

中国 日常消费品

乳业：竞争加剧、整合升温；仍看好领军企业，买入伊利股份

2018年上半年中国乳制品行业竞争依然激烈，原奶价格未见回升而且行业领军企业加大了品牌建设/促销投入。随着更多新产品上市和折扣力度加大，在常温和低温酸奶等高速增长领域竞争加剧。

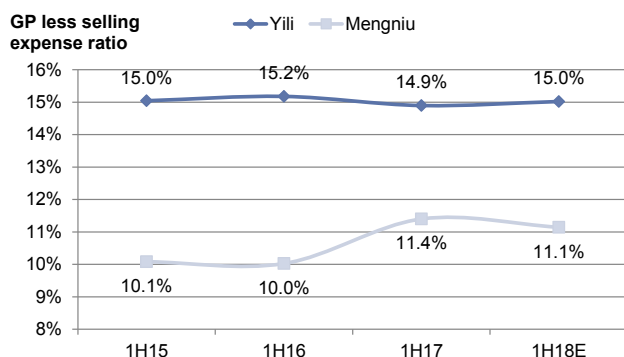
激烈的竞争促使行业进一步整合。我们认为，伊利股份和蒙牛乳业的收入增速都将快于去年，并进一步从地方企业手中攫取市场份额。我们仍看好伊利稳健的市场份额扩张、持续提高的利润率以及具吸引力的估值倍数。具体就2018年二季度而言，我们预计伊利股份的销售收入和盈利同比增速都将达到13%。

我们将研究范围内乳制品企业的经常性每股盈利预测下调了0-5%，并将估值方法调整为市盈率估值法（下文详述），只有对现代牧业的估值仍采用部分加总法。基于我们的最新目标价格，我们维持对伊利股份的买入评级，对蒙牛乳业/光明乳业/现代乳业的中性评级，以及对中国旺旺的卖出评级。

廖绪发, CFA (分析师)

执业证书编号:S1420510120006
+86(21)2401-8902 | xufa.liao@ghsl.cn
北京高华证券有限责任公司

图表 1: 由于2018年上半年营销支出高企，伊利和蒙牛的利润率可能持平
毛利率减去销售费用率



资料来源：公司数据、高盛全球投资研究

北京高华证券有限责任公司及其关联机构与其研究报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者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唯一因素。有关分析师的申明和其他重要信息，见信息披露附录，或请与您的投资代表联系。

图表 2: 盈利预测概览

Quarterly Results								
Ticker	Company name		1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E
600887.SS	Yili (Rmb mn)	Sales	15,790	17,703	18,978	15,587	19,753	20,005
		yoy	3%	20%	18%	8%	25%	13%
		OP	1,918	1,781	1,724	922	2,379	2,013
		yoy	13%	36%	41%	-4%	24%	13%
		OPM	12.1%	10.1%	9.1%	5.9%	12.0%	10.1%
		NPAT	1,734	1,630	1,573	1,064	2,100	1,838
		yoy	12%	-2%	33%	-16%	21%	13%
		NM	11.0%	9.2%	8.3%	6.8%	10.6%	9.2%
Semi- Annual Results								
Ticker	Company name		1H16	2H16	1H17	2H17	1H18E	
2319.HK	Mengniu (Rmb mn)	Sales	27,257	26,522	29,466	30,690	34,180	
		yoy	7%	13%	8%	16%	16%	
		OP	1,477	16	2,068	1,309	2,411	
		yoy	9%	-98%	40%	7973%	17%	
		OPM	5.4%	0.1%	7.0%	4.3%	7.1%	
		Reported NI	1,077	-1,829	1,128	920	1,803	
		yoy	-20%	-278%	5%	n/m	60%	
		Recurring NI	1,270	770	1,353	1,023	1,803	
		yoy	-3%	-31%	7%	33%	33%	
		NM	4.7%	2.9%	4.6%	3.3%	5.3%	

Note: 蒙牛数据为调整后营业利润, 伊利数据为公司公布数据

资料来源: 公司数据、高盛全球投资研究

在竞争激烈的市场中迎来进一步整合

2018年上半年价格竞争加剧: 由于原奶供应回升, 2018年上半年中国和国际市场上的原奶价格均表现疲弱。中国的原奶产量自今年年初开始回升, 出现了同比正增长。我们认为这一因素再加上蒙牛/伊利对于收入增长的高度重视, 共同催生了竞争激烈的定价环境。

我们的零售价格追踪数据显示, 在常温和低温酸奶等高速增长领域中, 降价促销的势头最猛。蒙牛大力下调了“纯甄酸奶”系列售价, 对于新推出的ZUO系列酸奶也采取了买一送一策略。

领军企业斥巨资打造品牌形象: 除了价格竞争之外, 伊利和蒙牛这两家行业领头羊还在赛事活动中打广告, 以进一步提高品牌知名度。蒙牛成为了俄罗斯世界杯的官方赞助商之一, 并邀请阿根廷球星里奥·梅西(Lionel Messi)成为品牌代言人。近期梅西主演的《天生要强》广告在社交媒体上大面积投放, 在全球消费者中的整体曝光率达到了200亿人次。伊利也联手皇马俱乐部组织了少年足球队前往俄罗斯出席活动, 实现了品牌曝光。

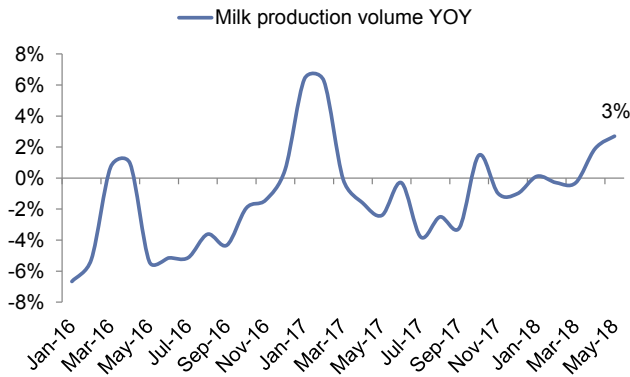
进一步市场整合: 随着领军企业加大品牌建设/促销力度, 我们预计伊利和蒙牛今年上半年的增速将超过行业水平, 并将继续从地区企业手中攫取市场份额。具体而言, 我们预计伊利/蒙牛的收入增速将达到15-20%, 高于7%的预测行业增幅。

在当前的价格水平上, 我们更看好伊利而非蒙牛: 我们看到伊利的市场份额每季度都在稳步提高, 我们预测今年上半年公司主要产品安慕希和金典的销售收入将增长30%和14%。在这样的增速水平下, 常温酸奶安慕希将成为中国快速流动消费品领域中销售额最大的单品, 年销售额超过人民币120亿元。此外, 我们认为产品结构改善和配方奶加速增长也将

帮助伊利在二季度改善毛利率，从而抵消广告投入推动营业费用率上升所带来的不利影响。

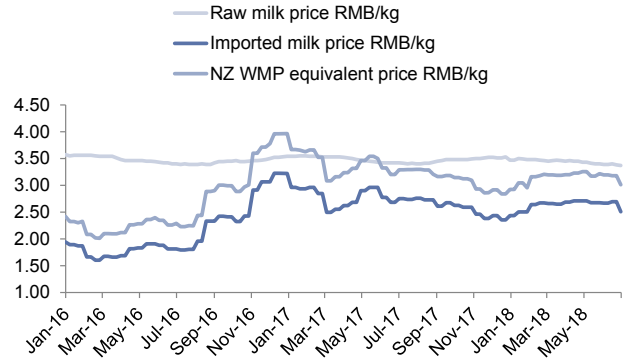
对于蒙牛，我们预计今年上半年销售收入/营业利润/经常性盈利增速将分别达到16%/17%/33%。公司强劲的新品上市和进一步深入低线城市的营销网络帮助公司实现了稳健的销售收入增长。我们预计今年上半年现代牧业的亏损收窄（归属于股东亏损为人民币5,000万元，而2017年上半年为3.5亿元），因为原奶价格趋平，而且公司出售了液态奶业务。

图表 3: 国内原奶供应重回正增长
原奶产量



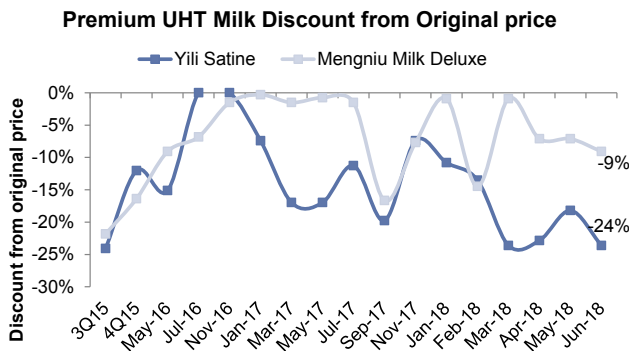
资料来源: 农业部

图表 4: 近期国内外原奶价格均走软
原奶价格



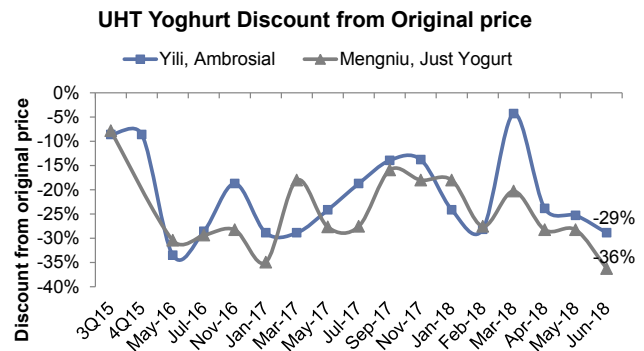
资料来源: 万得、彭博

图表 5: 蒙牛和伊利的常温奶竞争加剧...
高端常温奶价格趋势



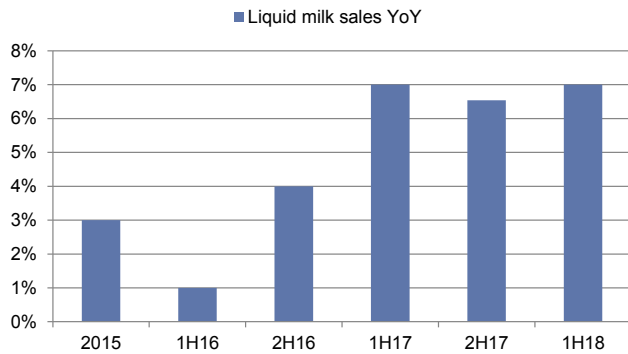
资料来源: 上海家乐福

图表 6: ...对于常温酸奶亦是如此
常温酸奶价格趋势



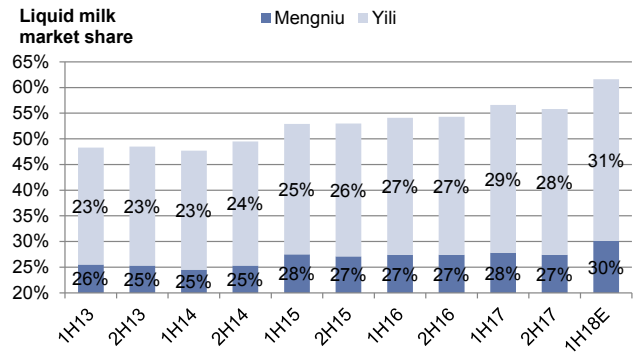
资料来源: 上海家乐福

图表 7: 行业增长趋势与2017年相近
液态奶销售同比增速



资料来源: 尼尔森

图表 8: 伊利和蒙牛继续蚕食小型同业的
液态奶市场份额



资料来源: 尼尔森、高盛全球投资研究

转而采用市盈率估值法

对于中国乳制品企业, 我们不再使用Director's Cut估值法(EV/GCI vs. CROCI/WACC), 转而采用市盈率估值法(现代乳业除外), 与我们研究范围内除啤酒企业之外的其他食品饮料股相一致。我们在2016年首次覆盖乳业股时, 行业增速有限, 投资者更多地关注现金回报。但是, 我们看到自去年以来行业需求回暖, 领军企业销售增速突破了10%。因此我们认为, 兼顾回报和增长的市盈率估值法在当前环境下更为适用。

我们将研究范围内股票基于2019年预期CROCI和2017-19年每股盈利预测年均复合增长率进行了排序, 并将我们覆盖股票在两个比较维度上都归入三个梯队(图表9)。在中国食品饮料板块中, 伊利的现金回报排名第一, 随后是中国旺旺和光明乳业, 就盈利增长而言, 伊利和蒙牛增速在最快之列, 而中国旺旺和光明乳业增速最落后。

接下来, 我们将这些企业带入了盈利vs CROCI的格状图(图表11), 并将这些企业与2010-15年(危机过后常态增长期间)参数相似的欧美消费品企业进行了比较。我们看到, 整体而言, 市场会对增速更强或现金回报更高的企业赋予较高估值。我们微调了中国食品饮料股的估值标准, 因为中国和欧美在企业规模、整体收入和经济增速方面都存在差异。考虑到在行业内的相对现金回报和增长速度, 我们分别给予伊利股份23倍预期市盈率, 给予蒙牛乳业22倍市盈率, 给予光明乳业和中国旺旺19倍市盈率。

图表 9: 伊利等少数企业为投资者带来了较高的回报 CROCI

Company name		CROCI 2019E
600887.SS	Yili	31.4%
3799.HK	Dali	24.8%
1112.HK	H&H	21.4%
1458.HK	ZHY	17.7%
0151.HK	Want Want	17.2%
0288.HK	WH Group	15.5%
600597.SS	Bright Dairy	14.1%
0322.HK	Tingyi	13.2%
0291.HK	CR Beer	11.8%
2319.HK	Mengniu Dairy	11.1%
0220.HK	UPC	10.3%
0168.HK	Tsingtao Brewery	9.8%
1117.HK	CMD	8.3%

绿色区域代表现金回报最高的企业，红色则代表回报欠佳的企业

资料来源: 高盛全球投资研究

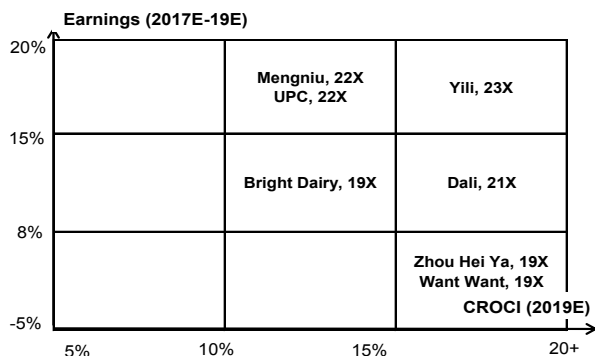
图表 10: 在中国食品饮料股中, H&H国际控股等少数公司实现了强劲的盈利增长 每股盈利增速

Company name		EPS CAGR 17-19E
1112.HK	H&H	40%
0291.HK	CR Beer	39%
0322.HK	Tingyi	38%
2319.HK	Mengniu Dairy	29%
0220.HK	UPC	22%
600887.SS	Yili	22%
0168.HK	Tsingtao Brewery	17%
3799.HK	Dali	15%
0288.HK	WH Group	12%
0151.HK	Want Want	7%
600597.SS	Bright Dairy	5%
1458.HK	ZHY	1%
1117.HK	CMD	nmf

绿色区域代表盈利增速最高的企业，红色则代表增速不佳的企业

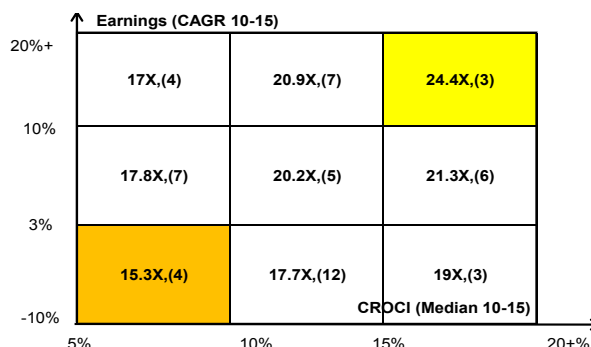
资料来源: 高盛全球投资研究

图表 11: 在我们覆盖的中国食品饮料股中, 我们基于盈利增速和现金回报给予了市盈率估值倍数



资料来源: 高盛全球投资研究

图表 12: 放眼全球同业, 在市盈率估值倍数和盈利增长以及现金回报之间存在正相关关系 研究范围内全球日常消费品股的估值情况



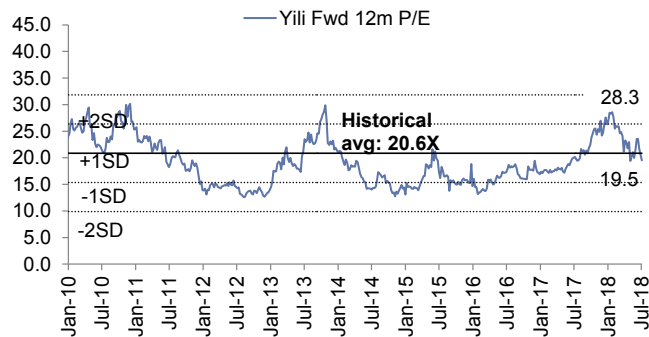
资料来源: 公司数据

图表 13: 我们计算了蒙牛/伊利/中国旺旺/光明乳业的最新目标价格 12个月目标价格计算

Company name		EPS		PE 2019E	FX	TP				
		2018E	2019E			New	Old	%		
600887.SS	Yili	Rmb	1.20	1.47	23	1.00	Rmb	33.8	34.3	-2%
2319.HK	Mengniu Dairy	Rmb	0.79	1.00	22	1.18	HK\$	26.0	28.0	-7%
600597.SS	Bright Dairy	Rmb	0.52	0.55	19	1.00	Rmb	10.5	15.1	-30%
0151.HK	Want Want	Rmb	0.27	0.29	19	1.18	HK\$	6.3	6.5	-3%

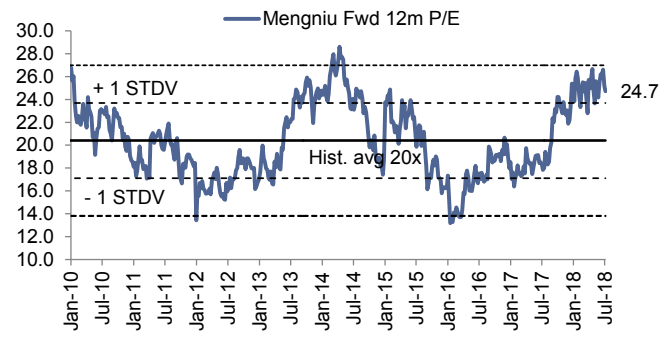
资料来源: 高盛全球投资研究

图表 14: 伊利当前估值倍数为20倍
伊利的12个月预期市盈率倍数



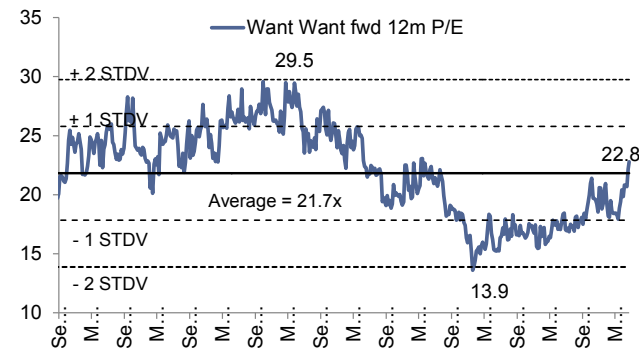
资料来源: 彭博

图表 15: 蒙牛当前估值倍数为25倍
蒙牛12个月预期市盈率



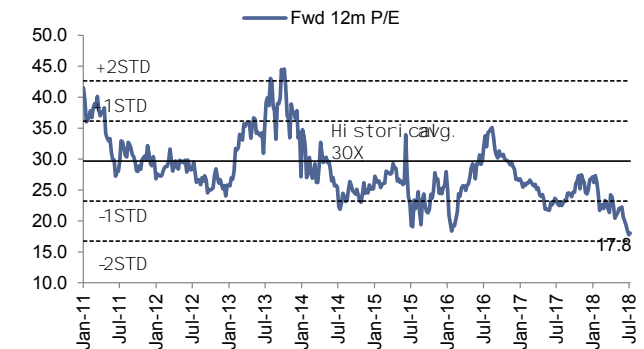
资料来源: 彭博

图表 16: 中国旺旺当前估值倍数为23倍, 接近历史均值
中国旺旺12个月预期市盈率



资料来源: 彭博

图表 17: 光明乳业当前估值倍数为18倍, 较历史均值低大约2个标准差
光明乳业12个月预期市盈率



资料来源: 彭博

将乳业股每股盈利预测下调0-5%

伊利股份 (600887.SS, 买入): 我们将预测小幅下调1%以反映销售预测小幅上调但利润率下调的共同影响, 基于23倍的2019年预期市盈率得出我们最新的目标价格人民币33.8元, 隐含19%的上涨空间。

蒙牛乳业 (2319.HK, 中性): 我们将预测下调了1-2%以反映激励计划费用预测的上调和现代牧业联营公司收益预测的下调, 基于22倍的2019年预期市盈率得出最新目标价26港元。

光明乳业 (600597.SS, 中性): 我们将2018-2020年每股盈利预测下调了4-5%, 以反映销售预测的下调 (因乳业龙头企业份额增长)。我们在模型中使用19倍的2019年预期市盈率, 得出最新目标价人民币10.5元。

现代牧业 (1117.HK, 中性): 我们仍采用部分加总估值法 (权重为70%的贴现现金流估值为1.21港元, 权重为30%的并购估值为1.87港元), 得出最新目标价1.41港元 (原为1.46港元)。由于现代牧业的下游业务出售给蒙牛, 而且现代牧业从今年4月份成立的合

资公司（持股50%）获得回报，我们不再将下游业务并表，而是将计算联营公司收益。我们估算该合资公司将在2018年为现代牧业带来约人民币1,600万元收益。此外，由于原奶价格预测下调，我们预计牛群公允价值变动减奶牛出售成本产生的亏损将会扩大。虽然这些变化会显著影响我们的销售预测和每股盈利预测（2018年预期+78%，2019年预期-70%，2020年预期-37%），但我们选择观察经常性每股盈利，因为这是衡量公司运营状况和现金流的一个更好指标，2018-2020年预期变动不到1%

中国旺旺（0151.HK，卖出）：我们采用19倍的2019-2020年年预期市盈率，并将每股盈利预测小幅上调了0-1%，目标价格仍为6.3港元。

图表 18: 新旧预测一览

Company	Sales			Operating profit		
	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
Yili	1%	1%	1%	-1%	-1%	-1%
Mengniu	1%	1%	1%	-2%	0%	0%
China Modern Dairy	-14%	-23%	-27%	-1%	-1%	-2%
Bright Dairy	-4%	-4%	-3%	1%	0%	-3%
Want Want	0%	0%	0%	0%	0%	-1%

Company	Rating	Price	Target price				EPS								
			new	old	change	Upside	2018E			2019E			2020E		
							new	old	change	new	old	change	new	old	change
Yili	Buy	Rmb 28.5	33.8	34.3	-1%	19%	Rmb 1.20	1.21	-1%	1.47	1.48	-1%	1.82	1.83	-1%
Mengniu	Neutral	HK\$ 26.7	26.0	28.0	-7%	-3%	Rmb 0.79	0.81	-2%	1.00	1.02	-2%	1.17	1.18	-1%
China Modern Dairy	Neutral	HK\$ 1.32	1.41	1.46	-3%	7%	Rmb 0.12	0.12	0%	0.13	0.13	1%	0.15	0.15	-1%
Bright Dairy	Neutral	Rmb 9.9	10.5	15.1	-30%	6%	Rmb 0.52	0.54	-4%	0.55	0.58	-5%	0.59	0.62	-5%
Want Want	Sell	HK\$ 7.1	6.3	6.5	-3%	-11%	Rmb 0.27	0.28	0%	0.29	0.29	0%	0.29	0.30	-1%

Note: 现代牧业采用经常性每股盈利预测；中国旺旺的数据为一年前瞻数据，即2018年预测代表2019年数据

资料来源：高盛全球投资研究、Datastream

图表 19: 风险综述

Ticker	Company	Risks
600887 CH	Yili	Higher spending on A&P and price rebates, weaker-than expected liquid milk sales from competition, unfavorable M&A.
2319 HK	Mengniu	Higher/lower than expected liquid milk sales, faster than expected margin recovery, intense competition, IMF slowdown.
600597 CH	Bright Dairy	Stronger/weaker-than-expected liquid milk sales, higher/lower A&P spending.
1117 HK	Modern Dairy	Stronger/weaker than expected raw milk prices, higher/lower branded milk margin, M&A.
151 HK	Want Want	Stronger than expected milk beverage/snack sales, higher margin.

资料来源：高盛全球投资研究

图表 20: 伊利公司概况

600887.SS	12m Price Target: Rmb33.8	Price: Rmb28.41	Upside: 19%		
Buy	GS Forecast				
		12/17	12/18E	12/19E	12/20E
Market cap: Rmb172.3bn / \$25.8bn	Revenue (Rmb mn) New	68,058.2	78,188.3	87,080.7	96,077.7
Enterprise value: Rmb157.3bn / \$23.5bn	Revenue (Rmb mn) Old	68,058.2	77,688.8	86,524.2	95,475.5
3m ADTV :Rmb2.2bn/ \$344.6mn	EBITDA (Rmb mn)	7,738.6	9,077.8	11,077.0	13,649.2
China	EPS (Rmb) New	0.99	1.20	1.47	1.82
China Consumer Products	EPS (Rmb) Old	0.99	1.21	1.48	1.83
	P/E (X)	22.8	23.8	19.4	15.6
	P/B (X)	5.5	6.3	5.7	5.2
	Dividend yield (%)	3.1	3.0	3.7	4.5
	CROCI (%)	27.9	29.9	31.4	33.6
		3/18	6/18E	9/18E	12/18E
	EPS (Rmb)	0.35	0.30	0.31	0.24

资料来源: 公司数据、高盛全球投资研究、FactSet

图表 21: 蒙牛公司概况

2319.HK	12m Price Target: HK\$26	Price: HK\$26.75	Downside: 2.8%		
Neutral	GS Forecast				
		12/17	12/18E	12/19E	12/20E
Market cap: HK\$104.9bn / \$13.4bn	Revenue (Rmb mn) New	60,155.6	68,615.1	76,059.2	82,733.4
Enterprise value: HK\$117.7bn / \$15.0bn	Revenue (Rmb mn) Old	60,155.6	68,257.6	75,540.9	82,163.2
3m ADTV :HK\$445.3mn/ \$56.7mn	EBITDA (Rmb mn)	4,676.2	5,474.4	6,593.2	7,421.2
China	EPS (Rmb) New	0.61	0.79	1.00	1.17
China Consumer Products	EPS (Rmb) Old	0.61	0.81	1.02	1.18
	P/E (X)	24.6	28.8	22.8	19.5
	P/B (X)	2.6	3.5	3.1	2.8
	Dividend yield (%)	0.8	0.8	1.1	1.3
	CROCI (%)	7.1	9.8	11.1	12.1
		6/17	12/17	6/18E	12/18E
	EPS (Rmb)	0.35	0.21	0.45	0.27

资料来源: 公司数据、高盛全球投资研究、FactSet

图表 22: 伊利财务数据

Yili Industrial Group (600887.SS)

Rmb millions

Divisional P/L	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18E	FY19E	17-'19E 2yr CAGR	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	
Revenues (external only)																	
Liquid milk (inc. Yogurt)	37,116	42,406	47,151	49,522	55,766	64,267	72,173	13.8%									
Frozen dairy	4,243	4,284	4,098	4,194	4,606	4,975	5,273	7.0%									
Milk powder and products	5,512	6,013	6,447	5,456	6,428	7,625	8,362	14.1%									
Mixed feed	583	783	1,058	408													
Others	325	950	1,605	1,029	1,258	1,321	1,272	0.6%									
	47,779	54,436	60,360	60,609	68,058	78,188	87,081	13.1%	15,790	17,703	18,978	15,587	19,753	20,005	21,065	17,365	
YoY Growth (%)																	
Revenues (external only)																	
Liquid milk	15%	14%	11%	5%	13%	15%	12%										
Frozen dairy	-1%	1%	-4%	2%	10%	8%	6%										
Milk powder and products	23%	9%	7%	-15%	18%	19%	10%										
Mixed feed	-15%	34%	35%	-61%	-100%												
Others	28%	192%	69%	-36%	22%	5%	-4%										
	14%	14%	11%	0.4%	12.3%	14.9%	11.4%		3.0%	19.9%	18.0%	8.0%	25.1%	13.0%	11.0%	11.4%	
Margins																	
Gross Profit																	
Liquid milk	26.1%	30.8%	34.1%	36.0%	35.2%	35.8%	36.9%	1.7%									
Frozen dairy	32.8%	35.0%	36.3%	43.1%	43.1%	43.1%	43.1%	0.0%									
Milk powder and products	43.8%	45.6%	56.0%	56.2%	54.0%	55.0%	54.0%	0.0%									
Mixed feed	11.3%	15.6%	20.1%	24.7%	-	-	-										
Others	43.4%	63.0%	37.7%	39.1%	50.3%	52.7%	50.9%	0.6%									
	28.7%	33.1%	36.4%	38.2%	37.8%	38.4%	39.1%	1.3%	37.9%	39.1%	38.0%	35.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Consolidated P/L (Rmb mn)																	
Revenue	47,779	54,436	60,360	60,609	68,058	78,188	87,081	13.1%	15,790	17,703	18,978	15,587	19,753	20,005	21,065	17,365	
COGS	-34,317	-36,585	-38,627	-37,848	-42,874	-48,729	-53,690		-9,920	-10,937	-11,921	-10,096	-12,125	-12,259	-13,085	-11,261	
GP	13,462	17,851	21,733	22,762	25,184	29,459	33,390	15.1%	5,871	6,766	7,057	5,491	7,628	7,746	7,980	6,105	
SG&A (excl. other rev/exp)	(10,938)	(13,238)	(16,714)	(17,571)	(18,839)	(21,867)	(23,935)		-3,953	-4,985	-5,332	-4,569	-5,249	-5,733	-5,940	-4,945	
Selling Exp.	(8,546)	(10,075)	(13,258)	(14,114)	(15,522)	(18,174)	(19,909)		-3,359	-4,289	-4,164	-3,710	-4,497	-4,906	-4,685	-4,085	
Admin Exp.	(2,392)	(3,163)	(3,456)	(3,457)	(3,317)	(3,693)	(4,026)		-594	-697	-1,168	-859	-752	-827	-1,255	-860	
OP	2,524	4,613	5,019	5,191	6,345	7,592	9,455	22.1%	1,918	1,781	1,724	922	2,379	2,013	2,040	1,160	
Other income/expenses	(30)	(176)	(14)	(46)	(51)	(15)	(15)		-27	-10	-11	-3	-18	-4	-4	11	
EBIT (reported)	2,495	4,437	5,005	5,145	6,295	7,577	9,440	22.5%	1,891	1,771	1,714	919	2,361	2,009	2,037	1,170	
D&A	(1,143)	(1,479)	(1,781)	(1,612)	(1,444)	(1,501)	(1,637)										
EBITDA	3,637	5,916	6,786	6,757	7,739	9,078	11,077	19.6%	1,891	1,771	1,714	919	2,361	2,009	2,037	1,170	
Net Finance Exp.	33	-155	-297	-24	-114	-19	31		14	-42	-50	-36	-41	-5	-5	32	
Other Non-Op Income	533	504	816	1511	893	963	993		143	222	194	335	181	195	195	392	
Profit Before Tax	3,060	4,786	5,524	6,632	7,074	8,521	10,464	21.6%	2,049	1,950	1,857	1,218	2,501	2,198	2,226	1,594	
Tax	141	-619	-869	-963	-1071	-1265	-1557		-312	-319	-286	-154	-395	-359	-343	-168	
Minority Interest	-14	-22	-23	-7	-2	-2	-3		-3	-1	2	0	-6	-1	-1	5	
NPAT Attributable to S/holders	3,187	4,144	4,632	5,662	6,001	7,253	8,904	21.8%	1,734	1,630	1,573	1,064	2,100	1,838	1,883	1,432	
WA Shares - Basic	3,642	6,129	6,065	6,065	6,065	6,065	6,065										
WA Shares - Diluted	3,642	6,129	6,065	6,065	6,065	6,065	6,065										
EPS - Basic (Rmb/Sh)	0.88	0.68	0.76	0.93	0.99	1.20	1.47		0.29	0.27	0.26	0.18	0.35	0.30	0.31	0.24	
EPS - Diluted (Rmb/Sh)	0.88	0.68	0.76	0.93	0.99	1.20	1.47										
Growth																	
Sales	14%	14%	11%	0.4%	12%	15%	11%		3%	20%	18%	8%	25%	13%	11%	11%	
GP	10%	33%	22%	5%	11%	17%	13%		-8%	28%	15%	10%	0%	0%	0%	0%	
SG&A	3%	21%	26%	5%	7%	16%	9%		-15%	26%	8%	14%	33%	15%	11%	8%	
Operating profit (GP less SG&A)	53%	83%	9%	3%	22%	20%	25%		13%	36%	41%	-4%	24%	13%	18%	26%	
EBIT	52%	78%	13%	3%	22%	20%	25%		13%	37%	41%	-4%	25%	13%	19%	27%	
Reported NPAT	86%	30%	12%	22%	6%	21%	23%		12%	-2%	33%	-16%	21%	13%	20%	35%	
Margins																	
GP margin	28.2%	32.8%	36.0%	37.6%	37.0%	37.7%	38.3%	1.3%	37.2%	38.2%	37.2%	35.2%	38.6%	38.7%	37.9%	35.2%	
Operating profit (GP less SG&A)	5.3%	8.5%	8.3%	8.6%	9.3%	9.7%	10.9%	1.5%	12.1%	10.1%	9.1%	5.9%	12.1%	10.1%	9.7%	6.6%	
EBIT margin	5.2%	8.2%	8.3%	8.5%	9.2%	9.7%	10.8%	1.6%	12.0%	10.1%	9.1%	5.9%	12.0%	10.1%	9.7%	6.7%	
Reported NPAT margin	6.7%	7.6%	7.7%	9.3%	8.8%	9.3%	10.2%	1.4%	11.0%	9.2%	8.3%	6.8%	10.6%	9.2%	8.9%	8.2%	

资料来源：公司数据、高盛全球投资研究

图表 23: 蒙牛财务数据

Mengniu (2319.HK)

RMB mn

Divisional P/L	1H16	2H16	1H17	2H17	1H18E	2H18E	2015	2016	2017	2018E	2019E	2017-2019E CAGR
Revenue												
...UHT Milk	11,514	12,338	11,797	13,892			21,365	23,852	25,689	27,785	29,960	8.0%
...Milk Bev	4,916	4,464	4,910	4,970			10,435	9,380	9,880	10,610	11,141	6.2%
...Yoghurt	7,332	7,539	8,665	8,781			11,527	14,871	17,446	21,507	25,189	20.2%
Liquid Milk	23,762	24,341	25,372	27,643			43,327	48,103	53,015	59,903	66,291	11.8%
Ice-Cream	1,703	477	1,985	528			2,141	2,180	2,513	2,820	3,164	12.2%
Milk Powder and Other Dairy	1,792	1,704	2,108	2,519			3,559	3,497	4,628	5,893	6,605	19.5%
Yashili	1,122	1,081	967	1,288			2,762	2,203	2,255	2,629	2,852	
Total Revenue	27,257	26,522	29,466	30,690			49,027	53,779	60,156	68,615	76,059	12.4%
	26,135	25,441	28,499	29,402			46,265					
EBIT												
Liquid Milk	1,997	1,344	2,039	1,715			3,167	3,341	3,754	4,248	4,819	
Ice-Cream	38	-297	191	-401			-235	-259	-211	-150	0	
Milk Powder and Other Dairy	-159	-2,698	-214	-142			-312	-2,857	-356	125	366	
Total Segment	1,875	-1,650	2,015	1,172			2,620	225	3,187	4,223	5,186	
Unallocated	-350	-296	-210	-5			28	-645	-214	-284	-257	
Group EBIT	1,526	-1,946	1,806	1,167			2,648	-420	2,972	3,939	4,929	
YoY Growth %												
Revenue												
...UHT Milk	7.5%	16%	2%	13%			-10%	12%	8%	8%	8%	
...Milk Bev	-13.1%	-7%	0%	11%			-12%	-10%	5%	7%	5%	
...Yoghurt	31.6%	27%	18%	16%			55%	29%	17%	23%	17%	
Liquid Milk	8.3%	14%	7%	14%			1%	11%	10%	13%	11%	
Ice-Cream	4%	-4%	17%	11%			-21%	2%	15%	12%	12%	
Milk Powder and Other Dairy	-9%	8%	18%	48%			-17%	-2%	32%	27%	12%	
Total Revenue	7%	13%	8%	16%			-2%	10%	12%	14%	11%	
Consolidated P&L	1H16	2H16	1H17	2H17	1H18E	2H18E	2015	2016	2017	2018E	2019E	2017-2019E CAGR
Sales	27,257	26,522	29,466	30,690	34,180	34,435	49,027	53,779	60,156	68,615	76,059	12.4%
COGS	-18,076	-18,068	-18,963	-20,010	-21,826	-22,171	-33,651	-36,144	-38,973	-43,997	-48,380	11.4%
Gross Profit	9,181	8,454	10,503	10,680	12,354	12,264	15,375	17,635	21,183	24,618	27,679	14.3%
SG&A	-7,535	-8,331	-8,225	-9,085	-9,878	-10,175	-12,695	-15,866	-17,310	-20,053	-22,076	12.9%
Selling expenses	-6,449	-6,986	-7,144	-7,725	-8,545	-8,792	-10,985	-13,435	-14,869	-17,337	-19,142	13.5%
Administrative expenses	-1,086	-1,344	-1,081	-1,360	-1,333	-1,383	-1,710	-2,430	-2,441	-2,716	-2,934	9.6%
Operating profit (GP less SG&A)	1,647	123	2,278	1,595	2,476	2,089	2,680	1,770	3,873	4,565	5,603	20.3%
Other income/(expense)	-121	-2,069	-472	-428	-264	-362	-32	-2,190	-900	-626	-674	
EBIT	1,526	-1,946	1,806	1,167	2,211	1,727	2,648	-420	2,972	3,939	4,929	28.8%
D&A	-784	-817	-839	-865	-768	-768	-1,444	-1,602	-1,704	-1,536	-1,665	-1.2%
EBITDA	2,310	-1,128	2,644	2,032	2,979	2,495	4,092	1,181	4,676	5,474	6,593	18.7%
Net finance costs	127	58	38	146	110	123	245	184	184	233	341	36.0%
Other non-operating income (expense)	-155	-71	-355	-177	-50	17	138	-225	-532	-33	27	nmf
Pretax income	1,498	-1,959	1,489	1,136	2,271	1,867	3,030	-461	2,625	4,138	5,296	nmf
Provisions for taxes	-313	-38	-374	-220	-409	-445	-510	-351	-594	-854	-1,093	35.6%
Minority interest (I/S item)	-107	169	13	4	-60	-119	-153	62	17	-179	-280	nmf
Discontinued business	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Reported NPAT	1,077	-1,829	1,128	920	1,803	1,303	2,367	-751	2,048	3,105	3,923	nmf
Net one-offs	-192	-2,599	-225	-103	0	0	-63	-2,657	-311	0	0	
Recurring NPAT	1,270	770	1,353	1,023	1,803	1,303	2,430	1,905	2,359	3,105	3,923	29.0%
Reported EPS (basic)	0.33	0.20	0.00	0.00			0.62	0.49	0.61	0.79	1.00	28.5%
Reported EPS (diluted)	0.33	0.20	0.35	0.26			0.62	0.49	0.61	0.79	1.00	28.5%
YoY Growth %												
Sales	6.6%	13.0%	8.1%	15.7%	16.0%	12.2%	-2%	10%	12%	14%	11%	
GP	12.8%	16.9%	14.4%	26.3%	17.6%	14.8%	0%	15%	20%	16%	12%	
Operating profit (GP less SG&A)	0.6%	-88.2%	38.3%	1195.9%	8.7%	31.0%	-16%	-34%	119%	18%	23%	
EBIT	3.7%	-265.4%	18.4%	-160.0%	22.5%	48.0%	-1%	-116%	-808%	33%	25%	
NPAT	-19.5%	-277.8%	4.7%	-150.3%	59.8%	41.6%	1%	-132%	nmf	52%	26%	
Recurring NPAT	-3.1%	-31.2%	6.5%	32.8%	33.3%	27.3%	7%	-22%	24%	32%	26%	
Margins												
GP	33.7%	31.9%	35.6%	34.8%	36.1%	35.6%	31.4%	32.8%	35.2%	35.9%	36.4%	
Operating profit (GP less SG&A)	6.0%	0.5%	7.7%	5.2%	7.2%	6.1%	5.5%	3.3%	6.4%	6.7%	7.4%	
EBIT	5.6%	-7.3%	6.1%	3.8%	6.5%	5.0%	5.4%	-0.8%	4.9%	5.7%	6.5%	
NPAT	4.0%	-6.9%	3.8%	3.0%	5.3%	3.8%	4.8%	-1.4%	3.4%	4.5%	5.2%	
Recurring NPAT	4.7%	2.9%	4.6%	3.3%	5.3%	3.8%	5.0%	3.5%	3.9%	4.5%	5.2%	
SG&A/Sales	-27.6%	-31.4%	-27.9%	-29.6%	-28.9%	-29.5%	-25.9%	-29.5%	-28.8%	-29.2%	-29.0%	
Effective tax rate (%)	-20.9%	2.0%	-25.1%	-19.4%	-18.0%	-23.9%	-16.8%	76.2%	-22.6%	-20.6%	-20.6%	

资料来源: 公司数据、高盛全球投资研究

高华证券感谢高盛分析师孔令侃, CFA 和李雨晴在本报告中的贡献。

信息披露附录

申明

本人，廖绪发，CFA，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述公司或其证券的个人看法。此外，本人薪金的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资摘要

投资摘要部分通过将一只股票的主要指标与其行业和市场相比较来评价该股的投资环境。所描述的四个主要指标包括增长、回报、估值倍数和波动性。增长、回报和估值倍数都是运用数种方法综合计算而成，以确定该股在地区研究行业内所处的百分位排名。

每项指标的准确计算方式可能随着财务年度、行业和所属地区的不同而有所变化，但标准方法如下：

增长是下一年预测与当前年度预测的综合比较，如每股盈利、EBITDA和收入等。回报是各项资本回报指标一年预测的加总，如CROCI、平均运用资本回报率和净资产回报率。估值倍数根据一年预期估值比率综合计算，如市盈率、股息收益率、EV/FCF、EV/EBITDA、EV/DACF、市净率。波动性根据12个月的历史波动性计算并经股息调整。

并购评分

在我们的全球覆盖范围内，我们使用并购框架来分析股票，综合考虑定性和定量因素（各行业和地区可能会有所不同）以计入某些公司被收购的可能性。然后我们按照从1到3对公司进行并购评分，其中1分代表公司成为并购标的的概率较高(30%-50%)，2分代表概率为中等(15%-30%)，3分代表概率较低(0%-15%)。对于评分为1或2的公司，我们按照研究部统一标准将并购因素体现在我们的目标价格当中。并购评分为3被认为意义不大，因此不予体现在我们的目标价格当中，分析师在研究报告中可以予以讨论或不予讨论。

Quantum

Quantum是提供具体财务报表数据历史、预测和比率的高盛专有数据库，它可以用于对单一公司的深入分析，或在不同行业和市场公司之间进行比较。

GS SUSTAIN

GS SUSTAIN是一项侧重于通过发现优质行业领先企业而实现长期超额收益的全球投资策略。GS SUSTAIN 50关注名单列出了我们认为凭借出色的资本回报、具有可持续性的竞争优势和对ESG（环境、社会和企业治理）风险的有效管理而有望在长期内相对于全球同业表现出色的行业领军企业。候选企业主要基于对企业在三方面表现的综合量化分析筛选而出。

相关的股票研究范围

廖绪发，CFA：A股传媒、A股食品饮料。

A股食品饮料：Anhui Gujing Distillery Co.、Jiangsu King's Luck Brewery、Jiangsu Yanghe、Kweichow Moutai、Luzhou Laojiao、Qinghai Huzhou Barley Wine Co.、Shanxi Xinghuacun Fen Wine、Sichuan Swellfun Co.、Tsingtao Brewery (A)、Wuliangye Yibin。

A股传媒：Alpha Group、Beijing Enlight Media Co.、Beijing Gehua CATV、Beijing Hualubaina Film & TV Co.、BlueFocus Communication、China South Publishing & Media、Focus Media Information Tech、Guangdong Advertising、Huayi Brothers Media、IMAX China Holding、Jiangsu Phoenix、Oriental Pearl、Ourpalm Co.、Wanda Film、Zhejiang Huace Film & TV。

信息披露

与公司有关的法定披露

以下信息披露了高盛高华证券有限责任公司（“高盛高华”）与北京高华证券有限责任公司（“高华证券”）投资研究部所研究的并在本研究报告中提及的公司之间的关系。

没有对下述公司的具体信息披露：Bright Dairy (Rmb10.04)、China Modern Dairy Holdings (HK\$1.33)、Mengniu Dairy (HK\$26.25)、Want Want China Holdings (HK\$6.88)、Yili Industrial (Rmb27.64)

公司评级、研究行业及评级和相关定义

买入、中性、卖出：分析师建议将评为买入或卖出的股票纳入地区投资名单。一只股票在投资名单中评为买入或卖出由其相对于所属研究行业的总体潜在回报决定。任何未获得买入或卖出评级且拥有活跃评级（即不属于暂停评级、暂无评级、暂停研究或没有研究的股票）的股票均被视为中性评级。每个地区投资评估委员会会根据25-35%的股票评级为买入、10-15%的股票评级为卖出的全球指导原则来管理该地区的投资名单；但是，在某一特定分析师所覆盖行业中买入和卖出评级的分布可能根据地区投资评估委员会的决定而有所不同。此外，每个地区投资评估委员会管理着地区强力买入或卖出名单，该名单以总体潜在回报规模和/或实现回报的可能性为主要依据确立各自研究范围内的投资建议。将股票加入或移出此类强力买入或卖出名单并不意味着分析师对这些股票的投资评级发生了改变。

总体潜在回报：代表当前股价低于或高于一定时间范围内预测目标价格的幅度，包括所有已付或预期股息。分析师被要求对研究范围内的所有股票给出目标价格。总体潜在回报、目标价格及相关时间范围在每份加入投资名单或重申维持在投资名单的研究报告中都有注明。

研究行业及评级：每个行业研究的所有股票名单可登陆<http://www.gs.com/research/hedge.html>通过主要分析师、股票和行业进行查询。分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及/或估值对研究对象的未来12个月内投资前景的看法。具吸引力(A)：未来12个月内投资前景优于研究范围的历史基本面及/或估值。中性(N)：未来12个月内投资前景相对研究范围的历史基本面及/或估值持平。谨慎(C)：未来12个月内投资前景劣于研究范围的历史基本面及/或估值。

暂无评级(NR)：在高盛于涉及该公司的一项合并交易或战略性交易中担任咨询顾问时并在某些其他情况下，投资评级和目标价格已经根据高盛的政策予以除去。暂停评级(RS)：由于缺乏足够的基础去确定投资评级或价格目标，或在发表报告方面存在法律、监管或政策的限制，我们已经暂停对这种股票给予投资评级和价格目标。此前对这种股票作出的投资评级和价格目标(如有的话)将不再有效，因此投资者不应依赖该等资料。暂停研究(CS)：我们已经暂停对该公司的研究。没有研究(NC)：我们没有对该公司进行研究。不存在或不适用(NA)：此资料不存在或不适用。无意义(NM)：此资料无意义，因此不包括在报告内。

一般披露

本报告在中国由高华证券分发。高华证券具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供我们的客户使用。除了与高盛相关的披露，本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。报告中的信息、观点、估算和预测均截至报告的发表日，且可能在不事先通知的情况下进行调整。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。

高盛高华为高华证券的关联机构，从事投资银行业务。高华证券、高盛高华及它们的关联机构与本报告中涉及的大部分公司保持着投资银行业务和其它业务关系。

我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的资产管理部门、自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的提议或表达的意见不一致的投资决策。

本报告中署名的分析师可能已经与包括高华证券销售人员和交易员在内的我们的客户讨论，或在本报告中讨论交易策略，其中提及可能会对本报告讨论的证券市场价格产生短期影响的推动因素或事件，该影响在方向上可能与分析师发布的股票目标价格相反。任何此类交易策略都区别于且不影响分析师对于该股的基本评级，此类评级反映了某只股票相对于报告中描述的研究范围内股票的回报潜力。

高华证券及其关联机构、高级职员、董事和雇员，不包括股票分析师和信贷分析师，将不时地根据适用的法律和法规对本研究报告所涉及的证券或衍生工具持有多头或空头头寸，担任上述证券或衍生工具的交易对手，或买卖上述证券或衍生工具。

在高盛组织的会议上的第三方演讲嘉宾（包括高华证券或高盛其它部门人员）的观点不一定反映全球投资研究部的观点，也并非高华证券或高盛的正式观点。

在任何要约出售股票或征求购买股票要约的行为为非法的地区，本报告不构成该等出售要约或征求购买要约。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)寻求专家的意见，包括税务意见。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。

某些交易，包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易，有很大的风险，因此并不适合所有投资者。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

投资者可以向高华销售代表取得或通过<http://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp>取得当前的期权披露文件。对于包含多重期权买卖的期权策略结构产品，例如，期权差价结构产品，其交易成本可能较高。与交易相关的文件将根据要求提供。

全球投资研究部提供的不同服务层级：根据您对接收沟通信息的频率和方式的个人偏好、您的风险承受能力、投资重心和视角（例如整体市场、具体行业、长线、短线）、您与高华证券的整体客户关系的规模和范围、以及法律法规限制等各种因素，高华证券全球投资研究部向您提供的服务层级和类型可能与高华证券提供给内部和其他外部客户的服务层级和类型有所不同。例如，某些客户可能要求在关于某个证券的研究报告发表之时收到通知，某些客户可能要求我们将内部客户网上提供的分析师基本面分析背后的某些具体数据通过数据流或其它途径以电子方式发送给他们。分析师基本面研究观点（如股票评级、目标价格或盈利预测大幅调整）的改变，在被纳入研究报告、并通过电子形式发表在内部客户网上或通过其它必要方式向有权接收此类研究报告的所有客户大范围发布之前，不得向任何客户透露。

所有研究报告均以电子出版物的形式刊登在高华客户网上并向所有客户同步提供。高华未授权任何第三方整合者转发其研究报告。有关一个或多个证券、市场或资产类别（包括相关服务）的研究报告、模型或其它数据，请联络您的高华销售代表。

北京高华证券有限责任公司版权所有 © 2018年

未经北京高华证券有限责任公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)再次分发。