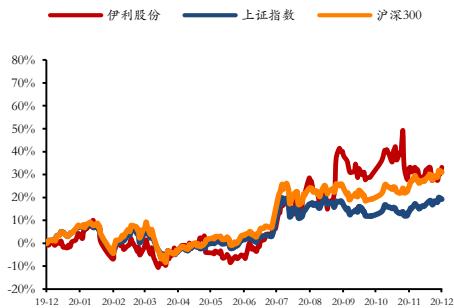


投资评级：增持
当前股价：40.68 元/股

基本信息

总股本：60.83 亿股
流通股本：59.30 亿股
总市值：2475 亿元
流通值：2412 亿元
PE (TTM)：33.8 倍

图表 1 近一年主要指数走势



分析师：沈彦东
SAC 执业证书：S0380519100001
联系电话：0755-82830333 (195)
邮箱：feiyy@wanhesec.com

研究助理：张桥
联系电话：0755-82830333 (137)
邮箱：zhangqiao@wanhesec.com

伊利股份 (600887.SH)：多元优势铸造乳企龙头，未来战略目标平稳推进

公司情况：历经风雨，成就龙头企业。公司自 1993 年创立起至今，经过 20 多年的历练发展，成功发展为集液态奶、奶粉、冷饮、奶酪等综合型乳制品龙头企业。现阶段，公司已通过在渠道铺设、产品结构调整升级、品牌宣传以及内部管理等重要方面不断提升，成为行业领军者之一。发展期间，伊利通过常温奶的率先布局成功打响品牌，规模超过光明并逐渐拉大差距，虽受到“三聚氰胺”事件的冲击，但随后通过加强品控、提高宣传度以及加速渠道扩张等方式快速恢复，后与蒙牛激烈竞争实现超越，形成双寡头格局。2020 年公司跻身全球 5 强，随着全球化的持续布局，以及产业链、奶源、研发等多个方面的逐步完善，伊利有望未来冲击“第一”。

产业链情况：原奶价格缓慢上行，双寡头竞争格局趋缓，下游饮奶需求空间仍较大。上游方面，目前我国奶牛存栏数及单产量处于国际中间水平，还有提升空间。原奶价格自 2016 年后进入长期小幅波动上行态势，短期受疫情影响有所下滑，但长期终端需求不变，随着疫情减缓，预计原奶价格将持续回升。中游方面，双寡头竞争格局已经成熟，且因疫情影响集中度不断提升。常温领域竞争格局较为稳定，伊利蒙牛占据近 45% 市场份额，受疫情刺激，更健康的低温白奶市场将进入各大企业争抢的领域。下游方面，对比国际我国饮奶量仍具备较大空间。内部来看，城镇乳制品消费差距明显，在国内大循环为主题的背景下，三四线城市及农村地区的消费有望成为未来乳品消费的主力军。

竞争优势：多元产品线共同发力，优质奶源把控，深度渠道扩张，高端营销手段铸造品牌力；**产品方面**，伊利在常温板块龙头地位显著，虽然目前国内常温板块处于较为成熟阶段，但是随着大单品“金典”“安慕希”的持续放量，以及高端白奶及酸奶新产品的不断推出，有望保持双位数增速继续上行。公司在低温奶方面目前处于区域型布局阶段，主要以低温酸奶发力，大单品如“畅轻”保持低温酸奶市场较佳销售水平；低温白奶方面，伊利目前还处于布局阶段，先以控制奶源及选择部分低温竞争压力较小的城市进行以点带面的方式进行扩张，公司的低温白奶产品方面也是以中高端为主。奶粉方面，伊利不断丰富“金领冠”系列，以高端婴幼儿奶粉大单品抢占市场，提升板块业绩。目前公司冷饮龙头优势仍在，产品升级叠加高端新品推出持续加大板块影响力。另外，公司还加速布局奶酪等其他板块业务，通过拓展新品类及包装升级等方式持续推动增长。**奶源方面**，伊利早先通过“奶源四步走”的方式率先成立奶牛合作社，实现公司、政府、农户的共赢。随着公司发展至龙头企业，通过加大收购及合作力度，不断巩固优质奶源控制。**渠道方面**，公司早先抢占先机率进行全国化渠道扩张及下沉，截至 2019 年 12 月伊利常温液态类乳品的市场渗透率为 84.3%，乡镇村网点近 103.9 万家。在扩张的同时，公司将现阶段的“合作模式”逐渐变更为“配送模式”，使渠道更易下沉，同时也更进一步的加强渠道把控力。另外，加上线上渠道的积极发力，伊利除常温奶板块，其他板块业务未来将有望通过公司渠道下沉优势获益。**营销方面**，伊利对于广告宣传方面费用投入近两年均

超过 100 亿。公司通过持续提升品牌曝光度塑造好品牌形象，同时自 2018 年起进行品牌高端化升级，进一步提升终端影响力。

盈利预测和投资建议：常温奶板块高端化趋势明显，公司常温白奶及常温酸奶两大单品“金典”、“安慕希”市场份额提升至较高水平，销量持续提升，于 2019 年分别突破 100 亿元和 200 亿元，增速基本保持近 15% 以上的较高速增长。公司通过常温大单品的较大市场占据，以及较高盈利水平优势，常温液态奶板块依然具有支撑公司基础发展的能力。**低温奶板块**，伊利主要发力低温酸奶，板块大单品“畅轻”稳居低温酸奶行业第一品牌，随着低温奶近两年需求量再度提升，销售收入增速基本能保持近 20%。**整体来看**，**液态奶板块**增速有望保持两位数增长，预计伊利 2020-2022 年液态奶收入 818.75/904.72/999.71 亿元，增速分别为 11.00%/10.50%/10.50%。**奶粉及奶制品板块**，伊利主要通过大单品“金领冠”系列奶粉成功打开婴幼儿奶粉市场大门，于 2018 年销售额破 50 亿元，并成功帮助公司板块毛利率从 2016 年至 2019 年内提升 57.85%。随着高端大单品的持续推出，公司奶粉业务收入增长有望继续保持双位数增长。预计伊利 2020-2022 年奶粉收入 114.12/130.33/149.75 亿元，增速分别为 13.50%/14.20%/14.90%。**冷饮板块**，伊利现阶段保持冷饮行业市占第一的水平，约 14% 占比。公司冷饮业务收入方面近两年保持在约 10-15% 的增速区间，随着新品的继续推出叠加海外知名度的提升，冷饮板块有望短期保持近双位数增长。预计伊利 2020-2022 年冷饮板块收入为 61.66/67.21/73.26 亿元，增速分别为 9.50%/9.00%/9.00%。**综合来看**，伊利整体营收有望以超 10% 的增速继续上行。费用方面，随着原奶价格保持缓慢上行态势，双寡头竞争力度趋缓，伊利在终端促销力度将会减弱，销售费用率将会下降。另外，公司股权激励及长期服务计划方面的摊销上升，预计伊利未来两年管理费用会有所上升。**结合上述预测**，预计伊利 2020-2022 年收入分别为 1001.67/1109.39/1229.86 亿元，同比增长 11.02%/10.75%/10.86%；净利润分别为 71.22/81.65/97.00 亿元，同比增长 2.46%/14.66%/18.79%。考虑到公司双位数增长以及龙头溢价情况，给予伊利 2021 年 32X 估值，首次覆盖，给予公司“增持”评级。

风险提示：原奶价格上涨超预期，利润上行受阻；食品安全问题；研发压力非理性增长。

正文目录

一、伊利股份介绍	6
(一) 公司发展：历经风雨，成就乳业龙头	6
(二) 股东及管理层：稳定管理层带领公司长期发展	8
(三) 产品矩阵：常温奶主导，多业务线同时发展	11
二、乳制品产业链情况	12
(一) 上游：产奶量存在提升空间，奶价缓慢波动上行	14
(二) 中游：双寡头竞争格局成熟，低温竞争风向明显	17
(三) 下游：饮奶量仍有较大空间，下沉渠道有望成为未来主力军	18
三、伊利股份竞争优势分析	20
(一) 常温龙头地位显著并持续强化，全系列产品矩阵升级	20
(二) 优秀的奶源布局及优质奶源控制	31
(三) 渠道深度扩张及下沉，线上渠道开始发力	32
(四) 营销手段逐渐高端化	33
(五) 品牌优势明显，国际地位不断攀升	35
四、财务分析	36
五、盈利预测及估值	40
(一) 盈利预测假设汇总	40
(二) 估值	43
六、风险提示	44

图表目录

图表 1 近一年主要指数走势	1
图表 2 伊利发展历程	7
图表 3 伊利历年重点事件	7
图表 4 伊利股份股东结构（截至 2020 年 12 月 8 日）	8
图表 5 伊利历年高管持股比例	9
图表 6 潘刚董事长上任后伊利持续稳定成长	9
图表 7 伊利股权激励汇总	10
图表 8 伊利股份员工持股计划汇总	11
图表 9 伊利产品组合	12
图表 10 伊利各品类占比	12
图表 11 行业增速逐渐趋向低增速增长	13
图表 12 行业供需保持较平稳态势	13
图表 13 乳制品产业链	14
图表 14 我国奶牛存栏量及单产量（万头，吨/每头）	14
图表 15 我国奶牛单产量稳定提升	15
图表 16 机械化挤奶率逐渐趋向 100%	15
图表 17 原奶价格走势趋向小幅度波动上行	16
图表 18 奶牛生长周期	16
图表 19 依赖进口原奶情况逐步改善	16
图表 20 伊利蒙牛市场份额占比近 50%	17
图表 21 双寡头常温奶市场份额	18
图表 22 双寡头低温奶市场份额	18
图表 23 低温奶市场份额	18
图表 24 我国冷链车数量稳定增长	18
图表 25 我国牛奶人均消费量在全球较低（千克）	19
图表 26 城乡饮奶量差距仍然较大	20
图表 27 全国居民人均可支配收入稳定上升（元）	20
图表 28 城镇、农村居民可支配收入差距逐渐缩小	20
图表 29 伊利蒙牛常温板块市场份额近 80%	21
图表 30 常温酸奶市场份额	21
图表 31 安慕希于酸奶市占率（%）	22
图表 32 金典于液态奶中的市占率（%）	22
图表 33 安慕希销售收入（亿元）	22
图表 34 金典销售收入（亿元）	22
图表 35 部分国家低温奶市场份额占比对比	23
图表 36 低温奶规模增长不断提速	23
图表 37 伊利三款新低温奶宣传内容	23
图表 38 我国低温酸奶市场规模（亿元）	24
图表 39 2019 年低温酸奶品牌市占率	24
图表 40 伊利大单品畅轻收入及增长率	24
图表 41 奶粉市场规模增速趋于平缓	25
图表 42 高端及超高端奶粉占比不断提升	25
图表 43 2019 年奶粉品牌认可度 Top5	26
图表 44 各线城市国内外品牌市场份额对比	26
图表 45 伊利奶粉收入近年快速提升	27

图表 46 伊利奶粉业务收入占比 (%)	27
图表 47 金领冠大单品	27
图表 48 冷饮市场规模	28
图表 49 冷饮市场份额对比	28
图表 50 伊利冷饮业务销售收入 (亿元, %)	28
图表 51 奶酪市场规模 (亿元, %)	29
图表 52 奶酪人均消费量 (千克)	29
图表 53 中国奶酪零售端渠道还有较大空间	29
图表 54 中国奶酪市场被进口产品占领 (2019 市场份额)	30
图表 55 进口奶酪数量降至低增速水平	30
图表 56 伊利加大上游奶源控制	32
图表 57 村级网点加速扩张	32
图表 58 伊利常温液态类乳品渗透率 (%)	32
图表 59 伊利应收账款 (亿元)	33
图表 60 伊利电商收入同比增速 (%)	33
图表 61 积极参加高曝光度活动	34
图表 62 伊利成长发现之旅	34
图表 63 伊利广告销售费用 (亿元)	35
图表 64 伊利销售费用 (亿元)	35
图表 65 2018-2020 年伊利全球乳制品行业地位	35
图表 66 伊利品牌价值逐年攀升	36
图表 67 伊利营业收入/YOY (亿元, %)	36
图表 68 伊利净利润/YOY (亿元, %)	36
图表 69 可比公司毛利率 (%)	37
图表 70 可比公司净利率 (%)	37
图表 71 可比公司期间费用率 (%)	37
图表 72 伊利销售费用率 (%)	38
图表 73 伊利管理费用率 (%)	38
图表 74 可比公司流动比率	38
图表 75 可比公司速动比率	38
图表 76 可比公司资产负债率 (%)	38
图表 77 可比公司有息负债率 (%)	38
图表 78 可比公司总资产周转率 (次)	39
图表 79 可比公司应收账款天数 (天)	39
图表 80 可比公司经营活动现金流 (亿元)	40
图表 81 可比公司销售收现比	40
图表 82 虽然常温逐渐饱和，但是公司产品依然处于高增速增长	42
图表 83 伊利分板块盈利预测 (百万元, %)	42
图表 84 伊利费用率预测	43
图表 85 伊利重要盈利指标 (百万元, %)	43
图表 86 乳制品行业重点公司估值比较	43
图表 87 伊利近 5 年 PE (TTM)	44

一、伊利股份介绍

(一) 公司发展：历经风雨，成就乳业龙头

伊利股份集团有限公司创立于 1993 年，主要从事各类乳制品的生产、加工及销售业务。通过近 20 多年的历练，成功发展为集液态奶、奶粉、冷饮、奶酪等综合型企业。截至 2019 年，公司营业总收入为 902.23 亿元，同比增长 13.41%，近 5 年均复合增长率约 10%；净利润 69.51 亿元，同比增长 7.73%；归母净利润 69.34 亿元，同比增长 22.47%。连续六年蝉联亚洲乳制品行业第一，是目前中国规模最大的乳制品龙头企业。

发展历程

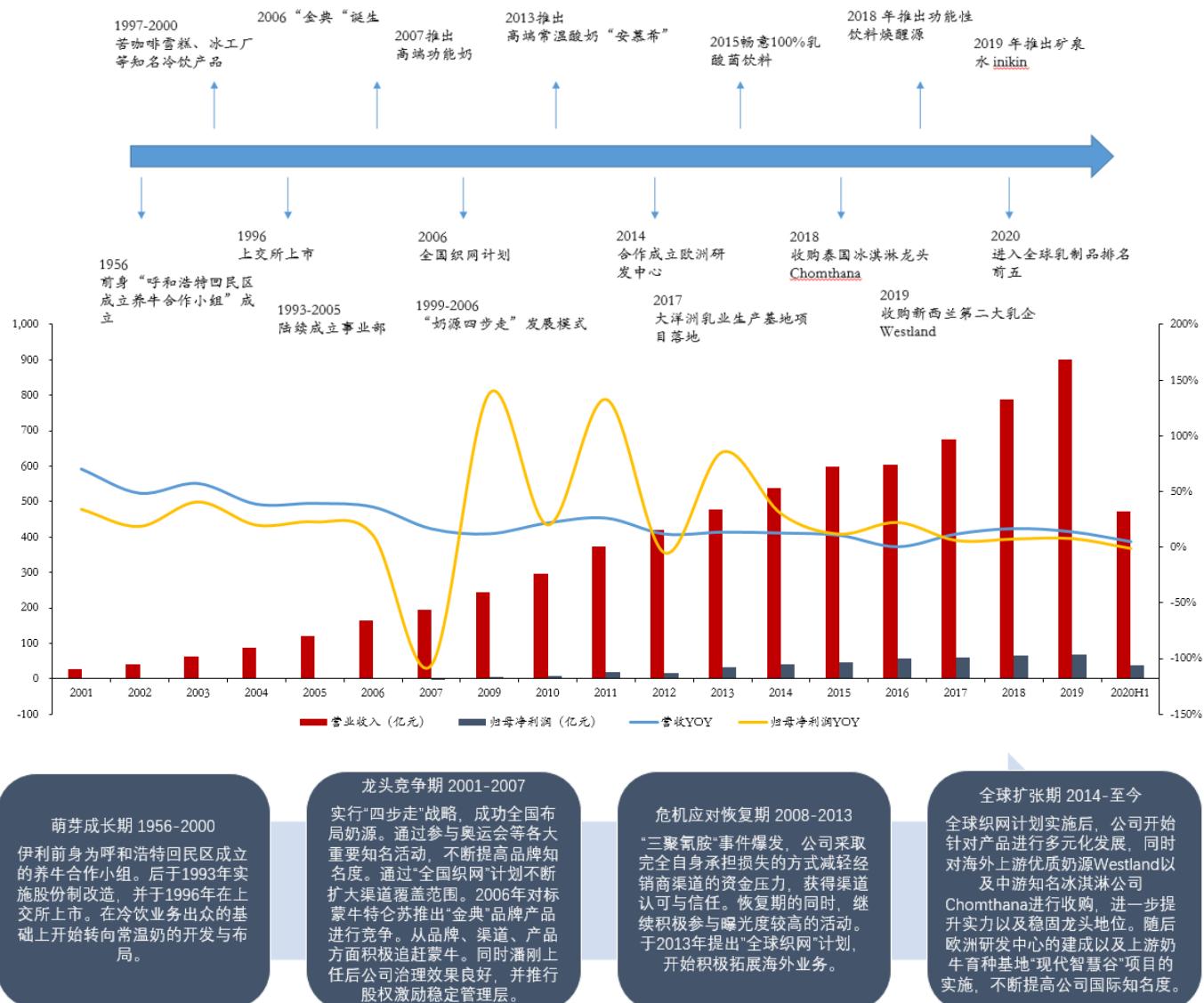
一阶段（1993-2000） —— 通过早期的萌芽发展，在 1996 年伊利于上交所上市，并成为一个以常温液态奶为核心主导的乳制品企业。伊利在这个阶段不仅进行了产品线的梳理，还着眼于规模经济，不断进行扩张。

二阶段（2001-2007） —— 伊利在实施“全国织网”计划进行渠道范围扩张的同时，也通过调整组织架构以及进行股权激励让公司在行业内达到了较高的稳定发展水平。在这个阶段，伊利不断通过渠道、产品以及品牌力的改善优化积极追赶行业竞争对手蒙牛，成为乳制品行业内的领军者之一。

三阶段（2008-2013） —— 伊利在刚成为领跑地位的阶段后，便面临“三聚氰胺”事件带来的巨大冲击。在进行恢复的同时，伊利开始将方向转为积极参与高认知度高曝光度的重大活动，提升自身品牌力。同时，公司将目标由全国放至全球，实施“全球织网”计划，扩大国际知名度，提升国际竞争力。

四阶段（2014-至今） —— 伊利成为液态市场的领军人后，开始拓展其他产品业务线，发展为一个多元化的乳业巨头。并通过收购国内外优质奶源及龙头企业，稳定上游地位的同时加大新产品研发。保证常温市场的龙头地位，将产品高端化作为发展方向，冲击“全球第一乳企”。

图表 2 伊利发展历程



资料来源：公司官网，公开资料，万和证券研究所

图表 3 伊利历年重点事件

时间点	重要事件
1956	公司雏形形成，“呼和浩特回民区成立养牛合作小组”
1970	奶牛场改名为“呼市国营红旗奶牛场”
1983	郑俊怀担任厂长，开始改革治理
1987	推出承包经营，推行工资分配制度改革
1993	启动股份制改造，更名为“内蒙古伊利实业股份有限公司”
1996	上交所上市
1997	引入超高温灭菌技术；成功应用无菌灌装技术于产品生产
1999	首创并推行“公司加农户”发展模式
2000	实施“公司加牧场加奶户”发展模式
2005	创建“公司加规范化牧场”模式；成为2008年北京奥运会赞助商；潘刚担任伊利董事长及总裁

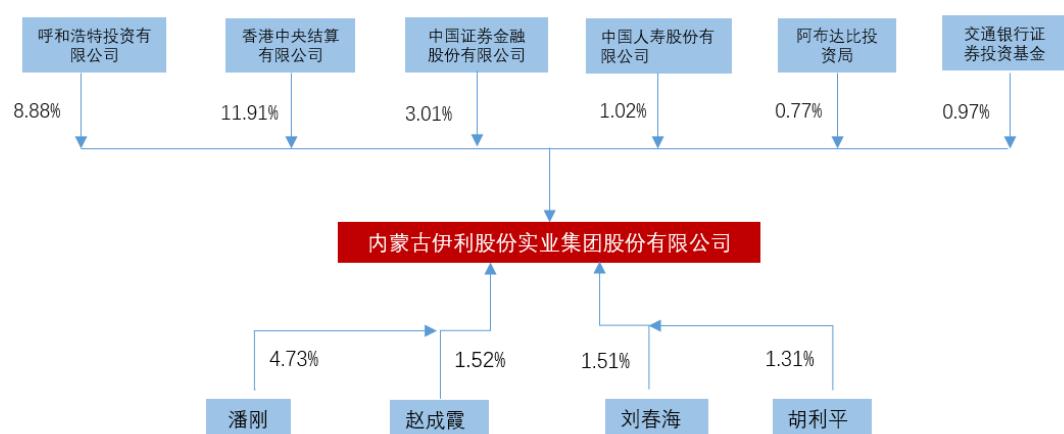
2006	成立“奶牛合作社”；实施“全国织网”计划；推出大单品“金典”品牌；开始实施股权激励计划
2008	公司遭遇“三聚氯胺”事件
2009	成为上海世博会唯一乳制品高级赞助商；实施“标准化管理”模式
2011	公司获得“2011年度公益爱心奖”；伊利作为亚洲首家、中国唯一一家加入“国际冰淇淋协会”的企业
2012	作为2012年伦敦奥运会中国体育代表团营养乳制品的提供企业
2013	提出并实施“全球织网”战略计划
2014	联手欧洲生命科学领域的顶尖学府瓦赫宁根大学打造“伊利欧洲研发中心”；伊利大洋洲生产基地项目落地；进入全球乳企10强
2016	在荷兰合作银行发布的2016年度“全球乳业20强”中，伊利的排名跃升至全球乳业8强
2017	伊利集团成为北京2022年冬奥会和冬残奥会官方唯一乳制品合作伙伴
2018	公司被评为内蒙古自治区优秀民营企业
2019	伊利集团收购新西兰Westland乳业100%股权、收购泰国冰淇淋企业Chomthana
2020	成功进入全球乳企前五；启动重大项目“现代智慧健康谷”

资料来源：公开资料，万和证券研究所

(二) 股东及管理层：稳定管理层带领公司长期发展

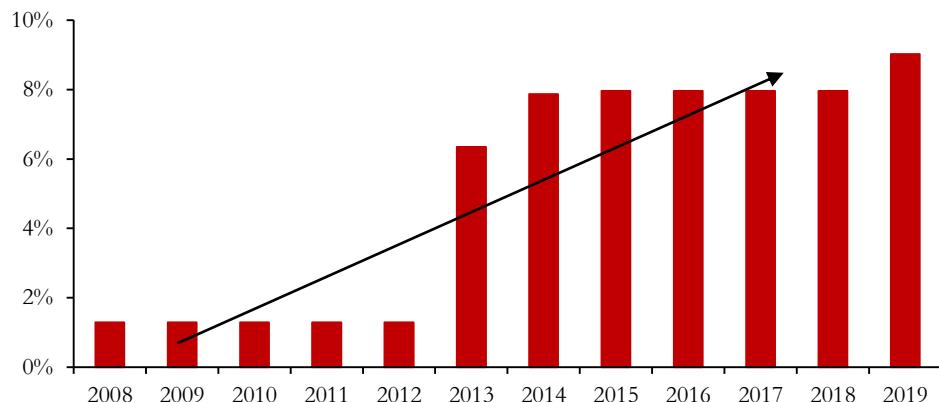
自2014年开始，包括潘刚董事长在内的四位高管的公司股票增持数已达到4882万股（前十大股东中高管持股比例为7.92%，高管持股比例较大），持股比例基本在2015年后变化也保持恒定态势，管理层人员变动幅度较小。整体来看伊利拥有较为稳定的管理层，对于公司层面则有利于进行长期战略部署以及策略的实施。

图表4 伊利股份股东结构（截至2020年12月8日）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 5 伊利历年高管持股比例



资料来源：公司公告，万和证券研究所

图表 6 潘刚董事长上任后伊利持续稳定成长



资料来源：公司公告，Wind，公开资料，万和证券研究所

股权激励与员工持股计划

公司在潘刚上任后，很快于 2006 年陆续推出股权激励以及员工持股计划，极大的推动管理层以及员工层的工作积极性。通过绑定管理层以及员工的利益同时，也保障了公司在长期战略方面的有效实施基础。至今日，与同行业内公司相比，伊利的核心管理层和员工队伍已经是行业业内公认的最高管理及业务水平的队伍，也是最稳定的团体。

股权激励带来的高稳定性管理层推动伊利长期稳定发展。三次的股权激励，对公司都起到较为直观的推进效果：2006 年的第一次股权激励，占股权比为 9.68%。此次的股权激励为最重要的一次，在对内的管理机制上成就了伊利当时在业内的领先水准，口碑方面快速提升；时隔 10 年后（2016 年）的

第二次股权激励，占股权比为 0.99%。这次的股权激励主要针对核心技术及业务人员，意在提高自身的研发、销售水平，为开启高端化路线做准备；2019 年，公司再次发布股权激励计划，此次股权激励人数大幅增长（474人），激励股数为 1.52 亿股，占股权比为 2.50%。这次股权激励为规模最大的一次股权激励，目的是在稳定公司国内领头地位的同时，冲击全球乳企首位排名。所以在公司排名不断攀升的阶段，此次的股权激励则是进一步确保公司核心管理层的长期稳定性。

图表 7 伊利股权激励汇总

时间	激励对象	激励人数	激励标的	激励数量	行权/授予价格	行权条件
2006	总裁、总裁助理及核心业务人员	33	股票期权	5000 万份	13.33 元/股	首期行权时，公司上一年度扣除非净利润增长率不低于 17%，主营业务收入增长率不低于 20%；首期以后行权时，公司上一年度主营业务收入与 20051 相比的复合增长率不低于 15%
2016	核心技术及业务人员、公司认为应当激励的其他员工	294	股票期权	4500 万份	16.47 元/股	以 2015 年净利润为基数，2017 年净利润增长率不低于 30%，净资产收益率不低于 12%；2018 年净利润增长率不低于 45%，净资产收益率不低于 12%
			限制性股票	1500 万份	15.33 元/股	
2019	董事、高级管理人员、核心技术及业务骨干、公司认为应当激励的其他员工	474	限制性股票	1.52 亿股	15.46 元/股	以 2018 年净利润为基数，2019-2023 年度净利润增长率分别不低于 8%、18%、28%、38%、48%；2019-2023 净资产收益率不低于 20%；年度现金分红比例不低于 70%

资料来源：公司公告，万和证券研究所

图表 8 伊利股份员工持股计划汇总

期数	购买时间	人数(人)	股票数量 (万股)	占总股本 比例	成交均价(元 /股)	存续时间 (月)
第一期	2014/11/26	317	572.96	0.19%	25.02	24
第二期	2015/7/22	328	713.61	0.12%	18.58	24
第三期	2017/1/24	349	242.52	0.04%	18.21	24
第四期	2018/5/14	322	323.31	0.05%	26.56	24
第五期	2018/12/20	322	601.33	0.10%	22.34	24
第六期	2019/5/29	314	345.92	0.06%	29.95	24
第七期	截至 2020 年 9 月 11 日公告，公司第七期持股计划已开立股票账户和证券资金托管账户，并于 2020 年 9 月 9 日通过上海证券交易所证券交易系统购买公司股票 191.24 万股，参与人数为 355 人，占公司总股本的比例为 0.03%，成交均价为人民币 39.07 元/股，该部分股票锁定期为 12 个月。					

资料来源：公司公告，万和证券研究所

另外，伊利于 9 月 4 日在上半年业绩逆势超预期的积极情况下发布了《长期服务计划》。此次计划覆盖面较广，包括了中高层管理人员、业务技术骨干以及其他核心人员，存续时间 20 年，通过自有资金于二级市场购买，权益归属需要至退休时完成。其核心在于从公司内部治理角度来说，此次的计划一方面为了人才的保留，另一方面也是通过持股比例的提升，间接的提高核心管理层对公司的掌控权。目的主要是为了进一步绑定核心员工与高管同企业未来发展的关系，来达到未来长期稳定发展的目的。计划的推出将会使伊利在未来的战略推进上更加稳定。

(三) 产品矩阵：常温奶主导，多业务线同时发展

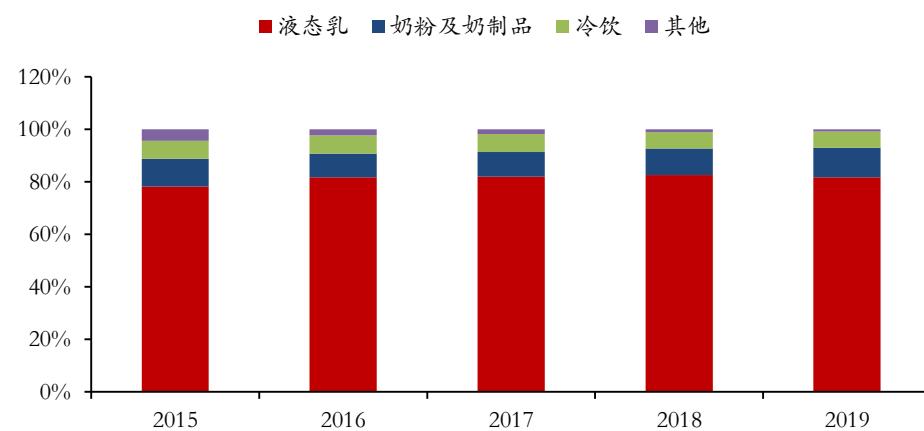
公司目前的产品基本覆盖所有乳制品细分板块，价格带也较为齐全，主要产品包括了常低温液态乳、奶粉及奶制品、冷饮及其他乳品饮料。按品类拆分来看，公司以液态奶为主导，截至 2019 年，液态奶依旧保持最大占比 81.75%。其中，据公司数据显示，2019 年伊利在液态奶贡献收入 737.61 亿元，增速为 12.31%；奶粉及奶制品贡献收入 100.55 亿元，增速为 24.99%；冷饮贡献收入 56.31 亿元，增速 12.70%，均保持双位数增长态势。目前产品奶粉及奶制品、冷饮产品毛利率较高，分别为 48.12%、46.51%，而液态奶毛利率为 35.20%。

图表 9 伊利产品组合

产品板块	细分产品品类	具体产品
常温奶	常温白奶	金典、伊利纯牛奶、舒化、味可滋、谷粒多、植选
	常温酸奶	安慕希、QQ 星儿童风味酸奶
低温奶	低温白奶	金典鲜牛奶、伊利鲜牛奶、牧场清晨鲜牛奶、百格特
	低温酸奶	畅轻、每益添、大果粒酸奶
液态乳品饮料		优酸乳、畅意 100%
奶粉	婴儿奶粉	金领冠、培然、倍冠
	成人奶粉	欣活
冷饮		巧乐兹、冰工厂、妙趣、伊利火炬、甄稀
奶酪		妙芝、伊利儿童奶酪棒
其他饮品		煥醒源、伊然、inikin 伊刻活泉、圣瑞思

资料来源：公司官网，万和证券研究所

图表 10 伊利各品类占比



资料来源：Wind，万和证券研究所

二、乳制品产业链情况

国内乳制品行业处于一个逐步成熟的发展过程。2008 年前行业保持 15%以上的增速上行，随后“三聚氰胺”事件的突发导致整体终端消费量大幅减少，增速跌至仅约 6%。随后 2009 年开始行业进入恢复期，各乳企开始着重进行产品结构升级，高端化产品不断涌现，使行业回升速度较快（至 2011 年增速回升至 20%以上）。2011 年之后，乳制品行业增速开始逐渐下滑，于 2014 年后保持个位数低增长态势，进入成熟阶段。行业现阶段供需处于较稳定态势。乳制品行业销量方面保持小幅波动状态，波动区间维持在 2500-2900 万吨。整体来看，自 2015 年后，行业产销率基本处于较为稳定态势，保持在 99%左右。

图表 11 行业增速逐渐趋向低增速增长



资料来源：荷兰合作银行，万和证券研究所

图表 12 行业供需保持较平稳态势



资料来源：前瞻产业研究院，万和证券研究所

乳制品产业链各环节分工明确、关联性强，一体化程度较高。产业链包括了上游奶牛养殖、原奶生产，中游乳制品加工，以及下游终端销售等多个环节，整体来看产业链条较长。产业链上游奶牛养殖至原奶产出均存在一定周期性，原奶价格也会随周期进行波动。中游各大乳企制造受原奶价格影响，采购成本将会随之变化，产品价格的变动也将传导至下游终端产品的销售。下游消费对于乳制品需求以及购买也将反馈在产品销量上。

图表 13 乳制品产业链



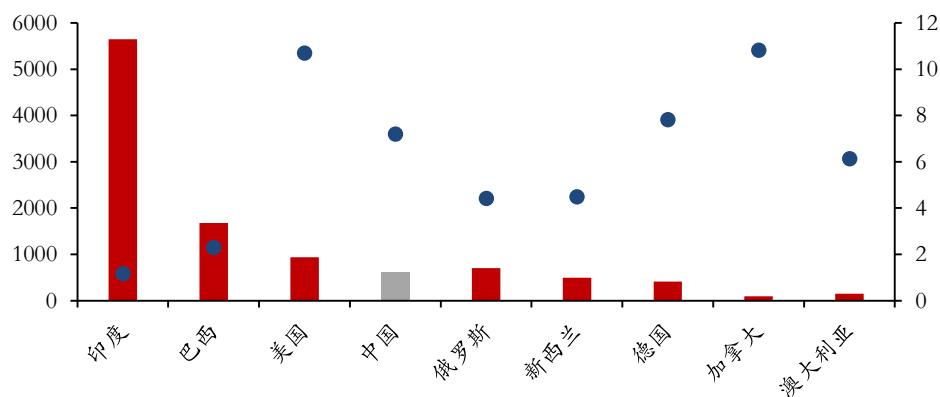
资料来源：中商情报网，万和证券研究所

(一) 上游：产奶量存在提升空间，奶价缓慢波动上行

1. 牧场，奶牛单产变化

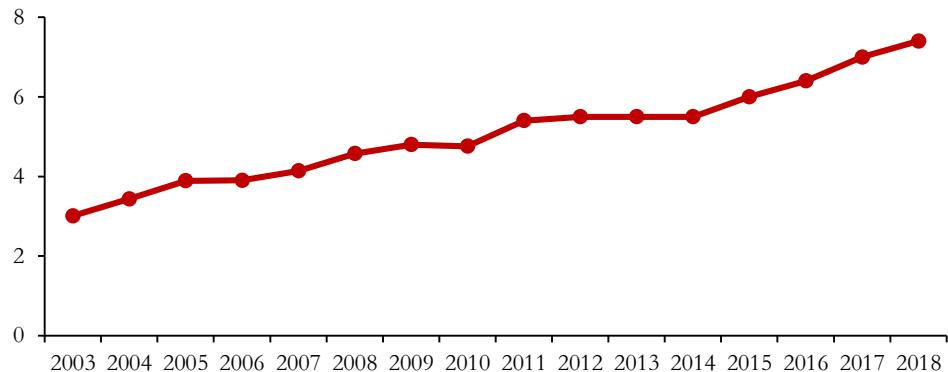
目前我国奶牛存栏数以及单产在全球的地位还存在提升空间。巴西、印度属于奶牛多但单产低的国家，而德国、加拿大、澳大利亚则是相反的形势，单产量偏高但存栏数则很低。产生这种情况的原因来自国家不同自然环境原因，导致牛存栏相差较大。而我国则是处于中间水平，但是相比综合能力靠前的美国，在存栏量以及单产量上还有近一倍的差距。

图表 14 我国奶牛存栏量及单产量（万头，吨/每头）

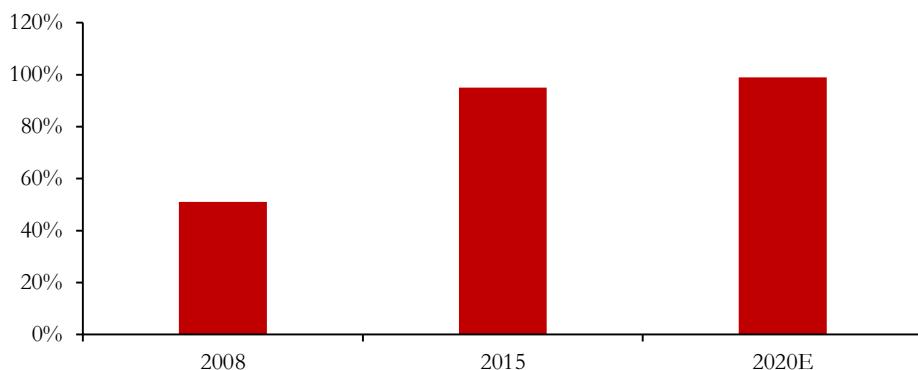


资料来源：前瞻产业研究院，万和证券研究所

数字化技术推动上游奶牛单产量不断提升，未来逐渐成熟。目前我国上游牧场通过不断提升牧场的规模，使奶牛的养殖更加集中及高效。同时，基于牧场规模的提升，机械化、数字化的牧场转型的步伐也不断加快。现阶段我国的产奶自动化也趋于完善，机械化挤奶率接近 100%，基本大型牧场均已经实现数字化管理，这也推动奶牛单产不断提升的因素。随着规模化以及数字管理的逐渐成熟，单产量的提升可能会逐渐趋于平缓。

图表 15 我国奶牛单产量稳定提升

资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 16 机械化挤奶率逐渐趋向 100%

资料来源：中国产业信息网，万和证券研究所

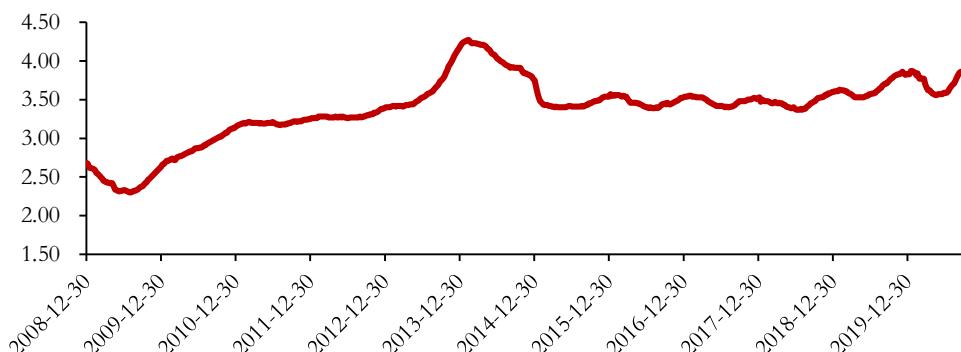
2.上游原奶价格变化逐渐趋于缓慢波动上行态势

2008 年至今，国内原奶价格跨越了不同的几个周期：2008-2013，经历了“三聚氰胺”事件后，奶价在 2009 年进入恢复期开始逐渐回升，并进入快速上升的通道。原奶价格并于 2013 年底达到近 10 年最高峰，主要因上游口蹄病爆发导致奶牛数量及原奶产量增速大幅放缓，市场出现原奶供应不足现象，导致奶价大幅攀升。2014-2016 年，进口大包粉替代开始加强，冲击国内上游，市场供给不足情况开始快速减弱，同年牛肉价格保持高位水平，所以部分中小牧场出现“倒奶及杀牛”现象，导致原奶价格迅速下滑，2015 年已下降至 2012 年水平。2016 至今，但因奶牛的养殖周期至少需要两年，存在跨时间性，所以在存栏量下降后想快速恢复较为困难，导致原奶供给无法再次快速提升，使行业于 2016 年后便开始进入长期小幅波动态势。

2020 年初，受新冠疫情冲击，乳制品企业库存积压，导致上游再次出现“倒奶”现象，导致原奶价格有所下滑。随着现阶段国内疫情已基本控制，市场处于快速恢复期，预计需求量再次上升，原奶价格也随之回升，长期奶

价将处于小幅度波动上行态势。

图表 17 原奶价格走势趋向小幅度波动上行



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 18 奶牛生长周期

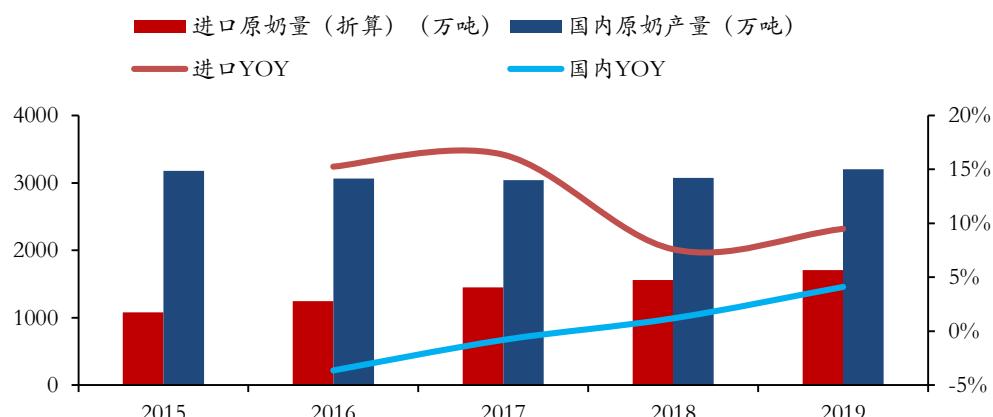
周期	生长阶段
0—3 个月	哺乳期
3—6 个月	断奶期
6—12 个月	小育成牛
12—18 个月	大育成牛
18—27 个月	青年母牛
27 个月之后	成年母牛（泌乳：产奶期 305 天）

资料来源：公开资料，万和证券研究所整理

另外，上游原奶的进口替代情况在逐渐改善，对原奶价格影响也逐渐弱化。

进口乳制品折算成原奶同比增速自 2016 年起开始下滑，同比增长自 16.37% 下降至 2019 年的不足 10%；相比进口原奶，来自大包粉的替代效应明显减弱后，国内产量上涨幅度不断攀升（自 2016 年的下滑后，于 2019 年同比增速上行至 4.1%）。虽然增速仍有较大差距，但是随着进口原奶的增速逐渐缓和，国产原奶受外部因素冲击的情况将会逐步得到缓解。

图表 19 依赖进口原奶情况逐步改善



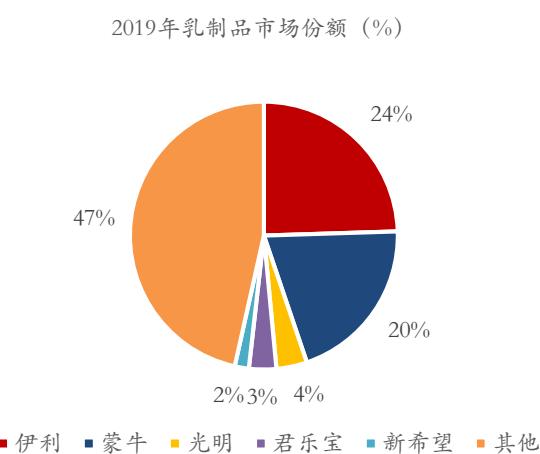
资料来源：国家统计局，万和证券研究所

(二) 中游：双寡头竞争格局成熟，低温竞争风向明显

1. 双寡头格局已成熟

乳制品行业格局现阶段已处于较稳定状态，行业已经形成高度集中的双寡头竞争态势，伊利、蒙牛已占据了饮用奶市场的半壁江山，2019年市占率近45%，而其他区域性及地方性乳制品企业基本是通过低温产品、渠道便利性以及区域性品牌认知度进行市场竞争。随着疫情的冲击，部分中小乳企逐渐退出，行业集中度提高，竞争重心将会逐渐上移。

图表 20 伊利蒙牛市场份额占比近50%



资料来源：前瞻产业研究院，万和证券研究所

2. 竞争战场逐渐向低温市场偏移

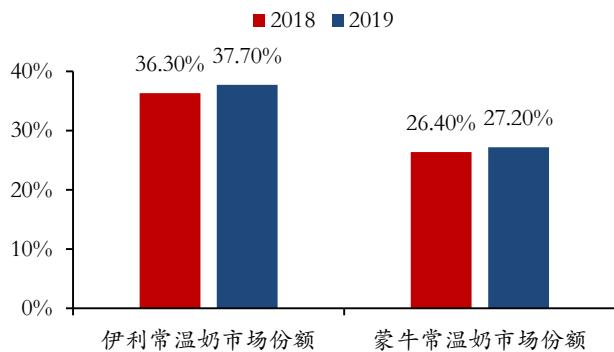
常温领域基本已经被蒙牛和伊利所占据，且凭借“金典”“安慕希”等多个大单品的持续畅销，伊利在常温板块长期处于领跑地位，同时与蒙牛的差距也逐年拉大，但是整体依旧保持双寡头竞争态势。蒙牛在常温板块被伊利拉开差距后，便在保持常温大单品销量的基础上开始将发力点集中在低温奶的研发及销售上（截至2019年，蒙牛低温奶市场已达到23.50%）。

而目前低温市场基本还是由以光明乳业、三元股份、新乳业为首的低温奶乳业占据，合计份额约为30%。其他区域性及地方性乳企则通过渠道优势及范围性认知度稳定自己当地的低温奶业务。因为低温奶相较常温奶储存期短，需要较高的冷链及物流技术成本，所以就距离及渠道来说，区域性乳企更加具备优势。现阶段整体来看低温市场依然处于集中度较低的局面。

综合来看，现阶段我国常温市场经过多年的发展进入成熟阶段，处于低增速增长态势，较为稳定。低温市场方面，消费者对于乳制品高端化以及

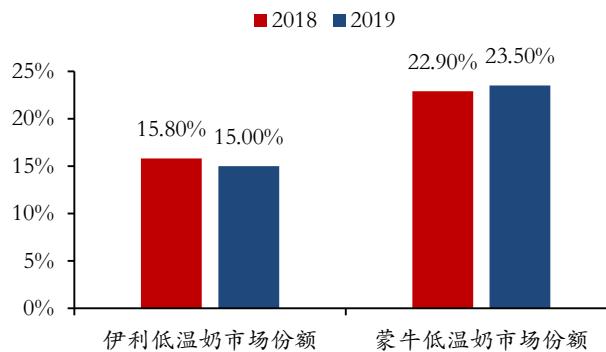
高质量的需求的提升，使低温奶受青睐度开始逐步提升。随着各大乳企开始对上游奶源的加速布局，以及我国冷链及物流技术的快速提升，液态奶市场将逐步偏向低温奶的竞争发展。

图表 21 双寡头常温奶市场份额



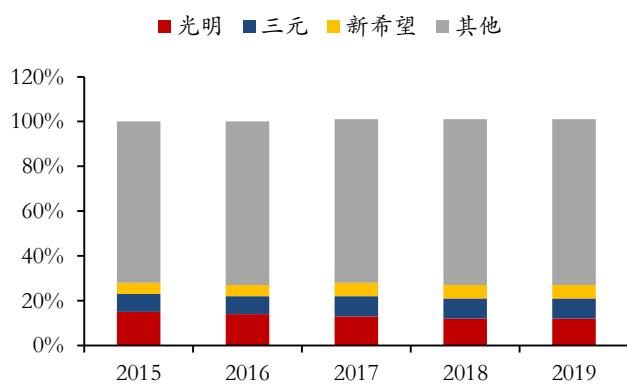
资料来源：食品伙伴网，万和证券研究所

图表 22 双寡头低温奶市场份额



资料来源：食品伙伴网，万和证券研究所

图表 23 低温奶市场份额



资料来源：中国产业信息网，万和证券研究所

图表 24 我国冷链车数量稳定增长



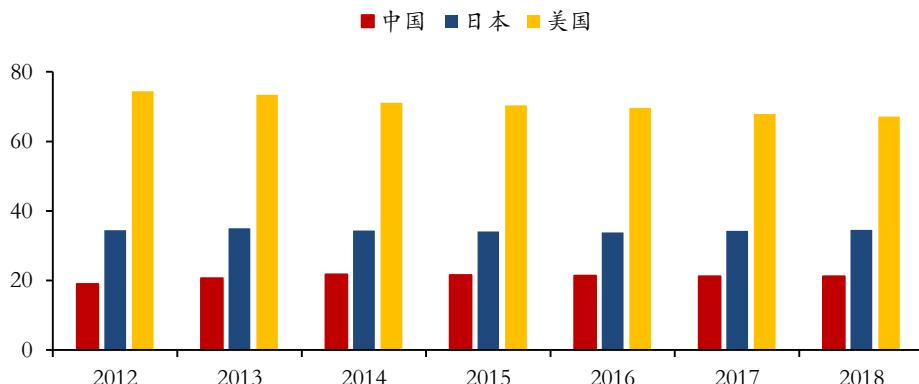
资料来源：中物联冷链委，智研咨询，万和证券研究所

(三) 下游：饮奶量仍有较大空间，下沉渠道有望成为未来主力军

1. 对比国际，我国饮奶量仍然具备较大空间

随着我国乳制品规模的逐渐上升，消费者的饮奶量逐渐提高。从全球角度来看，对比日本和美国等发达国家，我国居民的饮奶量仍然有很大的差距。截至 2018 年，我国人均消费量为 21.2 千克，仅为美国的约 1/3；而相比饮食结构相似的日本，也只有其 0.6 倍左右。对比发达国家，我国乳制品行业仍有很大空间。目前我国的消费者的市场教育还处于需要继续加强和扩大的阶段，随着市场培育的逐步深入，我国消费者的饮奶量有望继续上升。

图表 25 我国牛奶人均消费量在全球较低(千克)



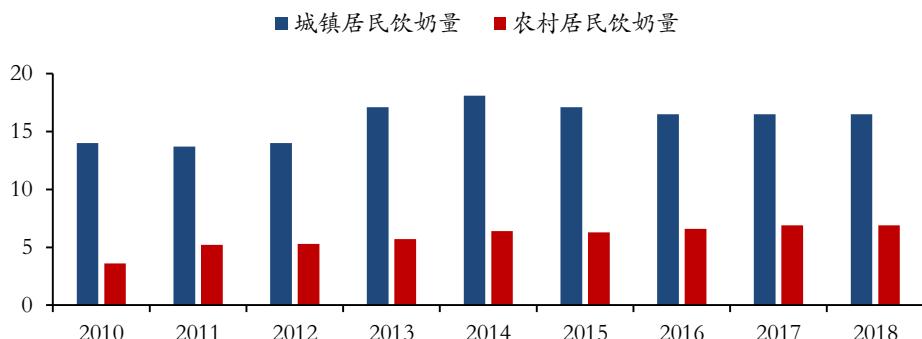
资料来源：前瞻产业研究院，万和证券研究所

2. 城镇农村乳制品消费存在明显差距

相比国际的差距，国内乳制品消费不同区域也不均衡。截至 2018 年，城镇居民人均饮奶量为 16.5 千克，农村居民饮奶量仅为 6.9 千克。城乡饮奶量相差近 2.5 倍，不均衡的主要原因来自收入水平及消费偏好存在较大差距。

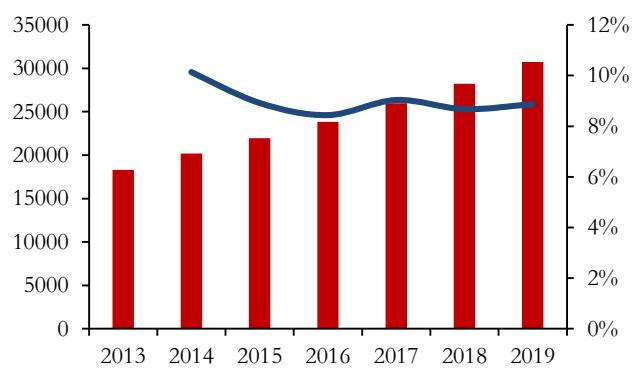
三四线城市及农村地区的消费有望成为未来乳品消费的主力军。第一，截至 2018 年，我国城镇化率已超过 60%，但是随着城镇化的持续扩张，现有的近 40% 的农村居民也可以逐渐成为未来的消费潜力。第二，我国一二线城市的饮奶量已经处于较高水平，但是反观三四线及农村地区消费者的饮奶量仍然有差距，主要是因为还缺少市场培育，多饮奶的消费习惯还未形成。所以三四线城市和农村地区的消费量还具有提升空间。第三，我国现阶段居民的人均可支配收入处于近 10% 的增速稳定上涨中，消费能力的提升也将提升对于乳制品的消费。其中，城镇与农村居民的收入均在上涨，虽然仍存在较大的差距(2019 年城镇居民可支配收入是农村居民的 2.64 倍)，但是差距在逐年缩短的。第四，2020 年 7 月，中共中央政治局会议提出加快形成以国内大循环为主体的发展格局，以目前我国超大规模市场优势和内需来看，下沉渠道优势将更加明显。随着农村居民收入的更快速增长，农村居民的乳制品消费能力将逐渐成为未来乳制品消费的主力部分。

图表 26 城乡饮奶量差距仍然较大



资料来源：国家统计局，万和证券研究所

图表 27 全国居民人均可支配收入稳定上升 (元)



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 28 城镇、农村居民可支配收入差距逐渐缩小



资料来源：Wind，万和证券研究所

三、伊利股份竞争优势分析

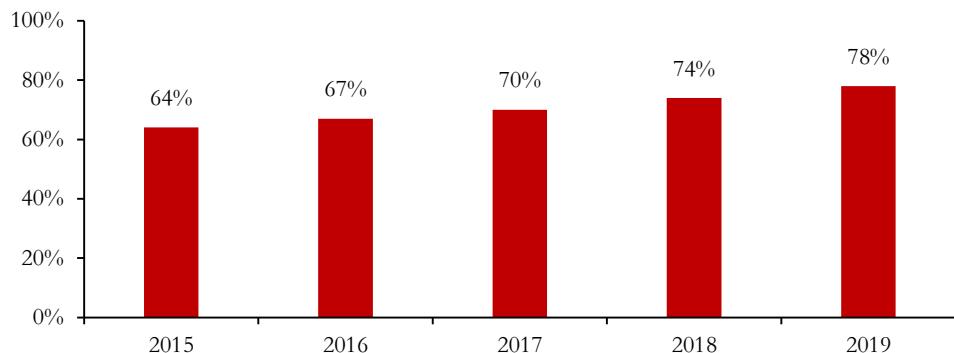
(一) 常温龙头地位显著并持续强化，全系列产品矩阵升级

1.常温奶板块：双寡头格局稳定，消费升级推动板块继续上行

常温奶作为我国最广泛的消费乳制品，早在 1990 年引进 UHT 技术及利乐无菌包装后，成功加速了国内乳业的发展。随着常温奶的快速发展，龙头企业加速占据市场份额，集中度不断提高。常温板块目前已进入成熟发展阶段，随着其他乳品板块的兴起，常温板块增速不断下滑至较低水平（根据欧睿数据统计，2019 年常温板块销售规模 941.6 亿元，同比增长约 1.7%）。

截至 2019 年，常温板块基本被伊利、蒙牛两大龙头占据近 80% 市场份额，形成了较稳定的双寡头态势。随着龙头乳企品牌力不断提升及上游奶源的集中，加上 2020 年初的新冠疫情的冲击，预计集中度将进一步提升。

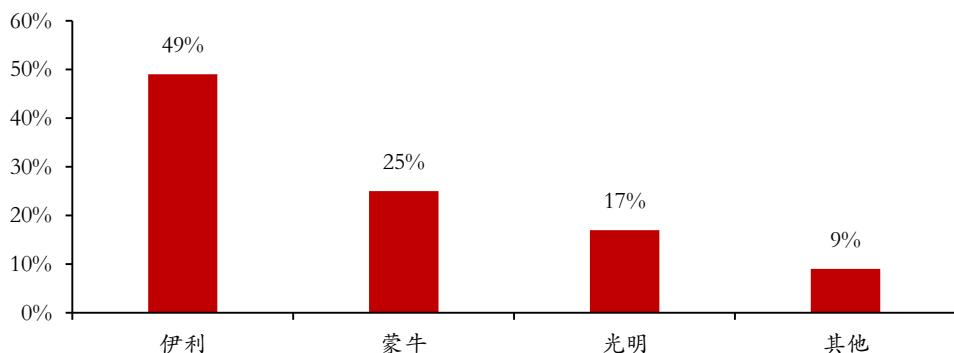
图表 29 伊利蒙牛常温板块市场份额近 80%



资料来源：中国产业信息网，万和证券研究所

常温酸奶市场份额也被头部乳企瓜分。随着消费升级，消费者对于常温板块的需求开始提升，常温酸奶便开始崛起并逐渐挤压常温白奶的空间。现阶段，常温酸奶品牌已发展超上百种，但是市场份额基本被伊利的安慕希、蒙牛的纯甄、光明的莫斯利安占据（市场份额占比超 90%）。

图表 30 常温酸奶市场份额

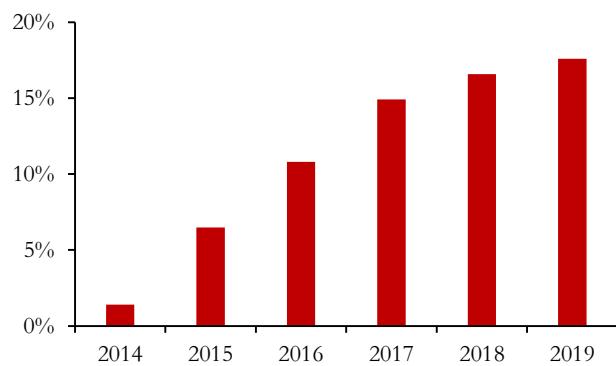


资料来源：中国产业信息网，万和证券研究所

产品方面，对于伊利常温奶板块的发展，最大的驱动主要来自大单品销量的不断提升，同时产品整体高端化也通过大单品的销量推动得到较好的衔接。其中“金典”及“安慕希”两大单品最为亮眼。金典作为伊利常温白奶板块最高销量的大单品，持续受益公司强大的品牌力及渠道力，市场份额逐年提升，2019 年于液态奶中份额提升至 6.7%。常温酸奶方面，安慕希作为最受欢迎的常温酸奶，市占率于酸奶品牌中达到 17.6%。另外，销量方面，安慕希自 2015 年 40 亿左右的销售收入，通过 4 年时间爆发式增长达到了 200 亿的销售规模，金典也于 2019 年突破 100 亿的销售收入。整体来看，核心大单品安慕希和金典基本保持近 15%以上的较高速增长。目前伊利常温高端产品占比已从 13 年的 30%，提升至 50%以上。虽然未来行业常温板块预计会保持低水平增速增长，但是因为伊利常温大单品的较大市场占据，

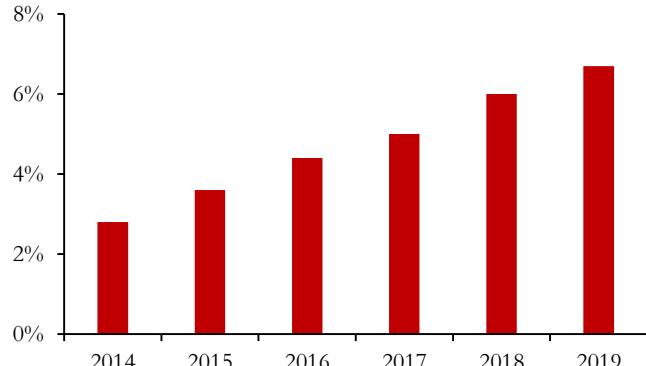
以及较高盈利水平，常温板块依然具有支撑公司基础发展的能力。

图表 31 安慕希于酸奶市占率 (%)



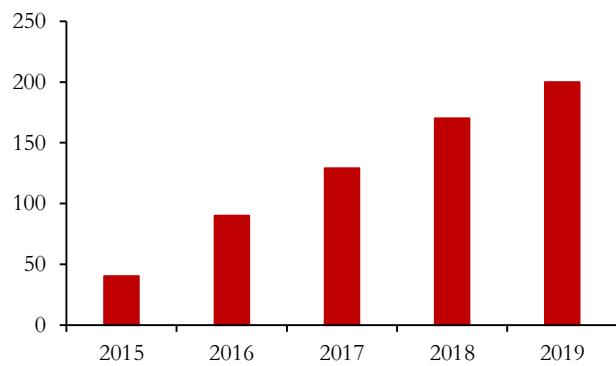
资料来源：发现数据，万和证券研究所

图表 32 金典于液态奶中的市占率 (%)



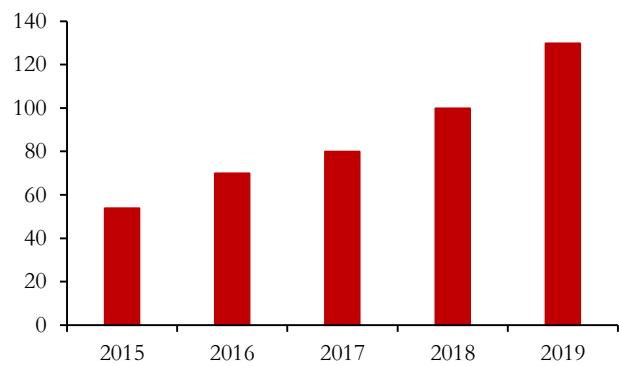
资料来源：发现数据，万和证券研究所

图表 33 安慕希销售收入 (亿元)



资料来源：发现数据，万和证券研究所

图表 34 金典销售收入 (亿元)

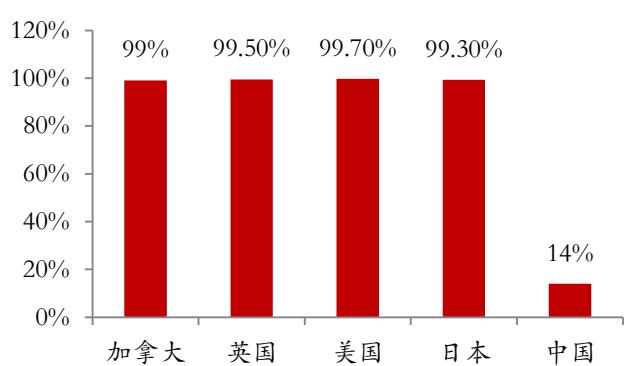


资料来源：发现数据，万和证券研究所

2、低温奶：板块空间巨大，渠道优势积极布局

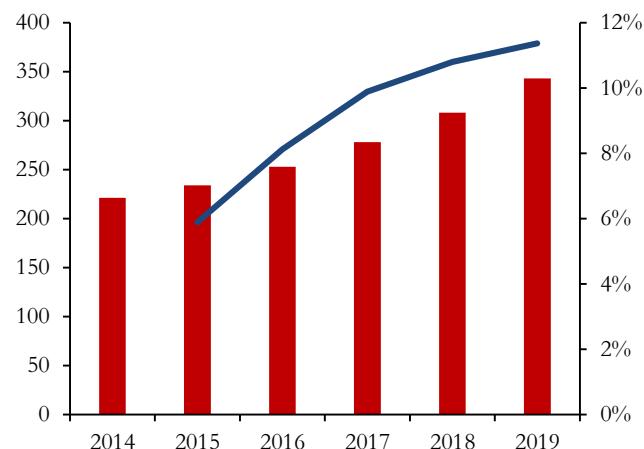
现阶段对比国际，我国低温奶消费空间巨大。目前世界上 90%左右的国家都是以消费低温巴氏奶为主，其市场份额占比均超 99%，连产业结构与我国相似的日本也远超我国。相比之下，我国低温奶的市场份额仅为 14%，未来还有很大提升空间。同时，随着消费升级以及各大乳企的渠道铺设，国内低温奶的消费量稳步持续上升。截至 2019 年低温奶市场规模增速达 11.36%。

图表 35 部分国家低温奶市场份额占比对比



资料来源：尼尔森，万和证券研究所

图表 36 低温奶规模增长不断提速



资料来源：智研咨询，万和证券研究所

低温白奶：低温奶区域性强，头部进场不容小觑。受低温奶保质期短的限制（约3-7天），运输储存均需要长时间通过冷链系统，加上进口低温奶因高额运输成本以及渠道劣势导致销量也偏低，所以具有冷链渠道优势的区域性乳企更加具有优势。现阶段我国冷链技术处于快速发展阶段，同时加上信息化优势的加持，已经形成了一定规模效应。随着消费者认知度的提升，以及新冠疫情的刺激，低温白奶发展速度提升较快，各大乳企加码低温白奶产品加入低温市场竞争。虽然区域乳企较早进入低温市场，但是现阶段优势主要还是传统订奶渠道，而KA卖场、商超、电商、便利店等渠道，如伊利、蒙牛这样全国性龙头企业依然具备较强竞争力。未来随着头部企业的快速进场，预计区域性乳企低温市场份额可能会被持续挤压，面临被收购风险。

渠道及品牌优势更好帮助伊利扩大低温市场竞争力。低温白奶目前市场较为分散，伊利则先以控制奶源及选择部分低温竞争压力较小的城市进行以点带面的扩张方式，公司的低温白奶产品方面也是以中高端为主。随着稳定布局，加上新冠疫情带来的消费端高端需求刺激，2020年上半年伊利低温奶上涨约70%。随着公司不断加大建设冷链运输及储存设施，及市场教育，公司低温白奶业务增速有望继续快速提升。

图表 37 伊利三款新低温奶宣传内容

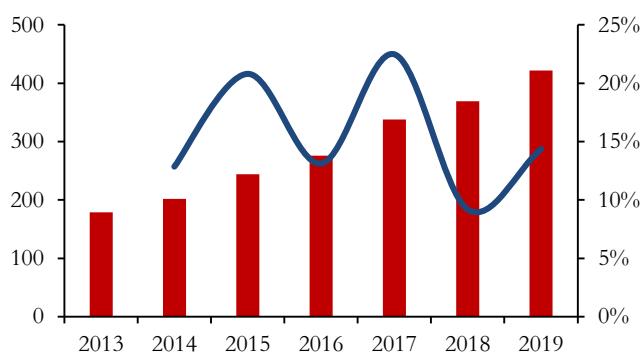
名称	内容
金典鲜牛奶	含有3.8g/100ml原生乳蛋白，保留更多鲜活营养
牧场清晨鲜牛奶	优选牧场采用科学喂养方案，新鲜奶源2小时直达工厂
伊利鲜牛奶	主打“奥运品质”，强调从奶牛健康、巴氏杀菌工艺到无菌灌装的品质保证

资料来源：公司官网，万和证券研究所

低温酸奶：相对于低温白奶，随着低温酸奶在终端人气的提升，伊利在低温酸奶方面也加大了投入。伊利借助差异化的产品获得区域性可观销量不断提升市场份额，于2019年在低温市场板块市占率到31.1%。其中，公司低温酸奶大单品畅轻稳居低温酸奶行业第一品牌，并在近三年连续获得亚洲博鳌论坛唯一指定酸奶殊荣。虽然2016年前因消费者对于常温奶的消费大幅提升导致低温奶销量受挤压，畅轻增速下滑，但是随着低温奶近两年需求量再度提升，基本能保持近20%增长率。

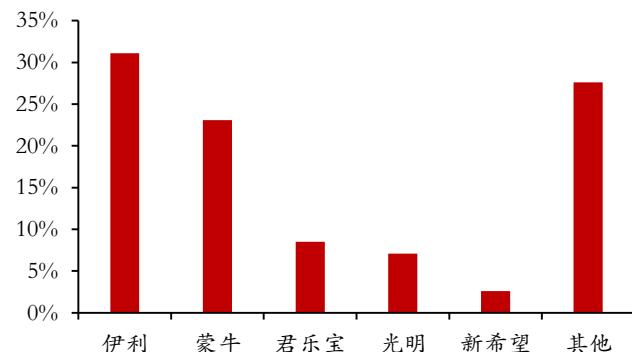
目前我国酸奶市场近几年增速除2018年以外均保持双位数增长，具有较好的成长性。另外，因酸奶具有一定休闲社交属性，疫情导致如奶茶店、咖啡店等终端消费场景受限制对2020年的酸奶消费产生一定冲击。随着疫情后国庆中秋双节后的消费拉升，预计今年公司酸奶消费下滑将会是短期态势，中长期来看公司低温酸奶板块将延续双位数增长趋势。

图表 38 我国低温酸奶市场规模（亿元）



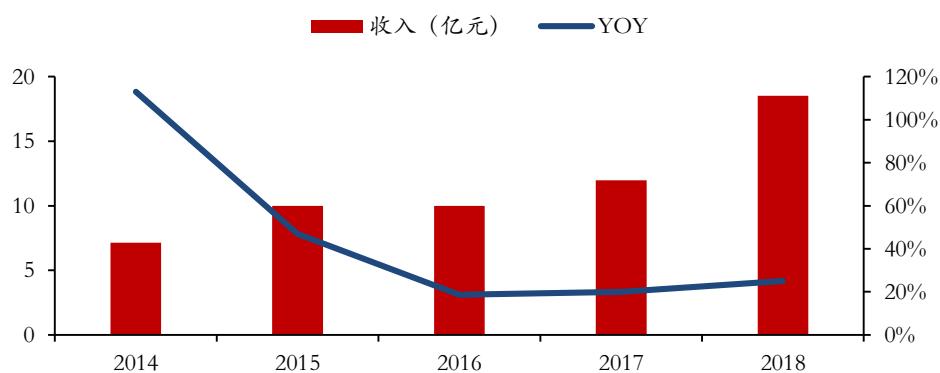
资料来源：智研咨询，万和证券研究所

图表 39 2019 年低温酸奶品牌市占率



资料来源：智研咨询，万和证券研究所

图表 40 伊利大单品畅轻收入及增长率



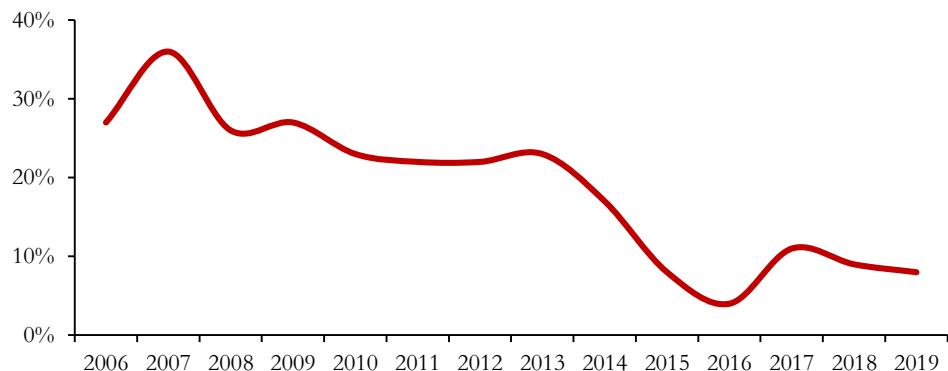
资料来源：发现数据，万和证券研究所

3、奶粉：行业高端化趋势明显，奶粉业务发展紧随市场需求

国内奶粉市场增速趋于平稳。2008年以前奶粉行业保持高增速增长，最高

增速超过 35%。2008 年后行业因“三聚氰胺”事件遭受巨大冲击，终端销量大幅下降导致行业增速下滑明显，随后开始恢复。截至 2019 年，国内奶粉市场规模为 1755 亿元，2017 年至 2019 年，增速基本保持在 10%附近，处于较低增速平稳态势。

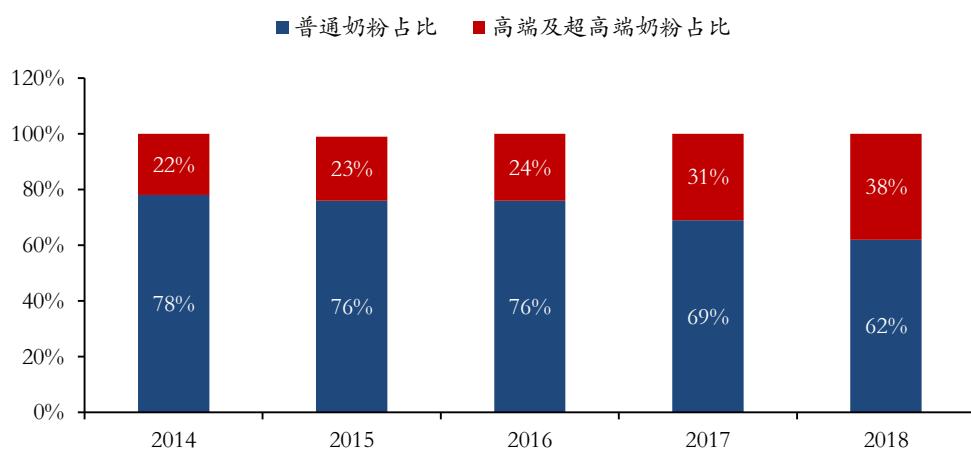
图表 41 奶粉市场规模增速趋于平缓



资料来源：中国产业信息网，万和证券研究所

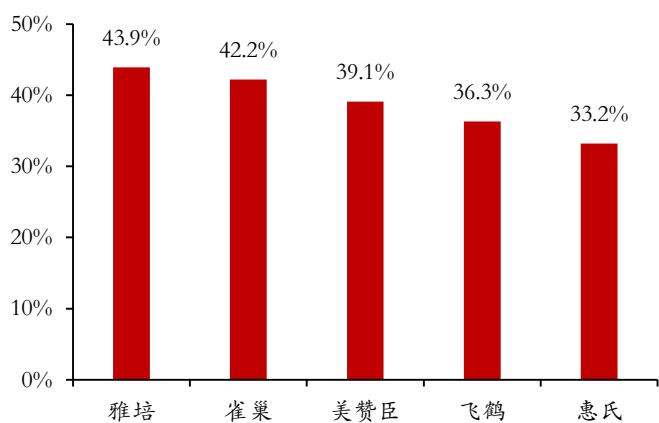
奶粉高端化趋势明显，高端为主的奶粉产品依旧由外资所占据市场。国内在经历了“三聚氰胺”、“大头娃娃”、“毒奶粉”等奶粉负面事件后，消费者对于奶粉的质量及安全性有了更高的需求。随后，高端及超高端产品占比随之快速提升，截至 2018 年占比已近 40%。现阶段在高端奶粉产品中，我国奶粉行业中依旧是国外品牌处于主导地位。因为此前国内奶粉事件的多次发生，国内消费者对于国外品牌的信任度会更高（2019 年国内对奶粉品牌的认可度前五名仅飞鹤一家国内品牌）。同时国外品牌在一二线城市也占据较大份额，其中一线城市进口品牌占比高达 74%。整体来看，随着国内奶粉产品包括伊利在内的乳制品巨头不断集中上游优质奶源以及推出高质量新产品，国内品牌竞争力有望提升。

图表 42 高端及超高端奶粉占比不断提升



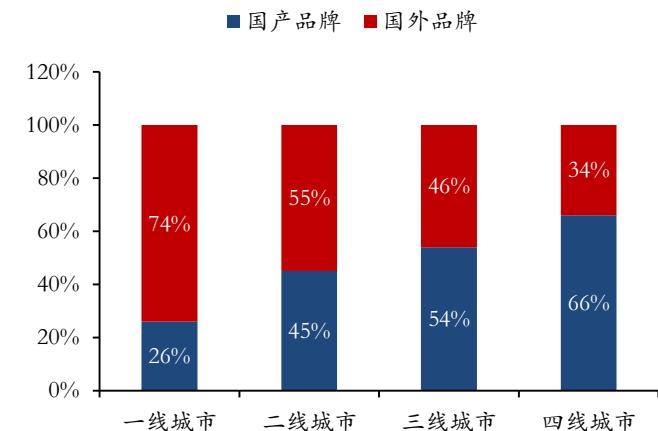
资料来源：中国产业信息网，万和证券研究所

图表 43 2019 年奶粉品牌认可度 Top5



资料来源：艾媒咨询，万和证券研究所

图表 44 各线城市国内外品牌市场份额对比

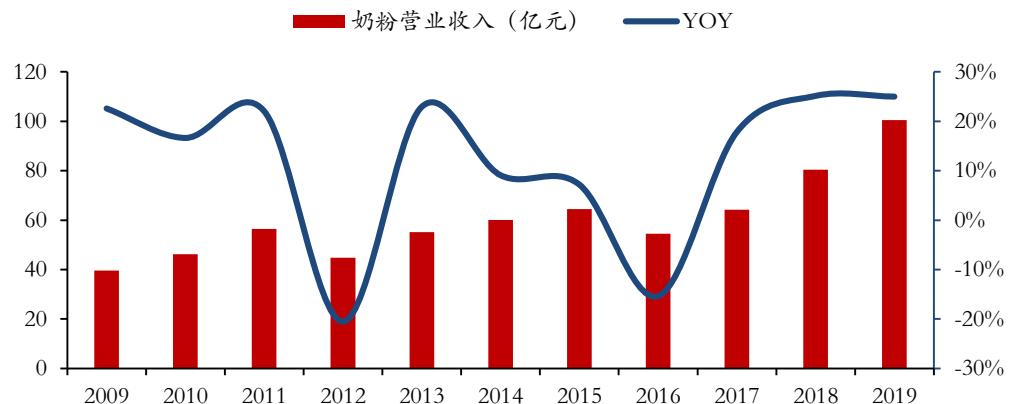


资料来源：前瞻产业研究院，万和证券研究所

在高端化推动及外资品牌压力下，伊利高端大单品逐步提升份额。受 2008 年“三聚氰胺”事件的冲击，伊利奶粉业务也受到冲击而销量明显下滑。

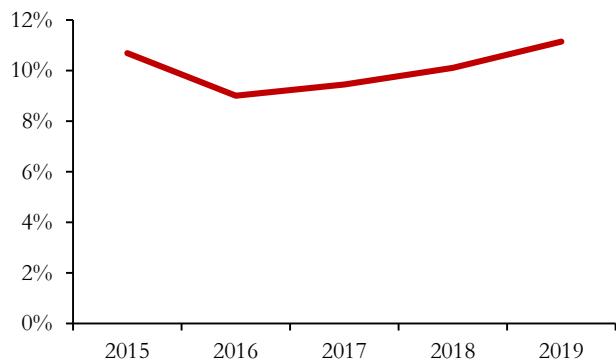
另外，2016 年 6 月，国家食品药品监督管理总局颁布了《婴幼儿配方乳粉产品配方注册管理办法》，要求每个企业原则上不得超过 3 个配方系列 9 种产品配方，根据注册制改革标准，国内上百家婴幼儿配方乳粉生产企业数量下降一半以上，使得行业竞争加剧，伊利的奶粉板块也因此受影响而大幅下滑。之后为加大自身竞争力度，伊利选择继续推出新高端大单品。2016 年后伊利奶粉板块再度增速大幅拉升主要来自高端大单品“金领冠”系列新品（第一款高端婴幼儿配方奶粉“金领冠睿护”）的推出，至 2018 年金领冠系列销售额破 50 亿。因金领冠大单品的发力，截至 2019 年公司奶粉板块毛利润 48.38 亿较 2016 年 30.65 亿提升了 57.85%，业务占比也在板块受冲击后于 2018 年再度回升至双位数 10.11%。后续 2019 年公司又推出了“金领冠悠滋小羊”婴幼儿配方奶粉和“金领冠塞纳牧”婴幼儿有机配方奶粉等高端婴幼儿奶粉继续加大金领冠销售。预计随着高端大单品的持续推出，公司奶粉业务收入增长有望继续保持双位数增长。

图表 45 伊利奶粉收入近年快速提升



资料来源：Wind, 万和证券研究所

图表 46 伊利奶粉业务收入占比 (%)



资料来源：Wind, 万和证券研究所

图表 47 金领冠大单品



资料来源：公司官网, 万和证券研究所

4、冷饮：龙头优势仍在，产品升级推动高端化发展

我国冷饮产业的发展自 1994 年外资巨头和路雪进入中国开始，经历了 20 年的发展，国内乳企开始崛起，竞争格局也从早期和路雪占据大部分市场演变成多家外资企业及国产乳企激烈竞争的态势。随着终端消费升级，冷饮也基本成为消费者的日常消费食品。目前国内冷饮市场发展为品牌及产品多样化，市场规模增速也逐渐趋于缓和（2019 年我国冷饮市场规模已达 1380 亿元）。从市场份额来看，2019 年伊利位居第一，约 14% 占比。现阶段我国冷饮市场中低端品牌份额较为分散，整体集中度偏低，随着龙头企业高端品牌的持续推出，未来有望进一步提高。

图表 48 冷饮市场规模



资料来源：中商情报网，万和证券研究所

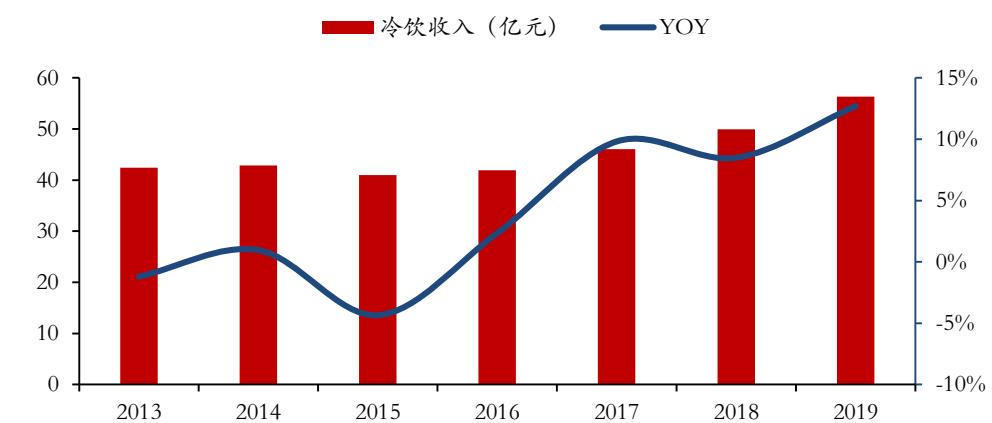
图表 49 冷饮市场份额对比



资料来源：中国产业信息网，万和证券研究所

随着公司的冷饮收入规模提升，伊利没有停滞在如巧乐兹、冰工厂等母品牌畅销系列上，而是选择针对产品系列进行升级，持续推出如“甄稀”、“须尽欢”等新高端冷饮产品。同时，公司将“甄稀”通过参与合作《拜托了冰箱》以及明星代言广告方式，进一步提升产品知名度与销量。另外，伊利于 2019 年通过收购泰国第一大龙头冰淇淋企业 Chomthana 开始增强公司在海外冷饮板块影响力。整体来看，伊利冷饮业务收入近两年保持在约 10-15% 的增速区间，随着新品的推出叠加海外知名度的提升，冷饮板块有望保持双位数增速。

图表 50 伊利冷饮业务销售收入（亿元，%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

5、奶酪：国产品牌间环境竞争力较弱，公司加速布局奶酪板块

随着消费升级，消费者从“喝奶”变成“吃奶”，奶酪以其营养健康的特点逐渐成为受年轻消费者青睐的乳品。2009 年至 2019 年我国奶酪市场规模 CAGR 为 23.78%，增长迅速。截至 2019 年，我国奶酪市场规模提升至 69.48

亿元。整体来看，我国奶酪行业整体保持较高增速持续上升的态势。

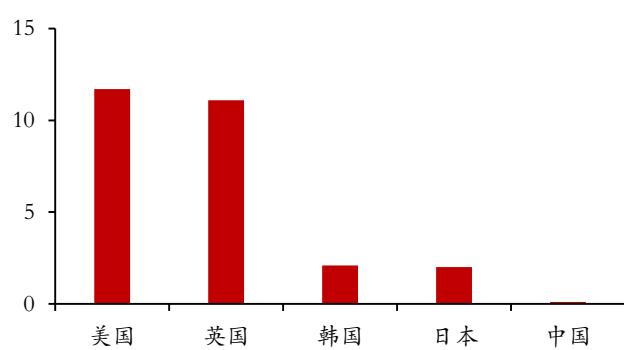
图表 51 奶酪市场规模（亿元，%）



资料来源：智研咨询，万和证券研究所

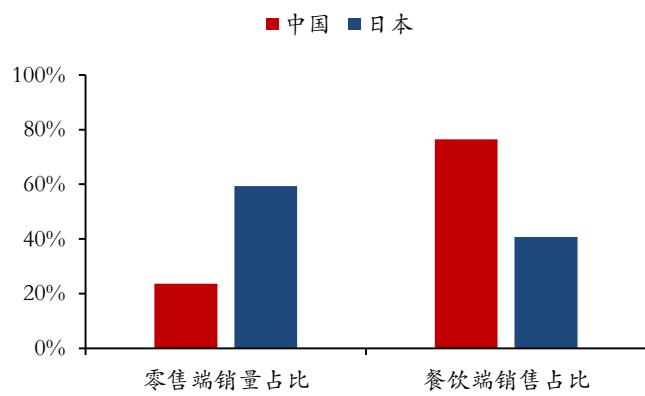
我国奶酪市场空间较大，依旧进口品牌主导但增速减缓，国产品牌有望持续受益。国内目前的奶酪人均消费量相较国际其他发达国家少很多，与餐饮习惯相似的日本韩国比也差距较大。另外，因消费者对于奶酪的消费需求提升主要来自于西餐厅的快速扩张，导致国内终端超 75% 奶酪消费来自餐饮端，但零售端仅占比约 24%。对比日本奶酪渠道消费占比，我国零售端渠道还有较大开发空间。整体来看，我国奶酪市场成长空间可观。

图表 52 奶酪人均消费量（千克）



资料来源：中国产业信息网，万和证券研究所

图表 53 中国奶酪零售端渠道还有较大空间

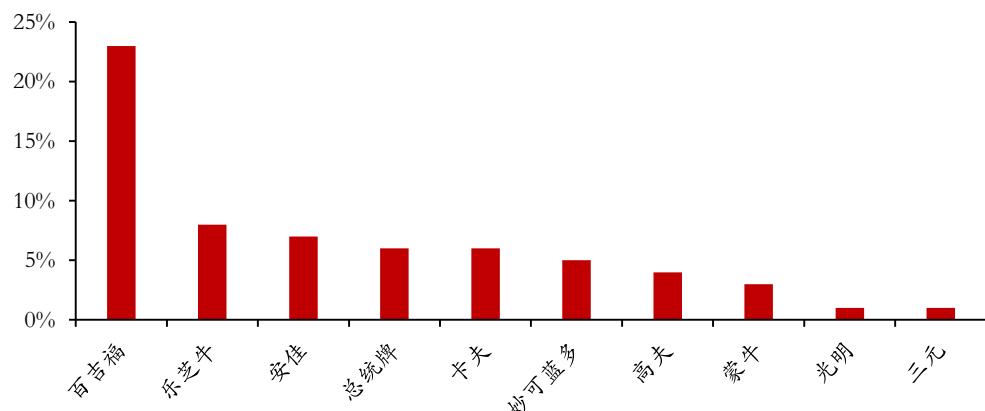


资料来源：中国产业信息网，万和证券研究所

现阶段国内奶酪市场依旧是进口品牌占据主导地位。前五大品牌均为进口品牌，其中为首的百吉福占比超过 20%。国产奶酪龙头妙可蓝多占比对比百吉福也相差较大。另外，各大龙头乳企如伊利、蒙牛、光明的奶酪产品也还未具有较强竞争力。但是自 2016 年后，国外品牌的进口增速大幅下滑，主要来自各大乳企开始布局奶酪板块，其中蒙牛更加重对奶酪市场的重视，

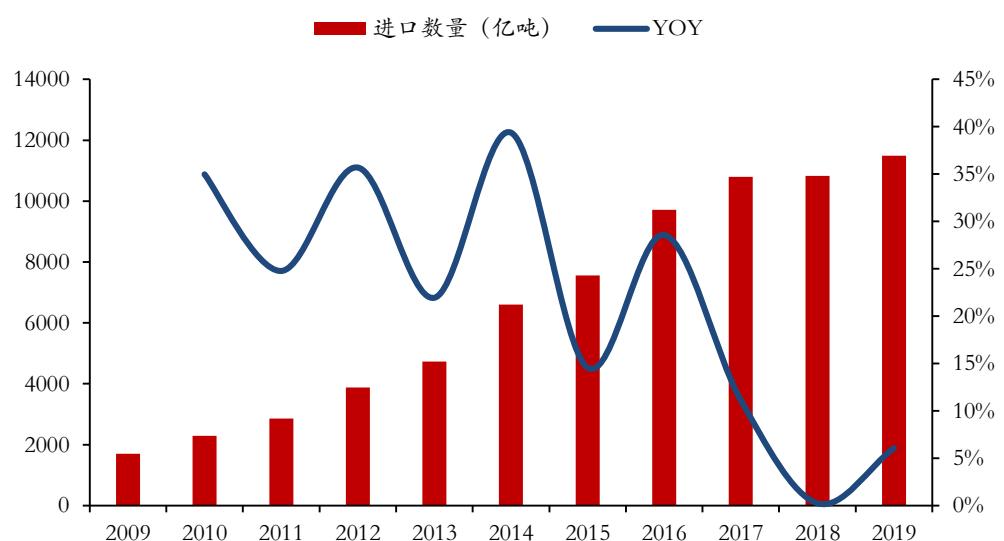
通过入股妙可蓝多 5% 股权进一步发力奶酪业务。随着国内奶酪市场规模不断扩大同时进口数量增速放缓，国产品牌的市场份额有望继续提升。同时，2018 年国务院发布的《关于推进乳业振兴保障乳品质量安全的意见》中显示对国内奶酪的大力支持，国产品牌未来将有望持续受益市场红利。

图表 54 中国奶酪市场被进口产品占领（2019 市场份额）



资料来源：中国产业信息网，万和证券研究所

图表 55 进口奶酪数量降至低增速水平



资料来源：中国海关，万和证券研究所

整体来看，现阶段国内国产奶酪品牌竞争环境处于较为宽松态势。针对这样的环境，伊利可以通过自身的渠道优势进行快速布局抢占奶酪市场份额。伊利在奶酪方面推进较晚，但是经过一年的奶酪业务体系建设，成功在 2020年上半年实现超 2 亿，远超去年上半年板块收入。目前产品方面依旧是以儿童奶酪棒为主要终端产品，但是近期推出成人奶酪丰富自身板块产品线。随着奶酪产能的扩大，以及渠道扩张优势带来的市场教育，预计伊利奶酪板块收入将有望今年实现 4-5 亿的收入。

(二) 优秀的奶源布局及优质奶源控制

1. 奶源布局四步走，打开奶源控制大门

对于乳制品企业来说，越丰富越优质的奶源布局，能够有效的减缓上游原奶价格上升的压力，同时提高自身产品的质量以及下游影响力。

作为乳制品生产的基础，伊利对于奶源的基地建设十分重视。公司自 1999 年开始推出并实施“奶源四步走”战略，在这个时期建立了以呼包、京津唐、东北为主的三大奶源基地，同时开辟了华中、华南等新的奶源基地：

第一步是推行公司加农户发展方式（1999）：最早为了改变上游奶源紧缺以及收奶困难情况，首次创新推出“公司加农户”的发展模式，实现了奶厂自动化挤奶方式，还使原奶质量大幅提升，极大地提高了奶农的饲养能力和收入水平，进一步的形成了伊利与农户之间的依托关系，成功形成了以农养牧、以牧促农的良性循环的大好局面。

第二步是实施公司加奶牛小区发展方式（2000）：随着公司的发展及扩张，虽然奶源紧缺问题得到解决，但是奶牛的饲养以及防疫技术水平的落后进一步的阻碍了奶牛养殖的发展。公司针对这个问题推出了“公司加奶牛小区”的发展模式，以“集中饲养、集中挤奶、科学管理、统一防疫”为核心，成功提高了奶牛产奶量，疫病率也大幅下降。

第三步是推动公司加规范化牧场模式（2005）：为进一步的扩大规模，以及加强统一管理，伊利通过第三步的模式推出实现了由传统奶牛养殖向科学化、规范化、现代化模式的转变，大大的提升了上游奶牛的产奶量以及质量。

第四步是成立奶牛合作社（2006）：伊利为进一步完善公司于上游农户的合作，成立“奶牛合作社”的新发展模式，实现入社农户所有权和经营权的分离，组织专业化生产，基本实现了公司、政府、农户的共赢。

2. 不断收购与合作，巩固优质奶源控制，掌握丰富奶源资源

伊利在我国上游奶源供给较为紧缺、存栏数持续下滑的情况下，不断控制优质奶源。公司在具备呼伦贝尔、锡林郭勒以及新疆的“黄金奶源”的优势基础上，采取持股及战略合作方式进一步加大奶源控制，包括了优然牧业、赛科星、中地乳业、现代牧业、辉山乳业等多个优质奶源。海外方面，伊利也于 2019 年收购了新西兰第二大乳业 Westland，成功扩展海外优质奶

源。另外，公司为巩固奶源以及提高自身对上游奶源发展的推动，积极联动内蒙古各盟市打造现代智慧健康谷、呼伦贝尔、巴彦淖尔、兴安盟、通辽等五大产业集群项目。

图表 56 伊利加大上游奶源控制

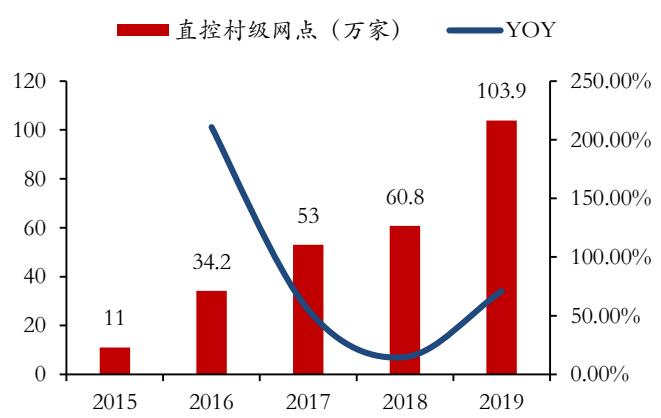
公司	持股比例
优然乳业	持股 40.00%
中地乳业	持股 16.60%
赛科星	持股 58.36%
现代牧业	持股 60.76%
Westland	持股 100%

资料来源：中国奶业协会，万和证券研究所

(三) 渠道深度扩张及下沉，线上渠道开始发力

抢占先机，率先进行全国化渠道扩张及下沉。目前乳制品行业正呈现从集中式消费到分散式消费的发展趋势，行业未来需求提升将主要由三四线城市及农村消费驱动。伊利早在 2006 年就提出“全国织网”计划，以全国化为主要目标，并很快将业务覆盖范围扩大至全国市场，领先于行业其他乳制品企业。随后 2007 年，伊利开始发力渠道下沉，通过借助商务部“万村千乡”活动进入农村终端，与三四线城市及农村市场消费者建立初步联系。2012 年伊利开始深耕渠道，进一步加大覆盖力度，覆盖数量及渗透率不断提升（截至 2019 年 12 月伊利常温液态类乳品的市场渗透率为 84.3%，乡镇村网点近 103.9 万家）。

图表 57 村级网点加速扩张



资料来源：公司公告，万和证券研究所

图表 58 伊利常温液态类乳品渗透率 (%)



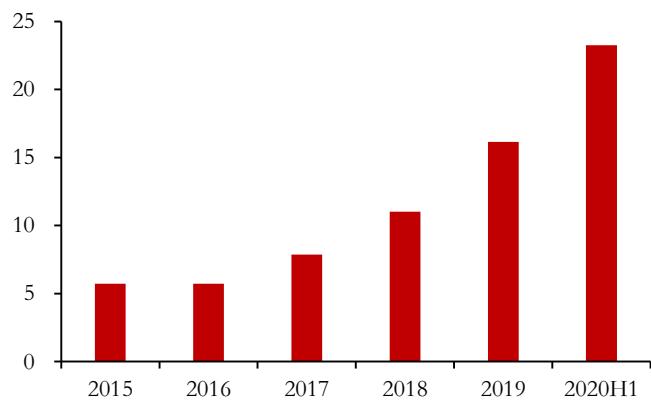
资料来源：公司公告，万和证券研究所

伊利更加注重渠道的扁平化，使渠道更加高效。从渠道结构方面来看，目

前公司还是以和区域性经销商合作的模式为主。为了使三四线城市及农村市场的下沉更加高效，伊利选择将现阶段的“合作模式”逐渐变更为“配送模式”。公司通过传统的驱动经销商进行销售转变为将销售人员下放至消费终端与经销商一同开拓市场的模式，整合不同层级城市的资源进行货物供应和营销，使渠道更易下沉，同时也更进一步的加强渠道把控力。

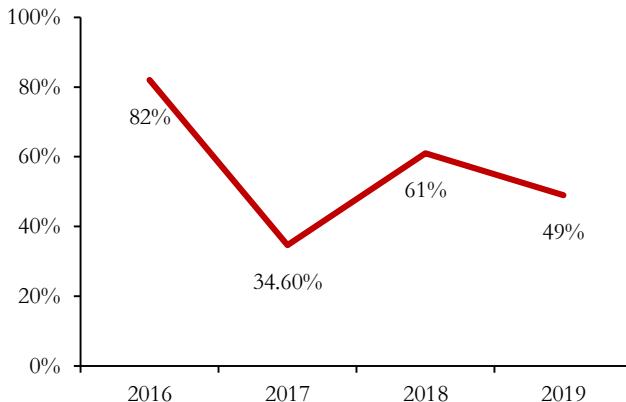
线上销售渠道发力。随着物流及电商的飞速发展，伊利在线下渠道扩张的同时，也大力发展线上销售渠道。目前伊利打通了包括天猫、京东、唯品会、拼多多等多家知名电商平台，使伊利不再仅限于通过线下商超获取收入。截至 2019 年，伊利电商业务收入处于 49% 的高增速上涨态势。另外，随着线上消费的崛起，伊利的应收账款也随着电商渠道的货款而逐年提升。随着 2020 年初的新冠疫情对于消费者线上消费习惯的进一步刺激，伊利未来将会更加关注线上渠道的发展。

图表 59 伊利应收账款（亿元）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 60 伊利电商收入同比增速（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

随着渠道可覆盖面积的逐步收缩以及公司产品结构化升级，预计未来伊利的渗透率将逐渐趋缓。除常温液态奶板块，其他如低温鲜奶、奶酪、乳制品饮料和瓶装水等消费较低或新开发的板块未来将有望通过公司渠道下沉优势获益。

（四）营销手段逐渐高端化

好品牌形象成功塑造。因 2008 年“三聚氰胺”事件，伊利终端产品销量在同年遭受巨大冲击后，开始将营销策略点放在品牌塑造上。在恢复阶段，伊利选择通过在 2009 年与世博会合作，成为唯一乳品高级赞助商来提高知名度，同时于同年开展“放心奶大行动”提高国民对于伊利产品质量的认

可来进一步减缓“三聚氰胺”事件带来的冲击，提升产品销量。在2010年底，通过与迪士尼合作成功打开了儿童乳制品消费市场的的大门，基本恢复了“三聚氰胺”事件对公司的影响。随后，伊利便参与合作各大高曝光度高认可度的活动不断提升知名品牌形象，包括了大型体育赛事、电视剧、电影及各大综艺等消费者偏爱的节目或活动。同时，还邀请知名明星参与代言公司产品来获得更高热度的品牌形象吸引消费者。于2018年以前基本完成了高曝光度高热度的品牌形象塑造。

高端化进程开启品牌升级之路。2018年开始，市场高端化风向明显，伊利认为品牌营销需要更加体系化的升级。在参与如奥运会及各大高流量节目持续提高品牌曝光度的同时，开始深入品牌内涵。营销措施包含了如发布全新的LOGO和视觉识别系统，同时还将2008年创立的“参观伊利”数字化平台升级为伊利品牌独有的IP资源“成长发现之旅”，赋予消费者更多关于伊利品牌成长的知识，更好的树立了伊利的高端乳制品品牌形象。截至2019年，伊利销售费用超210亿，其中广告销售费近两年保持较高水平。

图表 61 积极参加高曝光度活动



资料来源：公司官网，万和证券研究所

图表 62 伊利成长发现之旅



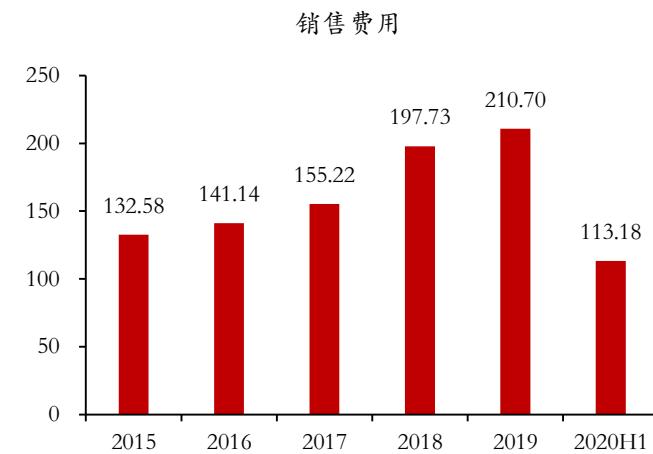
资料来源：百度，万和证券研究所

图表 63 伊利广告销售费用（亿元）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 64 伊利销售费用（亿元）



资料来源：Wind，万和证券研究所

（五）品牌优势明显，国际地位不断攀升

跻身全球五强，未来冲击全球第一。伊利在国际中的表现十分亮眼，排名不断攀升。从 2018 年的第九名到今年荷兰合作银行公布的“2020 年全球乳业二十强”排名的全球前五，不仅对于伊利是一个实力的象征，同时对整个亚洲乳企来说也是一个全新的高度。

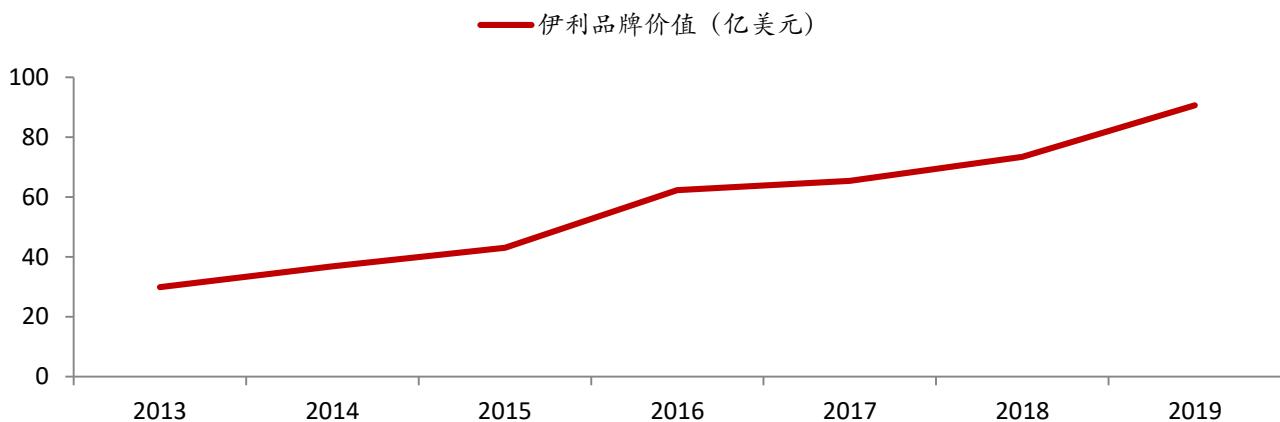
其实在 2019 年 9 月，公司就已提出“全球乳业第一、健康食品五强”的战略方向。自潘刚上任后，坚持“高目标引领”，五强目标的实现也让这一战略更加确定。对于目前的伊利股份而言，通过一直以来的“全球健康生态圈”的建设，全球化布局已经初步完成，在产业链、奶源、研发等多个方面的完善，伊利已经具备了冲击“第一”的基础。

图表 65 2018-2020 年伊利全球乳制品行业地位

国际排名	2018	2019	2020
1	雀巢	雀巢	雀巢
2	兰特黎斯	兰特黎斯	兰特黎斯
3	达能	达能	美国奶农
4	美国奶农	恒天然	达能
5	恒天然	菲仕兰	伊利
6	菲仕兰	美国奶农	恒天然
7	爱氏晨曦	爱氏晨曦	菲仕兰
8	萨普托	伊利	蒙牛
9	伊利	萨普托	爱氏晨曦
10	蒙牛	蒙牛	萨普托

资料来源：荷兰合作银行，万和证券研究所

图表 66 伊利品牌价值逐年攀升



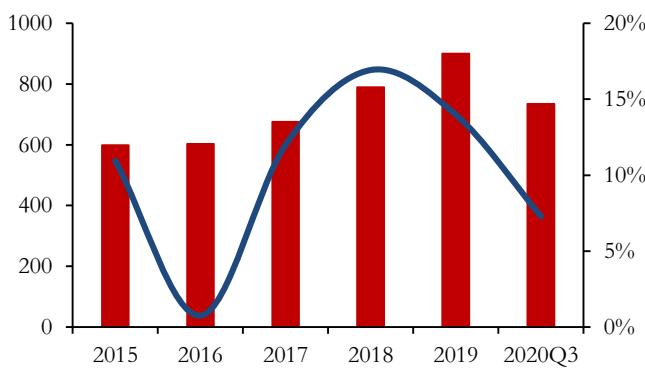
资料来源：Kantar Brandz，万和证券研究所

四、财务分析

盈利能力

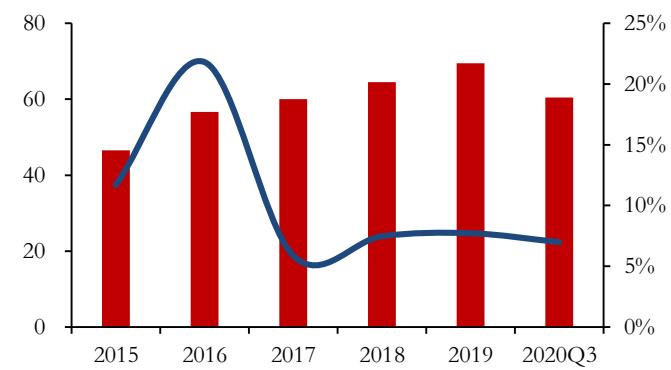
公司营收持续增长，增速自 2015 年以来，除 2016 年基本保持在 10% 至 20%（2016 年伊利以 14 亿处置优然牧业 40% 股权导致营收增速下滑）。公司净利润自 2016 年下滑后，保持在 7% 增速平稳态势。2020 年初受疫情影响，终端乳制品送礼聚餐等消费场景受限导致需求下滑，销量收入受影响。目前公司受益于疫情缓解后的消费恢复，三季度目标基本完成，随着双节的结束，预计四季度销量将持续上升。

图表 67 伊利营业收入/YOY (亿元, %)



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 68 伊利净利润/YOY (亿元, %)



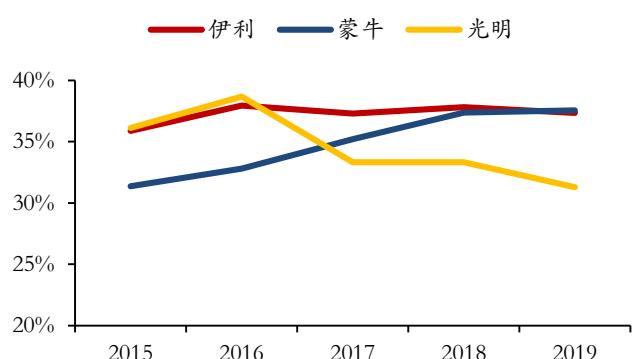
资料来源：Wind，万和证券研究所

公司自 2015 年起通过高端大单品“金典”、“安慕希”持续放量，使公司毛

利率处于上行态势，后进行产品结构优化于 2017 年毛利率超过蒙牛、光明。

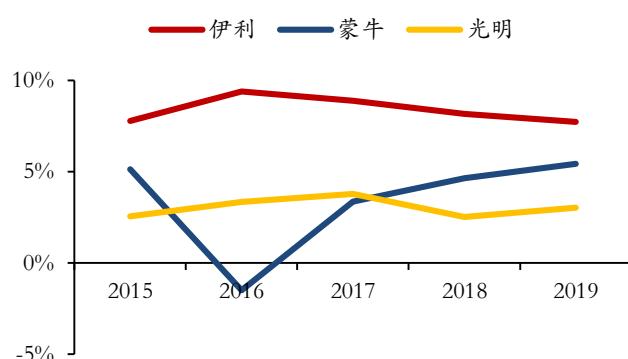
截至 2019 年伊利的毛利率基本保持在 35% 以上，近两年较为稳定，整体处于行业领先水平。净利率方面也处于行业较高水平，2015 年至 2019 年保持在 5% 以上，2016 年后呈下滑趋势，主要源自股权激励和收购子公司等费用的增加，以及 2018 年后的终端广告宣传费以及职工薪酬等费用的持续上升。公司净利率近年虽然有所下滑，但依然处于行业较高水平。综合来看，伊利盈利能力处于行业上游。

图表 69 可比公司毛利率 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

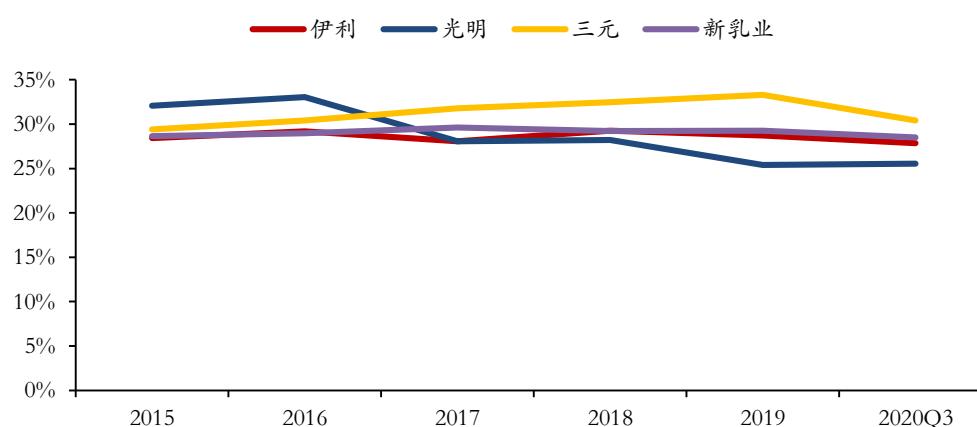
图表 70 可比公司净利率 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

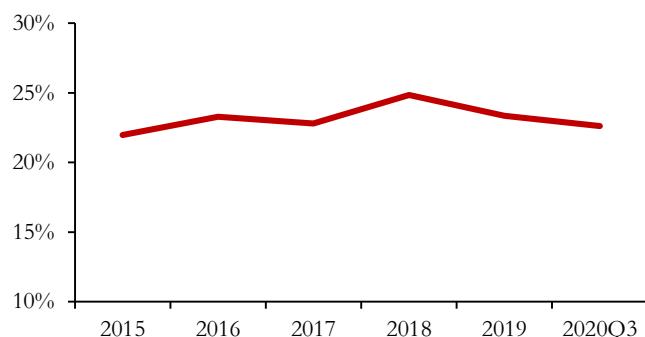
期间费用率方面，伊利自 2015 年开始长期保持在 28% 左右的稳定水平，对比可比公司处于中游水平。拆分来看，2015-2019 年伊利的销售费用率保持在 20-25%，2018 年前的上行主要来自公司对于终端加大宣传而上涨的广告营销费用，2019 年至 2020 年三季度，因为消费端促销的减少以及疫情的冲击，销售费用率有所回落。公司的管理费用保持在 4-6%，2016-2018 年的下滑主要来自职工费用的缩减。研发费用及财务费用均保持小幅波动态势。

图表 71 可比公司期间费用率 (%)



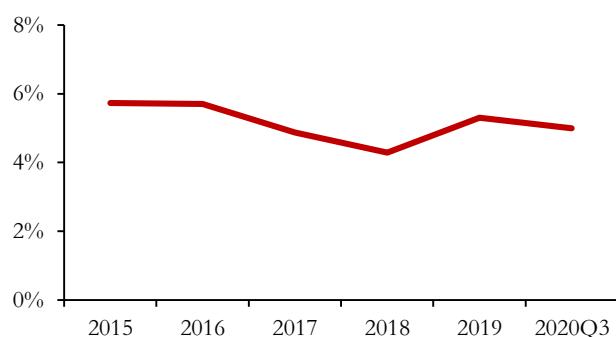
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 72 伊利销售费用率 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

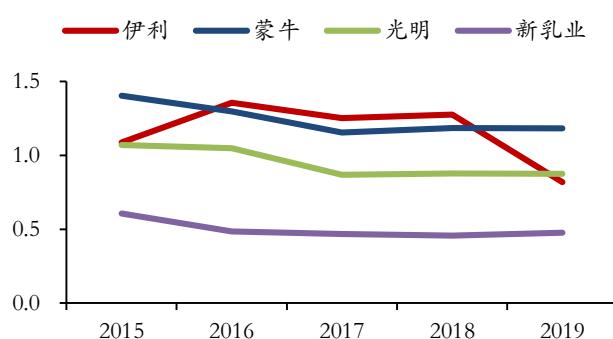
图表 73 伊利管理费用率 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

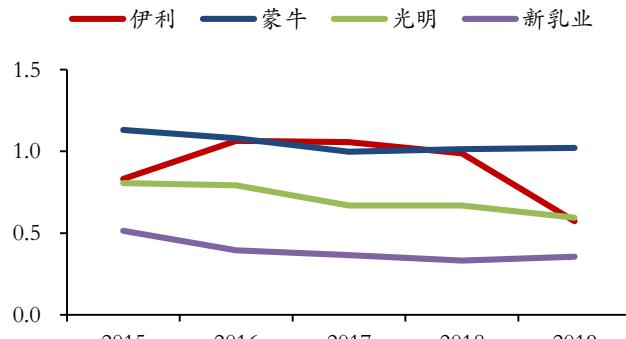
偿债能力：公司长短期偿债能力均较强。短期偿债方面，公司流动比率及速动比率在 2018 年前均处于行业较高水平，分别保持在 1-1.5、1 左右。2019 年前基本与蒙牛的比例相差不大，2019 年的下滑主要来自短期借款以及长短期融资券的增加，偿债水平有所下滑。整体公司短期偿债能力较强。长期偿债方面，公司资产负债率近 5 年保持在 60%以下，低于可比公司，处于行业较低水平。另外，公司有息负债率近 5 年也保持在 30%以下低水平波动态势。整体公司长期偿债能力也处于较高水平。

图表 74 可比公司流动比率



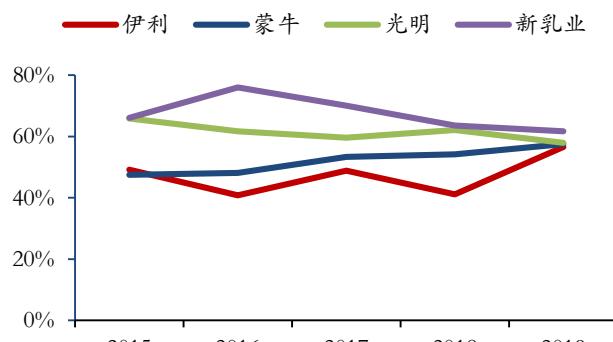
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 75 可比公司速动比率

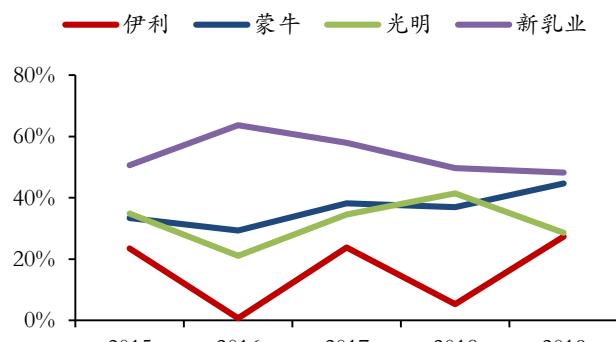


资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 76 可比公司资产负债率 (%)



图表 77 可比公司有息负债率 (%)



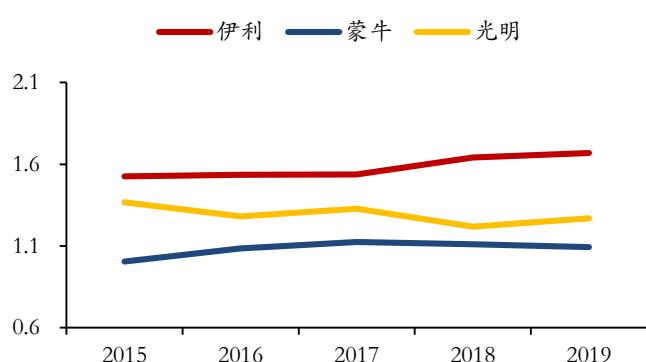
资料来源：Wind，万和证券研究所

资料来源：Wind，万和证券研究所

运营能力

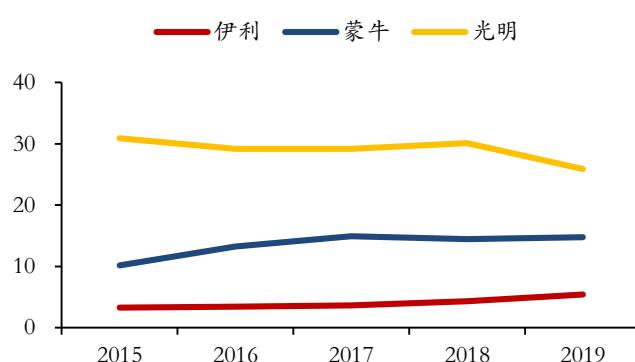
对比蒙牛和光明，伊利的总资产周转率始终高于可比公司，应收账款天数也低于可比公司，主要源自公司强大的渠道掌控方面，加之行业龙头地位，议价能力较高。2020年初的疫情冲击行业，使行业运转效率下行，但伊利依旧保持行业内较高运转地位。整体来看，公司运转能力处于行业较高水平。

图表 78 可比公司总资产周转率（次）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 79 可比公司应收账款天数（天）

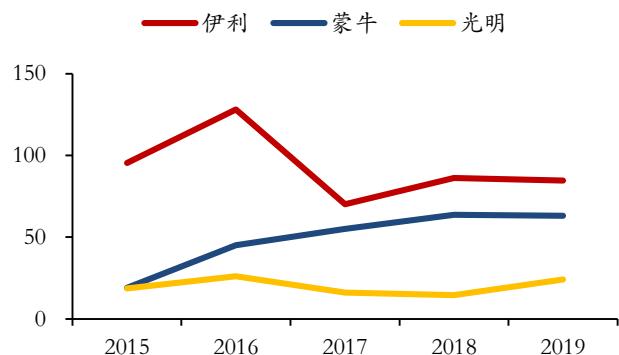


资料来源：Wind，万和证券研究所

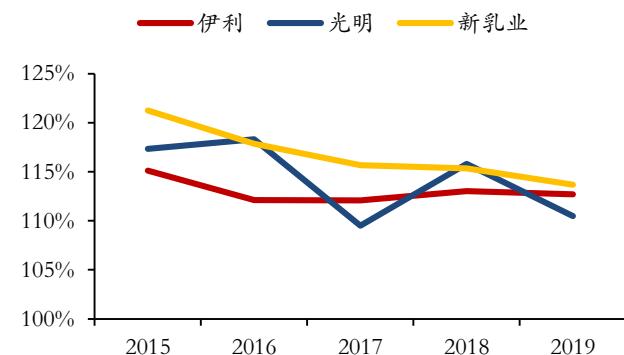
经营性现金流

公司经营活动现金流在2016年前远超行业可比公司，2017年有较大幅度下滑，主要来自财务公司存放中央银行款项净额增加及支付的企业所得税和增值税增加；2019年相较2018年有所回落主要来自对新西兰Westland公司收购所致。整体来看，截至2019年伊利经营活动现金流持续流入，依旧保持行业较高水平。销售收现比方面，伊利自2016年开始保持较为平稳态势，处于行业中游偏上水平，收现能力较好。整体公司经营活动现金流情况较佳。

图表 80 可比公司经营活动现金流 (亿元)



图表 81 可比公司销售收现比



资料来源：Wind, 万和证券研究所

资料来源：Wind, 万和证券研究所

五、盈利预测及估值

(一) 盈利预测假设汇总

液态奶：常温奶，板块高端化趋势明显，未来主要增长动力来自于质量提升、口味创新和包装升级。目前公司常温大单品销量依旧保持稳定上行态势。“金典”与“安慕希”两大高需求单品受益公司强大的品牌力及渠道力，市场份额已提升至较高水平（金典2019年于液态奶中份额提升至6.7%；安慕希市占率于酸奶品牌中达到17.6%）。金典、安慕希销量也于2019年分别突破100亿元和200亿元，增速基本保持近15%以上的较高速增长。整体来看，目前伊利常温高端产品占比已从13年的30%，提升至2019年50%以上。虽然未来行业常温板块预计会保持低水平增速增长，但是公司通过常温大单品的较大市场占据，以及较高盈利水平优势，常温液态奶板块依然具有支撑公司基础发展的能力。后续随着伊利较强的渠道能力以及下沉渠道的大量铺设，金典在低线城市和农村的消费增速提升，公司常温板块仍有提升空间。**低温奶**，目前伊利低温奶产品发展主要集中在低温酸奶方面，公司目前针对低温白奶方面还处于布局阶段，以控制奶源及选择部分低温竞争压力较小的城市进行以点带面的扩张方式进行布局。产品方面也是以中高端为主，目前为“金典鲜牛奶”、“牧场清晨鲜牛奶”、“伊利鲜牛奶”三款低温奶为新产品推出加速低温白奶方面扩张。随着稳定布局，加上新冠疫情带来的消费端高端需求刺激，2020年上半年伊利低温奶上涨约70%。公司在**低温酸奶**方面发展较为成熟，截止2019年，伊利酸奶产品市占率达到31.1%，其中大单品畅轻稳居低温酸奶行业第一品牌，随着低温奶近两年需求量再度提升，销售收入增速基本能保持近20%。整体来看，虽然

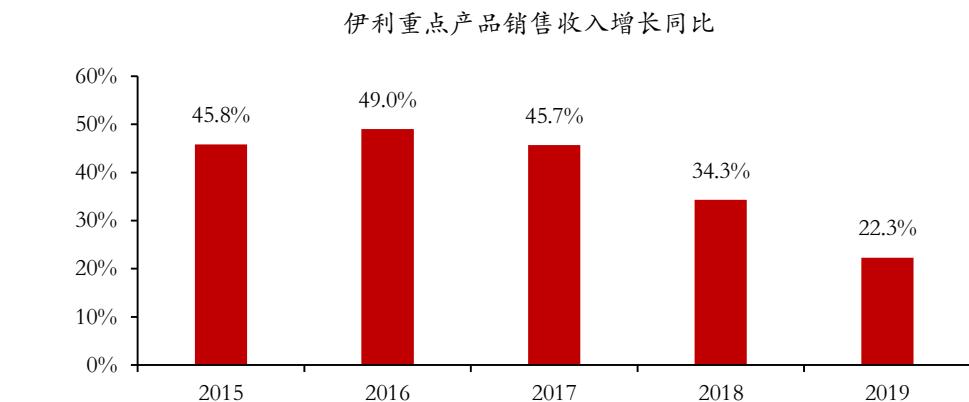
终端受上半年疫情影响明显，但是随着疫情后国庆中秋双节后的消费拉升，预计今年低温板块下滑将会是短期态势，中长期来看公司有望延续双位数增长趋势。综合来看，公司液态奶板块增速有望保持两位数增长，预计伊利 2020-2022 年液态奶收入 818.75/904.72/999.71 亿元，增速分别为 11.00%/10.50%/10.50%。

奶粉及奶制品：板块目前依旧处于被进口品牌占据较大市场份额。随着国产奶粉的品质提高，国家政策的扶持，国内奶粉开始逐渐夺回国内市场市占率。公司方面，2016 年注册制后奶粉板块竞争加剧，伊利的奶粉产品也因此受影响而收入大幅下滑。为加大自身竞争力，伊利选择继续推出新高端大单品的方式拉升板块业绩。2016 年后伊利通过高端大单品“金领冠”系列新品使销量迅速回升，至 2018 年金领冠系列销售额就已破 50 亿。截至 2019 年公司奶粉板块毛利润 48.38 亿元较 2016 年 30.65 亿元提升了 57.85%，业务占比也在板块受冲击后于 2019 年回升至 11.14%。随着高端大单品的持续推出，公司奶粉业务收入增长有望继续保持双位数增长。预计伊利 2020-2022 年奶粉收入 114.12/130.33/149.75 亿元，增速分别为 13.50%/14.20%/14.90%。

冷饮：目前国内冷饮市场发展为品牌及产品多样化，市场规模增速也逐渐趋于缓和（2019 年我国冷饮市场规模已达 1380 亿元）。从市场份额来看，2019 年伊利位居第一，约 14%占比，保持国内冷饮板块龙头地位。公司也运用和其他板块相似的模式推出推出如“甄稀”、“须尽欢”等新高端冷饮产品，叠加 2019 年收购泰国第一大龙头冰淇淋企业 Chomthana，伊利冷饮业务收入近两年保持在约 10-15%的增速区间。随着新品的继续推出叠加海外知名度的提升，冷饮板块有望短期保持近双位数增长。预计伊利 2020-2022 年冷饮板块收入为 61.66/67.21/73.26 亿元，增速分别为 9.50%/9.00%/9.00%。

另外，综合每个板块重要产品情况，以“金典”“安慕希”“畅轻”“每益添”“Joy Day”“巧乐兹”“甄稀”“畅意 100%”为重点产品的销售综合收入增速虽然逐步下行，但是至 2019 年依旧保持超 20%的高速增长水平。结合上述板块拆分，伊利整体营收有望以超 10%的增速继续上行，预计公司 2020 年总营收增速可达 11.02%。

图表 82 虽然常温逐渐饱和，但是公司产品依然处于高增速增长



资料来源：公司公告，万和证券研究所

图表 83 伊利分板块盈利预测（百万元，%）

板块	时间	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
液态奶	营业收入	55766	65679	73761	81875	90472	99971
	YOY	12.61%	17.78%	12.31%	11.00%	10.50%	10.50%
	毛利率	35.17%	35.21%	35.20%	35.42%	35.76%	35.97%
奶粉及奶制品（含奶酪）	营业收入	6429	8045	10055	11412	13033	14975
	YOY	17.83%	25.14%	24.99%	13.50%	14.20%	14.90%
	毛利率	53.95%	54.78%	48.12%	48.58%	48.86%	49.22%
冷饮	营业收入	4606	4997	5631	6166	6721	7326
	YOY	9.82%	8.49%	12.70%	9.50%	9.00%	9.00%
	毛利率	43.08%	45.06%	46.51%	46.66%	47.05%	47.34%
其他业务	营业收入	1258	833	714	714	714	714
综合	总营业收入	68059	79554	90223	100167	110939	122986
	YOY	12.00%	16.92%	13.97%	11.02%	10.75%	10.86%
	总毛利率	37.29%	37.82%	37.35%	37.75%	38.02%	38.27%

资料来源：Wind，万和证券研究所

费用率预测

现阶段上游原奶价格处于缓慢上行态势，2020 年上半年因受疫情影响有所下滑，但整体上涨趋势依旧明显。市场方面，虽然目前双寡头格局依旧明显，但是因伊利与蒙牛的产品未来发展侧重偏向开始不同，我们认为双寡头的长期战略也可能出现较大区别，预计未来双寡头竞争力度将会有所下降。由此，伊利终端促销力度也将因此而减缓，预计销售费用率会下降（2020-2022 年分别为 23.30%/23.30%/23.50%）。另一方面，公司在股权激励以及长期服务计划方面的摊销上升，预计伊利在未来两年管理费用率会有所上升（2020-2022 年分别为 5.60%/5.80%/5.20%）。公司的财务费用及研发费用率方面预计保持相对稳定。

图表 84 伊利费用率预测

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	24.85%	23.35%	23.30%	23.30%	23.50%
管理费用率	4.28%	5.30%	5.60%	5.80%	5.20%
财务费用率	-0.08%	0.01%	0.18%	0.01%	0.01%
研发费用率	0.54%	0.55%	0.56%	0.56%	0.56%

资料来源：Wind，万和证券研究所

综上，预计伊利 2020-2022 年收入分别为 1001.67/1109.39/1229.86 亿元，同比增长 11.02%/10.75%/10.86%；净利润分别为 71.22 /81.65/97.00 亿元

图表 85 伊利重要盈利指标（百万元，%）

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	79553.28	90223.08	100167	110939.00	122986.00
增长率	16.92%	13.97%	11.02%	10.75%	10.86%
毛利率	37.82%	37.35%	37.75%	38.02%	38.27%
利润总额	7577.63	8194.11	8452.63	9640.88	11446.21
所得税	1125.64	1243.38	1330.93	1475.40	1746.20
净利润	6451.99	6950.73	7121.70	8165.48	9700.01
增长率	7.48%	7.73%	2.46%	14.66%	18.79%

资料来源：万和证券研究所

（二）估值

2020 年初公司受疫情影响，成本有所上升，利润端承压。随着疫情减缓，消费端需求逐步回升，公司业绩处于持续改善阶段。伊利目前依旧保持较大渠道及品牌优势，常温板块龙头地位稳定，高端品牌终端红利持续释放。另外，公司在多业务线如冷饮、奶粉、低温奶等方面也是持续通过推出大单品积极布局。综合来看，伊利今年完成目标基本问题不大，继续保持冲击千亿的态势。考虑到公司双位数增长以及龙头溢价情况，给予伊利 2021 年 32X 估值，首次覆盖，给予公司“增持”评级。

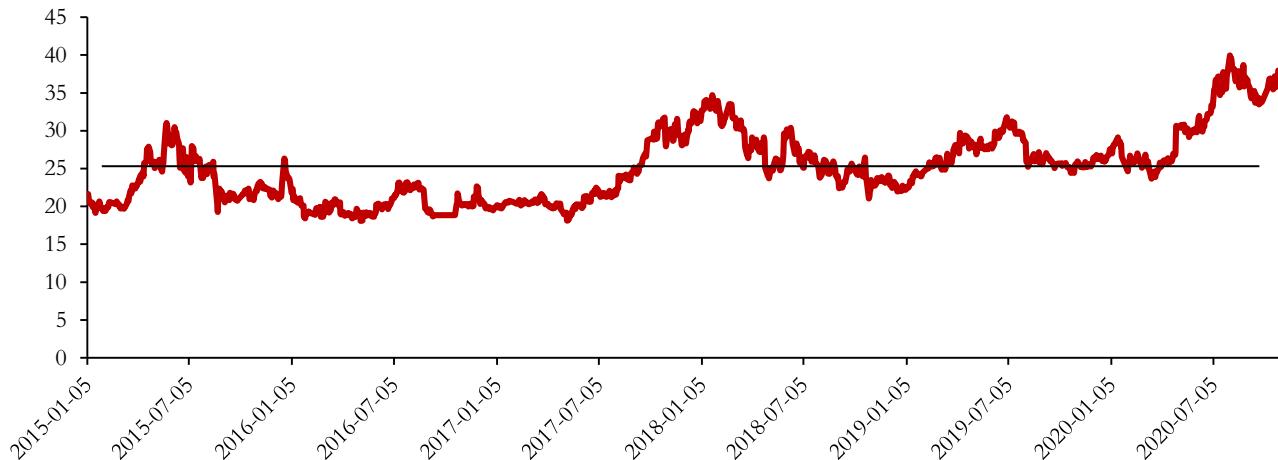
图表 86 乳制品行业重点公司估值比较

公司简称/年份	每股收益 EPS (元)					市盈率 PE				
	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2018	2019	2020E	2021E	2022E
光明乳业	0.28	0.41	0.44	0.52	0.62	29.95	31.18	35.29	30.01	25.31
燕塘乳业	0.27	0.79	0.72	0.94	1.11	63.80	27.90	34.13	25.94	22.07
天润乳业	0.55	0.67	0.55	0.65	0.74	24.96	20.48	26.61	22.53	19.57
蒙牛乳业	0.78	1.05	0.85	1.26	1.50	27.59	27.04	41.68	28.23	23.77

资料来源：Wind，万和证券研究所

注：预测数据来自 Wind 一致预期

图表 87 伊利近 5 年 PE (TTM)



资料来源：Wind，万和证券研究所

六、风险提示

原奶价格上涨超预期，利润上行受阻；食品安全问题；研发压力非理性增长。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

分析师声明：本研究报告作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确的反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级标准：

行业投资评级：自报告发布日后的12个月内，以行业指数的涨跌幅相对于同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

强于大市：相对沪深300指数涨幅10%以上；

同步大市：相对沪深300指数涨幅介于-10%—10%之间；

弱于大市：相对沪深300指数跌幅10%以上。

股票投资评级：自报告发布日后的12个月内，以公司股价涨跌幅相对于同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对沪深300指数涨幅15%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于5%—15%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-5%—5%之间；

回避：相对沪深300指数跌幅5%以上。

免责声明：本研究报告仅供万和证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。若本报告的接受人非本公司的客户，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。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。

本报告由本公司研究所撰写，报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

本研究所将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供之信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本报告版权仅为万和证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。本公司对于本免责申明条款具有修改权和最终解释权。

市场有风险，投资需谨慎。

万和证券股份有限公司

深圳市福田区深南大道7028号时代科技大厦西座20楼

电话：0755-82830333 传真：0755-25170093

邮编：518040 公司网址：<http://www.vanho.cn>