

# 伊利股份(600887)

## 为何乳业开启二次增长，市场份额加速向伊利集中？

买入(维持)

2017 年 10 月 22 日

证券分析师 马浩博

执业证书编号：

S0600515090002

021-60199762

mahb@dwzq.com.cn

证券分析师 周恺锴

执业证书编号：

S0600514070001

zhoukk@dwzq.com.cn

证券分析师 张宇光

执业证书编号：

S0600517040003

zhangyg@dwzq.com.cn

### 投资要点

- 乳业开启二次增长，我们提出差异化逻辑：原奶进入新 3 年大周期+中小企业退出市场带来的集中度提升叠加蒙牛竞争趋缓是本次核心驱动因素，另外渠道下沉&结构升级持续存在且还在加速。我们跟踪 3 年数据显示：从 2Q17 开始，乳业和伊利均进入拐点加速复苏。
- 中小企业收缩+奶荒导致成本波动+食品安全监管趋严，行业集中度向龙头提升，伊利市占率提升明显。行业经历 13 年奶荒事件与经济下行周期，成本需求大幅波动，中小乳企抗风险能力弱，叠加食品安全监管趋严、产品老化和财务作假等问题，中小企业大量退出市场，至少腾挪行业空间 5-10% 百分点约 300 亿，龙头份额显著提升。同时随着伊利蒙牛整体收入快速提升，费用率稳中有降，蒙牛更换管理层减缓价格战，行业竞争格局出现改善局面。伊利以深度分销为主的现代渠道管理体系更利于抢占增量市场，市占率加速提升。
- 原奶新周期：乳制品企业盈利最好的阶段是原奶价格温和上涨时期（奶荒奶价暴涨暴跌除外）。奶价温和上涨，龙头企业通过结构升级+提价+减少促销完全抵消成本上涨影响，毛利率稳中有升，费用率下降，净利率提升。观察伊利数据可佐证：2012Q1~2013Q2，此时原奶价格温和上涨（+2%~6%），伊利净利率同比提升 3~6 个百分点，提升显著。中国奶价看国际，13 年奶荒后全球原奶供给目前去产能结束，需求稳定，原奶价格进入温和上涨的 3 年大周期起点，伊利的净利率将步入上升周期，叠加奶粉复苏，我们预计 3Q17 净利润增速 15%+，扣非利润或超 30%，伊利 18 年净利增速近 25%。
- 结构升级趋势明显，高端化进程持续加速。伊利高端产品收入占比从 14 年约 39% 快速提升至 16 年的 49%，提升速度较快。我们预计 2017E 伊利高端占比分别约 53%，未来结构升级呈现加速趋势。
- 渠道下沉：消费者结构变化+人口回流，下线城市享受红利，成为增量主要来源。受到消费者结构变化与人口回流以及现代零售渠道发展两大因素影响，下线城市及村镇市场成为未来消费主力。渠道调研发现 1H17 液奶行业县乡市场收入增速 5%~10%，远高于行业整体增长；伊利凭借强大渠道渗透力，在县级市场收入增速超 20%，也高于公司整体 13% 的收入增长。伊利渠道下沉始于 05 年，到 16 年直控村级网点已达 34.2 万家，翻了 2 倍；伊利渠道结构中乡镇及以下市场占比超过 4 成，且乡镇以下渠道集中度提升速度显著高于一二线城市。
- 伊利股份盈利预测与投资评级：原奶周期+中小企业退出叠加蒙牛竞争趋缓+渠道下沉+结构升级认为伊利进入新 3 年大周期。上调盈利预测，我们预计 2017-2019 年公司收入 679/761/848 亿元，EPS 为 1.08/1.35/1.62 元（同比+16%、24%、20%），综合考虑历史估值和全球可比公司估值水平，我们给予 18 年 25~30XPE，目标价 34~41 元，维持“买入”评级。
- 风险提示：食品安全风险，乳业竞争加剧，上游供给调整不及预期。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价（元）	29.17
一年最低/最高价	15.59/29.8
市净率（倍）	7.79
流通市值（亿元）	1760

### 基础数据

每股净资产（元）	3.74
资本负债率（%）	48.40
总股本（百万股）	6079.0
流通 A 股（百万股）	6033.3

### 相关研究

1. 伊利股份：收入全面提速，结构升，费用降，全年业绩有望超预期！ -20170831
2. 剑指高端，投标收购全球第一有机酸奶 Stonyfield -20170512
3. 伊利股份：16 年业绩符合预期，具备长期投资价值 -20170413
4. 伊利股份：3Q 收入反弹，利润大增，外延并购+股权激励将驱动业绩提速 -20161031

## 目录

1.乳业开启二次增长，2Q17 进入拐点 .....	4
2.中小企业收缩，市场份额加速向龙头集中 .....	4
2.1. 行业集中度提升，中小企业加速退出.....	4
2.2. 行业份额向龙头集中，伊利强者恒强.....	6
3.原奶新周期：乳企盈利最好的阶段是原奶价格开始温和上涨时期.....	8
4.结构升级趋势明显，高端化进程持续加速 .....	9
4.1. 消费升级进行时，高端占比不断提升.....	9
4.2. 产品升级未来看新品，伊利推广能力强 .....	10
5.增量空间主要来自于下线城市，渠道下沉效果显现 .....	12
5.1. 渠道下沉：消费者结构变化+人口回流，下线城市享受红利，成为增量主要来源 .....	12
5.2. 液奶销售看县乡，伊利渠道下沉能力行业第一 .....	12
6.伊利股份：奶粉注册制最为受益+非液奶业务全面恢复，利润弹性更大	14
7.风险提示.....	16

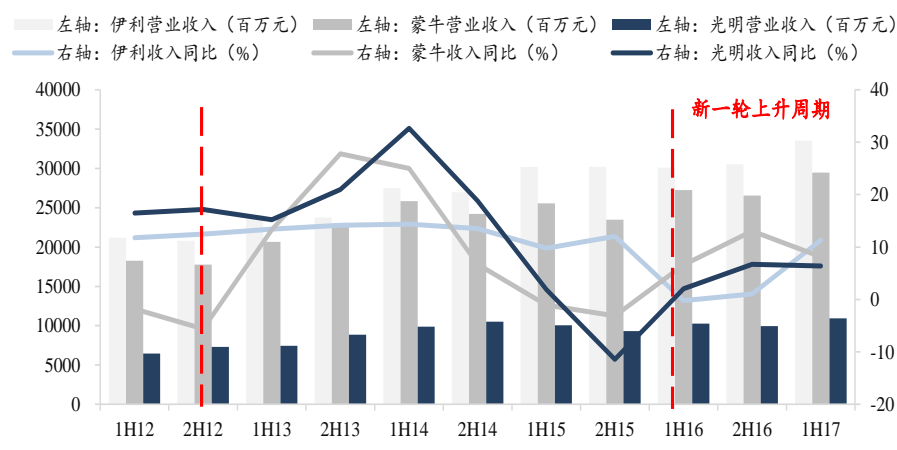
## 图表目录

图表 1: 乳业步入新一轮上升周期, 伊利领涨.....	4
图表 2: 液奶行业 2Q17 进入拐点, 伊利销售额增速引领行业 (单位: %) .....	4
图表 3: 过去三年中, 行业 CR2 提升 7.8pct.....	5
图表 4: 分城市乳企市占率同比变动 (1H17) .....	5
图表 5: 伊利乡镇市占率快速提升, 其他乳企下滑 .....	5
图表 6: 11 年开始规模以上乳企数量显著减少 .....	5
图表 7: 伊利液奶市占率稳步提升 (单位: %) .....	6
图表 8: 伊利常温、低温液奶及奶粉市占率 (%) .....	6
图表 9: 伊利、蒙牛渠道模式差别.....	7
图表 10: 常温酸奶: 7 月安慕希终端促销减弱 .....	7
图表 11: 高端白奶终端整体 7 月促销减弱 .....	7
图表 12: 基础白奶: 8 月整体促销改善.....	7
图表 13: 伊利、蒙牛销售费用率变化.....	7
图表 14: 净利率在奶价温和期, 变动同步, 呈现正相关 .....	8
图表 15: 1Q13 前奶价变动与毛利率呈反比 .....	9
图表 16: 1Q13 后毛利率变动与奶价变动相关性变弱 .....	9
图表 17: 奶价变动与费用率呈现反比.....	9
图表 18: 费用率变动与奶价变动明显负相关 .....	9
图表 19: 高端化进程 1: 酸奶价格及同比增速.....	10
图表 20: 高端化进程 2: 鲜奶价格及同比增速.....	10
图表 21: 伊利蒙牛高端产品占比.....	10
图表 22: 安慕希、金典强劲, 新品爆发.....	11
图表 23: 蒙牛纯甄、特仑苏增速最快.....	11
图表 24: 伊利、蒙牛近 5 年主要推出的新品及单价 .....	11
图表 25: 双十一期间下线城市消费者占比不断提升 .....	12
图表 26: 2017E 不同层级城市乳品销售额增速预测 .....	13
图表 27: 伊利核心产品分城市销售额增速预测 .....	13
图表 28: 蒙牛核心产品分城市销售额增速预测 .....	13
图表 29: 伊利各业务收入占比分析.....	14
图表 30: 前 12 批奶粉注册制配方数量, 伊利 21 个配方领先 .....	14
图表 31: 伊利股份业绩拆分及预测.....	15
图表 32: 伊利历史估值水平 .....	15
图表 33: 全球可比公司估值表.....	16
图表 34: 伊利股份三年预测财务报表.....	17

## 1. 乳业开启二次增长，2Q17 进入拐点

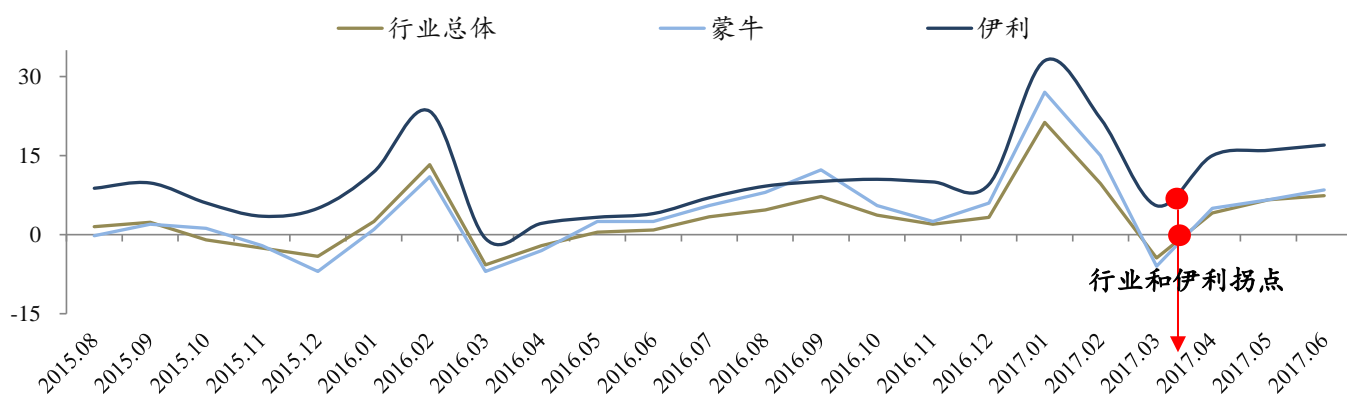
乳业开启二次增长，我们提出差异化逻辑：原奶进入新 3 年大周期+中小企业退出市场带来集中度提升，叠加蒙牛伊利竞争趋缓是本次核心驱动因素，另外渠道下沉&结构升级持续存在且还在加速。我们跟踪 3 年数据显示：从 2Q17 开始，乳业和伊利均进入拐点加速复苏。

图表 1：乳业步入新一轮上升周期，伊利领涨



资料来源：wind 资讯，东吴证券研究所

图表 2：液奶行业 2Q17 进入拐点，伊利销售额增速引领行业（单位：%）



资料来源：各大区月度草根调研估算，东吴证券研究所

## 2. 中小企业收缩，市场份额加速向龙头集中

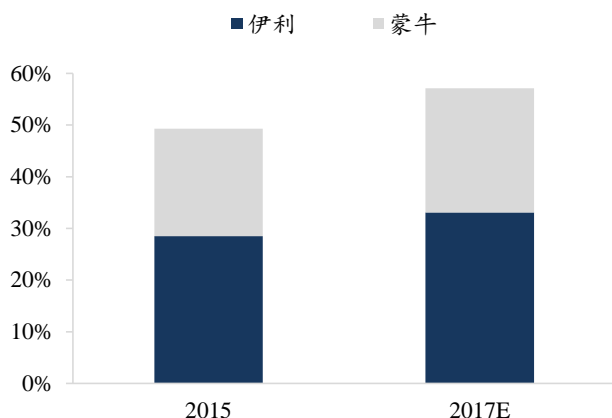
### 2.1. 行业集中度提升，中小企业加速退出

**行业集中度提升趋势明显。**根据全国连锁店超市信息网数据，过去三年，液态奶行业伊利蒙牛集中度提升 7.8pct 至 57.1%，份额加速集中。其中伊利市占率提升 4.6pct 稳占行业第一。具体来看，在常温白奶、酸奶、乳酸菌饮料等细分品类中，两大龙头均保持较高的市占率。

**中小乳企收缩，市场份额向龙头伊利与蒙牛集中。**过去一年中小乳企市场份额均有收缩，主要原因是行业连续三年价格战，生存环境不善造成

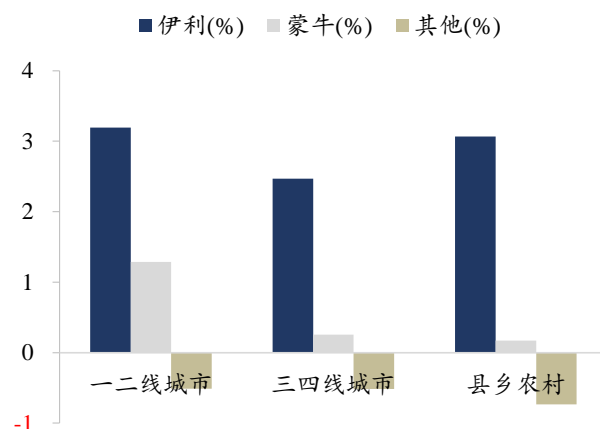
大量小乳企退出市场，加之监管趋严，很多乳企陷入僵局。

图表 3：过去三年中，行业 CR2 提升 7.8pct



资料来源：全国连锁店超市信息网，东吴证券研究所

图表 4：分城市乳企市占率同比变动（1H17）

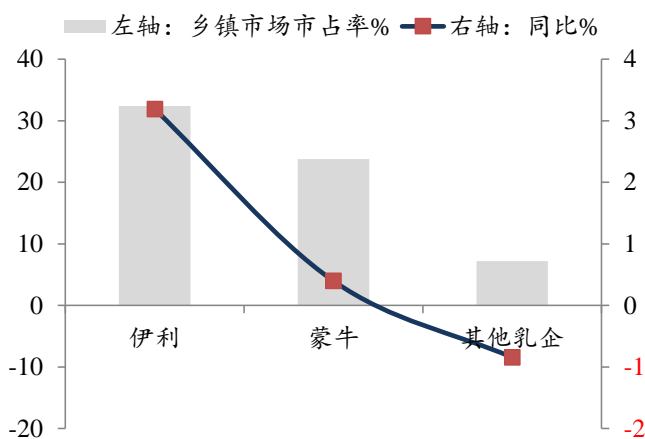


资料来源：东吴证券研究所估计

**奶荒+经济不景气+上游价格波动，外部压力导致中小企业加速萎缩。**

行业经历 13 年奶荒事件与经济下行周期，外部压力增大背景下中小企业抗风险能力弱，有萎缩甚至退出趋势。原奶过剩后奶牛养殖经过一轮杀牛高度集中，上游原奶话语权增强；同时上游依赖进口大包粉，受国外奶价影响较大。原奶价格波动也会加大中小企业经营风险，而龙头企业凭借强大实力仍可在逆境生存。**中小乳企加速退出市场，龙头抢占市场能力强！**2011 年行业乳企数量从 800 多家迅速下滑到不到 650 家，龙头市场集中度不断提升。以县级市场为例，我们最新行业草根调研追踪发现，农村市场的中小乳企市场份额逐渐被伊利抢占，市占率下降了 0~2pct，伊利则快速提升了约 3pct。

图表 5：伊利乡镇市占率快速提升，其他乳企下滑



资料来源：东吴证券研究所估计

图表 6：11 年开始规模以上乳企数量显著减少



资料来源：中国奶业年鉴，东吴证券研究所

**食品安全监管趋严，龙头企业价值显现。**本届政府重视食品安全，出台多个食品监管规定，最新食品安全法已于 2015 年 10 月 1 日正式实施，

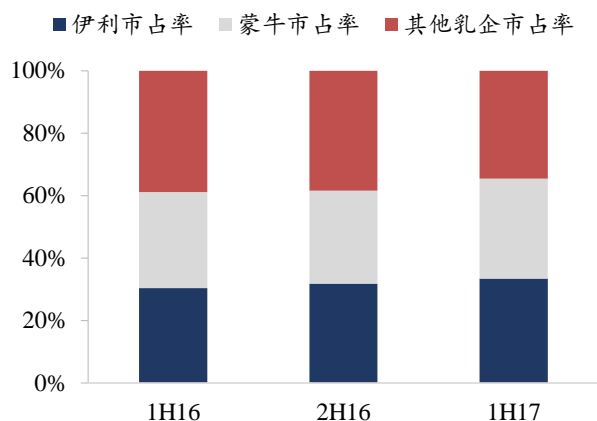


将会重塑行业竞争格局。监管加强可能直接推升此前违规经营中小企业生产成本和市场准入难度，利好合规合法经营企业，中小企业退出市场后，行业集中度有望提升。行业龙头具有品质保证、品牌效应以及上下游延伸能力，优势会更加明显。从历史经验来看，2008 年乳制品行业整顿，伊利蒙牛双寡头格局稳固。随着行业门槛提高、监管体系完善，龙头企业凭借强大的生产实力与品牌实力将会更受消费者青睐。

## 2.2. 行业份额向龙头集中，伊利强者恒强

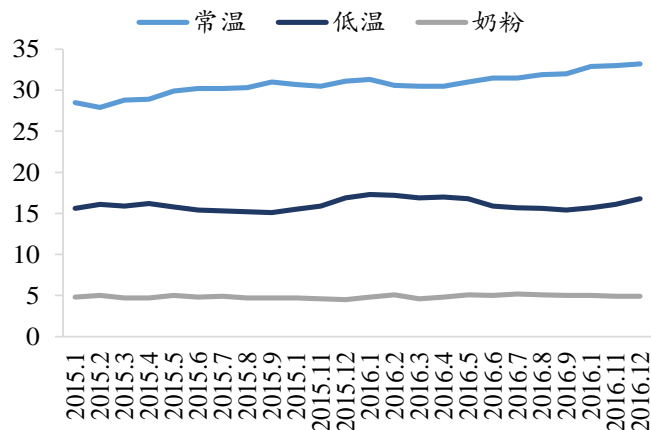
从市场竞争格局看，液态奶行业双寡头格局已久，伊利蒙牛占据六成江山。1) 乳业竞争强者恒强。我们通过伊利、蒙牛液奶收入/液奶行业销售规模估计市占率，目前伊利整体市占率 30% 以上稳居第一，1H17 提升了 3 个百分点，而蒙牛提升不足 1 个百分点，两者的差距在逐渐拉开。2) 从细分市场看，伊利高端产品市占率增速快于蒙牛快于其他乳企。伊利常温奶市占率 30% 以上，稳居第一。行业调研发现安慕希上半年市占率在 40%，同比提升高个位数，金典市场份额提升速度快于特仑苏，不断追赶蒙牛。低温奶伊利市占率稳步提升，逐渐向蒙牛靠拢。冷饮市场伊利稳居第一，奶粉市场伊利市占率是国产品牌第一，17 年注册制出来后行业复苏，三线城市空间大+伊利 21 个配方+品牌渠道优势，未来市占率稳步提升。

图表 7：伊利液奶市占率稳步提升（单位：%）



资料来源：东吴证券研究所估计

图表 8：伊利常温、低温液奶及奶粉市占率（%）



资料来源：公司官网，东吴证券研究所

伊利以深度分销为主的现代渠道管理体系更利于抢占增量市场。行业未来增量市场主要集中在三四级城市以及农村市场，因此渠道下沉至关重要。商业模式决定了伊利与蒙牛二者差别：伊利采用现代渠道管理体系，销售人员协助经销商开拓市场维护终端，利于精耕细作，渠道下沉行之有效；蒙牛采取大商制，推动渠道下沉时效果并不明显。往未来展望，伊利将抢占大部分行业增量，市场份额大概率会与蒙牛拉开差距。

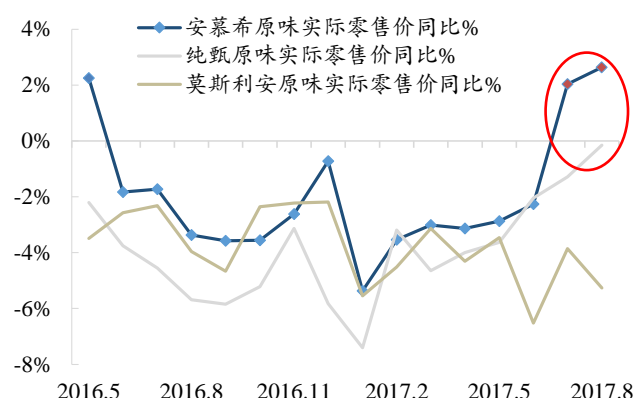
图表 9：伊利、蒙牛渠道模式差别

	现代渠道管理体系	大商制
操作方式	销售人员协助经销商开拓市、维护市场	寻找有实力经销商，主要依靠经销商维护市场
渠道层级	扁平化，层级少	层级较多，一般分一批、二批、分销商等
终端管控力	强	弱
渠道掌控力	强	弱
厂商议价能力	强	弱
成本	高	低
见效	慢	快

资料来源：草根调研，东吴证券研究所

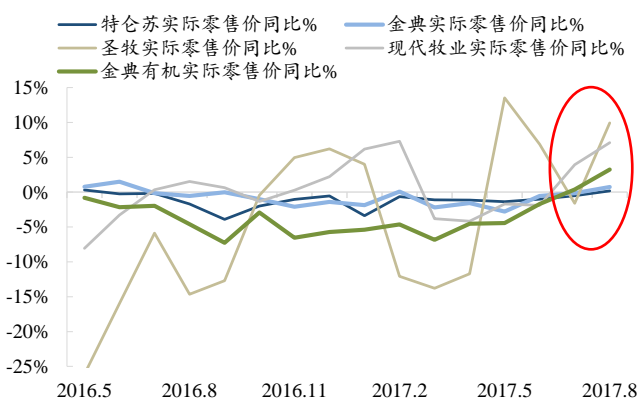
**价格战趋缓，行业竞争格局改善。**2H14 原奶供给过剩，市场白奶增加需要消化+奶价下降提供利润空间，行业开启价格战，销售费用提升压缩乳企利润空间。随着国内原奶温和上涨，中小企业成本压力加大，无力持续高额促销费用投入，叠加蒙牛今年业绩承压，年初开始就控制促销费用率，行业竞争格局出现改善局面，市场份额向伊利集中。

图表 10：常温酸奶：7 月安慕希终端促销减弱



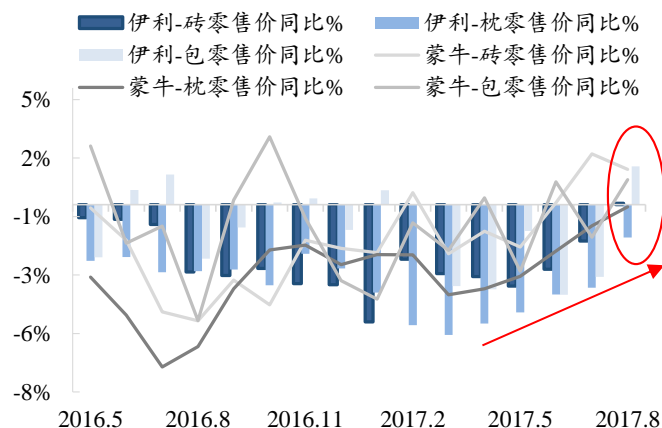
资料来源：商超调研统计，东吴证券研究所

图表 11：高端白奶终端整体 7 月促销减弱



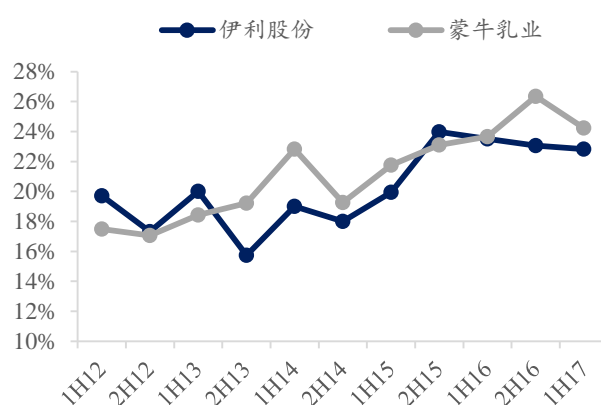
资料来源：商超调研统计，东吴证券研究所

图表 12：基础白奶：8 月整体促销改善



资料来源：商超调研统计，东吴证券研究所

图表 13：伊利、蒙牛销售费用率变化



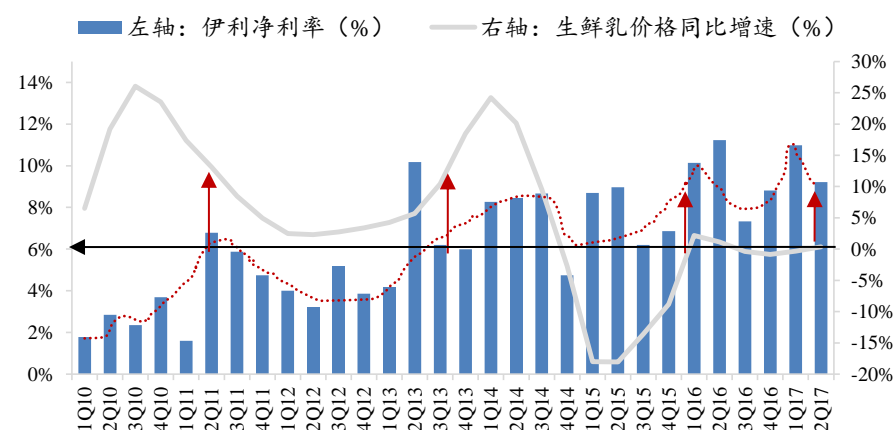
资料来源：wind 资讯，东吴证券研究所

**终端促销明显好转，费用率下行趋势确定。**草根调研华东+华北+华南商超渠道，年初至今伊利蒙牛产品促销明显改善，7月开始常温酸奶和高端白奶基本无折价，买赠礼物居多。7-8月销售延续上半年液奶销售态势，液奶增速15%-17%。渠道库存进一步下降至5-10天（低于平均水平）。9月节前旺季开启补库存周期，同时低端产品买赠折价力度明显减弱（以利乐包为例，商超买一箱（24包\*250g）赠2包为主，目前零售价同比去年买赠折价后大概同比+2%）。我们认为乳企价格战即将结束，随着终端供求不断改善，伊利费用率下行趋势确定。

### 3. 原奶新周期：乳企盈利最好的阶段是原奶价格开始温和上涨时期

**乳业复苏回归周期本质（原奶价格周期与经济后周期）：**奶价上涨，虽然成本对毛利率产生负面影响，但促销明显减弱甚至直接提价+产品升级，费用率下降的边际影响明显大于成本上涨，有利于伊利的净利率提升。

图表 14：净利率在奶价温和期，变动同步，呈现正相关



资料来源：wind 资讯，东吴证券研究所

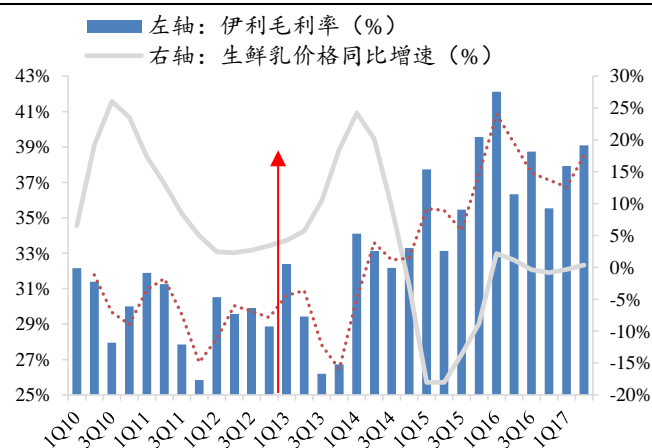
观察伊利数据也可佐证：过去5年伊利毛利率提升10个百分点净利率仅提升5个百分点，说明费用率影响更大。伊利净利增速提升最快的时期是2012Q1~2013Q2，此时原奶价格温和上涨（+2%~6%），伊利净利率同比提升3~6个百分点，提升显著。目前国内原奶价格开始进入温和上涨阶段，乳企或迎来盈利黄金时代。

**原奶价格变动直接影响乳业成本，但13年后对毛利率影响减弱。**奶价上涨，虽然成本端会承压，对毛利率产生负面影响，但伊利通过产品结构升级，高端产品收入占比提升，提高了乳企毛利率，完全消化了奶价上涨带来的压力，自13年后毛利率变动与奶价变动相关性变弱，与结构升级的相关性更强。

**原奶价格变动与费用率呈现明显的负相关。**奶价上涨，反映乳品供不应求，终端乳企不愁销量，行业竞争趋缓，销售费用率下行；反之奶价下跌反映乳品供过于求，行业竞争加剧，终端促销拉开价格战，销售费用率上行。当前处于温和上涨起点，未来费用率下行趋势逐渐呈现。

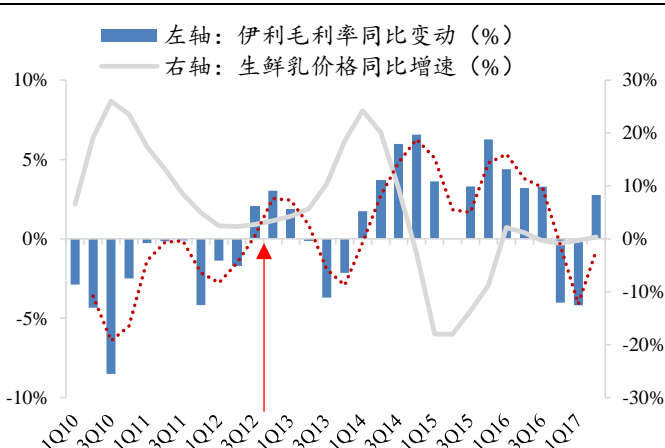


图表 15: 1Q13 前奶价变动与毛利率呈反比



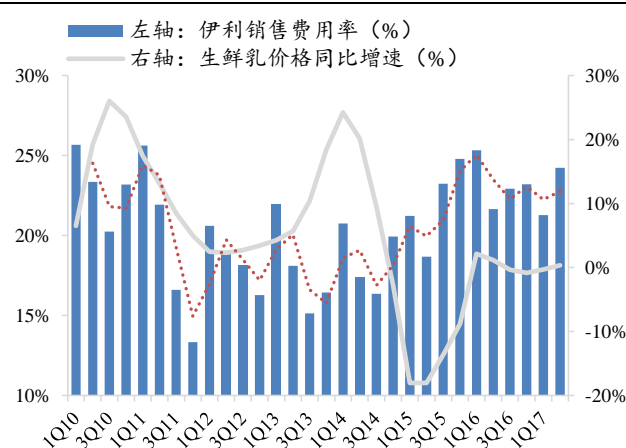
资料来源：wind 资讯，东吴证券研究所

图表 16: 1Q13 后毛利率变动与奶价变动相关性变弱



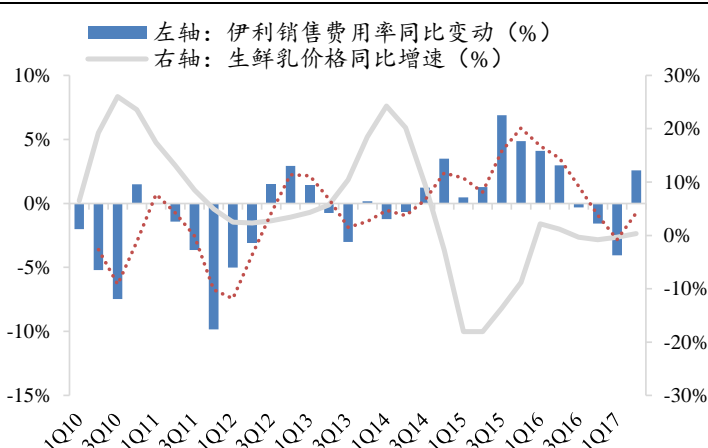
资料来源：wind 资讯，东吴证券研究所

图表 17: 奶价变动与费用率呈现反比



资料来源：wind 资讯，东吴证券研究所

图表 18: 费用率变动与奶价变动明显负相关



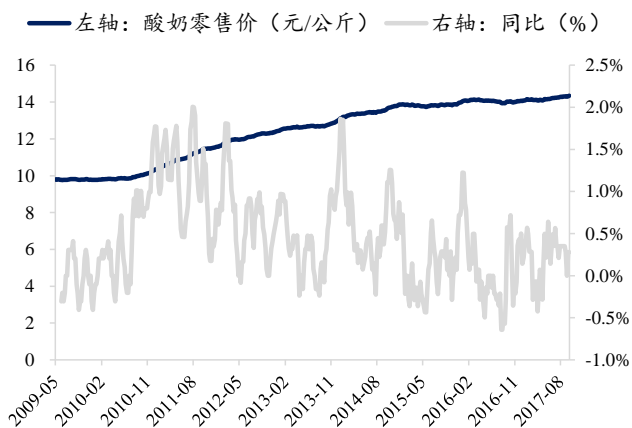
资料来源：wind 资讯，东吴证券研究所

## 4. 结构升级趋势明显，高端化进程持续加速

### 4.1. 消费升级进行时，高端占比不断提升

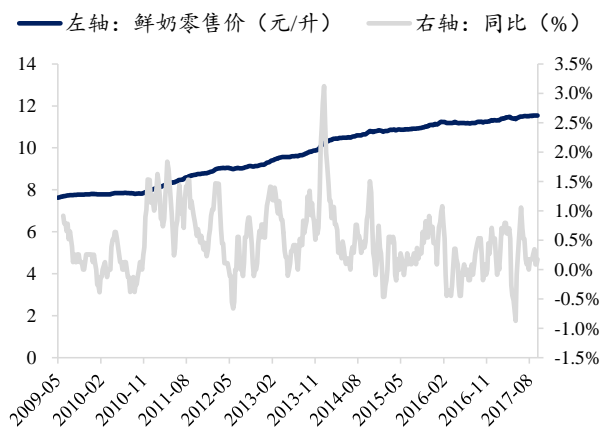
**市场高端化进程加速。**随着经济发展+消费升级，液态奶市场已开始进入结构升级时代。国内一二线城市乳品消费从销量扩张进入到结构升级时期，品质化和高端化升级是未来大趋势和销量增长的主要的驱动力。消费升级背景下，中高端乳品将推动一二线市场继续向上打开空间。根据商务部数据，国内主要乳品消费品类酸奶和牛奶零售价每年增速在 0-3%。草根调研显示，2017 年 1-8 月全国高端白奶金典零售端增速在 20-25%，常温酸奶安慕希增速 50-55%，带动产品结构提升明显。而伊利普通白奶品牌，零售端销售收入同比+10-15%，也出现明显的复苏和回升。

图表 19: 高端化进程 1: 酸奶价格及同比增速



资料来源: 商务部, wind 资讯, 东吴证券研究所

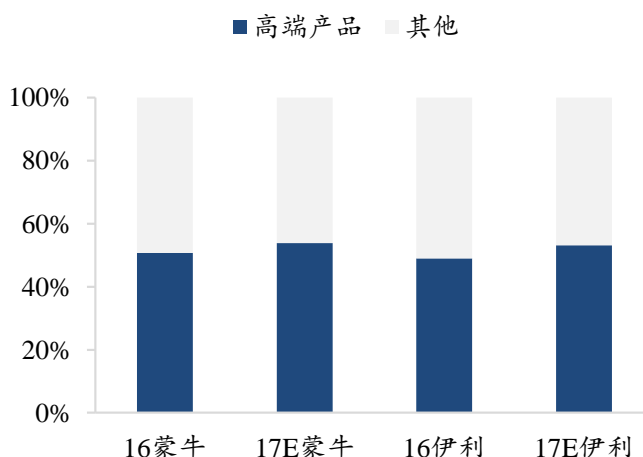
图表 20: 高端化进程 2: 鲜奶价格及同比增速



资料来源: 商务部, wind 资讯, 东吴证券研究所

伊利蒙牛引领行业, 高端占比稳步提升。伊利高端产品收入占比从 14 年约 39% 快速提升至 16 年的 49%, 提升速度较快。我们预计 2017E 伊利高端占比分别约 53%, 未来结构升级呈现加速趋势。

图表 21: 伊利蒙牛高端产品占比

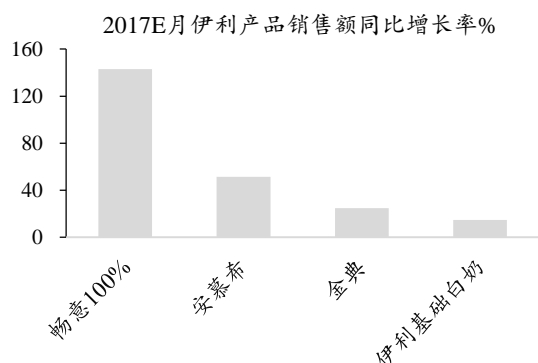


资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所估计

#### 4.2. 产品升级未来看新品, 伊利推广能力强

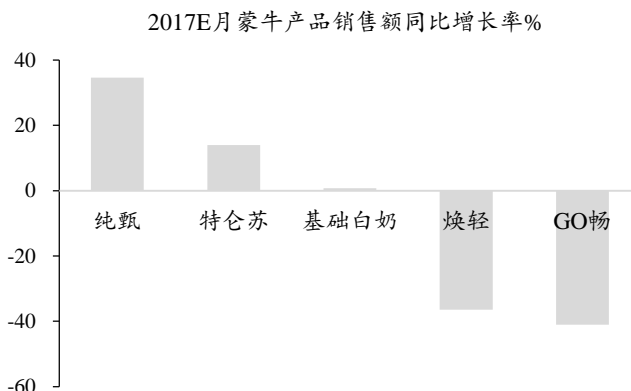
产品创新带动消费升级, 高端化新品推动利润率提升。目前乳企推出的新品大多属于高端产品, 终端零售价平均在 8 元以上的, 直接带动企业利润率的提升。

图表 22: 安慕希、金典强劲, 新品爆发



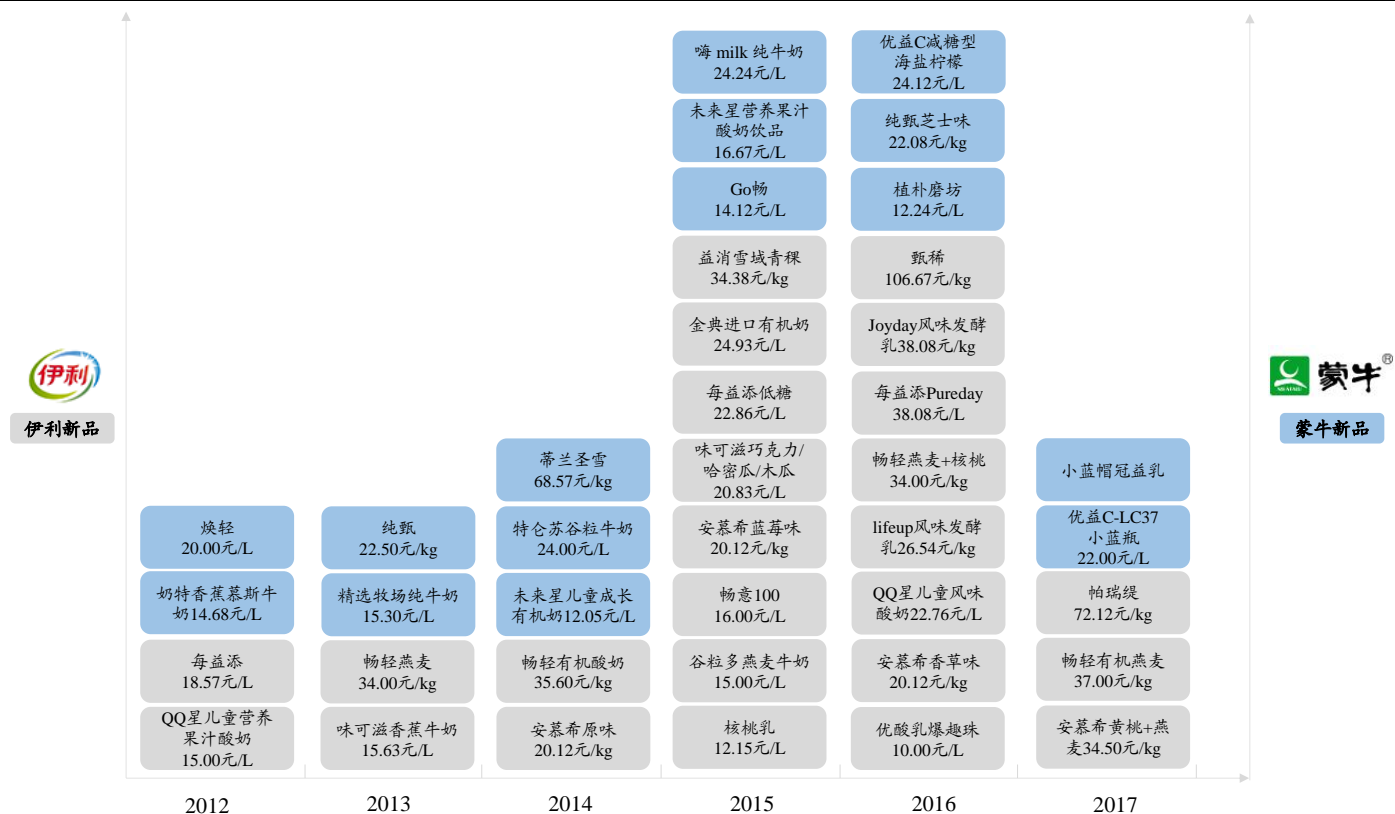
资料来源: 东吴证券研究所预测

图表 23: 蒙牛纯甄、特仑苏增速最快



资料来源: 东吴证券研究所预测

图表 24: 伊利、蒙牛近 5 年主要推出的新品及单价



资料来源: 新闻整理, 京东商城, 1 号店, 东吴证券研究所

**消费升级下品类替代成必然, 高端+新品不断创新。**我们调研不同品类乳品销量发现: 1) 从行业细分看, 常温酸奶、乳酸菌增速最快, 其次是核桃乳, 高端白奶和基础白奶的增速接近 10%, 结构升级时代全面来临! 2) 伊利安慕希 17 年推出黄桃口味和 PET 瓶, 金典有机不断升级, 两大爆品未来可保持两年高增长; 新品畅意乳酸菌替代营养快线等乳饮料, 销量增速超过 100%, 我们预计今年 10 亿左右规模, 豆奶及其他品类持续推出, 看好植物蛋白市场空间。

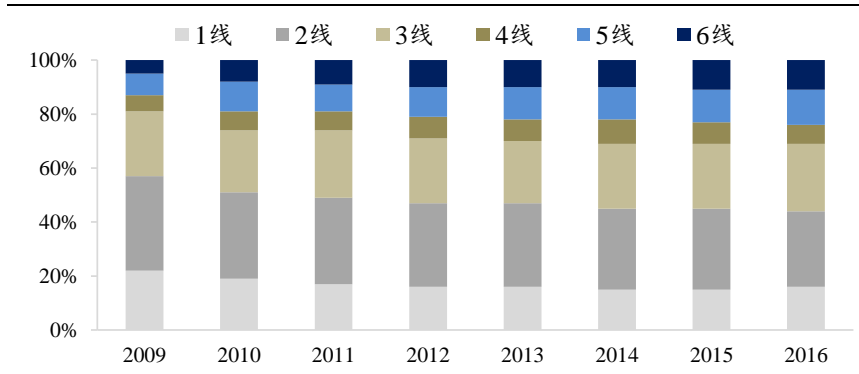
## 5. 增量空间主要来自于下线城市，渠道下沉效果显现

### 5.1. 渠道下沉：消费者结构变化+人口回流，下线城市享受红利，成为增量主要来源

上线人均液奶消费量几近饱和，下线城市是主要增量来源。根据食品工业协会数据显示，我国人均乳制品消费量达到 36L，与世界人均 105L 相比有较大差距，但已接近消费习惯相近的韩国（33L）与日本（31L）水平。其中一线城市人均消费量达 50L。根据乳制品行业内参报道，国内省会、二线及部分三线城市人均消费量约 23kg；三四线城市人均乳制品消费量 16kg；农村仅为 7kg。由此可见我国一线城市人均消费量几近饱和，下线城市及农村市场是量增的主要来源。

缘何下线城市成为未来消费主力？主要受到消费者结构变化与人口回流两大因素影响。（1）目前国内主流消费群体为 80、90 后，消费观念为追求产品品质与生活方式，不会以收入严格约束支出，因而三四线城市消费习惯有向一二线靠拢趋势。例证是根据洋码头数据，三线城市海淘增速 109%，远大于一线城市 78%。且 30 家海外购物最敢花钱城市中，三四线城市占半数以上。（2）受到一线城市高生活成本影响，部分从业人员选择回家工作，加之政策疏导，人口回流趋势明显，一方面提升下线城市消费人数；另一方面在财富效应提升的感知效应下，人均消费支出也会相应提升。例证是近年双十一下线城市购买人数占比不断提升。

图表 25：双十一期间下线城市消费者占比不断提升



资料来源：阿里双十一数据，东吴证券研究所

### 5.2. 液奶销售看县乡，伊利渠道下沉能力行业第一

液态奶下线城市增速远高于整体。1）草根调研了解到，液奶行业一二三线城市整体增速保持在平均水平，但在四五线以下，县、乡镇和农村市场，整体收入增速加快。渠道调研发现 1H17 液奶行业县乡市场收入增速 5%~10%，远高于行业整体增长；伊利凭借强大渠道渗透力，在县级市场收入增速超 20%，也高于公司整体 13% 的收入增长。我们预计 2017 年

乳品销售额在县乡市场增速最快，伊利显著领先。

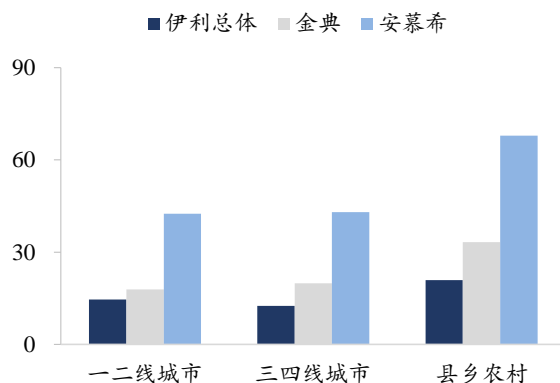
图表 26：2017E 不同层级城市乳品销售额增速预测

销量增速	一二线城市	三四线城市	县乡农村
行业总体	0%~5%	3%~5%	5%~10%
伊利	10%~15%	10%~15%	20%~22%
蒙牛	10%~13%	3%~6%	8%~12%

资料来源：全国大区调研信息整理，东吴证券研究所预测

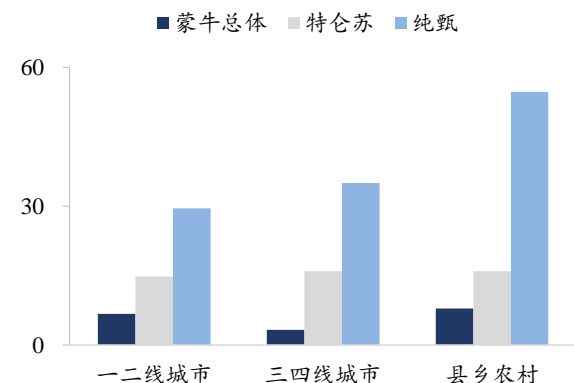
**伊利蒙牛渠道下沉对比：**在乡镇农村市场，伊利液态奶整体销售端增速在 20%~25%，其中安慕希和金典在县乡市场的销量增速分别超过 20%、70%显著高于一二线城市！蒙牛在下线市场整体产品销量整体增速 5~10%略低于一二线城市，渠道下沉不及伊利，但是核心单品纯甄在乡镇市场增速最快，在 40%以上。

图表 27：伊利核心产品分城市销售额增速预测



资料来源：东吴证券研究所预测

图表 28：蒙牛核心产品分城市销售额增速预测



资料来源：东吴证券研究所预测

**伊利渠道精耕，织网计划助力渠道下沉，不断巩固龙头地位。**伊利渠道下沉始于 05 年，明确提出深耕一二线城市，同时开拓下线城市及乡镇渠道。借助商务部“万村千乡市场工程”的东风，伊利加大农村网点覆盖。**持续的渠道下沉，带来产品铺货率在低级别市场的快速提升。**根据渠道调研，伊利通过渠道扁平化和经销商渠道下沉，大力开发乡镇农村级经销商，并加强终端网点直控。草根调研发现，县乡市场液奶消费安慕希、金典从送礼到日常饮用，随着农村消费者消费教育和品牌意识增强，乳品消费会选择品牌、产品更强的龙头，中小乳企的市场份额持续下降 0~2pct，伊利渠道+品牌力最强，在县乡市场份额提升了 3 个左右百分点。

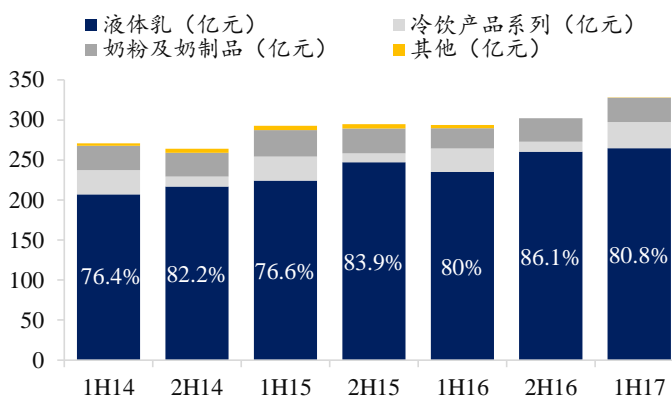
**三年渠道下沉成绩靓丽：**1) 现代渠道管理的商业模式，叠加前期的“织网计划”，15 年末公司直控农村网点 11 万家，全国终端超 500 万，形成了庞大的渠道网络，“广度+深度+密度”全面超越对手，不断巩固其龙头地位。2) 2016 年伊利直控村级网点已达 34.2 万家，同比提升了约 2 倍，市场渗透能力逐年增强。3) 最新行业调研显示，伊利在县乡级市占率约 30%~35%，同比提升 3pct；蒙牛市占率 25~20%，同比持平，伊利渠道下沉速度显著快于蒙牛。



## 6. 伊利股份：奶粉注册制最为受益+非液奶业务全面恢复，利润弹性更大

液态奶行业全面复苏，伊利强者恒强。我们行业调研发现，1-8月液奶行业增速近7%，步入加速通道，终端动销持续向好。相比蒙牛，伊利市占率提升速度更快（我们估计1-8月同比提升3个pct）。行业集中度提升趋势持续，我们预计17年伊利液奶收入增速在10%~15%。

图表 29：伊利各业务收入占比分析

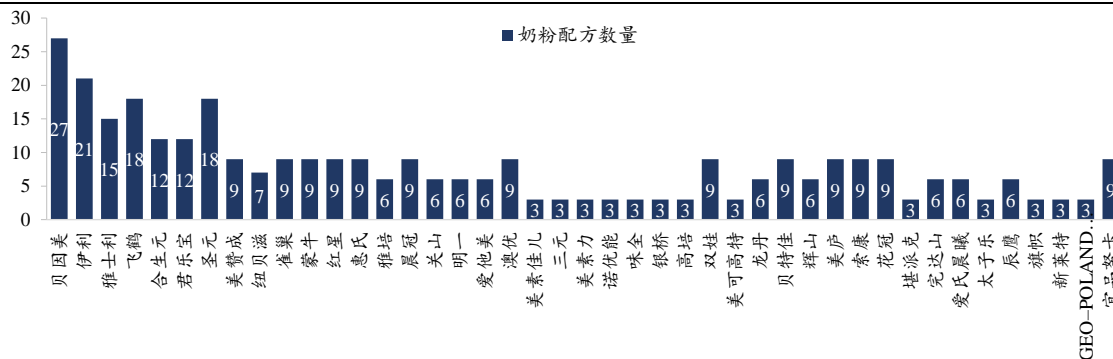


资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

奶粉注册制将腾挪 160-200 亿市场空间，下半年行业补库存行情下，奶粉业绩复苏确定，2H17 我们预计收入+15%~20%。1) 国内奶粉行业规模约 1200 亿，注册制实施后将有 20% 的杂牌、贴牌被清出市场，预计腾挪空间 160-200 亿。2) 奶粉配方注册制企业名单落地，伊利获批 21 个配方数量优势明显。3) 下半年行业补库+伊利 21 个配方+国产知名度高+去年低基数，我们保守预计 2H17、18 年公司奶粉收入增速在 15%~20%。

1H17 冷饮收入+10.6%，我们预计全年维持 5~10% 增速。伊利冷饮业务市占率常年稳居第一，17 年推出几款新品，销量情况较好。同时公司参与澳大利亚 MG 公司战略发展方案，展示全球乳业布局的决心，暂不考虑外延并购，我们预计公司全年收入增速在 10~15%。

图表 30：前 12 批奶粉注册制配方数量，伊利 21 个配方领先



资料来源：国家食药监管总局，新闻资料整理，东吴证券研究所

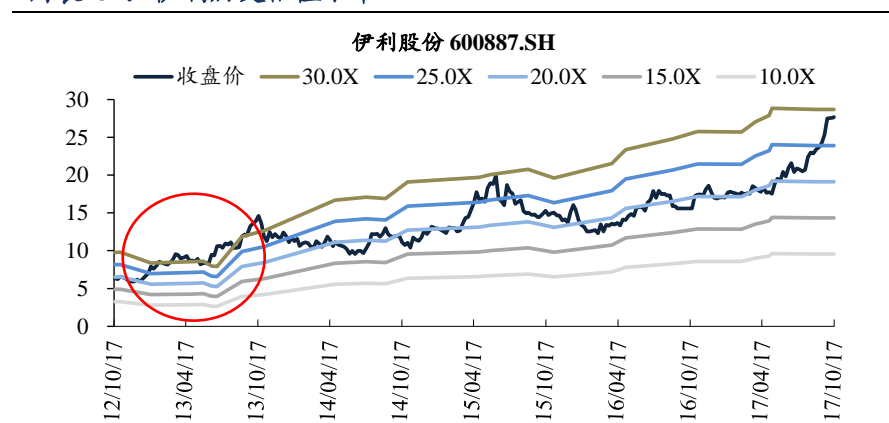
图表 31: 伊利股份业绩拆分及预测

单位: 亿元	1H14	2H14	1H15	2H15	1H16	2H16	1H17	2H17	2018
液体乳收入	207.1	217	224.2	247.3	235	260.2	264.9	305.1	632.9
yoy(%)			8%	14%	5%	5%	13%	17%	12%
毛利率	31.0%	31.0%	32.7%	35.0%	37.2%	34.8%	35.9%	37.2%	37.1%
冷饮收入	30.4	12.4	29.9	11.1	29.3	12.6	32.4	12.8	46.8
yoy(%)			-2%	-11%	-2%	14%	11%	1%	6%
毛利率	36.9%	30.0%	38.1%	32.0%	43.7%	41.7%	43.9%	40.7%	43.0%
奶粉收入	30.4	29.7	33.4	31.1	25.3	29.3	30.4	35.0	76.2
yoy(%)			10%	5%	-24%	-6%	20%	19%	17%
毛利率	45.9%	45.0%	52.1%	60.0%	58.5%	54.1%	56.7%	55.8%	56.3%

资料来源: wind 资讯, 东吴证券研究所预测

**盈利预测与投资建议:** 原奶周期+中小企业退出叠加蒙牛竞争趋缓+渠道下沉+结构升级认为伊利进入新 3 年大周期。我们上调盈利预测, 预计 2017-2019 年公司收入 679/761/848 亿元, EPS 为 1.08/1.35/1.62 元 (同比+16%、24%、20%), 综合考虑历史估值和全球可比公司估值水平, 我们给予 18 年 25~30XPE, 目标价 34~41 元, 维持“买入”评级。

图表 32: 伊利历史估值水平



资料来源: wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 33：全球可比公司估值表

公司	代码	毛利率 (%)			净利率 (%)			PE
		2014	2015	2016	2014	2015	2016	2017
达能	BN FP Equity	47.7	50	51	10.2	9.9	13.3	25.7
雀巢	NESN VX Equity	48.2	49.8	50.8	11.9	13.9	14.7	30.7
明治	2269 JP Equity	34.7	36.4	37.1	4.4	6.4	7.1	22
雅培	ABT US Equity	54.5	57.1	56.7	12.8	11.1	15.3	43.1
平均值		46.3	48.3	48.9	9.8	10.3	12.6	30.4
雅士利	1230.HK	51.2	50.8	47.1	9.4	-2.4	-20.9	-15.7
合生元	1112.HK	61.9	61.9	62.4	23.2	11.2	27.3	22.9
蒙牛乳业	2319.HK	30.8	31.4	32.8	5.4	5.5	-1	21.8
现代牧业	1117.HK	37.1	34.4	33	20.7	15.4	-8.6	26
中国圣牧	1432.HK	50.2	47.7	48.3	44.2	38.5	31.4	10.9
光明乳业	600597.SH	33.9	35.8	38.3	3.8	4.2	6.3	31
贝因美	002570.SZ	53.9	56.6	60	1.25	1.97	-27.9	-11.4
天润乳业	600419.SH	24.2	33.5	30.6	5.8	10.8	10.3	79.3
伊利	600887.SH	32.9	36.2	37.8	8.2	8.3	8.5	31.8
平均值		41.8	43.1	43.4	13.6	10.4	2.8	32.0

资料来源：彭博，东吴证券研究所

## 7. 风险提示

食品安全风险，上游供给调整可能不及预期，会带来原奶价格的波动；若下游行业竞争改善速度慢于预期，造成促销减弱幅度小，销售费用率下降可能会延后。

图表 34: 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)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	<b>20192.7</b>	<b>21506.1</b>	<b>26245.7</b>	<b>30171.6</b>	<b>营业收入</b>	<b>60609.2</b>	<b>67937.6</b>	<b>76080.8</b>	<b>84840.9</b>
现金	13823.7	14427.2	18345.7	21445.1	营业成本	37427.4	41573.2	46319.9	51255.7
应收款项	725.4	839.5	940.1	1011.1	营业税金及附加	420.1	468.8	525.0	585.4
存货	4325.8	4804.9	5353.5	5924.0	营业费用	14114.3	15116.1	16167.2	17689.3
其他	1317.8	1434.4	1606.4	1791.3	管理费用	3456.7	3566.7	3956.2	4259.0
<b>非流动资产</b>	<b>19069.6</b>	<b>21038.9</b>	<b>23070.9</b>	<b>24984.7</b>	财务费用	23.9	-93.2	-100.4	-126.7
长期股权投资	1631.1	1731.1	1831.1	1931.1	投资净收益	399.3	100.0	100.0	100.0
固定资产	14533.0	16451.9	18433.3	20296.8	其他	-45.7	-45.7	-45.7	-45.7
无形资产	990.9	941.3	891.8	842.2	<b>营业利润</b>	<b>5520.4</b>	<b>7360.3</b>	<b>9267.3</b>	<b>11232.5</b>
其他	1914.6	1914.6	1914.6	1914.6	营业外净收支	1111.7	351.5	326.5	301.5
<b>资产总计</b>	<b>39262.3</b>	<b>42545.0</b>	<b>49316.6</b>	<b>55156.3</b>	<b>利润总额</b>	<b>6632.1</b>	<b>7711.8</b>	<b>9593.8</b>	<b>11534.0</b>
<b>流动负债</b>	<b>14907.5</b>	<b>14940.9</b>	<b>17717.6</b>	<b>18703.8</b>	所得税费用	963.0	1119.8	1393.0	1674.7
短期借款	214.7	350.0	650.0	350.0	少数股东损益	7.2	8.4	10.5	12.6
应付账款	7090.5	7535.7	8585.6	9395.6	<b>归属母公司净利润</b>	<b>5661.8</b>	<b>6583.7</b>	<b>8190.3</b>	<b>9846.7</b>
其他	7602.2	7055.3	8482.0	8958.2	EBIT	5610.8	7681.6	9637.6	11636.9
<b>非流动负债</b>	<b>1118.9</b>	<b>1072.1</b>	<b>966.7</b>	<b>890.6</b>	EBITDA	7164.2	8722.9	10903.2	13127.4
长期借款	0.3	0.3	0.3	0.3	<b>重要财务与估值指标</b>				
其他	1118.6	1071.9	966.4	890.3	每股收益(元)	0.93	1.08	1.35	1.62
<b>负债总计</b>	<b>16026.4</b>	<b>16013.1</b>	<b>18684.3</b>	<b>19594.4</b>	每股净资产(元)	3.81	4.34	5.01	5.82
少数股东权益	154.1	158.3	163.6	169.8	发行在外股份(百万股)	6064.8	6079.0	6079.0	6079.0
归属母公司股东权益	23081.8	26373.6	30468.8	35392.1	ROIC(%)	18.5%	26.7%	31.7%	37.1%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>39262.3</b>	<b>42545.0</b>	<b>49316.6</b>	<b>55156.3</b>	ROE(%)	24.5%	25.0%	26.9%	27.8%
<b>现金流量表 (百万元)</b>					毛利率(%)	38.2%	38.8%	39.1%	39.6%
经营活动现金流	12817.3	6985.5	11090.3	11803.4	EBIT Margin(%)	9.3%	11.3%	12.7%	13.7%
投资活动现金流	-3243.2	-3225.3	-3376.6	-3480.7	销售净利率(%)	9.3%	9.7%	10.8%	11.6%
筹资活动现金流	-8814.5	-3156.5	-3795.2	-5223.3	资产负债率(%)	40.8%	37.6%	37.9%	35.5%
现金净增加额	994.7	603.6	3918.5	3099.4	收入增长率(%)	0.4%	12.1%	12.0%	11.5%
折旧和摊销	1553.4	1041.3	1265.6	1490.5	净利润增长率(%)	22.2%	16.3%	24.4%	20.2%
资本开支	-703.9	-3159.2	-3276.6	-3380.7	P/E	31.25	26.93	21.65	18.01
营运资本变动	4510.4	-689.4	1583.4	414.3	P/B	7.66	6.71	5.81	5.00
企业自由现金流	10931.9	3758.9	7810.6	8471.3	EV/EBITDA	26.93	22.12	17.94	14.97

资料来源: Wind 资讯, 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：

### 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。

### 行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

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>