

# 奶源+奶粉，创新+渠道，滋养伊利新活力

## ——伊利股份（600887）深度报告

行业分类：食品饮料

2011.01.15

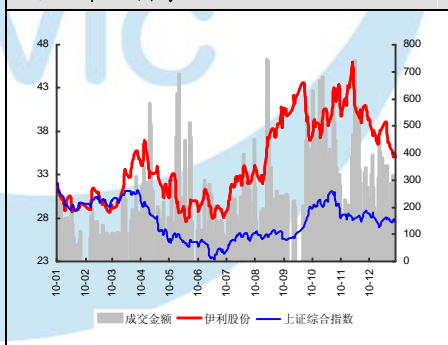
研究员：张绍坤  
(执业证书编号：S0640511010008)  
联系人：刁志学, 毛艳琼  
电话：0755-83520492  
Email: diaozhixue@163.com

6-12 个月目标价	45.44 元
当前股价	35.02 元
投资评级	买入

### 基础数据

上证指数	2791
总股本(亿)	7.99
流通 A 股(亿)	7.28
流通 B 股	0
流通 A 股市值(亿)	254.86
总市值(亿)	279.92
ROE(10Q3)	14.81%
资产负债率	71.46%
动态市盈率	35.85
动态市净率	7.01

### 近一年股价表现



### 投资要点:

- 公司是国内乳制品行业领军企业，股权激励政策有利于企业长远发展。
- 国内乳制品行业经过多年发展虽然成效显著，但国内人均乳制品消费水平离世界水平还有较大差距，另外国内区域间、城乡间人均乳制品消费水平也存在较大差距，产品结构升级和新兴市场升级为行业的发展提供了巨大空间。
- 国内液态奶市场相对成熟，主要依靠产品升级带动收入增长，酸奶、高端奶等是市场亮点；婴幼儿奶粉市场尚处于快速发展阶段，技术和品牌是收入增长基础。
- 奶源的建设不仅可以保障产品质量，降低生产成本，更重要的在于“釜底抽薪”式的市场竞争和高瞻远瞩的战略施行。
- 伊利的奶源建设模式优于蒙牛的奶源建设模式，将有利于公司的长远发展。
- 公司的液态奶将依赖于创新产品和渠道下沉带来的稳健成长，奶粉业务是公司未来重要的收入和利润增长来源，冷饮业务通过产品升级提升产品盈利能力。
- 公司未来两年将保持快速增长，目前市场估值偏低，我们给予“买入”评级。

### 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	24324	29096	34599	41188
收入同比(%)	12%	20%	19%	19%
归属母公司净利润	648	722	1135	1519
净利润同比(%)	138%	11%	57%	34%
毛利率(%)	35.1%	31.4%	31.2%	31.7%
ROE(%)	18.8%	17.3%	21.4%	22.3%
每股收益(元)	0.78	0.90	1.42	1.90
P/E	43.22	38.79	24.66	18.43
P/B	8.13	6.72	5.28	4.11
EV/EBITDA	24	21	15	11

## 一、 公司简介：国内乳制品行业领军企业

### 1.1 公司发展历程

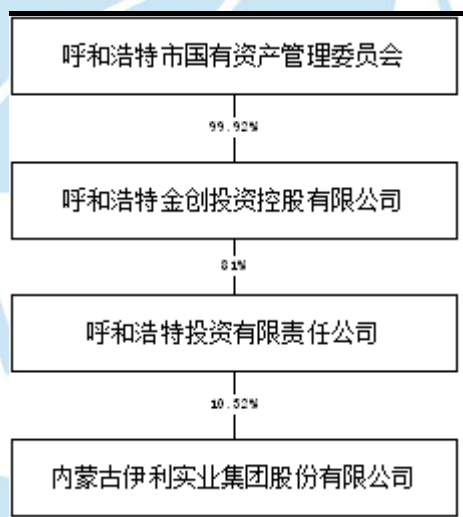
伊利是目前中国规模最大、产品线最全的行业领军企业，全国所属分公司及子公司 130 多家，拥有液态奶、奶粉、冷饮等品类 1000 多个品种的产品，产品畅销全国，并先后成为奥运会和世博会唯一指定乳品提供商。公司 2010 年前三季实现销售收入 235 亿元，实现净利润 5.6 亿元，并在 2010 年上半年销售收入超过蒙牛成为国内乳制品市场经营规模最大的企业。

公司前身是呼市回民奶食品总厂，系从 1982 年成年的呼市国营红旗奶牛场发展而来。1993 年公司经过呼和浩特市体改委批准由呼市回民奶食品厂整体进行股份制改造而设立的股份有限公司，并于 1996 年在上交所公开发行上市。

公司上市后发展迅速，从最初以生产冷饮为主的企业开始向以生产液态奶、奶粉为主的业务发展，并且连续多年一直保持着冷饮、奶粉全国销量第一的地位，液态奶业务也一直处于行业领头地位。2008 年受“三聚氰胺”事件影响，整个乳制品行业陷入低谷，公司也未能幸免。但凭借良好的经营基础和积极努力，2009 年公司的业绩率先在行业内实现了恢复性增长，公司的奶粉业务也在事件后得到了迅猛发展。2010 年，伊利集团的品牌价值逼近 300 亿元，摘得中国乳企品牌价值的“七连冠”。凭借奥运会和世博会上的精彩表现，伊利集团顺利跻身世界乳制品行业第一阵营，入围国际乳业 20 强，排名第 17 位，初步实现了成为世界级大企业的目标。

### 1.2 公司股权结构

图表 1 公司股权结构



资料来源：中航证券金融研究所

公司成立时大股东为呼和浩特国资委，后几经变更为呼和浩特财政局、金信信托投资股份有限公司，并最终于 2005 年 5 月变更为现有股东呼和浩特投资有限责任公司。根据公司 2010 年中报披露，公司大股东持有公司 10.32% 的股份，前十大股东中的其他九名股东均为机构投资者，合计持有公司 18% 的股份。

公司初次发行时股本为 5016 万股，后经过多次配股、增发等总股本增至目前的 7.99 亿

股。其中限售股 715.7 万股，主要为公司大股东股改承诺限售股。

### 1.3 公司股权激励情况

为了激励公司管理层，公司在 2006 年 12 月 28 日通过了公司的股权激励计划，有效期限为 8 年。

按照计划，公司授予激励对象 5000 万份股票期权，其中公司董事长兼总裁获得 1500 万份股票期权，其他三名高管获得 1500 万份股票期权，另外 29 名核心骨干获得剩余的 2000 万份股票期权。在经过公司多次送转股和发行认股权证后，管理层获得股权激励份额已经变更为 77375812 份，行权价格为 10.04 元/股，占公司目前总股份的 9.68%。

公司股权激励计划的行权条件为：（1）激励对象上一年绩效考核合格；（2）首期行权时公司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%；（3）首期以后行权时，公司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%；（4）首期行权日在激励计划授权后 1 年后，首期行权不得超过 25%，剩余期权可以在首期行权后一年的计划有效期内自主行使。

截止目前，公司管理层仅在 2008 年以 12.05 元/股的价格行使期权 64480 份，占当时全部期权股份的 1%。公司管理层尚待行使期权 77298436 份，占公司目前总股本的 9.67%。按照公司目前的发展情况，公司管理层不存在行使期权限制条件。

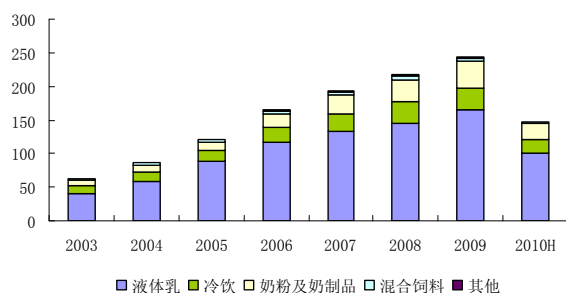
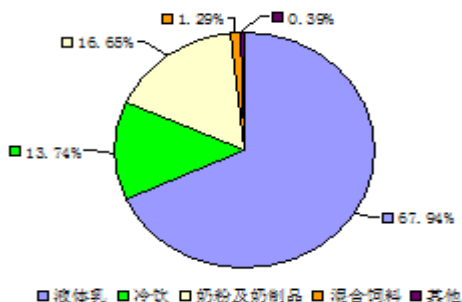
### 1.4 公司产品结构

公司将产品分为液态奶、冷饮、奶粉、酸奶和奶酪五个品类，其中液态奶和酸奶可以归为液态乳类型产品，奶粉和奶酪可以归为奶制品类。

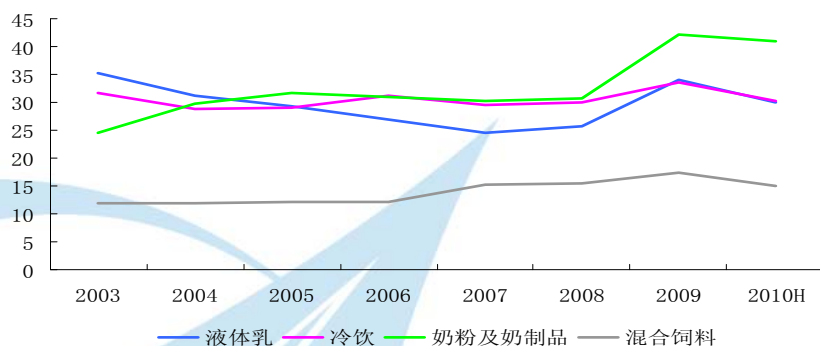
图表 2 公司产品结构

液态奶	冷饮	奶粉	酸奶	奶酪
高端奶、牛奶类、乳饮品、儿童奶	巧乐兹、冰工厂、伊利牧场、佰豆集	婴幼儿配方奶粉、成人奶粉、豆奶粉、奶茶粉、休闲奶食品	优酪乳、酸牛奶、餐饮奶	早餐奶酪、QQ 星儿童奶酪、三角块奶酪、妙芝新鲜奶酪
				

资料来源：中航证券金融研究所

**图表 3 公司主要产品营业收入情况**

**图表 4 公司 2010 年中报产品结构**


资料来源：中航证券金融研究所

**图表 5 公司主要产品毛利率趋势图**


资料来源：中航证券金融研究所

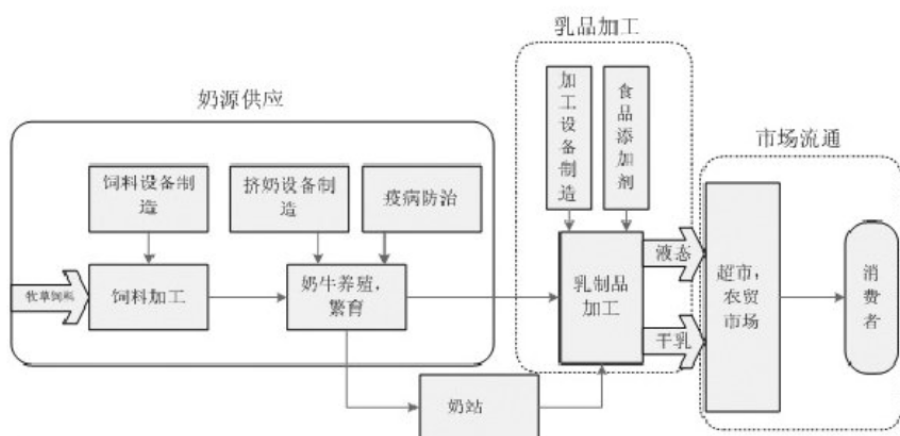
公司的液体乳业务从 2003 年以来一直是公司的主要业务，保持着较为平稳的增长速度；冷饮业务曾经是公司的第二大业务，但经过多年的发展已经退居公司的第三大业务；相应地奶粉及奶制品业务则从最初占业务较小的份额上升为公司的第二大业务，尤其是 2007 年后保持着较快的增长速度。公司各项业务的毛利率虽然有所波动但整体上维持着较为稳定的水平，除了奶粉及奶制品业务在 2008 年后出现较大幅度的上升。

## 二、 行业情况：产品升级与市场升级下的多元化

### 2.1 行业产业链

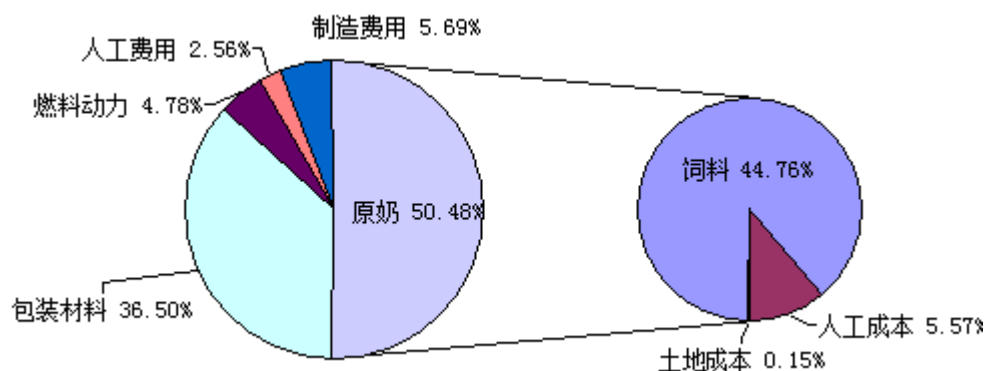
**图表 6 乳制品行业产业链**





资料来源：中国奶业协会，中航证券金融研究所

图表 7 UHT 生产成本分解



资料来源：中国奶业协会，中航证券金融研究所

乳制品行业主要包括奶源生产、奶源收集、乳品加工和市场流通四个流程。奶农通过养殖奶牛提供奶源，在经过统一的奶站收集原奶后，通过冷藏运输车运送到乳品加工厂，工厂在经过一系列生产流程后生产出成品，然后再通过各种流通渠道配送到终端卖场，最终到达消费者的手中。

奶源生产是乳业行业的基础，原奶的价格会对终端商品的价格产生较大的影响，而原奶的价格主要受到种牛价格、饲料成本以及人工成本的影响。乳品加工是产业链中承上启下的重要环节，也是终端产品价值产生的核心点，生产出来的产品种类、采用的生产技术将会决定相关产品的毛利率水平。市场流通环节是产业链中产品价值实现的关键，它一方面要创造市场需求，另外一方面还要尽可能高质量的满足市场需求，流通渠道的广度、深度和效率将最终决定相关产品的收益实现水平。

## 2.2 行业发展历史

国内奶业的发展大致可以分为四个阶段，在不同的阶段均表现出不同的发展特点。

第一阶段（1992 年前），奶业生产体制的转变阶段。转变前，奶业实施公私合营，奶业规模的扩大主要通过国营规模的扩大，个体饲养的奶牛仅占全国奶牛存栏量的 6.25%。牛奶的实行产供销一条龙的体制，从奶牛的养殖、原奶的收购、牛奶的生产到牛奶的销售均通过国营体制进行统一运作。转变后，国家允许和积极支持私人饲养奶牛，到 80 年代末个体养殖

的奶业比例占全国奶牛业存栏量的比例超过了 95%。

第二阶段（1993-1998），奶业流通体制的改革时期。改革前，虽然私人饲养的奶业比例急剧增加，但由于牛奶销售价格依然由国家统一规定，在成本不断上升而价格却固定的情况下，严重影响了奶业的良性发展。改革后，奶业放开了牛奶购销价格，开放乳制品市场，引入了多方市场参与者，为奶业的发展注入了活力，奶业整体发展水平不断提高。

第三阶段（1999-2008），奶业生产方式转变时期。转变前，国内奶牛养殖主要以小农户散养的情况为主，奶牛的质量参差不齐，牛奶的质量也不能得到保证。转变后，国家积极鼓励推广奶牛养殖的规模化、集约化，到 2008 年全国存栏 20 头以上的奶牛规模养殖比例已经达到了 36%，也出现了 10000 头以上的规模化大型牧场。奶牛养殖规模的扩大不仅提升了奶牛的单产量，提高了资源的利用效率，而且极大地提高了奶源的质量，为奶业的持续发展奠定了良好的基础。

第四阶段（2008 年以后），奶业增长方式的转变阶段。经过多年的发展，国内奶业竞争日趋激烈，行业利润率下降明显，尤其是在“三聚氰胺”事件后，行业的发展受到了较为沉重的打击。如何保障乳制品质量安全，提高我国奶业的质量和效益，加快奶业增长方式的转变，使奶业从数量扩张向整体优化、提高素质转变，从传统奶业向现代奶业转变，是目前奶业发展需要着重思考的问题。

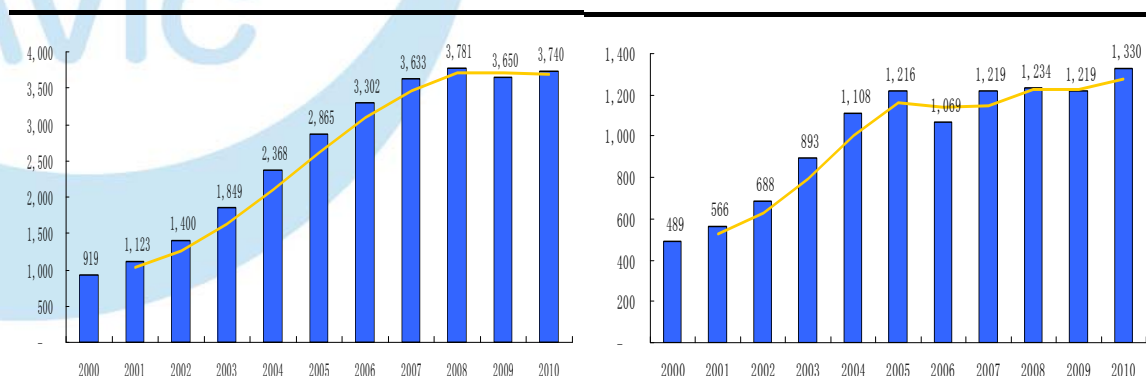
## 2.3 广阔的行业发展空间

### 2.3.1 行业改革开放以来取得了长足进步

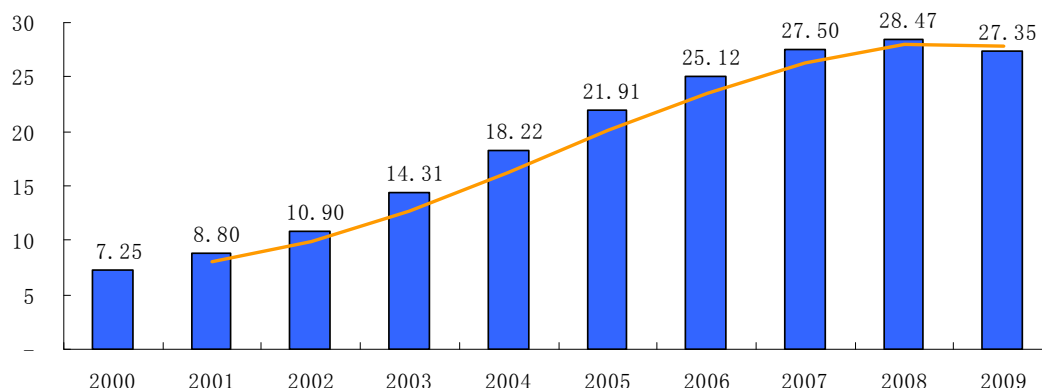
改革开放 30 多年来国内乳制品行业得到了迅速发展，奶牛存栏量、奶类产量、人均乳制品消费量等均有了大幅度提高，尤其是近十年来发展速度可谓突飞猛进。2000 年全国奶牛存栏量约 493.5 万头，到 2010 年上半年全国奶牛存栏量达到了 1329.5 万头，是 2000 年的 2.7 倍。2000 年全国奶类产量 922 万吨，到 2010 年全国奶类产量达到 3740 万吨，是 2000 年的 4.06 倍，人均乳品及乳制品占有量也从 2000 年的 7.5 千克增长到 2010 年的 27 千克。2008 年，城镇居民人均乳品消费量 22.72 公斤，比 2000 年增长 56.8%；农村居民人均 4.81 公斤，为 2000 年的 3.9 倍；城镇居民家庭人均乳品消费金额比 2000 年增长了 1.8 倍。

图表 8 我国奶类产量（单位：万吨）

图表 9 我国奶牛存栏量（单位：万头）



资料来源：中国奶业统计年鉴，中航证券金融研究所

**图表 10 我国人均乳品占有量（单位：千克）**


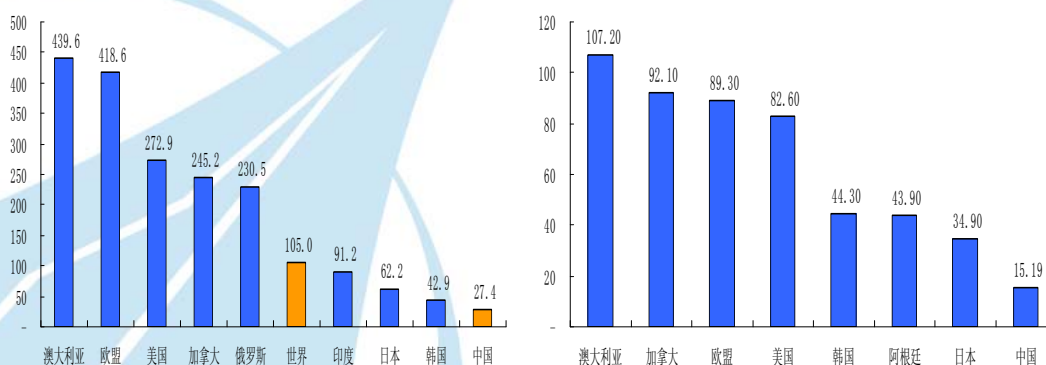
资料来源：中国奶业统计年鉴，中航证券金融研究所

### 2.3.2 行业发展同世界平均水平相比还有较大差距

**图表 11 中国与部分国家人均原奶占有量比较（单位：千克）**

原奶占有量

液态奶人均消费量



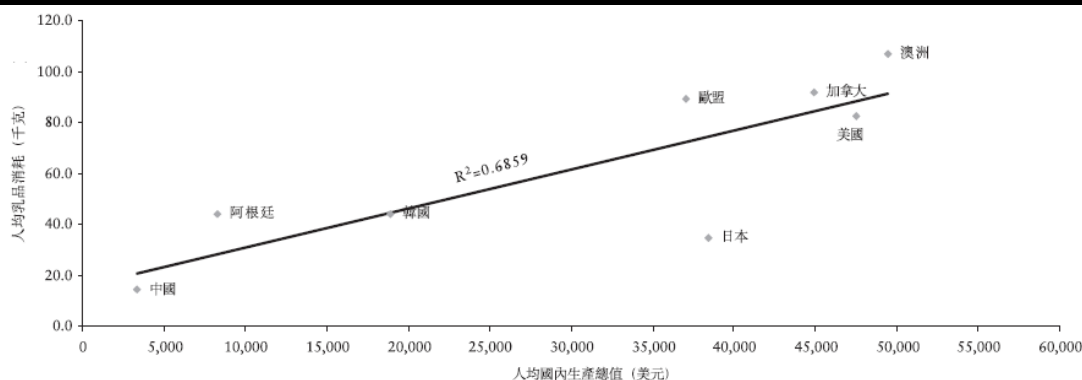
资料来源：CEIC，中国奶业统计年鉴，中航证券金融研究所

虽然经过多年的发展，国内居民人均原奶占有量和以液态奶为主的乳制品消费量均有了较大幅度的增长，但是同世界其他国家相比，我国的原奶生产量和人均消费水平依然处在很低的水平。除去因为饮食习惯的差异外，即使同与我国具有相似文化传统和生活习惯的韩国和日本相比，我国的乳品行业发展水平依然较低，随着国内经济发展水平的不断提高，乳品行业的发展空间巨大。

### 2.3.3 区域间与城乡间的发展差异明显

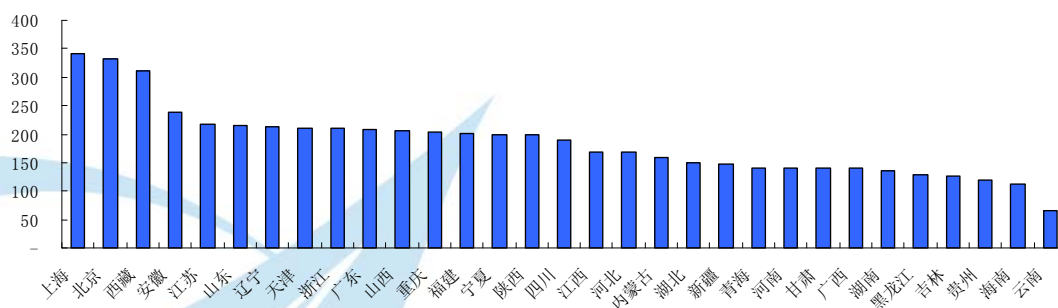
乳制品消费量同居民收入有着非常直接和明显的关系，尤其是在乳制品的初级发展阶段。

**图表 12 人均国内生产总值与人均乳品消耗**



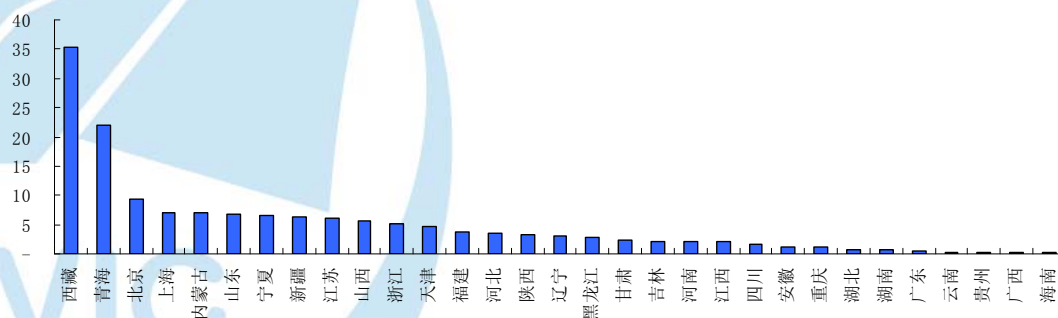
资料来源：上市公司公告，中航证券金融研究所

图表 13 我国不同省份城镇人均乳制品消费支出金额（2008）（单位：元）



资料来源：中国奶业统计年鉴，中航证券金融研究所

图表 14 我国不同省份农村人均乳制品消费数量（2008）（单位：千克）

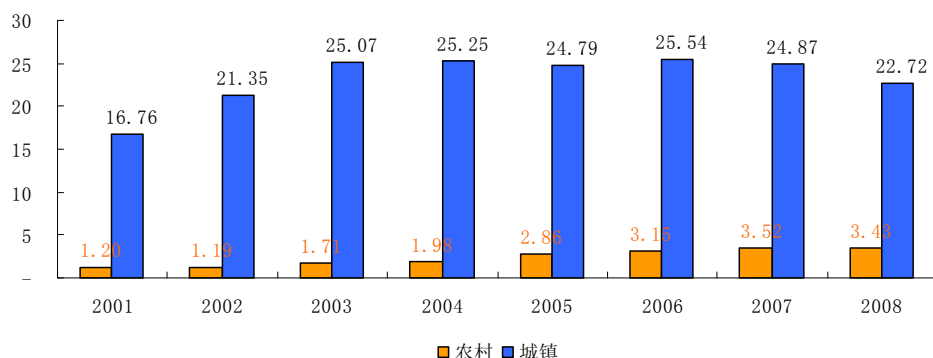


资料来源：中国奶业统计年鉴，中航证券金融研究所

由于我国地域广阔，各个省份的经济发展水平以及居民生活习惯差距较大，所以不同地区间的乳制品消费水平也存在着较大差距。不同省份间城镇居民乳制品人均消费支出金额最高与最低相差 5 倍多，而不同省份间农村人均乳制品的消费量差距判若云泥。这种地区间的差异为乳制品行业的发展提供了巨大的成长空间。

图表 15 我国城镇与农村居民人均乳制品消费量（单位：千克）



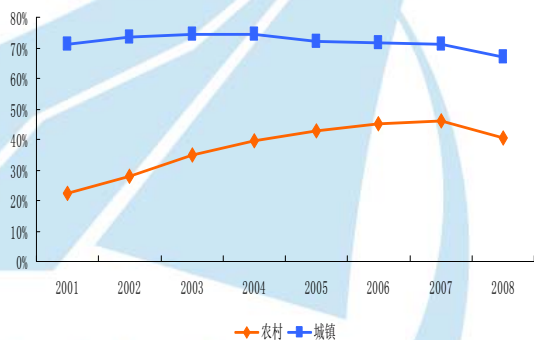


资料来源：中国奶业统计年鉴，中航证券金融研究所

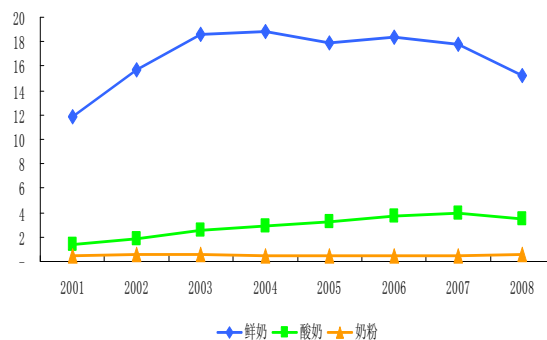
在国内乳品消费市场的快速发展背景下，城镇居民和农村居民人均乳制品消费量同比2001年均出现了较快增长。由于农村居民人均乳制品消费量基数较低，所以相对而言增长幅度更大，但是农村居民人均消费量同城镇居民人均消费量比依然差距巨大，约只有十分之一强。随着我国城镇化水平的不断提高以及农村居民收入的增长，这种城乡结构带来的乳品消费市场增长空间想象力尤为巨大。

#### 2.3.4 产品消费结构还有较大差异

图表 16 我国城镇与农村居民人均消费鲜奶占乳制品消费的比例

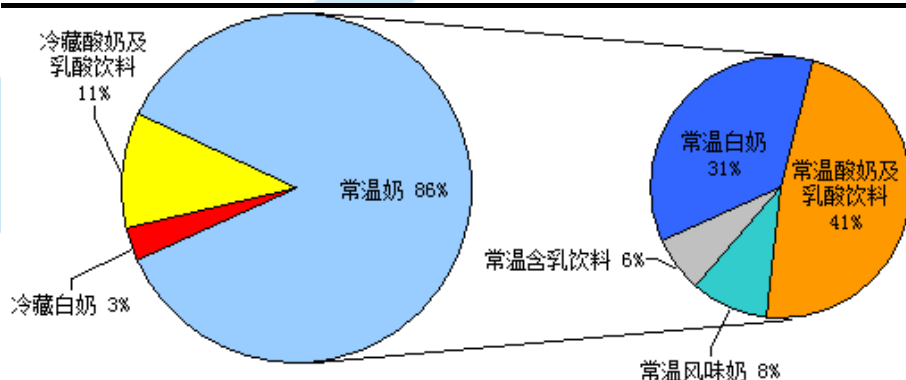


图表 17 我国城镇人均乳制品消费分品类情况 (单位：千克)



资料来源：中国奶业统计年鉴，中航证券金融研究所

图表 18 我国液态乳制品消费结构图 (2009)



资料来源：利乐乳业指数报告，中航证券金融研究所

目前我国乳制品消费以常温奶为主，冷藏奶占 14%，处于较低的比例，而欧美大多数国家冷藏奶的消费比例高达 99%。国内农村乳制品消费中鲜奶所占的比例还不足 50%，而相应的城镇乳制品消费中鲜奶所占的比例保持在较为稳定的 70%左右的水平。另外，在城镇乳制品消费中，鲜奶消费所占比例呈现下降趋势，而以酸奶为代表的新产品消费量在不断增长，奶粉的消费一直维持在较为稳定的水平。由此可见从产品结构方面看，农村鲜奶市场还有较为广阔的发展空间，而在城镇市场由于居民消费水平的不断提高，酸奶等新形态的乳制品日益受到消费人群的喜爱，市场成长空间较大。

综上所述，我国乳制品行业仍有很大的成长空间和市场潜力，根据市场周期理论，整个行业还处于成长期，虽然经过了多年快速的发展，但依然属于朝阳行业的范围，行业增长潜力巨大。

### 三、 投资策略：区分产品升级和市场升级，强化创新能力和渠道能力，注重奶源建设

由于我国历史上大部分地方并不适合奶牛的养殖，奶源主要集中在北方，“北多南少”的局面一直维持了很久，在没有找到有效地解决奶源问题的途径前，我国的乳业发展水平一直停步不前，全国人均乳制品消费量也一直处在较低的水平。伊利是第一家大规模的将无菌灌装技术和超高温灭菌技术推广到全国的企业，加上随后成立的蒙牛，两家内蒙古企业依靠内蒙古得天独厚的奶源基地，依靠超高温灭菌技术，将内蒙古生产的牛奶推向了全国，较好地解决了奶源过度集中给行业发展带来的障碍，由此中国的乳业发展尤其是液态奶的发展开始发生了日新月异的变化。直至今日，乳制品行业依然有着巨大的成长空间。

目前国内液态奶市场尤其是常温奶市场基本形成了伊利和蒙牛的寡头垄断格局，冰淇淋市场呈现类似状况。相比较而言，国内冷藏类奶制品的市场受制于冷链建设的限制还处于诸侯割据的局面，而奶粉市场尤其是婴幼儿奶粉市场则是国内外群雄争霸、烽烟四起，后两者市场的集中度都较低，竞争相对也更为激烈。

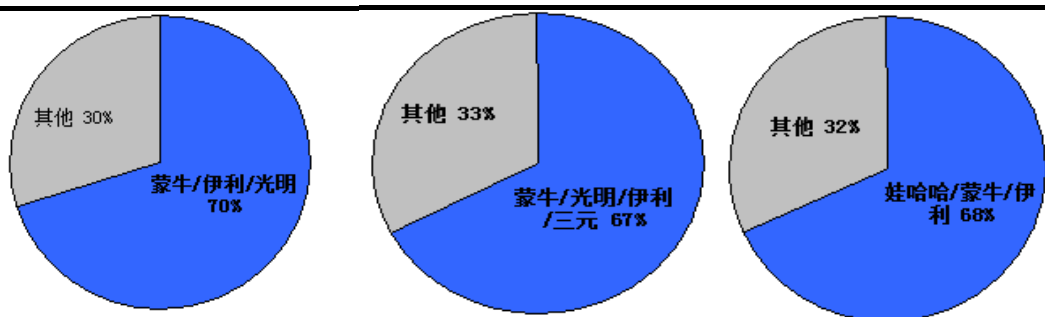
根据 AC 尼尔森数据统计，常温奶中 UHT 奶包括伊利在内的行业内前三名制造商的市场份额到达了 70%以上，酸奶市场行业内前四名制造商的市场份额为 67.3%，而在酸奶/乳酸饮料市场前三名厂商的占有率达到了 68%，整个液态奶市场表现较高的市场集中度，寡头垄断情况较为明显。

图表 19 液态奶各细分市场集中度

UHT 奶

酸奶

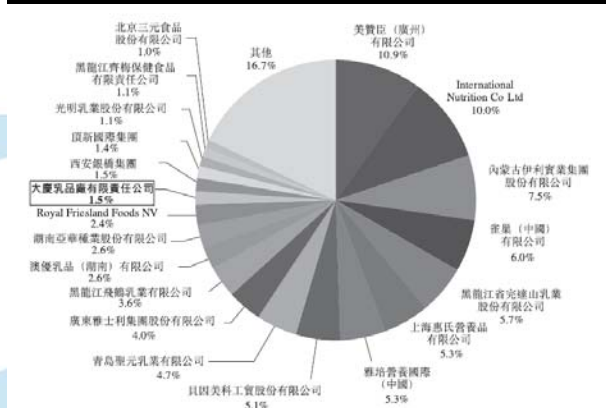
酸奶/乳酸饮料



资料来源：AC 尼尔森，中航证券金融研究所

在奶粉市场，根据统计 2009 年前四名制造商的市场份额不足 35%，尤其是国内制造商市场份额明显弱于国外制造商，前四名国内制造商的市场份额约为 23%，整体市场份额较为分散。

图表 20 国内奶粉市场份额情况（2009）



资料来源：Euromonitor International，中航证券金融研究所

由于乳制品细分市场结构不同，因此在不同的细分市场其成长驱动因素也不尽相同。

在市场较为集中的液态奶市场，市场发展已经较为成熟，企业的成长主要通过新品的开发以及新市场的开发。根据行业的分析，城镇液态奶的消费量已经维持在较为稳定的水平，成长性较低，所以销售收入的增长主要来源于高端奶、酸奶、乳酸饮料等新产品的推出，通过产品结构的升级来实现收入的增长和毛利率的提升。而由于我国地区间经济发展的不平衡以及城乡收入水平的差距，新兴的农村乡镇市场发展空间巨大，如何开拓乳制品消费水平较低的地域以及如何满足日益增长的农村市场需求，是液态奶生产企业未来较长一段时间内收入增长需要考虑的重点。

在经过“三聚氰胺”事件后，国内奶粉市场陷入低迷，相对而言婴幼儿奶粉市场因为刚性需求的存在，市场受到的影响较小。国内消费者出于对奶粉质量的担忧，国外奶粉生产厂商借此机会迅速扩大了其在奶粉市场尤其是婴幼儿奶粉市场的占有率。随着新一波婴儿潮以及老龄人口的急剧增长，国内奶粉市场将迎来新的快速增长期。对于这一快速成长市场，企业的成长主要在于发挥自己的技术、产品和渠道优势，在打造品牌和维护产品质量的基础上，抢占新市场。

参照乳制品行业的发展历史，目前行业已经过了最初简单的产品竞争和市场竞争阶段，



对奶源的控制对于现阶段的企业竞争而言具有非常重要的意义。第一，在经过“三聚氰胺”事件后，如何保证乳制品的质量成为企业和消费者关注的焦点，通过对奶源的控制可以有效保证产品的质量从而有效维护企业辛苦建立起来的品牌形象和市场份额。第二，在较为成熟的液态奶市场，由于奶源的排他性，通过对奶源的控制可以有效地从产业链的上游就赢得相对于竞争者尤其是较小的地方竞争者的优势，从而有效提升现有产品的市场份额。第三，在现有市场份额较低的地区，通过新建奶源的方式可以有效解决市场发展过程中的奶源和渠道成本问题，从而有效拓展新的产品市场，加大渠道的渗透力度。第四，在市场逐渐进入成熟阶段，成本的控制对于企业的盈利能力有较大影响，在原奶成本不断上涨的背景下，通过对奶源的控制可以有效降低生产成本。“得奶源者得天下”，在当前的乳业市场发展阶段有着较为突出的意义。

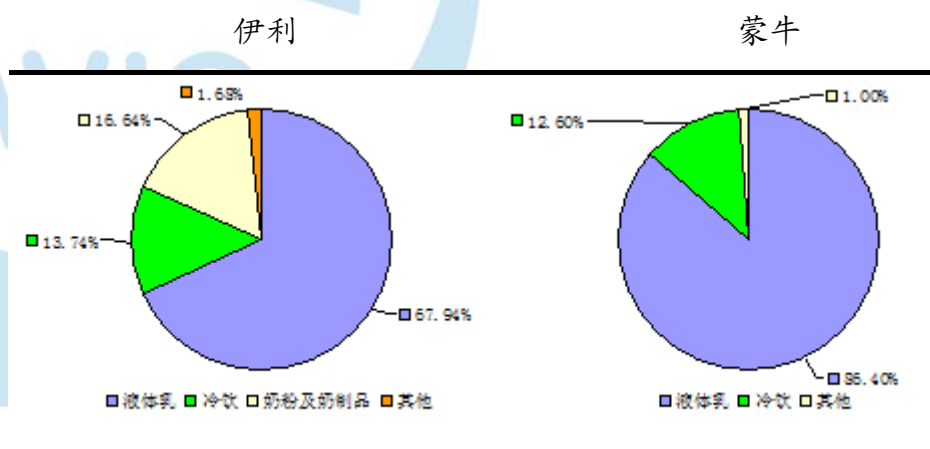
综上所述，乳制品行业的成长潜力从产品角度看在于酸奶、乳饮料、高端奶、儿童奶、婴幼儿奶粉、老年奶粉等新产品细分市场的增长，从市场角度看在于对当前乳制品消费水平较低的省份以及还处于快速发展阶段的农村市场的开拓。鉴于蒙牛、伊利已经跻身于全球前二十大乳制品企业，适时的国际化也将是市场增长的潜力所在。另外，现阶段对奶源的控制将会影响到行业内公司的长久可持续发展能力，意义重大。

#### 四、 公司亮点：均衡的产品结构、良好的创新能力、广泛的市场渠道以及对奶源的有力控制将使公司充分享受行业市场成长收益

在乳制品行业逐渐恢复增长态势且成长空间巨大的背景下，作为行业龙头的伊利将充分受益于行业增长，同时依靠对奶源的有力控制、领先的技术储备和产品创新能力以及良好的渠道建设能力，公司在现有市场和新兴市场都将有望继续保持较快的增长速度，畅享产品结构升级以及区域消费升级的盛宴。

##### 4.1 均衡的产品结构使得公司成为行业增长的最大受益者

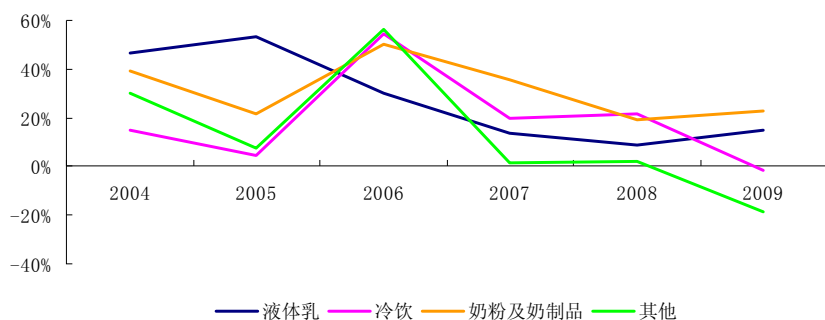
图表 21 伊利与蒙牛的产品结构对比



资料来源：中航证券金融研究所

图表 22 伊利不同产品的增长趋势





资料来源：中航证券金融研究所

乳制品市场主要包括液体乳、冷饮以及奶粉等奶制品市场，其中液体乳在城镇消费中占比约 70%，其他类乳制品占 30%；而在农村消费中液体乳占比约 50%，其他类乳制品占 50%。在整个乳制品行业恢复快速增长的背景下，尤其是农村市场的蓬勃发展，全系列的产品品类为伊利充分享受行业的整体成长提供了良好的基础，而相对而言蒙牛由于过于依赖液体乳市场，所面临的竞争和市场风险也更大一些。在“三聚氰胺”事件后，伊利率先从行业低谷中走出，而蒙牛却由于液体乳市场恢复不景气而增长放缓，也为伊利较为合理的产品结构搭配提供了较好的佐证。

根据之前的分析，液态奶市场目前发展较为成熟，尤其是在一二线城市增长明显放缓，竞争激烈，市场的增长主要来源于三四线城市和农村；而相对的是奶粉市场无论是在城镇市场还是农村市场由于刚性需求的存在均出现了快速增长。公司 2005 年后奶粉的增长速度一直领先于其他产品，奶粉业务的快速成长和较高的毛利率对伊利的经营也越发重要。

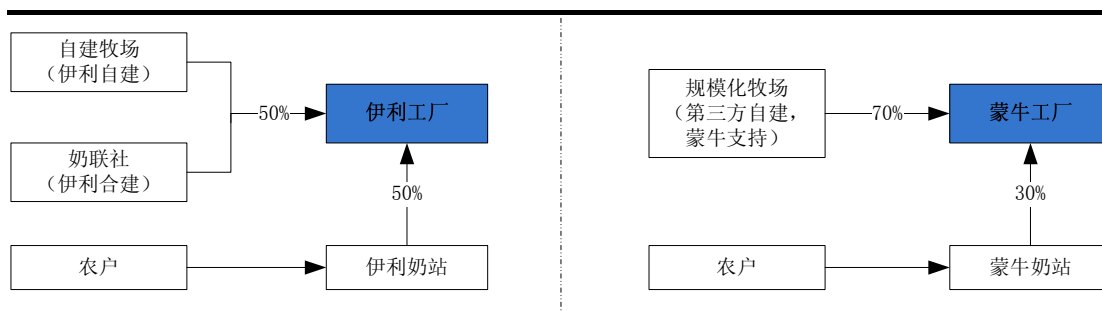
伊利较为全面和均衡的产品格局更有利于其在当前整个乳制品行业竞争中保持优势，尤其是在乡镇乳制品市场和婴幼儿奶粉市场快速成长的背景下，公司将会充分享受行业成长收益。

#### 4.2 对奶源的有力控制将有效增强公司的竞争实力

伊利是国内乳制品行业最早开始重视奶源建设的企业之一。2006 年至 2008 年，伊利投资 27 亿元用于自建或合建牧场。2009 年 9 月，伊利在呼和浩特土左旗兵州亥乡的 1.5 万头奶牛示范园区投入使用，20 家“奶联社”也在年底如期投入使用。2010 年，伊利已拥有牧场 800 余家，独家拥有呼伦贝尔、锡林郭勒和新疆天山的三大黄金奶源基地，牢牢掌握了中国最优质的奶源，公司 50%的奶源来自于这些自有或合建牧场。按照公司的计划，未来 5 年伊利将在此基础上再建 800 家不同规模的牧场，到时公司的奶源自给能力将进一步得到提高。

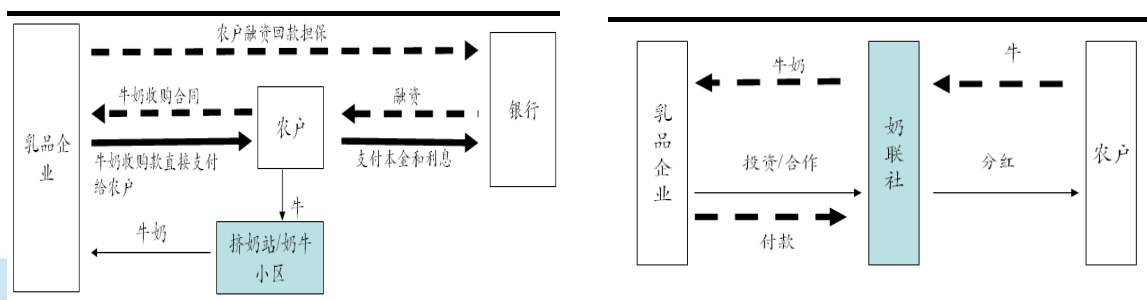
相比而言，蒙牛并没有投大力气到奶源自建方面，而主要是通过扶助上游企业大力发展规模化牧场业务，通过与上游企业签订排他性奶源供应合同的方式来确保奶源的充足性，其 70%的奶源来自于规模化牧场，而这些牧场基本上独立于蒙牛的，例如 2010 年在香港上市的现代牧业即是蒙牛最大的奶源提供商之一。由于国内奶牛牧业的发展历史，目前零散的农户养殖奶源在产业链中依然起着较大的作用，伊利和蒙牛也有相当大的原奶是通过收购零散农户的原奶来获得。

图表 23 伊利和蒙牛的奶源策略



资料来源：中航证券金融研究所

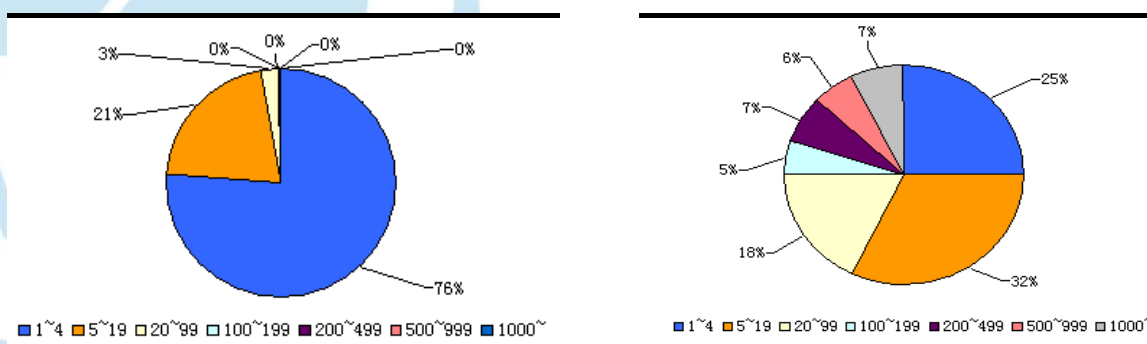
图表 24 “公司+农户”模式与“奶联社”模式比较



资料来源：中航证券金融研究所

伊利和蒙牛都重视自身的奶源建设，只是两者的建设思路有所差别。伊利主要依靠自身的力量投入牧场建设，同时采用奶联社的模式对零散的农户资源进行集中，最终实现对奶源的控制。蒙牛则较少投入资金进行奶源建设，而是将此“分包”给外部专门企业去经营牧场，通过对第三方提供支持和签订排他性协议的方式获得奶源。这种差距一方面是两个企业成长历史的不同，另一方面也是企业经营理念的不同。

图表 25 国内以奶牛养殖规模分的场户结构 图表 26 国内以奶牛养殖规模分的奶产量结构



资料来源：中国奶业统计年鉴，中航证券金融研究所

从环境适应能力和对奶源的控制力两个方面看，伊利的奶源建设模式优于蒙牛的奶源建设模式。

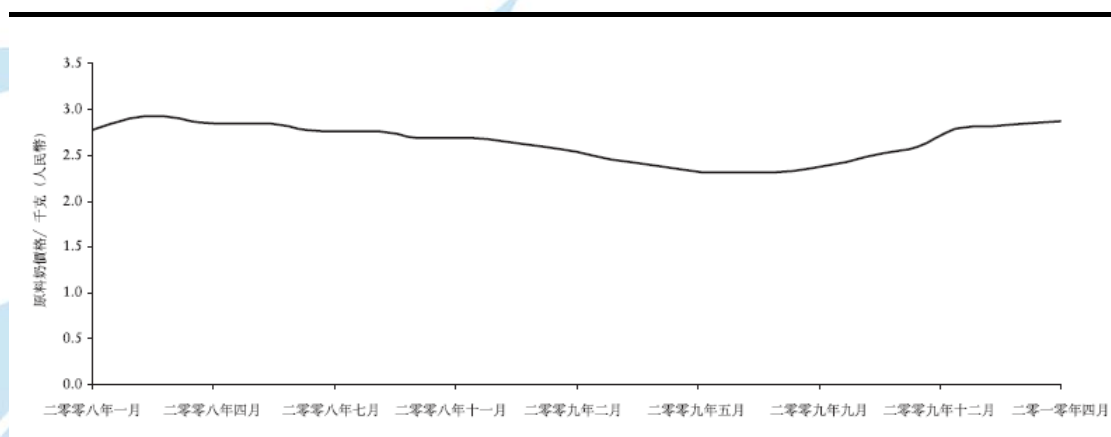
目前国内奶源的 50% 以上还是来自于 20 头规模一下的散户养殖，伊利的“奶联社”模式是对当前奶牛养殖情况的一种改良，是把既有的分散的奶牛资源集中起来，统一饲养以实现规模化养殖收益，而大规模牧场的建设更有“革命”性的意味，一切从头做起。“奶联社”模

式一方面解决了新建规模化牧场前期投入大以及可能存在的重复建设问题（也会导致现有农户的失业），相比新建规模化牧场它也没有培育期问题，可以较快实现效益；另一方面它还解决了零散养殖的可能存在的奶源质量和成本不经济性问题，解放了生产力，实现了规模化牧场的优点。伊利再结合自身的牧场建设，“一快一慢”的奶源建设步伐，有利于公司奶源的持续发展。

通过对奶联社的投资和合作，伊利对自建和合建的奶源有很强的控制力。而第三方建设牧场的目的是逐利，为了其自身利益的最大化以及避免对单一客户的依赖，它对单一客户的忠诚度必然不稳定。蒙牛通过支持牧场建设和签订排他协议的方式来控制第三方牧场，虽然可以充分利用社会资本，但其对奶源的控制力度是值得怀疑的。

原奶价格 2009 年以来增长迅速，在 2010 年通胀背景下依然出现了较大的涨幅，作为乳制品主要原材料的原奶价格的上涨对公司毛利率的影响是非常直接和明显的。通过自建奶源的方式可以有效降低原奶成本上涨压力，提高终端产品的毛利率。

**图表 27 原奶价格变动趋势**



**资料来源：上市公司招股说明书，中航证券金融研究所**

另外，奶源建设对企业的市场拓展和市场竞争都有积极意义，自建奶源可以很好地与企业自身的发展战略相吻合，而依靠第三方牧场建设则存在战略意图无法得到贯彻和实施的的风险，降低了奶源对于企业的意义。伊利通过在全国各地建设牧场的形式减少产品运输成本，并以此为基础建立生产基地，布局全国市场，已经取得了良好的效果。

**图表 28 伊利全国基地布局图**

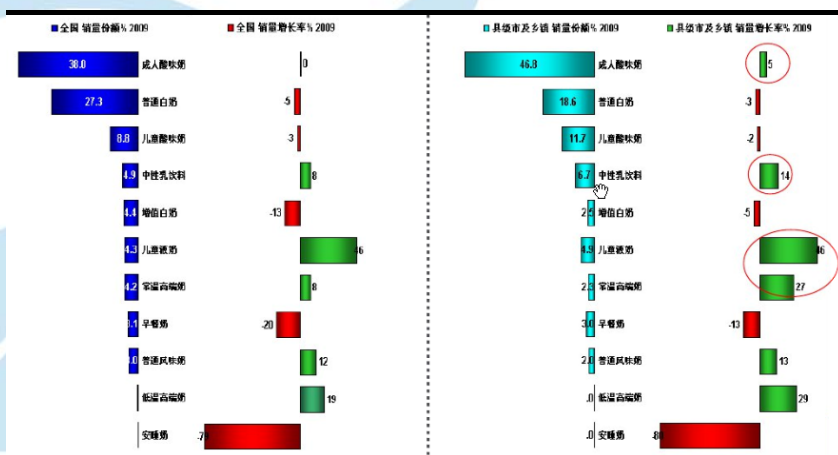




资料来源：中航证券金融研究所

#### 4.3 优秀的创新能力将享受现有市场的产品升级盛宴

图表 29 液态奶品类在全国及乡镇市场的销售量（2009）



资料来源：AC 尼尔森，中航证券金融研究所

国内液态奶市场已经较为成熟，一二线城市液态奶成熟产品市场已经接近饱和并开始出现下降趋势，而三四线城市及乡镇相应市场还没有有效成长起来，传统的常温白奶以及传统的早餐奶等产品销量已经出现了明显下降。在此情况下，液态奶市场的增长主要依靠新产品的开发和推广，包括全新产品品类的研发以及对原有产品品类的升级。在 2009 年，全国市场液态奶销量增长最快的品类是儿童液奶、高端奶、风味奶及乳饮料，这些产品的异军突起充分体现了新品对液态奶市场成长的意义。在此过程中，企业对市场需求的敏感并基于此的产品创新能力尤为可贵。

伊利 2009 在市场增长迅速的几个品类均收获颇丰，尤其是在市场增长突出的乡镇市场，儿童液奶同比增长 34.4%，高端奶同比增长 43.8%，风味奶同比增长 234.8%，增长幅度均大大领先于竞争对手蒙牛。而同样在婴幼儿奶粉市场，在 2008 年“三聚氰胺”事件后，公司依托良好的品牌和贴合市场的产品，瞄准三鹿退出后的婴幼儿奶粉市场，2009 年同比全国市场



占有率提高 1%，保持了市场领先地位。据统计，目前每六个中国宝宝中就有一个在吃伊利婴幼儿奶粉。

在以产品创新为主流的液态奶市场和以技术研发为基础的婴幼儿奶粉市场，伊利的技术实力和创新能力为公司迅速抓住市场机遇、提升企业实力提供了坚实基础。

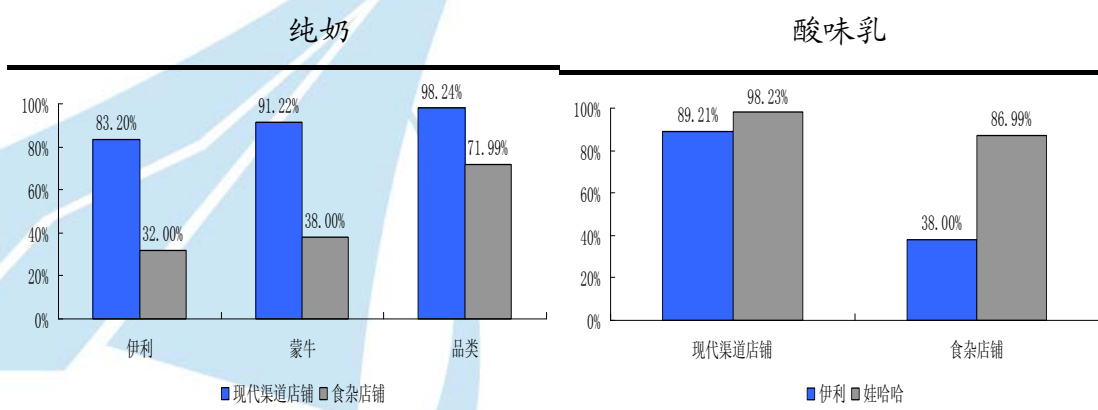
**图表 30 伊利的三级技术研发体系**

	主体	目标
第一级	产学研合作平台	集团与科研院所的合作解决行业的共性问题，推动行业和地区乳业的发展
第二级	集团技术中心	对未来有前途的产品、技术进行研发，并负责国内外技术资源的利用和整合，保证集团的技术水平为国内领先或世界领先
第三级	事业部技术研发部门	主要针对不同区域、不同消费群体的特殊消费需求进行产品研发，以满足消费者需要为研发宗旨，不断推出新产品，保证各事业部生产和经营的产品始终具有较强的市场竞争能力

资料来源：中航证券金融研究所

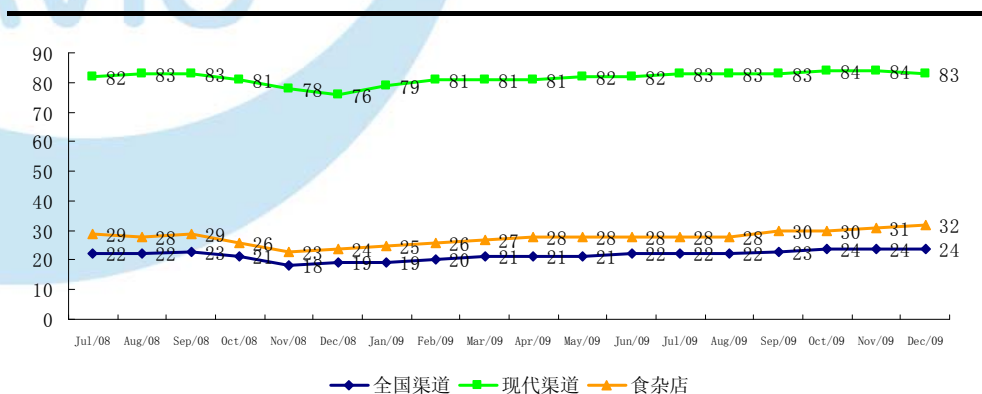
#### 4.4 良好的市场渠道将有助分享新兴的消费市场

**图表 31 伊利纯奶与酸味乳不同渠道铺货率**



资料来源：AC 尼尔森，中航证券金融研究所

**图表 32 伊利纯奶主要渠道铺货率变动情况 (单位: %)**



资料来源：AC 尼尔森，中航证券金融研究所

伊利在全国 9.9 万家现代渠道店铺中纯奶产品的铺货率达到 83.2%，酸味乳产品的铺货率达到 89.2%，尤其是在大卖场基本实现了 100% 覆盖，虽然同行业领先对手比略占下风，但是依然达到了非常高的渠道铺货率。尤其是在“三聚氰胺”事件后公司各种渠道的铺货率在经历短暂的下滑后，到 2009 年末铺货率水平均已超过事件发生前的水平，表现出公司在渠道市场上持续的努力和进步。

目前公司在全国约 214 万的传统食杂店铺货率不到 40%，尤其是在酸味乳品类上同行业的领先企业有一定差距，这固然与公司最初更关注现代渠道有关，但公司在一年半时间增加约 7 万多家食杂店，渠道继续下称，不断上升的食杂店铺货率也表明公司在这个市场不断进步的步伐和巨大的成长空间。

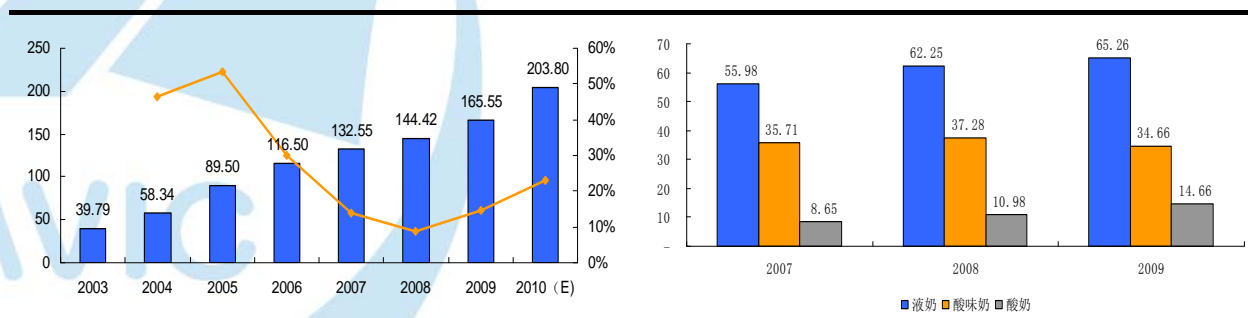
高端液态奶、酸奶以及婴幼儿奶粉更多的是依靠现代通路进行销售，而酸味乳等乳饮料更多的是通过传统食杂店渠道销售。公司在现代通路的较高铺货率以及在不同通道持续提升的势头将对公司未来不同品类产品的销量提升提供有力保障，这也是公司充分分享产品升级和市场升级收益的有力保障。

## 五、 公司展望：液态奶稳健前行，奶粉快速成长，冷饮优势依然

在从“三聚氰胺”事件中逐渐恢复过来的我国乳制品行业发展空间依然巨大，伊利依靠其市场领先地位将会是市场复苏的最大受益者之一。公司 2010 年已经披露的业绩同比 2009 年已经实现了较大幅度的增长，展望公司在今后几年的业绩，以产品创新为基础的一二线产品升级以及以渠道建设为基础的乡镇市场升级将是公司业绩的主要推动力，归结到产品层面，液态奶中的高端奶、酸奶以及婴幼儿奶粉将是公司未来业绩增长和利润增长的最大贡献者。

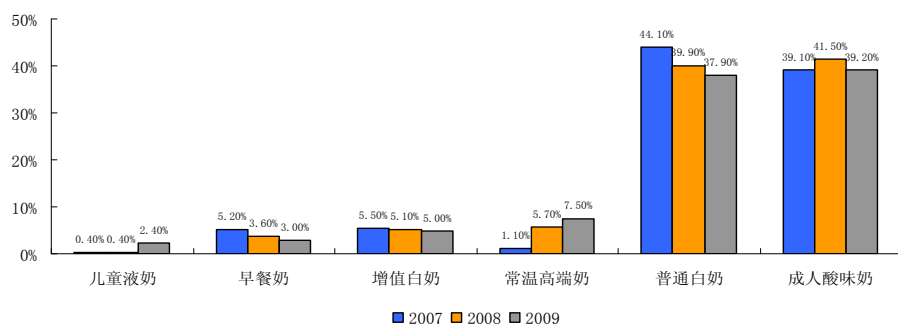
### 5.1 液态奶：产品创新与渠道下沉助力稳健成长

图表 33 公司液态奶销售收入与主要品类销售金额变动（单位：亿元）



资料来源：中航证券金融研究所

图表 34 公司液奶销售量结构及变动情况

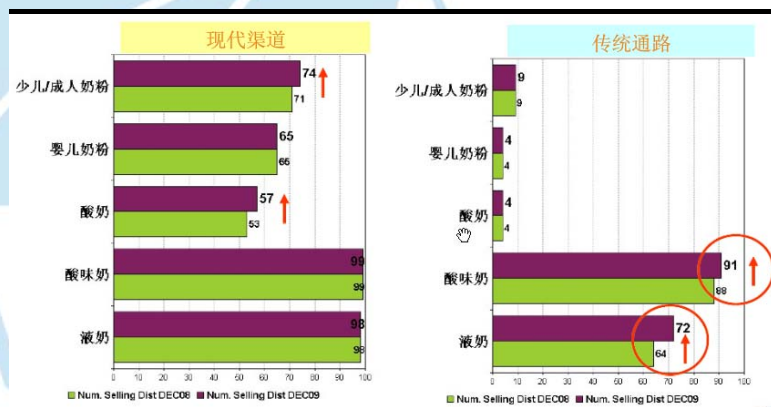


资料来源：中航证券金融研究所

作为公司主要收入来源的液态奶多年来一直保持着较为稳定的增长，但从其主要品类来看，近三年的液奶和酸奶有着较好的表现，而酸味奶的表现则出现了较大的波动。同时在液奶的产品结构中，作为最大部分的普通白奶和成人酸味奶市场销售量均有所下滑，反而是利润率较高的儿童液奶和常温高端奶出现了较快的增长。这种情况的出现与之前分析的液态奶市场的变化趋势是相符的，儿童奶、高端奶以及酸奶等创新品种更容易获得市场的青睐。同时由于居民收入的提高，在一二线城市中产品升级的趋势也越发明显，传统产品对企业的收入贡献度被限定在较为有限的范围。

另外，从销售渠道来看，除了酸奶外，液态奶在现代渠道的铺货率已经很难提升，依靠渠道下沉增加销售收入的可能性也很小。相比而言，作为液态奶的最大部分普通液奶和酸味乳通过拓展传统渠道来提升销售收入的可能性则较为乐观，市场空间依然很大。

图表 35 乳品品类铺货率变化

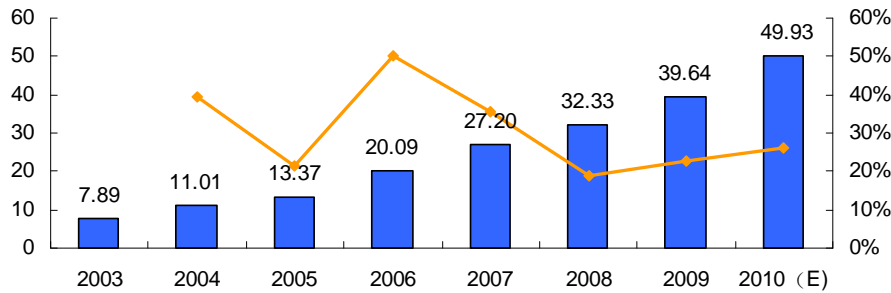


资料来源：AC 尼尔森，中航证券金融研究所

伊利 2009 年末液态奶产能为 360 万吨/年，2010 年又投入建设 76.7 万吨/年的产能，预计到 2011 年公司达产的产能在 400 万吨/年，足以满足公司的发展需求。伊利依靠自身的技术创新实力和渠道建设能力，结合奶源建设和生产基地建设，未来几年在液态奶业务上依然有望保持较高的市场增长。

## 5.2 奶粉：在快速成长的市场中领航

图表 36 公司奶粉销售收入情况（单位：亿元）



资料来源：中航证券金融研究所

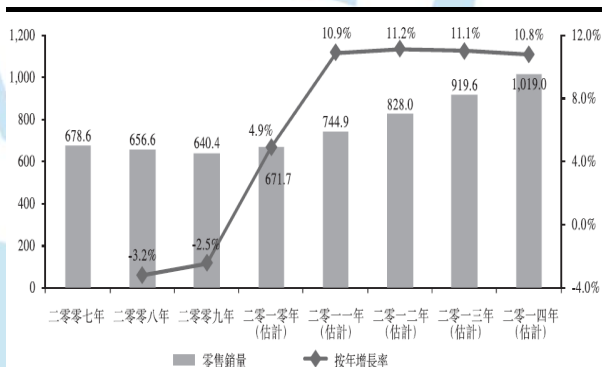
公司奶粉销售一直保持 20% 以上的年增长率，2010 年上半年实现销售收入 24.55 亿元，毛利率 40.89%，是公司几个产品类别中利润率最高的品类。公司凭借良好的技术实力和市场基础，在“三聚氰胺”事件后三鹿奶粉退出的市场基本被公司所获得，公司在全国奶粉的市场占有率提升了 1%，达到 7.5%，仅次于美赞臣和多美滋，同比蒙牛更是优势明显，是目前公司相对于蒙牛而言最具有优势的产品品类。

国内奶粉市场在经历了“三聚氰胺”事件后，市场销量明显下降，出于对产品质量的担忧，作为非必需品的成人奶粉市场出现的下滑更为明显，而婴幼儿奶粉市场由于具有较高的刚性和黏性，整体市场销售量并没有出现明显的下滑，只是市场竞争者的格局发生了较大变化，国外品牌从中受益良多。但国外品牌由于较高的售价主要集中在一线城市，而伊利以及众多国内品牌主要侧重于二三线乃至乡镇市场，传统渠道建设对于国外品牌而言是一道很深壕沟。

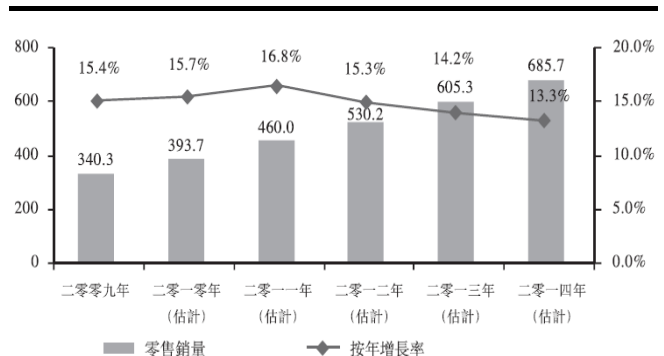
由于上世纪 80 年代的“第三次人口生育高峰期”出生的人将陆续进入生育年龄，预计国内婴幼儿奶粉市场将会保持快速增长。另外，我国人口老龄化的趋势也越来越明显，相应的老年人奶粉市场也有望迎来井喷式增长。整体奶粉市场成长前景非常看好。

图表 37 国内奶粉市场与婴幼儿奶粉市场规模预测（单位：千吨）

国内奶粉市场



国内婴幼儿奶粉市场



资料来源：Euromonitor International，中航证券金融研究所

伊利截止 2009 年拥有奶粉生产能力 20 万吨，2010 年公司又在传统的优质奶粉生产基地杜尔伯特增建了 4.5 万吨/年产能，预计 2011 年将进入正式投产运行。公司在 2007、2009、2010 三年共新建奶粉产能 13.5 万吨/年，接二连三的奶粉产能投入也说明公司奶粉产能供给

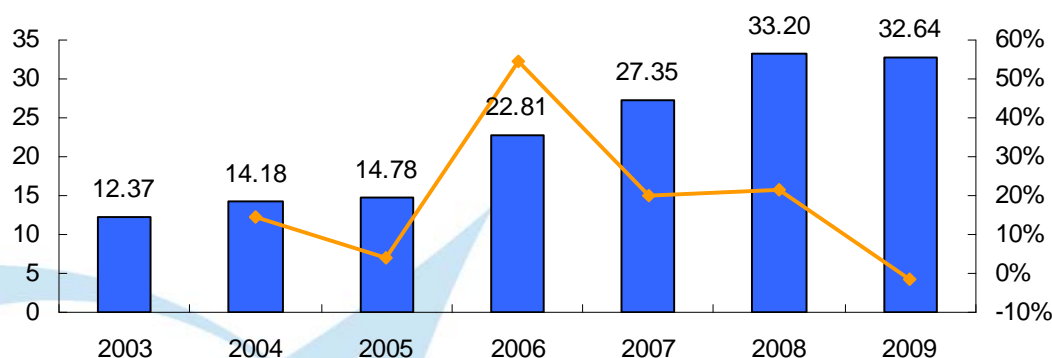


的紧张以及公司对奶粉未来市场的看好。

奶粉的销售主要依靠现代通道，伊利在现代通道建设方面具有优势，但通过渠道建设拓展产品销售的空间也越发有限。另外奶粉市场目前集中度较低，出于产品的特殊性和消费者对产品质量的追求，以技术为基础的高质量产品和消费者信赖的品牌将是奶粉业务成长的关键。奶粉市场良好的成长前景和较高的毛利率将使得公司的奶粉业务有望成为公司收入和利润增长最快的品类。

### 5.3 冷饮：提升产品级别，增强盈利能力

图表 38 公司冷饮销售收入情况（单位：亿元）



资料来源：中航证券金融研究所

公司冷饮产品主要是冰淇淋，是一种季节性特征比较明显的休闲食品。公司冷饮业务一直领跑全国多年，2010 年上半年实现销售收入 20.26 亿元，基本与 2009 年持平。公司在冷饮品类主要着重打造副品牌，巧乐兹、冰工厂、伊利牧场、佰豆集等无一不是消费者熟知的品牌。由于冷饮消费市场相对液态奶市场容量较小，且高端产品主要以国外品牌为主，所以伊利侧重打造定位在 1.5~2.0 元/支的中低端市场，在这个市场的占有率达到 65%，拥有绝对的领先优势。

受原奶价格上升等因素影响，公司的冷饮业务盈利有所下降，在此背景下公司采取了产品升级的策略，通过将市场份额最大的巧乐兹产品升级为经典巧乐兹，产品品质有所提升，更重要的是单只价格由 1.5 元提升到 2.0 元，毛利率提升 30% 以上，不仅开拓了新的产品市场，而且减少了公司不同副品牌产品间的竞争，有效改善了冷饮这一作为公司传统领先业务的盈利能力。

冰淇淋作为休闲食品与居民生活水平的改善程度息息相关。从 90 年代以来，每年以约 10% 的速度在递增，中国冷饮产量增加了 12 倍，但人均消费量仅仅为 1.7 千克，世界第一大冰淇淋消费国美国人均消费量是 23 千克，日本为 11 千克，即使与世界人均水平相比还有很大差距，市场依然存在较大空间。由于这两年气候的异常因素偏多，冷饮的销售同比略有下滑，同时公司其他品类产品销售的突飞猛进，冷饮业务对公司销售收入的贡献度排在液态奶和奶粉之后，但作为公司的传统优势品类，冷饮将继续对公司的经营业绩作出有力贡献。

公司从 2005 年起加大了对冷饮产能建设的投入，2005 年新建产能 9.13 万吨/年，2006

年新建产能 35 万吨/年，2010 年又新建产能 5.1 万吨/年，目前公司的产能超过 50 万吨，生产基地遍布全国，为相关业务的持续发展打下了良好基础。

## 六、 估值预测与评级

我们预计公司液体奶中酸奶、高端奶、儿童奶将继续受益于产品升级能继续保持 25%左右的年增长率，而公司的乳酸饮料等产品则会随着公司传统渠道的拓展而受益于市场升级，也能保持良好的增长速度。公司的婴幼儿奶粉业务受益于市场的快速发展有望保持 20%左右的年增长率，且将对公司的利润增长贡献较大力量。公司的冷饮业务将会维持自然增长。由于上游原奶价格上涨，而公司终端奶产品价格又受到政府监控，公司整体毛利率水平可能依然维持在当前的水平。在奥运营销、世博营销过后，公司的营销费用率下降的可能性较大，有助于公司净利润率的提升。

我们预测公司 2010-2012 年的 EPS 分别为 0.90、1.42 和 1.90 元。鉴于公司良好的基本面以及公司未来三年较快的增长速度，参照公司的绝对估值结果，我们给予公司 2011 年 32 倍的市盈率，则该业务的合理估值为 45.44 元。公司目前的市场估值偏低，我们给予“买入”评级。



**资产负债表**

单位: 百万元

**利润表**

单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>	6598	7612	8718	10197	<b>营业收入</b>	24324	29096	34599	41188
现金	3880	4364	4786	5721	营业成本	15778	19972	23788	28140
应收账款	219	363	406	418	营业税金及附加	109	130	155	184
其他应收款	92	117	131	165	营业费用	6496	6692	7612	9061
预付账款	569	606	793	862	管理费用	1191	1425	1694	2017
存货	1836	2159	2599	3029	财务费用	22	108	80	52
其他流动资产	3	3	3	3	资产减值损失	77	0	0	0
<b>非流动资产</b>	6092	6706	6987	7066	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	387	387	387	387	投资净收益	15	0	0	0
固定资产	5424	6071	6385	6497	<b>营业利润</b>	665	770	1270	1733
无形资产	265	233	201	169	营业外收入	209	0	0	0
其他非流动资产	15	14	13	13	营业外支出	63	0	0	0
<b>资产总计</b>	12690	14318	15704	17263	<b>利润总额</b>	812	872	1372	1835
<b>流动负债</b>	8577	9464	9684	9644	所得税	147	131	206	275
短期借款	2685	2899	1899	899	<b>净利润</b>	665	741	1166	1560
应付账款	3766	4223	5292	5964	少数股东损益	18	20	31	41
其他流动负债	2126	2342	2493	2781	<b>归属母公司净利润</b>	648	722	1135	1519
<b>非流动负债</b>	403	403	403	403	EBITDA	1303	1520	2071	2566
长期借款	110	110	110	110	EPS (元)	0.81	0.90	1.42	1.90
其他非流动负债	293	293	293	293					
<b>负债合计</b>	8980	9867	10087	10047					
少数股东权益	267	287	317	359					
股本	799	799	799	799					
资本公积	2655	2655	2655	2655					
留存收益	-12	710	1845	3364					
归属母公司股东权益	3443	4165	5300	6818					
<b>负债和股东权益</b>	12690	14318	15704	17224					

**现金流量表**

单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	主要财务比率	2009	2010E	2011E	2012E
<b>经营活动现金流</b>	2051	1445	2315	2619	<b>会计年度</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
净利润	665	741	1166	1560	<b>成长能力</b>				
折旧摊销	492	570	655	720	营业收入	12.3%	19.6%	18.9%	19.0%
财务费用	59	78	44	10	营业利润	-132.5%	15.7%	64.9%	36.5%
投资损失	-15	0	0	0	归属于母公司净利润	138.4%	11.4%	57.3%	33.8%
营运资金变动	685	143	536	415	<b>获利能力</b>				
其他经营现金流	166	-87	-87	-87	毛利率(%)	35.1%	31.4%	31.2%	31.7%
<b>投资活动现金流</b>	-715	-1098	-849	-713	净利率(%)	2.7%	2.5%	3.4%	3.8%
资本支出	0	-1184	-935	-800	ROE(%)	18.8%	17.3%	21.4%	22.3%
长期投资	0	0	0	0	ROIC(%)	9.0%	11.5%	15.0%	19.5%
其他投资现金流	-715	87	87	87	<b>偿债能力</b>				
<b>筹资活动现金流</b>	-98	137	-1044	-971	资产负债率(%)	70.8%	68.9%	64.2%	58.2%
短期借款	-18	214	-1000	-1000	净负债比率(%)	31.12%	30.49%	19.91%	10.04%
长期借款	55	0	0	0	流动比率	0.77	0.80	0.90	1.06
普通股增加	0	0	0	0	速动比率	0.55	0.58	0.63	0.74
资本公积增加	6	0	0	0	<b>营运能力</b>				
其他筹资现金流	-141	-78	-44	29	总资产周转率	1.92	2.03	2.20	2.39
<b>现金净增加额</b>	1238	484	421	935	应收账款周转率	111	80	85	99
					存货周转率	8.60	9.25	9.15	9.29

**每股指标 (元)**

每股收益(最新摊薄)	0.78	0.90	1.42	1.90
每股经营现金流(最新摊薄)	2.57	1.81	2.90	3.28
每股净资产(最新摊薄)	4.31	5.21	6.63	8.53

**估值比率**

P/E	43.22	38.79	24.66	18.43
P/B	8.13	6.72	5.28	4.11
EV/EBITDA	24	21	15	11

## 投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

**买入：** 预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。

**持有：** 预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。

**卖出：** 预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

**增持：** 预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。

**中性：** 预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。

**减持：** 预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

## 分析师简介

张绍坤，SAC执业证书号：S0640511010008，南开大学经济学硕士，2007年8月加入中航证券金融研究所，从事消费行业研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

公司地址：深圳市深南大道3024号航空大厦（518000）

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：0755-83689524

传真：0755-83688539

## 免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行商的金融交易，向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。