

## 多因素望促业绩确定增长 开启总市值加速成长时代

### 投资要点:

- 公司公告拟对股权激励计划剩余获授股票期权行权,自6月13日起停牌不超过10个交易日。市场对公司行权后业绩增速及可持续性有所质疑。我们认为,综合考虑从治理结构的基础、现实期权计划中禁售期规定及较高的所得税金额各方面出发,结合公司自身的品牌价值、产品结构,可得出判断, **剩余期权行权后,公司收入保持稳定增长的同时,得益于产品结构升级及费用使用效率的提升,未来三年公司净利润复合增速有望保持在25%以上,且可能逐年加速。**
- 行业格局发展趋势有望大幅提升经营增长预期,长期净利率水平将提高到10%上下。对比海内外食品饮料行业现状来看,我们认为未来国内乳制品行业有望继续向寡头集中,当CR4超过50%时,可以期待由双寡头向单一寡头势力的转变,行业龙头未来有望形成市场占有率接近40%的稳固龙头地位及高壁垒水平。如我们多次强调,目前行业整合规范态势日趋明显,有助于龙头企业市占率提升。随着行业标准的提高,政府监管措施进一步健全,小规模企业的数目逐渐降低是长期趋势。在市场空间的转移和政府产业政策力度增大的过程中,具有强劲竞争力的乳品龙头企业有望优先受益。
- 公司有望在各细分领域上成为第一。就行业内竞争态势而言,2013年伊利液奶收入超越蒙牛可期(2012伊利、蒙牛液奶分别为322.7、323.4亿元,充分验证判断!),同时仍然看好伊利奶粉业务的恢复能力,公司有望在1-2年内实现各产品线均成为行业第一。我们预计,2015年公司市占率将从2008年的16%提高到23%左右。
- 我们认为,快消品关键在于品牌及规模效应,05年始品牌建设(奥运、世博、亚运、品牌全面升级)的持续累积投入和费用使用效率的提高有望在未来3-5年内体现为企业盈利能力的持续提升。从10年开始,伊利已在全集团推行“双提”工作(提高费用使用效率,提升企业盈利能力)。内部管理强化将为净利率提升提供重要支撑。
- 给予“推荐”评级。预测2013-2015EPS 1.23、1.59、1.93元,对应PE22/17/14倍;若按照行权完毕后股本计算,2013-2015最终摊薄EPS为1.13、1.46、1.77元,对应PE25/19/16倍。预计2013-2015净利润CAGR为28.1%,综合考虑行业趋势及公司城镇化中独特优势,“推荐”评级。

### 主要财务指标

(百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	41990.69	46456.39	53147.23	60140.12
同比(%)	12.12%	10.63%	14.40%	13.16%
归属母公司净利润	1717.21	2309.42	2980.07	3612.58
同比(%)	-5.09%	34.49%	29.04%	21.22%
毛利率(%)	29.73%	29.33%	29.41%	29.76%
ROE(%)	23.07%	24.90%	25.01%	24.25%
按当前股本计算EPS	0.92	1.23	1.59	1.93
P/E	30.25	22.50	17.43	14.38

资料来源:中国银河证券研究部

## 伊利股份(600887.SH)

**推荐** 维持评级

### 分析师

周颖

☎: 010-83571301

✉: zhouying\_yj@ChinaStock.com.cn

执业证书编号: S0130511090001

董俊峰(首席)

☎: 010-66568780

✉: dongjunfeng@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511010002

特此鸣谢

李琰 010-83571374(liyan\_yj@chinastock.com.cn)

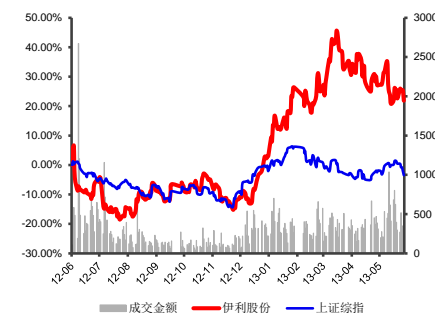
对本报告的编制提供信息

### 市场数据

时间 2013.06.07

A股收盘价(元)	27.77
A股一年内最高价(元)	33.18
A股一年内最低价(元)	22.35
上证指数	2210.90
市净率	7.08
总股本(万股)	187085.80
实际流通A股(万股)	158749.62
限售的流通A股(万股)	28336.18
流通A股市值(亿元)	440.85

### 相对指数表现图



资料来源:中国银河证券研究部

### 深度研究

伊利股份(600887): 全产品线重返行业第一 关注中长期高速增长空间 20130114

伊利股份(600887): 融资年内有望完成,龙头地位稳步提升 20121015

## 投资概要:

### 驱动因素、关键假设及主要预测:

#### 1、预计伊利股份未来三年收入 CAGR12.72%，归属母公司净利润 CAGR28.1%。

我们判断2013-2015年公司收入增速分别为11、14、13%，对应归属母公司净利润增速为34、29、21%；预计2015年净利率为6.09%。

#### 2、未来液体乳市场消费量至少增长一倍。

我们延续2005年7月23日行业深度报告《乳品行业：至少3倍增长空间——从全球看中国》观点，判断未来液体乳市场消费量至少增长1倍，亦即再造一个相同市场容量的市场！如果考虑到城市化率的进一步提高和人口数量增长，那么增长空间将继续扩大。

#### 3、乳业和伊利股份历史性拐点，推动公司市场份额的提高

我们3年前明确提出并强调乳制品行业及伊利公司面临“双拐点”，公司拐点在于，伊利与最大竞争对手蒙牛的相对竞争优势已经发生扭转。行业格局及竞争对手3年来的变化，充分验证了我们前期的观点。我们认为，就行业内竞争态势而言，2013年伊利液奶收入超越蒙牛可期（2012伊利、蒙牛液奶分别为322.7、323.4亿元，充分验证判断！），同时仍然看好伊利奶粉业务的恢复能力，公司有望在1-2年内实现各产品线均成为行业第一。我们预计，2015年公司市场份额将从2008年的16%提高到23%左右，我们保守判断2023年接近30%。

### 我们有别于市场的判断:

市场对公司行权后业绩增速及可持续性有所质疑。

我们认为，在剩余股票期权行权之后，综合考虑从治理结构的基础、现实期权计划中禁售期规定及较高的所得税金额（详情请参考正文 32 页表 10）等各方面出发，结合公司自身的品牌价值、产品结构，可得出判断，在公司收入保持稳定增长的同时，得益于产品结构升级及费用使用效率的提升，未来三年公司净利润年复合增速有望保持在 25%以上。

关注伊利独特的优势支持公司在城镇化过程中获得更大收益的概率。

### 估值与投资建议:

预测2013-2015EPS 1.23、1.59、1.93元，对应PE22/17/14倍；若按照行权完毕后股本计算，2013-2015最终摊薄EPS为1.13、1.46、1.77元，对应PE25/19/16倍。预计2013-2015净利润CAGR为28.1%，综合考虑行业趋势及公司城镇化中独特优势，“推荐”评级。

### 股票价格表现的催化剂:

季度报表超预期；产能相继投产，匹配市场利好市占率长期提升；宏观政策中对于城镇化方案倾向的预期与公司独特优势的匹配。

### 主要风险因素:

行业食品安全事件；宏观经济增速波动；原材料价格大幅变动风险。

## 目 录

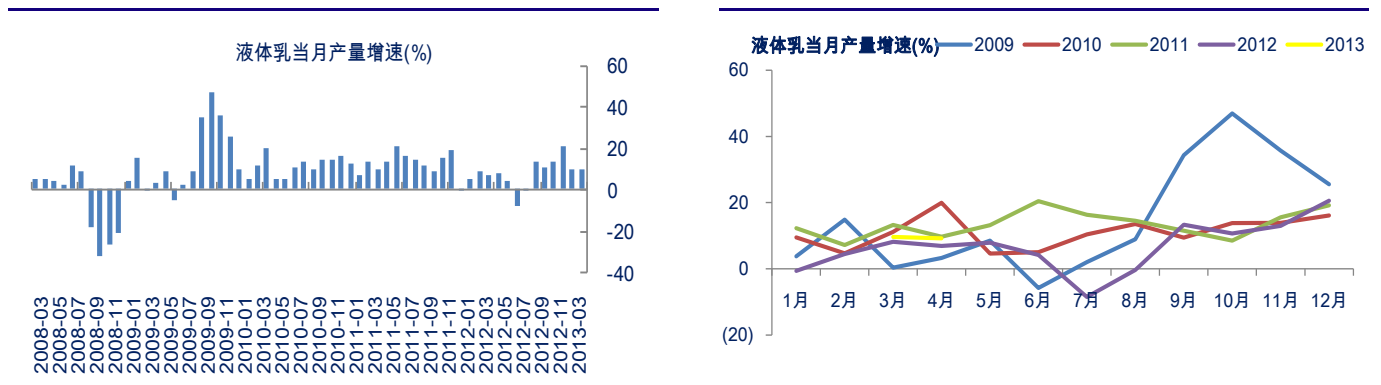
<b>一、乳制品行业：行业盈利格局向好 需求空间更为确定</b> .....	<b>1</b>
（一）液体乳及乳制品行业截止最新经营情况分析 .....	1
（二）液体乳及乳制品行业市场容量空间测算.....	5
（三）行业格局分析：CR2>30%，龙头企业未来发展优势凸显 .....	9
<b>二、伊利股份：品牌稳步提升，龙头地位日益增强</b> .....	<b>13</b>
（一）公司收入增速近年来稳步提升.....	13
（二）业务分品类（液体乳、冷饮产品、奶粉及奶制品）特性及分地区拆分 .....	14
（三）品牌战略：持续稳健经营，注重品质、品牌、服务综合提升 .....	18
（四）毛利率、净利率变化及原材料对盈利水平影响分析 .....	26
（五）奶源建设：上游格局或重新布置，奶源=未来“资源” .....	29
（六）产能建设：非公开发行已于 2013 年 1 月 10 日完成 .....	30
（七）股权激励：公司 6 月 8 日公告拟对剩余股票期权进行行权 .....	32
<b>插图目录</b> .....	<b>30</b>
<b>表格目录</b> .....	<b>31</b>

## 一、乳制品行业：行业盈利格局向好 需求空间更为确定

### ——食品饮料板块中竞争格局最优子行业

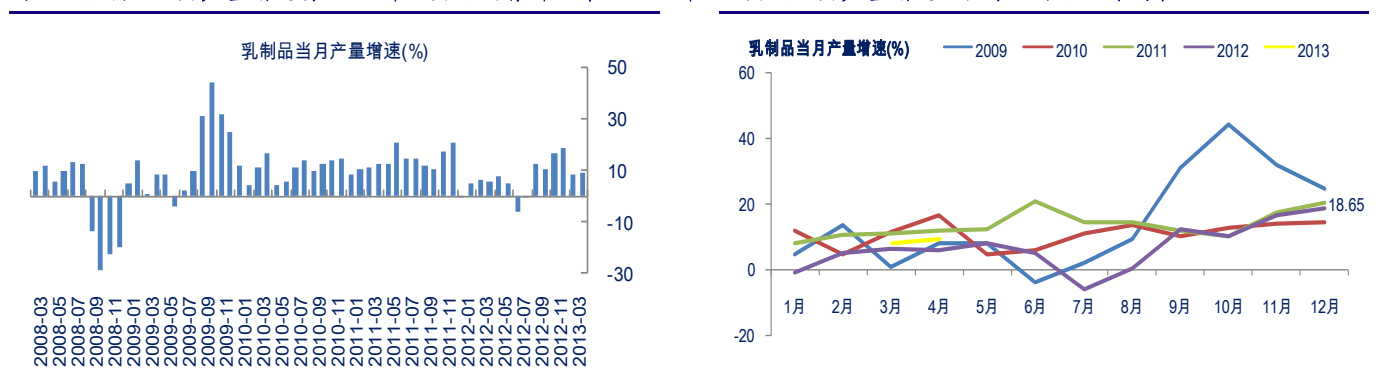
#### (一) 液体乳及乳制品行业截止最新经营情况分析

图 1：液体乳当月产量增速自 2012 年 9 月份起有所回升，2013 年 3-4 月份当月产量增速基本维持在 9-10%左右



资料来源：中国银河证券研究部，WIND

图 2：乳制品当月产量增速自 2012 年 9 月份起有所回升，2013 年 3-4 月份当月产量增速略低于液体乳，维持在 8-9%



资料来源：中国银河证券研究部，WIND

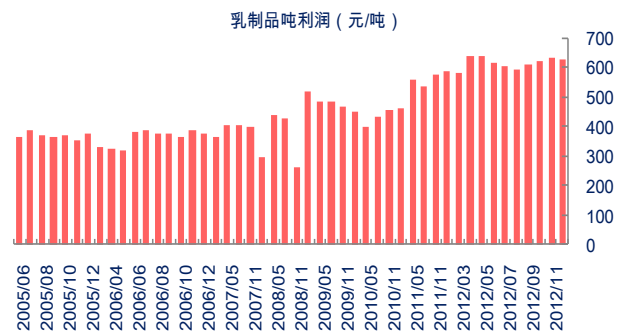
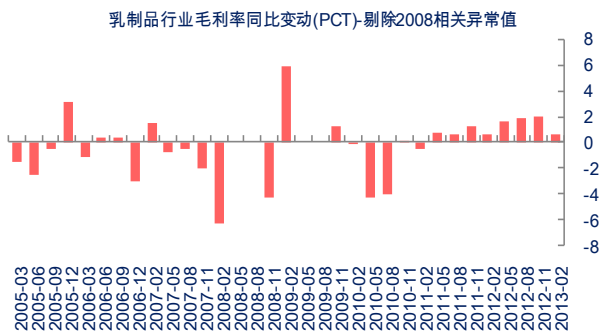
2012 年特别是前三季度，液体乳和乳制品当月产量增速处于历史较低水平。横向比较 2009-2012 年各月当月产量增速，我们可以看到 2012 年 1-6 月份产量增速处于历史较低，维持在个位数增长，7-8 月增速进一步降低，至 9 月起出现较大回升，当月产量增速均维持在 10% 以上。液体乳和乳制品 12 月当月产量增速回升至 20.61% 和 18.65%，为年内最高。2013 年 4 月份当月产量增速（最新）分别为 9.21% 和 9.18%。

图 3: 乳制品(含液体乳) 2012 年吨产品价格同比增速为-0.13%; 2013 年 1-3 月销售收入增长率为 13.66%



资料来源: WIND

图 4: 液体乳及乳制品毛利率、吨利润稳步回升(百分点, 元/吨)

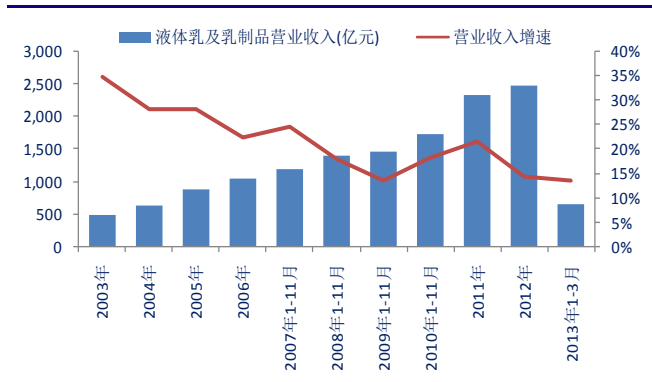


资料来源: 中国银河证券研究部, WIND

2012 年行业均价提升幅度逐月回落, 全年累计变动-0.13%。2011 年 1-2 月及 1-5 月, 乳制品均价提升幅度分别为 12%和 15%, 到下半年回落, 1-8 月和 1-11 月升幅为 8%。2012 年 2-4 月, 乳制品均价提升幅度保持在 5%, 5-6 月均价上涨幅度小幅回落至 2~3%, 7-9 月份重回 4%左右, 10-12 月开始持续回落至-0.13%。2011 年由于 CPI 推动, 乳制品价格呈现出普涨特征, 2012 年随着 CPI 及宏观经济增速均有所回落, 乳品均价提升幅度也出现回落。

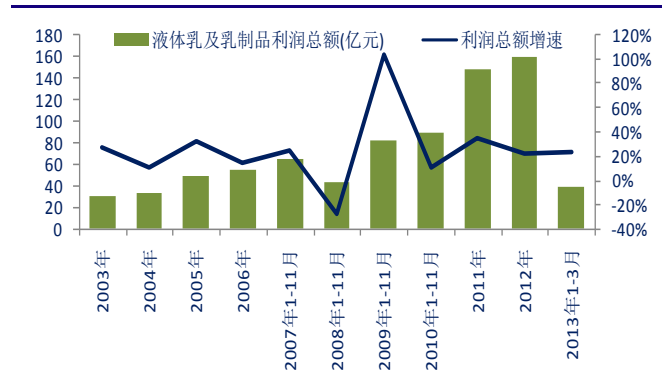
行业毛利率小幅增加, 吨均利润持续走高, 与前期行业“拐点”判断一致。根据我们测算, 2012 年 1-4 月吨均利润达到 636 元, 为近年来最高值, 6-9 月略有回落 10 月份又达到 602 元; 此后吨均基本保持在 600 元以上, 同比增幅 10%以上。吨均利润在 2010 年底-2011 年出现拐点, 以及延续到 2012 年的情况很好地验证了我们的前期观点——**我们在 3 年前即判断行业出现拐点(3 年来推荐伊利理由即为“行业和公司双拐点”), 重要理由为前一竞争阶段净利润呈区间波动, 而拐点后, 行业净利润呈现持续提升。**

图 5: 2003 年以来我国液体乳及乳制品行业收入增速有所放缓



资料来源: 中国银河证券研究部整理, 国家统计局

图 6: 除 2009 年外, 我国液体乳及乳制品行业利润总额增速基本维持在 30% 左右

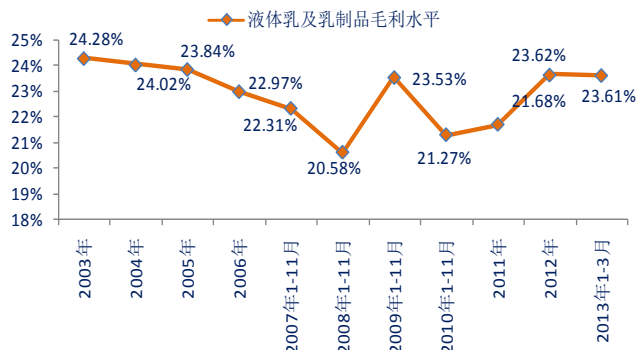


资料来源: 中国银河证券研究部整理, 国家统计局

2013 一季度, 行业收入增幅 14%, 利润总额增幅高出收入增幅约 10 个百分点, 行业盈利能力良好。2013 年 1-3 月, 我国液体乳及乳制品行业实现营业收入 633.14 亿元(yoy+13.66%), 与上年同期增幅相比减少 3.65 个百分点, 实现利润总额 39.17 亿元(yoy+23.45%), 与上年同期增幅相比减少 13.39 个百分点; 1-3 月累计毛利率 23.61%, 同比增加 0.08 个百分点, 环比减少 0.75 个百分点。2012 全年, 行业收入增幅 14%, 利润总额增幅 22%, 仍然高出收入增幅近 8 个点, 验证我们对于行业趋势的判断。2012 年, 我国液体乳及乳制品行业实现营业收入 2465.36 亿元(yoy+14.29%), 实现利润总额 159.55 亿元(yoy+21.69%); 2012 年累计毛利率 23.62%, 环比持平。

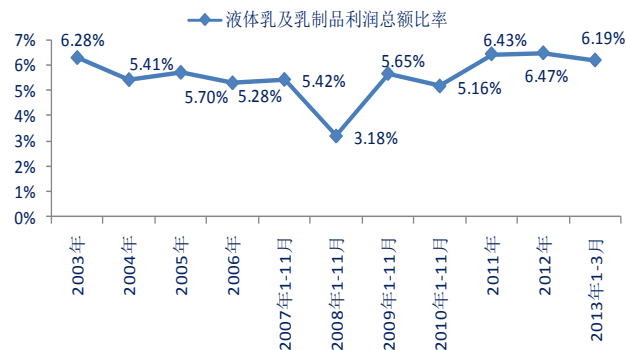
我国液体乳及乳制品行业近年来利润总额增速基本上维持在 25% 左右的较高水平, 显示出行业盈利能力较高成长性。回溯历史, 根据统计数据, 我们可以得出结论, 2003 年以来, 我国液体乳及乳制品行业营业收入增速有所放缓, 特别是近几年在三聚氰胺等负面事件和进口乳制品迅速抢占市场的不断冲击之下, 行业收入增速逐步下降至 15% 以下。但随着未来消费结构升级和行业内龙头企业不断优化自身产品结构, 行业还是有望维持较高的景气度。而相比收入增速, 我国液体乳及乳制品行业利润总额增速则与收入变动幅度并不完全一致。除去 08-09 年间受三聚氰胺事件影响导致增速出现较大变动外, 利润总额增速基本还是维持在一个较高的水平。我们认为这显示出了我国液体乳及乳制品行业(特别是规模以上企业)在结构优化及费用效率上的提升和较高的成长性。2011 年行业利润增速相比 2010 年出现了较为明显的提升(环比增长 24.48%), 我们认为这主要是由于近两年来之前负面事件的影响正在逐步减弱, 伴随着乳制品消费升级和人民健康意识的提升, 消费者对国产乳制品, 特别是高端产品的信心显示出差异化, 行业未来的利润增长空间仍具有一定保证。

图 7: 2012 年液体乳及乳制品行业毛利水平 23.62%，13 年一季度毛利率为 23.61% 仍然维持较高水平



资料来源: 中国银河证券研究部整理, 国家统计局

图 8: 我国液体乳及乳制品行业利润总额比率在 2003 年以后基本维持在 6% 左右



资料来源: 中国银河证券研究部整理, 国家统计局

2012 年行业整体毛利率为 23.62%，处于历史较高水平，2013 年一季度行业毛利率为 23.61%，高毛利的情况仍然维持。除特殊年份外，我们可以看到，2003 年以来，液体乳及乳制品行业规模以上毛利水平基本上维持在 20%-25% 的区间范围内。2011 年我国液体乳及乳制品行业全年毛利率 21.68% (yoy+0.41pct)；2012 年，行业毛利水平提升至 23.62%，相比 11 年同期增加 1.94pct，环比持平。我们可以看到 12 年毛利率水平基本都是要高于 11 年同期，一方面源于产品结构优化对毛利率的贡献，一方面由原材料（特别是国际原材料的价格水平）所导致；由此可明了，三季度以来，毛利率环比有所降低，我们认为主要应是国际原材料价格的反弹产生影响所致。2013 年一季度，行业毛利水平达 23.61%，与 2012 年基本持平。

利润总额比率自 2008 年以来恢复上升趋势至 2011 年高点 6.43%，2012 年各月份累计利润总额比率同比均有所提升，显示近年来我国液体乳及乳制品行业产品结构提升趋势更为确定。2011 年我国液体乳及乳制品行业全年利润比率 6.43% (yoy+1.27pct)；2012 年，行业利润比率水平达 6.47%，相比 2011 年同期增加 0.04pct。2013 年 1-3 月，利润总额比率微降至 6.19%。与毛利率有一定波动性相反，利润总额比率较为稳定的态势，我们认为这是整个行业产品结构提升趋势更为准确的衡量指标。

## (二) 液体乳及乳制品行业市场容量空间测算

### 我们对于行业发展空间有别于市场的判断:

我们认为: 乳品行业已迈过暂时的 2008/2009 发展波动期, 2010/2011 年恢复正常发展, 2012 年受到整个大环境影响整体收入增速减缓, 但利润总额增速仍保持在一定水平, 显示出行业结构化进程仍然正常进行。

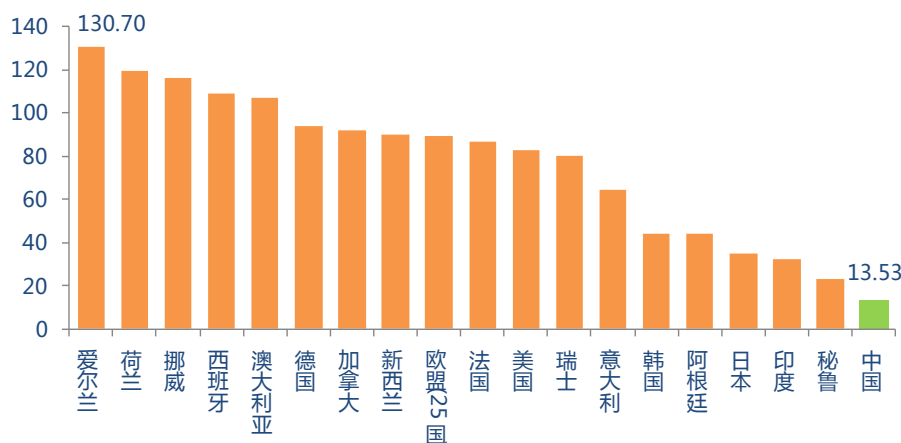
首先, 由于乳品消费不同于其他快速消费品, 其受各国居民消费传统的影响很大, 而不完全取决于经济发展水平, 因此, 必须经过分析才能够判断我国乳品消费水平与世界水平进行比较是否有意义。实证研究显示我国完全可以进行与世界乳品消费水平的比较。

我们认为目前我国乳品行业增速放慢并不表明行业已经进入成熟期, 更不说明市场空间已经不大。目前行业增速放慢的主要原因是 (1) 一线城市消费需求暂时进入阶段性平台期; (2) 行业内生产商研发能力较弱, 品种开发速度缓慢, 这同时也是导致原因 (1) 的原因。西方国家成熟的乳制品多达几百种, 国内乳品种类只是国外的 20% 左右, 与全球各国乳品消费结构相比, 我国乳品行业发展空间很大。

其次, 由于几乎没有性价比相当的替代品, 因此乳品消费已然成为居民营养品消费首选, 且该趋势至今未有改变迹象, 即便最近发生了一系列负面曝光事件。我们进一步认为, 人口结构的变化将更为强化这一趋势。新一代居民开始独立支配其收入, 其成长环境和消费观念完全不同于父母辈, 他们和其子女的乳品消费习惯已然形成。

再次, 全球各主要液体乳消费国人均消费 23-102 公斤, 我国目前处于底限水平。我们按如下方法进行保守计算, (1) 首先将全球各主要液体乳消费国人均消费量进行排序; (2) 取如图所示最后三个国家数据, 再将各国城市化率代入公式, 计算平均值; (3) 对比该平均值与我国消费平均值, 计算出行业增长空间。

图 9: 全球各国液体乳人均消费量对比 (千克/年)



资料来源: 中国银河证券研究部整理

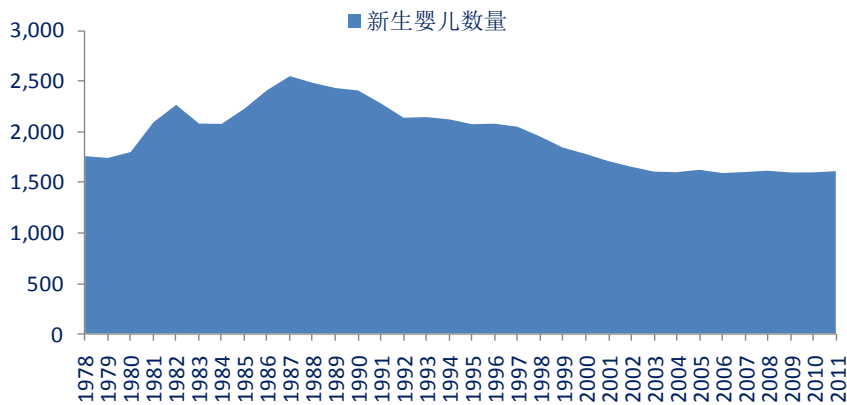
经保守计算, 我国乳品市场容量至少也有 1 倍的增长空间。



## 婴幼儿奶粉市场空间容量测算

就婴幼儿奶粉市场而言，进行人口数量、新生儿数量及婴儿比率的测算。

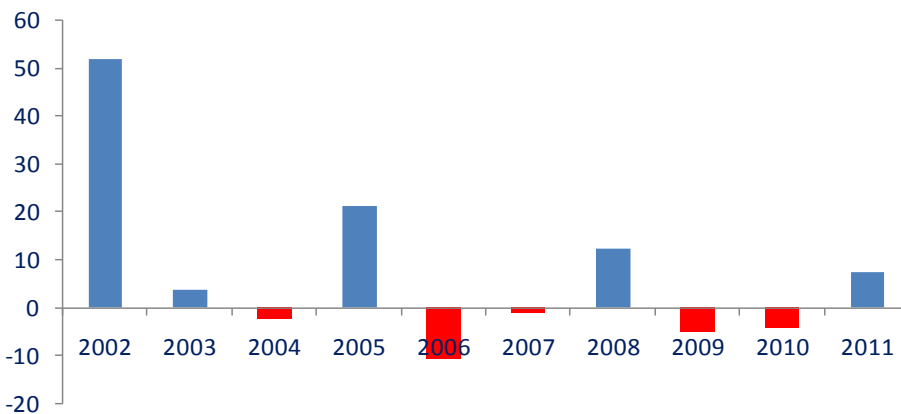
图 10: 1978-2011 中国每年新生儿数量 (万人), 近年来趋于平稳



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究部整理

2003 年至今, 我国新生儿数量已经稳定在 1600 万人左右, 略有波动。1978 年, 我国新生儿数量为 1757 万人; 进入 1980 年后, 人口生育高峰出现, 在 1986-1987 年达到近期最高水平 2550 万人。2003 年至 2011 年间, 我国新生儿数量已经趋于平稳, 维持在 1600 万人上下略有波动。

图 11: 2002 年后, 我国每年新生儿数量与中枢值 (1600 万人) 差值情况



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究部整理

### 我们区别于市场的观点:

虽然 1980 年进入了一轮人口生育高峰, 但是在 2003 年以来的数据并没有明显反应出这轮生育高峰带来的新生儿数量增多。我们认为, 随着我国社会经济、城镇化、教育及医疗水平的提升, 适宜生育的年龄范围扩大, 且生育年龄可能逐渐后移。虽然这样的定量化数据可能较不易获得, 但是我们认为可以做出这样的判断, 今后五年内新生儿数量出现大幅波动, 特别是向下波动的概率并不是很大。除非特殊情况发生, 1600 万人/年可以作为测算标准。

接下来, 我们考量新生儿奶粉需要量。

根据我们的研究，我国纯母乳喂养率处于世界较低水平。一方面是由于当前社会经济结构及家庭负担中，很多新生母亲由于工作压力的需要被迫中断母乳（此种情况在发展中国家较为常见），我们认为这是非常重要的一个原因。另外一方面，我国剖腹产比率居高不下，据不完全统计，新生儿有一半是剖腹产儿，特别城镇多数“爱婴医院”的剖腹产率居高不下，一般在60%-80%，而其中80%左右的剖腹产新妈妈初乳分泌时间延迟，新生儿出生第一时间就添喂奶粉。

### 我们区别于市场的观点：

目前我国纯母乳喂养率较低，整体在28%左右，城镇纯母乳喂养率仅有16%。《中国儿童发展纲要（2011~2020）》中规定了“0~6个月婴儿纯母乳喂养率达到50%”。根据我们的了解研究，出生头6个月的婴儿纯母乳喂养率世界平均水平在38-39%，我国实际水平只有28%左右（无论是与世界水平，还是纲要目标都具有较大差距，而且2011-12年间并没有明显改善）。其中，纯母乳喂养率在农村达到30%，在城镇仅有16%左右（验证我们提出的，经济结构及工作压力使得即使头6月内，纯母乳喂养实现难度仍然较大）。

虽然发达国家在发展历程中，有出现纯母乳喂养率下降后回升情况，但考量我国社会经济结构、生活成本、相关医疗保障及社会福利各方面因素，我们认为短期内我国难以出现纯母乳喂养率的拐点性回升，对婴幼儿奶粉的需求呈持续刚性。

### 假设：

0~6个月，纯母乳喂养率30%，需要补充奶粉婴儿比率为70%；

6~12个月，按照绝大部分母亲都需要返回工作岗位的预计，需要补充奶粉的幼儿比率将继续上升，假设为85%；

1~2岁，考虑到辅食添加等，需要补充奶粉的幼儿比率为70%；

2~3岁，可食范围的进一步扩大，使得奶粉更多作为营养补充而存在，需要补充奶粉幼儿比率下降为40%（便于假设计算，将使用频率的下降折算为比率）。

表1：我国婴幼儿奶粉市场空间（零售额，亿元）敏感性分析（以城镇平均奶粉价格、新生儿数量作为变量）

	我国城镇平均奶粉价格（元/400g）					
	60	70	80	90	100	110
1560	1,191	1,389	1,587	1,786	1,984	2,183
1570	1,198	1,398	1,598	1,797	1,997	2,197
1580	1,206	1,407	1,608	1,809	2,010	2,211
1590	1,213	1,416	1,618	1,820	2,022	2,225
我国新生儿数量(万人)	1600	1,221	1,425	1,628	1,832	2,035
	1610	1,229	1,434	1,638	1,843	2,048
	1620	1,236	1,442	1,649	1,855	2,061
	1630	1,244	1,451	1,659	1,866	2,073
	1640	1,252	1,460	1,669	1,877	2,086

资料来源：中国银河证券研究部测算

由于城镇/农村出生率及大量流动人口的存在，难以准确分类估计新生婴儿数量，但是整体来讲，城镇喂养率较低及收入水平较高使得市场容量空间高于我们估计的概率更大。

**表 2: 我国现在主要婴幼儿配方奶粉品牌及产品价位区间**

品牌系列	适用年龄	包装	零售价 (元)
<b>超高端 (390 元以上)</b>			
惠氏 启赋婴儿配方奶粉 1 段	0-12 个月	900g	408
雅培 顶级菁智婴儿配方奶粉 1 段	0-12 个月	900g	470
贝因美 爱+新生儿乳铁蛋白配方奶粉 (金装)	0-4 个月	900g	393
伊利 金领冠珍护系列 1 段	0-12 个月	800g	398
光明 培儿贝瑞 0-12 个月	0-12 个月	900g	418
澳优 能力多 1 段	0-100 天	800g	398
<b>高端 (280-390 元)</b>			
雀巢 超级能恩 1 段	0-12 个月	800g	339.9
贝因美 爱+新生儿配方奶粉 (金装)	0-4 个月	1000g	299
雅培 金装亲护奶粉 1 段	0-12 个月	820g	352
完达山 安力聪一段 (金装)	0-6 个月	900g	310
明一 a 尔法盾奶粉 1 段	0-6 个月	900g	338
<b>中高端 (200-280 元)</b>			
美赞臣 安婴儿 A+婴儿配方奶粉 1 段	0-6 个月	900g	268
惠氏 四维营养金装爱儿乐 1 段	0-12 个月	900g	248
多美滋 金盾贝护 1 段婴儿奶粉	0-12 个月	900g	229
多美滋 金装优阶贝护婴儿配方奶粉 1 段	0-12 个月	900g	249
雅培 金装智护 100 (婴儿喜康宝)奶粉 1 段	0-12 个月	900g	261
雀巢 能恩金盾 1 段	0-12 个月	800g	239.9
贝因美 冠军宝贝配方奶粉 1 段	0-6 个月	908g	228
贝因美 爱+新生儿配方奶粉 1 段	0-4 个月	1000g	226
雅士利 a 金装 1 段婴儿配方奶粉	0-6 个月	900g	218
完达山 金装元乳 1 段	0-6 个月	900g	217
圣元 金 D100 1 段	0-12 个月	900g	208
圣元 优博 1 段	0-12 个月	900g	258
飞鹤 母爱时光 1 段	0-6 个月	900g	201
明一 金智婴奶粉 1 段	0-12 个月	900g	238
<b>中低端 (120-200 元)</b>			
伊利 金装婴儿配方奶粉 1 段	0-12 个月	900g	156
雅士利 能慧金装 1 段婴儿配方奶粉	0-6 个月	900g	124
圣元 优聪 1 段	0-12 个月	900g	158
光明 金装优幼 1 段	0-12 个月	900g	169
伊利 金领冠婴儿配方奶粉 1 段	0-6 个月	900g	160.2
飞鹤 飞帆 1 段婴幼儿配方奶粉	0-6 个月	900g	168.8
雅士利 安贝慧 1 段婴儿配方奶粉	0-6 个月	900g	170
<b>低端 (120 元以下)</b>			
贝因美 金美正装婴儿配方奶粉 1 段	0-6 个月	900g	79.05
飞鹤 飞慧 1 段 0-6 个月	0-6 个月	900g	85

资料来源: 各奶粉品牌网络旗舰店, 中国银河证券研究所整理测算

### (三) 行业格局分析: CR2>30%, 龙头企业未来发展优势凸显

行业集中度逐年提升, CR2>30%。据我们测算, 在 2005 年, 伊利股份及蒙牛乳业市占率分别为 14.12%和 11.82%, 合计占到行业 25.94%, 经过近 7 年的发展, 到 2012 年, 伊利与蒙牛的市占率分别为 17.03%和 14.63%, CR2 为 32.66%, 7 年间提升了 7 个百分点。

正如我们多次强调, 目前行业整合规范态势日趋明显, 有助于龙头企业市占率提升。根据质检总局披露, 截止 2011 年 3 月 31 日, 全国 1176 家乳制品企业中, 有 643 家企业通过了生产许可重新审核; 107 家企业停产整改, 426 家企业未通过审核。未通过审核和停产整改的企业一律停止生产乳制品, 未通过审核企业的乳制品生产许可证正在依法注销, 整改企业若长期未达要求亦将注销生产许可证。

长期来看, 规模以上企业具备品牌、资金、技术方面的优势, 有能力持续引领产品结构优化进程, 满足消费升级需求。随着行业标准的提高, 政府监管措施进一步健全, 小规模企业的数目逐渐降低(难以满足标准被淘汰, 或由于经营压力而自行退出)是长期趋势。在空间转移的过程中, 具有强劲竞争力的乳品龙头企业有望优先受益。

表 3: 我国乳制品行业主要上市公司营收、盈利及市场份额比较

	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	13 年 1-3 月
<b>收入规模 (亿元)</b>									
伊利股份	121.75	165.80	193.60	216.59	243.24	296.65	374.51	419.91	117.24
蒙牛乳业	101.98	153.42	213.18	238.64	257.10	302.65	373.88	360.80	
光明乳业	69.04	74.43	82.06	73.59	79.43	95.72	117.89	137.75	34.19
三元股份	9.86	10.12	11.02	14.14	23.80	25.72	30.70	35.53	9.40
贝因美			12.00	19.38	32.45	40.28	47.27	53.54	16.95
皇氏乳业	0.91	1.49	2.09	2.57	3.05	4.11	5.72	7.54	2.31
乳制品行业收入	862.57	1,041.42	1,296.77	1,501.04	1,589.19	1,882.75	2,315.56	2,465.36	633.14
<b>伊利/蒙牛收入比</b>	<b>1.19</b>	<b>1.08</b>	<b>0.91</b>	<b>0.91</b>	<b>0.95</b>	<b>0.98</b>	<b>1.00</b>	<b>1.16</b>	
<b>市场占有率</b>									
<b>伊利市占率</b>	<b>14.12%</b>	<b>15.92%</b>	<b>14.93%</b>	<b>14.43%</b>	<b>15.31%</b>	<b>15.76%</b>	<b>16.17%</b>	<b>17.03%</b>	<b>18.52%</b>
蒙牛市占率	11.82%	14.73%	16.44%	15.90%	16.18%	16.07%	16.15%	14.63%	
光明市占率	8.00%	7.15%	6.33%	4.90%	5.00%	5.08%	5.09%	5.59%	5.40%
三元市占率	1.14%	0.97%	0.85%	0.94%	1.50%	1.37%	1.33%	1.44%	1.48%
贝因美市占率			0.93%	1.29%	2.04%	2.14%	2.04%	2.17%	2.68%
皇氏乳业市占率	0.11%	0.14%	0.16%	0.17%	0.19%	0.22%	0.25%	0.31%	0.36%
<b>伊利+蒙牛</b>	<b>25.94%</b>	<b>30.65%</b>	<b>31.37%</b>	<b>30.33%</b>	<b>31.48%</b>	<b>31.83%</b>	<b>32.32%</b>	<b>31.66%</b>	
<b>利润总额 (亿元)</b>									
伊利股份	4.92	5.52	1.06	-19.56	8.12	8.54	21.36	20.87	5.88
蒙牛乳业	6.17	9.42	11.30	-10.89	13.46	15.38	20.61	16.85	
光明乳业	2.37	2.31	2.73	-3.20	1.90	2.41	2.40	4.19	0.67
三元股份	-0.68	0.13	0.16	0.34	-1.38	0.71	0.22	0.13	-0.17
贝因美			0.33	1.27	4.61	5.48	5.89	7.23	1.44
皇氏乳业	0.20	0.27	0.33	0.38	0.47	0.59	0.67	0.43	0.14

乳制品行业利润总额	49.15	55.02	64.38	43.73	82.36	89.01	148.93	159.55	39.17
伊利/蒙牛利润总额比	<b>0.80</b>	<b>0.59</b>	<b>0.09</b>	<b>1.80</b>	<b>0.60</b>	<b>0.56</b>	<b>1.04</b>	<b>1.24</b>	
<b>利润总额占比</b>									
伊利利润占比	<b>10.00%</b>	<b>10.04%</b>	<b>1.65%</b>	<b>-44.72%</b>	<b>9.86%</b>	<b>9.59%</b>	<b>14.34%</b>	<b>13.08%</b>	<b>15.01%</b>
蒙牛利润占比	12.55%	17.12%	17.55%	-24.90%	16.34%	17.28%	13.84%	10.56%	
光明利润占比	4.82%	4.19%	4.24%	-7.31%	2.30%	2.71%	1.61%	2.63%	1.71%
三元利润占比	-1.37%	0.23%	0.25%	0.79%	-1.68%	0.79%	0.15%	0.08%	—
贝因美利润占比			0.51%	2.89%	5.59%	6.16%	3.96%	4.53%	3.68%
皇氏乳业利润占比	0.41%	0.49%	0.51%	0.86%	0.58%	0.67%	0.45%	0.27%	0.36%
伊利+蒙牛	<b>22.56%</b>	<b>27.16%</b>	<b>19.20%</b>	<b>-69.62%</b>	<b>26.20%</b>	<b>26.87%</b>	<b>28.18%</b>	<b>23.64%</b>	
<b>净利润规模(亿元)</b>									
伊利股份	<b>2.93</b>	<b>3.25</b>	<b>-0.21</b>	<b>-16.87</b>	<b>6.48</b>	<b>7.77</b>	<b>18.09</b>	<b>17.17</b>	<b>4.87</b>
蒙牛乳业	4.57	7.27	9.36	-9.49	11.16	12.37	15.89	12.57	
光明乳业	2.11	1.61	2.13	-2.86	1.22	1.94	2.38	3.11	0.49
三元股份	-0.54	0.09	0.22	0.41	-1.29	0.51	0.49	0.33	-0.13
贝因美			0.28	0.99	3.28	4.22	4.37	5.09	1.08
皇氏乳业	0.20	0.27	0.30	0.37	0.46	0.57	0.59	0.33	0.10
伊利/蒙牛净利润比	<b>0.64</b>	<b>0.45</b>	<b>-0.02</b>	<b>1.78</b>	<b>0.58</b>	<b>0.63</b>	<b>1.14</b>	<b>1.37</b>	

注：行业收入、利润总额年度数据为我们根据行业经济指标外推计算而得。

资料来源：公司公告，国家统计局，中国银河证券研究部整理

表 4：我国乳制品行业主要上市公司费用率比较

	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年1-3月
<b>净利率</b>											
伊利股份	3.94%	3.03%	2.78%	2.27%	-0.02%	-8.02%	2.74%	2.68%	4.89%	4.13%	4.18%
蒙牛乳业	4.03%	4.42%	4.22%	4.47%	4.39%	-3.98%	4.34%	4.09%	4.25%	3.48%	
光明乳业	4.72%	4.69%	3.06%	2.16%	2.59%	-3.89%	1.54%	2.03%	2.02%	2.26%	1.43%
三元股份	0.98%	-12.48%	-5.48%	0.90%	1.97%	2.88%	-5.41%	1.98%	1.60%	0.93%	-1.38%
贝因美					2.31%	5.08%	10.10%	10.48%	9.24%	9.51%	6.35%
皇氏乳业		18.02%	22.23%	18.33%	14.47%	14.30%	14.97%	13.85%	10.30%	4.33%	4.32%
<b>销售费用率</b>											
伊利股份	22.08%	21.38%	21.33%	20.43%	20.20%	25.54%	26.71%	22.95%	19.47%	18.52%	21.99%
蒙牛乳业	15.48%	14.40%	13.81%	14.65%	15.49%	18.55%	18.10%	17.94%	17.91%	17.81%	
光明乳业	21.88%	23.11%	24.14%	24.94%	29.12%	31.50%	31.12%	28.49%	27.53%	27.73%	28.20%
三元股份	11.43%	15.76%	15.96%	14.17%	14.26%	14.20%	22.30%	19.15%	19.58%	19.78%	20.57%
贝因美					42.61%	36.92%	37.12%	40.18%	43.93%	40.85%	46.25%
皇氏乳业		23.76%	22.49%	18.15%	17.42%	17.17%	18.78%	19.14%	21.76%	21.92%	17.52%
<b>管理费用率</b>											
伊利股份	4.70%	3.48%	3.43%	2.96%	4.57%	8.84%	4.90%	5.13%	5.26%	6.69%	5.24%
蒙牛乳业	2.11%	1.90%	2.48%	2.59%	2.17%	2.61%	3.36%	3.42%	2.97%	3.31%	
光明乳业	5.10%	4.26%	4.57%	3.57%	3.43%	6.29%	3.46%	2.93%	3.01%	3.21%	3.24%

三元股份	8.39%	14.29%	13.86%	8.28%	5.56%	4.69%	5.73%	5.92%	5.22%	4.82%	4.49%
贝因美					7.89%	7.09%	7.31%	6.54%	7.36%	8.97%	6.78%
皇氏乳业		5.05%	6.40%	5.37%	5.14%	6.84%	6.38%	6.46%	6.06%	6.84%	5.63%
<b>财务费用率</b>											
伊利股份	0.18%	0.10%	-0.02%	0.09%	0.15%	0.07%	0.09%	-0.07%	-0.13%	0.12%	-0.02%
蒙牛乳业	0.25%	0.06%	0.22%	0.10%	0.10%	3.67%	0.44%	0.20%	0.50%	0.54%	
光明乳业	0.16%	0.13%	-0.03%	0.07%	0.17%	0.22%	0.23%	0.28%	0.40%	0.47%	0.51%
三元股份	1.33%	0.81%	0.76%	0.69%	0.68%	0.84%	0.58%	0.47%	0.82%	1.52%	1.29%
贝因美					1.59%	1.75%	0.52%	0.72%	0.03%	-0.38%	-0.10%
皇氏乳业		1.08%	1.46%	3.01%	3.06%	2.88%	2.50%	0.16%	-0.12%	1.44%	1.35%
<b>毛利率</b>											
伊利股份	32.15%	29.72%	29.03%	27.44%	25.89%	26.82%	35.13%	30.27%	29.28%	29.73%	32.37%
蒙牛乳业	25.15%	22.26%	22.29%	22.91%	22.53%	19.56%	26.65%	25.73%	25.66%	25.10%	
光明乳业	32.75%	32.27%	31.15%	32.12%	31.74%	32.64%	37.55%	34.50%	33.45%	35.12%	34.34%
三元股份	22.60%	20.38%	20.79%	21.13%	18.76%	20.01%	21.55%	15.96%	21.24%	22.51%	23.91%
贝因美					54.09%	52.24%	59.85%	62.48%	64.05%	64.65%	62.72%
皇氏乳业		47.59%	47.22%	38.05%	39.69%	40.15%	41.45%	37.28%	37.55%	33.67%	29.64%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

### 我们对于行业格局有别于市场的判断：

**产业集中度提升助推行业龙头定价能力提高，原奶采购企业数量大幅减少有望稳定原材料价格。**我们认为，新政如严格持续性实施，将改变行业格局，提高产业集中度，随着寡头垄断格局的逐步形成，行业龙头公司定价能力有望大幅提高；同时，原奶采购企业数量大幅减少，部分地区抢购原奶的现象有望减少，原奶采购价格有望稳定。

**行业格局有望继续向寡头集中，提升龙头企业经营增长预期。**从海内外行业现状来看，相当一部分食品饮料细分行业 CR4 大于 50% 时，市场占有率第一位的龙头，其市场占有率往往在 40% 以上，如百威啤酒在中国高端市场、可口可乐在美国、AB 啤酒在美国。在 2011 年上半年行业整合规范初步完成后，2011 中报体现已经非常明显，伊利市占率提升至 17.65%（比 2010 年提升了近 2pct），而 CR4 已经达到 42.09%，正逐步接近 50%。我们认为，未来国内乳制品行业有望继续向寡头集中，当 CR4 超过 50% 时，可以期待由双寡头向单一寡头势力的转变，**行业龙头未来有望形成市场占有率接近 40% 的稳固龙头地位及高壁垒水平。**

表 5: 我国乳制品行业主要上市公司估值指标及市值比较

	PE	PB	PS	总市值
光明乳业	60	4.66	1.31	176.10
伊利股份	34	7.86	1.27	528.14
三元股份	154	2.81	1.40	48.32
贝因美	34	5.14	3.27	171.21
皇氏乳业	83	3.40	3.62	27.22
蒙牛乳业	30	3.05	1.05	
雅士利国际	22	2.50	2.79	
合生元	28	8.82	6.06	
澳优	11	0	0	

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部整理

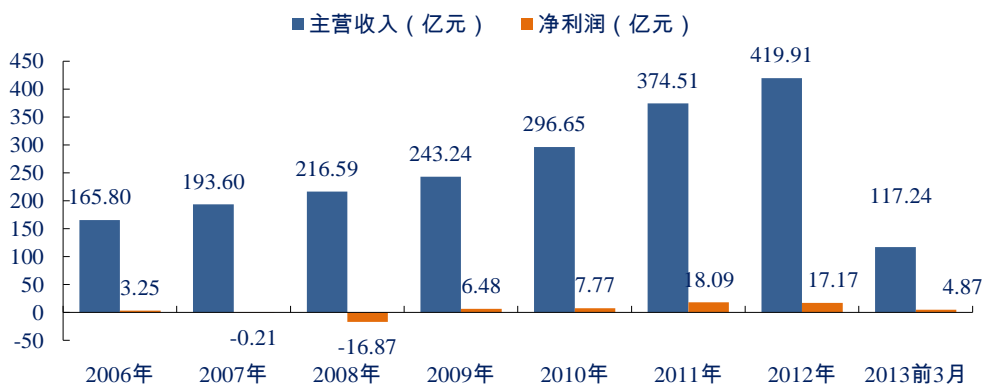
综合性乳企来说, PS1.3-1.4 之间目前来看较为合理。我们选取了 PE、PB 和 PS 三种估值指标, 就 PE 来说, A 股公司的估值相对较高, 乳品子行业由于行业竞争格局相对较好, PE 估值均在 30 倍左右或以上; 我们认为对于消费品个股, PS 估值是重要的参照指标, 综合性乳企与奶粉企业在 PS 上的差异较大, 对于综合性乳企来说, PS 估值在 1.3-1.4 之间, 区域性较强的乳企 PS 估值会高于全国性综合乳企。

## 二、伊利股份：品牌稳步提升，龙头地位日益增强

### (一) 公司收入增速近年来稳步提升

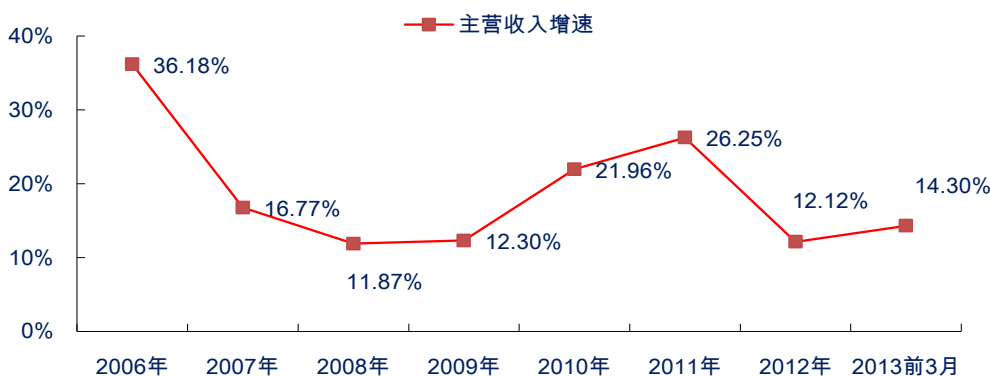
乳制品行业销售百亿规模以上仅有两家龙头之一，主营业务为乳制品的生产销售。公司是国家 520 家重点工业企业和国家八部委首批确定的全国 151 家农业产业化龙头企业之一，公司下设液态奶、冷饮、奶粉、酸奶和原奶五大事业部，所属企业八十多个，生产‘伊利’牌雪糕、冰淇淋、奶粉、酸奶等 1000 多种产品，均通过了国家绿色食品发展中心的绿色食品认证。伊利雪糕、冰淇淋连续十年产销量居全国第一，伊利超高温灭菌奶连续七年产销量居全国第一，公司已成为国内年销售百亿以上仅有的两家奶制品生产企业之一。

图 12：伊利股份历年收入及利润变化



资料来源：公司公告。中国银河证券研究部整理

图 13：伊利股份历年收入及利润增速变化



资料来源：公司公告。中国银河证券研究部整理

表 6：2004 年-2013 前三月伊利股份收入及净利润增速变化

	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 前 3 月
主营收入 (亿元)	121.75	165.80	193.60	216.59	243.24	296.65	374.51	419.91	117.24
主营收入增速	39%	36%	17%	12%	12%	22%	26%	12%	14%



净利润(亿元)	2.93	3.25	-0.21	-16.87	6.48	7.77	18.09	17.17	4.87
净利润增速	23%	11%	-106%	-8092%	138%	20%	133%	-5%	19%

资料来源:公司公告,中国银河证券研究部整理

**2012 年收入增幅 12%，净利润与我们前期预测基本一致。**2012 年度公司实现营业收入 419.91 亿元(yoy+12.12%)，实现营业利润 16.16 亿元(yoy-7.47%)，利润总额 20.87 亿元(-2.32%)，归属净利润 17.17 亿元(-5.09%)，全面摊薄每股收益 0.92 元。**毛利率微增，受非经常性损益等影响，净利率微降。**毛利率 29.73%(yoy+0.45PCT)，净利率 4.09%(yoy-0.74PCT)。销售费用率 18.52%(yoy-0.95PCT)，管理费用率 6.69%(yoy+1.43PCT)；所得税率 16.81%(yoy+2.58PCT)。

**1Q2013 收入增长 14%，净利润增长 19%。**1Q2013 公司实现营业收入 117.24 亿元(yoy+14.30%)，营业利润 5.39 亿元(yoy+17.22%)，利润总额 5.88 亿元(+18.70%)，归属净利润 4.87 亿元(yoy+18.61%)，全面摊薄每股收益 0.26 元。**高端产品增长对毛利率提升效果明显，1Q13 毛利率 32.27%(yoy+1.85PCT)，净利率 4.16%(yoy+0.15PCT)。**销售费用率延续 3Q12 趋势，单季同比均正增加。1Q13 销售费用率 21.99%(yoy+1.39PCT)，管理费用率 5.24%(yoy+0.80PCT)，三项费用率 27.22%(yoy+2.03PCT)，所得税率 16.55%(yoy+1.82PCT)。

公司将自身目标定位于“世界一流健康食品集团”，**2011 年正式启动品牌全面升级。**成功地成为了奥运和世博赞助商后，2011 年公司己以“新伊利滋养生命活力”为主题，进行全面品牌升级，同时开展与迪斯尼长达五年的排他合作协议，提升品牌形象国际定位。**12 年公司作为伦敦奥运会中国代表团唯一乳制品供应商，年初起已经开展了一系列创意十足的广告，形象清晰、积极正面（详细请见品牌部分内容）。**

## （二）业务分品类（液体乳、冷饮产品、奶粉及奶制品）特性及分地区拆分

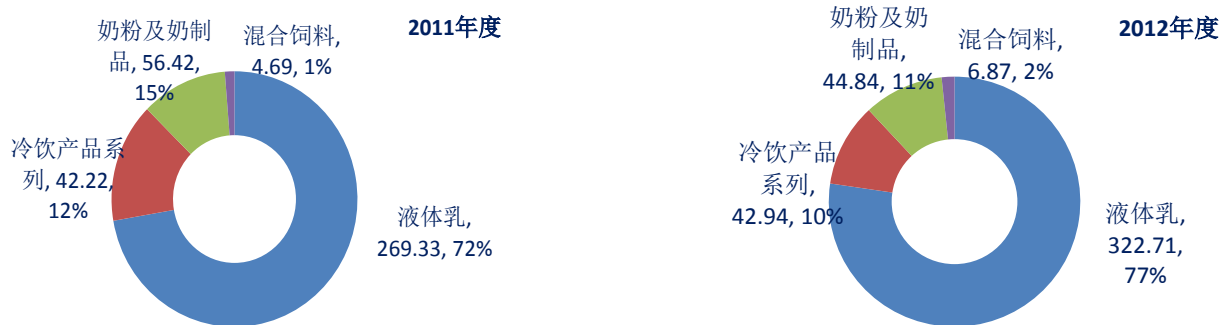
### 收入结构——

**2012 年度整体收入规模 419.91 亿元(yoy+12.12%)，其中产品结构升级拉动收入增长占比 34%。**就收入结构而言，2012 年度因销量增长、产品结构升级增加收入分别为 29.31、15.4 亿元，占增量比例为 66、34%。分业务来看，液体乳、冷饮、奶粉及奶制品、混合饲料业务分别实现收入 322.71、42.94、44.84、6.86 亿元，同比变动 19.82、1.72、-20.52、46.42%。

### 毛利变动——

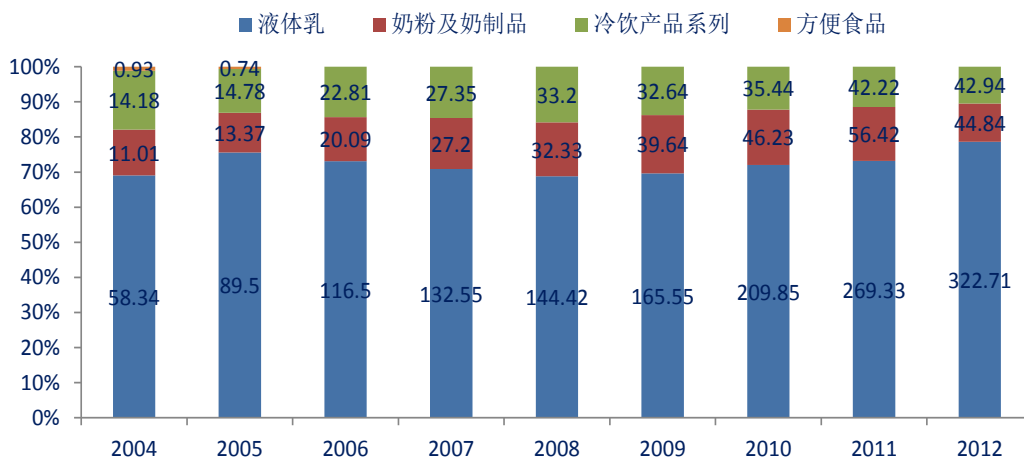
**2012 年整体毛利率 29.73%(yoy+0.45PCT)，得益于品牌力及产品结构升级，整体毛利率有所上升。**分业务来看，液体乳、冷饮、奶粉及奶制品、混合饲料业务分别实现毛利率 28.14、32.27、39.49、16.01%，同比变动 1.61、2.46、-3.1、2.35PCT，除奶粉业务由于事件影响导致毛利率下降之外，分产品各项业务毛利率均实现正增长。**1Q2013 毛利率 32.27%(yoy+1.85PCT)，高端产品增长对毛利率提升效果明显。**

图 14: 伊利股份产品收入分品类比例



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部整理

图 15: 2004-2012 年伊利股份产品分品类收入变化 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部整理

液体乳业务是公司收入和利润的首要来源, 2013 年高端品种上量带动利润增速及占比明显增长。公司液体乳业务 2012 年实现收入和营业利润 322.71 (yoy+19.82%) 和 90.82 (yoy+27.11%) 亿元, 占比达到 76.85% (+4.94PCT) 和 74.23% (+8.50PCT), 实现毛利率 28.14% (+1.61PCT)。

公司液体乳业务主推产品包括: (1) 营养舒化奶、(2) 金典奶、(3) 谷粒多谷物奶和 (4) 乳饮料等高毛利率常配产品, 走量最大的是纯牛奶和优酸乳等产品。

图 16: 伊利股份液体乳（品牌包装整体升级后）主要产品品种展示



资料来源：公司材料，中国银河证券研究部整理

奶粉及奶制品业务成长性较优，毛利率水平最高，2009 年起成为公司第二大业务，2012 年由于受到事件影响收入出现短暂负增长。公司奶粉业务 2011 年实现收入和营业利润分别为 56.42 (yoy+22.04%) 和 24.03 (yoy+33.35%) 亿元，占比达到 15.06% 和 22.10%。2012 年实现收入和营业利润分别为 44.84 亿元 (yoy-20.52%) 和 17.71 亿元 (yoy-26.30%)，占整体比例为 10.68% (-4.38PCT) 和 14.47% (-7.63PCT)，毛利率 39.49% (-3.1PCT)。

我们将中国本土婴幼儿奶粉生产企业进行对比，

2011 年，伊利实现奶粉业务收入 56.42 亿元，贝因美实现奶粉业务收入 42.47 亿元。就国产奶粉（含婴幼儿及成人奶粉）来说，伊利排名第一，贝因美随其后，其他相对比较成熟的品牌雅士利及合生元奶粉业务收入分别为 24.35 和 16.85 亿元，其中雅士利收入规模与 10 年基本相当，增速略下降，合生元由于上市推动收入突增 112%，收入规模与前两品牌形成较大差距。

2012 年，伊利婴幼儿奶粉由于受到汞含量事件影响，业务收入下滑 21% 至 44.84 亿元，贝因美收入增长 17% 至 49.74 亿元，全年超越伊利 5 亿元左右。

我们认为，虽然受到原有竞争对手的破产和质量问题频爆，包括海外一些品牌食品安全问题以及宏观经济减速的影响，国内婴幼儿市场收入增速近年来有所减慢，但根据前述行业部分的分析，中国婴幼儿奶粉行业仍然具有较大的市场容量潜力。考虑到新竞争对手需要时间投入，综合对品牌整体形象及经营能力评估，我们认为伊利的奶粉业务经过一定的恢复期，仍然可以保持持续的稳定增长。

**与已经成为公司收入和利润主要支撑点的液体乳业务不同，与最大竞争对手蒙牛相比，公司奶粉业务的相对优势仍然可以持续并有望加强。**

表 7: 我国婴幼儿配方奶粉相关上市公司奶粉营业收入规模及盈利能力比较

奶粉及奶制品业务	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<b>营业收入(亿元)</b>								
伊利	13.37	20.09	27.20	32.33	39.64	46.23	56.42	44.84
Yoy		50.26%	35.39%	18.86%	22.61%	16.62%	22.04%	-20.52%
贝因美				15.01	27.30	34.70	42.47	49.74
Yoy					81.88%	27.11%	22.39%	17.12%
蒙牛	2.14	1.67	1.77	1.70	2.89	2.82	4.28	5.72
Yoy		-21.96%	5.99%	-3.95%	70.00%	-2.42%	51.77%	33.61%
澳优		0.94	1.87	4.05	6.24	5.79	—	—
Yoy			98.94%	116.58%	54.07%	-7.21%	—	—
合生元				0.41	2.38	7.94	16.85	27.15
Yoy					480.49%	233.61%	112.22%	61.2%
雅士利			23.28	22.67	20.61	24.40	24.35	31.31
Yoy				-2.62%	-9.09%	18.39%	-0.20%	28.58%
大庆乳业				1.96	4.93	9.00	—	—
Yoy					151.53%	82.56%	—	—
圣元	1.33	1.68	3.21	2.85	1.94	1.86	3.02	—
Yoy		26.32%	91.07%	-11.21%	-31.93%	-4.12%	62.37%	—
飞鹤						1.80	2.17	2.48
Yoy							14.2%	8.6%
<b>毛利率(%)</b>								
伊利	31.78	30.87	30.26	30.62	42.25	38.98	42.59	39.49
贝因美				54.10	63.19	65.06	65.28	65.96
蒙牛	—	—	—	—	—	—	—	—
澳优		48.31	42.24	36.04	49.92	54.81	—	—
合生元				64.00	67.31	68.37	65.51	65.12
雅士利			47.94	51.17	61.28	—	—	—
大庆乳业				44.09	46.25	51.88	—	—
圣元	43.06	60.88	55.68	17.66	49.59	42.10	47.18	—
飞鹤	43.09	—	—	—	48.20	38.69	38.34	51.79

注:

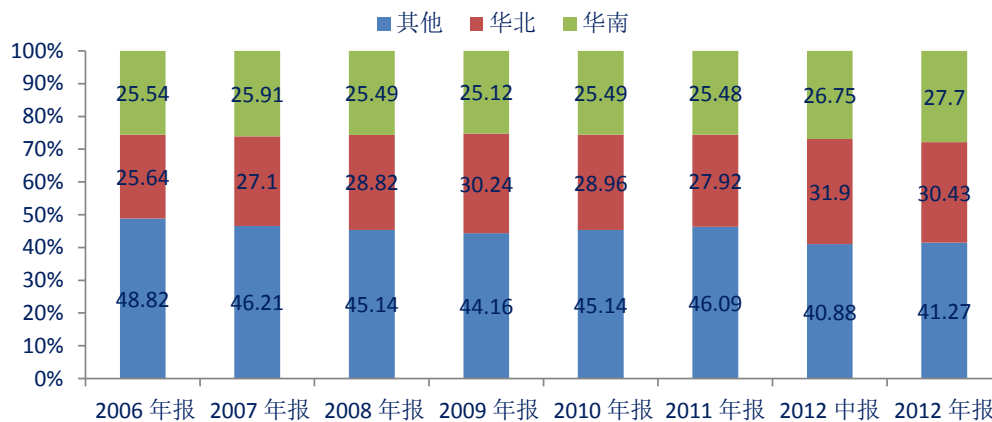
澳优自 2011 年报公布前起停牌涉延迟公布业绩, 大庆乳业自 2011 年报公布前起持续停牌;

圣元财务年度为截止到一季末, 举例 2011 财务年数据为 2010.4.1-2011.3.31; 飞鹤未披露分业务毛利率, 表中为整体毛利率。

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部整理

**冷饮产品系列是公司第三大业务。**2012 年实现收入和营业利润分别为 42.94 (yoy+1.71%) 和 10.09 (yoy+21.88%) 亿元, 占比达到 10.23% 和 11.32%, 毛利率 32.37% (+2.46PCT)。

图 17: 公司 2006 年报以来各期销售区域比例变化



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部整理

### (三) 品牌战略: 持续稳健经营, 注重品质、品牌、服务综合提升

1993 年以来首次换标并推出全新集团品牌升级战略。2010 年 12 月 20 日, 伊利在北京举行主题为“新伊利, 为你而变”的品牌升级发布会。此举意味着, 伊利这个全中国最具价值的乳业品牌将开始全新的品牌升级。同时, 伊利集团推出了新的 LOGO 和将影响其未来战略发展的新品牌主张——“滋养生命活力”, 升级后的新伊利品牌形象也首次在公众面前亮相。公司自 1993 年改制以来首次换标并推出全新的集团品牌升级战略。此举不仅是伊利集团历史上的首次, 同时开中国乳业之先例。

新标识和新的品牌主张核心内容: “滋养生命活力”。

公司明确提出, 此次品牌升级是以消费者为中心, 为消费者而做的改变。本次新品牌标识及视觉系统的设计公司聘请 FutureBrand (FutureBrand 是世界第三大广告公司 Interpublic 集团的子公司, 与麦肯广告是兄弟公司)。

图 18: 伊利股份新老标识对比

原有标识



新标识



资料来源: 公司材料, 中国银河证券研究部整理

新老标识设计对比及创新所在:

旧有标识使用两条丝带，飘扬在伊利品牌右上方。我们认为，其用意一是伊利出生在蓝天白云下的大草原，是内蒙草原上坚持奋斗的乳业旗帜；二是在中国乳业发展初期，竞争格局相对比较激烈，要在心中存有对企业发展的远大愿景，不断向上，以在竞争中脱颖而出。

新用标识以环绕为主，在表达中国式的和谐平衡同时，更富动感。对比新老标识，主色调不变，但色彩方案有了较大提升，层次更为丰富，视觉体验更加现代化。

图 19: 伊利新标识整体造型传达出一种和谐、平衡、阳光、活力的感觉



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

图 20: 伊利新 LOGO 色彩过渡更加柔和，线条圆融，若有流动之感

**伊利**

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

打造绿色产业链，贯彻持续稳健发展策略，打造世界一流的健康食品集团。本次新标识中，加入了和谐平衡的概念。我们认为，从另外一个层面来看，中国乳业经过考验和洗牌后，在行业规范化、标准提升和消费意识提升上有望领先于中国其他食品子行业，率先实现“绿色”产业可持续发展标准。而伊利作为行业龙头企业，意识到了这一点，并在这次升级换标中明确了这一点。公司明确提到，将不仅是健康食品的提供者，也是健康生活方式的倡导者，更是行业可持续发展的引领者。伊利在业内首倡的“绿色产业链”是此次品牌升级的引擎和推动力，伊利绿色产业链践行与自然、社会、公众、行业合作伙伴的和谐共赢之路，从而形成整个产业链可持续发展的“绿色生态圈”。面对未来，伊利致力于实现“成为世界一流的健康食品集团”的愿景。

本次品牌升级，早有积淀，顺理成章。纵观伊利品牌发展和企业竞争力提升的历史，我们一直提出，伊利的经营模式始终呈现出稳健和可持续发展的特征。无论是品牌经营还是营销模式，少见“事件营销”，注重持续经营，注重品质、品牌、管理、服务的综合提升。

● **助力奥运 打造冠军品质**

2005年11月，伊利通过了全球最高标准的检验，成为中国有史以来第一家、也是唯一一家符合奥运标准，为奥运会提供乳制品的企业。

为期3年的奥运筹备及服务工作，让伊利实现了从生产技术、质量控制、物流服务，到企业文化和品牌形象的全方位升级，构筑了伊利新的核心竞争力。服务奥运盛事的精彩表现和成功经验，让伊利踏上了世界的舞台，更为伊利携手另一全球盛事——世博会，奠定了良好的根基。

● **携手世博 奉献顶级品质**

2009年5月25日，继成功服务全球瞩目的北京奥运会后，伊利再度凭借过硬的产品品质、完善的网络渠道、出色的创新科技、良好的社会责任形象等强大的综合实力，成功携手2010年世博会，成为唯一一家符合世博标准、为上海世博会提供乳制品的企业。

世博期间，伊利集团为来自世界各国的7300余万游客提供世界品质的乳制品和完善的服务，伊利集团旗下全系列产品，包括液态奶、乳饮料、酸奶、冰淇淋、奶粉等作为世博专供产品，赢得了中外来宾的广泛赞誉。

在世博园里，从首个残疾人专馆“生命阳光馆”，到专为儿童打造的未来城市职业体验乐园“育乐湾”，再到遍布世博会场的“母婴服务中心”，伊利无微不至的服务让包括特殊人群在内的中外来宾感受到世博的精彩、人文和绿色。

产品结构全面升级，营销概念实现——伊利 mix 迪斯尼——“战略性”拓展。在伊利品牌全面升级计划中，除了标志、广告、包装以外，产品层面如营养舒化奶、QQ星活性乳酸菌饮料、金领冠婴幼儿配方奶粉、“畅轻”和大果粒酸奶、巧乐兹雪糕等明星产品也将全线升级。与此同时，伊利已与国际娱乐巨头迪士尼达成战略合作，成为其大中华地区唯一乳品战略合作伙伴，自2011年起，合作期为五年。

图 21：2011 年上半年，伊利 QQ 星儿童系列已使用明显的迪斯尼卡通人物标识



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

图 22: 伊利 QQ 星儿童牛奶与迪斯尼标识深入互动  
迪斯尼卡通形象植入 QQ 星儿童牛奶——互动游戏



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

迪斯尼卡通形象植入 QQ 星儿童牛奶产品——儿童课程



此次合作为国内食品饮料行业，甚至快消品行业首次深度合作。据了解，在产品包装方面，迪士尼的经典形象如米老鼠、唐老鸭等，及近年来热映好莱坞大片(如玩具总动员)中的卡通形象将先与伊利儿童类乳制品相结合，再逐步延伸至冷饮、酸奶等伊利全线产品，今后逐步延伸至学生、白领甚至具有怀旧情结的中年群体。在营销形式方面，双方的合作也将覆盖互联网、终端渠道、城市社区，甚至即将落成的上海迪士尼乐园，消费者都有机会零距离体验合作后的伊利全新产品所带来的无限惊喜。

#### ● 12 年作为伦敦奥运会中国代表团唯一乳制品供应商

在伦敦奥运年，奥运概念成为各家快消品牌营销的重点主题之一。伊利得益于之前品牌经营，成为伦敦奥运会中国代表团唯一乳制品供应商，并围绕开展了一系列鲜明的主题营销。包括：

##### 3 月，组织奥运牛奶生产参观

为迎接 3.15 消费者权益日的到来，3 月 2 日上午，伊利集团邀请近百名消费者参观伊利新工业园，见证“放心牛奶”的诞生。今年伦敦奥运会将举办，伊利是中国体育代表团唯一指定乳制品。伊利集团旨在通过举办参观活动，让消费者零距离了解“奥运牛奶”的生产过程。此举同时也体现企业诚信经营，敢于接受监督的态度。为迎接 3.15，伊利集团将陆续在全国的 25 个工业旅游点开展参观活动，呼和浩特为首站。

##### 4 月，“与伊利一起奥林匹克”视频秀出不一样的精彩，展现属于自己的健康

随着奥运的临近，伊利亦蓄势待发迎接奥运新舞台。在活动官网首页，刘翔以邻家小伙的形象，出现在街心公园，人民广场，和健身的民众玩儿在一起。在晨练的人群中，一位 72 岁的老大爷兴致勃勃地踢着花键，盘腿，绕弯，跃龙门，双手打弧，各种花式踢法让人目不暇接。如果你也想参与其中，秀出自己的健康生活，只需上传视频到活动页面，用视频记录你不一样的运动。或有趣、或励志、或绝技……，只要能传达你的奥运梦想，上传成功即有机会参与抽奖，而根据视频播放排行，将评选“奥运民星”，更有机会在伦敦巴士展现你的健康形象。



图 23: “与伊利一起奥林匹克”——伊利评选“奥运明星”活动



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部整理

“奥运明星”虽然类似于选秀活动,但是更加健康和积极。伊利这次活动的主旨在于将目光聚焦民间的藏龙卧虎,发现潜藏在你我身边的奥运达人。在活动官网,六旬老人广场热舞、牛人玩转 50 公斤陀螺、史上最美花样跳绳的视频都获得极高点击。加上刘翔、王力宏、蓝正龙、阿 sa 等明星的倾情推荐,更激发起普通百姓的参与热情。

2012, 与伊利一起奥林匹克,用视频秀出不一样的精彩,展现属于自己的健康。“只要健康,你就是生活的冠军”。这是本次活动喊出的响亮口号,而伊利丰富的产品成为这一口号的有力支持。

**4-6 月, 配合奥运火炬传递, 开展“开心看奥运·伊利火炬激情传递”线上活动**

与奥运圣火几乎完全同步的“开心看奥运·伊利火炬激情传递”活动,从 4 月 18 日启动至 6 月 12 日,在近两个月的活动期间,已经有超过 521 万用户完成了“收集奥运火种”以及“点亮奥运火炬”的活动环节,并且通过 SNS 社交平台 进行了传递。

图 24: 在奥运倒计时 100 天之际, 伊利火炬携手开心网同步开展“开心看奥运伊利火炬激情传递”在线活动



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部整理



在 4 月至 7 月“开心看奥运 伊利火炬激情传递”活动期间,用户登录活动页面,就可以收集总计 16 颗“伊利火种”,此后与伦敦奥运会火炬线下传递同步,这些“火种”又可以点亮

成为“伊利火炬”进行在线传递。作为此次“开心看奥运 伊利火炬激情传递”活动的主角，“伊利火炬”是伊利一款畅销产品，一直为消费者所喜爱。与奥运火炬的“形神兼备”，使得伊利火炬能够恰好借助奥运年，掀起一波营销浪潮，更容易为消费者所接受。

伊利火炬的目标消费者以 18-22 岁的年轻消费人群以及 23-35 岁的怀旧消费人群为主，这批长大了的 80 后正是开心网的主流用户群体，高度重合的用户群让开心网成为火炬在线传递活动的首选平台。源于社交网络用户之间可以相互邀约、广泛参与、扩散能力极强的特点，“互动性”则成为了提升“伊利火炬”品牌知名度的“法宝”。

### 6 月，联合奥运报道团专题培训

伊利集团与新华网共同举办了“梦想奥运 实践奥运 百名社会实践者招募计划”，将有来自清华大学、中国人民大学、北京师范大学、中国传媒大学、中国财经大学、兰州大学和部分香港高校的数千名学子中的百名幸运者，成为奥运期间的“特派记者”，以新华网为平台，全方位，多形式的参与奥运报道，一圆自己的梦。

图 25: 伊利联合新华网共同举办“梦想奥运 实践奥运 百名社会实践者招募计划”



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

选拔完成后，由全国知名高校的百名学子组成的“伊利特约奥运报道团”赴天津伊利乳品厂参观学习。这是伊利集团与新华网共同选拔出来的百名“奥运特派记者”首次执行报道任务。“奥运牛奶的诞生”既是这些学子播报奥运的第一个选题，也是他们整个奥运报道任务中唯一一次集体培训。

据介绍，自 6 月底开始，伊利集团联手新华网共同举办、招募“百名大学生社会实践者”参与奥运报道，而这百名学子见证“奥运牛奶”的诞生则是新华网早早就定下的选题之一。在参观过程中，奥运牛奶生产过程的严谨让“特约记者”们产生了浓厚的兴趣。新华网活动负责人高向梅对此表示：“奥运绝不仅仅是赛场上十几天的风起云涌，真正的奥运精神，根植于普罗大众之中。而与奥运联结紧密的服务企业则是我们身边能捕捉到的、最好的载体之一。”

### 7月，中国面孔闪耀伦敦 伊利携平凡人的故事登陆伦敦大巴

虽然奥运尚未正式开幕，但一群来自中国的平凡人带着他们不平凡的故事，已经提前成为世界关注的焦点。7月23日，400辆红色大巴缓缓驶上伦敦街头，车身上中文书写的伊利 logo 和中国人独特的东方面孔组成了当下伦敦街头最受关注的中国元素。

图 26: 伦敦街头，伊利携“平凡中国面孔”登陆红色大巴

#### 花甲背包客夫妻



#### “花式篮球第一人”韩炜



#### 727 车队



#### 跑吧老李



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

值得一提的是，这次活动的主角不再是刘翔、孙杨、李娜这样赫赫有名的奥运明星，而是地地道道的草根人物——白发苍苍携手环游世界的老夫妻、立志把马拉松当作后半生事业的退休老人、有一颗不再健康的心脏却满怀爱心的花式篮球第一人、给工作学业按下暂停键，一路骑行从中国来到伦敦的“727 车队”，这些中国的普通民众与伊利一起，以奥林匹克之名，共同向世界讲述新时期中国人的健康观念。

这是继国务院新闻办公室在美国纽约时报广场投放巨幅国家形象广告之后，国人健康形象在全球标志性城市的又一次集体亮相。只不过，区别于国家形象广告中那些具备世界影响力的知名人士，这一次展现在世界面前的，是生活在我们身边的普通中国人和他们对于健康、对于生活不平凡的领悟。有观点认为，此举有助于世界更为全面地了解一个真实的中国——中国不但是全球第二大经济实体、奥运会的夺金大户，同时生活品质、健康观念领域的追求，和世

界先进国家的距离也在迅速拉近。来自伦敦的一位专栏作者认为，“我们需要重新看待中国，看待中国企业，因为我开始相信，这些普通的中国人和那些明星运动员一样值得尊敬，因为他们开始从生活中找到更多的闪光点，开始享受生命的意义。”

对于推动这件事的伊利来说，则更希望借助奥运平台的影响力，推动健康生活观念的全面普及。从年初开始，国内在地铁、公交等大型平面广告上已经出现与伦敦大巴形象广告一致的宣传。伊利通过这样的方式向消费者强化，品牌一直倡导健康的生活方式——“真正意义上的健康，应该是身心合一，能够体会生命之美，让生命变得更精彩。所以，我们会选择在奥运这样的国际平台上，放大花甲背包客、跑吧老李等草根‘民星’的故事，因为我们相信，只要能寻找到生命的活力，每个人都可以是自己的健康冠军。”

### 8月，最亲民奥运营销，伊利邀你“登陆”伦敦大巴

8月3日，由伊利集团发起的“伊利邀你来奥运”线上互动活动正式启动。活动上线首日访问量即突破10万人次，成为继可口可乐的“奥运节拍”和麦当劳的“实战奥运赢冠军”之后，又一统合新媒体在短期内迅速形成超高人气的网络互动活动。登录“邀你来奥运”活动页面 (<http://aoyun.yili.com>) 可以看到，伊利集团在“邀你来奥运”的活动网页中搭建了虚拟的伦敦街道场景。载有伊利品牌标志和“伊利与你一起奥林匹克”字样的红色大巴在虚拟的街道中穿梭。网友只要注册参与，即可将自己上传的照片登载在伦敦标志性的红色大巴上，与远在千里之外的伦敦街景进行虚拟互动。而载有自己照片的伦敦大巴图片则将在第一时间被微博上的粉丝迅速“围观”。

图 27：伊利亲民奥运活动点睛之笔——“邀请你一起奥林匹克”之登陆奥运大巴



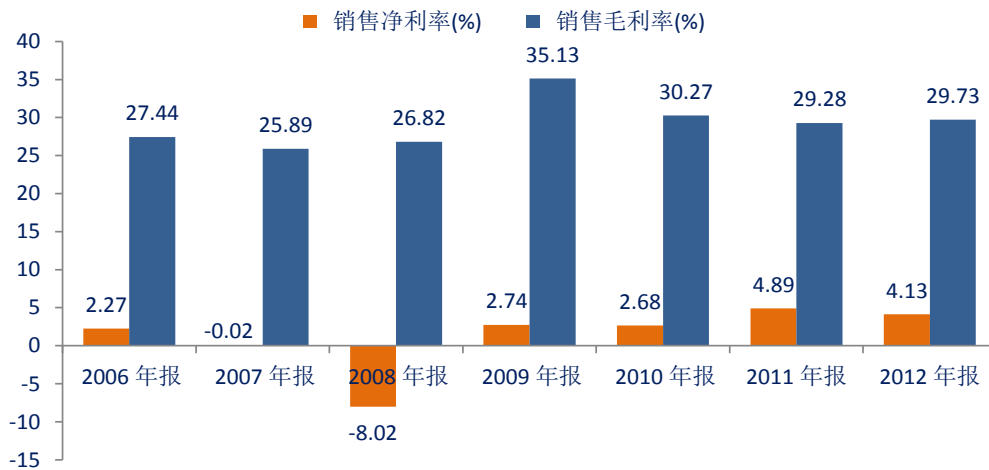
资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

据介绍，该网络活动是伊利集团今年奥运战略的有机组成部分，也是伊利一系列奥运营销活动的“点睛之笔”。今年上半年，以奥林匹克为名义，伊利集团与优酷网联手在全国范围内进行了“民间健康标杆”的评选活动，选拔出了花甲背包客、727车队、跑吧老李及花式篮球第一人韩炜等4组草根明星，并以他们的故事作为其奥运口号——“做自己的健康冠军”的形象背书。随后，在奥运会召开前夕，伊利集团携这4组草根明星，登陆伦敦大巴，以“平凡中国人不平凡的故事”为题向全世界昭告了这个中国乳品企业对于奥运精神的诠释和发扬。而现在看来，这一切大手笔的前奏，终于酝酿出了活动真正的高潮——本次网络活动力求邀请13亿人共同在虚拟的伦敦城市中完成一趟全新的“奥运旅行”，也力求用13亿国人的参与汇聚

一份为中国军团加油助威的心意，最重要的是，该活动借助社交媒体的新平台，向所有国人传递了“一起奥林匹克”这一全新的健康观念。

#### (四) 毛利率、净利率变化及原材料对盈利水平影响分析

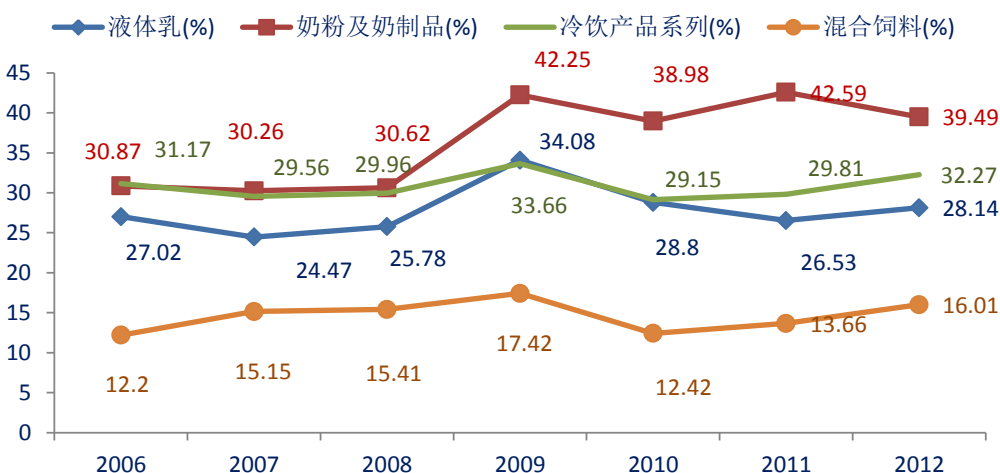
图 28: 2006-2012 年伊利股份毛利率及净利率变化



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部整理

公司 06-08 年来整体毛利率在 27% 上下波动, 10 年以来提升应为结构优化内生推动。根据公司 2012 年披露的业务拆分数据, 液体乳业务 (收入占比 76.85%) 毛利率 28.14%、奶粉及奶制品业务 (收入占比 10.68%) 毛利率 39.49%, 冷饮产品业务 (收入占比 10.23%) 毛利率 32.27%, 饲料业务占到收入比例较小 1.64%, 毛利率达到 16.01%, 主要由下属子公司经营, 目的是为提高奶牛的饲养水平特别研制绿色安全高效饲料, 以成本价提供给奶农。

图 29: 2006 年-2012 年伊利股份主要业务品种毛利率变动

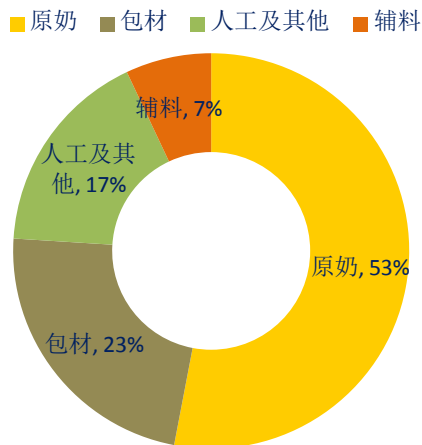


资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部整理

原奶在原材料成本中占比较高, 我们预计在 50% 以上, 是影响公司毛利率水平的主要因

素之一。公司生产经营所用的主要原材料为原料奶、白糖、进口乳制品等等，以及相关辅料。我们判断，原奶供需关系造成的价格变动，会导致原奶占比有一定变化，但总体保持在 50% 以上。

图 30: 伊利股份原材料成本大致构成



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部整理

我们预计，13 年乳品价格仍将在现在基础上继续高位运行——

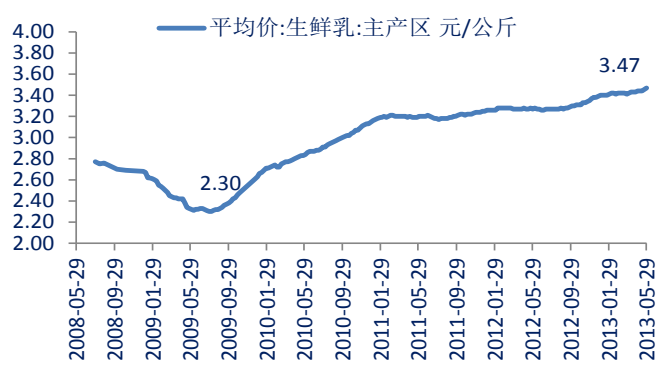
国际市场上，以主要奶粉供应商恒天然的成交价格来看，12 年底已经表现出了比年中 28% 的涨幅，与年初价格基本持平。2012 年 12 月 18 日，恒天然环球乳制品交易网第 82 次交易活动结束，全部产品（贸易加权指数）增长 1.1%，竞得均价 3311 美元/吨。此次拍卖是 2012 年恒天然乳制品交易网的最后一次拍卖；2013 年的首次拍卖将在 1 月 2 日举行。在此次拍卖中，成交量最大的全脂奶粉的拍卖价格继续下跌，下降 0.6% 至 3147 美元/吨，这是连续第四次下跌。脱脂奶粉价格增长 1.1% 至 3419 美元/吨。但与 5 月份的最低价格相比，目前的拍卖价格仍然增长 28%。

伴随着新西兰旱灾有所缓解，5 月初恒天然交易价格出现 2013 年以来的首次回落。5 月 1 日，恒天然环球乳制品交易网第 91 次乳品交易活动结束，全部产品(贸易加权指数)大幅下挫 7.3%，竞得均价 4597 美元/公吨;这是今年来恒天然全球乳品交易价格首次出现下滑。成交量最大的全脂奶粉价格跟前一次交易价格相比，竞得均价 4731 美元/吨，下跌 10.2%;脱脂奶粉价格与前一个交易活动相比，全部合同下跌 9.5%，竞得均价 4280 美元/吨。由于北岛地区降雨增加，新西兰的旱情有所缓解，加上全球的经济经济增长平稳。乳品价格也停止了其增长势头。Westpac 银行经济学家 Nathan Penny 表示，我们预计全球乳品价格将从高峰时期回落，但从历史数据来看，仍维持高位。总的来说，全球乳品供应仍然偏紧，加上亚洲需求强劲，特别是中国，这些因素都将使 2013 年乳品价格高于 2012 年。6 月初最新交易中，奶牛价格出现反弹，全部产品(贸易加权指数)上升 13.5%，平均售价为 2899 美元/吨。近两周的四次拍卖，这是首次反弹，而且是自 2010 年 9 月以来的最大涨幅。无水奶油价格涨幅最大，达 24.4%，全脂奶粉和脱脂奶粉的价格也有所上涨。

恒天然初步预测 2012/2013 新奶季的收奶价格大约是 5.95-6.05 新元/公斤乳固体。Westpac 银行预计 2012/13 产季的牛奶产量与上个产季相比将下降 1-2%。

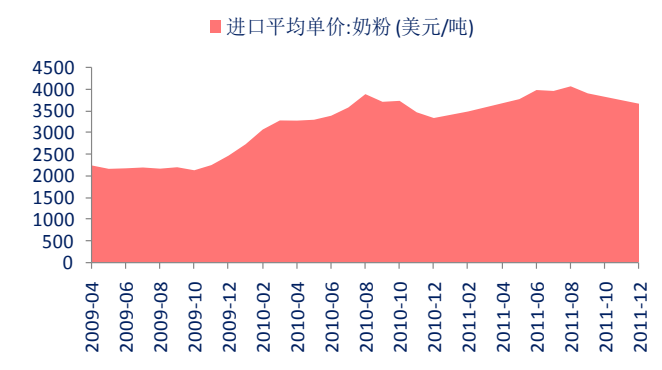
国内市场以黑龙江为例，13年二季度生鲜乳交易参考价格中准为3.42元/公斤，延续一季度标准。2013年第二季度的生鲜乳交易参考价格中准价格是3.42元/公斤（指的是机械化榨乳的生鲜乳，脂肪含量3.1%，蛋白含量2.8%），上浮不高于15%（即最高3.93元/公斤），下浮不低于10%（即最低不低于3.08元/公斤），此价格为乳品企业结算到奶农的价格。二季度生鲜乳交易参考价继续维持了一季度的价格标准。2013年一季度每公斤生鲜乳交易参考价格比2012年四季度的价格提高了0.09元，即最低限价由2.99元/公斤调整为3.08元/公斤。据省畜牧兽医信息中心对奶牛主产的7个县35个乡镇105户奶农的定点监测，由于饲料、水电、劳动力等普遍上涨，我省奶牛饲养成本持续在高位运行，平均达2.94元/公斤，比去年同期上涨0.1元。截至6月4日最新统计数据，内蒙古、河北等10个奶牛主产省（区）生鲜乳平均价格3.47元/公斤，比上周上涨0.6%，同比上涨6.1%。

图 31: 2009年-2013年1月我国生鲜乳采购价格变动



资料来源: 中国奶业, 中国银河证券研究部整理

图 32: 2009年-2011年12月我国进口奶粉均价变动



资料来源: 中国奶业, 中国银河证券研究部整理

**我们有别于市场的判断:**

**规模优势和品牌力支撑公司盈利水平长期提升。**如前所述,公司的品牌具有良好的影响力,并且随着近年来的稳健经营和持续提升,公司品牌力愈强。公司营销渠道和销售体系完善深入,我们认为,在良好的品牌影响力和畅通的营销渠道合力下,市场份额逐年提升(2011年市占率16.17%,2012年17.03%,2013年一季度为18.52%)。

**原材料与公司盈利水平的关联已非负相关,公司已显示出较强结构优化能力。**乳品属于快消品行业,竞争较为激烈,定价存在一定的较强互竞关系。但通过品牌力和营销渠道双重发力,自2007/2008年(扣除2009年由于三聚氰胺事件导致的原材料供需不平衡,提升当年毛利率空间)起,公司毛利率整体来看呈现较为明显的上升趋势。随着(1)销售量稳步增长和(2)吨产品价格稳步上升,呈现出销售收入增速良好,且原奶价格和毛利率双升现象。因此,我们判断,就目前的公司地位和行业阶段而言,原材料价格波动对于公司盈利的影响已经基本可以转移。

**快消品关键在于品牌及规模效应,05年始品牌建设(奥运、世博、亚运、品牌全面升级)的持续累积投入和费用使用效率的提高有望在未来3-5年内体现为企业盈利能力的持续提升。**从10年开始,伊利已在全集团推行“双提”工作(提高费用使用效率,提升企业盈利能力)。企业内部加强管理将为净利率提升提供支撑。

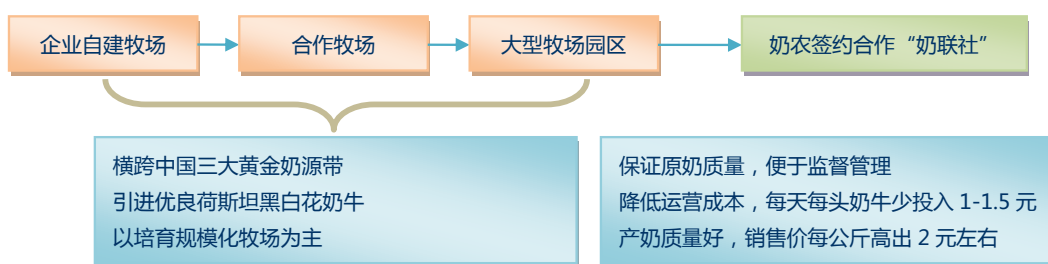
### (五) 奶源建设：上游格局或重新布置，奶源=未来“资源”

近年来，行业内大部分企业采用的是奶农-奶站-公司模式。未来《奶业整顿和振兴规划纲要》等政策逐步推进的概率较大，行业奶源模式也将变化，如内蒙古自治区政府计划用三年时间建设饲养两百头奶牛以上的集约式“奶牛小区”两千个，因此奶源稳定和安全问题有望渐进式解决。

奶联社模式由伊利率先在行业中实践、推广。奶联社模式是由企业搭建技术、管理、现代化设施设备和资金平台，吸纳奶农现有奶牛以入股分红、保本分红、固定回报、合作生产等多种方式入社，并获取回报的奶牛养殖合作化产业模式。推行这种规模化、集约化、标准化、一体化奶牛养殖模式，可以提高奶牛产量和原奶质量，实现了社会、奶农、企业的多方共赢。

伊利目前主要的原奶供应模式主要包括：自建牧场、合作牧场、大型牧场园区、奶联社。伊利在三聚氰胺事件爆发之前，面临行业抢奶的混乱局面及恶性竞争，就已经意识到了整个行业奶源建设薄弱的问题。公司决定从上游着手，考虑到自身需要和我国奶牛养殖业的现实条件，伊利推出了奶源转型升级的四种模式：企业自建牧场、合作牧场、大型牧场园区以及“奶联社”。

图 33：伊利股份原奶供应模式——多种并存下的转型升级



资料来源：中国奶业，中国银河证券研究部整理

和集约型的大规模牧场模式相比，奶联社模式更符合中国奶农众多，分散养殖的现实条件，既能够保证原奶的质量安全，同时也能兼顾奶农、乳企等多方面的利益，也便于政府职能部门的监督、管理。在此模式下，不仅使公司可以把控从养奶牛到挤奶的全过程，也使奶农以一种主人翁的姿态出现在这个模式下，从根本上杜绝了投机的行为。

对伊利而言，通过这种模式将大量原本分散的奶农与公司进行直接连接，统一收奶、统一验质，统一交售，节省了管理成本并使奶农和伊利结成了稳定的互利合作关系，保证了高品质奶源的稳定供应。

伊利在我国各大黄金奶源带布局已经完成，并成为个中主角。公司通过战略布局在我国 6 大黄金奶源带：(1) 内蒙古奶源带、(2) 东北奶源带、(3) 河北奶源带、(4) 新疆奶源带、(5) 四川奶源带和 (6) 济南奶源带等建立了奶源基地，在各大黄金奶源带中均成为了主角。目前伊利已经完成“纵贯南北、辐射东西”的全国战略布局，在全国拥有优质牧场近 200 个，可控良种奶牛超过 200 万头，是中国乳品行业中唯一一家全部覆盖“世界奶源带”上中国范围内优质奶源基地的乳品企业。



## (六) 产能建设：非公开发行已于 2013 年 1 月 10 日完成

本次非公开发行定价基准日为 2012 年 8 月 23 日。

**发行数量及金额：**不超过 2.95 亿股（原为 3.1 亿股），募资金额不超过 50 亿元（扣除发行费用后）。其中，呼市投资公司将现金认购 10% 股份；**最终发行 2.72 亿股，募集资金 50.39 亿元，扣除发行费用后募资净额为 50.00 亿元（4999.96 万元）。**

**发行价格：**不低于 17.31 元/股（原为 16.34 元/股）；**本次非公开发行价格为 18.51 元/股。**

**完成时间：**2013 年 1 月 10 日，公司在中国证券登记结算有限责任公司上海分公司办理了本次非公开发行相关股份的股权登记及股份限售手续。

**表 8：本次非公开发行发行对象、配售数量及认购金额**

序号	发行对象	配售数量（万股）	认购金额（百万元）	限售期（月）	预计上市时间
1	呼和浩特投资有限责任公司	2,722	503.87	36	2016 年 1 月 10 日
2	摩根士丹利国际股份有限公司	3,040	562.70	12	2014 年 1 月 10 日
3	泰康资产管理有限责任公司	3,270	605.28	12	2014 年 1 月 10 日
4	鹏华基金管理有限公司	2,920	540.49	12	2014 年 1 月 10 日
5	上海东方证券资产管理有限公司	2,920	540.49	12	2014 年 1 月 10 日
6	博时基金管理有限公司	3,400	629.34	12	2014 年 1 月 10 日
7	新华人寿保险股份有限公司	3,240	599.72	12	2014 年 1 月 10 日
8	广发基金管理有限公司	3,700	684.87	12	2014 年 1 月 10 日
9	长信基金管理有限责任公司	2,009	371.89	12	2014 年 1 月 10 日
合计		27,221	5,038.65	-	-

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

公司对公司章程中分配方案进行修改，提出：采取现金、股票或者现金与股票相结合的方式分配股利。当年盈利情况下，现金分配不少于归属净利润 10%，近三年累计分配不少于年均归属净利润 30%。有条件情况下进行中期分红。董事会可以在满足上述现金分红条件下，提出股票股利分配预案。

增发项目为对公司产品线全国布局的产业链扩充和区域布局，部分已在建设中。本次募资金额中，液态奶、奶粉、冷饮、酸奶、奶源项目分别投入 18.79、5.50、5.77、4.64、11.17 亿元，占比为 38、11、12、9、22%，4.14 亿元用于补充流动资金（占 8%）。其中，液态奶更易体现出销量，配合公司良好的品牌影响力和销售策略将有望直接助益市占率提升。

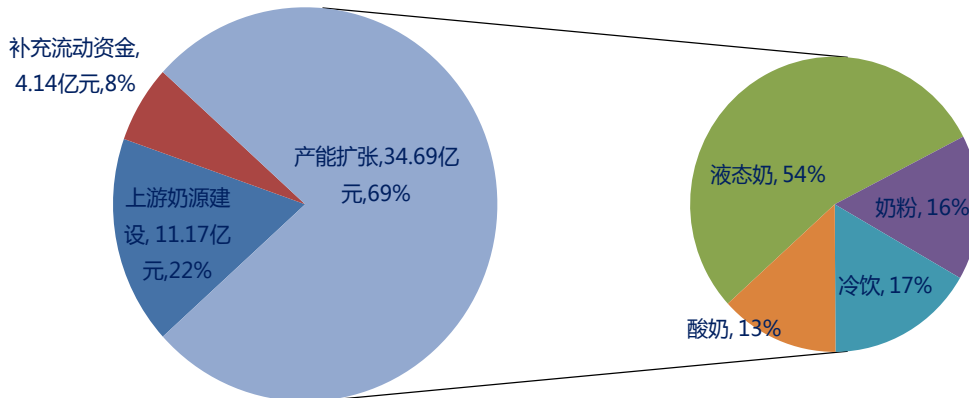
**表 9：本次非公开发行项目一览**

（亿元）	项目总投资	拟投入募集资金	占募资总额比例	项目达产后年收入
液态奶项目	22.31	18.79	37.58%	51.02
奶粉项目	5.52	5.50	11.00%	25.79
冷饮项目	8.05	5.77	11.53%	10.55
酸奶项目	4.64	4.64	9.27%	16.08
奶源项目	15.03	11.17	22.34%	9.89

补充流动资金		4.14	8.28%
合计	55.54	50.00	113.32

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

图 34：2012 年伊利股份非公开发行股票预案产能投向拆分



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

**各业务布局重点区域，深化全国战略，有利于市占率提升。**本次液态奶、酸奶项目投资占比最大，分布华北、西北及华南（液态奶项目为在山东省潍坊市临朐县、河北省张家口市张北县、甘肃省兰州市、宁夏回族自治区吴忠市、广东省惠州市，酸奶项目为江苏省苏州市和广东省惠州市）；奶粉项目位于黑龙江杜尔伯特县（优质丰富奶源可支撑婴幼儿奶粉品质），冷饮项目分布在华东、西北和西南（浙江省金华市、陕西省西安市蓝田县及广西壮族自治区南宁市）。我们认为，其中奶粉项目投资回报率最高，但液态奶及酸奶更易体现出销量，配合公司良好的品牌影响力和销售策略将有望直接助益市占率提升。

**奶源建设有助解决优质原奶供应瓶颈，为公司长期结构优化战略提供重要支撑。**原奶价格上涨部分来自于成本推动，综合考虑饲料牧草价格，奶牛养殖目前效益不足以大幅提升农户积极性。本次奶源建设拟投资 15.03 亿元，从北至南由东向西均有布局，一可扩大辐射半径，二将直接支撑公司产品结构优化的顺利实施。

**我们的判断：短期净利率有望提升，长期看将有利于提升综合竞争优势、进一步增强市场地位。**

**我们区别于市场的观点：**

公司历史年投资金额在 20 亿元左右，本次非公开增发明显加大投资力度，原因主要有三：

一、行业规范进程产生空白市场空间，是市占率的绝好提升机会。乳品行业规范加强使得部分中小企业关停退出，产生空白市场份额。本次拟建设液奶、酸奶项目分布东北华北西北及华南，奶粉和冷饮项目加强重点区域，配合公司良好的品牌影响力和销售策略将有望直接助益市占率提升。

二、全国性土地审批趋严，需要为未来产能提前布局资源占有。规模生产用地面积较大，土地批复手续未来愈来愈难，因此目前需加大对资源占有力度。

三、市占率提升主要取决于产能瓶颈能否尽快解决。目前公司和竞争对手产能仍存在一定差距，行业规范从严后借助外协可能性大大降低，必须做先置性产能投入。

## (七) 股权激励: 公司 6 月 8 日公告拟对剩余股票期权进行行权

表 10: 伊利股份期权激励计划历次数量及价格变动及会计处理一览

与期权相关的公告	期权数量及价格变动公告	政策规定及会计处理
	2006-12-29	股票期权激励计划授权日
	(2006-12-29) 5000 万股, 13.33 元 伊利股份授予激励对象 5,000 万份股票期权, 每份股票期权拥有在授权日起 8 年内的可行权日以行权价格和行权条件购买一股伊利股份股票的权利; 行权价格 13.33 元。	对于职工和其他方完成了等待期内的服务或达到规定业绩条件以后才能行权的权益结算支付, 根据股份支付协议, 按其授权日公允价值计入长期待摊费用, 同时增加资本公积。长期待摊费用应当在等待期内采用直线法摊销, 分期计入相关成本或费用。等待期是指行权条件得到满足的期间。对于行权条件为规定期间的股份支付安排, 等待期为从授权日至可行权日的期间; 对于以达到规定业绩作为行权条件的股份支付安排, 企业应当在授权日根据最可能的业绩结果预计等待期的长度。 2006 年报中长期待摊费用 0.13 亿元 (增加 0.04 亿元)。
2007-06-26 内蒙古伊利实业集团股份有限公司实施 2006 年度利润分配方案为:每 10 股派 1.00 元(含税)。 股权登记日:2007 年 7 月 2 日 除息日:2007 年 7 月 3 日 现金红利发放日:2007 年 7 月 9 日	2007-06-27 依据内蒙古伊利实业集团股份有限公司《股票期权激励计划》的约定,每份股票期权的行权价格由 13.33 元按照有关公式调整为 13.23 元,本次行权价格调整自 2007 年 7 月 3 日生效。	利润分配调整
2007-11-16 截至 2007 年 11 月 14 日,共计 149,568,028 份"伊利 CWB1"认股权证成功行权。 2007 年 11 月 15 日,公司刊登了《内蒙古伊利实业集团股份有限公司关于"伊利 CWB1"认股权证行权结果的公告》	2007-11-21 公司授予激励对象 5000 万份股票期权,每份股票期权拥有在授权日起八年内的可行权日以行权价格 13.33 元(2006 年度利润分配后股票期权行权价格调整为 13.23 元)。 本次调整后,公司股票期权数量调整为 64,479,843 份,股票期权行权价格调整为 12.05 元,激励对象享有的期权份数也做相应调整。	认股权证行权调整
	2007-12-29 首期行权 本次行权数量为 64480 股, 行权日期为 2007 年 12 月 28 日, 涉及行权人数 35 人, 禁售期自行权之日起一年。 (占可行权期权总比 0.1%, 占当期可行权数量,	首期可行权日 企业股份支付所形成的资本公积, 应当在行权日按照股份面值总额转入实收资本或股本, 并按照实际行权金额与面值总额的差额转入资本公积。行权日是指职工和其他方行使权利、获取现金或权益性工具的日期。

	即总比 25% 的 0.4%) 激励对象首期行权后 <b>剩余获授股票期权</b> 可以在首期行权的 1 年后、股票期权的有效期内自主行权。	2007 年报中长期待摊费用 0.17 亿元 (增加 0.04 亿元)。
2008-05-17	2008-05-17	利润分配调整
2007 年度资本公积金转增股本方案为: 每 10 股转增 2 股。 股权登记日: 2008 年 5 月 21 日 除权日: 2008 年 5 月 22 日 新增可流通股份上市日: 2008 年 5 月 23 日	依据《期权计划》, 公司对截止本次期权数量和行权价格调整前未行权期权数量(64415363 份)及行权价格(12.05 元)按照有关公式进行调整。 (两者差值为 64480 股即 2007-12-29 行权数量) 本次调整后, 公司未行权期权数量调整为 77298436 份, 行权价格调整为 10.04 元, 激励对象享有的期权份数也做相应调整。	2008 年报中长期待摊费用 0.10 亿元。
2011-06-03	2011-06-03	利润分配调整
2010 年度资本公积金转增股本方案为: 每 10 股转增 10 股。 股权登记日: 2011 年 6 月 10 日 除权日: 2011 年 6 月 13 日 新增无限售条件流通股份上市日: 2011 年 6 月 14 日	依据《期权计划》, 公司未行权期权数量由 77,298,436 份调整为 154,596,872 份, 行权价格由 10.04 元调整为 5.02 元, 激励对象享有的期权份数也作相应调整。	<b>2011 年报 (2012 年报同) ——</b> 本公司根据《北京博星投资顾问有限公司关于内蒙古伊利实业集团股份有限公司股权激励期权公允价值的测算报告》, 权益工具公允价值为 <b>738,950,000.00 元</b> , 其中期权数量为 <b>5,000 万份股票期权</b> , 每份期权的理论价格为 <b>14.779 元</b> 。因以权益结算的股份支付而确认的费用已于 2006 年追溯确认了 <b>5,061,301.37 元</b> , 2007 年确认了 <b>459,819,229.45 元</b> , 2008 年确认了 <b>274,069,469.18 元</b> , 三年已确认完毕。
2012-04-06	2012-04-06	利润分配调整
2011 年度利润分配方案为: 每 10 股派 2.5 元(含税)。 股权登记日: 2012 年 4 月 11 日 除息日: 2012 年 4 月 12 日 现金红利发放日: 2012 年 4 月 19 日	根据《期权计划》, 2011 年利润分配后, 期权行权价格调整为: $5.02 - 0.25 = 4.77$ 元。本次行权价格调整自 2012 年 4 月 12 日生效	
2013-01-12	2013-01-22	非公开发行股票调整
内蒙古伊利实业集团股份有限公司非公开发行股票发行结果暨股本变动公告 公司本次非公开发行股票的发行数量为 272,212,500 股, 发行价格为 18.51 元/股。	公司期权有效期内发生资本公积金转增股份、派发股票或现金红利、股票拆细或缩股、配股、增发或发行股本权证等事项, 期权数量及所涉及的标的股票总数以及相应的行权价格将进行相应的调整。 截止本次期权数量和行权价格调整前未行权期权数量为 154,596,872 份, 行权价格为 4.77 元; 公司未行权期权数量调整为 180,921,158 份, 行权价格调整为 6.77 元	
2013-01-22	2013-01-22	首次行权股票上市流通日

首期行权股票总额为 64,480 股，限售期为 1 年。根据期权计划，行权后获得的股票，自行权之日起一年内不得卖出，否则所得收益归公司所有，公司董事会应当收回其所得收益。公司严格履行相关承诺。

公司经过认股权证行权、资本公积转增股本及非公开发行股票后，截至目前公司总股本为 1,870,858,000 股，首期行权股票数量为 154,752 股，期权数量为 180,921,158 份。

1、本次限售股上市流通数量为 154,752 股 2、本次限售股上市流通日期为 2013 年 1 月 25 日

激励对象首期行权后**剩余获授股票期权**可以在首期行权的 1 年后、股票期权的有效期内自主行权。

2013-05-27	2013-05-27	利润分配调整
2012 年度利润分配方案为：每 10 股派 2.80 元(含税)。 股权登记日：2013 年 5 月 30 日 除息日：2013 年 5 月 31 日 现金红利发放日：2013 年 6 月 6 日	截止本次期权数量和行权价格调整前未行权期权数量为 180,921,158 份,行权价格为 6.77 元。 根据《期权计划》，2012 年度利润分配后，期权行权价格调整为：6.77-0.28=6.49 元。本次行权价格调整自 2013 年 5 月 31 日生效	
因办理股票期权激励计划首期行权后剩余获授股票期权的行权相关事项过程中当事人涉及资金筹措等不确定性，为避免造成公司股价异常波动，经公司申请，本公司股票自 2013 年 6 月 13 日起连续停牌，停牌时间不超过 10 个交易日。	发布《股票期权激励计划首期行权后剩余获授股票期权符合行权条件的公告》 现在公司授予激励对象未行权的股票期权数量 180,921,158 份，股票期权行权价格 6.49 元 原激励对象王征涛、张丽霞、郝林科因辞职而离职，取消以上三人未行权的 8,865,136 份股票期权（其中王征涛 1,085,526 份、张丽霞 180,922 份、郝林科 7,598,688 份） 首期行权后剩余获授股票期权的数量现为 172,056,022 份，公司拟采取向激励对象定向发行股票的方式进行行权，发行股票总额 172,056,022 股，行权价格 6.49 元，涉及行权人数 32 人。	剩余获授股票期权拟行权公告日 股票期权拟行权数量：172,056,022 份 行权价格：6.49 元 现价：27.77 元 差值：21.28 元 涉及企业代扣缴税款 16.47 亿元  <b>禁售期</b> 1、激励对象转让其持有伊利股份的股票，应当符合《公司法》、《证券法》等法律法规的规定； 2、激励对象在公司任职期间， <b>每年</b> 可以转让的公司股份 <b>不得超过其所持本公司股份总数的百分之二十五</b> ， <b>离职后半年内不得转让其所持有的本公司股份</b> ； 3、激励对象在任职期间不得将其持有的公司股份在买入后 6 个月内卖出，或者在卖出后 6 个月内又买入，由此所得收益归公司所有，公司董事会应当收回其所得收益。 4、激励对象因本次激励计划行权后获得的股票， <b>自行权之日起一年内不得卖出</b> ，否则所得收益归公司所有，公司董事会应当收回其所得收益。  <b>对上市公司的影响</b> 我国有关上市公司员工股票期权纳税的依据主要是 2005 年财政部、国家税务总局颁布的 35 号文件，即

《关于个人股票期权所得税征收个人所得税问题的通知》。

35号文明确规定，“员工行权时，其从企业取得股票的实际购买价(施权价)低于购买日公平市场价(指该股票当日的收盘价，下同)的差额，是因员工在企业的表现和业绩情况而取得的与任职、受雇有关的所得，应按‘工资、薪金所得’适用的规定计算缴纳个人所得税。”

“实施股票期权计划的境内企业为个人所得税的扣缴义务人，应按税法规定履行代扣代缴个人所得税的义务。”

一般情况下，企业为税务部门代扣的个人所得税，个人必须在会计年度之内向企业还清。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

对比同业上市公司光明乳业，虽然作为国资委下属企业第一期股权激励规范化、顺利实施的诉求，整体力度较小，但目前公司运营已较为充分地体现了激励效果，对公司业绩拉动非常明显。公司于2010年3月通过了A股限制性股票激励计划，激励计划拟授予的股票数量不超过840.81万股，即公司总股本的0.81%，其中预留60万股。2010-2012年收入CAGR20%，归属净利润CAGR27%，收入良性增长，盈利能力提升，市值大幅增长。

### 我们区别于市场的观点：

市场普遍对于行权之后公司增长存在一定疑虑。

公司股票期权计划授予后具有禁售期规定，即：1) 激励对象因本次激励计划行权后获得的股票，自行权之日起一年内不得卖出；且2) 激励对象在公司任职期间，每年可以转让的公司股份不得超过其所持公司股份总数的百分之二十五，离职后半年内不得转让其所持有的公司股份。

在剩余股票期权行权之后，从治理结构的基础、现实期权计划中禁售期规定及较高的所得税金额各方面出发，结合公司自身的品牌价值、产品结构，我们判断，在公司收入保持稳定增长的同时，得益于产品结构升级及费用使用效率的提升，未来三年公司净利润年复合增速有望保持在25%以上。

表 11: 本次行权激励对象及其分配情况

姓名	职务	首期行权后剩余获授 股票期权的行权数量	占股权激励计划 总量的比例	占授予时总股本的比例	当前市值
潘刚	总裁	54,276,347	29.97%	2.90%	15.07
胡利平	副总裁	18,092,114	9.99%	0.97%	5.02
赵成霞	副总裁	18,092,114	9.99%	0.97%	5.02
刘春海	副总裁	18,092,114	9.99%	0.97%	5.02
小计		108,552,689	59.95%	5.80%	30.15
其他人员 (28 人)	公司核心业务骨干及公司认为应该给予激励的其他人员	63,503,333	35.07%	3.39%	17.63
合计		172,056,022	95.02%	9.20%	47.78

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部整理

伊利股份（600887）财务报表预测（单位：百万元）

资产负债表	2012	2013E	2014E	2015E	利润表	2012	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产</b>	6207.30	10672.16	12601.62	17264.50	<b>营业收入</b>	41990.69	46456.39	53147.23	60140.12
现金	2004.20	4328.77	7001.55	9654.23	营业成本	29504.95	32830.73	37514.91	42242.45
应收账款	289.30	388.67	364.60	483.75	营业税金及附加	249.48	234.14	304.72	335.08
其它应收款	135.58	263.50	233.81	315.84	营业费用	7777.71	8561.91	9497.41	10741.03
预付账款	647.83	1572.22	796.94	1720.15	管理费用	2809.69	2644.89	2928.41	3211.48
存货	2994.64	4113.97	4045.65	5073.88	财务费用	49.16	-42.71	-116.98	-196.43
其他	135.75	5.03	159.07	16.66	资产减值损失	10.57	10.20	21.65	17.62
<b>非流动资产</b>	13608.10	13860.15	14716.12	15495.79	公允价值变动收	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	568.45	571.75	574.29	578.19	投资净收益	26.52	97.37	125.91	83.27
固定资产	10240.00	10654.43	11458.12	12195.14	<b>营业利润</b>	1615.66	2314.60	3123.01	3872.17
无形资产	831.60	887.69	985.22	1086.16	营业外收入	501.89	408.52	443.91	451.44
其他	1968.05	1746.29	1698.50	1636.31	营业外支出	30.78	38.71	33.47	34.32
<b>资产总计</b>	19815.40	24532.31	27317.74	32760.30	<b>利润总额</b>	2086.76	2684.42	3533.46	4289.29
<b>流动负债</b>	11477.90	14387.46	14482.67	16900.06	所得税	350.74	338.37	514.01	628.52
短期借款	2577.79	2753.64	2772.24	2701.22	<b>净利润</b>	1736.02	2346.05	3019.44	3660.77
应付账款	4361.20	5939.60	5498.12	7376.74	少数股东损益	18.82	36.63	39.38	48.19
其他	4538.90	5694.23	6212.32	6822.10	<b>归属母公司净利</b>	1717.21	2309.42	2980.07	3612.58
<b>非流动负债</b>	812.52	721.44	762.93	765.16	EPS（当前股本）	0.92	1.23	1.59	1.93
长期借款	4.63	4.43	4.28	3.98	<b>财务指标</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
其他	807.89	717.00	758.65	761.18	<b>成长能力</b>				
负债合计	12290.42	15108.90	15245.61	17665.22	营业收入增长率	12.12%	10.63%	14.40%	13.16%
少数股东权益	190.08	226.71	266.09	314.28	营业利润增长率	-7.47%	43.26%	34.93%	23.99%
归属母公司股东权	7334.90	9196.70	11806.05	14780.80	归属于母公司净	-5.09%	34.49%	29.04%	21.22%
<b>负债和股东权益</b>	19815.40	24532.31	27317.74	32760.30	<b>获利能力</b>				
<b>现金流量表</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	毛利率	29.73%	29.33%	29.41%	29.76%
净利润	1736.02	2346.05	3019.44	3660.77	净利率	4.13%	5.05%	5.68%	6.09%
折旧摊销	914.54	920.80	1051.96	1207.75	ROE	23.07%	24.90%	25.01%	24.25%
<b>经营活动现金流</b>	2301.16	3754.74	4625.94	5070.56	ROIC	17.02%	19.06%	19.74%	19.73%
<b>投资活动现金流</b>	-3294.32	-1108.65	-1759.83	-1907.90	<b>偿债能力</b>				
<b>筹资活动现金流</b>	-814.03	-321.52	-193.33	-509.99	资产负债率	62.02%	61.59%	55.81%	53.92%
<b>现金净增加额</b>	-1807.19	2324.57	2672.79	2652.67	净负债比率	34.35%	29.28%	23.01%	17.93%
EBITDA	3096.15	3670.32	4581.38	5411.54	流动比率	0.54	0.74	0.87	1.02

资料来源：中国银河证券研究部



## 插图目录

图 1: 液体乳当月产量增速自 2012 年 9 月份起有所回升, 2013 年 3-4 月份当月产量增速基本维持在 9-10% 左右	1
图 2: 乳制品当月产量增速自 2012 年 9 月份起有所回升, 2013 年 3-4 月份当月产量增速略低于液体乳, 维持在 8-9%	1
图 3: 乳制品(含液体乳) 2012 年吨产品价格同比增速为-0.13%; 2013 年 1-3 月销售收入增长率为 13.66%	2
图 4: 液体乳及乳制品毛利率、吨利润稳步回升(百分点, 元/吨)	2
图 5: 2003 年以来我国液体乳及乳制品行业收入增速有所放缓	3
图 6: 除 2009 年外, 我国液体乳及乳制品行业利润总额增速基本维持在 30% 左右	3
图 7: 2012 年液体乳及乳制品行业毛利水平 23.62%, 13 年一季度毛利率为 23.61% 仍然维持较高水平	4
图 8: 我国液体乳及乳制品行业利润总额比率在 2003 年以后基本维持在 6% 左右	4
图 9: 全球各国液体乳人均消费量对比(千克/年)	5
图 10: 1978-2011 中国每年新生儿数量(万人), 近年来趋于平稳	6
图 11: 2002 年后, 我国每年新生儿数量与中枢值(1600 万人) 差值情况	6
图 12: 伊利股份历年收入及利润变化	13
图 13: 伊利股份历年收入及利润增速变化	13
图 14: 伊利股份产品收入分品类比例	15
图 15: 2004-2012 年伊利股份产品分品类收入变化(单位: 亿元)	15
图 16: 伊利股份液体乳(品牌包装整体升级后) 主要产品品种展示	16
图 17: 公司 2006 年报以来各期销售区域比例变化	18
图 18: 伊利股份新老标识对比	18
图 19: 伊利新标识整体造型传达出一种和谐、平衡、阳光、活力的感觉	19
图 20: 伊利新 LOGO 色彩过渡更加柔和, 线条圆融, 若有流动之感	19
图 21: 2011 年上半年, 伊利 QQ 星儿童系列已使用明显的迪斯尼卡通人物标识	20
图 22: 伊利 QQ 星儿童牛奶与迪斯尼标识深入互动	21
迪斯尼卡通形象植入 QQ 星儿童牛奶——互动游戏	21
迪斯尼卡通形象植入 QQ 星儿童牛奶产品——儿童课程	21
图 23: “与伊利一起奥林匹克”——伊利评选“奥运明星”活动	22
图 24: 在奥运倒计时 100 天之际, 伊利火炬携手开心网同步开展“开心看奥运伊利火炬激情传递”在线活动	22
图 25: 伊利联合新华网共同举办“梦想奥运 实践奥运 百名社会实践者招募计划”	23
图 26: 伦敦街头, 伊利携“平凡中国面孔”登陆红色大巴	24
图 27: 伊利亲民奥运活动点睛之笔——“邀请你一起奥林匹克”之登陆奥运大巴	25
图 28: 2006-2012 年伊利股份毛利率及净利率变化	26
图 29: 2006 年-2012 年伊利股份主要业务品种毛利率变动	26
图 30: 伊利股份原材料成本大致构成	27
图 31: 2009 年-2013 年 1 月我国生鲜乳采购价格变动	28
图 32: 2009 年-2011 年 12 月我国进口奶粉均价变动	28
图 33: 伊利股份原奶供应模式——多种并存下的转型升级	29
图 34: 2012 年伊利股份非公开发行股票预案产能投向拆分	31

## 表格目录

表 1: 我国婴幼儿奶粉市场空间（零售额，亿元）敏感性分析（以城镇平均奶粉价格、新生儿数量作为变量） .....	7
表 2: 我国现在主要婴幼儿配方奶粉品牌及产品价位区间 .....	8
表 3: 我国乳制品行业主要上市公司营收、盈利及市场份额比较 .....	9
表 4: 我国乳制品行业主要上市公司费用率比较 .....	10
表 5: 我国乳制品行业主要上市公司估值指标及市值比较 .....	12
表 6: 2004 年-2013 前三月伊利股份收入及净利润增速变化 .....	13
表 7: 我国婴幼儿配方奶粉相关上市公司奶粉营业收入规模及盈利能力比较 .....	17
表 8: 本次非公开发行发行对象、配售数量及认购金额 .....	30
表 9: 本次非公开发行项目一览 .....	30
表 10: 伊利股份期权激励计划历次数量及价格变动及会计处理一览 .....	32
表 11: 本次行权激励对象及其分配情况 .....	36
伊利股份（600887）财务报表预测（单位：百万元） .....	37

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 中国银河证券食品饮料团队，2011 年第九届新财富最佳分析师。

**董俊峰，研究部行业研究主管 兼食品饮料行业证券分析师（首席）。**1994—1998 年消费品营销策划业四年从业经历、1998—1999 年超市业一年从业经历、2001 年至今证券业十一年从业经历。清华大学硕士。2003 年首创消费品行业数量化研究模型《品牌渠道评级体系》，已获国家版权局著作权登记证书。

**周颖，食品饮料行业证券分析师。**2007 年至 2011 年 2 月在中信证券从事行业研究工作，2011 年 3 月至今在银河证券从事证券业行业研究工作。清华大学硕士。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 [fuchuxiong@chinastock.com.cn](mailto:fuchuxiong@chinastock.com.cn)

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

深广地区：詹璐 0755-83453719 [zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)