

原奶价格持续上涨 龙头企业强者恒强¹

—— 伊利股份（600887）深度报告²

SAC NO: S1150516030001³2021年03月12日⁴

投资要点:⁹

● 稳步发展的乳制品企业龙头¹⁰

伊利最早始于 1956 年，经过六十余年发展成为了中国规模最大、生产线最健全的乳品企业，同时也是亚洲第一乳品企业，并于 2014 年跻身全球乳业十强。公司主要从事各类乳制品及健康饮品的加工、制造与销售活动，旗下拥有液体乳、乳饮料、奶粉、酸奶、冷冻饮品等产品系列，产品主要以国内市场销售为主。经过多年发展，公司已发展为国际乳业巨头，经营业绩持续向好。¹¹

● 乳制品行业发展较成熟，各子品类发展程度不一¹²

我国乳制品市场经过多年发展，在 2005 年达到千亿规模之后迅速扩容，其后十年间复合增长率达 13.91%。2014 年之后，行业转向低个位数增长。2019 年乳制品市场零售总额突破 4000 亿元。根据欧睿预测，未来五年我国乳制品市场仍然将稳步发展，至 2024 年乳制品市场零售额或将突破 5500 亿元。从乳制品市场的消费构成看，饮用奶在 2019 年以 61.82% 的占比位居首位，酸奶是乳制品市场的第二大品类占比 35.58%，再次是奶酪、黄油及其他。从趋势上来看，过去几年受益于常温酸奶的发展，酸奶品类的市场占比在逐步扩大。而受到疫情突发因素的影响，消费者对白奶类基础产品的需求有所增加。¹³

● 三大优势巩固企业领先地位¹⁴

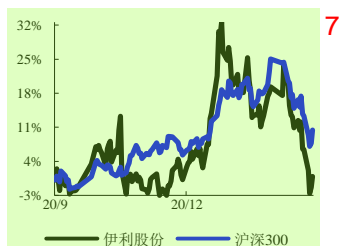
领先的产品创新能力是公司长足发展的原动力。多年以来，公司依托全产业链创新机制，优化创新模式，并在研发、技术以及创新方面持续加大投入，持续推陈出新完善产品矩阵。对于重点品牌，公司不断加快产品口味、包装及生产技术的创新升级节奏，以期延长品牌产品的生命力。这就使得公司产品结构不断提升，成为业绩持续增长的最主要原因。¹⁵

与公司乳制品行业龙头地位相匹配的是公司良好的渠道渗透能力。公司常年深耕销售渠道，2019 年线下液态奶终端销售网点已达到 191 万余家，直控村级网点从 2015 年的 11 万家迅速提升至 2019 年的 103.9 万家。根据凯度调研数据显示，2019 年公司常温液态类乳品的市场渗透率为 84.30%，较 2015 年提高了 7.47 个百分点。¹⁶

由于我国规模性牧场的优质奶源具有一定的稀缺性，因此掌握上游奶源成为了近几年龙头乳企深挖自身护城河的重要举措。伊利股份为进一步稳定原料奶供应，提升市场竞争力，多次投资头部大型牧场。强大的奶源掌控能力，有利于巩固公司乳制品行业的龙头地位，对公司的长期发展以及战略布局具有积极意义，为公司的长期发展保驾护航。¹⁷

评级: 增持⁵
 上次评级:
 目标价格:
 最新收盘价: 39.48

最近半年股价相对走势⁶



相关研究报告⁸

● 投资建议¹

公司作为我国乳制品行业的龙头企业，有着强大的规模和品牌优势。在上游原奶上涨的趋势之下，行业竞争有望驱缓，企业或将通过持续提高产品结构以及控制费用投放抵御成本冲击。而由于疫情的影响，国民健康意识不断增强，乳制品消费需求量预计持续温和增长，公司必将分享行业红利。综上，首次覆盖我们预计公司 2020-2022 年每股收益分别为 1.18/1.42/1.62 元，给予公司“增持”的投资评级。²

● 风险提示³

疫情出现反复，食品安全风险，宏观经济下行。⁴

财务摘要（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	79,553	90,223	98,336	109,017	124,268
(+/-)%	16.9%	13.4%	9.0%	10.9%	14.0%
经营利润（EBIT）	6,737	7,405	7,341	8,799	9,894
(+/-)%	6.2%	9.9%	-0.9%	19.9%	12.4%
归母净利润	6,440	6,934	7,170	8,638	9,856
(+/-)%	7.3%	7.7%	3.4%	20.5%	14.1%
每股收益（元）	1.06	1.14	1.18	1.42	1.62

表：三张表及主要财务指标 1

资产负债表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	11,051	11,325	9,428	15,104	21,851	营业收入	79,553	90,223	98,336	109,017	124,268
应收票据及应收账款	1,282	1,837	1,758	2,007	2,306	营业成本	49,106	56,392	61,625	68,136	77,738
预付账款	1,460	1,157	1,532	1,650	1,852	营业税金及附加	531	577	656	718	818
其他应收款	155	195	226	239	276	销售费用	19,773	21,070	23,703	25,868	29,720
存货	5,507	7,715	7,644	8,607	9,897	管理费用	2,980	4,285	4,514	4,925	5,449
其他流动资产	5,000	2,783	2,783	2,783	2,783	研发费用	427	495	496	572	649
流动资产合计	24,455	25,706	24,064	31,084	39,658	财务费用	-60	8	6	-149	-301
长期股权投资	1,909	1,961	1,961	1,961	1,961	资产减值损失	76	-241	-105	-105	-105
固定资产合计	14,688	18,296	21,103	22,269	22,848	信用减值损失	0	-61	0	0	0
无形资产	639	1,409	1,443	1,490	1,534	其他收益	747	588	818	861	970
商誉	11	528	528	528	528	投资收益	261	545	437	521	606
长期待摊费用	59	679	679	679	679	公允价值变动收益	0	78	0	0	0
其他非流动资产	2,549	3,151	3,151	3,151	3,151	资产处置收益	-38	-25	-27	-34	-36
资产总计	47,606	60,461	59,661	65,893	73,090	营业利润	7,691	8,280	8,457	10,192	11,630
短期借款	1,523	4,560	0	0	0	营业外收支	-113	-86	0	0	0
应付票据及应付账款	9,116	10,801	11,526	12,830	14,647	利润总额	7,578	8,194	8,457	10,192	11,630
预收账款	4,401	6,020	6,087	6,804	7,824	所得税费用	1,126	1,243	1,274	1,535	1,754
应付职工薪酬	2,513	2,420	3,005	3,217	3,655	净利润	6,452	6,951	7,184	8,656	9,876
应交税费	353	397	459	495	567	归属于母公司所有者的净利润	6,440	6,934	7,170	8,638	9,856
其他流动负债	10	3,069	3,069	3,069	3,069	少数股东损益	12	17	14	18	21
长期借款	11	3,541	3,541	3,541	3,541	基本每股收益	1.06	1.14	1.18	1.42	1.62
预计负债	0	0	0	0	0	财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	19,569	34,187	30,172	32,953	36,931	营收增长率	16.9%	13.4%	9.0%	10.9%	14.0%
股东权益	28,037	26,274	29,489	32,940	36,159	EBIT 增长率	6.2%	9.9%	-0.9%	19.9%	12.4%
现金流量表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	净利润增长率	7.3%	7.7%	3.4%	20.5%	14.1%
净利润	6,452	6,951	7,184	8,656	9,876	销售毛利率	38.3%	37.5%	37.3%	37.5%	37.4%
折旧与摊销	1,609	1,958	1,403	1,432	1,422	销售净利率	8.1%	7.7%	7.3%	7.9%	7.9%
经营活动现金流净额	8,625	8,455	8,839	11,302	13,141	ROE	23.1%	26.5%	24.4%	26.4%	27.4%
投资活动现金流净额	-5,374	-9,999	-690	388	470	ROIC	19.4%	19.0%	19.6%	21.2%	21.9%
筹资活动现金流净额	-10,749	-1,016	-10,047	-6,013	-6,865	资产负债率	41.1%	56.5%	50.6%	50.0%	50.5%
现金净变动	-7,191	-2,498	-1,898	5,677	6,747	PE	21.61	27.14	37.64	31.24	27.38
期初现金余额	20,756	10,705	11,325	9,428	15,104	PB	4.99	7.20	9.20	8.24	7.50
期末现金余额	13,565	11,067	9,428	15,104	21,851	EV/EBITDA	15.53	19.67	30.12	25.18	22.17

目 录¹

1.稳步发展的乳制品企业龙头	7	2
1.1 多年发展终成全球乳业十强	7	
1.2 营业收入稳定增长，经营业绩持续向好	8	
2.乳制品发展较成熟，各子品类发展不一	9	
2.1 乳制品行业规模远未触及天花板	9	
2.2 各细分子品类发展程度不一	10	
2.3 上游原奶价格持续走高	13	
2.4 双寡头竞争下，伊利略胜一筹	15	
3.三大优势巩固企业领先地位	16	
3.1 领先的产品创新能力	16	
3.2 良好的渠道渗透能力	18	
3.3 上游资源的掌控能力	19	
4.投资建议	21	
5.风险提示	21	

图 目 录¹

图 1: 公司发展历程	7	2
图 2: 2010-2019 年公司营业总收入情况 (单位: 亿元)	8	
图 3: 2010-2019 年公司归母净利润情况 (单位: 亿元)	8	
图 4: 2010-2019 年公司各子品类营收情况 (单位: 亿元)	8	
图 5: 2010-2019 年公司液体乳占营收比例持续提高	8	
图 6: 乳制品市场零售额以及增速 (单位: 亿元)	9	
图 7: 我国乳制品零售市场构成	11	
图 8: 乳制品市场各子品类成长性	11	
图 9: 饮用奶市场细分子品类零售额增速 (%)	12	
图 10: 欧睿口径下饮用奶市场格局	12	
图 11: 常温奶及鲜奶市场零售额 (单位: 百万元)	12	
图 12: 常温奶及鲜奶市场零售额同比增速	12	
图 13: 生鲜乳平均价 (单位: 元/公斤)	13	
图 14: 原奶端总供给 (单位: 万吨)	13	
图 15: 进口大包粉价格 (单位: 元/吨)	13	
图 16: 2010-2019 年我国乳牛存栏数量 (单位: 万头)	14	
图 17: 2014-2024E 原料奶供需情况 (单位: 万吨)	14	
图 18: 乳制品市场竞争格局	15	
图 19: 饮用奶市场竞争格局一览	16	
图 20: 酸奶市场竞争格局一览	16	
图 21: 公司在饮用奶及酸奶市场占有率	17	
图 22: 公司收入归因拆分	17	
图 23: 公司产品结构构成 (单位: 亿元)	17	
图 24: 产品创新助力公司持续发展 (单位: 亿元)	18	
图 25: 公司常温液态类乳品市场渗透率持续性提升	18	
图 26: 公司直控村级网点数量快速扩张 (单位: 万)	18	
图 27: 公司电商收入增速保持良好态势	19	
图 28: 公司母婴销售渠道良性发展	19	
图 29: 2019 年 A 股食品饮料行业公司销售人员数量前十	19	
图 30: 2011-2019 年公司销售人员数量持续增加 (单位: 人)	19	
图 31: 公司销售净利率与上游原奶价格变动趋势 (单位: 元/公斤)	20	3

表 目 录¹

表 1: 公司十大股东一览.....	7	²
表 2: 各国人均牛奶消费量对比	10	
表 3: 乳制品分类及定义一览.....	10	
表 4: 不同工艺下的牛奶产品区别一览.....	12	
表 5: 主要乳制品使用原料	14	
表 6: 公司产品结构以及相关品牌	16	
表 7: 2019 年全国奶牛养殖牧场集团 TOP15.....	20	

1.稳步发展的乳制品企业龙头¹

1.1 多年发展终成全球乳业十强²

伊利最早始于 1956 年，经过六十余年发展成为了中国规模最大、生产线最健全的乳品企业，同时也是亚洲第一乳品企业，并于 2014 年跻身全球乳业十强。作为唯一一家同时符合奥运会及世博会标准的乳品企业，公司为 2008 年北京奥运会和 2010 年上海世博会提供服务。2017 年，伊利签约北京冬奥，成为首家“双奥”健康食品企业。

图 1：公司发展历程⁴

萌芽期 1956-1993	成长期 1993-1996	壮年期 1996-2009	腾飞期 2010-至今
<ul style="list-style-type: none"> 1956年，呼和浩特回民区成立养牛合作小组，也即伊利的前身 	<ul style="list-style-type: none"> 1993年，呼市回民奶食品加工厂改制，以定向募集的方式设立伊利集团 	<ul style="list-style-type: none"> 1996年，伊利股份在上交所挂牌上市 1997年，第一条利乐液态奶生产线投产 1999年，成立中国乳业第一个液态奶事业部 2005年，牵手北京奥运会，独家提供乳制品 	<ul style="list-style-type: none"> 2014年，进入全球乳业十强

资料来源：公司官网，渤海证券⁶

公司股权结构相对分散，高管持股比例较大，无实际控制人。截至今年第三季度，前十大股东中高管持股占比达 9.04%。公司多次实行股权激励计划，调动经营管理团队的积极性，激发卓越领导能力以及价值创造能力，有效地将股东利益、公司利益和核心团队利益结合在一起，关注公司持续、稳健、快速的发展，促进公司战略目标的实现。

表 1：公司十大股东一览⁸

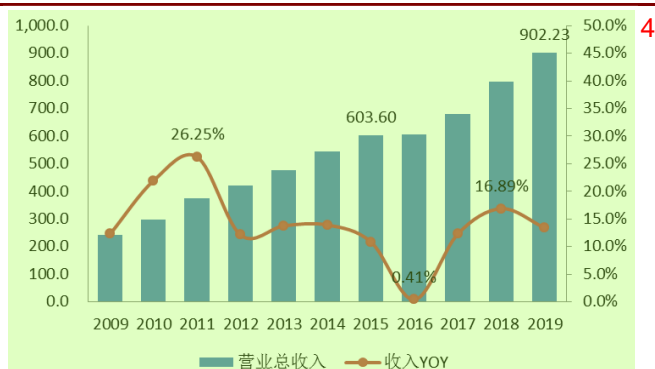
排名	股东名称	排名	股东名称
1	香港中央结算有限公司（陆股通）	6	刘春海
2	呼和浩特投资有限责任公司	7	胡利平
3	潘刚	8	阿布达比投资局
4	中国证券金融股份有限公司	9	中国人寿保险股份有限公司
5	赵成霞	10	交通银行-易方达 50 指数证券投资基金

资料来源：公司公告，渤海证券¹⁰

1.2 营业收入稳定增长，经营业绩持续向好¹

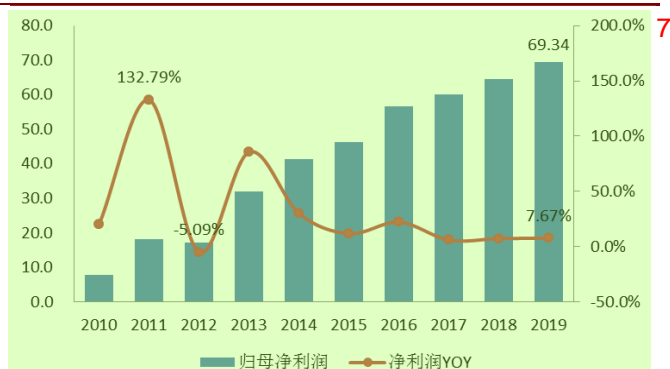
公司主要从事各类乳制品及健康饮品的加工、制造与销售活动，旗下拥有液体乳、² 乳饮料、奶粉、酸奶、冷冻饮品等产品系列，产品主要以国内市场销售为主。经过多年发展，公司已发展为国际乳业巨头，经营业绩持续向好。2019 年，公司实现营业收入 902.23 亿元，近十年复合增速达到 13.16%；实现归母净利润 69.34 亿元，近十年复合增速达到 27.53%。

图 2：2010-2019 年公司营业总收入情况（单位：亿元）³



资料来源：公司公告，渤海证券⁵

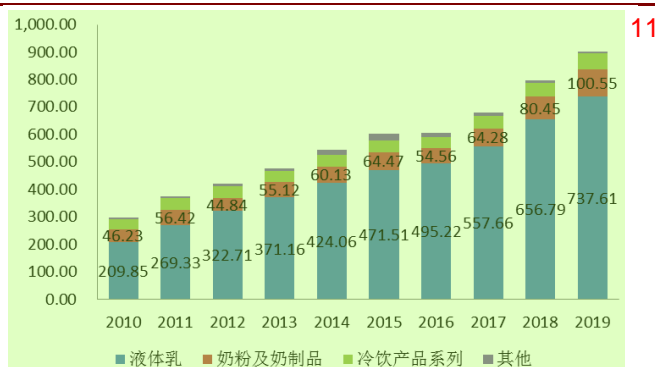
图 3：2010-2019 年公司归母净利润情况（单位：亿元）⁶



资料来源：公司公告，渤海证券⁸

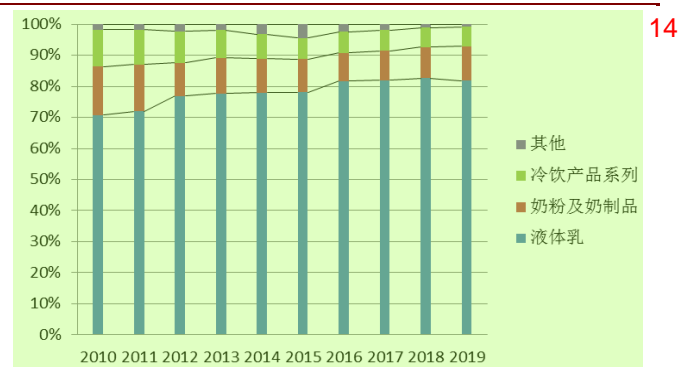
从营收构成看，公司近十年来各主营业务收入均保持了一定的增速，其中由于液⁹ 体乳的增速优于其他品类，因此液体乳的营收占比不断提高，2010-2019 年液体乳占营业收入比例从 70.74% 提升至 81.75%，而其他品类占比则有不同程度的下降。

图 4：2010-2019 年公司各子品类营收情况（单位：亿元）¹⁰



资料来源：公司公告，渤海证券¹²

图 5：2010-2019 年公司液体乳占营收比例持续提高¹³



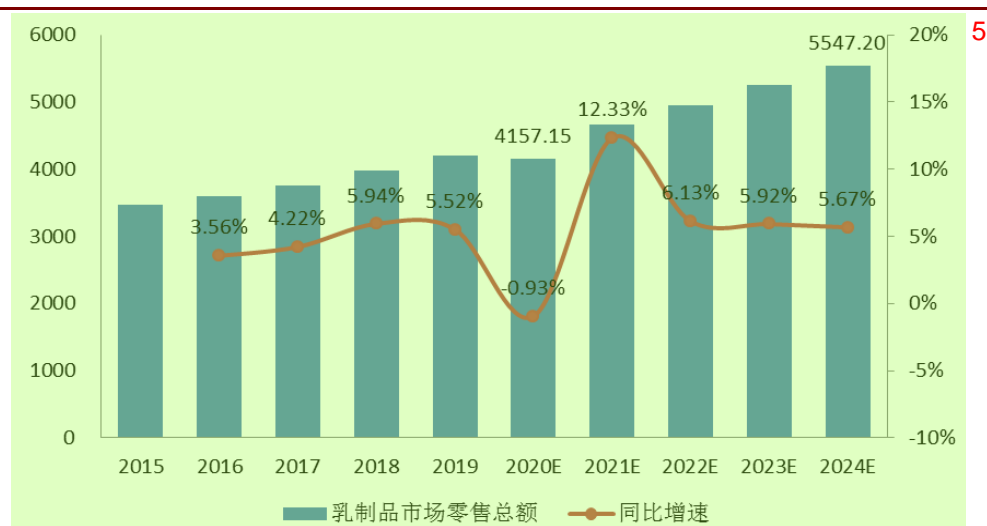
资料来源：公司公告，渤海证券¹⁵

2.乳制品发展较成熟，各子品类发展不一¹

2.1 乳制品行业规模远未触及天花板²

我国乳制品市场经过多年发展，在 2005 年达到千亿规模之后迅速扩容，其后十年间复合增长率达 13.91%。2014 年之后，销量增长趋缓以及上游原奶价格持续走低，使得行业转向低个位数增长，2015-2019 年复合增长率为 4.56%，2019 年乳制品市场零售总额突破 4000 亿元。根据欧睿预测，未来五年我国乳制品市场仍然将稳步发展，至 2024 年乳制品市场零售额或将突破 5500 亿元。

图 6：乳制品市场零售额以及增速（单位：亿元）⁴



资料来源：Euromonitor，渤海证券⁶

尽管我国近年来乳制品发展趋缓，但是通过国际比较不难发现，我国乳制品人均消费量与发达国家之间仍相去甚远。2018 年，我国牛奶消费总量为 2490.08 万吨，同期日本与美国的消费总量则分别为 491.70 /2801.96 万吨；我国人均消费量为 17.44 千克，同期日本与美国的人均消费量分别为 38.65/84.85 千克，二者的人均消费量分别是我国的 2.22/4.87 倍。从人均消费量来看，我国乳制品行业的发展远未触及到天花板，随着消费者的消费观念逐渐转变、消费习惯逐渐培养，我国乳制品行业规模将有望继续增长。

表 2: 各国人均牛奶消费量对比 ¹

年度	中国牛奶消费 总量 (万吨)	日本牛奶消费 总量 (万吨)	美国牛奶消费 总量 (万吨)	中国人均消费 量 (kg/人)	日本人均消费 量 (kg/人)	美国人均消费 量 (kg/人)
2013	2221.35	502.89	2975.00	15.96	39.19	92.97
2014	2389.60	493.84	2904.32	17.08	38.53	90.13
2015	2403.23	489.44	2893.54	17.08	38.24	89.21
2016	2420.02	486.85	2883.49	17.11	38.11	88.34
2017	2439.53	489.56	2838.56	17.17	38.40	86.45
2018	2490.08	491.70	2801.96	17.44	38.65	84.85

资料来源: Euromonitor, 国家统计局 ³

需要指出的是, 本文所使用的欧睿数据口径当中, 包含了含乳饮料和植物蛋白饮料 (风味牛奶/豆奶), 该分类与我国国家统计局发布的《国民经济行业分类》有所差异。

表 3: 乳制品分类及定义一览 ⁵

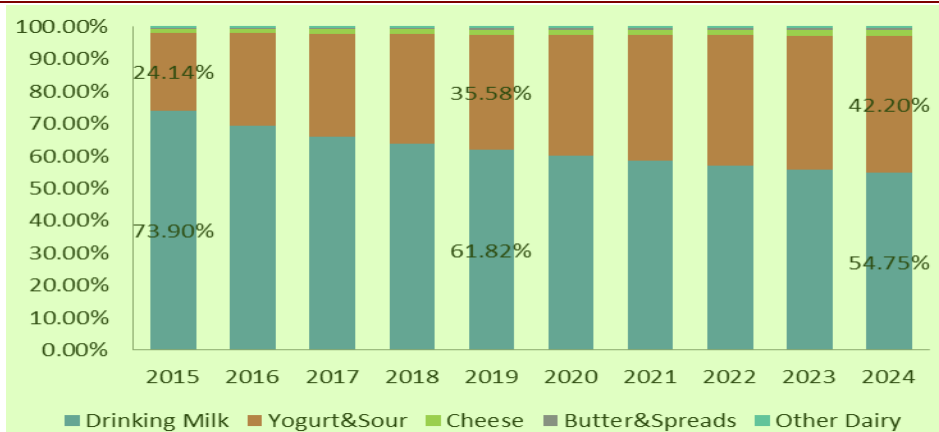
分类	定义	产品示例
乳 制 品	<div>液体乳</div> <div>灭菌乳</div> <p>以生牛 (羊) 乳为原料, 添加或不添加复原乳, 在连续流动的状态下, 加热到至少 132℃ 并保持很短时间的灭菌, 再经无菌罐装等工序制成的液体产品</p>	常温纯牛奶
	<div>调制乳</div> <p>以不低于 80% 的生牛 (羊) 乳或复原乳为主要原料, 添加其他原料或食品添加剂或营养强化剂, 采用适当的杀菌或灭菌等工艺制成的液体产品</p>	高钙牛奶/香蕉牛奶/谷物牛奶/咖啡牛奶
	巴氏杀菌乳	低温鲜牛奶
	发酵乳	低温酸奶/常温酸奶
	<div>乳粉</div> <p>以生牛 (羊) 乳为原料, 经加工制成的粉状产品</p>	脱脂奶粉/婴儿配方奶粉
	<div>炼乳</div> <p>以生乳和 (或) 乳制品为原料, 添加或不添加食品添加剂和营养强化剂, 经加工制成的粘稠状产品</p>	炼乳/炼奶
	<div>干酪</div> <p>成熟或未成熟的软质、半硬质、硬质或特硬质、可有涂层的乳制品, 其中乳清蛋白/酪蛋白的比例不超过牛奶中的相应比例</p>	奶酪

资料来源: 《国民经济行业分类》, 渤海证券 ⁷

2.2 各细分品类发展程度不一 ⁸

从乳制品市场的消费构成看, 饮用奶在 2019 年以 61.82% 的占比位居首位, 酸奶是乳制品市场的第二大品类占比 35.58%, 再次是奶酪、黄油及其他。从趋势上来看, 受益于常温酸奶的发展, 酸奶品类的市场占比在逐步扩大, 且该趋势仍将持续, 预计至 2024 年酸奶品类的市场占比将达到 42.20%。受此影响, 饮用奶的发展受到一定程度抑制, 在人均乳制品消费量一定的前提之下, 二者呈此消彼长的状态。

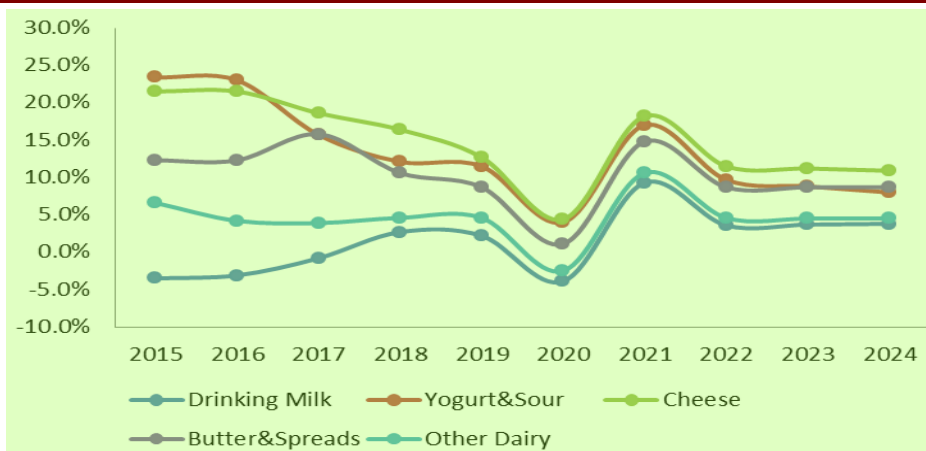
图 7: 我国乳制品零售市场构成¹



资料来源: Euromonitor, 渤海证券³

而从乳制品市场细分子品类的成长性来看，奶酪作为最具有潜力的产品在低基数的效应下预计未来五年将以 11.18%的年复合增长率发展。紧随其后的是酸奶，未来五年复合增长率或达到 9.41%。而饮用奶则由于较大的体量导致其未来成长性稍显不足，但这一问题或会随着消费者饮食习惯的改变而改变。

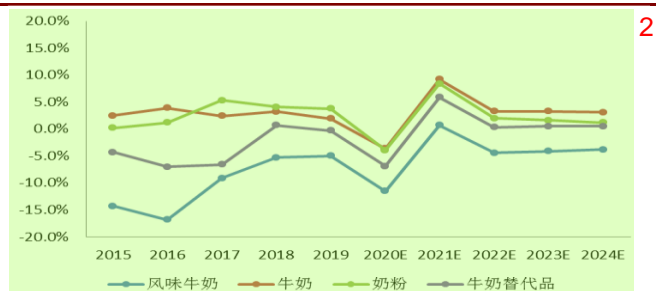
图 8: 乳制品市场各子品类成长性⁵



资料来源: Euromonitor, 渤海证券⁷

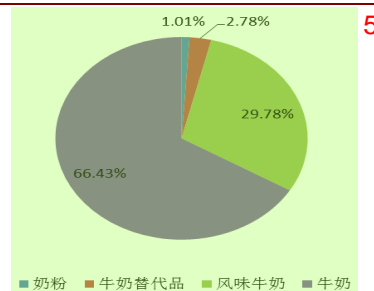
在我国饮用奶市场当中牛奶仍然是最为主要的产品，零售额占比达到 66.43%，其次为风味牛奶，再次为牛奶替代品（例如豆奶）以及奶粉。尽管牛奶市场份额相对较高，但是其成长性仍然优于其他细分品类。根据欧睿预测，未来五年牛奶销售额复合增速将达到 5.5%，而占比第二的风味牛奶或将继续失去市场份额。

图 9：饮用奶市场细分子品类零售额增速（%）¹



资料来源：Euromonitor，渤海证券³

图 10：欧睿口径下饮用奶市场格局⁴



资料来源：Euromonitor，渤海证券⁶

而牛奶产品又可以分为低温牛奶以及常温牛奶，二者在生产方式、营养价值及储存条件方面均有明显差异。低温牛奶（Fresh Milk）通常采用巴氏杀菌工艺，营养成分相对更高，保质期短并且需要低温储存。常温牛奶（Shelf Stable Milk）则大多采用超高温瞬时灭菌技术，保质期较长且便于储存。⁷

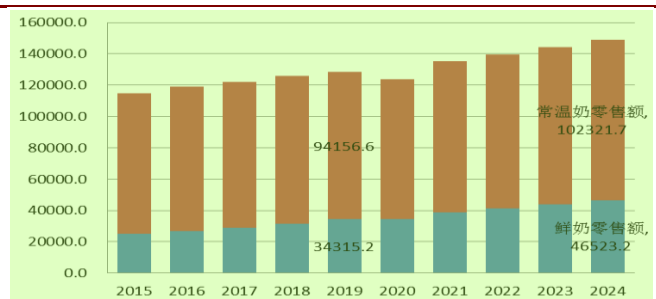
表 4：不同工艺下的牛奶产品区别一览⁸

	75-80℃巴氏灭菌鲜奶	低温巴氏杀菌奶	常温奶（超市箱装奶） ⁹
工艺	75-80℃条件下巴氏杀菌 15 秒（真正的巴氏灭菌）	125-138℃下超巴氏杀菌，2-4 秒	135-150℃的超高温瞬时灭菌
口感	保持新鲜口感和牛奶原味，带有奶香	风味被破坏	有轻微的烧焦味
营养	杀死有害细菌，保留牛奶营养价值及活性物质	牛奶蛋白变性，破坏很多营养物质，包括活性物质	杀死所有细菌活性物质也被杀死
保质期	2-6℃冷藏，7-15 天	冷藏，20 天左右或更长	常温保存，长达 6 个月到 1 年

资料来源：公开资料，渤海证券¹⁰

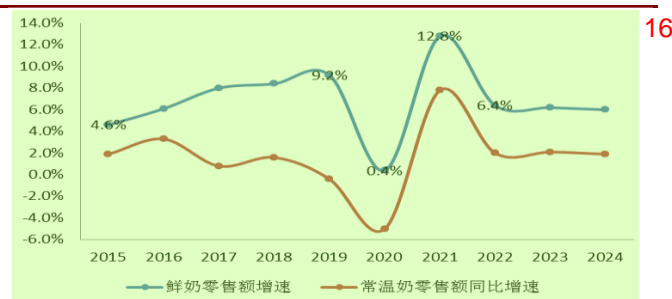
我国乳制品市场的迅速扩容，与常温产品的发展密切相关，常温牛奶在过去牢牢占据着饮用奶市场的主流地位。但随着我国经济水平的不断提高，消费升级趋势下低温牛奶的市占率将逐步提高，未来五年其复合增长率或达到 8.90%，是乳制品行业当中最具成长性的细分品类。¹¹

图 11：常温奶及鲜奶市场零售额（单位：百万元）¹²



资料来源：Euromonitor，渤海证券¹⁴

图 12：常温奶及鲜奶市场零售额同比增速¹⁵

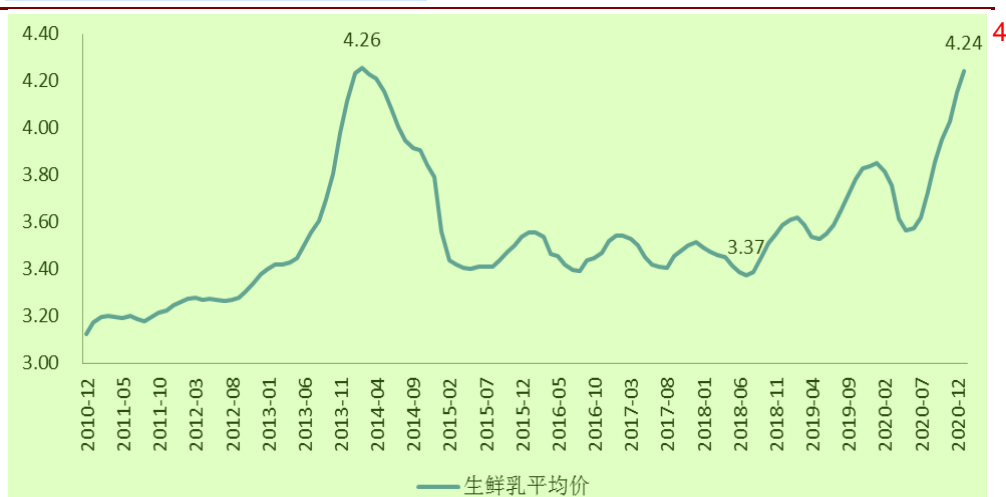


资料来源：Euromonitor，渤海证券¹⁷

2.3 上游原奶价格持续走高¹

中期来看，上游原奶价格持续走高。本轮生鲜乳价格的上涨始于 2020 年中旬，² 目前价格已经达到 4.26 元/公斤，距离 2014 年高点仅有一步之遥，相较本轮原奶价格的最低点涨幅达 26.41%。

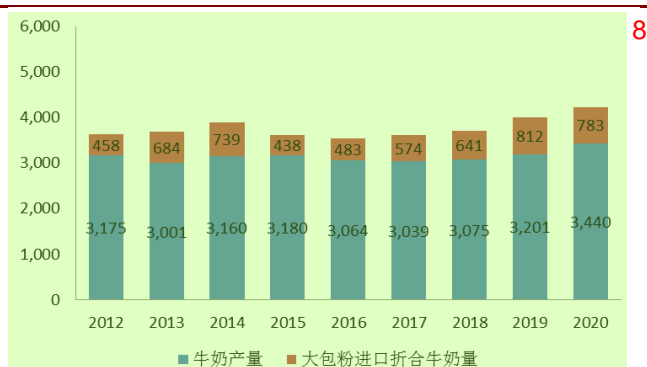
图 13: 生鲜乳平均价 (单位: 元/公斤)³



资料来源: Wind, 渤海证券⁵

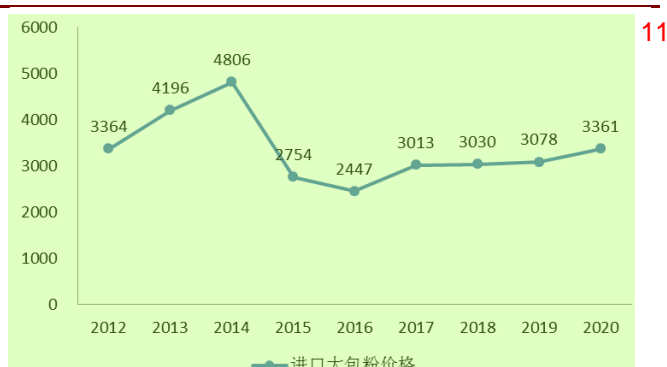
上一轮原奶价格的急涨急跌主要与进口大包粉价格有关。过去几年，在我国原奶产量基本一定的前提之下，大包粉的进口数量以及价格一直是扰动我国原奶价格的主要因素。2014 年，国内原奶价格随进口大包粉价格同步上涨，随后开启同步下跌。2014 年之后，进口大包粉的库存高企，使得国内原奶价格持续受到抑制。⁶

图 14: 原奶端总供给 (单位: 万吨)⁷



资料来源: 公开资料, 渤海证券⁹

图 15: 进口大包粉价格 (单位: 元/吨)¹⁰



资料来源: 公开资料, 渤海证券¹²

而本轮原奶价格自 2018 年中旬触底之后开启温和上涨趋势，与前次有本质上的区别。我们认为，本轮价格上涨最主要的原因在于随着消费升级，消费者的健康意识觉醒，使其对于乳制品的消费需求从饮品转变成为必须性食品，白奶增速高于风味牛奶，巴氏杀菌乳增速则高于基础白奶。在原料端，生产企业对于生鲜乳的使用随之增长，复原乳（以大包粉作为主要原料）则呈现小幅下降趋势。此外，2020 年 12 月市场监管总局制定并印发《乳制品质量安全提升行动方案》，重点任务之一则是强化法规标准体系建设，包括积极配合修订食品安全国家标准以及明确提出鼓励企业使用生鲜乳生产乳制品，预计随着方案落地我国乳制品质量将再上台阶，优质原奶中期需求旺盛。

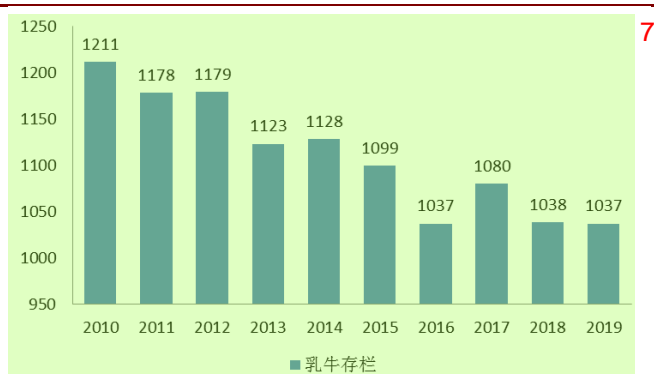
表 5：主要乳制品使用原料

分类	原料
巴氏杀菌乳	仅以生牛（羊）乳为原料
灭菌乳	以生牛（羊）乳为原料，添加或不添加复原乳
调制乳	以不低于 80% 的生牛（羊）乳或复原乳为主要原料，添加其他原料或食品添加剂或营养强化剂
发酵乳	以生牛（羊）乳或乳粉为原料
乳粉	以生牛（羊）乳为原料

资料来源：食品安全国家标准，渤海证券

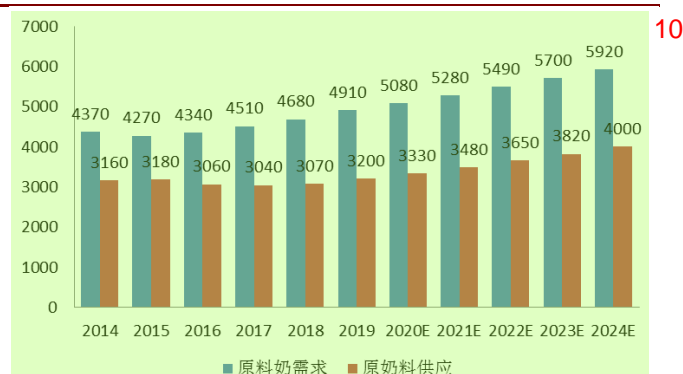
由于原奶生产的长周期特征，上游企业很难快速增加供给满足需求。我国乳牛存栏长期呈下降性趋势，近年头部牧场多以提高单产增加原奶产量。根据中国奶业统计资料显示，2010-2019 年我国乳牛存栏数量从 1211 万头下降至 1037 万头。因此我们认为，供需的紧平衡即是造成当下原奶价格上涨的最根本原因，而第三方咨询机构 Frost&Sullivan 预计至 2024 年我国原奶供需仍然将存在 1920 万吨缺口，综上我们预计本轮原奶价格上涨周期将更具持续性。

图 16：2010-2019 年我国乳牛存栏数量（单位：万头）



资料来源：2020 中国奶业统计资料，渤海证券

图 17：2014-2024E 原料奶供需情况（单位：万吨）

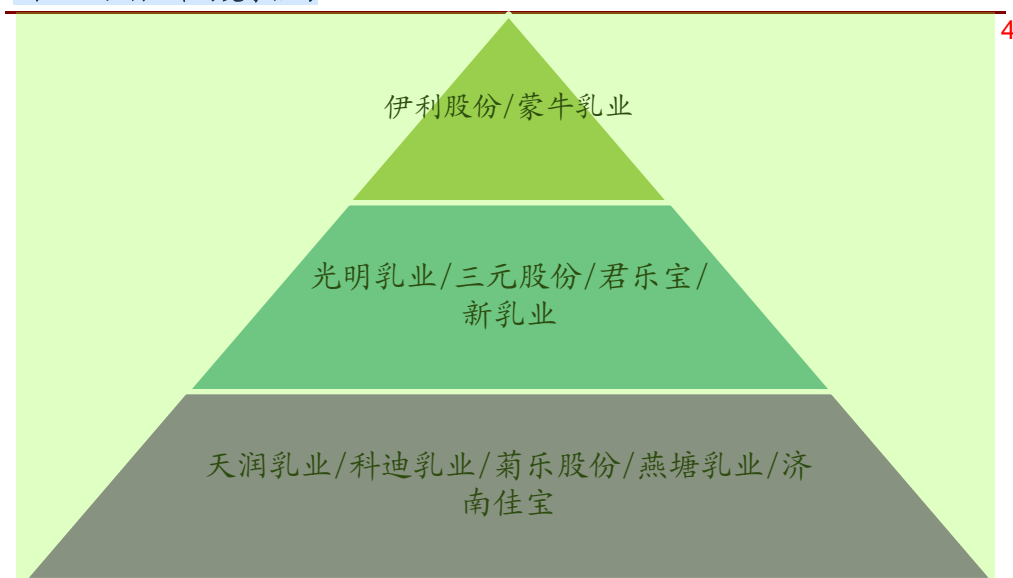


资料来源：Frost&Sullivan，渤海证券

2.4 双寡头竞争下，伊利略胜一筹¹

上世纪 90 年代以来，纵然历经价格战、质量风波和行业洗牌等因素的影响，我国乳制品行业仍迅速发展壮大。目前行业竞争格局相对稳定，按照企业知名度、经营规模和整体实力大致可以分为：以伊利股份、蒙牛股份及光明乳业为代表的全国性乳制品企业，销售网络覆盖全国，收入水平和市场占有率处于领先地位；以新乳业、三元股份为代表的区域性乳制品企业，在重点经营的区域市场占据领先地位，与全国性乳企形成有效互补；第三类为地方性乳制品企业，此类企业生产经营规模较小，通常仅在单一省市经营，市场份额小并且竞争力有限。整体来看，乳制品市场已形成稳固的双寡头竞争格局，伊利股份、蒙牛乳业通过常温乳制品的发展奠定了全国化基础，逐渐成为行业领军企业，第二梯队公司则多以低温产品为主常温产品为辅的策略参与市场竞争。

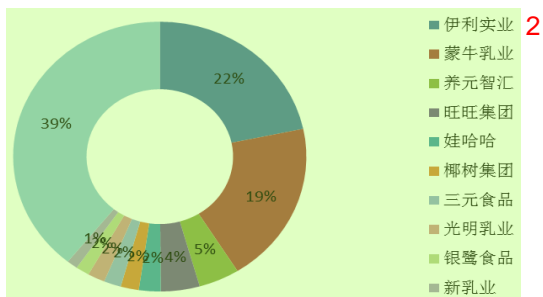
图 18：乳制品市场竞争格局³



资料来源：公开资料，渤海证券⁵

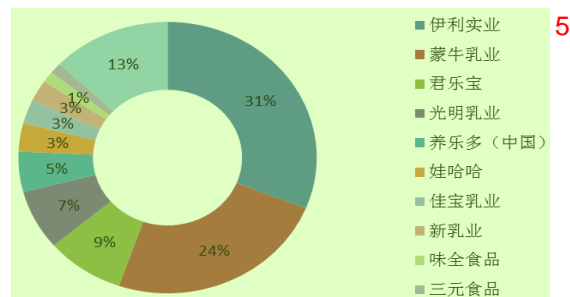
而欧睿对于饮用奶市场的统计口径包括了含乳饮料以及植物蛋白饮料。由于含乳饮料在饮用奶市场当中占据三分之一左右份额，因此在欧睿的统计数据当中，乳制品市场的竞争格局与传统乳制品市场存在一定差异。但该统计口径并不影响第一梯队公司排位，并且与近年来伊利之于蒙牛领先优势愈发明显这一趋势相符，伊利龙头地位不断巩固。

图 19: 饮用奶市场竞争格局一览¹



资料来源: Euromonitor, 渤海证券³

图 20: 酸奶市场竞争格局一览⁴



资料来源: Euromonitor, 渤海证券⁶

3. 三大优势巩固企业领先地位⁷

3.1 领先的产品创新能力⁸

产品品类丰富, 产品结构完善。公司按照产品系列及服务划分, 以事业部的形式, 构建了液态奶、奶粉、冷饮、酸奶、健康饮品及奶酪六大产品业务群, 基本上覆盖了乳制品的所有品类, 并且各类产品又以不同品牌区分为不同价格带。如前所述, 以金典以及安慕希两大品牌为代表的液体乳业务仍是公司前行的基石, 而奶粉、冷饮及奶酪业务尽管行业整体规模较小但也将对公司产生积极贡献, 健康饮品目前处于发展初期但是空间广阔, 一旦路径成熟将成为公司发展的又一引擎。

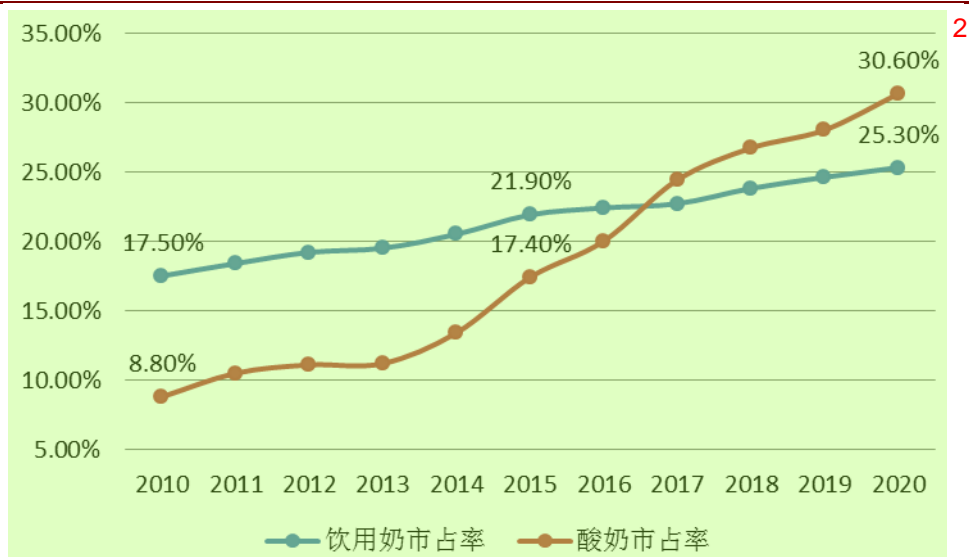
表 6: 公司产品结构以及相关品牌¹⁰

产品结构	品牌				
液态奶	安慕希	金典有机奶	优酸乳	植选	QQ 星
	谷粒多	舒化奶	味可滋	基础产品	其他
奶粉	金领冠	金贝智	培然		
	伊利婴幼儿	伊利欣活	伊利牛奶片	伊利奶茶粉	
低温酸奶	畅轻	芝士点	益消	大果粒	
	Joy Day	帕瑞缇	伊利 QQ 星	大头盖新品	
冷饮	巧乐兹	冰工厂	妙趣	甄稀	
	伊利火炬	伊利牧场	基础产品		
奶酪	儿童奶酪棒	芝士片	芝士碎		
健康饮品	畅意				

资料来源: 公司官网, 渤海证券¹²

作为行业龙头, 公司市场占有率持续性提升。欧睿数据显示, 2020 年公司在饮用奶/酸奶市场的占有率分别达到 25.30%/30.60%, 较 2010 年分别提升了 7.80/21.80 个百分点。未来, 随着规模化优势的不断增强, 市场集中度或将进一步提升, 且乳制品市场仍将温和扩容, 伊利作为龙头企业必然受益。

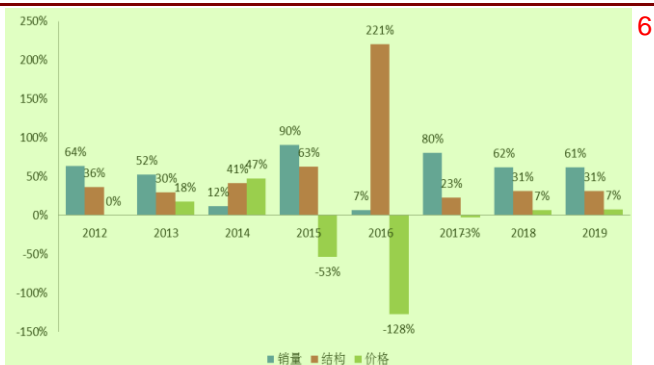
图 21: 公司在饮用奶及酸奶市场占有率¹



资料来源: Euromonitor, 渤海证券³

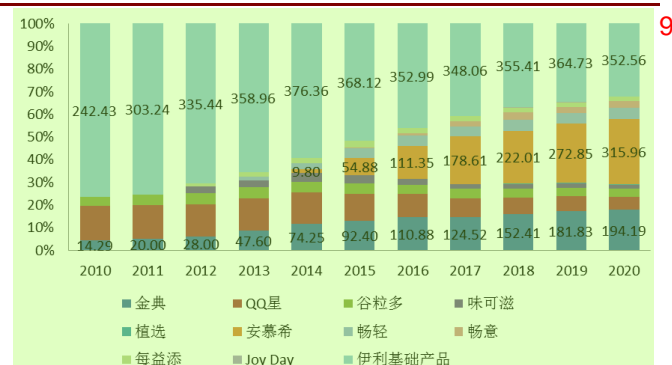
产品结构提升助力公司发展。从历史情况看,公司得以长足发展的原因不外乎销量及价格的同向增长,而价格的增长则主要是通过提升产品结构实现。产品销量方面,2015-19年公司液体乳销量从638.21万吨升至870.94万吨,复合增长率达到8.08%。产品结构方面,欧睿数据统计显示,伊利基础产品所占比例逐年降低,该比例从2010年的76.54%降至2019年的34.71%,QQ星从2010年的15.06%降至2019年的6.43%,而以金典和安慕希为代表的高端产品占比逐年提升,2019年二者所占比例达43.26%。

图 22: 公司收入归因拆分⁵



资料来源: Euromonitor, 渤海证券⁷

图 23: 公司产品结构构成(单位:亿元)⁸



资料来源: Euromonitor, 渤海证券¹⁰

而产品结构的持续性提升则主要得益于公司领先的产品创新能力。多年以来,公司依托全产业链创新机制,优化创新模式,并在研发、技术和创新方面持续加大投入,持续推陈出新完善产品矩阵。对于重点品牌,公司不断加快产品口味、包装及生产技术的创新升级节奏,以期延长品牌产品的生命力。

图 24: 产品创新助力公司持续发展 (单位: 亿元) ¹



资料来源: 公开资料, 渤海证券 ³

3.2 良好的渠道渗透能力 ⁴

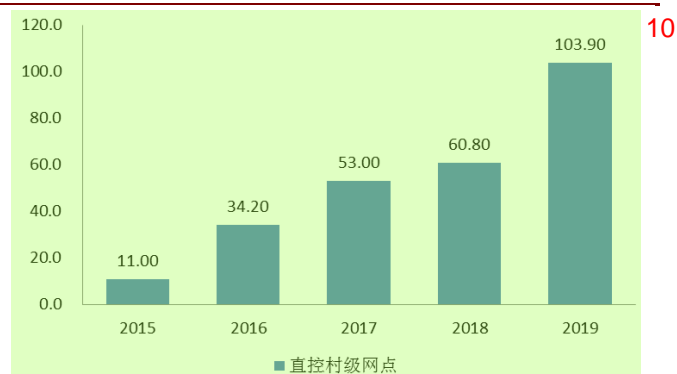
与公司乳制品行业龙头地位相匹配的是公司强大的销售渠道。公司常年深耕销售渠道, 2019 年线下液态奶终端销售网点已达到 191 万余家, 直控村级网点从 2015 年的 11 万家迅速提升至 2019 年的 103.9 万家。根据凯度调研数据显示, 2019 年公司常温液态类乳品的市场渗透率为 84.30%, 较 2015 年提高了 7.47 个百分点。

图 25: 公司常温液态类乳品市场渗透率持续提升 ⁶



资料来源: 公开资料, 渤海证券 ⁸

图 26: 公司直控村级网点数量快速扩张 (单位: 万) ⁹



资料来源: 公开资料, 渤海证券 ¹¹

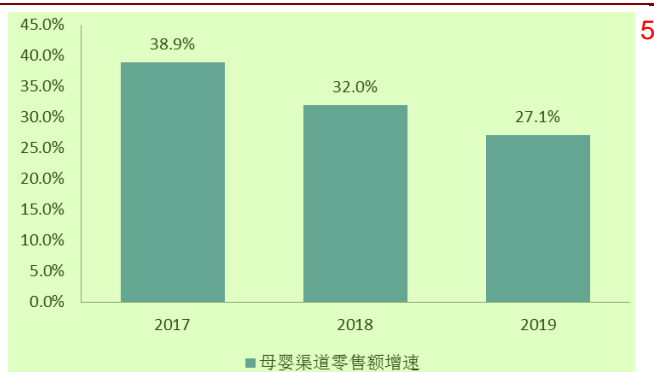
此外, 公司深入研究消费者需求和购买行为, 顺应渠道发展趋势, 积极把握新兴渠道拓展机会, 推动渠道的多元化发展。近几年来, 公司大力发展电商、母婴及便利店渠道, 使渠道更加精细化, 线上线下融合发展, 以满足不同人群的需求。

图 27: 公司电商收入增速保持良好态势 1



资料来源: 公开资料, 渤海证券 3

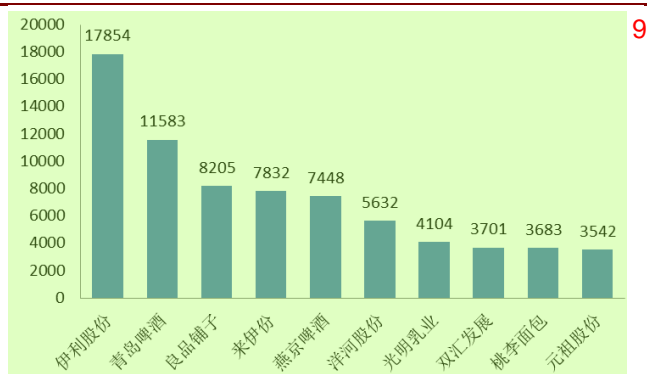
图 28: 公司母婴销售渠道良性发展 4



资料来源: 公开资料, 渤海证券 6

随着公司收入规模不断扩大以及渠道的进一步下沉, 公司销售人员数量持续增长, 2011-2019 年公司销售人员数量增长近一倍达到 17854 人, 位列 A 股食品饮料上市公司之首。

图 29: 2019 年 A 股食品饮料行业公司销售人员数量前十 8



资料来源: 公开资料, 渤海证券 10

图 30: 2011-2019 年公司销售人员数量持续增加 (单位: 人) 11



资料来源: 公开资料, 渤海证券 13

3.3 上游资源的掌控能力 14

由于我国规模性牧场的优质奶源具有一定的稀缺性, 因此掌握上游奶源成为了近几年龙头乳企深挖自身护城河的重要举措。伊利股份为进一步稳定原料奶供应, 提升市场竞争力, 多次投资头部大型牧场。2019 年 7 月, 伊利股份控股公司优然牧业收购赛科星 58.36% 股权; 2020 年 10 月, 为进一步满足业务需求, 优然牧业以人民币 23.1 亿元收购恒天然中国牧场全部股权。此外, 去年伊利股份公告要约收购中地乳业公司股份, 交易完成后公司将获得中地乳业的实控权。上述交易均有利于提高公司对上游大型牧场资源的参与度以及掌控度, 有利于巩固公司乳制品行业龙头地位, 对公司的长期发展以及战略布局具有积极意义, 为公司的长期发展保驾护航。

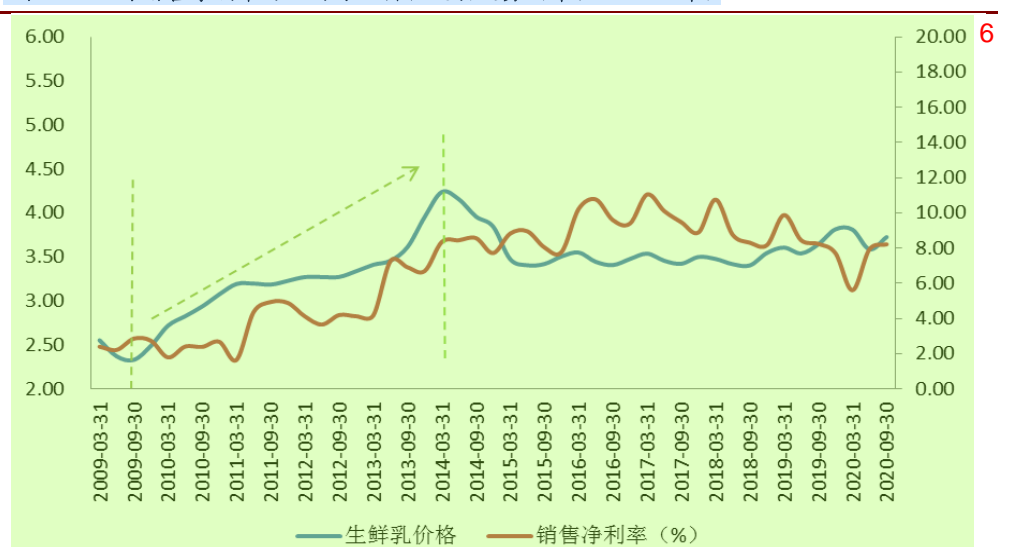
表 7：2019 年全国奶牛养殖牧场集团 TOP15 ¹

	牧场名称	关联企业	牛奶产量	存栏	成母牛	成母牛单产	牧场数量
			万吨	万头	万头	吨	个
1	现代牧业	蒙牛乳业	139.0	139.0	139.0	139.0	139.0
2	优然牧业	伊利股份	83.0	83.0	83.0	83.0	83.0
3	辉山乳业	——	70.0	70.0	70.0	70.0	70.0
4	中国圣牧集团	蒙牛乳业	64.2	64.2	64.2	64.2	64.2
5	赛科星	伊利股份	61.8	61.8	61.8	61.8	61.8
6	澳亚牧场	——	56.5	56.5	56.5	56.5	56.5
7	首农畜牧	三元股份	46.7	46.7	46.7	46.7	46.7
8	河北乐源牧业	君乐宝	44.0	44.0	44.0	44.0	44.0
9	光明牧业	光明乳业	42.5	42.5	42.5	42.5	42.5
10	中地乳业	伊利股份	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0
11	原生态牧业	中国飞鹤	37.0	37.0	37.0	37.0	37.0
12	富源国际	蒙牛乳业	36.1	36.1	36.1	36.1	36.1
13	恒天然	伊利股份	32.0	32.0	32.0	32.0	32.0
14	宁夏贺兰山奶业	——	25.5	25.5	25.5	25.5	25.5
15	天津嘉立荷牧业	海河乳业	20.2	20.2	20.2	20.2	20.2

资料来源：2020 中国奶业统计资料，渤海证券 ³

此外，如前所述上游原奶价格受到供需影响 2018 年中旬开始企稳回升，目前价格已经突破近十年来高点，中期或将继续温和上涨。在此背景之下，龙头企业通常采取以下措施转嫁上游生产成本：其一，上调基础产品价格；其二，减少促销费用投放；其三，提升高端产品比例。以上方式将会减缓企业内部竞争压力，毛利率与原奶价格反向变动，释放企业利润弹性。

图 31：公司销售净利率与上游原奶价格变动趋势（单位：元/公斤） ⁵



资料来源：Wind，渤海证券 ⁷

4.投资建议¹

公司作为我国乳制品行业的龙头企业，有着强大的规模和品牌优势。在上游原奶²上涨的趋势之下，行业竞争有望驱缓，企业或将通过持续提高产品结构以及控制费用投放抵御成本冲击。而由于疫情的影响，国民健康意识不断增强，乳制品消费需求预计持续温和增长，公司必将分享行业红利。综上，首次覆盖我们预计公司 2020-2022 年每股收益分别为 1.18/1.42/1.62 元，并给予公司“增持”的投资评级。

5.风险提示³

疫情出现反复，食品安全风险，宏观经济下行⁴