

稳健型成长+龙宝宝机会最大受益者

买入 维持

目标价：30 元

事件：伊利股份公布年报，2011年实现营业收入374.5亿元，同比增长26%，净利润18.1亿，同比增长133%，摊薄EPS为1.06元。年内出售股权投资获益2.4亿元，扣非净利润为13.1亿元，同比增长126%。本年度公司拟定向全体股东每10股派发现金红利2.5元（含税）。

对此，我们点评如下：

- **销售费用率大幅下降是净利润高速增长的引擎：**2011 年公司销售费用率下降 3.48 个百分点，超额完成预算 1.2 个百分点，推动净利润大幅提高。期间费用下降的原因在于主要竞争对手蒙牛表现平淡，遭受黄曲霉素事件重大打击，竞争趋缓使费用得到控制。目前净利润率为 4.8%，参考国外成熟乳制品企业，我们认为利润率还有提升空间。
- **成本压力拖累毛利率，提供行业整合机会：**综合毛利率下滑 1.05 个百分点原因在于原奶价格上涨导致液体乳毛利率下滑。2012 年原奶价格将继续上升，公司在年初通过提价转嫁部分压力。成本上升一方面压缩盈利空间，一方面小企业退出为公司留下空白市场份额，提供了伊利行业整合的机遇，我们预计收入将继续保持 20%以上增长。
- **结构调整效果显著，高端奶粉成增长亮点：**2011 品牌升级首年效果明显，结构调整对新增收入的贡献达到 40%。奶粉和冷饮的毛利率均有所上升，奶粉毛利率提高 3.6 个百分点，收入增长 22%。高端奶粉金领冠销售渠道搭建完成，三四线城市优势明显，华北、天津工厂产能释放，收入和占有率均实现了翻番增长，登上奶粉热卖排行榜 10 强榜首的位置。龙年生育潮到来，婴儿出生率较往年增加 10%左右，且 80 后父母购买力和品牌意识更强，高端奶粉有望成为龙年大赢家。
- **盈利预测、估值和投资建议：**预计 2012-2014 年收入 449 亿、540 亿、649 亿，YoY 维持 20%；净利润 23 亿、30 亿、39 亿，YoY 为 27%、30%、28%，对应增发后全面摊薄 EPS 为 1.21 元、1.57 元、2.00 元。给予 30 元目标价，对应 25x12PE/19x13PE，维持“买入”评级。

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	29664.99	37451.37	44974.55	53993.24	64865.69
YOY	21.96%	26.25%	20.09%	20.05%	20.14%
净利润	795.76	1832.44	2320.73	3019.56	3854.10
YOY	19.62%	130.27%	26.65%	30.11%	27.64%
EPS	0.409	0.953	1.207	1.570	2.004
净利率	2.68%	4.89%	5.16%	5.59%	5.94%

食品饮料行业

联系人：

苏青青

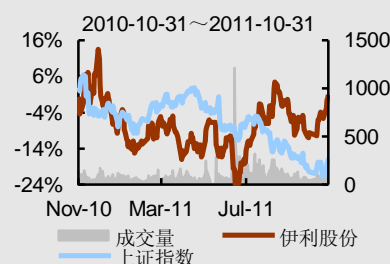
电话：021-51782237

Email: suqingqing@hysec.com

分析师：

邴彬 (S1180511050001)

市场表现



相关研究

- 1 《伊利股份（600887）宏源证券-公司动态点评-伊利股份：三季度再超预期，上调全年预测-600887-食品饮料-苏青青》，2011.10
- 2 《伊利股份（600887）宏源证券-公司动态点评-伊利股份：中报业绩再超预期，维持买入-600887-食品饮料-苏青青》，2011.8
- 3 《伊利股份（600887）宏源证券-公司动态点评-伊利股份：净利润同比大幅增长-600887-食品饮料-苏青青》，2011.7
- 4 《伊利股份（600887）宏源证券*公司研究*伊利股份：长期投资价值凸显*600887*食品饮料*苏青青》，2011.6

奶粉业务是 2012 年主要看点

龙年奶粉需求将提速，“80 后”父母消费能力更强

预计 2012 年将迎来生育高峰年，新生儿同比增长 10% 左右。“龙”是中国人普遍喜爱的生肖，许多父母愿意在龙年进行生育。2010 年结婚数增速仅为 2%，我们估计是受传统观念影响导致许多新人婚期推迟，预计 2011 年增速会明显加快，2012 年迎来生育高峰。

2008 年结婚人数开始呈双位数增长，80 后高峰人口婚育正在到来。随着 86-90 年出生的育龄妇女增加，我们预计高端奶粉销量未来几年增速将提升，2012 龙年增长可能尤其明显，行业销售额有望同比增长 25%：

- ◆ 自 2000 年以来，中国婴童经济增长率即保持在 30% 以上，中国已经成为仅次于美国的第二大婴童产品消费大国，婴童消费占到家庭总支出的 30%，国内城市家庭每个月为婴童的基本开销约 3000 元。
- ◆ “80 后”父母成为婴童市场消费主力军，由于收入更高，在“再苦不能苦孩子”观念的影响下，同时都是独生子女，以及互相攀比等心理，高端产品更受青睐，品牌的重要性大大提高；
- ◆ 在 2012 年孕妇及婴儿产品春季订货会上，孕妇及婴儿产品的价格同比上涨 5% 至 10%，因此我们预测今年奶粉行业销量和价格分别增长 15% 和 8%，销售额有望同比增长 25%。

三、四线城市国产占优，伊利奶粉位居奶粉行业前列

三聚氰胺事件后，消费者对国产奶粉信心缺失，受外资品牌的挤压，更多国产品牌不得不退居三线城市以下市场。目前，国产品牌在一、二线城市市场份额不足 20%。但在三、四、五线城市市场份额高达 80%，乡镇地区几乎 100% 被国产品牌所控制。随着自建奶源比例的提升以及企业的自律，消费者信心逐渐恢复，国产奶粉市场地位也将逐渐提高。

蒙牛、光明、娃哈哈等企业纷纷打出使用“进口奶粉、海外罐装”的旗号，积极挺进国内高端奶粉市场。我们认为高端奶粉将成为消费者信心最先恢复的市场，国产奶粉拥有价格和渠道双重优势，未来将立足三、四线城市，向一、二线城市蚕食。

2011 年，伊利奶粉整体收入达到 56 亿元，同比增长 22%。其中高端奶粉产品金领冠同比增长超过 100%，带动奶粉产品整体毛利率提升 3.6 个百分点。随着渠道建设完善、产品结构调整完成以及产能释放，预计 2012 年奶粉收入增速将超过 25%。

- ◆ 伊利依托母婴营养研究中心的研究成果，对金领冠配方针对中国婴儿进行了升级，品质上得到提升；金领冠在一线城市的销售渠道在 2010 年搭建完成，公司销售已经占母婴店渠道销量的 20%，铺货速度仅次于贝因美，渠道通畅使伊利登上奶粉热卖排行榜 10 强榜首的位置；同时伊利还在华北、天津建设工厂，使产能进一步释放。
- ◆ 一连串的举措不仅促使金领冠的市场占有率实现了连年翻番，更使伊利奶粉的高端竞争力愈加凸显，也令同行们对奶粉热卖排行榜 10 强的冠军位置望尘莫及，预计 2012 年金领冠将保持 50% 以上增速，高端奶粉占比超过 50%，带动销量和毛利双双上升。
- ◆ 公司另外中低端三款分别是金装、全优、经济装，目标市场主要是二三线城市和县乡

市场，伊利的织网计划使其渠道在二三线以下城市拥有优势，公司与 500 家经销商采取分摊费用的方式激励经销商，在中低端奶粉占有率牢牢把持第一地位。

主要财务指标和经营情况

图 1：有关利润表各项目同比及环比变化对比点评

	2011/03/31	2011/06/30	2011/09/30	2011/12/31	同比变化	环比变化	点评
营业收入(百万元)	9061	18946	29201	37451	26%	28%	产品销量和价格提升
-营业成本	68%	68%	70%	71%	1.0	1.0	原奶价格上升
=毛利	32%	32%	30%	29%	-1.0	-1.0	原奶成本压力加大
-营业税金及附加	0.6%	0.6%	0.5%	0.6%	0.3	0.1	城市建设维护税、教育费附加增加
-销售费用	25.6%	23.7%	21.2%	19.5%	-3.5	-1.7	竞争减弱，公司主动控制费用
-管理费用	4.1%	4.3%	4.4%	5.3%	0.1	0.8	正常变动
-财务费用	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1	0.0	利息收入增加
-资产减值损失	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1	0.0	
+公允价值变动损益	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0	0.0	
+投资收益	0.0%	1.2%	0.8%	0.7%	0.6	-0.1	出售惠商投资股权
+营业外收支	0.7%	1.0%	0.8%	1.0%	0.2	0.2	财政扶持资金增加
=利润总额	2.3%	5.1%	5.8%	5.7%	2.8	-0.1	销售费用率降低
-所得税费用	0.6%	0.8%	0.8%	0.8%	0.6	0.0	
-少数股东损益	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0	0.0	
=归属于母公司所有者净利润	1.6%	4.3%	4.9%	4.8%	2.2	0.0	利润率提升

注：同比变化指同比去年前三季度的各比率的变化；

环比变化指今年前三季度环比去年上半年各项比率的变化

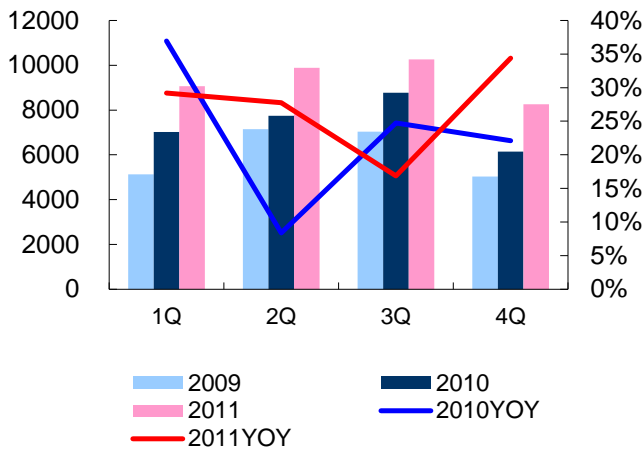
资料来源：宏源证券

图 2：增发 50 亿元用于产业链及区域的布局，在全国范围内投资奶源项目

序号	项目名称	项目地点	项目总投资(亿元)	拟投入募集资金(亿元)	募集资金占总投资比例(%)	达产后年收入(亿元)	预测营业利润(亿元)	投资回报率
1	液态奶项目	山东省潍坊市临朐县、河北省张家口市张北县、甘肃省兰州市、宁夏回族自治区吴忠市、广东省惠州市等地	18.83	15.31	81.32%	53.35	14.15	75.17%
2	奶粉项目	黑龙江省大庆市杜尔伯特蒙古族自治县	5.52	5.50	99.52%	25.79	10.98	198.84%
3	冷饮项目	浙江省金华市、陕西省西安市蓝田县及广西壮族自治区南宁市等地	8.05	5.77	71.68%	9.04	2.69	33.50%
4	酸奶项目	在江苏省苏州市工业园区和广州市惠州	4.64	4.64	99.98%	12.54	-	-
5	奶源项目	安徽省合肥市、湖北省黄冈市、内蒙古自治区锡林浩特市、内蒙古自治区呼和浩特市、黑龙江省肇东市等地	15.03	11.17	74.32%	9.88	-	-
6	补充流动资金	-	-	7.62	-			
	合计	-	52.06	50.00	96.04%	110.60		

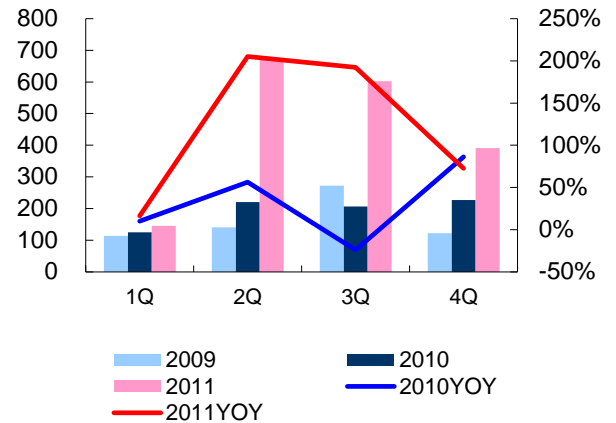
资料来源：宏源证券研究所

图 3: 分季度收入及同比变化图 (百万元)



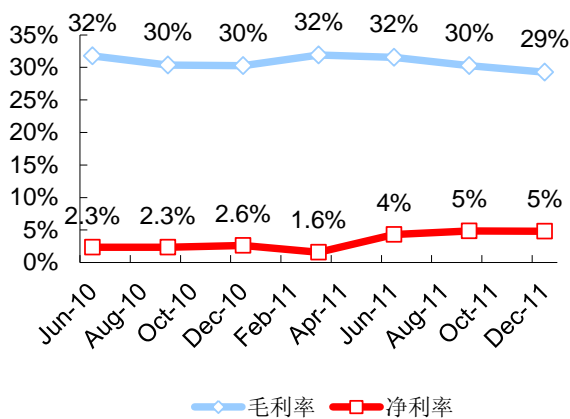
资料来源: 宏源证券研究所

图 4: 分季度净利润及同比变化图 (百万元)



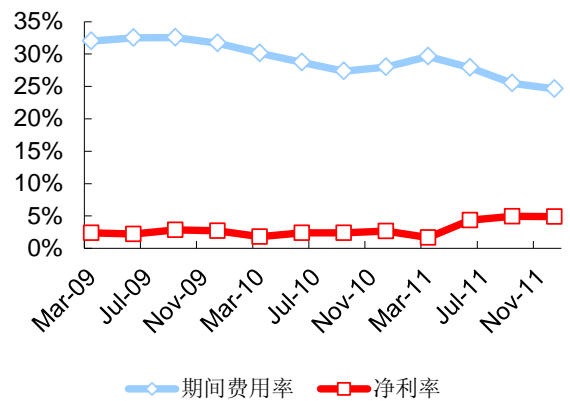
资料来源: 宏源证券研究所

图 5: 分季度毛利率与净利率关系图



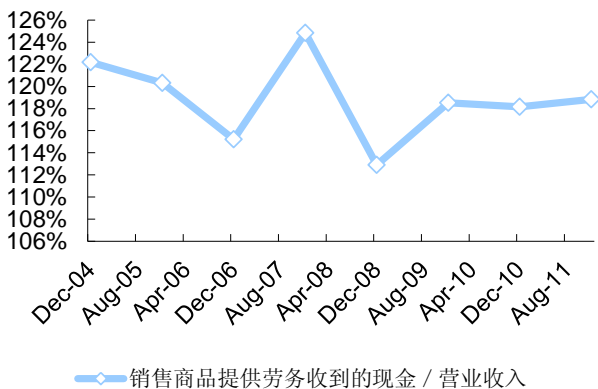
资料来源: 宏源证券研究所

图 6: 分季度期间费用率与净利率关系图



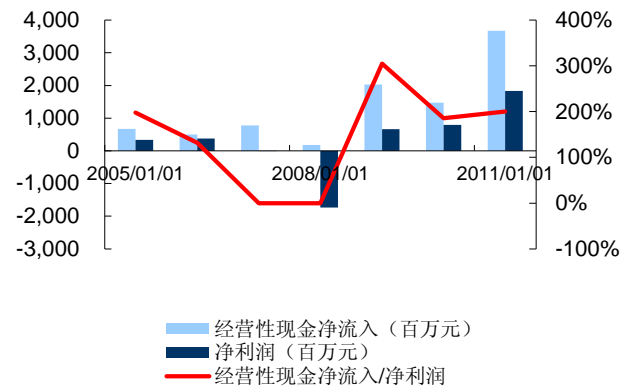
资料来源: 宏源证券研究所

图 7: 销售现金回款状况健康



资料来源: 宏源证券研究所

图 8: 利润与现金配比情况转好



资料来源: 宏源证券研究所

图 9：分产品收入和毛利预测
产品一：液态奶业务（常温奶、酸奶等）

营业收入（百万元）	14442	16555	20985	26933	32589	39106	46928
YOY		15%	27%	28%	21%	20%	20%
营业成本（百万元）	10719	10913	14941	19788	23464	28157	33788
YOY		2%	37%	32%	28%	20%	20%
毛利额（百万元）	3723	5642	6044	7144	9125	10950	13140
YOY		52%	7%		16%	20%	20%
毛利率	26%	34%	29%	27%	28%	28%	28%
占销售收入比重	67%	68%	71%	72%	72%	72%	72%
占毛利额比重	64%	66%	67%	66%	66%	65%	65%

产品二：奶粉业务

营业收入（百万元）	3233	3964	4623	5642	7053	8816	11020
YOY		23%	17%	22%	25%	25%	25%
营业成本（百万元）	2243	2281	2821	3239	3879	4761	5840
YOY		2%	24%	15%	9%	23%	23%
毛利额（百万元）	990	1683	1802	2403	3174	4055	5179
YOY		70%	7%		34%	28%	28%
毛利率	31%	42%	39%	43%	45%	46%	47%
占销售收入比重	15%	16%	16%	15%	16%	16%	17%
占毛利额比重	17%	20%	20%	22%	23%	24%	25%

产品三：冷饮业务

营业收入（百万元）	3320	3264	3544	4222	4855	5583	6421
YOY		-2%	9%	19%	15%	15%	15%
营业成本（百万元）	2325	2151	2476	2963	3398	3908	4494
YOY		-7%	15%	18%	5%	15%	15%
毛利额（百万元）	995	1112	1068	1259	1456	1675	1926
YOY		12%	-4%		5%	15%	15%
毛利率	30%	34%	30%	30%	30%	30%	30%
占销售收入比重	15%	13%	12%	11%	11%	10%	10%
占毛利额比重	17%	13%	12%	12%	11%	10%	9%

产品三：其他业务（含饲料、冰激凌、奶酪业务）

营业收入（百万元）	663	541	513	469	478	488	498
YOY		-18%	-5%	19%	2%	2%	2%
营业成本（百万元）	562	433	448	405	407	415	423
YOY		-23%	4%	17%	-3%	2%	2%
毛利额（百万元）	102	109	65	64	72	73	75
YOY		7%	-40%		-31%	2%	2%
毛利率	15%	20%	13%	14%	15%	15%	15%
占销售收入比重	3%	2%	2%	1%	1%	1%	1%
占毛利额比重	2%	1%	1%	1%	1%	0%	0%

营业总收入（百万元）	21659	24324	29665	37266	44975	53993	64866
营业总成本（百万元）	15849	15778	20686	26396	31148	37240	44546
毛利额（百万元）	5809	8545	8979	10870	13827	16753	20320
毛利率	27%	35%	30%	29%	31%	31%	31%

资料来源：宏源证券

图 10: 三张财务报表摘要

利润表					资产负债表				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	37451	44975	53993	64866	货币资金	3071	4804	7052	9611
YOY	26%	20%	20%	20%	应收和预付款项	1486	2273	2228	3164
营业成本	26486	31148	37240	44546	存货	3310	3612	4663	5236
毛利	10966	13827	16753	20320	其他流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	29%	31%	31%	31%	长期股权投资	567	567	567	567
营业税金及附加	233	270	324	389	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1%	1%	1%	1%	固定资产和在建工程	9533	9370	9207	9043
销售费用	7291	8905	10691	12843	无形资产和开发支出	676	676	676	676
% 营业收入	19%	20%	20%	20%	其他非流动资产	58	37	15	15
管理费用	1971	2339	2808	3373	资产总计	18700	21338	24408	28312
% 营业收入	5%	5%	5%	5%	短期借款	2985	0	0	0
财务费用	-49	-7	-89	-140	应付和预收款项	8646	7500	7500	7500
% 营业收入	0%	0%	0%	0%	长期借款	7	57	107	157
资产减值损失	28	0	0	0	其他负债	757	155	155	155
公允价值变动收益	0	0	0	0	负债合计	12395	7712	7762	7812
投资收益	254	0	0	0	股本	1599	1599	1599	1599
营业利润	1746	2321	3020	3854	资本公积	1851	6851	6851	6851
% 营业收入	5%	5%	6%	6%	留存收益	2574	4865	7847	11652
营业外收支	390	0	0	0	归属母公司股东权益	6024	13315	16296	20102
利润总额	2136	2321	3020	3854	少数股东权益	282	311	349	398
% 营业收入	6%	5%	6%	6%	股东权益合计	6305	13626	16646	20500
所得税费用	304	0	0	0	负债和股东权益合计	18700	21338	24408	28312
净利润	1832	2321	3020	3854					
归属于母公司所有者的									
净利润	1809	2291	2981	3805					
少数股东损益	23	29	38	49					
现金流量表					财务指标				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流净额	3621	36	282	427	毛利率	29%	31%	31%	31%
取得投资收益收回现金	0	0	0	0	三费/销售收入	25%	25%	25%	25%
长期股权投资	0	0	0	0	EBIT/销售收入	6%	5%	5%	6%
无形资产投资	0	0	0	0	EBITDA/销售收入	8%	6%	6%	6%
固定资产投资	-48	-411	-416	-322	销售净利率	5%	5%	6%	6%
其他	-1921	0	0	0	ROE	30%	17%	18%	19%
投资活动现金流净额	-1969	-411	-416	-322	ROA	11%	11%	12%	13%
债券融资	0	0	0	0	ROIC	20%	25%	22%	24%
股权融资	1865	0	0	0	销售收入增长率	26%	20%	20%	20%
银行贷款增加(减少)	0	0	0	0	EBIT 增长率	159%	8%	25%	27%
筹资成本	0	-43	-59	-84	EBITDA 增长率	100%	-13%	23%	25%
其他	-6	0	0	0	净利润增长率	130%	27%	30%	28%
筹资活动现金流净额	1859	-43	-59	-84	总资产增长率	28%	14%	14%	16%
现金净流量	37	-417	-192	21	股东权益增长率	43%	121%	22%	23%
					经营营运资本增长率	-125%	2662%	66%	54%
					流动比率	0.7	1.4	1.9	2.4
					速动比率	0.4	0.9	1.2	1.7
					应收账款周转率	96.8	104.4	98.0	103.2

资料来源: 宏源证券研究所

分析师简介:

苏青青: 宏源证券研究所食品饮料行业分析师, 上海交通大学材料学硕士, 曾任职于国金证券, 2010 年新财富团队成员, 2011 年加盟宏源证券研究所。

机构销售团队

	郭振举	牟晓凤	孙利群	王艺
华北区域	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	010-88085172 wangyi1@hysec.com
华东区域	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com
华南区域	曾利洁 010-88085991 zenglijie@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaozen@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com
QFII	方芳 010-88085842 fangfang@hysec.com	胡玉峰 010-88085843 huyufeng@hysec.com		

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 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、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。