



## 估值提升空间较大 全球战略扬帆起航

投资要点：

- 本文从公司战略角度来分析发展轨迹，再次给出超前观点，即公司“五年三步走”国内布局顺利完成后，2010年开始延续至今、特别是去年和今年充分发力的国际化战略，将为未来“用全球最好的资源服务中国市场”的成功实施、乃至公司成为跨国公司，打下良好基础。2005-2010年是“五年三步走”国内布局，即“全国性市场布局”、“优质奶源带布局”和“奶源中转枢纽布局”，实现了上控优质奶源、下掌全国渠道、中建奶源枢纽；2010年开始国际化，实施了“全球织网”的全球发展战略，仍然是“三步走”，即“积聚全球品牌能量”、“建设全球化的产业链体系”和“进行全球化价值链升级”。
- 行业格局发展趋势有望大幅提升经营增长预期，长期净利率水平将提高到10%上下。对比海内外食品饮料行业现状来看，我们认为未来国内乳制品行业有望继续向寡头集中，当CR4超过50%时，可以期待由双寡头向单一寡头势力的转变，行业龙头未来有望形成市场占有率达到40%的稳固龙头地位及高壁垒水平。如我们多次强调，目前行业整合规范态势日趋明显，有助于龙头企业市占率提升。随着行业标准的提高，政府监管措施进一步健全，小规模企业的数目逐渐降低是长期趋势。在市场空间的转移和政府产业政策力度增大的过程中，具有强劲竞争力的乳品龙头企业有望优先受益。
- 公司有望在各细分领域上成为第一。就行业内竞争态势而言，今年伊利全产品线将超越全部竞争对手，实现我们几年来的“实现各产品线均成为行业第一”超前观点。
- 我们认为，快消品关键在于品牌及规模效应，05年开始品牌建设（奥运、世博、亚运、品牌全面升级）的持续累积投入和费用使用效率的提高，有望在未来3-5年内体现为企业盈利能力的持续提升。近年来伊利已在全集团推行“双提”工作（提高费用使用效率，提升企业盈利能力）。内部管理强化将为净利率提升提供重要支撑。
- 估值具吸引力，维持“推荐”评级。2014-2016EPS为1.38、1.79、2.18元，估值水平位于A股历史低位和国际较低水平，综合考虑全球行业趋势，维持“推荐”评级，投资者有望迎来一个全球化的伊利。

### 主要财务指标

(单位：百万元)	2013	2014 E	2015 E	2016 E
营业收入	47778.87	54888.88	64953.13	75432.38
同比增速(%)	13.78%	14.88%	18.34%	16.13%
归属母公司净利润	3187.24	4236.67	5478.74	6688.13
同比增速(%)	85.61%	32.93%	29.32%	22.07%
毛利率(%)	28.67%	30.81%	31.50%	31.98%
ROE(%)	19.62%	22.56%	23.94%	24.24%
按当前股本计算EPS(元)	1.04	1.38	1.79	2.18
P/E(倍)	23	18	14	11

资料来源：中国银河证券研究部测算

**伊利股份 (600887.SH)**

**推荐 维持评级**

### 分析师

董俊峰（首席）

✉: 010-66568780

✉: dongjufeng@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511010002

李琰

✉: 010-83571374

✉: liyan\_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130513060001

特此鸣谢：岳思铭 010-66568238

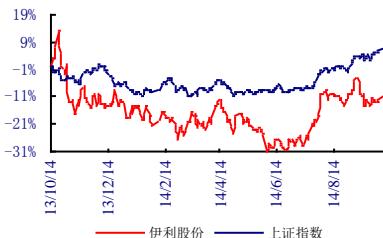
(yuesiming@chinastock.com.cn)

对本报告的编制提供信息

**市场数据** **时间 2014.10.13**

A股收盘价(元)	24.32
A股一年内最高价(元)	52.24
A股一年内最低价(元)	21.34
上证指数	2366.01
市净率	4.46
总股本(万股)	306437.10
实际流通A股(万股)	300782.37
流通A股市值(亿元)	732

### 相对指数表现图



资料来源：中国银河证券研究部

### 相关研究

1. 伊利股份 (600887) 深度分析：多因素促业绩确定增长 开启总市值加速成长时 20130612
2. 伊利股份 (600887)：长期增长因素不改，重申白马首推品种 20140901
3. 食品饮料行业 2014 下半年投资策略：增量资金行情看龙头大白马，存量资金行情看甲午年牛股 20140630

## 投资摘要：

### 驱动因素、关键假设及主要预测：

#### 1、预计伊利股份未来三年收入平均增速 16%，归属母公司净利润平均增速 28%。

我们判断2014-2016年公司收入增速分别为15、18、16%，对应归属母公司净利润增速为33、29、22%；预计2016年净利率为8.93%。

#### 2、伊利股份国际化战略开始起飞，推动公司市场份额的提高

近年来行业格局实证了我们4年前在公司深度报告中提出的“行业及伊利公司面临双拐点”观点。那么这次我们再提出公司国际化战略将对公司未来发展起到关键性作用的观点。根据“成为世界一流的健康食品集团”愿景，在全球乳业一体化的大趋势下，伊利制定并实施了“全球织网”的全球发展战略，成功进入全球乳业10强。我们认为，伊利国际化战略已经开始起飞，未来将推动公司市场份额的提高，我们保守判断2023年接近30%。

#### 3、未来液体乳市场消费量至少增长一倍。

我们延续且更新2005年7月23日行业深度报告《乳品行业：至少3倍增长空间——从全球看中国》观点，判断未来乳业消费量至少增长1倍，亦即再造一个相同市场容量的市场！如果考虑到城市化率的进一步提高和人口数量增长，那么增长空间将继续扩大。

### 我们有别于市场的判断：

市场对未来几年业绩增速及可持续性有所质疑。

我们认为公司“五年三步走”国内布局顺利完成后，2010年开始延续至今、特别是去年和今年充分发力的国际化战略，将为未来“用全球最好的资源服务中国市场”的成功实施、乃至公司成为跨国公司，打下良好基础。

关注伊利独特的优势支持公司在国际化过程中获得更大收益的概率。

### 估值与投资建议：

2014-2016EPS为1.38、1.79、2.18元，估值水平位于A股历史低位和国际较低水平，综合考虑全球行业趋势，维持“推荐”评级。

### 股票价格表现的催化剂：

季度报表超预期；国际化相关产品的销售超预期，匹配利好市占率长期提升；国际化战略推进；产品高端化超预期。

### 主要风险因素：

行业食品安全事件；宏观因素波动；原材料价格大幅变动风险。

## 目 录

一、全球同行估值对比：估值提升有望.....	1
二、全球战略： .....	2
(一) 全球织网：用全球最好的资源服务中国市场 .....	2
(二) 全球战略实施“三步走” .....	4
(三) 全球战略初见成效.....	7
三、乳制品行业：行业盈利格局向好 需求空间更为确定.....	9
(一) 伊利仍是增量行情下的首推品种.....	9
(二) 最新经营情况：三季度稳中回暖 看好四季度环比提升空间 .....	9
(三) 液体乳及乳制品行业市场容量空间测算 .....	11
(四) 行业格局分析：CR2>30%，龙头企业未来发展优势凸显 .....	11
插图目录 .....	14
表格目录 .....	15

## 一、全球同行估值对比：估值提升有望

表1：全球上市公司估值（倍）

公司	货币	股价 (元)	市值 (百万元)	EV/EBITDA		PE			CAGR (13-15)	PEG	ROE	PB	总资产 周转率
				13A	14E	13A	14E	15E					
青岛啤酒	CNY	38.93	55802	20	15	27	24	21	13	1.8	14.0	3.5	1.0
青岛啤酒	HKD	55.50	70664	20	15	38	29	25	23	1.2	14.0	4.0	1.0
伊利股份	CNY	24.32	74526	17	12	22	18	15	22	0.8	24.0	4.5	1.5
蒙牛乳业	HKD	33.10	64824	19	14	37	24	20	37	0.7	11.4	2.5	1.3
张裕	CNY	29.54	17710	5	12	19	19	18	4	4.4	14.0	3.0	0.5
五粮液	CNY	18.02	68403	4	5	9	10	9	-3	-3.9	17.3	1.8	0.4
贵州茅台	CNY	156.10	178266	6	7	12	11	10	9	1.2	37.8	3.9	0.6
泸州老窖	CNY	17.00	23838	4	5	7	10	9	-12	-0.8	27.4	2.4	0.6
三全食品	CNY	21.65	8706	37	31	75	60	47	26	2.3	4.1	4.7	1.4
双汇发展	CNY	33.67	74093	14	10	19	17	13	23	0.7	34.2	5.5	2.6
燕京啤酒	CNY	6.86	19267	11	11	27	23	21	15	1.5	6.2	1.6	0.6
海天味业	CNY	36.67	54895	n/a	20	32	27	22	21	1.3	42.4	13.3	1.3
顺鑫农业	CNY	17.36	9905	17	11	39	22	16	57	0.4	7.5	2.0	0.6
联合酒业	INR	2412.05	350538	41	37	-24	86	49	n/a	n/a	-114.8	11.6	0.7
乐天七星	KRW	1882000.00	2328416	10	11	28	26	23	9	2.8	2.4	1.0	0.5
朝日集团	JPY	3177.50	1536594	10	10	23	20	18	15	1.4	8.2	1.7	1.0
百事可乐	USD	93.94	140591	13	12	21	20	19	6	3.3	30.6	6.1	0.9
可口可乐	USD	44.07	193288	16	16	23	21	20	6	3.3	24.7	5.7	0.5
通用磨坊	USD	49.28	29753	12	11	17	17	16	5	3.6	22.8	4.2	0.8
星座公司	USD	84.24	16252	37	13	8	20	18	-32	-0.6	15.4	3.0	0.4
荷兰喜力	EUR	56.60	32602	10	10	24	19	17	19	1.0	11.6	2.8	0.6
帝亚吉欧	GBp	1724.00	43324	15	14	1854	18	17	959	0.0	32.4	6.3	0.4
保乐力加	EUR	84.59	22452	13	13	22	17	16	18	0.9	9.0	1.9	0.3
雀巢	CHF	68.20	219931	14	14	22	20	18	9	2.2	15.8	3.7	0.7
卡夫食品	USD	55.40	32906	9	11	12	18	16	-13	-1.3	49.7	6.0	0.8
恒天然	NZD	6.29	10050	10	9	63	19	15	105	0.2	2.4	1.5	1.5
达能	EUR	50.70	32640	12	12	21	19	17	11	1.7	9.5	2.8	0.7

资料来源: Bloomberg

从全球角度来看，公司 PE、EV/EBITDA 综合估值水平与全球食品饮料龙头上市公司相当，低于港股蒙牛乳业。

经分析估值水平变化的主要市场影响因素，(1) 公司未来三年业绩增速；(2) A 股市场 PE 水平趋势；(3) 食品饮料板块 PE 水平趋势，我们认为，公司具备良好的投资价值。

## 二、全球战略：

本文仅对伊利全球战略，这个未来最重要影响因素进行编辑分析，关于公司国内发展战略和业务等各方面分析，请参考我们多篇 40 多页的公司深度报告，如《伊利股份(600887)：多因素望促业绩确定增长，开启总市值加速成长时代》等，我们认为未来一年有望重返千亿市值。

### (一) 全球织网：用全球最好的资源服务中国市场

伊利的企业愿景是“成为世界一流的健康食品集团”。由于很早就认识到整合全球战略资源的重要性，伊利多年前就着手谋划全球布局。根据这一愿景，在全球乳业一体化的大趋势下，伊利制定并实施了“全球织网”的全球发展战略。用全球最好的资源服务中国市场。

随着全球战略的实施，伊利成功进入全球乳业 10 强。

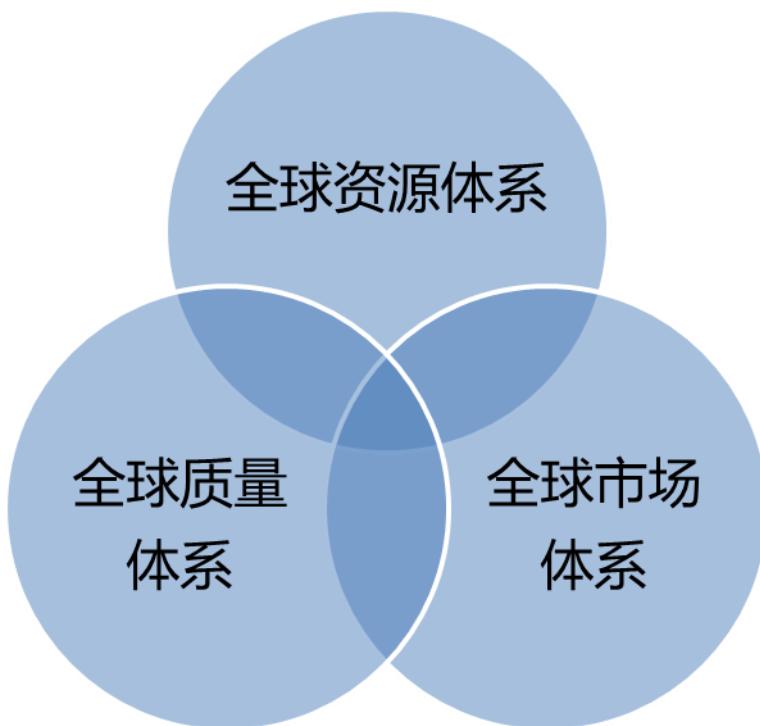
#### 1、三大体系构建快速发展三驾马车：

全球资源体系；

全球质量体系；

全球市场体系。

图 1：三大战略体系



资料来源：中国银河证券研究部，WIND

## 2、全球织网战略层面

伊利在全球资源体系、全球质量体系、全球市场体系这三大体系之中，进行“全球织网”。

资源全球织网：2013年，伊利投资新西兰、牵手美国DFA、意大利斯嘉达，获得全球最优质的资源；

质量全球织网：伊利与荷兰瓦赫宁根大学合作，创立欧洲研发中心，并与全球质量机构SGS、劳氏、天祥合作升级全球质量管理体系；

市场全球织网：伊利在此前已经通过纵贯南北、辐射东西的织网计划，牢牢掌握和深挖世界上发展最快的中国市场，并会在将来以此为基础进行拓展。

图 2：全球织网线路图



资料来源：中国银河证券研究部，WIND

## (二) 全球战略实施“三步走”

伊利全球战略布局“三步走”：

第一步，积聚全球品牌能量；

第二步，建设全球化的产业链体系；

第三步，进行全球化价值链升级。

伊利全球战略的落实战术是“先打桩，后织网”。先后在新西兰、美国、意大利、荷兰达成战略合作，在大洋洲、美洲、欧洲三大全球乳业传统势力范围实现布点。

### 1、新西兰投资项目

2013年，伊利集团通过下属境外全资子公司伊利国际发展有限公司及香港金港商贸控股有限公司购买Oceania Dairy Limited 100%股权，通过这公司在新西兰新建婴儿配方奶粉项目。项目位于新西兰南岛坎特伯雷地区，占地面积8公顷，整个项目主生产线采用国际先进设备，将全部实现自动化控制，根据奶源淡旺季、年产品销售淡旺季合理配置，原奶数量超出婴儿配方奶粉达产需求时生产全脂奶粉。

该项目总投资11.03亿元，达产后年产4.7万吨婴儿配方奶粉。

图 3：Oceania Dairy Limited



资料来源：中国银河证券研究部，WIND

### 2、美国 DFA 战略合作

2013年7月，伊利集团与美国最大牛奶公司DFA(Dairy Farmers of America)达成战略合作伙伴关系。这是迄今为止中美两国乳业发展史上最为重量级的一次合作，双方将在长期战略采购和牧场管理服务，以及项目优先权方面开展合作。

DFA(Dairy Farmers of America)是美国最大的乳制品公司，公司目前拥有分布在美国48个州的18000个大型的农场及奶农，占美国乳品供应的34%，是“卡夫”、“迪恩”等美国最大的食物生产商的供应商，也是麦当劳、必胜客、星巴克等众多国际知名品牌的重要合作伙伴。是目前全球最顶级的牛奶公司之一。仅在2010年Dairy Farmers of America的液态奶分销总量

就已经达到了 2700 万吨左右，超越了当年澳大利亚和新西兰原奶产量的总和。

图 4: Dairy Farmers of America



资料来源：中国银河证券研究部，WIND

### 3、意大利斯嘉达公司战略合作

2013 年 11 月，伊利和意大利斯嘉达公司达成战略合作。

斯嘉达公司是欧洲著名的乳品生产企业，地处欧洲著名奶源地波河河谷，拥有欧洲领先的奶源优势、多项专利技术和一流的品控体系，并拥有欧盟多个国家的乳品生产许可。伊利与斯嘉达的合作，对于伊利来说，可与欧洲的奶源、技术实现全面对接。

图 5: 意大利斯嘉达



资料来源：中国银河证券研究部，WIND

### 4、荷兰瓦赫宁根大学合作，成立欧洲研发中心

2014 年 2 月，伊利与目前全球排名第 12 位的伊利集团宣布联手欧洲生命科学领域的顶尖学府——瓦赫宁根大学，合作成立伊利欧洲研发中心。这是中国乳业目前为止规格最高的海外研发中心。该中心将与欧洲“食品谷”15000 多名研发人员一起，成为一个背靠荷兰、面向欧洲的研发实体。

该中心将首先在奶牛养殖、乳品研发和食品安全三大重点领域发力，在这三个领域，欧洲研发中心将成为中国乳业的“智力引擎”。

### 5、荷兰瓦赫宁根大学共建中荷质量安全保障体系

2014 年 3 月，伊利与瓦赫宁根大学共建中荷食品安全保障体系，这是中荷建交以来两国

合作的首个体系化食品安全项目，也是目前为止荷兰高校介入中国企业程度最深的一次跨国合作。

该体系将结合两国实践，针对生物细胞培养，评价生物细胞安全和功能因子等方面的最新技术达成合作，同时将率先引入大数据概念应用于两国乳制品的质量分析。并率先针对牧场管理等奶源上游的技术进行先期开发，制定饲料及土壤等方面的环境因素评价体系及追溯机制，全部建成后，还将实现中国与欧盟乳品检测系统的同步。

## 6、全球三大认证机构 SGS、劳氏、天祥共同升级全球质量安全管理保障体系

2014年8月，伊利与SGS（瑞士通用公证行）、LRQA（英国劳氏质量认证有限公司）和Intertek（英国天祥集团）达成战略合作，升级伊利全球质量安全管理保障体系，进一步提升伊利食品质量安全风险控制的能力。

SGS是全球第一大认证机构，也是全球公认的质量和诚信基准；LRQA是具有250年历史的国际化认证机构；Intertek在质量和安全服务方面具有独到优势。

图 6：三大认证机构



资料来源：中国银河证券研究部，WIND

### (三) 全球战略初见成效

伊利全球战略实施以来，已产生了部分成果，受到消费者的欢迎。像安慕希等，已经成为极具市场竞争力的新品。

#### 1、希腊口味高端酸奶安慕希

高端常温酸奶新品安慕希，采用与希腊雅典农业大学合作研发的菌种，比普通风味酸奶多35%蛋白质，口感浓郁。安慕希上市后销售增速快速提高，2014年二季度环比增长超100%，我们预计未来两年仍然有望维持较高水平。

图 7：安慕希



资料来源：中国银河证券研究部，WIND

#### 2、高端奶粉托菲尔

依托伊利欧洲研发中心的研发成果，伊利在2014年5月推出新品托菲尔奶粉。该产品采用世界先进的蛋白酶水解技术和欧洲BID复合益生菌技术，全球首次推出“舒适配方”奶粉，系统解决食用奶粉过程中婴幼儿胃肠道舒适度问题，全面降低胃肠道消化负担。

图 8: 托菲尔



资料来源：中国银河证券研究部，WIND

### 3、意大利原装高端液态奶培兰

在中意两国政府联合举办的“2015 年意大利米兰世博会中国路演官方发布会”上，伊利推出了欧洲原装高端牛奶培兰，该款牛奶由斯嘉达生产，伊利集团出品，是米兰世博会推荐乳品。

培兰牛奶采用欧洲著名奶源地意大利波河河谷的奶源，采用了斯嘉达公司特有的国际领先的膜过滤技术，在物理过滤掉 95% 以上的细菌之后，再采用仅为普通牛奶杀菌时长 1/3 的 UHT 瞬间杀菌，该产品已经通过了 BRC(英国零售商协会)和 IFS(德国贸易联合会)的体系认证。

图 9: 培兰



资料来源：中国银河证券研究部，WIND

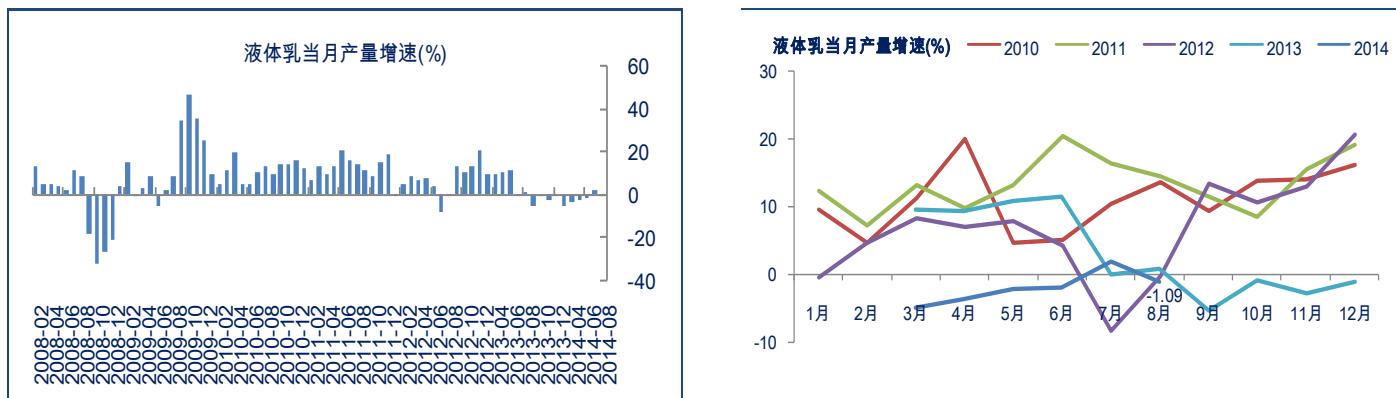
### 三、乳制品行业：行业盈利格局向好 需求空间更为确定

#### (一) 伊利仍是增量行情下的首推品种

9月25-26日伊利引进的意大利纯进口品牌“培兰”全脂牛奶1L装首次进入电商渠道天猫商城销售，售价9.9元(4折)，27-30日继续以11.9元价格进行优惠价格发售，25-28日短短4天销售3.05万盒，公司的“培兰”特惠销售取得了良好开局。我们认为，伊利开始出手布局进口奶，将有利于结合起进口奶的市场信心与公司自身完善的渠道优势，未来随着相关新品的不断发售，将有望为公司带来新的业绩增长点。因此，我们继续坚持在2014年下半年投资策略报告《增量资金行情看龙头大白马，存量资金行情看甲午年牛股》中，关于“龙头大白马相对估值水平位于底部，若A股市场发动增量资金行情则坚决看多，且首推伊利股份(600887)”的判断，每一次下跌都是一次有利的买点！

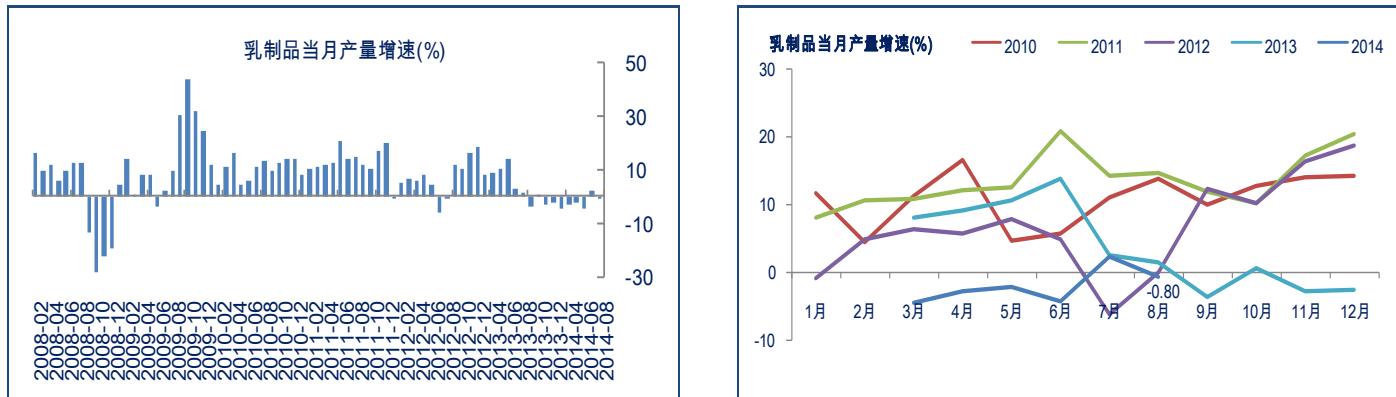
#### (二) 最新经营情况：三季度稳中回暖 看好四季度环比提升空间

图 10：液体乳当月产量增速自2013年6月后出现明显回落，8月单月产量增速为-1.09%



资料来源：中国银河证券研究部，WIND

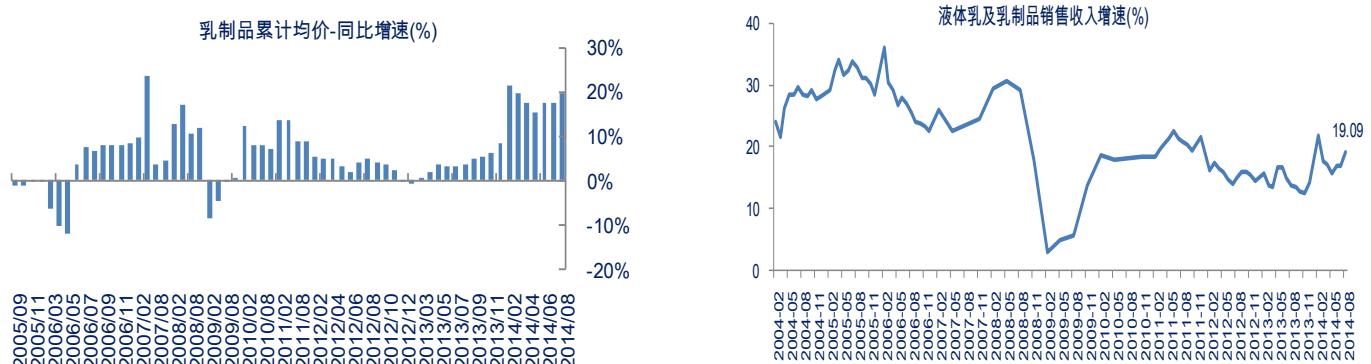
图 11：乳制品当月产量增速与液体乳总体趋势相近，8月最新当月产量增速为-0.8%



资料来源：中国银河证券研究部，WIND

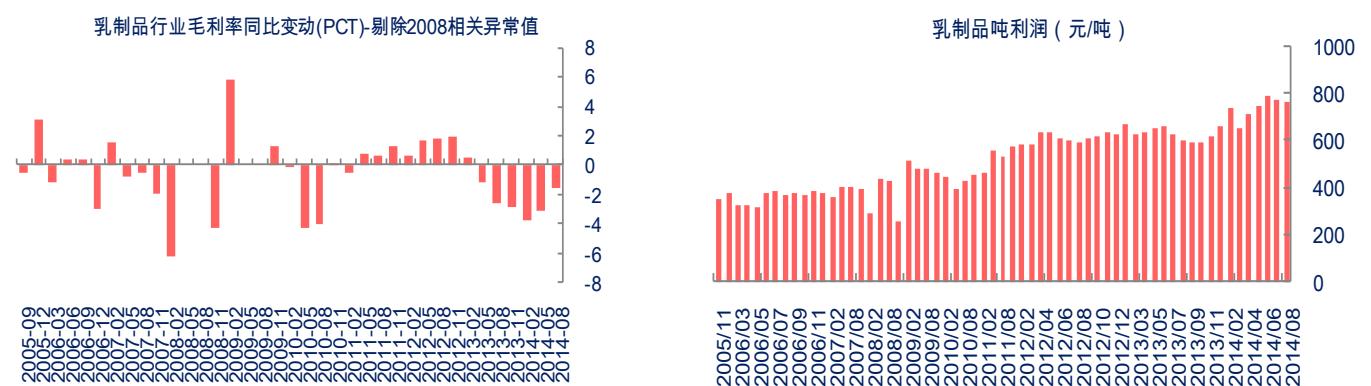
2014年8月，液体乳和乳制品的当月产量（最新）分别为197.24万吨、217.58万吨，增速分别为-1.09%和-0.8%。2013年特别是下半年，液体乳和乳制品当月产量增速一路下滑，均处于历史较低水平，并且将趋势延续到了2014年。我们认为，除了与去年同期的较高基数有关外，前期国内婴幼儿配方乳粉企业生产许可证换证审核使得生产企业大幅减少也是影响行业产量表现的重要原因。但从最新数据来看，降幅已有所收窄，预计四季度将有望得到改善。

图 12：乳制品（含液体乳）2014 年 8 月吨产品价格同比增速仍高达 19.54%；2014 年 1-8 月销售收入累计增速为 19.09%



资料来源：中国银河证券研究部，WIND

图 13：液体乳及乳制品毛利率自 2013 年 6 月后持续下滑，但今年以来的吨利润开始持续回升（百分点，元/吨）



资料来源：中国银河证券研究部，WIND

2013 年行业均价增幅连续上升，进入 2014 年有所回落但仍处在高位。回顾近几年数据我们可以发现，2011 年 1-2 月及 1-5 月，乳制品均价提升幅度分别为 12% 和 15%，到下半年回落，1-8 月和 1-11 月升幅为 8%。2012 年 2-4 月，乳制品均价提升幅度保持在 5%，5-6 月均价上涨幅度小幅回落至 2~3%，7-9 月份重回 4% 左右，10-12 月开始持续回落至 -0.13%。2011 年由于 CPI 推动，乳制品价格呈现普涨特征，2012 年随着 CPI 及宏观经济增速均有所回落，乳品均价提升幅度也出现回落。但自 2013 年以来，行业均价出现微增，继 2013 年 4 月，均价由 2012 年底的负值小幅回升至了 1.76% 后，5-8 月增幅均超 3%，9 月增幅接近 5%，自 10 月至 12 月一路走高，增速均突破 5%，并在 2014 年 2 月达到 21.37% 的峰值，自此缓慢回落，截止至 8 月增幅仍维持在 19.54% 的高位。

2013 年由于成本的增加，毛利率出现下降并且幅度逐步加大；从 2013 年 10 月起，吨均利润达到最低点开始回升，至 2014 年 2 月达到高点后开始震荡，5 月超越 2 月高点再创 753.58 元的吨利润后，6 月累计吨利润 791.02 元/吨创自 2013 年底以来的新高后，8 月最新数据为 769.36 元/吨。我们认为，今年以来乳制品行业保持着较好的盈利状况，主要是上游生鲜乳价格较年初有所下降，终端产品提价与结构升级的效果开始显现。我们预计，下半年随着上游养殖产能的逐步释放，原奶供需将会有所好转，进而有望减缓成本端压力。

### (三) 液体乳及乳制品行业市场容量空间测算

我们对于行业发展空间有别于市场的判断：

我们认为：乳品行业已迈过暂时的 2008/2009 发展波动期，2010/2011 年恢复正常发展，2012 年开始至今利润总额增速仍保持在一定水平，显示出行业结构化进程仍然正常进行。

首先，由于乳品消费不同于其他快速消费品，其受各国居民消费传统的影响很大，而不完全取决于经济发展水平，因此，必须经过分析才能够判断我国乳品消费水平与世界水平进行比较是否有意义。实证研究显示我国完全可以进行与世界乳品消费水平的比较。

我们认为目前我国乳品行业增速放慢并不表明行业已经进入成熟期，更不说明市场空间已经不大。目前行业增速放慢的主要原因是（1）一线城市消费需求暂时进入阶段性平台期；（2）行业内生产商研发能力较弱，品种开发速度缓慢，这同时也是导致原因（1）的原因。西方国家成熟的乳制品多达几百种，国内乳品种类只是国外的 20% 左右，与全球各国乳品消费结构相比，我国乳品行业发展空间很大。

其次，由于几乎没有性价比相当的替代品，因此乳品消费已然成为居民营养品消费首选，且该趋势至今未有改变迹象，即便行业仍然发生了一系列负面曝光事件。我们进一步认为，人口结构的变化将更为强化这一趋势。新一代居民开始独立支配其收入，其成长环境和消费观念完全不同于父母辈，他们和其子女的乳品消费习惯已然形成。

再次，全球各主要液体乳消费国人均消费 23-102 公斤，我国目前处于底限水平。我们按如下方法进行保守计算，（1）首先将全球各主要液体乳消费国人均消费量进行排序；（2）取如图所示最后三个国家数据，再将各国城市化率代入公式，计算平均值；（3）对比该平均值与我国消费平均值，计算出行业增长空间。

经保守计算，我国乳品市场容量至少也有 1 倍的增长空间。

### (四) 行业格局分析：CR2>30%，龙头企业未来发展优势凸显

行业集中度逐年提升，CR2>30%，目前行业整合规范态势日趋明显，有助于龙头企业市占率提升。长期来看，规模以上企业具备品牌、资金、技术方面的优势，有能力持续引领产品结构优化进程，满足消费升级需求。在市场空间转移的过程中，具有强劲竞争力的乳品龙头企业有望优先受益。我们预计，2015 年伊利的市场份额将从 2008 年的 16% 提升至 20% 左右，保守判断 2023 年将接近 30%。

我们对于行业格局有别于市场的判断：

从海内外行业现状来看，相当一部分食品饮料细分行业 CR4 大于 50%时，市场占有率第一位的龙头，其市场占有率往往在 40%以上，如百威啤酒在中国高端市场、可口可乐在美国、AB 啤酒在美国。我们认为，未来国内乳制品行业有望继续向寡头集中，当 CR4 超过 50%时，可以期待由双寡头向单一寡头势力的转变，**行业龙头未来有望形成市场占有率达到 40%的稳固龙头地位及高壁垒水平。**

表 2: 伊利股份 (600887) 财务报表预测 (单位: 百万元)

资产负债表	2013	2014E	2015E	2016E	利润表	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	8173.35	11768.82	15500.98	18587.07	营业收入	47778.87	54888.88	64953.13	75432.38
应收和预付款项	793.44	1749.59	958.81	2011.48	营业成本	34082.76	37976.22	44489.87	51305.46
存货	3682.90	4296.12	4880.97	5581.33	营业税金及附加	233.91	282.84	340.22	400.25
其他流动资产	3817.49	1515.66	2186.81	2465.08	营业费用	8546.07	9934.14	11709.75	13616.71
长期股权投资	558.41	561.32	565.73	569.65	管理费用	2391.83	2747.76	3251.58	3776.18
固定资产和在建工程	11681.68	12594.25	13995.96	15346.73	财务费用	-33.09	-166.90	-286.54	-391.92
无形资产和开发支出	912.65	1022.69	1187.33	1353.44	资产减值损失	29.76	29.74	30.67	41.16
其他非流动资产	3257.47	2347.80	2513.00	2669.93	投资净收益	131.39	137.24	98.38	122.34
资产总计	32877.39	35856.27	41789.60	48584.72	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	4086.00	3216.36	3293.38	3531.92	营业利润	2659.01	4222.33	5515.96	6806.88
应付账款	5192.01	5955.32	6939.91	7824.91	其他非经营损益	401.37	420.96	431.14	417.82
长期借款	0.29	0.42	0.63	0.71	利润总额	3060.38	4643.29	5947.11	7224.70
其他负债	7286.31	7729.32	8481.23	9433.44	所得税	-140.82	366.90	423.28	487.59
负债合计	16564.61	16901.42	18715.16	20790.97	净利润	3201.20	4276.40	5523.83	6737.11
归属母公司股东权益	16125.10	18727.44	22801.94	27472.27	少数股东损益	13.96	39.73	45.09	48.98
少数股东权益	187.68	227.41	272.50	321.48	归属母公司股东净利润	3187.24	4236.67	5478.74	6688.13
股东权益合计	16312.78	18954.85	23074.44	27793.75	最新股本计算 EPS	1.04	1.38	1.79	2.18
负债和股东权益合计	32877.39	35856.27	41789.60	48584.72	财务指标	2013	2014E	2015E	2016E
<b>现金流量表</b>					毛利率	28.67%	30.81%	31.50%	31.98%
净利润	3201.20	4276.40	5523.83	6737.11	销售净利率	6.70%	7.79%	8.50%	8.93%
折旧与摊销	1142.67	1040.44	1225.35	1443.25	ROE	19.62%	22.56%	23.94%	24.24%
经营性现金净流量	5474.75	7433.64	7545.69	7371.01	ROA	9.74%	11.93%	13.22%	13.87%
投资性现金净流量	-6259.97	-1324.03	-2812.13	-2930.83	ROIC	15.13%	18.48%	19.78%	20.25%
筹资性现金净流量	7240.68	-2514.13	-1001.41	-1354.09	销售收入增长率	13.78%	14.88%	18.34%	16.13%
现金流量净额	6455.46	3595.48	3732.16	3086.09	营业利润增长率	64.58%	58.79%	30.64%	23.40%
EBITDA	4203.03	5603.68	6958.72	8361.41	净利润增长率	85.61%	32.93%	29.32%	22.07%

资料来源: 中国银河证券研究部测算

## 插图目录

图 1: 三大战略体系 .....	2
图 2: 全球织网线路图 .....	3
图 3: Oceania Dairy Limited .....	4
图 4: Dairy Farmers of America .....	5
图 5: 意大利斯嘉达 .....	5
图 6: 三大认证机构 .....	6
图 7: 安慕希 .....	7
图 8: 托菲尔 .....	8
图 9: 培兰 .....	8
图 10: 液体乳当月产量增速自 2013 年 6 月后出现明显回落，8 月单月产量增速为 -1.09% .....	9
图 11: 乳制品当月产量增速与液体乳总体趋势相近，8 月最新当月产量增速为 -0.8% .....	9
图 12: 乳制品(含液体乳)2014 年 8 月吨产品价格同比增速仍高达 19.54%; 2014 年 1-8 月销售收入累计增速为 19.09% .....	10
图 13: 液体乳及乳制品毛利率自 2013 年 6 月后持续下滑，但今年以来的吨利润开始持续回升(百分点，元/吨) ...	10

## 表格目录

表 1: 全球上市公司估值 (倍) .....	1
表 2: 伊利股份 (600887) 财务报表预测 (单位: 百万元) .....	13

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

### 中国银河证券食品饮料团队，2013年和2011年新财富最佳分析师。

**董俊峰，食品饮料行业分析师（首席）。**1994—1998年消费品营销策划四年从业经历、1998—1999年超市业一年从业经历、2001年至今证券业十年从业经历。清华大学硕士。2003年首创消费品行业数量化研究模型《品牌渠道评级体系》，已获国家版权局著作权登记证书。

**李琰，食品饮料行业分析师。**2010年进入证券业工作，2012年5月至今在银河证券从事食品饮料行业研究工作。英国雷丁大学硕士。

二人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，承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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受到任何形式的补偿。承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究部

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼  
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
公司网址： [www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)  
深广地区：詹璐 0755-83453719 [zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)  
海外机构：李笑裕 010-83571359 [lixiaoyu@chinastock.com.cn](mailto:lixiaoyu@chinastock.com.cn)  
北京地区：王婷 010-66568908 [wangting@chinastock.com.cn](mailto:wangting@chinastock.com.cn)  
海外机构：刘思瑶 010-83571359 [liusiyao@chinastock.com.cn](mailto:liusiyao@chinastock.com.cn)