

# 伊利股份 (600887.SH)<sup>1</sup>

## 大象起舞，龙头远航<sup>2</sup>

**看历史：**步步为营，终成乳业龙头。公司创始于1993年，历经近30年已发展成为亚洲最大的乳制品公司。从创始到发展至今，公司稳扎稳打，已经构建了品牌/产品/奶源/渠道/体制的综合竞争壁垒。在行业发展初期，公司引入技术率先布局常温奶，迅速打开了局面，规模于2003年超过光明，后续公司推进全国织网和渠道深耕，实施股权激励高管深度绑定公司，有效应对了蒙牛的挑战，规模被蒙牛超越后再实现反超；2008年之后，公司采取负责任的态度应对“三聚氰胺”事件，全额承担经销商损失，赢得渠道信任，与蒙牛逐步拉开差距；到2019年公司品类加速扩张，从全国织网再升级为全球织网，有望顺利实现“五强千亿”的目标。

**观现在：**常温奶竞争中长期趋缓，乳品其他板块仍值得布局。我们认为常温奶板块已经进入相对成熟期，2019年规模942亿元，预计未来保持3-5%的复合增速，龙头费用投入的边际效率正在降低。同时，伊利、蒙牛对规模的诉求正在发生边际改变，蒙牛于2019年出售君乐宝后千亿目标较难实现，积极深耕乳制品品类，布局低温鲜奶等高增速细分分子板块。而伊利则目标成为综合性食品公司，竞争的侧重点发生偏差。除常温外，低温白奶和国产奶粉的集中度还有很大提升空间，值得龙头积极布局发力。

**看未来：**常温造血能力强化，低温、奶粉、健康饮品接力放量。1) 常温奶：公司大单品持续裂变，享受高端化红利，竞争趋缓下更加注重费用投放的效率，预计未来3年常温板块盈利能力有望持续释放，提供较好现金流助力公司发展其他业务板块。2) 低温奶：和蒙牛相比，伊利在鲜奶业务上布局相对滞后，我们认为伊利通过改善周转效率，延长保质期等策略积极实施突围。3) 奶粉：和飞鹤相比，公司尽管受益于国产奶粉发展红利，但增速略逊于飞鹤，静待公司在完备产品体系和营销力度的同时，充分调动渠道动能，实现奶粉业务的突破。4) 健康饮品：2018年公司成立健康饮品事业部，但由于公司错误预判乳品和饮品的差异，中途出现了一些挫折，但我们认为饮品行业空间足够大，竞争格局相对分散，伊利背靠集团现金流和人才优势，未来有望在健康饮品赛道立足。

**投资建议和盈利预测：**我们预计伊利2020-2022年收入分别为976.60/1130.90/1272.26亿元，归母净利润分别为65.50/81.95/93.45亿元，EPS分别为1.08/1.35/1.54元。我们认为伊利核心竞争优势未变，高端红利仍在持续释放，低温巴氏、奶粉、健康饮品业务有望顺次发力，预计后千亿时代，伊利成长的路径依旧清晰。参考行业平均估值水平，给予伊利2021年30倍PE，对应目标价为40.5元，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**竞争格局改善不及预期，新品放量具有不确定性，渠道扩张不及预期，食品安全风险。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	78,976	90,009	97,660	113,090	127,226
增长率 yoy (%)	16.9	14.0	8.5	15.8	12.5
归母净利润(百万元)	6,440	6,934	6,550	8,195	9,345
增长率 yoy (%)	7.3	7.7	-5.5	25.1	14.0
EPS 最新摊薄(元/股)	1.06	1.14	1.08	1.35	1.54
净资产收益率(%)	23.0	26.5	23.5	25.8	25.5
P/E(倍)	33.2	30.9	32.7	26.1	22.9
P/B(倍)	7.7	8.2	7.7	6.8	5.9

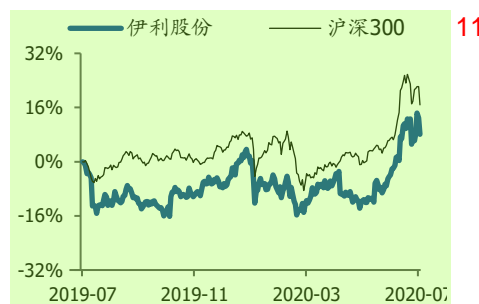
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所<sup>15</sup>

### 买入(首次)<sup>8</sup>

#### 股票信息<sup>9</sup>

行业	食品加工
最新收盘价	34.03
总市值(百万元)	207,037.60
总股本(百万股)	6,083.97
其中自由流通股(%)	96.98
30日日均成交量(百万股)	62.00

#### 股价走势<sup>10</sup>



#### 作者<sup>12</sup>

分析师 符蓉

执业证书编号：S0680519070001

邮箱：furong@gszq.com

<sup>13</sup>

**财务报表和主要财务比率<sup>1</sup>**
**资产负债表 (百万元)<sup>2</sup>**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	24455	25706	21712	30570	33504
现金	11051	11325	8958	12693	18079
应收票据及应收账款	1282	1837	1547	2372	2037
其他应收款	155	195	184	255	239
预付账款	1460	1157	1682	1606	2093
存货	5507	7715	5865	10168	7580
其他流动资产	5001	3476	3476	3476	3476
<b>非流动资产</b>	23151	34755	35005	36762	37850
长期投资	1909	1961	2122	2312	2514
固定资产	14688	18296	19388	21513	22842
无形资产	639	1409	1459	1520	1592
其他非流动资产	5914	13090	12036	11417	10902
<b>资产总计</b>	47606	60461	56717	67332	71355
<b>流动负债</b>	19171	31432	26460	33526	33011
短期借款	1523	4560	2000	1000	3000
应付票据及应付账款	9116	10801	11032	13931	14153
其他流动负债	8532	16071	13428	18595	15859
<b>非流动负债</b>	398	2755	2362	1986	1600
长期借款	0	1971	1578	1202	816
其他非流动负债	398	784	784	784	784
<b>负债合计</b>	19569	34187	28822	35512	34611
少数股东权益	122	143	153	165	183
股本	6078	6096	6096	6096	6096
资本公积	2841	844	844	844	844
留存收益	18718	21534	23625	26163	29101
归属母公司股东权益	27916	26131	27742	31654	36561
<b>负债和股东权益</b>	47606	60461	56717	67332	71355

**现金流量表 (百万元)<sup>4</sup>**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	8625	8455	7611	13325	11711
净利润	6452	6951	6559	8207	9363
折旧摊销	1609	1958	2049	2412	2830
财务费用	-60	8	233	109	-19
投资损失	-261	-545	-335	-319	-365
营运资金变动	518	-761	-875	2939	-67
其他经营现金流	367	845	-20	-24	-31
<b>投资活动现金流</b>	-5374	-9999	-1944	-3826	-3522
资本支出	5091	9243	89	1567	885
长期投资	-176	694	-161	-205	-203
其他投资现金流	-460	-62	-2016	-2463	-2840
<b>筹资活动现金流</b>	-10749	-1016	-8035	-5763	-2803
短期借款	-6337	3037	-2560	-1000	2000
长期借款	0	1971	-393	-376	-386
普通股增加	0	18	0	0	0
资本公积增加	76	-1997	0	0	0
其他筹资现金流	-4487	-4045	-5082	-4387	-4417
<b>现金净增加额</b>	-7191	-2498	-2368	3736	5385

**利润表 (百万元)<sup>7</sup>**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	78976	90009	97660	113090	127226
营业成本	49106	56392	61819	70681	79517
营业税金及附加	531	577	676	781	857
营业费用	19773	21070	22852	26350	29644
管理费用	2980	4285	4883	5881	6489
研发费用	427	495	266	385	542
财务费用	-60	8	233	109	-19
资产减值损失	76	-241	0	0	0
其他收益	747	588	500	400	400
公允价值变动收益	0	78	20	24	31
投资净收益	261	545	335	319	365
资产处置收益	-38	-25	0	0	0
<b>营业利润</b>	7691	8280	7786	9646	10992
营业外收入	35	30	332	121	129
营业外支出	148	116	400	100	100
<b>利润总额</b>	7578	8194	7718	9666	11022
所得税	1126	1243	1159	1459	1659
<b>净利润</b>	6452	6951	6559	8207	9363
少数股东损益	12	17	10	13	17
<b>归属母公司净利润</b>	6440	6934	6550	8195	9345
EBITDA	9041	10272	9781	11979	13674
EPS (元/股)	1.06	1.14	1.08	1.35	1.54

**主要财务比率<sup>9</sup>**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	16.9	14.0	8.5	15.8	12.5
营业利润 (%)	8.1	7.7	-6.0	23.9	14.0
归属母公司净利润 (%)	7.3	7.7	-5.5	25.1	14.0
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	37.8	37.3	36.7	37.5	37.5
净利率 (%)	8.2	7.7	6.7	7.2	7.3
ROE (%)	23.0	26.5	23.5	25.8	25.5
ROIC (%)	21.3	21.2	20.5	23.5	22.4
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	41.1	56.5	50.8	52.7	48.5
净负债比率 (%)	-32.8	-16.0	-16.9	-30.8	-37.0
流动比率	1.3	0.8	0.8	0.9	1.0
速动比率	0.7	0.4	0.4	0.5	0.6
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.6	1.7	1.7	1.8	1.8
应收账款周转率	70.8	57.7	57.7	57.7	57.7
应付账款周转率	5.9	5.7	5.7	5.7	5.7
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	1.06	1.14	1.08	1.35	1.54
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.42	1.39	1.25	2.19	1.92
每股净资产 (最新摊薄)	4.59	4.30	4.56	5.20	6.01
<b>估值比率</b>					
P/E	33.2	30.9	32.7	26.1	22.9
P/B	7.7	8.2	7.7	6.8	5.9
EV/EBITDA	22.7	20.4	21.4	17.1	14.7

 资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所<sup>6</sup>

## 内容目录<sup>1</sup>

一、看历史：步步为营，终成乳业龙头	5
（一）公司简介	5
（二）历史复盘	5
1、1983-2000年，从冻品到常温奶，体制改革增活力	5
2、2000-2008年，蒙牛迁回超车，伊利紧跟追赶	6
3、2008-2014年，危机有效应对，逐步拉开与竞品差距	9
4、2014年之后，品类扩张，全球织网	10
二、观现在：竞争格局如何演化	11
（一）常温奶：竞争格局短期有反复，中长期趋缓	11
1、原奶价格周期影响正在减弱	11
2、中长期来看，伊利蒙牛格局更加清晰，诉求错位，竞争有望趋缓	12
（二）乳制品其他品类：行业增长潜力良好，集中度尚有提升空间	13
1、低温白奶：格局分散，集中度亟待提升	13
2、奶粉：国产奶粉迎来发展黄金期	15
三、看未来：如何看待伊利后续增长点	16
（一）常温奶：盈利能力有望提升，造血功能不断强化	16
（二）低温奶：改善供应链效率，加速低温奶布局	19
（三）奶粉：激发渠道动能，加强品牌营销和产品体系建设	20
（四）健康饮品：尚处于孵化期，中长期贡献增量	22
四、盈利预测及投资建议	24
（一）业绩预测	24
（二）估值与投资建议	25
五、风险提示	26

## 图表目录<sup>3</sup>

图表 1：伊利收入规模位居世界第八	5
图表 2：伊利上市以来收入及增速（亿元，%）	5
图表 3：伊利上市以来归母净利润及增速（亿元，%）	5
图表 4：常温奶和巴氏奶的区别	6
图表 5：1999-2007年伊利和光明收入规模对比（亿元）	7
图表 6：伊利蒙牛收入对比（亿元）	7
图表 7：伊利历史上重大事件营销	7
图表 8：伊利常温液奶渗透率（%）	8
图表 9：伊利销售人员数量	8
图表 10：伊利销售人员数量和其他上市公司对比（2019年）	8
图表 11：伊利直控网点数量（家）	8
图表 12：伊利和蒙牛渠道模式对比	8
图表 13：伊利应收账款周转天数逐步与蒙牛拉开差距	8
图表 14：伊利股份股权结构图（2019年报）	9
图表 15：伊利股权激励梳理	9
图表 16：中国原奶势力版图	10
图表 17：我国主要奶源带分布	10
图表 18：伊利发展路径	11
图表 19：常温奶的“囚徒困境”	11

图表 20: 历史上原奶价格周期与伊利净利率走势基本一致	11
图表 21: 常温奶市场规模及速 (亿元, %)	12
图表 22: 常温奶量价增速	12
图表 23: 伊利蒙牛常温奶市占率 (%)	13
图表 24: 主要乳制品消费国市场竞争格局	13
图表 25: 法国市场规模及增速 (亿欧元, %)	13
图表 26: 法国液奶市场竞争格局	13
图表 27: 巴氏奶市场规模及增速 (亿元, %)	14
图表 28: 巴氏奶量价增速	14
图表 29: 巴氏奶市场竞争格局	14
图表 30: 日本液奶行业规模及增速 (亿日元, %)	15
图表 31: 日本液奶行业集中度 CR5 稳定在 40%	15
图表 32: 日本明治控股收入规模及净利率水平	15
图表 33: 日本雪印收入规模及净利率	15
图表 34: 婴幼儿配方奶粉市场规模及增速 (亿元, %)	16
图表 35: 我国高端奶粉占比持续提升	16
图表 36: 婴幼儿配方奶粉市场竞争格局	16
图表 37: 婴幼儿奶粉市场内外资份额占比	16
图表 38: 伊利液态奶吨价 (元/吨, %)	17
图表 39: 产品结构提升拉动吨价提升	17
图表 40: 金典、安慕希产品持续裂变升级	17
图表 41: 2019 年乳制品人均消费价格 (单位: 美元/年)	18
图表 42: 近两年伊利综艺合作梳理	18
图表 43: 伊利广告营销费用及占收入比重	19
图表 44: 伊利研发支出及占收入比重 (万元, %)	19
图表 45: 伊利、蒙牛、光明、新乳业研发费用投入对比 (万元)	19
图表 46: 伊利三款巴氏奶产品	20
图表 47: 蒙牛低温鲜奶保质期高于光明	20
图表 48: 伊利奶粉业务布局梳理	21
图表 49: 伊利奶粉板块收入及增速 (亿元, %)	21
图表 50: 飞鹤乳业收入及增速 (亿元, %)	21
图表 51: 飞鹤经销商和零售商数量 (家)	22
图表 52: 飞鹤零售商销售点和经销商销售点分布 (万家)	22
图表 53: 飞鹤和伊利奶粉产品体系对比 (元)	22
图表 54: 伊利推出饮品时间表	23
图表 55: 伊利、蒙牛、农夫山泉、康师傅终端数量对比 (万家)	23
图表 56: 矿泉水经销商利润低于终端利润	23
图表 57: 饮品市场规模及增速 (亿元, %)	24
图表 58: 伊利经营活动的现金流量净额及增速 (亿元, %)	24
图表 59: 公司收入分拆 (百万元)	25
图表 60: 可比公司估值表	25
图表 61: 伊利股份 PE Band	26
图表 62: 伊利股份 PB Band	26

## 一、看历史：步步为营，终成乳业龙头<sup>1</sup>

### (一) 公司简介<sup>2</sup>

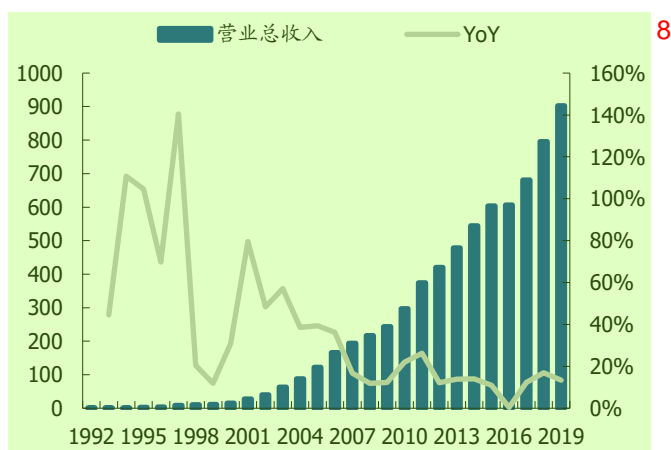
伊利股份创始于 1993 年，从事各类乳制品及健康饮品的加工、制造与销售活动。历经近 30 年的栉风沐雨，公司已经成长为综合性的乳业集团。截至 2019 年，公司营业总收入达 902.23 亿元，近 5 年均复合增长率为 10.6%，净利润 69.34 亿元，近 5 年均复合增长率为 10.8%，整体规模稳居行业前列，连续六年蝉联亚洲乳业第一，是目前中国规模最大、产品线最全的乳制品企业。

图表 1：伊利收入规模位居世界第八<sup>4</sup>

2019	2018	Company	Country of headquarters	Dairy turnover, 2018*	
				USD billion	EUR billion
1	1	Nestlé	Switzerland	24.3	20.6
2	2	Lactalis	France	20.8	17.6
3	3	Danone	France	18.0	15.2
4 ▲	5	Fonterra	New Zealand	14.3	12.1
5 ▲	6	FrieslandCampina	Netherlands	13.8	11.6
6 ▼	4	Dairy Farmers of America	US	13.6	11.5
7	7	Arla Foods	Denmark/Sweden	12.4	10.5
8 ▲	9	Yili	China	11.2	9.5
9 ▼	8	Saputo	Canada	11.0	9.3
10	10	Mengniu	China	10.3	8.7

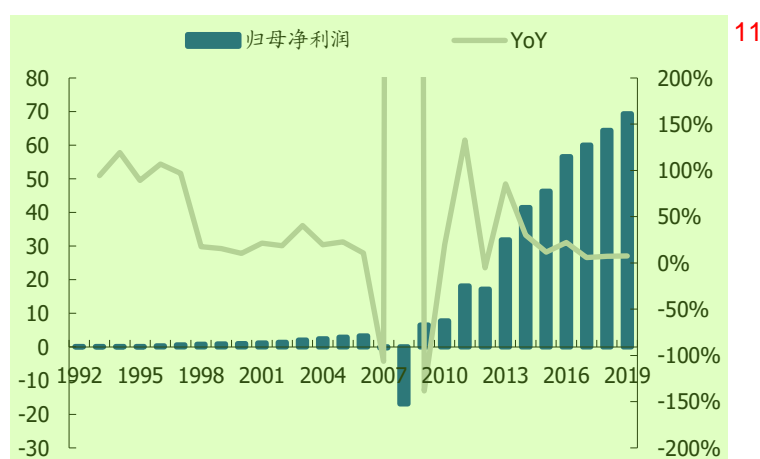
资料来源：Rabobank 2019、国盛证券研究所<sup>6</sup>

图表 2：伊利上市以来收入及增速（亿元，%）<sup>7</sup>



资料来源：wind、国盛证券研究所<sup>9</sup>

图表 3：伊利上市以来归母净利润及增速（亿元，%）<sup>10</sup>



资料来源：wind、国盛证券研究所 注：2008 年因三聚氰胺事件业绩波动幅度过大<sup>12</sup>

### (二) 历史复盘<sup>13</sup>

#### 1、1983-2000 年，从冻品到常温奶，体制改革增活力<sup>14</sup>

伊利起源于呼和浩特的一家回民奶厂，1983 年，郑俊怀担任厂长，对公司自上而下进行了大刀阔斧的改革，伊利正式进入发展快车道，并于 2003 年规模超过当时的乳业龙头光明，此后伊利与光明的差距逐步拉大。



**体制层面：股份制改造增强员工积极性。**公司于 1987 年率先推出承包经营，推行工资分配制度改革，打破干部、工人界限，突破了生产瓶颈，于 1993 年启动股份制改造，1996 年正式在上交所挂牌上市。上市后，公司核心管理层均持有股份，和公司利益高度绑定，发展动力充足。

**奶源层面：提出“奶源四步走”战略与上游产业链深度融合。**1999 年首创“公司+农户”发展模式，改善奶源紧缺、收奶困难的现状；2000 年，再创“公司+奶牛小区”模式，解决饲养技术落后、病牛治疗率低、人居环境污染等问题；2005 年，“公司+规范化牧园区”模式诞生，引入国际一流原奶质量检测分析，实现了向科学化、规范化、集约化、现代化经营模式的转变；2006 年，“奶牛合作社”模式创立，组织、指导社员专业化生产与科学管理，带动数百万农户从事奶牛养殖。依托“四步走”战略，伊利先后在内蒙古、北京、天津、上海、黑龙江、河北、陕西、广东、新疆、河南等全国十多个地方建立现代化乳业生产基地。较早的布局奶源基地也使得伊利在后续的“三聚氰胺”事件后的恢复中占得先机。

**产品层面：技术革新，布局常温奶。**在上个世纪 90 年代，我国液态奶均按照传统加工工艺生产，保质期较短，奶粉和冰激凌在乳制品市场中占比较高。公司于 1997 年引入利乐包装，是乳品行业中第一个将超高温灭菌技术引进国内的企业，也是第一个将无菌灌装技术应用到液态奶生产中的企业，有效的解决乳制品的包装和保质期问题，运输半径进一步扩展，进一步拓宽市场，改变了我国乳业的传统格局。

图表 4：常温奶和巴氏奶的区别

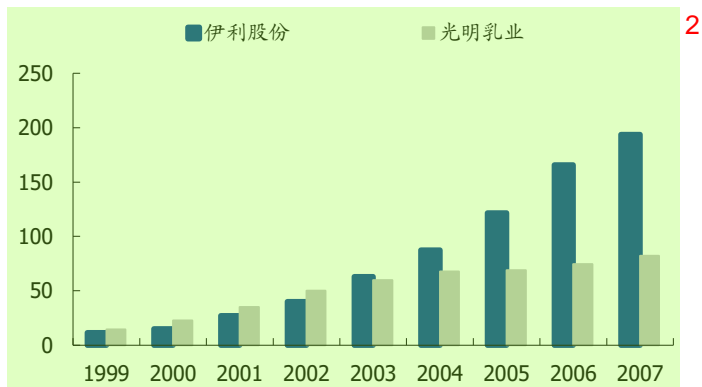
	常温奶	低温奶
杀菌方式	UHT 超高温灭菌法 通常把生乳加热到 140℃ 左右保持 3-5 秒，来杀灭微生物并灭活乳制品所含酶的活性	巴氏杀菌法 生乳经低温长时间（62-65℃，30 分钟）或经稍高温短时间（72~76℃，15 秒；或 80-85℃，10-15 秒）的热处理方式杀菌处理
储藏条件	常温储存、可远距离运输	低温储藏（2-6℃）、冷链运输
保质期	长，一般为 6 个月	短，一般为 5-20 天
风味口感	生乳乳糖焦化、蛋白质变性使生乳褐变，产生难闻的蒸煮味，常添加乳化剂及奶味香精以掩蔽	不改变生乳本身的奶香味，更新鲜纯正、口感更自然清甜

资料来源：国盛证券研究所整理

## 2、2000-2008 年，蒙牛迂回超车，伊利紧跟追赶

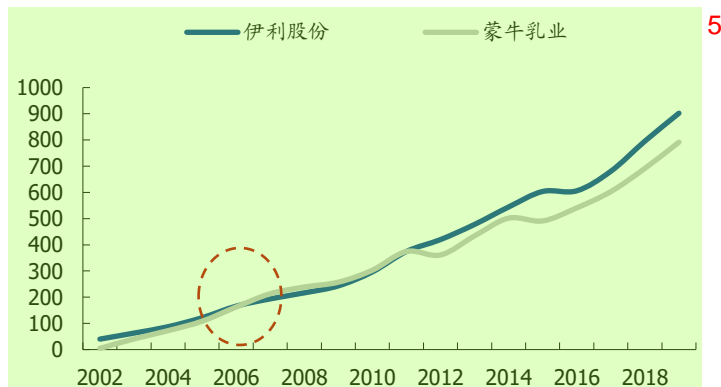
**蒙牛渠道品牌发力，实现弯道超车。**蒙牛于 1999 年创立，创始人牛根生曾任伊利的经营副总裁，在创立蒙牛后，面对资金、奶源、厂房和市场短缺的情况，果断采取“先市场，后奶源”的迂回策略。通过整合国内众多的奶源、生产线和现有资源实现产品的顺利出炉，按照“沿疆”、“沿河”、“沿江”、“沿海”四步完成全国市场布局。同时，蒙牛也在大力进行品牌建设。从 2003 年的“航天员专用奶”到 2004 年成为“央视标王”，再到 2005 年赞助“超级女声”走火的酸酸乳，让蒙牛用“产品”打响了“品牌”名声，取得空前成功。到 2007 年，蒙牛营收 213.25 亿元，超过伊利营收 193.60 亿元，成为国内第一个营收过 200 亿元的乳品企业，成功实现黑马逆袭。

图表 5: 1999-2007 年伊利和光明收入规模对比 (亿元) 1



资料来源: wind、国盛证券研究所 3

图表 6: 伊利蒙牛收入对比 (亿元) 4



资料来源: wind、国盛证券研究所 6

在失去规模第一位置后，伊利紧咬追赶，在品牌、渠道、产品、管理上持续发力，伊利蒙牛的规模差距并未大幅拉开。

**品牌方面：高举高打，体育营销。**2005 年，伊利正式成为 2008 年北京奥运会的乳制品赞助商，“安全”、“健康”、“可靠”等代名词深入消费者人心；随后 2009 年伊利成为上海世博会唯一乳制品高级赞助商；2010 年签约中国奥委会备战亚运和伦敦奥运会。

和蒙牛电视营销侧重点不同，伊利通过一系列高规格、高曝光的体育赛事和重大事件合作，形成了难以复制的高国民度品牌优势。“品质”概念与伊利品牌深度捆绑，赢得消费者的极高信赖，也为品牌增加了更多附加价值。同时，对比蒙牛乳业，伊利品牌战略更倾向于建设“伊利”母品牌，凭借母品牌“唯一一家同时符合奥运及世博标准的中国乳企”等超级品牌资产，反哺旗下产品，为其做高品质背书。此后，随着“金典”“安慕希”等高端子品牌的成长，子母品牌相互联动，驱动伊利系品牌高端化趋势稳步快行。

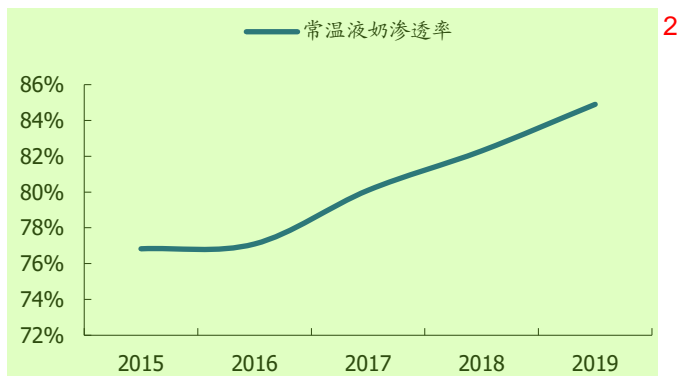
图表 7: 伊利历史上重大事件营销 10

时间	事件
2005	签约北京奥组委，成为北京奥运会乳制品赞助商
2010	签约迪士尼，赞助上海世博会
2012	赞助伦敦奥运会
2016	赞助里约奥运会，杭州 G20 峰会
2017	赞助天津全运会，北京 2022 年冬奥会官方乳制品合作伙伴
2018	冠名博鳌亚洲论坛
2019	赞助武汉军运会

资料来源: 公司官网、国盛证券研究所 12

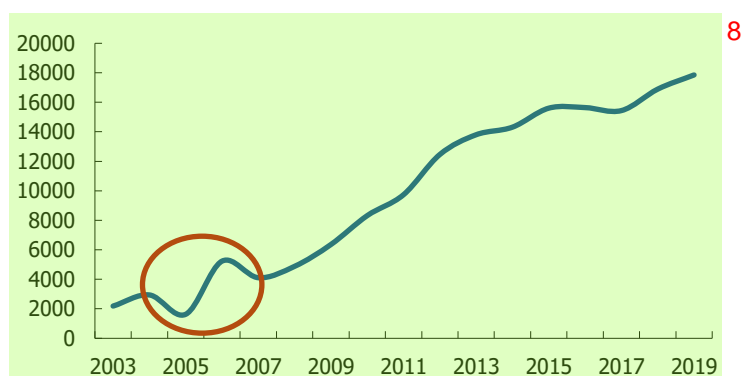
**渠道方面：全国织网，深耕渠道。**伊利于 2006 年正式实施“全国织网”计划，用扩中心、占地市、拓乡镇、开渠道、抓陈列、重导购的工作方针开展工作。2007 年公司进一步借助商务部“万村千乡”活动进入农村乡镇终端。伊利销售员工数量从 2005 年的 1628 人大幅增加至 2006 年的 5231 人。伊利通过建立产销一体的现代化乳业生产基地重点进军二三线市场，对每个市场精耕细作，提高了对于市场的把控程度，大幅降低成本，逐渐形成了“纵贯南北、辐射东西”的战略布局。截至 2019 年，公司已经实现直控 104 万家乡镇村网点，常温液态乳品市场渗透率高达 84.9%，销售人员数量高达 1.78 万人，销售人员数量位居 A 股食品饮料板块上市公司首位。

图表 8: 伊利常温液奶渗透率 (%) 1



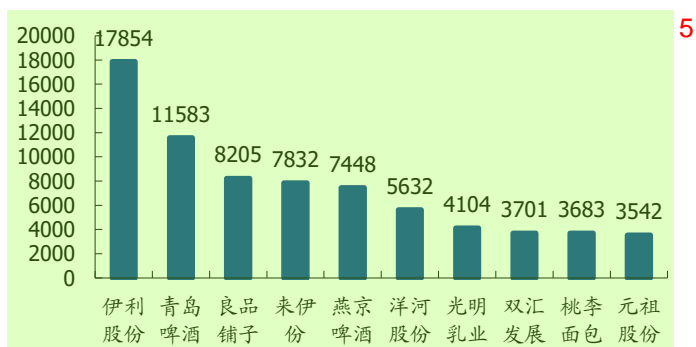
资料来源: 凯度、国盛证券研究所 3

图表 9: 伊利销售人员数量 7



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所 9

图表 10: 伊利销售人员数量和其他上市公司对比 (2019 年) 4



资料来源: wind、国盛证券研究所 6

图表 11: 伊利直控网点数量 (家) 10



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所 12

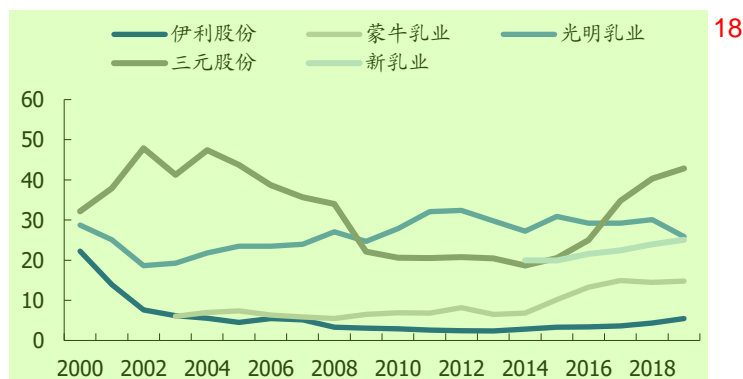
与蒙牛的“大经销商制”相比，伊利深度分销模式见效慢，但成型后对渠道更具话语权。蒙牛在成立初期以“大经销商制”组建了高粘性的经销商团队，走差异化路线与伊利进行竞争，初期拓展较快，但随着经销商的发展，蒙牛对渠道的掌控力逐步下降，议价权减弱。而伊利渠道通过持续的深度下沉，可主导订单、配送服务、供应，对渠道的掌控更强，对终端需求反应更敏锐。从应收账款周转效率来看，公司显著优于竞品。

图表 12: 伊利和蒙牛渠道模式对比 14

	蒙牛	伊利
经销商制度	深度分销	事业部+大经销商制度，经销商质量不一
渠道层级	中间环节少	层级较多
终端掌控力度	强，公司主导订单销售	较弱，终端响应较慢
费用投放	公司投入费用和销售人员	费用打包至经销商投放

资料来源: 渠道调研、国盛证券研究所 16

图表 13: 伊利应收账款周转天数逐步与蒙牛拉开差距 17



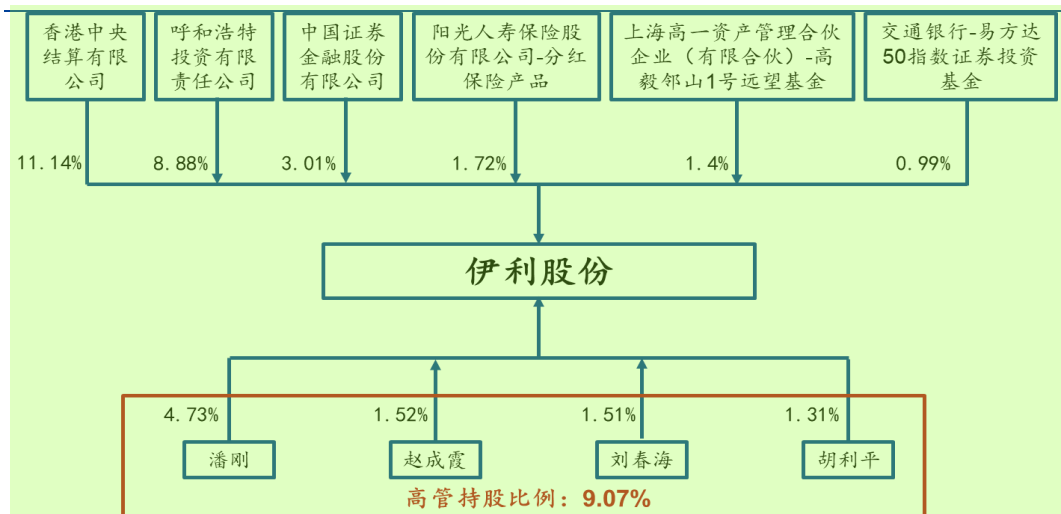
资料来源: wind、国盛证券研究所 19



**产品端：对标蒙牛，推出金典进行结构升级，摆脱白奶价格战泥潭。**乳业在经历 2005 年激烈的价格战之后，各家乳企均意识到要通过开发出有突出卖点的、差异化的、精致化的产品脱离白奶的价格战。2006 年伊利紧随蒙牛“特仑苏”推出自身的常温奶高端大单品“金典”品牌，配合优质奶源的营销推广迅速打开市场。

**管理层面：高管团队稳定，推行股权激励深度绑定。**2004 年伊利短期出现公司治理问题，拖慢发展步伐，2005 年之后，潘刚总接任郑俊怀担任公司总裁、董事长职务。潘总 1994 年开始担任伊利集团冷冻食品公司生产部部长，1996 年担任矿泉水饮料公司董事长，1999 年担任伊利液态奶事业部总经理，具有丰富的操盘营销经验。同时，以潘刚总为核心的管理层也通过多次股权激励实现了与公司的深度绑定，相较蒙牛，公司高管团队稳定性和政策连贯性更强。伊利分别于 2006/2014/2016/2019 年实施股权激励计划，截至 2019 年底，公司前十大股东中高管持股比例达 9.1%，其中董事长及总裁潘刚持有公司 4.7% 的股份。我们认为公司高管团队与公司深度绑定，与公司同甘共苦，是公司长期以来持续发展的保障和基石。

图表 14：伊利股份股权结构图（2019 年报）



资料来源：wind、国盛证券研究所

图表 15：伊利股权激励梳理

时间	种类	授予对象	占总股本比例	行权价格（元）	具体条件
2006	股票期权	潘刚等 33 位核心成员	9.68%	6.49	2012 年扣非归母净利润增长率不低于 17%，且主营业务收入增长率不低于 20%。
2014	员工持股	中高层管理人员及技术骨干	—	—	公司计划 2014-2023 年，提取十年持股计划奖励金，滚动设立各期独立存续的员工持股计划每期计划存续期 24 个月。首期奖励金按 2013 年度相比 2012 年度扣非净利润差值为基数，30%比例计提。
2016	股票期权	270 余名核心业务及技术人员	0.74%	15.17	以 2015 年扣非归母净利润为基数，2017 年扣非归母净利润增长率不低于 30%，2018 年扣非归母净利润增长率不低于 45%，净资产收益率不低于 12%。
2019	限制性股票	484 名高管及骨干	2.50%	15.46	以 2018 年净利润为基数，2019-2023 年度净利润增长率为 8%，18%，28%，38%，48%，2019-2023 年净资产收益率不低于 20%，2019-2023 年每年现金分红比例不低于 70%。

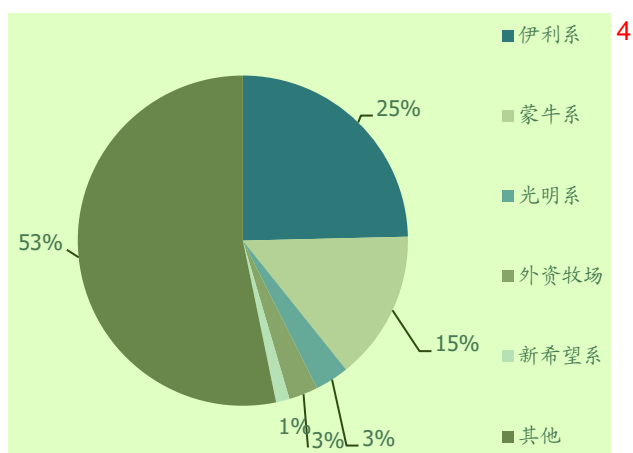
资料来源：公司公告、国盛证券研究所

### 3、2008-2014 年，危机有效应对，逐步拉开与竞品差距

**积极应对危机，赢得渠道信任。**2008 年“三聚氰胺”事件发生，面对需要下架销毁的库存，相比于蒙牛与经销商对半共同承担责任的做法，伊利选择全额承担损失，并未给经销商带来资金周转压力，赢得了经销商的口碑，树立了“负责任企业”的形象，很多经销商纷纷倒戈伊利。而高度依赖大商制的蒙牛在 2010 年核桃奶致腹泻呕吐以及 2011 年黄曲霉素 M1 超标的等食品安全负面消息的多重打击下遭遇低谷。前期渠道控制力弱、奶源建设不足的缺陷被逐渐放大，双方营收差距也逐渐拉开。

**加大奶源建设。**三聚氰胺危机后，乳品意识到奶源把控的重要性。伊利通过自建、合作、参股、扶持等形式加速打造现代化牧场、奶联社、奶源示范基地等多种模式的牧场，2011 年定增募资 12.32 亿元用于在内蒙古、四川、安徽等地投建奶源项目。到 2014 年，伊利已在全国拥有自建、在建及合作牧场 2400 多座。

图表 16: 中国原奶势力版图



资料来源: 中国产业信息网、国盛证券研究所

图表 17: 我国主要奶源带分布



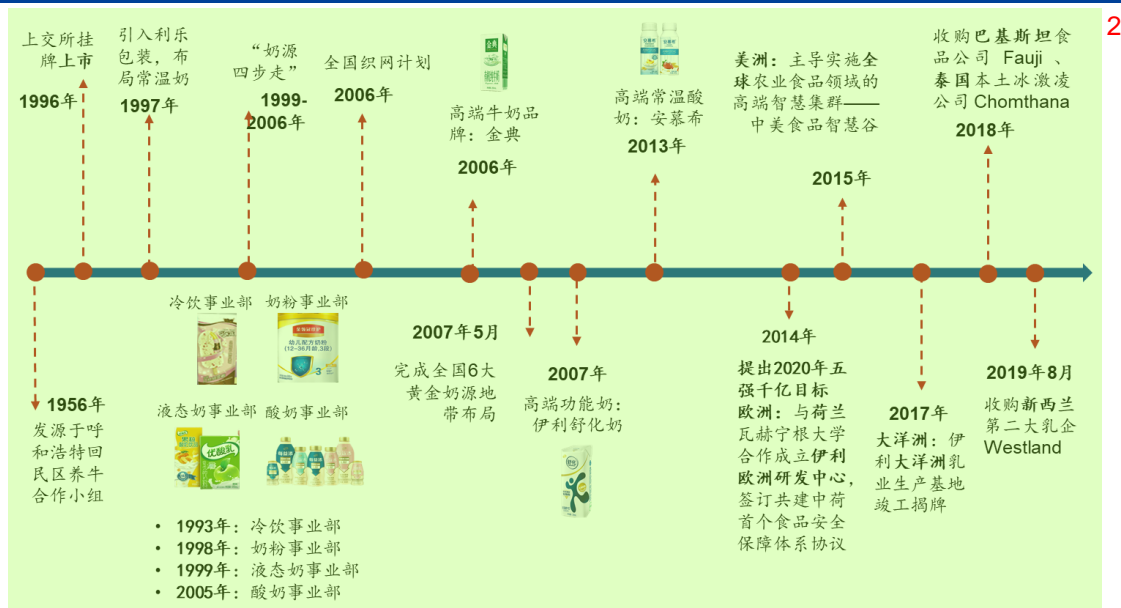
资料来源: 公司官网、国盛证券研究所

#### 4、2014 年之后，品类扩张，全球织网

**品类扩张，横向发展。**不同于蒙牛纵向整合产业资源，伊利的业务方向逐渐由乳制品扩展到空间更为广阔的健康饮品，品类持续多元化。2014 年公司进军植物蛋白饮料行业，2017 年推出豆奶产品植选，2018 年推出功能性饮料焕醒源，2019 年推出矿泉水 inikin 伊刻活泉。

**从全国织网升级为全球织网，提升奶源质量。**2013 年之后，公司制定并启动国际化战略，升级全国织网计划，在全球范围内沿着黄金奶源带的分布进行收购和产能布局，2014 年新西兰生产基地一期投产，与美国最大的牛奶市场合作组织和食品企业 DFA 合建奶粉工厂，2019 年收购新西兰 Westland，收购泰国冰淇淋企业 Chomthana。同时，伊利奶源战略也逐步从增量升级为提质，从 2014 年伊利欧洲研发中心落成，2015 年主导中美食品智慧谷，到 2020 年 6 月全国最大的奶牛育种基地伊利“伊利现代智慧健康谷”项目的启动，伊利构建了乳品行业领先的生产、研发、品控技术，搭建“奶源-牧场-农户”共同体，逐步完成由质量管理向品质管理升级。

图表 18: 伊利发展路径<sup>1</sup>



资料来源：公司官网，国盛证券研究所<sup>3</sup>

## 二、观现在：竞争格局如何演化<sup>4</sup>

### (一) 常温奶：竞争格局短期有反复，中长期趋缓<sup>5</sup>

#### 1、原奶价格周期影响正在减弱<sup>6</sup>

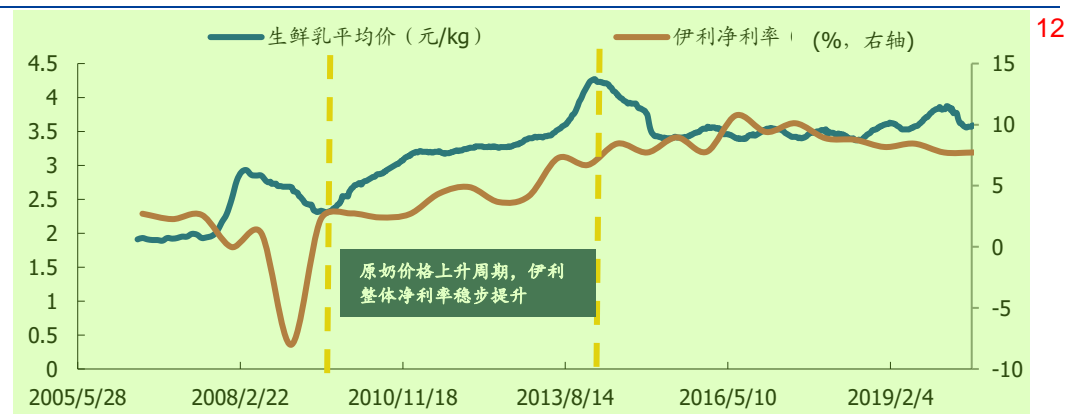
常温奶市场的竞争格局是一个典型的囚徒困境模型。双寡头垄断下，伊利、蒙牛任何一方进行价格战会倒逼另外一方跟进促销，拉低两家的盈利能力。<sup>7</sup>

图表 19: 常温奶的“囚徒困境”<sup>8</sup>

		伊利	
蒙牛	降价促销	降价促销	维持原价格
	维持原价格	降低盈利，降低盈利 丢失市场份额，降低盈利	降低盈利，丢失市场份额 丢失市场份额，丢失市场份额

资料来源：国盛证券研究所整理<sup>10</sup>

图表 20: 历史上原奶价格周期与伊利净利率走势基本一致<sup>11</sup>



资料来源：公司官网，国盛证券研究所<sup>13</sup>

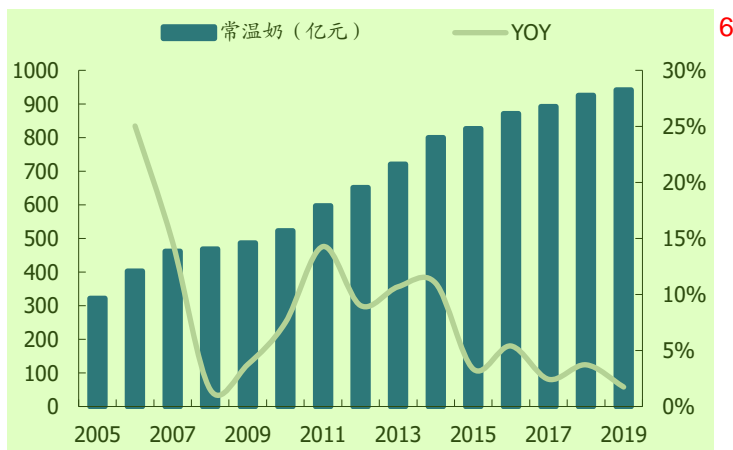
历史上，常温奶的竞争格局和原奶价格密不可分。在原奶价格上行周期中，企业普遍成本承压，价格战力度趋缓，净利率有所提升；而在原奶价格下行周期，企业毛利端受益，有良好的费用空间培育消费者并抢占竞品市场，竞争格局反而更加胶着。

近年来，常温奶的竞争格局更多的与企业诉求有关。“三聚氰胺”事件后，乳企对上游布局加速，其对上游的议价能力逐步增强，成本端的波动被有效的平抑，因此 2014 年后公司盈利能力提升和原奶价格周期关联性减弱。影响竞争格局的因素更多的从原奶的价格周期转向了企业的诉求。伊利在 2014 年提出到 2020 年实现五强千亿目标，蒙牛也于 2017 年提出双千亿目标（市值和规模达千亿），两家企业对规模同步的诉求导致了 2018-2019 年的常温奶价格战，伊利的盈利能力因此受到压制，净利率持续下行。

## 2、中长期来看，伊利蒙牛格局更加清晰，诉求错位，竞争有望趋缓

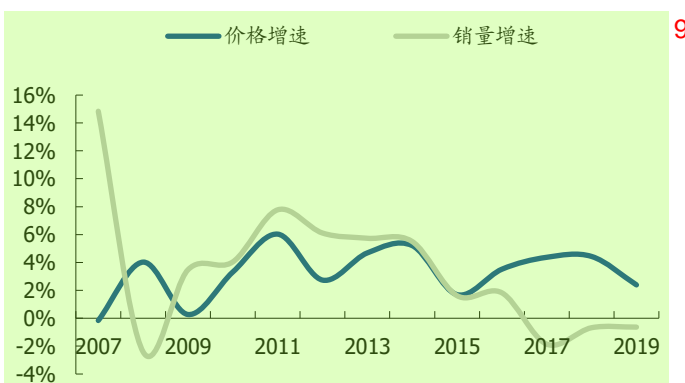
常温奶板块增长趋缓，费用投入的边际效率正在降低。根据 Euromonitor 数据，2019 年我国常温奶市场规模为 941.6 亿元，2014-2019 年复合增速为 3.3%，市场处于相对成熟期。从量价来看，2019 年常温奶均价为 12.5 元/升，2014-2019 年复合增速为 3.3%，销量为 73.70 亿升，较 2014 年基本持平，我们认为未来常温奶主要顺应消费升级趋势，价格驱动为主，预计后续行业有望保持 0-5% 的稳定增速。在行业进入稳定发展期后，规模个位数增长的预期下，再长期投入大量的费用对收入拉动作用是边际递减的，不符合企业发展的实际。

图表 21：常温奶市场规模及速（亿元，%）



资料来源：Euromonitor、国盛证券研究所

图表 22：常温奶量价增速

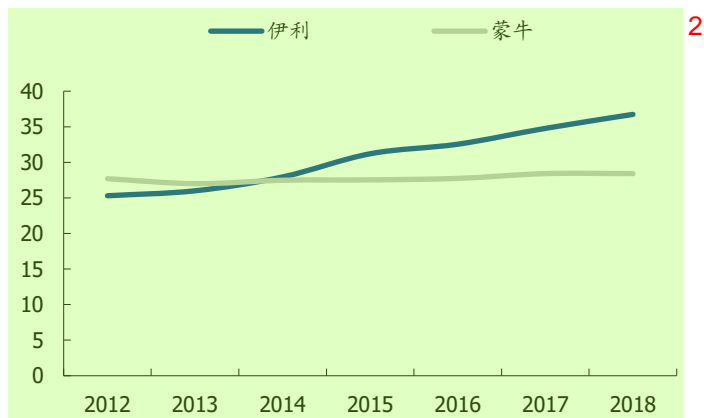


资料来源：Euromonitor、国盛证券研究所

常温奶板块竞争格局相对清晰，伊利已经与蒙牛拉开差距。根据尼尔森数据，2018 年伊利常温奶市占率约 37%，蒙牛市占率为 28%，伊利领先蒙牛 9pcts，领先差距逐步放大，行业 CR2 为 65%。当前我国常温奶 CR2 基本接近国际水平，第一名和第二名市场份额比值为 1.3，对标目前市场竞争格局相对稳定的主要乳制品消费国家 CR2 份额和第一名/第二名企业的比值，我们认为常温奶竞争格局已相对清晰，伊利蒙牛集中度提升空间相对有限。其中，以法国为例，和我国类似，法国消费者青睐便于保存的常温奶，80% 液奶消费以常温奶为主，市场相对较为成熟。根据 Euromonitor 数据，2019 年法国液奶市场规模约 25.61 亿欧元（折合人民币约 208 亿元），2015-2019 年复合增速为 1.4%。行业竞争格局也和我国类似，以两强为主，CR2 稳定在 40%，但由于法国乳企合作社的形式，两强市占率合计低于伊利蒙牛合计。

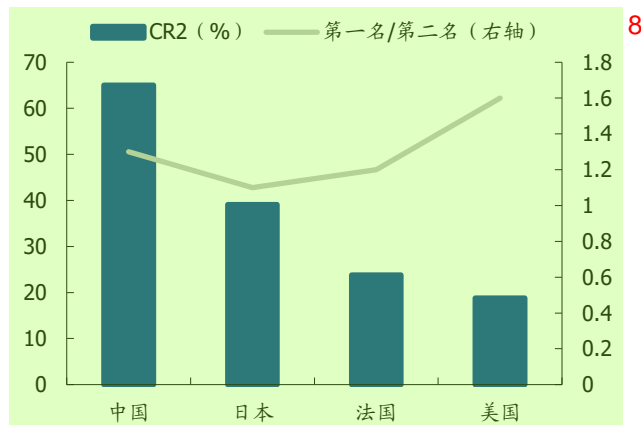


图表 23: 伊利蒙牛常温奶市占率 (%) 1



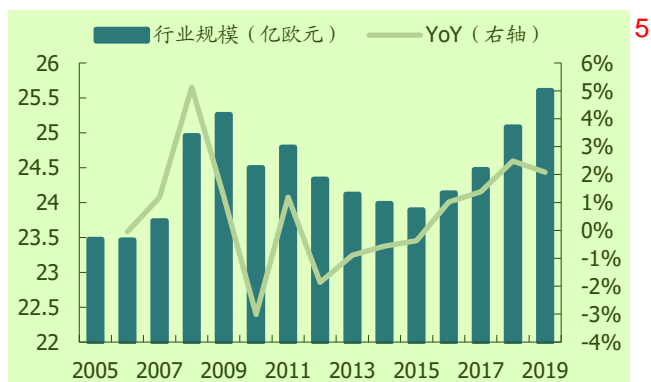
资料来源: 公司公告、国盛证券研究所 3

图表 24: 主要乳制品消费国市场竞争格局 7



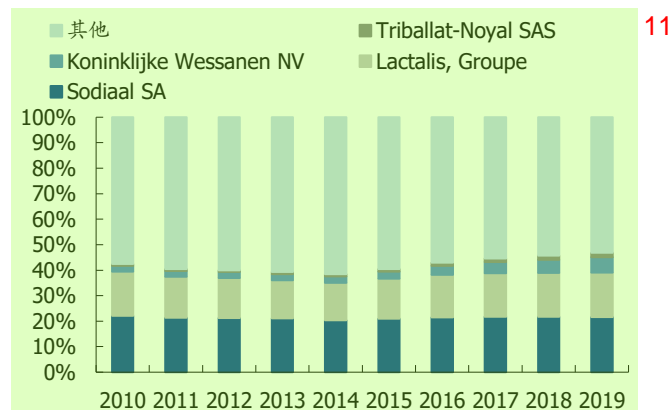
资料来源: Euromonitor、国盛证券研究所 注: 美国、日本以低温奶为主, CR2 相对低于以常温奶为主的法国、中国 9

图表 25: 法国市场规模及增速 (亿欧元, %) 4



资料来源: Euromonitor、国盛证券研究所 6

图表 26: 法国液奶市场竞争格局 10



资料来源: Euromonitor、国盛证券研究所 12

伊利、蒙牛的战略重心正在发生错位。蒙牛于 2019 年出售君乐宝乳业后千亿目标较难实现, 经过多年的产业链布局后, 积极深耕乳制品品类, 布局低温鲜奶等高增速细分板块。而伊利则持续对标雀巢, 2018 年建立健康饮品事业部, 目标成为综合性食品公司。伊利、蒙牛常温板块对规模的诉求正在发生边际改变, 从而导致竞争的侧重点发生偏差, 竞争力度有望趋缓。

## (二) 乳制品其他品类: 行业增长潜力良好, 集中度尚有提升空间 14

我们认为, 当前市场关注的竞争格局主要集中在常温奶板块, 但除了常温奶板块, 低温白奶和固体乳的集中度还有很大提升空间, 值得龙头积极布局发力。

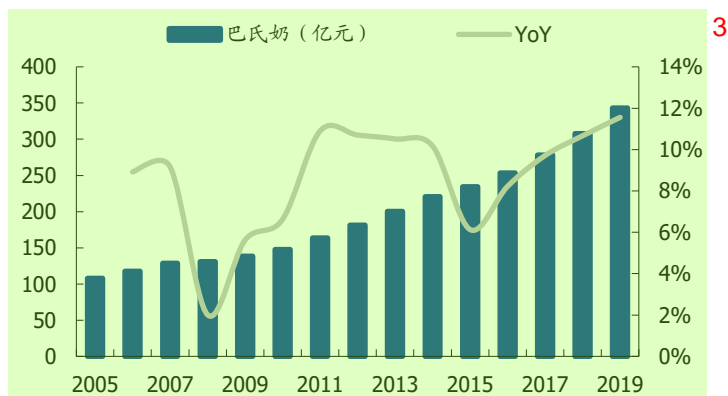
### 1、低温白奶: 格局分散, 集中度亟待提升 16

巴氏奶量价齐升。根据 Euromonitor 数据, 2019 年我国巴氏奶市场规模为 343.20 亿元, 2014-2019 年复合增速为 9.2%。量价来看, 2019 年巴氏奶销量 30.14 亿升, 2014-2019 年复合增长率为 6.9%, 均价 11.4 元/升, 2014-2019 年复合增长率为 2.2%, 我们认为随着消费者营养健康意识的觉醒, 巴氏奶有望保持量价齐升的趋势。竞争格局来看, 巴氏奶高周转高新鲜度的产品特点对城市奶源要求较高, 因此多以区域乳企为主, 竞争



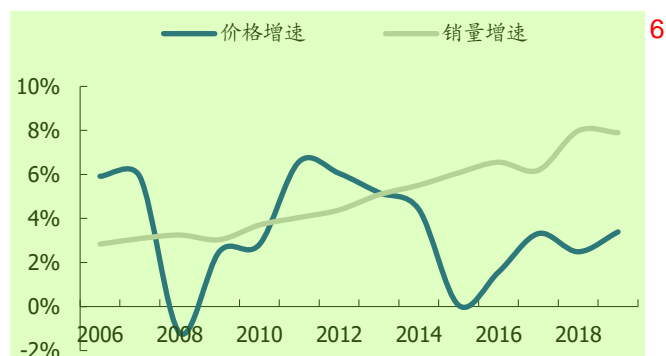
格局相对较分散，第一名光明市占率为12.1%，CR5仅为36.2%。<sup>1</sup>

图表 27: 巴氏奶市场规模及增速 (亿元, %) <sup>2</sup>



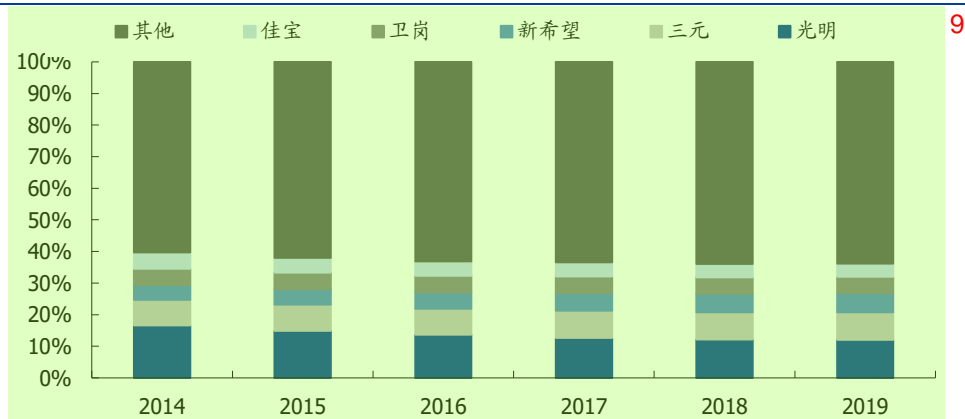
资料来源: Euromonitor、国盛证券研究所 <sup>4</sup>

图表 28: 巴氏奶量价增速 <sup>5</sup>



资料来源: Euromonitor、国盛证券研究所 <sup>7</sup>

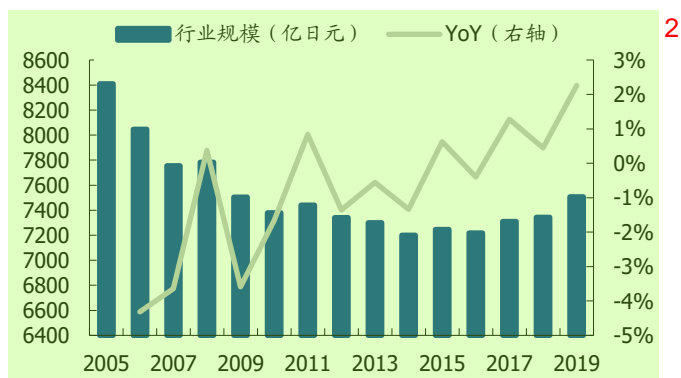
图表 29: 巴氏奶市场竞争格局 <sup>8</sup>



资料来源: Euromonitor、国盛证券研究所 <sup>10</sup>

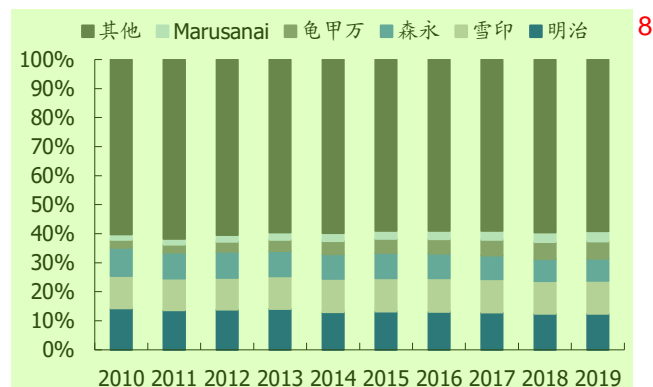
对标日本，并购提升行业集中度，改善盈利能力。和中国不同，日本通过政策引导，乳品市场主要以低温奶为主，发展阶段相对比较成熟。根据 Euromonitor 数据，2019 年日本液奶市场规模 7508 亿日元(折合人民币 492 亿元)，2015-2019 年复合增长率为 0.8%，行业 CR5 稳定 40%左右。复盘日本低温奶行业的发展历程，日本通过对奶业过度竞争的综合治理，明治、雪印、森永等大公司中对中小型企业进行重组和兼并，行业集中度持续提升。此后，龙头乳企凭借规模优势，对零售市场拥有更大的话语权，通过提价等手段，转移成本上行压力，盈利能力持续改善。<sup>11</sup>

图表 30: 日本液奶行业规模及增速 (亿日元, %) 1



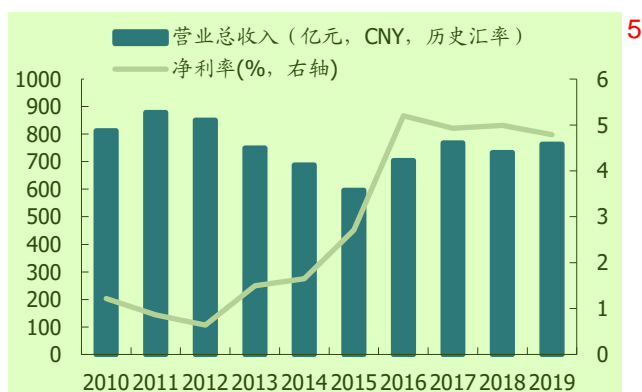
资料来源: Euromonitor、国盛证券研究所 3

图表 31: 日本液奶行业集中度 CR5 稳定在 40% 7



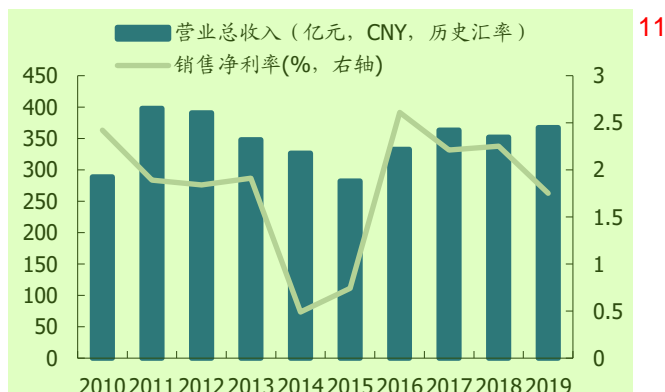
资料来源: Euromonitor、国盛证券研究所 9

图表 32: 日本明治控股收入规模及净利率水平 4



资料来源: wind、国盛证券研究所 注: 2016 年净利率提升为提价因素 6

图表 33: 日本雪印收入规模及净利率 10

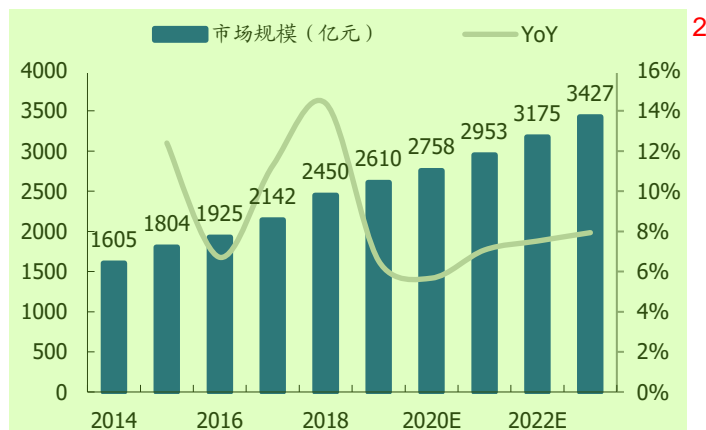


资料来源: wind、国盛证券研究所 12

## 2、奶粉: 国产奶粉迎来发展黄金期 13

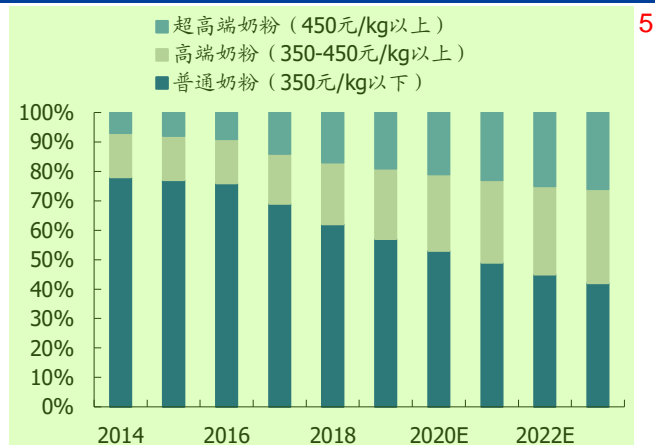
**奶粉市场增速放缓, 国产高端奶粉占比提升。**由于育龄女性人数下降和中国新生儿出生率下降, 中国奶粉市场增速有所放缓, 根据 Frost & Sullivan 数据, 2018 年中国婴幼儿配方奶粉市场规模为 2450 亿元, 2014-2018 年复合增长率为 11.2%, 预计 2023 年婴幼儿配方奶粉市场规模为 3500 亿元, 2019-2023 年复合增长率为 6.9%。但在高端化和理性化需求下, 高端产品需求增加, 中国婴幼儿配方奶粉市场的销量从 2014 年的 876 千吨增加至 2018 年的 1209 千吨, 复合增长率为 8.4%; 预计 2019 年至 2023 年的复合增长率为 3.8%。根据 Frost & Sullivan 数据, 2018 年高端奶粉 (350-450 元/千克) 和超高端奶粉 (450 元/千克以上) 零售额占比合计已提升至 38%。

图表 34: 婴幼儿配方奶粉市场规模及增速 (亿元, %) 1



资料来源: Frost & Sullivan、国盛证券研究所 3

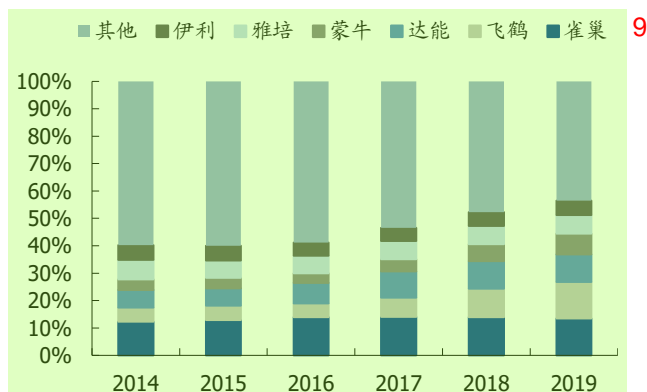
图表 35: 我国高端奶粉占比持续提升 4



资料来源: Frost & Sullivan、国盛证券研究所 6

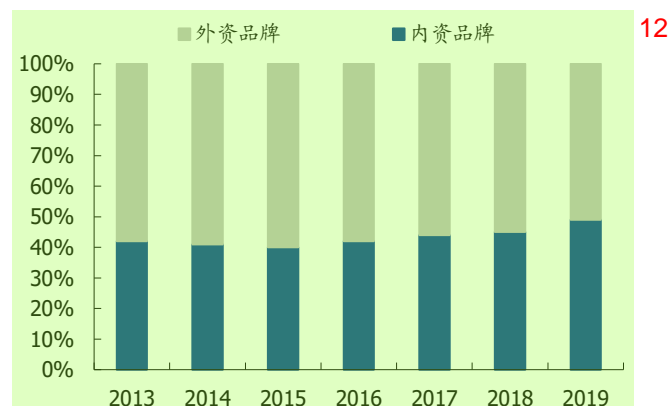
国产品牌逐步强势, 头部品牌跑马圈地中。2012 年以来我国奶粉市场的集中度逐步提升, 尤其是 2016 年以后奶粉注册制推出后, 国产龙头企业更能满足中国本土市场需求, 渠道深度下沉的同时补足管理和品牌短板后运营效率持续提高, 市场份额加速集中。2019 年我国奶粉 CR5 达 51%, 国产品牌和外资品牌的份额占比分别为 49%/51%。预计随着渠道和规模优势进一步显现, 国产龙头企业的市场份额将继续提升, 市场集中度将继续提高。

图表 36: 婴幼儿配方奶粉市场竞争格局 8



资料来源: Euromonitor、国盛证券研究所 10

图表 37: 婴幼儿奶粉市场内外资份额占比 11



资料来源: 中国产业信息网、国盛证券研究所 13

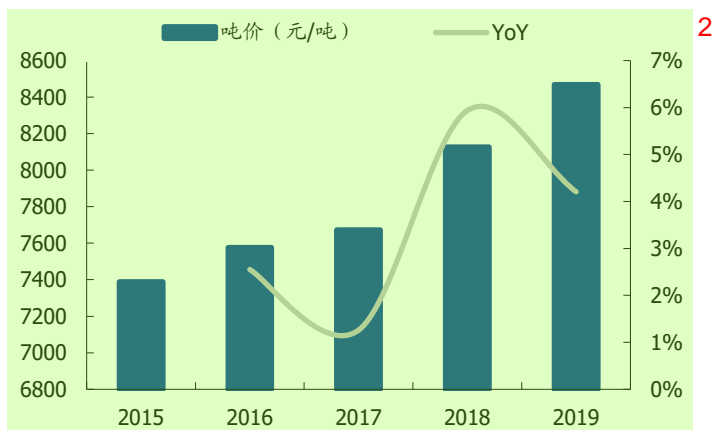
### 三、看未来: 如何看待伊利后续增长点 14

#### (一) 常温奶: 盈利能力有望提升, 造血功能不断强化 15

疫情使得高端化趋势进一步加速。疫情之后, 国家卫健委、国家发改委等权威部门及专家学者在公开场合的倡导明显提高了消费者饮奶意识。根据《2020 中国奶商指数报告》, 受新冠肺炎疫情疫情影响, 公众对均衡营养、提升免疫力非常关注, 超过 96% 的公众认为乳制品对提升免疫力作用很大, 近 50% 的公众增加了乳品摄入的种类, 并坚持每天足量喝奶。受疫情影响, 消费者对高营养价值高端产品更加青睐, 常温奶高端化有望加速。

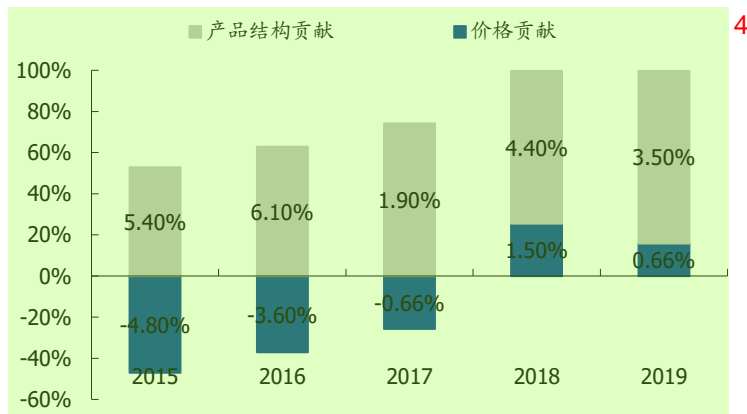
伊利常温大单品持续向高端裂变。伊利常温奶大单品金典和安慕希持续在概念、外观、风味上升级, 金典顺延高端营养概念陆续推出有机、低脂、新西兰进口、娟姗等概念的超高端新品, 而安慕希则在风味和包装上进行裂变, 先后推出多种风味和 PET 瓶等高端新品, 满足消费需求。

图表 38: 伊利液态奶吨价 (元/吨, %) 1



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所 注: 公司未详细披露常温奶收入及销量, 考虑到常温奶在液态奶中占比较大, 以液态奶吨价代表常温奶 3

图表 39: 产品结构提升拉动吨价提升 5



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所 6

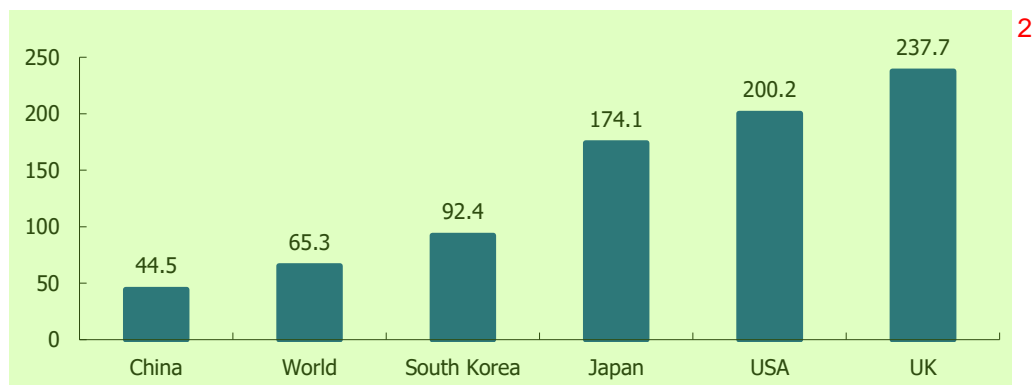
图表 40: 金典、安慕希产品持续裂变升级 7



资料来源: 京东、公司官网、国盛证券研究所整理 9

对标全球主要国家, 价格提升尚有空间。根据 Euromonitor 数据, 2019 年我国的人均年乳制品消费金额为 44.5 美元, 低于世界平均水平 (65.3 美元/年), 远小于饮食习惯相近的日本、韩国, 价格上尚有 50% 的提升空间。 10

图表 41: 2019 年乳制品人均消费价格 (单位: 美元/年) <sup>1</sup>



资料来源: Euromonitor、国盛证券研究所 <sup>3</sup>

**费用投放从高举高打到精准营销，品效合一。**伊利十分注重旗下品牌的差异化定位，且不一味追求流量，与过往的“高举高打”打造“伊利”品牌相比，在完成了初步的品牌认知之后，伊利开始着手更加精准的营销方式，投放资源需有效的提升销量，且能够累积高品质的品牌资产，用切实的效果评估和调整在每个细分领域的品牌营销，以稳定的投放预算，带来逐年增高的销售业绩。以“金典”为例，在与《我是歌手》深度绑定数年之后，“金典”建立了“高品质”“天然”的品牌形象，但当节目 IP 老化之后，“金典”并不迷恋过去的绑定，而是选择了同样调性、投入更低、IP 更年轻的《天赐的声音》。

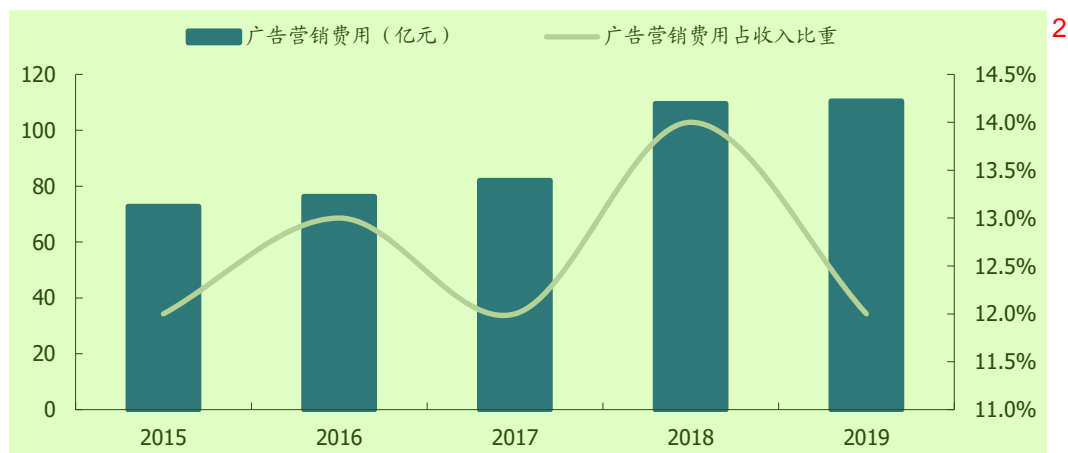
图表 42: 近两年伊利综艺合作梳理 <sup>5</sup>

年份	品牌	平台	综艺
2019 年	畅轻	浙江卫视	《青春环游记》冠名
	安慕希	浙江卫视	《奔跑吧 3》冠名
	畅意 100%	湖南卫视	《巅峰之夜》冠名
	金典	湖南卫视	《我是歌手》冠名
	金领冠	芒果 TV	《妻子的浪漫旅行 2》冠名
	舒化	腾讯视频	《我们是真正的朋友》冠名
	植选	优酷	《以团之名》冠名
	甄稀	腾讯视频	《拜托了冰箱》冠名
	巧乐兹	爱奇艺	《喜欢你我也是》冠名
	果果昔	爱奇艺	《乐队的夏天》冠名
2020 年	金典	湖南卫视	《乘风破浪的姐姐》
	金典	浙江卫视	《天赐的声音》冠名
	安慕希	浙江卫视	《漫游记》冠名
	每益添	腾讯视频	《拜托了冰箱》冠名
	金领冠	芒果 TV	《妻子的浪漫旅行 4》冠名
	甄稀	腾讯视频	《让生活好看》冠名
	畅轻	优酷	《青春环游记》冠名

资料来源: 公司官网、各主要电视台官网、国盛证券研究所 <sup>7</sup>



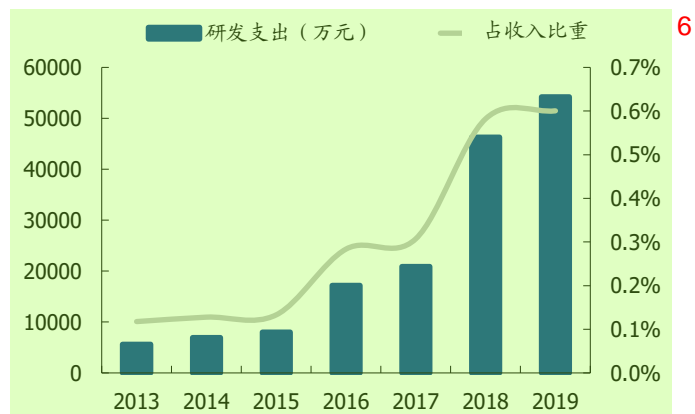
图表 43: 伊利广告营销费用及占收入比重<sup>1</sup>



资料来源: wind、国盛证券研究所 注: 伊利常温奶占比较高, 以整体的广告营销费用代替常温奶广告费用<sup>3</sup>

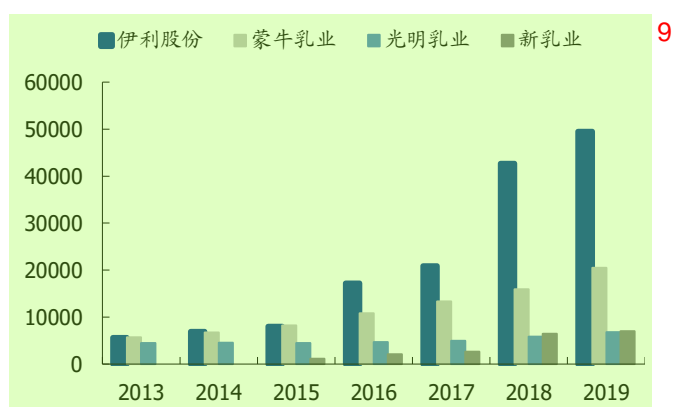
**费用投放结构更加优化, 研发费用占比逐步提升, 逐步加强产品竞争力。**近年来公司加大研发费用投放, 2019 年研发支出 (含资本化研发费用) 为 5.42 亿元, 从 2013 年 0.1% 提升至 2019 年 0.6%, 优于竞品公司。乳制品行业发展至今产品同质化较为严重, 公司持续加大研发力度有望提升公司产品竞争力。<sup>4</sup>

图表 44: 伊利研发支出及占收入比重 (万元, %)<sup>5</sup>



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所<sup>7</sup>

图表 45: 伊利、蒙牛、光明、新乳业研发费用投入对比 (万元)<sup>8</sup>



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所<sup>10</sup>

**结构升级叠加费用优化, 常温奶盈利能力提升, 造血功能强化。**我们认为, 无论是毛利端在高端化趋势下, 公司持续推出高端单品受益于产品结构升级优化, 还是费用端在竞争趋缓下更加注重费用投放的效率, 公司未来 3 年常温板块盈利能力有望持续释放, 提供较好现金流助力公司发展其他业务板块。<sup>11</sup>

## (二) 低温奶: 改善供应链效率, 加速低温奶布局<sup>12</sup>

**全国性乳企缘何折戟低温奶: 1) 伊利蒙牛现有牧场无法支撑巴氏奶的扩张需求。**伊利和蒙牛的牧场多集中于中国北部, 人口聚集的中国东部和南部地区牧场较少, 离巴氏奶的中心消费市场较远; **2) 区域性物流效率高于全国性物流。**由于低温奶对冷链要求, 需要前期对冷链运输大量投资建设 (冷库建设成本约为 2000-3000 元/立方米, 而冷运车成本是同吨位普通货车的 3-4 倍), 但我国冷链建设以东部沿海地区为主, 三四线城市的冷链铺设不足; **3) 低供应链效率导致了较高的渠道维护费用。**伊利蒙牛由于奶源和冷链较区域乳企处于劣势, 货损处理成本相对更大, 对应同等情况下就有了更高的渠道费用。<sup>13</sup>

巴氏奶蒙牛先行，伊利尚处起步阶段。2018 年蒙牛正式入局巴氏奶行业，当年推出 17 个鲜奶单品，并进一步优化鲜奶业务供应链，2019 年上半年，清远和天津的工厂成功投产，实现产供销一体化的长期布局。与此同时，伊利在鲜奶业务上布局相对滞后，2018 年推出“百格特”品牌，采用订奶入户的模式，主要在哈尔滨运营，但直到 2019 年底，伊利才推出“金典鲜牛奶”、“牧场清晨鲜牛奶”和“伊利鲜牛奶”3 款低温鲜奶新品，产品体系和供应链尚未能成型。

提高周转效率，加大供应链建设是关键。巴氏奶对供应链的高要求需要公司持续的推进供应链的改革和建设，从原先的按产品设置产能变为按区域实际需求安排产能，同时加大城市工厂的建设力度，改善消费中心和生产中心不匹配的局面。同时，标准的巴氏奶 7 天保质期，而蒙牛推出的每日鲜语保质期为 15 天，公司也可以参照竞品的做法，凭借较强的技术研发优势在不影响口感的前提下适当的提高保质期，降低产品对周转率的高要求。

图表 46: 伊利三款巴氏奶产品



资料来源: 腾讯网、国盛证券研究所

图表 47: 蒙牛低温鲜奶保质期高于光明



资料来源: 腾讯网、国盛证券研究所

### (三) 奶粉: 激发渠道动能，加强品牌营销和产品体系建设

背靠集团，享受国产奶粉红利期。公司 2016 年后加大奶粉业务研发能力提升，当年开始发布“母婴生态圈”概念，2019 年成立“伊利母婴营养研究院”，2018 年在配方注册制落地后，通过让利经销商，获得更多的渠道优势，此后顺应需求高端化，伊利陆续推出国内首款益生菌有机奶粉金领冠“塞纳牧”和高端婴幼儿配方羊奶粉金领冠“悠滋小羊”。截至 2019 年，公司奶粉收入为 100.55 亿元，同比增长 25.0%，2019 年在伊利集团营收中占比 11%，自 2016 年以来公司奶粉业务触底回升，2016-2019 年复合增长率为 22.6%，相较公司其他业务板块，奶粉板块增速亮眼。

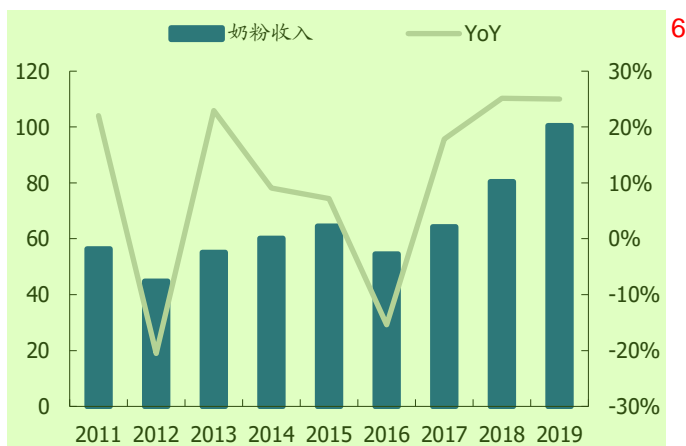
图表 48: 伊利奶粉业务布局梳理<sup>1</sup>

时间	事件	详细事项
2009 年	“伊利母婴营养研究中心”正式成立	是国内首家真正建立在母乳数据研究基础上的母婴营养研究机构，研究成果持续为新生儿奶粉、婴幼儿乳制品和配方食品的开发提供科学依据。
2016 年	利用“互联网+”思维，发布“母婴生态圈”战略	打通线上和线下平台资源，通过抓取和分析母婴人群的大数据信息，判断其主要的营养需求，从而为他们提供个性化服务。
2018 年 11 月	“伊利母婴营养研究院”正式揭牌	“伊利母婴营养研究中心”升级为“伊利母婴营养研究院”，进一步提升母婴营养特别是母乳研究的质量及效率，伊利品牌在领创母乳研究方面得以迈上一个新台阶。
2018 年	通过提高经销商利率占领渠道	伊利为抢夺市场让利经销商，通过后台退货的方式，将经销商的利润提升了 10%-15%，
2019 年 7 月	推出国内首款益生菌有机奶粉	金领冠“塞纳牧”
2019 年 12 月	推出高端婴幼儿配方羊奶粉	金领冠“悠滋小羊”

资料来源：公司官网、国盛证券研究所<sup>3</sup>

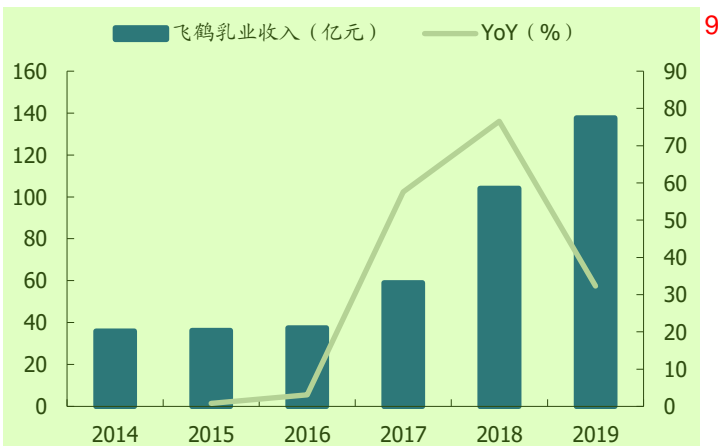
但伊利的奶粉业务增速不及飞鹤。2019 年飞鹤乳业实现收入 137.69 亿元，同比增长 32.3%，2016-2019 年复合增长率为 54.4%，高于伊利的复合增长率，2018 年飞鹤规模位居国内婴幼儿配方奶粉市场第一，市场占有率为 15.6%，而 2018 年伊利奶粉的市场份额仅为 5.8%。

图表 49: 伊利奶粉板块收入及增速（亿元，%）<sup>5</sup>



资料来源：公司公告、国盛证券研究所<sup>7</sup>

图表 50: 飞鹤乳业收入及增速（亿元，%）<sup>8</sup>

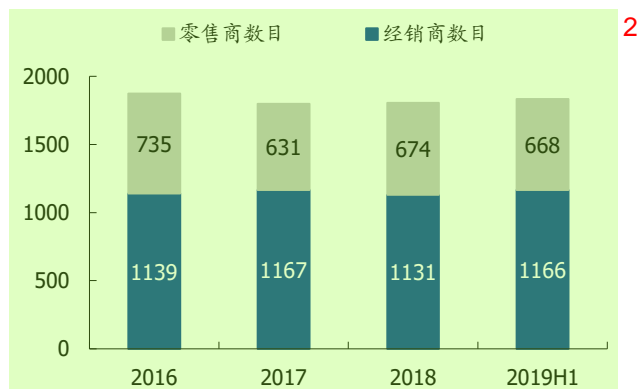


资料来源：wind、国盛证券研究所<sup>10</sup>

我们认为，伊利在渠道运作上并不处于下风，但在产品体系和营销力度上与飞鹤尚有差距。

从渠道来看，1) 伊利销售人员数量和质量具有竞争力。伊利 2019 年销售人员数量为 1.78 万人，执行力强，协助经销商运作品牌，飞鹤 2019H1 销售及营销人员为 3163 人；2) 伊利国内渠道深耕的广度和力度也具备竞争力。伊利渠道深度下沉到乡镇，直控 104 万家乡镇村网点，常温液态乳品市场渗透率搞到 84.9%，2020Q1 经销商数量为 1.23 万家，而飞鹤 2019H1 经销商和零售商数量为 1834 家，销售点合计约 10.9 万家。因此，我们认为伊利如能调动渠道积极性，势能释放下有望实现奶粉业务的突破。

图表 51: 飞鹤经销商和零售商数量 (家) 1



资料来源: 飞鹤乳业招股说明书、国盛证券研究所 3

图表 52: 飞鹤零售商销售点和经销商销售点分布 (万家) 4



资料来源: 飞鹤乳业招股说明书、国盛证券研究所 6

从产品体系和品类营销上来看, 伊利和飞鹤略有差距: 1) 飞鹤定位高端奶粉, 产品矩阵完备, 不同价格带均有触及, 伊利主要产品集中在 350 元/kg 以下价格带, 缺乏高端产品卡位, 树立高端品牌形象; 2) 飞鹤专注奶粉业务, 营销资源聚焦奶粉板块, 但伊利奶粉业务尽管近年来增速较高, 但占比不大 (2019 年奶粉收入占比为 11.1%), 公司全盘业务考量下预计费用投放的倾斜力度不及飞鹤。同时, 伊利的主要通过让利经销商进行竞争, 效率尚有提升空间。

图表 53: 飞鹤和伊利奶粉产品体系对比 (元) 8

	飞鹤	平均价格	伊利	平均价格
超高端 (高于 500 元/kg)	至臻	545	-	-
高端 (350-500 元/kg)	星飞帆	480	金领冠塞纳牧	410
	臻爱飞帆	400	金领冠珍护	376
	臻爱倍护	357		
普通 (350 元/kg)	星阶优护	327	金领冠睿护	347
	飞帆	246	金领冠菁护	295
			金领冠经典	194

资料来源: 京东、国盛证券研究所 10

#### (四) 健康饮品: 尚处于孵化期, 中长期贡献增量 11

2017 年公司投资过亿打造内蒙古伊利新品孵化中心, 运行一年迟迟并未拿出亮眼产品, 于在 2018 年解散。但此后, 2018 年公司又成立了健康饮品事业部, 同时邀请前乐事公司饮品总经理加盟, 并在上海再次开始创新中心, 以乳品为中心, 先后推出多款新品。其中包括国内第一款乳矿饮料“伊然”、inikin 伊刻活泉等。



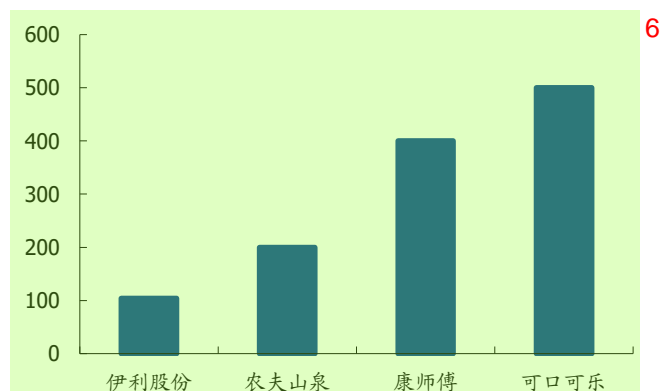
图表 54: 伊利推出饮品时间表<sup>1</sup>

时间	具体品类
2015.08	畅意 100% (常温乳酸菌饮料)
2018.04	焕醒源 (功能饮料)
2019.04	伊然 (乳矿饮料)
2019.1	inikin 伊刻活泉 (矿泉水)
2020.02	伊然乳矿气泡水
2020.04	畅意 100% “轻纤加” 乳酸菌
2020.05	伊然小钙盒 (儿童乳矿饮料)

资料来源: 公司官网、国盛证券研究所<sup>3</sup>

回顾公司在健康饮品推广上出现的挫折,例如 2018 年推出的功能饮料和 2019 年推出乳矿饮料销售情况不尽如人意。究其原因,我们认为公司还带着乳企的思维去做饮品,并没有意识到乳品和饮品的运作模式存在很大的差异,且伊利引以为傲的乳品渠道与饮品渠道并不互通,产业链资源几乎不能共用。乳品和饮品的商业模式差异具体体现在:**1) 乳企与饮品企业的核心诉求不同:**乳企为资源性企业,高度依赖奶源、奶厂等产业链;饮品企业的核心为销售渠道,高度精细化的渠道运营和终端陈列是饮品企业的关键;**2) 乳企与饮品企业的存货周期、渠道利润分配模式不同:**乳企渠道更看重快周转、高分润,饮品企业一批的利润率相对较低、终端分润较高。**3) 乳品和饮品消费者习惯不同:**乳品多位计划性消费,看重价格、促销力度;饮品更多为冲动消费,对产品本身和包装,以及终端陈列更看重。

图表 55: 伊利、蒙牛、农夫山泉、康师傅终端数量对比 (万家)<sup>5</sup>



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所<sup>7</sup>

图表 56: 矿泉水经销商利润低于终端利润<sup>8</sup>

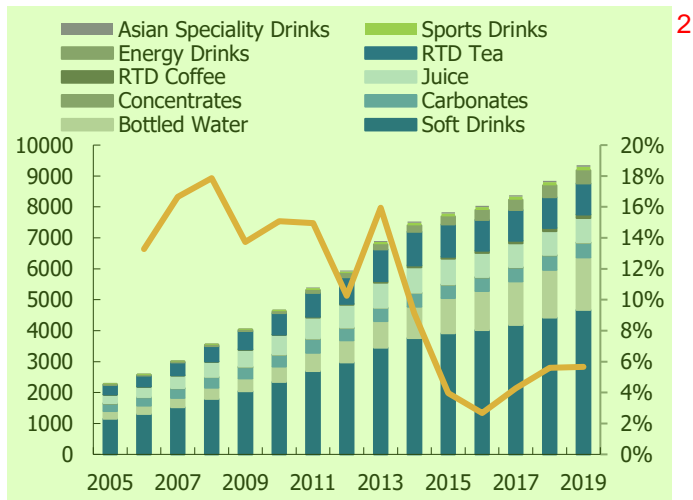


资料来源: 网易商业、国盛证券研究所<sup>10</sup>

中长期来看,我们认为公司能够在健康饮品赛道立足,成长成为大型综合食品公司。主要有以下三点原因:**1) 饮品市场空间足够大。**根据 Euromonitor 数据,2019 年饮品行业规模 9348 亿元,同比增长 5.7%,子品类众多,竞争格局相对较为分散,可以容纳的下一个大型的进入者;**2) 伊利的资金雄厚、现金流充裕,**伊利常温奶竞争格局较优,价格战趋缓的变化下造血功能不断得到强化,持续贡献利润和现金流,可以支撑得起健康饮品产品和团队的不断投入,直到把产品做到 10 亿以上的单品;**3) 伊利执行力强。**企业员工拥有异常执着的精神和超高容错率。

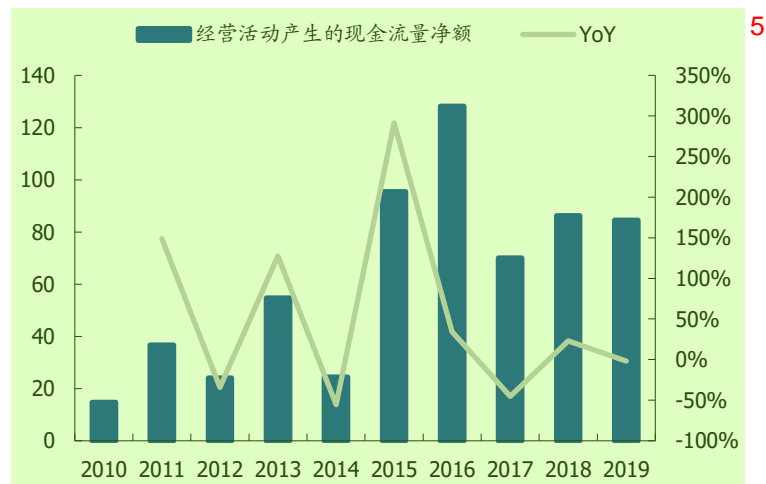


图表 57: 饮品市场规模及增速 (亿元, %) 1



资料来源: Euromonitor、国盛证券研究所 3

图表 58: 伊利经营活动的现金流量净额及增速 (亿元, %) 4



资料来源: wind、国盛证券研究所 6

## 四、盈利预测及投资建议 7

### (一) 业绩预测 8

我们预计公司 2020-2022 年收入分别为 976.60/1130.90/1272.26 亿元, 同比增长 8.5%/15.8%/12.5%; 归母净利润分别为 65.50/81.95/93.45 亿元, 同比增长 5.5%/25.1%/14.0%。具体拆分如下:

**液态奶:** 1) 常温奶方面: 高端化趋势明显, 大单品金典、安慕希保持稳健增速, 预计公司 2020-2022 年常温奶收入增速 12%/13%/14%; 2) 低温奶方面: 当前公司低温奶主要以低温酸奶为主, 低温鲜奶积极布局, 预计公司 2020-2022 年低温奶收入增速 15%/15%/15%。综合来看, 预计公司 2020-2022 年液态奶收入分别为 830.88/941.39/1076.18 亿元, 对应增速分别为 12.6%/13.3%/14.3%。

**固体乳:** 公司有望凭借渠道优势深耕, 在完善产品布局后持续发力, 抢占低线城市长尾品牌让渡的市场份额, 公司婴幼儿奶粉业务有望稳定增长。预计公司 2020-2022 年固体乳收入分别为 107.69/119.36/132.30 亿元, 对应增速分别为 7.1%/10.8%/10.8%。

**冷饮:** 预计公司 2020-2022 年冷饮产品收入分别为 61.95/68.14/74.95 亿元, 增速分别为 10.0%/10.0%/10.0%。

**费用端:** 随着竞争格局的优化和费用投放效率的提升, 预计公司销售费用持平略减, 2020-2022 年销售费用率分别为 23.4%/23.3%/23.3%, 同时, 考虑到股权激励因素, 预计管理费用率有所上升, 预计 2020-2022 年管理费用率分别为 5.0%/5.2%/5.1%。

图表 59: 公司收入分拆 (百万元) <sup>1</sup>

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
液态奶	65,679	73,761	83,088	94,139	107,618
YoY	18%	12%	13%	13%	14%
毛利率	35.2%	35.2%	34.7%	35.1%	36.0%
奶粉及奶制品	8,045	10,055	10,769	11,936	13,230
YoY	25%	25%	7%	11%	11%
毛利率	54.8%	48.1%	54.1%	54.2%	54.3%
冷饮产品	4,997	5,631	6,195	6,814	7,495
YoY	8%	13%	10%	10%	10.0%
毛利率	45.1%	46.5%	46.5%	46.5%	46.5%
其他业务收入	833	62	81	105	136
YoY	-34%	15%	30%	30%	30%
毛利率	79.6%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%

 资料来源: wind、国盛证券研究所 <sup>3</sup>

## (二) 估值与投资建议 <sup>4</sup>

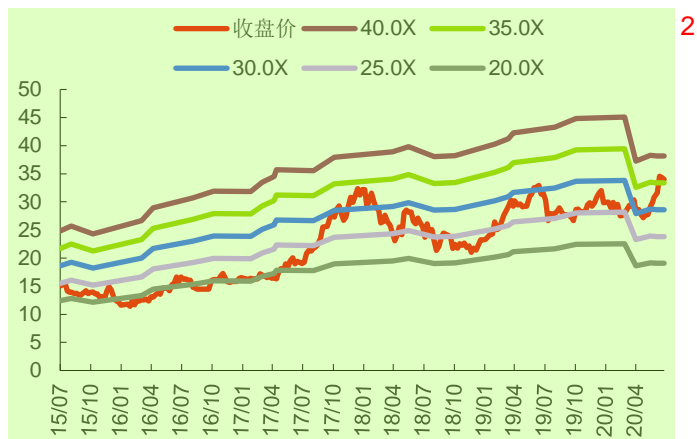
我们预计伊利 2020-2022 年收入分别为 976.60 /1130.90/1272.26 亿元，归母净利润分别为 65.50/81.95/93.45 亿元，EPS 分别为 1.08/1.35/1.54 元。我们认为伊利核心竞争优势未变，高端红利仍在持续释放，低温巴氏、奶粉、健康饮品业务有望顺次发力，预计后千亿时代，伊利成长的路径依旧清晰。参考行业平均估值水平，给予伊利 2021 年 30 倍 PE，对应目标价为 40.5 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

 图表 60: 可比公司估值表 <sup>6</sup>

简称	市值 (亿元)	EPS (元)				PE			
		2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
蒙牛乳业	1,365	1.05	0.85	1.2	1.41	33	41	29	25
光明乳业	204	0.41	0.45	0.52	0.61	41	37	32	27
新乳业	167	0.29	0.33	0.44	0.54	67	59	44	36
行业平均						47	46	35	29

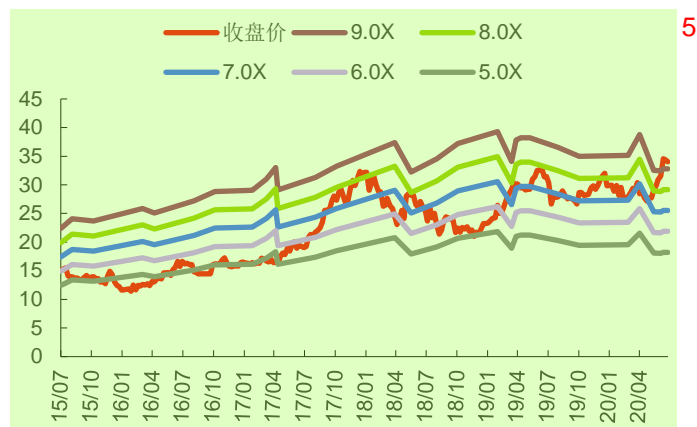
 资料来源: wind、国盛证券研究所 注: 根据 2020 年 7 月 24 日收盘价计算 <sup>8</sup>

图表 61: 伊利股份 PE Band 1



资料来源: wind、国盛证券研究所 3

图表 62: 伊利股份 PB Band 4



资料来源: wind、国盛证券研究所 6

## 五、风险提示 7

- 1) 竞争格局改善不及预期, 竞品价格战导致伊利费用改善存在不确定性。 8
- 2) 新品放量具有不确定性, 公司低温、奶粉及健康饮品的成功仍需要重新培育消费者, 能否放量存在一定不确定性; 9
- 3) 渠道扩张不及预期: 公司目前现代、传统渠道体系较为完备, 能否成功实现电商渠道、特殊渠道的有效扩张存在不确定性; 10
- 4) 食品安全问题。

**免责声明 1**

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

**分析师声明 7**

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

**投资评级说明 9**

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

**国盛证券研究所 11**
**北京**

地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层  
 邮编：100032  
 传真：010-57671718  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

12

**上海**

地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层  
 邮编：200120  
 电话：021-38934111  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

14

**南昌**

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦  
 邮编：330038  
 传真：0791-86281485  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

**13 深圳**

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼  
 邮编：518033  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

15