

伊利股份(600887)/食品加工

乳制品龙头筑高壁垒，强者恒强

评级：买入(维持)

市场价格：23.56

目标价格：29.86

分析师：范劲松

执业证书编号：S0740517030001

电话：021-20315138

Email: fanjs@r.qlzq.com.cn

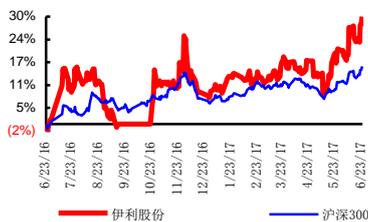
分析师：孙衡迟

执业证书编号：S0740517090001

Email: sunhc@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	6,079
流通股本(百万股)	6,033
市价(元)	23.56
市值(百万元)	142,857
流通市值(百万元)	141,784

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 伊利股份深度报告_乳制品龙头地位稳固，综合食品集团即将启航
- 2 天时 地利 人和

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	60,359.9	60,609.2	67,239.0	73,843.0	80,559.0
增长率 yoy%	10.9%	0.4%	10.9%	9.8%	9.1%
净利润	4631.8	5,661.8	6,207.3	7,244.8	8,564.3
增长率 yoy%	18.8%	22.2%	9.6%	16.7%	18.2%
每股收益(元)	0.76	0.93	1.02	1.19	1.41
每股现金流量	1.57	2.11	1.35	1.73	1.96
净资产收益率	23.2%	24.5%	24.2%	24.8%	25.1%
P/E	21.5	18.9	23.0	19.7	16.7
PEG	1.8	0.8	2.4	1.2	0.9
P/B	5.0	4.6	5.6	4.9	4.2

备注：

投资要点

- **核心观点：乳制品行业需求复苏，且供给收缩趋势明显，竞争格局有望改善，龙头企业将明显受益。伊利渠道优势突出，渗透率和渠道执行力领先，未来三四线城市需求回暖，将进一步受益于渠道下沉，新品推出亦值得期待。行业竞争格局改善叠加产品结构持续优化，公司盈利能力有望创新高。给予12个月目标价29.86元，维持“买入”评级。**
- **乳制品行业需求向好叠加供给收缩，竞争格局有望改善。渠道下沉和消费升级共同作用下，乳制品需求增长提速，17年H1液态乳制品销售同比增长7.3%。受国内外原奶价格的影响，国内产能收缩且液态奶和大包粉进口数量下降。供给端收缩叠加需求端改善，叠加成本压力下中小企业受冲击明显，乳制品恶性价格战难延续，行业竞争格局有望改善。**
- **渠道和产品优势持续强化，增长持续性可期。公司先于市场十年进行渠道下沉和扁平化，现统计拥有销售网点约250万个，渗透率全行业领先。并通过自建通道缩短中间环节有效提升战略执行力，具备极快的新品铺货速度和对竞品的反馈速度。未来三四线城市消费升级，伊利将进一步受益于渠道下沉和快速反映能力。同时，公司研发能力突出，与渠道优势相互强化，大单品成功率高，新品推出亦值得期待**
- **未来竞争格局改善叠加高端产品占比提升，盈利能力有望持续提升。迎合消费升级的大趋势，公司整合资源战略发展高端产品，预计17年金典和安慕希增速超过10%和30%，高端产品占比提升可推升毛利率，且为中低端产品创造提价空间，增加利润弹性。叠加竞争格局改善可缓解促销力度，销售费用率有望回落，公司盈利能力有望持续提升。**
- **全球供应链整合，品类和地域扩张预期强。战略定位全球健康食品集团，品类和区域扩张是全球化食品集团的必经之路，品类和地域扩张预期强，下半年公司推出豆奶产品，豆奶与乳制品协同作用强，看好其发展潜力。**
- **估值探讨：海内外龙头企业享受溢价，看好伊利估值提升。公司净资产回报率稳定在25%，内生增长稳定，股息率3%左右，防御性强，是优质的价值投资标的，有望受益于全球行业龙头估值水平整体提升。**
- **盈利预测和投资建议：我们预计公司17-19年分别实现收入672.4、738.4、805.6亿，净利润62.1、72.4、85.6亿元，对应EPS分别是1.02、1.19和1.41元。给予公司18年25倍PE，调高目标价至29.86元（原目标价27.45），维持“买入”评级。**
- **风险提示：食品安全风险；高端产品增速或不达预期。**

内容目录

乳制品行业供需拐点将至，竞争格局有望改善	- 4 -
乳制品需求复苏，增速筑底回升	- 4 -
受价格波动影响，供给端收缩趋势明显	- 5 -
供需关系调整，竞争格局有望改善	- 6 -
渠道力、产品力持续强化，营收有望持续增长	- 7 -
渠道布局具备先发优势，且优势后劲十足	- 7 -
大单品成功经验丰富，新品推出亦值得期待	- 9 -
品牌形象深入人心，娱乐销售占据潮流尖端	- 10 -
产品结构优化，盈利能力改善预期强	- 11 -
消费升级趋势下，产品结构优化驱动盈利能力提升	- 11 -
竞争格局改善+品类多元化，盈利能力有望持续提升	- 14 -
全球供应链整合，品类和地域扩张预期强	- 15 -
估值探讨：海内外龙头企业享受溢价，看好伊利估值提升	- 16 -
盈利预测和投资建议	- 17 -
风险提示	- 18 -

图表目录

图表 1：低温奶市场及其增速	- 4 -
图表 2：常温奶市场及其增速	- 4 -
图表 3：乳制品细分行业增速	- 5 -
图表 4：国内奶牛存栏数及其增速	- 5 -
图表 5：国内生鲜乳价格走势	- 5 -
图表 6：IFCN 全球原料奶价格走势	- 6 -
图表 7：恒天然奶粉拍卖价格走势	- 6 -
图表 8：国内主产区生鲜乳价格变化和国内乳企生存环境（元/千克）	- 6 -
图表 9：乳制品制造企业数和亏损数	- 7 -
图表 10：乳制品制造企业营收和利润总额	- 7 -
图表 11：伊利深度分销模式	- 8 -
图表 12：伊利和其他食品龙头国内销售网店数目	- 8 -
图表 13：伊利织网计划	- 8 -
图表 14：公司全球织网计划	- 9 -
图表 15：公司部分成功产品推出时间	- 10 -
图表 16：冠名电视节目及其收视率	- 11 -
图表 17：伊利的广告投放费用远高于竞争对手	- 11 -
图表 18：伊利 2010-2017H1 毛利率的走势	- 11 -
图表 19：伊利 2010-2017H1 净利润率的走势	- 11 -
图表 20：伊利营业收入及增速	- 12 -
图表 21：伊利液体乳收入及增速	- 12 -

图表 22: 金典产品定位.....	- 12 -
图表 23: 金典和特仑苏的销售收入 (亿)	- 13 -
图表 24: 安慕希、纯甄和莫斯利安的产品定位	- 13 -
图表 25: 安慕希、纯甄、莫斯利安和开菲尔的销售收入 (亿)	- 14 -
图表 26: 伊利 2010-2017H1 销售费用率的走势.....	- 14 -
图表 27: 伊利液态奶收入增量 (百万元) 各方面贡献.....	- 14 -
图表 28: 其他饮品毛利率均高于乳制品	- 15 -
图表 29: 达能 2016 年收入产品结构.....	- 15 -
图表 30: 雀巢 2016 年收入产品结构.....	- 15 -
图表 31: 达能 2016 年地域销售结构.....	- 16 -
图表 32: 雀巢 2016 年地域销售结构.....	- 16 -
图表 33: 海外食品龙头公司估值	- 16 -
图表 34: 国内食品龙头公司估值	- 17 -
图表 35: 伊利 ROE(%)&ROIC(%)增长.....	- 17 -
图表 36: 伊利现金分红率 (%)	- 17 -
图表 37: 可比公司估值.....	- 18 -
图表 38: 伊利股份销售预测表 (百万元)	- 19 -
图表 39: 伊利股份财务预测三张报表.....	- 20 -

乳制品行业供需拐点将至，竞争格局有望改善

乳制品需求复苏，增速筑底回升

- **乳制品需求复苏，行业增长提速。**2017年上半年国内乳制品行业整体表现好转，各细分品类均出现回暖迹象，根据尼尔森数据，17年1-6月液态类乳品和婴幼儿配方奶粉的零售额同比增长7.3%和9.4%，增幅均高于去年同期水平，其中乳酸菌饮料和酸奶增速接近20%。据euromonitor数据，2017年低温奶和常温奶市场增速回升明显。我们认为，需求回暖主要是得益于三四线城市需求提升和消费升级的共同作用。

图表 1：低温奶市场及其增速



来源：euromonitor，中泰证券研究所

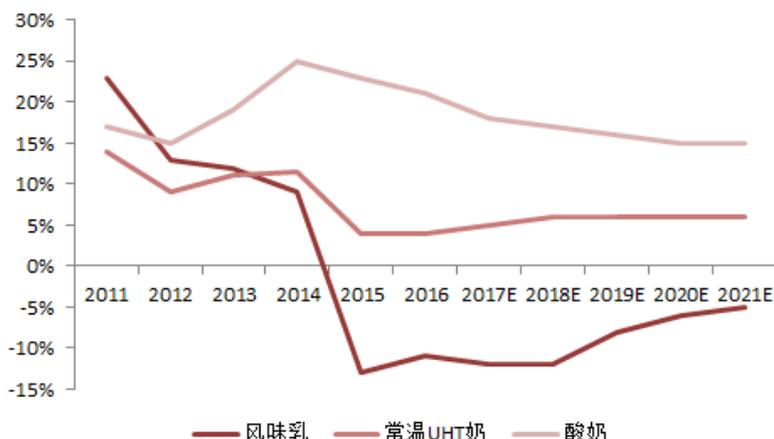
图表 2：常温奶市场及其增速



来源：euromonitor，中泰证券研究所

- **三四线城市人均乳制品消费仍处较低水平，未来存提升空间。**当前我国一二线城市的人均液态奶消费与欧美等发达国家相近，但全国人均液态奶消费约是欧美国家的 1/5，可推测三四线城市人均液态奶消费仍处较低水平。随着三四线城市人均收入增长，对乳制品健康认识逐渐清晰，未来三四线城市的乳制品消费将会向一二线城市靠拢，未来仍有较大提升空间。根据尼尔森数据，2017年上半年，三四线城乡液态类乳品零售额同比增长 9%，未来有望持续发力，成为拉动乳品消费规模增长的新引擎。
- **消费升级趋势下，高端产品增速领先，有望为行业持续增长贡献核心力量。**17年上半年酸奶品类增速接近 20%，高端 UHT 奶增速亦达双位数，高端产品增速明显高于乳制品行业平均水平。中国酸奶发展较晚主因渠道铺设和冷链运输限制，随着基础设施建设完善和乳企渠道下沉，预计高端奶未来 5 年 CAGR 仍然可以保持 15% 以上较高水平，成为乳制品行业的重要增长点。

图表 3：乳制品细分行业增速

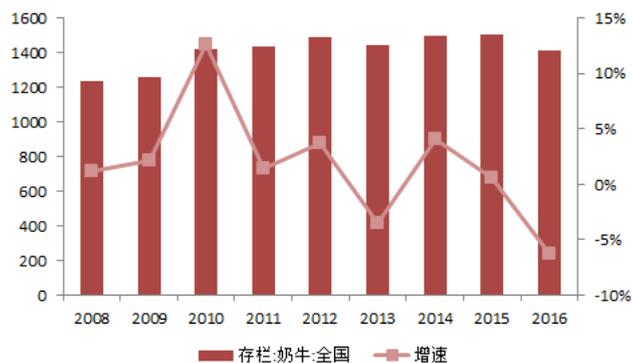


来源：中泰证券研究所

受价格波动影响，供给端收缩趋势明显

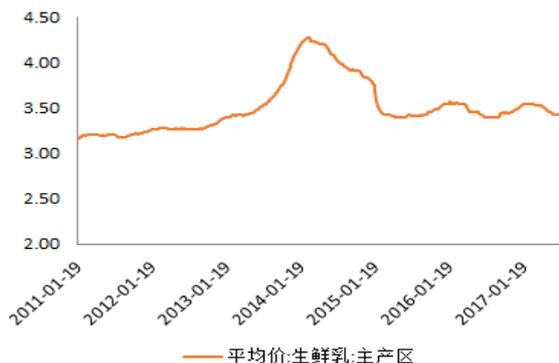
- 受国内原奶价格低位的影响，国内奶牛存栏量下降，国内供给略有收缩。2014 年国内奶牛存栏量增速放缓，2016 年奶牛存栏数为 1413 万头，同比下滑 6.3%，虽单头牛泌乳量提升略有弥补，但整体产能仍在收缩。这其中虽有奶牛饲料价格高、环保因素等因素影响，但主要原因在于 2015 年以来原奶价格维持在低位，奶农养殖热情下降。当前仍处于原奶价格下行通道，叠加奶牛补栏周期较长，可预见未来供给端仍处收缩状态。

图表 4：国内奶牛存栏数（万头）及其增速



来源：wind，中泰证券研究所

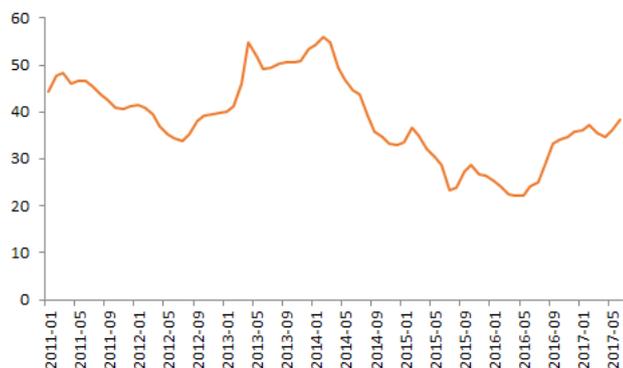
图表 5：国内生鲜乳价格走势



来源：wind，中泰证券研究所

- 全球原奶价格和大包粉价格上升，进口液态奶和大包粉数量下降，国外供给亦呈收缩态势。因受全球原料乳主产国产量回落和主进口国需求上升的双重影响，全球原奶价格和大包粉价格上升幅度较大，国内液态类乳品的进口规模受到一定影响。2017 年上半年国内液态类乳品的进口量比上年同期下降 18.6%，乳制品国外供给亦呈明显收缩趋势。

图表 6: IFCN 全球原料奶价格走势



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 7: 恒天然奶粉拍卖价格走势

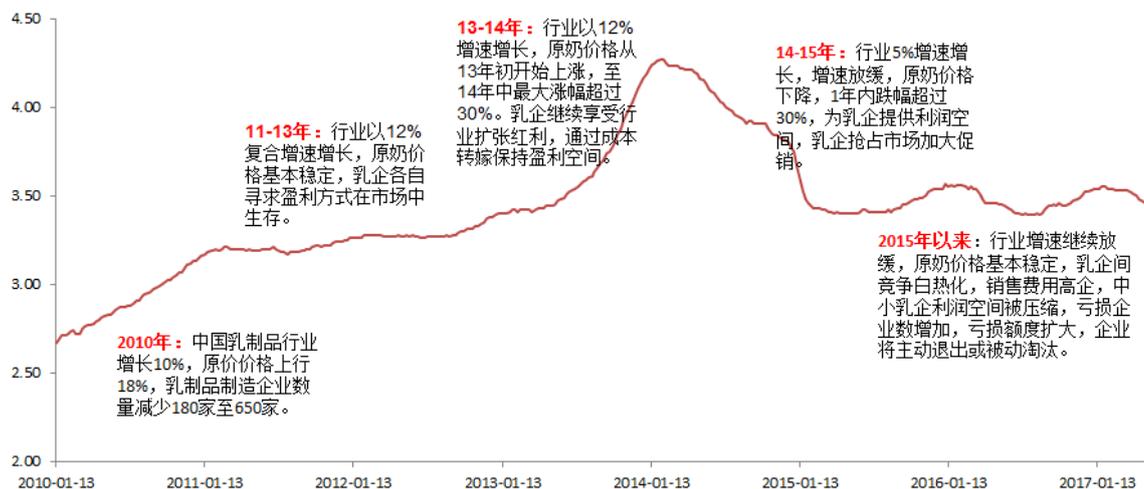


来源: 中泰证券研究所

供需关系调整, 竞争格局有望改善

- 行业高速扩张阶段已过, 挤压式增长下行业费用率显著提升, 盈利能力下降明显。目前, 国内市场有超过 600 家乳制品企业, 亏损企业 100 家左右, 对应中国乳制品 3000 万吨的市场规模。在成熟的美国市场, 不超过 300 家乳制品企业可满足超过 8000 万吨的市场。14 年下半年以来原奶价格下行, 为乳制品公司提供了利润空间, 乳企为抢占市场份额进行大幅度促销, 逼迫乳企纷纷进入价格战, 销售费用高企压缩利润空间。A 和 H 股上市的 15 家乳制品公司平均销售费用率 25%, 净利润率 3.5%。

图表 8: 国内主产区生鲜乳价格变化和国内乳企生存环境 (元/千克)

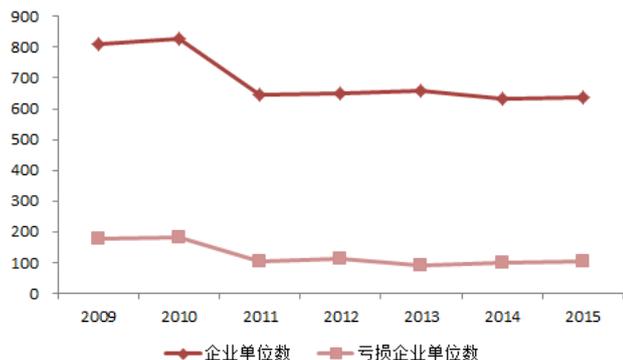


来源: 中泰证券研究所

- 成本压力冲击下乳企盈利环境恶化, 行业集中度有望提升。乳制品制造公司成本的 60%来自于原奶, 17 年上半年国际原奶价格同比上涨大约 50%, 上行趋势较明显, 历史上观察国内原奶价格走势一般滞后于国际半年, 17 年第一季度国内生鲜乳价格上涨 2%, 但价格在第二季度有所回落。除原奶外, 包材等原材料环保压力下上涨趋势明显, 行业成本压力较大。中小乳企对上游供应商议价能力低, 其产品力、品牌力较弱下

难以向下游转移成本压力，其受成本上涨冲击更大。截至 2015 年 10 月数据，乳制品行业中有 638 家乳企，其中 105 家处于亏损状态，亏损乳企当中的小型企业占比大约 90%。我们预计未来 3 年目前正在亏损或在亏损边缘的小型乳企将加速退出。叠加需求端的改善，未来行业竞争格局有望改善。

图表 9：乳制品制造企业数和亏损数



来源：wind，中泰证券研究所

图表 10：乳制品制造企业营收和利润总额



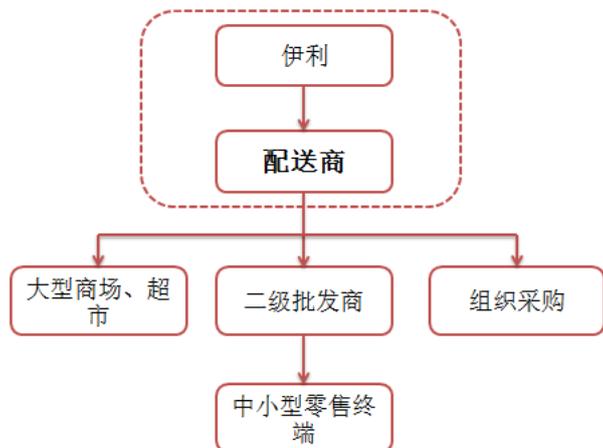
来源：wind，中泰证券研究所

渠道力、产品力不断强化，营收有望持续增长

渠道布局具备先发优势，竞争对手难复制后劲十足

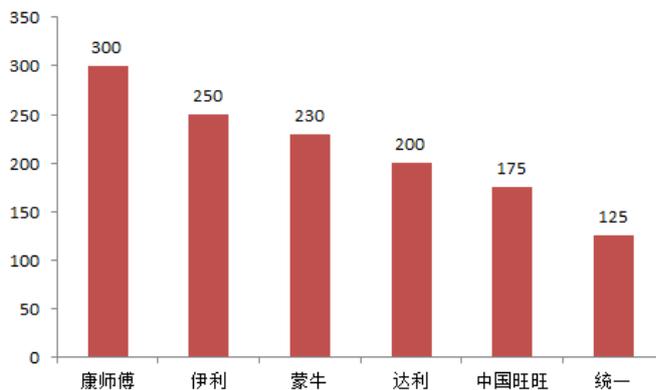
- 伊利采用深度分销模式先于市场十年布局三四线城市，尽享行业红利。伊利以销售区域为单元，在全国 500 多个地级以上城市建立产品销售网络，对渠道实施“一级配送、二级强化、决胜终端”分级管理，自建物流，减少中间环节，提高效率。既发挥经销商的配送能力和影响力，又直接管控终端，维护价格秩序和物流秩序。伊利前期布点网络，是最早进军三四线城市的乳品牌，在中心城市、一二线城市实现全覆盖，在三四线城市有高渗透率。在 07 年借助商务部“万村千乡”活动进入“农家店”等乡镇销售终端。16 年伊利销售网点数目约 250 万个，直控村级网点 34 万家。当前三四线城市乳制品消费增速显著高于一二线城市，渠道下沉下伊利更有希望享受行业红利。

图表 11：伊利深度分销模式



来源：中泰证券研究所

图表 12：伊利和其他食品龙头国内销售网店数目



来源：中泰证券研究所

- 深度分销模式下强调直控终端，经销商作用弱化，渠道执行力强。伊利 2006 年启动全国织网计划，提出“五年三步走”，完成了北起黑龙江，南至福建、广东等省份，东临上海，西达新疆的“纵贯南北，辐射东西”的全国性市场布局。通过销售人员对二级批发商和零售终端直接服务，削弱了经销商的作用，保证公司战略执行的力度和时间点到位。

图表 13：伊利织网计划



来源：中泰证券研究所

- 伊利保障经销商既得利益，经销商粘性高，渠道稳定性更强。伊利的经销商负责配送，公司承担全部经营风险，对经销商通过任务奖励调动积极性。2008 年三聚氰胺事件，伊利对终端所有产品进行回收销毁，承担一切损失保障经销商利益。2008 年伊利实现收入 217 亿，亏损 17 亿，蒙牛实现收入 239 亿，亏损 9 亿。面对白热化的竞争环境，经销商的经

营风险越来越大，伊利对经销商承担一切风险，保证其既得利益，粘性更高，渠道稳定性更强。

- **我们认为伊利在渠道方面的优势仍将延续，未来可撬动各品类增长。**伊利在乳制品快速增长初期开始对渠道的布局。先于市场十年进行渠道下沉和扁平化改革，前期投入大时间期限长，具有不可复制性。未来三四线城市乳制品消费向好，伊利将进一步受益于渠道下沉。我们认为公司渠道方面的优势仍将延续，叠加公司优秀的产品力、品牌力，未来可撬动各品类增长，拉开与竞争对手的差距。

大单品成功经验丰富，新品推出亦值得期待

- **公司织网计划推进加速，引入优质奶源和先进技术，产品力较强。**公司国内奶源分布在六大黄金奶源带，原奶采购来自于规模化牧场，2013年提出的全球织网计划，完善海外奶源建设，引入国际先进生产和质检设备，实现奶源、生产和市场协同发展。公司生产基地已经遍布世界最佳奶牛养殖带，形成南北半球生产淡旺季互补、国内外原料供应与生产业务间的合作。同时，利用海外基地的产能优势，获得更多当地的技术和资源。17年新西兰生产基地二期已经投产，原装原罐新西兰进口的“金领冠睿护”奶粉已经上市，之后会继续推出进口液态奶。

图表 14：公司全球织网计划

时间	事件
2013年3月	投资11.03亿元，新建新西兰年产47000吨婴儿配方奶粉项目
2013年11月	与意大利斯嘉达公司达成战略合作伙伴关系，联合推出进口牛奶“培兰”
2014年2月	与荷兰瓦赫宁根大学及研究中心在荷兰合作成立研发中心
2014年8月	追加投资1.15亿元，新建新西兰年产47000吨婴儿配方奶粉项目
2014年11月	投资4.62亿元，新建新西兰超高温灭菌奶项目，投资2.01亿元，新建新西兰生牛乳深加工项目，投资3.32亿元，新建新西兰婴幼儿配方乳粉包装项目，投资10.05亿元，新建新西兰年产56000吨奶粉项目，是迄今全球最大一体化乳业生产基地
2014年11月	与美国乳企DFA全美规模最大奶粉工厂，预计产能8万吨，伊利投资3000万美金，持股30%

来源：中泰证券研究所

- **历史证明公司具备极强的研发和推广能力。**2016年公司液态奶、奶粉和冷饮的收入为495亿、55亿和42亿，均在细分行业中表现突出，其中液态奶和冷饮市场份额均为第一，奶粉市场份额第六。公司凭借突出的研发能力推陈出新，新品成功率高。公司拥有诸多生命周期超过十年，收入近50亿的大单品，比如伊利品牌奶粉、舒化奶、QQ星儿童奶，和接近100亿的大单品，比如金典有机奶和常温酸奶安慕希。产品周期长、收入体量大的诸多产品足以证明公司具备极强的产品研发能力，得益于此，公司未来有望继续推出大单品，实现长期可持续增长。

图表 15：公司部分成功产品推出时间


来源：中泰证券研究所

- **提前布局高端奶市场，公司已于核心战场取得领先地位。** 高端奶产品中高端 UHT 奶毛利率约 50%，净利率 20%，整体占比处于低位，未来跟随消费升级提高趋势确定，成为品牌必争之地。伊利高端奶布局较早，经过多年运营高端产品占比持续上升，2016 年比例达到 58%，较 15 年提升 16 个百分点，单包价格由 2.1 元提升至 3.5 元。且高端奶品类格局多样化，金典、舒化奶和儿童 QQ 星推出时间均超过 10 年，并在各细分行业中占据龙头地位。
- **有机概念占据食品健康至高点，金典与特仑苏的差距将逐步减少。** 目前在高端 UHT 奶市场特仑苏和金典形成双寡头形势。特仑苏于 2005 年推出，定位在高蛋白，具有先发优势。金典于 07 年推出，定位在有机奶，抢占奶制品健康安全的制高点，依靠伊利渠道运作，消费者对有机食品的意识提升，结合伊利的渠道优势，我们预计差距将进一步缩小。2017 年已经推出了安慕希瓶装、褐色炭烧酸奶、pureday 酪乳、joyday 酸奶、酪艺奶酪、斯谷营养棒。公司低温酸奶上的投入力度不大，15 年投资扩建酸奶生产线，未来低温酸奶值得期待。

品牌形象深入人心，娱乐销售占据潮流尖端

- **健康的品牌形象深入人心，品牌价值位居亚洲首位。** 当前消费升级趋势中，健康化为重要升级方向，而消费者对乳制品安全健康的要求更是高于普通消费品。伊利通过赞助 2008 年北京奥运会，2010 年世博会，2012 年伦敦奥运会合作树立“奥运牛奶”健康的品牌形象，重建三聚氰胺事件后国内消费者对国产品牌的信任，满足消费者核心需求。伊利的品牌价值在多年积累中逐步提升。2016 年 7 月 25 日，在荷兰合作银行发布的 2016 年度“全球乳业 20 强”中，伊利排名从第 10 位上升至第 8，在全球乳企中的地位进一步提升，是唯一进入前十的亚洲乳制品品牌。
- **公司持续广告投放提升品牌知名度。** 快消品更新换代速度快，品牌选择多，品牌需要媒体传播和终端陈列在消费者面前反复出现，巩固品牌在固定消费者心目中的地位并吸引新的消费者。伊利 2016 年广告投放费用 77 亿，相较于蒙牛的 53 亿，光明的 10 亿，费用投放力度更大。公司的娱乐营销占据潮流尖端，电视节目播出后的高收视率和话题量帮助

伊利提高曝光量，提升品牌知名度，将广告受众转化为消费者。同时，公司寻找知名艺人代言产品，提升对年轻消费者的吸引力。

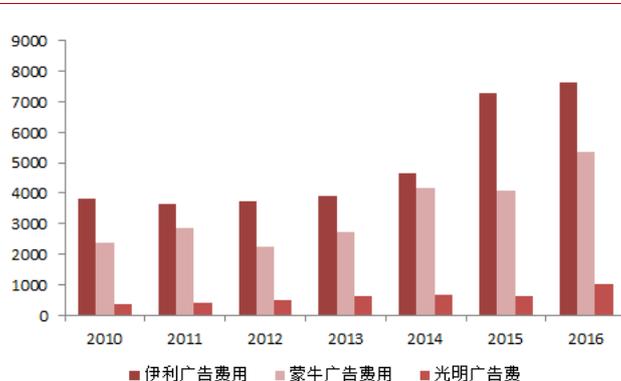
图表 16: 冠名电视节目及其收视率

品牌	冠名综艺	收视率	卫视
蒙牛	十二道锋味3	1.32	浙江卫视
	全员加速中2	1.25	湖南卫视
伊利	奔跑吧兄弟第1-5季	2.58	浙江卫视
	挑战者联盟第1, 2季	1.89	浙江卫视
	我是歌手	1.02	湖南卫视

品牌	产品	代言人	时间
伊利	安慕希	angelababy	2014-
	金典	王菲	2009-
	优酸乳	周杰伦	2009-
蒙牛	纯甄	邓超	2015-
	特仑苏	陈道明	2016
	酸酸乳	TFBOYS	2016

来源: 中泰证券研究所

图表 17: 伊利的广告投放费用远高于竞争对手



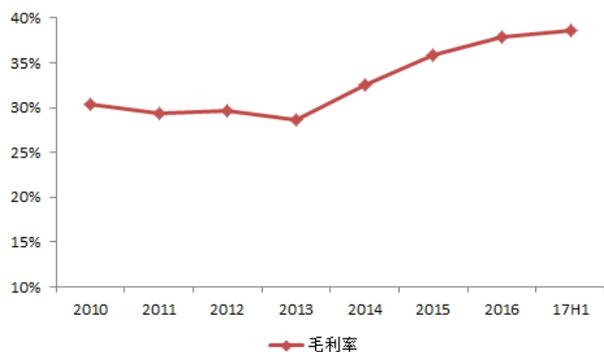
来源: 中泰证券研究所

产品结构优化, 盈利能力改善预期强

消费升级趋势下, 产品结构优化驱动盈利能力提升

- **高端产品高速增长, 带领公司毛利率整体提升。**在消费升级大趋势下, 高端产品增速高于行业平均。2016 年公司收入和利润增长主要依靠高端液态奶产品增长, 安慕希、金典和畅轻三大高端产品分别增长 50%、15% 和 17%, 占液态奶收入规模超过 30%。2017 年大单品金典和安慕希增速有望超过 15%、30%。公司高端产品占比不断提升, 推动公司整体毛利率水平提升。公司 2013-2016 年毛利率提升 8 个百分点, 净利润率提升了 4.5 个百分点, 相比较竞争对手提升幅度最大, 除去成本价格下降, 其产品结构优化也是毛利率持续提升的重要因素。
- **高端产品占比持续提升, 为中低端产品创造提价空间。**高端产品占比提升拉开行业价格带, 为中低端产品提价创造了空间。未来行业成本若继续上升, 公司有望借助优秀产品力、品牌力对中低端产品提价, 成本压力下公司向下游转移成本能力较竞争对手更强, 盈利能力有望提升。

图表 18: 伊利 2010-2017H1 毛利率的走势



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 19: 伊利 2010-2017H1 净利润率的走势



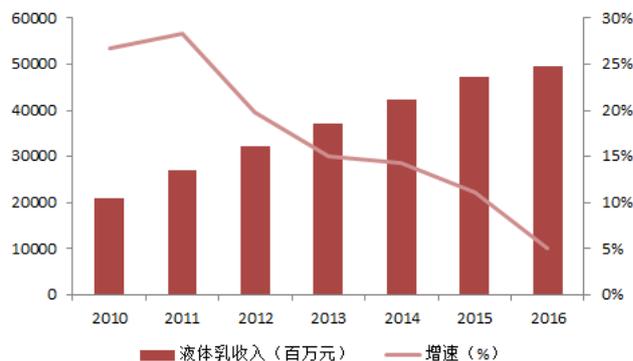
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 20: 伊利营业收入及增速



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 21: 伊利液体乳收入及增速



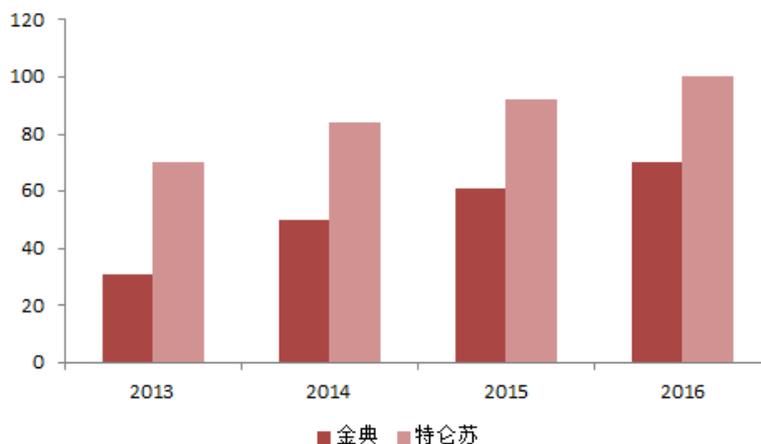
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 受益于高产品质量和品牌升级, 预计 17 年金典可以实现双位数增长。消费升级大环境下, 人们对高端奶的需求增加。高端 UHT 奶预计未来 5 年有望维持 10% 左右的增速增长。2016 年金典收入规模 70 亿, 占高端 UHT 奶细分市场的 17% 左右, 排名第二, 排名第一蒙牛特仑苏, 收入规模 100 亿, 市场份额达 25%。金典有机奶受益于整体消费升级和三四线城市渠道渗透率提高, 14/15/16 年高速增长 60%/30%/15%。目前金典渗透率低于伊利品牌的整体渗透率, 我们认为金典初步完成对消费者品牌教育, 消费升级下, 通过渠道下沉和营销推广可保持双位数增长。

图表 22: 金典产品定位

	伊利金典	伊利纯牛奶
奶源	A级, 源自优质荷斯坦奶牛, 蛋白质含量高出国际18.6%, 其有机奶源不含抗生素、无农药残留	B级, 非有机奶源
生产管理工艺	57道工序筛选奶源, 361项标准管控整个产业链5大环节, 拥有国家有机认证和业内多项奖项认可	严格的原奶检测与密闭生产工艺
其他	金典在业内第一个建立了全国“有机乳品跟踪系统”有利于增强消费者信心	

来源: 中泰证券研究所

图表 23：金典和特仑苏的销售收入（亿）


来源：中泰证券研究所

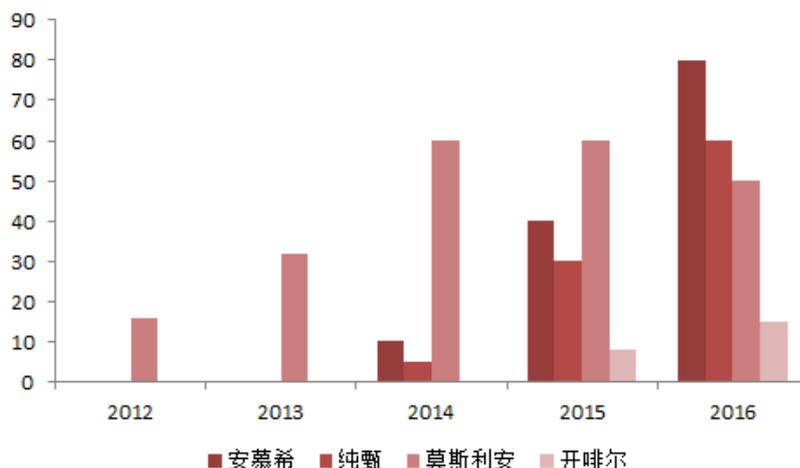
- 解决酸奶运输半径问题，预计 2017 年安慕希亦有望实现 30% 以上高增长。**2016 年酸奶市场规模超过 1000 亿元，占整体液态奶市场份额较小，预计未来 5 年 CAGR 有望达 17%。常温酸奶作为酸奶中的一种新品类，填补了低温酸奶由于冷链运输的限制无法满足的大部分消费者需求，现处于高速扩张期，14/15/16 年增速分别是 135%/70%/43%，目前市场规模大约 200 亿。2016 年常温酸奶 CR3 将近 90%，安慕希以 80 亿收入规模，37% 市场份额占据第一。三大常温酸奶品牌安慕希、纯甄和莫斯利安产品诉求、消费人群、价格定位和产品包装相差不大，主要依靠新口味更迭、渠道下沉和营销推广带动增长。我们认为安慕希渠道布局扎实，公司通过广告攻势，提升铺货率，充分给予渠道利润支持，预计 2017 年增速有望超过 35%，收入规模有望达 100 亿。

图表 24：安慕希、纯甄和莫斯利安的产品定位

品牌	产品定位	营销推广	创新
安慕希 伊利	希腊好酸奶，浓郁、蛋白质含量高、营养成分充足	《奔跑吧兄弟》，angelababy 和李晨双线代言	15 年紧接着推出蓝莓、香草等多种口味，17 年推出黄桃口味，和新包装
纯甄 蒙牛	丹麦菌种发酵，不添加香精、色素、防腐剂	冠名《全员加速中》，邓超代言	推出芝士口味，“真话表白瓶”
莫斯利安 光明	长寿村的神奇秘密，莫斯利安原生益生菌，主打保健功能	2015 年销售出现问题后，冠名《极限挑战》，五月天代言	2016 年推出 2 果 3 蔬口味

来源：中泰证券研究所

图表 25：安慕希、纯甄、莫斯利安和开菲尔的销售收入（亿）



来源：中泰证券研究所

竞争格局改善+品类多元化，盈利能力有望持续提升

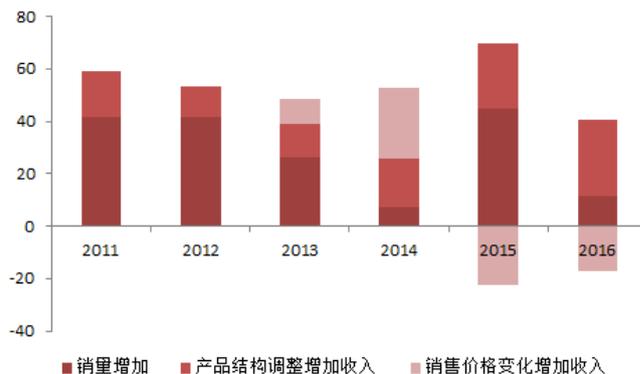
- **竞争格局存改善预期，销售费用率有望回落。**公司 15/16 年销售价格对营收收入增量的变化均为负数，主因给予经销商的折扣较大的影响。从渠道调研数据来看，伊利金典有机奶、常温酸奶安慕希和纯牛奶的促销力度在 7.5-8.5 折之间，公司销售费用率从 2012 年的 19% 提升至 2016 年的 25%，行业价格战仍然激烈，公司促销力度较强。价格战的主因在于原奶保质期较短，乳企收购原奶之后必须迅速销售，需求萎靡下，尤其是中小乳企只能依靠大力促销，迫使龙头企业不得不加入价格战。我们认为未来随着供给收缩和中小乳企退出，我们预计恶性价格战有望缓和，销售费用率有望回落。

图表 26：伊利 2010-2017H1 销售费用率的走势



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 27：伊利液态奶收入增量（百万元）各方面贡献

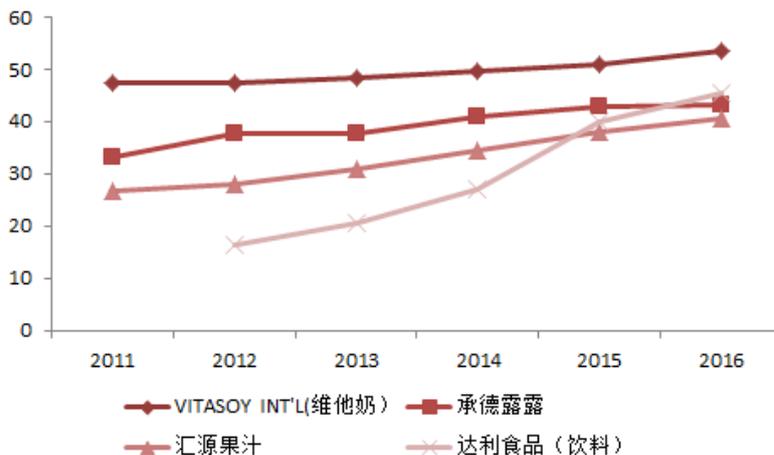


来源：公司公告，中泰证券研究所

- **其他健康食品毛利率高于乳制品，扩张品类有利于提升综合毛利率。**对比其他健康食品品类，乳制品的毛利率处于低位，其中液态奶的毛利率在 35% 左右，奶粉和冷饮毛利率分别在 55% 和 40% 左右。植物蛋白饮

料毛利率 45%，豆奶品类毛利率在 50%，果汁毛利率 40%，功能饮料毛利率高于 50%，均高于乳制品。公司战略定位在综合食品集团，扩张新品类增厚收入外，亦可增加利润弹性，有望打开盈利能力新空间。

图表 28：其他饮品毛利率均高于乳制品

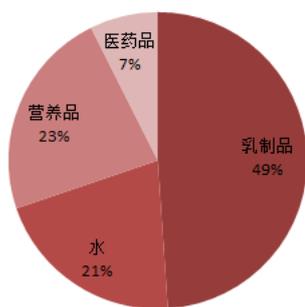


来源：中泰证券研究所

全球供应链整合，品类和地域扩张预期强

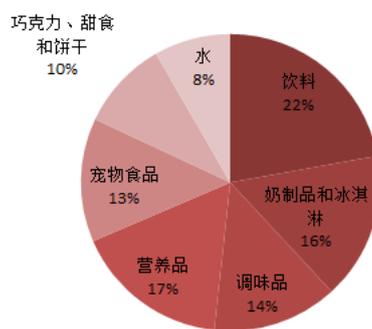
- 参考海外食品龙头，品类和区域扩张是全球化食品集团的必经之路。从全球范围看，龙头食品公司达能 (BN FP) 和雀巢 (MJN US) 均是做乳制品起家，通过内生和外延扩张品类和渠道达到千亿销售收入成为全球性食品龙头企业。2016 年达能实现销售收入 219 亿欧元 (折合人民币 1670 亿元)，雀巢实现销售收入 895 亿瑞郎 (折合人民币 6260 亿元)。达能收入结构中乳制品占比 50%，雀巢乳制品占比仅仅 16%。

图表 29：达能 2016 年收入产品结构



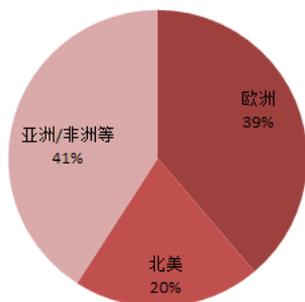
来源：bloomberg，中泰证券研究所

图表 30：雀巢 2016 年收入产品结构



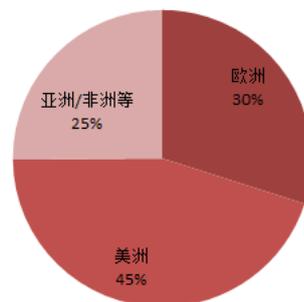
来源：bloomberg，中泰证券研究所

图表 31：达能 2016 年地域销售结构



来源：bloomberg，中泰证券研究所

图表 32：雀巢 2016 年地域销售结构



来源：bloomberg，中泰证券研究所

- 战略定位健康食品集团，品类扩张动机强烈。**目前公司在乳制品的市场占有率 20% 左右，渠道布局全国网络，公司战略定位健康食品集团，选择有市场潜力的其他品类放入现有的销售渠道中，是企业保持收入规模持续稳定增长的重要手段。未来品类不仅仅是乳制品，矿泉水、功能饮料等子品类在渠道、消费者定位都与乳制品有重合部分，有利于提高效率和规模化效应。公司于 2014 年推出核桃乳，17 年下半年继续推出豆奶产品。植物蛋白饮料是 2007 年以来饮料行业中增速最快的子分类，预计未来 5 年的增速有望保持在 20% 以上。目前植物蛋白饮料市场上只有区域性品牌，没有全国性龙头企业，目前市占率第一的品牌是养元饮品，以核桃乳为主，收入规模 90 亿。行业 CR10 大约 22%，远低于乳制品。受益行业发展叠加伊利品牌和渠道力，看好豆奶的发展潜力。

估值探讨：海内外龙头企业享受溢价，看好伊利估值提升

- 海外高回报率和高分红的食品龙头是价值投资的优质标的。**我们看到海外食品公司，规模大且拥有核心竞争力的龙头公司业绩稳健，拥有高回报率，平均 ROE 在 25%，分红比例 70% 左右，因此在资本市场受到资本的长期关注的青睐，拥有高于行业平均的估值，PE 在 20 倍左右。雀巢和可口可乐的产品竞争力强，经过多年的积累，收入规模和市值均是业界翘楚，分红率超过 70%，估值高于行业平均是合理水平。

图表 33：海外食品龙头公司估值

代码	名称	总市值 亿美元	营业收入 百万美元	净利润 百万美元	PE FY1	ROE (%)	分红比例 (%)
NESN SIX	雀巢	2610	91171	9751	24	15	75
KO US	可口可乐	1940	41854	8354	24	34	72
BN PA	达能	510	24288	2042	20	14	57
K N	家乐氏	252	12983	1250	18	34	103
DF N	迪安食品	16	7710	146	12	25	22

来源：bloomberg，中泰证券研究所

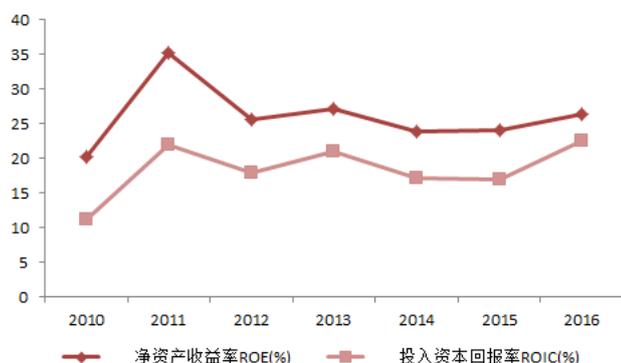
- 龙头公司在产业中享受最优质的资源，长期成长性更确定。**龙头公司一般完成原始积累规模达到一定市场份额，市场占有率在行业中第一、二位，未来 3-5 年不会爆发式增长。龙头公司的长期成长性更确定，因为龙头拥有核心竞争力，有能力享受产业内最优技术、生产材料和人力资源，持续强化竞争力，公司生命周期更长。伊利作为龙头，在乳制品行业和食品饮料行业中，估值均低于平均水平。

图表 34：国内食品龙头公司估值

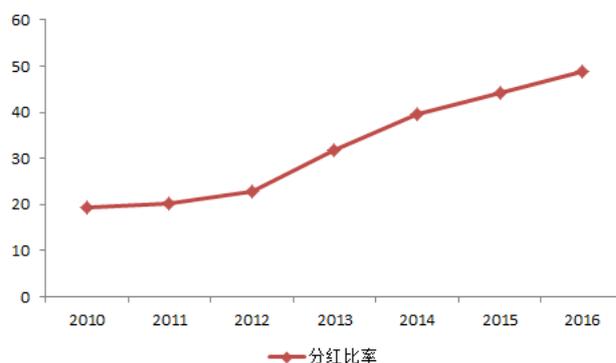
行业	代码	名称	总市值 2017/9/13 亿元	营业收入 2016 百万元	净利润 2016 百万元	PE FY1	ROE (%)	股息率 (%)
乳制品行业	600887.SH	伊利股份	1432.2	60312	5662	23.10	26	2.5
	2319.HK	蒙牛乳业	764.0	53779	-751	33.40	-3	0.5
	600597.SH	光明乳业	160.6	20207	563	24.18	12	1.1
	600429.SH	三元乳业	101.4	5854	105	144.97	2	-
	600419.SH	天润乳业	50.8	875	78	42.83	11	-
食品饮料子行业龙头	600519.SH	贵州茅台	6175.8	38862	16718	29.00	24	1.4
	000858.SZ	五粮液	2086.3	24544	6785	24.76	15	1.6
	000895.SZ	双汇发展	758.9	51822	4405	16.07	28	9.1
	603288.SH	海天味业	1117.7	12459	2843	32.36	30	1.6

来源：wind，中泰证券研究所

- 伊利是优质的价值投资标的，有望受益于全行业龙头估值水平整体提升。**伊利在行业中收入、利润、市值规模最大，且在低增速行业中综合竞争力突出，逐步拉开与竞争对手的差距，龙头地位稳固。公司前期资本投入基本完成，ROE 稳定在 25%左右，利润率提升至 10%左右，未来销售费用率下行，仍有 3-5%的提升空间，与海内外食品龙头相比均处于高位。公司分红率稳定并提升，2016 年接近 50%，公司现金流充沛，据 17H1 数据账面现金达 186 亿。我们认为伊利是价值投资的优质标的，将受益于海内外龙头企业估值提升。

图表 35：伊利 ROE(%)&ROIC(%)增长


来源：wind，中泰证券研究所

图表 36：伊利现金分红率 (%)


来源：wind，中泰证券研究所

盈利预测和投资建议

- 我们预计公司 17-19 年分别实现收入 672.4、738.4、805.6 亿，净利润 62.1、72.4、85.6 亿元，对应 EPS 分别是 1.02、1.19 和 1.41 元。给予公司 18 年 25 倍 PE，调高目标价至 29.86 元（原目标价 27.45），维持“买入”评级。

图表 37：可比公司估值

代码	公司	收盘价	总市值 (亿元)	EPS			PE		
		2017/9/13		2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
2319.HK	蒙牛乳业	19.70	764.05 (HKD)	0.59	0.73	0.82	33.4	27.0	24.0
600519.SH	贵州茅台	491.63	6175.85	16.96	21.33	25.78	29.0	23.0	19.1
000895.SZ	双汇发展	23.00	758.90	1.43	1.58	1.75	16.1	14.5	13.2
603288.SH	海天味业	41.32	1117.69	1.28	1.51	1.77	32.4	27.4	23.4

来源：wind，中泰证券研究所

风险提示

- **食品安全风险。**类似于三聚氰胺这样的食品安全事件对于行业来讲是毁灭性的打击，白酒塑化剂事件阶段性的影响行业的发展。对于食品的品质事件而言，更多的是安全事件，带来的打击也是沉重的
- **高端产品增速或不达预期。**乳制品行业竞争异常激烈，价格战现象严重，尽管公司具备品牌和品质优势，但高端产品金典、安慕希等产品销售仍存在不达预期的可能。

图表 38: 伊利股份销售预测表 (百万元)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
液体乳								
收入(百万元)	32,271	37,116	42,406	47,151	49,522	55,410	60,873	66,094
YOY (%)		15.01%	14.25%	11.19%	5.03%	11.89%	9.86%	8.58%
成本(百万元)	23,188	27,432	29,335	31,082	31,714	35,470	37,988	40,686
YOY (%)		18.30%	6.94%	5.96%	2.03%	11.84%	7.10%	7.10%
毛利(百万元)	9,082	9,684	13,071	16,069	17,808	19,940	22,884	25,408
毛利率	28.14%	26.09%	30.82%	34.08%	35.96%	35.99%	37.59%	38.44%
奶粉								
收入(百万元)	4484	5512	6013	6447	5456	6121	6935	8135
YOY (%)		22.92%	9.09%	7.21%	-15.38%	12.20%	13.30%	17.30%
成本(百万元)	2713	3098	3270	2839	2391	2691	3043	3597
YOY (%)		14.19%	5.55%	-13.20%	-15.77%	12.54%	13.08%	18.22%
毛利(百万元)	1771	2414	2743	3609	3065	3430	3893	4538
毛利率	39.49%	43.79%	45.62%	55.97%	56.17%	56.04%	56.13%	55.78%
冷饮产品系列								
收入(百万元)	4294	4243	4284	4098	4194	4620	4900	5196
YOY (%)		-1.20%	0.96%	-4.34%	2.35%	10.16%	6.05%	6.05%
成本(百万元)	2909	2852	2782	2609	2388	2612	2776	2950
YOY (%)		-1.94%	-2.44%	-6.22%	-8.47%	9.37%	6.26%	6.26%
毛利(百万元)	1386	1391	1501	1489	1806	2008	2124	2247
毛利率	32.27%	32.78%	35.05%	36.32%	43.05%	43.46%	43.35%	43.24%
其他(混合饲料、其他)								
收入(百万元)	941	908	1256	2167	1140	732	732	732
YOY (%)		-3.56%	38.35%	72.53%	-47.39%	-35.78%	0.00%	0.00%
成本(百万元)	695	700	1012	1846	934	644	644	644
YOY (%)		0.80%	44.58%	82.30%	-49.38%	-31.05%	0.00%	0.00%
毛利(百万元)	247	208	243	321	206	88	88	88
毛利率	26.19%	22.86%	19.39%	14.82%	18.04%	12.00%	12.00%	12.00%
营业收入-合计								
	41991	47779	53959	59863	60312	66884	73440	80158
YOY (%)		13.78%	12.94%	10.94%	0.75%	10.90%	9.80%	9.15%
利息收入								
			477	496	297	357	404	404
营业总收入(百万元)								
	41991	47779	54436	60359	60609	67241	73844	80562
YOY (%)		13.78%	13.93%	10.88%	0.41%	10.94%	9.82%	9.10%
成本(百万元)	29505	34083	36400	38376	37427	41417	44451	47877
YOY (%)		15.52%	6.80%	5.43%	-2.47%	10.66%	7.33%	7.71%
毛利	12486	13696	18036	21984	23182	25823	29393	32685
毛利率	29.73%	28.67%	33.13%	36.42%	38.2%	38.4%	39.80%	40.57%

来源: 中泰证券研究所

图表 39：伊利股份财务预测三张报表

损益表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	54,436	60,360	60,609	67,239	73,843	80,559
增长率	13.93%	10.9%	0.4%	10.9%	9.8%	9.1%
营业成本	-36,400	-38,376	-37,427	-41,417	-44,451	-47,877
% 销售收入	66.9%	63.6%	61.8%	61.6%	60.2%	59.4%
毛利	18,036	21,984	23,182	25,822	29,392	32,682
% 销售收入	33.1%	36.4%	38.2%	38.4%	39.8%	40.6%
营业税金及附加	-185	-251	-420	-364	-738	-806
% 销售收入	0.3%	0.4%	0.7%	0.5%	1.0%	1.0%
营业费用	-10,075	-13,258	-14,114	-15,092	-16,138	-17,280
% 销售收入	18.5%	22.0%	23.3%	22.4%	21.9%	21.5%
管理费用	-3,163	-3,456	-3,457	-3,362	-4,061	-4,672
% 销售收入	5.8%	5.7%	5.7%	5.0%	5.5%	5.8%
息税前利润 (EBIT)	4,613	5,019	5,191	7,003	8,454	9,924
% 销售收入	8.5%	8.3%	8.6%	10.4%	11.4%	12.3%
财务费用	-155	-297	-24	6	49	143
% 销售收入	0.3%	0.5%	0.0%	0.0%	-0.1%	-0.2%
资产减值损失	-176	-14	-46	-16	-16	-16
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	108	186	399	170	50	50
% 税前利润	2.3%	3.4%	6.0%	2.3%	0.6%	0.5%
营业利润	4,390	4,894	5,520	7,162	8,537	10,101
营业利润率	8.1%	8.1%	9.1%	10.7%	11.6%	12.5%
营业外收支	396	629	1,112	100	50	50
税前利润	4,786	5,524	6,632	7,262	8,587	10,151
利润率	8.8%	9.2%	10.9%	10.8%	11.6%	12.6%
所得税	-619	-869	-963	-1,046	-1,331	-1,573
所得税率	12.9%	15.7%	14.5%	14.4%	15.5%	15.5%
净利润	4,167	4,654	5,669	6,217	7,256	8,577
少数股东损益	22	23	7	9	11	13
归属于母公司的净利润	4,144	4,632	5,662	6,207	7,245	8,564
净利率	7.6%	7.7%	9.3%	9.2%	9.8%	10.6%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	4,167	4,654	5,669	6,217	7,256	8,577
少数股东损益	0	0	0	9	11	13
非现金支出	1,655	1,794	1,657	1,567	1,787	1,957
非经营收益	329	466	-406	-191	-23	-100
营运资金变动	-3,714	2,621	5,897	610	1,495	1,444
经营活动现金净流	2,436	9,536	12,817	8,212	10,526	11,891
资本开支	3,932	3,626	3,396	1,725	1,941	1,301
投资	-78	75	159	0	0	0
其他	3,011	64	-6	170	50	50
投资活动现金净流	-999	-3,487	-3,243	-1,555	-1,891	-1,251
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	4,690	-2,586	-6,038	5,000	-5,150	0
其他	-1,807	-3,708	-2,541	-129	-3,716	-3,639
筹资活动现金净流	2,882	-6,293	-8,579	4,871	-8,866	-3,639
现金净流量	4,320	-244	995	11,528	-231	7,002

资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	14,273	13,084	13,824	25,342	25,100	32,089
应收款项	719	769	725	856	923	999
存货	5,008	4,663	4,326	5,055	5,396	5,823
其他流动资产	1,002	1,270	1,318	1,334	1,423	1,457
流动资产	21,001	19,786	20,193	32,588	32,843	40,368
% 总资产	53.2%	49.9%	51.4%	62.8%	62.7%	68.1%
长期投资	848	1,110	2,243	2,227	2,211	2,195
固定资产	15,372	16,640	14,533	14,747	14,971	14,395
% 总资产	38.9%	42.0%	37.0%	28.4%	28.6%	24.3%
无形资产	1,127	1,183	1,111	1,171	1,167	1,153
非流动资产	18,493	19,845	19,070	19,327	19,531	18,924
% 总资产	46.8%	50.1%	48.6%	37.2%	37.3%	31.9%
资产总计	39,494	39,631	39,262	51,916	52,374	59,292
短期借款	8,072	6,190	150	5,150	0	0
应付款项	8,724	9,825	11,837	13,640	15,307	16,918
其他流动负债	1,960	2,187	2,920	6,193	6,517	6,886
流动负债	18,757	18,202	14,907	24,983	21,825	23,805
长期贷款	704	0	0	0	0	0
其他长期负债	1,212	1,283	1,119	1,119	1,119	1,119
负债	20,673	19,485	16,026	26,102	22,943	24,924
普通股股东权益	18,634	19,984	23,082	25,650	29,256	34,181
少数股东权益	188	162	154	163	174	187
负债股东权益合计	39,494	39,631	39,262	51,916	52,374	59,292

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益 (元)	1.352	0.764	0.934	1.024	1.195	1.412
每股净资产 (元)	6.081	3.295	3.806	4.229	4.824	5.636
每股经营现金净流 (元)	0.795	1.572	2.113	1.353	1.734	1.959
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.600	0.600	0.600	0.600
回报率						
净资产收益率	22.24%	23.18%	24.53%	24.20%	24.76%	25.06%
总资产收益率	10.49%	11.69%	14.42%	11.96%	13.83%	14.44%
投入资本收益率	32.17%	34.83%	60.62%	176.60%	337.06%	9837.45%
增长率						
营业总收入增长率	13.93%	10.88%	0.41%	10.94%	9.82%	9.09%
EBIT增长率	82.75%	8.79%	3.43%	34.91%	20.72%	17.39%
净利润增长率	30.03%	11.76%	22.24%	9.64%	16.71%	18.21%
总资产增长率	23.74%	0.35%	-0.93%	32.23%	0.88%	13.21%
资产管理能力						
应收账款周转天数	2.9	3.3	3.4	3.4	3.4	3.4
存货周转天数	43.6	46.0	43.8	44.6	44.3	44.4
应付账款周转天数	52.5	54.0	62.6	64.0	65.0	65.0
固定资产周转天数	87.5	91.5	87.3	72.3	67.5	61.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-29.20%	-34.22%	-58.85%	-78.22%	-85.29%	-93.37%
EBIT利息保障倍数	29.8	16.9	217.4	-1,264.0	-173.0	-69.4
资产负债率	52.34%	49.17%	40.82%	50.28%	43.81%	42.04%

来源：中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		