

伊利股份（600887）深度研究

常温龙头地位强化，品类扩张成长可期

2020年09月29日

【投资要点】

- ◆ **奶价上升需求结构升级，行业集中度提升。**供给端来看，原奶供给下行，奶价进入上升通道，牧场规模化趋势渐显。需求端来看，我国乳制品行业已进入平稳发展阶段，未来下沉市场和巴氏奶需求将成为行业需求增长来源。成本上升压缩利润空间，需求增速放缓加剧竞争，我国乳制品行业进入洗牌期，集中度持续提升。公司作为行业龙头，有望在行业加速整合期间争夺市场份额，提升市占率。
- ◆ **短期：常温龙头地位强化，高端放量推升业绩。**经过多年竞争，伊利蒙牛常温双寡头格局已确立。公司曾在业绩上落后蒙牛，但受益于经营战略长期性导向明显、一致性较强，指引公司在渠道和品牌营销方向上持续发力，公司龙头地位持续强化。公司以常温奶业务为主，成功打造数款百亿级大单品彰显强大的产品力，高端单品持续裂变激发产品活力，延长生命周期，持续提供业绩增长推动力。我们认为，未来三年，常温业务仍将是公司最重要的业绩支撑。
- ◆ **中期：低温、奶粉加速布局，奶源建设保障中长期发展。**公司积极把握巴氏奶需求扩张红利，推出低温奶产品在试点城市进行试运营，积极探索低温盈利模式，扩建工厂、拓宽市场、改进工艺有望帮助公司加速布局低温市场。此外，公司持续推出高端奶粉新品，围绕“伊利”品牌打造丰富的乳制品产品矩阵。我们认为以低温奶和奶粉为代表的多元化产品矩阵将为公司中长期发展提供新动力。2019至今，公司收购Westland 100%股权和中地乳业定向增发股票，扩大国内外奶源布局。我们认为，公司积极加码奶源布局，有望平滑原奶成本上升的压力，提高公司中长期竞争力，保障公司中长期稳定发展。
- ◆ **长期：健康饮品快速创新，布局饮料高增速子赛道。**软饮料行业空间广阔，公司积极布局增速较高的子赛道，在较短的周期内推出多款健康饮品。公司迅速实施单品裂变，丰富健康饮品产品矩阵，精心培育子品牌，快速抢占市场份额，并选择更具年轻消费者基础的创新营销渠道，打造更为清晰的产品定位。我们认为，公司的健康饮品板块仍处于探索阶段，不确定性尚存，短期内难以成为公司主要业绩支撑，但公司迅速推新展现的研发实力和产品力是我们看好健康饮品板块的重要原因。结合公司深度分销的渠道优势，我们认为公司有望在未来五到十年实现健康饮品重点赛道深入布局，并与公司乳制品业务实现渠道协同，为公司打开长期成长空间。



挖掘价值 投资成长

买入（首次）

目标价：47.19元

东方财富证券研究所

证券分析师：危鹏华

证书编号：S1160520070001

联系人：李欣欣

电话：021-23586472

相对指数表现



基本数据

总市值（百万元）	231831.20
流通市值（百万元）	224848.92
52周最高/最低（元）	43.08/26.89
52周最高/最低（PE）	39.96/23.66
52周最高/最低（PB）	9.76/5.92
52周涨幅（%）	38.38
52周换手率（%）	242.02

相关研究

《股份回购彰显信心，目标直指五强千亿》	2019.04.29
《聚势谋远，领航前行》	2019.03.11
《市占率提升，海外拓展稳步推进》	2018.11.01
《主营业务发展势头良好，饮料及海外并购是未来看点》	2018.09.03
《心之所系，星辰大海》	2018.05.02

【投资建议】

我国乳制品行业已进入高质量发展时期，存量市场为主，增量来源主要为低温奶渗透率提升及常温奶消费升级。公司作为乳制品行业龙头的地位持续强化，背靠“伊利”品牌打造数个百亿级大单品，单品裂变出新丰富产品矩阵进一步反哺“伊利”品牌。公司持续深耕渠道建设，密集的分销渠道是公司的核心竞争力。我们认为短期内常温奶仍将为公司主力产品，中期以低温奶和奶粉为代表的产品矩阵多元化将为公司提供新的增长点，长期健康饮品产品培育成功有望成为新的业绩支撑。我们预计公司 20/21/22 年收入分别为 972.09 / 1072.35 / 1171.75 亿元，归母净利润分别为 70.48/82.02/97.92 亿元，EPS 分别为 1.16/1.35/1.61 元/股，对应 PE 分别为 32.89/28.26/23.68 倍。根据同行业可比公司估值的平均水平，考虑到公司在行业中的领先地位和渠道优势，结合公司历史估值水平，我们认为可以给予公司 35-40 倍 PE，首次覆盖，给予 2021 年 35 倍 PE，对应 12 个月目标价 47.19 元，给予公司“买入”评级。

图表：公司盈利预测

项目\年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	90223.08	97209.46	107234.78	117174.51
增长率(%)	13.41%	7.74%	10.31%	9.27%
EBITDA(百万元)	9362.58	8814.19	9949.90	11608.48
归属母公司净利润(百万元)	6933.76	7047.78	8202.33	9791.61
增长率(%)	7.67%	1.64%	16.38%	19.38%
EPS(元/股)	1.14	1.16	1.35	1.61
市盈率(P/E)	27.14	32.89	28.26	23.68
市净率(P/B)	7.20	6.99	5.60	4.53
EV/EBITDA	19.67	25.88	22.38	18.60

资料来源：choice，东方财富证券研究所。注：数据截至 2020-09-25。

【风险提示】

- ◆ 原奶涨价风险；
- ◆ 食品安全事故风险；
- ◆ 行业竞争加剧；
- ◆ 新品表现不及预期；
- ◆ 健康饮品培育进度不及预期；
- ◆ 公司渠道下沉及新零售渠道建设不及预期；
- ◆ 宏观经济增速不及预期。

正文目录

1. 常温龙头地位强化，渠道建设是核心竞争力	6
1.1. 乳制品行业龙头，全国布局全球织网	6
1.2. 核心利益深度绑定，管理稳定风格一致	8
1.3. 强调产品创新，持续拓展渠道	11
1.4. 大规模稳增长，盈利营运能力较强	11
1.4.1. 营收利润稳定增长，盈利能力位于行业上游	11
1.4.2. 流动性较强负债较少，长短期偿债能力较强	14
1.4.3. 短周期展现强大营运能力，高收现比彰显议价能力	15
2. 奶价上升需求结构升级，行业集中度提升	17
2.1. 原料奶供给下行，奶价进入上升通道	17
2.2. 农村为需求增长主要动力，巴氏奶加速放量	20
2.3. 线下渠道为主，物流建设推动线上渠道扩张	24
2.4. 行业集中度逐渐提升，“大而全”与“小而美”并存	25
3. 常温龙头地位强化，品类扩张创造新动力	27
3.1. 短期：常温龙头地位强化，高端放量推升业绩	27
3.1.1. 常温双寡头竞争格局确立，深度分销渠道优势尽显	27
3.1.2. 份额收割推升短期业绩，高端化红利加速释放	31
3.2. 中期：低温、奶粉加速布局，奶源建设保障中长期发展	36
3.2.1. 加速布局低温市场，新标准开拓新途径	36
3.2.2. 聚焦低龄加速推新，渠道品牌是核心竞争力	38
3.2.3. 推进工厂建设和奶源布局，保障长期稳定发展	41
3.3. 长期：健康饮品快速创新，布局饮料高增速子赛道	42
4. 盈利预测与投资建议	45
4.1. 核心假设与盈利预测	45
4.2. 估值与投资建议	46
5. 风险提示	47

图表目录

图表 1：公司历史沿革	6
图表 2：公司产品矩阵	6
图表 3：2015-2019 年公司营业收入分产品	7
图表 4：2015-2019 年公司营业收入分地区	7
图表 5：公司分产品成本结构	7
图表 6：公司奶源分布	8
图表 7：公司产品矩阵	8
图表 8：公司股权结构（截止至 2020-06-30）	9
图表 9：蒙牛乳业股权结构（截止至 2019-12-31）	9
图表 10：伊利股份与蒙牛乳业领导人更替对比	10
图表 11：公司股权激励方案	10
图表 12：伊利、蒙牛战略指引比较	11
图表 13：2015-2020H1 公司及可比公司营业总收入	12
图表 14：2015-2020H1 公司及可比公司营收增速	12
图表 15：2015-2020H1 公司及可比公司归母净利润	12
图表 16：2015-2020H1 公司及可比公司利润增速	12

图表 17: 2015-2020H1 公司及可比公司毛利率.....	13
图表 18: 2015-2020H1 公司及可比公司净利率.....	13
图表 19: 2015-2020H1 公司及可比公司期间费用率.....	13
图表 20: 2015-2020H1 公司及可比公司销售费用率.....	13
图表 21: 2015-2020H1 公司及可比公司管理（加回研发）费用率.....	14
图表 22: 2015-2020H1 公司及可比公司财务费用率.....	14
图表 23: 2015-2020H1 公司及可比公司流动比率.....	14
图表 24: 2015-2020H1 公司及可比公司速动比率.....	14
图表 25: 2015-2020H1 公司及可比公司资产负债率.....	15
图表 26: 2015-2020H1 公司及可比公司有息负债率.....	15
图表 27: 2015-2020H1 公司及可比公司营业周期.....	15
图表 28: 2015-2020H1 公司及可比公司现金周转周期.....	15
图表 29: 2015-2020H1 公司及可比公司存货周转天数.....	16
图表 30: 2015-2020H1 公司及可比公司应收账款周转天数.....	16
图表 31: 2015-2020H1 公司及可比公司应收账款+应收票据.....	16
图表 32: 2015-2020H1 公司及可比公司应付账款周转天数.....	16
图表 33: 2015-2020H1 公司及可比公司经营性现金流.....	17
图表 34: 2015-2020H1 公司及可比公司收现比.....	17
图表 35: 乳制品产业链.....	17
图表 36: 乳制品分类.....	18
图表 37: 不同规模乳制品生产企业成本组成.....	18
图表 38: 2012-2017 年我国奶类产量.....	19
图表 39: 2008-2017 年我国奶牛存栏数.....	19
图表 40: 2013-2020 我国生鲜乳价格.....	19
图表 41: 2003-2017 年我国规模以上牛场占比.....	19
图表 42: 奶牛生长周期.....	20
图表 43: 2013-2023E 我国乳制品消费量.....	20
图表 44: 2013-2019 我国液体奶及酸奶零售额.....	20
图表 45: 2013-2019 我国主要常温酸奶品牌市占率.....	21
图表 46: 2013-2019 我国主要低温酸奶品牌市占率.....	21
图表 47: 2016 世界各国人均液体奶消费量.....	21
图表 48: 2013-2018 我国人均奶消费量.....	22
图表 49: 2014-2019 我国巴氏奶及常温奶销售量.....	22
图表 50: 2014-2019 我国巴氏奶及常温奶销售额.....	22
图表 51: 2012-2019 金典在液体奶品牌中的市占率.....	23
图表 52: 2012-2019 特仑苏在液体奶品牌中的市占率.....	23
图表 53: 常温奶和巴氏奶的销售范围及消费群体对比.....	23
图表 54: 2016-2019 全国冷链物流市场规模.....	24
图表 55: 2015-2019 全国冷库容量.....	24
图表 56: 2013-2019 我国液体奶销售额分渠道.....	24
图表 57: 2013-2019 我国酸奶销售额分渠道.....	24
图表 58: 盒马鲜生网点分布.....	25
图表 59: 2013-2019 我国液体奶 CR2.....	25
图表 60: 2013-2019 我国酸奶 CR2.....	25
图表 61: 2003-2017 我国乳制品制造业企业数量.....	26
图表 62: 地方龙头乳制品企业及巴氏奶业务占比.....	26
图表 63: 伊利与蒙牛营收对比.....	27
图表 64: 伊利与蒙牛主要产品价格对比.....	28
图表 65: 伊利渠道建设进度.....	28
图表 66: 伊利渠道建设成果.....	29
图表 67: 2019 年乳制品企业销售人员数量.....	29
图表 68: 蒙牛渠道建设战略变更.....	29
图表 69: 伊利、蒙牛广告营销费用.....	30

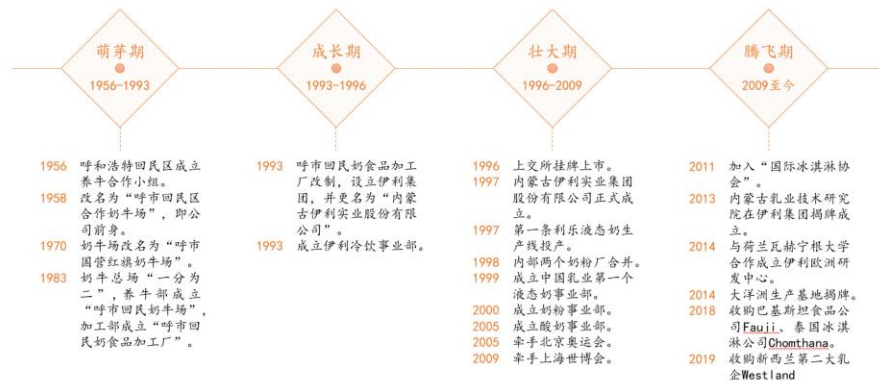
图表 70: 伊利、蒙牛广告营销费占收入比例	30
图表 71: 伊利、蒙牛营销投入对比	31
图表 72: 2012-2019 年伊利股份和蒙牛乳业市占率	31
图表 73: 公司液体乳销量及增速	32
图表 74: 公司液体乳单价及增速	32
图表 75: 2014-2019 伊利重点产品收入占比	32
图表 76: 2014-2019 安慕希收入占比	32
图表 77: 2019 年公司大单品	33
图表 78: 2020 年安慕希单品裂变	33
图表 79: 安慕希三款经典包装外形	34
图表 80: 安慕希 2020 新包装	34
图表 81: 金典纯牛奶及其他子单品	34
图表 82: 金典新品“三年六班金小典”	34
图表 83: 2012-2019 年金典在液体奶品牌中的市占率	35
图表 84: 2014-2019 安慕希在酸奶品牌中的市占率	35
图表 85: 安慕希邀请流量明星代言	35
图表 86: 2014-2024E 我国巴氏奶销售量	36
图表 87: 2014-2024E 我国巴氏奶销售额	36
图表 88: 公司推出巴氏鲜奶品牌“百格特”	36
图表 89: 公司推出三款低温奶新品	36
图表 90: 三种灭菌方式对比	37
图表 91: 光明新鲜牧场低温奶买一送一	38
图表 92: 光明新鲜牧场低温奶线上促销	38
图表 93: 2014-2024E 我国奶粉销售额及增速	38
图表 94: 2014-2024E 我国奶粉销售量及增速	39
图表 95: 2014-2024E 我国奶粉销售单价及增速	39
图表 96: 2014-2019 公司奶粉及奶制品收入	39
图表 97: 2014-2019 公司奶粉及奶制品毛利率	39
图表 98: “金领冠塞纳牧”婴幼儿有机配方奶粉	40
图表 99: “QQ 星”儿童成长配方奶粉	40
图表 100: 公司营业收入拆分与预测	40
图表 101: 公司收购新西兰 Westland	41
图表 102: 软饮料行业空间及增速	42
图表 103: 植选	42
图表 104: 唤醒源	42
图表 105: 圣瑞思	43
图表 106: 伊刻活泉	43
图表 107: 伊然乳矿轻饮和伊然乳矿气泡水	43
图表 108: 植选、伊然单品裂变出新	44
图表 109: 公司健康饮品与竞品比价	44
图表 110: 植选 6.0 在李佳琦直播间超前首发	45
图表 111: Keaplant 高能挑战赛	45
图表 112: 公司营业收入拆分与预测	46
图表 113: 公司盈利预测	47
图表 114: 行业重点关注公司	47

1. 常温龙头地位强化，渠道建设是核心竞争力

1.1. 乳制品行业龙头，全国布局全球织网

内蒙古伊利实业集团股份有限公司创始于1993年，总部位于内蒙古自治区呼和浩特市。公司稳居全球乳业第一阵营，蝉联亚洲乳业第一，是中国规模最大、产品品类最全的乳制品企业。公司还是中国唯一一家符合奥运会标准和世博会标准，为2008年北京奥运会和2010年上海世博会提供服务的乳制品企业。

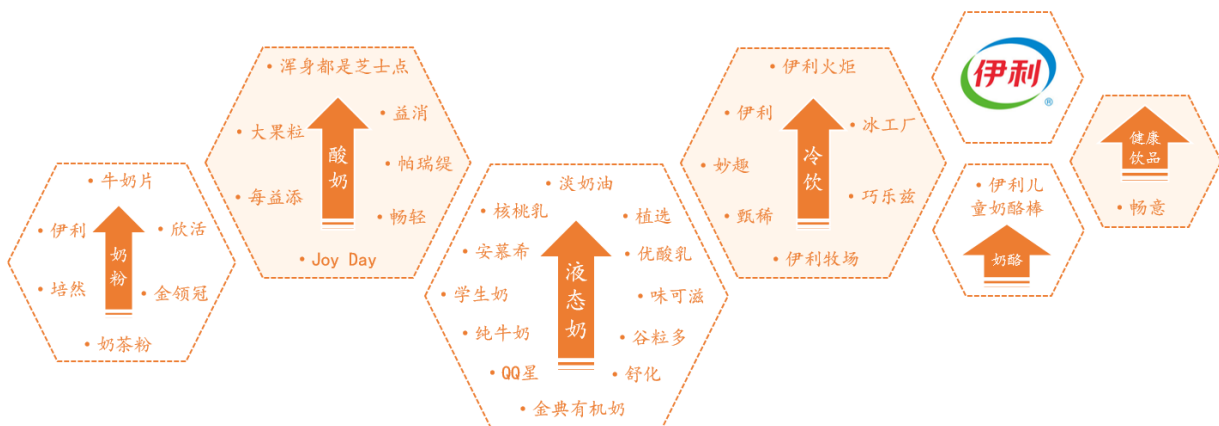
图表 1：公司历史沿革



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

聚焦乳制品，发展健康饮品。公司主要从事各类乳制品及健康饮品的加工、制造与销售活动，旗下拥有液体乳、乳饮料、奶粉、酸奶、冷冻饮品、奶酪、乳脂、包装饮用水几大产品系列。公司正在开发健康饮品产品业务，但尚处于起步阶段。公司按照产品系列及服务划分，以事业部的形式，构建了液态奶、奶粉、冷饮、酸奶、健康饮品、奶酪六大产品业务群。

图表 2：公司产品矩阵

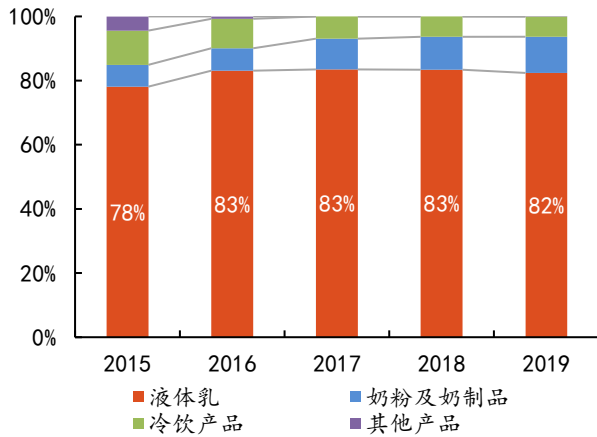


资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

液体乳收入为主，实现全国布局。液体乳是公司主要收入来源，2015-2019年，公司液体乳收入占营业总收入的比重维持在80%左右。奶粉产品占比持续上升，冷

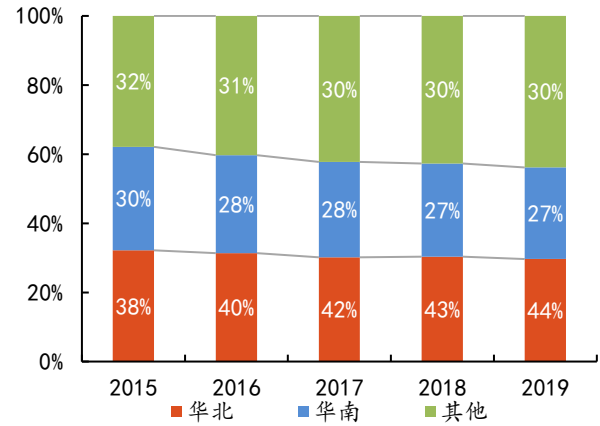
饮产品占比持续下降。2015-2019年，公司奶粉产品营收占比由6.79%上升至11.23%，冷饮产品营收占比由10.68%下降至6.29%。公司实现全国布局，华北和华南两大区域是公司最大的收入来源。

图表 3：2015-2019 年公司营业收入分产品



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

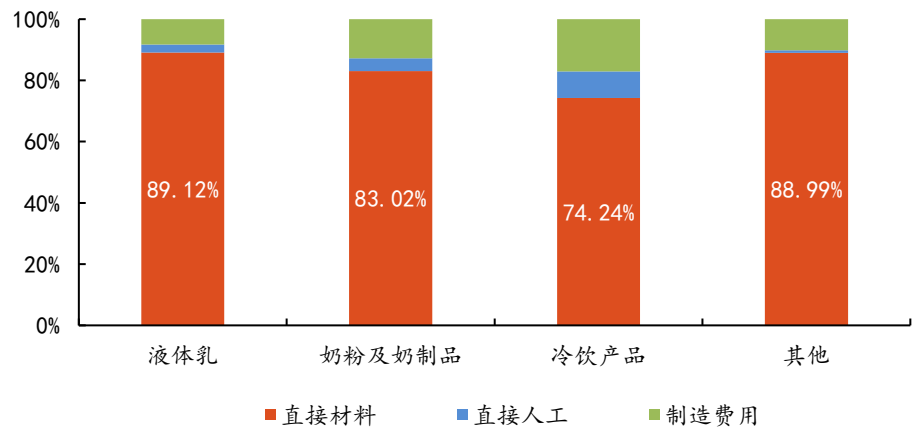
图表 4：2015-2019 年公司营业收入分地区



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

直接材料成本为主，加工程度较低。乳制品加工程度较低，直接材料成本在总成本中占比较大。2019年，公司液体乳/奶粉及奶制品/冷饮产品直接材料成本占比分别为89.12%/83.02%/74.24%。2018年行业大规模乳企直接材料成本占比为87%，公司直接材料占比高于行业平均，我们认为主要系公司规模较大，规模经营减少了单位人工成本和制造费用。

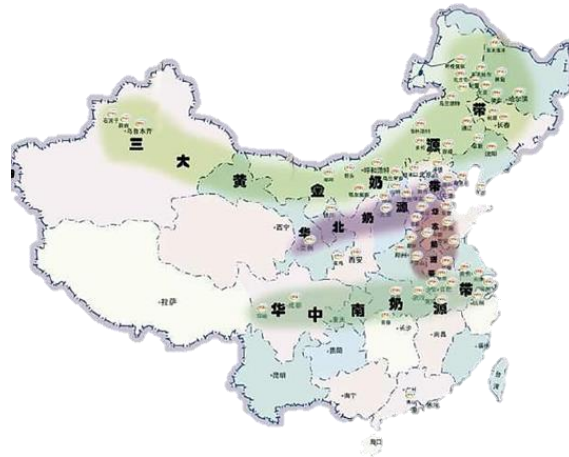
图表 5：公司分产品成本结构



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

奶源产能全国布局，实现规模化、集约化。公司始终对上游原奶布局保持高度重视，目前公司已经实现了包含内蒙古、东北、西北、华北、华中、华中南六大奶源带的产能布局，在全国拥有自建、在建及合作牧场2400多座，其中，规模化集约化的养殖在奶源供应比例中达到100%，居行业首位。

图表 6：公司奶源分布



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

全球织网实现国际化。国际化是公司的重要战略，公司持续深化“全球织网”战略，积极扩展奶源布局。目前，公司在亚洲、欧洲、美洲、大洋洲等乳业发达地区构建了一张覆盖全球资源体系、全球创新体系、全球市场体系的骨干大网。此外，公司还成立了欧洲研发中心、新西兰一体化乳业基地、中美食品智慧谷等基地。

图表 7：公司产品矩阵

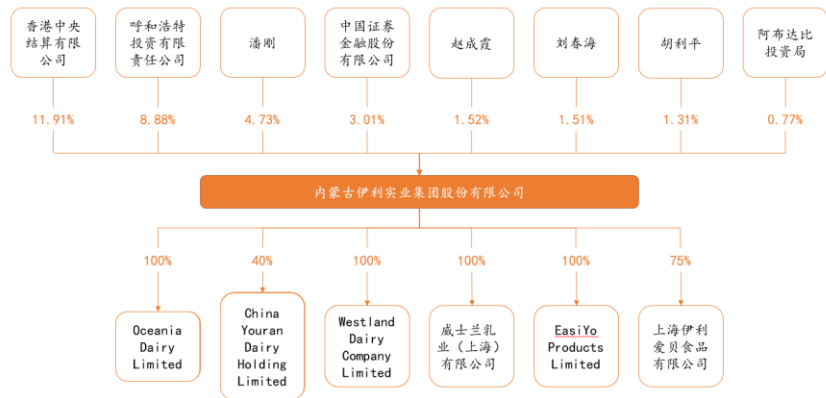


资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

1.2. 核心利益深度绑定，管理稳定风格一致

股权结构分散，高管持股深度绑定核心利益。公司股权结构较为分散，无控股股东和实际控制人。截止至 2020 年 6 月 30 日，公司前十大股东中，潘刚、赵成霞、刘春海均为公司董事，胡利平曾任公司董事，四人合计持股比例为 9.07%。高管团队持股比例较高，公司与高管团队的利益深度绑定，有助于维持公司长期稳定发展。

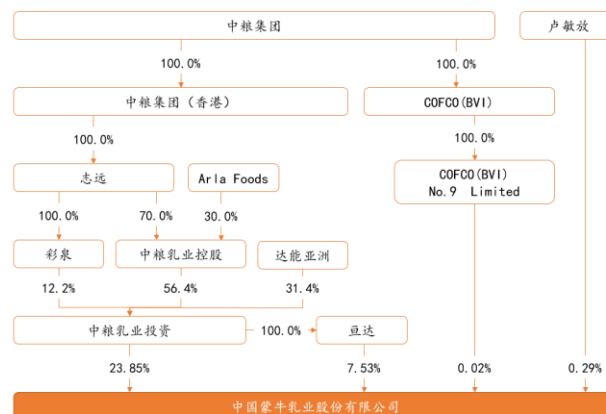
图表 8：公司股权结构（截止至 2020-06-30）



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

蒙牛乳业国企氛围较浓厚，三大战略股东共存。与伊利股份相比，蒙牛乳业的股权结构较为集中，中粮集团、丹麦 Arla Foods 和法国达能为三大战略股东，分别通过间接方式持有公司 16.24%/5.31%/9.85% 的股份。中粮集团对蒙牛乳业的发展战略影响较大，蒙牛乳业国企氛围相对浓厚。蒙牛乳业管理层仅卢敏放持有公司 0.29% 的股份，与伊利股份相比，蒙牛乳业高管持股比例较低，激励程度较低。

图表 9：蒙牛乳业股权结构（截止至 2019-12-31）



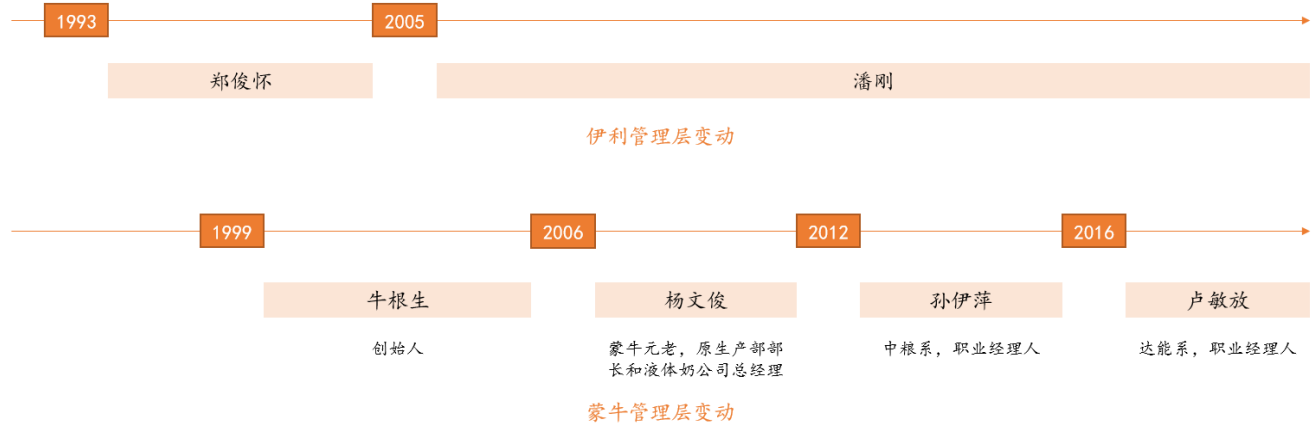
资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

伊利股份领导人变更较少，管理风格稳定。1993-2005 年，伊利领导人为郑俊怀。郑俊怀被誉为“中国乳业之父”，1983 年被调任呼市回民奶食品厂（伊利集团前身）厂长，1993 年回民奶食品厂股改后成为国有控股的“伊利实业股份有限公司”，郑俊怀任公司总经理，至 2004 年，郑俊怀因涉嫌挪用公款罪入狱，随后潘刚接任。潘刚于 1992 年加入伊利集团前身——呼和浩特市回民奶食品厂，先后在集团内任车间工人、冷冻食品公司质检部及生产部部长、矿泉饮料有限责任公司董事长、液态奶事业部总经理等职。在潘刚的带领下，公司经营风格较为稳健，并借助前瞻性的视野和快速响应能力，走在行业前列。

蒙牛乳业领导人变动频繁，经营策略延续性较差。1999 年，牛根生离开伊利创建蒙牛；2006 年，牛根生辞去总裁职务，由生产部部长及液体奶公司总经理杨文俊接任；2012 年中粮系入主蒙牛，曾任中粮地产副总经理、中粮集团（西南）大区总经理的职业经理人孙伊萍接任领导人；2016 年达能系领导人卢敏放接任，卢敏放曾任达能早期生命营养品公司大中华区副总裁。蒙牛领导人分别来自不同的

体系，2012年中粮系入主后，公司战略导向变化较大，强调国际化，收购了雅利和现代牧业，但表现不及预期；2016年达能系接棒后，战略导向转向市场拓展，拆分四大业务部，持续改进渠道模式。多次领导人变化导致蒙牛的组织构架变动频繁，经营策略延续性较差，一定程度上影响了蒙牛的发展。

图表 10：伊利股份与蒙牛乳业领导人更替对比



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

股权激励调动员工积极性，激发公司活力。公司多次实施股权激励和股票期权计划，建立公司与员工利益共享机制，调动员工积极性。公司实施股权激励对象主要为高管及核心技术（业务）人员，通过鼓励核心骨干提高贡献，激发公司活力。

图表 11：公司股权激励方案

时间	内容	占总股本比例	授予对象	行权条件	结果
2016年	4500万股股票期权	0.74%	核心技术（业务）人员	第一个行权期：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%，	达成
				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%	达成
2016年	1500万股限制性股票	0.25%	核心技术（业务）人员	第一个行权期：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%，	达成
				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%	达成
2019年	1.52亿股限制性股票	3.00%	董事、高级管理人员、核心技术（业务）骨干	第一个解除限售期：以2018年净利润为基数，2019年净利润增长率不低于8%，净资产收益率不低于15%。	达成
				第二个解除限售期：以2018年净利润为基数，2020年净利润增长率不低于18%，净资产收益率不低于15%。	未到时间
				第三个解除限售期：以2018年净利润为基数，2021年净利润增长率不低于28%，净资产收益率不低于15%。	未到时间
				第四个解除限售期：以2018年净利润为基数，2022年净利润增长率不低于38%，净资产收益率不低于15%。	未到时间
				第五个解除限售期：以2018年净利润为基数，2023年净利润增长率不低于48%，净资产收益率不低于15%。	未到时间

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

发布《长期服务计划》，进一步绑定公司与员工利益。2020年9月，公司发布《长期服务计划》，面向公司中高层管理人员和业务、技术骨干，存续期为20年，以自有资金购入公司股票，当持有人达到法定退休标准或公司内部离退条件时才获得归属权。本次《长期服务计划》再次加强了公司利益与员工利益的长期绑定，实现公司与员工利益共享、风险共担，提高公司员工的凝聚力和公司竞争力，促进公司长期、持续、健康的发展。

1.3. 强调产品创新，持续拓展渠道

强调产品创新，持续拓展渠道。未来公司将继续以“成为全球最值得信赖的健康食品提供者”愿景为指引，坚守“伊利即品质”信条，以创新和国际化为驱动，积极布局大健康领域，成为健康食品行业发展的引领者。后期，公司重点战略举措包括产品创新、海外市场开发、拓展新兴渠道等。与蒙牛相比，公司更强调产品创新，蒙牛则更注重质量管理。公司与蒙牛均强调了渠道扩张和新兴渠道的建设。

图表 12：伊利、蒙牛战略指引比较

伊利股份	蒙牛乳业
产品创新：以消费者需求为导向，依托公司全球技术创新和产品研发平台，聚焦健康食品领域加快产品创新。	质量管理：对公司产业链质量安全管理机制进行升级优化。
全球化：持续推进海外市场开发，提升全球品牌卓越运营能力。	数字化战略：将乳品产业链数字化转型从生产制造环节向上下游拓展，大力发展数字化工厂项目、智网系统、数字奶源项目及与阿里巴巴合作的数字化营销项目。
渠道拓展：积极拓展新兴渠道，借助互联网技术打造全新业务模式。	渠道拓展：优化供应链模式，赋能经销商，精耕渠道管理，提升销售网点覆盖。

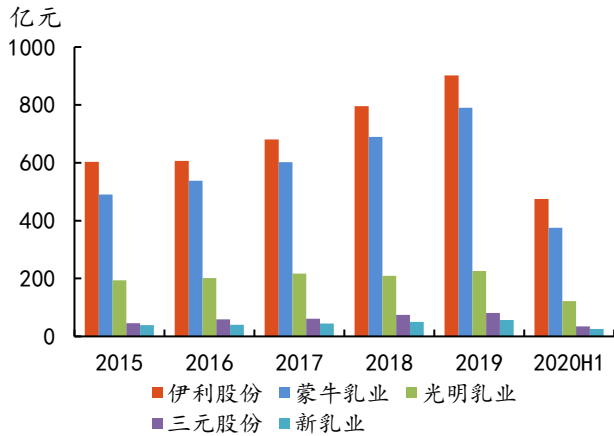
资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

1.4. 大规模稳增长，盈利营运能力较强

1.4.1. 营收利润稳定增长，盈利能力位于行业上游

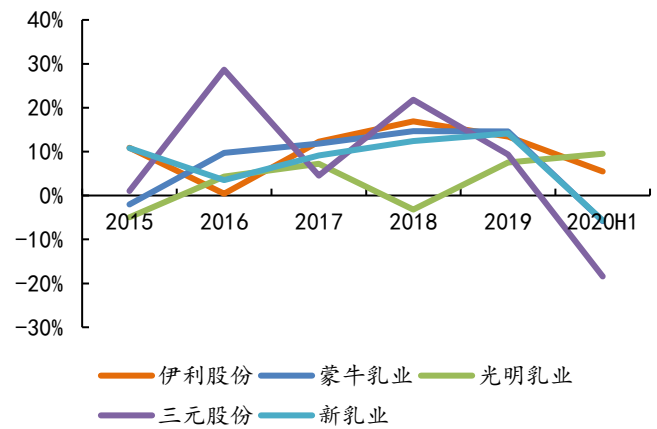
乳制品行业规模最大企业，营收增速稳定，位于行业中游。2014-2019年，公司营业总收入由544亿元增长至902亿元，CAGR+13.46%。公司是乳制品行业规模最大的企业，2019年，公司营业总收入是蒙牛乳业/光明乳业/三元股份/新乳业的1.14/4.00/11.07/15.90倍。除2016年因处置优然牧业股权（2016年5至12月不再合并优然牧业营业收入）外，公司营收增速稳定在10%-20%区间，位于行业中游。2020年受疫情影响，春节期间乳制品送礼需求下降，2020H1除光明乳业外，可比公司收入增速均出现不同程度的下滑。公司收入增速有所回落，但仍维持正增长且位于行业较高水平。

图表 13：2015-2020H1 公司及可比公司营业总收入



资料来源：choice，东方财富证券研究所

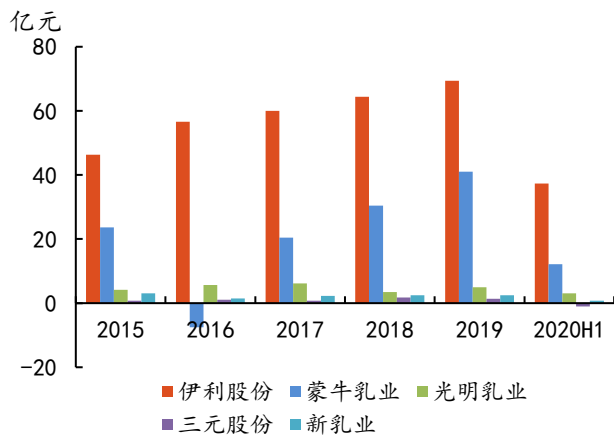
图表 14：2015-2020H1 公司及可比公司营收增速



资料来源：choice，东方财富证券研究所

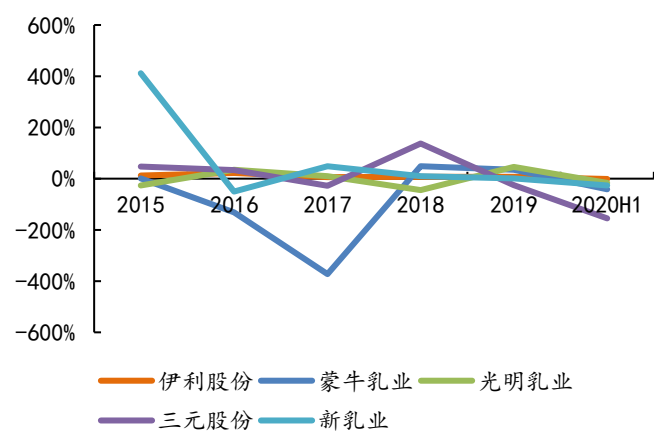
利润规模位于行业第一，增速稳定位于较低水平。2014-2019 年，公司归母净利润由 41 亿元增长至 69 亿元，CAGR+13.73%。公司利润规模位于行业第一，2019 年，公司归母净利润是蒙牛乳业/光明乳业/三元股份/新乳业的 1.69/13.91/51.61/28.45 倍。2016 年处置优然牧业股权后，公司利润增速稳定在 5%-10% 区间，位于行业较低水平。受疫情影响，可比公司利润增速均出现负增长，公司 2020H1 利润同比下降 1.2%，降幅小于可比公司，且 2020Q2 单季同比增长 72.3%，回升势头较为强劲。

图表 15：2015-2020H1 公司及可比公司归母净利润



资料来源：choice，东方财富证券研究所

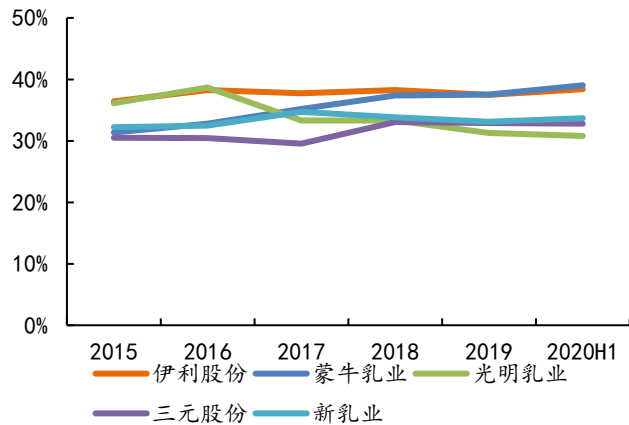
图表 16：2015-2020H1 公司及可比公司利润增速



资料来源：choice，东方财富证券研究所

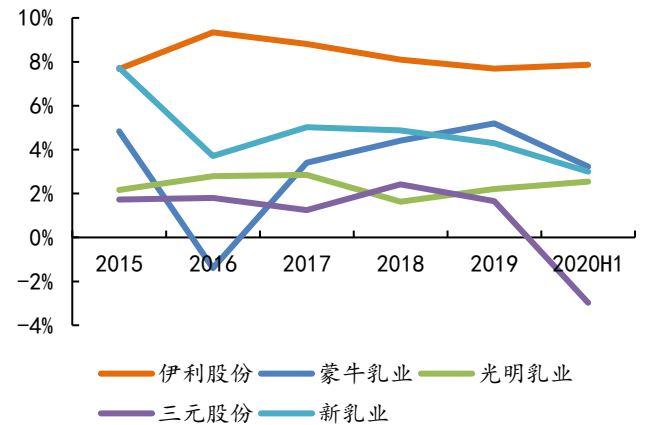
毛利率稳定净利率下行，盈利能力位于行业上游。2015-2020H1，公司毛利率稳定在 33%-39% 区间，位于行业较高水平，净利率位于 7%-10% 区间，高于可比公司。公司毛利率水平较为稳定，2016 年后净利率略有回落，我们对净利润计算过程进行拆解后分析得：2019 年主要系公司业务规模扩大、收购子公司、员工薪资调整以及股权激励费用增加导致职工薪酬增加所致的管理费用增加，2018 年主要系广告营销费增加导致的销售费用增加，2017 年主要系投资收益、营业外收入减少。2020H1 公司毛利率及净利率分别较 2019FY 提升 0.91/0.17pct，主要系原奶及包材价格略降及高端产品占比提升。

图表 17：2015-2020H1 公司及可比公司毛利率



资料来源：choice，东方财富证券研究所

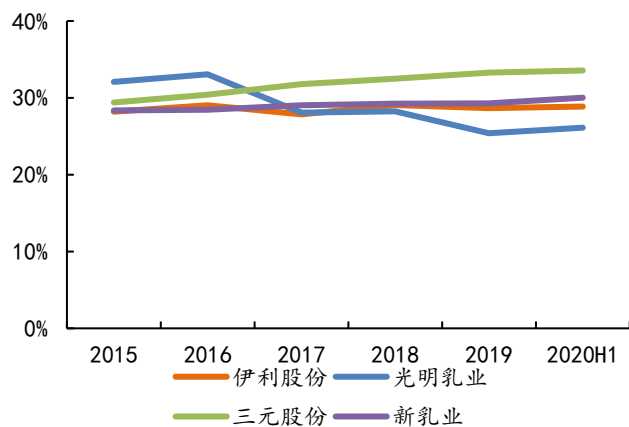
图表 18：2015-2020H1 公司及可比公司净利率



资料来源：choice，东方财富证券研究所

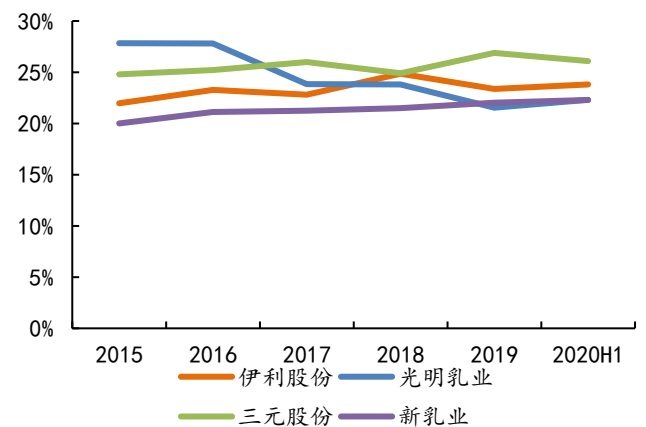
期间费用率稳定，位于行业中游。2015-2020H1，公司期间费用率稳定在25%-29%区间，与新乳业较为接近，低于三元股份，光明乳业期间费用率持续下行，2018年后光明乳业期间费用率低于公司。我们将期间费用率进行拆分，公司销售费用率和管理（加回研发）费用率均位于行业中游，财务费用率位于行业较低水平。分项来看，公司销售费用率略微上行，主要系广告营销费用增加，管理（加回研发）费用率震荡下行，财务费用率2018年后有所回升，主要系有息负债余额上升。

图表 19：2015-2020H1 公司及可比公司期间费用率



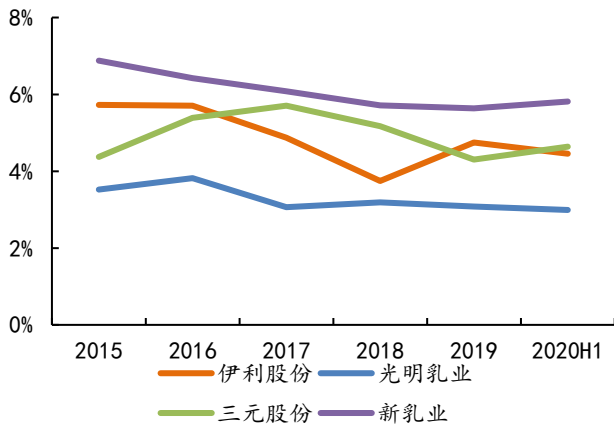
资料来源：choice，东方财富证券研究所

图表 20：2015-2020H1 公司及可比公司销售费用率



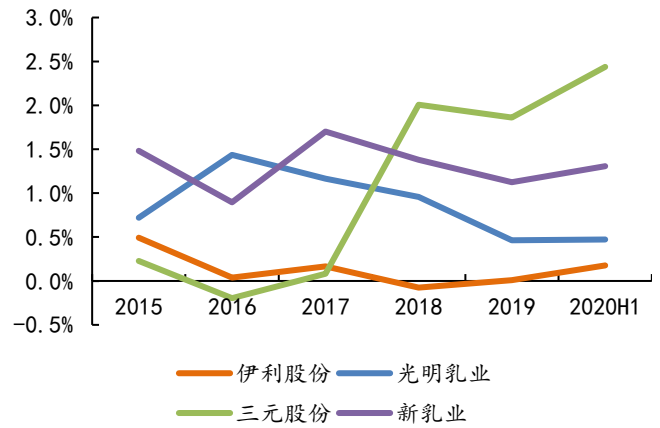
资料来源：choice，东方财富证券研究所

图表 21：2015-2020H1 公司及可比公司管理（加回研发）费用率



资料来源：choice，东方财富证券研究所

图表 22：2015-2020H1 公司及可比公司财务费用率

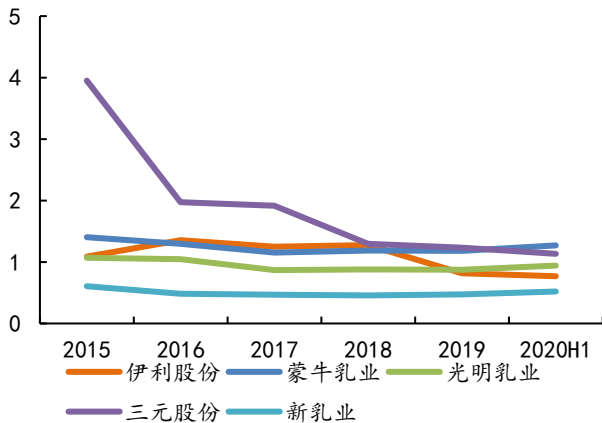


资料来源：choice，东方财富证券研究所

1.4.2. 流动性较强负债较少，长短期偿债能力较强

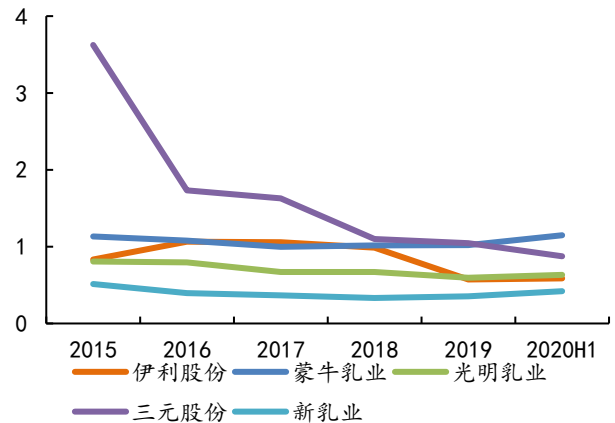
2018 年前短期偿债能力较强，2019 年后有所减弱。2015-2018 年，公司流动比率维持在 1.1-1.4 区间，速动比率维持在 0.8-1.1 区间，低于三元股份，与蒙牛相近，至 2020H1 流动/速动比率分别回落至 0.77/0.59，仅高于新乳业。我们认为，2018 年前，公司流动比率和速动比率位于行业较高水平，短期偿债能力较强。2019 年后，公司两项指标回落，主要系超短期融资券、短期借款等有息负债平均余额增加，短期偿债能力有所减弱。

图表 23：2015-2020H1 公司及可比公司流动比率



资料来源：choice，东方财富证券研究所

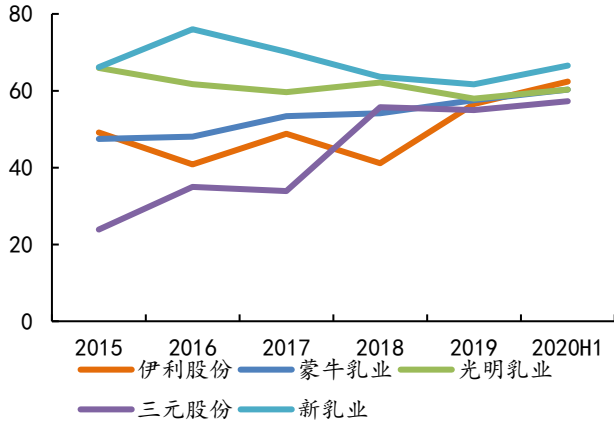
图表 24：2015-2020H1 公司及可比公司速动比率



资料来源：choice，东方财富证券研究所

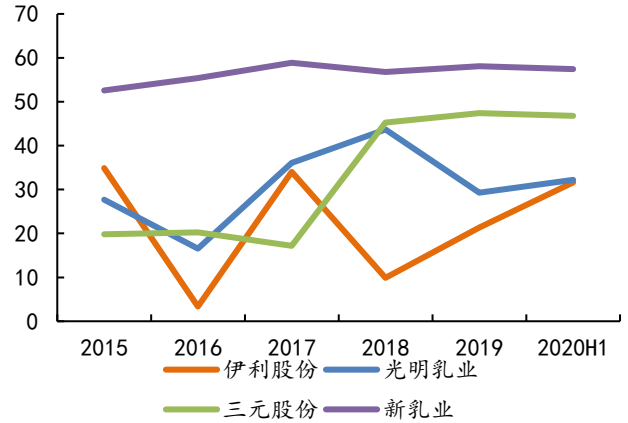
财务结构较为稳定，长期偿债能力较强。2015-2018 年，公司资产负债率在 40%-60% 区间波动，随后逐步提升至 2020H1 的 62.38，主要系 2019 年发行公司债。2015-2020H1，公司有息负债率在 40% 以下震荡，处于行业较低水平。我们认为，公司财务结构较为稳定，有息负债率较低，长期偿债能力较强。

图表 25：2015-2020H1 公司及可比公司资产负债率



资料来源：choice，东方财富证券研究所

图表 26：2015-2020H1 公司及可比公司有息负债率

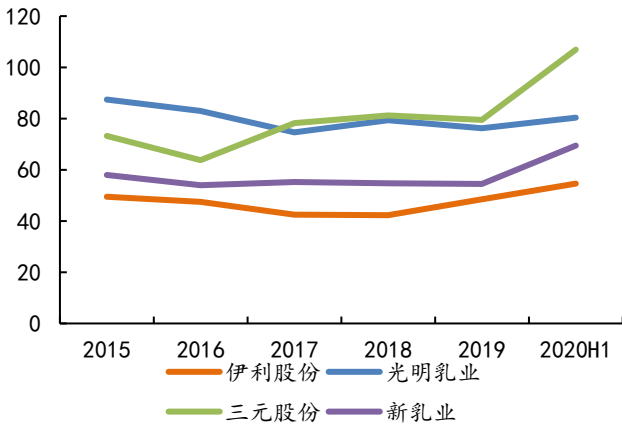


资料来源：choice，东方财富证券研究所

1.4.3. 短周期展现强大营运能力，高收现比彰显议价能力

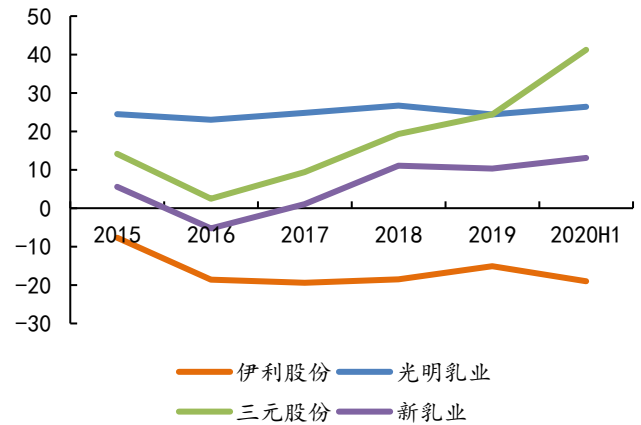
常温为主经营周期较短，展现强大营运能力。公司营业周期及现金周转周期在行业中均处于较短水平，2015-2020H1 公司营业周期维持在 40-55 天区间，现金周转周期持续小于 0。我们认为公司以常温奶业务为主，由于常温奶保质期较长，广泛的销售区域拉长了，相较于低温奶业务为主的乳企，公司的经营周期应当更长，但实际上公司营业周期及现金周转周期较短，展现了公司较强的经营能力。

图表 27：2015-2020H1 公司及可比公司营业周期



资料来源：choice，东方财富证券研究所

图表 28：2015-2020H1 公司及可比公司现金周转周期

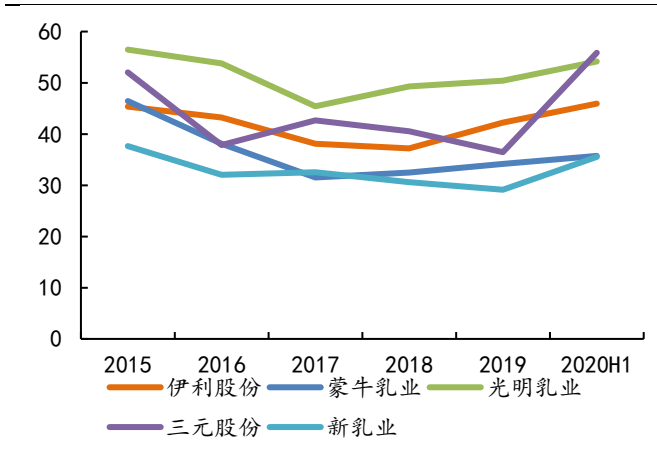


资料来源：choice，东方财富证券研究所

应收账款周转较快，强势结算彰显议价能力。我们将现金周转周期拆分为存货周转天数、应收账款周转天数和应付账款周转天数，比较发现 2015-2019 年公司存货周转天数维持在 35-45 天区间，应付账款周转天数位于 57-66 天区间，均位于行业中游，应收账款周转天数维持在 4-7 天区间，大幅低于同行业可比公司。2020 年，受疫情影响，行业周转效率均有所放缓，周转天数均有所增加，但公司在行业中所处的位置并无变化。我们认为，公司强大的营运能力来源于较强的应收账款管理能力，对比公司和可比公司的应收账款+应收票据，2018 年前，公司的应收账款+应收票据低于光明乳业，高于三元股份和新乳业，2019 年后，公司应收账款+应收票据高于可比公司。考虑到公司经营规模较大，以行业平均水平计算，公司应收

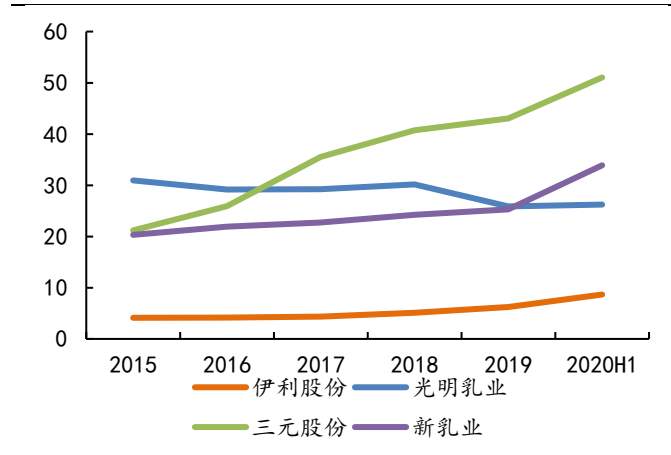
账款+应收票据水平较低，表明公司结算方式相对强势，我们认为主要系公司是行业龙头，议价能力较高。

图表 29：2015-2020H1 公司及可比公司存货周转天数



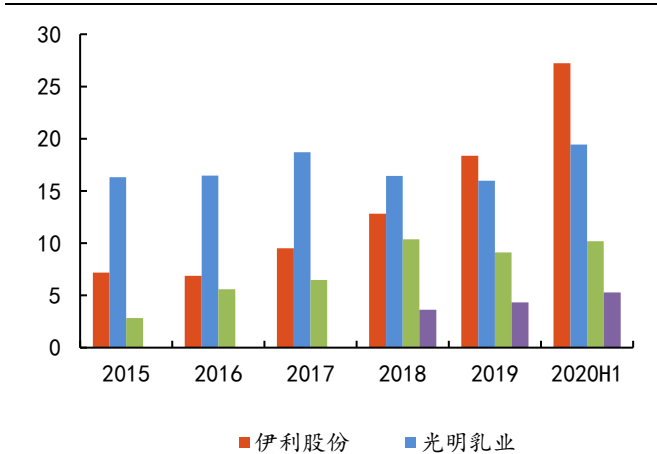
资料来源：choice，东方财富证券研究所

图表 30：2015-2020H1 公司及可比公司应收账款周转天数



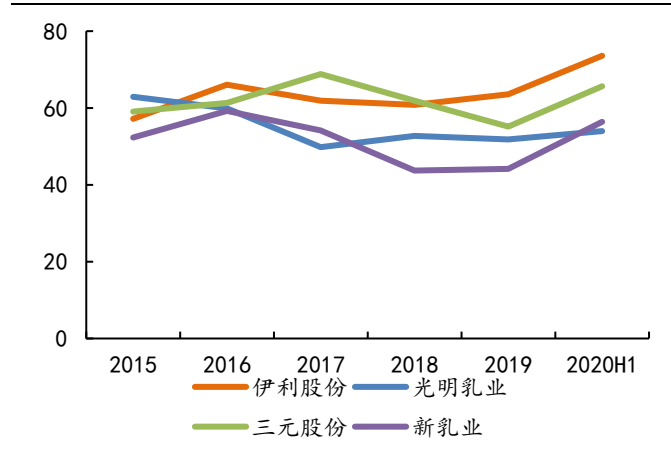
资料来源：choice，东方财富证券研究所

图表 31：2015-2020H1 公司及可比公司应收账款+应收票据



资料来源：choice，东方财富证券研究所

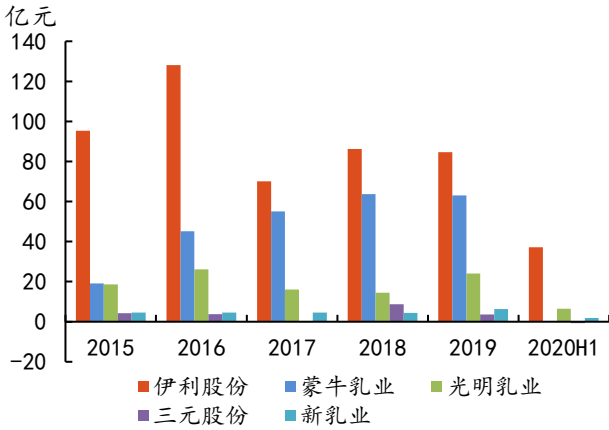
图表 32：2015-2020H1 公司及可比公司应付账款周转天数



资料来源：choice，东方财富证券研究所

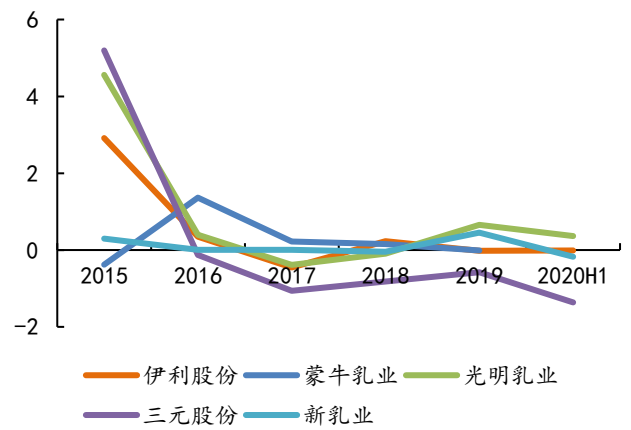
经营性现金流充裕，高收现比彰显议价能力。公司经营性现金流持续流入，高于同行业可比公司。2017 年公司经营性现金流同比少流入 45.34%，主要系材料价格上涨、财务公司存放中央银行款项净额增加及支付的企业所得税和增值税增加。2019 年公司经营性现金流同比少流入 1.96%，主要系 2019 年收购 Westland 股权。2015-2019 年，公司收现比低于新乳业，高于三元股份，与蒙牛乳业中枢持平。2020H1，蒙牛乳业未披露经营性现金流情况，公司收现比有所提升，仅低于光明乳业。公司收现比位于行业较高水平，表明公司结算方式相对强势，议价能力较高。

图表 33：2015-2020H1 公司及可比公司经营性现金流



资料来源：choice，东方财富证券研究所

图表 34：2015-2020H1 公司及可比公司收现比



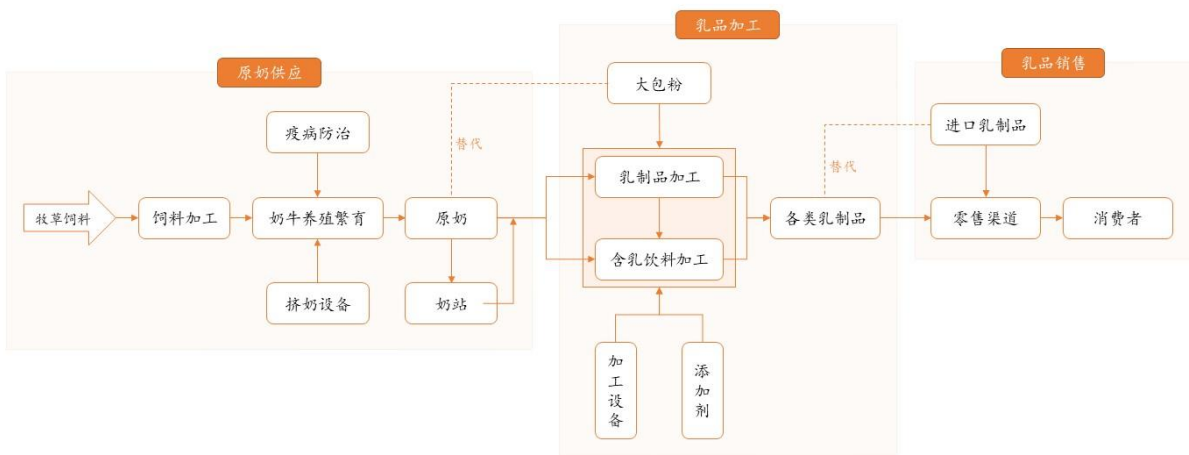
资料来源：choice，东方财富证券研究所

2. 奶价上升需求结构升级，行业集中度提升

2.1. 原料奶供给下行，奶价进入上升通道

乳制品行业包含原奶供应、乳品加工、乳品销售三大环节。目前乳制品产业链正处于升级过程。上游的原奶供应正在逐步发展规模化经营，规模以上牧场占比持续上升。伴随着规模生产的推进，优良品种的培育和高科技的应用逐步实施，原奶生产环节逐渐向高品质大规模升级。乳品加工环节的升级主要体现为产品线的拓宽及产品结构逐渐向低温奶倾斜。销售环节的升级主要体现为渠道拓展及供应链建设。

图表 35：乳制品产业链

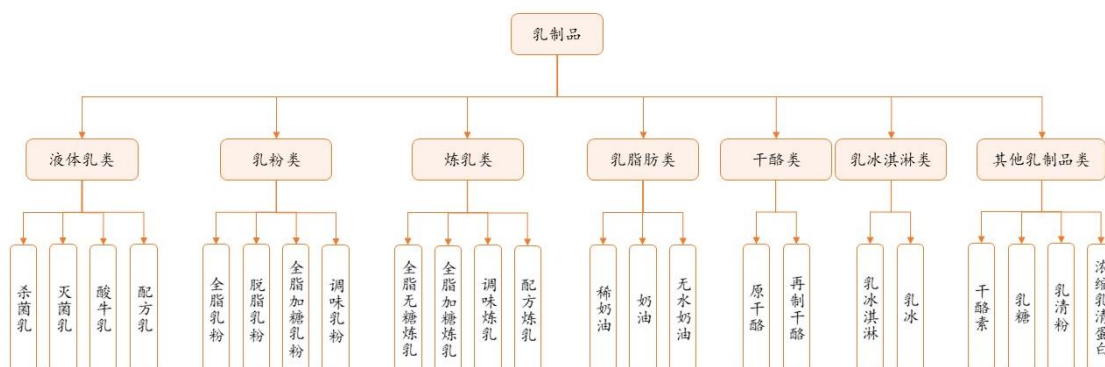


资料来源：东方财富证券研究所

根据《乳制品企业生产技术管理规则》，乳制品共分为液体乳类、乳粉类、炼乳类、乳脂肪类、干酪类、乳冰淇淋类、其他乳制品类七类。根据来源，奶类可分

为牛奶、羊奶等。我国生产及消费的奶类主要为牛奶，2017年，我国牛奶产量占奶类产量的96.99%。

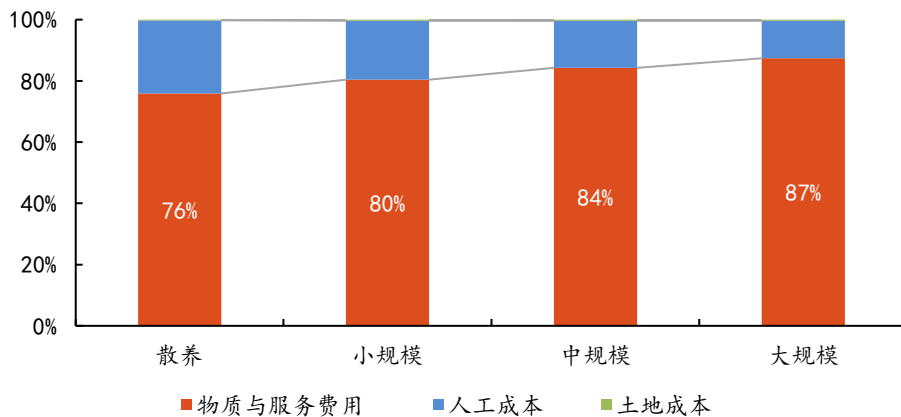
图表 36：乳制品分类



资料来源：《乳制品企业生产技术管理规则》，东方财富证券研究所

原料奶成本为主，规模经营降低人工和土地成本。 乳制品加工工序较为简单，技术难度较低，所需配料不多，原料奶采购是乳制品加工企业的主要成本组成。2018年，我国乳企成本结构中原料奶占比在76%-87%区间，其中，规模较大的企业，原料奶成本占比较大，我们认为主要系规模生产可以提升生产效率，降低单位产品的人工和土地成本。

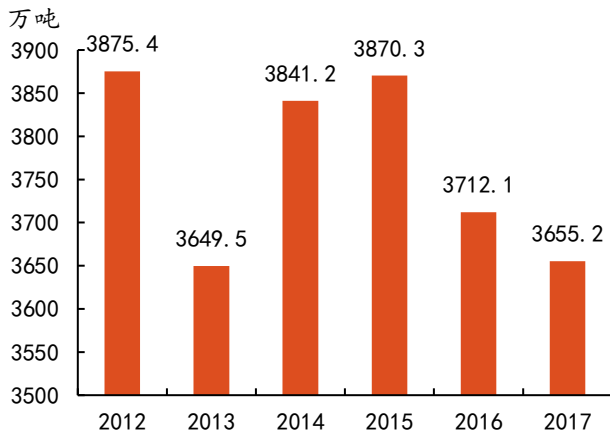
图表 37：不同规模乳制品生产企业成本组成



资料来源：《中国奶业年鉴 2018》，东方财富证券研究所

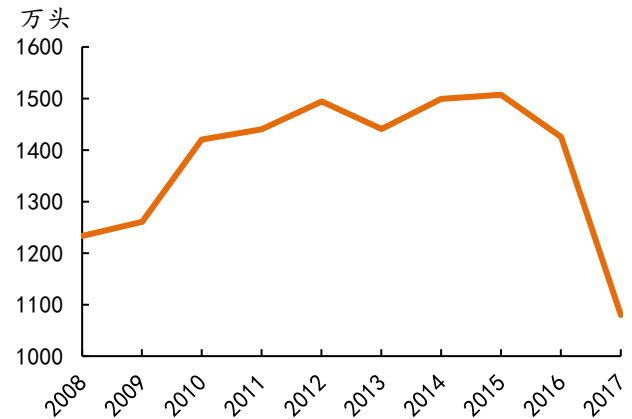
奶价下行加速行业洗牌，牧场规模化趋势渐显。 2015年后，我国奶牛存栏数和奶类产量持续下行，我们认为主要系原奶收购价格下行，小规模养殖户无法进行规模化生产，平均成本较高，盈利水平低，末位企业逐渐退出市场。奶价下行加速原奶生产行业洗牌，2015-2017年，我国规模以上（存栏100头以上）牧场占比由48.3%上升至58.3%，规模以下牧场逐渐减少。

图表 38：2012-2017 年我国奶类产量



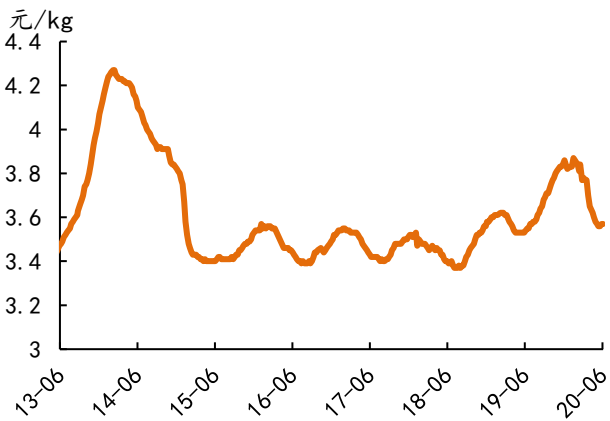
资料来源：《中国奶业年鉴2018》，东方财富证券研究所

图表 39：2008-2017 年我国奶牛存栏数



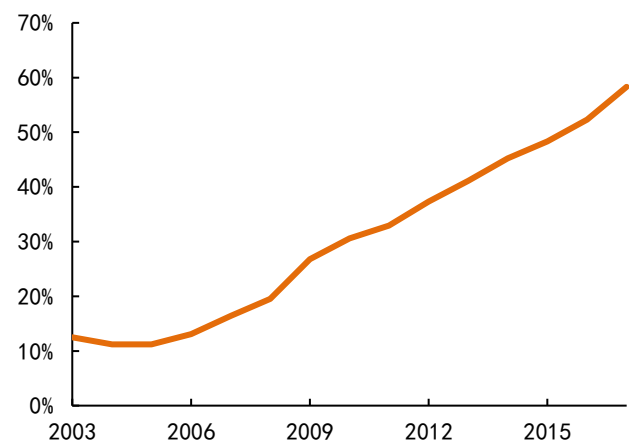
资料来源：《中国奶业年鉴2018》，东方财富证券研究所

图表 40：2013-2020 我国生鲜乳价格



资料来源：choice，东方财富证券研究所

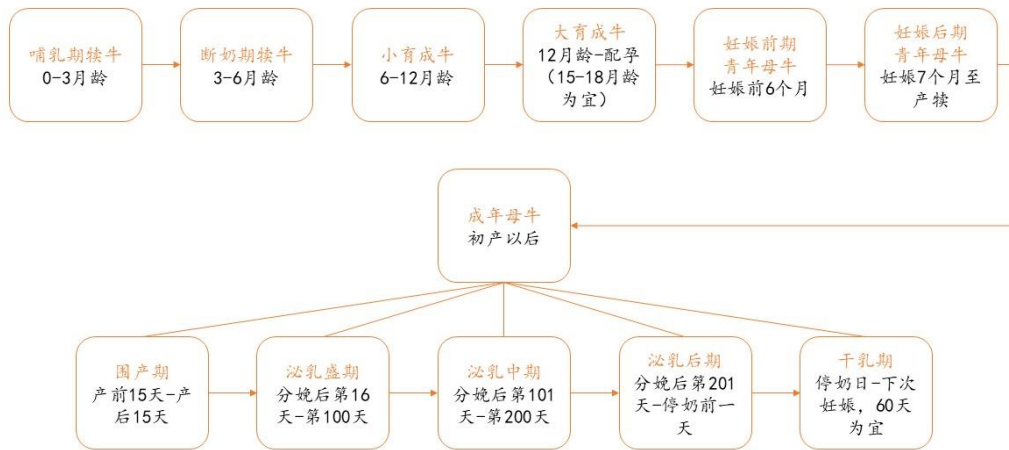
图表 41：2003-2017 年我国规模以上牧场占比



资料来源：《中国奶业年鉴2018》，东方财富证券研究所

奶牛周期决定原奶周期，原奶价格进入上升通道。奶牛生长周期较慢，从初生牛犊至产奶约需 2 年。由于原奶的产能变化与需求变化之间存在滞后，原奶的供给和需求存在时间差，因此，原奶的价格通常呈周期性波动。历史数据显示通常 3-4 年为一个奶价周期。2015 年原奶收购价格大幅下行后，至 2020 年出现了小幅回升。当前时点，原奶产能持续收缩，奶牛较长的生长周期限制了新产能的释放，而需求端表现依旧强劲，我们认为，原奶价格已进入上升通道。

图表 42：奶牛生长周期

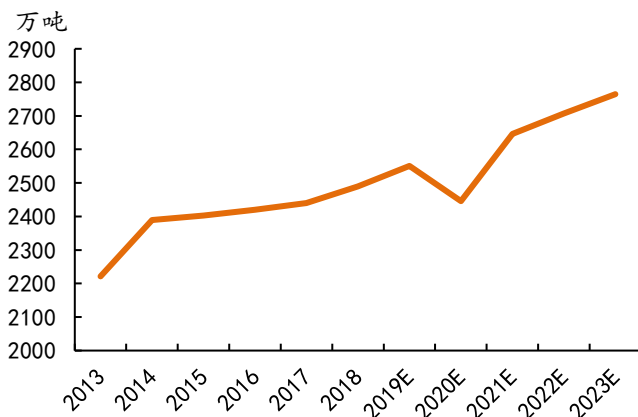


资料来源：东方财富证券研究所

2.2. 农村为需求增长主要动力，巴氏奶加速放量

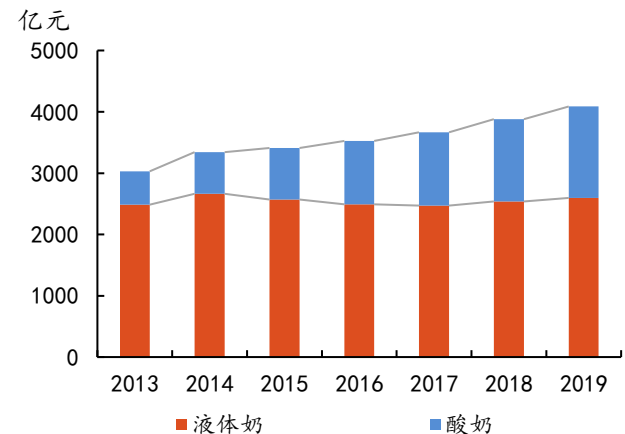
液体奶需求稳定，酸奶零售额稳步提升。2013-2018年，我国乳制品消费总量由2221万吨上升至2490万吨。根据Euromonitor预测，2023年我国乳制品消费量将达到2765万吨。2020Q1受疫情影响，乳制品销售渠道部分受阻，以送礼为主的需求有所下滑，但总体而言乳制品需求总量正在稳步提升。分项来看，液体奶为乳制品消费的主要组成。2013-2019年我国液体奶零售额维持在2400-2700亿元区间，酸奶零售额由542亿元增加至1493亿元，CAGR+18.38%。我们认为液体奶零售额较为稳定，主要系常温奶市场逐渐饱和，增速放缓。酸奶零售额提升主要系常温酸奶的推广。

图表 43：2013-2023E 我国乳制品消费量



资料来源：Euromonitor，东方财富证券研究所

图表 44：2013-2019 我国液体奶及酸奶零售额

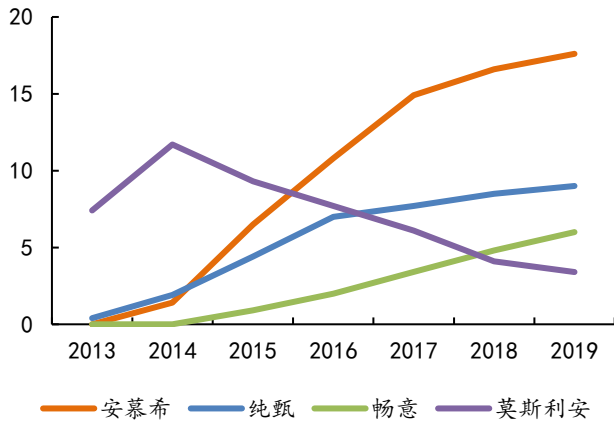


资料来源：Euromonitor，东方财富证券研究所

常温酸奶市占率稳步提升，低温酸奶持平。从各酸奶品牌市占率来看，2013-2019年，除莫斯利安因品类单一、营销不足导致市占率持续下降外，安慕希、纯甄、畅意等常温酸奶品牌的市占率均稳步上升，同期低温酸奶各品牌市占率基本持平。我们认为，全国性大品牌常温酸奶正在抢占低温酸奶区域性品牌的市场份额，

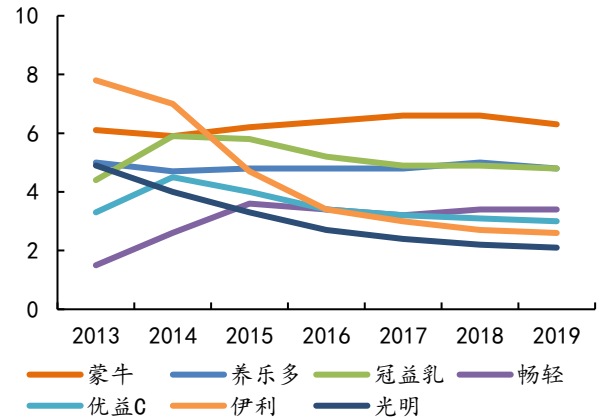
由于常温酸奶保存及运输成本较低，在冷链建设不完善的下沉市场，常温酸奶在铺货上具备优势，凭借大品牌背书，常温酸奶市场份额稳步提升。

图表 45：2013-2019 我国主要常温酸奶品牌市占率



资料来源：Euromonitor，东方财富证券研究所

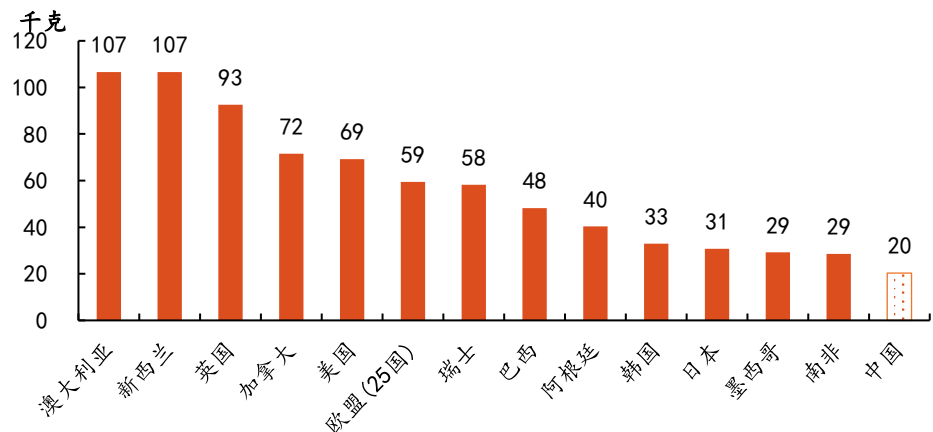
图表 46：2013-2019 我国主要低温酸奶品牌市占率



资料来源：Euromonitor，东方财富证券研究所

人均液体奶消费量较低，城乡差异较大。2016 年，我国液体奶人均消费量为 20.3 千克，相当于英国/美国/日本/巴西/墨西哥水平的 22%/29%/66%/42%/70%。与发达国家相比，我国人均液体奶消费量仍然处于较低水平，与发展中国家相比，我国仍存在不小的差距。我们分别考察了城市和农村居民液体奶消费情况，发现我国城乡消费差异较大，城市居民人均鲜奶消费量已经接近发达国家水平，但农村居民人均乳制品消费量仍有较大的提升空间。

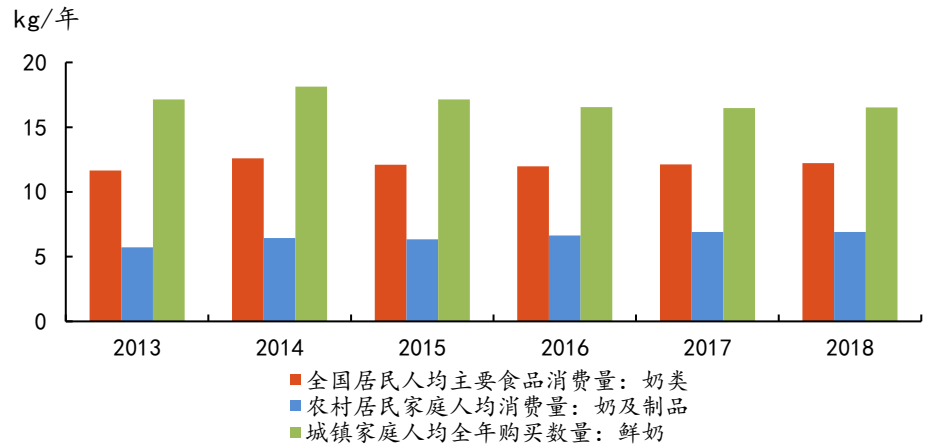
图表 47：2016 世界各国人均液体奶消费量



资料来源：wind，东方财富证券研究所

城镇鲜奶消费量较高，农村是需求增长的主要动力。2013-2018 年，我国人均奶消费量维持在 12kg/年左右，农村居民人均奶制品消费量由 5.7kg/年上升至 6.9kg/年，CAGR+3.9%，城镇居民鲜奶购买量维持在 17kg/年左右。城镇居民鲜奶消费量较高，主要系城镇居民收入水平较高，消费意识较为前卫，消费习惯更倾向于相对高端的鲜奶产品。此外，鲜奶的运输和销售对物流建设程度要求较高，城市的冷链物流建设较为完善，配送网络较为发达，更适合进行鲜奶的运输及销售。相比城镇居民，农村居民人均奶制品消费量较低，但农村居民人均消费仍处于上升期，农村消费需求的增长是我国乳制品消费需求增长的主要动力。

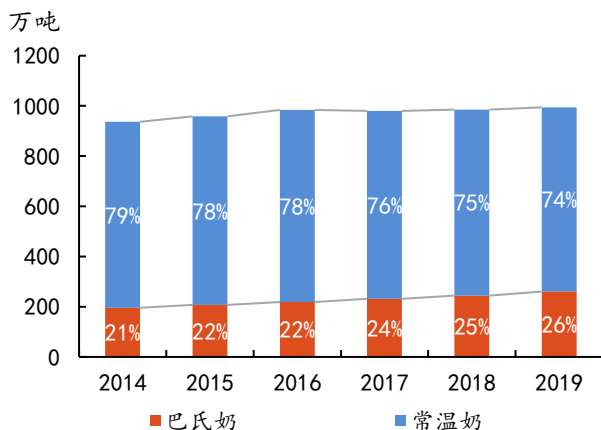
图表 48：2013-2018 我国人均奶消费量



资料来源：《中国奶业年鉴 2018》，东方财富证券研究所

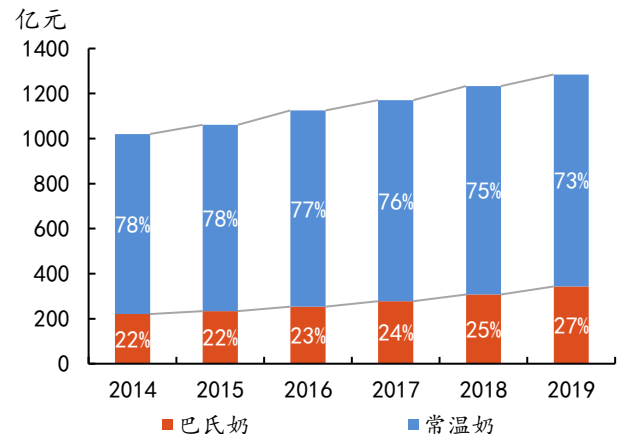
常温奶仍是消费主力，巴氏奶加速放量。2014-2019 年，我国巴氏奶销售量由 196 万吨增加至 260 万吨，CAGR+5.9%，常温奶销售量由 741 万吨下降至 734 万吨，CAGR-0.2%，同期巴氏奶/常温奶销售额分别由 221/800 亿元增长至 343/942 亿元，CAGR+9.2%/+3.3%。目前常温奶仍是我国液体奶消费主力，但伴随着消费升级趋势，以更为健康和营养为特征的巴氏奶需求增长迅速，传统常温奶需求增速疲软，价格提升是常温奶需求增长的主要驱动因素。

图表 49：2014-2019 我国巴氏奶及常温奶销售量



资料来源：Euromonitor，东方财富证券研究所

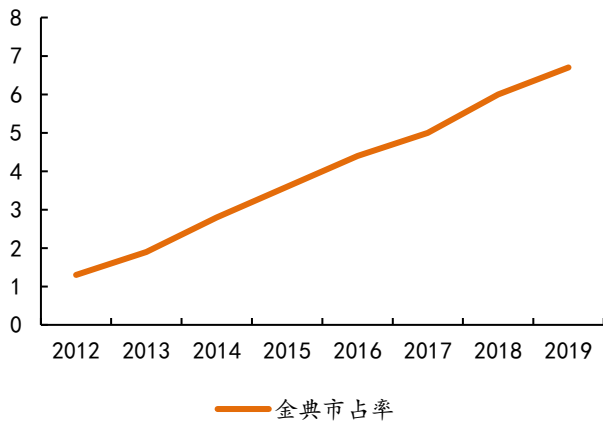
图表 50：2014-2019 我国巴氏奶及常温奶销售额



资料来源：Euromonitor，东方财富证券研究所

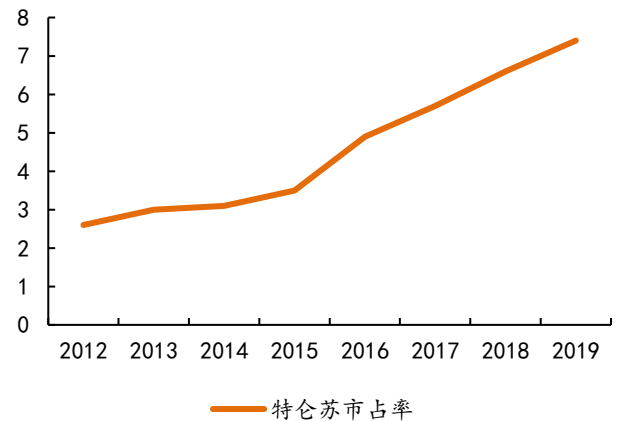
目前我国常温奶需求增速放缓，主要系常温奶产品渗透率较高，市场接近饱和。以伊利为例，根据凯度调研数据，截至 2019 年 9 月，伊利常温液态类乳品的市场渗透率为 78.1%，在三、四线城市的渗透率为 80.7%。较高的渗透率表明常温奶新增需求空间有限，未来常温奶需求增量来源主要为下沉市场的进一步渗透，及现有市场因消费升级带来的需求结构改善。以伊利股份和蒙牛乳业旗下的高端常温奶品牌金典和特仑苏为例，2013-2019 年，金典/特仑苏品牌市占率由 1.9%/3.0% 上升至 6.7%/7.4%。在消费升级的背景下，选择更为优质的乳制品是众多消费者共同的倾向，除选择巴氏奶替代常温奶外，众多受限于购买条件的消费者也会选择高端常温奶产品。

图表 51：2012-2019 金典在液体奶品牌中的市占率



资料来源：Euromonitor，东方财富证券研究所

图表 52：2012-2019 特仑苏在液体奶品牌中的市占率



资料来源：Euromonitor，东方财富证券研究所

巴氏奶需求放量是推动我国液体奶需求增长的重要因素。由于巴氏奶与常温奶生产工艺不同，巴氏奶灭菌温度为 63°C-75°C，常温奶（UHT 奶）灭菌温度为 137-145°C，巴氏奶在杀灭了致病菌的同时更多地保留了牛奶的风味和营养结构。在消费升级的背景下，消费者对更为健康、美味的巴氏奶表现了出更强的偏好。

严苛的运输和储存条件限制了巴氏奶跨区域扩张。由于巴氏奶不彻底灭菌的特性，巴氏奶对储存和运输条件要求较为严苛，要求储存温度为 2~6°C。较高的运输条件限制了巴氏奶跨区域的扩张，目前，巴氏奶的销售区域主要为一二线城市，主要系一二线城市的冷链物流建设程度较高，配送网络也较为发达。根据凯度数据，2017年5月-2018年5月，巴氏奶在全国的渗透率为31%，同期上海渗透率为72%。巴氏奶在上海渗透率较高，主要受益于冷链物流建设及盒马等生鲜平台的派送网络。

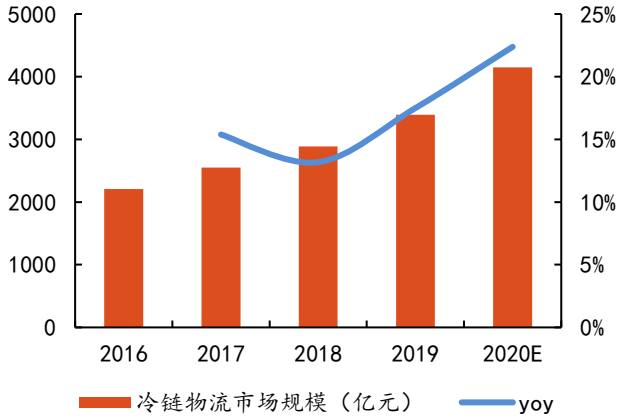
图表 53：常温奶和巴氏奶的销售范围及消费群体对比

	常温奶			巴氏奶
消费范围	大中型城市	小型城市	农村	大中型城市
产品层次	低中高层次产品均有，尤其是利乐砖等高端产品发展最快	以百利包和利乐枕中低端产品为主	以百利包低端产品为主，其次为高端利乐砖	以携带方便的塑料袋中低端产品为主，其次为屋顶高端产品
消费群体	除婴儿外，所有年龄段人群，以少、中青年人为主	以青少年为主，主要是“学生饮用奶计划”中广大中小小学生	以青少年为主	儿童和老人为主，多为订奶入户的玻璃瓶包装，部分营养知识丰富中青年人群

资料来源：乳业在线，东方财富证券研究所

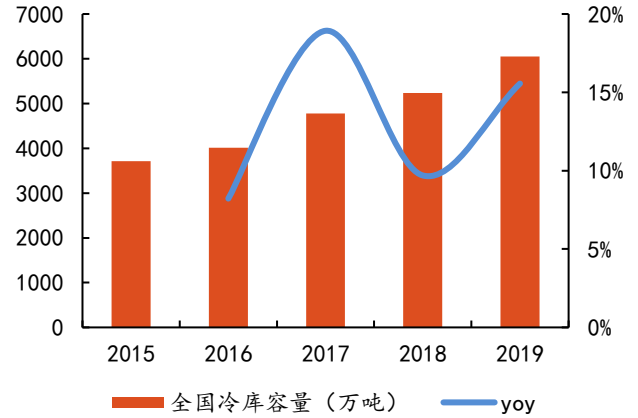
冷链物流建设持续推进，巴氏奶有望受益。我国冷链物流市场规模加速增长，市场空间广阔。2016-2019年，全国冷链物流市场规模由 2210 亿元增长至 3391 亿元，CAGR+15.34%，全国冷库容量由 3710 万吨上涨至 6053 万吨，CAGR+13.02%。中商产业研究院预计，2020 年全国冷链物流市场规模可达 4150 亿元。伴随着全国范围内冷链物流建设的推进，巴氏奶运输效率提升，运输距离有望延长，覆盖范围有望扩大。我们认为巴氏奶在下沉市场及远离牧场的南部市场的渗透率有望提升。

图表 54：2016-2019 全国冷链物流市场规模



资料来源：中物联冷链委，中商产业研究院，东方财富证券研究所

图表 55：2015-2019 全国冷库容量

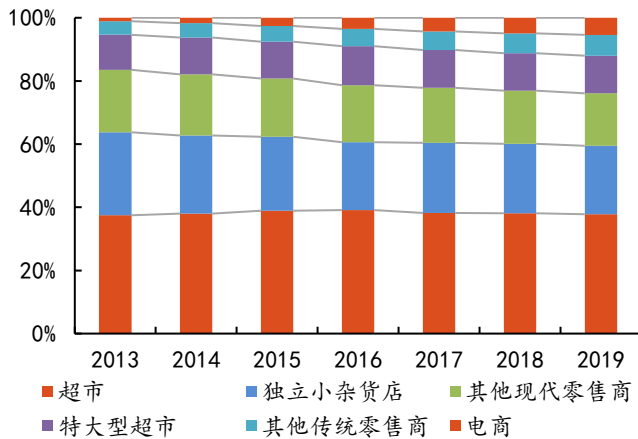


资料来源：中物联冷链委，前瞻产业研究院，东方财富证券研究所

2.3. 线下渠道为主，物流建设推动线上渠道扩张

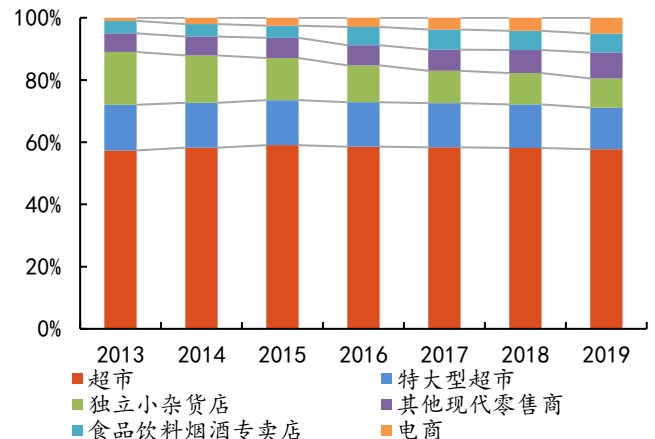
线下渠道为主，线上渠道快速增长。线下渠道为我国液体奶和酸奶的主要销售渠道。其中，超市是最主要的销售渠道，液体奶和白奶销售额占比分别约 40%/60%。电商渠道总销售额占比较少，但增速较高，2013-2019 年，液态奶/酸奶电商渠道销售额占比分别由 1.1%/1.0% 上升至 5.4%/5.1%。

图表 56：2013-2019 我国液体奶销售额分渠道



资料来源：Euromonitor，东方财富证券研究所

图表 57：2013-2019 我国酸奶销售额分渠道



资料来源：Euromonitor，东方财富证券研究所

物流建设推动线上渠道扩张。我们认为随着物流建设的完善，运输效率提升，单件产品运输成本降低，以超市为代表的大型线下零售渠道的成本优势将逐渐削弱，规模较小的现代零售商（如便利店）有望通过发挥其简便的购物流程、较高的网点密度及距消费者较短的距离等优势，获取更多的顾客。此外，以生鲜电商为代表的线上渠道通过自建冷链物流系统，实现运输和配送网络的一体化，借助物联网等高新技术提供高效、高质量的服务。以盒马鲜生为例，2016 年 1 月至今，盒马鲜生从 1 家门店发展至 217 家门店，覆盖了全国 20 个城市，其自建的 3 公里半小时达免费配送网络较好地解决了“最后一公里”运输问题，吸引了大量消费者。我们认为，随着配送网络的扩张，一二线城市周边区域及下沉市场有望成为线上零售渠道的新增顾客来源，线上渠道的市场份额有望迅速提升。

图表 58：盒马鲜生网点分布

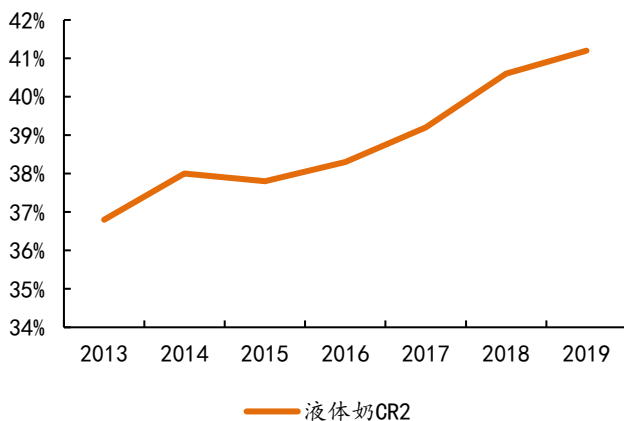


资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

2.4. 行业集中度逐渐提升，“大而全”与“小而美”并存

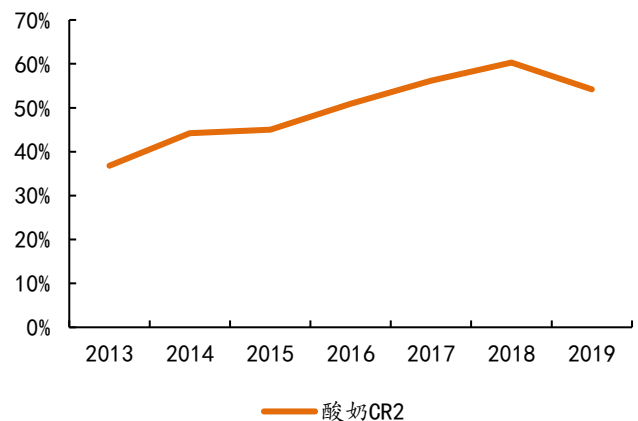
行业集中度逐渐提升。2013-2019 年，我国液体奶/酸奶生产商 CR2 由 36.8%/36.8% 上升至 41.2%/54.2%。2003-2009 年，我国乳制品制造业企业数量由 584 家上升至 803 家，非亏损企业数由 426 家上升至 643 家，随后，分别下降至 2017 年的 611/501 家。行业集中度逐渐提升，主要系“三聚氰胺”事件后，从停止“名牌产品”、“免检产品”到制定奶粉的审查标准，再到要求奶粉配方经过注册，国家对奶粉安全的保障从单一的产品审查上升到了源头监管。面对日益严格的审查标准，生产有序、管理到位的大型乳制品制造企业在生产方式的调整 and 成本管控方面的优势逐渐凸显，生产条件较差的小企业的竞争力有所下降，利润空间被压缩，逐步被市场淘汰。

图表 59：2013-2019 我国液体奶 CR2



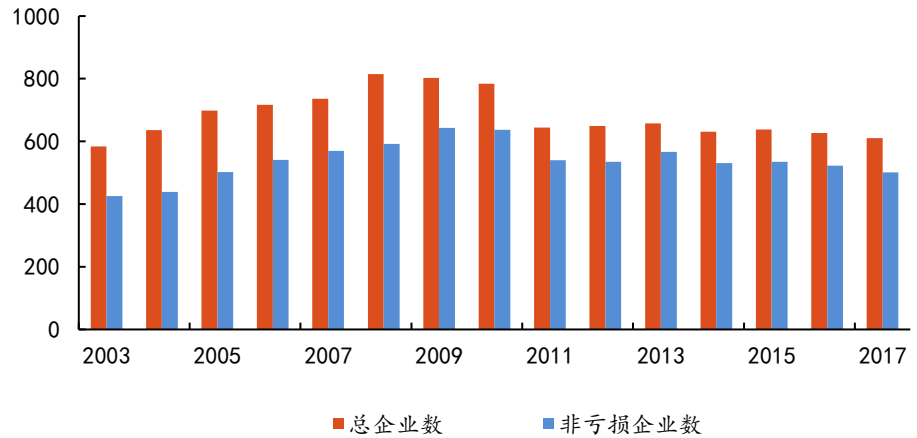
资料来源：Euromonitor，东方财富证券研究所

图表 60：2013-2019 我国酸奶 CR2



资料来源：Euromonitor，东方财富证券研究所

图表 61：2003-2017 我国乳制品制造业企业数量



资料来源：wind，东方财富证券研究所

常温市场“大而全”两强争霸，低温市场“小而美”多点开花。从市占率较高的品牌所属公司来看，在常温奶市场中“大而全”的全国性大企业市占率较高，其中伊利和蒙牛优势显著，伊利和蒙牛产品线丰富，重点推行全国化渠道建设，为我国乳制品行业双寡头。在低温奶中“小而美”的地方性龙头企业市占率较高，其中龙头企业已开始拓展经营区域，向全国市场渗透，以光明乳业和新乳业为代表。与全国性经营的大企业相比，经营区域较小的地方龙头乳制品企业巴氏奶业务占比较高，产品线较为单一，渠道地域性较强，仅为小范围市场提供产品。

图表 62：地方龙头乳制品企业及巴氏奶业务占比

省份	企业	巴氏奶占比	省份	企业	巴氏奶占比
辽宁	大连三寰乳业	61%	福建	福建长富	55%
	鞍钢乳业	40%		福建宏宝露乳业	22%
	大连心乐乳业	66%		福建澳牛	0%
山东 (2016)	临沂格瑞食品	36%	重庆	天友	8%
	银香大地乳业	15%		光大集团乳业	14%
	青岛新希望琴牌	40%	贵州	好一多乳业	69%
	济南佳宝	50%		三联乳业	18%
	得益乳业	37%	吉林	广泽乳业	5%
	青岛迎春乐食品	33%		吉林春光乳业	95%
云南	乍甸乳业	53%	河南	焦作博农乳业	28%
	昆明雪兰	48%		河南花花牛	2%
	云南新希望蝶泉	0%		河南三色鸽	19%

资料来源：《中国奶业年鉴 2018》，东方财富证券研究所

3. 常温龙头地位强化，品类扩张创造新动力

3.1. 短期：常温龙头地位强化，高端放量推升业绩

3.1.1. 常温双寡头竞争格局确立，深度分销渠道优势尽显

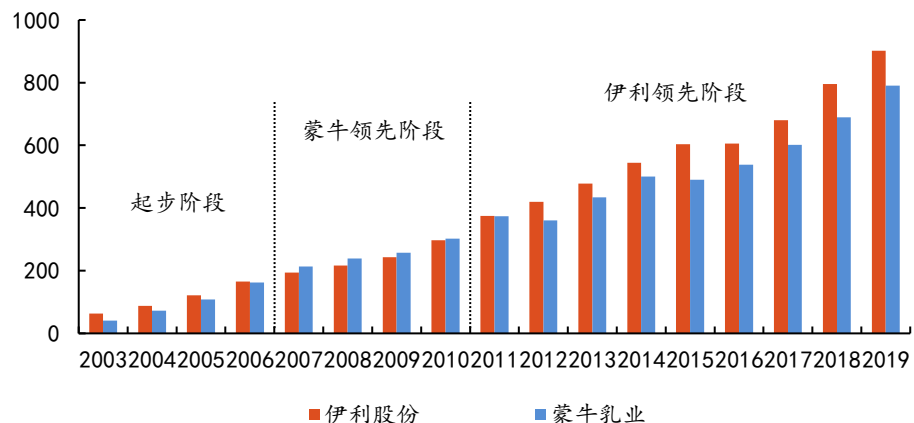
常温双寡头竞争格局确立，相比蒙牛伊利更具优势。复盘伊利与蒙牛的成长路径，我们发现伊利和蒙牛的竞争可以分为三个阶段：

1) 起步阶段（2003-2006年）：伊利规模领先，蒙牛创立之初，快速增长。蒙牛乳业成立于1999年，创立初期通过定位“内蒙古乳业第二品牌”迅速提升知名度，采取“先市场，后奶源”的策略快速崛起。2003-2006年，伊利/蒙牛营收复合增速分别为38.07%/58.61%。

2) 蒙牛领先阶段（2007-2010年）：蒙牛营收反超伊利，伊利加速增长。2007年蒙牛营收首次超越伊利，成为我国第一大乳企。在失去规模第一的位置后，伊利在渠道和品牌建设上发力，2008年“三聚氰胺”事件后，营收增速持续提升。2007-2010年，伊利/蒙牛营收复合增速分别为15.29%/12.39%。

3) 伊利领先阶段（2011年至今）：伊利回归行业首位，蒙牛囿于领导人频繁变动，业绩有所反复。2011年，伊利成功反超蒙牛，重回行业第一，并实现营收持续增长。蒙牛在2011年后两次更换领导人，业绩受到影响，2012年和2015年实现营收负增长。2011-2019年，伊利/蒙牛营收复合增速分别为11.62%/9.81%。

图表 63：伊利与蒙牛营收对比



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

伊利和蒙牛争夺行业第一地位的背后是两家公司在产品、渠道和品牌策略上的差异。伊利和蒙牛的产品定位相似度较高，但二者渠道建设的方向和步伐不同，在品牌营销上的侧重点有所差异，导致两家公司业绩释放的周期不同。总体而言，伊利布局更为长远，虽然收入曾短暂落后于蒙牛，但长期来看更具活力。

产品：存量业务来看，伊利和蒙牛产品重合度较高。对比伊利、蒙牛和光明的在售产品，我们发现，伊利、蒙牛的主要产品布局集中在常温白奶、常温酸奶、低温酸奶、奶粉上，光明则集中布局在低温白奶和低温酸奶。伊利和蒙牛的产品同质性较强，二者有多个单品针对相同的细分市场，通过变换口味和包装实现多元化的思路相似，且定价较为接近，包装方式与风格也类似。

我们认为，伊利与蒙牛产品矩阵高度重合的背后是乳制品行业激烈的竞争。作

为国内液体奶双寡头的伊利和蒙牛，集中布局常温奶导致两家公司面临的需求基本一致，从最初的纯牛奶，到高端纯牛奶、常温酸奶、儿童奶、乳饮料等细分领域，两家公司的产品在上市时间、定位、口味、定价等方面都保持高度一致，产品同质化程度较高，两家公司之间构成直接的竞争关系。

我们判断，激烈竞争的背后是低壁垒造成的产品同质性。在两家企业的竞争史中，一旦某家企业开发了新品拓展新的细分市场，另一家企业必定会在最短的时间内开发出高度相似的单品争夺市场份额，这说明在液体奶的生产过程中不存在较高的技术壁垒。在技术壁垒较低的前提下，伊利很难通过开发差异性产品扩大竞争优势。

图表 64：伊利与蒙牛主要产品价格对比



资料来源：天猫商城，盒马鲜生，东方财富证券研究所

渠道：渠道下沉建设领跑，整合线上线下资源，布局新零售。伊利的渠道下沉始于2006年的“织网计划”，2007年起，伊利借助商务部“万村千乡”活动进一步推进渠道下沉建设工作。经过十余年的建设，公司已建设成密集的渠道网络，覆盖全国大多数地区。2019年12月公司常温液态类乳品的市场渗透率为84.3%，居全国乳制品企业首位。2017年起，公司持续整合线上线下资源，服务的线下液态奶终端网点由142万家增长至191万家，CAGR+16.0%。2019年，公司开始建设新零售渠道，捕捉新的业务增长机会。

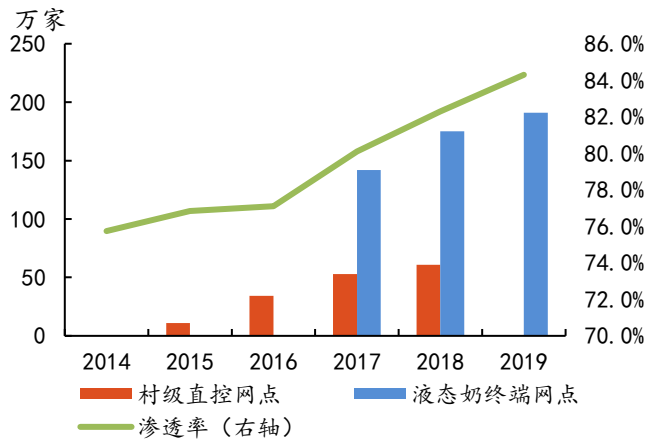
图表 65：伊利渠道建设进度

阶段	时间	内容
渠道下沉	2006年-2011年	2006年，伊利在全国开展了“织网计划”，将渠道下沉至乡镇。自2007年起，伊利借助商务部“万村千乡”活动进入“农家店”等乡镇销售终端。伊利通过渠道下沉，率先完成了“纵贯南北、辐射东西”的战略布局，成为第一家覆盖全国市场的乳品企业。
渠道深耕	2012年至今	2012年，随着原有工厂产能的进一步释放和新工厂逐渐投产，伊利继续坚持渠道下沉战略，深耕渠道，进一步下沉至县乡镇市场，同时贯彻渠道管理提升策略，通过强化终端业务标准化管理和健全渠道管理体系，改进终端服务水平。
渠道合作与新零售	2017年至今	2017年起，公司持续整合线上线下资源，大力推进电商平台、母婴店、便利店等渠道业务发展，在加强与重点零售商合作的同时，主动顺应零售业态发展趋势，积极探索新的渠道合作模式。2019年，伊利积极探索“会员营销”“社群营销”“O2O到家”等新零售模式，在拓展渠道的同时，推动线上线下渠道的一体化融合。

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

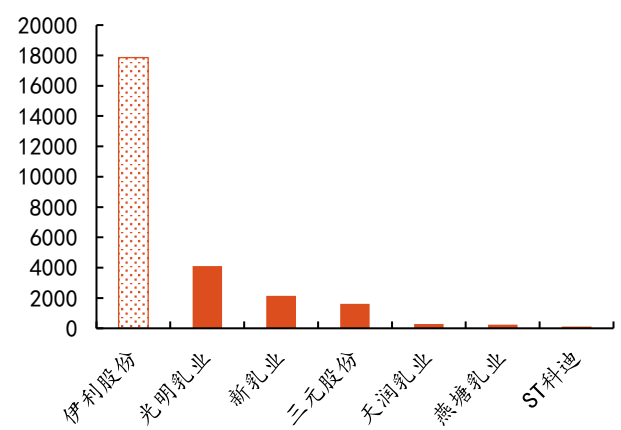
持续推行渠道精耕，把握下沉市场。公司 2012 年开始实行渠道深耕战略，2015-2018 年，公司村级直控网点由 11 万家增长至 61 万家，CAGR+76.8%。公司通过渠道建设，着力发展乡镇村业务，2014-2019 年，公司渗透率由 75.7%提升至 84.3%。配合销售网点的增加，公司配备了庞大的销售团队，至 2019 年，公司共有 1.79 万名销售人员，是光明乳业/新乳业/三元股份的 4.35/8.34/11.12 倍。

图表 66：伊利渠道建设成果



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 67：2019 年乳制品企业销售人员数量



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

反观蒙牛，蒙牛的渠道建设进度始终慢于伊利。2007-2012 年，伊利开始执行渠道下沉战略，将大量的销售费用投入渠道建设，同期蒙牛则专注于品牌营销，将大量的销售费用投入营销广告。营销活动回报周期较短，蒙牛较大的营销力度直接反映在其营收上，2007-2010 年，蒙牛成功实现业绩反超，领先伊利。直到 2011 年，伊利的渠道网络优势开始凸显，伊利重回首位。随后，2012 年蒙牛开始对销售渠道体系进行全面调整，缩减层级，建立业务单元，实施渠道下沉。2017 年起，蒙牛通过与阿里巴巴合作开始探索新零售领域。

图表 68：蒙牛渠道建设战略变更

时间	内容
2012	对销售渠道体系进行全面调整，以掌控终端为目标，提升销售渠道整体效率：①缩减自销售管理系统总部到终端售点之间的层级，将决策方由系统总部向销售前端前移。②对原有的常温、低温、冰淇淋营销中心进行资源整合，依据销售管理、渠道行销等关键职能搭建统一平台。③制定终端标准化流程及检查流程，未来将对所有终端售点实行标准化管理。
2013	除了覆盖全国 18 个销售大区的「区域业务单元」(「RBU」)外，还增设「核心业务单元」(「CBU」)及「分公司直营」等样板市场，作为供加盟者参考模仿的运营模式。RBU 通过派驻专职的业务员，加强开发三四线市场的网点，提升产品渗透率；CBU 通过支持人员管理终端及经销商，提升渠道和终端的掌控；设置分公司直营使蒙牛加强掌控一二线城市核心市场的品牌推广及产品销售渠道。
2014	在一、二线城市设立基于冰淇淋业务的 18 个 CBU，形成体系化的 CBU 管理模式，实施扁平化结构及标准化作业。
2015	启动通路精耕(「RTM」)项目，完善营销渠道信息化建设，建立精细化管理和卓越执行力的全渠道管理体系。确立以经销商为主体，经销商、销售公司及「核心业务单元」(「CBU」)长期并存发展的销售运营模式，并通过将微销售(「WSP」)售点管理工具与本集团 SAP-CRM 系统梳理整合，实现渠道管控信息化一体化。
2016	推进「纵向扁平、横向整合、完善职能、做实大区」的变革方向，强化 RTM 项目，全力打造以经销商为主体，经销商、销售公司、CBU 共同发展的运营模式。建立区域实体公司，完善权责体系，落实管理机制。增加蒙牛和经销商业务代表，运用系统工具进行标准化作业，对零售网点实行标准化及一体化管理。建立直营销售团队、培养团队直接服务零售终端的能力，逐步强化对零售终端的掌控力。

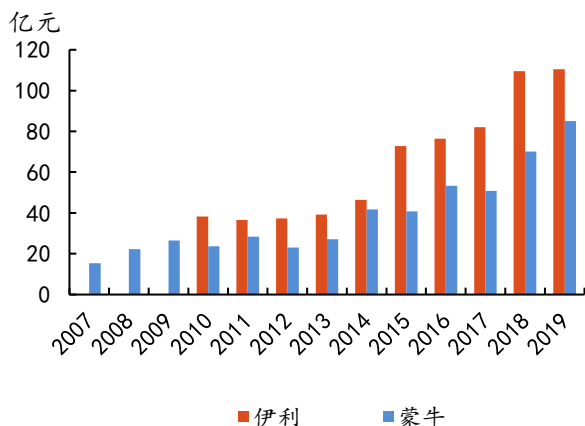
2017	与阿里巴巴签署战略合作协议，以大数据分析达致精准营销，并携手探索智能货架及无人便利店等「新零售」领域，借助新零售渠道在数据赋能和效率提升方面的强大优势，进一步实现渠道下沉，扩大终端网络，并将模式在本集团内快速复制。
2018	深化 RTM 策略，加大三、四线城市销售渠道的投入，拓展乡镇市场及校园渠道，并着力开拓电商渠道和建设新零售渠道，以及透过渠道资源、品牌优势和数字平台提升销售效率，加强对渠道与终端销售点的控制，推动高效分销、精准营销以及全域营销的建设。
2019	销售渠道建设方面，蒙牛依靠「智网行动」和「镇村通」等项目，进一步深化通路精耕（「RTM」）改革，优化供应链模式，精耕渠道管理，提升销售网点覆盖。稳步拓展传统渠道的同时，蒙牛亦深化 B2B 新零售模式，与阿里巴巴「零售通」建立深入的战略合作，打造「天鲜配」智能零售平台，助力线上渠道发展，推动销售增长。

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

深度分销掌控渠道，高覆盖快响应。我们认为，领先的渠道建设是公司的核心竞争力。蒙牛渠道建设投入较晚，且采用的是大经销商模式，虽然前期扩张速度较快，但其渠道层级较多，蒙牛对渠道掌控力度较弱，推行渠道深耕动力不足。伊利采取深度分销的方式，从厂家到终端只需要经过一级经销商，由公司直接派出销售人员，公司对渠道的掌控力度较强，执行深度分销战略更彻底。渠道深度是伊利的一大优势，相比蒙牛，公司的渠道网络对下沉市场的覆盖率更高，响应速度更快，更有动力执行公司战略。

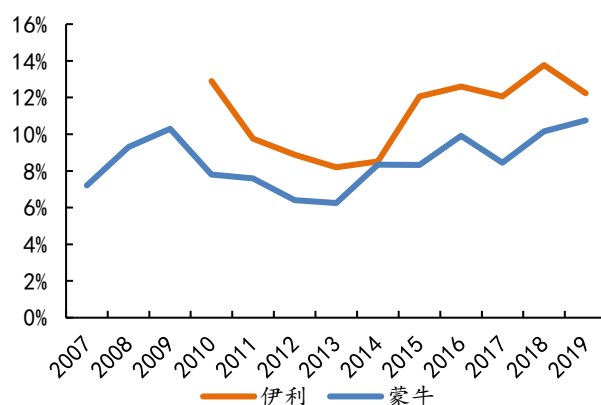
营销：伊利营销费用投入增加，占比先降后升。2010-2019 年，伊利在广告营销的投入均由 38 亿元上升至 110 亿元，CAGR+12.50%，蒙牛则由 24 亿元上升至 85 亿元，CAGR+15.30%。2010-2014 年，伊利/蒙牛广告营销费占收入比例由 12.90%/7.80% 下降至 8.20%/6.25%，随后震荡上行，2019 年分别为 12.24%/10.76%。

图表 69：伊利、蒙牛广告营销费用



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 70：伊利、蒙牛广告营销费占收入比例



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

从两家公司营销投入的方向上看，伊利和蒙牛在营销上的竞争分为三个阶段。最初蒙牛注重营销，把握了神舟五号、“超级女声”等社会热点，营销效果较好。随后两家公司共同瞄准了国际性的赛事和展会。近年，综艺冠名成为了两家公司营销的主要方式，伊利在节目选择上表现更好，其赞助的综艺节目热度更高。蒙牛在多次更换领导人后，营销策略无法延续，在节目冠名的数量与质量上与伊利的差距持续拉大。

图表 71：伊利、蒙牛营销投入对比

阶段	时间	内容
第一阶段	2007 年前	此阶段蒙牛营销效果领先伊利。2003 年蒙牛成为从神舟五号赞助商，打出“中国航天员专用奶”口号；2005 年蒙牛赞助“超级女声”节目，酸酸乳单品上市爆红。
第二阶段	2007-2014 年	此阶段蒙牛与伊利营销活动各有千秋。伊利成为奥运会和世博会的乳制品供应单位，蒙牛则成为 NBA 连续十二年的官方合作伙伴。
第三阶段	2014 年后	此阶段伊利营销效果领先蒙牛。伊利先后赞助了《爸爸去哪儿》、《奔跑吧、兄弟》、《最强大脑》、《我是歌手 4》、《奇葩说》等热门综艺节目。蒙牛赞助了《创造营 2019》、《青春有你》等综艺节目。

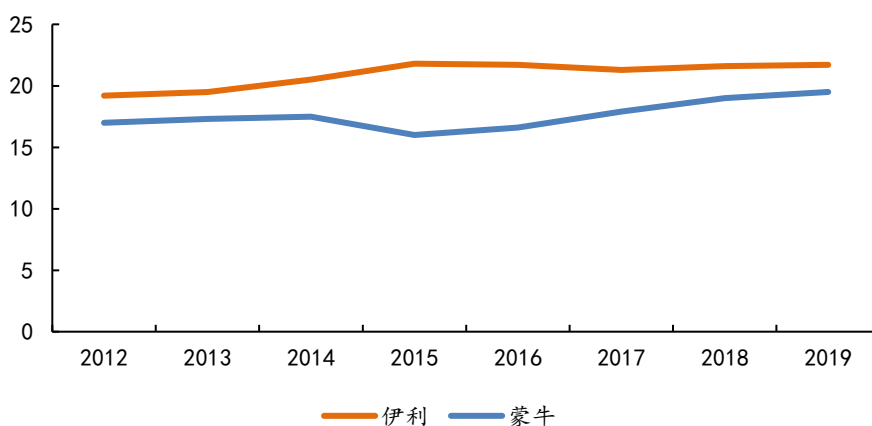
资料来源：搜狐新闻，东方财富证券研究所

战略布局领先，常温业务有望抢先受益。复盘伊利和蒙牛的竞争史，我们发现二者发展轨迹分别印证了两家公司在产品、渠道和品牌策略上的侧重点。我们认为伊利的战略导向持续性较强，战略布局更偏向长期，这是伊利业绩反超蒙牛且持续扩大差距的原因。当前时点来看，伊利仍将受益于已建立的渠道和品牌营销优势，且伊利探索新零售模式的战略导向比蒙牛更明确，我们认为公司有望抢先受益渠道建设的新进展，公司作为常温龙头的地位有望持续强化。在常温奶业务板块，我们对伊利的发展更具信心。

3.1.2. 份额收割推升短期业绩，高端化红利加速释放

常温业务是公司的支柱，公司与蒙牛乳业为我国乳制品行业双寡头，均重点布局常温奶板块。2017 年，公司和蒙牛乳业均提出千亿收入目标，凭借全国性渠道和品牌优势，加速常温布局，收割市场份额。Euromonitor 数据显示，2012-2019 年，伊利股份/蒙牛乳业市占率分别由 19.2%/17.0%提升至 21.7%/19.5%。在一二线市场渗透率趋近饱和的背景下，三四线城市成为常温业务增长的主要来源，在伊利和蒙牛的竞争中，受益于渠道下沉建设的领先进度，伊利先发优势更为明显。我们认为，三年内，常温业务仍将是公司最重要的业绩支撑。

图表 72：2012-2019 年伊利股份和蒙牛乳业市占率

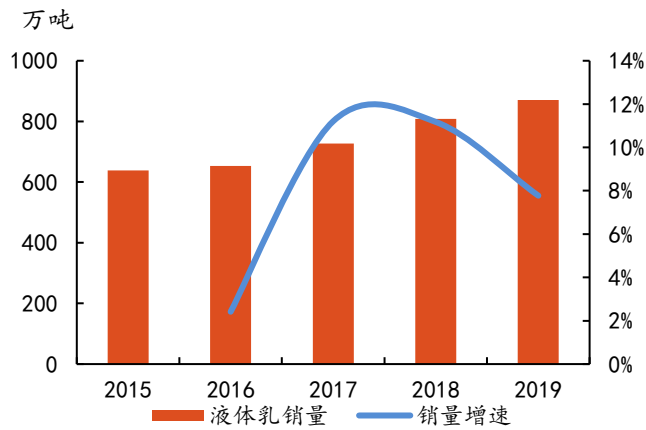


资料来源：Euromonitor，东方财富证券研究所

量价齐升推动常温奶销售额提升。公司没有单独统计常温奶口径的销售数据，但由于低温奶体量较小，尚处于导入期，在液体乳中占比较小，因此我们使用液体

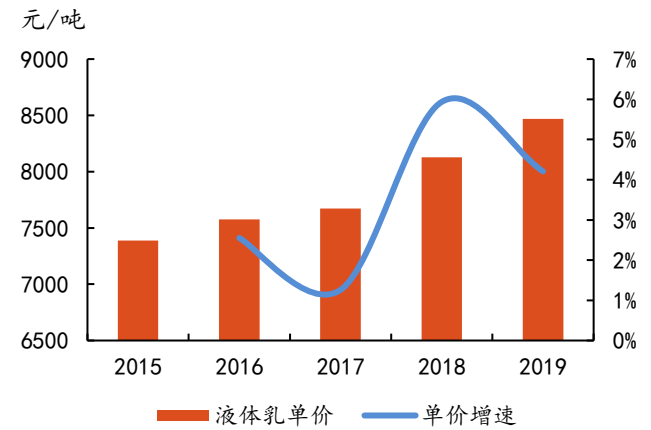
乳销售数据近似代表常温奶。2015-2019年，公司液体乳销售量由638万吨上升至871万吨，CAGR+8.08%，单价由7388元/吨上升至8469元/吨，CAGR+3.47%。量价拆分角度来看，常温奶销售额提升的主要推动力是销售量提升，我们认为主要系公司常温奶市占率持续提升，收割中小乳企市场份额。公司常温奶单价持续上升，但增速低于销售量增速。

图表 73：公司液体乳销量及增速



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

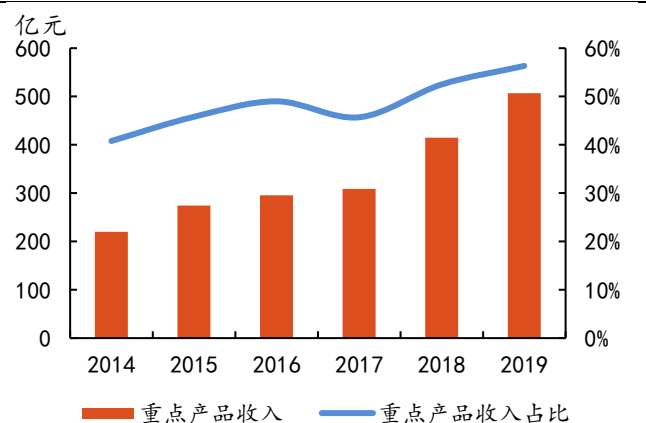
图表 74：公司液体乳单价及增速



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

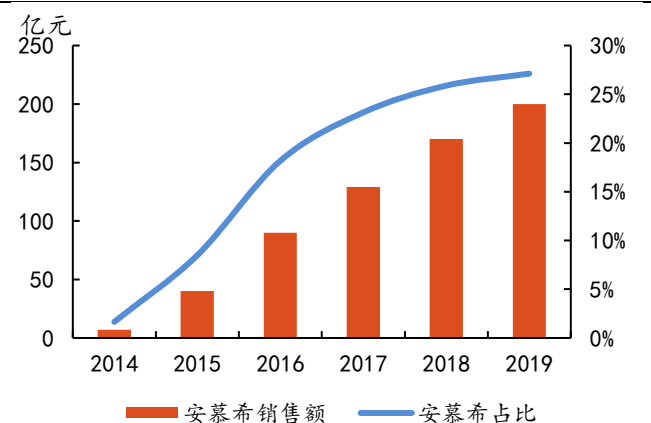
重点产品收入提升，产品结构持续优化。调研结果显示，公司2013年后不曾对所有在售产品零售价进行调整，我们认为，常温奶单价提升的动力在于高端单品占比提升导致的产品结构优化。2014-2019年，公司“金典”“安慕希”“畅轻”“金领冠”“巧乐兹”“畅意 100%”“Joy Day”“甄稀”等重点产品销售收入由220亿元增长至507亿元，CAGR+18.16%，重点产品营收占比由40.8%提升至56.3%。公司重点产品定位相对高端，重点产品营收占比提升表明公司高端产品持续放量，产品结构持续优化。

图表 75：2014-2019 伊利重点产品收入占比



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 76：2014-2019 安慕希收入占比



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

推新品抢占市场份额，打造百亿级大单品。公司及时跟进市场需求，积极推出新品抢占新兴市场份额。2005年，蒙牛推出了我国第一个高端牛奶品牌特仑苏，开创了高端常温白奶的先河，随后伊利迅速跟进，2006年推出了高端常温白奶品牌金典。2009年光明推出莫斯利安培育常温酸奶市场，2013年蒙牛推出纯甄正式入局，随后伊利迅速在2014年推出安慕希抢占常温酸奶份额。2019年，金典/特仑

苏市占率分别为 6.7%/7.4%，安慕希/纯甄/莫斯利安市占率分别为 17.6%/9.0%/3.4%。截止至 2019 年，伊利共拥有 2 款 200 亿级大单品（安慕希和纯牛奶）、2 款 100 亿级大单品（金典和优酸乳）、10 款 10 亿级大单品。

迅速上新体现研发实力，大单品打造受益渠道品牌。我们认为，公司能够迅速推出新品抢占细分市场份，接近甚至超越具有先发优势的竞争对手，是公司产品力和渠道力的体现。常温白奶同质化程度较高，公司能够迅速打造现有产品定位相同的产品，是公司强大的研发实力的体现。公司产品在丧失先发优势的前提下迅速被消费者接受，发展为百亿级大单品，主要受益于密集的深度分销渠道和强大的品牌背书，是公司渠道力和品牌力的体现。

图表 77：2019 年公司大单品



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

大单品裂变出新，高端红利加速释放。公司常温单品矩阵清晰，高端单品频繁裂变，推出以新的口味、包装、原料等为特色的款式，实现单品自身迭代。公司大单品裂变的主要途径有：

1) 口味裂变：以安慕希为例，公司在原味酸奶的基础上推出了水果味酸奶、水果+燕麦酸奶、调料味酸奶、月饼味酸奶等多种口味的子单品，实现口味裂变，满足多元化需求。

图表 78：2020 年安慕希单品裂变



资料来源：FBIF 食品饮料创新，东方财富证券研究所

2) 包装裂变：包装裂变的一种方式更改包装的外形及材质，例如：安慕希常见包装包含利乐钻、利乐 TT 罐和 PET 瓶三种，金典常见包装包含苗条砖和梦幻

盖两种；包装裂变的另一种方式是更改包装外观，例如安慕希新包装将原本均衡分配的蓝白色变成全蓝色的底色，并加入“2020”的符号标志。

图表 79：安慕希三款经典包装外形



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

图表 80：安慕希 2020 新包装



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

3) 原料升级：通过升级奶源及工艺，推出有机、低脂等不同品质的子单品，是常温白奶实现单品裂变的重要途径。以金典为例，公司在金典纯牛奶的基础上发展出了有机、低脂、新西兰进口、娟姗等子单品，满足消费者对高端白奶的多元化需求。2020年8月，金典再次推出新品“三年六班金小典”，正式进军儿童有机奶市场。

图表 81：金典纯牛奶及其他子单品



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

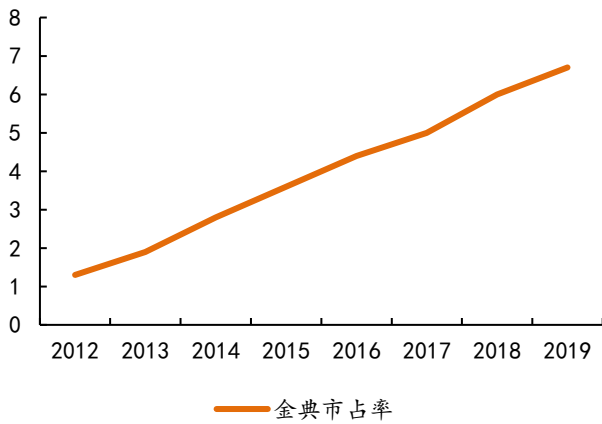
图表 82：金典新品“三年六班金小典”



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

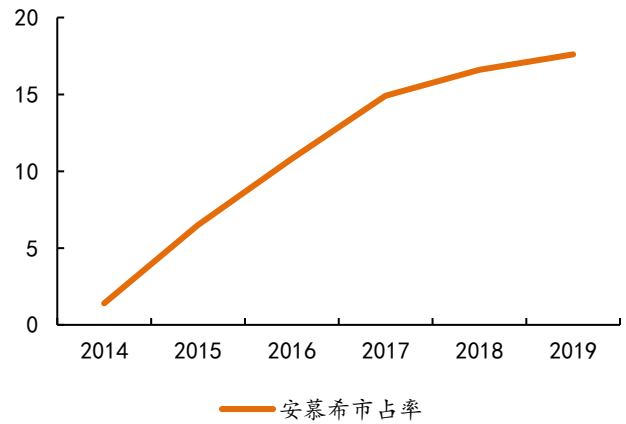
满足多元需求抢占市场，延长生命周期持续提供动力。在常温奶渗透率见顶的背景下，公司作为国内常温乳制品第一巨头，要实现逆势扩张，一是要抢占其他企业的份额，提升市占率，二是要把握消费升级趋势，快速布局高端细分市场，抢占先发优势。我们认为，公司积极实施大单品裂变是为了满足消费者多元化的高端液体乳消费需求，借助“伊利”品牌背书和公司密集的分销渠道快速抢占高端市场。同时，单品裂变有望激发产品活力，延长生命周期，为公司持续提供业绩增长的动力。

图表 83：2012-2019 年金典在液体奶品牌中的市占率



资料来源：Euromonitor，东方财富证券研究所

图表 84：2014-2019 安慕希在酸奶品牌中的市占率



资料来源：Euromonitor，东方财富证券研究所

营销加码增加品牌曝光度，高举高打冠名爆款综艺。在公司与蒙牛乳业争夺行业首位的过程中，公司曾因营销失利而短暂落后，随后，公司加码营销，适时转变营销途径，增加品牌曝光度，配合产品定位，结合消费升级趋势，实现产品高端化。以安慕希为例，公司持续采取高举高打的营销策略，同时敏锐洞察市场导向，在观察到真人秀节目流量剧增的趋势后，公司集中冠名爆款综艺，如《奔跑吧·兄弟》、《我是歌手4》等热门综艺节目，并邀请流量明星代言，迅速提升安慕希的品牌知名度，打造安慕希时尚、前卫的品牌形象。

图表 85：安慕希邀请流量明星代言



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

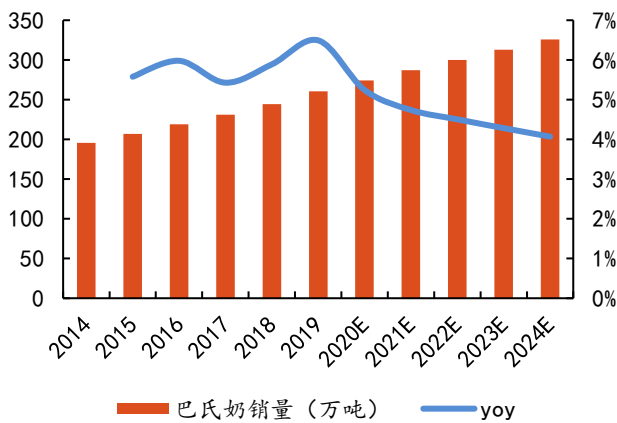
常温奶业务短期内仍是公司业绩增长的主要动力。公司产品高端化升级仍在持续，高端产品销售额及收入占比仍在稳步提升，我们认为，公司常温奶结构升级带来的盈利能力提升趋势仍未完结，常温产品高端化红利仍在释放，持续推升公司业绩。公司市占率仍在稳步提升，我们认为，通过强大的品牌力及密集的分销渠道，公司正在抢占中小乳企的份额，加速布局下沉市场，公司作为常温龙头的优势正在逐步强化，短期内，常温奶业务仍是公司业绩增长的主要动力。

3.2. 中期：低温、奶粉加速布局，奶源建设保障中长期发展

3.2.1. 加速布局低温市场，新标准开拓新途径

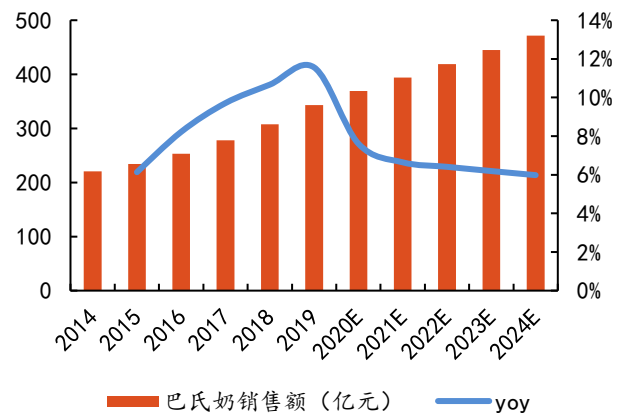
需求加速放量，未来成长可期。巴氏奶需求加速放量，2014-2019年，我国巴氏奶销售量由196万吨增加至260万吨，CAGR+5.9%，销售额由221亿元增长至343亿元，CAGR+9.2%。根据Euromonitor预测，至2024年，我国巴氏奶销售量可达326万吨，销售额可达472亿元，巴氏奶行业空间广阔，成长确定性较强。

图表 86：2014-2024E 我国巴氏奶销售量



资料来源：Euromonitor，东方财富证券研究所

图表 87：2014-2024E 我国巴氏奶销售额



资料来源：Euromonitor，东方财富证券研究所

巴氏奶新品推出，加速布局低温市场。目前我国低温奶产品主要由区域性乳企提供，受限于运输距离限制，低温奶产品仅能由拥有就近牧场资源的乳企提供。草根调研结果显示，传统巴氏奶的极限运输距离约为300km。受限于牧场资源的分布，公司较长时间内没有入局低温市场。观察到消费升级趋势下低温红利持续释放，公司于2018年推出了巴氏鲜奶品牌“百格特”，以入户订奶形式销售，仅在哈尔滨运营。2019年12月，公司推出了金典鲜牛奶、牧场清晨鲜牛奶、伊利鲜牛奶三款低温产品，加速布局低温市场。

图表 88：公司推出巴氏鲜奶品牌“百格特”



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

图表 89：公司推出三款低温奶新品



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

低温业绩快速放量，加速探索经营新模式。根据尼尔森零售研究数据，2020H1 公司低温奶销售额同比增长 77.9%，大幅高于行业增速（12%-13%）。草根调研结果显示，目前公司低温业务面临的最大问题在于尚未形成成熟的盈利模式，公司表示未来将继续探索低温奶盈利模式，避免冒进。我们认为，公司低温业务成长性较强，若完成低温盈利模式的探索，公司有望充分享受低温需求放量红利，推升中长期业绩。

新标准颁布认可新品类，超巴氏奶有望成为入局低温新途径。传统白奶灭菌方式主要为巴氏消毒法和超高温灭菌法，对应产品分别为巴氏奶和 UHT 奶，两者差异化程度较大。巴氏奶受限于保质期和保存条件，运输半径较短，通常由地方性乳企提供。随着灭菌技术进步，高温灭菌奶（超巴氏奶）技术在国外逐渐得到推广，并进入我国市场，如日本明治乳业推出的明治醇壹即为超巴氏奶。由于超巴氏奶也需冷藏保存，消费者难以将其与真正的巴氏奶进行区分，因此，消费者往往将超巴氏奶等同于巴氏奶，使得超巴氏奶同样拥有“健康”、“营养”的标签。2020 年 3 月，国家市场监督管理总局发布新版食品生产许可目录，将“高温杀菌乳”加入其中，超巴氏奶首次得到了官方认可。随后，光明乳业立刻推出超巴氏奶新品“新鲜牧场”进入北京市场，与蒙牛“每日鲜语”及三元鲜奶正面竞争。超巴氏奶的保质期最长可延长至 40 天，大幅扩大了运输半径。公司主要牧场资源集中在北方，距离市场较远是限制公司鲜奶业务发展的根源。超巴氏奶的加入可帮助公司顺利连接北方牧场及南方市场，有望成为入局低温新途径。

图表 90：三种灭菌方式对比

	巴氏奶（巴氏杀菌乳）	超巴氏奶（高温杀菌乳）	UHT 奶（超高温灭菌乳）
加热温度	1) 63-66℃ 2) 72-75℃	125-138℃	137-145℃
加热时长	1) 30 分钟 2) 15-20 秒	2-4 秒	2-4 秒
保存条件	7℃以下	7℃以下	常温
保质期	3-7 天	不超过 40 天	1.5-8 个月

资料来源：乳业在线，东方财富证券研究所

与光明和蒙牛对比，精耕下沉市场的渠道是公司的核心竞争力。光明乳业是我国低温奶行业龙头，主要聚焦华东区域，蒙牛乳业是我国乳制品行业龙头之一，2018 年正式入局低温奶市场，目前已覆盖了华东、华南、华北、华中四个大区 30 余城市。低温奶行业竞争激烈，除全国性乳企龙头跨区域扩张外，区域性乳企与全国性乳企的竞争依旧十分激烈。以光明与蒙牛为例，光明、蒙牛低温奶产品先后进入北京市场，与当地的龙头企业三元股份进行了激烈的价格战。公司入局低温奶较晚，目前市占率较低，我们判断，盲目通过价格战抢占市场份额的战略是不可持续的。目前我国低温奶产品依旧集中在重点城市，受限于冷链建设进度及成本，下沉市场依旧是低温蓝海。我们认为，新技术和新标准延长了低温奶的保质期，为公司开拓下沉市场提供了机遇，受益于精耕下沉市场建立的密集渠道网络，公司有望率先抢占低温蓝海，推动业绩高速增长。

图表 91：光明新鲜牧场低温奶买一送一



资料来源：FBIF食品饮料创新，东方财富证券研究所

图表 92：光明新鲜牧场低温奶线上促销

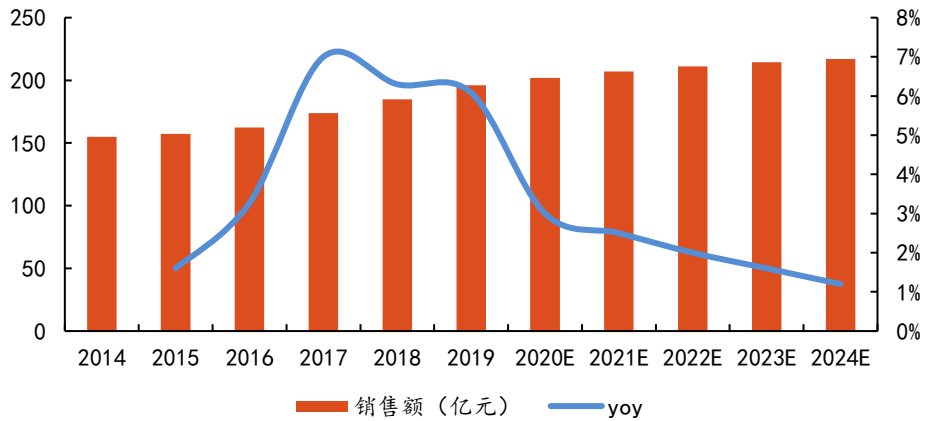


资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

3.2.2. 聚焦低龄加速推新，渠道品牌是核心竞争力

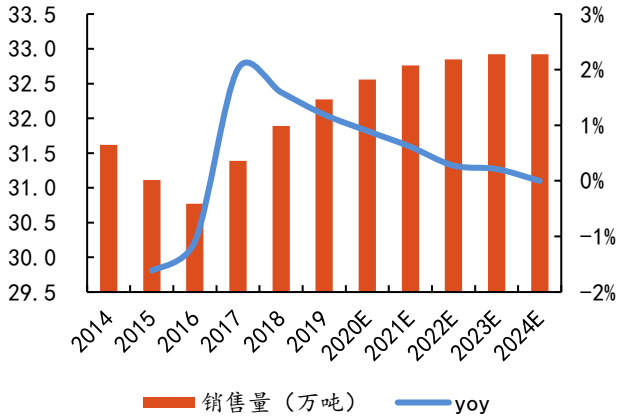
增速放缓空间广阔，价增为主要推动力。2014-2019 年，我国奶粉销售额由 155 亿元上升至 196 亿元，CAGR+4.83%。我们将销售额拆分为销售量及销售单价，2014-2019 年我国奶粉销售量/销售单价复合增长率分别为 0.41%/4.40%，价格增长为销售额增长的主要动力。Euromonitor 预测至 2024 年，我国奶粉市场空间将增长至 217 亿元，市场空间广阔，奶粉销售量/销售单价复合增长率分别为 0.40%/1.65%，价格仍将为市场空间增长的主要推动力。

图表 93：2014-2024E 我国奶粉销售额及增速



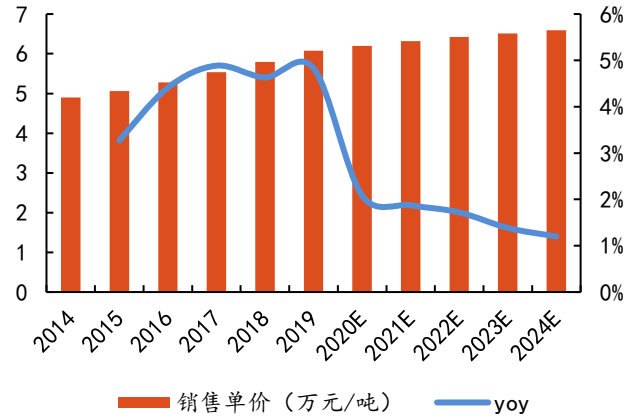
资料来源：Euromonitor，东方财富证券研究所

图表 94：2014-2024E 我国奶粉销售量及增速



资料来源：Euromonitor，东方财富证券研究所

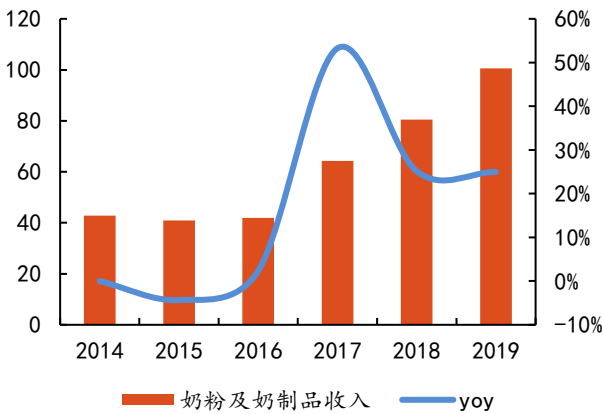
图表 95：2014-2024E 我国奶粉销售单价及增速



资料来源：Euromonitor，东方财富证券研究所

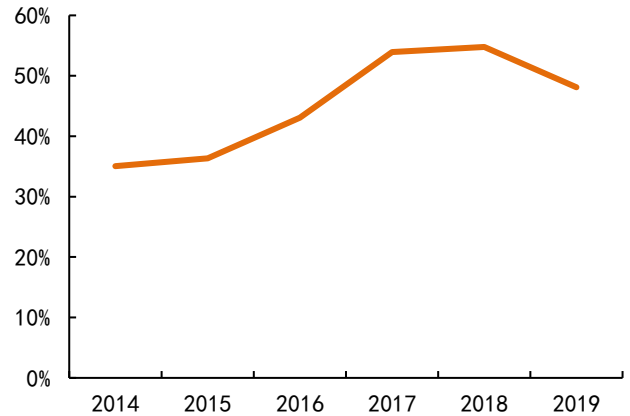
奶粉及奶制品收入高速增长，高端单品抬升毛利率。2017 年，公司奶粉及奶制品产品收入增速提升 50.92pct 至 53.27%，主要系当年公司高端婴幼儿配方奶粉“金领冠睿护”在大洋洲生产基地生产下线，随后公司奶粉及奶制品收入增速维持在 20%-30% 区间。高端奶粉单品推出大幅抬升了公司奶粉毛利率，2017 年，公司奶粉及奶制品产品毛利率提升 10.90pct 至 53.95%。

图表 96：2014-2019 公司奶粉及奶制品收入



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 97：2014-2019 公司奶粉及奶制品毛利率



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

聚焦低龄饮用人群，持续打造高端单品。婴幼儿奶粉和儿童奶粉对营养配比和安全标准的要求更为严格，定位更为高端。自 2017 年推出第一款高端婴幼儿配方奶粉“金领冠睿护”以来，公司持续聚焦婴幼儿和儿童奶粉，升级产品结构。2019 年公司推出了“金领冠悠滋小羊”婴幼儿配方奶粉和“金领冠塞纳牧”婴幼儿有机配方奶粉两款高端婴幼儿奶粉，2020 年公司推出了“QQ 星”儿童成长配方奶粉。

图表 98：“金领冠塞纳牧”婴幼儿有机配方奶粉



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

图表 99：“QQ 星”儿童成长配方奶粉



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

市占率低于飞鹤乳业，两家公司产品结构相似。飞鹤乳业是我国本土最大的奶粉生产销售企业，根据尼尔森数据，截止至 2020 年 6 月 30 日，飞鹤乳业在中国婴幼儿配方奶粉整个市场份额为 13.9%，在超高端婴幼儿配方奶粉市场份额为 25.5%。公司 2019 年末婴幼儿配方奶粉零售额市占份额为 6.0%，低于飞鹤乳业。我们对比了公司金领冠及飞鹤乳业的产品零售价，除飞鹤茁然、QQ 星和孕妇奶粉外，录入的均为 1 段奶粉零售价。我们发现公司和飞鹤乳业均拥有多个单品，在不同价格段的分布基本一致，公司与飞鹤乳业构成直接的竞争关系。

图表 100：公司营业收入拆分与预测

价格段	金领冠		飞鹤	
	系列	千克价	系列	千克价
300 元以下	QQ 星	199	茁然（茁护 4 段）	254
	妈妈粉	215	飞帆	264
	金领冠	216	星蕴	279
	菁护	295		
300-450 元	珍护	376	星阶优护	342
	睿护	410	超级飞帆	376
450 元以上	塞纳牧	523	星飞帆	463
	悠滋小羊	597	臻稚有机	501

资料来源：天猫商城，东方财富证券研究所

与飞鹤乳业对比，渠道和品牌是公司的核心竞争力。与飞鹤乳业对比，我们认为公司最大的优势在于密集的渠道和较强的品牌实力。截止至 2020 年 6 月 30 日，飞鹤乳业共有 11.9 万个零售销售点，而公司截止至 2019 年末已建成线下液态奶终端网点 191 万家。公司建立的渠道网络覆盖面远高于飞鹤乳业，且公司渠道网络层级较少，控制力度较强，在推广和促销方面更具有优势。此外，我们认为背靠“伊利”品牌的金领冠奶粉更能赢得消费者的信任。公司奶粉业务正处于成长期，支撑奶粉快速扩张的是消费者对于伊利品牌的信心。由于“三聚氰胺”事件严重打击了消费者对国产奶粉的信任，在国产奶粉行业逐渐复苏的过程中，消费者对品牌的信任是支撑国产奶粉行业成长的重要的推动力。公司是全国最大的乳制品企业，多年来强调品质，在消费者心中树立了安全可靠的品牌形象。“伊利”品牌为金领冠等奶粉提供了有力的品牌背书，为公司奶粉新品赢得了消费者的认可。同时，逐渐丰富的奶粉产品系列也将反哺“伊利”品牌，为公司产品矩阵提供重要补充。

3.2.3. 推进工厂建设和奶源布局，保障长期稳定发展

我们认为，以低温奶和奶粉为代表的乳制品品类扩张是公司未来三到五年业绩增长的主要动力。在常温奶市场空间见顶的背景下，长期来看，公司难以通过抢占市场份额维持业绩提升。结合公司目前的业务划分及战略规划，我们认为未来三到五年，公司有望成功建立低温奶盈利模式，深耕高端奶粉市场，拓展常温奶之外的品类，丰富产品矩阵，实现多元化发展。

加速工厂建设，扩大经营范围。低温工厂方面，目前公司已经建成天津、黄冈两个低温工厂，为北京、天津、武汉、长沙等城市提供低温奶产品。公司正加速低温牧场布局，计划至2020年年底共建成5个低温工厂，扩大经营范围至中心城市、省会城市。公司低温业务仍处于起步阶段，但扩张势头良好，公司持续加码低温业务，我们预计未来3-5年低温业务将成为公司的重点板块。

上游奶源布局加速，国内外牧场布局同步推进。在国内原奶资源竞争加剧，奶源地逐渐减少的背景下，公司加速上游牧场布局已成定局。草根调研结果显示，公司没有自己的牧场，全部牧场资源通过合作或战略入股形式获取，目前公司牧场资源主要集中在我国北方地区。2019年3月，公司全资子公司金港控股收购新西兰第二大乳业合作社Westland 100%股权，Westland原奶供应量占新西兰原奶供应总量约4%，每年生产超过12万吨的乳制品，收购Westland有助于帮助公司获得优质、稳定的新西兰奶源，优化奶源布局，同时辐射海外业务。2020年8月，金港控股认购中国中地乳业控股有限公司定向增发股票，认购股份占扩大后股本的16.6%。此次认购后，公司共掌控国内3家规模化牧场企业，奶牛存栏总数约为30万头：优然牧业（持股比例为40%），赛科星（通过优然牧业持股44.78%）和中地乳业（持股比例为16.6%）。

图表 101：公司收购新西兰 Westland



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

加码奶源布局，保障长期稳定发展。我们认为，在原奶供给趋紧的背景下，上游牧场资源争夺的结果将是未来乳制品行业格局的决定性因素。当前时点原奶价格已进入上升通道，公司积极加码奶源布局，有望平滑原奶成本上升的压力。在行业加速洗牌的背景下，公司加码奶源布局，能够支撑经营规模进一步扩大，发挥成本优势，争夺市场份额，保障公司中长期稳定发展。

3.3. 长期：健康饮品快速创新，布局饮料高增速子赛道

行业空间广阔，子赛道增速分化。根据 frost & sullivan 数据，2019 年我国软饮料行业市场空间已接近万亿，2014-2019 年复合增长率为 5.9%。分赛道来看，包装饮用水、蛋白饮料、果汁饮料空间较大，咖啡饮料、功能饮料、包装饮用水增速较高。

图表 102：软饮料行业空间及增速

	销售额（亿元）			CAGR	
	2014	2019	2024E	2014-2019	2019-2024E
软饮料总计	7,433	9,914	13,230	5.9%	5.9%
包装饮用水	1,196	2,017	3,371	11.0%	10.8%
蛋白饮料	1,243	1,474	1,746	3.5%	3.4%
果汁饮料	1,275	1,435	1,603	2.4%	2.2%
功能饮料	581	1,119	1,756	14.0%	9.4%
固体饮料	821	913	956	2.1%	0.9%
碳酸饮料	788	885	984	2.3%	2.1%
茶饮料	653	787	936	3.8%	3.5%
植物饮料	510	691	932	6.3%	6.2%
风味饮料	318	444	585	6.9%	5.7%
咖啡饮料	37	132	340	29.0%	20.8%
其他饮料	11	17	21	9.1%	4.3%

资料来源：农夫山泉招股说明书，东方财富证券研究所

入局软饮料仍处摸索阶段，高增长赛道密集推新。公司 2018 年成立了健康饮品事业部，目前对于饮料的盈利模式仍处于探索阶段。公司重点瞄准了增速较高的子赛道，推出多款健康饮品：

1) 蛋白饮料：植选。公司 2017 年推出植选，以植物奶为载体，将自然健康的植物营养传递给大众，从“植物基”出发，塑造全新的生活风尚和饮食文化。植选的主要竞争对手为维他奶和豆本豆。

2) 功能饮料：唤醒源。公司 2018 年推出功能饮料唤醒源，对标红牛，设定目标人群为 18~35 岁的主流年轻消费群体。唤醒源的主要竞争对手为红牛。

图表 103：植选



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

图表 104：唤醒源



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

3) **咖啡饮料：圣瑞思。**公司 2019 年推出圣瑞思，定位于考试学习、工作加班、早午餐搭配等多种消费场景。圣瑞思的主要竞争对手为雀巢。

4) **包装饮用水：伊刻活泉。**公司 2019 年推出伊刻活泉，率先推出“火山低温活泉”概念，定位中高端。伊刻活泉的主要竞争对手为农夫山泉和怡宝。

图表 105：圣瑞思



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

图表 106：伊刻活泉



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

5) **其他饮料：伊然。**公司 2019 年推出伊然，作为国内第一款乳矿饮料，包括伊然乳矿轻饮和伊然乳矿气泡水两个系列。伊然开创了新的概念“乳矿”，目前暂无直接竞争对手。

图表 107：伊然乳矿轻饮和伊然乳矿气泡水



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

再度加码健康食品，单品裂变丰富产品矩阵。植选和伊然是公司健康饮品板块主打的重点品牌。植选自 2017 年浓香型豆乳上市之后，公司多次对原料和包装进行了升级，2018 年 12 月，植选推出了畅饮型豆乳，调整了蛋白含量和配料，并更新为 PET 包装，2019 年 12 月，推出高蛋白植物奶及两款植物蛋白基底芯片，打造高端差异化新单品，2020 年 4 月，6.0 高蛋白无糖植物奶上市，植选品牌正式转型为植物奶。2020 年，公司多次对伊然气泡水单品实施裂变，4 月，伊然乳矿气泡水在延续 100%乳矿物质的核心卖点下，不断更新口味，针对儿童群体推出了含钙含果汁的儿童乳矿饮料伊然小钙盒，还推出了摩登纤细罐新装，5 月，推出了蜜柚科若娜新口味，将气泡水与啤酒相结合，迎合了年轻消费者的求异心理。随着消费升级和国民健康意识的不断提升，健康饮品收到了广泛的关注，公司持续实

施单品裂变,丰富健康饮品产品矩阵,精心培育子品牌,有助于迅速抢占市场份额。

图表 108: 植选、伊然单品裂变出新



资料来源: 功能食品大家谈, 食业家, 东方财富证券研究所

产品定位分化, 错位竞争有助于立足新赛道。我们将公司现有的健康饮品产品与主要竞品进行对比, 公司现有的品类定位分化, 植选单价介于维他奶和豆本豆之间, 唤醒源单价低于红牛, 圣瑞思和伊刻活泉单价高于竞品。公司健康饮料新品和竞品之间基本形成了错位竞争关系, 避免直接竞争有助于公司在健康饮品新赛道立足。

图表 109: 公司健康饮品与竞品比价

系列	单品	包装	单价	竞品	单品	包装	单价
植选	浓香豆乳	利乐钻	4/250mL	维他奶	原味豆奶	利乐砖	2.9/250mL
	6.0 高蛋白	PET	5.5/315mL	豆本豆	纯豆奶	利乐钻	5/250mL
唤醒源	唤醒源	易拉罐	2.5/250mL	红牛	安奈吉饮料	易拉罐	5.4/250mL
圣瑞思	醇香拿铁	PET	6.7/270mL	雀巢	无蔗糖丝滑拿铁	PET	5.5/268mL
伊刻活泉	天然矿泉水	塑料瓶	2.4/330mL	农夫山泉	经典红盖	塑料瓶	1.5/550mL
					运动盖	塑料瓶	3.3/535mL
				怡宝	经典	塑料瓶	1.3/555mL

资料来源: 天猫商城, 东方财富证券研究所

营销加码多渠道铺货, 创新营销打造潮流形象。公司持续对植选品牌进行升级, 除推出高端新品外, 在营销模式上也进行了创新。3月25日, 植选6.0新品率先在天猫平台通过李佳琦直播间超前首发, 借助李佳琦的粉丝基础收获了大批客户。首发当日, 植选联合多位B站人气UP主打造云发布会, 开创了快消品的先河。随后, 植选联合Keep上线“Keepplant高能挑战赛”, 深化植物奶新品类消费场景教育。配合健康潮流的形象, 植选在盒马、淘鲜达等多个线上渠道持续发力, 更精准地触达关注健康潮流的都市年轻消费者。相对于主力常温奶产品, 公司选择的健康饮品营销渠道更具年轻消费者基础, 创新的营销方式为公司健康饮品产品贴上了潮流的标签, 打造更为清晰的产品定位, 高效地、有针对性地实施推广。

图表 110：植选 6.0 在李佳琦直播间超前首发



资料来源：天猫商城，东方财富证券研究所

图表 111：Keeplant 高能挑战赛



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

健康饮品仍在探索阶段，研发实力和产品力加持。公司大力发展健康饮品相关业务，升级品牌，丰富产品矩阵，发展势头较为迅猛。但目前公司健康饮品体量仍然较小，市占率仍然较低，我们认为，公司的健康饮品板块仍处于探索阶段，不确定性尚存，短期内难以成为公司主要业绩支撑，但公司迅速推新展现的研发实力和产品力是我们看好健康饮品板块的重要原因。相比乳制品，健康饮料产品生命周期更短，口味更多元化，对公司的创新能力要求更高。公司持续推出新单品，对重点单品实施高频裂变，丰富产品矩阵，较短研发周期彰显了公司较强的研发实力。公司持续对重点品牌实施升级，结合创新的营销渠道，打造适宜的品牌形象，赢得市场的认可，彰显了公司强大的营销能力和产品力。

渠道优势有望加速入局。与其他饮品企业相比，公司进入市场时间较短，经验不足、对市场认知不足是公司的劣势。但公司多年致力于渠道深耕，拥有密集的销售渠道，在推广新品时，能在短时间内快速响应，迅速抢占市场，这是公司的重要优势。我们认为，密集的分销渠道是公司发展健康饮品的核心竞争力，密集的深度分销渠道网络有望帮助公司快速布局健康饮品市场，长期来看，我们认为公司有望在未来五到十年实现健康饮品重点赛道深入布局，并与公司乳制品业务实现渠道协同，为公司打开长期成长空间。

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 核心假设与盈利预测

根据公司渠道建设优势和健康饮品创新战略导向，我们认为未来 3 年内，公司将继续深耕常温奶业务，持续推进渠道建设，同时加速发展低温奶及健康饮品业务。

(1) 液体乳是公司当前的核心业绩支撑。我们认为短期内公司液体乳板块仍以常温奶为主，高渗透率的零售渠道是公司的核心竞争力，这与常温奶的推广和销售是相匹配的。公司渠道建设正由向下沉市场渗透转向线上线下结合，通过形成社区提高用户黏性，进一步保证了常温产品的推广效率，我们认为公司在常温乳饮品市场中的占有率有望进一步提升。Euromonitor 预计，2020-2022 年我国饮用奶消费量分别同比上升 4.5%/4.2%/3.8%，考虑到公司的渠道有利于快速抢占常温新品市场份额，我们预计公司液体乳销售量有望以略高于行业增速的水平增长，给予公司 2020-2022 年 5.0%/4.5%/4.0%的增速。考虑到原奶价格进入上行周期，公司作为行业龙头议价能力较强，有望通过提升售价转嫁成本上升的压力。公司高端白奶

产品占比上升也是液体乳单价提升的推动力。考虑到疫情期间高端产品送礼需求下降，我们给出公司液体奶业务 2020-2022 年 2%/4%/4% 的价格增速。公司高端白奶占比持续提升，液体乳产品结构持续优化，我们给予公司液体乳 2020-2022 年 35.0%/36.0%/36.5% 的毛利率。

(2) 当前奶粉及奶制品业务占比较少，我们认为公司奶粉及奶制品业务是中长期的增长来源，短期大概率不会迎来大幅增长。2019 年公司奶粉及奶制品销售单价下降 5%，主要系收购产品结构不同的 Westland 所致。考虑原奶供应缩减，我们认为奶粉及奶制品价格有望稳定上涨，结合公司高端奶粉产品推新节奏较为稳定，我们给予公司奶粉及奶制品 2020-2022 年每年 5% 的价格增速及 50.0%/50.5%/51.0% 的毛利率。目前公司奶粉及奶制品市占率较低，但销量增速较高，考虑到逐渐增大的基数和 2020 年疫情影响送礼需求，我们给予奶粉业务 2020-2022 年 12%/15%/10% 销量增速。

(3) 公司近年冷饮产品新品推出较多，高端冷饮产品比重逐渐增加，我们认为结构优化是公司冷饮产品单价增长的主要动力，给予公司冷饮产品 2020-2022 年 8%/6%/4% 的价格增速及 45.0%/45.5%/46.0% 的毛利率。我们认为公司高端冷饮产品与网红商品类似，在注重时尚潮流的年轻消费群体中更受欢迎，公司新零售渠道逐渐推进，年轻化客户的接触面持续扩大，高端冷饮产品有望充分受益，我们给予公司 2020-2022 年冷饮产品 4%/5%/6% 的销量增速。

(4) 其他产品保持价格销量不变。

图表 112：公司营业收入拆分与预测

项目	业务板块	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销量增速	液体乳	11.21%	11.18%	7.77%	5.00%	4.50%	4.00%
	奶粉及奶制品	11.49%	15.84%	31.56%	12.00%	15.00%	10.00%
	冷饮产品	-1.01%	2.69%	3.25%	4.00%	5.00%	6.00%
单价增速	液体乳	1.26%	5.94%	4.21%	2.00%	4.00%	4.00%
	奶粉及奶制品	5.68%	8.03%	-5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
	冷饮产品	10.94%	5.65%	9.15%	8.00%	6.00%	4.00%
营收增速	液体乳	12.61%	17.78%	12.31%	7.10%	8.68%	8.16%
	奶粉及奶制品	17.83%	25.14%	24.99%	17.60%	20.75%	15.50%
	冷饮产品	9.82%	8.49%	12.70%	12.32%	11.30%	10.24%
	其他产品	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	液体乳	35.17%	35.21%	35.20%	35.00%	36.00%	36.50%
	奶粉及奶制品	53.95%	54.78%	48.12%	50.00%	50.50%	51.00%
	冷饮产品	43.08%	45.06%	46.51%	45.00%	45.50%	46.00%

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

4.2. 估值与投资建议

我国乳制品行业已进入高质量发展时期，存量市场为主，增量来源主要为低温奶渗透率提升及常温奶消费升级。公司作为乳制品行业龙头的地位持续强化，背靠“伊利”品牌打造数个百亿级大单品，单品裂变出新丰富产品矩阵进一步反哺“伊利”品牌。公司持续深耕渠道建设，密集的分销渠道是公司的核心竞争力。我们认为短期内常温奶仍将为公司主力产品，中期以低温奶和奶粉为代表的产品矩阵多元化将为公司提供新的增长点，长期健康饮品产品培育成功有望成为新的业绩支撑。我们预计公司 20/21/22 年收入分别为 972.09 / 1072.35 / 1171.75 亿元，归母净利润

润分别为 70.48/82.02/97.92 亿元，EPS 分别为 1.16/1.35/1.61 元/股，对应 PE 分别为 32.89/28.26/23.68 倍。根据同行业可比公司估值的平均水平，考虑到公司在行业中的领先地位和渠道优势，结合公司历史估值水平，我们认为可以给予公司 35-40 倍 PE，首次覆盖，给予 2021 年 35 倍 PE，对应 12 个月目标价 47.19 元，给予公司“买入”评级。

图表 113：公司盈利预测

项目\年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	90223.08	97209.46	107234.78	117174.51
增长率（%）	13.41%	7.74%	10.31%	9.27%
EBITDA（百万元）	9362.58	8814.19	9949.90	11608.48
归属母公司净利润（百万元）	6933.76	7047.78	8202.33	9791.61
增长率（%）	7.67%	1.64%	16.38%	19.38%
EPS（元/股）	1.14	1.16	1.35	1.61
市盈率（P/E）	27.14	32.89	28.26	23.68
市净率（P/B）	7.20	6.99	5.60	4.53
EV/EBITDA	19.67	25.88	22.38	18.60

资料来源：choice，东方财富证券研究所。注：数据截至 2020-09-25。

图表 114：行业重点关注公司

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS（元/股）			PE（倍）			股价 (元)	评级
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E		
600597.SH	光明乳业	206.45	0.45	0.53	0.63	37.69	31.66	26.97	16.86	未评级
600429.SH	三元股份	77.27	0.00	0.10	0.10	110.39	47.12	39.23	5.16	未评级
002946.SZ	新乳业	149.83	0.32	0.44	0.54	54.53	39.79	32.39	17.55	未评级
600419.SH	天润乳业	42.84	0.52	0.60	0.68	28.95	24.62	21.31	15.95	未评级
002732.SZ	燕塘乳业	39.73	0.84	0.99	1.16	29.74	25.64	22.31	25.25	未评级
平均			0.42	0.53	0.62	52.26	33.77	28.44		
600887.SH	伊利股份	2318.31	1.16	1.35	1.61	32.89	28.26	23.68	38.11	买入

资料来源：Choice，东方财富证券研究所。注：数据截至 2020-09-25。未评级公司 PE 均来自 choice 一致性预期数据。

5. 风险提示

- 原奶涨价风险；
- 食品安全事故风险；
- 行业竞争加剧；
- 新品表现不及预期；
- 健康饮品培育进度不及预期；
- 公司渠道下沉及新零售渠道建设不及预期；
- 宏观经济增速不及预期。

资产负债表（百万元）

至 12 月 31 日	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	25705.85	21987.12	28067.48	35769.94
货币资金	11325.32	6523.70	11888.37	18727.11
应收及预付	2994.41	3661.06	3857.03	4192.91
存货	7715.03	8326.02	8845.75	9373.58
其他流动资产	3671.09	3476.33	3476.33	3476.33
非流动资产	34755.42	38615.42	42475.42	46335.42
长期股权投资	1960.90	1960.90	1960.90	1960.90
固定资产	18296.21	21696.21	25096.21	28496.21
在建工程	6165.05	6165.05	6165.05	6165.05
无形资产	1408.68	1868.68	2328.68	2788.68
其他长期资产	6924.57	6924.57	6924.57	6924.57
资产总计	60461.27	60602.53	70542.90	82105.35
流动负债	31432.27	24511.64	26233.24	27984.46
短期借款	4559.63	0.00	0.00	0.00
应付及预收	16821.28	17975.05	19426.52	20895.58
其他流动负债	10051.36	6536.59	6806.73	7088.88
非流动负债	2754.85	2754.85	2754.85	2754.85
长期借款	471.12	471.12	471.12	471.12
应付债券	1500.00	1500.00	1500.00	1500.00
其他非流动负债	783.73	783.73	783.73	783.73
负债合计	34187.13	27266.50	28988.10	30739.31
实收资本	6096.38	6096.38	6096.38	6096.38
资本公积	844.44	844.44	844.44	844.44
留存收益	21533.81	28581.58	36783.91	46575.53
归属母公司股东权益	26131.03	33178.80	41381.13	51172.74
少数股东权益	143.11	157.24	173.68	193.30
负债和股东权益	60461.27	60602.53	70542.90	82105.35

利润表（百万元）

至 12 月 31 日	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	90223.08	97209.46	107234.78	117174.51
营业成本	56391.71	60779.97	65891.78	71278.26
税金及附加	576.99	592.98	654.13	714.76
销售费用	21069.66	23330.27	26808.70	29293.63
管理费用	4284.93	4746.01	4934.10	5233.50
研发费用	495.17	486.05	536.17	585.87
财务费用	8.00	32.59	-72.42	-168.06
资产减值损失	241.44	-100.00	-100.00	-100.00
公允价值变动收益	78.16	0.00	0.00	0.00
投资净收益	544.87	486.05	536.17	585.87
资产处置收益	-25.12	0.00	0.00	0.00
其他收益	587.79	680.47	750.64	820.22
营业利润	8280.32	8308.12	9669.14	11542.63
营业外收入	29.84	0.00	0.00	0.00
营业外支出	116.05	0.00	0.00	0.00
利润总额	8194.11	8308.12	9669.14	11542.63
所得税	1243.38	1246.22	1450.37	1731.39
净利润	6950.73	7061.90	8218.77	9811.24
少数股东损益	16.96	14.12	16.44	19.62
归属母公司净利润	6933.76	7047.78	8202.33	9791.61
EBITDA	9362.58	8814.19	9949.90	11608.48

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

现金流量表（百万元）

至 12 月 31 日	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	8455.48	4964.77	10422.12	11846.49
净利润	6950.73	7061.90	8218.77	9811.24
折旧摊销	1957.96	1540.00	1540.00	1540.00
营运资金变动	-501.99	-3443.89	1005.90	887.50
其它	48.79	-193.25	-342.55	-392.24
投资活动现金流	-9999.34	-5013.95	-4963.83	-4914.13
资本支出	-9208.62	-5500.00	-5500.00	-5500.00
投资变动	-920.92	0.00	0.00	0.00
其他	130.20	486.05	536.17	585.87
筹资活动现金流	-1016.47	-4752.43	-93.63	-93.63
银行借款	16569.73	-4559.63	0.00	0.00
债券融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	274.89	0.00	0.00	0.00
其他	-17861.09	-192.80	-93.63	-93.63
现金净增加额	-2498.22	-4801.62	5364.67	6838.74
期初现金余额	13564.93	11325.32	6523.70	11888.37
期末现金余额	11066.71	6523.70	11888.37	18727.11

主要财务比率

至 12 月 31 日	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力 (%)				
营业收入增长	13.41%	7.74%	10.31%	9.27%
营业利润增长	7.66%	0.34%	16.38%	19.38%
归属母公司净利润增长	7.67%	1.64%	16.38%	19.38%
获利能力 (%)				
毛利率	37.50%	37.48%	38.55%	39.17%
净利率	7.70%	7.26%	7.66%	8.37%
ROE	26.53%	21.24%	19.82%	19.13%
ROIC	18.97%	17.36%	16.31%	15.95%
偿债能力				
资产负债率 (%)	56.54%	44.99%	41.09%	37.44%
净负债比率	130.12%	81.79%	69.76%	59.84%
流动比率	0.82	0.90	1.07	1.28
速动比率	0.54	0.48	0.66	0.87
营运能力				
总资产周转率	1.49	1.60	1.52	1.43
应收账款周转率	55.85	60.83	66.36	66.36
存货周转率	11.69	11.68	12.12	12.50
每股指标 (元)				
每股收益	1.14	1.16	1.35	1.61
每股经营现金流	1.39	0.82	1.71	1.95
每股净资产	4.30	5.45	6.80	8.41
估值比率				
P/E	27.14	32.89	28.26	23.68
P/B	7.20	6.99	5.60	4.53
EV/EBITDA	19.67	25.88	22.38	18.60

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究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本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。