

2017年09月18日
证券研究报告·调研报告

伊利股份 (600887) 食品饮料

买入 (首次)

当前价: 24.24 元

目标价: 30.00 元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

产品结构持续优化，行业领导者着眼大格局

投资要点

- **液态奶行业空间依旧可观，产品结构优化是主旋律。**我国液体奶年人均消费量为 18.7kg，与日韩两国人均液体奶消费量相比，尚有 40% 以上的空间。目前酸奶、高端白奶等细分领域是支撑整体液态乳品市场增长的主动力，伊利适时推出金典、安慕希以及畅轻三款高端产品，2016 年安慕希、金典和畅轻合计实现 145 亿元的收入，三款产品收入占比自 2014 年 12.7% 提升至 2016 年 30.0%。受益于产品结构的升级以及公司强大的综合管理能力，伊利市占率稳步提升。2016 年伊利在乳制品公司在整体乳品市场的零售额市占份额为 20.0%，其中常温液态奶零售额市占份额为 31.6%，低温液态奶零售额市占份额为 16.2%，比上年均有提升。未来随着伊利产品结构继续上移，公司的市占率和盈利能力有望进一步提升。
- **“配方注册制”落地，利好奶粉龙头企业：**2017 年 8 月 3 日，国家食药监管总局已批准 14 家公司、30 个系列、89 个婴幼儿配方乳粉产品配方的注册申请，伊利旗下有 2 家企业、2 个产品系列、6 个配方获批。注册制的推出提升了婴幼儿配方乳粉行业准入门槛，加速行业整合，配方、品牌乱象将有较大改善，品牌集中度进一步提升。未来随着高端产品持续增长及行业供给端改善，伊利在奶粉行业市占率有望进一步提升。
- **登高望远，打造千亿健康食品集团。**目前伊利中长期的战略目标为到 2020 年进入“全球乳制品 5 强”、成为“千亿级别的健康食品集团”，未来伊利一方面将继续做大做强乳制品，另一方面还将锁定健康食品领域，通过产品创新扩大业务范围，实现中长期战略目标。在乳制品领域，有机奶和常温乳酸菌饮料仍有较大成长空间，其中有机奶主打“健康”牌，顺应消费升级，乳酸菌则承接酸性乳饮料市场，备受消费者青睐，尤其常温乳酸菌有望复制常温酸奶的高速增长；此外公司以植物蛋白饮料为切入点，进入健康食品领域，今年下半年将推出豆奶产品，有望成为核桃乳之后又一植物蛋白饮料大单品。随着伊利持续的产品创新，实现千亿收入规模可期。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2017-2019 年归母净利润将保持 12.8% 的复合增长率。目前乳制品公司 2018 年平均 PE 为 26 倍左右，考虑到伊利作为乳制品龙头，凭借其品牌力、产品力和渠道力，未来在乳制品领域市占率有望持续提升；此外公司已经逐步进入健康食品领域，有望打开全新成长空间。因此给予公司 2018 年 26 倍估值，对应目标价 30.0 元，给予“买入”评级。
- **风险提示：**食品安全、原奶价格超预期上涨、新产品上市不及预期的风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	60609.22	65551.99	71900.57	79102.83
增长率	0.41%	8.16%	9.68%	10.02%
归属母公司净利润(百万元)	5661.81	6084.24	7033.94	8118.74
增长率	22.24%	7.46%	15.61%	15.42%
每股收益 EPS(元)	0.93	1.00	1.16	1.34
净资产收益率 ROE	24.40%	23.37%	23.86%	24.26%
PE	26	24	21	18
PB	6.34	5.65	4.99	4.40

数据来源: Wind, 西南证券

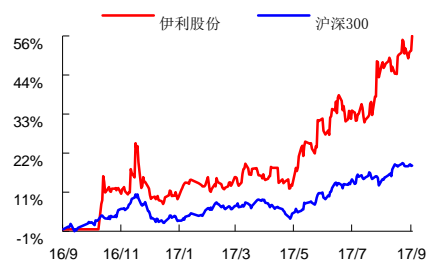
西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振
执业证号: S1250513110001
电话: 023-63786049
邮箱: zhzh@swsc.com.cn

分析师: 李光歌
执业证号: S1250517080001
电话: 021-58351839
邮箱: lgg@swsc.com.cn

联系人: 周金菲
电话: 0755-23614240
邮箱: zjfei@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	60.79
流通 A 股(亿股)	60.33
52 周内股价区间(元)	16.11-24.24
总市值(亿元)	1,473.55
总资产(亿元)	443.84
每股净资产(元)	3.74

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 公司概况：乳制品行业领导者	1
2 行业分析：液态奶空间依旧可观，奶粉竞争格局向好	3
2.1 液态奶：我国人均消费量与国外有差距，增长仍将持续	4
2.2 奶粉：“配方注册制”落地，奶粉行业开启新秩序	7
3 公司分析：市占率稳步提升，打造千亿健康食品集团	9
3.1 液态奶：产品结构持续优化，市占率稳步提升	9
3.2 奶粉：受益“配方注册制”，市占率有望进一步提升	11
3.3 渠道：持续精耕传统渠道，积极拓展新渠道	13
3.4 登高望远，打造千亿健康食品集团	14
4 财务分析：产品升级+成本控制，凸显品牌优势	17
5 盈利预测与估值	22
6 风险提示	23

图 目 录

图 1: 伊利股份在全球乳制品企业中的排名	1
图 2: 伊利股份企业愿景	1
图 3: 公司股权结构	2
图 4: 公司历年高管持股比例	2
图 5: 公司 2016 年收入结构和毛利结构	2
图 6: 公司 2012 年以来各产品毛利率走势	2
图 7: 公司 2012 年以来营业收入及增速 (右轴)	3
图 8: 公司 2012 年以来归母净利润及增速 (右轴)	3
图 9: 我国乳制品产品结构	3
图 10: 2015 年各国液体奶人均消费量比较 (单位: kg/年)	4
图 11: 我国液体奶人均消费量及增速 (右轴)	4
图 12: 最近 2 年高成长性乳制品增速 (单位: %)	4
图 13: 液态奶行业竞争格局	4
图 14: 最近 2 年高成长性乳制品增速 (单位: %)	5
图 15: 主要乳制品细分领域成长阶段	5
图 16: 国内酸奶与白奶消费量增速比较 (单位: %)	6
图 17: 近几年常温酸奶零售额同比增速 (单位: %)	6
图 18: 我国奶粉行业竞争格局	7
图 19: 伊利股份高端产品收入 (单位: 亿元) 及占比 (右轴)	10
图 20: 伊利股份液态奶产品均价 (单位: 元/kg)	10
图 21: 伊利股份近几年收入增长驱动因素 (单位: 亿元)	11
图 22: 伊利股份各类产品市占率 (单位: %)	11
图 23: 伊利股份液态奶市场渗透率 (单位: %)	13
图 24: 市场上现有有机奶产品	15
图 25: 有机奶产品与普通奶价格比较 (单位: 元/kg 或 L)	15
图 26: 酸性乳饮料与乳酸菌饮料增速比较 (单位: %)	16
图 27: 各品类代表产品	16
图 28: 雀巢集团旗下品牌	16
图 29: 饮料行业各细分市场占比及增速 (右轴)	17
图 30: 2016 年植物蛋白饮料行业市场格局	17
图 31: 国内乳制品龙头企业收入规模比较 (单位: 亿元)	18
图 32: 国内乳制品龙头企业市值比较 (单位: 亿元)	18
图 33: 伊利股份生产成本拆分	19
图 34: 伊利股份直接材料成本拆分	19
图 35: 我国奶牛存栏量及增速	19
图 36: 我国牛奶产量及增速 (右轴)	19
图 37: 恒天然全脂奶粉拍卖价格 (单位: 美元/吨)	20
图 38: 恒天然脱脂奶粉拍卖价格 (单位: 美元/吨)	20
图 39: 恒天然原奶价格与国内生鲜乳价格波动比较	20

图 40: 出厂平均价:瓦楞纸:玖龙:华东 (元/吨)	21
图 41: 期货收盘价(连续):白砂糖 (元/吨)	21
图 42: 原奶价格波动与伊利股份盈利能力 (右轴) 比较	21
图 43: 伊利、蒙牛、光明毛利率比较	22
图 44: 伊利、蒙牛、光明销售和管理费用率比较	22
图 45: 伊利、蒙牛、光明净利率比较	22

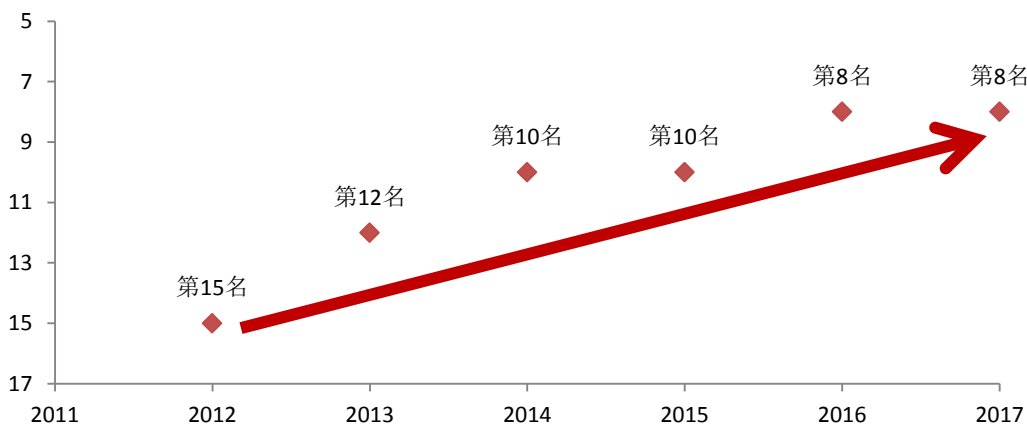
表 目 录

表 1: 主流乳制品品类比较	6
表 2: 婴幼儿奶粉配方注册制前三批名单 (截至 2017 年 8 月 11 日)	8
表 3: 伊利股份主要产品	9
表 4: 伊利奶粉业务产品及品牌	11
表 5: 伊利股份获批的婴幼儿奶粉配方 (截至 2017 年 8 月 11 日)	12
表 6: 伊利消费者触及数及渗透率逐年增长	13
表 7: 各国对奶牛养殖有机认证的若干主要标准	14
表 8: 伊利股份收入及盈利预测	23
附表: 财务预测与估值	24

1 公司概况：乳制品行业领导者

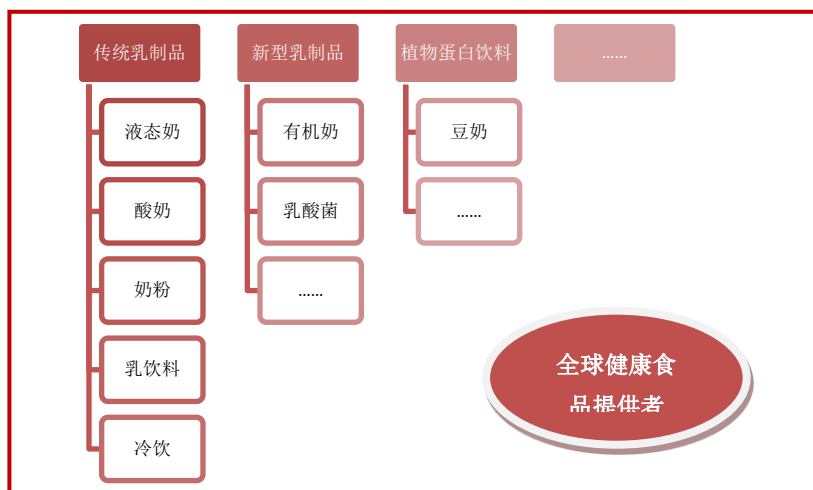
伊利股份自成立以来，一直专注于乳制品的研发、生产和销售，旗下拥有液体乳、乳饮料、奶粉、冷冻饮品、酸奶等几大产品系列。伊利股份目前不仅是中国规模最大、产品线最全的乳制品企业，同时也是亚洲最大的乳制品企业，凭借其优质的品牌力、产品力和渠道管理能力，自 2012 年以来公司在荷兰合作银行发布的年度“全球乳业 20 强”中的名次由 15 名提升至第 8 名。基于乳制品的发展，伊利股份已经将企业愿景升级为“成为全球最值得信赖的健康食品提供者”，未来随着伊利股份产品创新和国际化业务的有序推进，公司有望成为千亿级别的健康食品集团。

图 1：伊利股份在全球乳制品企业中的排名



数据来源：荷兰合作银行《全球乳业 20 强》，西南证券整理

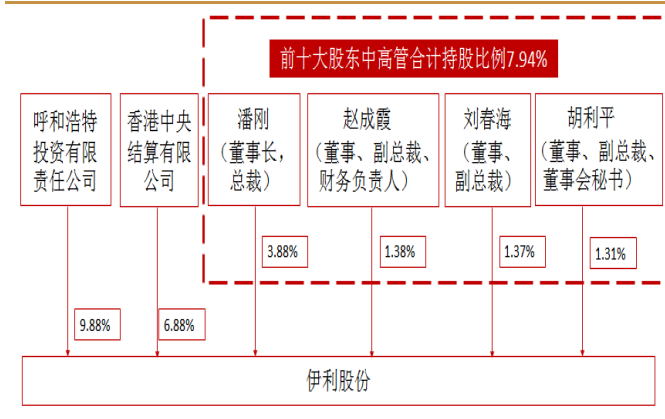
图 2：伊利股份企业愿景



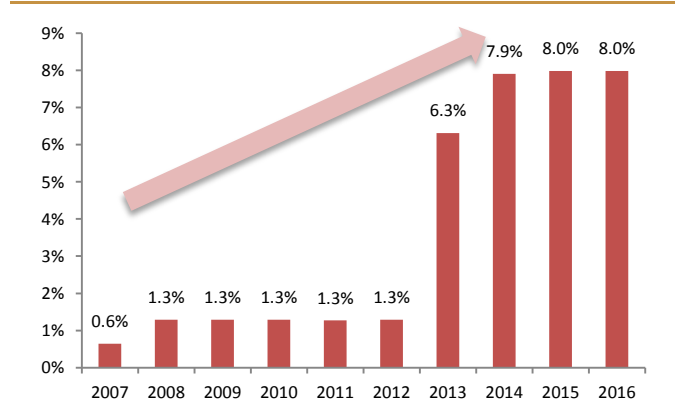
数据来源：公司公告，西南证券整理

公司股权结构：伊利股份的股权结构较为分散，第一大股东为呼和浩特投资有限公司，持股比例约为 9.9%，无控股股东和实际控制人；但前十大股东中，公司高管占 4 位，合计持股比例为 7.9%，其中董事长及总裁潘刚先生持有伊利股份 3.88% 的股份。此外在过去 10 年中，伊利股份通过高管持续、员工持股计划以及股权激励等方式提高了公司高管及其他员

工在伊利股份的持股比例，一方面保证了股东和管理层利益的一致性，另一方面也体现了公司高管及员工对未来伊利股份的发展信心十足。

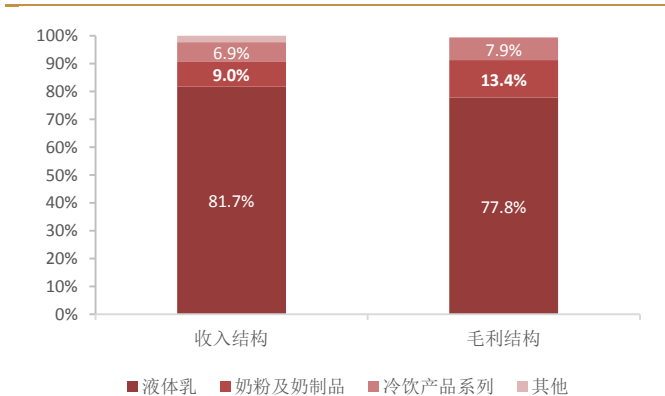
图 3：公司股权结构


数据来源：公司公告，西南证券整理

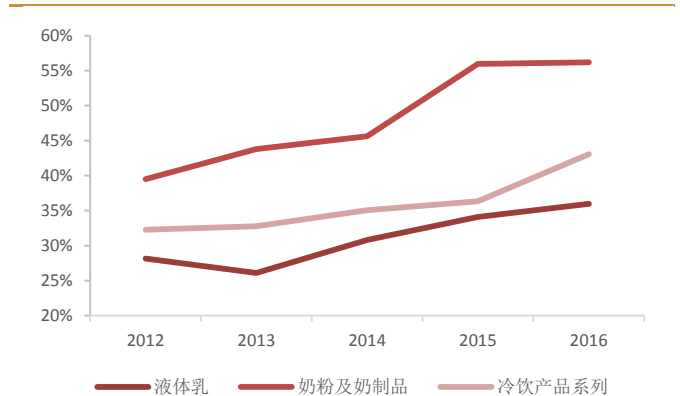
图 4：公司历年高管持股比例


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司主营业务结构：公司收入和利润主要来自液体乳，收入占比达到 81.7%，毛利贡献为 77.8%；奶粉和冷饮收入贡献约为 15.9%，毛利贡献为 21.3%。受益于近几年原奶价格下跌以及公司产品结构升级，公司各类产品毛利率均呈现上升趋势，2016 年液态奶毛利率约为 36.0%，奶粉毛利率约为 56.2%，冷饮毛利率约为 43.1%。预计短期公司毛利率将受原奶、包材、糖价格提升的影响略有回落，但长期来看随着公司产品结构持续上移，伊利股份毛利率还将保持不断提升的态势。

图 5：公司 2016 年收入结构和毛利结构


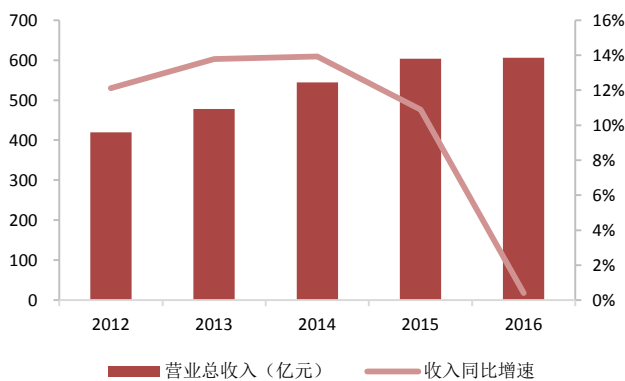
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：公司 2012 年以来各产品毛利率走势


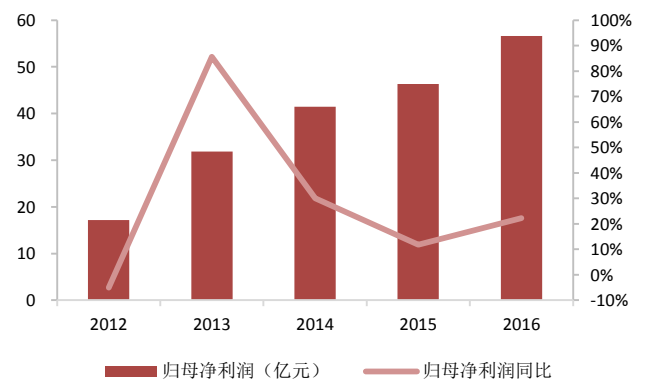
数据来源：公司公告，西南证券整理

公司业绩状况：乳制品行业经历了 2003-2004 年前后高速增长及 2008-2009 年“三聚氰胺”事件带来的短期冲击后，2010-2014 年乳制品进入平稳增长阶段，伊利股份受益于行业增长及自身产品结构提升，期间收入复合增长速度达到 17.5%，归母净利润复合增长率高达 45.0%。进入 2014 年以来，因受国内外经济大环境的影响，乳业整体发展增速较前期有所回落，同时原奶价格下跌导致国内乳制品价格战持续；伊利股份积极应对行业低迷，通过不断推出“金典”、“安慕希”、“畅轻”、“金领冠”、“巧乐兹”、“甄稀”等中高端产品，引领乳制品行业由粗放式量增向产品高端化、健康化、精细化转变，为公司注入新的增长引擎，归母净利润维持双位数增长。2016 年伊利实现收入 606 亿元（同比增速 0.14%），归母净利润

润 56.6 亿 (同比增速 22.2%)，公司收入增幅放缓主要由于 (1) 4 月处置优然牧业股权，公司并表范围发生变化 (2) 奶粉行业受配方注册制政策影响竞争加剧，公司奶粉业务量价齐跌 (3) 液态奶业务板块受行业消费低迷影响，增速放缓。而归母净利润同比增速远高于收入增速，受益于公司产品结构升级及原奶价格下降带来的毛利率提升。根据调研数据，受益于宏观经济环境回暖，2017 年乳制品需求好转迹象明显，液态奶 1-6 月份销售额同比接近 7.0%，而 2016 年全年液态奶增速为 2.7%；伊利股份 2017H1 实现收入 335 亿元 (同比增速 11.3%)，归母净利润 33.6 亿 (同比增速 4.8%)。未来随着公司产品结构不断提升，公司营收和利润有望保持稳定增长，乳制品龙头地位更加稳固。

图 7：公司 2012 年以来营业收入及增速 (右轴)


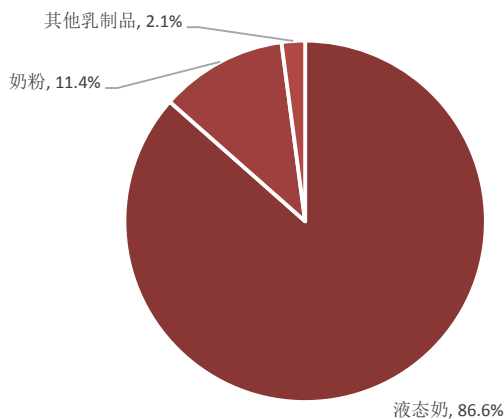
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：公司 2012 年以来归母净利润及增速 (右轴)


数据来源：公司公告，西南证券整理

2 行业分析：液态奶空间依旧可观，奶粉竞争格局向好

乳制品按照产品分类主要包括液态奶 (白奶、酸奶、乳饮料等)、奶粉和其他乳品 (冷饮、奶糖、巧克力等)，各类乳制品富含蛋白质、脂肪、氨基酸、糖类、盐类、钙、磷、铁等各种常量、微量维生素、酶和抗体等，容易被人体消化吸收，因此一直以来是人类生活中必不可少的消费品。

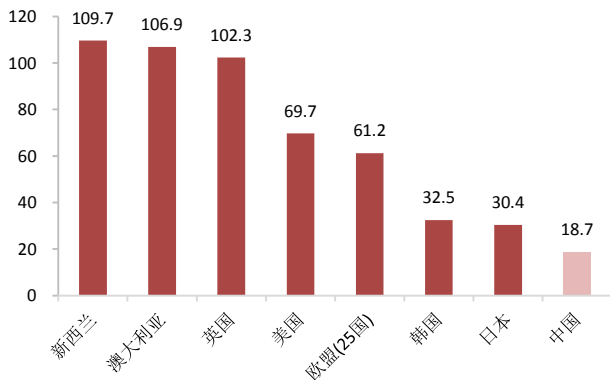
图 9：我国乳制品产品结构


数据来源：满香楼官网，西南证券整理

2.1 液态奶：我国人均消费量与国外有差距，增长仍将持续

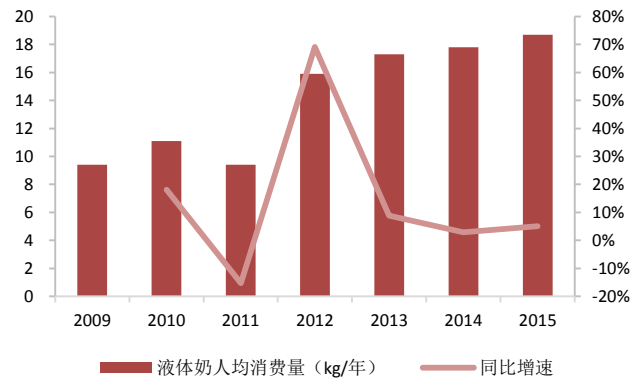
根据《中国奶业年鉴》统计，2015年我国液体奶年人均消费量为18.7kg，同期新西兰、澳大利亚、英国人均消费量为100kg以上，欧美国家为60-70kg，与发达国家相比人均消费量差距较大；同消费习惯与我国较为相近的日韩两国人均液体奶消费量相比，尚有40%以上的空间。随着消费者饮食习惯的改变和人均消费支出能力的增加，国内乳品市场依旧蕴藏着较大的发展机遇，乳业发展潜力巨大。

图 10：2015 年各国液体奶人均消费量比较（单位：kg/年）



数据来源：wind，西南证券整理

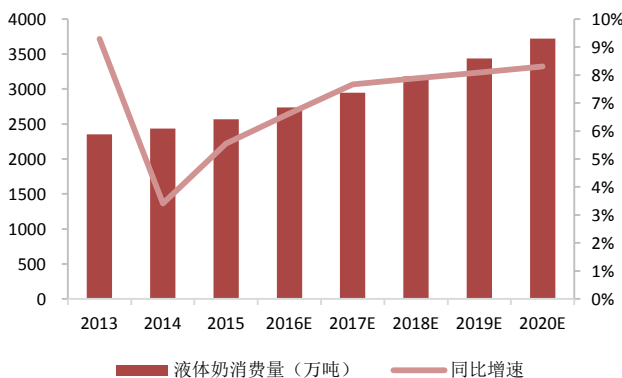
图 11：我国液体奶人均消费量及增速（右轴）



数据来源：wind，西南证券整理

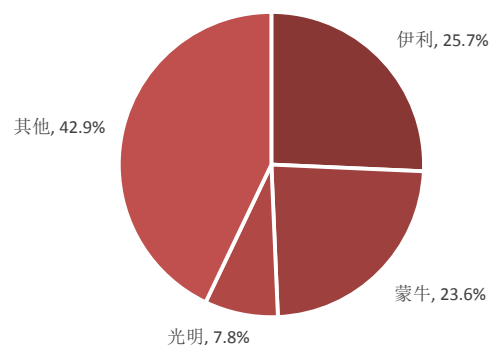
根据调研数据，目前我国人均液态奶消费量接近20kg/年，其中一二线城市人均液态奶消费量约为40kg/年，已经超过日韩人均消费量，预计未来增长空间不大；按照一二线城市人口占比19%的比例测算，目前三四线以下城市人均液态奶消费量约为13.3kg/年，未来随着这部分人群生活水平的不断提升，三四线城市液态奶消费增长将成为行业增长的主要驱动力。根据《中国奶业年鉴》统计，2015年我国液态奶消费量为2567万吨，同比增速5.5%，预计到2020年我国人均液态奶消费量将达到26.2kg/年，全国消费量有望超过3700万吨，因此至2020年液态奶消费量尚有超过40%的空间。

图 12：最近 2 年高成长性乳制品增速（单位：%）



数据来源：尼尔森，凯度，西南证券整理

图 13：液态奶行业竞争格局

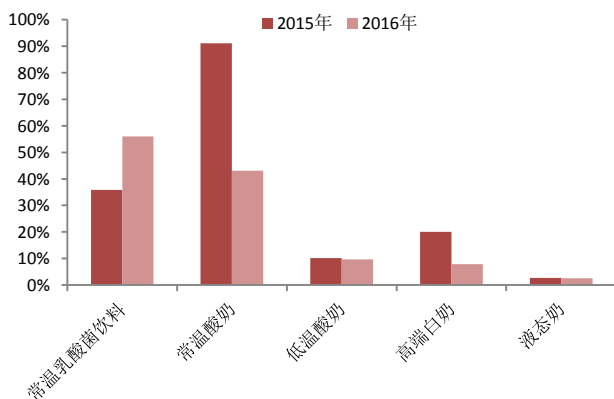


数据来源：尼尔森，西南证券整理

目前国内液态奶市场集中度较高，2015 年伊利、蒙牛和光明三家乳企合计市场份额超过 50%，其中伊利以 25.7% 的市占率位居行业第一。随着消费者对健康食品青睐以及品牌意识的逐渐增强，未来具备品牌优势的龙头企业市场份额有望进一步提升。

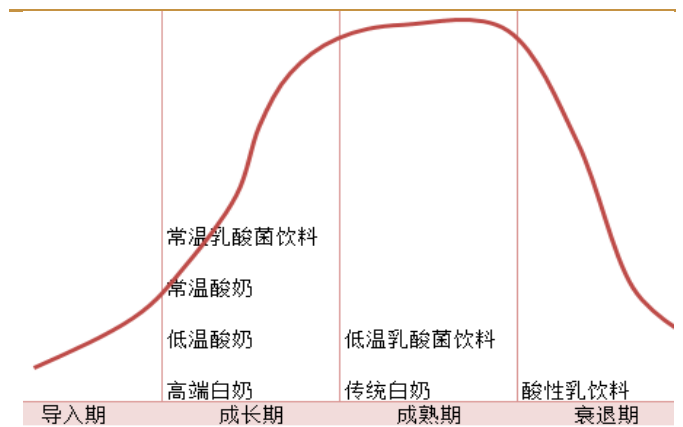
从结构上来看，酸奶、高端白奶等受消费者青睐，成为支撑整体液态乳品市场增长的动力。根据 AC 尼尔森零研数据，2015 年常温酸奶、常温乳酸菌饮料、低温酸奶零售额同比增长 91.1%、35.9%、10.2%，远高于液态类乳品市场 2.7% 的增速，成为支撑整体液态乳品市场增长的动力；根据凯度调研数据，2016 年高端白奶、常温与低温酸奶品类的消费支出分别比上年增长 7.8%、43.1%、9.7%，以上品类销售增速依旧高于液态类乳品市场 2.5% 的销售增速。

图 14：最近 2 年高成长性乳制品增速（单位：%）



数据来源：尼尔森，凯度，西南证券整理

图 15：主要乳制品细分领域成长阶段



数据来源：西南证券整理

从目前乳制品主要品类比较来看，各类产品呈现不同的特点和消费趋势。

- 纯牛奶：（1）常温白奶目前正处于消费升级阶段，伴随消费者对各类奶产品的认知度加深，高端白奶备受青睐。根据 Euro-monitor 预测 2015-2020 年常温白奶的复合增长率约为 3.9%，其中传统低端利乐包白奶将逐渐萎缩，高端白奶进入单位数增长期。而巴氏奶虽然更加新鲜并且牛奶营养流失最少，但受到冷链运输条件的限制，短期难以出现爆发式增长；Euro-monitor 预测 2015-2020 年巴氏奶的复合增长率约为 5.8%，增速只略高于白奶。
- 酸奶（包括发酵乳和乳酸菌饮料）：相比于纯牛奶，酸奶产品在生产过程中加入了乳酸菌，牛奶中的蛋白质和乳糖等大分子营养物质在发酵的过程中分解成易于吸收的小分子，并在发酵过程中生成了独特的风味、全新的口感和多种营养物质，酸奶产品不但有促进吸收和消化之功能，并且在口味上更胜一筹；此外在国内很多消费者有“乳糖不耐症”，饮用牛奶会出现胃胀气及腹泻等不良反应，而酸奶在发酵过程中会将大部分乳糖转化成乳酸和其它有机酸，有效解决了“乳糖不耐症”的问题。2011 年以来，我国酸奶消费类产品增速始终高于白奶增速；尤其是常温酸奶产品的问世，打破了低温酸奶受冷链运输条件的限制，便于携带可适应各种饮用场景，消费人群更为庞大，因此自 2013 年问世以来，呈现爆发式增长，根据尼尔森统计数据，我国 2014 年-2016 年常温酸奶零售额同比增速分别为 120%、91% 和 43%。
- 酸性乳饮料：酸性乳饮料中含有较多的水、糖、稳定剂等，在消费者心目中不是“健康食品”品类，因此以营养快线为代表的酸性乳饮料产品最近几年受到酸奶产品冲

击很大；由于酸性乳饮料产品档次低，因此目前主要在县乡镇市场存活，未来随着乡镇人民收入水平提高和对健康食品的追逐，预计酸性乳饮料产品将继续萎缩。

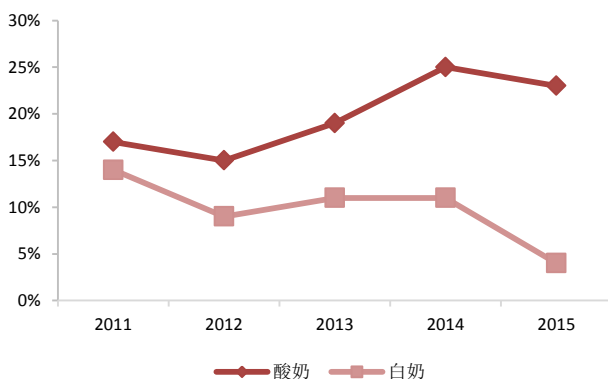
综上所述，顺应消费者对健康、安全、便捷产品的追求，酸奶有望继续保持较高的增速，而液态奶行业整体将朝着高端化方向发展。

表 1：主流乳制品品类比较

品类	种类	特点	消费趋势	代表产品
纯牛奶	常温白奶	超高温灭菌奶，采用超高温工艺制成的常温乳制品，实现常温贮存和长保质期，无需冷藏存放，保质期 6 个月以上	消费升级趋势明显，低端利乐包白奶的增速放缓，高端白奶增长较好。	低端：伊利、蒙牛传统纯牛奶；高端：金典、特仑苏
	巴氏奶	低温奶，采用巴氏保鲜工艺制成的低温乳制品，最大限度地保留牛奶中免疫因子等生物活性物质和天然营养。必须在 6℃ 条件下全程冷藏，保质期 5-7 天。	受到冷链运输条件的限制，短期内难有高速增长。	优倍
发酵乳	常温酸奶	将传统工艺生产出来的酸奶进行再次灭菌，杀死其中的乳酸菌，可在常温下存放，常温酸奶保质期 6 个月	无需冷链运输，极大地扩展了产品销售区域；便于携带，消费人群更为庞大。	莫斯利安、安慕希
	低温酸奶	低温酸奶是将鲜奶进行灭菌后，再加入乳酸菌等进行发酵，低温酸奶保质期最多只有 20 天	需要冷链运输条件配合	碧悠
乳酸菌	常温乳酸菌	对乳酸菌饮料进行灭菌处理，生产出“非活性乳酸菌饮料”，可在常温下保存，保质期 6 个月以上。	无需冷链运输和易于贮藏，极大地扩展了产品销售区域；便于携带可适应各种饮用场景，因此消费人群更为庞大。	维权、益力多
	低温乳酸菌	指以生鲜牛奶或奶粉为原料经发酵，添加水和增稠剂等辅料，经加工制成的产品，由于未经灭菌处理，所以产品需在冷藏状态下保存，保质期一般在 2 周。	需要冷链运输条件配合	均瑶、畅意
酸性乳饮料		以生鲜牛奶或奶粉为原料，加入水、糖、稳定剂等调制而成的产品，经灭菌处理，保质期比乳酸菌饮料要长。	产品档次低，农村型产品，依托县乡镇市场；已经逐渐被乳酸菌替代。	营养快线

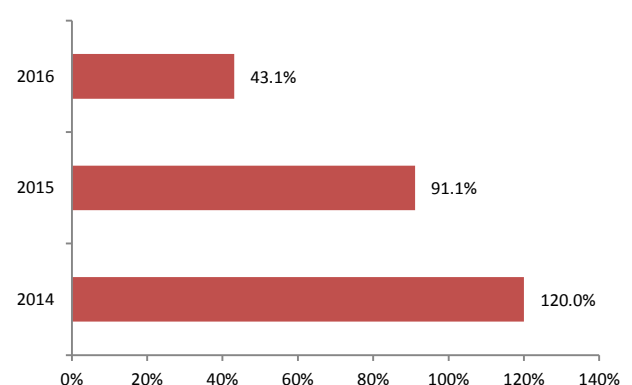
数据来源：西南证券整理

图 16：国内酸奶与白奶消费量增速比较（单位：%）



数据来源：智研咨询，西南证券整理

图 17：近几年常温酸奶零售额同比增速（单位：%）



数据来源：尼尔森，西南证券整理

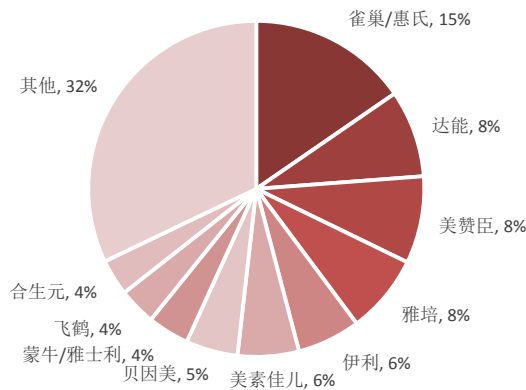
2.2 奶粉：“配方注册制”落地，奶粉行业开启新秩序

2016年11月16日，国家食药监总局发布有关婴幼儿奶粉注册制的两大文件-《婴幼儿配方乳粉产品配方注册申请材料项目与要求(试行)》和《婴幼儿配方乳粉产品配方注册现场核查要点及判断原则(试行)》，文件的正式发布意味着被称为史上最严的奶粉新政步入落实阶段。奶粉配方注册制促进行业洗牌，杂牌、贴牌奶粉加速退出，品牌集中度进一步提升，供给端竞争格局将得到明显改善。

根据准则规定，2018年1月1日起，在我国境内生产或向我国境内出口的婴幼儿配方乳粉应当取得婴幼儿配方乳粉产品配方注册证书，届时未取得证书的乳粉不得进行销售，同时每个企业原则上申请不得超过3个配方系列9种产品配方。目前产品在国内市场流通的国内外奶粉制造厂商合计160多家，按照一个厂商最多申请三个品牌的规定，奶粉品牌数量将从现有的2000多个缩减到未来不超过500个，大多数无法申请到注册证书的小品牌将会被清洗出市场，届时将会让出15%-20%将近200亿元的市场空间。

从国内奶粉行业竞争格局角度来看，目前大部分市场份额由海外品牌雀巢、达能、美赞臣等占有，国内自主品牌较为弱势，并且主要销售区域集中在三四线城市及以下区域。配方注册制的落地使得竞争力较弱的小型自主品牌退出市场，而这部分市场大多集中在三四线及以下区域，这使得较为强势的自主品牌伊利、贝因美、蒙牛等自主品牌获得更多市场空间，未来自主品牌龙头企业的市占率有望进一步提升。

图 18：我国奶粉行业竞争格局



数据来源：中国产业信息网，智研咨询，西南证券整理

2017年8月3日-8月11日期间，国家食药监管总局已批准22家公司、46个系列、130个婴幼儿配方乳粉产品配方的注册申请。其中外资品牌32个，国产品牌98个，国产品牌数量居多；在国产品牌中，蒙牛+雅士利合计获得24个注册配方，数量最多，其次是获得12个注册配方的伊利和贝因美。目前奶粉行业前十大企业均在名单之中，越早获得产品配方注册，越早产品上市营销，有助于品牌提前赢得经销商的信赖，建立起先发优势。注册制的推出提升婴幼儿配方乳粉行业准入门槛，加速行业整合，配方、品牌乱象将有较大改善，品牌集中度进一步提升，供给端竞争格局将得到明显改善。随着后续更多批次名单落地，大多数无法申请到注册证书的小品牌将会被清洗出市场，预计届时将会让出15%-20%将近200亿元的市场空间，并且这部分市场大多是在三四线城市，因此配方注册制的落地有利于伊利股份、蒙牛乳业、贝因美等国产龙头企业市场份额的提升。

表 2：婴幼儿奶粉配方注册制前三批名单（截至 2017 年 8 月 11 日）

国别	公司	系列	配方数量	合计
外资	雅培	雅培经典恩美力	3	6
		雅培双贝吸	3	
	惠氏	爱儿乐	3	6
		启赋	3	
	美赞臣	安儿宝	3	6
		蓝臻	3	
	雀巢	能恩	2	5
		力多精®挚宝™	3	
	美素佳儿	美素佳儿	3	3
	达能 (Nutricia Cuijk B.V.)	诺优能	3	3
	澳优乳业	澳优爱优	2	2
澳优幼优		1	1	
外资合计			32	25%
国产	雅士利	雅士利亲儿适	3	15
		菁珀	3	
		雅士利亲儿硕	3	
		菁跃	3	
		雅士利	3	
	蒙牛	铂睿	3	9
		瑞哺思亲悠	3	
		蒙牛	3	
	伊利	伊利	3	12
		伊利赋能星	3	
		沛能	3	
		金领冠菁护	3	
	贝因美	爱加	3	12
		超冠宝	3	
		臻爱	3	
		经典优选	3	
	飞鹤	臻爱飞帆	3	9
		星飞帆	3	
		星阶优护	3	
	蒙牛	铂睿	3	9
瑞哺思亲悠		3		
蒙牛		3		
红星	启冠	3	6	
	欧贝星	3		
圣元	圣特拉慕	3	6	

国别	公司	系列	配方数量	合计
国内		优博金爱嘉	1	
		优博盖诺安	2	
	上海晨冠乳业	安宝素	3	3
	君乐宝	君乐宝乐纯	3	3
	合生元（长江素加营养品）	满乐	3	3
	明一	天籁贝宝	3	3
	美素力	宝素力	3	3
	三元	爱力优	3	3
	晨冠乳业	美可多	2	2
	国产合计			98
合计			130	

数据来源：国家食药监管总局，西南证券整理

3 公司分析：市占率稳步提升，打造千亿健康食品集团

3.1 液态奶：产品结构持续优化，市占率稳步提升

伊利引领行业发展，稳坐龙头宝座。公司在乳制品领域产品布局较为广泛，主要包括酸奶、纯牛奶、乳酸菌饮料及乳饮料等等。凭借强大的产品开发和推广能力，公司在乳制品各大细分领域持续推陈出新，引领行业发展；通过不断提高高端产品比例提升盈利能力和市占率。2016年推出的新产品畅意上市后表现良好，今年有望突破10亿收入规模；2017年公司还推出了安慕希新包装、joyday、帕瑞缇、Life up等新产品，预计也将有靓丽的表现。

表 3：伊利股份主要产品

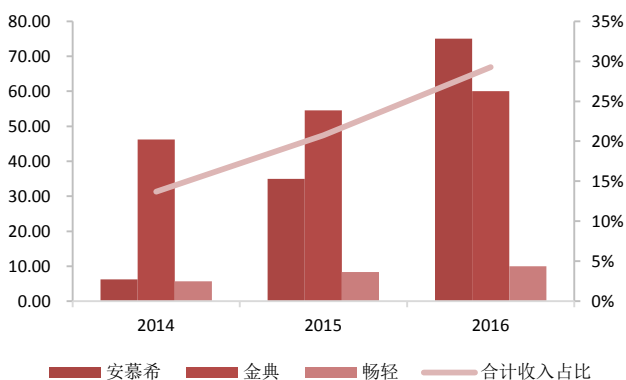
产品分类	产品	价格区间（元/L）	图示
酸奶	安慕希	27.32	
	QQ星	21.11	
	畅轻	21.37	
	life up	18.69	
	味浓	18.75	
	益消	13.33	
	大果粒	25.16	
纯牛奶	金典	20.93	
	舒化	19.80	
	伊利纯牛奶	8.99	

产品分类	产品	价格区间 (元/L)	图示
乳酸菌	畅意	16.29	
	每益添	17.10	
乳饮料	味可滋	20.83	
	谷粒多	14.18	
	优酸乳	8.03	
	核桃乳	17.72	
其他	帕瑞缇	75.00	

数据来源：西南证券整理

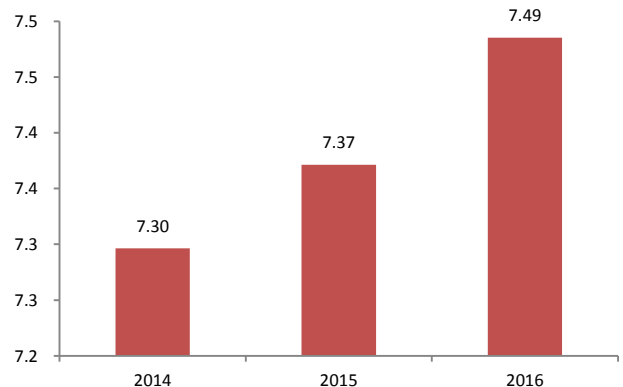
从细分领域来看，目前伊利在高端白奶、常温酸奶以及低温酸奶三个高增长细分行业的产品表现突出，分别对应金典、安慕希以及畅轻，这三款产品自上市以来收入规模扩大较快，2016 年安慕希实现收入 75 亿元（同比增速解决 115%）、金典实现收入 60 亿元（同比增速 10%）、畅轻实现收入 10 亿元（同比增速 20%），且这三款产品的收入占比已经由 2014 年的 12.7% 提升到 2016 年的约 30.0%；在此期间随着高端产品收入占比的提升，伊利股份液态奶产品的均价也由 2014 年 7.3 元/kg 提升到 7.49 元/kg，一方面保证了公司收入规模的稳步增长，另一方面也缓解了近几年因为促销及原材料价格上涨带来的成本压力。从市占率的角度来看，受益于产品结构的升级以及公司强大的综合管理能力，伊利股份近几年的市占率稳步提升。2016 年伊利股份在乳制品公司在整体乳品市场的零售额市占份额为 20.0%，比上年增加 1.1 个百分点，位居市场第一；其中常温液态奶零售额市占份额为 31.6%，位居细分市场第一，比上年同期上升 1.8 个百分点；低温液态奶零售额市占份额为 16.2%，比上年同期提升 0.6 个百分点。未来随着伊利股份产品结构继续上移，公司的市占率和盈利能力有望进一步提升。

图 19：伊利股份高端产品收入（单位：亿元）及占比（右轴）

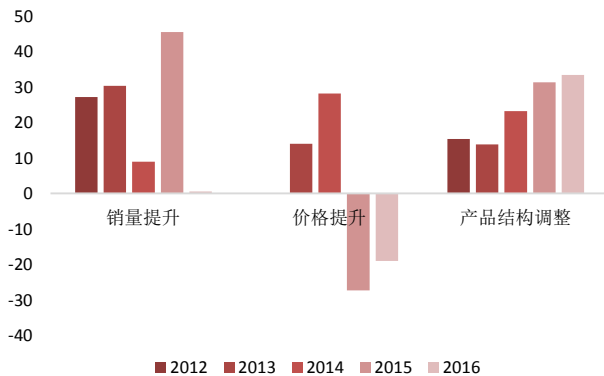


数据来源：尼尔森，西南证券整理

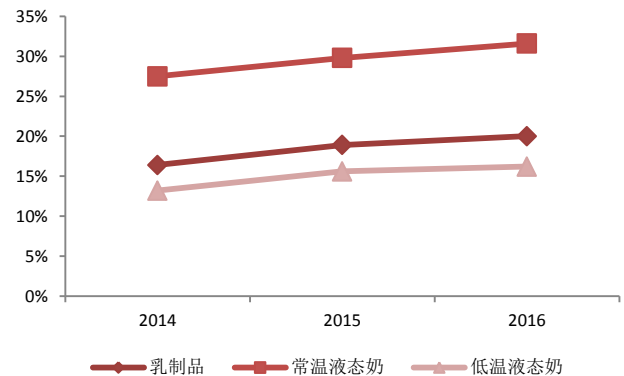
图 20：伊利股份液态奶产品均价（单位：元/kg）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 21：伊利股份近几年收入增长驱动因素（单位：亿元）


数据来源：尼尔森，西南证券整理

图 22：伊利股份各类产品市占率（单位：%）


数据来源：公司公告，西南证券整理

3.2 奶粉：受益“配方注册制”，市占率有望进一步提升

伊利股份是国产奶粉品牌龙头，在全国婴幼儿配方奶粉汇总的市占率为 6%左右。目前奶粉业务明星产品为金领冠，根据尼尔森数据及调研得知，金领冠近 2014-2016 年增速为 91%、25.8%、23.8%，增长态势良好；此外公司还推出了超高端奶粉托菲尔，不断提升公司整体产品结构。此外伊利还积极布局海外，2014 年公司第一家海外生产基地新西兰工厂正式投入使用，2016 年该基地生产的“培然”婴儿配方奶粉获得新西兰官方认证并上市销售。自 2008 年三聚氰胺事件以来，国产婴幼儿奶粉不断遭受海外品牌的挤压，至今自主品牌仍处于相对弱势的市场地位。配方注册制的落地为伊利的奶粉业务提供了更为优良的竞争环境，公司将通过“国产升级+海外布局”相结合的方式顺应消费升级，提高产品和品牌竞争力，积极应与海内外品牌的竞争。

表 4：伊利奶粉业务产品及品牌

品牌	系列	价格区间（元/kg）	图示
金领冠	珍护	315.56	
	呵护	240.00	
	妈妈配方	118.13	
伊利	金装孕妇	113.33	
	金装	133.33	
	超金装	208.33	
	冠倍	193.75	
	伊利普	67.50	
托菲尔		345.83	

品牌	系列	价格区间（元/kg）	图示
培然		331.11	
欣活		118.89	

数据来源：国家食药监管总局，西南证券整理

伊利股份目前共有 4 家工厂，根据规定每个工厂可以申请 3 个产品系列、9 个配方，因此理论上伊利股份可以申请 36 个配方。根据国家食药监管总局公布的 1-3 批婴幼儿奶粉配方注册制审批名单，伊利股份旗下有 3 家企业、4 个产品系列、23 个配方获批。未来随着高端产品持续增长及行业供给端改善，伊利股份在奶粉行业的市占率有望进一步提升。

表 5：伊利股份获批的婴幼儿奶粉配方（截至 2017 年 8 月 11 日）

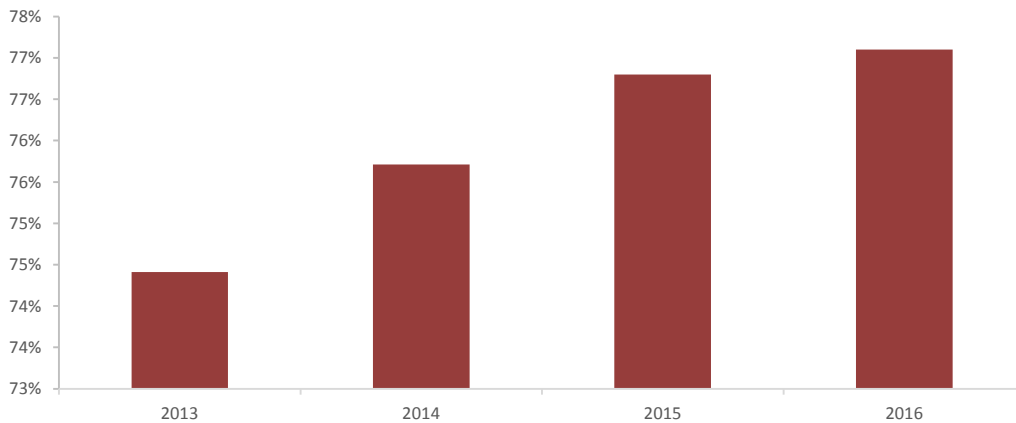
批次	企业名称	产品名称	注册证号	有效期至
第一批	内蒙古金海伊利乳业有限责任公司	伊利婴儿配方乳粉（0—6 月龄，1 段）	国食注字 YP20170032	2022 年 8 月 2 日
	内蒙古金海伊利乳业有限责任公司	伊利较大婴儿配方乳粉（6—12 月龄，2 段）	国食注字 YP20170033	2022 年 8 月 2 日
	内蒙古金海伊利乳业有限责任公司	伊利幼儿配方乳粉（12—36 月龄，3 段）	国食注字 YP20170034	2022 年 8 月 2 日
	杜尔伯特伊利乳业有限公司	伊利赋能星婴儿配方乳粉（0—6 月龄，1 段）	国食注字 YP20170035	2022 年 8 月 2 日
	杜尔伯特伊利乳业有限公司	伊利赋能星较大婴儿配方奶粉（6—12 月龄，2 段）	国食注字 YP20170036	2022 年 8 月 2 日
	杜尔伯特伊利乳业有限公司	伊利赋能星幼儿配方奶粉（12—36 月龄，3 段）	国食注字 YP20170037	2022 年 8 月 2 日
第三批	天津伊利乳业有限责任公司	伊利沛能婴儿配方奶粉（0—6 月龄，1 段）	国食注字 YP20170081	2022 年 8 月 10 日
	天津伊利乳业有限责任公司	伊利沛能较大婴儿配方奶粉（6—12 月龄，2 段）	国食注字 YP20170082	2022 年 8 月 10 日
	天津伊利乳业有限责任公司	伊利沛能幼儿配方奶粉（12—36 月龄，3 段）	国食注字 YP20170083	2022 年 8 月 10 日
	天津伊利乳业有限责任公司	金领冠菁护婴儿配方奶粉（0—6 月龄，1 段）	国食注字 YP20170084	2022 年 8 月 10 日
	天津伊利乳业有限责任公司	金领冠菁护较大婴儿配方奶粉（6—12 月龄，2 段）	国食注字 YP20170085	2022 年 8 月 10 日
	天津伊利乳业有限责任公司	金领冠菁护幼儿配方奶粉（12—36 月龄，3 段）	国食注字 YP20170086	2022 年 8 月 10 日

数据来源：国家食药监管总局，西南证券整理

3.3 渠道：持续精耕传统渠道，积极拓展新渠道

持续精耕传统渠道，品牌影响力逐年提升。伴随着城镇化的持续推进，城乡居民收入差距日趋缩小，三四线城市以及乡镇市场的乳品消费能力大幅上升，乳品市场蕴含着新的消费增长机会。凯度调研数据显示，县级市及县城的液态奶消费支出比上年增长 8.4%。伊利多年来积极推进渠道精耕计划，紧抓三四线城市市场机会，优化终端服务与管理标准，提升销售终端掌控能力。凯度调研数据显示，自 2013 年以来公司液态奶产品市场渗透率逐年提升，2016 年达到 77.1%，同比提升了 0.3 个百分点。从渠道结构上来看，公司在一二线城市渗透率接近饱和，2016 年同比个位数增长，而三四线城市市场贡献了 10% 以上的同比增速。截至 2016 年年末，公司直控村级网点已达 34.2 万家，比 2015 年 11 万家提升了约 2 倍，市场渗透能力逐年增强。

图 23：伊利股份液态奶市场渗透率（单位：%）



数据来源：公司公告，西南证券整理

根据凯度发布的《2017 年品牌足迹报告》，2016 年我国消费者触及数排名第一和第二的品牌为伊利和蒙牛，分别高达 11.4 亿次和 10.4 亿次，可见乳制品已经成为我国消费者日常生活中重要的消费品类之一。并且伊利连续 2 年获得第一名，2014-2016 年消费者触及数增速分别为 0%、5.4% 和 2.9% 增长，而同期蒙牛的消费者触及数增速为 2%、3.3% 和 0%，由此可见伊利股份在乳制品领域品牌影响力逐年增加。目前三四线城市的消费增长是乳制品行业增长的主要动力，因此公司持续不断的渠道精耕效果逐渐显现。

表 6：伊利消费者触及数及渗透率逐年增长

2016 年排名	2015 年排名	品牌	消费者触及次数 (亿次)	消费者触及数增长 (%)	消费者渗透率
1	1	伊利	11.4	2.9%	88.2%
2	3	蒙牛	10.4	0.0%	86.8%
3	2	康师傅	9.2	-13.6%	83.0%
4	4	旺旺	5.2	-11.5%	67.7%
5	8	海天	5.0	8.5%	70.2%
6	5	光明	4.7	-7.8%	44.2%
7	7	统一	4.5	-2.5%	63.6%
8	6	双汇	4.5	-6.7%	60.0%

2016年排名	2015年排名	品牌	消费者触及次数(亿次)	消费者触及数增长(%)	消费者渗透率
9	9	立白	3.8	-4.0%	66.1%
10	12	心相印	3.6	4.4%	58.6%

数据来源：凯度《2017全球品牌足迹报告》，西南证券整理

积极布局新兴渠道，推动渠道多元化发展。快节奏、高压力已成为越来越多城市人群的生活新常态，健康营养的乳品与触手可得的电子商务、便利店等新兴渠道相结合，满足了上述人群的日常乳品消费需求。艾瑞电商平台数据监测显示，2016年液态乳品B2C线上交易额比上年增长61.9%，增速明显高于网购整体水平；尼尔森零研数据也显示，2016年液态乳品在便利店的零售额比上年增长11.3%，增速明显快于其他零售渠道。伊利自2014年起积极优化电商业务，2014年-2016年电商业务收入同比增长分别为8.15倍、2.7倍和82%，规模持续扩大。此外公司在母婴渠道的布局也较为完善，2014年起伊利建立了“会员营销”机制，加强与消费者的直接互动沟通，为消费者提供了专业的售前、售中和售后服务。2014年，公司新增会员190多万人，公司母婴渠道销售额比上年增长86%，2015年公司在母婴渠道的门店铺货率达到73%，销售额同比增长50%，2016年公司升级“伊利母婴生态圈”战略，借助于“伊利母婴体验店”模式，推动母婴公共服务朝着国际化、智能化的方向发展。电商和母婴店渠道增长强劲，是助力公司深度挖掘乳制品市场、提高市占率的有效途径。

3.4 登高望远，打造千亿健康食品集团

目前伊利股份收入规模超过600亿元，位居中国乃至亚洲乳制品行业之首，公司中长期的战略目标为到2020年进入“全球乳制品5强”、成为“千亿级别的健康食品集团”，未来伊利股份一方面继续做大做强乳制品，另一方面还将通过产品创新将业务范围扩大到健康食品领域，实现中长期的战略目标。

3.4.1 乳制品领域继续掘金：有机奶和常温乳酸菌饮料

有机奶主打“健康”牌，顺应消费升级。有机奶是按有机标准生产，并经第三方严格认证的最健康、最安全的奶制品。有机奶则强调“完全天然”和“全程无污染”，其生产加工过程严禁使用化肥、农药、激素、生长调节剂、饲料添加剂、食品添加剂等人工合成的化学物质，其包装、贮藏、运输也都要严格遵照有机食品的相关标准，此外厂家还必须建立完善的质量跟踪审查体系，因此被广大消费者认作“最安全”的奶制品。根据frost&sullivan，2009-2013年我国有机奶需求量由1.8万吨提升至17.4万吨（复合增长率为76%），该咨询公司预计2013-2018年中国有机奶需求量有望继续高速增长，达到2018年160万吨的需求量，期间复合增长率还将保持50%以上，远高于传统液态奶市场的增长率，预计2018年我国液体奶消费量将超过3000万吨，因此有机奶占仅有5.3%，提升空间极大。

表7：各国对奶牛养殖有机认证的若干主要标准

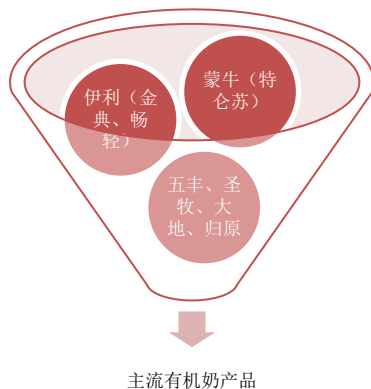
	奶牛场	喂养	饲养	生产
中国	远离城市、工业、采矿区、交通干线、被污染区域等。	至少2年转换期，超过50%的饲料喂自行供应或来自合作的有机农场，禁止使用化学合成化肥	至少6个月转换期（紧急情况除外），自然分娩并维持至少3个月的哺乳期；每头奶牛于室内及室外的活动区域分别为6平方米及4.5平方米	使用最小量的非有机材料（不超过5%），无转基因添加剂
欧洲	附近不存在任何污染风险	播种前至少2年转换期，超过60%的饲料为自行供应或来自合作的有	至少6个月转换期，每头奶牛于室内及室外的活动区域分别为6平方米及4.5平方米	使用最小量的非有机材料（不超过5%），无转基因

	奶牛场	喂养	饲养	生产
		机农场		添加剂
美国	需设立缓冲区域保护奶牛场	3年转换期，要求100%有机喂养；于放牧季节有至少30%的饲料为干物质；每头牛放牧区>0.66亩	1年转换期，所有奶牛均全年露天放养、有遮阳处、活动区域、新鲜空气、清洁饮用水及直接日照。	有机材料不得低于95%，准备有机产品时应尽使用机械或者生物
日本	奶牛于牧场及露天活动区域吃草	首次放牧前3年转换期；要求有100%有机喂养	至少6个月转换期，每头奶牛于室内及室外的活动区域分别为4平方米及4平方米	使用最小量的非有机材料（不超过5%），生产、加工或疾病控制过程中应尽使用物理及生物方法

数据来源：中国圣牧《招股说明书》，西南证券整理

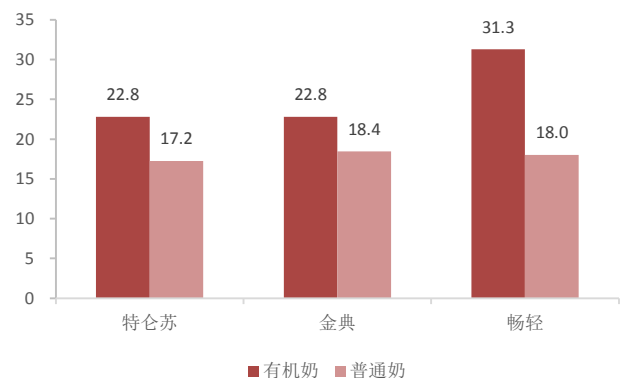
目前国内市场上比较主流的有机奶有蒙牛特仑苏有机奶和伊利金典有机奶，伊利还推出了畅轻有机酸奶，此外还有五丰、圣牧、大地、归原等企业推出的相关产品。从价格上来看，有机白奶价格比同类普通奶高出20-30%，而伊利推出的畅轻有机酸奶的价格比畅轻普通酸奶高出接近74%，更高的产品价格使得有机奶盈利能力更强，未来随着伊利股份加大对有机奶领域的投入，公司产品结构和盈利能有望进一步提升。

图 24：市场上现有有机奶产品



数据来源：西南证券整理

图 25：有机奶产品与普通奶价格比较（单位：元/kg 或 L）

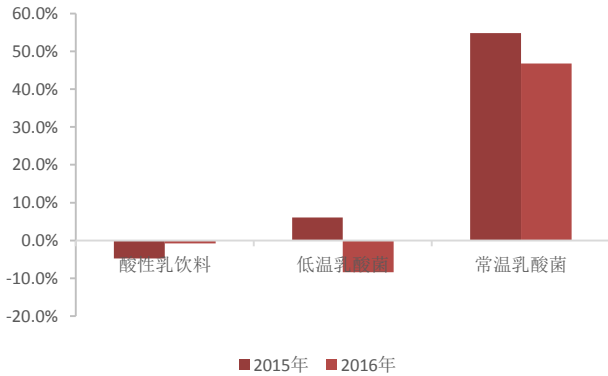


数据来源：天猫，西南证券整理

乳酸菌承接酸性乳饮料市场，常温乳酸菌更胜一筹。(1) 酸性乳饮料则以生鲜牛奶或奶粉为原料，加入水、糖、稳定剂等调制而成的产品，经灭菌处理，保质期比乳酸菌饮料要长，但酸性乳饮料添加剂多、糖分高、缺少真材实料，健康形象不突出，并且产品档次低，因此目前主要在县乡镇市场存活，未来随着乡镇人民收入水平提高和对健康食品的追逐，预计酸性乳饮料产品将继续萎缩。(2) 乳酸菌指以生鲜牛奶或奶粉为原料经发酵，添加水和增稠剂等辅料，经加工制成的产品。其中低温乳酸菌饮料由于未经灭菌处理，含有较高数量的活性乳酸菌，所以产品需在冷藏状态下保存，保质期一般在2周；为了延长产品的保质期，我国的许多厂家对乳酸菌饮料进行了灭菌处理，生产出常温乳酸菌，可在常温下保存，有利于保质期的延长。首先乳酸菌定位促进消化的健康产品，具备一定功能性，且营养比乳酸菌饮料丰富，因此乳酸菌替代酸性乳饮料成为必然；此外低温乳酸菌受制于冷链运输条件，常温乳酸菌饮料则面向更广泛的消费群体和更便捷的消费方式，因此相比之下常温乳酸菌更受青睐。目前伊利股份的乳酸菌饮料主要产品有常温乳酸菌畅意和低温乳酸菌每益添，其中畅意是2016年公司投放市场的新产品，当年实现上亿收入规模，预计今年这块产品增速较快，全

年有望实现 10 亿以上的收入规模。未来随着公司投入力度的加大，乳酸菌产品有望为公司带来更高的收入贡献。

图 26：酸性乳饮料与乳酸菌饮料增速比较（单位：%）



数据来源：尼尔森，西南证券整理

图 27：各品类代表产品

酸性乳饮料	低温乳酸菌	常温乳酸菌
<ul style="list-style-type: none"> •AD钙奶 •营养快线 •真果粒 	<ul style="list-style-type: none"> •益力多 •味全 •每益添 	<ul style="list-style-type: none"> •均瑶 •津威 •畅意

数据来源：西南证券整理

3.4.2 以植物蛋白饮料切入健康食品领域，千亿收入规模可期

根据凯度咨询的数据，2015 年伊利股份的乳制品在国内渗透率达到 88.5%，超越康师傅排名第一，但目前伊利股份仅仅是乳制品领域的龙有老大，未来若要成为千亿级别的企业，除了依靠在乳制品行业的继续深度挖掘外，向其他食品品类的扩张、打开成长空间更是必不可少的。以全球最大的食品公司雀巢集团为例，公司目前主业覆盖了奶制品、营养品、饮用水、烹调产品、谷物食品、咖啡、饮品、巧克力、冰激凌、宠物食品、食品工业原料等，公司 2016 年总销售额 895 亿瑞郎（约 6200 亿人民币），雀巢自成立以来不断地通过内生及外延的方式扩充所覆盖的产品品类，不断突破各细分领域天花板，实现收入规模的持续扩张。

图 28：雀巢集团旗下品牌

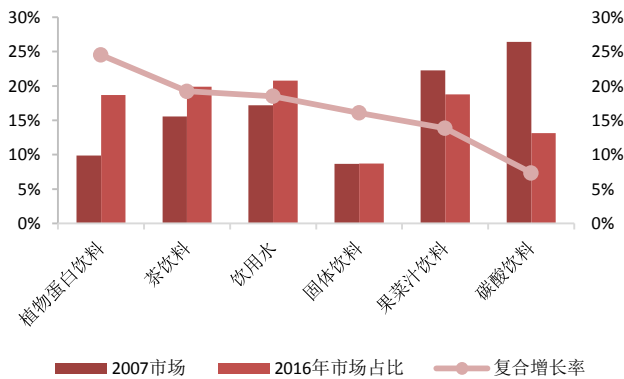


数据来源：雀巢官网，西南证券整理

多年以来伊利股份一直在寻找合适的健康食品领域，目前较为明确的试水方向为植物蛋白。植物蛋白饮料是以植物果仁、果肉及大豆为原料（如大豆、花生、杏仁、核桃仁、椰子等），经加工、调配后，再经高压杀菌或无菌包装制得的乳状饮料。相比于动物蛋白，植物蛋白脂肪含量更低，且没有胆固醇，因此对于越发追求健康生活的消费者来说，植物蛋白饮

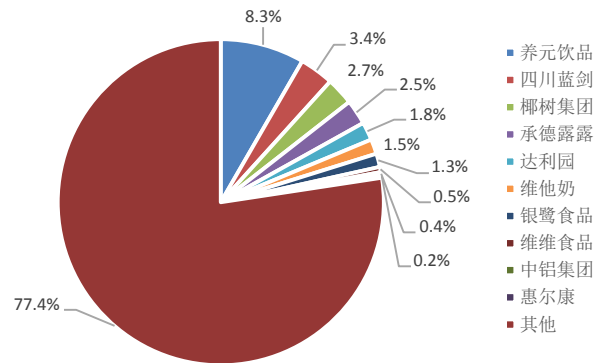
料备受青睐。根据前瞻产业研究院披露的数据，我国饮料行业各大细分板块近几年的增长情况分化比较明显，其中植物蛋白饮料的市场占比由2007年的9.9%提升到2016年的18.69%，增幅最高，且期间市场规模复合增长率也是最高，达到24.5%，超过饮料行业16.0%的平均增速，可见植物蛋白饮料行业正处于需求较高速增长阶段。

图 29：饮料行业各细分市场占比及增速（右轴）



数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

图 30：2016 年植物蛋白饮料行业市场格局



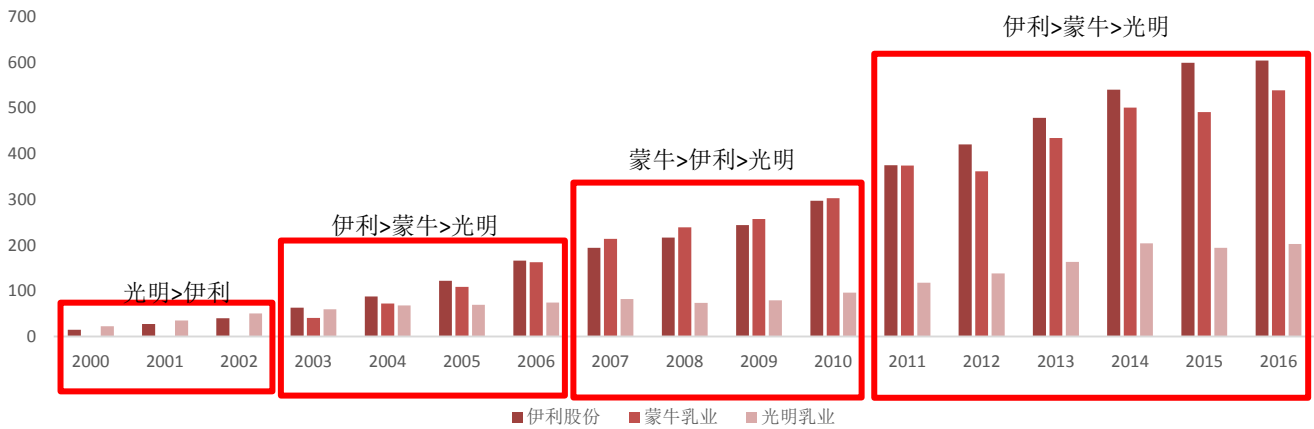
数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

目前植物蛋白饮料行业整体集中度较低，2015 年我国前十大植物蛋白饮料收入市场份额只有 22.6%，第一大公司养元饮品，市场份额为 8.3%。但是由于植物蛋白饮料细分领域较多，多数企业以其中的少数几种为业务核心品种，所以各大细分领域的各自的集中度较高，例如银鹭和养元分别在花生牛奶和核桃乳领域拥有高达 80% 的市占率，椰树在椰汁领域的市占率高达 55%。植物蛋白行业增速可观，随着新进入者的加入行业竞争愈演愈烈，进入全面整合阶段；目前各细分领域龙头积极转型，加入更多的饮料甚至食品品类，进而保持竞争力，例如椰树集团推出了矿泉水、龟苓膏、石榴汁等产品，维他奶推出了茶饮料、果汁等产品，南方食品推出黑芝麻饮料等等。伊利股份 2014 年推出了核桃乳产品试水植物蛋白饮料，市场表现良好，目前收入规模过亿元；今年下半年伊利还将推出豆奶产品，有望成为核桃乳之后又一植物蛋白饮料大单品。

4 财务分析：产品升级+成本控制，凸显品牌优势

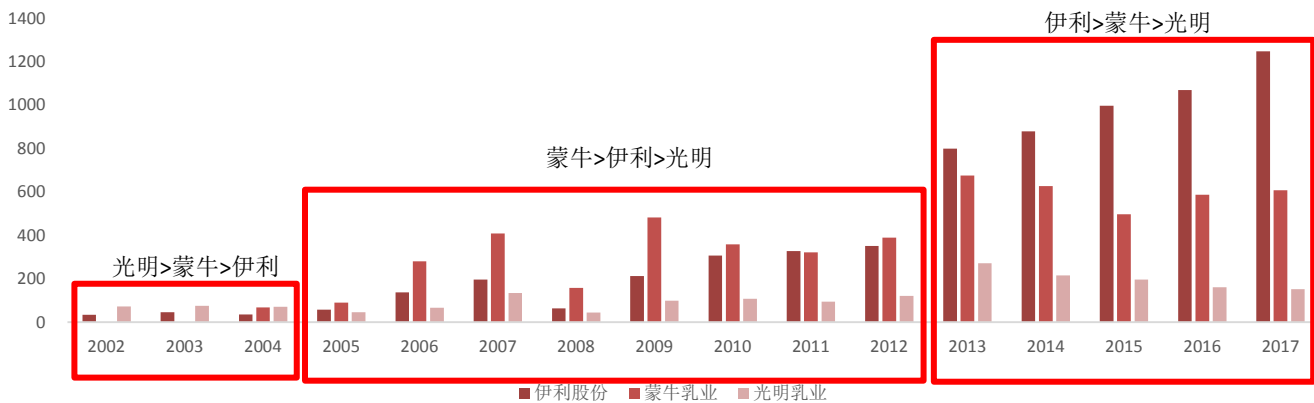
伊利股份作为乳制品龙头，凭借自身强大的产品创新、品牌和渠道管理等综合能力，一路过关斩将，2011 年以 375 亿元的收入规模超过蒙牛乳业成为国内最大的乳制品公司，2013 年以接近 800 亿元的市值成为国内市值最高的乳制品公司，目前伊利股份已经成为中国甚至亚洲最大的乳制品企业。作为行业龙头，未来伊利股份有能力同时也有责任引领乳制品甚至健康食品行业的发展，伊利股份近几年一直致力于传统乳制品高端化升级及新品类的开发，未来随着消费者消费习惯逐渐向健康食品倾斜，伊利股份有望在不远的将来跻身“全球乳业 5 强”，并成为千亿级别的健康食品集团。

图 31：国内乳制品龙头企业收入规模比较（单位：亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

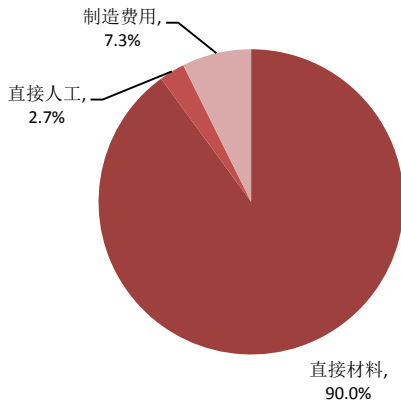
图 32：国内乳制品龙头企业市值比较（单位：亿元）



数据来源：wind，西南证券整理

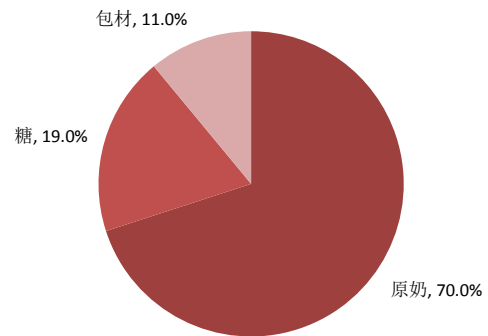
从伊利股份的生产成本结构上来看，90%来自直接材料；直接材料由原奶、糖和包材构成，其中原奶占比 70%，糖占比 19%，包材占比 11%。由此可见原材料价格波动，尤其是原奶价格波动是影响公司生产成本及毛利率的重要因素，甚至影响到伊利股份的经营决策。当原奶价格下跌时，乳制品企业将通过买赠等促销方式抢占或保持市场份额，导致终端乳制品竞争激烈；当原奶价格上升时，企业减少买赠等促销方式以降低费用率进而保证一定的净利率。

图 33：伊利股份生产成本拆分



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 34：伊利股份直接材料成本拆分

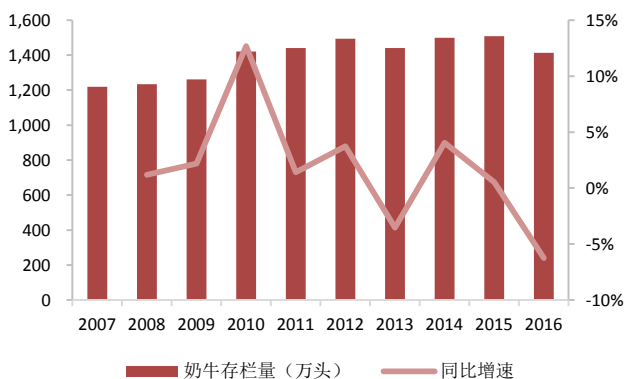


数据来源：西南证券整理

供需关系持续改善，海外奶粉温和上涨，国内原奶价格有望筑底回升。国内的乳制品企业在生产过程中除了使用国内自产生鲜乳，同时部分产品也可以使用进口工业奶粉替代，因此当国际原奶供需及价格通过奶粉出口影响国内原奶价格走势。当国际原奶和奶粉价格上涨时，国内原奶随之上涨；当国际原奶和奶粉价格下跌时，国内原奶价格随之下跌，进而保证供需平衡。所以，影响国内原奶价格的因素主要是国内原奶供需和国际原奶供需。

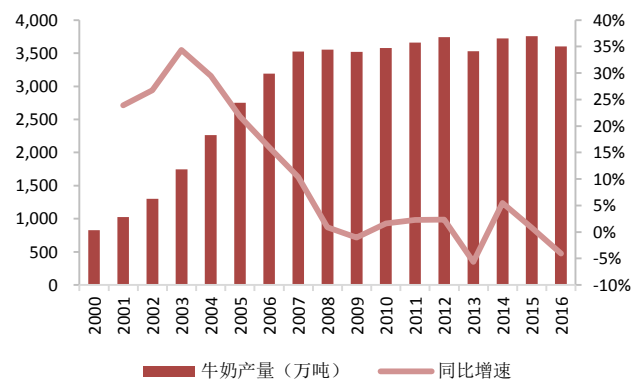
(1) 国内原奶供需：需求稳步增长，供给端有望收紧。如前文分析，未来随着人口增长、人均乳制品消费量提升、二胎政策放开等等，我国乳制品消费类将保持稳定上涨态势。而从供给看，由于过去 2 年供给过剩，原奶价格低迷，养殖企业亏损严重，被迫杀牛止损，使得 2016 年我国奶牛存栏量下降超过 6%，同期牛奶产量同比增速下滑 4%。然而 2016 年减少的奶牛存栏对于牛年的产量影响时间较长，因为奶牛补栏到产奶周期约为 24 个月，因此从未来 2 年内原奶国内供给量有望继续收缩，加速去库存甚至出现供不应求的局面。因此从国内供需的角度分析，国内原奶价格下跌空间有限。

图 35：我国奶牛存栏量及增速



数据来源：wind，西南证券整理

图 36：我国牛奶产量及增速（右轴）



数据来源：wind，西南证券整理

(2) 国际原奶供需：供需关系好转，原奶价格回升。受全球乳制品市场不景气及极端气候影响，新西兰、澳大利亚、阿根廷、欧盟等主产国相继减产。以新西兰为例，根据 USDA 的统计数据，2015 年、2016 年新西兰泌乳牛存栏量同比下降 2%、1%，同期牛奶产量同比增速分别为 2.8%、-1.6%，2015 年全脂奶粉产量同比-6%，脱脂奶粉产量同比-11%，供给

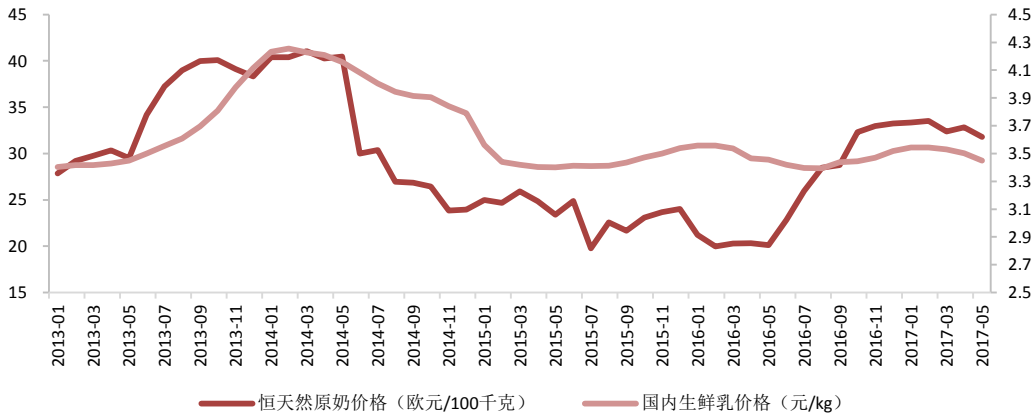
端明显下降趋势。USDA 预计 2017 年欧盟、新西兰、阿根廷、澳大利亚等原奶出口国奶牛存栏同比-0.6%、-1.0%、-5.0%、-1.0%，减产趋势明确。由于产量收缩，恒天然原奶价格在 2016 年 5 月份开始出现大幅上涨，由 200 欧元/吨上涨到目前月 320 欧元/吨，涨幅超过 50%，恒天然原奶价格上涨带动了恒天然全脂奶粉和脱脂奶粉拍卖价格上涨。对于我国来说，进口奶粉涨价是导致国内原奶价格上涨的主要动力。随着国内和国际原奶供给端收缩的影响逐渐显现，未来原奶供需关系有望逐渐改善，国内原奶价格进入上涨周期。

图 37: 恒天然全脂奶粉拍卖价格 (单位: 美元/吨)


数据来源: GDT, 西南证券整理

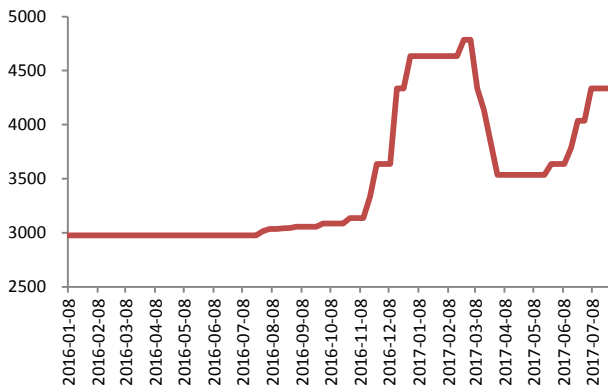
图 38: 恒天然脱脂奶粉拍卖价格 (单位: 美元/吨)


数据来源: 西南证券整理

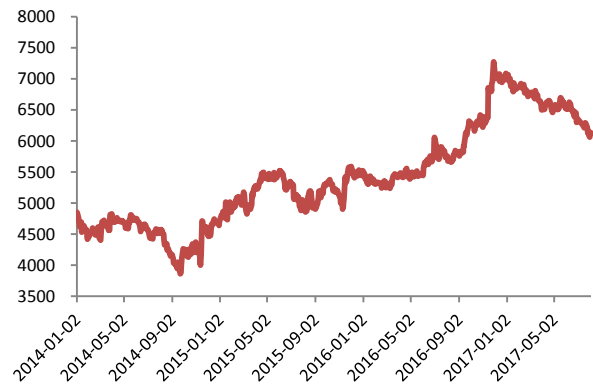
图 39: 恒天然原奶价格与国内生鲜乳价格波动比较


数据来源: 中国产业信息网, 智研咨询, 西南证券整理

包材和糖的价格在 2016 年出现大幅上涨, 进入 2017 年包材和糖的价格有一定回落, 但是和去年同期相比, 依旧处于高位。

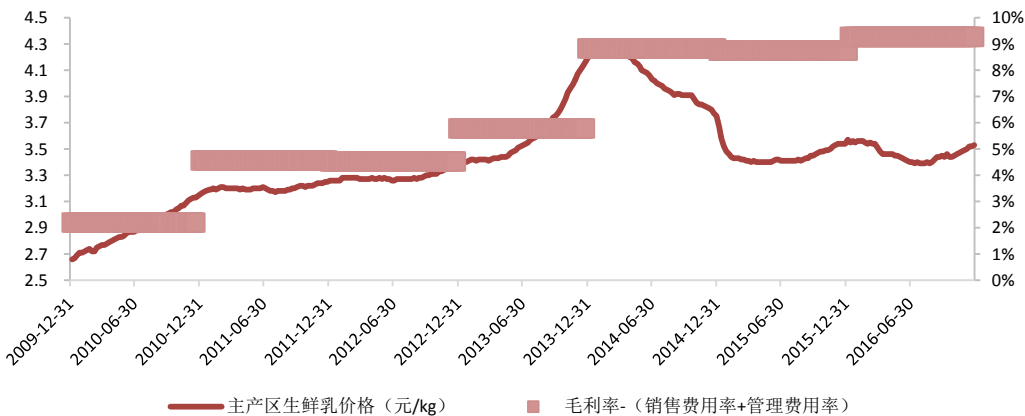
图 40：出厂平均价:瓦楞纸:玖龙:华东（元/吨）


数据来源：wind，西南证券整理

图 41：期货收盘价(连续):白砂糖（元/吨）


数据来源：wind，西南证券整理

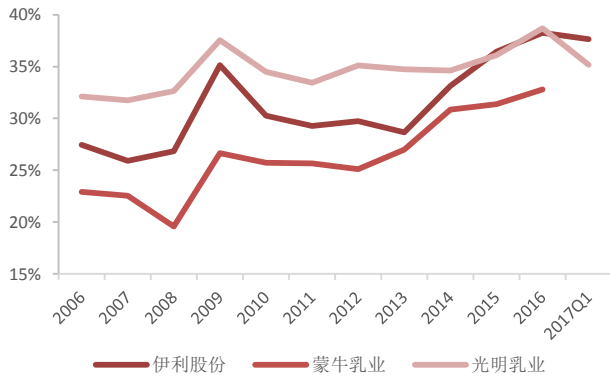
伊利股份凭借产品升级和强大的成本管控能力抵御原材料价格波动。当原奶、包材、糖的价格出现波动时，乳制品企业会采用相应的营销措施加以应对，因此在原材料价格上涨，乳制品毛利率下跌时，公司会减少费用投入保证盈利能力；当原材料价格下跌，乳制品毛利率上涨时，公司会采取一定的促销手段保持收入增长和盈利能力。因此以毛利率和费用率之间的差额来考察乳制品企业在原材料价格波动过程中盈利能力，是相对合理的。从伊利股份的毛利率与销售费用率及管理费用率的差额来看，无论原奶价格如何波动，自 2009 年起这一差额持续提升。由此可见，伊利股份凭借其强大的产品升级和成本管控能力，有效抵御了原材料周期波动，并且每次原奶价格的变化都伴随着伊利股份盈利能力的提升，这是伊利股份产品力、渠道力及品牌力的体现，更是伊利股份背后强大的管理团队能力的体现。因此未来无论原材料价格走势如何，伊利股份都有能力抵御甚至利用波动机会，不断提高盈利水平。

图 42：原奶价格波动与伊利股份盈利能力（右轴）比较


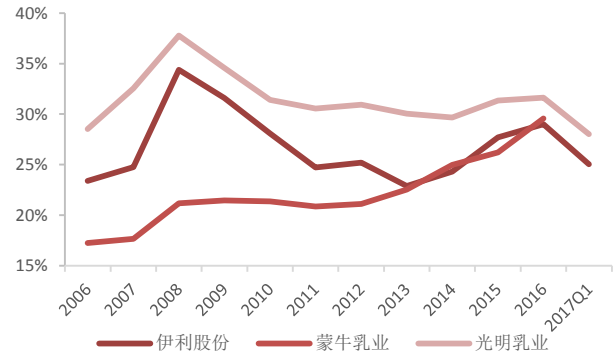
数据来源：wind，公司公告，西南证券整理

盈利能力高于行业平均水平，竞争优势明显。从伊利、蒙牛和光明三家乳制品龙头企业的比较来看。（1）毛利率：伊利股份毛利率自 2013 年以来不断提高，并且逐步赶超光明乳业成为三家乳制品企业中毛利率最高的公司，主要得益于产品升级与渠道下沉带来的规模效应。（2）费用率：从销售和管理费用合计费用率来看，伊利的费用率在 2016 年成为三家最低，由此可见在行业竞争较为激烈的背景下，公司管理效率逐步提高，虽然 2014 年以来费

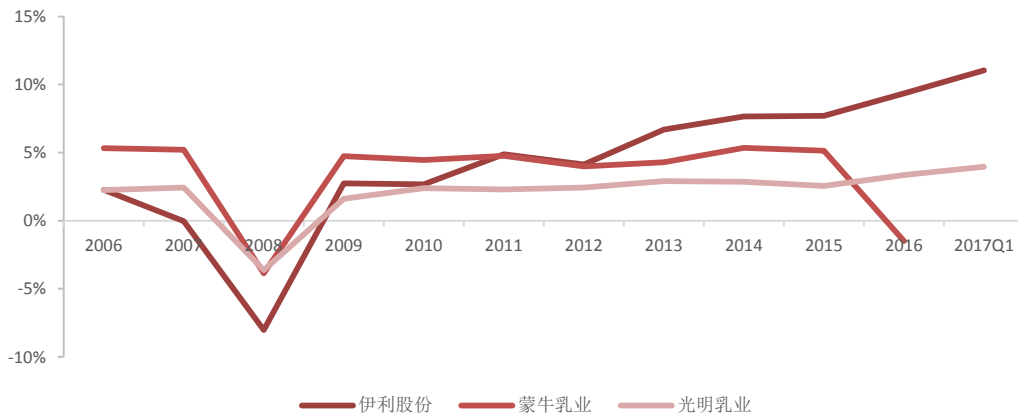
用率稍有提升，但相比于蒙牛和光明，成本优势逐渐显现。(3) 净利率：得益于伊利股份持续的产品升级、渠道下沉和拓展以及较高的综合管理能力，自 2013 年以来公司的净利率超过蒙牛成为三家中最 高，并逐年拉开差距，竞争优势明显。

图 43：伊利、蒙牛、光明毛利率比较


数据来源：wind，西南证券整理

图 44：伊利、蒙牛、光明销售和管理费用率比较


数据来源：wind，西南证券整理

图 45：伊利、蒙牛、光明净利率比较


数据来源：wind，公司公告，西南证券整理

5 盈利预测与估值

关键假设：

(1) 液体乳：随着公司高端产品占比不断提升及新产品上市，预计公司液体奶收入增速有望维持 10% 的增速；短期受到糖及包材价格同比提升的影响，毛利率稍有回落，但产品结构持续上移将带动毛利率稳步提升，预计 2017-2019 年液态奶毛利率为 35.0%、35.5%、36.0%；

(2) 奶粉：受益于婴幼儿奶粉配方注册制落地及高端产品收入占比提升，预计未来奶粉业务收入加速增长；产品结构上移将带动毛利率稳步提升，预计 2017-2019 年液态奶毛利率为 55.0%、55.5%、56.0%。

表 8：伊利股份收入及盈利预测

单位：百万元	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
合计						
营业收入	54436	60360	60609	65552	71901	79103
yoy	13.9%	10.9%	0.4%	8.2%	9.7%	10.0%
营业成本	36400	38376	37427	41147	44842	49016
毛利率	33.1%	36.4%	38.2%	37.2%	37.6%	38.0%
液体乳						
收入	42406	47151	49522	54475	59922	65914
yoy	-	11.2%	5.0%	10.0%	10.0%	10.0%
成本	29335	31082	31714	35408	38650	42185
毛利率	30.8%	34.1%	36.0%	35.0%	35.5%	36.0%
奶粉及奶制品						
收入	6013	6447	5456	5565	6010	6491
yoy	-	7.2%	-15.4%	2.0%	8.0%	8.0%
成本	3270	2839	2391	2504	2674	2856
毛利率	45.6%	56.0%	56.2%	55.0%	55.5%	56.0%
冷饮						
收入	4284	4098	4194	4278	4364	4451
yoy	-	-4.3%	2.4%	2.0%	2.0%	2.0%
成本	2782	2609	2388	2481	2531	2582
毛利率	35.0%	36.3%	43.1%	42.0%	42.0%	42.0%
混合饲料						
收入	783	1058	408	0	0	0
yoy	-	35.1%	-61.4%			
成本	661	846	308	0	0	0
毛利率	15.6%	20.0%	24.7%			
其他						
收入	950	1605	1029	1235	1605	2247
yoy	-	69.0%	-35.9%	20.0%	30.0%	40.0%
成本	351	1000	627	753	987	1393
毛利率	63.0%	37.7%	39.1%	39.0%	38.5%	38.0%

数据来源：西南证券整理

结论与评级：预计公司 2017-2019 年归母净利润将保持 12.8% 的复合增长率。目前乳制品公司 2018 年平均 PE 为 26 倍左右，考虑到伊利作为乳制品龙头，凭借其品牌力、产品力和渠道力，未来在乳制品领域市占率有望持续提升；此外公司已经逐步进入健康食品领域，有望打开全新成长空间。因此给予公司 2018 年 26 倍估值，对应目标价 30.0 元，给予“买入”评级。

6 风险提示

食品安全、原奶价格超预期上涨、新产品上市不及预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	60609.22	65551.99	71900.57	79102.83	净利润	5669.04	6092.01	7042.92	8129.10
营业成本	37427.44	41146.98	44842.08	49015.66	折旧与摊销	1611.78	2129.49	2177.40	2201.36
营业税金及附加	420.07	454.33	498.33	548.25	财务费用	23.88	32.50	62.86	42.14
销售费用	14114.32	14093.68	15242.92	16611.59	资产减值损失	45.70	50.00	50.00	50.00
管理费用	3456.67	3277.60	3595.03	3955.14	经营营运资本变动	3219.87	-1376.41	1098.41	1248.75
财务费用	23.88	32.50	62.86	42.14	其他	2247.06	-149.81	-149.99	-150.04
资产减值损失	45.70	50.00	50.00	50.00	经营活动现金流净额	12817.33	6777.78	10281.60	11521.31
投资收益	399.26	100.00	100.00	100.00	资本支出	802.96	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-4046.17	133.81	100.00	100.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-3243.21	133.81	100.00	100.00
营业利润	5520.41	6596.90	7709.34	8980.05	短期借款	-6040.00	2850.00	0.00	0.00
其他非经营损益	1111.66	530.00	530.00	530.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	6632.07	7126.90	8239.34	9510.05	股权融资	-0.35	217.69	0.00	0.00
所得税	963.04	1034.89	1196.43	1380.95	支付股利	-2729.16	-3336.07	-3584.98	-4144.56
净利润	5669.04	6092.01	7042.92	8129.10	其他	-45.03	-176.76	-62.86	-42.14
少数股东损益	7.23	7.77	8.98	10.36	筹资活动现金流净额	-8814.53	-445.14	-3647.84	-4186.70
归属母公司股东净利润	5661.81	6084.24	7033.94	8118.74	现金流量净额	994.68	6466.45	6733.76	7434.61
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	13823.65	20290.10	27023.86	34458.47	成长能力				
应收和预付款项	1283.82	1429.60	1554.56	1706.96	销售收入增长率	0.41%	8.16%	9.68%	10.02%
存货	4325.78	4755.53	5182.63	5665.09	营业利润增长率	12.79%	19.50%	16.86%	16.48%
其他流动资产	759.44	788.68	865.06	951.71	净利润增长率	21.80%	7.46%	15.61%	15.42%
长期股权投资	1631.10	1631.10	1631.10	1631.10	EBITDA 增长率	2.64%	22.40%	13.59%	12.80%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	14481.06	12474.91	10420.85	8342.84	毛利率	38.25%	37.23%	37.63%	38.04%
无形资产和开发支出	1001.56	889.20	776.84	664.48	三费率	29.03%	26.55%	26.29%	26.05%
其他非流动资产	1955.85	1944.87	1933.89	1922.90	净利率	9.35%	9.29%	9.80%	10.28%
资产总计	39262.27	44204.00	49388.79	55343.56	ROE	24.40%	23.37%	23.86%	24.26%
短期借款	150.00	3000.00	3000.00	3000.00	ROA	14.44%	13.78%	14.26%	14.69%
应付和预收款项	13487.60	12623.76	14225.25	16053.88	ROIC	23.59%	30.97%	38.13%	50.00%
长期借款	0.29	0.29	0.29	0.29	EBITDA/销售收入	11.81%	13.36%	13.84%	14.19%
其他负债	2388.49	2514.69	2640.06	2781.66	营运能力				
负债合计	16026.39	18138.74	19865.60	21835.83	总资产周转率	1.54	1.57	1.54	1.51
股本	6064.80	6079.00	6079.00	6079.00	固定资产周转率	4.38	5.26	6.57	8.66
资本公积	2476.36	2679.85	2679.85	2679.85	应收账款周转率	105.93	109.64	109.98	110.17
留存收益	14178.66	16926.83	20375.79	24349.97	存货周转率	8.33	9.06	9.02	9.04
归属母公司股东权益	23081.77	25903.37	29352.33	33326.51	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	111.56%	—	—	—
少数股东权益	154.12	161.89	170.87	181.23	资本结构				
股东权益合计	23235.89	26065.26	29523.19	33507.74	资产负债率	40.82%	41.03%	40.22%	39.46%
负债和股东权益合计	39262.27	44204.00	49388.79	55343.56	带息债务/总负债	0.94%	16.54%	15.10%	13.74%
					流动比率	1.35	1.60	1.85	2.07
					速动比率	1.06	1.32	1.57	1.79
					股利支付率	48.20%	54.83%	50.97%	51.05%
业绩和估值指标					每股指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	7156.07	8758.89	9949.61	11223.54	每股收益	0.93	1.00	1.16	1.34
PE	26.03	24.22	20.95	18.15	每股净资产	3.82	4.29	4.86	5.51
PB	6.34	5.65	4.99	4.40	每股经营现金	2.11	1.11	1.69	1.90
PS	2.43	2.25	2.05	1.86	每股股利	0.45	0.55	0.59	0.68
EV/EBITDA	18.37	14.64	12.21	10.16					
股息率	1.85%	2.26%	2.43%	2.81%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	机构销售	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn