

稳定增长 独占鳌头

伊利股份(600887.SH)

推荐 维持评级

核心观点:

1. 事件

公司公布年报, 2015 年度, 公司共实现营收 598.63 亿元 (yoy+10.94%), 归母净利润 46.32 亿元 (yoy+11.76%), EPS0.76 元/股, 此外每 10 股分红 4.5 元 (含税)。

2. 我们的分析与判断

(一) 龙头地位巩固

2015 年乳制品市场增速继续放缓, 伊利龙头领先地位明显。2015 年 1-11 月国内乳企加工和制造各类乳品累计产量 2531 万吨, 比上年增长 4.42%; 在这样的市场环境下, 伊利依然保持着 10.94% 的收入增长, 彰显行业龙头地位。

伊利与主要竞争对手蒙牛的差距进一步拉开。从具体数据来看, 1) 伊利的营收在上一个财年逼近 600 亿, 而蒙牛则跌破 500 亿, 两者差距达到 100 亿; 2) 在毛利率方面, 伊利也进一步提升 3.35pct 达到 35.89%, 高出蒙牛 4.53pct; 3) 在费用投入上, 伊利 22.15% 的销售费用率与蒙牛 22.41% 基本持平, 蒙牛削减管理费用率至 3.82%, 伊利则较去年减少 0.09pct 至 5.77%。虽然实际销售费用规模则比蒙牛多投入 22 亿元左右, 但整体来看, 伊利以与蒙牛相近的销售费用率扩大了市场, 龙头优势进一步明显。我们认为, 当前的乳制品市场格局已趋于成熟, 伊利作为行业龙头有望在未来几年将自己的优势延续下去, 实现强者恒强。

(二) 全产业链布局进一步加强

公司继续在上游资源布局, 中端产品研发, 下游渠道深耕上进一步发力, 全产业链布局优势进一步巩固和凸显。过去一年, 在上游渠道方面, 公司新西兰、意大利工厂正式投产, 未来还有二期工程, 实现了全球化资源布局; 在中端产品研发上, 从效果体现来看, 新品收入在整体营收中的占比为 15.8%, 比年度目标提升近 5 个百分点, 有效带动了整体业务持续增长, 包括安慕希、燕麦牛奶等单品市场开拓良好, 口碑销售双收; 在下游渠道方面, 公司 2015 年公司液态类乳品在三四线城市与农村市场的零售额, 较上年增长 13.2%, 液态类乳品的市场渗透率达到 76.83%, 比上年度提升了 1.09 个百分点。直控村级网点已达 11 万家。

上游资源全球化布局助力全产业链优势稳步提升。目前公司不但在下游渠道能力和产品研发上具有整个行业其他企业不可比拟的优势, 随着上游资源的全球化布局确立, 公司的奶源也得到了保障, 有望有效降低公司成本, 对冲原料价格的季节性波动。

分析师

周颖

☎: 010-83571301

✉: zhouying_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511090001

岳思铭

☎: 010-66568238

✉: yuesiming@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130515120001

市场数据

2016-03-31

A 股收盘价(元)	14.57
A 股一年内最高价(元)	44.95
A 股一年内最低价(元)	12.51
上证指数	3003.92
市净率	19.08
总股本(万股)	606480.01
实际流通 A 股(万股)	603336.92
限售的流通 A 股(万股)	3143.09
流通 A 股市值(亿元)	879.06

相对上证指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

相关研究

1. 伊利股份(600887.SH): 收入规模再创新高, 盈利能力持续提升 20150426
2. 伊利股份(600887) 深度分析: 估值提升空间较大, 全球战略扬帆起航 20141014
3. 乳制品行业: 三季度稳中趋暖, 增量行情看伊利 20141014
4. 伊利股份(600887.SH): 长期增长因素不改, 重申白马首推品种 20140901

3. 投资建议

鉴于公司不断巩固自己上游资源、产品研发及下游渠道的全产业链布局，我们认为公司作为乳业龙头，有望在一段时间内持续具备优于行业整体及相似对手的优势竞争力，给予公司 2016/17 年 EPS 为 0.83/0.92 元，对应 PE 为 18/16 倍，维持“推荐”评级。

附录：

（一）与竞争对手差距进一步拉开，龙头地位巩固

表 1：伊利蒙牛 2015 年经营数据对比（亿元）

	伊利			蒙牛		
	2015	2014	变动率	2015	2014	变动率
营业收入	598.63	539.59	10.94%	490.27	500.49	-2.04%
毛利	214.88	175.59	22.37%	153.75	154.34	-0.38%
毛利率	35.89	32.54	3.35	31.36	30.84	0.52
<u>收入构成</u>						
<u>液态奶</u>	<u>471.51</u>	<u>424.06</u>	<u>11.19%</u>	<u>433.27</u>	<u>430.36</u>	<u>0.67%</u>
<u>冷饮</u>	<u>64.47</u>	<u>60.13</u>	<u>7.21%</u>	<u>21.41</u>	<u>27.16</u>	<u>-21.17%</u>
<u>奶粉</u>	<u>40.98</u>	<u>42.84</u>	<u>-4.34%</u>	<u>32.29</u>	<u>39.61</u>	<u>-18.48%</u>
<u>其他</u>	<u>10.67</u>	<u>7.83</u>	<u>36.28%</u>	<u>3.30</u>	<u>3.36</u>	<u>-1.83%</u>
销售费用	132.58	100.75	31.60%	109.85	105.64	3.99%
%	22.15%	18.67%		22.41%	21.11%	
管理费用	34.56	31.63	9.26%	18.71	19.41	-3.61%
%	5.77%	5.86%		3.82%	3.88%	
财务费用	2.97	1.55	91.86%	3.19	3.40	-6.26%
%	0.50%	0.29%		0.65%	0.68%	

资料来源：上市公司年报，银河证券研究所

2015 年乳制品市场增速继续放缓。2015 年 1-11 月国内乳企加工和制造各类乳品累计产量 2531 万吨，比上年增长 4.42%；在这样的市场环境下，伊利依然保持着 10.94% 的收入增长，彰显行业龙头地位的同时与主要竞争对手蒙牛的差距也进一步拉开。从具体数据来看，伊利的营收在上一个财年逼近 600 亿，而蒙牛则跌破 500 亿，两者差距达到 100 亿。同时，在毛利率方面，伊利也进一步提升 3.35pct 达到 35.89% 高出蒙牛 4.53pct。在产品构成方面，伊利在液态奶、冷饮和奶粉三个大项上全面超过蒙牛，其中除奶粉以外，液态奶和冷饮都保持了增长，而蒙牛的三大业务线，除了液态奶勉强守住，冷饮和奶粉均萎缩了接近 20% 左右。

在费用控制方面，伊利 22.15% 的销售费用率与蒙牛 22.41% 基本持平，但实际规模则比蒙牛多投入 22 亿元左右，管理费用上则是蒙牛更加优秀，进一步削减管理费用率至 3.82%，伊利则较去年减少 0.09pct 至 5.77%。财务费用率伊利上升较快，本年度接近翻倍，但费用率和绝对值都相对较小。

总体说来，从报表的角度来看，伊利 2015 年在和主要竞争对手蒙牛的比较当中表现更为

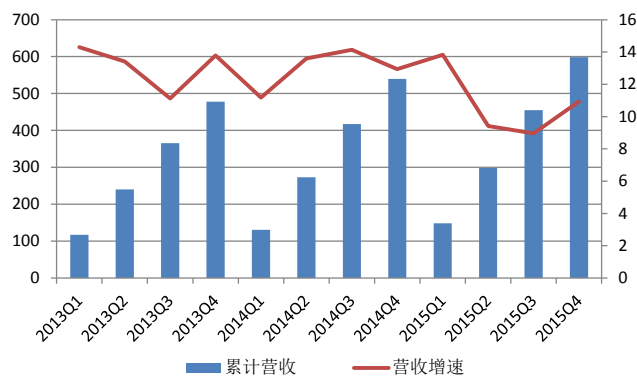
优异，不但表现出超越市场的增长，同时与蒙牛拉开了距离，代价是销售费用率的大幅增长，达到 31.60%。而蒙牛在过去的一年更多是采取守势与调整，在产品方面退守至强势产品液态奶，在费用上也偏向精简，尤其是管理费用，这符合这几年蒙牛持续进行的调整策略。

（二）全产业链布局进一步加强

在整体市场增速放缓的同时，公司也开始进行更深层次的调整：在上游原料供应方面，公司在新西兰、意大利的加工厂已经开始投产，新西兰的二期工厂预计也将在 2017 年完工投产，公司的全球优质资源布局已经初具规模，未来将有效利用海外优质资源供给国内市场，并且控制成本。在新品的研发方面，2015 年，公司新品收入在整体营收中的占比为 15.8%，比年度目标提升近 5 个百分点，有效带动了整体业务持续增长。创新品类的常温酸奶、常温乳酸菌饮料、低温酸奶等零售额比上年同期分别增长 91.1%、35.9%、10.2%，远高于液态类乳品市场 2.7% 的增速，在渠道方面，公司着力于更深层次的渠道下沉，2015 年公司液态类乳品在三四线城市与农村市场的零售额，较上年增长 13.2%，液态类乳品的市场渗透率达到 76.83%，比上年度提升了 1.09 个百分点。直控村级网点已达 11 万家。强大的新品研发、推广能力是公司在市场中立于不败之地的核心竞争力。

（三）相关数据图表

图 1：公司累计营业收入及增速



公司分季度营业收入及增速

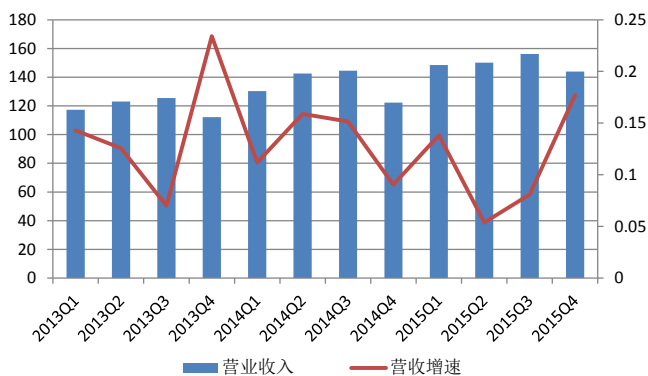
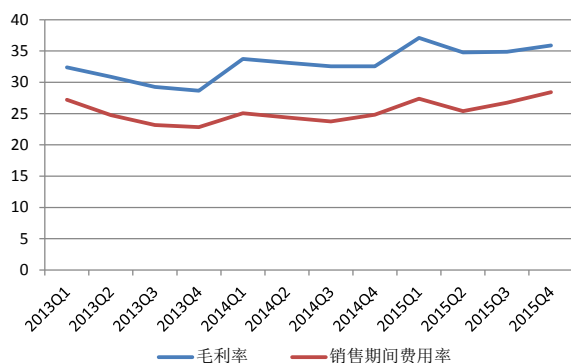


图 2：公司毛利率与销售期间费用率



公司销售费用率与管理费用率

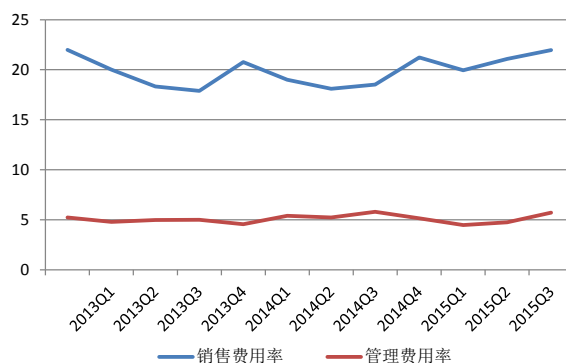
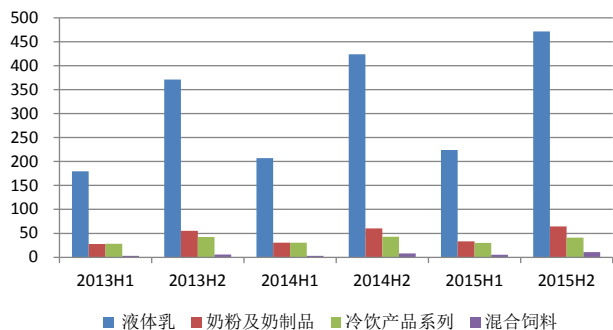
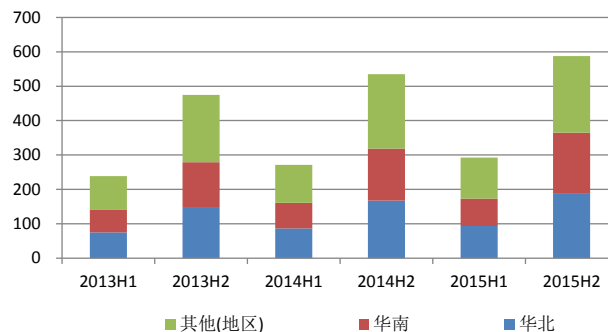


图 3: 公司分产品营收情况



公司分区域营收情况



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。

周颖，食品饮料行业首席分析师。2007 年至 2011 年 2 月在中信证券从事行业研究工作，2011 年 3 月至今在银河证券从事消费类行业研究工作。清华大学硕士。

岳思铭，食品饮料行业分析师。2013 年进入证券业工作，2014 年 1 月至今在银河证券从事食品饮料行业研究工作。英国斯特灵大学硕士。

本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。

单击此处输入文字。

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。

截至本证券研究报告发布之日，本公司持有本篇报告涉及之上市公司的股份达到或超过其已发行股份的 1%，特此提醒投资人注意。

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

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
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
公司网址: www.chinastock.com.cn

机构请致电:

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