

评级：买入 首次评级

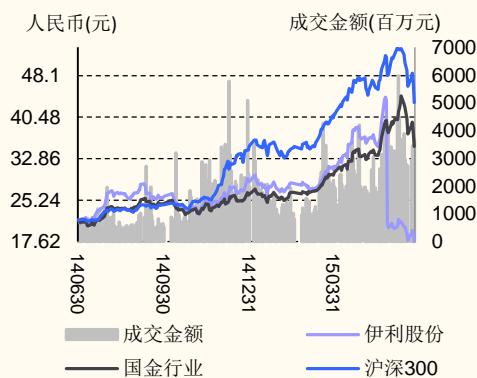
公司研究

市场价格（人民币）：17.62元
目标价格（人民币）：24.00-27.00元

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A股(百万股)	6,015.65
总市值(百万元)	107,988.44
年内股价最高最低(元)	44.16/17.62
沪深300指数	4336.20
上证指数	4192.87

**公司基本情况(人民币)**

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	1.560	1.352	0.874	0.997	1.172
每股净资产(元)	7.89	6.08	3.48	3.98	4.56
每股经营性现金流(元)	2.68	0.80	1.33	1.47	1.74
市盈率(倍)	25.05	21.17	22.86	20.04	17.05
行业优化市盈率(倍)	53.81	55.70	86.14	86.14	86.14
净利润增长率(%)	85.61%	30.03%	29.25%	14.08%	17.50%
净资产收益率(%)	19.77%	22.24%	25.13%	25.08%	25.68%
总股本(百万股)	2,042.91	3,064.37	6,128.74	6,128.74	6,128.74

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **伊利是乳品巨头中利润率最高的公司，领跑优势明显：**虽然 2014 年伊利的营业收入仅比竞争对手蒙牛高出 8.8%，但净利润高出 76%，利润率相差 2.9 个百分点，分摊到每个员工的利润伊利高出 13.5 个百分点。随着伊利下沉式渠道优势的显现，上游奶源建设逐年完备，我们预计伊利龙头老大的优势将会越发明显，预计 2014-17 利润年复合增速将达 20%。
- **产品结构继续优化，毛利率持续走高企稳：**随着安慕希产能建设完成、每益添（低糖）和畅轻有机酸奶新品的推出，金典与特仑苏之间市场份额差距的减少，婴幼儿配方奶粉收入的平稳增长，我们预计伊利将持续优化其产品结构，高毛利产品占比增大会继续推高其毛利率，2015 年在原奶价格持续低位的基础上，毛利率预计上升 1.1 个百分点至 34.2%。
- **广告投放目标精准，费用占营收比下降明显：**伊利安慕希冠名《奔跑吧，兄弟》第二季，拥有同档节目中最高的收视率。伊利 QQ 星冠名的《爸爸去哪儿》第三季开播在即，预计又将掀起收拾新高。2009-2014 年间，广告费用占营收比下降 7.8 个百分点，伊利广告投入更为有效。
- **管理层与公司利益捆绑更紧密：**截至 2015Q1，伊利四大管理层总共持股占比 7.9%，而蒙牛的前十位股东都为机构持有者，约占 55% 左右。

投资建议

- 我们认为食品饮料行业强者更强的逻辑会充分体现在伊利身上，其稳定的现金流和高效的盈利模式将提供更高的安全边际。

估值

- 我们给予伊利“买入”评级，未来 6-12 个月 24 元目标价位，相当于 2015/16 年 PE27X/24X。销售收入 2015/16/17 年预计同比增速 14.0%/13.8%/13.2%，EPS2015/16/17 预计为每股 0.874 元/0.997 元/1.171 元

风险

- 食品安全问题/乳制品加工企业竞争加剧/管理层股票抛售套现

申晟

联系人
shensheng@gjzq.com.cn
(8621)60230204

钟凯锋

分析师 SAC 执业编号：S1130513080003
(8621)60230227
zhongkf@gjzq.com.cn

内容目录

行业综述	3
伊利、蒙牛经营模式比较	3
估值模型	10
估值假设	13

图表目录

图表 1: 蒙牛, 伊利收入增速 (人民币百万)	3
图表 2: 伊利、蒙牛收益率比较	4
图表 3: 伊利, 蒙牛 2014 年收入占比	4
图表 4: 常温总体市场份额	5
图表 5: 低温总体市场份额	5
图表 6: 牛奶饮品市场份额	5
图表 7: 伊利、蒙牛产品价格比较	5
图表 8: 伊利, 蒙牛销售费用占比	6
图表 9: 2012-14 液态奶市场渠道份额	6
图表 10: 伊利蒙牛广告支出费用 (亿元) 和占营收比 (%)	7
图表 11: 资本投入 (人民币亿元)	8
图表 12: 生物资产 (人民币百万)	8
图表 13: 伊利海外布局	9
图表 14: 蒙牛海外布局	9
图表 15: 蒙牛管理层变动	10
图表 16: 国内外主要乳品企业估值对比图	11
图表 17: 现金流模型	12
图表 18: 营运资金周转天数	12
图表 19: 固定资产投入 (人民币百万元)	13
图表 20: 伊利产品收入构成	13
图表 21: 2014 年产品收入比例	13
图表 22: 金典、特仑苏销量对比 (人民币亿元)	14
图表 23: 常温酸奶对比图 (人民币百万元)	14
图表 24: 婴幼儿奶粉市场份额	14
图表 25: 伊利收入细分	15
图表 26: 伊利毛利率趋势图	15
图表 27: 营业管理费用细分	16
图表 28: 销售管理用占比	16
图表 29: 销售收入 (人民币百万)	17
图表 30: 归母净利 (人民币百万)	17

行业综述

根据我们最近发布的原奶行业研究中的结论，中国原奶价格将减速下滑，预计2015年年底逐渐回升。2016年虽然价格回暖，但考虑到中国原奶和国外原奶的相关度的提高，中国大牧场比例的上升，效率提高，我们预计增幅不大，约估为5-6%，到达3.6-3.7元/kg，相对于我们得出的3.3元/kg的奶农成本价格，将留给上游10%左右的相对合理成本利润空间，中国原料奶价格将逐步趋稳。

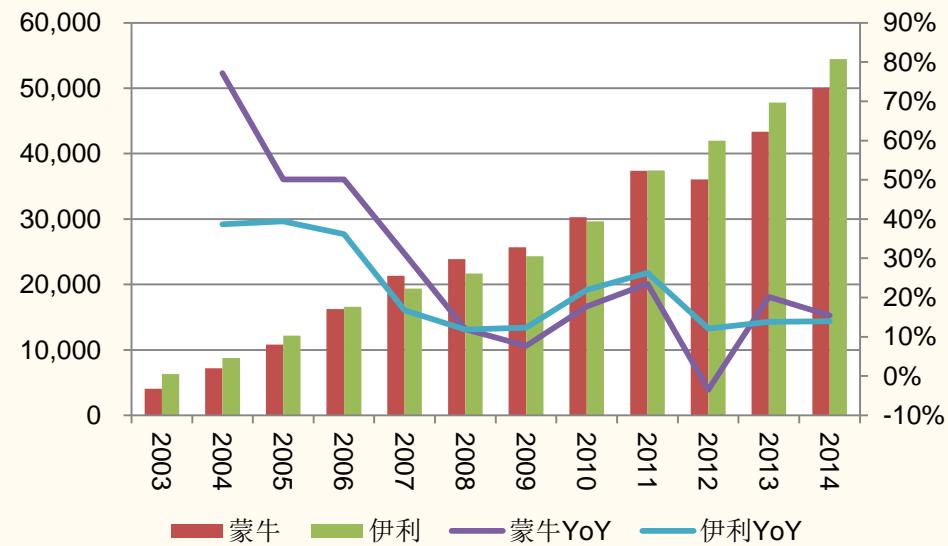
考虑到未来原奶价格的稳定低位，将有利于下游企业提高毛利润率，但提高幅度我们认为主要取决于产品的结构，而非价格提升。毛利率较高的牛奶饮料和奶粉等高附加值产品占比越高，利润率提升越明显。低廉稳定的原料奶价格将为行业龙头们提供更多改善产品结构的空间，为下一步外延式发展提供牢靠的基础。

根据食品饮料行业强者更强的逻辑，我们主要关注两大龙头乳企伊利和蒙牛。他们将在2015-16年继续享受低成本的红利，而产品结构的改善，产品外延式发展以及海外并购与合作将是未来发展的重点。对比龙头伊利和蒙牛，我们更加看好伊利，给予“买入”评级，目标价人民币24元，对应2015/16年PE27X/24X。我们将从4P(产品，价格，渠道，营销)，海外并购和管理层这几个方面比较这两家龙头企业。

伊利、蒙牛经营模式比较

伊利蒙牛的市场份额之争：2002-2006年期间，伊利一直是行业的老大，销售收入复合增速达42%，直到2007年蒙牛凭借金牌产品特仑苏和强势的市场营销策略，一举超越伊利。随后随着三聚氰胺事件的爆发和蒙牛管理层的更迭，伊利于2011年追上蒙牛，2012年巩固优势录得总收入420亿人民币，高出蒙牛2012年营业收入16.4%。最近三年伊利收入年复合增速达13%高于蒙牛同期收入复合增速10%。2011-14年间伊利净利润率几乎翻倍(4.8%，7.6%)，而蒙牛基本维持缓慢稳步增长(4.3%，4.7%)。伊利2014年的ROE(23.8%)和ROA(13.5%)基本也是蒙牛的两倍。

图表1：蒙牛，伊利收入增速(人民币百万)



来源：国金证券研究所

虽然伊利蒙牛在品牌定位和成长轨迹方面并无太大差异，但2014年伊利的净利润率高达7.6%，相当于蒙牛4.7%的1.6倍。实际上蒙牛在2005-10年利润率曾经为伊利的两倍，但伊利不仅缩小了差距，并且拉开距离，相差从2011年的0.13%扩大到2014年的2.9%，我们将试着从产品，价格，渠道，营销及海外并购解析原因并分析未来走势。

图表 2：伊利、蒙牛收益率比较

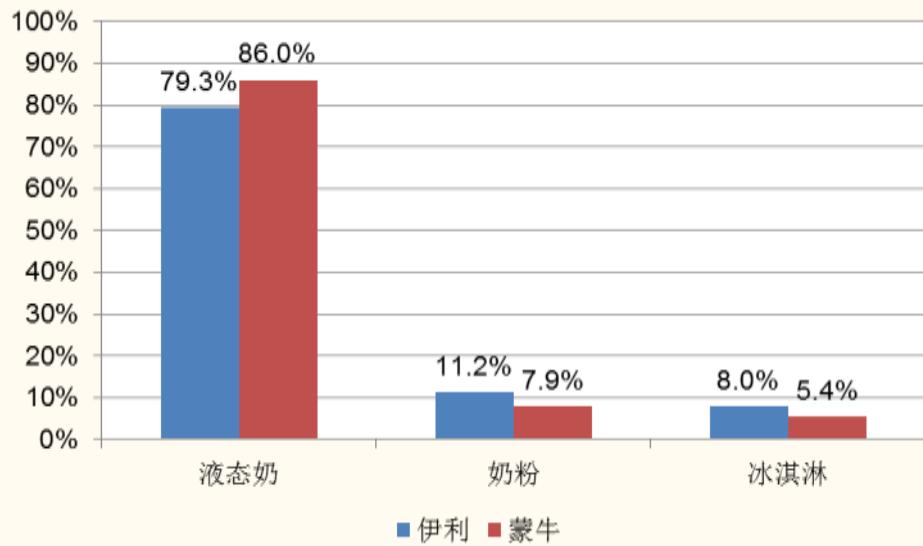
%	伊利	蒙牛	相差
毛利率	33.1%	30.8%	2.3%
伊利高毛利产品占比高			
营业管理费用率	24.3%	25.0%	-0.7%
伊利把费用转化为收入的能力更强			
净利率	7.6%	4.7%	2.9%

来源：公司公告，国金证券研究所

■ 产品方面

2014 伊利的毛利润为 33.1%，高于蒙牛的 30.8%，两家产品品类基本相同，几乎达成一一对应，区别我们认为主要来于 1) 伊利奶粉收入占比较高，2014 年占总收入的 11.2%，vs 蒙牛的 7.9%，奶粉的毛利率较高：伊利奶粉板块毛利达到 45.6% 高于液态奶总体的 30.8%，而蒙牛旗下的雅士利 2014 年毛利高达 50%，若并表雅士利，蒙牛 2014 年毛利为 30.8%，不含雅士利蒙牛毛利则下降至 29.6%。2) 伊利液态奶总体中，我们估测高毛利液态奶约占液态奶总体销售额的 42%，而蒙牛的明星品牌（特仑苏，冠益乳等）+机会品牌（纯甄等）2014 年销售占比约为 39%。

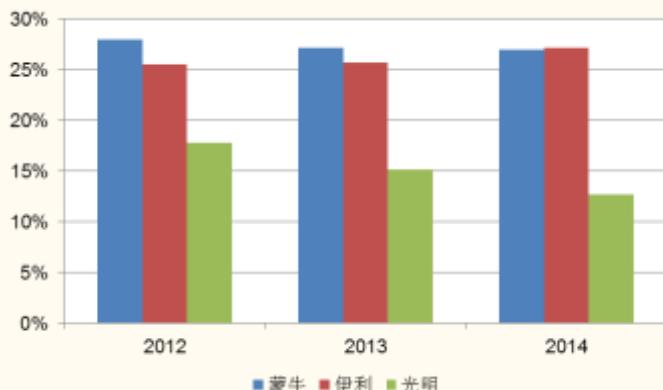
图表 3：伊利、蒙牛 2014 年收入占比



来源：国金证券研究所

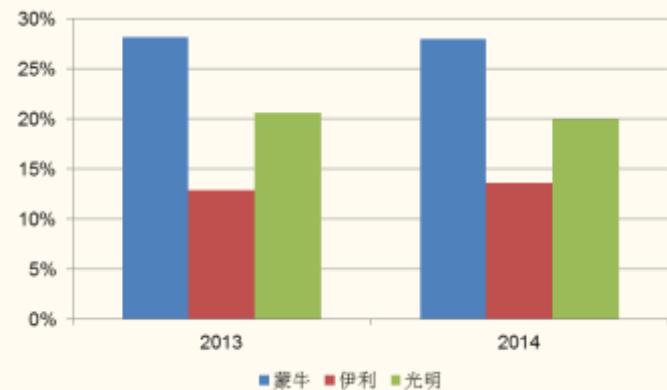
根据 AC Nielsen 的数据，常温奶（包括 UHT 和常温酸奶）市场份额，伊利已经在 2014 年超越蒙牛，而在伊利不太擅长的低温奶（包括巴氏奶），蒙牛凭借着低温酸奶的优势还是领先于伊利，但低温产品在两家所占份额不如常温奶。

图表 4：常温总体市场份额



来源：AC Nielson, 公司公告，国金证券研究所

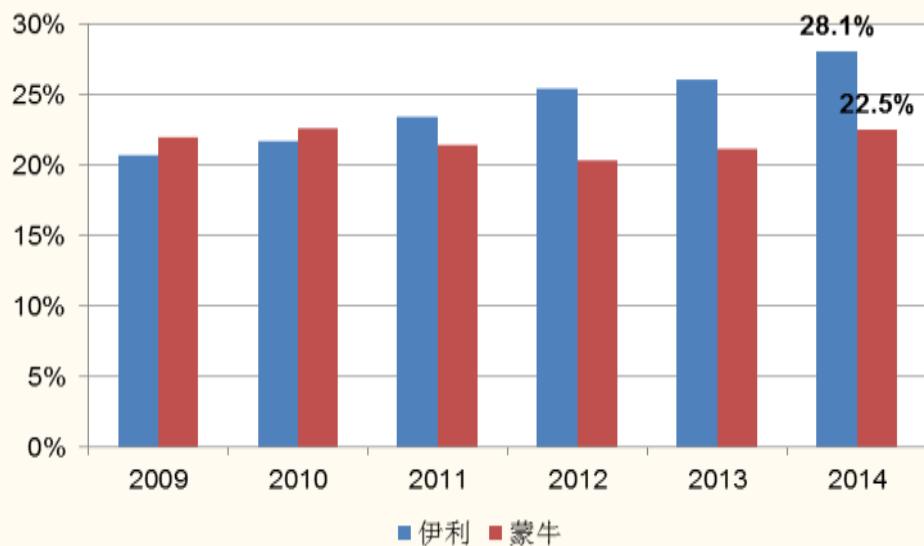
图表 5：低温总体市场份额



来源：AC Nielson, 公司公告，国金证券研究所

然而在毛利率较高的牛奶饮品方面，伊利 2011 年以后便一直领跑，并且领先优势越来越大。

图表 6：牛奶饮品市场份额



且来源：Euromonitor, 国金证券研究所

■ 价格方面

伊利和蒙牛的产品品类基本是一一对应的，相互并无产品品类的缺失。价格方面，两者并无较大区别。

图表 7：伊利、蒙牛产品价格比较

	伊利		蒙牛	
	名称	价格	名称	价格
UHT 奶	金典	4.3 元/250ml	特仑苏	4.5 元/ml
常温酸奶	安慕希	4.9 元/205g	纯甄	4.5 元/200g
低温酸奶	畅轻	2.6 元/250g	冠益乳	2.4 元/250g
乳酸菌饮料	每益添	2.1 元/350ml	优益 C	2.2 元/340ml
儿童牛奶	QQ 星	2.5 元/125ml	未来星	4.2 元/190ml
早餐奶	谷粒多	3.3 元/250ml	谷粒早餐	2.7 元/250ml
调味奶	优酸乳	2 元/250ml	酸酸乳	1.8 元/250ml
果粒奶	果粒优酸乳	3.5 元/245g	真果粒	3.1 元/250ml

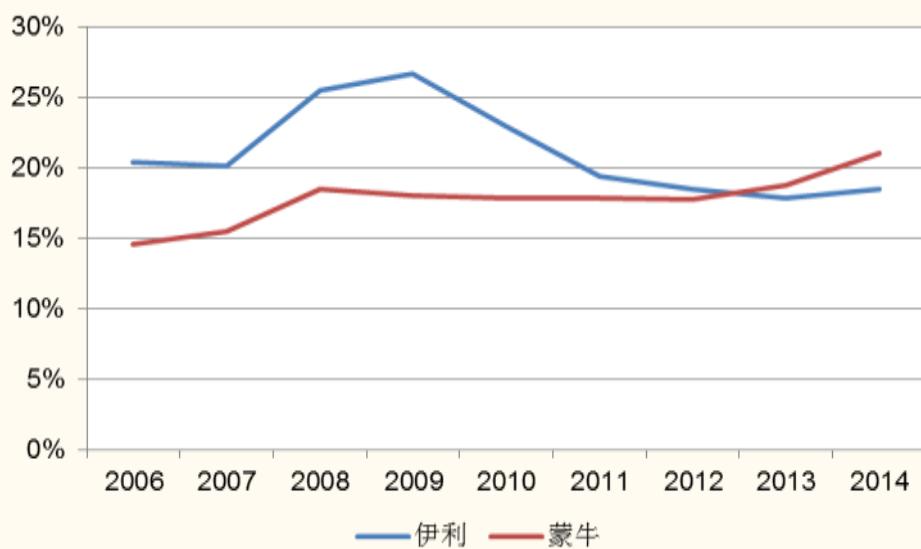
来源：一号店，大润发，国金证券研究所

从上面数据我们不难发现，蒙牛伊利在产品的广度和价格方面并无太大差异，差异主要体现在产品结构的不同，而决定其期间费用率的是两大龙头产业的渠道和营销策略。

■ 渠道方面

自从伊利 2006 年的织网行动，渠道下沉至乡镇以来，伊利的渠道策略比蒙牛的更为扁平已无需多做说明。迄今为止，伊利大约有 6,000 位一级分销商和将近 15,000 人的销售团队，前期的织网行动部分解释了伊利前期营业费用比重高于蒙牛的原因。伊利已外包产品推广员，这些人员和销售团队一起负责终端的产品陈列，促销和下单。

图表 8：伊利、蒙牛销售费用占比



来源：国金证券研究所

蒙牛实行的是大经销商策略，2014 年前五大客户约占总收入的 30%，远高于伊利的前五大客户占比 2.5%。大经销商策略前期扩张优势十分明显 1) 靠大经销商的当地人脉，迅速打开大型市场，2) 大经销商一般会自己组建销售团队，负责销售费用，使得乳企前期投入低。但其后期缺点不容忽视 1) 大经销商继续做大后，效率会大为降低，失去继续铺开下沉的动力，2) 大经销商由于占乳制品公司销售额较高，议价能力不菲。AC Nielsen 的数据也进一步说明了这一点：

图表 9：2012-14 液态奶市场渠道份额

	伊利	蒙牛
北上广深	20%上下	从 25%下滑至 20%
一线城市	25-30%	从 35%下滑至 30%
二三线城市	30-35%，平稳	35%上下波动
乡镇	从 30%上升至 33%	28%上下波动

来源：AC Nielsen, 国金证券研究所

随着伊利下沉式渠道的逐渐铺开完成，规模效应逐渐体现，其销售费用率会逐年下降。而蒙牛由于渠道下沉乏力，后期投入渠道继续建设的费用会侵蚀利润。

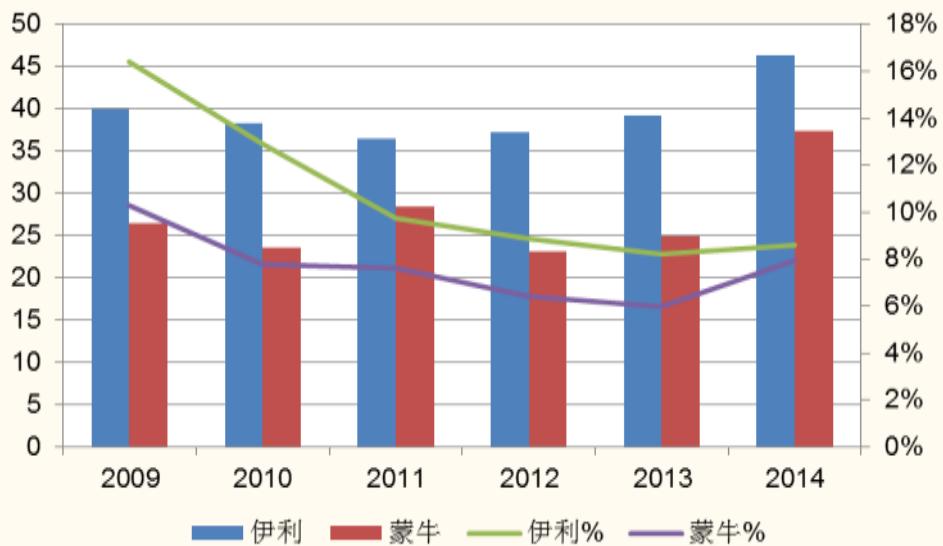
■ 营销策略

和蒙牛一样，伊利也是全面铺开营销，但伊利的营销标的更为国际化，营销效用更为明显。例如，伊利是唯一一家为 2010 年上海世博会提供乳品的企业，应邀出席 2015 年米兰世博会中国开馆日活动，还是中国代表团 2012 年伦敦奥运会乳业合作伙伴，并且于 2011 年便得到迪士尼的独家授权可以在伊利 QQ 星上印制迪士尼卡通图像。伊利常温酸奶安慕希最近冠

名《奔跑吧，兄弟》第二季可谓赚足了人气。跑男周五晚 7:30-12:00 之间的收视率高达 4.5%，名列第一，远远高于其他时段节目，而蒙牛真果粒冠军的《花儿与少年》第二季周六晚间档收视率仅为 1.25%，名列第六；蒙牛纯甄 2014 年年底冠名播出的《中国正在听》因为撞档《奔跑吧，兄弟》第一季，收视率仅为 0.8%，名列第七。

从财务数据我们也可以看出，伊利花在广告投放中的支出转化为收入效率更高。2009-2013 年之间，伊利的广告支出费用一直在 35-40 亿的区间，而所占营收比例年年下跌，从 16.4% 到 8.2%，下降 8.2 个百分点，而蒙牛营收占比幅度下降较少，仅从 10.3% 到 6%，下降 3.7 个百分点。2014 年由于伊利蒙牛相继推出常温酸奶，开始大范围的营销策略，广告支出都增长不少，但伊利广告费用占比只是略微上升，且已经接近蒙牛，两家公司 2014 年主营营收差不多都同比上升 13-14%，但蒙牛广告开支同比上升 50%，而伊利仅有 18%。

图表 10：伊利蒙牛广告支出费用（亿元）和占营收比（%）



来源：公司公告，国金证券研究所

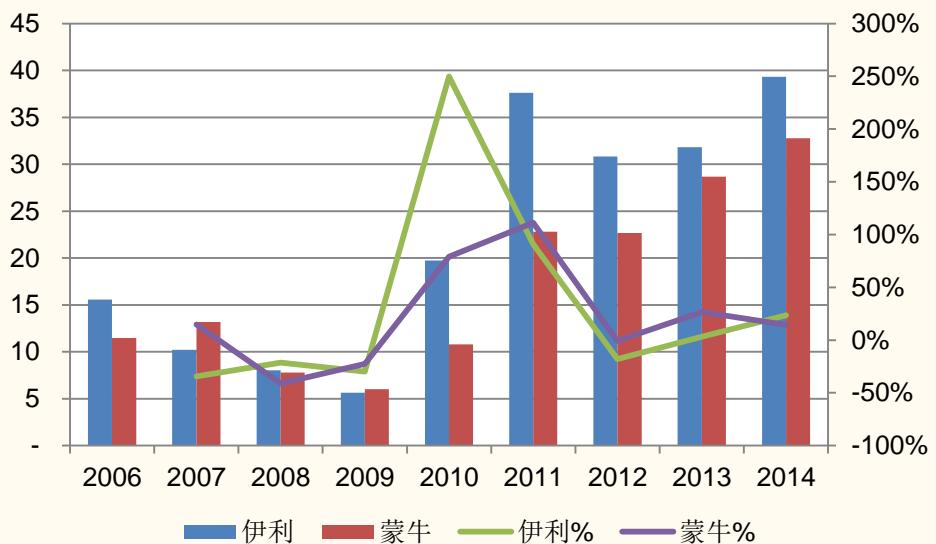
■ 海外扩张

伊利、蒙牛除了在国内积极扩张产能，加强奶源建设，也积极备战海外市场或获取优质奶源和加工企业或取得战略组合。

■ 国内产能扩张

乳制品加工企业一般固定资产投入都较大，主要是因为 1) 不同的产品需要不同的生产线；2) 奶制品保质期较短，为了保证原料奶的新鲜降低运输成本，下游乳企一般建厂都离原奶基地不远；3) 中国的原奶加工产区一般集中在北部地区（内蒙古，黑龙江，河北等地），而主要消费群集中在华南华东地区，使得下游乳企还需考虑运输成本，尽量靠近消费主力地区建厂。

图表 11：资本投入（人民币亿元）

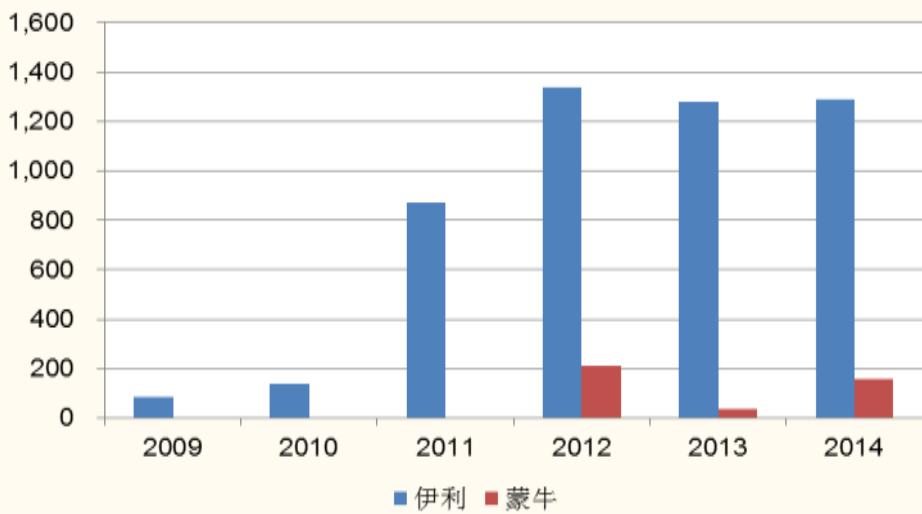


来源：公司公告，国金证券研究所

除了积极的布局扩张产能，伊利也是第一家国内乳企和腾讯在 2014 年 4 月达成战略合作伙伴，积极发展其 O2O，电子商务平台，大数据及健康产业。2014 年伊利电商收入同比增加 8.5 倍。其实伊利集团已经跟 1 号店等电商合作，跟腾讯的合作预计不会有模式方面的重大创新，更多依靠腾讯的移动支付功能导入流量，通过已有的渠道下沉经销商进行配送，增强消费者的粘性，中长期来看有利于提升业绩，但不排除蒙牛也会跟阿里合作进行对抗的可能。

伊利的资本投入绝对值一直以来高于蒙牛，即使在 2011 年以前，业绩不如蒙牛时。我们认为这和伊利一直以来加强奶联社+自有牧场建设是分不开的，而蒙牛则打出“轻资产”牌，依靠第三方奶源，着力于自身强大的营销模式在前期迅速占领市场。虽然蒙牛近年来也开始注重自身奶源的建设，但其也承认尚需时日，未来蒙牛大量资本投入金额不可忽视。

图表 12：生物资产（人民币百万）



来源：公司公告，国金证券研究所

■ 国外资源布局

和蒙牛不断引进战略合作者不同，伊利更加注重于海外的上游奶源，生产企业和研发中心。伊利从 2012 年 12 月收购新西兰大洋洲乳业开启了海外并购的步伐：

图表 13：伊利海外布局

	地点	项目	金额（人民币百万）	产能	回收期（年）	回报率	预计投产
2014.11	新西兰	婴儿配方奶粉	1,005	年产 5.6 万吨	4.94	13.7%	16Q4
	新西兰	婴儿配方乳粉包装	332		4.98	30.7%	18Q4
	新西兰	生牛乳深加工	201		3.99	16.7%	17Q1
	新西兰	UHT	462		4.5	12.6%	17Q1
2014.11	美国	奶粉	186	年产 8 万吨	与 DFA 合资		
2014.8	新西兰	婴儿配方乳粉	115	年产 4.7 万吨	6.52	8.8%	14Q2
2014.2	荷兰	与瓦赫宁根大学合作成立研发中心					
2013.11	意大利	斯嘉达战略伙伴					
2013.7	美国	DFA 战略合作伙伴					
2013.1	新西兰	婴儿配方乳粉	1,103	年产 4.7 万吨	6.02	10.2%	14Q2

来源：公司公告，国金证券研究所

相对于伊利，蒙牛的海外战略计划开展的更早，开始于 2012 年，动作大多在引进海外战略联盟。

图表 14：蒙牛海外布局

时间	事件	描述
2014.12	与 Whitewave 合资	蒙牛 51%/Whitewave49%，推出植物高端蛋白饮品植朴磨坊
2014.11	牵手新西兰 Miraka	携手推出特仑苏全球精选牧场奶
2014.10	达能入股雅士利	达能以每股 3.7 港元入股雅士利，以 25% 的股份成为第二大股东
2014.3	向达能配股	达能集团投入 51.53 亿港元，42.5 港元/股，持有蒙牛股本从 4% 增加至 9.9%
2013.9	新西兰建厂	雅士利投资 2.2 亿纽币新西兰建厂，年产 5 万吨，2015 年年初量产
2013.6	收购雅士利	蒙牛以 114 亿港元收购雅士利，弥补奶粉业务
2013.5	牵手达能	达能通过与中粮成立合资企业，持有蒙牛 4% 的股份。双方将合并中国低温酸奶业务
2012.6	引入爱氏晨曦	丹麦乳业巨头 "Arla Food" 以 22 亿港元入股蒙牛，持股约 5.9%

来源：公司公告，国金证券研究所

伊利的海外扩张更利于其缓解国内奶源不确定的因素，和对抗国际大包粉价格的波动，为未来进一步提高毛利率打下基础。

■ 管理层变革与激励

■ 管理层变更

伊利的 CEO 潘刚先生从 2005 年成为掌门人以来一直积极的布局伊利的前期投入，从 2005 年资本投入 7 亿人民币到 2006/07 的 16 亿和 10 亿人民币。虽然 2008 年的三聚氰胺事件重创了伊利，但潘刚先生和伊利一起度过难关，2010 年销售额同比增长超 20%，2012 年最终超越蒙牛。

而蒙牛的管理层变动更为频繁。三聚氰胺事件后，蒙牛开始采取更为保守的市场策略，创始人牛根生先生于 2009 年将其 20% 的股权转让给中粮集团和厚朴。随后的特仑苏 OMP 事件和牛奶黄曲霉素事件持续重挫了品牌现象。从 2012 年中粮集团的孙伊萍女士正式接手蒙牛，进行了一系列的改革，蒙牛也更为低调，开始着重于供应链的整合和奶源的建设。

图表 15：蒙牛管理层变动



来源：公司公告，国金证券研究所

■ 管理层激励

伊利 2006 年授予四大管理层潘刚，胡利平，赵成霞和刘春海以及其他 29 名核心业务骨干 5,000 万份股票期权，占当年股本的 9.7%，行权价格为 13.33 元，有效期为 8 年。截至 2015Q1，四大管理层总共持股占比 7.9%，2014 年 11 月，伊利推出员工持股方案，计划在 2014-2023 年之间，以前后年度扣非后的净利润差值为基数，提取 30% 计入计划奖励金账户，并通过证券账户从二级市场购买股票、参与认购公司非公开发行股票、参与认购配股、认购可转换公司债券等方式取得标的股票以奖励包括中高层管理人员在内的 317 位业务技术骨干。

和伊利相比，蒙牛发展早期的股权激励计划更为激进，这也解释了蒙牛 2000 年以后飞速发展的黄金 10 年。2002 年，外资第一次入股蒙牛时，摩根士丹利等外资股东与蒙牛管理层达成协议：自 2003 年起，未来三年，如果蒙牛复合年增长率低于 50%，蒙牛管理层要向摩根为首的 3 家财务股东支付最多不超过 7830 万股中国蒙牛乳业股票（约占总股数 6%），或者支付等值现金；反之，则 3 家外资股东要向蒙牛管理团队支付同等股份。此对赌于 2006 年提前兑现。但 2012 年自从中粮集团接手蒙牛后，并无大动作的员工激励政策。截至 2015Q1，蒙牛的前十位股东都为机构持有者，约占 55% 左右，而总裁孙伊萍只占 0.42%。

综上所述，伊利管理层的利益和伊利的业绩相关度更高，有利于稳定的团队和良好的激励效果。

估值模型

我们基于现金流和 PE 估值模型综合给予伊利目标价人民币 24 元，对应 2015/16 年 PE27X/24X。销售收入 2015/16/17 年预计同比增速 14.0%/13.8%/13.2%，毛利率 2015 年预估将达 34.2%，同比上升 1.1 个百分点，EPS2015/16/17 预计为每股 0.874 元/0.997 元/1.171 元。我们认为 ROE 和 ROA 将维持上升势头，2015 年分别将达 25.13% 和 12.24%，对应 2014 年的 22.24% 和 10.49%。

■ PE 估值模型

27X 的估值高于伊利最近 5 年的平均 PE(18X)，主要是考虑到伊利日益增强的盈利能力和发展愿景，同时 27X 的估值水平符合国内外液态奶加工企业的平均估值水平，相对于国外液态奶加工企业平均 2015PE29X，和

国内液态奶加工企业平均 2015P/E26X 的水平。国内液态奶市占率前三名伊利，蒙牛和光明，目前伊利的现有 2015 年估值乘数最低 (20X)，而蒙牛达 26.5X，光明为 30.6X。

图表 16：国内外主要乳品企业估值对比图

	市值 (美元百万)	货币	EPS			PE		ROE			EV/EBITDA			
			2014A	2015E	2016E	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E	
国际乳业														
上游														
恒天然	5,321	NZD	0.100	0.299	0.353	16.3	13.8	2.4	7.5	8.9	15.6	9.4	8.5	
Japfa	516	SGD	0.020	0.032	0.055	12.3	7.2	5.8	8.0	12.1	6.9	6.0	4.4	
合计						14.3	10.5	4.1	7.7	10.5	11.2	7.7	6.5	
下游-液态奶														
Saputo	9,867	CAD	1.365	1.538	1.523	20.1	20.3	21.0	20.4	18.4	13.3	12.7	12.3	
养乐多	10,378	JPY	134.440	150.954	170.466	48.0	42.5	8.4	9.0	8.9	17.1	20.3	17.8	
明治	9,661	JPY	258.790	406.484	596.929	38.2	26.0	6.0	8.9	11.5	8.6	14.3	12.7	
Whitewave	8,738	USD	0.810	1.127	1.347	44.3	37.0	13.8	16.8	18.2	20.1	19.8	17.3	
Glanbia	5,869	EUR	0.496	0.745	0.824	24.1	21.7	20.4	23.1	22.0	19.1	18.9	16.9	
Parmalat	4,851	EUR	0.111	0.120	0.139	19.9	17.2	6.5	6.5	7.2	7.3	7.7	6.6	
Dean Food	1,555	USD	-0.220	0.908	1.014	18.1	16.3	-3.0	13.0	16.1	15.8	6.9	6.6	
Dairy Crest	1,150	GBP	0.368	0.373	0.401	14.2	13.2	16.8	15.1	17.8	8.3	9.0	8.5	
Morinaga	1,126	JPY	31.070	13.400	20.000	38.1	25.5	14.4	5.7	7.8	7.8	11.8	10.8	
合计						29.4	24.4	11.6	13.2	14.2	13.0	13.5	12.2	
下游-配方奶粉														
雀巢	240,846	CHF	4.540	3.380	3.632	20.7	19.3	21.8	15.2	15.7	15.0	13.8	12.9	
雅培	72,130	USD	1.500	2.162	2.409	23.1	20.7	9.8	14.4	14.2	17.2	13.8	12.5	
达能	44,589	EUR	1.880	2.949	3.237	20.6	18.9	10.0	14.3	14.7	13.1	12.5	11.5	
美赞臣	19,210	USD	3.550	3.986	4.398	23.2	21.1	166.2	87.0	62.5	19.1	15.8	14.4	
合计						21.9	20.0	51.9	32.7	26.8	16.1	14.0	12.8	
国际乳业合计														
国内乳业														
上游														
现代牧业	1,806	HKD	0.152	0.195	0.234	14.1	11.7	12.0	13.5	14.7	7.8	10.3	9.0	
原生态	424	HKD	0.107	0.108	0.123	7.1	6.3	10.2	9.9	10.1	2.1	4.1	3.7	
合计						10.6	9.0	11.1	11.7	12.4	5.0	7.2	6.4	
下游-液态奶														
伊利	20,199	CNY	0.845	0.971	1.101	20.0	17.1	23.8	25.9	27.0	13.6	15.4	12.8	
蒙牛	10,310	HKD	1.210	1.433	1.691	26.5	22.5	12.8	12.2	13.1	12.9	14.5	12.2	
光明	3,942	CNY	0.460	0.648	0.890	30.6	22.5	12.9	16.4	20.1	18.8	NA	NA	
合计						25.7	20.7	16.5	18.2	20.1	15.1	14.9	12.5	
下游-配方奶粉														
贝因美	4,497	CNY	0.070	0.381	0.435	47.8	43.6	1.8	9.9	12.6	78.1	42.4	32.9	
合生元	2,055	HKD	1.340	1.454	1.546	14.6	13.8	29.7	27.6	25.0	5.9	8.2	7.3	
雅士利	1,555	HKD	0.070	0.077	0.099	30.3	23.5	7.9	7.8	8.3	24.5	13.0	11.0	
合计						30.9	27.0	13.2	15.1	15.3	36.2	21.2	17.1	
国内乳业合计														
全球乳业平均														

来源：截至 2015/6/26 市场数据，Bloomberg，国金证券研究所

■ 现金流模型

综合考虑中国乳制品加工行业长久稳定的发展，伊利将继续巩固行业龙头老大的地位以及多年持续稳固的现金流等因素，我们认为现金流模型能更好的展现伊利的公司价值。我们的现金流模型得出伊利合理价格为 24.87 元，基本与 PE 估值一致。我们假设 WACC 为 8.31%，其中我们采取万得统一股票 beta 为 0.8，风险溢价为 8%。我们设置长期发展增速为 2.5% 作为现金流贴现基准。

图表 17：现金流模型

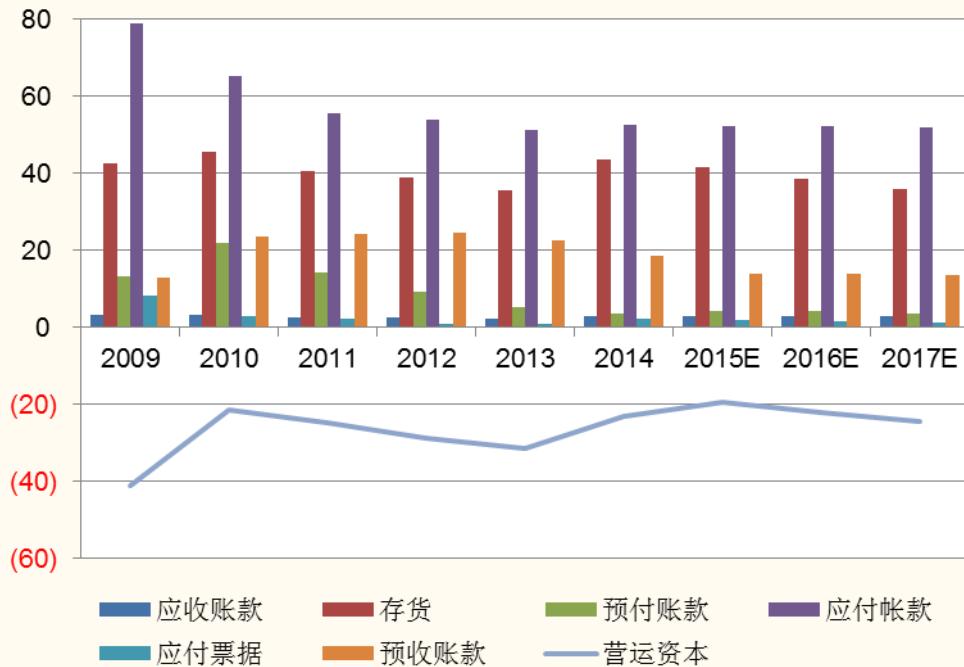
每股价值	24.87		TV 增长率	2.5%								
企业值	161,380.86		WACC	8.31%								
股票价值	152,417.28		债务	8,775.96								
			投资	847.75								
			少数股东权益	187.63								
会计年度截止日: 12/31	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	TV	合计
FCF	3,172.81	4,435.29	6,105.97	9,120.26	9,573.82	9,647.23	10,663.80	11,130.02	12,199.29	13,361.72	235,664.77	325,074.98
PV(FCF)	2,929.34	3,780.70	4,805.41	6,626.86	6,422.61	5,975.22	6,098.02	5,876.22	5,946.50	6,013.33	106,058.90	160,533.11

来源：国金证券研究所

■ 营运资金变动

由于采取分销商模式，伊利的营运资金一直为负值。由于奶制品的保质期相对于其他商品较低，存货周转天数一直保持在 40 天左右，2014 年由于大量进口国外大包粉，使得 2015Q1 存货周转天数上升至 50 天，我们预计随着新产品的不断铺开市场，2015-16 年存货周转天数将逐步恢复至原始水平。预付账款占销货成本的比率也逐年降低，2014 年为 1.1%，我们预计鉴于伊利的乳制品加工企业的龙头老大地位，2015-16 年预付款比例将维持在此水平。应付账款周转天数也较为稳定，维持在 53 天左右。综上所述，我们预计营运资金周转率将维持负值，营业资金周转天数将维持于负的 20-25 天之间。

图表 18：营运资金周转天数

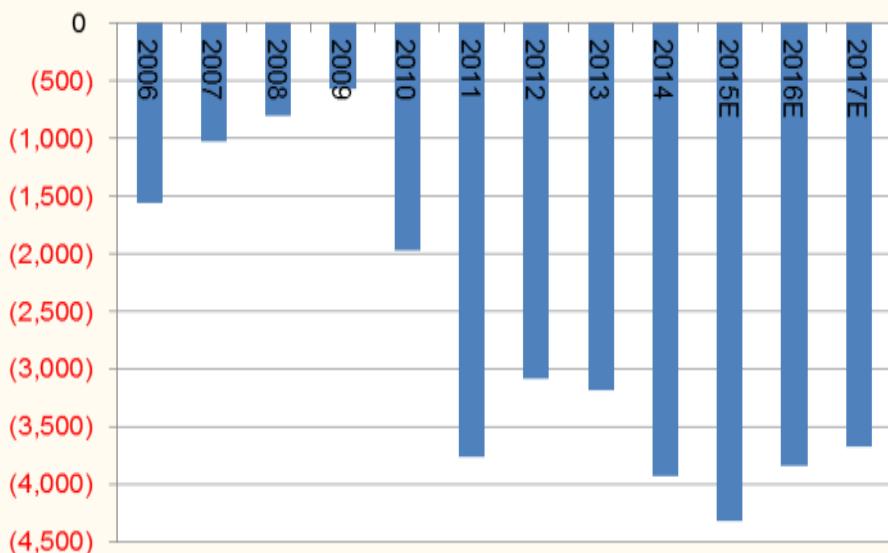


来源：国金证券研究所

■ 固定资产投入

伊利的固定资产投入一直很高，从 2007 年的 10 亿上升至 2014 年的 39 亿，平均每年 4 亿的增速。由于 2014 年年底推出的安慕希常温酸奶，核桃饮料食品以及今年年初推出的畅轻有机酸奶，我们预计未来三年固定资产投入依然维持高位分别达到人民币 43 亿（2015），38 亿（2016）和 36 亿（2017）。

图表 19：固定资产投入（人民币百万元）



来源：国金证券研究所

估值假设

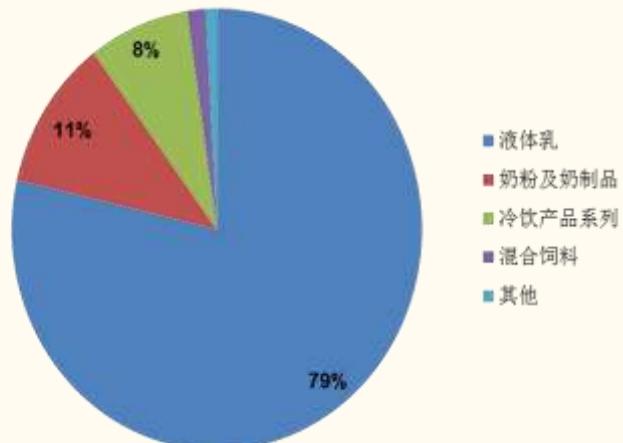
■ 主营业务收入

考虑到中国持续 9 个月的 CPI “1” 时代，疲软的农副商品期货价格和原料奶价格的减速下滑，我们不认为未来两年伊利会有大规模的提价行为，主要收入来源还是在于产品结构升级和销售量的提高。我们预计 2015-17 年间，主营业务收入增速为 13-15% 之间，其中销售量的提高预计贡献 7-8%，而产品结构升级的贡献为 6%-7%。

图表 20：伊利产品收入构成



图表 21：2014 年产品收入比例



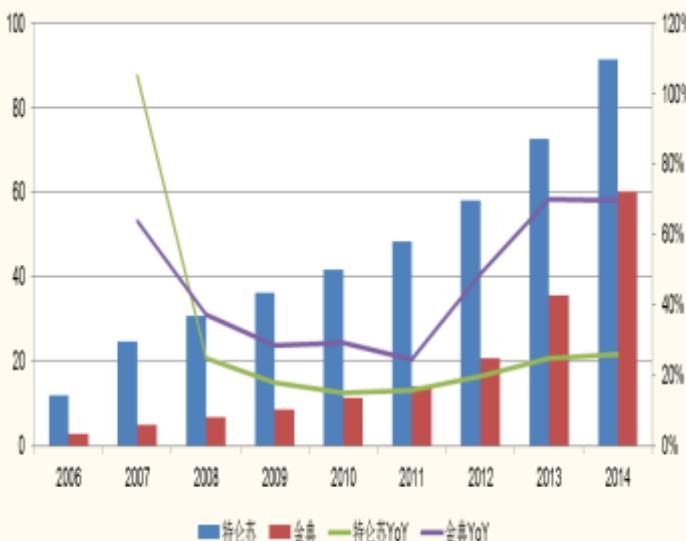
来源：国金证券研究所

来源：国金证券研究所

■ 液态乳

液态乳在伊利收入占比最大，2014 年约占营业收入的 79%，毛利润约占总毛利的 74%。2014 年液态乳收入同比增加 14.3%，其中 7% 来自于价格调整，5% 来自于产品结构改善，2% 来自于销量增长。我们预计未来液态乳的销售额增速将维持在 14-17% 之间，其中产品结构升级预计将贡献 6-8% 而销售额的增速将贡献 8-9%。主要增速还是来自于其明星产品：金典有机奶，伊利 QQ 星，乳酸菌饮料每益添，常温酸奶安慕希和新出的植物饮料核桃乳。

图表 22：金典、特仑苏销量对比（人民币亿元）



来源：国金证券研究所

图表 23：常温酸奶对比图（人民币百万元）



来源：国金证券研究所

■ 奶粉和奶制品

根据 Euromonitor 数据，伊利婴幼儿配方奶 2014 年大概市占率排第五，约占 6.1% 的市场份额。伊利奶粉过去主要注重中低端市场，渠道多为超级大卖场和超市，2012 年之前一直维持 15% 左右的销售额贡献率，2012 年“汞事件”爆发后，销售额当年下滑 20.5%，占总销售收入比仅为 10.7%。2012 年后，伊利积极调整产品结构，推出高端产品金领冠和托菲尔，并持续强化母婴渠道和电商渠道，此板块收入逐年提高，2014 年同比增加 9.1%，约占总收入的 11.0%。考虑到婴幼儿奶粉的竞争激烈，外资奶粉压力加剧，我们预计伊利奶粉销售额 2015 年将保持 10% 左右的增长率。

图表 24：婴幼儿奶粉市场份额



来源：Euromonitor, 国金证券研究所

■ 冷饮产品

伊利的冷饮收入 2014 年约为 43 亿人民币，基本上是蒙牛冷饮收入 27 亿人民币的两倍，约占全部营业收入的 8%。由于过去几年冷饮收入增速一直较低，我们预估未来将维持每年 2% 左右的增速。

图表 25：伊利收入细分

人民币百万元	2010	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	29,665	37,451	41,991	47,779	54,436	62,084	70,641	79,987
产品	29,545	37,266	41,736	47,454	53,487	61,470	69,874	79,043
液体乳	20,985	26,933	32,271	37,116	42,406	49,632	57,272	65,750
奶粉及奶制品	4,623	5,642	4,484	5,512	6,013	6,587	7,154	7,636
冷饮产品系列	3,544	4,222	4,294	4,243	4,284	4,371	4,460	4,551
混合饲料	393	469	687	583	783	880	987	1,106
其他	120	186	255	325	473	614	767	944
营业收入增速	26.2%	12.1%	13.8%	13.9%	14.0%	13.8%	13.2%	
产品		26.1%	12.0%	13.7%	12.7%	14.9%	13.7%	13.1%
液体乳		28.3%	19.8%	15.0%	14.3%	17.0%	15.4%	14.8%
奶粉及奶制品		22.1%	-20.5%	22.9%	9.1%	9.5%	8.6%	6.7%
冷饮产品系列		19.1%	1.7%	-1.2%	1.0%	2.0%	2.0%	2.0%
混合饲料		19.2%	46.4%	-15.1%	34.3%	12.4%	12.1%	12.0%
其他		55.2%	37.0%	27.5%	45.7%	29.8%	25.0%	23.0%
营业收入占比								
液体乳	70.7%	71.9%	76.9%	77.7%	77.9%	79.9%	81.1%	82.2%
奶粉及奶制品	15.6%	15.1%	10.7%	11.5%	11.0%	10.6%	10.1%	9.5%
冷饮产品系列	11.9%	11.3%	10.2%	8.9%	7.9%	7.0%	6.3%	5.7%
混合饲料	1.3%	1.3%	1.6%	1.2%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
其他	0.4%	0.5%	0.6%	0.7%	0.9%	1.0%	1.1%	1.2%

来源：国金证券研究所

■ 毛利率

伊利的毛利率 2014 年上升超过 4 个百分点至 32.5%。正如我们最近的报告《原料奶价格研究》中研究显示，未来 6 个月内中原料奶的价格将持续减速下滑直至 2015 年年底。未来两年，受到美国澳大利亚原奶产量走高，欧盟放开牛奶配额政策和国内大规模农场比例的提高，原奶价格出现大跌大涨的概率较小，国内原料奶价格将与国际原料奶价格联系更为紧密，价格更为合理。我们预计虽然 2015 年年底原料奶价格会出现反弹，但增幅不大，约估为 5-6%，到达 3.6-3.7 元/kg，相对于我们原料奶价格研究报告里 3.3 元/kg 的奶农成本价格，将留给奶农 10% 左右的合理成本利润空间。

我们预计 2015 年毛利率受惠于持续走低的原料奶价格和产品结构升级，将会上升 1.1 个百分点至 34.2%。2015Q1 的毛利率为 37%，主要归功于低廉的原料奶价格（同比跌 10%），随着原料奶价格下滑减速，我们认为余下的三个季度此高毛利率将会持续。同时我们预计 2016 年原奶价格的回升，将会导致 2016 年毛利率下滑约 0.7 个百分点至 33.5%，然而 2017 年受惠于平稳的原料奶价格走势和产品结构进一步升级，毛利率将回升至 33.7%。

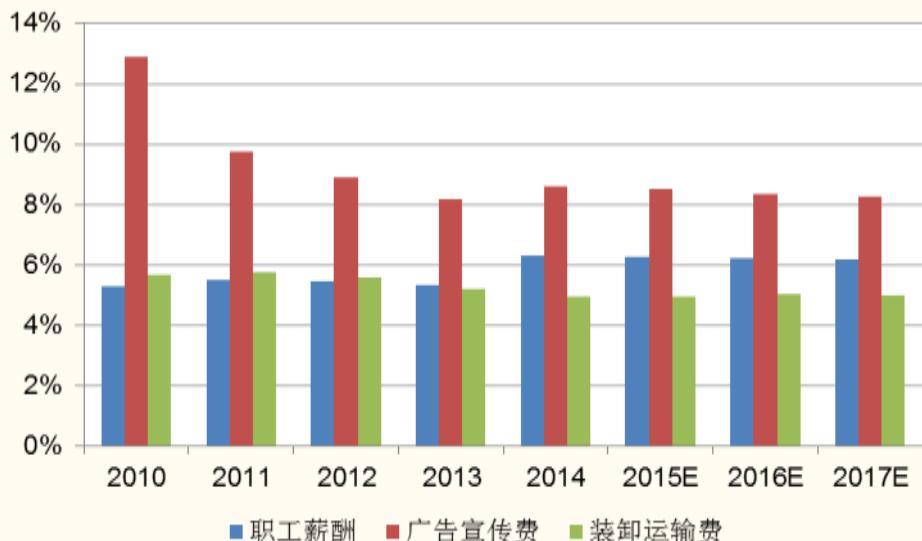
图表 26：伊利毛利率趋势图

来源：国金证券研究所

■ 营业、管理费用

伊利 2014 年的营业管理费用约占 2014 年收入的 24.3%，优于蒙牛 2014 年的 25%。其中广告宣传费，职工薪酬和装卸运输费占比最大，分别为 8.6%，5.9% 和 5%。本报告中也提出伊利一直致力于大范围的营销战略，我们预计 2015 年仍将维持 8.5% 的广告宣传费，以保持明星产品的曝光率，2016 年以后随着乳企竞争缓解，伊利龙头地位更为巩固，广告宣传费用有望降低 0.1-0.3 个百分点。为了激励员工留住人才，职工薪酬占比居高不下，我们预计 2015 年职工薪酬将继续维持在高位。

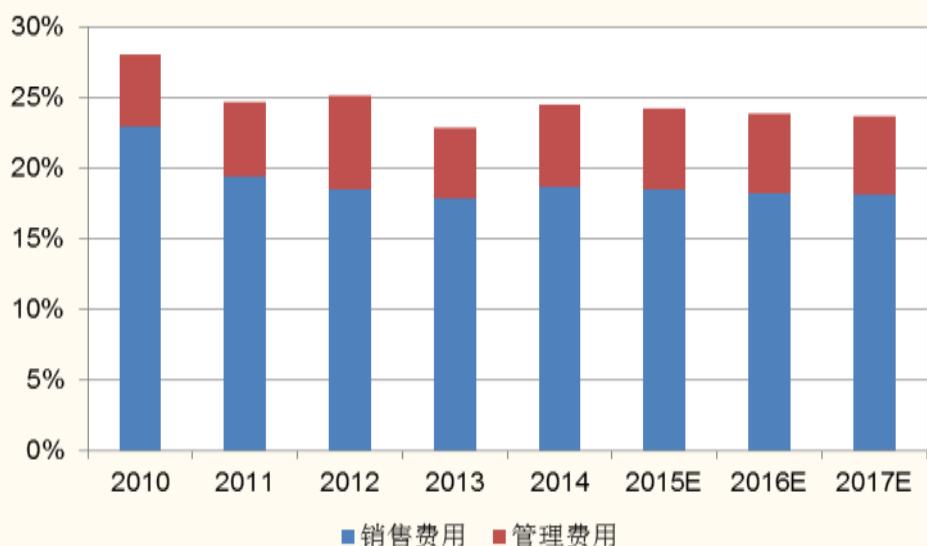
图表 27：营业管理费用细分



来源：国金证券研究所

由于 2014 年伊利收紧会计准则，使得低值易耗品摊销加大，办公租赁费用上升至 1%，我们预计此项占比是非持续性行为，未来办公室租赁费用占比将会逐年下降。由于伊利新品安慕希和畅轻有机酸奶还处在宣传期，我们预计销售管理费用 2015 年大幅降低的概率较小，而 2016-17 年随着前期铺货的效益开始收割，费用率将会缓步下降。

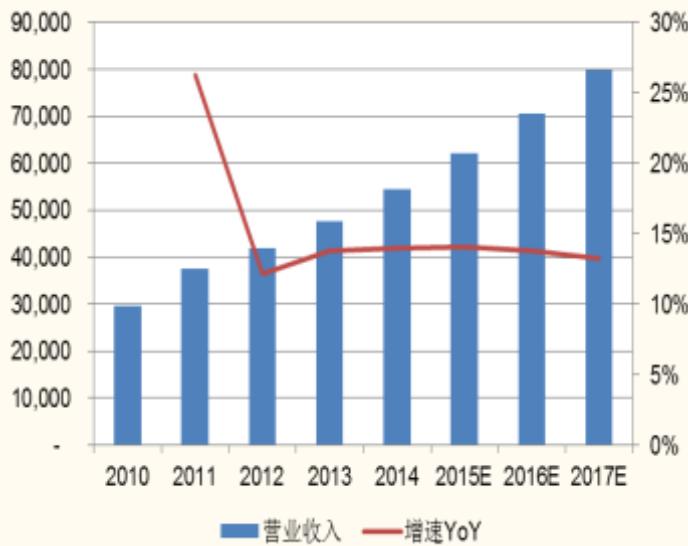
图表 28：销售管理用占比



来源：国金证券研究所

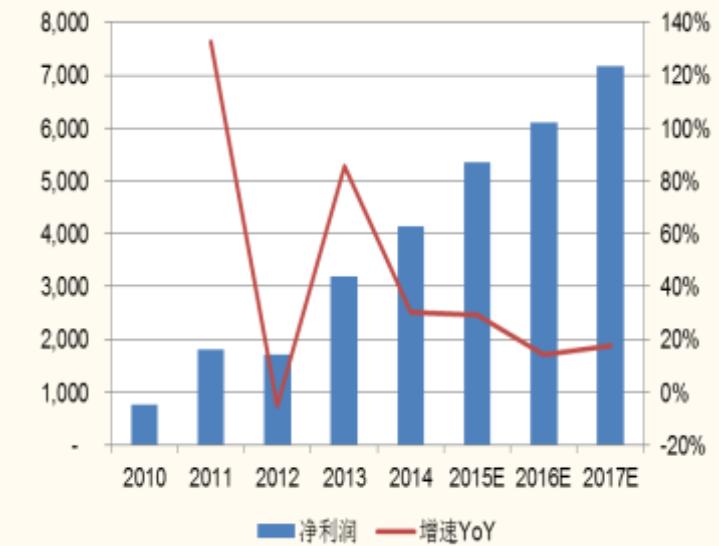
综上所述，我们预计伊利 2015-17 年净利润增幅为 29%/14%/18%，归母利润率 8.6%/8.7%/9.0%。

图表 29：销售收入（人民币百万）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 30：归母净利（人民币百万）



来源：公司公告，国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）							资产负债表（人民币百万元）					
主营业务收入	41,991	47,779	54,436	62,084	70,641	79,987	货币资金	2,004	8,173	14,273	15,415	18,331
增长率	13.8%	13.9%	14.0%	13.8%	13.2%		应收账款	556	646	719	766	875
主营业务成本	-29,505	-34,083	-36,400	-40,872	-46,956	-53,002	存货	2,995	3,683	5,008	4,626	4,880
%销售收入	70.3%	71.3%	66.9%	65.8%	66.5%		其他流动资产	653	3,965	1,002	1,248	1,308
毛利	12,486	13,696	18,036	21,212	23,685	26,986	流动资产	6,207	16,467	21,001	22,055	25,394
%销售收入	29.7%	28.7%	33.1%	34.2%	33.5%		%总资产	31.3%	50.1%	53.2%	50.4%	51.3%
营业税金及附加	-249	-234	-185	-318	-342	-365	长期投资	585	906	848	898	948
%销售收入	0.6%	0.5%	0.3%	0.5%	0.5%		固定资产	11,758	13,175	15,372	18,460	20,725
营业费用	-7,778	-8,546	-10,075	-11,490	-12,895	-14,540	%总资产	59.3%	40.1%	38.9%	42.2%	41.9%
%销售收入	18.5%	17.9%	18.5%	18.5%	18.3%		无形资产	897	1,012	1,127	1,198	1,265
管理费用	-2,810	-2,392	-3,163	-3,585	-3,970	-4,401	非流动资产	13,608	16,410	18,493	21,702	24,085
%销售收入	6.7%	5.0%	5.8%	5.8%	5.6%		%总资产	68.7%	49.9%	46.8%	49.6%	48.7%
息税前利润（EBIT）	1,649	2,524	4,613	5,819	6,477	7,679	资产总计	19,815	32,877	39,494	43,758	49,478
%销售收入	3.9%	5.3%	8.5%	9.4%	9.2%		短期借款	2,580	4,086	8,072	5,872	6,372
财务费用	-49	33	-155	-150	-59		应付款项	8,044	9,651	8,724	9,983	11,253
%销售收入	0.1%	-0.1%	0.3%	0.2%	0.1%		其他流动负债	854	1,780	1,960	4,526	5,199
资产减值损失	-11	-30	-176	-47	-28		流动负债	11,478	15,517	18,757	20,381	22,825
公允价值变动收益	0	0	0	0	0		长期贷款	5	0	704	804	904
投资收益	27	131	108	139	172	130	其他长期负债	808	1,047	1,212	1,028	1,099
%税前利润	1.3%	4.3%	2.3%	2.2%	2.4%		负债总计	12,290	16,565	20,673	22,213	24,828
营业利润	1,616	2,659	4,390	5,761	6,563	7,760	普通股股东权益	7,335	16,125	18,634	21,312	24,367
营业利润率	3.8%	5.6%	8.1%	9.3%	9.3%		少数股东权益	190	188	188	232	284
营业外收支	471	401	396	568	657		负债股东权益合计	19,815	32,877	39,494	43,758	49,478
税前利润	2,087	3,060	4,786	6,329	7,220		56,502					
利润率	5.0%	6.4%	8.8%	10.2%	10.2%							
所得税	-351	141	-619	-928	-1,058	-1,253						
所得税率	16.8%	-4.6%	12.9%	14.7%	14.7%							
净利润	1,736	3,201	4,167	5,401	6,162	7,234						
少数股东损益	0	0	0	0	0							
非现金支出	925	1,172	1,655	1,778	2,197	2,639						
非经营收益	98	-438	329	-285	-462	-445						
营运资金变动	-350	1,539	-3,714	1,228	1,116	1,219						
经营活动现金净流	2,409	5,475	2,436	8,121	9,012	10,647						
资本开支	-3,082	-3,182	-3,932	-4,322	-3,845	-3,675						
投资	4	-312	-78	-50	-50	-50						
其他	21	-2,766	3,011	139	172	130						
投资活动现金净流	-3,057	-6,260	-999	-4,234	-3,722	-3,595						
股权募资	0	6,118	0	0	0	0						
债权募资	-411	1,496	4,690	-2,287	671	1,115						
其他	-494	-379	-1,807	-458	-3,045	-3,468						
筹资活动现金净流	-905	7,236	2,882	-2,745	-2,375	-2,352						
现金净流量	-1,554	6,451	4,320	1,143	2,916	4,700						

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2013-10-31	买入	44.03	N/A
2	2013-12-23	买入	41.45	52.00~52.00

来源：国金证券研究所

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903
传真：021-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979
传真：010-66216793
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100053
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7BD