

# 伊利股份 (600887)

## 伊利迎来黄金时点，三年或剑指乳业王者

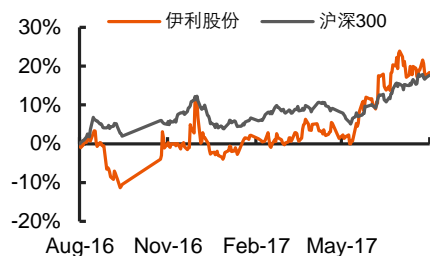
### 强烈推荐 (维持)

现价: 20.63 元

#### 主要数据

|               |                        |
|---------------|------------------------|
| 行业            | 食品饮料                   |
| 公司网址          | www.yili.com           |
| 大股东/持股        | 呼和浩特投资有限责任公司<br>/9.88% |
| 实际控制人/持股      | 呼和浩特市国有资产管理委员会/%       |
| 总股本(百万股)      | 6,079                  |
| 流通 A 股(百万股)   | 6,033                  |
| 流通 B/H 股(百万股) | 0                      |
| 总市值 (亿元)      | 1,254.10               |
| 流通 A 股市值(亿元)  | 1,244.68               |
| 每股净资产(元)      | 4.08                   |
| 资产负债率(%)      | 41.40                  |

#### 行情走势图



#### 相关研究报告

- 《伊利股份\*600887\*业绩稳增长,向好趋势有望延续》 2017-05-01
- 《伊利股份\*600887\* 结构调整是 2017 年主基调,仍值得拥有》 2017-03-31
- 《伊利股份\*600887\*新格局、新成长、新预期支持三年翻倍》 2016-10-30
- 《伊利股份\*600887\*三箭齐发利好股价:定增、并购、股权激励》 2016-10-23

#### 证券分析师

**文献** 投资咨询资格编号  
S1060511010014  
0755-22627143  
WENXIAN001@PINGAN.COM.CN

#### 研究助理

**刘彪** 一般从业资格编号  
S1060117050002  
LIUBIAO018@PINGAN.COM.CN

### 投资要点

#### 平安观点:

■ **摘要:** 奠定单寡头格局将是伊利突破发展瓶颈的关键。相比蒙牛,伊利竞争优势逐渐显现,正加速全面领先进程,UHT 奶、乳饮料、常温酸奶、奶粉、冰淇淋等品类优势扩大,低温酸奶正加速追赶。伊利凭借优秀的激励机制、扁平化的渠道体系以及规模效应正不断强化领先优势。当下,伊利正处于行业需求回暖&蒙牛扰动消退的黄金时点, 2Q17 乃至全年业绩超预期概率大增。往后看,依靠快消综合竞争优势,伊利或有望在所有重要子品类建立龙头优势,3 年或彻底奠定领先格局。行业增速上行+价格战趋缓+竞争格局变迁,伊利迎来黄金时点,维持“**强烈推荐**”评级!

■ **行业重回上升周期,市场竞争边际趋缓:** 3Q16 以来,行业出现触底回升迹象,液态奶持续向上修复,呈现量价齐升趋势。我们认为行业回暖受益于消费复苏,在销量增速回升、价格降幅收窄、结构升级共振下,全年或延续较好表现,且考虑液奶人均消费量偏低及液奶“健康”属性,预计行业长期向好。奶粉 1Q17 底部企稳,或说明渠道减库存接近尾声,后续注册制实施&二胎效果显现有望为国产奶粉带来 1-2 年快速成长期。且 2H16-1H17 原奶价格上涨已使行业竞争趋缓,未来主产区减产&国内奶农加速退出,原奶价格有望继续温和和上涨,行业竞争强度或持续减弱。

■ **伊利 VS 蒙牛, 路遥知马力:** 伊利突破发展瓶颈的关键在于奠定单寡头格局,从而在格局优势及规模效应下享有最大红利。对比蒙牛,伊利内生增长强劲,正加速全面领先进程。过去 7 年,伊利凭借内生增长赶超不断并购的蒙牛,16 年伊利实现营收 603 亿,同期蒙牛(剔除君乐宝、雅士利)仅 464 亿。分品类看,伊利均展现出强劲的增长势头,乳饮料领先优势持续扩大,UHT 奶实现规模赶超,酸奶差距继续缩小,奶粉巩固国产第一品牌地位,冰淇淋优势日益明显。我们认为伊利强劲增长的核心在于优秀的激励机制、扁平化的渠道体系以及规模效应,从而实现营收更快增长的同时,毛利率、费用率优势逐渐显现,差距较跟随者持续扩大,盈利能力稳步提升。

|           | 2015A  | 2016A  | 2017A  | 2018E  | 2019E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 60,360 | 60,609 | 67,547 | 75,713 | 82,890 |
| YoY(%)    | 10.9   | 0.4    | 11.4   | 12.1   | 9.5    |
| 净利润(百万元)  | 4,632  | 5,662  | 6,117  | 7,570  | 9,145  |
| YoY(%)    | 11.8   | 22.2   | 8.0    | 23.8   | 20.8   |
| 毛利率(%)    | 36.4   | 38.2   | 37.5   | 37.9   | 38.2   |
| 净利率(%)    | 7.7    | 9.4    | 9.1    | 10.0   | 11.0   |
| ROE(%)    | 24.0   | 26.3   | 26.7   | 30.8   | 31.8   |
| EPS(摊薄/元) | 0.76   | 0.93   | 1.01   | 1.25   | 1.50   |
| P/E(倍)    | 27.0   | 22.1   | 20.5   | 16.6   | 13.7   |
| P/B(倍)    | 6.3    | 5.4    | 5.5    | 4.7    | 4.0    |

- **伊利迎来黄金时点，短看业绩超预期，长看竞争格局改善：**行业重回上升周期致使液奶营收增速持续上行，价格战接近尾声且主竞品蒙牛新管理层出于利润压力考虑大概率减小投入，公司营收增速中枢或加速上移，2Q17 及全年业绩有望超预期。往后看，液奶行业竞争格局正逐渐向有利于伊利的方向演变，伊利凭借系统性快消综合竞争优势，有望在所有重要子品类建立龙头优势，3 年或将彻底奠定领先格局。随着规模优势显现及竞争格局定型，伊利有望在乳业挤压式增长中获得最大增量份额，并在竞争趋缓下实现毛利率和费用率的双改善，盈利能力持续提升。
- **盈利预测与估值：**基于行业大环境&公司竞争格局持续向好，我们上调公司盈利预测，预计公司 17-19 年营收从 646、697、737 亿元上调至 675、757、829 亿元，同比增 11.4%、12.1%、9.5%，归母净利润从 58、70、79 亿元上调至 61、76、91 亿元，同比增 8.0%、23.8%、20.8%，17-19 年 EPS 分别为 1.01、1.25、1.50 元，对应 PE 分别为 20.5X、16.6X、13.7X。
- **风险提示：**食品安全风险；原材料价格波动风险；行业竞争加剧。

# 正文目录

|                                     |    |
|-------------------------------------|----|
| 一、行业重回上升周期，市场竞争边际趋缓 .....           | 6  |
| 1.1 液奶修复趋势明确，奶粉底部反转可期 .....         | 6  |
| 1.2 原奶价格温和向上，行业竞争趋于缓和 .....         | 8  |
| 二、伊利 VS 蒙牛，路遥知马力 .....              | 9  |
| 2.1 伊利竞争优势逐渐显现，正加速全面领先进程 .....      | 9  |
| 2.2 激励机制优秀，渠道掌控力领先 .....            | 14 |
| 2.3 毛利率&费用率双改善，伊利领先优势不断强化 .....     | 16 |
| 2.4 伊利迎来黄金时点，短看业绩超预期，长看竞争格局改善 ..... | 18 |
| 三、投资建议 .....                        | 20 |
| 四、风险提示 .....                        | 21 |

## 图表目录

|       |                                      |    |
|-------|--------------------------------------|----|
| 图表 1  | 3Q16 以来，商超乳品销售呈现量价齐升 .....           | 6  |
| 图表 2  | 商超液态奶环比改善，酸奶延续高增长 .....              | 6  |
| 图表 3  | 伊利液态奶收入增长归因变化 .....                  | 6  |
| 图表 4  | 消费者预期指数&信心指数明显回升 .....               | 7  |
| 图表 5  | 17 年城镇社零增速平稳，乡村回升较明显 .....           | 7  |
| 图表 6  | 中国人均液奶消费量远低于日韩(2014).....            | 7  |
| 图表 7  | 乳品公司消费者触及数保持较好水平，有望承接其他非健康食品需求 ..... | 7  |
| 图表 8  | 一季度奶粉企业营收增速有所回升.....                 | 8  |
| 图表 9  | 1Q17 商超奶粉销售增速恢复正增长 .....             | 8  |
| 图表 10 | 2H16 以来，大包粉价格有明显上涨 .....             | 9  |
| 图表 11 | 17 年，中国及主要出口国奶牛存栏下降 .....            | 9  |
| 图表 12 | 1Q17A 股 6 家公司费用率下降，净利率上升.....        | 9  |
| 图表 13 | 奶类 CPI 4 月回正或说明竞争趋缓.....             | 9  |
| 图表 14 | 伊利、蒙牛营收规模对比(单位：亿元).....              | 10 |
| 图表 15 | 伊利营收较蒙牛剔除部分并购规模大幅领先 .....            | 10 |
| 图表 16 | 伊利、蒙牛子品类规模估算对比(2016)(单位：亿元) .....    | 10 |
| 图表 17 | 蒙牛产品结构估算 .....                       | 11 |
| 图表 18 | 伊利产品结构估算 .....                       | 11 |
| 图表 19 | 伊利重点产品持续高增长，新品培育较好.....              | 11 |
| 图表 20 | 伊利、蒙牛 UHT 奶营收规模对比(单位：亿元).....        | 12 |
| 图表 21 | 伊利估算 16 年 UHT 规模超蒙牛(剔君乐宝).....       | 12 |
| 图表 22 | 伊利常温酸奶奠定领先，高端白奶加速追赶 .....            | 12 |
| 图表 23 | 伊利、蒙牛 UHT 估算增速对比 .....               | 12 |
| 图表 24 | 伊利乳饮料规模明显领先蒙牛(单位：亿元) .....           | 13 |
| 图表 25 | 伊利、蒙牛低温酸奶相对差距持续缩小 .....              | 13 |
| 图表 26 | 伊利酸奶 16 年规模接近蒙牛(剔君乐宝) .....          | 13 |
| 图表 27 | 伊利为国产奶粉第一品牌 .....                    | 14 |
| 图表 28 | 奶粉单品金领冠持续高增长 .....                   | 14 |
| 图表 29 | 伊利冷饮领先优势持续扩大(单位：亿元) .....            | 14 |
| 图表 30 | 伊利冰淇淋市场份额行业第一(2014) .....            | 14 |
| 图表 31 | 伊利主要管理层持有公司高比例股权 .....               | 15 |
| 图表 32 | 自 2013 年开始，管理层持股比例迅速提升 .....         | 15 |
| 图表 33 | 公司员工持股计划已进行至第三期.....                 | 15 |
| 图表 34 | 伊利股权激励业绩考核要求 .....                   | 15 |
| 图表 35 | 伊利凭借庞大的销售团队深入管理经销商体系 .....           | 16 |
| 图表 36 | 伊利毛利率正加速提升，与蒙牛差距拉大 .....             | 16 |

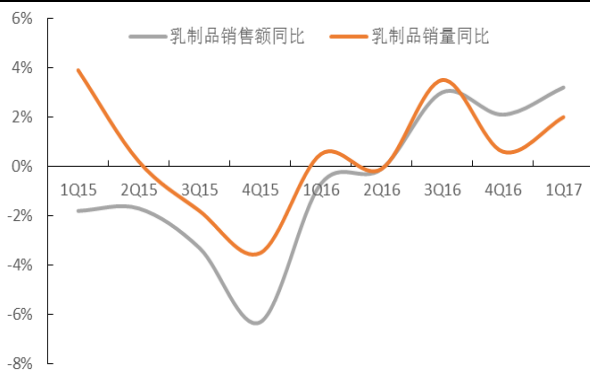
|       |                           |    |
|-------|---------------------------|----|
| 图表 37 | 伊利液态奶均价处于行业中等偏下.....      | 17 |
| 图表 38 | 伊利液态奶毛利率处于行业中上游.....      | 17 |
| 图表 39 | 伊利销售费用率逐步向蒙牛靠拢.....       | 17 |
| 图表 40 | 伊利、蒙牛管理费用率较为稳定.....       | 17 |
| 图表 41 | 伊利净利率水平持续提升，较幅度高于蒙牛.....  | 18 |
| 图表 42 | 近两年伊利经营阶段变化.....          | 18 |
| 图表 43 | 商超伊利、蒙牛销售额同比增速变化.....     | 19 |
| 图表 44 | 2015 年乳企市占率前十.....        | 20 |
| 图表 45 | 双汇绝对龙头地位铸就远领先行业的盈利能力..... | 20 |
| 图表 46 | 海天份额领先带来远高行业的净利率水平.....   | 20 |
| 图表 47 | 公司主营业务分项目预测(单位：百万元).....  | 21 |

## 一、行业重回上升周期，市场竞争边际趋缓

### 1.1 液奶修复趋势明确，奶粉底部反转可期

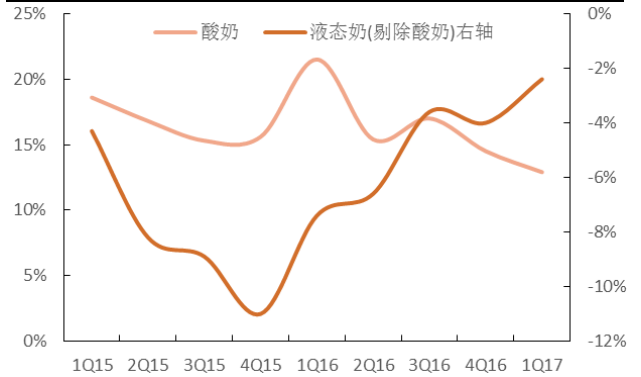
液态奶持续向上修复，呈现量价齐升趋势。15年以来，需求不佳致使销量增速放缓，原奶价格深跌引发的持续价格战导致均价提升乏力，行业整体表现低迷。以液态奶为主体的乳制品销售情况来看，自3Q16以来，行业出现触底回升迹象，销量恢复正增长、均价小幅上升，共同推动销售额增速恢复到3%左右的低速增长。根据渠道观察，2Q17整体液态奶持续向好，预计1H17金额增速约7%，均价提升2%。分品类来看，剔除酸奶部分销售额同比降幅正逐季缩小，从4Q15的-11%缩窄至1Q17的-2.4%，5月单月增速从4月-0.7%提升至4.4%，酸奶增速虽有所下滑，但仍保持10%以上的较好水平。

图表1 3Q16以来，商超乳制品销售呈现量价齐升



资料来源：全国连锁店超市信息网，平安证券研究所

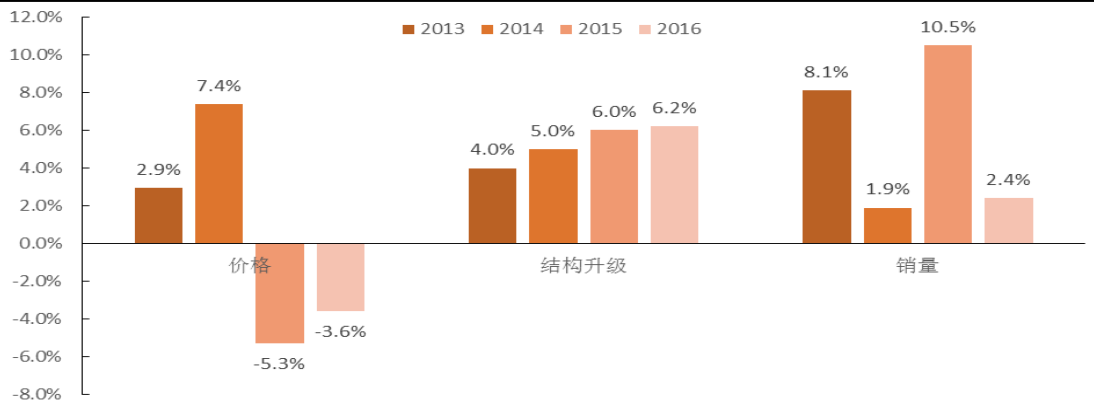
图表2 商超液态奶环比改善，酸奶延续高增长



资料来源：全国连锁店超市信息网，平安证券研究所

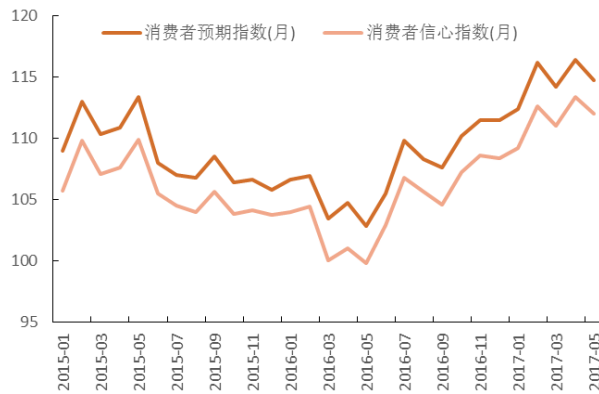
销量增速回升、价格降幅收窄、结构升级共振，全年或延续较好表现。2H16以来的行业增速持续向上修复，我们认为主要原因在于消费复苏正推动行业需求改善。16年5月消费者信心指数&预期指数触底后持续回升，1H17延续上升趋势。与之对应，社消零售总额增速亦有所上升，乡村增速表现更为突出。往后看，包材原料成本上升压缩价格战空间，产品价格降幅收窄甚至出现提价；高端产品占比提升推动结构升级，趋势正呈现逐年强化；终端需求回暖也拉动销量增速回升。综合来看，液态奶整体向好，17-18年增速有望较16年明显改善。

图表3 伊利液态奶收入增长归因变化



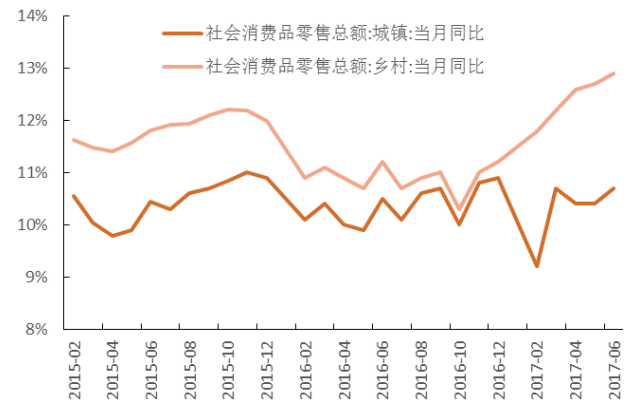
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表4 消费者预期指数&信心指数明显回升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

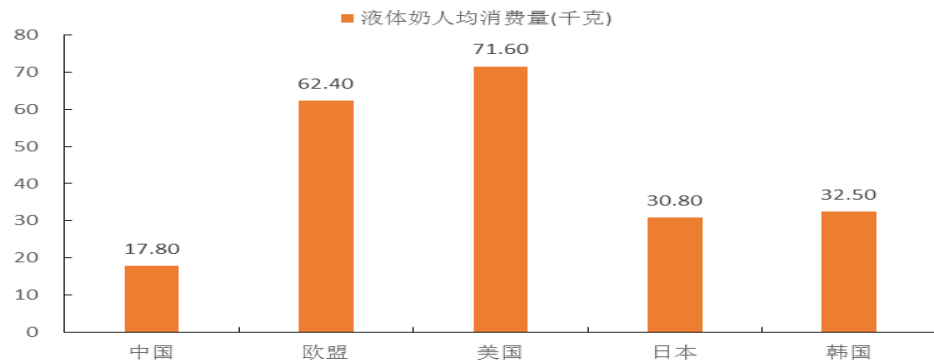
图表5 17年城镇社零增速平稳, 乡村回升较明显



资料来源: Wind, 平安证券研究所

人均消费量存提升潜力, “健康”属性拓展空间, 液态奶长期向好。往长期看, 中国人均液态奶消费量仍然偏低, 14 年人均消费量仅 18 千克, 不仅远低于欧盟、美国 60 千克/人以上水平, 较饮食习惯相近的日韩也存在明显差距, 国内液奶市场仍存较大扩容空间。且液奶附带“健康”属性, 顺应消费升级趋势, 未来有望继续提升购买频次, 承接部分“非健康”食品的转移需求。根据凯度消费者指数的数据, 通过渗透率和购买频次计算的消费者触及数显示, 伊利、蒙牛等乳品公司的触及数保持较好水平, 而主力产品为方便面、膨化食品、火腿肠等食品的公司触及数出现比较明显的滑坡。

图表6 中国人均液奶消费量远低于日韩(2014)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表7 乳品公司消费者触及数保持较好水平, 有望承接其他非健康食品需求

| 品牌  | 产品      | 消费者触及数 |      |      |      | 渗透率   |       |       |       | 购买频次 |      |      |      |
|-----|---------|--------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|------|------|------|------|
|     |         | 2013   | 2014 | 2015 | 2016 | 2013  | 2014  | 2015  | 2016  | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
| 康师傅 | 方便面及饮料  | 1331   | 1231 | 1068 | 922  | 91.4% | 90.2% | 86.7% | 83.0% | 9.6  | 8.8  | 7.7  | 6.7  |
| 伊利  | 乳品      | 1063   | 1052 | 1109 | 1141 | 88.5% | 88.1% | 88.5% | 88.2% | 7.9  | 7.7  | 7.8  | 7.8  |
| 蒙牛  | 乳品      | 1036   | 1010 | 1043 | 1043 | 88.3% | 87.6% | 87.6% | 86.8% | 7.7  | 7.4  | 7.4  | 7.2  |
| 旺旺  | 膨化食品及饮料 | 659    | 616  | 587  | 520  | 75.4% | 73.0% | 71.5% | 67.7% | 5.8  | 5.4  | 5.1  | 4.6  |
| 双汇  | 火腿肠及猪肉  | 506    | 511  | 479  | 447  | 66.4% | 65.6% | 62.9% | 60.0% | 5.0  | 5.0  | 4.7  | 4.5  |
| 光明  | 乳品      | 487    | 505  | 507  | 468  | 45.5% | 47.5% | 49.3% | 44.2% | 7.0  | 6.8  | 6.4  | 6.3  |
| 统一  | 方便面及饮料  | 539    | 502  | 461  | 449  | 72.5% | 68.7% | 65.7% | 63.6% | 4.9  | 4.7  | 4.4  | 4.2  |



| 品牌  | 产品  | 消费者触及数 |      |      |      | 渗透率   |       |       |       | 购买频次 |      |      |      |
|-----|-----|--------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|------|------|------|------|
|     |     | 2013   | 2014 | 2015 | 2016 | 2013  | 2014  | 2015  | 2016  | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
| 娃哈哈 | 饮料  | 549    | 445  | 358  | -    | 69.9% | 63.0% | 56.6% | -     | 5.2  | 4.5  | 3.9  | -    |
| 海天  | 调味品 | 362    | 394  | 457  | 496  | 63.0% | 64.5% | 69.0% | 70.2% | 3.8  | 3.9  | 4.1  | 4.2  |

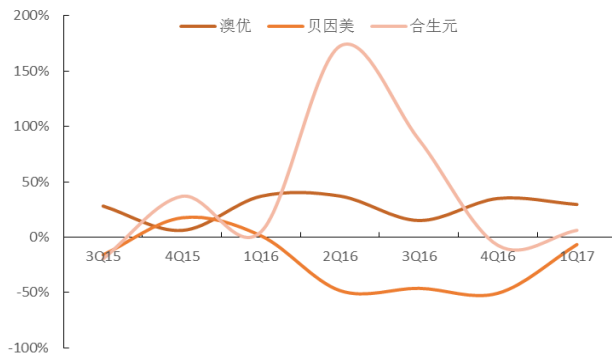
注：消费者触及数通过测量购买品牌的家庭户数(渗透率)和购买频次，来真实地反映消费者选择情况

资料来源：凯度，平安证券研究所

**奶粉底部企稳，行业拐点向上。**国产奶粉行业受进口奶粉冲击以及后续奶粉注册制影响，行业增速自14年持续负增长。16年奶粉销售降幅逐季缩窄，而1Q17行业重回正增长，或说明注册制引发的渠道减库存已接近尾声及全面二胎政策引发的婴儿潮渐至。往后看，第一批注册制名单可能在8月份公布，预期渠道将在这一时点开始加库存；与此同时，小品牌冲销量的策略将逐步失效，叠加全面二胎效果逐步显现，奶粉行业需求、价格体系都有望好转。

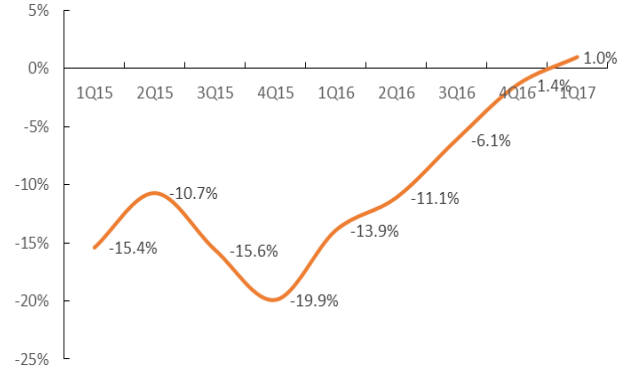
**注册制&全面二胎带来1-2年快速成长期。**长期看，注册制引发行业去产能，大量杂牌退出市场为领先品牌空出超过160亿的市场空间，全面二胎政策释放需求，0-3岁婴童数量有望在2019年达到最高峰值8249万人。国产品牌在通过注册制(或率先审核通过)以及抢占杂牌市场(集中三四线及以下城市)上具备先发优势，叠加跨境电商新政18年实施抬高进口奶粉价格，国产奶粉行业有望迎来1-2年快速成长期。

图表8 一季度奶粉企业营收增速有所回升



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表9 1Q17 商超奶粉销售增速恢复正增长



资料来源：全国连锁店超市信息网，平安证券研究所

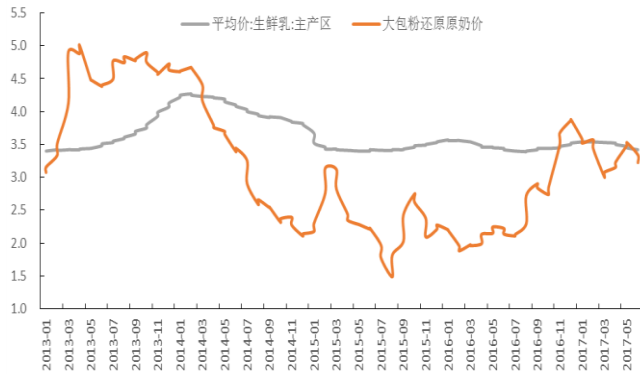
## 1.2 原奶价格温和向上，行业竞争趋于缓和

**2H16-1H17 国际原奶价格上涨，世界主产区减产&国内奶农加速退出，长期仍向上。**目前，进口大包粉及液态奶占国内原奶需求的15%以上，国际原奶价格波动与国内生鲜乳价格存在较强联动性。自2H16以来，海外大包粉价格持续上涨，恒天然全脂奶粉拍卖价从2000美元/吨涨至3000美元/吨，折合原奶到岸价已经接近国内原奶价格。

往后看，由于乳业需求不旺导致国际奶价偏低，世界主要原奶出口国控产、保价下，奶牛存栏仍在下降，USDA 预计17年欧盟、美国、新西兰、阿根廷、澳大利亚五大出口国奶牛存栏同比-0.63%、0.32%、-1.01%、-4.96%、1.83%，减产趋势明确。国内生鲜乳价格虽然保持稳定，但卖奶难再次出现，限收量约占总产量的10%，奶牛养殖亏损面超过50%，USDA 预计17年中国奶牛存栏将降至750万头，同比-6.25%。综合来看，上游原奶供给将继续下降，且后续奶牛补栏周期较长，原奶价格有望2H17甚至18年继续温和上涨。

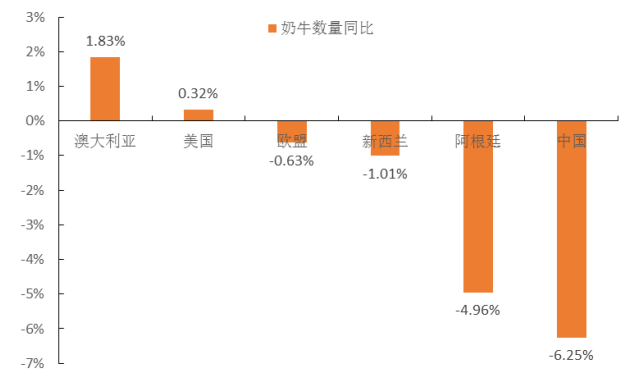


图表10 2H16 以来，大包粉价格有明显上涨



资料来源：恒天然，Wind，平安证券研究所

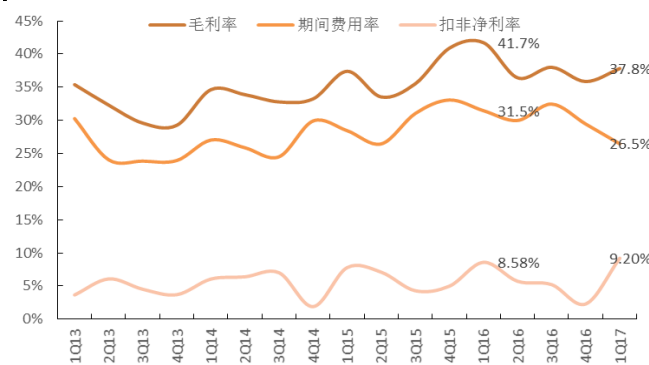
图表11 17年，中国及主要出口国奶牛存栏下降



资料来源：Wind，平安证券研究所

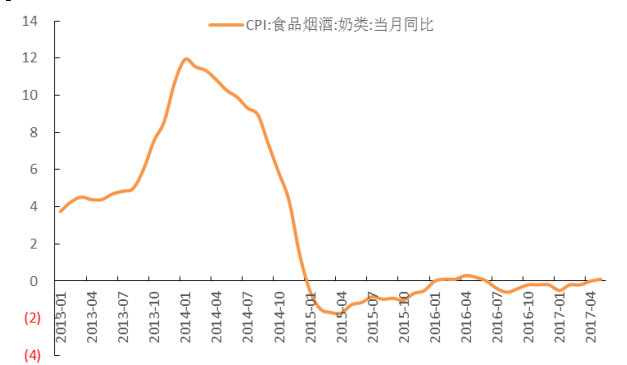
**成本压力促使行业竞争趋缓，价格战&高费用投放或终结。**生鲜乳、大包粉约占营业成本 50%，白糖为主的辅助材料和利乐砖为主的包装材料分别占营业成本 10%、20%以上。自 15 年以来，原奶价格低位导致行业竞争加剧，不仅频繁价格战拉低产品单价，还导致巨额费用投入，从而使得成本红利没有被行业所消化。但随着 2H16 奶价温和上涨，包材辅材&运费上涨，成本压力促使行业回归理性，1Q17 行业销售费用率已出现较大回落，奶类 CPI 在 4 月回归正增长。未来，成本上涨压力将持续传导至下游乳品行业，行业竞争强度或持续减弱。

图表12 1Q17A 股 6 家公司费用率下降，净利率上升



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表13 奶类 CPI 4 月回正或说明竞争趋缓



资料来源：Wind，平安证券研究所

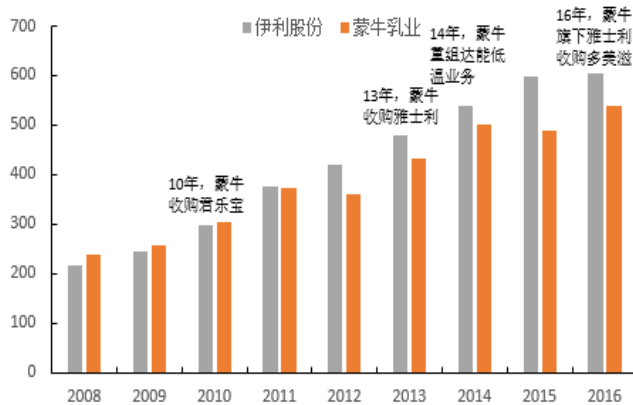
## 二、 伊利 VS 蒙牛，路遥知马力

### 2.1 伊利竞争优势逐渐显现，正加速全面领先进程

#### 2.1.1 伊利弯道超车，内生增长强劲。

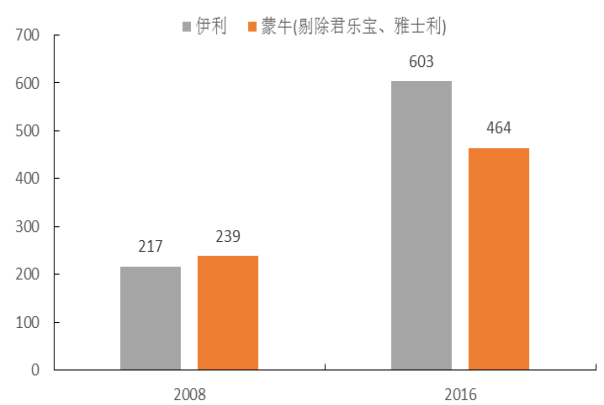
08 年三聚氰胺事件及后续中粮入主引发的管理层调整对蒙牛造成较大影响，内生增长出现乏力，此后蒙牛加速并购扩张进程，10 年收购河北乳企君乐宝，13 年完成收购奶粉企业雅士利，14 年完成与达能合资公司组建以重组双方低温业务，16 年雅士利完成收购奶粉企业多美滋。相较之下，伊利精耕主业，内生增长强劲，11 年反超蒙牛成为行业第一，之后差距逐渐拉大，领先优势日益明显。2016 年，伊利实现营收 603 亿，同期蒙牛凭借促销实现营收 538 亿，但剔除君乐宝、雅士利后估算仅 464 亿(未剥离达能低温)。

图表14 伊利、蒙牛营收规模对比(单位:亿元)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

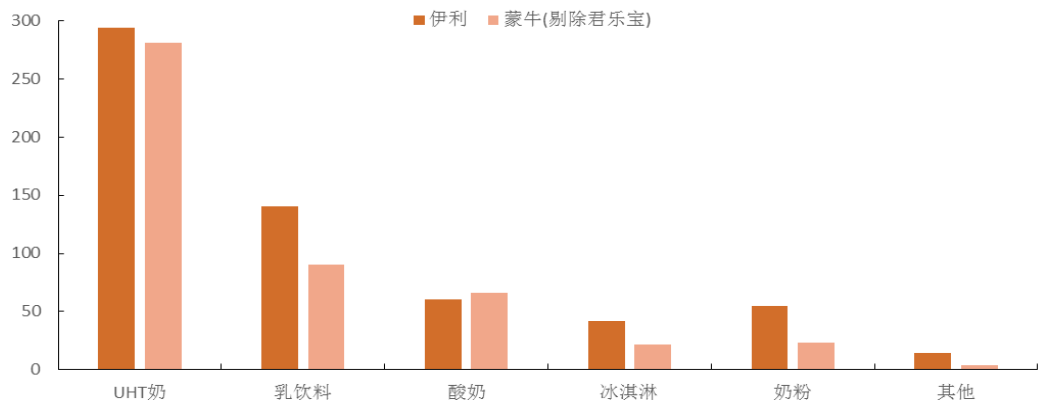
图表15 伊利营收较蒙牛剔除部分并购规模大幅领先



资料来源: 公司公告, 公司调研, 平安证券研究所

**双雄业务结构类似, 伊利多品类领先。**从业务结构来看, 伊利、蒙牛品类布局大致相同, 几乎在所有子品类都有对标的产品。从收入构成来看, 液态奶均是双方最主要构成, 但伊利多元化程度更高, 伊利、蒙牛 16 年液态奶占比分别为 81.71%、89.44%, 伊利、蒙牛的奶粉&冰淇淋贡献分别为 15.92%、9.91%。从收入规模来看, 根据我们测算, 伊利在 UHT 奶、乳饮料、冰淇淋、奶粉具有规模领先优势, 乳饮料、冰淇淋、奶粉均与蒙牛拉开一定差距, 蒙牛(剔除君乐宝)在酸奶方面具有一定优势。

图表16 伊利、蒙牛子品类规模估算对比(2016)(单位:亿元)

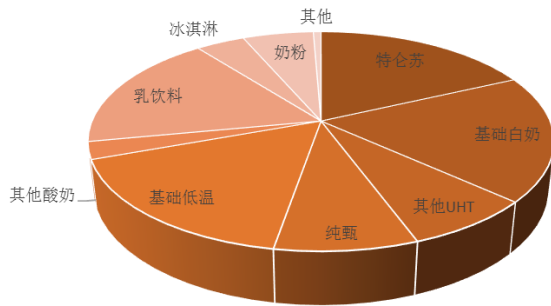


注: 常温酸奶归入 UHT 奶口径

资料来源: 平安证券研究所

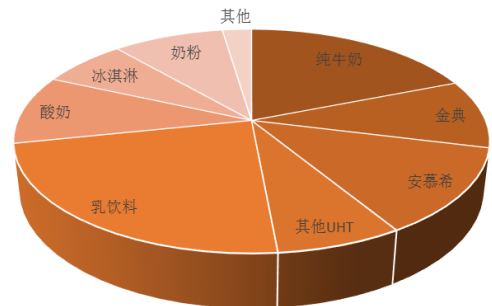
**蒙牛存超级单品依赖, 伊利明星单品更宽泛。**从产品结构来看, 蒙牛产品构成较伊利更高端, 但份额更集中于少数产品, 估算基础白奶、基础酸奶、特仑苏、纯甄占比超 60%, 特仑苏&纯甄是液奶营收增长主要引擎, 16 年特仑苏+纯甄占比超液态奶 30%。相较之下, 伊利产品份额更分散, 拥有更多的明星单品, 且新品培育效果较好, 金典、安慕希、畅轻、每益添、金领冠珍护等明星单品持续高增长, 重点产品及新产品收入占比逐年提升。我们认为, 伊利增长引擎更加多元化, 在核心单品总规模方面仍有赶超空间。

图表17 蒙牛产品结构估算



资料来源：平安证券研究所

图表18 伊利产品结构估算



资料来源：平安证券研究所

图表19 伊利重点产品持续高增长，新品培育较好

| 增速    | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 |
|-------|--------|--------|--------|
| 金典    | 60%    | 17.7%  | 13.5%  |
| 安慕希   |        | 465.7% | 106.7% |
| 畅轻    | 113%   | 47%    | 18.6%  |
| 每益添   | 90%    | 29%    |        |
| 金领冠珍护 | 91%    | 25.8%  | 23.8%  |
| 占比    |        |        |        |
| 新产品   |        | 15.8%  | 22.7%  |
| 重点产品  | 40.8%  | 45.8%  | 49.0%  |

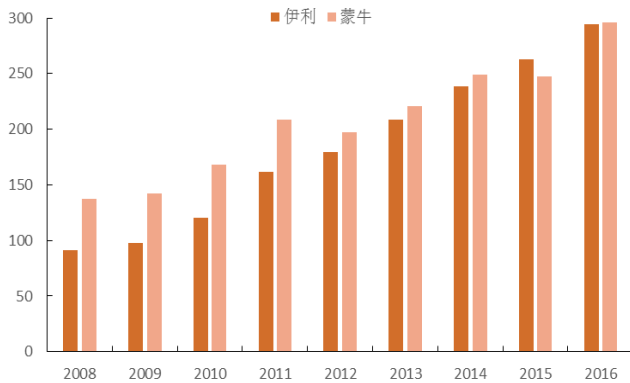
资料来源：公司公告，平安证券研究所

### 2.2.2 UHT 奶：伊利完成规模赶超，金典&安慕希持续发力巩固优势。

根据我们的测算，在过去 8 年，伊利和蒙牛在 UHT 奶的差距逐步缩小，并在 15 年反超蒙牛，但 16 年蒙牛凭借大规模促销扳回优势，但剔除君乐宝口径看，伊利已实现 UHT 奶规模赶超。1) 在常温酸奶方面，伊利安慕希、蒙牛纯甄以及蒙牛旗下君乐宝的开啡尔均在 2013 年面世，且在后续几年均经历高速增长阶段。从规模看来，安慕希在 2015 年超过纯甄，16 年双方差距进一步拉大，奠定领先优势。2) 高端白奶方面，伊利金典正加速追赶蒙牛特仑苏，12-16 年金典相对规模从仅特仑苏的 40% 提升至超过特仑苏的 60%。3) 其他产品方面，蒙牛、伊利增速均放缓，但伊利表现仍优于蒙牛。

伊利在 UHT 奶各战线均有不错表现，我们认为其主要原因在于常温渠道更具优势。往后看，蒙牛大规模促销扰动因素消除后，伊利凭借金典&安慕希的持续发力以及更优的产品结构，有望继续巩固领先优势。

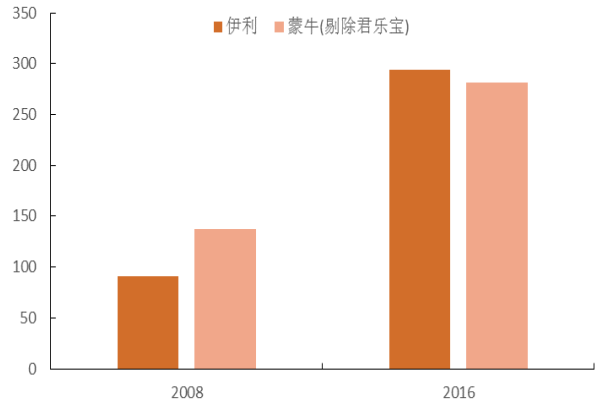
图表20 伊利、蒙牛 UHT 奶营收规模对比(单位: 亿元)



注: 常温酸奶归入 UHT 奶

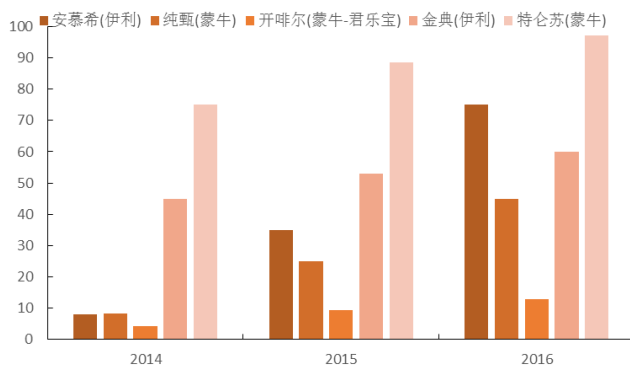
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表21 伊利估算 16 年 UHT 规模超蒙牛(剔君乐宝)



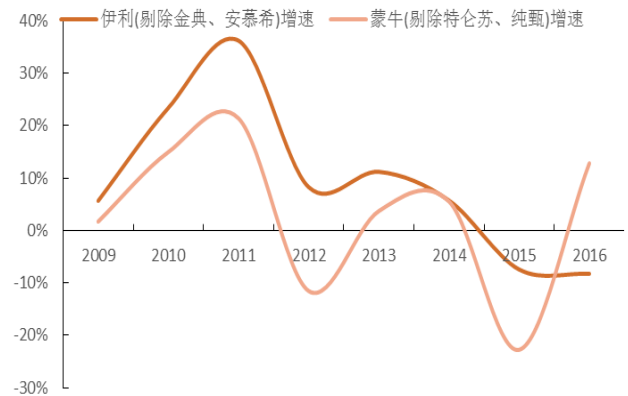
资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表22 伊利常温酸奶奠定领先, 高端白奶加速追赶



资料来源: 公司调研, baidu, 平安证券研究所

图表23 伊利、蒙牛 UHT 估算增速对比

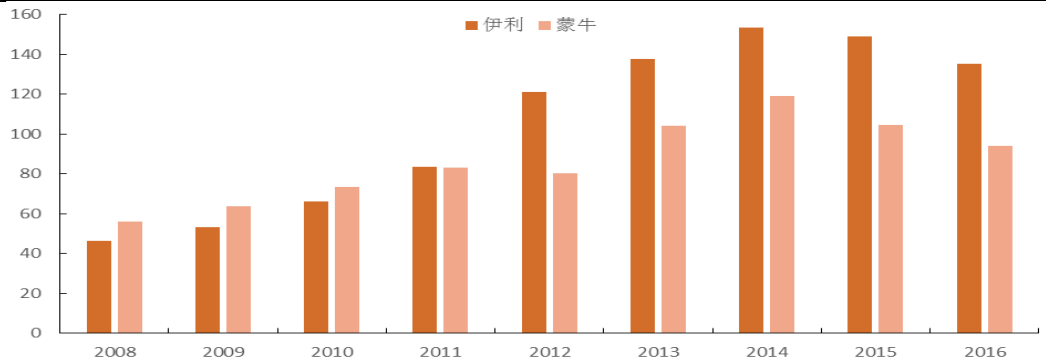


资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

### 2.2.3 乳饮料: 伊利领先优势明显, 行业弱势下更具防守性。

伴随消费升级不断推进,乳饮料一方面受到饮料整体行业景气下滑的拖累,另一方面也遭受风味奶、酸奶等的可替代挤压,行业自 14 年左右出现转折点,营养快线、旺仔牛奶等超级单品销售额均在这一时期开始萎缩,伊利和蒙牛的乳饮料业务也伴随行业持续向下。对比蒙牛来看,伊利乳饮料具备规模领先优势,且在行业弱势下更具防守性,我们认为其原因在于伊利四线城市及农村营销体系更为高效,从而渠道下沉延缓整体乳饮料下降幅度,往后看,伊利也较蒙牛更具抗风险能力。

图表24 伊利乳饮料规模明显领先蒙牛(单位:亿元)

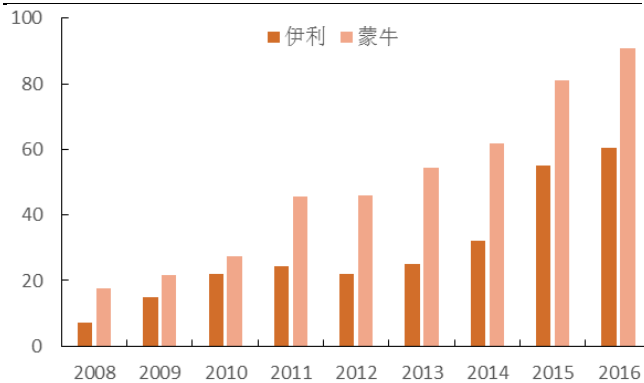


注: 伊利包括植物蛋白饮料核桃乳

资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

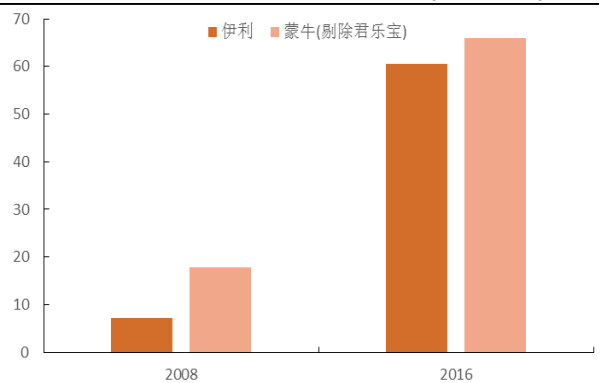
**2.2.4 酸奶: 蒙牛更具优势, 但相对差距持续缩小。**从酸奶规模来看, 伊利一直落后于蒙牛, 2010年前双方差距并不明显, 11年-14年蒙牛凭借君乐宝和重组达能低温业务与伊利拉开明显差距, 15-16年伊利逐年缩小与蒙牛的差距, 我们估算伊利规模从13年约蒙牛的46%, 提升至16年超过蒙牛66%的水平。近几年, 伊利正加大对低温酸奶的投入, 随着渠道开拓效果显现以及畅轻等明星单品持续增长, 未来双方差距或持续缩小。

图表25 伊利、蒙牛低温酸奶相对差距持续缩小



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表26 伊利酸奶16年规模接近蒙牛(剔除君乐宝)



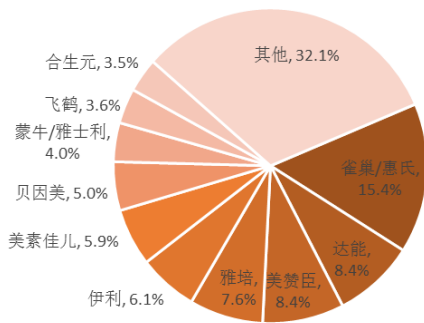
资料来源: 平安证券研究所

**2.2.5 奶粉: 伊利国产品牌霸主地位隐现, 注册制下有望享受最大红利。**

伊利是国产奶粉第一品牌, 2016年市场份额达6.1%, 处于全行业第五。从业务发展来看, 伊利奶粉业务一直保持较好增长, 16年受行业大环境影响有所下滑, 但降幅也好于其他国产奶粉, 其重点产品金领冠持续高增长。奶粉注册制即将进入实施期, 考虑5月奶粉注册制简化流程, 预计8月份第一批名单有望公布。公司拥有3家工厂, SKU 20+个, 受注册制影响较小, 且由于品牌和产品优势明显, 有望第一批通过注册制, 较其他国产品牌和海外品牌(与监管部门沟通需更多时间)获得先发优势。

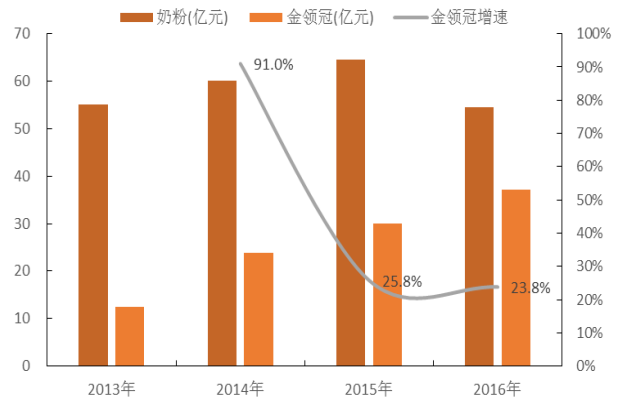
长期看, 注册制引发行业去产能, 大量杂牌退出市场为领先品牌空出超过160亿的市场(20%行业份额), 利好布局三四线城市的国产品牌, 伊利或受益程度最大。17年, 政府印发《全国奶业发展规划(2016-2020年)》, 特别提出要推动婴幼儿配方乳粉企业兼并重组, 具体目标为前十家国产品牌行业集中度达80%, 收入超50亿元的大型企业集团数量达3-5家。对比海外, 英美德法日等国奶粉CR3均在70%以上, CR5在80%以上, 国内CR3、CR5仅有32%、46%。伊利作为国产第一品牌, 得益于政策支持&消费者信心恢复, 成长潜力巨大。

图表27 伊利为国产奶粉第一品牌



资料来源: Euromonitor, 平安证券研究所

图表28 奶粉单品金领冠持续高增长

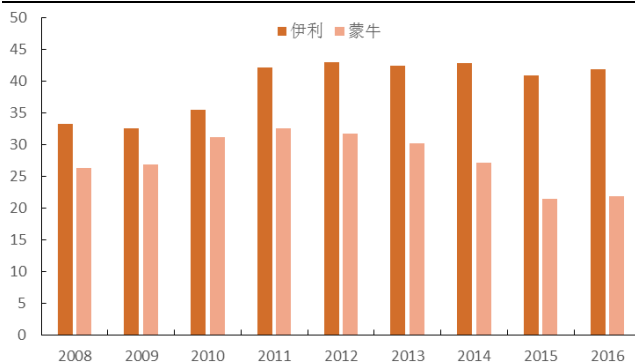


资料来源: 公司公告, baidu, 平安证券研究所

### 2.2.6 冰淇淋: 伊利仍为王者, 领先优势持续拉大。

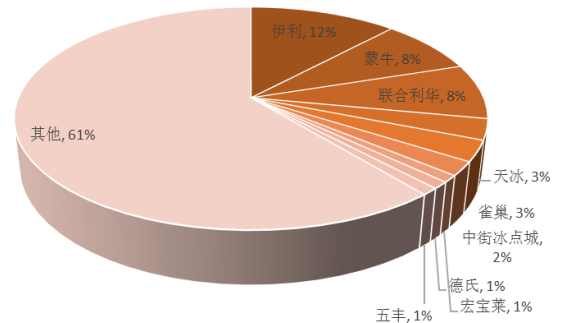
过去 20 年里, 乳企凭借原奶、糖等原材料强议价能力及终端营销渠道优势, 以中低端产品切入市场, 在冰淇淋行业中异军突起, 其中伊利、蒙牛成功追赶并超越和路雪、雀巢, 成为全国性品牌, 分列行业第一、第二。发展至今, 伊利、蒙牛冰淇淋受制于产品中低端拖累而增长乏力, 但伊利相对蒙牛在产品高端化推进上更为顺畅, 营收规模仅略有下降, 而蒙牛降幅明显。

图表29 伊利冷饮领先优势持续扩大(单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表30 伊利冰淇淋市场份额行业第一(2014)



资料来源: 英敏特, 平安证券研究所

综合来看, 伊利正展现出强劲的增长势头, 乳饮料领先优势持续扩大, UHT 奶已实现赶超蒙牛(剔除君乐宝), 酸奶差距持续缩小; 奶粉保持优于行业的表现, 巩固国产第一品牌地位; 冰淇淋仍为王者, 差距逐渐拉开。我们认为依靠持续的系统性快消综合竞争优势, 伊利或有望 2-3 年内在所有重要子品类建立龙头优势。

## 2.2 激励机制优秀, 渠道掌控力领先

伊利激励机制完善, 股东、高管、员工利益一致。与具有国企背景的蒙牛相比, 伊利股权结构较为分散, 无控股股东及实际控制人, 在管理层控制下建立了完善的员工激励机制, 高管、员工、股东利益高度一致, 保障公司稳定、高效、长远发展, 主要体现在管理层持股、员工持股、股权激励方面。



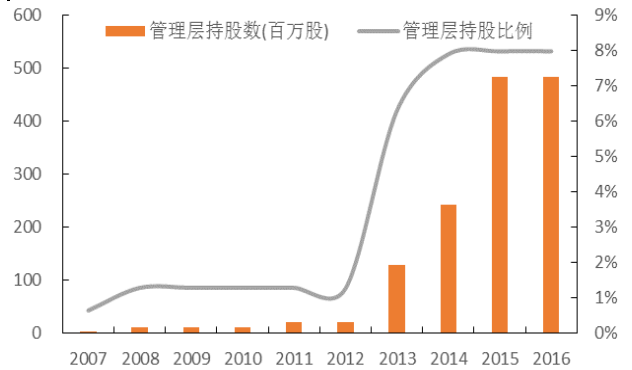
**管理层持股：**公司自上市以来，管理层持股一直存在，但持有股权比例较低。2013年，公司管理层持股比例开始大幅提升，从12年1.27%提升至16年7.98%。截至17年3月底，公司前十大股东中有四位为公司管理层人员，四人共计持有公司7.96%的股份，其中董事长兼总裁潘刚持有3.88%。

图表31 伊利主要管理层持有公司高比例股权

| 股东名称 | 职务             | 持股数量(股)     | 占总股本比例 | 持股市值(亿元) |
|------|----------------|-------------|--------|----------|
| 潘刚   | 董事长, 总裁        | 236,086,628 | 3.88%  | 49.13    |
| 赵成霞  | 董事, 副总裁, 财务负责人 | 84,090,140  | 1.38%  | 17.50    |
| 刘春海  | 董事, 副总裁        | 83,308,288  | 1.37%  | 17.34    |
| 胡利平  | 董事, 副总裁, 董事会秘书 | 79,340,536  | 1.31%  | 16.51    |

资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表32 自2013年开始, 管理层持股比例迅速提升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

**员工持股：**公司自2014年推出员工持股计划，计划分10年实施(2014-2023)，每期存续期24个月，资金来源于从公司扣非净利润中提取的持股计划奖励金，员工其他合法薪酬，以及员工融资或其他自筹资金，持股计划奖励金的提取方式为  $B_n = (E_{n-1} - E_{n-2}) \times 30\%$ ，即过去两年扣非净利润之差的30%。目前，公司第一期持股计划股票已出售完毕，第三期持股计划购买完毕。

图表33 公司员工持股计划已进行至第三期

| 持股计划 | 买入时间       | 计划规模(亿元) | 成交均价(元/股) | 持股比例  |
|------|------------|----------|-----------|-------|
| 第一期  | 2014/11/26 | 1.4      | 25.0      | 0.19% |
| 第二期  | 2015/7/22  | 1.3      | 18.6      | 0.12% |
| 第三期  | 2017/1/24  | 0.4      | 18.2      | 0.04% |

资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

**股权激励：**17年2月，伊利完成股权激励计划，向277/276名核心员工授予股票期权4260万份与限制性股票1420万股，限制性股票的授予价格为15.33元/股，16年利润分配后，股票期权的行权价格调整为15.87元/股。股权激励分两期解锁，行权/解锁条件为17-18扣非净利润在15年基数上增长率不低于30%、45%，17-18年净资产收益率不低于12%。我们认为本次股权激励解锁条件和股价合理，有利于进一步激发员工积极性，稳定员工团队，提高公司的效率和凝聚力。

图表34 伊利股权激励业绩考核要求

| 行权期    | 行权时间                               | 行权比例 | 业绩考核要求  |
|--------|------------------------------------|------|---|
| 第一个行权期 | 授予日起24个月后的首个交易日起至授予日36个月内的最后一个交易日止 | 50%  | 2015年净利润为基数，2017年净利润增长率不低于30%(扣非净利52.2亿元，同比16年增15.4%)，净资产收益率不低于12%。 |
| 第二个行权期 | 授予日起36个月后的首个交易日起至授予日48个月内的最后一个交易日止 | 50%  | 2015年净利润为基数，2018年净利润增长率不低于45%(扣非净利58.3亿元)，净资产收益率不低于12%。             |

资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

**渠道掌控力强于同业，市场反应速度领先。**通过近1.6万人的销售团队，伊利不断推动经销商网络的扁平化，并且直接参与管理经销商业务，掌控终端。从而对市场前端变化做出及时反应，并保证

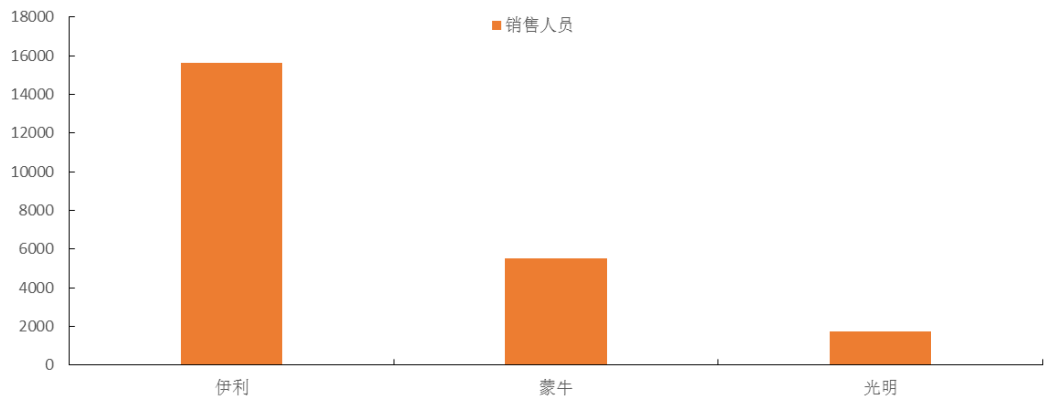


费用投放统一、精准、有效，解决一放就乱、一收就死的快消管理困境。在日复一日的快消系统竞争中，逐步建立领先优势。

蒙牛在早期实行大商制，创始人团队与经销商在长期的发展中建立了稳固关系，厂商和市场之间的沟通畅通。后期，随着中粮入主蒙牛及创始人团队相继离职，体制变化导致蒙牛市场响应速度变慢。蒙牛自 12 年开始持续推进“纵向扁平、横向整合、完善智能、做实大区”的变革，尤其是 15 年开始，力图通过直营介入提升市场响应速度，但效果不佳，引发 1H16 再换管理层。庞大体系调整需时间和观察。

伊利扁平化渠道体系已较为成熟，而蒙牛渠道改革仍在探索，且短期或难见成效。从这个角度来看，伊利未来三年或许能快速拉开差距。

图表35 伊利凭借庞大的销售团队深入管理经销商体系

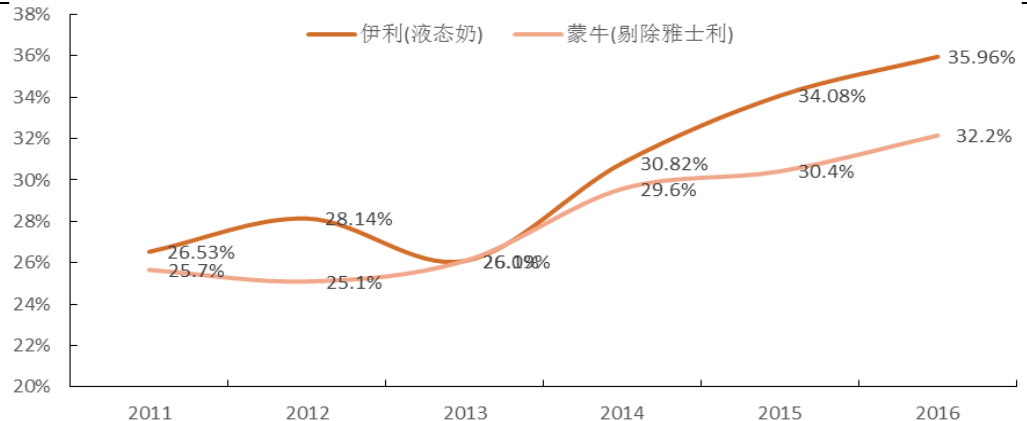


资料来源：公司公告，baidu，平安证券研究所

### 2.3 毛利率&费用率双改善，伊利领先优势不断强化

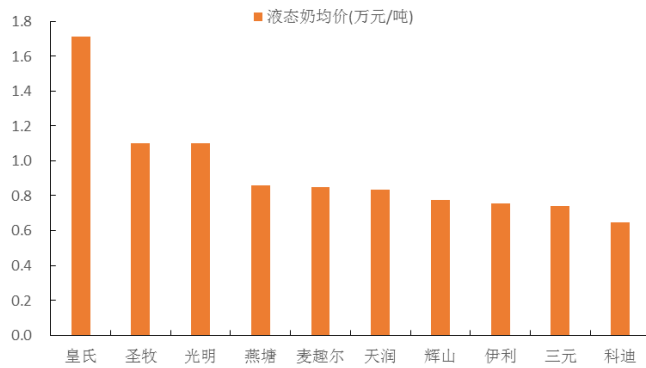
产品高端化助推公司毛利率超同业。公司液态奶毛利率从 13 年 26.1% 提升至 16 年的 36.0%。同期，伊利、蒙牛两者毛利率差距从 0 扩大至 3.8%。公司液奶毛利率提升虽可归因原奶价格下降，但我们认为公司高端产品占比提升速度超蒙牛才是扩大差距的主要因素，其核心驱动力在于公司扁平化、精细化的渠道管理利于常温高端产品的推广。往后看，渠道相对优势仍会长期存在，高端产品规模持续追赶蒙牛将继续提升毛利率，且整体规模差距渐大后制造端规模效应或会显现。

图表36 伊利毛利率正加速提升，与蒙牛差距拉大



资料来源：公司公告，平安证券研究所

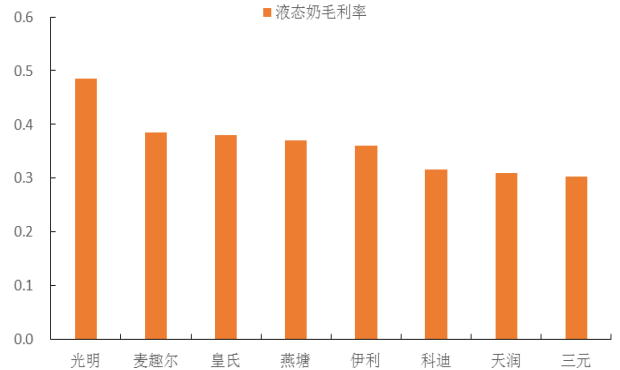
图表37 伊利液态奶均价处于行业中等偏下



注：麦趣尔、辉山乳业取自 2015 年

资料来源：公司公告，平安证券研究所

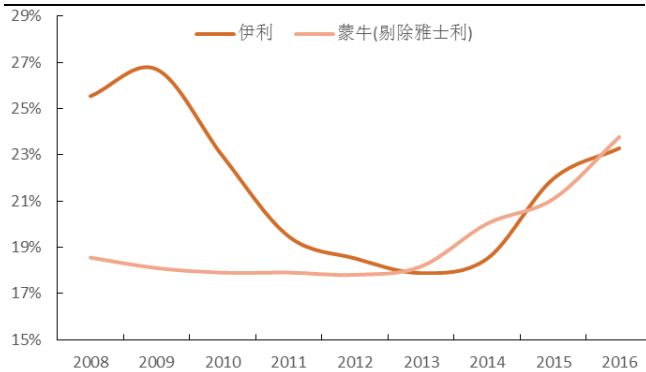
图表38 伊利液态奶毛利率处于行业中上游



资料来源：公司公告，平安证券研究所

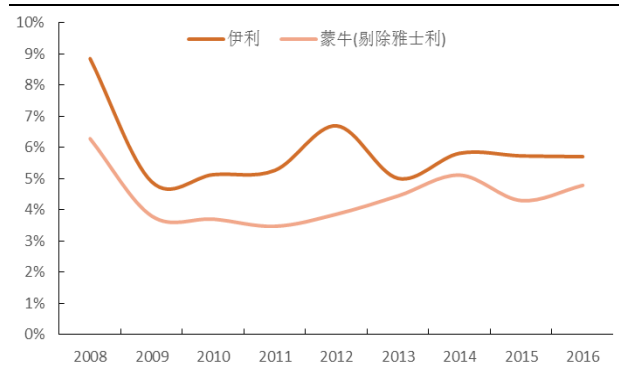
**规模效应、竞争格局渐变正铸就领先的费用优势。**伊利渠道管控模式下，需要庞大销售团队管理经销商，导致前期销售费用率居高不下。随着 08 年三聚氰胺事件之后伊利加速追赶并超越蒙牛，规模效应摊薄人员费用，竞争格局变化使得伊利费用投放的效率也在提升。在保持营收更快增长的同时，伊利销售费用率逐渐下降并与蒙牛保持同一水平。伊利管理费用率则长期保持稳定，持续高于蒙牛，16 年分别为 5.7%、4.8%。

图表39 伊利销售费用率逐步向蒙牛靠拢



资料来源：公司公告，平安证券研究所

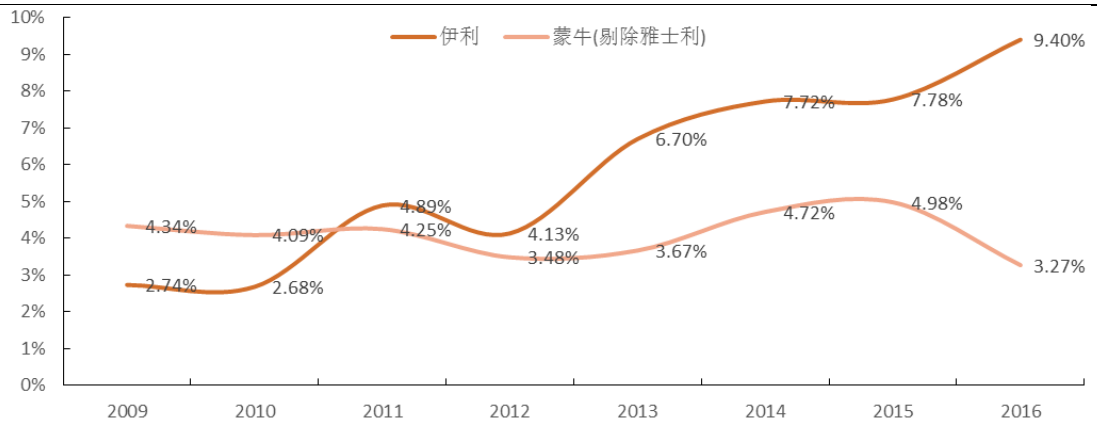
图表40 伊利、蒙牛管理费用率较为稳定



资料来源：公司公告，平安证券研究所

**伊利领先优势不断强化，盈利能力持续提升。**我们认为伊利强劲增长的核心在于优秀的激励机制、扁平化的渠道体系以及规模效应，从而实现营收更快增长的同时，毛利率、费用率优势逐渐显现，相对优势较跟随者持续扩大，盈利能力稳步提升。2009 年，行业两强伊利、蒙牛(剔除雅士利)的净利率分别为 2.7%、4.3%，16 年分别为 9.4%、3.3%。

图表41 伊利净利率水平持续提升，较幅度高于蒙牛

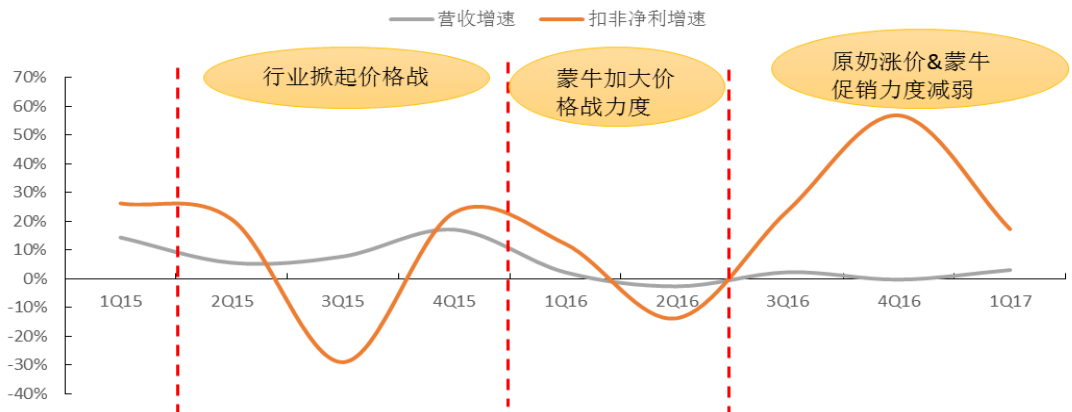


资料来源：公司公告，平安证券研究所

## 2.4 伊利迎来黄金时点，短看业绩超预期，长看竞争格局改善

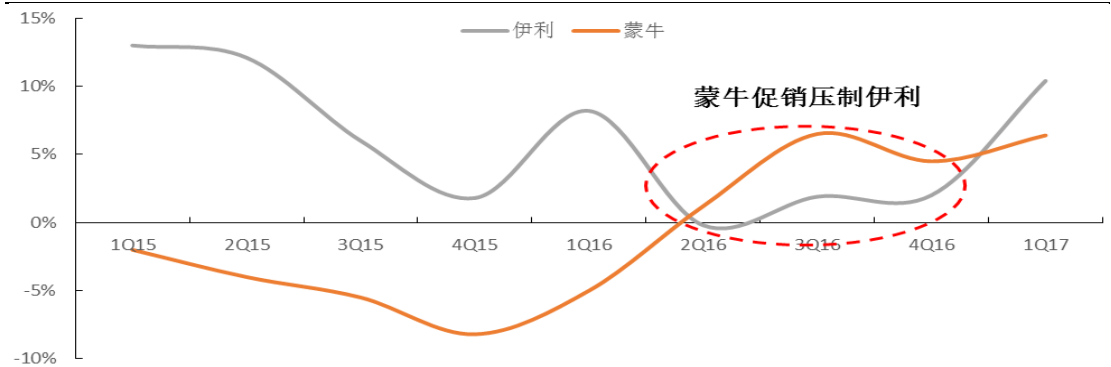
回顾公司过去几年的发展历程，2Q15-4Q15，原奶价格低位导致行业出现价格战，公司被动降价促销使得营收增速放缓，但净利增速受益成本降低仍有不错表现；1Q16-2Q16，主竞品蒙牛渠道管理模式处重大变革早期，价格战动力尤其强烈，导致公司营收、净利增速双双放缓；3Q16-1Q17，原奶价格温和上涨以及蒙牛人事调整使得竞争趋缓，以剔除优然牧业的口径看，公司营收正出现改善势头，净利恢复高增长。

图表42 近两年伊利经营阶段变化



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表43 商超伊利、蒙牛销售额同比增速变化



资料来源：全国连锁店超市信息网，平安证券研究所

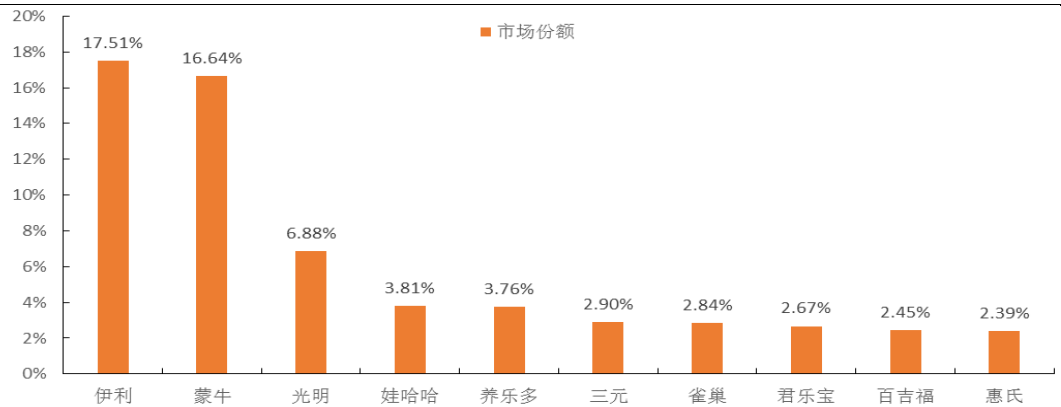
**公司综合竞争优势凸显，2Q17 及全年业绩有望超预期。**跟踪公司渠道，1H17 伊利液奶增速加速回升；安慕希常温酸奶市场份额升至 42%，同比增 40%；高端白奶，金典份额加速提升，同比增 25%；基础白奶增速近双位数；常温乳酸菌饮料开始挑战“均瑶”，优酸乳增速约 20%，谷粒多、核桃乳增速+25%；奶粉增近双位数。行业大环境转好下，预计公司 2Q17 营收增速快速回升(+15%)且至少可延续至 2H17。因 2Q16 优然牧业出售、政府补贴等非经常性利润高基数，预计 2Q17 净利增速会较慢(+2%)，但扣非增速或超 60%，或超出市场预期。

**全年看**，我们认为公司正处于发展的黄金时点，行业重回上升周期致使液奶营收增速持续上行，价格战接近尾声且主竞品蒙牛新管理层出于利润压力考虑大概率减小投入，公司品牌、产品、供应链综合优势进一步凸显，公司营收增速中枢有望加速上移，预计全年增速 11.4%，毛利率受原材料上涨影响而有所下降，但费用率下降以及税率变化(7月 1 日 UHT 奶、巴氏奶增值税从 13%降至 11%)提高扣非净利率，预计全年净利增速 8.0%，扣非净利增速或超 30%。

**往后 3 年看**，公司有望逐渐奠定单寡头格局。从目前竞争格局来看，伊利、蒙牛市占率遥遥领先，且均是全品类布局；光明市占率不足龙头一半且集中华东地区，娃哈哈和养乐多依靠单品获得份额。因此，伊利、蒙牛具备绝对领先优势，具备成为行业寡头的潜力，未来变局也在于两者之间的赛跑。若两强格局逐渐走向单寡头，领先一方不仅能从小厂收割最大份额甚至压缩落后一方的市场空间。而且，竞争格局定型将使得全行业竞争趋于缓和，参考双汇、海天，作为领先者的一方将在格局优势及规模效应下享受最大的红利，盈利能力与跟随者拉开巨大差距。因此，奠定单寡头格局将是伊利突破发展瓶颈的关键。

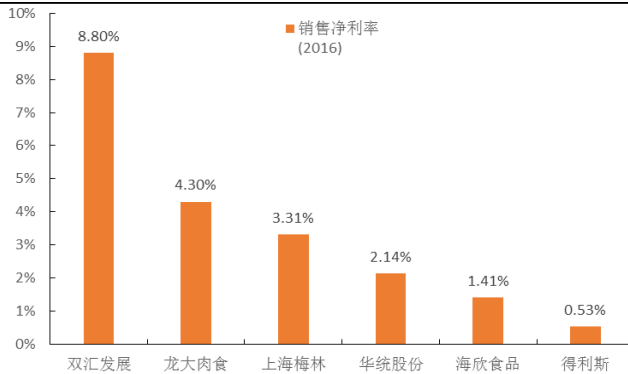
目前，液奶行业竞争格局正逐渐向有利于伊利的方向演变，**伊利凭借系统性快消综合竞争优势，有望在所有重要子品类建立龙头优势，3 年或将彻底奠定领先格局。**随着规模优势显现及竞争格局定型，伊利有望在乳业挤压式增长中获得最大增量份额甚至压缩竞争者空间，并在竞争趋缓下实现毛利率和费用率的双改善，盈利能力持续提升。

图表44 2015年乳企市占率前十



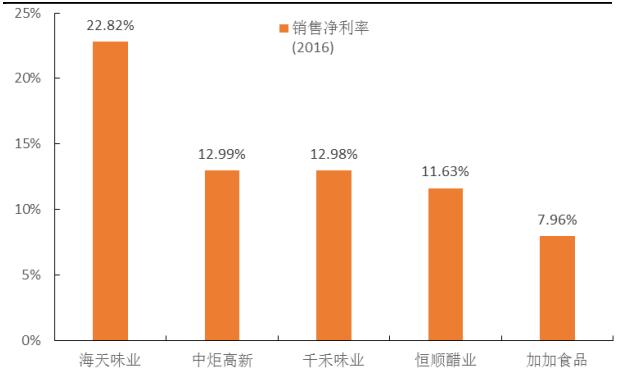
资料来源：中商产业研究院，平安证券研究所

图表45 双汇绝对龙头地位铸就远领先行业的盈利能力



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表46 海天份额领先带来远高行业的净利率水平



资料来源：Wind，平安证券研究所

### 三、投资建议

基于行业大环境&公司竞争格局持续向好，我们上调公司盈利预测，预计公司 17-19 年营收从 646、697、737 亿元上调至 675、757、829 亿元，同比增 11.4%、12.1%、9.5%，归母净利润从 58、70、79 亿元上调至 61、76、91 亿元，同比增 8.0%、23.8%、20.8%，17-19 年 EPS 分别为 1.01、1.25、1.50 元，对应 PE 分别为 20.5X、16.6X、13.7X。乳业已重回上升周期，液态奶持续向上修复，未来销量增速回升、价格降幅收窄、结构升级共振，或延续较好表现。奶粉底部企稳，行业拐点向上，注册制&全面二胎带来 1-2 年快速成长期。往未来看，奠定单寡头格局将是伊利突破发展瓶颈的关键。与蒙牛相比，伊利内生增长强劲，正加速全面领先进程，UHT 奶实现规模赶超，乳饮料领先优势持续扩大，酸奶差距继续缩小，奶粉巩固国产第一品牌地位，冰淇淋优势日益明显。我们认为伊利强劲增长的核心在于优秀的激励机制、扁平化的渠道体系以及规模效应，从而实现营收更快增长的同时，毛利率、费用率优势逐渐显现，差距较跟随者持续扩大，盈利能力稳步提升。

当下，公司正处于行业周期&公司周期双向上的黄金时点，行业需求回暖&蒙牛价格战扰动因素消退，公司营收增速中枢有望加速上移，2Q17 乃至全年业绩超预期的概率大增。往后看，竞争格局正逐渐向有利于伊利的方向演变，依靠系统持续的快消综合竞争优势，伊利已经或有望在所有重要子品类建立龙头优势，3 年或将彻底奠定领先格局，从而在挤压式增长中获得最大增量份额，并在竞争趋缓下实现毛利率和费用率的双改善。行业增速上行+价格战趋缓+竞争格局变迁，伊利迎来黄金时点，

维持“强烈推荐”评级！

图表47 公司主营业务分项目预测(单位：百万元)

| 业务  | 项目   | 2015A  | 2016A  | 2017E  | 2018E  | 2019E  |
|-----|------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 液态奶 | 销售收入 | 47,151 | 49,522 | 55,906 | 61,749 | 67,841 |
|     | 销售成本 | 31,082 | 31,714 | 36,255 | 39,830 | 43,745 |
|     | 毛利率  | 34.1%  | 36.0%  | 35.2%  | 35.5%  | 35.5%  |
| 奶粉  | 销售收入 | 6447   | 5456   | 6273   | 8398   | 10597  |
|     | 销售成本 | 2,839  | 2,391  | 2,729  | 3,821  | 4,822  |
|     | 毛利率  | 56.0%  | 56.2%  | 56.5%  | 54.5%  | 54.5%  |
| 冷饮  | 销售收入 | 4098   | 4194   | 4236   | 4321   | 4452   |
|     | 销售成本 | 2,609  | 2,389  | 2,542  | 2,593  | 2,671  |
|     | 毛利率  | 36.3%  | 43.1%  | 40.0%  | 40.0%  | 40.0%  |
| 饲料  | 销售收入 | 1058   | 408    |        |        |        |
|     | 销售成本 | 846    | 308    |        |        |        |
|     | 毛利率  | 20.1%  | 24.7%  |        |        |        |

资料来源：公司公告，平安证券研究所

## 四、风险提示

食品安全风险；原材料价格波动风险；行业竞争加剧。

| 会计年度             | 2016A  | 2017E  | 2018E  | 2019E  |
|------------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>流动资产</b>      | 20,193 | 22,869 | 29,892 | 36,366 |
| 现金               | 13,824 | 15,587 | 21,838 | 27,541 |
| 应收账款             | 572    | 639    | 715    | 784    |
| 其他应收款            | 39     | 50     | 52     | 59     |
| 预付账款             | 558    | 653    | 714    | 785    |
| 存货               | 4,326  | 5,004  | 5,502  | 6,036  |
| 其他流动资产           | 874    | 936    | 1,070  | 1,160  |
| <b>非流动资产</b>     | 19,070 | 19,282 | 19,402 | 19,444 |
| 长期投资             | 1,631  | 1,631  | 1,631  | 1,631  |
| 固定资产             | 14,481 | 14,728 | 14,817 | 14,869 |
| 无形资产             | 991    | 993    | 995    | 996    |
| 其他非流动资产          | 1,967  | 1,930  | 1,959  | 1,947  |
| <b>资产总计</b>      | 39,262 | 42,150 | 49,294 | 55,809 |
| <b>流动负债</b>      | 14,908 | 18,154 | 21,503 | 23,433 |
| 短期借款             | 150    | 150    | 150    | 150    |
| 应付账款             | 6,753  | 7,151  | 8,221  | 8,821  |
| 其他流动负债           | 8,005  | 10,853 | 13,131 | 14,462 |
| <b>非流动负债</b>     | 1,119  | 1,119  | 1,119  | 1,119  |
| 长期借款             | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 其他非流动负债          | 1,119  | 1,119  | 1,119  | 1,119  |
| <b>负债合计</b>      | 16,026 | 19,273 | 22,622 | 24,552 |
| 少数股东权益           | 154    | 162    | 173    | 185    |
| 股本               | 6,065  | 6,079  | 6,079  | 6,079  |
| 资本公积             | 2,476  | 2,676  | 2,676  | 2,676  |
| 留存收益             | 14,179 | 13,598 | 17,384 | 21,956 |
| <b>归属母公司股东权益</b> | 23,082 | 22,715 | 26,500 | 31,072 |
| <b>负债和股东权益</b>   | 39,262 | 42,150 | 49,294 | 55,809 |

| 会计年度           | 2016A  | 2017E  | 2018E  | 2019E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>经营活动现金流</b> | 12,817 | 7,016  | 10,988 | 11,132 |
| 净利润            | 5,662  | 6,117  | 7,570  | 9,145  |
| 折旧摊销           | 1,612  | 1,517  | 1,543  | 1,553  |
| 财务费用           | 24     | 44     | 41     | 36     |
| 投资损失           | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 营运资金变动         | 3,056  | -1,071 | 1,441  | 14     |
| 其他经营现金流        | 2,464  | 409    | 392    | 385    |
| <b>投资活动现金流</b> | -3,243 | -1,783 | -1,637 | -1,608 |
| 资本支出           | -672   | -1,783 | -1,637 | -1,608 |
| 长期投资           | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 其他投资现金流        | -2,571 | 0      | 0      | 0      |
| <b>筹资活动现金流</b> | -8,815 | -3,469 | -3,099 | -3,821 |
| 短期借款           | -6,040 | 0      | 0      | 0      |
| 长期借款           | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 普通股增加          | 0      | 14     | 0      | 0      |
| 资本公积增加         | 0      | 199    | 0      | 0      |
| 其他筹资现金流        | -2,775 | -3,683 | -3,099 | -3,821 |
| <b>现金净增加额</b>  | 760    | 1,764  | 6,251  | 5,703  |

| 会计年度            | 2016A  | 2017E  | 2018E  | 2019E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>营业收入</b>     | 60,609 | 67,547 | 75,713 | 82,890 |
| 营业成本            | 37,427 | 42,213 | 47,001 | 51,237 |
| 营业税金及附加         | 420    | 486    | 530    | 584    |
| 营业费用            | 14,114 | 14,485 | 15,648 | 16,417 |
| 管理费用            | 3,457  | 3,783  | 4,240  | 4,517  |
| 财务费用            | 24     | 44     | 41     | 36     |
| 资产减值损失          | 46     | 45     | 50     | 55     |
| 公允价值变动收益        | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 投资净收益           | 399    | 80     | 80     | 80     |
| <b>营业利润</b>     | 5,520  | 6,571  | 8,283  | 10,123 |
| 营业外收入           | 1,179  | 710    | 720    | 730    |
| 营业外支出           | 67     | 75     | 85     | 80     |
| <b>利润总额</b>     | 6,632  | 7,206  | 8,918  | 10,773 |
| 所得税             | 963    | 1,081  | 1,338  | 1,616  |
| <b>净利润</b>      | 5,669  | 6,125  | 7,581  | 9,157  |
| 少数股东损益          | 7      | 8      | 10     | 12     |
| <b>归属母公司净利润</b> | 5,662  | 6,117  | 7,570  | 9,145  |
| EBITDA          | 7,156  | 8,132  | 9,868  | 11,711 |
| EPS (元)         | 0.93   | 1.01   | 1.25   | 1.50   |

| 会计年度           | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E  |
|----------------|-------|-------|-------|--------|
| <b>成长能力</b>    |       |       |       |        |
| 营业收入(%)        | 0.4   | 11.4  | 12.1  | 9.5    |
| 营业利润(%)        | 12.8  | 19.0  | 26.1  | 22.2   |
| 归属于母公司净利润(%)   | 22.2  | 8.0   | 23.8  | 20.8   |
| <b>获利能力</b>    |       |       |       |        |
| 毛利率(%)         | 38.2  | 37.5  | 37.9  | 38.2   |
| 净利率(%)         | 9.4   | 9.1   | 10.0  | 11.0   |
| ROE(%)         | 26.3  | 26.7  | 30.8  | 31.8   |
| ROIC(%)        | 32.5  | 54.1  | 84.2  | 126.2  |
| <b>偿债能力</b>    |       |       |       |        |
| 资产负债率(%)       | 40.8  | 45.7  | 45.9  | 44.0   |
| 净负债比率(%)       | -61.6 | -89.9 | -98.5 | -109.9 |
| 流动比率           | 1.4   | 1.3   | 1.4   | 1.6    |
| 速动比率           | 1.1   | 1.0   | 1.1   | 1.3    |
| <b>营运能力</b>    |       |       |       |        |
| 总资产周转率         | 1.5   | 1.7   | 1.7   | 1.6    |
| 应收账款周转率        | 105.9 | 111.6 | 111.8 | 110.6  |
| 应付账款周转率        | 5.8   | 6.1   | 6.1   | 6.0    |
| <b>每股指标(元)</b> |       |       |       |        |
| 每股收益(最新摊薄)     | 0.93  | 1.01  | 1.25  | 1.50   |
| 每股经营现金流(最新摊薄)  | 2.11  | 1.15  | 0.00  | 1.83   |
| 每股净资产(最新摊薄)    | 3.81  | 3.74  | 4.36  | 5.11   |
| <b>估值比率</b>    |       |       |       |        |
| P/E            | 22.1  | 20.5  | 16.6  | 13.7   |
| P/B            | 5.4   | 5.5   | 4.7   | 4.0    |
| EV/EBITDA      | 17.4  | 15.4  | 12.7  | 10.7   |



## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安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编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2017 版权所有。保留一切权利。



## 平安证券综合研究所

电话：4008866338

### 深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣  
超大厦 16 楼  
邮编：518048  
传真：（0755）82449257

### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融  
大厦 25 楼  
邮编：200120  
传真：（021）33830395

### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街  
中心北楼 15 层  
邮编：100033