



—伊利股份首次覆盖深度（20200531）

核心观点

❖ 我国乳制品行业规模持续增长，行业集中度不断提升

从品类发展角度来看，目前乳制品细分子行业处于不同的增长阶段，其中常温奶在增速放缓、量增受限的情况下，乳企通过提升产品结构以实现品类价值延伸；而符合消费升级趋势的巴氏奶、酸奶仍处于快速发展期，考虑到目前我国人均乳制品消费量、人均乳制品消费金额仍处于较低水平，行业未来仍有较大发展空间。从竞争格局角度来看，目前液态奶竞争格局较为稳定，高端化叠加规模化推动市场份额向头部企业聚拢，市场集中度不断提升。

❖ 管理及渠道为核心竞争力，产品+营销齐发力

伊利优质、稳定的团队保障了公司战略的延续性、正确性及执行的高效性，同时伊利较为充分的股权激励一方面利于公司员工核心利益与公司绑定，另一方面也锚定了伊利未来几年业绩增速底线。在管理层带领下，伊利较早的构筑了渠道壁垒，并在产品、营销方面齐发力：1) 渠道方面，渠道网络布局能力为乳企核心竞争力之一，伊利为较早进行渠道下沉的乳企之一，享受到了消费升级红利，截至 2019 年，乡镇村网点近 103.9 万家，较上年提升了 8%，未来低线城市及乡村布局仍为公司增长点之一；2) 产品方面：从品类来看，伊利在常温奶、奶粉、冷饮等领域具有相对竞争优势，未来公司将通过品质及包装升级、产品细分、拓展新品类等方式保持持续增长；3) 营销方面，伊利始终保持高费用投入，使存量产品实现稳定增长，新产品迅速上量。

❖ 多措并举，公司盈利能力有望保持稳定

短期看，疫情使得一季度公司盈利端承压，但随着需求的逐步恢复，预计公司业绩将逐渐改善；长期看，蒙牛伊利存量业务同质化较为严重，伊利在存量业务上将通过纵向升级以保持增长的同时，将通过横向拓展来丰富品类，饮料或将成为下一发展引擎。

首次覆盖，给予公司“增持”评级

我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 979.3、109.9、122.3 亿元；归属母公司股东的净利润分别为 55.2、74.5、86.5 亿元；对应 EPS 分别为 0.9、1.2、1.4 元/股，给予公司 31 倍 PE 较为合理，首次覆盖给予增持评级。

风险提示：宏观经济下行风险、食品安全风险、疫情发展超预期，市场竞争加剧。

盈利预测与估值

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万)	90009.13	97926.09	109880.57	122283.31
+/-%	13.97%	8.80%	12.21%	11.29%
净利润(百万)	6933.76	5522.33	7445.10	8646.81
+/-%	7.67%	-20.36%	34.82%	16.14%
EPS(元)	1.14	0.91	1.23	1.43
PE	24.89	31.25	23.18	19.96

资料来源：公司 2020 年一季报，预测截止日期 2020 年 5 月 31 日，川财证券研究所

📄 证券研究报告

所属部门	行业公司部
报告类别	公司深度
所属行业	食品饮料
报告时间	2020/05/31
前收盘价	28.5 元

👤 分析师

欧阳宇剑
证书编号：S1100517020002
021-68595127
ouyangyujian@cczq.com

👤 联系人

张潇倩
证书编号：S1100118060009
021-68595150
zhangxiaolian@cczq.com

📄 川财研究所

北京	西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034
上海	陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120
深圳	福田区福华一路 6 号免税商务大厦 32 层，518000
成都	中国(四川)自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

正文目录

一、行业情况：行业规模持续增长，行业集中度不断提升	5
1.1 乳制品行业规模持续增长，集中度持续提升	5
1.2 常温奶：步入成熟期，乳企通过结构升级实现价值延伸	9
1.3 低温奶：顺应消费趋势，低温奶增长空间广阔	10
二、管理层、渠道为核心竞争力，产品+营销齐发力	11
2.1 管理团队：薪酬激励完善，团队优质稳定	12
2.2 渠道：率先实现渠道下沉，渗透率高	14
2.3 产品：全面布局，产品结构稳步提升	16
2.3.1 常温奶：规模领先竞品，高端大单品表现亮眼	17
2.3.3 其他品牌：市场空间较为广阔	21
2.3.4 低温奶：目前体量偏低，未来公司将继续扩充产品线	21
2.3.5 冷饮：占比较小，已成功切入海外市场	22
2.3.6 奶粉：婴幼儿配方奶粉贡献主要收入	23
2.4 营销：保持较高投入力度以维持规模增长	24
2.5 奶源布局：深耕奶源建设，掌握丰富奶源资源	24
三、发展看点：产品横纵延伸发展，饮料有望成为增长点	26
3.1 短期看：预计公司业绩将逐季改善	26
3.2 长期看：产品横纵向拓展，饮料有望成为增长点	28
3.2.1 蒙牛伊利存量业务同质化严重，新业务差异性或将较为明显	28
3.2.2 常温奶有望通过升级保持稳健发展，饮料有望成为增长点	29
五、盈利预测与投资建议	30
风险提示	32

图表目录

图 1:	乳类饮品零售市场规模从 2015 年起增速放缓	5
图 2:	不同细分行业处于不同增长阶段 (单位: 亿元)	6
图 3:	巴氏奶销量及增速情况	6
图 4:	酸奶销量及增速情况	6
图 5:	常温奶销量及增速情况	6
图 6:	2019 年乳制品销量增速放缓	7
图 7:	2019 年乳制品行业收入增速为 12%	7
图 8:	2019 年乳制品行业归母净利润增速为 15%	7
图 9:	2019 年乳制品行业毛利率及净利率较为稳定	7
图 10:	2019 年乳制品行业格局	7
图 11:	伊利市场份额持续提升	7
图 12:	近年来农村居民奶类人均消费量提升显著	8
图 13:	国内常温牛奶市场规模	9
图 14:	近年来常温奶销售额占饮用乳比重下降	9
图 15:	我国常温奶人均消费量出现下降	9
图 16:	我国常温奶人均消费量增速趋缓	9
图 17:	低温奶销量及增速	10
图 18:	低温奶占液态奶消费量比	10
图 19:	低温奶市场规模提升速度快	11
图 20:	伊利管理层更为稳定	11
图 21:	董事长潘刚持股变化	13
图 22:	伊利直控村级网点数	15
图 23:	伊利电商业务增速	15
图 24:	2019 年伊利主营业务拆分 (按产品类型)	17
图 25:	2019 年蒙牛主营业务拆分 (按产品类型)	17
图 26:	国内主要常温白奶品牌市占率	18
图 27:	国内主要酸奶类品牌市占率	18
图 28:	我国常温酸奶市场增速情况	19
图 29:	安慕希与纯甄收入差距不断拉大	19
图 30:	2018 年中国顾客推荐度指数 (N-CPS) 酸奶推荐度排行榜	20
图 31:	伊利低温奶市占率情况	22
图 32:	2017 年冰淇淋市场格局	23
图 33:	蒙牛与伊利冷饮收入规模差距拉大	23
图 34:	2018 年奶粉市场格局	23
图 35:	伊利奶粉收入规模较蒙牛高	23
图 36:	伊利、蒙牛广告营销费用及占比	24
图 37:	伊利股份 2020Q1 收入及净利润情况	27
图 38:	伊利股份 2020Q1 费用率提升明显	27
图 39:	伊利毛销差及原奶价格情况	27
图 40:	2020 年 1-2 月全国乳制品加工企业亏损比例明显提升	27
图 41:	畅意 100% 在上市后市占率持续增长	30
图 42:	2017 年畅意 100% 市占率第一	30

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 43: 伊利切入的常温乳酸菌饮料、豆奶等子行业空间广阔 (单位: 亿元) 30

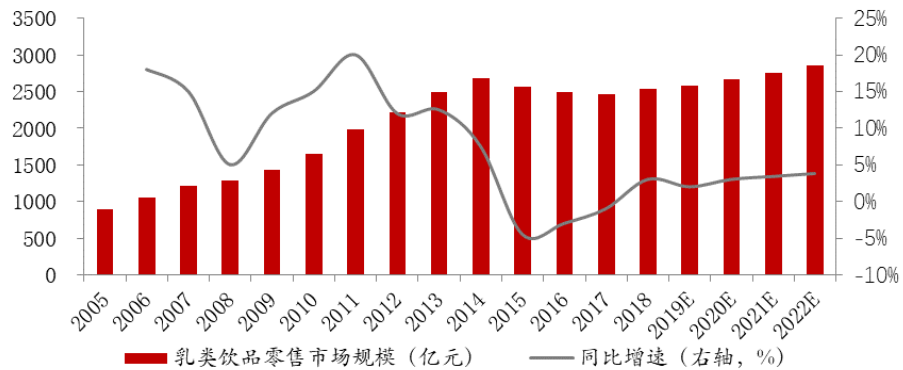
表格 1.	2018 年中日乳制品细分品类消费情况一览.....	8
表格 2.	蒙牛、伊利发展历程一览表.....	12
表格 3.	2019 年限制性股票激励计划解除限售要求.....	13
表格 4.	公司拥有多重激励方式.....	14
表格 5.	伊利渠道发展情况.....	15
表格 6.	蒙牛渠道发展情况.....	16
表格 7.	伊利、安慕希具体发展情况.....	18
表格 8.	伊利金典牛奶纵向不断升级.....	19
表格 9.	伊利安慕希纵向不断升级.....	20
表格 10.	礼盒装较普通装贵, 升级版纯奶较普通版纯奶贵.....	21
表格 11.	其他品牌产品发展情况.....	21
表格 12.	蒙牛、伊利合作上游牧场产量情况.....	25
表格 13.	蒙牛、伊利奶源合作企业产能情况.....	25
表格 14.	伊利集团奶源分布图.....	25
表格 15.	蒙牛与伊利在存量产品上同质化明显.....	28
表格 16.	公司业务拆分情况表.....	31
表格 17.	相关公司估值一览.....	31

一、行业情况：行业规模持续增长，行业集中度不断提升

1.1 乳制品行业规模持续增长，集中度持续提升

乳制品行业规模自 15 年后整体增速放缓，逐步进入成熟期。据欧睿数据显示，20 世纪初至 14 年乳制品经历了量价齐升的高速发展期（08 年三聚氰胺事件导致行业增速回落至 6%，但之后逐步恢复，09-14 年行业规模 CAGR 达 14%），18 年乳类饮品产品零售规模为 2538 亿元，增速不足 5%，整体来看，乳制品行业已逐步进入成熟期。

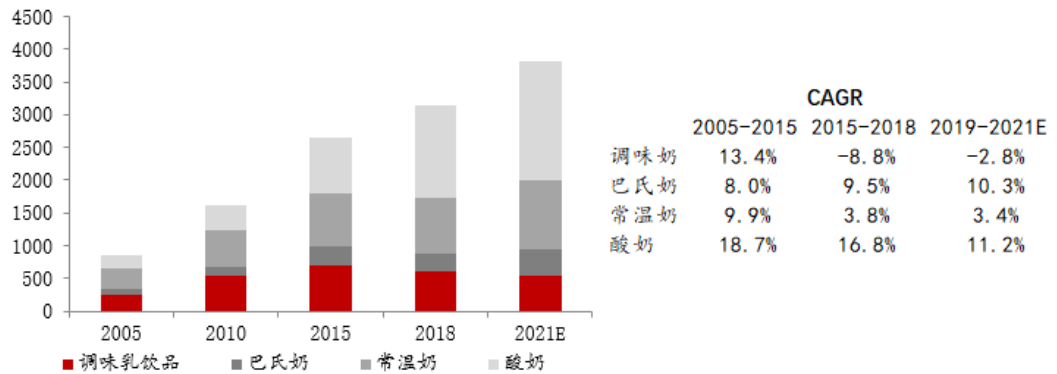
图 1：乳类饮品零售市场规模从 2015 年起增速放缓



资料来源：欧睿，川财证券研究所

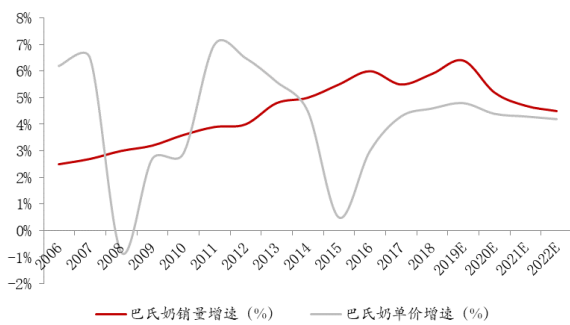
品类发展角度来看，细分子行业处于不同的增长阶段，其中巴氏奶、酸奶仍处于发展期。05-15 年调味乳、常温奶、巴氏奶、奶粉、酸奶行业零售规模 CAGR 分别为 13.4%、9.9%、8.0%、1.0%、18.7%，2018 年调味乳、常温奶、巴氏奶、奶粉、酸奶市场规模分别为 593、925、308、185、1339 亿元，目前酸奶、常温奶占比较高，常温奶自 17 年起主要受价格因素驱动，而低温奶、奶粉则呈量价齐升态势，业绩主要受需求高增推动。据 Euromonitor 预计，19-21 年巴氏奶及酸奶将继续处于成长期，常温奶将进入成熟期。

图 2：不同细分子行业处于不同增长阶段（单位：亿元）



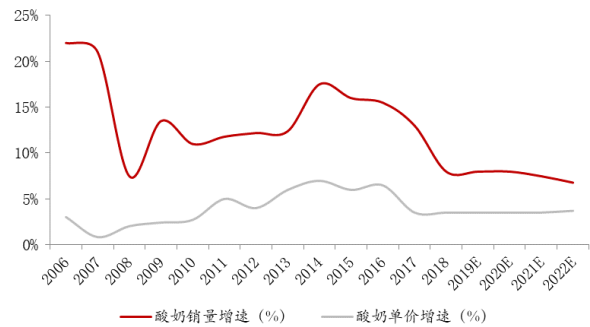
资料来源：欧睿，川财证券研究所

图 3：巴氏奶销量及增速情况



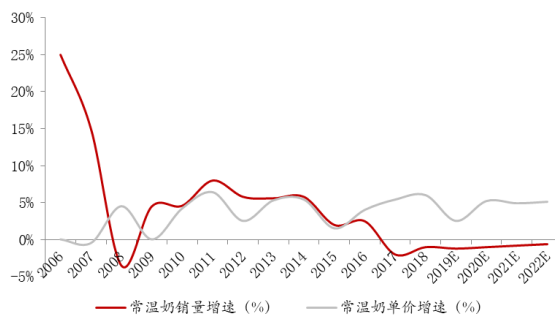
资料来源：欧睿，川财证券研究所

图 4：酸奶销量及增速情况



资料来源：欧睿，川财证券研究所

图 5：常温奶销量及增速情况

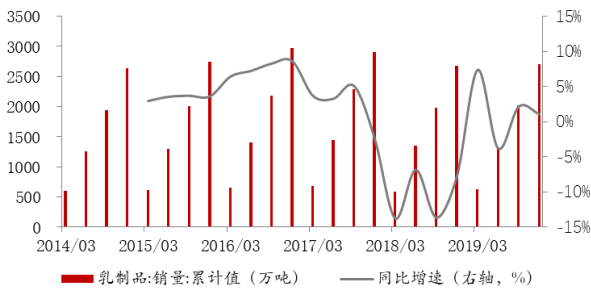


资料来源：欧睿，川财证券研究所

竞争格局角度来看，乳制品行业集中度持续提升为行业重要趋势。从行业层面看，19年乳制品销量为2710万吨，同比提升1.1%，需求整体较为稳定；从上市公司层面来看，乳制品企业19年营业收入同比增长12.3%，净利润同比增长7.3%，业绩增速较为稳定；从市占率来看，19年伊利及蒙牛在乳制品全

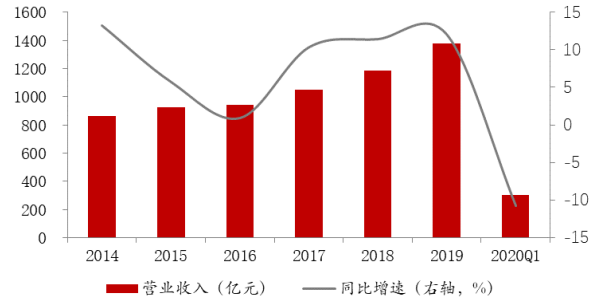
品类的市占率分别为 24.5%、20.3%（不含君乐宝），远高于光明（3.7%），随着规模优势的显现，蒙牛、伊利投入与产出比明显高于中小企业则将进一步拉大与中小企业差距。

图 6：2019 年乳制品销量增速放缓



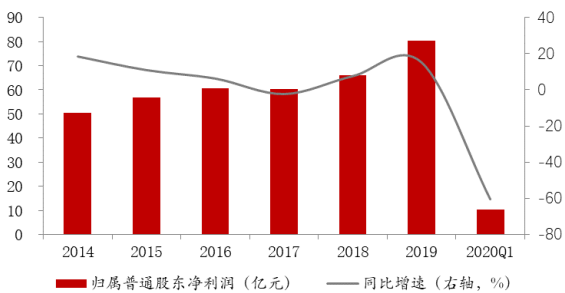
资料来源：国家统计局，川财证券研究所

图 7：2019 年乳制品行业收入增速为 12%



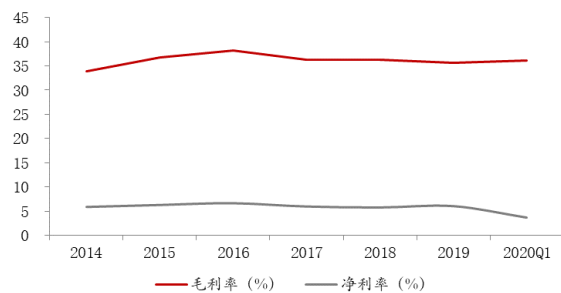
资料来源：wind，川财证券研究所

图 8：2019 年乳制品行业归母净利润增速为 15%



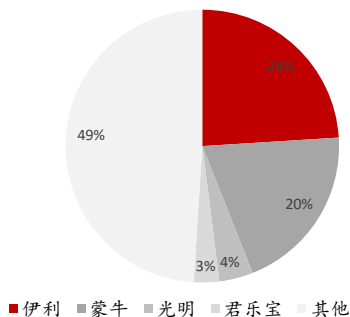
资料来源：wind，川财证券研究所

图 9：2019 年乳制品行业毛利率及净利率较为稳定



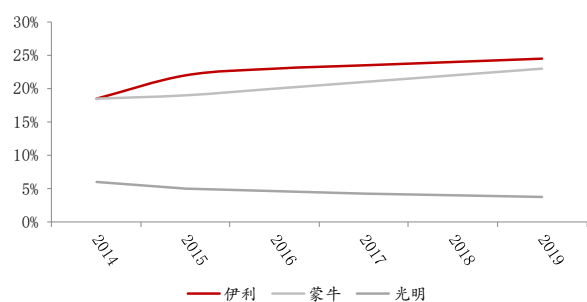
资料来源：wind，川财证券研究所

图 10：2019 年乳制品行业格局



资料来源：欧睿，川财证券研究所

图 11：伊利市场份额持续提升

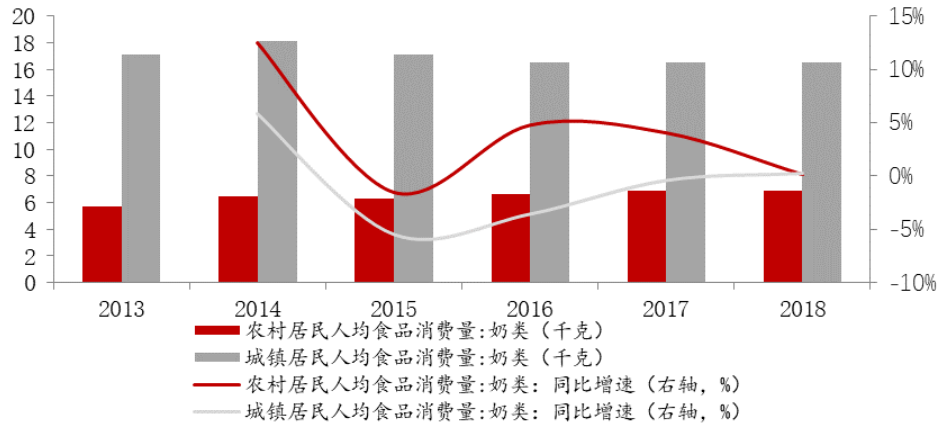


资料来源：欧睿，川财证券研究所

农村人均消费量的提升将成为推动乳制品行业增长的重要推动力。人均奶类消
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

费量来看，我国城镇居民人均奶类消费量于 14 年达到高点（18.1 千克），18 年下跌至 16.5 千克，而农村人均奶类消费量则呈上升趋势，农村人均消费量的提升将成为推动乳制品行业增长的重要推动力。

图 12：近年来农村居民奶类人均消费量提升显著



资料来源：wind，川财证券研究所

对标日本，我国乳制行业仍有较大发展空间。日本奶酪、鲜奶、冰淇淋、豆奶、酸奶、风味乳饮、常温奶消费量分别为我国高 36.3、9.5、3.2、1.7、1.6、0.2、0.04 倍，我国鲜奶、酸奶消费量仍有至少 2 倍的提升空间，常温奶提升空间较低；从人均消费金额来看，日本冰淇淋、酸奶、风味乳饮、豆奶、常温奶、鲜奶、奶酪、奶粉分别较我国高 3.2、2.8、2.5、1.7、1.6、1.3、1.3、0.6 倍，酸奶及鲜奶均有 1-2 倍提升空间。

表格 1. 2018 年中日乳制品细分品类消费情况一览

	中国年消费量 (千克)	日本年消费量 (千克)	日本：中国 (倍)	中国年消费额 (USD)	日本年消费额 (USD)	日本：中国 (倍)	中国均价 (USD/千克)	日本均价 (USD/千克)	日本：中国 (倍)
常温奶	5.3	0.2	0.04	10.2	0.7	0.07	1.9	3.1	1.63
鲜奶	1.7	16.6	9.52	3.4	40.5	12.02	1.9	2.4	1.26
酸奶	6.8	11.2	1.64	15.2	70.7	4.64	2.2	6.3	2.84
风味乳饮	3.9	0.9	0.23	6.5	3.7	0.58	1.7	4.2	2.54
豆奶	1.0	2.9	3.01	1.3	6.3	4.97	1.3	2.2	1.65
奶粉	0.5	0.2	0.40	18.0	4.5	0.25	38.3	23.8	0.62
冰淇淋	1.4	4.5	3.18	4.8	49.0	10.17	3.4	10.9	3.20
奶酪	0.0	1.1	36.33	0.7	29.7	45.71	21.7	27.3	1.26

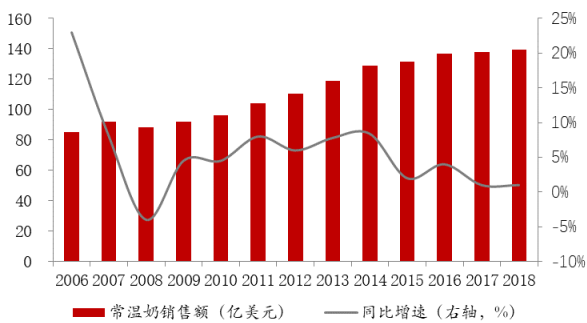
资料来源：欧睿，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

1.2 常温奶：步入成熟期，乳企通过结构升级实现价值延伸

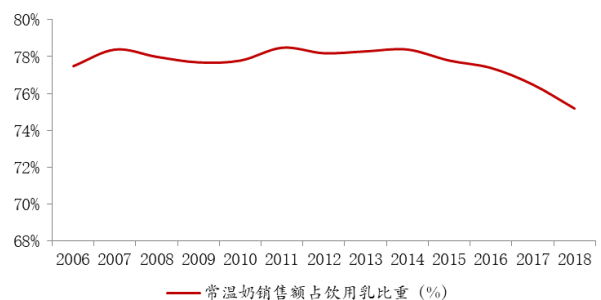
据欧睿数据显示，常温奶增速自 14 年来开始逐步放缓，18 年我国常温奶销售额为 142 亿美元，同比增长 0.7%；占饮用乳品收入比从 14 年的 78%下降至 18 年的 75%；消费量方面，常温奶消费量自 15 年起增速开始放缓，其中 17、18 年出现负增长，我们认为近年常温奶消费量难以实现明显提升，主要原因为：1) 我国常温奶消费水平与美国、日本等发达国家差距不大；2) 伊利及蒙牛常温奶市场渗透率高，较高的渗透率显示其消费培育空间不断变小；3) 常温奶、低温奶、酸奶均具有一定替代关系，由于低温奶及酸奶人均消费量仍偏低，在消费升级的背景下，低温奶及酸奶消费量保持稳定增长，因此常温奶与低温奶增速发生明显分化。

图 13：国内常温牛奶市场规模



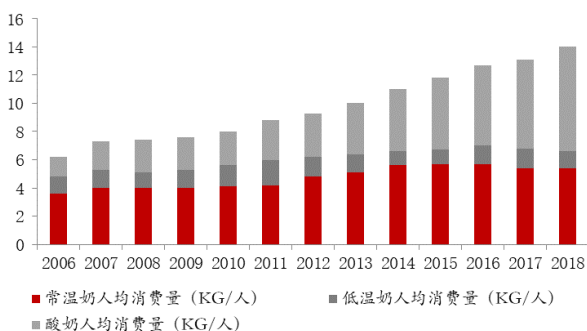
资料来源：欧睿，川财证券研究所

图 14：近年来常温奶销售额占饮用乳比重下降



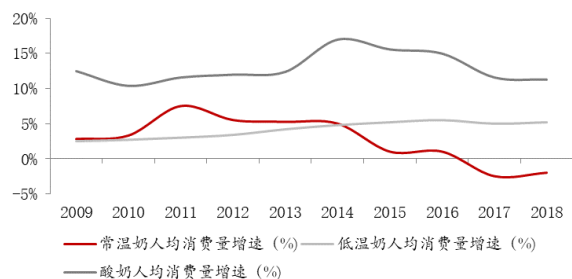
资料来源：欧睿，川财证券研究所

图 15：我国常温奶人均消费量出现下降



资料来源：欧睿，川财证券研究所

图 16：我国常温奶人均消费量增速趋缓



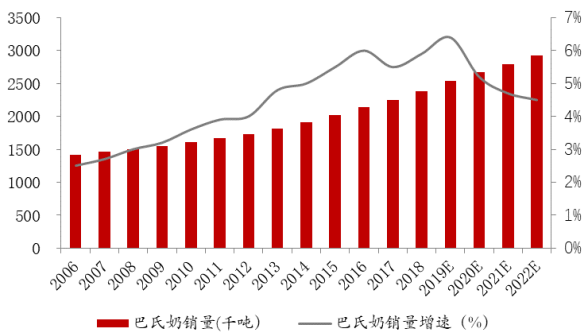
资料来源：欧睿，川财证券研究所

在量增受限的情况下，乳企通过提升产品结构以实现品类价值延伸。在常温奶行业在量增放缓的背景下，19年常温牛奶及酸奶单价呈上升趋势，龙头企业通过升级产品口味及包装来提升价格带，乳制品高端化趋势明显，目前我国常温白奶主要价格段仍为2-3元/250ml，高端常温白奶价格段在5-8元/250ml，因此在产品结构升级方面，常温奶仍有较大发展空间。

1.3 低温奶：顺应消费趋势，低温奶增长空间广阔

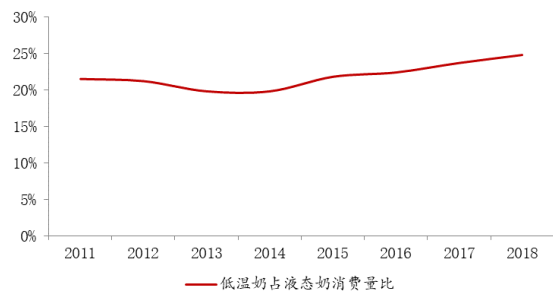
据欧睿数据显示，18年我国低温奶零售额为47亿美元，为乳制品细分行业中发展较快的板块；消费量方面，2018年低温奶消费量为243.2万吨，占全国液态奶消费量的24.9%。据欧睿预测，19-22年低温奶CAGR将达10.3%。

图 17：低温奶销量及增速



资料来源：欧睿，川财证券研究所

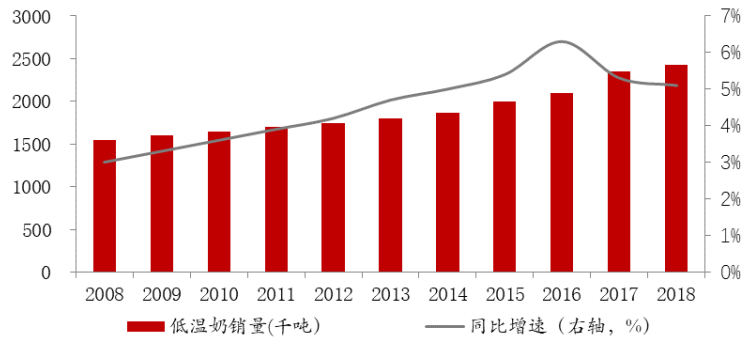
图 18：低温奶占液态奶消费量比



资料来源：欧睿，川财证券研究所

由于营养丰富、新鲜度高的低温奶符合消费升级趋势，同时在消费量及市场集中度方面均有较大提升空间，因此低温奶增长空间广阔，区域乳企较全国性乳企具有一定优势。生产、运输、存储等方面较高的专业要求及较高的成本限制了低温奶的销售半径，低温奶乳企大多只能在靠近奶源地地区布局工厂，区域性乳企更具优势。另外，低温奶竞争格局较为分散，18年我国低温奶CR5仅为36.2%，低于香港（中国）、日本、美国。在扶持政策频出、基础设施优化、消费者健康意识提升、消费升级的背景下，我国低温奶增长空间广阔。

图 19：低温奶市场规模提升速度快



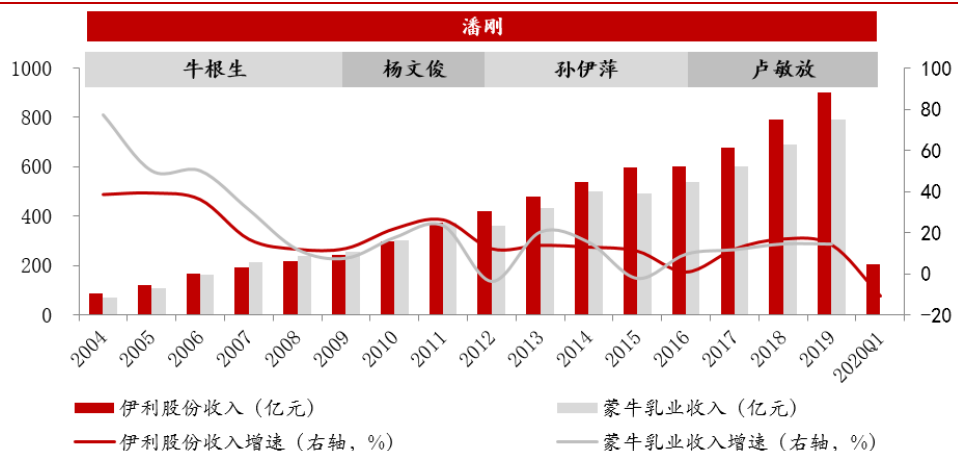
资料来源：欧睿，川财证券研究所

二、管理层、渠道为核心竞争力，产品+营销齐发力

伊利管理层更为稳定，且激励机制充分，在管理层带领下，伊利较早的构筑了渠道壁垒，并在产品、营销方面齐发力：

- 1) 渠道方面，渠道网络布局能力为乳企核心竞争力之一，伊利为较早进行渠道下沉的乳企之一，享受到了消费升级红利，截至2019年，乡镇村网点近103.9万家，较上年提升了8%，未来低线城市及乡村布局仍为公司增长点之一；
- 2) 产品方面：从品类来看，伊利在常温奶、奶粉、冷饮等领域具有竞争优势，未来公司将通过品质及包装升级、产品细分、拓展新品类等方式保持持续增长；
- 3) 营销方面，伊利始终保持高费用投入，使存量产品实现稳定增长，新产品迅速上量。

图 20：伊利管理层更为稳定



资料来源：wind，川财证券研究所

表格 2. 蒙牛、伊利发展历程一览表

蒙牛			伊利		
时间段	事件	原因	时间段	事件	原因
1999-2006年	蒙牛增速高于伊利	蒙牛及伊利采取以下方式取得快速成长：1) 地面推广叠加品牌宣传，以营销打造品牌知名度；2) 产品创新引发乳制品需求多样性，扩大消费者群体；3) 通过加强经销商体系建设推动渠道下沉；4) 开始全国范围内布局产能以布局全国市场。 蒙牛增速高于伊利的的原因：1) 将营销放在战略核心地位，提出“先做市场再建工厂”，以高强度营销投入快速占领市场；2) 营销手段高超、品牌建设领先行业水平；3) 产品创新领先行业。	1999-2006年	伊利逐步被蒙牛超越	伊利逐步被超越的原因：前任董事长郑俊怀在经营风格较为谨慎，公司在品牌投入、产能建设等方面均落后蒙牛。
2008年	三聚氰胺事件的发生打击乳业业绩	在2008年之前行业奉行营销为王、忽视奶源建设的背景下，三聚氰胺事件的爆发使得2008年乳品行业收入、利润大幅下降，蒙牛及伊利业绩下降显著			
2009-2012年	蒙牛：杨文俊时代	在杨文俊在职期间，业绩增速逐步下降，主要原因为：1) 杨文俊时代蒙牛仍旧沿用过去思路；2) 中粮入主后公司高层出现动荡；3) 蒙牛过去的狼性发展导致食品安全问题频发，最终导致中粮接手蒙牛日常运营。			
2012-2016年	蒙牛：孙伊萍时代	在孙伊萍在职期间，13年业绩实现高增，但之后业绩增速下降。孙伊萍上任后对蒙牛进行大刀阔斧的改革：1) 对公司组织架构进行改革，将事业部制调整为直线职能制；2) 对销售公司进行调整，理顺渠道利益关系；3) 通过并购雅士利、多美滋布局奶粉业务；4) 加强奶源建设。但同时出现以下问题：1) 改革过于激进，各方面利益产生冲突导致问题频发；2) 上游规模化牧场供应原奶占比比较高，成本承压明显；3) 雅士利表现不佳。	2005年-至今	伊利管理层稳定，稳扎稳打	2005年潘刚上任，潘总上任之初公司就通过了总金额为12.8亿的产能建设计划，投入金额超之前投入总和，同时加大营销费用，这一阶段伊利的“毛利率-销售费用率”指标开始超过蒙牛。 总体来看，这一阶段伊利的股东构成、高管团队保持相对稳定， 伊利于2012年收入正式反超蒙牛 ，这期间，伊利主要在以下几个方面开展工作：1) 管理层激励、员工持股顺利推进，机制问题最终理顺；2) 织网计划推动渠道下沉；3) 降费提价、提升净利率；4) 公司推行产品跟随策略，以规模效取胜；5) 着力产业链薄弱环节重点加固，加强奶源建设、加强产能建设。
2016-至今	蒙牛：卢敏放时代	在卢敏放在职期间，业绩保持稳定增长。卢敏放上任后，进行以下改革：1) 将公司组织架构重新由直线职能制调整回事业部制以提升各部门运营效率；2) 开始以深度分销推动渠道下沉；3) 加强费用资源投入；4) 针对薄弱部分进行重点改造，协助现代牧业发展下游液态奶产品；5) 雅士利进行供应链、渠道改革。			

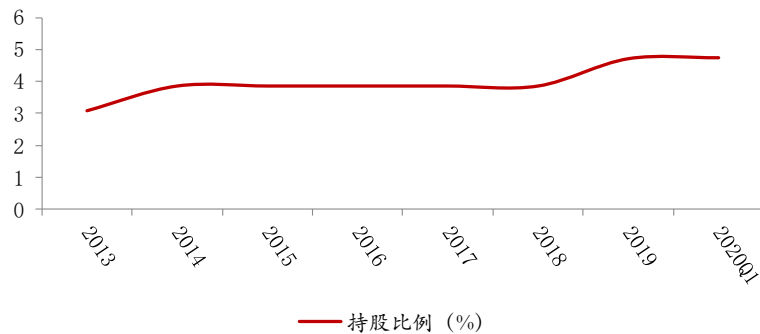
资料来源：wind, 川财证券研究所

2.1 管理团队：薪酬激励完善，团队优质稳定

相较于蒙牛，伊利管理层更为稳定，且激励机制充分。伊利优质、稳定的团队保障了公司战略的延续性、正确性及执行的高效性，而完善的薪酬及股权激励制度则充分激发员工积极性，为公司日后发展保驾护航。具体来看，相较于蒙牛管理及股权架构的频繁更迭，伊利核心团队持股比例自2014年至今均较为稳定，董事长潘刚1992年大学毕业后便进入伊利集团；2002年任伊利集团总裁兼事业部总经理；2005年上任董事长兼任总裁至今；2007年由于股改追加支付和期权首期行权，潘刚开始持有公司股份，目前潘刚持股比例为4.7%，为公司第三大股东。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 21：董事长潘刚持股变化



资料来源：wind, 川财证券研究所

公司采取多重激励方式提升员工积极性。薪酬及股权激励制度方面，公司采取限制性股票、员工持股、股票期权等多重激励方式来绑定员工利益与公司利益，目前前面几期的激励政策考核均达标。在 2006 年伊利股份向包括公司高管在内的 35 名核心业务人员授予了 5000 万股股票期权；2016 年推出第二股权激励计划，向 294 名激励对象授予 4500 万股股票期权，向 293 名激励对象授予 1500 万股限制性股票；2019 年公司发布第三次股权激励计划，显示公司拟授予 152,428,000 股限制性股票，占总股本的 2.5%，授予价格为 15.6 元，分五期解除限售，激励对象共计 480 人，包括董事高管及核心技术（业务）骨干等员工。伊利较为充分的股权激励一方面利于公司管理层保持稳定、员工核心利益与公司绑定，进一步夯实领军企业地位，另一方面也锚定了伊利未来几年业绩增速底线。

表格 3. 2019 年限制性股票激励计划解除限售要求

本激励计划授予的限制性股票解除限售考核年度为 2019-2023 年五个会计年度，每个会计年度考核一次，本次授予的限制性股票分五期解除限售，达到下述业绩考核目标时，限制性股票方可解除限售

解除限售期	公司业绩考核目标
第一个解除限售期	以 2018 年净利润为基数，2019 年净利润增长率不低于 8%，净资产收益率不低于 15%。
第二个解除限售期	以 2018 年净利润为基数，2020 年净利润增长率不低于 18%，净资产收益率不低于 15%。
第三个解除限售期	以 2018 年净利润为基数，2021 年净利润增长率不低于 28%，净资产收益率不低于 15%。
第四个解除限售期	以 2018 年净利润为基数，2022 年净利润增长率不低于 38%，净资产收益率不低于 15%。
第五个解除限售期	以 2018 年净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 48%，净资产收益率不低于 15%。

资料来源：wind, 川财证券研究所

表格 4. 公司拥有多重激励方式

年份	激励方式	涉及人员	人数 (人)	股份数量 (万股/份)	占股本比重 (%)	有效期	限制条件	实际行权日期	类型	行权/解禁股票数 (万)	行权/授予价格 (元)	当日股价 (元)
2006	股票期权	公司总裁、总裁助理及核心业务骨干	33	5000	9.7%	8年	首期行权不超过25%，上一年度： 1) 扣非净利润增长率不低于17%， 2) 主营业务收入增长率不低于20%；首期以后行权时，上一年度主营业务收入与2005年相比的复合增长率不低于15%	2007.12.22	首期行权	6.5	12.1	3.4
								2013.6.8	剩余全部行权	17205.6	6.5	8.0
2014	员工持股	中高层管理人员及业务技术骨干	317	14389		分十期实施 (2014-2023年)						
		其中：董事高管	8	4426								
2016	股票期权	核心业务人员、及核心技术人员	294	4500	0.7%	4年	以2015年净利润为基数第一个行权期：2017年净利润增长率不低于30%，净资产收益率不低于12%；第二个行权期：2018年净利润增长率不低于45%，净资产收益率不低于12%	2019.2.22	第一期解禁	642.5	15.3	23.9
								2019.5.7	第一期第一次行权	1852.9	14.5	30.6
	2019.6.6	第一期第二次行权	46.9	14.5	30.0							
	2020.1.2	第二期行权	1812.4	14.5	31.8							
	2020.1.16	第二期解禁	604.0	15.3	33.5							
2019	限制性股票	董事高管及核心技术 (业务) 骨干等	474	18292	3.0%	6年	以2018年净利润为基数2019-2023年度净利润增长率为8%、18%、28%、38%、48%，设定2019-2023年度净资产收益率为20%且年度现金分红比例不低于70%					
		其中：董事高管	5	8170	1.4%							

资料来源：wind, 川财证券研究所

2.2 渠道：率先实现渠道下沉，渗透率高

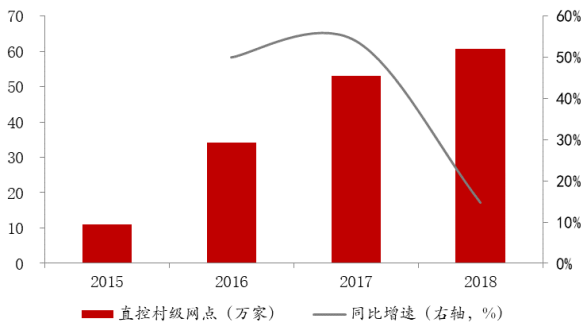
相较于蒙牛，伊利较早实现渠道下沉，渠道控制力更强。伊利方面：伊利自 06 年便来时布局全国，下沉至乡镇终端。伊利自 2006 年进行织网计划以布局全国；2007 年借助“万村千乡”活动则布局乡镇终端，截止 2011 年已累计完成改造及新建农家店 60 万家，伊利与乡村及三四线城市的渠道上及消费者初步建立了联系；2011 年建成“奶源中转枢纽”，实现全国化布局；2012 年开始实施渠道精耕，加大三四线及乡村覆盖力度；2016 年通过“村淘”业务模式加快低线市场覆盖。截至 2019 年 6 月，伊利常温液态乳品在三四线城市渗透率提升至 86.2%，较 2018 年同期提升了 2.3 个百分点，且高于伊利全国渗透率 (83.9%)，伊利在低线市场渗透率较高。网点数量方面，2019 年公司所服务的线下液态奶终端网点已达 191 万家，较上年同期增长 9.1%，乡镇村网点近 103.9 万家，较上年提升了 8.0%，伊利将持续享受低线城市消费升级红利。结构方面，区别于蒙牛以往的三层分销体系，伊利以区域性经销商为主，渠道更为扁平化，伊利与渠道上合作模式由“合作模式”转变为“配送模式”，公司通过下放销售人员至终端以加强渠道掌控力；蒙牛方面：通过大商分销体系铺开销售网络，终端掌控力较弱。蒙牛在渠道方面布局晚于伊利，目前渠道

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

扁平化程度仍不及伊利。蒙牛最初通过大商分销体系迅速铺开销售网络，但后期渠道激励不足、费用投放效果较弱、对渠道掌控力较为缺乏等问题逐步显现；12年孙伊萍上任，提出在渠道上进行扁平化改革；16年泸敏放上任，公司进一步推进扁平化销售架构，结合事业部改制，深化各品类的销售渠道渗透；17年蒙牛与阿里巴巴合作以开拓空白区域，截止19H1，蒙牛“镇村通”项目已覆盖4000多个乡镇，新增20万个售点。目前蒙牛在三四线城市及乡村市场中，仍处于由“经销模式”向“配送模式”转型中，对大型区域经销商仍存在一定依赖度，渠道掌控力不及伊利。

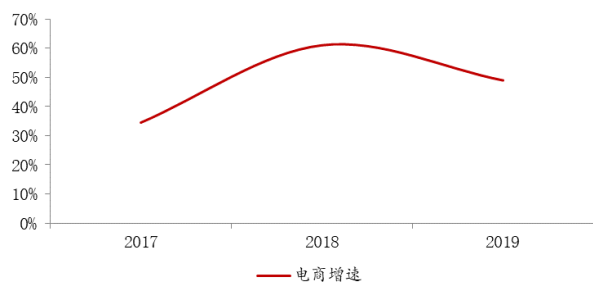
伊利将继续加大电商渠道投入。2020年初的疫情使得消费者消费习惯发生改变，公司将更关注新零售、电商和团购渠道的发展空间，19年公司电商渠道收入同比提高49%，未来会继续加大电商渠道的布局 and 投入。

图 22：伊利直控村级网点数



资料来源：wind，川财证券研究所

图 23：伊利电商业务增速



资料来源：wind，川财证券研究所

表格 5. 伊利渠道发展情况

年份	重点渠道策略
2006	在全国开展“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
2007	借助商务部“万村千乡”活动进入“农家店”等乡镇销售终端
2012	原有工厂产能的释放和新工厂逐渐投产，渠道进一步下沉至县乡镇市场
2013	实施渠道精耕管理，产品的市场渗透能力逐步提升；同时进行终端基础建设提升计划。
2014	1) 推进渠道精耕计划，对渠道网点实施精准分级管理；2) 开拓新兴营销渠道，在KA渠道建立战略客户管理模式、重构电商业务模式、在母婴渠道建立“会员营销”机制
2015	1) 深入推进渠道精耕计划；2) 积极开拓新兴渠道；3) 提高县乡镇农村市场产品渗透能力，挖掘空白市场业务机会
2016	1) 继续推进渠道精耕计划；2) 积极开拓新兴渠道；3) 提高县乡镇农村市场产品渗透能力，加快“村淘业务模式”的复制和推广进度
2018	1) 渠道拓展与市场渗透“双管齐下”，开发空白网点、强化现有网点的维护，提升终端掌控力；2) 重点推动乡镇、村市场开发，搭建乡镇村服务体系，构建全新的乡镇村业务发展模式

2019年上半年 在数字化战略引领下，精耕渠道建设，专注渠道扩展与下沉，全面覆盖国内市场，逐步建立全球市场体系

资料来源：wind，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

表格 6. 蒙牛渠道发展情况

2012年渠道扁平化改革	
现代渠道	推行总部客户部-大区KA部-经销商KA部的三层架构KA团队直接对零售客户销量负责
传统渠道	1) 区域业务单元 (RBU)：三四线市场由覆盖全国销售大区的RUB派驻业务员对接经销商
	2) 销售公司：一二线市场设立销售公司或参控股经销商实现自营
	3) 核心业务单元 (CBU)：除经销商和销售公司外的营销运营补充模式
2017年事业部改制，进一步推动各品类销售渠道渗透	
常温事业部	强化乡镇村渗透，聚焦渠道下沉
低温事业部	增加销售点，实现县城直营及销售点直控
奶粉事业部	转变CBU构架，创新CBU
冰淇淋事业部	加强餐饮及KA渠道开发

资料来源: wind, 川财证券研究所

2.3 产品：全面布局，产品结构稳步提升

2019 年公司收入规模 902.2 亿元，产品布局较为全面。2019 年公司实现主营业务收入 894.5 亿元，其中占比最大的液体乳收入为 737.6 亿元(占比为 81.8%)，目前公司已布局几乎所有乳制品细分领域，并构建了高中低端产品矩阵。毛利率方面，奶粉及奶制品、冷饮产品毛利率较高，分别为 48.1%、46.5%，而液体奶毛利率为 35.2%。公司按产品系列划分，分别成立了液态奶、奶粉、冷饮、酸奶、健康饮品及奶酪六大产品业务线，其中健康饮品（包括矿泉水及饮料）及奶酪事业部于 18 年底成立，奶粉、冷饮、液态奶等事业部均拥有核心大单品，目前公司主要业务以液态乳为主。

虽然伊利蒙牛产品总体同质化较明显，但伊利依靠不断进行产品升级、产品线不断深化、新业务不断拓展，主要竞品逐步增速高于蒙牛。2005 年蒙牛通过推出蒙牛酸酸乳、高端白奶特仑苏两大单品逐步实现对伊利的赶超，随后由于伊利、蒙牛在各细分领域均拥有同质较为严重的对标产品，因此竞争愈加激烈，但伊利在主要竞品上增速较蒙牛高：2012 年起伊利金典收入增速超蒙牛特仑苏，收入规模于 2015 年与特仑苏几乎持平；伊利基础白奶规模也与蒙牛拉开加大差距；伊利优酸乳在 2015 年已实现对蒙牛的反超。伊利能在后期实现反超，主要原因为：

1) 产品升级方面，以伊利常温奶为例，公司将袋装奶逐步升级至无菌砖盒装纯牛奶的同时，也将蛋白质从 3.0g/100ml 提升至不断提升至 3.6g/100ml，将钙含量从 100mg/100ml 提升至 120mg/100ml；

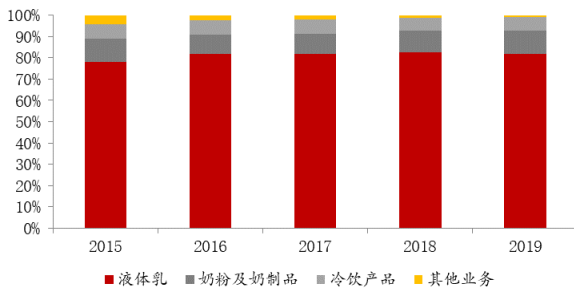
2) 产品线不断深化方面，安慕希、金典、味可滋等品牌均推出了多种口味、多种包装的产品，2019 年“金典”“安慕希”“畅轻”“金领冠”“巧乐兹”“畅意 100%”等重点产品销售收入同比增长 22.3%；

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

3) 新产品方面, 2019 年公司新品销售收入占比 19.4%, 较上年同期提高了 4.6 个百分点;

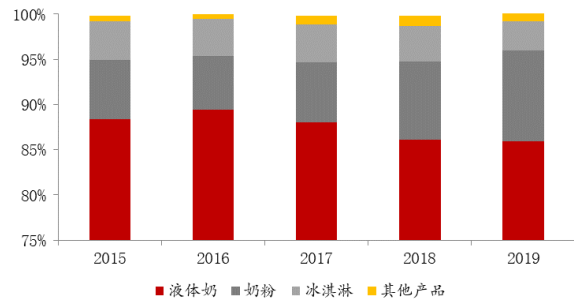
4) 新业务拓展方面, 伊利在 18 年成立健康饮品事业部后, 开始布局矿泉水、能量饮料、咖啡等细分领域, 在母品牌背书下, 细分领域有望成为公司增长点。

图 24: 2019 年伊利主营业务拆分(按产品类型)



资料来源: wind, 川财证券研究所

图 25: 2019 年蒙牛主营业务拆分(按产品类型)

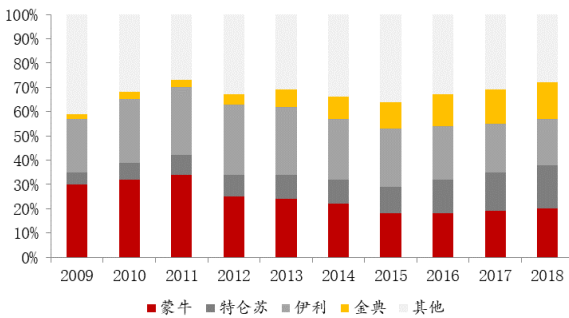


资料来源: wind, 川财证券研究所

2.3.1 常温奶: 规模领先竞品, 高端大单品表现亮眼

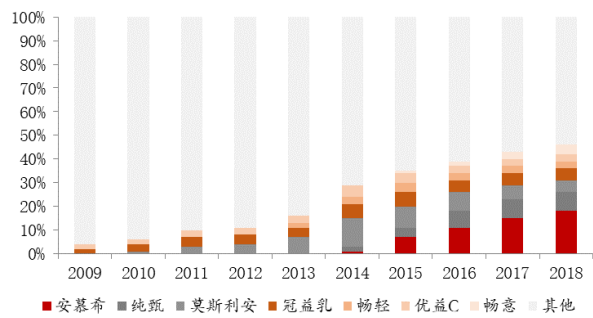
作为公司增长的重要驱动力, 常温奶已形成了以安慕希、金典为核心, 以优酸乳、纯奶为驱动力, 以 QQ 星、舒化奶、味可滋等细分条线单品为基础的品牌矩阵。17-19 年伊利及蒙牛常温奶依靠产品升级、打造大单品, 均保持较高增速发展, 伊利整体增速仍较蒙牛快。具体来看, 蒙牛在高端奶方面仍具竞争优势, 但伊利受益于在三四线拥有具有竞争力的渠道网络, 基础白奶及畅意等常温乳饮品增长势头较好, 此外, 伊利通过不断拓展营销广度及深度; 借助线下渠道优势主导订货; 对大单品系列进行升级以增强客户粘性, 从而打造出众多核心大单品。凯度调研数据显示, 2019 年公司常温液态类乳品的市场渗透率为 84.3%, 较上年同期提升了 1.9 个百分点。虽然金典及安慕希推出时间均晚于伊利的特仑苏及纯甄, 但其市占率实现迅速增长, 金典与特仑苏差距在不断缩小, 而安慕希与纯甄差距也在不断拉大。据尼尔森数据显示, 2019 年前 8 个月, 伊利金典在高端奶市占率仅较特仑苏低 6 个百分点, 而安慕希在常温酸奶中市占率远超纯甄。

图 26: 国内主要常温白奶品牌市占率



资料来源: 欧睿, 川财证券研究所

图 27: 国内主要酸奶类品牌市占率



资料来源: wind, 川财证券研究所

表格 7. 伊利、安慕希具体发展情况

主要产品	目前发展情况	未来发展趋势
金典 (定位高端有机, 专注品质)	<p>在消费升级的背景下, 健康、有机概念逐步深入人心, 高端奶消费量不断增长, 其中2019年前三季度高端白奶增速达15%, 超常温奶11个百分点。虽然2018年特仑苏不断加大促销力度使得金典一度承压, 但金典通过品牌升级, 2019年仍实现10%+的高速增长。尼尔森数据显示, 2019年金典有机常温液态奶产品零售额市占份额为45.7%, 在对应的细分市场中位居首位。我们认为金典近年来能后来居上的原因:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) 品质方面, 金典严格按照有机产品的生产标准打造了一条专属的金典有机奶生产链, 对这款有机奶全程高标准把关, 严格执行种植-养殖-生产-物流-销售5大环节, 361项细项指标严格检测。公司通过对金典有机奶全线产品进行升级, 优质乳蛋白含量不断实现突破, 其中梦幻盖产品及娟珊纯牛奶蛋白质含量已达3.8g/100ml及120mg/100ml原生高钙, 在行业中占据领先地位, 而有机脱脂系列则满足了消费者健康诉求。 2) 产品包装方面, 公司不断对包装进行升级以配合产品升级战略, 2019年9月公司推出便捷性较高的梦幻盖设计, 同时邀请著名插画师进行包装设计。 3) 产品价位方面, 目前金典系列牛奶高中低档价格序列较为明确, 同时公司通过不断推出高端新品以延伸价格带。 4) 营销方面, 公司通过冠名《歌手》及《最强大脑》等综艺节目、邀请明星代言、拍摄突出自然健康高端的广告、推出极具趣味性的音乐能量瓶系列来扩大品牌知名度、提升用户触达率、树立高端形象。 	<p>未来金典有望成为高端有机奶的代表产品, 公司将继续通过顺应消费者需求进行产品升级、不断提升产品品质、丰富产品系列、加大营销力度以提升市场占有率, 缩小与竞品差距。</p>
安慕希 (2019年收入规模超200亿元)	<p>自2009年光明推出国内第一款常温酸奶莫斯利安, 由于缺少竞争者, 2012-2014年产品收入迅速突破百亿, 在伊利及蒙牛也相继推出了常温酸奶安慕希及纯甄后, 莫斯利安收入增速放缓明显, 而安慕希在常温奶入局者不断增加的背景下, 以精准的品牌策略、强大的渠道力迅速抢占市场, 自2013年推出后, 2014年收入规模即达7亿元, 2017年收入规模破百亿, 2019年收入规模破200亿, 增速超10%, 成为伊利产品结构中核心大单品:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) 产品方面, 公司拥有较强创新能力。安慕希在拥有原味、蓝莓和香草等多口味高品质产品基础上, 于2017年首创高端颗粒系列常温酸奶, 相继推出了粒黄桃燕麦、草麦燕麦、芒果百香果、柳橙凤梨、桔柚青裸以及猕猴桃青提等口味, 2020年联合瑞幸咖啡推出了咖啡口味, 安慕希创新能力较强。在2018中国顾客推荐度指数 (C-NPS) 中, 安慕希酸奶凭借其创新工艺与产品品质, 荣获中国顾客最推荐的酸奶。 2) 包装方面: 安慕希产品拥有罗马柱PET瓶装、利乐盖及利乐钻等多种包装以满足各消费场景; 3) 产品价位方面, 安慕希产品价格带较为清晰; 	<p>虽然目前常温酸奶规模增速在逐步放缓, 但受益于其每年不断推陈出新、在加大低线城市推广力度的同时走向国际化、不断加大营销力度, 安慕希品牌价值有望持续提升, 此外, 考虑到安慕希在产品结构升级、市场渗透率方面仍有较大提升空间, 安慕希收入有望继续保持双位数增长。</p>

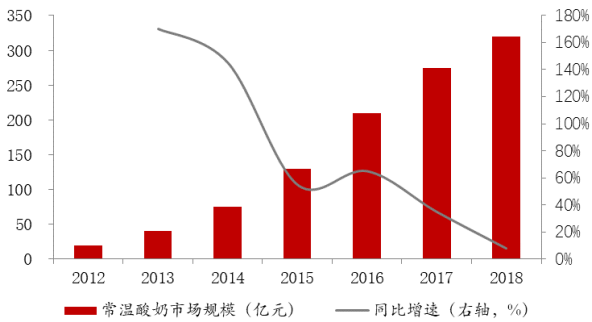
资料来源: wind, 川财证券研究所

表格 8. 伊利金典牛奶纵向不断升级

	纯牛奶	低脂纯牛奶	有机奶	新西兰进口奶	进口娟珊奶	高端梦幻盖(有机纯牛奶、纯牛奶梦幻盖)
价格	65元/箱	67元/箱	79元/箱	88元/箱	118元/箱	75-78元/箱
规格	250ml*12	250ml*12	250ml*12	250ml*12	250ml*12	250ml*10
推出时间	2006年		2007年	2018年	2018年	2019年
特点	3.6g/100ml乳蛋白、原生高钙、荷兰奶牛、生牛乳	3.6g/100ml乳蛋白、原生高钙、荷兰奶牛、生牛乳、减脂50%	3.6g/100ml乳蛋白、原生高钙、荷兰奶牛、有机生牛乳	4.0g/100ml乳蛋白、原生高钙、新西兰奶牛、生牛乳	3.8g/100ml乳蛋白、原生高钙、娟珊奶牛、生牛乳	3.8g/100ml乳蛋白、原生高钙、有机生牛乳、梦幻盖包装
升级形式		低脂	有机奶	奶源进口	奶牛品种升级	包装升级
样式						

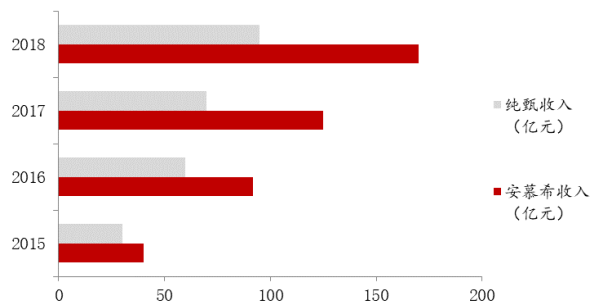
资料来源：京东，川财证券研究所

图 28：我国常温酸奶市场增速情况



资料来源：欧睿，川财证券研究所

图 29：安慕希与纯甄收入差距不断拉大



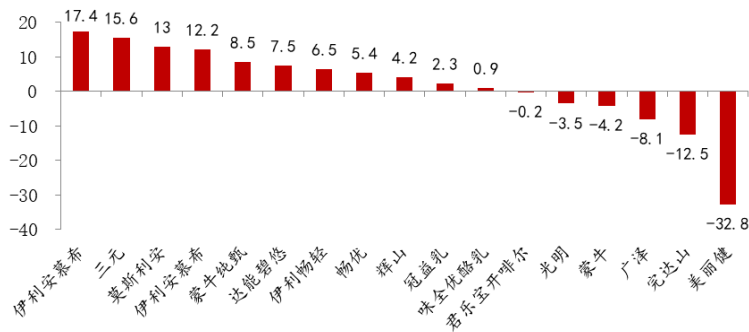
资料来源：wind，川财证券研究所

表格 9. 伊利安慕希纵向不断升级

	原味	香草味	草莓味	蓝莓味	高端颗粒型黄桃燕麦
价格	66元/箱	63元/箱	67元/箱	70元/箱	68元/箱
规格	205g*12	205g*12	205g*12	205g*12	200g*10
推出时间	2014年	2016年	2017年	2018年	2017年
特点	优质奶源、高蛋白	优质奶源、高蛋白、香草风味	优质奶源、高蛋白、草莓风味	优质奶源、高蛋白、蓝莓风味	优质奶源、高蛋白、黄桃风味、添加燕麦颗粒
升级形式		添加香草口味	添加草莓口味	添加蓝莓口味	添加黄桃燕麦颗粒
样式					
	高端颗粒型草莓燕麦	高端畅饮型原味	高端畅饮型芒果百香果	高端畅饮型橙&凤梨/青桔+葡萄+青柠+猕猴桃+青提	咖啡味
价格	68元/箱	78元/箱	70元/箱	79-88元/箱	66元/箱
规格	200g*10	230g*10	230g*10	230g*10	205g*12
推出时间	2018年	2017年	2018年	2019年	2019年
特点	优质奶源、高蛋白、草莓风味、添加燕麦颗粒	优质奶源、高蛋白、大容量、新包装	优质奶源、高蛋白、大容量、新包装、芒果百香果风味	优质奶源、高蛋白、大容量、新包装、橙&凤梨风味	优质奶源、高蛋白、咖啡风味、与瑞幸联名
升级形式	添加草莓燕麦颗粒	包装升级	口味+包装升级	口味+包装升级	添加咖啡口味
样式					

资料来源：京东，川财证券研究所

图 30：2018 年中国顾客推荐度指数（N-CPS）酸奶推荐度排行榜



资料来源：C-NPS，川财证券研究所

在常温奶行业整体增速下降的背景下，伊利基础白奶通过对包装及品质进行升级、结合事件进行营销、加深渠道及网点拓展力度，近年来实现了较为稳健的增长。未来基础白奶在价格方面仍有提升空间：伊利基础白奶 16 盒标准款价格在 42-48 元/提左右，24 盒礼盒装价格在 55-75 元/提左右，且促销形式多样，同时特定礼盒包装主题又会比普通装贵 4 元/提左右，因此伊利基础白奶

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

终端价浮动程度仍较大，仍有提升空间。随着公司渠道网络不断完善、渠道下沉力度不断加大、品牌价值不断提升，基础白酒有望延续量价齐升态势。

表格 10. 礼盒装较普通装贵，升级版纯奶较普通版纯奶贵

<p>¥72.00</p> <p>京东超市 伊利 纯牛奶250ml*24盒/箱 (礼盒装) 金典纯牛奶16入限时三件6</p> <p>703万+条评价</p> <p>伊利牛奶京东自营旗...</p> <p>自营 券199-10 2件8.5折</p>	<p>¥68.80</p> <p>伊利 纯牛奶250ml*24盒 营养早餐儿童学生牛奶 (新老包装随机发货) 1-3月产。</p> <p>11万+条评价</p> <p>京东好店 伊利牛奶官方旗舰店</p> <p>京东物流 秒杀 2件8折</p>	<p>¥74.40</p> <p>京东超市 李现同款 伊利 无菌砖高钙低脂奶250ml*24盒 金典纯牛奶16入限时三</p> <p>703万+条评价</p> <p>伊利牛奶京东自营旗...</p> <p>自营 券199-10 2件8.5折</p>	<p>¥47.90</p> <p>伊利 纯牛奶250ml*16盒 营养早餐儿童学生牛奶 (新老包装随机发货) 1-3月产。</p> <p>4.4万+条评价</p> <p>京东好店 伊利牛奶官方旗舰店</p> <p>京东物流 2件8折</p>
--	--	--	--

资料来源：京东，川财证券研究所

2.3.3 其他品牌：市场空间较为广阔

优酸乳、QQ星、味可滋、植选、舒化等品牌通过聚焦特定消费人群、丰富产品品类、梳理产品序列、多渠道布局、切入新兴市场以实现规模稳定增长。

表格 11. 其他品牌产品发展情况

主要产品	目前发展情况
优酸乳	优酸乳品牌建立时间最早，于2001年便面世，优酸乳曾在15-16年规模超60亿，随后由于市场竞争加剧，产品遇到增长瓶颈，公司通过重新调整定位、推出新产品、通过绑定热剧IP等方式加强营销来推动收入实现回升，2019年优酸乳规模破百亿元；
QQ星	QQ星品牌于2006年推出后，相继推出了成长牛奶、果汁酸奶、风味酸奶、有机奶等产品，在面临市场加剧、产品较多导致业绩下降等问题时，公司通过重新梳理品牌、推出新品、进行产品升级等方式推动业务回暖；
味可滋	味可滋为公司高端风味奶品牌代表之一，于2012年重磅推出首款奶昔系列产品，2013年12月，味可滋再度推出香蕉风味牛奶以强势切入高端风味奶市场，19年9月，味可滋推出冷萃奶茶以切入奶茶市场，未来味可滋将多元化布局；
植选	植选品牌推出于2017年，最初由于豆奶类产品同质化较为严重，销售情况不达预期，随后公司通过调整品牌定位、推出高蛋白豆乳新品、推出品牌代言人、更新产品包装等方式实现销售增速的回升，考虑到我国植物奶领域正处于成长阶段，植选有望为公司贡献可观增量。

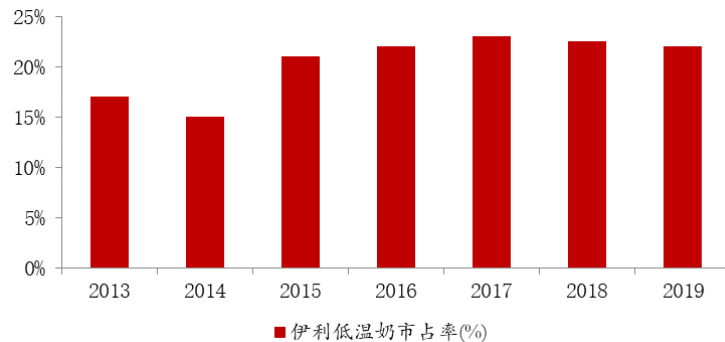
资料来源：京东，川财证券研究所

2.3.4 低温奶：目前体量偏低，未来公司将继续扩充产品线

目前伊利及蒙牛低温奶体量均偏低，低温奶中，低温酸奶占比较大，低温鲜奶、本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

低温乳酸菌饮料则占比较小。由于低温奶符合消费升级方向，且随着消费者消费观念的逐步改变，低温奶接受度越来越高，蒙牛及伊利均不断在低温奶方向加码：1) 蒙牛方面，17 年蒙牛成立了鲜奶事业部，18 年推出了 17 个覆盖中高端的鲜奶产品，其中每日鲜语定位中高端，19 年鲜奶业务收入实现爆发性增长；2) 伊利方面：19 年公司针对低温进行适度策略调整；重新梳理 SKU，砍掉盈利能力低产品，资源聚焦于渠道下沉和重点产品的发展上；公司 19 年在 4 季度陆续推出 3 款低温中高端产品，牧场清晨、伊利鲜牛奶和金典鲜牛奶，也进一步丰富低温业务产品线和产品结构。

图 31：伊利低温奶市占率情况

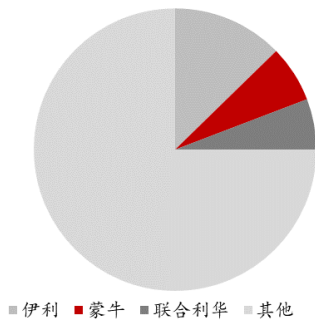


资料来源：尼尔森，川财证券研究所

2.3.5 冷饮：占比较小，已成功切入海外市场

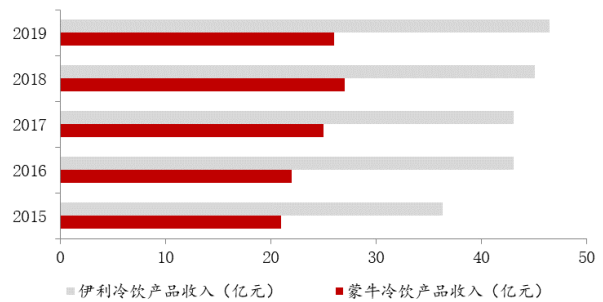
发展初期，伊利及蒙牛凭借较强的成本优势、渠道优势及品牌优势成功切入冰淇淋中低端市场，逐渐成为行业领军企业，17 年伊利、蒙牛市场份额分别达 12.7%、6.5%，但随后由于消费者消费习惯逐步改变，定价较高、富有特色的小众品牌异军突起，伊利及蒙牛的冷饮业务增速出现放缓，19 年收入增速分别为 12.7%、-3.7%，19 年伊利受益于产品结构升级，冷饮业务毛利率提升 1.45 个百分点至 46.51%。目前伊利冷饮业务规模较蒙牛大，旗下拥有巧乐兹、冰工厂、甄稀等多款冰淇淋大单品，其中定位高端的甄稀冰淇淋曾通过冠名《拜托了冰箱》等综艺以提升知名度，2020 年公司将继续力推甄稀榛果黑巧克力、海盐牛油果、香草等新品。此外，JOYDAY 品牌在印尼深受欢迎，公司预计将在东南亚继续加大冷饮产能。

图 32：2017 年冰淇淋市场格局



资料来源：欧睿，川财证券研究所

图 33：蒙牛与伊利冷饮收入规模差距拉大

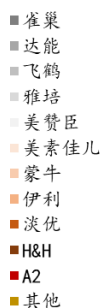


资料来源：wind，川财证券研究所

2.3.6 奶粉：婴幼儿配方奶粉贡献主要收入

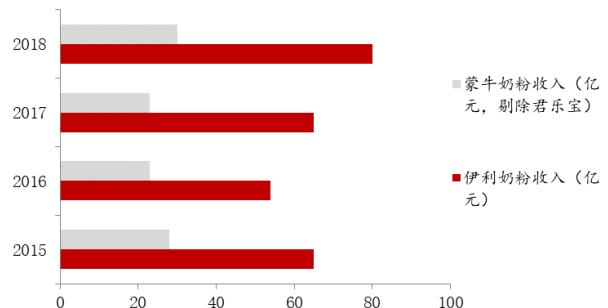
目前伊利及蒙牛奶粉业务主要收入来源均为婴幼儿配方奶粉，16 年受奶粉注册制影响，行业竞争加剧使得伊利及蒙牛业务收入均出现明显下降，17-18 年伊利奶粉及奶制品业务收入增速分别达 18%、25%，2019 年在高基数下维稳，2019 年伊利收入增速为 25%。伊利奶粉及奶制品业务产品结构较为完善，品牌市场认可度高，公司通过推出有机奶粉塞纳牧、金领冠悠滋小羊羊奶粉等新品以提升产品结构，价格成为推动公司业绩增长的主要原因之一，公司坚持完善产品结构、渠道建设和会员营销体系，使公司市场份额稳中有升。营销方面，公司通过冠名《妻子的浪漫旅行》等综艺不断提升制品度。渠道方面，三四线母婴渠道占比超 50%，随着业务人员增加、渠道渗透水平提升、线上业务表现较好，奶粉业务发展形势向好，资源投入效果将逐步显现，尼尔森零研数据显示，在母婴渠道，公司的零售额较上年增长 27.1%；成人奶粉细分市场零售额比上年同期分别增长 11.1%。

图 34：2018 年奶粉市场格局



资料来源：欧睿，川财证券研究所

图 35：伊利奶粉收入规模较蒙牛高

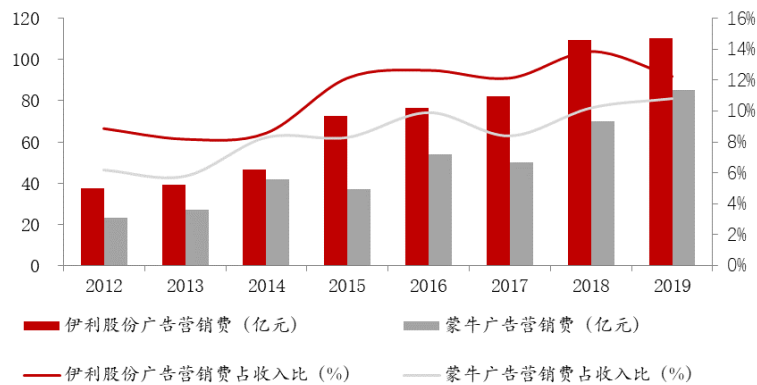


资料来源：wind，川财证券研究所

2.4 营销：保持较高投入力度以维持规模增长

相较于蒙牛，伊利营销费用投放力度更大。公司通过加大营销力度助力品牌发展，2014-2019 年公司收入 CAGR 为 10.8%，而销售费用 CAGR 为 15.9%，足以显示公司度营销的重视程度。近年来公司在对原有产品进行升级的同时，进军低温奶领域，切入植物奶、矿泉水等新领域，销售费用增速亦较高。费用投入方向方面，伊利通过调研消费者行为，对各个媒介渠道进行布局，比如赞助奥运会、世博会、中国航天局及各类综艺节目，相较于蒙牛，伊利在广告赞助方面投入更大。

图 36：伊利、蒙牛广告营销费用及占比



资料来源：公司公告，川财证券研究所

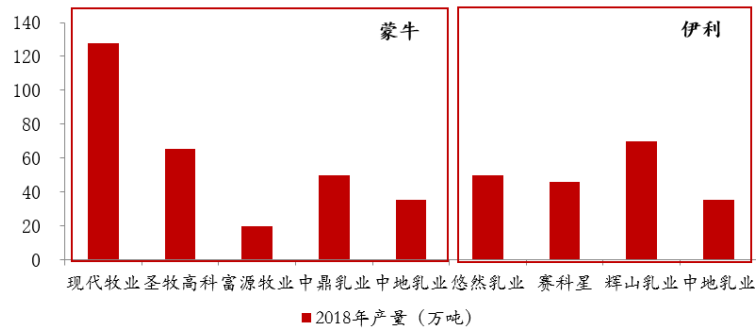
2.5 奶源布局：深耕奶源建设，掌握丰富奶源资源

一般乳企将采取参股牧场或进行战略合作方式与上游乳企建立稳定合作关系，相较于蒙牛主要通过参股牧场的方式（这一方式利于加强奶源控制力、平滑成本周期，但同时资本投入较高，业绩或受其影响），伊利通过与规模化牧场进行战略合作以加强奶源建设、强化利益关系（资本投入较低，方式灵活）。目前伊利拥有新疆天山、内蒙古呼伦贝尔以及锡林郭勒等“黄金奶源”基地，并通过持股方式获得优然牧业、赛科星原奶，通过战略合作方式取得辉山、中地的原奶资源。在我国原奶供给仍较为紧缺、上游乳牛存栏数逐步下降、牧场规模难以迅速提升、产品逐步走向高端及有机化的背景下，掌握优质奶源成为乳企重要竞争力之一，19 年伊利积极联动全区各盟市打造呼和浩特、呼伦贝尔、巴彦淖尔、兴安盟、通辽等五大产业集群项目，同时公司还收购了新西兰第二大乳业合作社 Westland（原奶供应量占新西兰总量约 4%），19 年公司综合产能为达 1185 万吨，领先行业；19 年蒙牛在中国共设有 41 个生产基地，在澳

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

大利亚、新西兰及印度尼西亚各设有 1 个生产基地，年产能合计 950 万吨。

表格 12. 蒙牛、伊利合作上游牧场产量情况



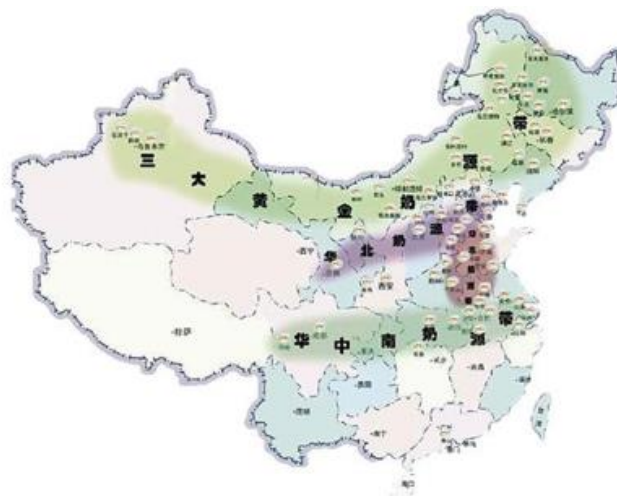
资料来源：公司公告，中国奶业协会，川财证券研究所

表格 13. 蒙牛、伊利奶源合作企业产能情况

乳企	合作牧场	合作方式	产量 (万吨)
伊利	优然牧业	子公司，持股40%	50 (2018年)
	赛科星	持股占比58.36%	46 (2018年)
	辉山乳业	伊利正筹备重组辉山	70 (2018年)
	WESTLAND	100%控股	
	中地乳业	战略合作	2019年公司原料奶销量为3.74万吨，同比增长5.5%；单头泌乳牛平均产奶量为12.3吨，同比增长5.1%
蒙牛	现代牧业	持股占比60.76%	2019年原奶总产量达139万吨，同比增长8.6%
	圣牧高科牧业	持股占比100%	2019年高端原奶产量64.22万吨，其中有机原奶产量为26.69万吨
	中鼎牧业	战略合作	50 (2018年)
	富源牧业	持股占比40%	20 (2018年)
	中地乳业	战略合作	2019年公司原料奶销量为3.74万吨，同比增长5.5%；单头泌乳牛平均产奶量为12.3吨，同比增长5.1%
	原生态牧业	战略合作	28.2 (2018年)

资料来源：公司公告，中国奶业协会，川财证券研究所

表格 14. 伊利集团奶源分布图



资料来源：公司官网，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

三、发展看点：产品纵横延伸发展，饮料有望成为增长点

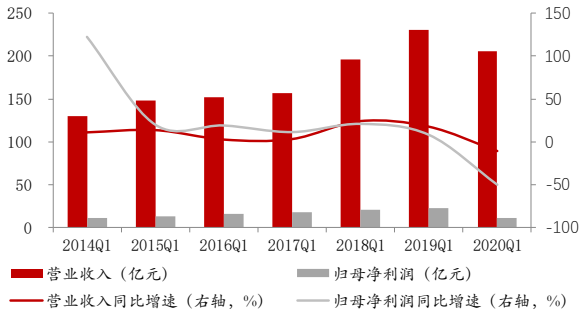
虽然疫情对公司一季度业绩造成较大影响，但短期看，随着消费的逐步复苏，乳制品销售情况将逐季好转，公司仍有望实现收入 970 亿元，利润 61 亿元的年度业绩目标；长期看，由于乳制品行业产品工艺壁垒较弱，蒙牛伊利存量业务同质化较为严重，伊利在存量业务上将通过纵向升级以保持增长的同时，将通过横向拓展来丰富品类，饮料或将成为下一发展引擎。

3.1 短期看：预计公司业绩将逐季改善

受疫情影响，短期公司盈利端承压。2020Q1 公司实现营收 205.4 亿元，同比下降 11.0%（量-9%，价-3%）；归母净利润同比下降 49.8%；扣非扣费后归母净利润同比下降 32.8%，业绩承压主要原因为：1）收入端：春节为原为消费旺季，受疫情影响，终端门店闭店叠加送礼消费下降幅度较大使得常温产品及高端产品受营销较大，此外，乳饮料属于非必需消费品，销量下降明显；由于 2020Q1 本就是低温产品的销售淡季，因此低温产品受疫情影响较小。目前公司动销已实现较快恢复，预计 6 月将恢复至增长水平；2）利润端：一季度公司毛利率下降 2.6 个百分点主要原因为：2020Q1 由于动销受阻，公司加大营销资源投入以推动产品流动、提高产品新鲜度；高端产品销量下降，产品结构变化使得毛利率下降。面对疫情，公司积极应对，营销方面，公司通过积极拓展销售渠道、创新社区营销以满足不同消费场景需求；库存方面，在疫情爆发之初库存压力较大，目前库存已逐步恢复至正常水平；上游原奶方面，目前与伊利合作的牧场没有受疫情影响，奶源供应较为稳定。

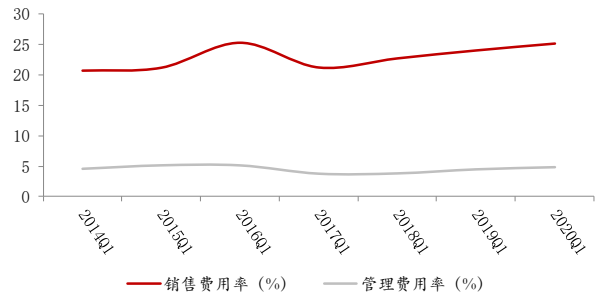
公司业绩有望逐季改善，下半年盈利端或有较好表现。我们认为公司后续盈利能力将逐步改善，主要原因为：1）一季度公司盈利能力承压主要原因为为去库存，促销力度较大，随着后期终端需求恢复，促销力度将减弱；2）受终端需求下降影响，虽然一季度上游原奶供给短暂的大于需求，但在奶牛存栏量较为稳定的背景下，下半年消费旺季叠加原奶供给淡季的到来将使得上游原奶供需处于紧平衡状态，考虑到伊利两次毛销差拐点均处于原奶供给紧缺的年份，下半年原奶供给偏紧利于公司提升盈利能力。另外，疫情将加速中小乳企出清，伊利有望加速抢占市场份额，2020Q1 公司核心常温业务市占率达 39.3%，同比增长 1.1 个百分点。

图 37: 伊利股份 2020Q1 收入及净利润情况



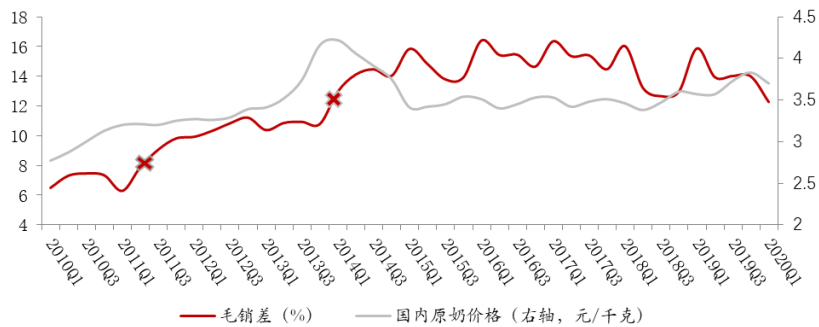
资料来源: wind, 川财证券研究所

图 38: 伊利股份 2020Q1 费用率提升明显



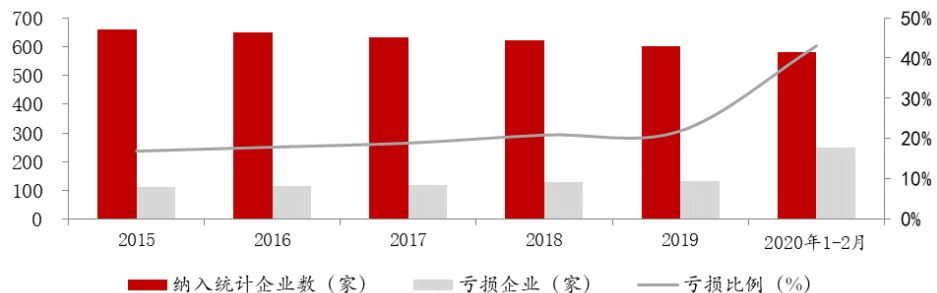
资料来源: wind, 川财证券研究所

图 39: 伊利毛销差及原奶价格情况



资料来源: wind, 川财证券研究所

图 40: 2020 年 1-2 月全国乳制品加工企业亏损比例明显提升



资料来源: 日本乳业协会, 川财证券研究所

全年业绩目标较为理性。公司 2020 年经营计划为营业收入实现 970 亿元 (+7.5%)，利润总额 61 亿元 (-26%)，其中利润总额包含疫情期间捐赠、股权激励等一次性投入，若不考虑这些因素，Q2-Q4 需实现两位数增长，为此，公司制定了相应策略：1) 在常温液态奶方面，在产品上公司将通过创新推出新包装、新品味产品，推出蛋白质含量更高的产品满足消费者的健康需求。在渠道上，公司将进一步下沉，发掘增量市场，品牌上进一步加大投入，提高品

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

牌认知度,带动常温行业品牌集中度进一步提升;2)低温业务方面,20年SKU在19年基础上关注产品创新,在口味、包装上满足消费者多元化需求;3)婴儿奶粉方面,目前国产奶粉正在崛起,随着全球蔓延跨境购、代购业务受阻,这是国产奶粉发展的机会,产品上公司将推出有机奶粉和羊奶粉,同时会继续推出高端化的产品。

虽然疫情使得公司2020Q1业绩承压,但公司市占率仍实现提升,目前公司业务已基本恢复正常,动销预计于6月将实现整体恢复,考虑到液态奶全年仍有望实现高个位数增长,而奶粉业务稳健增长叠加并表了WESTLAND的正向贡献也将为公司带来可观收益,其他产品公司也将通过产品升级、加深渠道下沉、加大营销投入等方式实现业绩增长,2020年公司业绩有望实现稳健提升。

3.2 长期看:产品横纵向拓展,饮料有望成为增长点

3.2.1 蒙牛伊利存量业务同质化严重,新业务差异性或将较为明显

目前伊利、蒙牛在液态乳等存量业务上同质化较为严重,新业务有望助力伊利实现差异化。在目前主流乳制品细分领域中,伊利与蒙牛均存在直接竞争关系。06年之前伊利产品规模较高,07年之后蒙牛受益于营销转型、产品升级,收入规模首次超伊利,09-11年行业在经历了三聚氰胺事件冲击的背景下,相较蒙牛管理层的频繁变动,伊利凭借较为稳健的经营情况收入再次实现超越。

表格 15. 蒙牛与伊利在存量产品上同质化明显

类别	蒙牛		伊利	
	品牌名称	推出时间	品牌名称	推出时间
常温奶	常温牛奶	特仑苏 蒙牛 2005年	金典 伊利 2006年	
	常温酸奶	纯甄 2013年	安慕希 2014年	
巴氏奶	每日鲜语	2018年	百格特 2018年	
	新鲜工厂	2018年	金典鲜牛奶 2019年	
	现代牧场	2009年	牧场清晨鲜牛奶 伊利鲜牛奶 2019年	
低温奶	冠益乳	2007年	畅轻 2008年	
	碧悠(原为达能旗下品牌)		芝士点酸奶 2018年	
	内蒙古老酸奶	益消 2019年		
	低温酸奶	大果粒 欧式碳酸酸奶 2017年	大果粒 JOY DAY 2018年 帕瑞缇欧式酸奶 2017年 褐色炭烧酸奶 2017年	
乳饮料	优益C	2009年	每益添 2012年 畅意 2015年	
	酸酸乳	2006年	优酸乳 1998年	
	真果粒		味可滋 2008年	
植物蛋白奶	Silk美式豆奶	2017年	植选 2017年 核桃乳 2015年	
儿童奶	未来星	2008年	QQ星 2008年	
功能奶	新养道	2014年	舒化奶 2007年	
奶酪	Arla Pro	2018年	妙芝 2018年	
	Arla 小探险家			
冷饮	随便		甄稀 2015年	
	蒂兰圣雪		巧乐兹	
	其他		冰工厂	
			火炬 伊利牧场 其他	

资料来源: wind, 川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

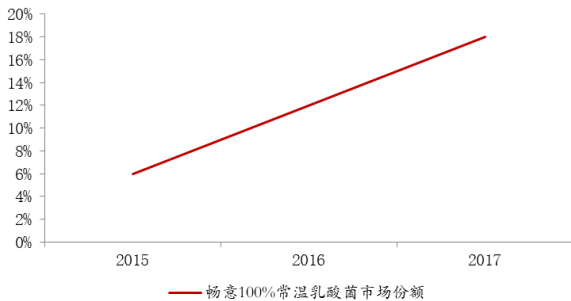
3.2.2 常温奶有望通过升级保持稳健发展，饮料有望成为增长点

伊利在常温奶方面较蒙牛有优势。相较蒙牛，伊利在常温乳市场市占率高于蒙牛，据尼尔森数据显示，2018年伊利常温奶市占率为37%，较蒙牛高9个百分点；蒙牛在低温奶较有优势，2018年蒙牛在低温奶市占率为28.2%，较伊利高12个百分点。

公司常温奶业务有望通过升级保持稳健发展，低温奶及饮料有望成为增长点。由于伊利通过常温奶建立的渠道网络具有优势，因此基因较匹配的品类可顺势通过原有渠道进行销售：

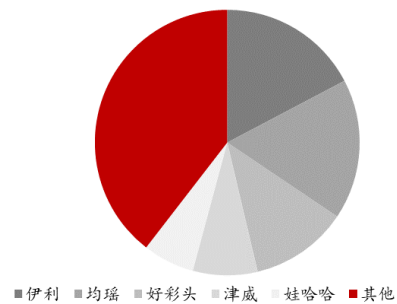
- 1) 常温奶：虽然目前常温奶已进入成熟阶段，但金典及安慕希未来仍能通过升级换代实现稳定增长，基础白奶亦可通过进一步渠道下沉实现增长，未来常温奶将继续成为公司业绩驱动器，在对收入要求更高时，通过释放费用保证增长，在对利润要求更高时，则通过控制费用调节利润；
- 2) 低温酸奶：前期受益于消费升级叠加公司渠道不断开拓，畅轻等明星低温酸奶单品表现优秀，但在18-19年受常温酸奶挤压，增速出现下降，目前伊利在低温酸奶领域市占率仍有较大提升空间，若伊利在后期继续加大冷链渠道建设的情况下，低温酸奶或将实现发展；
- 3) 巴氏奶：目前伊利巴氏奶规模低于蒙牛，由于巴氏奶渠道与常温奶协同性较低，且具一定区域壁垒，预计伊利暂时不会将巴氏奶作为重点品类来培养、升级；
- 4) 饮料：饮料市场容量较大，伊利向快消平台转型。渠道及品牌为饮料行业的重要竞争力，我们认为伊利有能力在饮料行业占有一席之地原因为：1、常温奶渠道与饮料渠道具有协同作用；2、伊利选择的切入的豆奶、功能饮料、矿泉水等细分领域均为体量较大、行业增速较快的行业，具备孕育百亿大单品的条件；3、伊利的品牌利于饮料进行销售，且伊利具备较强的品牌建设及管理能力；4、2018年伊利成立的健康饮品事业部中包含了畅意100%常温乳酸菌进料、植选豆奶、唤醒源能量饮料及饮用包装水，其中畅意100%常温乳酸菌饮料在2015年推出，市场份额从15年的6%提升至17年的17%，排名市场第一，畅意的良好表现让我们相信伊利在饮料方面具有一定实力。由于乳制品与饮料的运作模式仍有差异，因此目前伊利并未追求扩张速度，从长远来看，饮料有望成为公司未来增长的新引擎。

图 41：畅意 100%在上市后市占率持续增长



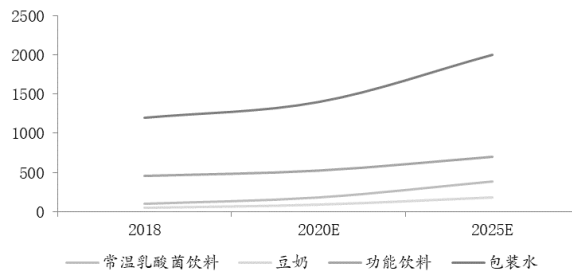
资料来源：欧睿，川财证券研究所

图 42：2017 年畅意 100%市占率第一



资料来源：欧睿，川财证券研究所

图 43：伊利切入的常温乳酸菌饮料、豆奶等子行业空间广阔（单位：亿元）



资料来源：欧睿，川财证券研究所

五、盈利预测与投资建议

核心假设：

- 1) 收入方面：我们将产品拆分为液体乳、奶粉及奶制品、冷饮等，其中液体乳占比最大，近三年都在 82%左右，考虑到 2020 年疫情对乳制品一季度业绩影响较大，随着消费回暖，后续公司或将通过促销等手段来保障 970 亿元年度收入目标的完成，预计 2022 年收入增速分别为 8.5%、12.2%、11.3%，销量增速将高于价格增速；
- 2) 成本方面：2019 年液体乳成本占比最高（85.3%），液体乳成本中直接材料占比近 90%，考虑到疫情或将加速落后牧场出清，同时规划扩产的牧场进度放缓均将影响原奶供应，短期原奶仍将持续适度供应紧缺局面，价格进入上升周期，预计 2020 年直接材料成本将小幅上升，但涨幅有限；
- 3) 费用方面：受疫情影响，公司将通过加大促销力度来消化库存，预计

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

2020 年公司销售费用提升显著，同时管理费用也将小幅增长。另外，公司实施股权激励也将产生摊销费用。

表格 16. 公司业务拆分情况表

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E
总营业收入(百万元)	68,058	79,553	90,223	97,926	109,881
YoY (%)	12%	17%	13%	9%	12%
液体乳营业收入(百万元)	55,766	65,679	73,761	80,582	90,741
YoY (%)	13%	18%	12%	9%	13%
奶粉及奶制品营业收入(百万元)	6,428	8,045	10,055	10,759	12,050
YoY (%)	18%	25%	25%	7%	12%
冷饮产品系列营业收入(百万元)	4,606	4,997	5,631	5,857	6,325
YoY (%)	10%	8%	13%	4%	8%
其他业务营业收入(百万元)	1,258	833	714	728	765
YoY (%)	26%	-34%	-14%	2%	5%

资料来源：公司公告，川财证券研究所

我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 979.3、109.9、122.3 亿元；归属母公司股东的净利润分别为 55.2、74.5、86.5 亿元；对应 EPS 分别为 0.9、1.2、1.4 元/股，给予公司 31 倍 PE 较为合理，首次覆盖给予增持评级。

表格 17. 相关公司估值一览

日期	2020/05/31		前收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (TTM)	市盈率	EPS			PE		
	证券代码	证券简称					20E	21E	22E	20E	21E	22E
	600597.SH	光明乳业	15.8	193.2	0.4	44.5	0.4	0.5	0.6	35.1	30.0	26.1
	002946.SZ	新乳业	18.5	157.9	0.2	81.1	0.3	0.4	0.6	54.3	41.6	33.0
	600429.SH	三元股份	5.5	82.4	0.0	-221.3	0.1	0.1	0.2	44.3	37.6	31.8
	600419.SH	天润乳业	15.5	41.7	0.5	32.5	0.5	0.6	0.7	28.6	25.0	22.0
	002732.SZ	燕塘乳业	22.5	35.4	0.7	31.1	0.9	1.0	1.1	25.7	22.6	19.9
	平均值									37.6	31.4	26.6
	600887.SH	伊利股份	28.5	1725.7	1.0	29.7	0.9	1.2	1.4	31.3	23.2	20.0

资料来源：wind，川财证券研究所，注：光明乳业、新乳业、三元股份、天润乳业、燕塘乳业预测数据采取 Wind 一致预测数据

风险提示

宏观经济下行风险；

食品安全风险；

疫情发展超预期；

市场竞争加剧。

报表预测					
利润表 (亿元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	20201E
营业收入	78976.4	90009.1	97926.1	109880.6	122283.3
减:营业成本	49106.0	56391.7	61977.4	68796.2	76452.5
营业税金及附加	531.0	577.0	627.7	704.4	783.9
营业费用	19772.7	21069.7	24971.2	27470.1	31182.2
管理费用	2979.7	4284.9	4661.8	5230.9	5821.4
财务费用	-60.3	8.0	163.3	250.6	-566.2
资产减值损失	75.7	-241.4	0.0	0.0	0.0
加:投资收益	260.9	544.9	0.0	0.0	0.0
公允价值变动损益	0.2	78.2	0.0	0.0	0.0
其他经营损益	-426.9	-1038.6	0.0	0.0	0.0
营业利润	6405.9	7503.7	5524.6	7428.4	8609.5
加:其他非经营损益	-113.2	-86.2	0.0	0.0	0.0
利润总额	6292.7	7417.5	5524.6	7428.4	8609.5
减:所得税	743.9	1007.7	0.0	0.0	0.0
净利润	5548.8	6409.8	5524.6	7428.4	8609.5
减:少数股东损益	12.2	17.0	14.6	19.7	22.8
归属母公司股东净利润	6439.7	6933.8	5510.0	7408.7	8586.7
资产负债表 (亿元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	20201E
货币资金	8511.7	8516.3	10937.8	14640.7	20100.0
应收和预付款项	2809.8	3189.2	2774.1	3882.3	3520.3
存货	5507.1	7715.0	5729.8	9194.2	7390.7
其他流动资产	5000.9	3476.3	3574.3	3564.3	3554.3
长期股权投资	1909.4	1960.9	1960.9	1960.9	1960.9
投资性房地产	0.0	533.3	533.3	533.3	533.3
固定资产和在建工程	17374.5	24461.3	24953.0	25404.8	25816.5
无形资产和开发支出	649.9	1936.2	1936.2	1936.2	1936.2
其他非流动资产	2608.0	3829.7	3490.3	3151.0	3151.0
资产总计	44371.3	55618.2	55889.8	64267.6	67963.3
短期借款	1523.0	4559.6	559.6	-3440.4	-7440.4
应付和预收款项	14633.6	20526.7	19273.7	24223.1	23309.2
长期借款	0.3	1971.1	1971.1	1971.1	1971.1
其他负债	177.2	3576.7	3576.7	3576.7	3576.7
负债合计	16334.1	30634.2	25381.1	26330.5	21416.7
股本	6078.1	6096.4	6096.4	6096.4	6096.4
资本公积	2743.9	-2483.3	-2483.3	-2483.3	-2483.3
留存收益	19093.6	22517.9	28027.9	35436.7	44023.4
归属母公司股东权益	27915.6	26131.0	31641.0	39049.8	47636.5
少数股东权益	121.6	143.1	157.7	177.4	200.2
股东权益合计	28037.2	26274.1	31798.7	39227.1	47836.7
负债和股东权益合计	44371.3	56908.3	57179.8	65557.7	69253.4

现金流量表 (亿元)	2017A	2018A	2019E	2020E	20201E
经营性现金净流量	8632.0	8540.5	7482.8	8743.5	9683.2
投资性现金净流量	-5374.0	-9999.3	-898.0	-790.0	-790.0
筹资性现金净流量	-10749.0	-1016.5	-4163.3	-4250.6	-3433.8
现金流量净额	-7183.8	-2413.2	2421.4	3702.9	5459.4

财务分析和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
毛利率	37.8%	37.3%	36.7%	37.4%	37.5%
销售净利率	7.0%	7.1%	5.6%	6.8%	7.0%
ROE	23.1%	26.5%	17.4%	19.0%	18.0%
ROA	14.0%	13.2%	10.2%	11.9%	11.8%
成长能力					
销售收入增长率	16.9%	14.0%	8.8%	12.2%	11.3%
净利润增长率	9.0%	15.5%	-13.8%	34.5%	15.9%
资本结构					
资产负债率	36.8%	55.1%	45.4%	41.0%	31.5%
流动比率	1.3	0.8	1.0	1.3	1.8
速动比率	0.7	0.4	0.6	0.8	1.2
经营效率					
总资产周转率	1.8	1.6	1.8	1.7	1.8
存货周转率	8.9	7.3	10.8	7.5	10.3
业绩和估值					
EPS	1.1	1.1	0.9	1.2	1.4
BPS	4.6	4.3	5.2	6.4	7.9
PE	26.8	24.9	31.3	23.3	20.1
PB	6.2	6.6	5.5	4.4	3.6

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

分析师声明

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，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务协议关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应聘请法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：00000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明 C0004