

行业景气周期延续，龙头份额持续提升

首次覆盖报告

马浩博(分析师)

袁雨曦(联系人)

证书编号: S0280518060002

010-69004650

证书编号: S0280118010037

● 供需双震，乳业已进入景气周期：

供给端：预计国内奶价温和上涨。(1)国内奶价不具备大幅下跌基础。奶牛存栏量下滑、国内牧场集中度提升、环保去产能，预计2018年将温和上涨。(2)国际奶价难以大涨。大包粉库存处于低位，考虑中外奶价差缩小，进口大包粉优势不再，除非新西兰出现气候灾害，否则全球奶价难以大涨。在奶价持平或者温和上涨时，乳企一般降低促销费用。**需求端：**GDP回暖直接带动城镇和农村居民人均可支配收入提升。目前国内人均液态奶消费量不到20kg，而液态奶消费量仅为日韩的2/3，中国乳制品消费成长空间巨大。

● 产品结构升级已成主要驱动力：

乳制品已开始进入结构升级阶段，高端占比不断提升。乳品消费也从销量扩张时代进入到结构升级时代，高端+新品推出成主要利润增长点。伊利股份安慕希、金典两大百亿级单品2017年收入占比已超30%。**低温酸奶是下一个必争之地。**产品线丰富，低温酸奶品牌主要有畅轻、大果粒酸奶等。渠道行业最强，随着冷链渗透率提升，低温酸奶销售额份额有望持续提升。

● 渠道与营销能力领先，销量有望再提高：

消费者结构变化与人口回流现代零售渠道发展的两大因素影响，三四线城市及农村市场有望成为未来消费主力。伊利股份在三四线及农村增速领先于行业，形成了庞大的渠道网络，“广度+深度+密度”全面超越对手。销售费用投入较高，利用线上线下传播主题，提升品牌影响力。在今年618期间全网销售总额达2.8亿元，同比增长高达80%，增速行业第一。

● 首次覆盖给予“推荐”评级：

预计公司2018-2020年归母净利润分别是71.0/85.4/103.3亿元，EPS分别是1.17/1.41/1.70元，对应PE24X/20X/17X，首次覆盖给予“推荐”评级。

● 风险提示：食品安全风险，行业回暖不及预期

财务摘要和估值指标

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	60609	68,058	78,399	89,492	101,221
增长率(%)	0.4	12.3	15.2	14.2	13.1
净利润(百万元)	5661.8	6,001	7,103	8,543	10,332
增长率(%)	22.2	6.0	18.4	20.3	20.9
毛利率(%)	38.2	37.8	39.5	39.8	40.7
净利率(%)	9.3	8.8	9.1	9.5	10.2
ROE(%)	24.4	23.8	25.3	26.1	26.2
EPS(摊薄/元)	0.93	0.99	1.17	1.41	1.70
P/E(倍)	30.18	28.5	24.1	20.0	16.5
P/B(倍)	7.40	6.8	6.1	5.2	4.3

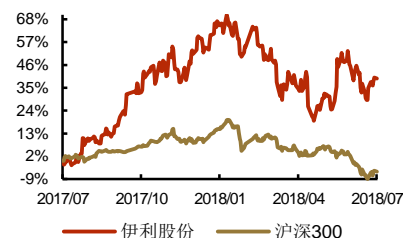
推荐(首次评级)

市场数据

时间 2018.07.16

收盘价(元):	28.41
一年最低/最高(元):	20.23/35.93
总股本(亿股):	60.78
总市值(亿元):	1,726.9
流通股本(亿股):	60.33
流通市值(亿元):	1,714.08
近3月换手率:	81.17%

股价一年走势



收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	2.8	11.33	47.87
绝对	-4.7	2.49	41.63

相关报告

目 录

1、 供需双震，乳业已进入景气周期.....	3
1.1、 供给端：预计原奶价温和上涨	3
1.2、 需求端：消费升级带动乳制品需求复苏	5
2、 产品结构升级已成主要驱动力	6
2.1、 乳制品已开始进入结构升级阶段，高端占比不断提升.....	6
2.2、 产品升级看新品，龙头伊利股份引领风骚.....	7
2.3、 低温酸奶是下一个必争之地	8
3、 渠道与营销能力领先，销量有望再提高	9
3.1、 精耕渠道，布局县乡	9
3.2、 营销能力铸就品牌力，销量有望再提升	10
4、 盈利预测及投资评价.....	12
5、 风险提示	12
附：财务预测摘要.....	13

图表目录

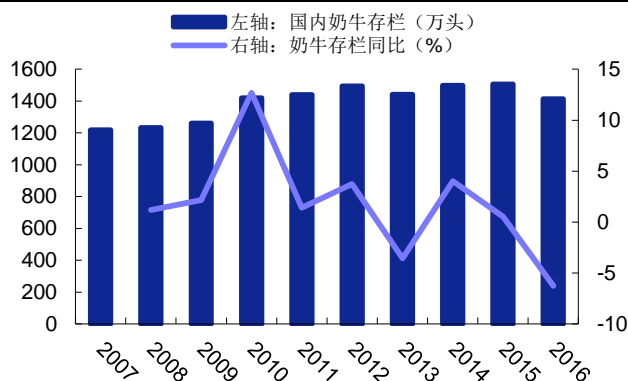
图 1： 国内奶牛存栏量同比下滑	3
图 2： 主产区生鲜乳均价（元/公斤）	3
图 3： 牧场平均规模逐年增长	3
图 4： 规模化牧场数量逐年提高	3
图 5： 进口乳品已经无价格优势	4
图 6： 大包粉库存处于历史低位	4
图 7： 新西兰是主要原奶进口国	4
图 8： 奶粉进口价处于低位	4
图 9： 全球奶粉产量逐年增长	5
图 10： 居民可支配收入逐年增长	5
图 11： 各国液态奶人均消费量	5
图 12： 中国成年人奶制品食用量达标情况分析	6
图 13： 乳制品渗透率	6
图 14： 双十一下线城市消费占比提升	6
图 15： 鲜奶价格同比上升	7
图 16： 酸奶价格同比上升	7
图 17： 伊利股份、蒙牛乳业近 5 年主要推出的新品及单价	8
图 18： 乳制品溢价购买因素分析	9
图 19： 伊利股份、蒙牛乳业主要产品广告投入时长比较	10
图 20： 蒙牛乳业、伊利股份销售费用率对比（%）	11
图 21： 蒙牛乳业、伊利股份毛利率对比（%）	11
表 1： 伊利股份与蒙牛乳业渠道模式对比	10
表 2： 伊利股份综艺收视率大于蒙牛乳业	11
表 3： 可比公司估值	12

1、供需双震，乳业已进入景气周期

1.1、供给端：预计原奶价温和上涨

国内奶价不具备大幅下跌基础。2014 年原奶过剩导致奶农杀牛、散养户退出，国内奶牛存栏量同比稳步下滑，2016 年国内奶牛存栏量同比-6.25%；同时进口奶牛数量减少，估计 2018 年国内奶牛数量仍处于低位，将直接造成原奶供给收缩。另外，随着牧场规划技术、牧用设备的自动化程度提高及环保趋严，我国大型牧场越来越多，单个牧场饲养规模越来越大，规模化、标准化、集中化是发展趋势。目前主产区生鲜乳均价比较稳定，预计 2018 年国内奶价将温和上涨。

图1：国内奶牛存栏量同比下滑



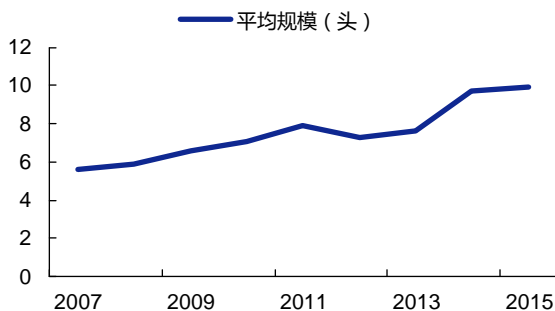
资料来源：中国奶业年鉴，新时代证券研究所

图2：主产区生鲜乳均价（元/公斤）



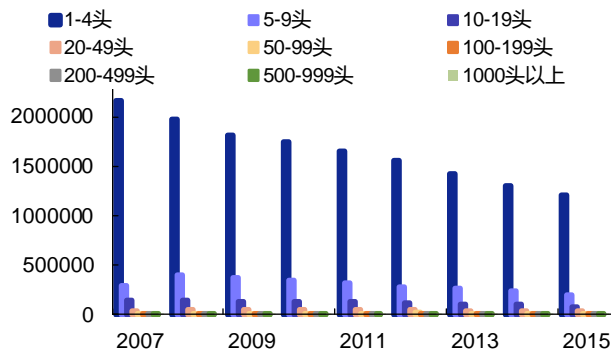
资料来源：农业部，新时代证券研究所

图3：牧场平均规模逐年增长



资料来源：中国奶业统计资料，新时代证券研究所

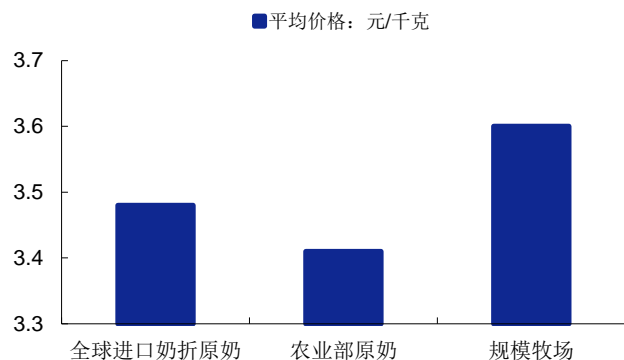
图4：规模化牧场数量逐年提高



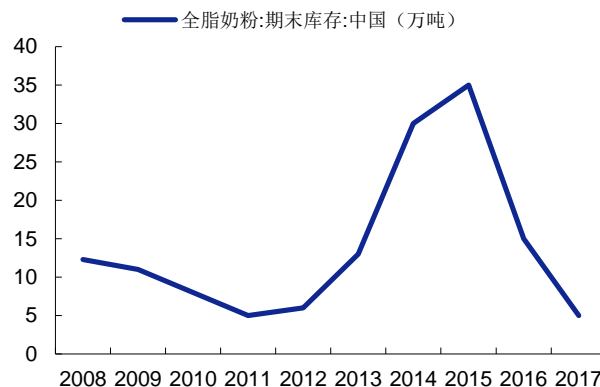
资料来源：中国畜牧业年鉴，新时代证券研究所

进口大包粉与国内生鲜乳互为替代，而国际奶价依靠大包粉进口来进行传导，国内外奶价具有联动性。因此需要考虑国内外价差对国内原奶的影响及大包粉进口量与库存量的变化趋势。

国际奶价走高，带动国内奶价复苏。国际原奶价格上涨时，国内外价差缩小，国内企业将优先选择国内原奶，提高对生鲜乳需求，促进国内奶价提升，因此国际与国内奶价具有较强正相关性。随着新西兰原奶减产，GDT 全脂奶粉价格不断走高，国际奶价与国内原奶价格相比已无竞争优势。乳企对国内原奶收购量提升，直接带动国内生鲜乳价格复苏。

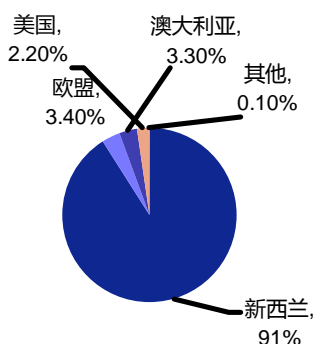
图5: 进口乳品已经无价格优势

资料来源: Hesitant, 新时代证券研究所

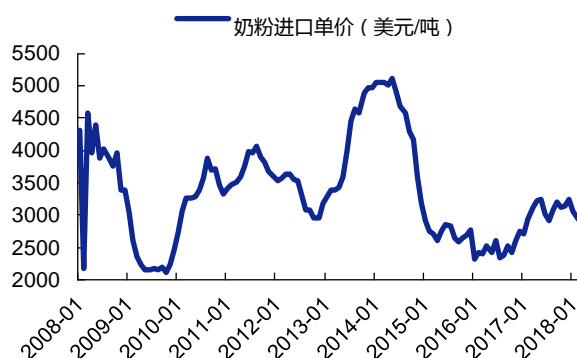
图6: 大包粉库存处于历史低位

资料来源: 中国奶业年鉴, 新时代证券研究所

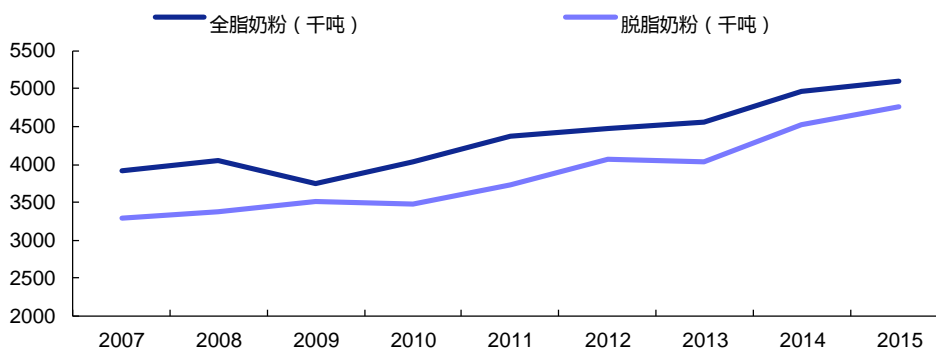
大包粉库存处于低位, 考虑中外奶价差缩小, 进口大包粉优势不再, 预计未来进口量平稳, 增速放缓。受 2013 年奶荒影响, 2013、2014 年中国大包粉进口数量达到 85、92 万吨的高位, 2016 年进口量降到 72 万吨。大量进口拉长库存消化周期, 目前大包粉库存已从 2014 年 30 万吨高点降至 2017 年 5 万吨, 保持在 2013 年至今的历史低位。2018 年 1-2 月进口奶粉量同比增长 17%, 考虑到进口折合原奶与国内生鲜乳价差进一步缩小, 国内乳企会更倾向使用国内原奶。全球奶粉产量逐年增长, 除非新西兰出现气候灾害, 否则全球奶价难以大涨, 因此预计未来奶粉进口量平稳增长、价格稳定。

图7: 新西兰是主要原奶进口国

资料来源: 东方戴瑞乳品信息咨询有限公司, 新时代证券研究所

图8: 奶粉进口价处于低位

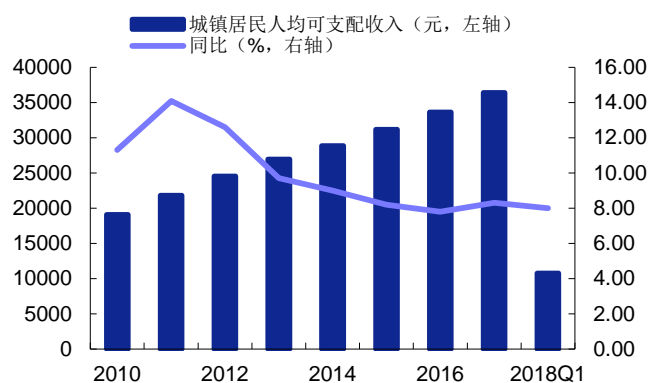
资料来源: 国家奶牛产业技术网, 新时代证券研究所

图9： 全球奶粉产量逐年增长

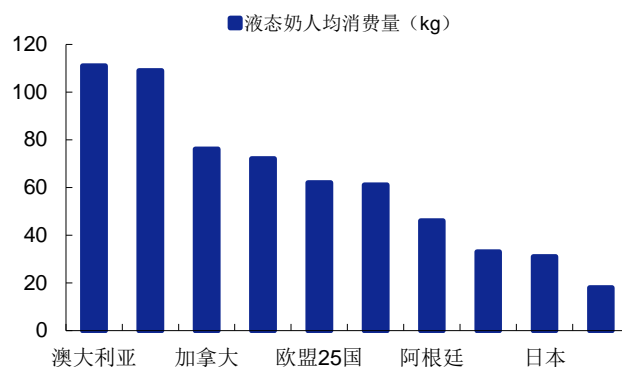
资料来源：美国农业部，新时代证券研究所

1.2、需求端：消费升级带动乳制品需求复苏

经济回暖和人均可支配收入、食品乳业人均消费提升。中国 GDP 增速自 2016 年三季度开始回暖，直接带动城镇和农村居民人均可支配收入提升。目前国内人均液态奶消费量不到 20kg，对比日韩等亚洲国家人均消费量在 30kg 以上，欧美、澳洲更高，我国消费习惯与日韩类似，而液态奶消费量仅为日韩的 2/3，中国乳制品消费成长空间巨大。我们认为随着经济回暖和居民可支配收入的提升，乳品的需求在稳步提升。

图10： 居民可支配收入逐年增长

资料来源：统计局，新时代证券研究所

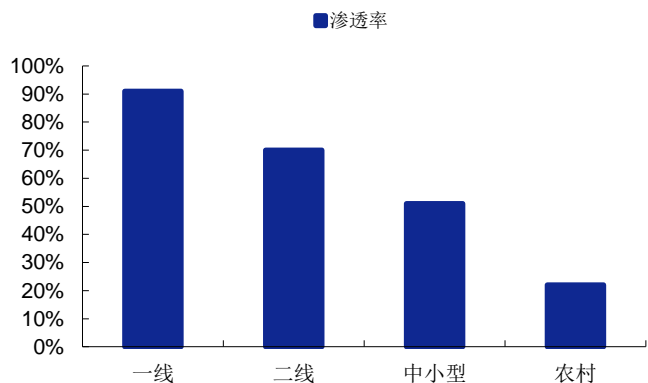
图11： 各国液态奶人均消费量

资料来源：中国产业信息，新时代证券研究所

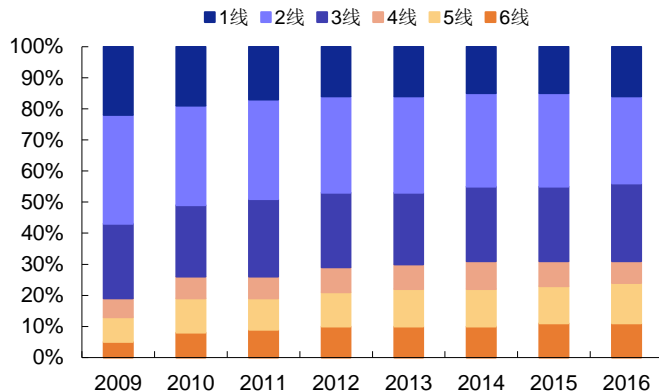
图12: 中国成年人奶制品食用量达标情况分析

资料来源: 小时代, 新时代证券研究所

消费升级和乳企渠道下沉打开市场空间。三四线城市和农村消费崛起, 不会以收入严格约束支出, 更追求产品品质与生活方式, 消费习惯有向一二线靠拢趋势。根据洋码头数据, 三线城市海购增速 109%, 远大于一线城市 78%。且 30 家海外购物最敢花城市中, 三四线城市占半数以上。随着经济回暖带动乳品消费需求回暖, 三四线市场空间被打开, 渠道下沉对液态奶销量增长贡献最大。液奶在县乡市场的销量增速明显快于三四线城市, 下线市场的销量增速明显高于行业平均增速, 市场不断打开。

图13: 乳制品渗透率

资料来源: 中国产业信息, 新时代证券研究所

图14: 双十一下线城市消费占比提升

资料来源: 阿里研究院, 新时代证券研究所

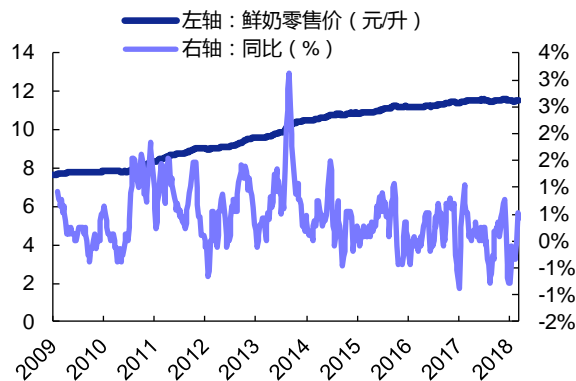
2、产品结构升级已成主要驱动力

2.1、乳制品已开始进入结构升级阶段, 高端占比不断提升

一二线城市成熟乳品市场高端化进程加速。国内一二线城市经济发展已进入更高水平阶段, 乳品消费也从销量扩张时代进入到结构升级时代, 品质化和高端化升级将是一二线城市乳业市场主要的驱动力。消费升级背景下, 中高端乳品品类将推动乳品一二线市场继续向上打开。国内酸奶和牛奶零售价仍以 0-5% 的同比增速不

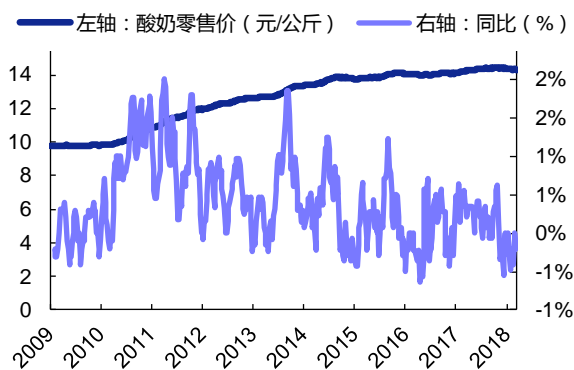
断提升。高端产品带动结构升级明显。根据我们测算，伊利股份的普通白奶品牌，零售端销售收入同比+10-15%，也出现明显的复苏和回升。伊利股份、蒙牛乳业引领行业，2016、2017 年高端占比分别为 51%/54%、50%/53%。高端产品增速提升从 2014 年开始，2 年期间，伊利股份产品高端占比显著提升。

图15：鲜奶价格同比上升



资料来源：商务部，新时代证券研究所

图16：酸奶价格同比上升

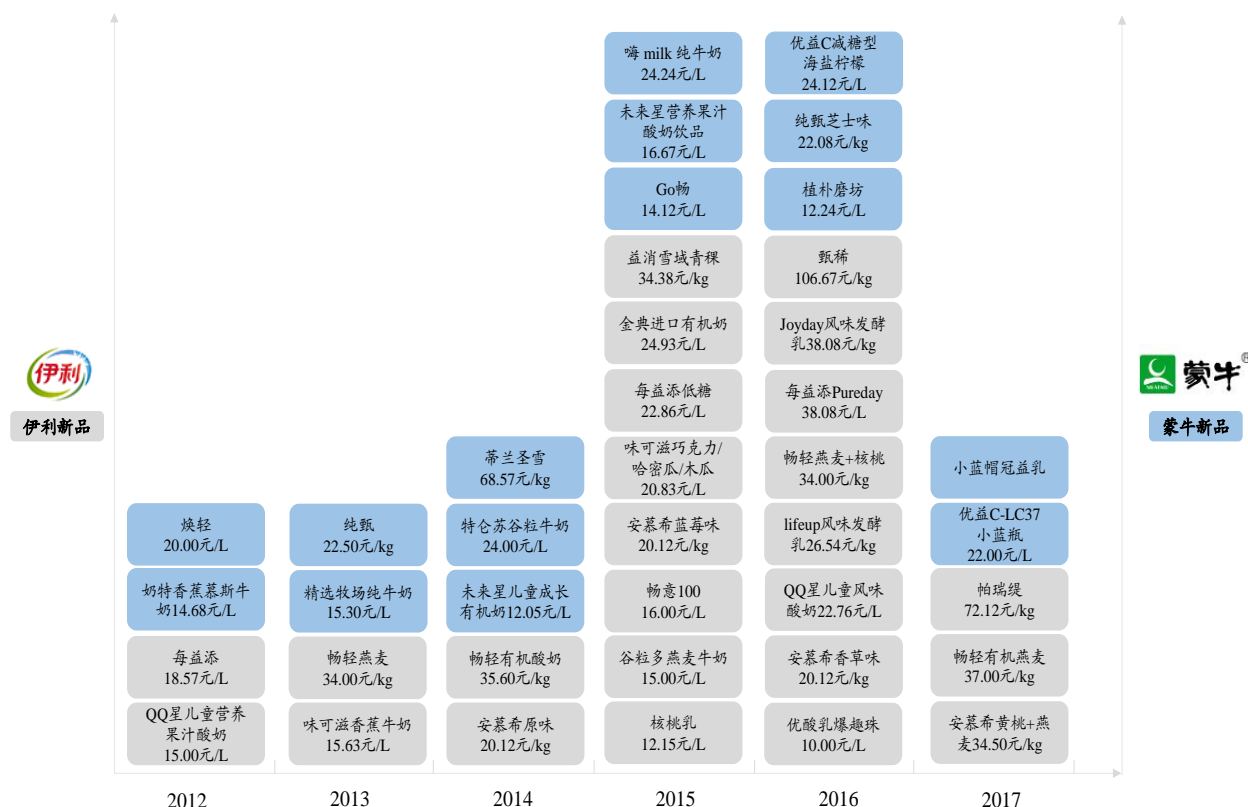


资料来源：商务部，新时代证券研究所

2.2、产品升级看新品，龙头伊利股份引领风骚

品质创新带动消费升级，高端化新品推动价的提升。在乳品市场整体消费放缓的背景下，乳企纷纷推出新品，通过产品创新及推广，带动乳品消费的整体升级，驱动收入增量，同时由于新品大多属于终端零售价8元以上的高端产品，进而推动企业整体利润率的提升。伊利股份安慕希、金典、畅轻、甄稀等重点产品营业额逐年增长，安慕希、金典两大百亿级单品 2017 年收入占比已超 30%，随着高端化新品的不断蓄势发力，预计乳企高端产品的收入占比仍将不断上升。

图17: 伊利股份、蒙牛乳业近5年主要推出的新品及单价

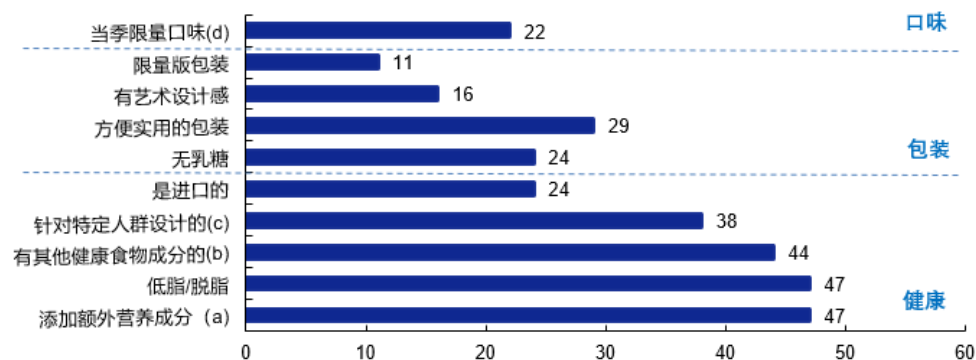


资料来源: 公司官网, 京东商城, 1号店, 新时代证券研究所

消费升级下品类替代成必然, 高端+新品推出成主要利润增长点。(1) 从行业细分看, 常温酸奶、乳酸菌增速超 20%、其次是核桃乳 15%+、高端白奶增速接近 10%; 基础白奶的增速 9%, 结构升级时代全面来。(2) 伊利股份安慕希 2017 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%。豆奶及其他品类持续推出, 看好植物蛋白市场空间, 伊利股份产品结构升级, 高增速可持续, 利润提升成必然。

2.3、低温酸奶是下一个必争之地

低温酸奶在消费升级的过程中拥有巨大的潜力, 低温酸奶市场已成乳企争夺焦点。乳制品市场整体稳健增长, 酸奶品类表现不俗, 在酸奶销售中, 常温酸奶增长速度最快, 但低温酸奶仍是销售主流。据中商情报网, 中国约 50% 的乳品销售来自农村和乡镇地区。低温酸奶对冷链要求高, 销量仅能在冷链完善的一二线城市打开, 如一线城市(北上广)的低温酸奶消费在整体乳制品消费中占比约 30%, 省会城市占比为 23%。受制于冷链销售半径, 广大的三四线及农村市场还有待开拓。

图18: 乳制品溢价购买因素分析

资料来源：兄弟伊兰，新时代证券研究所

低温酸奶符合消费升级逻辑，消费者更愿意为健康相关的特征支付溢价。酸奶可添加有益菌，而常温酸奶由于最后一道 UHT 消毒，并不存在任何活性菌种，购买乳制品时，消费者更愿意为健康相关的特征支付溢价。根据兄弟伊兰调研结果，添加和减少类健康宣称都是消费者最愿意支付溢价的关键因素，前者例如添加蛋白质和钙质等营养成分（47%）和坚果和超级水果等其他健康食物成分（44%）；后者例如低脂/脱脂（47%）和无添加。而低温酸奶可以有很多产品升级的可能，比如加入水果粒等辅料或者全面升级至增加牛奶蛋白含量、增加工序制成希腊酸奶等，产品升级替换老品更为简单，易于推广。

产品线丰富，精细化运作有望在竞争中胜出。伊利股份低温酸奶品牌主要有畅轻、低乳糖风味发酵乳、大果粒酸奶及针对儿童的 QQ 星等。公司产品种类丰富，精细化运作，营销能力优于竞争对手，低温酸奶销售额份额连续多年稳居低温酸奶品类前列。

3、渠道与营销能力领先，销量有望再提高

3.1、精耕渠道，布局县乡

消费者结构变化+人口回流，三四线城市成消费主力。2017 年不同级别城市中，三四线城市无论是销量增速还是价格增速均高于一二线城市，是乳制品行业增长的主要驱动力。（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。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 家海外购物最敢花城市中，三四线城市占半数以上。（2）受到一二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。

伊利股份三四线及农村增速领先于行业。（1）伊利股份、蒙牛乳业渠道下沉对比：在乡镇农村市场，伊利液态奶整体销售端增速在 20-25%，其中金典增速 25-30%，常温酸奶安慕希增速 60-70%，均明显高于整体增速。蒙牛乳业纯甄乡镇市场增速 45% 左右，也高于全国整体 35% 水平。（2）龙头产品质优，县乡市场品类替换成必然。液奶消费安慕希、金典从送礼到日常饮用，未来继续抢占营养快线、小洋人等乳饮料市场。乡镇市场中，娃哈哈、旺旺市占率略有下降，农村消费者自然会选择品牌、产品更加强的龙头品牌产品。

精耕渠道、不断织网，龙头地位更稳固。伊利股份 2005 年就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，伊利股份加大农村网点覆盖。目前渠道下沉成果靓丽：（1）现代渠道管理的商业模式，叠加前期的“织网计划”，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 年伊利股份直控村级网点已达 34.2 万家，同比提升了约 2 倍，市场渗透能力逐年增强。

表1： 伊利股份与蒙牛乳业渠道模式对比

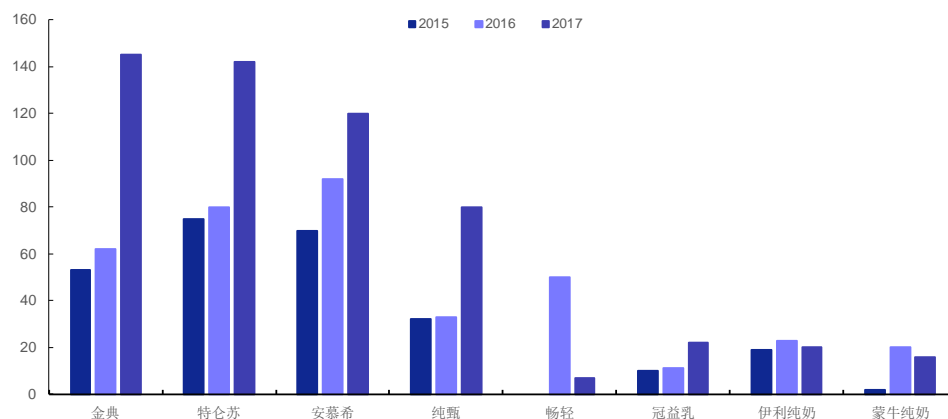
	大商制（蒙牛乳业）	深度分销制（伊利股份）
优势	发展速度快，可以得到优质的大商资源，适合企业初期发展创规模	前期人力投入较大，经销商角色偏配送角色，对终端的掌控力强，中间层级少
劣势	一旦大商规模上去后，话语权增强，不利于企业管理；另外企业无法对下层渠道进行管控	推进速度慢，但是渠道扁平便于管理，需要较高的管理水平
财务表现	毛利率低，需要给大商留出足够的利润空间。费用率低，大商进行再次分销时自行支付费用	毛利率较高，费用率较高，费用投放由厂家主导

资料来源：《中国乳业》，新时代证券研究所

伊利股份单品县乡市场增速远高于整体，渠道下沉能力最强。伊利股份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。例如河南大区，平均一个县有 2-3 个经销商，蒙牛乳业平均只有一个。

3.2、营销能力铸就品牌力，销量有望再提升

伊利股份营销能力优异，销售费用投入较高，利用线上线下传播主题，聚焦核心内容，利用新媒体社交平台资源，提升品牌影响力。从综艺收视率来看，伊利股份几乎是蒙牛乳业 2 倍，主要产品广告时长投入领先。伊利股份在今年 618 期间全网销售总额达 2.8 亿元，同比增长高达 80%，增速行业第一。在京东商城公布的京东 618 战绩中，在食品饮料行业中位居乳业第一。2017 年毛利率 37.28%，高于蒙牛乳业 16.4pct，预计随着品牌力逐渐兑现，销量有望更上一层楼。

图19： 伊利股份、蒙牛乳业主要产品广告投入时长比较

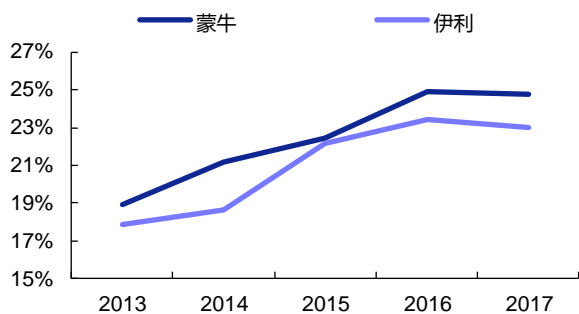
资料来源：tvtv.hk（收视率排行榜），新时代证券研究所

表2: 伊利股份综艺收视率大于蒙牛乳业

品牌	产品	节目	平均收视
伊利股份	金典	最强大脑	2.10%
	安慕希	奔跑吧兄弟第二季	4.75%
	QQ 星	爸爸去哪儿第三季	2.26%
	每益添	快乐大本营	2.20%
	金典	我是歌手第四季	2.07%
	安慕希	奔跑吧兄弟第四季	3.58%
	畅意	挑战者联盟第二季	1.84%
	金典	歌手 2017	1.35%
	安慕希	奔跑吧兄弟第五季	2.64%
	畅意	挑战者联盟第三季	1.22%
蒙牛乳业	真果粒	花儿与少年 2	1.58%
	蒙牛乳业	十二道锋味 2	1%
	纯甄	全员加速中 1	1.25%
	纯甄	全员加速中 2	1.27%
	酸酸乳	超级女声	网络播放
	蒙牛乳业	十二道锋味 3	1.36%
	纯甄	我们的挑战	1.20%

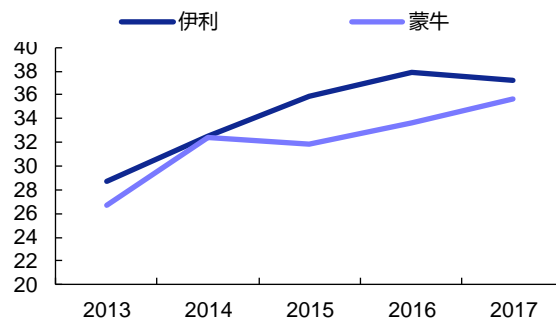
资料来源: tviv.hk (收视率排行榜), 新时代证券研究所

图20: 蒙牛乳业、伊利股份销售费用率对比 (%)



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图21: 蒙牛乳业、伊利股份毛利率对比 (%)



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

4、盈利预测及投资评价

预计公司 2018-2020 年净利润分别是 71.0/85.4/103.3 亿元，EPS 分别是 1.17/1.41/1.70 元，对应 PE 为 24X/20X/17X，首次覆盖给予“推荐”评级。

表3: 可比公司估值

代码	简称	股价	市值 (亿元)	收入增速 (%)		利润增速 (%)		EPS			PE		
				2017A	2018E	2017A	2018E	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
2319.HK	蒙牛乳业	26.70	1050.6	11.5	11.7	20.5	45.8	0.5	0.8	1.0	50.8	35.1	27.5
600597.SH	光明乳业	9.87	121.2	7.3	8.7	7.3	14.0	0.5	0.6	0.7	19.7	17.2	15.1
002732.SZ	燕塘乳业	21.85	33.7	12.6	19.4	11.4	22.5	0.8	0.9	1.2	28.4	23.2	18.8
600419.SH	天润乳业	18.69	38.6	41.7	34.8	13.5	58.6	1.0	0.8	0.9	19.5	24.6	19.8
600887.SH	伊利股份	28.50	1726.9	12.3	14.8	8.8	24.8	1.0	1.2	1.5	28.8	23.1	19.1

资料来源: Wind, 新时代证券研究所(蒙牛乳业, 光明乳业, 燕塘乳业, 天润乳业来自万得一致预测)

5、风险提示

食品安全风险, 行业回暖不及预期

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	20193	29846	33206	38402	45854
现金	13824	21823	22640	25170	29940
应收账款	572	786	779	1008	1013
其他应收款	39	45	52	58	66
预付账款	558	1192	824	1478	1126
存货	4326	4640	5066	5291	5816
其他流动资产	874	1359	3845	5397	7893
非流动资产	19070	19455	20898	22179	23236
长期投资	1631	1765	1920	2080	2246
固定资产	13137	13256	14812	16226	17416
无形资产	991	514	437	331	202
其他非流动资产	3310	3919	3729	3542	3371
资产总计	39262	49300	54103	60581	69090
流动负债	14907	23850	25776	27559	29348
短期借款	150	7860	7860	7860	7860
应付账款	6753	7254	8439	9368	10463
其他流动负债	8005	8736	9476	10331	11024
非流动负债	1119	211	219	226	224
长期借款	0	0	9	16	14
其他非流动负债	1119	210	210	210	210
负债合计	16026	24061	25995	27785	29572
少数股东权益	154	136	157	178	195
股本	6065	6078	6078	6078	6078
资本公积	2476	2766	2766	2766	2766
留存收益	14179	16532	19146	22198	25747
归属母公司股东权益	23082	25103	27951	32619	39323
负债和股东权益	39262	49300	54103	60581	69090

现金流量表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	12817	7006	7710	9269	11276
净利润	5669	6003	7124	8563	10350
折旧摊销	1612	1444	1359	1624	1896
财务费用	24	113	72	132	138
投资损失	-399	-135	-248	-164	-214
营运资金变动	5960	-571	-595	-885	-893
其他经营现金流	-48	152	0	0	0
投资活动现金流	-3243	-3117	-2553	-2741	-2739
资本支出	3419	3351	1265	1127	909
长期投资	-1069	-30	-155	-175	-166
其他投资现金流	-893	204	-1443	-1789	-1995
筹资活动现金流	-8815	4053	-4340	-3998	-3767
短期借款	-6040	7710	0	0	0
长期借款	0	0	9	7	(2)
普通股增加	0	14	0	0	0
资本公积增加	-0	289	0	0	0
其他筹资现金流	-2774	-3960	-4349	-4005	-3765
现金净增加额	995	7545	817	2530	4770

利润表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	60609	68058	78399	89492	101221
营业成本	37427	42362	47463	53857	59978
营业税金及附加	420	512	432	540	658
营业费用	14114	15522	19051	21389	23989
管理费用	3457	3317	4077	4448	5304
财务费用	24	113	72	132	138
资产减值损失	46	51	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	399	135	248	164	214
营业利润	5520	7116	8341	10079	12156
营业外收入	1179	86	86	86	86
营业外支出	67	128	86	91	93
利润总额	6632	7074	8340	10074	12149
所得税	963	1071	1216	1511	1799
净利润	5669	6003	7124	8563	10350
少数股东损益	7	2	21	20	18
归属母公司净利润	5662	6001	7103	8543	10332
EBITDA	7838	8340	9508	11457	13695
EPS(元)	0.93	0.99	1.17	1.41	1.70

主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入(%)	0.4	12.3	15.2	14.2	13.1
营业利润(%)	12.8	28.9	17.2	20.8	20.6
归属于母公司净利润(%)	22.2	6.0	18.4	20.3	20.9
获利能力					
毛利率(%)	38.2	37.8	39.5	39.8	40.7
净利率(%)	9.3	8.8	9.1	9.5	10.2
ROE(%)	24.4	23.8	25.3	26.1	26.2
ROIC(%)	21.9	17.6	19.3	20.5	21.2
偿债能力					
资产负债率(%)	40.8	48.8	48.0	45.9	42.8
净负债比率(%)	-58.8	(55.2)	(52.5)	(52.7)	-55.8
流动比率	1.4	1.3	1.3	1.4	1.6
速动比率	1.1	1.1	1.1	1.2	1.4
营运能力					
总资产周转率	1.5	1.5	1.5	1.6	1.6
应收账款周转率	105.9	100.2	100.2	100.2	100.2
应付账款周转率	5.8	6.0	6.0	6.0	6.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.93	0.99	1.17	1.41	1.70
每股经营现金流(最新摊薄)	1.62	1.14	1.27	1.52	1.86
每股净资产(最新摊薄)	3.80	4.13	4.60	5.37	6.47
估值比率					
P/E	30.18	28.47	24.06	20.00	16.54
P/B	7.40	6.81	6.11	5.24	4.35
EV/EBITDA	20.22	18.9	16.5	13.4	10.9

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

马浩博，新时代证券研究所副所长兼食品饮料首席，上海交通大学企业管理博士，7年从业经验，14-17年获新财富最佳分析师，2018年加入新时代证券。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：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。

推荐：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：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：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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

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

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，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。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代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。新时代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。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代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。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代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分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代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。新时代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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649
	手机：13811830164
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258
	手机：18221821684
	邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
深圳	史月琳 销售经理
	固话：0755-82291898
	手机：13266864425
	邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1501室

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>