



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

王者荣耀，行稳致远

—伊利股份(600887)公司深度报告

2022年2月14日

证券研究报告

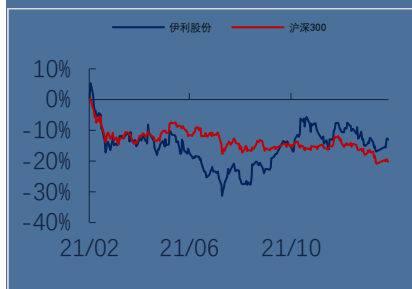
公司研究

公司深度报告

伊利股份(600887)

投资评级 买入

上次评级



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	39.83
52 周内股价波动区间(元)	48.24-31.46
最近一月涨跌幅(%)	-60.17
总股本(亿股)	64.00
流通 A 股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	2,549.17

资料来源：信达证券研发中心

王者荣耀，行稳致远

2022 年 02 月 14 日

本期内容提要：

◆**行业结构化增长，巨头享受竞争格局红利。**在乳制品行业消费量增速趋缓的情况下，产品结构升级和奶酪等新品类的崛起开始成为主导行业增长的力量。伊利蒙牛作为行业内的双寡头，通过控制主力消费人群所在的现代与传统渠道，在乳制品行业各个细分品类中攫取市场份额，收割超额收益。

◆**多项并举，成就伊利亚洲乳业霸主。**从积极的股权激励制度，到稳健的管理层；从广泛而独特的奶源，到适时适地扩张的产能；从不断颠覆行业的产品，到行业无出其右的渠道；伊利通过在人、乳业上游和乳业下游三方面构筑起坚实的护城河，一步步走上亚洲乳业霸主的王者之座。

◆**展望未来，短中长期皆有期待。**短期看，产品结构升级与奶价回落将进一步提升伊利毛销差；中期看，自身变革与政策东风将推动伊利在奶粉赛道突围；长期看，奶酪行业的兴起与健康食品的拓展将进一步打开伊利发展的想象空间。

◆**复盘股价，业绩与估值脉络清晰。**从业绩端看，伊利骄人的业绩决定其长期不断碾压各大指数，背后则是伊利各个层面长期艰辛努力所带来的营收与净利润率双提升。从估值端看，伊利估值底部清晰，中枢稳健，不同事件给予投资者的预期决定了不同时点的估值水平。

◆**投资建议：估值偏低，守正出奇。**公司以液态乳业务压仓，以毛销差提升及奶粉业务增长为中短期看点，期待明确且附带超预期可能。相较当前食品饮料市场其他行业龙头及其自身历史估值，伊利估值偏低且利润增速较高，我们预计 2021-2023 年 EPS 为 1.45/1.74/2.08 元，给予 2022 年 31X PE，目标价 54 元，首次覆盖给予“买入”评级。

◆**股价催化剂：**奶价下跌超预期，奶粉业务增长超预期，液态乳产品结构升级超预期

◆**风险因素：**食品安全问题，行业竞争加剧。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	90,223	96,886	110,741	125,400	141,361
增长率 YoY %	13.4%	7.4%	14.3%	13.2%	12.7%
归属母公司净利润(百万元)	6,934	7,078	9,291	11,108	13,292
增长率 YoY %	7.7%	2.1%	31.3%	19.6%	19.7%
毛利率%	37.5%	36.2%	36.5%	36.8%	37.3%
净资产收益率 ROE%	26.5%	23.3%	17.9%	17.6%	17.4%
EPS(摊薄)(元)	1.15	1.17	1.45	1.74	2.08
市盈率 P/E(倍)	26.90	37.92	27.55	23.05	19.26
市净率 P/B(倍)	7.58	9.35	4.92	4.05	3.35

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 02 月 13 日收盘价

目录

1. 投资逻辑	6
2. 历史复盘：几经风雨，终成乳业龙头	7
3. 行业纵览：结构化增长，巨头主导竞争格局	11
3.1. 行业整体进入慢速增长阶段	11
3.2. 品类结构：液态奶为主，产品结构升级趋势明显，行业仍有提升空间	11
3.3. 竞争格局：渠道适配度决定竞争格局	13
3.4. 盈利能力：销售半径大者占优，低温供应链侵蚀利润	15
4. 核心优势：治理优秀，上下游壁垒兼备	16
4.1. 公司简介：乳品巨头，多品类第一	16
4.2. 公司治理：优秀的制度与优秀的人相结合	17
4.3. 奶源与产能共筑上游壁垒	20
4.3.1. 奶源：平衡为主，优势尽显	21
4.3.2. 产能：两次织网助力强大产能	25
4.4. 产品、渠道与品牌构建下游护城河	26
4.4.1. 产品：引领行业发展，研发是根基	27
4.4.2. 渠道：两次行动铸就超强网络，当前仍然领先蒙牛	29
4.4.3. 品牌：子母品牌共建，伊利后来居上	30
5. 展望未来：短中长期皆可期待	31
5.1. 短期：毛销差仍将提升	31
5.2. 中期：奶粉赛道正突围	34
5.2.1. 行业：皇冠上的明珠，仍将保持稳态	34
5.2.2. 竞争格局：国产大牌崛起与高端化并行，集中度仍将提升	37
5.2.3. 伊利：多方位发力，短板正补齐	40
5.3. 长期：奶酪行业风渐起	43
6. 十五年股价复盘	46
6.1. 2005-2015：行业扩容	48
6.2. 2015-现在：消费升级	53
7. 估值与投资评级	57
8. 风险因素	59

表目录

表 1: 伊利蒙牛大事记	10
表 2: 不同品类产品属性差异较大	15
表 3: 各品类盈利能力一览	15
表 4: 伊利是世界排名第五，亚洲排名第一的乳企	16
表 5: 公司共实施 3 次股权激励计划，2 次员工持股计划	18
表 6: 董事长潘刚行业经验丰富	20
表 7: 核心管理层非常稳定	20
表 8: 伊利自有奶源一览	22
表 9: 优然牧业和中地乳业原料奶品质优越	23
表 10: 优然牧业特色奶源多	23
表 11: 伊利海外产能一览	26
表 12: 伊利渠道建设大事记	30
表 13: 蒙牛在营销上先声夺人，伊利后来居上	31
表 14: 三段奶粉人均消费量距离天花板空间巨大	36
表 15: 婴配粉未来 5 年或仍将保持个位数增长	37
表 16: 婴配粉注册制大大提高了婴配粉准入门槛	40
表 17: 新国标将进一步推升行业集中度	40
表 18: 伊利母乳研究根基深厚	42
表 19: 伊利飞鹤母乳研究对比	42
表 20: 相较竞争对手，伊利暂时落后	46
表 21: 食品饮料行业龙头公司估值对比	58

图目录

图 1: 伊利的前身是呼和浩特回民区养牛小组	7
图 2: 1997 年第一条利乐液态奶生产线在伊利投产	7
图 3: 伊利成为北京奥运会赞助商	8
图 4: 伊利牵手世博	8
图 5: 伊利营收保持领先	9

图 6: 伊利归母净利润后来居上.....	10
图 7: 乳制品行业增速逐步放缓.....	11
图 8: 消费量增速放缓拖累整体增速.....	11
图 9: 三大品类瓜分当前乳品市场.....	12
图 10: 消费形态仍以液态乳为主.....	12
图 11: 婴配粉和酸奶在乳制品市场份额不断攀升.....	12
图 12: 高端单品为行业增长贡献重要力量.....	12
图 13: 中国液态奶人均消费量落后于世界主要国家和地区.....	13
图 14: 农村居民奶类消费落后于城镇居民.....	13
图 15: 我国奶酪人均消费量远远落后于世界主要国家和地区.....	13
图 16: 子品类竞争格局差异悬殊.....	14
图 17: 竞争格局的形成逻辑.....	14
图 18: 奶粉渠道由商超转向母婴和电商.....	14
图 19: 销售半径大、保质期长的品类 ROE 相对更高.....	16
图 20: 低温奶单位运输费用相对于常温奶更高.....	16
图 21: 液态乳压仓, 多品类齐飞.....	17
图 22: 伊利常温产品和婴配粉市占率不断上升.....	17
图 23: 优秀的公司治理体系与优秀的人相结合.....	18
图 24: 伊利大股东自 2005 年起未有实质性更迭.....	18
图 25: 股权结构分散但稳定.....	18
图 26: 我国奶源整体供不应求.....	21
图 27: 缺口由进口乳制品补充.....	21
图 28: 伊利收奶量位居第一.....	22
图 29: 优然牧业与伊利覆盖全产业链.....	23
图 30: 优然在上游多项业务市占率皆为第一.....	23
图 31: 伊利国内奶源分布广泛.....	24
图 32: 伊利国内产能分布靠近奶源.....	24
图 33: 伊利新西兰奶源和产能分布.....	24
图 34: 伊利产能领先蒙牛.....	25
图 35: 公司产能以液态奶为主.....	25
图 36: 伊利在首次织网计划中新增的产能.....	25
图 37: 伊利产品线丰富.....	26
图 38: 多款产品创造乳制品行业历史.....	27
图 39: 伊利的三级研发体系.....	28
图 40: 伊利研发费用近年来不断攀升.....	28
图 41: 安慕希 SKU 的扩张路径.....	28
图 42: 乳制品渠道以商超流通为主.....	29
图 43: 奶粉渠道由商超转向母婴和电商.....	29
图 44: 织网计划使销售人员数量激增.....	29
图 45: 渠道精耕提升伊利常温液态乳渗透率和直控村级网点数.....	29
图 46: 伊利销售费用率低于蒙牛.....	30
图 47: 伊利最新直控村级网点数多于蒙牛.....	30
图 48: 伊利关注子品牌资产价值提升.....	31
图 49: 伊利广告费用在营收中占比高于蒙牛.....	31
图 50: 毛销差伴随奶价上涨.....	32
图 51: 液体乳过去十年毛利率提升明显.....	32
图 52: 液体乳营收占比也不断提高.....	32
图 53: 高端品牌在液体乳中占比不断提高.....	32
图 54: 2009 年和 2014 年奶价回落推高伊利毛利率.....	33
图 55: 销售费用率随奶价反向波动.....	33
图 56: 本次奶价上涨受饲料价格上涨推动.....	34
图 57: 蒙牛伊利销售费用率对比.....	34
图 58: 我国婴幼儿奶粉市场零售额 2021 年达 1690 亿元.....	34
图 59: 奶粉企业毛利率在乳业板块普遍靠前.....	34
图 60: 新生儿数量不断下滑.....	35
图 61: 育龄妇女人口数不断下降.....	35
图 62: 不同生育率下新生儿数量(万人)预测.....	35
图 63: 世界各国近十年 0-6 月纯母乳喂养率分布.....	35
图 64: 各段奶粉人均消费量均在增长.....	36
图 65: 奶粉单价增速平稳.....	36
图 66: 中国奶粉单价高于发达国家.....	36
图 67: 国产大牌市场份额崛起.....	38

图 68: 市场集中度自 2016 年后快速提升	38
图 69: 2016 年注册制出清了许多杂牌厂商	38
图 70: 中国 CR3 集中度落后于各发达国家	38
图 71: 行业产品高端化趋势明显	39
图 72: 2009 年婴配粉市场内外资割据	39
图 73: 奶粉渠道由商超转向母婴和电商	39
图 74: 金领冠定位中高端, 澳优冲击超高端	41
图 75: 伊利母婴渠道增速可观	41
图 76: 伊利全品类在电商渠道保持较快增长	41
图 77: 伊利积极赋能“领婴汇”合作商	42
图 78: 伊利与澳优战略合作签约仪式现场	43
图 79: 奶酪零售市场增长迅猛	44
图 80: 零售与餐饮端均在放量	44
图 81: 我国奶酪人均消费量仍然很低	44
图 82: 竞争格局随大单品兴起而快速更迭	45
图 83: 多家企业入局奶酪棒市场	45
图 84: 我国原制奶酪比例很低	45
图 85: 奶酪食用场景非常广泛	45
图 86: 2005 年以来伊利前复权股价与上证指数走势	47
图 87: 2005 年以来伊利股份 EPS 走势	47
图 88: 2005 年以来伊利股份的 PE TTM (负值调整为 0)	47
图 89: 伊利十五年股价复盘	48
图 90: 2007-2021 年乳制品行业零售金额	48
图 91: 2007-2021 年乳制品行业消费量价拆分	48
图 92: 2005、2006 年营收利润双增	49
图 93: 伊利与两大指数对比	49
图 94: 2007、2008 年连续两年归母净利润亏损	50
图 95: 伊利与两大指数对比	50
图 96: 2009 年原奶价格暴跌	50
图 97: 伊利通过调整销售费用率维持净利润率的稳定	50
图 98: 2009 年三季度归母净利润同比增长 582%	51
图 99: 伊利与两大指数对比	51
图 100: 2011、2012 年奶价持续维持高位	51
图 101: 销售费用率的下降使净利润率翻倍	51
图 102: 2011 年归母净利润翻倍	52
图 103: 伊利与两大指数对比	52
图 104: 2013 年奶价持续上涨	52
图 105: 2013 年 3 季度毛利率受奶价上涨下降	52
图 106: 2013 年 2 季度起归母净利润大幅提升	53
图 107: 伊利与两大指数对比	53
图 108: 2014 年后奶价持续回落	54
图 109: 奶价回落和产品结构升级逐步推升净利润率	54
图 110: 2014 年公司利润增速维持在 30%以上	54
图 111: 伊利与两大指数对比	54
图 112: 奶价维持低位, 2018 年底开始拉升	55
图 113: 公司净利润率达到 10%	55
图 114: 2016-2018 年公司归母净利润增速逐步下降	55
图 115: 伊利与两大指数对比	55
图 116: 2019 年起奶价开始拉升	56
图 117: 净利润率受奶价上涨下降, 2021 年初涨价后恢复	56
图 118: 2020 年利润恢复超预期推动股价上涨	57
图 119: 伊利与两大指数对比	57

1. 投资逻辑

伊利作为亚洲乳制品龙头，近年来受到行业增速的放缓和自身业绩增速的放缓的双重压力，投资者对其发展前景有所担忧。为此，我们对伊利进行了深入的研究，认为伊利仍然存在较强的成长性，原因如下。

首先，伊利的核心优势给予其主导行业竞争格局、享受行业红利的能力。乳制品行业具有产业链长、下游品类复杂的特点，伊利通过在上游广泛布局奶源和产能，在下游扩张常温渠道和子品牌，形成了上下游组合式的护城河，为其主导当前行业竞争格局、享受行业变革所带来的红利提供了坚实的基础。

其次，奶价上涨回落和常温产品结构升级将在中短期推升伊利的毛销差。本次成本端推动的奶价上涨使得包括伊利在内的乳企纷纷对产品提价，而即将来临的美联储加息则有望使玉米、豆粕等饲料价格下降，提升奶价增速减缓及下跌的预期。同时，常温产品结构升级的趋势仍在进行。一方面，我们观察到在 2020 年奶价大幅上涨的情况下，公司毛利率并未严重受损，除去产品提价的对冲外，公司自身的液态乳结构升级也是一大原因。另一方面，公司 2021 年官宣金典成为伊利第三个超过 200 亿销售额的大单品，充分验证了常温液态乳产品结构升级的趋势。常温高端液态乳作为兼具健康营养属性和高性价比礼品消费场景的品类，势必将继续扩大其在乳制品品类中的占比，从而拉升伊利的毛销差。

第三，伊利在奶粉行业中的突围将在中期提升伊利的盈利能力。尽管新生儿数量近年来出现了一定的下降，但人均奶粉消费量的增长，以及行业高端化的趋势，有望使行业规模在未来保持稳态。近年来，奶粉渠道方面的变革和政策方面的支持助推了部分国产品牌在奶粉赛道的崛起。作为乳制品行业皇冠上的明珠，婴配粉无论是在收入端，还是利润端，对于在行业有着深厚积淀的伊利来说，都极具吸引力。伊利已将奶粉行业作为未来几年工作的重点，在调兵遣将、产品配方升级、母婴渠道开拓甚至外部力量协同（收购澳优）等方面大力投入资源，公司在奶粉行业的市占率也开始显著提升。这将是中期伊利最值得关注的亮点。

第四，远期的多重有利因素将助力伊利的成长。尽管行业在整体消费量上面临短期压力，但对比海外，人均乳制品消费量，特别是农村人口乳制品消费量和干乳制品人均消费量均存在巨大的提升空间。另一方面，受益于本次疫情的催化，消费人群长期对于食品营养健康的需求也将抬升人均乳制品的消费量。对于伊利而言，借助其渠道优势，在奶酪行业的开拓和在健康饮品方向的布局也使得其未来的成长性更加富有想象空间。

因此，在 22 年估值低于历史估值中枢，利润增速与其他食品饮料子行业龙头相当但估值具有显著优势的情况下，伊利不啻为当下食品饮料股票的最优选择之一。

2. 历史复盘：几经风雨，终成乳业龙头

1956-1993：蹒跚起步，初步成长。伊利的前身是 1956 年成立的呼和浩特回民区养牛合作小组，拥有 117 名职工，1160 头奶牛，日产鲜奶 700 公斤。养牛合作小组于 1970 年改名为呼市国营红旗奶牛场，1983 年一分为二，养牛部成立呼市回民奶牛场，而加工部成立呼市回民奶食品加工厂。其后，公司领导人郑俊怀率先在企业内部实行经营承包责任制，同时在分配制度、人事制度和劳动用工制度等方面进行改革，企业从一家濒临倒闭的食品厂扭亏为盈，规模不断壮大，并于 1993 年完成股份制改造，更名为内蒙古伊利实业股份有限公司。

1994-2004：公司上市，快速扩张。1995 年，凭借在经营上的靓丽表现，伊利获得内蒙古证券委员会的批准，于 1996 年 3 月 12 日挂牌上市，成为全国乳品行业中首家上市的公司。1997 年，第一条利乐液态奶生产线在伊利投产，液态奶的保质期和运输半径被大大提高，乳业正式迈入大发展 1.0 时代。在此基础上，伊利开发出多种口味的牛奶和乳饮料，打开了市场，推动公司业绩快速上升。1997 年-2004 年，公司营收从 8.54 亿元增长至 87.35 亿元，年化增速高达 39.4%；归母净利润由 0.66 亿元增长至 2.39 亿元，年化增速达 20.2%。公司也因此于 2003 年超越彼时主打巴氏奶的乳企老大光明，成为行业龙头。

1999 年，原伊利副总牛根生创立蒙牛，面对“无奶源、无工厂、无市场”的三无困境，通过多方融资扩股、整合工厂贴牌生产以及巧借资源大力营销等方式，推出常温奶及乳饮料等系列产品，将蒙牛迅速做大，从 1999 年成立时的一无所有到 2004 年实现行业第二的 72.14 亿营收，仅用时 5 年。2004 年 6 月 10 日，蒙牛成为第一家在香港上市的中国乳制品企业，开启与伊利双雄争霸的时代。

图 1: 伊利的前身是呼和浩特回民区养牛小组



资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

图 2: 1997 年第一条利乐液态奶生产线在伊利投产



资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

2005-2013：潘刚上任，双雄争霸。2004 年，伊利经历高管风波后，年仅 35 岁的公司总裁潘刚于 2005 年被选举为公司第二任领导人。潘刚上任后，伊利当年营收即突破 100 亿大关。2005-2008 年，公司推出了包括金典有机奶、金领冠系列婴幼儿产品、营养舒化奶和 QQ 星儿童奶在内的多款创新产品，助推公司业绩进一步走高。在营销上，公司也下足力气，先后成为 2008 北京奥运会赞助商和 2010 上海世博会赞助商，为北京奥运会和上海世博会提供乳制品，大力提升了伊利品牌的形象。在渠道端，公司推行织网计划，在全国多地布局

产线，为打通全国化渠道提供便利。

乳制品行业的快速发展同样也给了蒙牛巨大的机会。上市后，蒙牛不断扩张产能，着力发展 UHT 奶和酸酸乳，同时继续大力营销，赞助了爆红综艺节目《超级女声》和 NBA，使得公司营收于 2007 年首次超越伊利，液态奶市占率高居行业首位。2009 年首次进入世界乳企 20 强。

2008 年食品安全事件后，伊利开始逐步占据上风，在 2011 年营收和归母净利润双双反超蒙牛，自此保持第一至今。细究其原因，行业整体增速放缓和大单品出现的停滞使得公司内功的重要性开始显现。具体到公司，蒙牛在营销端再无出彩表现，只是通过产品结构升级提高业绩。同时，蒙牛开始通过外延并购开拓业务，先后收购君乐宝及雅士利搭建酸奶和奶粉平台。另一方面，大股东中粮的入主一定程度上对公司管理层的稳定造成了影响，公司疲于资本运作而在自身经营管理上开始落后。然而，伊利先前的打造的奥运品牌和 06 年开始的织网计划效果开始显现。面对奶价大幅上涨，伊利开始实施“提高费用使用效率，提升公司盈利能力”的双提计划，公司利用品牌和渠道优势维持住了毛利率，压缩了销售费用率，使得净利润率大幅提高，反超蒙牛。

图 3: 伊利成为北京奥运会赞助商



资料来源:公司官网,信达证券研发中心

图 4: 伊利牵手世博



资料来源:公司官网,信达证券研发中心

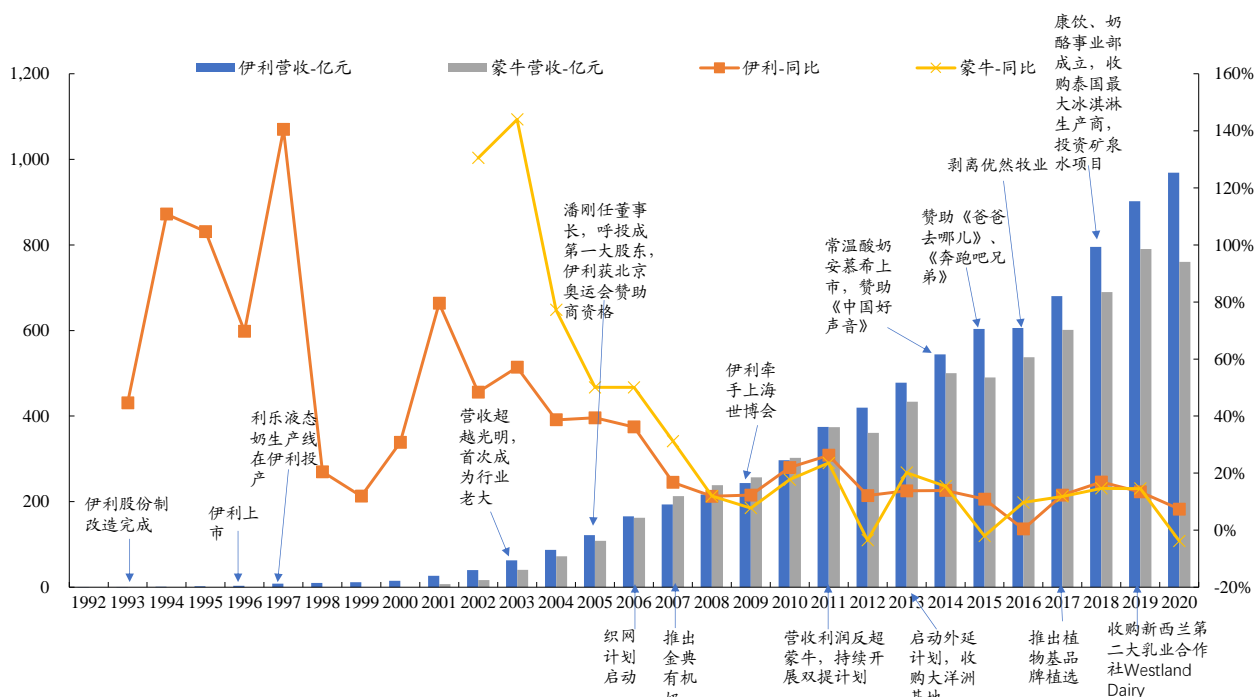
2014-2021: 王者荣耀，探索更多。2009 年上市的光明莫斯利安常温酸奶实际上在产品端为整个乳制品行业打开了第二增长曲线，酸奶产品的消费属性和消费场景被大大拓展。伊利和蒙牛先后在 2013 年跟进上市安慕希和纯甄，并最终使伊利收获了一个 200 亿规模的大单品，市占率远超蒙牛。除重磅新品外，伊利开始全面领先。首先是营销上的赶超，伊利敏锐地捕捉到部分爆款综艺节目，如《中国好声音》、《爸爸去哪儿》和《奔跑吧兄弟》，重现了 05 年蒙牛在《超级女声》上的营销效果。其次，得益于较早开始的织网计划，伊利获得了充分的下沉市场渠道，在销售费用率控制得当的情况下一步步抬高营收。

伊利在领先后并未懈怠，开始布局外延、饮料、奶粉和奶酪业务。外延增长方面，公司通过国际并购来开拓乳制品资源和市场，先后收购了新西兰 Oceania Dairy Limited、泰国最大的冰淇淋公司 The Chomthana Company Limited 和新西兰第二大乳业合作社 Westland Dairy Company Limited。奶粉板块，公司战略收购澳优，结合自有品牌金领冠，力图在奶粉板块实现突破。奶酪板块，公司于 2018 年成立奶酪事业部，自建行业领先的研发团队，通过特殊的股权激励机制，推动公司在奶酪板块的发展。饮料业务方面，伊利一方面内部研发植

物基品牌植选、乳味气泡水乳汽等产品，一方面也对外收购阿尔山矿泉水公司，尝试打造新的业务板块。2020 年，伊利顺利实现世界乳企五强的目标，营收接近千亿。

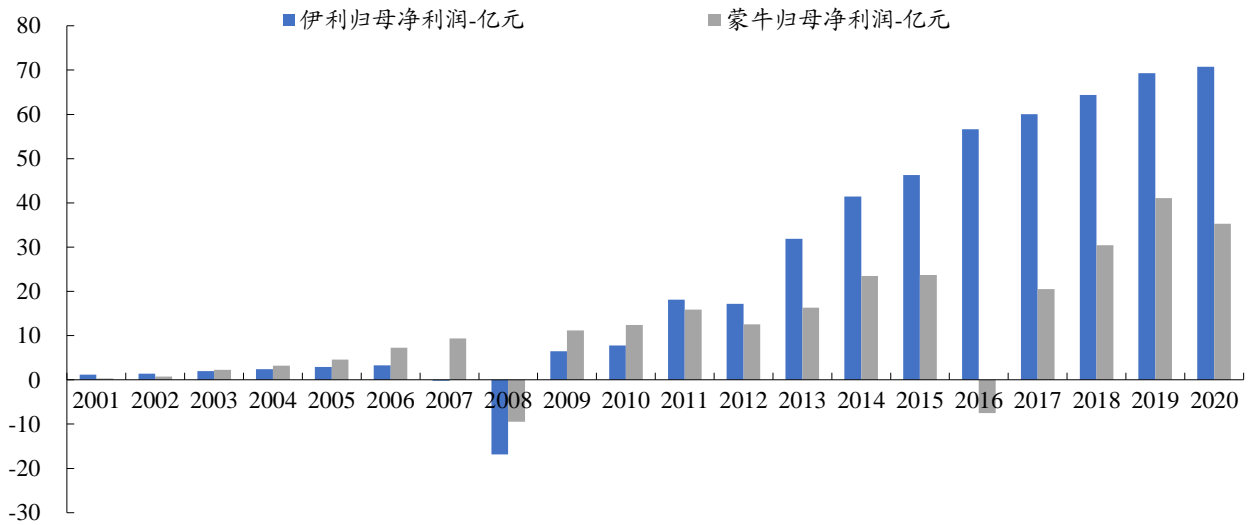
反观蒙牛，股权变更带来人事上的不稳定，进而对公司的发展也造成短期影响。2014 年，达能成为蒙牛第二大股东后，蒙牛在四年之内两换总裁，2012 年上任的孙伊萍主导的职能制组织架构被 2016 年上任的卢敏放再次调整回牛根生杨文俊时期的事业部制。蒙牛在渠道上的落后也在这一时期暴露出短板，销售费用率的年年上升使得利润绝对值与伊利差距越拉越大。卢敏放上任后，首先即提出渠道精耕，希望通过高销售费用率换取渠道的充分下沉。其次，蒙牛继续坚持高举高打的品牌策略，续签 NBA、赞助 2018 世界杯、赞助上海迪士尼和北京环球影城。同时，蒙牛积极调整业务，一方面大力开拓植物基、低温巴氏奶和奶酪等新兴业务，一方面调整奶粉业务，出售君乐宝，购入贝拉米。一系列的调整牛业绩出现明显好转，积极追赶伊利。

图 5: 伊利营收保持领先



资料来源:WIND, 公司官网, 信达证券研发中心整理

图 6: 伊利归母净利润后来居上



资料来源: WIND, 信达证券研发中心

表 1: 伊利蒙牛大事记

年份	伊利	蒙牛
1956	伊利前身呼和浩特回民区养牛小组成立	
1970	养牛小组改名为呼市国营红旗奶牛场	
1983	奶牛总场“一分为二”, 养牛部成立“呼市回民奶牛场”, 加工部成立“呼市回民奶食品加工厂”。	
1993	伊利股份制改造完成	
1996	伊利上市, 成为中国首家上市的乳企	
1997	利乐液态奶生产线在伊利投产	
1999	伊利副总牛根生离职, 创立蒙牛	
2002	获摩根士丹利、英联、鼎晖投资 5.06 亿元	
2003	营收超越光明, 首次成为乳业龙头	中国航天员专用牛奶, 捆绑神五营销
2004	伊利发生高管风波	成为央视标王, 蒙牛在香港上市
2005	潘刚接任, 呼投成为第一大股东, 获得北京奥运会赞助商资格	酸酸乳赞助《超级女声》爆红, 特仑苏诞生
2006	织网计划启动	杨文俊接任总裁
2007	推出金典有机奶	营收首次超越伊利, 与 NBA 合作
2008	食品安全事件爆发, 伊利蒙牛均遭受打击	
2009	伊利牵手上海世博会	中粮联手厚朴资本成为蒙牛最大股东
2010	收购君乐宝	
2011	营收利润反超蒙牛, 持续开展双提计划	厚朴转让股份给阿拉, 孙伊萍上任
2013	启动外延计划, 收购大洋洲基地	收购雅士利, 纯甄上市, 增持现代牧业
2014	常温酸奶安慕希上市, 赞助《中国好声音》	达能成为第二大股东, 推出植朴磨坊
2015	赞助《爸爸去哪儿》、《奔跑吧兄弟》	续签 NBA, 与上海迪士尼合作

2016	剥离优然牧业	卢敏放上任，事业部变革，增持现代牧业
2017	推出植物基品牌植选	和北京环球影城合作，赞助世界杯
2018	康饮、奶酪事业部成立，收购泰国最大冰淇淋生产商，投资矿泉水项目	
2019	收购新西兰第二大乳业合作社 Westland Dairy	出售君乐宝，收购贝拉米
2020	新冠疫情爆发，但伊利蒙牛均保持增长	
2021	收购澳优 34.33%股份，收购中地乳业	控股奶酪公司妙可蓝多

资料来源: WIND, 公司官网, 信达证券研发中心整理

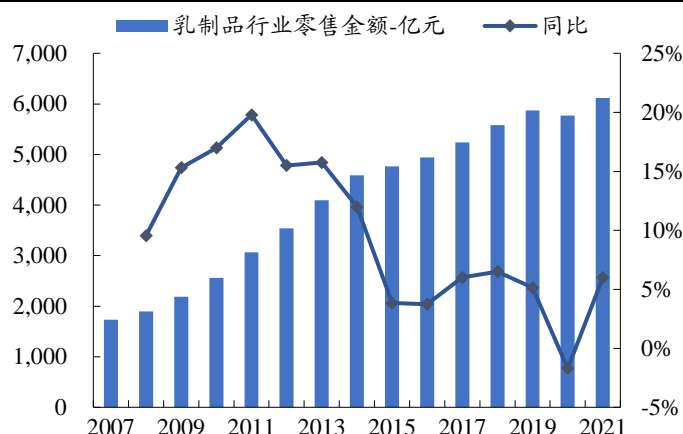
3. 行业纵览：结构化增长，巨头主导竞争格局

3.1. 行业整体进入慢速增长阶段

行业已度过高速发展期，增速逐步放缓。根据欧睿，乳制品行业总体零售额由 2007 年的 1732 亿元增长至 2021 年的 6115 亿元。在规模不断扩大的同时，增速逐步放缓，由 2015 年之前的双位数增长下滑至 2015 年后约 5% 的增速。

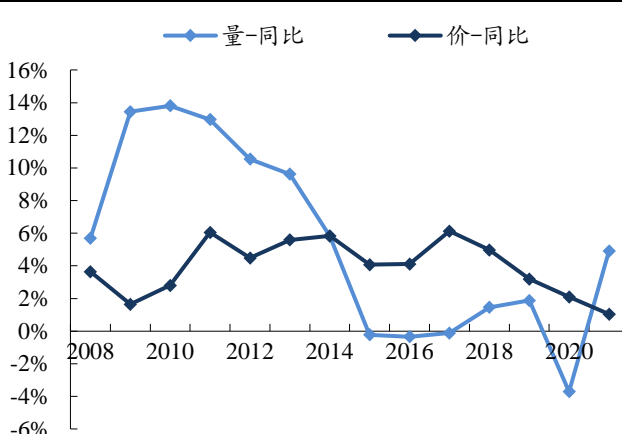
消费量增速放缓是整体增速放缓的主因。从量价拆分来看，价的增速在过去多年一直比较稳定，而量的增速从 2015 年前的大个位数至双位数增长下降至 2015 年后接近于 0 的增速，拖累行业规模增长。

图 7: 乳制品行业增速逐步放缓



资料来源: 欧睿, 信达证券研发中心

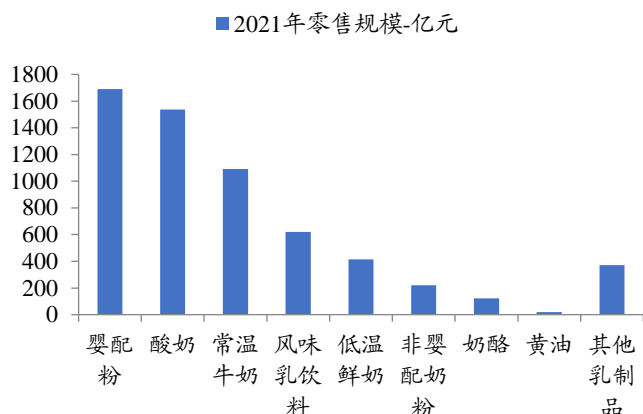
图 8: 消费量增速放缓拖累整体增速



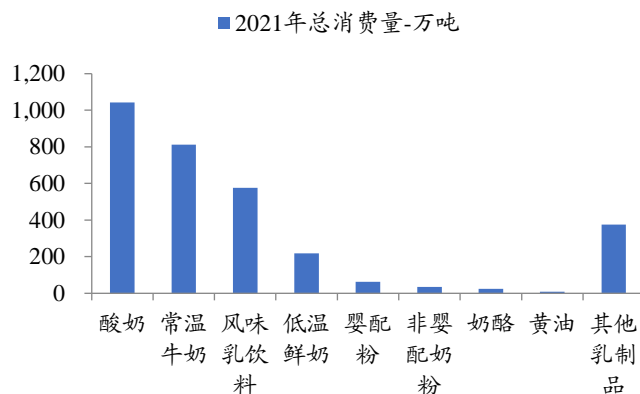
资料来源: 欧睿, 信达证券研发中心

3.2. 品类结构：液态奶为主，产品结构升级趋势明显，行业仍有提升空间

三大品类瓜分当前乳品市场，消费形态仍以液态乳为主。消费金额上看，婴配粉、酸奶（包括常温酸奶和低温酸奶）和常温牛奶三个品类零售规模均超千亿，占据了整个乳制品零售市场规模的 70.94%。消费量上看，酸奶（包括常温酸奶和低温酸奶）、常温牛奶、风味乳饮料和低温鲜奶共占据 84.99% 的消费量，我国乳制品消费形态仍以液态乳为主。

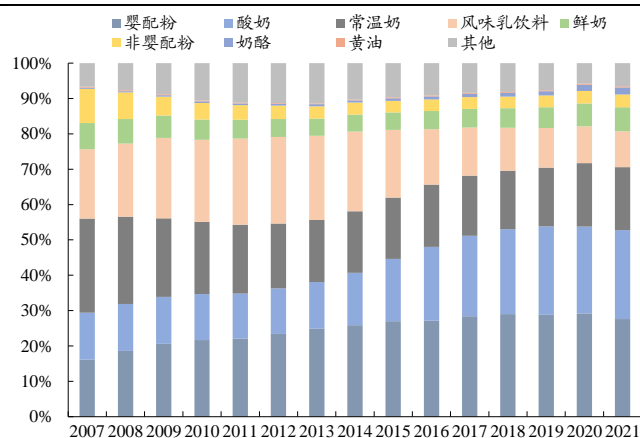
图 9: 三大品类瓜分当前乳品市场


资料来源:欧睿, 信达证券研发中心

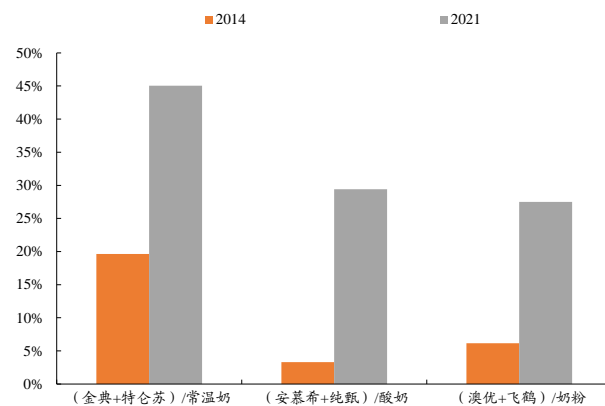
图 10: 消费形态仍以液态乳为主


资料来源:欧睿, 信达证券研发中心

市场呈现结构化增长, 产品结构升级趋势明显。过去十五年中, 高毛利的婴配奶粉和酸奶在乳制品市场中的份额占比不断提升, 其中婴配奶粉占比由 2007 年的 18% 提升至 2021 年的 31%, 酸奶由 2007 年的 13% 提升至 24%。仔细拆解各品类, 无论是液态奶中的金典、特仑苏, 常温酸奶中的安慕希、纯甄, 还是奶粉中的澳优、飞鹤, 大品类下的高端产品市场规模猛增, 为行业增长贡献了重要力量, 也明确了市场的高端化趋势。

图 11: 婴配粉和酸奶在乳制品市场份额不断攀升


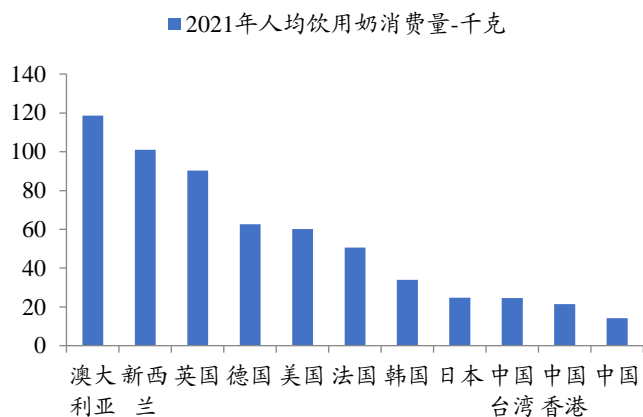
资料来源:欧睿, 信达证券研发中心

图 12: 高端单品为行业增长贡献重要力量


资料来源:欧睿, 信达证券研发中心

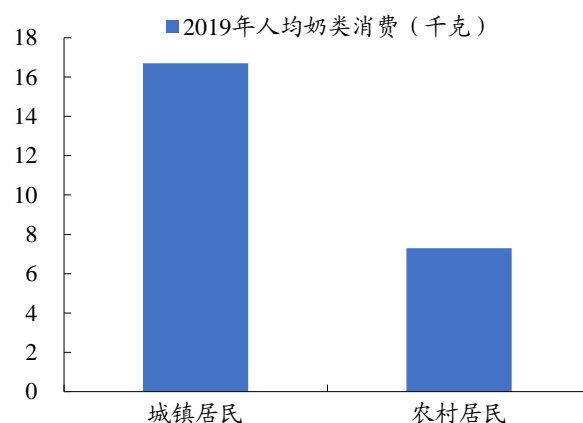
对比海外, 液态奶和奶酪均有巨大空间。液态奶方面, 中国人均饮用奶消费量约为 14.2kg, 约为饮食习惯相近的日韩的 1/2, 而与欧美国家有数倍的差距。其中差距主要来自于农村居民人均奶类消费量, 未来农村居民奶类消费量的提升将是乳制品市场扩容的一大主要驱动力。奶酪方面, 由于我国乳业起步较晚, 当前人均奶酪消费量仅为 0.2kg, 无论相较于饮食习惯相近的亚洲国家, 还是乳制品消耗量大的欧美国家, 差距都异常巨大。因此, 奶酪消费量的提升将是乳品市场扩容的另一大动力。

图 13: 中国液态奶人均消费量落后于世界主要国家和地区



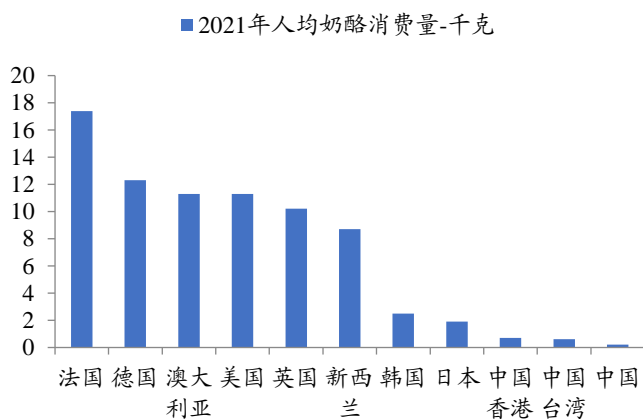
资料来源:欧睿, 信达证券研发中心

图 14: 农村居民奶类消费落后于城镇居民



资料来源:中国奶业统计资料, 信达证券研发中心

图 15: 我国奶酪人均消费量远远落后于世界主要国家和地区

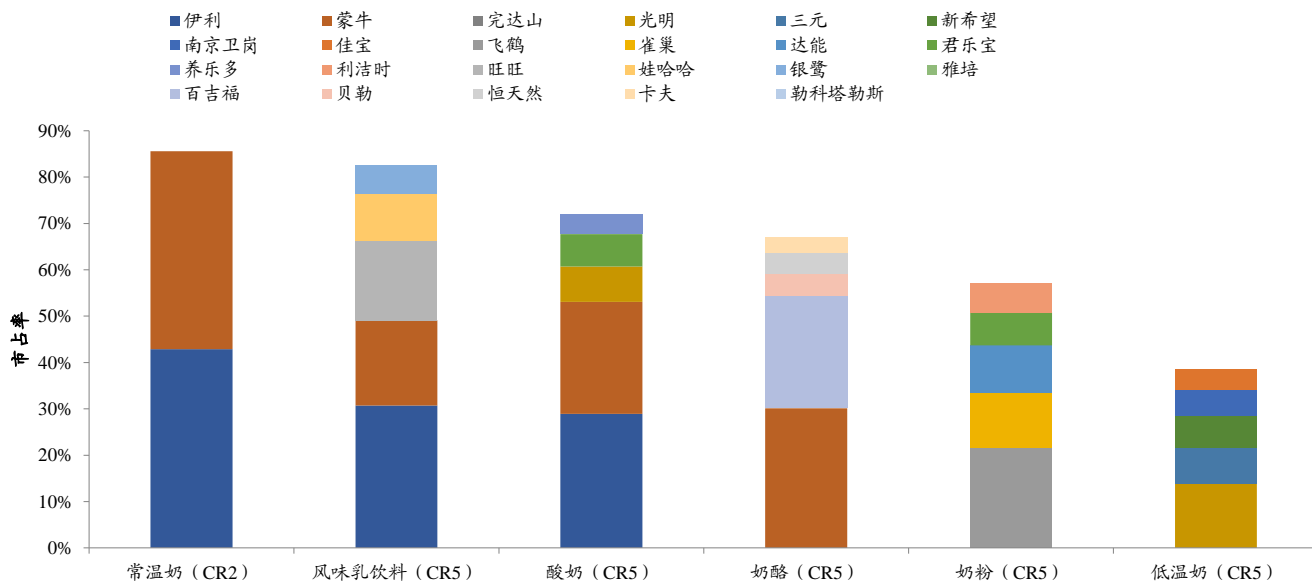


资料来源:欧睿, 信达证券研发中心

3.3. 竞争格局: 渠道适配度决定竞争格局

竞争格局差异悬殊, 主要分为三类。第一类是常温奶, 在早期就已形成伊利蒙牛的双寡头格局, 当前二者市场份额之和超过 80%, 预计未来该格局大概率将继续维持。第二类是风味乳饮料和酸奶, 尽管伊利蒙牛并未像在常温奶中一样强势, 二者市场份额之和在三类产品中仍然接近或超过 50%。事实上, 考虑到伊利 2021 年在奶酪市场上份额快速提升但并未反映在欧睿数据中, 奶酪也可以归为第二类。第三类是奶粉和低温奶, 这两个品类竞争格局相对分散, 且伊利蒙牛并未在其中占得较高份额。

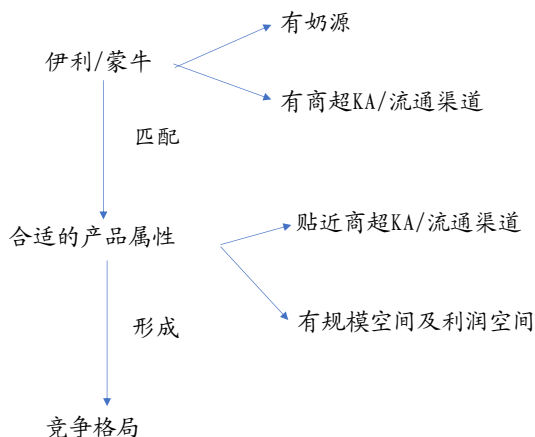
图 16: 子品类竞争格局差异悬殊



资料来源:欧睿, 信达证券研发中心

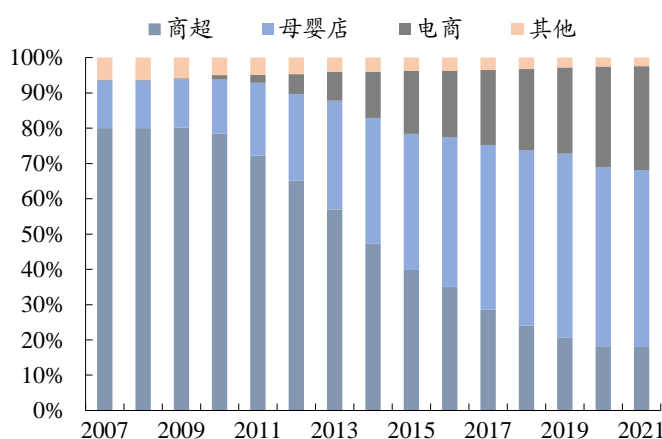
竞争格局的形成实质上来自于品类与伊利蒙牛的适配度。伊利蒙牛作为行业中的双寡头，优势来自于早期所建立的常温奶基本盘，以常低温产品（流通+商超 KA）为主的渠道，以及全国化的奶源。因此，如果品类能够贴近商超 KA 和流通渠道，有规模及利润空间，其竞争格局都将被伊利和蒙牛重塑。

图 17: 竞争格局的形成逻辑



资料来源:信达证券研发中心

图 18: 奶粉渠道由商超转向母婴和电商



资料来源:欧睿, 信达证券研发中心

常温牛奶、乳饮料、酸奶及奶酪匹配巨头，而奶粉和巴氏奶是例外。常温牛奶、风味乳饮料、酸奶（包括常温酸奶和低温酸奶）及奶酪（包括常温和低温奶酪）在渠道分布与伊利蒙牛的主力常低温渠道相重合，有利于巨头低成本快速铺市。其次，市场规模端，常温牛奶和酸奶均是千亿级大赛道，市场容量可观，奶酪尽管刚刚兴起，但参照海外，未来也将大概率成长为较大体量的赛道。第三，从利润端看，除低温酸奶因毛利率、运输成本和货损等原因盈利能力较差，奶酪处于增长期仍需投入费用外，常温牛奶、乳饮料和常温酸

奶均具有良好的盈利能力。反观奶粉，由于近年来主力渠道由商超转向母婴店和电商，伊利和蒙牛在新渠道并未占据明显优势，因此竞争格局并未受其影响，而是出现了飞鹤、澳优等国产品牌的崛起。对于巴氏奶，由于其很短的保质期和很高的冷链要求，伊利和蒙牛在其中的运营精细化程度不及区域乳企，导致盈利能力较差，因此其竞争格局被各区域乳企割据。

表 2: 不同品类产品属性差异较大

品类	现代+传统渠道占比	市场规模	毛利率	保质期	冷链要求
常温奶	92.10%	1092	34%	6 个月	不需要
常温酸奶	92.50%	700	34%	6 个月	不需要
风味乳饮料	92.10%	620	49%	>6 个月	不需要
低温酸奶	92.50%	600-800	21%	21 天	中
奶酪	83.10%	123	45%	6 个月	中低/不需要
奶粉	18.90%	1690	40-70%	2 年	不需要
巴氏奶	92.10%	415	43%	7-15 天	高

资料来源:欧睿,公司公告,信达证券研发中心估算 注:渠道占比:巴氏奶、常温酸奶和乳饮料均采用欧睿 drinking milk product 数据;常温酸奶和低温酸奶均采用欧睿 yoghurt 数据;市场规模:低温酸奶由伊利数据估测;毛利率:常温来自于伊利,乳饮料来自于旺旺,低温酸奶来自于天润低温,奶酪来自于妙可蓝多,奶粉来自于伊利和飞鹤,巴氏奶来自于新希望低温

3.4. 盈利能力:销售半径大者占优,低温供应链侵蚀利润

奶粉一枝独秀,销售半径大者占优。由于乳业公司业务覆盖面普遍较广,无法按单一业务归类,我们参考各品类公司市占率情况,对其进行归类。可以看到,奶粉在盈利能力上远超过其它品类,主要是其净利润率较高的缘故。常温液体乳尽管在净利率上不占优势,但伊利蒙牛出色的周转率拉升了其 ROE。另一方面,我们也观察到销售半径大、保质期长的品类(如奶粉、常温奶、常温酸奶和乳饮料)相对于销售半径短、保质期短的品类(如低温奶) ROE 更高。

低温供应链侵蚀利润。低温供应链对于利润率的侵蚀主要来自于两方面,一方面是相关的运输成本的增加,另一方面则是货损。对比以低温奶为主的光明和以常温奶为主的伊利,光明的吨运输费用高出伊利近 20%。另一方面,由于低温奶保质期过短,若无合适的货损处理方法,很容易造成费用上的增加。

表 3: 各品类盈利能力一览

品类	公司	2018-2020 年 ROE 平均值	净利润率	总资产周转率	权益乘数
奶粉	飞鹤	46.0%	30.0%	0.87	1.84
	澳优	23.8%	12.5%	0.89	2.16
	H&H	19.0%	9.2%	0.70	2.98
常温奶&常温酸奶	伊利	25.0%	7.7%	1.59	2.05
	蒙牛	13.1%	4.9%	1.05	2.61
	光明	8.5%	2.9%	1.27	3.20
乳饮料	旺旺	24.9%	17.7%	0.71	1.96
低温奶	光明	8.5%	2.9%	1.27	3.20
	三元	2.3%	1.6%	0.62	2.51
低温酸奶	天润	12.9%	8.5%	0.84	1.86

资料来源:WIND,信达证券研发中心

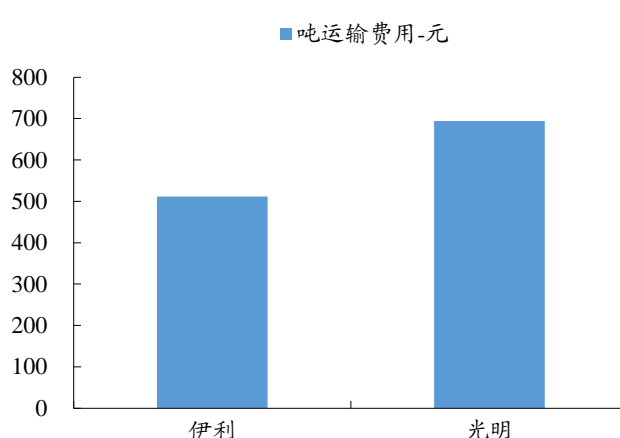
低温酸奶盈利能力介于低温奶和常温品类之间。低温酸奶保质期为 21 天，相对低温奶更长，有更为充足的时间处理货损。另一方面，低温酸奶工艺更加复杂，具有一定品牌溢价，可以拉升净利润率。尽管低温酸奶同样需要冷链支持，低温酸奶的盈利能力应当介于低温奶和常温品类之间。

图 19: 销售半径大、保质期长的品类 ROE 相对更高



资料来源: 信达证券研发中心

图 20: 低温奶单位运输费用相对于常温奶更高



资料来源: WIND, 信达证券研发中心

4. 核心优势：治理优秀，上下游壁垒兼备

4.1. 公司简介：乳品巨头，多品类第一

公司是亚洲第一的乳制品巨头。根据荷兰合作银行 2021 年发布的世界乳企排名，按销售额计算，伊利已成为亚洲第一、世界第五的乳制品企业。2020 年，公司营收达 968.86 亿元，过去 5 年复合增长率达 9.9%；归母净利润达 70.78 亿元，过去 5 年复合增长率达 8.8%。公司覆盖乳业全产业链，从上游奶牛养殖到下游液态奶、奶粉、冷饮、酸奶、奶酪五大事业群。

表 4: 伊利是世界排名第五，亚洲排名第一的乳企

排名	公司	总部所在国家	乳制品收入（美元，十亿）
1	Lactalis（勒科塔勒斯）	法国	23.0
2	Nestle（雀巢）	瑞士	20.8
3	Dairy Farmers of America	美国	19.0
4	Danone（达能）	法国	17.3
5	Yili（伊利）	中国	13.8
6	Fonterra（恒天然）	新西兰	13.6
7	FrieslandCampina（皇家菲仕兰）	荷兰	12.7
8	Arla Foods（阿拉）	丹麦/瑞典	12.1
9	Mengniu（蒙牛）	中国	11.0
10	Saputo（萨普托）	加拿大	10.7

资料来源: Rabobank, 信达证券研发中心

液态乳压仓，多品类齐飞。公司主营业务主要分为三块：液态乳、奶粉和冷饮制品。2020

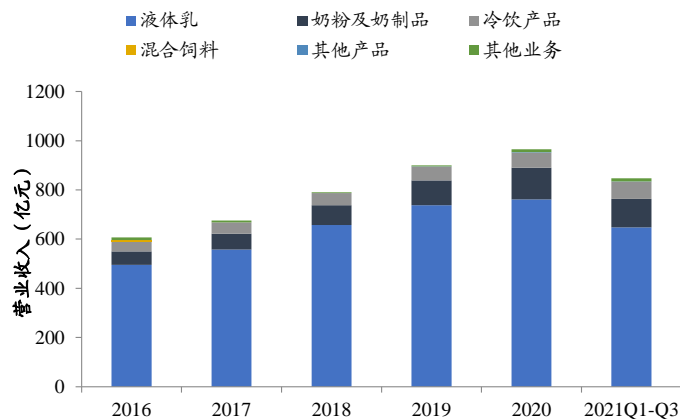
年，液态乳/奶粉/冷饮制品在营收占比分别为 79.8%/13.5%/6.5%，毛利率分别为 34.1%/42.9%/48.7%。

液态乳方面，公司 2020 年营收达 761 亿，普通白奶、金典以及安慕希三大单品销售均超 200 亿。2021 年前三季度，公司在常温产品中市占率达 38.7%，低温市占率达 15.1%，高端有机白奶和常温酸奶稳居市场第一。

奶粉方面，公司 2020 年营收达 129 亿，婴幼儿配方奶粉市占率不断上升，截止 2021 年三季度已达 8%，公司预计在 2022 年做到市场份额第二。在培育自身品牌的同时，公司于近期收购澳优 34.33%的股份，与澳优在婴配市场上形成战略协同，进一步挖掘公司在奶粉业务方面的潜力。

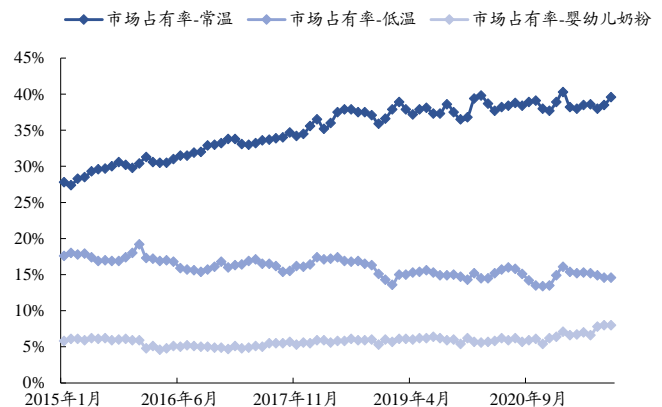
冷饮及其他业务方面，公司 2020 年在冷饮上营收为 62 亿元，连续多年市占率稳居第一。其他业务方面，公司着重开发奶酪和健康饮品。尽管基数较小，但公司在奶酪业务上保持高速增长，2021 年前三季度 C 端增速达 180%，市占率提升 6.9pct。产品端，公司开发出多款面向 B 端和 C 端的畅销产品，包括可以吸的儿童奶酪、成人奶酪棒、常温奶酪棒等。健康饮品方面，公司长线布局，在能量饮料、植物蛋白饮料、矿泉水等方向均推出新品，积极探索潜在增长点。

图 21: 液态乳压仓，多品类齐飞



资料来源: WIND, 信达证券研发中心

图 22: 伊利常温产品和婴配粉市占率不断上升



资料来源: 公司财报 PPT, 信达证券研发中心

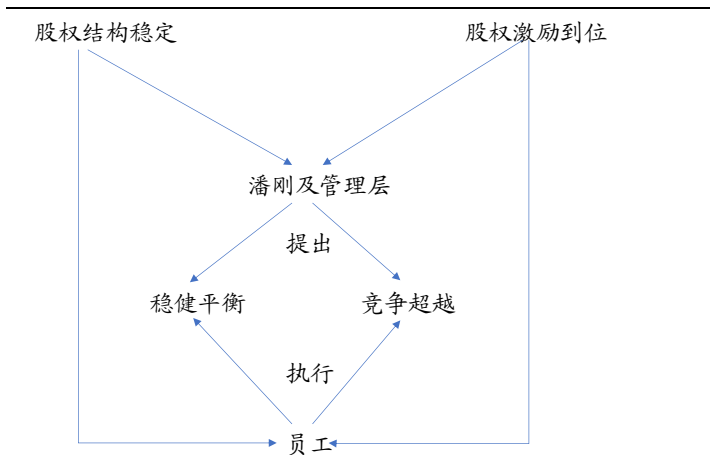
4.2. 公司治理：优秀的制度与优秀的人相结合

优秀的制度与优秀的人相结合。在制度层面上，相较蒙牛，伊利的大股东更迭次数较少且变动时间更早，为管理层的稳定及施展才能提供了良好的基础。其次，伊利是 A 股较早开始股权激励改革的公司，数量多、范围广的股权激励充分调动了管理层和员工的能动性。在人的层面，以潘刚为首的管理层选择稳健与平衡的发展路线，不求速胜，但求竞争超越，在员工强大的执行力下，利润逐步超越蒙牛，金典、安慕希销售也均超 200 亿。

大股东自 2005 年起未有实质性更迭，股权结构分散但稳定。自 2004 年高管风波后，呼和浩特投资有限责任公司于 2005 年接手了彼时金信信托手中 14.33% 的股份，成为伊利当时的单一最大股东，为公司日后的长期发展奠定了基础。管理层方面，2013 年，因 2006 年的激励计划行权，潘刚、赵成霞、刘春海、胡利平等四位高管收获部分股票，叠加先前及后续的增持与激励计划，成为持股占比超 7% 的管理层持股方。2014 年底，沪港通开始实施，

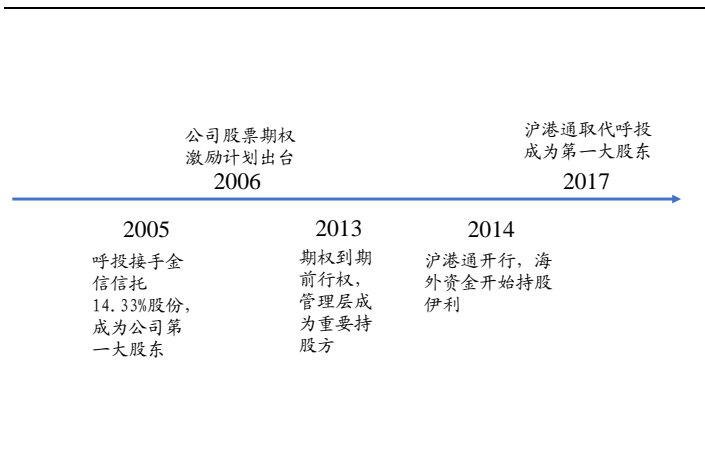
海外资金开始持股伊利，成为当前第一大持股方。若叠加呼投和管理层持股方的股份，合计的股份仍将是公司的第一大股东。事实上，当前的前十大股东主要以基金公司（包括沪港通）、呼投和管理层三方为主，基金公司对伊利投资的主要目的为财务投资，而非谋求控制权。

图 23: 优秀的公司治理体系与优秀的人相结合



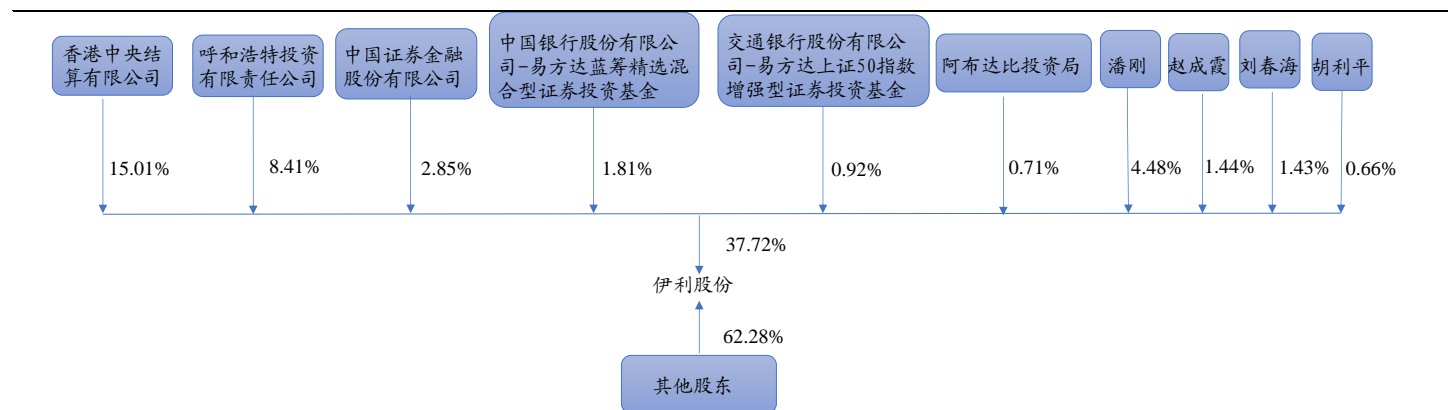
资料来源: 信达证券研发中心

图 24: 伊利大股东自 2005 年起未有实质性更迭



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 25: 股权结构分散但稳定



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

股权激励: 绑定管理层, 激发员工能动性。公司注重员工激励, 是 A 股中较早进行股权激励的上市公司, 在 2006 年股权分置改革后便推出首次期权激励计划。到目前为止, 公司共进行过 3 次股权激励计划、2 次持股计划, 一方面绑定管理层, 使其利益与公司完全一致; 另一方面奖励公司相关员工, 激发员工的能动性, 为公司创造更大价值。

表 5: 公司共实施 3 次股权激励计划, 2 次员工持股计划

首次实施公告日	激励标的	激励方式	激励总数 (万股/万份)	股本占比	行权价格/股票转让价格	有效期	激励对象	解锁条件
---------	------	------	--------------	------	-------------	-----	------	------

2007-9-12	期权	授予期权，行权股票来源为上市公司定向发行股票	5000	9.68%	13.33	8 年	潘刚（1500 万份）、赵成霞（500 万份）、胡利平（500 万份）、刘春海（500 万份）和其他人员 29 人（2000 万份）	首期行权时，公司上一年度扣除非经常性损益后的净利润增长率不低于 17%且上一年度主营业务收入增长率不低于 20%。首期以后行权时，公司上一年度注意业务收入与 2005 年相比的复合增长率不低于 15%。
2014-11-28	股票	授予股票，股票来源为二级市场购买、定向增发、公司回购或股东赠予	不确定	不确定	不确定	10 年 10 期， 每期 2 年	每期持股计划人员和份额由董事会决定	持股计划分十期实施，在 2014-2023 年的十年内，股东设立各期独立续存的员工持股计划，每期持股计划的存续期为 24 个月。从二级市场购买的股票，锁定期为 12 个月。通过其他方式获得股票的，按照国家相关法律法规执行。
2016-12-29	股票	上市公司定向发行股票	1500	0.25%	15.33	4 年	核心技术（业务）人员共 294 人	第一个解锁期：以 2015 年净利润为基数，2017 年净利润增长率不低于 30%，净资产收益率不低于 12%。第二个解锁期：以 2015 年净利润为基数，2018 年净利润增长率不低于 45%，净资产收益率不低于 12%。
2016-12-29	期权	授予期权，行权股票来源为上市公司定向发行股票	4500	0.74%	16.47	4 年	核心技术（业务）人员共 294 人	第一个行权期：以 2015 年净利润为基数，2017 年净利润增长不低于 30%，净资产收益率不低于 12%。第二个行权期：以 2015 年净利润为基数，2018 年净利润增长率不低于 45%，净资产收益率不低于 12%。
2019-10-1	股票	上市公司提取激励基金买入流通 A 股	15242	2.50%	15.46	6 年	潘刚（5066 万份）、刘春海（833 万份）、赵成霞（833 万份）、闫俊荣（41.7 万份）、邱向敏（33 万份）和其他核心人员 475 人（8436 万份）	分五期解锁，以 2018 年净利润为基数，接下来五年净利润增长率分别不低于 8%，18%，28%，38%，48%；当年净资产收益率不低于 20%；当年现金分红比例不低于 70%
2021-1-23	股票	授予股票，股票来源为二级市场购买、定向增发、公司回购或股东赠予	不确定	不确定	不确定	20 年 20 期	公司中高层管理人员和业务、技术骨干，以及其他对公司整体业绩和长期发展具有重要作用的核心人才	长期服务计划续存期 20 年，每一年度实施一期，各期相互独立，滚动设立。通过二级市场购买标的股票方式获得股票的，锁定期为 12 个月；通过其他方式获得股票的，按照国家相关法律法规执行。

资料来源:公司公告, 信达证券研发中心

管理层是伊利最大的财富。首先，管理层稳定。相比起蒙牛职业经理人模式下多次的人事变动，伊利自成立以来，只有一次实质上的管理层变动。长期稳定的管理层也为其战略的

执行提供了一致性。2005 年起，以潘刚为首的管理层正式接手伊利，从奶源、产能、渠道、品牌、研发、战略等多个维度出发，改变伊利，最终使伊利在乳业同行激烈的竞争中脱颖而出。**其次，董事长经验丰富。**董事长潘刚是土生土长的内蒙人，毕业于内蒙古农业大学动物食品检验公共卫生专业，1992 年进入伊利后从最基层的质检员做起，一路升任公司总裁，在年仅 35 岁时临危受命，担任集团董事长，行业经验无人出其右。**第三，董事长作风稳健平衡。**潘刚接任后并没有眼红于彼时蒙牛出色的营销能力，而是稳扎稳打，从产能建设做起，一步步提升伊利的内生能力，最终使伊利超越蒙牛。同时，潘刚也追求平衡，兼顾各方利益，认同社会价值高于商业利润，安全健康大于物质财富，带领伊利行稳致远。**第四，管理层危机应对能力出色。**无论是 05 年的高管风波，还是 08 年的食品安全事件，管理层均以开放积极的姿态应对，从长远出发，积极承担经销商损失，在各方赢得美誉，也为后期发展奠定了基础。

表 6: 董事长潘刚行业经验丰富

时间	学习/任职
1989-1992 年	内蒙古农业大学动物食品检验公共卫生专业学习
1992-1993 年	呼和浩特市回民奶食品厂（伊利前身）车间工人、质检员
1993-1994 年	伊利集团冷冻食品公司质检部部长
1994-1996 年	伊利集团冷冻食品公司生产部部长
1996-1999 年	伊利集团矿泉饮料有限责任公司董事长、总经理兼党总支书记
1999-2002 年	伊利集团总裁助理、党委委员、液态奶事业部总经理
2002-2004 年	伊利集团董事、总裁兼液态奶事业部总经理
2004-2005 年	伊利集团董事、总裁
2005 年至今	伊利集团党委书记、董事长、总裁

资料来源:信达证券研发中心整理

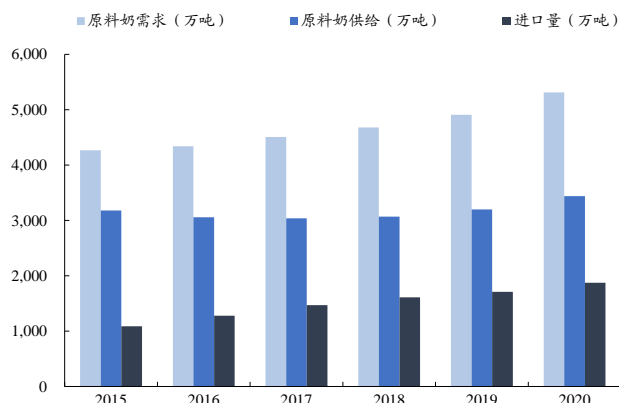
表 7: 核心管理层非常稳定

姓名	现任职务	任职时间	年龄	履历
潘刚	董事长兼总裁	2005 年	50	公司董事长兼总裁
赵成霞	董事、副总裁、财务负责人	2007 年	50	历任公司董事、副总裁
刘春海	副总裁	2007 年	57	历任公司董事、副总裁
邱向敏	董事会秘书	2018 年	45	历任公司原奶事业部财务副总监、液态奶事业部财务副总监、公司总裁办公室副总监

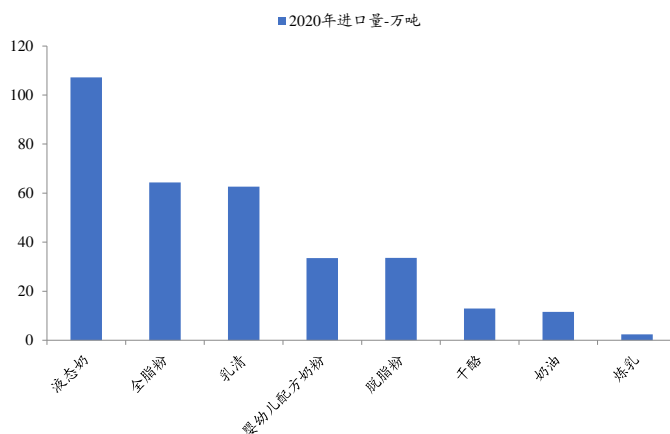
资料来源:公司公告，信达证券研发中心

4.3. 奶源与产能共筑上游壁垒

得奶源者得天下，乳业原料的特殊性决定了乳企对产业链上游的诉求。伊利作为一家以下游制造业为经营重心的企业，通过在上游奶源端采用自有奶源和合作奶源相结合的模式，同时在奶源地及周边积极扩展产能，构筑起其在上游坚实的护城河。

图 26: 我国奶源整体供不应求


资料来源: 国家统计局, 弗若斯特沙利文, 优然乳业招股书, 信达证券研发中心

图 27: 缺口由进口乳制品补充


资料来源: 中国奶业统计资料 2021, 信达证券研发中心

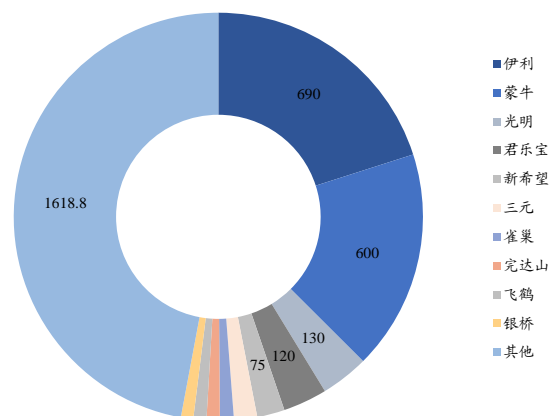
4.3.1. 奶源：平衡为主，优势尽显

我国奶业的大背景是奶源供不应求，缺口主要由进口奶源补充。根据国家统计局公布的原料奶产量及乳制品净进口量折算，2015-2020 年国内原料奶总需求与原料奶总供给缺口不断扩大，在 2020 年达到 1875 万吨，国内原料奶常年处于供不应求的状态。2020 年，我国进口各类乳制品共 328 万吨（未按液态奶折算），其中占比较大的依次包括液态奶、全脂粉、乳清粉、婴幼儿配方奶粉、脱脂粉。

伊利在奶源策略上以平衡为主。从商业属性上来看，上游奶牛养殖业属于投资周期长、回报不高且资产较重的行业，投入过多会拖累伊利的整体运营效率。但是，奶源本身又是乳制品行业非常重要的进入壁垒，一方面国内奶源长期供不应求，另一方面国内的乳业消费仍以液态奶为主，海外奶源可替代性差。若对奶源熟视无睹，很容易被竞争对手抢夺，造成无奶可产的窘境。因此，寻求自有奶源、合作奶源及公司资金的平衡，对于伊利非常重要。

自有奶源和合作奶源并行。**自有奶源方面**，公司曾拥有中国第一大奶牛养殖企业优然乳业 100% 股权，2015 年后为筹划其上市，将其剥离，当前持有优然乳业 34.80% 股份。截止 2021 年 6 月，优然乳业拥有 73 座牧场，37.56 万头奶牛，年产奶量约 190 万吨，2020 年向伊利供奶产生的收入占其原料奶收入的 95.8%。其次，伊利于 2021 年 6 月完成对中地乳业 100% 股权的收购，中地乳业从香港退市。中地乳业拥有 9 座牧场，6.9 万头奶牛，2020 年产奶量约 43 万吨。此外，公司还积极布局海外奶源。2019 年 8 月，伊利收购了新西兰第二大乳业合作社 Westland Dairy。Westland Dairy 拥有新西兰约 4% 的原奶供应量，按 2020 年新西兰 2187 万吨的产奶量计算，Westland Dairy 可提供 87.48 万吨的原奶。叠加 2021 年优然乳业收购的恒天然牧场，预计伊利 2021 年在自有牧场最多可收奶 318 万吨，占 2020 年总收奶量 690 万吨的 46%。**合作奶源方面**，公司通过多种方式扶持合作奶源发展。一方面，公司利用自有资金，以贷款的方式为养殖户买牛、养牛提供资金支持，同时联合其他金融机构，开发出“青贮保”、“牧场保”等金融产品，解决牧场融资需求。另一方面，公司还依托奶牛学校平台，积极整合国际优质资源，开发了覆盖牧场各生产环节的系列课程，来培训供应商，累计达上万人次。自 2015 年起，公司规模化集约化奶源比已达 100%。

图 28: 伊利收奶量位居第一



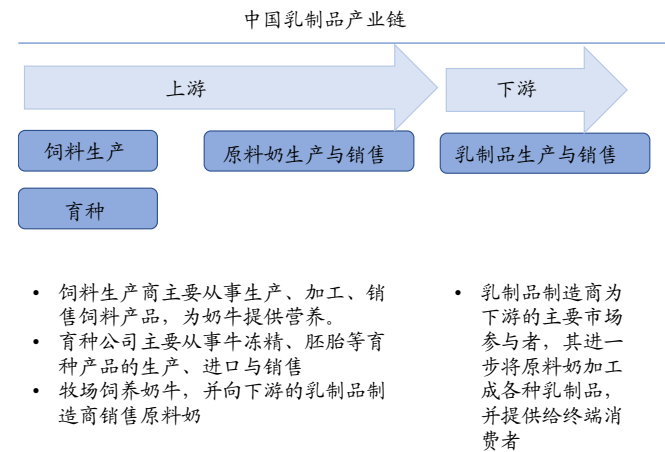
资料来源: 中国奶业统计资料 2021, 信达证券研发中心

表 8: 伊利自有奶源一览

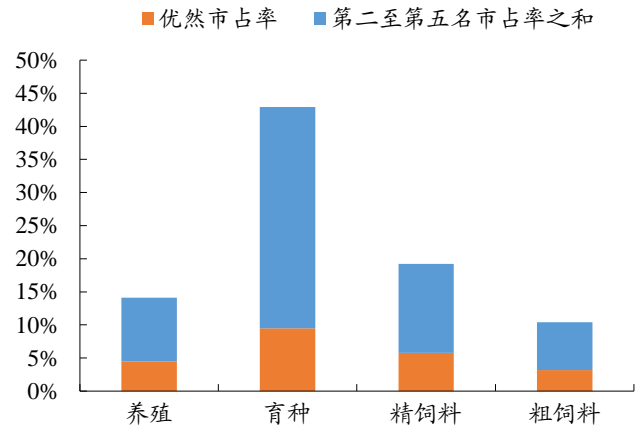
牧场	持股比例	合作时间	产能 (万吨)	存栏量 (万头)	供给伊利比例	牧场分布
优然牧业	34.80%	原伊利全资子公司， 于 2015 年剥离	190	37.6	2020 年向伊利供奶产生 的收入占其原料奶收入 的 95.8%	河北、山西、内蒙古、黑龙江、 辽宁、北京、四川、湖北、安 徽、江苏、山东、云南、河南、 宁夏、陕西等
中地乳业	100%	2021 年 6 月完成收购	43	6.9	N/A	北京、内蒙古、宁夏、辽宁、河 北、山西、天津、山东等
Westland Dairy	100%	2019 年 8 月完成收购	87	N/A	N/A	新西兰南岛西海岸和 Christchurch 附近地区

资料来源: 公司公告, 公司官网, 信达证券研发中心整理

奶源优势一：全产业链覆盖打造健康奶牛。上游养殖产业不单单是牧场运营，而是涉及到饲料、育种、养殖多个环节，各个环节的精益求精才能提升奶牛的健康，以提升奶牛的单产和产奶年限。这也正是伊利的优势所在。事实上，优然牧业不仅是一家牧场企业，在拥有全国最大奶牛存栏量的同时，也是我国规模最大的奶牛育种及反刍动物饲料公司。**育种业务方面**，公司通过附属公司赛科星，为国内牧场提供高品质的奶牛冻精。赛科星拥有先进的遗传改良和性控繁育技术，同时还拥有优质的公牛资源，冻精业务市占率达 9.5%，其中性控冻精市占率达 22.2%。**饲料业务方面**，公司专注于研究反刍动物养殖所需饲料，建立了行业领先的反刍动物营养数据库，通过运营 7 个饲料生产基地和与 5 个第三方饲料生产商合作，为全国 500 多座牧场提供反刍动物全生命周期的营养解决方案。公司精饲料和粗饲料（按首蓆草计）销量市占率分别为 5.8% 和 3.2%，均排名市场第一，为优然牧业贡献近 40% 的营收。

图 29: 优然牧业与伊利覆盖全产业链


资料来源: 优然牧业招股书, 信达证券研发中心

图 30: 优然在上游多项业务市占率皆为第一


资料来源: 优然牧业招股书, 信达证券研发中心 注: 育种为 2019 年数据, 其余为 2020 年数据。其中养殖按原料奶产量计, 育种按奶牛冻精销量计, 精饲料按销量计, 粗饲料按苜蓿草销量计

奶源优势二: 高品质、高附加值、特色产品多。奶源品质方面, 以优然牧业和中地乳业为例, 其原奶品质当前不仅远高于中国国家优质乳工程, 更全面超越欧美日相关标准, 为伊利打造高品质产品奠定了坚实的基础。另一方面, 优然在特色奶方面也颇有建树。公司生产娟姗奶、A2 奶、DHA 奶和有机奶, 并全部提供给伊利。由于特色奶研发周期长、养殖技术含量高、过程管控难度大, 因此伊利可以打造差异化产品并获得更高的毛利。2020 年, 优然在有机奶市场市占率名列第一, 特色奶在其原料奶业务收入中占比 30.9%, 是中国最大的特色奶提供商。

表 9: 优然牧业和中地乳业原料奶品质优越

	蛋白质含量 (%)	脂肪含量 (%)	菌落总数 (cfu/ml)	体细胞数目 (cfu/ml)
优然牧业	>3.3	>3.9	<13000	<170000
中地乳业	3.36	3.99	12900	163200
中国国家优质乳工程	≥3.1	≥3.3	<100000	<300000
中国国标	≥2.8	≥3.1	<2000000	N/A
美国标准	≥3.2	≥3.5	<100000	<750000
欧盟标准	N/A	N/A	<100000	<400000
日本标准	≥3.2	≥3.8	N/A	N/A

资料来源: 优然牧业招股书, 中地乳业年报, 信达证券研发中心

表 10: 优然牧业特色奶源多

产品	类别	主要特质及优势
优质生鲜乳		高于中国及欧盟行业标准的原料奶
	娟姗奶	进口纯种娟姗牛所生产的原料奶, 口感丝滑, 平均蛋白质含量高达 3.8%
特色生鲜乳	DHA 奶	富含 DHA 的特色生鲜乳; DHA 是一种珍贵营养物质, 对脑部及眼睛健康至关重要
	A2 奶	特别含有 A2beta-酪蛋白的原料奶, 更贴合人体的消化系统, 更易于消化吸收, 缓解乳糖不耐受所引起的不适

资料来源: 优然牧业招股书, 信达证券研发中心

奶源优势三: 广泛布局, 对接产能, 对冲价格风险。由于奶牛的生长特性, 全球多数奶牛仍集中于南北纬 40-50 度的黄金奶源带, 而在纬度较低的地方分布稀少。对于伊利而言, 其尽可能广泛的布局为其生产提供了充分的保障。在国内, 优然牧业和中地乳业的牧场遍布 16 个省份。在国外, Westland Dairy 位于地处南半球的新西兰。一方面, 无论在国内还是国外, 牧场均与伊利的工厂距离不远, 充分实现就近原则, 保障原奶品质不受损。另一方面, 国内与国外奶价不同, 拥有两侧的奶源, 也可以在一定程度上通过大包粉的形式对冲奶价波动。产能与奶源的紧密相连, 共同构筑起伊利在乳业上游坚实的壁垒。

图 31: 伊利国内奶源分布广泛



资料来源: 伊利官网, 信达证券研发中心

图 32: 伊利国内产能分布靠近奶源



资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心 注: 蓝色区域代表工厂所在位置

图 33: 伊利新西兰奶源和产能分布



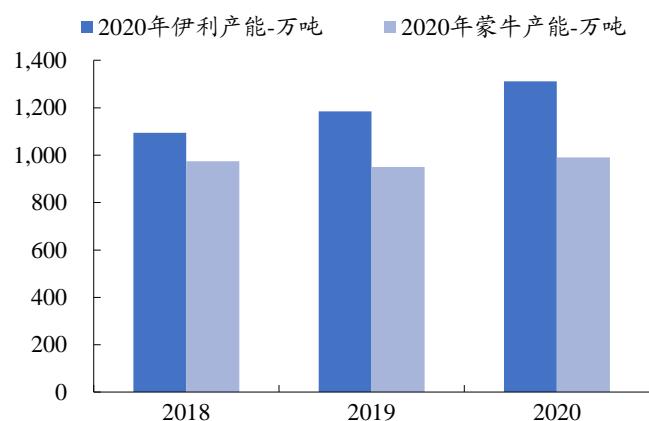
伊利大洋洲基地

资料来源: Westland Dairy 官网, 谷歌地图, 信达证券研发中心
注: 奶源为图中点状位置, 产能为图中灰色带状区域和伊利大洋洲基地

4.3.2. 产能：两次织网助力强大产能

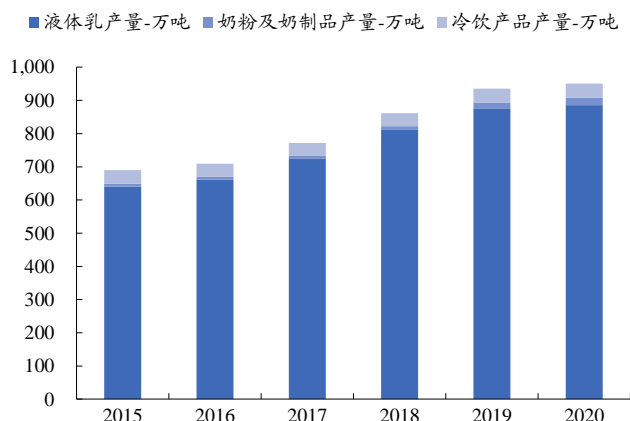
产能总量上领先蒙牛，品类以液态奶为主。根据公司披露的数据，截止 2020 年底，伊利拥有 1312 万吨产能，领先于蒙牛的 990 万吨产能。尽管公司并未公布产能的全部详细数据，我们通过公司过往年份各品类的产量推测其产能。可以看到，在公司的三大品类中，液体乳的产能占绝大部分。

图 34: 伊利产能领先蒙牛



资料来源:公司公告, 信达证券研发中心

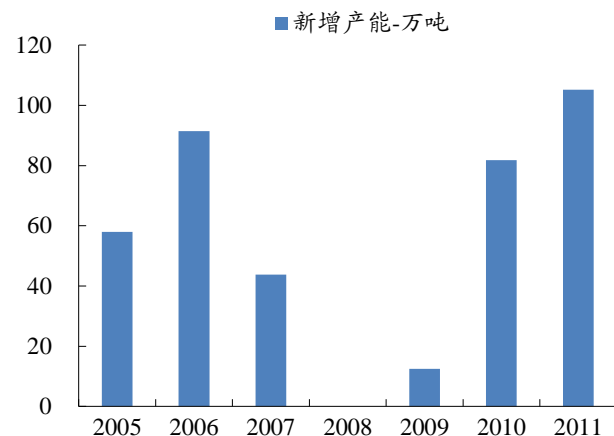
图 35: 公司产能以液态奶为主



资料来源:公司年报, 信达证券研发中心

两次织网助力强大产能。回顾公司产能扩张的历史，2006 年起的织网计划和 2012 年开始的全球织网计划大力提升了公司产能。2006 年起的织网计划，目标是实现生产、销售、市场一体化运作，对每个市场精耕细作，形成“纵贯南北、辐射东西”的全国化布局。因此，公司先后在全国多地投资液态奶、酸奶、奶粉以及冷饮生产基地项目，2005-2011 年披露的新增产能累计达 393 万吨。2012 年起，公司则开启全球织网计划，依托全球资源体系、全球研发体系和全球市场体系来开拓全球业务。公司先后收购大洋洲基地（Oceania Dairy）、泰国第一大冰淇淋生产商 THE CHOMTHANA COMPANY LIMITED、新西兰第二大乳企 Westland Dairy，与美国最大乳企 DFA、意大利乳企斯嘉达达成战略合作，同时开拓印尼冰淇淋市场，形成了初步的全球产能布局。

图 36: 伊利在首次织网计划中新增的产能



资料来源:公司公告, 信达证券研发中心

表 11: 伊利海外产能一览

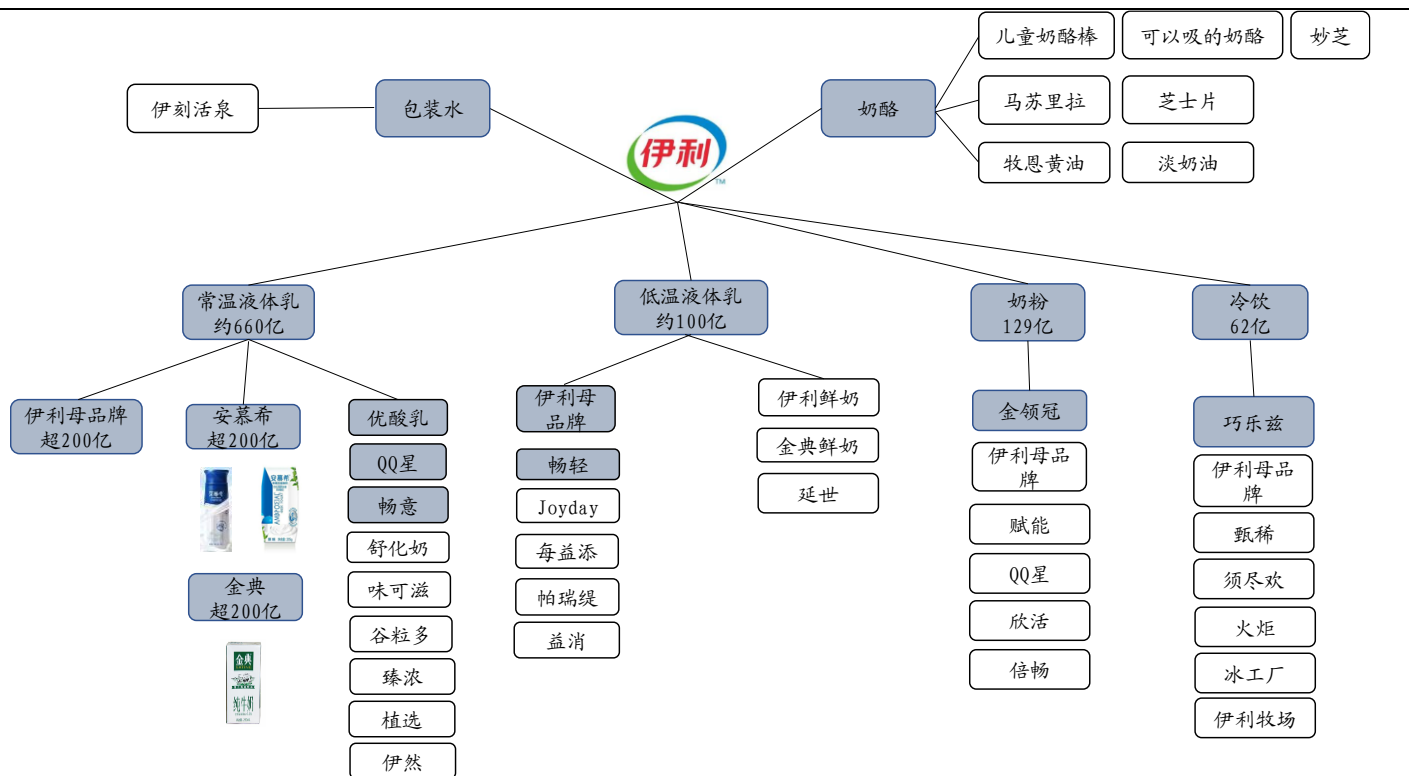
公司	时间	事件	金额	产能
大洋洲基地（Oceania Dairy Limited）	2013 年 4 月	新建 47000 吨婴儿配方奶粉项目	11 亿元	47000 吨
	2014 年 11 月	新建超高温灭菌奶项目	4.6 亿元	
	2014 年 11 月	新建年产 56000 吨奶粉项目	10 亿元	56000 吨
Westland Dairy	2019 年 8 月	收购新西兰第二大乳企 Westland Dairy 100%股权	2.44 亿新元	87 万吨（根据收奶量估算）
THE CHOMTHANA COMPANY LIMITED	2019 年 4 月	收购泰国最大冰淇淋生产商 THE CHOMTHANA COMPANY LIMITED 96.46%股权	8056 万美元	
PT.Green Asia Food Indonesia	2018 年底	在印尼销售冰淇淋		
PT.Yili Indonesia Dairy	2020 年	印尼工厂已完成主体建设		
DFA	2014 年 11 月	与美国第一大乳企合资建设 8 万吨奶粉工厂，伊利占 30%股份	3000 万美元	80000 吨
意大利斯嘉达公司	2013 年 11 月	与意大利最大乳企斯嘉达战略合作，推出进口牛奶培兰		

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

4.4. 产品、渠道与品牌构建下游护城河

伊利通过在产品端不断创新, 渠道端不断深耕, 品牌端持续发力, 为自己在乳品制造业构筑起强大的护城河。

图 37: 伊利产品线丰富



资料来源: 公司官网, 京东, 公司公告, 信达证券研发中心

4.4.1. 产品：引领行业发展，研发是根基

伊利产品矩阵丰富，中高端单品表现突出。伊利的业务主要分为液态奶、酸奶、奶粉、冷饮、奶酪和包装水六大板块，其中液态奶主要对应下图中的常温液体乳，酸奶主要对应下图中的低温液体乳。伊利的产品几乎覆盖到乳制品行业中所有的方向，同时还将触手延展到饮料行业。伊利数款中高端单品表现突出，包括金典高端奶、安慕希常温酸奶以及金领冠婴幼儿配方奶粉等。

产品颠覆行业，引领行业发展。伊利在过往多次推出具有行业颠覆性的产品，包括 1997 年的行业首款常温纯牛奶、1998 年的优酸乳全新风味乳饮料、2007 年的行业首款低乳糖牛奶营养舒化奶和 2007 年中国第一款有机奶金典有机奶等。同时，伊利的产品多次改变乳制品行业的整体走向，包括 1997 年后巴氏奶向常温奶的转向、2006 年后有机白奶的形成和 2014 年后常温酸奶的扩张。

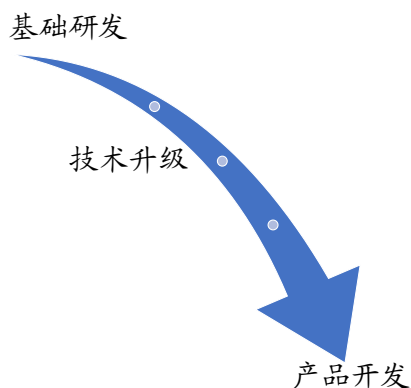
图 38: 多款产品创造乳制品行业历史



资料来源：信达证券研发中心整理

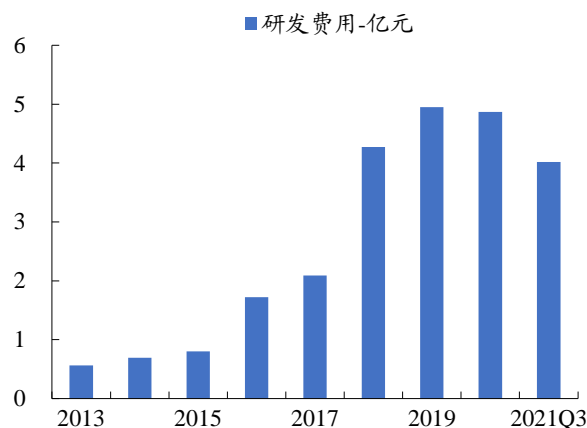
研发体系是产品的根基。公司将研发创新体系打造为“基础研究-技术升级-产品开发”的三级研发平台。一级侧重于基础科学研究，二级致力于对产品和技术的瞻前瞻性研究，三级则针对不同消费群体的需求进行现有品类产品研发。其次，公司拥有多个国家级和地方级研发平台，包括农业部乳制品质量安全重点实验室、国家乳制品加工技术研发专业分中心、内蒙古乳业技术研究院等。此外，公司还与多所大学进行科研合作，包括与瓦根宁根大学合作建立的伊利欧洲研发中心、中美食品智慧谷等。公司近年投入大量资源进行研发，研发支出从 2013 年的 0.56 亿元提升至 2020 年的 4.87 亿元，CAGR36.2%。

图 39: 伊利的三级研发体系



资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

图 40: 伊利研发费用近年来不断攀升



资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

产品开发能力强大：以安慕希为例。产品开发与基础科研不同，前者重在应用而后者重在探索基本原理。产品开发，具体是指从原料采购到配方与工艺的开发，从小试到中试再到规模化生产的整个过程。从历史上看，乳制品行业中面向 C 端的产品差异化并不大，伊利在产品开发方面的能力非常强大，多次后程发力，创造出成功的竞品如金典、安慕希等。从过去规律来看，伊利一般会开发新品类，其后对该品类进行相应的口味和配方扩充，过程中也会进行相应的包装升级，一步步做大相关品类。以常温酸奶安慕希为例，自 2009 年光明开发出莫斯利安常温酸奶后，伊利于 2013 年底推出竞品安慕希。随后，通过升级多种口味、增添更多款包装、微调配方的方式，扩充 SKU，为顾客提供更多更好的选择，同时提升营收。

图 41: 安慕希 SKU 的扩张路径

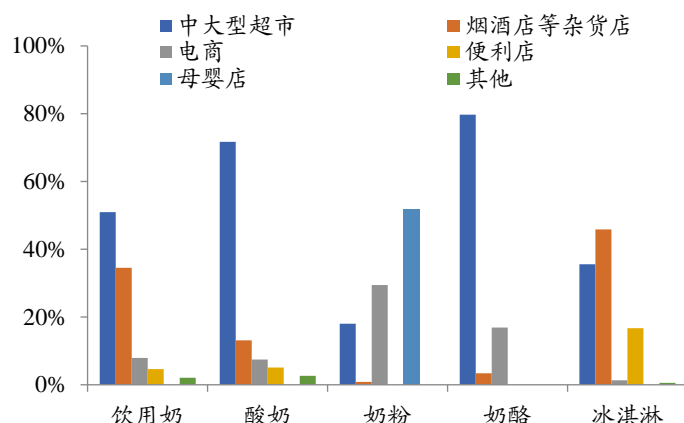


资料来源: 信达证券研发中心

4.4.2. 渠道：两次行动铸就超强网络，当前仍然领先蒙牛

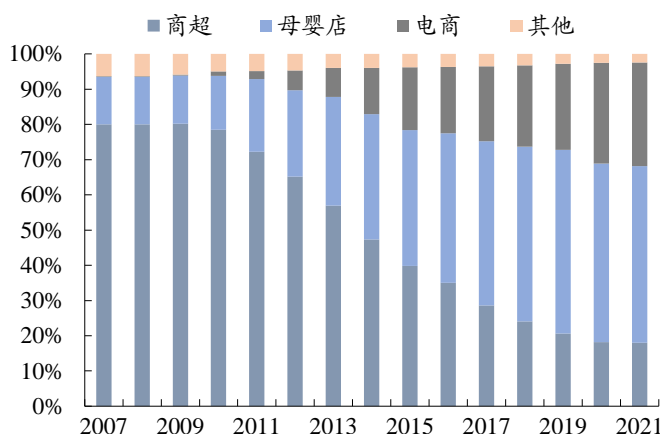
乳制品渠道以商超流通为主，婴配粉是例外。多数乳制品品类，无论低温还是常温，其主要销售渠道均集中于超市和食品杂货店这两类渠道，近年来随着电商和便利店的不断发展，也有小比例的产品迁徙到这两类渠道。对于婴配粉来说，则是由于近年来专业母婴店的崛起叠加电商的便利，2010 年前占据销售额 80%以上的商超渠道被母婴店和电商所取代，渠道发生重要变革。

图 42: 乳制品渠道以商超流通为主



资料来源: 欧睿, 信达证券研发中心

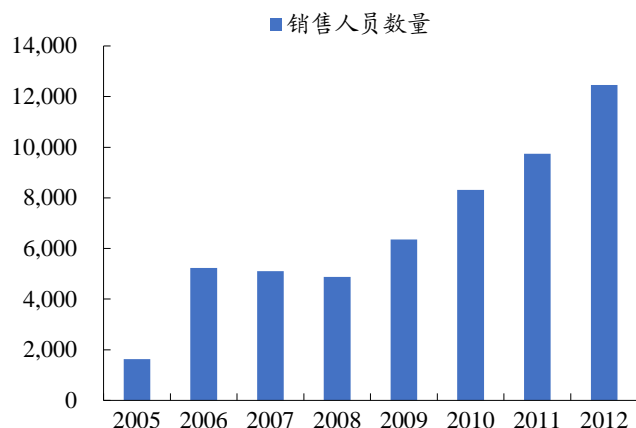
图 43: 奶粉渠道由商超转向母婴和电商



资料来源: 欧睿, 信达证券研发中心

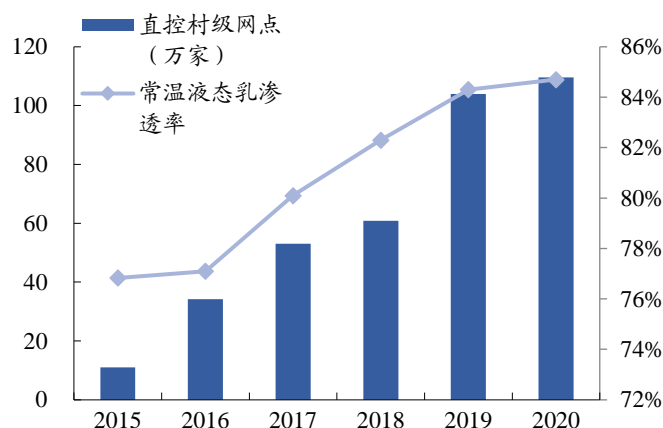
织网计划、渠道精耕，铸就全国性销售网络。回顾历史，伊利的优势渠道也在于商超流通。公司从 2006 年开始布局织网计划，通过五年时间，结合奶源及产能的扩张，形成了“纵贯南北、辐射东西”的全国性市场布局，成为第一家覆盖全国市场的乳品企业。2013 年，公司再次夯实下线渠道，启动渠道精耕计划，重点提升下线市场的渗透率。截止 2020 年底，公司常温液态奶市场渗透率达 84.7%，直控村级网点达 109.6 万家。

图 44: 织网计划使销售人员数量激增



资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

图 45: 渠道精耕提升伊利常温液态乳渗透率和直控村级网点数



资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

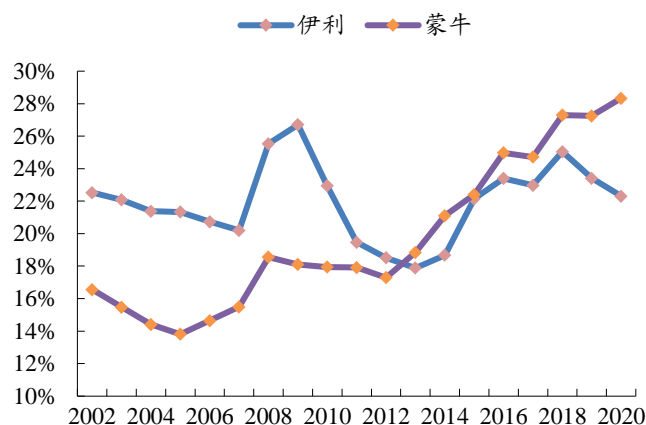
表 12: 伊利渠道建设大事记

年份	事件
2006	启动织网计划，推出“五年三步走”计划，构建全国性市场布局
2007	参与商务部“万村千乡”活动，进入“农家店”等乡镇销售终端
2011	初步完成织网计划，构筑了北起黑龙江，南至福建、广东等省，东临上海，西达新疆的“纵贯南北、辐射东西”的全国性市场布局，成为第一家覆盖全国市场的乳品企业
2013	实施渠道精耕计划，提升市场渗透率
2020	常温液态奶市场渗透率达 84.7%，直控村级网点达 109.6 万家

资料来源:信达证券研发中心整理

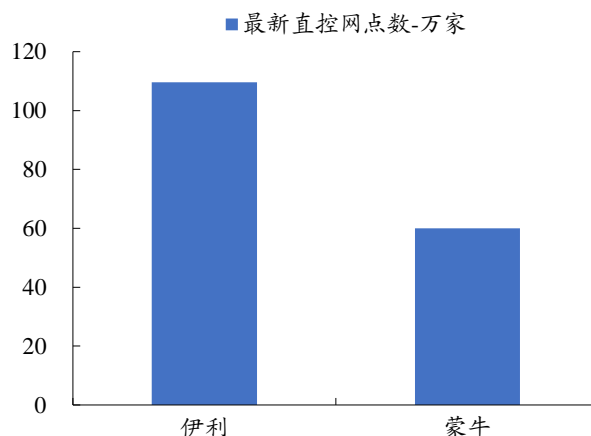
对比蒙牛，伊利渠道优势领先。相对于蒙牛，伊利的渠道模式偏重于深度分销，而蒙牛初期的渠道模式偏重于大商制。在公司发展初期，蒙牛借力大商制，快速攫取市场份额，在营收和利润两端超越伊利。但大商制对终端缺乏掌控力，后劲不足。待伊利在 2011 年前后逐步完成织网计划后，情势开始反转，伊利的营收和利润开始反超蒙牛。深度分销渠道的构建完毕最关键的是帮助伊利控制了更多的终端，从而控制了销售费用率，提升了费效比。在卢敏放上任之后，也意识到自控渠道对于蒙牛的重要性，开始回头补课，连续几年强调渠道精耕和深度分销，但从目前的情况来看，伊利在渠道上领先优势仍然明显。

图 46: 伊利销售费用率低于蒙牛



资料来源:公司年报，信达证券研发中心

图 47: 伊利最新直控村级网点数多于蒙牛



资料来源:公司年报，信达证券研发中心

4.4.3. 品牌：子母品牌共建，伊利后来居上

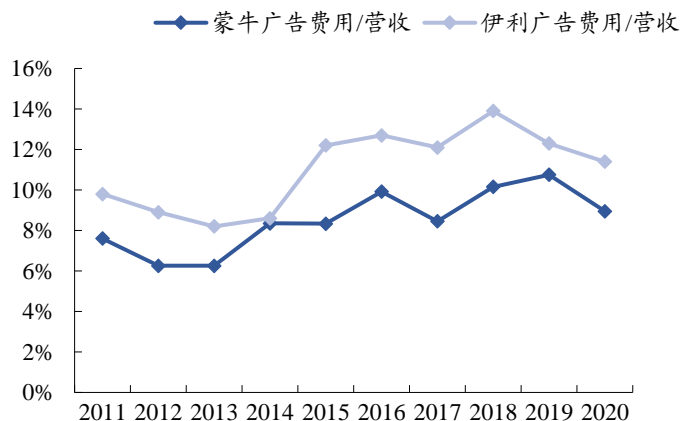
子母品牌共建，大力投入费用，品牌价值突出。自 1997 年液态奶时代来临后，伊利开始大力拓展产品线，并拥有诸如优酸乳、金典、QQ 星、安慕希、金领冠等多个子品牌。因此，在品牌策略上，伊利重点关注子品牌资产价值提升，实现子母品牌共同发展。另一方面，尽管近年来伊利在整体销售费用率上落后于蒙牛，但单看广告费用占营收的比例，伊利却仍然高于蒙牛。其结果是，伊利品牌价值不断提升，在凯度消费者指数《2021 亚洲品牌足迹报告》中，以 92.2% 的品牌渗透率、近 13 亿的消费者触及数，连续五年位列中国市场消费者选择最多的品牌榜首。

图 48: 伊利关注子品牌资产价值提升



资料来源: 信达证券研发中心整理

图 49: 伊利广告费用在营收中占比高于蒙牛



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

奥运叠加综艺, 伊利后来居上。回顾伊利蒙牛两家公司的营销历史, 在 2005 年前, 蒙牛通过事件营销赚足眼球, 包括神州五号航天员专用奶、超级女声等项目。但在 2005 年后, 伊利通过拿下北京奥运会官方合作伙伴关键一役, 持续绑定奥运营销, 同时在 2013 年综艺节目逐渐成为新的流量入口后, 把握住了中国好声音、奔跑吧兄弟、爸爸去哪儿等爆款节目, 逐渐占据营销的上风。

表 13: 蒙牛在营销上先声夺人, 伊利后来居上

蒙牛	伊利
神州五号航天员专用奶 (2003)	北京奥运会官方合作伙伴 (2008)
雅典奥运会中国代表团专业乳制品 (2004)	上海世博会合作伙伴 (2010)
超级女声 (2005)	奥运会中国奥委会合作商 (2012-2022)
与 NBA 合作 (2007-2019)	中国好声音 (2014)
世界杯赞助商 (2018)	奔跑吧兄弟 (2015、2016)
北京环球影城 (2021)	爸爸去哪儿 (2014、2015)

资料来源: 信达证券研发中心整理

5. 展望未来: 短中长期皆可期待

5.1. 短期: 毛销差仍将提升

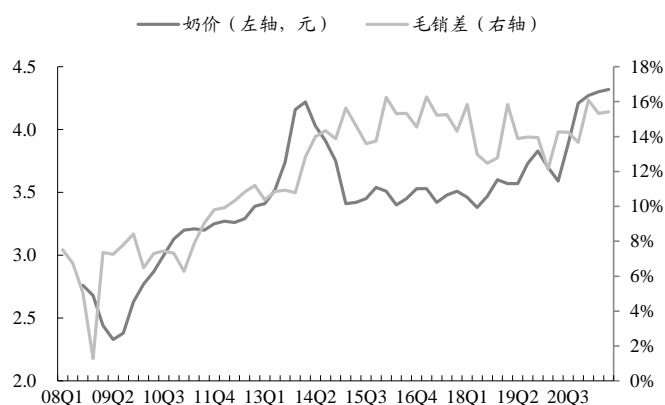
回顾伊利历史, 其毛利率与销售费用率的波动均与奶价息息相关。伴随奶价下跌, 毛利率历史上有两次大幅提升; 而销售费用率与奶价在过往主要呈反向波动。因此净利率在未来成本下降时仍有提升空间。

整体来看, 毛销差伴随奶价上涨。回顾历史, 奶价在过去十多年中受供需和成本因素影响起起伏伏, 但总体趋势维持上涨。伊利在奶价上涨的过程中, 通过涨价、调整产品结构以及控制销售费用等手段, 逐步推升毛销差, 带动净利率从 2009 年的 2.74% 上升至 2021 年的 9.37%。

产品结构升级与奶价波动推动伊利毛利率上涨。毛利率的上涨主要来自于产品结构的变化

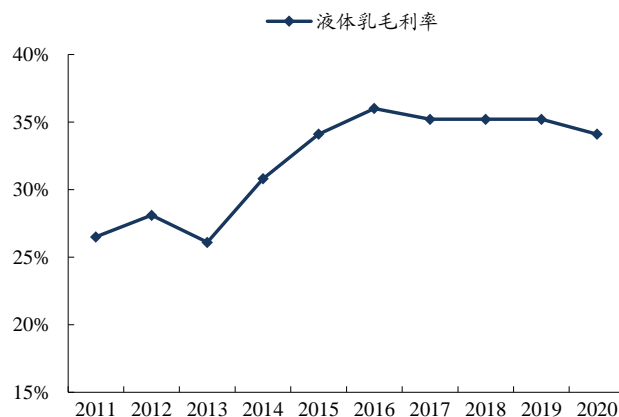
和奶价上涨回落后的提价效应。产品结构方面，金典及安慕希等高端产品在 2013 年后的逐步放量，在液体乳占比中从不足 10% 上升至 50%，使得液体乳毛利率从 2013 年的 26% 一路走高至 2020 年的 34%。同时，液体乳营收占比也从 2010 年的 72% 增长至 2020 年的 80%。涨价方面，我们观察到在 09 年和 14 年两次大的奶价回落之后，公司毛利率均有显著的提升。

图 50: 毛销差伴随奶价上涨



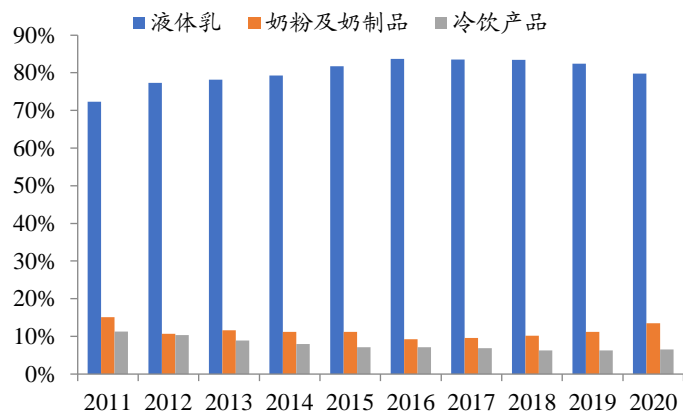
资料来源: WIND, 信达证券研发中心

图 51: 液体乳过去十年毛利率提升明显



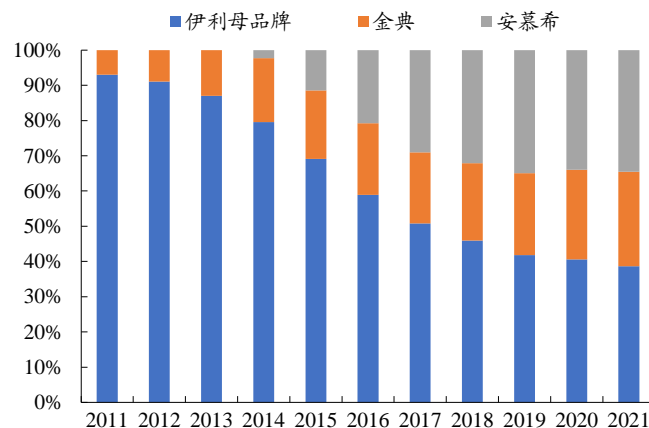
资料来源: WIND, 信达证券研发中心

图 52: 液体乳营收占比也不断提高



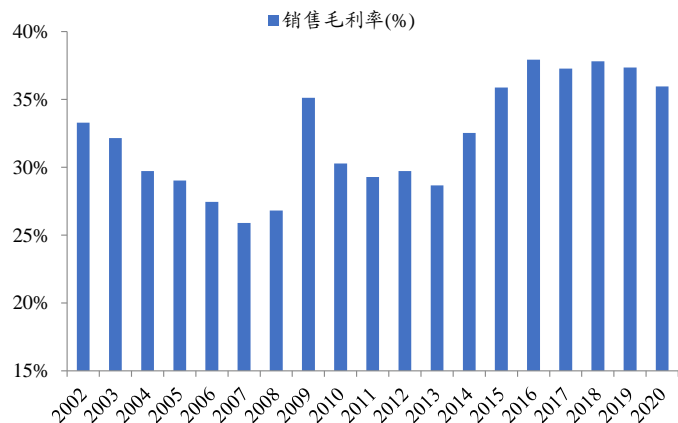
资料来源: WIND, 信达证券研发中心

图 53: 高端品牌在液体乳中占比不断提高



资料来源: 欧睿, 信达证券研发中心

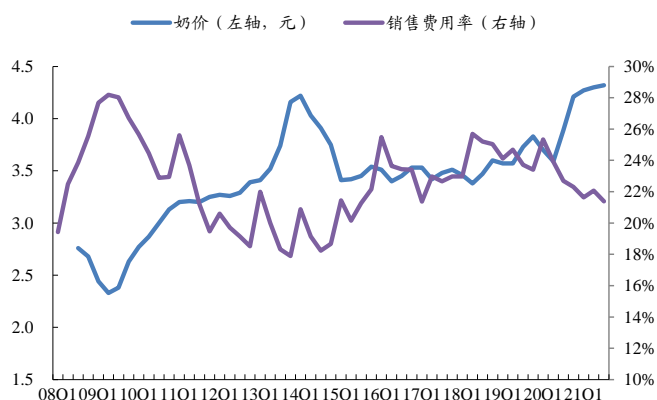
图 54: 2009 年和 2014 年奶价回落推高伊利毛利率



资料来源: WIND, 信达证券研发中心

销售费用率随奶价反向波动。从历史数据看，伊利的销售费用率与奶价有一定程度的反向波动关系。奶价上涨时，销售费用率会有相应的收缩；而当奶价下跌时，销售费用率会相应抬升。

图 55: 销售费用率随奶价反向波动



资料来源: WIND, 信达证券研发中心

短期毛销差或继续扩大，但竞争不一定会趋缓。当下推动毛销差扩大的动力主要来自于成本端下降的预期，由于此轮奶价上涨的主要原因来自于底层饲料玉米、豆粕等大宗商品的上涨，美联储的加息将有望抑制相关农产品的价格上涨，待价格回落后，2021 年初的涨价效应将显现，推动伊利毛利率再上一个台阶。截至目前为止，本次奶价上涨尚未对伊利毛利率造成大幅挫伤，这意味这 2021 年初的综合涨价幅度实际已经覆盖了奶价上涨，2021 年伊利收奶价格涨幅约在 8% 左右，这意味着若奶价回落，伊利将收获较大的毛利空间。同时，常温产品结构升级的趋势仍在。公司 2021 年官宣金典成为伊利第三个超过 200 亿销售额的大单品，充分验证了这一趋势。常温高端液态乳作为兼具健康营养属性和高性价比礼品消费场景的品类，势必将继续扩大其在乳制品品类中的占比，从而拉升伊利的毛销差。

关于竞争是否趋缓，我们认为并不会。事实上，由于液态奶产品同质化较为严重，公司需

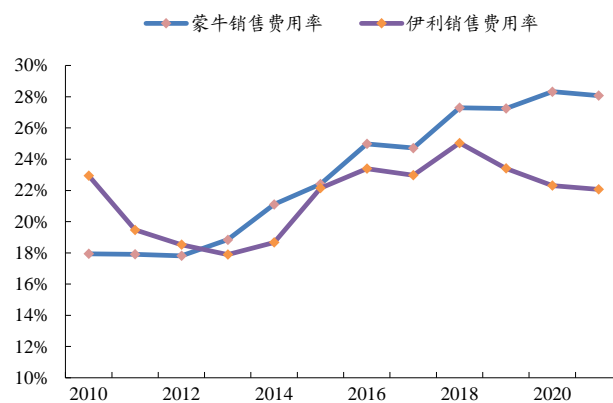
要不停的投入销售费用以维持其市占率，若盲目降低销售费用，只会给对手以可乘之机。观察蒙牛近年来的销售费用率，蒙牛丝毫没有降低费用投入的意愿。因此，伊利很有可能在奶价回落后适度提高销售费用率，继续与蒙牛竞争，但根据历史经验，提升的幅度不会超过毛利率上升的幅度，因此净利润率仍有爬升空间。

图 56: 本次奶价上涨受饲料价格上涨推动



资料来源: WIND, 信达证券研发中心

图 57: 蒙牛伊利销售费用率对比



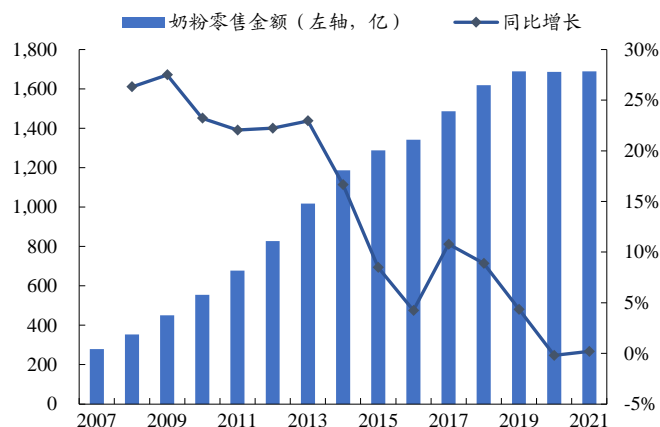
资料来源: WIND, 信达证券研发中心

5.2. 中期：奶粉赛道正突围

5.2.1. 行业：皇冠上的明珠，仍将保持稳态

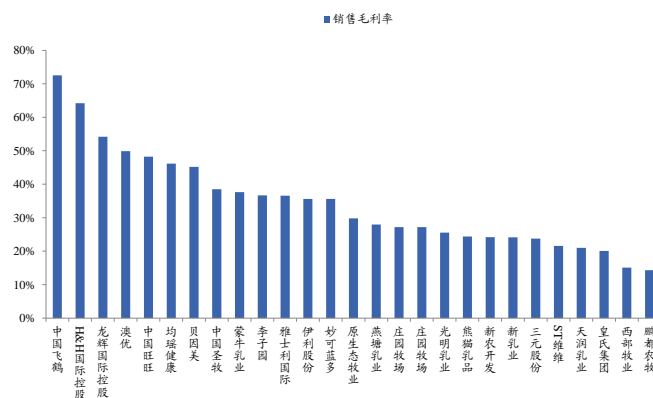
奶粉行业是乳业皇冠上的明珠。首先，从市场体量上看，婴幼儿配方奶粉行业在2020年营收达1690亿元，占整体乳制品行业的27.76%，是乳制品体量最大的子行业。其次，奶粉的毛利率也相当惊人。在乳品行业中毛利率排名靠前的多为奶粉企业，如飞鹤、H&H、澳优、贝因美等。因此，无论是从收入端，还是从利润端，奶粉行业对于伊利来说，都是当下正确的选择。

图 58: 我国婴幼儿奶粉市场零售额 2021 年达 1690 亿元



资料来源: 欧睿, 信达证券研发中心

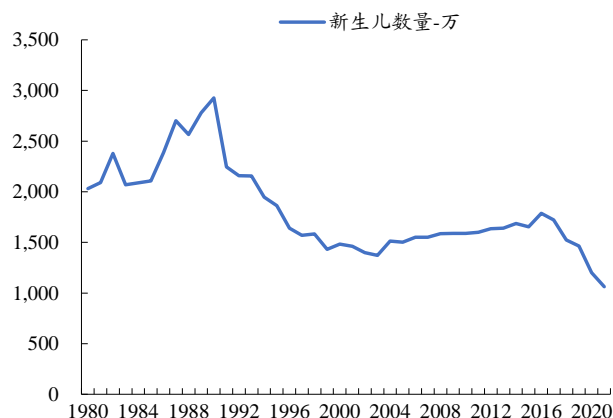
图 59: 奶粉企业毛利率在乳业板块普遍靠前



资料来源: WIND, 信达证券研发中心

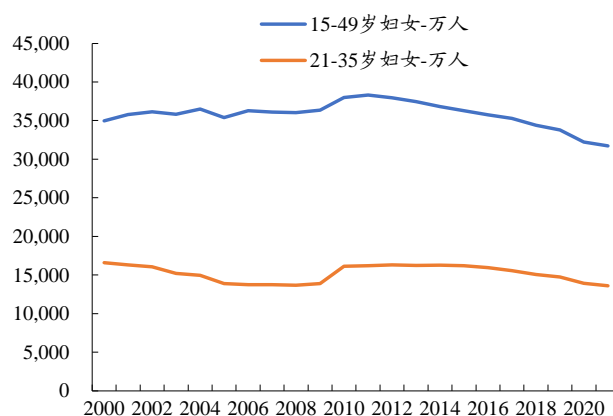
量价拆分：行业受新生儿下滑影响，但人均消费量在增长。量价拆分来看，影响量的因素有三个，一是新生儿的数量，二是0-6个月的纯母乳喂养率，三是各段奶粉的人均消费量。新生儿的数量在近年来下滑严重，成为影响行业规模最主要的因素。究其根源，一是人口结构，即育龄妇女总量的变化，二是生育时间的推迟。育龄妇女人口总量已在2012年前后见顶，而受生育成本提高、受教育时间拉长等诸多因素影响，育龄妇女选择生育的时间被逐步推迟。按人口学家预测，以高（1.6）、中（1.2）、低（1）三档生育率分类，我国未来新生儿数量将继续缓慢下降。从母乳喂养率来看，2017年我国0-6个月纯母乳喂养率约为29%，与发达国家相接近，而母乳喂养率高的国家多为欠发达国家，因此母乳喂养率上升空间不大。三是各段奶粉的人均消费量。事实上，各段奶粉人均消费量在过去一直持续上涨，特别是三段奶粉，在增速和绝对量上都超过一二段奶粉，支撑了整体市场的增长。从价的角度来看，奶粉单价增速平稳，2007-2021CAGR为4.26%。值得注意的是，我国奶粉单价高于多个发达国家，存在较强的品牌溢价，这一方面来源于先前的食品安全事件，二方面也来源于我国父母对于婴幼儿的重视。

图 60: 新生儿数量不断下滑



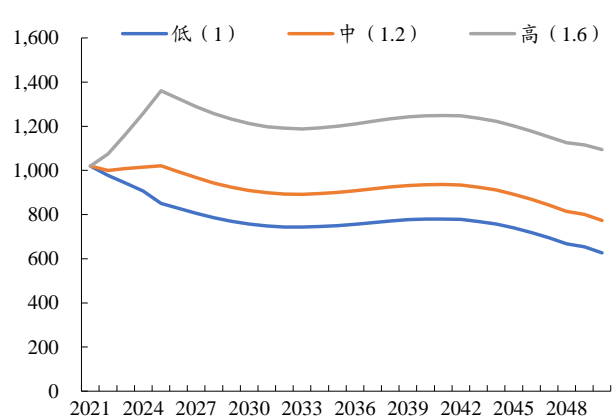
资料来源: 网易研究局, 信达证券研发中心

图 61: 育龄妇女人口数不断下降



资料来源: 国家统计局, 信达证券研发中心

图 62: 不同生育率下新生儿数量（万人）预测

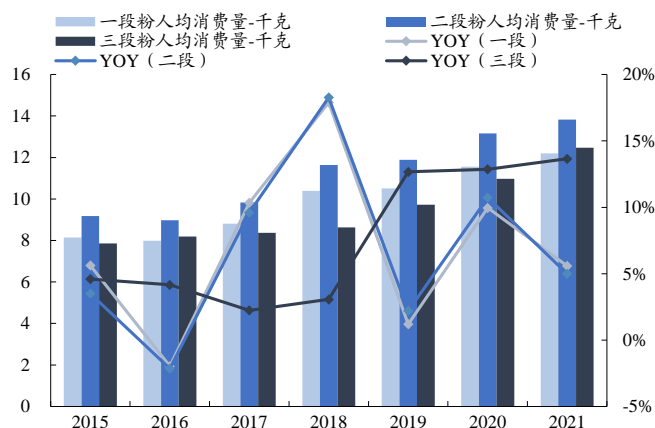


资料来源: 中国人口预测报告 2021 版, 信达证券研发中心

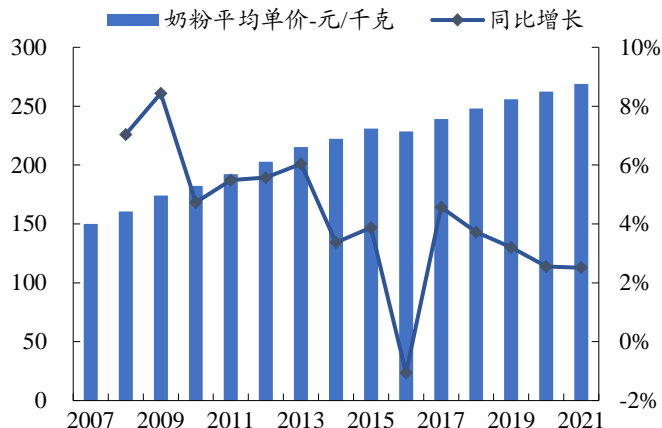
图 63: 世界各国近十年 0-6 月纯母乳喂养率分布



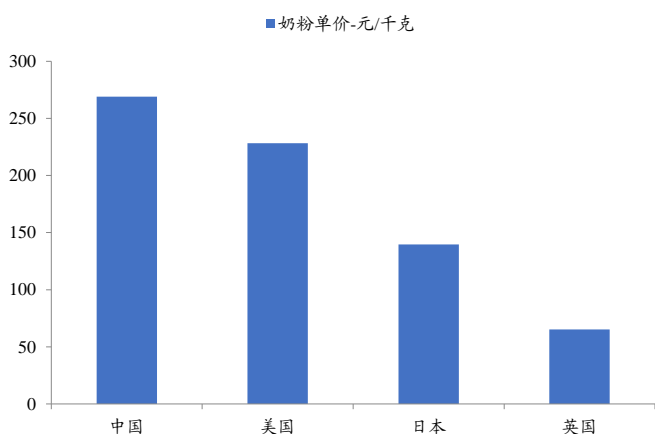
资料来源: 世界银行, 信达证券研发中心

图 64: 各段奶粉人均消费量均在增长


资料来源: 欧睿, 信达证券研发中心

图 65: 奶粉单价增速平稳


资料来源: 欧睿, 信达证券研发中心

图 66: 中国奶粉单价高于发达国家


资料来源: 欧睿, 信达证券研发中心

行业空间测算：三段奶粉支撑增速，未来五年或仍有个位数增长。我们以人口学家所提供的最低一档人口数据预测（生育率为 1.0）为基础，对行业空间进行测算。首先，我们对各段奶粉人均消费量的天花板进行测算。以金领冠睿护包装上的推荐食用量计算，当前根据欧睿所算出的人均消费量仍然低于推荐食用量。尽管欧睿可能存在统计偏差的问题（如海淘奶粉未纳入计算），但至少三段奶粉的巨大空间仍然存在。其次，我们对行业未来 5 年的增速进行测算。可以看到，尽管新生儿数量将不断下滑，但各段奶粉的人均消费量和单价增长将对冲此因素，未来 5 年整个市场仍然有望保持个位数增长。事实上，本测算尚未涵盖儿童粉的数据，若考虑 4 段奶粉当前 30% 以上的增速和 150 亿左右的行业规模，叠加儿童粉的婴配粉市场增长潜力将更大。

表 14: 三段奶粉人均消费量距天花板空间巨大

年龄段	推荐食用量 (千克, 金领冠睿护)	目前人均量 (千克)	比值
0-6 个月	22.80	12.2	1.87
6-12 个月	24.08	13.8	1.74
1-3 岁	72.05	12.5	5.76

资料来源: 欧睿, 金领冠罐体说明, 信达证券研发中心

表 15: 婴配粉未来 5 年或仍将保持个位数增长

品类	数据类型	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
婴配粉	总量 (千吨)	622.3	653.3	660.5	642.8	628.3					
	零售额 (百万)	148,722	161,936	168,961	168,625	168,964	167983	175551	186575	198142	212855
	YOY	10.8%	8.9%	4.3%	-0.2%	0.2%	-0.6%	4.5%	6.3%	6.2%	7.4%
一段粉	总量 (千吨)	151.8	158.2	154.0	138.7	129.6					
	零售额 (百万)	44,565	48,219	48,625	45,301	43,581	43405	45262	47031	47776	50273
	人均消费量 (千克)	8.8	10.4	10.5	11.6	12.2	12.8	13.5	14.1	14.8	15.6
	YOY	10%	18%	1%	10%	6%	5%	5%	5%	5%	5%
	单价 (元/千克)	293.6	304.8	315.7	326.6	336.3	346.4	356.8	367.5	378.5	389.8
	YOY	5.7%	3.8%	3.6%	3.4%	3.0%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%
二段粉	总量 (千吨)	169.5	177.2	174.2	158.0	146.8					
	零售额 (百万)	42,973	46,669	47,583	44,681	42,623	42450	44267	45996	46725	49168
	人均消费量 (千克)	9.8	11.6	11.9	13.2	13.8	14.5	15.2	16.0	16.8	17.6
	YOY	10%	18%	2%	11%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
	单价 (元/千克)	253.5	263.4	273.2	282.8	290.3	299.1	308.0	317.3	326.8	336.6
	YOY	5.7%	3.9%	3.7%	3.5%	2.7%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%
三段粉	总量 (千吨)	288.0	302.7	315.5	327.8	332.3					
	零售额 (百万)	56,840	61,672	66,469	71,503	74,896	73477	76593	83365	92745	101864
	人均消费量 (千克)	8.4	8.6	9.7	11.0	12.5	14.0	15.6	17.5	19.6	22.0
	YOY	2%	3%	13%	13%	14%	12%	12%	12%	12%	12%
	单价 (元/千克)	197.4	203.7	210.7	218.1	225.4	232.6	240.0	247.7	255.7	263.8
	YOY	2.6%	3.2%	3.4%	3.5%	3.3%	3.20%	3.20%	3.20%	3.20%	3.20%
特医粉	总量 (千吨)	12.8	15.1	16.9	18.4	19.7					
	零售额 (百万)	4,342	5,375	6,282	7,139	7,863	8649	9428	10182	10895	11548
	YOY	21.4%	23.8%	16.9%	13.6%	10.1%	10%	9%	8%	7%	6%
	新生儿数量 (万人)	1723	1523	1465	1200	1062	978	943	906	851	828
	1-3 岁婴幼儿数量 (万人)	3441	3509	3246	2988	2665	2262	2040	1921	1849	1757

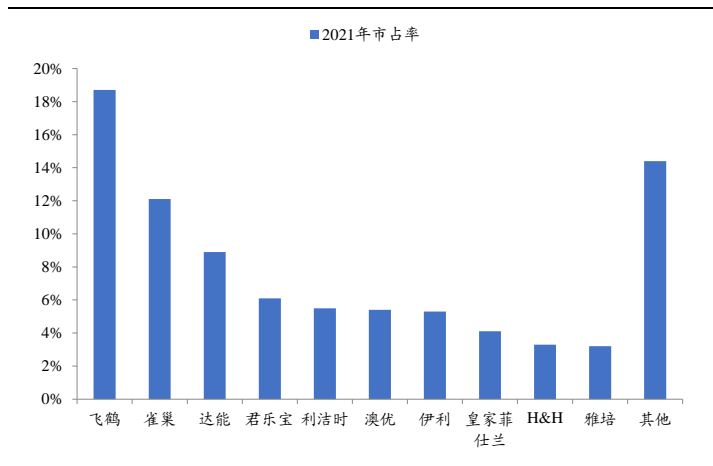
资料来源:欧睿, 信达证券研发中心预测

5.2.2. 竞争格局: 国产大牌崛起与高端化并行, 集中度仍将提升

竞争格局: 国产大牌崛起, 集中度仍有上升空间。根据欧睿 2021 年的数据, 飞鹤以 18.7% 的市场份额位居婴配粉市场第一, 前十名内外资平分秋色。从集中度变化趋势上看, 2016 年以来, 头部市场份额呈快速上升趋势, 这主要是缘自于彼时婴配粉注册制的推出, 出清了许多杂牌厂商, 为国产大品牌的份额提升创造了空间。国际比较来看, 我国 CR3 市占率与其他各国仍有不小差距, 考虑到婴配粉的高风险性, 大众在选择婴配粉时品牌效应更强,

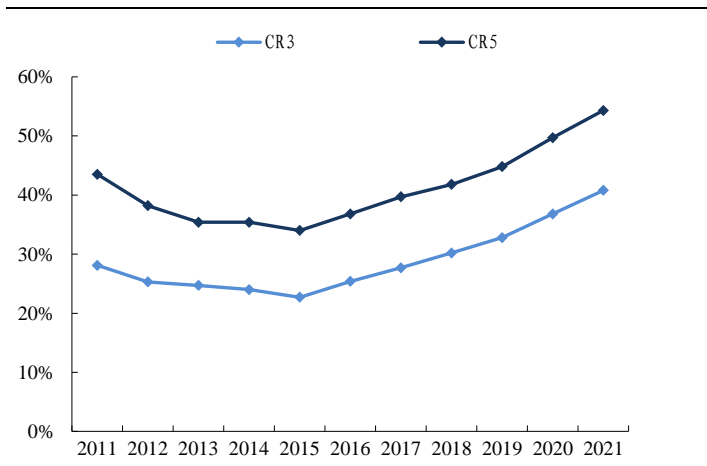
这将催生头部品牌的马太效应，进一步提高头部品牌的市占率。另一方面，即便外资品牌市场份额较难撼动，杂牌当前的市场份额仍有接近 15%，为国产头部品牌的市占率提升提供了现实空间。实际上，在国家政策方面，《国产婴幼儿配方乳粉提升行动方案》也明确提出促进企业兼并重组，淘汰落后产能。

图 67: 国产大牌市场份额崛起



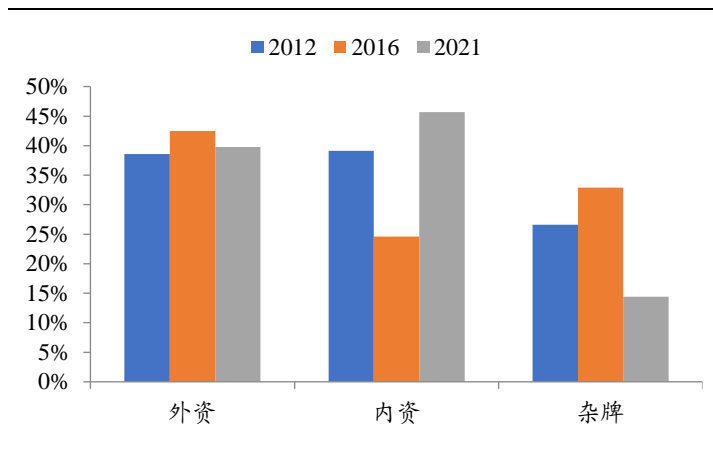
资料来源: 欧睿, 信达证券研发中心

图 68: 市场集中度自 2016 年后快速提升



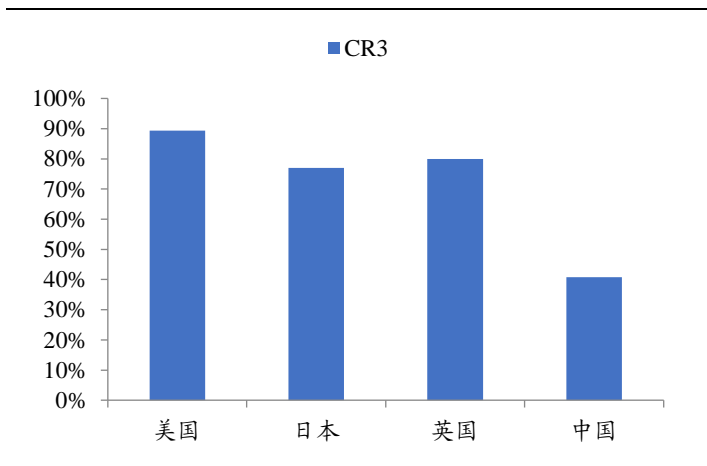
资料来源: 欧睿, 信达证券研发中心

图 69: 2016 年注册制出清了许多杂牌厂商



资料来源: 欧睿, 信达证券研发中心

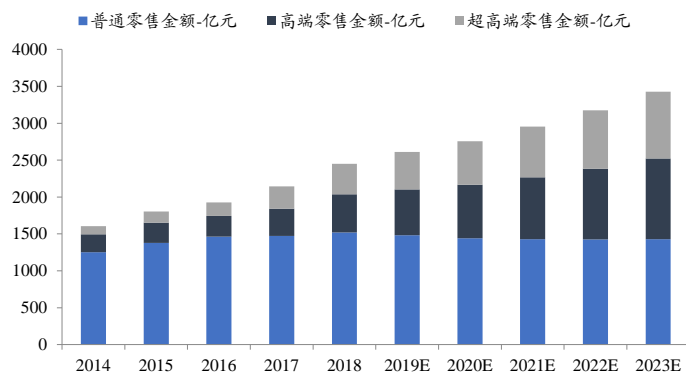
图 70: 中国 CR3 集中度落后于各发达国家



资料来源: 欧睿, 信达证券研发中心

价格带呈金字塔分布，高端化趋势明显。借用飞鹤招股书中的定义，450 元/千克以上的奶粉为超高端奶粉，350-450 元/千克的奶粉为高端奶粉，350 元/千克以下的奶粉为普通奶粉。根据飞鹤招股书的数据，过去几年高端与超高端增速迅猛，2014-2018CAGR 分别达到 20.5% 和 39.5%。占比也迅速提升，2018 年高端及以上占比达 37.89%。

图 71: 行业产品高端化趋势明显

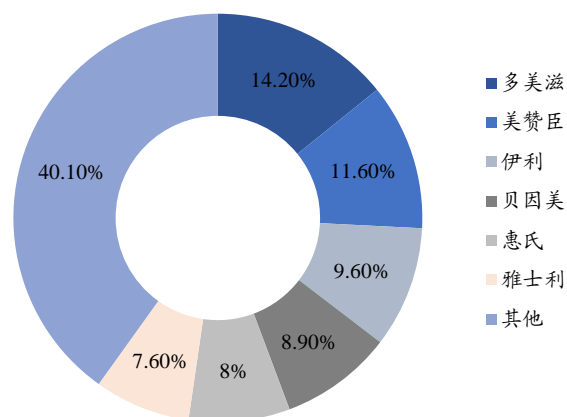


资料来源: 飞鹤招股书, 信达证券研发中心 注: 市场规模数据与欧睿不同, 在此仅作为趋势展示使用

回顾历史: 三次变革塑造当前格局。08 年食品安全事件之前, 婴幼儿配方奶粉市场经历快速增长, 三鹿市占率曾于 2007 年达到 18.26%, 遥遥领先各品牌。但食品安全事件影响恶劣, 三鹿最终以破产收场, 让出大块市场份额。奶粉行业形成内外资割据的局面, 09 年市占率前六名中三个是内资, 三个是外资品牌。

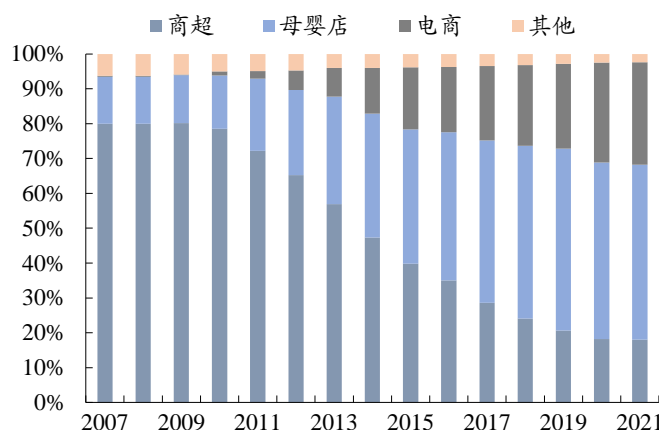
母婴电商取代商超成为主力渠道。从 2011 年开始, 婴配粉行业中渠道变革悄悄拉开帷幕。一方面, 母婴店和电商渠道占比开始逐步变高; 另一方面, 商超传统渠道占比开始剧烈下滑。截止 2021 年, 原本占比 80% 的商超渠道已萎缩至 18%, 取而代之的是母婴店渠道 (50%) 和电商渠道 (29%)。

图 72: 2009 年婴配粉市场内外资割据



资料来源: 雅士利招股书, 信达证券研发中心

图 73: 奶粉渠道由商超转向母婴和电商



资料来源: 欧睿, 信达证券研发中心

婴配粉注册制加速行业集中。2016 年推出的《婴幼儿配方乳粉产品配方注册管理办法》要求所有在中国境内销售的婴幼儿配方乳粉产品, 包括在境内生产或进口的产品, 必须在中国食品药品监督管理总局处进行配方注册, 每个企业最多可以注册 3 个配方系列 9 种产品配方。实际操作上看, 注册过程非常繁琐, 需要提交相当多资料到相关部门, 完成整个过程需预留 8 个月以上时间。相对于之前建议的备案制, 注册制大大提高了婴配粉准入门槛,

为行业出清小企业提供了机遇。

表 16: 婴配粉注册制大大提高了婴配粉准入门槛

婴配粉注册制	
要点	1.所有在中国境内销售的婴幼儿配方乳粉产品，包括在境内生产或进口的产品，必须在中国食品药品监督管理总局处进行配方注册
	2.每个企业最多可以注册 3 个配方系列 9 种产品配方
	3.集团公司下的全资子公司可以使用集团公司的另一全资子公司已经注册的配方，条件为：(1)使用配方的子公司之前已有配方获准注册并获得生产许可，(2)使用配方的子公司有生产该配方所需的工艺、设备和设施，和(3)集团公司应当提前向食药监总局提交书面报告
耗时	需预留 8 个月左右
效果	单个企业配方数量显著减少，头部品牌市占率上升

资料来源: 信达证券研发中心整理

新国标将进一步推升行业集中度。2021 年 3 月，国家卫健委发布了婴幼儿配方食品新国标。新国标从婴儿年龄、营养素、必须成分等方面对婴幼儿配方食品进行了进一步细化。从厂家角度而言，新国标在工艺及配料选择方面相较上一版难度更大，不具备相应技术条件和配料资源的厂商将更容易被淘汰出局。而对于技术实力更强的头部品牌而言，其将进一步收割市场份额。

表 17: 新国标将进一步推升行业集中度

变化	结果
将原 GB10767《食品安全国家标准 较大婴儿和幼儿配方食品》拆分为了 GB10766《食品安全国家标准 较大婴儿配方食品》和 GB10767《食品安全国家标准 幼儿配方食品》	与国际趋势保持一致，并更加精细化
对所有营养素（除左旋肉碱外）的最高值进行了设定或调整	保证了营养素不超量，从而保障了产品的安全性
对绝大多数营养素的已有值进行了调整，将部分可选择性成分调整为必须成分	提高了产品有效性，并进一步满足婴幼儿需求
对于污染物、真菌毒素以及致病菌限量指标等直接引用对应的基础标准，不再单独列出	无较大实质性影响

资料来源: GB10765-2010, GB10767-2010, GB10765-2021, GB10766-2021, GB10767-2021, 信达证券研发中心

5.2.3. 伊利：多方位发力，短板正补齐

产品策略：金领冠定位中高端，澳优冲击超高端。伊利的产品线定位偏中高端，既有畅销的金领冠珍护（318 元/公斤）、金领冠菁护（298 元/公斤）等产品，也有悠滋小羊（477 元/公斤）、塞纳牧（417 元/公斤）等高端产品。此外，通过澳优旗下的佳贝艾特和海普诺凯两大奶粉品牌，伊利也可以在高端及超高端市场占据一席之地。相较之下，飞鹤作为行业龙头，定位偏高端，星飞帆（436 元/公斤）仍是其最大单品。

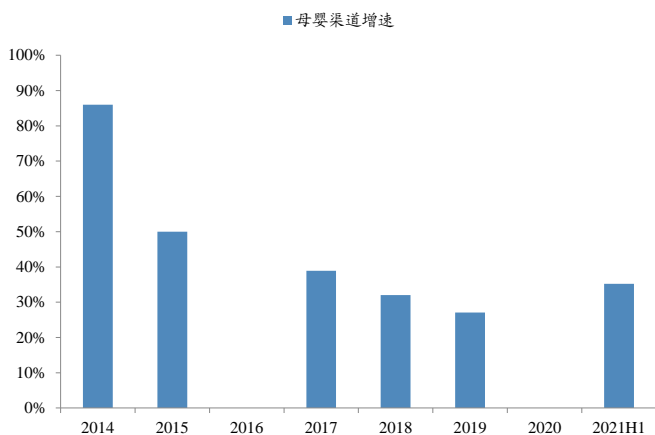
图 74: 金领冠定位中高端，澳优冲击超高端

飞鹤						
	星飞帆	臻稚有机	小羊妙可	超级飞帆	星阶优护	飞帆
	436元/公斤	466元/公斤	513元/公斤	313元/公斤	273元/公斤	211元/公斤
	100W+评价	20W+评价	20W+评价	100W+评价	20W+评价	100W+评价
澳优						
	佳贝艾特悦白	海普诺凯荷致	悠蓝有机	能立多	美纳多	爱优
	464元/公斤	529元/公斤	450元/公斤	385元/公斤	360元/公斤	248元/公斤
	100W+评价	1W+评价	200+评价	5W+评价	100+评价	10W+评价
伊利						
	悠滋小羊	塞纳牧有机	金领冠珍护	金领冠菁护	金领冠睿护	金领冠
	477元/公斤	417元/公斤	380元/公斤	298元/公斤	244元/公斤	230元/公斤
	5W+评价	5W+评价	200W+评价	20W+评价	10W+评价	300W+评价

资料来源:京东, 公司官网, 信达证券研发中心 注: 价格和评价数均为一段粉产品

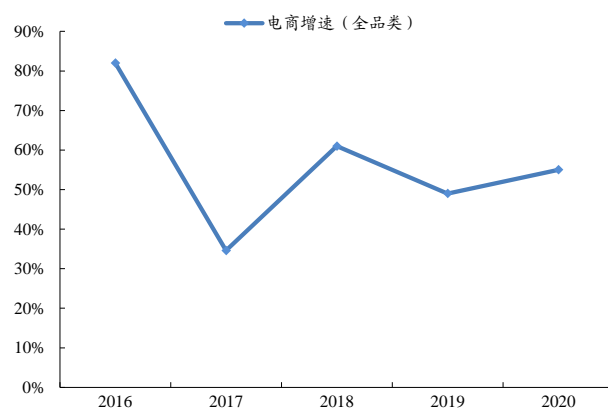
渠道端：母婴电商双渠道追赶。渠道变革实际上是婴配粉行业近年来的重大变化之一，许多妈妈开始选择母婴店和电商渠道购买奶粉，使得这两个渠道占比从2010年的20%上升至目前的80%。伊利因液态奶渠道优势，前期仍然停留在日渐萎缩的商超渠道销售奶粉；而飞鹤、澳优等品牌因为并无先前积累的渠道优势，反而乘上了母婴渠道的快车。伊利在2014年起开始布局这两个新兴渠道，经过多年努力，两个渠道增速可观。在电商方面，伊利与京东、达达等公司合作，推进线上数字化销售；在母婴渠道，公司成立伊利金领冠“领婴汇”俱乐部，从营销、渠道、运营、大数据四大方向，定向赋能“领婴汇”合作商，帮助合作商持续提升经营能力与生意规模。

图 75: 伊利母婴渠道增速可观



资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心 注: 2016、2020 年增速未在年报中披露

图 76: 伊利全品类在电商渠道保持较快增长



资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

图 77: 伊利积极赋能“领婴汇”合作商



资料来源: 经济观察报, 信达证券研发中心

品牌端：讲好科研故事。事实上，伊利自 2003 年起启动中国母乳自主研究，是首个建立起中国母乳研究数据库的国内企业。伊利在母乳研究方面根基深厚，通过推进全系统模拟母乳的研究，将成果运用于实际，多次推出具有创新配方的婴配粉。伊利一方面依托其欧洲创新中心进行母乳研究，另一方面成立伊利母婴营养研究院，通过自有科研人员及与国内外顶尖大学合作的方式，开展母乳研究。截止 2020 年，伊利直接参与的母乳相关国内外学术论文已达 43 篇。

表 18: 伊利母乳研究根基深厚

伊利母乳研究大事记	
2003	启动中国母乳自主研究
2007	建立首个中国母乳研究数据库
2008	首创 $\alpha + \beta$ 蛋白专利技术
2009	伊利母婴营养研究中心成立
2011	推出脂肪结构母乳化的配方奶
2015	分别与瓦根宁根大学、加州大学戴维斯分校合作，在母乳低聚糖、蛋白质组学等前沿领域开展研究
2017	推出国内首款应用异构化乳糖模拟母乳低聚糖的配方奶
2019	推出首款添加益生菌的原生有机配方奶
2020	推出国内首款同时强化乳脂球膜和唾液酸的配方奶

资料来源: 伊利母乳研究白皮书, 信达证券研发中心

表 19: 伊利飞鹤母乳研究对比

	伊利	飞鹤
母乳研究开始时间	2003	2009
合作院校	瓦根宁根大学、加州大学戴维斯分校、北京大学等	哈佛医学院等 9 国 15 个顶尖机构
研究经费	4.87 亿元（所有品类）	2.65 亿元
母乳数据库	12 个省，总计 135266 毫升样品，近千万母乳数据	2 万份样本

资料来源: 信达证券研发中心整理

收购澳优：将形成多方面优势协同。伊利近日公告完成收购澳优 34.33%股份，成为澳优最大股东。澳优是我国近年来发展较快的婴配粉生产商之一，羊奶粉品牌市占率全市场第一。伊利成为其战略股东，将在多个方面与其产生协同效应，助推伊利奶粉业务发展。**从产品上看**，澳优在过去几年中开创了羊奶粉这一婴配粉新品类，并独占鳌头，同时作为全球为数不多的羊乳清蛋白供应商，把控上游关键资源，在羊奶粉赛道上具有长期且独特的竞争力。同时，澳优还在特医及营养品端有较早布局，并取得了相关业务的蓝帽子资质，为伊利在延伸婴配粉业务方面提供借鉴。**从品牌上看**，由于澳优产品多数在海外生产且定位高端，在消费者心目中定位为外资品牌，将有助于伊利打开外资品牌阵地的市场空间。**从运营上看**，澳优运营能力强劲，擅长整合国际与国内资源，同时在渠道端较早捕捉到母婴渠道的机会，在该渠道发展充分，也可以为伊利提供一定程度的渠道互补。

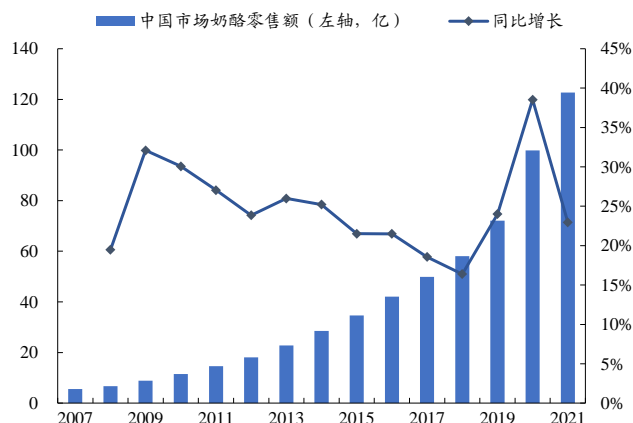
图 78: 伊利与澳优战略合作签约仪式现场



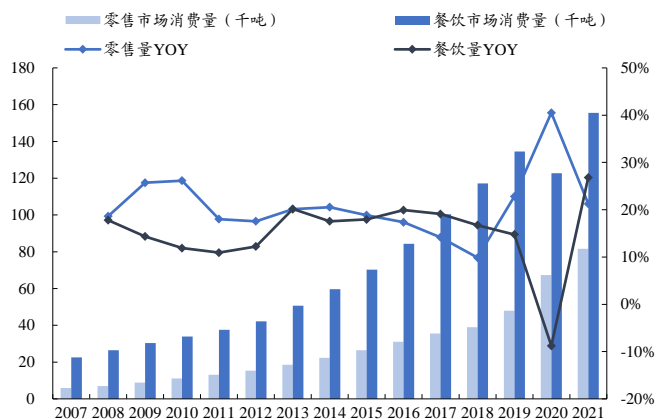
资料来源: 美通社, 信达证券研发中心

5.3. 长期：奶酪行业风渐起

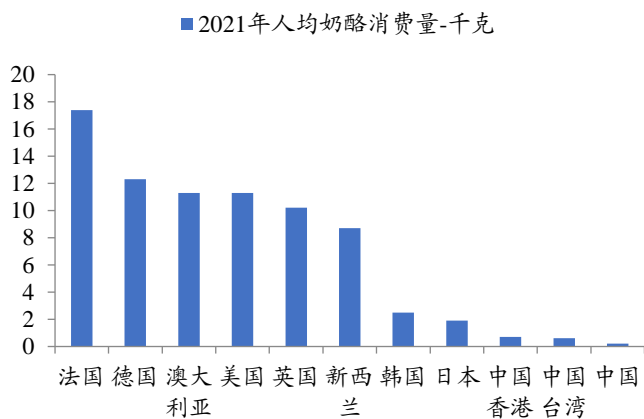
蓝海行业，空间巨大。奶酪作为西方饮食的舶来品，在中国市场发展起步较晚。根据欧睿数据，截止 2021 年底，奶酪零售端市场销售额达到 123 亿，过去 5 年 CAGR 达到 23.85%，增速迅猛。此外，奶酪在餐饮端市场端规模更大，截止 2021 年底，消费量为 15.6 万吨，是零售市场的 1.9 倍，过去五年 CAGR 为 13.18%。与其他国家和地区相比，我国当前的人均奶酪消费量仍然远远落后，这也是制约我国人均乳制品消费量提升的一大重要因素。

图 79: 奶酪零售市场增长迅猛


资料来源: 欧睿, 信达证券研发中心

图 80: 零售与餐饮端均在放量


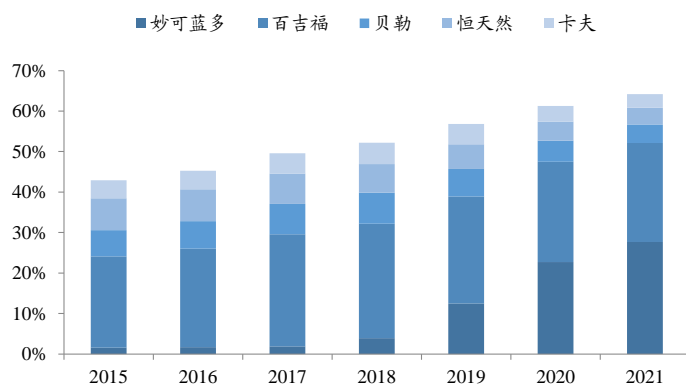
资料来源: 欧睿, 信达证券研发中心

图 81: 我国奶酪人均消费量仍然很低


资料来源: 欧睿, 信达证券研发中心

竞争格局随大单品兴起而快速更迭。近些年行业最重要的变化来自于儿童奶酪棒的兴起。得益于外企核心研发人员的加入和品牌方面的高举高打，妙可蓝多在儿童奶酪棒方向先声夺人，市占率逐步攀升，并于2020年超越百吉福位居第一。同时，儿童奶酪棒的爆发也吸引了诸如伊利、蒙牛等大企业和妙飞、吉士汀等初创企业的入局。2020年末，蒙牛通过定增入主妙可蓝多，成为其实控人。

图 82: 竞争格局随大单品兴起而快速更迭



资料来源: 欧睿, 信达证券研发中心

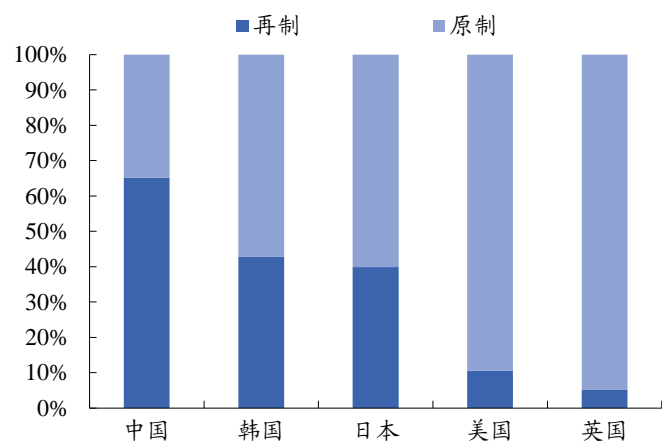
图 83: 多家企业入局奶酪棒市场



资料来源: AI 财经社, 信达证券研发中心

产品类型和消费场景均有待扩充。产品类型上看, 当前我国奶酪行业的发展主要还是依托于儿童奶酪棒这一大单品。儿童奶酪棒属于再制奶酪, 主要通过从海外进口原制奶酪后再加工。因此, 我国真正生产原制奶酪的企业并不多。反观欧美以及同属亚洲的日韩, 其再制奶酪比例均低于我国, 因此未来随着消费者对于奶酪认识的加深, 原制奶酪的消费将进一步上升。**消费场景来看**, 奶酪在海外可作休闲零食、餐饮配料、精品品鉴等用途, 消费场景非常多元化。而在国内, 当前总体还局限于儿童奶酪棒, 覆盖人群及场景均非常有限, 因此未来空间仍然很大。

图 84: 我国原制奶酪比例很低



资料来源: 欧睿, 信达证券研发中心

图 85: 奶酪食用场景非常广泛



资料来源: 信达证券研发中心 整理

伊利成立奶酪事业部, 业务扩张迅猛。伊利开始生产奶酪最早可以追溯到 2010 年。2018 年, 伊利正式成立奶酪事业部, 专门运作奶酪业务。

相较竞争对手, 伊利暂时落后。从产品端看, 伊利和妙可蓝多当前均以低温儿童奶酪棒作为主要产品, 同时覆盖马苏里拉奶酪、芝士片等周边产品。2021 年下半年, 两家公司先后推出常温儿童奶酪棒, 考虑到常温奶酪棒无需冷藏的特性, 常温儿童奶酪棒或将很快占领市场, 替代低温儿童奶酪棒成为市面上的主力产品。品牌端, 妙可蓝多以汪汪队卡通形象

为 IP，吸引小朋友，同时最早进入分众传媒梯媒渠道，并在央视一套铺设广告。伊利则以迪士尼冰雪奇缘和漫威相关卡通形象为 IP，在央视少儿频道播放广告，同时通过新潮传媒进入社区梯媒，展示其产品。渠道端看，根据欧睿数据，奶酪棒销售主要集中在商超 KA 渠道。伊利与妙可蓝多在渠道上的毛利基本接近。低温端看，妙可蓝多的 KA 覆盖率高于伊利，在湖南部分地区甚至达到 90%；常温端看，妙可蓝多和伊利均区别于低温端单独招商，但当前由于妙可蓝多产能远超伊利，可供货数量更多，因此在渠道上进度也快于伊利。

表 20: 相较竞争对手，伊利暂时落后

	伊利	妙可蓝多
产品	均以低温奶酪棒为主，同覆盖马苏里拉奶酪、芝士片等。近期均推出常温奶酪棒	
品牌	迪士尼冰雪奇缘和漫威 IP，与央视少儿频道、社区梯媒合作	汪汪队 IP，与分众传媒、央视一套合作
渠道	商超 KA 覆盖正在提升	商超 KA 覆盖率高

资料来源: 信达证券研发中心整理

赛道空间巨大，伊利将全力赶超。奶酪赛道在整个乳制品子行业中属于当前唯一一个现有体量很小、潜在空间巨大、低温常温兼具的赛道，是各家乳企的兵家必争之地。伊利的优势来源于其擅长后发制人，通过当前的渠道及规模优势后来居上，这一点从公司 C 端奶酪市占率的快速提升便可见一斑。另一方面，公司积极创新激励机制，从伊家好奶酪公司中划出 40% 股权作为员工持股平台，深度绑定员工。

6. 十五年股价复盘

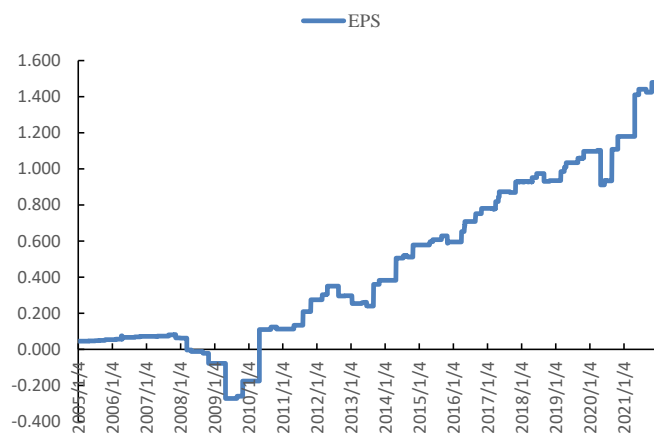
业绩决定长期走势，估值影响中短期股价。我们回溯自 2005 年起的伊利股价，希望一探影响伊利股价变动的原因。整体上看，自 2005 年以来，伊利前复权股价累计涨幅达 60.30 倍，年化收益率达 27.26%；同期上证指数累计涨幅为 2.87 倍，年化收益率 6.41%；申万食品饮料指数累计涨幅为 32.28 倍，年化收益率为 22.67%，伊利在收益方面完胜各个指数。将股价拆开来看，自 2005 年至今，EPS 累计涨幅达 32.15 倍，而 PE 涨幅为 1.86 倍，可见长期股价的上涨主要靠业绩的增长推动。另一方面，从市盈率的历史波动来看，公司的估值底部约在 15-20 倍左右，较为坚实。在过去的 16 年里，受各种事件的影响，市盈率可攀升至 30-60 倍。仔细观察股价，其历史走势主要分为 2 段，分别为 2005-2015 年以及 2015 年以来。2005-2015 年主要是行业的扩容（量的增长），而 2015 年以来主要是消费升级（价的增长）。我们将通过结合大盘牛熊、公司基本面、外围事件等因素，来还原伊利过去十五年股价变动的动因。

图 86: 2005 年以来伊利前复权股价与上证指数走势



资料来源:WIND, 信达证券研发中心

图 87: 2005 年以来伊利股份 EPS 走势



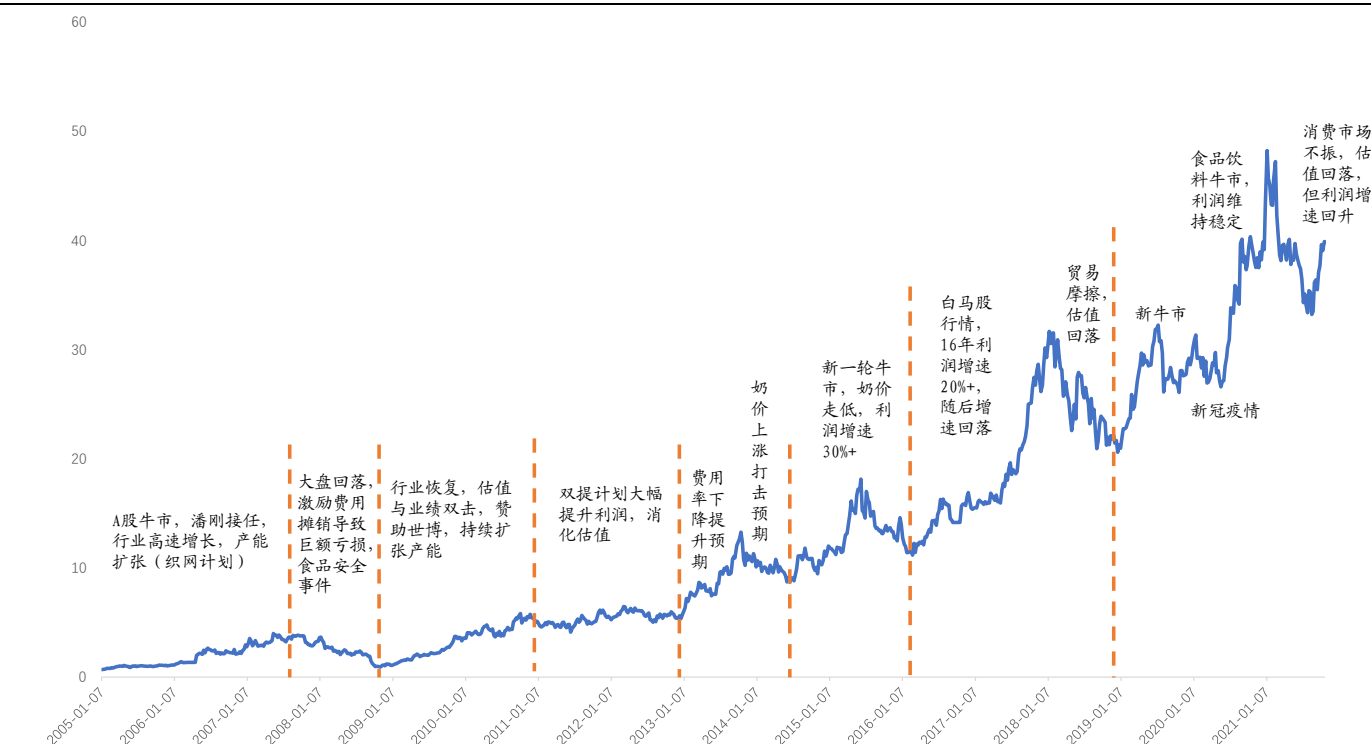
资料来源:WIND, 信达证券研发中心

图 88: 2005 年以来伊利股份的 PE TTM (负值调整为 0)



资料来源: WIND, 信达证券研发中心

图 89: 伊利十五年股价复盘

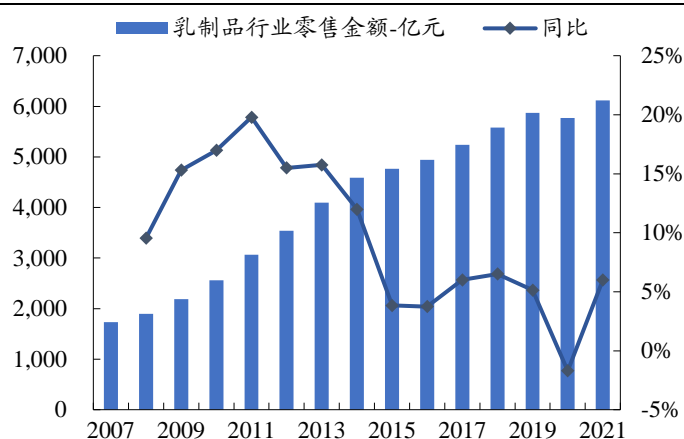


资料来源:WIND, 信达证券研发中心

6.1. 2005-2015: 行业扩容

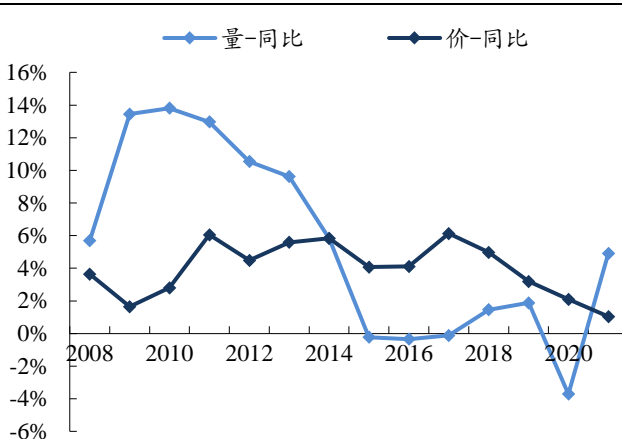
这一阶段行业高速发展，营收增速在双位数以上。驱动力主要来自于量增，增速一直维持于6%以上。

图 90: 2007-2021 年乳制品行业零售金额



资料来源:欧睿, 信达证券研发中心

图 91: 2007-2021 年乳制品行业消费量价拆分

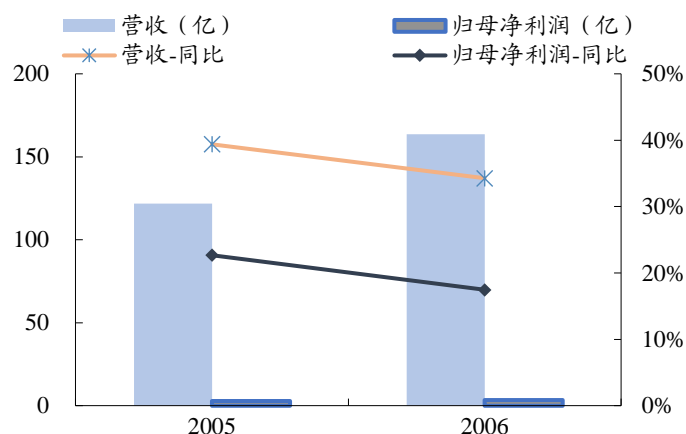


资料来源:欧睿, 信达证券研发中心

2005.1-2007.10 的上行: 行业高速增长、产能扩张、营收利润双增与 A 股牛市。这一阶段，伊利期初市值 41 亿，PE TTM 14.78 倍；期末市值 245 亿，PE TTM 50.62 倍。主要逻辑来自于销量增长的预期和实现。在经历完 2004 年的高管风波后，伊利在资本市场上的预期被打

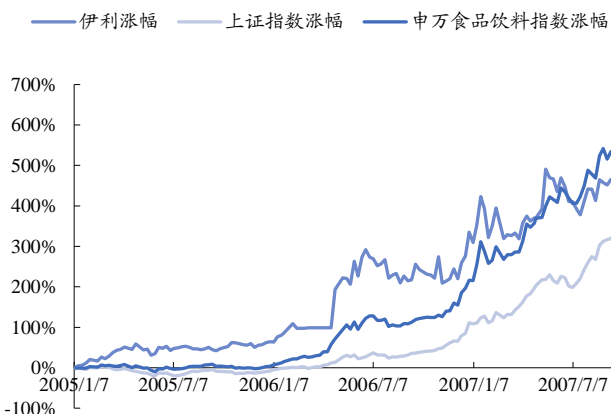
至冰点，这也是 2005 年年初 14.78 倍低市盈率的由来。事件发生后，潘刚作为总裁开始主持工作，积极应对危机，并提出继续追求增长的目标。同时，呼和浩特政府出手，在 2005 年 4 月收购先前第一大股东金信信托 14.33% 的股份，成为新的第一大股东，从股权层面稳定了军心，公司股价较 1 月低点迅速攀升。6 月，在呼和浩特投资有限责任公司的推动下，潘刚不负众望成为伊利新一届董事长。潘刚上任后，面对乳制品行业在过去几年超过 30% 高速增长、人均乳制品消费量远低于欧美各国的事实面前，推出了大力投资扩张产能的织网计划，先后在内蒙古乌兰察布、河北保定、辽宁沈阳、黑龙江肇东、湖北黄冈、安徽合肥、四川邛崃等多地投建液态奶等产品的生产基地，弥补此前缺失和未来几年的产能缺口。公司营收和利润也在此背景下稳健增长，其中营收在 05、06 年均保持超 30% 的增长，归母净利润增长分别为 22.69% 和 17.45%，推动股价不断上扬。2006 年 2-4 月，公司提出股权分置改革动议，股票停牌。公司最终给出“转增 + 送股 + 权证 + 或追加送股及承诺”四合一的创新方案，获市场认可，复牌后大幅跳涨。紧接着，在公司治理层面，伊利于 2006 年 4 月推出 5000 万份的期权激励计划，充分调动高管及核心业务骨干的能动性。营销层面，伊利也于 2005 年年底成为 08 年北京奥运会赞助商，弥补与蒙牛在营销方面的差距。从大盘来看，上证指数自 2005 年 6 月形成 998 点的历史大底后，开始反转，至 2007 年 10 月达到 6124 点的历史高位，也为伊利估值从 14.78 倍抬升至 60 倍附近提供了重要的动能。

图 92: 2005、2006 年营收利润双增



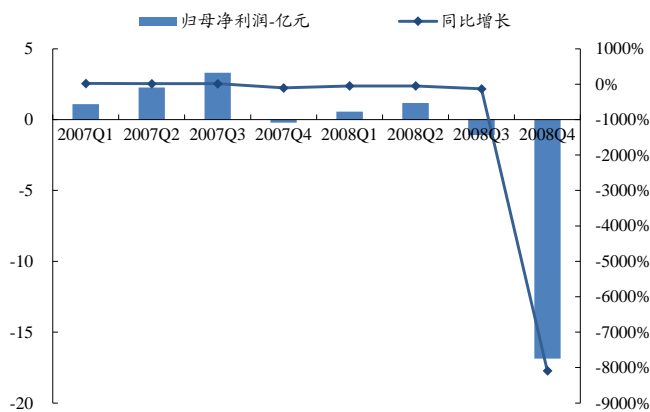
资料来源: WIND, 信达证券研发中心

图 93: 伊利与两大指数对比

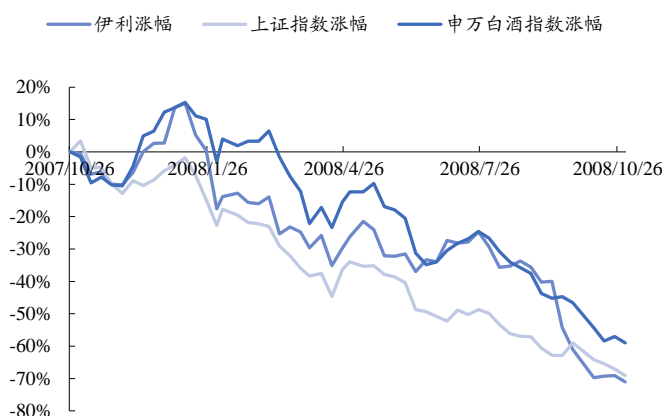


资料来源: WIND, 信达证券研发中心

2007.10-2008.10 的下行: 大盘回落、激励费用摊销与食品安全事件。这一阶段，伊利期初市值 245 亿，PE TTM 50.62 倍；期末市值 56 亿，PE 为负。下跌的主要原因来自于大盘回落、公司业绩下滑和食品安全事件。2007 年前三季度公司业绩尚可，营收同比增长 17.91%，归母净利润同比增长 12.41%，但大盘的回落开始带动伊利股价的下跌。2008 年 1 月 31 日，公司发布预亏公告，将 2006 年推出的股权激励计划在 2007 年部分确认为费用，导致 2007 年全年利润亏损，公告当天股价跌停。2008 年，受到继续摊销股权激励费用、奥运会导致销售费用高增等因素影响，公司前三个季度业绩表现不尽人意，归母净利润持续呈现同比负增长状态，股价也随整个大盘的回落继续下跌。2008 年 9 月 18 日，随着三聚氰胺事件的发酵，公司股价从 9 月 16 日的 1.80 元（前复权）跌至 10 月 28 日的 0.91 元（前复权），仅用时 25 个交易日。资本市场对公司的预期再次被打至冰点。2008 年的年报显示，公司归母净利润创纪录的亏损 16.87 亿元，其中管理费用和销售费用的高增是导致其业绩亏损的主要原因。

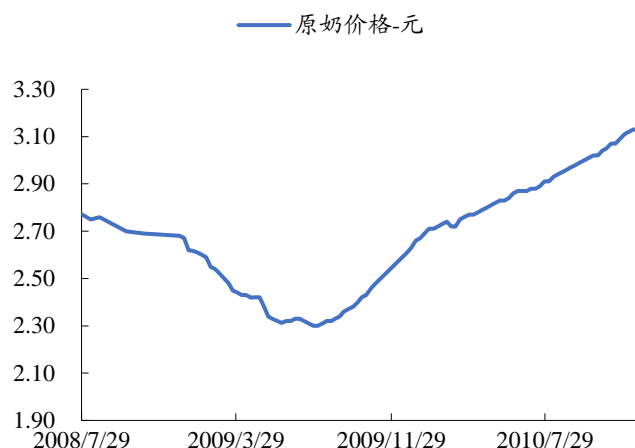
图 94: 2007、2008 年连续两年归母净利润亏损


资料来源: WIND, 信达证券研发中心

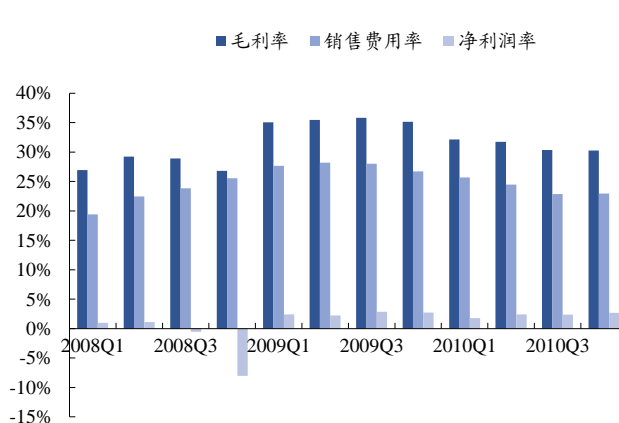
图 95: 伊利与两大指数对比


资料来源: WIND, 信达证券研发中心

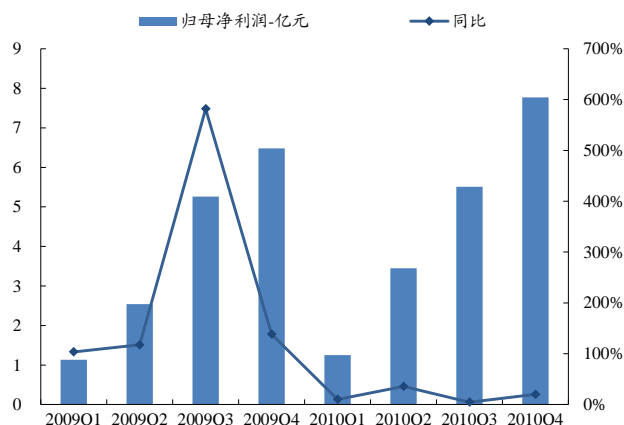
2008.10-2010 年年底的上行: 行业恢复, 估值与业绩双击。这一阶段, 伊利期初市值 56 亿, PB 0.99 倍; 期末市值 374 亿, PB 5.76 倍, PE TTM 54.66 倍。2008 的食品安全事件沉重打击了乳制品行业, 也使得上游原奶价格暴跌。超低的奶价使得伊利产品的毛利率大幅走高至 35% 左右, 同时公司高举高打, 以高销售费用率继续推动销售增长, 公司业务得以快速恢复。至 2009 年第三季度, 公司归母净利润同比增长达 582%, 大超市市场预期, 股价在 10 月 31 日涨停。在品牌方面, 公司于 2009 年 5 月 25 日成为上海世博会唯一乳制品赞助商。产能方面, 公司也继续推动各类产品基地项目建设, 包括华北地区 4.5 万吨奶粉项目、京津塘地区酸奶奶酪项目、山东潍坊 UHT 奶和冷饮项目、杜尔伯特配方奶粉项目、河北张北 UHT 奶项目等。公司以 243 亿的营收和 6.48 亿的利润完美收官 2009 年并摘掉了 ST 的帽子。进入 2010 年后, 奶价开始持续上涨, 伊利改变策略, 在毛利率下降的情况下开始收缩销售费用率, 维持利润率的相对稳定。最终公司在 2010 年收获了同比增长 21.96% 的营收和同比增长 20% 的净利润, 股价也达到阶段性高位。

图 96: 2009 年原奶价格暴跌


资料来源: WIND, 信达证券研发中心

图 97: 伊利通过调整销售费用率维持净利润率的稳定


资料来源: WIND, 信达证券研发中心

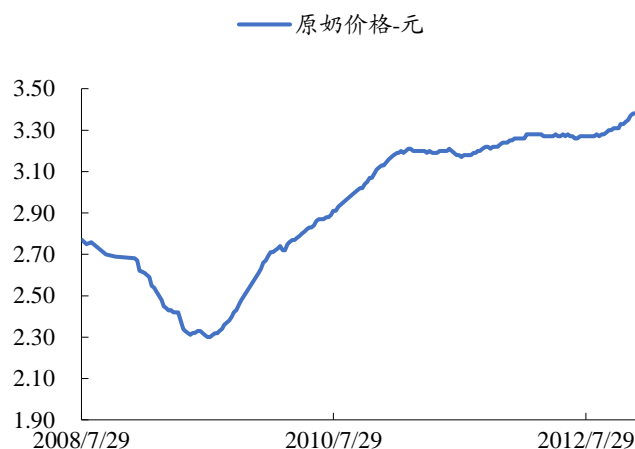
图 98: 2009 年三季度归母净利润同比增长 582%


资料来源: WIND, 信达证券研发中心

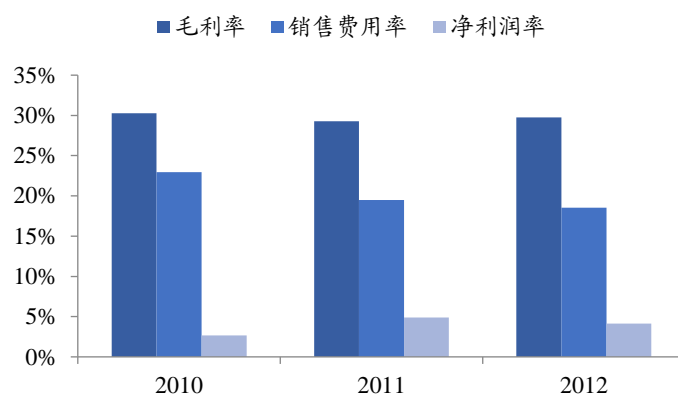
图 99: 伊利与两大指数对比


资料来源: WIND, 信达证券研发中心

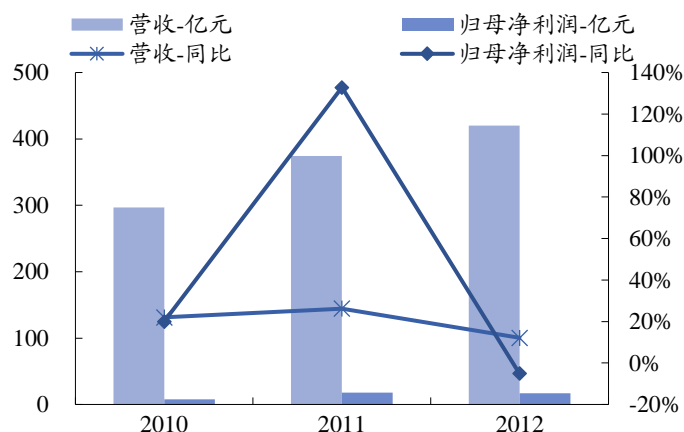
2010 年底-2012.12 的横盘：“双提”计划大幅提升利润，消化估值压力。这一阶段，伊利期初市值 374 亿，PE TTM 54.66 倍；期末市值 320 亿，PE TTM 17.69 倍。在此阶段，大盘不断下跌，但由于伊利净利润的大幅提升，股价维持相对稳定，同时将估值消化。考虑到原奶价格的持续高位，公司在 2011 年继续开展“提高费用使用效率，提升公司盈利能力”的双提活动，在毛利率稳定的情况下，大幅削减销售费用，使净利润率翻倍。自 2011 年半年报起，公司归母净利润呈现翻倍增长，并将势头一直延续到了年底。经营层面上，公司继续推进织网计划，分别在宁夏吴忠、广东惠州、河南济源等地投资 UHT 奶项目，并于 2011 年 5 月 19 日开启 70 亿定增计划，为多个项目的产能提升募集资金，于 2012 年年底募集完毕。进入 2012 年，奶价的持续高位和销售费用的极限压缩使得公司只能依靠规模扩张来提升利润，但 2012 年营收增长仅 12.12%，因此归母净利润基本与 2011 年持平。经营方面，公司全优 2/3/4 段奶粉于 2012 年 6 月 12 日被国家食品安全监测发现汞含量超标，股价于 6 月 13、14 日连续跌停，但最终影响较小。2012 年年底，公司开启首个海外投资项目，在所收购的新西兰生产基地的基础上投建年产 47000 吨的婴配粉项目。由于市盈率在 2012 年初已到达 20 倍附近的底部区域，因此尽管 2012 年利润并未增长，公司股价仍保持横盘。

图 100: 2011、2012 年奶价持续维持高位


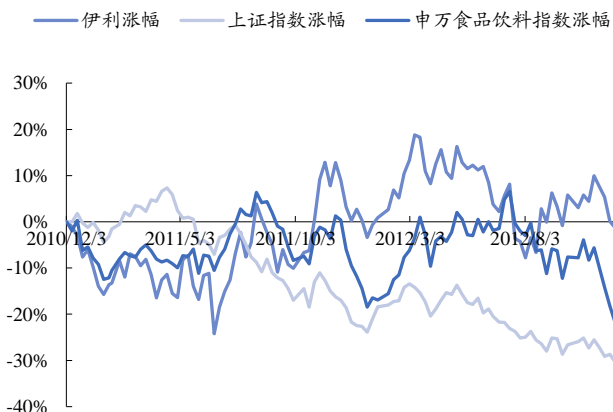
资料来源: WIND, 信达证券研发中心

图 101: 销售费用率的下降使净利润率翻倍


资料来源: WIND, 信达证券研发中心

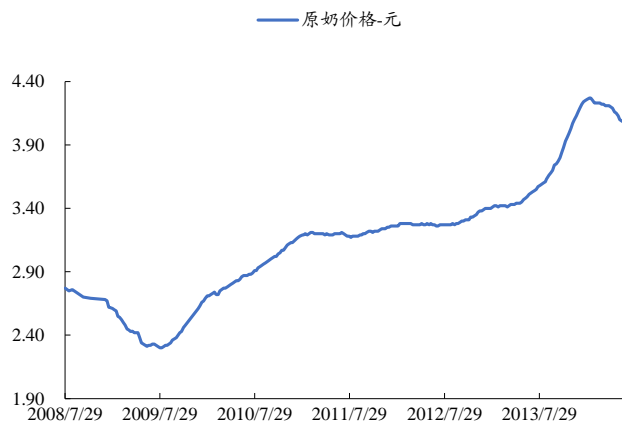
图 102: 2011 年归母净利润翻倍


资料来源: WIND, 信达证券研发中心

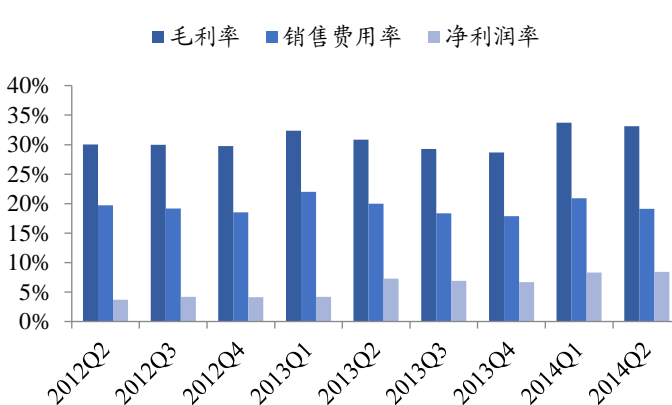
图 103: 伊利与两大指数对比


资料来源: WIND, 信达证券研发中心

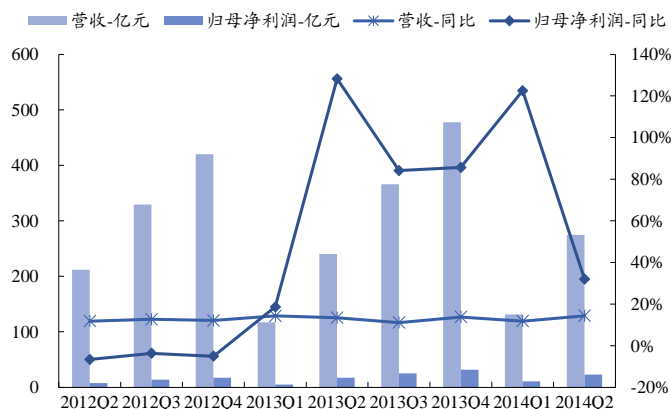
2012.12-2014.6 的起落：费用率下降提升预期，奶价上涨打击预期。这一阶段，伊利期初市值 320 亿，PE TTM 17.69 倍；期末市值 550 亿，PE TTM 17.88 倍。2013 年初，受到伊利估值偏低、费用率下降逻辑有望延续等内部因素，叠加香港奶粉限购、恒天然双氰胺事件以及白酒行业持续低迷等外部因素，资金开始流入伊利，推升股票价格。6 月 8 日，公司股票停牌，06 年推出的期权激励计划的剩余部分行权，管理层利益与公司正式绑定，复牌后大涨近 9%。8 月 31 日，公司公布半年报，公司利润受 2012 年库存销毁和 2013 年期权行权影响大增，股价顺势进一步上涨。至 10 月 21 日，股价较 2012 年年底低点涨幅约 1.7 倍，PE TTM 拉升至约 40 倍。然而，三季报的公布令市场的期望备受打击，股价开始大幅下跌。由于奶价的疯狂上涨，尽管公司销售费用率在下降，但毛利率受成本影响大幅下降，归母净利润增速开始放缓。虽然政策面上年底有二胎政策出台，但跌势仍然随奶价上涨而持续。直至 2014 年 4 月底一季报受奶价回落影响以及产品结构升级大幅超预期，市场才开始有所反应。不过，这一阶段最终的低点分别由 6 月 2 日光大证券分析师罕见的看空伊利报告出炉所形成，此时 PE TTM 再次回到 18 倍附近。经营层面上，公司积极拓展国际网络，先后与美国 DFA、意大利斯嘉达达成战略合作，又与荷兰瓦格宁根大学联合成立研发中心。另一方面，公司也于 2013 年 9 月投资辉山乳业，成为其上市前的基石投资者。

图 104: 2013 年奶价持续上涨


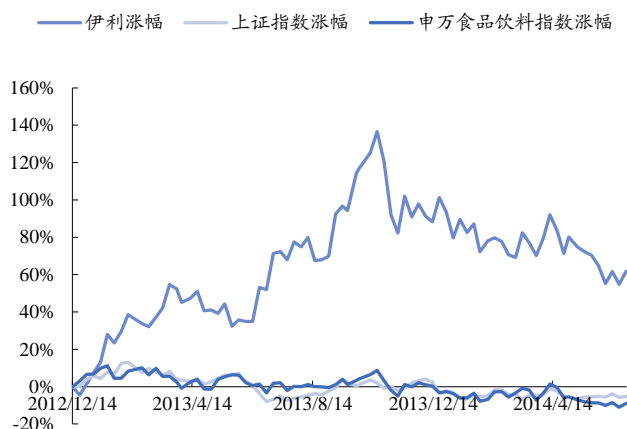
资料来源: WIND, 信达证券研发中心

图 105: 2013 年 3 季度毛利率受奶价上涨下降


资料来源: WIND, 信达证券研发中心

图 106: 2013 年 2 季度起归母净利润大幅提升


资料来源: WIND, 信达证券研发中心

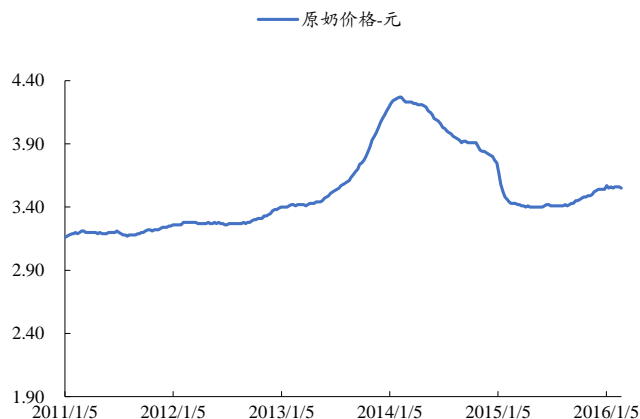
图 107: 伊利与两大指数对比


资料来源: WIND, 信达证券研发中心

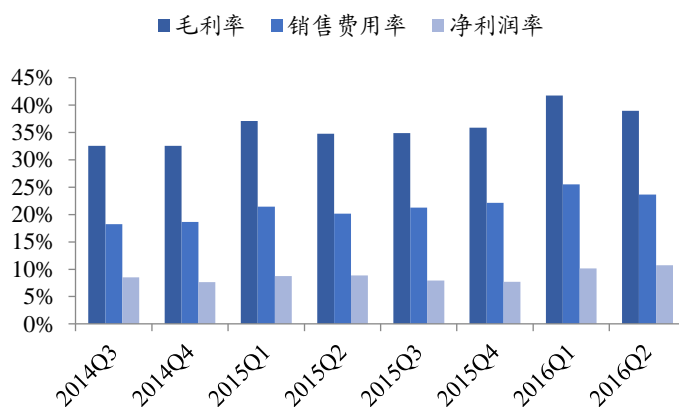
6.2. 2015-现在: 消费升级

这一阶段行业发展速度下降，营收增速将至小个位数，消费量基本不再增长。驱动力主要来自于产品结构升级（如金典和安慕希的放量）所带来的价升，利润开始释放。

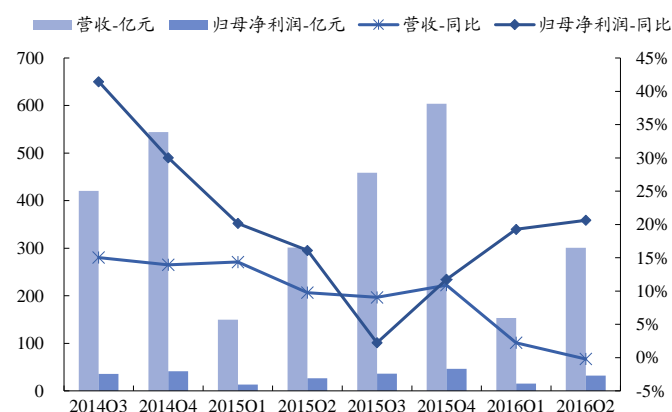
2014.6-2016.2 的起落：新一轮牛市。这一阶段，伊利期初市值 550 亿，PE TTM 17.88 倍；期末市值 674 亿，PE TTM 18.65 倍。在一片质疑声中，时隔多年的牛市又一次悄然降临。2014 年 7 月底，伊利公司高管通过二级市场耗费 12 亿增持自家股票，为市场注入了一剂强心针。10 月底，公司推出新一轮的员工持股计划草案，持续绑定员工与公司的利益。得益于奶价的持续走低和高端品在产品结构中占比的提升，公司全年的利润增速稳定在 30% 以上。因此，伴随着牛市的上涨，伊利的股价也开始逐步攀升。进入 2015 年，市场逐渐进入疯狂状态，而伊利作为估值较低的蓝筹股，拥有稳定业绩增长的加持，股价被一同拔高。整个股市在 2015 年 6 月 12 日达到顶峰，上证指数达到 5178 点，而伊利股价也达到近 20 元（前复权）的高位，PE TTM 约 30 倍。高位之后，是长达 8 个月的连续下跌，公司除疲于应付各种投资者调研外，也于 7 月份出台股票回购计划稳定股价，最终于 11 月份回购超过 1% 的股份并注销。股价伴随大盘一直回落，直至 2016 年 2 月底，股价自高点回撤约 46%，估值再次回到 18 倍左右。经营层面上，公司国内织网与国际织网并行，国内扩建宁夏 UHT 奶、成都 UHT 奶、合肥 UHT 奶、黑龙江包装车间等项目，新建华中地区酸奶及乳酸菌项目，国际上以新西兰大洋洲基地为中心，投资婴配粉、奶粉、UHT 奶、生牛乳深加工等项目。2016 年 4 月，公司还转让了 60% 优然牧业的股权给太盟投资集团。

图 108: 2014 年后奶价持续回落


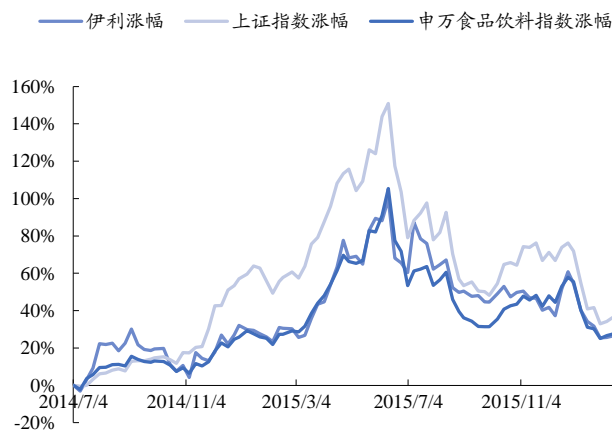
资料来源: WIND, 信达证券研发中心

图 109: 奶价回落和产品结构升级逐步推升净利润率


资料来源: WIND, 信达证券研发中心

图 110: 2014 年公司利润增速维持在 30%以上


资料来源: WIND, 信达证券研发中心

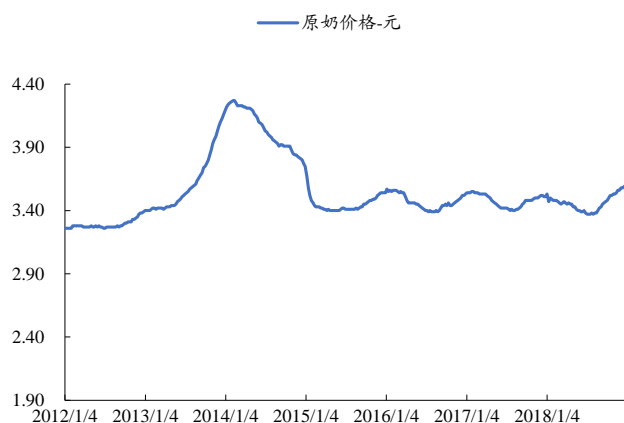
图 111: 伊利与两大指数对比


资料来源: WIND, 信达证券研发中心

2016.2-2018.12 的起落: 白马股行情与贸易摩擦。这一阶段, 伊利期初市值 674 亿, PE TTM 18.65 倍; 期末市值 1295 亿, PE TTM 22.76 倍。在 2016 年 2 月估值回撤至低位后, 伊利等白马股的优势开始显现, 股价也开始回升。当然, 这也得益于伊利 2016 年高增的业绩支撑。受到奶价下跌的利好, 公司一季度毛利率提升显著, 净利润率罕见的超过 10%, 推动归母净利润增长近 20%。二季报归母净利润增速维持 20%, 主要是 4 月份出售辉山乳业权益的贡献。三季报同样维持利润增速在 20%, 但主要是凭借自身毛利率的提高和销售费用率的控制。整个 2016 年, 尽管营收只增长了 0.41%, 但依靠低奶价、高端的产品结构和得当的销售费用率, 归母净利润增长 22.24%。资本层面上, 伊利于 9 月 19 日停牌, 计划通过发行定增对中国圣牧进行收购和对新西兰项目进行扩建, 同时再一次推出期权与股票激励计划。然而, 因收购圣牧而发起的定增最后于 2017 年 4 月终止, 原因是未获得商务部反垄断局的批准。员工激励计划则在 2016 年底顺利实施。进入 2017 年, 公司股价前半年在估值未大幅提高的情况下靠业绩缓慢攀升, 下半年则开始摆脱底部估值区域大幅上涨。业绩方面也呈现同样的趋势。扣非后, 公司归母净利润增速在前三季度分别为 17.25%、28.59% 和 37.59%。资本层面上, 除 4 月停止收购中国圣牧后, 公司继续其国际化战略, 先后在 5

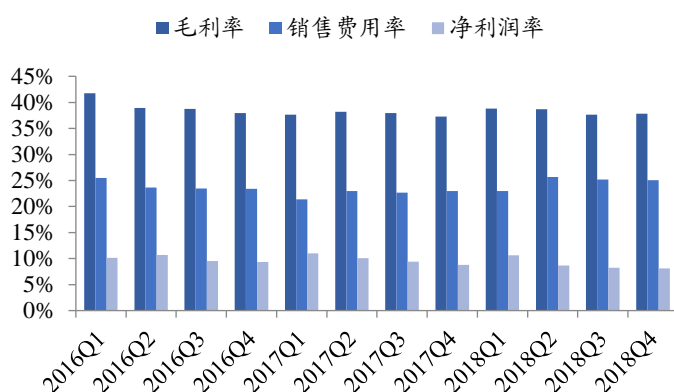
月和9月分别参与达能旗下酸奶公司 Stonyfield 和澳大利亚最大乳企 Murray Goulburn 的竞购，但均未能成功。进入2018年后，在中美贸易摩擦的国际大环境和公司业绩增速乏力的小环境的共同作用下，提升刚刚半年的估值开始下杀，股价也一路下跌。4月，公司公布17年年报及18年一季度业绩，17年四季度表现欠佳而18年一季度有超预期表现，市场反应平平。接下来的二三季度数据也持续萎靡，营收高于利润增速、销售费用率上涨、毛利率受奶价上涨影响下跌等负面因素都推动股价下行。实际运营层面上，伊利仍然坚持推进国际化战略，7月份发出收购巴基斯坦 FFBL 公司旗下公司 Fauji Foods Limited 的意向，11月底收购泰国本土最大的冰淇淋生产商 THE CHOMTHANA COMPANY LIMITED。同时，公司进一步推进健康食品战略，于12月投资7.5亿新建伊利长白山天然矿泉水饮品项目。

图 112: 奶价维持低位，2018 年底开始拉升



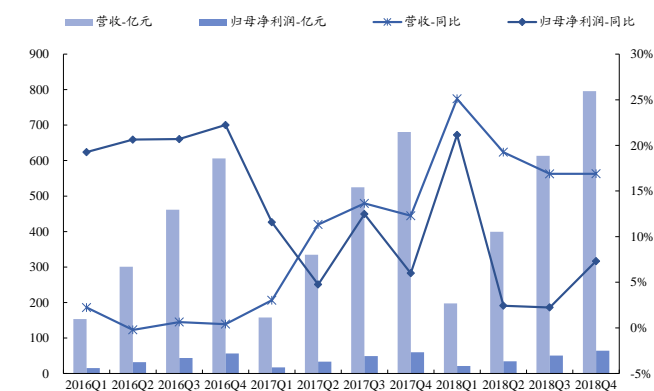
资料来源: WIND, 信达证券研发中心

图 113: 公司净利润率达到了 10%



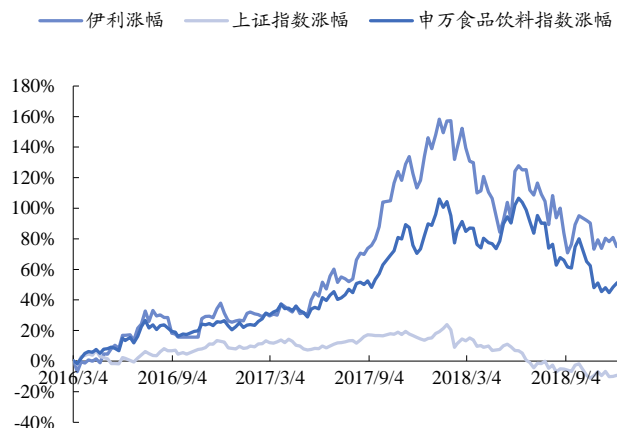
资料来源: WIND, 信达证券研发中心

图 114: 2016-2018 年公司归母净利润增速逐步下降



资料来源: WIND, 信达证券研发中心

图 115: 伊利与两大指数对比

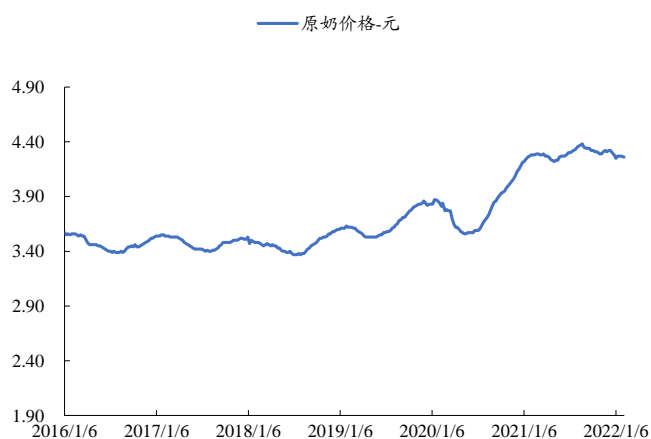


资料来源: WIND, 信达证券研发中心

2018.12-现在: 新一轮牛市，新冠疫情，食品饮料牛市与消费市场不振。这一阶段，伊利期初市值 1295 亿，PE TTM 22.76 倍；期末市值 2560 亿，PE TTM 28.45 倍（2022 年 2 月 14 日数据）。A 股在经历一年阴跌之后开始反弹，伊利也随之跟涨。业绩层面，2019 年伊利业绩较为平淡，各季度利润增速呈现前低后高的走势，除三季度利润增速略高外，全年营收同比增长 13.41%，归母净利润同比增长 7.67%。随奶价进入上升周期，净利润率开始缓慢

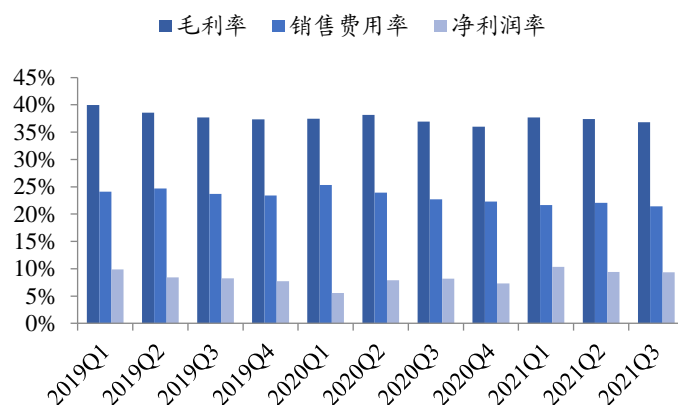
下降。经营层面上，公司继续推进全球织网战略，于3月19日发布公告拟收购新西兰第二大乳企 Westland Dairy，并于8月2日完成交割。4月9日，公司抛出手笔股权回购方案，计划以不超过106亿元回购2.5%-5%的股份以用于股权激励，股价当日受刺激猛涨8.32%。9月份，公司调整方案，将所购的3%股份中占总股本0.5%的股份注销，剩余2.5%用于股权激励，并同时提高了每期的解锁标准。至2019年结束，公司股价全年先涨后跌，实际市盈率并未明显抬升。进入2020年，突如其来的新冠疫情使人们预期大幅下降，A股在农历新年刚开始交易时便大跌，也将伊利股价再次带回估值底部区域。相对于市场预期，伊利在2020年表现出众，尽管在一季度受到疫情影响，归母净利润下滑近50%，但二季度单季规模净利润猛增72%，超出市场预期。三季度23%的利润增速同样为预期的延续提供了基础。因此，伊利的股价跟随食品饮料指数，在业绩超预期的保护下，一路拉升至2021年1月的高位。经营层面，公司紧跟上游奶源，于8月底再次出手认购上游牧场企业中地乳业16.6%的股份，后于9月底调整为整体要约收购，并最终于2021年2月完成收购。9月，公司公布长期服务计划，以长期的股权激励拉动员工积极性，推动公司长期发展。10月中旬，公司推出38.6亿的投资计划，用于建设5G绿色生产人工智能应用示范项目。进入2021年，股市风向突变，特别是食品饮料板块，受消费不振影响，年初从估值高位区域开始回落，伊利也未能幸免，至7月末，股价累计下跌约40%，此后稍有反弹。业绩上看，尽管2021年奶价大幅上行，但伊利通过年初的涨价维持住毛利率，叠加销售费用率收缩，净利润率维持高位，公司业绩仍然维持良好增长。一季度由于上年低基数原因，归母净利润同比增长148%。二三季度净利润率仍然维持高位，使得归母净利润的累计增速仍然超过30%。经营层面上，公司于6月发起120亿的巨额定增，并在12月10日顺利完成。同时，公司参股的优然牧业也于6月19日在香港挂牌上市。公司也积极开拓新业务，于9月底增资奶酪平台伊家好奶酪，通过引入核心员工持股平台的方式，激发员工的创业热情。近日，公司完成收购澳优34.33%股份，公司在奶粉业务上的突围一触即发。

图 116: 2019 年起奶价开始拉升

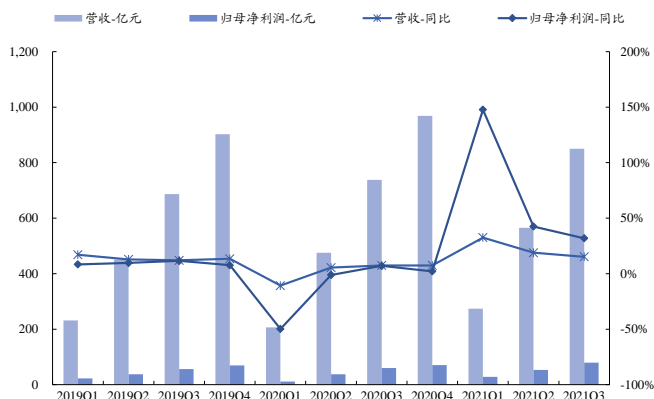


资料来源: WIND, 信达证券研发中心

图 117: 净利润率受奶价上涨下降, 2021 年初涨价后恢复



资料来源: WIND, 信达证券研发中心

图 118: 2020 年利润恢复超预期推动股价上涨


资料来源: WIND, 信达证券研发中心

图 119: 伊利与两大指数对比


资料来源: WIND, 信达证券研发中心

7. 估值与投资评级

收入: **液体乳方面**, 公司将持续推进常温白奶和常温酸奶的产品结构升级, 叠加疫情推升大众对液态乳消费的需求, 我们预测公司液态乳业务仍将如 2017-2019 年一样保持双位数增长, 2021-2023 年增速为 12%/10%/10%。**奶粉方面**, 公司已释放明确信号, 将此赛道作为未来几年的工作重点, 结合公司对奶粉业务未来几年营收增速 25%+ 的指引, 我们预测公司奶粉业务营收 2021-2023 年增速为 22%/25%/25%。**冷饮方面**, 行业过去几年增速与竞争格局稳定, 公司大概率将延续过去几年的势头, 预测公司冷饮业务营收 2021-2023 年增速为 14%/13%/12%。

毛利率: **液体乳方面**, 2021 年一方面全年受高奶价压制, 另一方面 2021 年初涨价对冲影响, 叠加产品结构升级, 预计 2021 年毛利率较 2020 年略有抬升, 为 34.5%。2022/2023 年预计奶价将会回落, 考虑到幅度及时间点较难预测, 预计 2022/2023 年毛利率将小幅上升至 34.8%/35.1%。**奶粉方面**, 同样受高奶价和涨价两方面影响, 参考 Westland Dairy 完全并表的 2020 年度数据, 预计 2021-2023 年毛利率为 42.8%/44%/45%。**冷饮方面**, 公司过去几年毛利率受产品升级推动持续上升, 预计 2021 年毛利率受白糖、乳脂等原材料价格上涨影响略微下降, 为 48.6%, 2022-2023 年恢复增长, 预计为 48.9%/49.2%。

销售费用率: 2021 年公司受制于高奶价, 相关促销减少, 费用有所收缩, 预计 2021 年销售费用率稳中有降, 为 21.8%。2022-2023 年若奶价下降, 销售费用率预计会有所上升, 预计为 22.2%/22.3%。

管理费用率: 公司过去两年管理费用率波动较小, 考虑到 2019 年股权激励计划相关费用仍在摊销但逐年递减的情况, 预计 2012-2023 年管理费用率为 4.9%/4.8%/4.7%。

投资收益: 公司近日完成澳优 34.33% 股份的交割, 考虑到全面要约仍在进行, 我们将澳优股份暂计入长期股权投资。受此影响, 我们预计 2021-2023 年投资收益/收入为 0.62%/0.96%/1.06%。

因此，我们预测 2021-2023 年营业收入为 1107/1254/1414 亿元，同比增长 14.3%/13.2%/12.7%；2021-2023 年归母净利润为 93/111/133 亿元，同比增长 31.3%/19.6%/19.7%；净利率为 8.4%/8.9%/9.4%。

我们看好伊利发展的可持续性，短期紧盯产品结构提升及奶价回落所带来的毛销差提升，中期关注奶粉赛道的突围，长期期待奶酪行业的赶超及健康食品相关业务的展开。当前市场环境下，伊利相对于多数食品饮料行业龙头，在估值上有折价，而利润增速上却并不落后。我们预计伊利 2021-2023EPS 为 1.45/1.74/2.08 元，结合当前食品饮料行业龙头 2022 年的市盈率均值（31X）及伊利历史市盈率的波动中枢（30X 左右，见图 88），我们给予伊利 2022 年 31X PE，目标价 54 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 21: 食品饮料行业龙头公司估值对比

2022/2/14	市值（亿元）	PE				EPS				2022 年利润增速
		20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E	
伊利股份	2560	38	28	23	19	1.17	1.45	1.74	2.08	20%
贵州茅台	23474	54	45	39	33	37.00	42.00	49.00	56.00	17%
五粮液	7686	57	32	27	23	5.14	6.16	7.32	8.60	19%
海天味业	4044	101	60	50	42	1.98	1.60	1.94	2.28	21%
双汇发展	1070	26	21	17	16	1.81	1.45	1.78	1.98	23%
青岛啤酒	1056	62	44	38	32	1.61	2.15	2.53	2.98	18%
蒙牛乳业	1551	44	30	24	20	0.89	1.34	1.62	1.96	21%
平均值	5920	55	37	31	26	7.09	8.02	9.42	10.84	20%

资料来源：WIND，信达证券研发中心注：伊利股份以外的公司 EPS 和 PE 均采用 WIND 一致预测，更新于 2022 年 2 月 14 日

8. 风险因素

食品安全问题。公司所处乳制品产业链较长，且参与者众多，具有食品安全事件爆发的可能性。伊利作为行业内龙头企业，容易受到行业内负面新闻的影响，导致销售下滑。

竞争加剧。当前高位奶价导致伊利蒙牛销售费用率有不同程度的压缩。未来若奶价回落，两家公司可能会重新提高销售费用，进行激烈竞争，导致利润增速不及预期。