

600887.SH
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 39.17

板块评级: 强于大市

本报告要点
■ 伊利股份深度
股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(15.5)	(8.9)	18.2	5.9
相对上证指数	(17.3)	(9.4)	17.2	0.8

发行股数(百万)	6,082
流通股(%)	98
总市值(人民币 百万)	238,239
3个月日均交易额(人民币 百万)	2,911
净负债比率(%) (2021E)	8
主要股东(%)	
香港中央结算有限公司	14

 资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
 以 2021 年 11 月 30 日收市价为标准

相关研究报告

《伊利股份: 高端乳制品持续升级, 并购澳优加码奶粉业务》20211029

 中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格

食品饮料: 食品加工

证券分析师: 汤玮亮

(86755)82560506

weiliang.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517040002

证券分析师: 毕翘楚

(8610)83949415

qiaochu.bi@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300520040001

伊利股份

竞争格局改善, 长期成长逻辑清晰, 维持强烈推荐

乳品龙头竞争格局已改善, 且未来仍将持续。品类均衡发展, 高端产品整体保持增长, 重点发力奶粉、奶酪业务, 布局低温鲜奶, 公司整体可维持较快增速, 未来利润率将持续提升。

支撑评级的要点

- **乳品龙头竞争格局已改善, 且未来仍将持续。** 1) 从行业数据和渠道跟踪显示, 乳业竞争已改善。过去两年伊利单季销售费用率呈现下降趋势, 且在原奶价格上涨期间, 利润率得到不断提升。2) 从伊利蒙牛主观因素来看, 高强度费用投放并未改变两者之间的竞争格局, 费用投放的边际效益递减, 两家公司均有提升利润率的意愿, 行业竞争格局改善将持续。
- **高管团队稳定, 激励到位, 且公司能力明显强于行业水平。** 1) 高管团队稳定, 股权激励和员工持股计划不断推进, 保障了公司稳定高效发展。为增强员工积极性, 公司管理机制不断创新, 公司将员工持股平台引入伊家好奶酪公司, 平台持有 40% 股份, 积极开拓奶酪、功能性食品等创新产品。2) 公司能力明显强于行业水平, 渠道下沉提前布局, 直控村级网点数量达到 109.6 万个, 产品培育更新能力强, 具有前瞻性布局和对业务精准把握能力。积极拥抱数字化转型, 持续创造消费者价值。
- **伊利长期成长逻辑清晰, 业绩增长的确定性高。** 1) 无需担忧安慕希放缓, 高端产品整体可保持增长。常温酸整体规模略有下降, 但根据尼尔森安慕希份额持续提升, 礼赠市场其他产品很难撼动。公司通过产品创新、开拓消费场景延长安慕希生命周期。我们认为, 高端品看整体比看单品更重要。金典持续升级, 前三季度, 金典保持 20% 以上增长, 金典有机增速超过 50%。公司前瞻性布局和对业务精准把握, 将助力高端整体产品不断增长。2) 在乳制品领域, 伊利构建多元化产品矩阵, 将重点发力奶粉、奶酪业务, 布局低温, 主品牌与金典双线发展。3) 中国乳品行业集中度已经达到高水平, 对比全球龙头, 在竞争趋缓情况下, 伊利利润率将持续提升, 目标净利率将提升至 9%-10%。

估值

- 伊利成长确定性强, 22 年 PE 23 倍左右, 对比 A 股其他食品龙头, 仅高于双汇, 低于茅台、海天和其它细分行业龙头, 估值具备安全边际。我们根据经营情况调整预测, 预计 21-23 年 EPS 为 1.49、1.78、2.00 元, 同比 +28%、+19%、+13%, 维持 **买入** 评级。

评级面临的主要风险

- 伊利、蒙牛竞争格局未如期出现改善, 销售费用率维持高位。原奶价格涨幅超预期, 可能导致毛利率明显下降。宏观经济增长不及预期。并购澳优整合进程不及预期。产品、渠道拓展不及预期。

投资摘要

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入(人民币 百万)	90,009	96,524	109,387	122,218	135,055
变动(%)	14	7	13	12	11
净利润(人民币 百万)	6,934	7,078	9,081	10,832	12,191
全面摊薄每股收益(人民币)	1.140	1.164	1.493	1.781	2.004
变动(%)	7.7	2.1	28.3	19.3	12.5
原先预测摊薄每股收益(人民币)			1.56	1.77	1.97
调整幅度(%)			(4.34)	0.51	1.61
全面摊薄市盈率(倍)	34.4	33.7	26.2	22.0	19.5
价格/每股现金流量(倍)	21.6	42.5	18.9	16.4	14.7
每股现金流量(人民币)	1.81	0.92	2.07	2.38	2.67
企业价值/息税折旧前利润(倍)	24.5	23.3	22.2	18.4	16.3
每股股息(人民币)	0.808	0.820	1.052	1.255	1.412
股息率(%)	2.1	2.1	2.7	3.2	3.6

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

目录

乳品龙头竞争格局改善	5
行业数据和渠道跟踪显示，乳业竞争已改善	5
高强度的费用投放并未改变竞争格局，费用投放趋于理性	6
伊利和蒙牛都有控制费用、释放利润的动力	10
原奶价格温和上涨的背景，助力行业竞争格局改善	12
高管团队稳定，激励到位，且公司能力明显强于行业水平	13
高管团队稳定，从业经验丰富，且激励机制不断创新	13
能力明显强于行业水平，渠道下沉提前布局，产品培育更新能力强	14
伊利长期成长逻辑清晰，业绩增长的确定性高	16
不必担忧安慕希放缓，高端产品整体可保持增长	16
多元化产品矩阵布局，逐步迈向大型食品集团	18
对比全球龙头，伊利的利润率有较大的提升空间	24
盈利预测与投资评级	27
盈利预测和投资评级	27
相对估值	27
风险提示	28

图表目录

股价表现..... 1

投资摘要..... 1

图表 1. 规模以上乳企销售费用率..... 5

图表 2. 伊利与蒙牛毛销差对比..... 5

图表 3. 主要液态奶细分品类销售增速（1H21）..... 6

图表 4. 伊利产品价格对比（2021 年 10 月与 2021 年 6 月对比）..... 6

图表 5. 蒙牛产品价格对比（2021 年 10 月与 2021 年 6 月对比）..... 6

图表 6. 乳品行业与伊利蒙牛营收增速对比..... 7

图表 7. 乳品行业与伊利蒙牛营业利润增速对比..... 7

图表 8. 伊利蒙牛常温市场份额..... 7

图表 9. 伊利蒙牛低温市场份额..... 7

图表 10. 2018-1H21 年乳企销售费用同比增量（可比口径）..... 8

图表 11. 伊利蒙牛销售费用率变化（%）..... 8

图表 12. 伊利毛销差变化..... 8

图表 13. 蒙牛毛销差变化..... 8

图表 14. 1H21 食品饮料龙头公司广告费对比..... 9

图表 15. 1H20 伊利销售费用明细..... 9

图表 16. 1H21 伊利销售费用明细..... 9

图表 17. 1H20 食品饮料龙头公司广告费占销率..... 9

图表 18. 1H21 食品饮料龙头公司广告费占销率..... 9

图表 19. 伊利股份员工持股计划..... 10

图表 20. 伊利股份新一轮股权期权激励基本情况..... 10

图表 21. 伊利股份新一轮股权期权激励业绩考核目标..... 10

图表 22. 蒙牛乳业已授出购股权情况..... 11

图表 23. 第一期长期服务计划持有情况..... 12

图表 24. 主产区生鲜乳平均价..... 12

图表 25. 17 年以来高强瓦楞纸市场价..... 12

图表 26. 伊利股份股权结构（21 年中报）..... 13

图表 27. 公司高管及其他重要人员..... 13

图表 28. 伊利渠道下沉发展历程..... 14

图表 29. 伊利公司直控村级网点数量..... 14

图表 30. 伊利常温液态类乳品市场渗透率..... 14

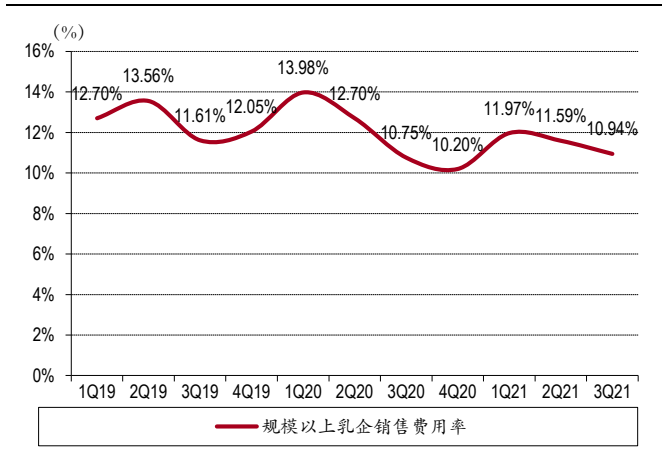
图表 31. 国内城市家庭渗透率排名前 3 乳品品牌	14
图表 32. 伊利股份新产品收入占比 (2015-1H21)	15
图表 33. 安慕希系列	16
图表 34. 2014-2020 年安慕希收入及同比增速	17
图表 35. 2014-2020 年金典收入及同比增速	17
图表 36. 伊利新增营收来源贡献率 (2015-2020)	17
图表 37. CR5 国产奶粉份额变化	18
图表 38. CR5 外资奶粉份额变化	18
图表 39. 国产奶粉份额稳步提升 (2015-2020)	19
图表 40. 伊利奶粉主要产品定位	20
图表 41. 伊利婴幼儿奶粉市占率变化	20
图表 42. 奶酪规模不断提升 (百万元, %)	21
图表 43. 奶酪 CR6 规模变化 (百万元)	21
图表 44. 奶酪 CR6 份额变化 (2015-2020)	21
图表 45. 外资 CR5 份额 2019 年开始下滑	21
图表 46. 伊利奶酪主要产品	22
图表 47. 蒙牛 2018-2020 赞助汇总	23
图表 48. 伊利 2018-2020 赞助汇总	23
图表 51. 伊利蒙牛常温市场份额	25
图表 52. 伊利蒙牛低温市场份额	25
图表 53. 伊利、蒙牛、雀巢、达能乳制品经营利润率对比	26
图表 54. 伊利股份收入预测表	27
图表 55. 可比公司估值表	27
损益表(人民币 百万)	29
资产负债表(人民币 百万)	29
现金流量表(人民币 百万)	29
主要比率 (%)	29

乳品龙头竞争格局改善

行业数据和渠道跟踪显示，乳业竞争已改善

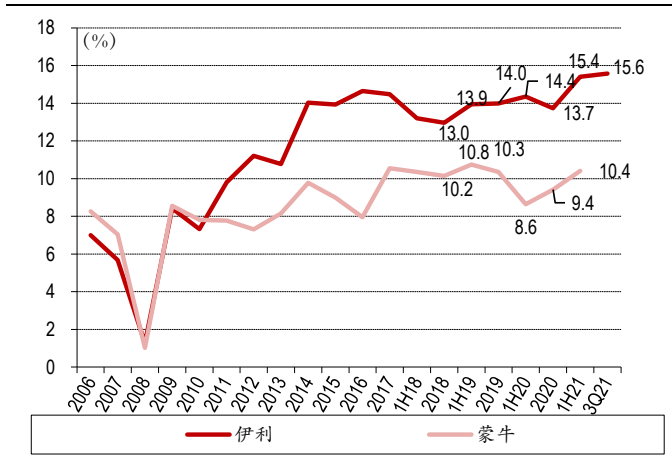
疫情后行业数据已体现了竞争格局改善的态势，2Q20-2Q21 规模以上乳企销售费用率连续下降 5 个季度。根据统计局数据测算，2020 年规模以上乳企销售费用为 496 亿元，销售费用率为 11.81%，比上年同期的 12.47% 下降了 0.66pct。过去两年伊利单季销售费用率呈现下降趋势，2Q20-2Q21 单季度销售费用率均下降，3Q21 费用率小幅上涨 0.2pct。毛销差呈上行趋势：2020/4Q20/1Q21/2Q21/3Q21 销售费用率同比-1.1/-1.3/-3.7/-0.3/-0.5pct，结合毛利率，3Q21 毛销差为 15.6%（同比增 1.4pct）。

图表 1. 规模以上乳企销售费用率



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 2. 伊利与蒙牛毛销差对比

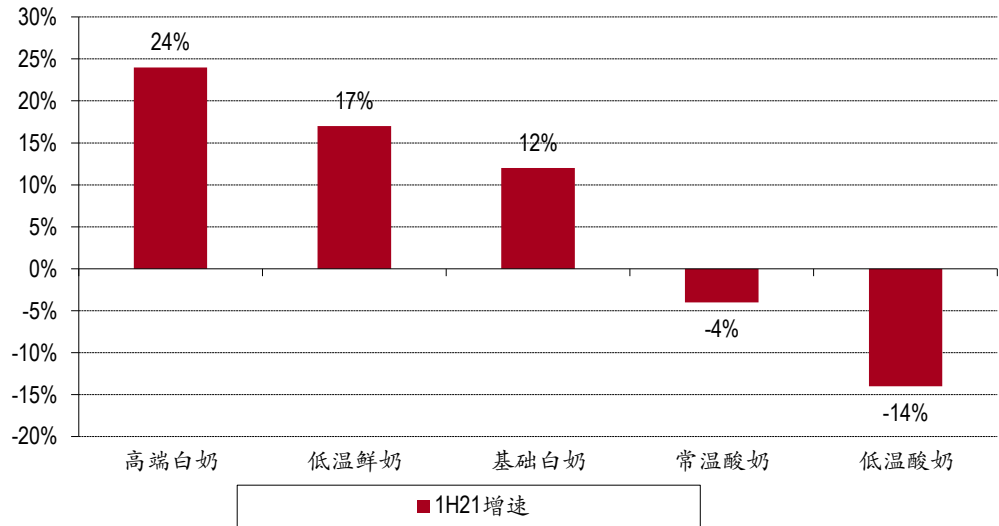


资料来源：万得，中银证券

行业内高端常温奶呈价格上涨和产品升级两大趋势；从伊利销售费用投放情况来看，20 年 7 月至今伊利明显控制了渠道费用投入，以确保利润增长，渠道反馈伊利对费用控制偏紧。近期电商平台上对比 2021 年 10 月和 2021 年 6 月高端常温奶价格情况，主要有以下两个现象：（1）价格呈现不同幅度的上涨趋势：金典、金典有机和金典有机梦幻盖促销后价格均呈上涨趋势，其中金典促销后价格涨幅达到 33%，安慕希和安慕希高端促销后涨幅分别为 35%、2%，安慕希促销前价格亦上涨 17%。

（2）产品升级趋势明显：特仑苏有机全部升级为梦幻盖，且特仑苏梦幻盖和有机梦幻盖均无促销。伊利金典以有机为主要产品，基础白奶亦向臻浓升级。疫情后营养健康的推动下，基础白奶和高端白奶深受消费者喜爱，根据凯度消费者指数，1H21 高端白奶+24%，基础白奶+12%；同时上游原奶价格上涨，供给和需求两方面原因使得乳企纷纷提高产品价格。从我们过去半年的渠道跟踪情况来看，20 年 7 月至今伊利明显控制了渠道费用，以确保利润增长。

图表 3. 主要液态奶细分品类销售增速 (1H21)



资料来源：凯度消费者指数，中银证券

我们判断未来伊利与蒙牛龙头间竞争将延续趋缓，主要考虑以下 3 点：（1）高强度的费用投放并未改变竞争格局，后续有望趋于理性。（2）伊利和蒙牛公司主观上都有控制费用、释放利润的动力。（3）展望 4Q 及 2022，原奶价格温和上涨的背景，助力行业竞争格局改善。

图表 4. 伊利产品价格对比 (2021 年 10 月与 2021 年 6 月对比)

(%)	基础白奶	伊利高钙	金典	金典有机	金典有机梦幻盖	安慕希	安慕希高端
促销前价格	(2)	(1)	(5)	(5)	(2)	17	0
促销后价格	27	29	33	10	18	35	2

资料来源：京东超市，中银证券

注：2021/10/18 日和 2021/6/1 日价格对比，亦可能受短期双十一、618 促销行为影响

图表 5. 蒙牛产品价格对比 (2021 年 10 月与 2021 年 6 月对比)

(%)	基础白奶	特仑苏	特仑苏梦幻盖	特仑苏有机梦幻盖	纯甄
促销前价格	(16)	(7)	(3)	0	0
促销后价格	16	26	(3)	6	(3)

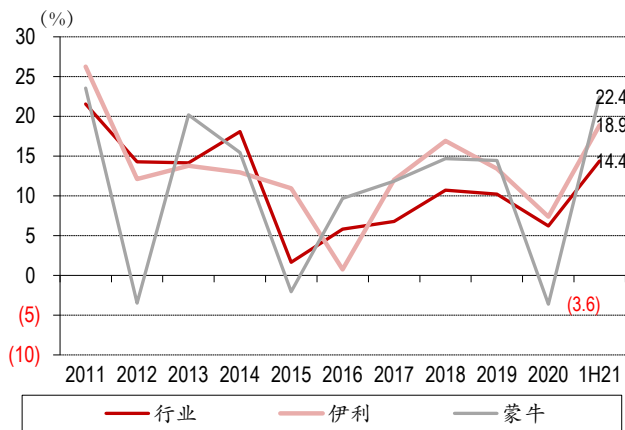
资料来源：京东超市，中银证券

注：2021/10/18 日和 2021/6/1 日价格对比，亦可能受短期双十一、618 促销行为影响；特仑苏梦幻盖和特仑苏有机梦幻盖均无促销价。

高强度的费用投放并未改变竞争格局，费用投放趋于理性

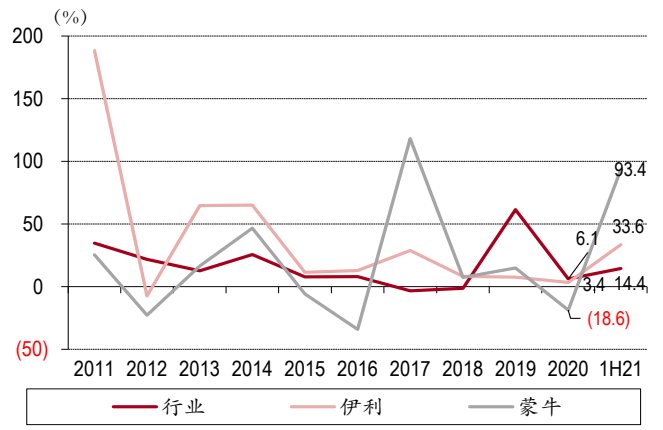
我们认为 2018-2019 年伊利和蒙牛高强度的费用投放有特殊原因，但高强度费用投放并未改变两者之间的竞争格局。从尼尔森数据来看，常温奶 2018、2019 年伊利和蒙牛的市占率都有提升，同时伊利在 2020 年和 1H21 仍继续提升，3Q21 持平。蒙牛更侧重低温领域培育，1H21 低温鲜奶+120%，市场份额继续提升达到 11.2%。总的来说，从竞争上来看高强度费用投放并没有改变伊利蒙牛的行业座次。2020 年和 1-3Q21 伊利无论是收入端还是利润端均高于行业水平，前三季度（收入+15%，利润+32%）超过公司 2021 对收入利润双目标的追求（收入+10%，利润+14%），3Q21 净利率+0.5pct 达到 9.2%；蒙牛 1H21 毛利率在奶价上升情况下仅-0.8pct，结构升级带动明显，净利率+3.2pct 达到 6.4%。

图表 6. 乳品行业与伊利蒙牛营收增速对比



资料来源：万得，国家统计局，中银证券

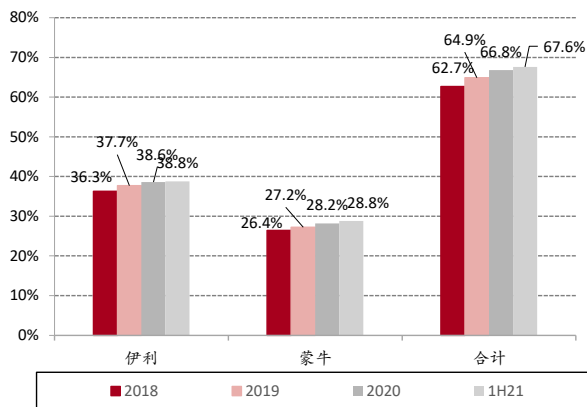
图表 7. 乳品行业与伊利蒙牛营业利润增速对比



资料来源：万得，国家统计局，中银证券

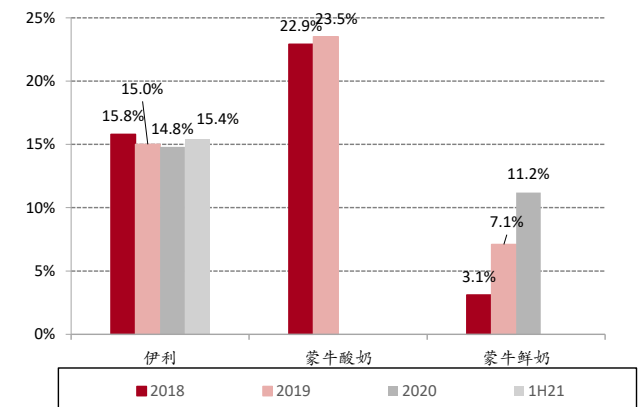
乳业双雄伊利、蒙牛常温市占率持续提升，强者恒强，已经难有对手能对伊利、蒙牛产生威胁，减少费用无需担心市场份额丢失。龙头品牌和渠道优势全面碾压小乳企，在 20 年伊利蒙牛销售费用基本不变的情况下，市场份额不降反增，已出现强者恒强局面。1H21 伊利蒙牛常温液体乳市场份额 67.6%，双寡头垄断的格局下，双方有能力实现竞争格局的缓和。

图表 8. 伊利蒙牛常温市场份额



资料来源：尼尔森，中银证券

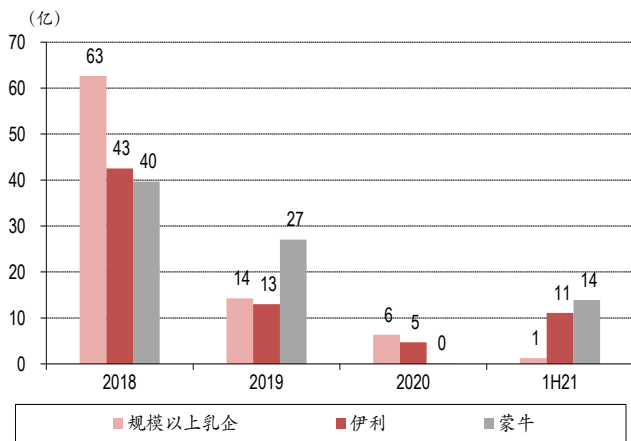
图表 9. 伊利蒙牛低温市场份额



资料来源：尼尔森，中银证券

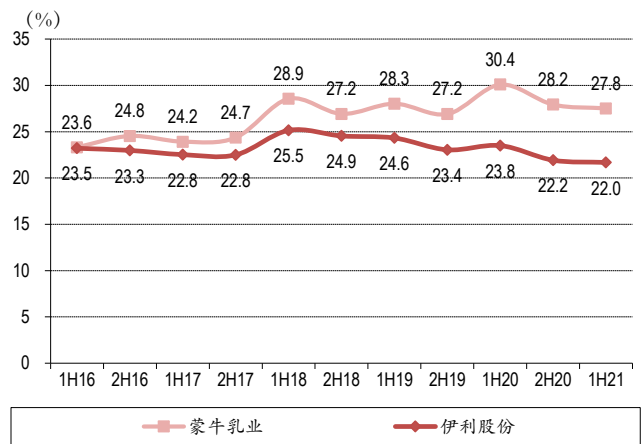
从行业数据来看，2018-2019 年行业销售费用同比增量多且基本源于伊利和蒙牛，20 年和 1H21 两家公司费用增量大幅减少，其他乳品公司销售费用整体有所减少。根据国家统计局，2019 年乳品行业整体销售费用为 489 亿，同比增 3%，同比增量 27 亿，伊利销售费用为 211 亿、同比增量为 13 亿，蒙牛销售费用为 215 亿、同比增量 27 亿。而 2020 年乳品行业整体销售费用仅增加 6 亿，其中伊利增加 5 亿，蒙牛销售费用不变，从绝对值上来看，伊利和蒙牛销售费用均为 215 亿；1H21 行业整体销售费用仅增加 1 亿，伊利蒙牛分别增加 11 亿和 14 亿，绝对值分别为 124 亿和 129 亿。上游原奶价格上涨的压力助力行业竞争趋缓，两家公司费用增量大幅减少，其他乳品公司销售费用整体有所减少。从费效比上来看，尽管 20 年费用增加量大幅减少，但大单品金典实现+20%，特仑苏+18%，投入产出增大。

图表 10. 2018-1H21 年乳企销售费用同比增量 (可比口径)



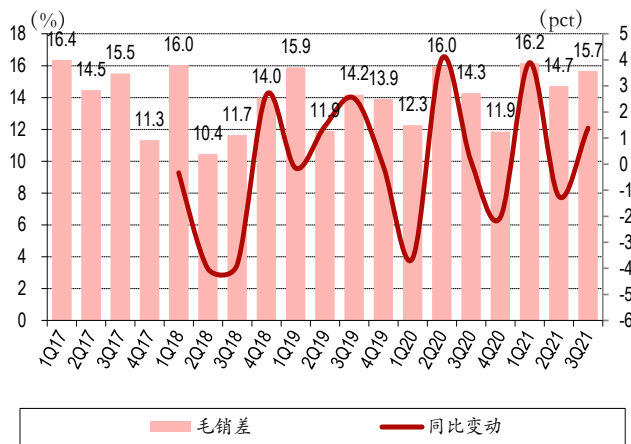
资料来源: 公司公告, 国家统计局, 中银证券

图表 11. 伊利蒙牛销售费用率变化 (%)



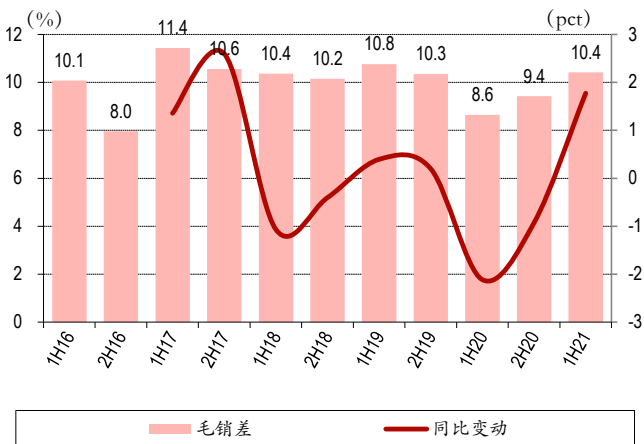
资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 12. 伊利毛销差变化



资料来源: 公司公告, 中银证券

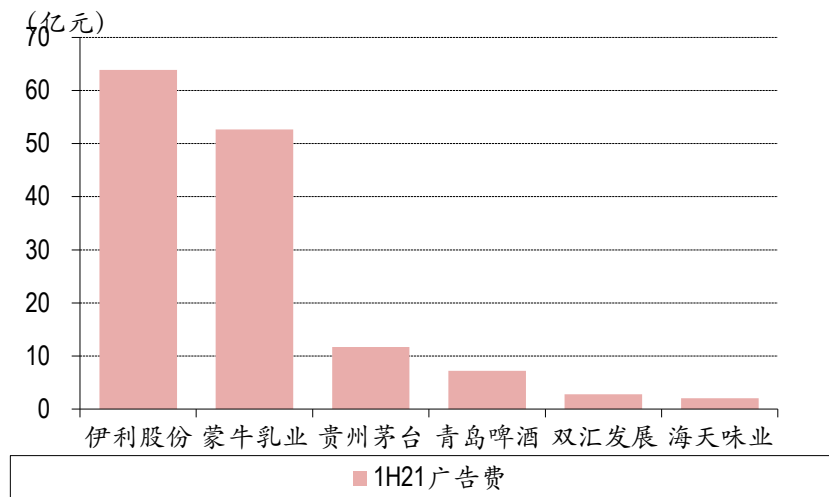
图表 13. 蒙牛毛销差变化



资料来源: 公司公告, 中银证券

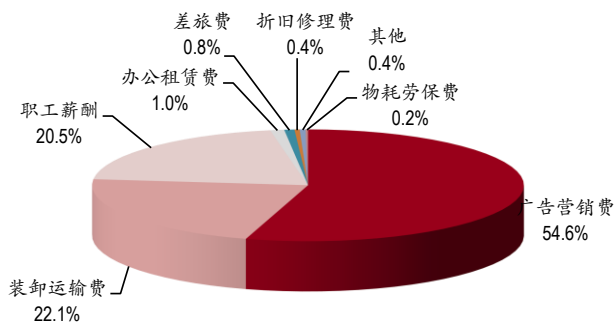
伊利、蒙牛广告费已处于高位，增加投入的边际效用递减，未来增速有望明显低于收入。伊利的销售费用中广告营销费占比 2019 年、2020 年、1H21 分别为 52.4%、51.1%、51.4%，对比其他食品饮料龙头公司，伊利和蒙牛无论在广告费的绝对值还是广告费占销售收入的比例上，都大幅领先调味品、白酒、啤酒、肉制品等行业。2022 年北京冬奥会，伊利成为冬奥会和冬残奥会唯一官方乳制品合作伙伴，预计对品牌形象有更强的贡献。广告费增加的边际效应将大幅递减，在双寡头竞争格局逐渐稳固后，未来伊利、蒙牛的广告费用增速有望明显低于收入。1H21 广告费占销率-1.7pct，并未影响到伊利的市场地位。

图表 14. 1H21 食品饮料龙头公司广告费对比



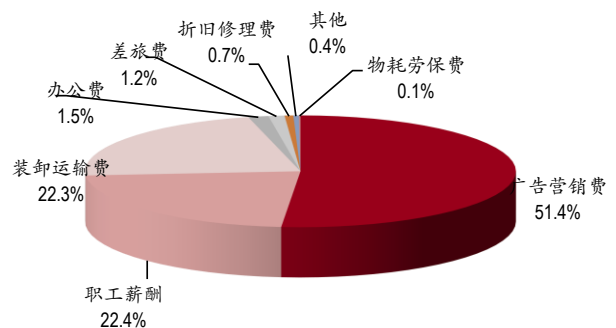
资料来源：公司公告，万得，中银证券

图表 15. 1H20 伊利销售费用明细



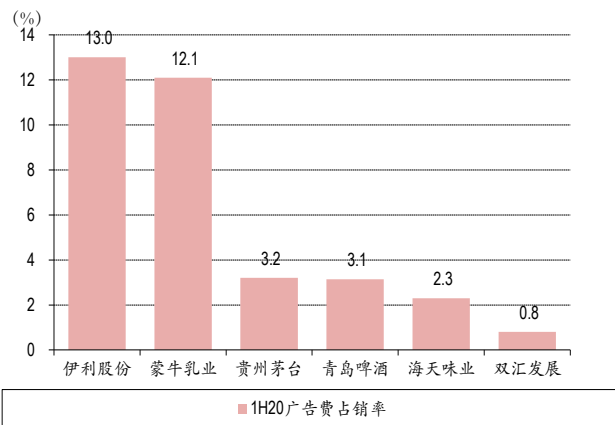
资料来源：公司公告，万得，中银证券

图表 16. 1H21 伊利销售费用明细



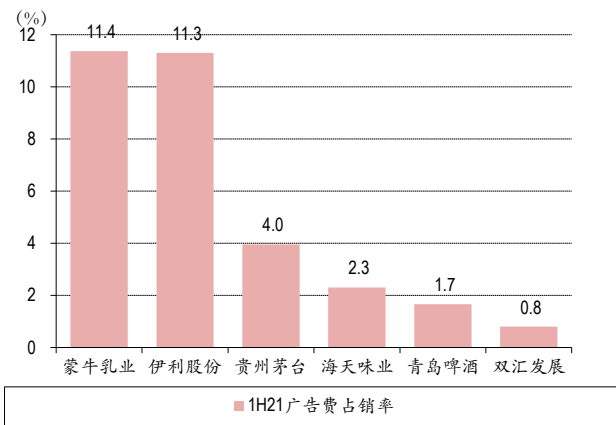
资料来源：公司公告，万得，中银证券

图表 17. 1H20 食品饮料龙头公司广告费占销率



资料来源：公司公告，万得，中银证券

图表 18. 1H21 食品饮料龙头公司广告费占销率



资料来源：公司公告，万得，中银证券

伊利和蒙牛都有控制费用、释放利润的动力

伊利通过多期的股权激励和员工持股计划，深度绑定了高管、员工和股东之间的利益。

(1) 员工持股计划。持股计划分十期实施，即 2014 年至 2023 年每一年度实施一期，每期员工持股计划存续期 24 个月。2020 年 12 月 11 日，第五期员工持股计划股票已经出售完毕；2021 年 6 月 25 日，第八期员工持股计划锁定期已经结束。

图表 19. 伊利股份员工持股计划

期数	股份锁定日	锁定期(月)	成交平均价(元)	实际资金规模(亿元)	占总股本(%)
第一期	2014/11/26	12	25.0	1.4	0.19
第二期	2015/07/22	12	18.6	1.3	0.12
第三期	2017/01/24	12	18.2	0.4	0.04
第四期	2018/5/14	12	26.6	0.9	0.05
第五期	2018/12/20	12	22.3	1.3	0.10
第六期	2019/5/29	12	30.0	1.0	0.06
第七期	2020/9/11	12	39.1	0.7	0.03
第八期	2021/6/25	12	36.9	0.7	0.03

资料来源：公司公告，万得，中银证券

(2) 股权激励：公司共实施 4 次股权激励，2006 年和 2014 年股权激励对象主要为核心管理层；2016 年激励中层人员的积极性，范围扩大至核心业务和技术人员；2019 年 9 月 30 日，公司继续实施股权激励，涵盖核心管理层和中层核心人员，向激励对象发放 15,242.8 万份限制性股票。公司 2020 年顺利完成股权激励目标。

图表 20. 伊利股份新一轮股权激励基本情况

激励授权日	激励标的物	激励方式	激励数量(万份)	行权价格/授予价格(元/股)
2019/9/30	限制性股票	上市公司定向发行股票	15,242.8	15.46

资料来源：公司公告，万得，中银证券

图表 21. 伊利股份新一轮股权激励业绩考核目标

行权/解锁期安排	行权/解锁时间	行权/解锁比例(%)	公司业绩考核目标
第一个行权/解锁期	自授予日起 12 个月后的首个交易日起至授予日起 24 个月内的最后一个交易日止	20	以 2018 年净利润为基数，2019 年净利润增长率不低于 8%，2019 年净资产收益率不低于 20%，2019 年度现金分红比例不低于 70%
第二个行权/解锁期	自授予日起 24 个月后的首个交易日起至授予日起 36 个月内的最后一个交易日止	20	以 2018 年净利润为基数，2020 年净利润增长率不低于 18%，2020 年净资产收益率不低于 20%，2020 年度现金分红比例不低于 70%
第三个行权/解锁期	自授予日起 36 个月后的首个交易日起至授予日起 48 个月内的最后一个交易日止	20	以 2018 年净利润为基数，2021 年净利润增长率不低于 28%，2021 年净资产收益率不低于 20%，2021 年度现金分红比例不低于 70%
第四个行权/解锁期	自授予日起 48 个月后的首个交易日起至授予日起 60 个月内的最后一个交易日止	20	以 2018 年净利润为基数，2022 年净利润增长率不低于 38%，2022 年净资产收益率不低于 20%，2022 年度现金分红比例不低于 70%
第五个行权/解锁期	自授予日起 60 个月后的首个交易日起至授予日起 72 个月内的最后一个交易日止	20	以 2018 年净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 48%，2023 年净资产收益率不低于 20%，2023 年度现金分红比例不低于 70%

资料来源：公司公告，万得，中银证券

注：上述“净利润”、“净利润增长率”、“净资产收益率”以归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为计量依据，并且剔除本次及其它激励计划股份支付费用影响的数值

另外，根据蒙牛五年规划 2025 年收入和利润翻倍，蒙牛高管考核对收入与利润都有要求，需要平衡收入和利润增速之间的关系。(1) 从过去 2 年投资者交流上高管的表述来看，公司希望在市场份额扩张同时，利润率维持提升态势。(2) 根据 18 年 12 月 24 日公告中的情况，为激励核心管理层，公司将授出 37,248,880 份购股权（可购 37,248,880 份普通股，占已发行普通股 0.95%，行权价 23.93 港元/股），其中授予卢敏放先生 9,312,210 份购股权，占本次授出购股权的 25%。购股权将根据 2019-2021 年三年业绩情况进行授予。(3) 2020 年 4 月 1 日，为激励核心管理层，蒙牛再次公告授出 1,016,887 份购股权（占已发行普通股 0.03%，行权价 26.54 港元/股）。

截至 1H21，公司执行董事卢敏放先生持有蒙牛乳业 0.29% 权益。公司通过购股权计划和限制性股票计划对员工进行激励，截至 2021 年 10 月 19 日，已授予购股权 58,308,671 份，占股本比例 1.48%。

图表 22. 蒙牛乳业已授出购股权情况

对象	数目	授予日期	行权期	行权价格 (港元)	占总股本比例 (%)
卢敏放	865,000	2017.07.13	2018.07.13-2022.07.12	14.81	0.02
	690,199	2018.05.07	2019.05.07-2023.05.06	26.05	0.02
	9,312,210	2018.12.24	2019.04.01-2020.12.23	23.93	0.24
吴文婷	238,300	2017.07.13	2018.07.13-2022.07.12	14.81	0.01
	220,084	2018.05.07	2019.05.07-2023.05.06	26.05	0.01
其他总计	9,345,915	2017.07.13	2018.07.13-2022.07.12	14.81	0.24
	8,683,406	2018.05.07	2019.05.07-2023.05.06	26.05	0.22
	27,936,670	2018.12.24	2019.04.01-2020.12.23	23.93	0.71
	1,016,887	2020.04.01	2021.04.01-2022.04.01	26.54	0.03
合计	58,308,671				1.48

资料来源：公司公告，中银证券

注：截至 2021 年 11 月 18 日

蒙牛强调 2021 年提升经营利润率目标。2018-2019 年蒙牛通过内部挖潜、亏损业务减亏等方式，利润率大幅提升，促销和广告的弹药也很充足。2020 年蒙牛尽管同比口径收入+10.6%，但由于疫情防控费用和额外的影响费用等，影响公司的利润，经营利润率为 4.31%，同比下降 0.8pct。1H21 收入+22.3%，毛利率在奶价上升情况下仅-0.8pct，结构升级带动明显，经营利润率+2.1pct 至 6.1%。在 2021 年 8 月 26 日的业绩交流会上，卢敏放将 21 年可比业务经营利润率提升放在重点位置，未来蒙牛亦将适当合理的控制费用投放。

(3) 长期服务计划：伊利股份于 2020 年 9 月 26 日审议通过《长期服务计划》，旨在加强公司利益与员工利益长期绑定，存续期为审议通过之日起 20 年，每一年度实施一期，行权方式为退休时申请权益归属。

计划目的：(1) 旨在加强公司利益与员工利益的长期绑定，确保员工自觉推动公司持续发展，利益共享、风险共担；(2) 进一步完善员工薪酬体系，积极应对日益激烈的人才竞争，鼓励核心人才长期扎根服务于本公司；(3) 进一步提高公司员工的凝聚力和公司竞争力，吸引外部更为广泛的优秀人才加盟，促进公司长期、持续、健康发展。**服务计划的资金来自自有**（员工的合法薪酬与奖金额度，包括但不限于年终奖、超额奖及奖励基金等，以及员工自筹资金），股票通过二级市场市价购买，长期服务计划可参与公司非公开发行股票、配股、可转债等。**此外，通过二级市场购买股票的，长期服务计划锁定期为 12 个月，自公司公告标的股票登记至当期计划时起计算；存续期为审议通过之日起 20 年，每一年度实施一期，各期长期服务计划滚动设立、相互独立，存续期届满之后可由董事会决议延长；行权方式为退休时申请权益归属。从服务计划内容可以看出，这份计划旨在通过一系列长效机制，实现企业、员工和股东利益的深度绑定，进一步提升企业员工的凝聚力和企业的竞争力，从而推动企业未来的“长期、持续、健康发展”。**

第一期服务计划已于 2020 年 11 月 9 日审议通过，资金来源为员工的合法薪酬与奖金额度，资金总额为 1.66 亿元，参与人为公司董事长潘刚、赵成霞、王晓刚、赵英、王爱清、邱向敏等 10 人和其他员工 330 人，共 340 人，其中董事长潘刚、赵成霞、王晓刚、赵英、王爱清、邱向敏等 10 人份额占比达到 29.88%。服务计划的股票来源于二级市场购买，锁定期为 12 个月。

图表 23. 第一期长期服务计划持有情况

持有人	持有份额 (份)	占第一期长期服务计划总份额的比例 (%)
潘刚、赵成霞、王晓刚、赵英、王爱清、李建强、王彩云、白利、刘春海、邱向敏 (共 10 人)	49,600,000	29.88
其他员工 330 人	116,400,000	70.12
合计 340 人	166,000,000	100

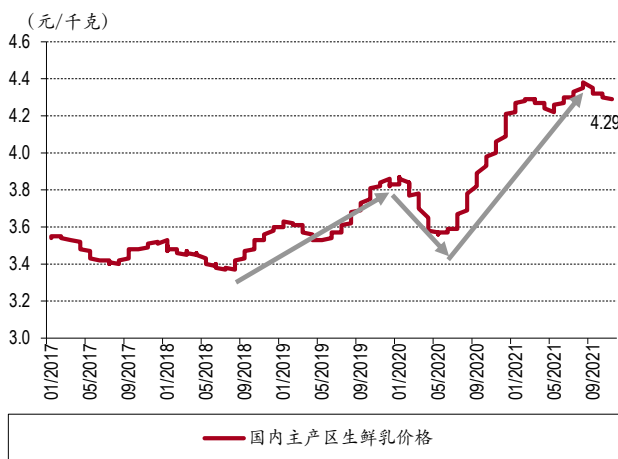
资料来源：公司公告，中银证券

原奶价格温和上涨的背景，助力行业竞争格局改善

我们 2018 年曾发布过一篇报告，乳品行业销售费用率与原奶价格基本呈反向变动，原奶价格温涨环境中，龙头费用投放趋缓、盈利能力增强，伊利表现更加突出。乳品行业销售费用率与原奶价格基本呈反向变动。根据农村农业部与国家统计局可得的历史数据进行分析，规模以上乳品行业销售费用率与原奶价格基本呈方向波动，仅 2012 年出现例外。我们认为，原奶价格上涨时，小型杂牌乳企受制成本压力不得不收缩战线直至退出市场，中大型乳企在以往奶价低迷时保护奶农利益过度收奶的情况减少、相应调整营销策略，因而行业销售率下降，竞争趋缓。

疫情短期扰动奶价，今年 1-3Q 原奶价格呈上涨趋势，但幅度较大企业被动收缩费用；我们预计 4Q 涨幅收窄，上游规模化牧场占据主导地位、经营效率提升、下游需求增长等因素共同驱动原奶价格温和上涨，助力竞争格局改善。根据农业部数据，原奶价格自 2020 年 5 月下游需求恢复后，价格逐渐上涨，在 2021 年 8 月 25 日达到高点 4.38 元/公斤，截至目前 4Q 季度平均奶价为 4.32 元/公斤，同比 +6.7%，环比 -0.5%。从今年原奶价格来看，1Q/2Q/3Q 平均奶价同比变化分别为 +12.1%/+18.7%/+16.5%，大幅增长主要受上年同期疫情扰动奶价影响，未来随着上游规模化牧场占据主导地位、经营效率提升、下游需求增长等因素共同影响，原奶价格将恢复温和上涨趋势，我们判断 4Q 涨幅收窄至个位数，奶价上行助力竞争格局改善。

图表 24. 主产区生鲜乳平均价



资料来源：万得，中银证券

图表 25. 17 年以来高强瓦楞纸市场价



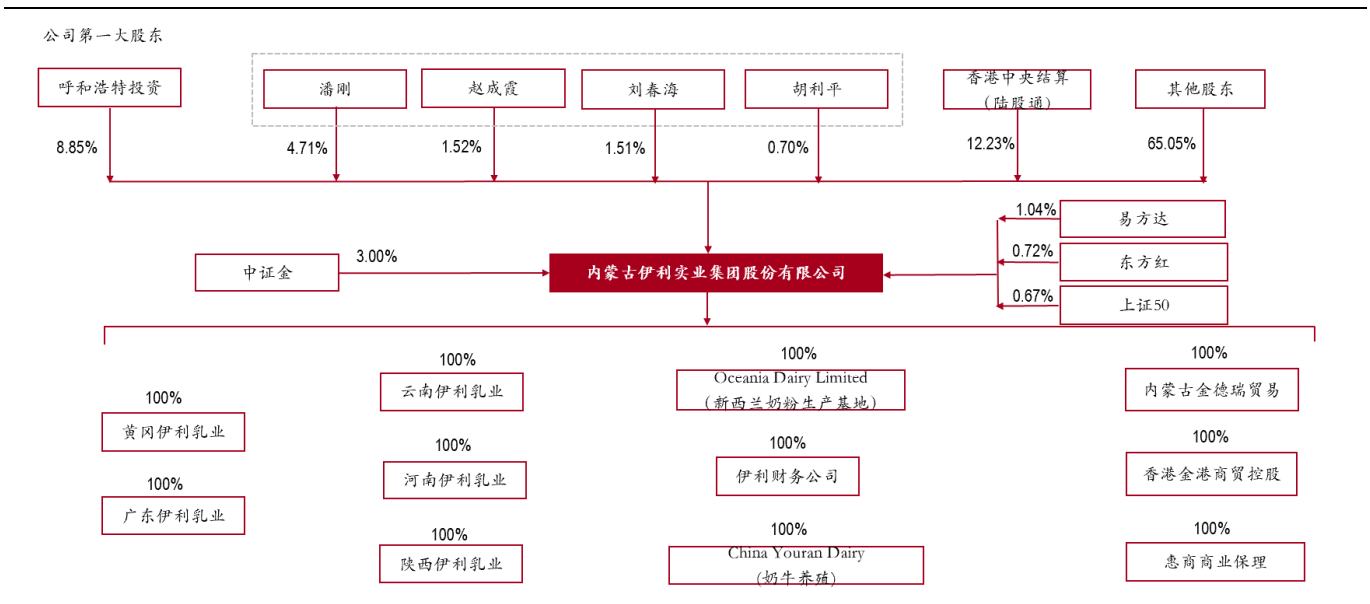
资料来源：万得，中银证券

高管团队稳定，激励到位，且公司能力明显强于行业水平

高管团队稳定，从业经验丰富，且激励机制不断创新

高管团队稳定，激励到位，保障了公司稳定高效发展。伊利股份第一大股东呼和浩特投资有限责任公司持股 8.85%，公司管理层中董事长兼总裁潘刚、副总裁刘春海、副总裁及财务负责人赵成霞、前副总裁及前董事会秘书胡利平四人合计持有公司股份 8.44%，其中潘刚持股 4.71%，伊利股份管理层中，潘刚从公司内部逐步成长起来，熟悉伊利股份运营机制，2005 年 6 月至今，任伊利集团董事长且兼总裁，同时期的管理层没有发生太大变动。管理层团队稳定，与股东利益一致，保障了公司稳定高效发展。

图表 26. 伊利股份股权结构 (21 年中报)



资料来源：公司公告，中银证券

高管长期稳定任职，从业经验丰富，公司内部培养能力强。公司高管总裁潘刚、副总裁刘春海和副总裁兼财务总监赵成霞均在伊利有长时间的任职，从业经验丰富，内部提拔成公司高管。其他业务中层管理人员如液态奶事业部负责人、奶酪管理团队负责人、低温负责人等，亦为公司老员工，经过基层组织锻炼、内部提拔。公司内部培养优秀员工能力强，在长期工作和不断激励下，员工忠诚度高，与公司共同成长。

图表 27. 公司高管及其他重要人员

姓名	职务	任职日期	简介
潘刚	总裁	20020729	男,1970 年 7 月出生,汉族,经济学博士.公司董事长兼总裁.
刘春海	副总裁	20070320	男,1963 年 4 月出生,汉族,大学本科.公司董事,副总裁.
赵成霞	副总裁	20070320	女,1970 年 10 月出生,汉族,大学本科.历任公司董事,副总裁.现任公司董事,副总裁,财务负责人.
赵成霞	财务负责人	20141017	女,1970 年 10 月出生,汉族,大学本科.历任公司董事,副总裁.现任公司董事,副总裁,财务负责人.
邱向敏	董事会秘书	20181207	男,1975 年 7 月出生,汉族,大学本科.历任公司原奶事业部财务副总监,液态奶事业部财务副总监.现任公司总裁办公室副总监.

资料来源：公司公告，中银证券

为增强员工积极性，公司管理机制不断创新，公司将员工持股平台引入伊家好奶酪公司，平台持有40%股份，积极开拓奶酪、功能性食品等创新产品。在公司激励机制不断完善的过程中，亦进行创新性改变。公司2021年9月30日公告，为加快公司奶酪业务的发展，激发奶酪业务内生动力，计划在业务发展初创期引入核心员工持股平台，拟对全资子公司伊家好奶酪进行增资。公司拟以现金出资28,720万元，拟设立核心员工持股平台以现金出资31,280万元。增资完成后，公司持有伊家好奶酪60%的股权，拟设立核心员工持股平台持有伊家好奶酪40%的股权。我们判断新业务新机制布局，有望加速非液态奶业务的发展。

能力明显强于行业水平，渠道下沉提前布局，产品培育更新能力强

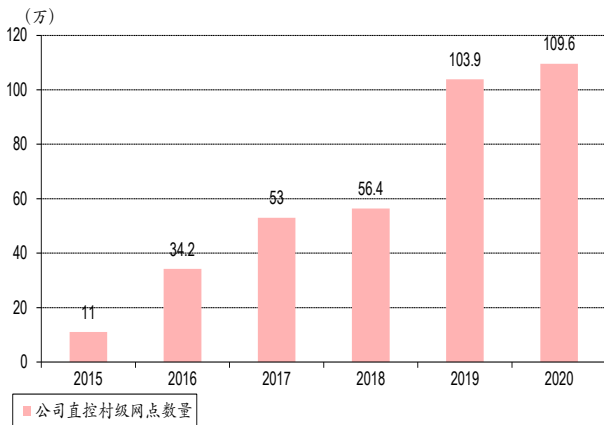
对比同行，伊利更加重视渠道下沉。2012年伊利在公告中明确提出渠道下沉战略，从13年至今，伊利通过实施渠道精耕，不断推进渠道下沉，村级渠道实现快速拓展，根据公司公告，2020年伊利直控村级网点数量达到109.6万个，+5.5%。据凯度数据显示，截至2021年6月，伊利常温液态类乳品市场渗透率为85.7%，同比提升1.5pct。2019年品牌城市家庭渗透率，伊利为91.8%，高于蒙牛的88.8%。

图表 28. 伊利渠道下沉发展历程

年份	内容
2006	开展全国“织网计划”，迈向覆盖全国市场的乳品企业之路
2007	开始借助商务部“万村千乡”活动进入“农家店”等乡镇销售终端
2008-2011	强化渠道建设和终端管理，积极拓展销售渠道，优化供应链运营效率
2012	完成“纵贯南北、辐射东西”战略布局，推进渠道下沉战略，渠道开始下沉至县乡镇市场
2013至今	实施渠道精耕，不断推进渠道下沉，提升产品市场渗透能力

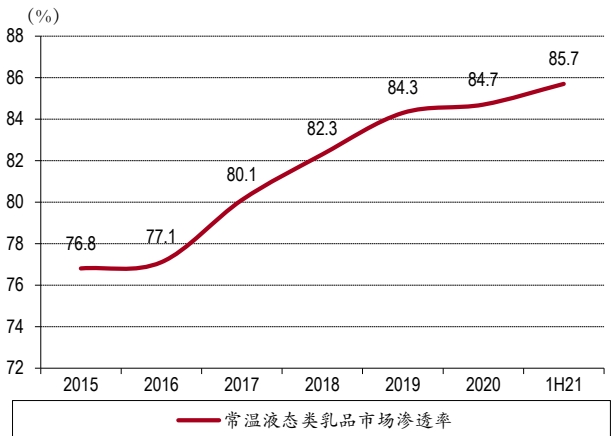
资料来源：公司公告，中银证券

图表 29. 伊利公司直控村级网点数量



资料来源：公司公告，中银证券

图表 30. 伊利常温液态类乳品市场渗透率



资料来源：公司公告，凯度

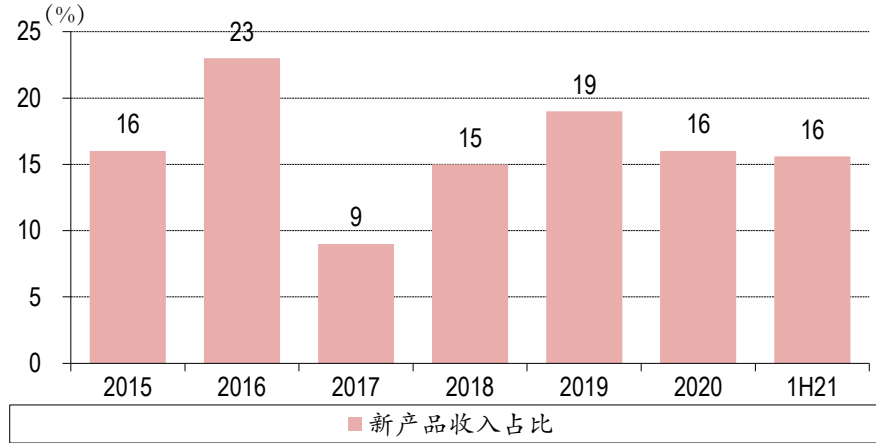
图表 31. 国内城市家庭渗透率排名前3乳品品牌

品牌名称	2015	2016	2017	2018	2019
伊利	88.5	88.2	89.6	90.9	91.6
蒙牛	87.6	86.8	87.2	88.8	89.1
光明乳业	49.3	44.2	40.9	38.4	37.4

资料来源：凯度，中银证券

伊利乳制品新品培育与原有产品更新能力强，推动结构持续升级。(1) 新品不断推出和原有产品持续更新：2020年推出安慕希勺吃系列和安慕希零蔗糖功能型酸奶，2021年推出金典有机A2 β 酪蛋白纯牛奶，拓展金典低温巴氏奶等。(2) 新产品培育能力强，能够快速形成收入规模；(3) 产品更新能力强，延长主力产品生命周期。以常温酸奶为例，伊利推出常温酸奶的时点晚于光明，但瞄准优质产品系列后迅速抢占市场，根据尼尔森，1H21常温酸奶市场份额65%，远高于第2、3名。

图表 32. 伊利股份新产品收入占比 (2015-1H21)



资料来源：公司公告，中银证券

积极拥抱数字化转型，持续创造消费者价值。公司自成立以来，经历不同渠道变革，也不断拥抱新变化。从传统渠道到现代渠道（大卖场、超市、便利店等）转变中，公司预判便利店为未来发展趋势，从产品设计、营销、铺货一一靠拢；线上兴起后，亦出现从电商平台向兴趣平台转变趋势，公司顺应消费者需求；在社区团购等O2O冲击下，公司全国授权200家经销商服务多多买菜美团优选等，打造立体化渠道就要发挥渠道优势。公司原则是，不破价前提下，与渠道良好深入合作。积极顺应消费变化，离不开公司拥抱数字化，持续创造消费者价值。如数字化为安慕希带来新的增长，安慕希在电商平台、抖音快手、社区团购等深受消费者喜欢，通过门店、渠道、供应链数字化手段，来给渠道赋予新的活力。

伊利长期成长逻辑清晰，业绩增长的确定性高

不必担忧安慕希放缓，高端产品整体可保持增长

常温酸整体规模略有下降，但安慕希份额持续提升，礼赠市场其他产品很难撼动。通过产品创新、开拓消费场景延长安慕希生命周期。常温酸奶，过去一直引领品类增长，虽然根据尼尔森数据，整体略有下降，但份额同比+3.2pct，1H21 占比达到 65%。目前常温礼赠市场其他产品难以撼动安慕希地位，公司通过推新品开拓新的消费场景。如新推产品勺吃酸奶、网红定制化产品等，渠道商合作激活品牌活跃度。同时，亦顺应新趋势，AMX 系列推出无糖酸奶，满足未来消费趋势，通过创新来让安慕希品牌突破和延展，并考虑更多品牌的延伸，满足消费者多元化需求。

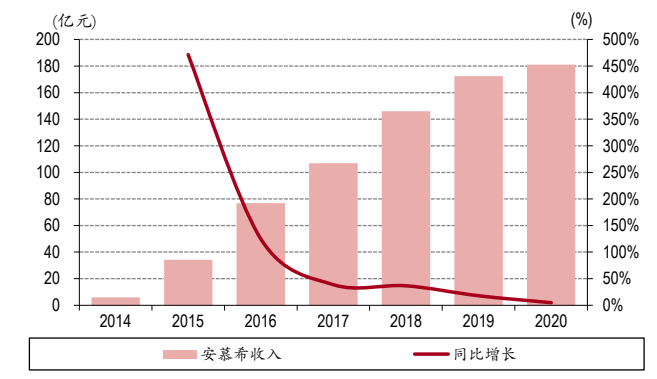
图表 33. 安慕希系列



资料来源：伊利官网，中银证券

高端品看整体比看单品更重要，金典持续升级，高端品整体保持增长。安慕希是过去几年伊利产品方面最大的亮点，2019 年安慕希收入同比增 18% 左右，明显慢于 2017-2018 年，2020 年疫情影响外出减少等常温酸整体品类出现下滑（尼尔森）。我们认为，常温酸品类收入放缓难以避免，但乳品仍处于结构向上升级的背景之中，高端乳制品的消费人群在扩大，因此伊利可以通过其它新产品的爆发来弥补安慕希的放缓，从而维持高端产品的总体不降速。安慕希过去几年的增量，部分来自于对低端产品的升级和其它高端品的替代，因此我们应该把高端产品合在一起看增速。2020 年金典产品结构内部升级，保持了较好增长态势，增速在 20% 左右。公司有机液体乳零售额比上年同期增长 35.1%，市占份额 50.6%，在对应细分市场位居首位。金典有机持续引领有机高端，开创高端白奶“有机”新赛道，前三季度，金典保持 20% 以上增长，金典有机增速超过 50%。

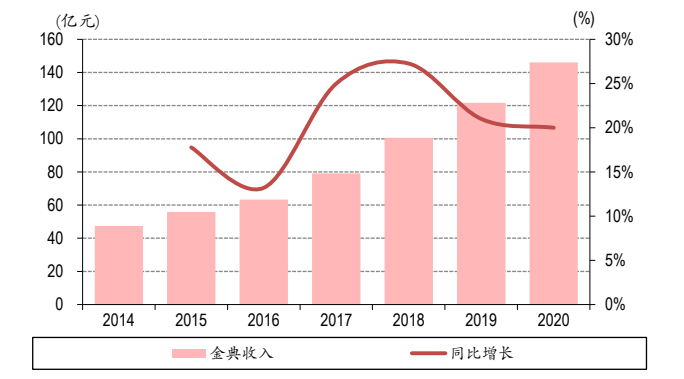
图表 34. 2014-2020 年安慕希收入及同比增速



资料来源：尼尔森，中银证券

注：2020 年收入及增速为中银预测数据

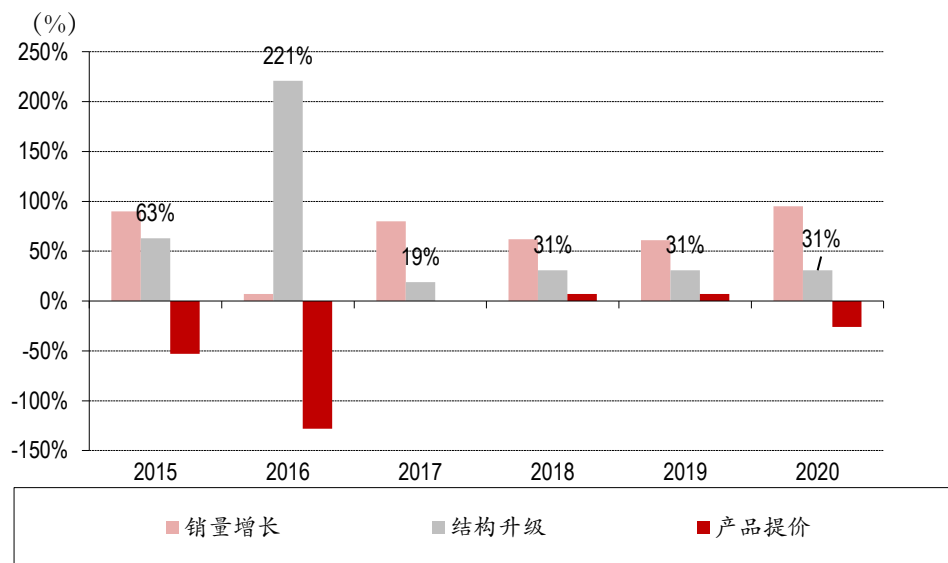
图表 35. 2014-2020 年金典收入及同比增速



资料来源：尼尔森，中银证券

注：2020 年收入及增速为中银预测数据

图表 36. 伊利新增营收来源贡献率 (2015-2020)



资料来源：公司公告，中银证券

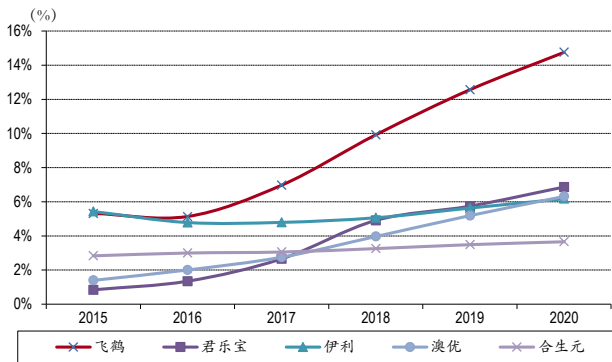
多元化产品矩阵布局，逐步迈向大型食品集团

在乳制品领域，伊利构建多元化产品矩阵，将重点发力奶粉、奶酪业务，低温主品牌与金典双线发展。荷兰合作银行发布了2020年“全球乳业20强”榜单，伊利排在全球第五，实现从百亿级企业向千亿级企业跨越。公司制定的长期规划中，五年目标是争做全球前三强。从品类发展上来看，首先围绕优势的乳制品领域，重点发力奶粉、奶酪业务。

① 奶粉业务，成为澳优第一大股东，实现优势互补和高效协同，目标国产品牌第一。

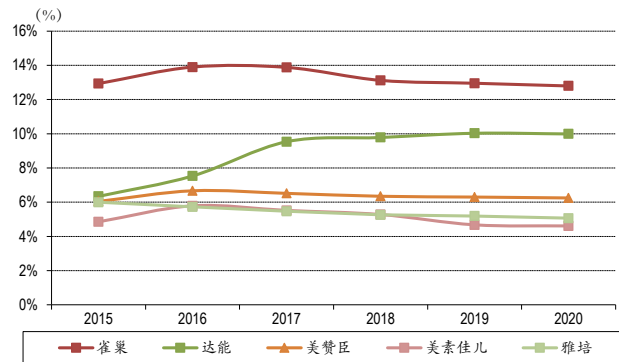
从历史问题造就外资品牌强势，预计内资奶粉份额持续提升。08年三聚氰胺事件后由于信任危机外资奶粉品牌占据主导，2013年香港实施奶粉限购，同时由于价格不断上涨，发改委对多家奶粉企业展开反垄断调查，奶粉价格停止上涨。2016年注册制出台，规定一个产品配方只能生产一种产品，从严监管行业。2019年6月，七部委印发《国产婴幼儿配方奶粉提升行动方案》，方案中指出，①力争国内奶粉自给率达到60%以上；②鼓励婴幼儿配方奶粉企业兼并重组，淘汰落后产能，加快推进连续3年年产量不足1000吨，年销售额不足5000万元和其他落后企业进行改造升级。政策逐步监管趋严，利好大型婴配企业，欧睿数据2015-2020年市场份额变化可以看出：（1）行业呈不断集中趋势，小企业加速退出市场。2015年CR5为36.7%、CR10为56.3%，到2020年CR5提升至50.7%，CR10提升至76.5%，5年分别提升了14cpt和20.2pct。（2）内资品牌份额不断提升。在政策支持和产品力提升下，内资品牌信任感逐步回归，份额也在不断提升，CR5国产奶粉从20.2%提升到37.8%提高了17.6pct，反观外资奶粉CR5仅增加了2.5pct达到38.7%。我们预计受益品牌力增强、渠道优势和政策支持，国产品牌有望延续份额提升的趋势。

图表 37. CR5 国产奶粉份额变化



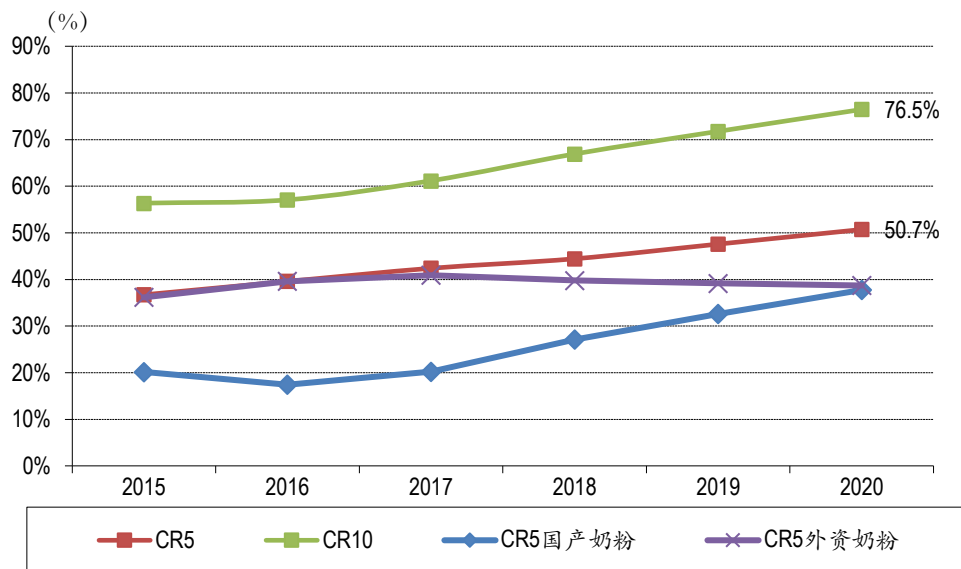
资料来源：欧睿数据，中银证券

图表 38. CR5 外资奶粉份额变化



资料来源：欧睿数据，中银证券

图表 39. 国产奶粉份额稳步提升 (2015-2020)



资料来源：欧睿数据，中银证券

伊利综合实力较强，长期有望受益行业集中，奶粉领域将加强渠道管理和品牌建设。随着政策支持 and 公司资源投入，伊利奶粉业务快速成长，2015-2020 年复合增速 15%，高于行业增速 6%，3Q21 婴配奶粉+40%，9 月份市占率达到 8% 同比+2pct，未来行业增长更多来自结构提升。渠道方面继续拓展母婴店同时，着重提高下线城市渗透，同时电商、O2O、社群等。在过去几年发展中，伊利营销重点围绕利润率高的常温业务，对安慕希、金典等常温产品的品牌费用投入大，但随着费用投入的边际效益下降，公司将针对配方奶粉加大品牌建设。无论是从广告宣传还是明星代言，伊利的资金规模和经验优势都强于竞争者，伊利拥有技术、产品支撑、渠道发力，综合实力雄厚，有望受益集中度提升。

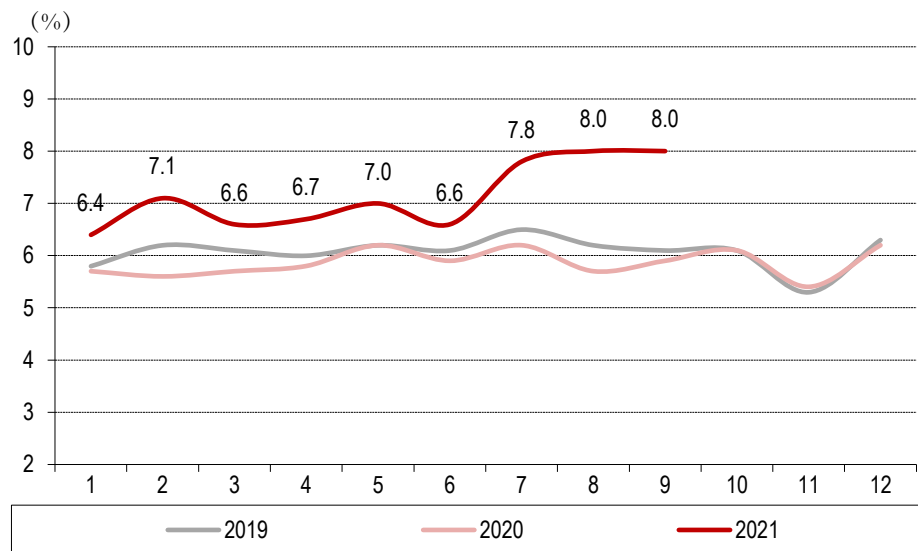
金领冠重点推进高端化路线，战略入股澳优，实现优势互补和高效协同，远期目标国产品牌第一。2020 年金领冠全面配方升级，产品上延续高端化路线，推出了有机、羊奶粉、A2 高端等，未来将推出更多适合中国宝宝专利奶粉，持续消费者教育。除了高端化外，成人粉也是公司重点发力点，2020 年市占率 42.3%，位列行业第一，未来不断推陈出新。根据欧睿数据，2020 年伊利市占率 6.2%，位列国产品牌第三（2020 年排名第一、第二分别是飞鹤和君乐宝，市场份额分别为 14.8% 和 6.9%），3Q21 尼尔森披露伊利奶粉市占率达到 7.9%，我们判断公司奶粉靠内生增长 2022 年前可达到国内市占率第二品牌。公司 10 月 28 日公告，以 62.45 亿港元收购澳优 34.33% 股权，成为澳优第一大股东，加码奶粉业务。此次并购有望加速抢占奶粉行业市场份额，实现优势互补和高效协同。奶粉业务将成为公司重点布局和新增长点，远期目标国产品牌第一，我们判断将贡献 20%-30% 的收入。

图表 40. 伊利奶粉主要产品定位



资料来源：伊利官网，中银证券

图表 41. 伊利婴幼儿奶粉市占率变化

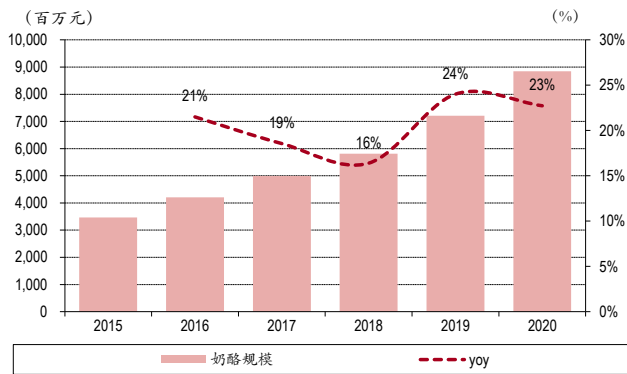


资料来源：尼尔森，中银证券

② 奶酪业务，行业处于扩容阶段，有望快速布局。

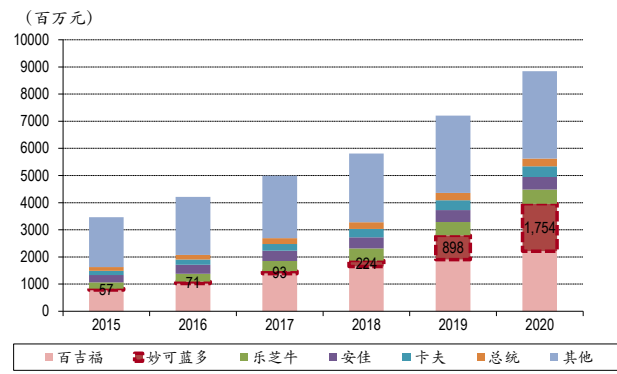
奶酪需求旺盛，行业处于扩容阶段，5年复合增速21%。乳制品加工行业包括液态奶、奶粉、奶酪、黄油等几大领域和品类，中国目前仍处于以液态奶消费为主的阶段，液态奶消费量占整体乳品消费的九成以上。人均收入的提高对乳品多样化、高端化的需求旺盛，奶酪销量逐年提升。一方面奶酪特有的高营养价值符合消费者的消费需求、特别是儿童的饮食需求，成为奶酪销量增长的驱动因素之一；另一方面西式生活方式逐步渗透到国内消费者的日常生活，面包、披萨等烘焙类产品成为重要的餐饮选择，奶酪作为这种产品必不可少的食品配料充分受益于下游消费的兴起。目前行业需求旺盛，处于快速扩容阶段，5年复合增速21%。

图表 42. 奶酪规模不断提升 (百万元, %)



资料来源: 欧睿数据, 中银证券

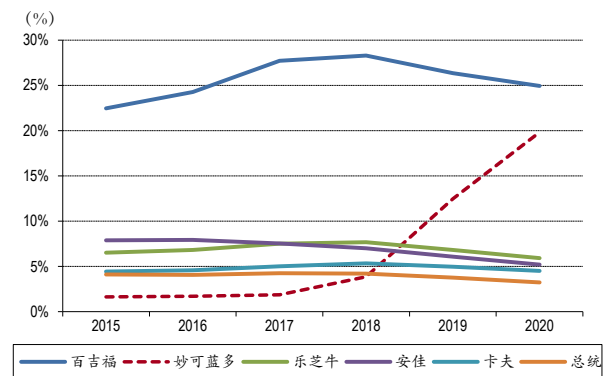
图表 43. 奶酪 CR6 规模变化 (百万元)



资料来源: 欧睿数据, 中银证券

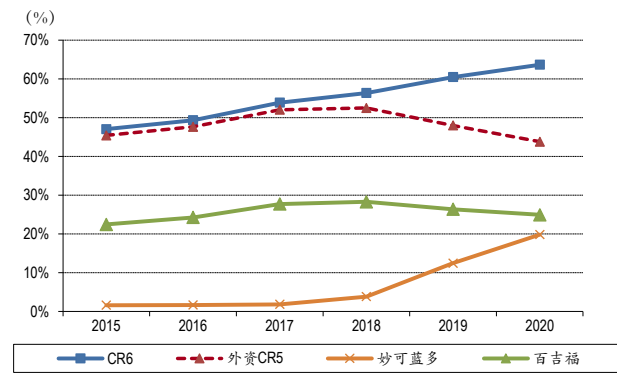
奶酪市场受外资主导, 国内品牌渠道和市场推广优势较大, 具有长期竞争力。国内奶酪市场国外品牌处于较强势的地位, 2019 年之前市场占有率排名前五的均为海外公司, 合计 CR5 超过 52%。2017 年妙可蓝多快速布局, 2019 年后份额突飞猛进, 从 3.9% 提升到 12.5%, 再到 2020 年的 19.8%, 成为市场份额排名第二的奶酪企业。2020 年排名第一的是法国保健然公司旗下的百吉福, 市占率为 25%。国外奶酪品牌的优势在于技术储备以及品牌认知度, 而国内奶酪生产商在渠道和市场推广上占有较大的优势。

图表 44. 奶酪 CR6 份额变化 (2015-2020)



资料来源: 欧睿数据, 中银证券

图表 45. 外资 CR5 份额 2019 年开始下滑



资料来源: 欧睿数据, 中银证券

国内奶酪品牌分为大型乳制品公司业务板块之一和独立的奶酪生产商, 蒙牛入股妙可蓝多份额快速提升, 伊利单独设立奶酪子公司潜力逐步释放。国内奶酪品牌分为两种: 第一种是大型乳制品公司的业务板块之一, 但是受限于国内奶酪市场规模, 资源投入相对有限, 比较有代表性的是蒙牛、伊利、三元和光明等。根据欧睿数据蒙牛奶酪品牌的市占率为 2.3%, 与阿拉福兹 (Arla) 成立合资公司生产, 2020 年入股妙可蓝多; 伊利单独设立奶酪子公司, 随后在产品创新、组织架构、投资并购上开始了新一轮的动作; 三元主营芝士片、是麦当劳在国内的供应商之一; 光明近年来的奶酪业务团队逐步稳定。第二种是独立的奶酪生产商, 以妙可蓝多和上海高夫为代表, 但是两者的经营模式有很大的区别, 妙可蓝多是自主生产、自主经营、拥有自主品牌, 而上海高夫以贴牌经营为主, 主要代理品牌为多美鲜等。

伊利收购的新西兰 westland 具备奶酪生产技术和丰富经验，且全球牧场布局充沛，未来将会在奶酪业务上助力发展。为了加速扩大品牌影响力，妙可蓝多除了联手大 IP“旺旺队立大功”，还与 CCTV 和分众传媒合作，打造营销组合拳，不断消费者教育做大市场。伊利、蒙牛已经锁定奶酪赛道，从常温酸奶的成功例子可以看出两家头部企业打造大单品能力强、渠道优势显著，这些优秀经验都会用在和液体乳匹配度较高的奶酪领域，我们看好伊利蒙牛两大品牌共同做大奶酪市场。伊利儿童奶酪联合冰雪奇缘 IP，俘获小朋友心智，渠道大规模铺货和品牌宣传。2020 年 11 月 12 日，伊利旗下专业乳品业务发布新 Logo，同时推出两个新的产品系列：东方灵感，选用伊利国内牧场奶源；环球甄选，前身是伊利收购的新西兰乳企威士兰（Westland Milk Products）旗下的牧恩品牌（Westgold），国产+进口全面狙击高端奶酪市场。根据尼尔森数据，1-3Q 伊利零售端奶酪+180%，市占率提升 6.9pct。全年来看收入有望实现翻倍增长规模超 10 亿，其中零售业务增长更快。希望未来几年成为奶酪品类领导者。

图表 46. 伊利奶酪主要产品



资料来源：伊利官网，中银证券

我们认为，奶酪品类非常适合龙头扩大份额，主要由于：（1）符合消费升级趋势，人均收入的提高对乳品多样化、高端化的需求旺盛，品类具有一定的消费者基础，市场空间可观。（2）产品利润高，厂家、渠道动力足。根据妙可蓝多 2020 年报，即食营养系列（零售端）奶酪毛利率 53.3%，远高于液态乳制品。奶酪棒与常温酸奶品类相似，具有高毛利高费用特征，跑马圈地结束后可通过适当收缩费用释放利润。同时，高附加值产品利润贡献点高，渠道动力十足。（3）与低温酸奶渠道共用，产品可快速铺货。奶酪产品冷链运输渠道与低温酸一致，伊利蒙牛低温终端建设完善，拥有几十万网点。奶酪保质期在 6~12 个月不等，保质期长铺货难度远低于低温酸奶。2020 年零售奶酪市场规模在 88 亿，按照复合增速 20%~25% 测算，2025 年行业规模在 220~270 亿，乐观预期伊利份额占到 25%，中性预期份额 20%，伊利奶酪有望做到 30-45 亿（出厂）。

③ 低温鲜奶，供应链、渠道壁垒强，全国格局分散，积极布局等待时机。

疫情后消费者对营养健康需求增加带动低温快速增长，目前行业复合增速 10%，竞争格局相对分散以区域乳企为主。根据欧睿数据低温鲜奶零售端规模达到 400 亿左右，竞争格局较为分散，以光明、新乳业、燕塘等区域乳企为主。低温鲜奶主要产品有巴氏奶和超巴奶，（1）巴氏杀菌奶，最早采用低温长时间加热，用于啤酒杀菌，后用于牛奶杀菌消毒，后技术改进提高杀菌温度降低杀菌时间。保质期在 3-7 天，对冷链运输能力和运输距离要求高。（2）超巴奶，用超高温以更短的时间杀菌，并灌装至普通包装，以实现 15-28 天的保质期，其运输半径、货架时间远超巴氏奶，而灌装成本又低于常温奶。

区域乳企具有上游牧场和地缘优势，同时冷链布局早、订奶等渠道建设相对完善，具有一定壁垒，但由于资产过重利润率较低。伊利已完成全国五大生产基地布局，等待时机。目前低温行业以 10% 左右速度增长，伊利亦将低温作为重要增长引擎。为了满足消费者需求，伊利已经在全国布局五个巴氏奶基地，目前产能行业最大。从上游牧场来看，伊利旗下拥有：优然牧业（持股 40%），赛科星（优然牧业持股 58.36%，伊利间接持股 23.34%）和中地乳业（持股 31.87%），共掌控 3 家规模化牧场企业，奶牛存栏总数约为 35 万头左右；国内外现代化牧场布局持续进行。

总而言之，伊利通过多元化的产品矩阵，新增长点重点在液态奶以外的乳制品，公司营销精准度高，每年 200 亿左右销售费用合理投入，将带来新的增长机遇。

图表 47. 蒙牛 2018-2020 赞助汇总

年份	品牌	节目 (标红为冠名, 其余为赞助)
2018	蒙牛	FIFA 世界杯全球官方赞助商
	特仑苏	2018 中国网球公开赛
	特仑苏	《声入人心》
	特仑苏 M-PLUS 高蛋白牛奶	北京马拉松活动
	雅士利	《最爱故乡味》
	雅士利	《超级小达人》
2019	雅士利	《妈咪你最美》
	蒙牛	《主播说联播》
	特仑苏	《向往的生活 3》
	特仑苏	《声入人心》
	纯甄	《创造营 2019》
	纯甄	《中餐厅 3》
	真果粒	《青春有你》
	优益 C	《王牌对王牌》
	冠益乳	《中国好声音》
	雅士利	《慢游全世界》
2020	每日鲜语	《我们的歌》
	特仑苏	《向往的生活第四季》
	特仑苏	《舞蹈风暴》
	纯甄	《创造营 2020》
	纯甄	《中餐厅第四季》
	真果粒花果轻乳系列	《青春有你 2》

资料来源：蒙牛年报，中银证券注：标红为冠名赞助

图表 48. 伊利 2018-2020 赞助汇总

2018 品牌	节目	2019 品牌	节目	2020 品牌	节目
JoyDay	我想和你唱	安慕希	奔跑吧 3	金典	天赐的声音
QQ 星	不可思议的妈妈	安慕希	锋味	金典	乘风破浪的姐姐
安慕希	奔跑吧 2	安慕希	漫游记	安慕希	漫游记
安慕希	锋味	畅轻	青春环游记	每益添	拜托了冰箱
安慕希	梦想的声音	畅意	巅峰之夜	金领冠	妻子的浪漫旅行
安慕希	嗨! 蓝朋友	谷粒多	终极高手	甄稀	让生活好看
畅意	高能少年团	果果昔优酸乳	乐队的夏天	畅轻	青春环游记
畅轻	我是大侦探	金典	歌手 2019		
果果昔优酸乳	七夕爱情歌会	金典	亲爱的客栈		
金典	亲爱的客栈	金领冠	妻子的浪漫旅行		
金典	时间的朋友	巧乐兹	喜欢你我也是		
金典	歌手 2018	巧乐兹	我要打篮球		
金领冠	拜托了妈妈	舒化	我们是真正的朋友		
金领冠	了不起的孩子	欣活	野生厨房		
味可滋	偶像练习生	伊利纯牛奶	现在的我们		
欣活	阅读阅美	甄稀冰淇淋	拜托了冰箱 5		
欣活	奇遇人生	植选	以团之名		
巧乐兹	勇敢的世界				
植选	向往的生活				
舒化	幸福三重奏				
甄稀冰淇淋	拜托了冰箱 4				

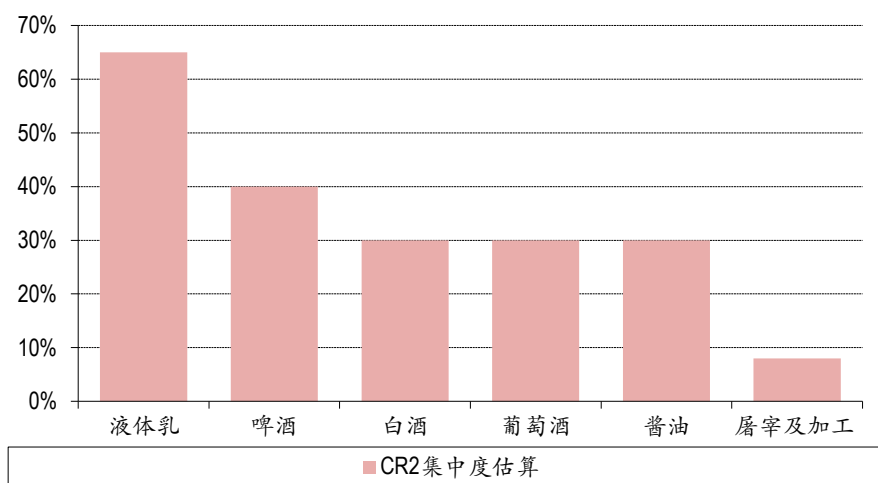
资料来源：伊利官网，中银证券注：标红为冠名赞助

伊利将健康饮品事业部重新并入常温事业部，豆奶、矿泉水领域积极布局，逐步迈向大型食品集团。18年上半年伊利成立了健康饮品事业部，进军豆奶、矿泉水，20年业绩交流会上公司宣布康饮事业部重新并入常温事业部，可共享伊利强有力的常温液奶渠道。18年成立康饮事业部后，成功推出常温乳酸菌饮料畅意，打破此前低温乳酸菌饮料冷链限制，出现爆发式增长，后逐步推出豆奶、矿泉水等。2020疫情对饮料行业冲击大，健康饮料收入从5.6亿下降至1.8亿，健康饮品和乳制品协同性相对较弱，前期培育需要更长的时间。在公司整体高速发展过程中，不断布局新业务，具有一定的前瞻性。对标雀巢，伊利向大型食品集团迈进。

对比全球龙头，伊利的利润率有较大的提升空间

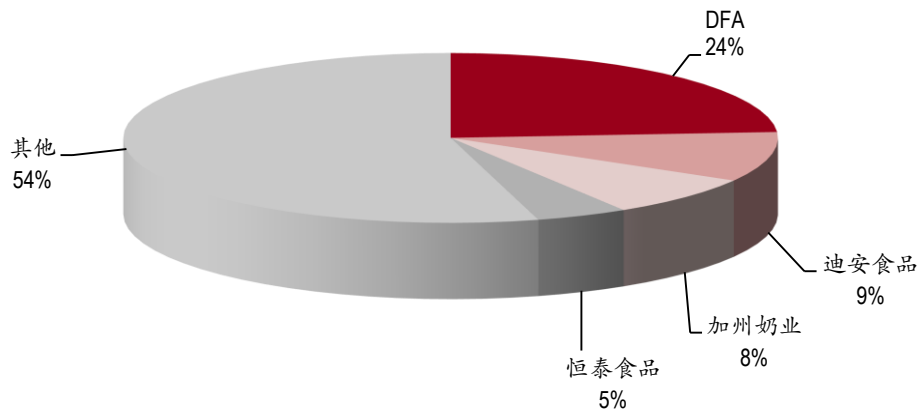
中国乳品行业集中度已经达到高水平，竞争逐步趋缓、利润释放是大概率事件。根据尼尔森数据，伊利和蒙牛常温奶市占率2020年已经达到67%，低温达到47%。食品饮料主要子行业，液体乳CR2集中度较高，已形成双寡头垄断的竞争格局。根据我们的估算，美国CR4占比接近50%。因此，中国乳品行业集中度也已经达到了较高的水平，未来中国乳品龙头竞争逐步趋缓，利润提升是大概率事件。

图表 49. 食品饮料主要子行业 CR2 估算



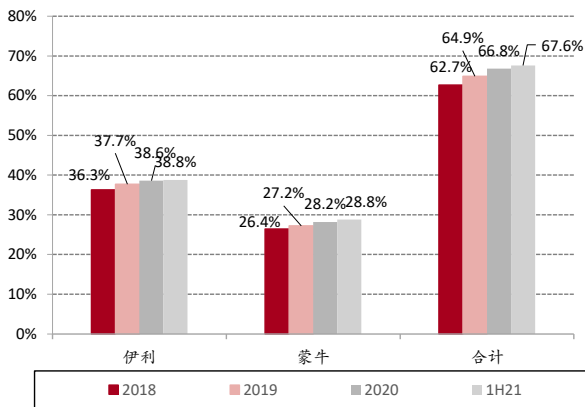
资料来源：中银证券

图表 50. 2017 年美国乳制品 CR4 市占率接近 50%



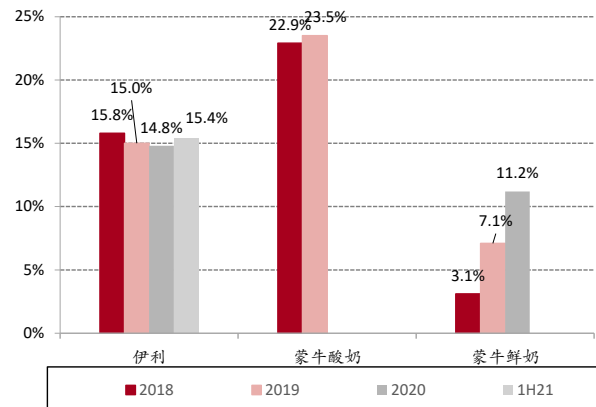
资料来源: Euromonitor, 中银证券

图表 51. 伊利蒙牛常温市场份额



资料来源: 尼尔森, 中银证券

图表 52. 伊利蒙牛低温市场份额



资料来源: 尼尔森, 中银证券

从经营利润率来看, 伊利、蒙牛与雀巢、达能仍有很大差距, 公司目标利润率每年提升 0.5pct, 未来净利率达到 9%-10%。

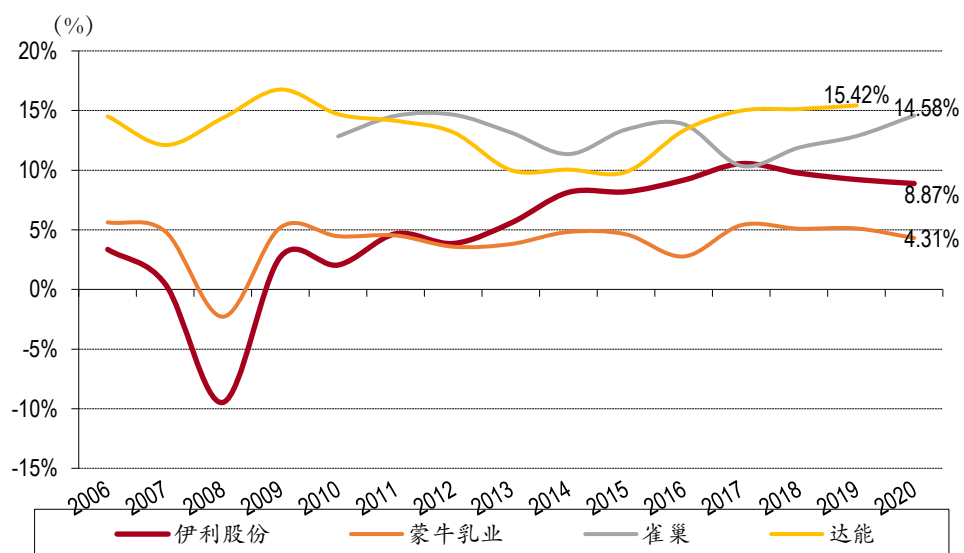
伊利: 伊利整体经营利润率自 2010 年异常值 (2.0%) 之后逐年攀升, 2017 年达到 10.5%, 2020 年 8.87%, 1-3Q21 控费增效得当达到 11.1%, 但距离雀巢还有较大的提升空间。

雀巢: 雀巢乳制品业务主要包括儿童奶粉 (非婴幼儿配方奶粉)、牛奶饮品、发酵乳、咖啡伴侣、冰淇淋等。雀巢乳制品经营利润率自 2007 年 (11.1%) 以来逐年攀升, 2020 年历史新高达到 14.58%, 近 5 年 (2016-2020) 平均经营利润率为 12.70%。

达能: 达能乳制品业务主要包括发酵乳和发酵乳饮品。达能乳制品经营利润率 2007 年 (13.7%) 以来先升后降, 高点出现在 2009 年 (16.76%), 13-15 年较为稳定, 围绕 10% 波动, 2016-2019 平均经营利润率为 14.71%。

蒙牛: 2017-2019 年经营利润率较为平稳, 在 5% 左右波动。2020 年由于疫情一次性费用和促销等影响下降至 4.31%, 预计 2021 年将提升。

图表 53. 伊利、蒙牛、雀巢、达能乳制品经营利润率对比



资料来源：公司公告，中银证券

盈利预测与投资评级

盈利预测和投资评级

我们预计液体乳业务维持稳健增长，奶粉及奶制品、冷饮实现较快增长，根据经营情况调整预测，预计 21-23 年 EPS 为 1.49、1.78、2.00 元，同比+28%、+19%、+13%，维持买入评级。

图表 54. 伊利股份收入预测表

(亿元)		2019	2020	2021E	2022E	2023E
液体乳	营业收入 (亿元)	738	761	852	938	1023
	yoy (%)	12.3	3.2	11.9	10.2	9.1
	毛利率 (%)	35.2	34.1	34.5	35.3	35.5
奶粉及奶制品	营业收入 (亿元)	101	129	160	193	226
	yoy (%)	25.0	28.1	24.0	20.8	17.2
	毛利率 (%)	48.1	42.9	38.0	39.3	39.5
冷饮	营业总收入 (亿元)	56	62	71	76	81
	yoy (%)	12.7	9.4	15.0	7.1	7.1
	毛利率 (%)	46.5	48.7	46.5	46.5	46.5
合计	营业收入 (亿元)	900	965	1094	1222	1351
	yoy (%)	14.0	7.2	13.3	11.7	10.5
	毛利率 (%)	37.3	36.0	35.8	36.7	36.9

资料来源：万得，中银证券

相对估值

现阶段伊利 2022 年 PE 23 倍左右，如果对比全球食品龙头雀巢，伊利的增速更快，但 PE 差不多。如果对比 A 股其他食品龙头，伊利也仅高于双汇，低于茅台、海天和其它细分行业龙头。因此，只要能够保持 10% 的稳健增长，估值具备安全边际。如果伊利、蒙牛能够共同大幅降低费用投入，则有望展现出较高的业绩弹性，如果销售费用率能持续下降，则净利向上弹性很高。

图表 55. 可比公司估值表

证券简称	最新收盘价 (交易币种)	总市值	净利润-2021	净利润-2022	PE(2021)	PE(2022)
伊利股份	40.1	2,437.7	90.8	108.3	26.8	22.5
平均值		184.9	10.5	13.1	36.5	26.1
中位值		81.8	1.9	2.4	30.8	23.5
蒙牛乳业	45.6	1,479.2	53.5	64.9	27.7	22.8
新乳业	14.9	129.2	3.4	4.4	37.6	29.4
光明乳业	14.2	173.8	6.7	7.6	26.0	22.9
燕塘乳业	25.9	40.8	1.7	2.0	23.7	20.2
三元股份	5.5	81.8	1.9	2.1	44.2	39.7
天润乳业	12.2	32.6	1.5	1.8	21.9	18.6
皇氏集团	4.4	36.4	-	-	-	-
妙可蓝多	56.2	289.9	3.2	6.5	91.8	44.7
一鸣食品	14.2	57.1	1.6	2.4	35.5	24.0
中国飞鹤	11.2	822.3	74.4	90.9	11.1	9.0

资料来源：万得，中银证券 注：伊利股份和新乳业为中银预测，其余为万得一一致预期 收盘价为 2021 年 11 月 23 日价格

风险提示

伊利、蒙牛竞争格局未如期出现改善，销售费用率维持高位。

原奶价格涨幅超预期，可能导致毛利率明显下降。

宏观经济增长不及预期，可能影响公司产品需求，导致收入、业绩不达预期。

并购澳优整合进程不及预期，可能影响奶粉业务协同进而影响奶粉销售情况。

产品、渠道拓展不及预期，如常温酸或高端类新品未受市场认可，增加营销推广难度，奶粉在线下母婴渠道开拓进展缓慢等。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入	90,009	96,524	109,387	122,218	135,055
销售成本	(56,969)	(62,352)	(70,857)	(78,078)	(86,018)
经营费用	(23,453)	(23,937)	(27,660)	(30,943)	(34,004)
息税折旧前利润	9,588	10,235	10,870	13,198	15,033
折旧及摊销	1,582	1,967	2,103	2,421	2,698
经营利润(息税前利润)	8,005	8,268	8,767	10,777	12,335
净利息收入/(费用)	(8)	(188)	54	60	67
其他收益/(损失)	459	191	514	514	514
税前利润	8,280	8,558	10,542	12,559	14,123
所得税	(1,243)	(1,051)	(1,348)	(1,608)	(1,810)
少数股东权益	(17)	(21)	(27)	(32)	(36)
净利润	6,934	7,078	9,081	10,832	12,191
核心净利润	6,934	7,078	9,081	10,832	12,191
每股收益(人民币)	1.140	1.164	1.493	1.781	2.004
核心每股收益(人民币)	1.140	1.164	1.493	1.781	2.004
每股股息(人民币)	0.808	0.820	1.052	1.255	1.412
收入增长(%)	14	7	13	12	11
息税前利润增长(%)	23	3	6	23	14
息税折旧前利润增长(%)	19	7	6	21	14
每股收益增长(%)	8	2	28	19	13
核心每股收益增长(%)	8	2	28	19	13

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	11,325	11,695	11,357	11,357	11,357
应收帐款	2,032	1,875	2,117	2,365	2,613
库存	7,715	7,545	8,575	9,447	10,408
其他流动资产	4,634	7,266	8,009	8,751	9,493
流动资产总计	25,706	28,381	30,058	31,920	33,871
固定资产	24,461	28,768	34,246	39,636	45,043
无形资产	1,409	1,536	1,459	1,382	1,305
其他长期资产	8,885	12,470	13,412	14,354	15,295
长期资产总计	34,755	42,774	49,117	55,372	61,644
总资产	60,461	71,154	79,175	87,293	95,515
应付帐款	10,801	11,636	13,224	14,569	16,050
短期债务	7,935	10,562	12,679	14,779	16,380
其他流动负债	12,696	12,570	14,264	15,795	17,392
流动负债总计	31,432	34,768	40,167	45,144	49,823
长期借款	471	1,375	1,375	1,375	1,375
其他长期负债	2,284	4,478	4,411	4,343	4,275
股本	6,096	6,083	6,083	6,083	6,083
储备	20,035	24,301	26,983	30,182	33,783
股东权益	26,131	30,384	33,066	36,265	39,865
少数股东权益	143	149	157	166	177
总负债及权益	60,461	71,154	79,175	87,293	95,515
每股帐面价值(人民币)	4.30	5.00	5.44	5.96	6.55
每股有形资产(人民币)	4.06	4.74	5.20	5.73	6.34
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.48)	0.04	0.44	0.79	1.05

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	8,280	8,558	10,542	12,559	14,123
折旧与摊销	1,582	1,967	2,103	2,421	2,698
净利息费用	8	188	(48)	(55)	(61)
运营资本变动	(682)	157	(242)	(248)	(248)
税金	(1,364)	(1,501)	(1,488)	(1,758)	(1,968)
其他经营现金流	3,203	(3,766)	1,725	1,589	1,711
经营活动产生的现金流	11,028	5,603	12,592	14,507	16,254
购买固定资产净值	(9,243)	(6,522)	(6,522)	(6,522)	(6,522)
投资减少/增加	4,242	3,242	600	600	600
其他投资现金流	4,257	(5,731)	(2,726)	(3,051)	(3,343)
投资活动产生的现金流	(744)	(9,011)	(8,648)	(8,973)	(9,265)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(654)	12,849	2,117	2,100	1,601
支付股息	(4,913)	(4,988)	(6,399)	(7,633)	(8,590)
其他融资现金流	(4,442)	(4,084)	0	0	0
融资活动产生的现金流	(10,009)	3,778	(4,282)	(5,533)	(6,989)
现金变动	274	370	(338)	0	0
期初现金	11,051	11,325	11,695	11,357	11,357
公司自由现金流	10,284	(3,408)	3,944	5,533	6,989
权益自由现金流	9,638	9,630	6,013	7,578	8,529

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	10.7	10.6	9.9	10.8	11.1
息税前利润率(%)	8.9	8.6	8.0	8.8	9.1
税前利润率(%)	9.2	8.9	9.6	10.3	10.5
净利率(%)	7.7	7.3	8.3	8.9	9.0
流动性					
流动比率(倍)	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7
利息覆盖率(倍)	1,000.4	44.0	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	(11.1)	0.8	8.1	13.2	16.0
速动比率(倍)	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
估值					
市盈率(倍)	34.4	33.7	26.2	22.0	19.5
核心业务市盈率(倍)	34.4	33.7	26.2	22.0	19.5
市净率(倍)	9.1	7.8	7.2	6.6	6.0
价格/现金流(倍)	21.6	42.5	18.9	16.4	14.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	24.5	23.3	22.2	18.4	16.3
周转率					
存货周转天数	26.8	28.9	26.9	26.9	26.8
应收帐款周转天数	6.9	7.4	6.7	6.7	6.7
应付帐款周转天数	40.4	42.4	41.5	41.5	41.4
回报率					
股息支付率(%)	70.9	70.5	70.5	70.5	70.5
净资产收益率(%)	25.7	25.0	28.6	31.2	32.0
资产收益率(%)	12.6	11.0	10.2	11.3	11.8
已运用资本收益率(%)	24.9	21.4	19.6	21.6	22.4

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371