



2019 年 04 月 19 日

增持(维持)

当前价: 30.84 元

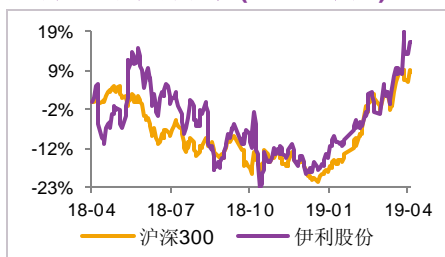
分析师: 徐鸿飞

执业编号: S0300518090001

电话: 010-66235689

邮箱: xuhongfei@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

亿元	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	790	904	1012	1116
(+/-)	17%	14%	12%	10%
归母净利润	64	68	77	90
(+/-)	7%	5%	14%	17%
EPS(元)	1.06	1.11	1.26	1.48
P/E	29.11	27.74	24.44	20.88

资料来源: 联讯证券研究院

相关研究

《【联讯食品饮料公司点评】伊利股份: 业绩超预期, 龙头地位不断巩固》

2017-09-04

《【联讯食饮】伊利股份: 收入快速增长, 龙头地位稳固》2019-02-28

伊利股份(600887.SH)

【联讯食饮】伊利股份(一): 王者之路何以延续

投资要点

✧ 传统业务: 乳品行业规模提升, 龙头坐享马太效应红利

乳制品行业始终保持稳定较快的规模扩张, 而经历多轮竞争, 形成如今的双寡头格局。马太效应将使得龙头企业享受行业增长与份额提升的双重红利。我们判断, 现阶段, 伊利收入能保持两位数的较快增长, 将主要来自于包括安慕希、金典等重点产品细分市场的快速增长与份额的提升。

✧ 远景: 向多元化发展, 建立全球化的产销平台

在传统奶业基础上, 伊利加大力度向多元化方向发展, 2018 年成立健康饮品和奶酪事业部。我们认为, 包括达能、雀巢等在内的世界乳品龙头都拥有丰富的产品线, 伊利作为国内乃至亚洲最大的乳品龙头, 多元化发展是成长的必由之路。凭借公司培育多年的品牌效应与完善的销售网络, 无论是新的奶类产品还是其他健康食品, 都有望复制公司现有明星产品的成长路径。

公司的发展始终基于全球化视角, 并购投资动作不断, 为公司全球奶源的掌控, 以及全球业务的开展做战略投入。伊利也充分利用其海外产能, 服务国内市场。这一做法, 正迎合了当前国内消费者对高端乳制品消费的增长趋势。

✧ 费用投放精耕细作, 终端更受益

伊利与蒙牛的费用率变化方向趋同但伊利费用率更低; 细拆费用后, 伊利非广告费用率在近年内仅略有提升, 且明显低于蒙牛。伊利持续增长的广告费率, 换来的是通过精准的广告投放带来的强大带货能力。从效果看, 在渠道终端的覆盖上, 伊利覆盖 1.6 亿家庭, 渗透率 90.9%, 同样高于竞争对手。

✧ 盈利预测与投资建议

预计 2019-2021 年, 公司营业总收入 909.81、1018.18、1121.91 亿元, 分别同比增长 14%、12%、10%; 归母净利润 67.56、76.69、89.77 亿元, 同比增长 6%、14%、17%。基本每股收益 1.11、1.26、1.48 元。与 A 股和港股两地市场主要上市乳制品企业估值相比, 伊利估值基本处于较低水平。与历史估值相比公司当前 PE(TTM)为 28.32x, 处于自 2010 年 4 月 27 日以来, 估值的 70%分位。因此, 我们维持“增持”评级。

✧ 风险提示

食品安全问题; 上游原奶价格波动带来的成本超预期上升; 行业竞争加剧风险; 宏观经济波动导致行业需求超预期下滑; 市场波动风险; 海外业务进展不及预期。



目 录

投资案件	4
投资评级与估值	4
关键假设点	4
主要观点	4
股价表现催化剂	4
核心风险提示	4
一、高增长高分红的优质白马	5
二、乳品行业：规模增长与竞争结构优化是龙头专属红利	7
（一）需求规模仍有深挖空间	7
（二）行业集中度提升，双寡头竞争优势愈发显著	9
（三）奶价将温和上涨，乳企成本仍有压力	11
三、伊利：结构升级，多元发展、志在长远	15
（一）聚焦重点产品，结构升级促业绩增长	15
（二）多元化发展，构筑健康食品平台	17
（三）国际化视野，建立全球化的产销平台	17
（四）对比竞争者，销售费用使用效率更高	18
四、盈利预测与估值	21
（一）盈利预测	21
（二）估值与投资建议	22
五、风险提示	23

图表目录

图表 1： 全球乳业排名	5
图表 2： 上市至今伊利股份市值变动（亿元）	5
图表 3： 现金分红总额与股利支付率（亿元）	6
图表 4： 伊利股份营业总收入及增速（亿元）	6
图表 5： 乳品行业销售总额（亿元）	7
图表 6： 乳品行业利润总额（亿元）	7
图表 7： 液态奶人均消费量（千克）	8
图表 8： 农村与城镇人均乳制品消费量（千克）	8
图表 9： 牛奶与酸奶销售额（亿元）	9
图表 10： 牛奶与酸奶零售价（元/升）	9
图表 11： 常温液态奶市占率	10
图表 12： 低温液态奶市占率	10
图表 13： 乳制品公司毛利率对比（2017 年）	10
图表 14： 龙头费用扩张将对竞争对手造成压力	11
图表 15： 生鲜乳主产区平均价（元/公斤）	11



图表 16: 奶类产量 (万吨)	12
图表 17: 规模牧场数量 (万家)	12
图表 18: 奶牛存栏量 (万头)	13
图表 19: 每头奶牛养殖成本结构 (2017 年)	13
图表 20: 豆粕现货 (元/吨)	14
图表 21: 玉米现货 (元/吨)	14
图表 22: 苜蓿草到岸价格 (美元/吨)	14
图表 23: GDT 平均中标价 (美元/公吨)	15
图表 24: 分项目主营收入 (亿元)	15
图表 25: 主营收入结构占比	15
图表 26: 营业收入增长来源 (亿元)	16
图表 27: 液体乳收入增长来源 (亿元)	16
图表 28: 奶粉及奶制品收入增长来源 (亿元)	16
图表 29: 冷饮收入增长来源 (亿元)	16
图表 30: 分产品毛利率	17
图表 31: 伊利全球化布局进程	18
图表 32: 伊利 vs. 蒙牛广告营销费用及费用率 (亿元)	18
图表 33: 伊利投放综艺情况 (不完全统计)	19
图表 34: 伊利 vs. 蒙牛非广告营销类销售费用及费用率 (亿元)	20
图表 35: 伊利常温业态类乳品渗透率	20
图表 36: 伊利村级直控网点 (万家)	20
图表 37: 常温、低温及婴幼儿奶粉市占率	21
图表 38: 可比公司估值比较 (截至 2019/4/5)	22
图表 39: PE Band	22
图表 40: PS Band	23
附录: 公司财务预测表 (百万元)	24



投资案件

投资评级与估值

预计 2019-2021 年，公司营业总收入 909.81、1018.18、1121.91 亿元，分别同比增长 14%、12%、10%；归母净利润 67.56、76.69、89.77 亿元，同比增长 6%、14%、17%。基本每股收益 1.11、1.26、1.48 元。

与 A 股和港股两地市场主要上市乳制品企业估值相比，伊利估值基本处于较低水平。与历史估值相比公司当前 PE(TTM)为 28.32x，处于自 2010 年 4 月 27 日以来，估值的 70%分位。因此，我们维持“增持”评级。

关键假设点

- 1) 公司营业收入仍将保持较快增长，包括金典、安慕希、金领冠等品牌延续较高的两位数增长；
- 2) 奶价上涨给成本带来一定压力，但结构性升级将带动毛利率略微提升。

主要观点

乳制品行业保持规模扩张以及马太效应，将使得龙头企业享受行业增长与份额提升的双重红利。我们认为，现阶段，作为乳品行业龙头公司，公司收入能保持两位数的较快增长，将主要来自于包括安慕希、金典等重点产品细分市场的快速增长与份额的提升。

市场担心伊利费用过快增长拖累业绩，我们认为费用增长短期看会影响公司的净利水平，更细究后，则是重点产品市占率不断提升，终端覆盖能力持续增强。**动辄百亿的费用，不仅仅是对自身的压力，对竞争对手同样适用。**长期看，当市场集中度进一步提升，龙头的优势显现，市占率将从量变转化为质变，我们甚至可以变相将当前费用超以往平均水平的投入视为一种资本开支，是对市场份额与未来回报的一种投资。

股价表现催化剂

安慕希、金典等重点品牌与植选等新品实现快速增长。股票回购方案落地。

核心风险提示

重点品牌增长不及预期。股票回购进度不及预期。



一、高增长高分红的优质白马

内蒙古伊利实业股份有限公司于 1993 年通过改制发起设立。经过多年发展，公司已成为国内乃至亚洲最大的乳制品企业，在荷兰合作银行发布的 2018 年“全球乳业 20 强”榜单中，伊利以 2017 年度销售额 99 亿美元排名第 9 位。

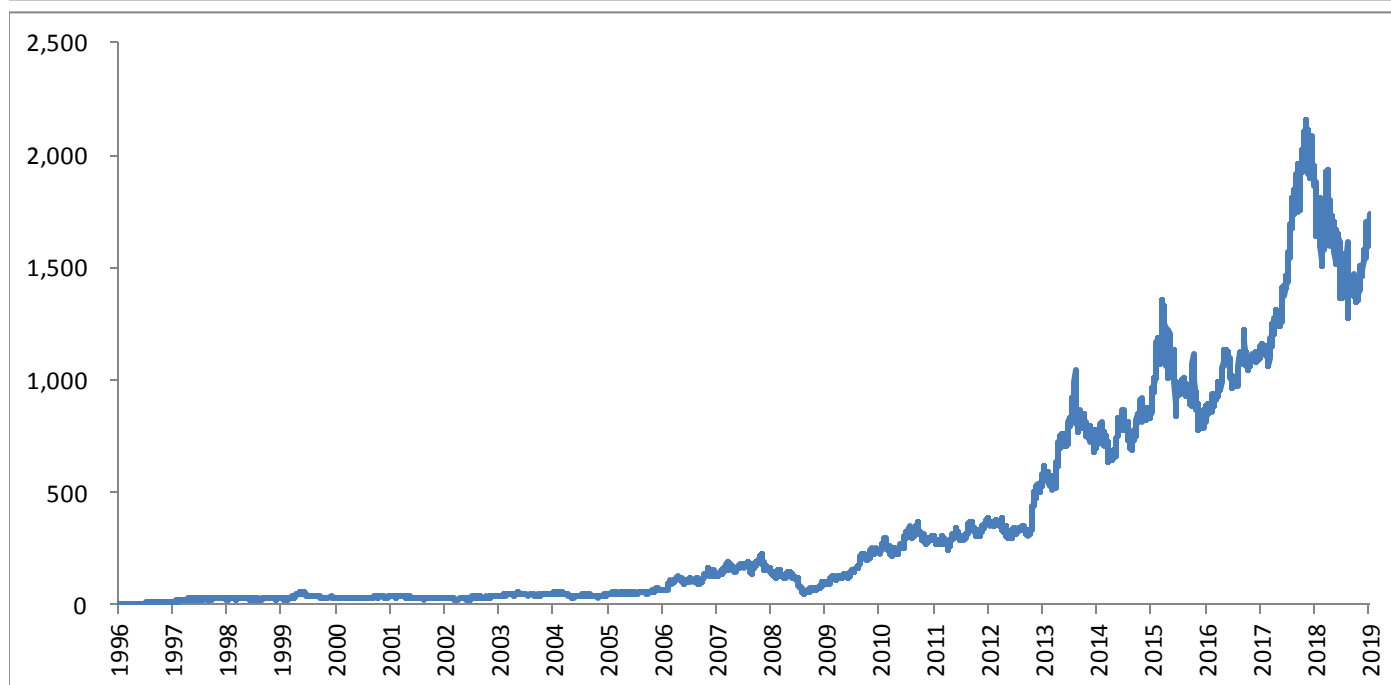
图表1：全球乳业排名

排名	公司	总部所在地	2017 年销售额（美元）
1	雀巢	瑞士	242
2	兰特黎斯（Lactalis）	法国	199
3	达能（Danone）	法国	176
4	美国奶农（Dairy Farmers of America）	美国	147
5	恒天然（Fonterra）	新西兰	137
6	菲仕兰（Friesland Campina）	荷兰	136
7	爱氏晨曦	丹麦/瑞典	117
8	萨普托	加拿大	108
9	伊利	中国	99
10	蒙牛	中国	88

资料来源：联讯证券，荷兰合作银行

1996 年 3 月 12 日，伊利股份正式在上交所挂牌上市，成为乳制品企业上市第一股。上市以来，公司的业务规模与盈利能力迅速攀升，并通过分红回馈股东，是优质的白马龙头。

图表2：上市至今伊利股份市值变动（亿元）

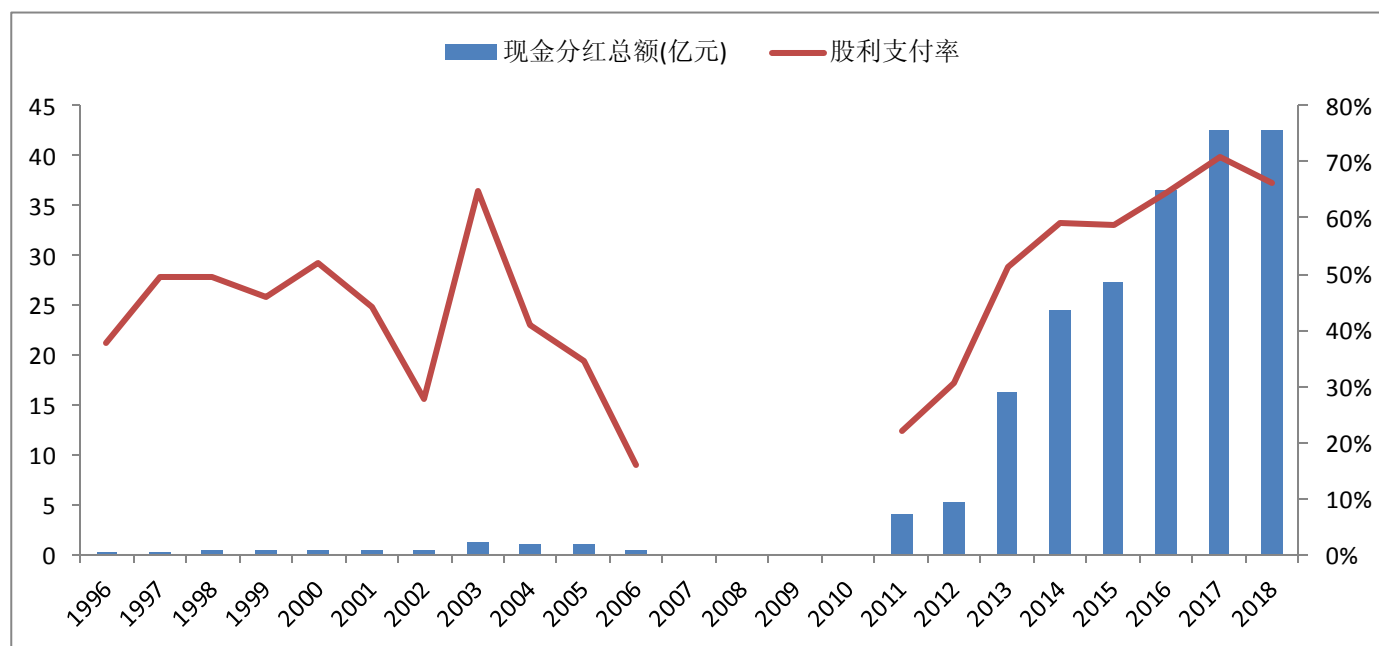


资料来源：联讯证券，Wind

自上市至今，公司直接融资金额累计 74.14 亿元，同期，累计实现净利润 349.92 亿元。在已实施分红 19 次中，公司累计现金分红 205.43 亿元，分红率达到 58.71%。2018 年度，公司每股派发红利 0.7 元（含税），分红率达到 66.1%。



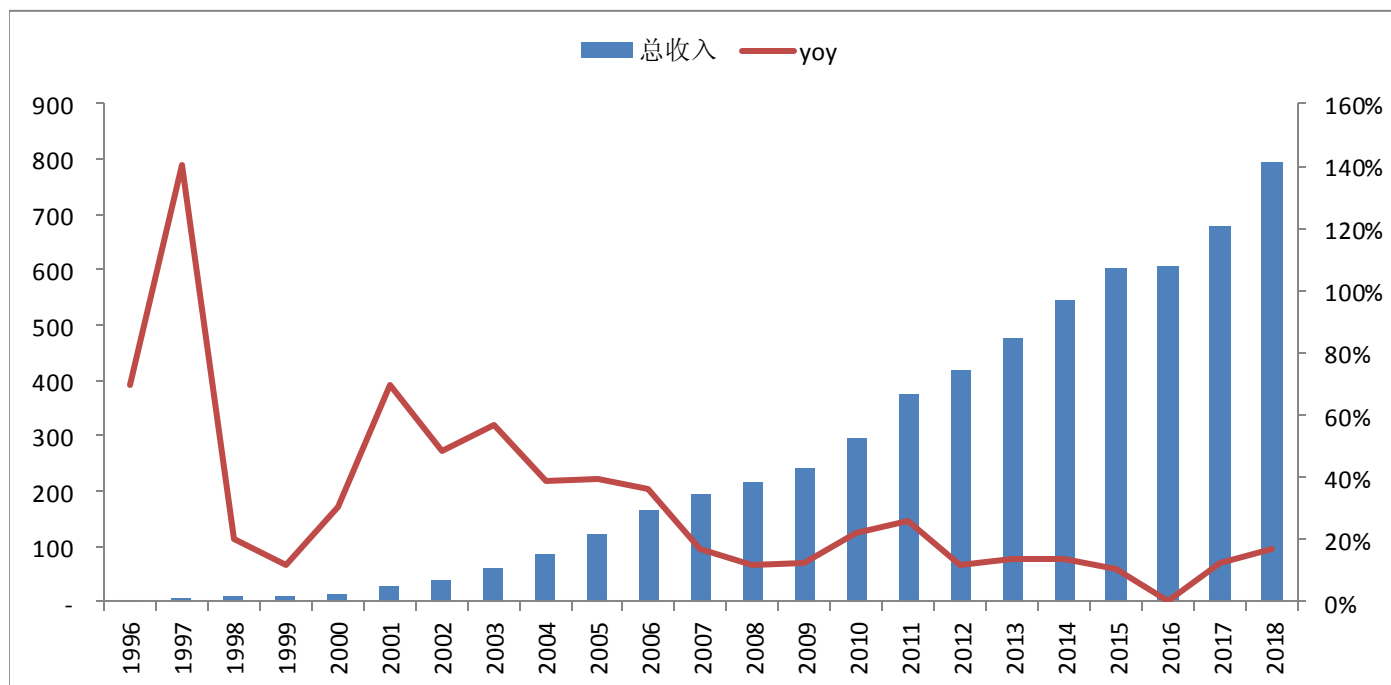
图表3： 现金分红总额与股利支付率（亿元）



资料来源:联讯证券, Wind

2008-2018 年十年间, 公司收入增长整体保持较快节奏, 年均复合增速 13.9%, 近 5 年的复合增速 10.7%。2018 年, 公司实现营业收入 795.53 亿元, 同比增长 16.9%, 再次步入增长快车道。

图表4： 伊利股份营业总收入及增速（亿元）



资料来源:联讯证券, Wind

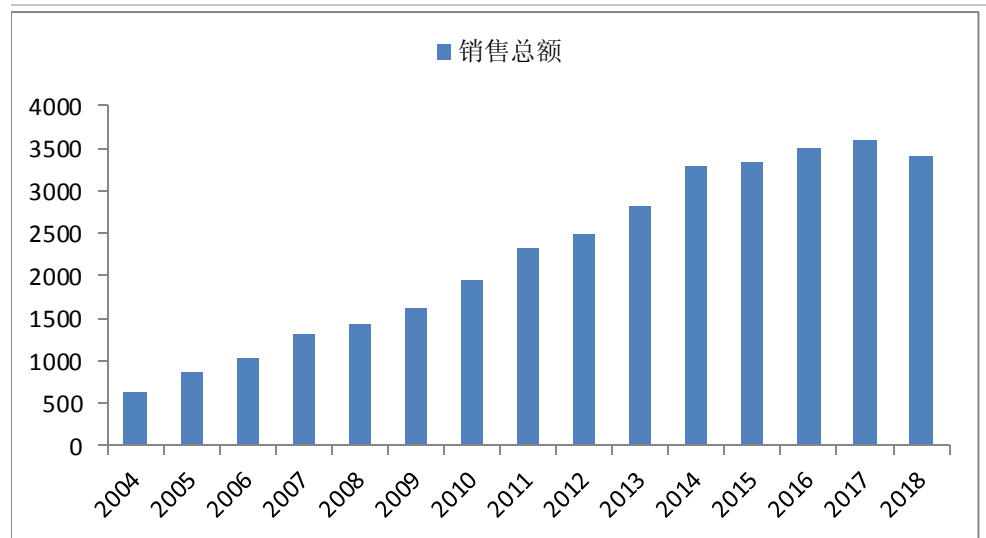


二、乳品行业：规模增长与竞争结构优化是龙头专属红利

（一）需求规模仍有深挖空间

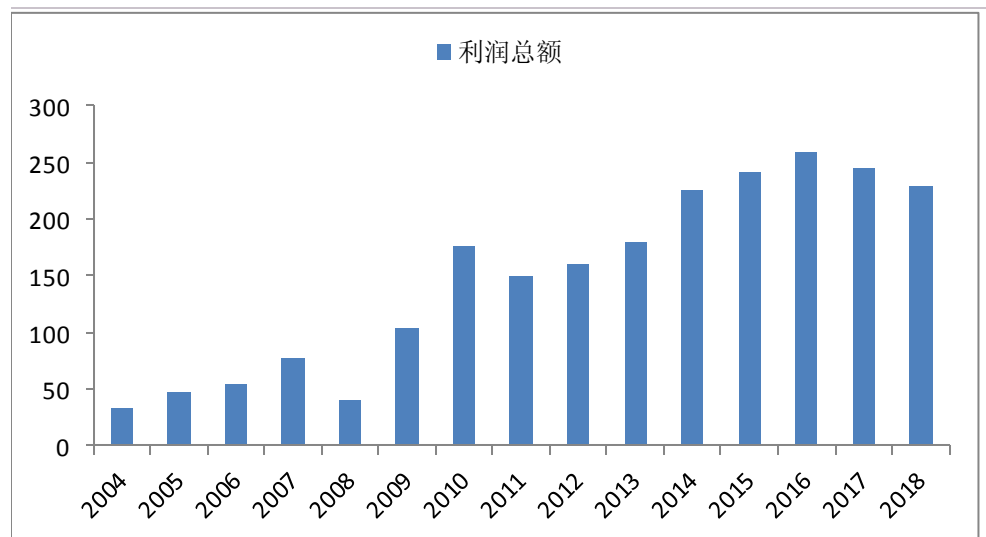
2018 年，全国乳品行业销售收入 3,399 亿元，同比增长 11%；利润总额 230 亿元，同比下降 1%。乳制品在我国属于可选消费品，随着消费能力的提升和消费结构上移，乳制品需求规模空间被打开。

图表5： 乳品行业销售总额（亿元）



资料来源:联讯证券, Wind

图表6： 乳品行业利润总额（亿元）



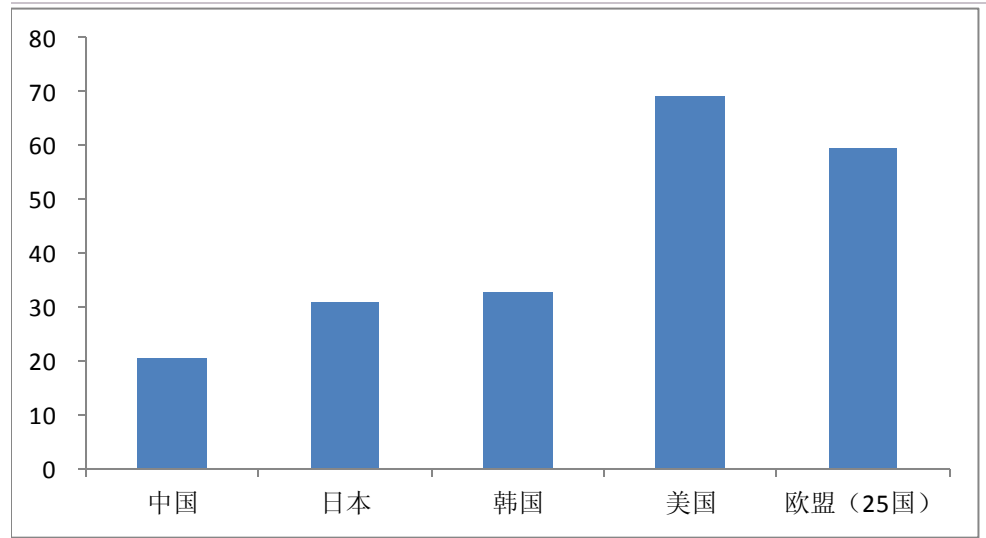
资料来源:联讯证券, Wind

人均乳品消费量的提升。我国人均乳制品消费量与发达国家和地区相比，还有较大的增长空间。

据美国农业部的统计，我国液态奶消费量仅占全球消费量的约 8%，是美国的 56%，欧盟的 44%。根据尼尔森数据，我国液态奶人均消费量约为全球平均水平的三分之一。即便是饮食习惯较为接近的日本和韩国比较，我国还有增长的空间。



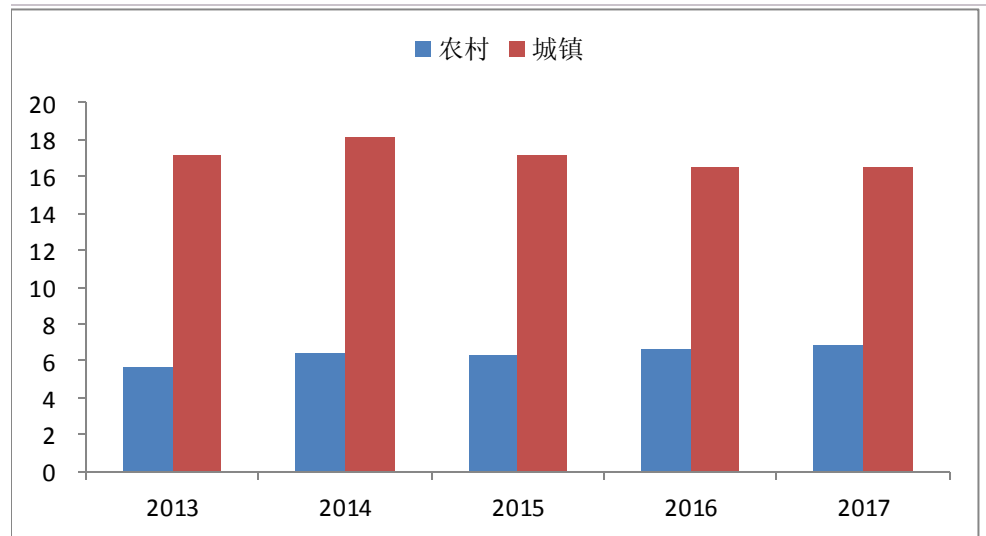
图表7： 液态奶人均消费量（千克）



资料来源:联讯证券, Wind

消费渠道的下沉。三四线城市与农村地区的消费结构随着消费能力的提升正经历升级。目前全国农村人均奶类制品消费量远低于城镇居民，未来随着城镇化的推进，城镇与农村消费升级空间极大。

图表8： 农村与城镇人均乳制品消费量（千克）



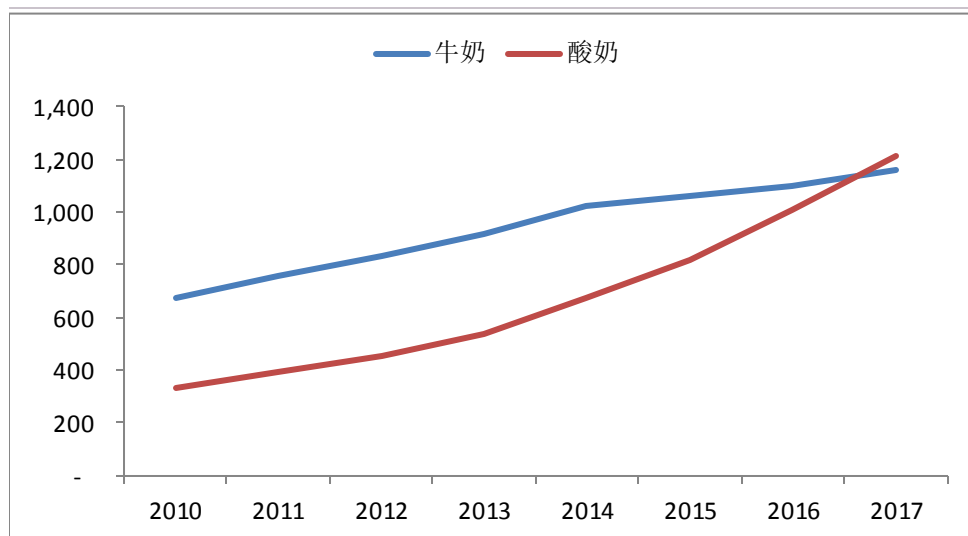
资料来源:联讯证券, Wind

高端乳制品消费需求增加。随着人民消费能力提升，以及对健康饮食的关注，龙头品牌将利用其渠道优势与品牌知名度，进一步提升市场占有率。同时，龙头企业通过产品结构调整，产品高端化，来缓解成本压力。

根据尼尔森数据，2018 年我国有机乳品细分市场零售额同比增长 16.4%；成人奶粉零售额同比增长 16.7%。价格更高的常温酸奶的推出，充分表明消费者对高端产品的接受度高，到 2017 年国内酸奶销售额已经超过牛奶的销售额。

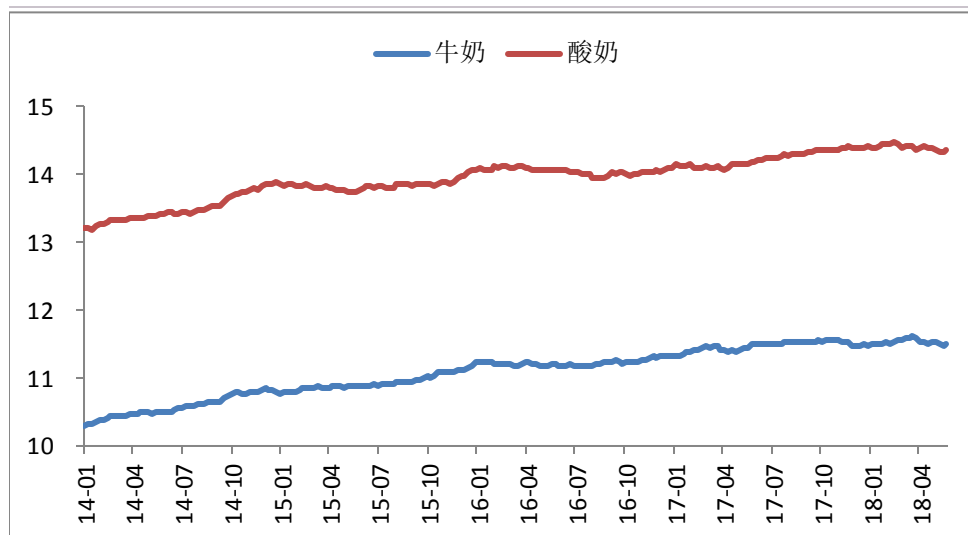


图表9： 牛奶与酸奶销售额（亿元）



资料来源:联讯证券, Bloomberg

图表10： 牛奶与酸奶零售价（元/升）



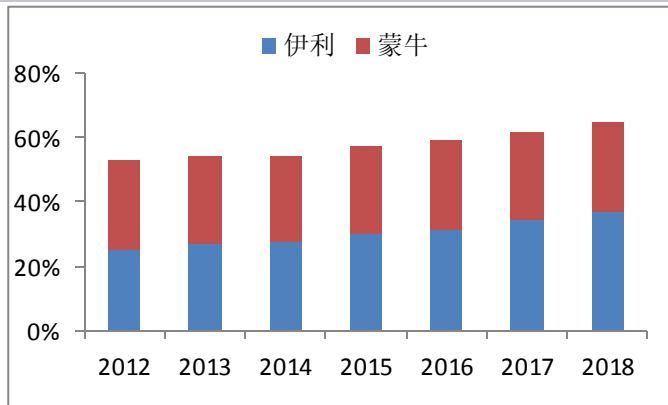
资料来源: Wind, 联讯证券

（二）行业集中度提升，双寡头竞争优势愈发显著

乳制品行业形成伊利和蒙牛的双寡头格局，份额向龙头聚集趋势明显。伊利和蒙牛率先在 2005 年实现收入破百亿。与其他乳制品企业相比，伊利在近 10 年的增长中，除 2016 年外都保持了 2 位数以上的增长，在长时间里都能保证平稳且较快的增长，充分显示出公司卓越的经营管理能力，能够稳健的应对行业波动并保持理性的发展扩张。

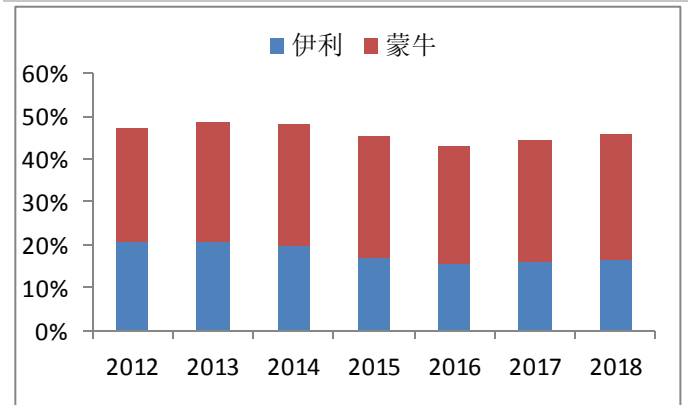


图表11: 常温液态奶市占率



资料来源: 联讯证券, 公司公告

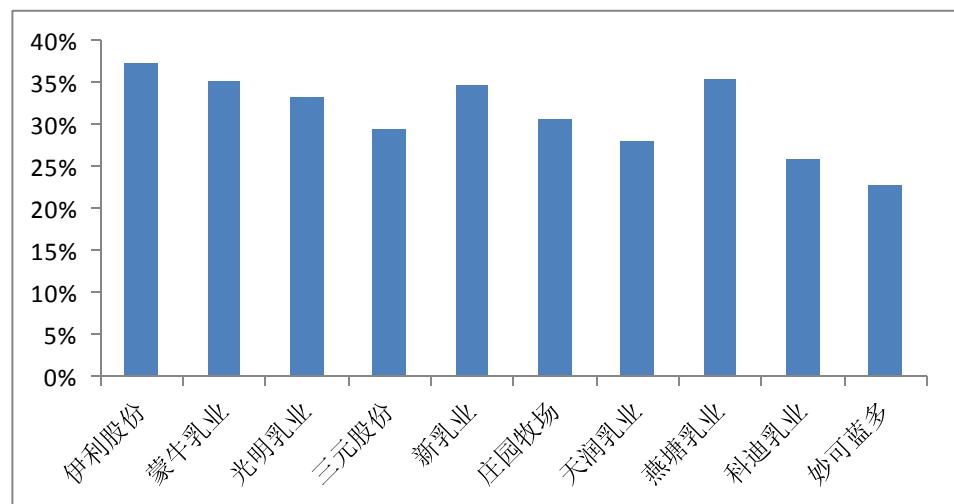
图表12: 低温液态奶市占率



资料来源: 联讯证券, 公司公告

当行业竞争格局出现双寡头时, 龙头企业就能凭借规模效应, 建立起高壁垒。由于乳品企业上游市场格局分散, 龙头企业对上游保有一定的议价能力, 而对下游抓住消费升级的趋势, 在高端产品上拥有定价能力。因此, 龙头企业拥有高于行业其他公司的毛利率, 也拥有更高的风险承受能力。

图表13: 乳制品公司毛利率对比 (2017 年)

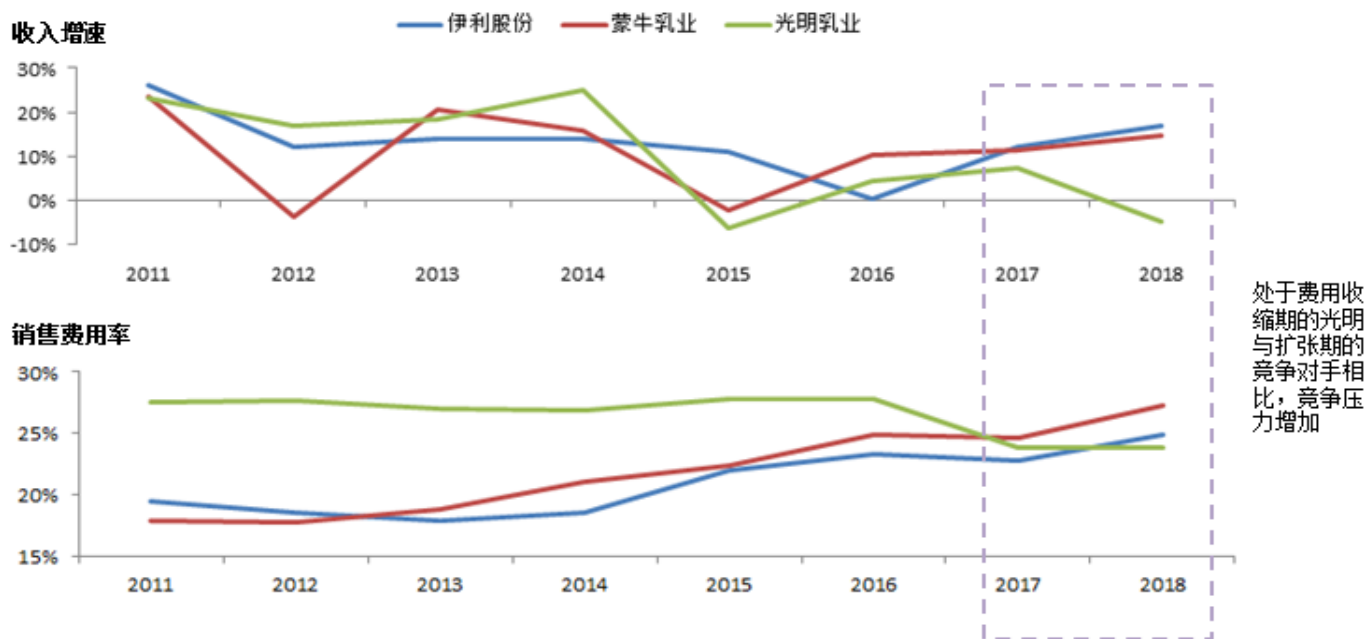


资料来源: 联讯证券, Wind

乳制品企业的销售费用投入有明显的同步性, 特别是龙头企业。我们看到自 2015 年以来, 蒙牛和伊利都处于费用扩张周期。龙头企业动辄几十亿甚至上百亿的费用支出, 是中小乳制品企业难以企及的。如果龙头将扩大费用作为竞争手段持续执行下去, 虽然短期可能会影响到自身利润的增长, 但若是竞争对手无法跟进, 长期后果将是龙头挤占其他竞争对手的市场份额。对比伊利、蒙牛和光明, 光明在费用率高于另外两家时, 收入增速尚能与其保持同步变化, 而一旦在对手提升费用率时缩减自身费用率, 光明的收入增速立即出现了掉队的情况。



图表14： 龙头费用扩张将对竞争对手造成压力

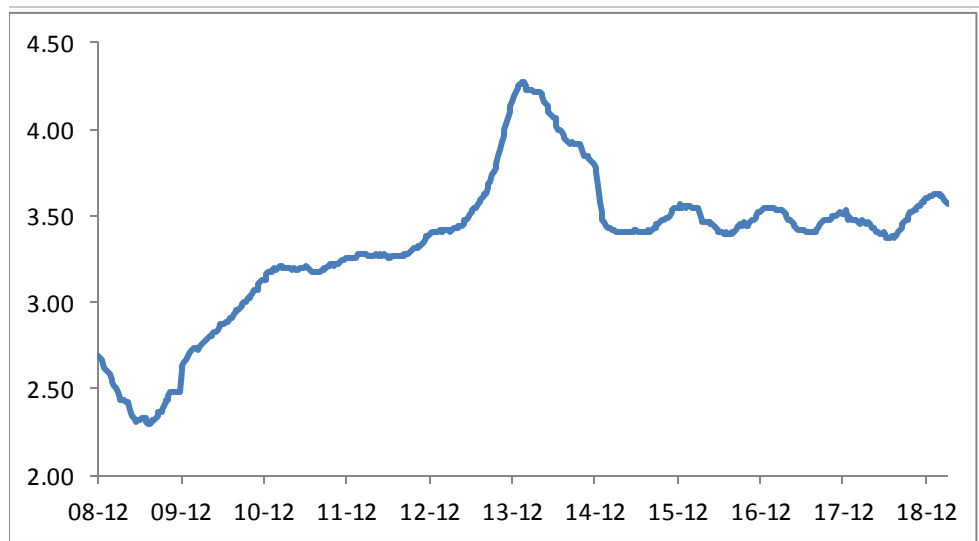


资料来源:联讯证券, Wind

（三）奶价将温和上涨，乳企成本仍有压力

在经历前几年的下跌和低估波动后，2018年下半年开始，上游原奶价出现明显上升。奶价出现上涨，主要是上游原奶供给减少，而下游需求不减。上游奶牛存栏量在2015年达到峰值。由于此前几年奶牛存栏量持续增长，且奶牛单产增加，供给增长较快，供需关系发生变化，2015年后奶价开始低位震荡。

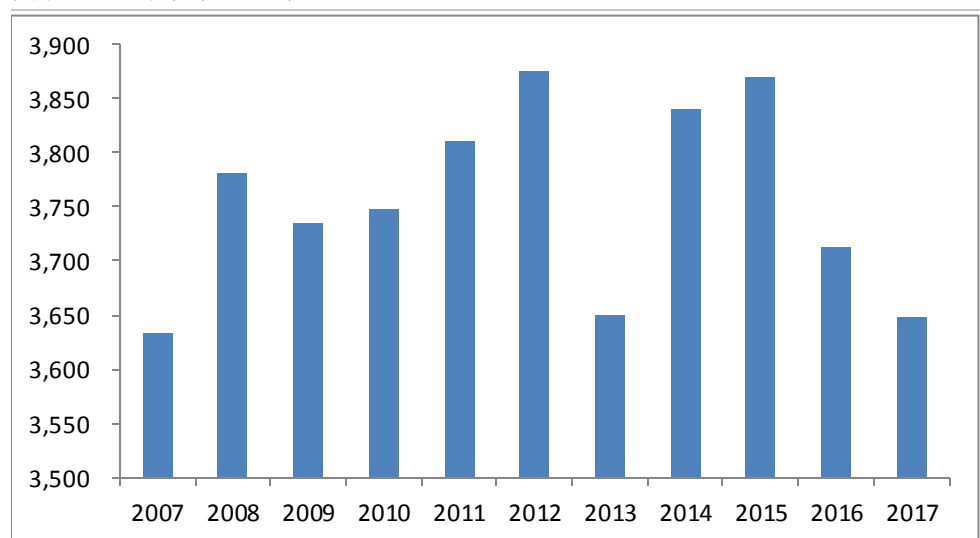
图表15： 生鲜乳主产区平均价（元/公斤）



资料来源:联讯证券, Wind



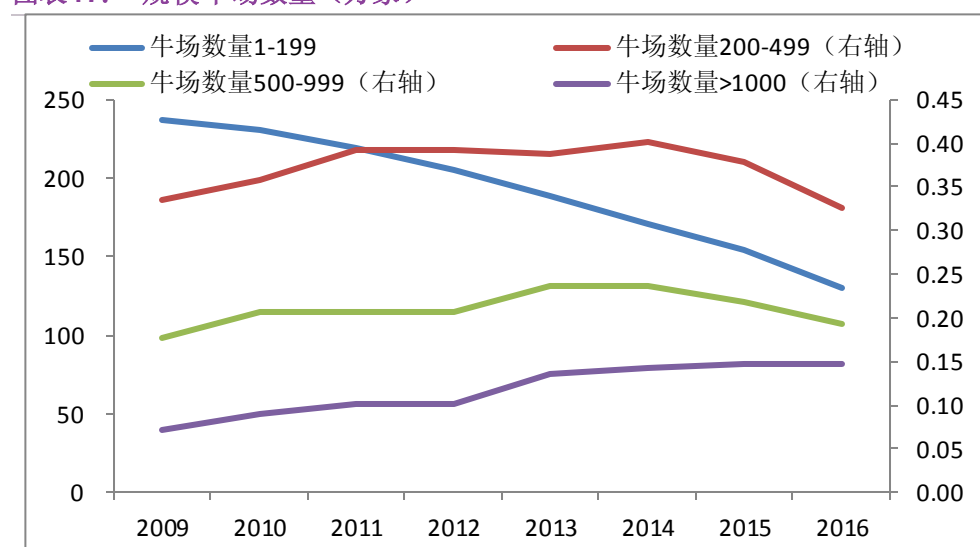
图表16: 奶类产量(万吨)



资料来源:联讯证券, Wind

由于环保政策趋严,使得上游奶牛存栏在近两年又出现去产能。受奶价波动与政策变化两相作用,导致近年来中小型牧场数量大幅减少,整体的存栏量在下降。

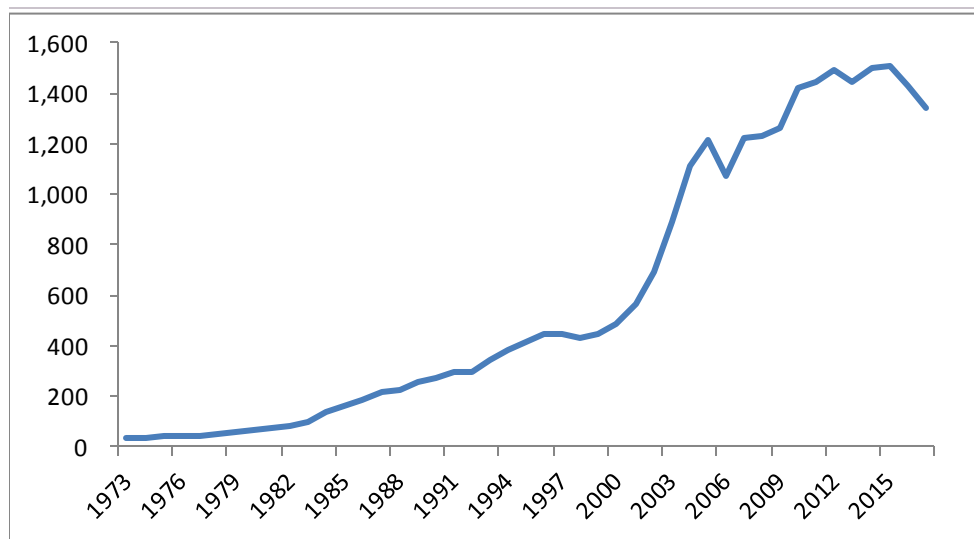
图表17: 规模牛场数量(万家)



资料来源:联讯证券, 奶业年鉴



图表18: 奶牛存栏量(万头)

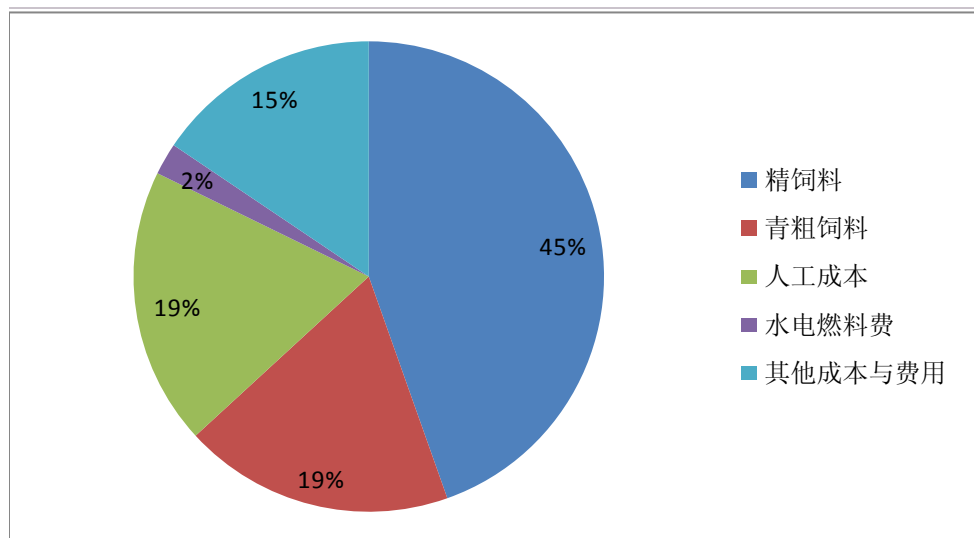


资料来源:联讯证券, 奶业年鉴

我们预计, 奶价整体将呈现出温和上涨的趋势, 出现暴涨的概率不大。

具体来看, 养殖成本方面, 奶牛的养殖的成本主要来自于饲料成本, 在总生产成本与费用中, 单头奶牛精饲料与青粗饲料年成本合计占比超 6 成。养殖的饲料中, 主要饲料玉米、豆粕、苜蓿草; 其中豆粕和苜蓿草依赖进口, 会受到进口政策与进口价格波动的影响。

图表19: 每头奶牛养殖成本结构(2017年)

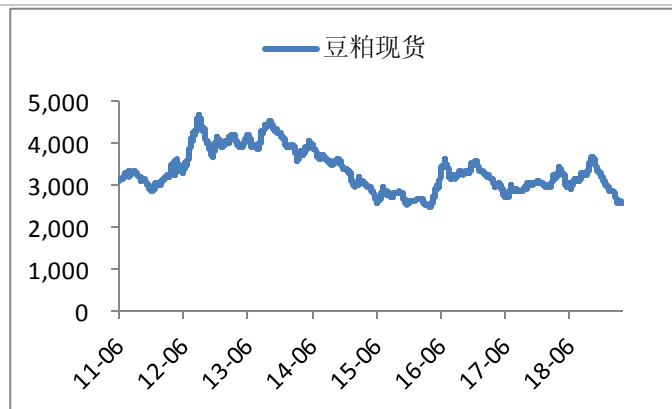


资料来源:联讯证券, Wind

玉米、苜蓿、豆粕的饲料成本占比接近 4:1:2。国内玉米产量充沛, 价格温和上涨; 若中美贸易谈判缓和, 豆粕价格上涨压力将弱化。此外, 考虑到生猪存栏下降, 对饲料的需求减少。总体来看, 预计未来饲料成本整体上升的压力不大。

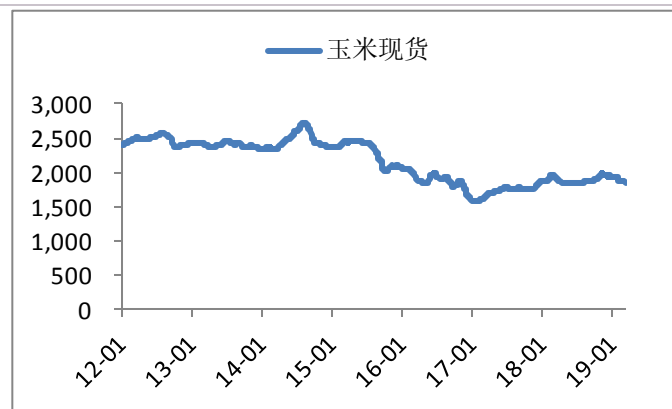


图表20: 豆粕现货(元/吨)



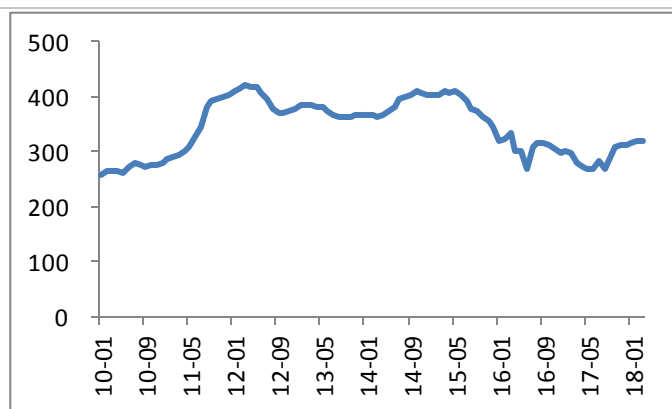
资料来源: 联讯证券, Wind

图表21: 玉米现货(元/吨)



资料来源: 联讯证券, Wind

图表22: 苜蓿草到岸价格(美元/吨)



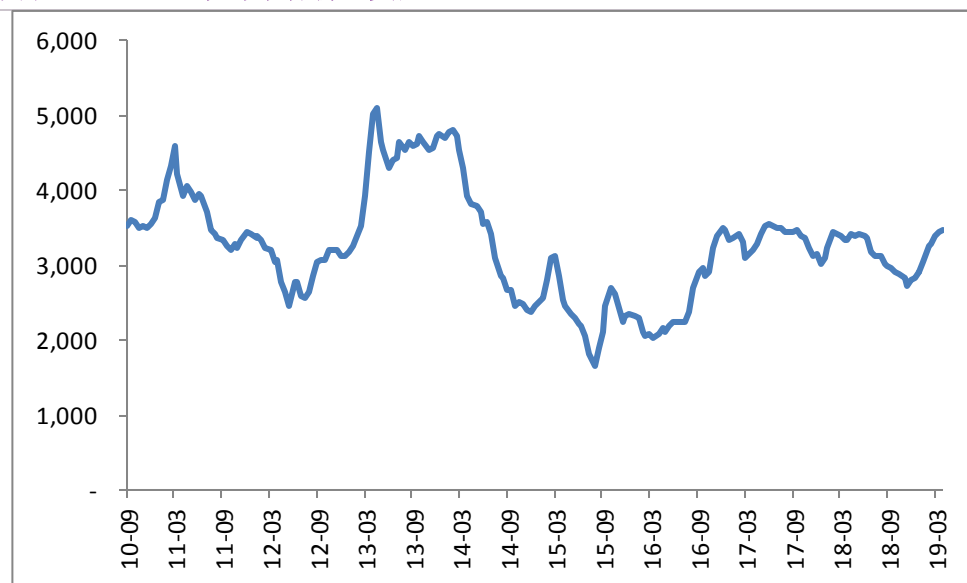
资料来源: 联讯证券, Wind

预计 2019 国内奶价将进入一段上涨周期。上游供给在经历奶牛存栏下滑后, 产能逐渐出清, 甚至部分地区在 2018 年下半年出现奶荒的情况, 原奶价格也出现一轮上涨。下游对原奶的需求规模长期看涨, 判断原奶的供需平衡拐点已出现。

国外乳品价格在 2019 年大概率上涨。国际奶价在 2015 年见底回升。荷兰合作银行最新预计 2019 年全球奶产将创下自 2016 年以来的新低。



图表23: GDT 平均中标价 (美元/公吨)



资料来源:联讯证券, GDT

随着奶价上升, 饲料成本端压力暂时未明显增加, 将促进养殖积极性; 环保政策影响将逐渐常态化, 上游奶牛产能出清后有望扩产, 预计未来原奶供给量将有所回暖。规模化牧场比重增加, 大型乳品企业与牧场多有长期合作, 将有助于防范奶价的剧烈波动, 预计 2019 年奶价将出现温和上涨的态势。

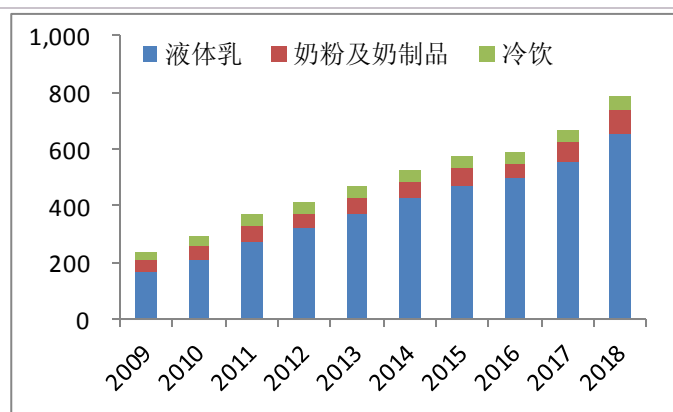
对于乳制品企业来说, 成本端原奶价格仍有上升压力。如果成本只是温和上涨, 龙头企业可以通过与大型牧场长期合作保证奶源, 并通过提价与产品结构上移减轻成本影响。此外, 龙头企业也有提价的主动权, 可以应对成本的快速上涨。

三、伊利：结构升级，多元发展、志在长远

(一) 聚焦重点产品，结构升级促业绩增长

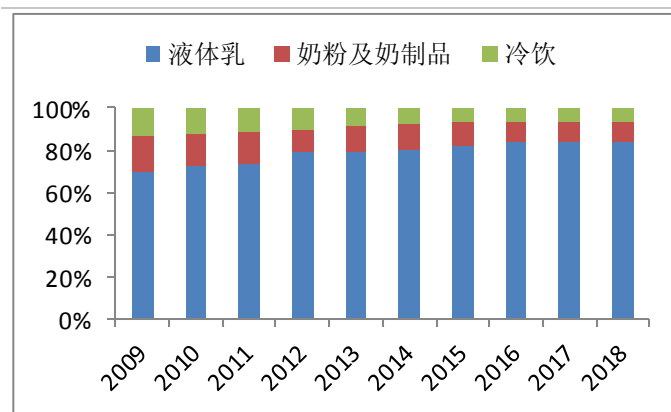
公司主要产品包括液体乳、奶粉及奶制品以及冷饮。2018 年, 液体乳总收入达到 656.79 亿元, 5 年复合增速 12.09%; 奶粉及奶制品总收入 80.45 亿元, 5 年复合增速 7.86%; 冷饮收入 49.97 亿元, 5 年复合增速 3.33%。

图表24: 分项目主营收入 (亿元)



资料来源: 联讯证券, Wind

图表25: 主营收入结构占比

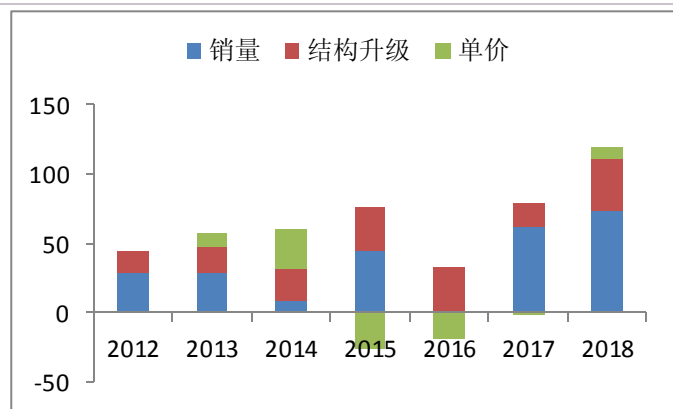


资料来源: 联讯证券, Wind



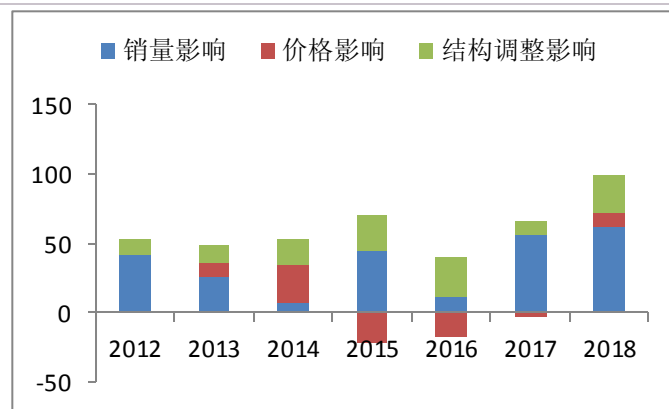
公司通过适当提价与结构升级来缓解成本压力。公司的提价能力也充分显示其龙头的定价能力。公司对高端产品加大投入，迎合消费升级趋势，高端产品销量上升，结构性升级对收入增加贡献稳定。

图表26: 营业收入增长来源 (亿元)



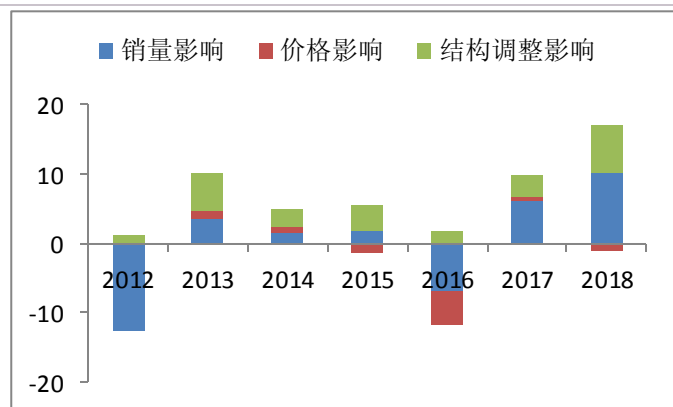
资料来源: 联讯证券, Wind

图表27: 液体乳收入增长来源 (亿元)



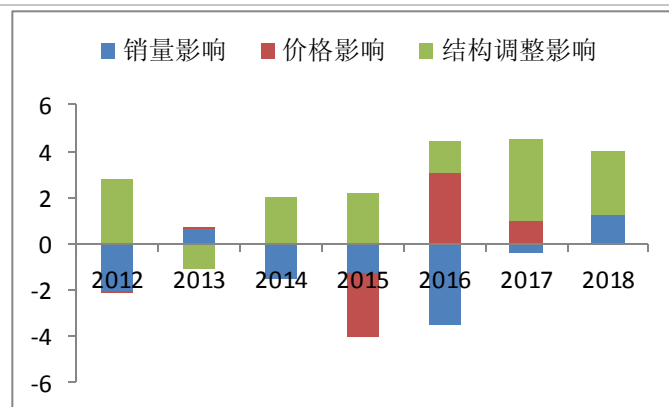
资料来源: 联讯证券, Wind

图表28: 奶粉及奶制品收入增长来源 (亿元)



资料来源: 联讯证券, Wind

图表29: 冷饮收入增长来源 (亿元)



资料来源: 联讯证券, Wind

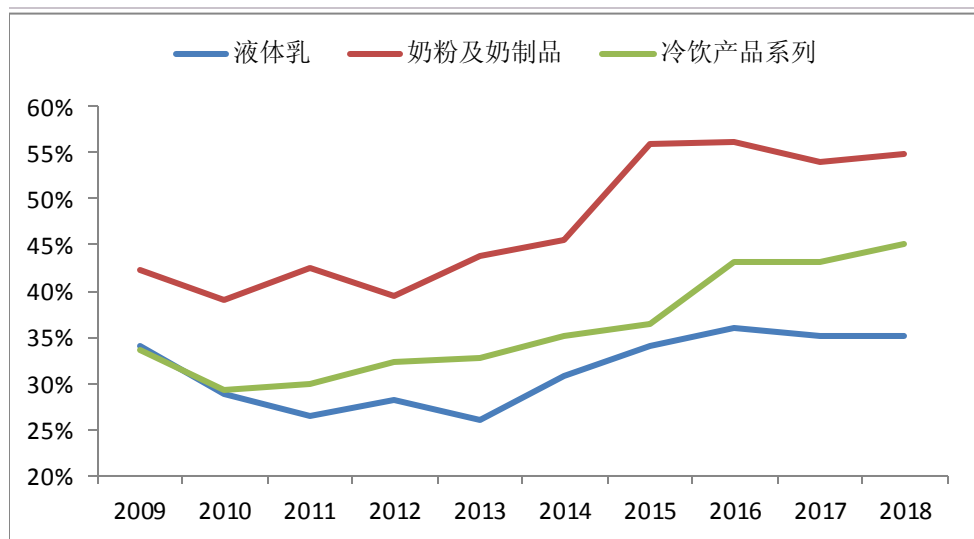
重点品牌的增长是推动公司结构上移的重要原因。2018 年, 公司重点产品的收入增长 34.73%, 明显高于公司营业收入增速的整体水平, 收入占比接近公司总收入近一半。公司金典有机常温奶在对应细分市场市占率达到 44.1%; 据欧睿数据, 常温酸奶安慕希品牌在酸奶市场份额达到 17.5%, 居于首位。

公司通过其新西兰的基地, 生产配方奶粉与高品质的常温奶, 并引入到国内市场, 抓准国内消费者期望得到更好奶源、更好品质的高端消费需求。

因此, 尽管 2018 年的奶价与包装材料价格的上涨给公司带来一定成本上升的压力, 但通过产品结构上移, 发展重点产品与新产品业务, 减轻成本压力, 整体毛利率仍有小幅提升。



图表30： 分产品毛利率



资料来源:联讯证券, Wind

(二) 多元化发展，构筑健康食品平台

在传统奶业基础上，伊利加大力度向多元化方向发展，2018 年公司在已有的大事业部基础上，新成立健康饮品和奶酪事业部。我们认为，包括达能、雀巢等在内的世界乳品龙头都拥有丰富的产品线，伊利作为国内乃至亚洲最大的乳品龙头，利用深耕多年的国内市场，选择多元化发展将拥有先天发展优势。凭借公司多年的品牌培育经验与完善的销售网络，新领域与新产品有望复制公司乳制品的成长路径。

公司在选择新产品方向时，一方面会考虑到产品与公司现有业务的协同性，另一方面会重点考虑产品所处细分领域的可成长性。如 2018 年初推出“植选”豆乳，正是考虑到国内盒装豆乳的需求快速崛起，行业又处于起步阶段的发展现状。适时推出“植选”，公司在盒装豆乳领域卡位意图明显。

此外，公司将投资 7.4 亿元建设长白山矿泉水项目，切入矿泉水赛道。根据欧睿数据，2018 年我国瓶装水市场规模 1445.33 亿元，天然矿泉水市场规模 477.63 亿元，预计未来 5 年年复合增速分别达到 9.3%和 11.1%。公司切入这一增长较快的领域，并选址优质天然矿泉水源头，符合公司布局健康饮品的战略布局。

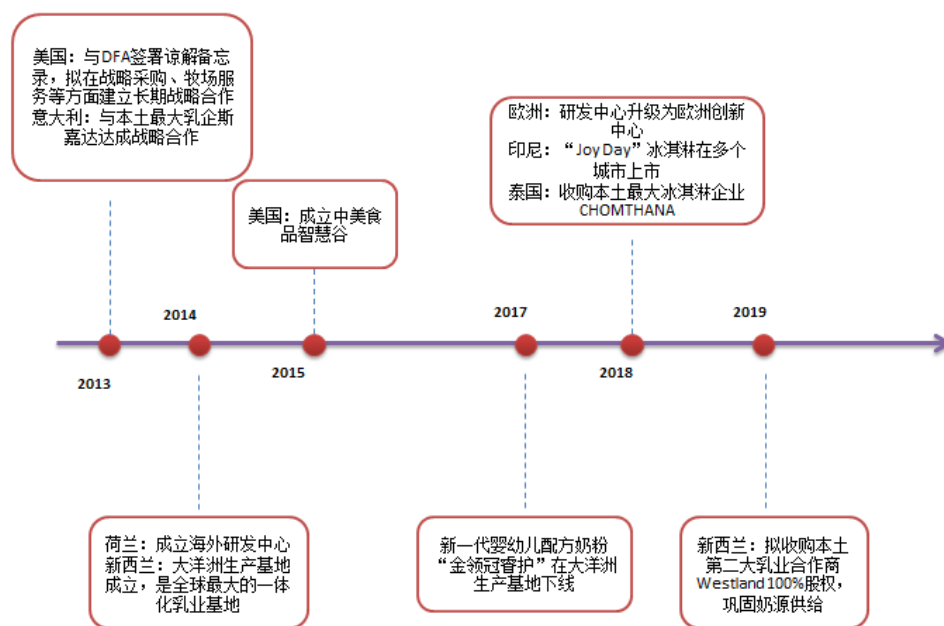
(三) 国际化视野，建立全球化的产销平台

伊利已成为亚洲最大，全球前十的乳业公司，但与雀巢、达能等国际乳业巨头相比，公司在全球的国际化布局仍处于初级阶段。公司的发展始终基于全球化视角，并购投资动作不断，为公司全球奶源的掌控，以及全球业务的开展做战略投入。

伊利也充分利用其海外产能，服务国内市场。大洋洲生产基地生产的新一代婴幼儿配方奶粉“金领冠睿护”、“金典”新西兰进口牛奶、“柏菲兰”牛奶先后在国内上市。这一做法，正迎合了当前国内消费者对高端乳制品消费的增长趋势。伊利海外业务布局，是将国内外的研发、生产与销售网络高效的结合在一起，真正形成有机、立体的产研销平台。



图表31： 伊利全球化布局进程

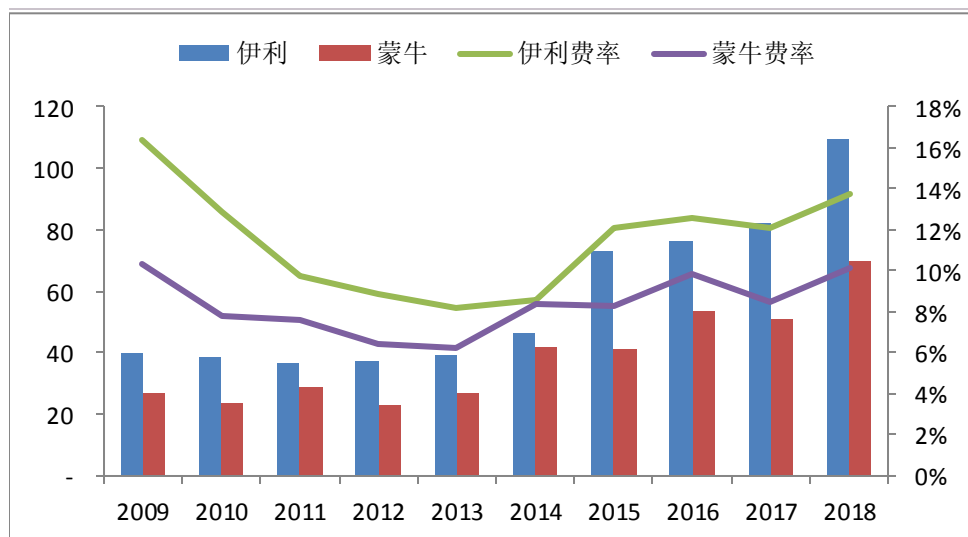


资料来源:联讯证券，公司公告

（四）对比竞争者，销售费用使用效率更高

公司的销售费用主要由工资薪酬、运输费用以及广告费用等构成。2015 年以来，销售费用快速提升，主要是广告费用的增长导致，而其他销售费用的费率变化不大。竞争对手蒙牛的广告费率也有所上升。广告费用的大幅增加，也是导致 2018 年公司净利率下降的一个重要因素。

图表32： 伊利 vs.蒙牛广告营销费用及费用率（亿元）



资料来源:联讯证券，公司公告

伊利所选择的都是体育、文化等各领域头部 IP，带货能力突出，虽然投入大，但营销效果也非常好。伊利先后牵手 2008 年夏奥会与 2022 年冬奥会，2010 年上海世博会与 2015 年米兰世博会等多个具有国际影响力的重大赛事与组织活动，并冠名和赞助多个热门综艺。



图表33: 伊利投放综艺情况 (不完全统计)

年份	品牌	平台	综艺
2019年	畅轻	浙江卫视	《青春环游记》冠名
	安慕希		《奔跑吧3》冠名
	畅意	湖南卫视	《巅峰之路》冠名
	金典	湖南卫视	《歌手2019》冠名
	金领冠	芒果TV	《妻子的浪漫旅行第二季》冠名
	植选	优酷	《以团之名》冠名
	甄稀	腾讯视频	《拜托了冰箱5》总冠名
	巧乐兹	爱奇艺	《喜欢你我也是》独家冠名
2018年	甄稀	腾讯视频	《拜托了冰箱4》总冠名
	金典	湖南卫视	《歌手2018》独家冠名
	畅轻		《我是大侦探》独家冠名
	安慕希	浙江卫视	《奔跑吧2》独家冠名
	畅意100%		《高能少年团2》独家冠名
	舒化	腾讯视频	《幸福三重奏》独家冠名
	欣活	江苏卫视	《阅读·阅美2》独家冠名
	安慕希	浙江卫视	《锋味2018》独家冠名
	欣活	腾讯视频	《奇遇人生》行业赞助
	舒华	江苏卫视	《有话非要说》赞助
	金典	湖南卫视	《亲爱的客栈2》官方合作伙伴
	植选		《向往的生活2》官方合作伙伴
	Joy Day		《我想和你唱3》合作伙伴

资料来源:联讯证券, 网娱观察

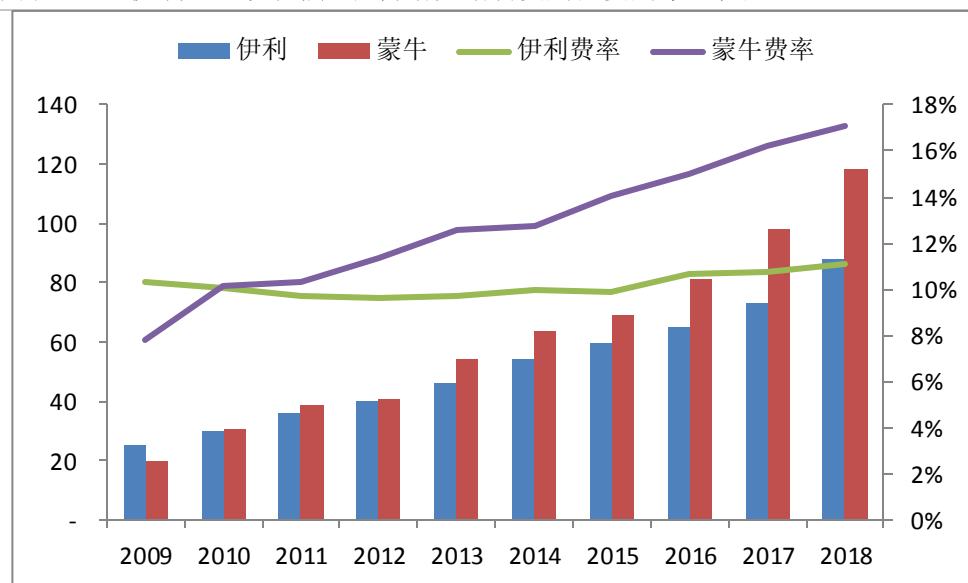
凭借其精准的营销定位, 成功塑造出多个爆款新品。如赞助年轻消费者喜欢的《奇葩说》与 LPL 赛事的谷粒多, 多年冠名《跑男》系列的安慕希, 以及冠名《歌手》系列的金典, 都成为同类竞品中的佼佼者。

我们看到, 伊利新品推出的时间点虽然略晚于竞争对手, 但却能实现后来者赶超。典型案例如安慕希在常温酸奶竞争中能够快速实现后来者居上, 大量且精准的线上营销造势功不可没。

不考虑广告费用, 我们对比伊利与蒙牛, 伊利在近 10 年的非广告营销类销售费用率仅略有增加, 蒙牛的费率增幅则较大, 显示出伊利对其他销售费用支出的控制力度更强。考虑到更为稳健的收入增长, 以及终端的渗透率, 我们认为伊利销售费用的使用效率更高。



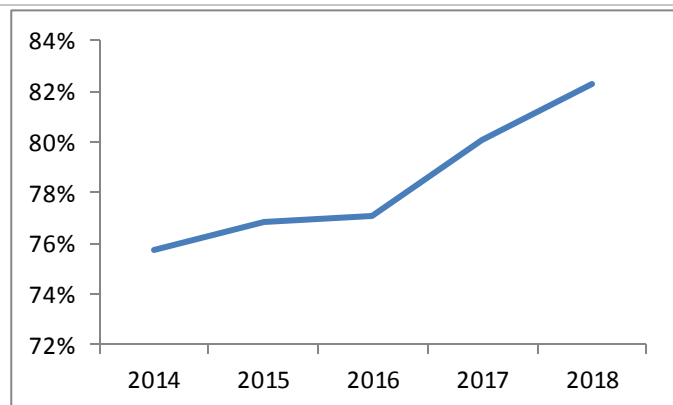
图表34: 伊利 vs.蒙牛非广告营销类销售费用及费用率 (亿元)



资料来源:联讯证券, Wind

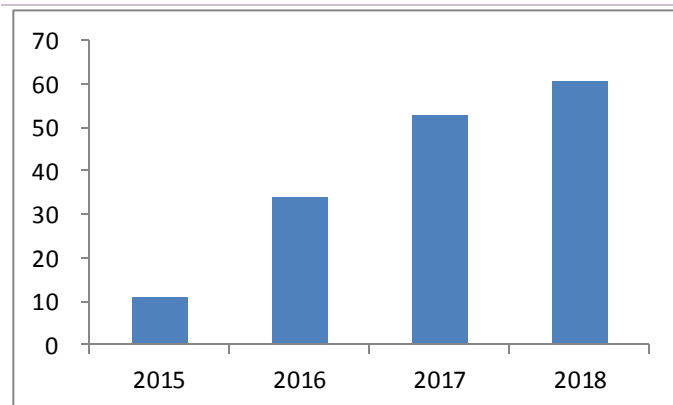
渠道不断下沉与精准营销成功帮助伊利品牌渗透力提升。2014 年至 2018 年, 公司村级直控网点数量从2015年的 11 万家达到2018年末的 60.8 万家。根据凯度指数显示, 2018 年伊利品牌整体家庭的渗透率达到 90.9%, 覆盖家庭数量上升 4.1%达到 1.60 亿个; 在快消品排名中, 名次仅次于宝洁集团排名第二, 竞争对手蒙牛排名第三, 渗透率低于伊利 2.1 个百分点。常温业态类乳品渗透率从 75.74%提升至 82.30%

图表35: 伊利常温业态类乳品渗透率



资料来源: 公司公告, 联讯证券

图表36: 伊利村级直控网点 (万家)

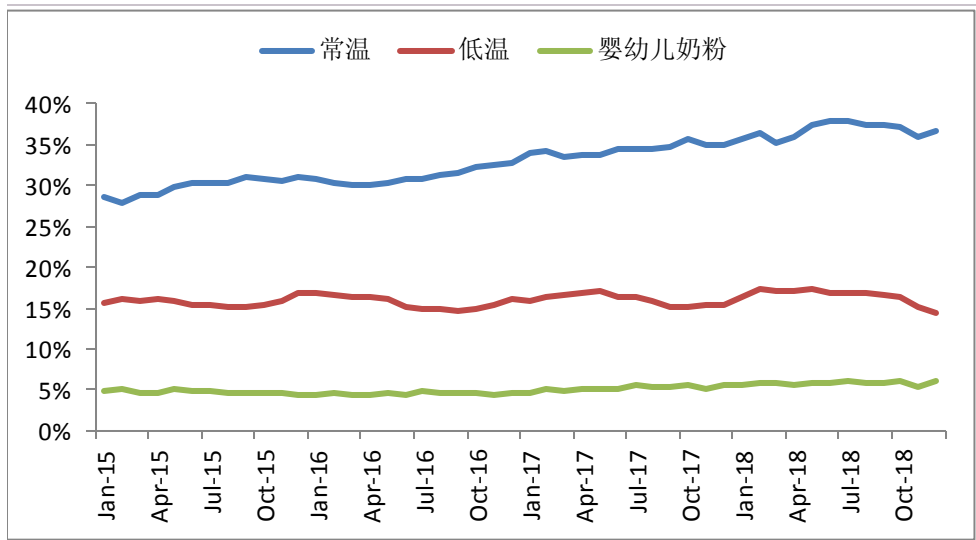


资料来源: 公司公告, 联讯证券

在加大广告营销投入力度以及渠道下沉的情况下, 公司主要产品市占率保持稳步提升。2018 年, 伊利常温、低温、婴幼儿奶粉市占率分别达到 36.8%、16.6%、5.8%, 同比提高 2.3、0.5、0.6 个百分点。



图表37： 常温、低温及婴幼儿奶粉市占率



资料来源:联讯证券, 公司公告

伊利销售费用的大幅度增加, 虽然会在短期影响公司净利率水平, 但有利于新产品和重点产品的快速推广, 抢占市场份额。广告营销费用投入虽多, 但有的放矢, 效果显著, 配以相对稳定的其他费用投入, 对公司品牌的树立, 以及市场份额的提升起到积极且有效的促进作用。

短期看, 尽管 2019 年媒体广告行业收入有下降趋势, 综艺广告投放也趋于谨慎, 但我们预计乳制品龙头仍会将媒体广告营销作为非常重要的营销手段, 例如蒙牛有加大影院视频广告投入的趋势。加之尚处于北京冬奥周期, 我们判断, 公司的广告费用绝对值仍将上升, 广告费率乃至销售费率将保持在一个相对高位水平。

长期看, 当市场集中度进一步提升, 龙头的优势显现, 市占率将从量变转化为质变, 我们甚至可以变相将当前费用超以往平均水平的投入视为一种资本开支, 是对市场份额与未来回报的一种投资。

四、盈利预测与估值

(一) 盈利预测

我们预计 2019 年:

- 1) 公司营业收入仍将保持较快增长, 包括金典、安慕希、金领冠等品牌延续较高的两位数增长;
- 2) 奶价上涨给成本带来一定压力, 但结构性升级将带动毛利率略微提升。

预计 2019-2021 年, 公司营业总收入 909.81、1018.18、1121.91 亿元, 分别同比增长 14%、12%、10%; 归母净利润 67.56、76.69、89.77 亿元, 同比增长 6%、14%、17%。基本每股收益 1.11、1.26、1.48 元。



(二) 估值与投资建议

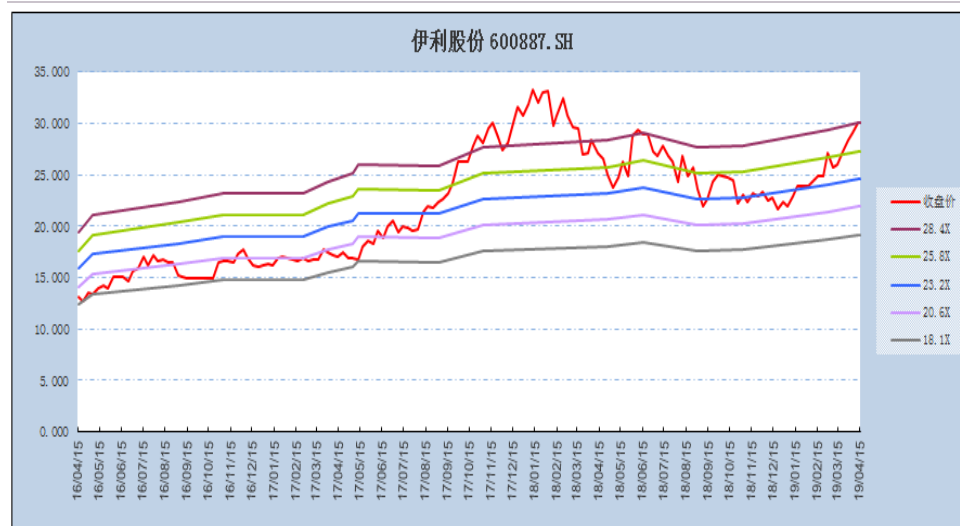
与 A 股和港股两地市场主要上市乳制品企业估值相比，伊利估值基本处于较低水平。与历史估值相比公司当前 PE(TTM)为 28.32x，处于自 2010 年 4 月 27 日以来，估值的 70%分位。因此，我们维持“增持”评级。

图表38：可比公司估值比较（截至 2019/4/5）

		PE(TTM)	PE(2019)	PE(2020)
600597.SH	光明乳业	39.59	27.46	24.46
600429.SH	三元股份	97.62		
002946.SZ	新乳业	62.11	40.94	27.84
002910.SZ	庄园牧场	41.72		
600419.SH	天润乳业	28.12	21.71	17.67
002732.SZ	燕塘乳业	70.10		
002770.SZ	科迪乳业	32.86		
600882.SH	妙可蓝多	1,729.97		
2319.HK	蒙牛乳业	32.69		
1117.HK	现代牧业	-13.10		
1230.HK	雅士利国际	91.47		
1533.HK	庄园牧场	16.79		
1432.HK	中国圣牧	-0.93		
600887.SH	伊利股份	28.32	25.74	22.36

资料来源：联讯证券，Wind

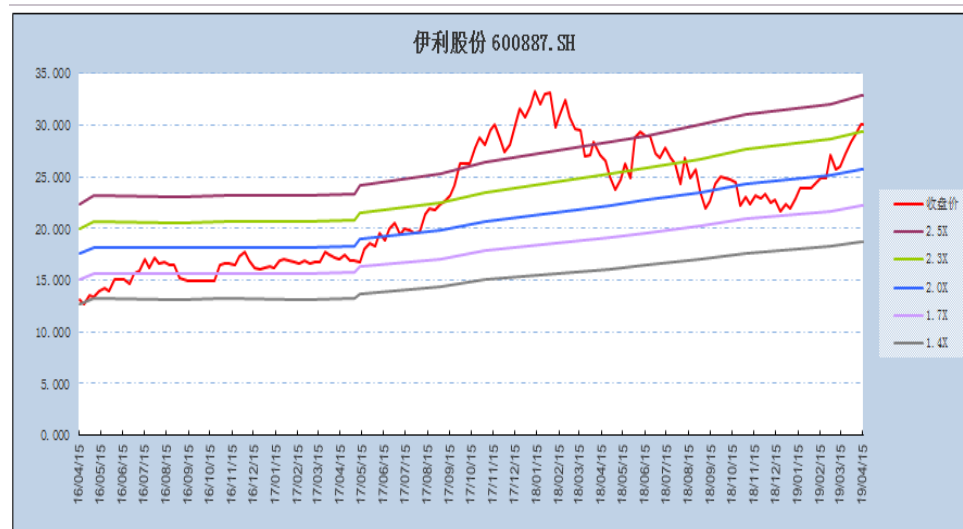
图表39：PE Band



资料来源:联讯证券，Wind



图表40: PS Band



资料来源:联讯证券, Wind

五、风险提示

食品安全问题；上游原奶价格波动带来的成本超预期上升；行业竞争加剧风险；宏观经济波动导致行业需求超预期下滑；市场波动风险；海外业务进展不及预期。



附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	24,455	23,497	25,468	28,881	经营活动现金流	8,625	8,369	10,333	12,838
现金	11,051	8,329	8,485	10,182	净利润	6,440	6,756	7,669	8,977
应收账款	1,282	1,366	1,530	1,687	折旧摊销	1,609	1,731	2,475	3,755
其它应收款	68	78	87	96	财务费用	134	249	601	545
预付账款	1,460	1,659	1,859	2,045	投资损失	-261	-480	-480	-480
存货	5,507	6,246	6,997	7,697	营运资金变动	669	81	18	-4
其他	5,087	5,818	6,511	7,174	其它	34	32	49	46
非流动资产	23,151	46,678	49,575	49,699	投资活动现金流	-5,374	-24,790	-4,914	-3,414
长期投资	1,909	1,909	1,909	1,909	资本支出	-5,091	-25,270	-5,394	-3,894
固定资产	14,688	21,373	32,796	41,437	其他	-283	480	480	480
无形资产	639	575	518	466					
其他	5,914	22,820	14,352	5,886	筹资活动现金流	-10,749	13,699	-5,263	-7,727
资产总计	47,606	70,175	75,044	78,579	短期借款	-6,337	17,735	-198	-2,116
流动负债	19,171	38,725	40,374	40,482	长期借款	-	500	-	-500
短期借款	1,523	19,258	19,061	16,945	其他	-4,412	-4,537	-5,065	-5,112
应付账款	8,839	10,050	11,256	12,383	现金净增加额	-7,498	-2,722	156	1,697
其他	8,808	9,417	10,057	11,155					
非流动负债	398	898	898	398	主要财务比率	2018A	2019E	2020E	2021E
长期借款	0	500	500	0	成长能力				
其他	398	398	398	398	营业收入	16.9%	14.4%	11.9%	10.2%
负债合计	19,569	39,623	41,272	40,881	营业利润	8.1%	6.3%	13.5%	17.0%
少数股东权益	122	134	149	166	归属母公司净利润	7.3%	4.9%	13.5%	17.1%
归属母公司股东权益	27,916	30,417	33,622	37,533	获利能力				
负债和股东权益	47,606	70,175	75,044	78,579	毛利率	37.8%	38.2%	38.2%	38.4%
					净利率	8.2%	7.5%	7.6%	8.1%
利润表	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE	23.1%	22.2%	22.8%	23.9%
营业总收入	79,553	90,981	101,818	112,191	ROIC	21.4%	13.9%	15.4%	17.2%
营业成本	49,106	55,828	62,532	68,790	偿债能力				
营业税金及附加	531	608	685	754	资产负债率	41.1%	56.5%	55.0%	52.0%
营业费用	19,773	22,628	24,740	26,815	净负债比率	3.3%	28.2%	26.1%	22.2%
管理费用	2,980	3,410	3,842	4,233	流动比率	1.28	0.61	0.63	0.71
研发费用	427	489	547	603	速动比率	0.99	0.45	0.46	0.52
财务费用	-60	249	601	545	营运能力				
资产减值损失	76	76	76	76	总资产周转率	1.67	1.29	1.35	1.42
公允价值变动收益	0	0	0	0	应收账款周转率	84.31	80.51	82.88	82.22
投资净收益	969	479	479	479	应付账款周转率	6.10	5.91	5.87	5.82
营业利润	7,691	8,174	9,276	10,855	每股指标(元)				
营业外收入	35	35	35	35	每股收益	1.06	1.11	1.26	1.48
营业外支出	148	148	148	148	每股经营现金	1.42	1.38	1.70	2.11
利润总额	7,578	8,060	9,163	10,742	每股净资产	4.59	5.00	5.53	6.18
所得税	1,126	1,291	1,479	1,748	估值比率				
净利润	6,452	6,769	7,684	8,994	P/E	29.1	27.7	24.4	20.9
少数股东损益	12	13	15	17	P/B	6.7	6.2	5.6	5.0
归属母公司净利润	6,440	6,756	7,669	8,977	EV/EBITDA	15.0	13.6	11.2	9.1
EPS（元）	1.06	1.11	1.26	1.48					

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

徐鸿飞，中国人民大学本科，2016 年 7 月加入联讯证券，现任食品饮料分析师，证书编号：S0300518090001。

研究院销售团队

北京	周之音	010-66235704	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com