

食品饮料

2017年10月10日

伊利股份 (600887)

——复苏大幕启、天高任“伊”飞

报告原因：强调原有的投资评级

买入 (维持)

市场数据：2017年10月09日

收盘价(元)	27.79
一年内最高/最低(元)	28.32/17
市净率	7.4
息率(分红/股价)	2.16
流通A股市值(百万元)	167667
上证指数/深证成指	3374.38/11264.27

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2017年06月30日

每股净资产(元)	3.74
资产负债率%	48.40
总股本/流通A股(百万)	6079/6033
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《伊利股份(600887)点评：二季度业绩再超预期，基本面复苏逻辑仍在强化》
2017/09/01

《伊利股份(600887)点评：不惧波动，趋势仍向好》 2017/07/04

证券分析师

吕昌 A0230516010001
lvchang@swsresearch.com
张喆 A0230517080002
zhangzhe@swsresearch.com

联系人

张喆
(8621)23297818 × 转
zhangzhe@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **乳制品行业处于复苏周期起点，龙头伊利更为受益：**我们认为当前乳制品行业正处于复苏周期的起点，伊利作为龙头企业的受益程度更为明显。核心逻辑在于：1) 原奶价格基本见底，促销力度已经出现趋缓趋势，伊利的盈利能力有望环比改善；2) 行业需求弱复苏，龙头企业的渠道和品牌优势明显、在原奶价格弱复苏周期更有利于抢占市场份额，伊利的市占率水平稳步提升，收入增速同样有望呈现出环比改善的趋势。
- **需求：行业需求复苏，龙头伊利市占率稳步提升：**1) 长期来看，国内乳制品行业已经进入销售均价提升的贡献强于销量提升的阶段。但乳制品销量仍有较为明显的成长空间，远未达到饱和的地步；而持续的产品结构升级+品类扩张将支撑行业均价提升。2) 中短期来看国内乳制品需求回暖确定，2017年国内液态奶终端需求回归中高个位数增长，主要受益于可选消费呈现的整体复苏。2017Q2 伊利营业收入同比增长 19.63%，明显高于行业整体增速。伊利的收入复苏是收入增速在 16 年低谷之后的均值回归叠加需求复苏所带来的共振效应，一方面公司液态奶渠道库存消化完毕，回归正常动销水平；另一方面，伊利巨大的渠道渗透优势和品牌运作优势在行业需求复苏背景下受益程度更大。我们认为，对于伊利而言未来 10%左右的年收入增速将会是常态。乳制品行业内的产品结构升级和内生外延并举预期下的多品类布局将支撑伊利的中长期收入增长点。
- **供给：原奶供需格局优化，伊利的盈利能力有望改善。**1) 国内原奶的供需格局出现优化，原奶价格基本见底。供给端国内原奶产能释放的高峰期已过，供给压力有所缓解；需求端，国内乳制品制造企业的大包粉库存已经得到消化、全脂乳粉的性价比优势弱化；同时国内乳制品行业需求弱复苏，增加对国内原奶的需求。2) 原奶价格复苏+竞争格局优化，伊利净利率有望继续环比改善：原奶价格的上涨会对伊利的毛利率呈现出负面影响，但是原奶价格的上涨同时也会带来促销费用投放力度的弱化，期间费用率同样会呈现出下降的趋势，历史上来看公司毛利率和期间费用率的同步变动特性显著。而且在促销减缓和产品结构持续升级的驱动下，原奶价格上涨对毛利率的负面影响能够被有效消化一部分，期间费用率下降的幅度通常会大于毛利率的下降幅度，公司的净利率持续稳步提升。
- **投资评级与估值：**我们上调盈利预测，预计 2017-19 年实现净利润 62.50 亿、78.62 亿和 96.96 亿，分别同比增长 10.4%、25.8%和 23.3%。对应 2017-19 年的 EPS 分别为 1.03、1.29、1.59 元(前次 1.03、1.22、1.46 元)，最新收盘价对应 2017-18 年分别为 27、22xPE。参考相对估值和绝对估值两种方法，给予未来一年的目标价 38 元，维持“买入”评级。
- **股价表现的催化剂：核心产品收入增速超预期、竞争格局改善速度超预期**
- **核心假设风险：食品安全问题**

财务数据及盈利预测

	2016	2017H1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	60,312	33,302	68,456	75,389	83,185
同比增长率(%)	0.75	11.28	12.90	10.10	10.30
净利润(百万元)	5,662	3,364	6,250	7,862	9,696
同比增长率(%)	22.24	4.75	10.40	25.80	23.30
每股收益(元/股)	0.93	0.55	1.03	1.29	1.59
毛利率(%)	37.9	38.2	37.7	37.4	37.4
ROE(%)	24.5	14.8	23.8	25.9	27.3
市盈率	30		27	22	17

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

我们上调盈利预测，预计 2017-19 年分别实现净利润 62.50 亿、78.62 亿和 96.96 亿，分别同比增长 10.4%、25.8%和 23.3%。对应 2017-19 年的 EPS 分别为 1.03、1.29、1.59 元（前次 1.03、1.22、1.46 元），最新收盘价对应 2017-18 年分别为 27、22xPE。在相对估值法下，参考可比公司的估值情况，考虑到伊利日渐强势的国内乳制品龙头地位以及逐渐改善的基本面趋势，给予公司小幅的估值溢价，未来一年目标价 36 元，对应 2018 年约 28xPE。在 FCFF 绝对估值法下，结合假设计算出公司每股价值 40.52 元。我们以两种方法的均值作为公司的目标价，未来一年公司的目标价为 38 元，维持“买入”评级。

关键假设点

1) 受益于行业需求的复苏以及公司市占率水平的稳步提升，我们认为公司主营液体乳业务 10%以上的收入增速将会是常态，我们预计 2017-19 年公司液体乳业务分别同比增长 12.88%、10.64%和 10.91%。而婴幼儿奶粉配方注册制的顺利实施有助于中小杂牌产品的出清、公司的婴幼儿奶粉业务有望迎来复苏周期，我们预计 2017-19 年公司的奶粉业务收入分别同比增长 16.83%、11.49%和 10.92%。

2) 对于公司毛利率，虽然今年原奶价格仍处于底部弱复苏的态势，并未对公司成本造成很大的压力，但包装材料和辅料等价格上涨明显。根据我们的弹性测算，公司液体乳业务的毛利率理论同比下降 1.5%-3%。但产品结构和促销力度的变化对今年毛利率的变化有明显正向影响，我们预计公司液体乳整体毛利率会呈现出小幅下降的趋势。结合各项业务，我们预计 2017-19 年公司整体毛利率分别为 37.69%、37.43%和 37.45%。

有别于大众的认识

1) 国内乳制品行业进入销售均价提升的贡献程度强于销量提升的平稳增长阶段：但国内消费者人均饮奶量仍有较大的提升空间、中西部地区以及农村居民的消费能力提升为乳制品行业提供增量市场，而产品结构升级+品类扩张将支撑乳制品行业持续的均价提升，并且会是行业增长的长期核心驱动因素。

2) 原奶价格的上涨有利于伊利盈利能力改善：原奶价格上涨会对毛利率负面影响，但原奶价格的上涨同时也会带来促销费用投放力度的弱化，期间费用率同样会呈现出下降的趋势，历史上来看公司毛利率和期间费用率的同步变动特性显著。而且在促销减缓和产品结构持续升级的驱动下，原奶价格上涨对毛利率的负面影响能够被有效消化一部分，期间费用率下降的幅度通常会大于毛利率的下降幅度，公司的净利率持续稳步提升。

股价表现的催化剂

核心产品收入增速超预期、竞争格局改善速度超预期

核心假设风险

食品安全问题

1

目录

乳制品行业处于复苏周期起点，龙头更为受益	7
2 需求：行业需求复苏，龙头市占率稳步提升	7
2.1 乳制品短期需求复苏趋势明显、长期成长空间仍在	7
2.1.1 短期乳制品行业需求复苏趋势明显	8
2.1.2 长期来看，国内乳制品行业进入平稳增长期	9
2.2 龙头地位日渐稳固、伊利市占率仍在稳步提升	14
2.2.1 为什么伊利能够获得远快于行业的收入增速？	15
2.2.2 如何看待伊利的中长期成长性？	18
2.3 雀巢：伊利可对标的国际综合食品集团	23
3 供给：原奶供需格局优化，下游盈利能力改善	26
3.1 原奶供需格局改善、价格基本见底	26
3.2 原奶价格见底弱复苏利于伊利的盈利能力改善	30
4 盈利预测与投资建议	38
4.1 相对估值法	41
4.2 绝对估值法	42

图表目录

图 1: 乳制品行业处于复苏周期起点	7
图 2: 2017 年以来国内乳制品行业上市公司收入增速提升明显	8
图 3: 2017 年以来国内限额以上企业消费品零售总额同比增速环比改善	8
图 4: 2017 年化妆品类零售额同比增速提升明显	9
图 5: 2017 年金银珠宝零售额同比增速提升明显	9
图 6: 奶类产品的城镇居民和农村居民年人均消费量差异最为明显	9
图 7: 2002 年至今国内乳制品行业终端销售额增长情况	10
图 8: 国内乳制品行业三个阶段的发展过程	10
图 9: 国内乳制品终端销量保持小个位数增长	11
图 10: 中国人均液态奶消费量仍有较大提升的空间	11
图 11: 国内不同省区的乳制品消费额差距较大	11
图 12: 国内城镇和农村居民的人均奶类消费量存在较大的差距	12
图 13: 国内人均可支配收入的区域差距较大	12
图 14: 国内城镇居民可支配收入远高于农村居民	12
图 15: 近年来乳制品行业的销售均价持续提升	13
图 16: 伊利常温白奶的产品结构升级带动销售均价的提升	13
图 17: 酸奶等产品的销售单价高于白奶产品	14
图 18: 国内酸奶产品的成长性好于乳制品行业	14
图 19: 中国人均奶酪消费量有较大的提升空间	14
图 20: 奶酪的销售吨价远高于白奶及乳饮料	14
图 21: 2017Q2 伊利单季度收入增速将近 20%	15
图 22: 2017 年以来伊利的市占率水平稳步提升	15
图 23: 2016 年伊利的液态奶增速下滑较为明显	16
图 24: 2016 年伊利的奶粉业务收入出现较为明显的下滑	16
图 25: 2002-12 年伊利子公司数量从 34 个提升到 88 个	18
图 26: 蒙牛现有的常温液态奶渠道体系	18
图 27: 伊利现有的常温液态奶渠道体系	18
图 28: 伊利在国内乳制品行业市占率位居第一	19

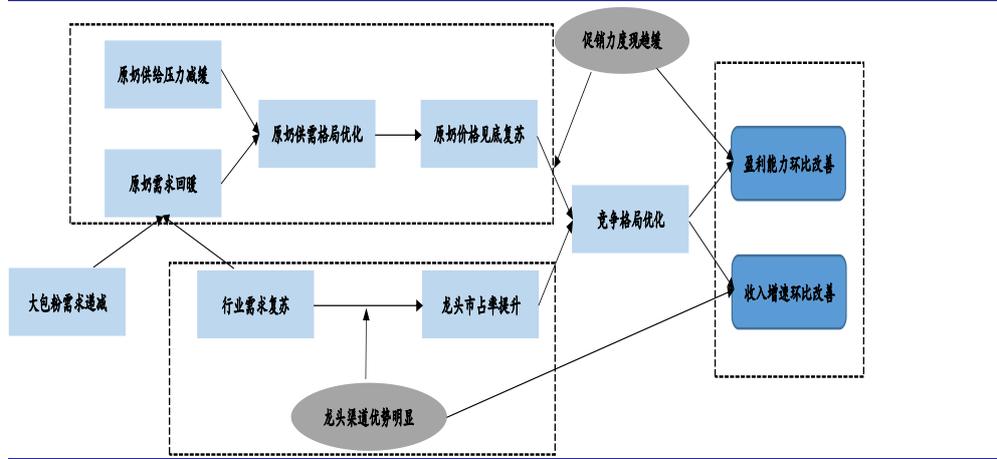
图 29: 近年来伊利在国内液态奶市占率稳步提升	19
图 30: 不同国家的巴氏奶和常温奶消费占比结构不同	19
图 31: 伊利可以分为不同的历史发展阶段	21
图 32: 2011 年后伊利收入增长的归因分析	21
图 33: 2017 年安慕希预计能增长 30% 以上	22
图 34: 2017 年金典预计能保持高个位数增长	22
图 35: 伊利品牌价值位于国内快消品领先地位	22
图 36: 雀巢现有的品牌体系	24
图 37: 近年来雀巢不同业务的收入结构占比情况	24
图 38: 近年来雀巢不同业务的收入区域占比情况	24
图 39: 雀巢现有在国内的品牌体系	25
图 40: 雀巢自成立以来的重大历史事件汇总	25
图 41: 国内生鲜乳收购价格的历史波动情况	26
图 42 : 2014 年国内原奶产量有较为明显的回升	27
图 43: 2014 年国内奶牛存栏量提升明显	27
图 44: 2013-14 年国内全脂奶粉进口量大幅提升	27
图 45 : 国内超过 50% 的进口全脂奶粉用于乳制品	27
图 46: 乳制品主要上市公司的原材料库存均在 2014 年提高	28
图 47: 预计 2017 年国内泌乳牛数量继续下降	28
图 48: 国内主要牧场的产能集中释放期已过	28
图 49: 近年来国内奶牛单产数量提升较为明显	29
图 50: 横向对比国内奶牛单产仍有较大提升空间	29
图 51: 2007-2014 年国内牧场平均规模提升明显	29
图 52: 预计国内奶牛规模化养殖比重仍会提升	29
图 53: 2016 年开始国际全脂奶粉拍卖价格出现反弹	30
图 54: 2017 年前 7 个月进口大包粉仅同比增加 6%	30
图 55: 目前全脂奶粉的性价比优势已经弱化	30
图 56: 原奶价格的上涨有利于龙头企业的盈利能力改善	31
图 57: 影响伊利毛利率变化的三个因素	31
图 58: 国内生鲜乳收购价格的历史波动情况	32

图 59: 伊利历史上的液态奶业务毛利率变化情况.....	32
图 60: 不同促销方式对伊利毛利率的影响方式不同	33
图 61: 伊利液态奶高端产品的历史布局情况.....	34
图 62: 伊利高端液态奶产品的收入占比逐年提升.....	35
图 63: 伊利高端液态奶产品毛利率远高于普通产品	35
图 64: 伊利历史期间费用率的变化幅度较大.....	35
图 65: 销售费用是最主要的期间费用构成	35
图 66: 广告营销费用是伊利销售费用最主要的构成	36
图 67: 伊利历史上毛利率和期间费用率的变化呈现出较强的同步性.....	37
图 68: 伊利近年来的扣非净利率稳步提升	37
图 69: 今年以来国内瓦楞纸平均价上涨明显.....	39
表 1: 伊利已经有 7 个品牌、21 个产品配方获注册制认证.....	17
表 2: 常温奶消费占主导的国家乳制品行业 CR2 程度更高	20
表 3: 2016 年伊利收入规模位居全球乳业前八强	23
表 4: 没有任何促销情况下的安慕希的渠道利润分配.....	33
表 5: 特价促销情况下的安慕希的渠道利润分配.....	33
表 6: 买赠促销情况下的安慕希的渠道利润分配.....	34
表 7: 厂商与经销商对线下营销推广费用的分摊方式.....	36
表 8: 伊利今年主要冠名的综艺节目列表	36
表 9: 公司液体乳业务的收入预测.....	38
表 10: 公司奶粉及冷饮业务的收入预测.....	39
表 11: 伊利的毛利率受包材以及辅助材料价格上升的影响的弹性测算	40
表 12: 公司主营业务毛利率预测明细	40
表 13: 公司的销售费用预测明细	41
表 14: 可比公司相对估值列表.....	41
表 15: WACC 测算.....	42
表 16: FCFE 估值测算	42

1. 乳制品行业处于复苏周期起点，龙头更为受益

我们认为当前乳制品行业正处于复苏周期的起点，无论是以原奶为代表的原材料供给还是终端需求都处于明确向好的趋势，在这一过程中龙头企业的受益程度更为明显。核心逻辑在于：1) 原奶价格基本见底，促销力度已经出现趋缓趋势、继续恶化的概率较小，龙头企业的盈利能力有望环比改善；2) 行业需求弱复苏，龙头企业的渠道和品牌优势明显、在原奶价格弱复苏周期更有利于抢占市场份额，龙头企业的市占率水平稳步提升，收入增速同样有望呈现出环比改善的趋势。

图 1：乳制品行业处于复苏周期起点



资料来源：申万宏源研究

2 需求：行业需求复苏，龙头市占率稳步提升

2.1 乳制品短期需求复苏趋势明显、长期成长空间仍在

今年以来消费特别是可选消费整体呈现复苏的态势，我们认为，对中西部及县乡级消费者来说，乳制品具备一定的可选属性，因此今年以来三四线及县乡市场的需求复苏驱动乳制品行业的需求复苏。参考其他品类的复苏周期，我们认为乳制品行业的需求复苏具备可持续性，有望继续保持中高个位数左右的增长。

而长期来看，国内乳制品行业已经进入销售均价提升的贡献程度强于销量提升的平稳增长阶段。但国内消费者人均饮奶量仍有较大的提升空间、中西部地区以及农村居民的消费能力提升为乳制品行业提供增量市场，而产品结构升级+品类扩张将支撑乳制品行业持续的均价提升，并且会是行业增长的长期核心驱动因素，国内乳制品行业长期仍会保持中小个位数左右的增速。

2.1.1 短期乳制品行业需求复苏趋势明显

第三方咨询公司的终端数据显示 2017 年以来国内乳制品行业增速环比改善明显，国内乳制品行业回归到中高个位数增速的态势。乳制品行业的需求复苏在上市公司的报表中同样得到较为明显的体现，2017Q2 乳制品行业主要上市公司（伊利、光明、三元、天润、燕塘和科迪）合计实现营业收入 259.65 亿元，同比增速高达 18.27%，环比 2016 年的增速提升明显。同时今年乳制品行业的需求复苏呈现出明显的区域和市场差异，以县级和乡镇为代表的市场成为今年行业复苏的核心驱动因素。

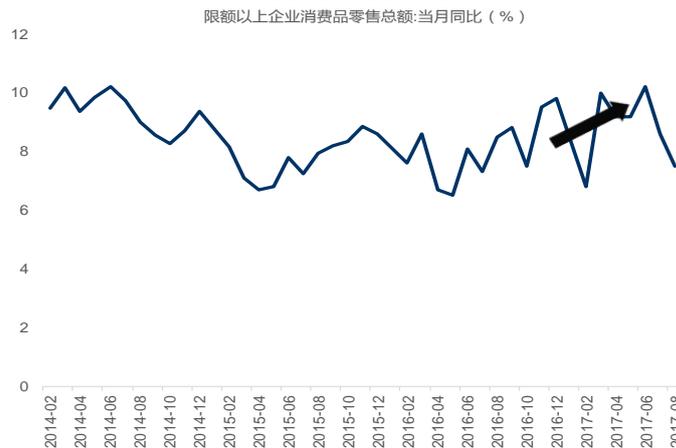
图 2：2017 年以来国内乳制品行业上市公司收入增速提升明显



资料来源：公司公告，申万宏源研究

为什么国内乳制品行业需求会出现复苏？乳制品受益于整体消费特别是可选消费品的复苏，对中西部及县乡级消费者来说，乳制品具备一定的可选属性。2017 年以来国内限额以上企业消费品零售总额同比增速呈现出环比改善的趋势，除个别月份以外单月的增速均在 10% 左右，相较于去年同期 8% 左右的增速有较为明显的改善。

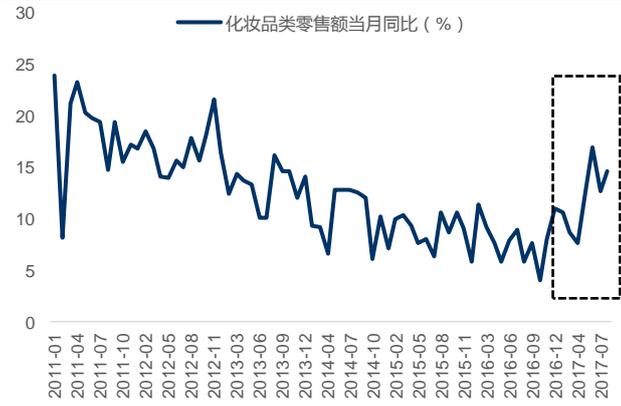
图 3：2017 年以来国内限额以上企业消费品零售总额同比增速环比改善



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

比较有代表性的可选消费品类化妆品和金银珠宝的销售额同比增速环比改善趋势更加明显，以化妆品为例，除个别月份增速略低以外 2017 年以来的月度零售额增速均在 10% 以上，2017 年 6 月份的同比增速达到 17%，为年内的单月增速最高点。金银珠宝类的月度销售额同比增速同样环比改善，今年以来月度销售额增速在 8% 左右。

图 4：2017 年化妆品类零售额同比增速提升明显



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

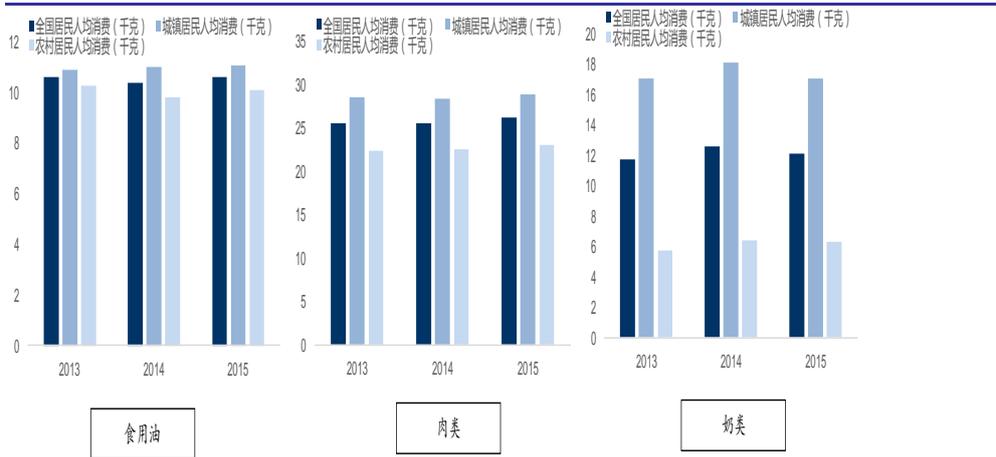
图 5：2017 年金银珠宝零售额同比增速提升明显



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

乳制品在所有基础大众消费品类中的可选属性相对更加明显，我们以国家统计局公布的城镇居民和农村居民年消费量数据来看，在食用油、肉类、奶类三个重要的消费品类中，奶类产品的城镇居民和农村居民年人均消费量差异最为明显。2015 年全国居民奶类食品年人均消费量为 12.1 千克，而城镇居民和农村居民的年人均消费量分别为 17.1 千克和 6.3 千克，乳制品在对中西部及县乡级消费市场具备一定的可选消费属性，这也和今年以县级和乡镇为代表的市场领先行业复苏的现状不谋而合。

图 6：奶类产品的城镇居民和农村居民年人均消费量差异最为明显



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

2.1.2 长期来看，国内乳制品行业进入平稳增长期

根据 Euromonitor 的数据，2016 年国内的乳制品市场规模已经达到 3615.15 亿元。2002-2016 年乳制品行业市场从不到 600 亿成长到超过 3600 亿元，年均复合增速达到 14.55%。随着基数的提高，行业增速正从双位数逐渐下降到中小个位数左右，2016 年国内乳制品行业市场规模同比小幅增长 4.47%。

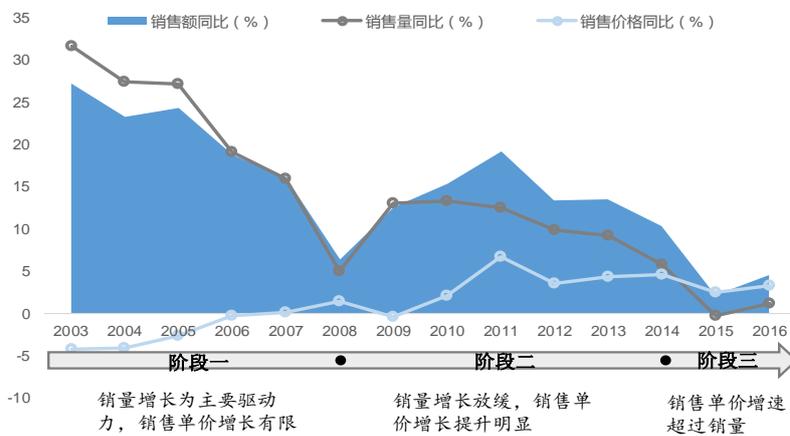
图 7：2002 年至今国内乳制品行业终端销售额增长情况



资料来源：Euromonitor，申万宏源研究

如果从量和价去分析乳制品行业成长的驱动力，我们认为目前国内乳制品行业已经进入销售均价（不考虑促销等对均价的负面影响）提升的贡献程度强于销量提升的阶段。在第一阶段，2008 年之前国内乳制品行业的年销量同比增速均在 15% 以上，而销售均价提升并不明显。在第二阶段，虽然受到三聚氰胺事件的影响，2008 年的销量增速出现较为明显的下降，但是 2009 年开始迅速恢复到 10% 以上的增速。三聚氰胺事件也加速了国内乳制品行业的产品结构升级，同时 2013 年奶荒背景下主流乳制品制造企业进行了直接的产品提价，销售均价的贡献效应逐步提升。而在现阶段，国内乳制品行业销售均价仍能保持每年中小个位数的增长，但是已经逐渐超过了销量的贡献。

图 8：国内乳制品行业三个阶段的发展过程



资料来源：Euromonitor，申万宏源研究

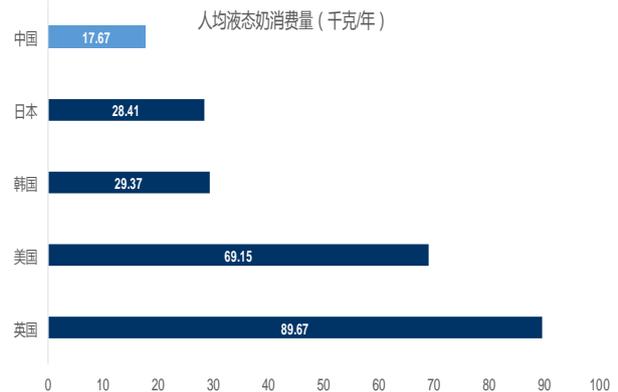
1) 销量：虽然国内乳制品的销量增速呈现出小幅下滑趋势，但是我们认为国内乳制品行业销量仍有较为明显的成长空间，远未到达饱和的地步。2016 年国内乳制品销量为 3047 万吨，同比小幅提升 1.19%。但是横向对比来看，目前中国的人年均液态奶消费量仅有 17.67 公斤，不仅为日韩人年均消费量的 60% 左右，相距美国、英国等传统乳制品消费国的差距更加明显，长期成长性无需担忧。

图 9：国内乳制品终端销量保持小个位数增长



资料来源：Euromonitor, 申万宏源研究

图 10：中国人均液态奶消费量仍有较大提升的空间



资料来源：Euromonitor, 申万宏源研究

国内乳制品消费量的成长点在哪？—中西部地区以及农村居民的消费能力提升。根据《中国奶业年鉴》的数据，国内不同省份的城镇居民的人均鲜乳制品购买量存在较大的差异，人均购买量较高的省份为北京、天津、上海等经济发达地区以及河北、内蒙古等资源优势明显的北方地区；而西部地区的青海、宁夏、新疆等地区仍有较大的提升空间。2012年国内城镇居民人均鲜乳品购买量最高的北京达到 23.98 千克，最低的青海、宁夏、新疆等地区不足 5 千克。

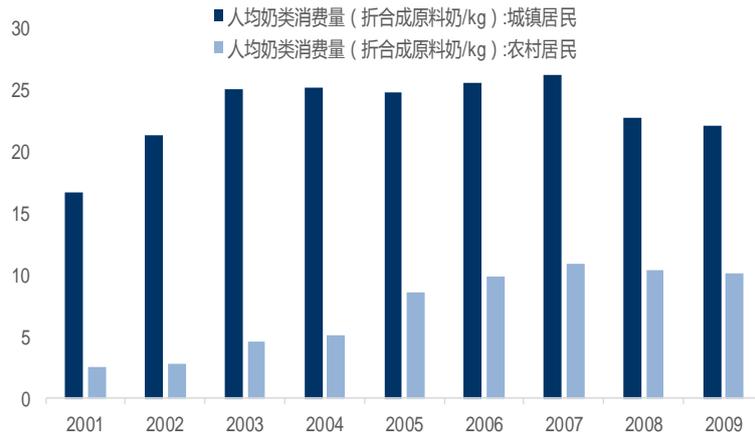
图 11：国内不同省区的乳制品消费额差距较大



资料来源：中国奶业年鉴, 申万宏源研究

同时，国内城镇居民和农村居民的人均奶类消费量也存在较大的差距。根据《中国奶业年鉴》的数据，截止到最新更新的 2009 年，国内城镇居民人均奶类的消费量达到 22.15 千克，而且基本稳定在 20 千克以上；而农村居民的人均奶类消费量仅为 10.2 千克，不到城镇居民人均消费量的一半，农村居民的消费提升同样是国内乳制品行业的消费量增长点。

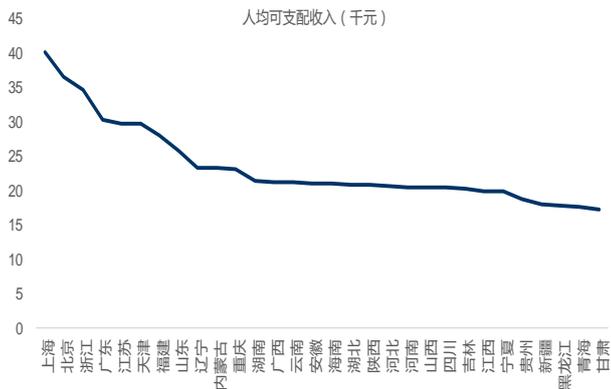
图 12: 国内城镇和农村居民的人均奶类消费量存在较大的差距



资料来源: 中国奶业年鉴, 申万宏源研究

人均可支配收入的提升有望持续驱动中西部地区以及农村居民的乳制品消费: 我们认为国内乳制品消费量在地区间的巨大差异主要是由于居民消费能力以及消费意识决定, 目前全国城镇居民的人均可支配收入是农村居民的将近 3 倍。但是随着农村居民收入水平的提升以及乳制品消费市场教育的逐渐成熟, 中西部地区以及农村居民的乳制品消费需求提升有能力驱动国内整体乳制品消费量的提升。

图 13: 国内人均可支配收入的区域差距较大



资料来源: 国家统计局, 申万宏源研究

图 14: 国内城镇居民可支配收入远高于农村居民



资料来源: 国家统计局, 申万宏源研究

2) 销售均价: 乳制品行业持续的产品结构升级+品类扩张将支撑乳制品行业持续的均价提升 (不考虑促销等因素的影响), 并且长期来看会是行业增长的核心驱动因素。根据 Euromonitor 的数据, 2008 年以后国内乳制品行业的销售均价保持中小个位数左右的增速, 其中 2016 年乳制品行业销售均价继续同比提升 3.29%。

图 15：近年来乳制品行业的销售均价持续提升



资料来源：Euromonitor，申万宏源研究

我们以伊利的基础白奶品类为例，公司的主要常温白奶产品经历了利乐枕/百利包基础白奶、利乐包基础白奶、金典纯牛奶和金典有机奶的升级路径。伴随着产品结构的不断优化，产品的终端销售均价有非常明显的提升，根据我们的统计，利乐枕产品在京东商城上的销售均价为 8 元/升左右，而金典有机奶的销售均价达到了 25 元/升以上，约为利乐枕基础白奶产品的 3 倍。

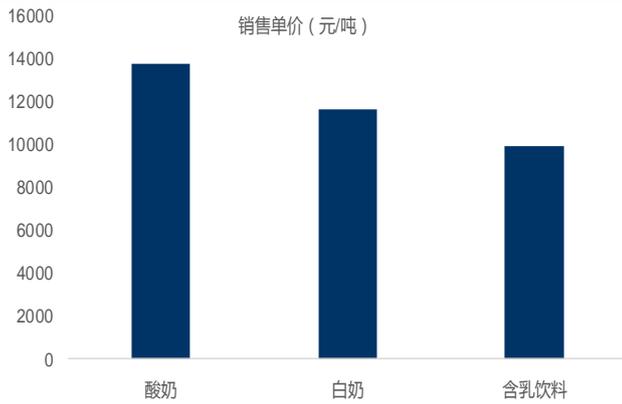
图 16：伊利常温白奶的产品结构升级带动销售均价的提升



资料来源：京东商城，申万宏源研究

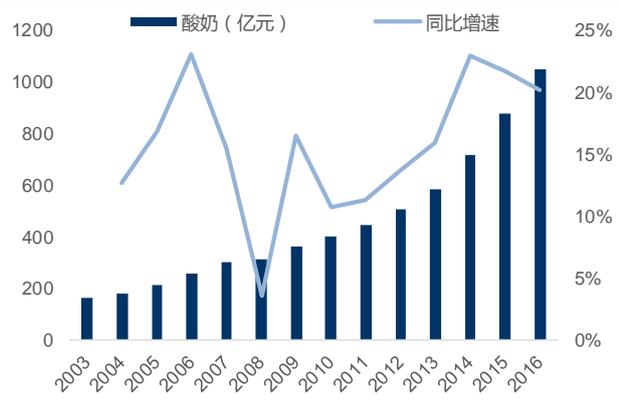
除了在基础白奶品类内的产品结构升级，酸奶成为景气度更高的液态奶品类，有望驱动整个液态奶行业的销售均价的提升。2014 年以来受益于常温酸奶的爆发式增长，国内酸奶业务实现了 20% 以上的年均增速，远高于乳制品行业整体增速。同时根据 Euromonitor 的数据，国内酸奶产品的平均零售吨价为 13765.7 元，比白奶产品的均价高出将近 20%。

图 17: 酸奶等产品的销售单价高于白奶产品



资料来源: Euromonitor, 申万宏源研究

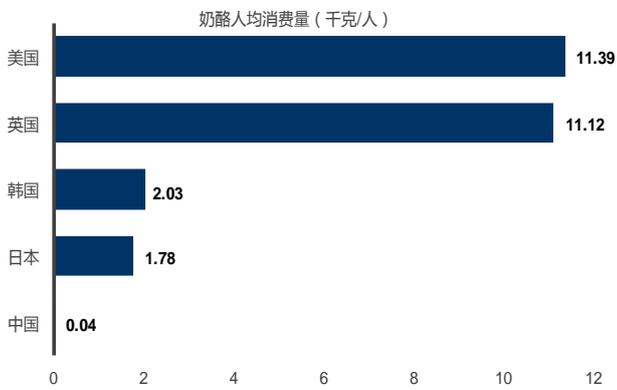
图 18: 国内酸奶产品的成长性好于乳制品行业



资料来源: Euromonitor, 申万宏源研究

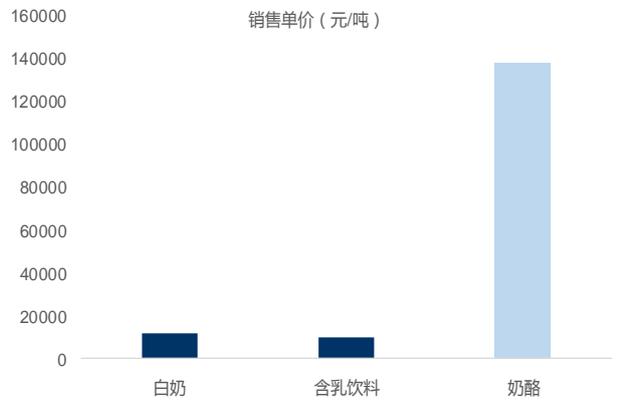
在乳制品大类里面,以奶酪为代表的干制乳制品是未来产品结构持续升级的方向之一。相对于奶粉、液态奶等其他牛奶制品,奶酪的营养价值更高,更加符合消费升级的发展趋势。根据 Euromonitor 的数据,2016 年国内的奶酪消费量为 6.9 万吨,销售额超过 40 亿元。2006-2016 年的奶酪消费量年均复合增速为 18.18。目前国内的人均奶酪年消费量仅为 0.04 千克,不仅远远落后于英国、美国等传统奶酪消费国,仅为饮食习惯相似的东亚地区日韩等国的 1/50 左右,有较大的成长空间。而且奶酪产品的销售吨价超过 13.5 万,是基础白奶产品的 10 倍以上;国内的干制乳制品处于相对发展初期阶段,持续的产品结构升级有望带动行业销售均价的提升。

图 19: 中国人均奶酪消费量有较大的提升空间



资料来源: Euromonitor, 申万宏源研究

图 20: 奶酪的销售吨价远高于白奶及乳饮料



资料来源: Euromonitor, 申万宏源研究

2.2 龙头地位日渐稳固、伊利市占率仍在稳步提升

在国内乳制品行业景气度回暖的背景下,伊利上半年的业绩表现更加亮眼。2017Q2 伊利的营业收入同比大幅增长 19.63%,若扣除优然牧业在 16Q2 的并表基数影响(优然牧业去年 4 月份仍有 2 亿并表),实际增速超过 20%。单二季度 19.63% 的收入增速不仅相较于 2017Q1 营业收入 3.23% 的收入增速环比大幅改善,也是伊利在 2012 年后连续 5 年内仅次于 2013Q4 的单季度收入增速的最高值。

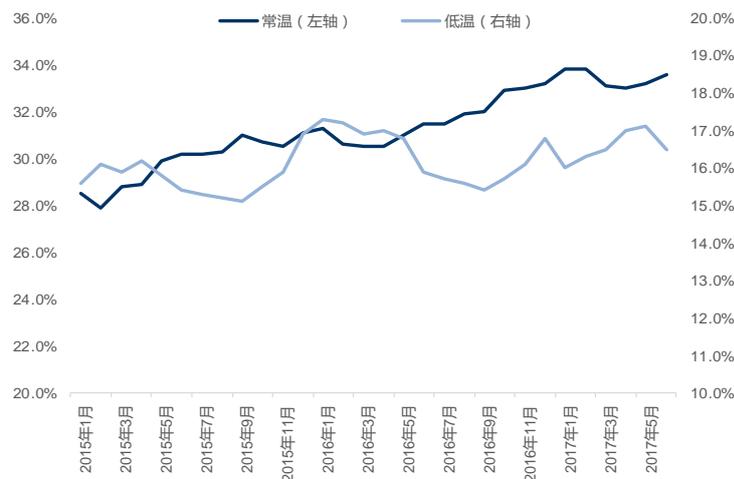
图 21: 2017Q2 伊利单季度收入增速将近 20%



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

同时, 伊利的市占率水平也在稳步提升, 截止到 2017H1 伊利在常温奶的市场占有率已经超过 33%, 相对于去年同期提升了 2 个百分点。根据第三方咨询公司的统计数据, 和行业类似, 伊利在不同类型市场上的表现也有一定的差异, 以县级和乡镇为代表的市场成为乳制品行业复苏的核心驱动的现象对于伊利同样适用。

图 22: 2017 年以来伊利的市占率水平稳步提升



资料来源: 尼尔森, 申万宏源研究

2.2.1 为什么伊利能够获得远快于行业的收入增速?

为什么伊利能够持续获得远快于行业的收入增速? 我们认为今年以来伊利收入复苏是收入增速在 16 年低谷之后的均值回归叠加需求复苏所带来的共振效应, 一方面公司液态奶渠道库存消化完毕, 回归正常动销水平; 另一方面, 伊利巨大的渠道渗透优势和品牌运作优势在行业需求复苏背景下受益程度更大。我们认为, 对于伊利而言未来 10%左右的年收入增速将会是常态。

1) 公司各项业务内部调整到位：回顾历史可以发现，2015 年及以前伊利年收入增速均在 10% 以上，2016 年公司实现营业总收入 606.09 亿元，同比仅小幅增长 0.41%，出现了较为明显的下降。我们认为 2016 年收入增速出现相对断崖式下降是公司液态奶业务和婴幼儿奶粉业务均面临调整的结果。其中对于液态奶业务，2016 年液态奶业务同比增长 5.03%。根据我们草根调研的结果，2016 年公司液态奶处于渠道库存消化阶段，影响了报表端的收入增速。今年以来，公司的渠道库存已经恢复到合理水平，有望充分受益于行业整体的需求复苏。

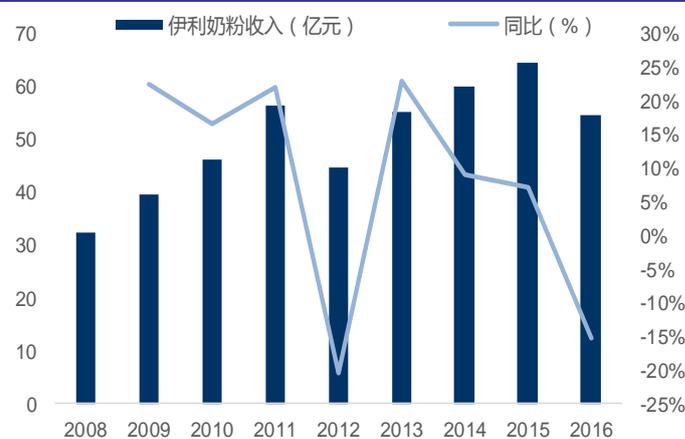
图 23：2016 年伊利的液态奶增速下滑较为明显



资料来源：公司公告，申万宏源研究

同时公司的奶粉业务去年也处于调整阶段，2016 年奶粉及奶制品业务实现收入 54.56 亿元，同比下降 15.38%。2016 年国内婴幼儿奶粉行业仍然处于政策变动期，2015 年新版《中华人民共和国食品安全法》首次规定婴幼儿配方乳粉实行注册制；2016 年 6 月“史上最严奶粉新政”《婴幼儿配方乳粉产品配方注册管理办法》规定：2018 年 1 月 1 日起，在我国销售的婴幼儿配方乳粉，包括跨境电商进口的婴幼儿配方乳粉，必须依法获得配方注册证书，每个企业原则上不得超过 3 个配方系列 9 种产品配方。婴幼儿奶粉行业销售资格和品牌数量的限制提高了行业进入门槛，因此 16 年行业内出现了小品牌甩货、大力度打折促销的情况；同时由于注册制认证名单迟迟未公布，经销商的拿货意愿不强，这些都造成了 2016 年婴幼儿奶粉行业的竞争格局差，伊利的奶粉业务收入出现了较为明显的下滑。

图 24：2016 年伊利的奶粉业务收入出现较为明显的下滑



资料来源：公司公告，申万宏源研究

但是今年以来，婴幼儿奶粉行业的竞争格局出现较为明显的改善。2017年8月份国家食药监总局公布了首批婴幼儿配方乳粉产品配方注册申请通过名单，截止到现在已经有12批次超过110个品牌、300个产品配方通过认证，经销商的拿货意愿得到明显改善。作为国产婴幼儿奶粉企业的龙头品牌之一，伊利已经有7个品牌、21个产品配方获得认证。婴幼儿奶粉配方注册制的顺利实施有助于中小杂牌产品的出清、利好于以伊利为代表的行业龙头继续扩大市场份额。同时今年以来，伊利加大了对于发展较为迅速的母婴和电商渠道的投入，顺应了国内婴幼儿奶粉行业的渠道发展趋势，也促进了伊利婴幼儿奶粉行业的复苏。2017年上半年公司奶粉业务实现收入30.39亿元，同比增长近20%。同时尼尔森数据显示，公司婴幼儿配方奶粉在母婴渠道零售额同比增长35.9%。

表 1：伊利已经有 7 个品牌、21 个产品配方获注册制认证

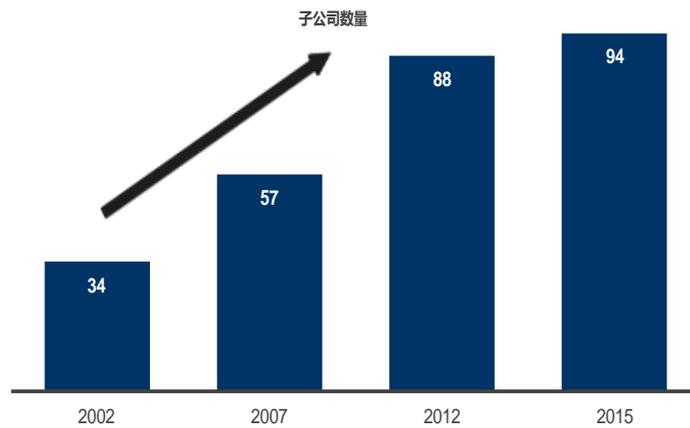
生产工厂	品牌名称	产品配方
内蒙古金海伊利乳业有限责任公司	伊利	1 段、2 段、3 段
内蒙古金海伊利乳业有限责任公司	伊利倍冠	1 段、2 段、3 段
内蒙古金海伊利乳业有限责任公司	金领冠	1 段、2 段、3 段
杜尔伯特伊利乳业有限公司	伊利赋能星	1 段、2 段、3 段
天津伊利乳业有限责任公司	伊利沛能	1 段、2 段、3 段
天津伊利乳业有限责任公司	金领冠菁护	1 段、2 段、3 段
天津伊利乳业有限责任公司	金领冠珍护	1 段、2 段、3 段

资料来源：CFDA，申万宏源研究

2) 伊利强大的渠道优势：2006年伊利管理层就提出了全国织网计划，核心内容是实现生产、销售、市场一体化运作，对每个市场进行精耕细作。同时自2007年起就借助商务部“万村千乡”活动进入“农家店”等乡镇销售终端。2012年随着原有工厂产能的进一步释放和新工厂逐渐投产，公司的渠道进一步下沉至县乡镇市场。完善的渠道和生产战略布局，为伊利在全国更大范围内占领二、三线城市提供资源支持。目前公司整体终端网点数量已经达到500万个，根据凯度的数据，截止到2017年上半年公司常温液态类乳品的市场渗透率为78.5%，同比提高1.3%。

以子公司数量的变化看伊利的织网计划：伊利的子公司分为上游养殖类、乳制品生产和销售类以及其他职能类，其中乳制品生产和销售类子公司占据绝大多数。2002-2012年这十年间伊利合并报表的子公司数量从34个提高到了88个；而在2012年之后伴随着每年新增和处置子公司的数量变化，伊利的子公司数量维持在90个左右。

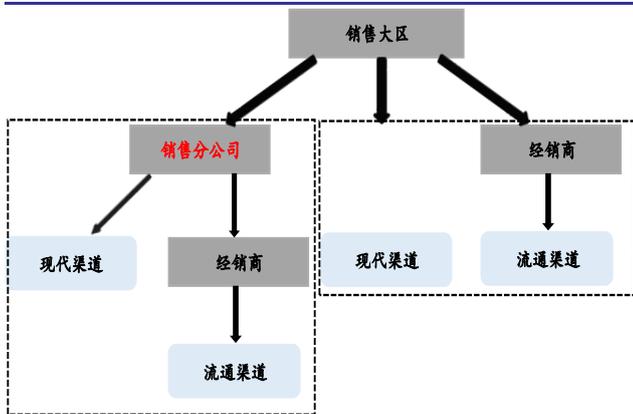
图 25：2002-12 年伊利子公司数量从 34 个提升到 88 个



资料来源：公司公告，申万宏源研究

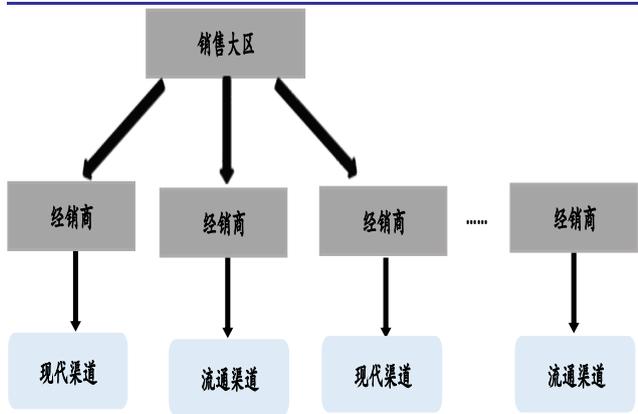
和国内乳制品行业另一寡头蒙牛相比，伊利的渠道精耕程度同样具有一定优势。蒙牛在卢敏放上任之后，重新将常温液态奶、低温液态奶、奶粉等事业部产供销分离。在现有的常温奶渠道体系下，每个销售大区分为销售分公司和各级经销商两类角色，销售分公司通常是在一二线城市以及省会城市，通过蒙牛和分公司负责人的股权合作进行利益绑定，销售分公司下再针对现代渠道、流通渠道以及特通渠道的不同分别进行直营和经销商分销。而在非销售分公司市场，有正常的经销商体制进行分区域和分系统的销售。而伊利现有的常温奶销售渠道体系完全放弃直营模式，按照销售区域和销售系统对经销商进行严格的划分、所有的经销商直接对接公司销售人员，实现了完全的扁平化管理。

图 26：蒙牛现有的常温液态奶渠道体系



资料来源：草根调研，申万宏源研究

图 27：伊利现有的常温液态奶渠道体系

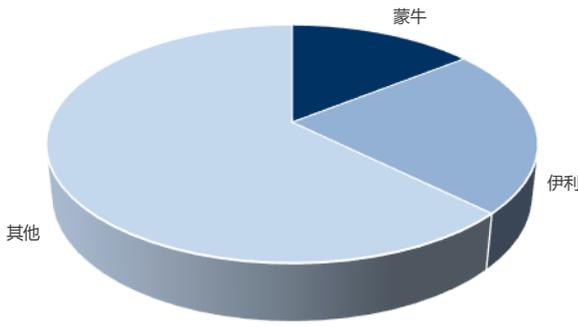


资料来源：草根调研，申万宏源研究

2.2.2 如何看待伊利的中长期成长性？

根据 Euromonitor 的数据，2016 年伊利在液态奶的市占率为 22.70%，为当之无愧的行业龙头，而伊利和蒙牛两家龙头的市占率水平合计接近 40%。从 2007 年到 2016 年，伊利在国内液态奶行业的市占率水平稳步提升，从 16.20% 大幅提高到了 22.70%。正如前文所述，我们认为伊利的品牌运作能力和渠道渗透能力为行业最优，未来的市占率水平仍将呈现出逐步提升的趋势。

图 28: 伊利在国内乳制品行业市占率位居第一



资料来源: Euromonitor, 申万宏源研究

图 29: 近年来伊利在国内液态奶市占率稳步提升



资料来源: Euromonitor, 申万宏源研究

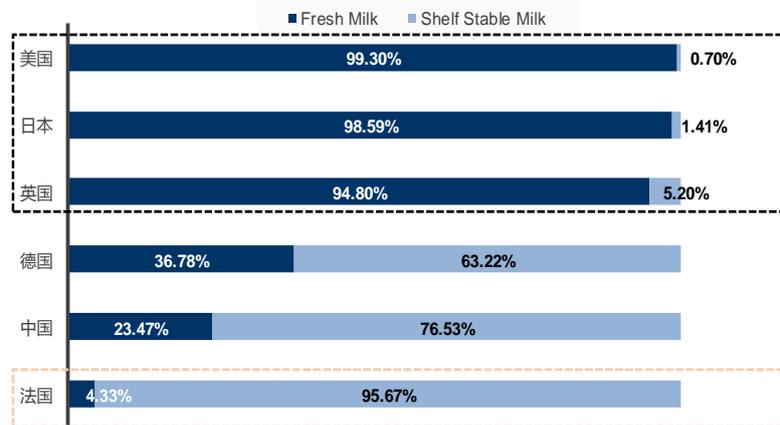
那么伊利的市占率水平还有提升空间吗?

我们从常温奶和巴氏奶对比的角度看待这个问题, 巴氏奶和常温奶是白奶的两大类别, 核心差异是杀菌方法的不同、且由于杀菌方法的不同所带来的在保质期、运输和存储方式、营养成分等一系列的区别。巴氏奶所采用的是巴氏杀菌法, 温度相对较低, 但是杀菌时间较长; 常温奶所采用的是超高温杀菌法, 温度高但是时间较短。

我国是典型的常温奶消费占主导的国家, 按照 Euromonitor 的数据, 2016 年国内 fresh milk 和 shelf stable milk 的销量占比分别为 23.57%和 76.53%, 虽然和巴氏奶和常温奶的传统意义有一定差别, 但是 resh milk 和 shelf stable milk 的销量占比基本可以代表国内巴氏奶和常温奶的销量结构占比。由于国内奶牛养殖较为集中在北方而消费区域集中在东部和南部地区, 资源和需求的错配为国内常温奶的成长提供条件, 巴氏奶由于运输半径和保存期限的限制无法快速实现全国化, 这也是国内常温奶为主要消费品种的核心原因, 我们预计这一现状在短时间内仍将维持。

在中国、日本以及主要的欧美国家中, 美国、日本和英国是巴氏奶消费占绝对主导的国家, 巴氏奶的消费量占比在 95%以上; 而法国为常温奶消费占绝对主导的国家, 常温奶的消费占比在 95%以上; 中国和德国为常温奶消费占主导、但巴氏奶也有一定份额的国家。

图 30: 不同国家的巴氏奶和常温奶消费占比结构不同



资料来源: Euromonitor, 申万宏源研究

我们发现，常温奶消费占主导的国家的乳制品行业市场集中度通常要高于巴氏奶消费占主导的国家。法国、中国和德国的乳制品行业 CR2 均在 35% 以上，而在巴氏奶消费占主导的国家中，只有英国因为超市贴牌产品占主导的原因 CR2 达到 35% 以上，日本和美国的行业 CR2 均在 25% 左右。因此，我们认为在中国特殊消费环境下，伊利作为龙头企业的市占率达到 22.7% 是相对正常的现象，和可比国家法国、德国差距不大。而且中国消费集中区域与产奶区域的错配是常温奶消费占主导的国家中最明显的，伊利的市占率水平还有提升的空间。

表 2：常温奶消费占主导的国家乳制品行业 CR2 程度更高

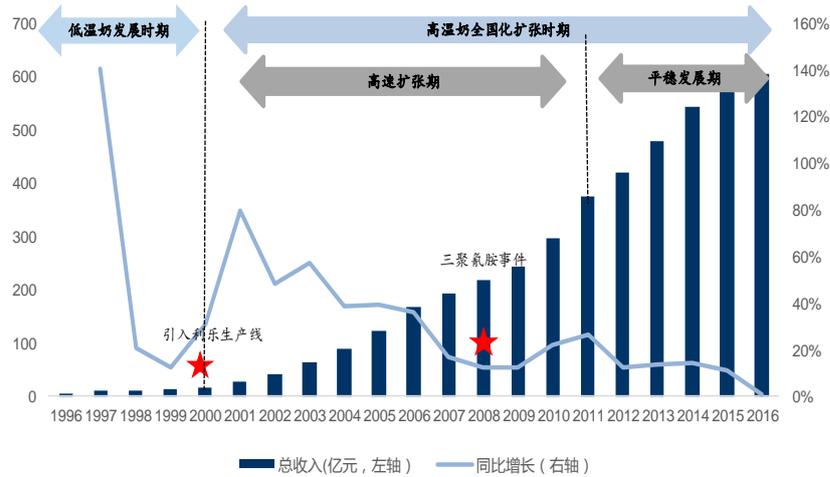
	国家	代表企业	市占率水平	合计市占率	企业类型
常温奶绝对主导	法国	Lactalis	18.02	35.51	独立品牌
		Candia	17.49		独立品牌
常温奶主导	中国	伊利	22.70	37.20	独立品牌
		蒙牛	14.50		独立品牌
	德国	Aldi	20.35	37.47	超市贴牌
		REWE	17.12		超市贴牌
巴氏奶绝对主导	英国	乐购	21.34	36.76	超市贴牌
		桑斯博里	15.42		超市贴牌
	日本	明治	13.51	25.18	独立品牌
		雪印	11.67		独立品牌
	美国	Dean	14.33	22.85	独立品牌
Whitewave	8.52	独立品牌			

资料来源：Euromonitor，申万宏源研究

1996-2016 年这 20 年间伊利的收入规模从 3.55 亿增长到 606 亿，年均复合增速将近 30%。其中液态奶的收入从 2003 年的 39.79 亿元增长到 2016 年的 495.22 亿元，年均复合增速达到 21.40%。以 2000 年为分界点，我们将伊利分为低温奶发展时期以及常温奶时期；其中常温奶时期又分为高速扩张期和平稳发展期。

1) 低温奶发展期：增速较快但是基数小，低温品类限制全国化布局。2000 年以前，伊利仍是低温奶为主的地方乳制品生产企业，1996-2000 年间由于较低的收入基数，伊利的年均收入复合增速达到 43.49%，但是销售区域相对受限；**2) 常温奶快速发展期：常温奶品类加速全国化布局。**21 世纪初伊利引进利乐生产线，进入到常温奶的全国化扩张期，其中 2000-2011 年左右为常温奶快速发展期，年均收入复合增速将近 34%，伊利也完成了全国化的销售网络布局；**3) 常温奶平稳发展期：产品结构升级明显。**2011 年前后，伊利的收入增速下降到 20% 以下、液态奶收入增速也下降到 20% 以下，伊利进入平稳发展期，在这一时期产品结构升级较为明显。

图 31：伊利可以分为不同的历史发展阶段

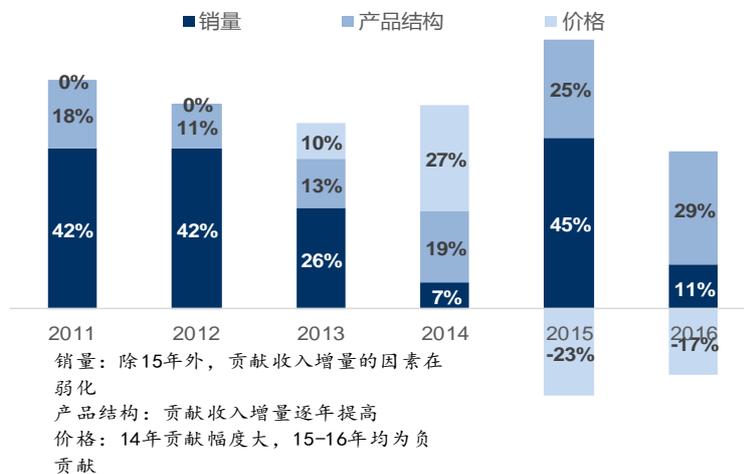


资料来源：公司公告，申万宏源研究

在常温奶全国化扩张阶段，全国织网计划也就是“建立全国化的生产基地并且在每个生产基地的辐射半径内形成有效的销售网络、满足区域内的市场需求，能够满足伊利的扩张需求”为伊利的收入增速快速增长提供了最为关键的支撑。2012 年随着原有工厂产能的进一步释放和新工厂逐渐投产，公司的渠道进一步下沉至县乡镇市场。完善的渠道和生产战略布局，为伊利在全国更大范围内占领二、三线城市提供资源支持，也为伊利的高速增长提供强大的动力。

而在平稳发展期，持续的产品创新能力成为不断驱动收入增长的核心因素，特别是安慕希、金典等大单品的推出。2016 年公司安慕希实现收入 75 亿元，金典收入同样超过 60 亿元，合计占公司液态奶收入的近 30%。根据我们的统计，公司高端产品的收入占比从 2011 年的不到 30%提高到了 2016 年的接近 50%。从 2011-16 年公司年报中对于收入增长的归因分析中同样可以看出，2011 年以来产品结构升级对于伊利收入增长绝对额的贡献呈现出加速的态势，2012 年产品结构升级贡献的收入增量为 11.46 亿元，而 2016 年产品结构升级贡献的收入增量达到 29.46 亿元，贡献占比从 21%提高到了 124%。

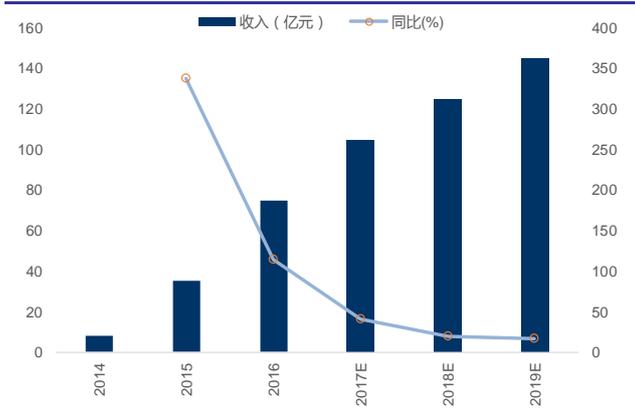
图 32：2011 年后伊利收入增长的归因分析



资料来源：公司公告，申万宏源研究

中期收入增长驱动因素：液态奶产品结构升级仍将持续。在液态奶行业增速有限的行业背景下，可以预见未来 2-3 年支撑伊利收入增长的核心因素仍将是高端产品的持续布局。2017 年上半年，公司的高端产品继续稳定的增长，其中安慕希同比增长 30% 以上，有望在今年突破百亿大关；而金典继续保持高个位数左右的增速。我们认为，未来 3-5 年支撑伊利液态奶收入内生增长的核心驱动因素仍将是高端产品的持续布局。安慕希产品今年推出即饮 PET 包装，扩大了安慕希的消费场景、不断的口味和包装细分将成为未来增长点。而且从公司酸奶系列新品 joyday、帕瑞缇的布局来看，酸奶特别是低温酸奶品类同样是未来产品结构升级的重要布局。

图 33：2017 年安慕希预计能增长 30% 以上



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 34：2017 年金典预计能保持高个位数增长



资料来源：公司公告，申万宏源研究

长期收入增长驱动因素：内生+外延并举，多品类布局稳步推进。长期来看，在乳制品内生增长弹性相对有限的情况下，通过外延扩张实现乳制品外的多品类布局是驱动伊利收入增长的长期因素，而伊利的品牌价值位居国内快消品领先地位、完善的渠道布局能够为伊利实现多元化布局提供基础，因此对于伊利的长期成长性无需过分担心。

伊利的品牌价值位于国内快消品绝对领先地位：凯度消费者指数《2017 全球品牌足迹报告》中显示，2016 年伊利依然是中国消费者选择最多的品牌，这也是伊利 2016 年超越康师傅登顶之后蝉联中国快消品品牌排行榜榜首位置，2016 年购买过伊利产品的消费者达 11.4 亿人次。

图 35：伊利品牌价值位于国内快消品领先地位



资料来源：凯度消费指数，申万宏源研究

2020 年世界乳业五强目标需要内生+外延共同支撑:伊利管理层在 2015 年曾提出“2020 年进入全球乳业五强, 实现从百亿级企业向千亿级企业的跨越”的目标, 而在荷兰合作银行发布的 2016 年度“全球乳业 20 强”榜单中, 伊利的排名为全球乳业 8 强。若想在 2020 年实现全球前五的奋斗目标, 以雀巢和达能为范本, 通过外延扩张实现多品类布局, 成为世界一流的健康食品集团是重要的突破方向。

表 3: 2016 年伊利收入规模位居全球乳业前八强

2016 排名	2015 排名	公司	国家	亿美元	亿欧元
1	1	Nestlé (雀巢)	瑞士	250	225
2	2	Lactalis(拉克塔利斯)	法国	183	165
3	3	Danone(达能)	法国	167	151
4	5	Dairy Farmers of America(美国奶农)	美国	138	124
5	4	Fonterra(恒天然)	新西兰	131	118
6	6	FrieslandCampina(荷兰皇家菲仕兰坎皮纳)	荷兰	123	111
7	7	Arla Foods(爱氏晨曦)	丹麦/瑞典	105	94
8	10	Yili(伊利)	中国	93	84
9	8	Saputo (萨普托)	加拿大	86	78
10	9	Dean Foods (迪恩食品)	美国	80	72

资料来源: 荷兰合作银行, 申万宏源研究

2.3 雀巢: 伊利可对标的国际综合食品集团

雀巢创立于 1867 年, 总部位于瑞士韦威, 是世界上最大的食品饮料公司之一, 主要业务涵盖奶制品及营养品、咖啡、饮品、巧克力威化和糖果、冰淇淋等。公司营业收入从 1988 年的 395.02 亿瑞郎增长至 2016 年的 897.86 亿瑞郎, 年均复合增速为 2.98%, 其中有 12 年同比增长超过 5%。公司 2008 年和 2010 年分别剥离爱尔兰康 24.8% 的股权以及剩余股权(2008 年爱尔兰康营业收入达到 63 亿美元, 占雀巢当年收入 6%), 同时由于 2009-11 年欧债危机导致瑞郎持续走强, 公司外汇损失相对较高, 导致 2008 年和 2010 年公司营业收入分别同比下降 4.15% 和 12.49%。

截至目前, 雀巢的主要业务涵盖奶制品及营养品、饮品、烹饪调料、饮用水、宠物用品以及皮肤健康用品等, 旗下拥有 2000 多个品牌, 业务遍布全球 191 个国家, 成为全球最大的综合食品集团之一。

图 36：雀巢现有的品牌体系

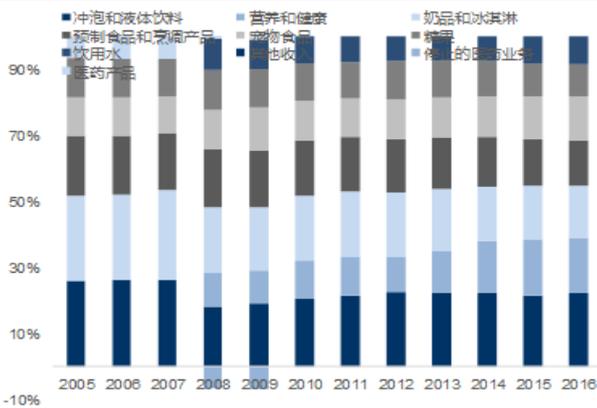


资料来源：公开资料整理，申万宏源研究

从产品结构来看，2005-2016 年奶品和冰淇淋业务、冲泡和液体饮料、预制食品和烹调产品、糖果业务的收入比有明显下降，营养和健康、宠物食品、饮用水有明显上升。其中奶品和冰淇淋业务从 25.54% 下降到 16.02%，冲泡和液体饮料从 26.17% 下降到 22.12%，预制食品和烹调产品从 18.30% 下降到 13.58%，糖果业务从 11.85% 下降到 9.70%。而营养和健康业务从 10.07% 上升到 16.81%，宠物食品业务从 11.60% 上升到 13.49%。

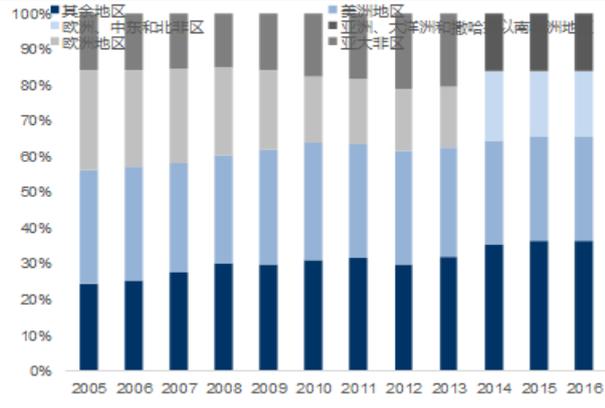
从收入来源地区来看，由于公司年报统计地区的口径在 2014 年进行了变化，将“欧洲地区”变更成“欧洲、中东和北非区”，将“亚大非区”变更成“亚洲、大洋洲和撒哈拉以南非洲地区”，但仍能看出欧洲地区贡献收入占比越来越少，美洲地区持续贡献 30% 左右的收入，其余地区收入占比从 2005 年的 24.4% 提高到 2016 年的 36.41%。近年来发达国家市场和新兴市场的收入占比保持相对稳定，2016 年两者占比分别为 58.21% 和 41.79%。

图 37：近年来雀巢不同业务的收入结构占比情况



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 38：近年来雀巢不同业务的收入区域占比情况



资料来源：公司公告，申万宏源研究

20 世纪 90 年代以后，雀巢进入稳定期，新兴市场成为公司重点发力的市场。中国作为重要战略布局之一，雀巢也是在这一时期加大了品牌合作以及收购的力度。1997 年公司收购冰激凌生产企业上海福乐食品，此后又不断收购中国细分行业龙头如太太乐、厦门银鹭、徐福记等，借助本土业务抢夺中国市场份额。

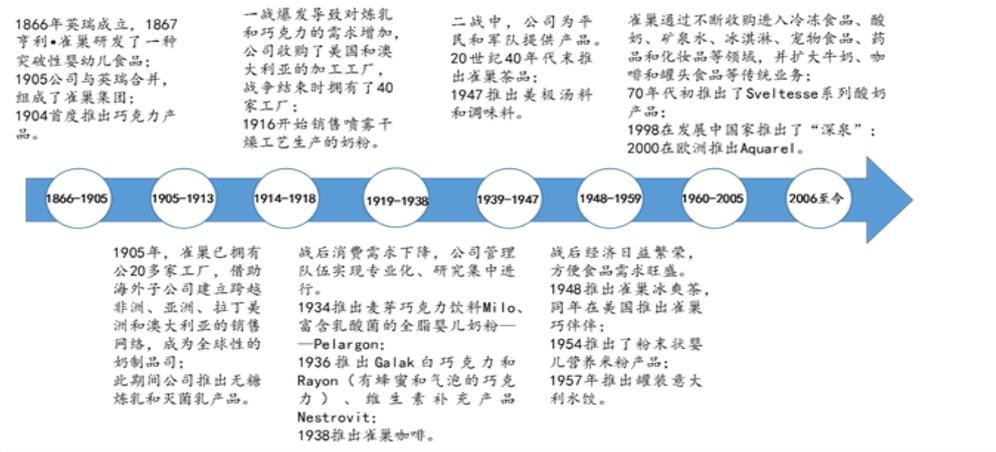
图 39：雀巢现有在国内的品牌体系



资料来源：公开资料整理，申万宏源研究

自雀巢成立以来，通过内生或者外延方式的产品品类扩张以及销售区域扩张，成为不断驱动公司收入和利润增长的核心驱动因素。按照不同阶段的业务重心不同，我们将雀巢分为初始发展期、快速成长期、成熟期以及稳定期四个阶段，其中在初始发展期，公司以婴儿食品起家，通过强强联合迅速扩大规模；在快速成长期，开始拓宽产品线、加快全球化布局；在成熟期，持续推进多样化经营，进入了药品和化妆品领域；在稳定期，公司在新兴市场上发力，完善细分价值链、补足短板。

图 40：雀巢自成立以来的重大历史事件汇总



资料来源：公开资料整理，申万宏源研究

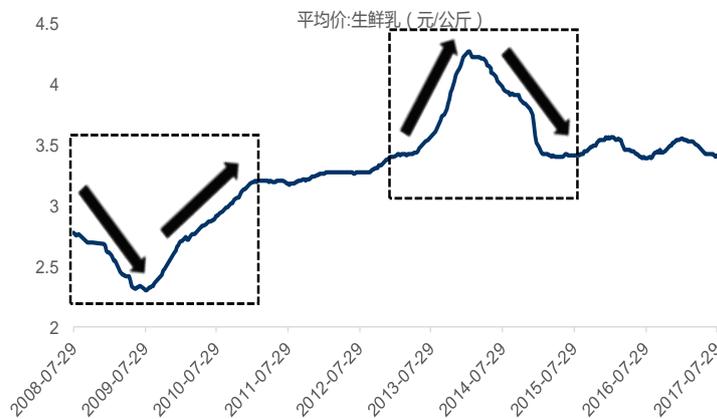
综上所述，我们认为今年以来国内乳制品行业充分受益于国内消费特别是可选消费品的复苏，整体行业增速回归中高个位数。而伊利作为行业龙头、渠道渗透能力和品牌运作能力行业领先，持续获得超过行业平均的增速水平，市占率水平稳步提升而且远未到达天花板。在行业复苏周期，伊利获得 10%左右的收入增速将会是常态。在中长期来看，乳制品行业内的产品结构升级和内生外延并举预期下的多品类布局将支撑伊利的中长期收入增长点，伊利是国内消费品最有希望成功实现多品类和全球化布局的品牌之一，中长期收入增长点仍然明确。

3 供给：原奶供需格局优化，下游盈利能力改善

3.1 原奶供需格局改善、价格基本见底

2008 年以来国内的原奶收购价格经历过两次较为明显的下降和上涨周期：第一次是 2009 年三聚氰胺事件发生以后，原奶的供给端短时间无法快速应对需求端的下降，致使价格出现断崖式的下降；2009 年下半年开始奶价逐步企稳并开始复苏，一直到 2011 年初为上涨周期；第二次是 2013 年受奶牛疫病以及高温干旱天气影响，散户被动退出、出现奶荒致使生鲜乳价格持续高涨；国内奶价在 2014 年初达到 4.27 元/公斤的高点，此后三年进入下降周期，2017 年以来国内原奶价格稳定在 3.4-3.5 元/公斤之间。

图 41：国内生鲜乳收购价格的历史波动情况

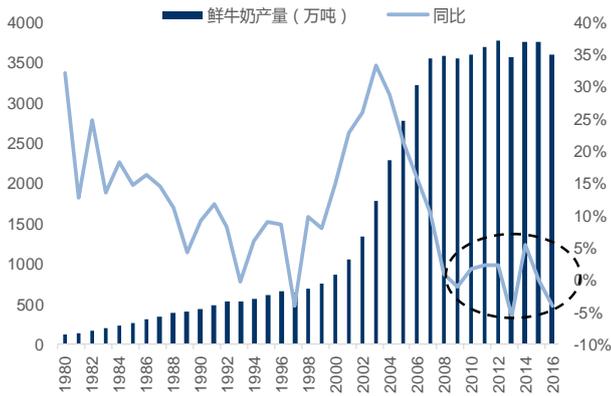


资料来源：农业部，申万宏源研究

从供给和需求看国内原奶价格持续低迷的原因：1) 供给：2013 年出现奶荒之后，国内大型牧场集中扩建产能，两年养殖周期之后 2015-16 年进入产能集中释放期；2) 需求：近年来国内乳制品行业需求相对稳定，而且 2013 年奶荒国内大型乳制品制造企业囤积大量大包粉，影响对国内原奶的需求。

1) 供给：2013 年受到奶荒的影响，当年国内原奶产量仅为 3567 万吨，同比下降 5.6%。随后 2014 年开始，国内牧场开始扩建产能，同时国内奶牛的存栏数开始出现较为明显的提升，2013 年国内奶牛存栏量为 1441 万头，2014 年达到近 1500 万头，同比提高了 4%。2013 年之后原奶产能的不断释放，是造成奶价始终低迷的重要原因之一。

图 42：2014 年国内原奶产量有较为明显的回升



资料来源：公司公告，申万宏源研究

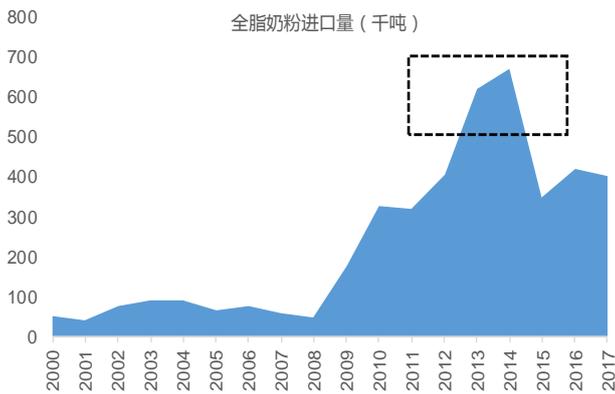
图 43：2014 年国内奶牛存栏量提升明显



资料来源：公司公告，申万宏源研究

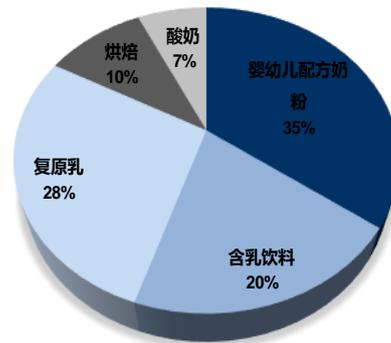
2) 需求：由于全脂奶粉是原奶的主要替代品，在国内原奶价格快速上涨的过程中，国内乳制品制造企业加大了对全脂奶粉的囤积。USDA 的数据显示，2013-14 年中国进口全脂奶粉数量分别为 61.9 万吨和 67.1 万吨，相较于 2012 年同比大幅增长近 50%。而全脂奶粉进口国内之后主要用于婴幼儿配方奶粉呢、复原乳、含乳饮料的生产，这对国内原奶的需求产生较大的替代效应。

图 44：2013-14 年国内全脂奶粉进口量大幅提升



资料来源：USDA，申万宏源研究

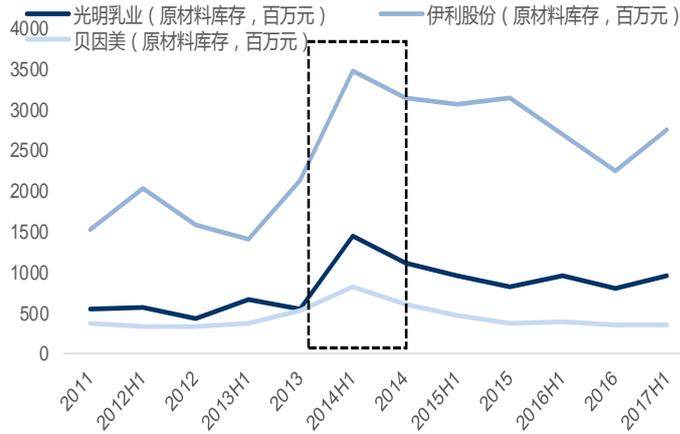
图 45：国内超过 50% 的进口全脂奶粉用于乳制品



资料来源：USDA，申万宏源研究

国内主要乳制品上市公司的财务数据中同样可以发现 2013 年下半年到 2014 年上半年全脂奶粉库存提升的现象，原材料库存额均出现同比和环比增长。其中伊利 2014H1 的原材料库存为 34.84 亿元。同比增长 148.64%，光明和贝因美同样同比大幅增长近 120%和 130%。

图 46: 乳制品主要上市公司的原材料库存均在 2014 年提高

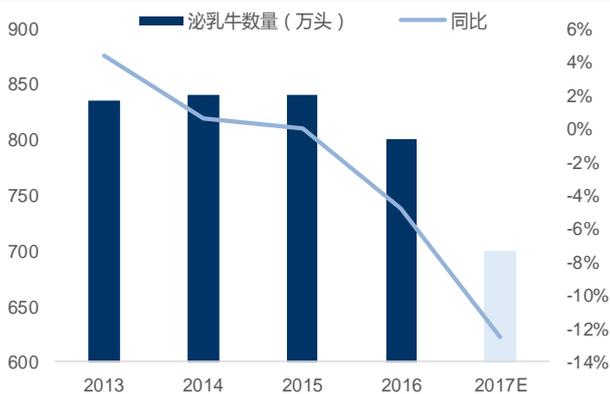


资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

但是 2017 年以来, 国内原奶的供需格局出现较为明显的优化, 我们认为原奶价格基本见底, 未来有望呈现出弱复苏的态势。首先, 供给端国内原奶产能释放的高峰期已过, 部分国内牧场开始出现产能退出的情况, 供给压力有所缓解; 其次, 在需求端, 国内乳制品制造企业的大包粉库存已经得到一定消化, 2016 年开始国际全脂奶粉的拍卖价格大幅提高, 全脂乳粉的性价比优势弱化, 有望刺激国内原奶的需求; 同时 2017 年以来, 国内乳制品行业的需求出现弱复苏的状态, 这也有望增加对国内原奶的需求。

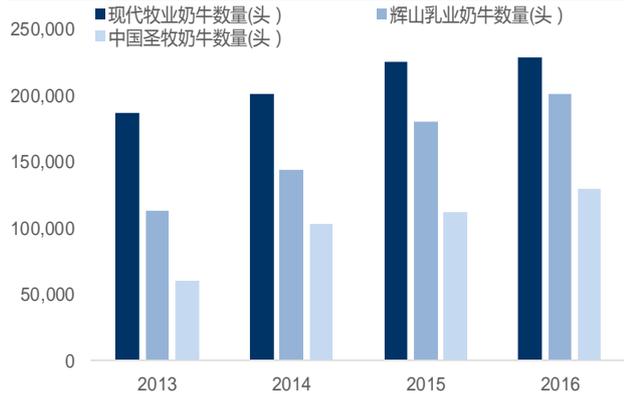
1) 供给: 奶价持续低迷的情况下, 目前国内牧场已经出现了一定的产能退出的现象。根据美国农业部的数据, 预计 2017 年中国的泌乳牛数量为 700 万头, 相较于 2016 年 800 万头的数量同比下降 12.5%。同时在 2013 年之后国内大型牧场扩建产能的速度明显变慢, 以现代牧业为例, 2016 年奶牛数量为 22.92 万头, 同比基本持平。

图 47: 预计 2017 年国内泌乳牛数量继续下降



资料来源: USDA, 申万宏源研究

图 48: 国内主要牧场的产能集中释放期已过



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

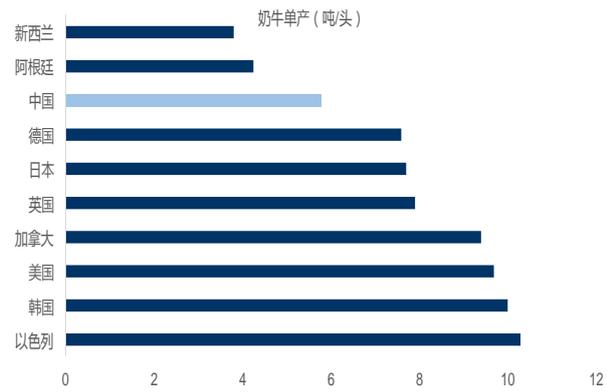
但需要强调的是, 尽管国内奶牛出现一定的去产能现象, 但国内奶牛产量下降的速度会慢于产能退出的速度, 这是因为目前国内奶牛的单产仍处于持续提升的状态, 而且今后仍会持续提升。2016 年国内奶牛的年均单产达到 6.4 吨, 保持稳定提升的态势。根据《全国奶业发展规划 (2016—2020 年)》, 到 2020 年国内泌乳奶牛年均单产达到 7.5 吨。同时纵向对比来看, 相较于以色列、韩国等国的奶牛年均单产超过 10 吨, 中国奶牛单产还有较大的提升空间。

图 49：近年来国内奶牛单产数量提升较为明显



资料来源：《全国奶业发展规划》，申万宏源研究

图 50：横向对比国内奶牛单产仍有较大提升空间



资料来源：USDA，申万宏源研究

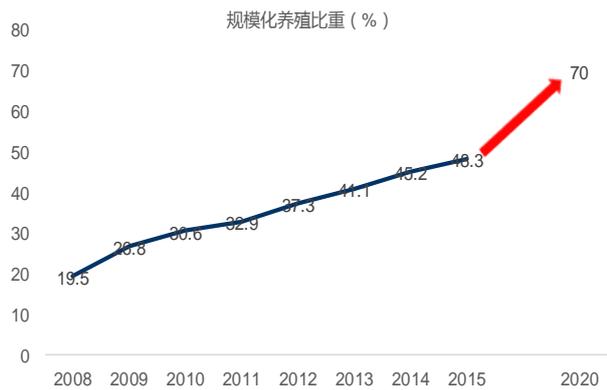
规模化养殖水平的提高是驱动奶牛单产提升的核心因素，2015 年我国奶牛牧场 100 头以上规模养殖比重达 48.3%，相较于 2010 年已经提高近 18%。同样根据《全国奶业发展规划（2016—2020 年）》的预测，2020 年我国奶牛牧场 100 头以上规模养殖比重达 70%，这将持续驱动国内奶牛单产的提升。

图 51：2007-2014 年国内牧场平均规模提升明显



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

图 52：预计国内奶牛规模化养殖比重仍会提升



资料来源：《全国奶业发展规划》，申万宏源研究

2) 需求：原奶需求的复苏主要体现在两个方面，一方面国内乳制品制造企业在 2013-14 年囤积的大包粉已经消化，而 2016 年开始国际全脂奶粉的拍卖价格出现大幅度的反弹，最新的拍卖价格已经达到 3122 美元/吨，相较于 2016 年初的低点上涨超过 70%，大包粉相较于国内原奶的性价比优势弱化，间接提高原奶的需求；另一方面国内乳制品行业的需求复苏，原奶的直接需求有望提升。

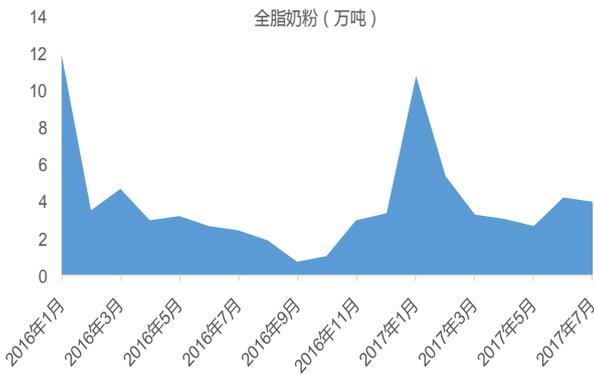
图 53: 2016 年开始国际全脂奶粉拍卖价格出现反弹



资料来源: GDT, 申万宏源研究

目前国际大包粉的拍卖价格在 3000 美元/吨左右, 考虑运输费用以及关税等因素的影响, 换算成国内生鲜乳的收购价格已经和国内 3.5 元/公斤的收购均价相差无几。根据海关总署的数据, 2017 年前七个月国内全脂奶粉的进口量为 33.53 万吨, 仅同比小幅提升 6.01%。

图 54: 2017 年前 7 个月进口大包粉仅同比增加 6%



资料来源: 海关总署, 申万宏源研究

图 55: 目前全脂奶粉的性价比优势已经弱化



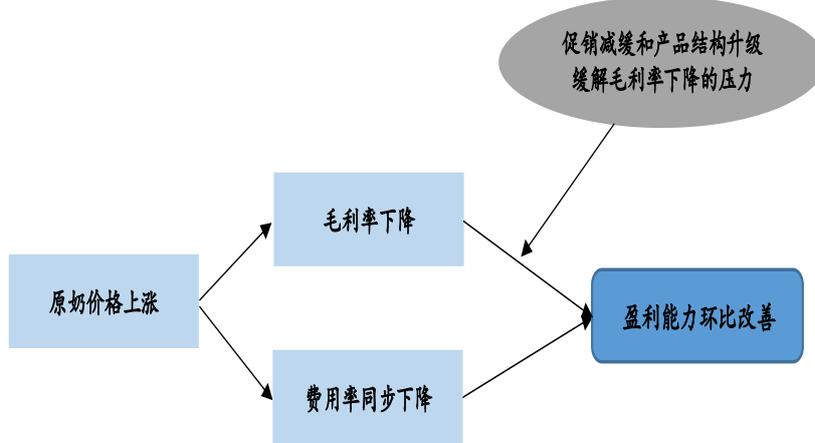
资料来源: 荷斯坦, 申万宏源研究

3.2 原奶价格见底弱复苏利于伊利的盈利能力改善

从伊利的净利率波动说起——原奶价格波动如何影响下游乳制品行业的盈利能力?

我们认为, 原奶价格的上涨会对伊利的毛利率呈现出负面影响, 但是原奶价格的上涨同时也会带来促销费用投放力度的弱化, 期间费用率同样会呈现出下降的趋势, 历史上来看公司毛利率和期间费用率的同步变动特性显著。而且在促销减缓和产品结构持续升级的驱动下, 原奶价格上涨对毛利率的负面影响能够被有效消化一部分, 期间费用率下降的幅度通常会大于毛利率的下降幅度, 公司的净利率持续稳步提升。也就是说原奶上升的情况下, 伊利的盈利能力会环比改善。

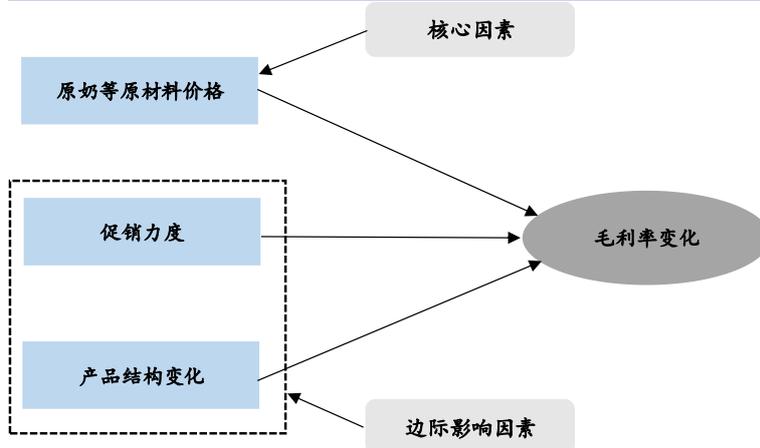
图 56：原奶价格的上涨有利于龙头企业的盈利能力改善



资料来源：申万宏源研究

1) 毛利率：伊利毛利率的核心影响因素是以原奶价格为代表的原材料成本，在原材料成本波动这一核心因素影响过程中，产品结构升级和促销力度的变化作为两个边际影响因素同样会对毛利率的变化产生影响。

图 57：影响伊利毛利率变化的三个因素

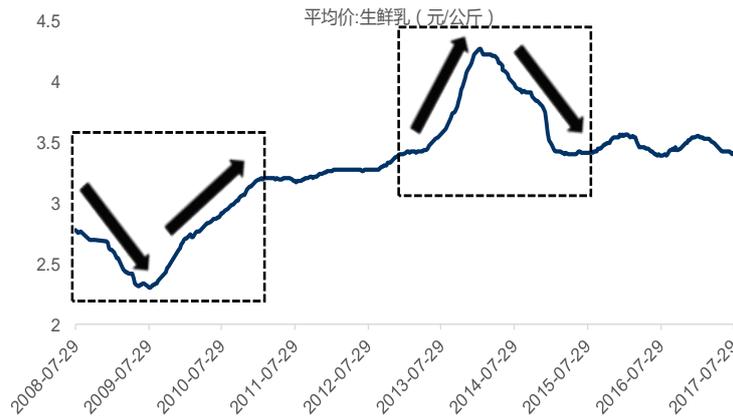


资料来源：申万宏源研究

原材料成本波动是影响毛利率变动的核心因素，而原奶是最主要的成本构成：液态奶是伊利最主要的业务构成，收入占比在 80%左右。而原奶是液态奶业务最主要的成本，占比为 60%-70%、另外包装材料占比 10%-15%、白糖+大包乳粉等辅助材料占比 10%左右、剩下 10%是人工和折旧成本等。

原奶价格对于伊利的毛利率变化有重要的影响，2008 年以来国内的原奶价格经历过两次较为明显的下降和上涨周期：第一次是 2009 年三聚氰胺事件发生以后，原奶的供给端短时间无法快速应对需求端的下降，致使价格出现断崖式的下降；2009 年下半年开始奶价逐步企稳并开始复苏、一直到 2011 年初为上涨周期；第二次是 2013 年受奶牛疫病以及高温干旱天气影响，散户被动退出、出现奶荒致使生鲜乳价格持续高涨；2014 年初开始进入下降周期。

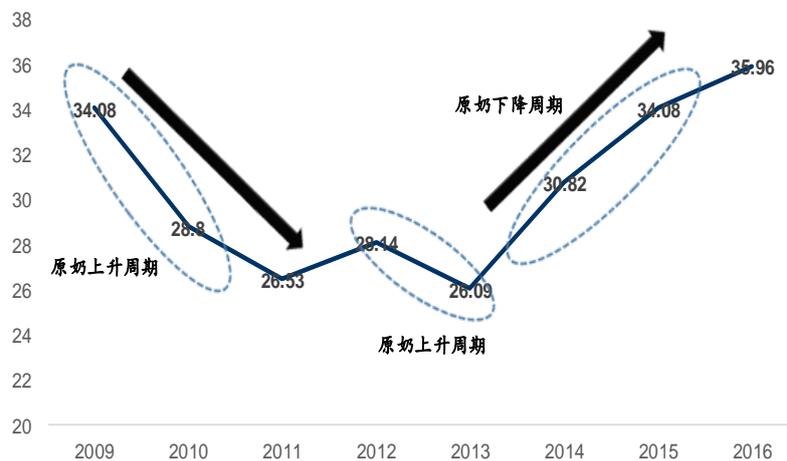
图 58：国内生鲜乳收购价格的历史波动情况



资料来源：农业部，申万宏源研究

伴随着原奶价格的波动，伊利液态奶业务的毛利率也呈现出周期性的变化：2009-2016 年液态奶毛利率经历了先下降后上升的趋势。在 2009 年的原奶上升周期内，伊利液态奶的毛利率从 2009 年的 34.08% 下降到 2013 年的 26.09%，为毛利率的下降周期，2010 年液态奶业务毛利率下降最为明显，从 2009 年的 34.08% 一次性下滑到 28.8%；而在 2012 年原奶上升周期内，伊利液态奶的毛利率从 2012 年的 28.14% 下降到 2013 年的 26.09%，为毛利率的下降周期；而 2013 年以后的原奶下降周期，2013-16 年伊利液态奶的毛利率从 26.09% 上升到 2016 年的 35.96%，为公司毛利率的上升周期。可以发现，原奶价格的波动对伊利液态奶的毛利率有非常明显的负向影响，原奶价格上涨周期内毛利率呈下降的趋势、而原奶下降周期内毛利率呈上升趋势。

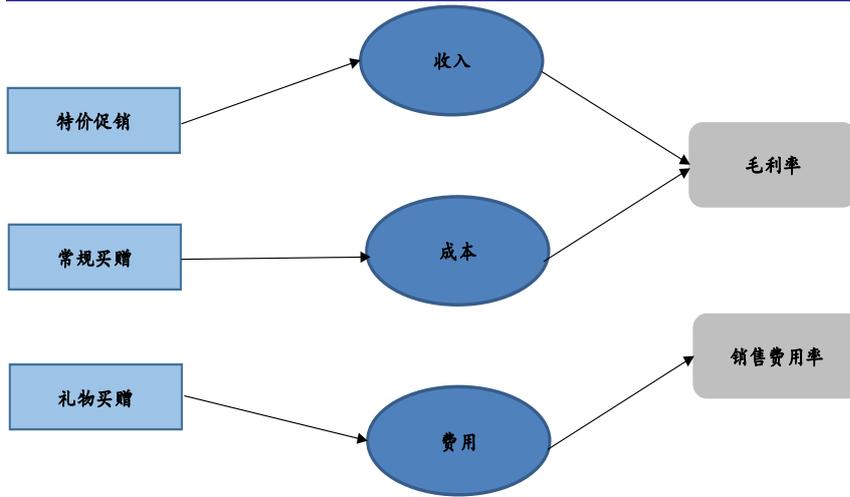
图 59：伊利历史上的液态奶业务毛利率变化情况



资料来源：公司公告，申万宏源研究

促销力度的变化会对毛利率产生影响：促销力度的变化同样是影响伊利毛利率的重要因素，且对近年来的毛利率影响越来越明显。伊利的促销方式通常分为特价促销、买赠促销以及礼物买赠等三种方式，一般来说，直接特价促销会按照特价后的金额确定收入，从而对收入确认及毛利率产生负面影响；产品的买赠通常是记增成本而不确认收入的，这样也会对公司的毛利率产生负面影响；而产品之外的礼物的买赠则会记入销售费用，对毛利率不产生影响，对销售费用率产品影响。

图 60：不同促销方式对伊利毛利率的影响方式不同



资料来源：申万宏源研究

我们以明星产品原味安慕希为例（草根调研数据、实际情况可能略有出入，下同），在不做任何促销的常规情况下，KA 渠道的经销商到岸价即出厂价为 45 元/箱左右，公司的毛利率在 55%左右，经销商的发货价为 58 元/箱左右、而终端零售价为 66 元/箱左右，经销商和销售终端的正常加价率分别为 30%和 15%。

表 4：没有任何促销情况下的安慕希的渠道利润分配

没有促销的正常情况	成本（估算）	出厂价	批发价	终端零售价
安慕希（元/箱）	20	45	58	66
		厂商	经销商	销售终端
毛利率		55%	30%	15%

资料来源：草根调研，申万宏源研究

如果是特价促销，我们以终端销售价格从 66 元下降到 60 元为例，一般情况下厂商的出货价和经销商批发价是不变的，销售终端加价率受损的情况下，经销商会加大补贴力度保证销售终端一定的盈利空间，同时厂商也会给予经销商一定的费用支持，那么考虑补贴之后的实际出厂价和实际批发价会低于没有任何促销下的情形，销售终端、经销商和厂商的毛利率都会受到一定负面影响。

表 5：特价促销情况下的安慕希的渠道利润分配

特价销售（以终端 60 元为例）	成本（估算）	实际出厂价	实际批发价	终端零售价
安慕希（元/箱）	20	43	54	60
		厂商	经销商	销售终端
毛利率		53%	20%	10%

资料来源：草根调研，申万宏源研究

如果是买赠促销，我们以买一箱安慕希送 2 盒产品为例，通常情况下买赠促销不会影响到销售终端的直接加价率，属于厂商和经销商之间的促销行为。这部分促销费用通常会由厂商和经销商共同来承担，对于厂商来说，在出厂价不变的情况下成本会考虑到赠品的数量而提高，从而影响厂商的毛利率。

表 6: 买赠促销情况下的安慕希的渠道利润分配

买赠销售 (以买了一箱送 2 盒为例)	成本 (估算)	实际出厂价	实际批发价	终端零售价
安慕希 (元/箱)	27.6	45	58	66
		厂商	经销商	销售终端
毛利率		45%	14%	15%

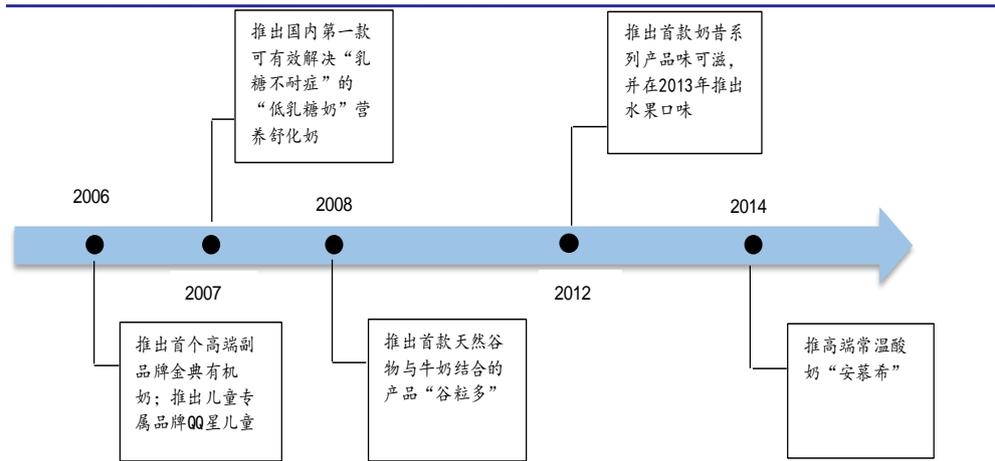
资料来源: 草根调研, 申万宏源研究

原奶价格上升通常会驱动促销力度的下降: 原奶的价格是原奶供需格局最直接的结果, 原奶价格下降代表原奶的供给大于需求, 出于产业链稳定发展的需要, 在原奶出现过剩的情况下, 下游乳制品制造企业通常会相应加大原奶的收购力度。在终端需求相对稳定的前提下, 产品库存的压力加大, 乳制品制造企业促销的意愿增加, 同时较低的原奶价格也给了促销力度的提升预留了毛利率的空间。这样相反, 在原奶价格上涨的过程中, 促销力度也会相对减小。

产品结构变化对毛利率产生较为明显的影响: 回顾历史可以发现, 2013 年第二个原奶上升周期对于伊利液态奶毛利率的负面影响要明显小于 2010 年, 在 2015-16 年奶价基本平稳的情况下, 伊利液态奶的毛利率仍然在大幅提升, 2015-16 年伊利的毛利率分别为 34.08% 和 35.96%, 产品结构的持续优化对毛利率体现出重要的影响。2013 年奶价大幅上涨而公司的毛利率下降不明显的主要原因一方面是公司直接进行了产品提价, 另一方面就是产品结构升级的效用逐渐明显起来。

2006 年开始, 伊利的产品结构升级之路稳步推进, 特别是 2008 年三聚氰胺事件之后, 国内消费者对于乳制品的质量要求更为敏感, 对高端乳制品的需求提升, 高端白奶产品金典、针对乳糖不耐人群的舒化奶、天然谷物牛奶味可滋以及常温酸奶安慕希等伊利一系列高端产品逐步推向市场。

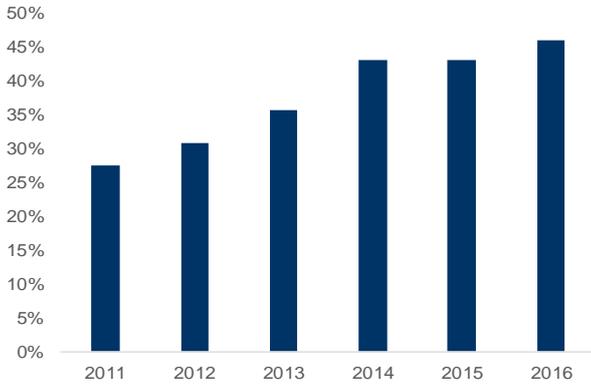
图 61: 伊利液态奶高端产品的历史布局情况



资料来源: 公开资料整理, 申万宏源研究

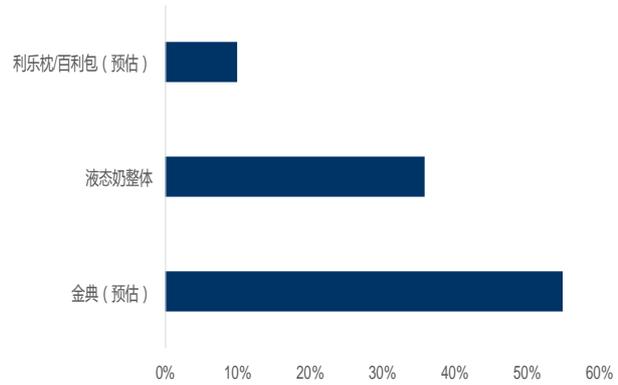
根据我们的估算，公司高端产品占液态奶的收入比重从 2011 年的不到 30% 提高到了 2016 年的接近 50%。而高端产品与普通白奶产品的毛利率相差较为明显，我们预计安慕希和金典等产品的毛利率均超过 50%，而较为低端的利乐枕和百利包基础白奶产品的毛利率在 10% 左右。

图 62：伊利高端液态奶产品的收入占比逐年提升



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 63：伊利高端液态奶产品毛利率远高于普通产品

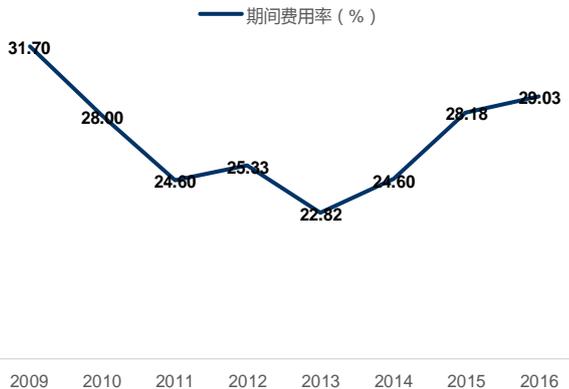


资料来源：公司公告，申万宏源研究

2) 费用率：伊利期间费用主要由销售费用构成，其中广告营销费用又是最主要的销售费用明细。广告费用是公司品牌建设的必要投入，具有一定粘性；而线下的营销费用包括堆头费用在内的固定费用和买赠费用为主的浮动费用。在原奶上升周期中，线下营销费用中的浮动费用部分具备一定的下降空间。

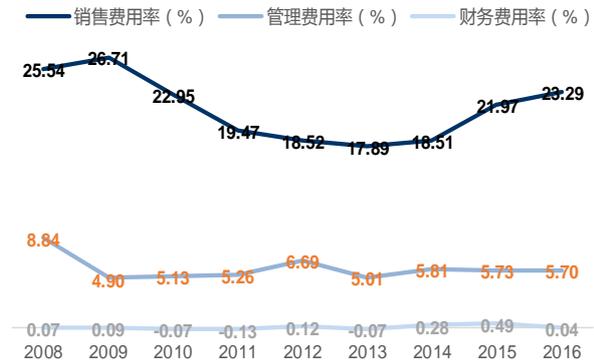
三聚氰胺事件之后伊利的期间费用率变化幅度同样呈现出一定的周期性，2009-2013 年为公司期间费用率的下降阶段，期间费用率从 31.70% 下降到 22.82%；而 2013-2016 年为期间费用率的上升阶段，期间费用率从 22.82% 再次上升到 29.03%。三项期间费用中，销售费用为伊利最主要的费用构成，也是主导公司期间费用率变化的核心因素。以 2016 年为例，公司的销售费用率为 23.29%，占整体期间费用的比重接近 80%。

图 64：伊利历史期间费用率的变化幅度较大



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 65：销售费用是最主要的期间费用构成

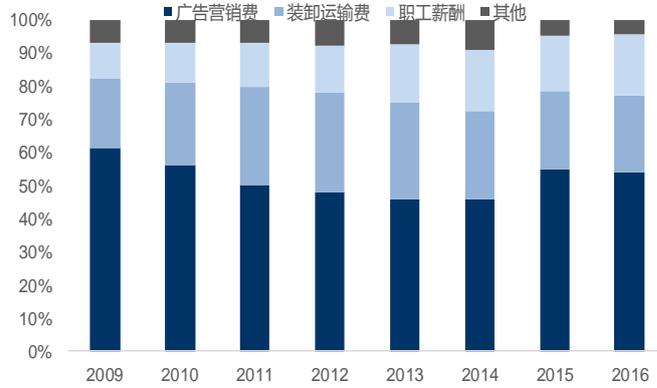


资料来源：公司公告，申万宏源研究

将伊利的销售费用进行详细分拆可以发现，广告营销费用、运输装卸费用以及职工薪酬等三项为最主要的销售费用构成，其中广告营销费用占比达 50% 以上、运输装卸费用占比超过 20%、职工薪酬占比不到 20%。广告营销费用为近年来增长最明显的销售费用明细项，2014-2016 年广告销售费用从 46.38 亿提高到 76.34 亿元，广告营销费用的占比也从 46.03%

大幅提高到 54.09%；职工薪酬费用的占比也呈现出小幅提升的态势，而运输装卸费用的投入则相对稳定。

图 66：广告营销费用是伊利销售费用最主要的构成



资料来源：公司公告，申万宏源研究

一般来说，广告营销费用可以分为线上的广告及品牌建设费用和线下的营销推广费用。首先，线下营销推广费用可以分为固定费用和浮动费用，固定费用包括堆头费用、进场条码费用、促销人员工资等；浮动费用就包括买赠等一系列的促销费用。在费用的分摊方面，根据我们草根调研的情况，堆头费用、进场费用一般经销商和厂商是五五开、促销人员的工资是厂家出底薪而业绩提成是经销商负责；对于赠品的费用通常是厂商和经销商七三开。在原奶的上升周期，乳制品制造企业的产品库存压力相对缓解，因此买赠等浮动费用有一定的下降空间，所以销售费用率呈现出一定的下降趋势。

表 7：厂商与经销商对线下营销推广费用的分摊方式

费用类型	费用科目	分摊方式
固定费用	进场费用	经销商和厂商各负责 50%
	堆头费用	经销商和厂商各负责 50%
	销售人员工资	厂商负责促销人员底薪、经销商负责业绩提成
弹性费用	买赠和特价等促销	厂商和经销商七三开

资料来源：草根调研，申万宏源研究

其次，线上品牌建设费用是公司树立品牌形象的必要手段，安慕希冠名赞助的《奔跑吧》以及金典冠名的《歌手》节目都为公司核心产品的销售带来积极的影响。因此，我们认为公司线上广告费用的投放相对刚性，受竞争格局的影响程度较小。

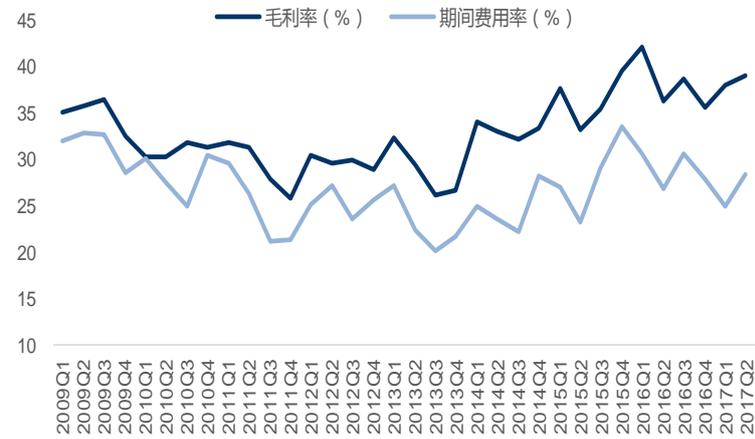
表 8：伊利今年主要冠名的综艺节目列表

综艺节目	赞助方式	赞助费用	播放期间	广告产品
《歌手》	独家冠名	—	2017/1/21-4/22，共 14 期	伊利金典有机奶
《奔跑吧》第五季	独家冠名	约 5 亿	2017/4/14 起，共 12 期	伊利安慕希
《我们相爱吧 3》	独家冠名	1.5 亿	2017/6/11 起周播	伊利畅轻
《二十四小时》第二季	独家冠名	1.6 亿	2017/2/3-4/7，共 10 期	伊利畅意 100%
《挑战者联盟》	独家冠名	1.6 亿	2017 年 6 月份起，共 12 期	伊利畅意 100%
《拜托了冰箱》第三季	独家冠名	—	2017/4/12 起每周三	甄稀（伊利旗下高端冰激凌品牌）

资料来源：公开资料整理，申万宏源研究

和毛利率进行对比可以发现，伊利的毛利率和期间费用率在历史上的变化方向呈现出极大的一致性，也就是说毛利率和期间费用率呈现出同样变化的趋势，在毛利率较高的时候伊利的期间费用率也会相应提高、在毛利率较低的情况下伊利的期间费用率特别是销售费用率也相应下降。

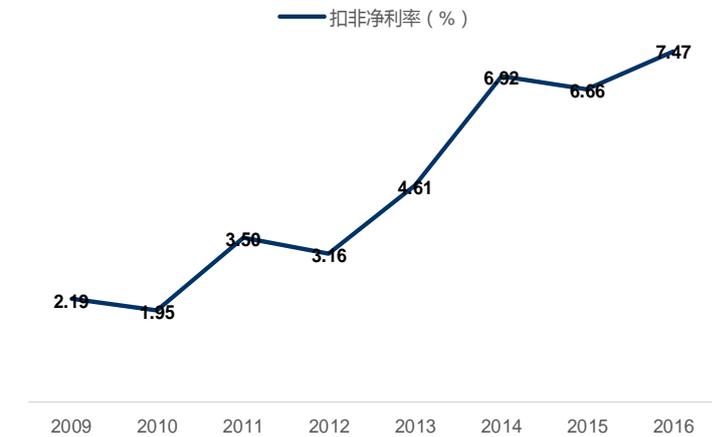
图 67：伊利历史上毛利率和期间费用率的变化呈现出较强的同步性



资料来源：公司公告，申万宏源研究

综上所述，公司毛利率和期间费用率的同步变动特性显著，在产品结构持续升级的驱动下，毛利率和期间费用率的差距呈现出扩大的趋势，这也推动了伊利的扣非净利率呈现出稳步提升的状态。公司的扣非净利率从 2009 年开始呈现出环比提升的状态，2009 年公司的扣非净利率为 2.19%，2016 年已经达到 7.47%。

图 68：伊利近年来的扣非净利率稳步提升



资料来源：公司公告，申万宏源研究

4 盈利预测与投资建议

对于公司的主营液体乳业务，受益于行业需求的复苏以及公司市占率水平的稳步提升，我们认为 10% 以上的收入增速将会是常态。同时核心产品安慕希和金典仍将最稳定的增长点之一，预计今年安慕希能获得 40% 左右的增速、金典获得 10% 左右的增长，2018-19 年预计安慕希和金典的收入增速分别保持在 20% 和 10% 左右。得益于县乡级及三四线城市的需求回暖，公司利乐枕、百利包以及利乐包等传统基础白奶产品的收入增速也有望环比改善。根据我们的草根调研情况，今年国庆旺季公司传统白奶产品部分地区已经出现了断货现象。综上所述，我们预计 2017-19 年公司液体乳业务分别实现收入 558.99 亿、618.46 亿和 685.96 亿元，分别同比增长 12.88%、10.64% 和 10.91%。

表 9：公司液体乳业务的收入预测

液体乳	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
收入(亿元)	424.06	471.51	495.22	558.99	618.46	685.96
YOY	13.82%	11.19%	5.03%	12.88%	10.64%	10.91%
其中：中高端产品合计	182.94	203.47	227.73	264.74	295.42	331.29
YOY	38.06%	11.22%	11.92%	16.25%	11.59%	12.14%
中高端在液态占比	43.14%	43.15%	45.98%	47.36%	47.77%	48.30%
金典	54.74	57.48	63.22	69.55	76.50	84.15
YOY	60.00%	5.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
占比	12.91%	12.19%	12.77%	12.44%	12.37%	12.27%
安慕希	8.00	40.00	75.00	105.00	126.00	151.20
YOY	36.00%	400.00%	87.50%	40.00%	20.00%	20.00%
占比	1.89%	8.48%	15.14%	18.78%	20.37%	22.04%
低端产品合计	241.12	268.03	267.50	294.25	323.04	354.67
YOY	0.45%	11.16%	-0.20%	10.00%	9.79%	9.79%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

在经历 2016 年的行业调整之后，公司的婴幼儿奶粉业务有望迎来复苏周期。2017 年 8 月份国家食药监总局公布了首批婴幼儿配方乳粉产品配方注册申请通过名单，截止到现在已经有 12 批次超过 110 个品牌、300 个产品配方通过认证。作为国产婴幼儿奶粉企业的龙头品牌之一，伊利已经有 7 个品牌、21 个产品配方获得认证。婴幼儿奶粉配方注册制的顺利实施有助于中小杂牌产品的出清、利好于以伊利为代表的行业龙头继续扩大市场份额，我们预计 2017-19 年公司的奶粉业务收入分别同比增长 16.83%、11.49% 和 10.92%。

同时受益于夏季的高温天气，2017 年上半年公司冷饮业务实现收入 32.42 亿元，同比增长 10% 以上。考虑到 2011 年之后公司的冷饮业务收入规模基本稳定在 40 亿出头，我们预计长期来看冷饮业务收入增速相对比较稳定。因此，我们预计 2017-19 年公司冷饮业务收入分别同比增长 8%、2.5% 和 2.5%。

表 10: 公司奶粉及冷饮业务的收入预测

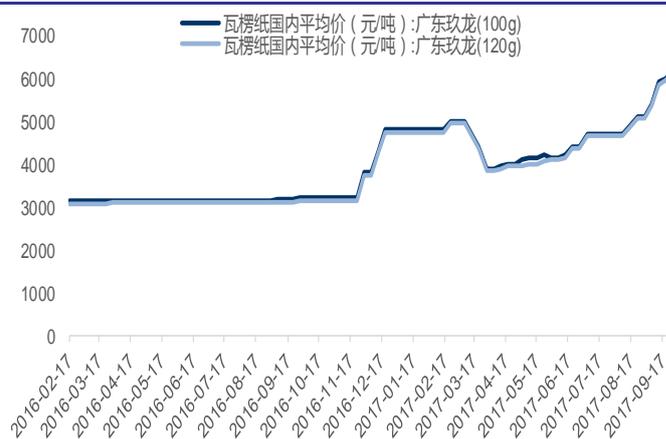
收入	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
奶粉及奶制品(亿元)	60.13	64.47	54.56	63.74	71.06	78.83
YOY		9.16%	7.18%	-15.37%	16.83%	10.92%
冷饮产品系列(亿元)	42.84	40.98	41.94	45.30	46.43	47.59
YOY		0.97%	-4.34%	2.35%	8.00%	2.50%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

因此, 综合液体乳、奶粉以及冷饮业务的收入预测, 我们预计 2017-19 年公司分别实现营业总收入 684.56 亿、753.89 亿和 831.85 亿元, 分别同比增长 12.9%、10.1%和 10.3%。

对于公司的毛利率水平, 其核心影响因素是以原奶价格为代表的原材料成本, 而产品结构 and 促销力度的变化作为两个边际影响因素同样会产生影响。对于公司的液体乳业务, 原奶占成本比重在 60%以上、包装材料以及白糖、大包粉等辅助材料的占比均在 15%左右; 而包装材料以利乐包装为主、外包装瓦楞纸的占比为小个位数。

图 69: 今年以来国内瓦楞纸平均价上涨明显



资料来源: 纸业联讯, 申万宏源研究

虽然今年原奶收购价格仍处于底部弱复苏的态势, 并未对公司成本端造成很大的压力, 但是包装材料和辅料等价格的上涨对成本有一定的影响。今年以来国内瓦楞纸平均价格上涨明显, 100g 瓦楞纸的最新价格达到 6220 元/吨, 同比接近翻倍的上涨, 全年平均涨幅在 50%以上。由于瓦楞纸外包装占公司整体包装材料的成本的比重相对有限, 根据我们测算公司整体包装材料的上涨幅度在 10%-20%之间。同时辅助材料中国际大包粉的拍卖价格同比上涨超过 20%, 作为最主要的辅助材料构成, 同样对公司的成本端造成一定压力。

根据我们的弹性测算, 假设公司包装材料和辅助材料均同比上涨 10%-20%, 在其他原材料成本保持不变的前提下, 公司液体乳业务的毛利率理论上同比下降 1.5%-3%。但是产品结构和促销力度的变化对今年毛利率的变化有较为明显的正向影响, 我们预计公司液体乳整体毛利率会呈现出小幅下降的趋势。

表 11: 伊利的毛利率受包材以及辅助材料价格上升的影响的弹性测算

包材/辅助材料	变化幅度					
	5%	10%	15%	20%	25%	30%
5%	-0.80%	-1.12%	-1.44%	-1.76%	-2.08%	-2.40%
10%	-1.28%	-1.60%	-1.92%	-2.24%	-2.56%	-2.88%
15%	-1.76%	-2.08%	-2.40%	-2.72%	-3.04%	-3.36%
20%	-2.24%	-2.56%	-2.88%	-3.20%	-3.52%	-3.84%
25%	-2.72%	-3.04%	-3.36%	-3.68%	-4.00%	-4.32%
30%	-3.20%	-3.52%	-3.84%	-4.16%	-4.48%	-4.80%

资料来源: 申万宏源研究

因此, 我们预计今年公司液体乳业务的毛利率呈现出小幅下降的趋势, 2018-19 年原奶呈现出弱复苏的态势, 虽然成本抬升但是产品结构升级持续、竞争格局改善, 公司液态乳毛利率仍会小幅下降, 我们预计 2017-19 年公司的液体乳毛利率分别为 35.62%、35.45% 和 35.32%。同时由于国际大包粉拍卖价格的上涨, 我们预计奶粉业务的毛利率会有一定程度下降, 而冷饮业务的毛利率呈现出稳中有升的态势。结合各项业务, 我们预计 2017-19 年公司整体毛利率分别为 37.69%、37.43% 和 37.45%。

表 12: 公司主营业务毛利率预测明细

毛利率	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
液体乳	30.82%	34.08%	35.96%	35.62%	35.45%	35.32%
奶粉及奶制品	45.62%	55.97%	56.17%	53.16%	53.39%	54.21%
冷饮产品	35.05%	36.32%	43.05%	44.00%	42.00%	43.00%
整体	33.13%	36.42%	38.25%	37.69%	37.43%	37.45%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

期间费用的支出方面, 销售费用是最主要的费用构成, 其中广告营销费、职工薪酬和装修运输费用又是最主要的三项销售费用构成明细。我们认为, 2017-19 年公司的职工薪酬会呈现出年均 10% 左右的增幅, 而受益于原奶弱复苏背景下竞争格局的优化、广告营销费用中的线下浮动费用有一定的下降空间, 我们预计 2017-19 年公司的广告营销费用呈现出小幅下降的趋势。而对于运输装卸费用, 史上最严公路超载令《超限运输车辆行驶公路管理规定》于 16 年 9 月 21 日起实施, 相对于以往的规定, 新规超限超载标准吨位全线降低。其中载重量最大的 6 轴汽车列车超载标准由 55 吨降至 49 吨, 限高由 4.5 降至 4 米, 测算下来公路火车运输运费单价上调 30% 左右。我们预计今年公司的装卸运输费用将会迎来一次性的明显上涨, 明后年回归到相对正常的增速。

综上所述, 我们预计 2017-19 年公司的销售费用分别为 152.88 亿、155.49 亿和 157.15 亿, 销售费用率分别为 22.33%、20.63% 和 18.89%, 呈现出环比下降的趋势。同时伴随经营效率的不断改善, 公司的管理费用率和财务费用率也会出环比改善, 其中我们预计 2017-19 年公司的管理费用率分别为 5.1%、4.8% 和 4.9%。

表 13: 公司的销售费用预测明细

单位: 亿	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
职工薪酬	18.30	21.83	25.70	28.27	31.95	35.14
同比	22.41%	19.29%	17.73%	10.00%	13.00%	10.00%
广告营销费	46.38	72.76	76.34	77.87	73.97	70.27
同比	18.41%	56.88%	4.92%	2.00%	-5.00%	-5.00%
装卸运输费	26.79	31.39	32.88	40.44	43.27	45.44
同比	7.42%	17.17%	4.75%	23.00%	7.00%	5.00%
差旅费	2.26	2.47	2.39	2.00	2.00	2.00
折旧修理费	0.63	1.05	1.02	1.00	1.00	1.00
办公租赁费	5.63	2.33	2.01	2.50	2.50	2.50
其他	0.52	0.56	0.65	0.60	0.60	0.60
物耗劳保费	0.23	0.19	0.16	0.20	0.20	0.20
合计	100.75	132.58	141.14	152.88	155.49	157.15
同比	17.89%	31.59%	6.46%	8.32%	1.71%	1.07%
销售费用率	18.51%	21.96%	23.29%	22.33%	20.63%	18.89%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

结合我们的各项业务收入和毛利率水平以及公司费用率的预测, 我们上调盈利预测, 预计 2017-19 年公司分别实现归属于上市公司股东的净利润 62.50 亿、78.62 亿和 96.96 亿, 分别同比增长 10.4%、25.8%和 23.3%。

4.1 相对估值法

基于不断确认的基本面向好趋势, 我们上调盈利预测, 预计 2017-19 年公司分别实现归属于上市公司股东的净利润 62.50 亿、78.62 亿和 96.96 亿, 分别同比增长 10.4%、25.8%和 23.3%。对应 2017-19 年的 EPS 分别为 1.03、1.29、1.59 元 (前次 1.03、1.22、1.46 元), 最新收盘价对应 2017-18 年分别为 27、22xPE。参考可比公司的估值情况, 2018 年的平均估值约 27.57xPE, 伊利仍有一定的估值折价, 考虑到伊利日渐强势的国内乳制品龙头地位以及逐渐改善的基本面趋势, 我们给予公司小幅的估值溢价, 未来一年的目标价 36 元, 对应 2018 年约 28xPE, 维持“买入”评级。

表 14: 可比公司相对估值列表

公司简称	股价 (元) (截止 10 月 9 日)	预测 EPS (元)			增速 (%)			PE			17PEG
		17E	18E	19E	17E	18E	19E	17E	18E	19E	
蒙牛乳业	19.04	0.59	0.77	0.89	409.82	30.51	15.58	32.27	24.73	21.39	0.08
海天味业	46.15	1.29	1.48	1.7	22.86	14.73	14.86	35.78	31.18	27.15	1.56
青岛啤酒	31.1	1.00	1.16	1.41	29.86	16	21.55	31.10	26.81	22.06	1.04
平均值											27.57
伊利股份	27.50	1.03	1.29	1.59	10.80	25.50	22.80	26.98	21.54	17.48	2.50

资料来源: Wind, 申万宏源研究 (除海天味业外, 其余公司的盈利预测均采用 wind 一致预期)

4.2 绝对估值法

我们采用 FCFF 绝对估值法，首先对于 WACC 的计算，根据申万宏源研究所的观点，无风险收益率和预期市场回报率分别确定为 3.30% 和 5%；债务成本等指标则根据历史水平进行预测，得到 WACC 值为 6.38%。FCFF 估值中，我们假设半显性时期为 5 年，预期增长率为 6%，永续期的预期增长率为 1.5%，结合之前预测 WACC 值，得出公司每股价值 40.52 元。

表 15: WACC 测算

主要指标		备注
无风险利率	3.30%	申万宏源研究所
预期市场回报率	5%	申万宏源研究所
Beta :	0.98	
股权成本	8.20%	CAPM 公式
债务成本	2.5%	根据历史平均水平及现状预测
负债/股权比率:	30%	根据历史平均水平及现状预测
有效税率	15%	根据历史平均水平及现状预测
WACC	6.38%	

资料来源：申万宏源研究

表 16: FCFF 估值测算

百万元, 元, 百万股	价值	比例
显性半显性价值	78,747	34%
终值	153,559	66%
核心企业价值	232,306	100%
加: 非核心长期投资	1,631	
货币资金	13,824	
交易性金融工具净值	0	
企业总价值	247,761	
减: 付息债务	1,269	
少数股东权益价值	154	0%
少数股东 PB	1.00	
少数股东权益	154	
股权价值	246,338	
总股本数	6,079	
每股价值	40.52	

资料来源：申万宏源研究

结合相对估值法和绝对估值法，我们以两种方法的均值作为公司的目标价，未来一年公司的目标价为 38 元，维持“买入”评级。

财务摘要

合并损益表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	60,360	60,609	68,456	75,389	83,185
液态奶	47,151	49,522	55,899	61,846	68,596
奶粉	6,445	5,455	6,373	7,105	7,881
冷饮	4,098	4,194	4,530	4,643	4,759
其他	1,067	441	460	481	503
营业总成本	55,652	55,488	61,734	66,714	72,275
营业成本	38,376	37,427	42,657	47,168	52,033
液态奶	31,082	31,713	35,985	39,921	44,369
奶粉	2,838	2,391	2,985	3,312	3,608
冷饮	2,609	2,388	2,537	2,693	2,713
其他	1,847	935	1,151	1,243	1,343
营业税金及附加	251	420	331	400	473
销售费用	13,258	14,114	15,288	15,549	15,715
管理费用	3,456	3,457	3,491	3,619	4,076
财务费用	297	24	-33	-21	-22
资产减值损失	14	46	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	186	399	105	110	110
营业利润	4,894	5,520	6,827	8,785	11,020
营业外收支	629	1,112	528	526	429
利润总额	5,524	6,632	7,354	9,310	11,448
所得税	869	963	1,087	1,433	1,739
净利润	4,654	5,669	6,268	7,877	9,709
少数股东损益	23	7	17	16	13
归属于母公司所有者的净利润	4,632	5,662	6,250	7,862	9,696

资料来源：申万宏源研究

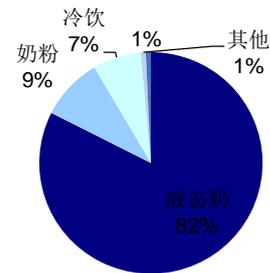
合并资产负债表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	19,786	20,193	23,944	28,609	34,903
现金及等价物	13,084	13,824	16,570	20,753	26,369
应收款项	1,455	1,319	1,457	1,538	1,631
存货净额	4,663	4,326	5,300	5,677	6,242
其他流动资产	584	724	617	642	661
长期投资	1,107	2,243	2,438	2,433	2,371
固定资产	16,640	14,533	16,142	17,604	18,976
无形资产及其他资产	2,097	2,293	2,252	2,225	2,257
资产总计	39,631	39,262	44,776	50,870	58,507
流动负债	18,202	14,907	17,176	19,077	21,664
短期借款	6,190	150	150	350	400
应付款项	10,777	13,538	15,842	17,514	20,058
其它流动负债	84	65	73	74	71
非流动负债	1,283	1,119	1,203	1,202	1,174
负债合计	19,485	16,026	18,378	20,278	22,838
股本	6,065	6,065	6,079	6,079	6,079
资本公积	2,477	2,476	2,692	2,692	2,692
盈余公积	1,455	1,886	2,300	2,849	3,535
未分配利润	9,791	12,293	14,793	18,423	22,800
少数股东权益	162	154	171	187	201
股东权益	20,146	23,236	26,397	30,592	35,669
负债和股东权益合计	39,631	39,262	44,776	50,870	58,507

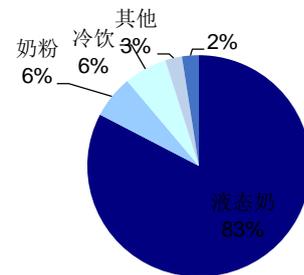
关键假设

	2016	2017E	2018E	2019E
液态奶收入同比	0.05	0.13	0.11	0.11
液态奶毛利率	0.36	0.36	0.35	0.35
利率				

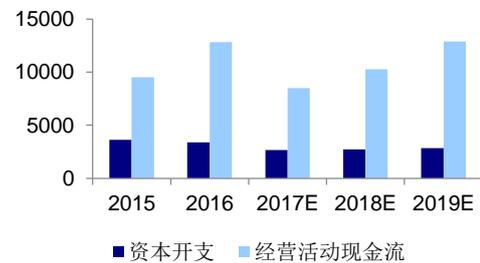
收入结构



成本结构



资本开支与经营活动现金流



经营利润率(%)

资料来源：申万宏源研究

合并现金流量表

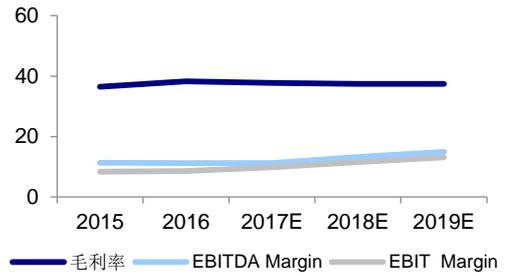
百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	4,654	5,669	6,268	7,877	9,709
加：折旧摊销减值	1,794	1,657	1,010	1,278	1,494
财务费用	316	68	-33	-21	-22
非经营损失	90	-510	-125	-61	-136
营运资本变动	2,621	5,960	1,205	1,211	1,884
其它	0	0	188	-20	-49
经营活动现金流	9,536	12,817	8,512	10,264	12,880
资本开支	3,626	3,396	2,680	2,735	2,850
其它投资现金流	94	-935	-89	115	171
投资活动现金流	-3,487	-3,243	-2,769	-2,620	-2,679
吸收投资	0	0	230	0	0
负债净变化	-2,586	-6,038	0	200	50
支付股利、利息	2,659	2,776	3,310	3,660	4,609
其它融资现金流	-1,034	0	84	-1	-27
融资活动现金流	-6,279	-8,815	-2,997	-3,461	-4,586
净现金流	-244	995	2,746	4,183	5,616

资料来源：申万宏源研究

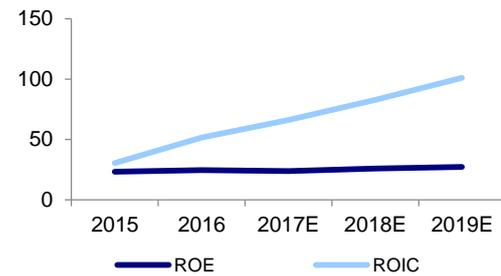
重要财务指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标(元)					
每股收益	0.76	0.93	1.03	1.29	1.59
每股经营现金流	1.57	2.11	1.40	1.69	2.12
每股红利	0.40	0.45	0.55	0.61	0.76
每股净资产	3.29	3.80	4.31	5.00	5.83
关键运营指标(%)					
ROIC	30.4	51.5	66.2	82.8	100.9
ROE	23.2	24.5	23.8	25.9	27.3
毛利率	36.4	38.3	37.7	37.4	37.4
EBITDA Margin	11.2	11.2	11.2	13.2	14.9
EBIT Margin	8.3	8.5	9.8	11.5	13.1
收入同比增长	10.9	0.4	12.9	10.1	10.3
净利润同比增长	11.8	22.2	10.4	25.8	23.3
资产负债率	49.2	40.8	41.0	39.9	39.0
净资产周转率	3.02	2.63	2.61	2.48	2.35
总资产周转率	1.52	1.54	1.53	1.48	1.42
有效税率	16.3	15.5	15.0	15.6	15.3
股息率	1.5	1.6	2.0	2.2	2.8
估值指标(倍)					
P/E	36.1	29.5	26.7	21.3	17.2
P/B	8.4	7.2	6.4	5.5	4.7
EV/Sale	2.7	2.5	2.2	1.9	1.7
EV/EBITDA	23.8	22.7	19.4	14.7	11.4

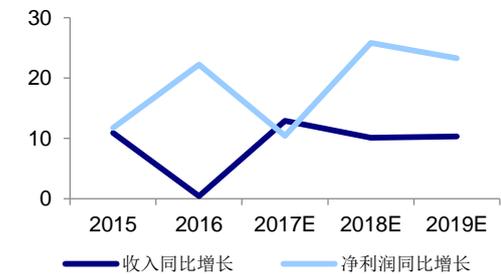
资料来源：申万宏源研究



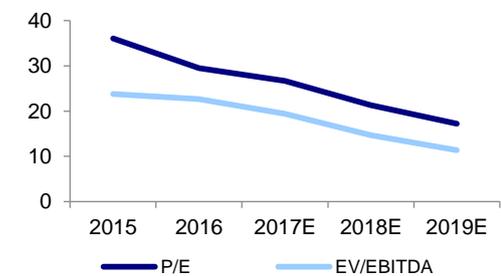
投资回报率趋势(%)



收入与利润增长趋势(%)



相对估值(倍)



信息披露

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售顾问索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。