

2022 年 8 月 1 日



中国乳制品行业：健康意识提升与消费升级驱动长期可持续增长

超配

首次覆盖

中国乳制品行业，是中国消费领域为数不多同时受益于长期消费趋势演变及国家发展政策的消费板块。我们认为，中国乳制品行业主要具备四大优势：1) 人均销量处于较低水平，未来增长空间大；2) 受益于消费者健康意识提升与消费升级等趋势；3) 高度契合国家战略发展方向，长期受国家政策支持；4) 行业持续整合，竞争逐渐改善。这四大优势赋予了中国乳制品行业极高的长期增长确定性。我们首次覆盖六家综合性下游乳企，以及两家上游牧场企业，其中给予伊利（600887.CH）、蒙牛（2319.HK）、妙可蓝多（600882.CH）、优然牧业（9858.HK）、现代牧业（1117.HK）“买入”评级；给予光明乳业（600597.CH）、飞鹤（6186.HK）、澳优（1717.HK）“持有”评级。

林闻嘉（消费分析师）
richard_lin@spdbi.com
(852) 2808 6433

桑若楠，CFA（助理分析师）
serena_sang@spdbi.com
(852) 2808 6439



欢迎关注
浦银国际研究

目录

前言	6
长期需求增长空间依然巨大	8
人均乳制品销量低	8
乳制品需求地域差异巨大	10
消费升级推动行业单价上升	12
产品品类的演变	13
产品结构的升级	16
竞争格局：双雄争霸，强者愈强	18
对上游优质奶源的强大控制	19
更发达的全国性销售渠道	20
远高于其他玩家的市场营销投入	22
对巴氏低温奶的青睐度不断提升	28
配方奶粉：需求高端化与渠道多元化促进行业整合	32
奶酪或成未来新增长动力	35
蒙牛 vs 伊利：乳业双雄，各有千秋	39
估值与目标价	50
伊利（600887.CH）：中国乳业王者的明天会更好	53
规模最大、品类最全、利润率最高的中国乳制品企业	55
强大竞争壁垒巩固王者地位	58
全品类布局推动可持续增长	65
盈利预测	77
目标价与估值	82
风险提示	82
SPDBI 乐观与悲观情景假设	84
公司背景	85
蒙牛乳业（2319.HK）：中国乳制品行业高端化的领跑者	92
液态奶高端化的领导者	94
品牌力驱动销量可持续增长	97
结构升级与降本增效助力利润率扩张	101
国际化视野，全球化战略	103
紧随消费趋势，力争弯道超车	109
盈利预测	111
目标价与估值	115
风险提示	115
SPDBI 乐观与悲观情景假设	117

公司背景	118
光明乳业（600597.CH）：全国化扩张道阻且长	125
昔日乳业龙头，今日区域寡头	127
低温奶龙头的扩张之路道阻且长	130
市场规模还是盈利水平，鱼与熊掌能否兼得？	134
海外优质奶源资产引致业绩波动	136
盈利预测	138
目标价与估值	141
风险提示	141
SPDBI 乐观与悲观情景假设	143
公司背景	144
中国飞鹤（6186.HK）：行业挑战加剧，扩张速度放缓	151
从二线品牌到全国第一，飞鹤做对了什么？	153
我们对飞鹤未来的三大担忧	166
盈利预测	170
目标价与估值	175
风险提示	175
SPDBI 乐观与悲观情景假设	177
公司背景	178
澳优乳业（1717.HK）：短期业绩缺乏催化，长期有望跑赢行业	185
澳优：中国羊奶粉市场第一品牌	187
为什么羊奶粉增速快于牛奶粉？	189
与伊利协同效应加强，助力长期发展	191
短期缺乏催化，业绩面临挑战	194
盈利预测	195
目标价与估值	199
风险提示	199
SPDBI 乐观与悲观情景假设	201
公司背景	202
妙可蓝多（600882.CH）：中国奶酪的破局者	209
从默默无闻到新晋第一的征程	211
妙可蓝多打赢第一保卫战的优势	213
盈利预测	224
目标价与估值	227
风险提示	227
SPDBI 乐观与悲观情景假设	229
公司背景	230
优然牧业（9858.HK）：中国规模最大、牧场最多的上游牧场企业	237
产量最大且品质最高的原奶供应商	239

上游牧场整合的受益者	243
乳制品上游产业链全覆盖	246
盈利预测	250
目标价与估值	253
风险提示	253
SPDBI 乐观与悲观情景假设	255
公司背景	256
现代牧业（1117.HK）：蒙牛上游资源的整合者，增长具有高确定性	263
盈利预测	265
目标价与估值	267
风险提示	267
SPDBI 乐观与悲观情景假设	269
公司背景	270



中国乳制品行业：健康意识提升与消费升级驱动长期可持续增长

作为消费领域里与国民健康最紧密相关的产业之一，中国乳制品行业是为数不多既受益于长期消费趋势，也受国家政策大力支持消费板块。随着中国消费者的健康意识日益提升，未来中国乳制品行业的增长空间广阔，确定性也较高。

- 市场需求增长潜力巨大：**当前，中国乳制品人均销量与发达地区（包括日韩）存在巨大差距，也远低于中国营养协会的推荐摄入量。另外，因经济发展不均及不同区域消费者饮食习惯的区别，中国乳制品需求呈现出较大的地域差异。我们相信，随着国民健康意识提升及营养饮食观念的加强，未来5-10年，中国人均乳制品销量（尤其在低线城市及农村）有望得到较大幅度提升。
- 消费升级推动单价持续提升：**与大部分消费品行业一样，消费升级的趋势长期将促进下游乳企产品结构的持续优化，从而推动中国乳制品行业平均销售单价上涨。我们认为，乳制品行业消费升级主要体现在两个方面：**1) 品类演变：**健康意识提升，促使消费者对乳制品的偏好从乳饮料向总体价格更高的酸奶与白奶倾斜；**2) 产品高端化：**下游乳制品企业在各个品类中不断推陈出新，尝试以更高端且更有创意的产品来满足不同市场层级和消费能力的人群对消费升级的需求。
- 竞争格局持续改善：**蒙牛与伊利两大乳制品巨头共同撑起了中国乳制品行业半壁江山，双雄争霸的竞争格局日益清晰。我们认为，伊利和蒙牛市占率不断提升，主要归功于它们：**1) 对上游奶源的强大掌控力、2) 全国性的渠道布局、及 3) 远高于其他对手的市场投入。**此外，过去三年原奶价格持续上涨，缩减了行业的促销空间。未来原奶价格大概率稳步上涨，乳制品行业竞争有望随之持续优化，推动企业进一步聚焦产品研发与品牌投入。
- 估值与评级：**下游乳企通常有较稳定的现金流与利润率，因此我们用P/E进行估值。下游乳企中，我们给予伊利(600887.CH)、蒙牛(2319.HK)与妙可蓝多(600882.CH)买入评级，给予光明(600597.CH)、飞鹤(6186.HK)、澳优(1717.HK)持有评级。相对地，上游牧业公司都处于大幅扩张阶段，考虑到生物资产对利润与现金流的影响，我们选择用DCF进行估值。我们给予两家上游牧场企业优然(9858.HK)与现代牧业(1117.HK)买入评级。伊利是我们中国乳制品行业的首选。
- 投资风险：**(1) 行业竞争加剧；(2) 原奶及大包粉价格涨幅高于预期；(3) 突发食品安全问题。

林闻嘉

消费分析师

richard_lin@spdbi.com
(852) 2808 6433

桑若楠

助理分析师

serena_sang@spdbi.com
(852) 2808 6439

2022年8月1日

伊利股份(600887.CH)

买入

目标价(人民币)

47.9

潜在升幅/降幅

30.3%

目前股价(人民币)

36.8

蒙牛乳业(2319.HK)

买入

目标价(港币)

47.0

潜在升幅/降幅

28.8%

目前股价(港币)

36.5

光明乳业(600597.CH)

持有

目标价(人民币)

12.6

潜在升幅/降幅

1.4%

目前股价(人民币)

12.4

中国飞鹤(6186.HK)

持有

目标价(港元)

7.9

潜在升幅/降幅

12.4%

目前股价(港元)

7.0

澳优(1717.HK)

持有

目标价(港元)

6.9

潜在升幅/降幅

8.3%

目前股价(港元)

6.4

妙可蓝多(600882.CH)

买入

目标价(人民币)

50.0

潜在升幅/降幅

26.3%

目前股价(人民币)

39.6

优然牧业(9858.HK)

买入

目标价(港元)

3.7

潜在升幅/降幅

24.2%

目前股价(港元)

3.0

现代牧业(1117.HK)

买入

目标价(港元)

1.3

潜在升幅/降幅

21.5%

目前股价(港元)

1.1

注：目前股价截至2022年7月28日收盘价

中国乳制品行业：健康意识提升与消费升级驱动长期可持续增长

前言

在发达国家和成熟市场，乳制品在国民的膳食中的地位举足轻重。乳制品是人体每天蛋白质与钙的重要来源，每天摄入足量的乳制品可有效提高人们的身体素质，减少心血管疾病风险，减缓钙质的流失，降低老年人患骨质疏松的概率。由此可见，充足的乳制品摄入与国民身体健康息息相关。鉴于牛奶营养的完善性，世界卫生组织也把人均乳制品摄入量列为衡量各国国民生活水平的主要指标。

过去二十多年里，中国消费者健康意识不断提升。随着这一趋势的持续发酵，中国消费者人均饮奶量以及乳制品摄入量也逐渐增加。经历了新冠疫情的洗礼后，越来越多的中国消费者进一步意识到乳制品作为一种基本膳食元素对健康的重要性。另一方面，为了提升国民乳制品摄入量，中国政府也加强了乳制品健康教育与宣传，希望带动中国消费者增强饮奶意识，养成饮奶习惯。

总体而言，我们认为中国乳制品行业具备的以下四大主要优势：

- (1) 人均销量处于较低水平，未来增长空间广阔；
- (2) 受益于长期消费趋势，比如消费者健康意识提升与消费升级；
- (3) 与国家战略发展方向高度一致，长期将受到国家政策支持；
- (4) 行业持续整合，竞争逐渐改善。

因此我们相信，在中国整体消费领域，乳制品行业增长空间较大，增长确定性较强。

在这篇深度报告里，我们分析了行业的发展趋势与前景，同时首次覆盖了共八家乳制品企业（包括综合型下游乳企伊利、蒙牛、光明，奶粉企业飞鹤与澳优，奶酪企业妙可蓝多，以及两家上游牧场企业优然牧业与现代牧业），基本实现了乳制品全产业链的覆盖。

图表 1: 覆盖中国乳制品企业估值总结

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价 发布日期	行业
600887.CH Equity	★ 伊利股份	36.8	买入	47.9	2022 年 8 月 1 日	下游乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	36.5	买入	47.0	2022 年 8 月 1 日	下游乳制品
600597.CH equity	光明乳业	12.4	持有	12.6	2022 年 8 月 1 日	下游乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	7.3	持有	7.9	2022 年 8 月 1 日	下游乳制品
1717.HK Equity	澳优	6.4	持有	6.9	2022 年 8 月 1 日	下游乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	39.6	买入	50.0	2022 年 8 月 1 日	下游乳制品
1117.HK Equity	现代牧业	1.1	买入	1.3	2022 年 8 月 1 日	上游牧场
9858.HK Equity	优然牧业	3.0	买入	3.7	2022 年 8 月 1 日	上游牧场

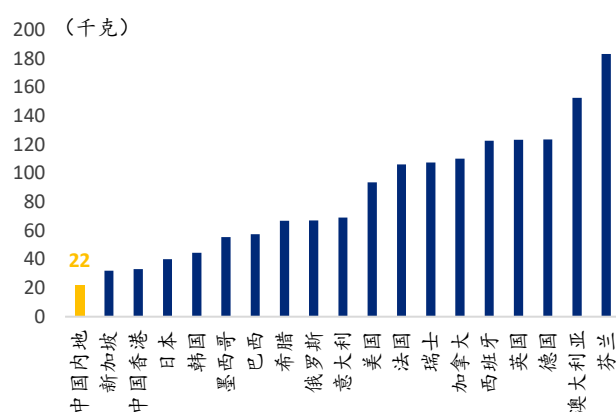
注: ★=行业首选; 截至 2022 年 7 月 28 日收盘价 资料来源: Bloomberg, 浦银国际

长期需求增长空间依然巨大

● 人均乳制品销量低

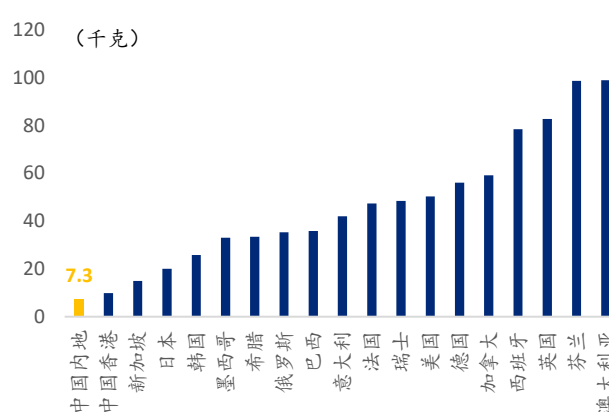
作为全球第二大经济体，中国人均乳制品的销量与发达国家存在巨大的差距。根据 Euromonitor 数据，2021 年，中国人均乳制品的每日销量仅 60 克，远低于西方发达国家以及亚洲的邻国，更是远低于中国营养学会所制定的中国居民膳食指南中的乳制品推荐摄入量（每日 300 克）。

图表 2：各国家/地区人均乳制品年均销量比较，2021



资料来源：Euromonitor、浦银国际

图表 3：各国家/地区人均牛奶年均销量比较，2021

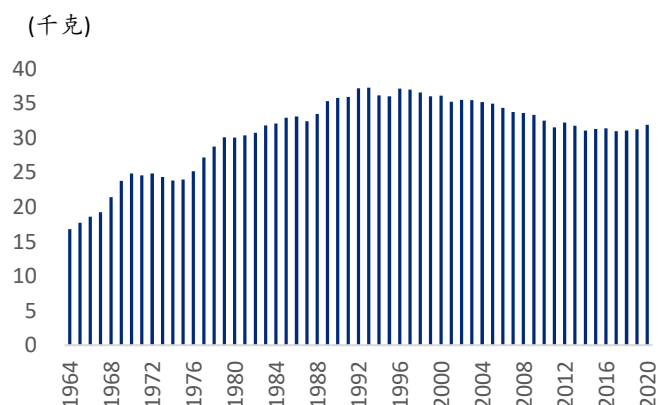


资料来源：Euromonitor、浦银国际

从数据上来看，亚洲国家的人均乳制品销量远低于欧美。我们认为，这种差距很大程度上是由于中西方巨大的饮食文化与生活习惯差异所造成的。因此，我们不认为中国人均乳制品销量长期能够达到欧美的水平。

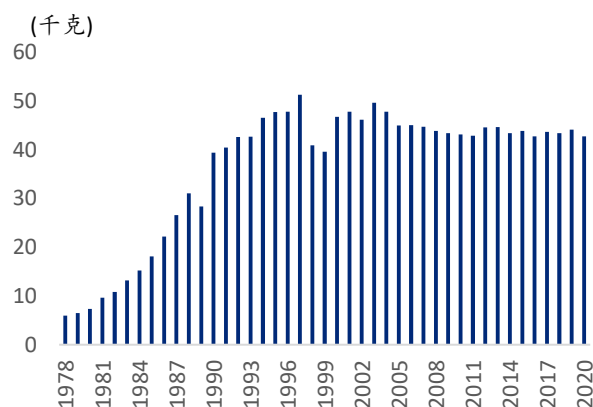
尽管如此，我们相信，未来中国人均乳制品销量对标亚洲先进市场的水平依然可期。中国目前的人均乳制品销量大概是日韩的一半，相当于日本在上世纪 60-70 年代的水平。在 1975-1990 这 15 年间，日本人均乳制品销量经历了快速增长并达到峰值。我们认为，中国目前的乳制品行业与上世纪 70 年代的日本一样处于增长期，并将在未来 10 年继续经历销量的快速提升。

图表 4: 日本液态奶人均销量趋势, 1964-2020



资料来源: USDA、Wind、浦银国际

图表 5: 韩国液态奶人均销量趋势, 1978-2020

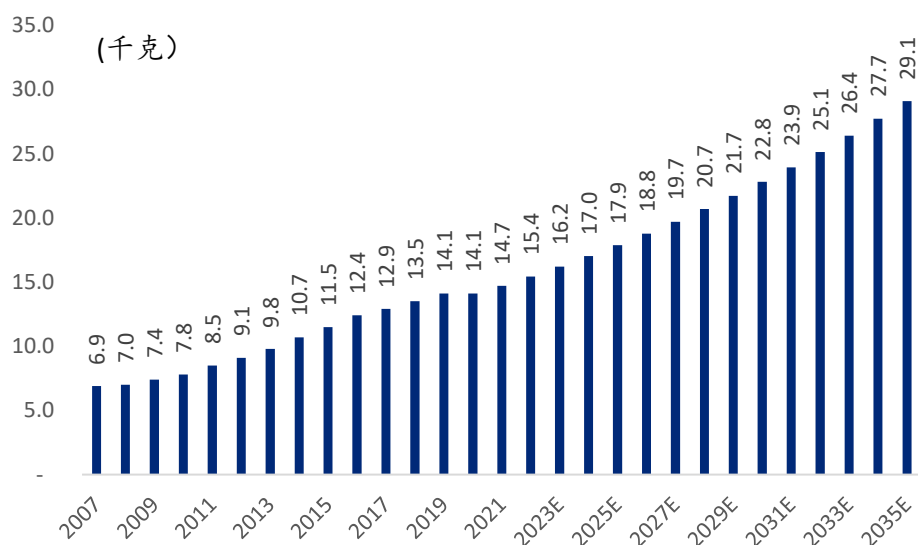


资料来源: Wind、浦银国际

中国人均乳制品销量在 2014 年之前经历了较快的增长。然而从 2015 年开始, 中国人均乳制品销量未有明显的增长, 并维持在一个稳定的水平。2020 年新冠疫情暴发以后, 中国政府大力宣传乳制品对健康的重要性, 呼吁消费者增加对牛奶的摄入。我们相信, 疫情的暴发有望提升中国消费者的饮奶意识, 促使更多中国人养成饮奶的习惯, 使中国消费者的人均乳制品销量重新回到增长轨道。

我们保守假设, 到 2035 年中国人均液态奶销量能够翻倍并基本达到日韩目前的水平, 这便意味着中国液态奶销量在 2021-2035 年的年复合增长率 (CAGR) 能达到接近 5%。

图表 6: 中国人均液态奶销量, 2007-2035E



E=浦银国际预测

资料来源: Euromonitor、浦银国际

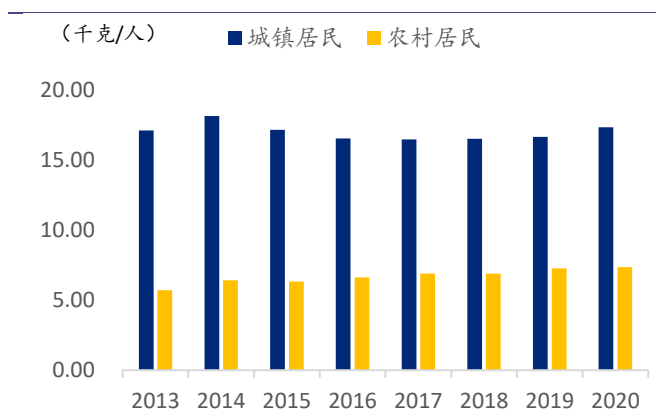


● 乳制品需求地域差异巨大

中国人均乳制品需求在地域上也存在很大的差异性，这种差异性主要体现在以下两个方面：

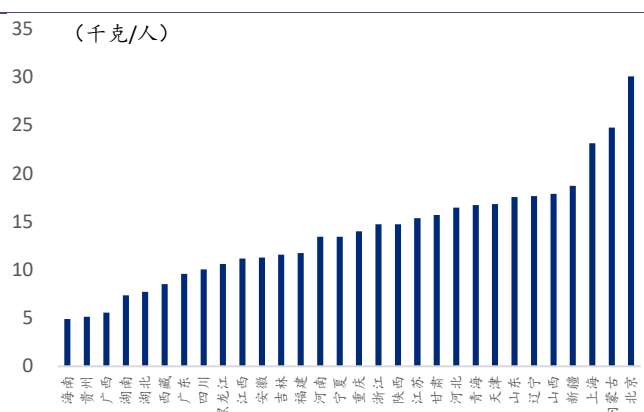
- (1) 由于经济发展的不平衡，城镇与农村的人均奶类产品销量差距巨大，城镇居民平均奶类产品销量大概是农村居民的两倍以上。
- (2) 每个省（包括直辖市）之间的差异也非常明显。北方省市的人均饮奶量普遍高于南方地区。其中北京的人均奶类产品销量在全国独占鳌头，领先于中国其他省和直辖市。

图表 7：城镇与农村人均奶类产品销量比较



资料来源：Wind、浦银国际

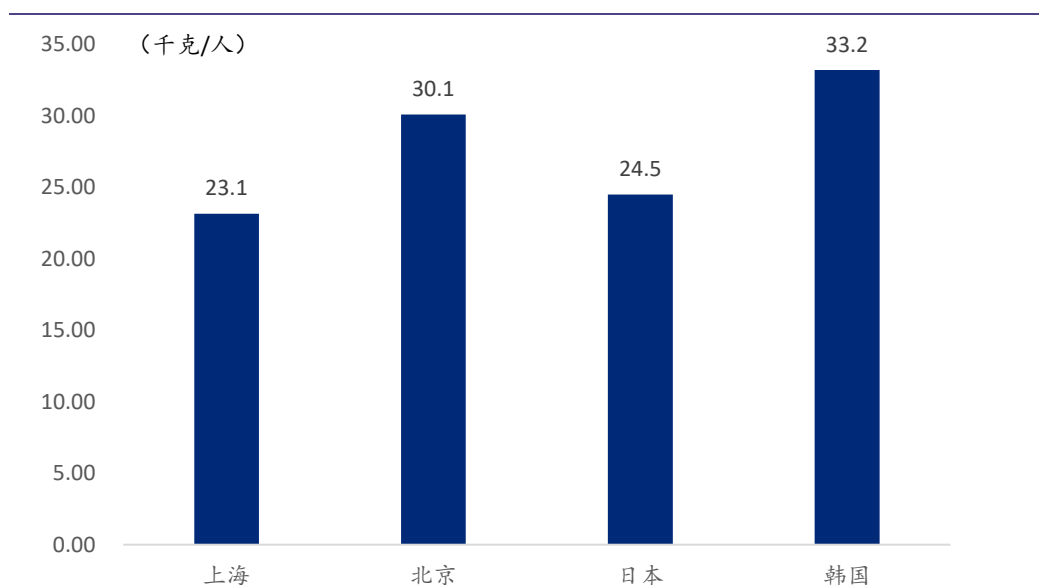
图表 8：各省与直辖市人均奶类产品销量比较



资料来源：Wind、浦银国际

在中国高线城市（如北京、上海）或经济较为发达的地区，消费者的乳制品销量已经达到发达亚洲国家的水平（比如日韩）。我们认为中国高线城市的乳制品需求已接近饱和，未来继续增长的空间已经不大。

图表 9：北京、上海、日本和韩国人均乳制品消费量，2020



资料来源：Euromonitor、Wind、浦银国际

另一方面，低线城市与农村地区的消费者对于饮奶的重要性依然缺乏足够的认知，更未养成长期的购买习惯。这也造成这些地区的乳制品渗透率持续处于较低的水平。因此，中国乳制品未来销量的增长，很大程度上将依赖低线城市与农村地区渗透率的增加。

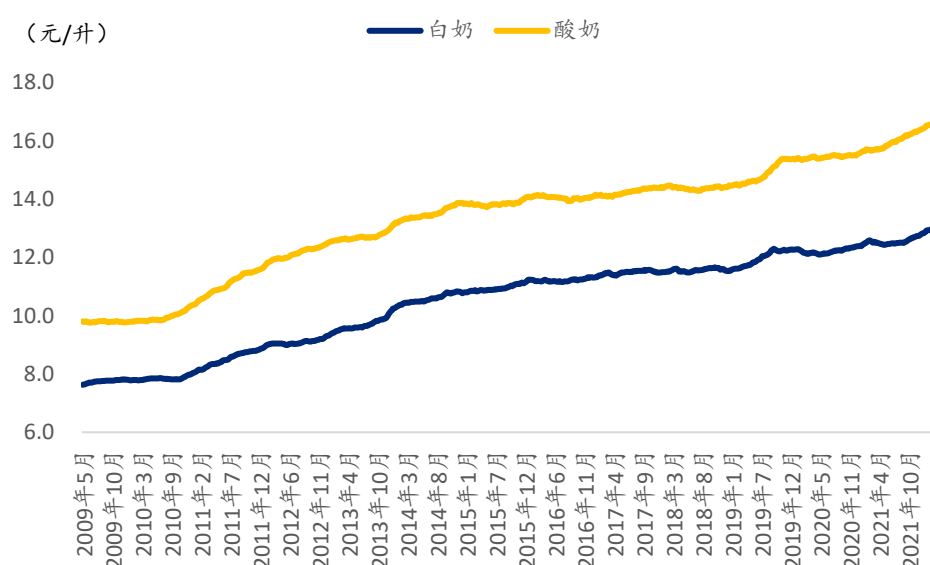
我们相信，随着国家对国民健康程度的不断重视，国家将进一步加强乳制品的宣传与教育，提升国民的饮奶意识，从而推动中国总体人均乳制品需求的增加。

消费升级推动行业单价上升

和大部分其他消费品行业一样，中国乳制品市场同样在经历消费升级，尤其是在较为成熟的区域市场（比如高线城市与经济较发达地区）。

根据数据，过去 10 年，中国液态奶的零售价持续上升。白奶与酸奶的零售价相比 12 年前增长 60-70%，年复合增长率在 4-5% 以上，高于中国整体 CPI 的增长。

图表 10：白奶和酸奶零售价格走势



资料来源：Wind、浦银国际

我们认为，中国乳制品单价的上升，主要来自于两个方面：

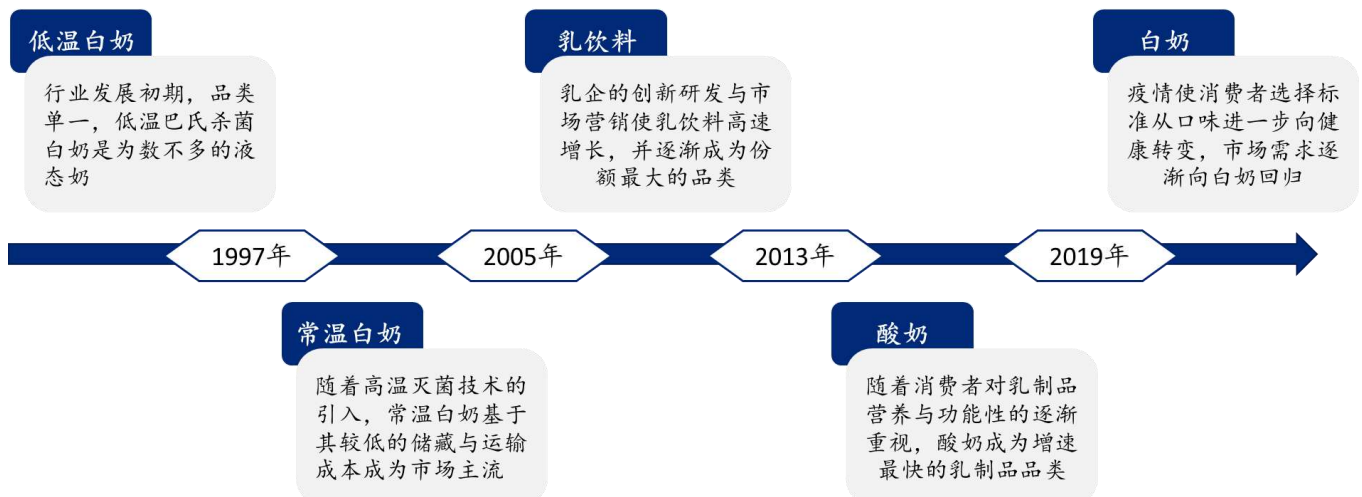
- (1) 产品品类的演变 ([详见章节](#))
- (2) 产品结构的升级 ([详见章节](#))

关于这两个方面的具体阐述，详见下文。

● 产品品类的演变

改革开放以后 40 多年的时间里，中国消费者对于乳制品类别的选择经历了五个不同阶段。这造成中国乳制品行业在产品品类的结构上不断的演变和进化。而品类结构的变化，也在一定程度上造成整体乳制品行业单价的提升。

图表 11：乳制品品类演变过程



资料来源：浦银国际整理

● 阶段一：改革开放之初，行业发展初期，以低温巴氏奶为主

上世纪改革开放初期，中国民众对乳制品的消费意识刚开始萌芽，整体的营养健康意识薄弱，对乳制品了解较为缺乏。在此阶段，中国乳制品资源较为匮乏，只能满足极少数消费者的需求。当时的乳制品大部分以低温巴氏奶为主，运输难度大，也限制了乳制品行业的发展。

● 阶段二：1997 年以后，常温白奶以较低储藏及运输成本成为市场主流

1997 年以后，伊利将超高温瞬时灭菌（UHT）引入中国。通过 UHT 处理的常温白奶拥有易于保存及运输的特性，迅速在全国兴起并逐步取代低温巴氏奶成为主流。这也使伊利、蒙牛等乳企快速崛起，龙头地位初步形成。

● 阶段三：进入 21 世纪，乳企创新研发和市场营销令乳饮料高速增长

进入 21 世纪后，为了促进乳制品销售增加，牛奶厂商开始大规模的研发和生产比鲜奶口味更加丰富的乳饮料产品来吸引消费者。由于消费者对乳饮料与鲜奶之间营养差别了解较少，香甜可口的乳饮料很快就受到了孩子和父母的欢迎，成为很多孩子每天的乳制品摄入来源。这也使乳饮料销量在 2012 年之前持续高速增长，其在中国整体乳制品中的销量占比也持续上升。

图表 12: 乳饮料: 伊利 QQ 星



资料来源: 京东、浦银国际

图表 13: 乳饮料: 蒙牛未来星



资料来源: 京东、浦银国际

图表 14: 乳饮料: 旺仔牛奶



资料来源: 京东、浦银国际

• 阶段四: 2013 年后, 消费者日益重视乳制品营养与功能性, 酸奶成主流

2013 年以后, 随着健康意识的提升, 越来越多消费者开始认识到乳饮料在营养方面的局限性, 中国乳饮料进入了衰退期, 软饮料销量持续下滑。相对的, 酸奶由于其相对更高的营养价值以及其中所含乳酸菌对调理肠胃所具有的特殊功能性, 逐渐被更多的消费者所接受。而常温酸奶的问世更使酸奶品类受到更多消费者的欢迎。

图表 15: 蒙牛纯甄酸奶



资料来源: 京东、浦银国际

图表 16: 伊莉安慕希酸奶



资料来源: 京东、浦银国际

图表 17: 光明莫斯利安酸奶

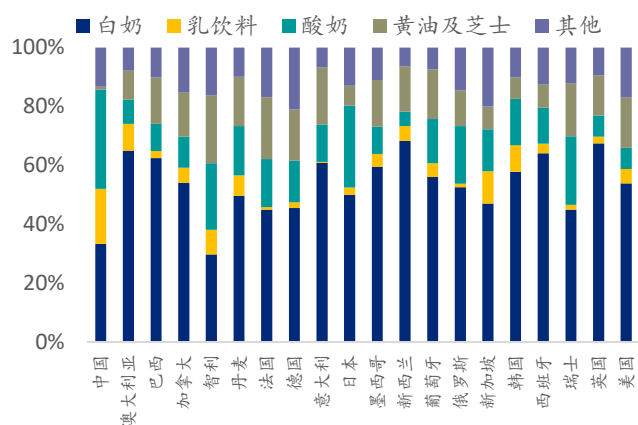


资料来源: 京东、浦银国际

• 阶段五: 新冠疫情后, 消费者偏好进一步向健康转变, 市场需求在未来有望逐渐回归白奶

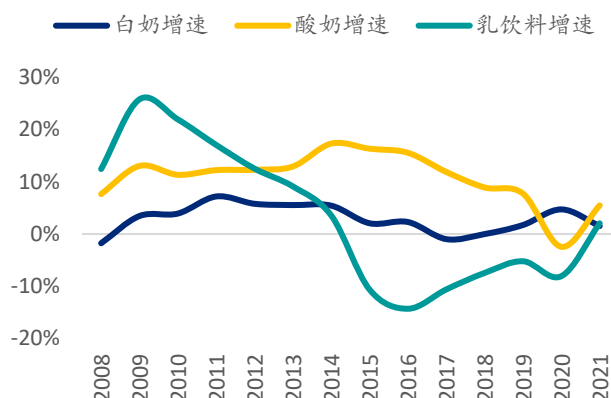
疫情暴发后, 我们观察到消费者对乳制品的选择标准进一步从口味向营养价值进行转变。2020 年, 含糖量较高的乳饮料与酸奶销量均有一定下跌, 而白奶的增长势头却依然坚挺。伊利蒙牛等乳业龙头的白奶产品(包括高端白奶与基础白奶)在疫情以后维持较为高速的增长。这也预示着, 随着消费者健康意识进一步提升, 消费者对乳制品选择开始逐渐向白奶回归。

图表 18: 各国人均奶类产品销量比较



资料来源: Euromonitor、浦银国际

图表 19: 中国乳制品行业主要品类的销量同比增长

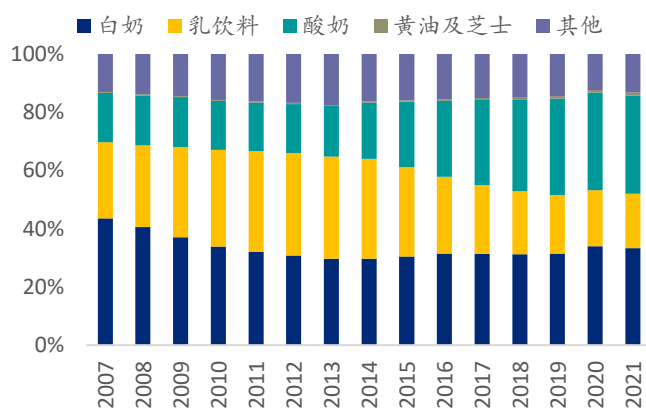


资料来源: Euromonitor、浦银国际

从数据来看,中国市场白奶销量占比相比其他国家依然处于较低的水平。随着消费需求继续向白奶倾斜,白奶销量占比有望进一步提升,而乳饮料的占比则可能逐渐降低。

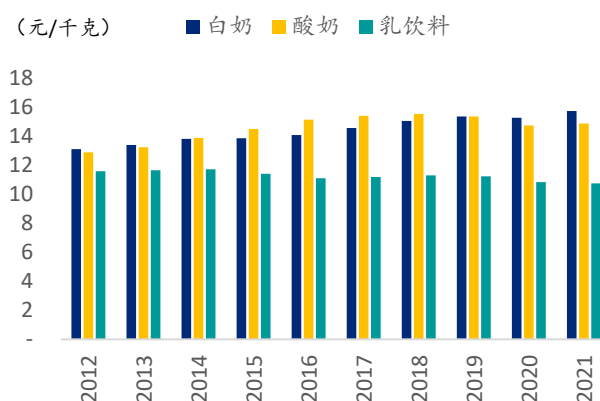
同时,由于白奶在零售端的平均销售单价要高于酸奶及乳饮料,我们相信行业品类结构的变化将带动中国乳制品行业总体平均单价继续上行。

图表 20: 中国乳制品行业按产品品类的销量分布, 2007-2021



资料来源: Euromonitor、浦银国际

图表 21: 酸奶、白奶、乳饮料的单价对比



资料来源: Euromonitor、浦银国际

● 产品结构的升级

过去 20 年里，中国的乳制品企业在每个细分品类中都不断尝试推出更高端的新产品，来迎合消费者消费升级的需求。

举例来说，蒙牛在 2005 年推出了旗下的高端白奶产品特仑苏，从而与旗下的基础白奶产品形成定位上的区隔以及价格上的差异。过去 20 年里，蒙牛不断对特仑苏进行产品升级，陆续推出了特仑苏 3.6g 纯牛奶，特仑苏有机奶，特仑苏环球精选等。而每一次产品的升级都伴随着一定程度的价格上涨。

图表 22：特仑苏产品进化和定价

(元/250g)	常规装	有机奶	环球精品	3.6g 纯牛奶	嗨Milk	沙漠有机
上市时间	2005年	2006年	2014年	2016年	2019年	2021年
单价	5.4	7.8	7.5	6.4	7.5	9.9
						

资料来源：京东、浦银国际

与此同时，光明也对旗下白奶产品进行了升级，并陆续推出了更高端的白奶产品来抢占低温巴氏奶的高端市场。

图表 23：普通光明巴氏奶(单价 15.3 元/950ml)



资料来源：京东、浦银国际

图表 24：光明优倍鲜牛奶（单价 22.8 元/950ml）



资料来源：淘宝、浦银国际

图表 25：光明致优(单价 32.8 元 /950ml)



资料来源：京东、浦银国际

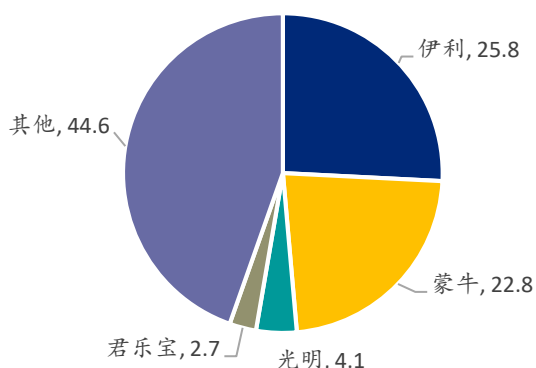


高端产品的推出，不但能够使公司产品结构得到提升，同时推出不同价位的产品，能够使企业满足不同市场层级以及不同消费能力人群的需求。

竞争格局：双雄争霸，强者愈强

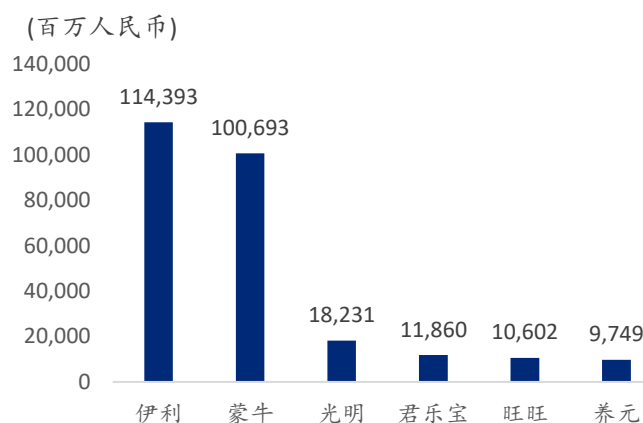
伊利与蒙牛作为行业前两大玩家，收入规模与市场份额相当，且远超其它玩家。两者共同占据了我国乳制品行业的半壁江山，形成了中国乳制品行业双寡头的行业竞争格局。

图表 26: 中国乳制品行业市场份额，2021



资料来源：Euromonitor、浦银国际

图表 27: 中国乳制品行业前六大玩家收入规模比较，2021

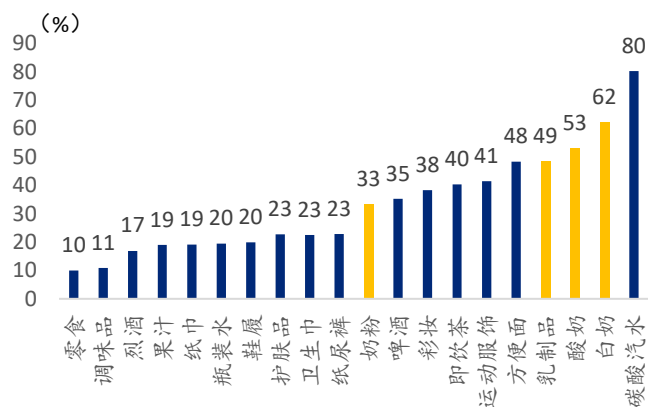


资料来源：Euromonitor、浦银国际

根据 Euromonitor 的数据，中国乳制品行业是中国消费品行业中集中度最高的行业之一。即便如此，伊利与蒙牛两者的合计市场份额在过去 10 年里依然呈现持续上升趋势。伊利的市场份额由 2012 年的 17.5% 上升到 2021 年的 25.8%，而蒙牛的市场份额由 2012 年的 16.9% 上升到 2021 年的 22.8%。

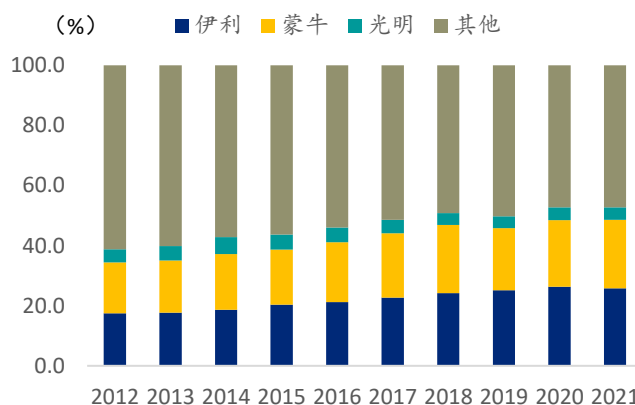
同时，中国乳制品企业的数量在过去几年持续下降。这也表明中国乳制品行业的集中度在不断提升。

图表 28: 中国各消费子行业前两名市场集中度，2021



资料来源：Euromonitor、浦银国际

图表 29: 中国乳制品行业市场份额变化



资料来源：Euromonitor、浦银国际

我们认为，蒙牛与伊利能够在过去 10 年里持续抢占市场份额，很大程度上归功于以下竞争优势：

- (1) 对上游优质奶源的强大控制
- (2) 更发达的全国性销售渠道
- (3) 远高于其他竞争对手的营销投入

我们预计未来 5 年里，蒙牛与伊利的以上三点竞争优势将持续发酵，帮助他们进一步拉大与其他乳制品玩家间的差距，中国乳制品行业的集中度有望继续提升。

● 对上游优质奶源的强大控制

由于地理原因，中国属于奶源较为稀缺的国家，中国优质原奶企业与牧场主要集中在东北、华北和西部地区。根据国家统计局数据，2021 年，中国人均原奶产量 26.2 千克，远低于新西兰的人均 4.4 吨。中国所有大型牧场（奶牛存栏量 580 万头）的原奶产量总和，不足中国下游总需求的 50%。

因此，下游乳企正面临巨大的缺奶危机。为保证上游原奶供应的稳定，2013 年起，蒙牛对现代牧业进行战略性投资，从此揭开了下游大型乳制品企业对上游大型牧场激烈争夺的序幕。

图表 30：下游乳企对上游牧场的投资与收购

下游乳企	时间	上游牧场	投资方式及金额
伊利	2020 年	优然牧业	持有 40% 股份，2020 年赴港上市
	2020 年	中地乳业	收购 31.87% 股份
	2020 年	恒天然	收购恒天然在中国牧场
	2019 年	赛科星	收购 58.36% 股权
	2019 年	Westland	收购 100% 股权
蒙牛	2021 年	富源牧业	子公司现代牧业收购 100% 股权
	2018、2020 年	圣牧奶业	持有 17.8% 股份，为圣牧单一最大股东
	2020 年	庄园牧业	签订战略合作协议，优先为蒙牛提供生鲜乳
	2019 年	中鼎牧业	联手打造中俄奶业种养加全链条
	2013、2017 年	现代牧业	持有 57.7% 股份
飞鹤	2013 年	原生态牧业	基石投资
	2020 年	原生态牧业	持有 71.26% 股份
光明	2021 年	小西牛	收购 60% 股权
	2019 年	辉山乳业	收购旗下 2 家牧场
	2017 年	荷斯坦牧业	收购 45% 股权

资料来源：浦银国际整理

截止目前，伊利与蒙牛已经通过股权投资的方式瓜分了中国大部分的大型原奶生产企业和大规模牧场。蒙牛和伊利掌控上游优质原奶资源，相当于掌握了中国乳制品行业的发展命脉，使其能够确保高质量原奶的供应，从而保障高端产品的生产质量，帮助公司更好地迎合市场消费升级趋势。

同时，对奶源的掌握也保证了公司相对稳定的原奶采购价格，使毛利率相对稳定。目前，蒙牛所控制的奶源（包括现代牧业、圣牧、富源牧业等）提供了 40% 的原奶需求，而伊利所掌控的奶源（包括中地、优然、赛科星等）基本可以满足其 25% 的生产需求。

● 更发达的全国性销售渠道

从成立伊始，伊利与蒙牛就选择以常温白奶作为主要推广液态奶产品。常温产品保质期较长及保存条件较低，很大程度上减少了地域对乳制品企业发展的限制，使他们的产品能够迅速渗透至全国各地不同市场，覆盖不同的区域。经过几十年发展与积累，伊利与蒙牛已在中国各地市场建起了庞大而又发达的市场触达，从而发展成为中国唯一两家全国性的乳制品生产销售企业。

相较伊利、蒙牛“大而全”的战略方针，其他乳制品玩家更多为地方性乳企（比如上海的光明、北京的三元以及四川的新希望）。这些乳企大部分以低温巴氏奶作为主要产品，以“小而精”的产品战略深耕当地渠道，在区域市场有着非常强的消费者粘性和品牌忠诚度。

然而低温奶具有保质期短、保存条件高、运输难度大的特点，也令这些企业的产品辐射半径较小。若是要拓展销售半径，必将大幅提升物流与运输成本。这就很大程度上限制了这些地方乳企的市场大小与生产销售的规模。

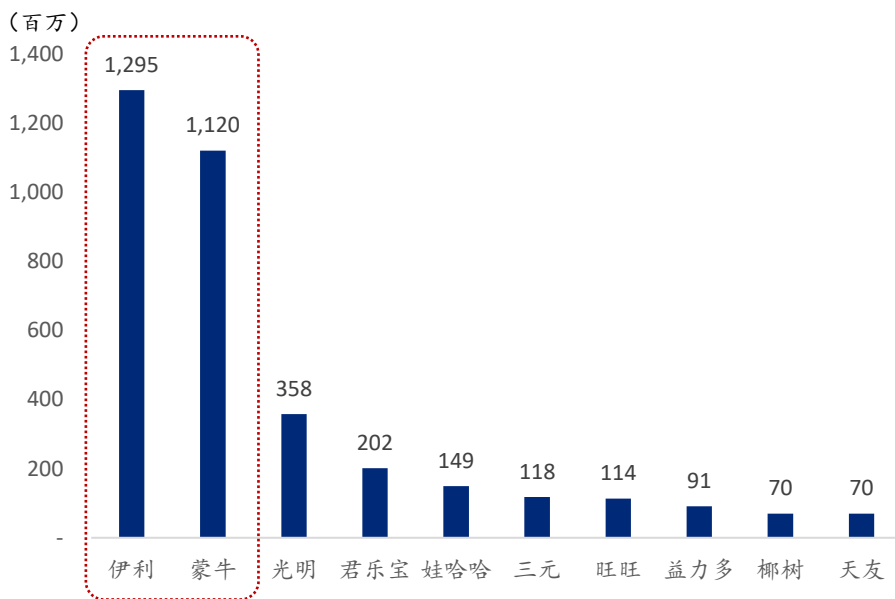
蒙牛伊利更发达的渠道网络也为公司的发展带来更多的可能性，帮助它们新推出的产品更快地在全国市场铺开，在消费者之中产生影响力。

图表 31: Kantar 中国乳业品牌 CRP (消费者触达点数) 排名, 2021

排名	公司名	CRPs (百万)	渗透指数	购买频率
1	伊利	1,295.09	92.35	7.01
2	蒙牛	1,120.03	90.31	6.28
3	光明	358.00	40.12	4.46
4	君乐宝	201.50	31.23	3.35
5	娃哈哈	149.28	35.15	2.23
6	三元	117.66	10.38	5.59
7	旺旺	113.65	29.95	1.96
8	益力多	90.83	16.70	2.87
9	椰树	69.91	19.14	1.93
10	天友	69.91	4.06	7.77

注: CRP (Consumer Reach Point) 是 Kantar 为准确衡量消费者的选择创立的测量标准。它综合考量了消费者购买某品牌的家庭数量及频率。资料来源: Kantar、浦银国际

图表 32: Kantar 中国乳业品牌 CRPs, 2021



资料来源: Kantar、浦银国际

● 远高于其他玩家的市场营销投入

对于乳制品企业来说，品牌宣传与建设对销量的增长至关重要。蒙牛与伊利的收入远高于中国其他乳制品企业，这也使它们有更多资金可以投入到品牌宣传和产品营销推广中。众多市场营销策略中，赞助体育赛事以及冠名综艺娱乐节目，是乳制品企业最热衷的两类品牌推广活动。

● 体育赛事

在体育赛事方面，伊利不仅赞助了 2008 年北京奥运会，也赞助了 2022 年北京冬奥会。蒙牛也不甘示弱，在 2018 年与 2022 年赞助了俄罗斯和卡塔尔足球世界杯，也在 2019 年与国际奥委会签署了协议，成为 2021-2032 年奥运会的赞助商之一。

图表 33：近年来蒙牛与伊利赞助的主要体育赛事

公司名称	体育赛事
蒙牛	2022 年卡塔尔世界杯全球官方赞助商
	2021 年中国足协中国之队主要合作伙伴
	2019 年成为 2021 年至 2032 年国际奥委会全球伙伴
	2018 年俄罗斯世界杯全球官方赞助商
	2016 年成为中国女排官方合作伙伴
	2016 年成为昆仑决战略合作伙伴
	2015 年成为中国游泳中心赞助商
	2015 年成为捷安特车队战略合作伙伴
	2006 年与 NBA 达成战略合作
伊利	2022 年北京冬奥会官方合作伙伴
	2020 年 CBA 全明星赛合作伙伴
	2021 年亚足联国家队官方合作伙伴
	2010 年成为中国奥委会合作伙伴
	2008 年北京奥运会独家乳制品赞助商

资料来源：浦银国际

图表 34: 北京冬奥会伊利代言人苏翊鸣夺冠



资料来源: 伊利微博、浦银国际

图表 35: 蒙牛成为 2022 年卡塔尔世界杯赞助商



资料来源: 蒙牛微博、浦银国际

• 综艺节目

而伊利与蒙牛所赞助过的综艺娱乐节目更是数不胜数, 包括选秀节目《创造营》和《青春有你》、《奔跑吧兄弟》、《向往的生活》。这些综艺节目大多是大众讨论度高、知名度广的节目, 蒙牛或伊利用各自品牌的特定产品作为冠名, 从而大幅提升了这些产品在消费者中的知名度。

图表 36: 伊利和蒙牛曾赞助的综艺节目

蒙牛					
真果粒	酸酸乳	纯甄	蒙牛	特仑苏	
《青春有你》选秀节目	《超级女声》	《创造营》选秀节目	《十二道锋味》	《声入人心》	
《花儿与少年》		《奇葩说》		《向往的生活》	
《偶像练习生》		《极限挑战》			
		《中餐厅第四季》			
伊利					
安慕希	金典	QQ星	谷粒多	金领冠	畅轻
《奔跑吧兄弟》	《我是歌手》	《爸爸去哪儿3》	《奇葩说》	《了不起的孩子》	《我是大侦探》
《锋味》	《最强大脑》				
	《亲爱的客栈》				

资料来源: 浦银国际整理

图表 37: 伊利赞助浙江卫视《奔跑吧兄弟》



资料来源: 伊利微博、浦银国际

图表 38: 蒙牛赞助湖南卫视《向往的生活》

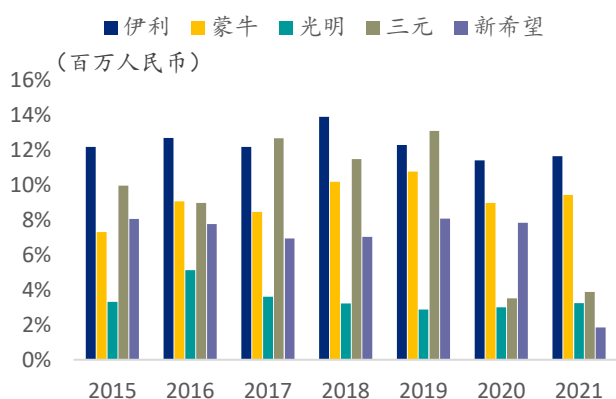


资料来源: 湖南卫视官网、浦银国际

无论是赞助体育赛事, 抑或综艺节目都需要相当高昂的资金投入。我们预计, 对于一场大型体育赛事的赞助费可高达 20 亿人民币左右, 而对于一档综艺娱乐节目的赞助费则通常在几百万至上亿人民币不等。如此高昂的赞助费, 非普通乳制品企业所能承受。

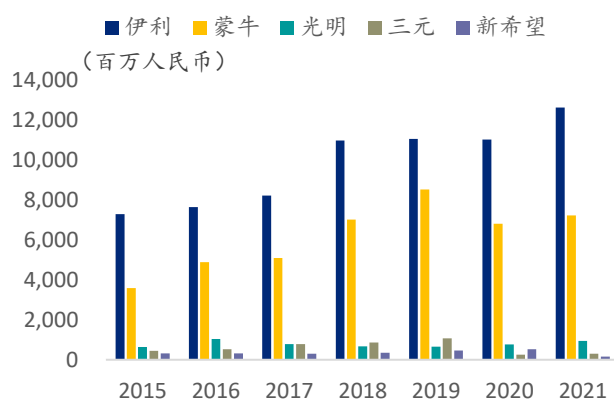
对比中国主要乳制品企业的广告与营销费用 (A&P) 绝对值以及占收入的比例, 我们发现, 就广告与营销费用率来看, 伊利、蒙牛似乎并没有绝对的领先优势。但如果看绝对值的话, 蒙牛与伊利的广告与市场营销费用远高于其他竞争对手, 这帮助蒙牛和伊利旗下的明星产品享受到较竞争对手更高的知名度以及更快的增长。

图表 39: 中国主要乳制品企业的广告与营销费用率, 2015-2021



资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 40: 中国主要乳制品企业的广告与营销费用绝对值



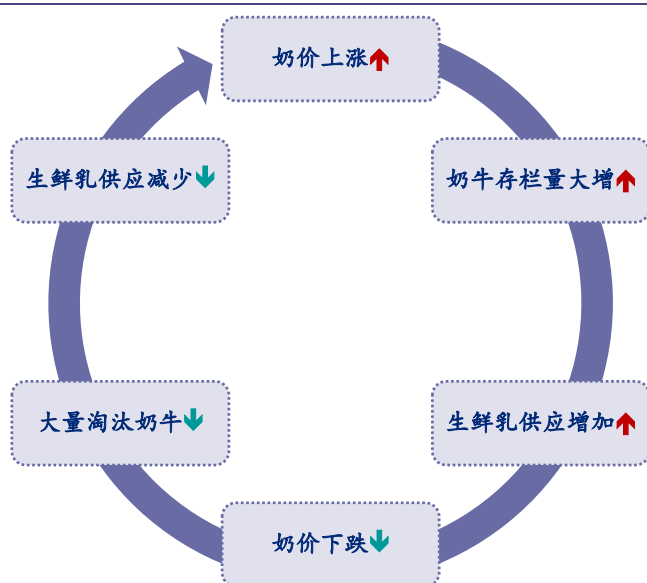
资料来源: 公司数据、浦银国际

奶价周期性减弱，行业竞争放缓

上游原奶价格，对下游乳制品行业利润率及竞争格局都有着重大影响。奶牛存栏量、单位产量、饲料价格与下游原奶需求等变量共同影响上游原奶价格，而原奶供求关系则是影响原奶价格最主要的因素。

作为农产品，历史上原奶价格具有较强的周期性。由于奶牛补栏周期较长（把犊牛养成泌乳牛大致需两年左右）及牧场建设时间较长，原奶价格周期可长达 3-5 年不等。

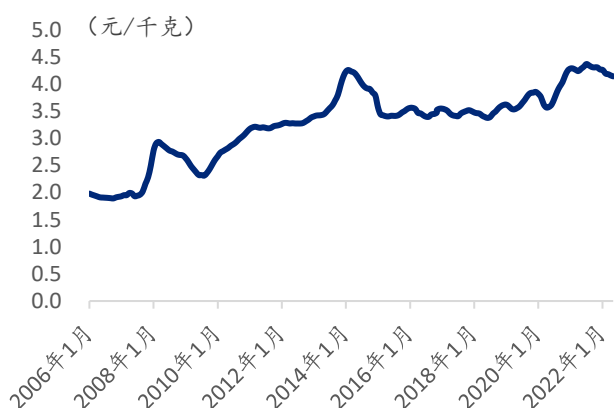
图表 41：原奶价格周期



资料来源：浦银国际整理

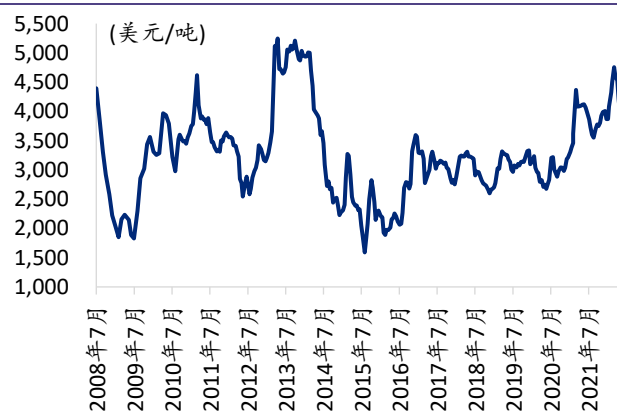
在经历了 2015-2018 年的稳定波动期后，2018 年下半年，中国原奶价格进入上涨周期，并在之后三年里经历了大幅上涨，从最低 3.37 元/千克上涨到目前的 4.18 元/千克，涨幅高达 24%。

图表 42：中国原奶价格走势



注：截至 2022 年 6 月 资料来源：Wind，浦银国际

图表 43：新西兰恒天然全脂大包粉价格走势



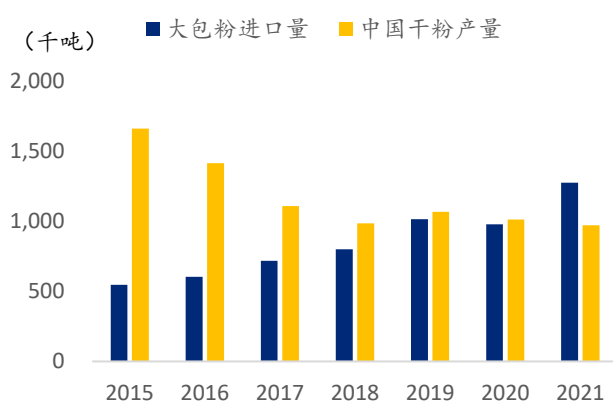
注：截至 2022 年 6 月 资料来源：Fonterra，浦银国际

我们认为，此轮原奶价格涨幅如此巨大，主要是由于正常上行周期叠加以下消费趋势的演变进化，造成市场对原奶的需求大幅上升：

- (1) 消费者健康意识的提升，令更多消费者能够分辨生鲜乳（以鲜奶作为生产原料）与复原乳（以大包粉作为生产原料）的区别，并且更倾向于选择前者；
- (2) 消费升级趋势，使高端乳制品需求大幅上升，而大部分高端乳制品为保证营养与口味，只能用原奶作为生产原料，而无法以大包粉替代；
- (3) 近几年，消费者对乳饮料（多由大包粉作为生产原料）的需求逐渐不断下降。而 2020 年疫情暴发后，在专家与媒体宣传下，白奶（多由原奶作为生产原料）需求出现大幅增长。

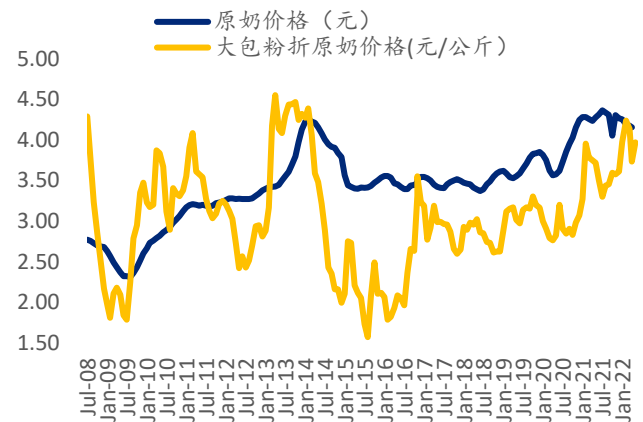
原奶供应短缺与原奶价格高企，也降低了乳企喷粉的意愿，造成行业大包粉（包括全脂奶粉与脱脂奶粉）产量持续下降。更多乳企选择海外进口来满足大包粉的需求，大包粉进口量持续上升。

图表 44: 大包粉进口量及国内干粉产量



资料来源：中国乳业协会、Wind，浦银国际

图表 45: 大包粉与原奶折大包粉后价格对比



截至 2022 年 6 月；资料来源：Fonterra，Wind，浦银国际估算

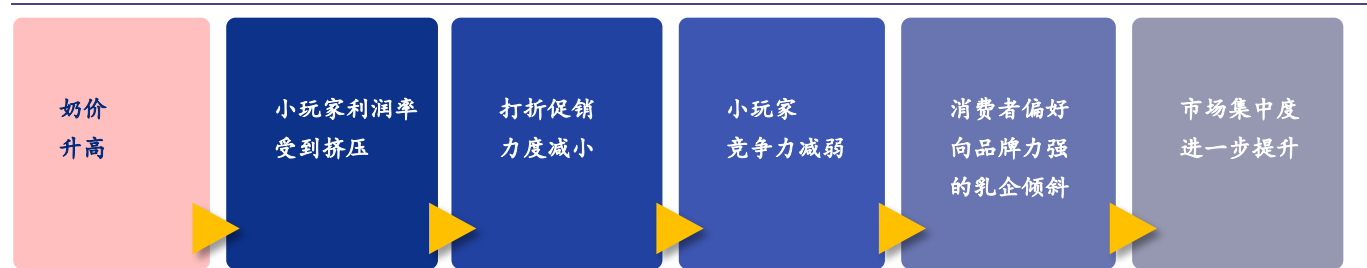
短期来看，新牧场投产、存栏量增加以及单头母牛产奶量提升，有望在短期内缓解原奶供应紧张。然而长期来看，随着消费者对乳制品的认知和了解进一步增强，以及消费者需求结构进一步朝白奶偏移，原奶的市场需求将继续保持旺盛，而大包粉对原奶的替代作用也将越来越弱。

在优质奶源持续紧缺的情况下，随着上游牧场集中度不断提升、规模牧场占比不断增加，原奶价格的周期性将被大幅削弱。因此，原奶价格有望在未来三年维持稳定或小幅上涨的态势。

在我们看来，对下游乳制品企业而言，上游原奶价格的上涨是一把双刃剑。原奶价格高企，将给对下游乳制品企业利润率带来压力，但同时也大幅减少了下游乳企打折促销空间，改善下游乳企的竞争环境。

事实上，在奶价较低时，许多规模较小、品牌力较差的乳企通过较高的促销力度维持自身销量。但奶价较高时，这些乳企的利润率受到挤压，致使它们不再有空间来保持原有促销水平，从而大幅削弱了竞争力。很多小玩家不得不逐渐退出市场，市场集中度因而得到提升。

图表 46：原奶价格对乳制品行业竞争格局的影响



资料来源：浦银国际整理

随着奶价未来稳步上涨，乳制品行业的价格竞争有望持续改善，行业集中度有望持续提升，而像伊利与蒙牛这样的行业巨头则有更多的空间来通过强化自身品牌、优化产品组合，通过创新与高端化来抢占市场份额。

新消费趋势下，行业迎来新机遇

随着我国消费者健康意识加强和消费升级趋势的深入，中国乳制品行业的消费趋势将不断迭代发展，从而带来新的发展机遇。这些机遇包括但不限于以下几点：

- (1) 巴氏奶：消费者健康意识提升，令巴氏低温奶受到更大青睐，同时销售半径的扩张也有望带动巴氏奶进一步开展全国化进程；
- (2) 配方奶粉：低线市场消费升级，销售渠道更加多元化，消费者对配方奶消费体验越来越高的要求促使行业加快整合，集中度持续提升；
- (3) 奶酪：奶酪棒等再制奶酪的兴起有助于消费者培养奶酪消费习惯，而消费者对西式餐饮接受度逐步提升也有望带动奶酪需求进一步提升。

然而，机遇通常伴随着挑战。下游乳制品玩家必须拥有足够的实力、能力和财力，才有可能抓住这些机会并在这些赛道中抢占市场份额。

我们认为，伊利和蒙牛作为行业龙头，凭借强大的基本面和资本运作能力，最有可能在未来将这些新的机遇转化为自身收入的增长动力。伊利对澳优的收购以及蒙牛对妙可蓝多的增持都有效地支持了这一观点。

● 对巴氏低温奶的青睐度不断提升

1997 年前，我国液态奶消费以巴氏奶为主，由地区性乳企向周边地区配送。中国乳企引入超高温瞬时灭菌技术(UHT)和利乐包后，常温奶保质期变长，带动了乳制品行业高速发展，也压缩了巴氏奶市场份额，2013 年末，巴氏奶在中国液态奶中的市场份额仅占 13%。

与中国市面常见的常温奶相比，巴氏奶是在 72-90 摄氏度下，将奶加温 15-20 秒进行灭菌，达至不会影响健康的程度。但由于巴氏奶中仍有微生物留存，在生产至销售全程仍需冷藏，且保质期较短，约为 2-15 天，远低于常温奶 6 个月左右的保质期。

图表 47：液态奶灭菌技术对比

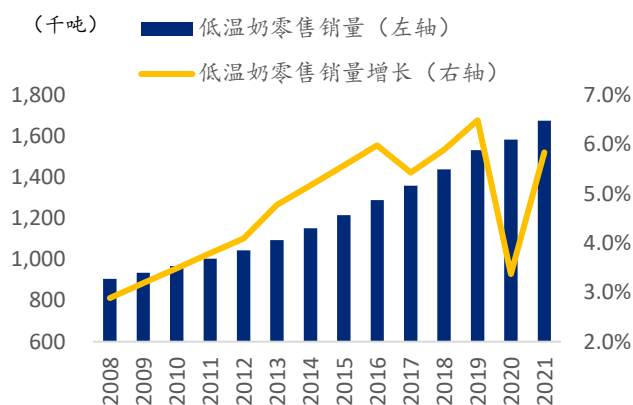
工艺名称	温度 (°C)	处理时间	保存条件	保质期限
超高温灭菌 (UHT)	130-140	4-10 秒	常温	6 个月以上
巴氏杀菌	72/62.8	15-20 秒/半小时	低温冷藏	2-7 天

资料来源：康奈尔大学《Dairy Foods Science Notes》、浦银国际

随着消费者健康意识进一步提升，叠加乳企对巴氏奶健康属性的宣传，我国巴氏奶销量逐年递增，由 2008 年的 91 万吨增长近一倍，至 2021 年的 168 万吨，在白奶中的销量占比升至 18%。但我国巴氏奶市场集中度较低，仍由

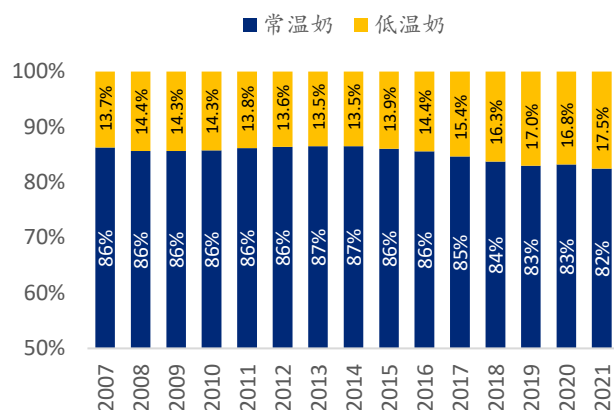
各地地区性乳企占领。

图表 48: 中国市场低温奶销量与增速



资料来源: Euromonitor、浦银国际

图表 49: 中国饮用奶市场常温奶与低温奶销量占比, 2013-2021



资料来源: Euromonitor、浦银国际

紧跟消费者健康诉求

随着消费者日益追求健康和高品质生活, 各家乳制品企业也推出各自的巴氏奶产品, 通过在瓶身明显标识“鲜牛奶”、“巴氏奶”和消费者教育, 向消费者传递巴氏奶更加健康和高端的理念。

图表 50: 蒙牛每日鲜语



资料来源: 京东、浦银国际

图表 51: 伊利金典鲜牛奶



资料来源: 京东、浦银国际

图表 52: 三元 72°C 鲜牛乳



资料来源: 淘宝、浦银国际

乳企倡导巴氏奶更为健康新鲜不无道理。虽然常温奶和巴氏奶的蛋白质、脂肪和钙质含量基本一致, 但是巴氏奶采用低温杀菌, 最大限度地保存了鲜牛奶中维生素和叶酸等营养成分, 也确保了热敏性乳铁蛋白等有益于人体免疫力蛋白质的活性。另外, 巴氏奶在口感上更接近鲜牛奶口味, 避免了用 UHT 技术令乳糖焦化, 产生蒸煮后牛奶的味道。

巴氏奶销售半径扩张

过去，巴氏奶较难进行全国化布局，令其市场份额下滑，主要由于以下三个因素：**1)** 国家对巴氏奶的菌落总数、大肠菌群等有严格要求，所以巴氏奶对奶源和生产环境要求高于常温奶；**2)** 巴氏奶保质期短，限制了它的销售半径至奶源地周边的 350 公里以内；**3)** 巴氏奶运输销售全程要求冷链运输，但我国冷链产业起步较晚，集中在东部较发达城市和地区。

但随着国家推出多项政策支持，巴氏奶销售范围将进一步扩大。

- 一是国家和地方政府大力扶持奶牛养殖业发展，带动养殖业和家庭奶牛场加速建立。另外，如[上文所述](#)，中国主要乳企也在不断收购上游牧场，增加各自奶源地，为巴氏奶的生产及销售提供更广阔的市场空间。
- 二是在国家各项政策支持冷链产业发展的背景下，我国的冷藏车与冷库总量在 2019 年分布达 21.5 万辆和 6,053 万吨，八年复合增长率分别为 27%和 17%。冷链覆盖更广和布局更完善，都助力巴氏奶销往更多地区。

图表 53：液态奶灭菌技术对比

日期	政策	具体内容
2017 年 4 月	《关于发展冷链物流保障食品安全促进消费升级的意见》	到 2020 年，初步形成布局合理、覆盖广泛、衔接顺畅的冷链基础设施网络。
2018 年 10 月	《推进运输结构调整三年行动计划》	支持各地开展集装箱运输、商品车滚装运输、全程冷链运输、电商快递班列等多式联运试点示范创建。
2019 年 4 月	《关于推动物流高质量发展，促进形成强大国内市场的意见》	鼓励企业创新冷链物流基础设施经营模式、发展第三方冷链物流全程监控平台
2021 年 11 月	《“十四五”冷链物流发展规划》	到 2025 年，初步形成衔接产地销地、覆盖城市乡村、联通国内国际的冷链物流网。

资料来源：浦银国际整理

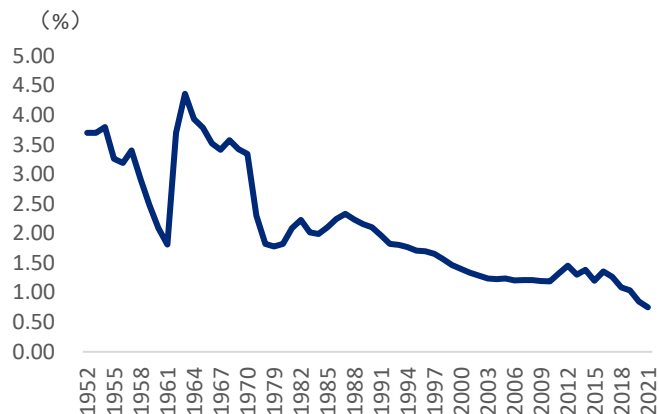
电商和社区团购的高速发展，也为巴氏奶进一步全国化增添新渠道。在淘宝、京东等大型电商品牌上，蒙牛、伊利、光明等都为各自巴氏奶品牌设立了官方旗舰店，并为部分城市和地区提供冷链配送。

线上订奶平台也在部分乳企中开展，蒙牛在 2019 年与阿里巴巴推出“天鲜配”，打造线上平台订购，楼下智能冰柜取奶的新模式；新乳业也与每日优鲜共同推出鲜牛乳“当日达”服务，帮助乳制品企业打入被地区性乳企掌握的入户奶市场。

● 配方奶粉：需求高端化与渠道多元化促进行业整合

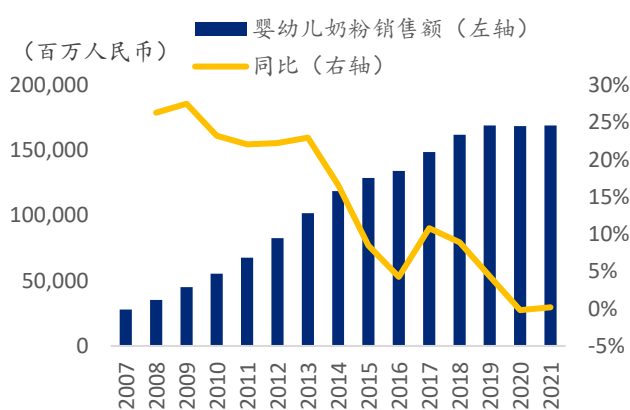
中国出生率持续下降，造成中国婴幼儿配方奶粉行业销量增速逐年放缓。2021 年，中国出生率已下跌至 0.8% 以下，而同年中国婴幼儿配方奶粉销售额也基本已没有增长。

图表 54：中国出生率



注：截至 2021 年 资料来源：国家统计局，浦银国际

图表 55：中国婴幼儿配方奶粉市场规模与增速



资料来源：Euromonitor，浦银国际

由于出生率下降，婴幼儿配方奶粉行业整体面临着巨大挑战。尽管如此，我们也看到，奶粉行业需求高端化、渠道多元化的趋势，以及消费者对国产品牌偏好增加，都为国产奶粉玩家带来新的机遇，从而推动中国婴幼儿奶粉行业集中度持续提升。

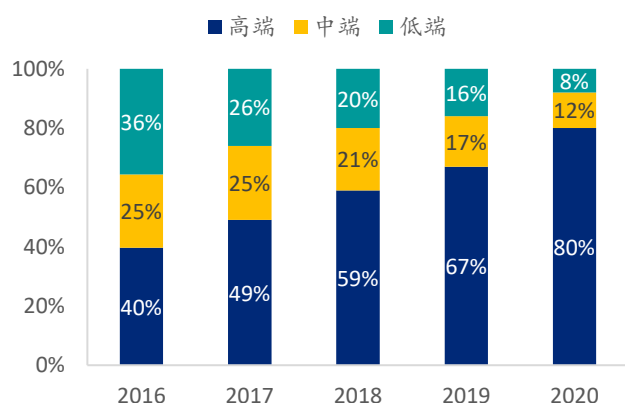
市场需求高端化

随着消费者健康意识和品牌意识不断提升，奶粉行业内部高端化趋势也愈发明显。尽管行业整体销售增速大幅放缓，但高端配方奶粉（价格大于人民币 290/千克）依然维持较高增速，高端产品市场占比不断提升。而在高端奶粉里，超高端（价格大于人民币 470 元/千克）的增速比普通高端奶粉更高。

为迎合行业消费升级趋势，主要国内奶粉企业都将业务重心转向超高端奶粉产品（比如有机奶粉与羊奶粉）。飞鹤与澳优，是国内品牌里较早布局超高端品类的两家奶粉企业。

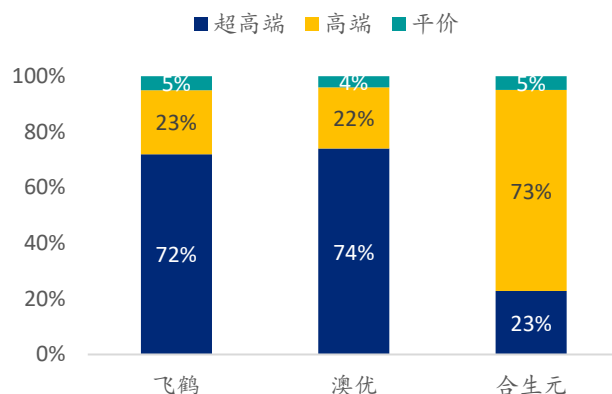
飞鹤与澳优超高端产品的占比在 2021 年都各自达到了总收入的 70% 以上。尽管他们未来产品结构进一步提升的空间已经不大，但是他们在超高端奶粉市场的先入优势有望帮助它们持续抢占市场份额。

图表 56: 中国婴幼儿配方奶粉行业产品分布



资料来源: 弗若斯特沙利文, 浦银国际

图表 57: 主要国内婴幼儿配方奶粉企业产品分布 (2021)



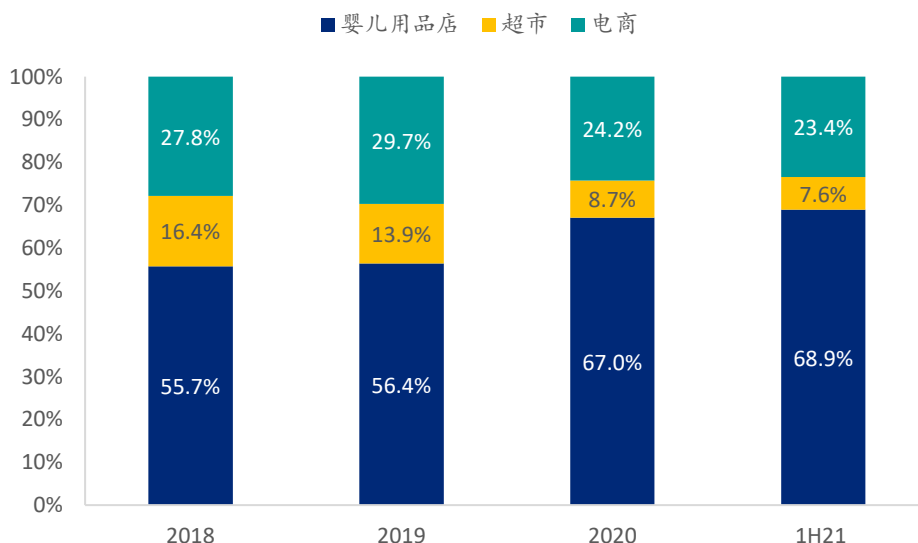
资料来源: 公司数据, 浦银国际

销售渠道多元化

在中国婴幼儿配方奶粉市场, 渠道拓展能力是企业发展的核心之一。电商和母婴店, 已成为婴幼儿配方奶粉最主要的两大销售渠道, 而传统商超占比正在逐步减小。

随着社交媒体的发展, 新兴社交电商 (包括微信小程序、抖音直播、小红书等) 正逐渐取代传统电商, 成为中国婴幼儿配方奶粉重要的线上销售渠道。同时, 线下渠道 (尤其是母婴店) 为了增强自己的竞争优势, 也大力借助私域平台吸引客流。随着中国配方奶粉竞争逐渐白热化, 多元化渠道触达更多消费者, 将成为中国奶粉品牌的制胜关键。

图表 58: 奶粉渠道分布, 2018-1H21



注: 1H21 指 2021 年 6 月 30 日前 12 个月

资料来源: Nielsen, 浦银国际

展望 2022 年全年，借助渠道优势（母婴店与线上渠道），我们相信，那些较早布局超高端奶粉领域的中国奶粉公司，将继续抢夺国际奶粉企业市场份额。长期来看，三胎放开相对将更加利好低线城市收入占比较高的奶粉品牌。

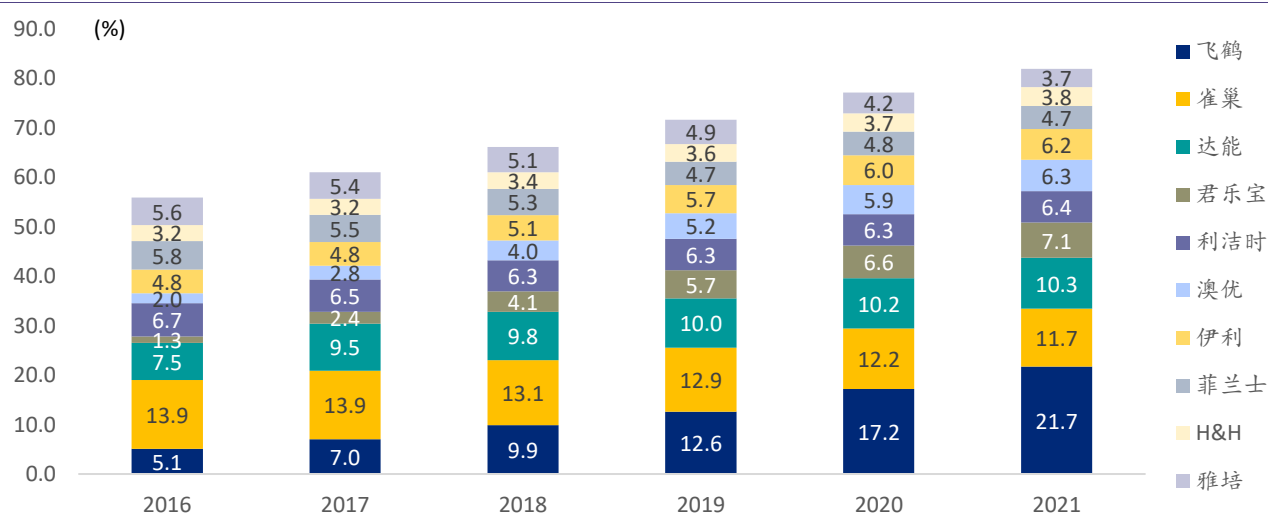
行业集中度持续提升

2018 年开始实施的《婴幼儿奶粉配方注册管理办法》加强了监管机构对奶粉行业的管理，提高了行业门槛，将很大一部分质量较低、同质化严重的产品拒之门外。配方注册制的实施，大幅度减少了中国奶粉行业品牌数，从而推动配方奶粉行业大规模整合，行业集中度持续上升。

2019 年 5 月，国务院印发了《国产婴幼儿配方乳粉提升行动方案》，旨在提升国产婴幼儿配方奶粉产品质量、品牌美誉度及行业竞争力，从而提高国产婴幼儿配方奶粉的国内市场份额，力争婴幼儿配方奶粉自给水平稳定在 60% 以上。未来，“奶粉新国标”的实施将进一步提升中国奶粉行业的准入门槛。

与此同时，国产奶粉企业在高端产品研发、质量与食品安全控制、品牌力打造以及渠道拓展等方面，都加大了力度，甚至赶超进口品牌。在自身努力与政策支持下，国产奶粉在消费者心中的地位不断提升。而近几年，消费者对民族品牌的青睐有加，也使消费者对奶粉产品的偏好向国产品牌倾斜。

图表 59：中国奶粉行业前十玩家市场份额变化，2016-2021



资料来源：Euromonitor，浦银国际

从上图我们看到飞鹤、澳优、君乐宝、伊利等一众国内品牌市场份额不断增加。而与之相对，传统进口品牌市场份额基本没有增长，甚至有些正在衰退。

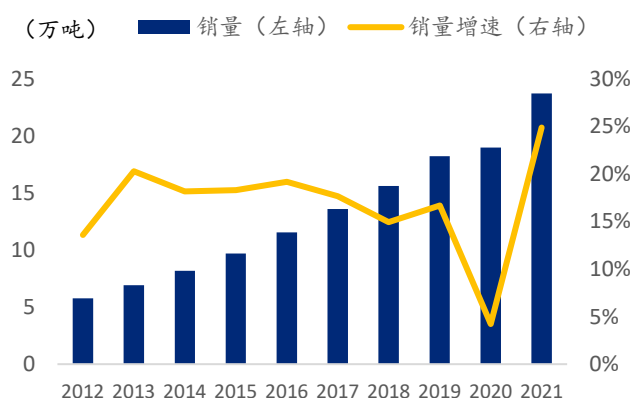
伊利完成对澳优的收购后，中国婴幼儿配方奶粉市场集中度将进一步提升。我们预计，2022 年中国婴幼儿配方奶粉行业前五大玩家市场份额将达 70%。

● 奶酪或成未来新增长动力

中国传统饮食中，奶类含量很少，但随着人们对西方餐饮习惯接受程度不断提升，以及健康饮食意识增强，奶酪的健康属性和功能性也得到更多消费者的认可，有力地带动了中国奶酪市场。

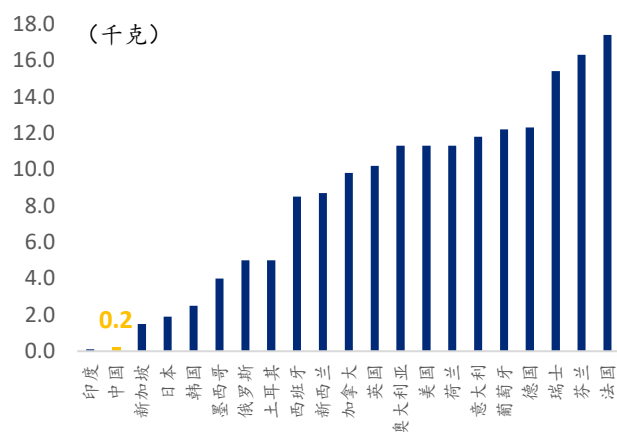
近 10 年来，我国奶酪市场规模高速增长，由 2012 年的 5.8 万吨增长约 4 倍至 2021 年的 23.7 万吨。即使增速较高，我国的奶酪市场规模仍位列世界各国末端，2021 年人均奶酪消费量仅为 0.2 千克，远低于饮食习惯较为接近的日本和韩国。但随着消费者对奶酪接受度提高，我们相信，未来奶酪的市场前景广阔。

图表 60: 中国奶酪市场市场规模 2012-2021



资料来源: Euromonitor、浦银国际

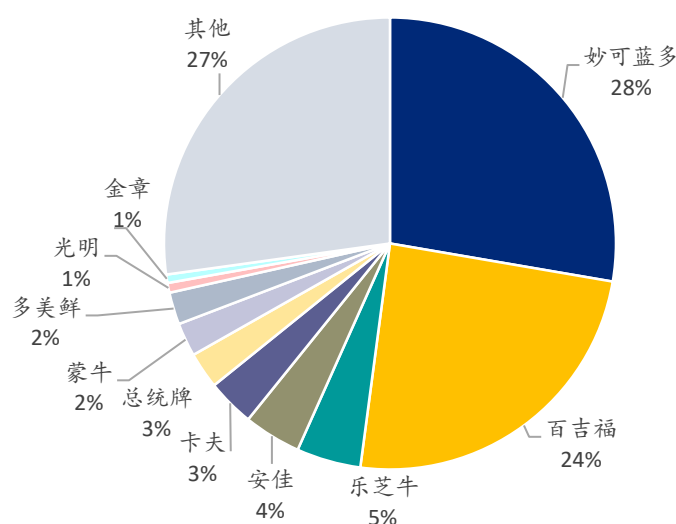
图表 61: 各国人均奶酪消费量, 2021



资料来源: Euromonitor、浦银国际

目前，中国市面上的奶酪商品以进口品牌为主，在前十大奶酪品牌中，仅有妙可蓝多、蒙牛和光明 3 个中国品牌。同时，品牌的集中度较高，妙可蓝多和百吉福两大品牌市场占有率超 50%。

图表 62：中国奶酪市场前十大品牌市场份额，2021



资料来源：Euromonitor，浦银国际

在白奶及酸奶销量增长放缓的当下，各乳企纷纷着眼于市场规模较小的奶酪市场，期望奶酪的高单价和高增速为企业带来新的增长动力。

中国乳业两巨头蒙牛和伊利均在 2018 年成立奶酪事业部，对各自的不断产品创新，并通过投资并购拓展各自的奶酪版图。蒙牛在 2021 年成为妙可蓝多第一大股东，并与欧洲乳企合资推出奶酪品牌“爱氏晨曦”。伊利在 2019 年收购新西兰乳企 Westland，也推出环球甄选系列进口奶酪产品。

以再制奶酪培养奶酪类零食习惯

与西方奶酪消费习惯不同，中国奶酪零售端市场高速发展，很大一部分是由以奶酪棒为首的再制奶酪带动。再制奶酪在中国市场盛行，主要是由于：1）保质期加长；2）改良包装，更方便食用；3）添加风味料，更符合中国人口味，以及以减少热量等方式满足消费者的健康饮食诉求。

再制奶酪兴起，促使了妙可蓝多异军突起，并在 2021 年超越百吉福，成为中国市占率最高的奶酪品牌。伊利等乳企也紧跟消费趋势，推出各类奶酪棒产品，兼顾儿童奶酪需求的同时，也推出成人奶酪零食，通过零食产品培养奶酪消费习惯。

图表 63: 伊利口袋芝士



资料来源: 国美、浦银国际

图表 64: 妙可蓝多奶酪棒



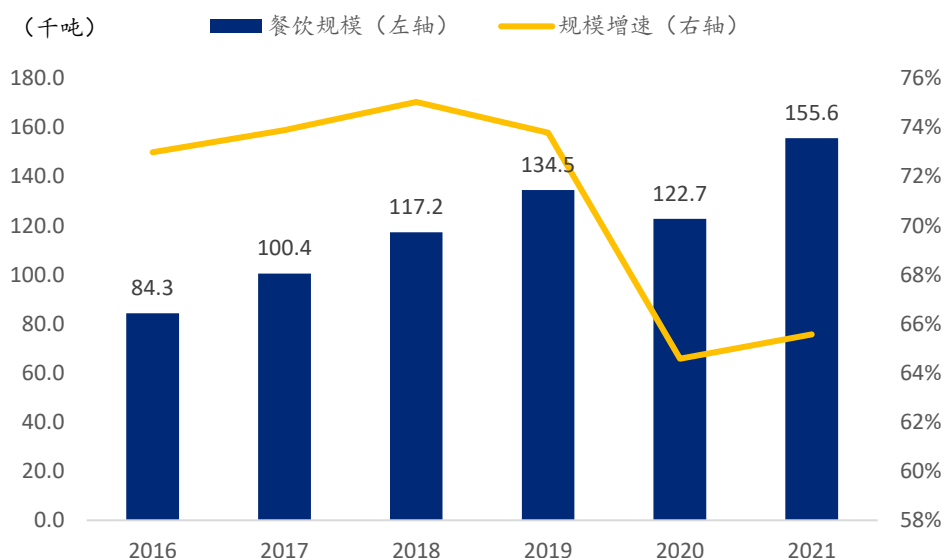
资料来源: 京东、浦银国际

随着赛道内玩家增加, 价格战也在所难免。自 2020 年起, 各品牌的价格战愈演愈烈。据我们调研, 业内整体折扣力度在 5-8 折不等。但是, 我们认为这种价格战难以持久, 主要是由于奶酪属于高端产品, 过度降低产品价格, 会令消费者质疑产品品质, 拉低品牌形象。

西式餐饮习惯带动奶酪需求提升

作为西餐和西式面点主要食材之一, 奶酪餐饮端销量占奶酪总销量 65% 左右。随着消费者对西式餐饮接受度提升, 连锁西式快餐也在中国迅猛发展, 带动餐饮端奶酪销量保持高速增长, 2016 至 2021 年复合增长率超 13%。

图表 65: 奶酪餐饮端销售量及增速, 2016-2021



资料来源: Euromonitor, 浦银国际

西式面点烘焙食品日渐也成为更多人们早餐、下午茶和庆祝的主要选择之一。据 Euromonitor 数据，中国烘焙市场规模也在 2021 达 2,462 亿元，2016-2021 年复合增长率 8%。此外，以喜茶为首的奶盖现饮茶的流行，也带动了奶酪消费量进一步提升。

为满足餐饮端奶酪需求和撼动外国乳企在餐饮端的地位，各家乳企也发动各自渠道和创新能力，提供餐饮奶酪解决方案。蒙牛和伊利均陆续开启与餐饮企业合作模式，三元在 2020 年设立了特渠事业部，为餐饮渠道提供一站式以奶酪为主的奶制品采购方案。

图表 66：各乳企餐饮段合作伙伴

乳企	伊利	蒙牛	三元
合作公司	85 度 C	巴黎贝甜	肯德基
	COSTA	环球影城	麦当劳
	皇冠幸福里	迪士尼乐园	瑞幸咖啡

资料来源：浦银国际整理

我们相信，中国消费者对西式餐饮的接受度上升，和对奶酪制品口味的习惯，有望在推动西式餐饮和西式糕点市场规模增长的同时，进一步带动奶酪在餐饮端消费量的增加。

蒙牛 vs 伊利：乳业双雄，各有千秋

蒙牛与伊利都诞生于内蒙古，蒙牛的创始团队更是来自于伊利，两家公司同宗同源。因此，蒙牛与伊利拥有很多相似的竞争优势，比如强大的品牌力、丰富的产品矩阵、强大的渠道通路、优质的上游原奶资源等。

另一方面，伊利与蒙牛的产品具有一定的同质化。几乎每一个主要乳制品品类中，伊利与蒙牛都能找到较为接近的产品。这也导致双方针尖对麦芒的竞争关系，两者的市场地位也几乎不相上下，拥有各自忠实的拥护者。

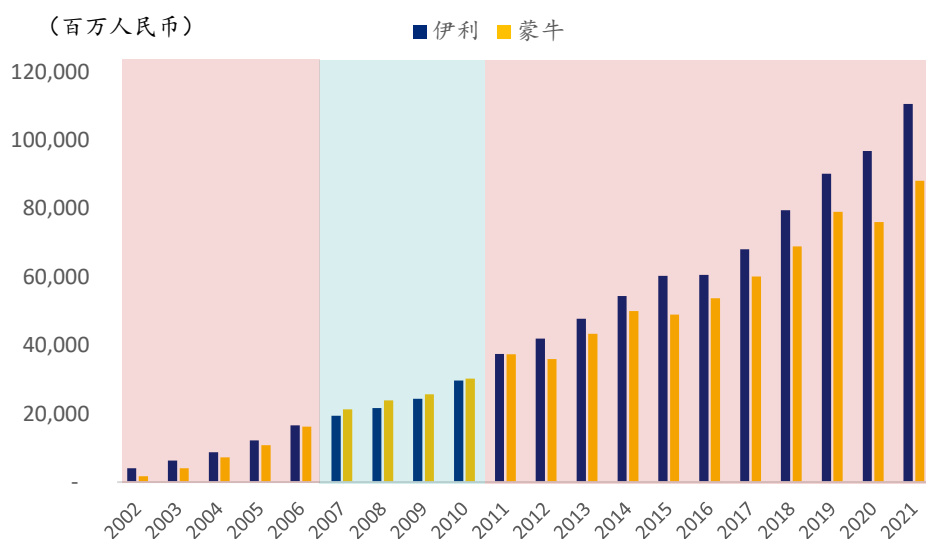
图表 67：伊利和蒙牛各品类产品汇总

伊利 金典	品类	蒙牛 特仑苏	伊利 优酸乳	品类	蒙牛 酸酸乳
	高端常温白奶			乳酸菌饮料	
伊利纯牛奶		蒙牛纯牛奶	QQ星		未来星
	常温白奶			儿童乳饮料	
安慕希		纯甄	伊利心情		绿色心情
	常温酸奶			冰淇淋	
畅轻		冠益乳	谷粒多		真果粒
	低温酸奶			常温乳饮料	

资料来源：京东、浦银国际整理

伊利与蒙牛都坐过行业头把交椅。2002-2006 年，伊利是行业老大。2007-2010 年，蒙牛反超伊利。而 2011 年之后，伊利通过“织网”行动重回行业龙头的位置。

图表 68：伊利与蒙牛过去二十年的收入规模（2002-2021）



注：红色阴影为伊利收入规模>蒙牛阶段，绿色反之；资料来源：公司数据、浦银国际整理

尽管蒙牛与伊利两家公司有许多共同点，但是我们仍然试图去挖掘他们在产品品类、企业文化、资本运作、发展策略等各方面的潜在区别，希望为市场做投资决策时提供有价值的参考与依据。

总体来看，伊利无论在收入规模还是利润率上都领先于蒙牛，这主要是由于蒙牛在特定品类上（比如婴幼儿奶粉、冰激凌）发展不均衡所致。这也解释了为什么蒙牛在收购兼并、新品类拓展、市场营销及新兴渠道发展等方面比伊利更显激进，从而希望缩小与伊利的整体差距。

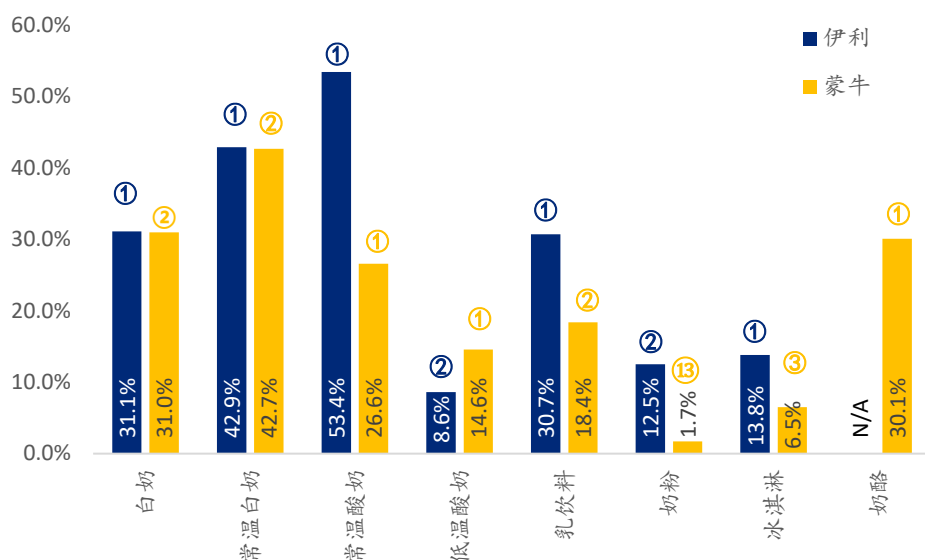
我们认为，伊利相对蒙牛具有更强的基本面以及确定性，而蒙牛相对伊利则有更大的提升空间，在产品高端化运作方面具有较强的能力。

（1） 各品类的发展

伊利相对蒙牛整体收入规模更大，主要归功于伊利各品类发展更加全面与均衡。过去 10 年，伊利几乎在每一个细分品类中都有较为优异的表现，市场份额排名行业前列。

相比伊利，蒙牛则较为偏科，各个品类发展有些不平衡。具体来看，蒙牛常温奶市场规模与伊利不相上下，低温酸奶销售全国排名第一。然而，蒙牛的常温酸奶、乳饮料、奶粉及冰激凌市场规模则与伊利存在较大差距。

图表 69：伊利与蒙牛各个品类市场份额对比，2021

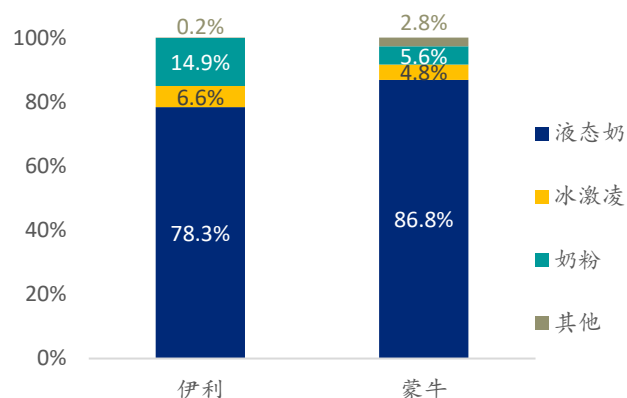


注：①圆圈数字代表中国市场份额名次；奶粉业务中，伊利包含澳优市场份额，奶酪业务中，蒙牛包含妙可蓝多市场份额。

资料来源：Euromonitor，公司数据，浦银国际

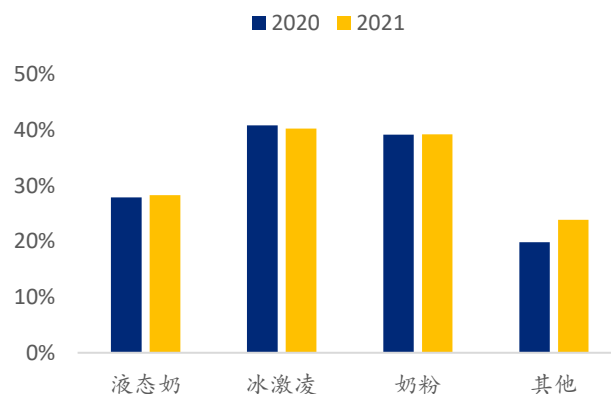
从品类分布来看，蒙牛液体乳的收入占比要高于伊利，但冷饮与奶粉的收入贡献则低于伊利。然而，冷饮与奶粉的毛利率总体高于液体乳。因而，品类结构上的区别，也使蒙牛的历史毛利率低于伊利。

图表 70：伊利与蒙牛按品类的收入分布，2021



资料来源：公司数据、浦银国际

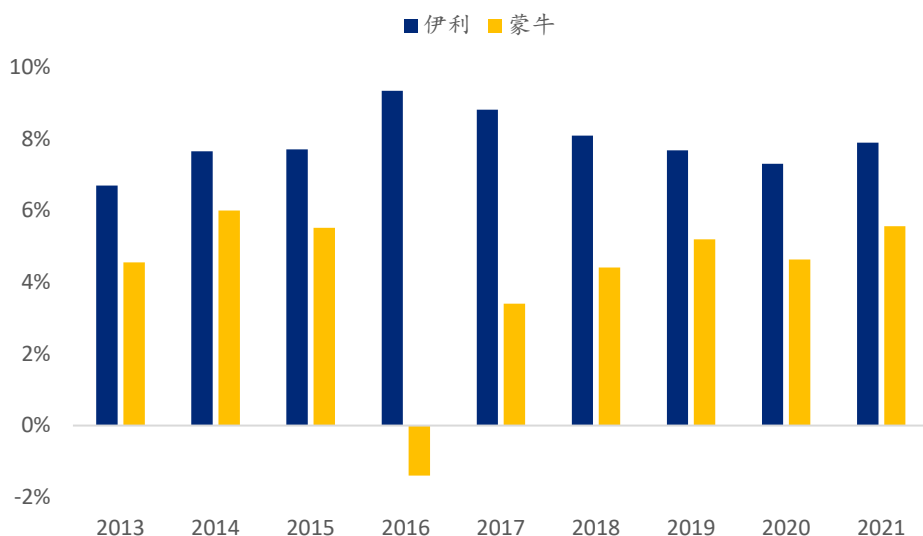
图表 71：伊利各品类毛利率对比



资料来源：公司数据、浦银国际

而在液体乳中，蒙牛的低温产品（包括低温酸奶与低温鲜奶）占比要高于伊利。低温产品的特点是高毛利和高费用率，整体运营费用率高于常温产品。这也是蒙牛总体净利润水平不及伊利的原因之一。

图表 72：伊利与蒙牛净利润率比较，2002-2021

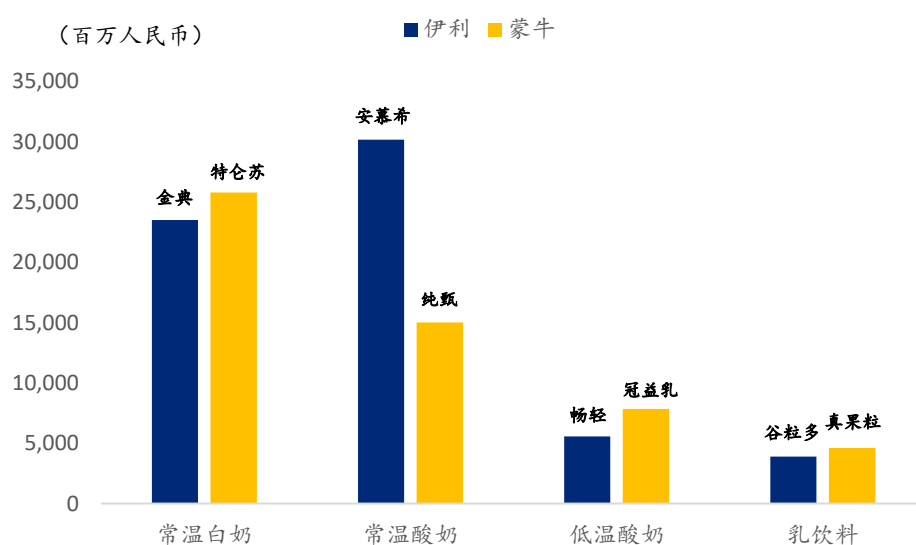


资料来源：公司数据，浦银国际

(2) 高端化进程

虽然蒙牛整体市场份额相比伊利有一定差距，但在各品类中，蒙牛的主要高端产品的收入规模与市场份额并不逊色于伊利，甚至更胜一筹。例如，在常温白奶中，蒙牛的高端白奶产品特仑苏的销售规模常年在伊利的金典之上。而在低温酸奶与乳饮料赛道中，蒙牛的明星产品的表现也更为出色。

图表 73：蒙牛与伊利的明星产品在零售端的销售规模比较，2021



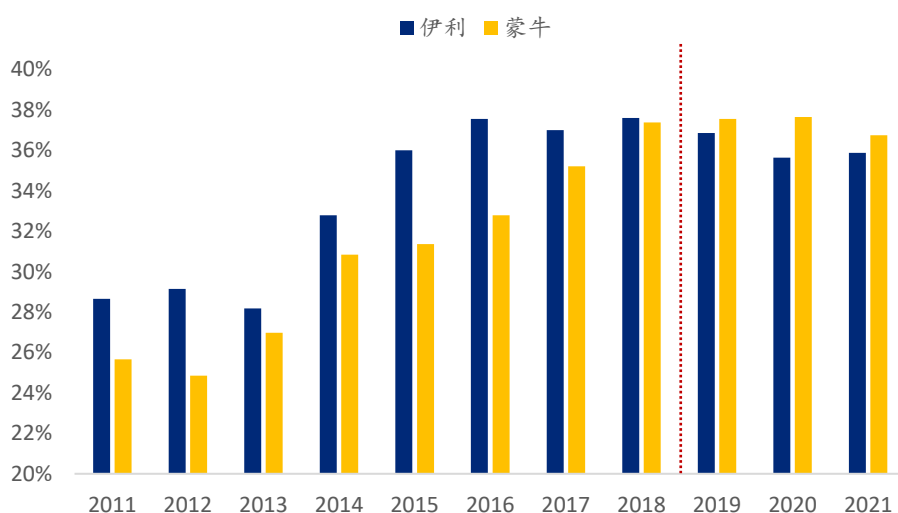
资料来源：Euromonitor，浦银国际

另一方面，近几年蒙牛致力于发展高毛利产品和品类。2019 年，蒙牛出售了毛利较低的君乐宝，并在同年收购了高端奶粉品牌贝拉美。同年蒙牛还推出了高端低温巴氏鲜奶产品——每日鲜语。

高端产品占比提升及大力发展高毛利品类，都有效改善了蒙牛的产品结构，使其在过去 3 年的原奶上升周期中更具有韧性，毛利率始终维持在较高水平。

相比蒙牛，过去三年伊利的高端化成果相对乏力，整体销售单价提升不明显。在奶价持续上涨的大环境下，伊利的毛利率出现了一定幅度的下滑，并被蒙牛反超。

图表 74：伊利 vs 蒙牛：毛利率比较



资料来源：公司数据，浦银国际

(3) 引入战略投资者

相比伊利，在引入外资成为战略投资者方面，蒙牛有着更为丰富的经验。蒙牛的国际化合作战略也受到了其第一大股东中粮集团的全力支持。

早在 2006 年，蒙牛便与欧洲著名乳企 Arla Food 达成战略合作，并成立合资公司共同研发生产婴幼儿配方奶粉产品。2012 年，蒙牛引入 Arla 成为战略投资者，并持有蒙牛 5.9% 的股权。

2013 年，达能成为蒙牛的战略股东，持股 4%。同年，蒙牛与达能签署战略合作意向，并成立合资公司，共同从事酸奶产品的研发、生产和销售。

2014 年，达能对蒙牛的持股比例增加至 9.9%，并成为蒙牛的第二大股东。

同年，蒙牛旗下的奶粉业务雅士利完成对达能的定向增发，使达能以 25% 的控股比例成为雅士利的第二大股东。

蒙牛与国际乳业巨头的合作，对于其产品创新与品类拓展都起到了积极和正面作用。在过去 10 年里，Arla 与蒙牛在牧场管理、产品研发、质量管理、生产工艺等方面进行深度合作交流。近两年，蒙牛与 Arla 又进一步将合作延伸至奶酪品类。在低温酸奶以及奶粉等品类上，蒙牛与达能有着深度合作。

图表 75: 蒙牛和 Arla 合作奶粉



资料来源：京东、浦银国际

图表 76: 蒙牛与达能合作低温酸奶



资料来源：京东、浦银国际

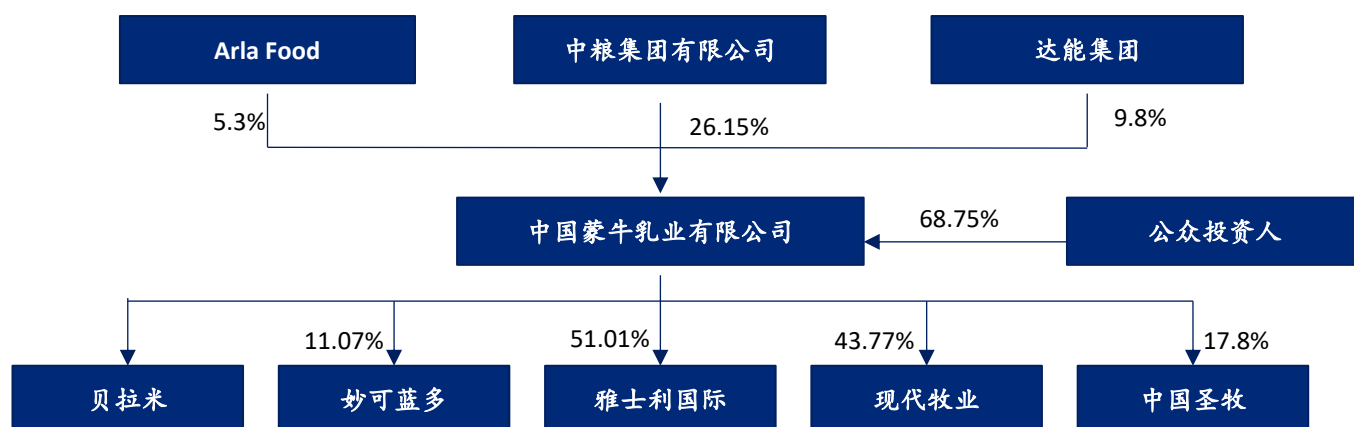
图表 77: 蒙牛与达能合作植物基饮品



资料来源：京东、浦银国际

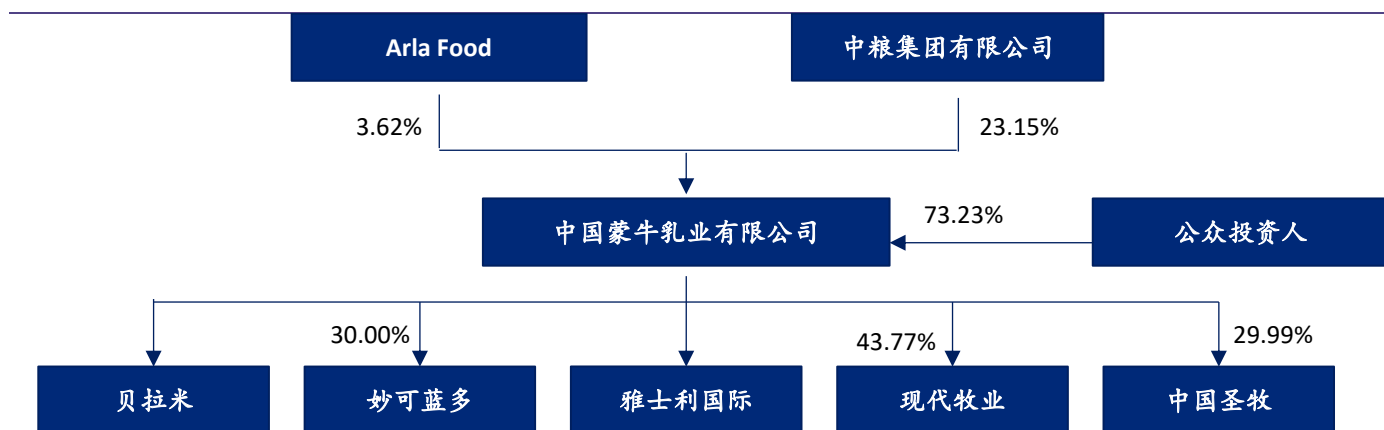
尽管达能在 2021 年初宣布将逐渐退出对蒙牛的投资，但我们相信，蒙牛过去与达能将近 10 年的合作，对蒙牛未来的发展依然有着深远的影响。

图表 78: 蒙牛 2021 年前股权结构



注：如未标识则为 100% 持股。资料来源：浦银国际整理

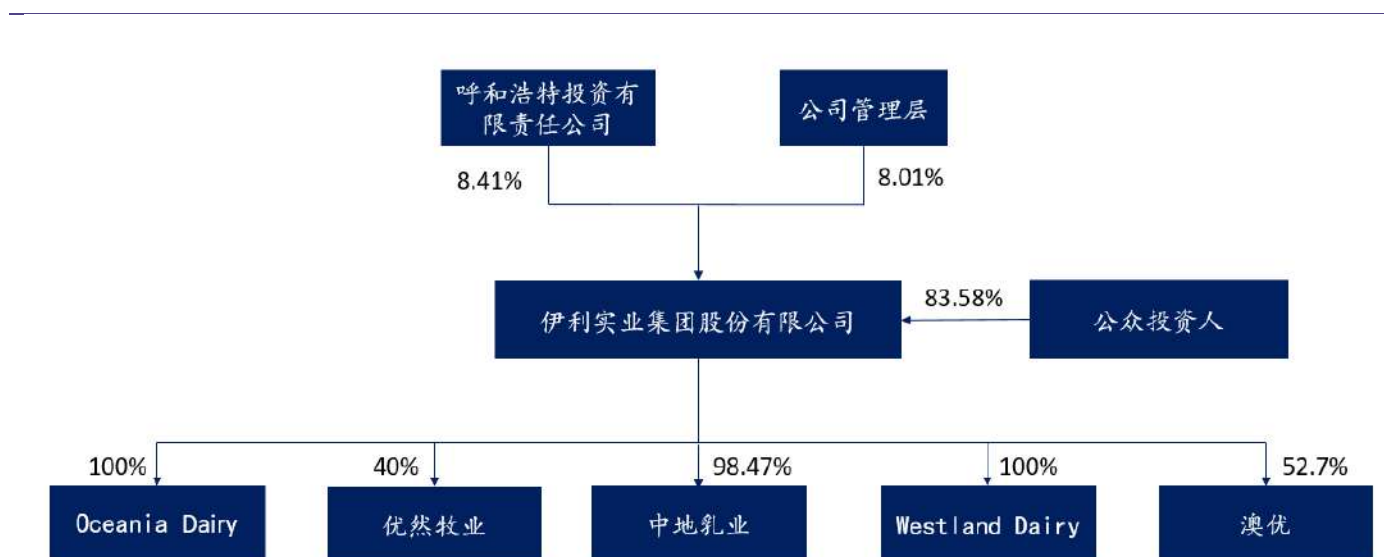
图表 79：蒙牛当前股权结构



注：如未标识则为 100% 持股。资料来源：浦银国际整理

相比蒙牛，伊利尽管也曾经牵手过一些国际乳制品企业，但由于这些合作并非建立在股权投资的基础上，因此无论从合作紧密度以及后续影响力来看，都有些乏善可陈。

图表 80：伊利股权结构



资料来源：浦银国际整理

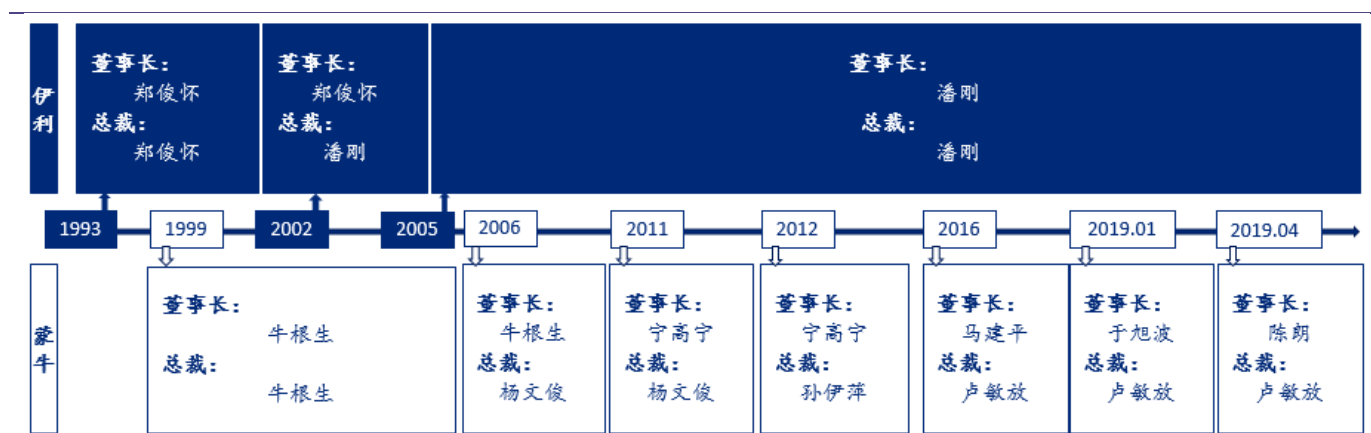
(4) 管理层稳定性

历史上，蒙牛的股权变化一方面为其带来不少机遇，另一方面却使蒙牛管理层的变动相比伊利更为频繁。

- 在牛更生时代，牛更生与杨文俊先后出任蒙牛总裁，并在 2007 年将蒙牛带到中国乳制品行业第一的位置。
- 在 2009 年，中粮集团通过新股增发与购买老股的形式，与厚朴基金联手收购了蒙牛 20% 的股权，成为蒙牛最大的股东。
- 2011 年 6 月，牛更生辞任蒙牛董事会主席一职，由时任中粮集团董事长宁高宁接手。至此，蒙牛正式进入中粮时代。
- 2012 年，中粮指派孙伊萍接替杨文俊，出任蒙牛新的总裁。在孙伊萍的带领下，蒙牛完成了对雅士利以及现代牧业的收购，并开始着手渠道通路改革与供应链的整合。
- 2016 年 9 月，中粮再次指派时任雅士利总裁的卢敏放（曾就职于达能）接替孙伊萍成为蒙牛新的一把手。卢敏放上任后对公司管理架构进行了调整，同时规范销售体系，进一步发展通路。

相比蒙牛，伊利的管理层更为稳定。潘刚 2002 年开始出任伊利集团的总裁，2005 年开始同时担任伊利总裁及董事长。过去 20 年里，潘刚都是伊利名副其实的决策者，带领伊利进行“织网”行动、克服三聚氰胺事件、反超蒙牛重回行业龙头位置并延续至今。

图表 81：蒙牛与伊利历年董事长与总裁的变化



资料来源：浦银国际整理

在多次管理层股权激励计划之后，潘刚目前持有伊利 3.9% 的股权，而卢敏放目前仅持有蒙牛 0.03% 的股权。从这一角度来看，伊利的管理层与公司的利益一致性更高，对股价的诉求也相对更高。

(5) 收购兼并与股权投资

蒙牛强大的资本运作能力，使其成为中国乳制品行业中最热衷于收购兼并的企业。意识到自身在一些高毛利品类上与伊利之间的差距，同时也看到一些新兴乳制品品类未来巨大的增长潜力，蒙牛近年来希望通过外延式并购，来弥补自身在这些品类上的不足，缩小与对手的差距。

- **奶粉业务**方面，早在 2013 年，蒙牛便收购了国产奶粉企业雅士利，又在 2019 年完成了对澳洲牛奶企业贝拉米的收购，希望借助贝拉米来撬动更多的国际资源。我们不排除蒙牛会继续将目光投向其他具有较强竞争力的国际奶粉品牌。
- **上游牧场**方面，蒙牛在 2013 收购了现代牧业 27.9%的股权，并后续增持至 37.7%。蒙牛又在 2020 与 2021 年分两次总计收购了圣牧 30%的股权，进一步巩固了对上游牧场的控制。凭借充足的优质原奶资源，蒙牛于 2017 年推出了每日鲜语鲜奶产品，成功打入低温鲜奶市场，并在过去几年获得了高速的增长。
- 2020 年，蒙牛为了布局**奶酪赛道**，购买了中国排名第一的奶酪品牌妙可蓝多 5%的股权，并在 2021 年通过二级市场增持、非公开发行等方式，增持妙可蓝多至 28.47%。在收购之后，妙可蓝多也不负众望，反超百吉福成为中国奶酪行业市场份额第一的企业。
- **冰激凌**方面，蒙牛 2021 年收购了创始人牛根生在东南亚创立的艾雪冷饮品牌全部股份，布局南亚冷饮市场。经过多年在东南亚的深耕，艾雪已成为东南亚地区首屈一指的冷饮品牌。蒙牛也期望可借助艾雪的知名度带动其他产品进入东南亚市场。

图表 82：蒙牛历史上收购

时间	收购企业	投资方式及金额
2021 年	富源牧业	子公司现代牧业收购 100%股权
2021 年	艾雪	收购全部股权
2020、2021 年	妙可蓝多	共持 28.5%股权，成为单一最大股东
2018、2020 年	圣牧奶业	持有 17.8%股份，为圣牧单一最大股东
2020 年	庄园牧业	签订战略合作协议，优先为蒙牛提供生鲜乳
2019 年	贝拉米	以 14.6 亿澳元收购所有股权
2019 年	中鼎牧业	联手打造中俄奶业种养加全链条
2013、2017 年	现代牧业	持有 61.3%股份
2016 年	Burra Foods	以 3 亿澳元收购 79%股份
2015 年	多美滋中国	以 1.5 亿欧元收购全部股份
2014 年	Whitewave 合资	蒙牛 51%/Whitewave 49%，推出植物蛋白饮品
2013 年	雅士利	共持有 51.01%股权
2013 年	达能合资	蒙牛 80%/达能 20%，设立低温合资公司
2013 年	原生态牧业	基石投资
2010 年	君乐宝	以 4.7 亿元收购 51%股权

资料来源：浦银国际整理

相比蒙牛，伊利历史上并未对收购兼并表现出太积极的态度。2021 年之前，除了对上游牧场企业的投资收购之外，伊利几乎没有做过规模较大的对下游同业的收购。这主要是因为伊利本身的业务发展比较全面，没有太大的必要来通过外延式收购来扩展业务。

然而，进入 2021 年以后，在收购兼并方面，伊利一改往日的保守姿态，变得更为积极主动。今年年初，伊利完成了收购了澳优 52.7% 的股份，并发起了对澳优的全面要约收购。这使伊利成为中国第二大的奶粉企业。

图表 83：伊利历史上的收购

时间	收购企业	投资方式及金额
2022 年	澳优	收购 52.7% 股份，成为单一最大股东
2021 年	伊家好奶酪	以 9,231 万美元收购部分股权
2020、2021 年	中地乳业	持有 98.5% 股份
2020 年	优然牧业	上市
2020 年	恒天然	收购恒天然在中国牧场
2019 年	赛科星	以 22.78 亿元人民币收购 58.36% 股权
2019 年	Westland	以 2.44 亿新西兰元收购 100% 股权
2018 年	Chomthana	以 8,056 万美元收购 96.46% 股权
2015 年	新巨丰公司	收购 20% 股权
2013 年	辉山乳业	收购 1% 股权
2013 年	Oceania Dairy	以 61.42 万新西兰元收购 100% 股权

资料来源：浦银国际整理

我们认为，蒙牛由于在某些细分赛道处于落后的水平，其收购兼并会有更多的战略考量，同时具有一定的国际视野，希望通过布局国际市场，实现弯道超车。而伊利未来的收购兼并，则可能更多聚焦于对自身版图的扩张与巩固。

（6）渠道与通路发展

伊利从 2006 年开始实施“织网行动”，积极布局渠道下沉，通过商务部的“万村千乡”活动布局乡镇网点，并且打造更为扁平化的经销体系。织网行动帮助伊利组建了庞大的渠道网络。截止 2021 年，伊利有 1.5 万余个一级分销商，500 万个分销网点以及 1.8 万个销售人员。伊利的这种深度分销模式虽然前期投入大，但一旦建成，将为公司带来强大的渠道与终端掌控能力，大幅提升分销效率。

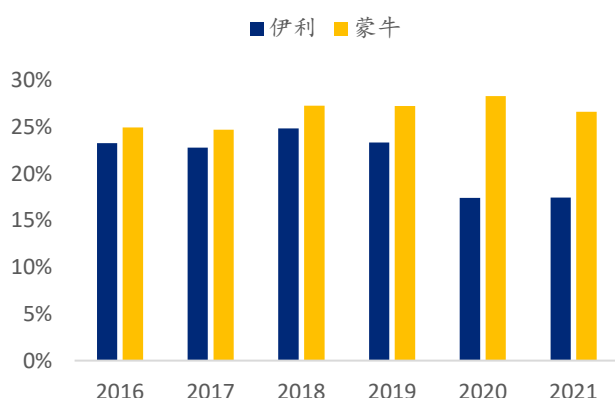
相比伊利，蒙牛则更多采取大商策略，依靠大经销商的销售团队来完成产品往终端网点的配送与分销。大商模式具有投资低、见效快等优点，在发展初期帮助蒙牛迅速打开市场赶超对手。但随着公司销售规模的上升，大商模式会暴露出以下几个弱点：

- (1) 运营效率明显降低，经销商失去深挖渠道的动力；
- (2) 大经销商对公司的收入贡献过大，造成其的议价能力较高；
- (3) 公司缺乏对渠道与终端的掌控，从而无法获取有效的消费者反馈。

意识到在渠道深度上与对手的差距，蒙牛正在努力通过其“镇村通”项目，推进乡镇村市场的覆盖和深耕，并通过数字化赋能，加强对终端的管控，不断加强渠道运营效率。

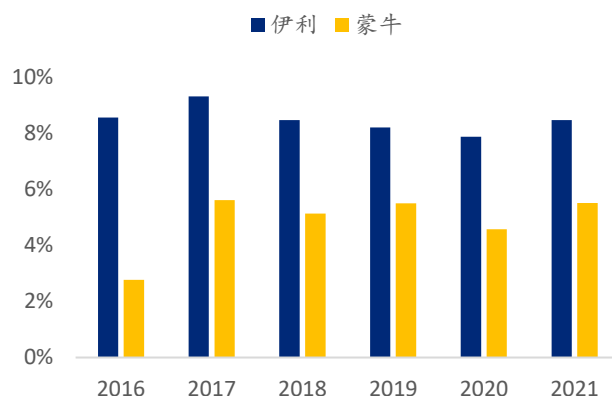
目前看来，伊利的渠道通路能力依然强于蒙牛，这也导致蒙牛目前的销售费用率依然比伊利高出不少。蒙牛希望未来通过提升渠道运营能力，来降低销售费用率，从而使经营利润率逐步扩张。

图表 84: 伊利与蒙牛销售费用率比较



资料来源：公司数据、浦银国际

图表 85: 伊利与蒙牛经营利润率比较



资料来源：公司数据、浦银国际

估值与目标价

我们认为，综合性乳企及大型奶粉企业通常都有较为稳定的现金流与利润率，业务发展相对成熟。因此我们用 P/E 进行估值，并以大型国际食品饮料平均估值水平作为参考标准。而对于妙可蓝多这种处于高速扩张期的企业以及优然牧业等上游牧场企业，我们认为，用 DCF 估值能够更好地反映公司长期增长。

伊利 (600887.CH): 综合考虑伊利强大的品牌力、渠道力和各项品类的绝对统治地位，我们用 26x 2023E P/E 作为伊利的估值（相比大型国际食品饮料企业平均估值 20%的溢价），得到目标价 47.9 元人民币。

蒙牛 (2319.HK): 考虑到蒙牛在品类发展上存在偏科，我们用 22x 2023E P/E 作为蒙牛的估值（相比伊利目标估值 15%的折扣、相比大型国际食品饮料企业平均估值 5%左右的溢价），得到目标价 47.0 港币。

光明 (600597.CH): 我们用 22x 2023E P/E 作为光明的估值（相对伊利目标估值 15%的折扣、相比大型国际食品饮料企业平均估值 5%左右的溢价），得到目标价 12.6 人民币。

飞鹤 (6186.HK): 考虑到奶粉行业疲弱的市场情绪以及长期较高的需求不确定性，我们用 2023 年每股盈利的 10 倍作为飞鹤的估值（不到大型国际食品饮料企业一半的估值水平），得到目标价 7.9 港币。

澳优 (1717.HK): 澳优短期难逃行业增速放缓与竞争加剧所带来的影响，然而伊利的赋能与羊奶粉相对更好的前景使澳优长期具有更大的想象空间。我们用 9x 2023E P/E 作为估值（不到大型国际食品饮料企业一半的估值水平），得到目标价 6.9 港币。

妙可蓝多 (600882.CH): 考虑到中国奶酪市场正处于快速扩容阶段，叠加妙可蓝多拓展常温奶酪的决心和投入，及蒙牛日后对公司资源的支持，为完整地捕捉公司未来的快速增长，我们采取 DCF 估值，基于 10%WACC 与 3%的永久增长率，得到目标价 50.0 港元，对应 33x2023E P/E 及 20x 2023E EV/EBITDA。

优然牧业 (9858.HK): 我们选择用 DCF 进行估值。基于 6.7%的 WACC 与 2%的永久增长率，我们得到 3.7 港元的目标价，意味着 6.6x 2023E P/E 及 6.8x 2023E EV/EBITDA。

现代牧业 (1117.HK): 我们选择用 DCF 进行估值。基于 7.3%的 WACC 与 2%的永久增长率，我们得到 1.3 港元的目标价，意味着 4.5x 2023E P/E 及 4x EV/EBITDA。

下游乳企中，我们给予伊利、蒙牛与妙可蓝多“买入”评级，给予光明、飞鹤、澳优“持有”评级。我们给予两家上游牧场企业优然与现代牧业“买入”评级。伊利是我们中国乳制品行业的首选。

图表 86：中国及国际食品饮料企业的估值

股份代号	公司名称	股价 (LC)	自年初 变动	市值 (百万美元)	PE (x)			EPS增速 (%)			EV/EBITDA (x)		
					2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
KHC.US equity	卡夫亨氏	37.2	1%	45,574	13.8	13.4	12.9	-8.1	3.4	3.7	11.0	10.7	10.4
F01.GB equity	恒天然	1.9	-18%	3,034	9.3	8.5	7.6	-5.3	9.3	12.5	6.9	6.7	6.3
NESN.SW equity	雀巢	117.0	-10%	336,383	24.9	23.0	21.1	6.2	8.4	8.8	18.1	17.1	16.2
BN.FP Equity	达能	53.4	-6%	36,657	16.3	14.5	13.4	-1.2	12.7	8.3	10.9	10.5	9.9
ULVR.LN equity	联合利华	3,970.0	-1%	122,724	19.3	17.8	16.4	-6.5	8.5	8.6	13.5	12.9	11.8
KO.US Equity	可口可乐	64.1	6%	277,036	26.0	24.4	23.1	6.4	6.4	5.7	22.7	21.4	19.9
PEP.US Equity	百事可乐	174.8	1%	241,294	26.2	24.2	22.2	6.4	8.5	8.9	18.5	17.0	15.9
KR.US Equity	克罗格公司	46.0	0%	32,944	13.2	11.7	11.4	6.1	6.6	3.3	6.6	6.3	6.2
MDLZ.US Equity	亿滋国际	64.2	-3%	87,990	22.0	20.5	18.9	1.8	7.4	8.5	17.6	16.7	15.8
KDP.US Equity	Keurig	38.5	3%	54,519	22.9	21.0	19.4	5.2	8.7	8.5	16.0	15.3	14.7
GIS.US Equity	通用磨坊	74.6	10%	44,548	19.4	18.7	17.6	4.0	1.3	6.0	15.0	14.7	14.1
STBFY.US Equity	三得利	19.5	7%	12,026	21.6	20.1	N/A	N/A	7.9	N/A	8.5	8.0	N/A
国际食品饮料企业					23.4	21.7	20.1				17.6	16.6	15.7
600887.CH Equity	伊利股份	36.8	-10%	34,878	23.0	20.0	16.8	14.9	12.3	10.4	11.9	15.2	18.8
2319.HK Equity	蒙牛乳业	36.5	-18%	18,388	21.7	16.7	13.9	9.7	30.1	20.1	14.1	11.7	10.1
600597.CH equity	光明乳业	12.4	-16%	2,540	25.0	22.3	18.7	3.4	11.8	19.6	6.9	5.5	4.5
6186.HK Equity	中国飞鹤	7.0	-34%	7,964	9.2	8.6	7.9	-2.1	15.2	14.7	6.1	5.3	4.5
1717.HK Equity	澳优	6.4	-34%	1,468	8.7	7.2	6.4	-10.7	21.4	12.6	5.9	4.7	3.8
600882.CH Equity	妙可蓝多	39.6	-32%	3,027.9	53.7	25.9	16.4	123.5	107.5	58.2	31.4	15.3	9.5
1117.HK Equity	现代牧业	1.1	-20%	1,079	5.5	3.9	2.9	19.8	41.6	31.3	4.4	3.6	3.0
9858.HK Equity	优然牧业	3.0	-30%	1,441	15.2	5.5	4.3	-58.7	176.9	27.5	6.8	6.4	5.8
中国食品饮料企业					22.2	18.8	16.0				15.8	13.4	11.5

截至 2022 年 7 月 28 日收盘价。E=Bloomberg，资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 87：浦银国际消费行业公司覆盖

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价 发布日期	行业
2331 HK Equity	李宁	66.4	买入	92.8	2022 年 4 月 21 日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	88.6	买入	119.0	2022 年 4 月 18 日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.9	买入	1.1	2022 年 5 月 13 日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	6.5	买入	8.5	2022 年 6 月 30 日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	5.8	持有	6.0	2022 年 3 月 30 日	现制茶饮
291.HK Equity	华润啤酒	56.2	买入	70.0	2022 年 3 月 25 日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	126.1	买入	150.0	2022 年 4 月 6 日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	23.7	买入	31.0	2022 年 2 月 24 日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	80.0	买入	74.6	2022 年 4 月 29 日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	100.5	持有	91.2	2022 年 4 月 29 日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	8.5	卖出	7.6	2022 年 1 月 26 日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	36.8	买入	47.9	2022 年 8 月 1 日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	36.5	买入	47.0	2022 年 8 月 1 日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	12.4	持有	12.6	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	7.0	持有	7.9	2022 年 8 月 1 日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	6.4	持有	6.9	2022 年 8 月 1 日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	39.6	买入	50.0	2022 年 8 月 1 日	乳制品
1117.HK Equity	现代牧业	1.1	买入	1.3	2022 年 8 月 1 日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	3.0	买入	3.7	2022 年 8 月 1 日	乳制品

截至 2022 年 7 月 28 日收盘价 资料来源：Bloomberg，浦银国际整理

伊利 (600887.CH): 中国乳业王者的明天会更好

无论是品牌力、渠道力以及各品类市场份额,伊利无疑是中国乳制品的王者。市场更多视伊利为价值投资,认为其未来成长性相对较弱。但我们认为伊利未来的收入与利润规模仍有提升空间,而其在婴配粉、高端白奶以及低温酸品类的成长性不容小觑。

- 规模最大、利润率最高、发展最稳的乳制品企业:** 就收入、销量与市占率来看,伊利无疑是中国规模最大的乳制品企业。除此之外,伊利的利润率在各大乳制品企业中也独占鳌头。这主要归功于 **1)** 较高的收入体量带来的规模效应; **2)** 全面又均衡发展的品类矩阵 (尤其是奶粉与冷饮等高毛利产品); 以及 **3)** 较高的运营效率。而伊利稳定的销售表现 (尤其在疫情期间) 也为市场带来较高的投资确定性与安全性。
- 伊利四大竞争优势铸就强大护城河:** 我们认为伊利的竞争优势主要来自以下四个方面: **1)** 强大的品牌力与品牌知名度; **2)** 丰富的牧场和原奶资源; **3)** 发达的全国分销以及对终端销售网点强大的掌控; **4)** 稳定且积极性高的管理层。这四大竞争优势造就了伊利强大的竞争壁垒,使其有能力面对各种挑战、抓住各种新的机遇,从而持续抢占市场份额。
- 全品类均衡发展推动可持续增长:** 伊利是中国乳制品行业布局最全面、发展最均衡的企业。伊利的常温白奶、常温酸奶、乳饮料与冷饮的市占率常年排名行业第一。收购澳优后,伊利的奶粉业务也如虎添翼,市占率升至行业第二。伊利也在不断地尝试乳制品以外的品类,为未来持续增长提供了源源不断的动力。
- 估值:** 综合考虑伊利强大的品牌力、渠道力和各项品类的绝对统治地位,26x 2023E P/E 作为伊利的估值 (相比大型国际食品饮料企业平均估值 20% 的溢价), 得到目标价 47.9 元人民币。
- 投资风险:** 1) 原奶及大包粉价格上涨超预期; 2) 各细分产品线竞争加剧; 3) 疫情反复令供应链受阻。

图表 88: 盈利预测和财务指标

百万人民币	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	96,886	110,595	128,018	144,340	158,699
同比变动 (%)	7.4%	14.2%	15.8%	12.8%	9.9%
股东应占净利	7,078	8,705	10,237	11,795	14,007
同比变动 (%)	2.1%	23.0%	17.6%	15.2%	18.8%
PE (X)	31	26	23	20	17
ROE (%)	25.0%	22.0%	22.8%	27.0%	29.1%

E=浦银国际预测; 资料来源: 公司公告、浦银国际

2022 年 8 月 1 日

评级

买入

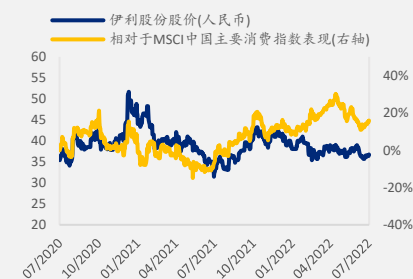
目标价 (人民币)	47.9
潜在升幅/降幅	+30.3%
目前股价 (人民币)	36.8
52 周内股价区间 (人民币)	32.3-44.3
总市值 (百万人民币)	233,704
近 3 月日均成交额 (百万元)	1,839.0

市场预期区间



▲ SPDB 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间
资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



注: 截至 2022 年 7 月 28 日收盘价
资料来源: Bloomberg、浦银国际

浦银国际

首次覆盖

伊利 (600887.CH): 中国乳业王者的明天会更好

财务报表分析与预测 - 伊利股份

利润表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	96,886	110,595	128,018	144,340	158,699
同比	7.4%	14.2%	15.8%	12.8%	9.9%
营业成本	-67,453	-76,417	-86,862	-96,720	-105,374
税金及附加	-547	-664	-729	-808	-889
毛利润	28,886	33,515	40,427	46,813	52,436
毛利率	29.8%	30.3%	31.6%	32.4%	33.0%
销售费用	-16,884	-19,315	-23,240	-26,388	-28,849
管理费用	-3,883	-4,227	-5,143	-5,829	-6,327
其他经营收入及收益	-487	-601	-607	-673	-741
经营利润	7,633	9,372	11,436	13,923	16,519
经营利润率	7.9%	8.5%	8.9%	9.6%	10.4%
财务费用	-188	29	-81	-392	-343
其他收益	676	809	800	800	800
投资净收益	600	461	630	500	500
减值损失/收益	-162	-442	-400	-400	-400
营业利润	8,558	10,230	12,386	14,431	17,077
营业外收入	49	58	58	58	58
营业外支出	-457	-176	-200	-200	-200
利润总额	8,150	10,112	12,244	14,290	16,935
所得税	-1,051	-1,380	-1,690	-1,972	-2,337
所得税率	-12.9%	-13.6%	-13.8%	-13.8%	-13.8%
净利润	7,099	8,732	10,554	12,318	14,598
减：少数股东损益	21	27	317	523	591
归母净利润	7,078	8,705	10,237	11,795	14,007
归母净利率	7.3%	7.9%	8.0%	8.2%	8.8%
同比	2.1%	23.0%	17.6%	15.2%	18.8%

资产负债表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	11,695	31,742	22,856	24,252	27,031
现金及等价物	11,434	31,080	22,194	23,591	26,369
其他	262	662	662	662	662
应收票据及应收账款	1,759	2,107	2,562	2,889	3,176
预付款项	1,290	1,520	1,759	1,983	2,181
其他应收款	115	126	126	126	126
存货	7,545	8,917	12,702	14,144	15,409
其他流动资产	5,976	5,742	5,742	5,742	5,742
流动资产合计	28,381	50,155	45,747	49,137	53,665
长期股权投资	2,903	4,210	4,210	4,210	4,210
固定资产	23,343	29,379	32,855	35,662	37,802
在建工程	5,425	3,736	3,736	3,736	3,736
无形资产	1,536	1,609	1,895	2,041	2,170
商誉	362	306	306	306	306
递延所得税资产	1,294	1,184	1,184	1,184	1,184
其他非流动资产	7,911	11,384	8,889	8,889	8,889
非流动资产合计	42,774	51,807	53,074	56,028	58,297
短期借款	6,957	12,596	12,596	12,596	12,596
应付票据及应付账款	11,636	14,062	15,989	17,804	19,397
合同负债	6,056	7,891	7,891	7,891	7,891
应付职工薪酬	2,713	3,168	3,667	4,135	4,546
应交税费	632	403	403	403	403
其他应付款	3,137	3,515	3,515	3,515	3,515
其他流动负债	3,638	1,661	1,661	1,661	1,661
流动负债合计	34,768	43,296	45,723	48,005	50,010
长期借款	1,375	5,380	5,380	5,380	5,380
应付债券	3,762	3,188	3,188	3,188	3,188
其他非流动负债	716	1,307	891	891	891
非流动负债合计	5,853	9,875	9,459	9,459	9,459
股本	7,500	20,669	20,669	20,669	20,669
储备	22,884	27,040	19,111	22,649	26,851
少数股东权益	149	1,083	3,860	4,383	4,974
所有者权益合计	30,533	48,791	43,639	47,701	52,494

E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

现金流量表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	7,099	8,732	10,554	12,318	14,598
固定资产折旧	2,223	3,033	4,124	4,792	5,460
无形资产摊销	83	118	136	153	171
财务费用	668	826	-81	-392	-343
存货的减少	195	-838	-1,325	-1,441	-1,266
经营性应收项目的减少	-3,302	-891	-694	-551	-485
经营性应付项目的增加	2,657	3,909	2,427	2,282	2,004
其他	229	639	-230	-100	-100
经营活动产生的现金流量净额	9,852	15,528	14,912	17,061	20,040
资本开支	-6,522	-6,683	-8,300	-8,300	-8,300
投资支付的现金	-3,961	-979	0	0	0
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0	-518	-11,000	0	0
其他	1,440	383	630	500	500
投资活动产生的现金流量净额	-9,043	-7,797	-18,670	-7,800	-7,800
吸收投资收到的现金	248	12,255	1,957	0	0
取得借款收到的现金	74,557	126,938	0	0	0
收到其他与筹资活动有关的现金	0	636	0	0	0
偿还债务支付的现金	-69,436	-121,958	0	0	0
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	-5,310	-5,693	-7,085	-7,865	-9,462
其他	-106	-234	0	0	0
筹资活动产生的现金流量净额	-47	11,945	-5,128	-7,865	-9,462
现金及现金等价物净增加额	367	19,647	-8,887	1,397	2,778
期初现金及现金等价物余额	11,067	11,434	31,080	22,194	23,591
期末现金及现金等价物余额	11,434	31,080	22,194	23,591	26,369

财务和估值比率

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
每股数据 (人民币)					
摊薄每股收益	1.17	1.43	1.60	1.84	2.19
每股销售额	15.93	17.28	20.00	22.55	24.80
每股股息	0.82	0.96	1.12	1.29	1.53
同比变动					
收入	7.4%	14.2%	15.8%	12.8%	9.9%
经营溢利	3.1%	22.8%	22.0%	21.7%	18.6%
归母净利润	2.1%	23.0%	17.6%	15.2%	18.8%
费用与利润率					
毛利率	29.8%	30.3%	31.6%	32.4%	33.0%
经营利润率	7.9%	8.5%	8.9%	9.6%	10.4%
归母净利率	7.3%	7.9%	8.0%	8.2%	8.8%
回报率					
平均股本回报率	25.0%	22.0%	22.8%	27.0%	29.1%
平均资产回报率	10.8%	10.1%	10.5%	12.1%	13.4%
资产效率					
应收账款周转天数	7.8	7.3	7.3	7.3	7.3
库存周转天数	56.7	53.4	53.4	53.4	53.4
应付账款周转天数	66.7	67.2	67.2	67.2	67.2
财务杠杆					
流动比率 (x)	0.8	1.2	1.0	1.0	1.1
速动比率 (x)	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
现金比率 (x)	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
负债/ 权益	1.3	1.1	1.3	1.2	1.1
估值					
市盈率 (x)	31.5	25.7	23.0	20.0	16.8
市销率 (x)	2.3	2.1	1.8	1.6	1.5
股息率	2.2%	2.6%	3.0%	3.5%	4.2%

伊利（600887.CH）：中国乳业王者的明天会更好

规模最大、品类最全、利润率最高的中国乳制品企业

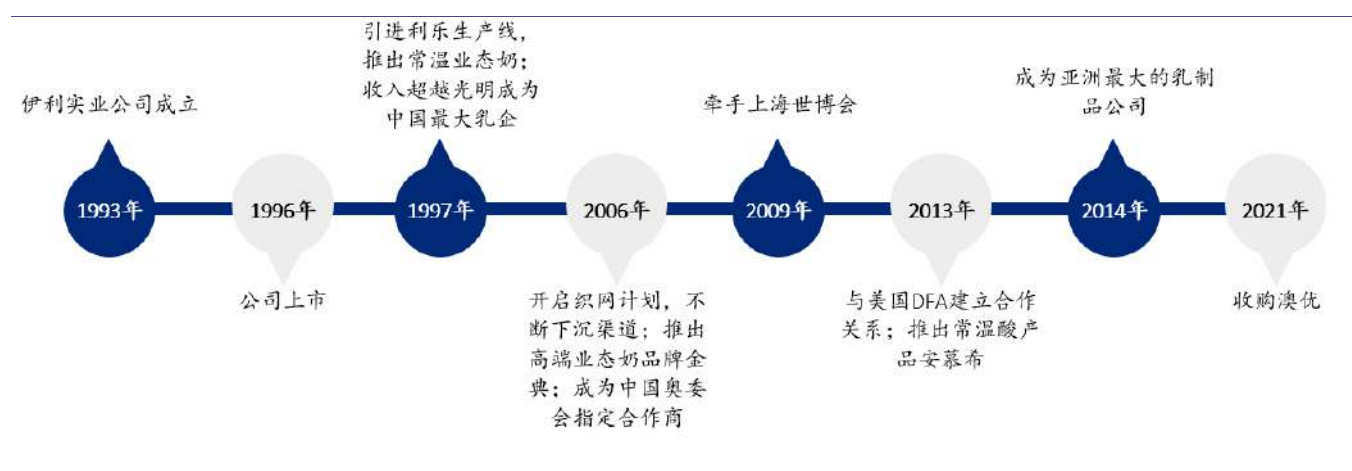
伊利内蒙古伊利实业集团成立于 1993 年的内蒙古，经历近 30 年的时间和几代人的努力成长为中国乳制品行业绝对的龙头。

图表 89：伊利的历史发展进程

年份	发展阶段	重大发展进程
1993-1997 年	发展初期	1993 年公司成立，并成立冷饮事业部，开始品牌化运营 1996 年公司在上交所上市，成为中国第一家 A 股上市的乳制品企业。
1997-2006 年	高速增长期	1997 年引进瑞典利乐装生产线，成为第一家推出常温液态奶的企业，为其日后全国化扩张打下基础。同时，公司在乳饮料、奶粉、冷饮、酸奶等品类全面布局。
2006-2013 年	渠道深耕期	公司于 2006 年启动织网计划，并成为第一家覆盖全国的乳制品企业。其深度分销模式使伊利成为全国渗透率最高的乳制品企业。
2013 年至今	稳步扩张期	聚焦产品升级、品类创新与品牌力的提升，稳步提高自身产品定位与市场份额，进一步巩固伊利行业龙头的地位

资料来源：公司资料、浦银国际

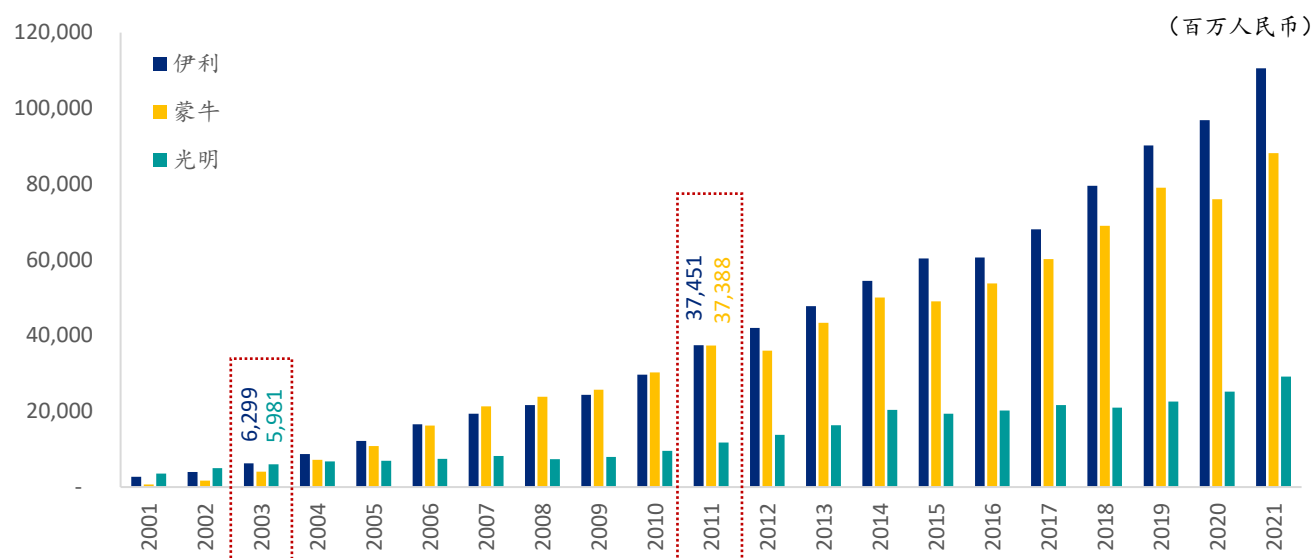
图表 90：伊利重要事件里程碑



资料来源：公司资料、浦银国际

伊利的收入规模在 2003 年超过光明，又在 2011 年超过蒙牛，并在此后维持市场第一的位置。伊利过去 22 年的收入复合增长率达到 21.9%。

图表 91：2001-2021 年伊利、蒙牛、光明收入规模比较



资料来源：公司数据、浦银国际

伊利在大部分乳制品品类中的市场份额都排名第一，而伊利对澳优的收购，进一步巩固了伊利在婴幼儿配方奶粉行业的地位。

图表 92：各乳制品品类市场份额前三名，2021

	乳制品	常温白奶	低温白奶	常温酸奶	低温酸奶	乳饮料	奶粉	冷饮
第一名	伊利	伊利	光明	伊利	蒙牛	伊利	飞鹤	伊利
第二名	蒙牛	蒙牛	三元	蒙牛	光明	蒙牛	伊利	联合利华
第三名	光明	完达山	新希望乳业	光明	伊利	旺旺	雀巢	蒙牛

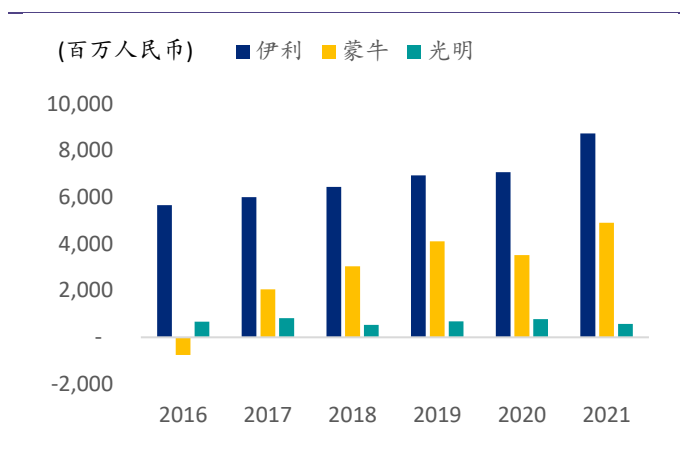
注：奶粉业务中伊利市场份额包含澳优。

资料来源：Euromonitor、浦银国际

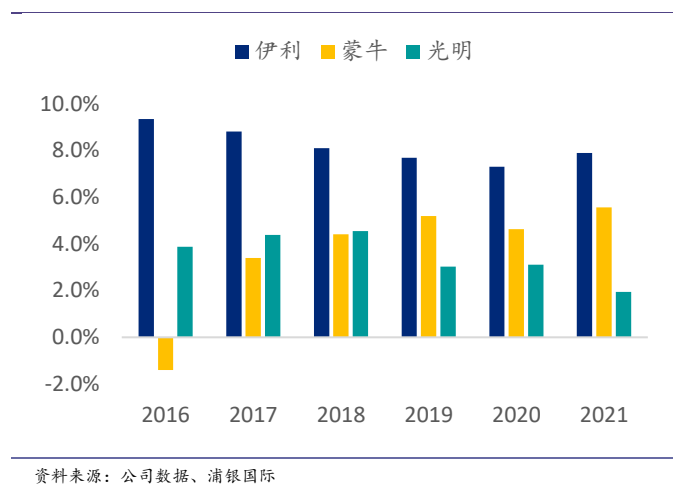
除了收入和销量以外，在主要乳制品玩家中，伊利的利润率与利润规模也独占鳌头。这主要归功于以下三个方面：

- (1) 伊利收入规模较大（在生产与销售都具有较强的规模效应）
- (2) 伊利各个品类全面发展（尤其是奶粉与冷饮等高毛利品类）
- (3) 伊利运营效率较高（基于其发达的深度分销渠道）

图表 93：伊利、蒙牛、光明净利润规模比较，2016-2021



图表 94：伊利、蒙牛、光明净利率比较，2016-2021



无论从收入、销量、各品类的市场份额及利润率来看，伊利都无愧于中国乳制品行业龙头的称号。

强大竞争壁垒巩固王者地位

伊利能在过去 10 年连续保持行业第一，可见伊利在中国乳制品行业中有着强大的护城河与竞争优势。我们认为，伊利最主要的竞争优势来自于以下四个方面：

- (1) 强大品牌力
- (2) 丰富的原奶资源
- (3) 发达的分销渠道
- (4) 稳定且受到高度激励的管理层

强大的品牌力

伊利在中国乳制品行业的品牌影响力毋庸置疑。在 BrandZ 发布的“最具价值中国品牌”榜单中，伊利连续九年蝉联食品和乳制品行业第一。伊利还在 Brand Finance 发布的“全球最具价值乳品品牌 10 强”蝉联第一，并连续 4 年在“全球乳品品牌潜力榜”中夺冠。

图表 95：Brand Z 最具价值中国品牌榜单中食品企业，2021

排名	企业	品牌价值 (百万美元)
1	伊利 	17,063
2	海天 	15,798
3	蒙牛 	9,436
4	双汇 	4,841

资料来源：BrandZ、浦银国际

图表 96：Brand Finance 全球最具价值乳制品品牌，2021

排名	企业	国家	品牌价值 (百万美元)
1	伊利	中国	9,591
2	达能	法国	8,206
3	蒙牛	中国	4,788
4	艾拉	丹麦	3,139
5	阿穆尔	印度	3,133
6	美赞臣	美国	2,414
7	越南乳业	越南	2,383
8	阿尔马莱	沙特阿拉伯	2,203
9	总统	法国	2,090
10	养乐多	日本	1,985

资料来源：Brand Finance、浦银国际

在凯度消费者指数《2021 年亚洲品牌足迹报告》中，“伊利”品牌以超过 10 亿以上的消费者触及数，连续 6 年成为消费者选择最多的品牌。

图表 97: Kantar 中国消费者十大首选品牌, 2021

排名	企业名	CRPs(百万)	渗透指数	购买频率
1	伊利	1,300.3	92.4	7.0
2	蒙牛	1,121.8	90.3	6.3
3	康师傅	840.3	83.2	5.1
4	海天	616.6	79.2	4.1
5	双汇	434.4	62.3	3.6
6	旺旺	430.6	66.1	3.2
7	相印	398.4	55.4	3.6
8	农夫山泉	395.2	64.4	3.2
9	统一	393.6	60.3	3.3
10	光明	358.6	40.2	4.5

注: CRP (Consumer Reach Point) 是 Kantar 为准确衡量消费者的选择创立的测量标准。它综合考量了消费者购买某品牌的家庭数量及频率。

资料来源: Kantar、浦银国际

为了维持自身品牌力与品牌形象, 伊利不遗余力地进行品牌建设。2010 年, 伊利牵手上海世博会, 成为唯一一家符合世博标准、为上海世博会提供乳制品的企业; 2005 年, 伊利被选为北京奥运会独家乳品赞助商, 并与北京奥组委达成长期合作关系。此后, 伊利又赞助了 2012 年伦敦奥运会, 并成为 2022 年北京冬奥会、冬残奥会官方乳制品合作伙伴。

除了重大活动与赛事之外, 伊利在过去 10 年里赞助了众多年轻人热爱的综艺节目, 积极塑造年轻化的品牌形象, 从而占领更多年轻消费者的心智。

图表 98: 伊利担任上海世博会指定赞助商



资料来源: 伊利官网、浦银国际

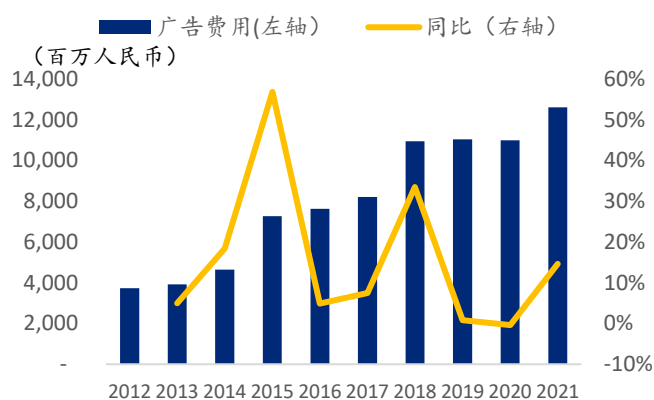
图表 99: 伊利成为北京冬奥会赞助商



资料来源: 伊利官网、浦银国际

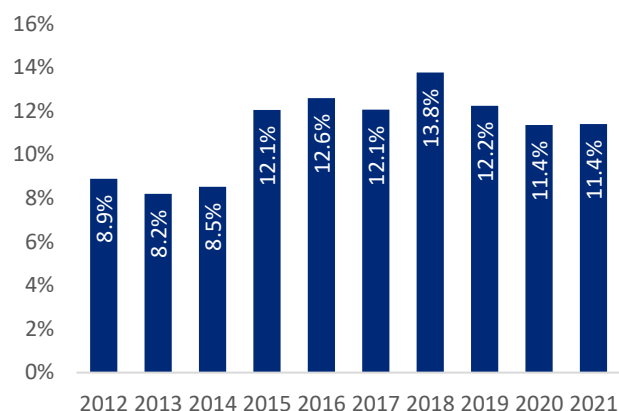
过去 10 年, 伊利的广告费用随着收入的增加而持续增长。正是依靠不断的市场营销与品牌投入, 伊利才能保持其高水准的品牌活力, 并持续受到众多消费者的欢迎。

图表 100：伊利广告费用及其同比增长



资料来源：公司数据、浦银国际

图表 101：伊利广告费用率



资料来源：公司数据、浦银国际

丰富的原奶资源

在中国优质原奶资源日趋紧张的大环境下，对上游原奶资源的掌控程度决定了公司未来发展的命脉。

作为行业龙头，伊利很早就开始对上游牧场进行布局。伊利拥有中国规模最大的优质奶源基地，覆盖西北、内蒙古、东北三大黄金奶源基地及其他众多优质牧场，可助力伊利辐射基本全国各个区域市场。

图表 102：伊利上游牧场分布情况



资料来源：伊利官网、浦银国际

除了自建牧场外，伊利还对多家超大规模的原奶生产企业进行了股权投资。这些与伊利有股权合作的上游奶源企业将大部分原奶都供应给了伊利用于生产下游乳制品产品。

图表 103：伊利对上游原奶生产企业的股权投资

牧场	控股比例	原奶产量 (万吨)	供应占比
优然牧业	40%	157.5	90%以上
赛科星	58.36%(通过优然牧业)		70%
恒天然河北、 山西牧场	100%	26.9	90%以上
中地乳业	31.87%	43.1	90%以上

资料来源：公司资料、浦银国际整理

截止目前，伊利在全国拥有近千座自建、在建及合作牧场。其中，规模化集约化的养殖在奶源供应比例中达 100%，保证了公司优质的原奶供应。

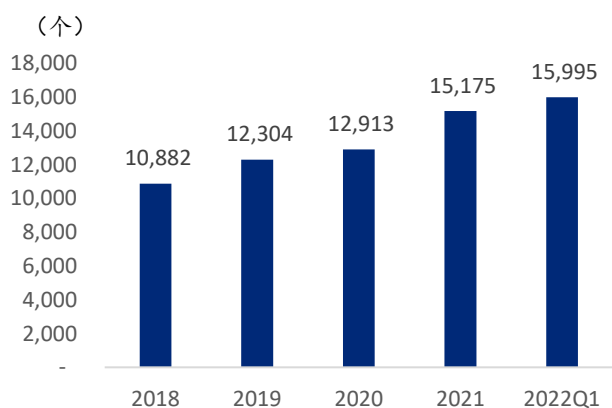
目前，伊利的自有牧场（包括自建与股权投资）所提供的原奶估计可满足伊利 25%的生产需求。对上游原奶资源的掌控使伊利能够保障高端产品的生产与供应，并且在原奶价格大幅上涨的时候，依然可以维持原奶采购价格的基本稳定。

发达的分销渠道

为加强对终端的掌控能力，早在 2006 年，伊利就开始在全国范围内开展“织网计划”，历时 5 年，结合经销商和直营模式，完成了“纵贯南北、辐射东西”的全国性市场布局，达成了生产、销售、市场一体化运作，成为中国首家覆盖全国市场的乳制品企业。同时，公司通过下派销售人员至终端网点，共同开拓市场，也使公司对终端的把控更强。受惠于前期的大型投入，截至 2021 年末，在全国范围内，公司拥有 1.5 万个经销商，贡献接近 97%的营业收入。

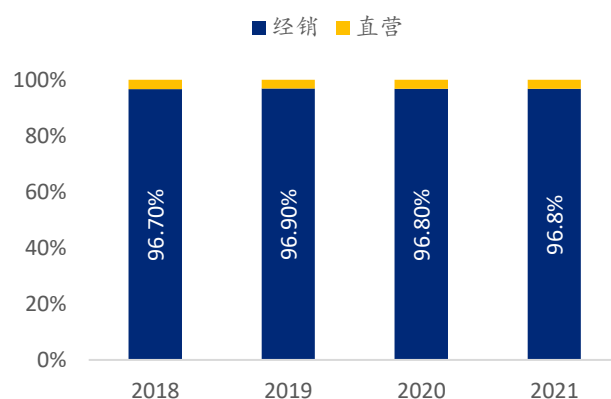
同时，公司早在 2007 年就注意到中国下沉市场的重要性，先于蒙牛及其他行业竞争者提前布局下沉市场。借助商务部在当年发起的“万镇千乡”活动，持续增加下沉市场网点数量。并于 2013 年积极推进渠道精耕计划，弥补渠道覆盖空白，进一步加强销售终端的掌握能力。截至 2020 年末，乡村网点达 109.6 万家，渠道渗透能力逐年提升。

图表 104：伊利经销商数量



资料来源：公司数据、浦银国际

图表 105：伊利营业收入中经销和直营占比

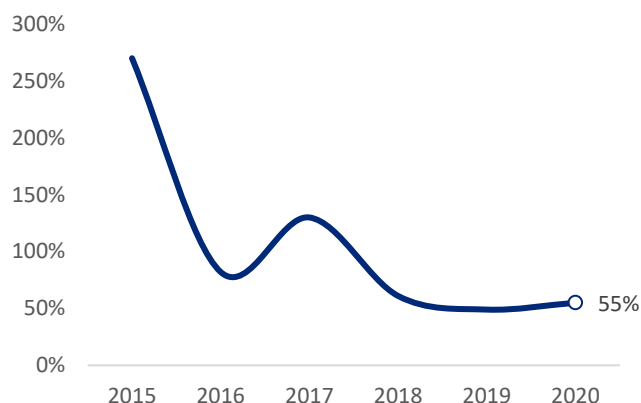


资料来源：公司数据、浦银国际

当下消费模式不断变化，伊利敏锐地关注到电商及 O2O 等新零售方式的兴起，大力发展线上渠道。伊利已在天猫、京东等大型电商实现全覆盖，并在近年来的“618”和“双十一”大促中，在食品饮料领域稳居第一。

O2O 方面，伊利与京东共同建立协同仓库，由伊利提供产品，对接京东订单，也在 2020 年与京东到家建立合作协议，利用京东广泛的配送布局，缩短下单至订单送达速度，进一步扩大客户辐射面积。

图表 106：伊利电商业务同比增速，2015-2020



资料来源：公司数据、浦银国际

图表 107：伊利大促期间成绩单（2021 年）



资料来源：公司资料、抖音、浦银国际

管理层稳定且高度受激励

相比竞争对手，伊利的管理层最大的特点就是稳定。

潘刚 2002 年开始出任伊利集团的总裁，2005 年开始同时担任伊利总裁及董事长。过去 20 年里，潘刚都是伊利名副其实的最高决策者，带领伊利进行织网行动、克服三聚氰胺事件、反超蒙牛重回中国乳业龙头位置并延续至今。

包括董事长潘刚在内，伊利大部分的管理层都是内部提拔的，升任管理层之前都在伊利深耕多年，与公司有着深厚的感情。这也有利于公司管理结构的稳定，上下更齐心，更有利于战略的实施。

图表 108：董事长潘刚的履历

时间	职位
1992-1993 年	呼和浩特市回民奶食品厂车间工人、质检员
1993-1994 年	伊利集团冷冻食品公司质检部部长
1994-1996 年	伊利集团冷冻食品公司生产部部长
1996-1999 年	伊利集团矿泉饮料有限责任公司董事长、总经理兼党总支书记
1999-2002 年	伊利集团总裁助理兼液态奶事业部总经理
2002-2004 年	伊利集团董事、总裁兼液态奶事业部总经理
2004-2005 年	伊利集团董事、总裁
2005 年至今	伊利集团党委书记、董事长、总裁

资料来源：公司资料、浦银国际整理

为了更好的激励员工，伊利对管理层与核心员工实施了多轮股权激励（分别在 2006、2016 与 2019 年）。这些股权激励深度绑定了管理层、核心员工与公司的利益，从而充分调动了员工的工作积极性。

其中，伊利于 2019 年推出的股权激励方案主要针对高管及核心人员共 478 人。公司通过二级市场回购，共授予激励方案相关人员 152,428,000 股，并分 5 期（每年实施一期），在公司经营指标达成既定条件（如 ROA、净利润）的情况下解除限售。

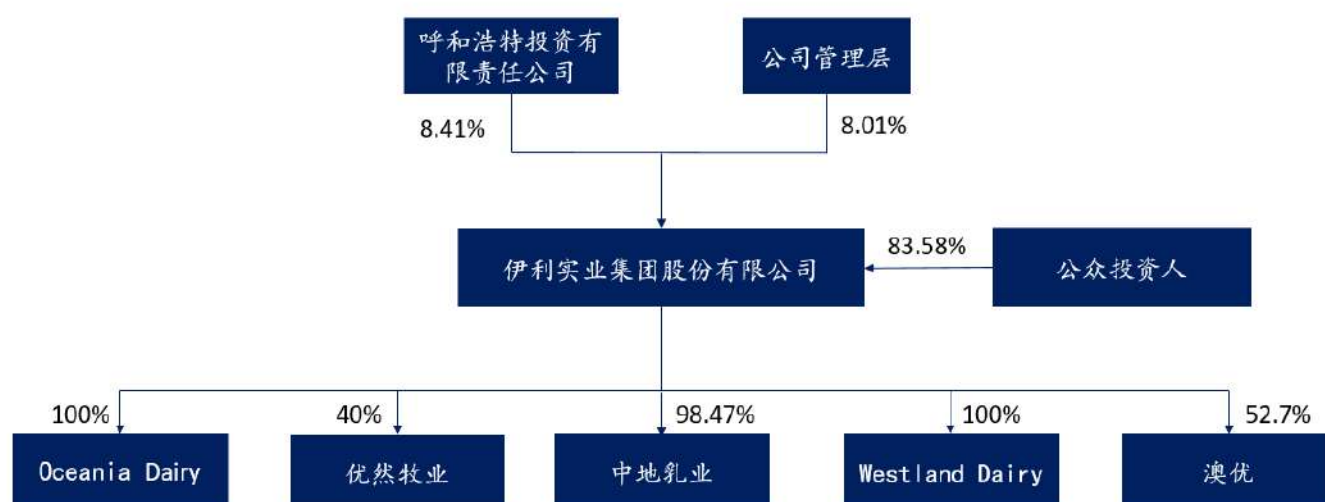
图表 109：伊利 2019 年股权激励安排

年份	解除限售期	解除限售满足条件				是否达成
		净利润目标 (以 18 年为基数)	ROA 目标	现金分红目标	考核目标内含 净利润	
2019	第一个接触限售期	不低于 8%	不低于 20%	不低于 70%	6,458	✓
2020	第二个接触限售期	不低于 18%	不低于 20%	不低于 70%	7,184	✓
2021	第三个接触限售期	不低于 28%	不低于 20%	不低于 70%	7,944	✓
2022	第四个接触限售期	不低于 38%	不低于 20%	不低于 70%	8,224	/
2023	第五个接触限售期	不低于 48%	不低于 20%	不低于 70%	8,820	/

注：上述“净利润”“净利润增长率”“净资产收益率”中所涉及的净利润指归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润，并且剔除本次及其它激励计划股份支付费用影响的数值作为计算依据。资料来源：公司资料、浦银国际整理

截止目前，伊利的主要管理层（包括潘刚在内）总共持有伊利 8.01% 的股权，是仅次于呼和浩特投资有限公司之后的第二大股东。这也保证了管理层与公司利益的高度一致。

图表 110：伊利股权结构



资料来源：浦银国际整理

全品类布局推动可持续增长

伊利是中国乳制品行业布局最全面，发展最均衡的企业。无论是常温白奶、常温酸奶、低温酸奶、乳饮料、奶粉或冰激凌，伊利都有稳定的市场地位与丰富的产品布局。除了乳制品以外，伊利还将触角积极延伸至非乳制品市场，比如植物基饮品、功能性饮料与瓶装水。全面的品类覆盖、全品类发展与积极的品类扩展为伊利未来持续增长提供了源源不断的动力。

图表 111：伊利产品矩阵汇总

产品品类	产品							
常温白奶	伊利	金典有机奶	舒化					
								
低温白奶	金典鲜牛奶	伊利鲜牛奶						
								
常温酸奶	安慕希	安慕希AMX						
								
低温酸奶	伊利	畅轻	每益添	Joy Day	帕瑞缇	益消	大果粒	QQ星
								
乳饮料	优酸乳	植选	谷粒多	味可滋	核桃乳	畅意		
								
奶粉	金领冠	QQ星	金贝智	欣活	塞纳牧	澳优		
								
冷饮	巧乐兹	甄稀	冰工厂	妙趣	须尽欢	老冰棍	伊利牧场	伊利火炬
								
奶酪	儿童奶酪棒							
								

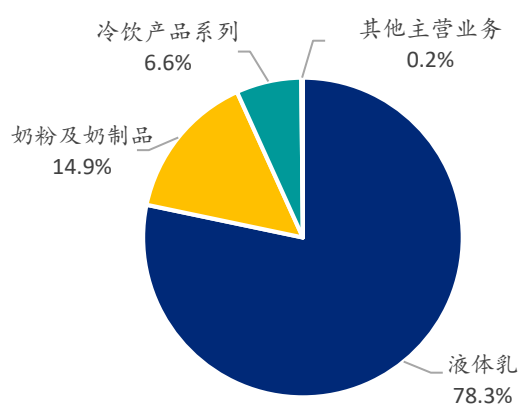
资料来源：京东，淘宝，浦银国际

未来，伊利常温品类将持续通过产品结构升级实现高端化，低温品类通过产品创新与升级抢占市场份额，而奶粉业务在收购澳优以后有望释放新的增长空间。

常温白奶：稳健发展，实现持续高端化

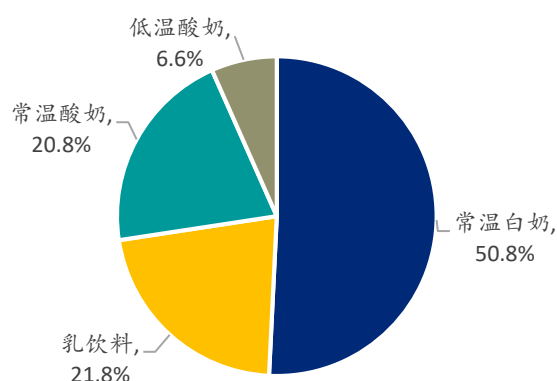
我们认为，常温白奶（UHT 奶）是伊利的立身之本。伊利是所有中国乳制品行业中第一个推出利乐装常温白奶的企业。我们估算 2021 年，常温白奶占伊利总体销售额的 40%，占伊利液体乳销售额的 51%，是伊利所有品类中销售额最高的一个。

图表 112：伊利销售额分布情况，2021



资料来源：公司数据、浦银国际

图表 113：伊利液体乳销售额分布情况，2021

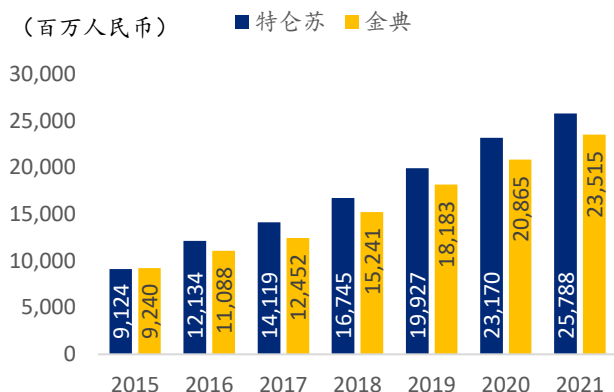


资料来源：公司数据、浦银国际估算

2021 年整体消费动力维持疲软之际，伊利常温白奶依然维持稳定的双位数增长，同比增长 18%。我们认为，随着中国消费者未来健康意识提升，消费偏好将继续向白奶转移，从而推动伊利白奶销量继续稳步增长。

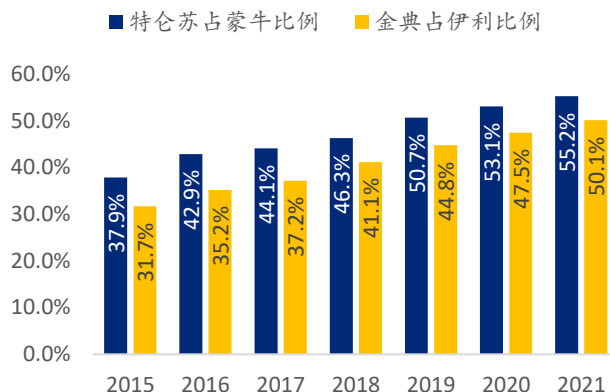
另一方面，尽管伊利常温白奶整体销售额高于蒙牛，但伊利的高端常温白奶产品金典的销售规模依然与蒙牛的高端白奶产品特仑苏存在一定差距。这也就意味着，伊利常温白奶品类依然有较大的高端化空间。

图表 114: 金典与特仑苏零售端销售额比较



资料来源: Euromonitor、浦银国际

图表 115: 金典与特仑苏分别对伊利与蒙牛的常温白奶业务的零售占比



资料来源: Euromonitor、浦银国际

我们相信,金典未来将继续通过产品创新,致力于产品品质的提升与产品定位的高端化。同时,在金典未来增速持续高于普通白奶产品的加持下,伊利整体常温白奶的产品结构将得到进一步的提升。

图表 116: 金典产品汇总

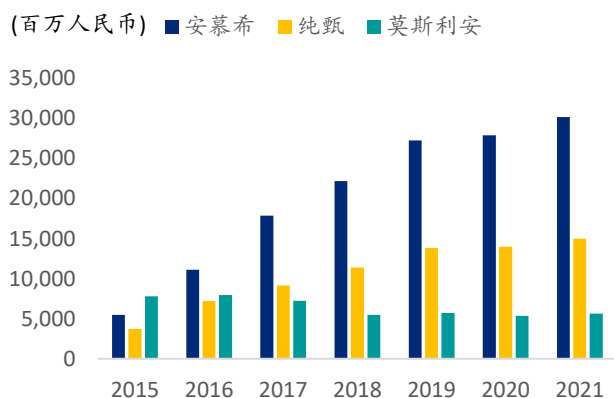


资料来源: 伊利官网、浦银国际

常温酸奶：保持市场领先地位

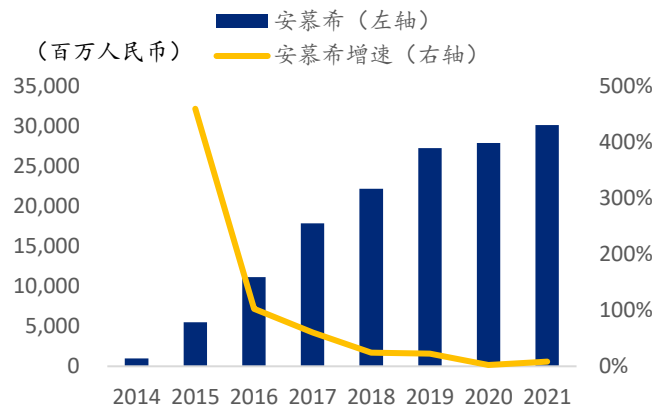
目前在常温酸奶领域，伊利的安慕希是绝对的领导者，2021 年市场份额达到 53%，过去 6 年市场规模始终排名第一。2013 年上市以来，安慕希一直保持高速增长，我们预测安慕希在 2015-2020 年的复合增长率达到 63%。

图表 117：主要常温酸奶产品的销售额对比



资料来源：Euromonitor、浦银国际

图表 118：安慕希上市以来零售额同比增长



资料来源：Euromonitor、浦银国际

我们认为，安慕希的成功，主要归功于安慕希在口味和包装上持续创新研发。上市以来，安慕希已推出了近 20 种口味以满足消费者不断变化的市场需求。2017 年，公司首创常温瓶装饮用型酸奶，延长 PET 瓶装常温酸奶产品保质期的同时，也为消费者带来了新鲜感。

图表 119：安慕希口味扩充过程

年份	安慕希发展进程
2013 年	公司推出常温高端酸奶品牌安慕希，该产品系列甄选优质牧场奶源，添加希腊雅典农业大学研制菌种，蛋白质含量超出普通风味酸奶 35%
2017 年	在原味、蓝莓、香草三种口味产品组合的基础上，公司进一步推出“黄桃+燕麦”颗粒型常温酸奶，引领常温酸奶市场新风向
2018 年	安慕希草莓燕麦、芒果百香果口味新鲜上市
2019 年	公司再度强势推出安慕希高端即饮系列产品，包含橙肉+凤梨口味酸奶、高端畅饮型猕猴桃青提混合果肉酸奶、高端颗粒型青稞酸奶系列 3 款新品，满足消费者对美味与营养的双重需求
2020 年	公司加快推新速度，2020 年 7 月起上新安慕希高考加油瓶、西瓜味、香菜味等近十款新品以及安慕希子品牌 AMX，并创新性地推出高端凝酪勺吃型酸奶、拓宽酸奶消费场景。

资料来源：浦银国际整理

图表 120：安慕希产品线



资料来源：伊利官网、浦银国际

另一方面，可观的市场营销投入以及伊利发达的渠道网络也使安慕希能够更快触达消费者，抢占市场份额。上市以来，安慕希赞助了许多综艺节目，也邀请了众多演艺圈名人为品牌代言。

图表 121：安慕希代言人



资料来源：安慕希官微、浦银国际

图表 122：安慕希赞助综艺节目



资料来源：浙江卫视、浦银国际

我们观察到，疫情使消费者的消费趋势产生了明显变化。因此，常温酸奶品类在疫情以后增速大幅放缓。我们预测，伊利的安慕希在 2021 年同比增长大概为 8%。

我们相信，常温酸奶整体销量在未来 2-3 年将面对挑战，但安慕希有望通过持续的产品创新升级维持销售额增长，同时保持其市场领先的地位。

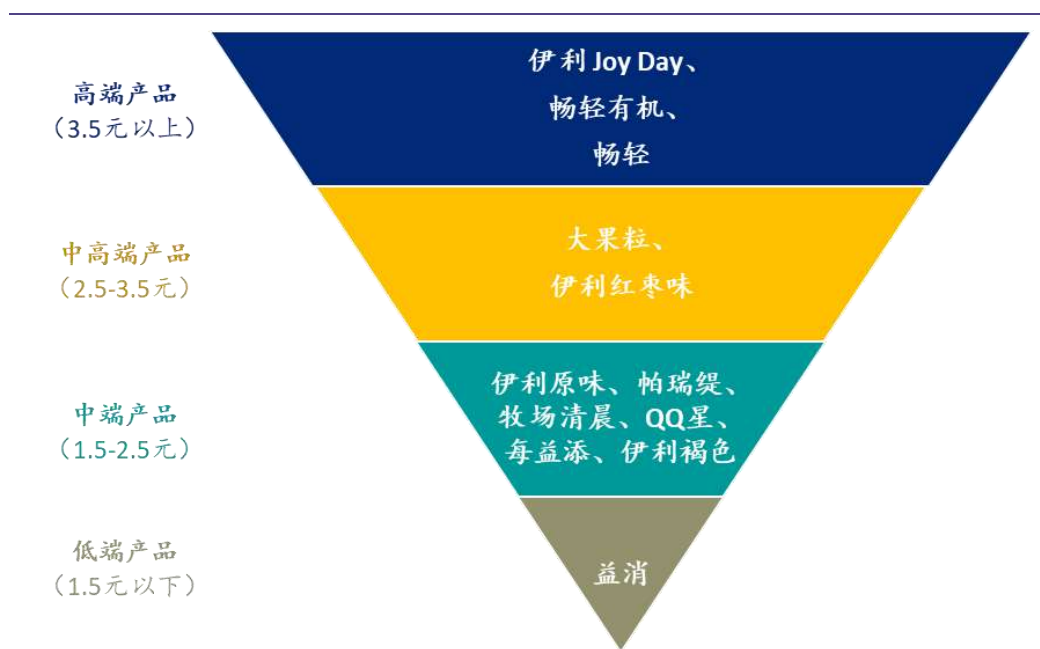
低温产品：聚焦创新，全价格带覆盖

伊利的低温产品可以分为两块：低温酸奶与低温鲜奶。低温酸奶业务发展已较为成熟，而低温鲜奶起步较晚，目前收入占比较低，但潜力巨大。

• 低温酸奶

低温酸奶方面，公司产品线较长，主要产品包括畅轻、每益添、Joy Day 等多款产品，基本覆盖全部价格细分市场。

图表 123：伊利各价格带低温酸奶产品

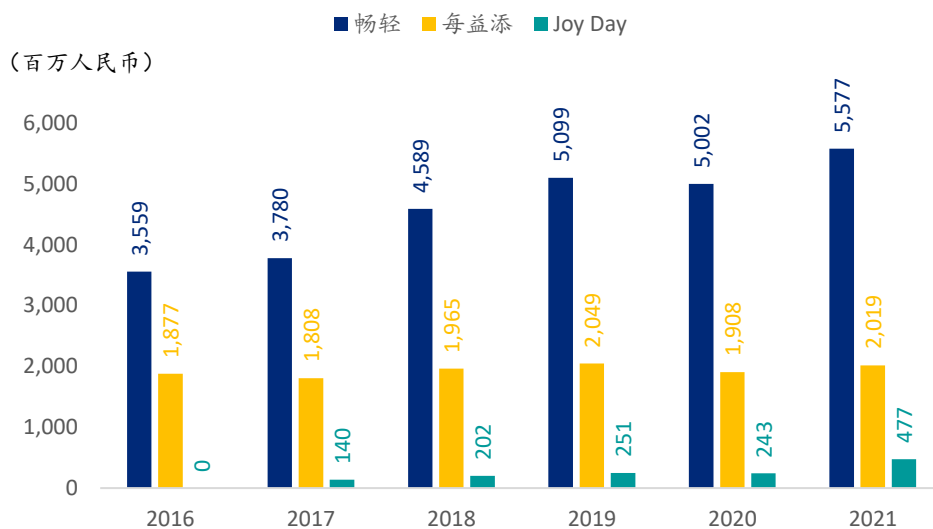


资料来源：京东、淘宝、浦银国际

- (1) 伊利主品牌酸奶主要覆盖低档与中档市场，价格虽较低，但销量大。随着中国乳制品消费升级的趋势，伊利主品牌酸奶的销售预计将保持稳定，未来增长空间不大。根据 Euromonitor，伊利低温酸奶于 2021 年在零售端实现销售额 141.7 亿元，2017-2021 年 CAGR 为 6%。
- (2) 伊利旗下明星低温酸奶品牌畅轻主打中高端与高端市场，也是伊利旗下销售额最大的低温酸奶产品。2009 年上市以来，畅轻的口味与包装不断迭代，推陈出新。这也使畅轻在问世多年后依然能够保持较快速的增长。根据 Euromonitor，畅轻于 2021 年在零售端实现销售额 56 亿元，2017-2021 年 CAGR 为 10%。
- (3) 伊利每益添是一款高端活性乳酸菌饮料。自 2015 年推出以来凭借“给肠道按下快进键”的广告词，迅速打开市场，并不断推出特色产品，满足消费者的不同需求。根据 Euromonitor，每益添 2021 年零售端销售额为 20.8 亿元，2017-2021 年 CAGR 为 3%。

- (4) 高端低温酸奶 Joy Day 于 2016 年推出市场，以“巧克力+酸奶”的组合实现口味上差异化竞争，并迅速放量。根据 Euromonitor，Joy Day 于 2021 年在零售端实现销售额 4.7 亿元，2017-2021 年 CAGR 为 36%。
- (5) 2017 年，公司推出“帕瑞缇”炭烧酸奶产品，以欧洲传统工艺定位高端市场。帕瑞缇目前体量较小，需要更多时间培育潜在消费者。

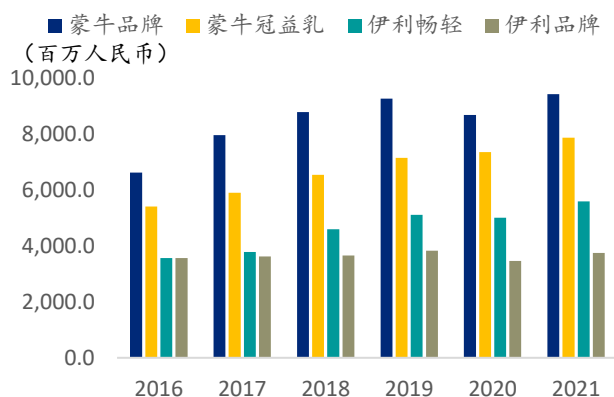
图表 124：伊利品牌低温酸奶 2016-2021 年零售端销售额



资料来源：Euromonitor、浦银国际

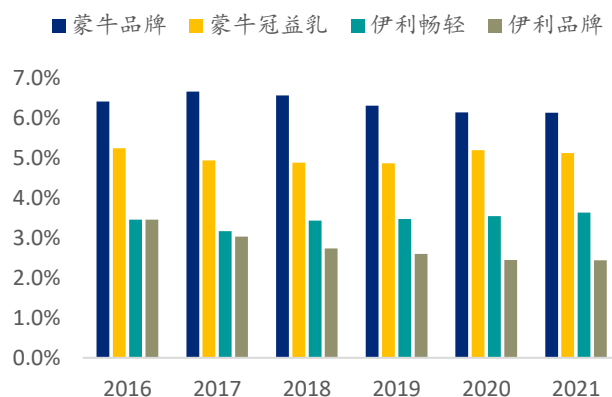
总体来说，伊利低温酸奶业务在品牌力、销售规模与市场份额等方面，都弱于蒙牛。然而，我们认为，低温酸奶是相对容易打造爆款的品类。我们相信，伊利有能力通过持续研发投入，将更多有创意的产品推向市场，在低温酸奶品类抢占更多市场份额。

图表 125：中国市场主要低温酸奶产品零售端销售额



资料来源：Euromonitor、浦银国际

图表 126：伊利与蒙牛低温酸奶品牌占各自低温酸奶销售额占比



资料来源：Euromonitor、浦银国际

• 低温鲜奶

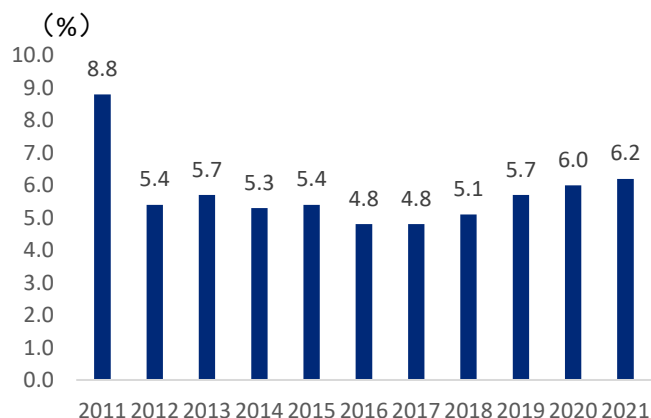
在低温鲜奶方面，公司于 2019 年接连发布三款低温巴氏鲜奶产品“金典鲜牛奶”（780ml 塑装）、“牧场清晨鲜牛奶”（950ml 盒装）、“伊利鲜牛奶”（950ml 盒装），目前主要在一、二线城市与沿海城市推广销售。

尽管伊利低温鲜奶业务目前才起步不久，但凭借伊利自身品牌力、对上游奶源的掌控、完善的冷链系统以及发达的分销渠道，我们相信伊利低温鲜奶业务潜力巨大，未来可期。

奶粉：产品升级+外延收购，持续扩张版图

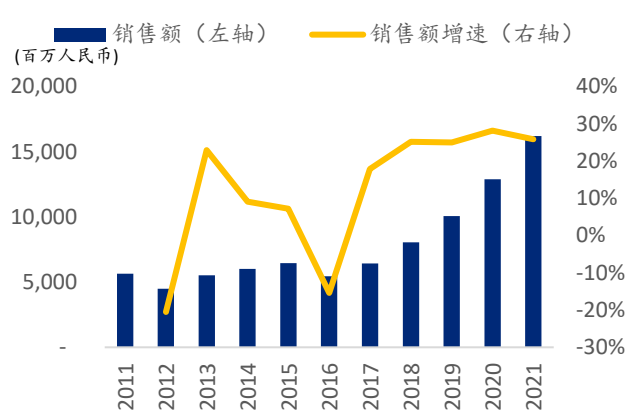
伊利旗下金领冠奶粉曾是中国国产奶粉领军品牌，但受国内奶粉行业三聚氰胺和汞含量超标事件影响，消费者对国产奶粉的信任度下降，导致中国奶粉市场被国外企业抢占。随着近年来政府出台一系列对乳制品和奶粉严格的监管政策，令国民对国产奶粉的信心增强，国产奶粉重回奶粉市场玩家前段。在此期间，伊利的销量也增长迅速，2016-2021 年复合增长 10.1%至 15 亿元，中国奶粉市场占有率在 2021 年重回第七名。

图表 127：伊利在中国奶粉市场占有率，2011-2021



资料来源：Euromonitor、浦银国际

图表 128：伊利奶粉销售额增长



资料来源：Euromonitor、浦银国际

我们认为，伊利目前奶粉业务领先优势建立在其对奶粉研发的提前投入。自 2003 年起，旗下的金领冠奶粉建立中国第一个母乳研究所，钻研母乳营养成分，将发现的“ α -乳清蛋白和 β -酪蛋白组合”等 5 项专利进行注册，投入至奶粉制造中，以科学研究成果背书，提升消费者对产品的信赖。

伊利奶粉业务发展的主要动力来自于产品创新升级，以及各个价格带、功能、消费人群的全覆盖。主打品牌金领冠涵盖了各价格段和各成长阶段婴幼儿的奶粉需求，欣活成人奶粉则满足了成年人需求。跟随消费升级浪潮，在 2019-2020 两年，伊利陆续推出了塞纳牧有机、悠滋小羊羊奶粉、金贝智营养补充剂、QQ 星儿童成长奶粉等产品。

图表 129：伊利奶粉价格带

高端 (300-500元/900克)	塞纳牧有机	小羊系列	珍护	
				
中档 (200-300元/900克)	睿护	菁护	欣活	
				
低档 (200元以下/900克)	金领冠系列	QQ星	伊利赋能	妈妈粉
				

资料来源：京东、浦银国际

但伊利未止步于目前奶粉市场中的地位，2022 年 1 月，伊利完成了对中国目前市场占有率第六的澳优的收购案，已持有澳优 52.7% 的股份，成为单一最大股东。合并澳优的市场份额后，伊利顺利成为中国第二大奶粉企业。

澳优的加入，对伊利来说可谓如虎添翼。澳优掌握着大部分的荷兰羊奶资源，旗下的羊奶粉佳贝艾特，也是婴幼儿羊奶粉市场的标杆产品，更加完善了伊利在高端及超高端（高于 500 元/900g）奶粉和羊奶粉的产品布局。

图表 130：澳优产品线



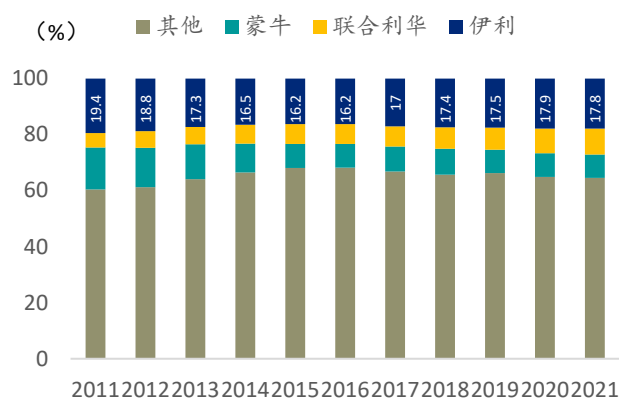
资料来源：澳优官网、浦银国际

我们相信，伊利凭借自身的产品研发升级能力，以及澳优弥补的高端、超高端奶粉产品线，将持续推动其奶粉业务的发展。也是在液态奶业务增速放缓的当下，前景较为明朗，增速有较强预期的业务线。

冷饮：走出国门拓展新市场

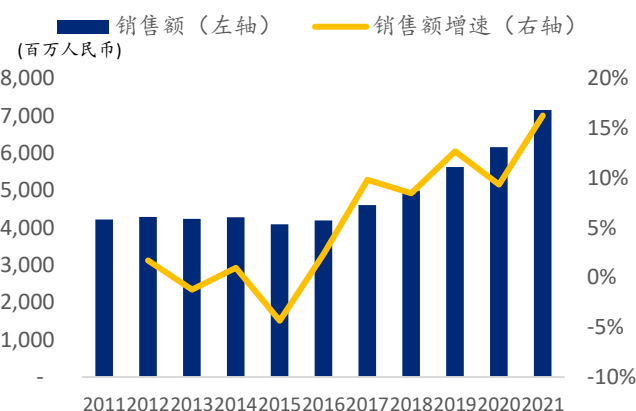
伊利冷饮产品在过去 27 年稳居行业第一,是冷饮行业无可争议的龙头,2021 年超第二名联合利华 8.5 个百分点。2021 年冷饮销售额达 71.6 亿元,十年复合增长率为 5.4%。

图表 131: 中国冷饮市场占有率, 2011-2021



资料来源: Euromonitor、浦银国际

图表 132: 伊利冷饮业务销售额增长



资料来源: 公司数据、浦银国际

伊利从开始发展冷饮业务至今,已上市超 1,000 种产品,庞大的产品线主要覆盖了低端至中高端市场,旗下巧乐兹、冰工厂、伊利火炬畅销多年。继 2015 年用甄稀冰激凌打入高端冷饮市场后,伊利面对新兴电商和 O2O 渠道推出须尽欢冰淇淋,利用国潮元素打造网红爆款。

图表 133: 伊利甄稀冰激凌



资料来源: 京东、浦银国际

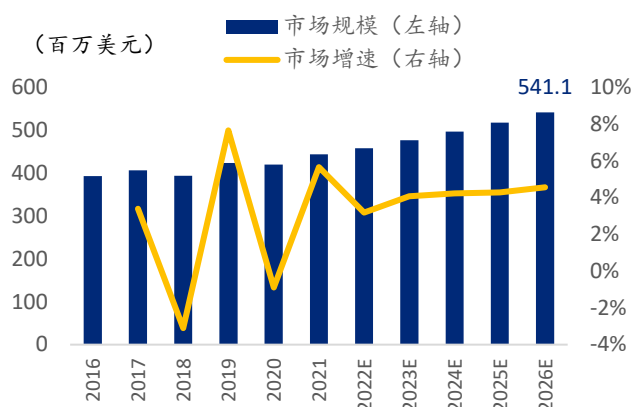
图表 134: 伊利须尽欢



资料来源: 京东、浦银国际

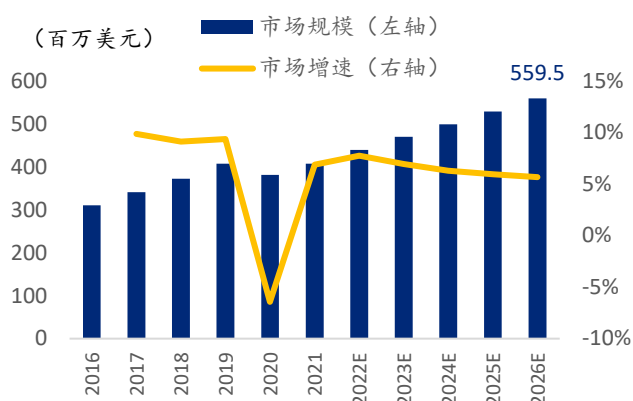
伊利不仅仅关注国内的冷饮市场,更是将视野瞄准冷饮市场巨大的东南亚地区。伊利分别于 2015 年在印尼和 2018 年在泰国通过自建和收购的形式建立子公司。根据 Euromonitor 数据,2021 年印尼和泰国冷饮市场规模分别为 4.4 和 4.1 亿美元,并均将在 2026 年分别达 5.4 和 5.6 亿美元。

图表 135：印尼冷饮市场增速，2016-2026E



E=Euromonitor 预测。资料来源：Euromonitor、浦银国际

图表 136：泰国冷饮市场增速，2016-2026E



E=Euromonitor 预测。资料来源：Euromonitor、浦银国际

经过在东南亚的多年市场调研，伊利在 2018 年面向东南亚市场推出 Joy Day 冰淇淋品牌。截至 2021 年末，已推出 20 余种产品，在印尼市占率达 7.5%，一跃成为印尼市场第七大冷饮品牌。

我们相信，短期内，伊利在国内的冷饮行业龙头地位难以撼动。同时，公司也有能力将成熟的冷饮研发、销售和运输能力复制到东南亚市场，产生较强的协同效应，有力带动伊利东南亚冷饮业务的发展。

奶酪：积极布局，紧抓行业新趋势

伊利在 2018 年建立奶酪事业部，加强高端产品线布局，满足消费者健康和多元化饮食需求。目前，中国奶酪市场仍由外资企业占据，仅有蒙牛（含妙可蓝多）一家国产品牌位于市场前五名。

伊利旗下奶酪产品主打奶酪零食，以市场规模快速增长的儿童奶酪棒为切入口，打开零售奶酪市场，陆续推出草莓、香草、黄桃燕麦等新口味。2020 年，伊利也面向成年人消费者推出妙芝口袋芝士，以健康零食和多种口味选择拓展消费群体。

图表 137: 伊利儿童奶酪棒



资料来源: 京东、浦银国际

图表 138: 伊利妙芝咔芝脆



资料来源: 京东、浦银国际

除创新零售端产品外，伊利还通过收购以增加在餐饮端奶酪市场影响力。2019 年，伊利完成对新西兰第二大乳制品企业 Westland 的收购。Westland 旗下多款餐饮类奶酪产品以及餐饮客户资源为伊利奶酪业务进一步赋能。

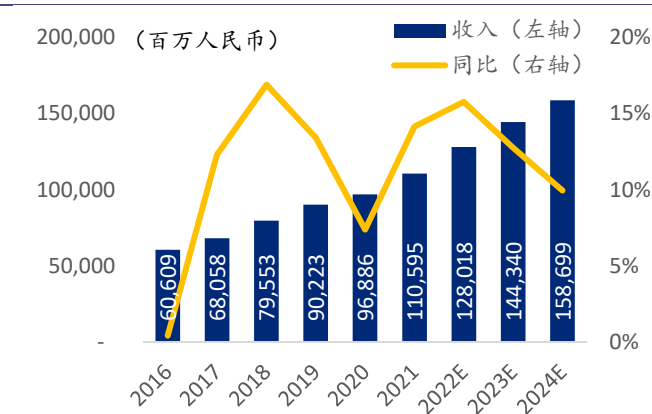
中国奶酪市场以及伊利奶酪业务尚在起步阶段，我们认为随着伊利在餐饮端奶酪市场与 Westland 的协同效应加强，零售端产品线进一步完善，未来业务发展值得期待。

盈利预测

(1) 收入

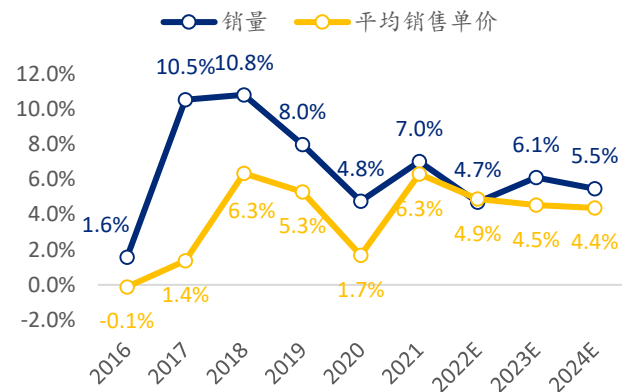
我们预测，在销量与平均销售单价的双重驱动下，伊利未来三年将大致维持双位数的收入同比增长。

图表 139：收入与同比增速，2016-2024E



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

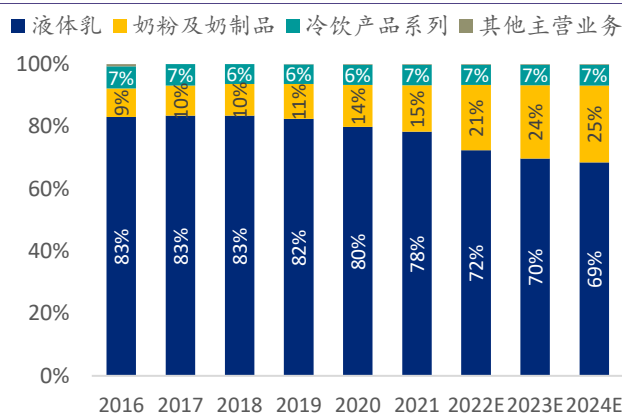
图表 140：销量与平均销售单价（不含澳优）同比变化，2016-2024E



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

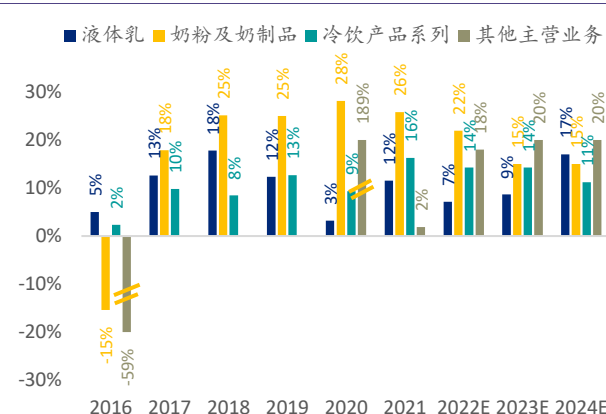
我们预计，在收购澳优以后，伊利奶粉业务的收入占比将在 2022 年得到大幅提升。受乳饮料整体销量拖累，液体乳的占比将持续减小，但白奶对液体乳的收入贡献近几年预计仍将持续提升。

图表 141：收入按品类分布(包括澳优)，2016-2024E



E=浦银国际；资料来源：公司数据、浦银国际

图表 142：各品类收入同比增长（不包括澳优），2016-2024E



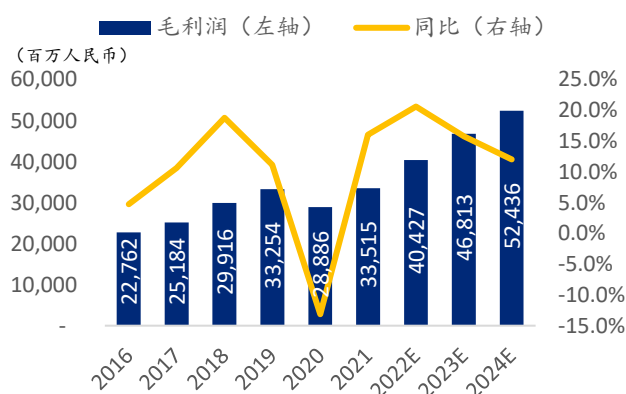
E=浦银国际；资料来源：公司数据、浦银国际

(2) 利润率

2016-2020 年期间，伊利的毛利率未有明显提升，主要是由于原奶价格在 2018 年下半年进入上升周期，给公司的生产成本带来较大压力。

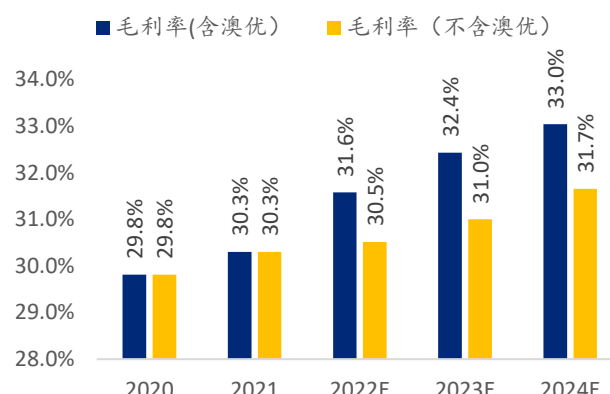
随着原奶价格逐渐趋于稳定且竞争格局趋于缓和，我们预测，未来几年伊利内生业务的毛利率将逐步扩张。另外，2022 年二季度开始对澳优的并表将一次性大幅提升伊利的毛利率水平。

图表 143：伊利毛利与同比增速，2016-2024E



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

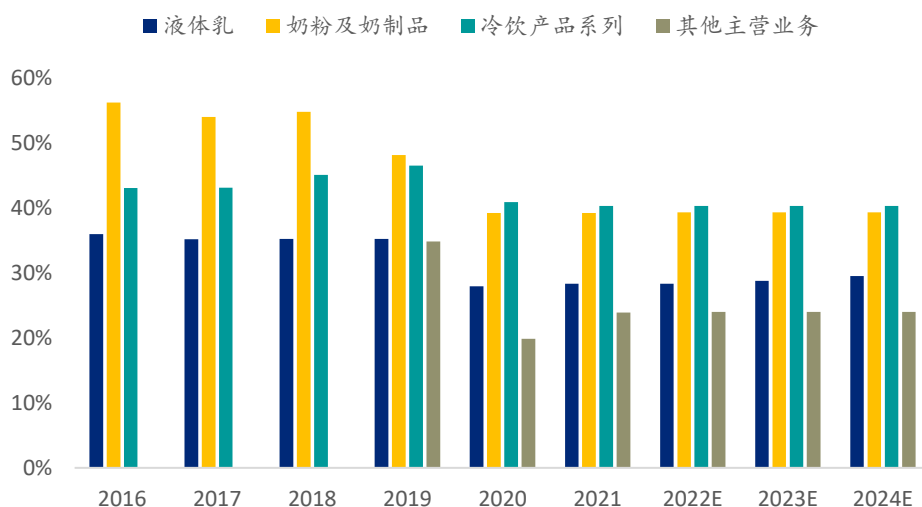
图表 144：伊利毛利率，2020-2024E



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

我们预计，未来伊利液体乳的毛利率将随着产品结构的优化与升级而持续提升，而奶粉（不包括澳优）与冷饮的毛利率未来将维持稳定。

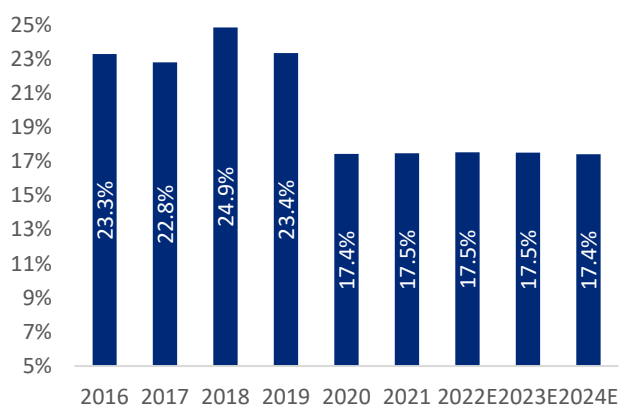
图表 145：伊利各品类毛利率（不包括澳优）



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

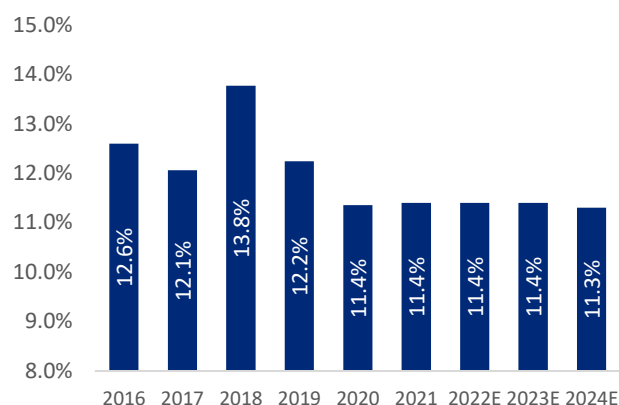
我们预测，2022 年伊利的销售费用率将由于对澳优的并表而有所上升，但之后几年将基本维持稳定。

图表 146：伊利销售费用率（不含澳优），2016-2024E



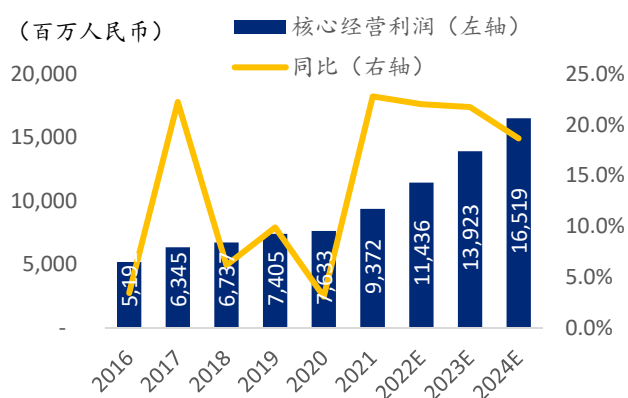
注：E=浦银国际预测；受会计准则调整影响，2020 年起运输费用及固定资产费用由销售费用和管理费用中调整至营业成本
资料来源：公司数据、浦银国际

图表 147：伊利广告宣传推广费占收入比例（不含澳优），2016-2024E



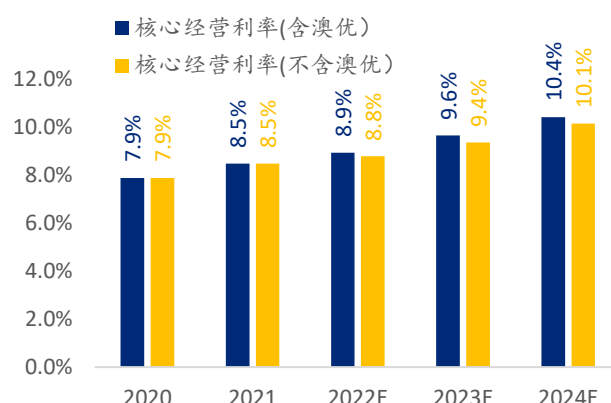
E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

图表 148：伊利核心经营利润与同比增速，2016-2024E



E=浦银国际；资料来源：公司数据、浦银国际

图表 149：伊利核心经营利润率，2020-2024E



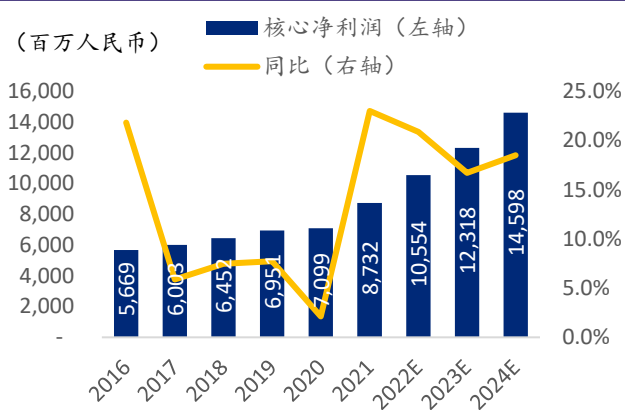
E=浦银国际；资料来源：公司数据、浦银国际

(3) 净利润

在收入提升与利润率扩张的双重带动下，公司净利润将维持较高速的同比增长，净利率也将持续扩张。

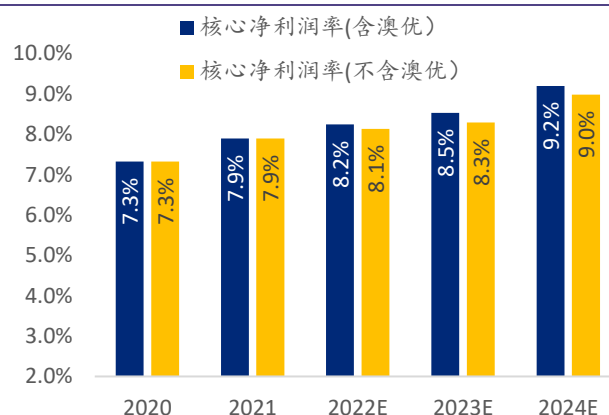
净利率扩张与资产周转率优化，也将抵消未来财务杠杆降低的影响，使公司未来三年的资产收益率维持在 20% 以上的水平。

图表 150: 伊利核心净利润与同比增速, 2016-2024E



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

图表 151: 伊利核心净利率, 2020-2024E



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

图表 152: 杜邦净资产收益率 (ROE) 分析

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	37.6%	36.9%	29.8%	30.3%	31.6%	32.4%	33.0%
销售、管理费用率	29.1%	28.7%	21.9%	21.8%	22.6%	22.8%	22.6%
EBIT 利润率	8.5%	8.2%	7.9%	8.5%	8.9%	9.6%	10.4%
税前利润/EBIT	112%	111%	107%	108%	107%	103%	103%
净利润/税前利润	85.1%	84.8%	87.1%	86.4%	86.2%	86.2%	86.2%
净利润率	8.1%	7.7%	7.3%	7.9%	8.2%	8.5%	9.2%
资产周转率	1.64	1.67	1.47	1.28	1.28	1.42	1.46
财务杠杆	1.82	1.99	2.32	2.18	2.17	2.23	2.17
ROE	24%	26%	25%	22%	23%	27%	29%

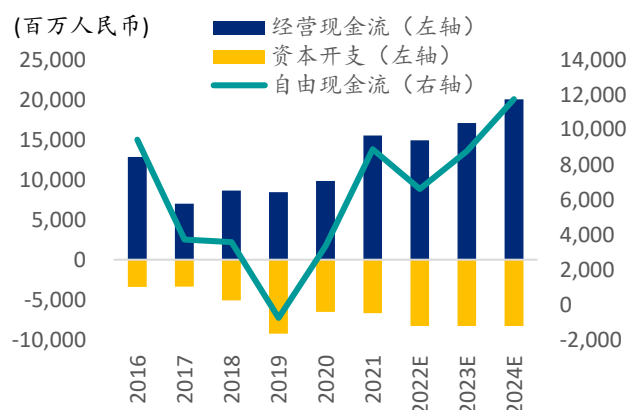
E=浦银国际预测；资料来源：公司数据，浦银国际

(4) 资产负债表与现金流

我们预测，由于 2022 年伊利将澳优并表，但澳优周转率弱于伊利，2022 年伊利的经营现金流与自由现金流将同比有所回落，但 2023-24 年将维持增长。

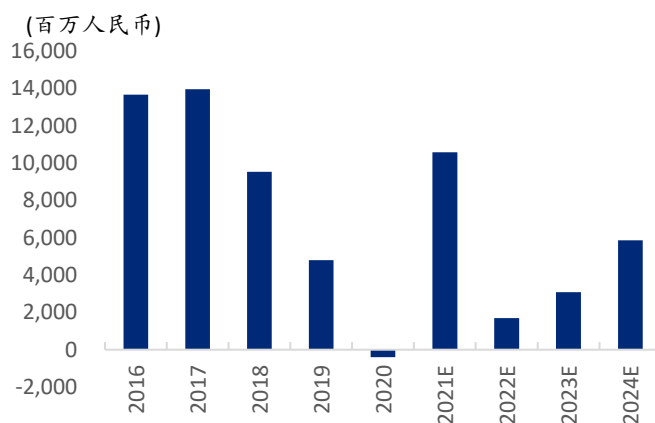
其净现金水平在 2022 年因收购澳优将大幅下降，而 2023-24 年将回到同比扩张的态势。

图表 153：伊利经营现金流、资本开支及自由现金流



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

图表 154：伊利的净现金



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

目标价与估值

综合考虑伊利强大的品牌力、渠道力和各项品类的绝对统治地位，我们采用 26x 2023E P/E 作为伊利的估值（相比大型国际食品饮料企业平均估值 20% 的溢价），得到目标价 47.9 元人民币，潜在升幅 30.3%。我们首次覆盖伊利股份（600877.CH），给予“买入”评级。中国乳制品行业中，伊利也是我们的首选。

风险提示

伊利股份股价可能面对的下行风险包括：

- （1）原奶及大包粉价格上涨超预期；
- （2）各细分产品线竞争加剧；
- （3）疫情反复令供应链受阻。

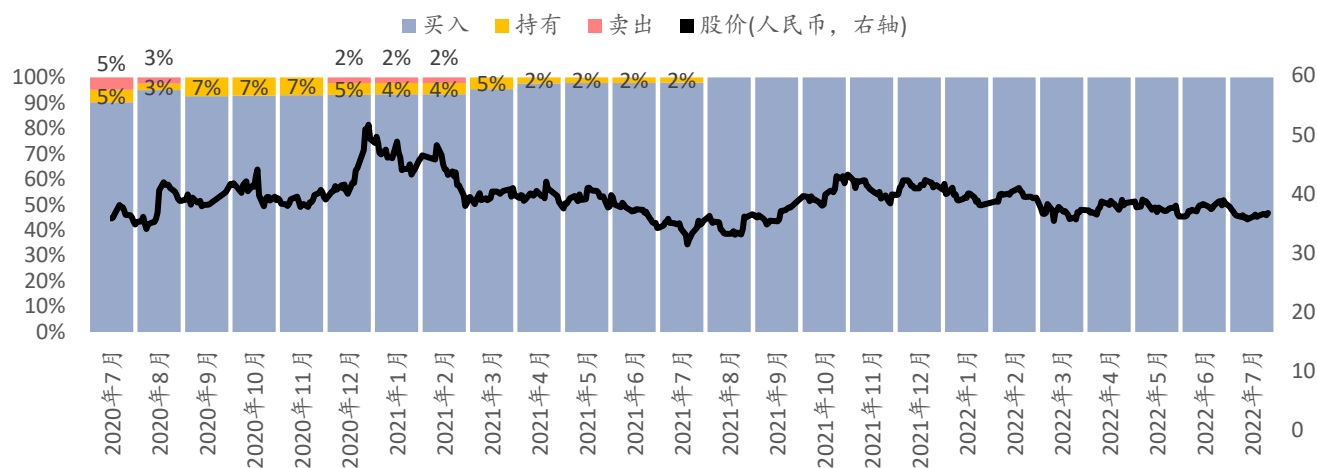
图表 155: SPDBI 目标价: 伊利股份



资料来源: Bloomberg、浦银国际

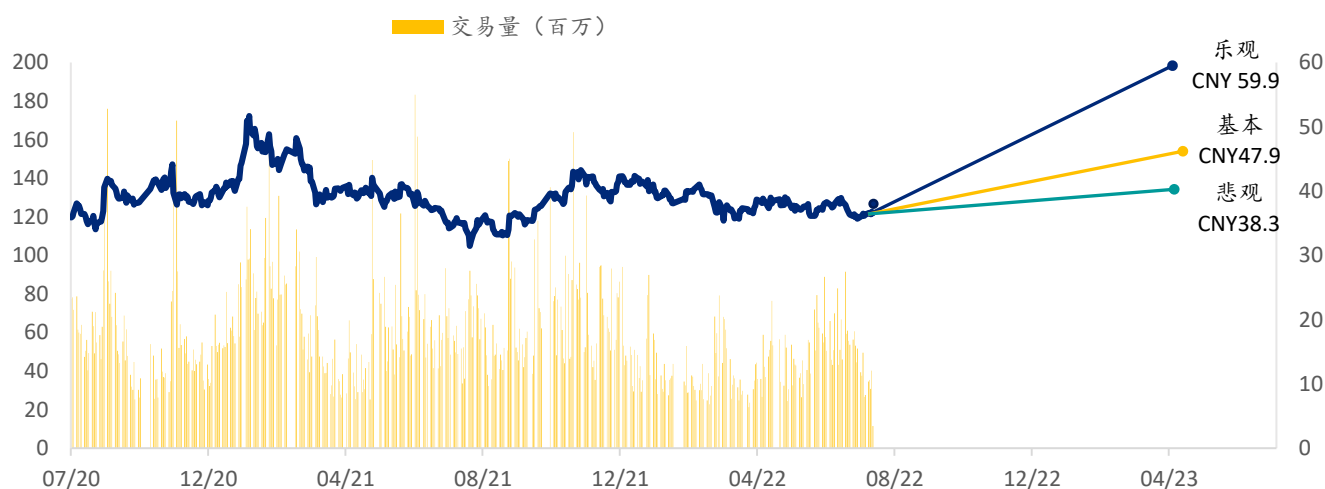
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 156: 伊利股份市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 157: 伊利股份 SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入增长好于预期

目标价: 59.9 港元

概率: 25%

- 产品销售单价提升超 6%;
- 23 年液态奶销量增长超 10%;
- 23 年广告费用率下降 30bps。

悲观情景: 公司收入增长不及预期

目标价: 38.3 港元

概率: 20%

- 产品销售单价同比持平;
- 23 年液态奶销量增长不及 3%;
- 23 年广告费用率提升 30bps。

资料来源: 浦银国际

公司背景

● 公司介绍

伊利集团成立于 1993 年，并于 1996 年在上海证券交易所上市（股票代码：600887.CH）。其前身是 1956 年成立的呼和浩特回民区养牛合作小组。伊利集团稳居全球乳业第一阵营，蝉联亚洲乳业第一，也是中国规模最大、产品品类最全的乳制品企业。在发展历程中，伊利始终坚持“国际化”和“创新”两个轮子，固守“质量”和“责任”两个根本，以高品质、高科技含量、高附加值的多元化产品，赢得了消费者的高度信赖。

主营产品包括液态奶、奶粉、酸奶、冷饮、乳酪和包装水多个品类：

- **液态奶**：包含常温奶、低温奶、常温酸奶及乳饮料等子品类
 - **常温奶**：伊利纯牛奶、金典有机奶、QQ 星；
 - **低温奶**：伊利、畅轻、大果粒、每益添、帕瑞缇；
 - **常温酸奶**：安慕希
 - **乳饮料**：优酸乳、谷粒多、可味滋；
- **奶粉**：金领冠、QQ 星；
- **酸奶**：畅轻、每益添、伊利大果粒；
- **冷饮**：妙趣、巧乐兹、冰工厂；
- **乳酪**：儿童乳酪棒。

伊利致力于生产 100%安全、100%健康的乳制品，将质量管理工作战略升级为“质量领先 3210 战略”，聚焦“全球最优品质”，持续升级全球质量管理体系，将严苛的质量管控标准贯穿于全球产业链，保证零食品安全事件。

国际化是伊利集团的重要战略。目前，伊利在亚洲、欧洲、美洲、大洋洲等乳业发达地区构建了一张覆盖全球资源体系、全球创新体系、全球市场体系的骨干大网。此外，在荷兰成立海外研发中心——欧洲研发中心；在大洋洲，投入 30 亿元在新西兰建设一体化乳业基地；在美洲，主导实施全球农业食品领域高端智慧集群——中美食品智慧谷。

财务上，公司 2021 年收入 1,106 亿元人民币，其中液态奶业务贡献 78% 的收入，奶粉贡献 15%，冷饮贡献 7%。2021 年公司归母净利润 87.6 亿元，归母净利率 7.9%。

● 前十大股东

图表 158：伊利股份主要股东

	主要股东	占比(%)
1	香港中央结算有限公司	15.01
2	呼和浩特投资有限责任公司	8.41
3	潘刚	4.48
4	中国证券金融股份有限公司	2.85
5	中国银行股份有限公司-易方达蓝筹精选混合型证券投资基金	1.81
6	赵成霞	1.44
7	刘春海	1.43
8	交通银行股份有限公司-易方达上证 50 指数增强型证券投资基金	0.92
9	阿布达比投资局	0.71
10	胡利平	0.66

*截至 2022 年 3 月 1 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

● 公司历史

图表 159：伊利股份发展里程碑

时间	里程碑
1956	呼和浩特回民区成立养牛合作小组，是伊利股份的前身。1958 年改名为“呼市回民区合作奶牛场”，拥有 1160 头奶牛，日产牛奶 700 公斤，职工人数 117 名。
1970	奶牛场改名为“呼市国营红旗奶牛场”
1983	奶牛总场“一分为二”，养牛部成立“呼市回民奶牛场”，加工部成立“呼市回民奶食品加工厂”。
1993	呼市回民奶食品加工厂改制。改制由 21 家发起人发起，吸收其他法人和内部职工入股，以定向募集方式设立伊利集团，并更名为“内蒙古伊利实业股份有限公司”
1993	成立伊利冷饮事业部。事业部成立后，公司以产品类别划分进行管理，开启品牌化运营模式，为冷饮持续 19 年领跑行业发展奠定了坚实基础。
1996	伊利股份在上交所挂牌上市，成为全国乳品行业首家 A 股上市公司
1997	第一条利乐液态奶生产线投产，同年推出伊利纯牛奶、麦芽奶、巧克力奶、草莓奶、酸牛奶，极大地延长了液态奶的保质期。
1998	推出伊利优酸乳，缔造了一种全新的品类，并由此开创了我国乳饮料市场的新格局。
1999	成立中国乳业第一个液态奶事业部。
2000	成立奶粉事业部。
2005	成立酸奶事业部。
2005	伊利集团主营业务收入突破 100 亿元大关，成为首家突破百亿元的企业，也成为第一家真正有能力同时覆盖全国市场的乳品企业；牵手北京奥运会，成为国内唯一一家符合奥运标准、为奥运会提供乳制品的企业。
2013	内蒙古乳业技术研究院在伊利集团揭牌成立。该研究院是亚洲最大的乳业技术研究院。
2014	伊利进入全球乳业10强，成为唯一一家进入全球乳业10强的亚洲乳品企业。
2014	董事长潘刚提出伊利要进入全球乳业五强，实现从百亿级企业向千亿级企业的跨越，并将企业愿景升级为做“全球最值得信赖的健康食品提供者”。
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。
2019	伊利股份全资子公司金港控股以每股3.41新西兰元，斥资2.44亿新西兰元收购新西兰第二大乳业合作社Westland Co-operative Dairy Company Limited（简称“Westland”）100%股权。

资料来源：公司公告、浦银国际

● 公司管理层

图表 160：伊利股份公司管理层

姓名	职位	履历
潘刚	董事长兼总裁	公司董事长兼总裁。
赵成霞	董事、副总裁、财务负责人	历任公司董事、副总裁
王晓刚	董事、工会委员会主席、信息科技中心总经理	历任公司监事会主席、董事、信息工程部总经理
赵英	董事、生活服务公司总经理	历任公司冷饮事业部行政部行政总监
王爱清	董事、工会委员会副主席、党群综合部党群副总监	历任公司液态奶事业部物流管理部人事行政经理、总裁办公室督办副总监
张俊平	董事、内蒙古金融投资集团有限公司党委书记、董事长	历任呼和浩特经济技术开发区党工委委员、管委会副主任
吕刚	董事、大连连程企业管理发展有限公司总经理	历任公司独立董事、大连海特生态农业有限公司总裁、大连瑞昌融资租赁有限公司总经理。
刘春海	董事、副总裁	历任公司董事、副总裁
白利	监事、奶粉事业部行政部总监	历任公司酸奶事业部行政部副总监
王彩云	公司监事、乳业技术研究院资深产品研发经理	历任公司监事、创新中心研发经理、乳业技术研究院高级工艺技术研发经理、乳业技术研究院资深工艺技术研发经理。

资料来源：公司年报、浦银国际

● 财务报表

图表 161: 伊利股份利润表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	96,886	110,595	128,018	144,340	158,699
同比	7.4%	14.2%	15.8%	12.8%	9.9%
营业成本	-67,453	-76,417	-86,862	-96,720	-105,374
税金及附加	-547	-664	-729	-808	-889
毛利润	28,886	33,515	40,427	46,813	52,436
毛利率	29.8%	30.3%	31.6%	32.4%	33.0%
销售费用	-16,884	-19,315	-23,240	-26,388	-28,849
管理费用	-3,883	-4,227	-5,143	-5,829	-6,327
其他经营收入及收益	-487	-601	-607	-673	-741
经营利润	7,633	9,372	11,436	13,923	16,519
经营利润率	7.9%	8.5%	8.9%	9.6%	10.4%
财务费用	-188	29	-81	-392	-343
其他收益	676	809	800	800	800
投资净收益	600	461	630	500	500
减值损失/收益	-162	-442	-400	-400	-400
营业利润	8,558	10,230	12,386	14,431	17,077
营业外收入	49	58	58	58	58
营业外支出	-457	-176	-200	-200	-200
利润总额	8,150	10,112	12,244	14,290	16,935
所得税	-1,051	-1,380	-1,690	-1,972	-2,337
所得税率	-12.9%	-13.6%	-13.8%	-13.8%	-13.8%
净利润	7,099	8,732	10,554	12,318	14,598
减: 少数股东损益	21	27	317	523	591
归母净利润	7,078	8,705	10,237	11,795	14,007
归母净利率	7.3%	7.9%	8.0%	8.2%	8.8%
同比	2.1%	23.0%	17.6%	15.2%	18.8%

资料来源: 公司数据、浦银国际预测

图表 162：伊利资产负债表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	11,695	31,742	22,856	24,252	27,031
现金及等价物	11,434	31,080	22,194	23,591	26,369
其他	262	662	662	662	662
应收票据及应收账款	1,759	2,107	2,562	2,889	3,176
预付款项	1,290	1,520	1,759	1,983	2,181
其他应收款	115	126	126	126	126
存货	7,545	8,917	12,702	14,144	15,409
其他流动资产	5,976	5,742	5,742	5,742	5,742
流动资产合计	28,381	50,155	45,747	49,137	53,665
长期股权投资	2,903	4,210	4,210	4,210	4,210
固定资产	23,343	29,379	32,855	35,662	37,802
在建工程	5,425	3,736	3,736	3,736	3,736
无形资产	1,536	1,609	1,895	2,041	2,170
商誉	362	306	306	306	306
递延所得税资产	1,294	1,184	1,184	1,184	1,184
其他非流动资产	7,911	11,384	8,889	8,889	8,889
非流动资产合计	42,774	51,807	53,074	56,028	58,297
短期借款	6,957	12,596	12,596	12,596	12,596
应付票据及应付账款	11,636	14,062	15,989	17,804	19,397
合同负债	6,056	7,891	7,891	7,891	7,891
应付职工薪酬	2,713	3,168	3,667	4,135	4,546
应交税费	632	403	403	403	403
其他应付款	3,137	3,515	3,515	3,515	3,515
其他流动负债	3,638	1,661	1,661	1,661	1,661
流动负债合计	34,768	43,296	45,723	48,005	50,010
长期借款	1,375	5,380	5,380	5,380	5,380
应付债券	3,762	3,188	3,188	3,188	3,188
其他非流动负债	716	1,307	891	891	891
非流动负债合计	5,853	9,875	9,459	9,459	9,459
股本	7,500	20,669	20,669	20,669	20,669
储备	22,884	27,040	19,111	22,649	26,851
少数股东权益	149	1,083	3,860	4,383	4,974
所有者权益合计	30,533	48,791	43,639	47,701	52,494

资料来源：公司数据、浦银国际预测

图表 163：伊利现金流量表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	7,099	8,732	10,554	12,318	14,598
固定资产折旧	2,223	3,033	4,124	4,792	5,460
无形资产摊销	83	118	136	153	171
财务费用	668	826	-81	-392	-343
存货的减少	195	-838	-1,325	-1,441	-1,266
经营性应收项目的减少	-3,302	-891	-694	-551	-485
经营性应付项目的增加	2,657	3,909	2,427	2,282	2,004
其他	229	639	-230	-100	-100
经营活动产生的现金流量净额	9,852	15,528	14,912	17,061	20,040
资本开支	-6,522	-6,683	-8,300	-8,300	-8,300
投资支付的现金	-3,961	-979	0	0	0
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0	-518	-11,000	0	0
其他	1,440	383	630	500	500
投资活动产生的现金流量净额	-9,043	-7,797	-18,670	-7,800	-7,800
吸收投资收到的现金	248	12,255	1,957	0	0
取得借款收到的现金	74,557	126,938	0	0	0
收到其他与筹资活动有关的现金	0	636	0	0	0
偿还债务支付的现金	-69,436	-121,958	0	0	0
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	-5,310	-5,693	-7,085	-7,865	-9,462
其他	-106	-234	0	0	0
筹资活动产生的现金流量净额	-47	11,945	-5,128	-7,865	-9,462
现金及现金等价物净增加额	367	19,647	-8,887	1,397	2,778
期初现金及现金等价物余额	11,067	11,434	31,080	22,194	23,591
期末现金及现金等价物余额	11,434	31,080	22,194	23,591	26,369

资料来源：公司数据、浦银国际预测

蒙牛乳业 (2319.HK): 中国乳制品行业高端化的领跑者

尽管蒙牛的收入规模与利润率不及伊利，但蒙牛对产品高端化的推进在中国乳制品行业中处于领先地位。其高端化的能力使我们对公司长期利润率的增长具有较大的信心。首予“买入”评级，目标价 47.0 港元。

- 液态奶高端化领导者：**在液态奶市场，蒙牛的销量与市场份额在过去几年持续提升，与伊利的差距逐步减小。蒙牛白奶的市场份额在 2021 年已经与伊利并驾齐驱，而其低温酸奶的市场份额常年处于行业首位。同时，不少液体乳细分赛道（包括白奶、低温酸、乳饮料等）的高端市场，蒙牛的产品都处于领先的位置。这充分体现了蒙牛卓越的高端化能力，持续利好其未来毛利率的提升。
- 持续聚焦品牌力提升：**随着行业竞争趋于良性，过去五年里，蒙牛持续将营销重点从打折促销转向对品牌力的投入。蒙牛通过对体育赛事与娱乐综艺的冠名与赞助，凸显其青春与活力的品牌调性，并加强在年轻消费者心目中的品牌知名度。我们相信，持续提升的品牌力，将助力蒙牛未来维持较高速的收入增长。
- 利润率扩张空间较大：**蒙牛的经营利润率水平低于伊利，主要由于其：1) 高毛利品类发展相对较为滞后；及 2) 渠道运营效率相对较低。然而，这也意味着蒙牛利润率提升的空间也相对更大。我们相信，未来蒙牛在奶粉、冰激凌、奶酪等高利润率赛道的奋起直追以及不断完善的分销体系，将帮助公司经营利润率逐年提升。
- 估值：**考虑到蒙牛在品类发展上存在偏科，我们用 22x 2023E P/E 作为蒙牛的估值（相对伊利目标估值 15% 左右的折扣、相对国际乳制品企业平均估值 5% 左右的溢价），得到目标价 47.0 港币。我们首次覆盖，给予“买入”评级。
- 投资风险：**1) 原奶及大包粉价格上涨超预期；2) 各细分产品线竞争加剧；3) 疫情反复令供应链受阻。

图表 164: 盈利预测和财务指标

百万人民币	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	76,035	88,141	97,876	110,833	121,900
同比变动 (%)	-3.8%	15.9%	11.0%	13.2%	10.0%
股东应占净利	3,525	4,902	5,699	7,412	8,899
同比变动 (%)	-14.1%	39.1%	16.3%	30.1%	20.1%
PE (X)	47	34	29	23	19
ROE (%)	12.9%	14.9%	14.6%	16.9%	17.8%

E=浦银国际预测；资料来源：公司公告、浦银国际

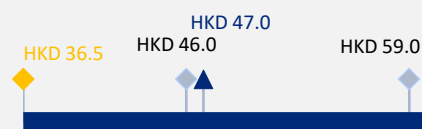
2022 年 8 月 1 日

评级

买入

目标价 (港元)	47.0
潜在升幅/降幅	+28.8%
目前股价 (港元)	36.5
52 周内股价区间 (港元)	34.5-50.7
总市值 (百万港元)	144,149
近 3 月日均成交额 (百万港元)	415.9

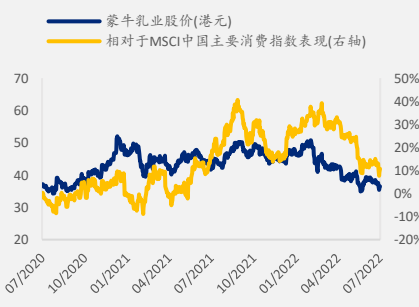
市场预期区间



▲ SPDB 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源：Bloomberg、浦银国际

股价表现



注：截至 2022 年 7 月 28 日收盘价

资料来源：Bloomberg、浦银国际

浦银国际

首次覆盖

蒙牛乳业 (2319.HK) : 中国乳制品行业高端化的领跑者

财务报表分析与预测 - 蒙牛乳业

利润表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	76,035	88,141	97,876	110,833	121,900
同比	-3.8%	15.9%	11.0%	13.2%	10.0%
营业成本	-47,406	-55,752	-61,826	-69,574	-76,173
毛利润率	28,629	32,390	36,050	41,259	45,727
毛利率	37.7%	36.7%	36.8%	37.2%	37.5%
销售及管理费用	-25,147	-27,528	-30,698	-34,566	-37,857
经营利润	3,482	4,862	5,352	6,693	7,871
经营利润率	4.6%	5.5%	5.5%	6.0%	6.5%
其他收入	886	1,563	730	730	730
财务收入	812	284	218	682	1,008
其他营业收入（支出）	-1,026	-841	771	1,092	1,433
利润总额	4,155	5,868	7,071	9,197	11,043
所得税	-653	-905	-1,202	-1,563	-1,877
所得税率	-15.7%	-15.4%	-17.0%	-17.0%	-17.0%
净利润	3,502	4,964	5,869	7,633	9,165
减：少数股东损益	23	-62	-170	-221	-266
归母净利润	3,525	4,902	5,699	7,412	8,899
归母净利率	4.6%	5.6%	5.8%	6.7%	7.3%
同比	-14.1%	39.1%	16.3%	30.1%	20.1%
核心归母净利润	4,031	5,197	5,699	7,412	8,899
核心归母净利率	5.3%	5.9%	5.8%	6.7%	7.3%
同比	14.4%	28.9%	9.7%	30.1%	20.1%

资产负债表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	11,647	11,420	12,123	15,222	18,146
应收票据及应收账款	2,988	4,160	3,771	4,281	4,716
预付款项	3,605	4,286	4,414	4,547	4,683
短期金融资产投资	7,752	4,667	5,935	5,000	5,000
存货	5,512	6,485	6,276	7,079	7,764
其他流动资产	2	2	2	2	2
流动资产合计	31,507	31,020	32,521	36,130	40,312
固定资产	12,547	17,335	19,018	20,388	21,505
在建工程	2,729	2,619	2,619	2,619	2,619
使用权资产	1,848	2,142	2,142	2,142	2,142
长期预付款项	761	463	400	400	400
无形资产	7,717	7,999	7,999	7,999	7,999
商誉	4,883	4,858	4,858	4,858	4,858
附属公司投资	9,124	15,794	16,423	17,355	18,789
备供出售金融资产	7,690	14,236	14,236	14,236	14,236
其他非流动资产	1,341	1,635	1,163	1,163	1,163
非流动资产合计	48,640	67,081	68,857	71,160	73,711
短期借款	4,924	4,265	4,000	4,000	4,000
应付票据及应付账款	7,969	8,804	8,851	9,984	10,950
其他应付款	11,466	14,576	14,576	14,576	14,576
其他流动负债	1,785	1,426	1,426	1,426	1,426
流动负债合计	26,144	29,072	28,854	29,986	30,952
长期借款	14,020	18,786	18,000	17,000	16,000
其他非流动负债	2,734	8,244	8,244	8,244	8,244
非流动负债合计	16,754	27,030	26,244	25,244	24,244
股本及储备	33,134	36,826	41,018	46,679	53,301
少数股东权益	4,113	5,174	5,263	5,381	5,526
所有者权益合计	37,248	41,999	46,281	52,061	58,827

E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

现金流量表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
税前利润	4,155	5,868	7,071	9,197	11,043
固定资产折旧	2,137	2,396	2,741	3,103	3,413
财务费用	-512	-284	-209	-672	-1,008
外汇损益	-300	0	0	0	0
资产处置损失	506	295	0	0	0
减值准备	253	392	0	0	0
附属公司收益	-426	-693	-771	-1,092	-1,433
存货的减少	-515	-616	209	-803	-685
经营性应收项目的减少	-555	-1,975	260	-642	-572
经营性应付项目的增加	2,245	3,395	47	1,133	966
税金	-753	-903	-1,202	-1,563	-1,877
其他	-888	-331	-969	-695	-660
经营活动产生的现金流量净额	5,348	7,545	7,178	7,965	9,185
资本开支	-5,638	-12,089	-4,000	-4,000	-4,000
投资支付的现金	9,236	-5,076	-1,268	935	0
利息收入	947	1,234	1,177	1,367	1,668
其他	277	492	255	-315	-531
投资活动产生的现金流量净额	4,822	-15,440	-3,836	-2,012	-2,862
取得借款收到的现金	-3,927	8,013	-1,052	-1,000	-1,000
收到其他与筹资活动有关的现金	283	214	0	0	0
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	-785	-1,077	-1,587	-1,854	-2,399
其他	-141	-377	0	0	0
筹资活动产生的现金流量净额	-4,571	6,773	-2,639	-2,854	-3,399
现金及现金等价物净增加额	5,427	-1,134	703	3,099	2,924
期初现金及现金等价物余额	6,476	11,397	11,217	11,920	15,019
期末现金及现金等价物余额	11,904	10,263	11,920	15,019	17,942

财务和估值比率

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
每股数据 (人民币)					
摊薄每股收益	0.9	1.2	1.4	1.9	2.3
每股销售额	19.4	22.3	24.8	28.1	30.9
每股股息	0.3	0.4	0.4	0.6	0.7
同比变动					
收入	-3.8%	15.9%	11.0%	13.2%	10.0%
经营溢利	-19.9%	39.6%	10.1%	25.1%	17.6%
归母净利润	-14.1%	39.1%	16.3%	30.1%	20.1%
费用与利润率					
毛利率	37.7%	36.7%	36.8%	37.2%	37.5%
经营利润率	4.6%	5.5%	5.5%	6.0%	6.5%
归母净利率	4.6%	5.6%	5.8%	6.7%	7.3%
回报率					
平均股本回报率	12.9%	14.9%	14.6%	16.9%	17.8%
平均资产回报率	5.7%	6.6%	6.7%	7.9%	8.8%
资产效率					
应收账款周转天数	15.8	14.8	14.8	13.3	13.5
库存周转天数	40.8	39.3	37.7	35.0	35.6
应付账款周转天数	56.6	54.9	52.1	49.4	50.2
财务杠杆					
流动比率 (x)	1.2	1.1	1.1	1.2	1.3
速动比率 (x)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
现金比率 (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2
负债/权益	1.2	1.3	1.2	1.1	0.9
估值					
市盈率 (x)	47.4	34.2	29.5	22.6	18.9
市销率 (x)	2.2	1.9	1.7	1.5	1.4
股息率	0.6%	0.9%	1.0%	1.4%	1.6%

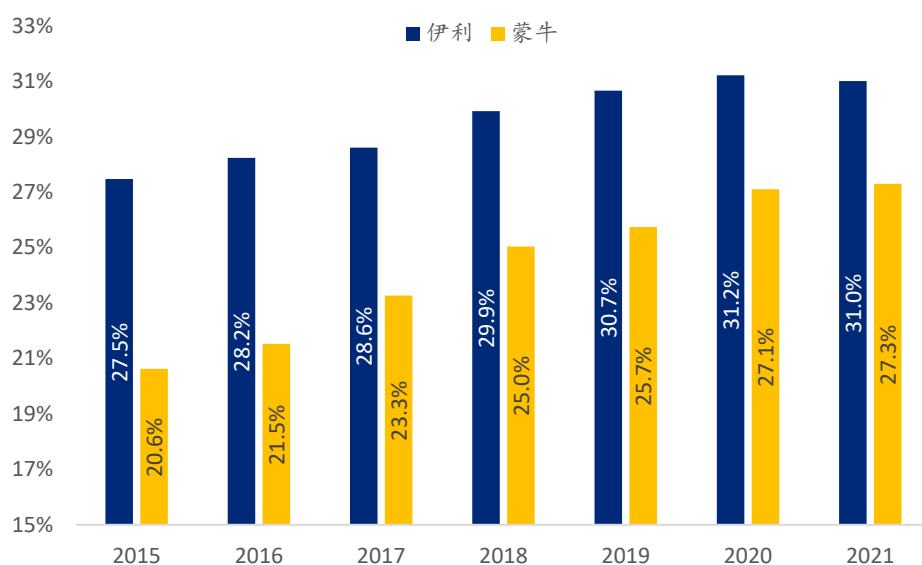
蒙牛乳业(2319.HK): 中国乳制品行业 高端化的领跑者

液态奶高端化的领导者

在乳制品行业中,如果说伊利是各细分领域全面发展的全能型玩家,那蒙牛过去二十年则是更聚焦于液态奶领域(包括常温白奶、常温酸奶、低温酸奶及乳饮料)发展的专业型选手。

仅看白奶及乳饮料领域,过去几年,蒙牛的销量与市场份额持续提升,与伊利的差距也在逐渐缩小。

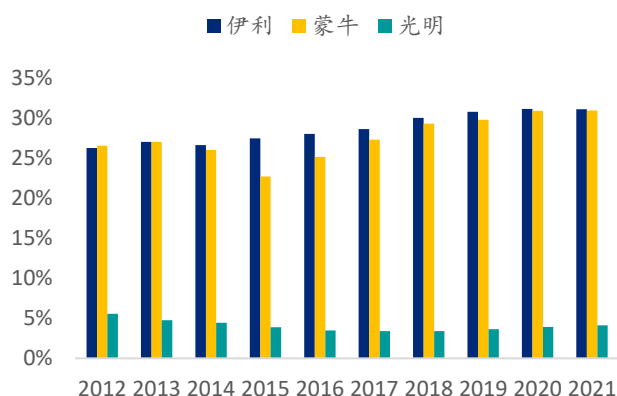
图表 165: 伊利与蒙牛在液态奶领域(包括白奶及乳饮料)的市场份额



资料来源: Euromonitor、浦银国际

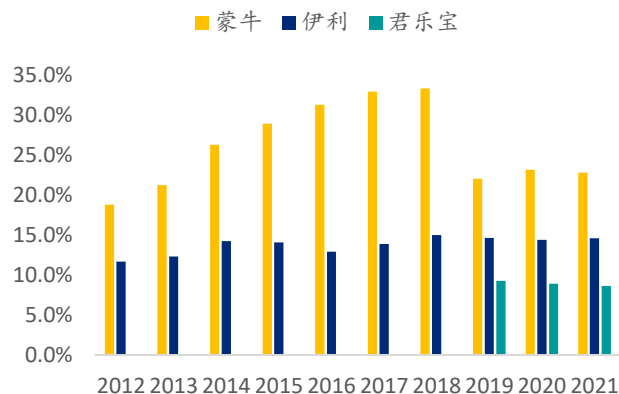
需要指出的是,通过过去几年的努力,蒙牛在白奶赛道的市场份额已经与伊利并驾齐驱。而在低温酸奶细分市场,蒙牛的市场份额一直都独占鳌头,领先于其他乳制品企业。

图表 166: 中国白奶市场前三名市场份额, 2012-2021



资料来源: Euromonitor、浦银国际

图表 167: 低温酸奶赛道前三名市场份额, 2012-2021

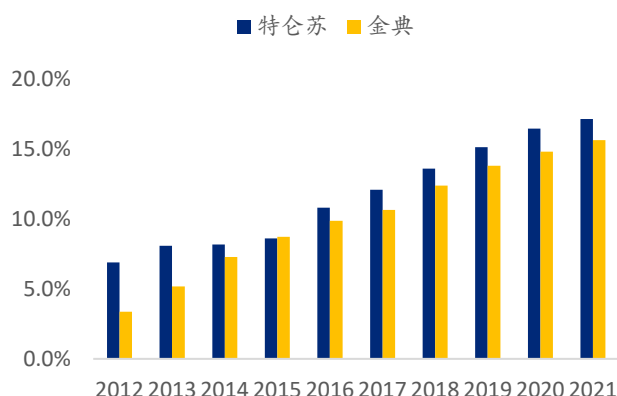


注: 蒙牛在 2019 年剥离君乐宝。资料来源: Euromonitor、浦银国际

另外, 在液态奶高端化方面, 蒙牛也是市场先行者与领导者。早在 2005 年, 蒙牛便推出了高端常温白奶品牌——特仑苏, 并受到消费者的欢迎。而伊利则是在特仑苏问世后的第二年, 才推出了其高端常温白奶品牌——金典。

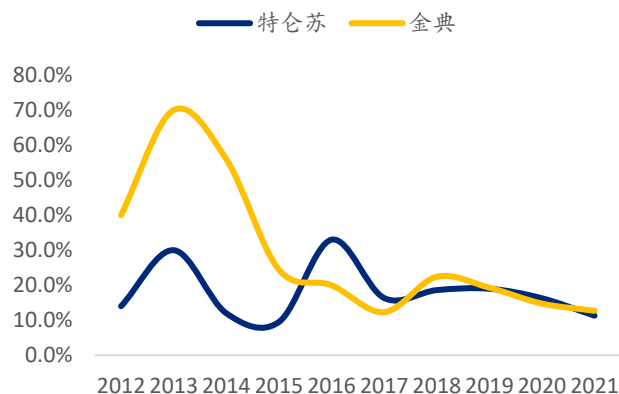
回看过去十年, 在销售额与市场份额方面, 特仑苏基本都领先于金典。更难能可贵的是, 如此大的体量下, 特仑苏依然能保持高速增长。2021 年, 特仑苏销售额同比增长 11.3%, 高于蒙牛其他常温白奶产品, 帮助其产品结构进一步的优化。

图表 168: 特仑苏与金典在白奶赛道的市场份额, 2012-2021



资料来源: Euromonitor、浦银国际

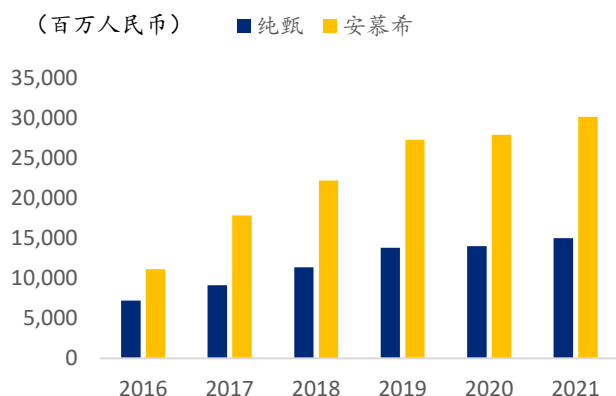
图表 169: 特仑苏与金典销售额的同比增速, 2012-2021



资料来源: Euromonitor、浦银国际

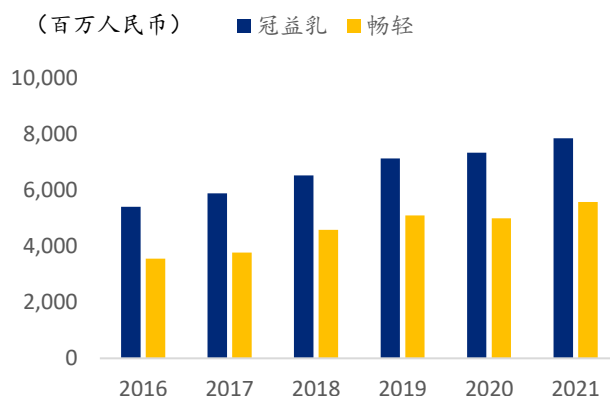
同时, 基于 Euromonitor 数据, 我们还比较了伊利与蒙牛各自在常温酸奶、低温酸奶以及乳饮料等细分赛道的高端产品在零售终端的销售额。除了在常温酸奶方面, 蒙牛仍与伊利有着较大的差距外, 在低温酸奶以及乳饮料领域; 蒙牛的高端产品相对都领先于伊利。

图表 170：常温酸奶：蒙牛纯甄与伊利安慕希终端销售额，2016-2021



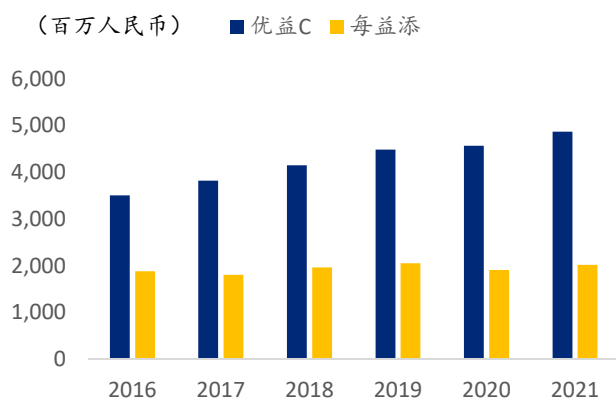
资料来源：Euromonitor、浦银国际

图表 171：低温酸奶：蒙牛冠益乳与伊利畅轻终端销售额，2016-2021



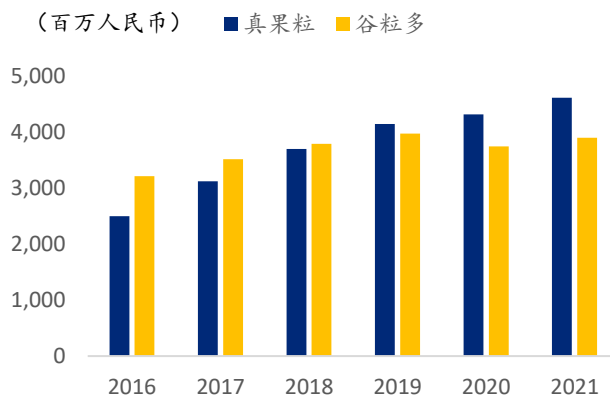
资料来源：Euromonitor、浦银国际

图表 172：低温酸奶：蒙牛优益C与伊利每益添终端销售额，2016-2021



资料来源：Euromonitor、浦银国际

图表 173：乳饮料：蒙牛真果粒与伊利谷粒多终端销售额对比，2016-2021



资料来源：Euromonitor、浦银国际

尽管总体来看，蒙牛液态奶销量不及伊利，但就高端产品的表现而言，蒙牛与伊利互有高下。我们认为，蒙牛为中国液态奶市场的高端化做出了巨大的贡献，在中国液态奶高端市场具有绝对的领导地位。

未来，蒙牛将从以下三个方向大力推动产品高端化：

- (1) 加强对高端产品的市场投入，实现高端产品增速高于公司整体增速，使高端产品销售额占比持续提升；
- (2) 不断研发及推出高端液态奶新品，满足消费者不断变化的需求；
- (3) 对现有高端产品进行升级，通过更有创意的口味和包装来提升产品的价值与价格。

通过以上三点，我们相信蒙牛未来产品结构将进一步得到升级，从而推动公司平均销售单价及毛利率的提升。

品牌力驱动销量可持续增长

蒙牛一向致力于品牌形象的塑造与品牌力的提升。蒙牛管理层深知，强大的品牌力是公司未来销量增长最重要的驱动力，并在 2021 年完成了对蒙牛商标的更新换代。

图表 174：蒙牛品牌的商标更新

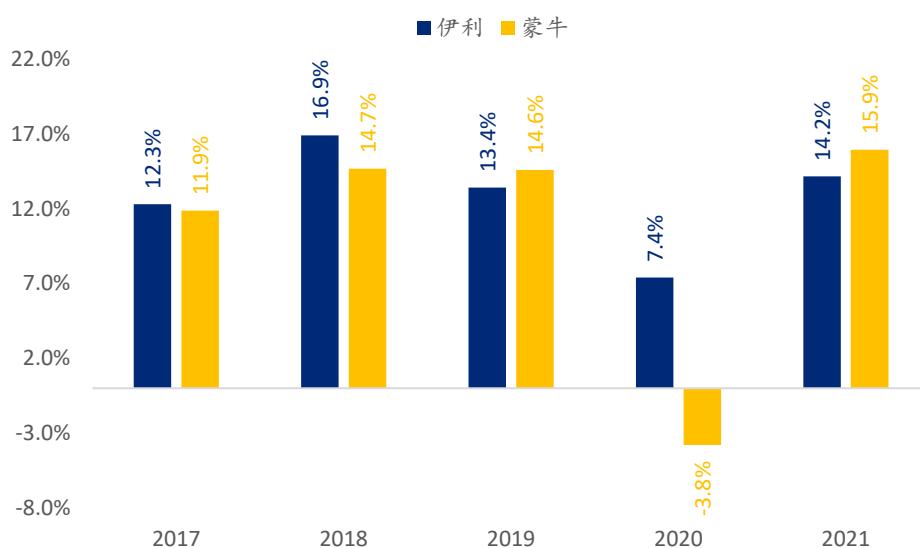


资料来源：公司资料、浦银国际

在众多品牌营销手段中，蒙牛选择了体育与文化娱乐，作为其品牌营销的主要媒介，主要因为这两个领域最贴近年轻人的兴趣，有助于凸显蒙牛青春、活力和时尚的品牌调性，也能够最大程度提升品牌在年轻消费者中的知名度。

在品牌力不断提升的作用下，过去五年里（除了 2020 年受疫情影响），蒙牛的收入都保持着两位数的稳定增长，增速和伊利基本保持一致。

图表 175：蒙牛与伊利收入的增速（2017-2021）



资料来源：公司资料、浦银国际

● 体育营销

在蒙牛的市场营销策略中，体育赛事扮演了重要的角色。其中最值得一提的是，蒙牛多次赞助 FIFA 世界杯。2017 年底，国际足联（FIFA）宣布蒙牛成为 2018 年 FIFA 世界杯的全球官方赞助商，这也是国际足联首次与乳制品品牌在全球赞助商层面进行合作。同时，蒙牛也签约了世界足球明星梅西作为品牌代言人。通过赞助 2018 年 FIFA 世界杯，蒙牛不仅提升了国内的品牌力，也让世界认识了蒙牛，加快了蒙牛国际化的步伐。

2021 年底，国际足联再发公告，宣布蒙牛将继续担任 2022 年卡塔尔世界杯全球官方赞助商。蒙牛也在公报发布不久之前，签约了姆巴佩成为蒙牛新的品牌代言人。

图表 176：蒙牛对 2018 年世界杯的赞助



资料来源：蒙牛官网、浦银国际

图表 177：蒙牛签约梅西成为品牌代言人



资料来源：蒙牛官网、浦银国际

在足球领域，蒙牛还是中国足协中国之队、中超联赛以及中国女足国家队的主要赞助商。2022 年初，中国女足国家队在女足亚洲杯上强势夺冠。蒙牛作为官方赞助商，在女足夺冠后随即宣布赠与中国女足 1,000 万元现金奖励。这一决定也使蒙牛迅速出圈，在社交媒体上传为佳话。

除了足球之外，蒙牛对奥运会也表现出极大的热情。蒙牛与可口可乐在 2019 年签署了有效期至 2023 年的奥运会联合赞助协议。公司又在同年签约了雪上运动选手谷爱凌成为蒙牛的主要品牌代言人。后者在 2022 年北京冬奥会上的出色表现也对蒙牛品牌力起到了非常正面的拉升。

图表 178：蒙牛赞助中国女足



资料来源：蒙牛微博、浦银国际

图表 179：谷爱凌代言蒙牛的产品



资料来源：Bilibili、浦银国际

● 文娱营销

文化娱乐是蒙牛进行品牌营销的另一重要媒介，也是蒙牛历来进行品牌宣传最常用的方式。

回望过去 20 年，蒙牛赞助了众多高话题度的综艺节目，其中绝大多数节目是以蒙牛在各个乳制品细分领域的大单品来冠名的。此举有效地拉近了蒙牛与年轻人的距离，同时提升了蒙牛明星产品在年轻人之间的品牌力及知名度。

图表 180：蒙牛赞助的综艺节目，绝大多数以各乳制品细分领域的大单品来冠名

真果粒	酸酸乳	纯甄	蒙牛	特仑苏
《青春有你》选秀节目 《花儿与少年》 《偶像练习生》	《超级女声》	《创造营》选秀节目 《奇葩说》 《极限挑战》 《中餐厅第四季》	《十二道锋味》	《声入人心》 《向往的生活》

资料来源：浦银国际整理

在各大乳制品企业赞助娱乐节目成为常态的当下，蒙牛凭借与国内热门主题乐园的战略合作脱颖而出。近年来，蒙牛先后成为上海迪士尼和北京环球影城独家乳制品合作伙伴。蒙牛根据主题乐园的热门 IP 形象，推出定制雪糕、棒冰等产品，将品牌形象与主题乐园欢乐气氛进行绑定，拓展电视以外的娱乐营销场景。

图表 181：蒙牛上海迪士尼度假区的特供产品



资料来源：腾讯新闻、浦银国际

图表 182：蒙牛在北京环球度假区的特供冰淇淋



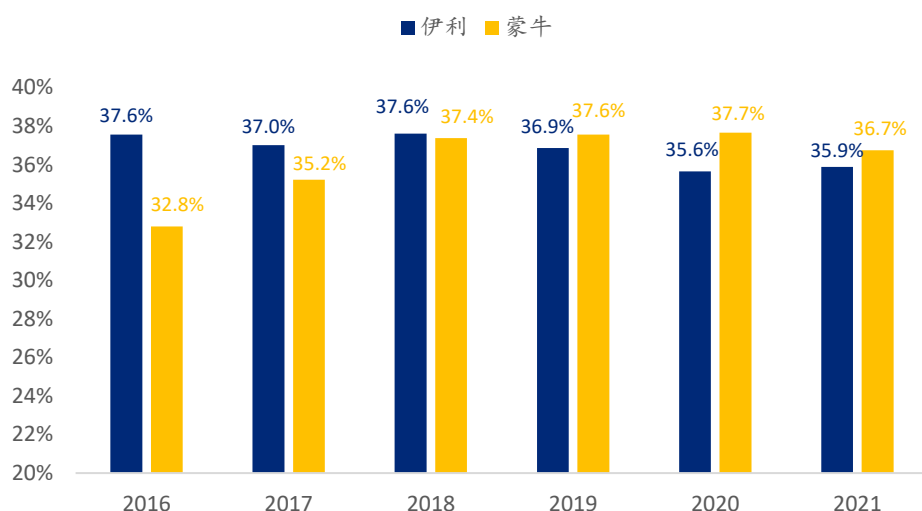
资料来源：搜狐、浦银国际

结构升级与降本增效助力利润率扩张

蒙牛在过去几年一直致力于产品的高端化与产品结构的升级。随着高端产品的占比不断提升，蒙牛的毛利率不断扩张，并已经在 2019 年超越伊利。

即使在过去三年（2019-2021），面临疫情与原奶价格上涨的挑战，蒙牛依然坚持产品高端化道路，杜绝低效价格竞争，保证毛利率的稳定扩张。我们相信，未来蒙牛高端化与结构升级的策略方向不会改变，因此，在后疫情时代毛利率有望持续改善。

图表 183：蒙牛与伊利毛利率对比

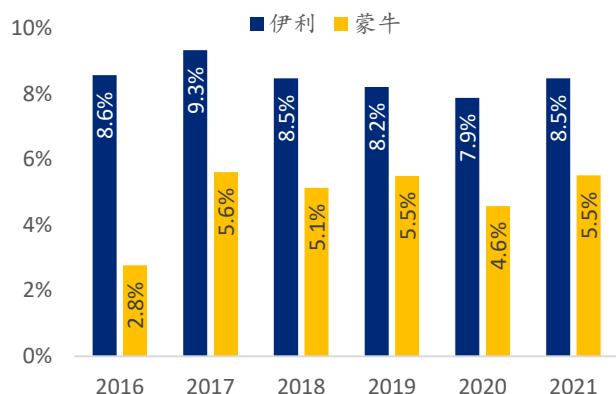


资料来源：公司数据、浦银国际

然而，我们必须面对一个事实，就是在净利率方面，蒙牛与伊利依然有较大的差距。我们认为主要原因包括以下两点：

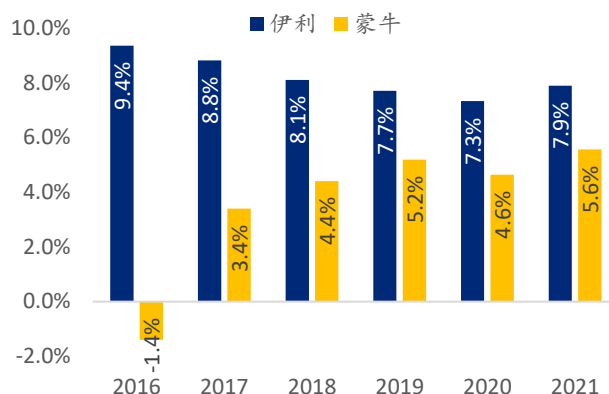
- (1) 相较伊利，蒙牛在**经营利润率**相对较高的品类（比如奶粉与冰淇淋）实力较弱，而经营利润率相对较低的品类（比如低温产品）收入占比却较高。近年来，蒙牛通过一系列资本运作（包括出售君乐宝、收购贝拉美与艾雪），实现了对伊利毛利率的反超。然而，新收购的高毛利业务由于规模仍相对较小，尚未形成规模效应，因此经营利润率仍较低。
- (2) 蒙牛总体的**运营效率**低于伊利，尤其是渠道网络的深度与伊利仍有一定差距。具体而言，蒙牛的销售体系在结构上依然较为集中，不够扁平化，在分销和配送上较为依赖大经销商。这就造成经销商总体议价能力偏高，令蒙牛的销售费用率远高于伊利。

图表 184：蒙牛与伊利经营利润率对比



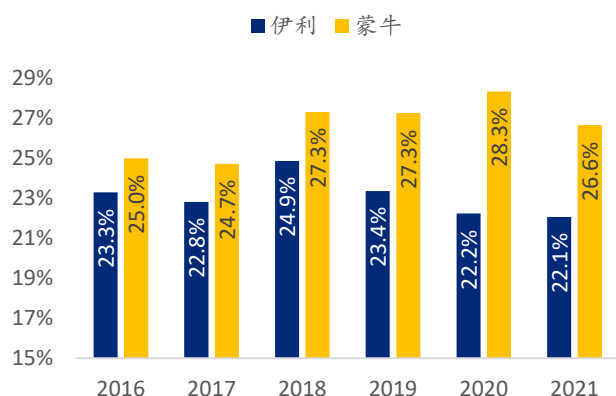
资料来源：公司数据、浦银国际

图表 185：蒙牛与伊利净利率对比



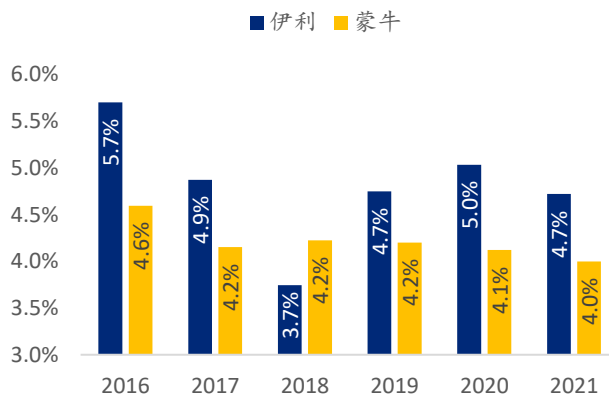
资料来源：公司数据、浦银国际

图表 186：蒙牛与伊利销售费用率对比



注：受会计准则调整原因，2020 及 2021 年原属于销售费用的运输费用调整至营业成本，本图已调整回销售费用。资料来源：公司数据、浦银国际

图表 187：蒙牛与伊利管理费用率对比



注：受会计准则调整原因，2020 及 2021 年原属于管理费用的固定资产修理相关费用调整至营业成本，本图已调整回销售费用。资料来源：公司数据、浦银国际

然而换个角度思考，这也意味着在运营效率方面，蒙牛的提升空间大于对手。

如果蒙牛未来能够继续致力于通过“镇村通”工程推进渠道的深耕，加强对低线及农村区域的覆盖，促进分销体系的扁平化与高效化发展，同时通过数字化技术提升运营效率，那么我们相信，蒙牛的费用率有望逐步降低，经营利润率有较大的机会得到扩张。

这也解释了为什么蒙牛管理层有底气设定未来每年经营利润率扩张 30-50bps 的目标。在我们看来，蒙牛是中国乳制品行业中为数不多的收入增长与利润率扩张双轮驱动的净利润增长的企业。

国际化视野，全球化战略

我们认为，在中国乳制品企业中，蒙牛是中国最具国际视野的，也是最早与国际乳制品企业展开合作交流的企业之一。

尽管海外市场目前对蒙牛的整体收入贡献依然相对有限，但长期来看，我们相信，蒙牛的全球化布局对公司“再造一个新蒙牛”的长期目标与愿景将起到至关重要的作用。

我们认为，可从以下几个方面讨论和分析蒙牛的国际化布局：

- (1) 引入国际乳制品巨头成为战略投资者；
- (2) 收购海外乳制品品牌，弥补自身弱项；
- (3) 与海外乳企合作研发新品类或新产品。

● 引入国际乳制品巨头成为战略投资者

2012 年 6 月，蒙牛引入丹麦乳业巨头爱氏晨曦（Arla Food）成为蒙牛的股东，总共持股 5.9%。

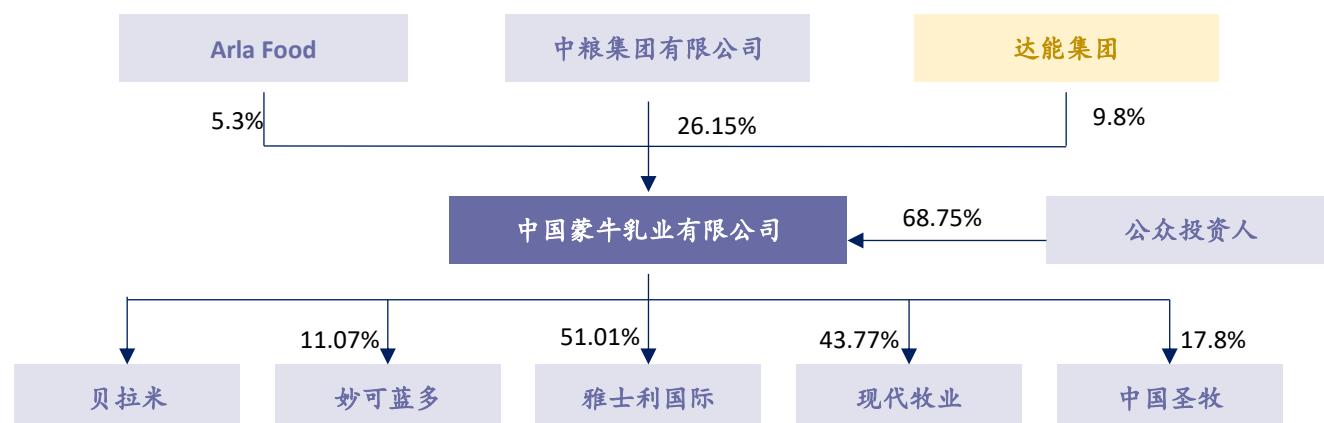
到了 2013 年 5 月，蒙牛又牵手达能。达能通过与其大股东中粮集团成立合资公司，间接持有蒙牛 4% 的股权。

2014 年初，蒙牛以 42.5 港元/股的价格向达能进行定向增发，使达能对蒙牛的股权从 4% 提升至 9.9%。在入股以后，蒙牛与达能又成立了合资公司，在低温酸奶业务上展开了合作，共同研发、生产和销售低温酸奶产品。

2014 年底，达能又宣布参与蒙牛子公司雅士利的定向增发，以大约 44 亿港元购入雅士利 25% 的股份，成为雅士利第二大股东。

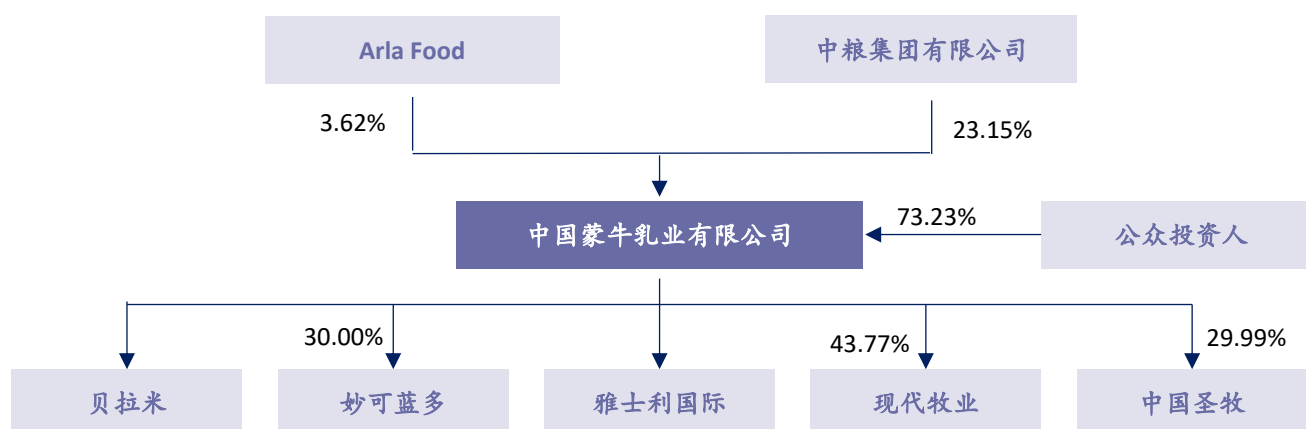
虽然达能在 2021 年 5 月售出其所有蒙牛股权，但我们认为，在与达能牵手的七年时间里，蒙牛在产品研发和管理水平方面都得到了质的提升。这种合作所带来的改变，将使蒙牛在日后的发展中持续受益。

图表 188：蒙牛股权结构-达能出售股权前



注：如未标识则为 100% 持股。资料来源：浦银国际整理

图表 189：蒙牛股权结构-达能出售股权后



注：如未标识则为 100% 持股。资料来源：浦银国际整理

● 收购海外乳制品品牌以弥补自身弱项

如前文所述，在液态奶赛道，蒙牛实力较强，但在非液态奶领域则相对比较弱，尤其是在奶粉与冰淇淋方面，蒙牛与伊利仍有较大差距。蒙牛管理层充分意识到通过蒙牛自有品牌的有机增长来实现赶超并不现实，因此将目光投向对海外品牌的收购与兼并。

长期来看，作为一个致力于成为国际化乳制品巨头的中国企业，我们认为，收购和投资海外乳制品企业，将始终是蒙牛地域与品类扩张的一个重要手段。

图表 190：蒙牛对海外乳制品企业或品牌的收购

时间	企业名	收购/投资方式
2013 年	雅士利于新西兰建厂	雅士利投资 2.2 亿纽币新西兰建厂
2014 年	与新西兰 Miraka 合作	推出特仑苏全球精选牧场奶
2014 年	与 Whitewave 合资	蒙牛持股 51%，Whitewave 持股 49%，推出植物高端蛋白饮品植朴磨坊
2015 年	收购多美滋	蒙牛及雅士利以 1.5 亿欧元现金，收购多美滋中国
2016 年	富源牧业收购 Burra Food	以 3 亿澳元收购 Burra Foods 51.35% 股权
2019 年	收购贝拉米	蒙牛以 15 亿澳元收购 100% 股权
2020 年	收购荷兰 SieveCorp	蒙牛以 130 万欧元收购并成立“蒙牛欧洲创新中心”
2021 年	收购东南亚冰淇淋品牌艾雪	蒙牛完成对艾雪 100% 股权收购

资料来源：浦银国际整理

奶粉

虽然蒙牛在 2013 年收购了雅士利，但雅士利整体产品定位较为低端，品牌力羸弱，不足以帮助蒙牛在竞争激烈的奶粉市场大力抢夺市场份额。因此，蒙牛将目光对准了海外奶粉品牌，希望通过国际奶粉品牌打开高端奶粉市场，实现奶粉产品的高端化。

2015 年 12 月，蒙牛宣布通过雅士利以 1.5 亿欧元的作价，从达能手上收购多美滋中国业务。虽然当时因为恒天然肉毒杆菌事件，多美滋在中国已经开始走下坡路，但多美滋品牌依然可以帮助公司丰富其奶粉业务的产品组合，同时弥补雅士利急需拓展的一、二线城市销售渠道。如今达能收回多美滋中国业务，但这七年的多品牌运营，已助蒙牛成功拓展了销售渠道并建立品牌力。

2019 年，蒙牛以 15 亿澳元收购了澳洲著名高端奶粉品牌贝拉米 100% 的股权。蒙牛希望通过贝拉米在中国的扩张，进一步提升其奶粉业务的整体价格定位，从而拉动公司整体利润率的提升。

贝拉米作为以代购和跨境电商为主要销售渠道的海外品牌，其销售短期内受疫情影响较大。但公司有信心凭借贝拉米优质的品牌形象，未来在有机奶粉领域大展拳脚。

图表 191：贝拉米旗下产品



资料来源：贝拉米官网，浦银国际

冰淇淋

蒙牛于 2021 年 3 月收购了东南亚冰淇淋品牌艾雪。艾雪是由蒙牛创始人牛更生与前蒙牛元老所创立，与蒙牛有着很深的渊源。

艾雪通过不遗余力的市场营销，在印度尼西亚市场拥有很强的品牌力，2021 年市场份额已攀升至行业第一。另外，由于前期对渠道的大力支持，使艾雪在印尼的社区超市与便利店有着较强的渠道渗透率。

东南亚本身就是蒙牛全球化战略的重要突破口，且已经在印尼自建工厂。我们认为艾雪不仅能够增强蒙牛冰淇淋的产品布局，同时有望帮助蒙牛进一步撬开整个东南亚市场的大门，借助艾雪在东南亚的渠道和影响力，将蒙牛的产品推向海外。

图表 192：艾雪历年来获得荣誉

年份	荣誉及证书
2017 年	以行业评分第一的成绩获得“2017 年优秀品牌奖”
2018 年	以“雅加达亚运会唯一指定冰淇淋品牌”的身份成功赞助亚运会
2019 年	入选印尼最受消费者认可的顶级品牌奖（TOP BRAND）
2022 年	艾雪成为印尼冰淇淋行业唯一一家获得“检测实验室认可证书”的企业

资料来源：浦银国际整理

● 与海外食品饮料公司合作研发新品类或新产品

过去 10 年，蒙牛一直致力于与海外乳制品企业合作，进行新产品研发以及新品类的拓展。这些新产品及品类极大地丰富了蒙牛的产品矩阵，为蒙牛带来更大的发展空间。

蒙牛在牵手 Arla 之后，便将丹麦生产的 Arla 品牌乳制品产品引进到中国销售。2018 年，蒙牛与 Arla 合作在内蒙古建厂，并共同推出针对餐饮市场的 Arla 爱氏晨曦马苏里拉干酪丝，帮助蒙牛在奶酪行业迈出了坚实的一步。

2014 年，蒙牛与达能建立酸奶合资公司，双方分别持股 80% 与 20%。自此，蒙牛与达能合作开发了多款低温酸奶产品，蒙牛在低温酸奶赛道的市场份额也不断加大。

图表 193：蒙牛与 Arla 合作开发的马苏里拉干酪丝



资料来源：京东、浦银国际

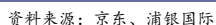
图表 194：蒙牛与达能合作生产的碧悠卡趣滋



资料来源：京东、浦银国际

2014 年底，蒙牛与新西兰的 Miraka 乳制品公司合作在新西兰建厂，并利用新西兰专属牧场，生产并推出新西兰原装进口特仑苏环球精选牧场奶。

同样是 2014 年底，蒙牛与美国食品巨头 WhiteWave 食品公司组建合资公司（蒙牛持股 51%，WhiteWave 持股 49%），并随后共同研发出植物高端蛋白饮品植朴磨坊。这一产品是蒙牛在植物蛋白方面的重要尝试。虽然植朴磨坊在中国本地化方面有一定不足之处，现已停产，但它的出现却为蒙牛未来向植物蛋白饮品拓展带来宝贵的经验，打下坚实的基础。



Three cans of Silk Plant-based Protein Drink, Peach flavor, are displayed next to a bouquet of colorful flowers. The cans are white with green and red accents, featuring the Silk logo and the text '植朴磨坊' (Plant-based Protein Drink) and '植物营养原浆' (Plant-based Protein Drink). The peach flavor is indicated by a peach illustration and the text '蜜桃' (Peach). The cans also show a '5.5g protein per 100ml' label.

资料来源：苏宁易购、浦银国际

图表 197: 鲜菲乐产品



资料来源：京东、浦银国际

紧随消费趋势，力争弯道超车

除各类产品的高端化趋势外，蒙牛也在顺应消费者健康需求和消费热点，全力加速布局巴氏奶和奶酪业务。

低温巴氏奶

2017 年，蒙牛率先于伊利成立鲜奶事业部，随后迅速推出十余个鲜奶产品。除了主品牌蒙牛鲜奶产品外，2017 年，蒙牛通过增持现代牧业股权，进一步布局鲜奶市场。与其联手，面向中端市场推出现代牧场鲜牛奶，为未来鲜奶高端化奠定基础。现代牧业产品也在不断迭代中，2021 年推出当日生产、当日上架的 T+0 产品，进一步向消费者保证了产品新鲜度。

公司于 2018 年创立了每日鲜语子品牌，向高端鲜奶领域进军，坚持采用高标准牧场和高品质奶源。2021 年，每日鲜语推出每 100 毫升牛奶含 4.0 克高蛋白的 4.0 鲜牛奶，远高于《中国食物成分表》中的牛奶蛋白质含量。同时，每日鲜语也利用香槟瓶的外观，从外包装带来高端、典雅的消费体验。

蒙牛有效运用分布各地的奶源与冷链物流的赋能，带动每日鲜语初步完成了全国化进程，已投放至全国 50 多个重点城市。除此之外，蒙牛在 2019 年与阿里一同推出“天鲜配”订奶平台，推进了全冷链送奶入户业务的开展。

经过多年苦心经营，蒙牛鲜奶产品覆盖了高、中、低价格区间，产品线的宽度和投入深度远超伊利，蒙牛鲜奶市占率逐年提升。

图表 198：蒙牛每日鲜语鲜牛奶



资料来源：京东、浦银国际

图表 199：蒙牛现代牧场鲜牛奶



资料来源：京东、浦银国际

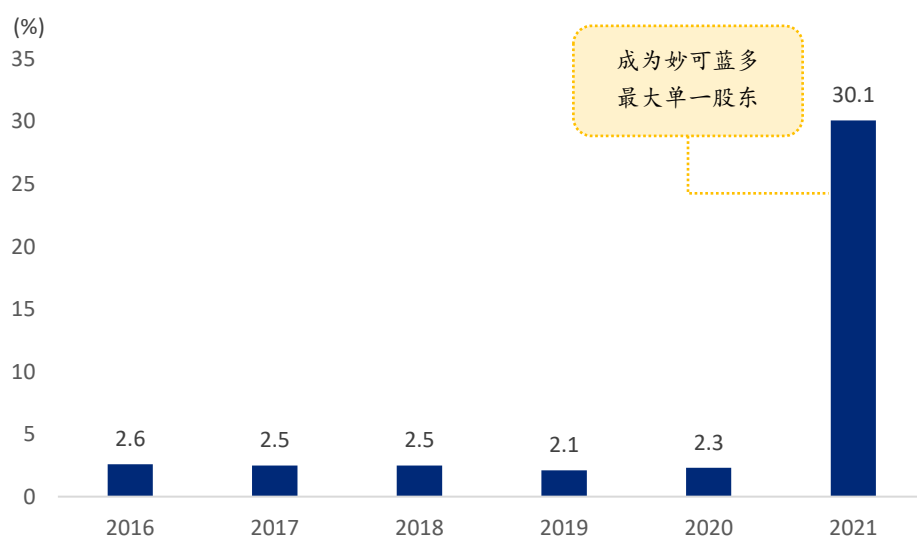
奶酪

面对高速发展的奶酪赛道，蒙牛在 2019 年设立奶酪事业部，专注于奶酪业务布局。蒙牛自有品牌的奶酪产品以常温儿童奶酪棒为起点，并进一步突破产品和消费群体的限制，推出芝士莓莓、芝士三角等成人休闲奶酪零食。

但蒙牛对奶酪业务的愿景不止于此，通过收购和建立合资公司，在产品生产研发、产能布局等方面加强协同效应。2020 年起，蒙牛通过多次增持妙可蓝多股份成为最大单一股东。其中，2019 年，蒙牛与两位妙可蓝多股东签订股权转让协议，持有 5% 股份；后又通过自有资金市场竞价增持至 11.07%。随后妙可蓝多向蒙牛定向配股，蒙牛以 30 亿元增持至 28.47%，又因公司股权激励股份注销，持股增至 30%。自此蒙牛将妙可蓝多纳入自身产品体系，扩大奶酪市场影响力。

除此之外，蒙牛 2020 年与欧资乳企 Arla 成立合资公司爱氏晨曦，通过 Arla 完备的餐饮合作伙伴资源以及奶酪制造能力，补全公司餐饮端奶酪产品线。2021 年，蒙牛在中国奶酪市场的占有率也赶超各外资奶酪企业，成为行业第一。

图表 200：蒙牛在中国奶酪市场的市场占有率



注：2021 年为蒙牛与妙可蓝多合并市占率。

资料来源：Euromonitor、浦银国际

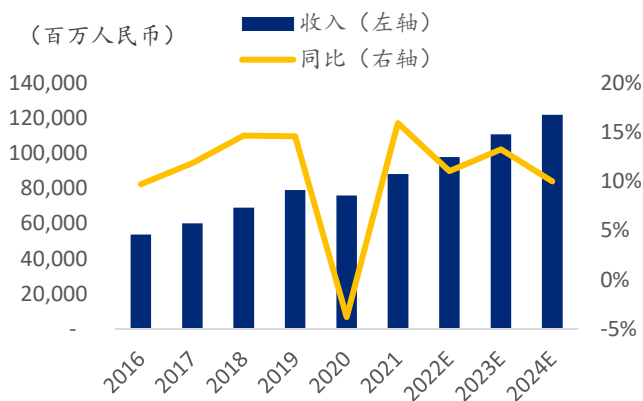
我们认为，在发现和跟随消费趋势的敏锐度、执行力及投入力度方面，蒙牛都高于伊利，使其在巴氏奶和奶酪这两个乳制品热门赛道表现亮眼。我们也相信，随着进一步加强布局上游奶源，以及加深与妙可蓝多合作后，蒙牛将在鲜奶和奶酪业务上交出更为喜人的成绩单。

盈利预测

(1) 收入

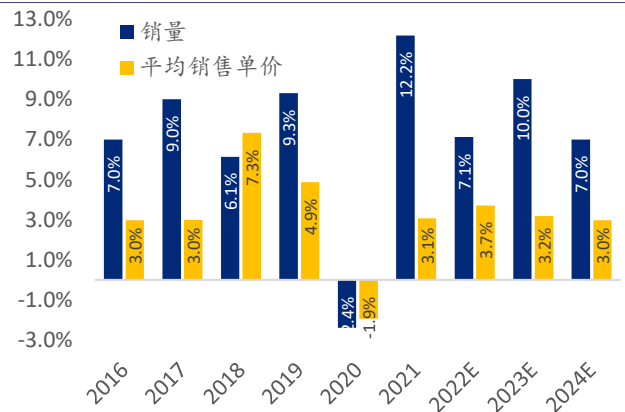
我们预测，在销量与价格共同驱动下，蒙牛 2022-2024 年的收入同比增速将维持在 10% 以上，而销量增长的幅度要大于价格增长的幅度。

图表 201: 收入与同比增速, 2016-2024E;



E=浦银国际; 资料来源: 公司数据、浦银国际

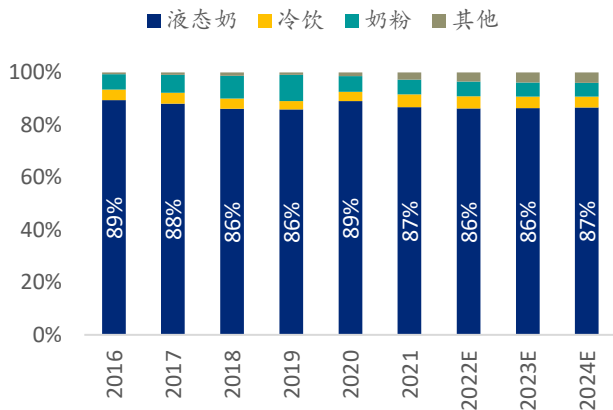
图表 202: 销量与平均销售单价同比变化, 2016-2024E



E=浦银国际; 资料来源: 公司数据、浦银国际

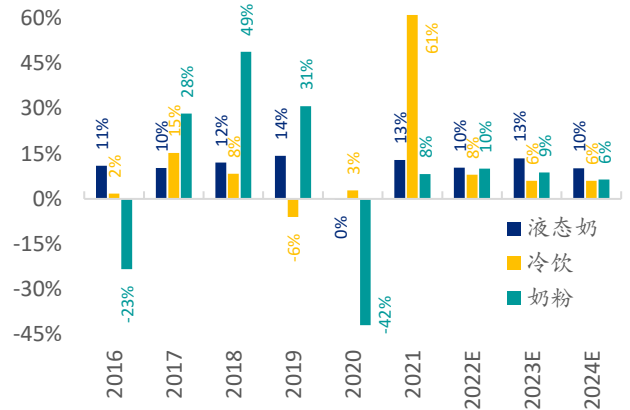
我们预计蒙牛液态奶业务未来三年的收入增长将维持在 10% 以上。液态奶对蒙牛的收入贡献也将稳定在 86-87% 的水平。

图表 203: 收入按品类分布 (含雅士利), 2016-2024E;



E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 204: 各品类收入同比增长 (含雅士利), 2016-2024E

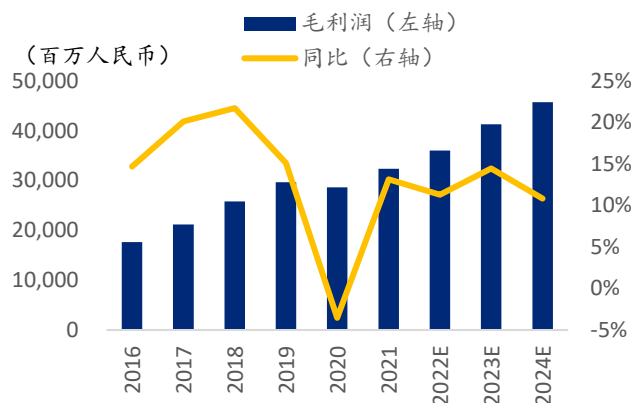


E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

(2) 利润率

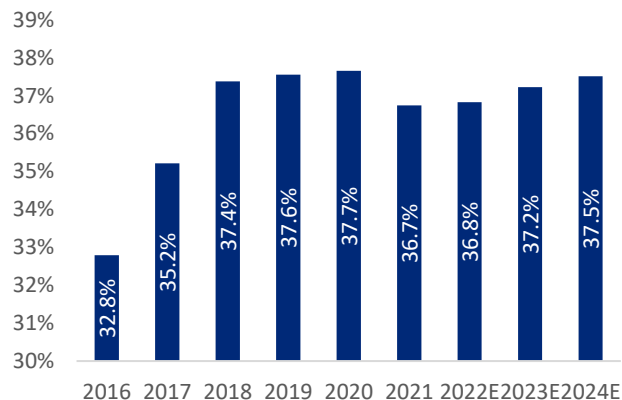
随着蒙牛产品组合继续升级，我们预测蒙牛的毛利率在 2022-2024 年期间有望持续同比小幅扩张。这将帮助其毛利增速高于收入增速。

图表 205：蒙牛毛利与同比增速，2016-2024E；



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

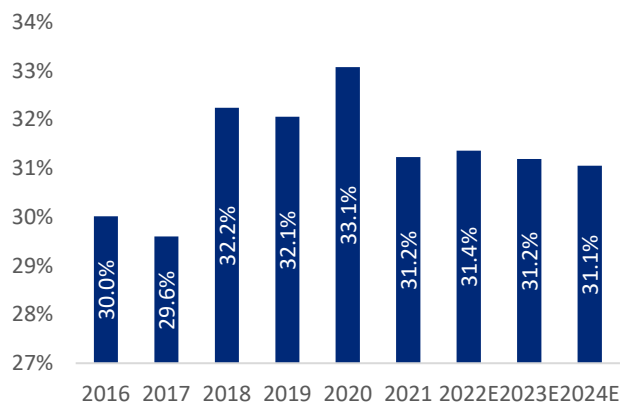
图表 206：蒙牛毛利率，2016-2024E



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

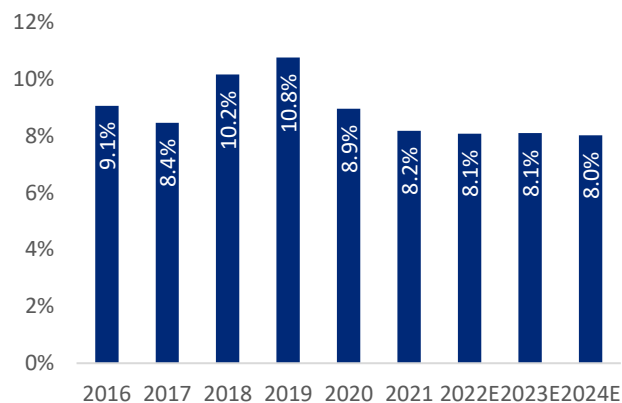
我们预计，销售费用率在 2022 年有小幅提升，但会在 2023 与 2024 小幅回落。广告宣传费用未来三年则基本维持稳定。

图表 207：蒙牛销售管理费用率，2016-2024E；



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

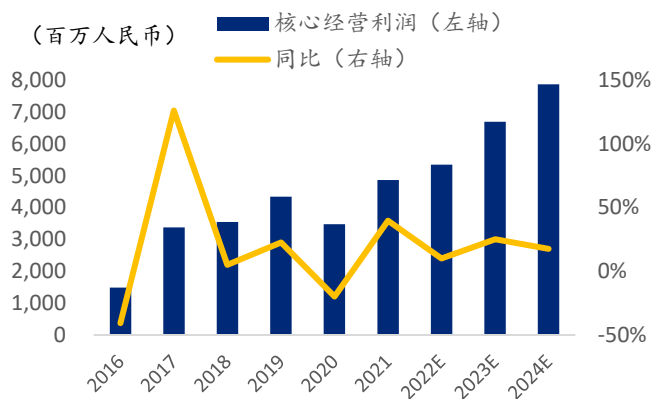
图表 208：蒙牛广告宣传推广费占收入比例，2016-2024E



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

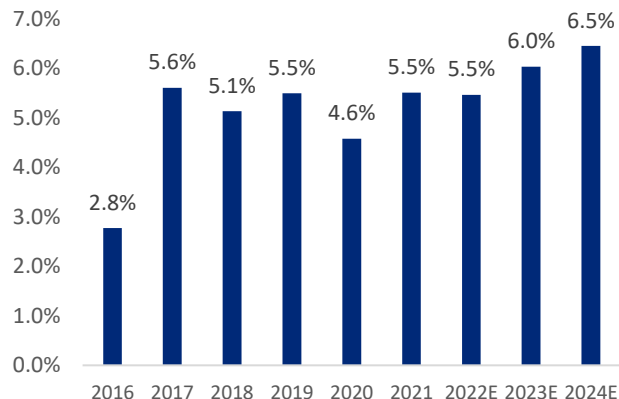
我们预测蒙牛 2022 年的核心经营利润率同比基本持平,但在 2023 年与 2024 年,将随着毛利扩张及费用率降低而同比扩张。

图表 209: 蒙牛核心经营利润与同比增速, 2016-2024E;



E=浦银国际; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 210: 蒙牛核心经营利润率, 2016-2024E



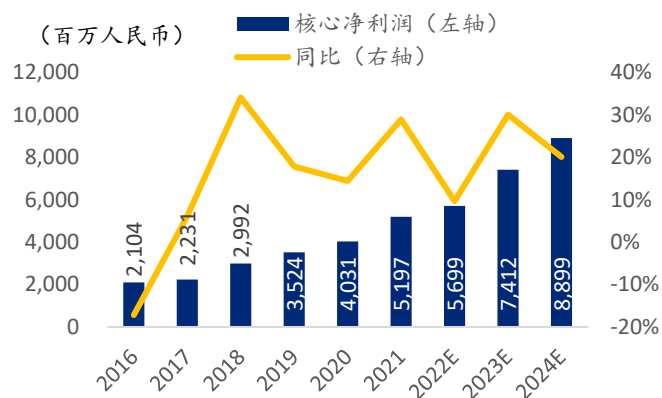
E=浦银国际; 资料来源: 公司数据、浦银国际

(3) 净利润

我们预测蒙牛 2022 年核心净利润同比增长 10%, 核心净利率同比微降。

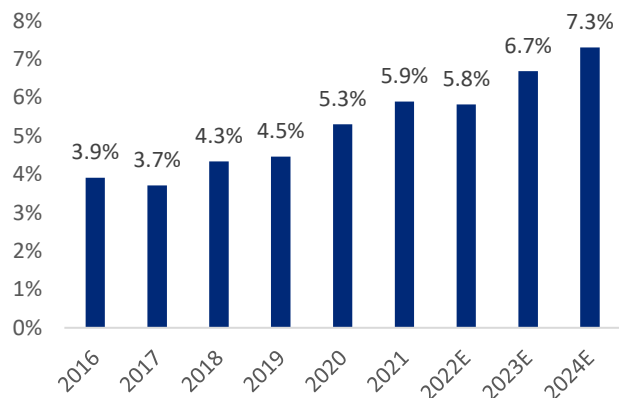
随着收入增长提速及经营利润率的扩张, 我们预计蒙牛 2023 年与 2024 年核心净利润分别同比增长 30%与 20%, 核心净利率同比恢复扩张。

图表 211: 蒙牛核心净利润与同比增速, 2016-2024E;



E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 212: 蒙牛核心净利率, 2016-2024E



E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

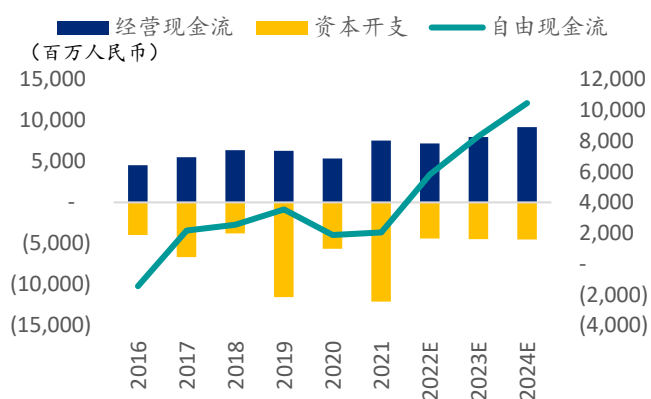
图表 213：杜邦净资产收益率（ROE）分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
毛利率	37.4%	37.6%	37.7%	36.7%	36.8%	37.2%	37.5%
销售、管理费用率	32.2%	32.1%	33.1%	31.2%	31.4%	31.2%	31.1%
EBIT 利润率	5.1%	5.5%	4.6%	5.5%	5.5%	6.0%	6.5%
税前利润/EBIT	1.1	1.3	1.2	1.2	1.3	1.4	1.4
净利润/税前利润	0.8	0.6	1.0	0.9	0.8	0.8	0.8
净利润率	4.3%	4.5%	5.3%	5.9%	5.8%	6.7%	7.3%
资产周转率	1.1	1.1	1.0	1.0	1.0	1.1	1.1
财务杠杆	2.6	2.7	2.5	2.5	2.6	2.4	2.2
ROE	12.5%	13.0%	12.9%	14.9%	14.6%	16.9%	17.8%

E=浦银国际；资料来源：公司数据，浦银国际

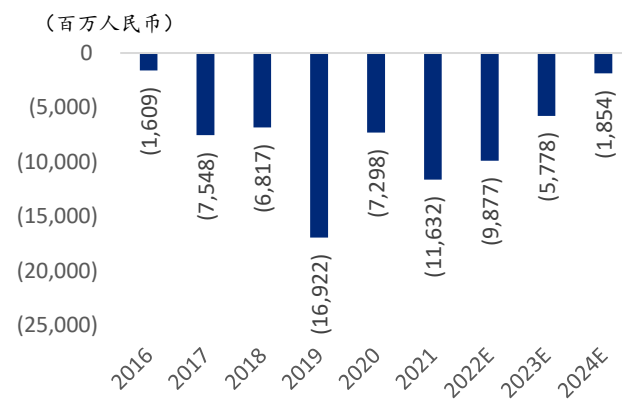
(4) 资产负债表与现金流

图表 214：蒙牛经营现金流、资本开支与自由现金流



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

图表 215：蒙牛的净现金，2016-2024E



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

目标价与估值

考虑到蒙牛在品类发展上存在偏科，我们用 22x 2023E P/E 作为蒙牛的估值（相对伊利目标估值 15% 的折扣、相对国际乳制品企业平均估值 5% 左右的溢价），得到目标价 47.0 港币，潜在升幅 28.8%。我们首次覆盖蒙牛乳业，给予“买入”评级。

风险提示

蒙牛乳业股价可能面对的下行风险包括：

- (1) 原奶及大包粉价格上涨超预期；
- (2) 高端市场份额被对手蚕食；
- (3) 各细分产品线竞争加剧；
- (4) 疫情反复令供应链受阻；
- (5) 突发食品安全问题。

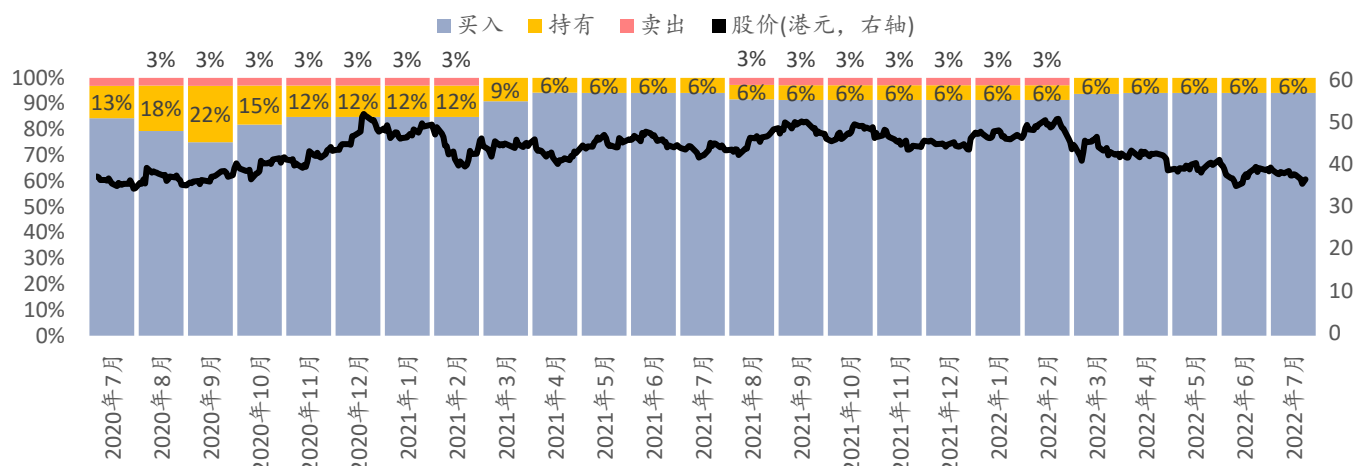
图表 216: SPDBI 目标价: 蒙牛乳业



资料来源: Bloomberg、浦银国际

SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 217：蒙牛乳业市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 218：蒙牛乳业 SPDBI 情景假设



乐观情景：公司收入增长好于预期

目标价：53.8 港元

概率：25%

- 2023 年液态奶销量增速超 15%；
- 原奶价格保持稳定，23 年公司毛利率水平同比提升 80bps；
- 整体费用率增速放缓，23 年同比下降 40bps。

悲观情景：公司收入增长不及预期

目标价：37.6 港元

概率：20%

- 2023 年液态奶销量增速不及 10%；
- 原奶价格提升较快，23 年公司毛利率水平同比持平；
- 整体费用率增速加快，23 年同比上升 20bps。

资料来源：浦银国际

公司背景

● 公司介绍

蒙牛乳业成立于 1999 年，并于 2004 年在港交所挂牌上市（股票代码：2319.HK）。2009 年，中粮集团入股蒙牛乳业，成为其最大单一股东。蒙牛乳业有限公司及子公司于中国生产及销售优质乳制品，并凭借其品牌蒙牛成为了中国领先的乳制品生产商之一。

蒙牛多年来不断提升产品的营养、口味及包装，并推出多种高端功能性产品，丰富产品组合，打造了中国乳制品市场的第一品牌。蒙牛提供多元化的产品，包括液态奶、冰淇淋、奶粉及奶酪产品。各项产品包含：

- **液态奶：**液态奶是公司收入的主要来源，并可分为 UHT 奶、常温酸奶、常温乳饮料、低温酸奶、低温乳饮料及鲜奶。
 - **UHT 奶：**特仑苏、蒙牛纯牛奶、未来星系列、学生奶等；
 - **常温酸奶：**纯甄轻奶酪风味酸奶、纯甄果粒轻奶酪风味酸奶
 - **常温乳饮料：**真果粒；
 - **低温酸奶：**冠益乳、蒙牛北欧芝士风味酸奶、碧悠等；
 - **低温乳饮料：**优益 C、优益 C LC-37；
 - **鲜奶：**每日鲜语鲜牛奶、每日鲜语冷萃鲜咖啡拿铁、现代牧场鲜牛奶。
- **奶粉：**瑞哺恩、Arla 宝贝与我、贝拉米、雅士利成人奶粉；
- **冰淇淋：**随变、蒂兰圣雪、绿色心情、蒙牛冰+、蒙牛俄式奶纯冰淇淋；
- **其他：**爱氏晨曦奶酪；

蒙牛根据市场潜力及产品策略布局产能，截至 2020 年末，蒙牛于全国共设有生产基地 41 个，并分别于澳洲、新西兰及印度尼西亚设有生产基地各 1 个，年产能合共为 990 万吨。

财务上，公司 2021 年收入 881.4 亿元人民币，按产品线来看，液态奶贡献收入 86.6%，冷饮贡献 4.8%。2021 年公司归母净利润 49 亿元，归母净利率 5.6%。

● 前十大股东

图表 219: 蒙牛乳业主要股东

	主要股东	占比(%)
1	中粮集团(香港)有限公司	23.15
2	FIL Limited	8.93
3	Schroders Plc	6.00
4	BlackRock, Inc.	5.05
5	CitiGroup Incorporation	5.02
6	Mitsubishi UFJ Financial Group	4.98
7	UBS Group AG	4.95
8	JPMorgan Chase & CO	4.84
9	Vanguard Group	2.95
10	Oversea Chinese Banking Corporation	1.44

*截至 2022 年 3 月 1 日

资料来源: Bloomberg、浦银国际

● 公司历史

图表 220：蒙牛乳业发展里程碑

时间	里程碑
1999	内蒙古蒙牛乳业（集团）股份有限公司正式成立
2004	于香港联合交易所主板上市（股份编号：2319），成为第一家在海外上市的中国乳制品企业
2005	合作建成中国最大的独立牧场，成为建设中国超大型牧场的乳业先驱
2006	与乳业巨头丹麦阿拉福兹公司合作成立蒙牛阿拉品牌，共同研发优质奶粉产品
2007	成立高科技乳品研究院暨高智能化生产基地，成为国际顶级乳制品研究中心
2009	获得中国最大粮油食品企业—中粮集团及著名私募基金—厚朴投资共同入股，促成中国最大的乳业公司与最大的粮油食品企业的战略联盟
2010	成功收购华北最大酸奶生产商石家庄君乐宝乳业有限公司，在局部竞争区域形成奶源、市场、渠道的协同发展效应，开启产业整合的发展方式，进一步巩固蒙牛在全国酸奶市场的领先地位
2013	蒙牛、中粮集团、达能集团携手加速发展中国酸奶业务；增持现代牧业，强化奶源领先优势；控股雅士利，打造领先婴幼儿奶粉平台
2014	成为首家中国乳制品企业蓝筹股；达能集团成为蒙牛第二大战略股东；新西兰合作项目签约，蒙牛加速国际化布局；成立合资公司，进军植物原饮市场
2016	蒙牛与旗下雅士利完成向达能集团收购从事婴幼儿配方奶粉的多美滋婴幼儿食品有限公司全部股权
2017	增持现代牧业并成为其控股股东，以建立更顺畅的上下游合作关系，确保优质原奶供应
2019	蒙牛完成收购全球知名的澳洲有机婴幼儿配方奶粉及婴儿食品厂商贝拉米（Bellamy's Australia Limited）
2020	认购主营奶牛养殖业务的中国圣牧 11.97 亿股份，认购完成后，蒙牛乳业所持有的股权由 3.83%增至 17.80%，成为公司单一最大股东；蒙牛和可口可乐公司共同设立合资公司“可牛了”，生产创新型牛奶。

资料来源：公司公告、浦银国际

● 公司管理层

图表 221：蒙牛乳业公司管理层

姓名	职位	履历
卢敏放	执行董事兼总裁	卢先生曾担任达能早期生命营养品公司大中华区副总裁，服务达能集团及多美滋婴儿食品有限公司超过 10 年。加入达能集团前，卢先生曾在琼森（中国）有限公司任职达 9 年，并在美国通用电气（中国）服务近 4 年。加入蒙牛集团前，卢先生在销售与市场领域拥有逾 18 年经验，担任总经理或高层管理人员职务超过 7 年。卢先生于上海复旦大学获得学士学位。
孟凡杰	执行董事兼副总裁	历任沈阳香雪面粉股份有限公司总经理、中国粮油食品小麦加工事业部总经理助理、副总经理、中国粮油项目管理部总经理、成都产业园总经理、华粮集团副总经理、中粮贸易副总经理、中粮集团党群工作部副部长（主持工作）等职务。孟先生毕业于清华大学，持有电子磁场与微波技术专业硕士学位。
张平	副总裁兼首席财务官	北京信息科技大学管理工程专业毕业，研究生学历。张先生于 2014 年加入本集团。他在快速消费品行业累积超过 25 年经验，专责营运、财务及审计之管理及风险监控。张先生曾就职于太古饮料公司，历任内审及系统发展经理、财务总监、装瓶厂总经理，及可口可乐装瓶商生产控股有限公司首席执行官。张先生也分别为香港上市公司雅士利、中国现代牧业及中国圣牧有机奶业有限公司非执行董事。
高飞	高级副总裁、常温事业部负责人	高先生于 1999 年加入蒙牛集团，历任销售部区域经理、中心经理、销售总监、总经理等职，参与创造了蒙牛份额迅速领先行业的业绩。高先生拥有丰富的乳制品销售及营销推广实战经验，于 2016 年他获委任为常温事业部副总裁，现全面负责本集团核心业务的经营管理工作。高先生于山东大学取得学士学位，再于清华大学获得高级管理人员工商管理硕士学位。
温永平	副总裁、低温事业部负责人	1999 年加入蒙牛集团。温先生毕业于内蒙古农业大学，获食品工程硕士学位。温先生历任本集团生产指挥中心总经理、营运助理副总裁、奶源管理副总裁等职务，在生产运营管理及奶源管理领域经验丰富。
罗彦	副总裁、发展业务负责人	2017 年加入蒙牛集团。罗先生先后毕业于中国纺织大学及复旦大学，分别获得纺织工程学士、工商管理硕士学位。罗先生于 1999 年加入通用磨坊食品中国公司，任全国销售总监；于 2008 年担任大中华区副总裁，分管大中华区湾仔码头事业部和中国区销售。2013 年，罗先生于通用磨坊明尼苏达总部担任哈根达斯全球事业部总监一职，并于 2014 年继续担任通用磨坊大中华区副总裁，负责中国区销售，并兼负责哈根达斯零售和餐饮事业部。
张朝旭	副总裁、人力资源管理负责人	2017 年加入蒙牛集团。其先后毕业于东南大学及天津大学，分别获得工科学士与管理学硕士研究生学历。张先生自 1996 年至 2012 年期间先后加入多家世界五百强企业担任人力资源管理岗位，于 2013 年加入华夏幸福股份有限公司，任城市发展集团人力资源中心总经理，2015 年加入葛兰素史克（中国）投资有限公司，任消费者保健品业务中国区人力资源总监。
戴路	副总裁、研发部负责人	2019 年加入蒙牛集团。加入蒙牛集团前，戴女士先后服务于可口可乐公司和百事可乐公司全球研发中心，在全球研发领域有超越 20 年的经验。在 2018 年自百事可乐公司离职时是大中华区及亚太区高级研发总监。加入本集团前她自由创业，为蒙牛集团及多家中国和东南亚的食品饮料公司提供产研发相关咨询服务。戴女士毕业于复旦大学和同济大学，获得硕士学位。
杨志刚	副总裁、集团安全质量部负责人	2017 年加入蒙牛集团，先后毕业于华中农业大学及华中师范大学，分别获得食品科技与工程学士、经济学硕士学位。杨先生于 1995 年加入湖北省出入境检验检疫局，任副科长、科长、办公室副主任；2002 年加入国家认证认可监督管理委员会注册管理部，任调研员、处长、副巡视员；2013 年加入中粮集团，任质量安全管理部总经理、副总监、审计与法律风控部副总监。
李鹏程	副总裁、集团事务负责人／集团办公室主任	2018 年加入蒙牛集团。李先生先后毕业于北京大学信息管理系科技情报专业及天津大学，分别获得硕士学位及管理学博士学位。李先生曾就职于中央网络安全和信息化委员会办公室工作，任网络应急管理和网络舆情局巡视员、副局长兼中国互联网违法和不良信息举报中心主任（正局级）。
Stephen Maher	副总裁、国际事业部负责人	于 2020 年加入蒙牛集团。Maher 先生毕业于悉尼大学，取得学士学位。他曾在亿滋国际和嘉士伯啤酒担任中国区总裁职位，在中国工作 20 年，持续深耕快速消费品行业，在跨国企业管理和多元文化管理方面具有丰富的经验。Maher 先生现全面领导本集团国际事业部东南亚业务部、印度尼西亚业务部、大洋洲事务部、澳大利亚贝拉米业务部开展国际工作。
郭伟昌	财务总监兼公司秘书	于 2007 年加盟蒙牛集团。在加盟蒙牛集团前，郭先生曾任一间香港上市公司的财务总监，并曾于一间国际会计师事务所工作。郭先生毕业于香港理工大学，取得会计学学士学位，亦为香港会计师公会会员及英国特许公认会计师公会资深会员。

资料来源：公司年报、浦银国际

● 财务报表

图表 222：蒙牛乳业利润表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	76,035	88,141	97,876	110,833	121,900
同比	-3.8%	15.9%	11.0%	13.2%	10.0%
营业成本	-47,406	-55,752	-61,826	-69,574	-76,173
毛利润	28,629	32,390	36,050	41,259	45,727
毛利率	37.7%	36.7%	36.8%	37.2%	37.5%
销售及管理费用	-25,147	-27,528	-30,698	-34,566	-37,857
经营利润	3,482	4,862	5,352	6,693	7,871
经营利润率	4.6%	5.5%	5.5%	6.0%	6.5%
其他收入	886	1,563	730	730	730
财务收入	812	284	218	682	1,008
其他营业收入（支出）	-1,026	-841	771	1,092	1,433
利润总额	4,155	5,868	7,071	9,197	11,043
所得税	-653	-905	-1,202	-1,563	-1,877
所得税率	-15.7%	-15.4%	-17.0%	-17.0%	-17.0%
净利润	3,502	4,964	5,869	7,633	9,165
减：少数股东损益	23	-62	-170	-221	-266
归母净利润	3,525	4,902	5,699	7,412	8,899
归母净利率	4.6%	5.6%	5.8%	6.7%	7.3%
同比	-14.1%	39.1%	16.3%	30.1%	20.1%
核心归母净利润	4,031	5,197	5,699	7,412	8,899
核心归母净利率	5.3%	5.9%	5.8%	6.7%	7.3%
同比	14.4%	28.9%	9.7%	30.1%	20.1%

资料来源：公司数据、浦银国际预测

图表 223：蒙牛乳业资产负债表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	11,647	11,420	12,123	15,222	18,146
应收票据及应收账款	2,988	4,160	3,771	4,281	4,716
预付款项	3,605	4,286	4,414	4,547	4,683
短期金融资产投资	7,752	4,667	5,935	5,000	5,000
存货	5,512	6,485	6,276	7,079	7,764
其他流动资产	2	2	2	2	2
流动资产合计	31,507	31,020	32,521	36,130	40,312
固定资产	12,547	17,335	19,018	20,388	21,505
在建工程	2,729	2,619	2,619	2,619	2,619
使用权资产	1,848	2,142	2,142	2,142	2,142
长期预付款项	761	463	400	400	400
无形资产	7,717	7,999	7,999	7,999	7,999
商誉	4,883	4,858	4,858	4,858	4,858
附属公司投资	9,124	15,794	16,423	17,355	18,789
备供出售金融资产	7,690	14,236	14,236	14,236	14,236
其他非流动资产	1,341	1,635	1,163	1,163	1,163
非流动资产合计	48,640	67,081	68,857	71,160	73,711
短期借款	4,924	4,265	4,000	4,000	4,000
应付票据及应付账款	7,969	8,804	8,851	9,984	10,950
其他应付款	11,466	14,576	14,576	14,576	14,576
其他流动负债	1,785	1,426	1,426	1,426	1,426
流动负债合计	26,144	29,072	28,854	29,986	30,952
长期借款	14,020	18,786	18,000	17,000	16,000
其他非流动负债	2,734	8,244	8,244	8,244	8,244
非流动负债合计	16,754	27,030	26,244	25,244	24,244
股本及储备	33,134	36,826	41,018	46,679	53,301
少数股东权益	4,113	5,174	5,263	5,381	5,526
所有者权益合计	37,248	41,999	46,281	52,061	58,827

资料来源：公司数据、浦银国际预测

图表 224：蒙牛乳业现金流量表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
税前利润	4,155	5,868	7,071	9,197	11,043
固定资产折旧	2,137	2,396	2,741	3,103	3,413
财务费用	-512	-284	-209	-672	-1,008
外汇损益	-300	0	0	0	0
资产处置损失	506	295	0	0	0
减值准备	253	392	0	0	0
附属公司收益	-426	-693	-771	-1,092	-1,433
存货的减少	-515	-616	209	-803	-685
经营性应收项目的减少	-555	-1,975	260	-642	-572
经营性应付项目的增加	2,245	3,395	47	1,133	966
税金	-753	-903	-1,202	-1,563	-1,877
其他	-888	-331	-969	-695	-660
经营活动产生的现金流量净额	5,348	7,545	7,178	7,965	9,185
资本开支	-5,638	-12,089	-4,000	-4,000	-4,000
投资支付的现金	9,236	-5,076	-1,268	935	0
利息收入	947	1,234	1,177	1,367	1,668
其他	277	492	255	-315	-531
投资活动产生的现金流量净额	4,822	-15,440	-3,836	-2,012	-2,862
取得借款收到的现金	-3,927	8,013	-1,052	-1,000	-1,000
收到其他与筹资活动有关的现金	283	214	0	0	0
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	-785	-1,077	-1,587	-1,854	-2,399
其他	-141	-377	0	0	0
筹资活动产生的现金流量净额	-4,571	6,773	-2,639	-2,854	-3,399
现金及现金等价物净增加额	5,427	-1,134	703	3,099	2,924
期初现金及现金等价物余额	6,476	11,397	11,217	11,920	15,019
期末现金及现金等价物余额	11,904	10,263	11,920	15,019	17,942

资料来源：公司数据、浦银国际预测

光明乳业 (600597.CH): 全国化扩张道阻且长

我们认为,光明乳业的光辉过去受制于低温奶的特质所带来的局限性,目前虽在华东地区拥有忠诚的客户群体,但未来我们期待光明能够在市场规模和盈利水平之间找到更好地平衡点。我们首次覆盖光明乳业(600597.CH),首予“持有”评级,目标价为12.6港元。

- **昔日乳业龙头,今日区域寡头:**作为中国乳业昔日的龙头,光明过去20年聚焦发展低温产品,限制了其向华东以外区域扩张的步伐,导致市场规模与伊利、蒙牛间的差距被不断拉大。然而,光明优良的产品品质、完善的服务、良好的口碑都帮助公司在华东地区(尤其是上海)建立起极高的客群忠诚度与粘性,构筑了强大的护城河。这也确保了光明在中国市场稳定的收入与利润率水平。
- **低温奶龙头扩张之路道阻且长:**巴氏杀菌工艺,决定了低温巴氏奶必须在低温环境下生产、运输及销售,且保质期远远短于常温奶(通常在7-10天左右)。这大幅限制了低温奶销售与生产之间的距离。我们认为,光明未来若要持续向全国扩张,仍需进一步配备1)更发达的冷链物流;及2)更全国化的奶源布局。
- **市场规模还是盈利水平,鱼与熊掌能否兼得?**光明若要提升销售规模、扩大市场份额,广告宣传和市场营销必不可少。然而,冷链物流和仓储要求导致光明的运输费用远高于主要竞争对手,很大程度上限制了其对品牌和市场的投放力度。如何在保证盈利能力的前提下,加大品牌与市场投入,是光明长期需要面对的挑战。
- **估值:**我们用22x 2023E P/E作为光明的估值(相对伊利目标估值15%的折扣、相比大型国际食品饮料企业平均估值5%左右的溢价),得到目标价12.6人民币。
- **投资风险:**1)整体行业需求放缓;2)华东地区市场竞争加剧;3)低温奶市场份额被对手蚕食;4)原材料价格上涨高于预期。

图表 225: 盈利预测和财务指标

百万人民币	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	25,266	29,206	31,972	35,048	38,690
同比变动 (%)	12.0%	15.6%	9.5%	9.6%	10.4%
股东应占净利	608	592	685	766	916
同比变动 (%)	22.0%	-2.5%	15.6%	11.8%	19.6%
PE (X)	25	26	25	22	19
ROE (%)	9.6%	5.9%	6.8%	8.4%	9.3%

E=浦银国际预测;资料来源:公司公告、浦银国际

2022年8月1日

评级

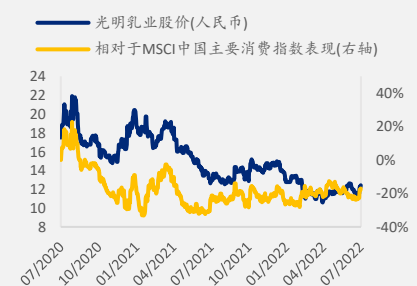
持有

目标价(人民币)	12.6
潜在升幅/降幅	+1.4%
目前股价(人民币)	12.4
52周内股价区间(人民币)	10.2-15.42
总市值(百万人民币)	17,040
近3月日均成交额(百万人民币)	175

市场预期区间



股价表现



注:截至2022年7月28日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

浦银国际

首次覆盖

光明乳业 (600597.CH): 全国化扩张道阻且长

财务报表分析与预测 - 光明乳业

利润表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	25,266	29,206	31,972	35,048	38,690
同比	12%	16%	9%	10%	10%
营业成本	-19,695	-23,846	-25,679	-28,024	-30,895
税金及附加	-86	-104	-113	-124	-137
GPM	5,485	5,256	6,180	6,899	7,658
毛利率	21.7%	18.0%	19.3%	19.7%	19.8%
销售费用	-3,274	-3,650	-4,236	-4,592	-5,047
管理费用	-826	-814	-924	-997	-1,092
其他经营收入及收益	-73	-89	-93	-101	-112
经营利润	1,312	703	927	1,208	1,407
经营利润率	5.2%	2.4%	2.9%	3.4%	3.6%
营业外收入	34	83	83	83	83
营业外支出	-73	-40	-40	-40	-40
其他营业收入 (支出)	-262	-126	-144	-149	-148
利润总额	1,157	700	906	1,182	1,382
所得税	-372	-133	-181	-236	-276
所得税率	-32.1%	-19.0%	-20.0%	-20.0%	-20.0%
净利润	785	567	725	946	1,106
减: 少数股东损益	-178	25	-40	-180	-190
归母净利润	608	592	685	766	916
归母净利率	2.4%	2.0%	2.1%	2.2%	2.4%
同比	22.0%	-2.5%	15.6%	11.8%	19.6%

资产负债表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	2,949	3,206	2,766	3,245	4,136
应收票据及应收账款	1,815	1,914	2,041	2,238	2,470
预付款项	525	555	607	666	735
其他应收款	253	46	46	46	46
存货	2,862	3,115	2,862	2,862	2,862
其他流动资产	3,522	3,548	3,109	3,587	4,478
流动资产合计	8,977	9,178	8,666	9,400	10,592
长期股权投资	115	130	130	130	130
固定资产	8,370	8,067	7,850	7,600	7,316
在建工程	676	1,440	1,440	1,440	1,440
无形资产	460	571	696	818	937
商誉	546	827	827	827	827
递延所得税资产	246	129	129	129	129
其他非流动资产	921	3,108	4,460	5,045	5,409
非流动资产合计	11,333	14,272	15,533	15,989	16,188
短期借款	1,314	713	748	786	825
应付票据及应付账款	2,988	3,315	3,393	3,703	4,083
合同负债	890	1,025	1,025	1,025	1,025
应付职工薪酬	477	476	521	571	630
应交税费	372	170	170	170	170
其他应付款	2,507	2,540	2,540	2,540	2,540
其他流动负债	458	450	450	450	450
流动负债合计	9,007	8,689	8,849	9,246	9,724
长期借款	477	910	1,001	1,101	1,211
应付债券	834	775	775	775	775
其他非流动负债	1,076	2,724	2,724	2,724	2,724
非流动负债合计	2,388	4,409	4,500	4,600	4,711
股本	2,914	4,298	4,298	4,298	4,298
储备	3,365	3,563	4,021	4,533	5,146
少数股东权益	2,636	2,491	2,531	2,711	2,901
所有者权益合计	8,915	10,352	10,850	11,542	12,345

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

现金流量表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	785	567	725	946	1,106
固定资产折旧	912	893	1,005	1,168	1,331
无形资产摊销	18	14	18	21	24
财务费用	131	56	-75	-81	-80
存货的减少	-447	-248	252	0	0
经营性应收项目的减少	-469	92	-136	-211	-257
经营性应付项目的增加	922	299	124	360	439
其他	305	386	531	669	762
经营活动产生的现金流量净额	2,159	2,058	2,444	2,873	3,324
资本开支	-1,880	-2,383	-2,860	-2,360	-2,360
投资支付的现金	-49	-25	0	0	0
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	-222	-645	0	0	0
其他	301	458	0	0	0
投资活动产生的现金流量净额	-1,850	-2,595	-2,860	-2,360	-2,360
吸收投资收到的现金	652	1,968	0	0	0
取得借款收到的现金	2,936	1,060	127	138	149
收到其他与筹资活动有关的现金	0	0	0	0	0
偿还债务支付的现金	-3,143	-1,631	0	0	0
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	-280	-281	-151	-172	-223
其他	0	-334	0	0	0
筹资活动产生的现金流量净额	165	783	-24	-35	-74
现金及现金等价物净增加额	469	242	-437	479	891
期初现金及现金等价物余额	2,480	2,961	3,203	2,766	3,245
期末现金及现金等价物余额	2,949	3,203	2,766	3,245	4,136

财务和估值比率

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
每股数据 (人民币)					
摊薄每股收益	0.50	0.48	0.50	0.56	0.66
每股销售额	20.78	23.67	23.19	25.42	28.06
每股股息	0.16	0.14	0.16	0.18	0.22
同比变动					
收入	12.0%	15.6%	9.5%	9.6%	10.4%
经营溢利	-2.7%	-46.4%	31.8%	30.4%	16.4%
归母净利润	22.0%	-2.5%	15.6%	11.8%	19.6%
费用与利润率					
毛利率	21.7%	18.0%	19.3%	19.7%	19.8%
经营利润率	5.2%	2.4%	2.9%	3.4%	3.6%
归母净利率	2.4%	2.0%	2.1%	2.2%	2.4%
回报率					
平均股本回报率	9.6%	5.9%	6.8%	8.4%	9.3%
平均资产回报率	4.1%	2.6%	3.0%	3.8%	4.2%
资产效率					
应收账款周转天数	24.7	23.3	23.3	23.3	23.3
库存周转天数	-47.9	-45.7	-45.7	-45.7	-45.7
应付账款周转天数	-51.0	-48.2	-48.2	-48.2	-48.2
财务杠杆					
流动比率 (x)	1.0	1.1	1.0	1.0	1.1
速动比率 (x)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
现金比率 (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2
负债/ 权益	1.3	1.3	1.2	1.2	1.2
估值					
市盈率 (x)	24.8	25.8	25.0	22.3	18.7
市销率 (x)	0.6	0.5	0.5	0.5	0.4
股息率	1.3%	1.1%	1.3%	1.5%	1.8%

光明乳业（600597.CH）：全球化扩张道阻且长

昔日乳业龙头，今日区域寡头

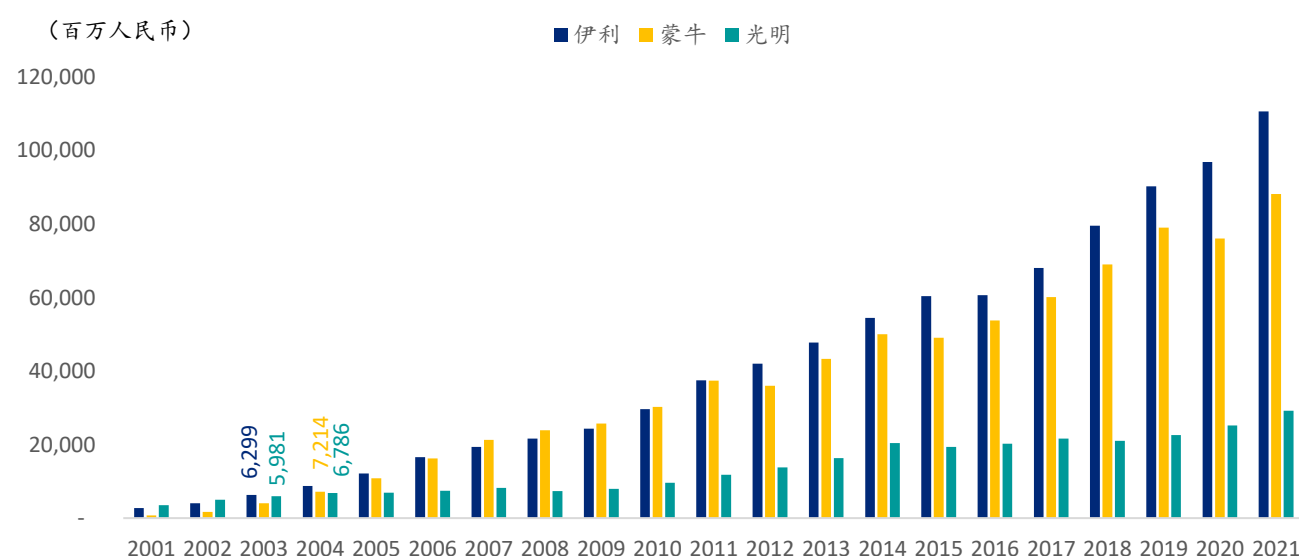
在上世纪，光明凭借着送奶入户服务和长三角地区较其他地区更高的消费能力，成为全国乳制品市场的领军者。2002 年，光明乳业的营收超过 50 亿人民币，远超当年的伊利，而蒙牛营收更是未及光明一半。在这光环下，光明在上交所成功挂牌，成为中国乳业第一股。

一直以来，光明的液态奶产品都以低温巴氏奶为主。建国之初，光明的低温巴氏奶独占上海市场，产品满足了几代上海人的饮奶需求。随着冷链的发展，光明又逐渐将业务延展至江浙地区。

然而，1997 年伊利将常温奶产品带到了中国，挑战也随之而来。常温奶更长的保质期大幅扩大了运输半径、减小了运输成本。凭借常温奶的这一优势，伊利与蒙牛迅速抢占市场份额，并将渠道拓展至全国。

光明则一直坚持聚焦低温巴氏奶品类，也使其市场规模扩张速度大幅落后于对手。伊利与蒙牛分别于 2003 年和 2004 年反超光明的收入规模，建立起如今双巨头的市场格局，而光明只能长期居于行业第三的位置。

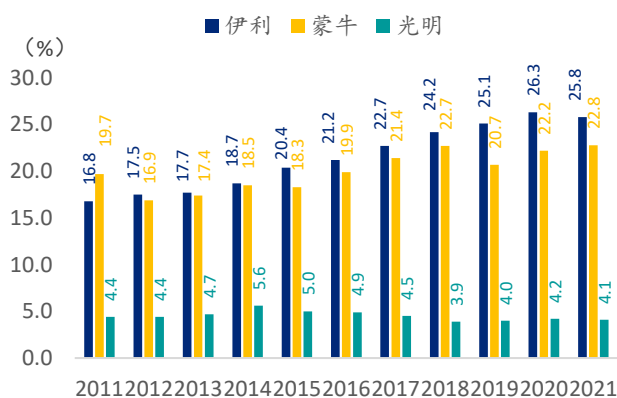
图表 226：2001-2021 年伊利、蒙牛、光明收入规模比较



资料来源：公司数据、浦银国际

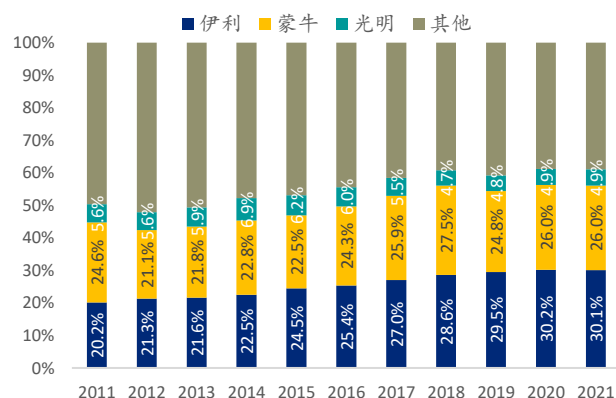
随着常温奶逐渐占据中国乳制品市场绝大部分的市场份额，光明乳业与伊利和蒙牛的差距也不断扩大，2021 年，光明乳业的中国乳制品和液态奶市场份额为分别为 4.1%和 4.9%，远低于伊利与蒙牛。

图表 227：伊利、蒙牛及光明乳制品市场份额



资料来源：Euromonitor、浦银国际

图表 228：伊利、蒙牛及光明液态奶市场份额



资料来源：Euromonitor、浦银国际

尽管过去 20 年里，光明的发展速度远慢于伊利与蒙牛，但作为低温白奶的龙头，光明在上海以及长三角地区具有难以撼动的地位与市场份额。我们估算，2021 年光明在上海的市场份额高达 28%。

除了高品质和有创新力的产品外，我们认为光明在长三角地区绝对的统治地位，离不开其成熟的送奶入户体系。上世纪末，为了保证低温奶的新鲜度和安全性，光明在长三角地区打造了健全的入户渠道（包括奶站），并由送奶工每日将新鲜的低温牛奶产品送到客户家中。

图表 229：光明随心订 APP



资料来源：随心订 APP、浦银国际

图表 230：光明随心订送奶车



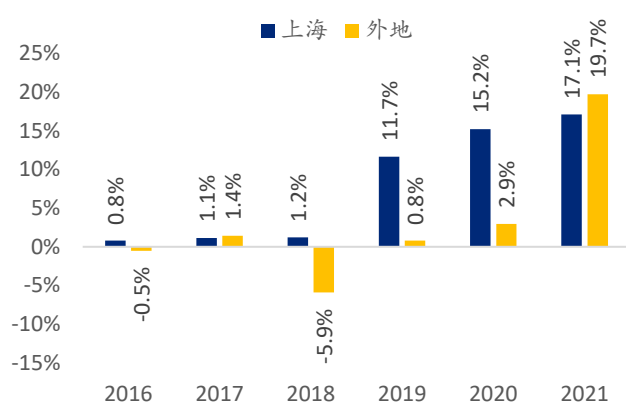
资料来源：中国日报、浦银国际

2011 年，公司推出“随心订”服务，对送奶入户服务进行更加人性化的服务提升。一改以往的订购流程，提供“随心订、随地付、随意选、随心换”的便利服务，也是光明低温产品销售的主要渠道。按 2019 年公司数据，“随心订”贡献了约 8% 的收入。

过去 30 多年里，光明高质量的产品、完善的服务以及良好的口碑，都帮助公司在华东地区（尤其是上海）建立起稳定的市场与粘性极高的客群，与此同时，也在当地也培养了消费者购买和饮用低温奶的习惯。这帮助公司在华东地区构筑了强大的护城河。过去 5 年里，光明在上海的增速持续优于其在上海以外地区的增速。

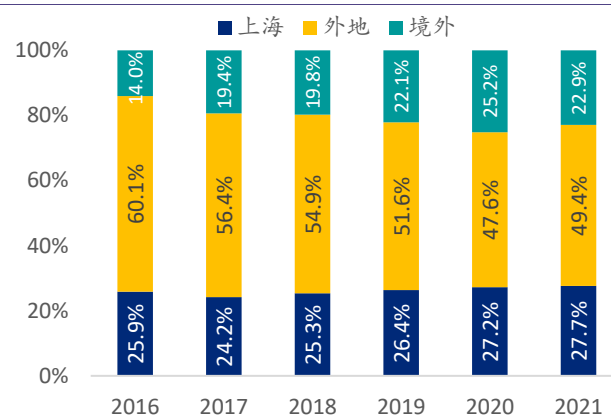
归功于稳定的基本盘市场，在疫情期间，光明的主营业务（不包括新莱特）依然能够维持稳定的收入与净利润水平。

图表 231：光明在上海和外地市场收入同比增速



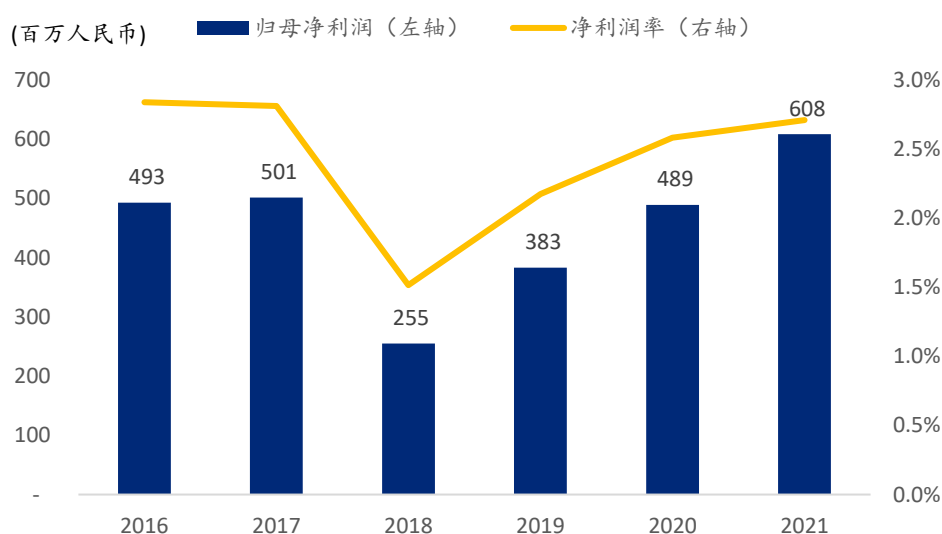
资料来源：公司数据、浦银国际

图表 232：光明收入按地区分布



资料来源：公司数据、浦银国际

图表 233：光明主营业务（不包括新莱特）归母净利润及净利润率，2016-2021

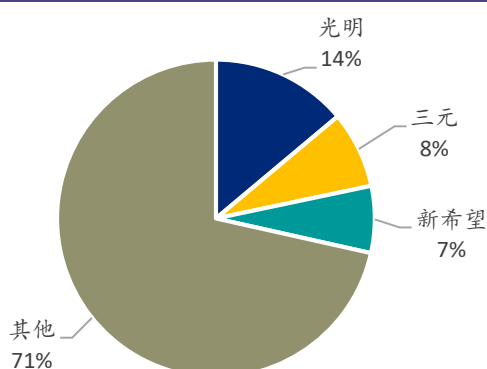


资料来源：公司数据，浦银国际

低温奶龙头的扩张之路道阻且长

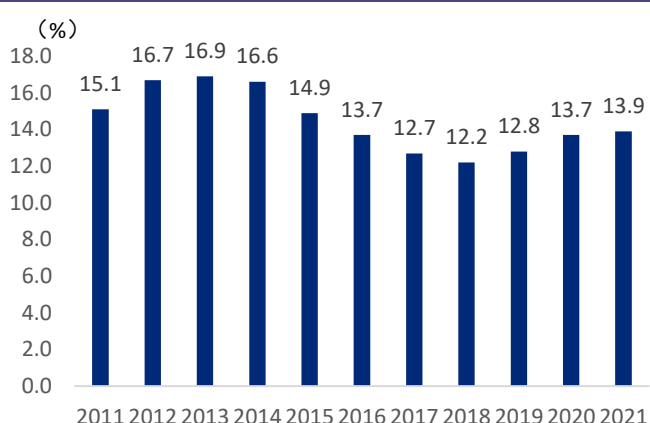
尽管光明整体的收入规模与伊利蒙牛存在较大差距，但在低温巴氏奶领域，光明依然是全国市场的龙头，市占率长期维持在 13% 左右。另外，作为光明长期聚焦的品类，我们估计，2021 年，低温巴氏奶对光明乳业的收入贡献达 25% 左右。

图表 234：中国巴氏奶市场份额分布，2021



资料来源：Euromonitor、浦银国际

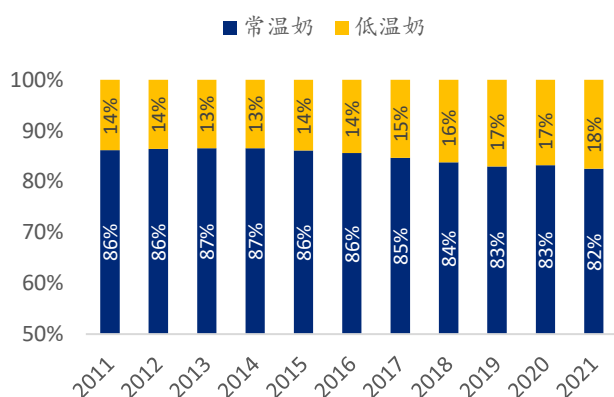
图表 235：光明在中国低温巴氏奶的市场份额变化



资料来源：Euromonitor、浦银国际

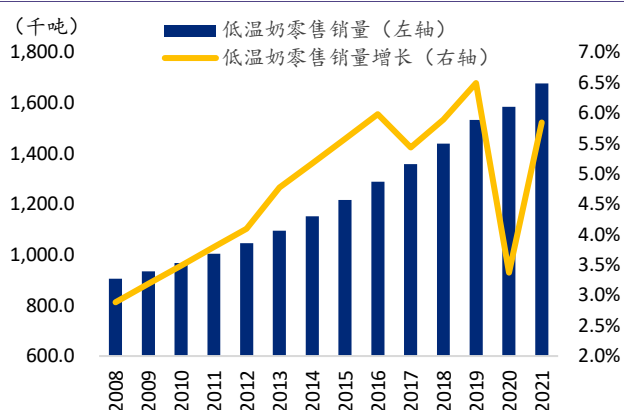
近几年间，随着消费者的消费升级以及健康意识的提升，低温巴氏奶的市场规模稳步增长，在整体白奶市场中的占比也持续提升。

图表 236：中国白奶零售额分布：常温白奶与低温白奶



资料来源：Euromonitor、浦银国际

图表 237：中国低温奶销量及增长



资料来源：Euromonitor、浦银国际

作为中国低温乳制品龙头企业，我们认为，光明有望借助其丰富的低温产品矩阵以及较高的品牌力，从而受益于低温巴氏奶市场需求持续提升的大趋势。

图表 238：光明低温奶产品矩阵

(元/950ml)				
大众	光明	光明0脂肪		
	15.3	16.5		
中端				
	优倍	优倍浓醇新鲜屋	优倍0脂肪	优倍0乳糖
	22.8	26.9	23.5	24.5
高端				
	致优	致优有机	致优A2b-酪蛋白活性营养	致优娟珊牛
	32.8	38.8	61.1	49.9
				

资料来源：京东、淘宝、浦银国际

然而我们也意识到，过去 20 年里，光明乳业聚焦低温巴氏奶，也阻碍了其全国化道路。这主要是因为巴氏杀菌技术没有完全将白奶中的细菌灭活，因而低温奶必须在低温环境下生产、运输及销售，且保质期远短于常温奶（通常在 7-10 天左右）。这就大幅限制了低温奶的销售与生产之间的距离。

受制于生产运输距离和冷链运输的成本等，目前主要低温奶企业尚无法成为全国性企业，势力范围仅局限于特定区域（比如：光明集中在上海周边区域、三元在北京周边区域等）。在我们看来，未来，光明的低温产品如果要持续向全国区域扩张，进一步配备以下两点至关重要：

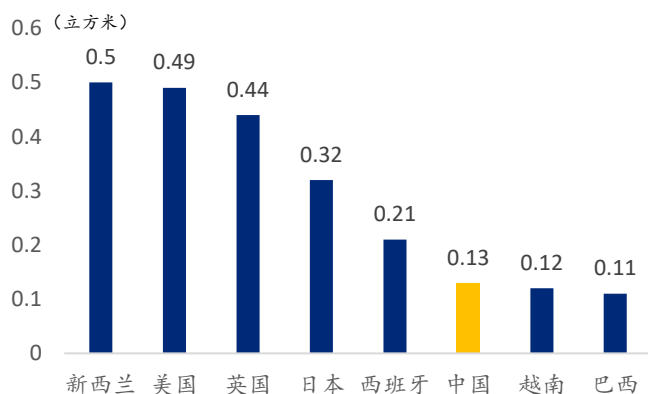
- （1）更发达的冷链物流；
- （2）更全国化的奶源布局。

更发达的冷链物流

受益于中国政府颁布一系列鼓励政策，在过去十几年里，中国的冷链运输仓储能力已有了长足发展。但相比发达国家，中国总体冷链物流水平目前有待发展。截至 2018 年，中国人均冷库仓储容积仅 0.13 立方米，较发达国家仍有很大的差距。

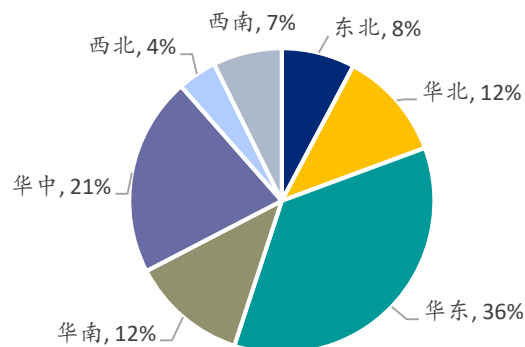
另一方面，中国冷链仓储资源分布不均，更多集中在经济较为发达的地区。这也限制了低温乳制品对经济相对落后区域的渗透。

图表 239：中国冷库容量与世界各国比较，2018



资料来源：国际冷藏仓库协会（IARW）、浦银国际

图表 240：中国各地区冷库容量占比，2019



资料来源：Wind、浦银国际

早在 2003 年，光明就整合自身物流体系并成立“领鲜物流”，建立起自己的乳制品冷链物流运输网络。但由于光明乳业立足长三角的定位，自身的冷链物流体系也仅打通了长三角地区，未触及全国网络。

图表 241：光明领鲜物流



资料来源：搜狐、浦银国际

图表 242：光明全产业链



资料来源：公司官网、浦银国际

我们认为，光明要持续扩张自己的低温乳制品版图，在当地建立起完善的物流体系尤为关键，保证自己的低温产品能够在尽可能短的时间内抵达销售终端。但这也意味着更大的资本开支及更长的投资回报周期。

全国化奶源布局

但就算有冷链运输体系的加持，低温奶的保质期仅为 7-10 天。根据公司测算，在保证货架天数及货品质量的同时，经济最大化的可运输半径仅为 600-700 公里。也就是说，将低温奶产品进行全国化推广，需要公司掌握的奶源足够多、分布足够分散。

近年来，光明通过收购上游牧场拓展奶源分布，为其全国化进行布局。目前已在华中、华东、华北及西北地区拥有奶源。这为光明扩大低温奶的销售半径，向长三角以外的区域扩张打下了坚实的基础。

图表 243：光明牧场分布



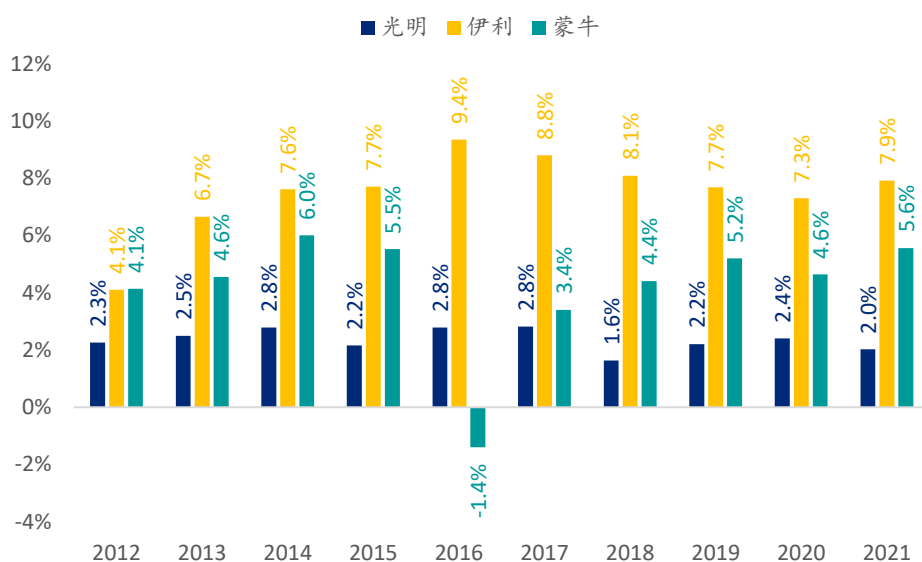
资料来源：公司资料、浦银国际

市场规模还是盈利水平，鱼与熊掌能否兼得？

我们认为，如何在市场规模和盈利水平之间寻求平衡，是光明一直以来需要面对的主要挑战。

低温液态奶对物流和仓储有极高的冷链要求，因此，它的利润率要低于常温奶。这导致了光明的盈利水平相比对手处于较低的水平。过去 10 年，光明的净利润率基本上维持在 2-3% 的范围，低于伊利与蒙牛。

图表 244：光明与伊利蒙牛净利润率比较

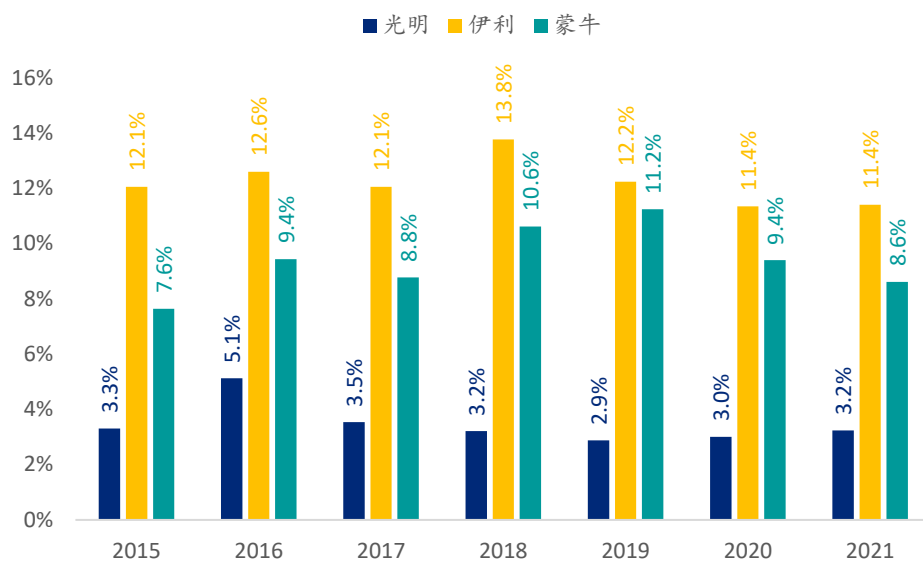


资料来源：公司数据，浦银国际

作为乳制品品牌，想要提升销售规模、扩大市场份额、占领消费者心智，品牌广告宣传和市场营销投入必不可少。这也是为什么伊利与蒙牛在如此大的市场规模下，过去几年依然大力加大广告宣传与营销费用。

然而，光明较低的净利润率，很大程度上限制了对品牌 and 市场的投放力度。相比伊利蒙牛，光明的广告宣传营销费率要远低于对手，绝对值水平更是如此。若光明将广告宣传营销费率提升到伊利的水平，则难以维持盈利水平。

图表 245：伊利、蒙牛与光明的广告宣传营销费率



资料来源：公司数据，浦银国际

然而，与伊利蒙牛广撒网赞助各种爆款综艺与体育赛事不同，在有限的预算下，光明选择赞助项目需要更为谨慎和精准。这对管理层的战略与眼光提出了很高的要求。

继 2020 年赞助了央视《故事里的中国》获得白玉兰奖后，光明在 2021 年再次携手央视独家冠名赞助了《典籍里的中国》，同样收获了不错的反响。

图表 246：光明赞助央视《故事里的中国》



资料来源：央视官网、浦银国际

图表 247：光明独家冠名赞助《典籍里的中国》



资料来源：光明微博、浦银国际

海外优质奶源资产引致业绩波动

2008 年三聚氰胺事件持续发酵，中国消费者对国内奶源及乳制品的信任度降低。在这个契机下，光明决定向外扩张，取得国外优质奶源，希望以此重新获取消费者对品牌质量的信赖。光明是中国第一个尝试走向国门，抢占国外优质奶源的乳企。

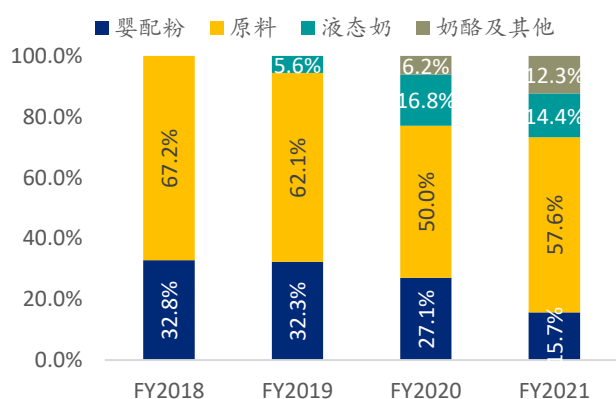
2010 年，光明乳业以 8,200 万新西兰元成功收购新西兰第三大乳企新莱特 51% 的新增股份。至此，公司完成了“走出去”的既定目标——获得了来自新西兰的优质奶源，同时也拥有了国际知名品牌的加持。

2013 年 7 月，新莱特正式在新西兰证券交易所挂牌上市，也是中国海外收购案中第一个成功推动被收购企业在海外上市的项目。新莱特上市后，受股权稀释的影响，光明乳业持股比例下降至 39.12%，但仍是该公司最大单一股东。

新莱特主营业务以大包粉及婴幼儿配方奶粉代加工为主，2022 财年上半年（2021 年 8 月至 2022 年 1 月）销量占比分别为 62% 和 12%，近年新增自营的奶酪和液态奶业务为当地商超供货。

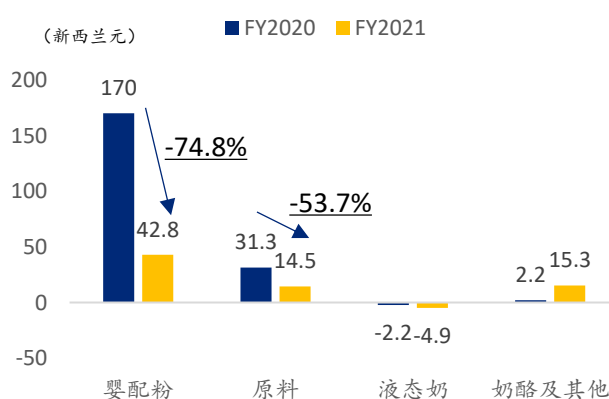
其中，婴配粉代加工业务主要是为国际奶粉品牌 A2 提供奶粉代加工。公司在 2022 年以前曾是 A2 独家供应商，此部分的业务收入与 A2 的销售情况紧密相关。A2 在疫情期间订单量的下滑也使新莱特的婴配粉代加工业务在过去两年的收入占比持续缩水。

图表 248：新莱特主营业务销量分布



资料来源：公司数据、浦银国际

图表 249：新莱特主营业务毛利润



资料来源：公司数据、浦银国际



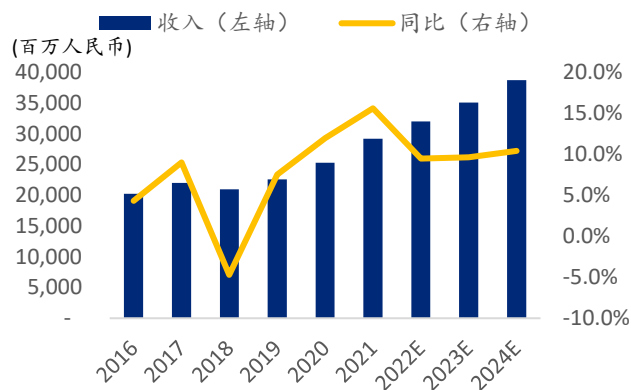
另一方面，基于新莱特与 A2 的长期合作关系，公司在未考虑原奶价格上涨因素下，对售价进行提前锁定，导致其 FY21 年婴配粉加工业务毛利润大幅下降 75%。另外，公司原料业务的毛利润也由于成本的大幅上升而同比下降 54%。这两点对新莱特的总体利润带来巨大的冲击，直接使公司 FY21 财年出现亏损。

2021 年，A2 收购了 Mataura Valley 公司 75% 的股权。我们认为 A2 未来会将部分的婴配粉代加工从新莱特转去 Mataura Valley，从而导致新莱特的婴配粉代加工业务的收入规模继续下降。但新莱特方面也在持续开发新的客户，希望可以减小对 A2 的依赖。

我们认为，FY22 财年，在新莱特对婴配粉产品的价格进行调整以后，公司利润率将有所回升，但收入表现依然有较大不确定性。

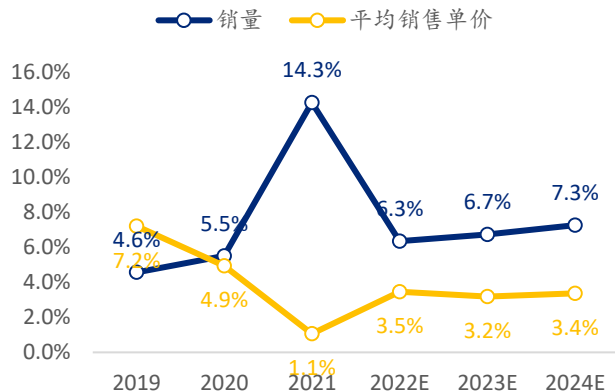
盈利预测

图表 250: 光明收入与同比增速, 2016-2024E



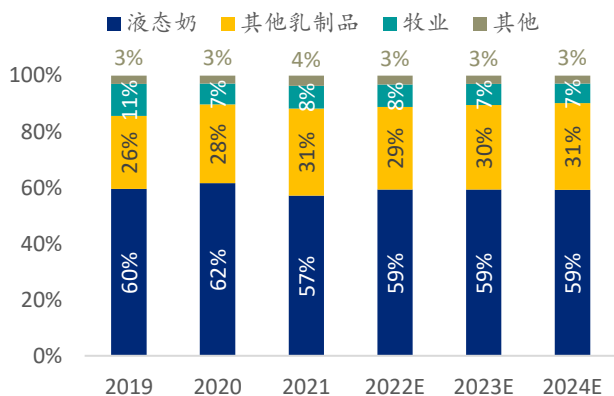
E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 251: 销量与平均销售单价同比变化 (不含牧业业务), 2019-2024E



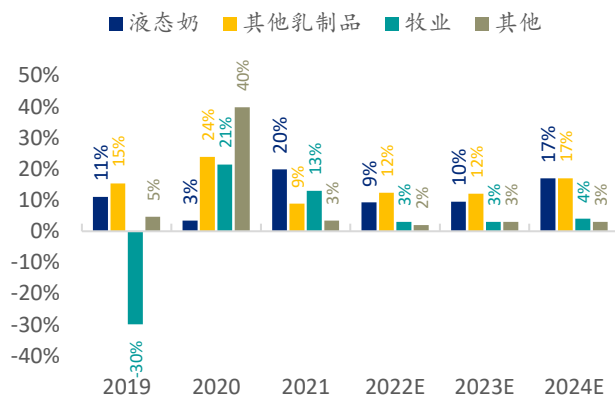
E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 252: 收入按品类分布, 2019-2024E;



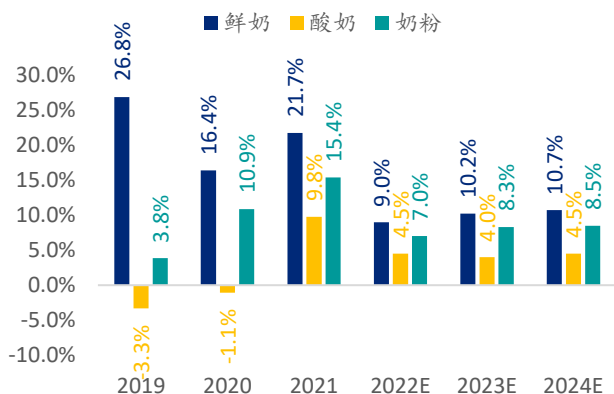
E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 253: 各品类收入同比增长, 2016-2024E



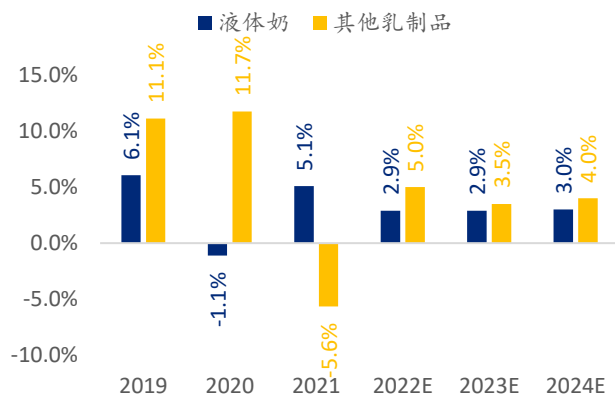
E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 254: 各品类销量同比变化, 2016-2024E;



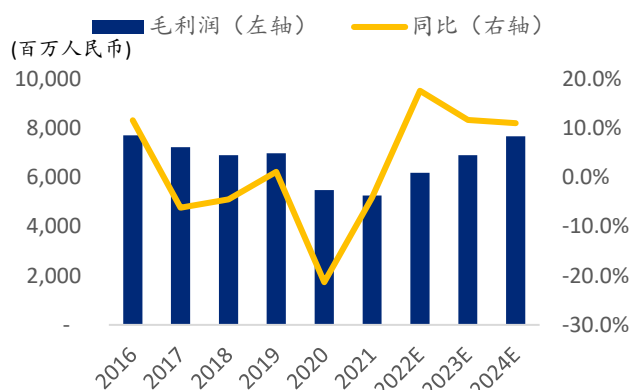
E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 255: 各品类平均销售单价同比变化, 2016-2024E



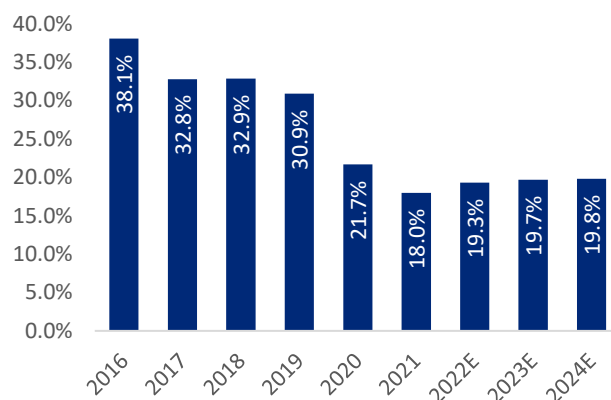
E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 256: 光明毛利与同比增速, 2016-2024E;



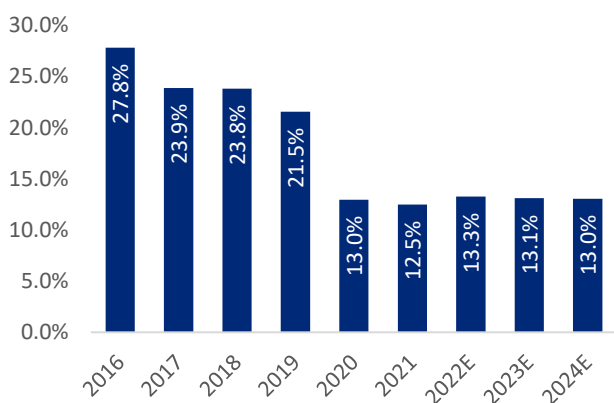
E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 257: 光明毛利率, 2016-2024E



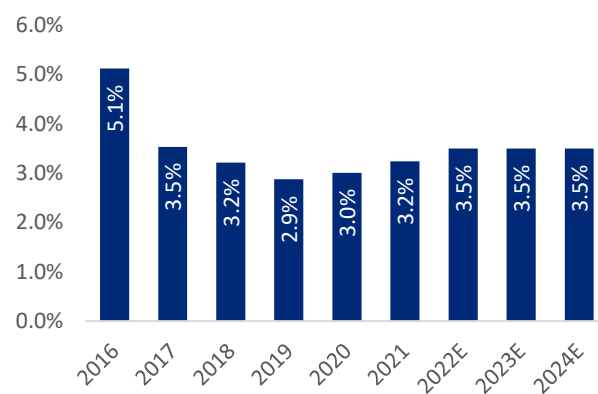
E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 258: 光明销售费用率, 2016-2024E;



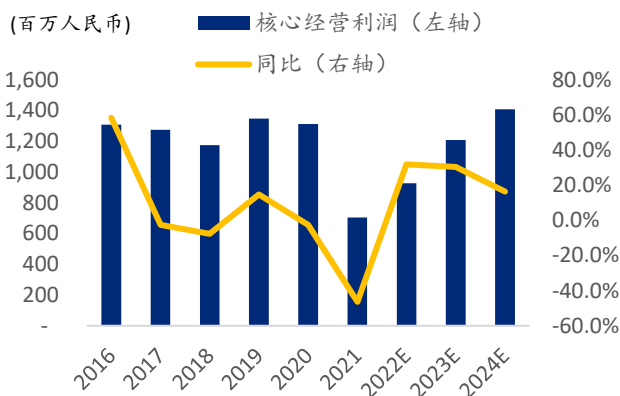
E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 259: 光明广告宣传推广费用率, 2016-2024E



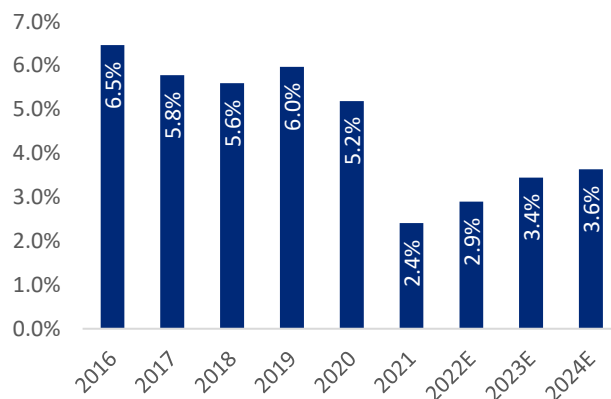
E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 260: 光明核心经营利润与同比增速, 2016-2024E;



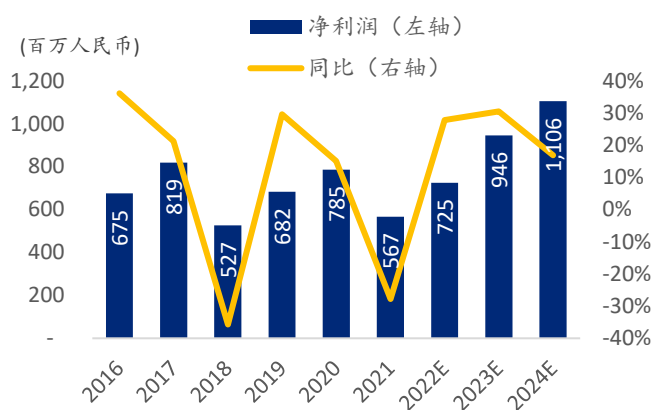
E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 261: 光明核心经营利润率, 2016-2024E



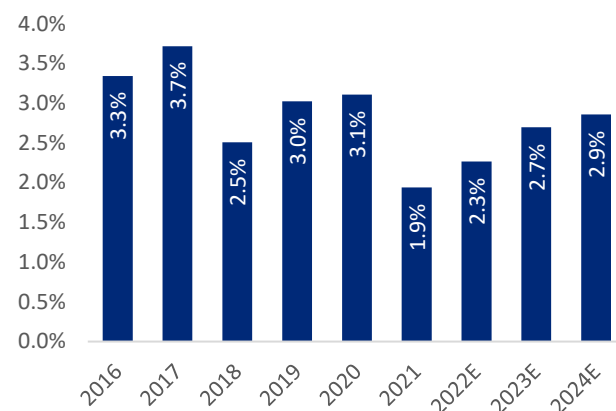
E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 262：光明核心净利润与同比增速，2016-2024E；



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

图表 263:光明核心净利率，2016-2024E



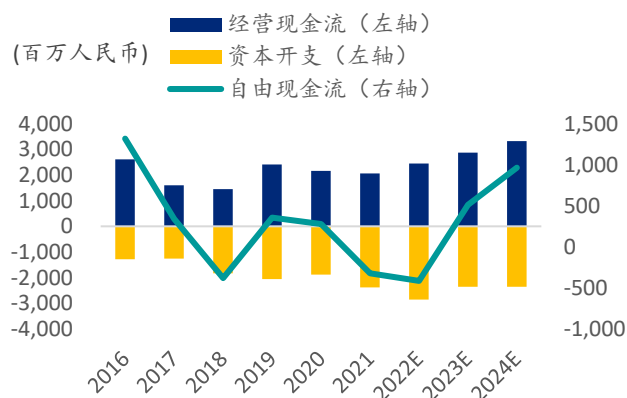
E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

图表 264：杜邦净资产收益率（ROE）分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
毛利率	32.9%	30.9%	21.7%	18.0%	19.3%	19.7%	19.8%
销售、管理费用率	27.3%	24.9%	16.5%	15.6%	16.4%	16.2%	16.2%
EBIT 利润率	5.6%	6.0%	5.2%	2.4%	2.9%	3.4%	3.6%
税前利润/EBIT	67%	80%	88%	100%	98%	98%	98%
净利润/税前利润	66.5%	63.6%	67.9%	81.0%	80.0%	80.0%	80.0%
净利率	2.5%	3.0%	3.1%	1.9%	2.3%	2.7%	2.9%
资产周转率	1.22	1.27	1.33	1.33	1.34	1.41	1.48
财务杠杆	2.56	2.50	2.32	2.27	2.25	2.21	2.18
ROE	8%	10%	10%	6%	7%	8%	9%

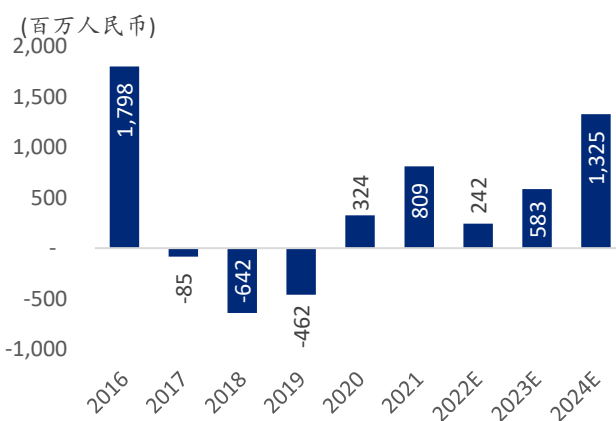
E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

图表 265：光明的经营现金流、资本开支与自由现金流



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

图表 266：光明净现金



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

目标价与估值

我们用 22x 2023E P/E 作为光明的估值（相对伊利目标估值 15%的折扣、相比大型国际食品饮料企业平均估值 5%左右的溢价），得到目标价 12.6 人民币，潜在升幅 1.4%。我们首次覆盖光明乳业（600597.CH），给予“持有”评级。

风险提示

光明乳业股价可能面对的下行风险包括：

- 1) 整体行业需求放缓；
- 2) 华东地区市场竞争加剧；
- 3) 低温奶市场份额被对手蚕食；
- 4) 原材料价格上涨高于预期。

光明乳业股价可能面对的上行风险包括：

- 1) 低温奶市场规模增速提升；
- 2) 公司在华东地区以外市场占有率提升；
- 3) 原材料价格稳定，低于于预期。

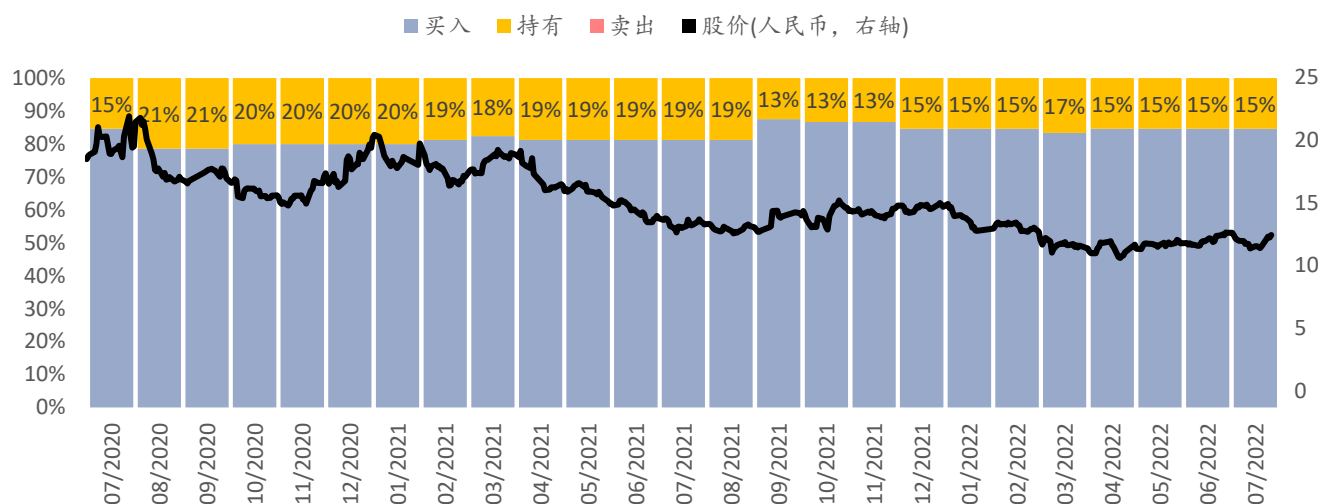
图表 267: SPDBI 目标价: 光明乳业



资料来源: Bloomberg、浦银国际

SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 268: 光明乳业市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 269: 光明乳业 SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入增长好于预期

目标价: 15.7 港元

概率: 25%

- 2023 年鲜奶销量增长超 20%;
- 2023 年毛利率水平同比提升 80bps;
- 2023 年销售费用率同比下降 40bps。

悲观情景: 公司收入增长不及预期

目标价: 10.1 港元

概率: 20%

- 2023 年鲜奶销量增长不及 5%;
- 2023 年毛利率水平同比提升 10bps;
- 2023 年销售费用率同比提升 20bps。

资料来源: 浦银国际

公司背景

● 公司介绍

光明乳业股份有限公司成立于 1996 年，并于 2002 年在上海证券交易所上市（股票代码：600597.CH）。其前身是由英国商人于 1911 年成立的上海可的牛奶公司，拥有超 100 年的历史，在企业发展中逐步确立以牧业、乳制品的开发、生产和销售为主营业务，并成为了中国领先的高端乳品引领者。主营产品包括新鲜牛奶、新鲜酸奶、乳酸菌饮品、常温牛奶、常温酸奶、奶粉、婴儿奶粉、奶酪、黄油、冰淇淋、烘焙等多个品类

公司拥有国家驰名商标“光明”、“莫斯利安”等一系列较高知名度的品牌。其中包含：

- **常温乳：**光明纯牛奶、优加；
- **新鲜牛奶：**光明、新鲜牧场；
- **常温酸奶：**莫斯利安。

目前公司经营模式包括 6 大领域，包括牧场管理、生产模式、物流配送、销售模式、采购模式及海外业务，涵盖了乳业全渠道、全产业链的经营模式：

- **牧场管理：**子公司光明牧业是国内最大的牧业综合性服务公司之一，并采用“千分牧场”评价标准体系确保生乳品质安全、可靠、优质；
- **生产模式：**公司工厂遍布全国主要省市；
- **物流配送：**坚持“区域物流领袖、食品物流专家”的经营目标，采用 WMS、DPS、TMS、车载系统 GPS 及北斗卫星监控系统等现代化信息系统，对物流运作和管理提供有效支持；
- **销售模式：**公司主要采用直销和经销相结合的销售模式，销售渠道遍布全国主要省市；
- **采购模式：**公司按采购物料的类型，使用公开招标、邀请招标、竞争性谈判、询价、单一来源及紧急采购相结合的方式采购，从而提高资金使用效率；
- **海外业务：**公司下属子公司新西兰新莱特主要从事工业奶粉、婴儿奶粉生产和销售，产品远销世界各地。

财务上，公司 2021 年收入 292 亿元人民币，按收入来源区域看，上海地区贡献收入 28%，外地贡献 49%，境外贡献 23%。2021 年公司归母净利润 5.9 亿元，归母净利率 2%。

● 前十大股东

图表 270: 光明乳业主要股东

	主要股东	占比(%)
1	Bright Food Group Co	45.85
2	Bank of Communication	2.25
3	Orient Securities Asset Management	1.3
4	Orient Fund Management	1.06
5	China Universal Asset Management	0.84
6	Hong Kong Securities and Investment Co	0.64
7	CPIC CH PACI RELA GAIN	0.5
8	National Social Security Fund	0.48
9	China Pac Life Stock	0.44
10	E Fund Management Co	0.42

*截至 2022 年 3 月 1 日

资料来源: Bloomberg、浦银国际

● 公司历史

图表 271：光明乳业发展里程碑

时间	里程碑
1911-1950	光明乳业前身上海可的牛奶公司成立
1951	“光明”品牌诞生，从冷饮产品逐渐扩展到罐头、奶粉等
1956	上海市牛奶公司成立。可的牛奶公司和“光明”品牌全部划归到上海市牛奶公司
1978	光明品牌为解决人民喝奶难的问题，将产品领域扩展至液态奶，并先后建立 9 各乳制品工厂
1996	上海市牛奶公司与上海实业集团合资成立“上海光明乳业有限公司”
2000	上海光明乳业有限公司完成股份制改革
2002	于上海证券交易所上市
2007	光明乳业提出“聚焦乳业、领先新鲜、做强常温、突破奶粉”战略
2008	中国常温酸奶首创品牌——光明莫斯利安创新上市
2010	光明乳业成为国内首家导入世界级制造WCM的乳制品企业，并收购新西兰新莱特，成为国内首家实现境外收购资产并在境外成功上市的乳制品企业。
2014	光明乳业携手澳洲乳企PDG，进一步拓展海外奶源
2015	光明乳业子公司光明牧业成功引入战略投资者RRJ
2016	光明乳业升级品牌形象，打造“乐在新鲜”新理念，确立“立足上海，发展华东，优化全国，乐在新鲜”战略
2018	光明乳业收购上海牛奶棚食品有限公司66.27%股权，收购上海益民食品一厂有限公司100%股权
2019	光明乳业与阿里巴巴集团达成战略合作；光明乳业首家烘焙店“光明悠焙”开业，“鲜奶+窑炉”重新定义“海派烘焙”风味
2020	光明乳业与银宝集团强强联手，分别成立江苏光明银宝乳业有限公司和江苏银宝光明牧业有限公司，光明乳业全国领鲜版图再度扩大；光明随心订开启蔬菜肉类配送服务，打造鲜食宅配平台

资料来源：公司公告、浦银国际

● 公司管理层

图表 272: 光明乳业公司管理层

姓名	职位	履历
濮韶华	党委书记、董事长	曾任上海水产集团有限公司党委书记、董事长、总裁，上海开创国际海洋资源股份有限公司董事长，上海市商务委员会商贸行业管理处处长、外贸发展处处长、外经处处长，上海市经济委员会外经处处长等职。
罗海	党委副书记、董事、总经理	曾任公司副总经理、华东地区部总经理、保鲜产品事业部销售总监、新鲜产品事业部群华东销售总监等职。
周蕴喆	职工监事、公司总账会计	曾任上海中联商厦统计，上海达能酸乳酪有限公司应收会计等职。
刘瑞兵	财务总监	现任公司财务总监。曾任上海蔬菜（集团）有限公司财务总监，上海西郊国际农产品贸易有限公司财务总监等职。
陆骏飞	副总经理、市场总监、常温营销中心总经理	曾任公司采购总监、华北地区部总经理等职。
王赞	副总经理，光明牧业党委书记、董事长、总经理	曾任公司总裁办主任、行政总监、法务总监等职。

资料来源：公司年报、浦银国际

● 财务报表

图表 273：光明乳业利润表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	25,266	29,206	31,972	35,048	38,690
同比	12%	16%	9%	10%	10%
营业成本	-19,695	-23,846	-25,679	-28,024	-30,895
税金及附加	-86	-104	-113	-124	-137
毛利润	5,485	5,256	6,180	6,899	7,658
毛利率	21.7%	18.0%	19.3%	19.7%	19.8%
销售费用	-3,274	-3,650	-4,236	-4,592	-5,047
管理费用	-826	-814	-924	-997	-1,092
其他经营收入及收益	-73	-89	-93	-101	-112
经营利润	1,312	703	927	1,208	1,407
经营利润率	5.2%	2.4%	2.9%	3.4%	3.6%
营业外收入	34	83	83	83	83
营业外支出	-73	-40	-40	-40	-40
其他营业收入（支出）	-262	-126	-144	-149	-148
利润总额	1,157	700	906	1,182	1,382
所得税	-372	-133	-181	-236	-276
所得税率	-32.1%	-19.0%	-20.0%	-20.0%	-20.0%
净利润	785	567	725	946	1,106
减：少数股东损益	-178	25	-40	-180	-190
归母净利润	608	592	685	766	916
归母净利率	2.4%	2.0%	2.1%	2.2%	2.4%
同比	22.0%	-2.5%	15.6%	11.8%	19.6%

资料来源：公司数据、浦银国际预测

图表 274：光明乳业资产负债表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	2,949	3,206	2,766	3,245	4,136
应收票据及应收账款	1,815	1,914	2,041	2,238	2,470
预付款项	525	555	607	666	735
其他应收款	253	46	46	46	46
存货	2,862	3,115	2,862	2,862	2,862
其他流动资产	3,522	3,548	3,109	3,587	4,478
流动资产合计	8,977	9,178	8,666	9,400	10,592
长期股权投资	115	130	130	130	130
固定资产	8,370	8,067	7,850	7,600	7,316
在建工程	676	1,440	1,440	1,440	1,440
无形资产	460	571	696	818	937
商誉	546	827	827	827	827
递延所得税资产	246	129	129	129	129
其他非流动资产	921	3,108	4,460	5,045	5,409
非流动资产合计	11,333	14,272	15,533	15,989	16,188
短期借款	1,314	713	748	786	825
应付票据及应付账款	2,988	3,315	3,393	3,703	4,083
合同负债	890	1,025	1,025	1,025	1,025
应付职工薪酬	477	476	521	571	630
应交税费	372	170	170	170	170
其他应付款	2,507	2,540	2,540	2,540	2,540
其他流动负债	458	450	450	450	450
流动负债合计	9,007	8,689	8,849	9,246	9,724
长期借款	477	910	1,001	1,101	1,211
应付债券	834	775	775	775	775
其他非流动负债	1,076	2,724	2,724	2,724	2,724
非流动负债合计	2,388	4,409	4,500	4,600	4,711
股本	2,914	4,298	4,298	4,298	4,298
储备	3,365	3,563	4,021	4,533	5,146
少数股东权益	2,636	2,491	2,531	2,711	2,901
所有者权益合计	8,915	10,352	10,850	11,542	12,345

资料来源：公司数据、浦银国际预测

图表 275：光明乳业现金流量表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	785	567	725	946	1,106
固定资产折旧	912	893	1,005	1,168	1,331
无形资产摊销	18	14	18	21	24
财务费用	131	56	-75	-81	-80
存货的减少	-447	-248	252	0	0
经营性应收项目的减少	-469	92	-136	-211	-257
经营性应付项目的增加	922	299	124	360	439
其他	305	386	531	669	762
经营活动产生的现金流量净额	2,159	2,058	2,444	2,873	3,324
资本开支	-1,880	-2,383	-2,860	-2,360	-2,360
投资支付的现金	-49	-25	0	0	0
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	-222	-645	0	0	0
其他	301	458	0	0	0
投资活动产生的现金流量净额	-1,850	-2,595	-2,860	-2,360	-2,360
吸收投资收到的现金	652	1,968	0	0	0
取得借款收到的现金	2,936	1,060	127	138	149
收到其他与筹资活动有关的现金	0	0	0	0	0
偿还债务支付的现金	-3,143	-1,631	0	0	0
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	-280	-281	-151	-172	-223
其他	0	-334	0	0	0
筹资活动产生的现金流量净额	165	783	-24	-35	-74
现金及现金等价物净增加额	469	242	-437	479	891
期初现金及现金等价物余额	2,480	2,961	3,203	2,766	3,245
期末现金及现金等价物余额	2,949	3,203	2,766	3,245	4,136

资料来源：公司数据、浦银国际预测



中国飞鹤 (6186.HK): 行业挑战加剧, 扩张速度放缓

我们是市场为数不多给予飞鹤 (6186.HK) “持有”评级的券商。我们认为在行业面对诸多挑战、且公司收入与利润率均遇到瓶颈的情况下, 短期内公司估值水平提升难度较大。

- 审时度势、顺势而为缔造行业神话:** 2016-2021 年, 飞鹤的收入取得了惊人增长, 这也使飞鹤的市场份额跃升至行业第一, 成为名副其实的行业领导者。我们认为这主要归功于管理层在充分掌握了消费者洞察后, 制定了最符合消费趋势的市场发展战略, 包括 **1)** 聚焦高端产品来迎合消费升级、**2)** 主攻低线城市避免直面国际品牌的竞争以换得更大的增长空间、**3)** 深耕渠道以触达更多潜在消费者、**4)** 加强对上游奶源的控制以保证产品品质。
- 中国婴配粉行业挑战加剧:** 中国逐年下降的出生率为中国婴配粉行业未来的需求增长带来较大不确定性, 也使市场对奶粉赛道的热情与关注度大打折扣。此外还叠加竞争不断加剧的趋势, 我们担心, 短期内市场对奶粉行业 (及主要玩家) 低迷的投资情绪较难有所改变, 可能导致飞鹤的估值水平长期处于较低的水位。
- 扩张速度放缓, 利润率有下行风险:** 飞鹤在低线城市的渗透率与市占率都已处于较高水平, 而在高线城市则不得不面对国际品牌的阻击, 这可能导致公司未来的扩张速度大幅放缓。另外, 公司高端以上产品占比已达 90% 左右, 产品结构进一步升级的空间有限, 叠加成人奶粉占比上升, 利润率未来有下行的风险。
- 估值:** 考虑到奶粉行业市场情绪疲弱及长期的需求不确定性较高, 我们用 2023 年 10x EPS 作为飞鹤的估值 (不到大型国际食品饮料企业一半的估值水平), 得到目标价 7.9 港元, 首予“持有”评级
- 投资风险:** 1) 整体行业需求放缓; 2) 超高端产品增速不如预期; 3) 高端市场份额被对手蚕食; 4) 原材料价格上涨高于预期。

图表 276: 盈利预测和财务指标

百万人民币	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	18,592	22,776	22,514	24,382	26,808
同比变动 (%)	35.5%	22.5%	-1.2%	8.3%	9.9%
股东应占净利	7,437	6,871	5,858	6,254	6,798
同比变动 (%)	89.0%	-7.6%	-14.8%	6.8%	8.7%
PE (X)	9.4	7.7	9.2	8.6	7.9
ROE (%)	48.3%	35.5%	26.0%	24.2%	23.1%

E=浦银国际研究; 资料来源: 公司报告、浦银国际

2022 年 8 月 1 日

评级

持有

目标价 (港元)	7.9
潜在升幅/降幅	+12.4%
目前股价 (港元)	7.0
52 周内股价区间 (港元)	6.8-15.9
总市值 (百万港元)	62,164
近 3 月日均成交额 (百万港元)	154.1

市场预期区间



▲ SPDB 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



注: 截至 2022 年 7 月 28 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

浦银国际

首次覆盖

中国飞鹤 (6186.HK): 行业挑战加剧, 扩张速度放缓

财务报表分析与预测 - 中国飞鹤

利润表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	18,592	22,776	22,514	24,382	26,808
同比	35.5%	22.5%	-1.2%	8.3%	9.9%
营业成本	-5,112	-6,769	-7,163	-7,806	-8,598
毛利润	13,480	16,008	15,351	16,577	18,210
毛利率	72.5%	70.3%	68.2%	68.0%	67.9%
销售费用	-5,263	-6,729	-7,612	-8,090	-8,881
管理费用	-1,161	-1,208	-1,369	-1,465	-1,601
其他经营收入及收益	2,913	1,885	1,938	1,844	1,904
经营利润	9,969	9,955	8,309	8,866	9,632
经营利润率	53.6%	43.7%	36.9%	36.4%	35.9%
财务费用	-18	-253	-16	-16	-16
其他营业外收入 (支出)	-18	-253	-16	-16	-16
利润总额	9,900	9,672	8,243	8,800	9,566
所得税	-2,464	-2,757	-2,350	-2,509	-2,727
所得税率	-24.9%	-28.5%	-28.5%	-28.5%	-28.5%
净利润	7,437	6,915	5,893	6,292	6,839
减: 少数股东损益	0	-44	-35	-38	-41
归母净利润	7,437	6,871	5,858	6,254	6,798
归母净利润率	40.0%	30.2%	26.0%	25.6%	25.4%
同比	89.0%	-7.6%	-14.8%	6.8%	8.7%

资产负债表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	10,059	9,629	12,037	14,339	17,106
应收票据及应收账款	289	477	489	547	622
预付款项	557	576	569	617	678
其他应收款	0	0	0	0	0
存货	1,284	1,722	1,530	1,653	1,802
其他流动资产	6,355	7,565	8,565	9,565	10,565
流动资产合计	18,544	19,970	23,190	26,721	30,773
固定资产	7,197	8,437	8,481	9,062	9,604
使用权资产	366	428	344	333	322
生物资产	1,442	1,707	1,707	1,707	1,707
无形资产	0	21	21	21	21
商誉	48	112	112	112	112
递延所得税资产	376	474	468	507	557
其他非流动资产	349	333	333	333	333
非流动资产合计	9,778	11,512	11,466	12,076	12,657
短期借款	448	313	313	313	313
应付票据及应付账款	1,133	1,284	1,279	1,394	1,535
租赁负债	98	62	62	62	62
应交税费	910	1,063	1,050	1,137	1,251
其他应付款	4,518	4,221	4,172	4,518	4,968
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	7,107	6,942	6,876	7,424	8,128
长期借款	732	621	621	621	621
其他应付款	374	647	639	692	761
租赁负债	139	115	115	115	115
应交税费	784	753	744	806	886
非流动负债合计	2,030	2,136	2,120	2,235	2,384
股本	0	0	0	0	0
储备	17,747	20,921	24,143	27,583	31,321
少数股东权益	1,438	1,482	1,517	1,555	1,596
所有者权益合计	19,186	22,403	25,660	29,138	32,917

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

现金流量表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	9,900	9,672	8,243	8,800	9,566
固定资产折旧	218	409	378	418	458
无形资产摊销	0	1	0	0	0
使用权资产折旧	45	33	102	102	102
财务费用	50	29	50	50	50
公允价值溢利和损失	-1,763	-119	0	0	0
存货的减少	-293	-417	192	-123	-149
经营性应收项目的减少	164	-151	-5	-106	-136
经营性应付项目的增加	1,382	-203	-61	514	660
税务费用	-2,108	-2,736	-2,365	-2,399	-2,584
其他	153	295	-50	-50	-50
经营活动产生的现金流量净额	7,748	6,815	6,483	7,206	7,917
资本开支	-805	-1,379	-1,091	-1,091	-1,091
投资支付的现金和结构性存款	-2,291	-616	-958	-1,299	-1,388
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	-764	-268	0	0	0
其他	73	-182	0	0	0
投资活动产生的现金流量净额	-3,786	-2,444	-2,049	-2,389	-2,478
取得借款收到的现金	159	-444	0	0	0
收到其他与筹资活动有关的现金	0	-365	0	0	0
偿还债务支付的现金	-17	-44	0	0	0
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	-2,685	-3,392	-2,636	-2,814	-3,059
筹资活动产生的现金流量净额	-2,543	-4,245	-2,636	-2,814	-3,059
现金及现金等价物净增加额	1,073	28	3,101	2,003	2,379
期初现金及现金等价物余额	4,667	5,912	5,989	8,439	10,442
期末现金及现金等价物余额	5,912	5,989	8,439	10,442	12,821

财务和估值比率

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
每股数据 (人民币)					
摊薄每股收益	0.63	0.77	0.65	0.69	0.75
每股销售额	2.04	2.50	2.48	2.68	2.95
每股股息	0.26	0.39	0.30	0.32	0.34
同比变动					
收入	35.5%	22.5%	-1.2%	8.3%	9.9%
经营溢利	73.2%	-0.1%	-16.5%	6.7%	8.6%
归母净利润	89.0%	-7.6%	-14.8%	6.8%	8.7%
费用与利润率					
毛利率	72.5%	70.3%	68.2%	68.0%	67.9%
经营利润率	53.6%	43.7%	36.9%	36.4%	35.9%
归母净利率	40.0%	30.2%	26.0%	25.6%	25.4%
回报率					
平均股本回报率	48.3%	35.5%	26.0%	24.2%	23.1%
平均资产回报率	24.9%	20.9%	16.0%	15.3%	31.5%
资产效率					
应收账款周转天数	5.9	6.1	7.8	7.8	8.0
库存周转天数	70.3	81.1	82.8	74.4	73.3
应付账款周转天数	77.6	65.2	65.2	65.2	65.2
财务杠杆					
流动比率 (x)	2.6	2.9	3.4	3.6	3.8
速动比率 (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
现金比率 (x)	0.4	0.3	0.3	0.4	0.4
负债/ 权益	47.6%	40.5%	35.1%	33.1%	31.9%
估值					
市盈率 (x)	9.4	7.7	9.2	8.6	7.9
市销率 (x)	2.9	2.4	2.4	2.2	2.0
股息率	4.3%	6.5%	5.0%	5.3%	5.8%

从二线品牌到全国第一，飞鹤做对了什么？

短短六年里（2016-2021 年），飞鹤收入与市场份额经历了惊人的增长，从默默无闻的二线品牌，崛起成为中国奶粉行业的绝对领导者。在这一期间，飞鹤也受到了一些质疑。有观点认为，飞鹤的财务数字的准确性有待进一步考证，也有观点认为，飞鹤飞速成长的背后，具有非常大的偶然性。

然而，在仔细研究公司的发展历程后，我们认为，飞鹤今日的成功，是公司管理层在研究了中国奶粉行业趋势之后，审时度势、顺势而为所产生的必然结果，具有很高的合理性。

首先，飞鹤成功的核心，一向都是自身优良的产品品质。在中国婴幼儿奶粉行业过去 20 余年的发展历程中，飞鹤是为数不多没有出现过重大质量问题的奶粉品牌之一。即使在 2008 年的三氯氰胺事件中，飞鹤依然能够独善其身。

在稳定的产品质量基础上，飞鹤能够在短期内实现逆袭，成为中国奶粉第一品牌，我们认为，很大程度上归功于飞鹤做对了以下几个方面：

- (1) 高端产品定位迎合消费升级心理；
- (2) 农村包围城市战略；
- (3) 深耕线下渠道；
- (4) 对上游奶源的重视。

● 高端产品定位

在 2008 年的三氯氰胺事件之后，中国消费者对奶粉品牌出现了严重的信任危机。同时，三氯氰胺事件也改变了中国父母对婴幼儿奶粉的消费趋势，更多的中国父母愿意出高价为孩子购买高品质的奶粉产品，中国奶粉市场开始逐渐走向高端化道路。

在这一趋势下，国际品牌开始涌入中国市场，而中国奶粉品牌由于市场定位相对较低，很难与国际品牌竞争，最终造成国产品牌市场份额从三氯氰胺之前的 65% 大幅下降至 2015 年的不到 30% 左右（尼尔森数据）。

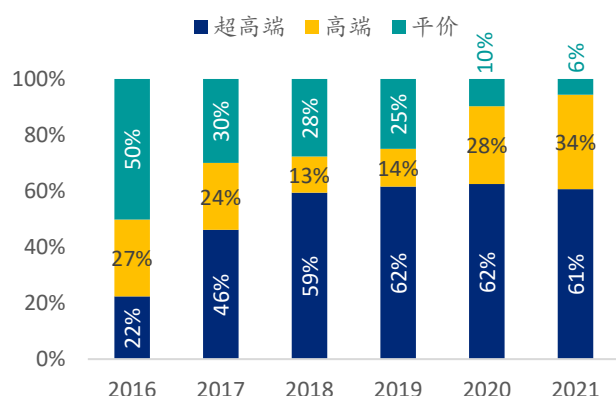
在公司发展早期，与大部分中国国产奶粉品牌一样，飞鹤的产品矩阵以中低档婴幼儿奶粉为主，只能通过打价格战与其他国产奶粉品牌竞争，在产品定位上，完全无法与进口奶粉品牌相提并论。

很快，飞鹤管理层就意识到在消费升级的大趋势下，高端与超高端婴幼儿奶粉产品是中国奶粉行业未来的增长动力，寻求产品高端化，才是中国奶粉品牌的唯一出路。奶粉行业后来的发展趋势，也验证了管理层判断的正确性。

公司早在 2010 年便推出了超高端明星产品——星飞帆，这是一款配方高度贴合母乳，对中国婴幼儿具有高适应性的奶粉产品。在 2016 年，飞鹤更是果断舍弃了低端奶粉市场，去除了多数低端产品线（比如飞慧），开始集中火力发展高端及以上价格带产品。

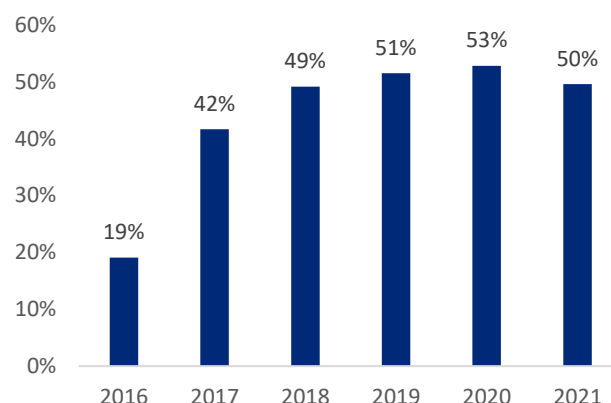
在高端化策略的加持下，飞鹤的超高端明星产品星飞帆在 2016 年以后经历了飞速的增长，带动超高端产品销售占比不断提升。截止 2021 年，星飞帆对飞鹤的收入贡献达到 50%。

图表 277：飞鹤奶粉产品矩阵按市场定位分布情况



资料来源：公司数据、浦银国际

图表 278：星飞帆对飞鹤的收入贡献



资料来源：公司数据、浦银国际

除了星飞帆外，公司还在 2017 年推出了超高端产品——臻稚有机，进一步丰富其超高端的产品组合。目前，臻稚有机是公司增长最快的一款产品。同时，公司也致力于将原有普通产品更新迭代，重新包装，提升产品定位。

图表 279：飞鹤产品组合

超高端	星飞帆	臻稚有机				
						
高端	臻爱倍护	臻爱飞帆	精粹益加	淳芮	妙舒欢	茁然
						
平价	星阶优护	飞帆	贝迪奇	舒贝诺	贝艾儿	美葆儿
						
其他乳制品产品	小羊妙可	佳瑞妙可	加爱	星蕴	经典1962	爱本
						
营养品	呀蜜呀蜜	Vitamin World				
						

资料来源：飞鹤官网、Vitamin World 官网，浦银国际

在过去几年的努力下，飞鹤已成功在消费者心目中建立起了高端及高品质的品牌形象，并使其深入人心。目前，主力产品星飞帆的产品单价已追平甚至超越了部分在中国销售的国际婴幼儿奶粉产品。这使飞鹤与其他国产品牌实现了差异化，同时也使飞鹤有能力在高端价格带抢夺外资奶粉品牌的市场份额。

图表 280：中国市场主要婴幼儿奶粉价格比较

公司	品牌	单价（元/900g）
雅培	菁挚	437
皇家	美素佳儿	396
澳优	佳贝艾特	359
飞鹤	星飞帆	348
伊利	金领冠	342
达能	爱他美	339
H&H	合生元	328
利洁时	美赞臣	322
雀巢	惠氏启赋	312
雅士利	瑞普恩	298
完达山	元如	244
雀巢	超启能恩	235
君乐宝	至臻	208

注：黄色部分为国产品牌，其余为国际品牌。资料来源：京东，浦银国际

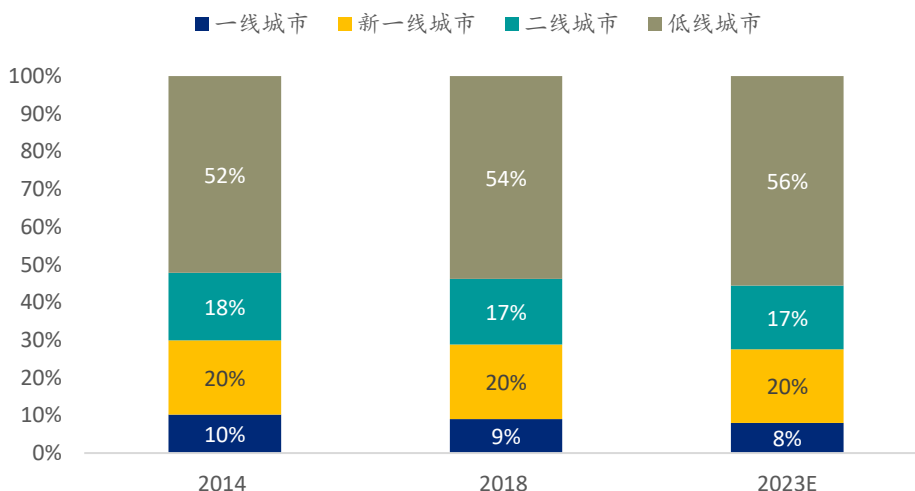
● 农村包围城市

2010 年前后，国际品牌开始大量涌进中国市场。由于一、二线城市更早开始消费升级、对高端产品需求更大、消费者对价格敏感度较低、对进口品牌的了解与接受度也更高。国际品牌在中国市场的策略具有两大共性：(1) 产品大多定位高端市场，(2) 主攻市场大多为一二线城市。

面对竞争激烈的一、二线城市市场，2014-2016 年期间，飞鹤决定暂时放弃一二线城市，聚焦并主攻低线城市。我们认为，飞鹤策略方针的定制，主要是基于以下对中国婴幼儿奶粉市场格局的判断：

- 二线城市奶粉市场在 2014 年前后已接近饱和，成长空间已然不大，但低线城市对婴幼儿奶粉的需求正处在高速成长期。相比一、二线城市，低线城市与农村地区的人口基数更大，市场前景更广阔。
- 2014 年前后，随着城镇化深入及可支配收入提升，低线城市的消费能力逐渐上升，消费升级意识开始觉醒。与此同时，低线城市消费者对高端品牌认知少，主要以价格高低来判断产品定位。
- 在 2010-2015 年间，一、二线城市的奶粉市场基本已被进口品牌所占领。飞鹤若要在 一、二线城市抢夺市场份额，投入将非常大，而边际效益却很低。而在低线城市，飞鹤拥有一定的品牌基础与渠道资源，因此更容易打开市场。
- 外资品牌在低线城市的地推能力薄弱，分销网络不完善，因此没有能力也没有意愿往低线城市下沉。在这种情况下，选择聚焦低线城市可以很好地避免与外资品牌直接竞争。

图表 281：中国婴幼儿奶粉消费额按城市级别分布



E= 弗若斯特沙利文预测。资料来源：弗若斯特沙利文，浦银国际

在过去 5-6 年中，飞鹤是第一个，也是为数不多聚焦低端城市甚至农村市场，同时又定位高端或以上价格带的婴幼儿奶粉品牌。凭借“专为中国宝宝研制”、“更适合中国宝宝体质”等广告语及精准的品牌营销，飞鹤与其他定位大众市场的国产竞争对手形成了差异化竞争。

其高端定位、高品质和高价格的产品形象，极大地满足了低线城市消费者消费升级的需求，因此很快便占领了消费者的心智，成为家喻户晓的品牌。目前，在大部分低线区域市场，飞鹤都是排名第一的奶粉品牌。

图表 282：章子怡和吴京代言飞鹤



资料来源：飞鹤微博、浦银国际

图表 283：飞鹤商标及广告语

飞鹤奶粉
更适合中国宝宝体质

资料来源：飞鹤官网、浦银国际

2019 年以后，已在低线城市成为王者的飞鹤再次将目光转向了高线城市。但与六年前不同，飞鹤现在进入高线城市可以说是天时地利。

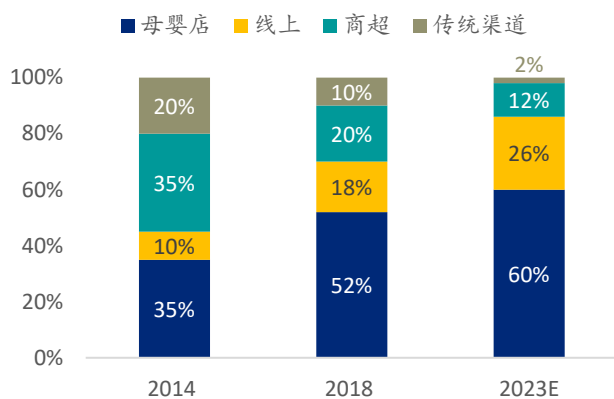
首先，随着中美经济差距不断缩小，中国消费者的民族自豪感空前强大。同时，中美贸易摩擦升级也加速了国潮趋势的发展，一线城市的消费者对民族品牌的信任度与偏好度也在逐步提升。

其次，凭借着在低线城市积累的良好口碑与强大品牌力，飞鹤在高线城市的知名度也在水涨船高。这也使飞鹤在开拓高线市场时，边际效益大幅提升，事半功倍。截止目前，飞鹤已经成为北京销量最大的婴幼儿奶粉品牌。

● 推动全渠道发展

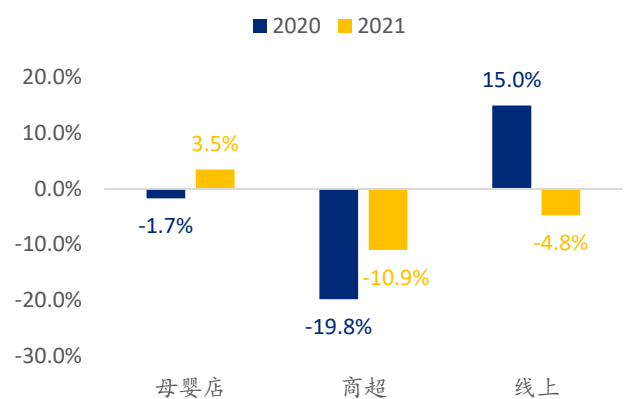
在整体行业增速放缓的大环境下，通过渠道拓展来获得更多潜在客户，对奶粉企业的增长至关重要。在过去 10 年，中国婴幼儿奶粉渠道里发生了巨大的变化。随着中国消费趋势不断演变，曾占主导地位的商超与传统渠道已逐渐退出了历史舞台，取而代之的是母婴店与电商。

图表 284：中国婴幼儿奶粉渠道分布



资料来源：弗若斯特沙利文、浦银国际

图表 285：中国婴幼儿奶粉行业各渠道销售额增长，2020/2021



资料来源：尼尔森、浦银国际估算

面对消费趋势的快速变化，奶粉企业必须做到以下两点才能抢占先机：

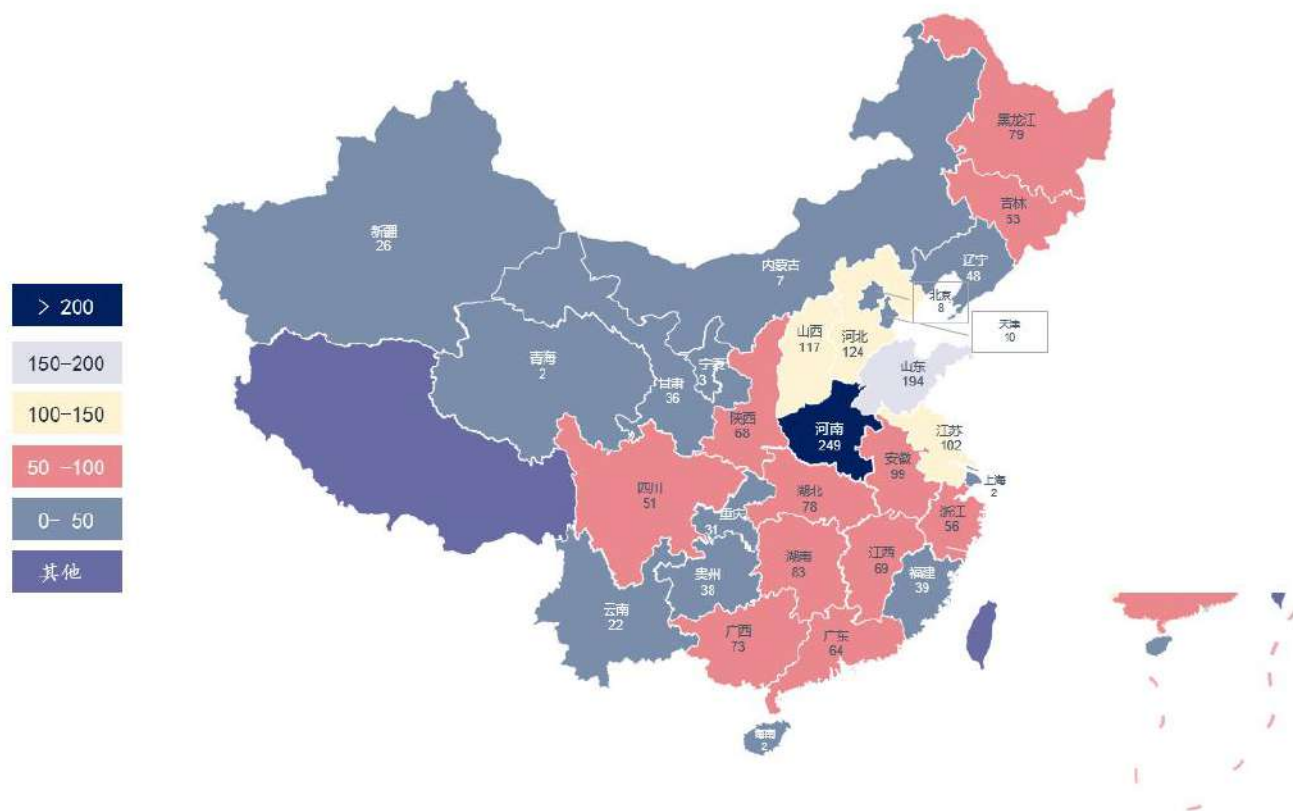
- (1) 及时对消费者的购买偏好改变做出反应，快速调整自身渠道结构，以取得先发优势，更好地触达和服务消费者；
- (2) 通过销售渠道获取更多消费者信息，构建完整的消费者画像，从而为消费者提供更精准的产品和服务。

我们认为，飞鹤在以上两方面均颇有建树。未来，飞鹤的全国化渠道布局、母婴店较高的渗透率都将有力地继续帮助公司抢占市场份额。同时，其电商渠道的拓展及单层经销模式将保证飞鹤对终端强有力的掌控，拉近与消费者之间的距离，获取足够的消费者洞察。

发达的线下销售网络

线下渠道一直都是飞鹤销售额的主要来源。2021 年，线下渠道占飞鹤整体销售的 85.8%。截止 2021 年底，飞鹤在全国拥有超过约 2000 个线下销售点，并通过这些分布全国的销售网点将产品销售给全国的消费者。

图表 286：飞鹤线下销售网点分布情况，2019



注：不包含电商平台客户、直接出售的终端消费者以及学校和教育机构
资料来源：公司资料，浦银国际

过去 10 年间，母婴店的销售贡献不断提升，并发展为中国奶粉行业最主要的销售渠道。母婴店之所以如此受欢迎（尤其在低线城市），是因为它提供了一站式的母婴类产品销售场景。更重要的是，除了产品以外，母婴店还有专职人员向消费者提供专业的产品介绍与使用说明，给初为父母的消费者提供了优质的消费体验。

意识到母婴店在整个行业中的重要性不断提升，飞鹤率先从商超渠道向母婴渠道快速转型，是所有国产奶粉玩家中最早转型的企业之一。在过去的十年里，飞鹤与一些主要的连锁母婴店品牌（比如孩子王以及爱婴岛）建立起了长期良好的合作关系，这也使飞鹤能够在各大连锁母婴店中都获得较好的货架位置，从而得到更大的产品曝光度，为飞鹤的快速增长打下坚实基础。

图表 287：飞鹤在母婴店渠道产品与货架



资料来源：孩子王官微，浦银国际

图表 288：飞鹤与孩子王联手举办奶粉节



资料来源：孩子王官网、浦银国际

发达的线下网络，也为飞鹤的地推活动提供了广阔的平台与大力的支持。2018 年，飞鹤举办了 30 万场地推活动，在 2019 年更是增加到 50 万场。这类地推活动都在飞鹤的终端零售网点举行，如“迷你秀”主要是在母婴店举办，“嘉年华”则是针对商超与购物商超的客群，而“妈妈的爱”主要在医院与酒店以宣传讲座形式向新手父母提供关于孕期与育儿的免费信息。

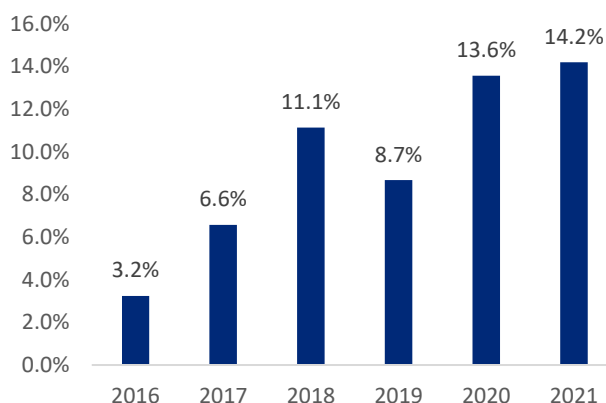
基于与终端网点良好的关系，这些地推活动通常成本都很低，但投资回报（Return on investment）却非常可观。

线上渠道引领未来增长

线上渠道是中国婴幼儿奶粉销售渠道中增长最快的渠道，其销售贡献率在过去几年不断上升。为了迎合中国电商的快速发展，并触达更多的年轻消费者，飞鹤从 2016 年就开始与天猫、京东以及苏宁等大型电商平台合作。另外，飞鹤还打造了自己的电商网站平台。

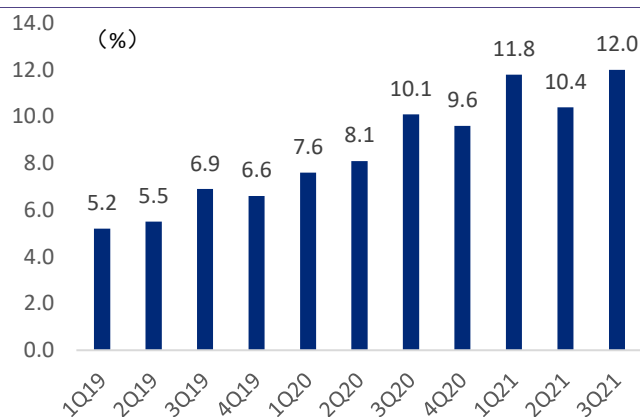
过去几年里，飞鹤不断加大电商发展的力度。飞鹤的线上销售在 2020 年与 2021 年分别同比增长 118% 与 29%，线上销售占比从 2019 年的 8.7% 增长至 2021 年的 14.2%，而飞鹤在中国婴幼儿奶粉整体线上渠道的市场份额从 2019 年初的 5%，上升至 2021 年第三季度的接近 12%。

图表 289：飞鹤线上渠道占比



资料来源：公司数据、浦银国际

图表 290：飞鹤在整体线上渠道的市场份额



资料来源：尼尔森零研、浦银国际

除了第三方平台之外，飞鹤还致力于打造私域流量。在微信平台上，飞鹤搭建了公众号“星妈会”，并通过它搭建了完善的会员体系。截至 2022 年 4 月，会员数量已超 4000 万。公司根据会员的孕期和孩子年龄，在公众号中发布定制化的文章和促销信息。同时，飞鹤也为会员提供营养师、医生等专业人士的咨询服务。飞鹤优秀的公众号运营能力和定制化会员服务在私域流量上助力飞鹤触及客户、优化产品体验。

图表 291：飞鹤星妈会微信公众号



资料来源：飞鹤公众号、浦银国际

图表 292：飞鹤微信小程序



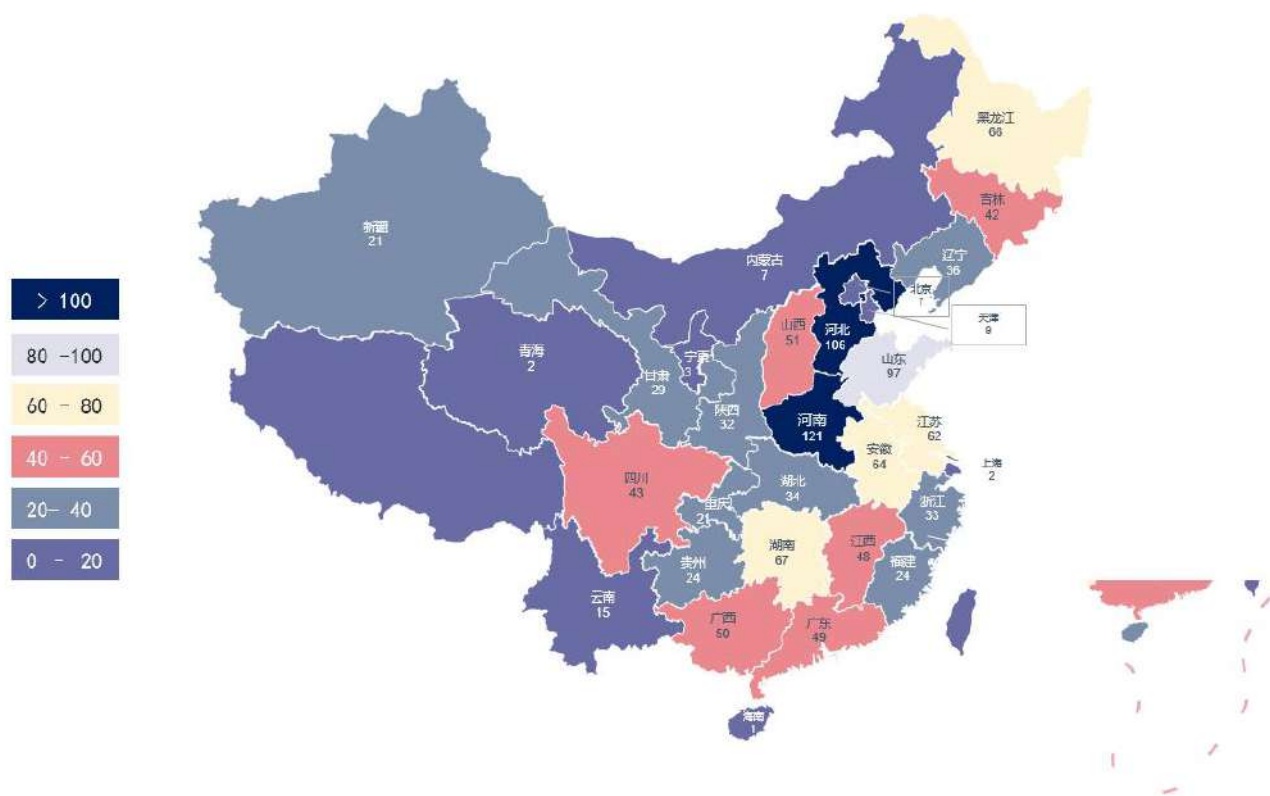
资料来源：飞鹤微信小程序、浦银国际

成熟的单层分销模式

过去 20 年，飞鹤里建立起了成熟的单层分销模式。这意味着飞鹤旗下所拥有的超 2000 个经销商客户基本上都是一级经销商，而这些一级经销商将会直接将飞鹤的产品卖到销售终端（而不会通过低层的经销商）。

单层分销模式需要公司在不同的区域市场建立并维系与众多的经销商客户之间的关系。因此，我们认为打造单层分销模式需要耗费大量的精力与时间。

图表 293：飞鹤经销商分布情况，2019



注：不包含电商平台客户、直接出售的终端消费者以及学校和教育机构

资料来源：公司资料，浦银国际

但长期来看，单层分销模式会为从以下四个方面提高消费品公司的运营效率，从而帮助公司高质量的发展：

- 减少分销层级能够保证经销商客户与终端零售端的利润率稳定保持在较高水平，帮助维持与经销商和终端零售更紧密的合作关系。
- 单层分销模式下的产品跟踪更加便捷可行，公司可借此更好地管理库存水平，避免自身产品竞食（cannibalization）。

- 单层分销模式下，公司更倾向选择专注于一个或几个城市的经销商（相比覆盖多省份的大型、高层级经销商），以有效协助提高产品渗透率。
- 正如上一点所述，由于单层分销模式不依赖特定的大型、高层级经销商，终止与经销商合作不会对公司的运营造成重大负面影响。

我们认为，飞鹤的单层分销模式帮助公司大幅提升了在低线城市的渗透率，对公司提升市场份额起到了重要作用。未来，单层分销模式也将继续作为公司重要的护城河，使其在面对同业竞争时长期处于优势地位。

● 对优质奶源的控制

相比新鲜原奶，进口大包粉虽然营养价值较低，且运输过程中有二次污染的风险，但胜在价格更便宜、储存时间更长。因此，大部分在中国销售的婴幼儿奶粉产品，都选用进口大包粉作为主要的生产原料。

然而，飞鹤是中国奶粉行业中，为数不多以鲜奶作为主要生产原料的奶粉企业。这源于公司管理层对产品品质的高度重视，同时也符合飞鹤高端产品的定位。

图表 294：对比使用新鲜原奶和进口大包粉作为婴配奶粉的原材料

对比范围	新鲜原奶	进口大包粉
2018 年市场平均价 (人民币/吨)	3,461 • 用新鲜原奶作为原材料令制造费用提升	2,506（转化至白奶价格） • 用进口大包粉作为原材料两大优势在于节约原材料成本和保质期更长
品质	• 无保鲜剂的原奶保证最终产品的新鲜度 • 湿混与干喷的过程使营养成分更加平均分布	• 大包粉使用保鲜剂令原材料的保质期更长，在运输、储存和制作过程中避免变质 • 混合过程使营养成分无法平均分布
安全性	• 巴氏杀菌令其减少二次污染的风险，也降低对成分中微生物质量的依赖性 • 湿混与干喷	• 存在运输过程中被二次污染的风险。由于没有热处理的过程，高度依赖成分中的微生物质量 • 干混
制造工序	• 保证平均分布的奶粉和补充成分。混合后进行巴氏杀菌，以消灭细菌	• 无法保证平均分布的奶粉和补充成分。混合后无杀菌热处理过程。

资料来源：弗若斯特沙利文，浦银国际



管理层坚信，优质的原奶质量，是生产高品质婴幼儿奶粉的基础，然而，从散户奶农处收来的原奶质量层次不齐、难有保障。于是，早在 2006 年，飞鹤便开始兴建自有大型牧场，打造优质的大规模奶源基地。飞鹤也成为当时为数不多拥有自建牧场的奶粉企业。

与此同时，飞鹤还将饲草、饲料的种植及精饲料的加工纳入到整个产业集群中，打造了完整的奶牛养殖产业链，从源头保证了原奶的安全与品质。

这很好地说明了为什么当大部分乳制品企业都在 2008 年卷入三氯氰胺事件中时，飞鹤却能够独善其身。在中国婴幼儿奶粉行业过去 20 多年的发展历程中，飞鹤是为数不多没有出现过重大质量问题的国产奶粉品牌之一。

2011 年，飞鹤决定聚焦婴幼儿奶粉的生产与销售，于是将旗下的两大牧场以 8.5 亿人民币出售给了原生态集团——中国最大的规模牧场之一。从此，飞鹤与原生态建立了长期的合作关系，原生态也成为了飞鹤最主要的原奶供应商。

2020 年，为进一步加强上游奶源的控制，同时减小原奶价格波动对公司成本的影响，飞鹤以 30 亿港元收购了原生态 71.27% 的股份。因为原生态牧场与飞鹤工厂距离较近，保证了飞鹤奶粉加工使用原奶的新鲜度。在奶源紧张的当下，飞鹤通过收购，锁定了优质奶源的供应，也有利于飞鹤在向奶农购买原奶时进行严格品控。

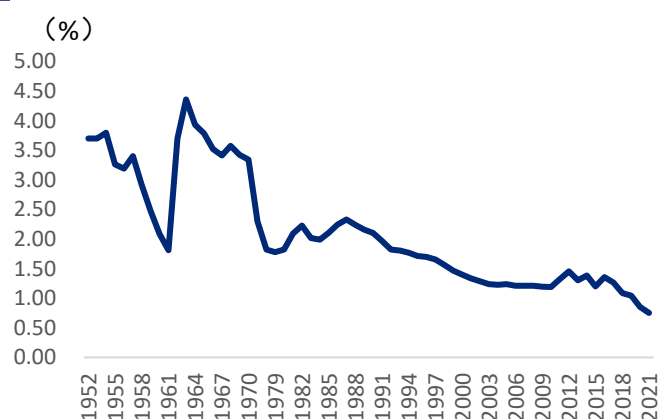
我们对飞鹤未来的三大担忧

我们认可，在过去 10 年里在品牌营销、市场战略、渠道深耕等各方面的成功，令飞鹤无论是品牌力、市场份额还是经营管理能力在行业中都处于绝对领先地位。然而，我们对飞鹤未来的发展仍有以下三个方面的担忧：1) 市场情绪持续低迷；2) 增长速度或大幅放缓；3) 高端化空间有限，

(1) 持续低迷的市场情绪

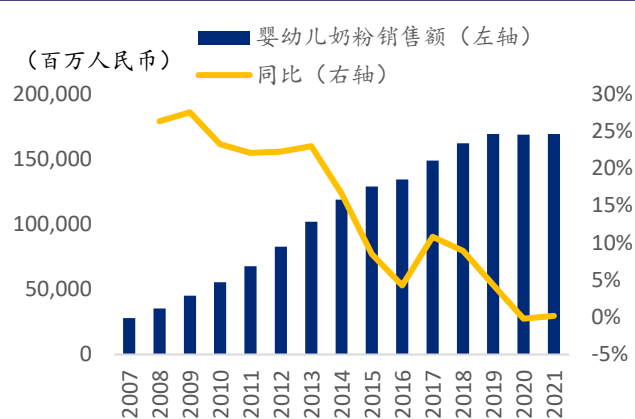
中国逐年下降的出生率是中国奶粉行业未来发展最大的绊脚石。中国年轻人的生育意愿目前处于历史低位。尽管政府已经采取一系列的措施（包括开放三胎以及生育补助）来鼓励生育率，但恐怕需要更多时间才能看到较为显著的效果。

图表 295：中国人口出生率，1954-2021



资料来源：国家统计局、浦银国际

图表 296：中国奶粉行业零售额增长



资料来源：Euromonitor、浦银国际

较低的出生率为中国奶粉行业的发展前景蒙上阴影，为行业未来的需求增长带来较大的不确定性，也使市场对奶粉赛道的热情与关注度大打折扣。

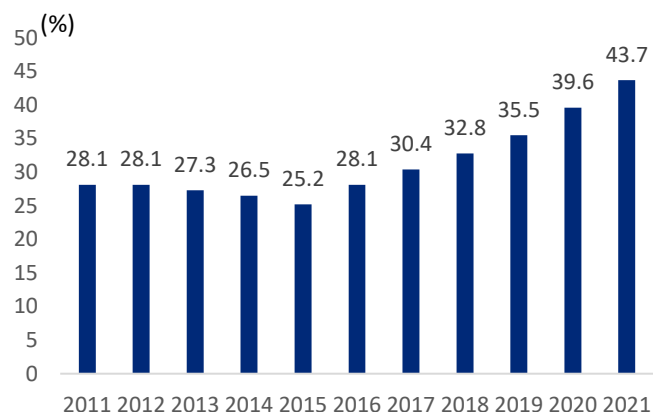
由于行业缺乏明显的增长动力与催化，市场对奶粉行业以及主要的行业玩家（包括飞鹤在内）低迷的投资情绪在短期内较难有所改变。这可能导致飞鹤的估值水平长期处于较低的水位。

(2) 增长速度可能大幅减慢

过去五年里，中国奶粉行业集中度不断提升。在这个过程中，飞鹤凭借高端产品定位、发达的渠道通路与对低线城市的聚焦迅速抢占市场份额，成为行业整合最大的受益者。

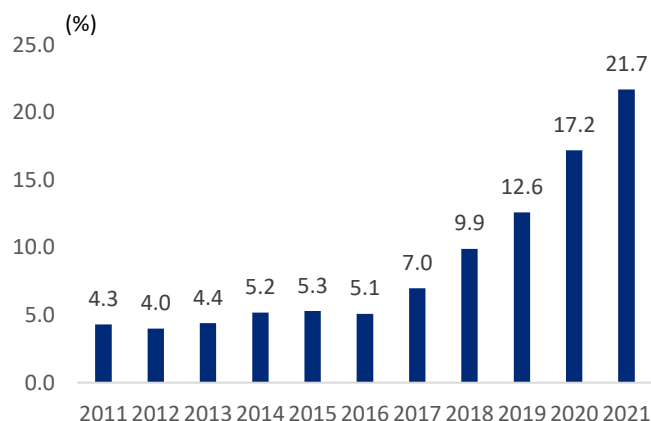
Euromonitor 数据显示，飞鹤的市场份额在过去五年大幅增长，从 2016 年的 5.1% 跃升至 2021 年的 21.7%。

图表 297：中国奶粉行业集中度变化（前三名市场份额）



资料来源：Euromonitor、浦银国际

图表 298：飞鹤市场份额变化



资料来源：Euromonitor、浦银国际

过去五年间，飞鹤缔造了中国奶粉行业的神话。然而，我们认为飞鹤未来的扩张之路上或将面对更大的挑战。

一方面，激烈的市场竞争有可能拖累飞鹤市场扩张的步伐。伊利在收购澳优后，市场份额升至行业第二，也使行业集中度进一步提升。在伊利渠道的助力下，澳优有望在未来取得较快增速。另一方面，疫情过去以后，贝拉米在蒙牛的帮助下同样有机会开拓新的线下市场。

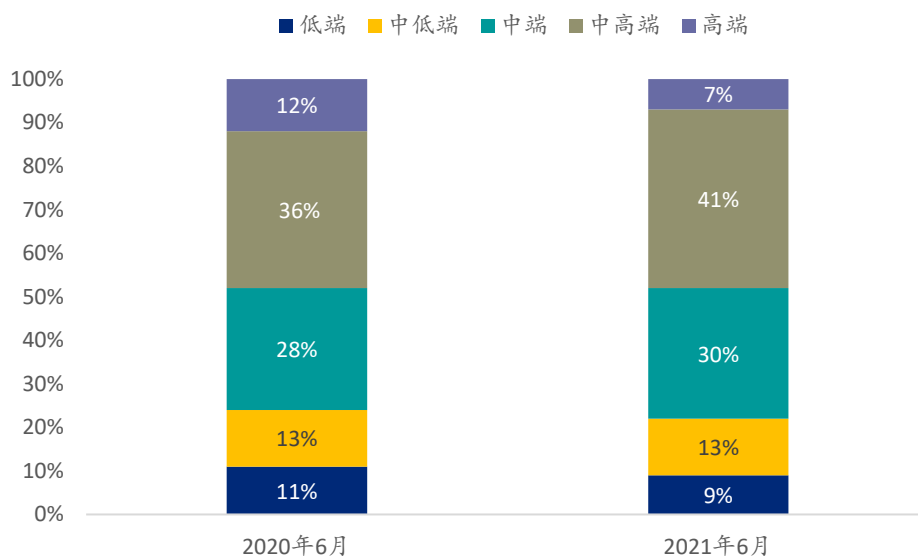
另一方面，飞鹤在中国大部分低线城市都已经取得了市场领先的地位。而在高线城市，雀巢和达能等老牌国际品牌依然维持着较为稳固的市场地位。基于这一现状，我们判断，公司想要通过“农村包围城市战略”在高线城市进一步拓展市场，阻力仍然不小。

激烈的竞争、较高的基数与越来越小的扩张空间，意味着未来公司收入的增速相比过去几年会有较大幅度的放缓。我们相信，飞鹤在未来五年仍将继续提升自己的市场份额，但扩张速度将显著减缓。

（3）高端化空间有限，利润率有下行风险

毋庸置疑，中国消费者对于奶粉产品的消费升级是大势所趋。在优生优育的理念下，大部分的父母都愿意尽可能为孩子提供最好的产品。正是出于上述的消费心理，飞鹤才通过聚焦高端以上产品来占领消费者心智。

图表 299：中国婴幼儿奶粉零售额按价格带分类



注：尼尔森价格带按照 PI 价格指数（单品平均价格/该品类平均价格）进行分类。

资料来源：尼尔森，浦银国际

然而，飞鹤的超高端产品的收入占比在 2021 年已经达到了 57%，高端及以上产品占比已经接近 90%。飞鹤旗下的超高端明星产品星飞帆对公司整体收入的贡献目前已经达到了 50% 左右。我们认为，飞鹤的产品矩阵进一步高端化的空间已较为有限。

星飞帆的价格区间在行业中已经处于顶部，且高于大部分的国际奶粉品牌。尽管飞鹤尝试推出了更高端的产品（比如星飞帆卓睿），但我们认为对整体价盘的拉动相对有限。

图表 300：飞鹤与国际品牌最新价格比较

公司	品牌	单价（元/900g）
雅培	菁挚	437
皇家	美素佳儿	396
澳优	佳贝艾特	359
飞鹤	星飞帆	348
达能	爱他美	339
H&H	合生元	328
利洁时	美赞臣	322
雀巢	惠氏启赋	312
雀巢	超启能恩	235

资料来源：京东，浦银国际



另一方面，飞鹤目前增速较快的婴配奶粉产品的定价与毛利率普遍都低于星飞帆，而飞鹤未来对成人奶粉的聚焦，将使公司的平均单价与毛利率进一步承压。

在高端化空间有限，且潜在产品结构有可能变差的情况下，我们担心飞鹤的毛利率有持续下行的风险。

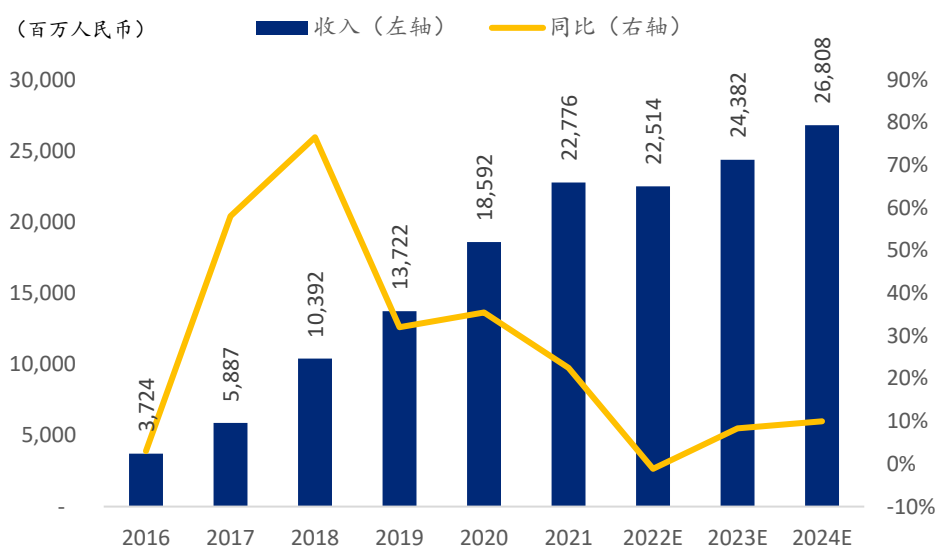
盈利预测

(1) 收入

面对基数越来越高、行业竞争日趋激烈以及出生率持续下降，我们认为，飞鹤未来三年的增速相比过去五年将有较大幅度的放缓。

由于疫情后行业竞争加剧以及公司主动清理渠道库存，飞鹤 2022 年上半年收入同比预计将下降 14.9-17.4%。我们目前预测公司 2022 年全年收入同比下跌低单位数，而 2023 年将反弹至 8% 左右的增长。

图表 301：飞鹤收入与同比增速，2016-2024E

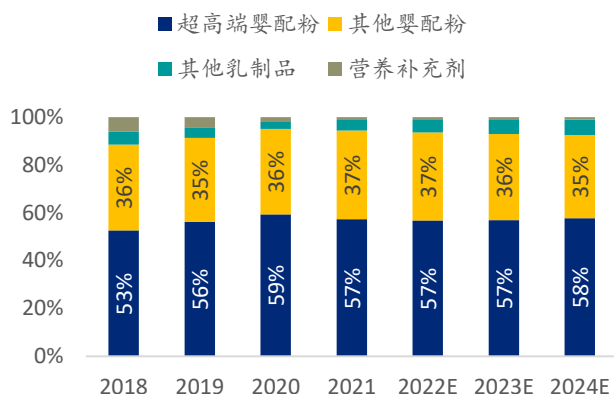


E=浦银国际预测

资料来源：公司数据，浦银国际

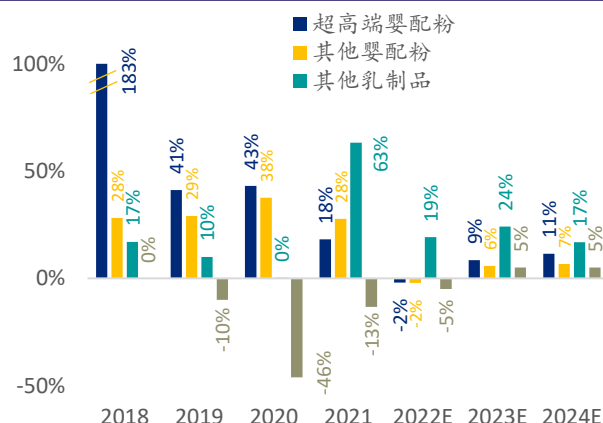
我们预测超高端婴配粉未来对飞鹤的收入贡献将会有小幅增长，然而星飞帆的收入贡献未来三年将维持在 49-50% 的水平。另一方面，成人奶粉（包括在其他乳制品中）的增速将高于婴幼儿奶粉的增速。

图表 302：飞鹤收入按品类分布，2018-2024E



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

图表 303：飞鹤各品类收入同比增长，2018-2024E



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

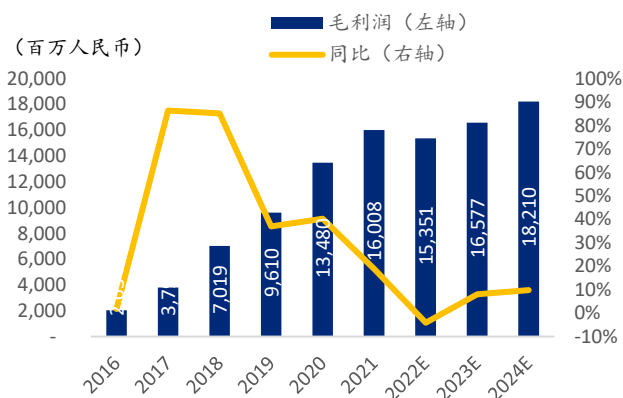
(2) 利润率

同收入一样，飞鹤的毛利同比增速预计也将在 2022 年大幅放缓。

我们认为，面对疫情带来的不确定性，以及公司大力清库存的情况下，飞鹤 2022 年的毛利率有较大下行压力。

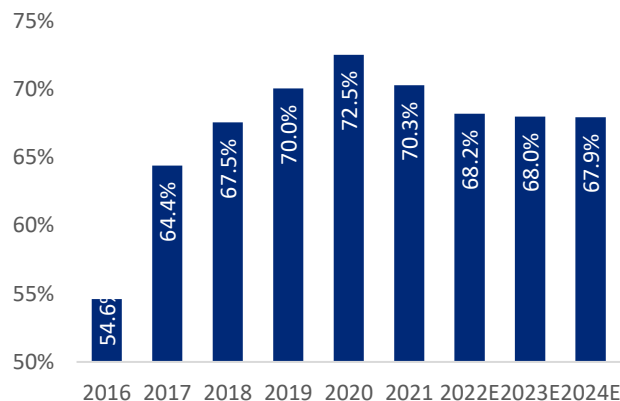
长期来看，飞鹤高端化空间有限，产品结构有变差的可能性，因此我们预测飞鹤毛利率在 2023-24 年将继续同比小幅下滑。

图表 304：飞鹤毛利与同比增速，2016-2024E；



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

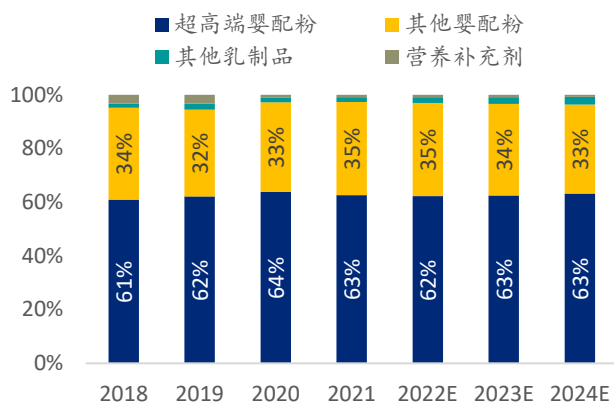
图表 305：飞鹤毛利率，2016-2024E



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

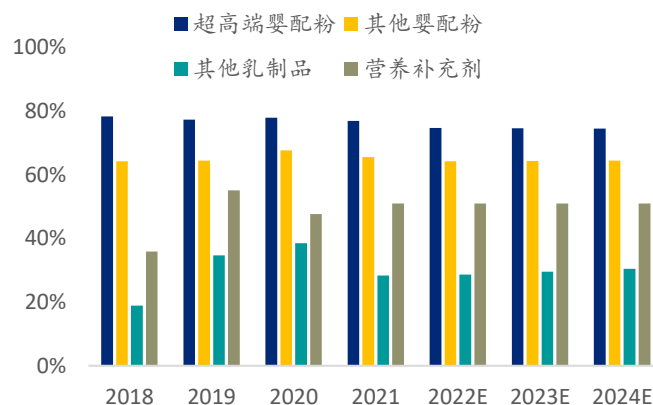
我们预测未来三年，各品类对飞鹤毛利的贡献基本维持稳定。然而，在市场竞争与产品组合的影响下，其超高端产品的毛利率有可能持续承压。

图表 306: 飞鹤各品类毛利润占比



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

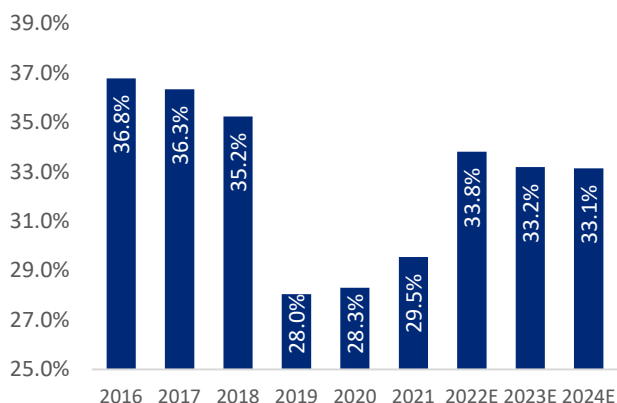
图表 307: 飞鹤各品类毛利率



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

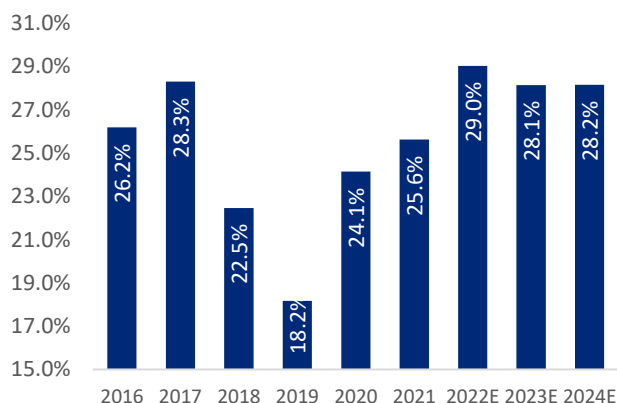
由于收入下滑，但部分销售费用已提前安排，我们预计飞鹤 2022 年的销售费用率因广告费用提升将大幅增至 33.8%，并在 2023 与 2024 年小幅下降。其管理费用率大概率在未来三年保持稳定。

图表 308: 飞鹤销售费用率，2016-2024E



E=浦银国际；资料来源：公司数据、浦银国际

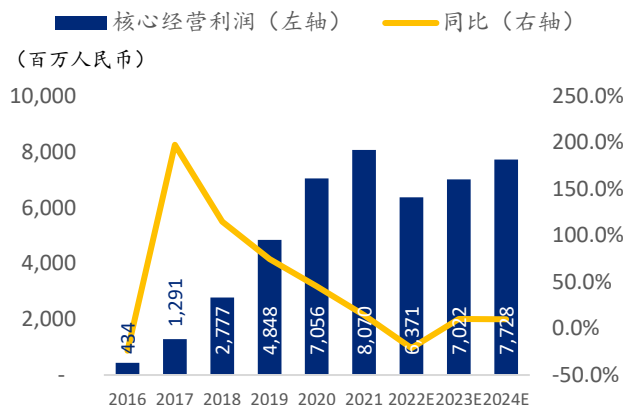
图表 309: 飞鹤广告宣传推广费占收入费用比例，2016-2024E



E=浦银国际；资料来源：公司数据、浦银国际

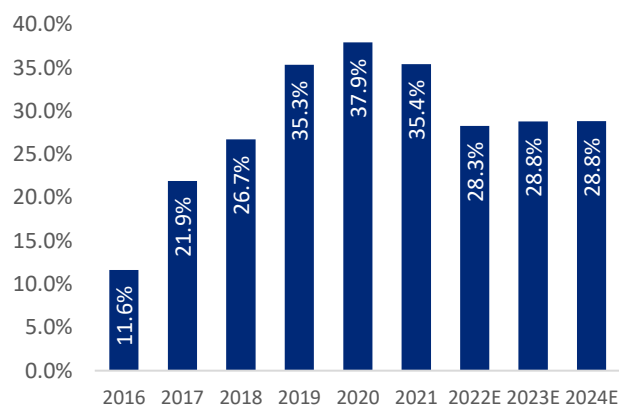
在毛利率下滑和负经营杠杆的叠加效应下，我们预测飞鹤 2022 年的核心经营利润率同比大幅下滑 7.1 个百分点，但在 2023 年同比小幅上涨。

图表 310：飞鹤核心经营利润与同比增速，2016-2024E



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

图表 311：飞鹤核心经营利润率，2016-2024E

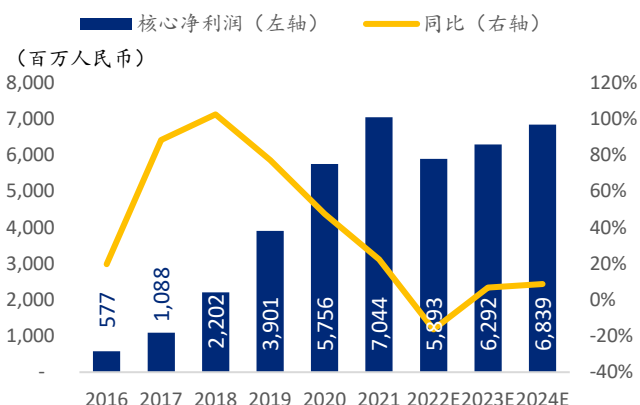


E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

(3) 净利润与净资产回报

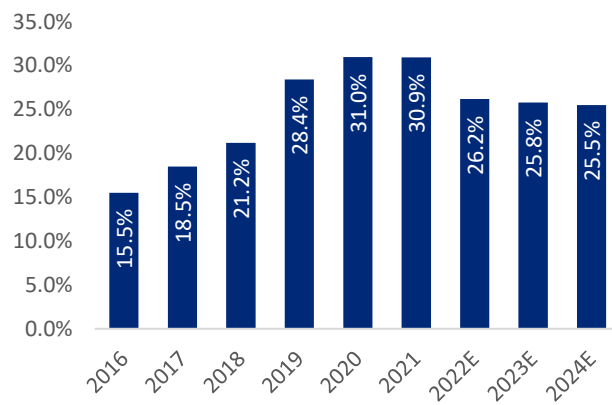
受经营利润减少影响，我们预测飞鹤 2022 年的核心净利润同比下降 16%，核心净利润率同比收窄 4.7 个百分点。

图表 312：飞鹤核心净利润与同比增速，2016-2024E



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

图表 313：飞鹤核心净利率，2016-2024E



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

除了净利润率下行以外，我们预测飞鹤的资产周转率及财务杠杆在未来三年也会有所下降。这将导致公司的净资产收益率持续降低。

图表 314：杜邦净资产收益率（ROE）分析

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	67.5%	70.0%	72.5%	70.3%	68.2%	68.0%	67.9%
销售、管理费用率	40.8%	34.7%	34.6%	34.8%	39.9%	39.2%	39.1%
EBIT 利润率	31.2%	41.9%	53.6%	43.7%	36.9%	36.4%	35.9%
税前利润/EBIT	0.98	0.99	0.99	0.97	0.99	0.99	0.99
少数股东前净利润/税前利润	0.70	0.69	0.75	0.71	0.71	0.71	0.71
归母净利润/少数股东前净利润	1.00	1.00	1.00	0.99	0.99	0.99	0.99
归母净利润率	21.6%	28.7%	40.0%	30.2%	26.0%	25.6%	25.4%
资产周转率	1.10	0.79	0.72	0.76	0.68	0.66	0.65
财务杠杆	2.01	1.85	1.67	1.55	1.47	1.42	1.40
ROE	47.8%	41.8%	48.3%	35.5%	26.0%	24.2%	23.1%

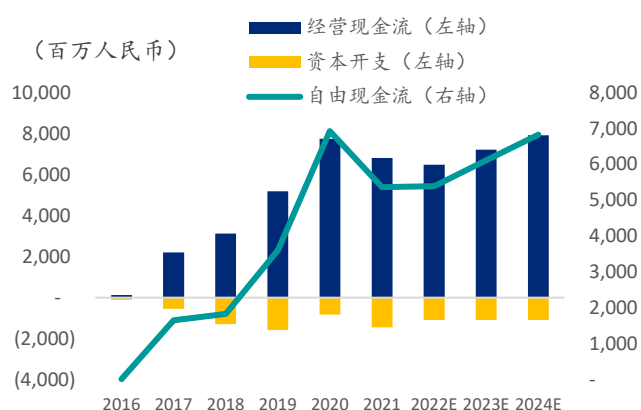
E=浦银国际预测 资料来源：公司数据，浦银国际

（4）资产负债表与现金流

由于运营资本（working capital）大幅上升，飞鹤 2021 年的经营现金流同比出现下滑。基于 2022 年收入与利润都将承受较大下行压力，我们预计公司 2022 年的经营现金流将继续同比下滑。

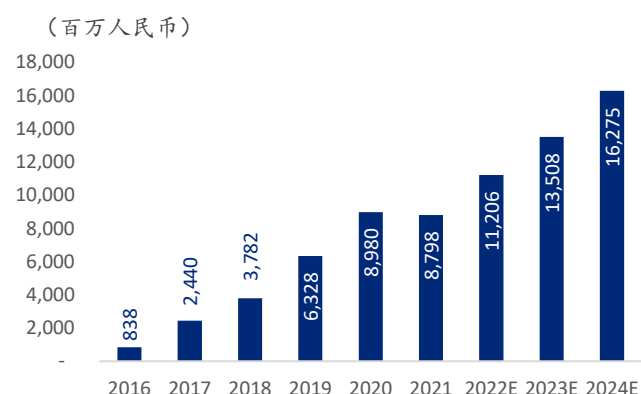
我们预测，公司未来三年将保持充裕的净现金，且净现金水平将持续提升。这也使公司未来有能力在中国奶粉行业整合的道路上抓住潜在收购兼并的机会。

图表 315：飞鹤经营现金流、资本开支与自由现金流



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

图表 316：飞鹤的净现金，2016-2024E



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

目标价与估值

考虑到奶粉行业疲弱的市场情绪，以及长期较高的需求不确定性，我们用2023年每股盈利的10倍作为飞鹤的估值（不到大型国际食品饮料企业一半的估值水平），得到目标价7.9港币，潜在升幅12.4%，首予“持有”评级。

风险提示

飞鹤股价可能面对的下行风险包括：

- (1) 整体行业需求继续放缓；
- (2) 行业竞争大于预期；
- (3) 高端市场份额被对手蚕食；
- (4) 供应链受阻影响产量。

飞鹤股价可能面对的上行风险包括：

- (1) 出生率好转使市场情绪改善；
- (2) 行业竞争有所放缓；
- (3) 公司成功在高线城市抢占市场份额；
- (4) 公司利润率大幅提升。

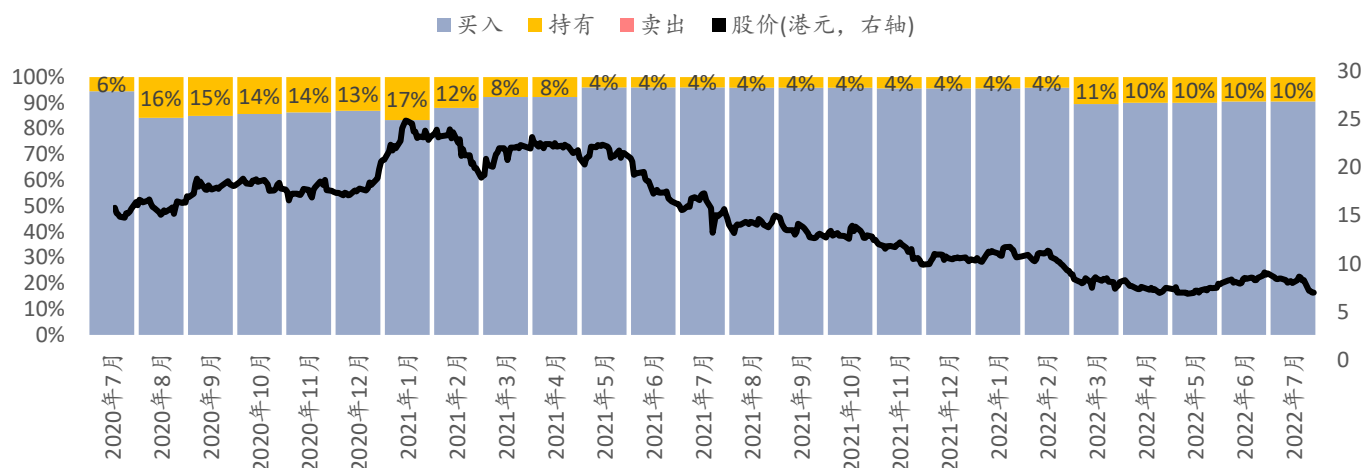
图表 317: SPDBI 目标价: 中国飞鹤



资料来源: Bloomberg、浦银国际

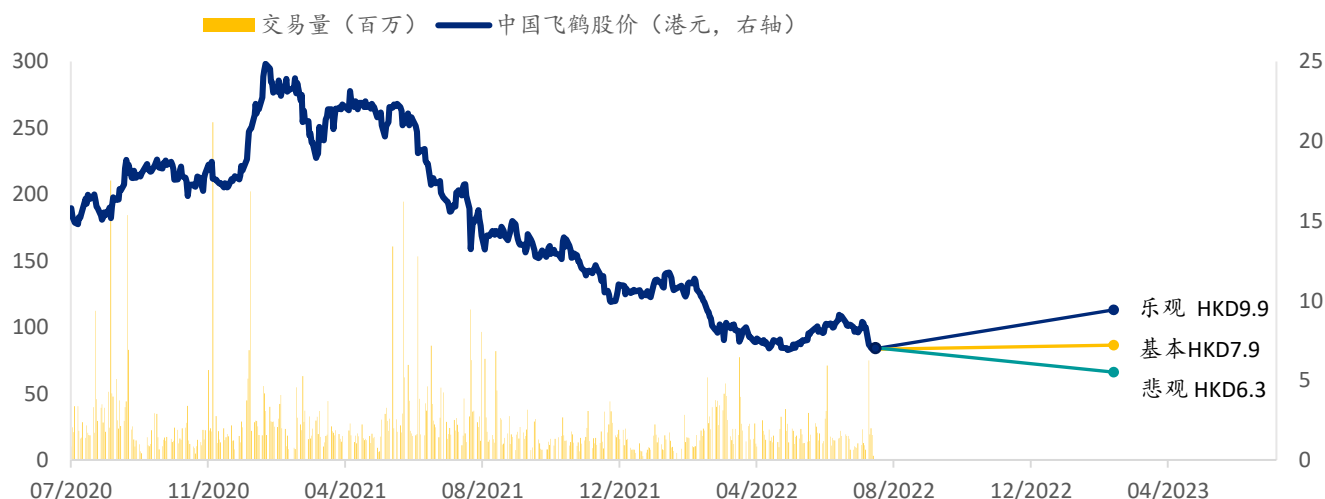
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 318：中国飞鹤市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 319：中国飞鹤 SPDBI 情景假设



乐观情景：公司收入增长好于预期

目标价：9.9 港元

概率：25%

- 2023 年高端及超高端产品增速超 20%；
- 2023 年公司毛利率水平同比提升 40bps；
- 2023 年销售费用率与 2022 年持平。

悲观情景：公司收入增长不及预期

目标价：6.3 港元

概率：20%

- 2023 年高端及超高端产品销售额与 2022 年持平；
- 2023 年公司毛利率水平同比下降 50bps；
- 2023 年销售费用率增长 100bps。

资料来源：浦银国际

公司背景

● 公司介绍

飞鹤始建于 1962 年，是中国最早的奶粉企业之一。2019 年 11 月，中国飞鹤港股上市（股票代码：6186.HK），成为港交所历史上首发市值最大的乳品企业。飞鹤专注于中国宝宝体质和母乳营养研究，引领行业开创多种提升奶粉对中国宝宝体质适应性的技术、配方与工艺。公司在“黄金”奶源带上打造了中国婴幼儿奶粉行业第一个婴幼儿配方奶粉专属产业集群，实现了从源头牧草种植、饲料加工、规模化奶牛饲养，到生产加工、售后服务各个环节的全程可控。

截至 2020 年末，飞鹤全国拥有约 2,000 名经销商（覆盖超过 11 万个零售销售点）的广泛经销网络销售其产品，并将产品出售予零售门市以及在某些情况下出售予母婴产品店营运商、超市和大型超市。

飞鹤产品线以婴幼儿配方奶粉为主，并以成人奶粉、液态奶、成人羊奶粉、米粉辅食等丰富产品线。主要品牌包含：

- **婴幼儿配方奶粉：**
 - 有机奶粉：臻稚有机、淳芮有机
 - 儿童奶粉：茁然、星飞帆
- **成人奶粉**：爱本、飞鹤牧场、星蕴
- **羊奶粉**：小羊妙可、佳瑞妙可、加爱
- **辅食**：呀蜜呀蜜辅食米粉

财务上，公司 2021 年收入 227.8 亿元人民币，按收入产品来源看，超高端贡献收入 57%，高端贡献 32%。2021 年公司归母净利润 68.7 亿元，归母净利润率 30.2%。

● 前十大股东

图表 320: 中国飞鹤主要股东

	主要股东	占比(%)
1	Garland Glory Holdings Limited	43.40
2	North Haven Private Equity Asia IMF Holding Limited	7.77
3	达生有限公司	6.59
4	LH Financial Holding Limited	3.88
5	LSH Investment Holding Limited	2.54
6	Adroit Shipping Limited	1.14
7	J.T. Living Trust	0.27
8	Morgan Stanley & Co. International plc	0.13
9	Morgan Stanley & Co. LLC	0.09
10	Parametric Portfolio Associates LLC	0.0015

*截至 2022 年 3 月 1 日

资料来源: Bloomberg、浦银国际

● 公司历史

图表 321：中国飞鹤发展里程碑

时间	里程碑
1962	飞鹤乳业前身黑龙江省农垦总局下属的赵光农场老八连乳品厂成立
2001	冷友斌等人持“飞鹤”品牌转至齐齐哈尔克东县，成立黑龙江飞鹤乳业有限公司，开启二次创业之路
2006	甘南飞鹤乳业奠基，开始打造世界领先的 1000 吨甘南婴幼儿配方奶粉生产线
2007	在甘南和克东投建的两个大型万头专属牧场项目开建
2008	奶粉事件爆发，飞鹤通过了相关部门的检验，所有产品全部合格
2009	成为我国第一家在美国纽交所主板上市的婴幼儿奶粉企业
2010	成功推出第 1 支含仿生母乳成分的超高端婴幼儿配方奶粉——星飞帆系列
2012	可追溯系统正式上线运行
2014	联手哈佛大学医学院 BIDMC 医学中心成立“飞鹤-哈佛大学医学院 BIDMC 营养实验室”
2016	在加拿大 Kingston 投资建厂，布局国际
2018	成为中国婴幼儿奶粉行业年销售额突破百亿的企业
2019	中国飞鹤在香港联合交易所主板正式挂牌上市

资料来源：公司公告、浦银国际

● 公司管理层

图表 322: 中国飞鹤公司管理层

姓名	职位	履历
冷友斌	执行董事、董事长兼首席执行官	冷先生自 2013 年起担任公司董事、董事长兼首席执行官，并于 2017 年调任为执行董事。他自 1996 年起担任黑龙江飞鹤的董事，在此期间，于 1996 年至 2020 年同时担任黑龙江飞鹤的总经理，并于 1999 年至 2001 年同时担任赵光农场的副场长。在此之前，他于 1987 年至 1993 年任职于赵光乳品。在乳业拥有逾 30 年经验。他于 1995 年通过函授课程毕业于东北农业大学（位于中国黑龙江），并于 2002 年取得北京大学经济学院（位于中国北京）高级管理人员工商管理硕士学位及于 2007 年七月取得北京大学光华管理学院（位于中国北京）高级管理人员工商管理硕士学位。冷先生于 1999 年获黑龙江省人事厅认证为乳品工程师。
刘华	执行董事、副董事长兼首席财务官	2000 年加入黑龙江飞鹤并自此担任黑龙江飞鹤的首席财务官。他自 2013 年起担任公司董事、副董事长及首席财务官，并于 2017 年调任为执行董事。刘先生一直参与集团的融资活动，包括 Flying Crane U.S. 于 2003 年在场外柜台交易系统报价及于 2009 年在纽交所上市以及本公司于 2019 年在联交所上市。刘先生于 2015 年取得上海交通大学高级金融学院（位于中国上海）金融高级管理人员工商管理硕士学位。
蔡方良	执行董事兼总裁	于 2010 年加入黑龙江飞鹤并自此担任黑龙江飞鹤的总裁。他自 2013 年起担任公司董事兼总裁，并于 2017 年调任为执行董事。蔡先生专注于本集团的营销管理事宜以及公司的整体管理及业务发展。加入本集团之前，蔡先生于 2008 年至 2010 年任职于江西美庐乳业有限公司。在此之前，蔡先生任职于广东雅士利集团有限公司。
高飞	高级副总裁、常温事业部负责人	高先生于 1999 年加入蒙牛集团，历任销售部区域经理、中心经理、销售总监、总经理等职，参与创造了蒙牛份额迅速领先行业的业绩。高先生拥有丰富的乳制品销售及营销推广实践经验，于 2016 年他获委任为常温事业部副总裁，现全面负责本集团核心业务的经营管理工作。高先生于山东大学取得学士学位，再于清华大学获得高级管理人员工商管理硕士学位。
涂芳而	执行董事、副总裁兼联席公司秘书	2006 年加入黑龙江飞鹤并自此担任黑龙江飞鹤的副总裁。她自 2013 年起担任本公司董事兼副总裁、自 2017 年起担任本公司联席公司秘书，并于 2017 年调任为执行董事。涂女士广泛参与本集团的国际业务发展及资本市场事宜，包括 Flying Crane U.S. 于 2009 年在纽交所上市、于 2013 年进行 FCUS 私有化、于 2014 年与哈佛医学院贝斯以色列女执事医疗中心设立飞鹤营养实验室、于 2015 年在加拿大拓展本集团业务、于 2018 年收购 Vitamin World 的零售保健业务以及本公司于 2019 年在联交所上市。 涂女士于 1999 年取得加州大学伯克利分校（位于美国）大众传媒及政治学文学学士学位，副修亚洲研究，并于 2006 年五月取得洛约拉法学院（位于美国）法律博士学位。她于 2006 年获准加入美国加州律师协会并成为加州持牌律师。

资料来源：公司年报、浦银国际

● 财务报表

图表 323：中国飞鹤利润表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	18,592	22,776	22,514	24,382	26,808
同比	35.5%	22.5%	-1.2%	8.3%	9.9%
营业成本	-5,112	-6,769	-7,163	-7,806	-8,598
毛利润	13,480	16,008	15,351	16,577	18,210
毛利率	72.5%	70.3%	68.2%	68.0%	67.9%
销售费用	-5,263	-6,729	-7,612	-8,090	-8,881
管理费用	-1,161	-1,208	-1,369	-1,465	-1,601
其他经营收入及收益	2,913	1,885	1,938	1,844	1,904
经营利润	9,969	9,955	8,309	8,866	9,632
经营利润率	53.6%	43.7%	36.9%	36.4%	35.9%
财务费用	-18	-253	-16	-16	-16
其他营业外收入（支出）	-18	-253	-16	-16	-16
利润总额	9,900	9,672	8,243	8,800	9,566
所得税	-2,464	-2,757	-2,350	-2,509	-2,727
所得税率	-24.9%	-28.5%	-28.5%	-28.5%	-28.5%
净利润	7,437	6,915	5,893	6,292	6,839
减：少数股东损益	0	-44	-35	-38	-41
归母净利润	7,437	6,871	5,858	6,254	6,798
归母净利率	40.0%	30.2%	26.0%	25.6%	25.4%
同比	89.0%	-7.6%	-14.8%	6.8%	8.7%

资料来源：公司数据、浦银国际预测

图表 324：中国飞鹤资产负债表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	10,059	9,629	12,037	14,339	17,106
应收票据及应收账款	289	477	489	547	622
预付款项	557	576	569	617	678
其他应收款	0	0	0	0	0
存货	1,284	1,722	1,530	1,653	1,802
其他流动资产	6,355	7,565	8,565	9,565	10,565
流动资产合计	18,544	19,970	23,190	26,721	30,773
固定资产	7,197	8,437	8,481	9,062	9,604
使用权资产	366	428	344	333	322
生物资产	1,442	1,707	1,707	1,707	1,707
无形资产	0	21	21	21	21
商誉	48	112	112	112	112
递延所得税资产	376	474	468	507	557
其他非流动资产	349	333	333	333	333
非流动资产合计	9,778	11,512	11,466	12,076	12,657
短期借款	448	313	313	313	313
应付票据及应付账款	1,133	1,284	1,279	1,394	1,535
租赁负债	98	62	62	62	62
应交税费	910	1,063	1,050	1,137	1,251
其他应付款	4,518	4,221	4,172	4,518	4,968
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	7,107	6,942	6,876	7,424	8,128
长期借款	732	621	621	621	621
其他应付款	374	647	639	692	761
租赁负债	139	115	115	115	115
应交税费	784	753	744	806	886
非流动负债合计	2,030	2,136	2,120	2,235	2,384
股本	0	0	0	0	0
储备	17,747	20,921	24,143	27,583	31,321
少数股东权益	1,438	1,482	1,517	1,555	1,596
所有者权益合计	19,186	22,403	25,660	29,138	32,917

资料来源：公司数据、浦银国际预测

图表 325：中国飞鹤现金流量表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	9,900	9,672	8,243	8,800	9,566
固定资产折旧	218	409	378	418	458
无形资产摊销	0	1	0	0	0
使用权资产折旧	45	33	102	102	102
财务费用	50	29	50	50	50
公允价值溢利和损失	-1,763	-119	0	0	0
存货的减少	-293	-417	192	-123	-149
经营性应收项目的减少	164	-151	-5	-106	-136
经营性应付项目的增加	1,382	-203	-61	514	660
税务费用	-2,108	-2,736	-2,365	-2,399	-2,584
其他	153	295	-50	-50	-50
经营活动产生的现金流量净额	7,748	6,815	6,483	7,206	7,917
资本开支	-805	-1,379	-1,091	-1,091	-1,091
投资支付的现金和结构性存款	-2,291	-616	-958	-1,299	-1,388
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	-764	-268	0	0	0
其他	73	-182	0	0	0
投资活动产生的现金流量净额	-3,786	-2,444	-2,049	-2,389	-2,478
取得借款收到的现金	159	-444	0	0	0
收到其他与筹资活动有关的现金	0	-365	0	0	0
偿还债务支付的现金	-17	-44	0	0	0
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	-2,685	-3,392	-2,636	-2,814	-3,059
筹资活动产生的现金流量净额	-2,543	-4,245	-2,636	-2,814	-3,059
现金及现金等价物净增加额	1,073	28	3,101	2,003	2,379
期初现金及现金等价物余额	4,667	5,912	5,989	8,439	10,442
期末现金及现金等价物余额	5,912	5,989	8,439	10,442	12,821

资料来源：公司数据、浦银国际预测



澳优乳业 (1717.HK): 短期业绩缺乏催化, 长期有望跑赢行业

短期澳优将面对渠道调整、行业增速放缓、竞争加剧等挑战, 收入增速将放缓, 销售费用率可能同比上升。然而基于公司在羊奶粉细分赛道的领导地位以及伊利的支持, 公司长期增长有望好于行业。我们首次覆盖澳优乳业, 给予“持有”评级。

- **羊奶粉表现将优于牛奶粉:** 尽管中国婴幼儿配方奶粉行业整体规模受到出生率的较大制约, 但羊奶粉未来的增长前景与空间总体要优于整体婴配粉行业。作为中国羊奶粉领域的绝对领导者, 我们预测澳优羊奶粉产品 (占 2021 年收入 38%) 未来有望保持低双位数的增长。然而其牛奶粉产品的收入 (占 2021 年收入 50%) 增速在激烈的行业竞争中有可能放缓至单位数。
- **与伊利的结合带来更多想象空间:** 在伊利收购澳优 52.7% 的股权之后, 澳优正式成为伊利旗下奶粉业务重要的组成部分, 并与伊利原有奶粉产品优势互补, 形成差异化竞争。长期来看, 澳优有望借助伊利丰富的上游奶源布局与发达的线下渠道 (尤其在低线城市), 来实现更高的渗透率与市占率, 并取得优于行业的增速。
- **竞争加剧推高市场投入费用:** 对经销商出货价格的调整, 以及库存拨备的同比减少, 将使公司 2022 年毛利率同比有所改善。目前, 尽管澳优毛利率远低于飞鹤, 但其未来通过产品结构调整提高毛利率的空间远高于飞鹤。然而, 疫情可能导致行业短期竞争加剧, 从而使公司销售费用率同比上升。我们预测, 2024 年公司经营利润率将回升至 2020 年的水平。
- **估值与评级:** 短期内, 行业增速放缓与竞争加剧所带来的影响难以避免, 然而伊利的赋能与羊奶粉相对更好的前景, 将使澳优长期具有更大的想象空间。我们用 9x 2023E P/E 作为估值, 得到目标价 6.9 港币, 相比当前股价有 8.3% 的上升空间。
- **投资风险:** 1) 行业需求放缓; 2) 羊奶粉增速不如预期。

图表 326: 盈利预测和财务指标

百万人民币	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	7,986	8,873	8,809	9,747	10,570
同比变动 (%)	18.6%	11.1%	-0.7%	10.6%	8.4%
股东应占净利	1,004	1,040	932	1,191	1,341
同比变动 (%)	14.3%	3.6%	-10.4%	27.7%	12.6%
PE (X)	12	12	14	11	10
ROE (%)	22.7%	19.4%	16.1%	18.3%	18.2%

E=浦银国际预测; 资料来源: 公司报告、浦银国际

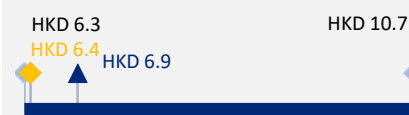
2022 年 8 月 1 日

评级

持有

目标价 (港元)	6.9
潜在升幅/降幅	+8.3%
目前股价 (港元)	6.4
52 周内股价区间 (港元)	6.3-9.8
总市值 (百万港元)	11,394
近 3 月日均成交额 (百万港元)	4.8

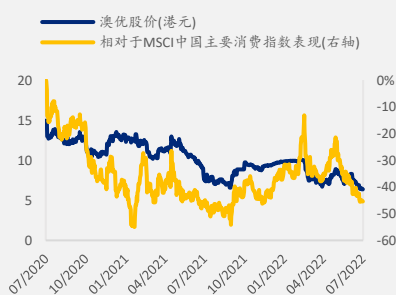
市场预期区间



▲ SPDB 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



注: 截至 2022 年 7 月 28 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

浦银国际

首次覆盖

澳优乳业 (1717.HK): 短期业绩缺乏催化, 长期有望跑赢行业

财务报表分析与预测 -澳优

利润表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	7,986	8,873	8,809	9,747	10,570
同比	18.6%	11.1%	-0.7%	10.6%	8.4%
营业成本	-4,004	-4,403	-4,305	-4,662	-5,026
毛利润	3,982	4,471	4,503	5,085	5,544
毛利率	49.9%	50.4%	51.1%	52.2%	52.4%
销售费用	-2,067	-2,415	-2,608	-2,830	-3,058
管理费用	-693	-707	-763	-822	-882
其他经营收入及收益	1	-57	-2	-5	-8
经营利润	1,224	1,291	1,129	1,428	1,596
经营利润率	15.3%	14.6%	12.8%	14.6%	15.1%
营业外收入	26	-39	0	10	20
营业外支出	-29	-19	-21	-21	-22
利润总额	1,221	1,234	1,109	1,416	1,595
所得税	-221	-231	-211	-269	-303
所得税率	-18.1%	-18.8%	-19.0%	-19.0%	-19.0%
净利润	1,000	1,002	898	1,147	1,292
减：少数股东损益	-4	-38	-34	-44	-49
归母净利润	1,004	1,040	932	1,191	1,341
归母净利率	12.6%	11.7%	10.6%	12.2%	12.7%
同比	14.3%	3.6%	-10.4%	27.7%	12.6%

资产负债表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,858	2,262	2,537	2,755	3,548
应收票据及应收账款	456	459	450	556	535
预付款项	436	457	454	502	545
存货	2,401	2,198	2,064	2,424	2,276
其他流动资产	212	255	255	255	255
流动资产合计	5,363	5,632	5,760	6,493	7,159
固定资产	1,840	1,024	1,233	1,423	1,594
使用权资产	360	362	362	362	362
无形资产	412	97	94	91	87
商誉	298	391	391	391	391
附属机构投资	581	682	682	692	712
递延所得税资产	258	114	114	114	114
其他非流动资产	137	1,213	1,354	1,528	1,701
非流动资产合计	3,885	3,882	4,229	4,599	4,960
短期借款	559	740	740	740	740
应付票据及应付账款	409	406	391	472	459
其他应付款	2,268	1,992	1,977	2,188	2,373
应交税费	157	179	177	196	213
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	3,393	3,316	3,286	3,596	3,784
长期借款	527	563	563	563	563
递延收入	65	63	63	63	63
递延所得税负债	95	73	73	73	73
其他非流动负债	16	6	6	6	6
非流动负债合计	703	704	704	704	704
股本	149	149	149	149	149
储备	5,022	5,389	5,928	6,764	7,653
少数股东权益	-19	-45	-79	-123	-172
所有者权益合计	5,152	5,494	5,998	6,791	7,631

E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

现金流量表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
税前盈利	1,221	1,234	1,109	1,416	1,595
固定资产折旧	126	168	187	221	256
无形资产摊销	55	57	65	76	88
财务费用	29	19	21	21	22
存货的减少	-556	-224	135	-360	147
经营性应收项目的减少	-23	-125	13	-155	-21
经营性应付项目的增加	297	-230	-29	291	172
其他	-18	172	-179	-257	-300
经营活动产生的现金流量净额	1,130	1,071	1,321	1,254	1,958
资本开支	-507	-556	-584	-613	-644
投资支付的现金	184	-43	0	0	0
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	-80	-7	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流量净额	-403	-607	-584	-613	-644
取得借款收到的现金	-64	406	0	0	0
收到其他与筹资活动有关的现金	15	21	0	0	0
偿还债务支付的现金	-96	-68	-68	-68	-68
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	-349	-388	-393	-354	-452
其他	0	-4	0	0	0
筹资活动产生的现金流量净额	-495	-34	-462	-423	-521
现金及现金等价物净增加额	233	431	275	218	793
期初现金及现金等价物余额	1,675	1,858	2,262	2,537	2,755
汇率变化	-50	-26	0	0	0
期末现金及现金等价物余额	1,858	2,288	2,537	2,755	3,548

财务和估值比率

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
每股数据 (人民币)					
摊薄每股收益	0.61	0.60	0.51	0.66	0.74
每股销售额	4.82	5.15	4.86	5.38	5.83
每股股息	0.24	0.23	0.21	0.25	0.28
同比变动					
收入	18.6%	11.1%	-0.7%	10.6%	8.4%
经营盈利	5.3%	1.7%	-12.5%	26.4%	11.8%
归母净利润	14.3%	3.6%	-10.4%	27.7%	12.6%
费用与利润率					
毛利率	49.9%	50.4%	51.1%	52.2%	52.4%
经营利润率	15.3%	14.6%	12.8%	14.6%	15.1%
归母净利率	12.6%	11.7%	10.6%	12.2%	12.7%
回报率					
平均股本回报率	22.7%	19.4%	16.1%	18.3%	18.2%
平均资产回报率	10.7%	10.3%	8.5%	9.9%	21.3%
资产效率					
应收账款周转天数	20.0	18.8	18.8	18.8	18.8
库存周转天数	202.9	190.7	180.7	175.7	170.7
应付账款周转天数	34.1	33.8	33.8	33.8	33.8
财务杠杆					
流动比率 (x)	1.6	1.7	1.8	1.8	1.9
速动比率 (x)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2
现金比率 (x)	0.2	0.2	0.3	0.2	0.3
负债/ 权益	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6
估值					
市盈率 (x)	12.3	12.3	14.5	11.3	10.1
市销率 (x)	1.5	1.4	1.5	1.4	1.3
股息率	3.2%	3.1%	2.8%	3.4%	3.8%

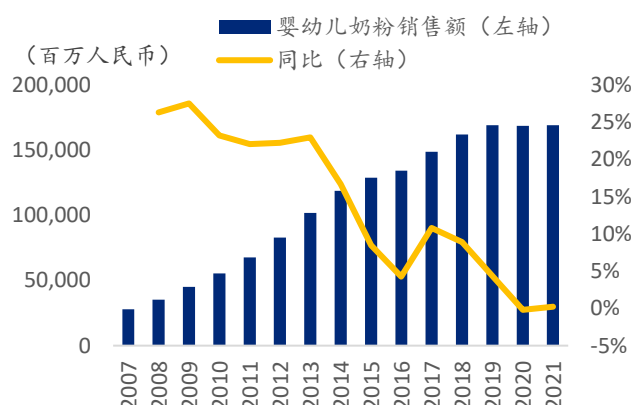
澳优乳业（1717.HK）：短期业绩缺乏催化，长期有望跑赢行业

澳优：中国羊奶粉市场第一品牌

近年来，随着中国出生率持续下降，奶粉行业增速逐渐放缓。但在消费升级、健康意识提升的大趋势下，消费者对孩子健康饮食的要求与标准越来越高。尤其对于刚出生的宝宝来说，中国年轻父母在婴配粉的选择上更加追求高端化、品质化。在这一消费趋势的催化下，消费者对羊奶粉的认知逐渐加深，其相对普通牛奶粉在健康和营养方面的优势。也得到不少消费者的认可。

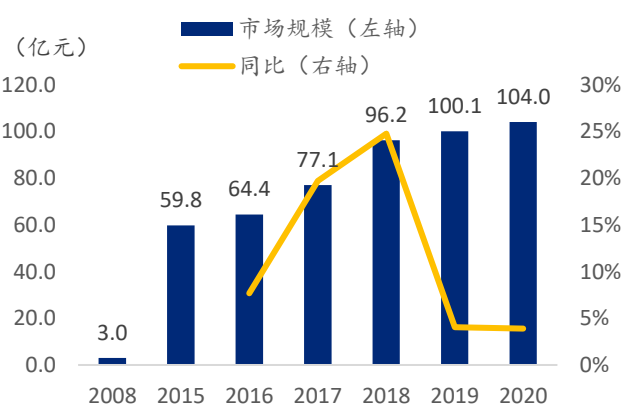
过去十多年中，中国羊奶粉市场高速发展。根据我们整理的数据，2008 年我国羊奶粉市场销售额仅为 3 亿元左右，2015 年就已突破 50 亿元。而到了 2020 年，中国羊奶粉市场规模达到了 104 亿元，2015-2020 年的复合增长率达 11.1%，远高于整体婴配粉不到 5% 的规模增速。

图表 327：中国婴配粉市场规模及增速



资料来源：Euromonitor、浦银国际

图表 328：中国羊奶粉市场规模及增速



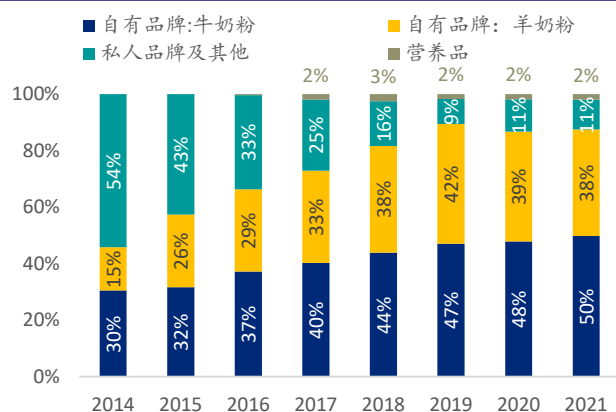
资料来源：中国社会科学院、母婴研究院、浦银国际

作为中国羊奶粉第一品牌，澳优最早却是以牛奶粉起家的。2006 年，澳优与澳大利亚工厂协作推出以“能多力”系列牛奶粉产品，并通过成功的品牌运作，在 2009 年于港交所上市。

在三聚氰胺事件的影响下，中国消费者对国产乳制品的信任度下降，澳优以此为契机，开启了深化全球化布局的道路。2011 年，公司收购了荷兰百年乳企海普诺凯，并推出乳源和生产地均在荷兰的明星品牌“佳贝艾特”羊奶粉，后也成为中国羊奶粉第一品牌。随后澳优先后收购掌握了荷兰、澳大利亚、新西兰等全球“黄金奶源地”的奶源，完成了全球化布局。

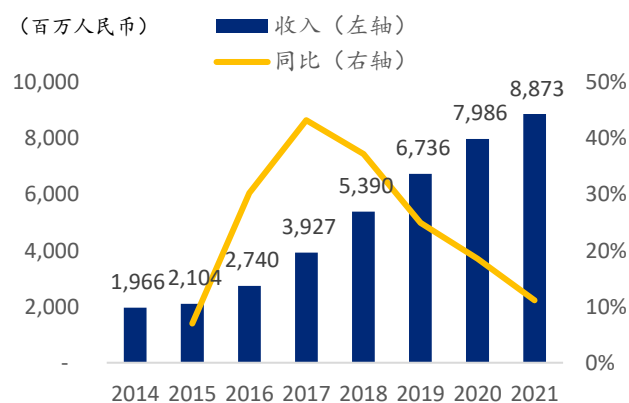
佳贝艾特面世后，澳优成功搭上中国羊奶粉市场规模扩张的顺风车，收入规模在近7年复合增长27.1%。根据尼尔森市场研究报告，佳贝艾特的销量已连续四年占中国婴幼儿配方羊奶粉总进口量的60%以上，奠定了澳优在中国进口羊奶粉市场的绝对领导地位。

图表 329：澳优各产品线收入分布，2014-2021



资料来源：公司数据、浦银国际

图表 330：澳优收入增长



资料来源：母婴研究院、浦银国际

澳优虽以羊奶粉扬名，但牛奶粉依然是其最大的产品品类，2021 年贡献了公司近 50% 的收入。公司在牛奶粉业务上采取多品牌战略，面向不同的消费者开发生产了多个子品牌，包括海普卡诺、能力多等。旗下牛奶粉系列——海普卡诺 1897 近四年高速增长，年复合增长率达 52%，占整体收入的 36%。

营养品方面，公司分别在 2016 年与 2019 年收购营养品企业 Nutrition Care 和 Aunulife，为消费者提供婴幼儿及成人全面健康保障。

图表 331：澳优产品矩阵



资料来源：澳优官网、浦银国际

为什么羊奶粉增速快于牛奶粉？

在中国出生率下降的当下，整体婴配粉市场需求减弱，规模增速放缓。但是在这充满挑战的大环境下，我们认，为羊奶粉的市场规模依然能够保持相对较为高速的增长，主要是因为以下两点：

- 1. 羊奶的稀缺性为羊奶粉增加高端属性，符合消费者消费升级的需求；
- 2. 相较牛奶粉，羊奶粉的营养价值高、不易过敏等健康属性得到年轻父母的青睐。

稀缺的羊奶乳清令羊奶粉更高端

相较中国荷斯坦奶牛每年 300 天的泌乳期和 1.5 万公斤的产奶量，山奶羊产乳量低（500 公斤/年）、泌乳期短（8-10 个月），造成了羊奶和羊奶乳清产量不及牛奶。同时，山奶羊的饲养要求更高，由于不能集中饲养，令养殖成本较奶牛更高、养殖户更少，进一步加剧了羊奶乳清的稀缺。

这一问题虽长时间内制约了羊奶粉市场增长，但也直接令羊奶粉的售价居高不下。我国消费者对高端产品的消费热情依旧，尤其是年轻父母追求品质消费，带动了母婴类产品高端化的进程。其中羊奶粉、有机婴配粉等产品就顺理成章借了消费升级的东风，受到现下消费者的追捧。

图表 332：澳优羊奶粉和牛奶粉价格对比

	子品牌名	(元/800g)
羊奶粉	佳贝艾特悦白	467
	佳贝艾特悠装	368
牛奶粉	海普诺凯 1897	350
	能力多	388

资料来源：公司资料，浦银国际

羊奶粉的健康性及营养价值

从科学的角度来看，羊奶粉优于牛奶粉的营养价值和健康性，也是打动越来越多消费者的主要因素之一。

图表 333：母乳与羊奶、牛奶营养成分对比

成分	母乳	羊奶	牛奶
蛋白质 (g/100g)	1.3	1.5	3
脂肪 (g/100g)	3.4	3.5	3.2
能量 (KJ/100g)	286	277	269
钙 (mg/100g)	33	134	122
干物质 (g/100g)	12.3	12.6	12.3
——酪蛋白占比 (%)	40	75	80
——乳清蛋白占比 (%)	60	25	20
亚油酸,长链 (g/100g 脂肪)	13	2.2	2.5
亚麻酸, 长链 (g/100g 脂肪)	1.4	微量	1.8
乳糖 (g/100g)	6.9	4.5	4.7
消化时间 (分钟)	30	20	120
吸收时间 (分钟)	36	22	32
吸收率	91%	94%	48%

资料来源：中国营养学会，浦银国际

1. 羊奶粉可以有效防止过敏

研究发现，牛奶中含量最多的 **α -S1 酪蛋白**，是致使部分婴幼儿过敏（如奶癣）的主要成分。而羊奶是动物乳中此类酪蛋白含量最低的，可有效防止婴幼儿因此过敏。

2. 羊奶更适合乳糖不耐受的婴幼儿

部分亚洲人天生缺乏消化乳糖所需的乳糖酶，会引发腹泻、胀气等症状。羊奶中的**乳糖**含量仅为 4.5g/100g，低于母乳和牛奶，能够在一定程度上缓解亚洲婴幼儿的乳糖不耐受症状。

3. 羊奶蛋白及脂肪成分容易被吸收

乳蛋白分为酪蛋白和乳清蛋白两大类，其中**乳清蛋白**分子结构较酪蛋白小，更有利于吸收。羊奶中的乳清蛋白含量比例虽不及母乳，但略优于牛奶，使其更易被人体吸收。

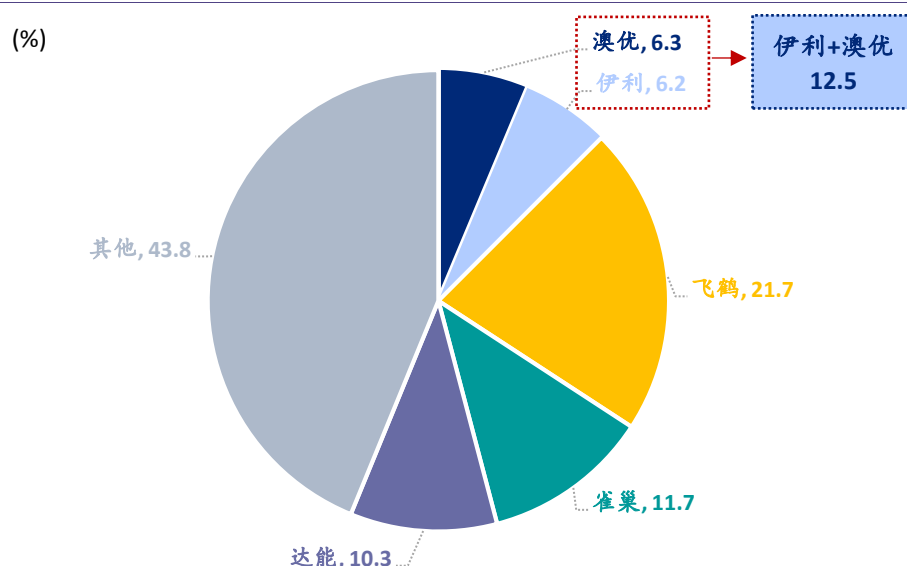
另外，脂肪酸分为长、中、短链三种，其中短链能够被直接吸收，长链则不易被消化。羊奶中的**脂肪酸**大部分是短链和中链，长链占比远低于牛奶，因此婴幼儿对其中的脂肪消化速度更快。

与伊利协同效应加强，助力长期发展

一直以来，奶粉都是伊利重点关注的细分赛道之一。伊利旗下的金领冠，是全国首个通过新国标的婴幼儿配方奶粉品牌，也长居中国婴配粉市场前 10 名榜单。

2022 年，伊利成功以 62.5 亿港元入股澳优，获得 34.33% 的澳优已发行股本（其中定向发行 0.9 亿股），并再通过要约收购增持至 52.7%，成为澳优控股股东。拥有了澳优的加持，伊利一跃成为中国婴配粉市场仅次于飞鹤的第二大玩家。

图表 334：澳优与伊利市场占有率，2021 年



资料来源：公司资料，浦银国际

在产品、定位和产地等方面，伊利和澳优各不相同，这也为两家强强联手，深化协同效应带来更多发挥的空间。然而，无论是奶源、产品研发或渠道上的协同效应，都将需要更长的时间来验证，短期内较难有显著成效。但长期来看，我们相信待协同效应逐步增强后，伊利将为澳优持续赋能，带动业务发展。

国内外奶源互补

澳优掌握对国外奶源的掌握，是国内奶粉企业无法比拟的。澳优通过多笔收购案，分别在荷兰、澳大利亚、新西兰拥有的多个牛羊奶牧场，掌握全球黄金奶源地的原奶资源。此外，澳优也与荷兰羊奶奶户建立长期合作关系，直接提取乳清蛋白，收奶量已占荷兰奶量的 1/3。

对伊利而言，这也为其获取国外优质奶源，尤其是全球稀缺的羊乳清蛋白，提供了更多的便利条件，进一步为金领冠赋予更多高端化的可能性。

图表 335：历年来澳优收购的海外奶源

时间	收购企业	持股比例
2011-2015	荷兰海普诺凯	100%
2014	荷兰 Sanimel	100%
2014	荷兰 Farmel	50%
2016	与新西兰 Westland 合资建厂	60%
2017	澳大利亚 ADP	100%
2017-2018	澳大利亚 Oz Farm	100%
2018	荷兰 Holland Goat Milk	100%
2018	与 Joannusmolen 合资建立 BV	50%

资料来源：公司资料，浦银国际

澳优长期依靠海外奶源供给，因而对中国的优质奶源掌握不足。而中国乳制品龙头的伊利对国内上游奶源的强大控制，则完美弥补了澳优的这一缺憾，助力澳优的产品矩阵羊奶、牛奶齐头并进，协助公司后续推出国产奶源产品，降低原奶采购成本。

产品互补

澳优主打超高端奶粉，旗下的羊奶粉品牌佳贝艾特和牛奶粉海普诺凯 1897，均在超高端市场占有一席之地。相较澳优的奶粉定位，伊利的金领冠则更加亲民，以中高端和高端奶粉为主。

两者的联合，组成了一个更加完整的产品矩阵，便于双方打开各类定位的渠道终端进行铺货，并进行商品上的连带。

渠道资源赋能澳优

从中国整体婴配粉市场来看，近年来，销售渠道已由商超和传统渠道为主，转至母婴店和线上渠道。据弗若斯特沙利文的预测，到 2023 年中国母婴店和线上渠道销售占比将分别达 60%和 26%。

婴配粉企业会根据自身的特性和品牌力选择线下渠道。澳优虽主打超高端产品，但由于自身品牌力没有国际品牌高，商超渠道对其扣点更多，因此，澳优的销售仍以母婴店为主。

伊利深耕中国乳制品各类渠道已久，积累了深厚的终端资源。早在 2006 年，伊利就通过织网计划大力铺排下沉市场渠道，也为伊利自身的规模扩大早早打好基础。2020 年末，伊利就已拥有超 600 万个终端网点，超 109.6 万个乡镇村网点。

伊利在低线城市的广泛布局，可以对澳优的渠道产生较好补充。首先，虽然澳优铺货已集中在母婴店，但伊利强大的品牌力可以助力澳优进一步在门店数量较少的连锁母婴店和单体母婴店加强铺货，扩大渠道规模。同时，依靠伊利常温奶市场与商超渠道的良好关系，澳优也可以以较低的扣点，做好商超渠道布局。

图表 336：澳优母婴店货架



资料来源：浦银国际

图表 337：伊利金领冠超市陈列



资料来源：今日头条、浦银国际

短期缺乏催化，业绩面临挑战

虽然联手伊利为澳优未来的发展带来更大的想象空间，但面对整体婴配粉行业放缓与公司自身的业务调整，澳优短期业绩表现可能面临较大阻力。

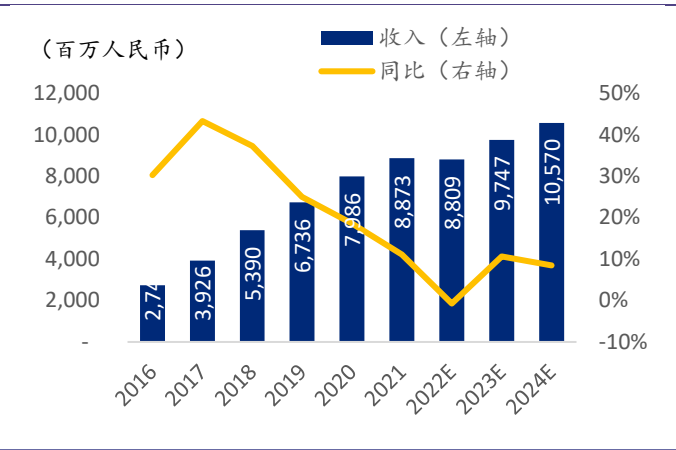
- (1) 从行业角度来看，出生率持续下降，而三胎政策放开的效果可能需要更长时间才能得到释放。同时，疫情以来接种疫苗有可能暂时延后部分消费者的生育计划，短期内抑制对婴配粉的消费。
- (2) 澳优自 2021 年下半年开始调整给经销商的出厂价，并希望借此加强对渠道价格的管理并防止窜货。然而，这一措施短期内或对销量与平均销售单价都会造成影响。在疫情与渠道调整的双重影响下，我们预计公司 1H22 的收入有可能出现同比下滑。
- (3) 疫情后，中国婴配粉市场竞争可能加剧。为了应对竞争，澳优有可能加大对市场的投放力度，从而导致销售费用率的同比上升。

以上这些内外部因素，使我们倾向于认为，短期内，公司的业绩表现不会有太大的惊喜，同时估值水平也很难有显著提升。

盈利预测

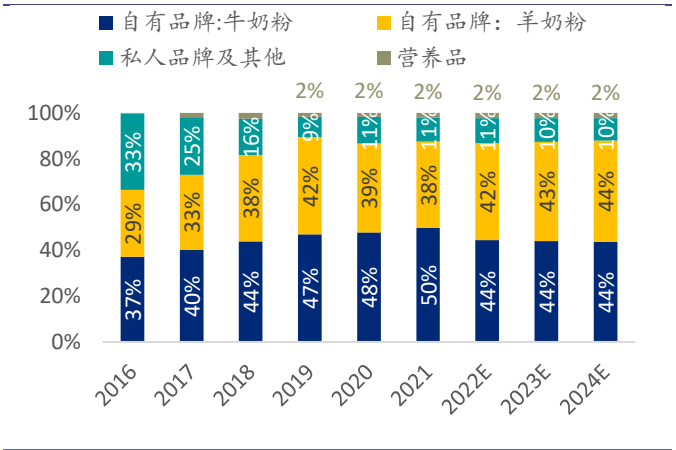
(1) 收入

图表 338：澳优收入与同比增速，2016-2024E



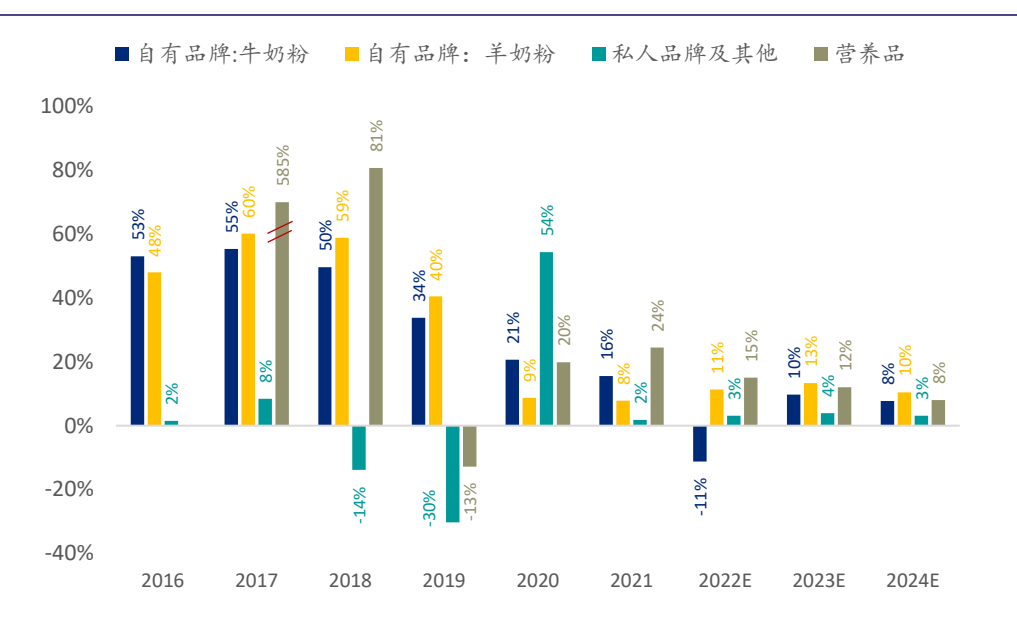
E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

图表 339：澳优收入按品类分布，2016-2024E



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

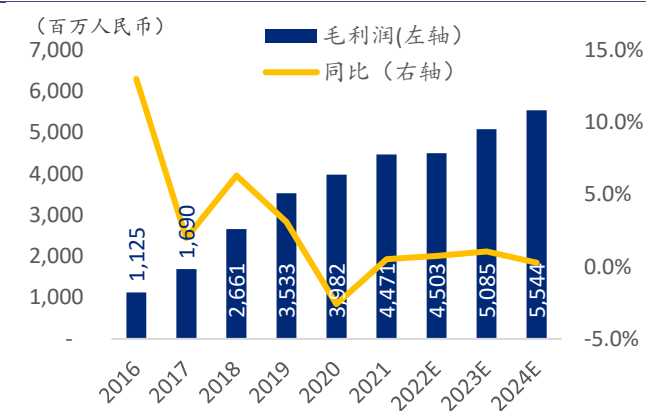
图表 340：澳优各品类收入同比增长，2016-2024E



E=浦银国际预测；资料来源：公司资料，浦银国际

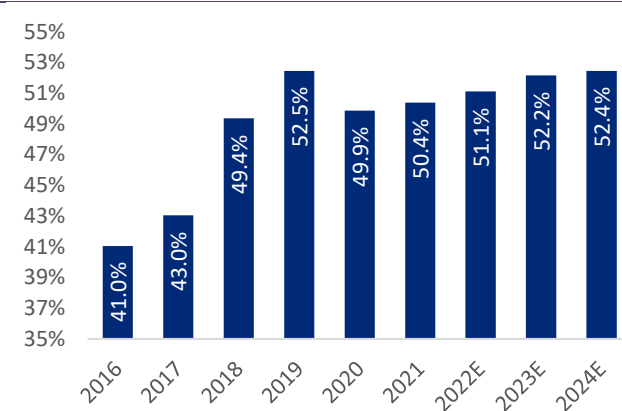
(2) 利润率

图表 341: 澳优毛利与同比增速, 2016-2024E;



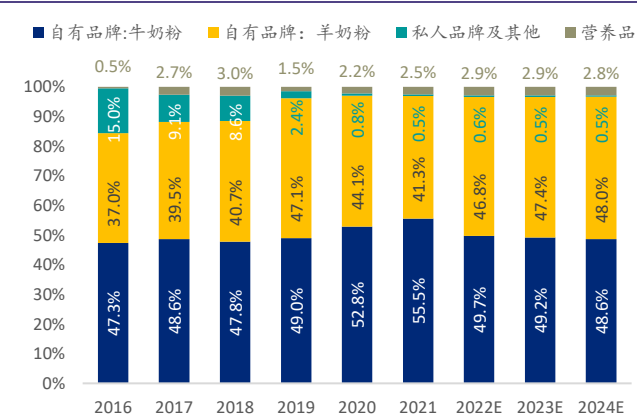
E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 342: 澳优毛利率, 2016-2024E



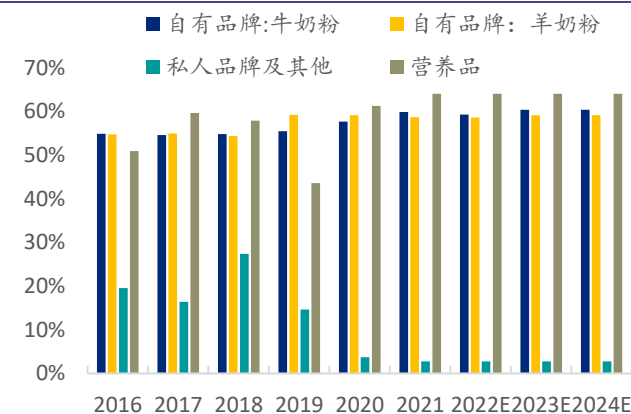
E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 343: 澳优各品类毛利润占比



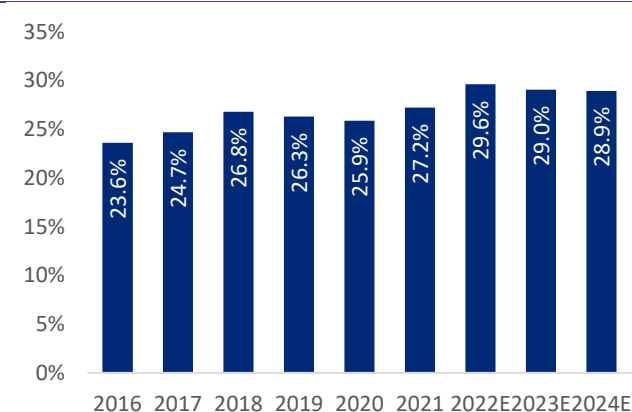
E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 344: 澳优各品类毛利率



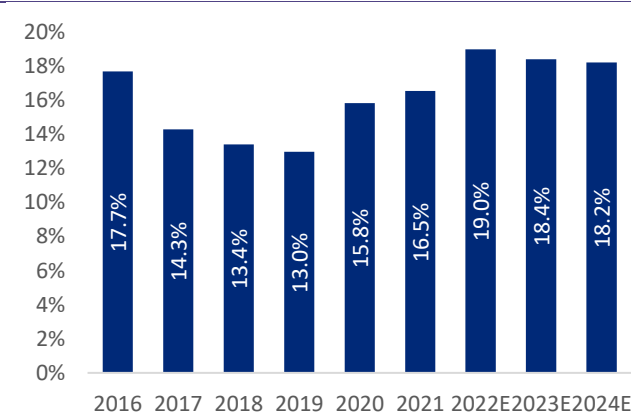
E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 345: 澳优销售费用率, 2016-2024E



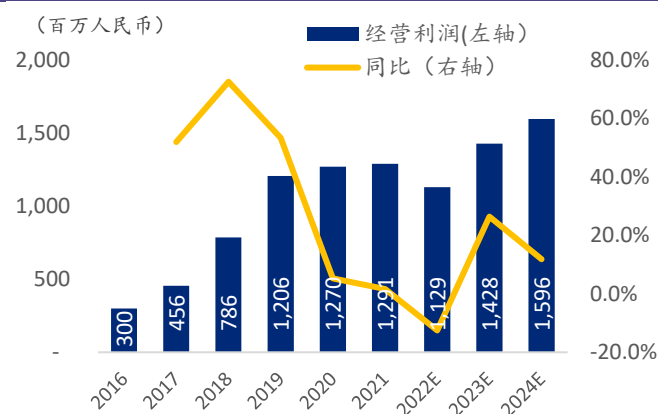
E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 346: 澳优广告宣传推广费占收入费用比例, 2016-2024E



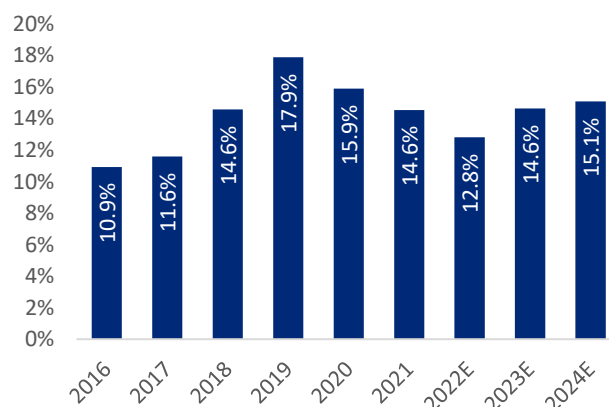
E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 347: 澳优经营利润与同比增速, 2016-2024E



E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

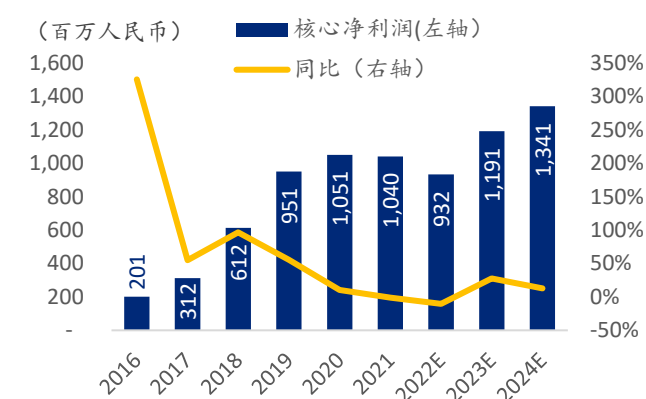
图表 348: 澳优经营利润率, 2016-2024E



E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

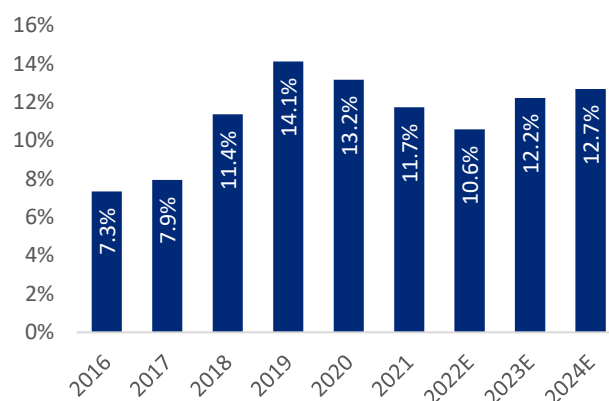
(3) 净利润与净资产回报

图表 349: 澳优核心净利润与同比增速, 2016-2024E



E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 350: 澳优核心净利率, 2016-2024E



E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

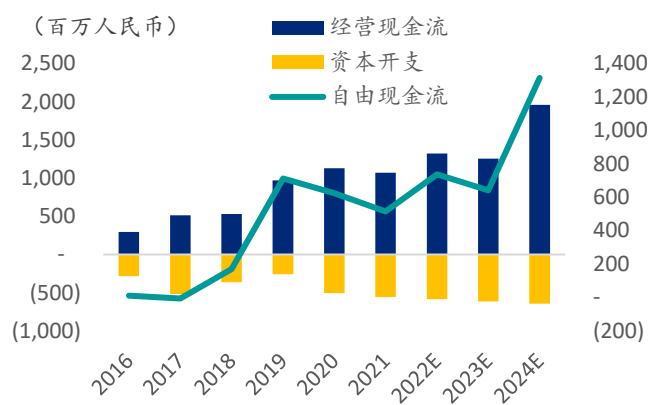
图表 351: 杜邦净资产收益率 (ROE) 分析

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	49.4%	52.5%	49.9%	50.4%	51.1%	52.2%	52.4%
销售、管理费用率	36.5%	36.6%	35.7%	36.7%	39.3%	38.5%	38.3%
EBIT 利润率	14.6%	17.9%	15.9%	14.6%	12.8%	14.6%	15.1%
税前利润/EBIT	0.98	0.98	1.00	0.96	0.98	0.99	1.00
少数股东前净利润/税前利润	0.81	0.79	0.82	0.81	0.81	0.81	0.81
归母净利润/少数股东前净利润	0.99	1.00	1.00	1.04	1.04	1.04	1.04
净利润率	11.5%	13.9%	13.1%	11.7%	10.6%	12.2%	12.7%
资产周转率	0.87	0.89	0.91	0.95	0.90	0.92	0.91
财务杠杆	2.49	2.09	1.91	1.75	1.68	1.62	1.58
ROE	24.7%	25.7%	22.7%	19.4%	16.1%	18.3%	18.2%

E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据, 浦银国际

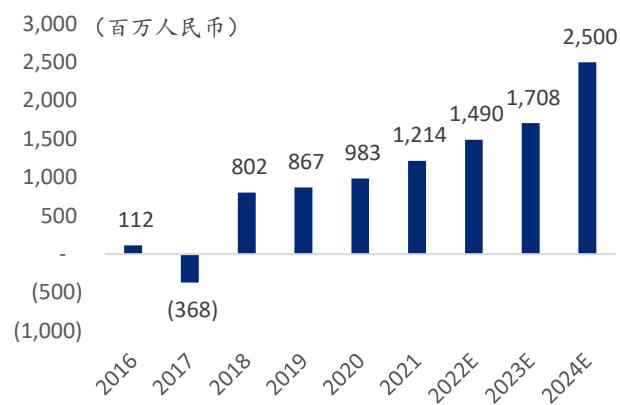
(4) 资产负债表与现金流

图表 352: 澳优经营现金流、资本开支与自由现金流



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

图表 353: 澳优的净现金, 2016-2024E



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

目标价与估值

对于澳优而言，短期行业增速放缓与竞争加剧所带来的影响在所难免，然而，伊利的赋能，与羊奶粉相对更好的前景，使澳优长期具有更大的想象空间。

我们用 9x 2023E P/E 作为估值（不到大型国际食品饮料企业一半的估值水平），得到目标价 6.9 港币，潜在升幅 8.3%，我们首次覆盖澳优乳业，给予“持有”评级。

风险提示

澳优股价可能面对的下行风险包括：

- (5) 整体行业需求继续放缓；
- (6) 行业竞争大于预期；
- (7) 羊奶粉增速不及预期；
- (8) 供应链受阻影响产量。

澳优股价可能面对的上行风险包括：

- (5) 出生率好转使市场情绪改善；
- (6) 行业竞争有所放缓；
- (7) 公司成功借助伊利渠道能力抢占市场份额；
- (8) 公司毛利润率大幅提升。

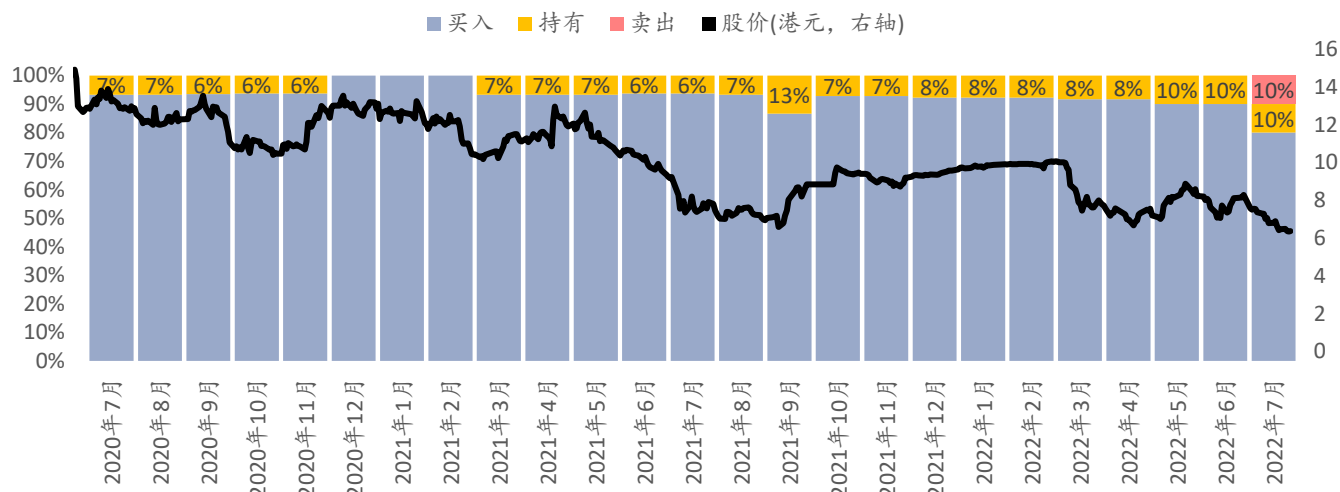
图表 354: SPDBI 目标价: 澳优



资料来源: Bloomberg、浦银国际

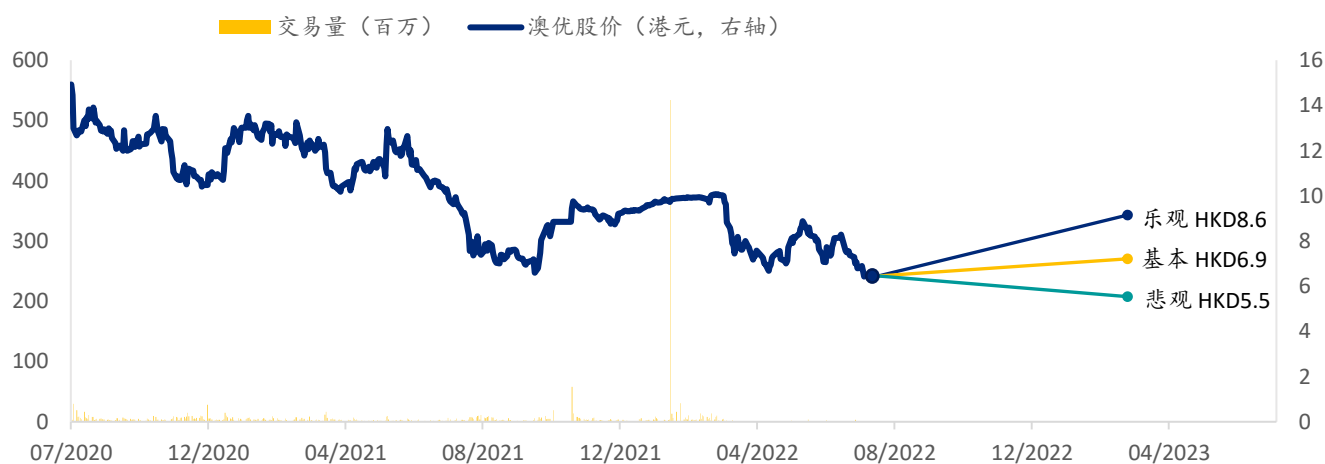
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 355：澳优市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 356：澳优 SPDBI 情景假设



乐观情景：公司收入增长好于预期

目标价：8.6 港元（概率：25%）

- 羊奶粉保持高速增长，2023 年收入同比增长超 18%；
- 原材料价格可控，2023 年毛利率同比提升 80bps；
- 销售费用率 2023 年同比放缓超 100bps。

悲观情景：公司收入增长不及预期

目标价：5.5 港元（概率：20%）

- 羊奶粉增速放缓，2023 年收入同比增长不及 10%；
- 原材料价格上涨，2023 年毛利率同比持平；
- 销售费用率 2023 年同比增长 50bps。

资料来源：浦银国际

公司背景

● 公司介绍

澳优乳业于 2003 年成立于湖南长沙市，并于 2009 年成功在港交所挂牌上市(股票代码:1717.HK)。目前市场占有率位列中国婴幼儿配方奶粉前五名。截至目前，澳优已在荷兰、澳大利亚、新西兰等全球“黄金奶源地”完成研发及供应链体系布局。

公司秉持国际化企业定位，稳步推进全球化的进程。2011 年收购了荷兰百年乳企海普诺凯，2014 年在荷兰投建 Pluto 和 Hector 工厂，2016 年收购澳洲营养品公司 Nutrition Care，2017 年收购澳洲 ADP 和 Oz Farm。截至目前，公司在全球共设有 9 间工厂，产品已囊括婴幼儿配方奶粉、儿童奶粉、成人奶粉、液态奶、益生菌及营养品的多元布局。

公司是中国市场羊奶粉第一品牌，旗下牛奶粉在婴配粉市场也取得较好的成绩，主要产品及子品牌如下：

- **羊奶粉：**佳贝艾特
- **牛奶粉：**海普诺凯 1897、能力多、美纳多、澳优爱优、悠蓝、珀淳、澳滋、淳璀、合力素
- **营养品：**Nutrition Care、Soforla、Kidsbon、Revitance、Uhops
- **益生菌：**爱益森、萃可舒、Pronulife、益萃质

财务上，公司 2021 年收入 88.7 亿元人民币，按产品收入看，牛奶粉贡献收入 50%，羊奶粉贡献 38%。2021 年公司归母净利润 10.4 亿元，归母净利率 11.7%。

● 前十大股东

图表 357：澳优主要股东

	主要股东	占比(%)
1	HONGKONG JINGANG TRADE HOLDING	59.17
2	Center Laboratories Inc	17.03
3	Yan Weibin	6.66
4	DUTCH DAIRY INVESTMENT HK LTD	5.15
5	CITAGRI EASTER LTD	5.11
6	Bioengine Capital Inc	1.99
7	Norges Bank	0.99
8	Ninety One UK Ltd	0.71
9	KB Asset Management Co	0.24
10	Dimensional Fund Advisors LP	0.23

*截至 2022 年 7 月 26 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

● 公司历史

图表 358：澳优发展里程碑

时间	里程碑
2003	澳优于湖南省长沙市成立，定位于打造高端婴幼儿奶粉品牌
2009	澳优成功在香港主板上市，成为在港上市的婴幼儿配方奶粉企业
2011	澳优收购荷兰百年乳企海普诺凯集团，融汇百年制乳经验
2012	澳优和北京大学医学部联合成立“北大澳优母婴营养研究中心”。开启十年铲雪研战略合作
2014	澳优启动荷兰 Pluto 工厂和 Hector 工厂建设；收购荷兰 Farmel 乳业；引进晟德制药成为主要股东
2015	澳优提出“黄金十年”发展战略，确定“成为全球备受信赖的配方奶粉和营养健康公司”的企业愿景
2016	澳优于新西兰第二大乳企 Westland 合资建厂，实现在全球三大黄金奶源地的战略布局
2016	澳优收购澳洲专业高端营养品品牌 Nutrition Care，进入蓬勃发展的国际营养品市场
2017	澳优收购澳大利亚 ADP 奶粉工厂及 Ozfarm 公司，加大澳洲战略布局
2019	澳优上市 10 周年，签约中国国家网球协会，成为中国国家网球队官方合作伙伴
2019	澳优入股丰华生技，并圈子收购澳洲 Aunulife，将营养品业务拓展至益生菌领域
2021	伊利成为澳优单一最大股东

资料来源：公司公告、浦银国际

● 公司管理层

图表 359：澳优公司管理层

姓名	职位	履历
颜卫彬	主席	颜先生是澳优主要创办人之一，于2003年9月澳优中国成立时加入本集团，自澳优中国成立起一直担任其主席。颜先生负责领导董事会及确保其有效运作及履行职责并及时讨论所有重要适合事宜。颜先生亦主要负责本集团之整体公司策略、规划及业务发展，并担任澳优大学校长。颜先生毕业于湖南大学，持有工程学士学位及工商管理硕士学位。颜先生自2004年起至2016年1月止出任深圳证券交易所上市公司袁隆平农业高科技股份有限公司之董事。彼自2004年起至2010年4月止出任隆平高科之行政总裁，自2010年4月起至2011年12月止担任副董事长兼财务总监，自2011年12月起至2012年6月担任行政总裁兼财务总监及自2012年6月起至2016年1月止担任副主席。
Bartle VAN DER MEER	行政总裁	于2013年6月获委任为执行董事兼行政总裁。Van der Meer先生为Ausnutria B.V.创办人之一，1994年Ausnutria B.V.成立以来一直参与该公司之战略管理。自2020年1月起，他亦为Ausnutria B.V.董事会成员及此单层制董事会之主席。Van der Meer先生主要负责管理及执行本集团之整体业务方向及公司经营决策。彼于1966年在荷兰毕业，获颁工商管理学位（主修银行业）。彼曾任职于荷兰跨国银行及金融服务集团Rabobank逾25年。彼自1994年起担任Fan Deming B.V.（一家拥有主要股东DDI 100%股权之私人公司）之执行董事。Van der Meer先生自1998年起至2012年止任sc Heerenveen NV（一家于荷兰甲组联赛比赛之球会）之监事会主席，及自1998年起至2022年4月止为Foundation Accell Group（一家于阿姆斯特丹泛欧证券交易所（前称阿姆斯特丹证券交易所）上市之公司）之成员。
吴少虹	执行董事	于2009年9月获委任为执行董事。吴女士亦担任澳优中国执行董事，主要负责本集团之品牌文化建设及公共关系事务。彼毕业于英国西敏寺大学(University of Westminster)，持有人力资源管理文学硕士学位。自2004年以来，吴女士为湖南宇凯房地产有限公司董事。
王炜华	首席财务官 及公司秘书	王先生于2011年7月加入澳优出任财务官，并于2011年9月获委任为联席公司秘书（其后于2012年12月调任公司秘书）及首席财务官。王先生于审计以及财务及企业管理方面拥有逾20年经验。王先生于约克大学(York University)毕业，持有会计及数学双学士学位。他是香港会计师公会之会员。于2011年7月加入澳优前，他曾出任一家国际会计师行的审计经理、一家制造集团公司的财务总监及一家主要于印度尼西亚从事采矿业务之投资公司的总经理。
戴智勇	中国区副总裁、澳优研究院院长及澳优科学技术协会主席	他在澳优中国成立后随即于2003年加入。戴先生持有化学学士学位、食品加工与安全领域硕士学位。戴先生曾于一家乳制品公司出任管理职位数年，并拥有20余年业界经验。戴先生曾受雇于湖南亚华南山乳品营销有限公司，担任内蒙古牙克石乳品厂的副厂房经理和研发部负责人，从事奶粉研发工作。戴先生主要负责本集团于中国区的澳优研究院营运管理工作。
邓慎	中国区副总裁及能立多业务单元总经理	他于2011年加入澳优。邓先生于中南大学攻读计算机专业。曾于多家外资计算机软件咨询公司工作，并拥有逾10年业界经验。邓先生曾担任甲骨文软件系统有限公司(Oracle Corp)亚太区销售服务部中国区的部门经理。邓先生主要负责能立多业务单元的整体营运管理工作，以及协助管理中国区之人力资源中心。
Nicolette DIEKEMA	质量保证总监	她于2020年加入澳优。Diekema女士毕业于瓦赫宁恩大学暨研究中心(Wageningen University and Research)，取得食物科学及技术研究硕士学位。加入Ausnutria B.V.前，Diekema女士于乳品及食品行业积累多年国际质量保证及质量控制经验。加入澳优前，Diekema女士为CSK Food Enrichment之全球质量、环境、安全及健康经理。
Froukje DIJKSTRA	营运总监	她于2012年4月加入澳优。Dijkstra女士毕业于Noordelijke Hogeschool Leeuwarden技术工商管理专业。加入Ausnutria B.V.前，Dijkstra女士于化工行业有逾20年经验，曾担任不同职位，最后任职于Enitor B.V.
Wouter ENGBERS	信息兼通讯科技总监	他于2021年加入澳优。Engbers先生毕业于Technical University of Delft机械及物流一营运研究及模拟专业，其后亦攻读多个管理及SAP实施之研究生课程。加入Ausnutria B.V.前，Engbers先生于信息科技、SAP顾问及物流相关职位方面拥有多年经验。

资料来源：公司年报、浦银国际

● 财务报表

图表 360：澳优利润表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	7,986	8,873	8,809	9,747	10,570
同比	18.6%	11.1%	-0.7%	10.6%	8.4%
营业成本	-4,004	-4,403	-4,305	-4,662	-5,026
毛利润	3,982	4,471	4,503	5,085	5,544
毛利率	49.9%	50.4%	51.1%	52.2%	52.4%
销售费用	-2,067	-2,415	-2,608	-2,830	-3,058
管理费用	-693	-707	-763	-822	-882
其他经营收入及收益	1	-57	-2	-5	-8
经营利润	1,224	1,291	1,129	1,428	1,596
经营利润率	15.3%	14.6%	12.8%	14.6%	15.1%
营业外收入	26	-39	0	10	20
营业外支出	-29	-19	-21	-21	-22
利润总额	1,221	1,234	1,109	1,416	1,595
所得税率	-221	-231	-211	-269	-303
所得税率	-18.1%	-18.8%	-19.0%	-19.0%	-19.0%
净利润	1,000	1,002	898	1,147	1,292
减：少数股东损益	-4	-38	-34	-44	-49
归母净利润	1,004	1,040	932	1,191	1,341
归母净利率	12.6%	11.7%	10.6%	12.2%	12.7%
同比	14.3%	3.6%	-10.4%	27.7%	12.6%

资料来源：公司数据、浦银国际预测

图表 361：澳优资产负债表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,858	2,262	2,537	2,755	3,548
应收票据及应收账款	456	459	450	556	535
预付款项	436	457	454	502	545
存货	2,401	2,198	2,064	2,424	2,276
其他流动资产	212	255	255	255	255
流动资产合计	5,363	5,632	5,760	6,493	7,159
固定资产	1,840	1,024	1,233	1,423	1,594
使用权资产	360	362	362	362	362
无形资产	412	97	94	91	87
商誉	298	391	391	391	391
附属机构投资	581	682	682	692	712
递延所得税资产	258	114	114	114	114
其他非流动资产	137	1,213	1,354	1,528	1,701
非流动资产合计	3,885	3,882	4,229	4,599	4,960
短期借款	559	740	740	740	740
应付票据及应付账款	409	406	391	472	459
其他应付款	2,268	1,992	1,977	2,188	2,373
应交税费	157	179	177	196	213
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	3,393	3,316	3,286	3,596	3,784
长期借款	527	563	563	563	563
递延收入	65	63	63	63	63
递延所得税负债	95	73	73	73	73
其他非流动负债	16	6	6	6	6
非流动负债合计	703	704	704	704	704
股本	149	149	149	149	149
储备	5,022	5,389	5,928	6,764	7,653
少数股东权益	-19	-45	-79	-123	-172
所有者权益合计	5,152	5,494	5,998	6,791	7,631

资料来源：公司数据、浦银国际预测

图表 362：澳优现金流量表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	1,221	1,234	1,109	1,416	1,595
固定资产折旧	126	168	187	221	256
无形资产摊销	55	57	65	76	88
财务费用	29	19	21	21	22
存货的减少	-556	-224	135	-360	147
经营性应收项目的减少	-23	-125	13	-155	-21
经营性应付项目的增加	297	-230	-29	291	172
其他	-18	172	-179	-257	-300
经营活动产生的现金流量净额	1,130	1,071	1,321	1,254	1,958
资本开支	-507	-556	-584	-613	-644
投资支付的现金	184	-43	0	0	0
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	-80	-7	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流量净额	-403	-607	-584	-613	-644
取得借款收到的现金	-64	406	0	0	0
收到其他与筹资活动有关的现金	15	21	0	0	0
偿还债务支付的现金	-96	-68	-68	-68	-68
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	-349	-388	-393	-354	-452
其他	0	-4	0	0	0
筹资活动产生的现金流量净额	-495	-34	-462	-423	-521
现金及现金等价物净增加额	233	431	275	218	793
期初现金及现金等价物余额	1,675	1,858	2,262	2,537	2,755
汇率变化	-50	-26	0	0	0
期末现金及现金等价物余额	1,858	2,288	2,537	2,755	3,548

资料来源：公司数据、浦银国际预测



妙可蓝多 (600882.CH): 中国奶酪的破局者

凭借爆款奶酪棒单品，妙可蓝多打破了中国奶酪市场多年由外企主导的市场格局。我们认为，在奶酪细分市场强大的品牌力、产能和全面的产品布局，是公司未来可持续健康发展的基石。我们首次覆盖妙可蓝多 (600882.CH)，给予“买入”评级。

- **乳制品新赛道的新晋领军者：**作为高速扩张的奶酪市场中的新晋领军者，妙可蓝多的成功，与对奶酪市场的前瞻布局及审时度势推出爆款单品密不可分。公司自 2018 年爆发式增长，收入 4 年复合增长率达 46.1%，在 2021 年成功突破外资的层层夹击，市占率提升至 27.7%，一跃成为中国奶酪市场第一玩家。
- **不惜成本树立品牌形象：**因中国消费者对奶酪认知尚浅，公司定制化地向不同受众投放广告，树立品牌形象并进行奶酪教育，赢得了高辨识度。我们认为广告费用率高企虽暂时令利润率受损，但随着规模效应加强，公司广告费用率将稳步降低，带动利润率提升。
- **背靠蒙牛拓渠道、扩产能：**通过定向增发，蒙牛持有妙可蓝多 30% 股权，并支持公司建成全国最多的奶酪生产线，为未来增长提供动能。蒙牛渠道深耕多年，也协助公司拓展更多的渠道资源，我们相信，公司常温渠道的铺排将快于竞争对手，带来更多变现空间。
- **爆款单品为核心，打造全场景产品矩阵：**公司崛起虽依赖网红单品低温奶酪棒，但产品布局不止于此：**1)** 大力布局潜力巨大的常温市场，成为公司增长第二曲线；**2)** 发展家用和餐饮端奶酪市场，拓展使用场景；**3)** 2 年内吸纳蒙牛自身产品，完善产品矩阵。
- **估值：**考虑到中国奶酪市场正处于快速扩容阶段，叠加妙可蓝多拓展常温奶酪的决心和投入，及蒙牛日后对公司资源的支持，为完整地捕捉公司未来的快速增长，我们采取 DCF 估值，基于 10.0%WACC 与 3% 的永久增长率，得到目标价 50 港元，对应 33x2023E P/E 及 20x 2023E EV/EBITDA。首予“买入”评级。
- **投资风险：**（1）整体行业需求放缓；（2）常温奶酪市场接受度低于预期；（3）原材料价格上涨高于预期；（4）食品安全问题；（5）奶酪市场竞争加剧；（6）供应链受阻影响产量。

图表 363：盈利预测和财务指标

百万人民币	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2,847	4,478	6,267	8,383	10,971
同比变动 (%)	63.2%	57.3%	40.0%	33.8%	30.9%
股东应占净利	59	154	345	716	1,133
同比变动 (%)	208.2%	160.6%	123.5%	107.5%	58.2%
PE (X)	273	119	53	26	16
ROE (%)	2.7%	4.0%	7.5%	13.2%	18.8%

E=浦银国际预测；资料来源：公司报告、浦银国际

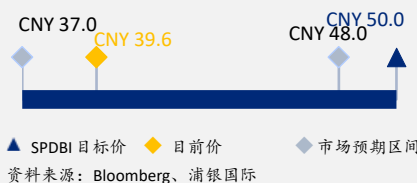
2022 年 8 月 1 日

评级

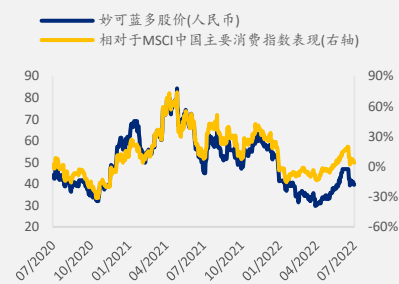
买入

目标价 (人民币)	50.0
潜在升幅/降幅	+26.3%
目前股价 (人民币)	39.6
52 周内股价区间 (人民币)	28-64.7
总市值 (人民币)	19,759
近 3 月日均成交额 (人民币)	223.9

市场预期区间



股价表现



注：截至 2022 年 7 月 28 日收盘价

资料来源：Bloomberg、浦银国际

浦银国际

首次覆盖

妙可蓝多 (600882.CH)：中国奶酪的破局者

财务报表分析与预测 - 妙可蓝多

利润表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2,847	4,478	6,267	8,383	10,971
同比	63.2%	57.3%	40.0%	33.8%	30.9%
营业成本	-1,825	-2,767	-3,803	-4,774	-6,036
毛利润	1,008	1,691	2,436	3,571	4,886
毛利率	35.4%	37.8%	38.9%	42.6%	44.5%
销售费用	-710	-1,159	-1,549	-2,086	-2,704
管理费用	-140	-343	-396	-414	-468
其他经营收入及收益	-39	-40	-56	-75	-98
经营利润	118	149	436	996	1,616
经营利润率	4.2%	3.3%	6.9%	11.9%	14.7%
营业外收入	6	6	8	11	15
营业外支出	-8	-3	-3	-3	-3
其他营业收入(支出)	-37	74	81	85	100
利润总额	95	233	528	1,096	1,734
所得税	-21	-39	-95	-197	-312
所得税率	-22.4%	-16.7%	-18.0%	-18.0%	-18.0%
净利润	74	194	433	899	1,422
减: 少数股东损益	15	39	88	182	289
归母净利润	59	154	345	716	1,133
归母净利率	2.1%	3.4%	5.5%	8.5%	10.3%
同比	208.2%	160.6%	123.5%	107.5%	58.2%

资产负债表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	567	2,436	2,325	2,524	3,205
应收票据及应收账款	116	96	148	198	259
预付款项	114	127	178	237	311
其他应收款	8	20	20	20	20
存货	270	523	545	684	865
其他流动资产	102	682	732	832	932
流动资产合计	1,178	3,884	3,948	4,496	5,592
固定资产	630	1,024	1,457	1,909	2,382
在建工程	217	362	362	362	362
无形资产	100	97	94	91	87
商誉	401	391	391	391	391
递延所得税资产	104	114	114	114	114
其他非流动资产	463	825	922	1,020	1,121
非流动资产合计	1,915	2,813	3,339	3,886	4,456
短期借款	275	350	368	386	405
应付票据及应付账款	327	408	505	634	801
合同负债	74	96	96	96	96
应付职工薪酬	43	70	97	130	170
应交税费	50	81	81	81	81
其他应付款	117	403	403	403	403
其他流动负债	25	26	26	26	26
流动负债合计	911	1,433	1,576	1,756	1,983
长期借款	299	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	49	357	373	389	406
非流动负债合计	349	357	373	389	406
股本	2,246	5,118	5,118	5,118	5,118
储备	-761	-606	-261	455	1,588
少数股东权益	347	395	482	665	954
所有者权益合计	1,833	4,906	5,339	6,238	7,660

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

现金流量表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	74	194	433	899	1,422
固定资产折旧	52	69	99	133	171
无形资产摊销	8	8	8	9	9
财务费用	43	25	39	43	58
存货的减少	-130	-251	-22	-139	-181
经营性应收项目的减少	-11	-29	-103	-110	-134
经营性应付项目的增加	212	283	125	162	208
其他	20	140	-13	-52	-39
经营活动产生的现金流量净额	267	437	565	945	1,514
资本开支	-356	-616	-665	-731	-804
投资支付的现金	0	-1,660	0	0	0
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0	0	0	0	0
其他	-76	1,117	10	10	10
投资活动产生的现金流量净额	-432	-1,159	-655	-721	-794
吸收投资收到的现金	457	3,089	0	0	0
取得借款收到的现金	370	617	18	18	19
收到其他与筹资活动有关的现金	0	0	0	0	0
偿还债务支付的现金	-492	-831	0	0	0
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	-36	-19	-39	-43	-58
其他	-2	-257	0	0	0
筹资活动产生的现金流量净额	298	2,599	-21	-25	-39
现金及现金等价物净增加额	134	1,876	-111	199	681
期初现金及现金等价物余额	409	543	2,436	2,325	2,524
期末现金及现金等价物余额	543	2,419	2,325	2,524	3,205

财务和估值比率

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
每股数据 (人民币)					
摊薄每股收益	0.15	0.33	0.74	1.54	2.44
每股销售额	6.97	9.63	13.47	18.02	23.59
每股股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
同比变动					
收入	63.2%	57.3%	40.0%	33.8%	30.9%
经营溢利	150.8%	26.0%	192.6%	128.7%	62.2%
归母净利润	208.2%	160.6%	123.5%	107.5%	58.2%
费用与利润率					
毛利率	35.4%	37.8%	38.9%	42.6%	44.5%
经营利润率	4.2%	3.3%	6.9%	11.9%	14.7%
归母净利率	2.1%	3.4%	5.5%	8.5%	10.3%
回报率					
平均股本回报率	2.7%	4.0%	7.5%	13.2%	18.8%
平均资产回报率	1.5%	2.8%	5.5%	9.8%	28.3%
资产效率					
应收账款周转天数	18.6	18.6	8.6	8.6	8.6
库存周转天数	41.2	41.2	52.3	52.3	52.3
应付账款周转天数	57.1	57.1	48.5	48.5	48.5
财务杠杆					
流动比率 (x)	1.3	2.7	2.5	2.6	2.8
速动比率 (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
现金比率 (x)	0.2	0.4	0.3	0.3	0.3
负债/ 权益	0.7	0.4	0.4	0.3	0.3
估值					
市盈率 (x)	273.1	119.3	53.4	25.7	16.3
市销率 (x)	5.7	4.1	2.9	2.2	1.7
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

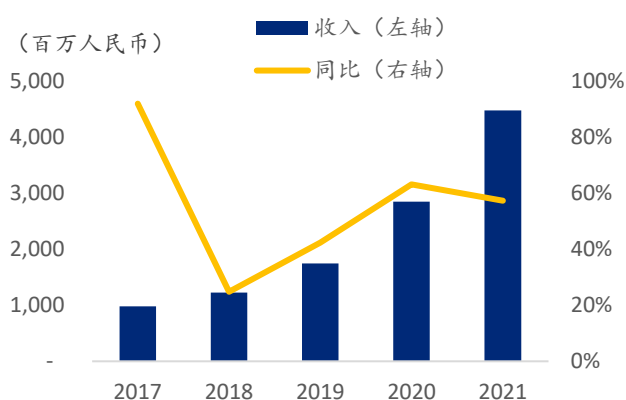
妙可蓝多 (600882.CH): 中国奶酪的破局者

从默默无闻到新晋第一的征程

由于奶酪制造技术繁复、市场规模较小，中国乳企将更多的精力放在液态奶赛道，导致中国奶酪市场长期被外资企业占据。近年来，随着消费者对乳制品高端化、健康化需求增长，越来越多的中国乳企关注到奶酪市场的潜力，希望成为公司发展的新增量。

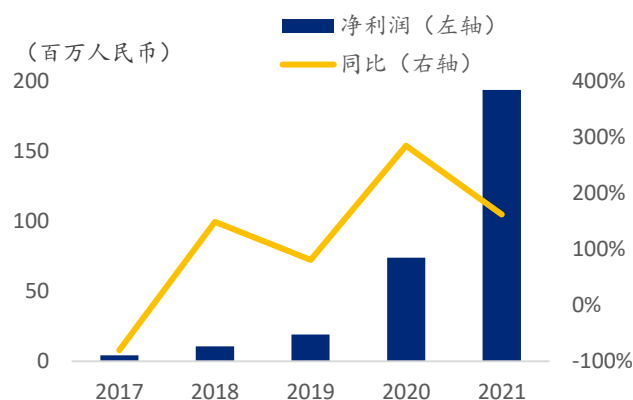
妙可蓝多作为中国奶酪第一品牌，经历了多年沉浮，自 2018 年起开始发力。过去 4 年间，妙可蓝多经历了高速的增长，公司收入与净利润的复合增长率分别达到 46% 及 159%，从默默无闻的边缘玩家，成长为中国奶酪市场的龙头企业。

图表 364: 妙可蓝多收入以及同比增长



资料来源: 公司数据、浦银国际

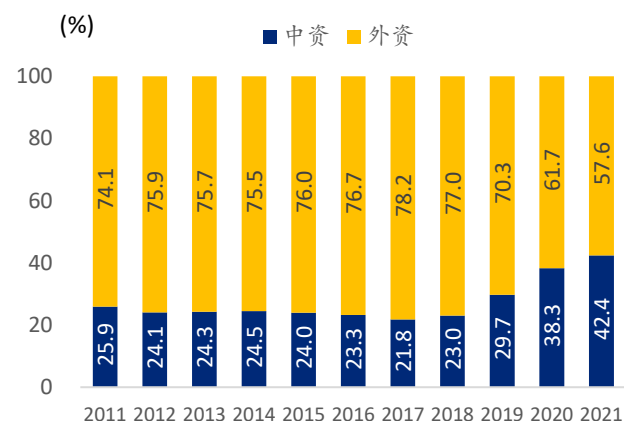
图表 365: 妙可蓝多净利润以及同比增长



资料来源: 公司数据、浦银国际

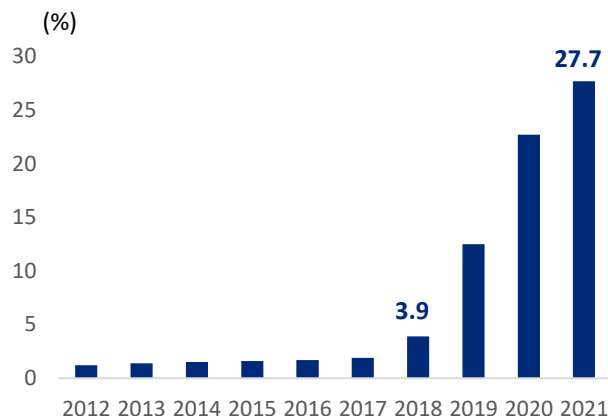
2021 年，妙可蓝多的市场份额从 2018 年的 3.9% 增长至 27.7%，超越百吉福，成为市场占有率第一的品牌。妙可蓝多的高速增长，也带动了中国品牌在奶酪行业的市占率逐年提升。

图表 366：奶酪市场外资、中资乳企市场份额变化



资料来源：Euromonitor、浦银国际

图表 367：妙可蓝多市场份额，2012-2021



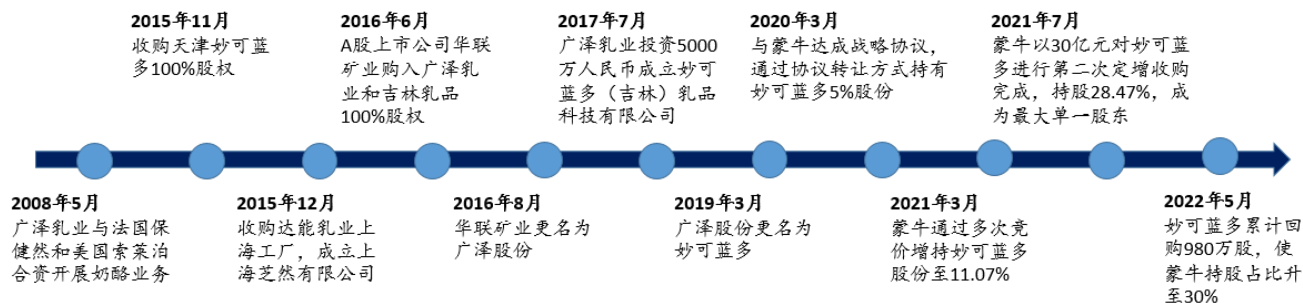
资料来源：Euromonitor、浦银国际

我们认为，妙可蓝多的迅速崛起，得益于专注奶酪业务的前瞻视野。早在2008年，妙可蓝多的前身广泽乳业就与欧美两间乳制品企业合作开展奶酪业务，成为当时少数拥有奶酪生产线的中国乳企。2016年，公司正式将“发展乳酪”纳入经营策略中，也在当年成功上市，成为中国奶酪第一股。

妙可蓝多的儿童奶酪棒在2018年成为爆款单品，当年市场份额提升至3.9%。随即，公司推出了聚焦乳酪的战略。

妙可蓝多的优异表现，成功地引起了乳业巨头蒙牛的关注。2020年起，蒙牛通过多次增持和定增入股妙可蓝多。截至2022年5月末，蒙牛共持有妙可蓝多30%的股份，是妙可蓝多最大单一股东。蒙牛的入股，协助妙可蓝多确立了专注奶酪业务的发展方向，蒙牛也承诺，在2024年前将自身奶酪产品注入妙可蓝多，将妙可蓝多转型成为蒙牛的奶酪运营平台。

图表 368：妙可蓝多发展历程



资料来源：浦银国际整理

妙可蓝多打赢第一保卫战的优势

我们认为，妙可蓝多短短四年内取得的成功，很大程度上归功于其在奶酪赛道的先发优势，以及通过巨大的市场投入所建立起来的品牌认知度。

然而，随着越来越多的乳制品企业加入战局，未来中国奶酪行业的竞争将愈演愈烈，新晋第一的保卫战也已开启。我们认为，妙可蓝多能够在竞争中捍卫第一地位的优势主要是来自于以下四个方面：

1. 妙可蓝多的品牌效应

重金塑造的品牌形象，在激烈竞争中将带来强大的品牌效应，而广告投放已成规模，精准触及目标客群，未来推广费用率维持稳定。

2. 显著优于竞争对手的奶酪产能

新建工厂提升奶酪产能，可超额满足终端对现有产品的需求，为未来产品线持续扩张提供可能性。

3. 提前布局常温奶酪市场

先于竞争对手提前布局潜力巨大的常温奶酪潜在市场，叠加蒙牛在常温渠道深耕多年，助力妙可蓝多顺利打通常温渠道，抢占先机。

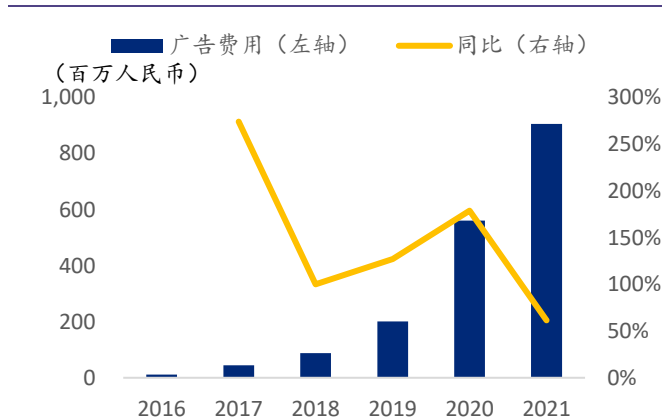
4. 专注奶酪的全场景产品矩阵

细化奶酪使用场景，叠加“1+N+X”的奶酪新品推出计划，为产品线扩张带来更大的想象空间。

● 重金塑造品牌形象，提升品牌效应

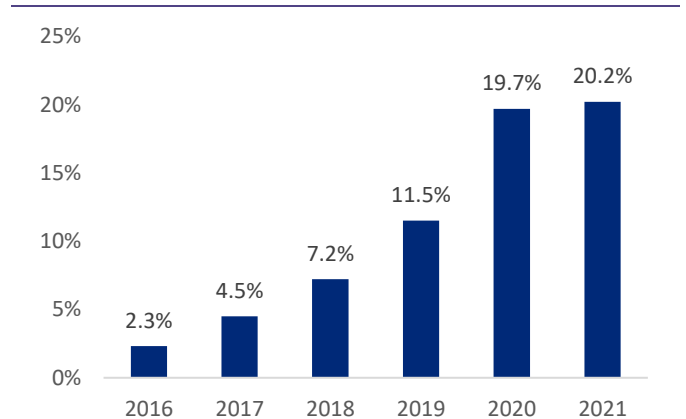
由于中国消费者对奶酪认识尚浅，亟待消费者教育。妙可蓝多复制伊利、蒙牛等中国乳企的营销经验，近年来持续重金推广品牌，同时也希望通过对消费者的教育，使其养成食用奶酪的习惯。但这也令公司的广告费用率高企，近两年保持在 20% 左右，拉低了公司利润率水平。

图表 369：妙可蓝多广告费用及同比变化



资料来源：公司数据、浦银国际

图表 370：妙可蓝多广告费用率



资料来源：公司数据、浦银国际

但是，在市场培育阶段的营销投入是必须的。妙可蓝多持续的营销活动、广告投放和对比赛赞助冠名，教育了消费者奶酪对健康的益处，培养了消费习惯，也让公司成为辨识度最高的中国奶酪企业。

多渠道、多媒介的品牌建设

妙可蓝多用“广撒网、多敛鱼”的营销战略，针对不同的营销场景，采取定制化的方式进行品牌投入，让“奶酪就选妙可蓝多”的品牌形象深入人心。

在电视广告投放上，公司分析各时段观看人群，选择春节档和暑期档，集中在央视、卫视和儿童频道投放广告。电梯广告是公司营销策略的重要一环，秉持着“高频、低干扰”的原则，对两只老虎歌词进行改编，在 16 个一线城市的写字楼和居民校区的广告屏上滚动播放。精准受众、高频次的投放也令妙可蓝多的广告词被益普索公布选为 2020 年年度认知度排名第三的广告语。

图表 371:《2020 年中国广告语盘点》高辨识度广告语

排名	公司	广告语
1	猿辅导	上网课，用猿辅导
2	唯品会	品牌特卖，就是超值
3	妙可蓝多	奶酪就选妙可蓝多
4	元气森林	0 糖，0 脂，0 卡
5	作业帮	好成绩，有人帮
6	京东金融	一个懂金融的朋友，理财就上京东金融
7	梵蜜琳	乘风破浪就要赢，姐姐都涂梵蜜琳
8	九牧王	全球销量领先的男裤专家

资料来源：Ipsos、浦银国际

图表 372:妙可蓝多电梯广告



资料来源：搜狐、浦银国际

为加强与消费者的互动，公司在数字媒体方面上也下足功夫，在抖音、小红书等社交平台上与网红及 KOL 建立品牌合作关系，提高品牌知名度。也在微信公众号中向消费者推送奶酪知识和奶酪菜谱，为消费者创造多种奶酪应用场景，加快实现奶酪走进中餐餐桌的目标。

区分受众的品牌形象营造

起初，妙可蓝多就明确了按照儿童端和家长端区分化营销的销售策略，因为儿童奶酪棒除了要赢得孩子们的心外，还要打动为他们付费的父母。

儿童的消费热情，多与鲜艳的外包装和孩子们关注的热点紧密联系，公司儿童端的营销策略，是与热门动画形象联名制作产品包装。妙可蓝多推出第一款奶酪棒时，就与国内动画片播放量第二高的《汪汪队立大功》合作并延续至今。

家长端的营销，公司选择了在年轻父母心中形象好、人气高的孙俪作为品牌代言人，借助代言人和影视剧的热度，加深妙可蓝多在消费者心中印象，提升品牌形象。2020 年，公司推出了父母们喜爱的卡通形象——皮卡丘联名金装奶酪棒，也将干酪含量升至 40%，完成了包装和产品的双重升级。

图表 373：妙可蓝多与汪汪队联名产品



资料来源：苏宁易购、浦银国际

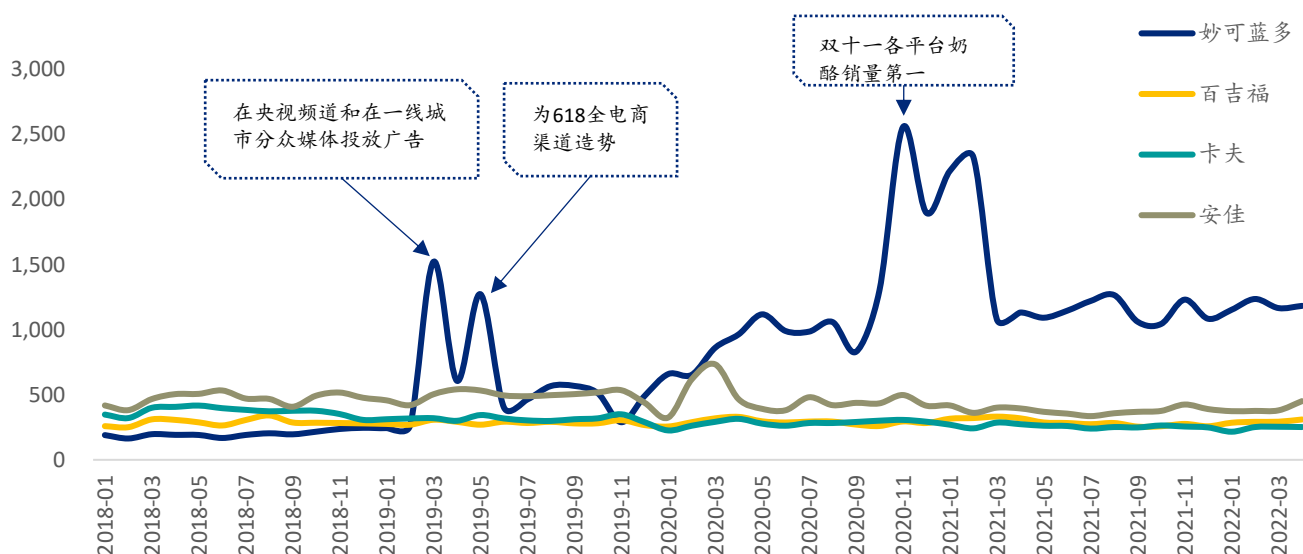
图表 374：孙俪代言妙可蓝多



资料来源：妙可蓝多微博、浦银国际

妙可蓝多利用热门动画形象和品牌代言人的大力营销，在奶酪市场玩家中属实少见。此前霸占行业第一的百吉福，线上线下的营销力度均较小，而安佳的也仅限于 IP 合作。由此可见，妙可蓝多另辟蹊径的营销方式，在较短的时间内打造了业内首屈一指的知名度。

图表 375：奶酪企业百度指数，2018 年-2022 年 4 月



资料来源：浦银国际整理

多线并行的推广模式，为公司带来了高辨识度，也向消费者进行了奶酪普及教育。虽然这令广告费用率居高不下，但助力公司在近年来快速抢占市场份额，协助释放利润。

我们认为，公司在广告费用上的投入已覆盖了目标客群的观看场景，并已成规模，在当前阶段广告费用上升空间较少。同时，随着公司收入规模扩大，以及借用蒙牛签约的 IP 资源进行品牌营销，广告费用率有望稳步下降。

● 联手蒙牛加速产能扩张与渠道拓展

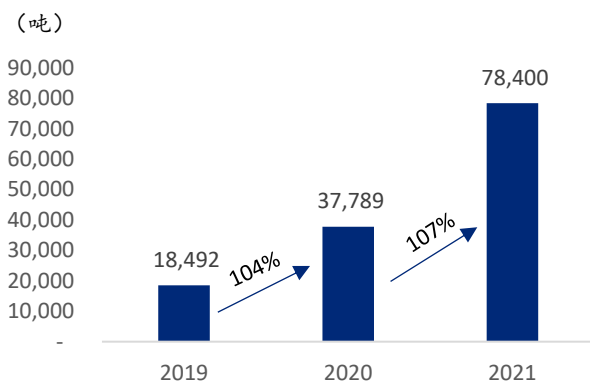
蒙牛自 2020 年初通过多次公开市场竞价及定增的方式，已持有妙可蓝多 30% 的股权，并成为公司的战略伙伴。2021 年初蒙牛完成的定增，在资金上支持了妙可蓝多增建新产能，满足存量及增量的市场需求。同时，蒙牛在中国乳制品市场深耕多年，也将协助妙可蓝多加快渠道拓展的步伐。

行业第一的产能带来更多可能性

五年间，妙可蓝多由“小透明”成为新晋第一，奶酪销量增长之迅速无需赘言，但工厂产能饱和、供不应求等问题也随之而来，2019 年，产能利用率更是超过 100%。

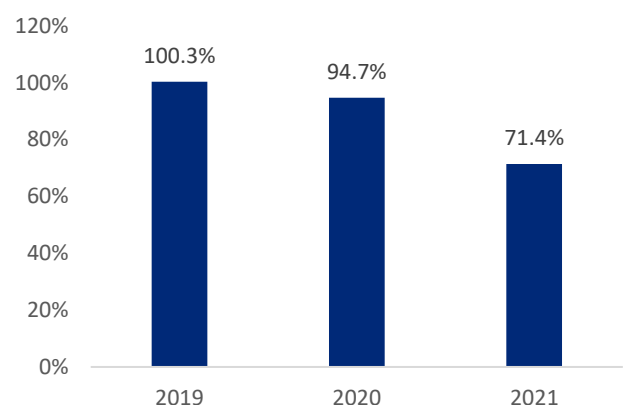
随着上海的第二间工厂在 2021 年正式投产，公司奶酪总产能提升至 7.8 万吨，奶酪生产线升至 100 条，缓解产能不足的问题（产能利用率下降至 71%），妙可蓝多也成为中国外资及中资企业中拥有最多奶酪生产线的企业。

图表 376：妙可蓝多奶酪产能增长



资料来源：公司数据、浦银国际

图表 377：妙可蓝多奶酪产能利用率



资料来源：公司数据、浦银国际

蒙牛的增持，在资金上支持了妙可蓝多加建工厂和生产线改建，扩大奶酪产能。参照目前公司的在建计划，各类生产线改建和新建项目将额外释放 5.3 万吨产能，为市场需求增加和未来新产品的铺排提供更大保障。

图表 378：妙可蓝多奶酪业务在建工程

项目名称	奶酪产能（万吨）	工程进展
长春特色乳品产业升级改造项目	1.25	35.01%
吉林原制奶酪加工建设项目	1.55	20.47%
切丝车间奶酪加工项目	1.25	31.36%
吉林中新食品区创业园项目	1.25	21.90%
总计	5.3	-

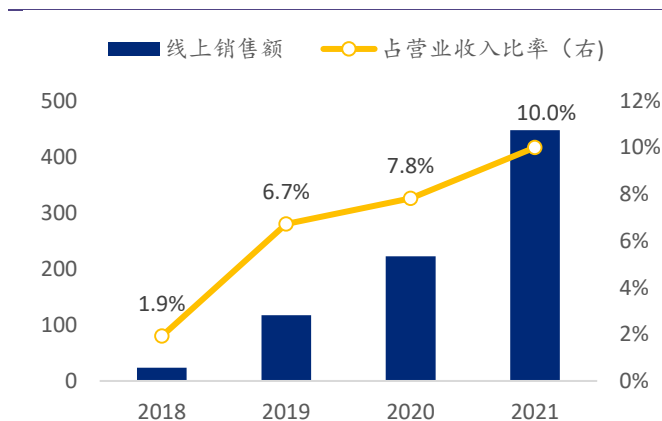
资料来源：公司公告，浦银国际整理

线上线下全域布局，蒙牛带领常温渠道发力

受惠于妙可蓝多品牌力的提升和市场的高度认可，妙可蓝多渠道的建设愈加完善。过去五年，经销商增至 5,363 家，零售网点提升增长 60 倍至 60 万个（其中常温、低温网点分别约为 20 万及 40 万个），已覆盖全国超 90% 的城市和地区。

公司也实现了线上渠道的全布局，分别在天猫和京东等传统电商，以及拼多多、快手和抖音等新平台设立旗舰店，线上销售占比逐年提升。在 2021 年“双十一”和“618”购物促销活动期间，妙可蓝多各平台奶酪品类的销售额都名列第一。

图表 379：妙可蓝多线上销售占比



资料来源：公司数据、浦银国际

图表 380：2021 年双十一妙可蓝多在各平台奶酪品类均名列第一



资料来源：天猫、京东、拼多多、抖音、浦银国际

蒙牛的入股，也助力妙可蓝多更加顺利的拓展渠道。作为中国乳制品龙头企业之一，蒙牛所掌握的渠道资源是主要竞争对手不可比拟的。同时，近年来蒙牛“镇村通”项目打通的下沉市场渠道网络，也正是与妙可蓝多竞争的外资企业较为缺乏的渠道资源。随着低线城市的消费升级趋势持续，这一片广阔的市场，也是妙可蓝多与外资奶酪企业进一步拉开差距的战略要地。

与此同时，在妙可蓝多大力开展常温奶酪业务的当下，蒙牛也利用深耕 20 余年的常温渠道资源，为妙可蓝多布局常温渠道铺平道路，在外资染指较少的下沉市场独放异彩。随着蒙牛与妙可蓝多加强协同，我们相信，蒙牛会与妙可蓝多共享更多的渠道资源，协助妙可蓝多在常温奶酪这一蓝海快速拓展市场，抢占先机。

● “1+N+X” 全场景覆盖奶酪产品矩阵

妙可蓝多参照“1+N+X”的发展战略，计划在 2025 年以前打造全场景覆盖的产品矩阵——即以零售端的网红爆款单品奶酪棒作为奶酪业务的基础（“1”），叠加餐饮端及家庭餐桌产品线，让使用场景更加丰富（“N”），以及未来还将推出奶酪零食、中老年奶酪等多种新品（“X”）。

蒙牛也表示，将在 2024 年前将自身奶酪业务注入妙可蓝多，届时，妙可蓝多产品矩阵将进一步扩大，也避免了双方的内部竞争。

图表 381：妙可蓝多产品矩阵

即食奶酪	小酪牛奶酪棒	0添加奶酪棒	金装奶酪棒	奶酪棒	儿童成长奶酪	酪鲜生（芝士棒）	新金装奶酪棒
							
家庭餐桌	煎烤奶酪	烘焙奶酪	马苏里拉奶酪	奶油芝士	芝士片		
							
工业餐饮	精制马苏里拉奶酪	车达奶酪酱	高熔点奶酪丁	黄车达奶酪丝			
							

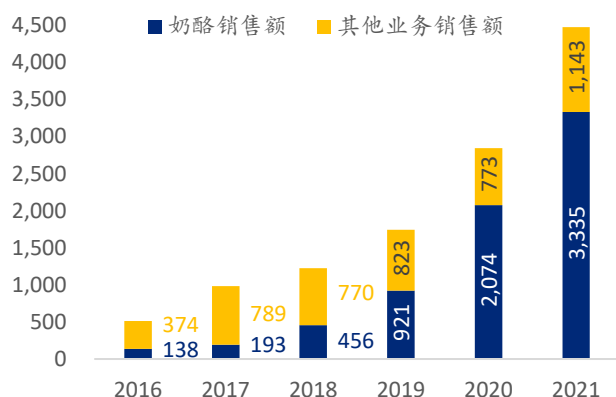
资料来源：浦银国际整理

低温奶酪棒：大单品迭代创新，扩大影响力

在很长一段时间，妙可蓝多一直受制于企业和市场规模较小，消费者对奶酪的认知较浅，因而，在市场内并未激起太大浪花。

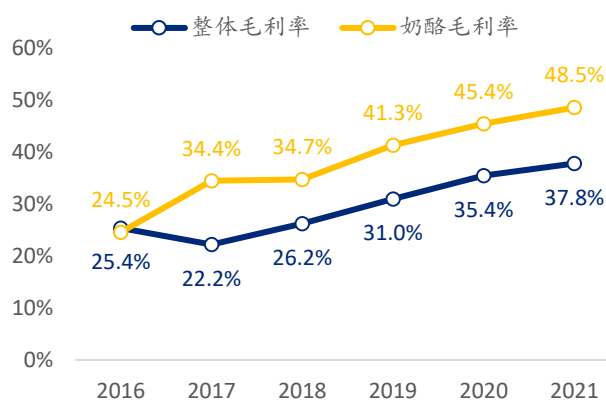
随着外资乳酪企业在中国市场的不断尝试，针对新一代父母营养均衡观念增强，妙可蓝多在 2018 年推出了强调高营养价值的奶酪棒、儿童成长奶酪等产品，一经推出，便获得了巨大成功。自奶酪棒上市，公司的收入和毛利率均迅速提升。

图表 382：妙可蓝多奶酪销售额趋势



资料来源：公司数据、浦银国际

图表 383：公司整体和奶酪业务毛利率水平



资料来源：公司数据、浦银国际

奶酪棒的迭代主要依靠口味创新及提升营养价值来进行高端化。上市至今，妙可蓝多奶酪棒已推出香草冰激凌、果粒、巧克力等 6 种口味，满足儿童口味上的多样化需求。

2020 年，干酪含量超 40%的金装奶酪棒面世，带领公司走上营养升级的高端化道路。2021 年，又升级金装奶酪棒干酪含量至超 50%、推出高端零添加奶酪棒，拓展对营养价值有更高追求的消费群体。

对比竞品，妙可蓝多奶酪棒的高性价比有很大的竞争优势。公司儿童奶酪棒定价处于市场中位数水平，产品中钙和蛋白质含量也数一数二，尤其是新品金装奶酪棒干酪含量升级后，竞争力进一步提升。

图表 384：各品牌奶酪棒营养价值对比

品牌	产品	价格(元/500g)	钙含量 (毫克/100g)	蛋白质含量 (g/100g)
妙可蓝多	普通奶酪棒	59	357	7.9
	新金装奶酪棒	79	588	7.6
爱氏晨曦	高钙奶棒	108	460	8
	0 添加奶棒	64.5	460	8
伊利	儿童奶酪棒	71	580	6.5
百吉福	棒棒奶酪	73	426	6.9
安佳	高钙奶酪棒	111	338	7.5

资料来源：京东，浦银国际整理

但由于各品牌奶酪棒同质性较强，消费者认为奶酪棒的可替代性较高。2020 年开始，奶酪棒市场掀起了一波价格战，妙可蓝多也在洪流中被迫加入。根据市场调研，目前商超和线上渠道奶酪棒均有各类促销活动，整体折扣力度约在 5-8 折区间。

我们认为，价格战虽会压低公司的盈利水平，但在宏观层面有利于培养消费者的消费习惯，扩大市场规模。消费习惯养成后，我们认为，消费者会回归到产品本身，行业龙头妙可蓝多将会是更大的受益者。

我们也相信，妙可蓝多强大的品牌力，为其提供了可根据产品升级而提升产品单价的空间，逐步走向高端化。一方面，公司收益水平将随之进一步提升，另一方面，也可尽快跳出同质化较高的普通奶酪棒市场，减少价格战愈演愈烈所带来的负面影响。

常温奶酪棒：与蒙牛协作开拓广阔新赛道

妙可蓝多备战常温奶酪棒赛道已有三年之久。经过公司不断调整生产工艺和产品配方，妙可蓝多解决了常温杀菌、棒型包装调整、保持奶酪棒常温低温口感一致的问题。并于 2021 年 9 月推出常温奶酪棒，打造在旅游、课间垫饥的多元场景，为奶酪棒提供新的增长势能，也成为了奶酪市场首批进入常温赛道的企业。

图表 385：妙可蓝多常温奶酪



资料来源：公司数据、浦银国际

图表 386：妙可蓝多常温奶酪：小酪牛奶酪棒



资料来源：天猫、浦银国际

公司关注常温产品，主要是由于历经常温奶 20 余年对常温渠道的开垦，中国消费者和终端都对常温产品更加熟悉。据市场调研，目前常温市场终端达 500-600 万个，约为低温的 7-8 倍，对于奶酪产品而言，市场开拓空间巨大。

对妙可蓝多来说，常温产品的储存和运输条件要求较低，终端网点不再局限于商超，如母婴店等不具备低温保存能力的终端也可进行覆盖，令产品的消费场景更加丰富，也带动可触达的消费者越来越广泛。尤其对于冷链物流及仓储体系并不健全的下沉市场，常温奶酪不再受运输中温度的限制，在拓宽销售场景的同时，也可享受消费升级中的下沉市场红利。

目前，公司常温产品的布局仍以复刻低温产品为主，虽然配方有所改变，但依然保持了妙可蓝多低温奶酪棒的蛋白质和干酪含量的水准，甚至有一定程度的提升。

图表 387：妙可蓝多常温、低温奶酪棒营养价值对比

产品类别	产品	钙含量 (毫克/100g)	蛋白质含量 (g/100g)	保存条件	保质期
常温	小酪牛奶酪棒	595	8.2	<25 摄氏度	6 个月
	常温奶酪棒	580	8.3	<25 摄氏度	6 个月
	奶酪棒	357	7.9	2-6 度冷藏	9 个月
低温	0 添加奶酪棒	595	8	2-8 度冷藏	90 天
	新金装奶酪棒	588	7.6	2-8 度冷藏	6 个月

资料来源：京东，浦银国际整理

当然，常温奶酪市场的广阔前景，也不仅仅只被妙可蓝多所关注。伊利和蒙牛也在 2021 年推出常温产品，但产品定位更多是成人奶酪零食。其他奶酪品牌虽然也在布局常温产品，但不论是品牌知名度，抑或渠道掌控，目前都无法与妙可蓝多相匹敌。

我们认为，未来更多竞争对手将会布局常温赛道，但由于常温奶酪的生产存在一定壁垒，需要时间进行前期投产准备。在此之前，妙可蓝多有一定先发优势，可以做好产品升级和消费者培育，在短期内仍有较强的竞争力。此外，如上文所述，我们相信蒙牛强大的常温渠道运作能力，也可带动妙可蓝多常温产品在全国常温渠道更加迅速和顺畅地铺排及渗透。

家庭餐桌和工业餐饮系列：融入中餐，走进千家万户

目前，中国奶酪消费额约有 70% 来自餐饮端，相较零售端的市场更为宽广，是妙可蓝多无法放弃的城池。公司的奶酪产品发展策略，也在 2020 年转至全场景布局，产品线已包含大部分餐饮企业使用的奶酪产品。

在过去两年疫情的大背景下，家庭餐桌和工业餐饮系列互相弥补。疫情令外出就餐受限，消费者在家烹饪的热情提升，公司的家庭餐桌系列也在 2020 年增加 109%。同时，随着疫情逐渐常态化，2021 年餐饮需求回升，带动工业餐饮系列逆势增长 73%。

参照与中国饮食习惯更加相似的日韩两国的奶酪餐饮发展历程，中国奶酪市场规模的扩张，必将经历产品本土化的转型，与中式餐饮相结合。为助力这一趋势，妙可蓝多在微信公众号中，定时发布奶酪和中式菜肴相结合的食谱，并赞助多个中餐厨艺竞赛，以期打开奶酪和中式饮食结合的新模式。公司合作企业已不仅限于西式快餐和烘焙糕点等头部企业，还包含了外婆家等中餐企业。

本土化的奶酪应用中各类现制茶饮品牌的奶盖系列是优秀示范案例，也是奶酪在中国应用场景不断拓展的证明。妙可蓝多的定制化奶酪供应服务也使其与多家头部茶饮企业，如奈雪、古茗等展开合作。

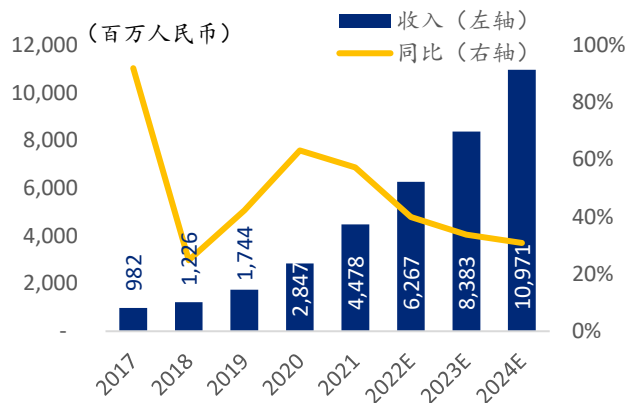
图表 388：与妙可蓝多合作的餐饮企业

餐饮类别	企业名	餐饮类别	企业名
西式快餐	达美乐	茶饮	奈雪
	汉堡王		古茗
	萨莉亚	西式烘焙	85 度 C
	赛百味	中餐	外婆家
	星巴克		海底捞

资料来源：浦银国际整理

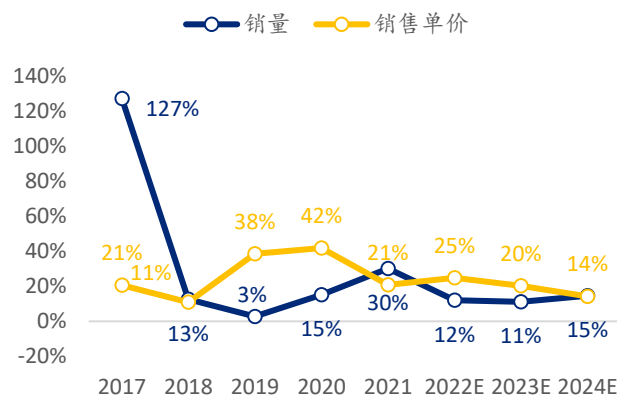
盈利预测

图表 389：妙可蓝多收入与同比增速，2017-2024E



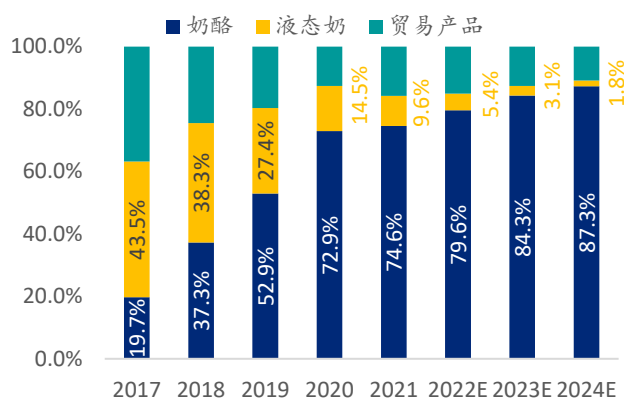
E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

图表 390：销量与平均销售单价同比变化，2017-2024E



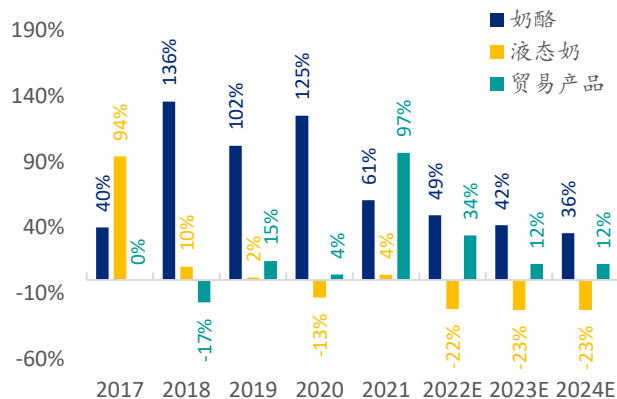
E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

图表 391：收入按品类分布，2017-2024E



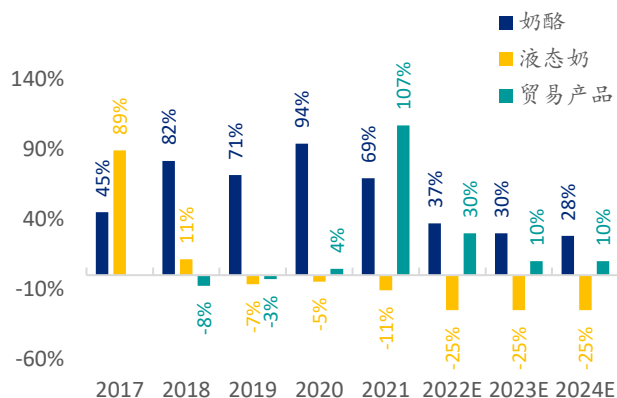
E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

图表 392：各品类收入同比增长，2017-2024E



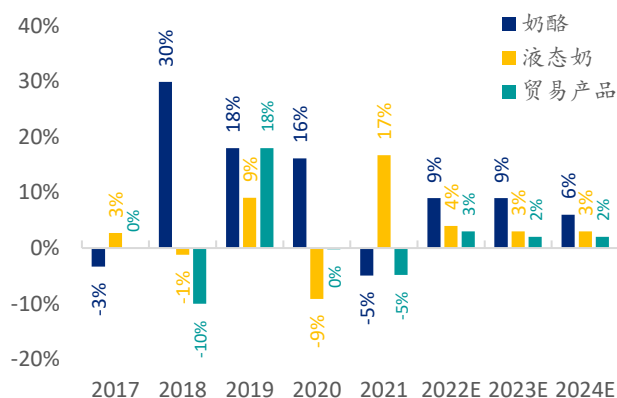
E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

图表 393：各品类销量同比变化，2017-2024E；



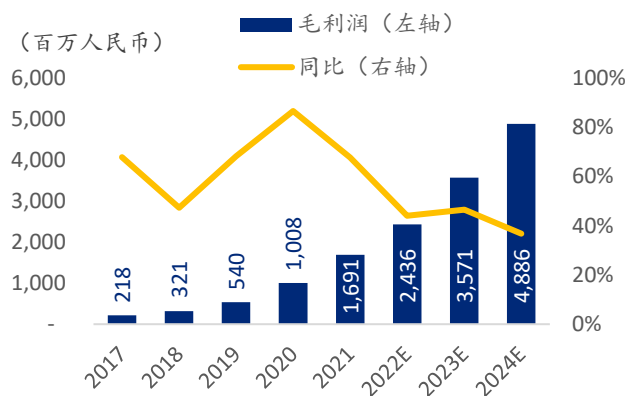
E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

图表 394：各品类平均销售单价同比变化，2017-2024E



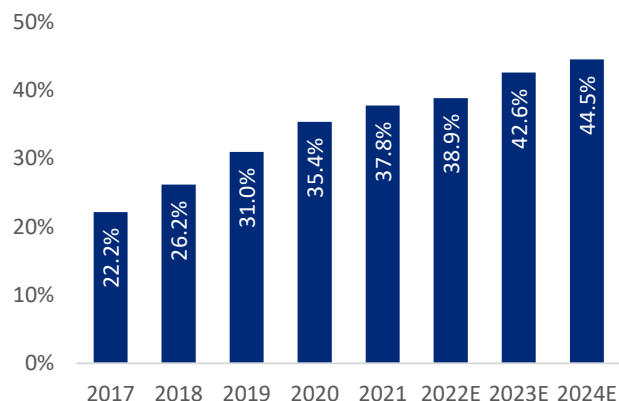
E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

图表 395：妙可蓝多毛利与同比增速，2017-2024E



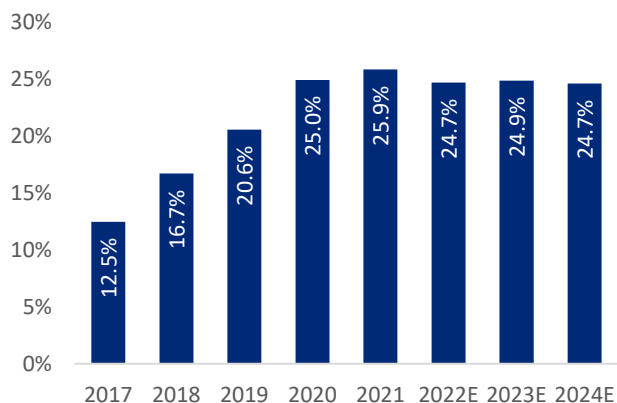
E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

图表 396：妙可蓝多毛利率，2017-2024E



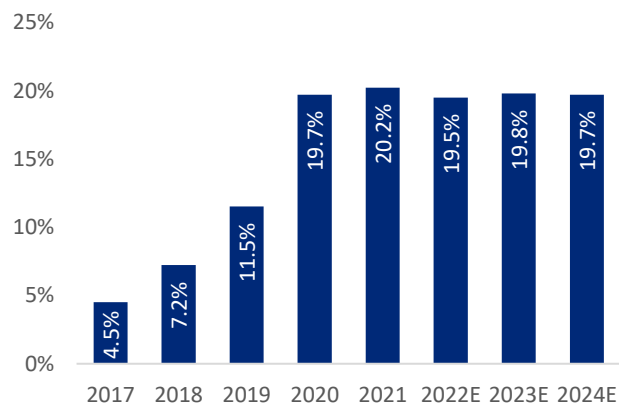
E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

图表 397：妙可蓝多销售费用率，2017-2024E



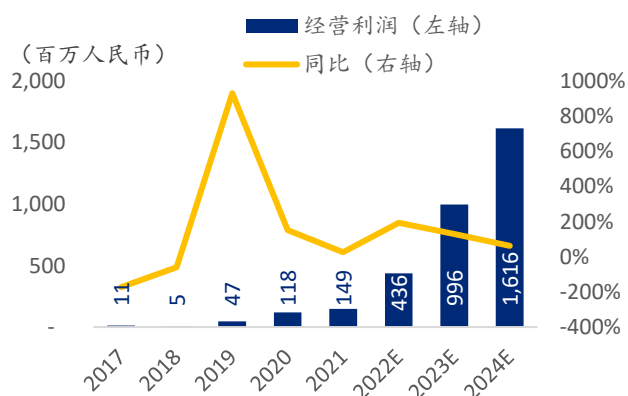
E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

图表 398：妙可蓝多广告宣传推广费用率，2017-2024E



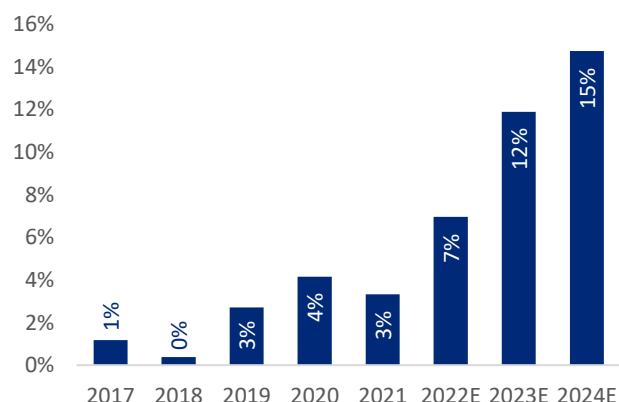
E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

图表 399：妙可蓝多核心经营利润与同比增速，2017-2024E



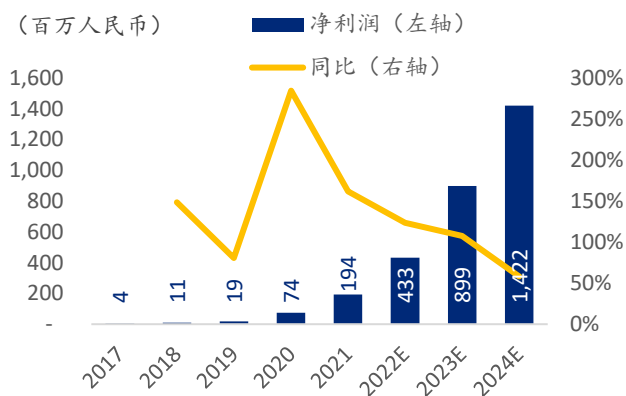
E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

图表 400：妙可蓝多核心经营利润率，2017-2024E



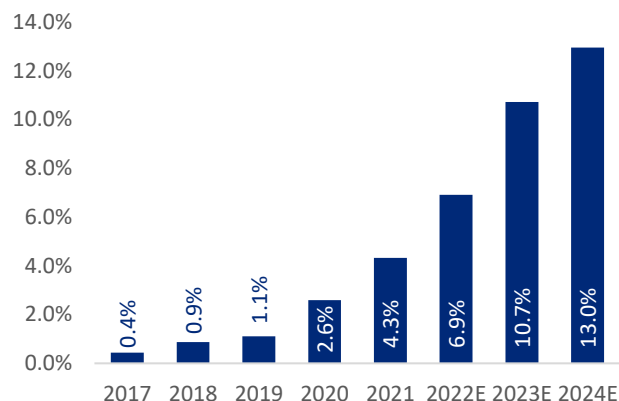
E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

图表 401: 妙可蓝多核心净利润与同比增速, 2017-2024E;



E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 402: 妙可蓝多核心净利率, 2017-2024E



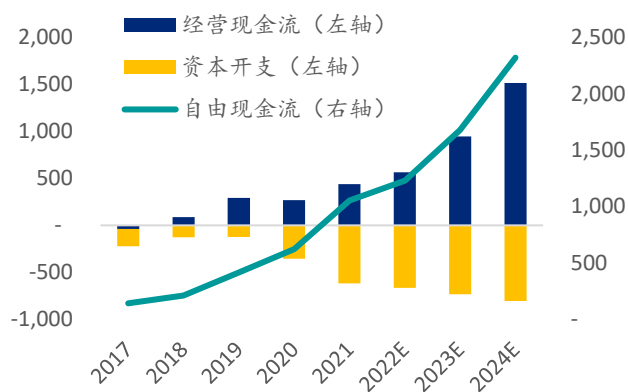
E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 403: 杜邦净资产收益率 (ROE) 分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
毛利率	26%	31%	35%	38%	39%	43%	45%
销售、管理费用率	26%	28%	31%	34%	32%	31%	30%
EBIT 利润率	0%	3%	4%	3%	7%	12%	15%
税前利润/EBIT	-33%	48%	81%	156%	121%	110%	107%
净利润/税前利润	-699%	85%	78%	83%	82%	82%	82%
净利润率	1%	1%	3%	4%	7%	11%	13%
资产周转率	48%	63%	58%	64%	80%	91%	109%
财务杠杆	223%	207%	179%	145%	136%	135%	133%
ROE	1%	1%	3%	4%	8%	13%	19%

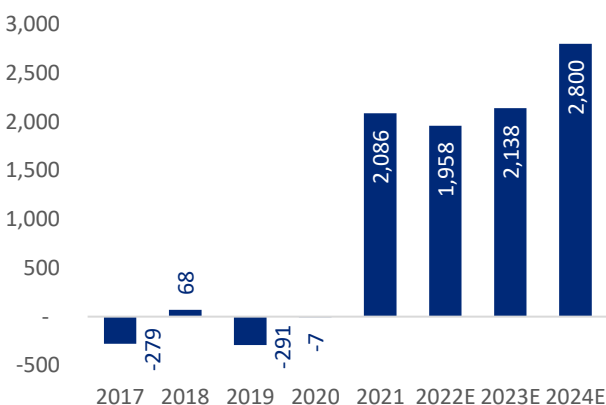
资料来源: 公司数据, 浦银国际

图表 404: 妙可蓝多的经营现金流、资本开支与自由现金流



E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据, 浦银国际

图表 405: 妙可蓝多净现金



E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据, 浦银国际

目标价与估值

考虑到中国奶酪市场正处于快速扩容阶段，叠加妙可蓝多拓展常温奶酪的决心和投入，及蒙牛日后对公司资源的支持，为完整地捕捉公司未来的快速增长，我们采取 DCF 估值，基于 10.0%WACC 与 3%的永久增长率，得到目标价 50.0 港元，对应 33x2023E P/E 及 20x 2023E EV/EBITDA。潜在升幅 26.3%。我们首次覆盖妙可蓝多（600882.CH），给予“买入”评级。

风险提示

- 1) 整体行业需求放缓；
- 2) 常温奶酪市场接受度低于预期；
- 3) 原材料价格上涨高于预期；
- 4) 食品安全问题；
- 5) 奶酪市场竞争加剧；
- 6) 供应链受阻影响产量。

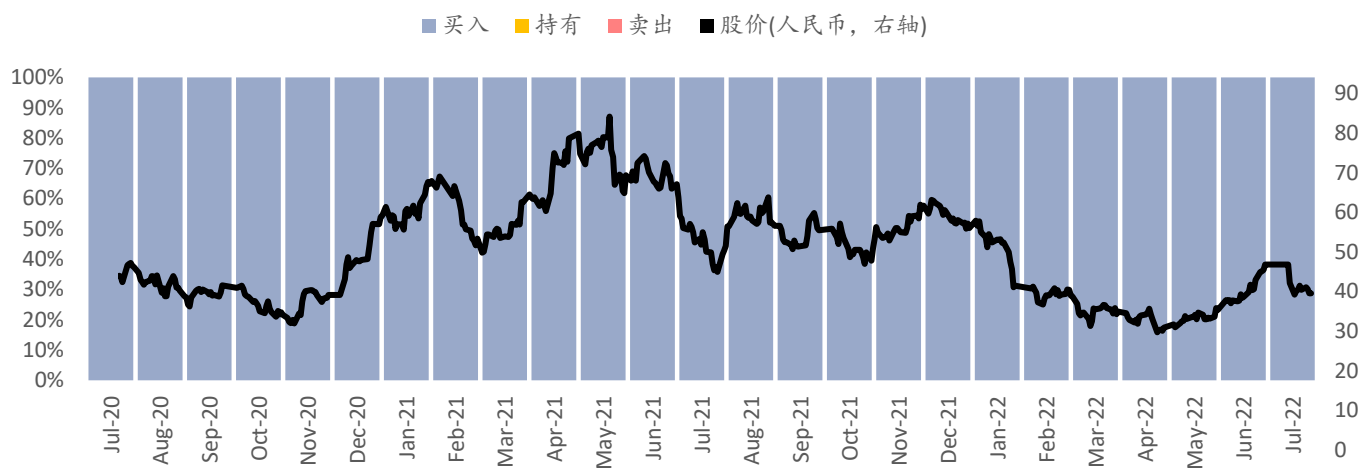
图表 406: SPDBI 目标价: 妙可蓝多



资料来源: Bloomberg、浦银国际

SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 407：妙可蓝多市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 408：妙可蓝多 SPDBI 情景假设



乐观情景：公司收入增长好于预期

目标价：62.5 港元

概率：25%

- 2023 年公司奶酪单价提升超 15%；
- 2023 年公司毛利率水平同比提升 400bps；
- 2023 年销售费用率下降 20bps。

悲观情景：公司收入增长不及预期

目标价：40.0 港元

概率：20%

- 2023 年公司奶酪单价同比持平；
- 2023 年公司毛利率水平同比提升不及 100bps；
- 2023 年销售费用率同比增长超 50bps。

资料来源：浦银国际

公司背景

● 公司介绍

妙可蓝多的前身广泽乳业创立于 2001 年，总部设于吉林。2015 年广泽乳业借壳华联矿业在 A 股上市（股票代码：600882.SH），成为国内唯一一家以奶酪为核心业务的 A 股上市公司。2019 年，广泽股份正式更名为“妙可蓝多”，并将总部迁至上海。公司在国内设有 5 家工厂，其中两间位于上海，其余分别位于天津、长春和吉林。公司的主营业务包含液态奶、奶酪和贸易。

妙可蓝多的核心业务奶酪产品覆盖即食营养系列、家庭奶酪系列以及餐饮工业系列。其中奶酪棒和马苏里拉奶酪已成为明星爆款产品。主要产品包含：

● 即食营养系列：

- 低温：儿童奶酪棒、0 添加奶酪棒、金装奶酪棒、酪鲜生奶酪棒、儿童成长奶酪
- 常温：常温奶酪棒、小酪牛奶酪棒

● 家庭奶酪：煎烤奶酪、烘焙奶酪、马苏里拉、奶油芝士

● 餐饮工业：车达奶酪酱、马苏里拉奶酪、黄车达奶酪丝

财务上，公司 2021 年收入 44.8 亿元人民币，按地方区域看，北区贡献收入 45%，中区贡献 36%，南区贡献 19%。2021 年公司归母净利润 1.54 亿元，归母净利率 3.4%。

● 前十大股东

图表 409：妙可蓝多主要股东

	主要股东	占比(%)
1	Inner Mongolia MN Dairy	29.99
2	Chai Xiu	14.74
3	Allianz SE	2.31
4	UBS AG	2.28
5	AEGON	2.16
6	HUIJIU NO3 PRI INV FD	1.67
7	Merrill Lynch & Co Inc	1.60
8	WUFENG NILIU PRI SEC	1.41
9	RONGYUE BAINA INNO DRI PRI	1.39
10	Huatai-PineBridge Fund Management Co	1.32

*截至 2022 年 7 月 26 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

● 公司历史

图表 410：妙可蓝多发展里程碑

时间	里程碑
1988	妙可蓝多品牌创立
2001	吉林广泽成立
2003	广泽品牌产品上市，以“广泽牛奶、新鲜到家”的理念开拓市场
2008	广泽乳业与法国和美国企业合资涉足奶酪业务
2015	广泽股份全面转型，成为以奶酪为核心业务的 A 股上市公司
2018	联手动画片“汪汪队立大功”上市联名系列奶酪棒
2019	广泽股份正式更名为妙可蓝多
2020	蒙牛以现金方式认购妙可蓝多股份，持股 9.93%
2021	蒙牛对妙可蓝多进行第轮定增收购，持股增至 28.47%

资料来源：公司公告、浦银国际

● 公司管理层

图表 411：妙可蓝多管理层

姓名	职位	履历
卢敏放	董事长	现任公司董事长，内蒙古牛董事、总经理，蒙牛乳业执行董事兼总裁，雅士利国际控股有限公司董事会主席兼非执行董事及中国现代牧业控股有限公司董事会主席兼非执行董事。卢敏放先生亦为国际乳品联合会董事。获委任为雅士利董事会主席之前，卢敏放先生为雅士利总裁兼执行董事。卢敏放先生亦曾为以下雅士利子公司的董事：雅士利国际有限公司、雅士利国际集团有限公司、新欧香港国际有限公司及施恩国际集团有限公司。卢敏放先生曾担任达能早期生命营养品公司大中华区副总裁，服务达能集团及多美滋婴儿食品有限公司超过 10 年。加入达能集团前，卢敏放先生曾在强生（中国）有限公司任职达 9 年，并在美国通用电气（中国）服务近 4 年。
柴琇	副董事长、总经理	现任公司副董事长、总经理，曾任广泽投资控股集团有限公司总裁，广泽国际发展有限公司行政总裁等。
任松	董事、执行总经理	现任公司董事、执行总经理，吉林芝然董事，吉林科技董事长兼总经理，上海芝然监事，长春市联鑫投资咨询有限公司董事，吉林省嘉德置地有限公司监事，妙可食品监事。曾任广泽投资控股集团有限公司副总裁，广泽乳业总经理等。
张平	董事	现任公司董事，内蒙古牛董事，蒙牛乳业董事、副总裁、首席财务官，亦分别为香港上市公司雅士利、中国现代牧业以及中国圣牧有机奶业有限公司的非执行董事。曾就职于太古饮料公司，历任内审及系统发展经理、财务总监、装瓶厂总经理，及可口可乐装瓶商生产控股有限公司首席执行官。
蒯玉龙	董事、财务总监	现任公司董事、财务总监，曾任蒙牛乳业助理副总裁、常温事业部财务管理中心总经理兼战略管理负责人、集团财务部负责人、财务运营高级总监、SAP项目总经理等职务。
郭永来	董事、副总经理	现任公司董事、副总经理，北区事业部负责人，吉林市九牛乳业发展有限责任公司董事。曾任广泽投资控股集团有限公司办公室主任，广泽农牧科技有限公司总经理，广泽乳业有限公司总经理等。

资料来源：公司年报、浦银国际

● 财务报表

图表 412: 妙可蓝多利润表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2,847	4,478	6,267	8,383	10,971
同比	63.2%	57.3%	40.0%	33.8%	30.9%
营业成本	-1,825	-2,767	-3,803	-4,774	-6,036
毛利润	1,008	1,691	2,436	3,571	4,886
毛利率	35.4%	37.8%	38.9%	42.6%	44.5%
销售费用	-710	-1,159	-1,549	-2,086	-2,704
管理费用	-140	-343	-396	-414	-468
其他经营收入及收益	-39	-40	-56	-75	-98
经营利润	118	149	436	996	1,616
经营利润率	4.2%	3.3%	6.9%	11.9%	14.7%
营业外收入	6	6	8	11	15
营业外支出	-8	-3	-3	-3	-3
其他营业收入(支出)	-37	74	81	85	100
利润总额	95	233	528	1,096	1,734
所得税	-21	-39	-95	-197	-312
所得税率	-22.4%	-16.7%	-18.0%	-18.0%	-18.0%
净利润	74	194	433	899	1,422
减: 少数股东损益	15	39	88	182	289
归母净利润	59	154	345	716	1,133
归母净利率	2.1%	3.4%	5.5%	8.5%	10.3%
同比	208.2%	160.6%	123.5%	107.5%	58.2%

资料来源: 公司数据、浦银国际预测

图表 413：妙可蓝多资产负债表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	567	2,436	2,325	2,524	3,205
应收票据及应收账款	116	96	148	198	259
预付款项	114	127	178	237	311
其他应收款	8	20	20	20	20
存货	270	523	545	684	865
其他流动资产	102	682	732	832	932
流动资产合计	1,178	3,884	3,948	4,496	5,592
固定资产	630	1,024	1,457	1,909	2,382
在建工程	217	362	362	362	362
无形资产	100	97	94	91	87
商誉	401	391	391	391	391
递延所得税资产	104	114	114	114	114
其他非流动资产	463	825	922	1,020	1,121
非流动资产合计	1,915	2,813	3,339	3,886	4,456
短期借款	275	350	368	386	405
应付票据及应付账款	327	408	505	634	801
合同负债	74	96	96	96	96
应付职工薪酬	43	70	97	130	170
应交税费	50	81	81	81	81
其他应付款	117	403	403	403	403
其他流动负债	25	26	26	26	26
流动负债合计	911	1,433	1,576	1,756	1,983
长期借款	299	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	49	357	373	389	406
非流动负债合计	349	357	373	389	406
股本	2,246	5,118	5,118	5,118	5,118
储备	-761	-606	-261	455	1,588
少数股东权益	347	395	482	665	954
所有者权益合计	1,833	4,906	5,339	6,238	7,660

资料来源：公司数据、浦银国际预测

图表 414：妙可蓝多现金流量表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	74	194	433	899	1,422
固定资产折旧	52	69	99	133	171
无形资产摊销	8	8	8	9	9
财务费用	43	25	39	43	58
存货的减少	-130	-251	-22	-139	-181
经营性应收项目的减少	-11	-29	-103	-110	-134
经营性应付项目的增加	212	283	125	162	208
其他	20	140	-13	-52	-39
经营活动产生的现金流量净额	267	437	565	945	1,514
资本开支	-356	-616	-665	-731	-804
投资支付的现金	0	-1,660	0	0	0
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0	0	0	0	0
其他	-76	1,117	10	10	10
投资活动产生的现金流量净额	-432	-1,159	-655	-721	-794
吸收投资收到的现金	457	3,089	0	0	0
取得借款收到的现金	370	617	18	18	19
收到其他与筹资活动有关的现金	0	0	0	0	0
偿还债务支付的现金	-492	-831	0	0	0
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	-36	-19	-39	-43	-58
其他	-2	-257	0	0	0
筹资活动产生的现金流量净额	298	2,599	-21	-25	-39
现金及现金等价物净增加额	134	1,876	-111	199	681
期初现金及现金等价物余额	409	543	2,436	2,325	2,524
期末现金及现金等价物余额	543	2,419	2,325	2,524	3,205

资料来源：公司数据、浦银国际预测

优然牧业 (9858.HK): 中国规模最大、牧场最多的上游牧场企业

以奶牛存栏数来看, 优然牧业是全球最大的原奶供应商。同时, 它也是中国为数不多覆盖乳制品上游全产业链的企业。稳定的奶价、强大的市场需求以及外延式扩张都将带动优然维持较高速的收入增长。我们首次覆盖优然牧业, 给予“买入”评级, 目标价 3.7 港元。

- 强劲市场需求维持高速增长:** 随着中国消费者对乳制品需求不断上升, 中国上游原奶严重供不应求 (1/3 的生产需要靠进口大包粉来满足)。这也将使中国原奶价格未来大概率保持在较高水平。过去几年, 优然 90% 的原奶都是出售给大股东伊利 (持有优然 52.7% 股权)。伊利收入规模持续扩张, 以及产品持续高端化, 也保证了优然原奶稳定的市场需求, 从而推动其收入高速增长。
- 上游牧场整合的受益者:** 过去 20 年, 中国乳制品上游行业不断向大规模牧场倾斜, 集中度不断提升。根据 F&S, 2020 年千头以上牧场占中国整体奶牛数的 44% (2015: 24%)。优然分别在 2020 年与 2021 年收购赛科星及恒天然中国的牧场, 进一步扩大牧场规模。凭借伊利的背书与优秀的牧场管理能力, 我们相信, 优然未来将继续在行业整合中提升市场份额。
- 上游产业链全覆盖:** 优然是为数不多覆盖乳制品上游全产业链的企业。除原奶生产外, 业务还包括饲料生产与奶牛育种。我们认为, 优然的全产业链覆盖帮助公司 (1) 保障了原奶品质、(2) 提高了单头母牛产奶量、(3) 降低了原奶生产成本从而提高毛利率、(4) 改善了资产周转率。
- 估值与评级:** 我们采用 DCF 对优然牧业进行估值。基于 6.7% 的 WACC 与 2% 的永久增长率, 我们得到 3.7 港元的目标价, 对应 6.6x 2023E P/E 及 6.8x 2023E EV/EBITDA, 估值具有一定吸引力, 首予“买入”评级。
- 投资风险:** (1) 原奶价格波动; (2) 饲料价格波动; (3) 对伊利单一客户的依赖过大; (4) 潜在环境治理隐患。

图表 415: 盈利预测和财务指标

百万人民币	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
营业收入	11,781	15,346	18,340	21,744	25,442
同比变动 (%)	53.6%	30.3%	19.5%	18.6%	17.0%
股东应占净利	1,341	1,558	643	1,781	2,271
同比变动 (%)	67.2%	16.2%	-58.7%	176.9%	27.5%
PE (X)	9	7	17	6	5
ROE (%)	20.3%	14.8%	4.8%	12.3%	13.6%

E=浦银国际预测; 资料来源: 公司报告、浦银国际

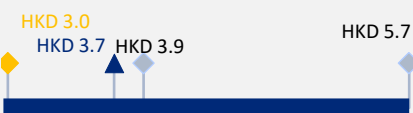
2022 年 8 月 1 日

评级

买入

目标价 (港元)	3.7
潜在升幅/降幅	+24.2%
目前股价 (港元)	3.0
52 周内股价区间 (港元)	2.9-5.4
总市值 (百万港元)	11,310
近 3 月日均成交额 (百万港元)	10.0

市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



注: 截至 2022 年 7 月 25 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

浦银国际

公司报告

优然牧业 (9858.HK): 中国规模最大、牧场最多的上游牧场企业

财务报表分析与预测 - 优然牧业

利润表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	11,781	15,346	18,340	21,744	25,442
同比	53.6%	30.3%	19.5%	18.6%	17.0%
营业成本	-11,049	-14,333	-17,974	-21,309	-24,908
以公允价值减去收获时的销售成本对农产品进行初始确认所产生的收益	2871	3682	4476	5419	6472
毛利润	3,603	4,694	4,843	5,854	7,006
毛利率	30.6%	30.6%	26.4%	26.9%	27.5%
销售费用	-453	-557	-648	-746	-848
管理费用	-745	-835	-917	-1,044	-1,170
公允价值变动减出售生物资产成本产生的损失	-414	-407	-1,546	-649	-794
其他经营收入及收益	-88	-67	141	160	183
经营利润	1,904	2,828	1,873	3,575	4,376
经营利润率	16.2%	18.4%	10.2%	16.4%	17.2%
合营公司利益	0	0	0	0	0
财务费用	-310	-732	-952	-1,166	-1,320
利润总额	1,594	2,095	920	2,409	3,056
所得税	-54	-74	-86	-98	-111
所得税率	-3.4%	-3.5%	-9.4%	-4.1%	-3.6%
净利润	1,541	2,021	834	2,311	2,946
减：少数股东损益	-200	-463	-191	-530	-675
归母净利润	1,341	1,558	643	1,781	2,271
归母净利率	11.4%	10.2%	3.5%	8.2%	8.9%
同比	67.2%	16.2%	-58.7%	176.9%	27.5%

资产负债表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	2,747	1,661	1,708	2,017	2,208
应收票据及应收账款	835	1,189	1,016	1,169	1,325
存货	1,972	3,326	4,134	4,187	5,296
预付款项	247	468	559	662	775
生物性资产	10	8	8	8	8
关联方应付款	556	780	947	1,147	1,371
其他流动资产	39	22	22	22	22
流动资产合计	6,405	7,454	8,393	9,212	11,004
固定资产	6,184	10,132	13,934	16,400	18,563
使用权资产	1,321	2,187	2,742	3,284	3,811
无形资产	5	4	4	4	4
商誉	763	793	793	793	793
生物性资产	7,038	10,408	13,137	16,478	19,317
为生物性资产及固定资产付出存款	349	891	837	632	404
递延所得税资产	11	18	18	18	18
其他非流动资产	124	75	75	75	75
非流动资产合计	15,796	24,507	31,539	37,683	42,985
短期借款	4,225	5,412	5,575	5,742	5,914
可转债	0	2,407	0	0	0
应付票据及应付账款	2,588	3,276	3,889	4,000	4,588
租赁及合约负债	73	92	92	92	92
应交税费	19	30	30	30	30
其他流动负债	39	91	91	91	91
流动负债合计	6,944	11,308	9,675	9,954	10,715
长期借款	1,972	4,044	10,044	14,044	17,044
可转债	3,044	0	3,000	3,000	3,000
租赁负债	929	1,266	1,393	1,532	1,686
递延收入	217	434	434	434	434
递延所得税负债	7	6	6	6	6
其他非流动负债	28	23	23	23	23
非流动负债合计	6,195	5,774	14,900	19,040	22,193
股本	0	0	0	0	0
储备	7,820	13,181	13,465	15,479	17,984
少数股东权益	1,241	1,699	1,890	2,420	3,095
所有者权益合计	9,062	14,880	15,355	17,899	21,079

E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

现金流量表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
税前净利润	1,594	2,095	920	2,409	3,056
固定资产折旧	334	377	481	551	622
可转借公允价值亏损/盈利	11	133	0	0	0
财务费用	310	732	952	1,166	1,320
存货的减少	-302	-1,154	-808	-53	-1,109
经营性应收项目的减少	-39	-658	-95	-469	-506
经营性应付项目的增加	-601	340	612	111	589
因公允价值变动减扣半销售成本而产生的亏损	414	407	1,546	649	794
其他	-13	-7	-136	-152	-170
经营活动产生的现金流量净额	1,708	2,266	3,474	4,212	4,596
资本开支	-1,442	-4,026	-3,970	-3,970	-3,754
投资支付的现金	-1,999	-2,350	-1,200	0	0
投资生物资产开支	-2,329	-3,773	-5,190	-4,931	-4,931
出售生物资产、固定资产等获得现金	975	1,168	1,303	1,558	1,967
政府补助	32	245	64	70	78
其他	11	39	0	0	0
投资活动产生的现金流量净额	-4,753	-8,697	-8,993	-7,273	-6,640
取得借款收到的现金	1,364	3,253	6,162	4,167	3,172
收到其他与筹资活动有关的现金	5,268	2,667	127	139	153
借款利息支出	-281	-415	-655	-861	-1,008
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	-1,199	0	0	0	0
其他	-59	-81	-68	-75	-82
筹资活动产生的现金流量净额	5,094	5,424	5,566	3,370	2,235
现金及现金等价物净增加额	2,049	-1,007	47	309	191
期初现金及现金等价物余额	570	2,619	1,627	1,674	1,983
期末现金及现金等价物余额	2,619	1,627	1,674	1,983	2,174

财务和估值比率

(人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
每股数据 (人民币)					
摊薄每股收益	0.40	0.49	0.21	0.58	0.74
每股销售额	3.10	4.04	4.83	5.73	6.70
每股股息	0.35	0.00	0.00	0.00	0.00
同比变动					
收入	53.6%	30.3%	19.5%	18.6%	17.0%
经营盈利	99.4%	48.5%	-33.8%	90.9%	22.4%
归母净利润	67.2%	16.2%	-58.7%	176.9%	27.5%
费用与利润率					
毛利率	30.6%	30.6%	26.4%	26.9%	27.5%
经营利润率	16.2%	18.4%	10.2%	16.4%	17.2%
归母净利率	11.4%	10.2%	3.5%	8.2%	8.9%
回报率					
平均股本回报率	20.3%	14.8%	4.8%	12.3%	13.6%
平均资产回报率	6.9%	7.5%	2.3%	5.3%	5.8%
资产效率					
应收账款周转天数	38.9	40.0	39.1	35.9	36.0
库存周转天数	63.8	60.2	75.0	72.0	72.0
应付账款周转天数	35.5	44.2	43.2	42.2	41.2
财务杠杆					
流动比率 (x)	0.9	0.7	0.9	0.9	1.0
速动比率 (x)	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
现金比率 (x)	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
负债/权益	1.5	1.1	1.6	1.6	1.6
估值					
市盈率 (x)	8.8	7.1	16.7	6.0	4.7
市销率 (x)	1.1	0.9	0.7	0.6	0.5
股息率	10.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

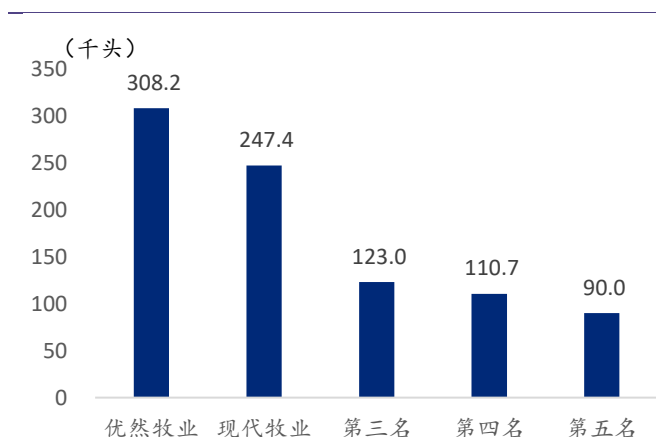
优然牧业（9858.HK）：中国规模最大、牧场最多的上游牧场企业

产量最大且品质最高的原奶供应商

根据弗若斯特沙利文数据，优然牧业是目前全球拥有最多奶牛存栏量和原奶产出量的原奶供应企业。作为公司主要收入来源，原奶销售在 2021 年末贡献了公司 62% 的收入。

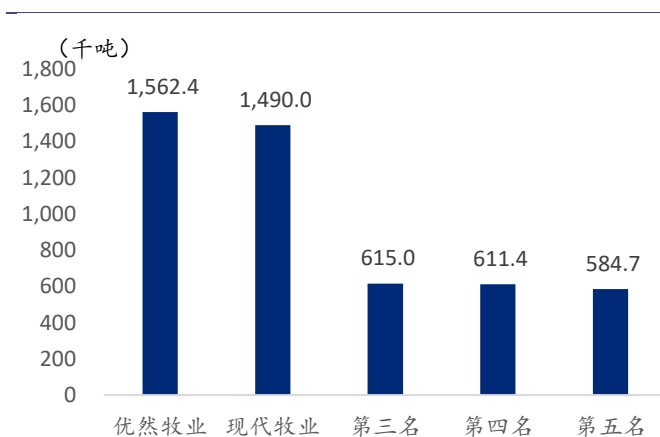
为满足中国消费者对乳制品品质提升及对产品高端化的诉求，下游乳制品企业开始更多地以原奶作为原材料，相应地，原奶的需求量也不断增长。优然牧业作为乳制品上游企业，通过科学的管理方法和有效的牧场经营，生产出一系列高品质的原奶产品，在应对原奶需求的同时，提升了产品自身品质。

图表 416: 中国乳制品上游牧业前五名存栏量, 2020



资料来源：公司数据、弗若斯特沙利文、浦银国际

图表 417: 中国乳制品上游牧业原奶产量, 2020



资料来源：公司数据、弗若斯特沙利文、浦银国际

● 优质规模牧场数量众多，是公司最大的护城河

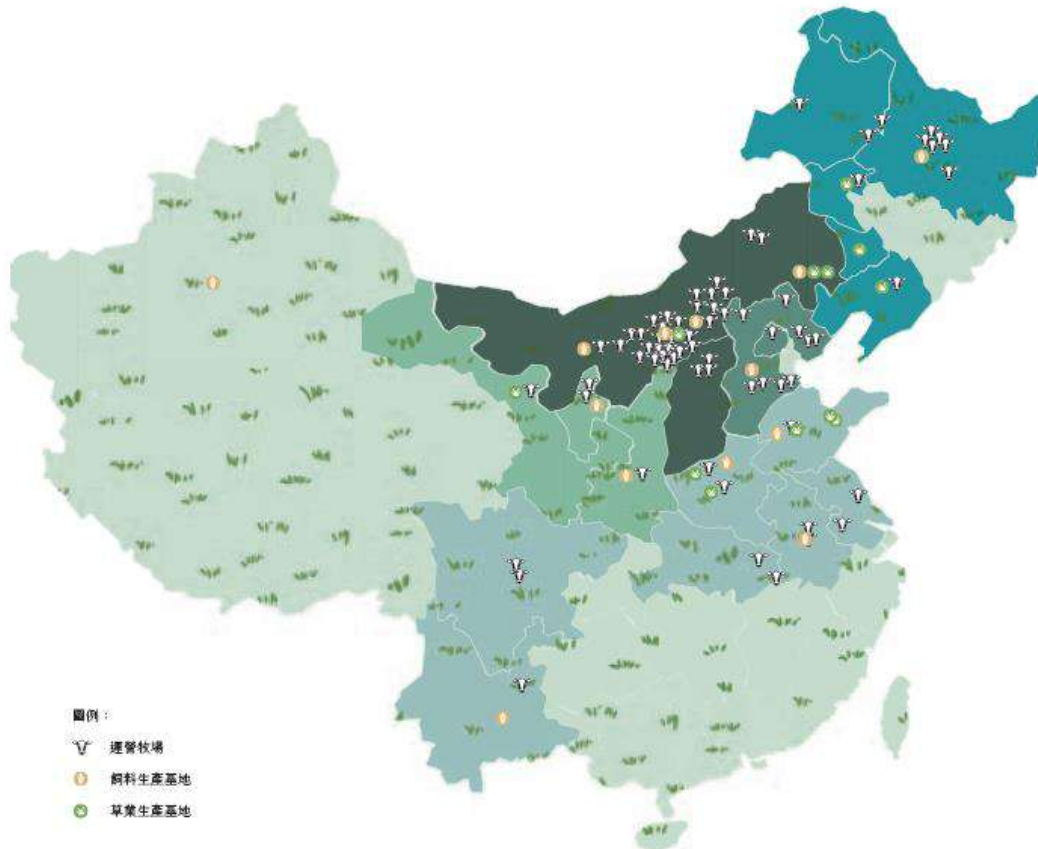
作为中国首批进入奶牛养殖市场的企业，优然牧业在牧场的选址上具有先发优势，在行业内率先掌握了适合养殖奶牛和生产饲料，并可进行进一步扩张的牧场场地。

在收购整合赛科星和恒天然中国牧场后，优然目前在中国 16 个省市运营共 73 个大型现代化牧场，总面积达 3,600 万平方米，其中，48 个牧场（占优然总牧场数的 65.8%）存栏量超 5000 头。同时，截至 2021 年末，优然也在 中国境内拥有 13 个饲料基地和 12 个粗饲料基地，为 26 个省市自治区的牧场和近 150 万只反刍动物提供饲料。

优然牧业的牧场绝大多数分布在中国黄金奶源带（北纬 40-50 度）。这个区域的天然环境良好（环境干净、天气温和、阳光充足、自然资源丰富），非常适宜粗饲料种植和奶牛养殖。

为了给客户提供最新鲜的原奶和最便捷的服务，优然的牧场的选址，通常位于距重要客户最近的加工厂约 100 公里的范围内。同时，公司饲料厂也坚持选建在距离其牧场客户较近的地区，以提供及时和方便的服务。

图表 418：优然牧业生产基地位置图，2021



资料来源：公司资料、浦银国际

图表 419：优然牧业各地区牧场情况，2020

	牧场数量	规模 (平方米)	设计容量 (奶牛数)	成母牛数	犏牛及育成牛数
内蒙地区	32	13,415,149	155,500	77,706	67,752
东北地区	13	7,375,026	66,000	27,173	31,175
华中地区	12	5,881,660	63,400	25,789	25,132
华北地区	7	3,974,071	37,800	17,715	14,422
西北地区	3	1,592,721	21,000	8,933	12,398
总计	67	32,238,627	343,700	157,316	150,879

资料来源：公司数据、浦银国际

作为上游牧业的领导者，优然计划未来持续新建更多牧场，以扩张生产规模，并通过规模效应提升盈利水平。2020 年末，公司开展新建 8 个牧场（分别分布在内蒙古、河南和甘肃），预计设计容量为 6 千至 2.4 万头成年奶牛，预计每个牧场每天可生产 90-350 吨原奶；另外，公司于 2021 年末已启动山东、安徽和新疆的新牧场建设。

图表 420：优然牧业新建牧场情况，2020

牧场	位置	开始建设	预计开始 商业生产	设计容量 (奶牛数 量)	预计规模 (平方米)	估计总投资 成本(百万 人民币)
武威牧场	甘肃	2020 年 3 月	2021 年 9 月	12,000	1,234,115	380
呼伦贝尔牧场 2	内蒙古	2020 年 6 月	2022 年 2 月	10,000	1,028,429	360
兴安盟牧场	内蒙古	2020 年 6 月	2022 年 2 月	12,000	1,197,223	370
呼伦贝尔牧场 3	内蒙古	2020 年 6 月	2021 年 10 月	12,000	875,991	330
通辽牧场	内蒙古	2020 年 8 月	2022 年 4 月	12,000	1,194,351	370
呼市牧场 1	内蒙古	2020 年 9 月	2022 年 5 月	12,000	1,066,667	400
呼市牧场 3	内蒙古	2020 年 10 月	2022 年 1 月	6,000	607,336	230
河南牧场	河南	2020 年 11 月	2022 年 5 月	24,000	1,884,676	805

资料来源：公司数据、浦银国际

● 多元化的高端原奶供应

与其他规模牧场不同，优然除了生产普通优质原奶之外，还提供特色原奶，包括娟姗奶、DHA 奶、A2 奶等。

2020 年之前，特色生鲜乳贡献了公司 50% 左右的原奶销售收入，但在收购了赛科星之后，特色生鲜乳的贡献下降至 31%。

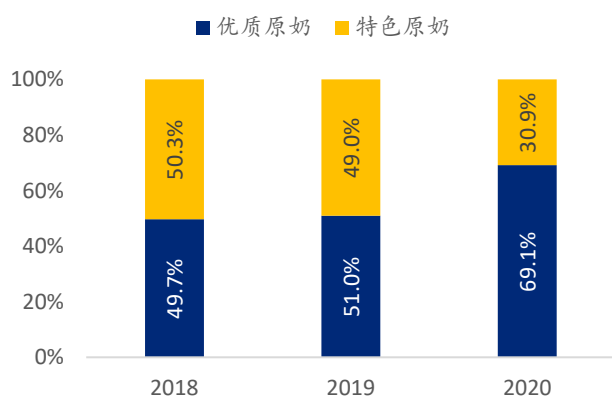
特色生鲜乳帮助公司实现了差异化竞争，提高了公司在行业中的竞争力，同时使公司有能力满足不同下游乳制品企业的生产需求。

图表 421：不同类型生鲜乳的特点

产品	类别	主要特质和优势
优质原奶	不适用	高于中国及欧盟行业标准的原奶
	娟姗奶	进口纯种娟姗牛所生产的原奶，口感丝滑，平均蛋白质含量高达 3.8%
特色原奶	DHA 奶	富含 DHA 的特色原奶；DHA 是一种珍贵的营养物质，对脑部及眼睛健康至关重要
	A2 奶	特别含有 A2 β -酪蛋白的原奶，更贴合人体的消化系统，更易于消化吸收，缓解乳糖不耐受所引起的不适
	有机奶	符合中国及欧盟有机标准的原奶

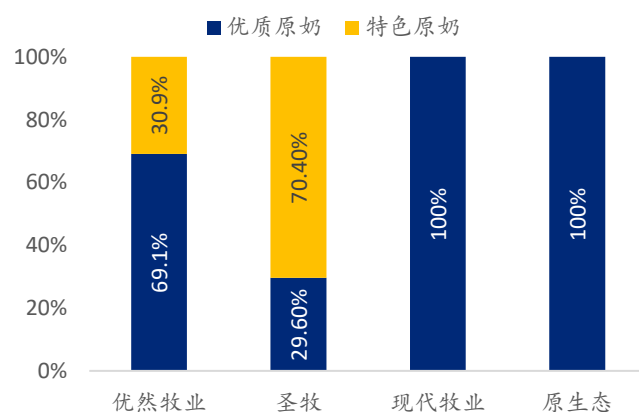
资料来源：公司数据、浦银国际

图表 422：优然原奶收入结构（普通优质原奶与特色原奶），2018-2020



资料来源：公司数据、浦银国际

图表 423：各乳企原奶收入结构比较，2021



注：优然牧业为 2020 年数据。资料来源：公司数据、浦银国际

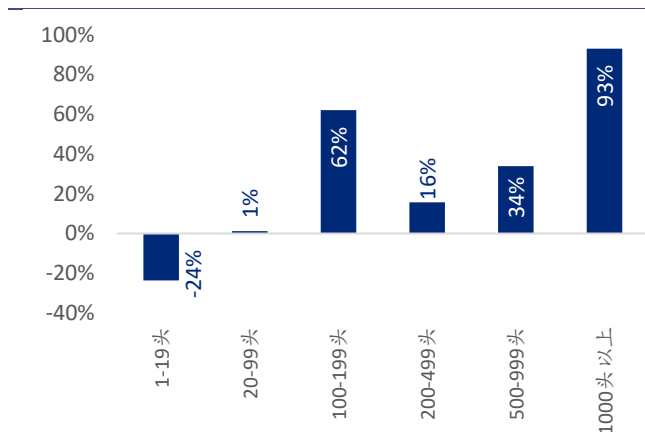
上游牧场整合的受益者

过去 20 年,中国乳制品上游行业不断向大规模牧场倾斜,集中度不断提升。这主要是因为:

- (1) 小型牧场的规模效应较差,利润率较低。在过去原奶价格的下行周期中(尤其是 2014 年),众多小型牧场无法维持盈利,从而退出了市场;
- (2) 小型牧场(尤其是个体奶农)缺乏科学养牛的知识与能力,不仅经营效率低,所产出的原奶也无法满足下游消费者日渐高端化的乳制品需求。
- (3) 小型牧场没有能力满足政府越来越严格的环境保护要求,不得最终淘汰。

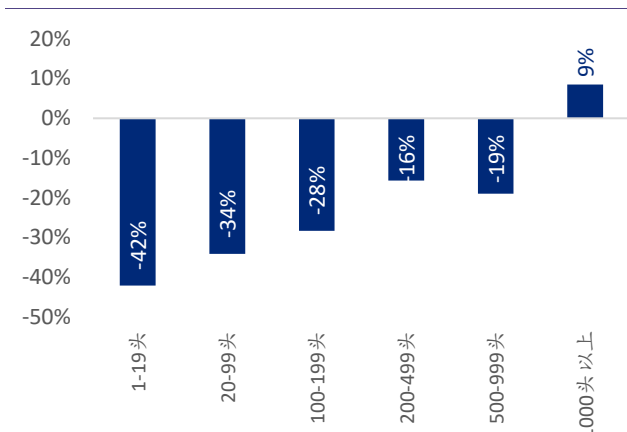
中国牧场规模的扩大,是一个循序渐进的过程。2010-2013 年,奶价处于高速上行周期。在这一时期,规模在 20 头以上的牧场数都在增长。2014 年,奶价进入下行周期。于是在 2014-2016 这三年里,中小型牧场开始加速退出市场,只有 1000 头以上规模牧场数在增长。

图表 424: 2010-2013 年不同规模的牧场数变化



资料来源: Wind、浦银国际

图表 425: 2014-2016 年不同规模的牧场数变化

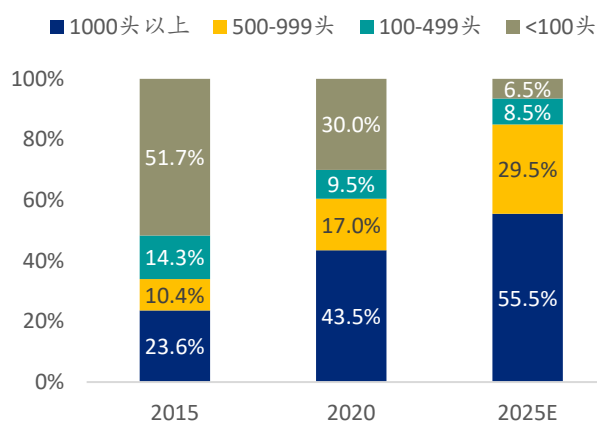


资料来源: Wind、浦银国际

根据弗若斯特沙利文数据,千头以上牧场在 2020 年占中国整体奶牛数的 44% (相比 2015 的 24%),并预计 2025 年占比将增至 55%。

而在 2018-2020 这三年间,即使规模在 1000-1999 头的大型牧场数也在减少,只有 5000 头以上的超大规模牧场数在快速增加。随着这一趋势的延续,未来超大型牧场将会成为主流。

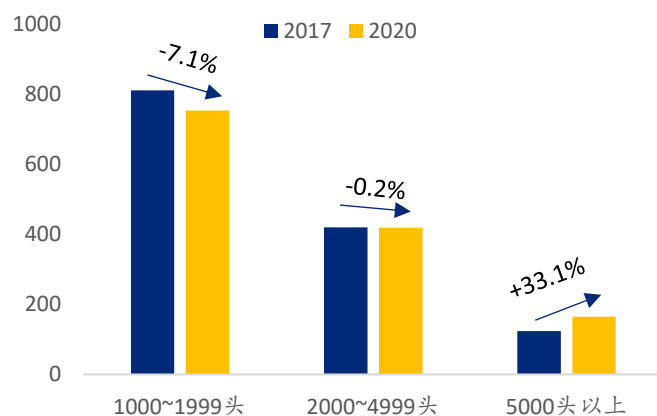
图表 426: 中国牧场规模结构 (按存栏量)



E=弗若斯特沙利文预测

资料来源: 国家统计局、弗若斯特沙利文、浦银国际

图表 427: 2018-2020 年不同规模的大牧场数变化

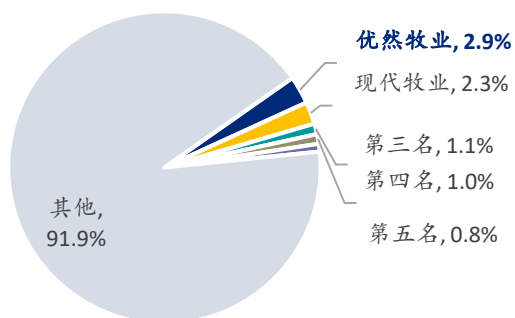


资料来源: Wind、浦银国际

我们认为,未来超大型牧场将会成为主流,主要是由于奶牛饲养和牧场建造的成本较高,以及较长的养殖盈利周期,大规模牧场拥有较高的进入壁垒。同时,受 2014 年原奶价格陡降影响,众多小型牧场在此时退出了牧业市场。

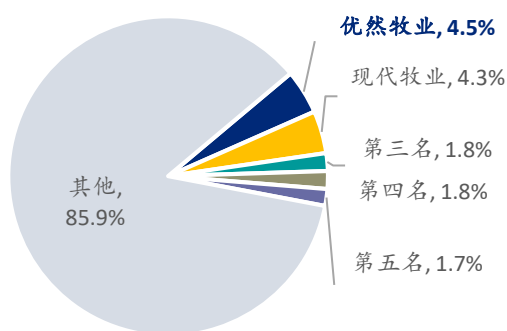
相比发达国家,中国上游奶牛牧场行业依然非常分散。优然作为全球最大的奶牛牧场,奶牛存栏量只占中国整体牧场行业的 2.9%,原奶生产量只占中国行业的 4.5%。

图表 428: 中国上游牧场行业市场分布(按存栏量), 2020



资料来源: 公司数据、弗若斯特沙利文、浦银国际

图表 429: 中国上游牧场行业市场分布 (按原奶产量), 2020



资料来源: 公司数据、弗若斯特沙利文、浦银国际

我们认为，中国奶牛牧场行业未来会经历以下趋势：

- (1) 基于市场对食品安全与原奶质量更高的要求，以及政府对污染排放更高的标准，中小型牧场将难以为继，持续退出市场。大规模牧场的占比则将继续提升；
- (2) 适合建立牧场的土地愈发稀缺，叠加国家推进大规模养殖业发展的政策，提高牧业企业的资本要求，新晋玩家进入奶牛牧场赛道也愈发困难。这将大幅提升大规模牧场的准入门槛；
- (3) 大型下游乳企（伊利、蒙牛、飞鹤等）纷纷通过股权投资，抢占优质大规模牧场资源，并对旗下牧场资源进行整合。未来有望出现更多超大型的牧场企业。

在以上趋势的共同作用下，我们认为中国上游奶牛牧场行业将会持续整合，未来十年市场，集中度将会快速提升。我们认为，在行业整合的过程中，优然牧业与现代牧业等行业领军者将扮演重要角色。

优然分别在 2020 年与 2021 年收购了赛科星及恒天然中国的牧场，进一步扩大了牧场规模。凭借优质的现金流、伊利的背书与优秀的牧场管理能力，我们相信，优然未来将继续通过打造新牧场以及收购老牧场，在行业整合过程中持续提升市场份额，扩大领先优势。在稳定的奶价下，这将保证优然未来持续高速的收入增长。

图表 430：恒天然中国牧场情况，2020

	牧场数量	规模 (平方米)	成母牛数	犊牛及育成牛数
河北省玉田	3	1,621,361	13,682	10,845
陕西省应县	3	2,133,161	15,820	11,949
总计	6	3,754,522	29,502	22,794

资料来源：公司数据、浦银国际

图表 432：优然牧主要原奶质量指标与中国、欧盟、美国原奶行业标准比较

主要公司/国家	蛋白质含量 (%)	脂肪含量 (%)	菌落总数 (CFU/ml)	体细胞数量 (CFU/ml)
优然牧业	>3.3%	>3.9%	<13,000	<170,000
中国国家优质工程	≥3.1%	≥3.3%	<100,000	<300,000
经选定大型牧场的平均值	3.2%	3.9%	60,600	227,500
中国标准	≥2.8%	≥3.1%	<2,000,000	不适用
美国标准	≥3.2%	≥3.5%	<100,000	<400,000
欧盟标准	不适用	不适用	<100,000	<400,000
日本标准	≥3.2%	≥3.8%	不适用	不适用

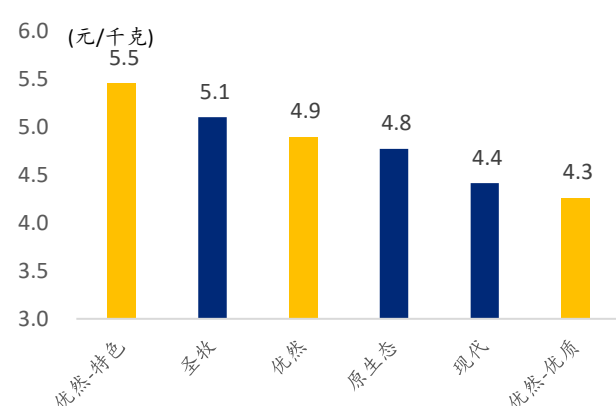
注：（1）经选定大型牧场的平均值指由中国国家奶牛产业技术体系选定用作示范目的的 230 个奶牛存栏量在 1000 头以上的大型牧场于 2019 年的平均数据；

（2）中国标准在 2010 年公布；美国标准为 2011 年美国卫生及公共服务部颁发的 A 级优质巴氏杀菌奶条例；日本标准为 2015 年文部科学省颁布的日本食品标准成分表。

资料来源：公司资料、浦银国际

优质的产品质量以及较高的特色生鲜乳占比，也使其平均单价水平在行业里处于较高的水平。这也帮助优然的毛利率在行业里处于领先的地位。

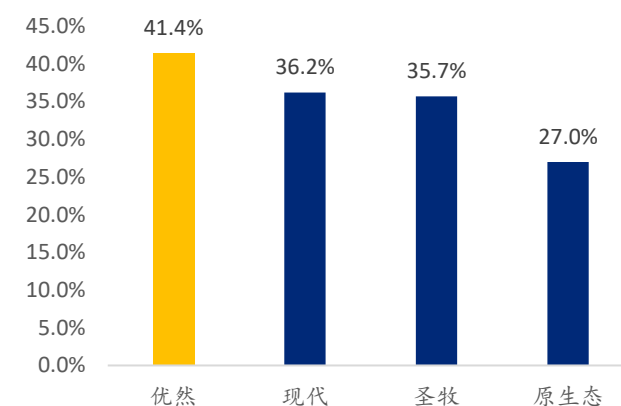
图表 433：各牧场企业单位原奶价，2021



注：优然特色及优质原奶单位价格为 2020 年数据

资料来源：公司数据、浦银国际

图表 434：各牧场企业原奶毛利率，2021

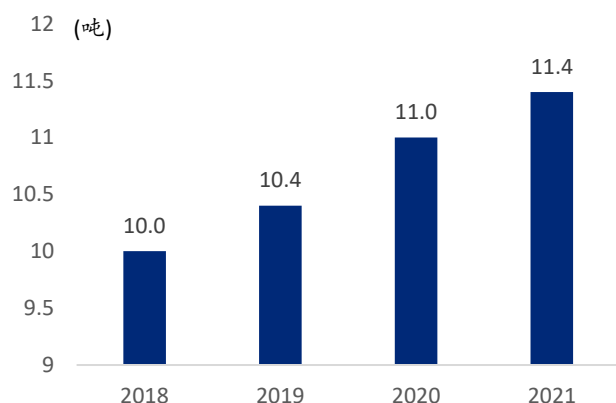


资料来源：公司数据、浦银国际

（2） 提高了单头母牛产奶量

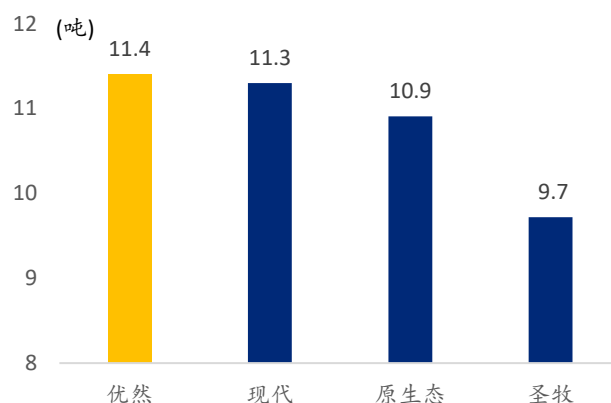
基于其自有的优质饲料供应与育种能力，优然单头母牛的产奶量在行业中名列前茅，并逐年提升。

图表 435：优然的单头母牛产奶量



注：优然数据不含恒天然中国牧场
资料来源：公司数据、浦银国际

图表 436：各牧场企业单头母牛产奶量比较，2021



注：优然数据不含恒天然中国牧场。资料来源：公司数据、浦银国际

饲料业务

公司专注于反刍动物的研究和饲料产品开发，满足了牧场饲料需求的增长和市场对原奶品质提高的要求。根据弗若斯特沙利文数据，优然是中国销售量最大的精饲料供应企业，也在全国粗饲料（主要是苜蓿草及燕麦草）供应企业中名列前茅。

作为中国最大的苜蓿草进口商，公司 2021 年反刍动物精饲料销量超 91.4 万吨，2020 年市占率就已达市占率 3.2%。优然饲料业务在 2021 年为公司贡献了总收入的 35%。

优然结合自身在业内积累的深厚经验以及先进的自主研发技术，建立起中国领先的反刍动物营养数据库。利用庞大的数据库资源，向牧场提供高品质、定制化的反刍动物养殖系统化解决方案。

优然是国内少数几家拥有 SQF 认证的饲料生产商之一，展现了公司对生产、加工、仓储和运输方面的高标准严格标准，也为中国上游牧业搭建了环境友好牧场的标准。

育种业务

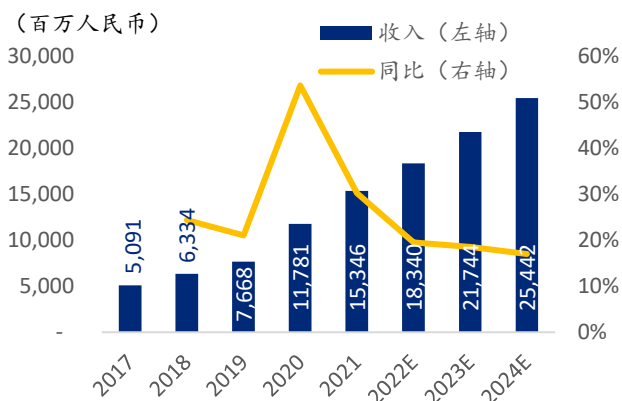
优然旗下子公司赛科星是中国最大的奶牛种公牛冻精供应商。2019 年，赛科星在奶牛种公牛冻精液和性控胚胎市占率分别达 9.5%和 22.2%，均位列细分市场第一名。2020 年优然对赛科星的收购，为公司提供了领先的优质冷冻精液和生产高产奶牛性控技术。也让公司顺利迈入奶牛育种市场以获取更多商机。

优然致力于推动中国上游牧业发展，并不断提升养殖和原奶标准。公司选择优质的荷斯坦公牛精液，并利用自身领先的性控技术，改良中国奶牛的遗传品质。

我们认为，优然的全产业链覆盖帮助公司（1）保障了原奶的品质、（2）提高了单头母牛产奶量、（3）降低了原奶生产成本从而提高毛利率、（4）改善了资产周转率。

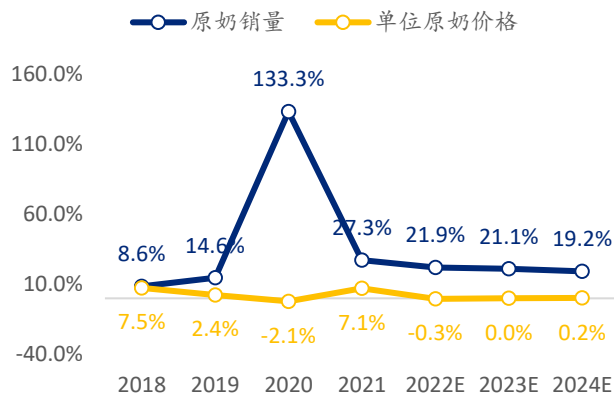
盈利预测

图表 437: 优然牧业收入与同比增速, 2017-2024E



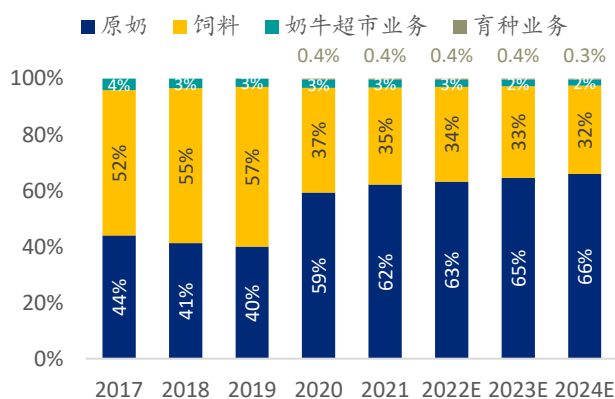
E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 438: 优然牧业原奶销量与单位价格同比增速, 2018-2024E



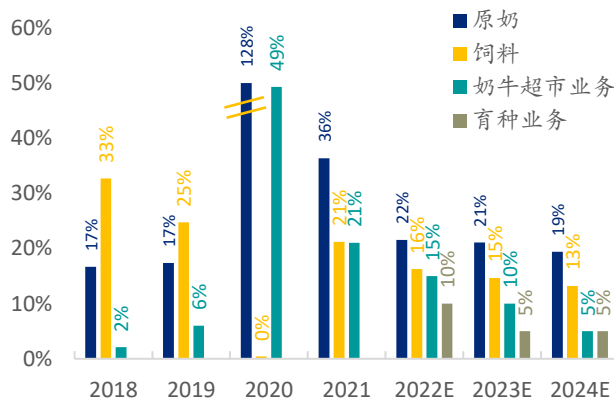
E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 439: 优然收入按业务分布, 2017-2024E



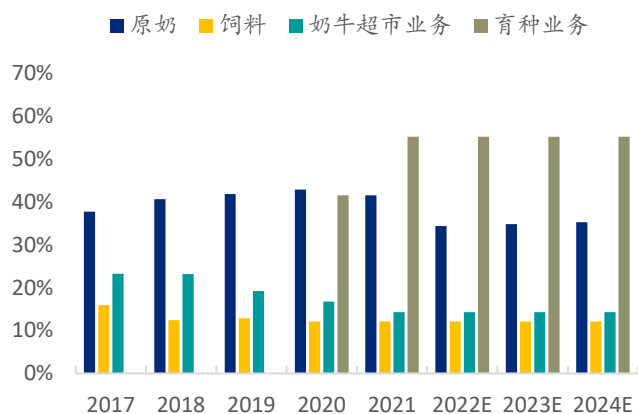
E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 440: 优然各业务线收入同比增长, 2018-2024E



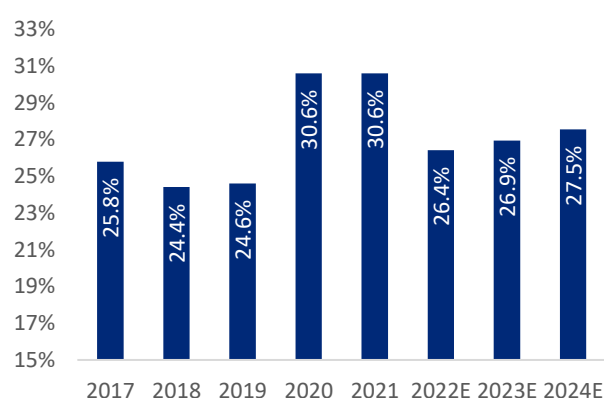
E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 441: 优然各业务毛利率



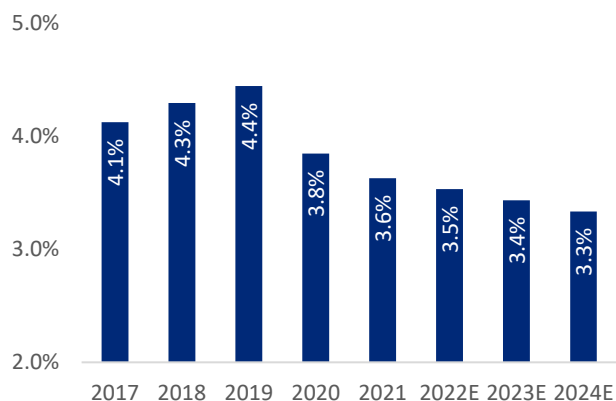
E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 442: 优然毛利率, 2017-2024E



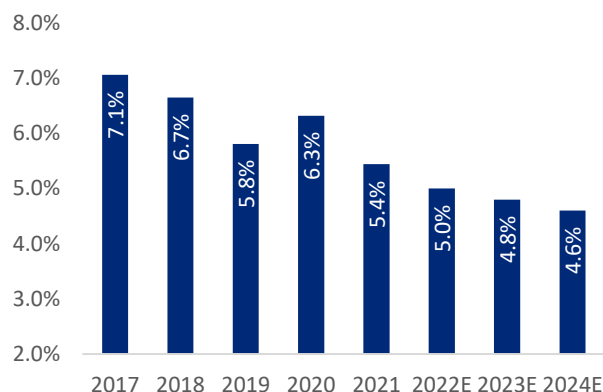
E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 443：优然销售费用率，2017-2024E



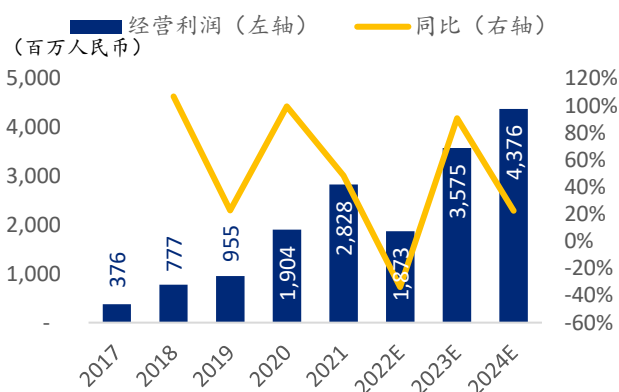
E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

图表 444：优然管理费用率，2017-2024E



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

图表 445：优然经营利润与同比增速，2017-2024E；



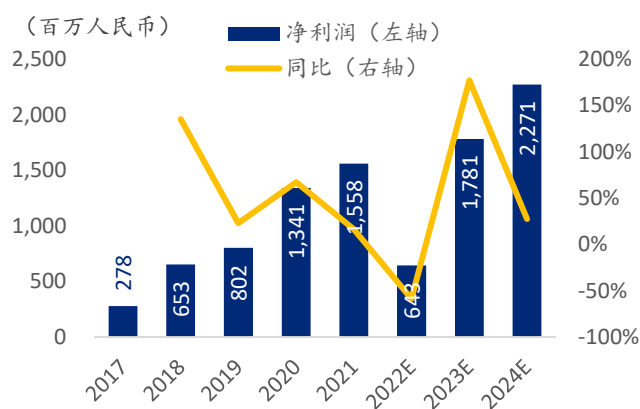
E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

图表 446：优然经营利润率，2017-2024E



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

图表 447：优然净利润与同比增速，2017-2024E



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

图表 448：优然净利率，2017-2024E



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

图表 449：杜邦净资产收益率（ROE）分析

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	24.4%	24.6%	30.6%	30.6%	26.4%	26.9%	27.5%
销售、管理费用率	4.3%	4.4%	3.8%	3.6%	3.5%	3.4%	3.3%
EBIT 利润率	12.3%	12.5%	16.2%	18.4%	10.2%	16.4%	17.2%
税前利润/EBIT	0.90	0.89	0.84	0.74	0.49	0.67	0.70
少数股东前净利润/税前利润	0.94	0.94	0.97	0.96	0.91	0.96	0.96
少数股东后净利润/少数股东前净利润	1.00	1.00	0.87	0.77	0.77	0.77	0.77
净利润率	10.3%	10.5%	11.4%	10.2%	3.5%	8.2%	8.9%
资产周转率	0.91	0.87	0.73	0.57	0.51	0.50	0.50
财务杠杆	1.63	1.78	2.43	2.58	2.70	3.00	3.01
ROE	15.3%	16.1%	20.3%	14.8%	4.8%	12.3%	13.6%

E=浦银国际预测；资料来源：公司数据，浦银国际

目标价与估值

我们用 DCF 对优然牧业进行估值。基于 6.7% 的 WACC 与 2% 的永久增长率，我们得到 3.7 港元的目标价，对应 6.6x 2023E P/E 及 6.6x 2023E EV/EBITDA，潜在升幅 24.2%，估值具有一定吸引力，首予“买入”评级。

风险提示

优然牧业股价可能面对的下行风险包括：

- (1) 原奶价格波动；
- (2) 饲料价格波动；
- (3) 对伊利单一大客户的依赖过大；
- (4) 潜在环境治理隐患。

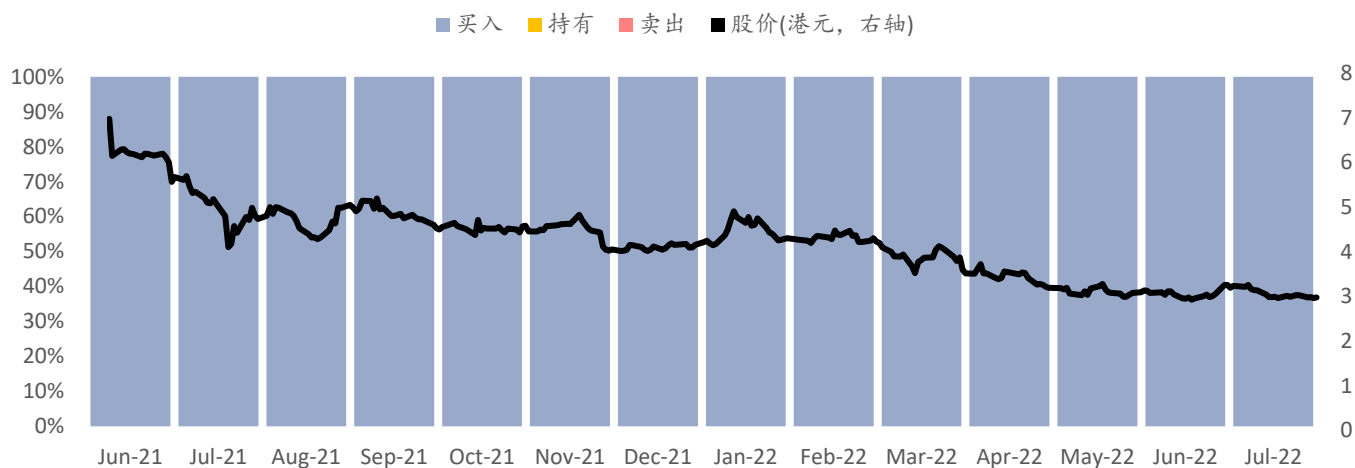
图表 450: SPDBI 目标价: 优然牧业



资料来源: Bloomberg、浦银国际

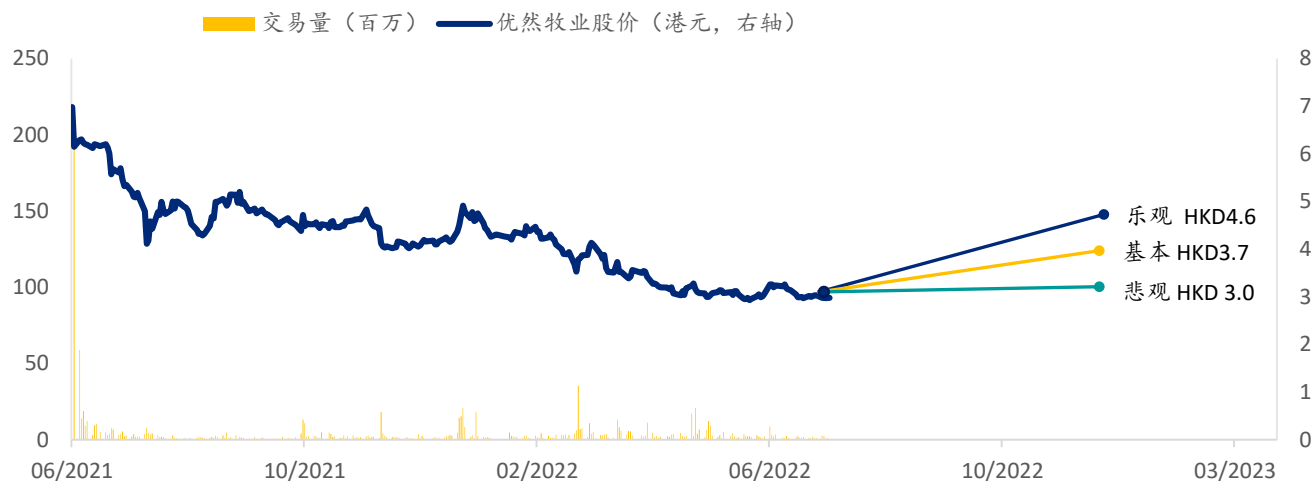
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 451：优然牧业市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 452：优然牧业 SPDBI 情景假设



乐观情景：公司收入增长好于预期

目标价：4.6 港元

概率：25%

- 公司特色生鲜乳占比提升,带动毛利率 2023 年同比提升 100bps;
- 2023 年饲料业务增速达 20%以上。
- 2023 年公司管理费用率同比降低 80bps;

悲观情景：公司收入增长不及预期

目标价：3.0 港元

概率：20%

- 公司特色生鲜乳占比持续下降,令毛利率 2023 年同比下降 50bps;
- 2023 年饲料业务增速达不及 10%。
- 2023 年公司管理费用率同比提升 50bps。

资料来源：浦银国际

公司背景

● 公司介绍

优然牧业是目前全球最大的原料奶供应商。2021 年 6 月在港交所成功上市（股票代码：9858.HK）。公司是国内唯一一家覆盖乳业上游全产业链的企业，业务范围包括育种、草业、饲料以及奶牛养殖、原奶生产等。

优然牧业旗下在中国黄金奶源带上经营了 73 座牧场，辐射全国 16 个省市、自治区。养殖良种荷斯坦奶牛和娟珊牛达到 41.6 万头。

优然牧业是中国最大的反刍动物饲料供应商，饲料业务有近 40 年反刍饲料研发、生产经验，目前公司拥有 13 个饲料生产基地，产业布局辐射 26 个省市、自治区，服务国内近 150 万头反刍动物。

优然牧业附属公司赛科星是中国最大的奶牛育种企业、中国种业安全守护者，同时也是国内唯一一家在美国拥有合资育种基地的企业，在美国威斯康辛州和中国和林格尔、清水河有 3 座世界领先的核心育种基地。拥有业内领先的自主奶牛遗传改良和全球领先的性控冻精生产技术，性控冻精生产能力亚洲第一，冻精产品销量连续九年全国第一。

优然牧业是中国最大的苜蓿草供应商，以中国草都阿鲁科尔沁旗为核心打造优质苜蓿种植基地，布局全国 12 个草业生产基地；同时，公司也是中国最大的苜蓿草进口企业，年苜蓿草进口量约占全国的 18%。实现了草业种植与牧业养殖的有机结合，可以就近为牧场解决饲草需求，还能帮助牧场解决有机粪肥还田，降低化肥使用量，提高土地有机质，为草业发展提供了充足的资源保障。优然牧业通过牧草种植和进口的平衡发展，为畜牧行业提供优质的粗饲料。

财务上，公司 2021 年收入 153.46 亿元人民币，是行业内唯一一家年营收超过百亿元的乳业上游企业。2021 年公司归母净利润 15.6 亿元，归母净利率 10.2%。

● 前十大股东

图表 453: 优然牧业主要股东

	主要股东	占比(%)
1	PAGAC Yogurt HLDS II LTD	21.67
2	China Youran Dairy HLDS	21.08
3	Meadowland Inv LTD	14.89
4	HK Jingang Trade HLDS	13.72
5	PAGAC Yogurt HLDS I LTD	9.79
6	GIC Pte Ltd	4.98
7	Credit Suisse Group AG	2.83
8	Citic Prudential Life	0.78
9	Harvest PVT Wealth FD	0.52
10	Massachusetts Mutual Life Insurance Co	0.39

*截至 2022 年 6 月 22 日

资料来源: Bloomberg、浦银国际

● 公司历史

图表 454：优然牧业发展里程碑

时间	里程碑
1984	优然牧业前身呼市配合饲料厂破土建设
2000	伊利收购呼和浩特市配合饲料厂，成立内蒙古伊利饲料有限公司
2007	内蒙古伊利畜牧发展有限公司成立（优然牧业前身）
2014	内蒙古伊禾绿金农业发展有限公司成立（优然牧业草业业务）
2015	成立内蒙古优然牧业有限公司
2020	优然牧业完成收购内蒙古赛科星繁育生物技术股份有限公司
2021	优然牧业完成了恒天然中国牧场旗下的两间实体（6 家牧场）的收购
2021	优然牧业成功登陆港交所主板
2022	优然牧业完成收购中地乳业 27.16%股权

资料来源：公司资料、浦银国际

● 公司管理层

图表 455：优然牧业公司管理层

姓名	职位	履历
张小东	执行董事、总裁	自 2017 年 3 月加入优然牧业。张先生于乳制品行业拥有超过 23 年经验，主要负责本集团的整体经营管理。张先生于 1998 年加入伊利，并于伊利奶粉视野不的金川厂生产部展开职业生涯，1998 年至 2001 年担任生产主任。2001 年 7 月至 2003 年 6 月，担任伊利液态奶事业部的肇东伊利乳品公司的生产主管，2003 年 7 月至 2004 年 3 月担任伊利液态奶事业部的巴彦淖尔分公司的总经理。2006 年 5 月至 2007 年 11 月担任伊利液态奶事业部的乌兰察布乳品厂的总经理。自 2007 年 12 月至 2011 年 10 月，任职于伊利液态奶事业部的金川厂及金川伊利乳业有限责任公司。之后与伊利液态奶事业部担任多个职位，其中 2011 年 10 月至 2012 年 9 月担任供应部副总监，2012 年 9 月至 2013 年 3 月担任生产管理部副总监，2013 年 3 月至 2014 年 10 月担任生产管理部总监。自 2014 年 10 月至 2015 年 4 月，担任伊利奶粉事业部总经理助理，2015 年 4 月至 2017 年 3 月担任奶粉事业部副总经理。张先生于 2010 年 1 月毕业于天津科技大学，主修食品科学与工程。
董计平	执行董事、副总裁	自 2014 年 11 月加入优然牧业，2020 年调任执行董事并获委任副总裁。董先生于乳制品行业拥有超过 16 年经验，主要负责本集团的法律合规及对外关系的管理。他也是公司与中国主要附属公司内蒙优然的董事兼副总裁。董先生于 2004 年 7 月加入伊利股份，于伊利液态奶事业部负责采购业务开展职业生涯，并自 2005 年 6 月至 2012 年 4 月，于伊利总裁办公室担任秘书。后自 2012 年 4 月至 2015 年 11 月担任伊利战略规划管理部的企划总监。董先生于 2004 年取得东北林业大学生物技术学士学位。
姜广军	副总裁	姜先生于乳制品行业拥有超过 23 年经验，主要负责协助总裁全面负责优然牧业的经营管理。他于 1998 年 7 月于伊利冷饮事业部展开职业生涯，并自 1998 年 7 月至 2000 年 1 月担任巧克力蛋糕车间质检员。之后，他于伊利液态奶事业部的金川厂生产二车间担任多个职位，其中自 2000 年 1 月至 2001 年 1 月担任工段长，自 2001 年 1 月至 2002 年 9 月担任生产经理，自 2002 年 9 月至 2004 年 2 月担任厂长助理。自 2004 年 2 月至 2004 年 9 月，彼担任伊利液态奶事业部的锡林浩特分公司的总经理，自 2004 年 10 月至 2005 年 9 月担任伊利液态奶事业部的齐齐哈尔分公司的总经理，自 2005 年 10 月至 2010 年 11 月担任伊利液态奶事业部的包头伊利乳业有限责任公司的总经理。自 2010 年 11 月至 2012 年 8 月，彼担任伊利液态奶事业部的宁夏伊利乳业有限责任公司的总经理，之后自 2012 年 8 月至 2013 年 8 月晋升为高级总经理。之后他任职于伊利液态奶事业部的供应部，自 2013 年 8 月至 2018 年 2 月担任供应副总监（主持工作），及自 2018 年 2 月至 2018 年 12 月担任供应总监。彼自 2018 年 12 月至 2019 年 12 月担任伊利液态奶事业部的副总经理。他自 2020 年 9 月起亦担任本公司于中国的附属公司赛科星的董事。姜先生于 1998 年 7 月取得内蒙古农业大学工程学学士学位，主修食品科学与工程。
许燕飞	副总裁	许先生于牧场管理相关方面拥有逾 15 年经验，并负责监督及管理公司牧场的整体营运。许先生于伊利原奶事业部展开职业生涯，于 2006 年至 2007 年担任伊利原奶事业部质量办品控员、体系员；于 2007 年至 2008 年担任原奶事业部项目管理部总经理。于 2008 年至 2017 年，彼担任兽医员、挤奶部组长、挤奶部副经理、挤奶部经理、饲养部经理、牧场场长助理及牧场场长，期间 2011 年至 2012 年公司派往美国佛罗里达万头牛牧场学习一年。于 2017 年 7 月至 2018 年 12 月，彼担任中国的主要经营附属公司内蒙优然畜牧单元总经理助理，2018 年 12 月至今为内蒙优然的副总裁，分管畜牧业务。彼亦为本公司中国主要经营附属公司内蒙优然旗下多间附属公司之董事。许先生于 2006 年 6 月取得内蒙古农业大学农业学学士学位，主修动物医学。
杨明	副总裁	杨先生于反刍动物饲料行业拥有逾 19 年经验，并负责监督及管理公司饲料业务的整体运营。杨先生于 2002 年在牧泉元兴展开职业生涯，从事采购业务。于 2002 年至 2008 年，彼分别担任牧泉元兴生产主管、生产经理、市场部经理、区域经理等多个职务；于 2008 年晋升为牧泉元兴副总经理，并于 2014 年主持运营工作；自 2015 年 7 月起担任中国的主要附属公司内蒙优然的副总裁，分管饲料业务。彼亦为本公司中国主要经营附属公司内蒙优然旗下多间附属公司之董事。杨先生于 2002 年 7 月在内蒙古农业大学完成大专教育，主修牧医专业，于 2005 年 7 月完成内蒙古农业大学本科学习，主修动物医学。
吕雄宇	副总裁及董事会秘书	吕先生于乳制品行业拥有超过 19 年经验，主要负责公司的董事会办公室工作，分管投资者事务和财务管理工作。吕先生于 1994 年 7 月至 2003 年 3 月任职于武警五三零三工厂，分别担任统计、审计和综合经营管理等岗位工作；自 2003 年 3 月至 2015 年 3 月，彼任职于伊利，分别担任伊利液态奶事业部审计专员、朔州伊利乳业有限责任公司和合肥伊利乳业有限责任公司财务经理、伊利液态奶事业部财务部营销财务负责人、财务总监助理；伊利财务管理部营销财务副总监、预算管理总监；自 2015 年 4 月至 2019 年 8 月彼任职于公司，分别担任内蒙优然财务总监、赛科星助理财务副总监并于 2016 年 5 月起兼任内蒙优然董事会秘书，彼亦于 2015 年 11 月至 2019 年 12 月担任内蒙优然董事；自 2019 年 8 月至 2022 年 1 月彼任职于伊利，担任伊利并购部负责人。吕先生于 1994 年 7 月毕业于内蒙古林学院，主修林业经济管理。吕先生于 1998 年 10 月获得中级审计师资格。

资料来源：公司年报、浦银国际

● 财务报表

图表 456：优然牧业利润表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	11,781	15,346	18,340	21,744	25,442
同比	53.6%	30.3%	19.5%	18.6%	17.0%
营业成本	-11,049	-14,333	-17,974	-21,309	-24,908
以公允价值减去收获时的销售成本对农产品进行初始确认所产生的收益	2871	3682	4476	5419	6472
毛利润	3,603	4,694	4,843	5,854	7,006
毛利率	30.6%	30.6%	26.4%	26.9%	27.5%
销售费用	-453	-557	-648	-746	-848
管理费用	-745	-835	-917	-1,044	-1,170
公允价值变动减出售生物资产成本产生的损失	-414	-407	-1,546	-649	-794
其他经营收入及收益	-88	-67	141	160	183
经营利润	1,904	2,828	1,873	3,575	4,376
经营利润率	16.2%	18.4%	10.2%	16.4%	17.2%
合营公司利益	0	0	0	0	0
财务费用	-310	-732	-952	-1,166	-1,320
利润总额	1,594	2,095	920	2,409	3,056
所得税率	-54	-74	-86	-98	-111
所得税率	-3.4%	-3.5%	-9.4%	-4.1%	-3.6%
净利润	1,541	2,021	834	2,311	2,946
减：少数股东损益	-200	-463	-191	-530	-675
归母净利润	1,341	1,558	643	1,781	2,271
归母净利率	11.4%	10.2%	3.5%	8.2%	8.9%
同比	67.2%	16.2%	-58.7%	176.9%	27.5%

资料来源：公司数据、浦银国际预测

图表 457：优然牧业资产负债表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	2,747	1,661	1,708	2,017	2,208
应收票据及应收账款	835	1,189	1,016	1,169	1,325
存货	1,972	3,326	4,134	4,187	5,296
预付款项	247	468	559	662	775
生物性资产	10	8	8	8	8
关联方应付款	556	780	947	1,147	1,371
其他流动资产	39	22	22	22	22
流动资产合计	6,405	7,454	8,393	9,212	11,004
固定资产	6,184	10,132	13,934	16,400	18,563
使用权资产	1,321	2,187	2,742	3,284	3,811
无形资产	5	4	4	4	4
商誉	763	793	793	793	793
生物性资产	7,038	10,408	13,137	16,478	19,317
为生物性资产及固定资产付出存款	349	891	837	632	404
递延所得税资产	11	18	18	18	18
其他非流动资产	124	75	75	75	75
非流动资产合计	15,796	24,507	31,539	37,683	42,985
短期借款	4,225	5,412	5,575	5,742	5,914
可转债	0	2,407	0	0	0
应付票据及应付账款	2,588	3,276	3,889	4,000	4,588
租赁及合约负债	73	92	92	92	92
应交税费	19	30	30	30	30
其他流动负债	39	91	91	91	91
流动负债合计	6,944	11,308	9,675	9,954	10,715
长期借款	1,972	4,044	10,044	14,044	17,044
可转债	3,044	0	3,000	3,000	3,000
租赁负债	929	1,266	1,393	1,532	1,686
递延收入	217	434	434	434	434
递延所得税负债	7	6	6	6	6
其他非流动负债	28	23	23	23	23
非流动负债合计	6,195	5,774	14,900	19,040	22,193
股本	0	0	0	0	0
储备	7,820	13,181	13,465	15,479	17,984
少数股东权益	1,241	1,699	1,890	2,420	3,095
所有者权益合计	9,062	14,880	15,355	17,899	21,079

资料来源：公司数据、浦银国际预测

图表 458：优然牧业现金流量表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
税前净利润	1,594	2,095	920	2,409	3,056
固定资产折旧	334	377	481	551	622
可转债公允价值亏损/盈利	11	133	0	0	0
财务费用	310	732	952	1,166	1,320
存货的减少	-302	-1,154	-808	-53	-1,109
经营性应收项目的减少	-39	-658	-95	-469	-506
经营性应付项目的增加	-601	340	612	111	589
因公允价值变动减奶牛销售成本而产生的亏损	414	407	1,546	649	794
其他	-13	-7	-136	-152	-170
经营活动产生的现金流量净额	1,708	2,266	3,474	4,212	4,596
资本开支	-1,442	-4,026	-3,970	-3,970	-3,754
投资支付的现金	-1,999	-2,350	-1,200	0	0
投资生物资产开支	-2,329	-3,773	-5,190	-4,931	-4,931
出售生物资产、固定资产等获得现金	975	1,168	1,303	1,558	1,967
政府补助	32	245	64	70	78
其他	11	39	0	0	0
投资活动产生的现金流量净额	-4,753	-8,697	-8,993	-7,273	-6,640
取得借款收到的现金	1,364	3,253	6,162	4,167	3,172
收到其他与筹资活动有关的现金	5,268	2,667	127	139	153
借款利息支出	-281	-415	-655	-861	-1,008
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	-1,199	0	0	0	0
其他	-59	-81	-68	-75	-82
筹资活动产生的现金流量净额	5,094	5,424	5,566	3,370	2,235
现金及现金等价物净增加额	2,049	-1,007	47	309	191
期初现金及现金等价物余额	570	2,619	1,627	1,674	1,983
期末现金及现金等价物余额	2,619	1,627	1,674	1,983	2,174

资料来源：公司数据、浦银国际预测

现代牧业 (1117.HK): 蒙牛上游资源的整合者, 增长具有高确定性

就奶牛存栏数来看, 现代牧业与优然牧业几乎不相上下。与蒙牛的深度合作保证了现代牧业稳健的市场需求, 而稳定的奶价趋势也将确保公司销售单价的可预见性。同时, 对其他牧场企业的收购兼并也使其规模得以快速扩张。我们首次覆盖现代牧业, 给予“买入”评级和目标价 1.3 港元。

- **长期稳定的收入增长:** 现代牧业历史收入大幅震荡, 主要源于奶价周期性波动。放眼未来三年, 在优质奶源持续紧缺的情况下, 随着上游牧场集中度不断提升、规模牧场占比不断增加, 原奶价格的周期性将被大幅削弱, 原奶价格有望维持稳定或小幅上涨的态势。稳定的奶价叠加与下游龙头乳企的深度合作, 大大增强了以现代牧业为代表的牧场龙头企业的收入确定性。
- **蒙牛上游资源的整合者:** 与优然一样, 现代牧业也一直致力于对上游乳企的收购与整合。2021 年 11 月, 现代牧业完成了对富源牧业的收购, 部分整合了蒙牛上游原奶资源; 同年 7 月, 现代牧业还收购了中元牧业, 进一步扩大了其市场规模。作为蒙牛最大的上游合作伙伴, 我们相信现代牧业未来将继续对蒙牛的上游业务进行整合, 从而提升蒙牛上游原奶业务的运营效率与管理水平。
- **毛利率长期有望持续提升:** 短期饲料价格上升将推高单位原奶生产成本, 导致毛利率承压。但通过有效的期货合约, 现代牧业原奶生产成本上升幅度低于行业。长期来看, 奶价与单产的持续提升, 有望助力公司毛利率的长期提升。
- **估值与评级:** 我们采用 DCF 对现代牧业进行估值。基于 7.3% 的 WACC 与 2% 的永久增长率, 得到目标价 1.3 港元, 对应 4.5x 2023E P/E 及 4x EV/EBITDA, 估值具有一定吸引力, 给予“买入”评级。
- **投资风险:** (1) 原奶价格波动; (2) 饲料价格波动; (3) 对蒙牛单一客户的依赖过大; (4) 潜在环境治理隐患。

图表 459: 盈利预测和财务指标

百万人民币	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	6,020	7,078	11,024	12,137	13,234
同比变动 (%)	9.2%	17.6%	55.7%	10.1%	9.0%
股东应占净利	770	1,019	1,368	1,937	2,543
同比变动 (%)	125.6%	32.3%	34.3%	41.6%	31.3%
PE (X)	9	7	6	4	3
ROE (%)	10.3%	10.9%	12.0%	15.2%	17.4%

E=浦银国际预测; 资料来源: 公司报告、浦银国际

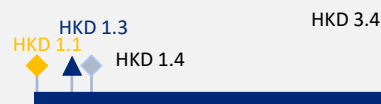
2022 年 8 月 1 日

评级

买入

目标价 (港元)	1.3
潜在升幅/降幅	+21.5%
目前股价 (港元)	1.1
52 周内股价区间 (港元)	1.04-1.87
总市值 (百万港元)	8,549
近 3 月日均成交额 (百万港元)	16.4

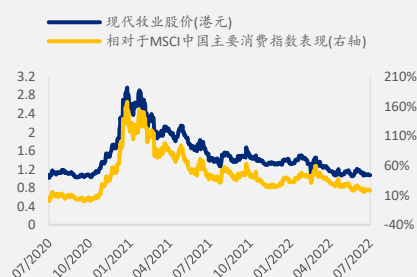
市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



注: 截至 2022 年 7 月 28 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

浦银国际

首次覆盖

现代牧业 (1117.HK): 蒙牛上游资源的整合者, 增长具有高确定性

财务报表分析与预测 - 现代牧业

利润表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	6,020	7,078	11,024	12,137	13,234
同比	9.2%	17.6%	55.7%	10.1%	9.0%
营业成本	-5,839	-6,907	-11,098	-12,032	-12,987
以公允价值减去收获时的销售成本对农产品进行初始确认所产生的收益	2277	2378	3713	4085	4450
毛利润	2,459	2,549	3,639	4,190	4,697
毛利率	40.8%	36.0%	33.0%	34.5%	35.5%
销售费用	-194	-184	-284	-273	-291
管理费用	-374	-379	-551	-583	-609
公允价值变动减去出售生物资产成本产生的损失	-1,031	-956	-1,404	-1,360	-1,240
其他经营收入及收益	213	166	148	155	194
经营利润	1,071	1,196	1,548	2,130	2,751
经营利润率	17.8%	16.9%	14.0%	17.6%	20.8%
合营公司利益	32	37	37	37	37
财务费用	-319	-198	-195	-199	-204
利润总额	784	1,035	1,390	1,968	2,584
所得税率	-1	-2	-3	-4	-5
所得税率	-0.1%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
净利润	784	1,033	1,387	1,964	2,579
减：少数股东损益	-14	-14	-19	-27	-36
归母净利润	770	1,019	1,368	1,937	2,543
归母净利率	12.8%	14.4%	12.4%	16.0%	19.2%
同比	125.6%	32.3%	34.3%	41.6%	31.3%

资产负债表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,158	1,929	1,902	2,761	3,596
应收票据及应收账款	707	1,222	1,502	1,653	1,803
存货	1,159	2,191	3,084	2,537	3,474
金融资产	61	0	0	0	0
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产合计	3,085	5,343	6,488	6,952	8,873
固定资产	3,318	5,313	5,711	6,210	6,778
使用权资产	304	725	721	713	703
无形资产	0	4	4	4	4
商誉	1,322	2,076	2,076	2,076	2,076
附属机构投资	290	353	353	353	353
生物性资产	7,101	9,405	9,731	10,212	10,941
预付款项	0	54	54	54	54
银行存款	143	329	427	327	327
递延所得税资产	0	2	2	2	2
其他非流动资产	5	70	109	120	131
非流动资产合计	12,484	18,331	19,188	20,071	21,369
短期借款	3,471	2,814	2,899	2,986	3,075
长期债券	0	32	32	32	32
应付票据及应付账款	1,411	3,144	4,028	3,615	4,559
其他应付款	24	56	56	56	56
应交税费	0	2	2	2	2
其他流动负债	59	18	19	20	21
流动负债合计	4,966	6,066	7,035	6,710	7,744
长期借款	2,171	2,489	2,489	2,489	2,489
长期债券	0	3,160	3,000	3,000	3,000
租赁负债	196	517	569	626	688
递延收入	173	185	185	185	185
递延所得税负债	0	21	21	21	21
其他非流动负债	24	122	122	122	122
非流动负债合计	2,564	6,493	6,385	6,442	6,505
股本	556	676	676	676	676
储备	7,341	10,189	11,311	12,899	14,984
少数股东权益	142	250	269	296	332
所有者权益合计	8,038	11,115	12,256	13,871	15,993

E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

现金流量表

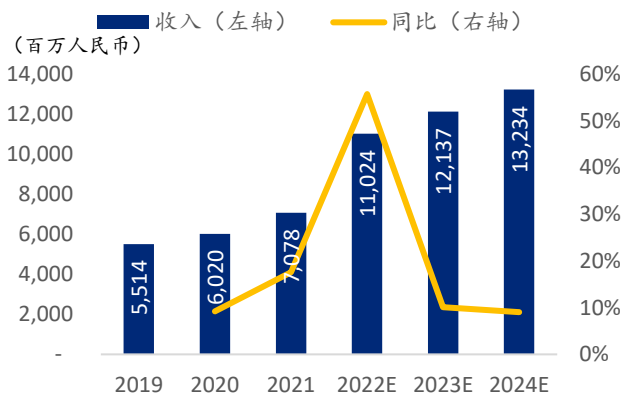
(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
税前净利润	784	1,035	1,390	1,968	2,584
固定资产折旧	273	296	320	305	313
无形资产摊销	49	0	0	0	0
政府补助	-31	-48	-53	-58	-64
财务费用	300	152	121	126	100
存货的减少	-61	-309	-892	546	-936
经营性应收项目的减少	-86	-168	-280	-152	-150
经营性应付项目的增加	-109	20	884	-413	944
固公允价值变动减损牛奶销售成本而产生的亏损	1,031	956	1,404	1,360	1,240
其他	-212	-65	-28	-28	-28
经营活动产生的现金流量净额	1,939	1,869	2,865	3,653	4,002
资本开支	-255	-499	-802	-880	-958
投资支付的现金	-96	-246	-98	100	0
投资生物资产开支	-1,230	-1,503	-2,411	-2,502	-2,641
出售生物资产、固定资产等获得现金	755	863	759	734	746
收购附属公司支付现金	0	-1,539	0	0	0
其他	60	51	164	168	205
投资活动产生的现金流量净额	-766	-2,874	-2,389	-2,381	-2,648
取得借款收到的现金	-767	-2,451	-75	87	90
收到其他与筹资活动有关的现金	19	4,443	0	0	0
借款利息支出	-250	-192	-195	-199	-204
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	0	-143	-246	-349	-458
其他	35	-18	14	47	53
筹资活动产生的现金流量净额	-964	1,640	-503	-414	-519
现金及现金等价物净增加额	209	431	275	218	793
期初现金及现金等价物余额	894	1,858	2,262	2,537	2,755
期末现金及现金等价物余额	1,103	1,738	1,861	2,720	3,555

财务和估值比率

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
每股数据 (人民币)					
摊薄每股收益	0.13	0.17	0.21	0.30	0.40
每股销售额	0.94	1.00	1.39	1.53	1.67
每股股息	0.03	0.03	0.04	0.05	0.07
同比变动					
收入	9.2%	17.6%	55.7%	10.1%	9.0%
经营溢利	54.7%	11.7%	29.4%	37.6%	29.1%
归母净利润	125.6%	32.3%	34.3%	41.6%	31.3%
费用与利润率					
毛利率	40.8%	36.0%	33.0%	34.5%	35.5%
经营利润率	17.8%	16.9%	14.0%	17.6%	20.8%
归母净利率	12.8%	14.4%	12.4%	16.0%	19.2%
回报率					
平均股本回报率	10.3%	10.9%	12.0%	15.2%	17.4%
平均资产回报率	4.0%	4.2%	5.3%	6.9%	17.1%
资产效率					
应收账款周转天数	20.1	24.9	24.9	24.9	24.9
库存周转天数	83.4	97.4	97.4	97.4	97.4
应付账款周转天数	109.4	132.4	132.4	132.4	132.4
财务杠杆					
流动比率 (x)	0.6	0.9	0.9	1.0	1.1
速动比率 (x)	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
现金比率 (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
负债/权益	0.9	1.1	1.1	0.9	0.9
估值					
市盈率 (x)	9.5	7.4	6.0	4.2	3.2
市销率 (x)	1.4	1.3	0.9	0.8	0.8
股息率	2.0%	2.4%	3.0%	4.3%	5.6%

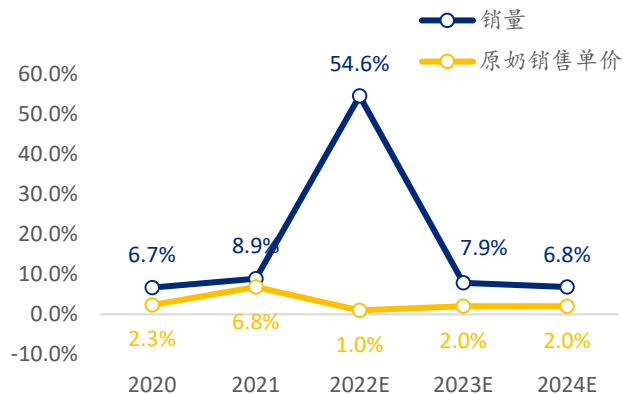
盈利预测

图表 460: 现代牧业收入与同比增速, 2019-2024E



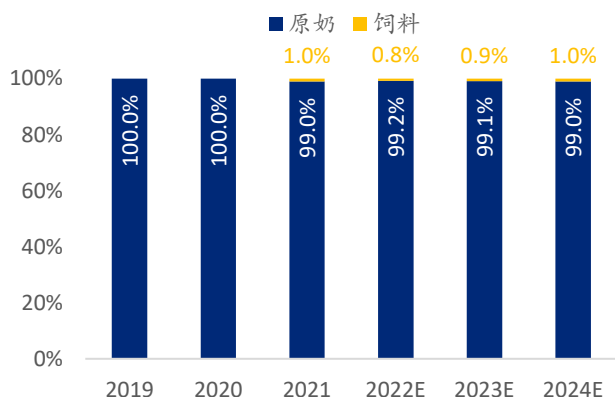
E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 461: 现代牧业原奶销量和销售单位价格同比增速, 2020-2024E



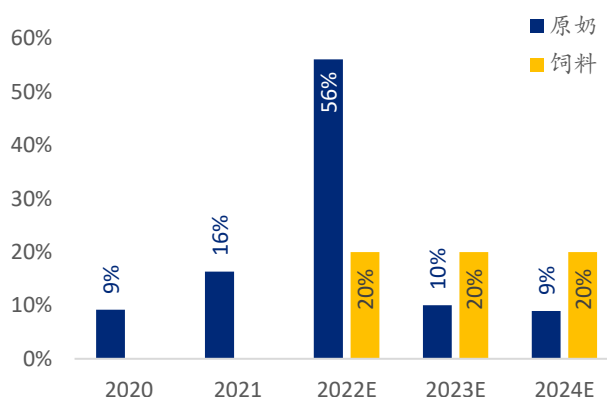
E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 462: 现代牧业收入按品类分布, 2019-2024E



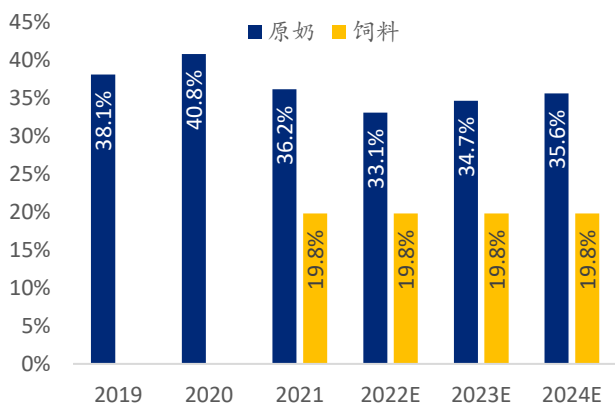
E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 463: 现代牧业各品类收入同比增长, 2020-2024E



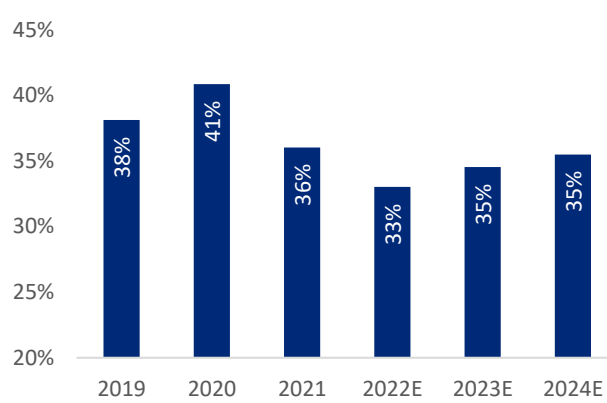
E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 464: 现代牧业各品类毛利率



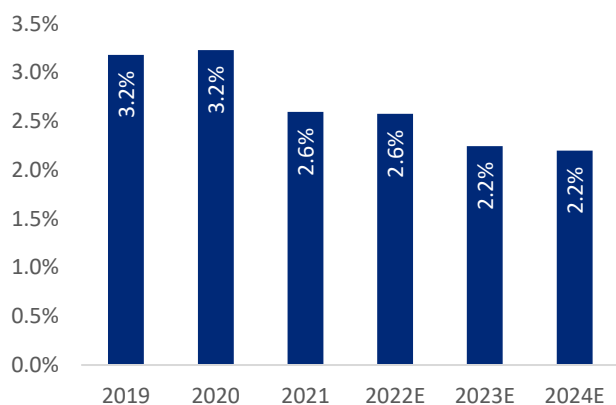
E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 465: 现代牧业毛利率, 2019-2024E



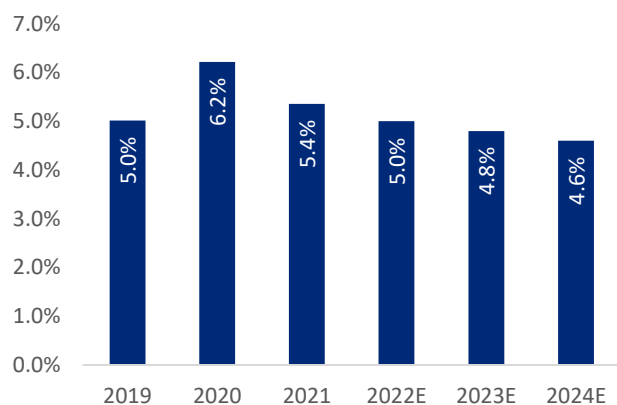
E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 466: 现代牧业销售费用率, 2019-2024E;



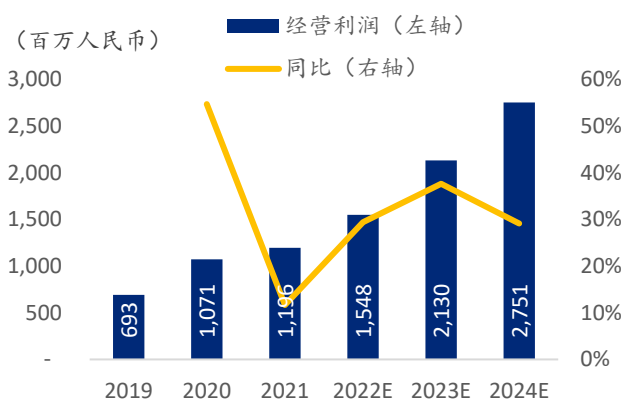
E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 467: 现代牧业管理费用率, 2019-2024E



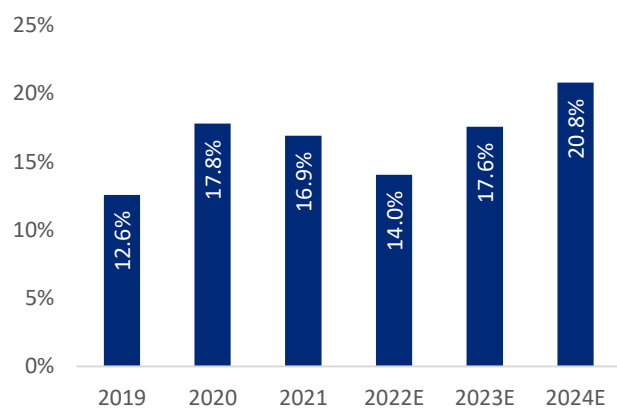
E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 468: 现代牧业经营利润与同比增速, 2019-2024E;



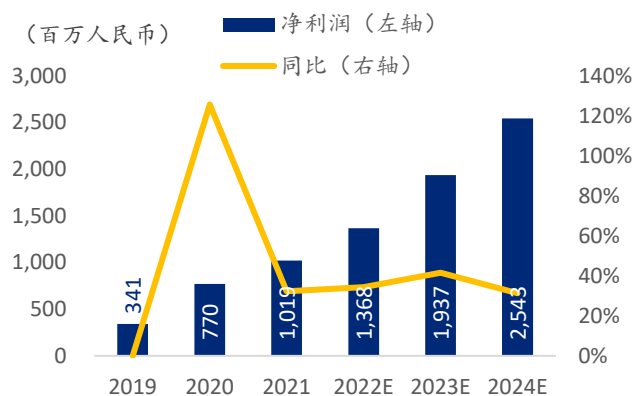
E=浦银国际; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 469: 现代牧业经营利润率, 2019-2024E



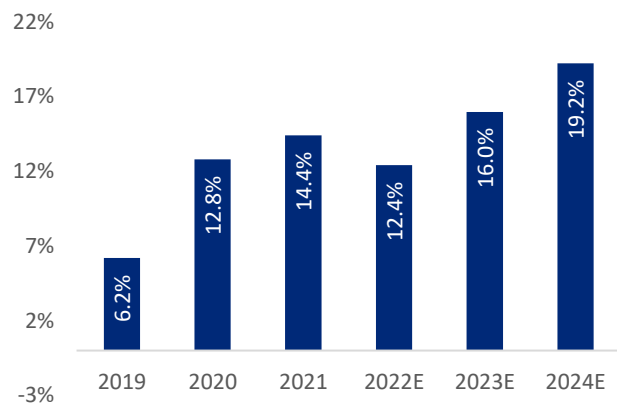
E=浦银国际; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 470: 现代牧业净利润与同比增速, 2019-2024E



E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 471: 现代牧业净利率, 2019-2024E



E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 472：杜邦净资产收益率（ROE）分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	38.1%	40.8%	36.0%	33.0%	34.5%	35.5%
销售、管理费用率	3.2%	3.2%	2.6%	2.6%	2.2%	2.2%
EBIT 利润率	12.6%	17.8%	16.9%	14.0%	17.6%	20.8%
税前利润/EBIT	0.51	0.73	0.87	0.90	0.92	0.94
少数股东前净利润/税前利润	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
少数股东后净利润/少数股东后净利润	0.98	0.98	0.99	0.99	0.99	0.99
净利润率	6.2%	12.8%	14.4%	12.4%	16.0%	19.2%
资产周转率	0.35	0.38	0.36	0.45	0.46	0.46
财务杠杆	2.22	2.09	2.09	2.16	2.06	1.96
ROE	4.8%	10.3%	10.9%	12.0%	15.2%	17.4%

E=浦银国际预测；资料来源：公司数据，浦银国际

目标价与估值

我们用 DCF 对现代牧业进行估值。基于 7.3% 的 WACC 与 2% 的永久增长率，我们得到 1.3 港元的目标价，对应 4.5x 2023E P/E 及 4x EV/EBITDA，潜在升幅 21.5%，估值具有一定吸引力，首予“买入”评级。

风险提示

现代牧业股价可能面对的下行风险包括：

- 1) 原奶价格波动；
- 2) 饲料价格波动；
- 3) 对蒙牛单一大客户的依赖过大；
- 4) 潜在环境治理隐患。

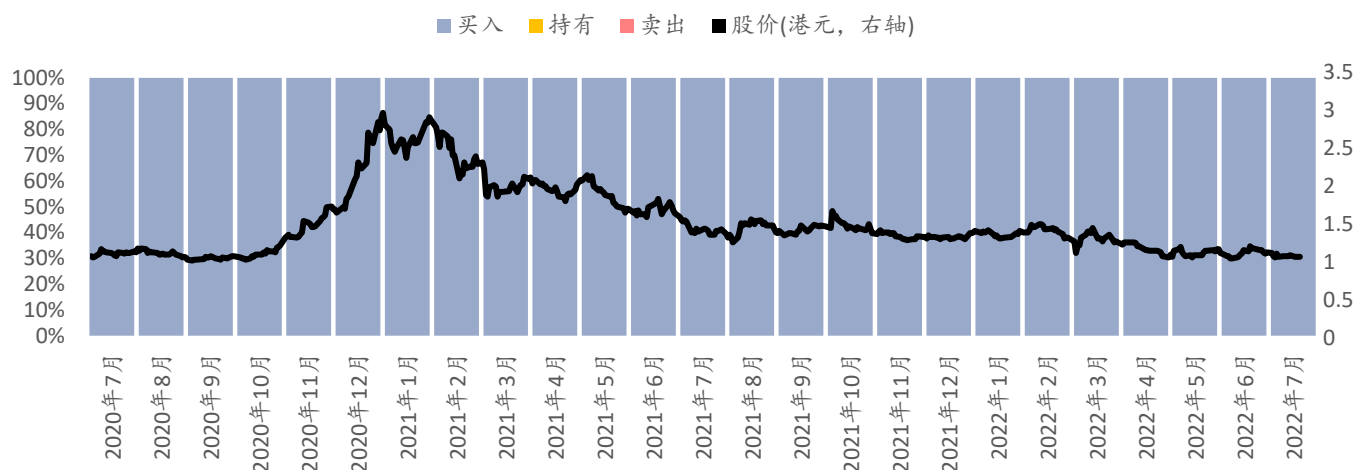
图表 473: SPDBI 目标价: 现代牧业



资料来源: Bloomberg、浦银国际

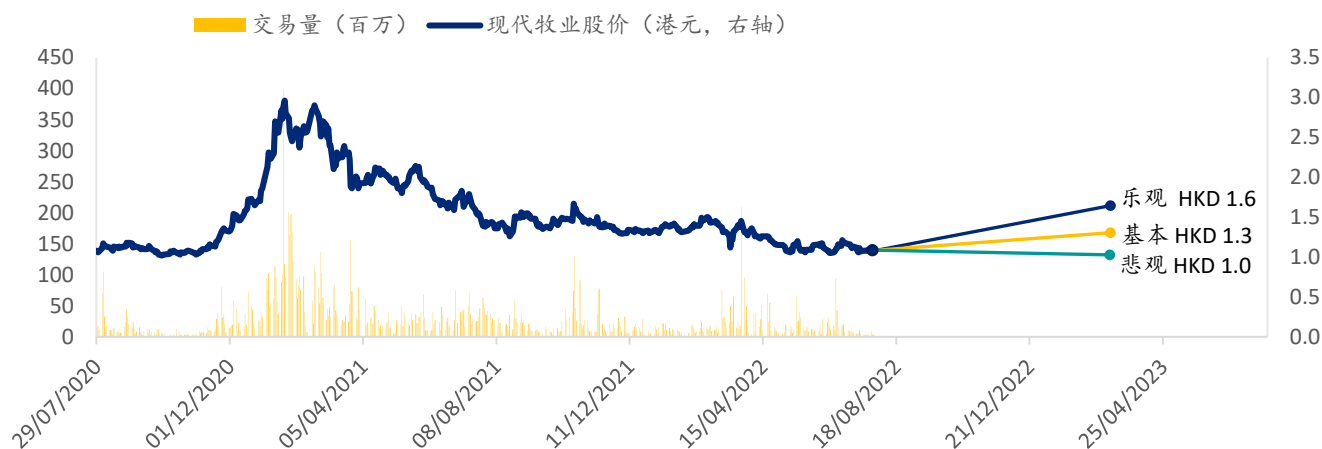
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 474：现代牧业市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 475：现代牧业 SPDBI 情景假设



乐观情景：公司收入增长好于预期

目标价：1.6 港元

概率：25%

- 原奶销售量 2023 年增长超 20%；
- 2023 年饲料价格下降 5%；
- 毛利润率提升 200bps；

悲观情景：公司收入增长不及预期

目标价：1.0 港元

概率：20%

- 原奶销售量 2023 年增长与 2022 年持平；
- 2023 年饲料价格上升 5%；
- 毛利润率下降 50bps。

资料来源：浦银国际

公司背景

● 公司介绍

现代牧业成立于 2005 年 9 月，是一家专门从事奶牛养殖和牛奶生产的企业。2010 年 11 月公司在港交所成功上市（股票代码：1117.HK），成为全球首家以奶牛养殖资源上市的企业。截至目前，现代牧业已经发展成为中国规模最大的奶牛养殖企业，高质量原奶供应商和优质原奶加工制造商。

现代牧业牧场位置遍布中国多个临近游乳品加工厂及饲料供应来源的优越地理位置。现已在全国 7 个省建成万头规模的牧场 26 个，奶牛存栏量接近 23 万头，签约牧草种植土地超 100 万亩，日产原奶 3300 吨，泌乳牛单产 9 吨以上。

现代牧业将加工厂建在规模化的牧场中，实现了全产业链各环节的紧密连接。

财务上，公司 2021 年收入 153.46 亿元人民币，是行业内唯一一家年营收超过百亿元的乳业上游企业。2021 年公司归母净利润 15.6 亿元，归母净利率 10.2%。

● 前十大股东

图表 476：现代牧业主要股东

	主要股东	占比(%)
1	China Mengniu Dairy Co	56.36
2	GGG Holdings LTD	8.03
3	China Investment Corp	6.85
4	Jinmu Holdings Co	2.8
5	Credit Suisse Group AG	2.6
6	Morgan Stanley	2.43
7	UBS AG	1.41
8	Vanguard Group Inc	1.2
9	Matthews International Capital Management	0.77
10	BlackRock Inc	0.65

*截至 2022 年 6 月 22 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

● 公司历史

图表 477：现代牧业发展里程碑

时间	里程碑
2005	现代牧业前身领先牧业成立
2006	公司在安徽马鞍山的收割乳牛畜牧场开始运作
2007-2008	于河北及山东的新乳牛畜牧场开始运作
2008	现代牧业正式成立并收购领先牧业业务
2008	进行两轮股权融资
2008	收购内蒙古先买牧业及林格尔
2009	与肥东兴建畜牧场，进行第三、四轮股权融资
2009-2010	位于山西、河北、黑龙江和四川的新乳牛畜牧场开始运作
2010	在港交所上市
2012	自由品牌 UHT 奶正式投放市场
2013	蒙牛扩大投资，成为最大单一股东
2013	与 KKR 和鼎晖合资建立公司并在山东建立两个大型牧场
2016	低温品类产品上市
2017	蒙牛扩大投资增持至 61%
2019	新希望成为第二大股东
2020	出售蚌埠和肥东牧场的能源资产

资料来源：公司资料、浦银国际

● 公司管理层

图表 478：现代牧业公司管理层

姓名	职位	履历
孙玉刚	执行总裁	孙先生于 2002 年 5 月至 2007 年 3 月期间为内蒙古蒙牛乳业（集团）股份有限公司财务及投资部经理。孙先生于 2007 年 3 月至 2016 年 9 月期间为现代牧业首席财务官、执行董事及副总裁，于 2016 年 10 月至 2017 年 3 月期间为现代牧业非执行董事。孙先生于 2016 年 10 月至 2018 年 8 月期间同时为河北宜农网络科技有限公司董事、副总裁及财务总监，并于 2018 年 8 月至 2019 年 10 月期间为江苏裕灌现代农业科技有限公司副总裁及财务总监。孙先生于 2019 年 11 月重新加入现代牧业担任公司执行董事。孙先生毕业于内蒙古财经学院，主修会计。孙先生拥有丰富的财务管理及企业发展经验。
朱晓辉	非执行董事兼副总裁、首席财务官	朱先生于 2014 年 8 月加入现代牧业附属公司富源国际，自 2014 年 8 月至 2018 年 12 月任富源国际副总裁，自 2018 年 12 月至 2019 年 6 月任富源国际高级副总裁，自 2020 年 3 月起任富源国际副总裁兼董事会秘书。加入富源国际前，朱先生曾于中粮集团任职约 18 年，于大连万达集团股份有限公司任职约 4 年。朱先生于企业管理尤其是大型企业 管理方面拥有逾 29 年经验，亦于牧业拥有丰富的管理经验。朱先生毕业于广东外语外贸大学及对外经济贸易大学，分别获授国际企业管理学士学位及工商管理硕士学位。
郭文举	党委书记	郭先生于 2021 年 7 月加入现代牧业。2010 年 3 月至 2017 年 6 月在蒙牛集团担任党委副书记，2017 年 7 月至 2020 年 12 月蒙牛集团担任党委副书记、纪委书记。2017 年获中央党校研究生院硕士学位。
韩春林	副总裁，运营二中心 总经理	韩先生亦为现代牧业附属公司现代牧业（集团）有限公司及和林格尔现代牧业有限公司的董 事，韩先生于 2008 年 9 月加盟现代牧业并于同年 11 月 14 日获委任为现代牧业执行董事直至 2020 年 4 月 1 日止。韩先生于 2006 年 2 月至 2008 年 7 月期间在蜡笔小新（福建）食品有限公司出任营销副总经理。1999 年 1 月至 2004 年 9 月，韩先生于内蒙古蒙牛的液态奶部门出任营销经理。在此之前，韩先生于 1994 年 7 月至 1999 年 1 月在内蒙古伊利实业集团股份有限公司的奶粉部门出任分厂经理。韩先生于中国饮食业积逾 15 年经验，有丰富营销及牧场 营运经验。韩先生于 1994 年 7 月获中国内蒙古大学颁发生物学士学位，韩先生于 2015 年获中国农 业大学颁发农业推广硕士学位。
张学	副总裁、集团技术部总工程师，运营三中心负责人	张先生于 2021 年加入现代牧业，在此之前一直从事牧场技术岗位和牧场管理工作 20 余年。2014 年 11 月至 2016 年 11 月担任富源国际总畜牧师、助理副总裁；2016 年 12 月至 2019 年 11 月任富源国际副总裁，2019 年 11 月至 2021 年 8 月任富源国际首席运营官，负责富源富源国际技术和运营全面工作。2001 年获得德国宾根学院动物营养专业博士学位
宋维政	副总裁，采销负责人	宋先生于 2020 年 1 月加入现代牧业，分管集团采购中心工作，2021 年 8 月分管采购和销售工作。加入现代牧业前宋先生于 2001 年 12 月至 2019 年 12 月于蒙牛集团任职质检处长，生产处长，奶源部经理，奶源大区总经理，大牧业统采总经理等职务，对采销有丰富经验。宋先生于 2010 年 7 月获得内蒙古大学生物工程硕士学位。
袁丽	副总裁、人力及行政负责人	袁女士于 2021 年 7 月加入现代牧业。加入现代牧业前历任蒙牛集团总部人力资源中心人事薪酬部经理、副总监、运营管理部总监、共享中心项目总监、奶源事业部人力资源中心总经理等职务。曾多次参与并成功主导过蒙牛集团各级组织变革、人力资源体系构建及机制革新、流程优化等重要项目，在人力资源管理领域具有丰富的理论和实践经验。袁女士 2014 年获内蒙古工业大学硕士学位。

资料来源：公司年报、浦银国际

● 财务报表

图表 479：现代牧业利润表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	6,020	7,078	11,024	12,137	13,234
同比	9.2%	17.6%	55.7%	10.1%	9.0%
营业成本	-5,839	-6,907	-11,098	-12,032	-12,987
以公允价值减去收获时的销售成本对农产品进行初始确认所产生的收益	2277	2378	3713	4085	4450
毛利润	2,459	2,549	3,639	4,190	4,697
毛利率	40.8%	36.0%	33.0%	34.5%	35.5%
销售费用	-194	-184	-284	-273	-291
管理费用	-374	-379	-551	-583	-609
公允价值变动减出售生物资产成本产生的损失	-1,031	-956	-1,404	-1,360	-1,240
其他经营收入及收益	213	166	148	155	194
经营利润	1,071	1,196	1,548	2,130	2,751
经营利润率	17.8%	16.9%	14.0%	17.6%	20.8%
合营公司利益	32	37	37	37	37
财务费用	-319	-198	-195	-199	-204
利润总额	784	1,035	1,390	1,968	2,584
所得税率	-1	-2	-3	-4	-5
所得税率	-0.1%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
净利润	784	1,033	1,387	1,964	2,579
减：少数股东损益	-14	-14	-19	-27	-36
归母净利润	770	1,019	1,368	1,937	2,543
归母净利率	12.8%	14.4%	12.4%	16.0%	19.2%
同比	125.6%	32.3%	34.3%	41.6%	31.3%

E=浦银国际预测

资料来源：公司数据、浦银国际

图表 480：现代牧业资产负债表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,158	1,929	1,902	2,761	3,596
应收票据及应收账款	707	1,222	1,502	1,653	1,803
存货	1,159	2,191	3,084	2,537	3,474
金融资产	61	0	0	0	0
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产合计	3,085	5,343	6,488	6,952	8,873
固定资产	3,318	5,313	5,711	6,210	6,778
使用权资产	304	725	721	713	703
无形资产	0	4	4	4	4
商誉	1,322	2,076	2,076	2,076	2,076
附属机构投资	290	353	353	353	353
生物性资产	7,101	9,405	9,731	10,212	10,941
预付款项	0	54	54	54	54
银行存款	143	329	427	327	327
递延所得税资产	0	2	2	2	2
其他非流动资产	5	70	109	120	131
非流动资产合计	12,484	18,331	19,188	20,071	21,369
短期借款	3,471	2,814	2,899	2,986	3,075
长期债券	0	32	32	32	32
应付票据及应付账款	1,411	3,144	4,028	3,615	4,559
其他应付款	24	56	56	56	56
应交税费	0	2	2	2	2
其他流动负债	59	18	19	20	21
流动负债合计	4,966	6,066	7,035	6,710	7,744
长期借款	2,171	2,489	2,489	2,489	2,489
长期债券	0	3,160	3,000	3,000	3,000
租赁负债	196	517	569	626	688
递延收入	173	185	185	185	185
递延所得税负债	0	21	21	21	21
其他非流动负债	24	122	122	122	122
非流动负债合计	2,564	6,493	6,385	6,442	6,505
股本	556	676	676	676	676
储备	7,341	10,189	11,311	12,899	14,984
少数股东权益	142	250	269	296	332
所有者权益合计	8,038	11,115	12,256	13,871	15,993

E=浦银国际预测

资料来源：公司数据、浦银国际

图表 481：现代牧业现金流量表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
税前净利润	784	1,035	1,390	1,968	2,584
固定资产折旧	273	296	320	305	313
无形资产摊销	49	0	0	0	0
政府补助	-31	-48	-53	-58	-64
财务费用	300	152	121	126	100
存货的减少	-61	-309	-892	546	-936
经营性应收项目的减少	-86	-168	-280	-152	-150
经营性应付项目的增加	-109	20	884	-413	944
因公允价值变动减奶牛销售成本而产生的亏损	1,031	956	1,404	1,360	1,240
其他	-212	-65	-28	-28	-28
经营活动产生的现金流量净额	1,939	1,869	2,865	3,653	4,002
资本开支	-255	-499	-802	-880	-958
投资支付的现金	-96	-246	-98	100	0
投资生物资产开支	-1,230	-1,503	-2,411	-2,502	-2,641
出售生物资产、固定资产等获得现金	755	863	759	734	746
收购附属公司支付现金	0	-1,539	0	0	0
其他	60	51	164	168	205
投资活动产生的现金流量净额	-766	-2,874	-2,389	-2,381	-2,648
取得借款收到的现金	-767	-2,451	-75	87	90
收到其他与筹资活动有关的现金	19	4,443	0	0	0
借款利息支出	-250	-192	-195	-199	-204
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	0	-143	-246	-349	-458
其他	35	-18	14	47	53
筹资活动产生的现金流量净额	-964	1,640	-503	-414	-519
现金及现金等价物净增加额	209	431	275	218	793
期初现金及现金等价物余额	894	1,858	2,262	2,537	2,755
期末现金及现金等价物余额	1,103	1,738	1,861	2,720	3,555

E=浦银国际预测

资料来源：公司数据、浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

周文頌

tallan_zhou@spdbi.com

852-2808 6476

浦银国际证券财富管理团队

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

