



买入

25% ↑

目标价格:人民币 26.00

600887.CH

价格:人民币 20.84

目标价格基础:25倍17年市盈率

板块评级:增持

伊利股份

剑指千亿五强，最具世界级食品龙头潜质

中国巨大的市场容量已孕育出烈性酒行业市值世界第一，超5,000亿的贵州茅台，我们认为除了白酒，中国市场也有望孕育出世界级食品龙头，国内乳业龙头伊利股份最具潜质。我们判断中国消费特点将推动伊利股份产品结构继续升级，奶粉业务受注册制负面影响减弱，竞争格局有望改善，公司外延并购意愿很强，业绩将持续超预期，预计伊利股份17-19年每股收益分别为1.04、1.21、1.36元/股，同比增11.8%、16.3%、12.4%。给予伊利股份17年25倍市盈率，对应目标价26.00元，首次评级给予买入评级。

支撑评级的要点

- **从业务看**，中国消费特点推动乳品结构持续升级，低线城市需求超预期，奶粉业务受注册制负面影响减弱，伊利团队优秀，是行业高景气度最大的受益者。
- **从竞争格局看**，液体乳伊利与蒙牛市占率合计超过50%，双寡头垄断格局已经形成，且双方都有利润考核要求，未来有望共同提升盈利能力。
- **从估值看**，对比全球乳业龙头和国内食品龙头，伊利估值存在向上修复的空间。

评级面临的主要风险

- 食品安全风险、原奶价格涨幅超预期、竞争格局改善不及预期。

估值

- 预计伊利股份17-19年每股收益分别为1.04、1.21、1.36元/股，同比增11.6%、16.3%、12.4%。给予伊利股份17年25倍市盈率，对应目标价26.00元，首次评级给予买入评级。

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	21.8	1.6	15.4	15.8
相对上证指数	19.8	(0.3)	17.8	11.0

发行股数(百万)	6,079
流通股(%)	99
流通股市值(人民币 百万)	125,735
3个月日均交易额(人民币 百万)	1,246
净负债比率(%) (2017E)	59
主要股东(%)	
香港中央结算有限公司	6

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以2017年7月12日收市价为标准

相关研究报告

《食品饮料2017年中期策略: 子弹还能再飞, 继续推荐白酒》2017.6.28

《食品饮料行业深度: 把握长期趋势, 品牌白酒强复苏, 未到言顶时》2017.6.8

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料

汤玮亮

(86755)82560506

weiliang.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号 S1300517040002

投资摘要

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币 百万)	60,360	60,609	65,622	71,998	78,588
变动(%)	11	0	8	10	9
净利润(人民币 百万)	4,632	5,662	6,316	7,348	8,266
全面摊薄每股收益(人民币)	0.762	0.931	1.039	1.209	1.360
变动(%)	11.8	22.2	11.6	16.3	12.5
市场预期每股收益(人民币)			0.988	1.130	1.302
全面摊薄市盈率(倍)	27.4	22.4	20.1	17.2	15.3
价格/每股现金流量(倍)	16.5	10.8	14.4	13.3	11.8
每股现金流量(人民币)	1.26	1.94	1.44	1.56	1.76
企业价值/息税折旧前利润(倍)	17.8	16.9	14.4	12.0	10.2
每股股息(人民币)	0.437	0.457	0.509	0.593	0.667
股息率(%)	2.1	2.2	2.4	2.8	3.2

资料来源: 公司数据及中银证券预测

目录

伊利股份——乳制品行业领跑龙头	5
管理层与股东利益一致，剑指“千亿5强”目标.....	5
对比乳企龙头：伊利管理团队稳定、优秀、激励到位	7
对比小型乳企：规模优势明显.....	8
液体乳需求有空间，增速不快但质量好	10
行业消费量向上仍有空间，伊利股份液体乳销量受益	10
中国消费特点促产品结构持续升级，量价有望双增.....	12
安慕希：高速增长的中高端产品代表.....	14
根植中高端领域，外延并购、内生创新意愿强	15
注册制提升集中度，奶粉业务深蹲起跳	17
二孩政策扩增量，奶粉注册制理存量，市场复苏可期	17
注册制短期负面效应减弱，伊利股份奶粉销量恢复.....	18
布局海外与聚焦单品，伊利股份奶粉价格提升有空间	19
成本压力增加不足惧，销售费用率有下降空间	21
国际奶价温和上涨趋势不变，下半年开始向国内传导	21
成本上涨促优胜劣汰，伊利股份有能力传导成本压力	24
双寡头垄断格局下，销售费用率未来下降可期	25
盈利预测与投资评级	26
风险提示.....	28
研究报告中所提及的有关上市公司	30

图表目录

图表 1. 伊利股份股权结构	5
图表 2. 伊利股份营收及同比增速 (2009-1Q17)	6
图表 3. 伊利股份归母净利及同比增速 (2009-1Q17)	6
图表 4. 2016 年伊利股份主营业务构成	6
图表 5. 2016 年伊利股份毛利构成	6
图表 6. 2016 年伊利股份主营业务构成	7
图表 7. 2016 年蒙牛乳业主营业务构成	7
图表 8. 伊利股份与蒙牛乳业营收对比 (2009-2016)	7
图表 9. 伊利股份与蒙牛乳业净利对比 (2009-2016)	7
图表 10. 伊利股份员工持股计划	8
图表 11. 伊利股份新一轮股权激励基本情况	8
图表 12. 伊利股份新一轮股权激励业绩考核目标	8
图表 13. 2016 年、1Q17 乳品行业个股营收、归母净利规模	9
图表 14. 蒙牛乳业与伊利股份液体乳产品零售额市场份额比较	9
图表 15. 2016 年乳企液体乳产品零售额市场份额	9
图表 16. 2016 年乳企广告费用支出	9
图表 17. 2016 年中日韩三国液体乳人均消费量对比	10
图表 18. 国内液体乳人均消费量 (2009-2014)	10
图表 19. 日本液体乳人均消费量 (2003-2016)	11
图表 20. 韩国液体乳人均消费量 (2003-2016)	11
图表 21. 国内液体乳产量 (2011-2016)	11
图表 22. 伊利股份液体乳销售量 (2014-2016)	11
图表 23. 2016 年伊利股份常温液体乳市场份额	12
图表 24. 2016 年伊利股份低温液体乳市场份额	12
图表 25. 液体乳市场零售额增长来源 (2015-2016)	12
图表 26. 伊利股份液体乳零售额增长来源 (2015-2016)	12
图表 27. 2016 年伊利股份液体乳产品收入构成估算	13
图表 28. 伊利股份液体乳产品均价 (2014-2016)	13
图表 29. 2015 年世界各国酸奶品类占液体乳比例	14
图表 30. 国内常温酸奶市场规模 (2011-2016)	14
图表 31. 国内酸奶子品类占比 (2013-2015)	14
图表 32. 光明乳业莫斯利安销售收入 (2010-2015)	15

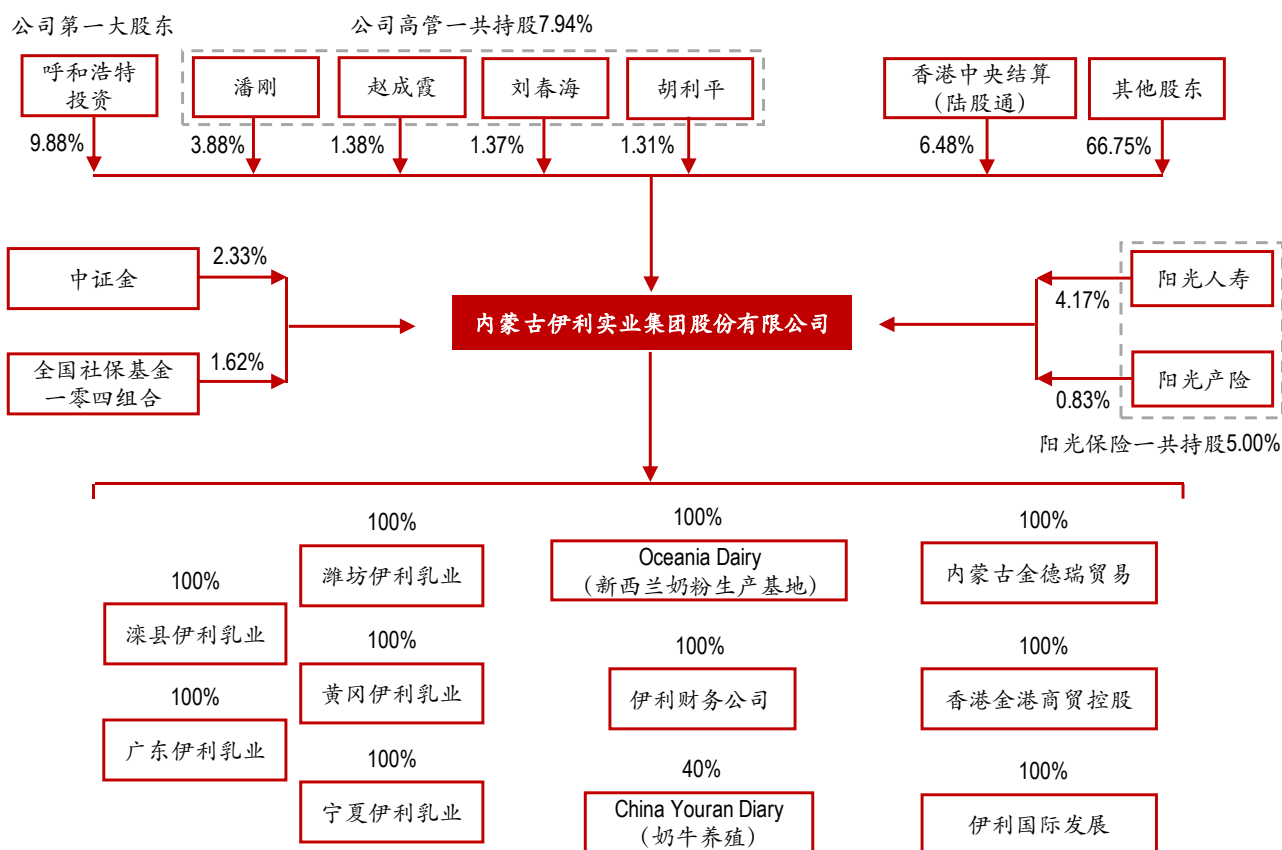
图表 33. 国内常温酸奶市场份额 (2013-2016)	15
图表 34. 欧式酸奶帕瑞缇芝士酪乳	16
图表 35. 褐色炭烧酸奶	16
图表 36. 安慕希高端颗粒型酸奶	16
图表 37. 安慕希瓶装型酸奶	16
图表 38. Stonyfield 产品	16
图表 39. 国内每年出生人口 (2011-2019E)	17
图表 40. 国内 0-3 岁人口数 (2011-2019E)	17
图表 41. 国内婴幼儿配方奶粉零售额 (2007-2015)	18
图表 42. 伊利股份奶粉业务收入 (2007-2016)	18
图表 43. 伊利股份全渠道婴幼儿配方奶粉市场占有率	19
图表 44. 2016 年国内乳企婴幼儿配方奶粉业务收入	19
图表 45. 婴幼儿配方奶粉进口量 (2009-2016)	19
图表 46. 全渠道婴幼儿配方奶粉不同品牌销售额占比	19
图表 47. 2016 年 1-9 月婴幼儿配方奶粉进口企业前十	20
图表 48. 伊利股份奶粉零售额增长来源 (2015-2016)	20
图表 49. 国产品牌与国外品牌婴幼儿奶粉零售价比较	20
图表 50. IFCN 国际原奶与国际饲料价格	21
图表 51. 国内奶牛数量 (2007-2017E)	22
图表 52. 国内奶牛平均单产 (2007-2015)	22
图表 53. 进口奶粉数量与单价	22
图表 54. 进口液体乳数量与单价	22
图表 55. 国内原奶总消费量分析 (2006-2016)	22
图表 56. GDT 奶粉拍卖价格	23
图表 57. GDT 奶粉拍卖价格折合国内原奶价格	23
图表 58. 国内主产区生鲜乳 (原奶) 均价	24
图表 59. 规模以上乳制品生产企业数量 (2003-2015)	24
图表 60. 伊利股份分季度毛利率 (1Q14-1Q17)	25
图表 61. 伊利股份分季度销售费用率 (1Q14-1Q17)	25
图表 62. 2016 年伊利股份与蒙牛乳业销售费用率对比	25
图表 63. 伊利股份盈利预测关键假设(%)	26
图表 64. 食品饮料类上市公司 2017 年 PE	27

伊利股份——乳制品行业领跑龙头

管理层与股东利益一致，剑指“千亿5强”目标

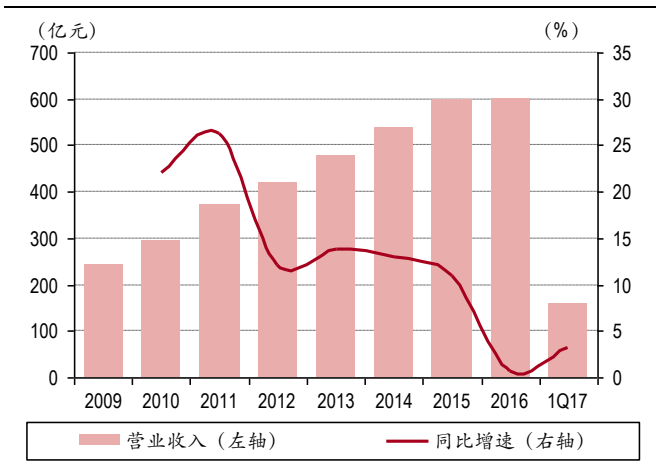
伊利股份第一大股东呼和浩特投资有限责任公司持股 9.88%，公司管理层中董事长兼总裁潘刚、副总裁刘春海、副总裁及财务负责人赵成霞、副总裁及董事会秘书胡利平四人合计持有公司股份 7.94%，管理层与股东利益一致，保障公司稳定高效发展。

图表 1. 伊利股份股权结构

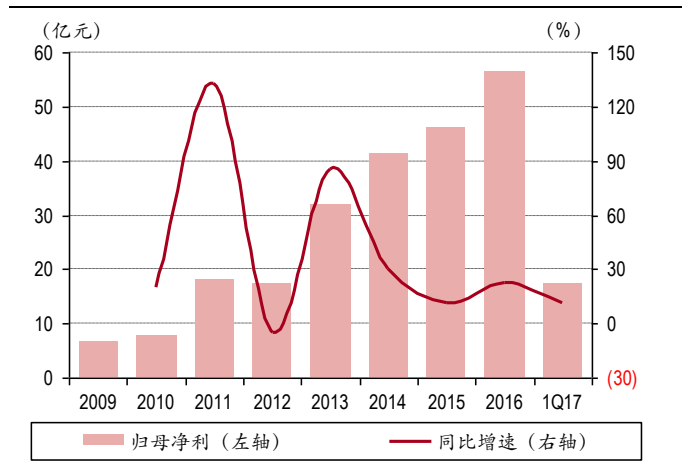


资料来源：公司公告，企查查，中银证券

经历 2008 年三聚氰胺事件后，伊利股份触底反弹，实现中高速增长，其营收从 2009 年 243.2 亿元增至 2016 年 603.1 亿元，CAGR 为 13.9%；归母净利润从 2009 年 6.5 亿元增至 2016 年 56.6 亿元，CAGR 高达 36.3%。2016 年，受乳业整体市场销售增长乏力、公司主动调结构产品升级、奶粉注册制落地、剥离依然牧业等多重因素影响，营收同比微增 0.75%，但 17 年上半年公司营收已呈现恢复增长的态势，估计 17 年 2 季度收入增速可明显提速，超过 10%。我们认为，随着乳业整体销售回暖、公司产品结构升级进一步深化、奶粉注册制短期负面影响减弱，公司营收将持续恢复，2020 年“千亿 5 强”目标实现可期。

图表 2. 伊利股份营收及同比增速 (2009-1Q17)


资料来源: 万得, 中银证券

图表 3. 伊利股份归母净利润及同比增速 (2009-1Q17)


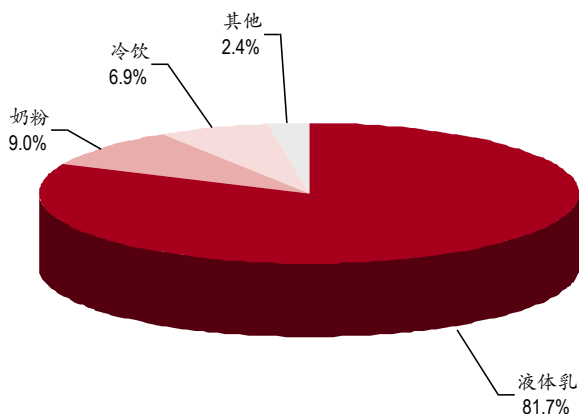
资料来源: 万得, 中银证券

伊利股份主营业务主要包括液体乳、奶粉、冷饮三个板块:

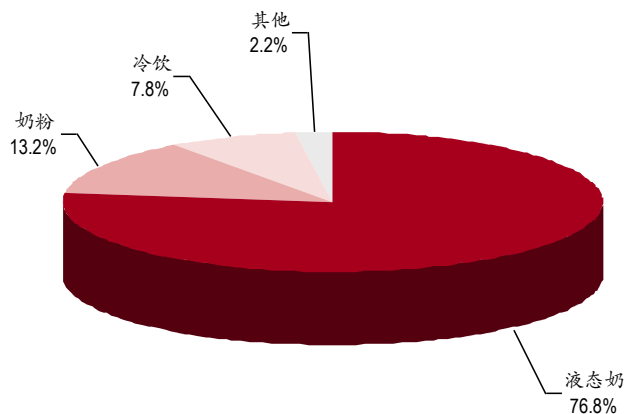
(1) 无论是从营业收入还是毛利角度来看, **液体乳业务**都是伊利股份最主要的收入来源, 2016 年液体乳业务收入占比 81.7%, 毛利占比 76.8%。目前, 公司主动调整液体乳产品结构, 中高端产品成为增长的核心动力, 根据我们草根调研判断, 其中安慕希常温酸奶销售收入从 2015 年 30-40 亿元增至 2016 年 70-80 亿元, 2016 年金典销售收入为 60 亿元左右; 17 年上半年安慕希继续保持高增长, 同比增 30% 以上, 金典增 10-20%。

(2) **奶粉业务**方面, 婴幼儿奶粉是公司奶粉业务的主要收入来源, 根据草根调研判断, 伊利股份婴幼儿奶粉收入约占奶粉总收入 80%。经历奶粉注册制短期负面效应后, 随着“全面二胎”政策红利持续释放增量、奶粉注册制整理存量提升集中度, 公司奶粉业务将持续复苏, 根据我们草根调研, 伊利奶粉业务 17 年 2 季度环比提速; 产品国际化高端化, 拓展海外奶源、生产原装原罐进口婴幼儿奶粉将使公司有能力从容面对进口品牌冲击, 维持较高毛利率水平。

(3) **冷饮业务**则受整体行业销售增长停滞影响较为乏力, 整体销量有所下降, 从 2014 年的 43.84 万吨降至 2016 年的 38.90 万吨, 但高端化驱动伊利冷饮业务发展, 产品结构不断调整升级, 毛利率从 2012 年的 32.3% 增至 2016 年的 43.1%。

图表 4. 2016 年伊利股份主营业务构成


资料来源: 万得, 中银证券

图表 5. 2016 年伊利股份毛利构成


资料来源: 万得, 中银证券

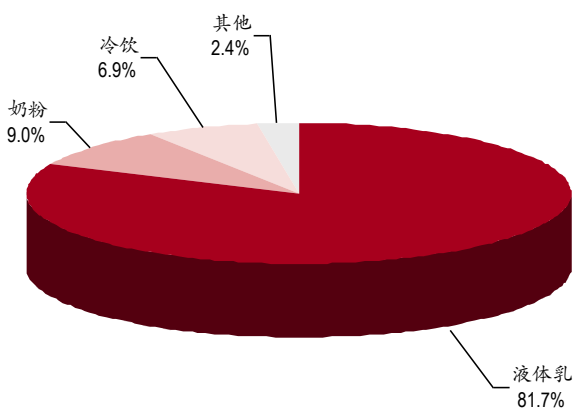
对比乳企龙头：伊利管理团队稳定、优秀、激励到位

对比蒙牛乳业，伊利股份管理层较为稳定，高管持股比例高。我们选取同为乳企龙头的蒙牛乳业与伊利股份进行对比，两者目前营收结构相似。通过观察两者营收对比与净利对比数据，我们发现 2011 年伊利股份业绩追上蒙牛乳业，并于之后实现反超，反超时间点与管理层发生变动的时间点接近。

(1) 伊利股份管理层中，潘刚从公司内部逐步成长起来，熟悉伊利股份运营机制体制，2005 年 6 月至今，任伊利集团董事长且兼总裁，同时期管理层没有发生太大变动，且目前公司高管持股超过 7.94%，其中潘刚持股 3.88%，股东与管理层利益趋于一致。

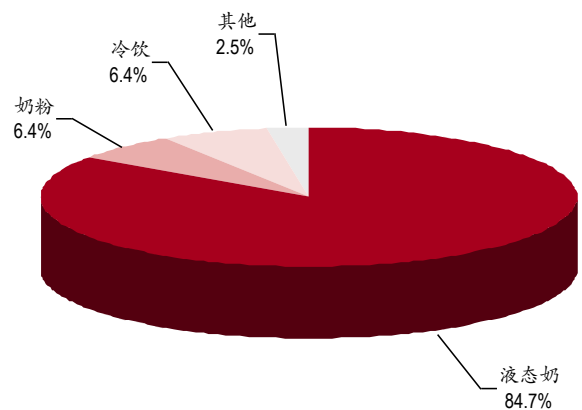
(2) 对比伊利股份，蒙牛乳业管理层变动较多，2009 年 7 月，中粮集团入主蒙牛乳业，2011 年，蒙牛乳业创始人牛根生正式卸任蒙牛乳业董事会主席，2012 年，中粮全面介入蒙牛乳业具体管理，孙伊萍担任蒙牛乳业总裁，牛根生及其蒙牛乳业创始团队淡出管理层；16 年 9 月，原雅士利总裁卢敏放接替孙伊萍任蒙牛乳业总裁。

图表 6. 2016 年伊利股份主营业务构成



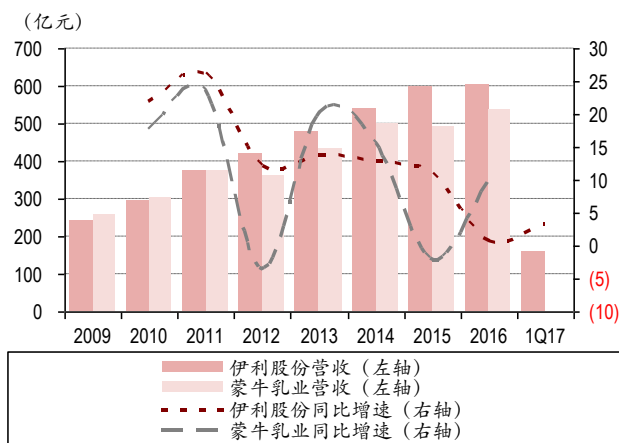
资料来源：万得，中银证券

图表 7. 2016 年蒙牛乳业主营业务构成



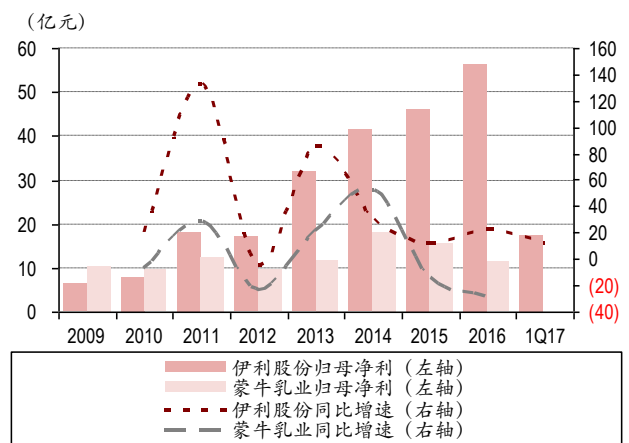
资料来源：万得，中银证券

图表 8. 伊利股份与蒙牛乳业营收对比 (2009-2016)



资料来源：万得，中银证券

图表 9. 伊利股份与蒙牛乳业净利对比 (2009-2016)



资料来源：万得，中银证券

伊利股份重启股权激励，激活管理团队，配合已有员工持股计划，强化激励措施。

(1) 员工持股计划：持股计划分十期实施，即 2014 年至 2023 年每一年度实施一期，每期员工持股计划存续期 24 个月。2017 年 2 月 25 日，第一期员工持股计划股票已经出售完毕；第二期员工持股计划锁定期已经结束；目前第三期员工持股计划股票已于 2017 年 1 月过户至本期持股计划名下。

图表 10. 伊利股份员工持股计划

期数	股份锁定期	锁定期(月)	成交均价(元)	实际资金规模(亿元)	占总股本(%)
第一期	2014/11/26	12	25.0	1.4	0.19
第二期	2015/07/22	12	18.6	1.3	0.12
第三期	2017/01/24	12	18.2	0.4	0.04

资料来源：公司公告，万得，中银证券

(2) 股权激励：2017 年 2 月 23 日，伊利股份新一轮股权激励方案完成授予股票期权与限制性股票登记，向激励对象发放 1,420 万份限制性股票，4,260 万份期权。2017 年 5 月 10 日，根据 2016 年利润分配方案对期权行权价格和限制性股票授予价格进行调整，价格分别调整为 15.9 元/股和 14.7 元/股。

图表 11. 伊利股份新一轮股权激励基本情况

激励授权日	激励标的物	激励方式	激励数量(万份)	行权价格/授予价格(元/股)
2016/12/28	期权	授予期权,行权股票来源为上市公司定向发行股票	4,260	15.9
2016/12/28	限制性股票	上市公司定向发行股票	1,420	14.7

资料来源：公司公告，万得，中银证券

图表 12. 伊利股份新一轮股权激励业绩考核目标

行权/解锁期安排	行权/解锁时间	行权/解锁比例	公司业绩考核目标
第一个行权/解锁期	自授予日起 24 个月后的首个交易日起至授予日起 36 个月内的最后一个交易日止	50%	以 2015 年净利润为基数，2017 年净利润增长率不低于 30%，净资产收益率不低于 12%
第二个行权/解锁期	自授予日起 36 个月后的首个交易日起至授予日起 48 个月内的最后一个交易日止	50%	以 2015 年净利润为基数，2018 年净利润增长率不低于 45%，净资产收益率不低于 12%

资料来源：公司公告，万得，中银证券

注：上述“净利润”、“净利润增长率”、“净资产收益率”以归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为计量依据

2016 年伊利股份扣非净利润同比增长 12.7%，扣非净资产收益率 21.3%。若完成股权激励 2017 年目标，则 17 年扣非净利润增长率至少为 15.4%；若 17 年扣非净利润增长率为 15.4%，完成股权激励 2018 年目标，则 18 年扣非净利润增长率至少为 13.5%。

对比小型乳企：规模优势明显

根据尼尔森数据，2016 年液体乳产品零售额市场份额前 3 分别为蒙牛乳业 (27.4%)，伊利股份 (26.8%)，光明乳业 (7.6%)，蒙牛乳业与伊利股份市场份额远远大于第 3 名光明，且两者市场份额合计超过 50%，达到较高水平，液体乳市场双寡头垄断竞争格局已经形成。

双寡头格局下，乳企龙头伊利股份与蒙牛乳业规模优势明显，两者收入与净利规模遥遥领先，同时在广告投放与销售渠道方面都有着巨大的领先优势，伊利股份和蒙牛乳业两大巨头 2016 年广告费用支出分别高达 76 亿元和 53 亿元，而光明乳业仅 10 亿元，其他小型乳企不超过 3 亿元；根据凯度调研数据，截至 2016 年底，伊利股份直控村级网点已达 34.2 万家，同比提升约 2 倍，深耕渠道，小型乳企难以比拟。中小企业逆袭的难度较大，好的新品容易被伊利股份与蒙牛乳业模仿跟随。比如，常温酸奶领域先发者光明莫斯利安被伊利股份与蒙牛乳业超越；低温酸奶爆品青海老酸奶后续同样被伊利股份与蒙牛乳业同类产品反超。

图表 13. 2016 年、1Q17 乳品行业个股营收、归母净利润规模

证券简称	2016		1Q17	
	营收 (亿元)	归母净利润 (亿元)	营收 (亿元)	归母净利润 (亿元)
伊利股份	603.1	157.2	58.3	17.0
光明乳业	202.1	53.7	6.0	1.9
三元股份	58.5	13.8	1.1	0.0
贝因美	27.6	8.5	(7.9)	0.1
燕塘乳业	11.0	2.4	1.1	0.1
天润乳业	8.8	2.4	0.8	0.2
科迪乳业	8.0	2.3	0.9	0.2

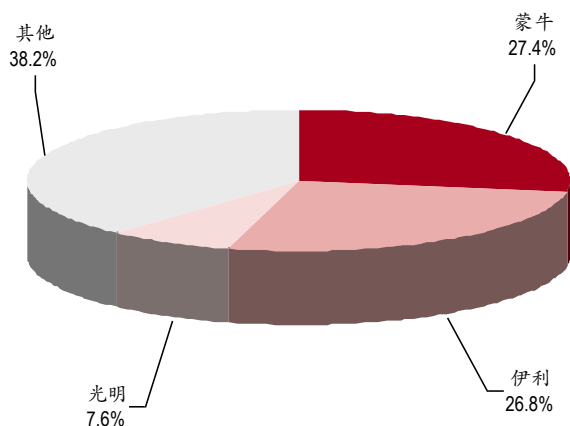
资料来源：万得，中银证券

图表 14. 蒙牛乳业与伊利股份液体乳产品零售额市场份额比较

品类	伊利股份	蒙牛乳业
液体乳	26.8%/同比增 1.2pct/市场份额第 2	27.4%/同比增 0.1pct/市场份额第 1
常温产品	31.3%/同比增 1.7pct/市场份额第 1	27.9%/同比增 0.6pct/市场份额第 2
低温产品	15.1%/同比减 1.8pct/市场份额第 2	27.6%/同比减 0.8pct/市场份额第 1

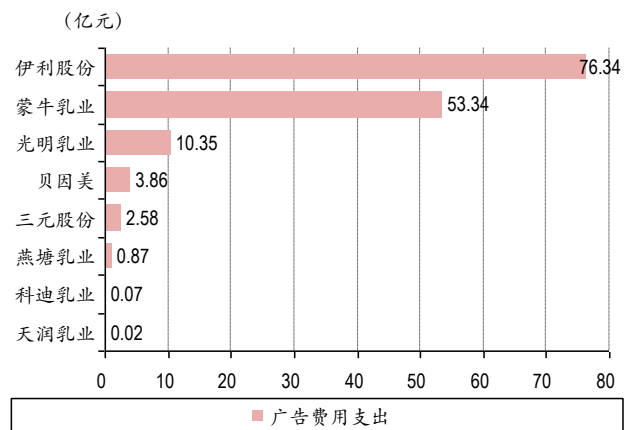
资料来源：尼尔森，公司公告，中银证券

图表 15. 2016 年乳企液体乳产品零售额市场份额



资料来源：尼尔森，公司公告，中银证券

图表 16. 2016 年乳企广告费用支出



资料来源：公司公告，中银证券

液体乳需求有空间，增速不快但质量好

从长期角度来看，我们认为液体乳乃至整个乳制品行业需求及消费量有进一步提升的空间。行业增速不快，并非意味着未来需求向上没有空间，理由：

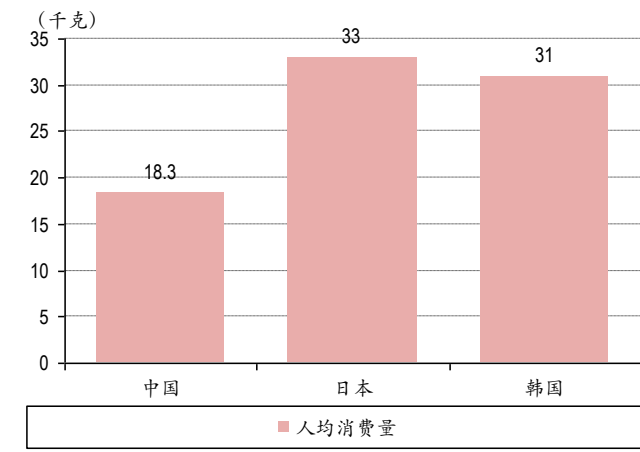
(1) 总体趋势上，行业龙头伊利和蒙牛着力推动产品结构升级，增推高端品种，控制低端品种出货，所以我们认为行业整体需求并未出现明显回落，行业增速减缓可能源于龙头企业调整产品结构；(2) 随着产品结构调整，行业整体虽然增速不快，但是中高端品种保持快速增长，行业增长质量好。

行业消费量向上仍有空间，伊利股份液体乳销量受益

2016 年国内液体乳消费量回升，长期来看，行业至少仍有 60% 成长空间，伊利股份将受益，我们预计未来 3 年伊利股份液体乳销量可保持 4% 左右的增速。

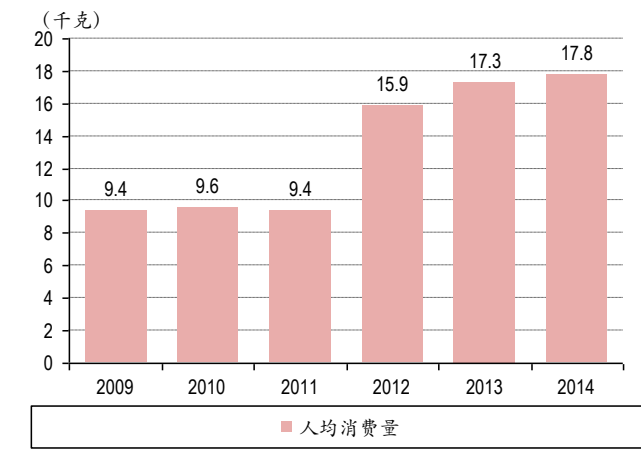
根据凯度消费者指数监测信息，2016 年中国城市家庭户均购买液体乳为 58.1 升，按照国家卫计委《中国家庭发展报告 2015》公布的城市户均人口 3.07 人测算，城市人均液体乳年购买量为 18.9 升，不足欧美发达国家的 1/5。根据乳业在线数据，2016 中国液体乳人均消费量约为 18.3 千克，选取与中国饮食消费习惯较为相近的日韩进行比较，2016 年韩国和日本的液体乳人均消费量分别维持在 33 千克和 31 千克，是我国城市人均消费量的 1.8 和 1.7 倍，虽然 2003 年以来日韩液体乳人均消费量一直处于下行趋势，但两者皆是经历高速增长长期达到峰值后才出现下降，且下降速度与幅度较为缓和。假设未来我国液体乳人均消费量达到 30 千克，则长期来看国内液体乳行业至少仍有 60% 成长空间。

图表 17. 2016 年中日韩三国液体乳人均消费量对比



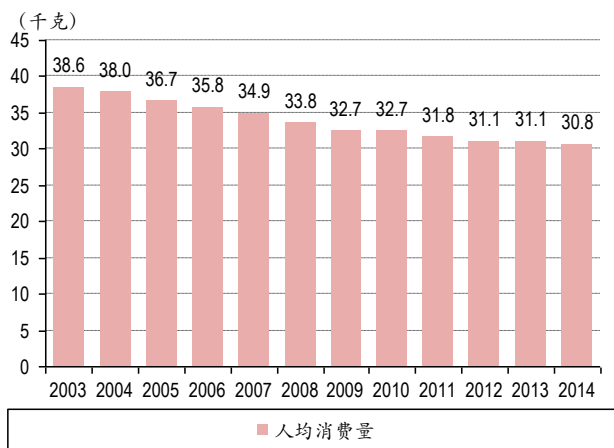
资料来源：乳业在线，凯度，国家卫计委，中银证券

图表 18. 国内液体乳人均消费量 (2009-2014)



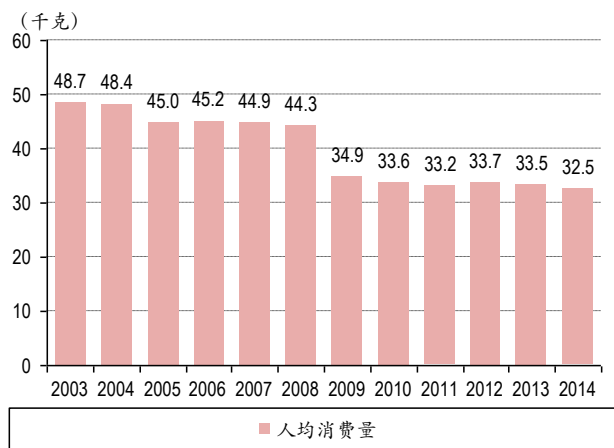
资料来源：USDA，万得，中银证券

图表 19. 日本液体乳人均消费量 (2003-2016)



资料来源: USDA, 万得, 中银证券

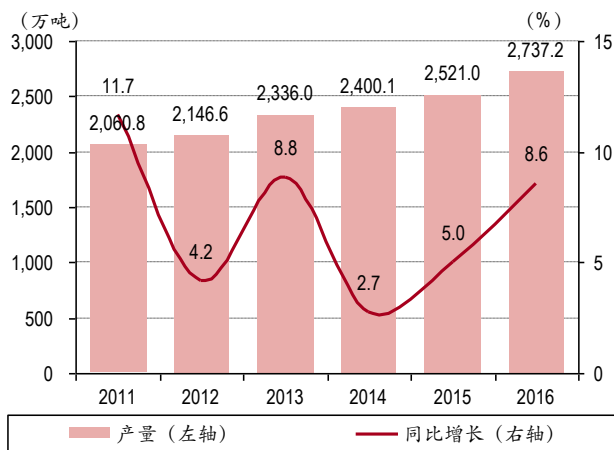
图表 20. 韩国液体乳人均消费量 (2003-2016)



资料来源: USDA, 万得, 中银证券

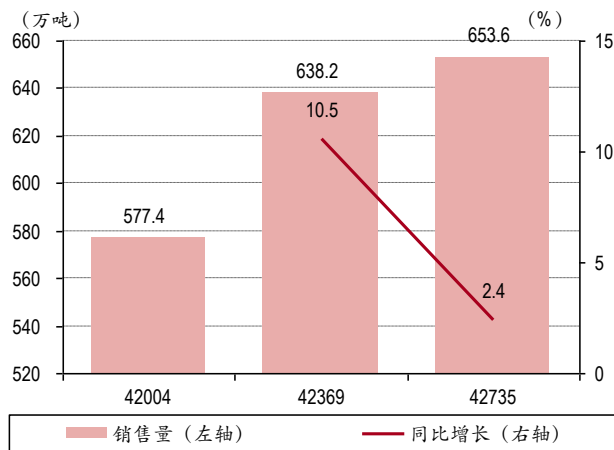
根据国家统计局数据,国内液体乳产量在2014年经历低谷后重拾上升势头;伊利股份2016年液体乳销量同比增2.4%,我们判断主要原因系公司主动调整产品结构,提升高端产品占比,控制低端产品如普通白奶和乳饮料。根据尼尔森数据,16年年初至17年5月,公司常温液体乳市场份额始终呈上升态势,低温液体乳市场份额经历波动后也恢复上升势头,未来随着其高端提速叠加国内液体乳消费量回升,我们预计未来3年伊利股份液体乳销量可保持4%左右的增速。

图表 21. 国内液体乳产量 (2011-2016)



资料来源: 国家统计局, 万得, 中银证券

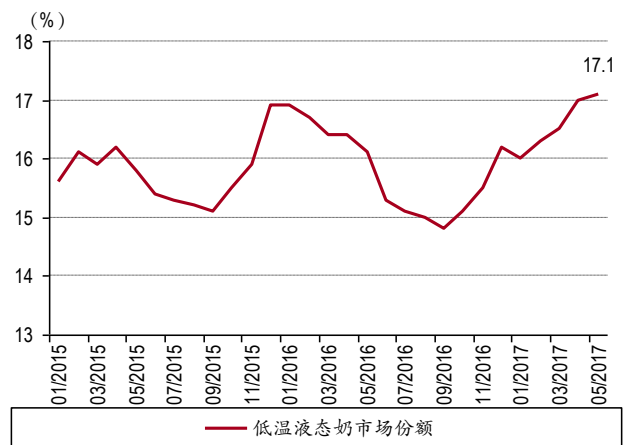
图表 22. 伊利股份液体乳销售量 (2014-2016)



资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 23. 2016 年伊利股份常温液体乳市场份额


资料来源：公司公告，尼尔森，中银证券

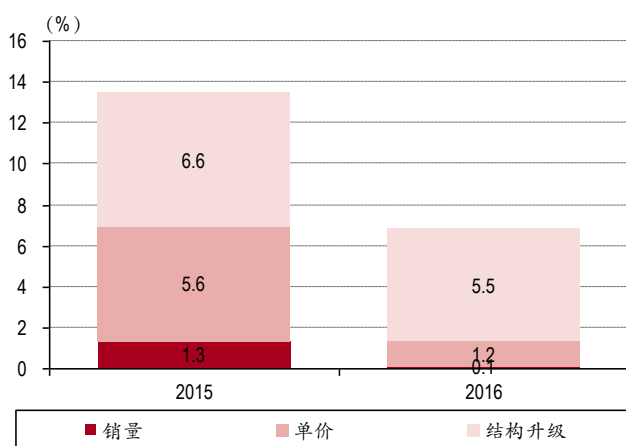
图表 24. 2016 年伊利股份低温液体乳市场份额


资料来源：公司公告，尼尔森，中银证券

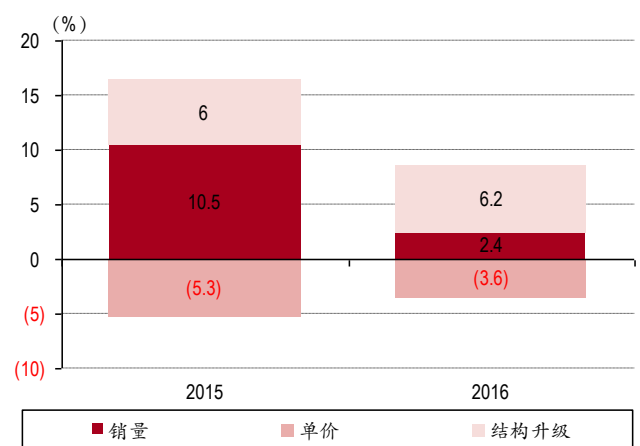
中国消费特点促产品结构持续升级，量价有望双增

消费升级大背景下，产品结构升级与创新成为伊利股份收入增长的主要来源，中高端产品驱动增长。中国与国外消费特点不同，包括：（1）消费者对乳品质量不放心，倾向于买更贵的；（2）有独特的送礼需求，因此我们判断与未来国内消费升级空间大，产品结构升级将持续，预计未来 3 年伊利股份液体乳产品均价可保持 5% 以上的增速。

产品结构升级成为收入增长的核心驱动力。 无论是从整体液体乳行业，还是伊利股份液体乳业务来看，产品结构升级都已经成为收入增长的最主要来源。根据尼尔森对 2016 年液体乳市场零售增长来源的测算，结构升级贡献最大，达到 5.5pct，销量和单价分别贡献 0.1pct 和 1.2pct；2016 年，伊利股份液体乳因产品结构调整增加收入 29.5 亿元，贡献 6.2pct 营收增长。

图表 25. 液体乳市场零售额增长来源 (2015-2016)


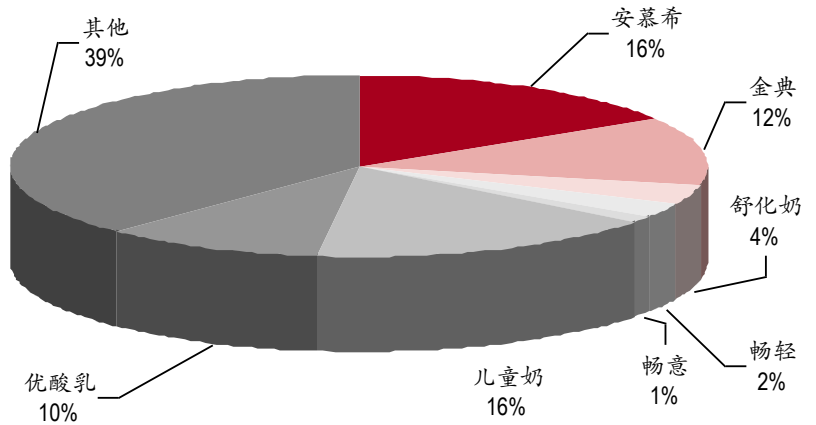
资料来源：尼尔森，中银证券

图表 26. 伊利股份液体乳零售额增长来源 (2015-2016)


资料来源：公司公告，中银证券

中高端明星产品与新产品成为伊利股份营收增长的主引擎，从伊利股份全业务来看，根据尼尔森数据，新产品收入占比 22.7%，同比增加 7pct，重点产品（金典、安慕希、金领冠珍护、畅轻）收入占比 49%，同比增长 3.2pct。根据尼尔森数据，2016 年金典销售额同比增长 13.5%，安慕希同比增长 106.7%，畅轻同比增长 18.6%。根据草根调研，我们判断 2016 年安慕希液体乳收入占比 15%左右，金典占比 12%左右；1Q17 安慕希实现收入 20 多亿元（同比增 30%+），金典同比增 10%-20%；我们预测 2Q17 安慕希与金典依然能够分别保持同比 30%+和同比 10%-20%的增速。

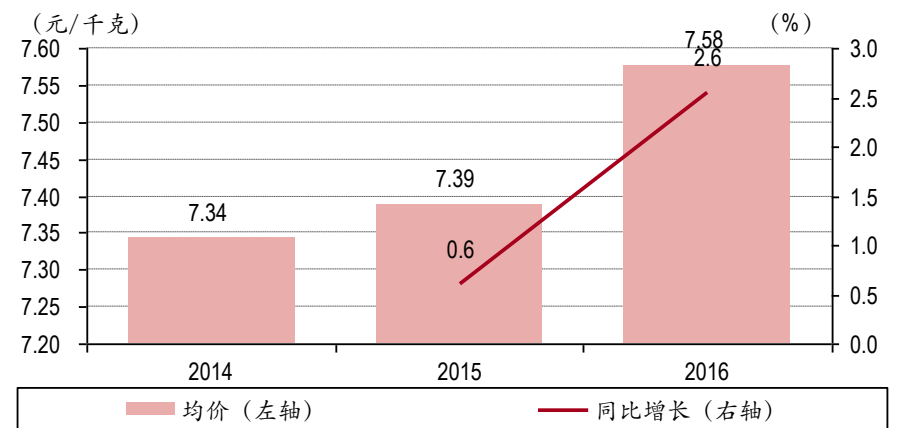
图表 27. 2016 年伊利股份液体乳产品收入构成估算



资料来源：根据伊利股份公司公告、草根调研数据估算，中银证券

根据公司公告，2016 年伊利液体乳产品均价同比增速 2.6%，考虑到消费升级推动乳制品产品结构优化、17 年原奶及辅料价格上涨、竞争可能有所缓解带来促销减少等因素，我们预计未来 3 年液体乳产品均价同比增速可保持 5%以上。

图表 28. 伊利股份液体乳产品均价 (2014-2016)



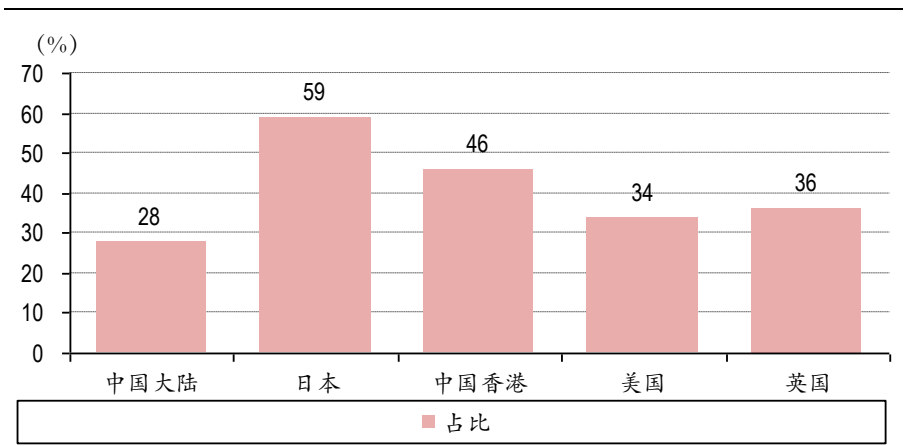
资料来源：公司公告，中银证券

安慕希：高速增长的中高端产品代表

安慕希享受常温酸奶市场高增长红利和龙头品牌优势效应，2016 年销售收入 70-80 亿元（草根调研），销售额同比增 106.7%（尼尔森数据），我们预计 17 年上半年同比增 30% 以上，2017 年销售收入有望接近 100 亿元。

国内酸奶市场（包括发酵乳和乳酸菌饮料）：从占液体乳比例和人均消费量双角度分析，国内酸奶市场持续上行增长可期。（1）从占液体乳比例来看，根据 Euromonitor，2015 年国内酸奶品类占液体乳比例为 28%，已经趋近英美两国水平，但是仍与饮食习惯相近的日本（59%）和中国香港地区（46%）存在较大差距，向上增长有空间；（2）从人均消费量来看，根据 Euromonitor，2015 年中国人均酸奶消费量 4.8 千克，其预计 2020 年人均消费量将达到 8.4 千克，增长空间 75%。

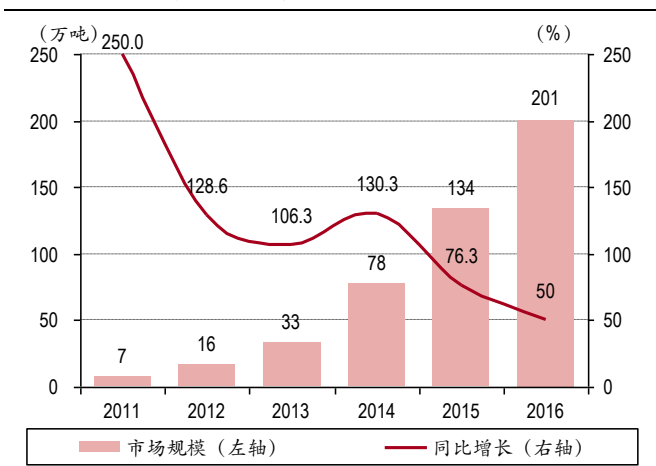
图表 29. 2015 年世界各国酸奶品类占液体乳比例



资料来源：Euromonitor，中银证券

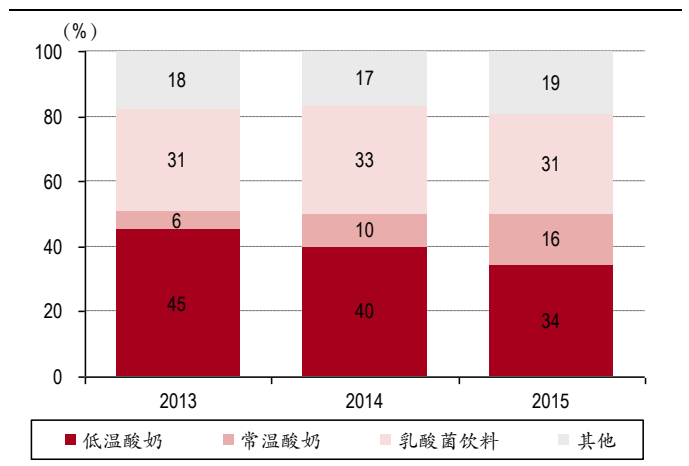
常温酸奶市场：根据中商产业研究院，2011 年以来，常温酸奶市场持续高速增长，2016 年仍高达 50%（估算值）；根据 Euromonitor 数据，2013-2015 年常温酸奶品类占酸奶比例从 6% 快速增至 16%。根据我们草根调研判断，17 年 1 季度常温酸奶两大龙头品牌伊利股份安慕希、蒙牛乳业纯甄皆实现销售收入增长 30%+，我们认为常温酸奶品类有持续高速增长的潜力。

图表 30. 国内常温酸奶市场规模（2011-2016）



资料来源：中商产业研究院，中银证券

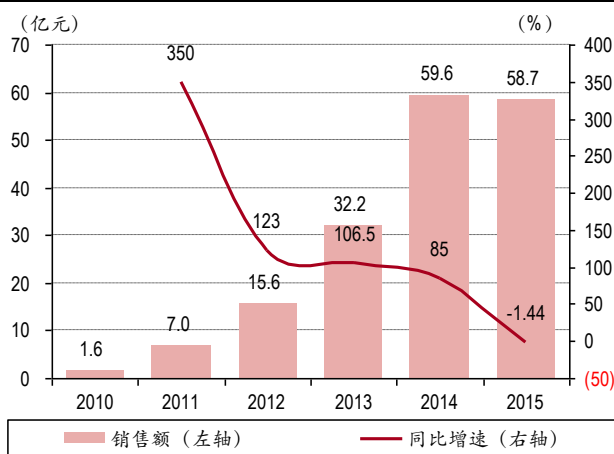
图表 31. 国内酸奶子品类占比（2013-2015）



资料来源：Euromonitor，中银证券

对比莫斯利安销售收入变化：伊利股份和蒙牛乳业进入常温酸奶领域之前，莫斯利安一直保持销售收入高增速，目前莫斯利安因安慕希和纯甄的竞争增速有所停滞（根据公司公告，莫斯利安销售收入2015年同比增速-1.1%；根据公司公告和草根调研，我们判断2016年同比微增）。另一方面，根据草根调研，我们估计安慕希2015年销售收入30-40亿元，2016年销售收入70-80亿元；根据尼尔森数据，安慕希2015年销售收入同比增长465.7%，2016年同比增长106.7%。根据草根调研，假设2016年常温酸奶市场规模201亿元，安慕希75亿元，纯甄60亿元，莫斯利安60亿元，我们判断2016年安慕希市场份额约为37%，已超越莫斯利安成为第一名。我们认为安慕希将接棒延伸莫斯利安高速增长路径，充分享受常温酸奶市场高增长红利和龙头品牌优势效应，2017年销售收入有望接近100亿元，巩固领先优势。

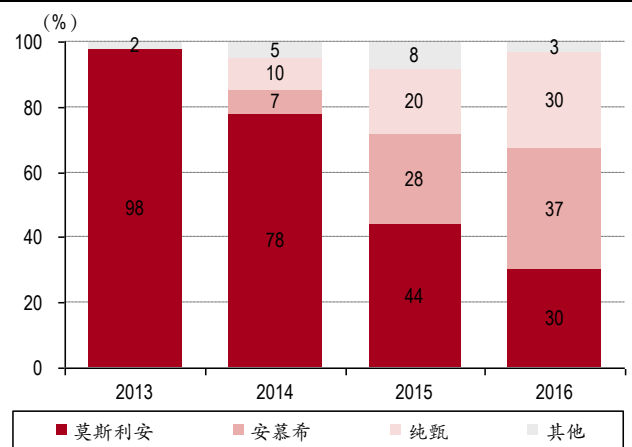
图表 32. 光明乳业莫斯利安销售收入 (2010-2015)



资料来源：公司公告，中银证券

注：2016年数据为中银证券根据草根调研数据测算

图表 33. 国内常温酸奶市场份额 (2013-2016)



资料来源：尼尔森，公司公告，中商产业研究院，中银证券

注：2016年数据为中银证券根据草根调研数据测算

根植中高端领域，外延并购、内生创新意愿强

我们认为应该将伊利股份的中高端产品打包一起看，中高端产品将充分享受中国消费升级的环境。2017年以来，伊利股份液体乳产品结构升级继续加码，白奶方面，持续借力原有品类延伸升级，继续打造金典有机奶，推出味可滋咖啡牛奶、谷粒多核桃燕麦牛奶等；酸奶方面推出欧式酸奶帕瑞缇芝士酪乳（低温）、褐色炭烧酸奶（低温）、Joy Day（低温）；打造安慕希系列化产品，推出高端颗粒型酸奶（常温）、安慕希瓶装型酸奶（常温）。

未能中标 Stonyfield 稍有遗憾，不影响现有业务发展。伊利拟出资 8.5 亿美元以公开竞标的方式购买美国 Stonyfield 公司 100% 股权的竞标事项未能中标。Stonyfield 成立于 1983 年，旗下拥有 YoBaby、YoToddler、YoKids 和 Oikos 等品牌，根据《华尔街日报》，Stonyfield 2016 年销售收入为 3.7 亿美元，根据 Cornucopia Institute 报告，Stonyfield 占据全球有机酸奶细分领域 65% 的市场份额。根据路透社消息，达能已经同意以 8.75 亿美元的价格，将 Stonyfield 出售给法国最大的乳制品制造商拉克塔利斯集团 (Lactalis)。未能中标可能对伊利拓展酸奶与有机产品领域有一定影响，但整体影响较小，无须担心。一方面，竞标结果不影响伊利现有业务的日常经营；另一方面，伊利竞标 Stonyfield 显示管理层外延并购意愿很强，公司有继续在全球范围收购其它标的，配置优质资源。

伊利股份内生创新与外延并购意愿都很强，叠加消费升级的大环境，我们认为即使安慕希未来增速放缓，也会有其它品类补上来。

图表 34. 欧式酸奶帕瑞缇芝士酪乳



资料来源：百度图片，中银证券

图表 35. 褐色炭烧酸奶



资料来源：百度图片，中银证券

图表 36. 安慕希高端颗粒型酸奶



资料来源：百度图片，中银证券

图表 37. 安慕希瓶装型酸奶



资料来源：百度图片，中银证券

图表 38. Stonyfield 产品



资料来源：Stonyfield 官方网站，中银证券

注册制提升集中度，奶粉业务深蹲起跳

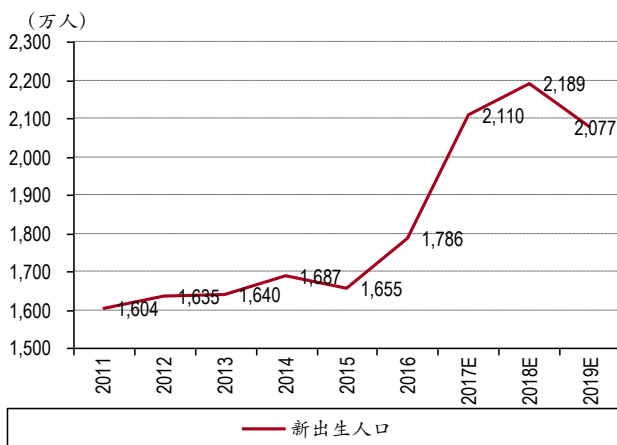
婴幼儿奶粉是伊利股份奶粉业务收入的主要来源，根据草根调研，2016 年伊利股份婴幼儿奶粉收入约占奶粉业务收入 80%，成人奶粉占比约 20%。

二孩政策扩增量，奶粉注册制理存量，市场复苏可期

“全面二孩”政策扩增量：2016 年“全面二孩”政策落地，同年根据国家统计局数据新出生人口数创新高，达到 1,786 万人，同比增长 7.9%，预计额外生育意愿将在 2017-2019 年逐渐释放，根据中国人口与发展研究中心预测，2017-2019 年新出生人口数将分别达到 2109.9 万人、2,188.6 万人、2077.3 万人，据此我们预计 2017-2019 年国内 0-3 岁人口数分别达到 5,551 万人、6,085 万人、6,376 万人，即未来三年 CAGR 达 7.5%。销量方面，我们认为“全面二孩”政策对婴幼儿奶粉市场产生扩增量效应，2017-2019 年婴幼儿奶粉销量增速将有所恢复；价格方面，短期因奶粉注册制短期负面效应价格有所下降，市场稳定后，长期将受益产品结构升级，2017-2019 年婴幼儿奶粉价格将在下降后恢复涨势。因此，我们预测未来三年婴幼儿配方奶粉市场规模 CAGR 为 7% 左右。假设 2016 年增速 2%，2017-2019 年 CAGR 为 7%，2015 年国内婴幼儿配方奶粉零售额 955 亿元（数据来源：Euromonitor），则 2019 年国内婴幼儿奶粉市场规模将接近 1,200 亿元。

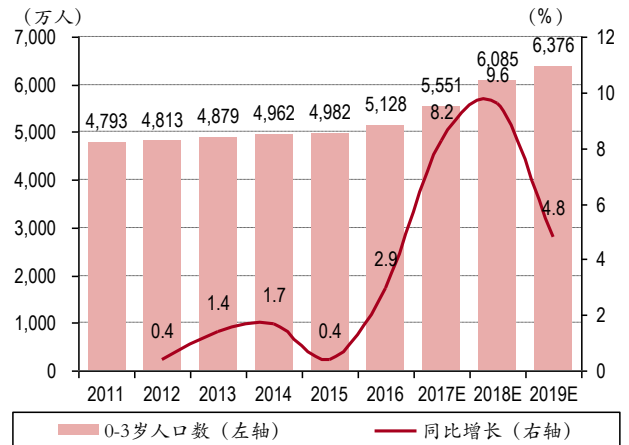
奶粉注册制理存量，提升集中度：婴幼儿奶粉注册制落地将淘汰一批中小乳企，提升市场集中度。根据尼尔森数据，截至 16 年 3 季度，前 10 大奶粉品牌市场份额占比约 80%，假设因注册制落地被淘汰的品牌占据 10% 市场份额，2015 年国内婴幼儿配方奶粉零售额 955 亿元（数据来源：Euromonitor），则据此我们预计注册制将释放 100 亿元左右市场空间。

图表 39. 国内每年出生人口 (2011-2019E)

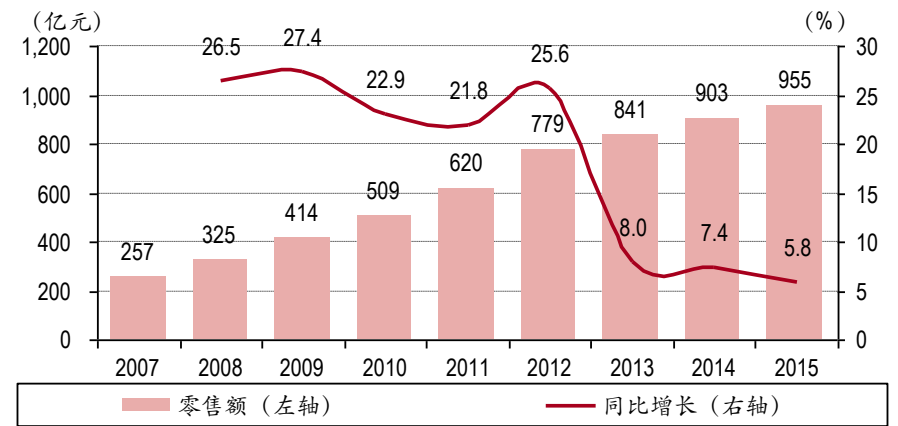


资料来源：国家统计局，中国人口与发展研究中心，中银证券

图表 40. 国内 0-3 岁人口数 (2011-2019E)



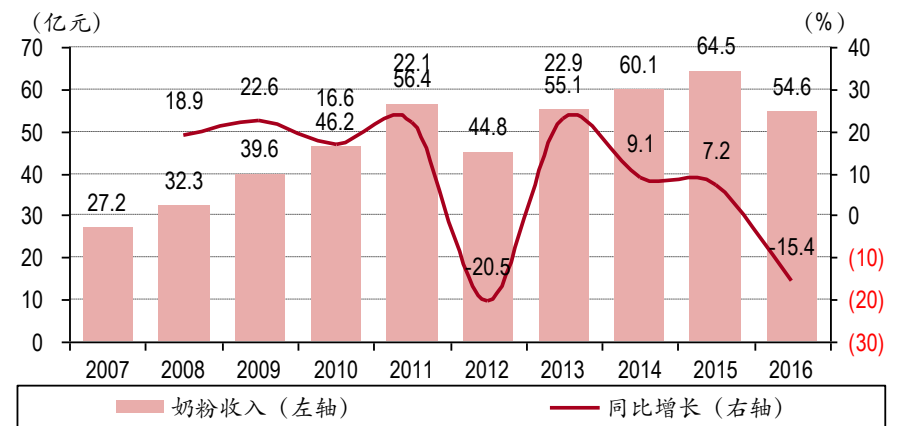
资料来源：根据国内每年出生人口数据测算，中银证券

图表 41. 国内婴幼儿配方奶粉零售额 (2007-2015)


资料来源: Euromonitor, 中银证券

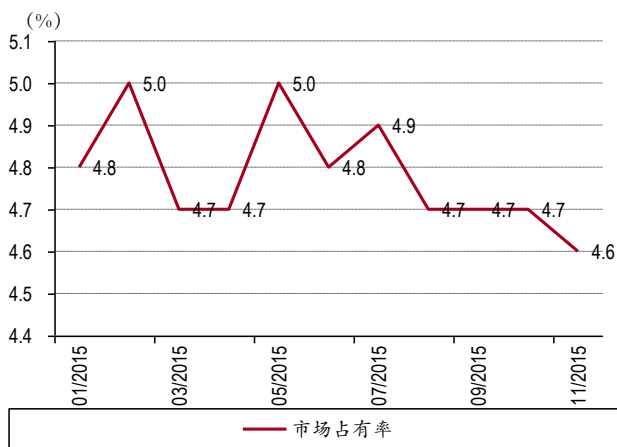
注册制短期负面效应减弱, 伊利股份奶粉销量恢复

奶粉注册制短期负面效应致 2016 年伊利股份奶粉业务下滑。2016 年, 公司奶粉业务收入 54.6 亿元, 同比下降 15.4%, 主要原因系婴幼儿配方奶粉注册制实施后, 市场进入去产能和去品牌的存量整理阶段, 明显无法通过注册的中小奶粉品牌加大促销力度、抛售库存, 导致国内市场进入价格战、整体陷入低迷; 另一方面, 市场现有产品能否注册制获批存在不确定性, 分销商积极性不高、降低库存水平且拿货意愿减弱。

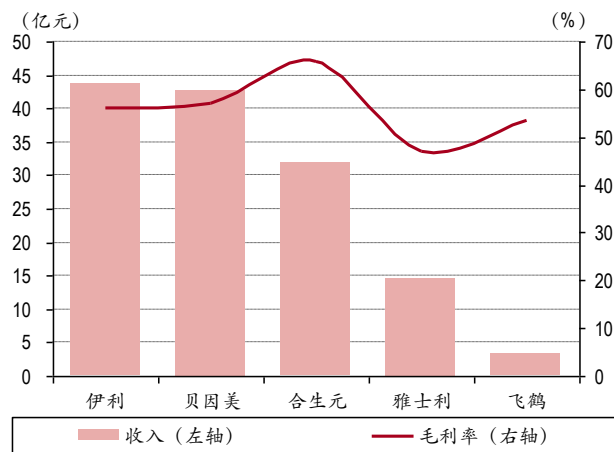
图表 42. 伊利股份奶粉业务收入 (2007-2016)


资料来源: 公司公告, 中银证券

奶粉过渡期结束日临近, 负面效应减弱: 伊利股份位列婴幼儿配方奶粉本土品牌市占率第 1, 根据尼尔森数据, 2016 年伊利股份全渠道婴幼儿配方奶粉市场占有率为 5.0%, 毛利率也达到 56% 的国内较高水平。伊利股份作为行业龙头, 多数产品通过注册制是大概率事件, 随着配方奶粉注册制过渡期结束日 2018 年 1 月 1 日临近, 渠道商更愿意接受拥有行业龙头实力背书且前景明朗的产品, 未来渠道商集中拿货补库存将推动伊利股份 17-18 年奶粉收入提速, 根据我们草根调研, 17 年 2 季度伊利奶粉业务环比出现提速。

图表 43. 伊利股份全渠道婴幼儿配方奶粉市场占有率


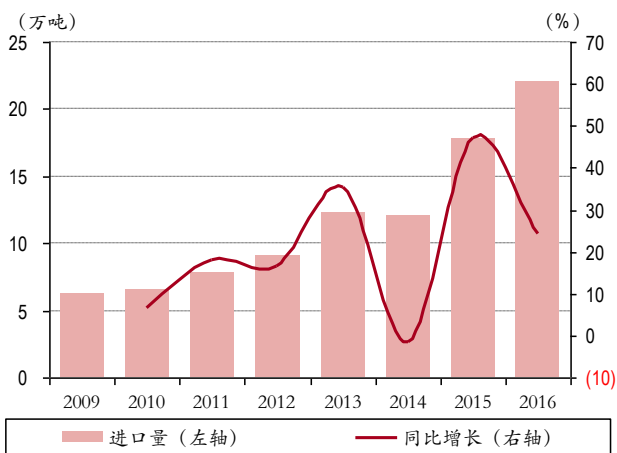
资料来源：尼尔森，公司公告，中银证券

图表 44. 2016 年国内乳企婴幼儿配方奶粉业务收入


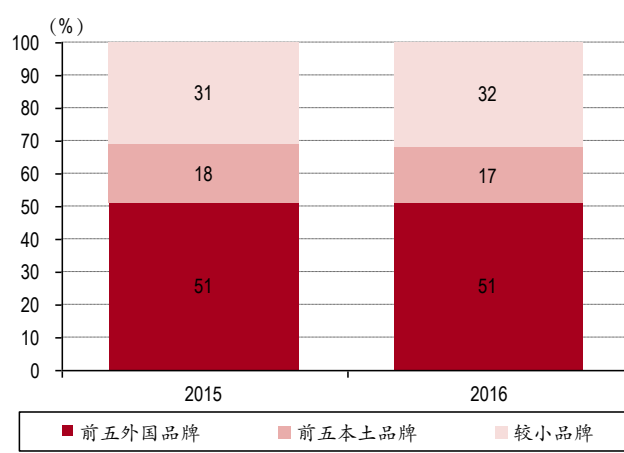
资料来源：根据公司公告测算，中银证券

布局海外与聚焦单品，伊利股份奶粉价格提升有空间

布局海外，建立海外奶粉生产基地，聚焦原罐原装进口。近年来，国外奶粉品牌大举进军国内婴幼儿奶粉市场，本土品牌市场空间不断被压缩，根据中国产业信息网资料显示，2008 年三聚氰胺事件是我国婴幼儿奶粉的分水岭，2007 年本土品牌市场份额占比高达 60%，而根据尼尔森数据，2017 年 1 月，国内商超和母婴渠道中，婴幼儿奶粉本土品牌市场份额仅为 34.4%，进口品牌市场份额高达 65.6%。伊利股份积极布局海外，应对国外奶粉品牌竞争，其新西兰基地所生产“Pure-Nutra 培然”婴儿配方奶粉已获新西兰官方政府认证并上市销售，二期产品也将会于 17 年推出；2017 年 6 月起，新西兰原罐原装进口奶粉金领冠睿护正式上市。原罐原装进口匹配国内渠道优势，公司有望乘国外奶粉品牌兴起之势，夺回一定市场份额。同时，伴随着监管从严，代购奶粉的市场空间将被国内龙头布局海外的品牌和高端进口品牌瓜分。

图表 45. 婴幼儿配方奶粉进口量 (2009-2016)


资料来源：海关总署，中银证券

图表 46. 全渠道婴幼儿配方奶粉不同品牌销售额占比


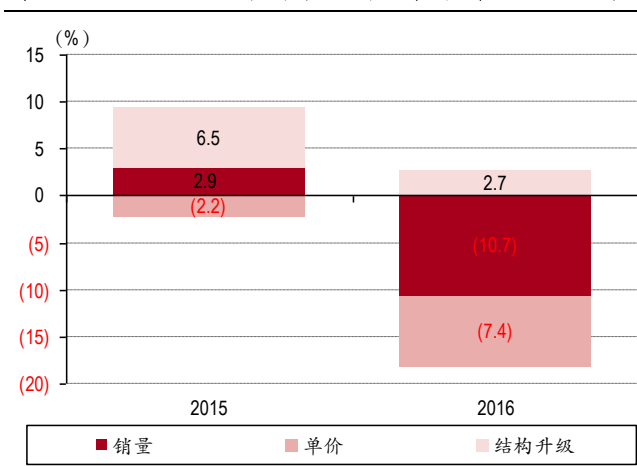
资料来源：尼尔森，中银证券

图表 47. 2016 年 1-9 月婴幼儿配方奶粉进口企业前十

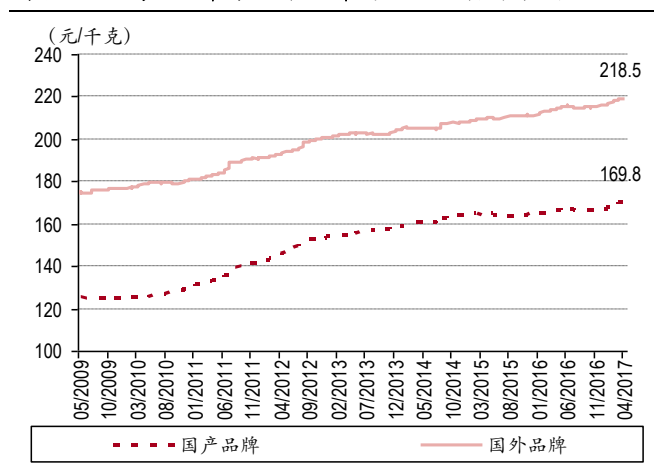
排名	企业名称	代表品牌	合计 (吨)	总进口量占比
1	惠氏 (上海) 贸易有限公司	惠氏	21,245	9.6%
2	大昌洋行 (上海) 有限公司	菲仕兰	20,679	9.3%
3	美赞成营养品 (中国) 有限公司	美赞臣	9,082	4.1%
4	上海保正国际物流股份有限公司	爱他美、诺优能	8,881	4.0%
5	雅培贸易 (上海) 有限公司	雅培	8,511	3.8%
6	广州市合生元生物制品有限公司	合生元	7,417	3.4%
7	湖南华一经贸有限公司	诺帝柏欧	7,104	3.2%
8	纽迪希生命早期营养品管理 (上海) 有限公司	爱他美、诺优能	3,478	1.6%
9	北京澳纽之窗商贸有限公司	咔哇熊	2,779	1.3%
10	上海新联纺国际物流有限公司	赐多利	2,601	1.2%

资料来源：海关总署，乳业在线，中银证券

发展核心高端单品：一般国外奶粉企业只有 1-2 个大的单品系列，随着注册制的进行，国内奶粉企业由多品牌模式转型大单品系列模式将成为不可逆的趋势。2016 年，根据伊利股份奶粉收入增长归因分析，结构升级贡献 2.7% 的增速，成为唯一正向增长的因子；根据尼尔森数据，高端明星产品金领冠珍护保持高速增长，销售额 2015 年同比增长 25.8%，2016 年同比增长 23.8%。伴随着产品升级与促销缓解，公司有望集中资源发展大单品，依托金领冠高端品牌和培然等原罐原装进口品牌，提升奶粉产品整体均价；婴幼儿奶粉的高价根植于国内消费者“一分钱一分货”的消费认知，目前国内婴幼儿奶粉国内品牌均价为 169.8 元，国外品牌均价为 218.5 元，产品升级价格提升有空间，支撑奶粉业务高毛利率。

图表 48. 伊利股份奶粉零售额增长来源 (2015-2016)


资料来源：公司公告，中银证券

图表 49. 国产品牌与国外品牌婴幼儿奶粉零售价比较


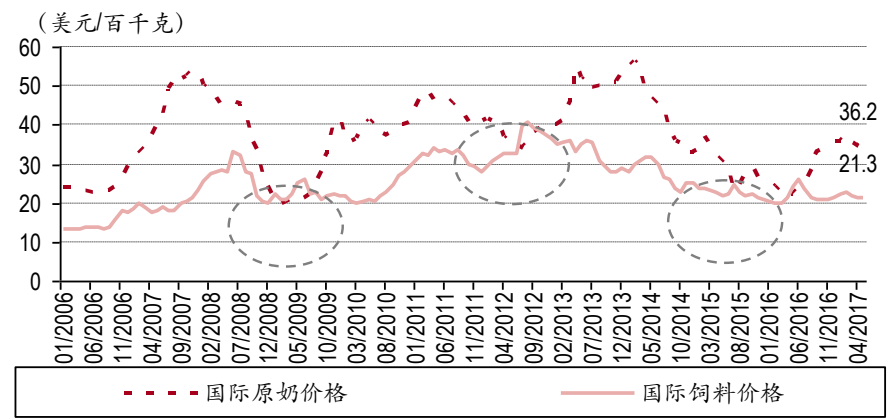
资料来源：中国商务部，万得，中银证券

成本压力增加不足惧，销售费用率有下降空间

国际奶价温和上涨趋势不变，下半年开始向国内传导

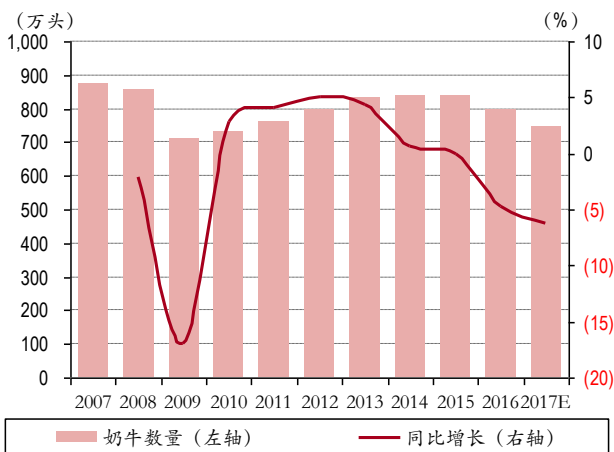
国际原奶历史价格数据分析：盈亏平衡点产生周期效应。根据历史数据，原奶价格周期为三年，其中上涨期约为一年半，国际原奶价格触及国际饲料价格（盈亏平衡点）预示着新一轮周期的开始。2016年6月，国际原奶价格已触及盈亏平衡点，由此开启新一轮价格周期，预计价格上升趋势将持续至2017年年底，2018年将进入该轮价格周期的下降阶段；因国际原奶价格传导国内存在滞后、此前国际原奶价格虽然上涨但与国内奶价相比仍较为便宜、2017年上半年因季节因素国际原奶价格出现一定程度回调、国内原奶供给相对过剩，所以我们预计国内原奶价格新一轮上涨将于2017年下半年启动，2018年上涨动力逐渐消耗后，有望维持原有价格水平。

图表 50. IFCN 国际原奶与国际饲料价格

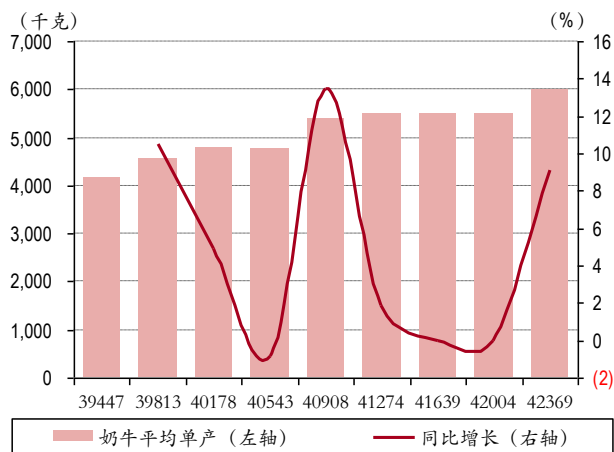


资料来源：IFCN，中银证券

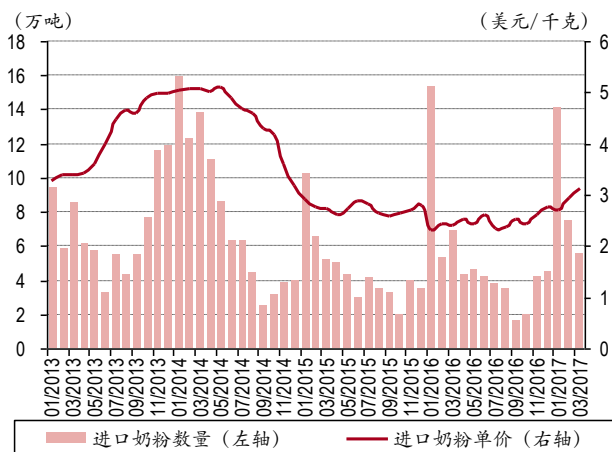
国内供给端：国内原奶供给将会出现收缩。（1）**国内奶牛自产之奶牛存栏量与奶牛单产：**根据《中国奶业年鉴》，2015年国内奶牛平均单产为6,000千克，受整体技术水平限制，短期内单产难以大幅提升，同时奶牛单产也易受天气气候情况影响；根据USDA，2016年国内奶牛数量同比下降4.8%，预计2017年同比下降6.3%；根据产业信息网，全球主要产奶牛“荷斯坦黑白花奶牛”从犊牛期到泌乳期一般要经历24个月，故即使国内2017年初开始补充存栏奶牛，24个月内也难以形成新增原奶供给；（2）**国际原奶价格上涨，预计17年下半年进口规模将减少。**2016年6月-2017年5月，国际IFCN原奶价格已经从24.2美元/百千克涨至36.2美元/百千克，随着国际原奶接近国内原奶价格，17年下半年国内乳制品加工企业将转而增加国内原奶采购，减少原奶进口规模。

图表 51. 国内奶牛数量 (2007-2017E)


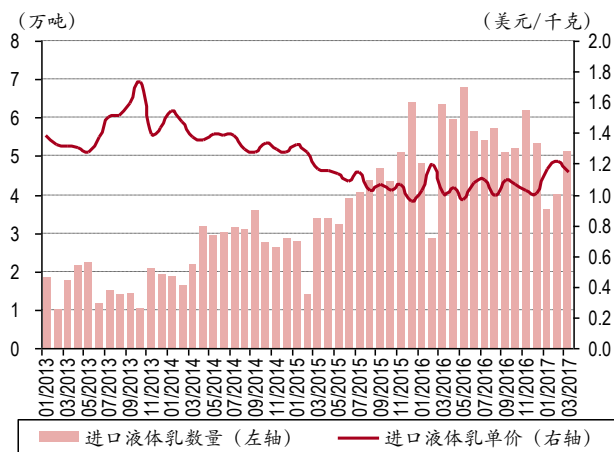
资料来源: USDA, 万得, 中银证券

图表 52. 国内奶牛平均单产 (2007-2015)


资料来源: 《中国奶业年鉴》, 万得, 中银证券

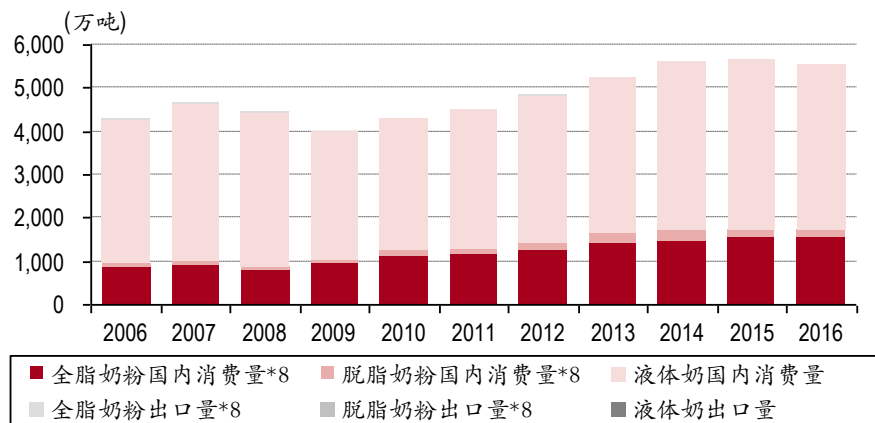
图表 53. 进口奶粉数量与单价


资料来源: 中国奶业协会, 万得, 中银证券

图表 54. 进口液体乳数量与单价


资料来源: 中国奶业协会, 万得, 中银证券

国内需求端: 长期来看, 低线城市、农村地区乳制品需求提升与计划生育政策放宽, 国内原奶消费量向上增长有空间, 但将逐步释放, 呈稳定增长态势。因此, 一定时期内, 供给将是决定原奶价格的核心因素。

图表 55. 国内原奶总消费量分析 (2006-2016)


资料来源: USDA, 万得, 中银证券

本轮原奶价格上涨周期主要源自于供给收缩下的供需再平衡，价格将呈现温和增长态势。

(1) 国际原奶价格

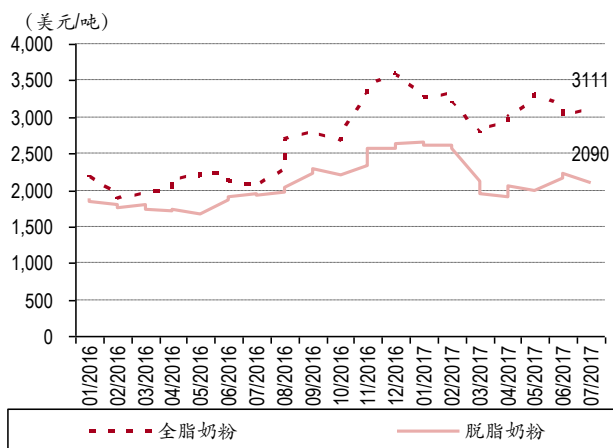
17年春季因季节因素致国际原奶价格短线调整，温和上涨态势不变。全球主要奶源地区新西兰、澳大利亚、欧洲和阿根廷春季原奶供给有所增加，对应国际原奶价格在2017年1-4月出现下跌，其中4月IFCN原奶价格环比下跌2.5%；随着北半球进入夏季，新西兰进入6、7月枯奶期，国际原奶价格将恢复涨势，5月IFCN原奶价格上涨4.3%，全脂奶粉GDT拍卖中标价格经历6月份下跌后，7月5日最新一次拍卖价格环比涨3.0%，达到3111美元/吨。

分析历史价格变化，国际原奶价格波动远大于国内，每一轮周期中，原奶价格通常见顶于50美元/百千克（IFCN原奶价格）左右，因本轮周期上涨推动力较弱，主要受全球主要原奶出口国，特别是新西兰，供给收缩影响，故预测将见顶于40美元，目前价格36.2美元，仍有10%向上空间。

(2) 国内原奶价格

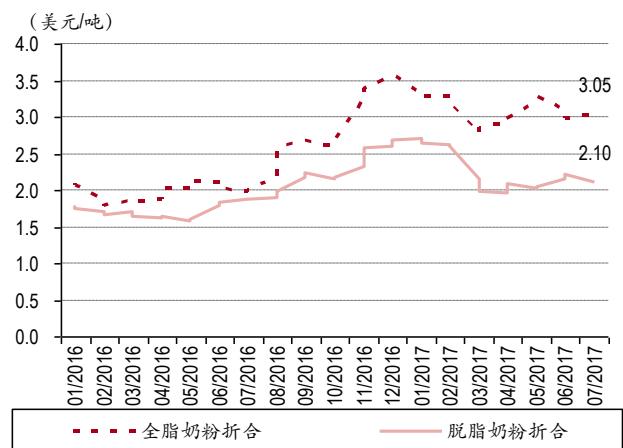
17年2季度受国内淡季需求不高影响，原奶价格稳中微跌，但国内外原奶价格差减小将刺激国内原奶采购量，2017年下半年国际原奶价格上涨趋势将会向国内传导，我们预计下半年国内原奶价格涨幅为5%左右。

图表 56. GDT 奶粉拍卖价格



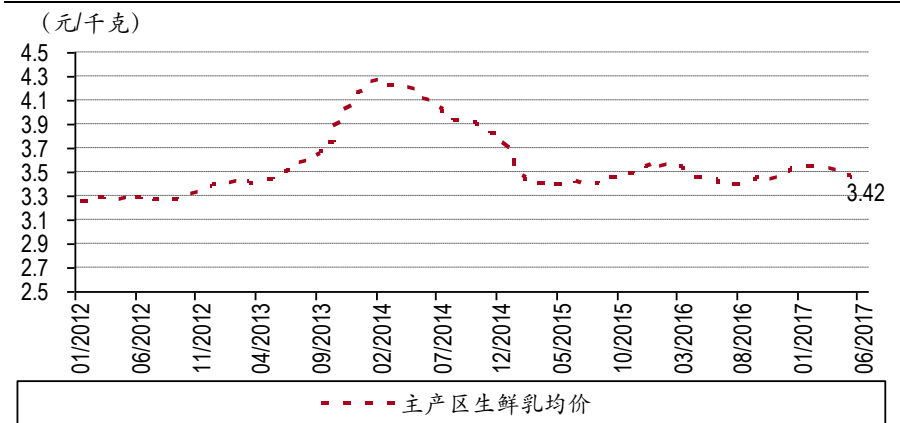
资料来源: GDT, 中银证券

图表 57. GDT 奶粉拍卖价格折合国内原奶价格



资料来源: GDT, 中银证券

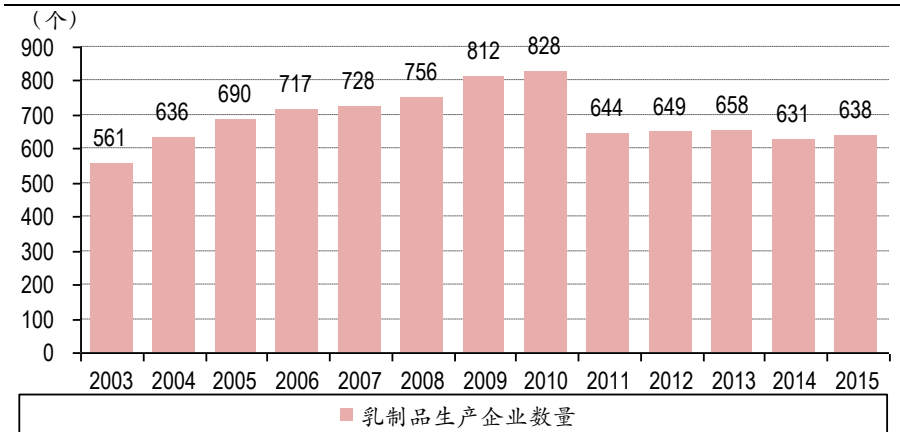
注: 汇率选取当日人民币兑美元中间价, 假设进口关税10%, 原奶与奶粉转化比为8:1, 其他中间费用约5%

图表 58. 国内主产区生鲜乳（原奶）均价


资料来源：中国农业部，万得，中银证券

成本上涨促优胜劣汰，伊利股份有能力传导成本压力

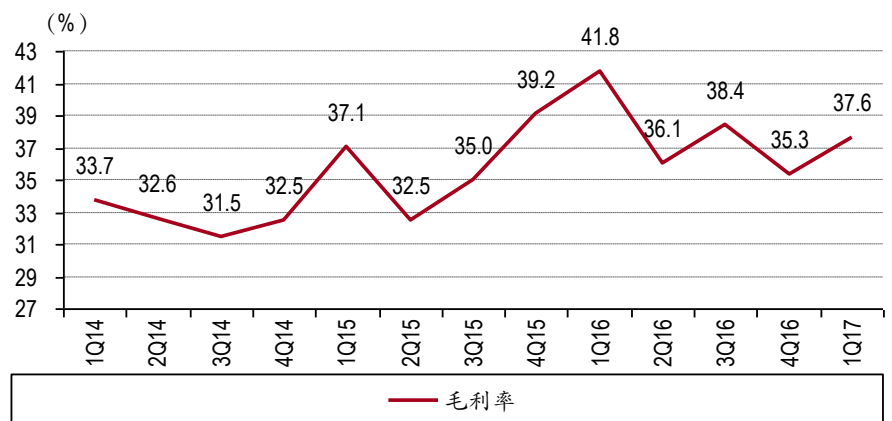
成本上涨压力将加速优胜劣汰，行业竞争强度有望改善。16 年 4 季度开始，奶企主要生产原料及辅料原奶、大包粉、白砂糖、瓦楞纸等价格均出现上涨，2017 年 1-5 月国内原奶均价同比持平、利乐包未涨价、进口大包粉均价同比增 50%、瓦楞纸均价同比增 46%、白砂糖现货均价同比增 33%。原料价格上涨将压缩小型乳企盈利空间，加速市场优胜劣汰，而大型乳企龙头可以凭借品牌优势与创新实现产品结构升级，传导生产成本上升压力；若小型乳企淘汰，乳企总数出现一定程度下降，将可能使 17 年行业竞争程度有所改善。

图表 59. 规模以上乳制品生产企业数量（2003-2015）


资料来源：国家统计局，万得，中银证券

注：“规模以上”门槛 2010 年及以前收入规模为 500 万元，2011 年及以后为 2000 万元

作为乳业龙头，伊利股份有能力通过品牌效应和产品升级传导成本上升压力，维持毛利率相对稳定。根据草根调研，生鲜乳和大包粉是伊利股份的主要生产成本，占比 50%-60%，包装纸占比 15%-20%（包括外包装瓦楞纸和利乐包），糖占比 5%左右。随着 16 年底与 17 年初的原料库存使用完毕，后续新采购原料可能会导致伊利股份成本攀升，毛利率承压。但是作为乳企龙头，伊利股份有能力通过持续打造品牌，进行产品创新与结构升级提升产品价格，从而传导成本压力。

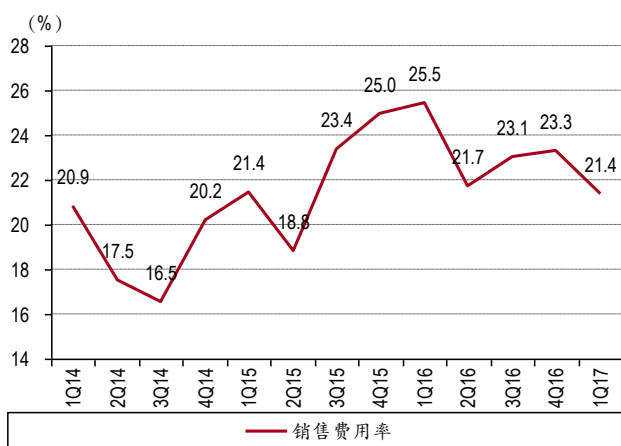
图表 60. 伊利股份分季度毛利率 (1Q14-1Q17)


资料来源: 万得, 中银证券

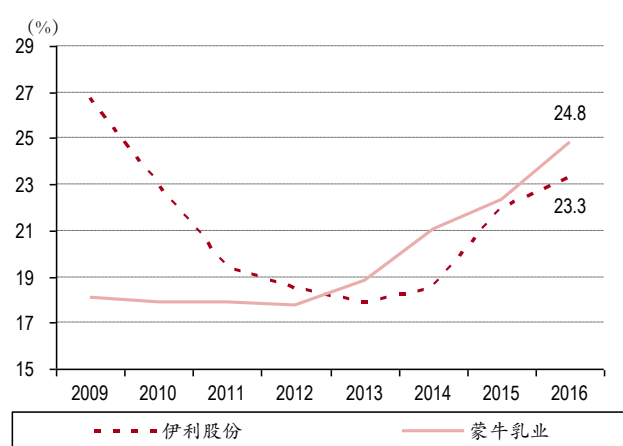
双寡头垄断格局下, 销售费用率未来下降可期

双寡头垄断格局下, 伊利股份与蒙牛乳业有望共同降低销售费用率, 改善竞争格局。2016年, 伊利股份销售费用同比增长6.5%, 其中销售人员薪酬同比大幅增长17.7%, 广告营销费同比增长4.9%; 蒙牛乳业销售费用同比大幅增长22.3%, 其中广告及宣传费用同比增长达30.6%。高企的销售费用压缩伊利股份和蒙牛乳业的盈利空间, 两大乳企龙头都有利润考核要求, 有减少销售费用支出的主观意愿。

17年1季度伊利股份销售费用率同比减4.1pct, 虽然主要还是受销售费用率季度间不均衡性影响, 但我们认为一定程度上可视为双寡头垄断格局下销售费用率出现下降迹象。总体趋势来看, 我们预计双寡头格局下, 未来某一时点伊利股份与蒙牛乳业有望共同降低销售费用率, 释放盈利空间。

图表 61. 伊利股份分季度销售费用率 (1Q14-1Q17)


资料来源: 万得, 中银证券

图表 62. 2016年伊利股份与蒙牛乳业销售费用率对比


资料来源: 万得, 中银证券

盈利预测与投资评级

图表 63. 伊利股份盈利预测关键假设(%)

液体乳	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
价格增速	0.6	2.6	4.8	5.8	4.9
销量增速	10.5	2.4	4.5	4.0	4.0
销售收入	47,151	49,522	54,227	59,679	65,136
毛利率	34.1	36.0	35.4	36.1	36.5
液体乳收入增速	11.2	5.0	9.5	10.1	9.1
奶粉	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
价格增速	4.2	(5.3)	3.0	4.0	5.0
销量增速	2.9	(10.7)	3.0	4.0	5.0
销售收入	6,447.0	5,456.0	5,788.0	6,260.0	6,902.0
毛利率	56.0	56.2	55.0	55.0	55.5
奶粉收入增速	7.2	(15.4)	6.1	8.2	10.3
冷饮	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
价格增速	(1.4)	11.9	2.0	2.0	2.0
销量增速	(3.0)	(8.6)	1.0	1.0	0.0
销售收入	4,098.0	4,194.0	4,321.0	4,451.0	4,540.0
毛利率	36.3	43.1	42.5	43.0	44.0
冷饮收入增速	(4.3)	2.4	3.0	3.0	2.0

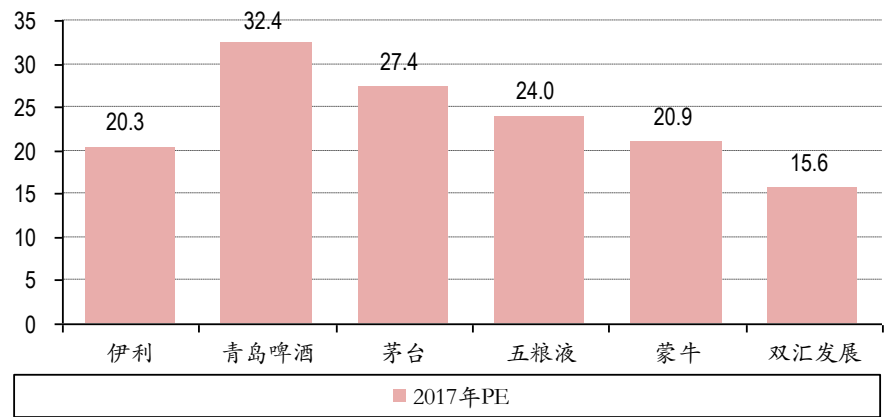
资料来源：中银证券，万得

我们判断中国消费特点将推动伊利股份产品结构继续升级，奶粉业务受注册制负面影响减弱，竞争格局有望改善，管理层外延并购意愿很强，业绩将持续超预期，预计伊利股份 17-19 年每股收益分别为 1.04、1.21、1.36 元/股，同比增 11.8%、16.3%、12.4%。

对比全球乳业龙头和国内食品龙头，伊利估值存在向上修复的空间。截至 7 月 13 日，伊利股份估值 21.4 倍 PE (TTM)，低于全球领先的瑞士乳企巨头雀巢 30 倍 PE (TTM) 和法国乳企巨头达能 24 倍 PE (TTM)，但伊利中长期业绩增速更快。对比国内食品龙头，包括蒙牛、茅台、五粮液、青岛啤酒、双汇发展，2017 年 20.3 倍 PE 的伊利股份并不贵。

中国巨大的市场容量已孕育出烈性酒行业市值世界第一、超 5,000 亿的贵州茅台，我们认为除了白酒，中国市场也有望孕育出世界级食品龙头，国内乳业龙头伊利股份最具潜质。我们给予伊利股份 17 年 25 倍市盈率，对应目标价 26.00 元，首次评级给予**买入**评级。

图表 64. 食品饮料类上市公司 2017 年 PE



资料来源：万得，彭博，中银证券

注：股价以2017年7月10日收市价为准

风险提示

食品安全风险、原奶价格涨幅超预期、竞争格局改善不及预期。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	60,360	60,609	65,622	71,998	78,588
销售成本	(38,627)	(37,848)	(41,338)	(44,973)	(48,828)
经营费用	(15,004)	(16,063)	(16,566)	(17,919)	(19,302)
息税折旧前利润	6,729	6,698	7,718	9,107	10,458
折旧及摊销	1,724	1,553	1,053	1,305	1,563
经营利润(息税前利润)	5,005	5,145	6,665	7,802	8,895
净利息收入/(费用)	(297)	(24)	17	(69)	(105)
其他收益/(损失)	816	1,511	772	943	973
税前利润	5,524	6,632	7,397	8,605	9,680
所得税	(869)	(963)	(1,073)	(1,248)	(1,404)
少数股东权益	(23)	(7)	(8)	(9)	(11)
净利润	4,632	5,662	6,316	7,348	8,266
核心净利润	4,731	5,823	6,407	7,442	8,368
每股收益(人民币)	0.762	0.931	1.039	1.209	1.360
核心每股收益(人民币)	0.778	0.958	1.054	1.224	1.376
每股股息(人民币)	0.437	0.457	0.509	0.593	0.667
收入增长(%)	11	0	8	10	9
息税前利润增长(%)	13	3	30	17	14
息税折旧前利润增长(%)	15	(0)	15	18	15
每股收益增长(%)	12	22	12	16	12
核心每股收益增长(%)	13	23	10	16	12

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	5,524	6,632	7,397	8,605	9,680
折旧与摊销	1,724	1,553	1,053	1,305	1,563
净利息费用	297	24	40	139	188
运营资本变动	(51)	44	6	(70)	(72)
税金	(914)	(977)	(1,089)	(1,266)	(1,425)
其他经营现金流	1,079	4,499	1,365	798	789
经营活动产生的现金流	7,659	11,775	8,772	9,511	10,723
购买固定资产净值	(3,652)	(3,419)	(3,000)	(3,000)	(3,000)
投资减少/增加	157	(1,111)	147	293	273
其他投资现金流	615	2,283	(807)	(1,123)	(1,232)
投资活动产生的现金流	(2,880)	(2,247)	(3,660)	(3,830)	(3,958)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	757	(3,236)	2,785	1,000	1,000
支付股息	(2,659)	(2,776)	(3,097)	(3,603)	(4,053)
其他融资现金流	(4,066)	(2,776)	0	0	0
融资活动产生的现金流	(5,968)	(8,788)	(312)	(2,603)	(3,053)
现金变动	(1,189)	740	4,801	3,077	3,712
期初现金	14,273	13,084	13,824	18,624	21,702
公司自由现金流	4,779	9,528	5,113	5,680	6,765
权益自由现金流	5,834	6,316	7,938	6,820	7,952

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	14,354	15,141	20,068	23,286	27,142
应收帐款	769	725	719	789	861
库存	4,663	4,326	4,708	5,117	5,546
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产总计	19,786	20,193	25,495	29,192	33,550
固定资产	15,342	14,533	17,075	19,590	21,976
无形资产	956	991	941	892	842
其他长期资产	3,547	3,546	3,580	3,615	3,649
长期资产总计	19,845	19,070	21,597	24,097	26,468
总资产	39,631	39,262	47,092	53,288	60,018
应付帐款	6,642	7,091	7,734	8,406	9,112
短期债务	6,274	215	3,000	4,000	5,000
其他流动负债	5,286	7,602	8,780	9,554	10,360
流动负债总计	18,202	14,907	19,513	21,960	24,471
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	1,283	1,119	1,119	1,119	1,119
股本	19,984	23,082	26,301	30,046	34,259
储备	0	0	0	0	0
股东权益	19,984	23,082	26,301	30,046	34,259
少数股东权益	162	154	158	163	168
总负债及权益	39,631	39,262	47,092	53,288	60,018
每股帐面价值(人民币)	3.29	3.80	4.33	4.94	5.64
每股有形资产(人民币)	3.14	3.64	4.17	4.80	5.50
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.12)	(2.24)	(2.57)	(2.91)	(3.36)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	11.1	11.1	11.8	12.6	13.3
息税前利润率(%)	8.3	8.5	10.2	10.8	11.3
税前利润率(%)	9.2	10.9	11.3	12.0	12.3
净利率(%)	7.7	9.3	9.6	10.2	10.5
流动性					
流动比率(倍)	1.1	1.4	1.3	1.3	1.4
利息覆盖率(倍)	16.9	217.4	168.0	55.9	47.4
净权益负债率(%)	33.8	58.6	59.0	58.6	59.3
速动比率(倍)	0.8	1.1	1.1	1.1	1.1
估值					
市盈率(倍)	27.4	22.4	20.1	17.2	15.3
核心业务市盈率(倍)	26.8	21.8	19.8	17.0	15.1
目标价对应核心业务市盈率(倍)	33.4	27.1	24.7	21.2	18.9
市净率(倍)	6.3	5.5	4.8	4.2	3.7
价格/现金流(倍)	16.5	10.8	14.4	13.3	11.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	17.8	16.9	14.4	12.0	10.2
周转率					
存货周转天数	14.1	27.1	25.1	24.9	24.8
应收帐款周转天数	2.3	4.5	4.0	3.8	3.8
应付帐款周转天数	20.1	41.3	41.2	40.9	40.7
回报率					
股息支付率(%)	57.4	49.0	49.0	49.0	49.0
净资产收益率(%)	46.4	26.3	25.6	26.1	25.7
资产收益率(%)	21.3	11.1	13.2	13.3	13.4
已运用资本收益率(%)	37.9	20.6	25.4	24.7	24.4

资料来源: 公司数据及中银证券预测

研究报告中所提及的有关上市公司

伊利股份(600887.CH/人民币 20.51, 买入)

蒙牛乳业(02319.HK/港币 14.74, 未有评级)

三元股份(600429.CH/人民币 6.50, 未有评级)

贝因美(002570.CH/人民币 13.30, 未有评级)

燕塘乳业(002732.CH/人民币 28.14, 未有评级)

天润乳业(600419.CH/人民币 45.15, 未有评级)

科迪乳业(002770.CH/人民币 5.39, 未有评级)

贵州茅台(600519.CH/人民币 454.47, 未有评级)

五粮液(000858.CH/人民币 52.79, 未有评级)

青岛啤酒(600600.CH/人民币 33.68, 未有评级)

双汇发展(000895.CH/人民币 22.89, 未有评级)

以2017年7月11日当地货币收市价为标准

本报告所有数字均四舍五入

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371