

2014年06月10日
李晓璐
c0049@capital.com.tw
目标价(元)
36
公司基本资讯

产业别	食品饮料
A 股价(2014/6/9)	31.99
上证综指(2014/6/9)	2030.50
股价 12 个月高/低	51.29/27.77
总发行股数(百万)	2042.91
A 股数(百万)	1833.16
A 市值(亿元)	653.53
主要股东	呼和浩特投资有限责任公司 (09.31%)
每股净值(元)	8.40
股价/账面净值	3.81
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-11.0 -14.8 11.9

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2014-01-23	37.50	买入
2013-09-02	34.95	买入

产品组合

液体乳	77.3%
奶粉及奶制品	10.7%
冷饮产品系列	10.3%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	46.4%
一般法人	10.3%
财务公司	0.0%

股价相对大盘走势

伊利股份(600887.SH)
Buy 买入
业绩进入释放期
结论与建议:

在液态奶市场，伊利和蒙牛合计占有 60%-70%的市场份额，二分天下的格局在短期内不会改变，产业升级带来的市场扩容将有利于伊利这样的龙头企业。奶粉方面，我们看好伊利的全国性管道优势，预计 2014 年奶粉业务将全面恢复并超越贝因美，重夺市场份额第一。此外，公司的品牌推广和管道行销费用大多已经固化，随着营收规模的扩大期间费用率逐渐下降带来了净利润率的提升，业绩进入释放期。

当前股价对应 2014、2015 年 PE 分别为 16.64 倍和 13.33 倍，维持买入的投资建议。

- 伊利股份的营收规模和盈利能力均高于蒙牛和光明，居行业首位。2013 年实现营业总收入 477.79 亿元，实现净利润 31.87 亿元，净利润率 6.7%。
- 公司在国内核心奶源区域均建立了自己的奶源基地，并且作为知名品牌，提价能力强。因此，在原奶价格连年上涨的情况下，可以保持毛利率基本稳定。
- 公司产品的差异化和产品结构的高端化，对净利润的贡献度逐渐提升。2013 年，金典销售额同比增长 70%，舒化奶销售额同比增长 23%，QQ 星销售额同比增长 10%。
- 经过 2008 年北京奥运会和 2010 年上海世博会，公司的行销费用从高点回落。随着行销规模扩大，费用率从高点逐步下降。
- 从乳制品全行业看，预计未来两年乳制品行业的市场规模有望保持 10%-15%的增速，且增长动力将主要来自于产业结构升级。
- 从政策面看，2013 年 6 月，工信部提出乳业整合目标希望 2 年内将行业集中度提高至 70%以上，将逼迫产品管控能力差的中小企业退出。以上两方面因素均有利于伊利这样的优势龙头企业。
- 预计 2014 年原奶均价有望回归到年均上涨 5%左右的正常水准，原料成本压力将大大减小。加上去年 8 月和 12 月两次对产品提价因素的延续，有利于毛利率的稳定和提升。
- 2014Q1 实现营业收入同比增长 11.82%，纯利同比增长 122.54%，大幅好于预期。主要是由于提价因素的延续及期间费用率下降使得 1Q 净利润率达到 8.3%。
- 由于 2013Q2 业外收入的影响使净利润率达到 10%的历史高位，预计 2Q 净利润率同比将下降。同时，由于 1Q 为乳制品消费旺季，季节性因素可能使得 2Q 的净利润率也低于 1Q。
- 我们上调公司盈利预测。预计 2014、2015 年分别实现净利润 39.23 亿元和 48.98 亿元，同比分别增长 23.09% 和 24.83%，EPS 分别为 1.92 元和 2.4 元。

.....接续下页.....

年度截止 12 月 31 日		2011	2012	2013	2014F	2015F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	1809	1717	3187	3923	4898
同比增减	%	132.79	-5.09	85.61	23.09	24.83
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.13	1.07	1.65	1.92	2.40
同比增减	%	16.49	-5.31	54.21	16.39	24.83
A 股市盈率(P/E)	X	28.27	29.86	19.36	16.64	13.33
股利 (DPS)	RMB 元	0.25	0.28	0.30	0.30	0.30
股息率 (Yield)	%	0.78	0.88	0.80	0.94	0.94

营运分析

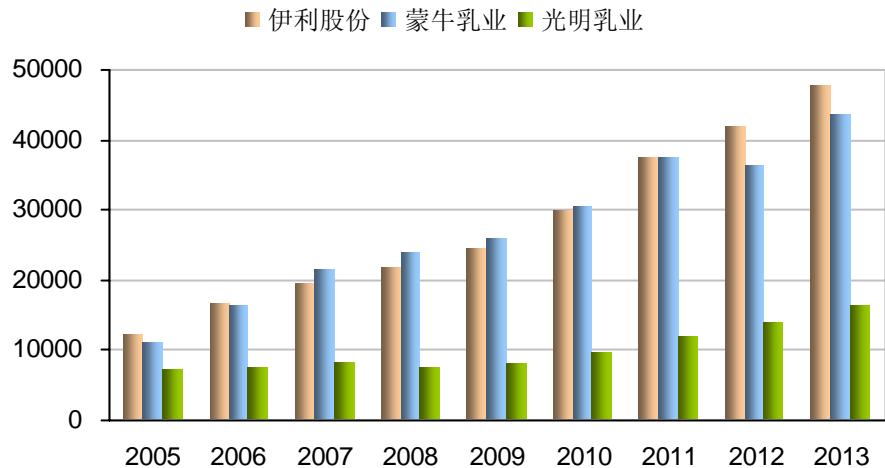
伊利股份是全国最大的乳制品生产企业，营收规模和盈利能力居行业首位

内蒙古伊利实业集团股份有限公司（以下简称“伊利股份”或“公司”）成立于 1993 年，由民族企业呼和浩特市回民奶食品总厂发展而来。是全国最大的乳品制品生产企业，总部坐落在内蒙古呼和浩特。

伊利股份拥有液态奶、冷饮、奶粉、优酪乳和原奶五大事业部，旗下有纯牛奶、乳饮料、雪糕、霜淇淋、奶粉、奶茶粉、优酪乳、乳酪等 1000 多个产品品种。

2013 年，伊利股份实现营业总收入 477.79 亿元，同比增长 13.78%；实现归属上市公司净利润 31.87 亿元，同比增长 85.61%，净利润率 6.7%。营收规模和盈利能力均高于蒙牛和光明，居行业首位。

图：三大乳企营收规模对比 单位：百万元



资料来源：公司公告，群益证券整理

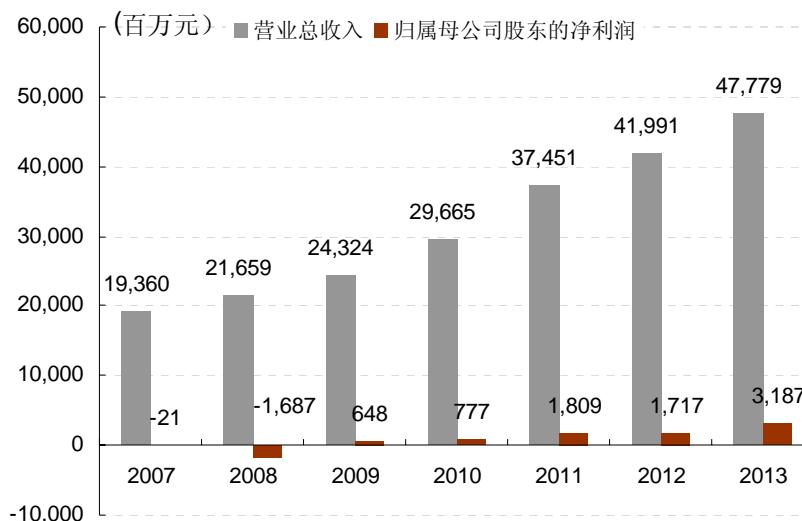
2013 年，蒙牛乳业营收总额 433.6 亿元（同比增长 20.4%），净利润 16.3 亿元（同比增长 25.2%），净利润率 3.76%。光明乳业营收总额 162.9 亿元（同比增长 18.26%），净利润 4.06 亿元（同比增长 30.43%），净利润率 2.91%。

业绩回顾：

从公司的过往业绩看，2011 年，公司实现归属上市公司净利润 18.09 亿元，同比大幅增长 133%。最主要的原因是公司作为上海世博会的赞助商，随着 2010 年

世博会落幕，广告费用大幅下降。此外，出售惠商投资 50% 股权获得的 2.12 亿元投资收益。两方面因素使得当年净利润率达到 4.8%，同比增加了 2.2 个百分点。

图：伊利股份营业收入和净利润变动 单位：百万元



资料来源：公司公告，群益证券整理

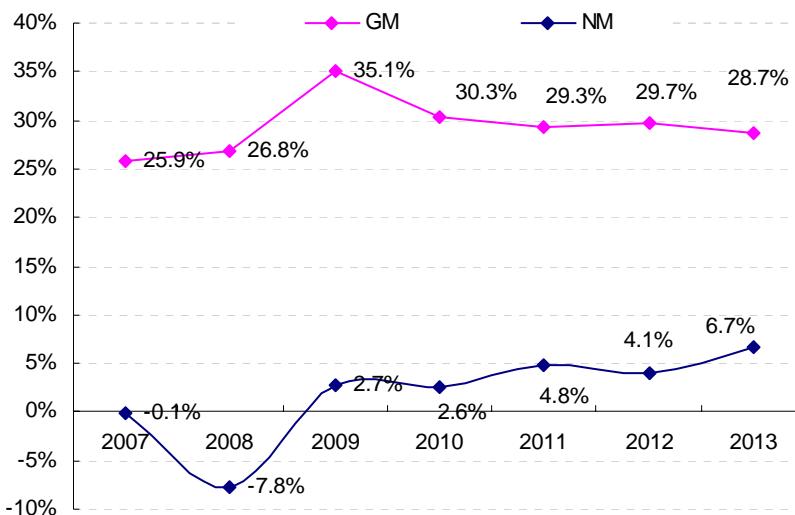
2012 年，公司实现净利润为 17.17 亿元，同比下降 5.1%。主要原因是国家食品安全风险监测发现伊利生产的个别全优 2、3、4 段奶粉产品汞含量有异常。尽管国内外均没有奶粉中汞含量限量的标准，但是由于当时负面消息频发（2011 年底蒙牛爆发的黄曲霉毒素事件，传言老优酪乳添加工业明胶等等），消费者信心十分脆弱，使得公司的奶粉业务受到很大的冲击，销量下滑，减少当期净利润 3.11 亿元。

另一方面，如果剔除 2011 年出售惠商投资获得的一次性投资收益的影响，那么 2012 年公司的净利润实际上还是有 7% 的增长。

2013 年，公司实现净利润 31.87 亿元，同比增长 85.61%。主要是费用率继续下降使得净利润率同比提高 2.6 个百分点。此外，因 2012 年含汞事件爆发致产品报废减少当期净利润 3.11 亿元，拉低了 2012 年业绩基期；2013 年股权激励行权，按照工资薪金支出税前扣除，当期所得税费用减少 5.66 亿元。

如果剔除产品报废和所得税的影响，2013 年公司净利润同比增长 29%，整体业绩已经从 2012 年的负面事件中恢复。

图：伊利股份分年度毛利率和净利润率水准变化图 单位：%



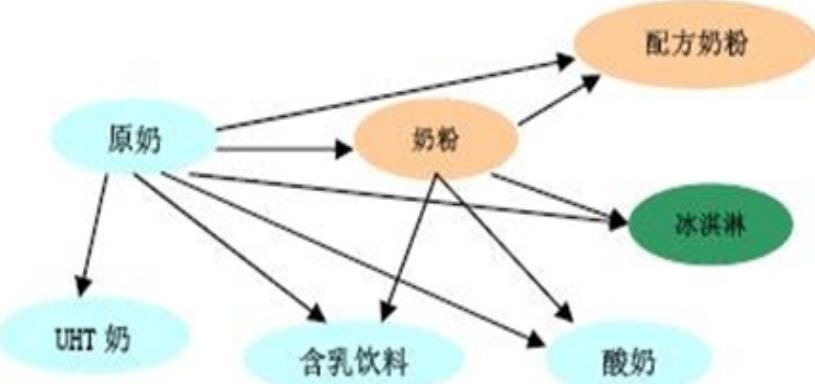
资料来源：公司公告，群益证券整理

业绩增长动力来源分析：

从近三年的业绩可以看出，公司业绩增长的主要动力来源于：产品高端化使毛利率基本稳定，同时费用率下降，带来了净利润的稳步提升。

第一，由于公司在国内核心奶源区域均建立了自己的奶源基地，并且作为知名品牌，提价能力强。因此，在原奶价格连年上涨的情况下，可以保持毛利率基本稳定。

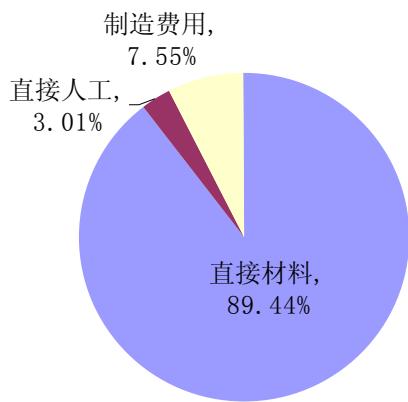
图：乳制品生产简单示意图



资料来源：根据公开资料整理

2013 年，伊利的直接材料成本（主要是原奶）占总营业成本的比重接近 90%，原奶价格是影响毛利率水准的重要因素。伊利目前的原奶供应模式主要包括：自建牧场、合作牧场、大型牧场园区、奶联社。这些方式有利于保障奶源的安全性、规模性、稳定性。

图：伊利股份营业成本构成（2013 年）



资料来源：公司公告，群益证券整理

内蒙古奶源带、东北奶源带、河北奶源带、新疆奶源带、四川奶源带、济南奶源带被誉为我国“六大黄金奶源带”。公司在这些地区均建立了奶源基地。

图：中国六大黄金奶源分布带图示



资料来源：公开资料

自 2007 年至 2013 年，公司累计投入了 89 亿元人民币进行奶源基地建设，在全国建成标准化牧场 1500 多座，规模化的养殖比例达 90% 以上。

图：伊利股份全国范围内奶源地示意图



资料来源：公司公告

图：蒙牛乳业全国范围内奶源地示意图

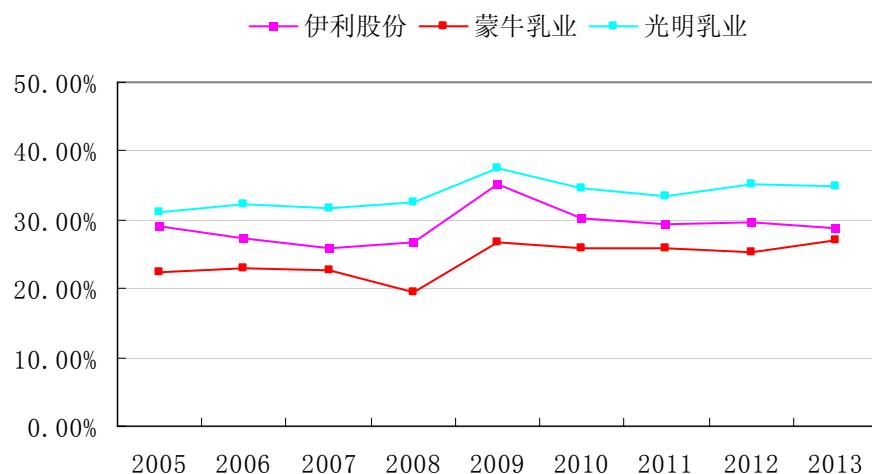


资料来源：公司公告

从奶源基地的分布情况看，伊利和蒙牛都是全国性布局。由于伊利的全国性布局要早于蒙牛，因此优质奶源地的数量比蒙牛多，基地的建设范围也更广阔，因此伊利股份的毛利率水准高于蒙牛乳业。

而光明乳业属于区域性乳制品企业，主要奶源地和销售地均集中在华东地区。由于行销和运输成本在国内乳制品在费用构成中占比很高，因此它在运输成本上占有优势，毛利率水准在三家企业中最高。

图：三大企业毛利率水准对比



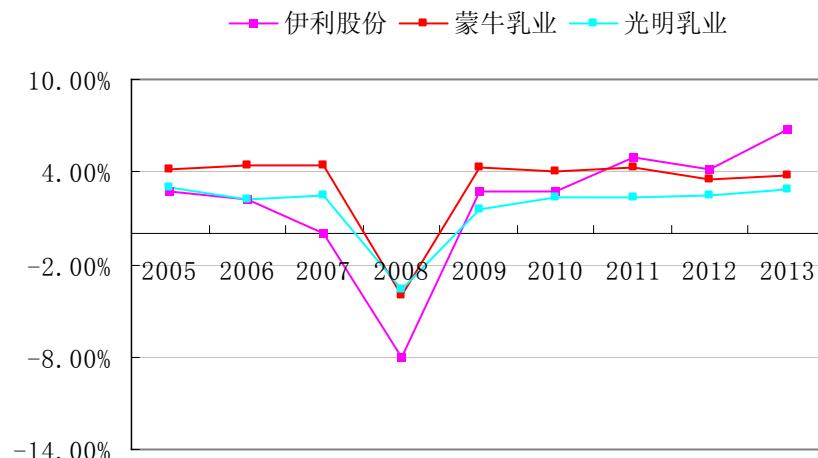
资料来源：公司公告，群益证券整理

第二，公司产品的差异化和产品结构的高端化，对净利润的贡献度逐渐提升。2013年，伊利金典销售额34亿元，同比增长70%；伊利营养舒化奶销售额约23亿元，同比增长23%；伊利QQ星销售额50亿元，同比增长10%，连续三年销售额超过蒙牛的未来星；2013年，伊利还推出了常温优酪乳“安慕希”，主要销往山东、江苏、浙江等地区，希望与光明的莫斯利安竞争。

第三，经过2008年北京奥运会和2010年上海世博会，公司的行销费用从高点回落，随着行销规模扩大，费用率从高点逐步下降。净利润率水准从2009年的2.7%提高到2013年的6.7%。

综上，对比三家乳企的净利润率，2011年以前，伊利的净利润率在三家企业中最低，但是从2011年开始，伊利的净利润率超越蒙牛和光明，跃居第一。

图：三大乳企净利润率对比



资料来源：公司公告，群益证券整理

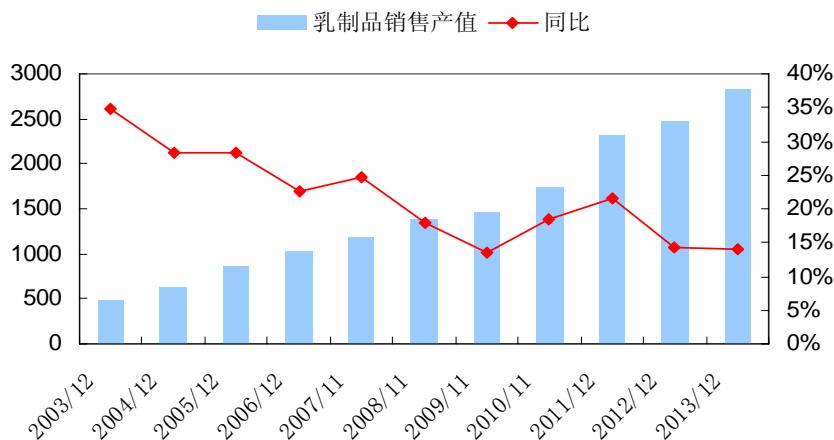
产业结构升级所带来的市场扩容，为
伊利这样的优势龙头企业创造了发
展良机

行业需求展望：

从行业规模看，2013年，按企业销售产值计算，全国乳制品市场规模达到2831亿元，同比增长14.16%。我们预计未来两年乳制品行业的市场规模有望保持在10%-15%的增速。

与过去数年人均消费量快速增加带动行业规模快速增长不同，我们认为未来2-5年行业规模扩大的动力将主要来自于产业结构升级。

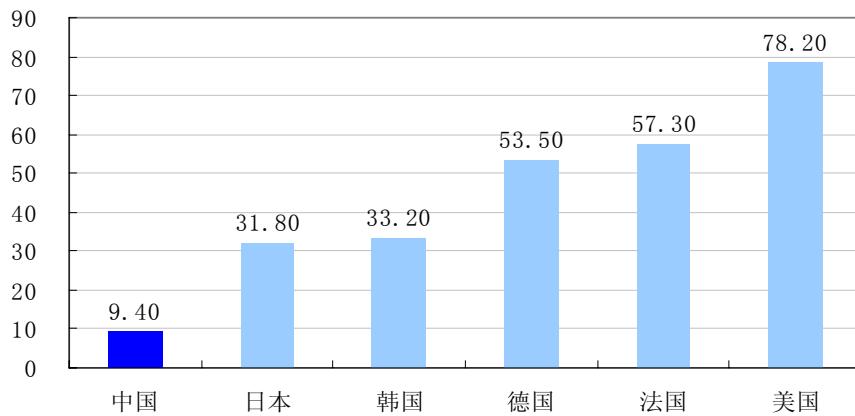
图：全国乳制品制造业主营业务收入 单位：亿元，%



资料来源：国家统计局，群益证券整理

从长期看，随着居民收入的不断提高，中国的乳制品人均消费量还有极大的提升空间。这是因为中国乳制品人均消费量尤其是液态奶的人均消费量大大低于欧美国家，也远低于同为亚洲的韩国和日本：2011年，中国液态奶人均消费量仅为9.4千克，而日本和韩国的人均消费量分别达到了31.8千克和33.2千克。

图：各国按年人均液态奶消费量资料对比（2011年） 单位：千克，%



资料来源：奶业统计年鉴，群益证券整理

但是，从2008-2012年连续5年的资料看，中国乳制品和液态奶的人均消费量从快速增加进入了一个相对平稳的阶段：乳制品和液态奶的年人均消费量分别稳定在28公斤附近和9.5公斤附近。我们认为，这主要的原因是饮食习惯的改变是一个循序渐进的过程，因此未来2-3年内人均乳制品消费的绝对量并不会有快速的增加。而随着居民所得不断提高，产品高端化将成为诉求，这为乳制品产品的结构升级创造了巨大机会。

产业结构升级所带来的市场扩容，为伊利这样的优势龙头企业创造了发展良机。

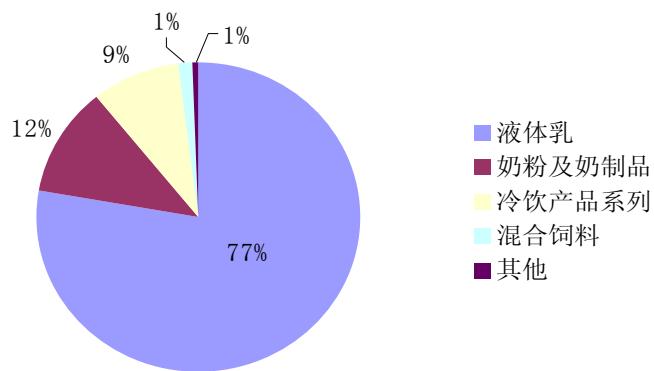
公司的产品涵盖液体乳、奶粉及乳制

分产品分析：

品、冷饮

公司的产品涵盖了液体乳、奶粉及乳制品、冷饮等产品。根据中华全国商业资讯中心与中国商业联合会联合公布的2013年度中国市场商品销售统计结果,在全国乳制品综合市场中,伊利以20.31%的市场占有率排名第一。

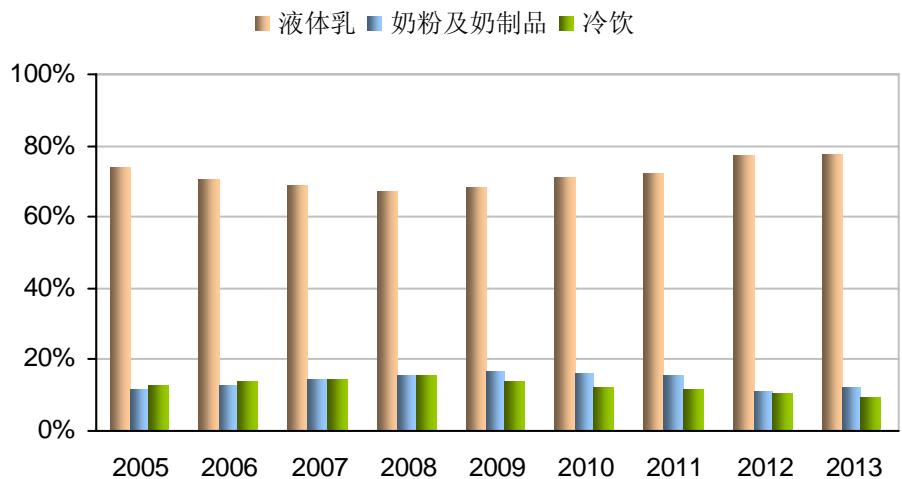
图:公司营收分产品占比(2013年)



资料来源:公司公告,群益证券整理

从历年公司营收占比看,液体乳、奶粉、冷饮是公司的主要业务收入来源。其中,液体乳是公司营业收入的最主要来源,2013年营收371.16亿元,占比达到77%;奶粉及乳制品营收55.12亿元,占比为12%;冷饮营收42.42亿元,占比9%。

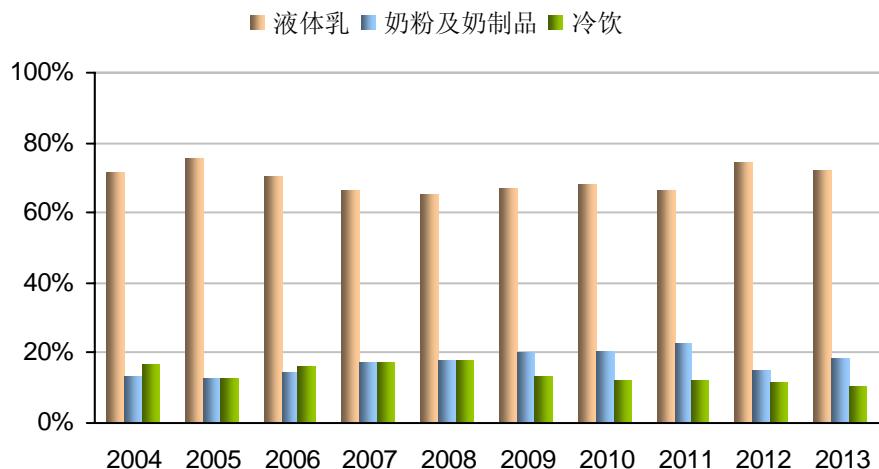
图:历年三大品类占营收比重的变动图 单位: %



资料来源:公司公告,群益证券整理

从历年毛利润贡献看,液态奶是主要的贡献来源,占比一直在65%以上;奶粉和乳制品由于增长很快和毛利率提高,因此贡献度呈现增加的趋势,2012年贡献度下降主要是受到了消费者对国产奶粉信心严重不足的影响;随着以上两个品类的快速发展,冷饮对利润的贡献度逐年下降。

图:历年三大品类毛利润占比变动图 单位: %



资料来源：公司公告，群益证券整理

液态奶：伊利和蒙牛二分天下

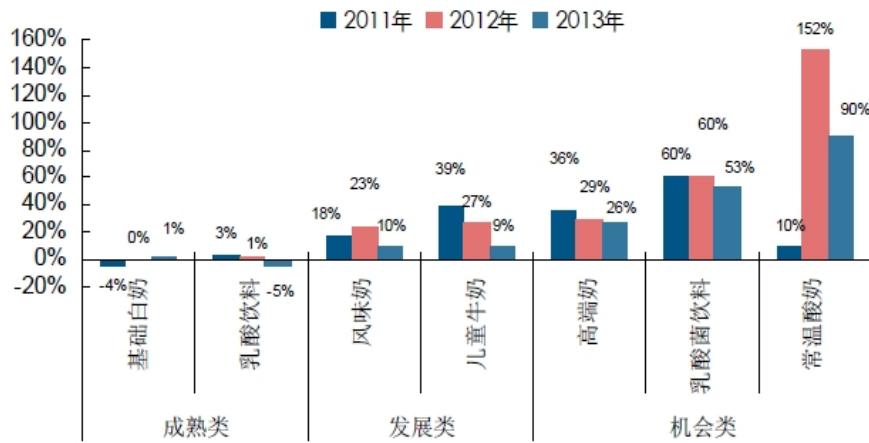
液态奶市场发展：

根据 AC 尼尔森的资料，2001 年，液态奶市场主要以巴氏奶（鲜奶）为主，区域品牌如光明（市占率 18%）和三元（市占率 10%）是行业龙头。当时，伊利的市占率仅为 7%，与第一品牌光明差距巨大。

随后行业发展提速，液体奶市场逐渐由巴氏奶转向常温奶，各大品牌在激烈的竞争中，逐渐形成了自己的特色产品。比如，伊利的金典（常温高端奶），蒙牛的特仑苏（常温高端奶），光明的莫斯利安（常温优酪乳）。这些产品都属于高端奶，强调高营养。

伴随消费者口味多样化以及管道下沉，风味奶、乳酸菌饮料等强调口感的产品也获得了快速增长。与此同时，在液态奶发展初期占据市场大份额的白奶和乳酸饮料增速开始下降，市场份额逐渐下降。与 10 年前相比，液态奶需求格局正在向高端化发展。

图：乳制品细分品类近三年的年增速表现对比



资料来源：AC 尼尔森

根据 AC 尼尔森的资料，到 2013 年底，伊利和蒙牛在强调营养的高端液态奶市场份额迅速扩大，两者合计市场份额超过 80%，成为两大行业龙头。巴氏奶、

优酪乳等低温品种由于存在运输半径限制，属于区域性市场，光明占有约 20% 的市场份额，为区域性龙头。对于风味奶、牛奶饮料以及乳酸饮料等强调口感的细分市场，则更有利于像旺旺、银鹭、娃哈哈等以生产饮料著称的企业。

图：乳制品分企业市占率对比（2013 年）

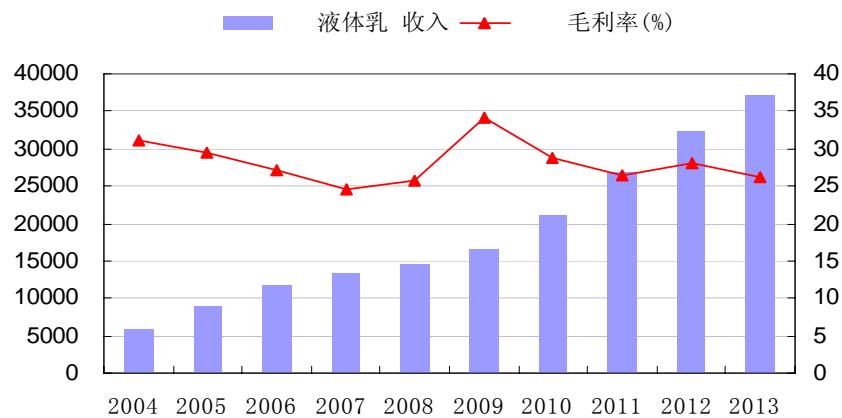


资料来源：AC 尼尔森

伊利液态奶业务分析：

2013 年，公司的液体乳营业收入为 371.16 亿元，同比增长 15%，主要来自销量增加和产品结构升级，营收占比 77%。从 2004-2013 年，液体乳营业收入的年均复合增长率为 22.8%，毛利率水准保持在 25% 以上。

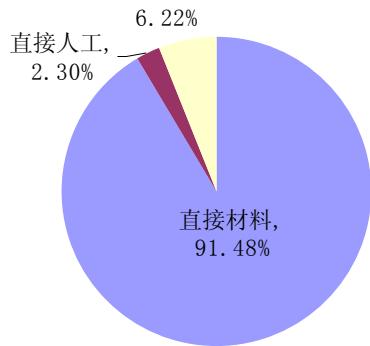
图：液体乳营收和毛利率变动图 单位：百万元，%



资料来源：公司公告，群益证券整理

由于原奶成本占液体乳成本的比重高，2013 年直接材料成本占比接近 92%，因此液体乳毛利率对原奶价格变动的敏感度最高，毛利率水准在三大类产品中最低。

图：伊利股份液体乳成本构成（2013 年）



资料来源：公司公告，群益证券整理

为了迎合了消费升级这一行业大趋势，公司力促产品差异化和产品结构的高端化，基本的策略是紧跟竞争对手。金典有机奶（高端奶）针对大众对食品安全的担忧，与蒙牛的特仑苏竞争。儿童QQ星（儿童奶）针对日益增长的婴童市场，与蒙牛的未来星抗衡。营养舒化奶（功能奶）主要针对中国人喝牛奶普遍存在乳糖不耐受。安慕希进军常温优酪乳市场，主要与光明的莫斯利安竞争。

展望未来，随着消费结构持续升级，儿童奶、高端奶、乳酸菌饮料、常温优酪乳都会保持很高的增长速度，有利于金典奶、营养舒化奶、QQ星等高端产品销售额保持快速增长。

同时，液态奶市场伊利和蒙牛二分天下的格局已定，2013年蒙牛液态奶营收377亿元，伊利的液态奶收入371亿元，两者势均力敌。除非对手犯错，否则任何一方想完胜对方均不易，因此行业的竞争格局将保持相对稳定。

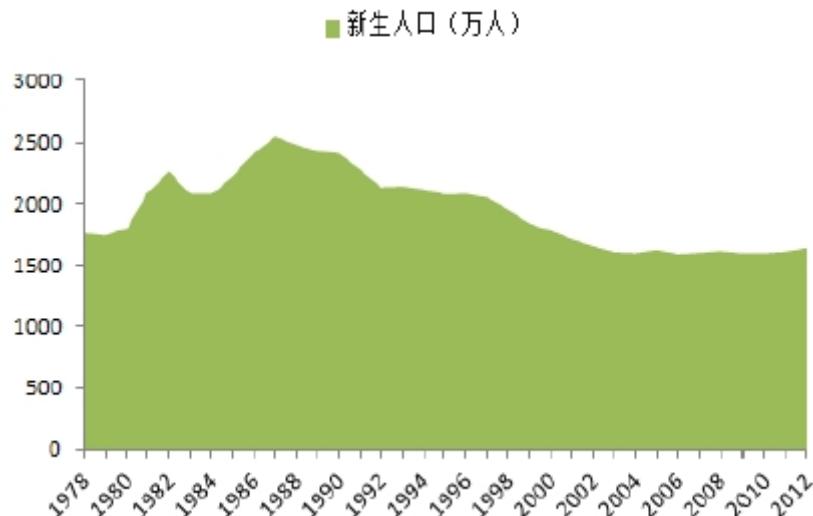
奶粉：贝因美后来居上，伊利有机会在2014年重夺第一

奶粉市场发展：

按照消费人群，奶粉可以细分为成人奶粉和婴幼儿奶粉。80年代到90年代之间出现了一波婴儿潮，这些人成年之后，也就是在2005年左右，又迎来了一波新的婴儿潮。

尽管由于计划生育、生育年龄推迟、养育成本提高等因素使得这一波婴儿潮不像前一波那么明显，但是由于国内人口基数大，母乳喂养率降低等因素，国内婴幼儿奶粉市场依然增长很快。以三鹿为代表的国产品牌获得了极大的发展，成为国产婴幼儿奶粉的巨头之一。

图：中国新生儿人口分年增长趋势图



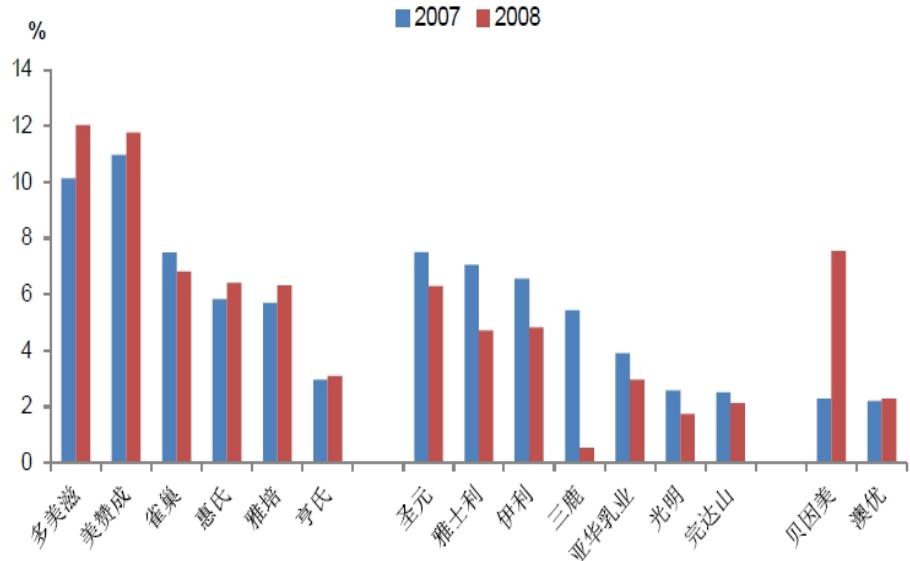
资料来源:国家统计局

不过,由于公众对婴幼儿奶粉的安全性关注度极高,一贯认为进口高价奶粉是高品质的代表,因此从品牌来看,国内婴幼儿奶粉市场长期以来都是进口奶粉品牌的天下。在一线城市,进口奶粉从 2004 年开始就占据主导地位,市场份额高达 90%。而国产奶粉则主要在二、三、四线城市争夺市场份额。

2008 年 6 月,三鹿发生“三聚氰胺事件”,使得曾为国产婴幼儿奶粉巨头的三鹿受到重大冲击并最终宣布破产。整个乳制品行业尤其是婴幼儿奶粉行业陷入巨大的信任危机,伊利、蒙牛等奶源主要来自国内的品牌均受损。

由于贝因美、澳优等大部分奶源来自国外,当时没有检测出三聚氰胺。并且贝因美自面市以来“洋奶粉”的品牌形象深入人心,三鹿事件发生后,贝因美凭借超强的行销能力迅速占领了三鹿等国产奶粉巨头退出后留下的市场份额,市占率从 2007 年的 2.3% 飙升到 7.6% (来自欧睿国际的资料),成为三鹿事件最大的受益者。与此同时,进口品牌凭借良好的口碑,市占率也加快上升。

图: 三鹿事件前后婴幼儿奶粉品牌市占率对比



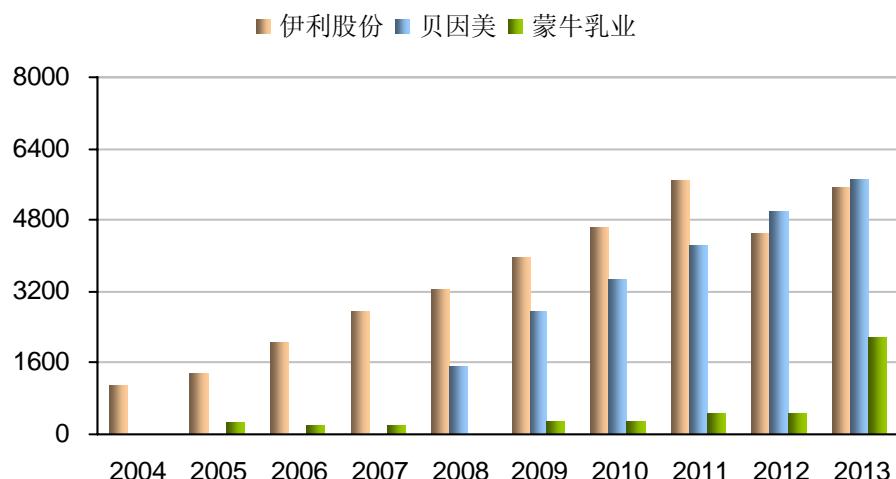
资料来源: 欧睿国际

根据 AC 尼尔森《2012 年全年中国婴幼儿奶粉市场报告》, 2012 年, 美赞臣、

多美滋、惠氏及雅培四大进口奶粉品牌的市场份额分别为 12.3%、11.7%、11%和 7.7%，合计占据中国婴幼儿奶粉 42.7%的市场份额。而伊利、贝因美、圣元、飞鹤等国产品牌紧随其后。

自三鹿退出市场后，伊利长期占据着国产奶粉的第一份额，贝因美紧随其后。2013 年，由于雅士利并表，蒙牛的奶粉收入同比增长 393%至 21.77 亿元，对总收入的贡献率从 1.2%上升至 5.0%，进入竞争对伍。

图：三大企业奶粉的营收规模对比 单位：百万元



资料来源：公司公告，群益证券整理

备注：伊利股份营收资料含奶粉及奶制品，其余两家为奶粉营收额，不含其他。

受 2012 年含汞异常事件的冲击，伊利婴幼儿奶粉销量下滑，2013 年开始恢复

2012 年 6 月，国家食品安全风险监测发现伊利生产的个别全优 2、3、4 段奶粉参照健康综合指标，产品汞含量有异常。汞含量超标出现的原因很可能是加工环节出现了污染，而并非人为添加。

尽管国内外尚无乳粉中汞含量限量的标准，过量的危害（可导致免疫力下降，可能出现多动、注意力不集中等症状）也远远不及三聚氰胺，而且公司也采取了紧急召回措施，以及声明其他产品均未检测出汞超标，但是由于当时负面消息频发（2011 年底蒙牛液体乳被检测出黄曲霉毒素，传言老优酪乳添加工业明胶等等），消费者信心十分脆弱，使得公司的奶粉业务受到很大的冲击，销量下滑。2012 年伊利奶粉及乳制品营业收入同比下降 20.52%至 44.84 亿元。

由于二、三、四线城市的消费者对资讯的敏感度不高，加上贝因美自面市之后一直以“洋品牌”的品牌形象示人。在该事件发生之后，放弃伊利品牌的消费者迅速转投贝因美，使得贝因美 2012 年奶粉收入增长 17%至 49.74 亿元，一举超越伊利，市占率跃升到国产奶粉的第一位。

2013 年 7 月，新西兰最大的乳品出口商——恒天然公司的浓缩乳清蛋白中被检测出含有肉毒杆菌，受此影响，可瑞康、多美滋、雅培等品牌宣布召回旗下部分婴幼儿配方奶粉。尽管 8 月底新西兰政府再度发表声明称未发现肉毒杆菌，而是含有一般不会引发食品安全问题的梭状芽孢杆菌，但该事件仍在一定程度上影响了公众对进口婴幼儿配方奶粉信任度。

2012 年 6 月之后，伊利加快了婴幼儿奶粉产品的升级步伐，淘汰了全优系列奶粉，推出了高端产品“金领冠”。同时，及时调整管道销售策略，从粗放型管

理向精细化管理转变。再加上恒天然事件使进口奶粉销售受阻，2013年，伊利的奶粉及乳制品业务收入开始反弹，同比增长23%，达到55.12亿元。

尽管从规模上看，2013年奶粉业务还未恢复含汞异常事件前的水准，但是，我们认为主要是由于从2008年三鹿事件至今，乳制品安全事件接连发生，对国产奶粉尤其是对安全度最为敏感的婴幼儿奶粉造成了很大的品牌损害，消费者信心十分脆弱，完全恢复需要一段时间。

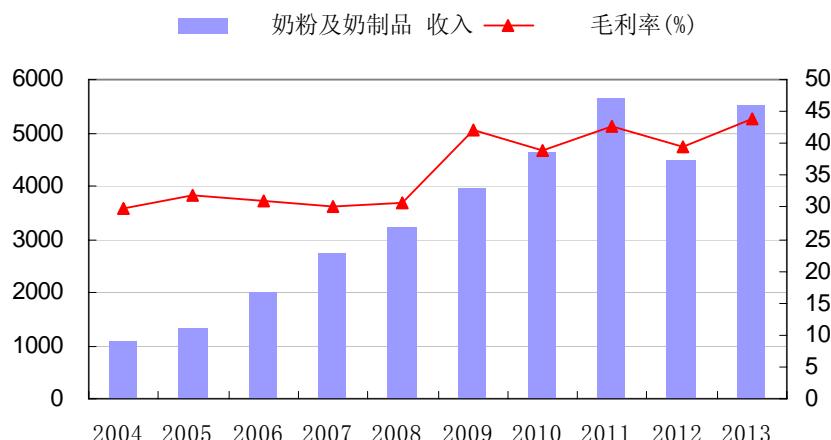
从2013年奶粉的营收规模来看，贝因美仅仅超过伊利股份2.06亿元(4%)，差距较2012年明显缩小(11%)。伊利股份凭借全国性的管道，以及粗放型管理向精细化管理转变，预计2014年奶粉及乳制品营业收入将延续2013年的增长态势，营收规模将超过2011年的水准，回归正常增长，从而超过贝因美，重新回到婴幼儿奶粉市场份额第一的位置。

伊利婴幼儿配方奶粉未来增长空间主要来自于二、三、四线城市

伊利奶粉业务分析：

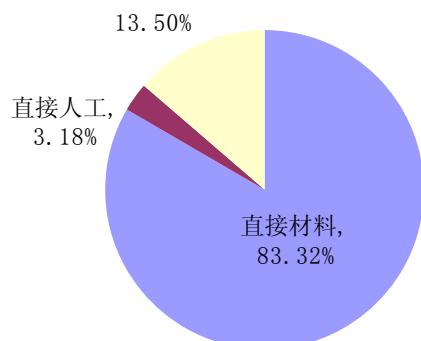
伊利拥有全球最大的配方粉生产样板工厂。2013年奶粉及乳制品营业收入为55.12亿元，同比增长23%，主要来自销量增加和产品结构升级，营收占比12%。从2004-2013年，奶粉及乳制品营业收入的年均复合增长率为19.6%，毛利率水准从30%左右逐步提高到45%附近，是公司目前毛利率最高的品类。

图：奶粉及乳制品营收和毛利率变动图 单位：百万元，%



资料来源：公司公告，群益证券整理

图：伊利股份奶粉及乳制品的成本构成（2013年）



资料来源：公司公告，群益证券整理

如前述，随着近年来一系列食品安全事件的爆光，国内民众对国产食品的担忧程度越来越重。2013年发生的“恒天然事件”尽管在短期内对进口婴幼儿配方奶粉的销售造成了冲击，但是从大环境看，家长出于对下一代的关爱，进口婴幼儿奶粉在较长一段时间内仍会成为首选。

这一点在一线城市表现会非常明显，一方面，这些地区的家长普遍具备较强的经济实力，可以承受进口奶粉的高价；另一方面，一线城市父母大多可以通过亲朋好友海外代购或自己海淘来获得纯正的进口配方奶粉。

因此，我们认为公司的婴幼儿配方奶粉未来的增长空间主要还是来自于二、三、四线城市。从市场调研看，金领冠分阶段产品定价合理，与进口产品形成了价差，对二、三、四线家庭有较高的吸引力。以金领冠（900克罐装）和美赞臣（900克罐装）零售价格进行对比，一段、二段和三段奶粉的价差分别为23元、35元、32元，按照每月用量计，购买金领冠的家庭每月节约金额在150元左右。

单位：元	一段	二段	三段
金领冠 900 克罐装	208	175	158
美赞臣 900 克罐装	231	210	190
价差	-23	-35	-32

为了用进口奶源代替国内奶源，推进婴幼儿奶粉高端化，提升奶粉的品牌竞争力，2012年12月，伊利投资约11.03亿元在新西兰建设年产能为4.7万吨的婴幼儿配方奶粉项目，该项目于2013年4月获批，预计将于2014年6月投产，年内将有产能释放。新西兰是全球最大的乳制品出口国，乳制品素以“纯净无污染”著称。中国是新西兰最大的出口地，中国超过80%的进口奶粉来自于新西兰。

公司预测，该项目2014-2015奶季可达产60%，即2.82万吨；2015-2016奶季可达产80%，即3.76万吨；2016-2017奶季开始满产，即4.7万吨。预计新品将定位于高端市场，奶粉的高端化进程将进一步加快。

图：新西兰4.7万吨婴幼儿奶粉项目产能释放预测

单位：吨				
产品名称	第一年 60%产能	第二年 80%产能	第三年 100%产能	第四年 100%产能
婴儿配方奶粉	25800	33600	43000	43000
全脂奶粉	2400	4000	4000	4000

资料来源：公司公告

我们认为，该项目投产后，公司的婴幼儿奶粉产能将大幅提升。以2012年伊利奶粉总产量6.42万吨计，预计2014-2016年伊利奶粉的产量将分别增长44%、40.7%、36%。在大众对国产奶粉信心逐步恢复的背景下，有助于公司扩大市场份额，进一步提升品牌影响力。公司的奶粉业务有望迎来快速发展，对公司的盈利贡献将继续上升。

冷饮：销量受气温变化影响较大

伊利冷饮业务分析：

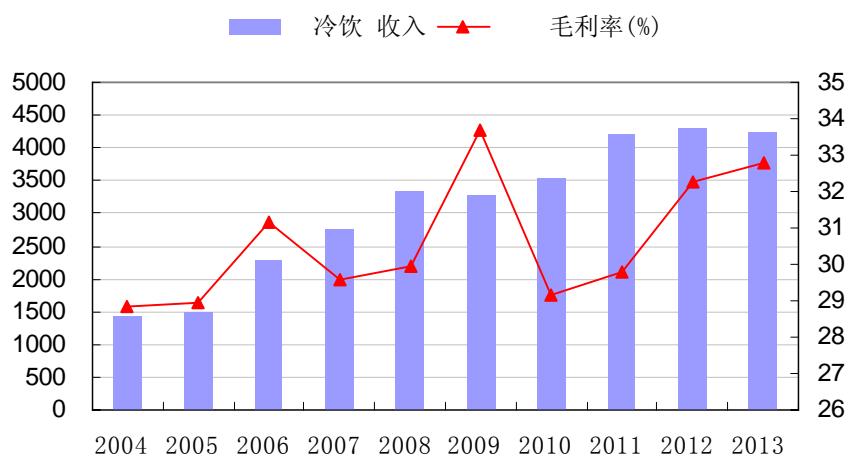
公司的冷饮品类众多，包括：冰工厂、伊利巧乐兹、伊利牧场、佰豆集、意式霜淇淋、妙趣等，占据了低、中、高端冷饮产品市场。代表品牌有巧乐兹、冰工厂、伊利牧场、佰豆集。其中，伊利冷饮的明星产品巧乐兹自2006年起开始

进行品牌化运作，面向 15-25 岁的目标人群，传递其浪漫、时尚和自信的品牌个性。2012 年，巧乐兹销售额高达 16 亿元，占当年营收 37%。

2013 年冷饮的营业收入为 42.43 亿元，同比下降 1.2%，主要是受到天气因素影响使得销量下降，当年营收占比 9%。从 2004-2013 年，冷饮营业收入的年均复合增长率为 13%，毛利率水准起伏较大，波动区间在 29% 至 34% 之间。

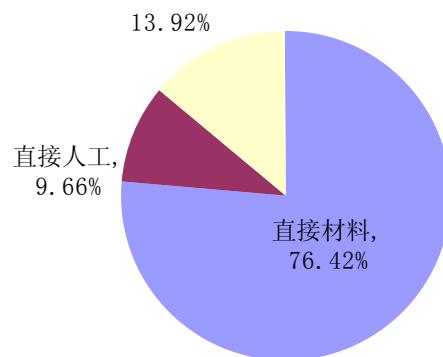
一方面，冷饮类产品受到天气因素的影响显著，夏天持续的时间长以及高温天气多均有助于冷饮产品的销售，相反，如果气温偏低，那么销量就会受到负面影响。另一方面，冷饮单品销售价格低，而且新品推出的市场反应很难预测，市场竞争十分激烈。这是往年冷饮产品营收增速和毛利率水准波动较大的主要原因。

图：冷饮营收和毛利率变动图 单位：百万元，%



资料来源：公司公告，群益证券整理

图：伊利股份冷饮的成本构成（2013 年）



资料来源：公司公告，群益证券整理

盈利预测

2014 年 1Q 净利润同比增长 122%，
好于预期。维持买入投资评级

2013 年业绩回顾：

2013 年，公司实现营业总收入 477.79 亿元，同比增长 13.78%；实现归属

上市公司净利润 31.87 亿元，同比增长 85.61%。2013 年净利润增速快于营收增速除了净利润率同比提高 2.6 个百分点外，还有因 2012 年含汞事件爆发致产品报废减少当期净利润 3.11 亿元，拉低了业绩基期，此外 2013 年股权激励行权，按照工资薪金支出税前扣除，当期所得税费用减少 5.66 亿元。

2013 年，公司毛利率水准同比微幅下降了 1 个百分点，这是在 2013 年原奶价格累计上涨幅度达到 20%（正常年份涨幅约 5%）的情况下取得的，十分不易。主要是由于公司的提价能力强，在 2013 年 8 月和 12 月提价两次，幅度 8%-10%，消化了绝大部分的原料成本上涨压力。

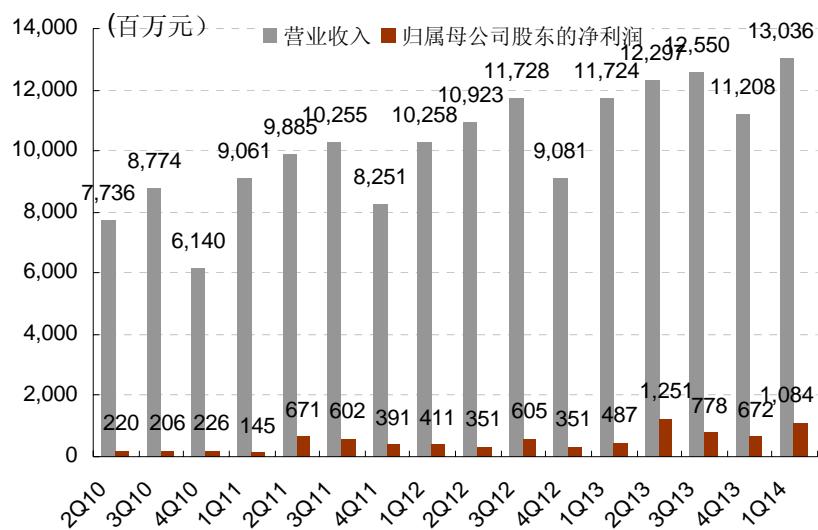
同时，公司通过严控费用，期间费用持续下降，2013 年期间费用下降 1.5 个百分点至 22.82%，使得当年净利润率达到 6.7% 的历史高位，同比提高 2.6 个百分点。

如果扣除股权激励和产品报废的影响，2013 年全年业绩依旧有 25% 的增幅，整体业务已经从 2012 年“伊利含汞异常事件”的负面影响中恢复。

2014Q1 业绩回顾：

公司 2014 年第一季度实现营业收入 131.1 亿元，同比增长 11.82%，实现归属上市公司股东净利润 10.84 亿元，同比增长 122.54%，实现每股收益 0.53 元，大幅好于我们预期。

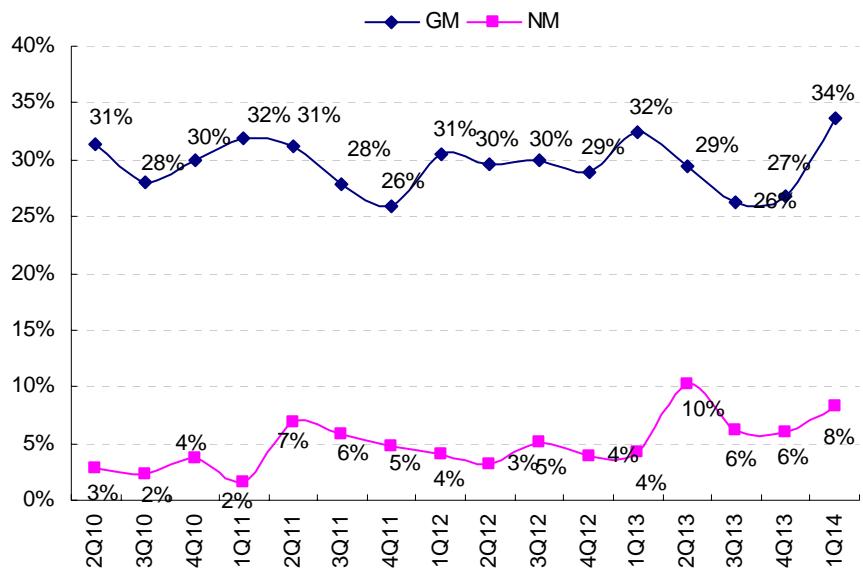
图：伊利股份分季度营收规模和净利润走势图



资料来源：公司公告，群益证券整理

2014 年 1-3 月原奶价格累计上涨 3%，幅度显著收窄，以及 2013 年 8 月和 12 月提价因素的延续，1Q 毛利率 34.1%，同比增加 1.7 个百分点，同时期间费用率同比下降 2.3 个百分点，使净利润率从去年同期的 4.2% 提高到 8.3%，是当期净利润增速大幅增长的主要原因。

图：伊利股份分季度毛利率和净利润率变动趋势



资料来源：公司公告，群益证券整理

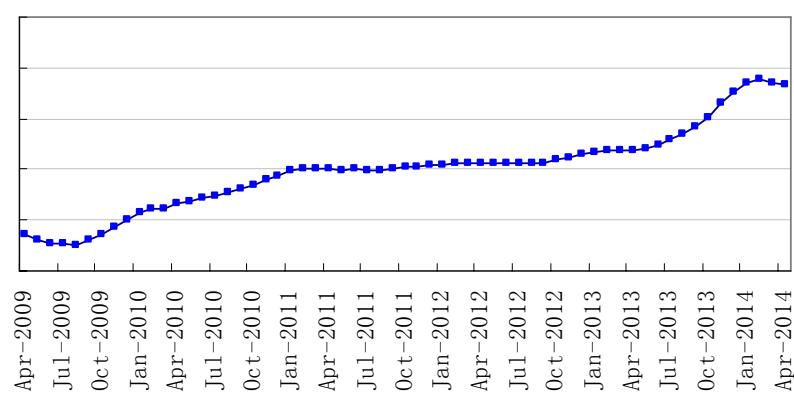
业绩展望：

奶牛的产奶期高峰期是每年的5月-9月，预估2014年2Q上游奶牛养殖产能开始释放，2014年原奶均价有望回归到年均上涨5%左右的正常水准，远低于2013年全年20%的涨幅，公司的原料成本压力将大大减小。加上去年8月和12月两次对产品提价，预计公司的毛利率将同比增加。

图：原奶价格走势图

单位：元/公斤

— 平均价: 原奶: 主产区



资料来源：wind，群益证券整理

另一方面，我们预计2014年公司的期间费用率仍有下降空间，主要原因一是随着品牌影响力扩大，广告等行销费用已经固化（每年约40亿元），收入增加将意味着费用率下降；二是管道创新可以减少管道成本。国内乳制品行业平均管道成本占比约为50%，伊利从2013年开始在天猫、一号店、京东、QQ网购等大型电商上大量铺货，市场推广费用有所下降。

分季度看，由于2013Q2业外收入的影响使净利润率达到10%的历史高位，因此预计2Q净利润率同比将下降。此外，1Q为乳制品消费旺季，由于季节性因素，2Q净利润率可能低于1Q。

综上，由于1Q业绩大幅好于我们预测，我们上调公司盈利预测。预计2014、

2015 年分别实现净利润 39.23 亿元(上调 11.23%)和 48.98 亿元(上调 10.27%),
同比分别增长 23.09% 和 24.83%, EPS 分别为 1.92 元和 2.4 元。当前股价对应 2014、2015 年 PE 分别为 19.61 倍和 15.71 倍, 维持买入的投资建议。

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy ($ER \geq 30\%$); 买入 Buy ($30\% > ER \geq 10\%$)

中性 Neutral ($10\% > ER > -10\%$)

卖出 Sell ($-30\% < ER \leq -10\%$); 强力卖出 Strong Sell ($ER \leq -30\%$)

附一：合并损益表

百万元	2011	2012	2013	2014F	2015F
营业收入	37451	41991	47779	57469	68431
经营成本	26486	29505	34083	40807	48776
营业税金及附加	233	249	234	266	318
销售费用	7291	7778	8546	9526	10780
管理费用	1971	2810	2392	2685	2999
财务费用	-49	49	-33	-26	92
资产减值损失	28	11	30	29	27
投资收益	254	27	131	37	6
营业利润	1746	1616	2659	4218	5445
营业外收入	421	502	440	430	400
营业外支出	31	31	38	26	25
利润总额	2136	2087	3060	4622	5820
所得税	304	351	-141	666	873
少数股东损益	23	19	14	32	49
归属于母公司所有者的净利润	1809	1717	3187	3923	4898

附二：合并资产负债表

百万元	2011	2012	2013	2014F	2015F
货币资金	3921	2004	8173	10168	13304
应收账款	281	289	340	384	434
存货	3310	2995	3683	4419	5303
流动资产合计	7512	5288	16467	14972	19041
长期股权投资	567	568	558	558	558
固定资产	7027	8900	10404	12485	14982
在建工程	1591	1511	1484	1039	727
非流动资产合计	11202	13608	16410	16082	18267
资产总计	19930	19815	32877	31054	37308
流动负债合计	12866	11478	15517	17069	18776
非流动负债合计	758	813	1048	1152	1268
负债合计	13624	12290	16565	18221	20043
少数股东权益	282	190	188	375	1126
股东权益合计	6024	7335	16313	12457	16139
负债及股东权益合计	19930	19815	32877	31054	37308

附三：合并现金流量表

百万元	2011	2012	2013	2014F	2015F
经营活动产生的现金流量净额	3670	2409	5475	4642	5464
投资活动产生的现金流量净额	-3476	-3057	-6260	-2546	-2246
筹资活动产生的现金流量净额	-132	-905	7241	-102	-82
现金及现金等价物净增加额	62	-1554	6451	1994	3136

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务，不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证券@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证券@。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。