

蒙牛乳业 (02319.HK)

见龙在田，继往开来

买入 (维持)

2024年10月24日

证券分析师 孙瑜

执业证书: S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

证券分析师 周韵

执业证书: S0600524080009

zhouyun@dwzq.com.cn

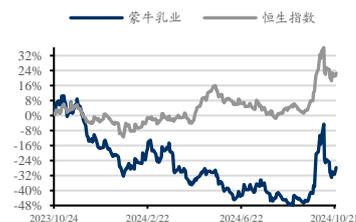
盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	92593	98624	92742	95541	98063
同比(%)	5.05	6.51	(5.96)	3.02	2.64
归母净利润 (百万元)	5303	4809	4300	4838	5323
同比(%)	5.52	(9.31)	(10.58)	12.50	10.02
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.35	1.22	1.10	1.23	1.36
P/E (现价&最新摊薄)	11.35	12.52	14.00	12.44	11.31

关键词: #股息率高 #比同类公司便宜 #困境反转

投资要点

- **砥砺前行二十载，继往开来谱新篇：**公司于1999年成立，2004年上市，成立至今共经历五任管理层，组织架构持续进化。2024年3月高飞上任公司总裁，推行以传统优势业务为主体、国际化+创新业务为两翼的一体两翼计划，有望助力公司实现再创建一个新蒙牛的战略目标。
- **前瞻布局厚积薄发，乳业龙头坚如磐石：(1) 奶源：**公司通过股权合作持续强化对现代牧业、中国圣牧两个战略性牧场控制，横向对比来看，现代牧业年产量和奶牛存栏量领先行业，2020-2023年蒙牛收奶量占我国生鲜乳总产量比重保持在27-28%，匹配其乳制品终端市场市占率，奶源壁垒夯实公司乳业双寡头地位。**(2) 渠道：**公司早期通过大商制迅速开拓市场，2015年启动并推进RTM项目以减少渠道层级、提升直营占比，2017年开始在新事业部组织架构下基于细分品类进行渠道下沉；2021年以来公司渠道优化效果逐步显现；**(3) 营销：**公司通过子母品牌框架开展营销活动，强营销投入+高营销效率强化双寡头地位，近年来广告费用投放理性，但品牌力依然领先行业。
- **液奶短期受益周期向上，长期聚焦结构升级：(1) 短期：**2021年9月开始的第三轮奶价调整期时间长、幅度大，供需失衡导致24H1公司业绩承压，2024Q2起上游加大去产能力度、下游乳业政策提振需求，有望推动原奶在2025年达到供需平衡，未来随着行业供需改善、竞争趋缓，公司有望迎来盈利拐点。**(2) 中长期：**高端白奶龙头特仑苏持续进化，有望助力公司常温白奶结构升级，液奶基本盘稳固；低温鲜奶仍处品类渗透期，公司有望通过完善产品矩阵、供应链和渠道布局，实现量利齐增；酸奶功能化升级空间较大，公司有望通过产品升级实现高质增长。
- **战略布局多品类，稳步推进国际化。(1) 奶酪：**奶酪渗透空间广阔，公司有望协同妙可巩固奶酪龙头地位。**(2) 冷饮：**东南亚冷饮市场发展潜力较大，公司通过并购艾雪迅速成为东南亚冷饮龙头，未来随着艾雪成熟模型复制，公司有望以东南亚为桥头堡完善国际布局。
- **提升分红率+回购，股东回报有望提升：**2022年以来公司资本开支逐步回落，现金流改善，未来随着公司业务稳步发展、内部效率提升、合理安排资金使用，公司分红率有望持续提升。2024年8月公司发布股份回购计划，在未来12个月内拟回购公司股份价值最高达20亿港元。分红率提升+回购逐步落地，公司股东回报有望强化。
- **盈利预测与投资评级：**公司是乳制品龙头，短期产业周期拐点渐近，公司有望受益于行业供需改善；中长期来看，公司液奶结构升级空间较大，奶酪、冷饮等业务有望齐头并进，维持公司2024-2026年营收预期为927.4/955.4/980.6亿元，同比增速为-5.96%/+3.02%/+2.6%；维持归母净利润预期为43/48.4/53.2亿元，同比增速为-10.6%/+12.5%/+10%，对应PE分别为14/12/11倍，24-26年PE低于可比公司平均值，叠加公司有望持续提升股东回报，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原奶价格大幅波动风险，竞争加剧风险，商誉减值风险，食品安全问题

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	16.72
一年最低/最高价	11.82/27.00
市净率(倍)	1.47
港股流通市值(百万港元)	65,647.59

基础数据

每股净资产(元)	11.37
资产负债率(%)	56.21
总股本(百万股)	3,926.29
流通股本(百万股)	3,926.29

相关研究

《蒙牛乳业(02319.HK): 2024年中报业绩点评: 业绩符合预期, 回购提升股东回报》

2024-08-30

《蒙牛乳业(02319.HK): 2023年报点评: 23年OPM稳健提升, 集团元老履新CEO》

2024-03-28

内容目录

1. 砥砺前行二十载，继往开来谱新篇	5
1.1. 脚踏实地高质发展，群星璀璨组织蝶变	5
1.2. 笃行致远稳步扩张，精益求精效率提升	9
2. 竞争力：前瞻布局厚积薄发，乳业龙头坚如磐石	11
2.1. 产能：前瞻布局优质奶源，夯实双寡头地位	11
2.2. 渠道：贯彻 RTM 渠道战略，持续推进渠道下沉	13
2.3. 品牌：多元化营销，品牌力领先行业	15
3. 液奶成长性：短期受益周期向上，长期聚焦结构升级	17
3.1. 短期：行业原奶周期向上，公司盈利拐点加速	17
3.2. 中长期：精耕基本盘，聚焦结构升级	19
3.2.1. 常温白奶：特仑苏守擂高端市场，液奶基本盘稳固	19
3.2.2. 低温鲜奶：品类仍处渗透红利期，公司有望量利齐增	22
3.2.3. 酸奶：回归品类价值，助力高质增长	24
4. 其他业务：战略布局多品类，稳步推进国际化	26
4.1. 奶酪：品类渗透空间广阔，协同妙可完善战略布局	26
4.2. 冷饮：东南亚为国际化桥头堡，艾雪成功经验有望复制	27
5. 股东回报：提升分红率+回购，股东回报有望提升	28
6. 盈利预测及投资建议	29
7. 风险提示	32

图表目录

图 1: 蒙牛乳业发展历程.....	5
图 2: 公司股权结构 (截止到 2024H1)	6
图 3: 公司成立以来管理层及组织架构调整.....	7
图 4: 2016-2024H1 公司营收及同比	10
图 5: 2016-2024H1 公司归母净利润/经营利润及同比	10
图 6: 2016-2024H1 公司分品类收入占比	10
图 7: 公司产品矩阵丰富.....	10
图 8: 2016-2024H1 公司盈利能力变化	11
图 9: 2017-2024H1 公司各分部经调整税前利润率	11
图 10: 2013-2023 年公司国内生产基地数量	12
图 11: 2006-2023 年公司年产能及同比	12
图 12: 2020-2023 年主要乳企收奶量占生鲜乳总产量比重	13
图 13: 2020-2023 年我国乳制品市场格局 (按零售额计)	13
图 14: 2004-2011 年伊利、蒙牛营收 (亿元) 及同比对比	13
图 15: 2012-2024 年公司渠道结构变化	15
图 16: 2004-2023 年伊利、蒙牛销售费用率对比	15
图 17: 2003-2023 年公司分品牌主要营销活动	16
图 18: 2012-2023 年主要乳企广宣费用 (亿元)	16
图 19: 2024 年全球乳制品品牌价值 10 强.....	16
图 20: 2012-2023 年伊利、蒙牛、新乳业广宣费用率对比	17
图 21: 2008.07-2024.10 原奶价格走势图 (元/kg)	18
图 22: 2018.01-2024.06 我国奶牛存栏量 (万头)	18
图 23: 2022.01-2024.07 我国生鲜乳/乳制品产量同比	18
图 24: 22Q1-24Q2 主要乳企单季度销售净利率同比 (pct)	19
图 25: 2024 年 1-8 月特仑苏、金典线上均价同比	19
图 26: 2009-2028E 我国常温白奶市场规模及同比.....	20
图 27: 2010-2027E 我国常温白奶零售量价同比.....	20
图 28: 2014-2023 年我国常温白奶市场格局 (零售额计)	20
图 29: 2020-2023 年饮用奶市场中高端白奶品牌占比	20
图 30: 2005-2023 年特仑苏升级之路	21
图 31: 2016-2021 年特仑苏销售额持续提升	21
图 32: 2009-2028E 我国鲜奶市场规模及同比.....	22
图 33: 鲜奶、基础常温产品渗透率对比.....	22
图 34: 2020 年中国低温鲜奶呈现区域性格局.....	22
图 35: 每日鲜语签约汤唯为代言人.....	23
图 36: 2019-2021 年每日鲜语销售额持续高增	23
图 37: 2018-2023 年蒙牛鲜奶业务渠道及供应链布局	24
图 38: 2009-2028E 我国酸奶市场规模及同比.....	24
图 39: 2014-2023 年我国酸奶市场格局 (零售额计)	24
图 40: 2023 年中日乳制品消费结构 (消费额占比)	25
图 41: 日本明治酸奶功能化升级历程.....	25
图 42: 2009-2028E 我国奶酪市场规模及同比.....	26

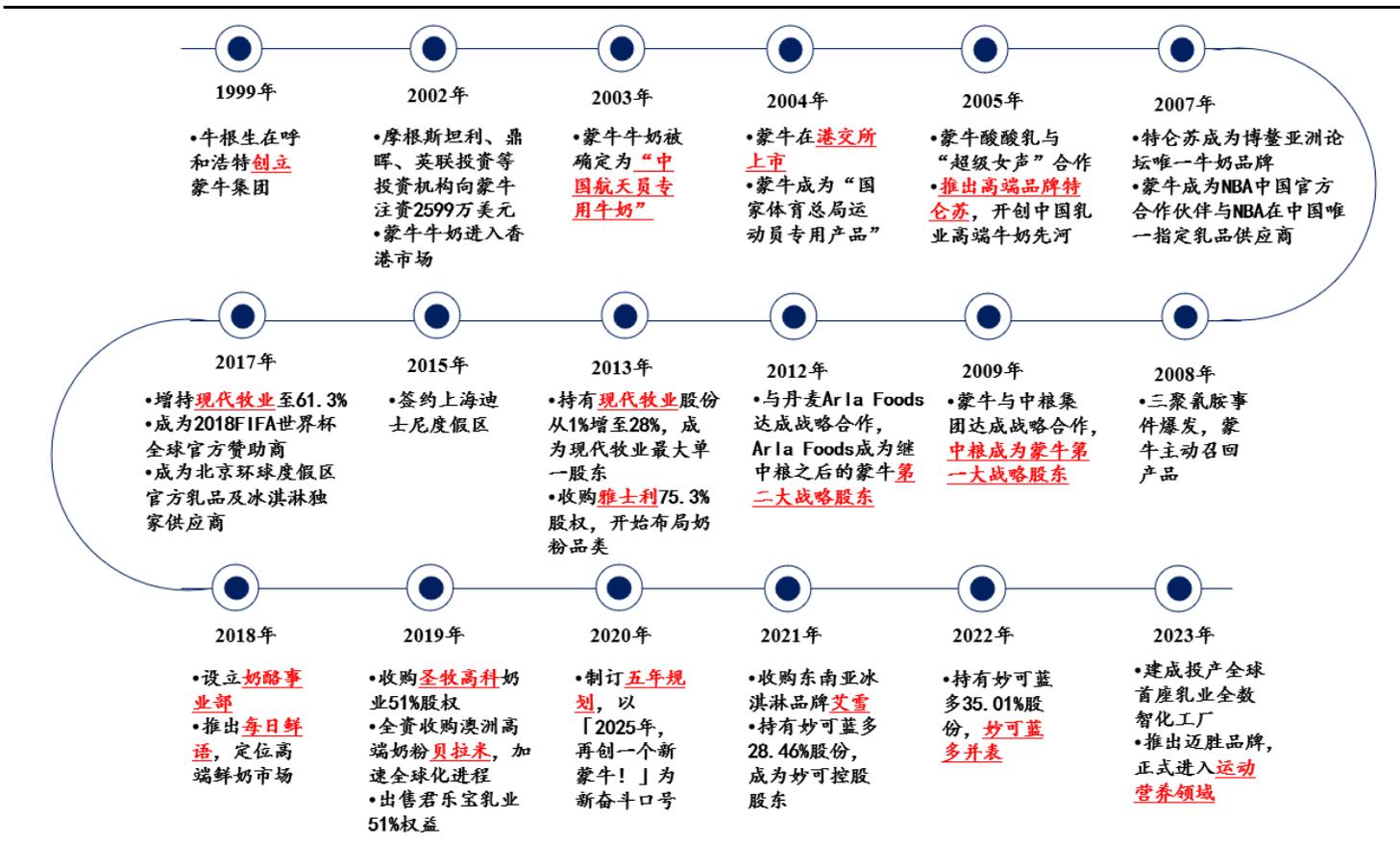
图 43:	2021 年主要国家奶酪人均消费量 (kg/人/年)	26
图 44:	2019-2022 年我国奶酪渗透率	27
图 45:	2023 年我国奶酪市场格局 (按零售额计)	27
图 46:	2019-2029E 印尼冰淇淋市场规模及增速	28
图 47:	2019-2029E 菲律宾冰淇淋市场规模及增速	28
图 48:	2021-2024E 印尼冰淇淋市场格局	28
图 49:	2021-2024E 菲律宾冰淇淋市场格局	28
图 50:	2013-2023 年公司资本支出结构 (亿元)	29
图 51:	2017-2023 年公司现金流变化	29
图 52:	2019-2023 年乳业龙头和港股食品饮料公司分红率对比	29
图 53:	乳业龙头和港股食品饮料公司股息率 TTM 对比	29
表 1:	2006 年至今公司战略目标变化	6
表 2:	公司管理层履历 (截至 2024H1)	8
表 3:	2013-2023 年公司推行的限制性股票激励计划	9
表 4:	蒙牛上游主要奶源布局 (数据截止到 2023 年末)	11
表 5:	2023 年全国主要乳企旗下规模牧场对比	12
表 6:	2024 年乳业供需平衡情景测算	19
表 7:	伊利、蒙牛主要常温白奶产品价格对比	21
表 8:	蒙牛鲜奶双品牌产品升级路径	23
表 9:	蒙牛三大酸奶品牌产品升级路径	25
表 10:	2020-2023 年蒙牛入股妙可蓝多过程	27
表 11:	2022-2026E 公司盈利预测	30
表 12:	可比公司估值	31

1. 砥砺前行二十载，继往开来谱新篇

1.1. 脚踏实地高质发展，群星璀璨组织蝶变

风云二十载，深耕行致远。1999年牛根生创立蒙牛集团，2004年公司于港交所上市，2014年3月成为入选恒生指数成份股的中国乳业第一股。2009年公司与中粮集团达成战略合作，中粮集团成为公司第一大股东，蒙牛正式进入“中粮时代”。2012年公司与丹麦Arla Foods达成战略合作，Arla Foods成为公司第二大战略股东，推动公司接轨国际标准。2020年公司制定五年规划，提出“再创一个新蒙牛”，战略目标持续升级。目前公司已经布局液奶、冷饮、奶粉、奶酪、运动营养等品类，乳业版图日臻完善。

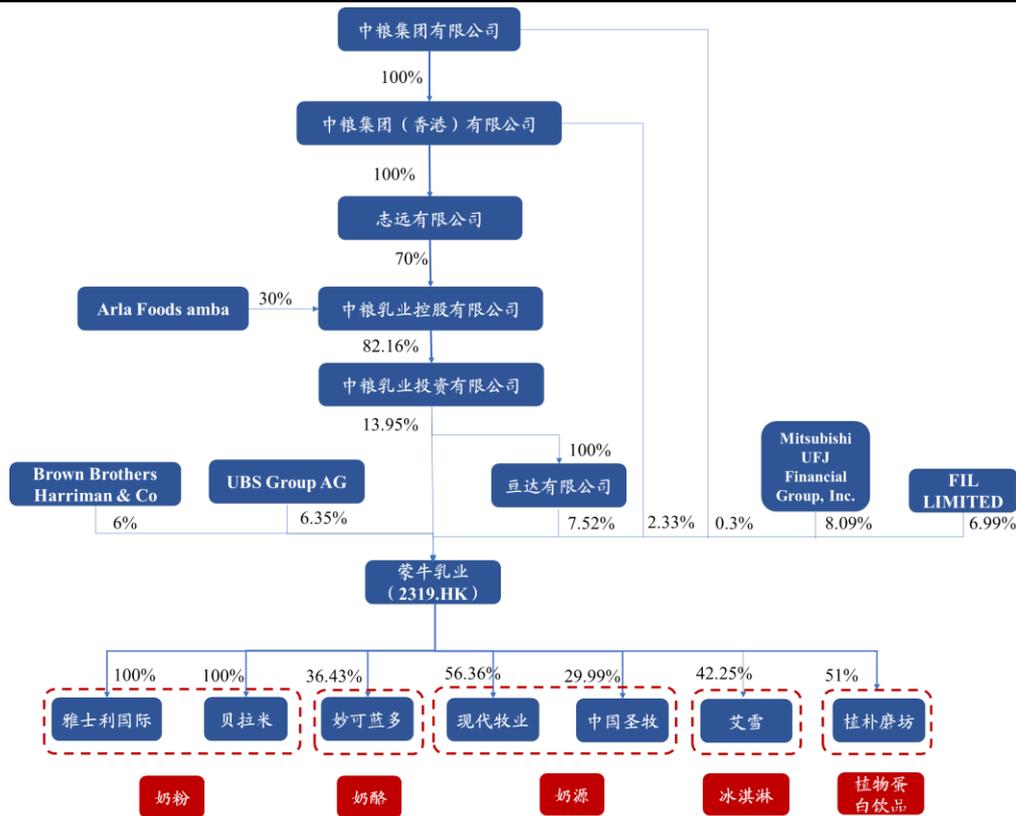
图1：蒙牛乳业发展历程



数据来源：公司公告，公司官网，中国经济网，人民网，东吴证券研究所

中外资股东背景雄厚，收并购完善多品类布局。截至2024H1，中粮集团控股、欧洲乳业巨头Arla Foods参股的中粮乳业投资有限公司合计持有公司23.84%的股权，中粮集团为公司第一大股东，中外资股东背景雄厚，助力公司深耕国内市场的同时迈向国际化。公司通过收并购持续完善上下游布局，在奶粉业务中通过收购雅士利、贝拉米夯实全球竞争力，在奶酪业务中通过收购妙可蓝多享受协同效应，在冷饮业务中收购东南亚领导品牌艾雪，在奶源方面通过控股现代牧业、中国圣牧来强化奶源建设，参控股公司业务线丰富。

图2：公司股权结构（截止到 2024H1）



数据来源：同花顺，公司公告，东吴证券研究所；注：股东数据截止到 2024H1；子公司持股包含直接持股和间接持股，数据截止到 2023 年末

全球化乳企奋进拼搏，战略目标逐步升级。2006 年公司提出要在 2010 年进入世界乳业 20 强，2009 年公司在全球奶业公司中位列第 19 位，成为首个跻身世界乳业前二十强的中国乳企，提前完成五年战略规划。2011 年公司提出新的五年规划目标是世界乳业前 10 强和国际化，并为此制定了清晰的业务增长战略和核心能力培养战略，2017 年公司首次进入全球乳业 10 强，顺利完成 2011 年战略规划。2017 年公司提出 2020 年实现销售额千亿人民币目标，但受疫情、出售君乐宝等因素影响，2020 年公司未能完成规划。2020 年公司进一步提出“2025 年，再创一个新蒙牛”的战略目标，未来公司有望在经营管理双轮驱动之下实现高质量发展。

表1：2006 年至今公司战略目标变化

时间	目标	完成情况
2006 年	2010 年要进世界乳业 20 强	2009 年全球奶业公司中名列第 19 位
2011 年	未来 5 年跨入世界乳业 10 强	2017 年首次进入全球乳业 10 强
2017 年	2020 年销售额达到千亿人民币	因疫情、出售君乐宝等因素影响，2020 年营收 760 亿元
2020 年	2025 年，再创一个新蒙牛！	

数据来源：公司公告，中国新闻网，东吴证券研究所

管理层迭代推动组织架构进化，新 CEO 有望开启发展新阶段。公司成立至今共经

历过五任管理层，管理层风格差异推动组织架构持续进化。

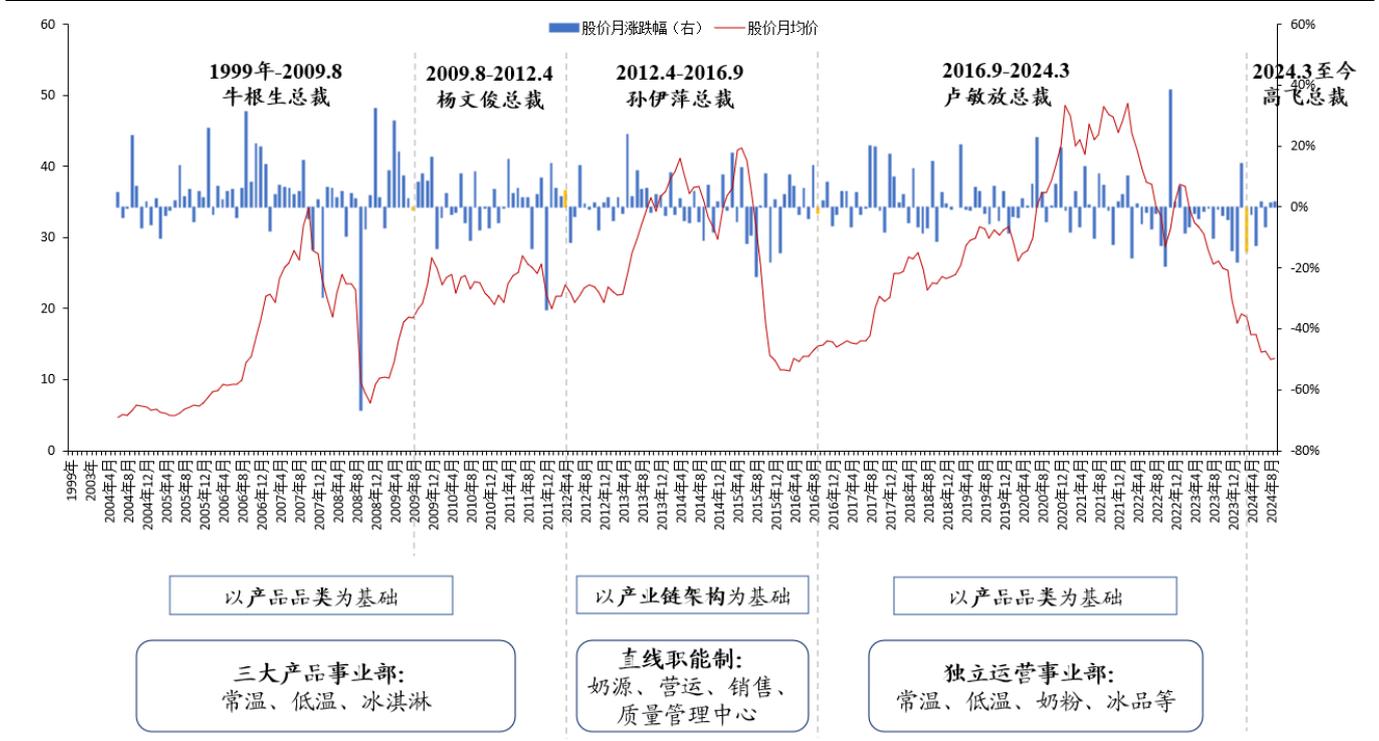
1) 1999-2012 年牛根生、杨文俊时代：1999 年牛根生创立蒙牛乳业，担任公司董事长、总裁。2006 年蒙牛十大元老之一杨文俊开始担任集团主营子公司内蒙古蒙牛乳业（集团）股份有限公司总裁，并于 2009 年正式成为公司总裁。牛根生、杨文俊时代期间，公司以产品品类为基础划分事业部，其中常温、低温、冰淇淋为三大核心事业部。

2) 2012-2016 年孙伊萍时代：2009 年中粮集团入主蒙牛，2012 年中粮系高管孙伊萍成为第三代总裁，从产业链角度出发，按照原奶、生产、物流、营销等职能划分重组组织架构，以促进对全产业链的管控。

3) 2016-2024 年卢敏放时代：2016 年卢敏放成为公司第四代总裁，将组织架构重新调整回事业部制，打造常温、低温、奶粉、冰品等独立运营的垂直事业部，以实现各业务单元均衡发展，加强资源协同与风险管控。

4) 2024 年开启高飞时代：2024 年 3 月 26 日起高飞担任公司总裁及执行董事，其于 1999 年加入蒙牛，历任销售及营销部区域经理、中心经理、销售总经理、营销总经理等职务，2016 年起担任集团副总裁、常温事业部负责人，为公司内部培养成才的销售骨干。目前高飞沿袭卢敏放时代的垂直事业部架构，推行以传统优势业务为主体、国际化、创新业务为两翼的一体两翼计划。

图3：公司成立以来管理层及组织架构调整



数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所；注：股价数据截止到 2024 年 9 月

表2: 公司管理层履历 (截至 2024H1)

姓名	现任职务	加入公司时间	工作经历
庆立军	董事会主席,非执行董事	2024 年	历任中粮可口可乐饮料有限公司副总经理、中国食品饮料事业部副总经理及中粮集团司战略部总监等职务, 现为中粮集团副总经理, 及于联交所上市的中国食品有限公司董事会主席、执行董事及董事总经理
高飞	总裁	1999 年	1999 年加入本集团, 历任销售及营销部区域经理、中心经理、销售总经理、营销总经理等职务, 2016 年起集团副总裁、常温事业部负责人, 拥有丰富的乳制品销售、营销推广和经营管理的实战经验
张平	副总裁, 首席财务官	2014 年	在快消品行业累积超过 33 年经验, 专责营运、财务及审计管理及风险监控。曾任太古饮料公司财务总监, 装瓶厂总经理; 可口可乐装瓶商生产控股有限公司首席执行官。张总亦为现代牧业、圣牧非执行董事, 妙可蓝多董事。
刘丽君	副总裁、集团人力资源负责人	2008 年	历任人事主管、人力资源部长、营销系统人力资源总监兼集团组织发展负责人、常温事业部人力资源中心总经理、助理副总裁—常温人力负责人兼集团人力资源管理专家中心负责人, 曾多次参与并成功主导集团级组织与人力资源变革项目, 在人力资源管理领域具有丰富理论和实践经验
陈易一	副总裁, 集团战略管理负责人	2021 年	先后服务于雀巢、国际纸业、利乐西得乐、华润创业等多家知名国际企业, 并分别担任全国商务经理、北亚区总监、战略副总裁, 总裁及执行董事等高管职务, 在快消品包括乳业及零售业服务多年, 在产业运营整合、战略规划管理及企业合作并购领域拥有丰富的经验
韩建军	副总裁、冰品事业部负责人	1999 年	历任冰品生产运营负责人、常温生产管理中心总经理、冰品事业部总经理等职务, 在常温及冰品供应链领域具备丰富的管理和实践经验, 并连续三年带领冰品事业部实现超百达成。
李鹏程	副总裁, 集团事务负责人	2018 年	曾任中央网络安全和信息化委员会办公室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)。
罗彦	副总裁, 低温事业部及鲜奶事业部负责人	2017 年	曾任通用磨坊全国销售总监、大中华区副总裁, 哈根达斯全球事业部总监, 历任本集团发展业务负责人等职务
温永平	副总裁, 集团研发创新负责人	1999 年	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、低温事业部负责人等职务, 在生产运营管理、奶源管理及核心业务经营管理领域拥有丰富的经验
闫志远	副总裁、奶粉事业部负责人	2002 年	曾为雅士利国际执行董事兼行政总裁, 2017 年 1 月起同时担任常温事业部销售管理中心总经理, 带领常温销售团队实现销售收入与市场份额的持续高增长。
杨志刚	副总裁, 安全质量部负责人	2017 年	曾任湖北省出入境检验检疫局副科长、科长、办公室副主任; 国家认证认可监督管理委员会注册管理部调研员、处长、副巡视员; 2013 年加入中粮集团后历任质量安全管理部总经理、审计与法律风控部副总监, 在安全质量与风控审计领域拥有丰富经验。
赵杰军	副总裁、奶源及牧业产业链负责人	2000 年	历任本集团销售大区经理、销售总监、运营总经理、计划物流总经理、供应链负责人等职务; 亦分别为现代牧业及中国圣牧非执行董事, 并于 2023 年 2 月起担任现代牧业董事会主席
郭伟昌	财务总监, 公司秘书	2007 年	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。曾任香港上市公司财务总监, 曾于国际会计师事务所工作。

数据来源: 公司公告, Wind, 东吴证券研究所

股权激励深度绑定团队, 激发内部活力。公司推出限制性股票激励计划、购股权计划、可换股债券等多种形式激发员工活力。2013 年公司推出限制性股票激励计划, 授予对象包括公司董事、高管、雇员及集团经销商, 并于 2022 年将此项计划延长至 2026 年。购股权计划方面, 公司分别于 2005 年和 2016 年推出为期十年的购股权计划, 持续激励内部优秀员工。2021 年 1 月 24 日公司发布 40 亿人民币的 5 年期定息可换股债券, 作为雇员激励计划下认购的金融投资产品, 与“五年再创一个新蒙牛”战略目标相呼应。

表3: 2013-2023 年公司推行的限制性股票激励计划

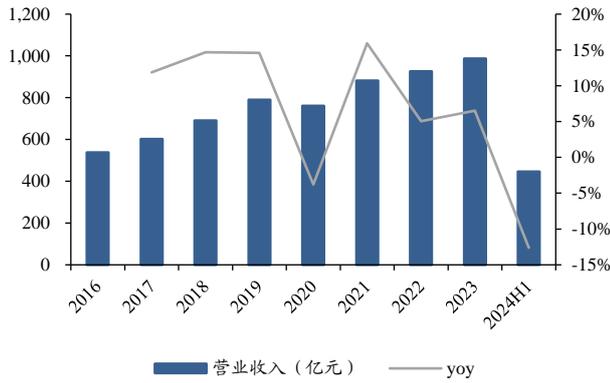
时间	授予对象	所授限制性股票数目 (万股)	职务
2013.4.26	孙伊萍	842.58	执行董事兼总裁
	其他高管及雇员	914.36	
2014.4.17	白璜	15.00	首席运营官兼执行董事
	其他高管及雇员	590.50	
2015.4.2	白璜	185.45	首席运营官兼执行董事
	其他高管及雇员	687.05	
2016.9.21	其他高管及雇员	1065.38	
2017.7.13	卢敏放	16.41	总裁兼执行董事
	吴文婷	7.03	副总裁兼执行董事
	其他高管及雇员	676.42	
2018.5.7	卢敏放	8.81	总裁兼执行董事
	吴文婷	6.60	副总裁兼执行董事
	其他高管及雇员	653.90	
2019.6.5	卢敏放	23.31	总裁兼执行董事
	其他高管及雇员	796.80	
2020.5.22	卢敏放	25.31	总裁兼执行董事
	其他高管及雇员	794.68	
2021.4.15	卢敏放	12.87	总裁兼执行董事
	其他高管及雇员	437.45	
2022.5.11	管理人员、部门 经理及其他雇员	553.32	
2023.4.3	中级管理人员、 部门经理及其他	662.62	

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

1.2. 笃行致远稳步扩张, 精益求精效率提升

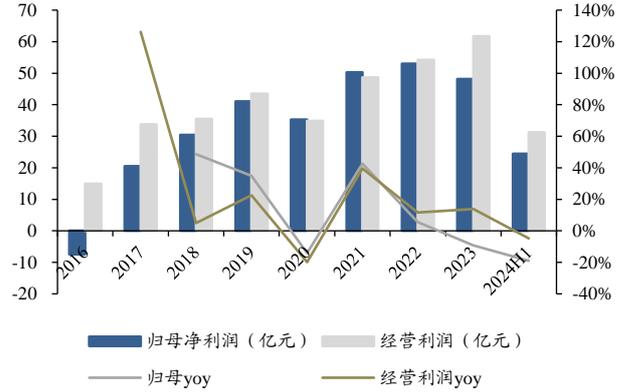
公司收入和经营利润总体保持增长态势, 2024H1 业绩承压。公司 2017-2023 年营业收入/归母净利润/经营利润 CAGR 分别为 9%/15%/11%, 收入和经营利润总体保持增长态势, 仅 2020 年因君乐宝出表导致短期波动; 归母净利润受减值、子公司出表等因素影响波动较大, 如 2016 年受雅士利商誉减值及大包粉减值影响, 公司归母净亏损 7.5 亿元; 2020 年受君乐宝出表影响, 归母净利润同比-14%; 2023 年受行业竞争加剧、大包粉减值等因素影响, 归母净利润同比-9.3%。2024H1 受需求疲软、原奶供大于求等因素影响, 公司收入/归母净利润/经营利润分别同比-13%/-19%/-5%, 业绩短期承压。

图4：2016-2024H1 公司营收及同比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

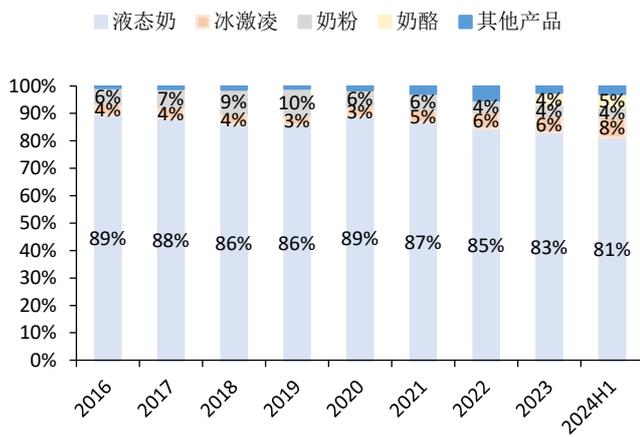
图5：2016-2024H1 公司归母净利润/经营利润及同比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

产品矩阵完善，多品类齐头并进。公司产品、品牌矩阵丰富，布局 UHT 奶、酸奶、乳饮料、低温鲜奶、冰激凌、奶粉、奶酪等多个细分品类。2016 年-2024H1 液态奶占公司收入比重超过 80%，其中常温奶高端产品升级成效显著，低温鲜奶打造核心双品牌每日鲜语和现代牧场。2024H1 公司冷饮/奶粉/奶酪收入占比分别为 8%/4%/5%，冷饮业务成长性较强，2017-2023 年收入 CAGR=15.7%，高于整体。公司通过收并购布局冷饮、奶粉、奶酪等新业务：奶粉业务方面，公司分别于 2013 年收购雅士利、2019 年收购贝拉米；奶酪业务方面，2022 年妙可蓝多并表，目前公司奶酪业务以妙可蓝多为主要运营平台；冷饮业务方面，公司于 2021 年收购东南亚领先的冰淇淋品牌艾雪。

图6：2016-2024H1 公司分品类收入占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图7：公司产品矩阵丰富

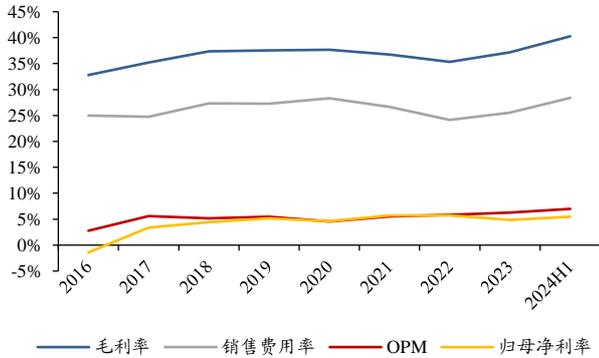


数据来源：公司年报，公司官网，东吴证券研究所

OPM 韧性较强，液奶盈利能力优化。2021-2022 年受原奶成本上涨影响，公司毛利率略有承压，但公司坚持控费，销售费用率优化推动公司 OPM 和归母净利率持续提升。2023-2024H1 原奶供大于求推动奶价下行，成本红利释放推动公司毛利率改善，但由于奶源消化压力较大，行业竞争加剧，公司销售费用率略有提升、喷粉减值增加，综合成本、费用影响，公司 OPM 仍稳健提升，但受减值、联营公司收益减少等因素影响，公

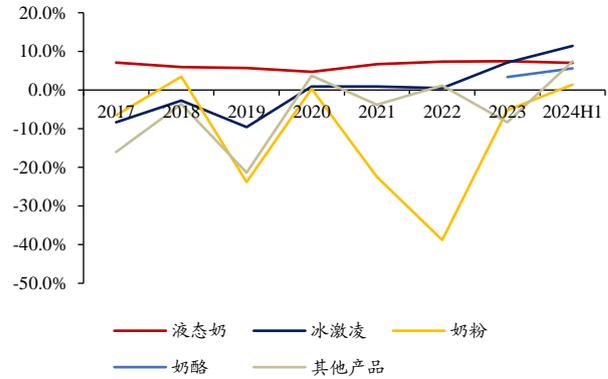
司归母净利率表现疲软。分部来看,2021-2023年公司液奶分部经调整税前利润率从6.7%提升到7.5%,盈利能力优化,奶粉、冷饮分部利润率波动较大。

图8: 2016-2024H1 公司盈利能力变化



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图9: 2017-2024H1 公司各分部经调整税前利润率



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2. 竞争力: 前瞻布局厚积薄发, 乳业龙头坚如磐石

2.1. 产能: 前瞻布局优质奶源, 夯实双寡头地位

前瞻性布局优质奶源, 持续强化上游控制力。2005年蒙牛澳亚国际示范牧场正式开业,是中国首间引进先进挤奶机器人的牧场,公司上游布局拉开序幕。目前公司和上游牧业有三种合作模式: 1) 参控股公司如现代牧业、中国圣牧; 2) 订长期合同、合作紧密的战略合作伙伴,如原生态牧业; 3) 相对松散的社会化牧场。其中现代牧业、中国圣牧两个战略性牧场是公司上游核心基本盘,也是公司主力高端产品特仑苏的大基地,公司持续通过股权投资深化合作: 1) 2013年公司增持现代牧业并成为其最大单一股东,并于2017年进一步增持,截止到2023年末,公司持股现代牧业比例达到56.36%,约定现代牧业将70+%原奶供应给蒙牛; 2) 2018年公司收购中国圣牧奶业业务51%股权,并于2020年成为中国圣牧第一大股东,双方约定中国圣牧对公司的有机奶供给比例不低于80%。

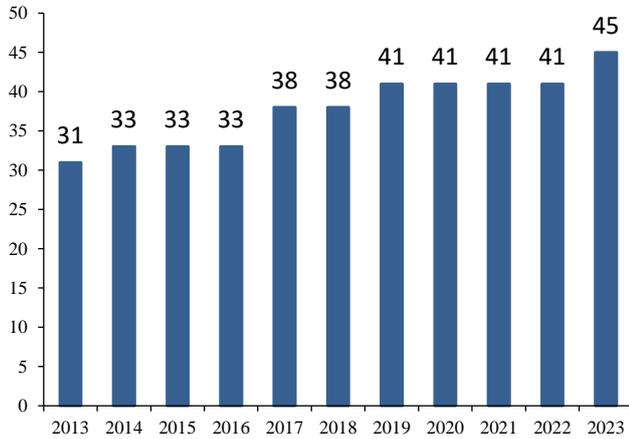
表4: 蒙牛上游主要奶源布局 (数据截止到2023年末)

牧场	合作方式	年产量 (万吨)	奶牛数量 (万头)	奶牛年单产 (吨)	牧场分布
现代牧业	持股 56.36%	255	45.06	12.60	西北、内蒙、巴盟、塞北、东北、察北、华北、华中、华东大区, 共42个牧场
中国圣牧	持股 29.99%	71.1 (其中有机奶 54.8)	14.8 (其中有机牧场奶牛 9.6)	11.38	共34个牧场, 其中18个有机牧场
上陵牧业	战略合作; 持股 2.3%	16.4	2.75	9.57	宁夏, 8个
原生态牧业	战略合作	46	10.25	11.6	在黑龙江、吉林共11个奶牛牧场

数据来源: 各公司年报, 2024年中国奶业统计资料, 东吴证券研究所

产能稳步扩张，支撑公司高质量发展。公司持续加强全国生产布局，2016年公司规模化、集约化的奶源比例达到100%，2023年公司在全国共设有生产基地45个，并设在印度尼西亚2个、澳洲2个、菲律宾1个及新西兰1个生产基地，年产能共有1404万吨，2020-2023年产能复合增速达到12%，有效支撑公司成长。

图10: 2013-2023年公司国内生产基地数量



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图11: 2006-2023年公司年产能及同比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

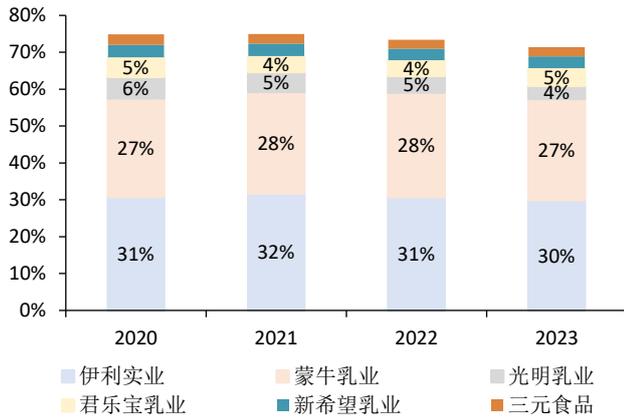
乳企龙头奶源优势较强，双寡头地位稳固。横向对比我国主要乳企旗下规模化牧场，伊利股份旗下优然牧业和蒙牛乳业旗下现代牧业年产量和奶牛存栏量领先，龙头上游控制力较强。生鲜乳是乳制品最大的单一原材料，龙头对上游原料强控制导致行业集中度较高，2020-2023年蒙牛收奶量占我国生鲜乳总产量比重保持在27-28%，基本匹配其在乳制品终端市场中的市占率。考虑到上游牧场重资产属性突出，我们认为未来资金实力强劲的龙头乳企有望持续夯实奶源竞争力，乳企双寡头地位稳固。

表5: 2023年全国主要乳企旗下规模牧场对比

所属乳企	牧场名称	牧场数 (个)	总存栏 (万头)	牛奶产量 (万吨)
伊利股份	优然牧业	91	58.27	302.02
	优源牧业	9	8.00	50.00
蒙牛乳业	中国圣牧	34	14.80	71.10
	现代牧业	42	45.06	255.00
光明乳业	光明牧业	25	11.60	61.30
三元食品	首农畜牧	28	9.76	56.85
新希望乳业	新希望生态牧业	12	4.83	28.44
	宁夏新希望贺兰山牧业	1	1.14	8.09
君乐宝乳业	河北乐源牧业	32	18.70	84.00

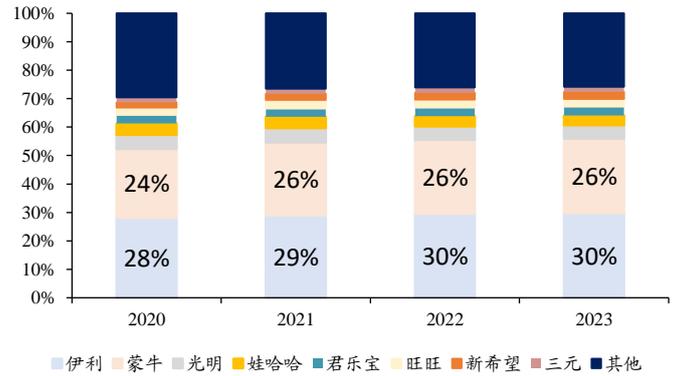
数据来源：2024年中国奶业统计资料，优然牧业/现代牧业/中国圣牧2023年报，东吴证券研究所

图12: 2020-2023 年主要乳企收奶量占生鲜乳总产量比重



数据来源: 2024 年中国奶业统计资料, 农业农村部, 东吴证券研究所

图13: 2020-2023 年我国乳制品市场格局 (按零售额计)

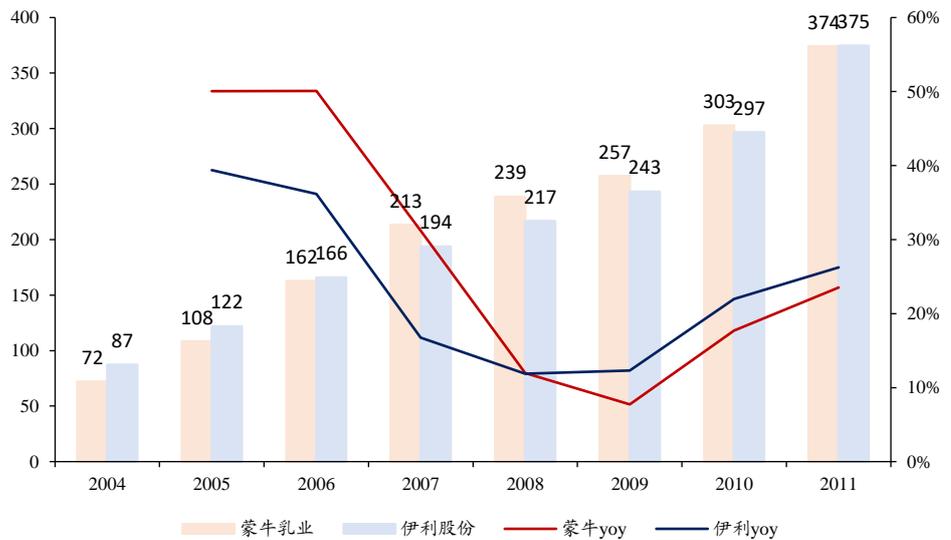


数据来源: 欧睿国际, 东吴证券研究所

2.2. 渠道: 贯彻 RTM 渠道战略, 持续推进渠道下沉

公司早期通过大商制迅速开拓市场。早期公司采取大商制进行渠道开拓, 联手实力较强的经销商迅速占领高线市场, 2004 年公司全国独家第三方经销商数量超过 1000 家, 2005 年进一步拓展到超过 2500 家, 在保持一线市场领导地位的同时逐步开发二三级市场。伊利则从 2006 年起在全国推出纵贯南北, 辐射东西的“织网计划”, 推广扁平化渠道管理, 由总部直接参与进行深度分销。大商制易于利用大经销商资源快速铺开, 但大商制下经销商话语权高, 渠道下沉效率较低; 深度分销初始时推进速度慢, 但企业对终端掌控力度强, 可以持续有效下沉。2004-2007 年蒙牛收入增速快于伊利, 2007 年蒙牛收入体量超过伊利, 但 2009-2011 年伊利增速均高于蒙牛, 并于 2011 年收入反超蒙牛。

图14: 2004-2011 年伊利、蒙牛营收 (亿元) 及同比对比



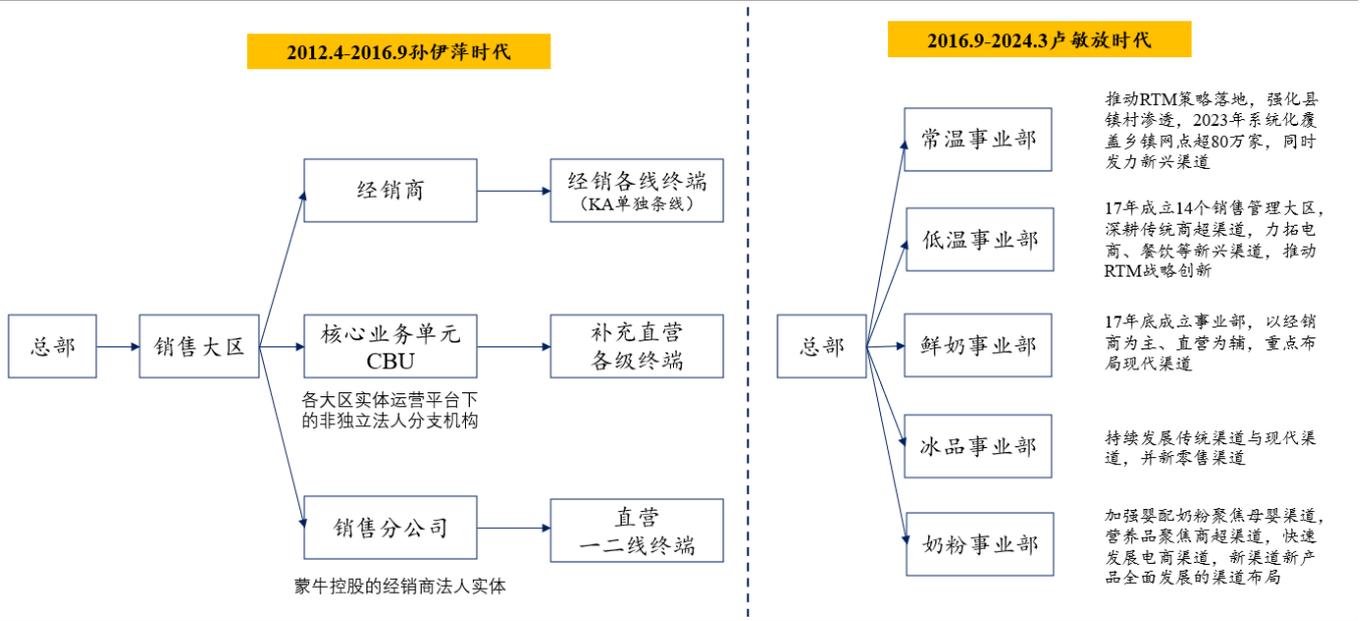
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

孙伊萍时代启动 RTM 项目，推进渠道扁平化。2012 年 4 月孙伊萍担任公司 CEO，开始全面调整销售渠道体系：（1）缩减销售管理系统层级，决策方由总部向销售前端前移；（2）对原有的常温、低温、冰淇淋营销中心进行资源整合，依据销售管理、渠道营销等关键职能搭建统一平台；（3）制定终端标准化流程及检查流程，对所有终端售点实行标准化管理。2015 年公司启动并加快推进 RTM 项目，确立以经销商为主体，经销商、销售公司及核心业务单元(CBU)长期并存发展的销售运营模式，加强经销商直控体系，逐步提高销售公司和 CBU 模式下的直销量占比。渠道层级减少+直营占比提升推动公司渠道效率提升，但公司品类众多、发展情况不一，营销资源整合成统一平台导致公司总部话语权过重，部分培育期品类无法得到充足资源发展。

卢敏放时代深化 RTM 策略，加速渠道下沉。2016 年 9 月卢敏放开始担任公司 CEO，2017 年完成新事业部制组织变革后，在新事业部组织架构下，公司市场营销管理由常温、低温、奶粉、冰淇淋事业部各司其责，基于细分品类进行渠道下沉。

- **常温事业部：**2018 年进一步完善 RTM 布局，联合镇村通工程，加速渗透三四线城市及乡镇市场，并推行星火计划，加强镇村终端覆盖。2019 年常温事业部“智网系统”已 100%覆盖全国市场，实现销售管理数字化。2023 年公司常温业务已覆盖乡镇超 2.6 万个，系统化覆盖乡镇网点超 80 万家。
- **低温事业部：**2017 年低温成立 14 个销售管理大区，深耕传统商超，开拓电商等新渠道。2018 年 4 月启动核心及 A 类市场渠道，打造精耕样板市场，同时加强零售系统线上线下合作。2020 年快速布局新零售，持续通过提升网点数量、优化渠道结构及完善数字化管理等方式，不断深化渠道下沉。
- **鲜奶事业部：**2017 年底公司设立鲜奶事业部。2019 年基于以经销商为主、直营为辅、重点布局现代渠道的渠道策略，公司鲜奶产品覆盖到华东、华南、华北、华中及东北等区域 24 个省份和 50 个重点城市。
- **奶粉事业部：**秉持婴配聚焦母婴渠道、营养品聚焦 KA 商场、新渠道新产品全面发展的渠道策略。
- **冰品事业部：**加大布局新零售、便利店及自动售卖机，同时加大直营布局。

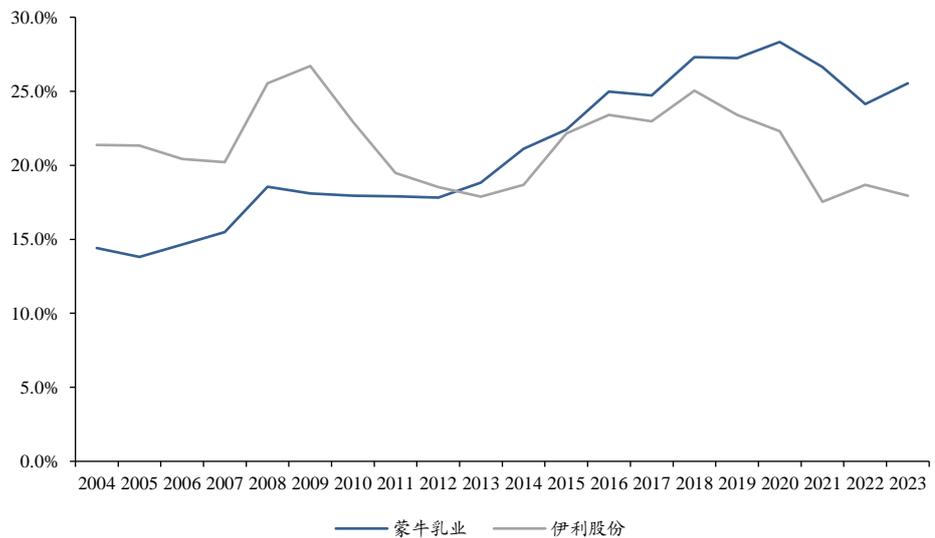
图15: 2012-2024 年公司渠道结构变化



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

销售费用率高于竞对, 近年费用率优化。2012 年公司开启渠道扁平化改革后直营占比增加, 销售费用率提升, 2021-2023 年随着 RTM 战略和数字化转型深化, 公司销售费用率较 2018-2020 年有所降低, 线下渠道效率提升。横向对比来看, 受直营渠道占比较高、渠道下沉较晚等因素影响, 2013 年至今公司销售费用率始终高于伊利, 未来随着渠道改革深化, 公司销售费用率优化空间较大。

图16: 2004-2023 年伊利、蒙牛销售费用率对比



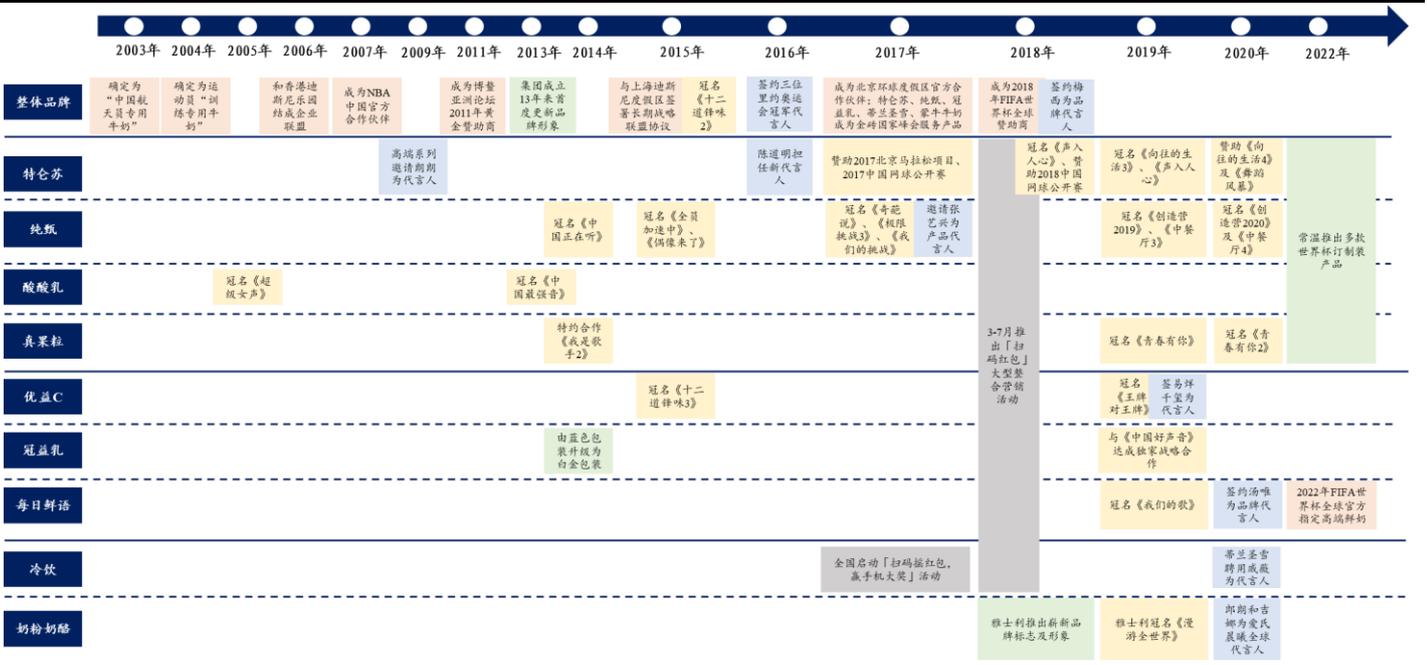
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2.3. 品牌: 多元化营销, 品牌力领先行业

多元化营销, 子母品牌充分联动。公司通过子母品牌框架开展营销活动, 充分整合

内部营销资源，提升营销效率。公司母品牌突出品牌价值，聚焦官方活动 IP，先后成为中国航天员专用牛奶、NBA 中国官方合作伙伴、金砖国家峰会服务产品、北京环球度假区官方合作伙伴、FIFA 世界杯全球赞助商等，并于 2018 年签约梅西为品牌代言人，持续提升蒙牛品牌的认知度。子品牌则以冠名综艺节目、签约热门明星、扫码红包等营销活动为主，有利于各品牌结合自身特点开展精准营销。

图 17: 2003-2023 年公司分品牌主要营销活动



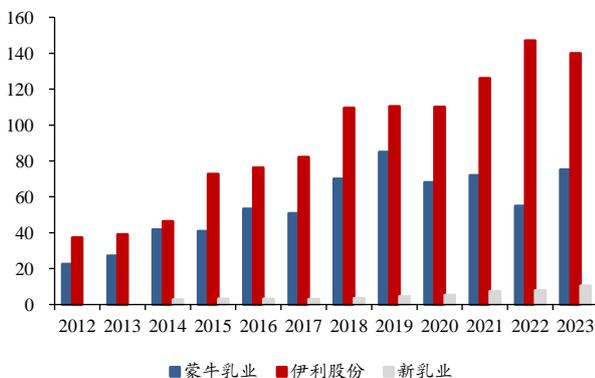
数据来源：公司公告，人民日报，东吴证券研究所整理

注：橘色为合作伙伴活动，黄色为冠名活动，蓝色为代言人活动，绿色为品牌形象活动，灰色为特殊营销活动

强营销投入夯实行业地位，双寡头品牌力领先行业。2012-2023 年伊利、蒙牛广宣费用体量远超区域乳企新乳业，龙头乳企营销资源丰富、实力雄厚，进一步夯实双寡头地位。根据 Brand Finance 发布的《2024 年全球乳制品品牌价值 10 强榜单》，伊利蝉联第一，蒙牛全球第三地位稳固，仅次于达能。

图 18: 2012-2023 年主要乳企广宣费用 (亿元)

图 19: 2024 年全球乳制品品牌价值 10 强

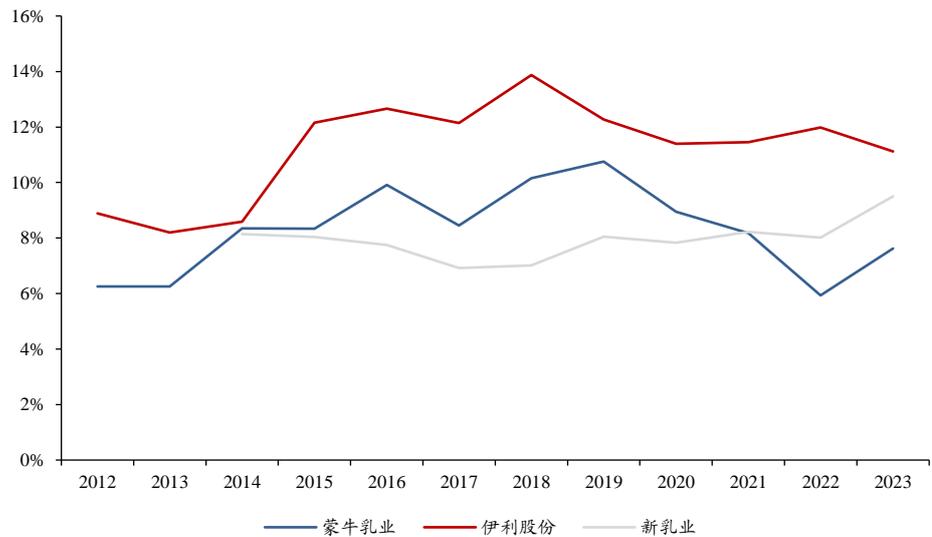


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

数据来源：Brand Finance，东吴证券研究所

营销效率较高，近年来广宣费用投放理性。2012年孙伊萍总裁上任后成立了分管不同品牌类别的品牌中心，依据不同的方向和重点管理每一类品牌，并重新梳理子品牌整体架构，制订了集中资源打造个别重点品牌的策略，品牌发展重点为特仑苏、纯甄等。但由于竞对伊利强势培育常温酸，双寡头竞争加剧，2012-2016年伊利、蒙牛广宣费用率均有所提升。2016年卢敏放总裁到任后，公司各品牌营销资源投入更为均衡，低温、冷饮、奶粉、奶酪等品类齐头并进，营销资源协同利用+双寡头竞争缓和推动公司广宣费用率2020-2022年回落。横向对比来看，2012年至今伊利广宣费用率均高于蒙牛，反映出蒙牛高效营销能力。

图20：2012-2023年伊利、蒙牛、新乳业广宣费用率对比



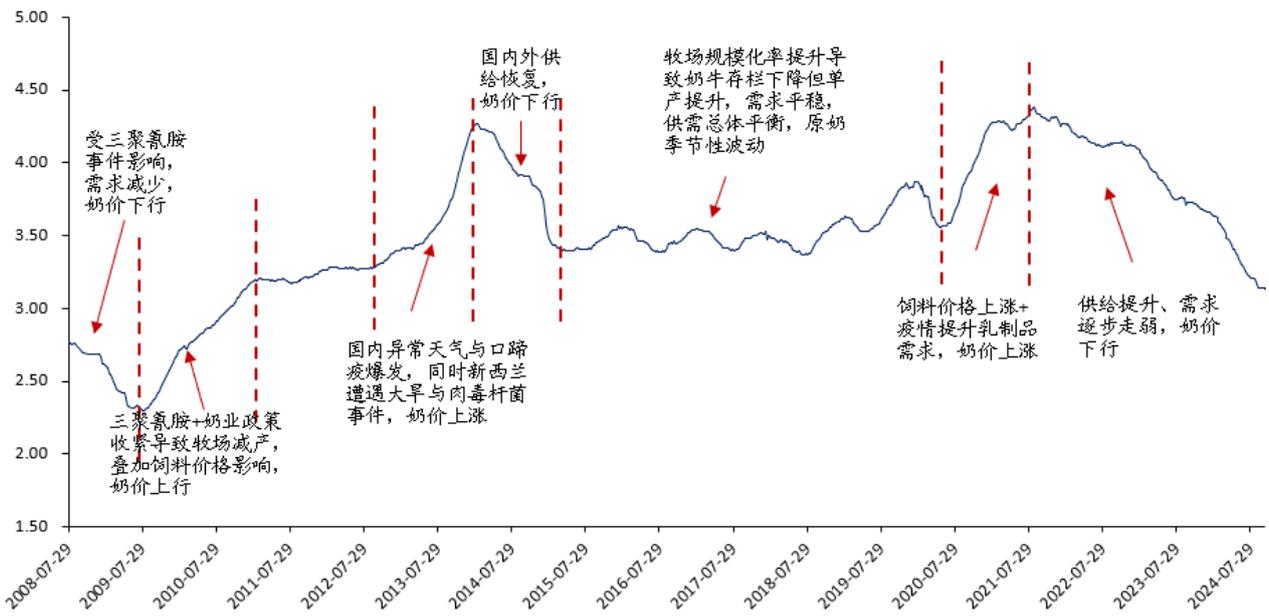
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3. 液奶成长性：短期受益周期向上，长期聚焦结构升级

3.1. 短期：行业原奶周期向上，公司盈利拐点加速

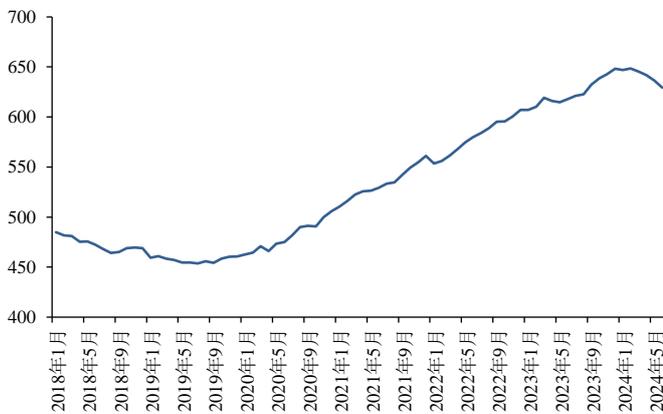
2021年9月开始的第三轮奶价调整期时间长、幅度大。供给端，2019年原奶供需紧平衡，下游乳企为抢占奶源开始加码上游，奶牛存栏量于2019年9月见底后回升；由于奶牛养殖周期为2年，2021年9月起原奶新产能释放，生鲜乳供应量提升。需求端，疫情影响消退+宏观经济疲软致23年至今需求走弱，2024年1-7月我国乳制品产量同比下降3.4%。生鲜乳供需剪刀差放大导致奶价持续下行，2021年9月-2024年9月生鲜乳价格下滑27.6%，需求走弱超预期+规模化牧场抗压性较强导致本轮原奶周期比以往调整时间更长、幅度更大。

图21: 2008.07-2024.10 原奶价格走势图 (元/kg)



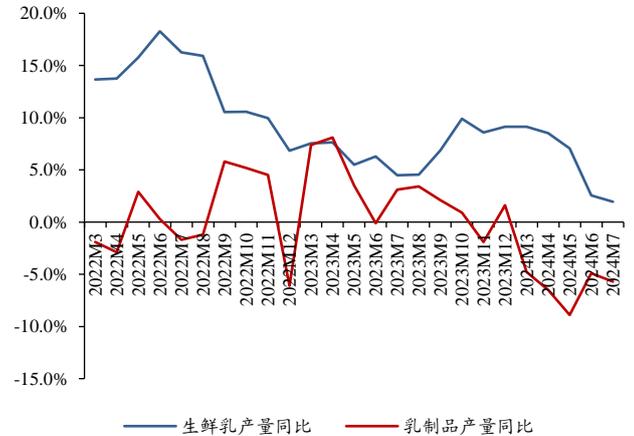
数据来源: 农业农村部, 东吴证券研究所; 数据截止到 2024 年 10 月 10 日

图22: 2018.01-2024.06 我国奶牛存栏量 (万头)



数据来源: 农业农村部, 东吴证券研究所

图23: 2022.01-2024.07 我国生鲜乳/乳制品产量同比



数据来源: 农业农村部, 国家统计局, 东吴证券研究所; 注: 生鲜乳/乳制品产量分别为生鲜乳供需指标

上游加大去产能力度+下游政策提振需求, 预计 25 年原奶有望供需平衡。 供给端, 原奶供大于求导致上游牧场经营压力较大, 上游加速淘汰产能, 24 年 4-6 月我国奶牛存栏数量持续环比回落, 截止到 2024 年 6 月末, 我国奶牛存栏量 630 万头, 较 24Q1 末减少 16 万头。需求端, 2024 年 9 月农业农村部等七部门联合印发《关于促进肉牛奶牛生产稳定发展的通知》, 其中提到, 要促进牛肉牛奶消费, 鼓励有条件的地方通过发放消费券等方式, 拉动牛奶消费。2024 年 7 月中国奶业发展战略研讨会反馈, 2024 年上游产

能增长率需达到-5%才能缓解产能过剩，我们认为未来随着政策逐步落地，乳制品需求有望提振，我们预计25年原奶有望实现供需平衡。

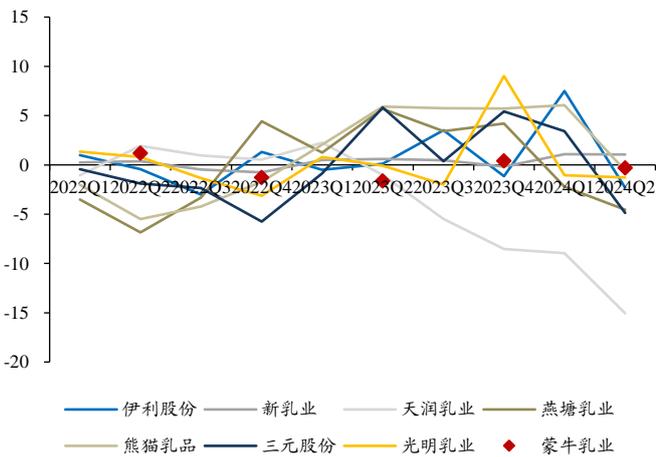
表6: 2024年乳业供需平衡情景测算

	2023	2024E	
		情景 1: 自然增长率 3%	情景 2: 自然增长率 -5%
规模场奶牛 (万头)	640	667	616
进口奶牛 (万头)	12	8	8
成母牛单产 (吨/头)	9.5	9.7	9.7
商品奶产量 (万吨/年)	3008	3264	3014
商品奶产量 (万吨/天)	8.2	8.9	8.3
乳企实际需求量 (万吨/天)	7.7	8.1	8.1
供大于求 (万吨/天)	0.5	0.86	0.17
供大于求 (万吨/年)	197	313	63

数据来源: 2024年中国奶业发展战略研讨会现场资料, 东吴证券研究所; 注: 规模场奶牛含进口奶牛

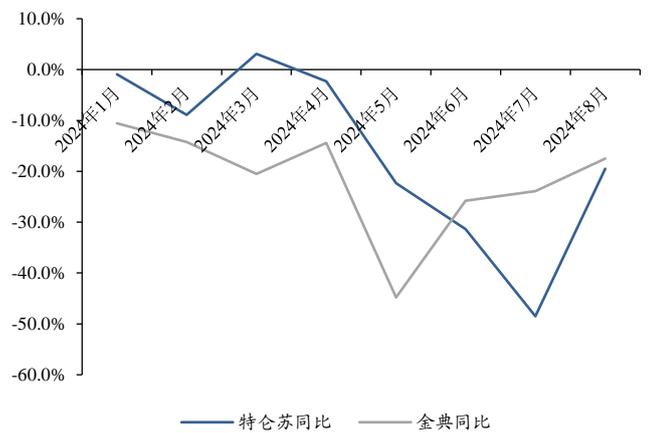
供需失衡致公司 24H1 盈利能力承压, 未来周期向上有望推动公司盈利能力改善。
原奶供需失衡导致乳企奶源消化压力加大, 行业竞争被动加剧, 根据天猫淘宝数据, 2024年4-7月蒙牛特仑苏、伊利金典等常温白奶重点品类均价均同比下降, 吨价承压叠加费用率提升、减值损失增加等因素影响, 24H1 公司销售净利率同比-0.3pct, 盈利能力承压。未来随着原奶供需边际改善, 行业竞争有望边际缓和, 公司盈利能力有望进入向上通道。

图24: 22Q1-24Q2 主要乳企单季度销售净利率同比 (pct)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所; 注: 蒙牛乳业为半年度数据

图25: 2024年1-8月特仑苏、金典线上均价同比



数据来源: 天猫淘宝, 东吴证券研究所

3.2. 中长期: 精耕基本盘, 聚焦结构升级

3.2.1. 常温白奶: 特仑苏守播高端市场, 液奶基本盘稳固

常温白奶市场进入成熟期，未来行业以价增为主。经济发展、消费者健康意识推动2009-2014年我国常温白奶市场高速发展，但随着渗透率提升，2015年起常温白奶市场逐步进入成熟期，2015-2023年市场规模复合增速4.75%，其中量价CAGR分别为1.3%/3.5%，欧睿预计2023-2028年我国常温白奶市场规模CAGR=3.85%，其中量价CAGR=0.78%/3.1%，行业增长以价增为主，结构升级为主要方向。

图26: 2009-2028E 我国常温白奶市场规模及同比

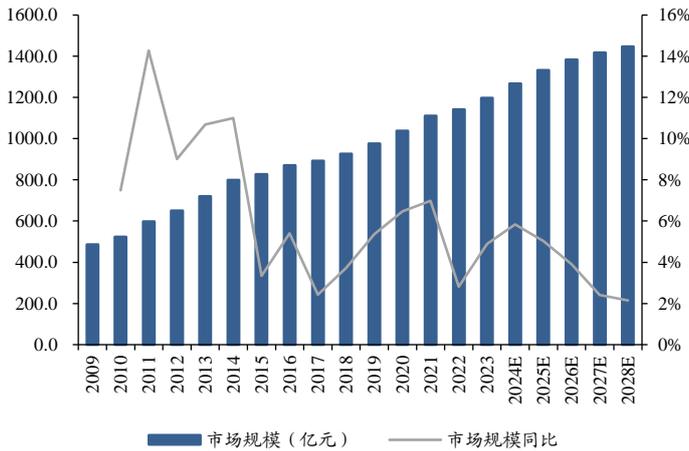
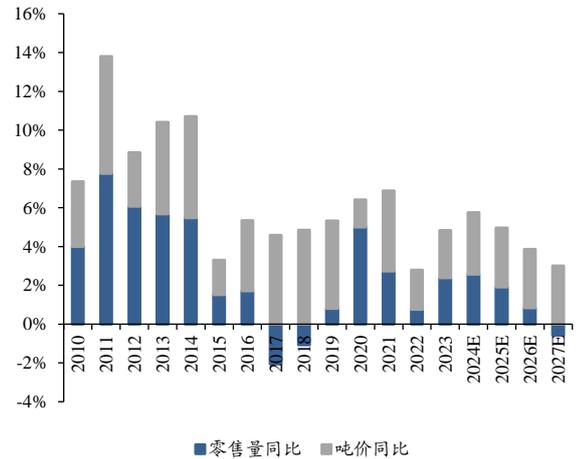


图27: 2010-2027E 我国常温白奶零售量价同比

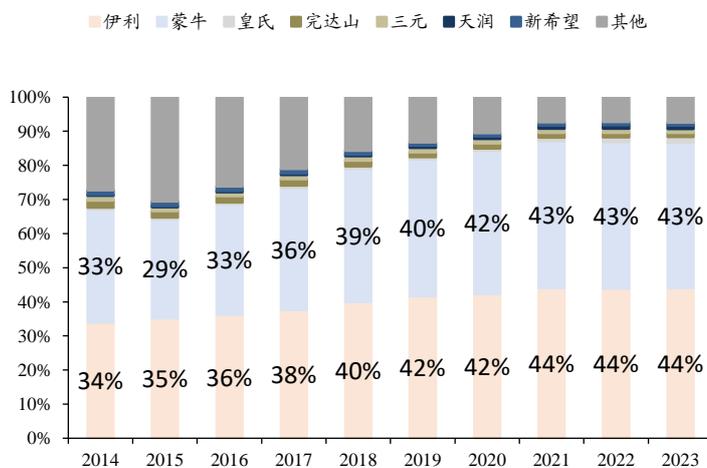


数据来源：欧睿国际，东吴证券研究所

数据来源：欧睿国际，东吴证券研究所

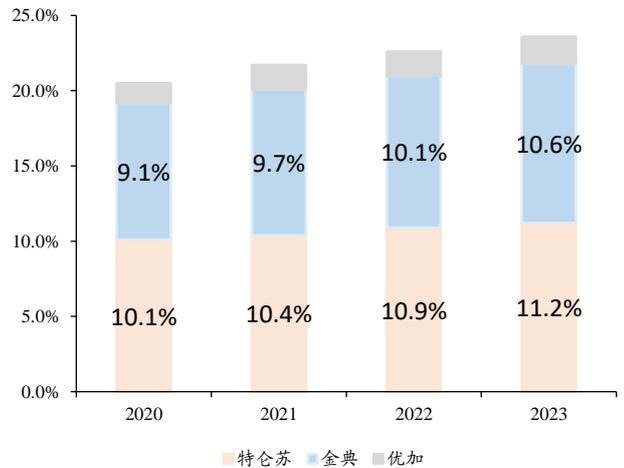
常温白奶双寡头格局稳定，蒙牛特仑苏领军高端白奶市场。我国常温白奶市场双寡头格局稳定，凭借奶源、渠道等优势，双寡头伊利、蒙牛合计市占率从2014年的67%提升到2023年的87%，2023年伊利、蒙牛市占率分别为44%/43%，双寡头体量相当。高端白奶细分品类中，蒙牛特仑苏市占率领先，2023年特仑苏在饮用奶市场中市占率11.2%，高于伊利金典和光明优加。

图28: 2014-2023 年我国常温白奶市场格局（零售额计）



数据来源：欧睿国际，东吴证券研究所

图29: 2020-2023 年饮用奶市场中高端白奶品牌占比



数据来源：欧睿国际，东吴证券研究所

公司常温白奶价格带丰富，K型布局完善。公司常温白奶主要包括蒙牛、特仑苏等品牌，其中特仑苏定位高端，蒙牛主品牌定位平价，产品价格带丰富，覆盖多层次消费人群需求。横向对比来看，公司主要常温白奶产品定价略低于伊利，产品性价比较高，但特仑苏有机梦幻盖、特仑苏沙漠有机等超高端系列产品定价较高。

表7: 伊利、蒙牛主要常温白奶产品价格对比

品牌	产品名	价格(元)	规格	品牌	产品名	价格(元)	规格
蒙牛	蒙牛纯牛奶	39.9	250ml*16盒	伊利	伊利纯牛奶	44.3	250ml*16盒
	蒙牛低脂高钙牛奶	49.9	250ml*16盒		伊利低脂高钙牛奶	69.9	250ml*21盒
	蒙牛脱脂型牛奶	79	250ml*24盒		伊利脱脂型牛奶	84	250ml*24盒
特仑苏	特仑苏纯牛奶	56.9	250ml*16盒	金典	金典纯牛奶	61.8	250ml*12盒
	特仑苏纯牛奶梦幻盖	79.9	250ml*10盒		金典纯牛奶梦幻盖	81.8	250ml*10盒
	特仑苏有机纯牛奶梦幻盖	88	250ml*10盒		金典有机纯牛奶梦幻盖	79.9	250ml*10盒
	特仑苏沙漠有机纯牛奶梦幻盖	118	250mL*10包		金典 A2 β -酪蛋白有机梦幻盖	89.9	250mL*10包

数据来源：京东，东吴证券研究所；数据截止到2024年10月7日

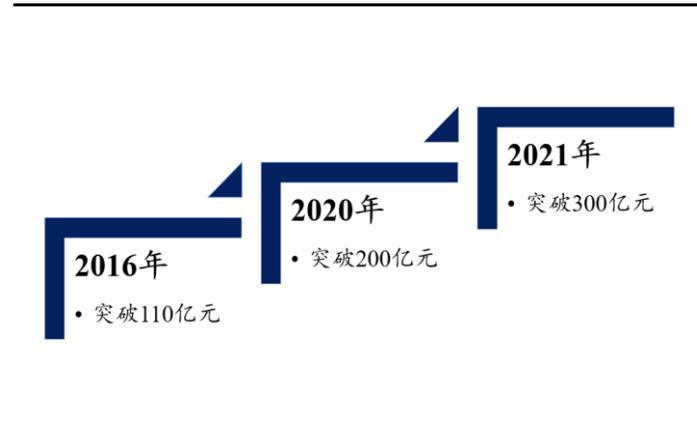
特仑苏持续进化，有望推动公司常温白奶结构升级。2005年公司推出中国首个高端乳品品牌特仑苏，率先抢占高端白奶阵地，此后持续细分产品线，如于2008年推出特仑苏有机奶，2016年升级特仑苏优质乳蛋白含量和钙含量，2018年公司率先推出梦幻盖有机纯牛奶，2019年升级梦幻盖包装开启特仑苏3.0时代，2021年推出沙漠有机纯牛奶。随着产品矩阵完善，特仑苏规模持续扩张，2021年销售额超300亿元，成为乳制品行业明星大单品。未来随着渠道下沉和产品推新，特仑苏有望稳健增长，有效推动公司常温白奶产品结构升级，公司常温白奶基本盘稳固。

图30: 2005-2023年特仑苏升级之路

时间	特仑苏升级之路
2005年	成功推出特仑苏
2008年	推出特仑苏有机奶
2010年	推出添加植物甾醇酯并搭配膳食纤维的醇纤特仑苏
2014年	新增特仑苏环球精选纯牛奶和特仑苏谷粒
2016年	全新升级产品及包装，每100毫升牛奶中优质乳蛋白含量从3.3克提升至3.6克，钙含量从110毫克提高至120毫克
2017年	推出针对泛运动人群的超高端M-PLUS高蛋白牛奶
2018年	推出梦幻盖有机纯牛奶
2019年	推出全新升级包装梦幻盖纯牛奶，开启特仑苏3.0时代
2020年	梦幻盖系列推出升级版特仑苏有机纯牛奶及特仑苏纯牛奶新品
2021年	推出沙漠有机纯牛奶及CBP高钙纯牛奶
2022年	推出4.0g沙漠有机纯牛奶
2023年	推出特仑苏有机纯牛奶苗条如木装

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图31: 2016-2021年特仑苏销售额持续提升



数据来源：界面新闻，FBIF食品饮料创新，Foodaily每日食品，东吴证券研究所

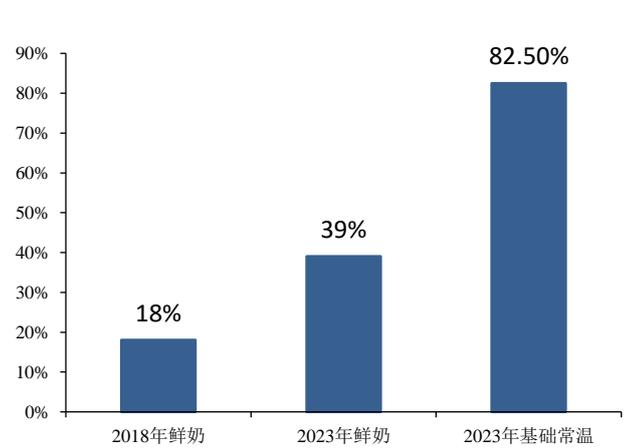
3.2.2. 低温鲜奶：品类仍处渗透红利期，公司有望量利齐增

我国鲜奶市场仍处于渗透期，行业成长性较强。随着健康意识提升、冷链基础设施完善，我国鲜奶渗透率从2018年的18%提升到2023年的39%，2015-2023年我国鲜奶市场规模复合增速8.3%，其中量价CAGR分别为4.4%/3.8%，渗透率提升带来的量增为行业主要增长动力。对比常温奶，我国鲜奶渗透率仍有提升空间，欧睿预计2023-2028年我国鲜奶市场规模CAGR=7.3%，其中量价CAGR=4%/3.2%，行业增速高于常温白奶市场，成长性较强。

图32：2009-2028E 我国鲜奶市场规模及同比



图33：鲜奶、基础常温产品渗透率对比

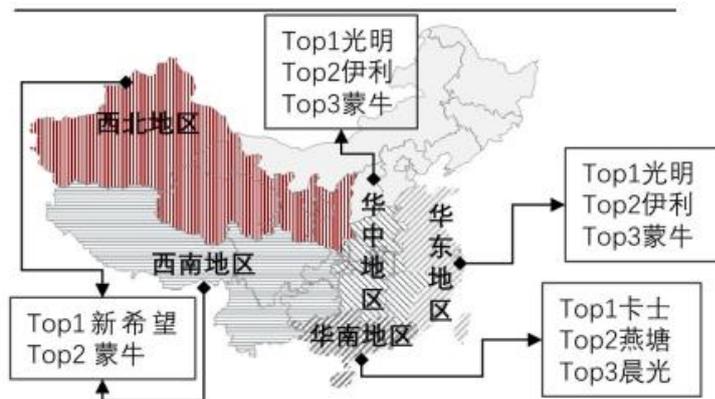


数据来源：欧睿国际，东吴证券研究所

数据来源：凯度，中国奶业协会，东吴证券研究所

低温鲜奶市场区域割据，蒙牛市占率仅次于光明。短保属性导致低温鲜奶运输半径受限，整体市场较为分散。光明在华东区域以鲜奶起家，品牌力强劲，西北区域鲜奶龙头为新希望，华北地区则为三元。近年来蒙牛、伊利等全国性乳企积极布局鲜奶业务，凭借奶源、渠道、品牌优势快速发展，尼尔森数据显示，2020年蒙牛低温鲜奶市占率11.2%，仅次于光明。

图34：2020年中国低温鲜奶呈现区域性格局



数据来源：头豹研究院，东吴证券研究所

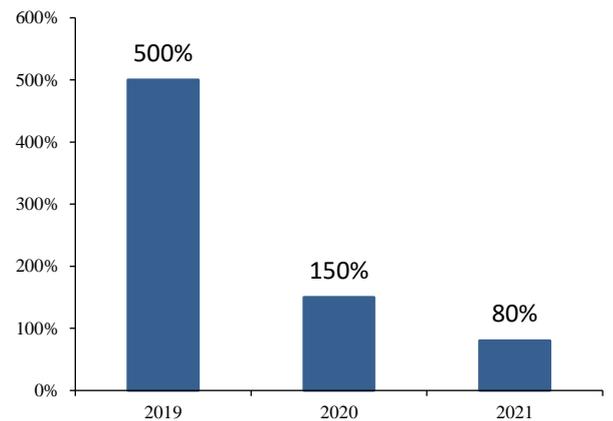
公司鲜奶业务双品牌运作，每日鲜语高端鲜奶龙头地位稳固。公司于 2017 年底开设鲜奶事业部，聚焦每日鲜语和现代牧场两大核心品牌，其中每日鲜语定位高端市场，现代牧场定位中端市场。公司通过营销+推新持续夯实每日鲜语高端鲜奶标杆地位，2019-2021 年每日鲜语销售额持续高增，2023 年每日鲜语在高端鲜奶中品牌认知度领先。营销方面，2020 年每日鲜语签约汤唯为品牌代言人，进一步扩大品牌影响力；推新方面，2019-2023 年每日鲜语先后推出有机鲜牛奶、4.0 低脂鲜牛奶等健康升级产品，并于 2022 年推出子品牌“小鲜语”，开辟低脂低卡的轻鲜奶赛道，满足年轻消费者健康化需求。

图35：每日鲜语签约汤唯为代言人



数据来源：公司 2023 年业绩展示材料，东吴证券研究所

图36：2019-2021 年每日鲜语销售额持续高增



数据来源：公司业绩展示材料，东吴证券研究所

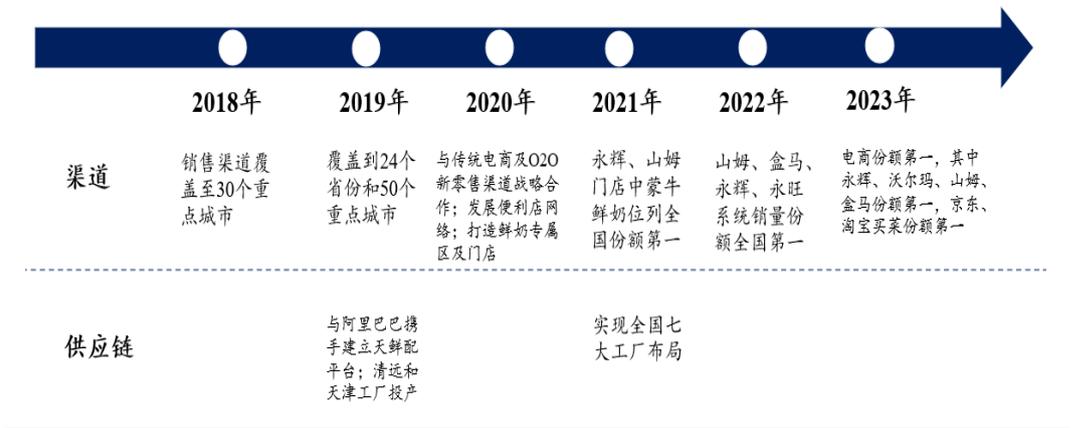
表8：蒙牛鲜奶双品牌产品升级路径

时间	每日鲜语	现代牧场
2019	推出 720ml 中型包装鲜牛奶及 0 脂肪鲜牛奶	开拓谷物牛奶新品类
2020	推出有机鲜牛奶、优护 A2 β -酪蛋白鲜牛奶	推出新升级屋顶包产品
2021	推出优护 A2 鲜牛奶、4.0g 乳蛋白鲜牛奶	
2022	上市 4.0 低脂鲜牛奶，推出子品牌小鲜语	
2023	推出行业首款 4.0 娟姗鲜牛奶	35+系列上市每天骨力高钙牛奶及养妍铁锌牛奶

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

完善供应链布局+发力新零售渠道，公司鲜奶有望量利齐增。公司持续完善鲜奶业务渠道及供应链布局，强化鲜奶核心竞争力，2021-2023 年公司鲜奶业务连续量利齐增。供应链方面，2019-2021 年公司持续完善鲜奶工厂布局，并于 2019 年与阿里巴巴携手建立天鲜配平台以打造全程冷链低温鲜奶到户配送模式，提升鲜奶配送效率。渠道建设方面，2018-2019 年公司稳步推进线下销售网络扩张，疫后渠道碎片化推动公司加速拥抱新零售渠道，2023 年公司保持电商份额第一，其中永辉、沃尔玛、山姆、盒马等系统均实现份额第一，新零售渠道建设卓有成效。未来随着产品矩阵、供应链布局、渠道布局持续完善，公司鲜奶业务有望稳健增长，盈利能力有望优化。

图37: 2018-2023年蒙牛鲜奶业务渠道及供应链布局

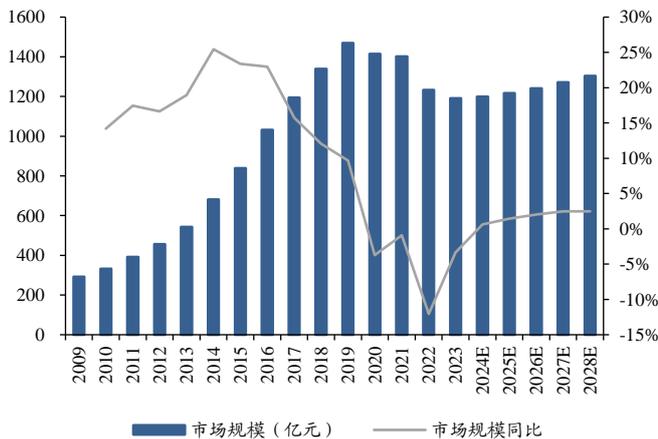


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3.2.3. 酸奶: 回归品类价值, 助力高质增长

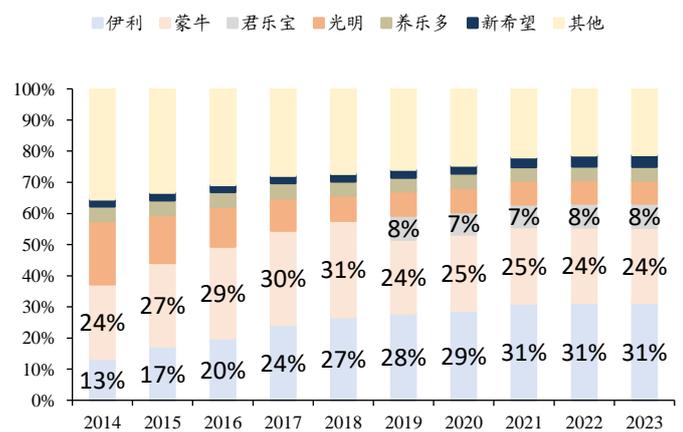
酸奶市场近年承压, 双寡头格局稳定。受 KA 渠道客流下降、品类老化等因素影响, 2018-2023 年我国酸奶市场规模 CAGR=-2.3%, 2020-2023 年受消费疲软等因素影响, 我国酸奶市场规模连续四年萎缩, 行业承压。市场格局上看, 我国酸奶行业双寡头格局稳定, 2014-2018 年蒙牛市占率高于伊利, 但受君乐宝出表影响, 2019-2023 年伊利市占率均高于蒙牛, 2023 年伊利、蒙牛酸奶市占率分别为 31%/24%。

图38: 2009-2028E 我国酸奶市场规模及同比



数据来源: 欧睿国际, 东吴证券研究所

图39: 2014-2023 年我国酸奶市场格局 (零售额计)

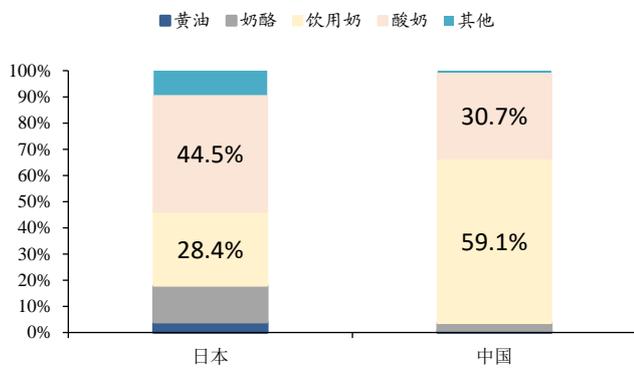


数据来源: 欧睿国际, 东吴证券研究所

对标日本, 我国酸奶功能化升级空间较大。对标日本, 我国乳制品消费结构较为初级, 酸奶等高附加值产品消费占比低于日本。日本乳业龙头明治自上世纪 70 年代以来持续进行酸奶的高端化、功能化升级: 1996 年明治保加利亚式酸奶 LB81 被授予特定保健用食品称号; 2000 年明治推出具备保护肠胃、抑制幽门螺杆菌的益生菌酸奶 LG21,

填补了酸奶在提高个人免疫力领域的空白;2015年明治推出可以影响嘌呤的PA-3酸奶,2019年PA-3酸奶以功能性表示食品的形式重新投入市场,并且在包装上明确了其具有降低尿酸值的功效。未来随着中国本土企业的消费者教育,我国酸奶品类升级潜力较大。

图40: 2023年中日乳制品消费结构(消费额占比)



数据来源: 欧睿, 东吴证券研究所

图41: 日本明治酸奶功能化升级历程

明治酸奶功能化升级历程	
1973	明治保加利亚式酸奶正式发售, 产品富含保加利亚乳杆菌, 主打健康和长寿
1982	明治保加利亚式酸奶饮用型酸奶(3罐装)正式发售
1984	明治保加利亚式酸奶 LB51 正式发售
1993	明治保加利亚式酸奶 LB81 正式发售
1996	明治保加利亚式酸奶 LB81 被授予特定保健用食品称号
1998	明治保加利亚式酸奶 LB81 纯味不甜饮用型随身装正式发售
2000	明治益生菌酸奶 LG21 正式发售, 产品具备保护肠胃、抑制幽门螺杆菌的作用
2002	明治益生菌酸奶 LG21 饮用型、明治美味牛奶正式发售
2009	明治益生菌酸奶 R-1 正式发售, 具有预防感冒以及流感作用
2015	明治益生菌酸奶 PA-3 正式发售, 是世界首款具有降尿酸功效的酸奶
2021	在中国推出明治佰乐益优系列

数据来源: 明治乳业官网, Foodaily, 东吴证券研究所

回归品类价值, 产品升级有望推动公司低温酸奶业务高质量增长。蒙牛低温酸奶业务聚焦美味、营养、功能三大赛道升级创新。在功能赛道上, 公司分别于2006年和2009年推出低温酸奶冠益乳和低温乳饮料优益C, 2009年冠益乳获国家食品药品监督管理局批准为保健食品, 2019年优益C推出突出核心卖点活菌的全新包装, 持续夯实产品功能性定位。在美味赛道上, 公司持续丰富主品牌、冠益乳、优益C等产品口味, 2023年进一步推出“每日鲜酪”新品牌, 定位“好吃到舔勺”的酪酸奶。在营养赛道上, 2023年公司升级母品牌产品, 推出“鲜活酸奶”, 以奶源鲜、菌种鲜、工艺鲜为差异化卖点, 打造更高标准的营养基础酸奶标杆产品。2024H1 低温酸奶行业持续承压, 公司通过产品创新实现逆势增长, 未来随着渠道下沉、产品升级, 公司酸奶业务有望稳步增长。

表9: 蒙牛三大酸奶品牌产品升级路径

	冠益乳	优益 C	纯甄
2006年	推出冠益乳		
2009年	获国家食品药品监督管理局批准为保健食品	推出优益C	
2013年			推出纯甄
2014年		推出全新橙味和低糖系列, 推出100ml小包装原味、苹果和草莓口味产品	
2015年	启用全新250克利乐冠包装, 推出燕麦黄桃及燕麦核桃口味		
2016年	推出红色+系列酸奶	推出跨界创新产品活茶系列和减糖型海盐柠檬口味	
2017年	推出BB12健字号、麦酪乳、鲜酪乳一系列产品	推出LC-37系列, 5月升级推出低糖酵素口味新品	
2018年			推出芒果百香果、青柠抹茶牛油果和香草等口味, 纯甄轻酪风味酸奶推出PET瓶装新品小蛮腰

2019年	推出添加益生菌 Probi-M8 的冠益乳小蓝帽元气瓶	推出全新百香果口味和突出核心卖点活菌的全新包装	小蛮腰系列推出芒果芝士口味；利乐钻系列产品推出海盐焦糖、巧克力、红枣枸杞风味
2020年	推出全新 PET 瓶系列产品和轻盈舒畅系列低温酸	推出低糖原味新品，上市白桃乌龙及红西柚两种口味	纯甄果粒轻奶酪风味酸奶推出白桃石榴果粒小蛮腰新品，首创常温酸真实果粒型
2021年	推出系列零蔗糖、减糖产品	推出低糖、0 脂肪、高钙新品和优益 C 益生菌菌粉	纯甄果粒轻酪乳酸奶推出黄桃藜麦新品，上市馋酸奶
2022年	推出首款冠益乳健字号增强免疫力瓶	上市 0 蔗糖新品，推出首支无卷标产品优益 C 0 蔗糖环保装	打造控甜、轻负担的健康甄酸奶
2023年		推出 0 蔗糖 0 脂肪优益 C 畅快新品	推出 0 添加纯甄利乐钻原味风味酸奶

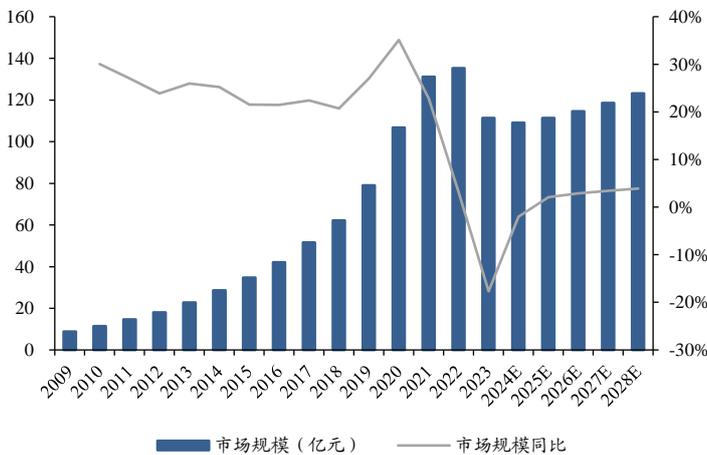
数据来源：公司公告，冠益乳官微，食品饮料招商网，东吴证券研究所

4. 其他业务：战略布局多品类，稳步推进国际化

4.1. 奶酪：品类渗透空间广阔，协同妙可完善战略布局

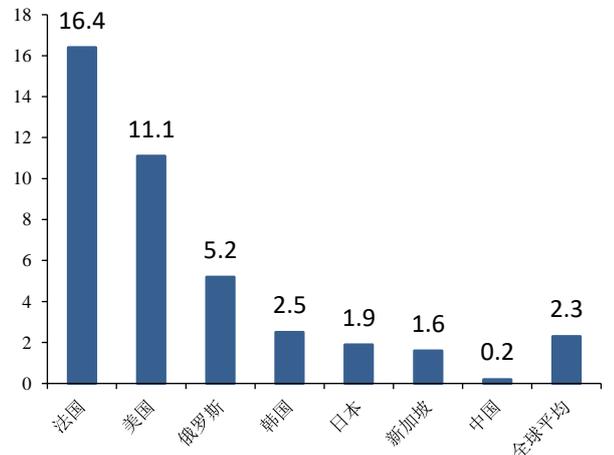
奶酪市场发展潜力较大，妙可蓝多奶酪市占率第一。随着营养健康理念普及、乳企产品创新，我国奶酪渗透率从 2020 年的 23% 迅速提升到 2022 年的 33.5%，欧睿国际数据显示，2023 年我国奶酪零售市场规模达到 111.3 亿元，2018-2023 年 CAGR 为 12.3%，其中量价 CAGR 分别为 14.8%/ -2.2%。受消费力疲软等因素影响，2023 年至今行业增速放缓，但横向对比其他国家，我国人均奶酪消费量较低，未来渗透空间广阔。2021 年妙可蓝多凭借大单品儿童奶酪棒，市占率超过百吉福，成为奶酪市场龙头企业，2023 年妙可蓝多/百吉福市占率分别为 25.3%/17.8%，行业格局集中。

图42：2009-2028E 我国奶酪市场规模及同比



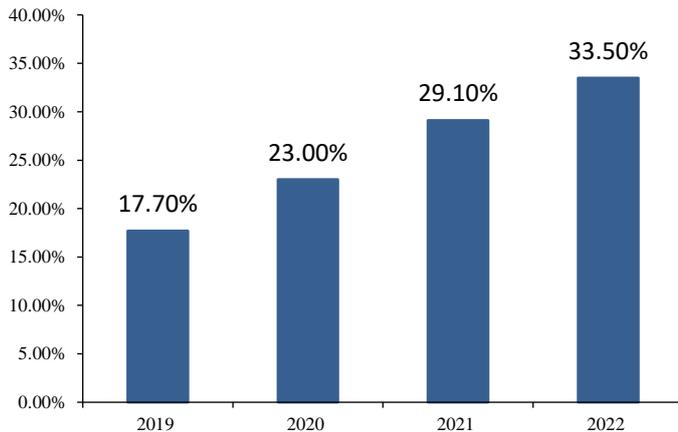
数据来源：欧睿国际，东吴证券研究所

图43：2021年主要国家奶酪人均消费量 (kg/人/年)



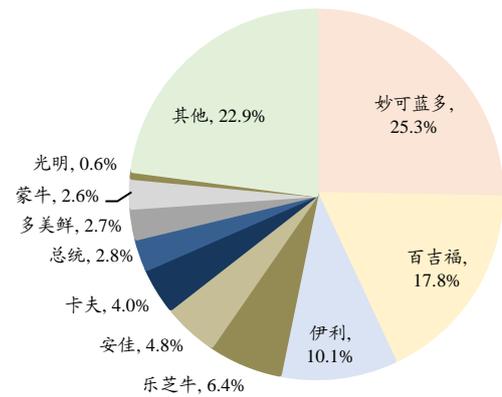
数据来源：欧睿国际，东吴证券研究所

图44: 2019-2022 年我国奶酪渗透率



数据来源: 凯度, 中国食品网, 东吴证券研究所

图45: 2023 年我国奶酪市场格局 (按零售额计)



数据来源: 欧睿国际, 东吴证券研究所

并表妙可, 完善奶酪战略布局。2020年起公司多次增持妙可蓝多股份, 2022年11月底妙可蓝多并表, 截止2023年末公司持有妙可蓝多股权36.43%。2024年7月妙可蓝多通过现金收购蒙牛奶酪100%股权以解决同业竞争问题, 未来公司有望在供应链管理、产品研发、品牌渠道等方面对妙可蓝多进行赋能, 协同效应释放有望进一步巩固公司奶酪龙头地位。

表10: 2020-2023 年蒙牛入股妙可蓝多过程

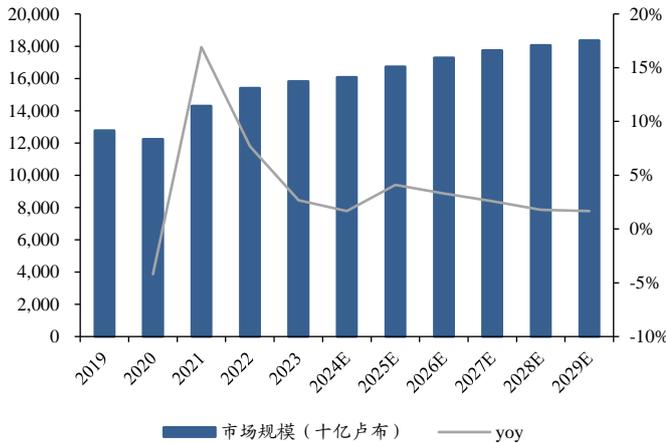
时间	事件	内蒙蒙牛累计持股比例
2020年1月	内蒙蒙牛受让妙可蓝多5%股权	5%
2020年12月24日-2021年3月4日	内蒙蒙牛通过二级市场增持妙可蓝多5%股权	9.93%
2021年3月11日-2021年3月25日	内蒙蒙牛通过二级市场增持妙可蓝多1.14%股权	11.07%
2021年7月	妙可蓝多以29.71元/股价格向内蒙蒙牛定增30亿元	28.46%
2022年1月10日-2022年1月28日	内蒙蒙牛通过二级市场增持妙可蓝多1.52%股权	29.99%
2022年10月18日-2022年11月16日	内蒙蒙牛发起要约收购, 要约价格为30.92元/股	35.01%
2023年9月1日-2023年10月19日	二级市场增持+妙可回购注销推动内蒙蒙牛增持妙可蓝多1.12%股权	36.13%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

4.2. 冷饮: 东南亚为国际化桥头堡, 艾雪成功经验有望复制

气候优势+消费水平提高, 东南亚冷饮市场发展潜力较强。随着亚洲经济的快速发展, 东南亚迅速成为全球许多行业的主要增长引擎。东南亚地跨赤道, 全年气温较高, 冷饮市场的季节性限制小。近年来印尼、菲律宾冰淇淋市场规模稳步发展, 2020-2023年复合增速分别为9%/6%, 预计2023-2029年复合增速分别为3%/8%。

图46: 2019-2029E 印尼冰淇淋市场规模及增速



数据来源: 欧睿国际, 东吴证券研究所

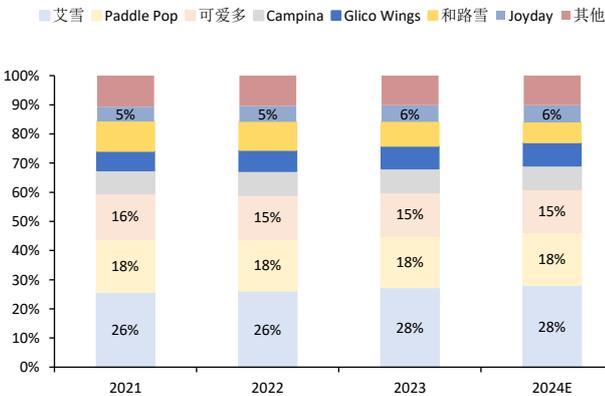
图47: 2019-2029E 菲律宾冰淇淋市场规模及增速



数据来源: 欧睿国际, 东吴证券研究所

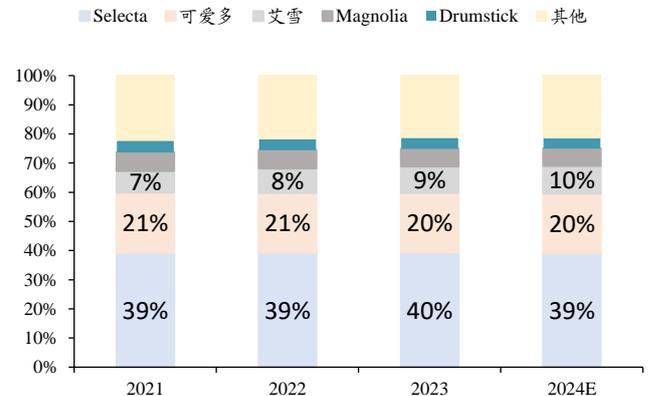
艾雪迅速成为东南亚冷饮龙头，助力公司打开东南亚市场。2021年3月底公司完成收购东南亚领先的冰淇淋品牌艾雪，加速布局东南亚市场。通过创新产品开发、全面发展社交媒体、现代渠道进店，艾雪在东南亚市场的产品力、品牌力和渠道力快速提升，2023年艾雪位居印度尼西亚份额第一、菲律宾份额第三，并积极拓展越南、泰国等中南半岛市场。未来随着艾雪成熟模型复制到其他地区和业务，公司有望以东南亚为桥头堡持续推进国际化。

图48: 2021-2024E 印尼冰淇淋市场格局



数据来源: 欧睿国际, 东吴证券研究所

图49: 2021-2024E 菲律宾冰淇淋市场格局

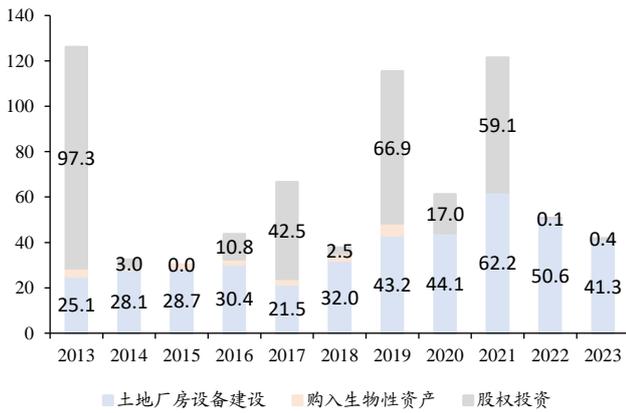


数据来源: 欧睿国际, 东吴证券研究所

5. 股东回报: 提升分红率+回购, 股东回报有望提升

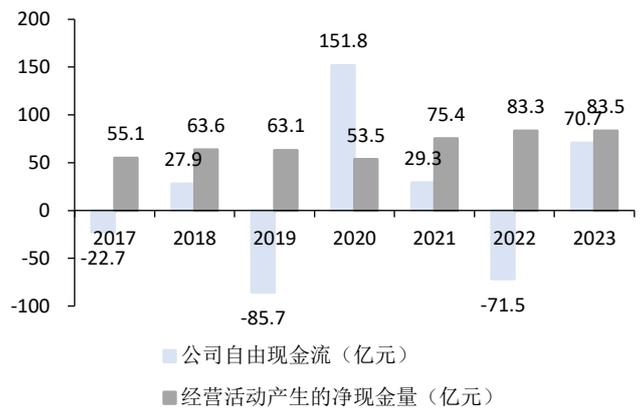
2022年以来资本开支逐步回落, 公司现金流改善。2019-2021年公司为了强化产业链竞争力, 加大收并购、自建产能力度, 资本开支较高, 2022年以来公司逐步收缩收并购和产能扩张, 资本开支回落, 现金流情况逐步改善。我们认为公司目前产能布局完善, 已经进入资本开支收获期, 未来随着资本开支收缩, 公司现金流情况有望改善。

图50: 2013-2023 年公司资本支出结构 (亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图51: 2017-2023 年公司现金流变化



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

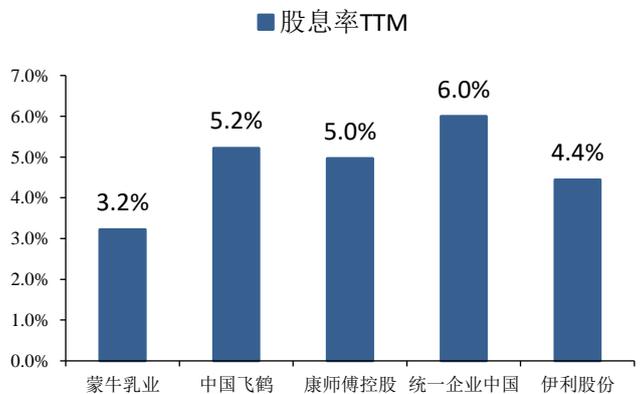
提升分红率+发布回购计划, 未来公司股东回报有望持续提升。 现金流改善推动公司分红率从 2022 年的 30% 提升到 2023 年的 40%, 横向对比伊利股份及港股其他食品饮料企业, 公司目前分红率和股息率仍有较大提升空间, 我们预计未来随着公司业务稳步发展、内部效率持续提升、合理安排资金使用, 公司分红率有望持续提升。2024 年 8 月公司发布股份回购计划, 在未来 12 个月内拟回购公司股份价值最高达 20 亿港元, 未来随着回购逐步推进, 公司股东回报有望进一步提升。

图52: 2019-2023 年乳业龙头和港股食品饮料公司分红率对比



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图53: 乳业龙头和港股食品饮料公司股息率 TTM 对比



数据来源: Wind, 东吴证券研究所; 注: 以 2024 年 10 月 23 日为基准

6. 盈利预测及投资建议

分品类收入及毛利率预测:

1) **液态奶:** 24 年行业需求疲软+原奶供大于求加剧竞争, 预计公司液奶收入承压, 25-26 年随着公司常温白奶结构升级、低温鲜奶加速渗透、酸奶功能化升级, 公司液奶

收入有望加速增长；预计 2024-2026 年液态奶有望收入增速-6.6%/+2.2%/+2.3%。

2) **冰激凌**: 24 年艾雪在东南亚市场稳步发展, 但考虑到国内冷饮需求疲软+库存高企, 预计公司冷饮业务收入疲软; 25-26 年随着国内冷饮需求回暖、艾雪在东南亚持续扩张, 公司冷饮业务有望回暖; 预计 24-26 年冰激凌业务收入增速为-12.3%/+6.1%/+7.3%。

3) **奶粉**: 随着出生人数回升, 公司婴配粉业务有望回暖, 叠加成人奶粉稳步扩张, 我们预计 2024-2026 年奶粉业务收入增速为-7.2%/+0.3%/+1.2%。

4) **奶酪**: 随着公司和妙可协同效应逐步释放, 公司奶酪业务有望持续发展, 我们预计 2024-2026 年奶酪业务收入增速为+9.1%/+14.7%/+4.6%。

5) **毛利率**: 24 年原奶价格下降有望推动公司毛利率改善, 25-26 年随着原奶逐步供需平衡, 公司成本红利减弱, 预计毛利率有望维稳, 综合来看预计 24-26 年公司毛利率分别为 38.2%/38.1%/38.1%, 同比+1.1/-0.2/+0.1pct。

利润端:

1) **销售费用率**: 24 年行业供需矛盾突出, 行业竞争加剧, 预计公司销售费用率略有提升, 25-26 年随着行业供需关系改善, 公司费用率有望优化, 预计 2024-2026 年公司销售费用率为 26.1%/25.8%/25.6%, 同比+0.5/-0.2/-0.2pct。

2) **OPM**: 24 年成本红利有望推动公司 OPM 提升, 25-26 年随着公司强化控费, 公司 OPM 有望持续提升, 预计 24-26 年公司 OPM 分别为 6.69%/7.07%/7.41%, 同比+0.43/+0.38/+0.34pct。

表11: 2022-2026E 公司盈利预测

单位: 百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
1、营业总收入	92,593	98,624	92,742	95,541	98,063
yoy	5.05%	6.51%	-5.96%	3.02%	2.64%
毛利率	35.30%	37.15%	38.24%	38.06%	38.11%
(1) 液态奶	78,269	82,071	76,689	78,410	80,175
yoy	2.29%	4.86%	-6.56%	2.24%	2.25%
占比	84.53%	83.22%	82.69%	82.07%	81.76%
常温	66,205	69,627	64,047	65,380	66,697
yoy	2.83%	5.17%	-8.02%	2.08%	2.01%
占液态奶比	84.59%	84.84%	83.51%	83.38%	83.19%
低温	8,827	8,946	8,975	9,094	9,215
yoy	-7.50%	1.35%	0.32%	1.33%	1.33%
占液态奶比	11.28%	10.90%	11.70%	11.60%	11.49%
鲜奶	3,238	3,498	3,668	3,936	4,263
yoy	25.00%	8.04%	4.86%	7.30%	8.32%
占液态奶比	4.14%	4.26%	4.78%	5.02%	5.32%

(2) 冰激凌		5,652	6,026	5,287	5,611	6,021
	yoy	33.31%	6.61%	-12.27%	6.12%	7.31%
	占比	6.10%	6.11%	5.70%	5.87%	6.14%
(3) 奶粉		3,862	3,802	3,527	3,536	3,580
	yoy	-21.97%	-1.56%	-7.24%	0.27%	1.23%
	占比	4.17%	3.85%	3.80%	3.70%	3.65%
(4) 奶酪		1,321	4,357	4,753	5,449	5,702
	yoy		229.81%	9.08%	14.65%	4.63%
	占比	1.43%	4.42%	5.12%	5.70%	5.81%
(5) 其他产品		3,488	2,368	2,486	2,536	2,586
	yoy	43.10%	-32.13%	5.00%	2.00%	2.00%
	占比	3.77%	2.40%	2.68%	2.65%	2.64%
销售费用率		24.13%	25.54%	26.05%	25.83%	25.64%
管理费用率		4.80%	4.81%	4.98%	4.64%	4.55%
2、经营利润		5,423	6,171	6,205	6,754	7,264
	经营利润率	5.86%	6.26%	6.69%	7.07%	7.41%
3、归母净利润		5,303	4,809	4,300	4,838	5,323
	yoy	5.52%	-9.31%	-10.58%	12.50%	10.02%
	归母净利率	5.73%	4.88%	4.64%	5.06%	5.43%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

见龙在田，继往开来，维持“买入”评级。公司是乳制品龙头，短期产业周期拐点渐近，公司有望受益于行业供需改善；中长期来看，公司液奶结构升级空间较大，奶酪、冷饮等业务有望齐头并进。我们维持公司 2024-2026 年营收预期为 927.4/955.4/980.6 亿元，同比增速为 -5.96%/+3.02%/+2.6%；维持归母净利润预期为 43/48.4/53.2 亿元，同比增速为 -10.6%/+12.5%/+10%，对应 PE 分别为 14/12/11 倍。我们选取伊利股份、新乳业、光明乳业、燕塘乳业等乳企作为可比公司，公司 24-26 年 PE 低于可比公司平均值，叠加公司有望持续提升股东回报，维持“买入”评级。

表12: 可比公司估值

	市值(百万元)	归母净利润(百万元)				PE			
		2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
600887.SH 伊利股份	171,945	10,429	11,506	11,302	11,740	16.5	14.9	15.2	14.6
002946.SZ 新乳业	10,078	431	554	671	802	23.4	18.2	15.0	12.6
600597.SH 光明乳业	11,717	967	521	572	624	12.1	22.5	20.5	18.8
002732.SZ 燕塘乳业	2,415	180	199	232	269	13.4	12.2	10.4	9.0
平均						16.3	16.9	15.3	13.7
2319.HK 蒙牛乳业	60,173	4,809.2	4,300.2	4,837.8	5,322.6	12.5	14.0	12.4	11.3

数据来源：Wind，东吴证券研究所；注：数据截止到 2024 年 10 月 23 日，相关数据货币单位均为人民币，港元汇率为 2024 年 10 月 23 日的 0.917；蒙牛乳业、伊利股份为东吴证券预测数据，其余均为 wind 一致预期

7. 风险提示

原奶价格大幅波动风险。原奶价格大幅上涨会给公司带来成本压力；原奶供大于求引起的原奶价格大幅下跌会加重公司奶源消化压力；因此奶价大幅波动都会影响公司盈利能力。

竞争加剧风险。乳制品市场规模广阔，下游需求旺盛，行业内乳企众多，鲜奶、奶酪等新业务竞争激烈，或扰乱公司的费用投放策略，可能导致品牌迭代及格局发生变化。

食品安全问题：食品安全或产品质量事件将导致公司品牌受损，销售受到冲击。

商誉减值风险：公司子公司较多，如果子公司经营不佳引发商誉减值，公司盈利能力可能承压。

蒙牛乳业三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	34,128.26	40,476.43	44,404.76	52,550.59	营业总收入	98,624.04	92,741.60	95,541.43	98,063.29
现金及现金等价物	7,201.88	15,598.71	20,135.78	28,947.35	营业成本	61,983.95	57,274.15	59,176.67	60,693.27
应收账款及票据	3,668.60	3,349.00	3,450.11	3,541.17	销售费用	25,192.21	24,160.35	24,678.81	25,138.61
存货	6,088.45	5,568.32	5,753.29	5,900.74	管理费用	4,742.53	4,620.34	4,434.91	4,457.90
其他流动资产	17,169.33	15,960.40	15,065.59	14,161.33	研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产	81,091.69	82,433.25	83,228.54	84,016.57	其他费用	1,296.46	1,715.72	1,576.43	1,470.95
固定资产	23,941.74	23,278.07	22,640.94	22,029.31	经营利润	5,988.24	6,269.43	6,630.03	7,283.19
商誉及无形资产	22,787.22	23,639.73	24,458.14	25,243.82	利息收入	1,675.56	1,391.12	1,337.58	1,274.82
长期投资	10,408.63	10,422.63	10,436.63	10,450.63	利息支出	1,569.28	1,205.64	1,146.50	1,176.76
其他长期投资	20,531.21	20,831.21	21,131.21	21,431.21	其他收益	(272.37)	(686.29)	(343.95)	(254.96)
其他非流动资产	3,422.89	4,261.61	4,561.61	4,861.61	利润总额	6,312.19	5,768.63	6,477.16	7,126.29
资产总计	115,219.95	122,909.68	127,633.30	136,567.17	所得税	1,425.21	1,335.44	1,489.75	1,639.05
流动负债	32,594.06	33,799.05	37,459.29	41,023.88	净利润	4,886.98	4,433.19	4,987.42	5,487.24
短期借款	9,806.94	12,806.94	15,806.94	18,806.94	少数股东损益	77.78	133.00	149.62	164.62
应付账款及票据	9,499.44	8,750.22	9,040.88	9,272.58	归属母公司净利润	4,809.20	4,300.19	4,837.79	5,322.63
其他	13,287.68	12,241.89	12,611.47	12,944.35	EBIT	6,205.91	5,583.14	6,286.08	7,028.23
非流动负债	31,974.18	35,734.73	33,734.73	35,734.73	EBITDA	9,890.43	7,494.30	8,204.79	8,954.19
长期借款	27,603.82	31,603.82	29,603.82	31,603.82					
其他	4,370.36	4,130.91	4,130.91	4,130.91					
负债合计	64,568.24	69,533.77	71,194.01	76,758.60					
股本	358.14	358.14	358.14	358.14	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	6,331.75	6,464.75	6,614.37	6,778.99	每股收益(元)	1.22	1.10	1.23	1.36
归属母公司股东权益	44,319.96	46,911.16	49,824.92	53,029.58	每股净资产(元)	11.26	11.95	12.69	13.51
负债和股东权益	115,219.95	122,909.68	127,633.30	136,567.17	发行在外股份(百万股)	3,926.29	3,926.29	3,926.29	3,926.29
					ROIC(%)	5.42	4.62	4.85	5.10
					ROE(%)	10.85	9.17	9.71	10.04
					毛利率(%)	37.15	38.24	38.06	38.11
					销售净利率(%)	4.88	4.64	5.06	5.43
					资产负债率(%)	56.04	56.57	55.78	56.21
					收入增长率(%)	6.51	(5.96)	3.02	2.64
					净利润增长率(%)	(9.31)	(10.58)	12.50	10.02
					P/E	12.52	14.00	12.44	11.31
					P/B	1.36	1.28	1.21	1.14
					EV/EBITDA	10.72	11.88	10.42	9.12

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元汇率为2024年10月23日的0.917,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>