

举重若轻，伊利何缘加速腾飞

——伊利股份（600887）深度报告

2018 年 01 月 31 日

强烈推荐/维持

伊利股份

深度报告

报告摘要：

豆奶市场空间大，多品类路线在 2018 持续绽放。2017Q4，千呼万唤中伊利豆奶新品“植选”上市，首先在安徽工厂周围销售，逐步向华东渗透，春节前会覆盖一线城市。预计豆奶行业明年将达到 100 亿的规模，伊利豆奶将有 15 亿的规模。标准化包装的豆奶解决了传统豆浆保质期短且消费场景局限的短板，扩大了消费场景，市场空间会逐步扩大。

2017 年乳制品行业超预期，目前空间远未见顶。上游奶牛规模化养殖加速推进，奶牛单产产能不断创新高，环保压力倒逼行业集中度提升；成本在未来两年呈现温和上涨的趋势，龙头企业有望不断提高市场份额。下游消费市场中产阶级的崛起以及新生代消费主力的出现，使消费人群结构发生深刻变革，助推乳制品需求量的提高；城镇化的推进带动渠道下沉，推动三四线城市消费扩容。

伊利核心竞争优势明显，渠道渗透力不断增强，有能力持续加速。公司渠道进一步下沉，渗透率达到 88.2%，强大的渠道渗透力有效的提升产品升级的效率，也是未来平台型公司的基础。伊利卓越的管理能力保证了经营的稳定性，销售团队激励政策到位，团队流失率低，这是未来进一步外延扩张的根本，2018 年的伊利应该值得更多的期待。

各个业务部门均超预期增长，产品结构加速升级。公司高端产品持续放量，金典和安慕希分别实现了 20%和 40%以上的高增长，目前春节备货积极，液奶事业部有望持续超预期；冷链运输迅速发展推动低温酸奶业务的扩张，低温酸奶已有大单品，未来增速不减；奶粉增速超预期，上半年同比增长 19.9%，电商和母婴渠道一同发力，18 年预计增速超过 20%。

公司盈利预测及投资评级。预计 17/18/19 年 EPS1.09/1.47 和 1.91 元，18 年开始公司将全面加速，给予 30X 的估值，全面接轨国际乳制品巨头，上调目标价至 44 元，34%空间。

风险提示：食品安全风险；乳品行业政策风险；

财务指标预测

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	60,359.87	60,609.22	67,971.02	78,303.18	89,093.08
增长率(%)	10.88%	0.41%	12.15%	15.20%	13.78%
净利润(百)	4,654.43	5,669.04	6,651.60	8,921.98	11,625.63
增长率(%)	11.71%	21.80%	17.33%	34.13%	30.30%
净资产收	23.18%	24.53%	25.17%	28.48%	30.81%
每股收益	0.76	0.93	1.09	1.47	1.91
PE	43.86	35.84	30.50	22.73	17.46
PB	10.11	8.76	7.68	6.48	5.38

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

刘畅

010-66554017

liuchang_yjs@dxzq.net.cn

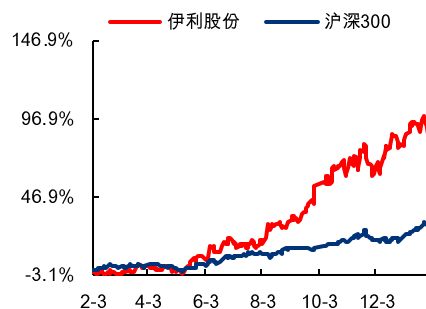
执业证书编号：

S1480517120001

交易数据

52 周股价区间(元)	33.33-18.41
总市值(亿元)	2025.96
流通市值(亿元)	2010.92
总股本/流通 A 股(万股)	607849/603337
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	0.96

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《伊利股份（600887）年报点评：充分享受增加》2016-03-31
- 2、《伊利股份（600887）调研快报：上半年业绩保障业绩提升》2013-07-24
- 3、《伊利股份（600887）深度报告：乳制品行业的”》2012-12-27
- 4、《伊利股份（600887）调研快报：净利率存。千亿》2012-05-08

目 录

1. 基本面速递：业绩超预期，产品再升级，驱动公司不断自我超越	5
1.1 经营业绩稳定，龙头地位稳固	5
1.2 产品结构优化，奶粉业绩反弹	6
1.3 创新驱动业绩，新品高端品持续发力	7
1.4 销售费用率已有趋缓迹象，规模效应不断积聚	7
2. 乳制品行业供给端集中度有望进一步提升+需求端增长空间巨大=龙头企业有望持续提升市场份额	8
2.1 上游规模化养殖加速推进，单产大幅提升	8
2.2 生产成本维持高位倒逼行业集中度提升，龙头乳企市场份额持续扩大	11
2.2.1 原奶价格高于全球，但不具备持续上涨动因，未来可控	11
2.2.2 纸类包材价格有所回落，但仍维持高位	12
2.2.3 生产企业数量不断减少，集中度加速提升	12
2.3 需求远未见顶，乳制品行业创新空间和增长空间巨大	13
2.3.1 人口结构的改变助推乳制品消费量的提升	13
2.3.2 城镇化的推进带动渠道下沉，推动三四线城市消费扩容	15
3. 伊利的核心优势：渠道不断精细+产品持续优化+卓越的管理水平	16
3.1 渠道渗透到乡镇级别，两年内全面覆盖乡村级别	16
3.2 伊利产品结构优化提升消费粘性	18
3.3 豆奶市场空间大，未来品牌化豆奶商品是趋势，伊利必将分一杯羹	18
3.4 卓越的管理能力是不断实现自我超越的根本原因	22
4. 伊利增长看点：消费升级助推高端品放量+冷链完善加速低温酸奶发展+政策红利惠及奶粉事业增长+外延预期不断品类扩张	23
4.1 受益于消费升级，高端产品持续放量	23
4.2 低温酸奶还处于需求培育期，伊利以略高于冷链增速发展静待行业爆发点	26
4.2.1 人均低温酸奶消费量有望提升，未来增长空间大	26
4.2.2 冷链运输发展迅速，低温乳制品发展有基础保障	27
4.2.3 伊利重视低温酸奶品类的发展，紧跟市场节奏，期待行业爆发	27
4.3 奶粉业务渠道加速建设，2018 年有望持续超预期	29
4.3.1 监管趋严背景下，国产奶粉在 2017 年加速抢份额	29
4.3.2 奶粉新政加速行业洗牌，二胎政策扩大市场需求	30
4.3.3 受益于奶粉新政，伊利奶粉业绩亮眼，或成下一个增长点	31
4.4 平台化健康食品公司是伊利的发展愿景，中国雀巢渐行渐近	32
5. 盈利预测：推荐逻辑不断验证，数据支撑持续实现戴维斯双击	34
6. 风险提示	34

插图目录

图 1:不同乳企营业收入对比	5
图 2:不同乳企营收同比增速对比	5
图 3:不同乳企归母净利润对比	5
图 4:不同乳企归母净利润增速对比	5
图 5:各项业务占比情况变化	6
图 6:金典收入占比不断提升	7
图 7:安慕希收入及预测（亿元）	7
图 8:伊利销售费用率及其结构	8
图 9:100 头以上养殖场比重加速提升	9
图 10:规模化养殖加速推进	9
图 11:不同规模牧场占比情况	9
图 12:不同畜禽养殖规模化率	11
图 13:规模牧场的成本构成	11
图 14:中国瓦楞纸价格指数走势图	12
图 15:全国乳品企业个数	13
图 16:中国人口不断增长	13
图 17:中国 65 岁及以上人口数及其占比	14
图 18:中国中产阶级人数（亿）不断提升	14
图 19:年轻群体成为新的消费主力	15
图 20:城镇化水平不断提升	16
图 21:不同软饮料主营业务增速对比	19
图 22:全国豆奶搜索指数变动情况	19
图 23:2013 年 9 月-2017 年 12 月各省份豆奶搜索指数分布	20
图 24:2013 年 9 月-2017 年 12 月各城市豆奶搜索指数分布	20
图 25:2013 年 9 月-2017 年 12 月豆奶搜索指数年龄分布	21
图 26:伊利管理费用率不断下降	23
图 27:城镇居民人均可支配收入及增速	24
图 28:农村居民人均可支配收入及增速	24
图 29:2016 年 1-5 月及 2017 年 1-5 月乳制品行业各品类增速对比	25
图 30:全行业常温酸奶收入规模及增速	25
图 31:伊利常温奶市场占有率不断提升	26
图 32:低温酸奶增速亮眼	26
图 33:2012-2016 年我国冷链物流市场规模	27
图 34:伊利冷链物流结构模式	28
图 35:伊利低温酸奶营业收入及增速	29
图 36:伊利低温酸奶市场占有率	29
图 37:全脂奶粉进口量占全脂奶粉消费量比重	30
图 38:出生率不断上升	30
图 39:二孩生育率逐年提升	30
图 40:婴幼儿奶粉市场规模	31

图 41:伊利奶粉事业营业收入及其增速	32
图 42:伊利婴幼儿奶粉市场占有率	32
图 43:雀巢集团重要事件	33
图 44:雀巢 2016 年各品类销售额占比分布	33
图 45:雀巢 2016 年各品类利润率情况	34

表格目录

表 1:奶粉注册制推进情况	6
表 2:15 家规模牧场生产情况汇总表	10
表 3:不同城市、城乡之间液奶渗透率及消费量对比	16
表 4:中国消费者触及数（CRP）前十品牌	17
表 5:2017 不同层级城市乳品销售额增速预测	17
表 6:目前主要豆奶品牌	21
表 7:三大乳企管理层情况对比	23
表 8:伊利低温酸奶产品	28

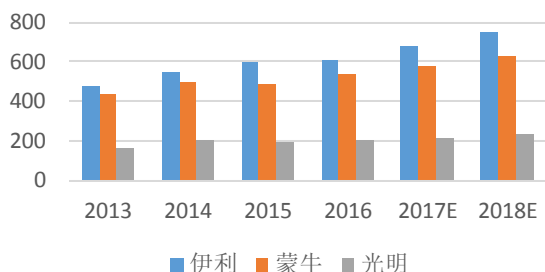
1. 基本面速递: 业绩超预期, 产品再升级, 驱动公司不断自我超越

1.1 经营业绩稳定, 龙头地位稳固

2017 年前三季度伊利实现营业收入 524.71 亿元, 同比增长 13.64%。归母净利润 49.37 亿元, 同比增长 12.47%, 实现基本每股收益 0.81 元, 净利率为 9.41%, ROE 达到 20.71%。2017 年第四季度豆奶新品“植选”的问世, 再次吸引了市场的眼球。预计明年整个豆奶行业达到 100 亿规模, 伊利的豆奶系列产品实现 15 亿的收入。从整体来看, 伊利营业收入超过蒙牛之后, 二者差距逐渐拉开, 2015 年伊利归母净利润已达到蒙牛的两倍, 目前其营业收入是光明的三倍多, 归母净利润达到光明的十几倍。从增速来看, 伊利的营业收入和归母净利润增速虽然近年来受成本上扬影响有所趋缓, 但从未经历过大起大落甚至是负增长。预计 2017 年全年实现营业收入 677.91 亿元, 归母净利润 64.38 亿元。按照当前的发展趋势来看, 伊利龙头地位稳固, 未来继续保持稳中提升的态势, 千亿规模有望实现。

图 1:不同乳企营业收入对比

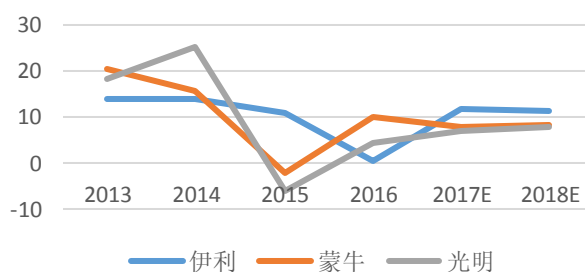
营业收入 (亿元)



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 2:不同乳企营收同比增速对比

营收同比增速 (%)



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 3:不同乳企归母净利润对比

归母净利润 (亿元)

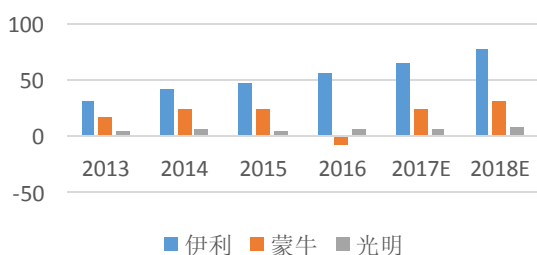
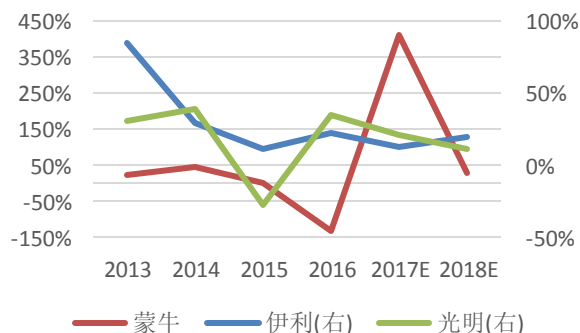


图 4:不同乳企归母净利润增速对比



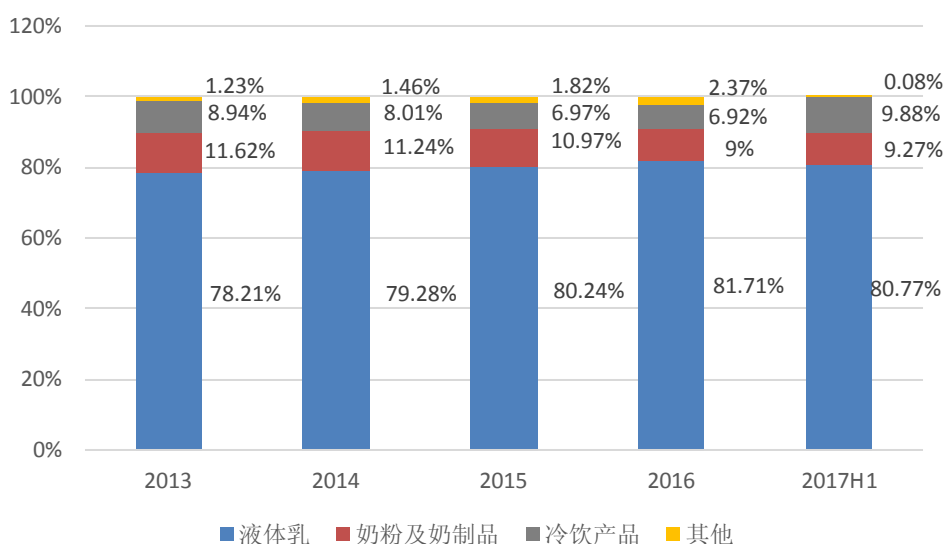
资料来源：wind, 东兴证券研究所

资料来源：wind, 东兴证券研究所

1.2 产品结构优化，奶粉业绩反弹

2017 年上半年，液体乳、冷饮产品、奶粉制品三类产品营业收入占比高达 99.9%，相比 2016 年末增长了 1.9%，三大业务收入都有了较大幅度的提升，液体乳收入同比增长 12.7%，冷饮产品收入同比增长 10.6%，奶粉及奶制品收入同比增长 19.9%，收入占比也增长了 1.3 个百分点。

图 5:各项业务占比情况变化



资料来源：wind, 东兴证券研究所

其中，液体奶事业部仍然是收入的贡献点，但营收增速有所放缓，其产品结构日益适应消费升级的需要，我们根据调研情况看，金典和安慕希表现依旧强势，分别实现了 20%和 40%以上的增速，部分地区安慕希甚至在 50%以上增速。奶粉业务增速亮眼，在 2016 年之后营收触底反弹，年初预计 5%的增长，实际情况远超预期。随着注册制的推进及需求端的进一步回暖，预计奶粉在 2018 年仍然会实现超预期。伊利凭借其传统渠道优势继续抢占市场份额，电商和母婴渠道是 2017 年的亮点，2018 年会有更强的边际效益。

表 1:奶粉注册制推进情况

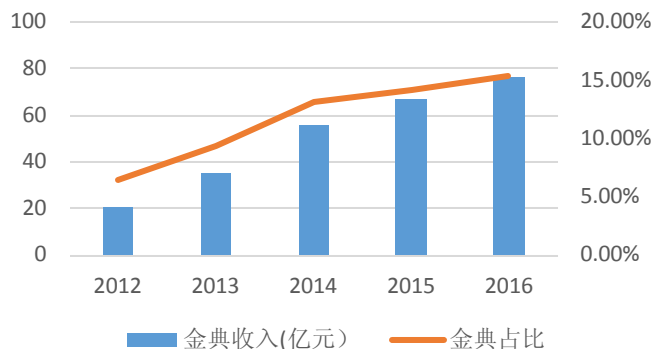
市场	项目	品牌数	系列数	配方数
境内		72	172	505
境外		23	40	113
合计		95	212	618

资料来源：中国奶业协会，东兴证券研究所

1.3 创新驱动业绩，新品高端品持续发力

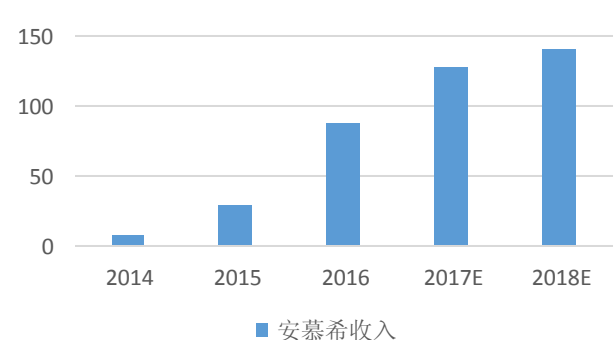
2017 年上半年伊利新产品销售收入占比 7%，“金典”、“安慕希”、“畅轻”、“每益添”、“Joy Day”、“金领冠”、“巧乐兹”、“甄稀”等重点产品系列的销售收入比上年同期增长近 31%。随着居民消费结构不断升级，伊利高端产品增长空间较大。其中金典收入持续上涨，近三年经历了 60%、27%、23% 的增速，收入占比不断提升。安慕希在经历了前两年的爆发之后，目前市场占有率达到 26%，公司对其进行了包装盒口味的创新升级，预计未来有 200 亿的市场空间。第四季度豆奶新品“植选”的上市，为公司注入了新的活力。近年来，植物蛋白饮料在软饮料中市场份额不断，豆奶作为其中的一种，解决了传统豆浆保质期短且消费场景局限的问题，同时因其较高的营养价值和新鲜的口感受到消费者的青睐，目前市场上已有几个品牌进军豆奶行业，如达利的豆本豆，维维的瓶装豆奶，唯怡豆奶，维他奶等。在前期市场的培育下，豆奶行业已存在一定的消费人群且范围在不断扩大，伊利豆奶新品的推出或成公司的下一个看点。

图 6:金典收入占比不断提升



资料来源：调研数据,东兴证券研究所

图 7:安慕希收入及预测（亿元）

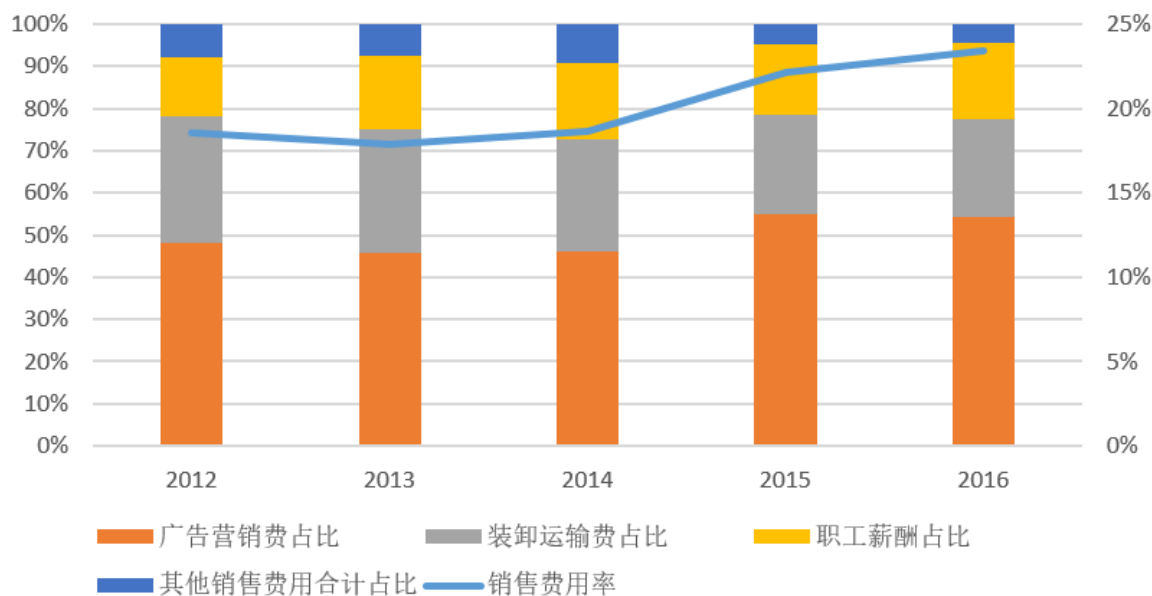


资料来源：调研数据,东兴证券研究所

1.4 销售费用率已有趋缓迹象，规模效应不断积聚

伊利的销售费用率近几年一直上涨，从 2012 年的 18.5% 跃升至 2016 年的 23.3%。从销售费用细分结构来看，广告费用率和销售费用率趋势大体上一致，从 2012 年的 8.9% 上升至 2016 年的 12.8%，有较大幅度的提升；职工费用率呈现缓慢上升趋势，2012-2016 年间从 2.56% 上升至 4.26%，装卸运输费用率先降后升，从 2012 年的 5.6% 下降到 2014 年的 4.96% 而后反弹至 2016 年的 5.45%。而其他几类细分费用率维持低水平且呈下降趋势。

图 8:伊利销售费用率及其结构



资料来源：公司年报，东兴证券研究所(注：广告营销费占比为广告营销费用占销售费用的比重，下同，其他费用合计包括)

可以看出，公司近年来在产品的广告宣传方面投入了大量的人力和物力。由于乳品市场同质化较为严重，企业必须花大量的资金提高产品知名度，抢占市场份额，包括促销、赞助、广告投放等方式。安慕希的成功离不开公司的大力宣传。当某一产品被消费者广泛认可时，这一产品的销售费用率会降低，即较少的销售费用可创造更多的营业收入。但由于公司近几年品类不断丰富，新品不断推出，预计未来仍会有较高的销售费用，但是费用率水平趋于稳定，随着高端品类的区隔化发展，未来规模效应会使得费用投放更有效率。

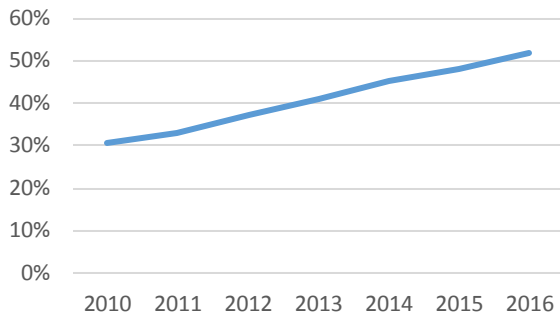
2. 乳制品行业供给端集中度有望进一步提升+需求端增长空间

巨大=龙头企业有望持续提升市场份额

2.1 上游规模化养殖加速推进，单产大幅提升

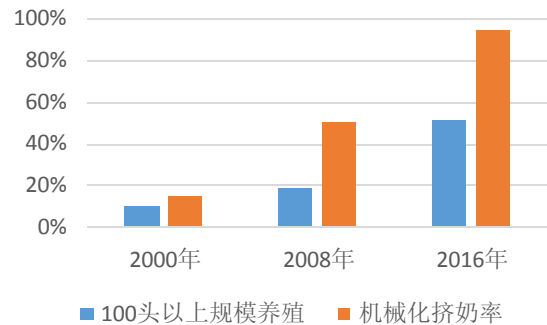
政策导向和环保监管力度的提升使得中国奶牛养殖业规模化趋势愈演愈烈。纵向来看，100头以上规模养殖比重加速提升，已从2000年的10%提升到2016年的52%，机械化挤奶率从2000年的15%提升到2016年的95%。

图 9:100 头以上养殖场比重加速提升



资料来源：wind, 东兴证券研究所

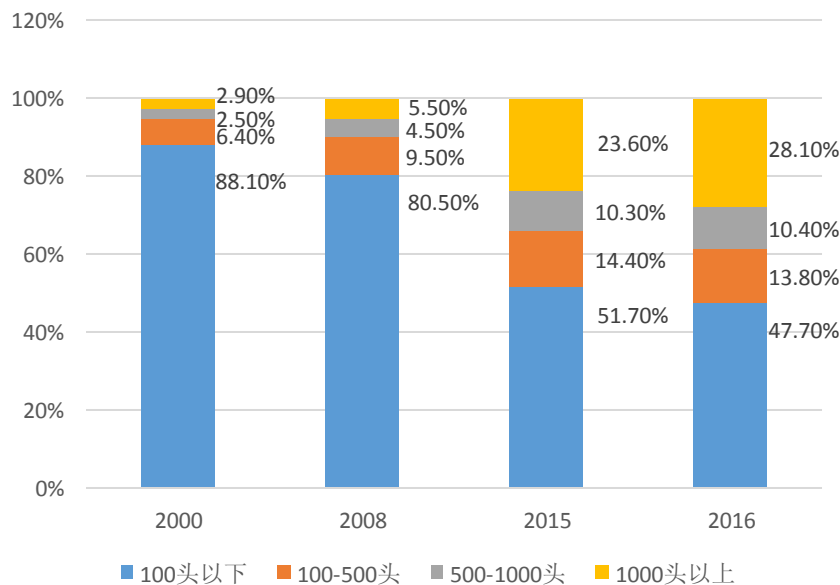
图 10:规模化养殖加速推进



资料来源：农业部，东兴证券研究所

同时，100 头以上规模养殖的牧场占比结构也在发生着变化，值得注意的是 1000 头以上规模的牧场占比有较大幅度的提升，预计未来会成为奶牛养殖业的主力军。从 15 家规模牧场生产情况来看，效益良好，预计未来规模养殖企业将逐渐成为原奶的主要供应商。

图 11:不同规模牧场占比情况



资料来源：wind，东兴证券研究所

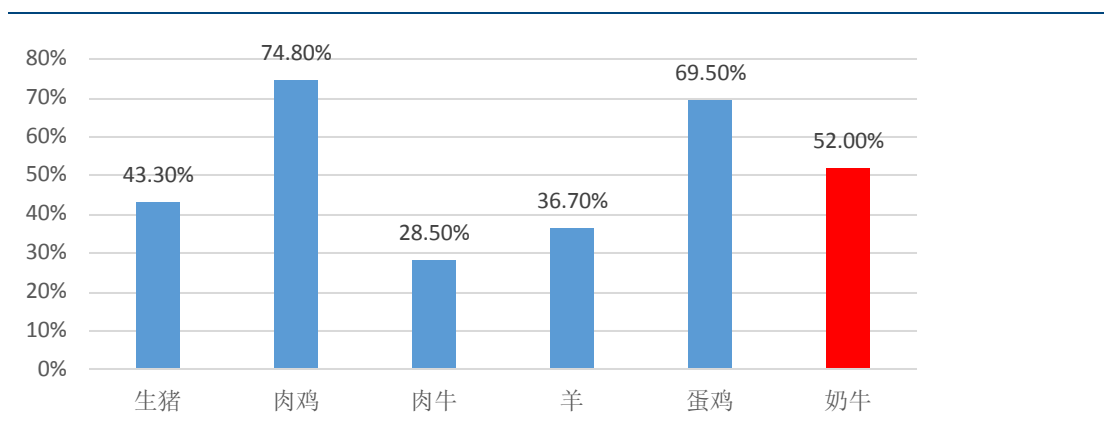
表 2:15 家规模牧场生产情况汇总表

序号	乳企	牛场数	奶站牛场数	总存栏（万头）	奶站存栏（万头）	成母牛（万头）	牛奶产量（万吨）	成母牛单产（吨）	价格（元/公斤）
1	现代牧业	26	24	33	21.08	12	110	9.5	3.59
2	辉山乳业	82	7	20	1.59	10	74	8.0	3.60
3	赛科星集团+华夏	32	7	13	3.39	5	43	7.5	3.17
4	圣牧高科牧业	34	11	12	3.38	7	60	9.0	3.45
5	优然牧业	33	18	10	5.73	5	47	10.2	3.24
6	光明荷兰斯坦牧业	34		9	8.41	4	41	10.2	3.60
7	首农	34	6	8	4.29	4	39	10.3	3.15
8	恒天然	8	7	8	6.69	3	25	10.0	3.66
9	中鼎联合牧业	140	9	9	0.81	5	29	7.1	3.20
10	澳亚现代牧场	7	7	7	7.58	4	39	11.8	3.50
11	原生态牧业	8	2	6	2.20	3	27	10.5	3.57
12	中地乳业	8	7	6	5.41	3	26	9.8	3.42
13	富源乳业	12	11	5	3.48	2	20	9.1	3.38
14	河南源源乳业	11	1	4	0.17	2	19	9.2	3.23
15	宁夏农垦贺兰山乳业	14	8	3	1.95	2	17	9.9	3.17
	合计	482	125	141	76.16	70	615	9.47	3.48

资料来源：wind，东兴证券研究所

横向来看，奶牛养殖规模化率在畜牧业中居前列，虽然低于肉鸡和蛋鸡，但从全产业链的机械化程度、一二三产业融合程度、科技贡献率以及示范和引领作用方面来看，奶牛养殖业的表现优于肉鸡和蛋鸡养殖业，有望在农业中率先实现现代化，引领农业现代化的发展。

图 12:不同畜禽养殖规模化率



资料来源：wind，东兴证券研究所

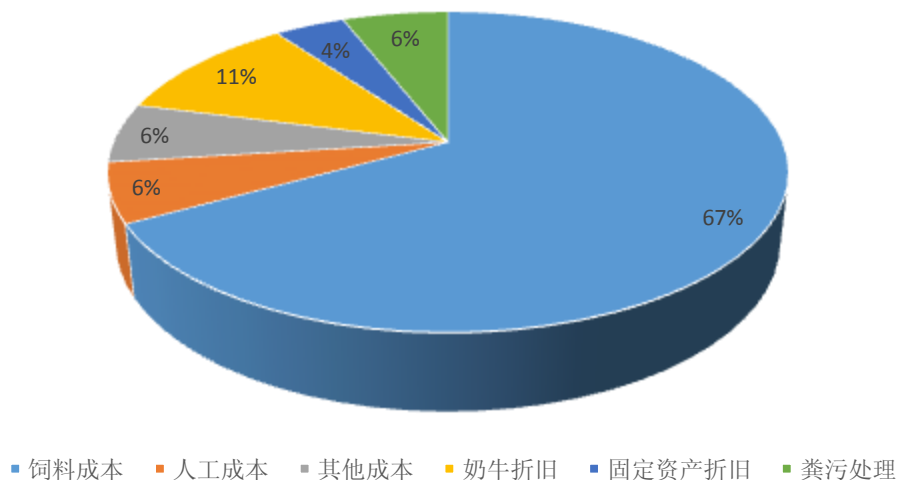
随着当前规模化养殖的不断推进，低效牧场出清，大牧场产能提高，使原奶价格可控制在一定范围之内，避免大幅度上涨；同时可以实行统一监管，从根本上控制奶源品质，提高乳制品的安全，为乳业的可持续发展提供可靠的基础，预计未来乳制品在量和质上都会有较大的提升，满足消费者的需求。

2.2 生产成本维持高位倒逼行业集中度提升，龙头乳企市场份额持续扩大

2.2.1 原奶价格高于全球，但不具备持续上涨动因，未来可控

近年来，玉米、豆粕等饲料价格高居不下，作为规模牧场成本的重要组成部分，无疑给奶牛养殖业带来较大的成本压力，使原奶价格维持高位。

图 13:规模牧场的成本构成



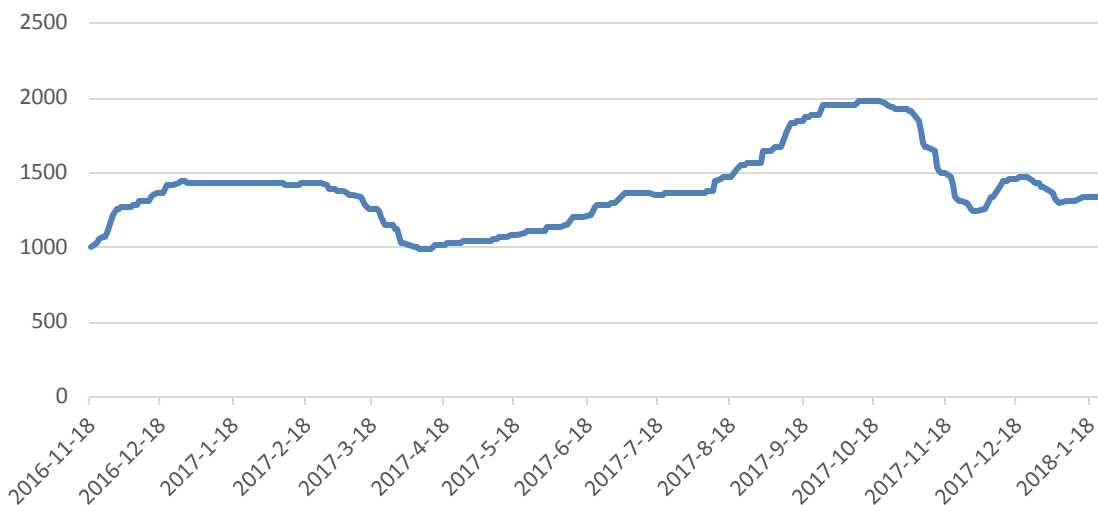
资料来源：农业部，东兴证券研究所

但是，目前国际市场原奶处于产能过剩阶段，供给大于需求，由于国内外原奶价格具有联动性，预计未来国内原奶价格不会大幅度上涨，成本可控。

2.2.2 纸类包材价格有所回落，但仍维持高位

受供给侧改革及环保力度加强的影响，造纸企业排污和生产成本提高，倒逼一批中小型造纸企业关停或整合改产，另外近年来造纸行业新增产能也逐年下降，造成纸类库存减少，供给量下降，纸类及纸类包材价格从 2016 年 11 月开始大幅飙升，2017 年 11 月受废纸价格下降及双十一商家备货结束需求量有所回落的影响，瓦楞纸价格有所下降，但由于第四季度为包装用纸需求旺季，此后瓦楞纸价格小幅反弹，进入 2018 年小幅下降后保持平稳。

图 14:中国瓦楞纸价格指数走势图

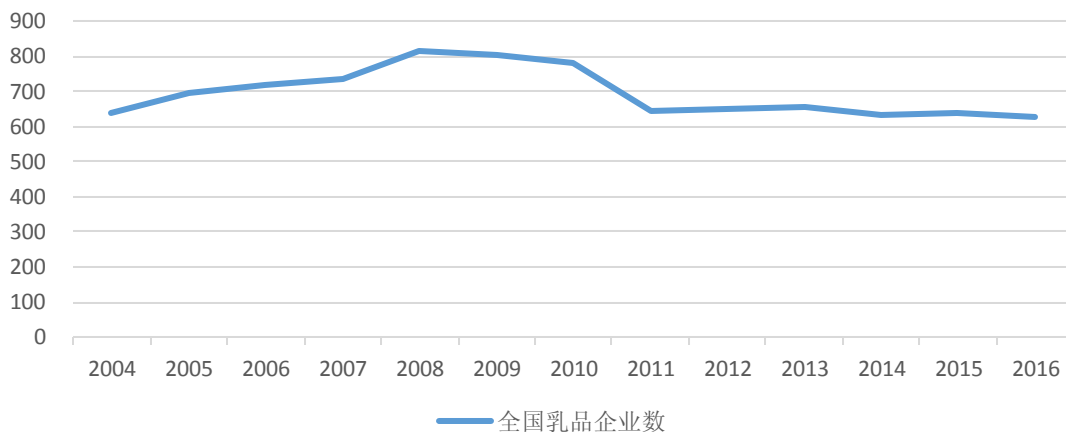


资料来源：卓创资讯网，东兴证券研究所

2.2.3 生产企业数量不断减少，集中度加速提升

由于中小企业议价能力弱，生产成本的提升会对其利润造成挤压，其体量较小而难以承受利润的不断恶化，因而预计未来行业会进一步整合，中小企业面临出局，行业集中度进一步提升。2004 年至 2016 年全国乳品企业个数经历了先上升后下降的趋势，随着去产能的推进，预计下降趋势将延续。龙头乳企凭借其自身优势，成本承压能力较强，在行业洗牌中能够处于主动地位，预计龙头企业未来将会抢占更多市场份额。

图 15:全国乳品企业个数



资料来源：wind，东兴证券研究所

2.3 需求远未见顶，乳制品行业创新空间和增长空间巨大

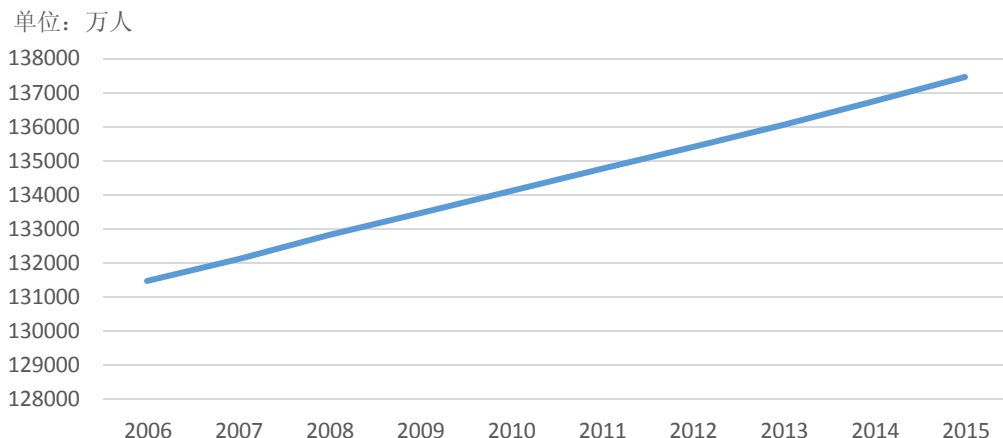
乳制品并非必需消费品。随着人口结构变化、饮食结构变化、城镇化发展，消费者的消费结构不断升级，对乳制品的需求不断提升，未来增长空间巨大。

2.3.1 人口结构的改变助推乳制品消费量的提升

人口结构的改变主要体现在规模的扩张和内容的改变。

从规模上来看，中国人口持续增长，随着二胎政策的放开，未来增长速度会进一步提升，预计到 2020 年达到峰值 14.2 亿。人口的扩张首先带来了对乳制品需求总量的提升，尤其新生儿的增加将带动奶粉行业的发展。

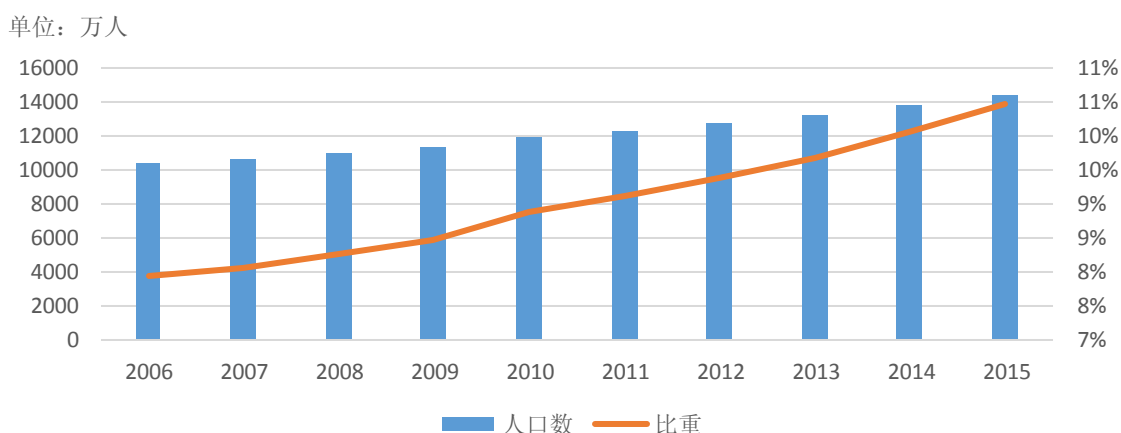
图 16:中国人口不断增长



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

从内容来看，首先，中国进入老龄化社会已经是不争的事实，65 岁以上老年人占比持续提升，截至 2015 年已超过 10%。伊利消费升级指数报告显示，老年人的健康消费呈现不断升级的态势。从 2016 年开始，老年人专用健康消费对非老年人专用健康消费的比重逐月上升，从 2016 年 3 月的最低值——不到 0.5 上升到 2017 年 8 月的 0.8。按照老龄化的趋势，随着健康理念的深入人心，可以预见，在健康消费中老年人的贡献将越来越大。乳制品作为健康食品的代表，无疑会成为老年人的消费对象，未来需求空间会进一步打开。

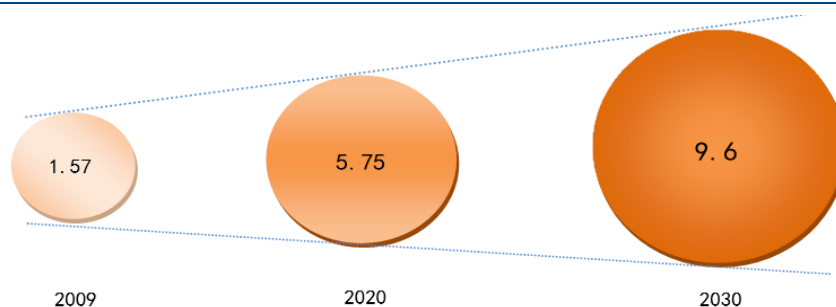
图 17:中国 65 岁及以上人口数及其占比



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

第二，中产阶级正在崛起。波士顿咨询联合阿里研究院发布的报告《中国消费新趋势：三大动力塑造中国消费新客群》显示，中产阶层增长势头迅猛，其中家庭可投资产值在 100-500 万美元、500-2000 万美元区间的家庭数量增速最快，预计从 2017 年的 210 万户和 30 万户，在 2021 年将分别达到 340 万户和 50 万户，这两个收入群体未来四年财富将以 13.6% 的速度增长。另据美媒报道，到 2030 年中国将有三分之一人口进入中产阶层。

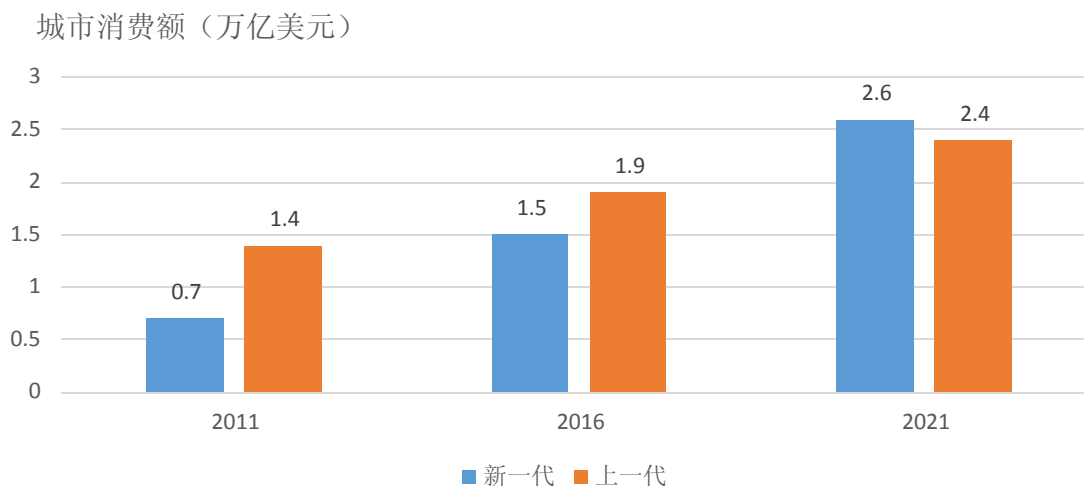
图 18:中国中产阶级人数（亿）不断提升



资料来源：华闻网，东兴证券研究所

第三，80 后、90 后将成为未来消费的主力军，目前 18-35 岁的消费人群占中国城镇 15-70 岁人口的比重为 30%，预计 2021 年将达到 46%，消费潜力极大，将推动 69% 的消费增长。

图 19:年轻群体成为新的消费主力



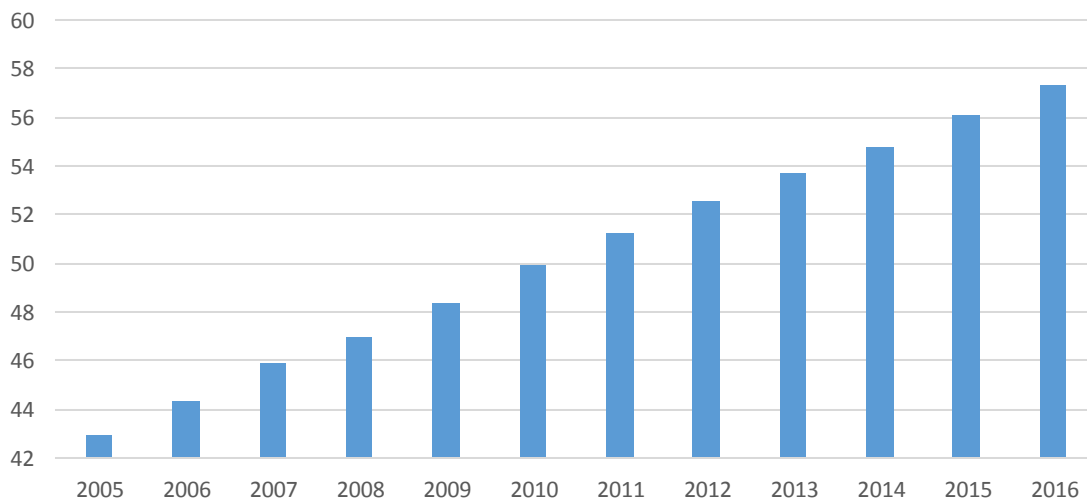
资料来源：BCG 分析，东兴证券研究所

以上两类人群消费的共同特点是更注重品质、个性和用户体验，而对价格敏感度较低，乳制品作为食品结构中的“奢侈品”并且呈现日益多元化个性化的发展趋势，预计会越来越受到这些人群的青睐。

2.3.2 城镇化的推进带动渠道下沉，推动三四线城市消费扩容

经济发展水平的差异导致不同城市之间、城乡之间乳业发展水平及居民乳制品消费量之间存在不平衡。随着城镇化的推进，三四线城市及农村居民收入水平的提高以及近年乳业整体快速的发展，并且强渠道的企业在三四线优势明显，竞品较少导致促销力度反而比一线城市小，未来产品结构升级，三四线城市会成为未来增长点的核心区域。

图 20:城镇化水平不断提升



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

据尼尔森零研数据显示，今年上半年三、四线城乡液态类乳品零售额比上年同期增长9%。日后随着城镇化进程的加快以及三四线城市收入水平的进一步提高，加之渠道深耕后市场对消费者的培育，若三四线城市5亿人口人均液态奶消费量达到一线城市人均31kg的水平，农村6亿人口人均液态奶消费量达到三四线城市人均16kg的水平，按照2016年酸奶和牛奶分别为14元/kg和11元/升的零售价以及21%与79%的消费占比，预计液态奶市场需求将增长1500亿，相较于2016年有40%的上升空间。

表 3:不同城市、城乡之间液奶渗透率及消费量对比

	一线城市	二线、部分三线城市	三四线城市	农村市场
液奶渗透率	> 90%	> 70%	≈ 50%	≈ 20%
人均乳制品消费量	31kg	23kg	16kg	7kg

资料来源：Euromonitor，东兴证券研究所

3. 伊利的核心优势：渠道不断精细+产品持续优化+卓越的管理水平

3.1 渠道渗透到乡镇级别，两年内全面覆盖乡村级别

如今的快消品行业，渠道渗透力已成为衡量企业核心竞争力的一个重要标准。依托渠道深耕，伊利的品牌形象已深入人心。据凯度调研发布的《2017 全球品牌足迹报告》显示，在中国市场，伊利是消费者选择最多的快速消费品牌，已连续两年获得第一，2016 年共有 1141 万中国消费者购买了伊利产品，消费者年平均购买次数高达 7.8 次，

品牌渗透率高达 88.2%，高于蒙牛 1.4 个百分点。伊利常温液态类乳品的市场渗透率为 78.5%，比上年度提升了 1.3 个百分点。尼尔森零研数据显示，公司婴幼儿配方奶粉在母婴渠道零售额比上年同期增长 35.9%。在产品的铺货率方面，伊利产品的终端铺货率在 2015 年就已经达到了 95%。

表 4:中国消费者触及数（CRP）前十品牌

2016 排名	2015 排名	品牌	消费者触及数. (m)	渗透率%	购买频次	消费者触及数增长率%
1	1	伊利	1141.0	88.2	7.8	2.9
2	3	蒙牛	1043.2	86.8	7.2	0.0
3	2	康师傅	922.1	83.0	6.7	-13.6
4	4	旺旺	519.7	67.7	4.6	-11.5
5	8	海天	495.9	70.2	4.2	8.5
6	5	光明	467.6	44.2	6.3	-7.8
7	7	统一	449.2	63.6	4.2	-2.5
8	6	双汇	446.7	60.0	4.5	-6.7
9	9	立白	379.8	66.1	3.4	-4.0
10	12	心相印	356.3	58.6	3.7	4.4

资料来源：凯度调研，东兴证券研究所

线下渠道方面，截至 2016 年末，伊利直控村级网点达到 34.2 万家，相较于 2015 年的 11 万家增长了 2 倍多。到目前为止，伊利已拥有线下网点 500 多万个，遍布全国。尼尔森零研数据显示，线下实体零售渠道，在 2017 年 1-6 月，液态类乳品与婴幼儿配方奶粉的零售额比上年同期分别增长 7.3%、9.4%，增幅明显快于同期水平，其中，便利店的液态类乳品零售额同比增速为 13.2%，增速已明显快于其他实体店。随着渠道的不断下沉，三四线城市和农村市场正在崛起。数据显示，2017 年上半年液奶行业县乡市场收入增速 5%-10%，远高于行业整体增长；伊利凭借其强大的渗透力，在县级市场增速超过 20%，高于公司的整体增长水平。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增速分别超过 20%、70%，远高于一二线城市。

表 5:2017 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：中国产业信息网，东兴证券研究所

线上渠道方面，2010 年，伊利成立了线上旗舰店，在多个电商平台上销售，形成了完善的电子商务营销模式。随着微信的普及，2014 年伊利开通了“伊利官方旗舰店”微信公众号，正式开启微信销售渠道，这是继天猫、京东等电商之后线上平台的再次拓展，提高了伊利的品牌粘性。据艾瑞电商数据平台检测显示，2016 年液态乳品 B2C 线上交易额比 2015 年增长了 61.9%。

至此，伊利实现了由线下到线上，由点到面，由城镇到农村的多方位精细化渠道建设，并且仍在不断的拓展以适应市场变化。伊利凭借其强大的渠道渗透力抢占市场份额，未来会有更大的收入空间。

3.2 伊利产品结构优化提升消费粘性

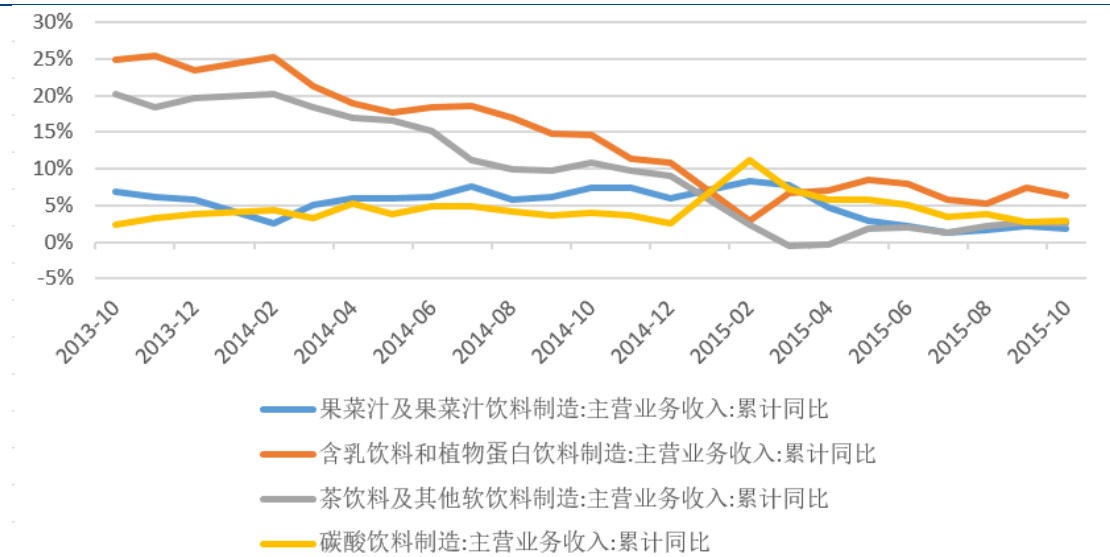
近些年，伊利在扩大规模的同时，不断扩展其业务部门，升级产品结构。目前伊利主要有液奶事业部、低温酸奶事业部、奶粉事业部和冷饮事业部四大业务部门，近年来又开创了创新事业部，位于上海，主要做一些新品上的研发，足可以看出伊利对于产品结构升级的重视。2016 年伊利新产品收入占比 22.7%，同比增长约 7%，金典、安慕希、畅轻、金领冠、巧乐兹、甄稀等重点产品的销售收入占比 49%，同比增长 3.2%。产品的创新成为伊利增长的源动力。目前，伊利品类从低端到高端超过一千余种，面向不同收入水平、性别、年龄和偏好的消费群体。随着居民收入的不断提升，消费者对于消费内容和消费品质提出了更高的要求。早先单一的产品结构已经不能满足消费者日益苛刻的需求，因此产品结构优化战略首先适应了消费结构的升级。

过去三年乳制品市场促销激烈，一方面是大包粉消化的压力比较大，另一方面就是产品的同质化严重。伊利目前已经有意识加大创新产品研发力度，在已有品牌力的基础上，通过品类的丰富和升级，满足消费者不断更新的需求，可以建立起消费者对于伊利品牌的信赖和忠诚度。这种信赖和忠诚度，一方面可以使消费者对品牌产生消费粘性，降低消费者对于产品价格的敏感度，一方面可以提高乳制品行业的进入壁垒，即如果潜在的进入者想参与竞争，它必须要扭转消费者对于伊利品牌的信赖并克服伊利产品的独特诉求点的影响，通常这种努力所付出的代价很高，从而在一定程度上降低了潜在竞争者的威胁。

3.3 豆奶市场空间大，未来品牌化豆奶商品是趋势，伊利必将分一杯羹

2017 年年四季度伊利推出豆奶新品“植选”，市场普遍看好。随着健康理念的推广，人们对于软饮料的需求结构也在发生着变化，碳酸饮料日益低迷，而更营养更健康的植物蛋白饮料异军突起，市场份额不断提升，主营业务同比增速高于其他软饮料。

图 21:不同软饮料主营业务增速对比



资料来源：wind, 东兴证券研究所

据春雨医生估计，中国目前大约有 6.6 亿人患有不同程度的乳糖不耐受症。豆奶作为植物蛋白饮料的一种，其营养价值和牛奶相当，同时不会给乳糖不耐受患者带来不舒适的消费体验，预计未来会成为这类人群的牛奶替代品，需求空间大。百度指数显示，“豆奶”的全国搜索指数自 2011 年起至今呈现波动上升的趋势，可见消费者对于豆奶的关注度是不断提升的。

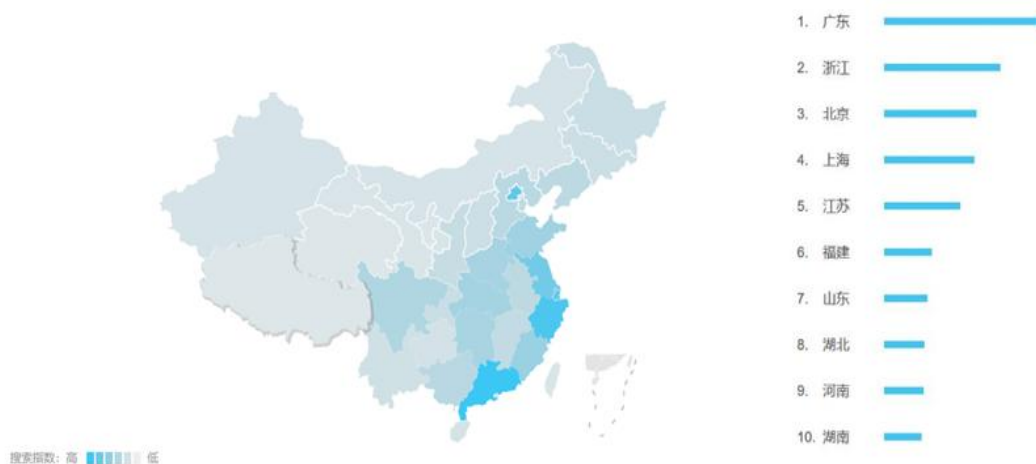
图 22:全国豆奶搜索指数变动情况



资料来源：百度指数，东兴证券研究所

从地域上来看，按省份区分，广东、北京、上海、浙江等经济发达省份对于豆奶的关注度较高，而中西部等经济欠发达省份关注度相对较低；按城市区分，对豆奶关注度较高的城市也是集中于北上广深等发达城市。

图 23: 2013 年 9 月-2017 年 12 月各省份豆奶搜索指数分布



资料来源：百度指数，东兴证券研究所

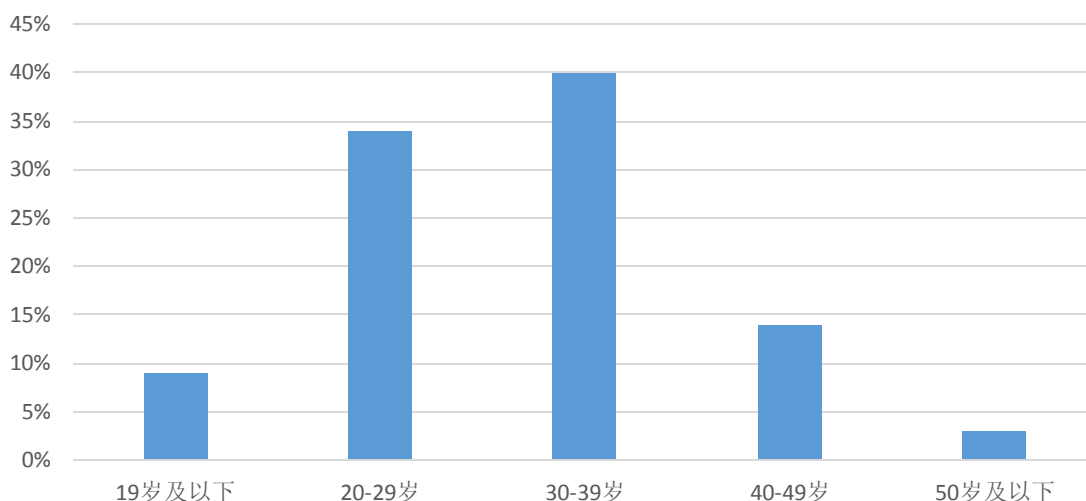
图 24: 2013 年 9 月-2017 年 12 月各城市豆奶搜索指数分布



资料来源：百度指数，东兴证券研究所

从年龄分布来看，关注豆奶的人群年龄以 30-39 岁人数最多，20-29 岁次之，40-49 岁第三。豆奶的受众目前集中于青年及中年人，范围还相对较小。

图 25:2013 年 9 月-2017 年 12 月豆奶搜索指数年龄分布



资料来源：百度指数，东兴证券研究所

基于以上分析可以看出，豆奶目前的地域渗透率相对较低，未来空间很大。中国素有早餐喝豆浆的饮食习惯，但由于豆浆保质期短，且豆腥味明显导致其消费场景受限。通过对豆浆进行深加工并进行包装上的升级，豆奶在保持豆浆营养成分的同时，改良了口感，并使消费者任何时候、任何地点、任何场合饮用成为可能，拓宽了消费场景，最典型的例子就是西南地区的唯怡豆奶，消费者常在吃火锅时饮用。在豆奶产品不断升级适应消费者需求的同时，随着渠道的拓宽和下沉以及居民消费理念的升级，预计豆奶有望为乳业发展带来新的契机。

表 6:目前主要豆奶品牌

企业	图片
维维	
达利	

九阳



唯怡



维他奶



伊利



资料来源：网页资料，东兴证券研究所

目前，许多业内品牌都已经进军豆奶行业，如达利集团的豆本豆，九阳集团的九阳豆浆，维他奶，老牌豆奶行业维维豆奶也将豆奶粉升级成瓶装豆奶。虽然品牌众多，但瓶装豆奶目前还没有一个领军品牌。在前期市场的培育下，在伊利已有品牌力和品质保证的情况下，预计伊利豆奶的推出必将成为下一个增长点。

3.4 卓越的管理能力是不断实现自我超越的根本原因

公司管理层稳定，且上市以来高级管理人员都持有一定的股份，并且持股数每隔一段时间会有较大幅度的上调，管理层的利益绑定保证了公司利润增长的可持续性。在这种激励之下，公司高管有动力将公司管好，保障公司稳定发展。相比之下，蒙牛和光明在 2016 年都经历了管理层的巨变，公司一把手的更换带来了公司经营业务的动荡。同时在持股方面，蒙牛 2012 年开始实行管理层持股，但只有 1 到 2 名执行董事持股，

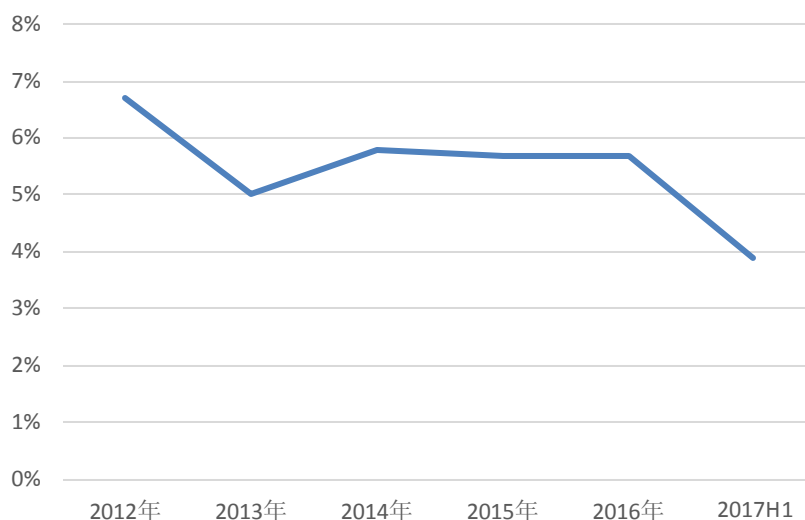
且持股数量较低；光明乳业自 2004 年开始高级管理层持股，但持股数量几乎没有太大的涨幅。

表 7:三大乳企管理层情况对比

项目 \ 企业	伊利	蒙牛	光明
是否有管理层变动	否	是	是
管理层持股比例	8.0%	0.13%	2.3%

资料来源：wind, 东兴证券研究所

图 26:伊利管理费用率不断下降



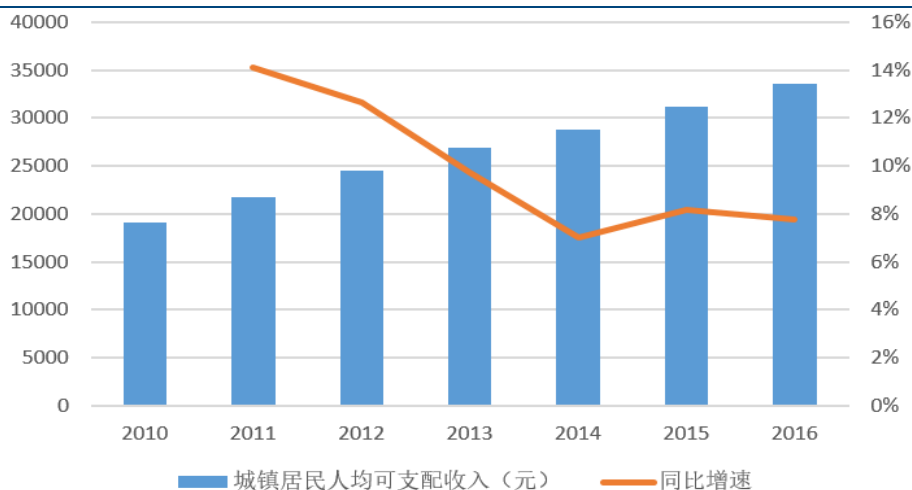
资料来源：wind, 东兴证券研究所

4. 伊利增长看点：消费升级助推高端品放量+冷链完善加速低温酸奶发展+政策红利惠及奶粉事业增长+外延预期不断品类扩张

4.1 受益于消费升级，高端产品持续放量

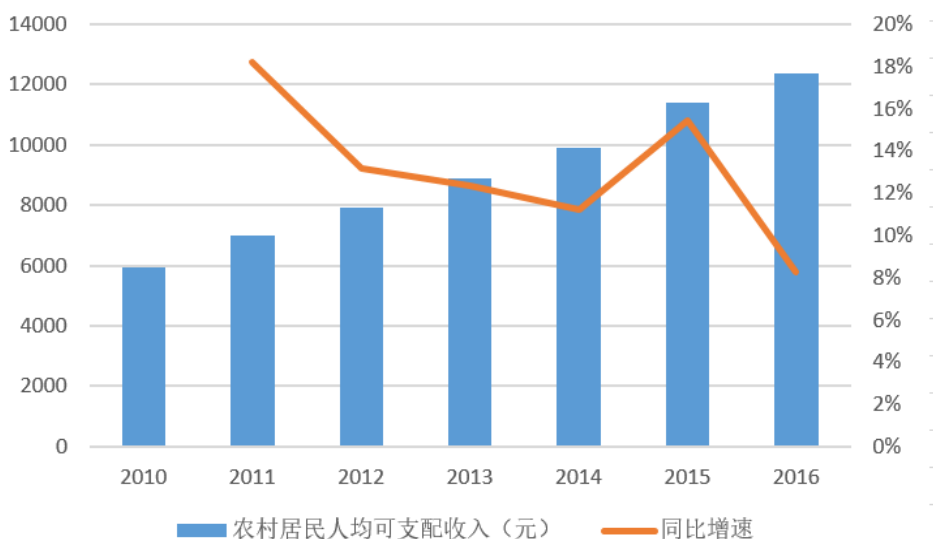
近 7 年来，农村与城镇居民人均收入分别由 5919 元和 19109 元增长至 12363 元和 33616 元，分别增加了 1.08 倍和 0.75 倍，收入的大幅增加也将引发大众对高端化消费的追求。相对于人均收入的增长，农村居民与城镇居民消费支出也在不断提升，农村居民消费支出率超过 8%，城镇居民消费支出率超过 30%。消费能力的提升为消费升级提供了基础。

图 27:城镇居民人均可支配收入及增速



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

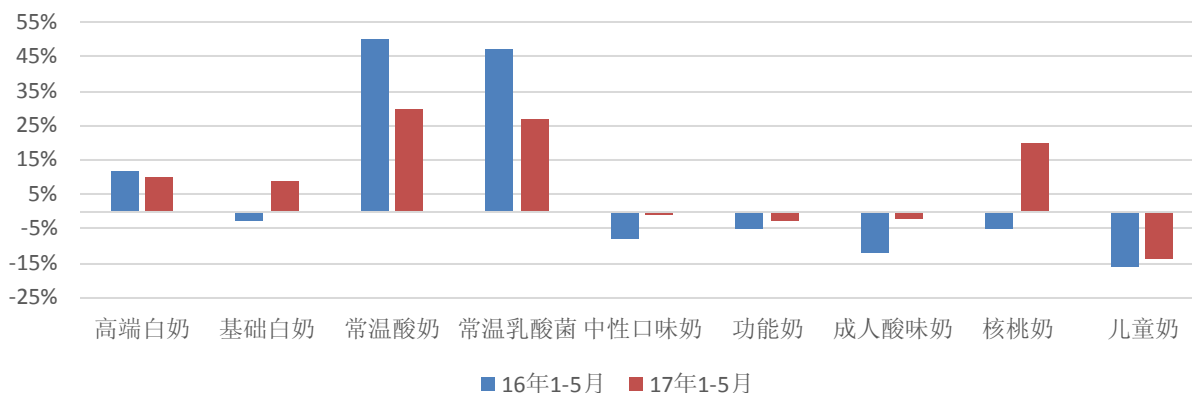
图 28:农村居民人均可支配收入及增速



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

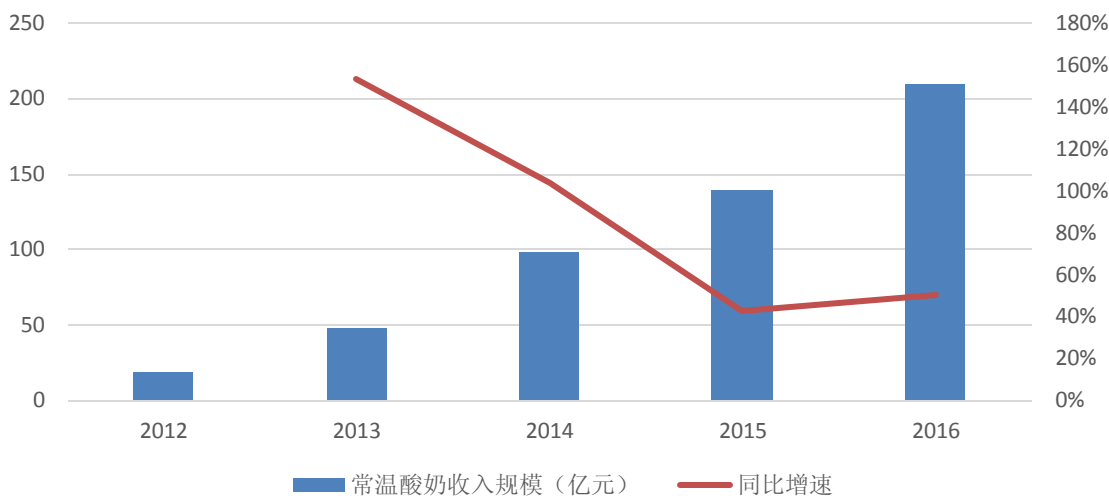
随着消费结构的升级，居民对于乳制品需求量增加的同时，对于乳制品的品类和口感提出了更高的要求。常温白奶的黄金时代已经结束，传统产品增速放缓成为常态，产品结构升级是未来主旋律。在乳业整体品类增速上，常温酸奶一枝独秀，高端白奶、低温酸奶、乳酸菌饮料增速均超过行业平均水平。从常温白奶体量增长（UHT 产品粗狂式放量增长）到高端白奶再到常温酸奶，高端新品的高速增长成为乳企业绩的核心推动力。作为龙头企业，伊利有足够的资源和能力支撑产品研发和推广，更好地把握消费升级带来的机遇。

图 29:2016 年 1-5 月及 2017 年 1-5 月乳制品行业各品类增速对比



资料来源：中国报告网，东兴证券研究所

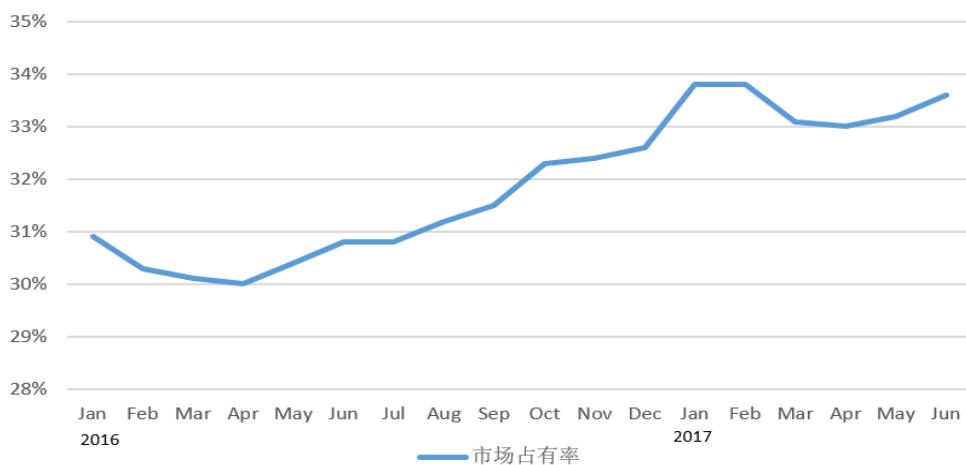
图 30:全行业常温酸奶收入规模及增速



资料来源：“香满楼”新闻快讯，东兴证券研究所

从 2016 年 1 月年到 2017 年 6 月，伊利的常温奶渗透率不断提升，2017 年上半年月平均渗透率为 33.42%，相较于 2016 年上半年同比增长 9.86%，伴随着渠道的进一步下沉，伊利高端产品将会源源不断投向市场，承接下一次消费升级，高端产品仍具较大增长空间。

图 31:伊利常温奶市场占有率不断提升



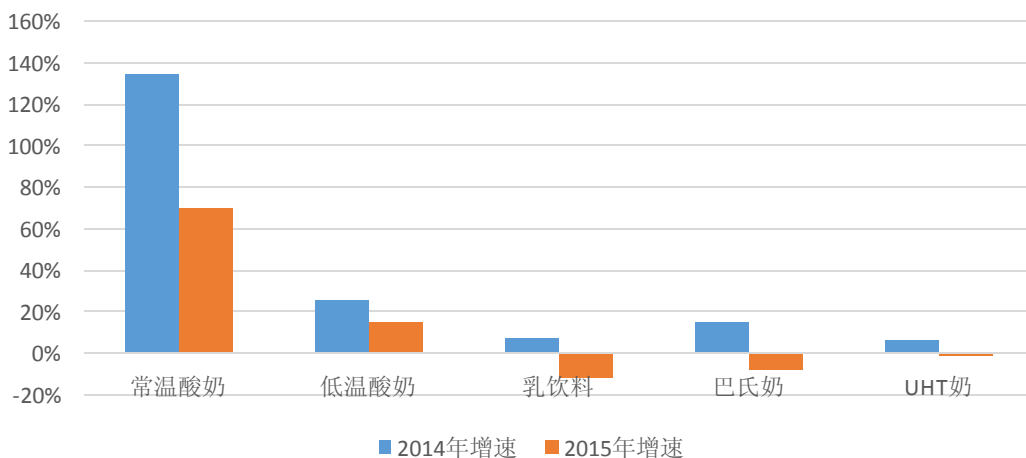
资料来源：尼尔森，东兴证券研究所

4.2 低温酸奶还处于需求培育期，伊利以略高于冷链增速发展静待行业爆发点

4.2.1 人均低温酸奶消费量有望提升，未来增长空间大

低温酸奶营养和口感俱佳，同时具备调理肠胃的功效，深受广大消费者的认可和喜爱。近年来，低温酸奶增速亮眼，高于乳业平均水平。据中国产业研究报告网统计，2016年中国低温酸奶市场规模达到 295.4 亿元，同比 2015 年的 250.3 亿元增长了 18%。横向比较来看，中国酸奶消费量未来仍有较大提升空间。中国的人均酸奶消费额远低于发达国家，但差距有缩小的趋势。随着渠道的下沉，人均酸奶消费额上升是必然的趋势，预计低温酸奶行业将会有更大的增长空间。

图 32:低温酸奶增速亮眼

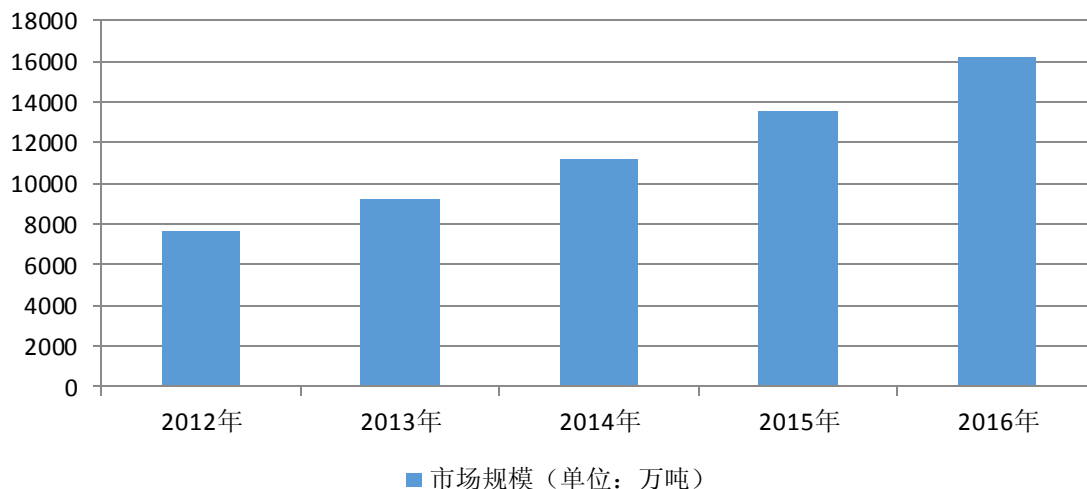


资料来源：尼尔森，东兴证券研究所

4.2.2 冷链运输发展迅速，低温乳制品发展有基础保障

低温酸奶因其保质期较短，且要在低温下贮存，所以对运输和保存条件要求非常高。冷链的铺设和完善对低温酸奶销售地域扩张有至关重要的作用，有助于低温酸奶市场向低线城市及乡县下沉。据前瞻网发布的《我国冷链物流发展规模预测及前景分析》，2016 年全国冷链物流市场的需求达到 2200 亿元，同比增长 22.3%，2003-2016 年 CAGR 为 14.2%，预计到 2020 年冷链物流行业的市场需求达到 5000 亿元，2016-2020 年 CAGR 为 23%。从市场规模来看，2016 年我国冷链物流市场规模达到 1.62 亿吨，2012 年以来年均增长 20%以上，随着《新食品安全法》的出台，国家对于上下游食品安全的监管更加严格，冷链物流将得到进一步发展。

图 33:2012-2016 年我国冷链物流市场规模



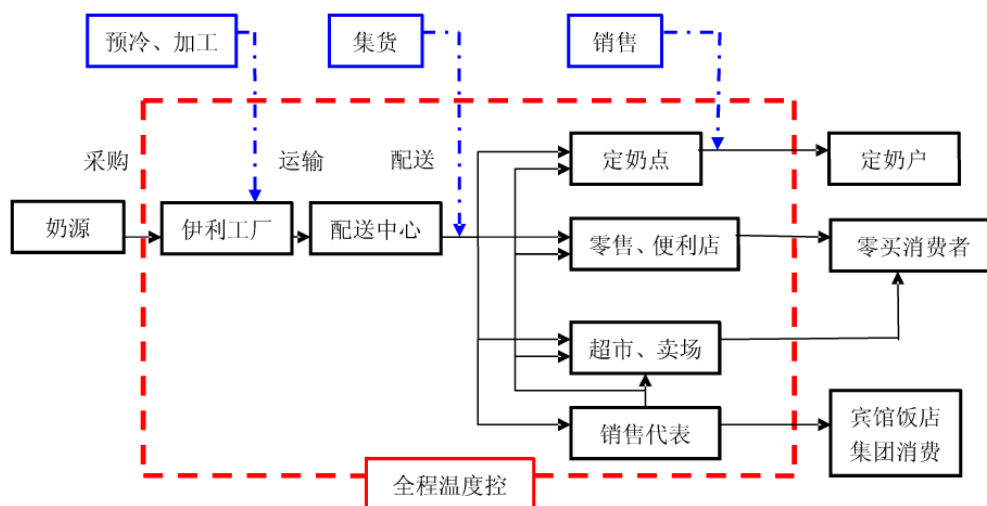
资料来源：前瞻网，东兴证券研究所

据中物联冷链委统计，2016 年我国新增冷库 305 万吨，总量达到 4015 万吨，同比增长 8.2%，预计到 2018 年将达到 4900 万吨，冷藏车保有量新增 2.2 万台，达到 11.5 万台，比 2015 年同比增长 23.6%，预计 2018 年达 15 万台。以上数据表明，未来我国冷链运输行业将有较快的增长，为低温酸奶的发展提供了良好的条件和基础。

4.2.3 伊利重视低温酸奶品类的发展，紧跟市场节奏，期待行业爆发

伊利将冷链管理覆盖到了包括仓储、冷藏运输、中转仓储、冷链分销在内的诸多环节，产品从出厂到直达客户，每一环节都保证产品始终处于 2℃-6℃低温环境。多年来，伊利酸奶事业部持续加大“三冷建设”，即冷藏车改装、经销商冷库建设、终端冷风柜投放，率先在国内建立了可视化的全程冷链物流系统。冷链的完善为低温酸奶的品质提供了有利的保证，同时为日后低温酸奶业务的扩张提供基础。

图 34:伊利冷链物流结构模式



资料来源：学术论文《伊利乳品冷链物流研究》，东兴证券研究所

在产品研发上，伊利不断推陈出新，捕捉低温酸奶市场的空白。

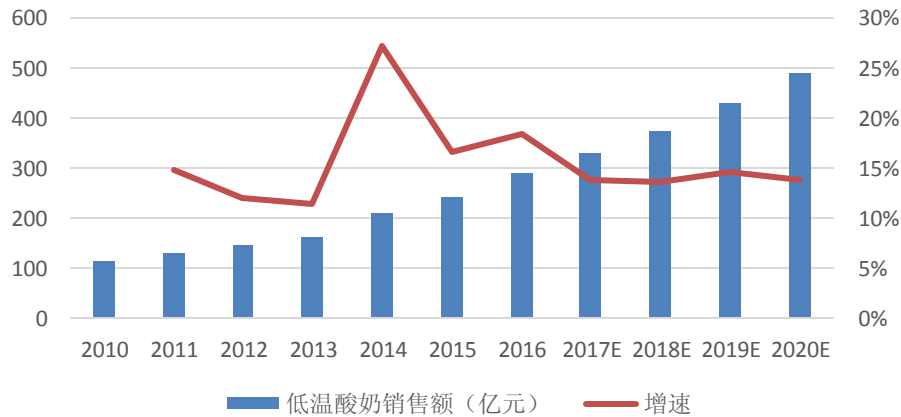
伊畅通轻作为低温益生菌酸奶行业领导品牌，率先全国性大举布局低温有机酸奶这一大空白市场，继 2015 年推出了首款低温益生菌有机酸奶后，在 2017 年初又推出“有机燕麦”新品，未来还会继续创新“有机系列产品”。不仅与同类其他品牌有效区隔，更引领整个低温益生菌酸奶行业从“同质化竞争”向“创造需求”良性发展时代迈进。2017 年 1 月，伊利重磅推出帕瑞缇欧式酸奶，针对高端人群。被业内称为“欧洲传统工艺和现代生产技术结合的产物”。2017 年 2 月，伊利推出“褐色炭烧”风味发酵乳。在酸奶产品中，“熟酸奶”因其独特的焦香口感而拥有相当比例的忠实消费群。

表 8:伊利低温酸奶产品

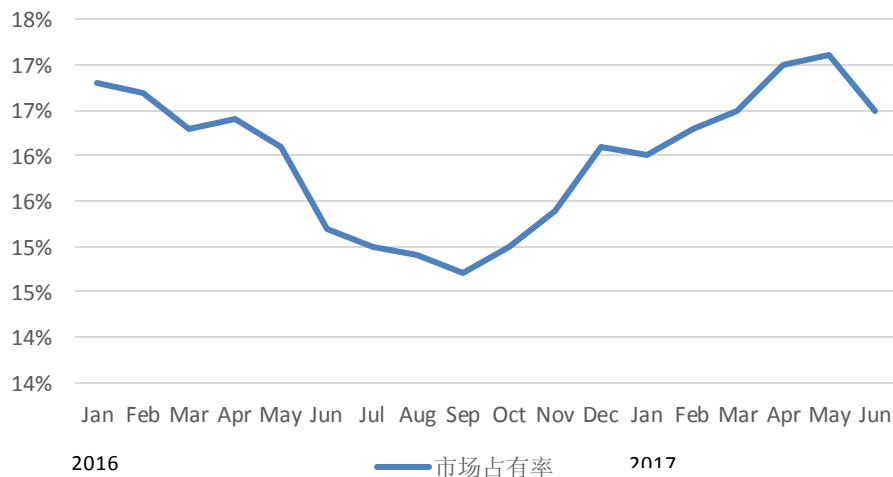


资料来源：网页资料，东兴证券研究所

伊利低温酸奶营业收入近 7 年一直保持平稳增长，据尼尔森零研数据显示，2016 年 1 月至 2017 年 6 月，伊利在低温酸奶行业的市场占有率在波动中提升（如图），2017 年上半年月平均市场占有率 16.56%，相比去年同期增长 1.9%。随着高端新品的推广，预计伊利低温酸奶市场占有率将进一步提升。

图 35:伊利低温酸奶营业收入及增速


资料来源：wind, 东兴证券研究所

图 36:伊利低温酸奶市场占有率


资料来源：尼尔森，东兴证券研究所

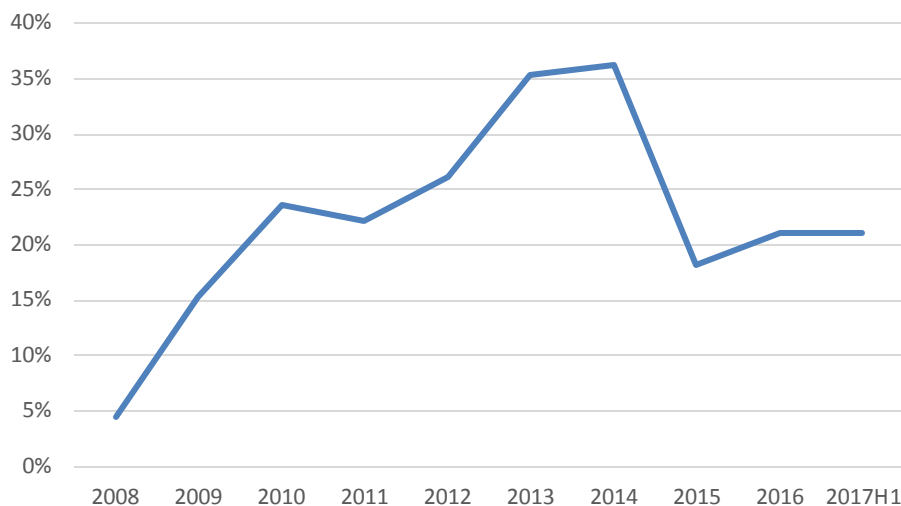
4.3 奶粉业务渠道加速建设，2018 年有望持续超预期

4.3.1 监管趋严背景下，国产奶粉在 2017 年加速抢份额

监管趋严倒逼乳企从原料到加工最后到销售全程注重自身产品的质量和安全。数据显示，2016 年，婴幼儿奶粉检测合格率为 98.7%。横向来看，同期全国食品检测合格

率为 96.8%。从 2008 年到 2017 年上半年全脂奶粉进口量占全脂奶粉消费总量的比重经历了先波动上升后波动下降的过程，意味着消费者对国产奶粉的信心提升。2017 年 11 月首届婴幼儿配方奶粉论坛在石家庄召开，反映了国家和企业对奶粉行业的重视力度。在质量提升、政策支持的背景之下，国产奶粉会逐步挤占市场。

图 37:全脂奶粉进口量占全脂奶粉消费量比重



资料来源: wind, 东兴证券研究所

4.3.2 奶粉新政加速行业洗牌，二胎政策扩大市场需求

奶粉注册制度于 2018 年 1 月 1 日落地。行业集中度会在 2018 年继续提升。总配方预计保留 500 个以上，出让 25% 的市场和 300 亿的份额。从需求方面来看，二胎政策放开，二胎生育率与一胎拉近，逐年增加。上一次婴儿潮 1985-1990 年女性进入生育期，孕龄女性逐年增长，加之近年来母乳喂养率持续走低，2014 年降至 27.8%，低于世界平均水平 38%。

图 38:出生率不断上升

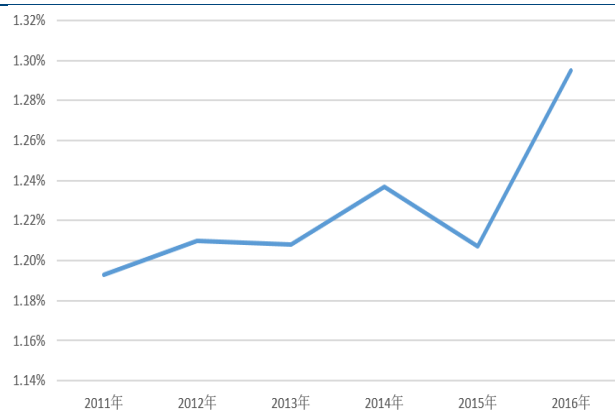
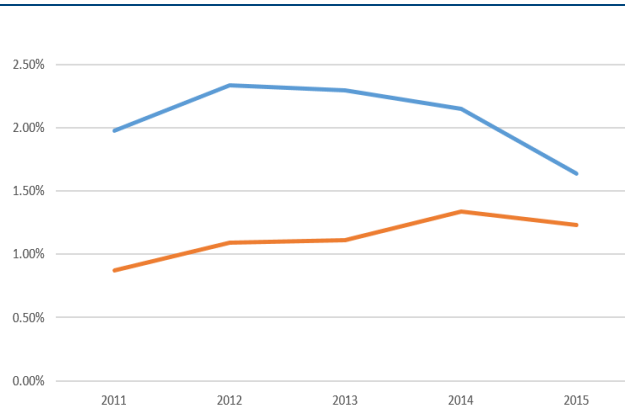


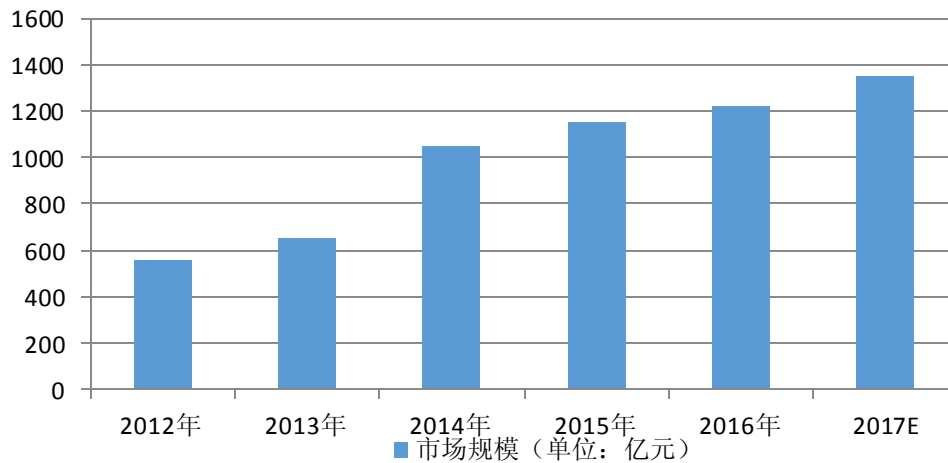
图 39:二孩生育率逐年提升



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

图 40:婴幼儿奶粉市场规模



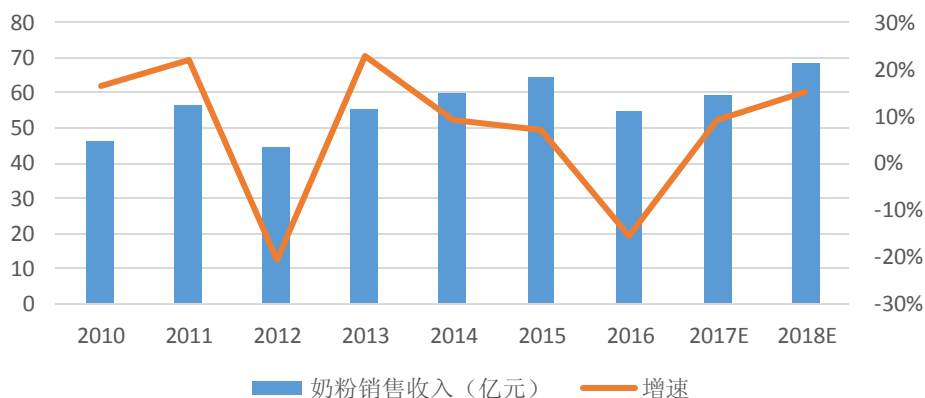
资料来源：中商情报网，东兴证券研究所

数据显示，2016 年新生儿人口 1786 万，比上年增长 7.6%。十三五期间估计每年新增人口 2000-2200 万，将新增 10 万吨奶粉需求。尽管目前新公布的新生儿有所下降，但是近五年的趋势不改，育龄人口的扩大还是会带来新生儿人数的扩大。在供给端去产能，需求端需求进一步释放的情况下，预计行业洗牌后留下来的乳企盈利能力进一步提升。

4.3.3 受益于奶粉新政，伊利奶粉业绩亮眼，或成下一个增长点

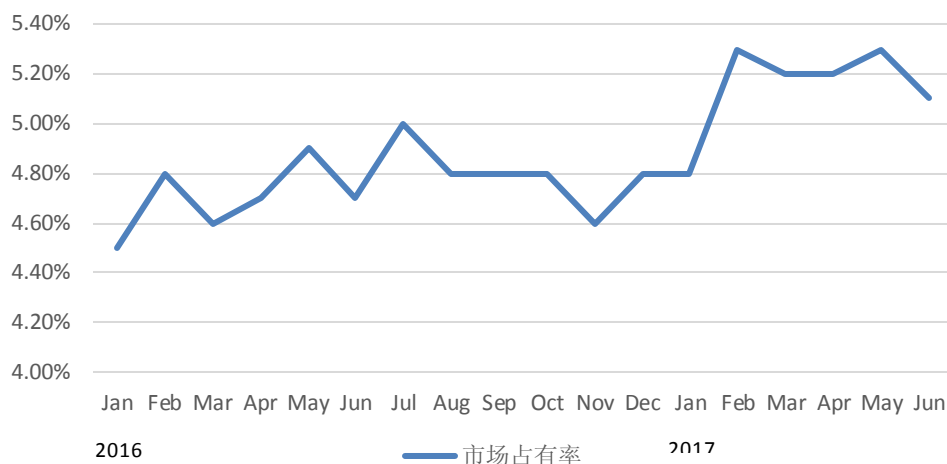
伊利产品品牌相对清晰，现有金领冠、伊利、托菲尔以及培然四大婴幼儿奶粉品牌，包括 10 个配方系列、30 个产品配方。目前伊利通过生产许可条件的国内外工厂共 4 家，按照奶粉新政原则上可以申请 12 个配方系列、36 个产品配方。在首批通过注册审批的名单当中，伊利已经获得 2 个配方系列、6 个产品配方。2017 年上半年伊利奶粉及奶制品营业收入 30.39 亿元，比去年同期增长 19.9%，增长速度超过其他事业部。2016 年至 2017 年上半年，伊利在婴幼儿奶粉市场的占有率稳中提升，2017 年上半年月平均市场占有率为 5.15%，比去年同期增长 9.6%。从营业收入及其增速来看，2012 年奶粉业务触底之后有较大幅度的提升，从历史经验来看，预计奶粉业务在 2016 年触底之后会有较快的增速。

图 41:伊利奶粉事业营业收入及其增速



资料来源：wind, 东兴证券研究所

图 42:伊利婴幼儿奶粉市场占有率

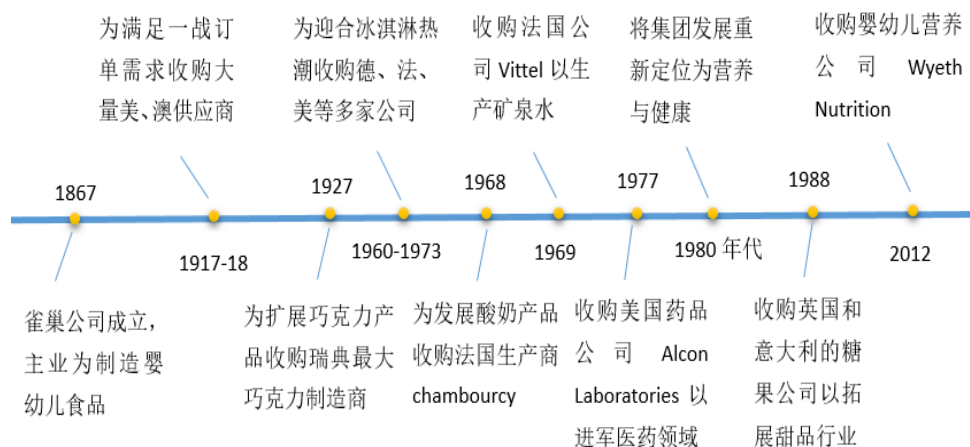


资料来源：尼尔森，东兴证券研究所

4.4 平台化健康食品公司是伊利的发展愿景，中国雀巢渐行渐近

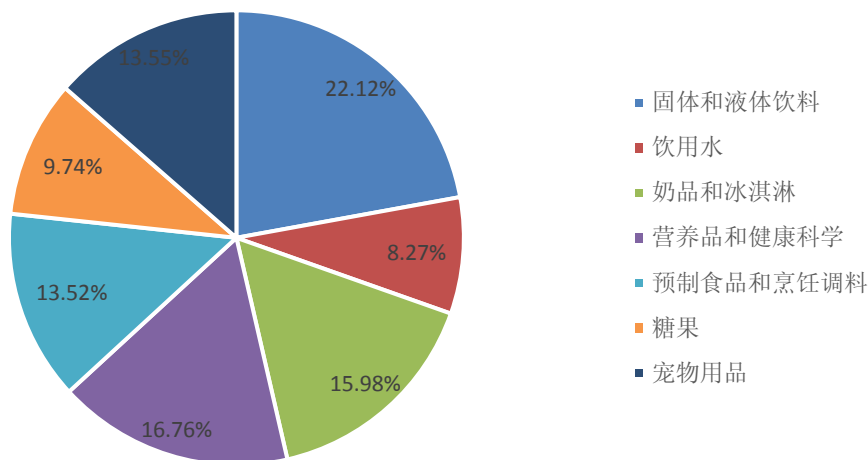
伊利一直广泛关注健康食品领域内的合作机会，健康食品领域是未来公司更大的发展方向。这意味着伊利未来的发展方向将不仅限于乳业，而很有可能向其他食品领域进军。从历史经验来看，国际食品巨头公司雀巢起步于乳业，在其乳制品业务发展到一定规模时，开启了并购之路，向当时朝阳企业进行准确的收购，依托并购公司的产品丰富自己的产品种类、提升质量、优化结构，有效利用了这些公司的渠道抢占市场份额，积极跨界进入新的食品领域，最终成长为综合食品企业。对标雀巢，预计伊利未来会走向平台化发展道路，适时准确地并购，开拓市场，有望有更广阔的成长空间和利润渠道。

图 43:雀巢集团重要事件



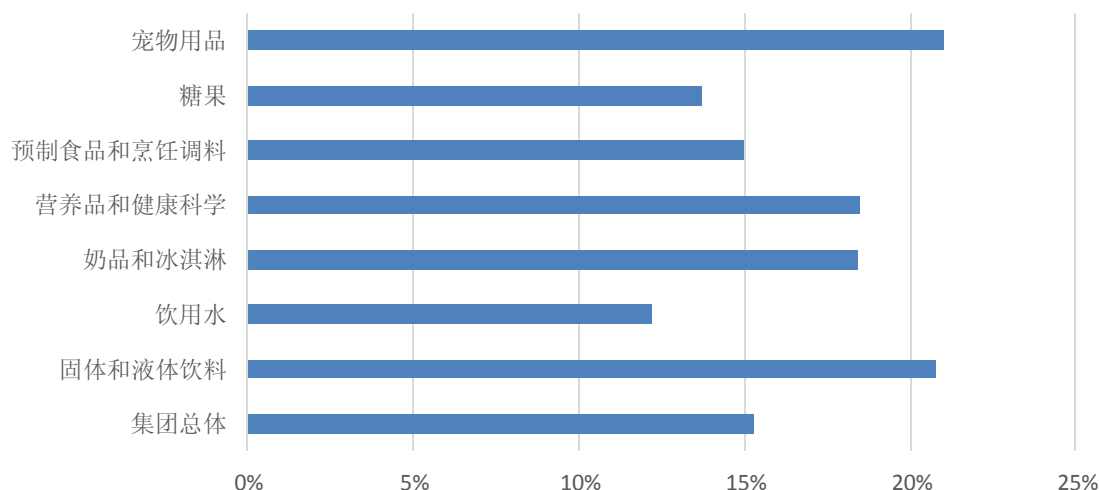
资料来源：雀巢官网，东兴证券研究所

图 44:雀巢 2016 年各品类销售额占比分布



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

图 45:雀巢 2016 年各品类利润率情况



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

5. 盈利预测：推荐逻辑不断验证，数据支撑持续实现戴维斯双击

我们对于伊利的推荐持续了一年半的时间，期间经历了市场不同时期的观点上的变化，我们认为在目前的位置上伊利仍然具备投资价值。销售情况在春节前的备货不断得到了强化，2018 年数据会支持伊利上涨的逻辑。此外我们判断平台型的伊利雏形已现，整体估值的维度会不断提升。预计 17/18/19 年 EPS1.09/1.47 和 1.91 元，18 年开始公司将全面加速，给予 30X 估值，全面接轨国际乳制品巨头，上调目标价至 44 元，34%空间。

6. 风险提示

食品安全风险；乳品行业政策风险

特别鸣谢：

马迪:东兴食品饮料团队实习生，中国财政科学研究院财政学硕士在读。

厚泽宇：东兴食品饮料团队实习生，首都经济贸易大学管理学学士，Advanced Diploma in Accounting and Business

公司盈利预测表

资产负债表			单位：百万元			利润表			单位：百万元		
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	19786	20193	27728	31190	36630	营业收入	60360	60609	67971	78303	89093
货币资金	13084	13824	19935	21148	24228	营业成本	38376	37427	41734	46982	52565
应收账款	572	572	652	751	854	营业税金及附加	251	420	544	614	692
其他应收款	50	39	44	50	57	营业费用	13258	14114	15633	17830	20084
预付款项	615	558	558	558	558	管理费用	3456	3457	4010	4481	4997
存货	4663	4326	4574	5149	5761	财务费用		24	60	65	69
其他流动资产	584	690	1795	3345	4963	资产减值损失	13.62	45.70	40.00	20.00	20.00
非流动资产合计	19845	19070	17774	16053	14233	公允价值变动收	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	122	1631	1631	1631	1631	投资净收益	186.35	399.26	450.00	750.00	900.00
固定资产	14559	13137	12760	11038	9317	营业利润	4894	5520	6399	9061	11567
无形资产	956	991	892	793	694	营业外收入	712.27	1178.78	1400.00	1500.00	2150.00
其他非流动资	500	663	0	0	0	营业外支出	83.06	67.12	65.00	65.00	40.00
资产总计	39631	39262	45422	47163	50783	利润总额	5524	6632	7734	10496	13677
流动负债合计	18202	14907	17474	20808	24528	所得税	869	963	1083	1574	2052
短期借款	6190	150	0	0	0	净利润	4654	5669	6652	8922	11626
应付账款	6079	6753	7432	8367	9361	少数股东损益	23	7	10	10	20
预收款项	2036	3592	5631	7980	10653	归属母公司净利	4632	5662	6642	8912	11606
一年内到期的	0	0	0	0	0	EBITDA	7846	8061	8280	10947	13457
非流动负债合	1283	1119	-3	-7	-11	BPS（元）	0.76	0.93	1.09	1.47	1.91
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0						
负债合计	19485	16026	17471	20801	24517	成长能力					
少数股东权益	162	154	164	174	194	营业收入增长	10.88%	0.41%	12.15%	15.20%	13.78%
实收资本（或	6065	6065	6078	6078	6078	营业利润增长	11.50%	12.79%	15.92%	41.60%	27.65%
资本公积	2477	2476	2476	2476	2476	归属于母公司净	17.31%	22.24%	17.31%	34.18%	30.22%
未分配利润	9791	12293	13953	16181	19083	获利能力					
归属母公司股	19984	23082	26386	31288	37671	毛利率(%)	0.00%	0.00%	38.60%	40.00%	41.00%
负债和所有者	39631	39262	43948	52189	62309	净利率(%)	7.71%	9.35%	9.79%	11.39%	13.05%
现金流量表			单位：百万元			总资产净利润(%)	11.69%	14.42%	14.62%	18.90%	22.85%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	23.18%	24.53%	25.17%	28.48%	30.81%
经营活动现金	9536	12817	9395	11162	13996	偿债能力					
净利润	4654	5669	6652	8922	11626	资产负债率(%)	49%	41%	40%	40%	39%
折旧摊销	2654.64	2516.95	0.00	1820.39	1820.39	流动比率	1.43	1.46	1.39	1.44	1.49
财务费用	297	24	60	65	69	速动比率	1.26	1.22	1.25	1.24	1.26
应收账款减少	0	0	-80	-99	-103	营运能力					
预收帐款增加	0	0	2039	2349	2673	总资产周转率	1.53	1.54	1.63	1.63	1.56
投资活动现金	-3487	-3243	-96	630	880	应收账款周转率	111	106	111	112	111
公允价值变动	0	0	0	0	0	应付账款周转率	10.63	9.45	9.58	9.91	10.05
长期股权投资	0	0	-154	-100	0	每股指标（元）					
投资收益	186	399	450	750	900	每股收益(最新摊	0.76	0.93	1.09	1.47	1.91

筹资活动现金	-6279	-8815	-3188	-10580	-11796	每股净现金流(最	-0.04	0.13	1.01	0.20	0.51
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新	3.30	3.81	4.34	5.15	6.20
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	3000	0	14	0	0	P/E	43.86	35.84	30.50	22.73	17.46
资本公积增加	-4005	0	0	0	0	P/B	10.11	8.76	7.68	6.48	5.38
现金净增加额	-229	760	6111	1213	3080	EV/EBITDA	24.88	23.38	22.06	16.58	13.26

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

刘畅

东兴证券食品饮料首席分析师、新财富团队成员，拥有买方、卖方双重工作经验，曾就职于天风证券研究所，东方基金，泰达宏利基金。硕士取得英国杜伦大学金融一等学位，本科取得北京航空航天大学双学位。2017年11月加入东兴证券研究所，负责白酒、乳制品、调味品、健康食品等研究工作。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。