

# 公司深度报告

2022年12月6日



東亞前海證券有限公司  
East Asia Qianhai Securities Co., Ltd.

## 乳王地位稳固，核心竞争力优势明显 ——伊利股份（600887.SH）首次覆盖报告

### 核心观点

见证中国乳业发展全貌，终成一代乳王。1956-1992年萌芽期：从养牛合作小组到专业奶牛场和奶食品加工厂；1993-1996年成长期：企业改制布局逐渐清晰，营收与归母净利润爆发式增长；1997-2009年壮大期：广泛布局，营收突破200亿元大关；2010至今腾飞期：进入全球乳业五强，营收破千亿大关。在股权结构上，公司股权结构相对稳定，董事长潘刚先生坚定持有公司股权，彰显长期发展信心；同时实施多轮股权/限制性股票激励计划，助力公司长期发展。

**液体乳系列业务构成公司业绩基本盘，奶粉及冷饮业务协同发展。**2003-2021年公司液体乳系列产品收入规模持续增加，年均复合增速达18.53%。期间费用率近年来有下降趋势，费控管理水平进一步提升，2022年全年费用率水平有望维持平稳。同时，2016-2021年奶粉及奶制品业务收入由54.56亿元快速增加至162.09亿元，年均复合增速高达24.33%，收入占比由9.05%提升至14.72%，有望成为驱动公司长远发展的第二业绩增长曲线。冷饮业务起步早、收入比较稳定，成为辅助液体乳业务及奶粉类业务的第三大发展板块。

**我国乳品行业市场规模具备提升空间。**从内部消费量来看，我国农村居民人均奶类消费量低于城镇居民人均奶类消费量，具备较大渗透空间；与其他奶类消费大国相比，我国人均奶类消费量水平低，未来发展空间广阔。与此同时，乳企从价格战走向利润水平的提升，长期来看双寡头格局将带来竞争趋缓，有助于行业的整体高质量发展；而乳制品作为消费升级受益行业，通过产品结构调整有助于实现间接提价。具体品类来看，常温奶占据主流市场，双寡头格局稳定；低温乳制品顺应消费升级趋势，近年来发展迅速；奶酪属于乳制品另一重要领地，市场竞争激烈；婴幼儿奶粉高端化趋势明显，成人奶粉发力空间大；冷饮的功能属性多样化，伊利与蒙牛居于行业前列。

**从产品、品牌、渠道及全产业链打造上来看，公司核心竞争力优势突出。**产品上，公司产品矩阵完善，并持续创新升级。从具体品类来说，公司在常温白奶与常温酸奶上齐发力，持续打造超级大单品；同时积极布局低温鲜奶与酸奶，积极培育奶粉及奶制品业务第二增长曲线；在冷饮业务上，公司率先发力占据了有利地位。品牌上，历年来公司投入大量广告费进行多样化品牌宣传，持续提升品牌知名度，同时国际化构建品牌高地，品牌价值不断提升。渠道上，渠道网络覆盖全面，深度分销模式完善，线上线下渠道协同发力，同时渠道渗透能力强，具备持续提升空间。全产业链打造上，国内奶源布局广泛，为公司长期发展奠定了坚实基础；国际上持续集聚全球优势资源，打造乳业全产业链生态模式。

### 投资建议

公司战略目标清晰，有望实现全球乳业第一目标。我们预计公司2022-2024年营收分别为1237.05/1366.49/1526.35亿元，同比增长分别为11.85%/10.46%/11.70%；归母净利润为95.64/112.93/135.65亿元，同比增长分别为9.86%/18.08%/20.12%，EPS分别为1.49/1.76/2.12元/股。对应12月5日收盘价，公司2022-2024年PE分别为20.50X/17.36X/14.45X。首次覆盖，给予“推荐”评级。

### 风险提示

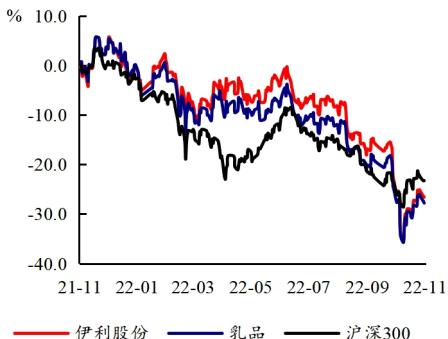
产品质量安全风险；行业风险；疫情反复风险。

评级 推荐（首次覆盖）

#### 报告作者

作者姓名 汪玲  
资格证书 S1710521070001  
电子邮箱 wangl665@easec.com.cn

#### 股价走势



#### 基础数据

总股本(百万股)	6399.35
流通A股/B股(百万股)	6399.35/0.00
资产负债率(%)	58.47
每股净资产(元)	7.50
市净率(倍)	3.82
净资产收益率(加权)	0.00
12个月内最高/最低价	42.37/25.24

#### 相关研究

## 盈利预测

项目(单位: 百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	110595.20	123704.70	136648.96	152635.08
增长率 (%)	14.15	11.85	10.46	11.70
归母净利润	8704.92	9563.62	11292.76	13565.32
增长率 (%)	22.98	9.86	18.08	20.12
EPS (元/股)	1.43	1.49	1.76	2.12
市盈率 (P/E)	28.99	20.50	17.36	14.45
市净率 (P/B)	5.56	3.81	3.10	2.54

资料来源: iFinD, 东亚前海证券研究所预测, 股价基准为 2022 年 12 月 5 日收盘价 30.64 元/股

## 正文目录

1. 乳业龙头，地位稳固.....	5
1.1. 见证中国乳业发展全貌，终成一代乳王.....	5
1.2. 股权结构稳定，股权激励彰显信心.....	7
1.3. 液体乳为核心多品类拓展，三季报费用率略有波动.....	8
2. 行业发展空间广阔，品类拓展满足多元化需求.....	10
2.1. 乳品行业市场规模具备提升空间.....	10
2.1.1. 量增：内外部消费量对比均具备较大提升空间.....	10
2.1.2. 价增：双寡头稳定格局及产品结构升级助力价增.....	11
2.2. 常温奶成主流，其他品类百花齐放.....	12
2.2.1. 常温乳制品：常温奶占据主流市场，双寡头格局稳定.....	12
2.2.2. 低温乳制品：顺应消费升级趋势发展迅速.....	13
2.2.3. 奶酪：乳制品另一重要领地，市场竞争激烈.....	14
2.2.4. 奶粉：婴幼儿奶粉高端化趋势明显，成人奶粉发力空间大.....	15
2.2.5. 冷饮：功能属性多样化，伊利与蒙牛居于行业前列.....	17
3. 公司核心竞争力优势突出.....	18
3.1. 产品矩阵完善，持续创新升级.....	18
3.1.1. 常温奶业务：常温白奶与常温酸奶齐发力，持续打造超级大单品.....	19
3.1.2. 低温奶业务：积极布局低温鲜奶与酸奶.....	21
3.1.3. 奶粉及奶制品业务：积极培育第二增长曲线.....	22
3.1.4. 冷饮业务：率先发力占据有力地位.....	23
3.2. 品牌：持续进行品牌建设，品牌调性不断提高.....	23
3.3. 渠道：渠道分销模式完善，线上线下协同发力.....	25
3.4. 奶源布局广泛，具备全产业链优势.....	25
4. 盈利预测.....	26
5. 风险提示.....	27

## 图表目录

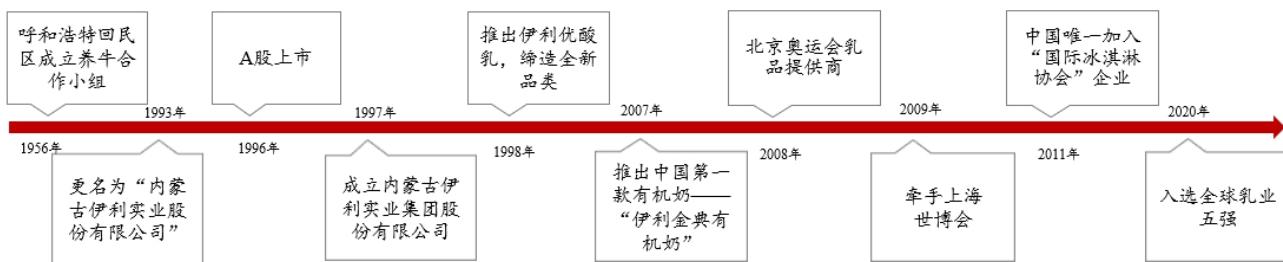
图表 1. 公司发展历程示意图.....	5
图表 2. 1993-1996 年公司营收规模快速增加.....	5
图表 3. 1993-1996 年公司归母净利润年均复合增速超过营收.....	5
图表 4. 上市以来公司营收规模突破 200 亿大关，2008 年因行业调整出现亏损.....	6
图表 5. 2010-2021 年公司营收规模持续扩大，并突破千亿大关.....	7
图表 6. 2010-2021 年归母净利润稳步增长.....	7
图表 7. 公司股权架构示意图（截止 2022 年 9 月 30 日）.....	7
图表 8. 公司历次股权激励计划情况.....	8
图表 9. 液体乳收入规模持续提升，构成公司业绩基本盘（单位：亿元）.....	9
图表 10. 持续拓展多品类，奶粉类产品收入占比呈逐步增加助力公司长期发展.....	9
图表 11. 期间费用率整体呈下降趋势，2022 年全年预计波动较小.....	9
图表 12. 我国农村居民人均可支配收入呈增长趋势.....	10
图表 13. 我国城镇与农村居民历年平均奶类消费量对比图（单位：千克）.....	10
图表 14. 2017 年起全国居民人均奶类消费量逐步上升.....	11
图表 15. 主要国家人均液态乳消费量（单位：千克）.....	11
图表 16. 2016 以来伊利液体乳收入占比持续下降，其他产品收入占比呈上升趋势.....	12
图表 17. 2019 年以来蒙牛冰淇淋产品收入占比增长明显.....	12
图表 18. 2015-2020 年我国常温奶销售量与销售额情况.....	13

图表 19. 2015-2019 年伊利、蒙牛常温奶合计市场份额情况，呈现双寡头格局.....	13
图表 20. 2015-2020 年我国低温奶销售量与销售额情况.....	14
图表 21. 2014-2020 年我国冷链物流市场规模持续提升.....	14
图表 22. 2017-2021 年中国奶酪零售市场规模（亿元）.....	15
图表 23. 2017-2021 年全球部分国家人均奶酪消费量统计（千克）.....	15
图表 24. 2021 年全球主要国家及地区奶酪消费量占自身乳品消费总量的比例情况.....	15
图表 25. 2021 年中国奶酪零售市场竞争格局情况.....	15
图表 26. 2016-2021 年我国婴幼儿奶粉市场规模持续提升.....	16
图表 27. 2020 年中国婴幼儿配方奶粉竞争格局（以零售额统计）.....	16
图表 28. 我国 65 岁及以上人口数量及占比情况.....	17
图表 29. 2022 年一季度我国成人奶粉市占率情况.....	17
图表 30. 2021 年我国冰淇淋线下市场份额中伊利位列第一.....	18
图表 31. 2015-2021 年我国冰淇淋市场规模逐步提升.....	18
图表 32. 伊利全产品系列示意图.....	18
图表 33. 近年来公司液态乳营收及增速.....	19
图表 34. 公司液态乳市占率逐步提升，且居于行业首位.....	19
图表 35. 伊利纯牛奶产品矩阵.....	20
图表 36. 金典有机液态奶近年来市场份额持续提升.....	20
图表 37. 金典常温奶产品矩阵.....	20
图表 38. 安慕希产品矩阵.....	20
图表 39. 低温酸奶产品矩阵.....	22
图表 40. 金典低温鲜奶产品示意图.....	22
图表 41. 奶粉产品矩阵.....	23
图表 42. 奶酪产品矩阵.....	23
图表 43. 公司广告费及占比情况.....	24
图表 44. 2022H1 公司销售费用构成占比图.....	24
图表 45. 伊利与蒙牛部分营销活动对比.....	24
图表 46. 伊利深度分销模式相对蒙牛大商制渠道把控力更强.....	25
图表 47. 公司收入及毛利预测.....	27

## 1. 乳业龙头，地位稳固

### 1. 1. 见证中国乳业发展全貌，终成一代乳王

图表 1. 公司发展历程示意图



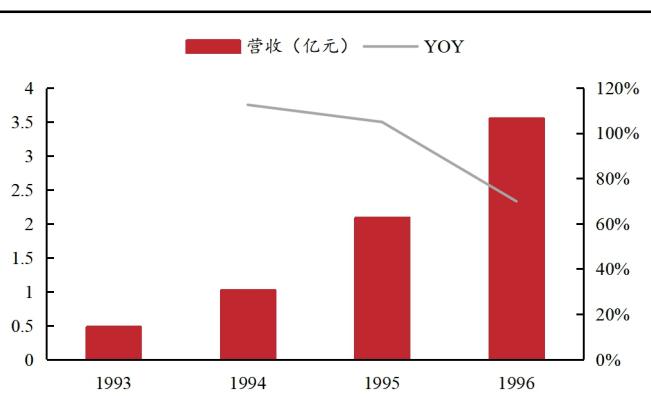
资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

#### 1956-1992 年萌芽期：从养牛合作小组到专业奶牛场和奶食品加工厂。

伊利的前身可追溯至 1956 年，当年呼浩特回民区成立养牛合作小组，1958 年改名为“呼市回民区合作奶牛场”，彼时的奶牛场仅拥有约千头奶牛。1970 年奶牛场改名为“呼市国营红旗奶牛场”，1983 年奶牛场一分为二为“呼市回民奶牛场”和“呼市回民奶食品加工厂”。

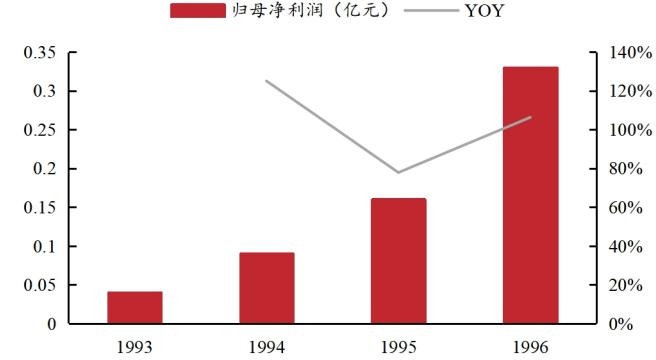
**1993-1996 年成长期：企业改制布局逐渐清晰，营收与归母净利润爆发式增长。**1993 年呼市回民奶食品加工厂改制，成立内蒙古伊利实业股份有限公司。同年成立伊利冷饮事业部，公司以产品类别划分进行管理，开启品牌化运营模式，布局逐渐清晰，这为公司冷饮持续 19 年领跑行业发展奠定了扎实基础。该阶段，公司营收由 0.48 亿元增加至 3.55 亿元，归母净利润由 0.04 亿元提升至 0.33 亿元，年均复合增速分别为 94.83%/102.06%。

图表 2. 1993-1996 年公司营收规模快速增长



资料来源：iFinD，公司公告，东亚前海证券研究所

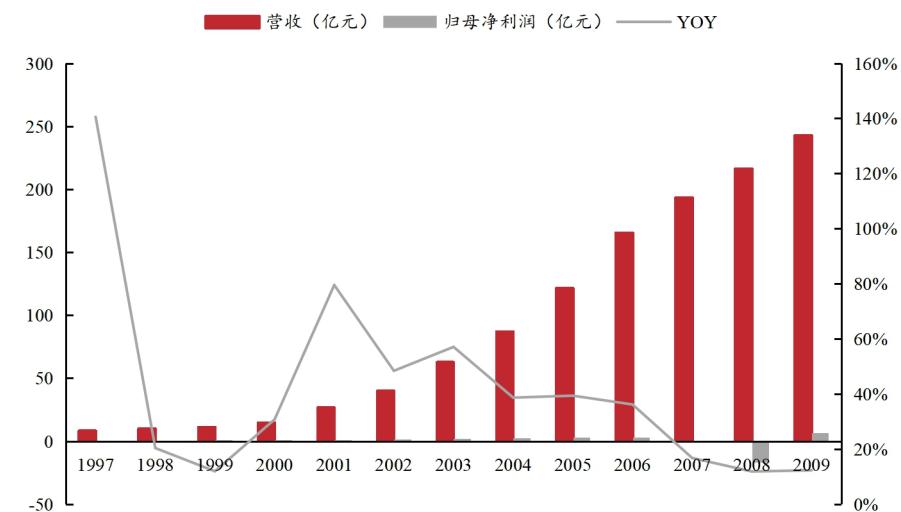
图表 3. 1993-1996 年公司归母净利润年均复合增速超过营收



资料来源：iFinD，公司公告，东亚前海证券研究所

**1997-2009 年壮大期：广泛布局，营收突破 200 亿元大关。**1996 年公司上市，次年内蒙古伊利实业集团股份有限公司正式成立。1997 年投产第一条利乐液态奶生产线，产品保质期得以延长，公司液态奶的销售范围进一步扩大。此后公司进入蓬勃发展期，在公司架构上开始划分事业部，陆续成立液态奶事业部、奶粉事业部、酸奶事业部等；并持续推出多款创新产品引领行业发展，包括优酸乳饮料、巧乐兹系列产品、金领冠系列婴幼儿产品、金典有机奶、舒化奶及 QQ 星儿童成长牛奶等；在品牌推广上，成为 2008 年北京奥运会及 2010 年上海世博会乳制品提供企业。2005 年公司营收突破 100 亿元，2008 年超越 200 亿元，其中 2008 年因行业三聚氰胺事件影响，公司出现短暂亏损，但 2009 年快速扭亏为盈。

**图表 4. 上市以来公司营收规模突破 200 亿大关，2008 年因行业调整出现亏损**



资料来源：iFinD，公司公告，东亚前海证券研究所

**2010 至今腾飞期：进入全球乳业五强，营收破千亿大关。**该阶段公司以“滋养生命活力”为新的品牌主张，陆续在国际平台亮相，品牌知名度进一步提升。国际化战略稳步推进，包括成立亚洲最大的乳业技术研究院，与荷兰知名大学合作成立伊利欧洲研发中心，与新西兰共同打造伊利大洋洲生产基地等措施，战略版图进一步延伸。2020 年伊利入选全球乳业五强，同时再次蝉联“2021 年全球乳品品牌潜力榜”第一，持续领跑全球乳业。2021 年公司营收为 1101.44 亿元，突破千亿元大关，归母净利润稳步增长，2022 年前三季度公司实现营收与归母净利润 935.00/80.61 亿元，同比分别增长 10.42%/1.47%，公司向着全球乳业第一的目标持续前进。

图表 5. 2010-2021 年公司营收规模持续扩大，并突破千亿大关



资料来源：iFinD，公司公告，东亚前海证券研究所

图表 6. 2010-2021 年归母净利润稳步增长

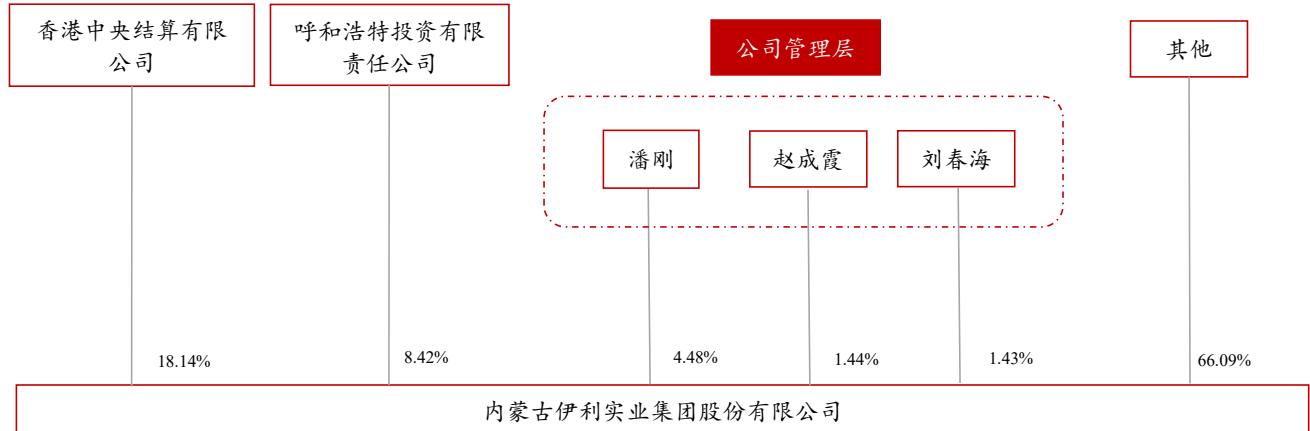


资料来源：iFinD，公司公告，东亚前海证券研究所

## 1.2. 股权结构稳定，股权激励彰显信心

公司股权结构相对稳定，董事长潘刚先生坚定持有公司股权，彰显长期发展信心。截至 2022 年三季度，公司前三大股东分别为香港中央结算有限公司、呼和浩特投资有限责任公司、潘刚，分别持股 18.14%/8.42%/4.48%。董事长潘刚先生自持股以来，坚定长期持有，从未对公司股票进行减持，显示出其对公司长远发展的决心和信心。除董事长潘刚先生以外，公司管理层成员赵成霞女士和刘春海先生分别持股 1.44%/1.43%，管理层合计持股 7.35%，与公司利益深度绑定，具备强动力推动公司业绩增长。

图表 7. 公司股权架构示意图（截止 2022 年 9 月 30 日）



资料来源：iFinD，公司公告，东亚前海证券研究所

实施多轮股权/限制性股票激励计划，助力公司长期发展。自 2006 年以来，公司发布三次股权激励计划草案，激励对象涵盖公司董事、高级管理人员及核心业务与技术骨干，公司全力团结人才，近两次激励计划包含人数众多。同时历次激励业绩目标明确，并具备一定挑战性，对公司管理团队起到实质推动作用；加强核心技术人员和业务人员的激励，为业绩增长

提供了保障。

**图表 8. 公司历次股权激励计划情况**

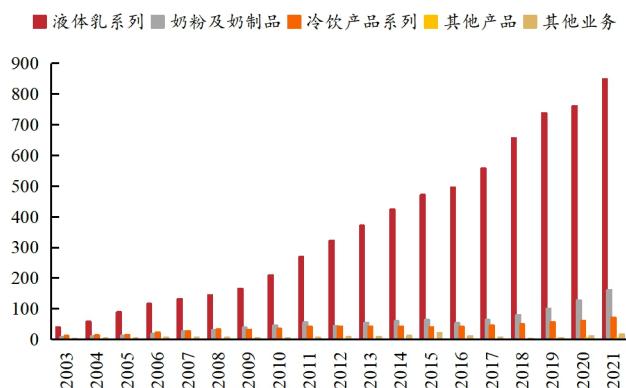
计划时间	2006 年 11 月	2016 年 10 月	2019 年 9 月
激励人数 (人)	33	股权激励 294 人; 限制性股票 293 人	480
数量 (万 股)	5000	股票期权 4500; 限制性股票 1500	15242.8
行权价格 (元/股)	13.33	股票期权 16.47 元; 限制性股票 15.33 元	15.46
存续期	8 年	自股票期权首次授予日起 48 个月	最长不超过 72 个月
行权业绩 条件	首期行权时, 伊利股份上一年度扣除非经常性损益后的净利润增长率不低于 17%且上一年度主营业务收入增长率不低于 20%; 首期以后行权时, 伊利股份上一年度主营业务收入与 2005 年相比的复合增长率不低于 15%	以 2015 年净利润为基数, 2017/2018 年净利润增长率不低于 30%/45%, 2017/2018 年净资产收益率不低于 12%/12%	以 2018 年净利润为基数, 2019-2023 年净利润增长率分别不低于 8%/18%/28%/38%/48%; 2019-2023 年每年净资产收益率不低于 20%; 2019-2023 年每年现金分红比例不低于 70%
激励对象	总裁潘刚、总裁助理胡利平/ 赵成霞/刘春海以及其他公司骨干 29 人	核心业务人员与技术人员	董事、高管人员、核心业务与技术等 其他人员

资料来源: iFinD, 公司公告, 东亚前海证券研究所

### 1.3. 液体乳为核心多品类拓展, 三季报费用率略有波动

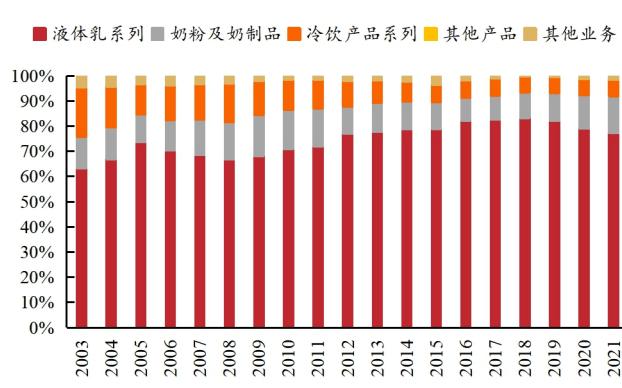
液体乳系列业务构成公司业绩基本盘, 奶粉及冷饮业务协同发展。2003-2021 年公司液体乳系列产品收入规模持续增加, 由 39.79 亿元提升至 849.11 亿元, 年均复合增速达 18.53%。2018 年液体乳系列产品收入占比最高达到 83.16%, 随着公司不断拓展产品矩阵, 2018 年后液体乳系列产品占比逐步下滑至 2021 年的 77.09%, 但仍是公司收入的主要驱动力, 构成公司业绩基本盘, 是公司突破千亿元营收大关的重要组成部分。同时, 2016-2021 年奶粉及奶制品业务收入由 54.56 亿元快速增加至 162.09 亿元, 年均复合增速高达 24.33%, 收入占比由 9.05% 提升至 14.72%, 有望成为驱动公司长远发展的第二业绩增长曲线。冷饮业务因起步早, 早期收入占比较高 (2003 年占比 19.64%) , 近几年收入占比较为稳定 (2021 年占比 6.50%) , 成为辅助液体乳业务及奶粉类业务的第三大发展板块。

**图表 9. 液体乳收入规模持续提升, 构成公司业绩基本盘 (单位: 亿元)**



资料来源: iFinD, 公司公告, 东亚前海证券研究所

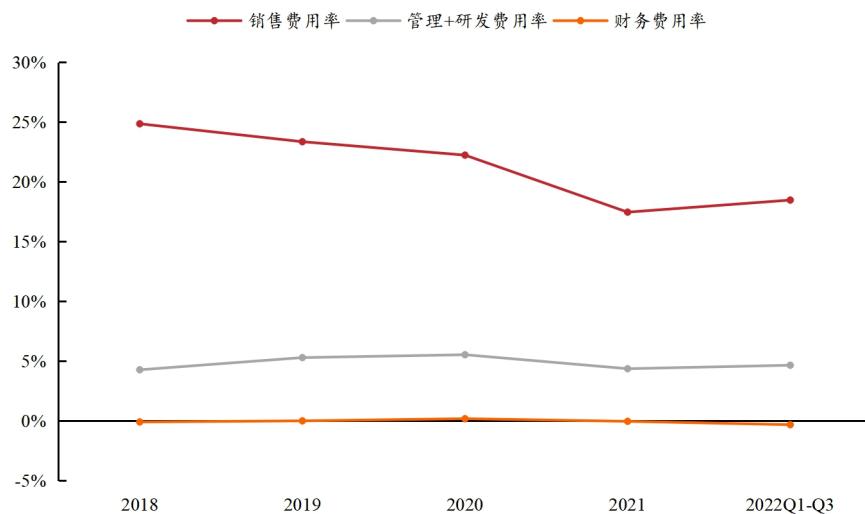
**图表 10. 持续拓展多品类, 奶粉类产品收入占比呈逐步增加助力公司长期发展**



资料来源: iFinD, 公司公告, 东亚前海证券研究所

期间费用率近年来有下降趋势, 费控管理水平进一步提升, 2022 年全年费用率水平有望维持平稳。2018 年以来公司期间费用率逐步下降, 其中主要系销售费用率由 24.85% 减少 7.39pct 至 2021 年的 17.46%, 说明公司近些年来在销售费用投放上更加注重投入产出效益, 费用投放更加谨慎。而 2022 年三季报显示 2022Q3 销售费用率较 2021Q3 提升约 3.31pct, 主要系 Q3 液奶动销有所减弱, 促使液奶相关的销售费用率发生了被动提升, 而其他事业部的销售费用率相对比较稳定。同时奶粉、奶酪等费用率相对较高的业务占比提升, 也从结构上拉升了公司整体的费用率水平。根据公司披露, 预计 2022Q4 大额费用相对较少, 同时收入会有一定恢复, 销售费用率方面会有一定下降。综合来看, 公司全年的费用率水平基本平稳, 由于结构原因, 综合起来会略有提升。

**图表 11. 期间费用率整体呈下降趋势, 2022 年全年预计波动较小**



资料来源: iFinD, 公司公告, 东亚前海证券研究所

## 2. 行业发展空间广阔，品类拓展满足多元化需求

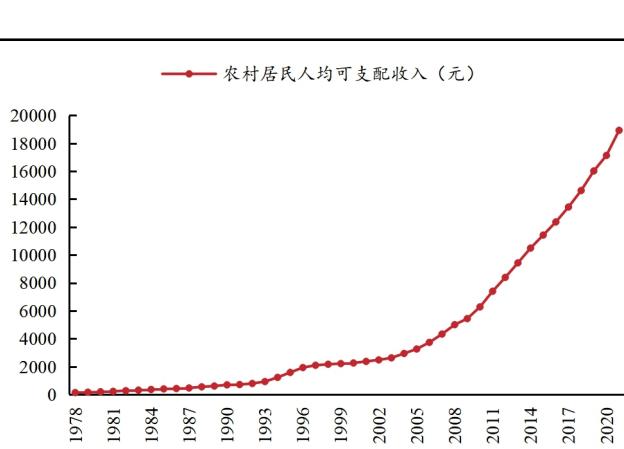
### 2.1. 乳品行业市场规模具备提升空间

我国乳制品人均消费额及人均消费量均明显低于欧美及日韩等国家，量价具备提升空间。根据欧睿数据，2019年中国乳制品市场规模达4174亿人民币（约605亿美元），仅次于美国市场规模（664亿美元）。与发达国家及地区相比，我国乳制品市场规模未来具备较大的增长空间。从人均消费额角度来看，2019年中国人均乳制品消费仅43美元/年，远低于美国人均225美元/年，而饮食习惯接近的日本与韩国人均消费额分别为175/89美元/年，与日韩相比我国乳制品人均消费额尚具备较大提升空间。从人均消费量角度来看，2019年我国人均乳制品消费量为22kg/年，远低于欧美国家人均100kg/年，也低于日韩平均40kg/年。根据欧睿数据预计，2025年我国有望成为全球最大乳制品消费市场。

#### 2.1.1. 量增：内外部消费量对比均具备较大提升空间

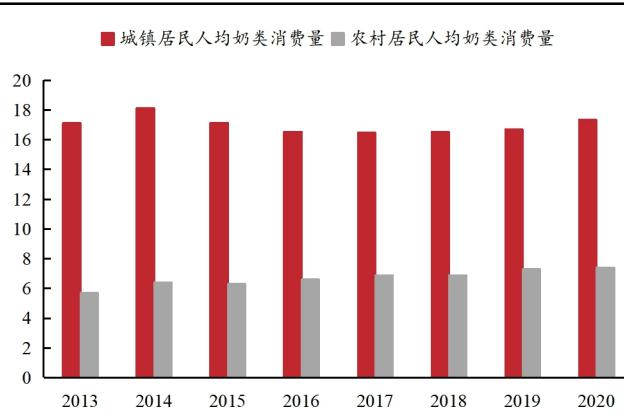
从内部消费量来看，我国农村居民人均奶类消费量低于城镇居民人均奶类消费量，具备较大渗透空间。2013-2020年，我国农村居民人均奶类消费量由5.7千克提升至7.4千克，年均复合增速为3.80%；而我国城镇居民人均奶类消费量比较稳定，整体增幅不大，但2017年开始也呈现逐年上升趋势，2017-2020年城镇居民人均奶类消费量由16.48千克增加至17.35千克。总体来看，与城镇居民人均奶类消费量比，我国农村居民人均奶类消费量仍处于较低水平，甚至不到城镇居民人均奶类消费量的一半（2020年农村居民人均奶类消费量为城镇居民人均奶类消费量的42.65%）。在农村居民人均收入持续提升及消费升级的趋势下，随着乡村振兴的全面推进，以及国家构建的县域商贸物流体系逐步完善，县域市场消费机会有望得到进一步释放，乳品行业有望进一步打开农村市场。

图表 12. 我国农村居民人均可支配收入呈增长趋势



资料来源：iFinD，国家统计局，东亚前海证券研究所

图表 13. 我国城镇与农村居民历年人均奶类消费量对比图（单位：千克）

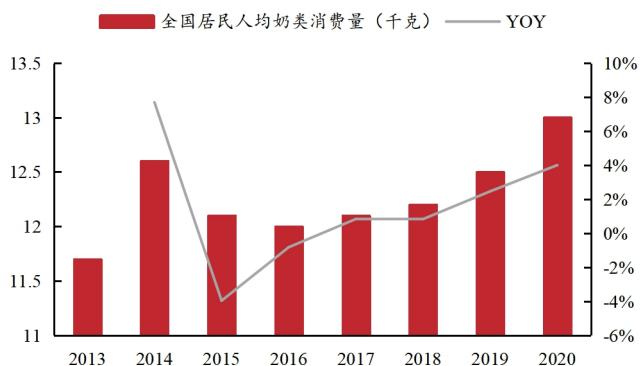


资料来源：iFinD，国家统计局，东亚前海证券研究所

根据增长趋势来看，我国人均奶类消费量有望继续提升。2013-2020年全国居民人均奶类消费量由11.7千克提升至13.00千克，其中2014年人均消费量同比2013年增长7.69%达到较高点12.60千克，随后急剧下滑，2015年人均消费量同比2014年减少3.97%回落至12.10千克，主要系行业仍处于调整期导致消费者对于乳品质量安全的信任较低。自2017年起全国人均奶类消费量逐步提升，2020年为13.00千克。叠加2020年疫情以来居民对于健康生活的迫切需求，具备较高营养品质的牛奶成为居民的必选，同时乳品行业品类的扩张，也将带动奶类消费量的持续提升。

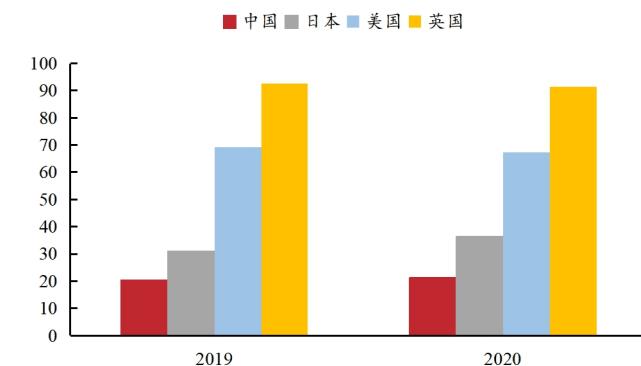
与其他奶类消费大国相比，我国人均奶类消费量水平低，未来发展空间广阔。从人均液态乳消费量来看，我国与世界平均水平仍然存在较大差距，根据统计我国人均奶类占有量只有世界平均水平的三分之一，与日本、美国等发达国家相比差距更大。2019/2020年我国人均液态乳消费量分别为20.3/21.1千克，而同期饮食习惯相近的日本人均液态乳消费量为30.8/36.2千克。2020年《中国居民奶及奶制品消费指导》发布，指导中提出“每人每天摄入300克液态奶或相当于300克液态奶蛋白质含量的其他奶制品”的目标，随着我国经济进一步发展、人民生活水平持续提高，我国乳制品市场具备巨大的发展空间和增长潜力。

图表14. 2017年起全国居民人均奶类消费量逐步上升



资料来源：iFinD，国家统计局，东亚前海证券研究所

图表15. 主要国家人均液态乳消费量（单位：千克）



资料来源：观研天下，国家乳业工程技术研究中心，东亚前海证券研究所

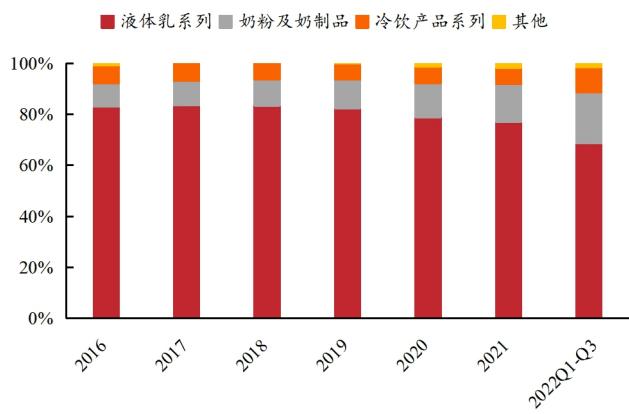
### 2.1.2. 价增：双寡头稳定格局及产品结构升级助力价增

乳企从价格战走向利润水平的提升，长期来看双寡头格局将带来竞争趋缓。从乳制品行业具体来看，伊利与蒙牛从价格战到当前开始注重利润水平，二者逐步由市场份额之争转向追求自身的高质量发展。2014年伊利提出“五强千亿”收入目标，同时叠加强劲对手蒙牛的市场份额追赶，为巩固自身龙头地位，公司重点开拓市场、并加大促销力度以此增加收入规模，导致2017-2019年公司归母净利润增速水平落后于收入增速。2020年以后公司明确提出利润率提升目标，表明公司在经营战略目标上的转变；

而蒙牛也期望自身利润率水平实现稳步提升。在二者对于利润率诉求明显提升的情况下，二者双寡头竞争将逐步趋缓，利润率水平有望得到提升。从竞争格局上来看，竞争格局稳定的情况下更有助于行业进行提价，乳品行业双寡头格局稳定的背景下，当助推价格上升的因素发生后（比如原奶价格大幅上升、供不应求等），行业提价能力更优。

**乳制品作为消费升级受益行业，通过产品结构调整有助于实现间接提价。**近两年来伊利与蒙牛开始在常温奶领域之外积极布局新品类，包括冰淇淋、成人奶酪棒及其他乳制品等，而这些产品基本都是高毛利产品，通过产品结构的调整实现间接提价，助力公司业绩持续提升。从二者历年收入构成来看，2016-2022 年前三季度伊利液体乳收入占比由 83.07%下降至 68.56%，而奶粉及奶制品收入占比由 9.15%大幅提升至 20.03%，冷饮产品表现较为稳健，冷饮产品收入占比由 2019 年的 6.29%逐步提升至 2022 年前三季度的 9.84%；与此同时，蒙牛液态奶收入占比由 2016 年的 89.44%下降至 2022H1 的 83.12%（下降幅度略低于伊利），2019-2022H1 冰淇淋产品收入占比由 3.24%提升至 8.18%，奶粉及其他奶制品收入占比自 2020 年疫情后也呈现增长趋势。在消费升级的背景下，消费者对于乳制品也由基础的白奶转向多样化需求，比如营养更丰富的奶酪产品，这有利于推动乳企积极研发并推出高品质产品，实现产品价增从而达到毛利率提升。

图表 16. 2016 以来伊利液体乳收入占比持续下降，  
其他产品收入占比呈上升趋势



资料来源：iFinD，公司公告，东亚前海证券研究所

图表 17. 2019 年以来蒙牛冰淇淋产品收入占比增长  
明显



资料来源：iFinD，公司公告，东亚前海证券研究所

## 2.2. 常温奶成主流，其他品类百花齐放

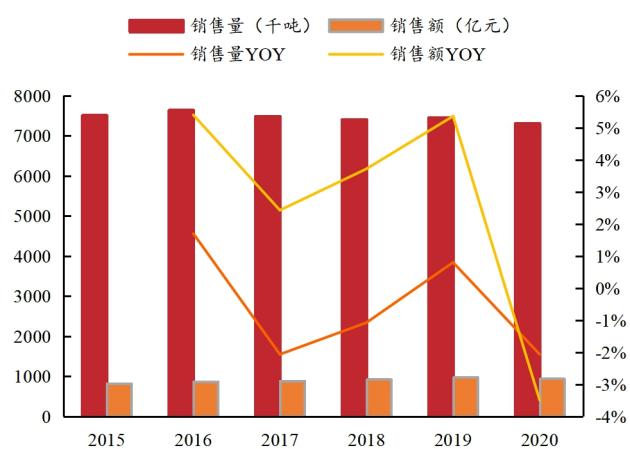
### 2.2.1. 常温乳制品：常温奶占据主流市场，双寡头格局稳定

需求端来看，我国常温奶市场规模比较稳定且总量较大，常温乳制品在乳品消费中占比最大。按照分类，常温乳制品主要包括常温纯牛奶、常温酸奶和常温含乳饮料等产品。常温奶保存时间长，不受冷链储存限制，具备礼赠等消费场景，因而在国内消费市场中仍占主流，尤其后疫情时代消费者对于具备基础营养的白奶已经形成产品认同。2015-2020 年我国常温

奶销售量波动较小，2020年因疫情影响出现五年中的低值为7315.30千吨，2015-2020年常温奶销售额呈现逐步增长趋势，2020年有所下降。随着居民生活水平提高，消费升级成为必然趋势，常温奶内部也伴随着产品升级。部分消费者将转向高端常温奶，有望推动常温奶行业的销售额进一步提升。根据凯度数据统计，2021年，有机、A2等高端液体乳消费额较前一年增长18.1%，覆盖的家庭户数较前一年增长10.1%；这进一步说明消费升级趋势下，消费者对于乳品的功能及品质需求不断增加。

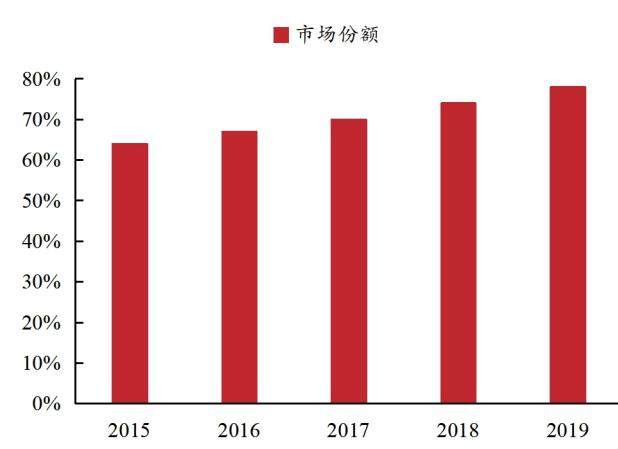
供给端来看，常温奶已形成伊利、蒙牛双寡头竞争格局，二者市占率接近80%。自国内引入UHT技术及利乐包装后，我国乳制品行业得到快速发展，在快速成长的过程中逐步淘汰掉一批落后产能，当前常温奶行业步入成熟阶段，整体增速较低且趋缓。而伊利与蒙牛凭借自身的全国化营销推广和渠道布局，叠加自身的强综合实力，二者市占率远超其他企业。

图表 18. 2015-2020 年我国常温奶销售量与销售额情况



资料来源：欧睿数据，阳光乳业招股说明书，东亚前海证券研究所

图表 19. 2015-2019 年伊利、蒙牛常温奶合计市场份额情况，呈现双寡头格局



资料来源：中国产业信息网，阳光乳业招股说明书，东亚前海证券研究所

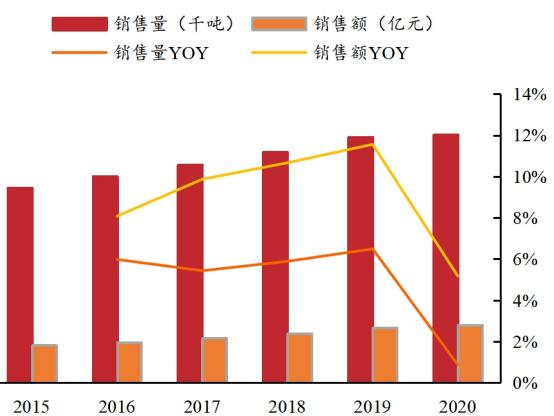
## 2.2.2. 低温乳制品：顺应消费升级趋势发展迅速

从需求端来看，随着人民生活水平的提高，居民的健康意识也在不断提升，低温乳制品由于其营养及口感更丰富，更加符合消费升级的趋势与消费者多样化的需求。与常温乳制品分类类似，低温乳制品主要分为三个子品类，包括低温酸奶、低温牛奶和低温乳饮料；这三个品类都具有新鲜、营养、健康的产品特点，伴随消费升级，低温乳品发展迅速。根据欧睿数据统计，2015-2020年我国低温奶销售量与销售额均呈现增长趋势（2020年疫情影响下仍呈现正增长），年均复合增速分别为4.91%/9.04%。随着人均可支配收入增加，既具备丰富营养口感又美味的低温乳制品市场空间有望逐步提升，并成为推动乳品行业增长的主要驱动力之一。

从供给端来看，政策倾斜叠加冷链物流发展推动低温奶行业持续向上，

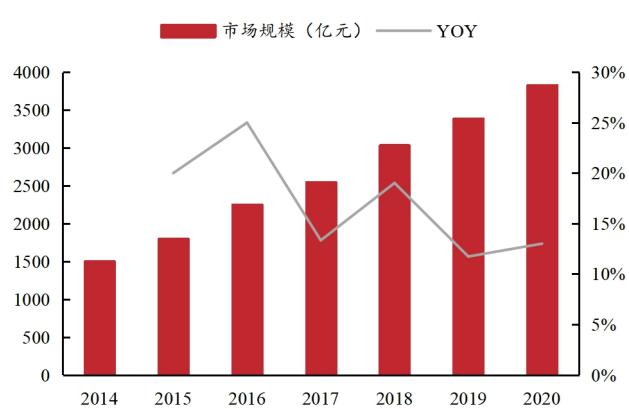
而低温奶全国化受运输半径影响，促使区域化乳企市占率较高，行业格局较分散。2018年国家出台《关于进一步促进奶业振兴的若干意见》，明确重点生产巴氏杀菌乳、发酵乳、奶酪等乳制品，从政策上推动了低温奶行业的发展。由于低温奶行业对于运输半径和冷链物流提出了较高要求，所以冷链的成熟度对于低温奶行业的发展有着重要意义。根据中物联冷链委及前瞻产业研究院披露，2014-2020年我国冷链物流市场规模由1500亿元快速增长至3832亿元，且呈持续增长态势，冷链物流市场规模的向好发展为我国低温奶行业的发展提供了坚实基础。整体而言，低温乳制品市场以区域化竞争为主，区域乳企自身的品牌和渠道优势短期来看难以被超越。根据欧睿数据统计，2019年低温鲜奶市场CR3分别为光明乳业（华东地区为主）、三元股份（深耕北京及周边地区）和新乳业（西南区域具备优势），市占率分别为12%/9%/6%。同时基于低温奶市场的整体前景向上，全国性企业伊利与蒙牛也在加速布局低温奶市场。

**图表 20. 2015-2020 年我国低温奶销售量与销售额情况**



资料来源：欧睿数据，阳光乳业招股说明书，东亚前海证券研究所

**图表 21. 2014-2020 年我国冷链物流市场规模持续提升**

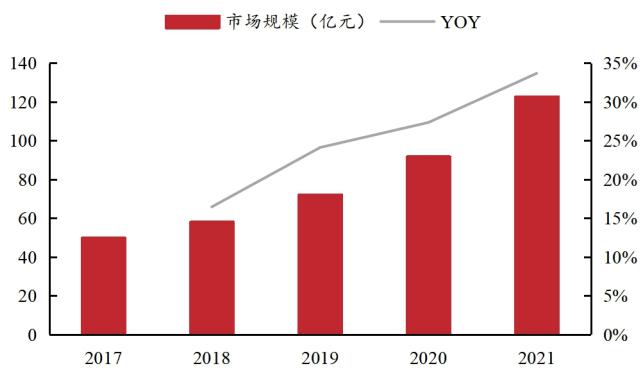


资料来源：中物联冷链委，前瞻产业研究院，东亚前海证券研究所

### 2.2.3. 奶酪：乳制品另一重要领地，市场竞争激烈

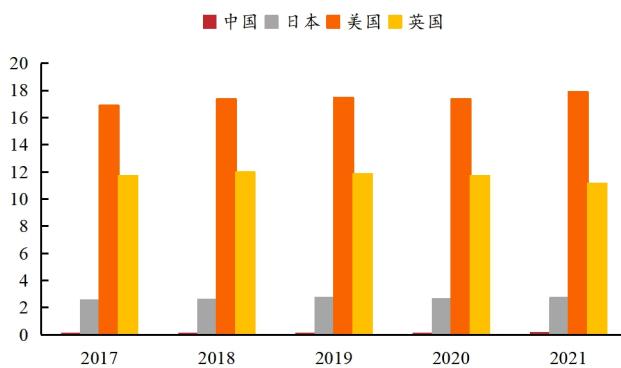
从需求端来看，奶酪属于乳制品中的升级产品，产品富含钙、高蛋白和矿物质等营养，经过近些年的市场教育，消费者对奶酪的认知度和接受度逐步提升。但国内大部分消费者并没有形成对奶酪的粘性，国内市场属于有较大潜力的待开发市场。根据统计，2017-2021年中国奶酪零售市场规模由49.9亿元增加至122.7亿元，年均复合增速达25.22%，国内奶酪市场规模呈逐渐增加趋势。从人均消费量来看，与日美等国相比我国人均奶酪消费量处于低水平但呈增长趋势，2017/2021年我国人均奶酪消费量分别为0.08/0.13千克。从全球奶酪消费量来看，2021年我国大陆奶酪消费量占大陆乳品消费总量的比例仅4.02%，远低于饮食习惯相近的韩国（占比76.8%），国内奶酪产品市场空间广阔。

图表 22. 2017-2021 年中国奶酪零售市场规模(亿元)



资料来源：欧睿数据，FBIF 食品饮料创新，东亚前海证券研究所

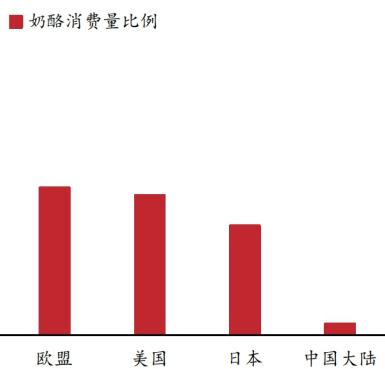
图表 23. 2017-2021 年全球部分国家人均奶酪消费量统计(千克)



资料来源：CLAL，中商产业研究院，东亚前海证券研究所

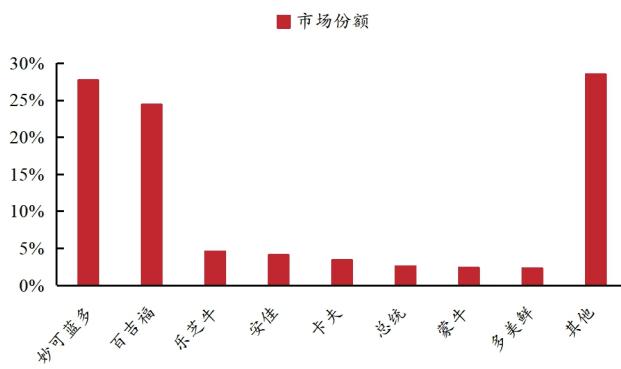
从供给端来看，奶酪政策出台叠加资本涌入，国内市场上品牌众多，奶酪板块已经成为未来乳制品行业发展的重要领地。2021 年国内市场奶酪品牌包括中国品牌妙可蓝多、法国品牌百吉福与乐芝牛、新西兰品牌安佳、美国品牌卡夫等等，2021 年上述品牌在中国市场的份额分别为 27.7%/24.4%/4.6%/4.1%/3.4%。除上述品牌外，多家国内企业纷纷进军奶酪市场，包括蒙牛、伊利、光明等；行业当前以儿童奶酪棒为主，长期来看奶酪的高营养品质会触达更多的消费人群、产品形式也会更加丰富多样化。整体来看，奶酪市场品牌众多，妙可蓝多居于头部地位，蒙牛与伊利纷纷入局抢占市场份额，市场竞争激烈。

图表 24. 2021 年全球主要国家及地区奶酪消费量占自身乳品消费总量的比例情况



资料来源：中国海关，中商产业研究院，东亚前海证券研究所

图表 25. 2021 年中国奶酪零售市场竞争格局情况



资料来源：华经产业研究院，东亚前海证券研究所

## 2.2.4. 奶粉：婴幼儿奶粉高端化趋势明显，成人奶粉发力空间大

**婴幼儿奶粉：**从需求端来看，由于居民生活水平的提高，叠加三孩政策支持措施，婴幼儿奶粉市场规模有望得到持续提升。婴幼儿奶粉细分赛道在我国奶粉行业占据主要地位，据欧睿数据统计，2014-2021 年我国婴幼儿奶粉市场规模由 1306.76 亿元增加至 1813.15 亿元，年均复合增速为 6.77%。根据商务部统计，2016-2021 年国内品牌婴幼儿奶粉零售价由 166.28

元/公斤上升至 214.01 元/公斤；国外品牌婴幼儿奶粉零售价由 214.31 元/公斤上升至 261.23 元/公斤，年均复合增速分别为 5.18%/4.04%，高端化趋势比较明显。同时从 2020 年婴幼儿奶粉销售占比情况来看，中高端与高端奶粉占比分别为 41%/7%，长期来看中高端及以上奶粉销量有望推动婴幼儿奶粉市场规模提升。

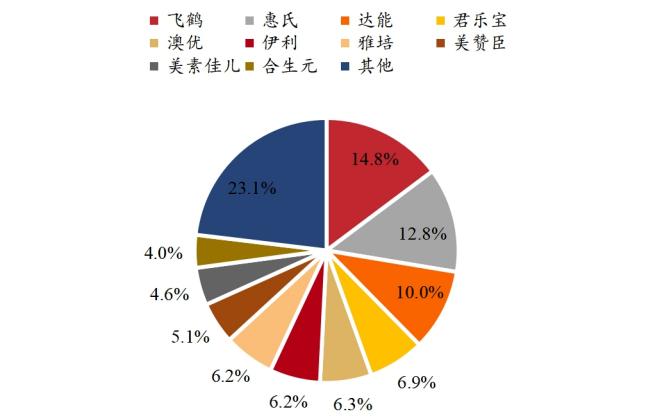
**婴幼儿奶粉：**从供给端来看，行业整体集中度较低，市场品牌参与方多且竞争较为激烈，同时政策发力促进行业整体质量提升。根据欧睿数据统计，2020 年中国婴幼儿配方奶粉市场 CR10 为 76.9%，前五大品牌为飞鹤、惠氏、达能、君乐宝、澳优（2022 年已被伊利并购），分别占比 14.8%/12.8%/10.0%/6.9%/6.3%。从政策上来说，2021 年国家卫健委发布婴幼儿配方三大标准，对于婴儿配方食品在原料、供应链、生产工艺等方面进一步提出高要求，有利于推动婴幼儿奶粉行业整合升级、促使产品质量不断提升。

图表 26. 2016-2021 年我国婴幼儿奶粉市场规模持续提升



资料来源：欧睿数据，中商产业研究院，东亚前海证券研究所

图表 27. 2020 年中国婴幼儿配方奶粉竞争格局（以零售额统计）



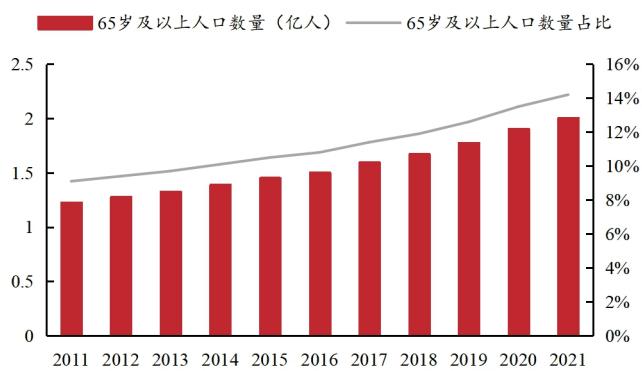
资料来源：华经产业研究院，东亚前海证券研究所

**成人奶粉：**从需求端来看，整体渗透率较低，受人口老龄化趋势影响，叠加居民对于高品质生活和多功能产品的追求，中老年奶粉有望成为推动成人奶粉发展的主要驱动力。成人奶粉可分为学生奶粉、全家奶粉、女士奶粉及中老年奶粉等细分赛道。根据国家统计局，从 60 岁/65 岁及以上人口数量占比来看，我国均远高于联合国对老龄化社会的定义标准。从政策层面看，我国已将积极应对老龄化上升为国家战略；同时中老年人对健康的诉求进一步加大，根据 CBNDATA 消费大数据，2020 年 3 月中老年奶粉销售量同比提升 142%；根据尼尔森零研数据，2021 年成人奶粉市场规模较 2020 年同比增加 10% 以上。消费者对成人奶粉的认知和接受度逐渐提高，成人奶粉有望迎来广阔发展空间。

**成人奶粉：**从供给端来看，我国成人奶粉市场上品牌众多，且行业集中度逐步提升，竞争较为激烈。2021 年/2022 年第一季度我国成人奶粉 CR10

分别为 42.4%/68.8%，行业集中度得到大幅提升。当前市场上主要参与品牌为伊利、蒙牛、渥康、君乐宝、美可卓、认养一头牛、飞鹤等，其中伊利市占率稳居行业第一，2021 年/2022 年第一季度伊利市占率分别为 16.3%/19.7%；蒙牛市占率快速增加，市占率由 2021 年的 2.7%提升至 2022 年第一季度的 17.4%，仅次于伊利。总体来看，成人奶粉品牌之间竞争激烈，前十大品牌变动较大。

图表 28. 我国 65 岁及以上人口数量及占比情况



资料来源：国家统计局，东亚前海证券研究所

图表 29. 2022 年一季度我国成人奶粉市占率情况



资料来源：观研天下，东亚前海证券研究所

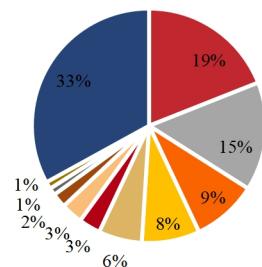
## 2.2.5. 冷饮：功能属性多样化，伊利与蒙牛居于行业前列

从需求端来看，中国冰淇淋市场规模持续增加，冰淇淋已从一种具备基础解暑功能的冷饮转变为能够满足消费者多元化需求的休闲产品。根据中国绿色食品协会披露，我国冰淇淋市场规模由 2015 年的 839 亿元逐年提升至 2021 年的 1600 亿元，年均复合增速为 11.36%，预计 2022 年市场规模将达到 1672 亿元。根据艾媒数据中心统计，2022 年中国消费者购买冰淇淋时会考虑包括口味、价格、品牌、包装等多重因素，而正是消费者需求的多元化促使购买因素的多样化，冰淇淋的基础解暑功能已被延伸。从人均冰淇淋消费量来看，2021 年全球人均消费量为 4.5 千克，中国/亚太地区人均消费量分别为 2.9 千克/2.1 千克，且 2016-2021 年中国人均消费量始终高于亚太地区人均消费量，中国已经成为全球第二高增长潜力的国家。

从供给端来看，国内冰淇淋市场份额相对集中，市场上品牌众多，伊利与蒙牛处于行业领先地位。2021 年中国冰淇淋行业线下市场份额前三名分别为伊利（19%）、和路雪（15%）、蒙牛（9%）。其中，伊利拥有巧乐兹、甄稀、伊利牧场、冰工厂等多个强势品牌，促使伊利在冷饮行业中拥有绝对领先地位。蒙牛囊括绿色心情、随便及蒂兰圣雪等品牌，顺应消费升级趋势推动产品升级和创新，并于 2021 年收购东南亚知名品牌艾雪，加速布局海外市场。根据艾媒数据中心统计，2022 年中国消费者购买最多的冰淇淋品牌为伊利与蒙牛，占比分别达 75.5%/71.3%，进一步证明了二者的行业龙头地位。

图表 30. 2021 年我国冰淇淋线下市场份额中伊利位  
列第一

■ 伊利 ■ 和路雪 ■ 蒙牛 ■ 雀巢  
■ 光明 ■ 八喜 ■ 中街 ■ 天冰 ■ 德式  
■ 哈根达斯 ■ 其他



资料来源：艾媒数据中心，东亚前海证券研究所

图表 31. 2015-2021 年我国冰淇淋市场规模逐步提升



资料来源：中国绿色食品协会，艾媒数据中心，东亚前海证券研究所

### 3. 公司核心竞争力优势突出

#### 3.1. 产品矩阵完善，持续创新升级

经过多年发展，伊利全方位布局液态奶、奶粉、酸奶、冷饮、奶酪等品类，产品矩阵丰富且完善。其中，液态乳系列为公司主营业务（主要包括常温牛奶、常温酸奶、低温鲜奶、低温酸奶四大品类），2022年前三季度占公司营收比例为 68.56%。同时，公司持续聚焦有机乳品、乳基营养品以及奶酪零食、天然矿泉水等高增长业务发展，产品创新成为公司业务持续发展的内生动力。

图表 32. 伊利全产品系列示意图

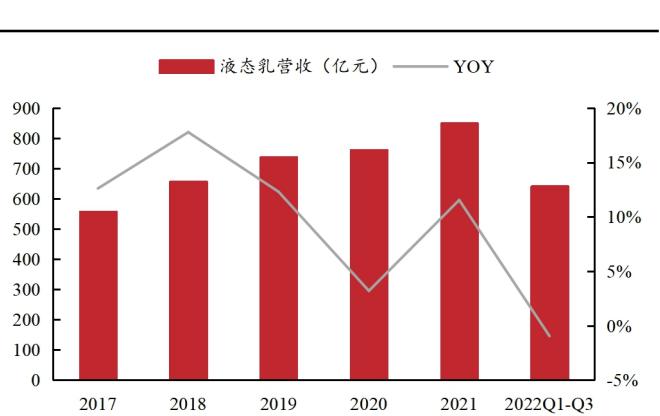
液态奶	奶粉	酸奶	冷饮	奶酪	包装水
• 纯牛奶	• 安慕希	• 金领冠	• 畅轻	• QQ星	• 巧乐兹
• 金典	• 味可滋	• QQ星	• 每益添	• 大果粒	• 甄稀
• 优酸乳	• 畅意100%	• 欣活	• 芯趣多	• 原味酸奶	• 冰工厂
• QQ星	• 核桃乳	• 牛奶片	• 0蔗糖	• 红枣酸奶	• 妙趣
• 舒化	• 臻浓牛奶	• 奶茶粉	• 褐色炭烧	• 黄桃果粒	• 伊利牧场
• 植选	• 谷粒多		• 宫酪	• 草莓果粒	• 伊利火炬
• 学生奶					• 颂尽欢
					

资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

稳步推进液态乳业务，持续巩固行业龙头地位。从收入规模来看，公司液态乳业务历年来持续增加，2000-2021年营收由 14.32 亿元增加至 849.11 亿元，年均复合增速达 21.46%。2022 年前三季度液态乳营收为 641.02 亿元，与 2021 年同期相比略有下降，主要系今年疫情多地散发，导致液态乳动销不畅；随着四季度春节备货旺季的到来，液态乳动销有望迎来改善。根据尼尔森零售调研数据，2018-2021 年公司液态乳零售额市场份额由 31.2% 提升至 33.7%，2022H1 较去年同期提高了 0.1pct，稳居行业第一。长期来看，

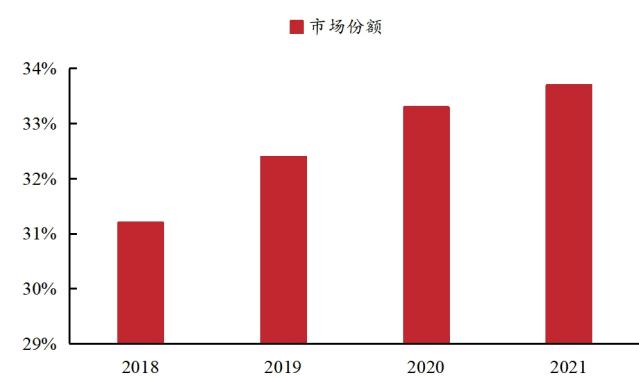
公司液态乳业务有望持续稳步发展，助力公司龙头地位稳固。

图表 33. 近年来公司液态乳营收及增速



资料来源：iFinD, 公司公告, 东亚前海证券研究所

图表 34. 公司液态乳市占率逐步提升，且居于行业首位



资料来源：iFinD, 公司公告, 东亚前海证券研究所

### 3.1.1. 常温奶业务：常温白奶与常温酸奶齐发力，持续打造超级大单品

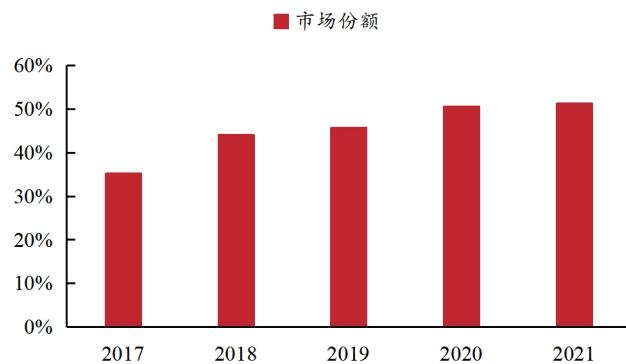
公司在常温白奶业务上积极布局基础白奶和高端白奶两大品类，满足不同消费者多样化需求。（1）基础白奶：以母品牌伊利纯牛奶系列为代表的大众消费品，包括纯牛奶、早餐奶及高钙奶等，具备基础营养，受众群体更为广泛。同时，疫情促使居民健康意识增强，基础白奶需求得到提升，2021年伊利纯牛奶系列产品销售规模超过200亿元。（2）高端白奶：金典奶是公司常温高端品牌的代表，能够满足部分消费者消费升级的需求，其中细分产品有机奶市场份额逐年提升。2006年公司推出金典奶，以“高品质的天然牛奶”为品牌理念，目前品牌旗下共计十二个产品，包括有机纯牛奶、超滤牛奶、娟姗纯牛奶等多款创新产品。2007年公司推出金典有机奶，填补了我国有机乳品市场的空白，在生产工艺上金典有机奶限定原产地有机牧场，严格遵守国际有机标准打造有机牛奶产业链。2013年公司金典有机奶全程可追溯系统正式上线，成为中国首个真正实现产品全程可追溯的乳品品牌，领先优势进一步突出。根据统计，2017-2021年公司金典有机常温液态奶零售额市场份额由35.2%提升至51.24%，在消费升级及居民收入增长趋势下，金典有机液态奶产品有望实现份额进一步提升。

图表 35. 伊利纯牛奶产品矩阵



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

图表 36. 金典有机液态奶近年来市场份额持续提升



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

图表 37. 金典常温奶产品矩阵



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

图表 38. 安慕希产品矩阵



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

以金典为代表的常温白奶，在产品包装和产品营养上持续升级，助力大单品业绩稳步增长。（1）产品包装上：持续迭代升级，从基础的吸管式到梦幻盖包装，不断提升产品力。梦幻盖包装更有利于携带饮用，即时消费场景得到拓展；同时梦幻盖包装从视觉上比吸管式更具有品质（同时价格也更贵），适合礼赠等场景。（2）产品营养上：不断提升营养价值，满足消费者对于健康的极致追求。2022年公司推出金典娟姗有机纯牛奶，其中原生乳蛋白含量从3.5g/100ml提升至4.0g/100ml，高于国家标准34%，每瓶蛋白含量约等于1.4个鸡蛋的蛋白含量，充分满足消费者对高端液态奶的需求。产品具有原生高蛋白、原生高倍钙、浓郁醇香的口感等鲜明特点，有望在高端有机奶市场上长远发展。

常温酸奶以安慕希为主要品牌，口味持续迭代并触达消费者。2013年希腊酸奶在全球流行，基于市场对常温酸奶有了一定的认知，公司顺势推出安慕希产品（Ambrosial来源于希腊，形容特别的美味），产品主打浓郁的口感、更多的蛋白质含量，旨在为消费者带来更多营养与浓醇享受。根据公司披露，2019年安慕希销售额已突破200亿元，并呈持续增长趋势。

安慕希的产品升级主要体现在口味和包装上，并逐步拓展多元化消费场景。

(1) 口味上，公司持续推出新品，从“原味”到“果味”再到“奶酪爆浆球”，2021年持续推出菠萝口味、草莓口味、哈密瓜口味、气泡酸奶及5G蓝胖子等新产品，口味不断多元化。其中，特色产品“5G 蓝胖子”主打高蛋白特点，每杯都含有5g 优质蛋白，且每100g 热量仅有100kcal；安慕希旗下AMX 无糖产品，成为常温酸奶领域里的明星产品，充分满足大众对于健康饮品的需求。(2) 包装上，从“吸管式”到“拧盖式”再到“杯装”，瓶身设计更加时尚、年轻化趋势明显，也满足了消费者对于不同场景的便利需求，包括办公、运动、家庭团聚等场景。

### 3.1.2. 低温奶业务：积极布局低温鲜奶与酸奶

公司低温酸奶业务以畅轻系列为核心，产品矩阵多元化并持续创新。目前公司低温酸奶以畅轻系列为主，主打“简的刚好就是畅轻”的品牌理念，受到消费者喜爱，根据尼尔森零研数据，2021年“畅轻”低温酸奶的市场占有率位居市场细分品类第一。其中今年推出新品畅轻黑标蛋白时光酸奶，具有高蛋白、极致的零添加特点，受到了高知女性和宝妈的喜爱，在高端渠道具有广阔发展前景。除畅轻以外，公司广泛布局低温酸奶产品，包括原味等基础酸奶、0蔗糖酸奶、大果粒、每益添及JoyDay、褐色炭烧等。在产品创新上，畅轻主攻产品配方优化和包装升级。(1) 产品配方优化方面，产品主张“0添加”，不添加明胶、合成色素、甜味剂，并精简保留了生牛乳、多种优质益生菌及浓缩牛奶蛋白，为消费者提供了酸奶的主要营养和更丰富的口感。(2) 产品包装上，顺应新生代消费者独特的个性需求，畅轻将七种产品口味对应七个颜色，向消费者传递了品牌“简的刚好”的理念。

居民消费升级趋势明显，公司创新推出高品质金典低温鲜奶顺应行业快速发展趋势。在产品创新上，金典低温鲜奶开创了行业先河。金典低温鲜奶以75°C巴氏杀菌工艺为基础，采用行业领先的进口双膜低温过滤工艺，最大程度保留鲜活营养，含有丰富的乳铁蛋白( $\geq 45\text{mg/L}$ )、免疫球蛋白( $\geq 200\text{mg/L}$ )、乳过氧化物酶( $\geq 1500\text{U/L}$ )等活性营养物质。同时，金典鲜牛奶拥有GAP一级认证牧场，奶源优于欧盟标准，即微生物、体细胞指标优于欧盟标准，进一步保障了产品的鲜活品质。

图表 39. 低温酸奶产品矩阵



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

图表 40. 金典低温鲜奶产品示意图



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

### 3.1.3. 奶粉及奶制品业务：积极培育第二增长曲线

公司早期入局奶粉行业，婴幼儿奶粉经验丰富，同时针对不同年龄结构和功能需求开发成人奶粉，助力公司业绩增长。根据尼尔森零研数据，2018-2021年公司婴幼儿配方奶粉零售额市场份额由5.6%增加至7.4%，同时2021年婴幼儿配方奶粉与成人奶粉市占率分别位列行业第二与第一，市场竞争力优势突出。（1）婴幼儿奶粉方面，以金领冠系列产品为核心。金领冠自上市以来，持续进行产品迭代更新，产品覆盖高中低档，满足不同消费人群需求，包括珍护/睿护/有机塞纳牧/金领冠塞纳牧/悠滋小羊及菁护系列。2021年金领冠系列产品销售收入突破百亿元，带动奶粉业务实现加速增长。此外公司在婴幼儿奶粉上持续打造升级产品，2022年8月金领冠塞纳牧有机奶粉率先通过新国标，含有有机OPO和高量乳铁蛋白等珍稀营养，推动了有机婴配粉配方迭代；同时含有 $\alpha+\beta$ 创新蛋白组合、专利核苷酸组合和双益组合等丰富营养，赋予新国标产品新的活力，突破了传统有机奶粉产品力。（2）在成人奶粉上，公司全方位满足不同消费者需求，推出学生系列、女士系列、中老年系列、全家系列等多样化产品。随着人口老龄化趋势明显，消费者在中老年健康方面尤为关注，公司在行业内推出了首款“0蔗糖、低升糖指数”的成人纾糖奶粉，针对中老年预防骨质疏松、促进心血管健康的“欣活”纾糖膳底功能配方奶粉；这进一步巩固了公司在成人奶粉市场的领先地位。

公司聚焦资源打造奶酪业务，市场份额有望持续提升。2021年伊家好奶酪公司成立，聚焦资源发力奶酪业务，保证在新品研发、产品审核和迭代创新上能够及时适应市场的变化，2021年公司奶酪业务的零售额市场份额同比提升6.3pct。目前，公司奶酪产品主要包括儿童奶酪棒、吸吸奶酪、口袋芝士、后乳酪及佐餐乳制品。在工艺上，去年下半年公司突破常温奶酪技术，解决了低温奶酪运输半径限制问题，拓展了奶酪的消费场景并提升了消费便利性，在激烈的市场竞争下公司奶酪产品有望凭借技术和品牌优势实现份额提升。

图表 41. 奶粉产品矩阵



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

图表 42. 奶酪产品矩阵



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

### 3.1.4. 冷饮业务：率先发力占据有力地位

公司在发展初期就涉足冷饮行业，业务规模连续二十多年处于市场领先地位。目前公司冷饮业务产品品牌众多，包括巧乐兹、甄稀、冰工厂、伊利牧场等知名品牌，冷饮业务收入规模持续增长，2022H1 销售收入同比增长 31.71%。同时在市场份额处于行业领先的背景下，伊利不断升级打造创新产品，赋予冷饮业务新的内涵。

公司冷饮业务创新主要体现在包装、品质和品牌价值上。（1）在包装上，2021 年推出的“须尽欢”系列产品，采用李白的诗句叠加国韵风骨的包装设计，紧跟国风潮流，从包装上吸引了众多注重颜值的年轻消费群体。

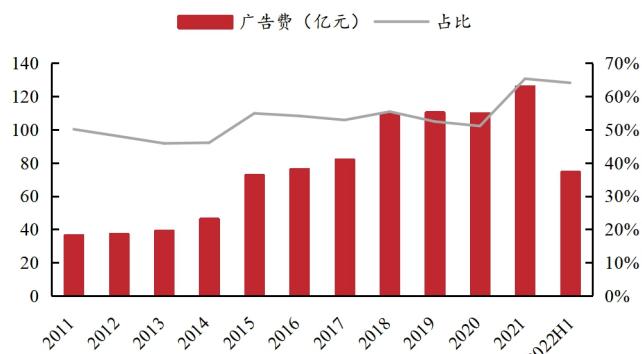
（2）在品质上，公司推出多种生牛乳配方产品，包括须尽欢、甄稀、绮炫系列产品，以更高的产品品质满足消费者多元化需求。（3）在品牌价值上，公司顺应碳中和环保理念，2022 年 4 月落地中国冷饮行业首个零碳工厂，推出碳中和冰淇淋产品“须尽欢”，再次引领行业，长期来看冰淇淋行业的碳中和趋势值得期待。

### 3.2. 品牌：持续进行品牌建设，品牌调性不断提高

近年来公司投入大量广告费进行多样化品牌宣传，持续提升品牌知名度。2011-2021 年公司广告费由 36.52 亿元增加至 126.10 亿元，在销售费用中的占比由 50.09% 提升至 65.29%，2022H1 广告费在销售费用中的占比同比 2021H1 增加 12.64pct，公司根据新品推出节奏等产品情况逐步进行广告费用投放，持续打造品牌形象以深入触达消费者心智。在具体广告宣传上，公司采取包括节目冠名、体育营销、明星代言等多种形式进行品牌建设。以安慕希为例，公司自 2014 年推出安慕希系列产品，持续进行综艺节目赞助，包括《中国好声音》、《爆款来了第二季》等热门节目，实现品牌知名度提升与销售规模的增长。同时针对新生代消费群体，公司积极打造年轻化品牌形象，满足年轻人对于情感的高阶需求，比如公司以 40 秒定格动画将年轻人的追梦与冬奥会超越自我的精神相结合，从价值观层面寻求与

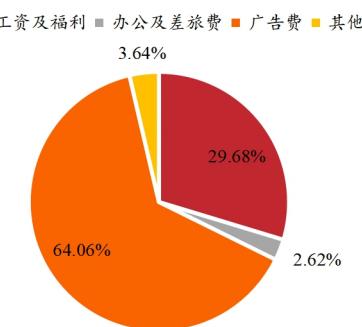
年轻人的契合，进一步触达年轻消费群体。根据凯度数据，2020年公司品牌渗透率高达91.6%、消费者触及数达13亿人次，消费者对品牌产品的购买频次约8次，连续五年位列中国市场消费者选择最多的品牌榜首。

图表 43. 公司广告费及占比情况



资料来源：iFinD，公司公告，东亚前海证券研究所

图表 44. 2022H1 公司销售费用构成占比图



资料来源：iFinD，公司公告，东亚前海证券研究所

图表 45. 伊利与蒙牛部分营销活动对比

营销活动	伊利	蒙牛
广告语	滋养生命活力	每天一斤奶，强壮中国人；世界品质，天生要强
明星代言	Angelababy；迪丽热巴；李晨；郑凯	张艺兴；杨紫；赵丽颖；宋茜
广告大片	《变形金刚3》；《为热爱上场》公益短片；《复仇者联盟1》；	《最美的课》公益微电影
节目冠名	《我是歌手4》；《爸爸去哪儿4》；《乐队的夏天》；《奔跑吧》系列；《脱口秀大会》	《超级女声》；《向往的生活3》；《声入人心2》；《中餐厅3》；《青春有你》；《创造营2019》
跨界合作	签约成为“中国航天太空创想乳制品官方合作伙伴”；联名迪士尼；上海世博会	冠名滴滴“牛运红包”红包；携手可口可乐打造“鲜菲乐”；携手昆仑决打造运动超级IP“昆仑决”；携手中国航天发布航天菌株
体育营销	签约C罗、贝克汉姆、武磊、内马尔；伦敦奥运会为中国体育代表团提供营养乳制品；北京2022年冬奥会和冬残奥会官方乳制品合作伙伴；承办冬奥火种展示活动	签约梅西；第十四届全国冬运会官方合作伙伴；2018 FIFA世界杯全球官方赞助商；2022年千万现金奖励女足夺冠

资料来源：公司官网、官方微信号及微博东亚前海证券研究所

**国际化构建品牌高地，品牌价值不断提升。**在国际化战略逐步推进的过程中，伊利积极携手世博会，向世界深度诠释乳制品行业以及品牌理念，品牌力得到有效增强；同时公司多次成为奥运会指定乳制品供应商，持续促进伊利全球化品牌知名度提升；2022年公司作为G20印尼峰会乳制品合作伙伴，进一步面向全球共享健康产品，品牌调性不断提高。2022年伊利以182亿美元的营业额再度斩获佳绩，连续多年稳居“全球乳业五强”，连续9年保持“亚洲乳业第一”。

### 3.3. 渠道：渠道分销模式完善，线上线下协同发力

**渠道网络覆盖全面，深度分销模式完善。**（1）在渠道的战略布局上，公司在传统渠道（包括超市、卖场、便利店等）的基础上，深度拓展新兴渠道，在新零售O2O平台、婴幼儿专属母婴渠道、传统电商平台（京东、天猫、拼多多等）、内容电商平台（小红书、抖音等）等持续发力，通过整合线上线下渠道，精准触达消费者。（2）在渠道模式上，公司主打深度分销，以深度参与渠道开发，推动渠道精细化管理，2006年伊利启动“织网计划”，加快渠道下沉，率先建立“纵贯南北、辐射东西”的全国性销售网络，此后逐渐展现其对终端需求的敏锐嗅觉与市场快速反应力。与蒙牛的大商制相比，伊利的深度分销模式更加完善，在终端掌控力方面更优。

图表 46. 伊利深度分销模式相对蒙牛大商制渠道把控力更强

	深度分销（伊利）	大商制（蒙牛）
模式概述	厂家制定销售政策、方案，承担区域实力较强的大经销商全发风险，经销商负责区域产品销售	权负责销售工作
主导方	厂家	经销商
经销商类型	小型经销商	大型经销商
费用	厂家前期承担大部分开发费用	经销商承担大部分开发费用
扩张速度	占用厂家资源，相对较慢	借助大商资源，相对较快
终端把控	厂家把控力较强	厂家把控力较弱
适用情况	中后期精细化管理提升渗透率	前期市场快速导入

资料来源：中科财经，酒业家，东亚前海证券研究所

**渠道渗透能力强，具备持续提升空间。**根据凯度数据，2017-2021年公司常温液态类乳品的市场渗透率持续提升，2021年达到85.4%，2020年公司服务的乡镇村网点近109.6万家，较前一年提升了5.5%。同时，国家乡村振兴政策的出台，为公司液态奶业务进一步下沉至县乡镇村提供了机遇。在低温产品上，公司尝试自建渠道，以增加消费者粘性和渠道渗透率。在奶粉业务上，重点打造新零售O2O平台及婴幼儿专属母婴渠道，积极布局县乡镇母婴系统，助力奶粉业务业绩持续增长。在奶酪业务上，公司常温奶酪为快速打开市场，借助液奶及母婴渠道进行渗透和分销，实现下沉渠道覆盖。此外，国家卫健委发布《中国居民膳食指南（2022）》，建议每人每天乳制品摄入量为300-500克，随着居民对于健康营养消费的追求及公司在渠道上的全方位布局和精耕，公司产品市场渗透率有望得到持续提升。

### 3.4. 奶源布局广泛，具备全产业链优势

**国内奶源布局广泛，为公司长期发展奠定了坚实基础。**在原奶布局方面，目前公司已经形成横跨东西、纵贯南北、覆盖全国的奶源布局。自2007年开始，公司逐步推进“三大黄金奶源基地”建设，包括西北、东北及内蒙古等地，奶源基地的建设为公司产品质量和供给提供了有力保障。2015

年伊利参股优然牧业，实现从草业/种业—饲料业—牧业的上游原奶完整产业链布局，进一步夯实公司奶源优势；2021 年公司完成中地乳业收购，实现奶源从东至西（黑龙江至甘肃）的规划建设。同年公司成功收购国内婴幼儿配方奶粉市占率排名前五的澳优乳业，成为澳优控股股东，在公司的研发创新、品类拓展、国际化运营等方面形成协同效应。当前伊利已在内蒙古、河南、宁夏、河北、山东等 20 多个地区广泛布局了多个现代化乳业集群，这为公司的长远发展奠定了坚实基础。

**国际上持续集聚全球优势资源，打造乳业全产业链生态模式。**（1）在国际企业并购上，完成泰国中塔纳冰淇淋公司收购，以冷饮为切入点，打开泰国和东南亚市场，进一步推进国际化战略。实现对新西兰头部乳企 Westland100%股权收购，促进公司新西兰工厂的长远发展，全球化布局进一步完善。（2）在海外布局方面，公司与瓦赫宁根大学合作打造伊利欧洲研发中心，是中国乳业与国外研发机构的重要战略合作；同时，公司在新西兰打造全球最大一体化乳业基地—大洋洲生产基地，全产业链优势进一步巩固；主导实施中美智慧谷项目，在多个领域与全美顶尖高校、科研院所以及机构展开合作。在国家化战略持续推进的过程中，当前伊利已在亚洲、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。伊利的合作伙伴遍及 5 大洲，分布在 33 个国家，旗下产品已在全球 60 多个国家和地区上市。

#### 4. 盈利预测

我们预计公司 2022-2024 年营收分别为 1237.05/1366.49/1526.35 亿元，同比增长分别为 11.85%/10.46%/11.70%；归母净利润为 95.64/112.93/135.65 亿元，同比增长分别为 9.86%/18.08%/20.12%，EPS 分别为 1.49/1.76/2.12 元/股。对应 12 月 5 日收盘价，公司 2022-2024 年 PE 分别为 20.50X/17.36X/14.45X。首次覆盖，给予“推荐”评级。对公司不同业务，我们分别做出以下盈利预测：

1) 液态乳业务：结合 2022 年三季报液态乳动销趋缓情况，我们预计 2022-2024 年公司液态乳的销量增速分别为 1.00%/2.00%/2.50%，单价增速分别为 2.00%/2.00%/2.00%，对应收入分别为 874.75/910.09/951.50 亿元，收入同比增速分别为 3.02%/4.04%/4.55%。

2) 奶粉及奶制品业务：结合以往奶粉及奶制品业务的快速增长以及三季报的实际情况，叠加三孩政策有望促进未来几年释放需求，我们预计 2022-2024 年公司奶粉及奶制品的销量增速分别为 33.94%/25.00%/25.00%，单价增速分别为 3.5%/3.00%/2.80%，对应收入分别为 224.69/289.29/371.74 亿元，收入同比增速分别为 38.62%/28.75%/28.50%。

3) 冷饮业务：基于冷饮业务三季报的优秀表现，我们预计 2022-2024 年公司冷饮产品的销量增速分别为 40.00%/15.00%/15.00%，单价增速分别

为 10.00%/6.30%/5.50%，对应收入分别为 110.27/134.81/163.55 亿元，收入同比增速分别为 54.00%/22.25%/21.33%。

4) 其他业务：我们预计 2022-2024 年公司其他业务收入分别为 22.37/26.84/33.55 亿元，收入同比增速分别为 20.00%/20.00%/25.00%。

**图表 47. 公司收入及毛利预测**

单位：百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	110595.20	123704.70	136648.96	152635.08
YOY	14.15%	11.85%	10.46%	11.70%
其中：液态乳业务收入	84910.68	87474.98	91008.97	95149.88
奶粉及奶制品收入	16208.89	22469.48	28929.45	37174.35
冷饮产品收入	7160.58	11027.29	13480.63	16355.37
其他业务收入	1863.84	2236.61	2683.93	3354.91
毛利润	33,727.28	36,982.19	40,487.08	46,004.18
YOY	16.02%	9.65%	9.48%	13.63%
毛利率	30.62%	30.02%	29.75%	30.26%

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所预测

## 5. 风险提示

**提示一：产品质量安全风险。** 产品质量安全是乳品行业健康发展的前提，若行业内出现产品质量安全，将对行业及公司造成不利影响。

**提示二：行业风险。** 乳品行业产业链条长，外部环境存在复杂性，行业存在诸多风险，包括国内外生鲜乳供需、进口原材料价格、市场需求等方面。

**提示三：疫情反复风险。** 疫情反复对消费场景造成一定影响，可能影响公司产品终端需求。同时疫情会对物流造成阻碍，若供应链出现问题则一定程度影响公司产品动销情况。

**利润表 (百万元)**

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	110595.20	123704.70	136648.96	152635.08
%同比增速	14.15%	11.85%	10.46%	11.70%
营业成本	76416.71	86226.17	95615.90	106030.33
毛利	33727.28	36982.19	40487.08	46004.18
%营业收入	30.62%	30.02%	29.75%	30.26%
税金及附加	663.58	731.54	767.39	848.19
%营业收入	0.60%	0.59%	0.56%	0.56%
销售费用	19314.81	21714.17	23135.23	25646.08
%营业收入	17.54%	17.62%	17.00%	16.87%
管理费用	4227.07	4465.76	4583.23	4828.24
%营业收入	3.84%	3.62%	3.37%	3.18%
研发费用	601.02	654.28	711.70	800.97
%营业收入	0.55%	0.53%	0.52%	0.53%
财务费用	-29.16	-208.97	-176.63	-186.36
%营业收入	-0.03%	-0.17%	-0.13%	-0.12%
资产减值损失	-427.33	-336.03	-367.56	-376.97
信用减值损失	-108.50	-52.40	-49.68	-70.19
其他收益	809.33	890.26	979.29	1077.22
投资收益	461.39	535.33	532.15	509.62
净敞口套期收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	120.59	123.28	138.32	127.40
资产处置收益	-26.34	-19.16	-17.17	-20.89
<b>营业利润</b>	<b>10230.31</b>	<b>11263.04</b>	<b>13227.48</b>	<b>15913.82</b>
%营业收入	9.29%	9.14%	9.72%	10.47%
营业外收支	-117.96	-123.21	-136.10	-152.03
<b>利润总额</b>	<b>10112.35</b>	<b>11139.83</b>	<b>13091.38</b>	<b>15761.79</b>
%营业收入	9.18%	9.04%	9.62%	10.37%
所得税费用	1380.33	1549.14	1765.20	2156.21
净利润	8732.03	9590.70	11326.18	13605.58
%营业收入	7.93%	7.78%	8.32%	8.95%
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>8704.92</b>	<b>9563.62</b>	<b>11292.76</b>	<b>13565.32</b>
%同比增速	22.98%	9.86%	18.08%	20.12%
少数股东损益	27.11	27.07	33.42	40.27
EPS (元/股)	1.43	1.49	1.76	2.12

**资产负债表 (百万元)**

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	31742.37	40404.11	57571.10	76600.32
交易性金融资产	37.21	37.21	37.21	37.21
应收账款及应收票据	2107.43	2220.53	2560.38	2780.15
存货	8917.20	9658.25	10940.00	11901.80
预付账款	1519.75	1715.90	1902.76	2110.00
其他流动资产	5831.00	5845.89	5858.94	5880.40
流动资产合计	50154.96	59881.88	78870.39	99309.89
长期股权投资	4209.95	4209.95	4209.95	4209.95
投资性房地产	507.61	507.61	507.61	507.61
固定资产合计	29378.68	26351.64	23324.60	20297.56
无形资产	1609.13	1525.45	1430.23	1332.27
商誉	306.29	306.29	306.29	306.29
递延所得税资产	1183.98	1183.98	1183.98	1183.98
其他非流动资产	14611.73	14611.73	14611.73	14611.73
资产总计	101962.34	108578.54	124444.79	141759.29
短期借款	12596.37	12596.37	12596.37	12596.37
应付票据及应付账款	14061.66	14934.35	17219.23	18436.50
预收账款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付职工薪酬	3168.18	3574.87	3964.16	4395.93
应交税费	402.73	450.50	497.65	555.90
其他流动负债	13067.30	14531.47	15932.98	17487.45
流动负债合计	43296.24	46087.55	50210.39	53472.14
长期借款	5380.18	5380.18	5380.18	5380.18
应付债券	3187.85	3187.85	3187.85	3187.85
递延所得税负债	374.56	374.56	374.56	374.56
其他非流动负债	932.50	932.50	932.50	932.50
负债合计	53171.32	55962.63	60085.47	63347.23
归属于母公司的所有者权益	47708.31	51506.12	63216.11	77228.59
少数股东权益	1082.71	1109.78	1143.20	1183.47
股东权益	48791.02	52615.90	64359.32	78412.06
负债及股东权益	101962.34	108578.54	124444.79	141759.29

**现金流量表 (百万元)**

	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	15527.52	15149.73	17549.80	19515.12
投资	-1363.57	0.00	0.00	0.00
资本性支出	-6643.96	-142.37	-153.27	-172.92
其他	210.54	658.61	670.47	637.02
投资活动现金流净额	-7796.98	516.24	517.20	464.10
债权融资	-121957.52	0.00	0.00	0.00
股权融资	12255.15	-10.11	0.00	0.00
银行贷款增加(减少)	126938.20	0.00	0.00	0.00
筹资成本	-5692.81	-6994.13	-900.00	-950.00
其他	402.18	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流净额	11945.21	-7004.24	-900.00	-950.00
现金净流量	19646.93	8661.74	17166.99	19029.22

**基本指标**

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	1.43	1.49	1.76	2.12
BVPS	7.45	8.05	9.88	12.07
PE	28.99	20.50	17.36	14.45
PEG	1.26	2.08	0.96	0.72
PB	5.56	3.81	3.10	2.54
EV/EBITDA	19.26	12.74	10.06	7.56
ROE	18.25%	18.57%	17.86%	17.57%
ROIC	11.99%	12.48%	12.85%	13.40%

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

汪玲，东亚前海证券研究所大消费组长兼食品饮料首席。中央财经大学会计系。2021年加入东亚前海证券，多年消费品研究经验，善于从行业框架、产业发展规律挖掘公司价值。

## 投资评级说明

### 东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

### 东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

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

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

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

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

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

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

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

## 联系我们

### 东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 A 座二层 邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道 1788 号陆家嘴金控广场 1 号 27 楼 邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场第一座第 23 层 邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>