

2018年7月20日

顾向君

H70420@capital.com.tw

目标价(元) 30

公司基本资讯

产业别	食品饮料
A 股价(2018/7/19)	27.14
上证指数(2018/7/19)	2772.55
股价 12 个月高/低	35.11/19.83
总发行股数(百万)	6078.49
A 股数(百万)	6033.37
A 市值(亿元)	1637.46
主要股东	香港中央结算有限公司(09.33%)
每股净值(元)	3.77
股价/账面净值	7.20
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-7.5 -4.9 33.9

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2017-11-01	29.55	买入
2017-08-31	23.32	买入

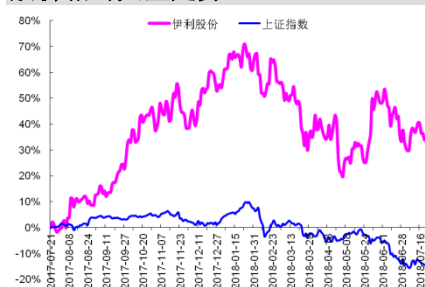
产品组合

液体乳	83.1%
奶粉及奶制品	9.2%
冷饮产品系列	7.0%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	13.6%
一般法人	23.3%

股价相对大盘走势



伊利股份(600887.SZ)

BUY 买入

龙头受益乳业振兴及消费升级

结论与建议:

- 供给端, 2008 年毒奶粉事件对中国乳业造成巨大冲击, 严重打击消费者信心。此后十年中, 随着乳业监管不断强化, 产品品质提升使消费者信心逐渐恢复。在行业整合的过程中, 市场集中度有明显提升, 伊利、蒙牛两强并立, 2017 年公司营收达 675 亿, 略超蒙牛, 居行业首位。同时, 政府再度提出乳业振兴计划, 鼓励大型乳企发展, 并将在中长期内使行业运行更加规范, 公司作为行业龙头将从中受益。
- 需求端, 中国人均乳制品消费量为 36kg, 不及世界平均的三分之一和亚洲平均的二分之一, 尤其在三四线城市及农村地区, 人均消费量更低, 因此成为消费升级过程中, 中国乳业未来发展空间所在。细分市场上, 奶粉注册制落地后, 在下线城市将清出约 300 亿市场空间, 由于公司管道下沉较早, 布局相对充分, 有望抢得先机获取更多市场份额, 进一步提升市占率。
- 管道上, 受益公司管道部署领先, 公司营收占比约 90% 的液态奶产品市占率及渗透率不断提升, 2017 年市占率及渗透率分别为 34%、80%。展望未来, 公司管道仍有拓展空间, 传统管道方面, 由于乡镇基数大, 尚存在空白市场, 现代管道上, 便利店及电商管道增长较快, 年均增速分别在 10%、30% 以上, 以电商管道为例, 2017 年公司线上营收同比增 130%。随着管道不断渗透, 公司龙头地位将更加稳固, 市占率提升将持续利好公司业绩。
- 成本费用上, 直接材料占生产成本比重约为 90%, 目前, 生鲜乳价格呈季节性回落, 但是大包粉和包材价格居高, 另外, 贸易战或将导致原材料价格上涨, 公司成本端存在压力。另一方面, 作为快消品行业, 公司需在竞争中持续投入行销费用, 2018 年, 两强销售费用有持续加码的趋势, 预计销售费用率将维持在 20% 以上, 或将导致公司整体费用率上升。但观察近几年资料, 公司产品吨价呈稳步上升的趋势, 年均增幅约 1.5%, 主要受益产品提价和结构改善, 为此, 不排除提价将成本压力向下游传导的可能, 此外, 产品结构改善相较价格调整和销量能更稳定地提供正向收入增量, 有望在一定程度平滑成本对公司利润的冲击。从长期来说, 成本变动将趋于平缓, 产品结构升级将利好长期业绩。
- 此外, 公司今年推出豆奶产品及功能性饮料, 向乳业以外扩张市场, 两项新产品尚在培育中, 短期对业绩贡献较小, 但从长期来看, 将扩大公司增长空间, 逐渐带来增量收益, 有望向综合性饮料龙头转型。
- 盈利预测: 预计 2018-2019 年公司将分别实现净利润 66.9 亿和 80 亿, 同比增 11.5% 和 20%, EPS 分别为 1.1 元和 1.32 元, 当前股价对应 PE 分别为 25 倍和 21 倍, 维持买入投资建议。
- 风险提示: 食品安全问题, 原材料价格上涨, 管道拓展不及预期, 销售费用增长超预期

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2015	2016	2017	2018F	2019F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	4632	5662	6001	6690	8025
同比增减	%	11.76	22.24	5.99	11.48	19.97
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.76	0.93	0.99	1.10	1.32
同比增减	%	-43.53	22.24	5.75	11.48	19.97
A 股市盈率(P/E)	X	35.54	29.07	27.49	24.66	20.56
股利 (DPS)	RMB 元	0.45	0.60	0.70	0.78	0.94
股息率 (Yield)	%	1.66	2.21	2.58	2.88	3.45

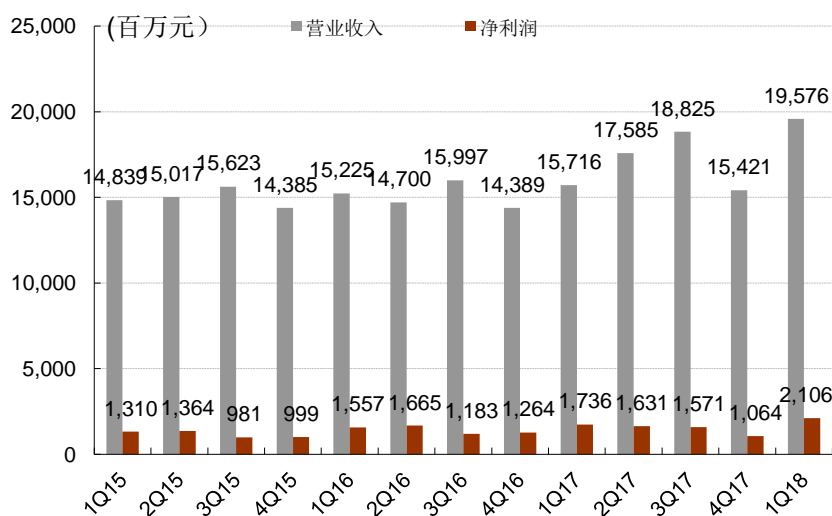
营运分析

伊利股份为中国乳业两巨头之一，世界乳企排名前十。目前，公司无实际控制人，十大股东中，管理层合计持股 9.74%，内蒙古国资委下属呼和浩特投资有限责任公司持股 8.95%。

2017 年公司实现净利润 60 亿，同比增 6%，扣非后净利润 53.3 亿，同比增 17.7%，毛利率为 37.8%，同比下降 0.4pct，EPS 为 0.99 元。四季度实现净利润 10.6 亿，同比下降 16%，主要受收入确认延后以及费用增长影响（4Q 费用率同比提升 1.7pct）。

2018Q1 实现营收 195.8 亿，同比增 24.6%，实现归属上市公司股东的净利润 21 亿，同比增 21%，毛利率为 39.3%，同比上升 1.4pct。由于市场竞争激烈，公司一季度投入的广告费增加及薪酬增加使销售费用同比上升 34%，期间费用率同比上升 1.84pct，为 26.8%。

图 1：伊利营收及净利润情况 单位：百万元

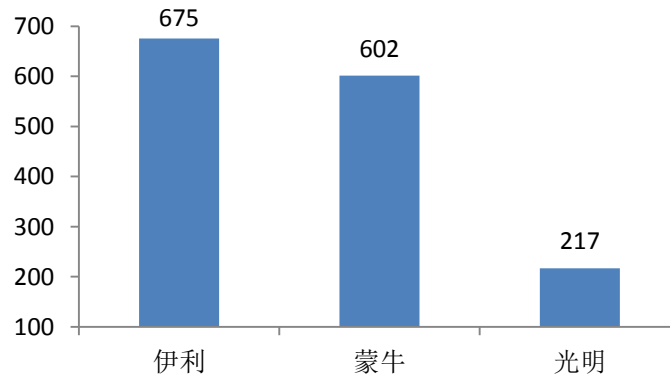


资料来源：公司公告，群益金鼎证券

一、消费升级迭加政策利好，行业景气向上

2008 年三聚氰胺毒奶粉事件对中国乳业造成巨大冲击，严重打击消费者信心，乳品进口迅速增长。此后十年，随着监管不断趋严，产品品质提升使消费者信心逐渐恢复，中国乳制品行业进入缓慢复苏。在行业复苏的过程中，市场集中度有明显提高，伊利、蒙牛两巨头收入规模远超同业，马太效应显著。

图 2：2017 年中国前三大乳企营收情况 单位：亿元



资料来源：公司公告，群益金鼎证券

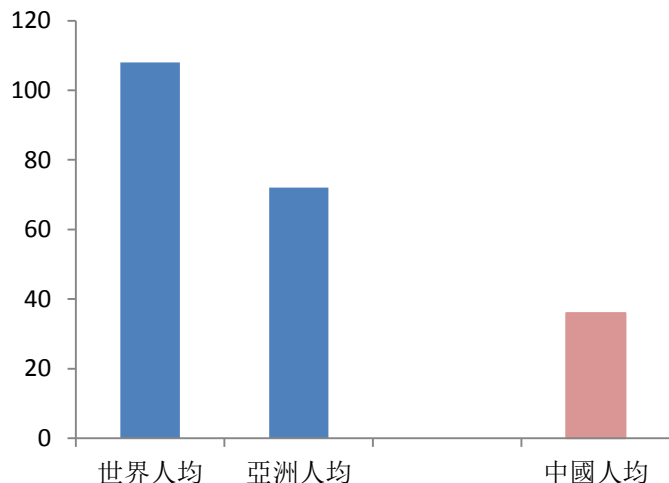
行业竞争改善，伊利、蒙牛两强并立

人均饮奶量增长空间大，消费升级带来国产龙头发展机会

需求上，根据中国乳制品工业协会，目前中国人均饮奶量为 36kg（一线城市为 40kg），仅为世界人均的三分之一、亚洲人均的二分之一，人均饮奶量提升尚有很大空间。另一方面，目前，一线城市消费习惯已与发达地区相近，而三四线城市消费升级方兴未艾。近年来，根据统计局资料，农村消费增长快于城镇，及至 2017 年，中国乡村人口占比仍在 40%以上，未来农村及三四线城市消费升级将为乳品需求提升形成有力支撑。相比一线城市外资乳品普及度高的情况，国产乳企龙头在下线城市管道布局完善，对比外资具有竞争优势，在消费升级的过程中将更为受益。

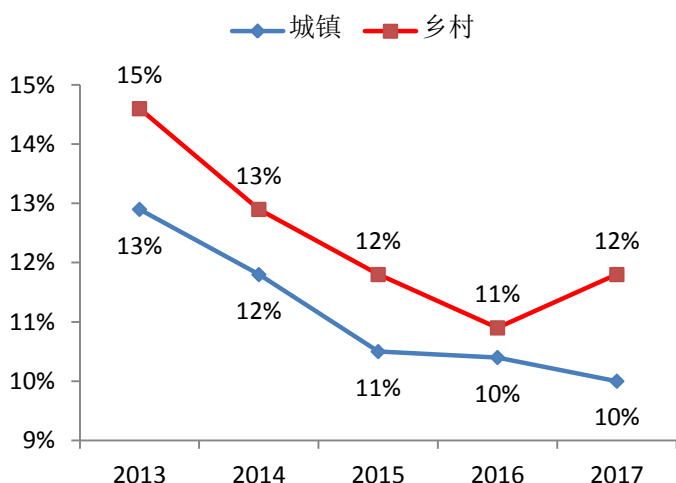
细分行业来看，1 月 1 日起实施的《婴幼儿配方乳粉产品配方注册管理办法》是对行业大洗牌，未获准配方不得继续销售，奶粉配方数大幅缩减至，清出市场空间约 300 亿，成为乳企抢占市场的机会，国产奶粉前景乐观。

图 3：中国人均饮奶量 单位：千克



资料来源：中国乳制品工业协会，群益金鼎证券

图 4：城镇与农村社会消费品零售增速



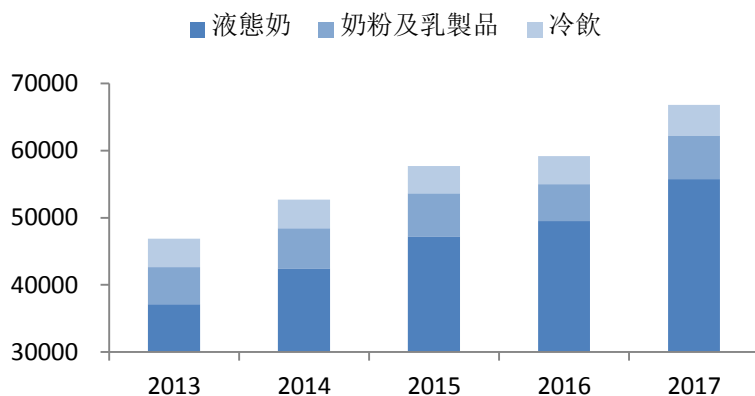
资料来源：国家统计局，群益金鼎证券

政策上，2018 年 6 月，国务院颁布《关于推进奶业振兴保障乳品质量安全的意见》，再度提出乳业振兴计划，目标到 2020 年，提升奶业综合生产能力，提高规模养殖比例，降低养殖成本，提升奶源自给率，加大监管，提高乳制品品质，强化乳企形象和竞争力。我们认为，从长期来看，再度提出乳业振兴计划将助力行业健康发展，提高行业生产效率，促进行业持续整合。这一过程中，龙头乳企将优先受益。

二、管道部署领先，驱动市占率不断提升

公司主要产品为液态奶（常温及低温）、奶粉及乳制品和冷饮，其中液态奶为公司营收主要来源，营收占比达 80%以上。另一方面，重点产品对营收贡献突出，金典、安慕希、畅轻、巧乐兹、甄稀等产品营收占比维持在 45%以上。

图 5：公司分产品营收情况 单位：百万元



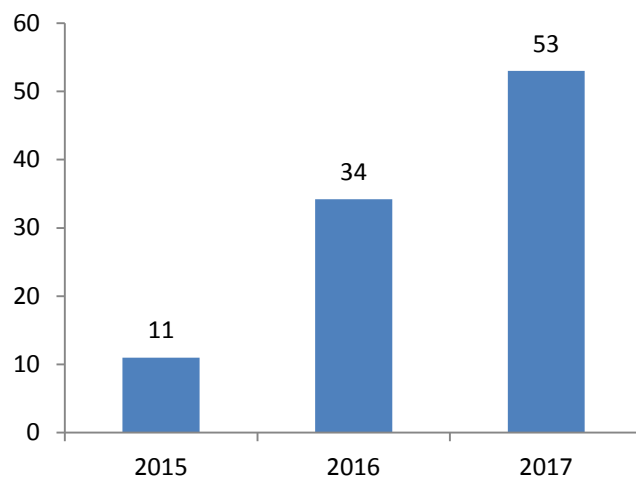
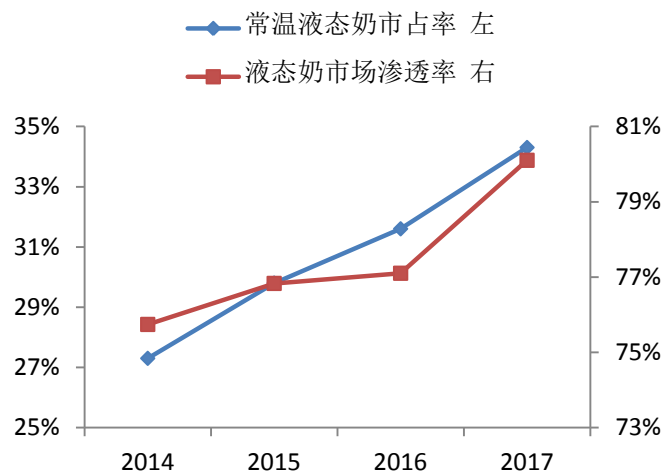
资料来源：公司公告，群益金鼎证券

管道部署充分，但仍具有扩容空间

公司各产品发展较为均衡，在常温液态奶方面市占率领先。据尼尔森，截至 2017 年公司常温液态奶市占率达 34.3%，居行业首位，另外，据凯度调研，公司液态奶市场渗透率已达 80%，龙头地位稳固。与之对应，公司在管道下沉方面较为充分，2017 年直控村级网点达 53 万家，较上一年同比增 55%。由于管道相对完善，在下线城市消费升级过程中，公司将从中受益，有望长期提振公司业绩。

图 6：公司液态奶市占率及渗透率

图 7：直控村级网点数量 单位：万家



资料来源：公司公告，群益金鼎证券

展望未来，公司管道建设仍有提升的空间。从公司业务整体来看，传统管道来上，由于乡镇基数规模大，以全国来看，公司仍存在一定空白市场；另一方面，现代管道也是目前布局的重点，以便利店和电商为例：根据国家统计局资料计算，近年来，便利店商品销售额增速远超其他零售管道，艾瑞电商资料显示年均增速在 10%以上；电商方面，线上零售近年来保持高速增长，年均增速在 30%左右，受线上高增长影响，公司电商业务发展迅速，2016-2017 年线上营收增速分别为 82%、130%。从细分业务来看，公司奶粉业务在母婴管道市占率也有不断提升，2017 年母婴管道公司零售额同比增 39%。各管道不断渗透，将持续提高公司市场份额，在品牌效应不断凸显的情况下，公司业绩有望保持较好的增长。

图 8: 便利店、超市、百货店商品销售额增速

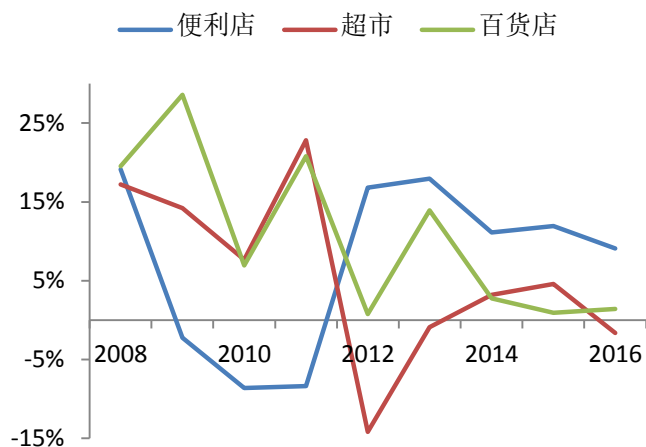
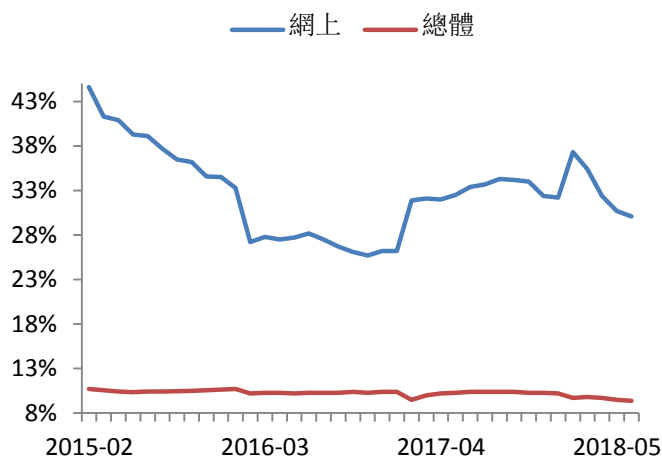


图 9: 社会消费品网上零售总额累计同比增速



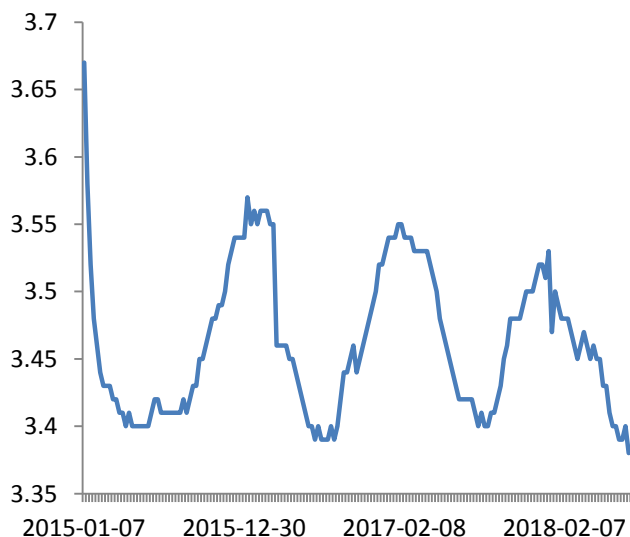
资料来源: 国家统计局, 群益金鼎证券

三、短期成本费用预计有所上涨, 产品结构升级一定程度将缓和成本压力

短期成本费用承压

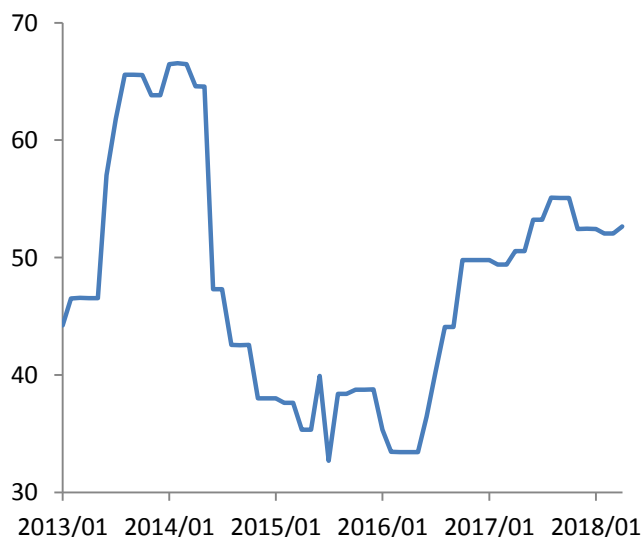
公司生产成本中, 直接材料成本约占 90%, 是最主要的生产成本构成。因此, 原材料价格变动对成本影响较大。以 2018 年上半年来看, 尽管主产区生鲜乳价格出现季节性回落, 但进口大包粉和包材价格居高, 公司成本端存在一定压力。另一方面, 根据国家颁布的贸易战关税清单, 其中乳清粉(用于生产婴幼儿奶粉, 美国进口量占总量 50%以上)及苜蓿(上游原料, 目前国产自给率约 60%, 美国进口量占总量 90%以上)加征 25%关税对乳企成本影响较大, 势必会造成公司原材料成本上升。

图 10: 主产区生鲜乳价格 单位: 元/公斤



资料来源: 农业部, 群益金鼎证券

图 11: 恒天然原奶价格 单位: 新西兰元/100 千克

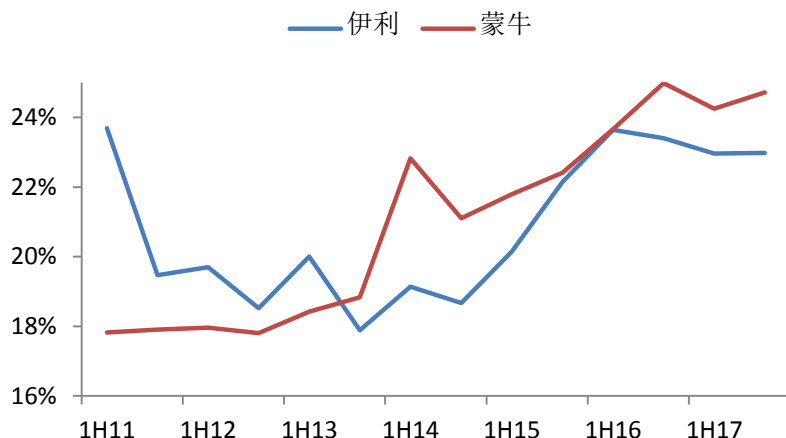


资料来源: wind, 群益金鼎证券

费用方面, 预计销售费用上升推动整体费用率处于高位。作为快消品行业, 提升品牌影响力成为培养消费习惯的重要手段, 因此公司在品牌建设方面存在持续投入以 2018 年上半年

两强行销力度来看，蒙牛成为世界杯全球赞助商，公司亦拿下 2022 年冬奥会赞助权，推广力度加码，销售费用预计增长较快（2018Q1 公司销售费用同比增 34%）。另一方面，尽管行业已形成两强并立的竞争格局，但整个行业来看，大小乳企竞争较激烈，加大品牌行销导致或将导致公司销售费用率保持高位。

图 12：伊利、蒙牛销售费用率比较



资料来源：公司公告，群益金鼎证券

产品结构改善稳定提供正向收入贡献

近年来，公司产品吨价整体呈上升趋势，年均增长幅度在 1.5% 左右，得益于产品提价和结构升级，因此，成本端的压力或将可以通过提价向下传导。进一步观察，我们认为，产品结构升级比之销量和价格对收入的贡献更加突出。以 2014-2017 年的资料来看，价格调整和销量变动对公司收入增量的贡献能力波动幅度较大，而产品结构升级提供正向收入增量的能力较稳定。我们认为，在整个消费升级的过程中，产品结构的持续改善将对公司业绩形成利好，短期来看，一定程度可以平滑成本上升对业绩的冲击。

图 13：公司产品总体吨价及成本变化 单位：元/吨

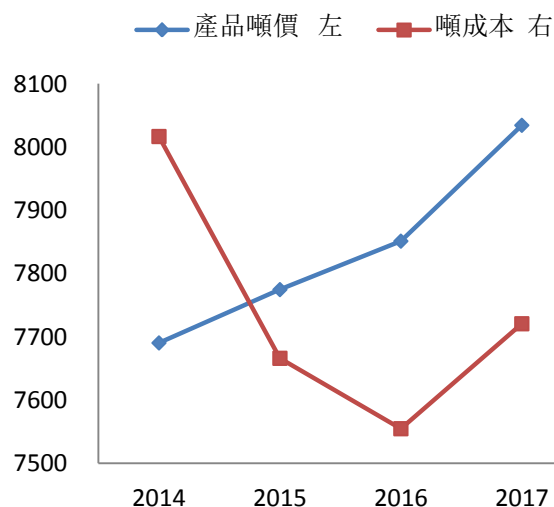
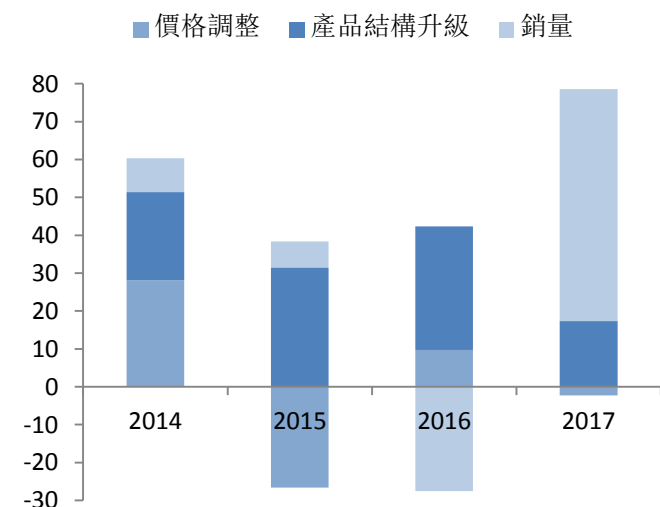


图 14：收入增量来源 单位：百万元



资料来源：公司公告，群益金鼎证券

四、切入新品类，发展空间扩大

2018年1月及4月，公司分别发布新产品豆乳“植选”和功能性饮料“唤醒源”，业务版图向乳业以外延伸。目前，豆乳及功能性饮料两个品类尚在培育之中，短期对业绩贡献有限，但是可视为公司向综合性饮料龙头转型的尝试，长期来看，可在乳业发展进入成熟期后，扩大公司发展空间，成为增厚业绩的新途径。

盈利预测

综上，以行业来说，中国人均乳品消费量低于世界平均，未来增长潜力大，下线城市消费升级也将驱使乳品消费量提升，另一方面，政府再次提出乳业振兴计划，助力中国乳业发展，作为管道拓展较为全面的龙头企业，公司将在这过程中受益。

短期来看，成本费用或受贸易战和行业竞争影响上升，成本端存在压力，但是不排除向下传导和通过产品结构持续升级平滑成本上升带来的冲击。长期来看，随着品牌影响力不断提升，成本变动趋缓和产品升级将利好业绩。

此外，今年以来公司逐渐切入乳制品以外新品类，短期对公司业绩贡献有限，但从长期来看，将成业绩的新助力。

预计2018-2019年公司将分别实现净利润66.9亿和80亿，同比增11.5%和20%，EPS分别为1.1元和1.32元，当前股价对应PE分别为25倍和21倍，维持买入投资建议。

预期报酬(Expected Return; ER)为准，说明如下：

强力买入 StrongBuy ($ER \geq 30\%$)；买入 Buy ($30\% > ER \geq 10\%$)

中性 Neutral ($10\% > ER > -10\%$)

卖出 Sell ($-30\% < ER \leq -10\%$)；强力卖出 Strong Sell ($ER \leq -30\%$)

附一：合并损益表

百万元	2015	2016	2017	2018F	2019F
营业收入	60360	60609	68058	80062	93005
经营成本	38376	37427	42362	49938	57773
营业税金及附加	251	420	512	600	697
销售费用	13258	14114	15522	18364	21131
管理费用	3456	3457	3317	3891	4520
财务费用	297	24	113	189	219
资产减值损失	14	46	51	38	47
投资收益	186	399	135	169	143
营业利润	4894	5520	7116	7870	9420
营业外收入	712	1179	86	89	89
营业外支出	83	67	128	53	53
利润总额	5524	6632	7074	7905	9455
所得税	869	963	1071	1206	1418
少数股东损益	23	7	2	10	12
归属于母公司所有者的净利润	4632	5662	6001	6690	8025

附二：合并资产负债表

百万元	2015	2016	2017	2018F	2019F
货币资金	13084	13824	21823	26226	29947
应收账款	572	572	786	904	1040
存货	4663	4326	4640	5104	5614
流动资产合计	19786	20193	29846	32235	36601
长期股权投资	122	1631	1765	1853	1946
固定资产	14559	13137	13256	13522	13792
在建工程	776	1344	1888	2454	3068
非流动资产合计	19845	19070	19455	21011	23112
资产总计	39631	39262	49300	53246	59713
流动负债合计	18202	14907	23850	25729	29852
非流动负债合计	1283	1119	211	337	354
负债合计	19485	16026	24061	26066	30206
少数股东权益	162	154	136	123	111
股东权益合计	20146	23236	25240	27180	29507
负债及股东权益合计	39631	39262	49300	53246	59713

附三：合并现金流量表

百万元	2015	2016	2017	2018F	2019F
经营活动产生的现金流量净额	9536	12817	7006	12009	13951
投资活动产生的现金流量净额	(3487)	(3243)	(3117)	(4003)	(4650)
筹资活动产生的现金流量净额	(6279)	(8815)	4053	-3603	-5580
现金及现金等价物净增加额	(244)	995	7545	4403	3720

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务，不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司，不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场，或买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告，不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。