, 2020 年 Joy Day 实现销售额 3.0 亿元, 17-20 年 CAGR 为 36.13%。

图 57: 公司高端低温酸奶品牌 Joy Day 旗下产品



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所整理

c) 中高端低温酸奶“帕瑞缇”主打炭烧异域风情, 定位追求品质的中青年消费群体。2017 年, 公司推出“帕瑞缇”炭烧酸奶产品, 品牌定位由乳酪酸奶转向褐色炭烧酸奶。“帕瑞缇”品牌定位中高端, 采用欧洲传统工艺, 产品焦香浓郁、口感丝滑, 该产品目标客群定位为有一定经济实力、追求生活品质、喜欢尝试新事物的 25-35 岁人群。“帕瑞缇”褐色炭烧酸奶有三种产品规格: 1.05kg 装以家庭分享消费为主, 200g 装以即食型消费为主, 8*90g 八连杯装以聚餐分享消费为主, 多规格包装满足多元化的消费场景, 夯实差异化竞争优势。

图 58: 公司高端低温酸奶品牌帕瑞缇旗下产品



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所整理

2) 低温鲜奶: 新品上市加速布局, 业务版图持续扩张。

a) 2019 年, 公司接连发布三款低温鲜奶产品“金典鲜牛奶”(780ml 塑装)、“牧场清晨鲜牛奶”(950ml 盒装)、“伊利鲜牛奶”(950ml 盒装), 均采用巴氏灭菌技术, 最大限度保留牛奶营养和口感, 目前主要在一二线城市和有消费习惯的沿海城市销售, 计划逐步推广至更多城市, 低温鲜奶业务版图逐步扩张, 有望成为公司业绩新增长点; 公司旗下另有鲜奶品牌“百格特”, 采取订奶入户模式销售, 目前主要在哈尔滨地区运营。

图 59: 公司旗下部分低温鲜奶产品



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所整理

b) 公司依托品牌、渠道、冷链体系优势, 低温鲜奶业务起步迅速。公司低温鲜奶产品已有伊利母品牌背书, 有助于降低消费者教育成本、提升渗透效率; 渠道方面, 低温鲜奶亦可与低温酸奶现有渠道形成一定协同; 品牌、渠道支撑下, 公司低温鲜奶业务起步迅速, 未来成长可期。

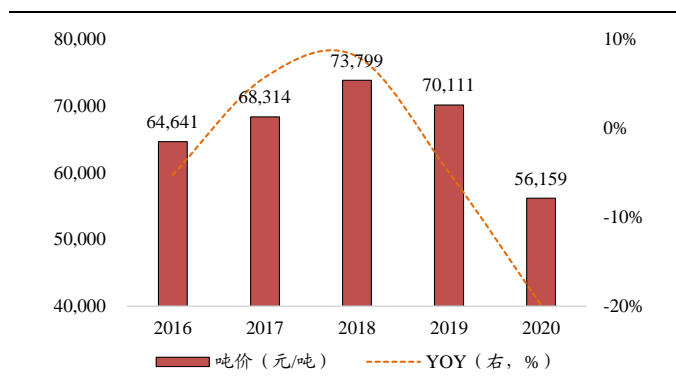
公司冷链体系覆盖采购、运输、贮藏、销售全环节, 全体系恒温冷藏技术为低温产品品质提供有力保障; 2011 年, 公司对冷链体系进行可视化升级, 依托原奶物流运输过程管控平台, 实现车辆运输全程可视化; 公司全部冷罐车均安装 GPS 定位系统, 车辆摄像头对奶罐罐口、出口等关键部位进行拍摄记录, 每隔 10 秒拍摄照片并传回服务器, 率先在行业内实现 24 小时冷链运输管控; 公司冷罐车设备先进, 车厢在断电情况下仍可继续保温 5-6 小时, 车辆出现问题

系统会自动报警，配送过程中温度监控仪每隔 15-20min 打出温度曲线图，按要求进行温度调控；以低温酸奶为例，公司产品从出厂到销售终端储运环境可全程保持在 2-6℃，确保产品新鲜品质。

3.2. 奶粉：把握内资崛起机遇期，渠道深耕赋能终端

婴配粉行业高端化趋势下，公司高端产品线不断扩充。公司金领冠睿护产自大洋洲生产基地，主打进口高品质奶源；金领冠塞纳牧/悠滋小羊分别卡位有机奶粉/羊奶粉赛道；受益于高端产品上市后逐步放量，公司奶粉及奶制品吨价呈上升趋势，2019 年均价达 70,111 元/吨，16-19 年均价 CAGR 为 2.74%；2020 年由于均价较低的 Westland 完全并表，公司整体均价有所下滑；公司持续优化产品结构，20 年升级后的金领冠婴配粉表现良好，未来高端化趋势不改，均价有望逐步回升。

图 60：伊利奶粉及奶制品吨价及增速

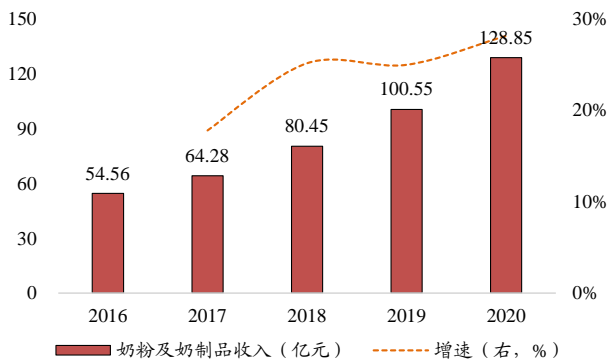


资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

公司深耕渠道建设，下沉市场优势显著。2018 年我国 80% 的新生儿出生在三到六线城市，低线城市婴配粉市场空间充足；公司前瞻性布局渠道下沉、优势显著，2020 年公司服务的乡镇村网点近 109.6 万家，同比提升 5.5%；2020 年，公司奶粉及奶制品实现收入 128.85 亿元，同增 28.15%，17-20 年 CAGR 达 26.09%。

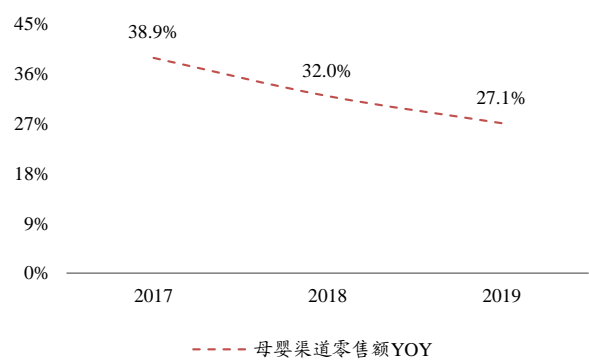
强化母婴渠道建设。公司依托和母婴系统深度合作，提升渗透率，驱动产品销量提升；17-19 年公司母婴渠道销售额保持较高增速。2020 年，金领冠联合全国 300 余家重点母婴系统成立伊利“领婴汇”俱乐部，与母婴系统建立战略合作关系，助力合作伙伴提升经营能力与生意规模，优化公司在全国母婴渠道的布局，提升费用资源投入效率、精准赋能终端运作；渠道下沉+终端精耕多重措施下，公司奶粉产品竞争力持续提升，驱动奶粉业务收入规模良性增长。

图 61: 2016-2020 年公司奶粉及奶制品收入及增速



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所整理

图 62: 2017-2019 年伊利母婴渠道销售额增速 (%)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所整理

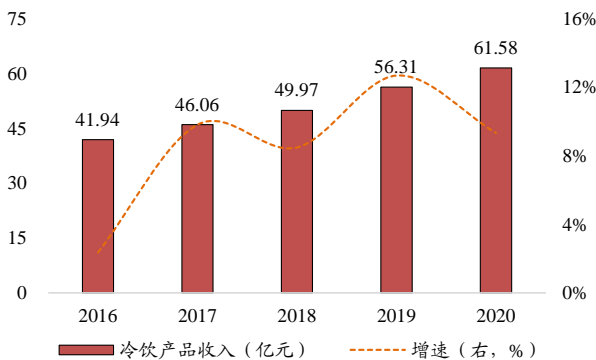
3.3. 冷饮: 全线开花助推业绩提升, 东南亚市场业务初现锋芒

3.3.1. 冷饮行业领航者, 全线开花驱动业绩提升

公司是中国冷饮行业领航者。公司冷饮事业部始终秉持“伊利即品质”的信条, 为消费者提供高品质冷饮产品, 累计上市产品已达 1000 余种, 连续 27 年产销量稳居行业第一。冷饮消费高端化趋势下, 公司持续推进产品创新升级, 通过优化口感、延展口味满足消费者多样化需求, 引领冷饮消费潮流。目前公司冷饮业务已扩张至东南亚地区, 未来有望进一步打开成长空间。

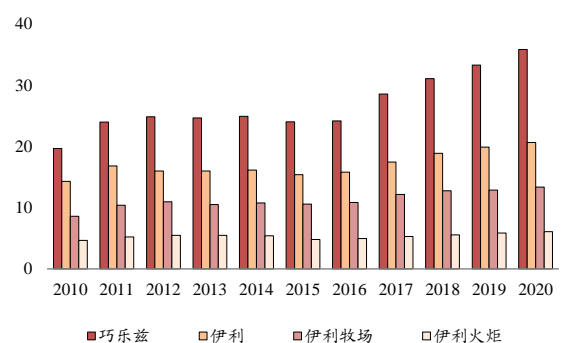
冷饮事业部全线开花, 助推冰品收入创新高。公司冷饮事业部旗下品牌包括伊利、伊利牧场、巧乐兹、甄稀、冰工厂等; 其中巧乐兹连续四年保持国内冰品市场知名度第一、市场份额第一、市场渗透率第一; 公司冷饮经典产品巧脆棒 2019 年销量突破 6 亿支, 成为年度冰品行业销量最高单品, 冰工厂销售额连续多年稳居国内水冰品类第一, 其中经典产品山楂爽每年销售 2 亿支以上; 2019 年公司高端冷饮品牌甄稀推出海盐牛油果新品, 以细腻清新的独特口味广受消费者好评, 荣获亚洲最大的创新食品展金奖。根据欧睿, 公司旗下高端冷饮品牌巧乐兹 2020 年零售额达 35.8 亿元, 同比增长 7.6%; 2020 年公司冷饮业务板块实现收入 61.58 亿元, 同比增长 9.35%; 16-20 年 CAGR 为 10.08%。

图 63: 公司冷饮产品收入及增速



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所整理

图 64: 公司旗下各冷饮品牌零售额 (亿元)



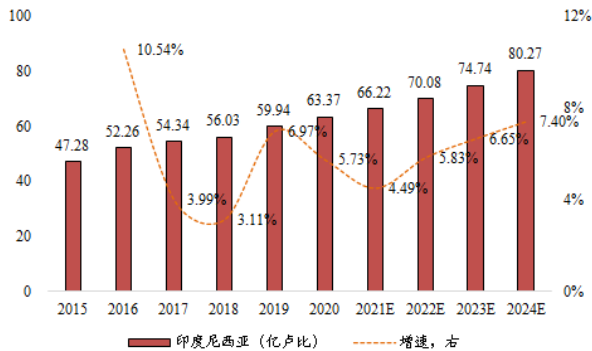
资料来源: 欧睿, 浙商证券研究所整理

注: 以零售口径计算

3.3.2. 国际市场空间广阔，东南亚地区桥头堡地位逐步确立

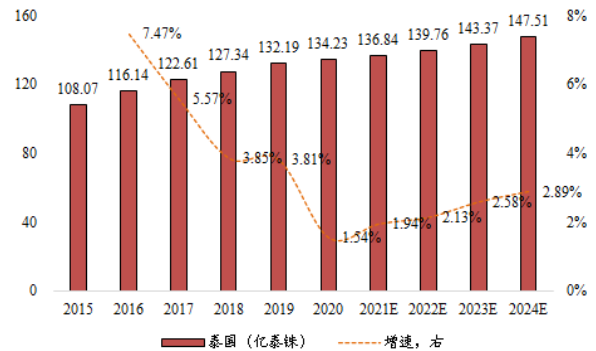
印度尼西亚、泰国分别为东南亚前两大冰淇淋市场。根据欧睿，2019年印尼冰淇淋及冷冻甜点市场规模为5.20亿元人民币（59.94亿卢比），预计20-24年CAGR为6.09%；2019年泰国冰淇淋及冷冻甜点市场规模为27.26亿元人民币（132.19亿泰铢），预计20-24年CAGR为2.39%。

图 65: 印度尼西亚冰淇淋及冷冻甜点市场规模及增速



资料来源：欧睿，浙商证券研究所整理

图 66: 泰国冰淇淋及冷冻甜点市场规模及增速



资料来源：欧睿，浙商证券研究所整理

公司以印尼、泰国为冷饮业务国际化拓展的起点，东南亚市场桥头堡地位逐渐确立。

1) 印尼: 公司于2015年投资建立印尼子公司 PT. Green Asia Food Indonesia, 该公司主要从事冷冻饮品及各类乳品在印尼市场的销售。公司经过深入市场调研和针对性的新品研发, 2018年率先面向印尼及其他东南亚市场推出 Joy Day 冰淇淋; 截至2020年7月, Joy Day 已累计推出20余款产品, 覆盖印尼22个省份、超过40个城市, 深受当地消费者喜爱; 公司印尼生产基地正在建设中, 建成后将进一步发挥供应链协同优势, 支撑公司冷饮业务在印尼市场的持续扩张。

2) 泰国: 2018年, 公司通过收购泰国本土最大冰淇淋企业 CHOMTHANA 进入泰国市场; CHOMTHANA 从事冰淇淋生产和冷藏冷冻食品运输业务, 自有冷链物流体系基本覆盖泰国全境; 除泰国本土业务之外, CHOMTHANA 同时向周边13个国家出口冰淇淋; 公司借助 CHOMTHANA 在东南亚的地理和渠道优势, 冷饮业务有望进一步拓展至周边国家市场。

3.4. 奶酪: 顺应乳制品消费升级趋势, 新品放量增势迅猛

目前奶酪百亿市场体量并不算大, 但对标日韩, 有5-10倍成长空间, 符合乳制品消费升级趋势, 在公司高端品类矩阵扩充、健康食品业务布局、品牌调性升级等方面均具有重要战略意义。

1) 公司奶酪产品线不断完善, 创新推出成人奶酪。公司于2018年组建奶酪事业部, 目前旗下已有黄油(“Westpro”威士宝、“Westgold”牧恩)、淡奶油、马苏里拉芝士碎、芝士片、儿童奶酪等产品。公司旗下奶酪业务子品牌妙芝主打成人奶酪, 专注于生产口味清新的即食奶酪产品, 2020年, 公司进一步推出契合年轻女性群体需求的口袋芝士零食奶酪, 主打高颜值包装+低热量(相当于半个苹果)。

2) 龙头优势显著, 多维度资源协同助力奶酪收入高增: 公司强大品牌力可赋能奶酪产品的快速放量, 渠道方面, 奶酪业务与低温业务亦可形成协同; 2019年公司收购新西兰第二大乳企 Westland, 引入“Westpro”(威士宝)、“Westgold”(牧恩)黄油及其他乳类产品; Westland 旗下产品覆盖各类乳制品和营养品, 客户资源丰富(包括新西兰最大的烘焙

食品供应商之一 OFBC), 有助于公司 2B 业务的良性增长; 供应链方面, 公司奶源与冷链物流配送优势可为奶酪产品的新鲜品质提供保障; 多维度优势驱动下, 公司奶酪业务疫情期间逆势高增, 儿童奶酪产品、成人奶酪产品销额同比增速行业第一。

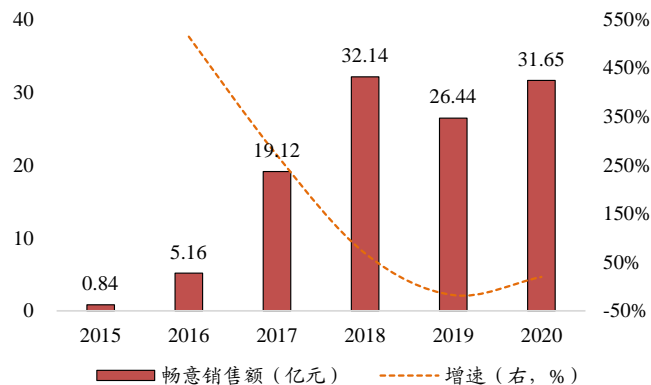
3.5. 健康饮品: 多元布局抢占先机, 培育新增长点

公司立足乳制品核心业务, 加速健康食品业务战略布局。公司以“成为全球最值得信赖的健康食品提供者”为愿景, 于 2018 年新设健康饮品事业部, 旗下产品包括常温乳酸菌饮品畅意 100%、矿泉水 inikin 伊刻活泉、乳矿饮料依然等, 抢占健康饮品市场先机。

3.5.1. 常温乳酸菌饮品迅速占领市场

公司旗下常温乳酸菌饮品畅意 100%, 自 2015 年上市后迅速占领市场, 目前已成为常温乳酸菌饮品领导品牌。公司畅意 100% 选取优质进口奶源和丹麦进口菌种, 主打“5 种乳酸菌发酵+膳食纤维+0 脂肪”提升肠道消化功能, 兼具美味与健康特征。2020 年, 畅意 100% 进一步推出新品“轻纤加”, 包装简约时尚、广受白领人群欢迎, 产品配方以膳食纤维搭配进口乳酸菌发酵, 特别添加印度尼西亚天然椰子水改善口感。根据欧睿, 2020 年畅意产品销售额达 31.65 亿元, 15-20 年 CAGR 为 106.66%。

图 67: 畅意销售额及增速



资料来源: 欧睿, 浙商证券研究所整理

3.5.2. 布局瓶装水千亿市场, 优质水源打造高品质矿泉水

进军矿泉水市场, 延伸健康产业布局。瓶装水具备刚需属性, 是增长较快的饮品品类, 根据欧睿, 2017 年中国瓶装水市场销售额达 1,050 亿元, 预计未来五年 CAGR 为 9.5%, 公司于 2018 年进入矿泉水行业, 通过布局稀缺水源、持续推出高端新品把握行业机遇。

公司前瞻布局“世界三大黄金水源”之一的长白山水源地, 于 2018 年在吉林省安图县长白山天然矿泉水产业园区新建伊利长白山天然矿泉水饮品项目, 投资金额 7.4 亿元, 项目预计投资回收期为 5.7 年, 投资回报率为 16.34%, 内部收益率为 16.01%, 预计项目建设期为 31 个月。2019 年公司收购阿尔山市水知道矿泉水有限公司, 同年公司推出定位中高端的“伊刻活泉”矿泉水, 精选阿尔山“火山低温活泉”优质水源, 主打有益人体健康的“天然偏硅酸”, “伊刻活泉”产品借助伊利母品牌势能和渠道优势, 拓展中国瓶装水市场。

3.5.3. 切入功能饮品、膳食补充细分赛道

公司已先后推出乳矿饮料、固体饮料等产品，把握功能、健康类饮品机遇。

1) 率先推出特色乳矿饮料，以健康无添加为主要卖点。2019年，公司推出国内第一款乳矿饮料“伊然”，初期共有牛乳味、柚子味、水蜜桃味三种口味，以乳矿物质添加为主要卖点。2020年，伊然乳矿气泡水百香果味、黄瓜味上线天猫旗舰店，以“100%源自牛奶的乳矿物质”、高钙含量、无添加、含真实果汁等差异化卖点，满足消费者对健康与口味的要求；同年“伊然”新口味蜜柚科若娜啤酒风味气泡水上市，挖掘年轻人群健康+时尚的饮品消费需求。2020年，伊然品牌进一步扩充目标客群，针对儿童群体推出伊然小钙盒，主打零脂肪、零蔗糖、高钙、高果汁含量、高乳矿物质含量，公司乳矿饮料的丰富产品矩阵已覆盖多元消费群体。

2) 布局健康膳食补充领域，把握女性消费者美颜美体需求。2018年，公司推出固体饮料品牌“新食机”，定位“健康膳食补充”功能，以迎合女性消费者对美丽与健康的追求。新食机产品现有“胶原蛋白肽”和“酵母葡聚糖”两款产品，分别主打抗衰养颜和免疫力提升功效；2019年新食机推出益生菌类新品“伊小菌”，以添加美国杜邦公司的明星菌株为差异化卖点，有望成为益生菌补充剂领域的又一黑马；公司健康膳食类产品矩阵持续扩充，培育新增长点。

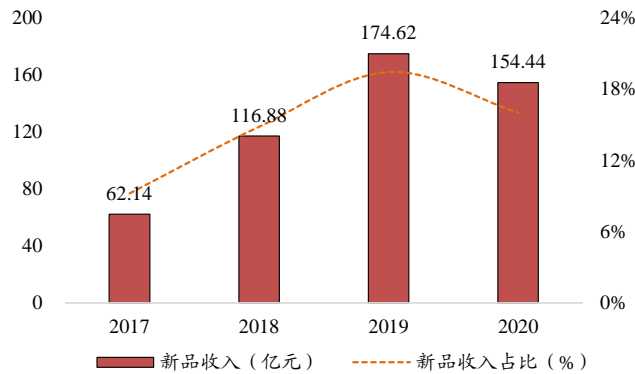
我们认为，公司依托品牌、供应链、渠道、研发资源等优势，以及在白奶、酸奶大单品方面的成功运营经验，未来有望在健康饮品、膳食补剂板块持续孕育爆款明星单品，打造新增长点。

4. 护城河：管理团队稳定靠谱，深度分销壁垒过硬

4.1. 丰富产品矩阵已形成，核心技术+严格标准铸就产品力壁垒

核心产品优势稳固，多品类布局培育新增长点。公司常温液奶中优势产品金典2019年市占率高达45.7%，稳居细分市场第一；公司对标雀巢，展开全品类多元化布局，目前业务板块已覆盖液态奶、酸奶、奶粉、冷饮、奶酪、健康饮品，旨在满足不同群体消费者全生命周期、全场景对健康食品的需求。强大研发实力支持下，公司产品类不断延伸、产品矩阵持续扩充，新品收入及占比持续提升，2020年公司新品收入达154.44亿元（占比16%），17-20年新品收入CAGR达35.45%。

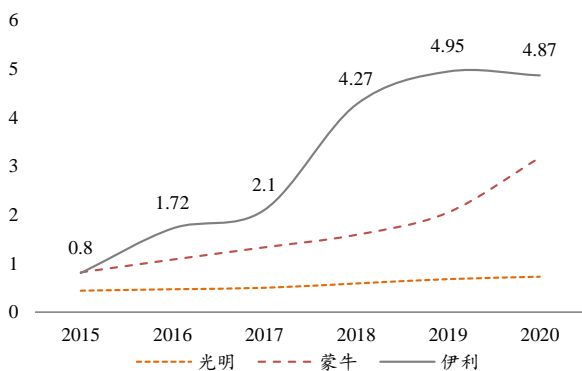
图 68: 公司新品收入及占比



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所整理

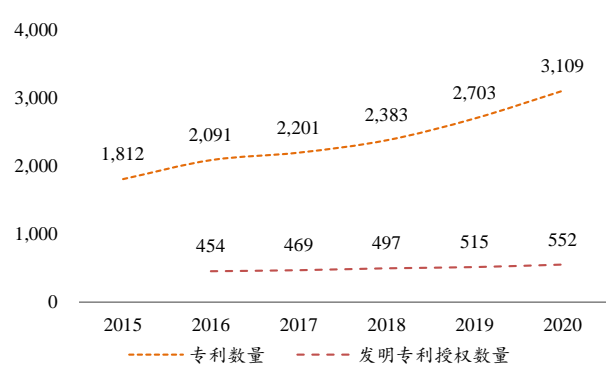
重金投入研发, 支撑产品持续迭代创新。公司研发投入持续增长, 2020 年研发费用达 4.87 亿 (占比 0.50%), 同比-1.63%, 15-20 年 CAGR 约 43.5%, 高于同行样本均值。集团累计投资 5 亿元建成占地 16,000 平米的创新中心, 该研发中心也是全国首个乳业科研成果转化孵化器、乳业科研成果落地加速器。公司积极开展产学研用活动, 先后与国内外知名高校如北京大学、新西兰林肯大学等开展合作; 公司专利数量持续增加, 截至 2019 年末公司累计获得专利 2703 件, 15-19 年 CAGR 为 10.52%, 覆盖液态奶、奶粉、酸奶、冷饮、原奶等多个技术领域, 其中在乳糖消减技术、母乳数据库研究、乳品安全早期预警、益生菌应用开发、乳品深加工技术及新产品开发方面均已具备自主知识产权的核心技术。

图 69: 2015-2020 年公司及相关同行研发费用



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所整理

图 70: 2015-2020 年公司专利数量



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所整理

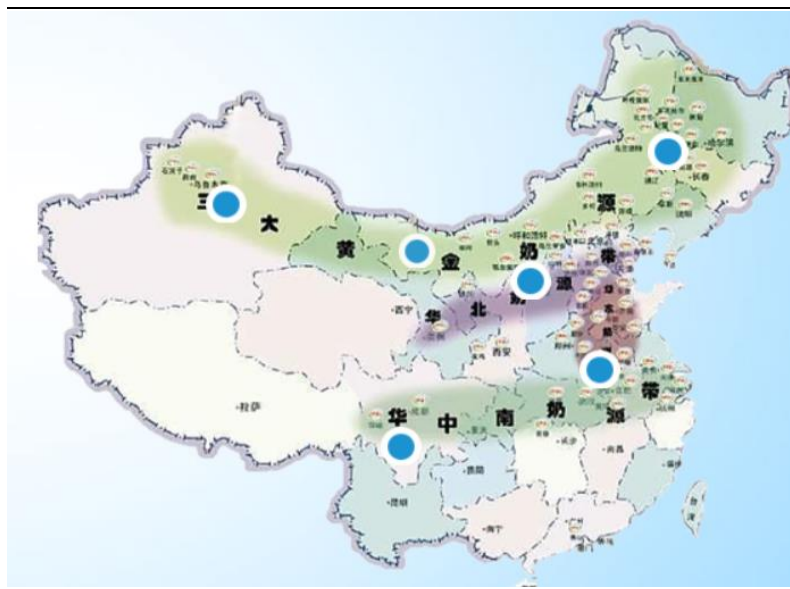
整合全球研发资源, 引入国际顶尖技术及领先工艺。公司已与全球多地顶尖高校、科研机构建立合作, 2014 年公司联手欧洲生命科学领域顶尖学府——瓦赫宁根大学打造欧洲研发中心; 同年, 公司与新西兰林肯大学签署战略合作协议, 成立大洋洲研发中心。2015 年国家主席习近平访美期间, 公司主导实施“中美食品智慧谷”项目, 集聚整合全球农业、食品、生命科学领域顶尖科研院校资源, 与宾夕法尼亚大学、康奈尔大学、耶鲁大学等众多名校建立战略合作关系。2018 年, 公司欧洲研发中心升级为欧洲创新中心, 成为公司与世界顶级科研、教学机构开展创新合作的桥梁。我们认为, 公司与国内外领先研究机构建立合作机制, 在加强基础领域研究的同时, 可及时了解并获取全球食品行业内最新工艺、技术和产品信息, 为加快国际化步伐和跨界布局创新产品提供充裕的研发资源储备。

质量安全管理体系统全球领先，“三条线标准”严把品质关。公司于 2014 年搭建中荷首个食品安全保障体系，与国际三大质量认证权威机构 SGS（瑞士通用公证行）、LRQA（英国劳氏质量认证有限公司）和 Intertek（英国天祥集团）成为战略合作伙伴，推进公司全球质量安全管理体系统升级，并与新西兰林肯大学合作开展乳业全产业链食品安全风险研究，为公司建设全球领先的质量安全管理体系统提供坚实保障。公司严格执行“三条线标准”，在国家标准基础上提升 50% 作为企业标准，在企标基础上再提升 20% 制定内控标准，层层把关保障产品品质、消除食品安全风险。

4.2. 掌握上游优质奶源，全球织网高效协同

持续加码国内奶源建设、规模牧场收购，为业务扩张、产品品质护航。乳制品需求日益旺盛背景下，供给端原奶产量成为制约乳品企业发展的瓶颈，公司在国内六大奶源带均有布局，拥有国内三大黄金奶源基地锡林郭勒、呼伦贝尔、新疆天山；截至 2015 年，公司在全国拥有自建、在建及合作牧场 2400 多座，其中规模化集约化的养殖在奶源供应比例中达 100%，居行业首位；截至 2020 年末，公司旗下共参控股 3 家规模化牧场企业：优然牧业（持股 40%）、赛科星（通过子公司优然牧业持股 44.78%）、中地乳业（持股 16.6%）。公司奶源战略逐步从增量升级为提质，2020 年 6 月，公司“伊利现代智慧健康谷”项目启动，打造全国最大奶牛育种基地，搭建起“奶源-牧场-农户”利益共同体，进一步夯实奶牛储备、原奶供应壁垒。

图 71：公司奶源带布局



资料来源：公司官网，浙商证券研究所整理

海外布局优质奶源地，打造高效协同供应链。

1) 公司于 2013 年开启国际化进程，布局全球生产基地。公司大洋洲生产基地一期/二期项目分别于 2014/2017 年建成投产，该基地充分利用新西兰优质奶源，集生产科研等功能为一体，可生产奶粉、液态奶、高科技乳制品等产品品类，是当时全球最大的一体化乳业生产基地；截至 2019 年，公司大洋洲生产基地所产“Pure-Nutra 培然”、“金领冠睿护”婴幼儿配方奶粉、“金典”及“柏菲兰”白奶产品已在国内上市；2019 年，公司收购新西兰第二大乳业合作社 Westland，其原奶供应量占新西兰原奶供应总量约 4%，公司海外优质稳定奶源供应再添保障；同年，Westland 旗下“Westpro”（威士宝）、“Westgold（牧恩）”黄油以及其他乳类产品进入中国市场，逐步实现国内外运营主体在产品、技术、产能、市场等多方面协同。目前印尼生产基地主体建设已完成，建成后公司供应链全球布局优势将进一步夯实。

表 7: 伊利国际化进程

时间	事件
2013	制定并启动国际化战略; 与美国最大乳制品公司 DFA 和意大利最大乳品生产商斯嘉达建立战略合作关系
2014	全球最大一体化乳业生产基地——大洋洲生产基地一期项目建成投产; 与荷兰瓦赫宁根大学联手打造伊利欧洲研发中心; 与新西兰林肯大学签署战略合作协议, 成立大洋洲研发中心; 与美国最大乳制品公司 DFA 共建全球样板工厂暨全美国规模最大奶粉厂; 与意大利最大乳品生产商斯嘉达公司合作推出的“培兰”高端牛奶进入国内市场销售
2015	主导实施中美食品智慧谷项目, 集聚整合宾夕法尼亚大学、康奈尔大学、耶鲁大学等世界顶尖高校资源
2016	与荷兰瓦赫宁根大学合作, 携手研究建设贯通全产业链的食品安全早期预警系统; 大洋洲生产基地所产“Pure-Nutra 培然”婴儿配方奶粉获新西兰政府官方认证并上市销售
2017	大洋洲生产基地二期揭牌; 新一代婴幼儿配方奶粉“金领冠睿护”在大洋洲生产基地生产下线
2018	伊利欧洲研发中心正式升级为伊利欧洲创新中心; 大洋洲生产基地所产“金典”新西兰进口牛奶、“柏菲兰”牛奶在国内上市; “JoyDay”冰淇淋在印度尼西亚上市; 收购泰国本土最大冰淇淋企业 THECHOMTHANACOMPANYLIMITED
2019	收购新西兰第二大乳业合作社 Westland; 安慕希系列产品在新加坡、缅甸等东南亚国家上市; 与南美洲最大乳制品出口公司科拿集团、全球最大多元醇生产商法国罗盖特公司分别达成战略合作; 于进博会期间签约 13 家全球合作伙伴, 包括利乐、恒天然、杜邦等食品及农业领域知名企业
2020	印尼生产基地主体建设已完成; 加快泰国市场的渠道及终端基础建设, 泰国年度销售额增长 68%

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所整理

2) 综合年产能领先同行, 保障供给、支撑成长。2020 年公司综合年产能高达 1,312 万吨, 同比增长 10.72%, 产量达 956 万吨, 产能利用率约 73%; 2020 年, 公司国外生产基地已有产能包括 12.7 万吨奶粉和 9.5 万吨超高温灭菌奶。

表 8: 伊利部分国外产能

生产基地	项目	产能/万吨
大洋洲生产基地一期	婴幼儿配方奶粉项目	4.7
大洋洲生产基地二期	超高温灭菌奶项目	9.5
	婴幼儿配方乳粉包装项目	2.0
Westland 霍基蒂卡工厂	工厂升级项目(草饲黄油)	4.2
美国工厂	奶粉项目	8.0

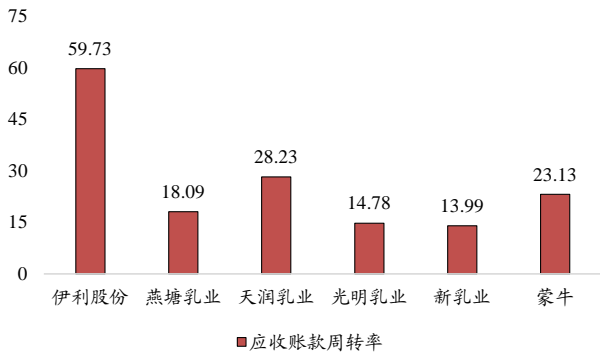
资料来源: 公司公告, 公司公众号, 浙商证券研究所整理

4.3. 打造深度分销体系, 塑造过硬渠道壁垒

渠道网络覆盖全国, 深度分销强化终端掌控。公司于 2006 年起启动全国织网计划, 在部分竞争激烈的中心省会城市采取直营模式, 其余地区采取经销商销售模式, 率先完成“纵贯南北、辐射东西”的战略布局, 成为第一家覆盖全

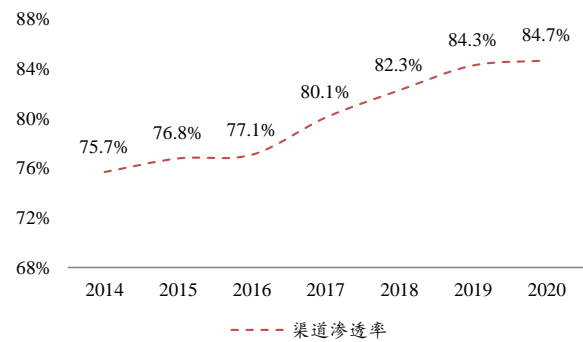
国市场的乳品企业；公司坚持扁平化、精细化的渠道管理方式，自配冷库和配送车辆，自派销售人员直接与经销商对接，以公司为主导整合不同层级城市的资源，完成下单、货物供应和营销；公司深度分销模式前期投入大、见效慢，但建成后拥有更强的渠道、终端控制力；20年公司经销商销售收入占比达96.8%，公司销售人员数量达1.79万人，公司销售网点数量持续增加，目前全国网点数量超500万家。在深度分销驱动下，公司常温液态奶渗透率逐年增长，20年达84.7%，20年销售人员人均创收能力高达539.33万/人；公司对渠道商话语权较强，资金回笼速度快，应收账款周转率优于同行。

图 72：公司应收账款周转率优于同行（2020 年）



资料来源：Wind, Choice, 浙商证券研究所整理

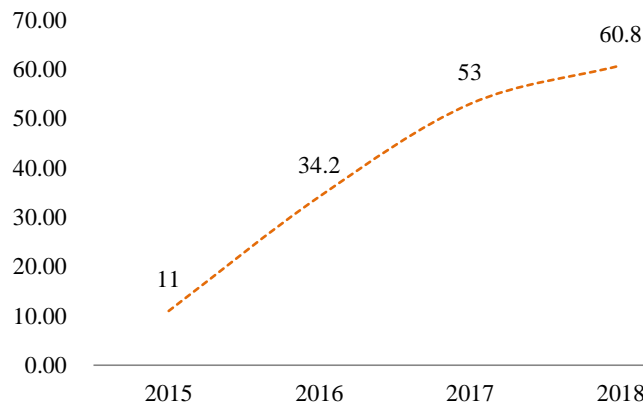
图 73：2014-2020 年公司常温液奶渠道渗透率持续提升



资料来源：公司年报, 浙商证券研究所整理

前瞻布局下沉渠道，销售网络深入乡镇村。公司在行业内率先推进渠道下沉，2007年借助商务部“万村千乡”活动铺开农村乡镇终端，并通过搭建乡镇村服务体系持续增加农村网点数量，2018年，公司直控村级网点数量提升至60.8万家，15-18年CAGR为76.81%；2020年，公司服务的乡镇村网点近109.6万家，持续下沉乡镇村渠道。伴随城镇化持续推进，城乡居民收入差距日趋缩小（2019年农村居民人均消费支出同比增速达9.9%，较城镇居民人均消费支出同比增速高约2.4pct），三四线城市及乡镇市场乳品消费能力持续上升，公司依托渠道下沉优势，有望持续受益于下线市场消费升级趋势。

图 74：2015-2018 年公司直控村级网点数量持续上升（万家）



资料来源：公司官网, 浙商证券研究所整理

积极探索新零售模式，电商渠道有望持续带来业绩增量。公司积极探索“会员营销”、“社群营销”等新零售模式，2017年，公司与阿里巴巴签订战略合作协议，双方在品牌营销、大数据分析、供应链升级等方面深度合作，共建新零售

售模式；2019年，公司与苏宁易购达成合作，计划采用联合推出新品、联合IP、共建社群、社团、拼团活动、推出联名卡、内容运营等方式做大做强电商业务，公司依托苏宁的物流与服务体系优势，有望实现大规模引流获客和品牌价值的提升；2020年公司电商业务同比增长55%，持续快速增长。

图 75: 公司与阿里展开新零售方面的战略合作



资料来源：搜狐网，浙商证券研究所整理

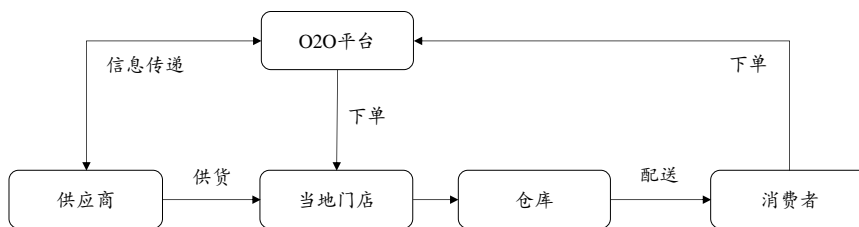
图 76: 伊利与苏宁易购合作



资料来源：搜狐网，浙商证券研究所整理

整合线上线下资源，大力推进 O2O 到家新零售渠道发展。公司于 2017 年与京东共建协同仓，前端对接伊利各个产品事业部，按需协调企业生产，中端对接京东订单系统，后端对接京东分拣系统，辐射广大消费者；2020 年公司进一步与京东到家签订 JBP（年度联合生意计划），旨在开展品类合作和促进营销策略的改善；配送效率方面，公司借助电商平台同城即配能力，打通从门店到消费者的“最后一公里”，公司产品在京东上的最快收货速度短至下单后 3 小时；精准营销方面，公司借助 O2O 平台用户资源和大数据优势，得以更准确地了解消费者偏好和习惯，从而制定更为有效的用户触达、精准营销、会员管理措施。2021 年 4 月 23 日，公司在“超级 CP 日”总裁直播期间中，京东到家-沃尔玛的销售额同比增长 4.8 倍，在京东到家平台总销售额同比增长 4.7 倍。

图 77: O2O 到家运营模式



资料来源：浙商证券研究所整理

4.4. 持续投入品牌建设，品牌力领跑行业

持续投入品牌建设，品牌力领跑行业。公司注重品牌形象建设，2005 年成为北京奥运会独家乳品赞助商，并与北京奥组委达成长期合作关系，成为 2022 年冬奥会、冬残奥会官方乳制品合作伙伴，打造健康有活力的品牌形象；公司于 2011 年成为迪士尼大中华区唯一战略乳制品合作伙伴，并推出与迪士尼联名款儿童 QQ 星风味酸奶，丰富品牌趣味性，增强品牌在儿童群体中的影响力；公司冠名多家热门综艺，如芒果 TV 热播的《乘风破浪的姐姐》、《妻子的浪漫

旅行》，浙江卫视的《奔跑吧》等节目，持续为安慕希、金典等高端产品增加曝光，吸引中青年消费群体。公司重视营销收入，2020年广告费用为109.99亿元，同比-0.39%，16-20年CAGR为9.6%。

根据凯度消费者指数发布的《2020亚洲品牌足迹报告》，公司凭借91.6%的品牌渗透率、近13亿消费者触及数和近8次的年均购买频次，连续五年位列中国市场消费者选择最多的品牌榜榜首，在“最具价值中国品牌100强”榜单中，公司连续7年位列食品和乳品排行榜第一名，并获得Brand Finance发布的“全球最具发展潜力的乳品品牌”荣誉，品牌力领跑行业。

图 78: 公司成为北京 2022 年冬奥/冬残奥会合作伙伴



资料来源：公司官网，浙商证券研究所整理

图 79: 公司与迪士尼合作推出联名款 QQ 星产品



资料来源：公司官网，浙商证券研究所整理

表 9: 公司冠名部分综艺情况

时间	产品	平台	综艺
2020	金典	芒果 TV	《乘风破浪的姐姐》
2020	金典	浙江卫视	《天赐的声音》
2020	金典	浙江卫视	《漫游记》
2020	甄稀冰淇淋	腾讯视频	《让生活好看》
2020	金领冠奶粉	芒果 TV	《妻子的浪漫旅行》3
2020	巧乐兹	爱奇艺	《喜欢你，我也是》第二季
2020	安慕希	浙江卫视	《奔跑吧》4
2020	畅轻	浙江卫视	《青春环游记》2
2020	每益添	腾讯视频	《拜托了冰箱》第六季
2020	安慕希	优酷	《爆款来了》第二季
2019	巧乐兹	爱奇艺	《喜欢你，我也是》第一季
2019	舒化奶	腾讯视频	《我们是真正的朋友》
2019	甄稀冰淇淋	腾讯视频	《拜托了冰箱》第五季
2019	畅意	湖南卫视	《巅峰之夜》
2019	安慕希	浙江卫视	《奔跑吧》3
2019	畅轻	浙江卫视	《青春环游记》1
2019	植选豆乳	优酷	《以团之名》
2019	金领冠奶粉	芒果 TV	《妻子的浪漫旅行》2
2019	金典	湖南卫视	《歌手》3

资料来源：搜狐网，豆瓣 APP，浙商证券研究所整理

4.5. 管理团队稳定靠谱，与公司利益高度一致

掌门人深耕乳制品行业近三十年，管理团队稳定。公司掌门人潘刚先生 1992 年加入伊利，2002 年起担任公司总裁，深耕乳制品行业近三十年，带领伊利股份一步一步成长为收入体量近千亿的巨头，经营管理经验丰富；公司管理团队稳定，多位现任高管服务公司超过十年。

股权激励激发活力。公司通过持续的股权激励政策，绑定核心团队利益，2006/2014/2016/2019 年先后实施 3 次股权激励计划与 1 次员工持股计划，2020 年，公司推出长期服务计划，针对中高层管理人员和业务、技术骨干等核心人员分配股票或现金，该计划将存续 20 年并每年实施一期；截至 2020 年底，公司管理层合计持股 8.48%（含报告期离任高管），管理团队利益与公司高度一致，有效激发团队活力。

表 10: 公司部分管理层领导背景

姓名	年龄	职位	从业经验
潘刚	51	董事长、总裁	男，1970 年生，研究生学历，现任内蒙古伊利实业集团股份有限公司党委书记、董事长、总裁。历任伊利集团冷冻食品公司生产部部长、伊利集团矿泉饮料有限责任公司董事长、总经理兼党总支书记，伊利集团总裁助理兼液态奶事业部总经理。
赵成霞	51	董事、副总裁、财务负责人	女，1970 年生，本科学历，现任内蒙古伊利实业集团股份有限公司董事、副总裁、财务负责人。历任内蒙古伊利实业集团股份有限公司财务部部长助理、财务管理部总经理、总裁助理。
刘春海	58	副总裁	男，1963 年生，本科学历，现任内蒙古伊利实业集团股份有限公司执行董事、副总裁，集团公司党委副书记。历任内蒙古伊利实业集团股份有限公司液态奶事业部党总支副书记、行政部总监，集团行政管理部总经理、品牌管理部总经理、公共关系管理负责人、集团助理总裁。
邱向敏	46	董事会秘书	男，1975 年生，本科学历，现任内蒙古伊利实业集团股份有限公司董事会秘书，历任内蒙古伊利实业集团股份有限公司原奶事业部财务副总监、液态奶事业部财务副总监、公司总裁办公室副总监。

资料来源：公开资料，浙商证券研究所整理

表 11: 公司历年股权激励情况

时间	2006.11.28	2014.11.18	2016.10.22	2016.10.22	2019.08.06
激励标的物	股票期权	股票	股票期权	限制性股票	限制性股票
激励方式	授予期权（行权股票来源为上市公司定向发行股票）	员工持股计划	授予期权（行权股票来源为上市公司定向发行股票）	上市公司定向发行股票	上市公司回购股票
激励总数（万股/万份）	5,000.00	第一期持股计划占公司总股本比例为 0.19%，成交均价为人民币 25.02 元/股，该部分股票锁定期为 12 个月。	4,500.00	1,500.00	18,292.00
占总股本比例（%）	9.68		0.74	0.25	3

时间	2006.11.28	2014.11.18	2016.10.22	2016.10.22	2019.08.06
初始行权/转让价格(元)	13.23		16.47	15.33	15.46
有效期(年)	8	分十期实施,自2014年度始至2023年度止,每期存续期为两年。		4	4
激励对象	<p>总裁潘刚、3位总裁助理(胡利平、赵成霞、刘春海)及其他核心业务骨干29人,其中潘刚先生的股票期权数量为1,500万份,占本次股票期权数量总额的30%。</p>	<p>公司中高层管理人员、公司及子公司业务技术骨干,首期共计317人,其中潘刚等高管持有30.76%。</p>	<p>总人数:294人,激励对象包括公司核心业务、技术人员以及其他。</p>	<p>总人数:294人,激励对象包括公司核心业务、技术人员等。</p>	<p>总人数:474人,包括董事、高级管理人员、核心技术(业务)骨干及其他,其中潘刚占比33.24%。</p>
行权条件	<p>1、首期行权时,公司上一年度扣除非经常性损益后的净利润增长率不低于17%且上一年度主营业务收入增长率不低于20%。</p> <p>2、首期以后行权时,公司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%。</p>		<p>1、第一个行权期以2015年净利润为基数,2017年净利润增长率不低于30%,净资产收益率不低于12%。</p> <p>2、第二个行权期以2015年净利润为基数,2018年净利润增长率不低于45%,净资产收益率不低于12%。</p>	<p>1、第一个行权期以2015年净利润为基数,2017年净利润增长率不低于30%,净资产收益率不低于12%。</p> <p>2、第二个行权期以2015年净利润为基数,2018年净利润增长率不低于45%,净资产收益率不低于12%。</p>	<p>1、以2018年净利润为基数,19-23年净利润增长不低于8%/18%/28%/38%/48%。</p> <p>2、ROE不低于20%。</p> <p>3、分红比例不低于70%。</p>

资料来源:公司公告,浙商证券研究所整理

5. 盈利预测及投资建议

5.1. 盈利预测

液体乳板块:

1) 量端: 疫情促进健康意识提升, 伊利作为常温白奶龙头, 率先受益, 预计保持稳健增长并持续提高市场份额; 液奶销量考虑保持高个位数增长, 常温奶体量大、增长稳健, 低温奶增长快、但体量相对较小。

2) 价端: 主要考虑产品结构持续升级, 带动公司平均吨价提升。

3) 毛利率方面: 原奶价格上涨推动成本上升, 公司谨慎涨价对冲, 以维持毛利率稳定; 同时公司对上游奶源掌控力持续增强, 预计液奶毛利率稳中有升。

奶粉及奶制品板块:

1) 量端: Westland Milk 于 2019 年 8 月 1 日并表, 2020 年实现全年并表, 后续销量增长预计回到正常水平。

2) 价端: 奶粉行业目前价格相对稳定, 考虑价端由结构升级带来少量增长。

3) 毛利率方面: Westland Milk 毛利率较低, 并表后对板块毛利率水平有拉低效果。

冷饮板块:

1) 量端: 行业接近成熟期, 量端增速预计保持稳健, 高端化及国际化带来部分新增量。

2) 价端: 受益于强品牌力, 公司议价能力较强, 考虑下游顺价通畅。

3) 毛利率方面: 冷饮受原奶价格上涨影响较其他产品小, 叠加公司强品牌力, 预计毛利率保持稳健。

表 12: 公司各板块盈利预测

项目	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	60,312.01	67,547.45	78,976.39	90,009.13	96,523.96	108,772.87	121,823.76	136,125.15
增速(%)	0.75%	12.00%	16.92%	13.97%	7.24%	12.69%	12.00%	11.74%
毛利率(%)	37.94%	37.28%	37.82%	37.35%	35.97%	36.30%	36.57%	36.85%
液体乳								
营业收入(百万元)	49,522.30	55,766.21	65,678.89	73,760.79	76,123.25	85,038.50	93,857.08	103,105.76
增速(%)	5.03%	12.61%	17.78%	12.31%	3.20%	11.71%	10.37%	9.85%
销量(万吨)	653.63	726.89	808.13	870.94	900.52	983.36	1,063.01	1,144.87
增速(%)	2.42%	11.21%	11.18%	7.77%	3.40%	9.2%	8.1%	7.7%
吨价(元/吨)	7,576.50	7,671.89	8,127.28	8,469.10	8,453.30	8,647.73	8,829.33	9,005.92
增速(%)	2.55%	1.26%	5.94%	4.21%	-0.19%	2.3%	2.1%	2.0%
吨毛利(元/吨)	2,724.55	2,697.86	2,861.72	2,981.03	2,878.41	2,966.91	3,040.58	3,112.96
毛利率(%)	35.96%	35.17%	35.21%	35.20%	34.05%	34.31%	34.44%	34.57%
奶粉及奶制品								
营业收入(百万元)	5,455.71	6,428.38	8,044.61	10,054.72	12,885.08	14,915.57	17,398.99	20,169.89
增速(%)	-15.38%	17.83%	25.14%	24.99%	28.15%	15.76%	16.65%	15.93%
销量(万吨)	8.44	9.41	10.90	14.34	22.94	26.06	29.90	34.11
增速(%)	-10.69%	11.49%	15.84%	31.56%	59.99%	13.6%	14.7%	14.1%
吨价(元/吨)	64,641.11	68,314.35	73,799.02	70,110.73	56,158.83	57,225.85	58,198.69	59,129.87
增速(%)	-5.25%	5.68%	8.03%	-5.00%	-19.90%	1.9%	1.7%	1.6%
吨毛利(元/吨)	36,311.61	36,858.55	40,423.83	33,737.90	24,090.07	24,419.51	24,637.80	24,830.64

项目	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	60,312.01	67,547.45	78,976.39	90,009.13	96,523.96	108,772.87	121,823.76	136,125.15
增速(%)	0.75%	12.00%	16.92%	13.97%	7.24%	12.69%	12.00%	11.74%
毛利率(%)	37.94%	37.28%	37.82%	37.35%	35.97%	36.30%	36.57%	36.85%
毛利率(%)	56.17%	53.95%	54.78%	48.12%	42.90%	42.67%	42.33%	41.99%
冷饮产品								
营业收入(百万元)	4,194.16	4,606.07	4,997.06	5,631.48	6,157.81	6,782.08	7,512.60	8,266.87
增速(%)	2.35%	9.82%	8.49%	12.70%	9.35%	10.14%	10.77%	10.04%
销量(万吨)	38.67	38.28	39.31	40.59	43.18	44.95	47.02	49.37
增速(%)	-8.56%	-1.01%	2.69%	3.25%	6.39%	4.1%	4.6%	5.0%
吨价(元/吨)	10,846.03	12,032.58	12,712.35	13,875.77	14,260.93	15,088.06	15,978.26	16,745.22
增速(%)	11.93%	10.94%	5.65%	9.15%	2.78%	5.8%	5.9%	4.8%
吨毛利(元/吨)	4,669.61	5,183.91	5,728.58	6,453.76	6,940.03	7,628.07	8,376.52	9,006.65
毛利率(%)	43.05%	43.08%	45.06%	46.51%	48.66%	50.56%	52.42%	53.79%

资料来源:公司公告, Wind, 浙商证券研究所整理

5.2. 投资建议

公司是中国乳业龙一, 管理团队稳定靠谱, 深度分销壁垒过硬, 利润率有望回到上行通道, 奶粉、低温、奶酪加速成长。我们预计 21-23 年公司归母净利润 85.52/99.27/113.88 亿元, 同比+21%/+16%/+15%, 对应 6 月 3 日估值 28/24/21 倍(市值 2403 亿元), 维持“买入”评级。

表 13: 行业重点公司盈利预测及估值(截至 2021 年 6 月 3 日)

板块	序号	公司名称	PE 估值			市值 (亿元)	归母净利润(亿元)			增速(%)		
			20A	21E	22E		20A	21E	22E	20A	21E	22E
乳制品	1	中国飞鹤	21	22	17	1,580	74.4	73.1	90.9	89%	-2%	24%
	2	伊利股份	34	28	24	2,403	70.8	85.5	99.3	2%	21%	16%
	3	新乳业	56	40	32	152	2.7	3.8	4.8	11%	41%	25%
	4	现代牧业*	15	12	9	112	7.7	9.1	12.7	126%	18%	40%
	5	光明乳业	32	28	23	194	6.1	7.0	8.3	22%	15%	19%
	6	澳优*	17	13	11	170	10.0	12.6	15.4	14%	26%	22%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所整理

注: *为 Wind 一致预期

6. 风险提示

食品安全控制风险; 市场需求不及预期; 产品技术创新风险

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020A	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	28381	30940	36284	42037	营业收入	96524	108773	121824	136125
现金	11695	14063	18252	23127	营业成本	61806	69284	77267	85961
交易性金融资产	123	123	123	123	营业税金及附加	547	616	690	771
应收账款	1759	1430	1277	955	营业费用	21538	23049	25729	28559
其它应收款	115	126	145	129	管理费用	4876	5199	5908	6725
预付账款	1290	1642	1676	1899	研发费用	487	566	658	749
存货	7545	8569	9853	10696	财务费用	188	934	809	866
其他	5853	4986	4957	5108	资产减值损失	327	279	378	411
非流动资产	42774	46629	51074	54989	公允价值变动损益	171	83	111	122
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	600	469	538	535
长期投资	2903	3352	3855	4433	其他经营收益	670	647	627	648
固定资产	23343	30175	34760	38134	营业利润	8558	10044	11659	13389
无形资产	1536	1826	2179	2408	营业外收支	(408)	(203)	(232)	(281)
在建工程	5417	2115	1038	710	利润总额	8150	9842	11427	13108
其他	9575	9162	9241	9304	所得税	1051	1269	1473	1690
资产总计	71154	77570	87358	97026	净利润	7099	8573	9953	11418
流动负债	34768	35964	39334	41988	少数股东损益	21	21	26	30
短期借款	6957	5758	5182	4923	归属母公司净利润	7078	8552	9927	11388
应付款项	11636	13059	14636	16223	EBITDA	10847	12129	14133	16152
预收账款	6056	6720	7773	8545	EPS (最新摊薄)	1.16	1.41	1.63	1.87
其他	10120	10427	11742	12297	主要财务比率				
非流动负债	5853	5453	6798	7258		2020A	2021E	2022E	2023E
长期借款	1375	2062	2858	3600	成长能力				
其他	4478	3390	3940	3658	营业收入	7.24%	12.69%	12.00%	11.74%
负债合计	40622	41417	46131	49246	营业利润	3.36%	17.36%	16.08%	14.84%
少数股东权益	149	169	195	226	归属母公司净利润	2.08%	20.82%	16.08%	14.71%
归属母公司股东权益	30384	35984	41031	47555	获利能力				
负债和股东权益	71154	77570	87358	97026	毛利率	35.97%	36.30%	36.57%	36.85%
					净利率	7.35%	7.88%	8.17%	8.39%
					ROE	24.92%	25.65%	25.66%	25.59%
					ROIC	18.48%	20.12%	20.60%	20.59%
					偿债能力				
					资产负债率	57.09%	53.39%	52.81%	50.75%
					净负债比率	22.54%	20.25%	18.93%	18.58%
					流动比率	0.82	0.86	0.92	1.00
					速动比率	0.60	0.62	0.67	0.75
					营运能力				
					总资产周转率	1.47	1.46	1.48	1.48
					应收账款周转率	59.73	71.08	81.13	87.87
					应付账款周转率	5.65	5.75	5.73	5.72
					每股指标(元)				
					每股收益	1.16	1.41	1.63	1.87
					每股经营现金	1.62	2.17	2.53	2.69
					每股净资产	5.00	5.92	6.75	7.82
					估值比率				
					P/E	33.94	28.10	24.20	21.10
					P/B	7.91	6.68	5.86	5.05
					EV/EBITDA	24.66	19.36	16.34	14.02

资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
- 2、增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
- 4、减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所整理

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼29层

北京地址：北京市广安门大街1号深圳大厦4楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道2008号凤凰大厦2栋21E02

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所整理：<http://research.stocke.com.cn>