



非酒类食品饮料：乳制品 系列报告一：利润率改善 路径探究



投资建议

展望乳业两强发展前景，我们认为在原奶价格高企、两强常温液态奶集中度接近 70%同时利润诉求增强背景下，未来行业竞争有望相对趋缓，龙头乳企利润率提升为核心发展主线。

理由

二十载双寡头竞争，当前乳业两强格局渐稳。20 余载竞争中伊利蒙牛在超越与被超越中持续创造价值，行业伴随两强竞争走向繁荣，市场持续扩大、品类逐渐丰富、产品趋于多元；伊利、蒙牛亦持续巩固自身竞争力，逐步成长为全国性乳企巨头，行业形成双寡头竞争格局。2017-2019 年两强为加速份额争夺，行业竞争阶段性加剧，而后 2020 年疫情催化乳制品需求提升，同时格局逐渐趋于稳定下，奶价上行令竞争趋缓，盈利弹性开始显现。

历史利润率复盘：伊利利润率分阶段提升，蒙牛净利率波动、近年来有所改善。伊利自 2009 年渠道改革完成后经营稳健，利润率分阶段提升，2017 年后净利率有所承压，主因奶价上行、费用投入有所加大；蒙牛历史净利率有所波动，2016 年因费用投放增加及子公司经营拖累利润率承压，而自 2017 年改革后液态奶 OPM 回升，净利率实现稳步提升。两强历史利润率提升主要驱动为毛利率提升，而费用率尤其广促费用率增加产生负向贡献。

他山之石：双寡头格局趋稳利好竞争趋缓，国内乳企利润率存提升空间。通过分析可口可乐与百事可乐、格力与美的等双寡头竞争案例，我们认为当行业进入成熟阶段，两家龙头企业份额差距相对较大且较稳定时，竞争一般会逐渐趋于良性，利好行业利润率提升。对标海外乳品龙头如雀巢、明治、达能等，伊利、蒙牛 OPM 因产品结构原因仍处较低水平，我们认为未来产品高端化与竞争趋缓或有望提升两强利润率。复盘明治利润率提升过程，通过产品结构升级及效率优化，其 OPM 自 2011 年 1.8% 升至 2020 年 8.9%。

看好龙头乳企利润率提升趋势，升级减促降费方式多元。我们看好龙头乳企利润率提升，基于：1) 成本仍处高位，乳企未来或存进一步减促可能；2) 战略目标迭代，龙头利润诉求增强；3) 多品类竞争，常温奶竞争趋缓下费用有望缩减。此外，我们详细探究产品升级、减促及降费对乳企利润率提升路径，测算得出伊利产品结构升级每年可贡献约 0.16ppt 液奶毛利率提升，减促带动下若 ASP 每提升 1% 毛利率提升 0.64ppt，同时销售费用率仍存优化空间，故我们认为伊利每年净利率提升 0.5ppt 的目标完成概率较高。

盈利预测与估值

维持覆盖个股盈利预测。我们看好竞争趋缓下，伊利/蒙牛未来几年利润率提升前景，目前伊利/蒙牛基本面稳健同时估值合理，建议积极关注。

风险

需求增长低于预期；原奶价格大幅波动；竞争加剧；食品安全问题。

关键词：疫情 食品安全

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_36081

