

伊利股份 (600887)

2013 年 08 月 02 日

评级：买入（首次）

目标价（未来一年）：40 元

**市场数据：2013 年 08 月 01 日**

收盘价（元）	35.36
一年内最高/最低（元）	38.19/17.75
上证/深证	2029.07/7931.79
市盈率（TTM）	40.27
市净率（MRQ）	5.38
总股本/流通 A 股（亿股）	20.43/15.87
A 股市值（亿元）	722.37



分析师：田渭东

SAC 执业证书编号：

S0790512030001

联系电话： 029-87303020

Email: tianweidong@kysec.cn

联系人：马小龙

联系电话： 029-88447618

Email: maxiaolong@kysec.cn

开源证券有限责任公司

地址：西安市高新区锦业路 1 号  
都市之门 B 座 5 层

http://www.kysec.cn

## 享受乳制品行业成长，前景值得期待

- 我国乳制品人均消费量与日韩相比仍有很大发展空间：2010 年日本韩国液体奶人均消费量分别为 32.7 千克和 33.6 千克，而我国液体奶人均消费量为 9.6 千克。参照日韩经验，我国液体奶人均消费量仍有较大的提升空间，随着全民收入的增长，乳制品总的消费量将呈现稳定增长的态势，乳制品行业仍有很大的发展空间。
- 三个因素将推动乳制品行业继续增长：1. 三四线城市和农村地区乳制品消费程度较低；2. 一线城市对乳制品品质和口味的追求推动的消费升级；3. 婴儿出生高峰推动的奶粉消费增加。
- 原奶价格上涨短期影响较大，但产品有成本转嫁能力：乳制品消费刚性较强，原材料成本容易往下游转嫁，近年来从乳制品价格变化和原奶价格增速比较来看，原奶成本的上涨一般都会推动乳制品价格的上涨。同时从三大乳企综合毛利率变化趋势看，除了产品升级对毛利率的提升外，通过小幅涨价带来的成本转嫁也是稳定毛利率的重要方式。
- 寡头格局日渐稳固：液体乳前三品牌伊利和蒙牛市场占有率已超过 60%，市场寡头格局日渐稳固。从博弈的角度来看，较恶劣的市场竞争方式比如价格战、营销战等对两者均不利，应该不会成为两者的首选，两者长期的竞争精力应该放在调整产品结构和提高利润率上面。另一方面，中粮入主蒙牛，预计蒙牛的经营将偏向于更加稳健，这也必将有利于行业龙头间的竞争趋缓。
- 竞争趋缓有利于利润率的提高：竞争趋缓的结果是乳企将减少用于市场销售费用的投入，费用率的降低将有效提升利润率；同时竞争趋缓为乳企结构性提价带来更大的空间。
- 2012 年由于奶粉含汞超标事件影响，奶粉销量和收入都出现明显下降，分别比上年降低 22% 和 21%。但整个事件没有造成人员伤亡，公司处理也很及时得当，预计事件造成的负面影响也将随着时间逐渐消退，我们认为公司奶粉的销售情况将出现恢复性增长。
- 我们预计公司 2013-2015 年公司营业收入分别为 467.62 亿元、522.88 亿元和 581.89 亿元，每股收益分别为 1.16 元、1.56 元和 1.93 元，公司作为乳制品行业龙头，发展路径清晰，充分享受行业增长；今后几年利润率有望提升，首次给予公司“买入”评级。
- 风险因素：食品安全问题和行业负面事件，原奶价格超预期波动影响短期毛利率，销售费用超预期增长。

## 目录

一、乳制品行业将保持稳定增长 .....	3
二、乳制品龙头享受行业增长 .....	9
1、产品线齐全 .....	9
2、公司各品类均处于行业第一 .....	10
三、伊利竞争优势： .....	10
1、品牌优势 .....	10
2、奶源优势 .....	11
3、渠道优势 .....	12
四、利润率有望持续提高 .....	12
1、成本上涨短期有压力，长期有能力消除 .....	12
2、费用率有望持续降低 .....	13
五、奶粉有望恢复性增长，股权激励行权利于公司长远发展 .....	15
六、盈利与估值 .....	15

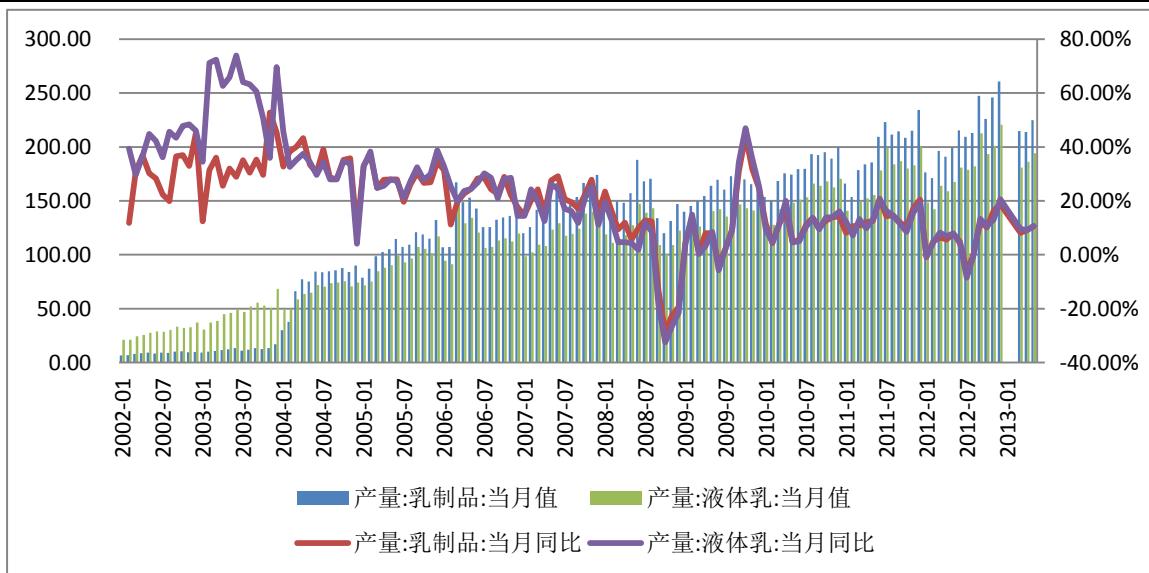
## 图表目录

图表 1 乳制品产量和同比增长 .....	3
图表 2 乳制品行业收入和利润增速 .....	3
图表 3 中日韩三国乳制品人均消费量 .....	4
图表 4 城乡居民人均奶类消费量 .....	5
图表 5 城乡居民人均鲜奶购买量 .....	5
图表 6 各收入水平对乳制品消费量 .....	5
图表 7 乳制品包装材料的升级 .....	6
图表 8 光明莫斯利安收入快速增长 (百万元) .....	7
图表 9 光明巴氏奶增长率 .....	7
图表 10 我国新生人口数 .....	7
图表 11 2011 年我国人口年龄结构 .....	8
图表 12 国务院及各相关部门对提高乳粉质量水平提振社会消费信心的规定 .....	8
图表 13 伊利主要明星产品 .....	9
图表 14 伊利和蒙牛液体奶销售额 .....	10
图表 15 伊利和蒙牛冰淇淋销售额 .....	10
图表 16 伊利和贝因美奶粉销售收入 .....	10
图表 17 原奶价格与牛奶零售价 .....	13
图表 18 三大乳企毛利率水平 .....	13
图表 19 三大乳企销售费用和销售费用率 .....	14
图表 20 三大乳企销售费用和销售费用率 .....	14
图表 21 伊利股份主要财务指标及预测 .....	15
图表 22 伊利股份利润表及预测 .....	15

## 一、乳制品行业将保持稳定增长

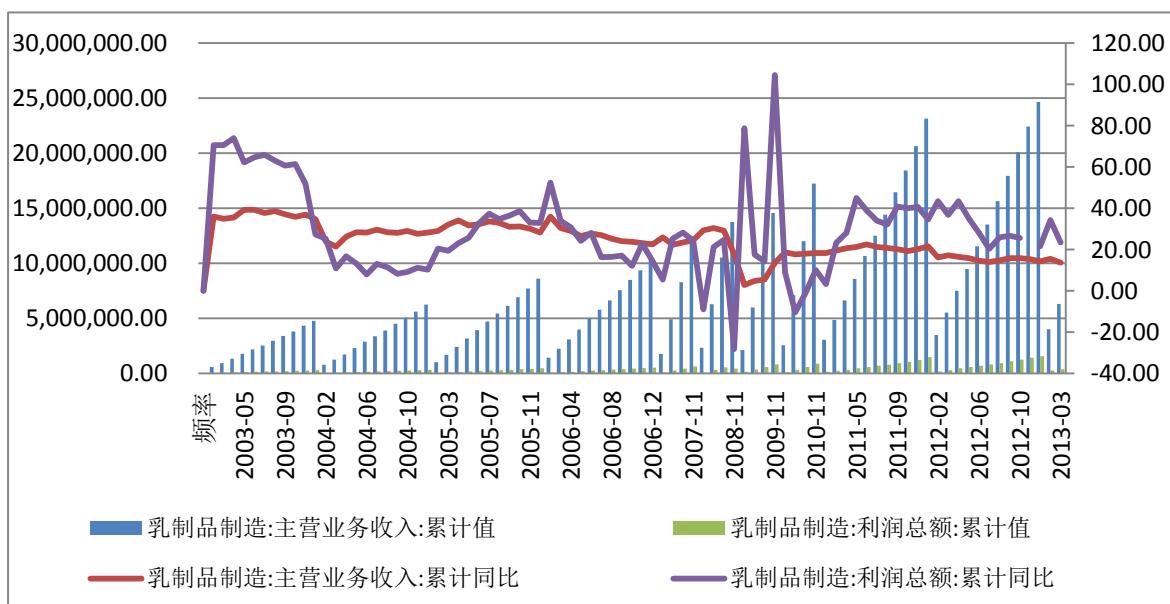
我国乳制品行业处于成长期：2008 年以前保持较高增速，2008 年由于三聚氰胺事件增速急剧下滑，今年来开始逐步恢复，2013 年 5 月乳制品产量同比增长 10.54%，2013 年前四月乳制品行业收入累计增长 13.45%，利润总额累计增长 12.27%。

图表 1 乳制品产量和同比增长



数据来源：wind 资讯，开源证券研究所

图表 2 乳制品行业收入和利润增速

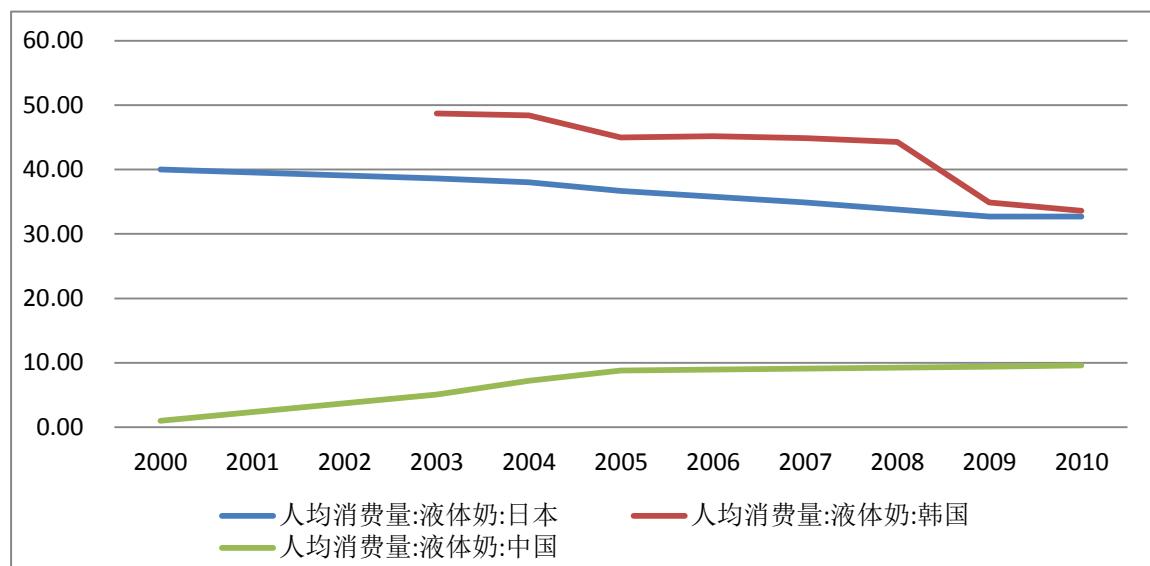


数据来源：wind 资讯，开源证券研究所

我国乳制品人均消费量与日韩相比仍有很大发展空间：2010 年日本韩国液

体奶人均消费量分别为 32.7 千克和 33.6 千克，而我国液体奶人均消费量为 9.6 千克。参照日韩经验，我国液体奶人均消费量仍有较大的提升空间，随着全民收入的增长，乳制品总的消费量将呈现稳定增长的态势，乳制品行业仍有很大的发展空间。

图表 3 中日韩三国乳制品人均消费量



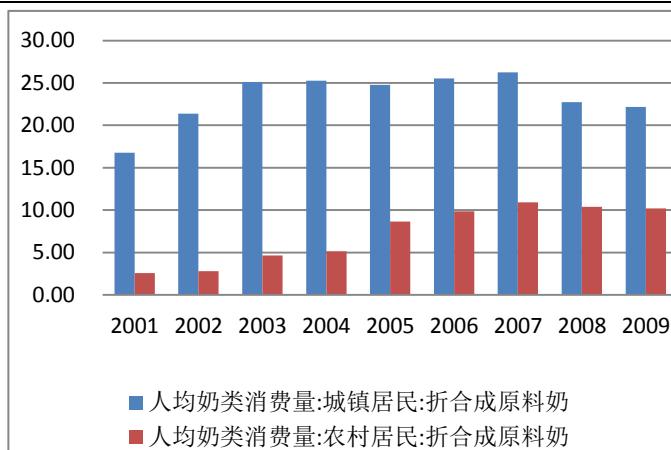
数据来源：wind 资讯，开源证券研究所

**三个因素将推动乳制品行业继续增长：**1. 三四线城市和农村地区乳制品消费程度较低；2. 一线城市对乳制品品质和口味的追求推动的消费升级；3. 婴儿出生高峰推动的奶粉消费增加。

#### (1) 三四线城市和农村地区乳制品消费程度较低

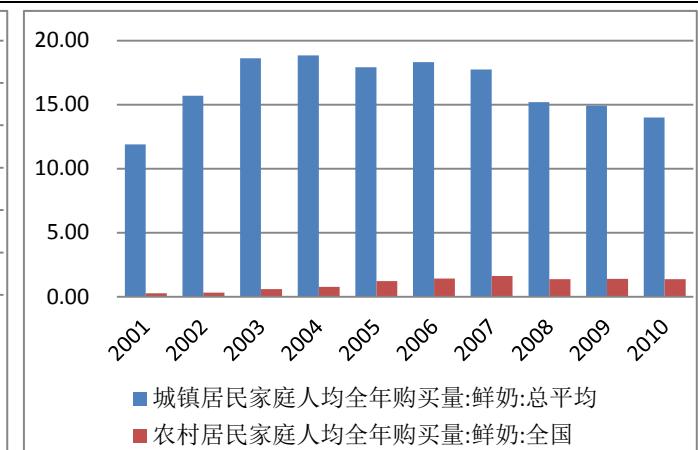
2009 年我国农村居民人均奶类消费量折合原料奶 10.2 千克，城镇居民人均奶类消费量折合原料奶 22.15 千克，农村居民人均消费量只有城镇居民人均消费量的 46%。随着城镇化的推进和城市化率的提高，农村居民的收入收入水平也将呈逐步增长的趋势，对奶类的消费量也将有很大的提升空间，未来农村地区乳制品消费量的增长将快于城镇，有望成为乳制品消费量增长最快的区域。

图表 4 城乡居民人均奶类消费量



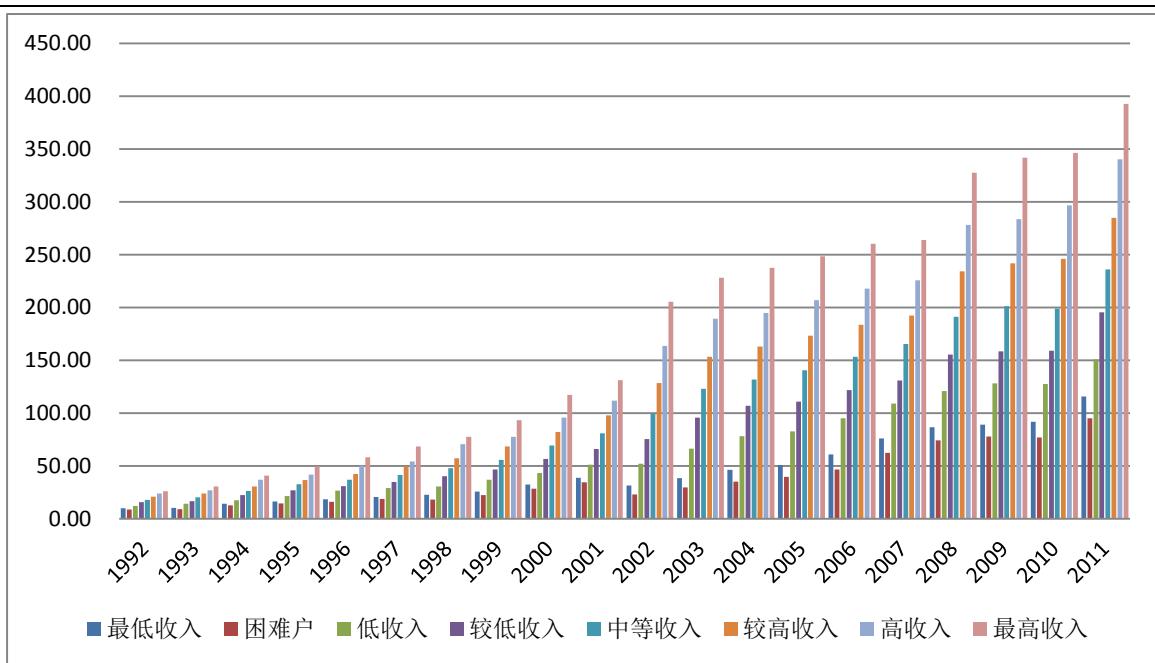
数据来源: wind 资讯, 开源证券研究所

图表 5 城乡居民人均鲜奶购买量



数据来源: wind 资讯, 开源证券研究所

图表 6 各收入水平对乳制品消费量



数据来源: wind 资讯, 开源证券研究所

**收入的提升将推动乳制品消费量增长:** 不同收入水平的人群对乳制品的消费量差别悬殊, 随着收入水平的增长, 乳制品消费量也呈上升的趋势。随着城镇化的推进, 农村和乡镇居民的收入和消费能力可以大幅提升, 为乳制品的消费提供良好的经济基础和推动力。

**城镇化推动消费习惯的改变:** 乡镇居民乳制品消费量低一方面由于收入限制, 另一方面是受消费习惯影响。我们认为, 随着城镇化的推进和收入的

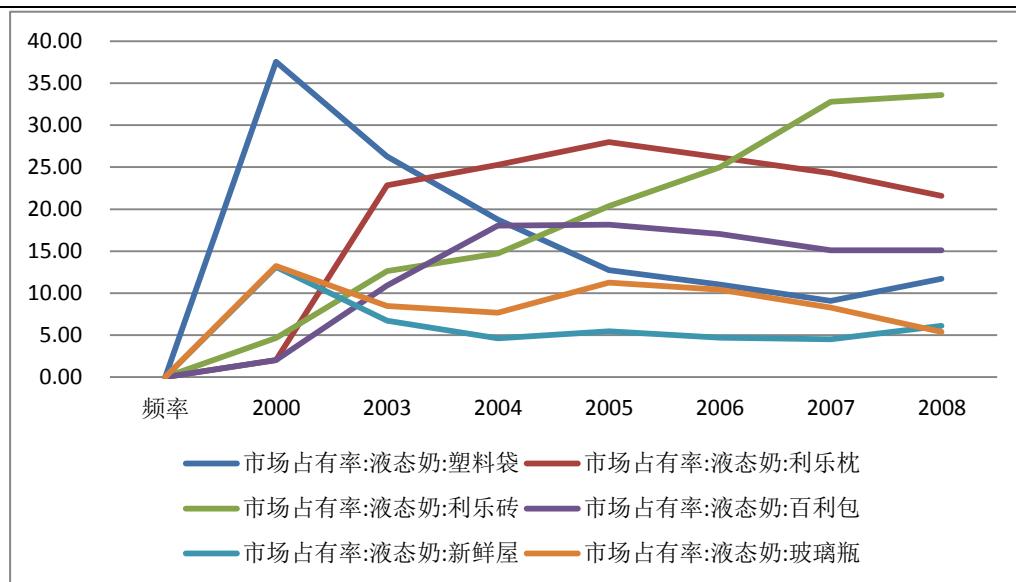
提升，他们将像现在的城镇居民一样养成对乳制品的消费习惯，对乳制品的消费量也将逐步提升。

**三四线城市市场还有空间：**我们预计，北京上海等一线城市人均乳制品消费量与日韩消费水平相差不远，参照日韩的水平，消费量继续提升的空间和增速不会太大，市场机会主要在于消费升级。而广阔的三四线城市市场远未饱和，还有较大的提升空间，随着居民收入的提升，这部分市场需求有望继续释放。

### (2) 一线城市对乳制品品质和口味的追求推动的消费升级

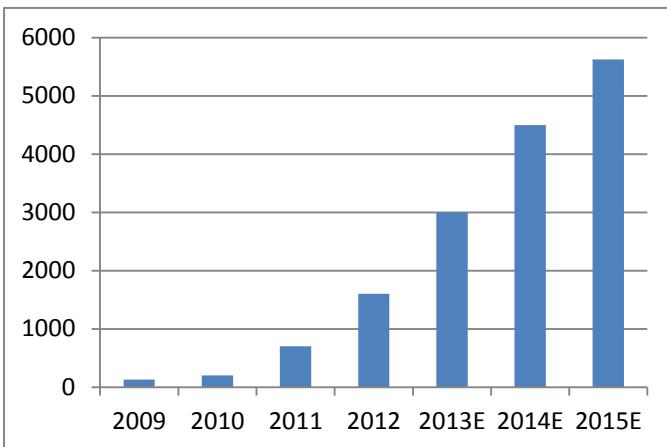
未来随着城市居民乳品消费的差异化和高端化，对乳品的品质、口味、健康等会要求越来越高，这将推动乳制品通过产品升级来满足消费的升级。乳制品的消费升级主要通过乳企推出新的更高品质和更好口味的高毛利产品实现。从乳企推出的各高端单品来看，这一趋势已经在延续。蒙牛 2006 年正式全面推出高端液态奶特仑苏，2007 年收入占比即达到 6.8% 左右，毛利贡献则达到 16.6%，2008 年毛利贡献达到 22.2%。除 2009 年因为“OPM”事件引发特仑苏滞销外，特仑苏每年收入增速均显著高于液态奶整体增速。伊利金典奶、营养舒化奶，以及光明新的常温酸奶莫斯利安、巴氏奶等也保持较高的增速，对收入和利润的贡献不断增加。另外，从液体奶产品的包装上来看也显示出消费者对较高品质产品的需求在增加，例如利乐砖包装的市场占有率呈不断上涨上升的趋势，而较低级塑料袋包装则逐渐减少，目前市场上已较少见到。

图表 7 乳制品包装材料的升级



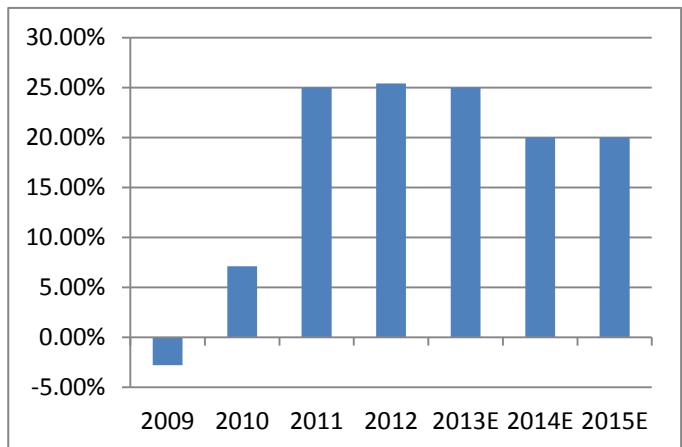
数据来源：wind 资讯，开源证券研究所

图表 8 光明莫斯利安收入快速增长 (百万元)



数据来源: wind 资讯, 开源证券研究所

图表 9 光明巴氏奶增长率

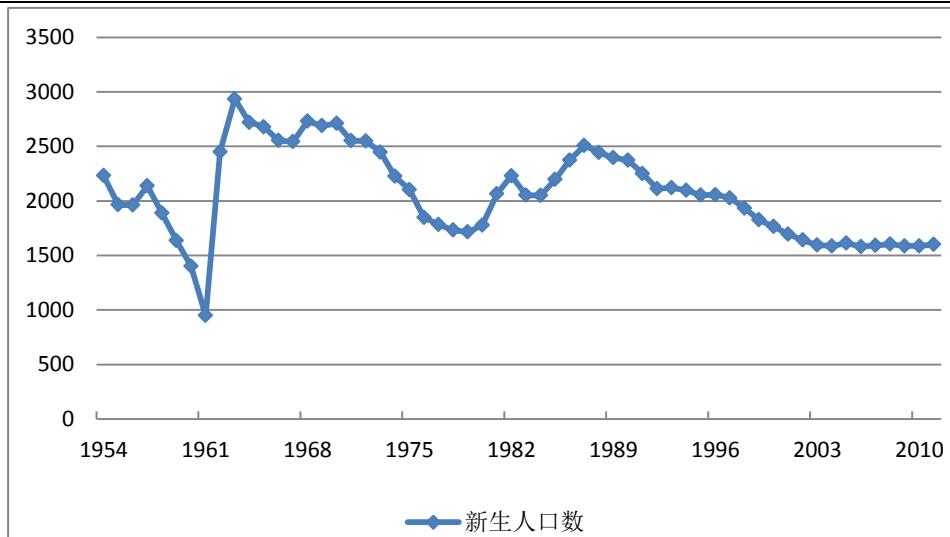


数据来源: wind 资讯, 开源证券研究所

### (3) 婴儿出生高峰推动的奶粉消费增加

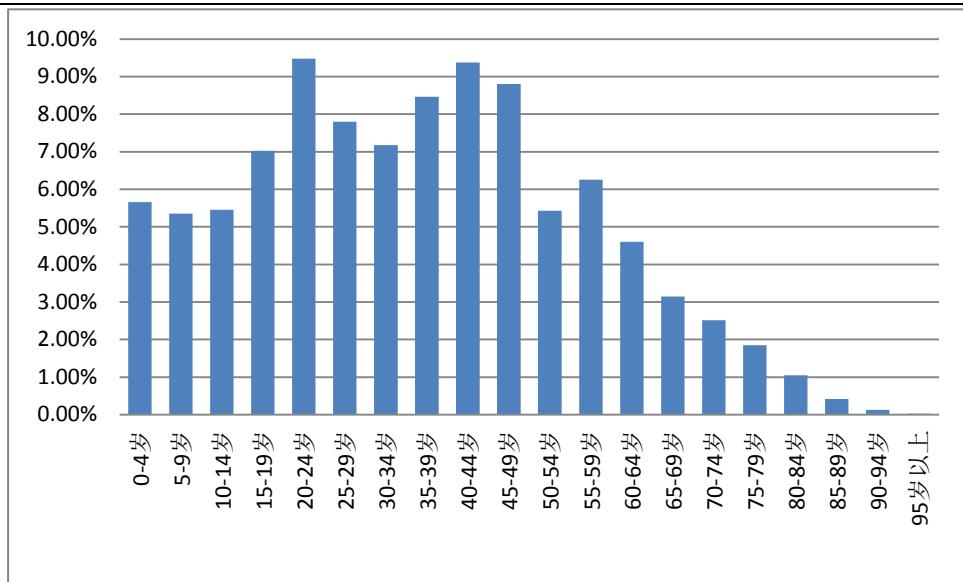
生育高峰期的到来: 无论是从年龄结构还是从政策条件上, 一个新的生育高峰期已如期到来, 人口出生率将呈现上升的趋势。年龄结构: 1986-1990 年代第三次生育高峰期的婴儿潮正步入生育期, 中国迎来第四次生育高峰期, 1986-1990 年第三次生育高峰期的婴儿潮 2012 年开始步入生育高峰期, 今后三到五年新生人口数量有望明显超过最近几年的 1600 万。政策条件: 二胎政策有望继续逐步放开, 单独二胎政策有望推出; 一旦计划生育政策放松, 广大年轻父母收入又能出现显著提升, 生育动力和抚养能力都会得到很大的改善, 婴幼儿奶粉也将会长期受益需求的增长, 是婴幼儿奶粉市场长期增长的潜在动力。

图表 10 我国新生人口数



数据来源: wind 资讯, 开源证券研究所

图表 11 2011 年我国人口年龄结构



数据来源: wind 资讯, 开源证券研究所

**城镇化提升奶粉喂养率:** 城市家庭由于女性工作压力的原因, 母乳喂养的时间和比例较少, 母乳喂养率明显低于农村。随着城镇化的继续推进, 女性生活压力和生活习惯也会逐渐改变, 对奶粉的认识和认可程度也会提高, 预计全国总体的母乳喂养率也会呈小幅下降的趋势, 这将增加对婴幼儿奶粉的需求。

**收入增长推动产品价格的提升:** 由于婴幼儿奶粉的特殊属性, 消费者倾向于追逐更高品质和安全的产品, 而对价格的敏感程度较低, 收入的增长为消费者对更高品质和更高价格产品的追求提供支撑, 同时也为婴幼儿产品价格的提升带来空间和可能。近年来进口奶粉在一线城市的零售价已不断提升至每罐 400 元左右, 一线城市奶粉价格提升空间有限, 二三线城市仍有消费升级的潜力。

**婴幼儿奶粉行业政策提高进入壁垒和行业集中度:** 上半年国务院、工信部、食品药品监督管理局等政府部门联合发布多项通知和规定, 拟提高婴幼儿奶粉质量和消费者信任度, 淘汰不合规生产商, 提高行业进入门槛, 推进奶粉行业集中度提高。

图表 12 国务院及各部门对提高乳粉质量水平提振社会消费信心的规定

时间	政策	内容

2013. 5. 31	国务院常务会议研究部署进一步加强婴幼儿奶粉质量安全工作	推进奶牛标准化规模养殖，鼓励支持婴幼儿奶粉企业兼并重组，提高产业集中度，推动产业规范化、规模化、现代化发展。按照严格的药品管理办法监管婴幼儿奶粉质量，加强源头监管，严把准入门槛，全面清理和规范婴幼儿奶粉原料供应商和生产经营企业。监督企业落实原料收购质量把关、婴幼儿奶粉出厂全项目批批检验。
2013. 6. 4	工信部制定了《提高乳粉质量水平提振社会消费信心行动方案》	组织开展为期三个月（6月1日至8月31日）的婴幼儿配方乳粉企业质量安全专项检查，规定2013年内开展婴幼儿配方乳粉企业（项目）再审核清理工作，淘汰一批不符合国家产业政策和质量安全保障条件不达标的企业（项目）；引导婴幼儿配方乳粉优势企业实施强强联合、兼并重组，提高产业集中度。鼓励企业延伸产业链，加强源头控制，支持企业发展自有（或自控）奶源基地
2013. 6. 18	工信部召集127家奶粉企业开会，贯彻“双提”方案	发布了“双提”行动方案，要求对婴幼儿乳粉参照药品管理，并鼓励乳粉企业兼并重组
2013. 6. 20	食品药品监管总局、工信部下发《关于进一步加强婴幼儿配方奶粉安全生产的实施意见》	“任何企业不得以贴牌、委托、分包的方式生产婴幼儿配方奶粉，不得以同一配方生产不同品牌的奶粉，不得使用除牛、羊乳以外的原料生产婴幼儿配方奶粉。”在国内销售的国内外婴幼儿配方奶粉企业，需统一进行标签、配方、企标备案

数据来源：开源证券研究所整理

## 二、乳制品龙头享受行业增长

### 1、产品线齐全

公司是国内规模最大、产品线最健全的乳企领军者，目前拥有液态奶、冷饮、奶粉、酸奶和原奶五大事业部，所属企业近百个，旗下有纯牛奶、乳饮料、雪糕、冰淇淋、奶粉、奶茶粉、酸奶、奶酪等1000多个产品品种，产品线齐全。伊利强大的产品研究能力保证其不断推出新的产品，并不断产生新的明显产品。

图表 13 伊利主要明星产品

液体奶	伊利QQ星儿童成长奶、伊利纯牛奶、金典有机奶、伊利舒化奶、伊利谷粒多、伊利优酸乳、伊利味可滋
冷饮	冰工厂、巧乐兹、伊利牧场、意品、妙趣、佰豆集、火炬&其他
奶粉	金领冠、伊利婴幼儿配方奶粉、伊利成人配方奶粉、伊利儿童成长奶片、伊利欣活、伊利缤纷鲜果奶片

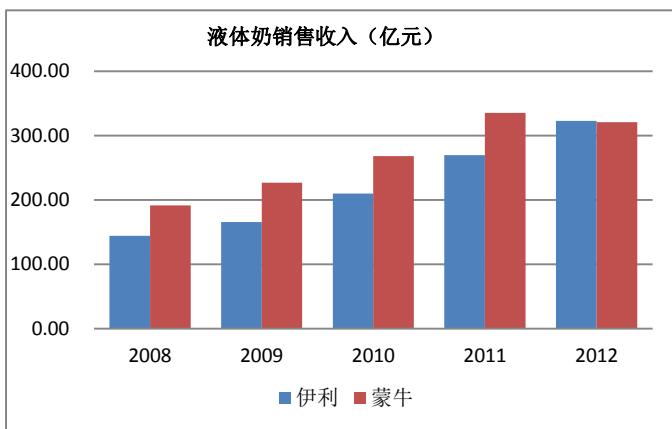
酸奶	伊利畅轻酸奶、伊利每益添、伊利红枣酸奶、伊利帕瑞缇、伊利大果粒酸奶、伊利儿童酸奶
----	--

数据来源：公司网站，开源证券研究所

## 2、公司各品类均处于行业第一

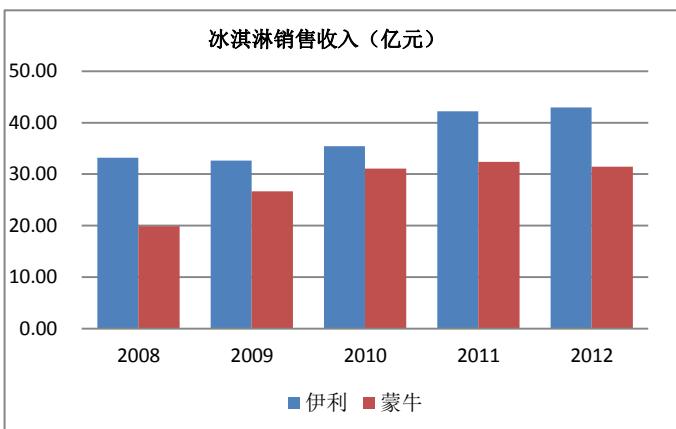
伊利各产品品类销售额均处于行业第一低位，液态奶超越蒙牛重回第一，奶粉销售额超越贝因美，酸奶超越蒙牛，冰淇淋长期稳居行业第一，乳业龙头地位更加稳固。

图表 14 伊利和蒙牛液体奶销售额



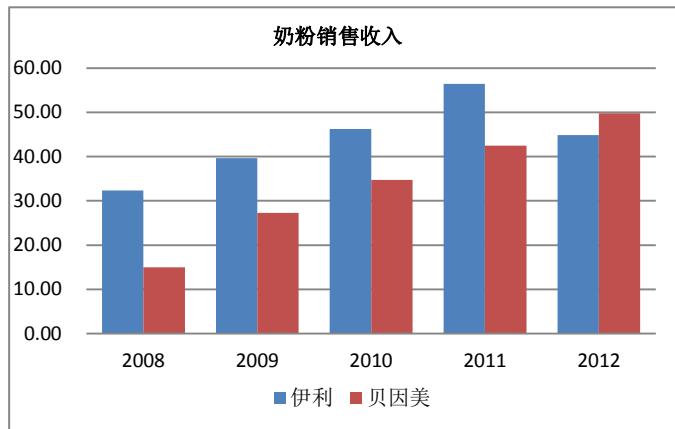
数据来源：伊利、蒙牛年报，开源证券研究所

图表 15 伊利和蒙牛冰淇淋销售额



数据来源：伊利、蒙牛年报，开源证券研究所

图表 16 伊利和贝因美奶粉销售收入



数据来源：伊利、贝因美年报，开源证券研究所

## 三、伊利竞争优势：

### 1、品牌优势

目前中国规模最大、产品线最健全的乳业领军者，也是唯一一家同时符合奥运及世博标准、先后为奥运会及世博会提供乳制品的中国企业。伊利集

团由液态奶、冷饮、奶粉、酸奶和原奶五大事业部组成，全国所属分公司及子公司 130 多个，旗下拥有雪糕、冰淇淋、奶粉、奶茶粉、无菌奶、酸奶、奶酪等 1000 多个产品品种。其中，伊利金典有机奶、伊利营养舒化奶、畅轻酸奶、金领冠婴幼儿配方奶粉和巧乐兹冰淇淋等是目前市场中最受欢迎的‘明星产品’。伊利通过近年来一系列高密度的事件营销，不断巩固自己的品牌强度。2013 年胡润品牌榜上以 180 亿元人民币的品牌价值位居食品饮料行业第 3 位，乳制品企业第一位。

2005 年 11 月 16 日，伊利通过全球最高标准的检验后正式牵手奥运会，成为唯一一家服务于 2008 年北京奥运会的中国乳品公司。2008 年北京奥运会盛会期间，伊利集团以高品质牛奶和高质量服务赢得了来自世界各国友人的热烈赞誉。

2009 年 5 月 25 日，伊利集团再次成功携手世博，又成为唯一一家符合世博标准，为 2010 年上海世博会提供乳制品的中国企业。通过 2010 年的世博会，伊利再次完美演绎了“中国制造”，提高了品牌实力，巩固了其在乳品行业的绝对领导地位。

2011 年伊利营养舒化奶在《变形金刚 3》中植入广告，舒化奶变形金刚 3 整合营销案例分别斩获“媒介金投赏金奖”与“数字金投赏金奖”、年度最佳创新营销案例奖、2011 时代营销创意奖。

2012 年，伊利以伦敦奥运会中国体育代表团营养乳制品的身份再次登上国际舞台。这次，消费者的视野看到更多的是伊利对生命活力的主张，与健康、阳光的代言人广告形象。当大街小巷传唱着“2012 伊利与你一起奥林匹克”的同时，伊利也正在为全国 32 个训练基地的 640 个训练场馆，为多达 10000 名运动员提供不间断的营养支持。

## 2、奶源优势

**奶源是草原型乳企的可持续优势和扩张的基础：**草原型进行全国扩张需要有优质稳定的奶源供应为基础，尤其是“三聚氰胺”事件后，对奶源的要求更加严格，对奶源的控制是企业长期发展的坚实后盾和战略基础。

**奶源的建设有利于保证原奶质量和供应稳定性：**散户养殖的奶牛由于技术及管理的弊端对原奶的质量不能很好控制，收购散户的原奶有一定风险，同时需求和成本共同推动原奶价格上涨的趋势下，对奶源的建设有利于乳企对成本的控制。

奶牛成长对气候、土地、温度等要求较高，因此奶源的分布有很明显的地域性，北纬 47 度是世界公认的黄金奶源带，在国内这个饲养带横贯东北、西北和华北草原带，这里集中了全国 70% 的奶牛和超过 60% 的原料奶，这些地区因为适宜养殖奶牛，牛奶产量大，质量高。

伊利高度重视奶源基地建设，始终坚持从源头确保产品的安全和优质，是我国最早进行奶源基地模式优化发展的乳品企业，拥有国内领先地位的优质奶源区域的原料奶牧场基地，在各大黄金奶源带中都成为了主角。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，使伊利成为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。

截止 2013 年 3 月，伊利在全国拥有的自建、在建及合作牧场共 1400 座，伊利奶源供应比例中集中化、规模化的养殖达 90%。

伊利的三大黄金奶源基地久负盛名：

锡林郭勒——13 世纪皇家牧场：蒙语意为丘陵地带河。内蒙古锡林郭勒盟土地总面积 20 万平方公里，其中草原总面积 19.2 万平方公里，占总面积的 97.8%。草原面积中可利用草场面积 17.6 万平方公里，占草原面积的 90%。锡林郭勒水草丰美，特别利于牲畜养殖，据统计牧草中的中蒙医药材达到近两百种。自从元世祖忽必烈定都在上都城起，锡林郭勒草原就成为了皇家牧场。锡林郭勒草原是伊利集团重要的奶源基地，除了液态奶外，在此伊利还建有 3 万吨婴幼儿奶粉生产基地。

呼伦贝尔——牧草的营养堪比鸡蛋：内蒙古自治区呼伦贝尔盟，被誉为“北国碧玉”。总面积一亿四千九百万亩的呼伦贝尔大草原是我国现存最丰美的优良牧场，因为几乎没有受到任何污染，所以又有“最纯净的草原”之说。又因其生长着碱草、针茅、苜蓿、冰草等 120 多种营养丰富的牧草，又被称为“牧草王国”，出产的肉、奶、皮、毛等畜产品备受国内外消费者青睐，连牧草也大量出口日本等国家。早在上个世纪 90 年代，伊利集团就在呼伦贝尔建立了生产基地。

新疆天山——日照时间长达 16 小时：新疆拥有 8.6 亿亩优质草场，集中在天山南北地区，占了全国草原面积的 22%，天山北坡、伊犁河谷和南疆绿洲具有奶牛养殖的良好基础，农牧民养殖经验丰富，饲养水平较高，奶牛品种这两年也得到了进一步的优化，南疆绿洲所拥有的气候上的优势更是其他地方所不能及。目前新疆优良奶牛的存栏量已超过 210 万头，年产奶量超过 152 万吨，还拥有全国最大的进口良种牛核心群，奶源品质在全国名列前茅。截至 2007 年，伊利集团在新疆的投资总额已达 4 亿元，伊利在新疆已经形成了覆盖液态奶、酸奶、冰淇淋及奶粉的全方位产品线。

### 3、渠道优势

伊利是行业内率先进行渠道下沉与创新的企业。早在 2006 年就在全国开展了“织网计划”，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。同时，自 2007 年起就借助商务部“万村千乡”活动进入“农家店”等乡镇销售终端。2012 年，随着原有工厂产能的进一步释放和新工厂逐渐投产，公司的渠道进一步下沉至县乡镇市场。

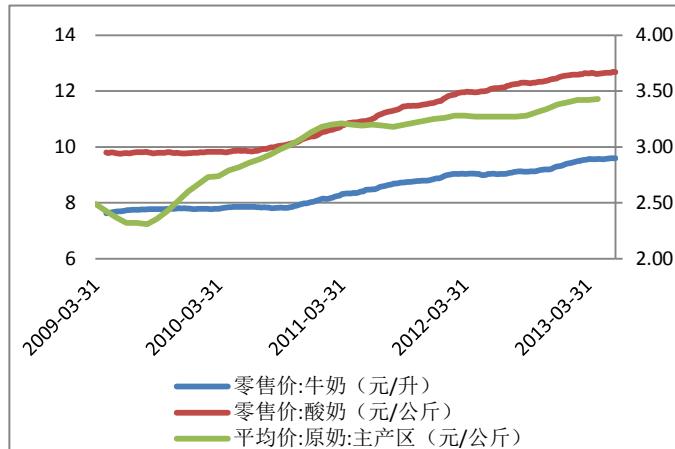
## 四、利润率有望持续提高

### 1、成本上涨短期有压力，长期有能力消除

**原奶价格上涨短期影响较大，但产品有成本转嫁能力：**乳制品消费刚性较强，原材料成本容易往下游转嫁，近年来从乳制品价格变化和原奶价格增速比较来看，原奶成本的上涨一般都会推动乳制品价格的上涨。同时从三大乳企综合毛利率变化趋势看，除了产品升级对毛利率的提升外，通过小幅涨价带来的成本转嫁也是稳定毛利率的重要方式。

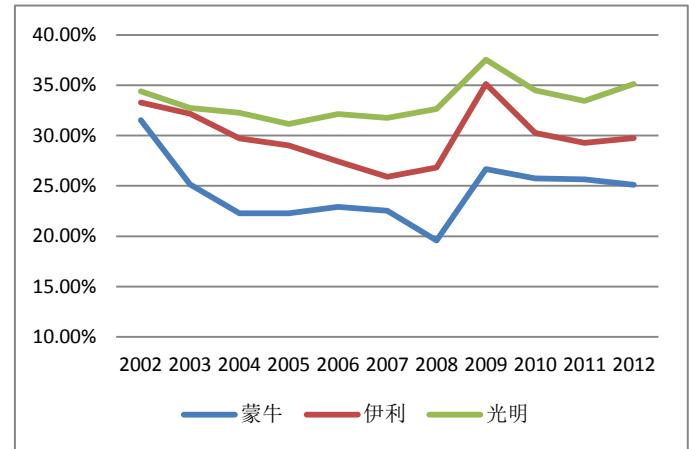
**产品结构升级趋势持续：**产品结构的升级有利于乳企提升毛利率，产品高端化的趋势将持续，这将是乳制品行业毛利率提高的最重要推动力。

图表 17 原奶价格与牛奶零售价



数据来源：wind 资讯，开源证券研究所

图表 18 三大乳企毛利率水平



数据来源：wind 资讯，开源证券研究所

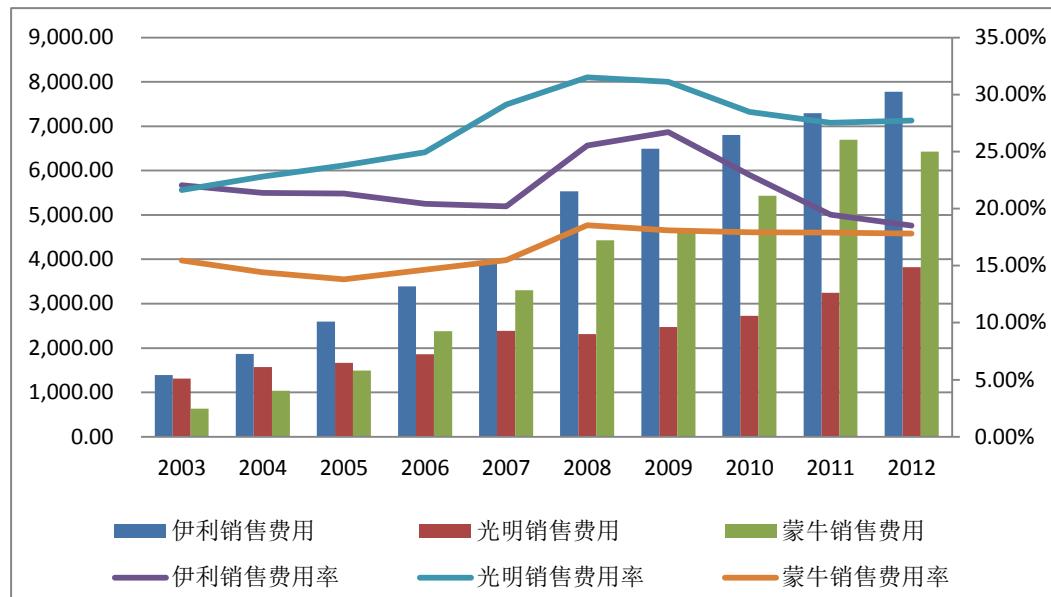
**牵手 DFA 有助于缓解成本压力：**DFA 是美国最大的牛奶公司，在美国拥有 8500 家牧场，拥有遍布全美 48 个州的密集销售网络，在美国本土独立拥有 21 个大型奶品生产加工基地。与 DFA 的合作，伊利或许将采购部分 DFA 的奶粉和乳清粉等原材料。美国原奶成本低于国内，伊利与 DFA 的合作可能有助于缓解国内成本上涨的压力。

## 2、费用率有望持续降低

**寡头格局日渐稳固：**液体乳前三品牌伊利和蒙牛市场占有率已超过 60%，市场寡头格局日渐稳固，而前两大乳企伊利和蒙牛体量又远超第三的光明。龙头企业伊利和蒙牛的实力和竞争地位比较接近，我们认为两者没有明显的优劣势，在市场竞争中也难以出现一个完全打败另一个的结果。因此从博弈的角度来看，较恶劣的市场竞争方式比如价格战、营销战等对两者均不利，应该不会成为两者的首选，两者长期的竞争精力应该放在调整产品结构和提高利润率上面，两者的直接正面竞争会趋缓，有利于寡头利润率的提高。另一方面，中粮入主蒙牛，预计蒙牛的经营将偏向于更加稳健，这也将有利于行业龙头间的竞争趋缓。

**竞争趋缓有利于利润率的提高：**竞争趋缓的结果是乳企将减少用于市场营销费用的投入，费用率的降低将有效提升利润率；同时竞争趋缓为乳企结构性提价带来更大的空间。

图表 19 三大乳企销售费用和销售费用率

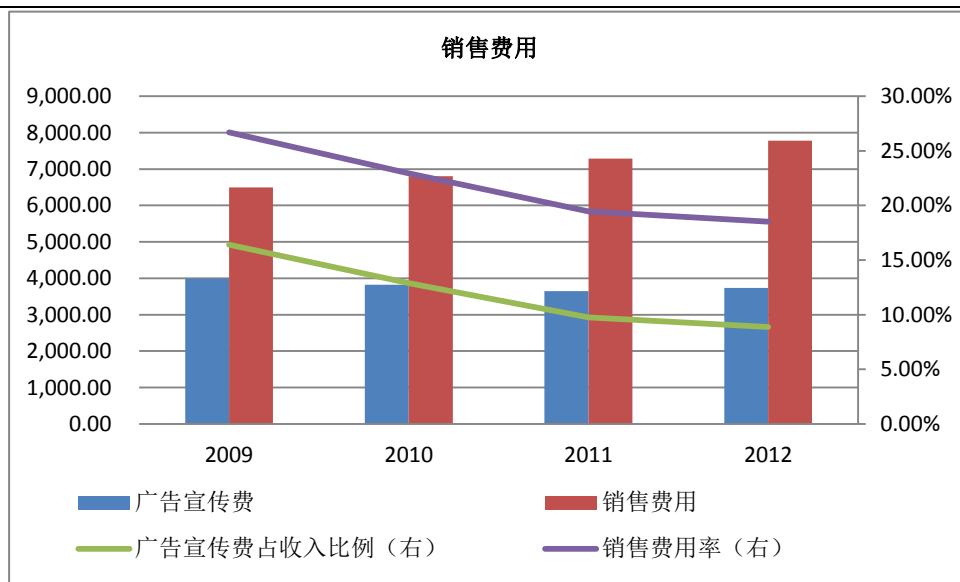


数据来源: wind 资讯, 开源证券研究所

**伊利前期广告宣传费用投入较高，有下降的趋势：**近年来伊利通过奥运、世博等对品牌的塑造也导致广告宣传费用较高，随着品牌的逐渐稳固，这部分销售费用有望呈下降的趋势。广告宣传费占销售费用比例的一半以上，这块费用的下降能有效降低销售费用，带来销售费用率的明显下降。

**收入的稳步增长，规模效应显现：**收入的增长使得公司有更大的空间和实力进入奶源和市场的投入，收入规模的增长使得规模效应更加显现，销售费用中的部分成本随着收入的增长得到分摊，降低销售费用率。

图表 20 三大乳企销售费用和销售费用率



数据来源: wind 资讯, 开源证券研究所

## 五、奶粉有望恢复性增长，股权激励行权利于公司长远发展

2012 年由于奶粉含汞超标事件影响，奶粉销量和收入都出现明显下降，分别比上年降低 22% 和 21%。但整个事件没有造成人员伤亡，公司处理也很及时得当，预计事件造成的负面影响也将随着时间逐渐消退，我们认为公司奶粉的销售情况将出现恢复性增长。

公司奶粉定位中低端，布局三四线城市，有效避开了一线城市进口奶粉的竞争。同时城镇化、生育高峰到来以及二胎政策的逐步放开都是公司奶粉业务的良好机遇。

**股权激励行权利于公司长远发展：**公司股权激励行权终于完成，管理层与股东利益一致，提高管理层积极性，对公司长远发展产生积极影响。

## 六、盈利与估值

我们预计公司 2013-2015 年公司营业收入分别为 467.62 亿元、522.88 亿元和 581.89 亿元，每股收益分别为 1.16 元、1.56 元和 1.93 元，公司作为乳制品行业龙头，发展路径清晰，充分享受行业增长；今后几年利润率有望提升，首次给予公司“买入”评级。

图表 21 伊利股份主要财务指标及预测

	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
<b>增长率 (%)</b>						
营业收入	21.96%	26.25%	12.12%	11.36%	11.82%	11.29%
营业利润	-8.98%	188.27%	-7.47%	52.75%	40.69%	26.21%
归属上市公司股东净利润	20.00%	132.79%	-5.09%	37.45%	35.31%	23.65%
<b>利润率</b>						
毛利率	30.27%	29.28%	29.73%	29.79%	29.97%	30.12%
净利率	2.68%	4.89%	4.13%	5.09%	6.15%	6.82%
<b>收益率</b>						
净资产收益率	17.64%	29.06%	23.07%	15.23%	17.60%	18.52%
总资产收益率	5.18%	9.19%	8.76%	8.07%	9.59%	10.40%

数据来源：公司年报，开源证券研究所

图表 22 伊利股份利润表及预测

利润表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	2015E
<b>营业收入</b>	29,664.99	37,451.37	41,990.69	46,761.72	52,288.15	58,188.91
营业成本	20,686.31	26,485.67	29,504.95	32,831.57	36,616.35	40,664.37
营业税金及附加	87.78	232.92	249.48	280.57	303.27	337.50
销售费用	6,807.07	7,290.96	7,777.71	8,417.11	9,150.43	9,892.11
管理费用	1,520.81	1,970.69	2,809.69	2,805.70	2,875.85	3,084.01
财务费用	-20.71	-49.16	49.16	-21.11	-109.73	-151.03
资产减值损失	-10.20	28.11	10.57	0.00	0.00	0.00

<b>投资净收益</b>	11.77	253.82	26.52	20.00	20.00	20.00
<b>营业利润</b>	605.69	1,746.01	1,615.66	2,467.87	3,471.98	4,381.94
营业外净收入	247.94	390.41	471.10	400.00	400.00	400.00
<b>利润总额</b>	853.62	2,136.42	2,086.76	2,867.87	3,871.98	4,781.94
所得税费用	57.86	303.98	350.74	487.54	658.24	812.93
<b>净利润</b>	795.76	1,832.44	1,736.02	2,380.33	3,213.74	3,969.01
少数股东损益	18.57	23.22	18.82	20.00	20.00	20.00
<b>归属于上市公司股东净利润</b>	777.20	1,809.22	1,717.21	2,360.33	3,193.74	3,949.01
<b>每股收益</b>	0.91	1.06	1.07	1.16	1.56	1.93

数据来源：公司年报，开源证券研究所

## 分析师承诺

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

## 与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

### 证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）：相对强于市场表现20%以上；

增持（outperform）：相对强于市场表现5%~20%；

中性（Neutral）：相对市场表现在-5%~+5%之间波动；

减持（underperform）：相对弱于市场表现5%以下。

### 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（overweight）：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral）：行业与整体市场表现基本持平；

看淡（underweight）：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

## 法律声明

本报告仅供开源证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88447618

传真：029-88447618

## 公司简介

开源证券有限责任公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，由陕西开源证券经纪有限责任公司变更延续的专业证券公司，主要股东为陕西煤业化工集团有限责任公司、佛山市顺德区美的技术投资有限公司、佛山市顺德区诚顺资产管理有限责任公司、佛山市顺德区德鑫创业投资有限公司，注册资本 13 亿元，公司经营范围为：证券经纪、证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券自营；证券资产管理；融资融券业务。

### 业务简介：

- **代理买卖证券业务：**我公司经中国证监会批准，开展证券代理买卖证券业务，主要包括：证券的代理买卖（沪、深 A 股、证券投资基金、ETF、LOF、权证、国债现货、国债回购、可转换债券、企业债券等）；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户。公司通过集中交易系统可以为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网和手机等多种委托渠道，可满足投资者通买通卖的交易需求。公司目前与多家银行开通客户资金第三方存管业务，确保投资者资金安全流转，随时随地轻松理财。
- **证券投资咨询业务：**我公司经中国证监会批准，开展证券投资咨询业务，为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、看法或建议；
- **与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问：**我公司经中国证监会批准，开展财务顾问业务，为上市公司收购、重大资产重组、合并、分立、股份回购、发行股份购买资产等上市公司资产、负债、收入、利润和股权结构产生重大影响的并购重组活动，提供交易估值、方案设计、出具专业意见等专业服务。
- **证券自营业务：**我公司经中国证监会批准，开展证券自营业务，使用自有资金和依法筹集的资金，以公司名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价值证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。
- **资产管理业务：**我公司经中国证监会批准，开展资产管理业务，接受客户委托资产，并负责受理客户委托资产的投资管理，为客户提供专业的投资管理服务。服务对象为机构投资者以及大额个人投资者，包括各类企业、养老基金、保险公司、教育机构和基金会等。
- **融资融券业务：**融资融券交易和约定购回式证券交易业务运作，为客户提供信用融资服务

### 公司下设十六家营业部：

西大街营业部：西安市西大街 495 号（西门里 200 米路北）	电话：029-87617788
长安路营业部：西安市长安南路 447 号（政法学院正对面）	电话：029-85389098
纺织城营业部：西安市纺织城三厂什字西南角（纺正街 426 号）	电话：029-83542958
榆林航宇路营业部：榆林市航宇路中段长丰大厦三层	电话：0912-3258261
榆林神木营业部：榆林市神木县东兴街融信大厦四层	电话：0912-8018710
商洛名人街营业部：商洛市名人街旅游局大楼一层	电话：0914-2981717
安康石泉营业部：安康石泉县向阳路中段	电话：0915-8228999
铜川正阳路营业部：铜川新区正阳路东段华荣商城一号	电话：0919-3199313
渭南朝阳大街证券营业部：渭南市朝阳大街中段	电话：0913-8189866
咸阳兴平证券营业部：兴平市金城路中段金城一号天镜一号	电话：029-38615030
咸阳世纪大道证券营业部：咸阳市秦都区世纪大道世纪家园三期 A 座 6 号	电话：029-33660530
西安锦业三路证券营业部：西安市锦业三路紫薇田园都市 C 区 S2-2	电话：029-81881435
佛山顺新宁路证券营业部：广东省佛山市顺德区大良新宁路 1 号信业大厦 8 楼	电话：0757-22363300
北京开阳路证券营业部：北京市开阳路 1 号瀚海花园大厦 2 层 202	电话：010-83570606
汉中南郑证券营业部：汉中市南郑县大河坎镇江南西路君临汉江二期	电话：0916-8623535
韩城盘河路证券营业部：韩城市新城区盘河路南段京都国际北楼 4 层 B 户	电话：0913-2252666