

伊牛当先 无往不利

——伊利股份（600887.SH）

食品饮料/食品加工

申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要：

伊利领先的创新能力、对上游资源的掌控和全渠道的战略布局构成自身的护城河。分板块来看，液体乳板块为公司主要的收入来源，奶粉及奶制品板块对公司营收产生积极贡献，而健康饮品占比较小，有望成为公司重要的增长引擎。

伊利已为常温奶和低温酸奶龙头，未来新品的持续推出和渠道的深化下沉将成为提升公司市占率的主要策略：

- ◆ 高端白奶方面，伊利于 2006 年推出高端常温白奶金典，2020 年零售额同比增长 35.1%，市占率提升 4.9pct 到达 50.6%，在对应的细分市场中位居首位。
- ◆ 常温酸奶方面，伊利于 2014 年推出安慕希产品，2020 年安慕希销售额突破 300 亿，创下新高。
- ◆ 低温酸奶方面，2019 年伊利以 31.1% 市占率居行业第一，其产品 SKU 丰富，高端品仍存在品类扩充空间。
- ◆ 我们认为未来伊利在常温奶和低温酸奶领域市占率将进一步提升，在中低端市场，随着公司渠道的深化，有望开发出更多消费需求，在中高端市场，公司仍然存在挖掘细分需求、持续创新品类的空间。

伊利步入巴氏奶领域较晚，考虑到区域性乳企具有一定的先发优势，短期内伊利难以快速成长，巴氏奶板块有望在中长期维度对伊利形成贡献。

- ◆ 巴氏奶多以区域乳企为主，2019 年巴氏奶 CR5 为 36.2%，其中光明市占率最高，为 12.1%。总体来看，伊利经营偏稳健，在低温领域布局较晚。
- ◆ 考虑到巴氏奶行业区域性特征较强，消费者培育及消费习惯转变需一定时间，短期难以对伊利业绩形成贡献。中长期看，伊利渠道建设完善，掌握较多优质奶源且营销能力强，有望快速成长为细分龙头。

伊利婴幼儿奶粉业务增速较快，其高水平的研发能力、严格的质量管控体系和超强的收购能力将助力其在 2022 年市占率达到第二。

- ◆ 伊利婴幼儿奶粉业务高速增长。2020 年伊利以 6.2% 的市占率位于行业第六，但伊利婴幼儿奶粉业务高速增长，2021Q3 同比增速超 30%，其中金领冠珍护增速超 40%，已经成为中国市场增速第一的婴幼儿配方奶粉品牌。
- ◆ 伊利婴幼儿奶粉市占率持续提升。伊利奶粉业务目标是在 2022 年市占率达到行业第二、2025 年市占率达到行业第一。我们认为伊利高水平的研发能力、严格的质量管控体系和超强的收购能力将助力于这一目标的实现。

龙头优势助力伊利奶酪业务高增长。伊利于 2018 年组建奶酪事业部，目前旗下已有黄油、淡奶油、儿童奶酪等产品。随着奶酪产品线不断完善，公司创新推出口味清新的成人奶酪等。我们认为公司强大的品牌力和渠道建设可以助力奶酪产品快速放量，即使在 2020 年疫情期间奶酪事业部亦实现整体业绩同比大幅增长。

投资建议：预计公司 21-23 年营收为 1100.8/1241.4/1379.8 亿元，同比增长 13.63%/12.77%/11.15%，归母净利润为 84.34、99.88、114.05 亿元，同比增长 19.2%/18.4%/14.2%，EPS 分别为 1.32、1.56、1.78，对应 PE 分别为 29.99、25.32、22.18。考虑到公司作为乳制品行业龙头标的，液体乳板块根基稳固，奶粉及奶制品打造第二增长曲线，综合考虑公司近两年估值中枢和基本面情况，给予公司 2022 年 PE 估值 32X，对应合理价值为 49.92 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：新品销售不及预期、原奶价格上涨、食品安全、竞争加剧风险。

评级

增持（首次）

2022 年 02 月 28 日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

汪冰洁

研究助理

SAC 执业证书编号：S1660121060014

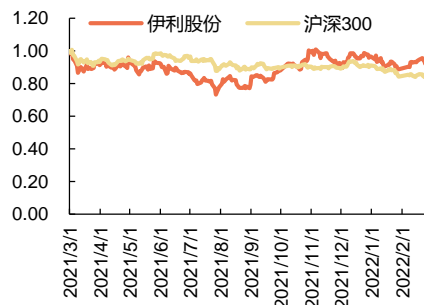
wangbingjie@shgsec.com

交易数据

时间 2022.02.28

总市值/流通市值（亿元）	2529/2356
总股本（万股）	640,013.09
资产负债率（%）	57.2
每股净资产（元）	5.74
收盘价（元）	39.52
一年内最低价/最高价（元）	30.90/44.25

公司股价表现走势图



资料来源：wind，申港证券研究所

财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	90,223.1	96,885.6	110,087.4	124,146.0	137,986.1
增长率 (%)	13.4%	7.4%	13.6%	12.8%	11.1%
归母净利润 (百万元)	6,933.8	7,078.2	8,433.9	9,988.3	11,405.0
增长率 (%)	7.7%	2.1%	19.2%	18.4%	14.2%
净资产收益率 (%)	26.53%	23.30%	23.70%	25.26%	25.90%
每股收益(元)	1.15	1.17	1.32	1.56	1.78
PE	34.37	33.78	29.99	25.32	22.18
PB	9.22	7.91	7.11	6.40	5.74

资料来源：公司财报、申港证券研究所

内容目录

1. 伊利股份：伊牛当先 无往不利	5
1.1 股权激励助力公司稳定发展	5
1.2 财务分析：奶粉及奶制品业务打造公司第二增长曲线	6
2. 乳制品行业：稳定发展 品类变革	8
2.1 乳制品行业进入稳定发展期	8
2.1.1 1949 年-1977 年：起步阶段、发展缓慢	8
2.1.2 1978 年-1992 年：发展阶段、老国标诞生	8
2.1.3 1993 年-2007 年：常温奶诞生、行业迎来高增长	9
2.1.4 2008 年-2015 年：质量问题爆发、行业加速出清	9
2.1.5 2016-今：稳定发展、品类变革	10
2.2 液态奶：常温产品高端化、低温产品高增长	10
2.2.1 白奶：巴氏奶板块有望在中长期维度对伊利形成贡献	10
2.2.2 酸奶：酸奶龙头伊利市占率进一步提升	13
2.3 婴幼儿奶粉：伊利婴幼儿奶粉市占率冲击行业第二	16
2.4 奶酪：奶酪板块为伊利打造新的增长曲线	19
3. 产品矩阵丰富 创新能力领先	20
4. 布局上游资源 打造自身护城河	22
5. 传统渠道深化下沉 积极拥抱新零售生态	23
6. 盈利预测与投资建议	24

图表目录

图 1：伊利股份市值及大事记（亿元）	5
图 2：21Q3 公司主营业务收入同比增长 15.2%	7
图 3：21Q3 公司归母净利润同比增长 31.9%	7
图 4：公司奶粉及奶制品板块营收占比不断提升	7
图 5：公司奶粉及奶制品板块自 17 年起营收高增（亿元）	7
图 6：公司毛利率维持在高位	8
图 7：公司销售费用率逐渐减少	8
图 8：液体奶产量和消费量快速增长（千吨）	9
图 9：奶牛存栏数量快速增长（万头）	9
图 10：液体奶高速增长（千吨）	9
图 11：奶牛存栏量高速增长（万头）	9
图 12：乳制品行业规模增速减缓	10
图 13：15-20 年乳制品销售均价 CAGR 为 3.66%，	10
图 14：2019 年巴氏奶品牌市场份额	12
图 15：我国公路冷链运输车保有量高速增长（万辆）	13
图 16：我国冷库容量高速增长（万吨）	13
图 17：常温白奶市场规模增速放缓（亿元）	13
图 18：低温奶市场规模发展较快（亿元）	13
图 19：酸奶市场规模增速高于液态奶（亿元）	14
图 20：常温酸奶和低温酸奶市场规模（亿元）	14
图 21：自安慕希上市以来公司不断推出新口味和新包装	14
图 22：2020 年我国酸奶市场竞争格局	15

图 23: 常温酸奶市场集中度不断提升	15
图 24: 2019 年低温酸奶市场各品牌占有率	15
图 25: 低温酸奶人均消费快速提升	15
图 26: 2020 年中国婴幼儿奶粉品牌占比情况	17
图 27: 2019 年不同城市内资和外资品牌占比	17
图 28: 2019 年婴幼儿奶粉购买渠道	17
图 29: 2019 年不同城市内资和外资品牌占比	17
图 30: 中国新出生人口数量	18
图 31: 婴幼儿奶粉市场规模增速放缓（亿元）	18
图 32: 超高端和高端奶粉增速明显快于普通产品	18
图 33: 新一线及下线城市婴幼儿奶粉销售规模增速较快	18
图 34: 2019 年低线城市出生率普遍高于一二线城市（%）	18
图 35: 奶酪行业市场规模	20
图 36: 我国人均奶酪消费量远低于日本和韩国	20
图 37: 餐饮奶酪消费量增速放缓	20
图 38: 奶酪零售市场规模增速较快	20
图 39: 2020 年我国零售奶酪市场竞争格局	20
图 40: 公司营收增长归因	21
图 41: 公司新品销售收入占比（%）	21
图 42: 直控村级网点迅速增加（万家）	23
图 43: 常温奶市场渗透率持续提升（%）	23
图 44: 公司电商业务快速增长	24
表 1: 21Q3 公司股权结构	5
表 2: 公司股权激励计划	6
表 3: 国内乳制品行业发展阶段	10
表 4: 白奶分类	11
表 5: 日本巴氏奶人均消费量为我国的 9.5 倍	12
表 6: 低温酸奶与常温酸奶的差别	13
表 7: 伊利低温酸奶产品 SKU 丰富	16
表 8: 公司产品系列	21
表 9: 乳企龙头参股规模化牧场情况	22
表 10: 公司主要产品经营预测（亿元）	25
表 11: 可比上市公司估值	26
表 12: 公司盈利预测表	27

1. 伊利股份：伊牛当先 无往不利

公司前身为呼和浩特市回民区养牛合作小组，于1993年6月进行股份制改组成立，1996年公司于上海证券交易所挂牌上市，成为乳制品企业上市第一股，上市以来公司规模迅速扩张，目前公司是中国规模最大、产品品类最全的乳制品企业，稳居全球乳业第一阵营，蝉联亚洲乳业第一。

图1：伊利股份市值及大事记（亿元）



资料来源：wind、申港证券研究所

1.1 股权激励助力公司稳定发展

公司股权结构较为分散，高管员工持股比例高，深度绑定利益。公司股权结构较为分散，无实际控制人，截至21Q3前十大股东中高管持股占比7.74%，现任董事长兼总裁潘刚先生在公司任职超过20年，持股比例为4.71%。

表1：21Q3 公司股权结构

排名	股东名称	期末参考市值 (亿元)	占总股本比例 (%)
1	香港中央结算有限公司	329.05	14.35
2	呼和浩特投资有限责任公司	203.03	8.85
3	潘刚	108.1	4.71
4	中国证券金融股份有限公司	68.77	3
5	易方达蓝筹精选混合型证券投资基金	39.96	1.74
6	赵成霞	34.84	1.52
7	刘春海	34.55	1.51
8	易方达上证50指数增强型证券投资基金	23.5	1.02
9	阿布扎比投资局	17.01	0.74

排名	股东名称	期末参考市值 (亿元)	占总股本比例 (%)
10	东方红睿玺三年定期开放灵活配置混合型证券投资 基金	16.09	0.7
合 计		874.9	38.14

资料来源：wind、申港证券研究所

股权激励促进公司战略目标的实现。公司多次实施股权激励计划，分别选用股权、限制性股票及员工持股的方式，充分调动管理团队和员工的积极性，有效将公司利益与员工利益捆绑，助力公司持续稳定的发展。

表2：公司股权激励计划

序号	时间	激励方式	激励对象	具体内容
1	2006 年	股权激励	总裁、总裁助理和其他核心业务骨干。	授予股票期权 5000 万份，涉及标的股票 5,000 万股，占股票总额的 9.681%。8 年内行权完毕，首次行权不得超过获授 25%。
2	2014 年	员工持股计划	中高层管理人员、公司及子公司业务技术骨干。	2014 年至 2023 年每一年实施一期，每期持股计划存续期为 24 个月。
3	2016 年	股权激励及限制性股票	核心业务及技术人员 294 人。	授予权益总计 6,000 万份，包括 4,500 万份股票期权和 1,500 万股限制性股票。激励计划有效期最长不超过 48 个月，以净利润增长率和资产收益率为考核目标。
4	2019 年	限制性股票	董事、高管、核心技术（业务）骨干及公司认为应当激励的对公司经营业绩和未来发展有直接影响的其他员工共 480 人。	授予限制性股票 15242.8 万股，占总股本的 2.50%。选取“净利润增长率”“净资产收益率”和“现金分红比例”三个指标为考核目标。

资料来源：公司公告、申港证券研究所

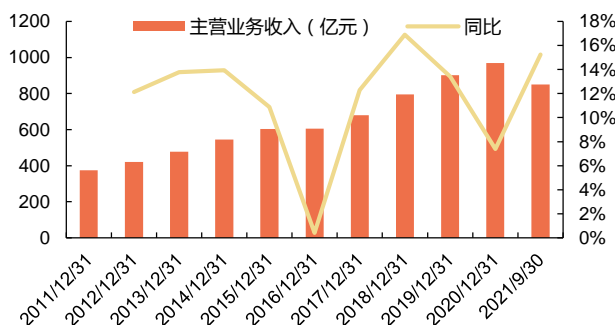
1.2 财务分析：奶粉及奶制品业务打造公司第二增长曲线

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，旗下拥有液体乳、乳饮料、奶粉、酸奶、冷冻饮品、奶酪、乳脂、包装饮用水几大产品系列。

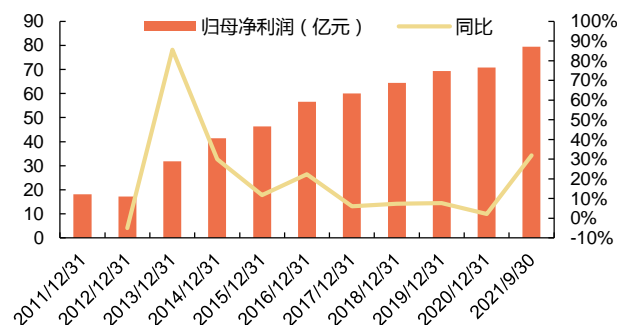
21Q3 公司营业收入和归母净利润高增长。2011-2020 年，公司营业收入由 374.5 亿元增长至 968.9 亿元，10 年 CAGR 为 11.14%，公司归母净利润由 18.09 亿元增长至 70.78 亿元，10 年 CAGR 为 16.37%。2021 年 1-9 月份，公司实现营业收入 850.07 亿元，归母净利润 79.44 亿元，分别同比增长 15.2%和 31.9%，主要受益于奶粉表现亮眼以及行业竞争格局改善带来的费用投放减缓。

- ◆ 具体来看，公司营收增速在 14 年达到顶峰后开始下滑，16 年受促销较多及奶粉业务下滑的影响，公司营收加速下滑，增速低于 1%。随着乳制品行业发展放缓，公司营收增速在 18 年再次到达顶峰后，19 年和 20 年再次放缓，公司归母净利润自 17 年开始呈现个位数增长。

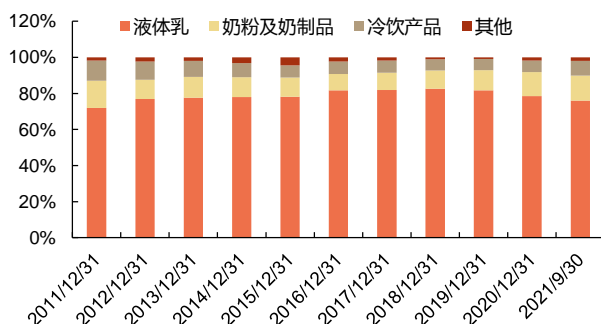
- ◆ 分具体产品来看，17 年以前液体乳板块营收增速快于奶粉及奶制品和冷饮产品，因此液体乳产品营收占比不断提升，从 11 年的 71.9% 提升至 17 年的 81.9%。17 年开始公司大力发展奶粉及奶制品，奶粉及奶制品板块营收突增，并从此维持超 25% 的高增长，奶粉及奶制品营收占比从 17 年的 9.4% 提升至 20 年的 13.3%，21Q3 奶粉及奶制品营收占比进一步提升至 13.7%。

图2：21Q3 公司主营业务收入同比增长 15.2%


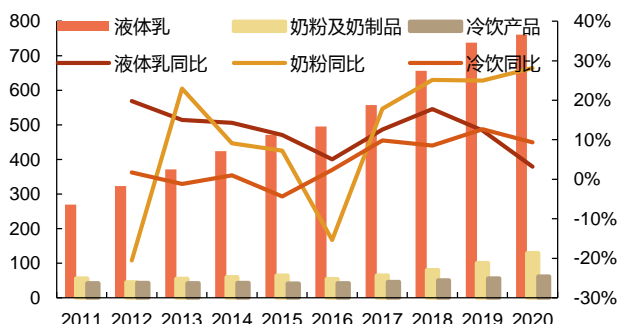
资料来源：公司财报、申港证券研究所

图3：21Q3 公司归母净利润同比增长 31.9%


资料来源：公司财报、申港证券研究所

图4：公司奶粉及奶制品板块营收占比不断提升


资料来源：公司财报、申港证券研究所

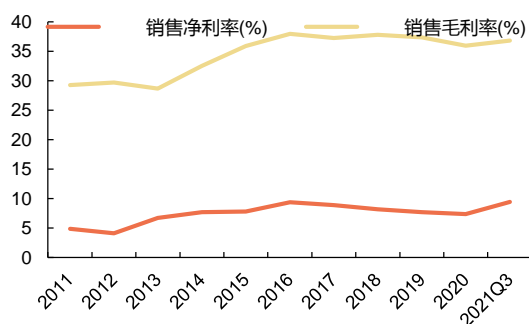
图5：公司奶粉及奶制品板块自 17 年起营收高增（亿元）


资料来源：公司财报、申港证券研究所

产品高端化战略提升公司毛利率。公司毛利率持续提升，从 2011 年的 29.28% 提升至 21Q3 的 36.81%，自 2015 年后，公司毛利率一直维持在 35% 以上，主要受益于公司产品的高端化战略以及规模效应的形成。

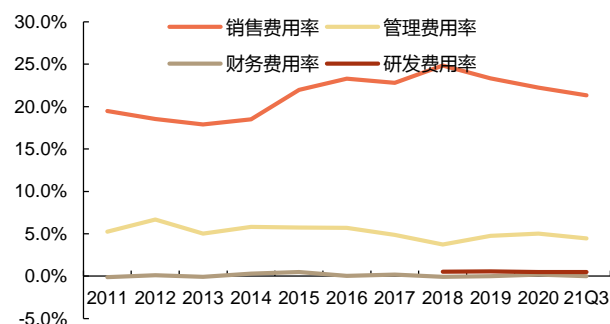
竞争格局改善下公司期间费用控制能力加强，盈利能力提升。公司的期间费用主要由销售费用构成，2011-2018 年行业竞争激励，公司不断加大营销费用投入，销售费用率由 2011 年的 19.5% 上升至 2018 年的 24.9%，自 2018 年起乳制品行业高度集中，格局较为稳定，受益于此公司销售费用率逐渐下滑，21Q3 公司销售费用率为 21.3%。而公司管理费用率、财务费用率和研发费用率基本保持稳定。

图6：公司毛利率维持在高位



资料来源：公司财报、申港证券研究所

图7：公司销售费用率逐渐减少



资料来源：公司财报、申港证券研究所

2. 乳制品行业：稳定发展 品类变革

2.1 乳制品行业进入稳定发展期

上世纪 90 年代以来，纵然历经价格战、质量风波和行业洗牌等因素影响，我国乳制品行业仍以较快速度发展壮大。目前行业的竞争格局相对稳定，在经历了几轮行业大洗牌后，形成了伊利和蒙牛双强的格局。回顾我国乳制品行业的发展历史，大致可分为四个阶段：

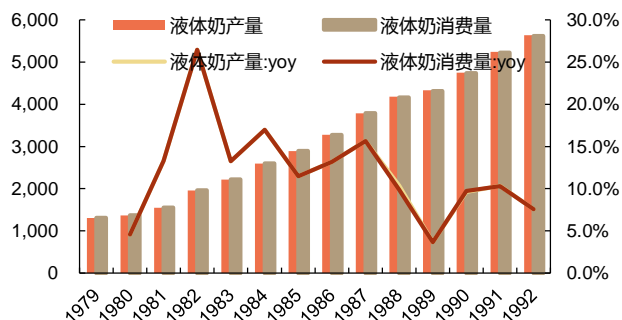
2.1.1 1949 年-1977 年：起步阶段、发展缓慢

第一阶段是从 1949 年至 1977 年，这一阶段乳制品行业发展不稳定且较为缓慢，奶牛存栏数量极少，不足 50 万头。1959 年至 1961 年期间曾发生三年自然灾害，粮食紧缺，部分奶牛被用作充当食物，乳制品行业出现负增长，行业发展受到较大冲击。

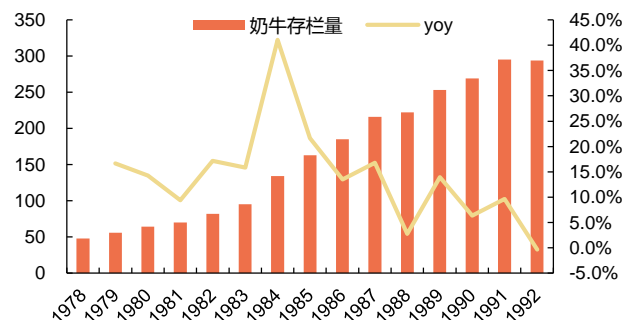
2.1.2 1978 年-1992 年：发展阶段、老国标诞生

第二阶段是从 1978 年至 1992 年，这一阶段乳制品行业迎来了快速发展，原奶和乳制品的数量和质量都得到了提升，但受制于技术及运输条件，产品结构仍以奶粉和低温奶为主。

- ◆ 质量方面，1986 年我国实施《生乳收购标准》（即老国标），对生鲜乳的细菌总数和蛋白质含量按等级进行划分，标准化文件形成，质量管理从严。
- ◆ 数量方面，奶牛存栏数量快速增长，1992 年奶牛存栏数量为 294 万头，与 1978 年的 48 万头相比增长 5 倍。同期液体奶产量大幅提升，1992 年达到 56.4 万吨，比 1978 年增长 5.8 倍。同时经济稳定发展，居民生活水平得到改善，牛奶消费量随之快速增长。

图8：液体奶产量和消费量快速增长（千吨）


资料来源：wind、申港证券研究所

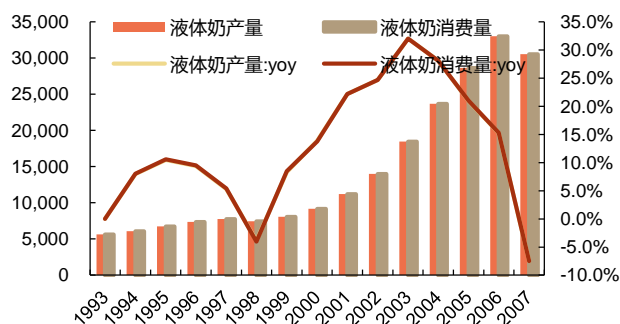
图9：奶牛存栏数量快速增长（万头）


资料来源：wind、申港证券研究所

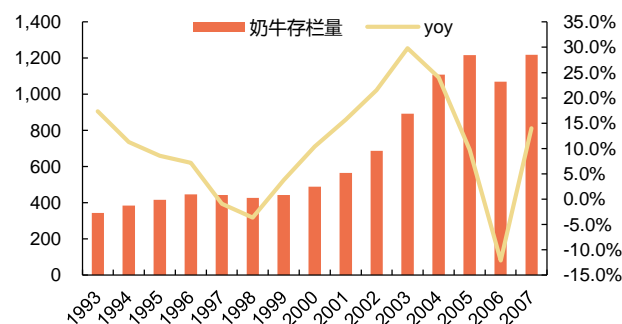
2.1.3 1993 年-2007 年：常温奶诞生、行业迎来高增长

第三阶段是从 1993 年至 2007 年。1993 年开始，乳制品生产出现过剩，乳粉积压严重，积压量最高占当年产量的 20%，部分乳制品企业陷入困境。1997 年伊利与利乐展开合作，率先在中国引进世界领先利乐液奶生产线，将牛奶保质期大幅延长，我国盒装常温牛奶由此诞生，这一举动对乳制品行业产生了深远的影响。

- ◆ 一方面，常温奶的诞生打破了巴氏奶保质期短及运输半径窄的桎梏，让牛奶从此走进了全国各地的市场，促进了国内牛奶消费。
- ◆ 另一方面，也解决了乳制品生产过剩的问题，拉动上游养殖业进入高速发展期。但此阶段上游奶源工业化程度低，存在大量零散小型牧场，原奶质量的把控水平仍有待提高。

图10：液体奶高速增长（千吨）


资料来源：wind、申港证券研究所

图11：奶牛存栏量高增长（万头）


资料来源：wind、申港证券研究所

2.1.4 2008 年-2015 年：质量问题爆发、行业加速出清

2008 年“三聚氰胺”事件爆发，乳制品行业遭受重创，随着一系列增强消费者信心的措施落地加之经济仍处于高速发展时期，2010 年开始，乳制品行业重回快速发展车道，其中 12 年-14 年，乳制品市场规模同比增长 13.6%、13.6%和 10.5%。这一阶段头部乳企开始自建大规模养殖场，行业加速出清：

- ◆ “三聚氰胺”事件成为头部乳企自建大规模养殖场的起点。2012 年蒙牛开始发力自建牧场，而伊利自建牧场进程从 2004 年大头娃娃事件后开启，“三聚氰胺”事

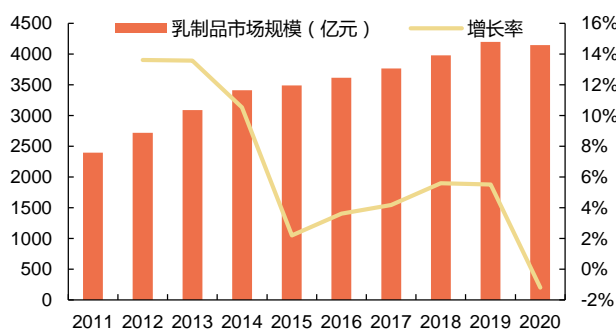
件加速了伊利的进程，截至 13 年 5 月，散户占伊利奶源的比例只剩下 10%。根据《全国奶业发展规划 2016-2020 年》，2015 年我国 100 头以上奶牛规模养殖比例达到 48.3%，较 2008 年提升 28.8pct。

- ◆ 行业加速出清。“三聚氰胺”事件后，国家对食品安全问题高度重视，2011 年监管机构对乳制品行业进行了审查清理及生产许可证重新审核工作，企业数量明显下降：根据《中国奶业统计摘要》的数据，2011 年全国液体乳及乳制品制造业国有企业、私营企业和外商（包括港、澳、台）投资企业共计 382 家企业，而 2015 年已经下降为 323 家，行业整合趋势较为明显。

2.1.5 2016-今：稳定发展、品类变革

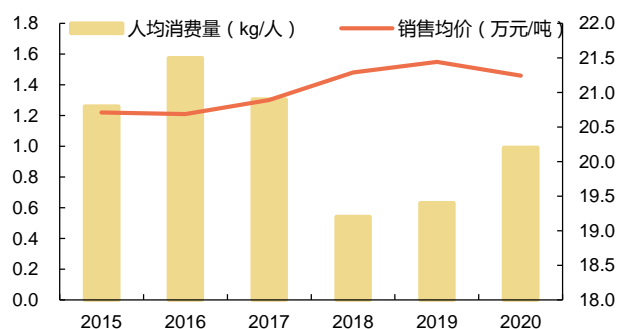
2015 年以来，乳制品行业步入稳定发展的阶段。2015-2020 年，乳制品市场规模由 3489 亿元增至 4146 亿元，CAGR 为 3.51%，增速放缓，同期乳制品销售均价由 1.22 万元/吨增至 1.46 万元/吨，CAGR 为 3.66%，由此这一阶段乳制品行业规模的增长主要来自于消费升级及品类变动带来的价格提升。此阶段，伊利蒙牛等乳企积极布局高端白奶、巴氏奶、奶粉及奶酪等高增长领域，产品品类开始变革。

图12：乳制品行业规模增速减缓



资料来源：欧睿、华经产业研究院、申港证券研究所

图13：15-20 年乳制品销售均价 CAGR 为 3.66%，



资料来源：欧睿、华经产业研究院、申港证券研究所

表3：国内乳制品行业发展阶段

时间	发展阶段	阶段特征
1949-1977	起步阶段、发展缓慢	乳制品行业发展缓慢且不稳定，以公有制养殖为主
1978-1992	发展阶段、老国标诞生	体制改革，养殖主体多元化，但受制于技术发展，主要产品为巴氏奶和奶粉，区域销售特征明显。
1993-2007	常温奶诞生、行业迎来高增长	由于前期盲目投资导致产能过剩，乳粉积压严重，伊利集团率先引进国外先进技术，将发展重心移至液态常温奶。
2008-2015	质量问题爆发、行业加速出清	“三聚氰胺”事件爆发，乳制品行业遭受重创，加速出清，头部乳企开始自建大规模养殖场。
2016 年后	稳定发展、品类变革	液态乳品销售额增长价格贡献大于量的贡献，乳制品行业结构升级，低温奶、奶酪等高端品类增速明显更快。

资料来源：前瞻产业研究院、申港证券研究所

2.2 液态奶：常温产品高端化、低温产品高增长

2.2.1 白奶：巴氏奶板块有望在中长期维度对伊利形成贡献

根据对原奶的灭菌方式不同，白奶分为常温奶和巴氏奶，巴氏奶灭菌温度相对更低，最大限度保留原奶的营养成分和原本风味，在消费升级背景下，消费者更关注食品

中的营养成分，随着乳企加强消费者教育，巴氏奶未来增长空间较大。

- ◆ 常温奶又称为超高温灭菌奶（UHT），是原奶经过超高温瞬时灭菌形成，灭菌温度为 135°C-150°C，灭菌时间为 4-15 秒，完全破坏其中可生长的微生物和芽孢，同时牛奶的一些不耐热营养成分如乳清蛋白、活性蛋白及维生素等也会遭到破坏。
- ◆ 而巴氏奶则是利用较低的温度杀灭有害微生物，同时最大限度的保留原奶的营养成分和原本风味，国际上通用的巴氏灭菌方式根据温度和时间不同分为低温长时间巴氏杀菌（LTHT）和高温短时间巴氏杀菌（HTST）两种，其中高温短时间巴氏杀菌的保质期相对较长，对冷链运输的要求相对较低，是目前多数低温白奶采取的灭菌方式。

表4：白奶分类

	灭菌温度	灭菌时长	营养成分	储存条件	保质期
常温奶	135-140	30min	杀灭所有微生物，营养物质也会遭到破坏	常温运输储存	3-6 月
巴氏奶	75-85	15-20s	杀灭有害微生物，保留营养物质	低温运输储存	3-7 天
超巴氏奶	135-150	4-15s	杀灭有害微生物，但牛奶蛋白变性	低温运输储存	15-21 天

资料来源：wind、申港证券研究所

常温白奶市场已迈入成熟期，呈现高端化发展趋势。自 2014 年起，常温白奶市场规模维持在个位数增长，2014-2019 年常温白奶市场规模 CAGR 仅为 3.3%，规模增长主要依靠价格的提升。未来常温白奶的发展一方面依靠政策的大力扶持，另一方面依靠产品向高端化转型。

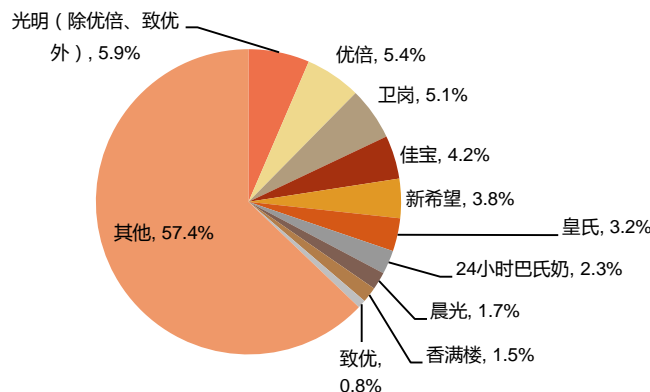
- ◆ **政策的大力支持。**2021 年中央一号文件明确提出，继续实施奶业振兴行动。随后农业农村部发文，针对扎实推进奶业全面振兴提出多项具体措施，政策继续支持奶业的发展。此外，2020 年新冠疫情发生后，国家卫健委发布的《新型冠状病毒感染的肺炎防治营养膳食指导》明确建议每人每天摄入 300 克牛奶及奶制品，随着消费者对健康营养消费的需求进一步增加，常温白奶呈现持续增长的趋势。
- ◆ **产品高端化转型。**在消费升级的长期趋势下，消费者对高端液态奶产品的需求亦不断增长。尼尔森零研数据显示，2020 年国内有机乳品、常温牛奶、低温牛奶细分市场零售额比 2019 年同期分别增长达 21.9%、11.5%、21.7%，高端有机乳品增速快于常温牛奶，常温白奶行业迈入高端化发展趋势。

伊利为高端常温白奶龙头。伊利于 2006 年推出高端常温白奶金典，经过数十年培育，2018 年，金典规模突破百亿，2020 年金典零售额比上年同期增长 35.1%，市占率提升 4.9pct 到达 50.6%，在对应的细分市场中位居首位，夯实公司常温奶龙头的地位。2021 年 12 月，伊利金典年内销售额突破 200 亿元，成为公司第三个突破 200 亿元的大单品。金典的快速发展主要源于两个策略，一方面公司对金典系列产品进行升级，2017 年公司推出金典有机奶系列，2018 年推出金典娟姗牛奶和新西兰进口牛奶系列，对牛奶中乳蛋白含量进行升级，另一方面公司针对消费者的需求和习惯对包装不断进行升级，如 2019 年推出梦幻盖包装等。

巴氏奶进入高速成长期。2019 年巴氏奶行业规模达 343 亿元，2015-2019 年 CAGR 为 9.2%，呈现量价齐升态势。过去我国巴氏奶发展一直受限，矛盾主要来源于国内牧场分布和消费主战场的分离，我国牧场多集中于北部地区，东部和南部地区牧场较少，而巴氏奶的消费市场主要集中在经济发达的东部及南部省份，巴氏

奶具有保质期短且需要冷链运输的特性，因此发展受限，且巴氏奶多以区域乳企为主，竞争格局相对较分散。2019 年，巴氏奶 CR5 为 36.2%，其中光明市占率最高，为 12.1%，其次是三元，占比为 8.7%。光明优倍鲜牛奶作为明星单品，市场份额达 5.4%。

图14：2019 年巴氏奶品牌市场份额



资料来源：欧睿、前瞻产业研究院、申港证券研究所

巴氏奶未来成长空间广阔。2019 年我国巴氏奶消费额占白奶消费总额的 26.7%，远低于加拿大、美国、日本、英国等乳品消费大国，以与我国消费习惯相近的日本为例，日本人均巴氏奶消费量为我国的 9.5 倍，因此我国巴氏奶未来成长空间广阔。未来巴氏奶行业的增长主要来源于：

表5：日本巴氏奶人均消费量为我国的 9.5 倍

		常温白奶	低温巴氏奶	酸奶	豆奶
年消费量 (kg)	日本/中国倍数	0.04x	9.5x	1.6x	3.0x
年消费额 (USD)	日本/中国倍数	0.1x	12x	4.6x	5.0x

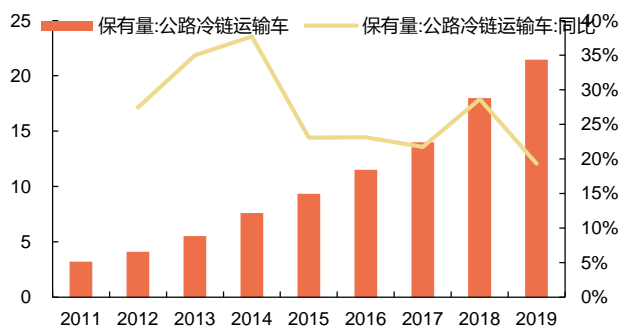
资料来源：欧睿、丁香医生、申港证券研究所

- ◆ **巴氏奶符合消费升级的趋势。**巴氏奶与常温奶相比，最大程度地保留了牛奶的原始口感和品质，且富含更多活性营养物质，符合乳业消费升级的大趋势。随着各大乳企先后进入巴氏奶行业，加速推进对消费者在巴氏奶营养成分方面的教育，未来巴氏奶有望凭借营养丰富等特点吸引更多消费者。
- ◆ **冷链发展拓宽巴氏奶运输范围。**由于巴氏奶需要冷链运输且保存期限较短，运输半径有限，全国化扩张受到一定限制，目前行业较为分散且以区域性中小乳企为主，2019 年我国低温奶行业前三名分别为光明、三元、新乳业，行业 CR3 为 27%。近年来，我国冷链溯源与全程监控等技术逐步成熟，冷藏车、冷藏箱、冷库等冷链设备数量快速增长，2019 年我国公路冷链运输车保有量 21.47 万辆，是 2011 年的 6.7 倍，8 年 CAGR 达到 26.8%，2019 年我国冷库容量达到 6052.5 万吨，是 2011 年的 3.5 倍，8 年 CAGR 达到 16.8%。随着我国冷链建设逐渐完善，巴氏奶运输半径的局限将被弱化，销售范围逐步扩大，有利于乳企巨头在巴氏奶赛道的布局发展。

巴氏奶板块有望在中长期维度对伊利形成贡献。总体来看，伊利经营偏稳健，在低温领域布局较晚。2018 年伊利在哈尔滨地区推出订奶入户产品“百格特”，正式涉

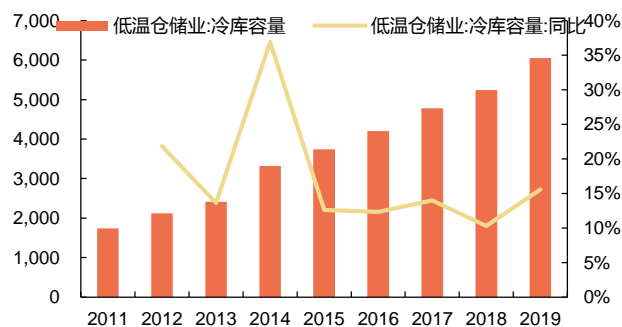
入巴氏奶行业。随后，伊利于 2019 年 12 月正式推出三款鲜奶产品：伊利金典鲜牛奶、伊利牧场清晨鲜牛奶及伊利鲜牛奶，从战略上来看，三款产品均布局高端领域，与地方乳企的经营侧重点有所不同。虽然伊利母品牌对其巴氏奶产品形成背书，消费者接受度较高，但是考虑到巴氏奶行业区域性特征较强，消费者培育及消费习惯的转变仍需一定时间，短期内伊利在巴氏奶板块难以成为细分行业的龙头。中长期维度来看，伊利渠道建设较为完善，掌握较多优质奶源且营销能力较强，有望在巴氏奶行业快速成长为细分龙头。

图15：我国公路冷链运输车保有量高速增长（万辆）



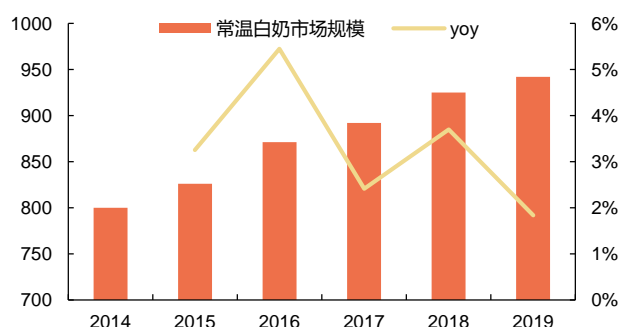
资料来源：wind、申港证券研究所

图16：我国冷库容量高速增长（万吨）



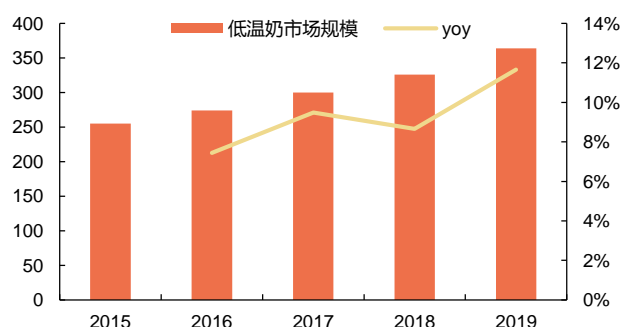
资料来源：wind、申港证券研究所

图17：常温白奶市场规模增速放缓（亿元）



资料来源：欧睿、前瞻产业研究院、申港证券研究所

图18：低温奶市场规模发展较快（亿元）



资料来源：欧睿、贝壳投研、申港证券研究所

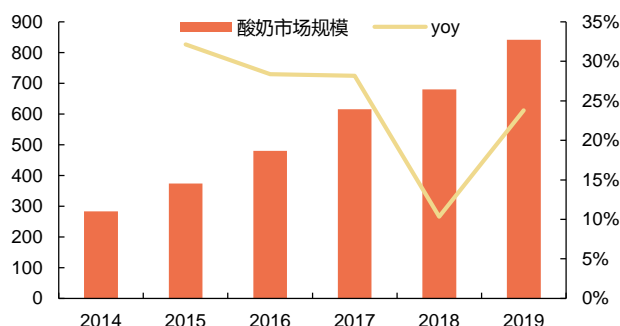
2.2.2 酸奶：酸奶龙头伊利市占率进一步提升

酸奶是一种酸甜口味的牛奶饮品，是以牛奶为原料，经过巴氏杀菌后再向牛奶中添加有益菌（发酵剂），经发酵后，再冷却灌装的一种牛奶制品。目前，我国酸奶产品主要分为常温与低温酸奶两种品类。2019 年中国酸奶市场规模为 841.6 亿元，同比增长 23.8%，2014-2019 年 CAGR 达 35%，高于液态奶整体增速。

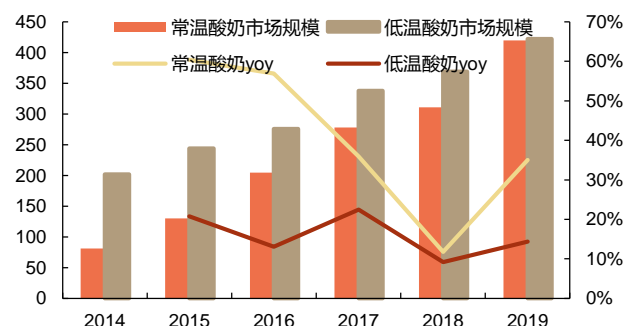
表6：低温酸奶与常温酸奶的差别

	营养物质	储存条件	保质期
低温酸奶	含有活性乳酸菌	低温冷风柜	30 天左右
常温酸奶	不含活性乳酸菌	常温环境	3-6 个月

资料来源：wind、申港证券研究所

图19: 酸奶市场规模增速高于液态奶 (亿元)


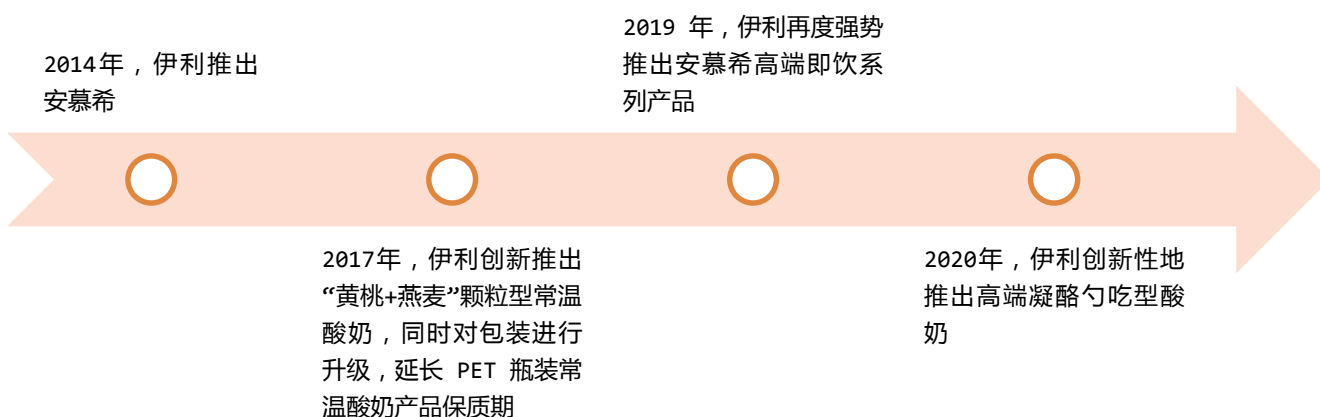
资料来源: 智研咨询、申港证券研究所

图20: 常温酸奶和低温酸奶市场规模 (亿元)


资料来源: 智研咨询、申港证券研究所

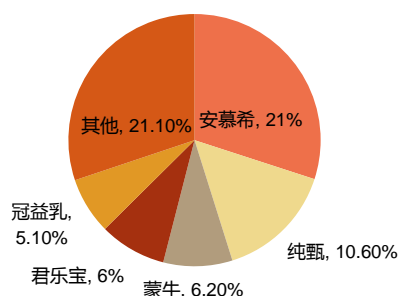
常温酸奶市场接近稳定发展阶段。2014-2019 年，常温酸奶市场规模从 81.3 亿元增长至 419.6 亿元，CAGR 为 38.9%。2009 年光明首创常温酸奶莫斯利安，采用巴氏杀菌热处理技术，开创常温酸奶时代，在得到市场热烈反响后，蒙牛伊利也先后于 2013 和 2014 年进入常温酸奶市场，分别推出纯甄和安慕希，三大乳业巨头大力推进加之常温酸奶突破了冷链限制，常温酸奶呈现爆发式增长。从酸奶细分市场品牌占比来看，安慕希、纯甄、蒙牛占据酸奶市场的前三，合计占比达到 37.8%，安慕希作为行业龙头品牌，市场份额达到酸奶整体市场份额的五分之一。2020 年，伊利蒙牛两大巨头在常温酸奶行业市占率合计达到 60%，行业集中度持续提升，行业接近稳定发展的阶段。

伊利为常温酸奶行业的龙头。伊利于 2014 年推出安慕希产品，引入希腊酸奶，迅速吸引消费者，当年销售额达 7 亿。随后安慕希呈现出爆发式增长，2020 年安慕希销售额突破 300 亿，创下新高。实际公司推出常温酸奶的时间晚于蒙牛和光明，其后来居上的原因主要是因为公司拥有领先的产品创新力和完善的渠道，自安慕希上市以来公司不断推出新口味和新包装，延长了产品的生命周期，推出的新品对公司收入贡献显著。我们认为未来公司常温奶板块发展主要源于两个方面，一方面来源于公司持续推出新品带来市占率的提升，另一方面源于公司持续下沉渠道带来的消费增量。

图21: 自安慕希上市以来公司不断推出新口味和新包装


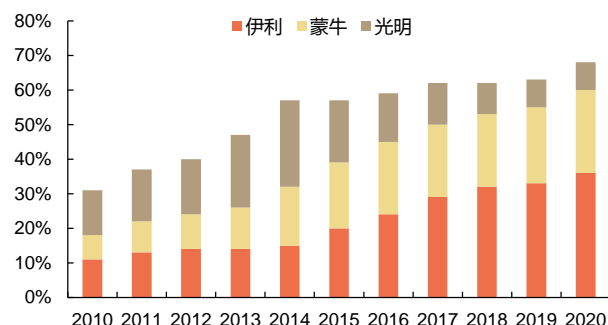
资料来源: 公司官网、申港证券研究所

图22：2020 年我国酸奶市场竞争格局



资料来源：欧睿、前瞻产业研究院、申港证券研究所

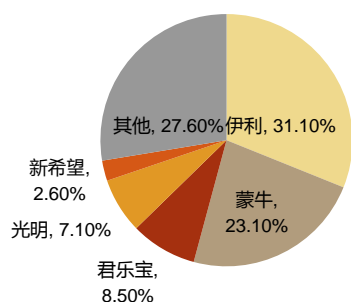
图23：常温酸奶市场集中度不断提升



资料来源：智研咨询、申港证券研究所

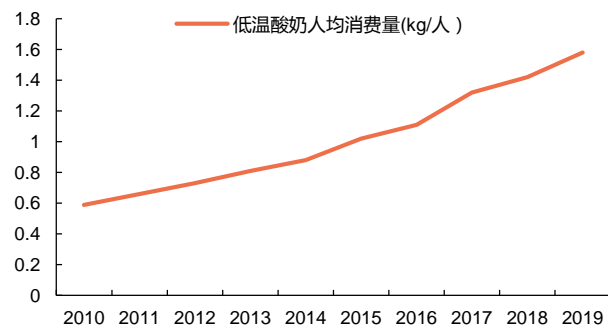
低温酸奶市场仍处于快速发展的阶段。2014-2019 年，我国低温酸奶市场规模从 202 亿元增长至 422 亿元，CAGR 为 15.9%，低温酸奶人均消费量从 0.88kg/人增长至 1.58kg/人，CAGR 为 12.4%，行业呈现出明显的量价齐升的特点。低温酸奶与巴氏奶相似，源于其保质期较短且需冷链运输的特征，发展受到一定的制约。我们认为未来低温酸奶的成长空间主要源于菌种和功能的升级以及冷链的发展。

图24：2019 年低温酸奶市场各品牌占有率



资料来源：智研咨询、申港证券研究所

图25：低温酸奶人均消费快速提升



资料来源：智研咨询、申港证券研究所

- ◆ **菌种的研发和功能的升级打开行业增长空间。**早期酸奶加入的益生菌主要为嗜酸乳杆菌、双歧杆菌，近几年各大乳企研发出不同的益生菌，从而实现了酸奶功能的多元化。如伊利于 2019 年推出“益消风味发酵乳”，含有活性乳双歧杆菌 BL-99 益生菌，蒙牛于 2020 年推出“冠益乳 BB-12”，添加 BB-12 双歧杆菌+M8 母乳益生菌等益生菌，对增强肠道免疫力有益。但与成熟地区相比，海外大型酸奶企业对菌种研发投入较大，生产的酸奶中大量添加拥有自主知识产权的益生菌。而我国酸奶企业的科研投入仍较小，对海外益生菌的依赖度较高。未来随着乳企加大研发投入，有望发掘出更多的益生菌，对酸奶功能进行升级，包括美容、通畅、维持体态、降血糖和降血脂血压酸奶等，以满足不同人群的消费需求。
- ◆ **冷链建设打破运输半径桎梏。**低温酸奶同巴氏奶相似，因为保质期时间较短和对冷链运输要求较高，市场覆盖存在局限性。因此冷链的快速发展能拓宽低温酸奶的运输范围，打开市场空间。

伊利低温酸奶产品 SKU 丰富，高端产品仍存在品类扩充的空间。低温酸奶行业集

中度相对较高，2019 年行业前三家伊利、蒙牛和君乐宝占据 62.7% 的市场份额，其中伊利以 31.1% 的市占率稳居行业第一。伊利的低温酸奶产品 SKU 丰富，覆盖了中低档市场、中高档市场和高档市场。未来伊利在低温酸奶领域市占率将进一步提升，在中低端市场，随着公司渠道的深化，有望开发出更多的消费需求，在中高端市场，考虑到消费升级的大趋势以及消费者健康意识的深化，公司仍然存在挖掘细分需求、持续创新品类的空间。

表7：伊利低温酸奶产品 SKU 丰富

细分市场	对应产品
中低档市场	基础酸奶，低档益生菌酸奶
中高档市场	畅轻、褐色酸奶及大果粒酸奶
高档市场	畅轻有机、Joy Day 及帕瑞缇芝士型酪乳

资料来源：公司官网、申港证券研究所

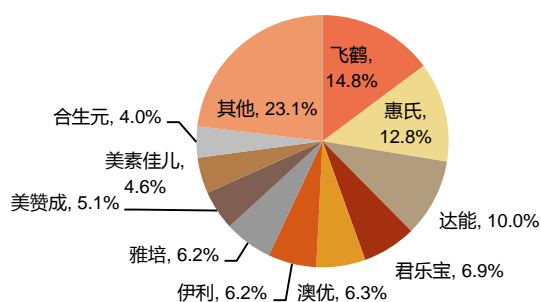
2.3 婴幼儿奶粉：伊利婴幼儿奶粉市占率冲击行业第二

婴幼儿奶粉，又称婴幼儿配方乳粉，是参考母乳营养指标，以牛乳或羊乳及其制品为主要基料，供婴幼儿食用的奶粉制品。

回顾我国奶粉的发展历程，大致可以分为三个阶段。

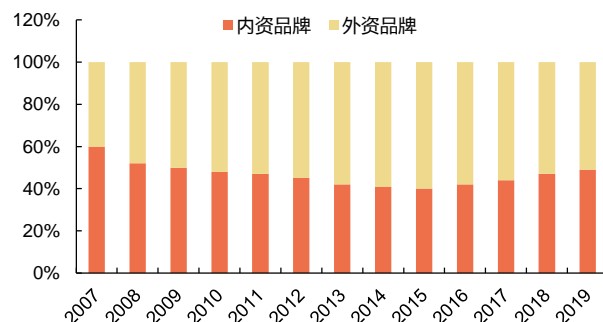
- ◆ **第一阶段为 2008 年之前，国内品牌保持快速发展，外资品牌开始布局。**这一阶段关于婴配奶粉的政策不断完善，诞生出大量的国产品牌，其中伊利、圣元等品牌占据了中高端市场，三鹿、完达山等品牌则位于中低端市场，外资品牌如惠氏、达能等瞄准国内婴配奶粉快速发展的势头，先后布局国内市场。国产品牌约占据 60% 的市场份额。但这一阶段行业快速发展的同时缺乏有效的监管，食品安全问题频发。
- ◆ **第二阶段为 2008-2016 年，外资品牌快速发展。**伴随着 2008 年三聚氰胺事件的爆发，国产奶粉龙头三鹿集团宣告破产，22 家内资奶粉品牌 69 批次产品均检测出三聚氰胺，消费者对国产奶粉的信心急剧下降，出于安全性考虑，有能力的消费者纷纷转向进口奶粉，外资品牌抓住这一机会迅速占领了一二线城市，而未受三聚氰胺事件波及的飞鹤、澳优等品牌则退守三四线城市市场，婴配奶粉行业迎来新格局。
- ◆ **第三阶段为 2016 年至今，国产品牌拥抱渠道变革市占率逐渐提升。**2016 年国家颁布《婴幼儿配方乳粉产品配方注册管理办法》，规定自 2018 年起奶粉配方未通过注册不得在国内销售，自此奶粉配方管理由备案制改为注册制，此外还规定每家工厂最多可持有 3 个奶粉品牌和 9 个配方。办法提高了奶粉行业的准入门槛，加快中小品牌的出清，带来行业集中度提升，同时管理的趋严也使得消费者对国产品牌的信心逐步恢复。此外，这一阶段婴配奶粉的消费渠道已由商超转变为一站式线下母婴店，飞鹤澳优等品牌积极拥抱渠道变革，而以商超渠道为主的外资品牌则发展受到阻碍，国产品牌的市占率逐渐提升。2019 年 6 月 3 日，国家发展改革委等 7 部门发布了关于《国产婴幼儿配方乳粉提升行动方案》的通知，提出力争婴幼儿配方乳粉自给水平稳定在 60% 以上，《行动方案》明确提出国产奶粉市占率目标，预期国产奶粉企业发展将得到提振。

图26：2020 年中国婴幼儿奶粉品牌占比情况



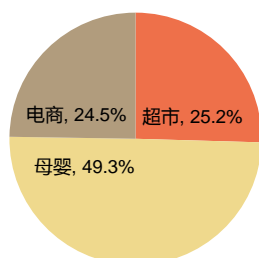
资料来源：欧睿、前瞻产业研究院、申港证券研究所

图27：2019 年不同城市内资和外资品牌占比



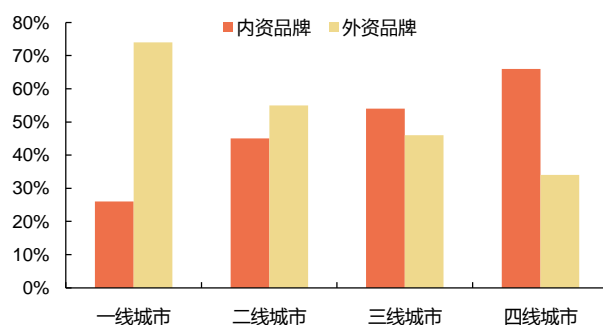
资料来源：欧睿、前瞻产业研究院、申港证券研究所

图28：2019 年婴幼儿奶粉购买渠道



资料来源：欧睿、前瞻产业研究院、申港证券研究所

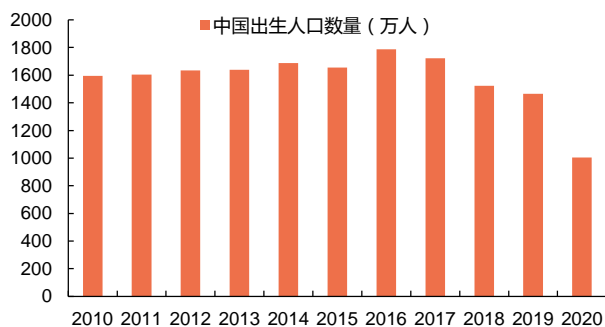
图29：2019 年不同城市内资和外资品牌占比



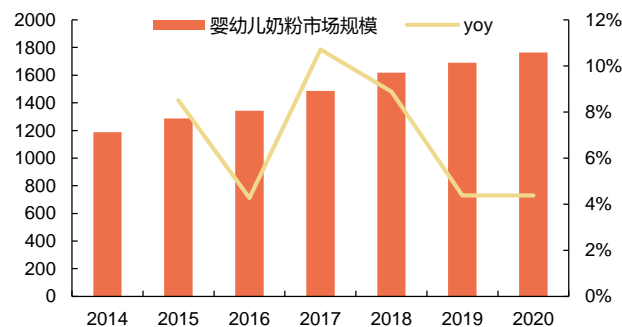
资料来源：欧睿、前瞻产业研究院、申港证券研究所

婴幼儿奶粉市场呈现消费升级的趋势。2020 年，我国婴幼儿奶粉市场规模达 1764 亿元，同比增长 4.4%，增速放缓。从 2017 年开始，我国新出生人口数量逐年下滑，与之相对应，从 2018 年开始，婴幼儿奶粉市场规模增速减缓，增长由量的提升转变为价的提升，规模增长主要由消费升级带动。分产品类别来看，2014-2018 年超高端、高端及普通品类 CAGR 分别为 39.5%、20.5%及 5.0%，超高端和高端奶粉产品销售规模明显快于普通品类，呈现明显的消费升级趋势。

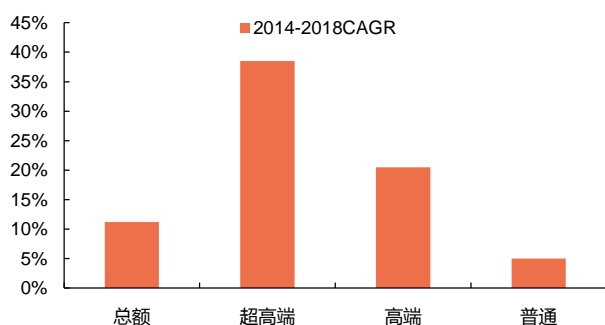
新一线及下线城市婴幼儿奶粉规模增长潜力较大。分地区结构来看，2014-2018 年一线、新一线、二线及下线城市复合增速分别为 7.7%、11.3%、10.4%及 12.0%，新一线及下线城市婴幼儿奶粉销售规模增速较快。我们认为未来这一趋势将延续，受益于生育率更高及消费升级的趋势，低线城市婴幼儿奶粉市场将呈现量价齐升的趋势：从量的角度来看，低线城市出生率普遍高于一二线城市，受益于三孩政策的放开，低线城市人口仍存在增长空间；从价的角度来看，城市化率及居民人均可支配收入的上升将提升低线消费者的购买力。

图30: 中国新出生人口数量


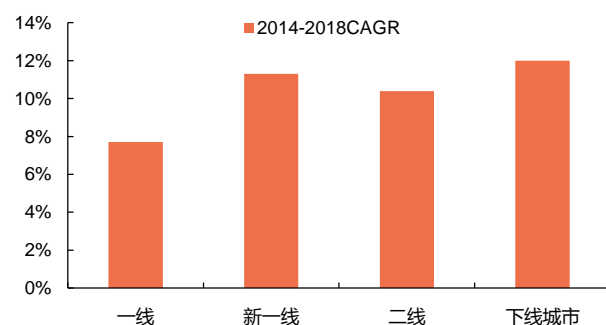
资料来源: wind、申港证券研究所

图31: 婴幼儿奶粉市场规模增速放缓 (亿元)


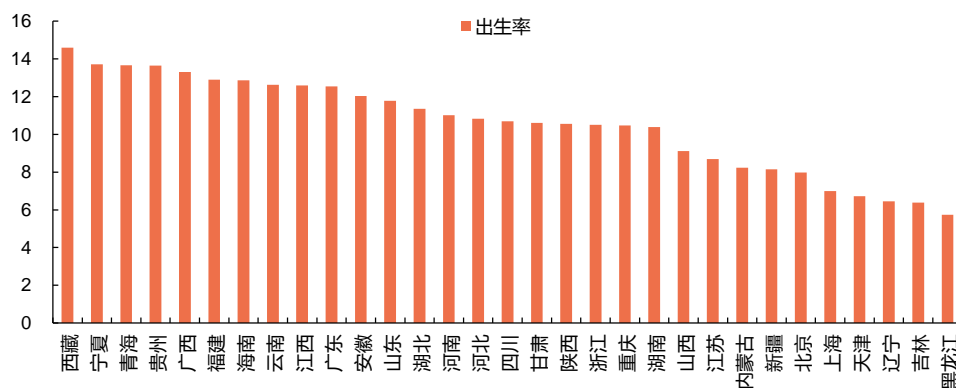
资料来源: 欧睿、前瞻产业研究院、申港证券研究所

图32: 超高端和高端奶粉增速明显快于普通产品


资料来源: 中国飞鹤招股说明书、申港证券研究所

图33: 新一线及下线城市婴幼儿奶粉销售规模增速较快


资料来源: 中国飞鹤招股说明书、申港证券研究所

图34: 2019 年低线城市出生率普遍高于一二线城市 (%)


资料来源: wind、申港证券研究所

伊利婴幼儿奶粉业务增速较快。伊利曾为国产奶粉的龙头企业，但受到 2008 年三聚氰胺事件和 2012 年汞含量超标事件的影响，前期奶粉业务发展进程相对较慢。2020 年伊利以 6.2% 的市占率位于行业第六，在国产品牌中落后于飞鹤和君乐宝，但伊利婴幼儿奶粉业务高速增长，2021Q3，伊利婴幼儿奶粉同比增速超 30%，其中金领冠珍护增速超 40%，已经成为中国市场增速第一的婴幼儿配方奶粉品牌。

伊利婴幼儿奶粉市占率持续提升。伊利奶粉业务目标是在 2022 年市占率达到行业第二、2025 年市占率达到行业第一。我们认为伊利高水平的研发能力、严格的质量

管控体系和超强的收购能力将助力于这一目标的实现。

- ◆ **公司建立了严格的质量管控体系。**公司建立了全程可追溯管理系统，与国家食品工业企业质量安全追溯平台对接，实现采购物料、生产、流通运输、终端销售等全程可追溯。
- ◆ **伊利拥有高水平研发能力，产品创新将持续推动公司发展。**公司自 2003 年起连续 18 年进行中国母乳的自主研究，构建“母乳研究数据库”，在前沿母乳研究领域取得高水平成果，多项母乳研究成果获得国家发明专利授权，并运用于各系列的婴幼儿配方奶粉产品中，其中，“基于中国母乳成分的婴幼儿配方奶粉创制关键技术与产业化”的研究成果荣获联合国工业发展组织“全球科技创新奖重大成就奖”。
- ◆ **伊利收购澳优乳业提升市占率。**澳优乳业国际化程度高，拥有全球第一羊奶品牌，收购澳优乳业能帮助伊利增加羊奶粉业务的布局并直接提升其国内的市场份额，实现在奶粉领域全品类、全价位、全渠道的布局。

2.4 奶酪：奶酪板块为伊利打造新的增长曲线

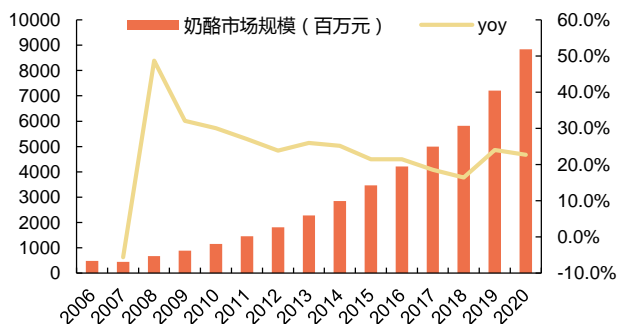
奶酪，又名干酪，是一种发酵的牛奶制品，与酸奶有相似之处，都是通过发酵制作的，均含乳酸菌，但奶酪的乳酸菌浓度高于酸奶，因此营养价值也更加丰富。

我国奶酪行业正处于高速发展期。2020 年我国奶酪行业市场规模达到 88.43 亿元，较 2019 年同比增长 22.72%，2006-2020 年 CAGR 超过 20%。2020 年我国人均奶酪消费量仅 0.18kg/人，远低于和我国消费习惯相近的日本和韩国，未来具有较大的增长空间。从消费端来看，餐饮端奶酪消费量自 2016 年起增速逐年放缓，而零售端奶酪市场增速规模自 2018 年起显著提升，主要由于妙可蓝多 2018 年推出儿童奶酪棒，加之其不断进行消费者教育和宣传，奶酪棒推动零售端奶酪市场高速增长。

奶酪市场零售端集中度不断提升。2020 年我国零售奶酪市场集中度为 60.9%，较 2019 年提升 3.6%。参与者可分为三个梯队，第一梯队主要由外国品牌和国产龙头组成，例如百吉福（市场份额 25.0%）和国产品牌妙可蓝多（市场份额 19.8%），这类品牌进入奶酪行业较早，具有一定的先发优势，市占率高。第二梯队主要由乳制品龙头组成，例如蒙牛（市场份额 1.8%）和伊利，这类品牌具有品牌优势和渠道优势。第三梯队主要由区域性乳企组成，例如光明（市场份额 0.8%）和三元（市场份额 0.6%）。我国奶酪市场以外资品牌为主，国产品牌存在较大的份额提升空间。

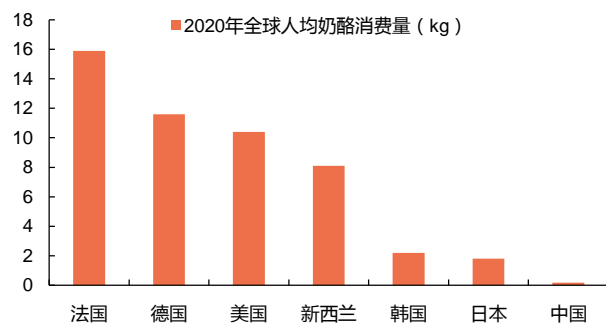
龙头优势助力伊利奶酪业务高增。伊利于 2018 年组建奶酪事业部，目前旗下已有黄油、淡奶油、马苏里拉芝士碎、芝士片、儿童奶酪等产品。随着奶酪产品线不断完善，公司创新推出可以吸的奶酪、口味清新的成人奶酪和高颜值低热量的口袋芝士零食奶酪。我们认为公司强大的品牌力和渠道建设可以助力奶酪产品快速放量，即使在 2020 年疫情期间奶酪事业部亦实现整体业绩同比大幅增长，儿童奶酪产品、成人奶酪产品销售额同比增速行业领先。

图35: 奶酪行业市场规模



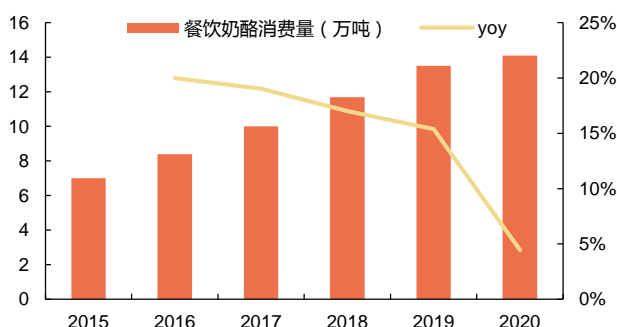
资料来源: 欧睿、前瞻产业研究院、申港证券研究所

图36: 我国人均奶酪消费量远低于日本和韩国



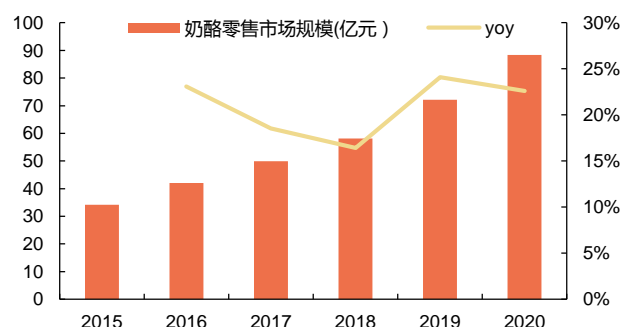
资料来源: 智研咨询、申港证券研究所

图37: 餐饮奶酪消费量增速放缓



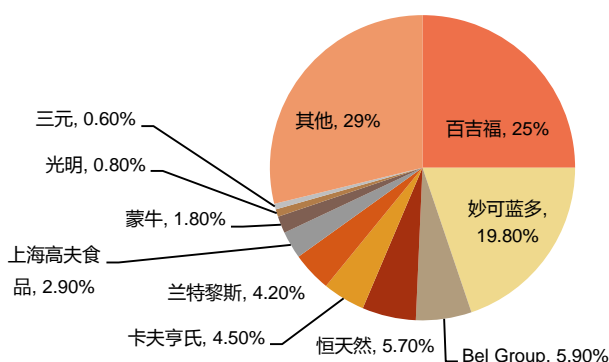
资料来源: 智研咨询、申港证券研究所

图38: 奶酪零售市场规模增速较快



资料来源: 智研咨询、申港证券研究所

图39: 2020 年我国零售奶酪市场竞争格局



资料来源: 智研咨询、申港证券研究所

3. 产品矩阵丰富 创新能力领先

公司产品矩阵丰富, 对标世界乳企巨头进行多元化发展。公司按照产品系列及服务划分, 以事业部的形式, 构建了液态奶、奶粉、冷饮、酸奶、健康饮品、奶酪六大产品业务群。各产品线区分不同价位带的产品, 产品矩阵丰富齐全。

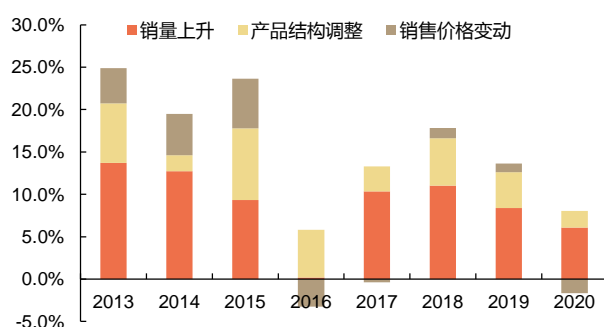
- ◆ **液体乳板块为公司主要的收入来源。**21Q3, 以经典和安慕希为代表的液体乳板块营收 647.16 亿元, 占公司营收的 76.13%, 是公司主要的收入来源。
- ◆ **奶粉及奶制品板块对公司营收产生积极贡献。**奶粉及奶制品板块营收 116.69 亿元, 占公司营收的 13.73%, 整体规模偏小, 但增速较快, 对公司营收产生积极的贡献。
- ◆ **健康饮品有望成为公司重要的增长引擎。**对标世界乳制品企业龙头, 例如达能和雀巢, 公司选择多元化发展, 由乳制品领域向非乳制品领域扩展, 健康饮品目前处于发展初期, 对公司营收贡献较小, 但公司深耕国内市场多年, 具有一定的龙头优势, 健康饮品有望成为公司增长的重要引擎。

表8: 公司产品系列

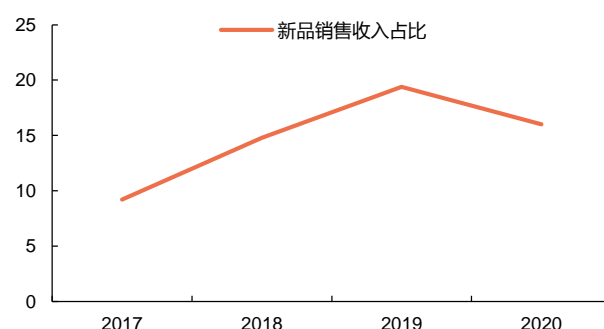
产品条线	产品
液态奶	安慕希、金典、QQ 星、植选、舒化、优酸乳、畅意、学生奶、谷粒多、早餐奶、基础白奶等
奶粉	金领冠、金贝智、QQ 星儿童成长配方奶粉、欣活、塞纳牧、牛奶片、奶茶粉等
冷饮	巧乐兹、甄稀、冰工厂、妙趣、伊利牧场、伊利火炬、须尽欢等
酸奶	畅轻、每益添、帕瑞缇、大果粒、益消、Joy Day、QQ 星儿童成长酸奶等
健康饮品	伊刻活泉、焕醒源、伊然等
奶酪	儿童奶酪棒、马里拉芝士碎、芝士片等

资料来源: 公司官网、申港证券研究所

产品结构升级对公司营收增长贡献显著。自 2013 年以来, 公司产品结构调整成为公司营收持续增长的一大动力, 如公司在 2014 年推出安慕希, 2018 年推出金典娟珊系列, 2019 年推出三款低温鲜奶产品。2020 年公司新品销售收入占比 16%。同期, “伊利” 奶酪系列产品、“金典” 低温牛奶、配方升级后的“金领冠” 婴幼儿配方奶粉等业务实现了良好发展, 成为公司新的业绩增长点。

图40: 公司营收增长归因


资料来源: 公司公告、申港证券研究所

图41: 公司新品销售收入占比 (%)


资料来源: 公司公告、申港证券研究所

公司具有领先的创新能力，推动产品结构不断升级：

- ◆ **公司打造了“基础研究-技术升级-产品开发”的三级研发平台。**一级平台主要是基础性研究；二级平台致力于对产品和服务进行前瞻性研究；三级平台针对不同区域、不同消费群体的特殊消费需求进行现有品类产品研发。
- ◆ **公司注重开放式创新，有效整合内外创新资源。**在现有研发平台的基础上, 公司持续推进创新工作, 在持续加强乳品基础研究、风险评估和产品开发的基础上,

又拓宽了产品研发领域，同时更加重视开放式创新，与全球农业、食品、生命科学领域顶尖科研院校、研究机构，建立起战略合作关系及合作机制，有效整合了内外创新资源，不断推动企业的原始创新、引进、消化、吸收和再创新能力。

- ◆ **公司获得较多专利。**截至 2020 年 12 月底，公司累计获得国内外专利授权 3,109 件和中国专利优秀奖 5 件，其中发明专利授权数量为 552 件，形成专利覆盖液态奶、奶粉、酸奶、冷饮、奶酪及乳品前沿技术多个领域。

4. 布局上游资源 打造自身护城河

奶源是乳企发展的基础，拥有稳定、优质的奶源对乳企而言十分重要，由于我国大型规模化牧场具有一定的稀缺性，因此近几年各大乳企纷纷加大对上游牧场的投资力度，从源头上增强自身的竞争力。

公司从原奶上打造自身护城河，持续收购大型牧场。截至 2021 年末，公司旗下共参股四家规模化牧场企业，包括优然牧业、赛科星、中地乳业和恒天然。目前公司是唯一一家掌控西北、内蒙古和东北等三大黄金奶源基地的乳品企业，拥有中国规模最大的优质奶源基地，以及众多的优质牧场，为原奶长期稳定的质量和产量提供了强有力保障。

表9：乳企龙头参股规模化牧场情况

乳企	牧场	持股方式	2019 年牛奶产量 (万吨)	供应占比
伊利	优然牧业	持股 40%	83	90%以上
	赛科星	2020 年 1 月通过优然牧业收购赛科星 58.36%的股权	61.8	70%以上
	中地乳业	2020 年 9 月通过金港控股收购中地乳业 31.97%股权	40	90%以上
	恒天然	2020 年 10 月通过优然牧业收购恒天然中国牧场全部股权	32	90%以上
蒙牛	现代牧业	直接和间接持有现代牧业 57.69%股权	139	80%以上
	中国圣牧集团	2020 年 7 月蒙牛收购中国圣牧 17.8%的股份	64.2	-
	富源牧业	2021 年 11 月现代牧业完成收购富源牧业全部股权	36.1	80%以上

资料来源：公司公告、中国奶业统计资料、申港证券研究所

同时，公司还在欧洲、大洋洲、美洲等积极整合全球优质奶源资源，更好地满足消费者对高品质乳品的需求。

- ◆ 2013 年，公司开启全球化进程，收购新西兰 OceaniaDairy，2014 年 11 月公司大洋洲生产基地一期建成投产，2017 年 3 月大洋洲生产基地二期建成投产，目前公司大洋洲生产基地生产的“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，公司收购新西兰乳业合作社 Westland，其原奶供应量占新西兰原奶供应量约 4%，产品出口至全球 40 余个国家。公司进一步扩展在全球黄金奶源带的资源布局，获取优质、稳定的新西兰奶源，进一步提升公司的竞争力，同时有助于拓展公司的海外业务、丰富产品组合，提升公司整体品牌影响力。
- ◆ 在欧洲和美洲方面，公司联合一流大学和科研机构打造研发中心。2014 年，伊利携手瓦赫宁根大学打造一个研发实体——伊利欧洲研发中心，同年，伊利与美国

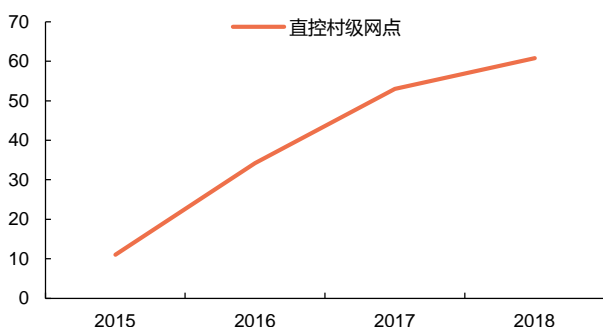
最大乳制品公司 DFA 合建全美规模最大奶粉厂。2015 年，伊利联合美国一流大学、科研机构主导实施了“中美食品智慧谷”。

5. 传统渠道深化下沉 积极拥抱新零售生态

深度分销强化终端控制。目前公司销售模式以经销为主，21H1 公司经销收入占比 96.9%，在经销模式上，公司采取深度分销模式，减少中间环节，虽然前期投入较大，周期较长，但建成后公司对终端的管控能力更强，对消费者的反馈更为灵敏。对比蒙牛之前采取的大商制，前期发展较快，但后期对终端的管控能力更弱，2015 年蒙牛开始对渠道进行扁平化改革，改革仍在进行中。

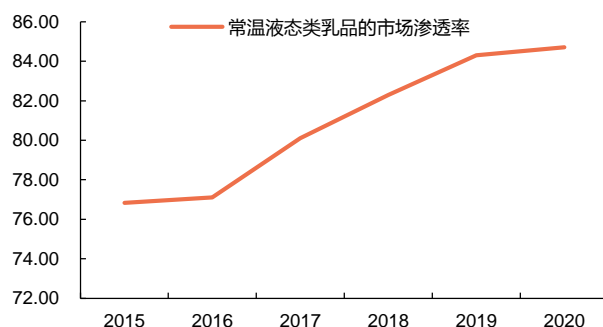
渠道下沉抓住发展机遇。2006 年，公司实施织网计划，实现生产、销售、市场一体化运作，对每个市场进行精耕细作，完成“纵贯南北，辐射东西”的全国性战略布局，成为第一家真正有能力同时覆盖全国市场的乳品企业。经过多年的渠道深耕和下沉，2018 年，公司直控村级网点数量提升至 60.8 万家，15-18 年 CAGR 为 76.81%，截至 2020 年末，公司服务的乡镇村网点近 109.6 万家，较上年提升了 5.5%。渠道的不断下沉让公司抓住了乡镇的发展机遇，液态奶渗透率持续提升，截至 2020 年末，常温液态类乳品的市场渗透率达到 84.7%，其他产品在未来亦可享受前期渠道建设的红利。

图42：直控村级网点迅速增加（万家）



资料来源：公司公告、申港证券研究所

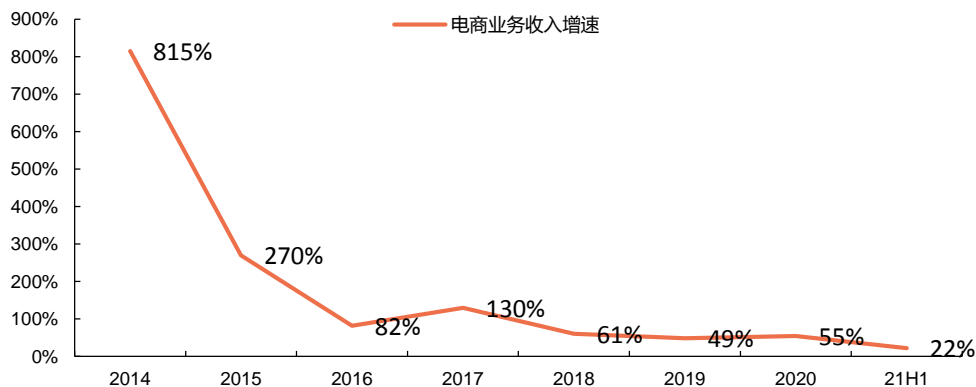
图43：常温奶市场渗透率持续提升（%）



资料来源：公司公告、申港证券研究所

深化全渠道战略布局，构建共赢的新零售生态。公司深入研究消费者需求和购买行为，顺应渠道发展趋势，除传统渠道外，抓住电商发展机遇，自 2014 年起电商业务持续高增，2020 年末公司电商业务收入较上年增长 55.0%，同期，星图公司调研数据，公司常温液体乳在电商平台的零售额市占份额为 28.1%，位居电商平台常温液体乳细分市场首位。公司在加强推动电商平台业务的基础上，积极发展新零售渠道，探索社群营销、跨界营销、与热门 IP 联名定制产品等新营销模式，在丰富营销场景的同时，强化了与消费者的互动与沟通，助力业务快速增长。

图44：公司电商业务快速增长



资料来源：公司公告、申港证券研究所

6. 盈利预测与投资建议

伊利领先的创新能力、对上游资源的掌控和全渠道的战略布局构成自身的护城河。分板块来看，液体乳板块为公司主要的收入来源，奶粉及奶制品板块对公司营收产生积极贡献，而健康饮品占比较小，有望成为公司重要的增长引擎。

伊利已为常温奶和低温酸奶龙头，未来新品的持续推出和渠道的深化下沉将成为提升公司市占率的主要策略：

- ◆ 高端白奶方面，伊利于 2006 年推出高端常温白奶金典，经过数十年培育，2018 年，金典规模突破百亿，2020 年金典零售额比上年同期增长 35.1%，市占率提升 4.9pct 到达 50.6%，在对应的细分市场中位居首位，夯实公司常温奶龙头的地位。2021 年 12 月，伊利金典年内销售额突破 200 亿元，成为公司第三个突破 200 亿元的大单品。
- ◆ 常温酸奶方面，伊利于 2014 年推出安慕希产品，引入希腊酸奶，迅速吸引消费者，当年销售额达 7 亿。随后安慕希呈现出爆发式增长，2020 年安慕希销售额突破 300 亿，创下新高。实际公司推出常温酸奶的时间晚于蒙牛和光明，其后来居上的原因主要是因为公司拥有领先的产品创新力和完善的渠道，自安慕希上市以来公司不断推出新口味和新包装，延长了产品的生命周期，推出的新品对公司收入贡献显著。
- ◆ 低温酸奶方面，行业集中度相对较高，2019 年行业前三家伊利、蒙牛和君乐宝占据 62.7% 的市场份额，其中伊利以 31.1% 的市占率稳居行业第一。伊利的低温酸奶产品 SKU 丰富，覆盖了中低档市场、中高档市场和高档市场，高端产品仍存在品类扩充的空间。
- ◆ 我们认为未来伊利在常温奶和低温酸奶领域市占率将进一步提升，在中低端市场，随着公司渠道的深化，有望开发出更多的消费需求，在中高端市场，考虑到消费升级的大趋势以及消费者健康意识的深化，公司仍然存在挖掘细分需求、持续创新品类的空间。

伊利步入巴氏奶领域较晚，考虑到区域性乳企具有一定的先发优势，短期内伊利难以快速成长，巴氏奶板块有望在中长期维度对伊利形成贡献。

- ◆ **巴氏奶多以区域乳企为主,竞争格局相对较分散。**2019 年,巴氏奶 CR5 为 36.2%,其中光明市占率最高,为 12.1%,其次是三元,占比为 8.7%。
- ◆ **总体来看,伊利经营偏稳健,在低温领域布局较晚。**2018 年伊利在哈尔滨地区推出订奶入户产品“百格特”,正式涉入巴氏奶行业。随后,伊利于 2019 年 12 月正式推出三款鲜奶产品:伊利金典鲜牛奶、伊利牧场清晨鲜牛奶及伊利鲜牛奶,从战略上来看,三款产品均布局高端领域,与地方乳企的经营侧重点有所不同。
- ◆ **巴氏奶板块有望在中长期维度对伊利形成贡献。**虽然伊利母品牌对其巴氏奶产品形成背书,消费者接受度较高,但是考虑到巴氏奶行业区域性特征较强,消费者培育及消费习惯的转变仍需一定时间,短期内伊利在巴氏奶板块难以成为细分行业的龙头。中长期维度来看,伊利渠道建设较为完善,掌握较多优质奶源且营销能力较强,有望在巴氏奶行业快速成长为细分龙头。

伊利婴幼儿奶粉业务增速较快,其高水平的研发能力、严格的质量管控体系和超强的收购能力将助力其在 2022 年市占率达到第二。

- ◆ **伊利婴幼儿奶粉业务高速增长。**伊利曾为国产奶粉的龙头企业,但受到 2008 年三聚氰胺事件和 2012 年汞含量超标事件的影响,前期奶粉业务发展进程相对较慢。2020 年伊利以 6.2%的市占率位于行业第六,在国产品牌中落后于飞鹤和君乐宝,但伊利婴幼儿奶粉业务高速增长,2021Q3,伊利婴幼儿奶粉同比增速超 30%,其中金领冠珍护增速超 40%,已经成为中国市场增速第一的婴幼儿配方奶粉品牌。
- ◆ **伊利婴幼儿奶粉市占率持续提升。**伊利奶粉业务目标是在 2022 年市占率达到行业第二、2025 年市占率达到行业第一。我们认为伊利高水平的研发能力、严格的质量管控体系和超强的收购能力将助力于这一目标的实现。

龙头优势助力伊利奶酪业务高增长。伊利于 2018 年组建奶酪事业部,目前旗下已有黄油、淡奶油、马苏里拉芝士碎、芝士片、儿童奶酪等产品。随着奶酪产品线不断完善,公司创新推出可以吸的奶酪、口味清新的成人奶酪和高颜值低热量的口袋芝士零食奶酪。我们认为公司强大的品牌力和渠道建设可以助力奶酪产品快速放量,即使在 2020 年疫情期间奶酪事业部亦实现整体业绩同比大幅增长,儿童奶酪产品、成人奶酪产品销售额同比增速行业领先。

基于以上分析,我们预计公司 21-23 年营收为 1100.8/1241.4/1379.8 亿元,同比增长 13.63%/12.77%/11.15%,归母净利润为 84.34、99.88、114.05 亿元,同比增长 19.2%/18.4%/14.2%,EPS 分别为 1.32、1.56、1.78,对应 PE 分别为 29.99、25.32、22.18。考虑到公司作为乳制品行业龙头标的,液体乳板块根基稳固,奶粉及奶制品打造第二增长曲线,综合考虑公司近两年估值中枢和基本面情况,给予公司 2022 年 PE 估值 32X,对应合理价值为 49.92 元/股,首次覆盖,给予“买入”评级。

表10: 公司主要产品经营预测 (亿元)

产品系列		2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
液体乳板块	收入	557.66	656.79	737.61	761.24	854.11	953.95	1050.87
	同比增速	12.61%	17.78%	12.30%	3.20%	12.20%	11.69%	10.16%
	收入占比	81.9%	82.6%	81.8%	78.6%	77.6%	76.8%	76.2%

	毛利率	35.17%	35.21%	35.20%	34.05%	34.3%	34.6%	34.9%
奶粉及奶制品	收入	64.28	80.44	100.54	128.83	157.34	187.99	219.66
	同比增速	17.83%	25.13%	24.98%	28.14%	22.13%	19.48%	16.85%
	收入占比	9%	10%	11%	13%	14%	15%	16%
	毛利率	53.95%	54.78%	48.12%	42.90%	43.08%	43.19%	43.15%
冷饮产品系列	收入	46.06	49.97	56.32	61.58	69.84	76.62	82.87
	同比增速	9.82%	8.49%	12.71%	9.33%	13.42%	9.71%	8.15%
	收入占比	7%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
	毛利率	43.08%	45.06%	46.51%	48.66%	49.66%	50.04%	50.29%

资料来源：公司财报、申港证券研究所

表11：可比上市公司估值

代码	名称	总市值	EPS			PE		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
2319.HK	蒙牛乳业	1906 亿	1.34	1.62	1.92	29.49	24.34	20.15
600597.SH	光明乳业	183 亿	0.48	0.55	0.62	27.37	24.03	21.23
002946.SZ	新乳业	125 亿	0.41	0.54	0.71	34.72	26.67	20.26
600419.SH	天润乳业	40 亿	0.47	0.52	0.59	26.95	24.19	21.24
600429.SH	三元股份	102 亿	0.12	0.14	0.15	54.88	49.29	43.76
002732.SZ	燕塘乳业	36 亿	1.09	1.28	1.48	20.96	17.85	15.5
605179.SH	一鸣食品	53 亿	0.4	0.58	0.77	32.87	22.8	17.16
6186.HK	中国飞鹤	992 亿	0.83	1.02	1.22	10.89	8.91	7.48
1717.HK	澳优	179 亿	0.67	0.84	1.01	12.05	9.61	8.06
600882.SH	妙可蓝多	193 亿	0.42	1.09	1.78	88.13	34.35	20.91

资料来源：wind、申港证券研究所

表12: 公司盈利预测表

利润表			单位:百万元			资产负债表			单位:百万元		
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	90223	96886	110087	124146	137986	流动资产合计	25706	28381	32227	35671	39566
营业成本	56392	61806	69850	78335	86642	货币资金	11325	11695	13554	15285	16989
营业税金及附加	577	547	662	724	817	应收账款	1616	1616	1904	2109	2365
营业费用	21070	21538	23671	26394	28972	其他应收款	195	115	131	148	164
管理费用	4285	4876	5689	6448	7280	预付款项	1157	1290	1445	1621	1793
研发费用	495	487	565	646	719	存货	7715	7545	9042	9851	11056
财务费用	8	188	562	751	1033	其他流动资产	2783	4028	3986	4495	4996
资产减值损失	-241	-339	-290	-315	-303	非流动资产合计	34755	42774	51164	58251	64774
公允价值变动收益	78	171	125	148	136	长期股权投资	1961	2903	2903	2903	2903
投资净收益	545	600	572	586	579	固定资产	18296	23343	31272	37935	43975
营业利润	8280	8558	10087	11904	13549	无形资产	1409	1536	1654	1768	1878
营业外收入	30	49	39	44	42	商誉	528	362	362	362	362
营业外支出	116	457	286	372	329	其他非流动资产	3151	2952	3599	4059	4511
利润总额	8194	8150	9840	11576	13262	资产总计	60461	71154	83391	93922	104340
所得税	1243	1051	1381	1559	1823	流动负债合计	31432	34768	39774	45323	50212
净利润	6951	7099	8459	10018	11438	短期借款	4560	6957	6167	9606	12475
少数股东损益	17	21	25	29	33	应付账款	10501	11376	12755	14305	15821
归属母公司净利润	6934	7078	8434	9988	11405	预收款项	6020	0	3673	4142	4604
EBITDA	11536	12505	14081	17204	19689	一年内到期的非流动负债	306	823	823	823	823
EPS（元）	1.15	1.17	1.32	1.56	1.78	非流动负债合计	2755	5853	7853	8853	9853
主要财务比率						长期借款	471	1375	3375	4375	5375
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	应付债券	1500	3762	3762	3762	3762
成长能力						负债合计	34187	40622	47628	54176	60065
营业收入增长	13.41%	7.38%	13.63%	12.77%	11.15%	少数股东权益	143	149	173	203	236
营业利润增长	7.66%	3.36%	17.86%	18.02%	13.82%	实收资本（或股本）	6096	6083	6400	6400	6400
归属于母公司净利润增长	7.67%	2.08%	19.15%	18.43%	14.18%	资本公积	844	1417	2474	2474	2474
获利能力						未分配利润	18327	20493	23801	27864	32420
毛利率(%)	37.50%	36.21%	36.55%	36.90%	37.21%	归属母公司股东权益合计	26131	30384	35590	39543	44039
净利率(%)	7.70%	7.33%	7.68%	8.07%	8.29%	负债和所有者权益	60461	71154	83391	93922	104340
总资产净利润(%)	11.47%	9.95%	10.11%	10.63%	10.93%	现金流量表					
ROE(%)	26.53%	23.30%	23.70%	25.26%	25.90%	单位:百万元					
							2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
偿债能力						经营活动现金流	8455	9852	14176	13190	14347
资产负债率(%)	57%	57%	57%	58%	58%	净利润	6951	7099	8459	10018	11438
流动比率	0.82	0.82	0.81	0.79	0.79	折旧摊销	1884	2306	3432	4549	5107
速动比率	0.57	0.60	0.58	0.57	0.57	财务费用	8	188	562	751	1033
营运能力						应付帐款减少	-514	-1	-288	-205	-256
总资产周转率	1.67	1.47	1.42	1.40	1.39	预收帐款增加	1619	-6020	3673	469	462
应收账款周转率	66	60	63	62	62	投资活动现金流	-9999	-9043	-10862	-10613	-10636
应付账款周转率	9.33	8.86	9.12	9.18	9.16	公允价值变动收益	78	171	125	148	136
每股指标（元）						长期股权投资减少	-52	-942	0	0	0
每股收益(最新摊薄)	1.15	1.17	1.32	1.56	1.78	投资收益	545	600	572	586	579
每股净现金流(最新摊薄)	-0.42	0.13	0.29	0.27	0.27	筹资活动现金流	-1016	-47	-1455	-846	-2006
每股净资产(最新摊薄)	4.29	5.00	5.56	6.18	6.88	应付债券增加	1500	2262	0	0	0
估值比率						长期借款增加	471	904	2000	1000	1000
P/E	34.37	33.78	29.99	25.32	22.18	普通股增加	18	-14	318	0	0
P/B	9.22	7.91	7.11	6.40	5.74	资本公积增加	-1997	573	1056	0	0
EV/EBITDA	20.50	19.32	18.00	14.89	13.12	现金净增加额	-2560	762	1859	1731	1704

资料来源: 公司财报、申港证券研究所

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本报告中所引用信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本研究报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可能会波动。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。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下作出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的风险等级定级为 R3 仅供符合本公司投资者适当性管理要求的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上