



乳制品行业专题

伊利 VS 蒙牛：乳业双雄的全球化之路

行业成长动力三部曲：量增、价增转向产品升级

我国乳制品行业2015年规模为4896亿元，行业增速见顶，之后增速逐年下滑，从量增驱动转向价增驱动，到2021年行业规模达到6340亿元。预计未来乳制品行业驱动力将以产品结构升级和品类高端化为主，行业从直接竞争转向高质量发展，有望再现啤酒行业高端化驱动利润率提升的发展路径。

双寡头市场目标：剑指全球乳业第一集团军

复盘伊利蒙牛近20年发展史，常温大单品是核心推力，但展望未来五年，两大龙头在保持核心大单品迭代的同时，会更加重视在其他品类寻求突破，并通过外延扩张驱动规模增长。对比二者核心品类优势，我们认为伊利短期聚焦奶粉市场份额提升，蒙牛则在奶酪、低温奶业务寻求突破。二者新五年规划：2025年，伊利进入全球前三，蒙牛则欲再造一个蒙牛，我们将在正文中详细探讨二者实现收入的具体路径。

双寡头竞争回归利润：从规模诉求转向利润考核

随着伊利、蒙牛的战略调整，二者关注的焦点也从市场份额的提升转向利润考核，从成本/均价/费用三维度拆解可见：伊利蒙牛毛利率提升主要源于成本控制(原奶价格变动1%对应毛利率变动0.4个百分点)以及产品高端化下的均价提升(高毛利品类占比提升1%对应毛利率提升0.3个百分点)；同时两者在广告端回归冬奥前投放标准有望释放20亿利润空间(对应当前2-2.5%净利率提升)，渠道端买赠和价格战缓和也将直接提升净利率水平。

投资建议

伊利蒙牛近期回调后，PE估值处于历史中位偏低水平。从可比公司PEG看，伊利蒙牛相较于类似业绩增速的餐饮行业龙头估值水平相对偏低。从未来ROE水平看，伊利/蒙牛未来三年ROE预计分别升至24%/16%，对应历史PE估值水平在28-33倍区间，两者当前估值水平具有较好的投资价值。

伊利股份：预计公司2022-2024年营收分别为1305/1461/1571亿元；归母净利润为107/130/143亿元，未来三年CAGR为17.7%；EPS为1.68/2.04/2.24元；对应PE为22/18/17倍。当前申万乳品行业公司2022年平均PE23倍，餐饮行业龙头平均PE38倍，公司作为龙头有望受益行业集中度提升，享有部分溢价，我们给予28倍PE估值，对应2022年目标价47.04元，维持“买入”评级。

蒙牛乳业：预计公司2022-2024年营收分别为993/1113/1237亿元；归母净利润为59/73/86亿元，未来三年CAGR为19.8%；EPS分别为1.49/1.85/2.18元；对应当前股价的PE为22/18/15倍。我们看好其渠道改善、白奶产品结构升级以及高毛利品类发力后带来的业绩提速。当前乳制品行业公司2022年平均PE为23倍，公司作为行业龙头享有部分溢价，给予28倍PE估值，2022年目标价41.72元，对应港股价格48.60港币，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

原奶价格上行、行业竞争加剧、新品孵化不及预期、食品安全等风险。

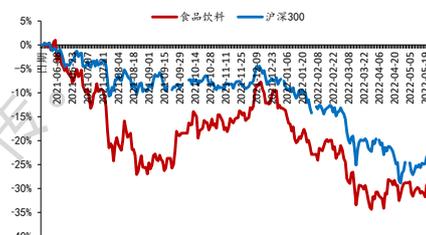
简称	EPS			PE			CAGR-3	评级
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E		
伊利股份	1.68	2.04	2.24	22	18	17	17.70%	买入
蒙牛乳业	1.49	1.85	2.18	22	18	15	19.76%	买入

数据来源：公司公告、iFind、国联证券研究所预测，股价取2022年05月27日收盘价

投资建议： 强于大市(上调评级)

上次建议： 中性

相对大盘走势



分析师：陈梦瑶
执业证书编号：S0590521040005
邮箱：cmy@glsc.com.cn

联系人 华夏霖
邮箱：huaxl@glsc.com.cn

相关报告

- 《食品饮料&农林牧渔行业：俄乌危机下的餐饮农业行业成本压力几何？》2022.03.10
- 《白酒行业渠道专题：渠道变革方兴未艾，数字化、精细化、线上化大势所趋》2021.12.06
- 《食品饮料：海天提价落地，调味品行业有望走出低谷食品饮料》2021.10.13

投资聚焦

研究背景：双雄又有新目标

乳制品行业在疫情催化下，景气度向上。需求端，产品结构持续高端化的同时基础白奶在低线渠道仍保持较强活力。行业龙头伊利蒙牛在乳品行业进入新一轮上升通道后预计将开启下一阶段竞争。伊利 2020 年进入“全球乳业五强”后，提出“2025 年挺进全球乳业前三，2030 年登顶全球第一”的中长期战略目标。公司在 2021 年末定增募资 120 亿元，为战略目标蓄力。蒙牛则在完成内部改革后，于 2021 年提出 5 年再造一个蒙牛的目标，期间通过并购、入股妙可蓝多、圣牧、现代牧业、贝拉美等公司不断提升全产业链竞争力。

创新之处：未来五年伊利蒙牛新目标能否实现？

本篇报告立足伊利蒙牛提出的 2021-2025 年五年规划中的战略目标，通过拆分测算公司核心业务、大单品未来规模以及广告渠道费用节降空间，来探讨两者在营收规模扩张和净利率提升两大核心要点上能否实现既定规划。

核心结论

1. 营收端：做大规模各显神通

伊利：通过常温产品高端化和 SKU 扩容以及奶粉市场国产、外资双品牌扩张实现营收持续增长。我们预测 2025 年公司常温/低温/奶粉三大业务分别实现营收 1111/85/363（考虑澳优并表）亿元，2021-2025 年营收复合增速分别为 8.6%/5.7%/10.6%。

蒙牛：通过常温产品高端化和跨品类推新在各市场放量驱动营收增长。我们预测 2025 年公司常温、低温、奶粉、奶酪四大业务分别有望达到 954/227/76/133（考虑妙可蓝多并表）亿元，2021-2025 年营收复合增速分别为 11.4%/11.6%/11.4%/23.0%。

2. 利润端：从公司视角，剖析净利率提升要点

当前环境下，通过产品直接提价获得利润提升的时代一去不复返，同时消费者需求日趋多元化，推出百亿级规模大单品的难度加大。根据我们测算，伊利蒙牛未来预计将通过规模效应降低原奶采购成本（原奶价格变动 1%对应毛利率变动 0.4 个百分点）以及产品结构升级、品类高端化实现毛利率改善（高毛利品类占比提升 1%对应毛利率提升 0.3 个百分点）；净利率端，两者经过多年竞争已经就利润诉求达成默契，未来在广告和渠道端均有改善空间，其中广告投放端伊利弹性更大，渠道投放端蒙牛有望释放更多利润空间。

正文目录

1 乳业新常态：结构升级+品类高端化成为行业发展新动力.....	6
1.1 存量竞争，增速放缓.....	6
1.2 竞争趋缓，寡头胜出.....	8
1.3 展望未来：渗透率→集中度→高端化.....	10
2 双寡头市场目标：剑指全球乳业第一集团.....	12
2.1 复盘历史：伊利 vs 蒙牛相爱相杀的 20 年.....	12
2.2 品类解析：伊利蒙牛各显神通，从同质化走向差异化发展.....	16
2.3 战略路径：差异化发展助力伊利蒙牛进军全球乳业第一军团.....	25
3 双寡头竞争回归利润：从规模诉求转向利润考核.....	27
3.1 成本改善：原奶掌控力提升缓解上游成本压力.....	29
3.2 均价提升：品类优化和结构升级推动产品均价提升.....	31
3.3 费用压缩：广告和渠道费用投放趋缓，净利率提升.....	33
4 盈利预测与投资建议.....	35
4.1 估值分析：估值处于历史低位，同业对比投资价值凸显.....	35
4.2 伊利股份：基础深厚，“乳王”地位难以撼动.....	38
4.3 蒙牛乳业：避其锋芒，差异化战略盈利弹性更高.....	39
5 风险提示.....	41

邮箱所有人使用

图表目录

图表 1: 乳制品行业市场增速放缓	6
图表 2: 乳制品细分品类主要为液奶、酸奶和奶粉	6
图表 3: 各国人均液奶消费水平	7
图表 4: 全国居民人均奶类消费量	7
图表 5: 低温鲜奶、酸奶规模较小	7
图表 6: 2014-2019 年细分品类中奶酪复合增速第一	7
图表 7: 液奶、奶粉行业从量增转向价增驱动	8
图表 8: 2021 年乳制品行业主要品类规模及增速	8
图表 9: 乳制品行业发展历程	9
图表 10: 乳企数量下滑, 集中度提升	9
图表 11: 伊利蒙牛液奶市场份额边际提升放缓	9
图表 12: 2021 年乳制品 CR5 为 57.7%	10
图表 13: 2020 年啤酒行业 CR5 为 62.6%	10
图表 14: 啤酒行业净利率变动	11
图表 15: 伊利蒙牛推出常温酸奶后推高毛利率	11
图表 16: 乳制品行业产品结构升级、品类内部高端化双重驱动行业发展	11
图表 17: 蒙牛、伊利公司大单品、历史重要事件与经营数据对比	12
图表 18: 蒙牛在品牌营销端率先发力	13
图表 19: 大经销商模式下蒙牛销售费用率低于伊利	13
图表 20: 2009-2014 年奶价进入上行周期	13
图表 21: 渠道优势帮助伊利毛销差提升	13
图表 22: 2012-2016 年蒙牛改革未见成效	14
图表 23: 2014 年后安慕希是伊利增长主要助力	14
图表 24: 2016 年末蒙牛内部改革立竿见影	15
图表 25: 2017-2019 年蒙牛收获改革红利	15
图表 26: 伊利 2018 年加大销售费用投放	15
图表 27: 2018 年起伊利蒙牛液奶营收差距扩大	15
图表 28: 2020 年后原奶价格上行抑制行业价格战	16
图表 29: 高端白奶品类份额提升	16
图表 30: 2021 年伊利蒙牛核心大单品规模对比	17
图表 31: 蒙牛伊利主要常温产品市场份额	18
图表 32: 蒙牛伊利主要常温产品近年增速对比	18
图表 33: 伊利蒙牛基础白奶均价小幅上行	18
图表 34: 特仑苏 vs 金典均价差距收窄	18
图表 35: 伊利蒙牛鲜奶产品降低主品牌曝光度	19
图表 36: 低温奶存在区域性喜好差异	19
图表 37: 蒙牛低温鲜奶营收规模和公司未来规模展望	20
图表 38: 常温酸奶 CR3 市场份额逐渐稳定	20
图表 39: 常温酸奶行业仍有较高增速	20
图表 40: 伊利蒙牛常温酸奶广告采用流量 IP 打法	21
图表 41: 安慕希、纯甄高端化并未带动均价提升	21
图表 42: 伊利蒙牛在低温酸奶中低端市场份额稳定	21
图表 43: 高端低温酸奶主打功能化、0 添加概念	21
图表 44: 低温酸奶乳企大厂站稳中低端品类, 新兴品牌聚焦高端品类	22
图表 45: 2020 年奶粉行业市场份额	23

图表 46: 2019 年各线城市国内外资品牌份额对比.....	23
图表 47: 妙可蓝多市场份额稳健增长.....	24
图表 48: 奶酪行业品牌众多存在整合机会.....	24
图表 49: 2025 年伊利蒙牛假设达成战略目标下各细分业务空间预测.....	24
图表 50: 伊利 vs 蒙牛, 总营业收入对比.....	26
图表 51: 伊利 vs 蒙牛, 液态奶营收对比.....	26
图表 52: 伊利 vs 蒙牛, 奶粉营收对比.....	26
图表 53: 伊利 vs 蒙牛, 冷饮营收对比.....	26
图表 54: 伊利、蒙牛近年收并购标的梳理.....	27
图表 55: 伊利、蒙牛, 净利润、净利率、毛利率对比.....	28
图表 56: 伊利蒙牛近 10 年毛利率对比.....	28
图表 57: 伊利蒙牛近 10 年净利率对比.....	28
图表 58: 我国液奶产量需求长期存在缺口.....	29
图表 59: 我国奶制品进口量持续增长.....	29
图表 60: 2020 年起生鲜乳价格持续走高, 2022 年略有回落.....	30
图表 61: 2020 年后伊利蒙牛奶源布局.....	30
图表 62: 规模化养殖企业奶牛养殖成本结构.....	31
图表 63: 我国乳制品消费量分布.....	32
图表 64: 我国乳制品产量分布.....	32
图表 65: 乳制品行业结构化升级趋势明显.....	32
图表 66: 2021 年伊利蒙牛高毛利品类占比.....	32
图表 67: 伊利蒙牛销售费用率与生鲜乳价格走势对比.....	33
图表 68: 蒙牛、伊利广告费用分阶段上升.....	34
图表 69: 高广告投放对安慕希增长影响减弱.....	34
图表 70: 抖音、B 站精准营销将替代高空投放.....	34
图表 71: 电视广告投放额同比下行.....	34
图表 72: 伊利蒙牛非广告销售费用对比.....	35
图表 73: 蒙牛渠道费用与营收规模关联度较高.....	35
图表 74: 伊利、蒙牛 PE-Band 对比.....	35
图表 75: 伊利 vs 蒙牛, ROE 对比.....	36
图表 76: 食品饮料行业公司归母净利润 CAGR、PEG 对比.....	36
图表 77: 重点推荐公司与可比公司估值对比.....	37
图表 78: 公司绝对估值预测.....	38
图表 79: 伊利股份财务数据简表.....	39
图表 80: 公司绝对估值预测.....	40
图表 81: 蒙牛乳业财务数据简表.....	40
图表 82: 伊利股份财务预测摘要.....	42
图表 83: 蒙牛乳业财务预测摘要.....	43

1 乳业新常态：结构升级+品类高端化成为行业发展新动力

1.1 存量竞争，增速放缓

► 乳制品行业从增量转向存量竞争

我国乳制品行业 2015 年规模为 4896 亿元，行业增速见顶，之后增速逐年下滑，从量增驱动转向价增驱动，到 2021 年行业规模达到 6340 亿元。根据欧睿国际数据，2021 年我国乳制品行业规模为 6387.57 亿元，同比 2020 年回升 6.18%，行业整体规模较 2011 年的 3136 亿元增长近一倍。

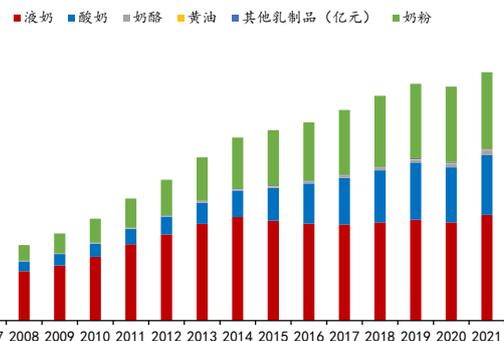
从复合增速角度，2010-2015 年 CAGR 为 13.33%，2015-2020 年 CAGR 为 4.21%，乳制品行业在 2015 年后增速由双位数回落至个位数增速，乳制品行业逐渐从增量竞争转向存量竞争。

图表 1：乳制品行业市场增速放缓



资料来源：华经产业研究，欧睿国际，国联证券研究所

图表 2：乳制品细分品类主要为液奶、酸奶和奶粉



资料来源：欧睿国际，国联证券研究所

乳制品行业中，液奶、酸奶、奶粉仍占据主流。2021 年，乳品市场细分品类中液奶、酸奶、奶粉合计占据约 97% 的市场份额，占比分别为 42.56%/24.05%/30.72%。酸奶市场份额近 10 年增长迅速，较 2010 年的 12.71% 提升近一倍，主要得益于常温酸奶向下沉市场快速渗透带来的增长；液奶占比较 2010 年下滑 20.01 个百分点，需求端逐渐饱和。奶酪、黄油等西式化程度更高的产品在消费端仍处在培育期，合计占比在 3% 左右。

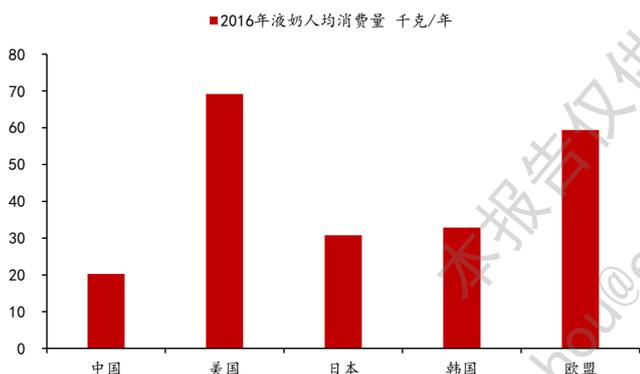
► 人均消费量重回上升趋势，对比海外仍有增量空间

2016 年后我国人均奶类消费量重回增长趋势。根据统计局数据，2014 年我国人均奶类消费量达到 12.5kg 的阶段高点后增速转负，主要由于行业食品安全因素等影响导致消费信心下滑，人均消费量于 2016 年回落至 12kg。随后自 2017 年起行业重回上升趋势，预计在疫情对健康需求的催化持续影响下，2021 年人均奶类消费量有望突破 13kg，未来在奶酪、低温奶等增量品类带动下，我国人均奶类消费量有望继续提升。

对比海外各地区，我国人均液奶消费量（含其他乳制品转化）仍有巨大增量空

间。我国乳制品行业发展较晚但增速较高，根据奶业年鉴数据，我国人均液奶消费量自2000年至2016年，由1千克增至20.3千克，CAGR为22%，增速远高于其他国家或地区同期水平。当前，我国人均液奶消费量与美国/欧盟人均69/59千克消费量比仍有数倍差距。而饮食结构、生活习惯类似的日本/韩国人均消费量为31/33千克，差距近50%，我们认为我国人均消费量还有进一步提升空间。

图表3：各国人均液奶消费水平



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表4：全国居民人均奶类消费量

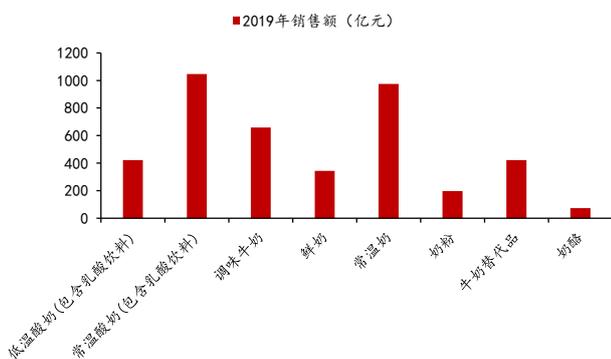


资料来源：统计局，国联证券研究所

➤ 奶酪、低温奶接棒常温奶，有望驱动行业增长

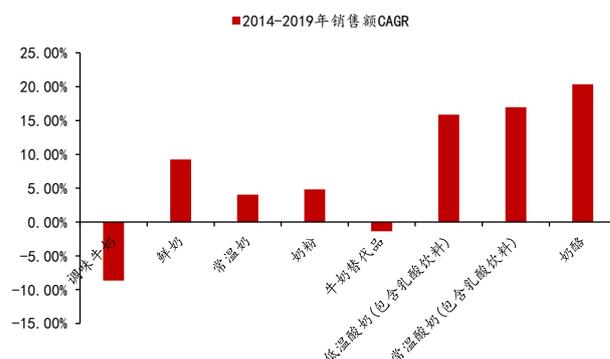
低温奶、奶酪品类规模小，增速高，有望接棒常温奶驱动行业增长。对比乳制品细分品类，2019年低温液奶/酸奶市场规模分别为343/422亿元，同期常温液奶/酸奶市场规模为975/1047亿元，分别为低温产品的2.8/2.5倍，低温板块规模相对较小。对比2014-2019年各品类复合增速，低温液奶/酸奶分别为9.24%/15.88%，常温液奶/酸奶为4.04%/16.96%，酸奶品类低温常温增速接近，常温液奶由于渗透度逐渐饱和，增速低于低温鲜奶。而乳制品细分品类中规模最小的奶酪行业在近年由奶酪棒带动下，品类增速高居行业第一，达到20%，未来奶酪、低温奶等高增速品类有望接棒常温奶，驱动行业增长。

图表5：低温鲜奶、酸奶规模较小



资料来源：欧睿国际，智研咨询，国联证券研究所

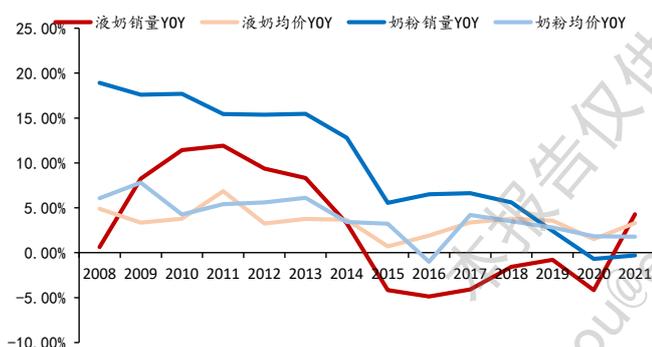
图表6：2014-2019年细分品类中奶酪复合增速第一



资料来源：欧睿国际，智研咨询，国联证券研究所

液奶、奶粉等成熟品类从量增驱动转向价增驱动。乳制品行业中规模较大的液奶、奶粉品类在渗透度逐渐饱和、人口红利下滑的背景下，近 5 年 CAGR 分别为 1.76%/5.59%，低于酸奶、奶酪品类，逐渐从量增驱动转向价增驱动：液奶自 2015 年、奶粉自 2020 年进入负增长阶段，而均价则始终保持正增长，两大品类当前主要由产品结构升级、品类高端化驱动下的价格提升带动行业规模增长。

图表 7: 液奶、奶粉行业从量增转向价增驱动



资料来源：欧睿国际，国联证券研究所

图表 8: 2021 年乳制品行业主要品类规模及增速

品类	规模 (亿元)	同比	近5年 CAGR
液奶	2718.84	7.74%	1.76%
酸奶	1545.99	8.61%	8.27%
奶粉 (含儿童食品)	1962.14	1.48%	5.59%
奶酪	122.73	22.95%	23.86%
冷饮 (含冷冻甜品)	644.51	5.47%	5.50%

资料来源：欧睿国际，国联证券研究所

综合各细分品类规模和增速表现，我们认为低温乳饮行业规模小、增速高，已进入成长阶段，凭借营养更丰富、口感更好、功能更多样化等优势，未来乳制品主要增量产品将从常温奶、奶粉逐渐转向低温产品，而常温、奶粉品类则主要依靠品类高端化带来的均价提升驱动规模增长。

1.2 竞争趋缓，寡头胜出

纵观乳制品行业发展历程，主要分为 4 个阶段，每个阶段均由不同细分品类带动行业发展，同时行业集中度也在不断提升，伊利蒙牛最终脱颖而出。

建国以后至改革开放前，我国乳制品行业处于萌芽期，奶牛存栏量低、奶类产量低、人均占有量低，因此仅能凭票定量供应，在此期间我国乳制品行业发展缓慢。

改革开放后至 2008 年，我国乳制品行业进入高速发展期。期间，我国对奶牛品种进行培育提高产量，配合开放后的市场，在供需两端均得到快速发展。在此期间，由于引进超高温灭菌和利乐包装技术，常温奶制品得以迅速发展，2008 年之前行业增量主要由常温液奶提供。

2008 年至 2018 年，行业进入提质阶段，通过提升产品质量，打造优质品牌形象修复消费者信心。2008 年，在行业快速发展的同时，低质竞争导致了三聚氰胺事件，消费者对我国国产乳品信任度大幅降低，进口奶粉、乳品占比逐年提高。为应对外资品牌的冲击，国家对乳制品加强监管、提升标准，同时上游养殖端淘汰落后小规模牧场，增强原奶质量，行业发展进入提质阶段。在此期间，常温液奶的产品升级以

及常温酸奶渗透度提高带动行业增长。

2018年后，行业进入做强阶段。伴随行业集中度的提升，行业头部品牌的发展目标从“做大”转向“做强”，从单纯的提升市占率向提升产品品质，满足消费者多样化需求转变。当前，行业中渗透度较低的奶酪以及低温产品预计将取代常温产品，成为行业新增量。

图表 9：乳制品行业发展历程

时间	阶段	行业情况
1949年-1978年	乳业萌芽	1949年全国存栏奶牛12万头、奶山羊17万只，年产奶量分别为19.2万吨/1.7万吨，其中，产奶性能较好的荷斯坦奶牛仅2万头。我国人均奶类占有量0.4千克。改革开放前，我国各地牛奶供应紧张，执行凭票定量、定点供应。
1978年-2008年	高速发展	20世纪80年代起，我国对奶牛群体进行选育提高，加之政策之下整个市场的放开推动行业发展。加工端，1984年，我国引进瑞典利乐包装设备，生产的灭菌乳保质期长达6个月，使产自北方的鲜奶能销往南方市场，改变此前需做成乳粉才能销往南方的历史。2008年，全国有乳制品生产企业815家，乳制品产量1810.56万吨，其中液体乳产量1525.22万吨，固态乳制品产量285.34万吨。工业总产值1490.71亿元，销售收入1431.02亿元。
2008年-2018年	内省提质	2008年，婴幼儿奶粉三聚氰胺事件使得本土乳业受到严重影响。此后，奶粉的进口量大增，达能、恒天然、雀巢等知名国外企业先后进入中国，快速占领了中国奶粉市场。面对外资乳企的冲击，中国乳业开始寻找解决办法。2008年后，国家卫计委颁布乳品安全国家标准74项，其中产品标准21项、生产规范标准5项、检验方法标准50项。期间，原奶乳蛋白、乳脂肪营养指标持续提升，体细胞和菌落总数卫生指标持续下降。2018中国奶业质量报告数据显示，2018年我国生鲜乳，乳蛋白含量平均值为3.25g/100g，国家标准为≥2.8g/100g；乳脂肪含量平均值为3.84g/100g，国家标准为≥3.1g/100g；菌落总数平均值为29.5万CFU/mL，国家标准为≤200万CFU/mL。当前，中国乳业已经实现了与国际先进标准对接，部分企业、部分领域已进入世界前列。
2018年至今	做大做强	2018年，全国大中型乳品加工企业占企业总数的79%；其中6个企业主营业务收入超过100亿元；排名前3位的企业，主营业务收入约占全国乳制品制造业主营业务收入的49.8%；排名前2位的企业进入世界乳品企业主营业务收入排名前10强，分别在亚洲排名第一位、第二位。中国乳业对其自身品牌不断地完善和维护，使其从“做大”目标转变向“做强”。

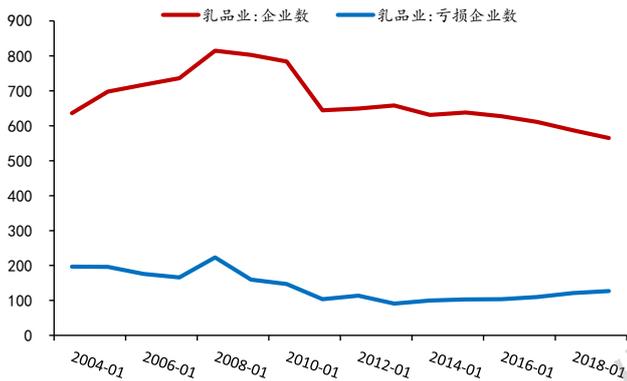
资料来源：乳业在线，国联证券研究所整理

乳制品行业2020年后竞争趋缓，行业格局逐渐稳定，乳企龙头伊利蒙牛占据近50%市场份额。

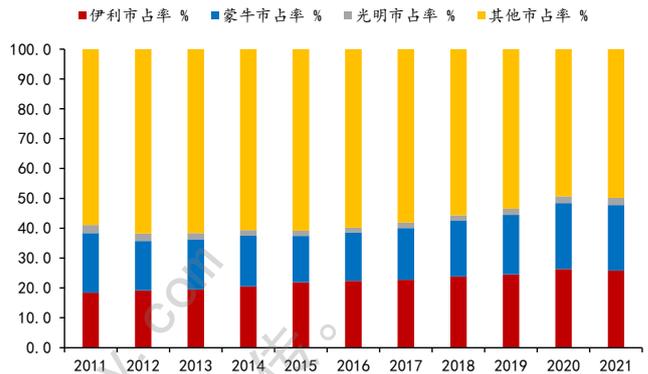
自2013年后，乳制品行业进一步整合，亏损企业增多，企业数量下降，行业集中度进一步提升。截止2019年，我国规模以上乳企数为565家，同比下降3.75%，较2008年高点的815家降低30.67%，亏损企业数为127家，同比上升4.6%，自2013年后亏损企业数上升。2019年乳制品行业规模以上企业实现销售总额3946.99亿元，同比增长16.13%；实现净利润379.35亿元，同比增长64.65%，行业盈利能力大幅回升。近年，行业亏损公司持续出清后，留存企业治理、运营能力相对较好，行业景气度、集中度持续提升。

图表 10：乳企数量下滑，集中度提升

图表 11：伊利蒙牛液奶市场份额边际提升放缓



资料来源: 中国奶业统计年鉴, 国联证券研究所



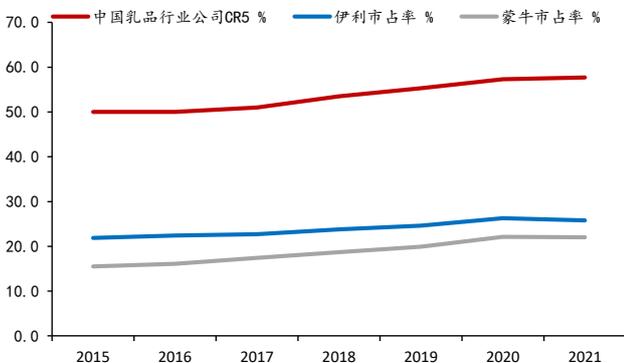
资料来源: 欧睿国际, 国联证券研究所

伊利、蒙牛在 2020 年起减缓终端价格战, 预计行业从价格竞争转向高质量发展。乳制品行业近年市场格局逐渐稳定, 伊利、蒙牛、光明近两年在液奶市场份额的边际提升放缓, 2021 年市场份额分别为 25.8%/22.0%/2.4%, 同比-0.5/-0.1/+0.1 个百分点。在原奶高位震荡背景下, 2020 年起伊利蒙牛在终端价格战的竞争逐渐趋缓, 两者从此前依靠浅层价格战争夺市场份额, 转向未来整体战略布局、高质量发展, 目标也从竞争国内龙头转向成为世界头部乳企。

1.3 展望未来: 渗透率→集中度→高端化

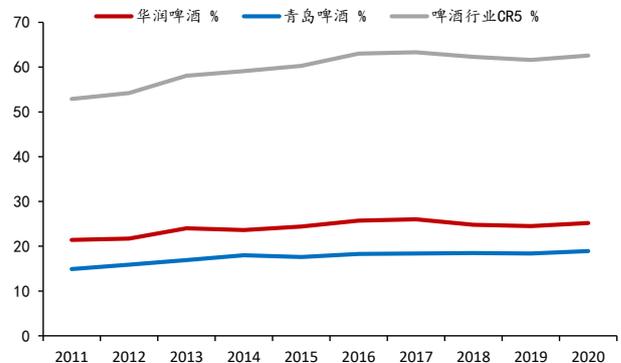
高端化是乳制品行业未来主要驱动力。食品饮料各行业普遍沿袭渗透率提升→集中度提升→利润率提升的路程衍变。当前, 乳制品行业步入成熟阶段, 龙头企业逐渐通过规模效应, 提升市场份额, 在集中度达到较高水平后, 头部公司在基础品类价格博弈带来的份额提升, 逐渐在边际递减, 行业有望转向结构升级, 通过高端化驱动利润增长。

图表 12: 2021 年乳制品 CR5 为 57.7%



资料来源: 欧睿国际, 国联证券研究所

图表 13: 2020 年啤酒行业 CR5 为 62.6%



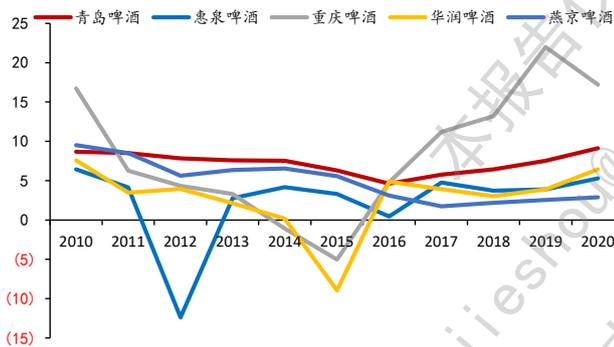
资料来源: Wind, 国联证券研究所

我们认为乳制品有可能呈现类似啤酒行业的发展趋势。2021 年, 乳制品行业伊利/蒙牛/行业 CR5 分别为 25.8%/22.0%/57.7%, 华润/青岛/啤酒 CR5 分别为

25.2%/18.9%/62.6%，乳制品与啤酒行业呈现类似的双寡头行业格局。啤酒行业 CR5 在 2016 年达到 63% 后，行业格局逐渐稳定，集中度并未进一步提升，而乳制品行业集中度预计短期仍有提升空间，但会逐渐趋于平稳。

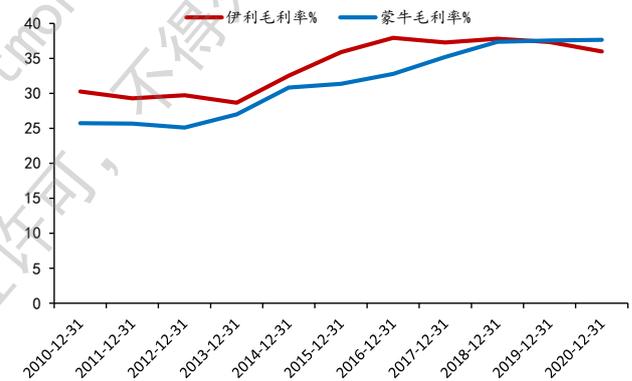
啤酒行业在 2016 年 CR5 达到 63% 以后，行业开启高端化进程，行业公司净利率水平均呈现稳步提升趋势，2020 年华润/青啤/重啤净利率较 2016 年分别提升 1.59/4.48/12.43 个百分点。我们认为乳制品行业在开启品类高端化后，头部公司净利率水平有望复制啤酒行业趋势。

图表 14: 啤酒行业净利率变动



资料来源: Wind, 国联证券研究所

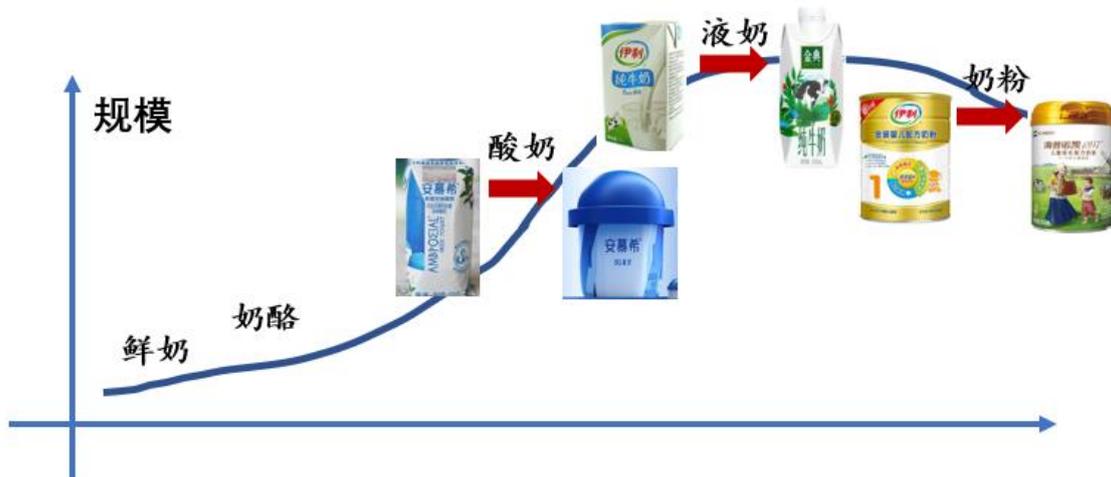
图表 15: 伊利蒙牛推出常温酸奶后推高毛利率



资料来源: Wind, 国联证券研究所

乳制品行业结构升级和产品高端化双成为行业发展新动力。从行业细分品类看，低温鲜奶、奶酪等高增速高毛利品类预计将取代奶粉、液奶、酸奶等高渗透度品类，成为行业新增动能。从各品类内部看，高渗透度品类中存在基础向高端产品迭代的趋势，如酸奶品类口味、功能多元化，液奶品类高端白奶替代基础白奶以及奶粉品类超高端化。因此，乳制品行业未来趋势上逐渐从低价低质竞争向价格健康、产品高质量发展方向靠拢。

图表 16: 乳制品行业产品结构升级、品类内部高端化双重驱动行业发展

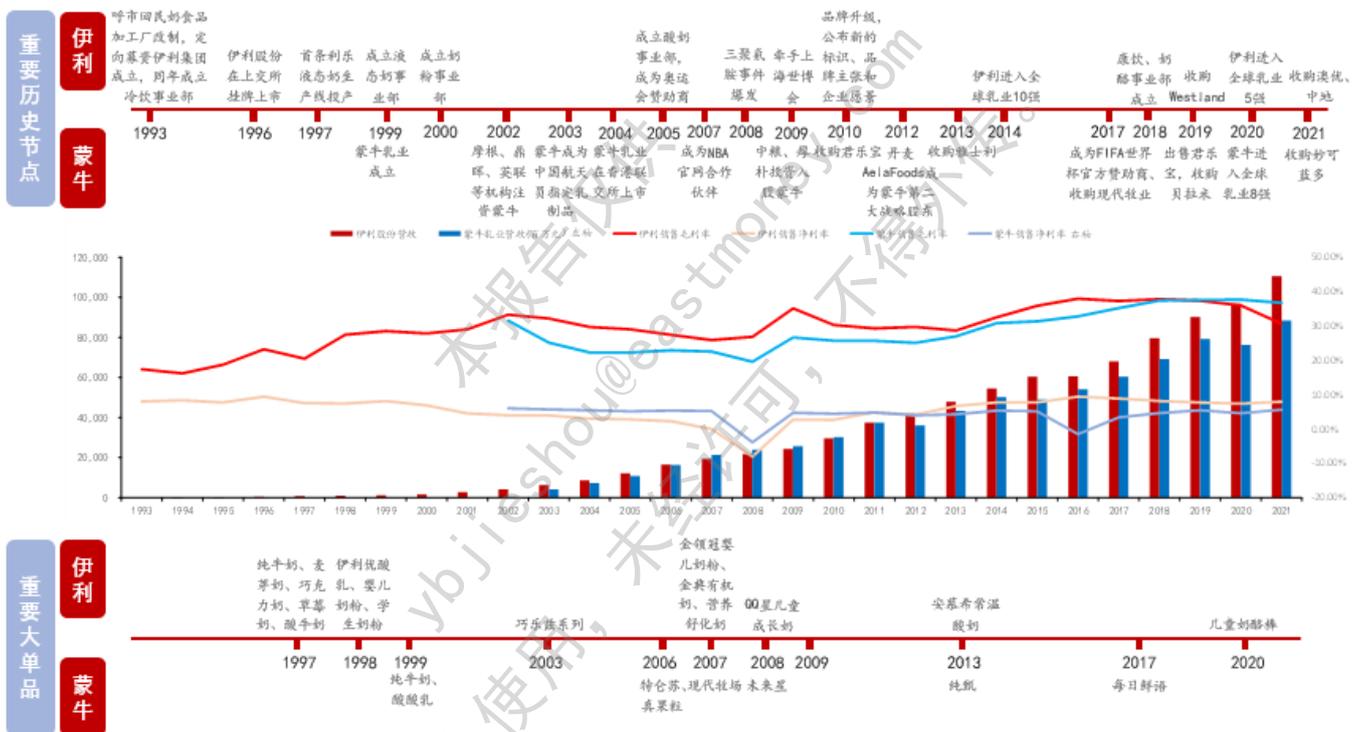


资料来源: 国联证券研究所整理

2 双寡头市场目标：剑指全球乳业第一集团

2.1 复盘历史：伊利 vs 蒙牛相爱相杀的 20 年

图表 17：蒙牛、伊利公司大单品、历史重要事件与经营数据对比



资料来源：公司公告，公司官网，国联证券研究所整理

复盘两大公司过去近 20 年发展历史，从营收角度看，一款成功的大单品对提升公司毛利率和营收规模效果显著。从利润角度看，行业性事件、公司战略选择以及品牌营销策略对净利润率变动影响更大。

结合当前上游成本压力以及下游需求趋势，两大龙头未来营销端发展预计将从单纯的集中资源打造大单品+终端价格战攫取份额的模式向精准营销、借助优势品牌扩容新品的方式转变。

伊利、蒙牛的发展历程可分为五大主要阶段：

➤ 第一阶段：1999-2007 年，蒙牛快速崛起，行业二元竞争格局确立

蒙牛大经销商模式快速做大市场，份额超越伊利。牛根生出走伊利与部分前伊利核心骨干成员创立蒙牛。公司起步晚于伊利，在渠道端采用大经销商模式，通过先建市场后建厂扩产的模式快速做大市场。由于让经销商参股公司，进行利益绑定，经销商愿意承担更多费用打造市场，有效降低公司销售费用率，因此在蒙牛毛利率低于伊利的背景下，净利润率则长期高于伊利。在营销端，公司避开与伊利直接交锋，通过跟随战术和特色广告语，借助伊利提升自身品牌知名度。同时，公司通过赞助热门综艺超级女声以及成为航天指定奶，进一步为品牌背书提升影响力。在产品端，公司率先推出特仑苏，打造高端常温奶标杆产品，同时推出真果粒、冠益乳等产品丰富公

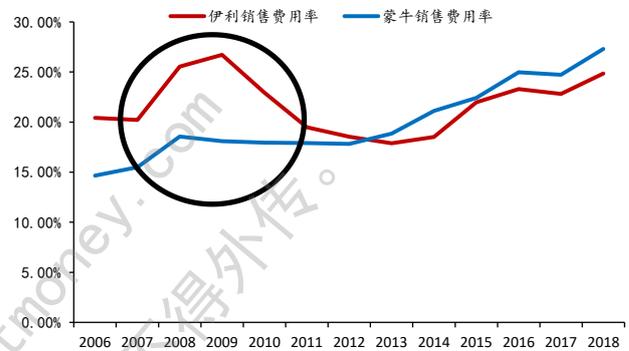
司细分市场布局。在这三项举措下，蒙牛最终于 2004、2007 年分别在净利润和营收规模上完成对伊利的超越。

图表 18: 蒙牛在品牌营销端率先发力



资料来源: 国联证券研究所整理

图表 19: 大经销商模式下蒙牛销售费用率低于伊利



资料来源: Wind, 国联证券研究所

伊利渠道下沉，率先完成全国化布局。在此期间，相较于蒙牛对伊利的针对性布局，伊利将更多注意力聚焦与乳业龙头光明的低温、常温奶的概念之争，并借助 2004 年出台的“禁鲜令”抹平宣传端常温奶与低温鲜奶的差异，实现常温奶对鲜奶的份额超越。同时，在渠道端伊利采用深度分销模式，稳步推进全国化渠道铺设，于 2006 年开启织网行动，率先完成“纵贯南北、辐射东西”的渠道布局，并借助 2007 年“万村千乡”活动强化乡镇级别终端渗透。期间，伴随伊利、蒙牛对常温奶的全国化推广，乳品消费逐渐从鲜奶转向常温奶，乳企行业伊利、蒙牛二元化格局确立。

第一阶段期间，伊利蒙牛营收规模实现十亿向百亿级的突破。截至 2007 年，伊利/蒙牛营业收入分别为 194/213 亿元，两者依靠纯牛奶和调味乳产品完成对鲜奶品类的替代，在市占率上均超越光明成为行业前二。

➤ 第二阶段：2008-2011 年，蒙牛遇挫，伊利实现反超

行业性事件叠加管理层动荡，蒙牛复苏迟缓。2008 年，乳制品行业发生三聚氰胺事件，蒙牛在此事件后恢复速度低于伊利。2009 年牛根生辞任董事长，中粮入主蒙牛，管理层变动叠加经销商影响，蒙牛复苏缓慢。

伊利依靠渠道优势率先复苏，对蒙牛完成反超。而伊利由于在 2006、2007 年期间持续强化渠道端全国化布局以及精细化终端掌控能力，在 2009 年原奶价格开启上行周期后，渠道优势帮助伊利在毛利率承压的背景下，通过抑制销售费用支出，毛销差逆势逐年提升，在营收、净利润端逐渐抹平与蒙牛的差距，进入稳健上升期。

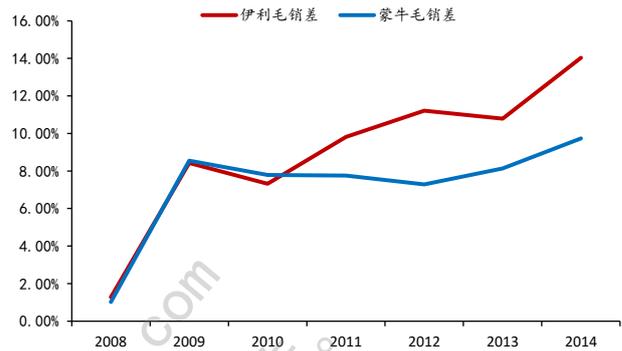
第二阶段截至 2011 年，伊利/蒙牛营业收入达到 375/374 亿元，根据欧睿国际数据伊利/蒙牛市占率分别为 18.4%/20%，两者核心大单品仍为基础白奶、调味乳饮料，其中伊利纯牛奶/蒙牛纯牛奶/优酸乳（伊利）/酸酸乳（蒙牛）市场份额分别为 9.5%/10.4%/3.4%/3%。

图表 20: 2009-2014 年奶价进入上行周期

图表 21: 渠道优势帮助伊利毛销差提升



资料来源: Wind, 国联证券研究所

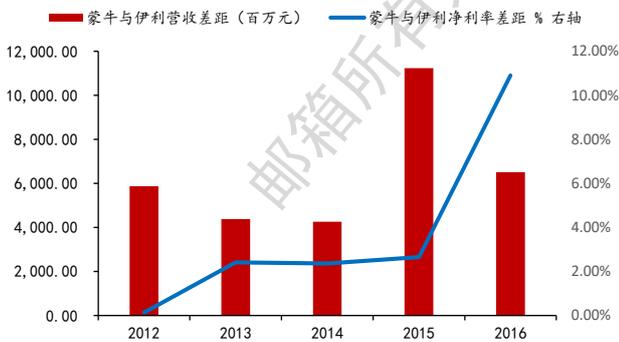


资料来源: Wind, 国联证券研究所

第三阶段: 2012-2016 年, 蒙牛改革效果欠佳, 伊利扩大领先优势

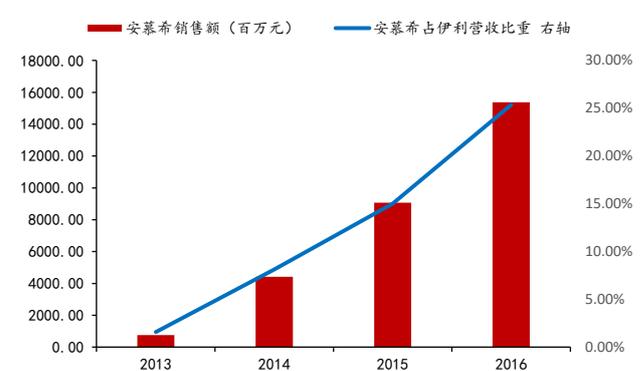
蒙牛国际化、数字化改革未见成效。2012-2016 年期间, 中粮系的孙伊萍担任蒙牛总裁, 对公司进行多项改革, 持续推进“国际化+数字化”的双轨战略。其中, 公司组织架构从事业部制转为产业链上下游模式, 意图强化供应链控制能力; 资本运作上引入欧洲爱氏晨曦成为公司第二大战略股东。而在业务端, 公司在上游增持现代牧业强化奶源自给率, 下游收购雅士利布局奶粉业务。但整体看, 期间由于组织架构职能划分不清晰, 收购业务运营不佳业绩拖累, 公司在此期间净利率一度下滑, 改革难言成功。

图表 22: 2012-2016 年蒙牛改革未见成效



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表 23: 2014 年后安慕希是伊利增长主要助力



资料来源: Wind, 欧睿国际, 国联证券研究所

伊利打造核心大单品安慕希, 成功改善产品结构。相较于蒙牛经历的动荡, 伊利保持稳健运营, 同时在 2014 年推出常温酸奶安慕希, 通过冠名大型明星综艺《奔跑吧兄弟》快速提升知名度, 同时凭借强大的渠道分销能力在终端快速铺货提高渗透度, 对莫斯利安实现弯道超车, 于 2016 年在常温酸奶业务上份额跃居行业第一。在 2009 年原奶价格进入上行通道后, 乳企普遍面临成本压力, 而伊利打造的百亿级大单品安慕希成功推动公司产品结构升级, 抬升毛利率, 改善毛销差与利润率。而在营收和净利润规模上, 伊利与蒙牛差距也在逐步扩大。

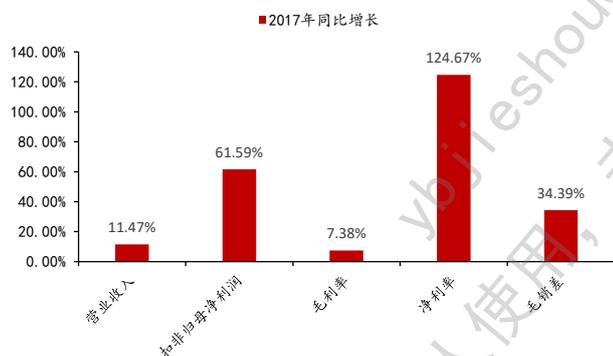
第三阶段截至 2016 年, 伊利/蒙牛营业收入达到 606/541 亿元, 市占率分别为

22.4%/16.1%，两者核心大单品中调味乳饮料被高端白奶所替代，其中伊利纯牛奶/蒙牛纯牛奶/金典（伊利）/特仑苏（蒙牛）市场份额分别为 9.1%/6.4%/4.4%/4.9%。

➤ 第四阶段：2017-2019 年，蒙牛改革释放红利，伊利注重份额提升

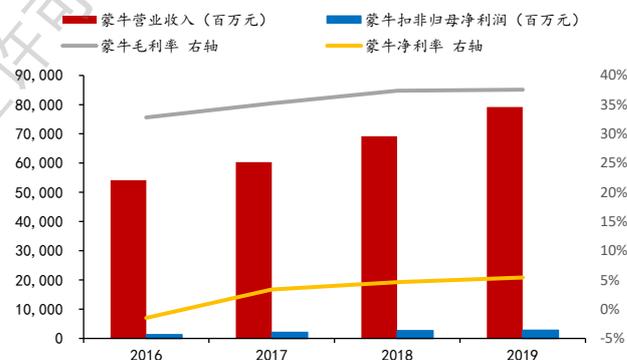
蒙牛二次改革效果显著。2016 年末，卢敏放上任蒙牛总裁，公司组织架构重回此前的事业部模式，下设常温、低温、奶粉、冷饮四大运营平台。同时公司开启深化改革，建立产供销、人财物、责权利三位一体化的管理系统，提升协同发展、强化资源运用效率。在此期间蒙牛的产品力和产品质量有所提升，而公司营收、利润、毛销差等数据均有大幅改善，从 2017 年后经营数据看，蒙牛进入改革红利期。

图表 24：2016 年末蒙牛内部改革立竿见影



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表 25：2017-2019 年蒙牛收获改革红利



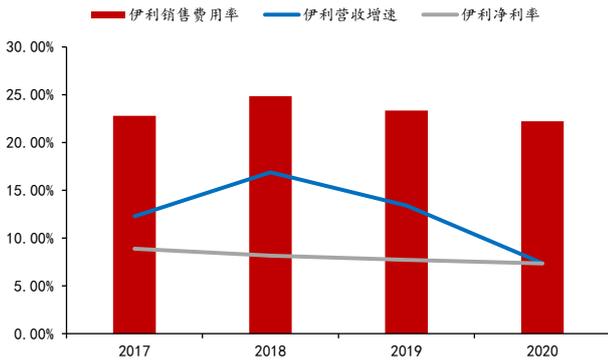
资料来源：Wind，国联证券研究所

伊利执行规模扩张战略，加大费用投放。伊利方面为应对蒙牛再次崛起，2018 年起将战略重心立足于市场份额扩张，意图扩大与蒙牛的规模差距，因此加大终端促销、广告投放等费用投入，2018 年销售费用率同比增长 2 个百分点。从市场反馈看，两者核心竞争的液奶业务营收规模差自 2017 年的 27.5 亿快速扩大至 2018 年的 62.9 亿，但从市占率角度，两者在 2017-2020 年间，市占率均有 4% 的提升，伊利未能继续扩大领先优势，费用投放提升最终挤压其他中小品牌市场份额。同时，在此阶段伊利受费用投放增长影响，利润率持续下行，2019 年利润率降至 7.72%，较 2017 年下滑 1.17 个百分点。

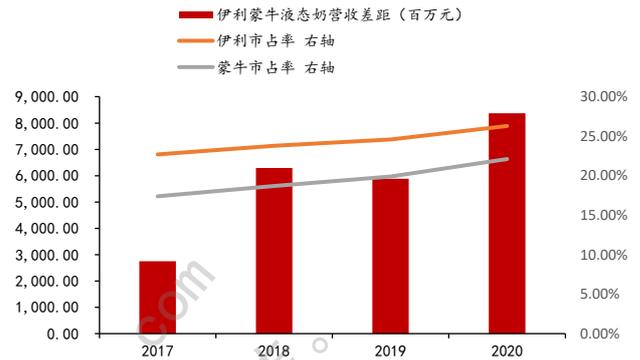
第四阶段截至 2019 年，伊利/蒙牛营业收入达到 902/792 亿元，市占率分别为 24.6%/19.9%，两者核心大单品中高端白奶份额继续提升，伊利纯牛奶/蒙牛纯牛奶/金典（伊利）/特仑苏（蒙牛）市场份额分别为 9.8%/7.8%/7%/7.7%。

图表 26：伊利 2018 年加大销售费用投放

图表 27：2018 年起伊利蒙牛液奶营收差距扩大



资料来源: Wind, 国联证券研究所



资料来源: Wind, 欧睿国际, 国联证券研究所

➤ **第五阶段: 2020 年起, 疫情催生乳品高景气度, 原奶价格上行竞争趋缓**

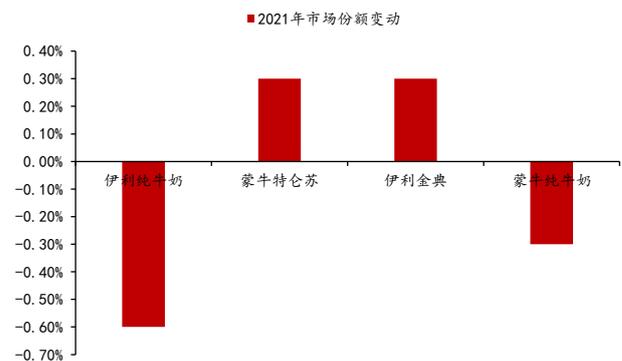
成本压力减缓终端价格战, 高端品类扩张助力两强营收增长。2020 年 3 月起, 疫情催化健康诉求, 乳制品需求呈现高景气度, 两大乳企龙头营收增长稳健。同时, 疫后消费者对产品功能性、营养含量关注度提升, 乳品高端化趋势显著。从市场份额看, 高端白奶中特仑苏/金典 2021 年市场份额同比均增长 0.3 个百分点, 而两者基础白奶产品份额出现下滑。从成本端看, 2020 年起上游原奶价格持续上行, 在成本压力下, 此前终端促销投放加大导致的价格战逐渐趋缓。预计伴随未来上游原奶供给平衡的背景下, 伊利蒙牛未来仍将通过改善产品结构的手段持续改善盈利能力。

图表 28: 2020 年后原奶价格上行抑制行业价格战



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表 29: 高端白奶品类份额提升



资料来源: 欧睿国际, 国联证券研究所

第五阶段截至 2021 年, 伊利/蒙牛营业收入达到 1106/885 亿元, 市占率分别为 25.8%/22%, 伊利纯牛奶/蒙牛纯牛奶/金典 (伊利)/特仑苏 (蒙牛) 市场份额分别为 9.9%/8.3%/8.6%/9.5%。

2.2 品类解析: 伊利蒙牛各显神通, 从同质化走向差异化发展

低渗透率高增长品类是未来伊利蒙牛主要增长来源。两者产品端伴随消费者需

求向多元化、差异化衍变，近5年均未能推出一款新的破百亿级别的大单品。基于当前现状，我们认为未来两家公司规模扩张的动力来源主要可分为两部分：1) 现有大单品在高基数背景下的SKU迭代更新、终端渗透度提升，未来保持高个位数稳健增长；2) 两家公司在除常温液奶外其他低基数细分品类中倾斜资源寻求内生突破或是通过兼并收购快速扩容子品类规模来提供新增动能，短期增速有望呈现指数级增长。

从当前伊利和蒙牛在主营业务发展看，各自常温液奶三大单品：基础白奶、高端白奶、常温酸奶仍是主要营收支撑，其中伊利/蒙牛2021年三大核心品类规模预计分别为690亿/560亿，对核心单品的依赖度分别为63%/64%，两者营业收入对核心单品依赖度较为接近。我们认为两者未来在保持常温白奶、常温酸奶两大主流产品竞争力的同时，在其他业务延伸上具有不同考量。

当前来看，两者在常温白奶和酸奶的竞争在从基础品类向高端品类过渡，同时分别在鲜奶、奶粉、奶酪等其他方向做出抉择，伊利在近3年预计优先发力奶粉业务，力争成为奶粉行业龙头，奶酪业务则有望通过兼并收购缩小差距；而蒙牛则在鲜奶和奶酪板块进行重点布局，避免与伊利在常温赛道直接竞争导致重启价格战。

图表 30：2021 年伊利蒙牛核心大单品规模对比

细分品类	伊利股份	蒙牛乳业
常温奶	伊利纯牛奶 (210 亿)	蒙牛纯牛奶 (170 亿)
常温高端奶	金典 (200 亿)	特仑苏 (250 亿)
常温酸奶	安慕希 (280 亿)	纯甄 (140 亿)
核心大单品规模	690 亿	560 亿
核心大单品占总营收比重	63%	64%

资料来源：欧睿国际，Wind，国联证券研究所测算

注：产品规模结合行业调研以及欧睿国际市场规模测算。

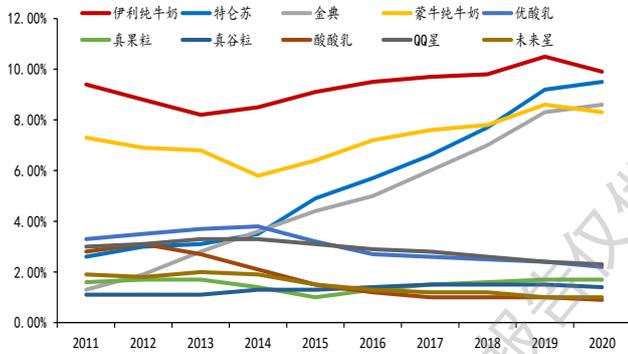
➤ 1) 常温白奶：基础白奶价格战趋缓，竞争转向高端品类

常温白奶短期仍是伊利和蒙牛营收增长核心来源。近年，伴随基础白奶渗透度逐渐饱和，终端价格战逐渐趋缓，两者竞争要点逐渐转向高端白奶。根据欧睿国际数据，从市场份额变动看，伊利蒙牛常温白奶主要4大品类：基础白奶、高端白奶、调味乳、儿童奶中，2014年后高端白奶份额快速上行，基础白奶保持低个位数增长，而儿童奶、调味乳份额下滑。高端白奶作为增速最高的品类，其中对应的特仑苏/金典近10年营收CAGR分别为18.86%/29.48%，是两家公司常温白奶主要的营收增量。

基础白奶竞争趋缓，高端白奶竞争加剧。从线下商超产品均价看，伊利蒙牛在基础白奶产品均价近5年有小幅提升，2017年1月伊利/蒙牛基础白奶线下商超均价分别为9.4/9.8元每升，截止2021年12月，均价分别升至11.28/11.14元每升。我们

认为伴随基础白奶市占率逐渐饱和，同时原奶供给偏紧的背景下，伊利蒙牛对此品类在终端费用投放边际效果减弱，其产品定位预计也将从扩容份额向利润贡献转变。

图表 31: 蒙牛伊利主要常温产品市场份额



资料来源: 欧睿国际, 国联证券研究所

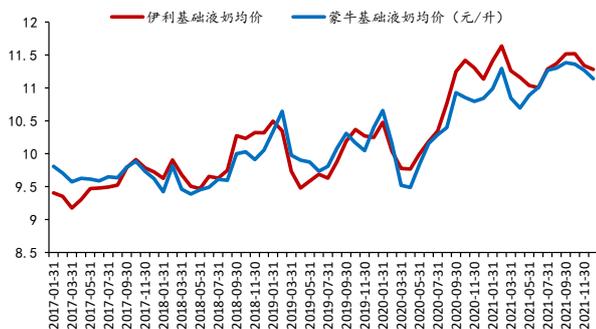
图表 32: 蒙牛伊利主要常温产品近年增速对比

产品	当前规模(亿元)	近 5 年 CAGR	近 10 年 CAGR
伊利纯牛奶	250	1.33%	4.85%
特仑苏	240	13.74%	18.86%
金典	217	13.92%	29.48%
蒙牛	209	4.95%	2.09%
QQ星	58	-6.14%	1.34%
优酸乳	56	-7.56%	-0.03%
真果粒	43	10.79%	6.46%
真谷粒	35	1.12%	9.13%
未来星	25	-8.13%	-3.50%
酸酸乳	23	-10.04%	-7.43%

资料来源: 欧睿国际, 国联证券研究所

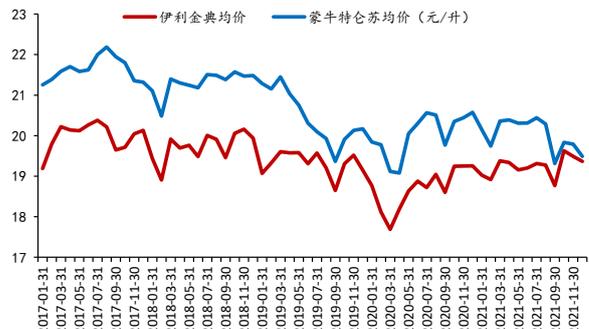
对比两者高端白奶代表产品金典/特仑苏价格，分别从 2017 年的 19.80/21.25 元降至 2021 年末的 19.36/19.48 元。伴随伊利在金典品类上倾斜更多资源培育，此前均价更高的特仑苏终端价格逐渐向金典靠拢。

图表 33: 伊利蒙牛基础白奶均价小幅上行



资料来源: 木丁, 国联证券研究所

图表 34: 特仑苏 vs 金典均价差距收窄



资料来源: 木丁, 国联证券研究所

未来常温奶业务中，伊利蒙牛预计总体保持趋同发展，高端品类有望保持低双

位数增速，基础白奶短期仍将保持低个位数增长，调味乳在近年快速回落后，预计下滑趋势收窄。高端白奶品类规模提速是由消费者多元化、高端化需求带动。消费者在疫后健康诉求提升的趋势下，对营养价值更高的高端白奶品类需求有望延续，金典/特仑苏取代部分基础白奶，在消费者自饮需求中占比提升。同时，由于礼赠产品价格带上移，有机、梦幻盖、限定牧场等品类取代金典/特仑苏基础款承接礼赠市场需求。双重因素驱动下，预计未来伊利蒙牛高端白奶仍将保持双位数增长趋势。与此同时，基础白奶预计将在近年规模达到饱和，增速继续下滑，高线城市部分需求将被替代，低线乡镇级市场是未来主要增量。

2) 低温鲜奶：蒙牛率先发力，目标 2025 年规模破百亿

蒙牛在常温白奶市场受伊利压制后，选择发力低温鲜奶做差异化突破。低温鲜奶存在显著的地区性特点，外来品牌难以进入当地市场，主要由于区域性品牌在当地深耕多年，在当地具有市场沉淀和忠实消费者积累，客户黏性较强，外来品牌进入市场需要投入大量营销成本进行消费者教育。

从伊利、蒙牛推出的低温奶包装设计上，蒙牛每日鲜语、伊利金典鲜奶均未在包装上突出蒙牛和伊利标签，两者试图降低主品牌曝光度，选择以子品牌作为低温奶的载体，降低低温奶消费者对常温品牌天然的抗拒感。

近年市场表现反馈，蒙牛鲜奶品类获得消费者认同，2025 年有望冲击百亿规模，而伊利短期并无重点培育鲜奶品类趋势。根据行业调研反馈，蒙牛 2021 年低温奶销售规模预计在 30 亿左右，较 2018 年推出低温鲜奶时的 4 亿规模增长 6.5 倍，基于公司鲜奶业务 2025 年冲击百亿规模的规划，蒙牛低温鲜奶未来有望保持 30% 左右复合增速。产品端，每日鲜语主打高端，目标便利店渠道年轻化群体；现代牧场主打平价，目标 KA 商超家庭消费者，两款产品在降低自身蒙牛系辨识度的包装下，以新品牌设定获得消费者认可。

图表 35：伊利蒙牛鲜奶产品降低主品牌曝光度



资料来源：公司官网，国联证券研究所

图表 36：低温奶存在区域性喜好差异

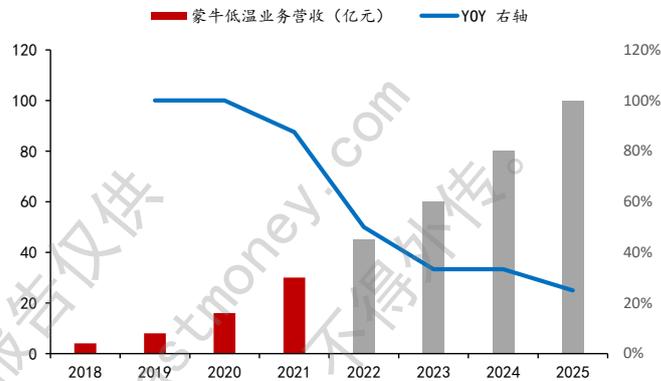


资料来源：饿了么《鲜奶外卖报告》，国联证券研究所

而伊利由于鲜奶布局起步较晚，且 KA 渠道平价鲜奶仍然采用主品牌商标，与其他低温品牌相比消费者接受度略低；同时高端线金典鲜奶与常温金典由于共用品牌未能做出差异化，市场接受度同样较低。从伊利管理层释放的信号看，鲜奶业务尚未成

为伊利短期发力目标，预计在未来我国低温奶消费群体占比扩容，低线城市消费市场初步成型后，渠道端占据优势的伊利再择机入场。

图表 37: 蒙牛低温鲜奶营收规模和公司未来规模展望



资料来源: 行业调研走访, 国联证券研究所

3) 酸奶: 常温延续流量+渠道打法, 低温竞争激烈品牌效应较弱

伊利蒙牛常温酸奶业务份额稳定, 行业空间相较常温白奶仍有增长空间。根据欧睿国际数据, 当前常温酸奶 CR3 分别为安慕希、纯甄、莫斯利安, 2020 年占酸奶市场份额分别为 19.6%/9.8%/4%/3%, CR3 合计 35%左右, 相较于常温白奶 CR3 占白奶整体 50%左右份额, 头部公司通过品类扩容、市场下沉仍有提升空间。

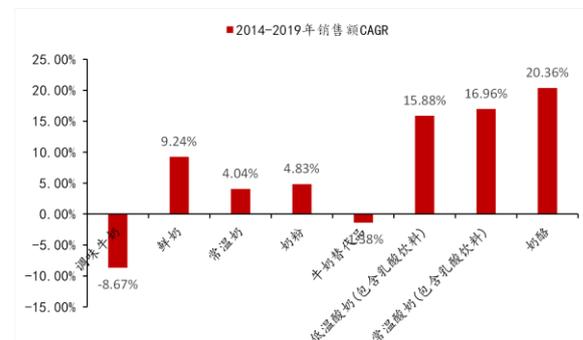
同时, 从乳制品细分行业增速看, 低温/常温酸奶 2014-2019 年 CAGR 均在 15%以上, 增速仅次于奶酪行业; 行业规模看, 2021 年酸奶行业整体市场约 1500 亿, 相较终端渗透度在 95%左右的白奶行业 2700 亿市场规模, 仍有较大下沉市场挖掘潜力。

图表 38: 常温酸奶 CR3 市场份额逐渐稳定



资料来源: 欧睿国际, 国联证券研究所

图表 39: 常温酸奶行业仍有较高增速



资料来源: 欧睿国际, 智研咨询, 国联证券研究所

伴随市场渗透饱和, 广告投放对常温酸奶规模扩张边际改善减弱。常温酸奶作为伊利蒙牛在常温白奶外最大的品类, 竞争格局、模式与白奶类似。伊利借助强渠道优势+流量 IP 打法, 在光明莫斯利安占据先发优势的背景下, 2015 年实现反超并持续占据常温酸奶龙头地位。伊利借助常温渠道强大的终端渗透度, 结合知名影视体育

明星 IP 作为代言人以及冠名大型明星综艺持续保持高曝光度，对比之下打法相同的蒙牛在代言人和综艺选择上稍逊一筹，反应到终端，纯甄仅为安慕希 60% 规模。但从行业格局变动看，安慕希/纯甄/莫斯利安 2021 年市场份额同比均下滑 0.1 个百分点，但近 5 年销售额 CAGR 仍维持在 25.04%/18.72%/9.08%，头部公司整体竞争格局稳定，持续享受行业渗透度提升带来的增量。

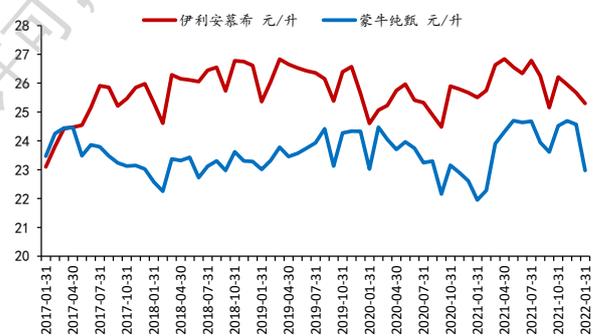
品类扩容和高端化延伸有效提升销售端均价。对比安慕希、纯甄终端销售均价，2022 年 1 月末同比 2017 年分别+9.5%/-2.11%，率先开启高端化的安慕希通过产品包装、规格、添加物上开启差异化竞争，均价逐渐上行。我们认为当前安慕希、纯甄均在单纯口味扩容的基础上开启功能化升级，两者对常温酸奶的战略目标从占领空白市场向挖掘细分领域需求转变，因此高举高打的广告和终端投放策略未来有可能转向精准化营销，产品价格带上移值得期待。

图表 40: 伊利蒙牛常温酸奶广告采用流量 IP 打法

广告种类	伊利	蒙牛
历年代言人	迪丽热巴、杨颖、李晨、C 罗、杨超越、宋雨琦、吉克隽逸、	罗志祥、张艺兴、邓超、赵丽颖、王一博
历年冠名、赞助综艺	奔跑吧兄弟多季、火星情报局等	全员加速中、中国正在听、蒙面歌王、极限挑战、创造营 2019

资料来源：国联证券研究所整理

图表 41: 安慕希、纯甄高端化并未带动均价提升



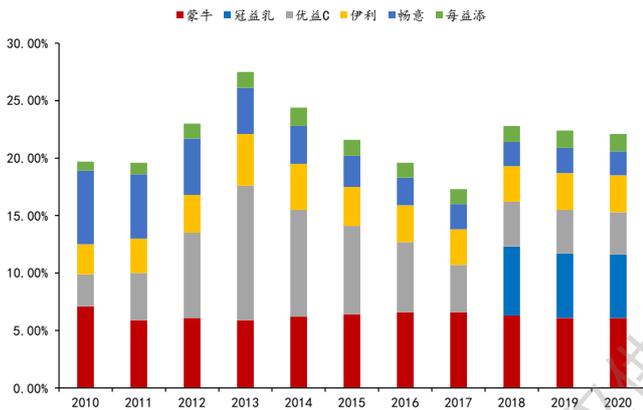
资料来源：木丁线下商超，国联证券研究所

伊利蒙牛占据低温酸奶中低端市场，高端品类竞争激烈，头部公司品牌效应较差。根据行业调研结合欧睿国际数据，伊利蒙牛在中低端酸奶品类基础夯实，两者各品类合计占据 20-25% 左右份额。从产品端看，低端酸奶产品使用复原乳发酵，产品老化、同质化严重，口味单一，也无特殊菌种添加，主要在 15 元/升左右的价格带，吸引注重性价比的消费群体，伊利蒙牛借助规模和成本优势把控市场。而中端产品线则在 25-30 元价格区间，与部分外资乳企如明治、养乐多的核心产品价格带重叠，伊利蒙牛普遍依靠更丰富的口味与外资品牌单一产品线竞争。

高端酸奶品类以产品创新获得消费者认可，头部公司品牌效应较差。从低温酸奶高端品类发展趋势看，功能化结合饮用场景细化，如餐前、餐后、睡前等概念正引导行业品类革新，各类小众初创品牌在产品打造和更新迭代上针对消费者需求反馈更加迅速，同时消费者也对产品成分、功能关注度高于品牌知名度，伊利蒙牛高投放打法在低温酸奶行业高端化发展趋势中效果较差。同时，由于该品类主要消费群体为中高线城市年轻群体，核心渠道为 KA 和便利店，伊利蒙牛在下线城市强大的渠道力优势无法得到体现，短期看两强均无重点投入竞争激励的高端低温酸奶的趋势。

图表 42: 伊利蒙牛在低温酸奶中低端市场份额稳定

图表 43: 高端低温酸奶主打功能化、0 添加概念



资料来源：欧睿国际，国联证券研究所

类别	价格 元/升	主要品牌	产品特点
低端	15	伊利、蒙牛、光明	高性价比、复原乳、口味单一
中端	25-30	明治、新乳业、养乐多、冠益乳、畅轻	普遍有额外益生菌添加、口味多样等
高端	50+	卡士、简爱、和润、如实	0添加、特殊菌种等

资料来源：国联证券研究所整理

伊利蒙牛在酸奶业务中，常温端预计仍然保持稳定广告投放，配合 SKU 扩容、在产品规模绝对值上向常温液奶靠近，其中蒙牛纯甄相较于伊利亚慕希销售规模相对较低，后续伴随蒙牛渠道改善后，增速有望保持低双位数增长；伊利由于高基数原因，在广告和终端投放规模无大幅增加的前提下，未来预计保持高个位数增长。低温端，预计两者核心产品将伴随冷链、KA 商超在下沉市场渗透，保持与行业发展趋同的高个位数增长。

图表 44：低温酸奶乳企大厂站稳中低端品类，新兴品牌聚焦高端品类



资料来源：公司官网，国联证券研究所整理

4) 奶粉：收购澳优伊利双线发力，出售多美滋蒙牛奶粉重整旗鼓

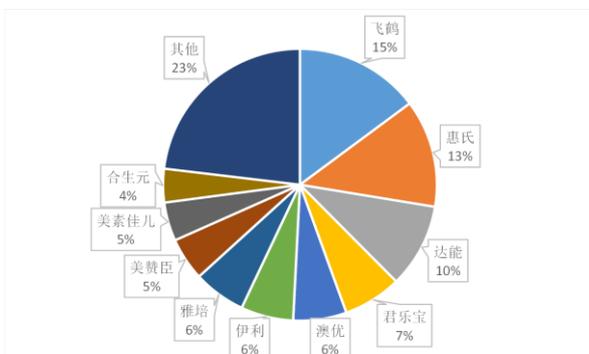
伊利在奶粉板块依靠内生增长叠加收购优质海外标的，扩大婴儿配方粉业务领先优势。2016年后新生儿出生率下行人口红利消失的背景下，奶粉行业从增量竞争转向存量竞争。同时，国家出台奶粉配方注册制进一步提升行业集中度，国产奶粉中研发实力较强的头部品牌逐渐获得消费者认可，而在高线城市对外资品牌仍保持较高热情的趋势下，当前内外资品牌平分婴儿奶粉市场。

澳优定位高端、超高端，海外特色奶源丰富，能弥补伊利在行业增速较高的进口超高端奶粉、羊奶粉等品类的缺失；同时伊利在国内渠道优势能加速导入澳优产品，提升终端渗透度。根据欧睿国际2020年数据和伊利奶粉增速测算，公司收购澳优后预计婴儿奶粉市占率将达到15%左右，几乎与行业龙头飞鹤持平。此外，伊利可通过澳优涉足营养品、益生菌、特医食品等领域进行更多布局，为公司未来转型综合健康食品企业打下基础。

蒙牛在奶粉端实力偏弱，2019年剥离君乐宝收购贝拉米后转型高端婴儿奶粉，2022年5月公司与达能分道扬镳，在出售多美滋的同时推动雅士利私有化，蒙牛奶粉业务有望重整旗鼓。蒙牛奶粉业务在2019年剥离主打性价比的君乐宝奶粉，并收购澳洲品牌贝拉米转型高端化，2020年5月贝拉米通过跨境电商率先引入澳洲地区超高端A2奶粉/羊奶粉产品，随后又推出本土配方奶粉菁跃，伴随产品矩阵逐渐完善以及蒙牛在1-3线城市终端分销渠道快速推进布局，短期蒙牛婴儿配方粉预计重回双位数增长。此外，雅士利业务结构中儿童、成人奶粉同样占据重要地位，伴随老龄化趋势下银发经济兴起，蒙牛预计同步发力成人奶粉，通过KA渠道优势避开相对竞争激烈的婴儿奶粉差异化竞争提升奶粉整体规模。

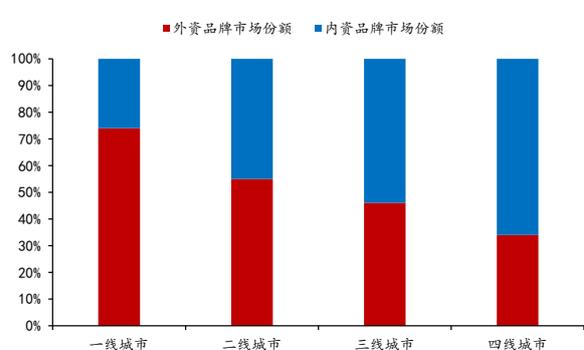
公司在2022年5月与外资股东达能分道扬镳，并将旗下奶粉品牌多美滋出售达能，同时进一步推动雅士利私有化。我们认为，公司在剥离长期亏损的多美滋，并摆脱外资股东掣肘后，在奶粉业务上能进一步对品牌规划、资源配置进行优化，未来奶粉业务有望重整旗鼓。

图表 45：2020 年奶粉行业市场份额



资料来源：欧睿国际，国联证券研究所

图表 46：2019 年各线城市国内外资品牌份额对比



资料来源：尼尔森，国联证券研究所

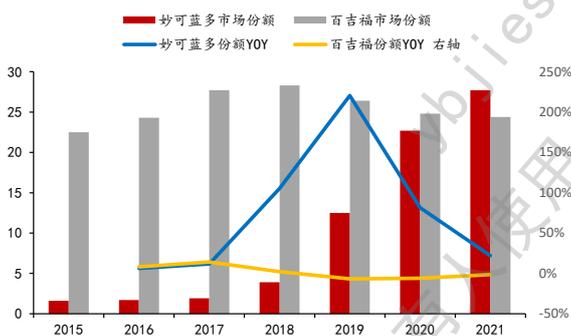
短期趋势看，伊利奶粉内生部分借助2020年末至2021年初母婴渠道活动转化客户，在2021Q3起保持30-40%增速，预计此类消费群体粘性较强，后期有望转至2-3

段奶粉，助力伊利整体奶粉业务延续高增趋势，而澳优借助伊利强大渠道推力有望保持双位数增长。而蒙牛高端线婴儿配方粉尚处于导入期，预计也将逐渐摆脱此前颓势，奶粉业务增速有望恢复至双位数增长。

5) 奶酪：蒙牛收购妙可，奶酪业务占据先发优势

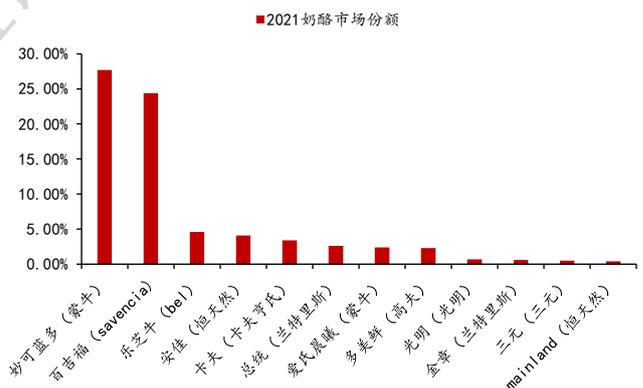
蒙牛通过收购妙可蓝多，在奶酪板块占据先发优势，预计未来三年将是蒙牛重要营收和利润增长点。根据欧睿国际数据，妙可蓝多市占率持续高速增长，2021年同比提升5个百分点，达到27.7%，成功超越百吉福成为行业第一。此外，妙可蓝多在Q3末推出常温奶酪棒，打开增量空间。低温奶酪棒对冷链条件要求高，常温奶酪棒有效摆脱运输储存条件、低温陈列货架对产品扩张的限制，在低温奶酪棒竞争加剧的环境下，开拓常温市场有望开启公司第二成长曲线。同时，公司推出常温礼盒产品，开拓春节礼赠消费场景，平滑低温奶酪难以弥补的季度间营收波动。

图表 47：妙可蓝多市场份额稳健增长



资料来源：欧睿国际，国联证券研究所

图表 48：奶酪行业品牌众多存在整合机会



资料来源：欧睿国际，国联证券研究所测算

伊利奶酪业务份额较小，收购行业优质公司是缩小差距的较好选择。当前，伊利奶酪业务规模相较于收购妙可蓝多的蒙牛有较大差距，整体市占率低于5%，而蒙牛爱氏晨曦+妙可蓝多占据市场30%以上份额。我们认为伴随奶酪棒行业近2年的价格战，行业部分品牌在广告投放、终端促销等费用投放或难以维持，部分品牌预计退出市场，伊利有望通过并购整合缩小与蒙牛之间的差距。

从中长期角度看，伊利、妙可蓝多均推出常温奶酪棒后，将产品向下线市场推广，进一步培育低线市场奶酪消费人群，未来常温奶酪行业增速可参考常温白奶、酸奶的发展路径，常温奶酪市场有望呈现数倍于低温奶酪的规模。

蒙牛在收购妙可蓝多后在奶酪行业份额领先，未来短期内预计依靠常温奶酪棒以及奶酪零食化产品保持高于行业平均增速扩张，而伊利仅依靠自身品牌短期难以缩小与妙可蓝多和百吉福的差距，增长空间预计源自中小型初创品牌在价格战下退出行业带来的空缺份额，短期增速预计略高于行业平均增速。

图表 49：2025 年伊利蒙牛假设达成战略目标下各细分业务空间预测

细分品类	2025 年伊利预测 (2021-2025 CAGR)	主要产品增速预测 (2021-2025 CAGR)	2025 年蒙牛预测 (2021-2025 CAGR)	主要产品增速预测 (2021-2025 CAGR)
常温	1111 亿 (8.6%)	金典 (14%)、 安慕希 (7%)	954 亿 (11.4%)	特仑苏 (16%)、 纯甄 (6%)
低温	85 亿 (5.7%)	金典鲜奶 (27%)	227 亿 (11.6%)	鲜奶 (29%)
奶粉	363 亿 (10.6%) 考虑澳优并表	澳优 (12%)	76 亿 (11.4%)	雅士利 (9.5%)
奶酪	24 亿 (24.9%)	伊利 (25%)	133 亿 (23%) 考虑妙可蓝多并表	妙可蓝多 (26%)
冷饮	85 (7%)	-	57 亿 (8%)	-

资料来源：行业调研，欧睿国际，国联证券研究所测算

整体看，伊利依靠常温奶高端化以及发力奶粉业务在 2025 年营收规模有望超过 1500 亿元（不考虑澳优并表），如考虑澳优并表则有望达到 1650 亿元。根据荷兰合作银行《全球乳业前 20 强》数据，2020 年世界第一乳企雀巢营收 1590 亿元人民币，第三乳企美国奶农营收 1480 亿，伊利营收 970 亿。假设美国奶农未来 5 年 CAGR 为 1%，2025 年伊利对其完成超越达成全球第三，2020-2025 年营收 CAGR 需要达到 9.91%。分品类看，我们预计伊利在 2025 年，常温、低温、奶粉三大业务分别有望达到 1111/85/363（考虑澳优并表）亿元，2021-2025 年 CAGR 分别为 8.6%/5.7%/10.6%，其中提供主要增量的产品分别为常温业务中的金典、安慕希持续高端化以及扩容 SKU，低温品类中金典鲜奶低基数下的高速增长，金领冠和澳优在婴儿配方奶粉中发力中高端以及超高端市场。

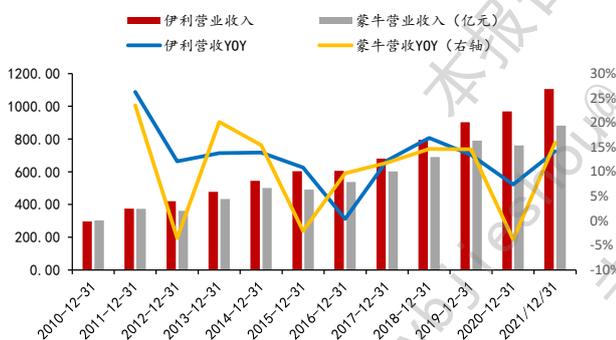
蒙牛依靠发力低温鲜奶、奶酪业务，2025 年营收规模有望达到约 1450 亿元。蒙牛乳业在 2021 年提出 5 年再造一个蒙牛，根据目标设定预计 2025 年蒙牛营收规模需超过 1500 亿元。分品类看，根据蒙牛内生增量，我们预计蒙牛在 2025 年，常温、低温、奶粉、奶酪四大业务分别有望达到 954/227/76/133（考虑妙可蓝多并表）亿元，2021-2025 年 CAGR 分别为 11.4%/11.6%/11.4%/23%，其中提供主要增量的产品分别为常温业务中的特仑苏超高端化和跨品类新品，低温中每日鲜语和现代牧场的份额提升。而公司收购的妙可蓝多有望在低温、常温奶酪棒市场继续扩大领先优势，并表后预计在 2025 年将提供约 110 亿营收增量。

2.3 战略路径：差异化发展助力伊利蒙牛进军全球乳业第一军团

➤ 率先发力高毛利品类，伊利扩大领先优势

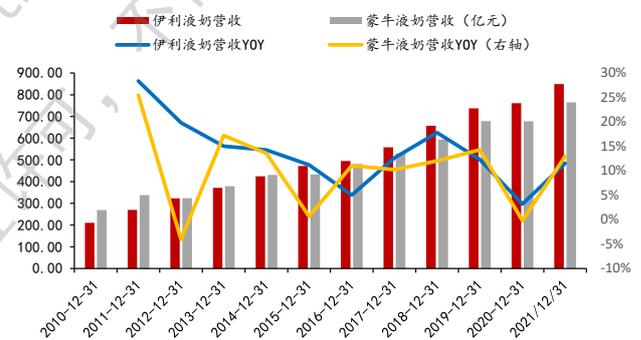
对比伊利蒙牛营收端，同为行业头部公司，营收体量差距逐渐扩大。伊利/蒙牛 2011 年营收几乎处在同一起跑线，分别为 374.51/373.88 亿元，但 2012 年伊利超越蒙牛重回乳业第一后，两者营收规模差距逐渐扩大，主要由于伊利率先在奶粉、冷饮业务上发力，提升其非液奶业务营收规模。对比两者核心的液奶营收，伊利直到 2015 年才完成对蒙牛的超越。截止 2021 年，伊利/蒙牛总营收分别为 1105.95/881.41 亿元，近 5 年 CAGR 分别为 12.78%/10.39%；核心液奶业务营收分别为 849.11/765.14 亿元，近 5 年 CAGR 分别为 11.39%/9.73%，伊利在总营收和液奶业务上均优于蒙牛。

图表 50：伊利 vs 蒙牛，总营业收入对比



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表 51：伊利 vs 蒙牛，液态奶营收对比

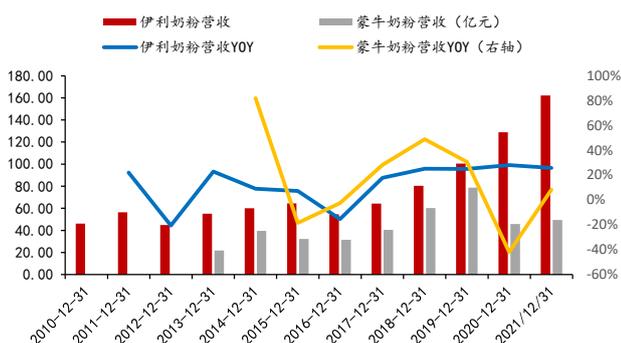


资料来源：Wind，国联证券研究所

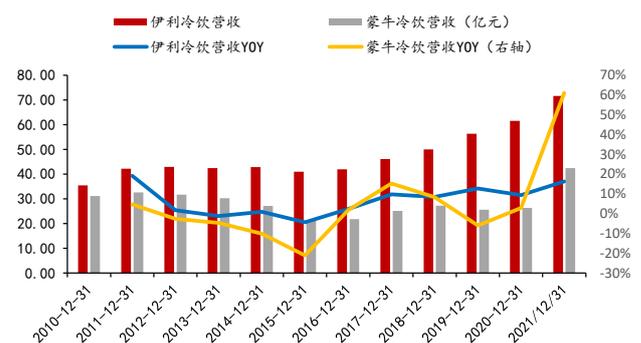
除核心的液奶业务之外，伊利在奶粉、冷饮两大业务上均长期领先蒙牛，同时差距逐渐扩大。伊利奶粉业务始终保持稳步发展，而 2013 年蒙牛收购雅士利重启奶粉业务时，伊利/蒙牛奶粉业务营收分别为 55.12/21.77 亿元。截止 2021 年伊利/蒙牛奶粉业务营收分别为 162.09/49.49 亿元，仍仅为伊利的 31%，从近 5 年 CAGR 看伊利/蒙牛分别为 24.33%/9.45%，伊利奶粉业务发展显著优于蒙牛，且近年公司加大资源倾斜后，奶粉营收呈现加速趋势。

在冷饮业务上，伊利与蒙牛差距逐年扩大。2010 年，两者规模接近，伊利仅领先 4.32 亿元。而截止 2021 年，伊利/蒙牛冷饮业务营收分别为 71.61/42.40 亿元，近 5 年 CAGR 分别为 11.29%/14.23%，蒙牛规模仅为伊利的 58%。

图表 52：伊利 vs 蒙牛，奶粉营收对比



图表 53：伊利 vs 蒙牛，冷饮营收对比



资料来源: Wind, 国联证券研究所

资料来源: Wind, 国联证券研究所

➤ 战略要点改变，从同质化直接竞争向高质量发展差异化竞争衍变

伊利蒙牛新一轮五年计划核心要点从直接竞争向自身高质量发展衍变。伊利蒙牛各自 2021-2025 五年计划相较于 2015-2020 年期间，从强调市场份额之间的竞争以及市占率绝对值的提升转向公司自身规模的扩张。其中，蒙牛提出在 2025 年再造一个蒙牛，预计对应营收规模达到 1500 亿，CAGR 达到 15%，同时细分品类中，鲜奶、奶酪、奶粉冲击百亿规模，此外希望净利率稳步提升。而伊利则提出 2025 年进入全球乳企前三，2030 年成为全球第一乳企，预计 2025 年营收规模需达到 1600 亿元，而净利率也提出每年提升 0.5 个百分点的目标。

两者战略目标转变体现出乳制品行业脱离低端产品线价格战向高毛利、高端化品类发力的趋势。针对战略目标中利润率提升目标，我们认为两者竞争方式将从直接的终端价格竞争、广告曝光度竞争向自身运营效率提升、品类结构改善、外延并购优质企业发展。

2019 年之前，伊利蒙牛在各自发展战略上呈现截然不同的选择。蒙牛通过不断并购，加速布局上游奶源和奶粉业务，而伊利在 2019 年前则主要通过内生增量发展。

图表 54: 伊利、蒙牛近年收并购标的梳理

品类	奶粉	奶源	奶酪	冷饮	其他
伊利 规模	 澳优 Aunutra 行业第四	 赛科星 全球第一(优然+赛科星)	 中地乳业 ZhongDi Dairy 国内第九	 泰国第一	 水知道阿尔山
蒙牛 规模	 高端有机第二	 圣牧高科 全球第八	 现代牧业 全球第二	 妙可蓝多 行业第一	

资料来源: 公司公告, 国联证券研究所整理

2019 年后，伊利开启并购之路，逐渐从修炼内功向外延扩张模式转变，针对乳业全产业链薄弱环节进行补充。公司上游收购中外优质奶源提升原奶自给率，下游收购奶粉、冷饮、矿泉水等标的，针对高毛利、高增速细分品类强化竞争力。而蒙牛则延续一贯的并购战略，并通过并购将贝拉米、妙可蓝多收入公司品牌矩阵，强化奶粉、奶酪业务实力。

3 双寡头竞争回归利润：从规模诉求转向利润考核

伊利蒙牛在行业整体增速见顶，公司市场份额增长缓慢，主营业务渗透度饱和的三重背景下，逐渐将发展重心从单纯追求规模扩容向净利率提升维度倾斜。

从两家公司历史盈利能力变动看，影响公司毛利率的措施主要为直接对产品提

价和以及推出高毛利大单品，而影响净利率的关键要点则是广告投放和渠道费用支出。当前来看，宏观经济下行压力下，无法频繁对产品直接提价，同时伴随消费者需求多元化，集中资源再打造一款百亿级规模大单品的难度提升。

因此我们认为，伊利蒙牛在毛利率提升主要依靠原奶价格下行带来的成本回落以及产品端高端化竞争带来的毛利率改善；在净利率端，两者提升则主要依靠利润诉求共识下，对广告和渠道投放减缓释放的净利率提升空间。

图表 55: 伊利、蒙牛, 净利润、净利率、毛利率对比

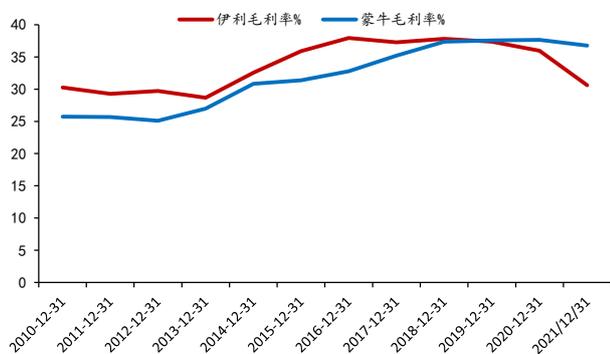


资料来源: Wind, 国联证券研究所

对比伊利蒙牛历史毛利率、净利率变动, 伊利整体表现更为稳健, 而蒙牛则在净利率端相对偏弱, 出现波动。两者毛利率、净利率受各自战略布局影响, 呈现阶段性变化, 其中毛利率主要伴随产品提价、产品结构改善、以及原奶价格影响变动, 净利率则主要受到渠道端价格战影响。

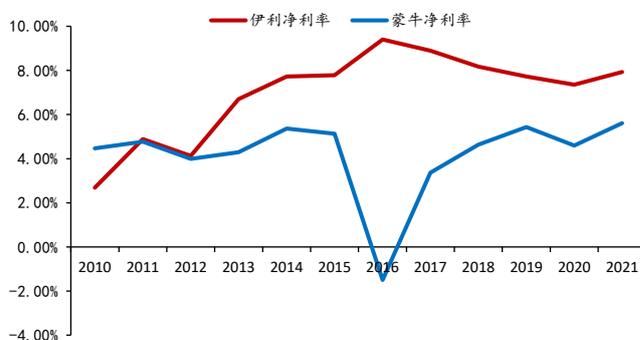
2009-2013 年上游原奶价格上行, 伊利蒙牛毛利率均出现下滑, 但伊利受益渠道端精耕, 净利率从 2009 年的 2.7% 升至 2013 年的 6.7%, 蒙牛则稳定在 4.5% 左右。

图表 56: 伊利蒙牛近 10 年毛利率对比



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表 57: 伊利蒙牛近 10 年净利率对比



资料来源: Wind, 国联证券研究所

2013-2016 年, 伊利毛利率从 27.6% 提升至 37.9%, 主要归功于成功打造高毛

利的百亿级大单品安慕希，在此带动下，伊利净利率也从 6.7% 提升至 9.4%，而蒙牛则受子公司经营不佳拖累净利率转负。

2017 年后，由于两者战略主要集中于市占率的直接竞争，导致产品结构趋同，毛利率向 37% 靠拢。2020 年毛利率端，蒙牛小幅超越伊利。2021 年，伊利/蒙牛毛利率分别为 30.62%/36.75%（伊利毛利率受会计准则调整影响，可比口径下为 36.5%），蒙牛毛利率在 2019 年后超越伊利，主要由于高毛利品类如特仑苏、纯甄等产品营收贡献占比高于伊利。未来，伴随伊利对金典有机、安慕希新品等产品不断培育，叠加原奶价格下行预期，伊利毛利率水平有望回升。

净利润端，由于终端价格战导致费用投放加剧，此前领先的伊利净利率在 2017-2020 年从 8.89% 下滑至 7.35%，而蒙牛则受益改革红利释放以及子公司经营改善，净利率从 3.37% 升至 4.59%。而自 2020 年起，在原奶价格上行背景下，伊利蒙牛竞争趋缓，同时在新 5 年周期战略规划下对盈利能力的诉求驱动伊利蒙牛 2021 年净利率水平同步回升。

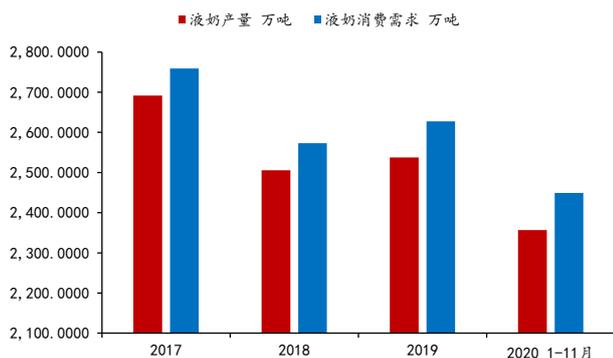
3.1 成本改善：原奶掌控力提升缓解上游成本压力

原奶价格能否回落是伊利蒙牛毛利率提升最直接影响因素。根据上游牧场补栏周期看，2022 年下半年原奶供给有望提升，原奶价格年内预计低个位数回落。但 2 月末俄乌冲突导致大宗农产品价格上行，其中玉米、小麦、大豆等饲料主要原料价格上行，原奶价格拐点可能延后。

我国原奶供应长期存在缺口。2020 年前 11 月，我国液奶产量为 2356.8 万吨，同期液奶销量为 2449.23 万吨，供给缺口为 95.12 万吨。我国液奶产量自 2016 年达到顶点的 2737.2 万吨后持续下行，虽然消费需求同样呈现下行趋势，但原奶供应长期存在缺口，需要进口液奶或奶粉补足缺口。

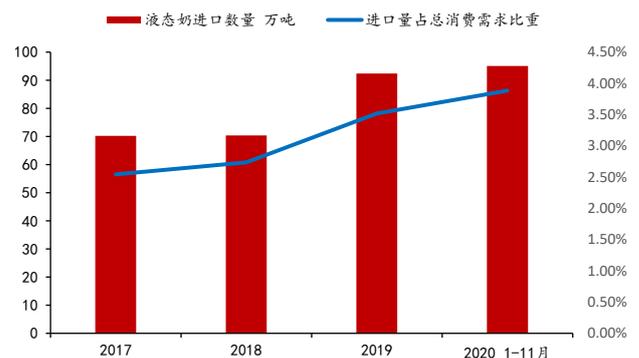
2017 年，供给缺口 67.67 万吨，液奶进口量为 70.2 万吨，占总消费比重为 2.54%；2020 年缺口增至 92.43 万吨，进口量增至 95.12 万吨，占比升至 3.88%，主要由于疫情导致 2020 年上半年供给端减产导致进口占比提升。

图表 58：我国液奶产量需求长期存在缺口



资料来源：智研咨询，国联证券研究所

图表 59：我国奶制品进口量持续增长



资料来源：智研咨询，国联证券研究所

上游牧场乳牛存栏量恢复缓慢，预计 2022 年 H2 前供给仍存缺口。从上游牧场看，2015 年后上游牧场正从散养模式到高度集约化养殖过程转变，散养户及中小规模牧场大批量亏损退出，同时低产奶牛同步淘汰，2018 年环保监管趋严加速这一趋势。反映到原奶价格上，2018 年后生鲜乳主产区均价持续上行，2021 年 8 月达到 4.38 元/千克的高点，较 2018 年 9 月的 3.42 元增长 28.07%，截至 2022 年 3 月，原奶价格已回落至 4.21 元/千克。

从短期存栏补栏情况看，受到 2020 年起海外疫情影响，从海外引进奶牛费用和周期上涨，因此补栏速度较慢，奶源短期缺口比较明显。从周期看，奶牛出生到投产需要 24 个月开始出奶，因此奶源供应缓解预计需要 2 年时间的周期，预计在 2022 年下半年之前，我国原奶需求供给保持紧平衡，原奶价格短期保持高位震荡。

图表 60: 2020 年起生鲜乳价格持续走高，2022 年略有回落



资料来源: Wind, 国联证券研究所

原奶价格上行驱动乳企向上游整合，供需双方匹配度提高。2020 年，多家头部乳企推进优质牧场并购、新建奶源基地，提高原奶自给率，主要由于目前中国奶牛存栏处于低位，在需求复苏的预期下，乳企为了夯实未来奶源供应体系，提高奶源自给率，防范奶价提升导致的成本继续上升。另外伴随近年行业常温奶业务增速放缓，营收发力点向鲜奶、奶酪、奶粉等品类过渡，而低温奶需要在主要销售城市群周边进行奶源布局，缩短冷链运输距离；奶酪、奶粉等干乳制品对原奶需求量更大，因此基于未来发力其他细分业务预期，伊利蒙牛需加速布局上游原奶基地建设。

图表 61: 2020 年后伊利蒙牛奶源布局

公司	奶源布局事件
伊利股份	2020 年 9 月 27 日, 伊利公告, 通过新设立的控股子公司 Wholesome Harvest Limited 以要约收购方式收购中地乳业股份。
	伊利集团拟规划投资近 30 亿元, 在河南驻马店投建规模化示范性牧场和智能化乳制品加工基地。
	2021 年 10 月 27 日, 伊利子公司以协议转让、认购新股并触发全面要约义务的方式收购澳优乳业。
蒙牛乳业	2020 年 7 月 28 日, 中国圣牧同意向蒙牛全资附属公司 Start Great Holdings Limited 发行认股权证, 蒙牛将成为其单一大股东。 蒙牛计划在巴彦淖尔市建设总投资逾 1000 亿元的中国乳业产业

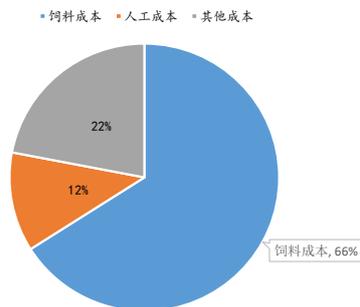
园西部中心 10 万头奶源基地项目；蒙牛在河北启动了“河北万吨奶源规划”，围绕六大生产基地，将在五年内增加奶牛存栏 15 万头，年产生鲜乳 100 万吨。

资料来源：公司公告，国联证券研究所整理

我们预计在无外围因素扰动下，原奶价格年内预计呈现个位数降幅。短期原奶供给仍将延续供需紧平衡的趋势，主要由于中小养殖户退出后，上游大型牧场与下游乳企深度绑定，奶牛扩容节奏与下游乳企需求高度捆绑，因此或难以出现过去原奶价格上行后上游散户大规模扩产，随后产能过剩导致原奶价格大幅回落的情况。

俄乌冲突或将延后原奶价格下行拐点。乳制品行业上游养殖成本中，饲料占比约 66%，预计大豆、豆粕、玉米涨价将直接推升原奶价格，间接导致中游乳企成本上行。但此前 2020 年起，原奶价格高位震荡，供给存在缺口时，行业头部公司普遍向上游并购牧场，提高原奶自给率，降低成本波动影响。因此，我们认为原料价格扰动是短暂因素，进一步推高原奶价格可能性较小，影响预计为原奶价格下行拐点延后。

图表 62：规模化养殖企业奶牛养殖成本结构



资料来源：产业信息网，国联证券研究所

综合来看，基于伊利 2020 年财务数据测算，我们认为原奶预计占伊利营业成本 60%左右，根据敏感性测试原奶价格变动 1%，伊利的毛利率变动约 0.4 个百分点。因此，仅考虑原奶价格因素，假设年内原奶价格回落 1%-5%，伊利毛利率有望提升 0.4-1.9 个百分点，而产品结构类似的蒙牛也有望呈现类似的毛利率变动。

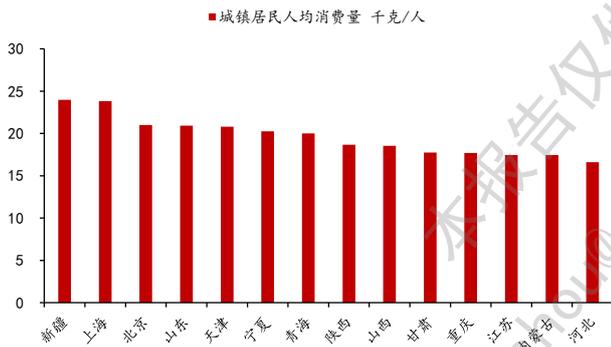
3.2 均价提升：品类优化和结构升级推动产品均价提升

伊利蒙牛产品矩阵中高端白奶、奶酪、鲜奶、奶粉等高毛利品类占比逐年提升，产品结构升级以及品类高端化助力公司毛利率提升，同时相较于海外成熟市场乳企，两者产品结构仍有较大改善空间。

供给端，产销分布不均格局逐渐改善，成本上行驱动乳企进行产品升级。我国乳制品主要产地和消费区域长期存在地理性差异，根据各省人均乳品消费量排名，除

新疆外，位居前列的主要为上海、北京、天津等一线城市，或是山东、江苏等沿海地区；乳品产量较大的则主要为河北、内蒙、河南、宁夏等中西部地区。在北奶南销的历史背景下，行业早期可长期运输保存的 UHT 灭菌常温奶通过伊利蒙牛在价格战推动下，率先覆盖全国市场。近年由于上游奶源紧张，原奶价格持续上行，伊利蒙牛将原奶资源从毛利率偏低的基础白奶转向毛利率更高的高端白奶品类。当前，常温奶中，两者高毛利的金典/特仑苏占比均已超过基础白奶产品。

图表 63: 我国乳制品消费量分布



资料来源: Wind, 国联证券研究所

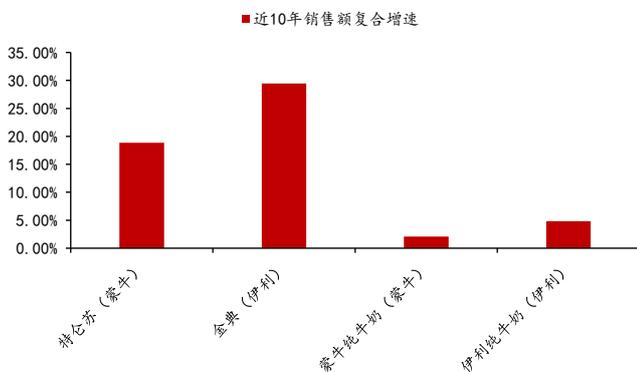
图表 64: 我国乳制品产量分布



资料来源: 中商研究院, 国联证券研究所

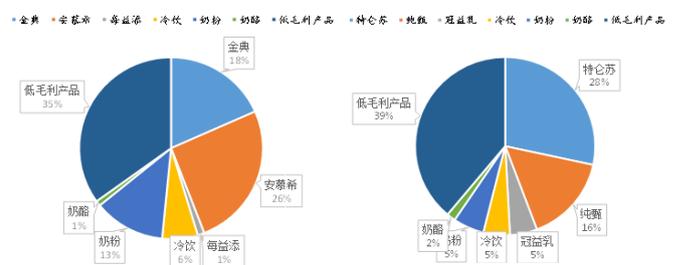
需求端，消费需求多元化、细分化促进乳企向低温奶、奶酪等品类发力。2015年前后的消费升级趋势叠加 2020 年后的新冠疫情催化，在一、二线城市饮奶基础较好地区，基础常温产品渗透度饱和，消费者对高品质、健康化、功能性乳制品需求提升。在此趋势下，乳企通过口感革新、增加功能性营养素、益生菌、高蛋白含量、优质奶源等概念打造高端乳制品，迎合消费者需求。同时也切入特定消费场景，针对个性化需求打造如低脂减肥、高蛋白健身、餐后助消化的产品。根据日本头部乳企产品发展趋势看，未来低温奶、低温酸奶、奶酪等品类将是功能细化下，乳制品发展较好的呈现载体。

图表 65: 乳制品行业结构化升级趋势明显



资料来源: 欧睿国际, 国联证券研究所

图表 66: 2021 年伊利蒙牛高毛利品类占比



资料来源: 国联证券研究所测算

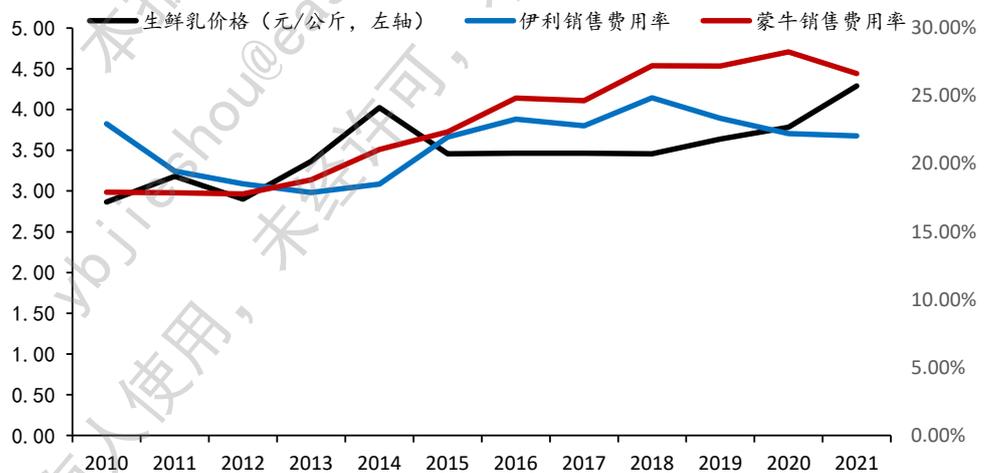
产品结构升级对毛利率提升影响相对较小。根据 2021 年伊利各品类规模预测，我们假设高毛利/低毛利品类毛利率分别为 46%/17%，当前占比分别为 65%/35%，综

合毛利率为 35.85%基本符合伊利 2021 年毛利率水平。根据业绩预测，我们预计伊利 2025 年高/低毛利产品占比改善至 68%/32%，对应毛利率提升 0.87 个百分点，即产品结构中高毛利品类占比提升 1%对应毛利率提升 0.3 个百分点。

3.3 费用压缩：广告和渠道费用投放趋缓，净利率提升

当前原奶价格高位震荡背景下，伊利蒙牛提升净利率的最直接手段是减少广告投放和终端促销。对比原奶价格与两者销售费用率，2021 年之前伊利销售费用率与原奶价格呈现负相关性，蒙牛销售费用率则与原奶价格走势类似。

图表 67：伊利蒙牛销售费用率与生鲜乳价格走势对比



资料来源：Wind，国联证券研究所

伊利在原奶上行周期均降低销售费用率。2009 年后原奶价格增长约 35%，对应伊利销售费用降低 5 个百分点，主要为应对毛利率下行压力。伊利依靠织网行动强化的渠道优势，通过在终端促销和广告投放降低来释放利润空间，稳定净利率水平。2018 年后，原奶价格再次进入上行区间，伊利销售费用率再次呈现下行趋势。

蒙牛销售费用率与原奶价格关联度较低。我们认为主要由于 2008 年后蒙牛在乳制品行业中长期扮演伊利追赶者的角色，伊利降低销售费用率会被蒙牛看作攫取伊利份额的契机，因此会逆势加强费用投放。同时，蒙牛由于渠道端早年采取大经销商模式，终端掌控度不及伊利，在规模扩大后，对大经销商的费用率压降较为困难。2021 年，在原奶价格高位震荡背景下，两者均减缓终端投放，在此趋势下蒙牛销售费用率开始回落。

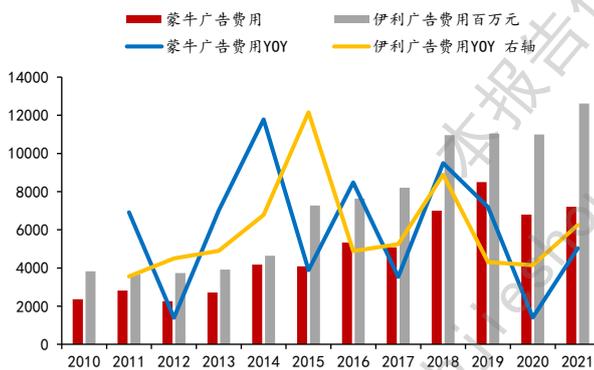
➤ 广告投放从高举高打转向精准营销，伊利削减空间更大

伊利蒙牛广告费用呈现阶段性变动，伊利投放长期高于蒙牛，同步收缩投放伊利弹性空间更优。伊利蒙牛广告投放费用从绝对值看呈现阶梯型上行，2010-2014 年，

伊利年均投放规模保持在 40 亿左右，而蒙牛则从 20 亿提升至 40 亿规模。2015-2017 年，伊利开启综艺冠名的打法，2015 年同比增长 56.87%，规模进一步提升至 70 亿，而蒙牛受限营收差距，投放规模控制在 50 亿左右。2018 年起，伊利成为冬奥赞助商后进入冬奥周期，广告投放突破百亿，蒙牛跟进后广告投放增至 80 亿左右规模。

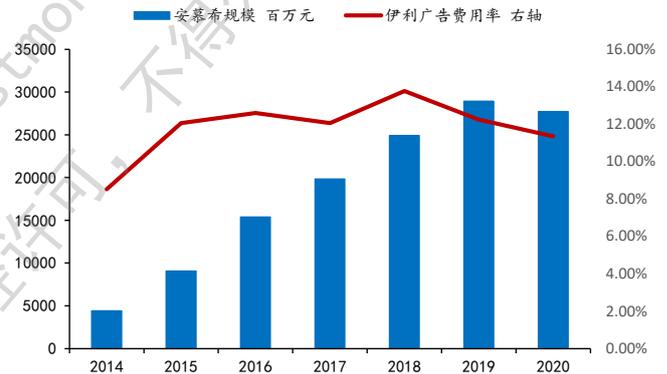
从投放效率看，借助流量 IP 成功的安慕希在长期保持高投放后，整体规模增速放缓。当前进入后冬奥阶段，伊利蒙牛暂无重大赛制等赞助冠名需求，同时流量 IP 打法也因清朗运动有所影响，因此整体看伊利蒙牛广告投放费用有下降预期。

图表 68：蒙牛、伊利广告费用分阶段上升



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表 69：高广告投放对安慕希增长影响减弱



资料来源：欧睿国际，Wind，国联证券研究所整理

消费群体年轻化推动核心营销平台从电视向新媒体迁移。根据 CTR 数据，2021 年期间，电视广告投放费用整体同比呈现下滑趋势。伴随伊利、蒙牛逐渐发力奶酪、低温奶、奶粉、植物基饮料等新产品，相较于常温奶，对应消费群体小众化、年轻化，因此采用大范围的高空广告投放效果较差。同时，年轻消费者追求个性化、品质和精致化，信息渠道丰富，对品牌权威性接受度较低。因此，伊利蒙牛在新媒体营销方面，通过深挖抖音、B 站、小红书红利，借助种草分享等方式影响年轻消费者心智。

图表 70：抖音、B 站精准营销将替代高空投放



资料来源：Bilibili，抖音，国联证券研究所整理

图表 71：电视广告投放额同比下行



资料来源：CTR，国联证券研究所

综合来看，假设伊利蒙牛 2022-2025 年逐渐回归冬奥周期前广告投放规模，两者均有望释放 20 亿左右利润提升空间，年均 5 亿元降幅对应 2022 年净利率提升 0.4

个百分点。

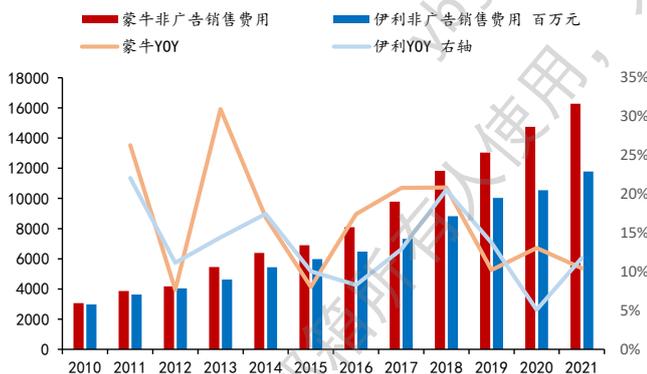
➤ 渠道掌控能力带来费用投放差异，竞争缓和下蒙牛弹性更高

渠道促销费用端，蒙牛相较伊利有望释放更多利润空间。伊利凭借渠道掌控力优势长期维持较低的渠道投放费用，蒙牛则由于早年采用大经销商模式做大市场，规模扩张后，与经销商费用端议价能力相对较弱。

2010年，伊利/蒙牛非广告销售费用分别为29.8/30.7亿，费用率分别为10.05%/10.12%，两者较为接近。而截至2021年，伊利/蒙牛非广告销售费用分别为117.8/162.8亿元，费用率分别为10.7%/18.4%，近10年CAGR分别为12.5%/15.5%。过去10年，伊利渠道端费用始终保持10%左右，而蒙牛则伴随规模扩张以及与伊利终端价格战加剧，渠道费用率接近翻倍。

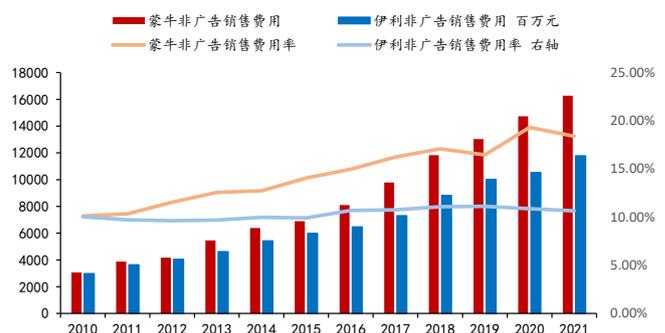
当前，终端竞争缓和预期下，我们假设伊利蒙牛选择渠道端费用收缩，蒙牛与伊利渠道费用率差距有望收窄，利润端蒙牛有望释放更大弹性空间。

图表 72: 伊利蒙牛非广告销售费用对比



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表 73: 蒙牛渠道费用与营收规模关联度较高



资料来源: Wind, 国联证券研究所

4 盈利预测与投资建议

4.1 估值分析: 估值处于历史低位，同业对比投资价值凸显

当前伊利蒙牛经过近期回调后，估值已处于历史中位偏低水平。从可比公司 PEG 看，伊利蒙牛相较于其他类似业绩增速的餐饮行业龙头估值水平相对偏低。从未来 ROE 水平看，在行业整体景气度向好，下游需求稳健的背景下，伊利/蒙牛未来三年 ROE 预计分别提升 2.0/1.4 个百分点，对应历史 PE 估值在 28-33 倍区间，两者当前估值水平呈现较好的投资价值。

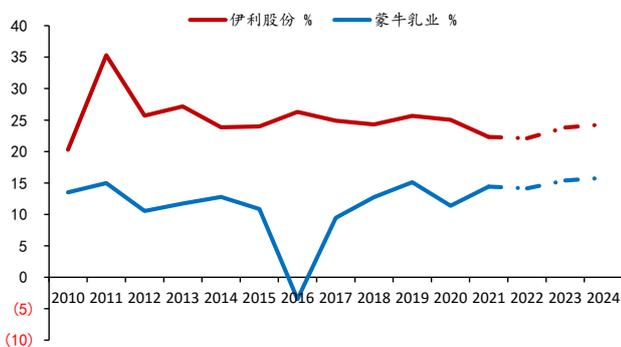
图表 74: 伊利、蒙牛 PE-Band 对比



资料来源：Wind，国联证券研究所

根据历史看，伊利蒙牛估值水平与其业绩增速和需求端景气度高度关联。作为我国乳制品行业代表性企业，伊利与蒙牛的成长史可以看作中国乳制品行业发展的缩影，而两大龙头公司在资本市场的表现则同样代表着我国乳制品行业的起伏。2004-2006 年期间，业绩增速更高的蒙牛估值领先伊利。随后 2007-2008 期间，受行业性事件以及金融危机双重影响，乳制品需求低迷，两者估值水平大幅下行。2009-2016 年期间，伊利通过渠道加密、推出毛利率更高的大单品安慕希等措施带动业绩高速增长，估值水平恢复优于蒙牛。而蒙牛在 2017 年后依靠内部改革释放红利，利润增速超越伊利，市场给予表现回升的蒙牛相对更高的估值。近期受俄乌冲突以及宏观经济压力影响，伊利蒙牛 PE 均再次回落至 26 倍，估值略低于历史中枢。

图表 75：伊利 vs 蒙牛，ROE 对比



来源：Wind，国联证券研究所测算

图表 76：食品饮料行业公司归母净利润 CAGR、PEG 对比

公司	CAGR-3	PEG
伊利股份	17.70%	1.30
蒙牛乳业	19.76%	1.16
新乳业	32.09%	0.75
光明乳业	14.60%	1.64
妙可蓝多	92.88%	0.41
金龙鱼	29.73%	1.38
农夫山泉	15.25%	3.34
贵州茅台	17.35%	2.02
安井食品	22.05%	1.25

来源：Wind，国联证券研究所测算

伊利蒙牛未来三年 ROE 水平有望持续改善，对比历史估值处于低位。当前乳制

品行业下游需求端伴随产品结构升级和下线终端渗透，整体增长稳健；而在上游原奶端，预计 2022 年下半年供给小幅放量将缓和原奶价格走势。同时两大龙头逐渐摆脱此前终端价格战带来的利润率偏低的困境，未来两者盈利能力将逐渐改善，根据未来三年盈利预测，伊利/蒙牛 2024 年 ROE 有望分别提升 2.0/1.4 个百分点，达到 24.3%/15.8%。对比历史 ROE 水平看，两者 2024 年 ROE 对应历史估值在 28-33 倍 PE 区间，当前 24 倍 PE 估值水平处于历史中低位置。

从可比公司估值看，伊利蒙牛近期回调后，2022 年 PE 估值水平已接近乳制品行业平均 23 倍 PE 水平，低于食品饮料行业龙头平均 38 倍 PE 估值水平。我们认为伊利蒙牛在乳制品行业中作为龙头，未来份额有望继续扩张，估值相较乳品行业平均应享有部分溢价。

对比食品饮料行业，伊利/蒙牛 PE 估值已低于多数龙头公司。当前乳制品行业下游需求稳定，上游原奶价格有回落预期，整体盈利能力在食饮各板块中处于中上水平，未来三年伊利/蒙牛归母净利润 CAGR 分别为 17.7%/19.8%，对应 2022 年 PEG 为 1.3/1.16，在类似业绩增速的食饮板块龙头公司中估值水平相对偏低，具备较好的投资价值。

图表 77：重点推荐公司与可比公司估值对比

股票简称	PEG 2022E	收盘价 (元)	EPS (元)			PE		
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
重点推荐公司：								
伊利股份	0.94	37.59	1.36	1.68	2.04	28x	22x	18x
蒙牛乳业	1.15	33.31	1.27	1.49	1.85	27x	22x	18x
乳制品行业可比公司：								
新乳业	0.75	11.15	0.36	0.46	0.64	32x	24x	17x
燕塘乳业	-	18.53	1.00	-	-	27x	-	-
光明乳业	1.64	11.68	0.43	0.50	0.57	34x	23x	21x
妙可蓝多	0.41	33.15	0.30	0.88	1.59	187x	38x	21x
SW 乳品行业平均：						46x	23x	19x
食品饮料可比头部公司：								
金龙鱼	1.38	43.67	0.76	1.06	1.39	83x	41x	31x
农夫山泉	3.34	36.70	0.64	0.68	0.82	54x	53x	45x
贵州茅台	2.02	1755.16	41.76	49.15	57.20	49x	36x	31x
安井食品	1.25	125.49	2.79	3.25	4.21	61x	39x	30x
涪陵榨菜	1.36	32.77	0.84	1.13	1.32	45x	29x	25x
洽洽食品	1.34	53.36	1.83	2.21	2.59	34x	24x	21x
青岛啤酒	2.33	85.18	2.31	2.48	2.97	43x	34x	29x
双汇发展	1.00	28.90	1.40	1.82	1.99	22x	16x	15x
行业龙头平均：						49x	38x	32x

资料来源：Wind，国联证券研究所预测，注：收盘价为 2022 年 5 月 27 日收盘价；可比公司中新乳业、妙可蓝多、农夫山泉、安井食品为国联证券研究所测算，其他可比公司数据来源为 wind 盈利预测一致预期；行业平均 PE 中：乳制品行业平均根据 SW 乳制品成分包含公司计算算数平均 PE，食品饮料可比公司行业平均为表内所选 8 家公司算数平均 PE。表中蒙牛乳业、农夫山泉股价为人民币单位。

4.2 伊利股份：基础深厚，“乳王”地位难以撼动

公司是乳制品行业龙头，在品牌、产品、渠道三维度均有深厚基础，2021 年营收率先突破千亿，乳企王者地位难以撼动。公司常温业务增速稳健，基础白奶渗透下沉市场+高端品类结构升级，常温龙头优势逐渐扩大，预计核心的液态奶业务未来三年增速分别为 11.13%/9.44%/7.12%。

公司在液奶业务之外发力奶粉品类，收购澳优后目标行业第一。短期来看，公司收购澳优后，两者优势互补，进一步强化公司奶粉业务基础。澳优产品定位高端、超高端，海外特色奶源丰富，能弥补伊利在行业增速较高的进口超高端奶粉、羊奶粉等品类的缺失；同时伊利在国内渠道优势能加速导入澳优产品，提升终端渗透度。

长远来看，公司对标海外乳企龙头，从乳制品公司向健康食品公司发展。伊利可通过澳优涉足营养品、益生菌、特医食品等领域进行更多布局，为公司未来转型综合健康食品企业打下基础。对标海外乳企龙头，公司未来定位健康食品提供者符合全球化乳企发展趋势，目标客群较传统乳品消费群体进一步扩大。

根据公司 2022-2024 年盈利预测，预计公司未来三年实现营收 1304.98、1460.80、1570.83 亿元，同比增长 18.48%、11.94%、7.53%；归母净利润分别为 107.25、130.30、143.39 亿元，同比增长 23.20%、21.50%、10.04%；对应 EPS 分别为 1.68、2.04、2.24 元；对应当前股价的 PE 为 22、18、17 倍，未来三年归母净利润复合增速为 17.7%。

公司作为乳制品行业头部公司，我们看好其未来同时享受乳制品行业需求高景气度下行业整体规模的增长以及自身产品结构升级带来的份额扩容，当前申万乳制品行业公司 2022 年平均 PE 为 23 倍，而食品饮料行业龙头 2022 年平均 PE 为 38 倍。公司作为龙头享有部分溢价，我们给予 28 倍 PE 估值，对应 2022 年目标价 47.04 元。

根据绝对估值法，假设公司第二阶段持续 5 年，2025-2029 年增长率为 6%，2030 年起进入永续增长阶段，永续增长率 2%。同时，根据资本结构和融资成本，计算未来 WACC 为 7.58%，结合第一阶段 2022-2024 年盈利预测，计算得出公司股价为 45.23 元

图表 78：公司绝对估值预测

FCFF 估值	现金流折现值	价值百分比
第一阶段	35,713.77	11.61%
第二阶段	69,047.24	22.45%
第三阶段（终值）	202,846.18	65.94%
企业价值 AEV	307,607.20	
加：非核心资产	4,521.75	1.47%
减：带息债务（账面价值）	21,580.38	7.02%
减：少数股东权益	1,082.71	0.35%
股权价值	289,465.86	94.10%
除：总股本（股）	6,400,130,918.00	
每股价值（元）	45.23	

来源：iFinD，国联证券研究所测算，股价为 2022 年 05 月 27 日收盘价

综合考虑绝对估值和相对估值，由于公司是乳制品行业龙头，未来在享受乳品行业集中度持续提升的同时，有望切入益生菌、健康食品等领域，从乳企向综合性食品企业转型，未来增长有望超预期，因此我们选取相对估值法对公司进行估值，目标价 47.04 元，维持“买入”评级。

风险提示：原奶、包材等主要原材料价格上升的风险；金典、安慕希等产品高端化进程不及预期的风险；终端价格战加剧的风险。

图表 79：伊利股份财务数据简表

财务数据和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	96,523.96	110,143.99	130,498.15	146,079.71	157,082.85
增长率（%）	7.24%	14.11%	18.48%	11.94%	7.53%
EBITDA（百万元）	10,780.30	13,503.97	16,748.20	19,468.75	21,122.78
净利润（百万元）	7,078.18	8,704.92	10,724.86	13,030.31	14,338.57
增长率（%）	2.08%	22.98%	23.20%	21.50%	10.04%
EPS（元/股）	1.11	1.36	1.68	2.04	2.24
市盈率（P/E）	34	28	22	18	17
市净率（P/B）	7.94	5.05	4.74	4.40	4.08
EV/EBITDA	21.81	17.67	14.00	11.91	10.83

资料来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为 2022 年 05 月 27 日收盘价

4.3 蒙牛乳业：避其锋芒，差异化战略盈利弹性更高

液奶业务紧追伊利步伐，高端化、功能化、SKU 迭代驱动保持产品活力。公司作为我国乳制品行业两强之一，在常温板块中多数产品品牌力较伊利略有差距，预计未来通过聚焦核心大单品特仑苏的超高端化和跨品类新品获得增量。核心的液态奶业务预计未来三年增速分别为 13.02%/12.42%/11.31%，短期主要受益于公司在常温品类的结构升级以及低温鲜奶端的发力。

公司预计通过差异化竞争打造盈利弹性。在保持液奶业务稳定增长外，公司预计发力毛利率相对更高的低温奶、奶酪业务打造第二成长曲线，与伊利形成差异化竞争。其中低温品类预计受益每日鲜语、现代牧场、优益 C 在中低端市场的份额提升。奶酪业务则通过收购的妙可蓝多在低温、常温奶酪棒市场继续扩大份额优势，未来如果并表，则预计在 2025 年有望提供约 110 亿营收增量。

根据公司 2022-2024 年盈利预测，预计公司未来三年实现营收 992.65、1112.86、1236.51 亿元，同比增长 12.62%、12.11%、11.11%；归母净利润分别为 58.75、73.29、86.32 亿元，同比增长 16.90%、24.75%、17.79%；对应 EPS 分别为 1.49、1.85、2.18 元；对应当前股价的 PE 为 22、18、15 倍，未来三年归母净利润复合增速为 19.8%。

公司作为乳制品头部公司，我们看好其渠道改善、白奶产品结构升级以及高毛利品类发力后带来的业绩提速。当前乳制品行业公司 2022 平均 PE 为 23 倍，公司作为行业龙头享有部分溢价，给予 28 倍 PE 估值，2022 年目标价 41.72 元，对应港股价

格 48.60 港币。

根据绝对估值法，假设公司第二阶段持续 6 年，2025-2030 年增长率为 5%，2031 年起进入永续增长阶段，永续增长率 2%。同时，根据资本结构和融资成本，计算未来 WACC 为 7.52%，结合第一阶段 2022-2024 年盈利预测，计算得出公司股价为 39.29 元，对应港股价格 45.77 元

图表 80：公司绝对估值预测

FCFF 估值	现金流折现值	价值百分比
第一阶段	15,166.72	8.09%
第二阶段	44,180.23	23.55%
第三阶段（终值）	128,231.73	68.36%
企业价值 AEV	187,578.67	
加：非核心资产	0.00	0.00%
减：带息债务（账面价值）	27,032.93	14.41%
减：少数股东权益	5,173.65	2.76%
股权价值	155,372.10	82.83%
除：总股本（股）	3,954,421,650.00	
每股价值（元）	39.29	

来源：iFinD，国联证券研究所测算，股价为 2022 年 05 月 27 日收盘价

综合考虑绝对估值和相对估值，公司有望通过发力低温奶、奶酪业务与伊利形成差异化竞争，缩小与伊利的差距，因此我们选取相对估值法对公司依照行业龙头进行估值，目标价 41.72 元，对应港股价格 48.60 港币，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：原奶等主要原材料价格上升的风险；特仑苏、纯甄等产品高端化不及预期的风险；奶酪、低温鲜奶业务增速不及预期的风险；终端价格战加剧的风险。

图表 81：蒙牛乳业财务数据简表

财务数据和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	76034.8	88141.5	99265.1	111286.2	123651.3
增长率（%）	-3.79%	15.92%	12.62%	12.11%	11.11%
EBITDA（百万元）	5779.3	5583.8	11545.3	13159.2	14606.0
净利润（百万元）	3525.0	5025.5	5874.8	7328.7	8632.4
增长率（%）	-14.14%	42.57%	16.90%	24.75%	17.79%
EPS（元/股）	0.89	1.27	1.49	1.85	2.18
市盈率（P/E）	38	27	22	18	15
市净率（P/B）	4.1	3.7	3.2	2.8	2.5
EV/EBITDA	10.69%	13.65%	14.12%	15.40%	15.81%

资料来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为 2022 年 05 月 27 日收盘价

5 风险提示

- 1) **食品安全的风险：**食品安全是行业发展的根基。乳制品行业历史上发生的数次食品安全问题对行业整体营收、消费者信心等产生较大影响。
- 2) **收购标的整合不及预期的风险：**收购的标的整合运营不及预期可能导致产生商誉减值，影响公司盈利能力。
- 3) **行业竞争加剧的风险：**行业竞争加剧，伊利蒙牛再次出现价格战可能导致盈利能力下滑。
- 4) **原奶价格上行的风险：**伊利蒙牛主要原料为原奶，奶价上行将导致公司毛利率水平下滑。
- 5) **新品孵化不及预期的风险：**乳制品行业更新迭代速度较快，如果新品孵化不及预期，可能导致市场份额下滑，盈利能力下降。

图表 82: 伊利股份财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	11695	31742	28249	35521	42734	营业收入	96524	110144	130498	146080	157083
应收账款+票据	1759	2107	2513	2813	3025	营业成本	61806	76417	89105	98720	105796
预付账款	1290	1520	1741	1949	2095	营业税金及附加	547	664	787	881	948
存货	7545	8917	11155	12359	13245	营业费用	21538	19315	22707	25345	27175
其他	6091	5868	6534	7302	7845	管理费用	5363	4828	5742	6354	6676
流动资产合计	28381	50155	50191	59943	68944	财务费用	188	-29	677	542	663
长期股权投资	2903	4210	5910	7610	9310	资产减值损失	-339	-427	-273	-338	-404
固定资产	23343	31874	29985	28526	27438	公允价值变动收益	171	121	100	100	100
在建工程	5425	3736	6113	7890	9068	投资净收益	600	461	400	400	400
无形资产	1536	1609	1341	1073	805	其他	1044	1126	916	908	897
其他非流动资产	9567	10379	10107	9834	9767	营业利润	8558	10230	12623	15308	16819
非流动资产合计	42774	51807	53456	54933	56387	营业外净收益	-408	-118	-204	-204	-204
资产总计	71154	101962	103647	114876	125331	利润总额	8150	10112	12419	15103	16615
短期借款	6957	12596	0	0	0	所得税	1051	1380	1664	2036	2235
应付账款+票据	11636	14062	16746	18553	19883	净利润	7099	8732	10755	13067	14379
其他	16176	16638	21987	24463	26246	少数股东损益	21	27	30	37	41
流动负债合计	34768	43296	38733	43016	46129	归属于母公司净利润	7078	8705	10725	13030	14339
长期带息负债	5137	8984	11984	14984	17984	主要财务比率					
长期应付款	0	0	0	0	0		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
其他	716	891	891	891	891	成长能力					
非流动负债合计	5853	9875	12875	15875	18875	营业收入	7.2%	14.1%	18.5%	11.9%	7.5%
负债合计	40622	53171	51608	58891	65004	EBIT	1.7%	20.9%	29.9%	19.5%	10.4%
少数股东权益	149	1083	1113	1150	1191	EBITDA	6.1%	25.3%	24.0%	16.2%	8.5%
股本	6083	6400	6400	6400	6400	归属于母公司净利润	2.1%	23.0%	23.2%	21.5%	10.0%
资本公积	1417	14269	14269	14269	14269	获利能力					
留存收益	22884	27040	30257	34166	38468	毛利率	36.0%	30.6%	31.7%	32.4%	32.7%
股东权益合计	30533	48791	52039	55985	60327	净利率	7.4%	7.9%	8.2%	9.0%	9.2%
负债和股东权益总计	71154	101962	103647	114876	125331	ROE	23.3%	18.3%	21.1%	23.8%	24.3%
						ROIC	26.0%	24.0%	25.4%	30.8%	33.1%
						偿债能力					
						资产负债	57.1%	52.2%	49.8%	51.3%	51.9%
						流动比率	0.82	1.16	1.30	1.39	1.49
						速动比率	0.44	0.82	0.85	0.94	1.04
						营运能力					
						应收账款周转率	59.72	56.23	57.17	57.17	57.17
						存货周转率	8.19	8.57	7.99	7.99	7.99
						总资产周转率	1.36	1.08	1.26	1.27	1.25
						每股指标(元)					
						每股收益	1.11	1.36	1.68	2.04	2.24
						每股经营现金流	1.54	2.41	2.94	2.89	3.04
						每股净资产	4.75	7.45	7.96	8.57	9.24
						估值比率					
						市盈率	34	28	22	18	17
						市净率	7.94	5.05	4.74	4.40	4.08
						EV/EBITDA	21.81	17.67	14.00	11.91	10.83
						EV/EBIT	28.20	23.66	17.91	14.82	13.24

数据来源: 公司公告, iFinD, 国联证券研究所预测, 股价取 2022 年 05 月 27 日收盘价

图表 83: 蒙牛乳业财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	11647	11420	9927	14667	23843	营业额	76035	88141	99265	111286	123651
应收账款+票据	2988	4160	4364	4892	5436	销售成本	47406	55752	62286	69329	76719
预付账款	2880	4286	3938	4415	4905	其他费用	1765	1863	1985	2226	2473
存货	5512	6485	6971	7759	8586	销售费用	21541	23488	25908	28712	31655
其他	8479	4669	13686	15343	17048	管理费用	3133	3524	3871	4285	4699
流动资产合计	31507	31020	38885	47076	59818	财务费用	-512	-284	1234	1136	1037
长期股权投资	9124	15794	16602	17503	18480	其他经营损益	0	0	0	0	0
固定资产	12547	17335	15168	13001	10835	投资收益	426	693	808	901	977
在建工程	0	0	0	0	0	公允价值变动损益	0	0	0	0	0
无形资产	9565	10142	8874	7606	6338	营业利润	3129	4492	4788	6500	8046
其他非流动资产	17404	23811	23802	23794	23786	其他非经营损益	1026	1376	2080	2080	2080
非流动资产合计	48640	67081	64446	61905	59439	税前利润	4155	5868	6868	8580	10126
资产总计	80146	98101	103332	108981	119257	所得税	653	905	943	1190	1421
短期借款	4924	4265	3441	0	0	税后利润	3502	4964	5925	7391	8705
应付账款+票据	7969	8804	9604	10690	11829	少数股东损益	-23	-62	50	62	73
其他	13251	16003	16425	18400	20435	归母公司股东利润	3525	5026	5875	7329	8632
流动负债合计	26144	29072	29469	29090	32265	主要财务比率					
长期带息负债	14020	22767	22767	22767	22767		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
长期应付款	0	0	0	0	0	成长能力					
其他	2734	4262	4262	4262	4262	营收额增长率	-3.79%	15.92%	12.62%	12.11%	11.11%
非流动负债合计	16754	27030	27030	27030	27030	EBIT 增长率	-29.20%	53.30%	45.11%	19.92%	14.89%
负债合计	42899	56102	56499	56120	59294	EBITDA 增长率	-21.95%	-3.38%	106.76%	13.98%	10.99%
少数股东权益	4265	5174	5223	5285	5358	税后利润增长率	-18.49%	41.75%	19.36%	24.75%	17.79%
股本	359	360	360	360	360	盈利能力					
储备	32623	36466	36466	36466	36466	毛利率	37.65%	36.75%	37.25%	37.70%	37.96%
股东权益合计	0	0	4783	10750	17778	净利率	4.61%	5.63%	5.97%	6.64%	7.04%
负债和股东权益总计	37248	41999	46832	52861	59963	ROE	10.69%	13.65%	14.12%	15.40%	15.81%
						ROA	4.40%	5.12%	5.69%	6.72%	7.24%
						ROIC	0.04	0.07	0.08	0.09	0.11
现金流量表						估值倍数					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	P/E	38	27	22	18	15
税后经营利润	2278	3213	3360	4732	5972	P/S	1.77	1.53	1.36	1.21	1.09
折旧与摊销	2137	2396	3443	3443	3443	P/B	4.08	3.65	3.23	2.83	2.46
财务费用	-512	-284	1234	1136	1037	股息率	0.01	0.00	0.01	0.01	0.01
其他经营资金	1445	2219	-8137	-389	-391	EV/EBIT	8.62	7.49	5.39	3.78	2.59
经营性现金净流量	5348	7544	-99	8921	10060	EV/EBITDA	5.43	7.49	3.78	2.79	1.98
投资性现金净流量	4822	-15440	1756	1758	1757	EV/NOPLAT	14.23	11.76	8.38	5.58	3.69
筹资性现金净流量	-4571	6772	-3151	-5939	-2641						
现金流量净额	5599	-1122	-1494	4740	9176						

数据来源: 公司报告、iFind、国联证券研究所测算 注: 测算基于 2022 年 5 月 27 日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、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。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

无锡：江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

北京：北京市东城区安定门内大街208号中粮置地广场4层

电话：010-64285217

传真：010-64285805

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层

电话：021-38991500

传真：021-38571373

深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心29层

电话：0755-82775695