

伊利股份 (600887)

市场忽视的三大预期差，行业公司拐点带来估值提升

投资评级：买入（维持）

投资要点

■ **预期差一：产品结构升级+成本优势，有望毛利率创新高。**1) 行业增长由高端产品（常温酸奶、高端 UHT 奶等）拉动，我们估算高端品占比约 30%-40%，预计 16/17 年增速保持 35%/27%，明显高于行业个位数增长 2) 预计 16 年伊利蒙牛光明自身高端占比超半数，提供主要利润。伊利安慕希和金典年目标为 70/72 亿，分别 +84%/20%。1Q16 金典营收+25%；安慕希预计+150%，蒙牛纯甄预计+42%，特仑苏+14%。我们估算常温酸奶市场空间 300-400 亿，还有巨大的渠道下沉空间，高端放量可以持续。3) **成本端：**以伊利为例，14 年收奶价 4.7 元/kg，15 年 4.2 元/kg，1Q16 为 3.8 元/kg，2 季度环比略降 3%，降幅收窄。我们预计 2H16 原奶价维持低位震荡或触底，**低成本对高毛利率的贡献可持续到 16 年末。**全球主要原奶出口国减产预期+石油价格反弹带动养殖成本提升，我们判断 17 年国内原奶价稳中有升，**伊利成本优势会更明显，全球奶源布局+原有奶粉库存大，相比同行业因奶价上涨带来的毛利率降幅小，加之高端产品占比提升，17 年仍可保持高毛利。**

■ **预期差二：主动+被动促销减缓带来的费用率改善。**1) 奶价有望下半年止跌企稳，被动促销减弱。15 年行业促销加剧的原因是原奶和进口大包粉价格大幅下降，成本下降带来利润空间增大，下游大批乳企为抢占市场份额，大幅促销，伊利、蒙牛等龙头被迫应战，行业竞争恶化。随着 1Q16 大包粉和国内生鲜乳价格降幅收窄，乳企再促销无益，行业被动促销压力减弱。2) **行业主动促销减弱：**东吴食品团队全国草根调研，行业 5 月促销环比减弱。中粮蒙牛高层调整，KPI 利润考核增加和大区经理负责制让费用更高效，行业主动竞争趋缓。

■ **预期差三：毛利率提升，费用率或下降，预计季度业绩同比转好，全年超预期。**如果连续 2 个季度利润增速超过 20%+，年报指引 16 年收入同比增 5-8%，超过 1Q 收入增速，伊利估值 16 年有望修复到 23xPE 以上。1Q16 伊利毛利率 41.7%，同比+4.6%，考虑季度销售变化较明显，预计未来三季度的毛利率同比+6.72/3.98/2.49 个百分点，如果 2Q 费用率可持平，未来有逐季微降趋势，我们预计 16 年四个季度的净利率同比可分别+1.4/0.31/1.58/3.44 个百分点。2) 同时海外饮料巨头净利率约为 15%，伊利还有 50%+提升空间。**伊利定位健康食品集团，手握 120 亿现金具有海外并购预期。**

■ **盈利预测与投资建议：**1) 分产品业务预测：安慕希和金典目标收入分别+84%、20%，奶粉行业竞争恶化，收入预计下滑 10%，冷饮收入同比增速持平，预计未来饲料份额或下滑。2) 25 亿增持和员工持股未减持，目前已解禁。3) 资金配置需求：乳业作为低估值且前期滞涨的大市值板块，我们预计伊利业绩将超预期，跟随茅台补涨概率大。我们预计 16-18 年 EPS 分别为 0.93/1.14/1.33，给予 16 年 23xPE，对应目标价 21.4 元/股，还有近 30%空间，给予买入评级，强烈推荐。

■ **风险提示：**食品安全风险，行业竞争加剧。

2016 年 6 月 30 日

证券分析师 马浩博

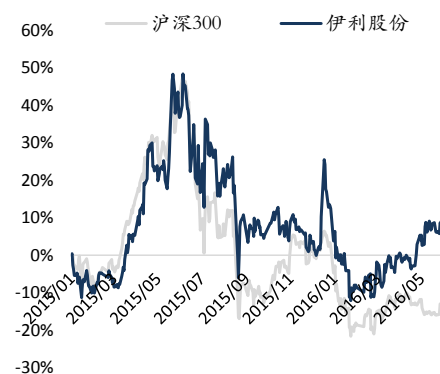
执业资格证书号码：S0850513090003

mahb@research.dwstock.com.cn

研究助理 汤玮亮

tangwl@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价（元）	16.67
一年最低价/最高价	12.84/44.16
市净率	5.30
流通市值（亿）	1006

基础数据

每股净资产	3.15
资产负债率	50.56
总股本（百万股）	6064.80
流通股 A 股（百万股）	6033.37

相关研究

1. 险资举牌事件不断催化，伊利长期投资价值凸显——20151220

目录

1. 预期差一：产品结构升级，龙头优势更加凸显.....	4
1.1. 需求结构升级：高端产品增速快，龙头市占率高	4
1.2. 伊利光明蒙牛高端占比超 50%，提供主要利润.....	5
1.3. 成本下行，利好毛利率	8
1.4. 结构升级+成本下降，贡献伊利高毛利.....	9
2. 预期差二：主动和被动促销减缓带来费用率下降..	9
2.1. 奶价有望下半年止跌企稳，被动促销减弱	9
2.2. 竞争趋缓，行业主动促销减弱	11
3. 预期差三：毛利率提升，费用率或下降，伊利全年盈利有望超预期.....	12
3.1. 营收稳步增加，高端产品收入占比逐年加大	12
3.2. 促销改善，销售费用率或下降	14
3.3. 季度业绩同比转好，全年盈利有望超预期	15
3.4. 定位全球健康食品提供商，海外并购预期强	15
4. 盈利预测与投资建议	17
5. 风险提示	17

图表目录

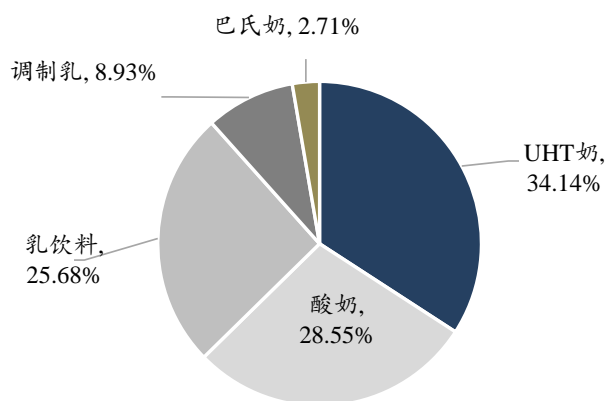
图表 1: 液态奶消费结构占比.....	4
图表 2: 2014-2016E 不同液态奶销售额增速比较.....	4
图表 3: 重点品类的销售规模预测 (单位: 亿元)	4
图表 4: 2016 年重点品类 CR3 市占率预测.....	4
图表 5: 常温奶和常温酸奶的高端品市占率 (16.1-4 月)	5
图表 6: 液态奶细分品类的净利空间测算.....	5
图表 7: 主要乳企产品定价, 酸奶价更高.....	5
图表 8: 预计 16 年主要乳企高端品占比均超过 50%.....	6
图表 9: 主要乳企产品销量增速 (16.1-4 月)	6
图表 10: 乳企常温酸奶的规模及预测 (单位: 亿元)	7
图表 11: 常温酸奶的地区销量分布占比 (单位: %)	7
图表 12: 乳品龙头基础品类渠道下沉能力强.....	7
图表 13: 龙头企业的网点数目较为丰富.....	8
图表 14: 2016E 三家企业常温酸奶的渠道下沉进程.....	8
图表 15: 成本下行, 伊利原奶收购价持续下降.....	8
图表 16: 中外原奶价差大 (元/kg)	9
图表 17: 中外奶粉价差明显.....	9
图表 18: 成本下降+结构升级对伊利营收、毛利的贡献测算 (2016E)	9
图表 19: IFCN 全球原料奶和饲料价格走势.....	10
图表 20: 恒天然奶粉拍卖价持续下滑.....	10
图表 21: 国内主产区生鲜乳价格走势 (单位: 元/kg)	10
图表 22: 以伊利为例, 奶价变动与销售费用率负相关性较强.....	11
图表 23: CR3 销售费用率 1Q16 达到高点.....	12
图表 24: 伊利销售费用率及同比变化 (季度数据) 同比.....	12
图表 25: 蒙牛销售费用率及同比变化 (半年数据)	12
图表 26: 光明销售费用率及同比变化 (季度数据)	12
图表 27: 伊利液体乳收入占比高达 80%.....	13
图表 28: 伊利高端产品占比迅速提高, 超 50%.....	13
图表 29: 液态奶销售额 (百万) 及同比增速 (%)	13
图表 30: 金典和安慕希单品销售额及同比增速.....	13
图表 31: 16 年伊利高端品贡献收入和利润的增量估算.....	13
图表 32: 伊利期间费用季度同比.....	14
图表 33: 伊利销售费用季度同比.....	14
图表 34: 伊利管理费用季度同比.....	14
图表 35: 伊利财务费用季度同比.....	14
图表 36: 伊利盈利能力分析 (季度数据及预测)	15
图表 37: 全球主要食品企业毛利率和净利率水平.....	15
图表 38: 伊利海外并购大事件.....	16
图表 39: 国内外主要乳企估值分析.....	17
图表 40: 伊利股份三年预测财务报表.....	18

1. 预期差一：产品结构升级，龙头优势更加凸显

1.1. 需求结构升级：高端产品增速快，龙头市占率高

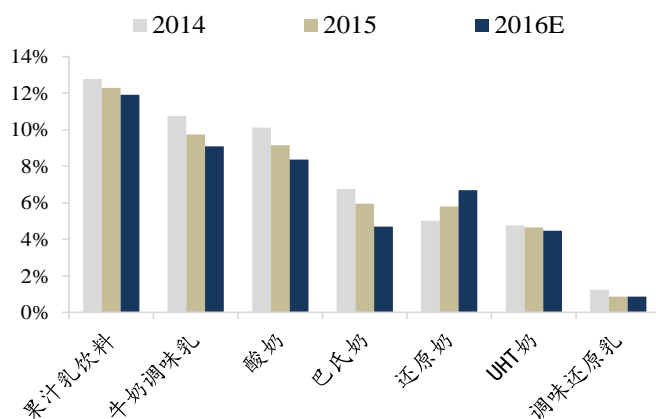
液态奶和奶粉是我国奶类需求的主要品类，奶粉消费主要受婴儿人口数影响，需求较为平稳；液态奶在经历十余年的快速增长后，消费的结构升级已非常明显，UHT 奶消费占比最大 34.14%，其次是酸奶、乳饮料和调制乳，巴氏奶受困保鲜期短，生产运输成本大，市占率一直较小。在细分品类中，销售额增速较快的为乳饮料、牛奶调味乳和酸奶。

图表 1：液态奶消费结构占比



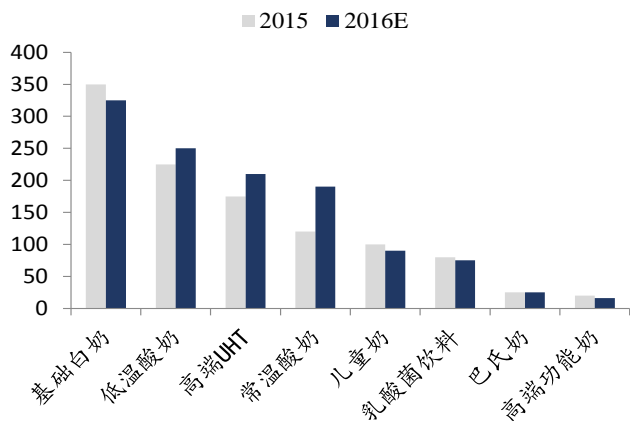
资料来源：荷斯坦，东吴证券研究所

图表 2：2014-2016E 不同液态奶销售额增速比较



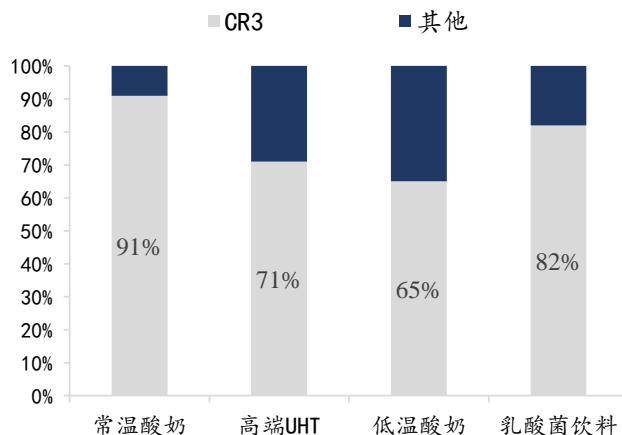
资料来源：Euromonitor，东吴证券研究所

图表 3：重点品类的销售规模预测（单位：亿元）



资料来源：公司年报，AC 尼尔森，东吴证券研究所

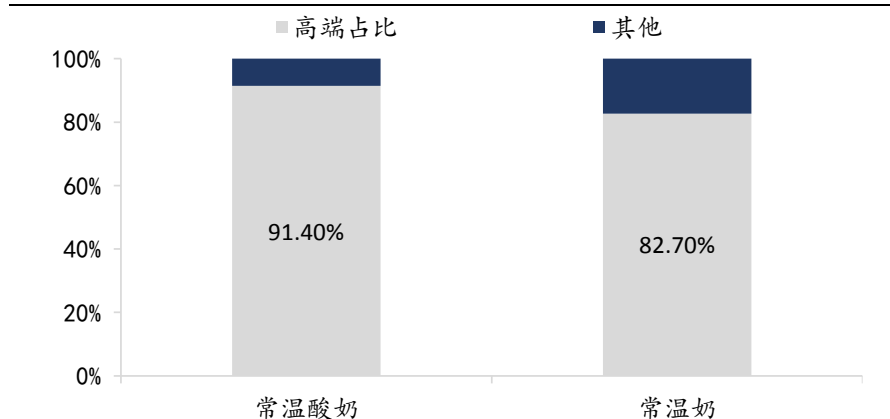
图表 4：2016 年重点品类 CR3 市占率预测



行业增长主要由常温酸奶、低温酸奶、高端 UHT 奶拉动。重点品类中基础白奶虽占据最大份额，但是增速明显下滑，行业需求主要由占比约 50% 的常温酸奶、低温酸奶、高端 UHT 奶拉动。短期我们看好这三大品类增长的持续性，预计 16/17 年高端增速将继续保持两位数增长，明显高于行业个位数增长。

龙头优势凸显，主要品类的市占率大幅提升。近几年伊利、光明、蒙牛不断推出高端新品，抢占市场份额。根据草根调研，在主要拉动行业增长的四大品类中，伊利蒙牛光明的高端单品市占率较高，伊利蒙牛优势明显，光明弱势。**常温酸奶市占率较集中**，安慕希约 37%，纯甄约 27%，莫斯利安约 20%，安慕希爆发式增长，纯甄增速 85%，莫斯利安市场份额从去年 4 月的 48.8% 下降到今年 4 月的 29.8%。预计 16 年 CR3 的市占率超 90%；**高端 UHT 奶 CR3 市场市占率约 72%，其中特仑苏市占率约 51%，但增速显著慢于金典**；乳酸菌饮料市场 CR3 市占率约 83%，低温酸奶 CR3 市占率约 65%。CR3 整体高端占比超 50%，根据其不同品类高端品市占率合计估算，我们预计行业整体高端占比在 30%-40%。

图表 5： 常温奶和常温酸奶的高端品市占率（16.1-4 月）

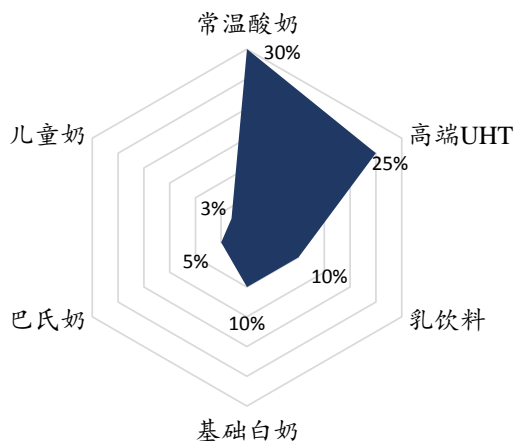


资料来源：公司年报，AC 尼尔森，东吴证券研究所

1.2. 伊利光明蒙牛高端占比超 50%，提供主要利润

高端乳品一般为定价高，包装好，兼具营养价值的乳品。从企业角度出发，高端产品附加值高意味着净利润增速的贡献空间大。基础白奶和儿童奶的净利率空间一般在 10% 和 5% 左右，高端产品，如伊利的金典、安慕希，净利率空间在 10-30% 左右，对企业而言，提升高端产品的销售占比将直接拉动净利率的提升。

图表 6： 液态奶细分品类的净利率测算



资料来源：公司年报，东吴证券研究所

图表 7： 主要乳企产品定价，酸奶价更高

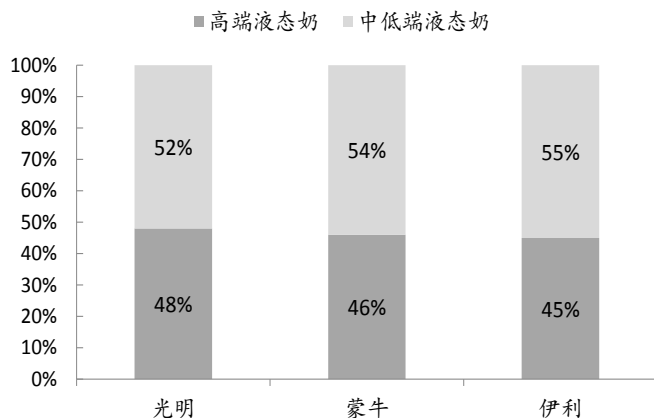
品类	产品	定价（元/升）
高端 UHT	蒙牛特仑苏	22
	伊利金典	22
	恒天然安佳	23
常温酸奶	光明莫斯利安	28
	伊利安慕希	27
	蒙牛纯甄	28
儿童奶	伊利 QQ 星	19
	蒙牛未来星	19
巴氏奶	光明优倍	21
低温酸奶	蒙牛冠益乳	32
	伊利畅轻	34

资料来源：天猫超市，东吴证券研究所

伊利、蒙牛、光明自身高端占比超半数，净利贡献空间大。近年来，主要乳企产品不断创新，高端产品营收占比显著提升。15 年伊利收入+11.19%，我们草根调研估计安慕希零售额同比+460%；主要高端品金典、安慕希、畅轻等收入占比+5%，贡献了主要利润。15 年光明液态奶的收入大幅下滑，莫斯利安、优倍鲜奶收入虽同比略下滑，但超额增速为 4.03%，3.14%。16 年伊利安慕希和金典年目标为 70/72 亿，我们预计分别+84%/20%，拉动整体利润明显。草根调研估算伊利 1-4 月常温奶+11%，低温奶 12%，1Q16 金典营收约+25%，安慕希预计+150%，增速明显。**16 年蒙牛目标常温奶收入+5%；低温奶收入+10%，高端产品贡献最大。**1-4 月常温奶+6%，低温奶-3%，其中高端产品贡献大，纯甄预计+42%，特仑苏+14%。随着收入中高端占比提升，乳企的净利情况可以得到明显改善。

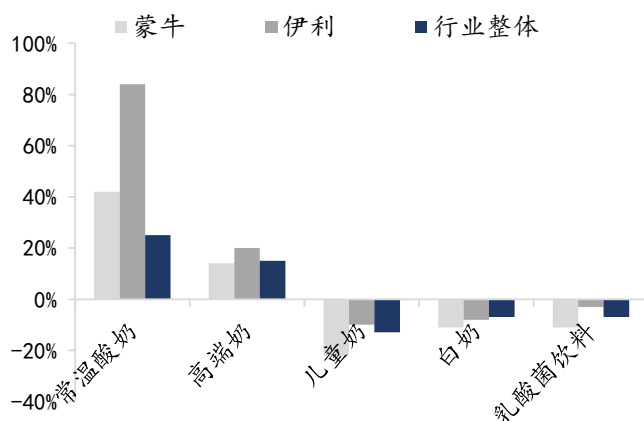
主要高端品产品增速明显，而基础白奶、儿童奶、乳酸菌饮料销量均下滑。我们草根调研显示：1) 儿童奶销量：1-4 月，蒙牛约-22%，伊利约-10%；消费者越来越注意健康，儿童奶有添加剂，实际的健康属性不如特仑苏等高端纯奶，销量下滑明显；2) 白奶销量：1-4 月，蒙牛白奶约-11%；伊利约-8%，行业整体估计-7%；白奶对于乳制品公司的主要作用为消化公司的原奶储备，但对公司的盈利贡献非常小；3) 乳酸菌饮料销量：行业整体估计-7%，蒙牛-11%左右。

图表 8：预计 16 年主要乳企高端品占比均超过 50%



资料来源：荷斯坦，东吴证券研究所

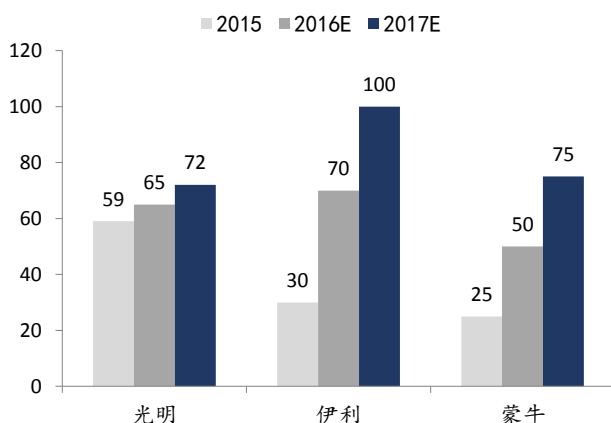
图表 9：主要乳企产品销量增速 (16.1-4 月)



资料来源：Euromonitor，东吴证券研究所

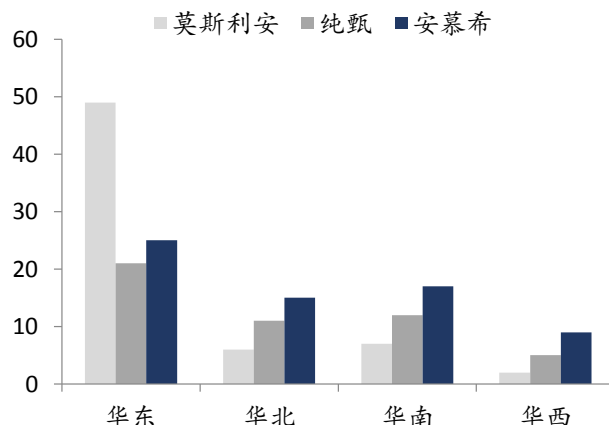
高端产品中，我们预计常温酸奶市场空间 300-400 亿，还有巨大的渠道下沉空间，高端产品放量可以持续。常温酸奶集酸奶和常温特性优势，是乳业新宠。我们预计 16/17 年的增速将保持 65%/37% 的较高水平，预计 17 年出厂口径规模将达到 300-400 亿元，容量超过高端 UHT 奶。常温酸奶作为利润增长的引擎，对于下游企业是兵家必争之地。伊利安慕希、光明莫斯利安、蒙牛纯甄线上与线下的费用投放较高，有意愿共同做大品类，高端产品放量可以持续。

图表 10: 乳企常温酸奶的规模及预测 (单位: 亿元)



资料来源: 公司年报, AC 尼尔森, 东吴证券研究所

图表 11: 常温酸奶的地区销量分布占比 (单位: %)

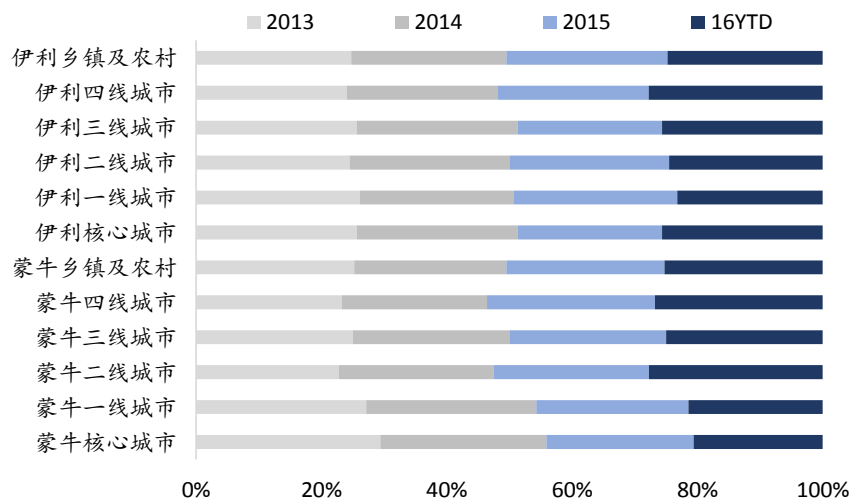


资料来源: 公司年报, AC 尼尔森, 东吴证券研究所

常温酸奶华东地区销量最高。从地域性结构看, 目前销售额最为集中的仍然是健康理念较强, 消费水平高的华东地区, 在华东以外地区的拓展空间仍然很大。

渠道下沉, 龙头乳企优势凸显: 奶价低迷期, 正是龙头企业抢占市场份额, 加快全国布局的重要时期。我们看好龙头企业伊利、光明在同质化竞争中的渠道与营销优势, 在乳业行业低迷时, CR3 份额将进一步向龙头企业集中。下游乳品龙头的渠道下沉和空白网点开发也已相对充分, 竞争优势明显高于中小企业。

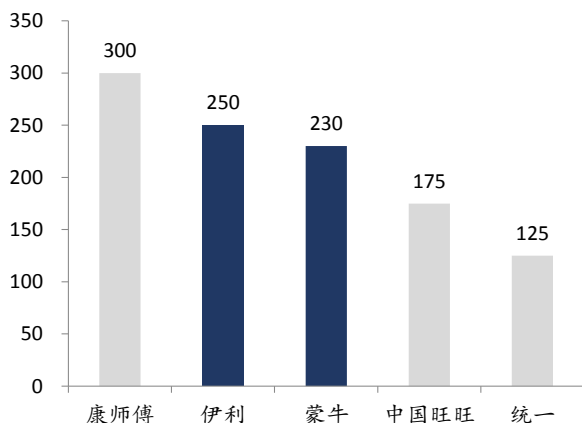
图表 12: 乳品龙头基础品类渠道下沉能力强



资料来源: 公司年报, AC 尼尔森, 东吴证券研究所

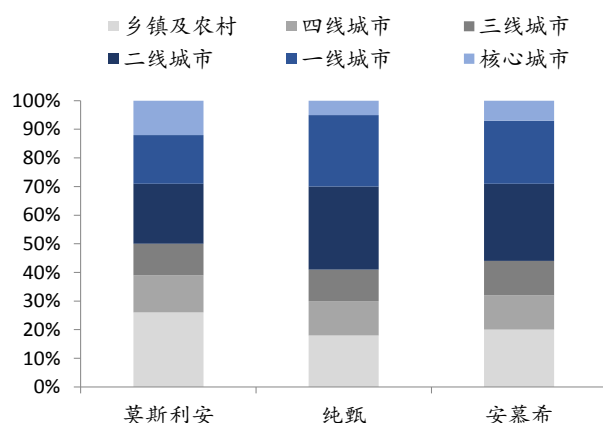
渠道下沉仍具空间:从三大龙头企业在常温酸奶品类的渠道下沉来看, 目前销售仍主要集中在一二线城市, 未来在三、四线城市及乡镇农村还有较大渗透空间。以伊利为例, AC 尼尔森零研数据显示公司液态乳在三四线城市与农村市场的零售额, 较上年+13.2%, 增长空间巨大。

图表 13: 龙头企业的网点数目较为丰富



资料来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图表 14: 2016E 三家企业常温酸奶的渠道下沉进程

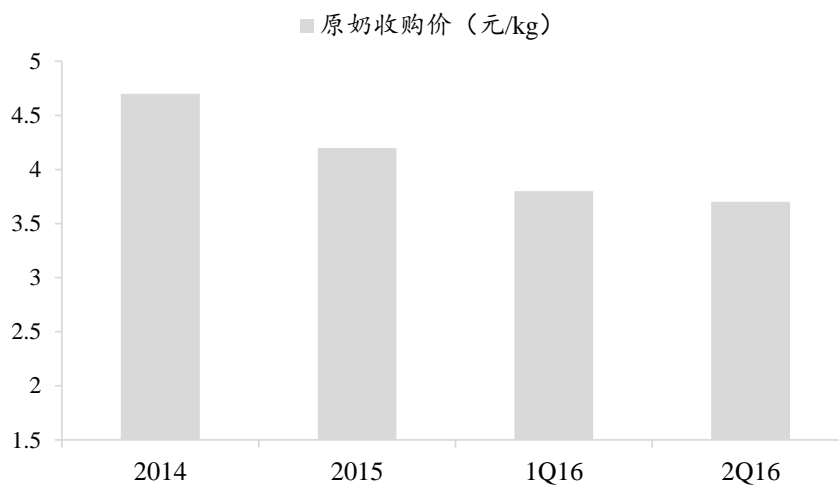


资料来源: AC 尼尔森, 东吴证券研究所

1.3. 成本下行, 利好毛利率

伊利成本端: 1Q16 伊利收奶价 3.8 元/kg, 15 年 4.2 元, 14 年 4.7 元。2 季度比 1 季度略降 0.1 元, 同比降幅收窄。我们预计 2H16 奶价维持低位震荡, 虽有望回暖, 但涨幅不会超过 5%, 依旧低迷的奶价带来低成本, 对毛利率的贡献可持续到 16 年末。

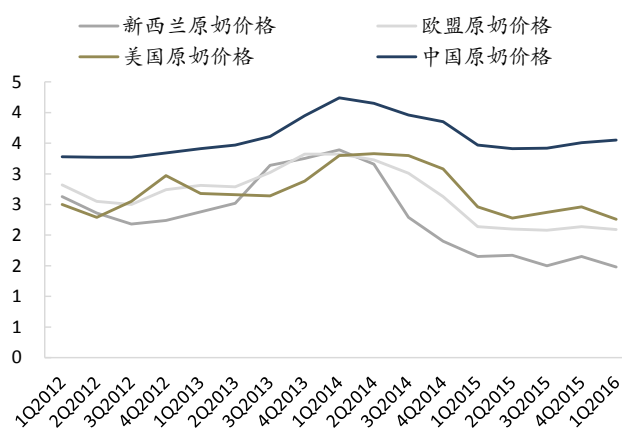
图表 15: 成本下行, 伊利原奶收购价持续下降



资料来源: 草根调研, 东吴证券研究所

全球主要原奶出口国减产预期强+石油价格反弹带动养殖成本提升, 我们判断 17 年国内外原奶价均稳中有升, 且中外奶价差将一直存在。虽然预计未来奶价的上涨会提高下游乳企的生产成本, 但是伊利因为全球奶源布局+原有奶粉库存较大, 整合全球资源降低成本, 所以在奶价上涨时, 伊利的成本优势反而会更加凸显, 海外资源将使伊利在行业竞争中保持巨大成本优势, 因成本上涨带来的毛利率降幅较小, 加之高端产品占比的不断提升, 我们预计伊利 17 年依可保持较高毛利率。

图表 16: 中外原奶价差大 (元/kg)



资料来源: 荷斯坦, Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 17: 中外奶粉价差明显



资料来源: 荷斯坦, Wind 资讯, 东吴证券研究所

1.4. 结构升级+成本下降, 贡献伊利高毛利

成本下降+结构升级, 预计 2016 年对伊利主要业务液态奶、冷饮、奶粉及奶制品的毛利润贡献分别为 26.54 亿/0.93 亿/3.54 亿, 对各业务的毛利的贡献占比分别约为 13%、6%、10%, 说明对伊利的整体业绩影响较为明显。

图表 18: 成本下降+结构升级对伊利营收、毛利的贡献测算 (2016E)

(单位: 亿元)	液态乳	冷饮	奶粉及奶制品
收入	504.7	40.98	58.03
YOY	7.04%	0.00%	-10.00%
成本	302.8	25.82	25.53
YOY	-4.20%	-2.00%	-10.06%
毛利	207	15.16	37.58
影响因子			
产品结构调整	30.62	2.19	2.91
毛利贡献	15.75%	14.21%	8.69%
原料价格下降+产品结构升级	26.54	0.93	3.54
毛利贡献	13.00%	6.04%	10.61%
促销	-24.52	-2.56	-1.19
毛利贡献	-12.01%	-16.60%	-3.56%

资料来源: 公司年报, 草根调研, 东吴证券研究所

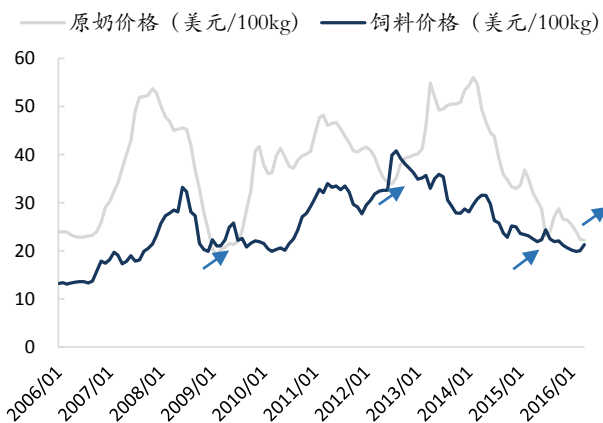
2. 预期差二: 主动和被动促销减缓带来费用率下降

2.1. 奶价有望下半年止跌企稳, 被动促销减弱

国际奶价走势: 预计国际奶价 16 年止跌, 17 年回升。1) 原奶: 4 月 IFCN 全球原料奶价格 1.438 元/公斤, 环比-0.9%, 相比 3 月暴跌 7.1%, 跌幅收窄。3 月全球饲料价格 1.38 元/公斤, 环比+6.5%, 已接近原奶价。

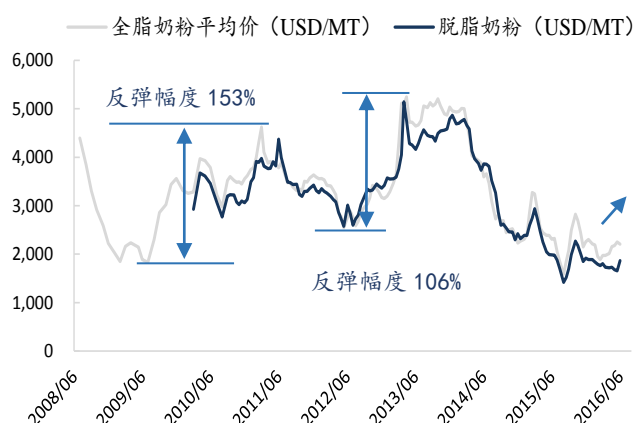
历史上三个时间段（2008-2009 年中旬，2012 年中旬到年底和去年 7 月份），逆向交叉都是行情的拐点，**目前奶价持续下跌，有望再次迎来交叉拐点，之后触底反弹是大概率事件。**2) 奶粉：恒天然全脂和脱脂奶粉拍卖价较 14 年高点已下降约 55%，5 月**脱脂奶粉 1676 美元/吨，下降 3.6%；全脂奶粉 2176 美元/吨，略长 0.7%，有反弹迹象。**从历史上前两轮周期性反弹看，我们预计 16 年下半年奶价有望触底反弹，17 年进入上涨期。

图表 19: IFCN 全球原料奶和饲料价格走势



资料来源：荷斯坦，东吴证券研究所

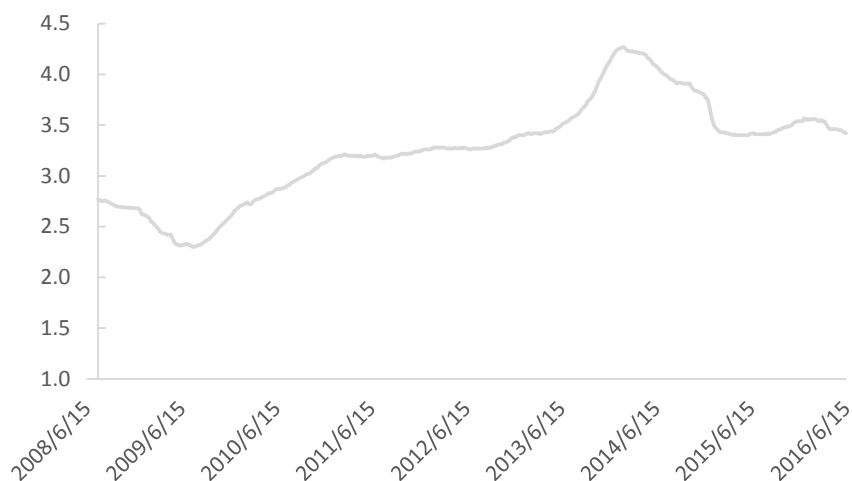
图表 20: 恒天然奶粉拍卖价持续下滑



资料来源：荷斯坦，Wind 资讯，东吴证券研究所

国内奶价：截止 16 年 5 月，国内生鲜乳均价 3.45 元/千克，周环比持平，月同比微降 0.29%。中国原料奶价格依旧低迷，主产区生鲜乳均价与大牧场生鲜乳销售价见回升。当前国内奶价暂时不具备良好上升基础，考虑供求调整速度，预计下半年奶价可企稳。

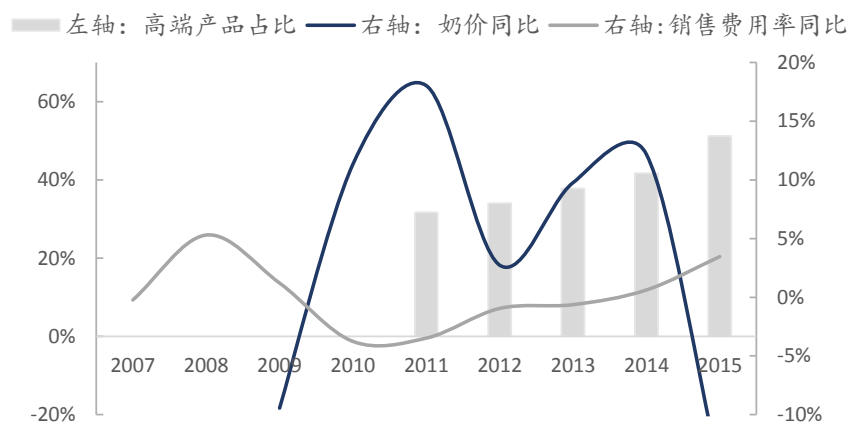
图表 21: 国内主产区生鲜乳价格走势 (单位:元/kg)



资料来源：农业部，东吴证券研究所

奶价有望下半年止跌企稳，下半年乳企无被动促销压力。15 年行业促销加剧的原因是原奶和进口大包粉价格大幅下降，成本下降带来产品利润空间增大，下游大批乳企为抢占市场份额，大幅促销（促销形式主要有：产品买一送一或单品价格打折，线上线下广告费用增强品牌知名度），伊利、蒙牛等龙头被迫应战，行业竞争恶化，整体费用率上升，以伊利为例，奶价变动与销售费用率负相关性较强。随着 1Q16 大包粉和国内生鲜乳价格降幅收窄，我们预计 2H16 奶价企稳，大部分下游乳企失去成本空间来促销，因奶价引起的行业被动促销会明显改善。

图表 22：以伊利为例，奶价变动与销售费用率负相关性较强



资料来源：公司年报，农业部，东吴证券研究所

2.2. 竞争趋缓，行业主动促销减弱

东吴食品饮料团队自 3 月开始全国 7 大区草根调研，行业 5 月促销环比减弱，竞争格局稍有放缓。16 年前 5 个月促销回顾：1-3 月主要是渠道压货进行促销，但相比 15 年同期促销环比减弱。3-4 月依然是全面的促销，主要是乳企清库存压力，但促销力度同比相对不变。5 月以来，促销主要针对个别区域及单品，蒙牛主要是在纯甄上有促销，光明为莫斯利安。从环比看，5 月促销环比下降，相对去年同期促销力减弱。

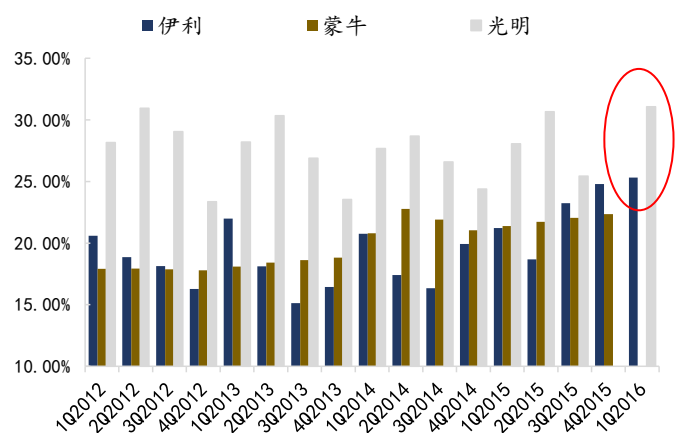
行业主动促销减弱：1) 中粮蒙牛高层调整，KPI 利润考核和大区经理负责制让费用更高效，降低无谓促销和费用率，行业主动竞争趋缓。蒙牛集团 2015 年营收 490 亿元，2016 年目标计划不低，加之 KPI 利润考核，后期主动促销有望改善。从单品促销来看，特仑苏环球精选奶源来自新西兰，会选择降低成本方式保证利润。

2) 伊利靠安慕希和金典单品的高增长，就能带动公司整体利润的高增长，因而全系列促销动力不强。且新品安慕希处于成长期，过度促销会对产品的生命周期产生较大的影响。伊利去年 5 月因为受原奶收购、生产、销售等环节的不协调导致库存过高，促销力度加大，但今年伊利整体促销节奏上比去年把控的好很多，16 年 5 月促销环比明显改善。

根据我们对全国 7 大区的伊利、蒙牛、光明的经销商和商超调研，主要乳企 1Q 促销力度最大，费用率随之达到高点。回顾促销的季度性同

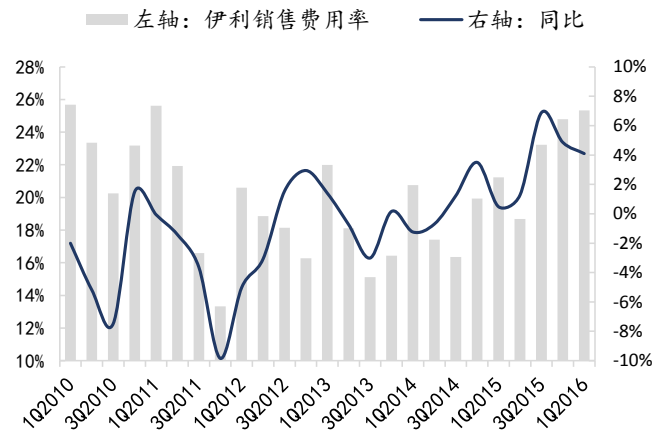
比变化，随着清库存基本完成，被动促销+主动促销减弱，预计下半年行业竞争趋缓，带来乳企费用率下降，尤其是 2Q16 下降预期会明显。

图表 23: CR3 销售费用率 1Q16 达到高点



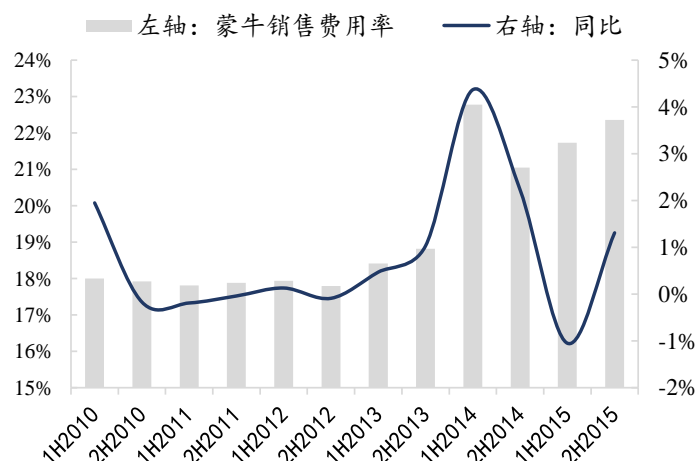
资料来源：公司年报，东吴证券研究所

图表 24: 伊利销售费用率及同比变化（季度数据）同比



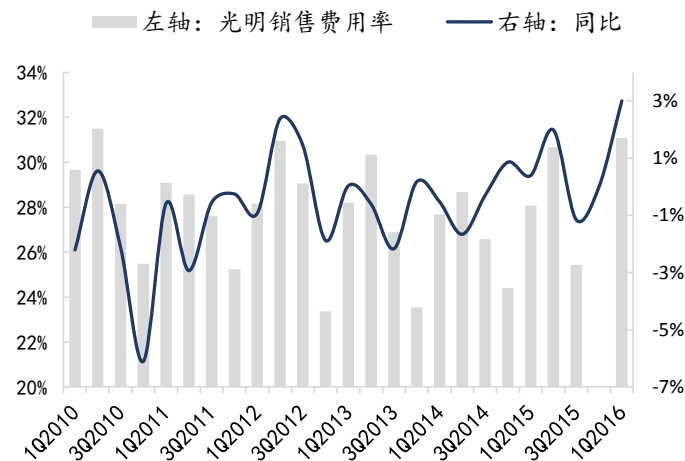
资料来源：公司年报，东吴证券研究所

图表 25: 蒙牛销售费用率及同比变化（半年数据）



资料来源：公司年报，东吴证券研究所

图表 26: 光明销售费用率及同比变化（季度数据）



资料来源：公司年报，东吴证券研究所

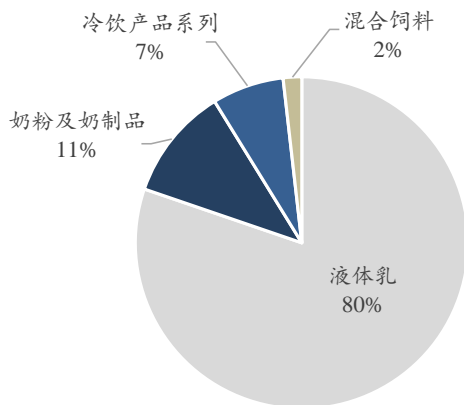
3. 预期差三：毛利率提升，费用率或下降，伊利全年盈利有望超预期

3.1. 营收稳步增加，高端产品收入占比逐年加大

总收入保持高增长：伊利 15 年营业收入达 598.6 亿元，同比+10.9%。1Q16 收入 152.2 亿元，+2.61%。其中 15 年液体乳收入 471.5 亿，+11%，在营收占比最高，约 80%；奶粉及奶制品收入 64.5 亿，+7%；冷饮 41 亿，-4%；混合饲料收入 10.6 亿，+35%，我们预计伊利未来将集中发展乳业，15 年显示小幅减持控股的畜牧公司股份，混合饲料业务预计未来占比可能会下滑。

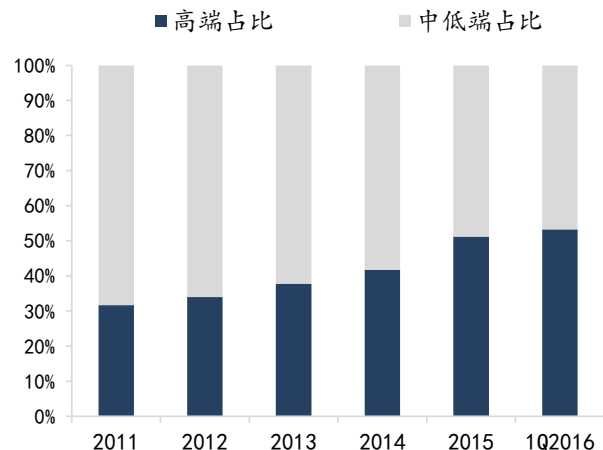
高端产品收入占比逐年加大，目前已超过 50%：金典+安慕希表现强势，市占率快速提升，白奶、儿童奶和奶粉销量均呈现下滑趋势，但因营收占比较小，对利润影响也较小。明显看出，伊利 1Q16 的营收和利润主要由金典和安慕希拉动。

图表 27：伊利液体乳收入占比高达 80%



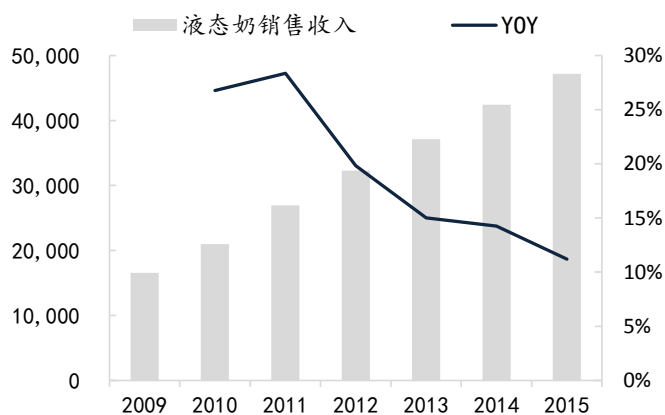
资料来源：公司年报，草根调研，东吴证券研究所

图表 28：伊利高端产品占比迅速提高，超 50%



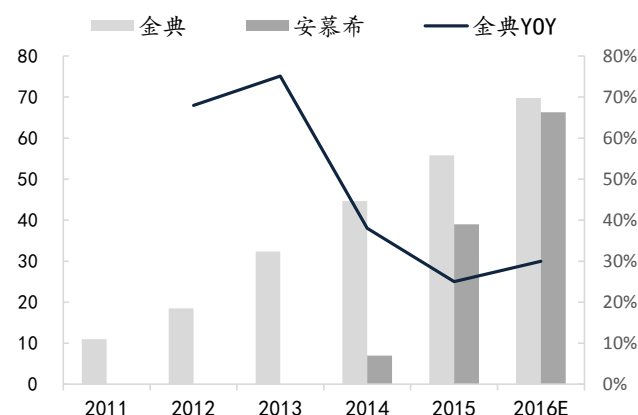
资料来源：公司年报，草根调研，东吴证券研究所

图表 29：液态奶销售额（百万）及同比增速（%）



资料来源：公司年报，草根调研，东吴证券研究所

图表 30：金典和安慕希单品销售额及同比增速



资料来源：公司年报，草根调研，东吴证券研究所

伊利是 3 家乳企龙头中产品结构升级最为成功的企业，仅依靠安慕希、金典的销量增速就可以拉动全年利润。根据 15 年历史数据，结合我们的草根调研情况，推测出 16 年安慕希、金典单品的营收贡献约 9.3% 的增量，利润约贡献 13% 的增量。

图表 31：16 年伊利高端品贡献收入和利润的增量估算

单位：亿元	安慕希	金典
2015 收入	38	60
2016E 收入	70	72
收入增量	32	12
合计	44	

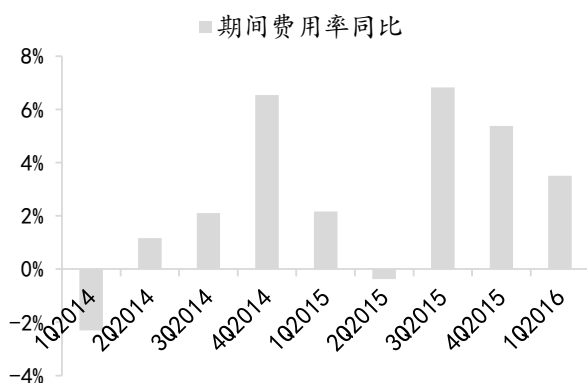
2015 年伊利液态奶收入	471.51	
收入增量占比	9.33%	
毛利率	45%	45%
净利率	15%	10%
净利润增量	4.8	1.2
合计	6	
2015 年伊利净利润	46.32	
利润增量占比	12.95%	

资料来源：公司年报，草根调研，东吴证券研究所

3.2. 促销改善，销售费用率或下降

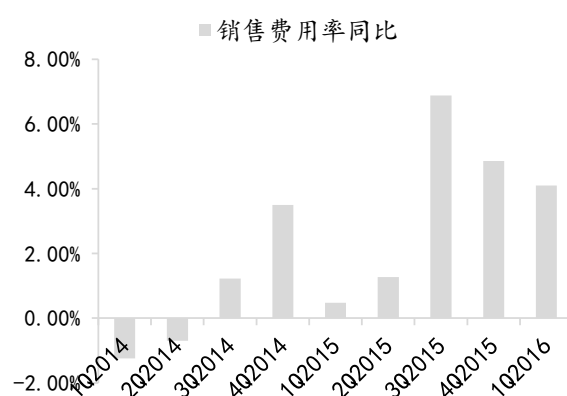
主动+被动促销减少，销售费用率有下降趋势。2Q16 的草根调研了解到，伊利的销售精力将放在空白网点开拓和线上营销的差异化费用投放渠道。1Q16 销售费用约 39 亿，同比+4.1%，环比+0.54%，随着行业竞争趋缓，费用率同比具有较为明显的季度性特点，销售费用 2Q16 有下行趋势。财务费用也存在下降趋势。

图表 32：伊利期间费用季度同比



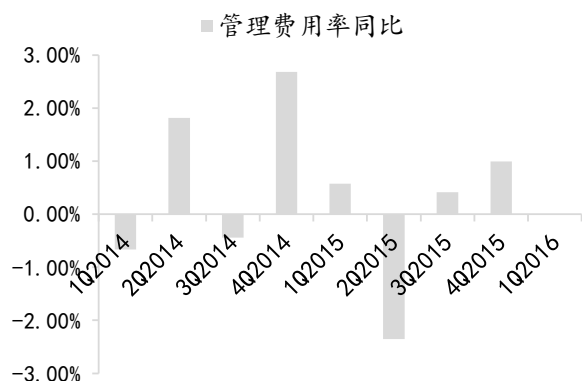
资料来源：公司年报，东吴证券研究所

图表 33：伊利销售费用季度同比



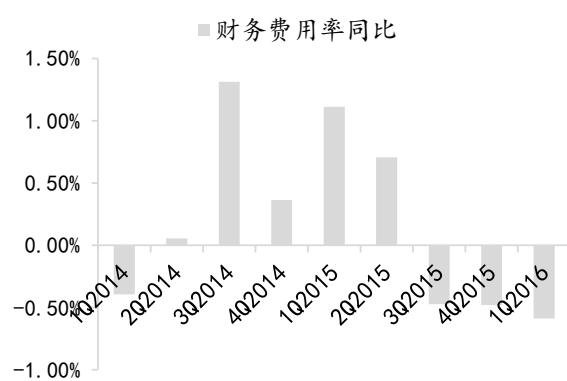
资料来源：公司年报，东吴证券研究所

图表 34：伊利管理费用季度同比



资料来源：公司年报，东吴证券研究所

图表 35：伊利财务费用季度同比



资料来源：公司年报，东吴证券研究所

3.3. 季度业绩同比转好，全年盈利有望超预期

毛利率同比提升和费用率逐季下降，带来伊利季度业绩同比转好。1Q16 伊利毛利率为 41.7%，同比+4.6%，考虑伊利产品销售季度变化较明显，预计未来三季度的毛利率同比+6.72/3.98/2.49 个百分点。考虑促销改善，如果 2Q 费用率基本持平，未来费用率有逐季微降趋势，我们预计 16 年四个季度的净利率同比可分别+1.4/0.31/1.58/3.44 个百分点。如果连续 2 个季度利润增速超过 20%+，年报指引 16 年收入同比增 5-8%，超过 1Q 收入增速，伊利估值有望修复到 16 年 23xPE 以上。

图表 36：伊利盈利能力分析（季度数据及预测）

	1Q2015	2Q2015	3Q2015	4Q2015	1Q2016	2Q2016E	3Q2016E	4Q2016E
营业收入	148.39	150.17	156.23	143.85	152.25	157.68	164.04	158.2
同比(%)	13.83%	5.38%	8.10%	17.71%	2.61%	5.00%	5.00%	9.98%
净利润	13.03	13.59	9.75	9.94	15.54	14.81	12.89	18.01
同比(%)	20.16%	12.47%	-22.93%	69.64%	19.26%	8.93%	32.15%	81.07%
销售毛利率(%)	37.08%	32.50%	35.03%	39.16%	41.74%	39.22%	39.01%	41.65%
同比	3.36%	-0.07%	3.55%	6.66%	4.66%	6.72%	3.98%	2.49%
销售净利率(%)	8.83%	9.08%	6.28%	6.94%	10.23%	9.39%	7.86%	10.38%
同比	0.48%	0.53%	-2.51%	2.12%	1.40%	0.31%	1.58%	3.44%
销售费用率	21.23%	18.68%	23.23%	24.79%	25.33%	24.70%	24.03%	23.10%
销售费用率同比	0.48%	1.27%	6.88%	4.86%	4.10%	6.02%	0.80%	-1.69%
管理费用率同比	0.60%	-2.37%	0.40%	0.96%	-0.03%	-0.03%	-0.03%	0.04%
财务费用率同比	1.12%	0.71%	-0.48%	-0.49%	-0.60%	-0.01%	-0.01%	-0.12%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

3.4. 定位全球健康食品提供商，海外并购预期强

全球主要饮料公司达能和雀巢的毛利率一般维持在 50% 左右，其中辉瑞的毛利率水平最高达 80%，净利率最高的为辉瑞 13 年达 42%，美赞臣一般在 16% 左右，雀巢在 10% 以上波动。伊利的毛利率 13-15 年在 35% 左右波动，净利率 13-15 年逐步提升在 7% 左右。对比全球饮料龙头，1Q16 伊利的毛利率 42% 和净利率 10.23%，远不是企业发展的上限，未来还有约 50% 的提升空间，预计 16 年未来 3 季度的净利率提升有望超预期。

图表 37：全球主要食品企业毛利率和净利率水平

公司	代码	市值 (亿)	毛利率			净利率			净资产收益率 (%)	
			2013	2014	2015	2013	2014	2015	2014	2015
美赞臣	MJN US Equity	156.26	63.61	61.43	64.25	16.28	16.32	16.05	89.53	-73.39
达能	BN FP Equity	449.23	48.46	47.71	49.97	6.68	5.29	5.72	13.88	15.41
雀巢	NESN VX Equity	2383.79	47.92	48.24	49.79	10.84	15.74	10.18	16.6	17.94
明治	2269 JP Equity	137.72	34.32	34.74	36.41	1.66	2.66	5.11	-	9.35
雅培	ABT US Equity	552.40	53.23	54.47	57.13	13.1	11.28	21.68	15.07	13.99
辉瑞	PFE US Equity	2012.92	81.42	80.69	80.25	42.65	18.41	14.24	10	18.07

平均值			54.83	54.55	56.3	15.2	11.62	12.16	29.02	0.228
雅士利国际	1230.HK	11.00	53.47	51.18	50.78	11.25	9.36	4.28	2	3.8
合生元	1112.HK	18.72	65.23	61.86	61.94	17.99	17.05	5.22	-	23.74
蒙牛乳业	2319.HK	63.31	26.98	30.84	31.36	3.76	4.7	4.83	18.01	12.48
现代牧业	1117.HK	9.50	-	37.11	34.37	14.62	14.63	6.66	9.3	9.2
中国圣牧	1432.HK	14.33	42.88	50.17	47.65	28.62	33.35	25.82	-	30.3
光明乳业	600597.SH	23.51	34.41	33.91	35.79	2.51	2.77	2.17	9	10.3
贝因美	002570.SZ	19.83	60.95	53.36	56.06	11.93	1.38	2.31	-	4.2
伊利	600887.SH	140.70	28.31	32.9	36.16	6.7	7.64	7.71	-	24.38
平均值			44.6	43.92	44.26	12.17	11.36	7.37	9.58	14.8

资料来源：彭博资讯，东吴证券研究所

伊利定位全球健康食品提供商，手握 120 亿现金具有海外并购预期强。伊利在荷兰合作银行发布的“2015 年度全球乳业排名”中，公司蝉联全球乳业 10 强，亚洲乳业第一。境外资产 16.78 亿人民币，占总资产的比例为 4.24%。**全球产能布局，战略协同优势。**15 年伊利在新西兰、意大利的生产加工基地已全部进入正常运行状态，公司新西兰生产基地二期项目已完成设计规划，预计在 2017 年 4 月完工。通过一年多南北半球生产基地的淡旺季互补、产供销协同运营实践，公司的市场需求响应、综合成本控制以及原料供应保障能力进一步增强，全球生产基地的战略协同优势更加显现。

图表 38：伊利海外并购大事件

时间	项目对象所属地	项目内容
2012年	新西兰	投资11.03亿元，于新西兰建造年产4.7万吨婴儿配方奶粉生产线，新建新西兰年产47000吨，日鲜奶的最大处理能力为1400吨。此项目为伊利集团首次海外投资。
2013年	美国DFA	双方签署谅解备忘录，计划在战略采购、牧场服务等方面建立长期战略合作关系，并就未来乳品相关项目建立了战略性优先权关系。
2013年	意大利斯嘉达	与意大利最大乳品企业斯嘉达达成战略合作，双方于2014年11月合作推出原装进口UHT奶。
2014年	荷兰瓦赫宁根大学	与荷兰瓦赫宁根大学合作成立欧洲研发中心，并于3月推出托菲尔奶粉。
	美国DFA	投资3000万美元与FDA合作建立全美最大奶粉工厂，该工厂注册资本1亿美元，伊利持股30%，预计产能8万吨
2014年	新西兰	计划于新西兰新建年产5.6万吨奶粉项目（10.05亿元）、婴幼儿配方乳粉包装项目（3.32亿元）、超高温灭菌奶项目（4.62亿元）和生牛乳深加工项目（2.01亿元），合计投资20亿元。
2016年	香港	进一步搭建国际平台，公司在境外认购Yogurt Holding I (HK)Limited 的母公司Yogurt Holding (Cayman) Limited 的部分增资完成，增资14亿元人民币，总计境外持有其40%的股权。

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 39：国内外主要乳企估值分析

公司	代码	市盈率			市净率			EPS CAGR (%)	PEG
		2014	2015	2016E	2014	2015	2016E	2014-2016	2016
美赞臣	MJN US Equity	25.5	23.8	22	-	-	-	7.7	2.8
达能	BN FP Equity	28.9	20.1	18.5	3	2.8	2.6	24.9	0.7
雀巢	NESN VX Equity	25.2	21.6	20.2	3.6	3.4	3.3	11.7	1.7
明治	2269 JP Equity	23.1	25.5	23.4	3.5	3.2	2.9	-0.6	-36.7
雅培	ABT US Equity	12.8	17.2	15.3	2.7	2.5	2.4	-8.5	-1.8
辉瑞	PFE US Equity	29.4	13.6	12.6	3.2	3.2	3	52.6	0.2
雅士利国际	1230.HK	60.8	30.9	23.6	1.2	1.2	1.1	60.6	0.4
平均值		24.1	20.3	18.7	3.2	3	2.8	14.6	-5.5
中值		25.3	20.9	19.3	3.2	3.2	2.9	9.7	0.5
合生元	1112.HK	48.6	16.9	10.6	3.4	2.7	2.1	114.2	0.1
蒙牛乳业	2319.HK	17.5	16.2	15.2	1.9	1.7	1.6	7.2	2.1
现代牧业	1117.HK	7.7	7.5	7.4	0.7	0.7	0.7	2.2	3.3
中国圣牧	1432.HK	11.7	7.6	6	2.1	1.6	—	39.8	0.2
光明乳业	600597.SH	37.9	30.6	28.4	3.4	3.2	2.7	15.6	1.8
贝因美	002570.SZ	-	77.9	50.3	3.5	3.3	3.3	-	-
伊利	600887,.SH	20.1	18.6	17.1	4.7	4.2	3.6	8.4	2
平均值		29.2	25.8	19.8	2.6	2.3	1.9	35.4	1.4
中值		20.1	17.7	16.2	2.7	2.2	1.8	15.6	1.8

资料来源：彭博资讯，东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

1) 分产品业务预测：安慕希和金典目标收入分别+84%、20%，奶粉行业竞争恶化，收入预计下滑 10%，冷饮收入同比增速持平，预计未来饲料份额或下滑。2) 25 亿增持和员工持股未减持，目前已解禁。3) 资金配置需求：乳业作为低估值且前期滞涨的大市值板块，我们预计伊利业绩将超预期，跟随茅台补涨概率大。我们预计 16-18 年 EPS 分别为 0.93/1.14/1.33，给予 16 年 23xPE，对应目标价 21.4 元/股，还有近 30% 空间，给予买入评级，强烈推荐。

5. 风险提示

食品安全风险，行业竞争加剧。

图表 40：伊利股份三年预测财务报表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	19786.2	19187.0	19388.9	20190.9	营业收入	60359.9	63523.3	67065.2	70842.3
现金	13083.7	12606.6	12545.8	13074.4	营业成本	38375.6	37730.8	39129.1	40538.3
应收款项	769.2	818.0	863.6	912.2	营业税金及附加	251.0	285.9	301.8	318.8
存货	4663.1	4491.9	4638.2	4787.5	营业费用	13258.3	15563.2	16095.7	16931.3
其他	1270.1	1270.5	1341.3	1416.8	管理费用	3456.2	3684.4	3889.8	4038.0
非流动资产	19844.8	21530.8	23223.3	24698.7	财务费用	297.2	195.6	103.9	100.4
长期股权投资	121.9	206.9	291.9	376.9	投资净收益	186.3	135.0	135.0	135.0
固定资产	15341.6	16990.4	18645.7	20083.9	其他	-13.6	-15.0	-15.0	-15.0
无形资产	956.4	908.6	860.8	813.0	营业利润	4894.3	6183.5	7665.1	9035.5
其他	3425.0	3425.0	3425.0	3425.0	营业外净收支	629.2	600.0	600.0	600.0
资产总计	39631.0	40717.8	42612.2	44889.6	利润总额	5523.5	6783.5	8265.1	9635.5
流动负债	18202.0	18052.6	18440.2	18858.7	所得税费用	869.1	1085.4	1322.4	1541.7
短期借款	6190.0	6500.0	6500.0	6500.0	少数股东损益	22.6	28.5	34.7	40.5
应付账款	6642.0	5989.2	6184.3	6383.3	归属母公司净利润	4631.8	5669.6	6907.9	8053.3
其他	5370.1	5563.4	5755.9	5975.3	EBIT	5018.8	6259.1	7648.9	9015.9
非流动负债	1283.0	1371.0	1479.0	1707.0	EBITDA	6743.1	7889.1	9506.4	11088.9
长期借款	0.3	0.3	0.3	0.3	重要财务与估值指标				
其他	1282.7	1370.7	1478.7	1706.7	每股收益(元)	0.76	0.93	1.14	1.33
负债总计	19485.1	19423.7	19919.2	20565.7	每股净资产(元)	3.30	3.48	3.71	3.98
少数股东权益	161.5	175.8	193.1	213.4	发行在外股份(百万股)	6064.8	6064.8	6064.8	6064.8
归属母公司股东权益	19984.4	21118.3	22499.9	24110.6	ROIC(%)	15.8%	20.1%	23.6%	26.0%
负债和股东权益总计	39631.0	40717.8	42612.2	44889.6	ROE(%)	23.2%	26.8%	30.7%	33.4%
现金流量表 (百万元)					毛利率(%)	36.4%	40.6%	41.7%	42.8%
	2015	2016E	2017E	2018E	EBIT Margin(%)	8.4%	9.9%	11.5%	12.8%
经营活动现金流	9536.5	7333.6	9050.6	10556.2	销售净利率(%)	7.7%	8.9%	10.3%	11.4%
投资活动现金流	-3486.9	-3585.0	-3585.0	-3585.0	资产负债率(%)	49.2%	47.7%	46.7%	45.8%
筹资活动现金流	-6279.0	-4225.7	-5526.4	-6442.7	收入增长率(%)	10.9%	5.2%	5.6%	5.6%
现金净增加额	-1188.95	-477.07	(60.8)	528.6	净利润增长率(%)	11.8%	22.4%	21.8%	16.6%
折旧和摊销	1698.2	1630.0	1857.5	2073.0	P/E	21.32	17.41	14.29	12.26
资本开支	-2783.8	-3500.0	-3500.0	-3500.0	P/B	4.94	4.68	4.39	4.10
营运资本变动	1293.8	4.7	252.8	394.7	EV/EBITDA	15.50	13.26	11.01	9.45
企业自由现金流	4463.4	3392.4	5035.4	6541.0					

资料来源：东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上;

中性:预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

