

全球 20 强，杀进前八！景顺长城仍在加仓！未来能否追赶雀巢、达能？（优塾财务估值建模）

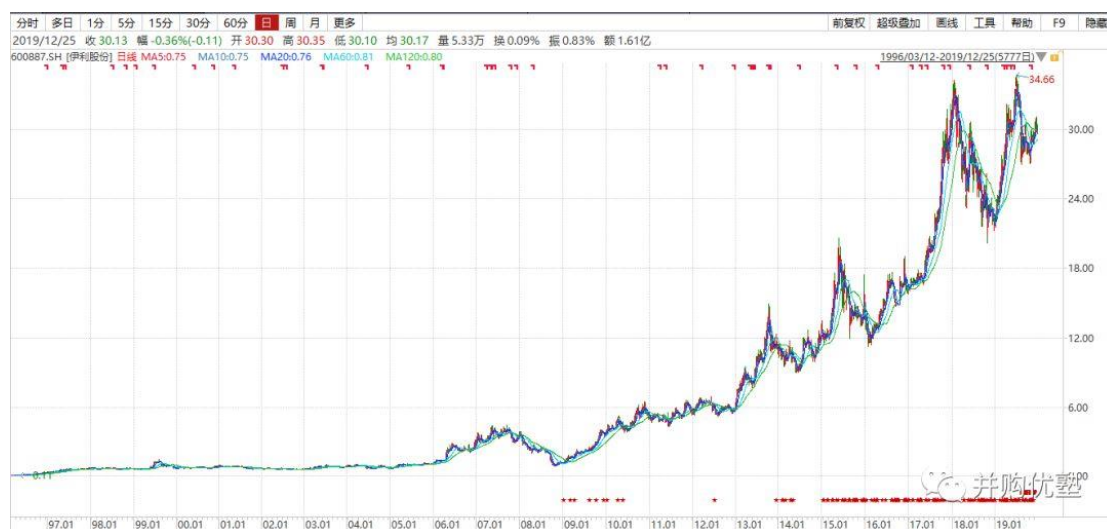
注：本文为 **2019 年三季报更新建模报告**，《并购优塾》将根据新发布的三季报，对财务数据假设进行更新，更新的假设内容，我们将在前面两段展示。同时，更新后的建模报告，将附在后文，其中更新的参数，以**紫色字体**展示。此外，在财务建模中 Excel 表中，更新的参数以**背景标注黄色**展示。

优塾团队认为，养成阅读季报、年报的习惯，并基于此长期追踪企业内含价值变动，是价值投资成功的基本前提。耐心阅读、每日精进，必有收获。

今天我们做**财务建模**的案例，是消费领域的知名大白马，乳制品行业的龙头。2008 年乳制品行业经历三聚氰胺事件后全线下挫，随后在 2009 年就开始触底复苏，而本案，它的前复权股价从 2009 年至今，期间涨幅已高达 2598%。

10 月 30 日晚间，这家公司发布了新的三季报——2019 年前三个季度，实现营业收入 686.77 亿元，同比增长 **11.98%**；归母净利润为 56.31 亿元，同比增长 **11.55%**；毛利率为 37.69%，净利率为 8.24%。

根据荷兰合作银行 (RABOBANK NEDERLANDS) 发布的 2019 年“全球乳业 20 强企业排行榜” (Global Dairy Top 20) 中，它排在第八位 (比 2018 年排名提高一位)，首位是雀巢，第三位是达能，第十位是蒙牛，来看本案的股价走势图：



图：股价图 来源：WIND

它的名字，就是：伊利股份。

本报告中，《并购优塾》将根据 2019 年三季报，对其财务模型 Excel 表格进行更新，并为大家梳理半年报的核心要点：

从增长质量来看——主营业收入同比增长 12.61%，销售费用率同比下降 1.34 个百分点，管理费用率同比上升 1.23 个百分点，存货同比增长 58.21%，预收账款同比下降 10.95%，应收账款（包含票据）同比增长 12.24%。

此处应收账款上升，是商超和电商渠道先货后款而形成的。考虑到账款体量较小，所以问题不大。2019 年三季度，应收账款占收入的比例仅为 2.55%（上半年为 3.88%），预收款占收入的比例为 5.01%（上半年为 7.28%）。

从盈利能力来看——2019 年三季度，净利率为 8.24%，同比下降 0.06 个百分点，毛利率为 37.68%，同比上升 0.02 个百分点，其中净利率的下降主要源于股权激励方案，导致管理费用短期上升。

2019 年 8 月 5 日，公司草案公告，2019-2024 年产生股权激励摊销费用税前总计 22.15 亿元，之后 9 月 6 日发布修订稿公告，激励费用摊销税前减少 7.4 亿元至 14.75 亿元。

从营运资本来看——2019 年三季度，存货、应收账款和应付账款周转天数分别为 33.35 天（上升 5.50 天）、5.62 天（上升 1.32 天）、60.42 天（上升 8.78 天），整体来看周转效率在下降，但幅度并不大。

从投入资本回报率来看——在 2019 年一季度、中报及三季报剔除现金的 ROIC 分别为 88.19%、61.93%、41.6%，波动的原因在于三季报新增的短期负债较多。

从机构持仓情况来看——相比半年报，2019 年第三季度港资、东方证券、易方达等机构仓位有所减少，景顺长城仓位有增加。基金持仓占流通股比例从半年报的 16.65%，减少到 10.88%。

用一句话总结这份半年报, 应该是: 增长稳健, 常温奶市占率同比提升 2 个百分点, 竞争格局优势仍然明显; 管理费用增长明显, 主要用于股权激励方案。

好, 数据研究到这里, 有很多问题, 值得我们在估值建模过程中深入思考:

1) 其季报发布后, 到底有哪些值得分析的因子? 从建模角度, 这些变动的因子, 将如何影响财务建模?

2) 2019 年季报业绩, 与之前的预估相差多少? 其中, 有哪些数据假设需要做更新?

3) 此次, 根据 2019 年季报数据更新后, 在什么样的区间? 和之前的数据相比, 究竟是贵了, 还是便宜了?

今天, 我们就以本案入手, 来研究一下消费品领域的估值建模逻辑, 以及产业特征。对相关案例, 我们之前还对贵州茅台、五粮液、洋河股份、海天味业、星巴克做过建模, 购买优塾团队的专业版报告库, 获取相关报告, 以及部分重点案例 Excel 估值建模表。

— 01 —



2019 季报更新

到底哪些数据, 才是关键点?



根据三季报，涉及到我们需要更新的估值假设部分，有以下几块：

1) 收入增速——2019 年三季报，实现营业收入 450.71 亿元，同比增长 11.98% (中报预测值为 14.12%)，与我们中报更新预测有一些差异。

其中的原因在于，其他收入板块有所下降，本次三季报更新，我们考虑到历史上其他收入波动较大，且无规律，此次三季报更新，我们不再预测其他收入情况，简化假设未来 10 年该板块收入为 0。

2) 分析师预期——整体来看，三季报发布后，外部分析师对 2019 年当年的收入增速预测有所下调。选取 Wind 一致性预测 (39 家机构)，2019 年到 2021 年，其营业收入增速分别为 13.34%、12.20%、10.91%。三季报发布前，机构一致预测未来三年营业收入增速分别为 13.90%、12.39%、11.20%

具体来看，天风证券预测未来三年的收入增速分别为 14.14%、12.00%、9.00%；西部证券预测未来三年收入增速分别为 13.10%、12.30%、10.60%；招商证券预测未来三年收入增速 13%、11%、7%。

3) 成本假设（毛利率变化）——2019 年三季报显示，毛利率（包含折旧摊销）为 37.69%，而本年度中报毛利率为 38.58%，虽然毛利率波动不大，但是考虑到前几次估值建模，我们未能深入研究上游原奶价格对其毛利率的影响，此次三季报更新中，

我们重点解决这个问题。

4) 费用率假设——2019 年三季度，销售费用率 23.66% (中报 24.63%)、管理费用率 4.82% (中报 4.70%)。整体来看，它的销售费用率下降，管理费用率上升。

三季报销售费用率变动不大，但本次三季报更新中，我们结合行业经营逻辑，将对原本的销售费用假设方式进行调整，通过**毛销差**的方式计算销售费用。

管理费用率方面，2019 年中报为 4.70%、2018 年年报为 4.28%，半年报有小幅上升，原因主要在于回购股份增加的管理费用支出。

在之前的中报更新中，将根据它的回购计划，适当调整管理费用预测。2019 年，拟向包括核心管理层、技术骨干等在内的 480 名核心团队人员授予 1.52 亿股限制性股票，占企业总股本的 2.5%。我们将股权激励视作奖金，并入管理费用来计算，并一次性于 2019 年于利润表中扣除。通过测算，我们发现，此项变动尽管影响市场预期，但实际上对估值结果影响较小，仅拉低估值结果 0.13%。之前的市场，反应有一些过度。

5) 其他假设——营运资本方面，三季报数据与年报数据差异较大，由于资产负债表代表一个时间节点的数据，营运资本科目的半年报数据与同期相差不大，此处我们维持原假设。

整体来看，这次三季报披露的信息中，影响内含价值较大的变量，是其他业务。考虑到其他估值指标波动不大，本次建模更新，我们重点关注上游原奶价格对其毛利率的影响。

以下，附上更新后的建模报告，以及数据调整后的 Excel 表，大家可以将更新部分和以前的数据做一些仔细对比，深入感受一下——根据三季报数据，基本面到底发生了哪些细微变化？这些细微的变化因子，将如何影响内含价值？

— 02 —



巨头，成长



本案成立于 1993 年，总部位于呼和浩特，做乳制品加工、制造与销售生意。旗下有液体奶、乳饮料、奶粉、冷冻饮品、酸奶等几大产品系列。从近期的股东持股来看，中国香港中央结算公司持股 13.04%，呼和浩特投资公司持股 8.83%，第三大股东潘刚持股比例 3.87%，任董事长。本案目前没有实控人。

从 Choice 机构持仓清单来看，前 20 位的机构投资人中，还包括易方达、华夏、兴全、富国、汇添富、嘉实、南方、中欧等知名基金。



单位：股

股东总数（户）			271,946			
前十名股东持股情况						
股东名称（全称）	期末持股数量	比例（%）	持有有限售条件股份数量	质押或冻结情况		股东性质
				股份状态	数量	
香港中央结算有限公司	684,651,921	11.23		未知		其他
呼和浩特投资有限责任公司	538,535,826	8.83		质押	133,200,000	其他
潘刚	236,086,628	3.87		质押	167,656,844	境内自然人
内蒙古伊利实业集团股份有限公司回购专用证券账户	182,920,025	3.00		未知		其他
中国证券金融股份有限公司	182,421,501	2.99		未知		其他
阳光人寿保险股份有限公司—分红保险产品	109,108,607	1.79		未知		其他
赵成霞	84,090,140	1.38		质押	61,404,637	境内自然人
刘春海	83,308,288	1.37		质押	59,481,431	境内自然人
胡利平	79,340,536	1.30		质押	57,439,129	境内自然人
中国人寿保险股份有限公司—分红—个人分红—005L—FH002 沪	66,108,886	1.08		未知		其他

图：股东结构（单位：%）来源：2019 年三季度报

相比 2019 年中报，机构持仓数据显示，三季度港资持股有所下降，基金整体仓位有所减少，半年报基金整体持仓 16.65%，三季度为 10.88%。

伊利股份[600887.SH] - 机构投资者

2019 三季度报 2019 中报 2019 一季报 2018 年报 2018 三季度报 更多

序号	机构名称	机构类型	合并数量(万股)	占流通A股比例(%)	合并数量(只)	合并明细
1	香港中央结算有限公司	陆股通	68,465.19	11.30	1	点击浏览
2	呼和浩特投资有限责任公司	一般法人	53,853.58	8.89	1	点击浏览
3	内蒙古伊利实业集团股份有限公司回购专用证券...	一般法人	18,292.00	3.02	1	点击浏览
4	中国证券金融股份有限公司	一般法人	18,242.15	3.01	1	点击浏览
5	上海东方证券资产管理有限公司	基金	13,673.51	2.26	24	点击浏览
6	阳光人寿保险股份有限公司-分红保险产品	保险公司	10,910.86	1.80	1	点击浏览
7	易方达基金管理有限公司	基金	8,049.27	1.33	7	点击浏览
8	中国人寿保险股份有限公司-分红-个人分红	保险公司	6,610.89	1.09	1	点击浏览
9	华夏基金管理有限公司	基金	6,222.74	1.03	13	点击浏览
10	景顺长城基金管理有限公司	基金	5,663.36	0.93	5	点击浏览
11	东证资管	券商集合理财	3,961.80	0.65	29	点击浏览
12	兴全基金管理有限公司	基金	3,360.17	0.55	1	点击浏览
13	富国基金管理有限公司	基金	2,862.05	0.47	11	点击浏览
14	中信证券	券商集合理财	2,053.48	0.34	38	点击浏览
15	华安基金管理有限公司	基金	2,000.91	0.33	6	点击浏览
16	嘉实基金管理有限公司	基金	1,949.57	0.32	15	点击浏览
17	大成基金管理有限公司	基金	1,923.96	0.32	9	点击浏览
18	华泰柏瑞基金管理有限公司	基金	1,721.12	0.28	4	点击浏览
19	中欧基金管理有限公司	基金	1,710.74	0.28	9	点击浏览
20	广发基金管理有限公司	基金	1,507.95	0.25	13	点击浏览

图：机构股东来源：Wind

在建模之前，必须先摸清产业链情况：

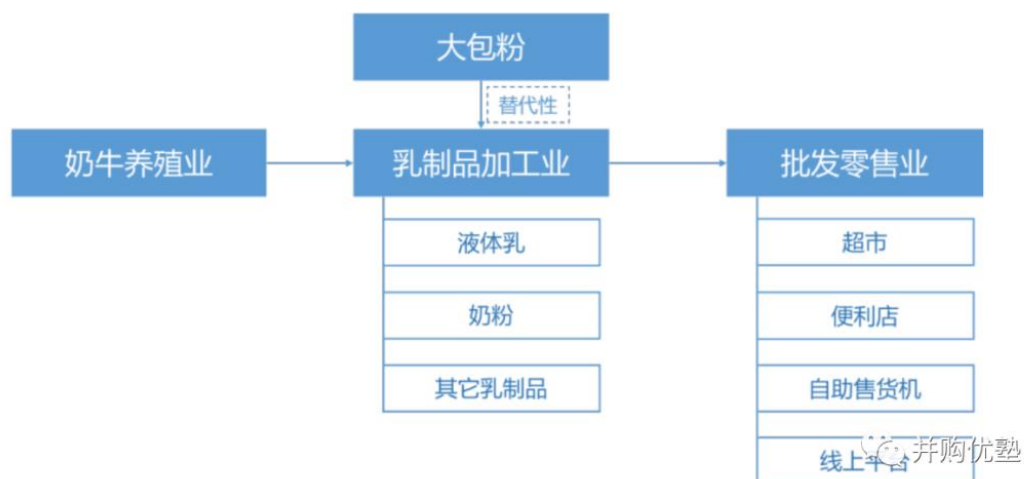
1) 上游为原材料供应商，代表公司为新乳业、光明乳业，毛利率约为 33%，净利率 2.5%；

2) 中游为乳制品加工商，以 2018 年年报数据为例，代表公司有本案（常温市占率高），毛利率 37.40%，净利率 8.16%；全国液态奶龙头**蒙牛**（低温市占率高），毛利率 37.38%，净利率 4.63%；区域低温液态奶龙头**光明乳业**，毛利率 10.74%，净利率 6.93%；区域低温企业新希望乳业，毛利率 34.52%、净利率 3.99%；区域低温企业**天润乳业**，毛利率 27.43%，净利率 9.71%；美国低温液态奶龙头，**迪安食品**，毛利率 21.34%，净利率-4.22%。

3) 下游为批发零售业，比如超市、便利店等，代表公司有**永辉超市**，毛利率 23%，净利率 1.4%；

乳制品产业链中，毛利率和净利率较高的，主要是中游的乳制品加工商。而乳制品加工商中，净利率由高到低为，全国常温>区域低温>全国低温。





图：乳制品行业产业链

来源：天风证券

本案，销售模式为经销商和直营门店相结合。前五名客户销售额 27 亿元，占年度销售总额 3.40%；其中前五名客户销售额中关联方销售额为 0。前五名供应商采购额 86.24 亿元，占年度采购总额 20.06%；其中前五名供应商采购额中关联方采购额 239,566.70 万元，占年度采购总额 5.57%。

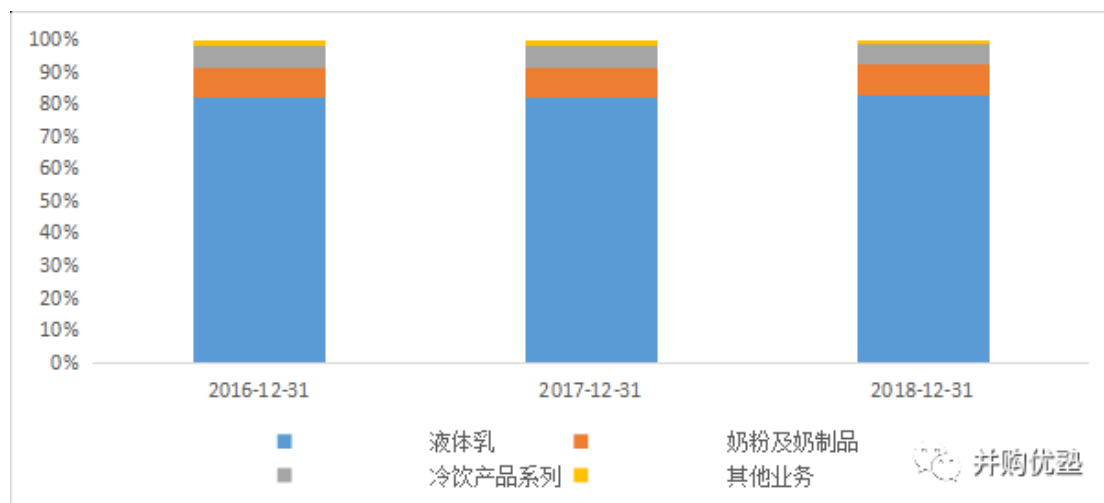
过去三年一期间，它的业绩情况到底如何？

2016 年到 2018 年、2019 年三季度，本案的收入为 603.12 亿元、675.47 亿元、789.77 亿元、686.77 亿元，归母净利润为 56.62 亿元、60.01 亿元、64.39 亿元、56.31 亿，经营活动产生的现金流净额为 128.17 亿元、70.06 亿元、86.25 亿元、62.03 亿元，毛利率为 37.94%、37.29%、37.82%、37.69%，净利率为 9.40%、8.89%、8.17%、8.24%。

近三年及 2019 年三季度，营收增速为 0.75%、12%、16.92%，12.61%，归母净利润增速为 22.24%、5.99%、7.31%，11.55%。近年来，营收增速高于净利润增速，主要因为**销售费用投入不断加大**，近两年销售费用增速达到 9.97%、27.39%。

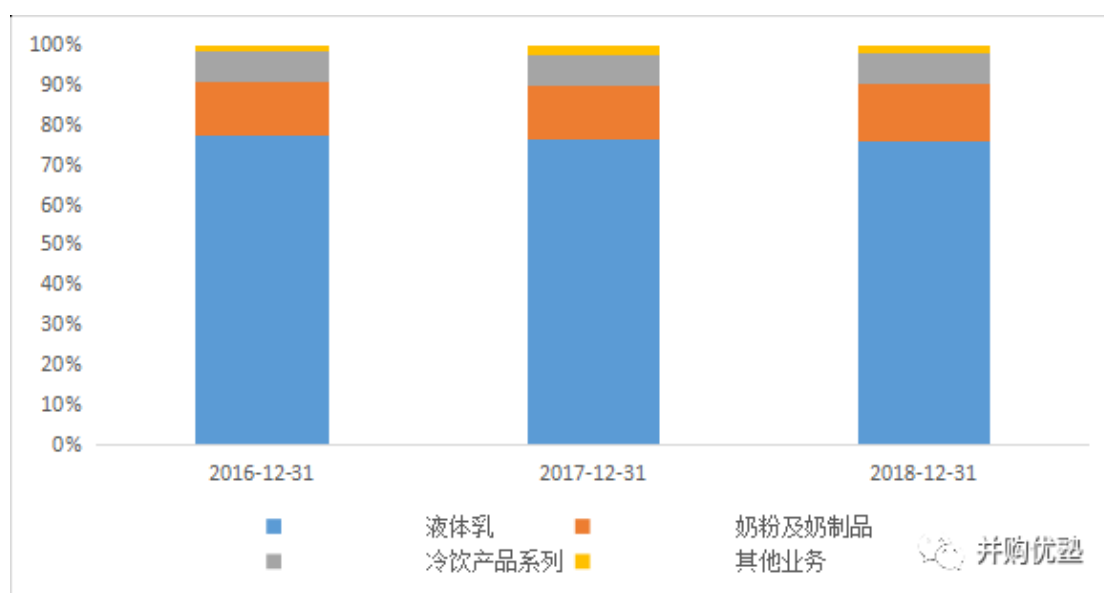
它的收入结构，包括三个系列产品和一块其他业务收入（1.05%），我们重点看它的三个系列产品收入。

一是液体乳（常温奶、安慕希、金典有机奶、优酸乳）收入占比为 82.56%，毛利占比为 77.42%；二是奶粉及奶制品，收入占比为 10.11%，毛利占比为 14.75%；三是冷饮产品系列收入占比为 6.28%，毛利占比为 7.54%。整体来看，液体乳是核心。



图：收入结构（单位：%）

来源：并购优塾



图：毛利结构（单位：%）

来源：并购优塾

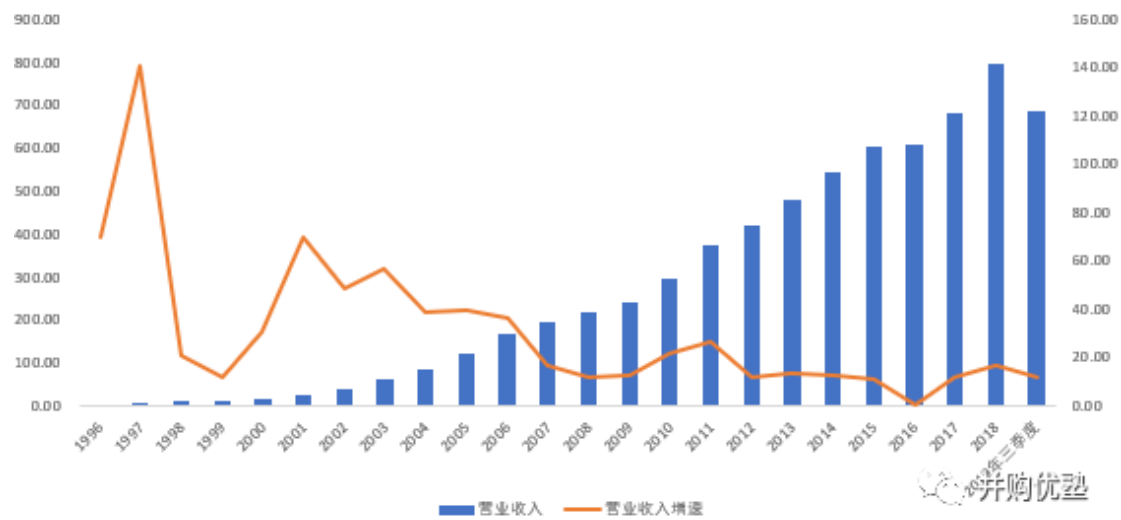
以上产业链情况和商业模式，形成了本案如下的财报结构：

1) 从资产负债表来看——2018 年，其总资产为 110.51 亿元，其中占比较高的科目有货币资金（23.21%）、其次是固定资产（30.85%）、其他流动资产（11.57%）、在建工程（5.6%）、预付款项（3.07%）；负债总额为 195.69 亿元，其中占比较高的科目为应付账款（19.15%）、预收款项（9.24%）。

2) 从利润表上来看——2018 年，其营业收入为 795.53 亿元，其中营业成本花了 61.73%，销售费用花了 24.85%，管理费用花了 3.75%，研发费用花了 0.54%，税金及附加花了 0.67%，余下 9.67% 营业利润。利润表花费大头，在成本和销售费用上。

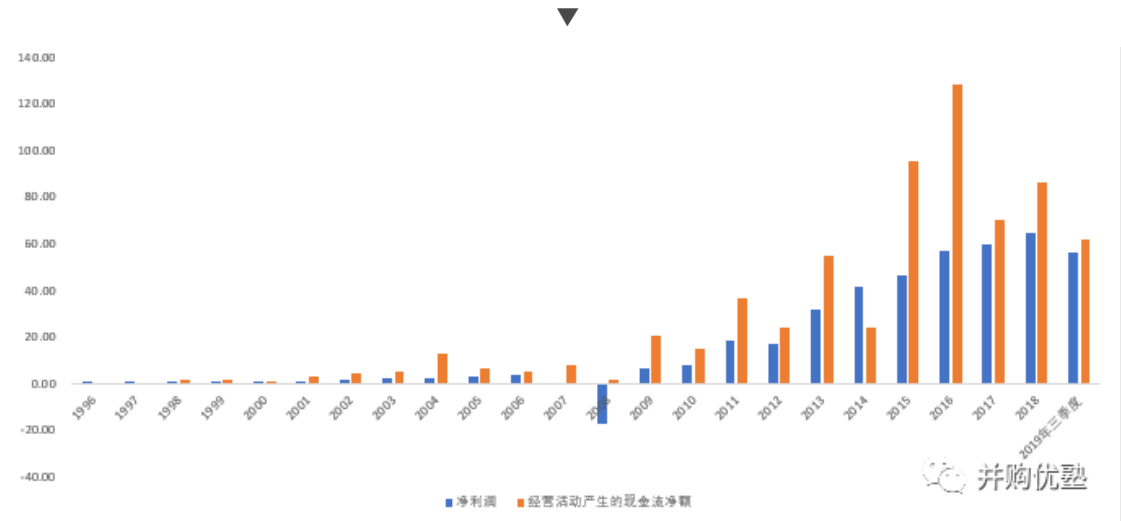
在估值建模之前，我们来看一组基本面数据：





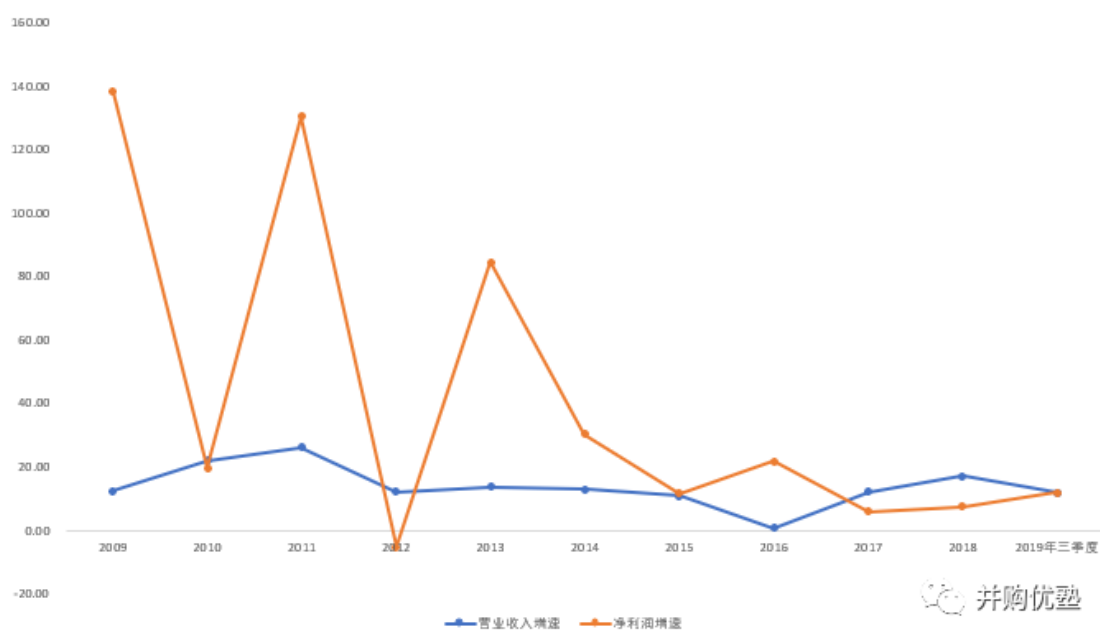
图：营业收入 VS 营收增速 （单位：亿元，%）

来源：并购优塾



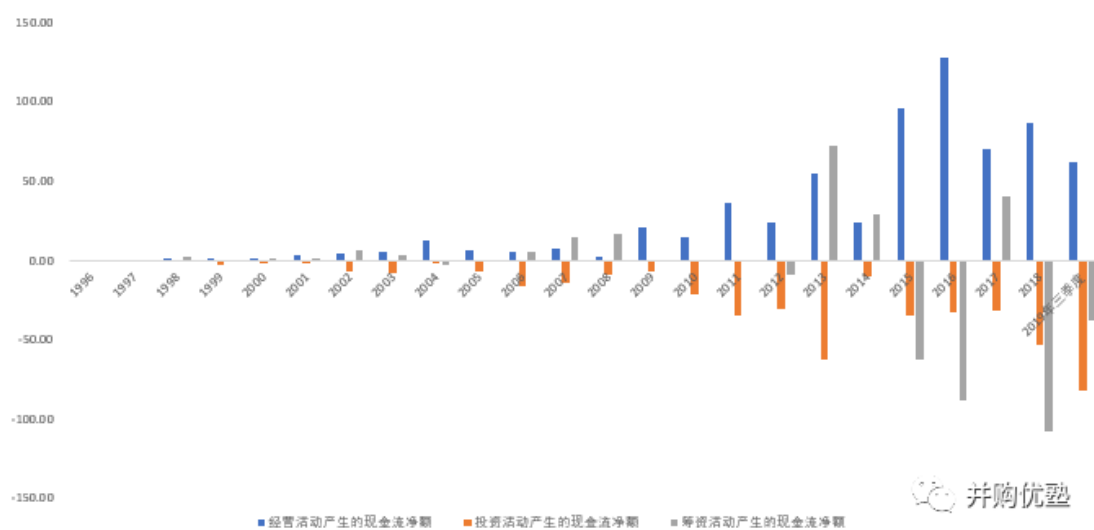
图：净利润 VS 现金流 （单位：亿元）

来源：并购优塾



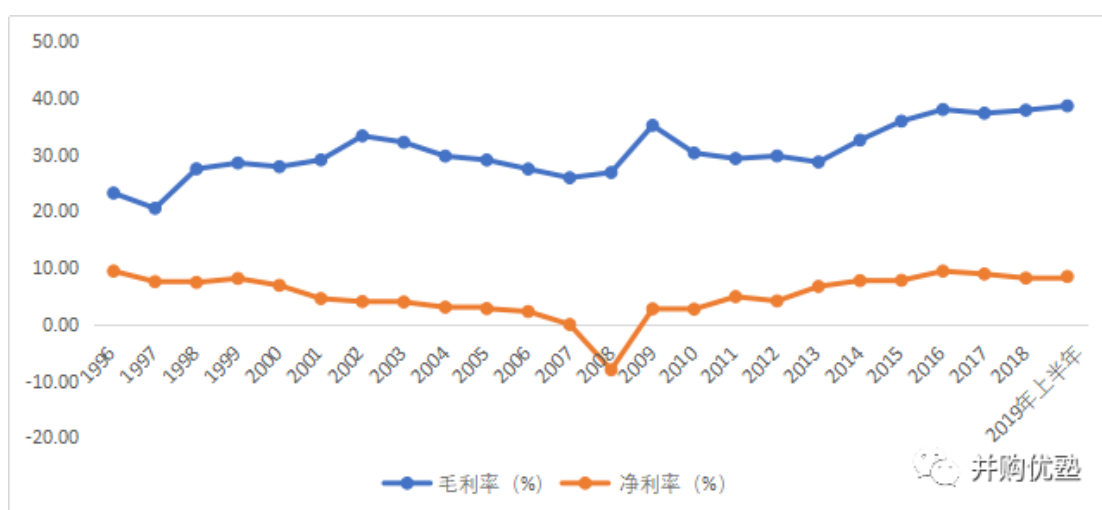
图：营业收入增速 VS 净利润增速 （单位：%）

来源：并购优塾



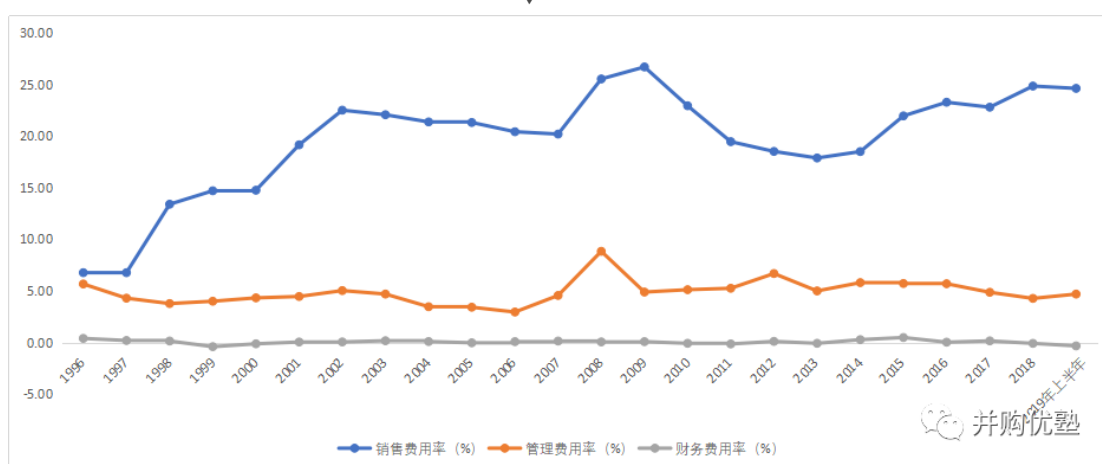
图：现金流情况 （单位：亿元）

来源：并购优塾



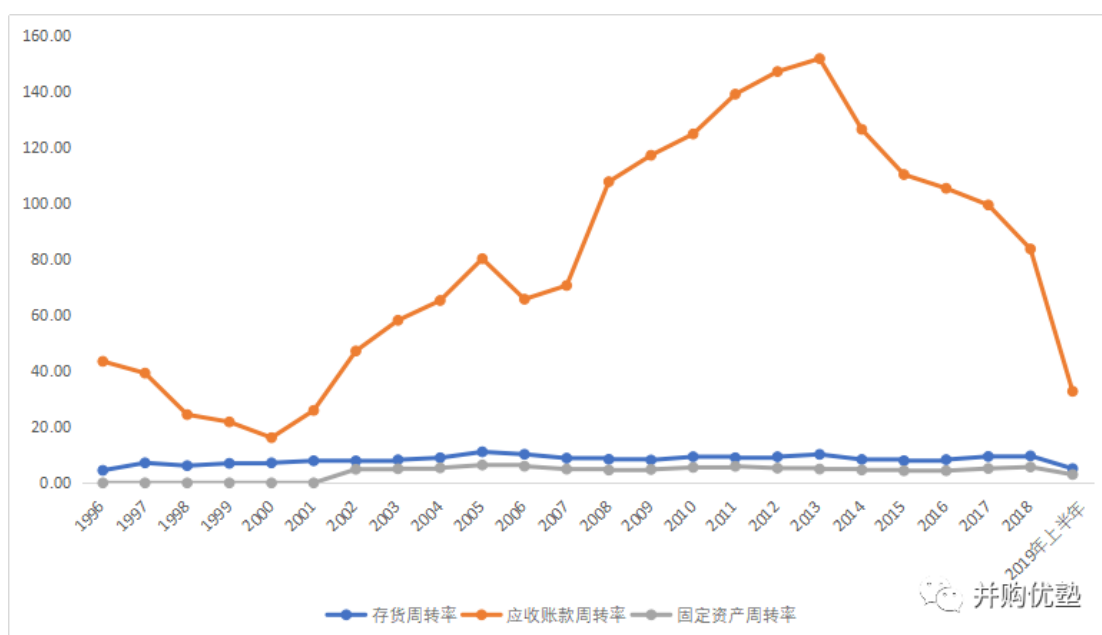
图：毛利率、净利率（单位：%）

来源：并购优塾



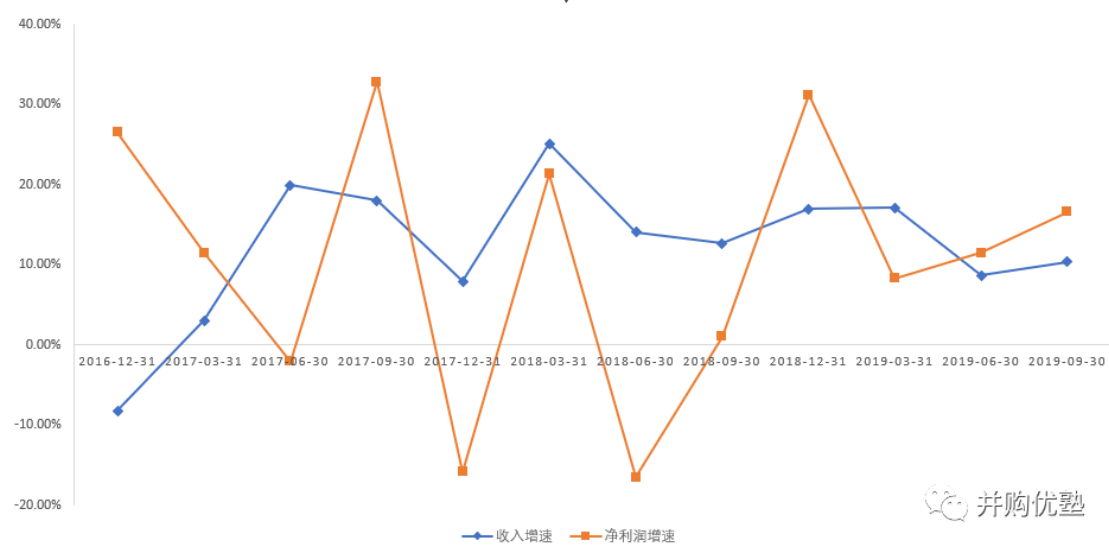
图：费用率（单位：%）

来源：并购优塾



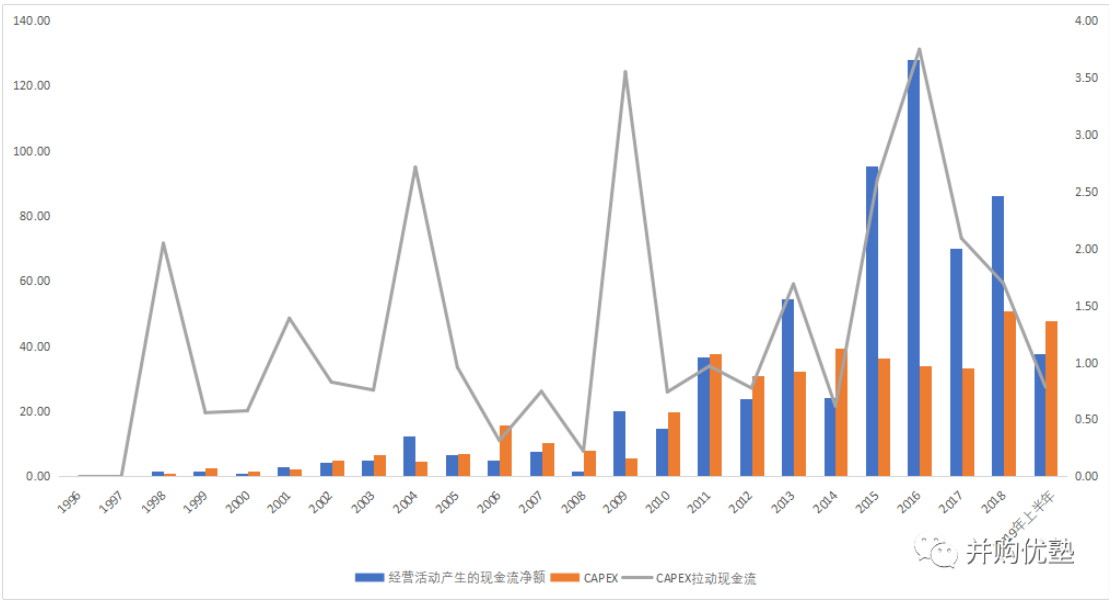
图：周转率

来源：并购优塾



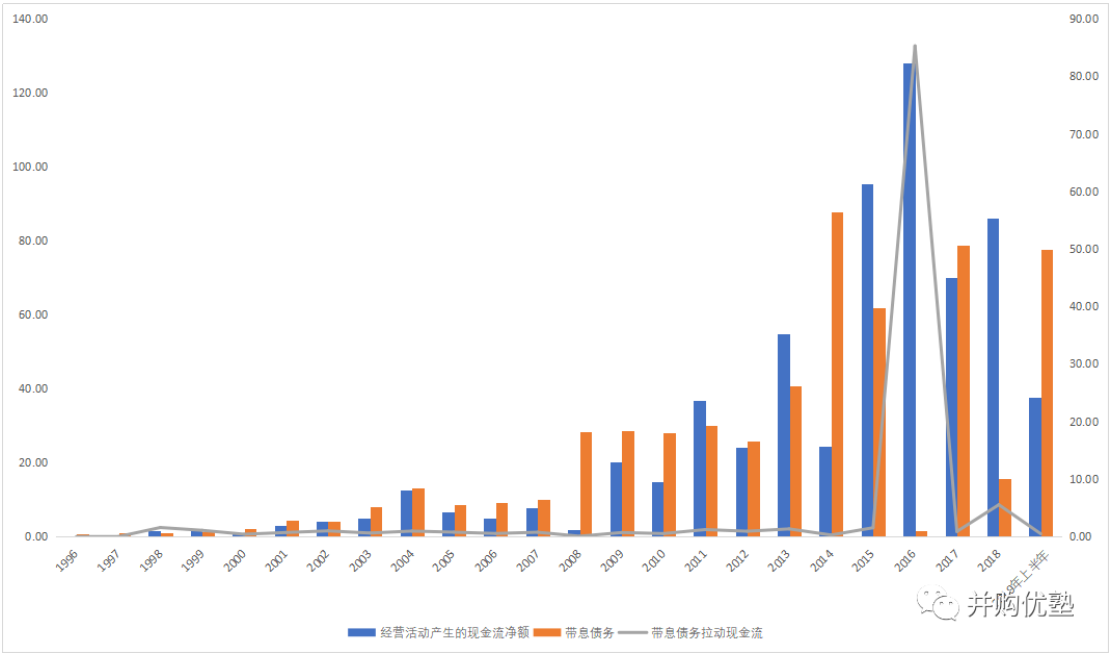
图：近 12 个季度收入和净利润同比增速 （单位：%）

来源：并购优塾



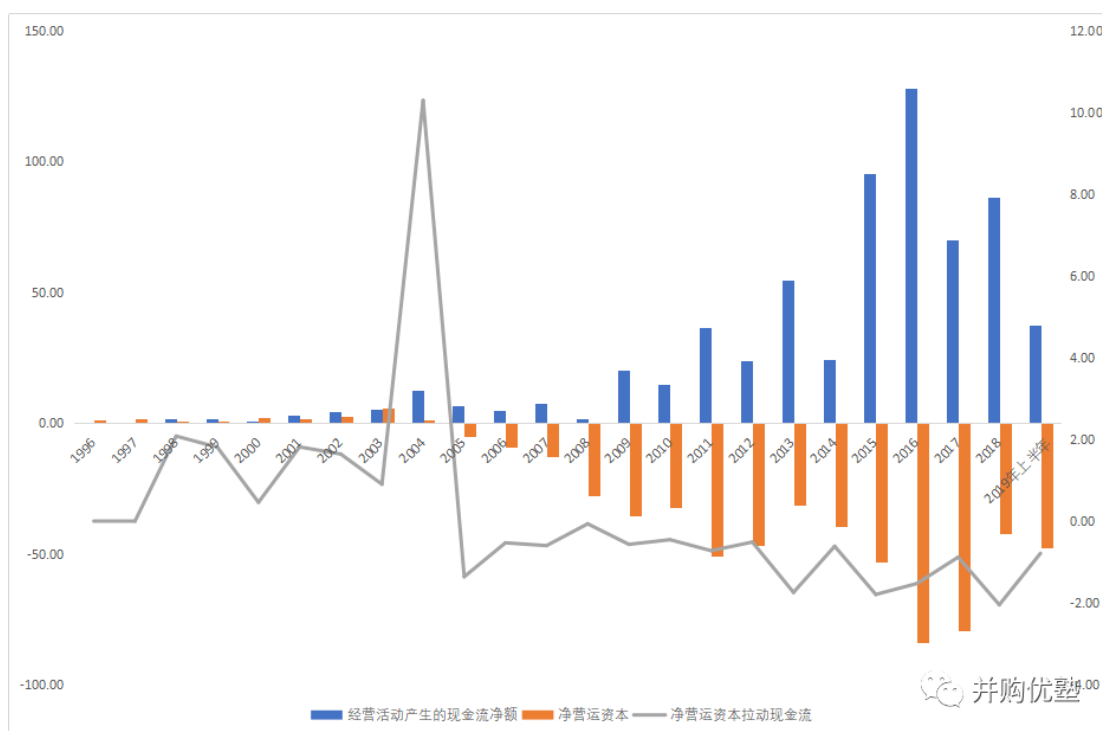
图：CAPEX 拉动现金流 （单位：亿元、%）

来源：并购优塾



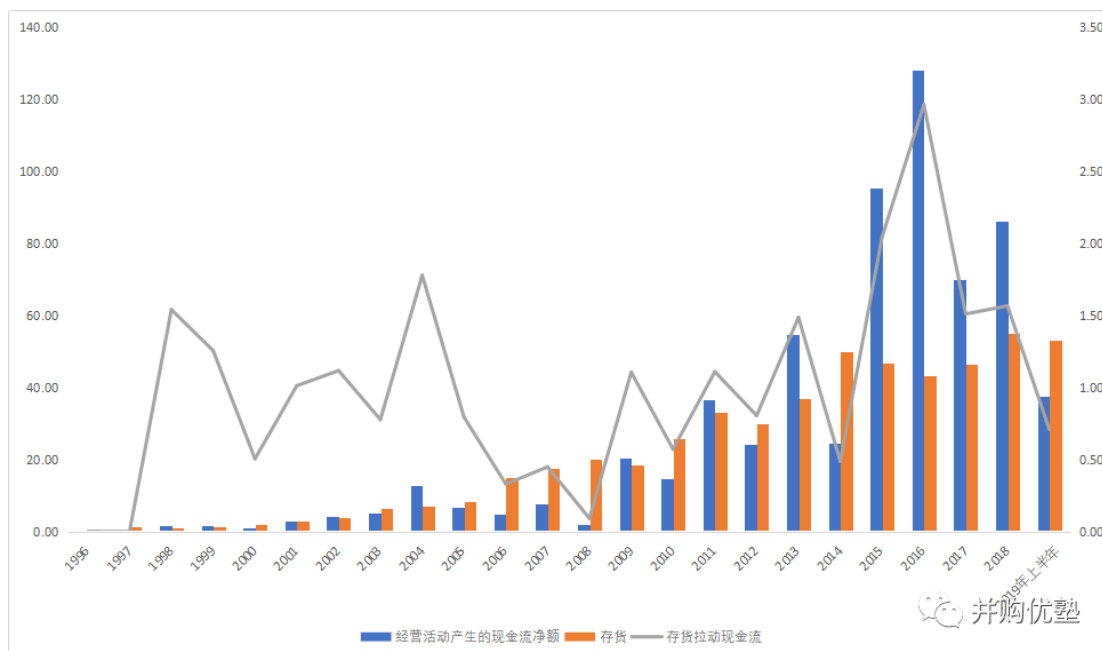
图：带息债务拉动现金流 （单位：亿元、%）

来源：并购优塾



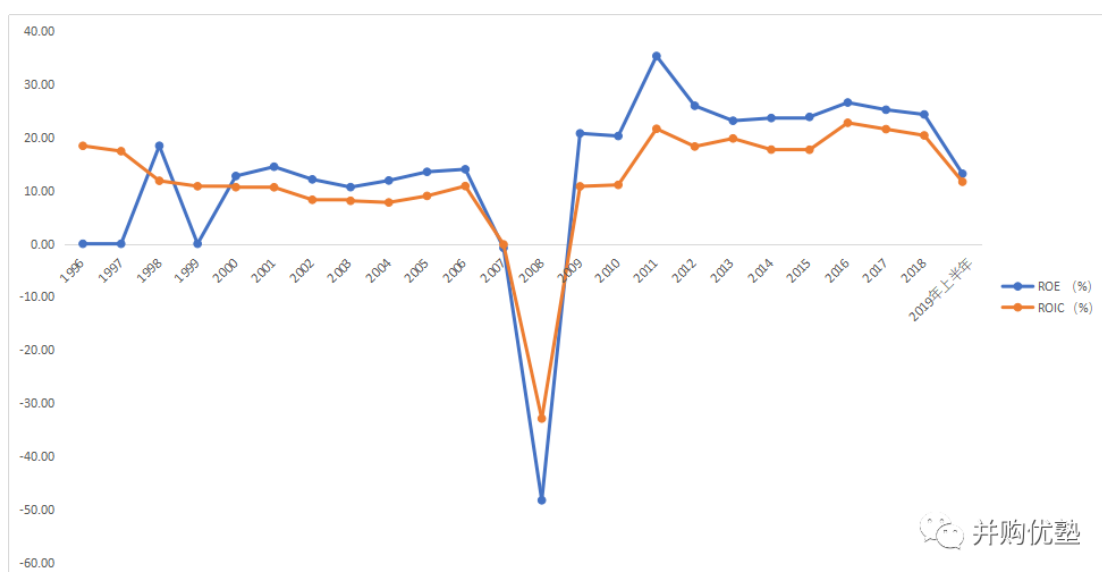
图：净营运资本拉动现金流（单位：亿元、%）

来源：并购优塾



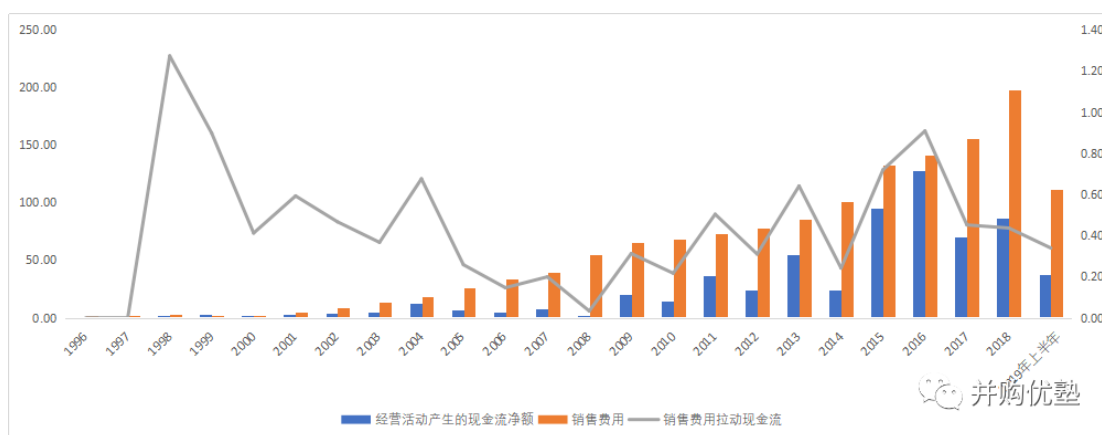
图：存货拉动现金流（单位：亿元、%）

来源：并购优塾



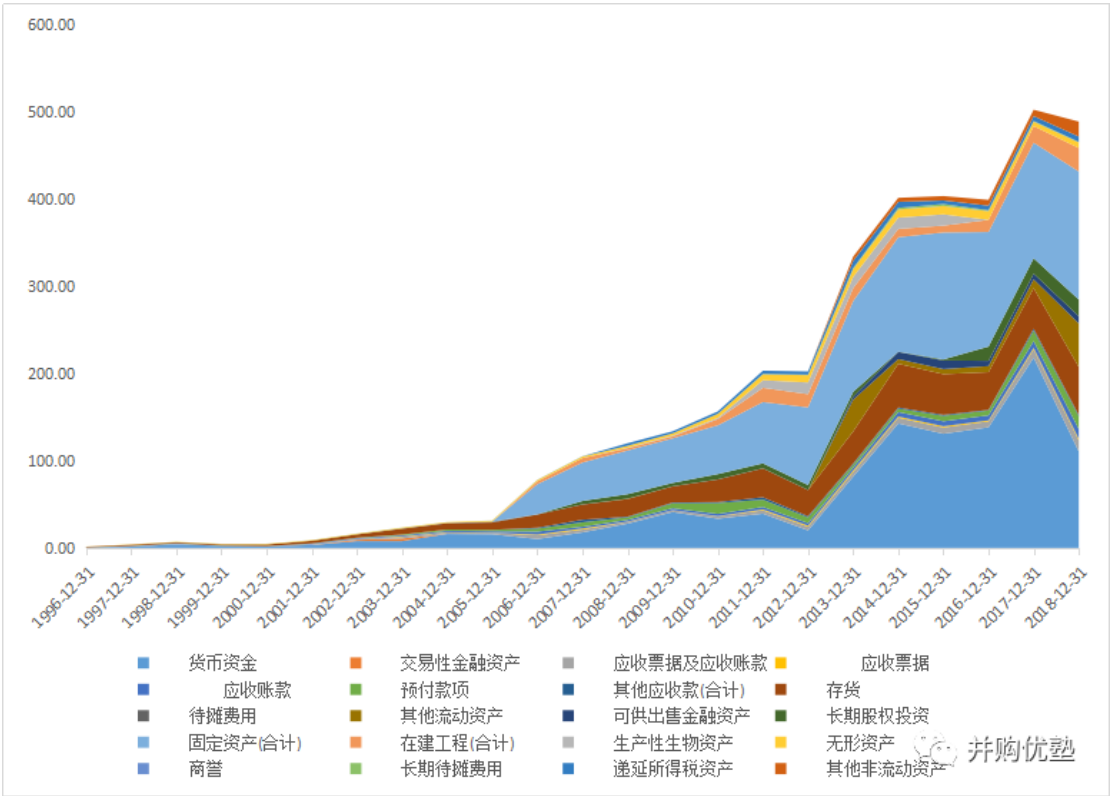
图：ROE&ROIC （单位：%）

来源：并购优塾



图：销售费用投入拉动现金流 （单位：亿元、%）

来源：并购优塾



图：资产结构

来源：并购优塾



图：历史 PE-TTM 及前复权股价

来源：理杏仁

分析完以上数据后，重要的问题来了——本案是亚洲乳制品龙头企业，如果要对它做估值建模，到底应该从哪里入手？

— 02 —



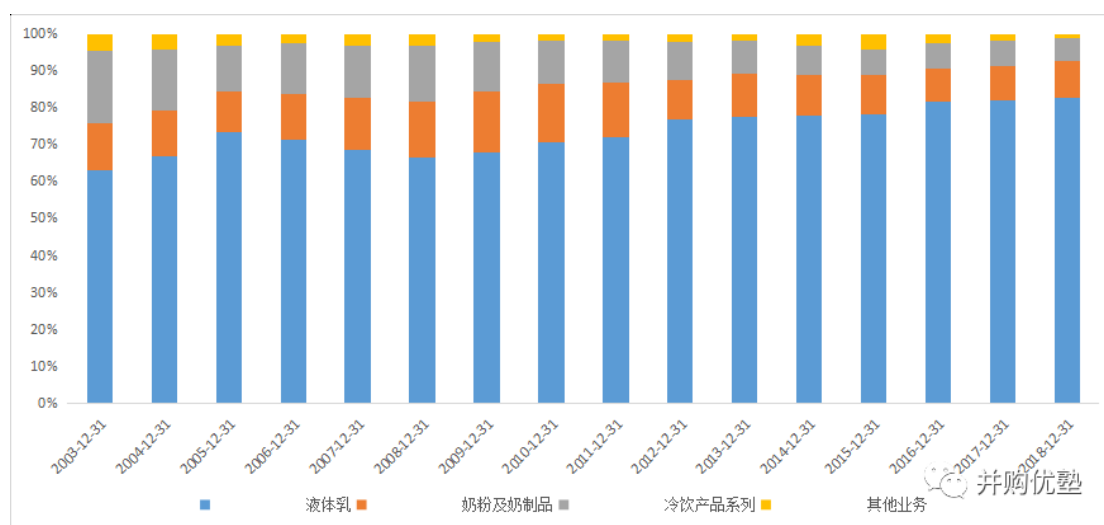
增速，驱动



本案收入主要看三块产品——液体乳（82.56%）、奶粉(10.11%)、奶制品

（6.28%），近三年这三类产品的业务占比比较稳定。其他中包括混合饲料、方便食

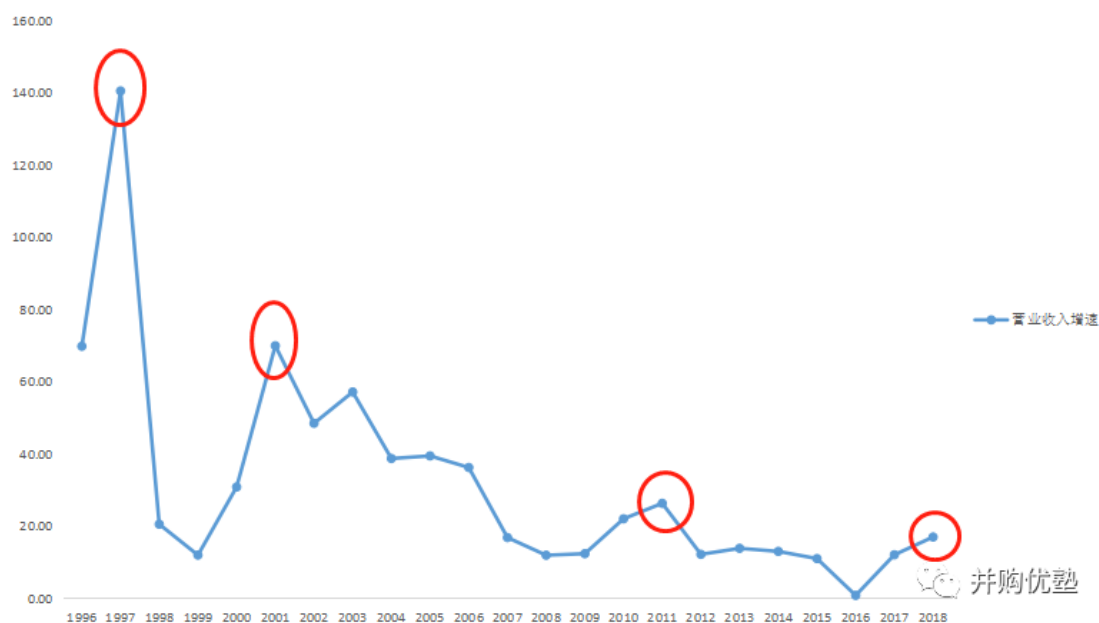
品、其他业务收入，体量均较小，对整体影响不大。



图：历史收入结构（单位：%）

来源：并购优塾





图：历史营收增速情况（单位：%）

来源：并购优塾

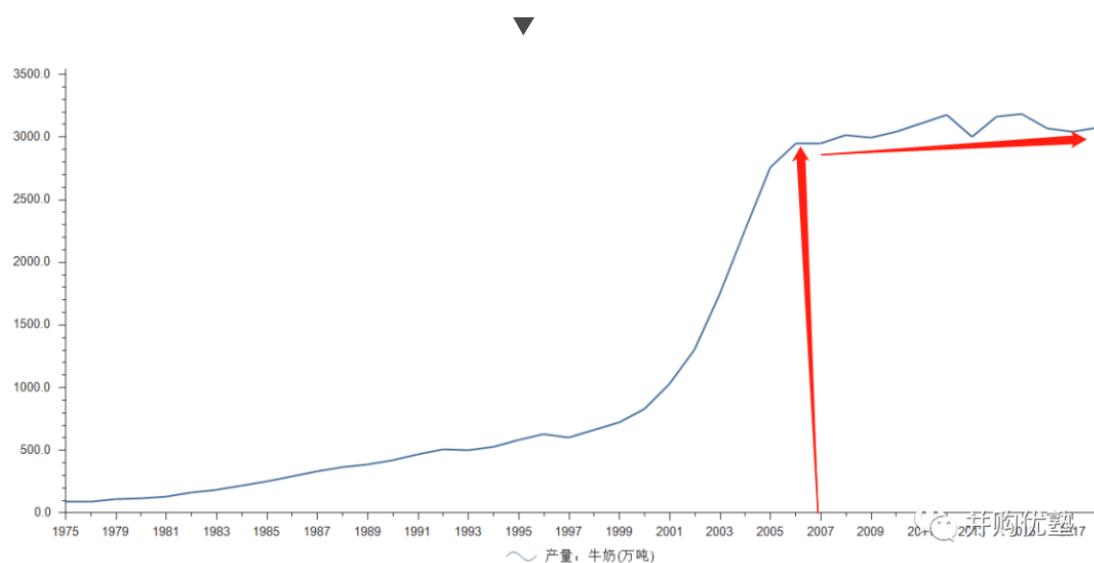
我们来复盘本案的历史增速，寻找背后的驱动因子。梳理来看，有以下几个增速高点：

- 1) 1997 年，营收增速迎来峰值 140.47%，这一年它**并购内蒙古青山乳业公司**，标的公司当时是一家位列全国前十的乳品企业。二者合并后，促使本案营收高速增长。
- 2) 2001 年，营收增速迎来第二个峰值 69.89%，年报中解释称由于**销售网点增加**，液态奶销量增大，促使总营收增加。
- 3) 2011 年，营收增速迎来第三个峰值 26.25%，营收增速的背后是**渠道深化**带来的销量增加，以及产品结构调整。

4) 2018 年，本案营收增速迎来第四个峰值 16.92%，营收增速的背后是**销量上升、结构调整**。

总结历史增长我们可以发现，历史增速高点，均由**扩渠道、扩销量、产品结构调整**导致。这样的驱动力情况，也与行业数据吻合，我国牛奶产量在 2007 年前高速增长，此后增速较为平缓，因此乳制品企业的增长主要靠**渠道提升**，带来市场份额提升。因而，渠道，以及产品质量是其护城河的核心。

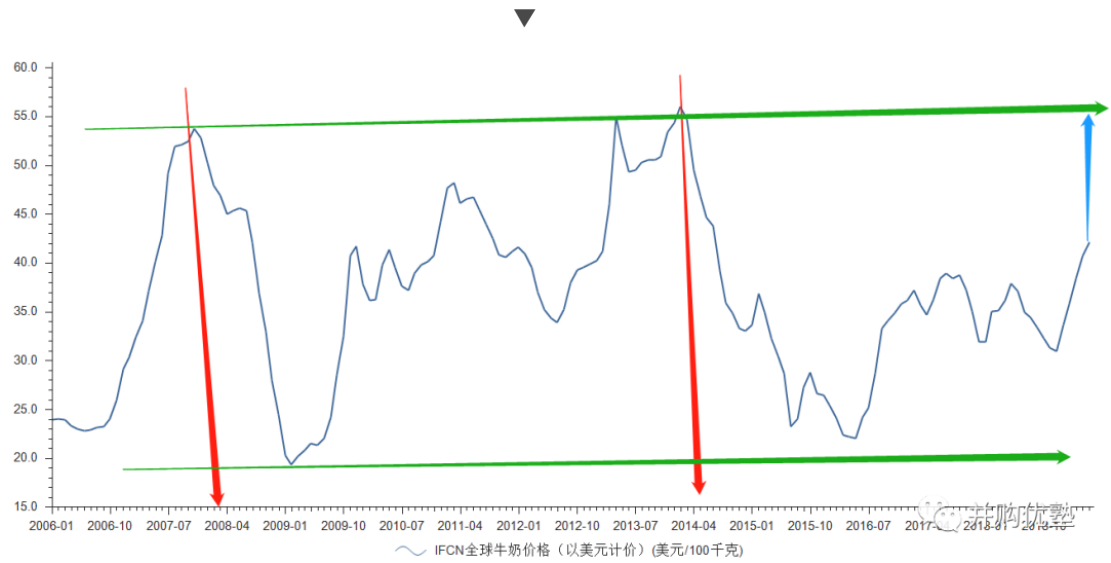
注意，这张牛奶产量的数据图表，能够清晰的向我们展示，我国乳制品行业所处的生命周期。



图：中国牛奶产量（单位：万吨）

来源：Choice 终端

接着，我们再看牛奶价格，波动较大，存在一定的周期属性。如果观察价格的顶和底，有一定上移趋势，但并不明显，因此，提升均价主要依靠产品结构升级。



图：全球牛奶价格（单位：美元）
来源：Choice 终端

梳理完历史增速后，我们能够明确，本案增长的驱动核心是两点：渠道扩张、产品结构升级。在年报中，其披露了销量、结构调整、价格变动这三种情况对其业绩的驱动情况，与我们的观点也能印证。

液体奶	2015	2016	2017	2018	液体奶一变动因素占比	2015	2016	2017	2018
销量变动	44.66	11.39	55.44	62.35	销量变动	94.12%	48.04%	93.71%	92.90%
结构调整	25.31	29.46	10.61	27.47	结构调整	53.34%	124.25%	8.99%	27.71%
价格变动	(22.52)	(17.14)	(3.61)	9.31	价格变动	-47.40%	-72.29%	-5.78%	9.39%
总收入变动	47.45	23.71	62.44	99.13					

图：液态奶业务收入变动因子
来源：并购优塾

接下来，做估值建模的核心问题是：结合以上信息来看，未来收入增速，到底该如何测算？

— 03 —



收入，拆分



本案，做财务建模时，较为困难的地方在于结构升级带来的增速驱动难以测算。本案收入中较大的部分为液态奶，占比约为 77%，其中包括常温奶、金典等产品，但本案并未详细披露其中各品牌的收入结构，因而我们无法进一步拆分，因此，详细结构调整情况在建模中无法实现。

因此，在收入预测过程中，我们只能以行业整体为参照，采用如下公式：

$$\text{收入增速} = (1 + \text{市占率增速}) \times (1 + \text{行业增速}) \times \text{确定性调整系数} - 1$$

整个公式中存在三个变量，其中渠道对应的变量为市占率增速，结构升级对应的变量为行业增速和确定性系数。

此处的思路是，考虑到目前乳制品行业较为成熟，销量方面的增长幅度不大，因此行业的增速情况同样由结构升级驱动。本案作为龙头，与行业的相关性较高，因此以行业增速作为结构升级的基准增速参照。

此外，我们根据本案的高端产品现状，对比成熟市场情况，来赋予确定性调整系数。确定性调整系数的范围为 0.8 至 1.2，即结构升级情况很难偏离行业太多。

确定测算公式后，我们先看核心因子——结构提升的确定性。从券商测算的数据来看，

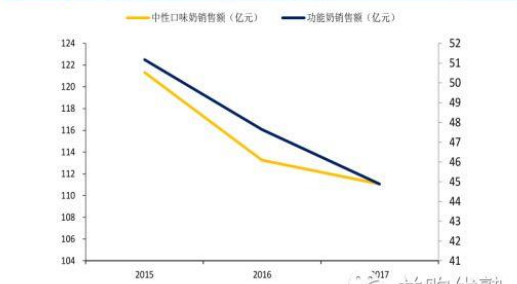
2015 年来，本案的高端产品份额提升较为明显：

图 11: 15 年以来高端产品销售额快速增长



资料来源: 尼尔森, 长城证券研究所

图 12: 15 年以来低端产品市场萎缩



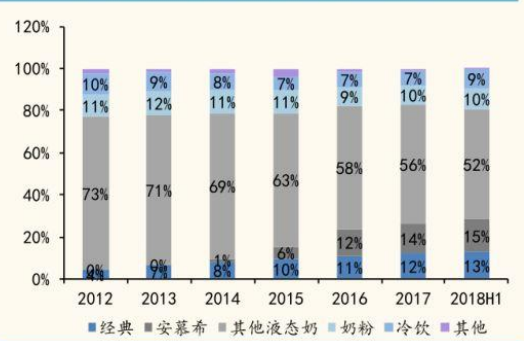
资料来源: 尼尔森, 长城证券研究所

图: 产品结构调整 (单位: %)

来源: 长城证券

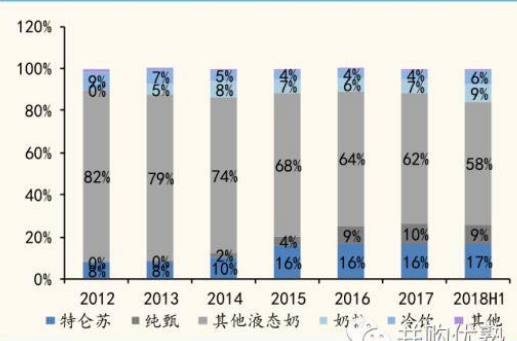
目前, 本案在高端品类中占比较高的有两类, 一是牛奶的代表**金典系列**于 2006 年推出, 一是酸奶领域的**安慕希**于 2014 年推出。根据尼尔森披露的数据显示, 截止 2018 年第三季度, 安慕希收入增速为 40%, 金典收入增速为 20%。

图表 33: 近年伊利产品品牌结构预计占比 (%)



来源: wind, 国金证券研究所

图表 34: 近年蒙牛产品品牌结构预计占比 (%)



来源: wind, 国金证券研究所

图: 两大巨头产品品牌结构 (单位: %)

来源: 国金证券

将两大巨头的产品结构放在一起来看，能够发现两者的高端产品占比都在提升，其中**本案的金典和安慕希**占比分别从 2014 年的 8%和 1%，提高到 2018 年的 13%和 15%。
而蒙牛的特仑苏和纯甄也是从 2014 年的 10%和 2%，提高到 2018 年的 17%和 9%。

对比同业来看，随着人均可支配收入增加，本案的高端产品增长速度确定性较高。我们
再对标海外成熟市场，对比日本乳制品龙头明治控股情况，根据华创证券测算，2004
年到 2018 年，明治高附加值牛奶占比从 36%提升至 2018 年的 81%，目前，本案距离
这个水平相差还较多，可见产品结构调整的空间还很大。

2019 年 12 月 19 日，本案的液态奶事业部在三亚召开客户大会，会上提到“2019 年液
态奶保持中高双位数增长，市占率近 40%。其中，上市仅 6 年的安慕希，年销售额突破
200 亿元，市场份额近 60%，保持了行业的绝对领导地位；金典的品牌力大幅提升，成
为高端白奶龙头品牌”。

这说明它的产品结构确实在向高端发展。因此，我们对确定性系数不作调整，维持原假
设，赋值为 1。

**这个参数确定后，我们接着来看剩余的业务部分，由于年报中并没有对其业务进行分拆
披露，可获得数据有限，那么，我们如何使用市场法对其进行预测？**

— 05 —



细化市场法



首次建模时，《并购优塾》考虑到本案年报将营业收入分拆为**液态奶、奶制品、冰淇淋**三大板块。其中，液态奶这块核心业务，包括**常温液态奶、常温酸奶、低温液态奶**等产品，我们对这部分液态奶业务整体采用市场法测算。即：液态奶收入=市场收入总额*市占率。

不过，这样划分的弊端在于，过于依赖外部统计的总量数据，在长期趋势方面虽然能够从宏观角度找到参照，但从微观层面来看，对企业和行业的深度仍有欠缺。

所以，本次中报更新中，我们对液态奶行业进一步细化，将液态奶部分收入拆分为**常温和低温**两个板块，根据行业展望，分别对其进行预测，对应的公式如下：

- 1) 液态奶收入=常温收入+低温收入;
- 2) 常温收入=液态奶行业总值*液态奶行业中常温板块占比*常温奶市占率;
- 3) 低温收入=液态奶行业总值*液态奶行业中低温板块占比*低温奶市占率;

从年报数据来看，常温奶市场份额同比增长 2.4%、常温酸奶市场份额增长 5.8%，低温液态奶下降 0.6%。

市占率数据方面，本案在每一年的年报中会进行详细披露，本案（2018 年数据）在液态奶行业中市占率为 29%，蒙牛为 28%。接着细挖，本案常温奶市占率为 37%，低温奶市占率为 17%，蒙牛常温奶市占率 29%，低温奶市占率 33%。

拆分后，发现本案常温奶市占率高，蒙牛低温奶市占率高，此外主营低温奶业务的光明乳业，市占率为 12%。

确定了这样的收入预测方式后，接下来我们必须解决三个重大问题：

- 1) 目前来看，我国乳制品行业已经进入成熟期，那么液态奶未来的行业增速，到底该如何测算？
- 2) 未来我国乳制品的行业结构，是常温为主还是低温为主？
- 3) 对本案来说，常温与低温的市场份额情况，未来会怎么变？

— 05 —



乳制品行业增速



先看第一个问题，液态奶未来的市场规模以及增速。

未来液态奶的消费额增速，取决于价格增速和消费量增速，即： $\text{液态奶行业总值} = \text{前一年液态奶行业总值} * (1 + \text{CPI 增速}) * (1 + \text{人均液态奶消费量增速})$ 。

价格方面，体现在产品提价以及消费升级高端产品占比提升，此处的价格增速我们以 CPI 增速（3%）为参考标准，而关于消费量的增速，我们参考消费习惯较为接近的中国台湾地区人均液态奶的情况。

量方面，根据 Usda、联合国以及中银国际证券披露，2018 年中国大陆地区人均液态奶消费量为 11kg，中国台湾地区为 18kg。

我们以人均 GDP，作为影响二个地区人均消费量差距的主要变量，即假设当人均 GDP 接近时，牛奶消费量也会接近。2018 年，中国大陆人均 GDP 首次突破 1 万美元，而中国台湾地区在 1992 年人均 GDP 突破 1 万美元。假设大陆的人均 GDP 增长水平增速锚定中国台湾，即，大约 26 年后，大陆地区的人均液态奶消费量匀速达到中国台湾地区 2018 年的水平，则人均液态奶消费量复合增速为 2%。

这个数据，也许不太精确，但一定程度上能够佐证行业发展阶段。此外，我们也以同样方法，锚定另一个地区进行测算——如果对标地区选取日本，则人均液态奶销售量增速为 1.9%，差异并不大。

因此，我们谨慎一些，采用 2% 匀速增长假设。经测算，得到液态奶未来 10 年的市场规模如下：



A、液态奶收入					2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
液态奶行业总值	1767	1814	1834	1923	2285	2,379.39	2,499.79	2,626.28	2,759.17	2,898.78	3,045.46	3,199.54	3,361.46	3,531.55
液态奶行业总值增速	2.84%	1.14%	4.84%	17.78%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
CPI增速	3%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%
液态奶人均消费量增速	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%

图：液态奶行业总值预测（单位：亿元）

来源：并购优塾

接着看第二个重要问题：未来的行业结构，是以常温为主还是低温为主？

— 05 —



常温 VS 低温



目前，我国的常温奶和低温奶的占比为 7:3，但市面上，对于常温 VS 低温的争论不绝于耳。不少观点认为，低温是未来的主流，消费升级的大方向，支撑理由为，放眼成熟市场，美国低温奶占比始终在 95%以上，日本低温奶占比也是常年保持在 98.5%水平上。

但《并购优塾》认为，这样的观点其实存在一定的缺陷，过于忽略行业的特点，即，忽略各地区上游的奶源分布，以及下游的人口分布。如果不考虑这两大因素，对标成熟市场的选取误差，会造成结论误差巨大。

首先，以日本为例，国土面积上，日本是江浙沪地区的 1.7 倍，气候上也与江浙沪较为接近。注意，这意味着，一家在日本做全国低温的企业，放到我国来看，可能仅是一家区域低温企业。

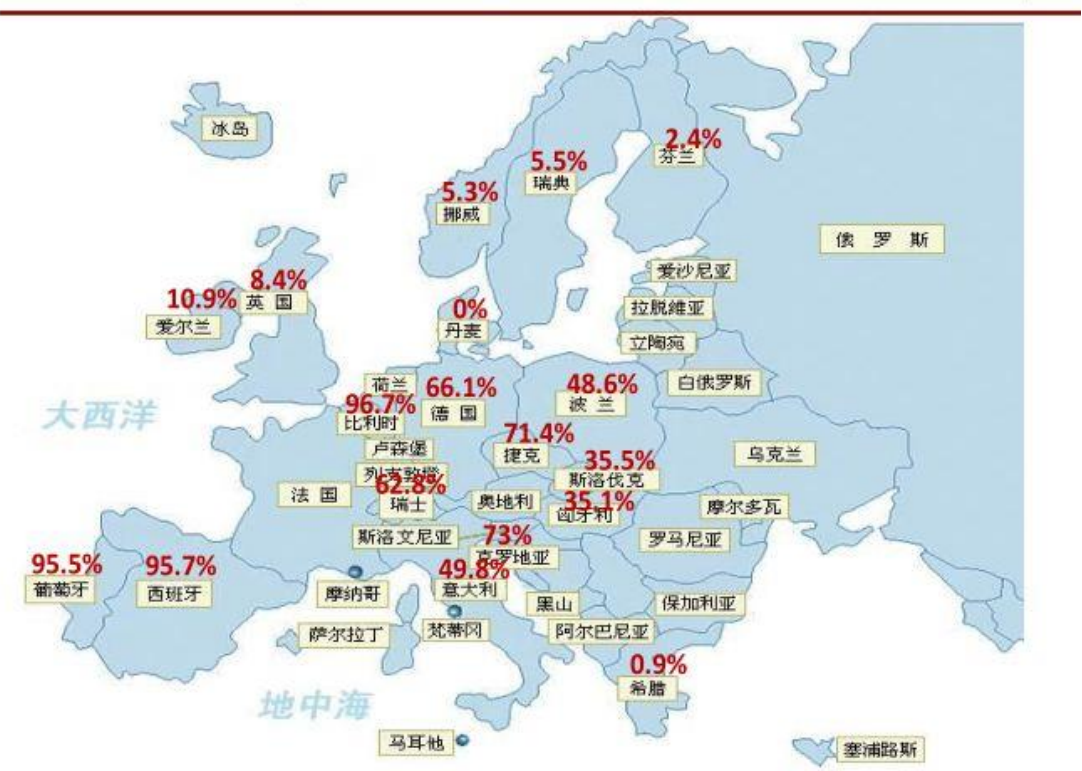
其次，来看日本、美国的牧场分布，日本、美国中小牧场几乎遍布全国各地，而我国则较为分散。中国四大奶源基地分别为新疆、内蒙古、东北、河南，人口聚集的东南沿海地区牧场较少。招商证券统计，长江以南地区原奶产量仅占全国的 11%。这样的布局，也就意味着：产、销两端，存在巨大的地区差异，必须通过运输来解决。

很明显，以日本、美国市场的情况来进行对标，做长期趋势的判断并不合理。我们认为，较为可比的成熟市场为——欧洲。

这是因为，欧洲和我国类似，奶源分布不均，导致有些国家以低温奶为主，比如位于北欧的黄金奶源地，丹麦，常温占液态奶比例为 0%，全部为低温奶；而奶源资源匮乏的西班牙、葡萄牙，常温奶占液态奶的比例则高达 95.7%、95.5%。整体来看，市场以常温奶为主，占比整体集中在 7:3。



图 27：欧洲各国常温奶消耗量占液态奶消耗量比例（2007 年）



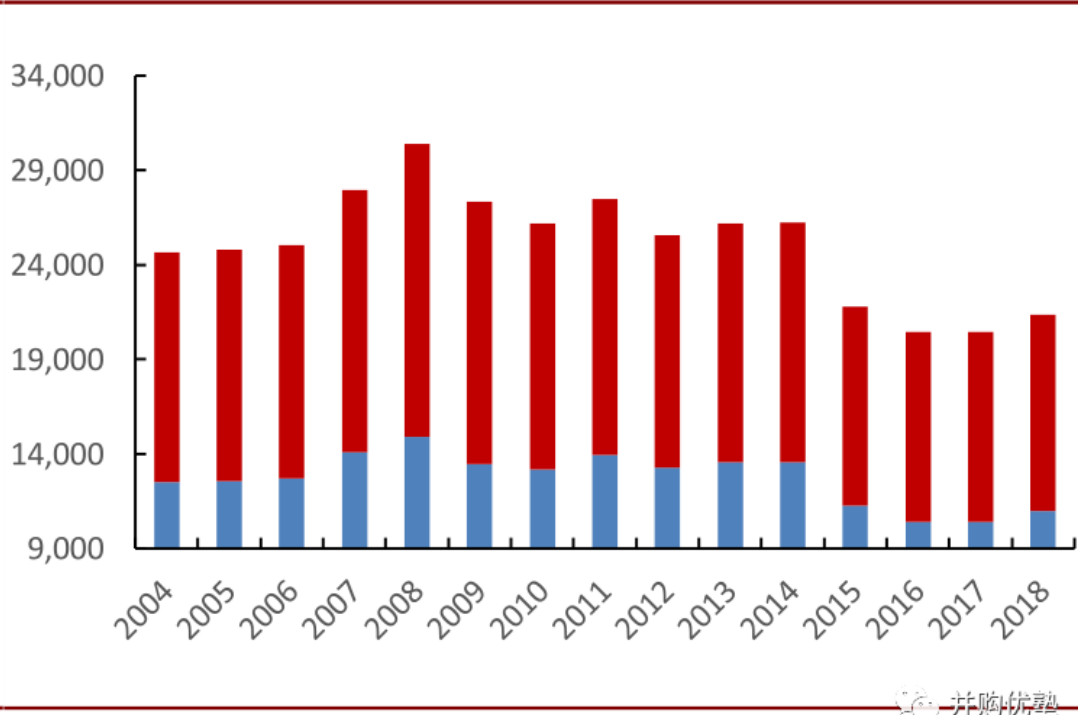
资料来源：泰晤士报报道、招商证券



图：欧洲各国常温奶消耗量占液态奶消耗量比例
来源：招商证券



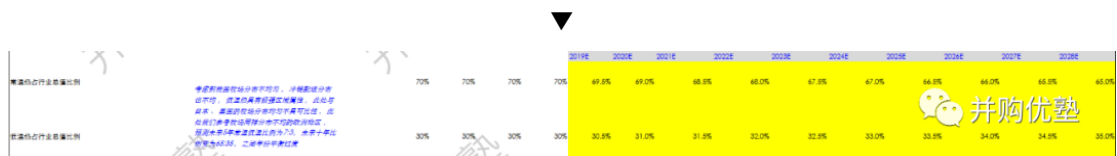
图 28：欧洲以常温为主（红色为常温）



资料来源：欧睿、招商证券

图：欧洲液态奶结构
来源：招商证券

2004 年到 2008 年，欧洲液态奶市场仍处于增长区间，2008 年之后，欧洲液态奶市场出现下滑，因此我们以其 2004 年到 2008 年结构占比为参考依据，常温奶和低温奶的比例大致在 65:35 区间，因此，我们预判中国市场未来十年液态奶行业的格局为——常温：低温为 65:35。



图：液态奶中常温与低温结构占比情况
来源：并购优塾

接着，我们来解决另一个问题：未来，本案在常温 and 低温领域的竞争格局究竟如何？

— 06 —



竞争，格局



目前，国内液态奶市场中，本案在常温奶的市占率为 36.8%，低温奶的市占率为 16.6%。另一大龙头蒙牛，作为全渠道商，低温奶市占率 33%，常温奶市占率 29%。二者在液态奶合计市占率为 57%，处于绝对龙头地位。

我们先看低温的竞争格局情况，目前，在低温市场的竞争中，除了蒙牛之外，本案还需要面对区域低温乳企。其中的几家代表情况如下：

新乳业——业务集中在**四川、云南、河北、浙江**等 8 个省份共 13 家区域乳制品公司，通过控股多个城市的乳企，以“鲜战略”为品牌纲领，将重心转移在低温奶产品上。它的牧场主要分布在西南地区和部分东部城市。2018 年毛利率 33.44%， 营收增速 12.54%。



新乳业旗下区域性品牌分布图



图：新乳业生产基地
来源：东兴证券

光明乳业——目前集中在**华东地区**，其中上海有 14 个牧场。它的主要产能在华东区域，包括杭州，南京等地，在上海可以提供一天两次配货。2018 年毛利率 10.73%，营收增速-0.74%。

2018 年，它的营收出现负增长，这是因为常温爆款产品莫斯利安，从梯队掉落，被本案的安慕希、蒙牛纯甄及其他品牌赶超。



图 65：光明乳业拥有 28 个规模牧场



资料来源：光明乳业官网（截至 2017 年）



图：光明乳业生产基地
来源：光明乳业官网

蒙牛——目前奶源主要分布在西北、东北、华北三地，在西南方面仅有四川峨眉山生产基地一家奶源供给。2018 年毛利率 37.38%，营收增速 14.66%。



蒙牛生产基地分布图

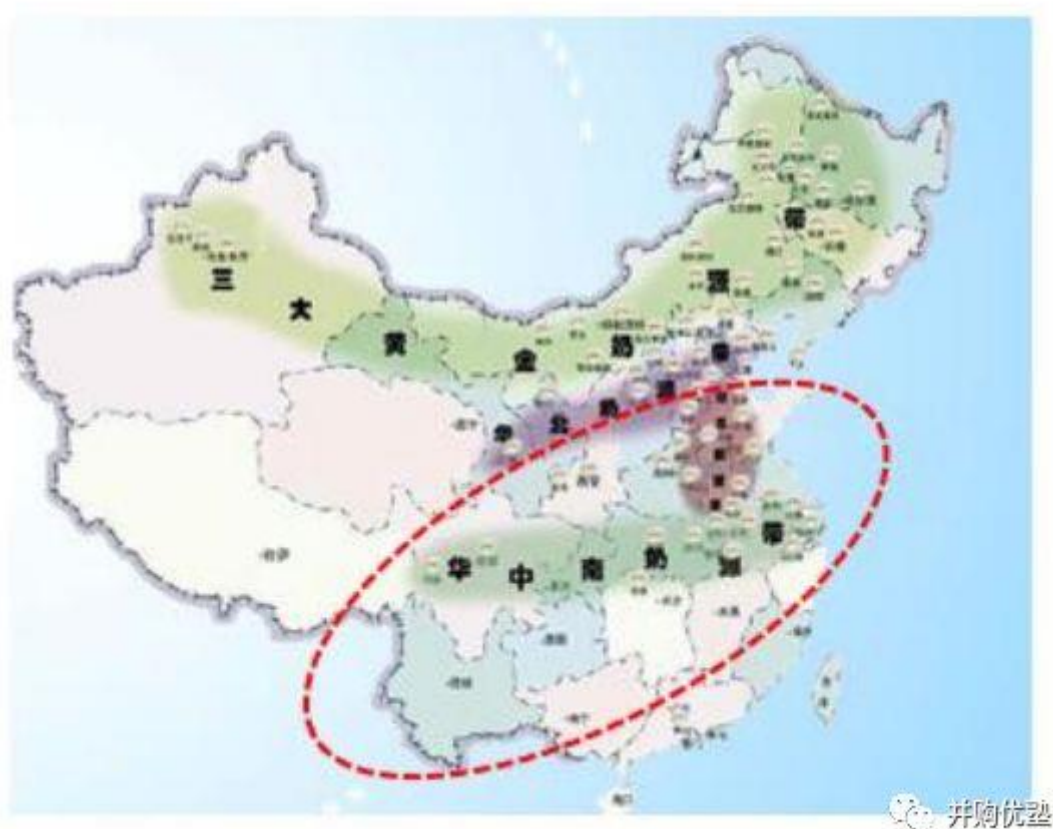


图：蒙牛奶源基地
来源：东兴证券

本案——目前拥有三大黄金奶源带（西北、内蒙古、东北）、华北奶源带、华中奶源带。此外，本案通过并购，在大洋洲，北美洲、欧洲都有自己的奶源基地。2018 年毛利率 37.40%，营收增速 17%。



伊利奶源牧场分布图



图：蒙牛奶源基地

来源：东兴证券

从牧场分布的对比来看，本案和蒙牛相差不大，从区域的集中度来看，本案相比地方乳企没有明显优势（比如上海）。因此，在低温市占率的提升方面，本案的确定性似乎并没有那么强，但我们需要思考的一个问题是：

在牧场分布和蒙牛差异不大的情况下，为何本案低温的市占率不论绝对值，还是增速，都要低于蒙牛？

答案：战略侧重不同。

我们以其并购就能看出，2019 年 3 月 18 日晚间，本案发布公告，将通过全资子公司金港控股收购新西兰 Westland100%股权，股权总对价不超过 2.46 亿新西兰元（约合人民币 11.34 亿元）。

注意，收购新西兰的奶源，显然对国内的低温业务并没有太多促进。显然，新西兰的奶源，对国内业务的帮助，显然只可能是常温方向。此外，2019 年 9 月 16 日，本案通过苏宁平台推出的新品“味可滋奶茶”目标消费人群定为 16-25 岁的年轻人，仍然是常温产品。很明显，常温奶对其来说，是更重要的战略方向。

这样的选择，其实也可以理解，我们只需要找到国土面积可比的成熟市场低温巨头——美国迪安食品，来比较一下。

美国的奶源分布较为均匀，迪安食品（DF.N），主要做做巴氏奶，迪安食品近五年来，净利润分别为-1.24 亿元、-0.55 亿元、8.32 亿元、4.02 亿元、-22.44 亿元，五年时间里 3 年是处于亏损中。来看它的股价表现：



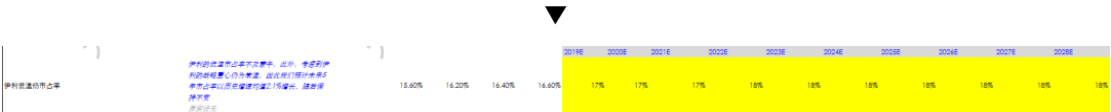
图：迪安食品股价图（单位：美元/股）

来源：Wind

而在日本，另一家全国低温奶龙头明治，其所在的国家，国土面积仅相当于我国的云南省，在本案中并不具备可比性。

因此，我们可以大胆预测，未来很长一段时间内，“常温为主、低温为辅”仍然是主打方向，并且是国内乳业未来的发展方向。而低温产品，仅是在某一片区做区域性的推广，因此，市占率很难快速提升。

所以，我们此处假设低温奶的市占率的增速为：未来 5 年市占率保持历史均值 2.1%水平增长，5 年后保持不变。



图：预测本案低温液态奶市占率
来源：并购优塾

以上，确定了低温奶市占率后，我们来看本案估值的核心变量——常温奶市占率情况，未来将会如何？这一点，对估值建模意义重大。

— 07 —



常温奶市占率，预测



研究常温的市占率情况，其实就是研究本案 VS 蒙牛。目前，国内乳制品行业的格局为双寡头，合计市占率超过 50%，据尼尔森统计，本案的份额稍领先于蒙牛 1%。常温奶领域的竞争对手，主要为蒙牛。

对两大巨头，我们从业务逻辑和财务逻辑两个角度对比，先看业务逻辑。

目前，本案的渠道销售模式主要是深度分销和直营，其中，深度分销是指公司的销售人员与分销经销商共同开拓市场，但费用则由本案承担。而蒙牛的模式是以大经销商为主，主要依赖经销商开拓市场，费用由经销商承担。

历史上，本案的渠道发展经历了 3 个阶段：

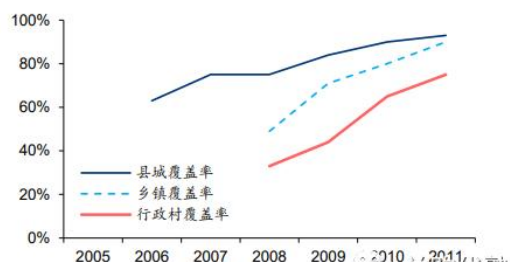
1) 第一阶段：渠道下沉，大量铺设零售终端——由于这个阶段乳业的增长主要由量驱动，因此，2005 年到 2011 年，渠道以下沉、铺量为主，依靠商务部提出的“万村下乡”活动下沉乡镇零售端。通过这个工程，初步与三四线城市及乡村市场的经销商建立联系。

图表115： 2005-2011 年万村千乡工程累计改造新建 60 万个农家店



资料来源：商务部，华泰证券研究所

图表116： 2005-2011 年农家店的县、乡、村覆盖率均明显上升



资料来源：商务部，华泰证券研究所

图：农家店覆盖情况

来源：华泰证券

2) 第二阶段——渠道深耕，2012 年开始实施渠道深耕计划，公司委派销售人员与当地经销商以合作的形式，共同开发维护市场。2012 年销售人员新增 2726 人，销售人员占员工总数的比例为 44.42%。

根据凯度的数据，2014 年，本案消费者触及数从 10.5 亿人增长到了 12.2 亿人，渗透度由于 2017 年下沉力度加大而提高，2017 年的渗透率为 93%。

3) 第三阶段——配送模式。2019 年渗透率到顶后，开始加强对渠道的掌控。配送模式下，本案负责市场开发、终端订货、店内理货、终端促销、导购管理、调货安排，与之前合作模式不同的是，将物流和终端收费交由经销商处理，而店内理货、终端促销、导购管理则由本案负责。

上述渠道策略的演变，我们可以整理成如下脑图：



图：渠道演变

来源：并购优塾

图表47 蒙牛、伊利的渠道深度（下沉）、渠道广度（经销商数量）要强于光明			
	蒙牛	伊利	光明
2013 年经销商数量	3166	2800	1800
2013 年销售人员	-	13,802	1,719
渠道下沉	一市一商	一县一商	

图：两大巨头渠道情况

来源：国金证券

粗略对比来看，本案不论从渠道的下沉广度，还是控制能力，都要强于蒙牛，但注意，本案和蒙牛各自领先的市场存在较为明显的差异：本案**占据领先的是常温奶市场**，蒙牛**占据领先的是低温奶市场**。常温奶在运输储存方面不需要考虑冷链等条件，因此更容易快速下沉。

考虑到产品结构的差异，因此此处的业务逻辑上，本案下沉虽然做的更好，但实际的领先幅度还不够大，未来仍有拉开空间。接下来，我们看看，财务数据方面，有何差异？

— 08 —

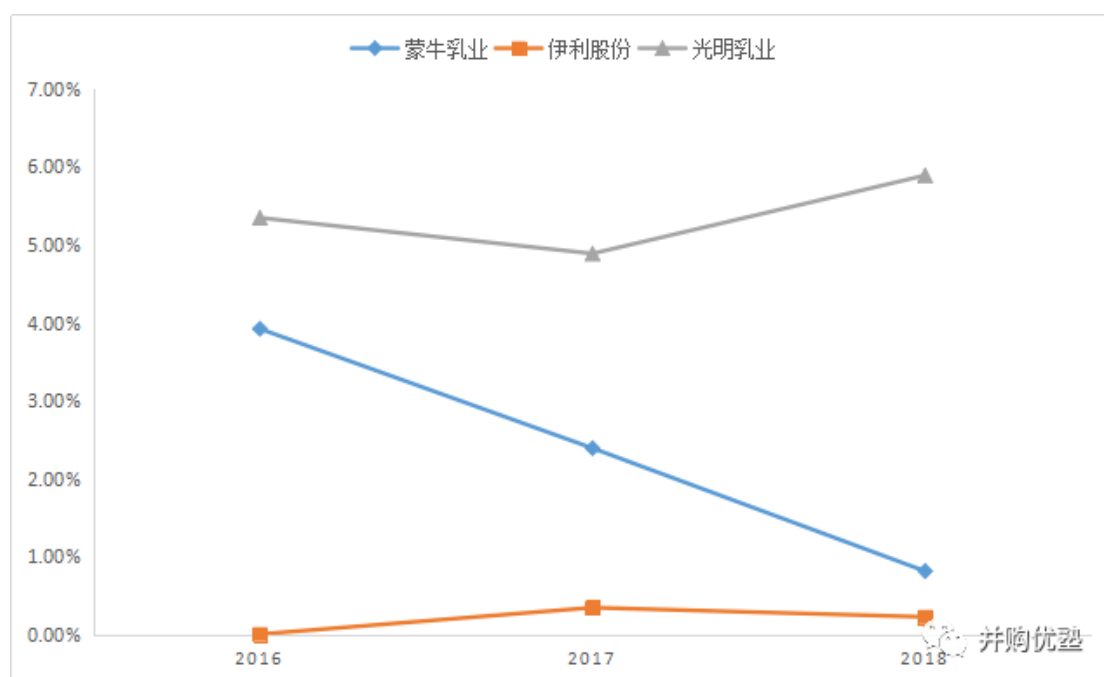


两大巨头



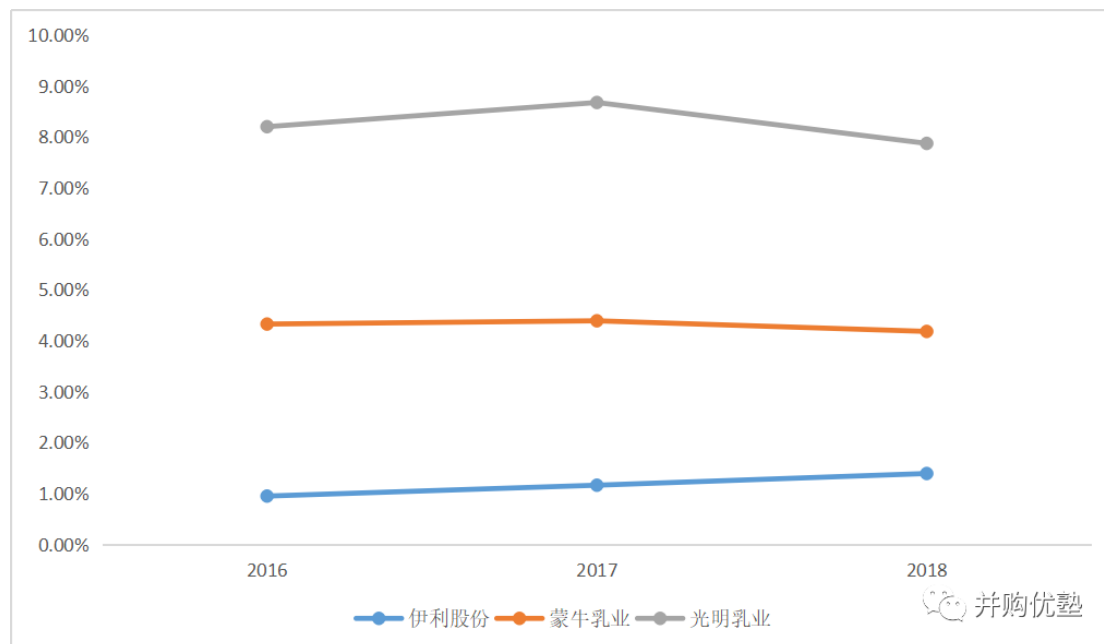
我们来看两组财务数据。第一组：存货跌价准备占存货的比例；第二组：应收账款占收入的比例。





图：存货跌价准备占存货比例（单位：%）

来源：并购优塾



图：可比公司应收账款占比情况（%）

来源：并购优塾

从存货来看，本案的跌价准备少，但考虑其常温产品较多，储存相比低温更容易，蒙牛的存货跌价准备在近年来大幅下滑，并且显著优于光明。

从应收账款来看，本案对渠道的话语权更强。然而，此处需要注意一个细节，本案存在一个较为特殊的策略——提供上下游融资款。

据年报披露，2018 年，本案发放融资款 143.5 亿元，为 3593 家上下游合作方提供融资服务。此项服务从 2014 年开始设立，累计发放融资款 282 亿元，注意，2018 年发放的融资额猛增，超过总发生额的一半。

考虑到其没有披露融资款的结构，我们无法精确量化这部分上下游信贷对账款的影响，但综上，两个维度的对比，我们能够发现：本案 VS 蒙牛，在竞争上目前没有绝对的优劣之分，只有侧重之分，本案渠道高度下沉，在农村市场优势更大；蒙牛低温渠道更强，对于高端结构升级的确定性更大。

这样的结论，也能够与之前我们在低温奶部分的分析相印证：常温才是重点发力方向。

结合行业状况，《并购优塾》认为，本案在常温领域份额增速的确定性较高，但由于此处的假设是估值的关键变量，因此，我们对常温市占率新设情景分析开关：

1) 乐观情况下——我们预测其 10 年后，常温奶的市占率达到日本寡头垄断的 43% 市占率；2) 保守情况下——维持当下的市占率不变。

根据液态奶行业总值、液态奶行业结构，以及常温、低温奶市占率情况，推测出在液态奶业务方面未来收入情况：

[illegible]

图：液态奶乐观收入预测（单位：亿元、%）

来源：并购优塾

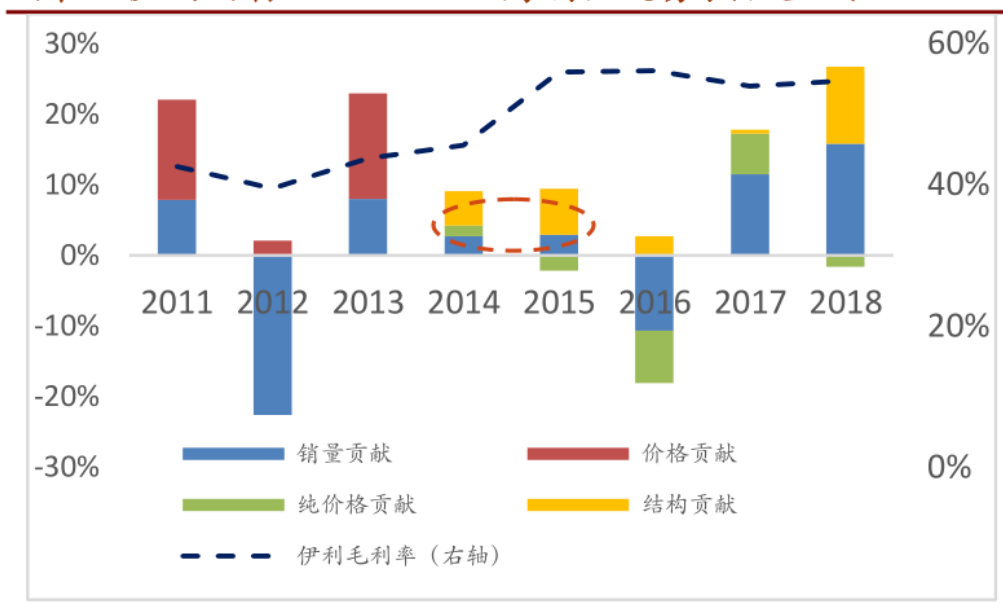
液态乳收入的预测做完后，我们来看奶粉收入——这块业务，未来情况将会如何？

— 09 —

奶粉，收入

奶粉及奶制品方面，根据年报以及券商披露，其奶粉收入增速背后的驱动力，与液态奶产品类似，也是调整品牌结构，从低端向高端发展，提高整体销售单价水平。

图 6 伊利奶粉 2014-2015 高端化逆势强化盈利



资料来源：伊利年报，招商证券

并购优塾

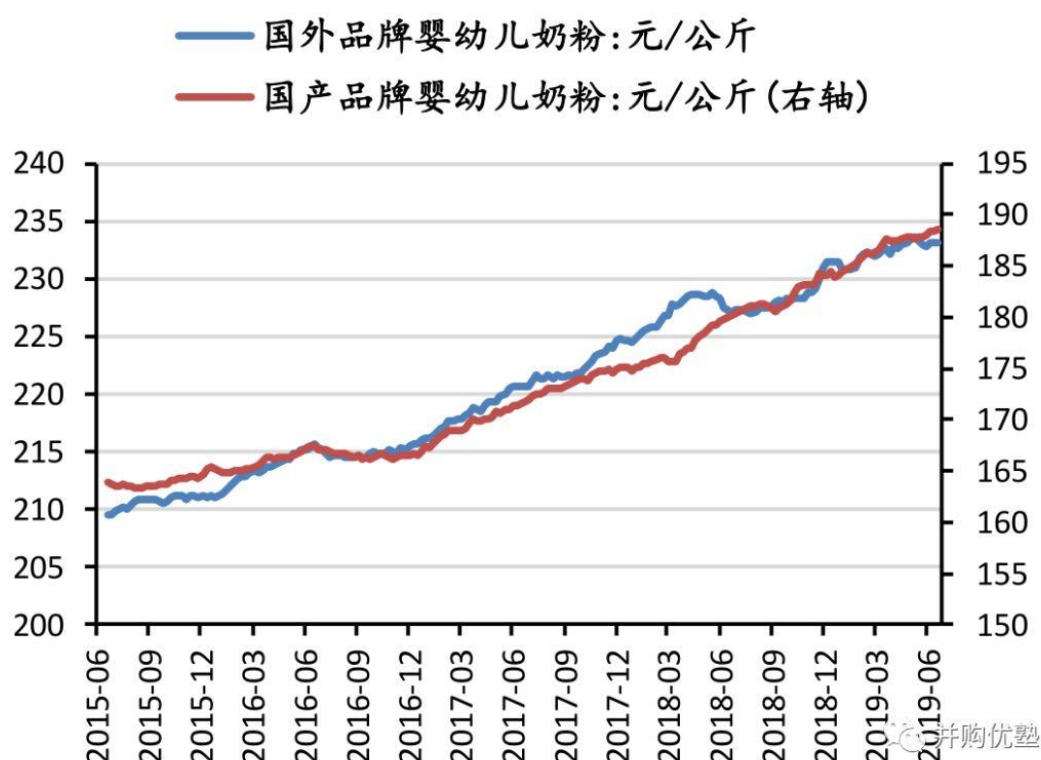
图：奶粉收入驱动力

来源：招商证券

奶粉收入的预测，我们通过行业总量×市占率来预测——其中奶粉行业总量的增长，驱动力主要在于奶粉价格的提升。考虑到未来母乳喂养率的提升、二孩生育率高峰已过，预计未来新增人口数将会缓慢下行，量的增长极其有限。因此，《并购优塾》给予奶粉市场未来的增速，仅考虑奶粉价格的波动。

根据历史情况来看，2016 年到 2018 年，国产奶粉的价格增速分别为 2.5%、3.60%、2.80%，与 CPI 增速接近，因此我们预测未来奶粉行业的增速等同于奶粉价格增速，即 CPI (3%) 水平。





图：国产、国外品牌奶粉价格 （单位：元/公斤）

来源：兴业证券

对于初始（2018 年）奶粉奶制品的行业规模，不同的券商统计口径不同，此处我们不再采用外部数据，通过年报披露的市占率及奶粉奶制品板块收入情况，倒推出 2018 年行业规模为 1387 亿元。

接着，我们再看市占率——2012 年到 2018 年，中国奶粉市场 CR5 从 29.70%上升到 42.88%，市场集中度在上升。2018 年，内资品牌的奶粉排名首位的飞鹤，市占率为 8.6%，第二的为本案，市占率为 5.8%。

对标国际市场，美国奶粉行业 CR5 为 85%，德国为 83%，新西兰为 92%，日本为 70%。从市场对比来看，未来奶粉市场的头部品牌占有率，大概率会提升。

不过，目前国内奶粉市场的问题在于内资品牌与外资的竞争，根据咨询机构披露，2017 年内资品牌的市场份额占比为 44%，大部分份额由外资占据。因此，能否赶超外资，是本案市占率提升的关键因素。

目前来看，国产奶粉在售价上与外资奶粉的差距逐渐缩短，注意，这不是几家品牌发生的现象，而是整个行业的变化，那么，这是怎么做到的呢？

答案：对国产奶粉安全担忧的消退。此前，打击国产奶粉份额的重要标志为“三聚氰胺”带来的食品安全问题。如今，监管层推出奶粉注册制规定，2018 年 1 月 1 日后，所有生产、销售、进口的奶粉均需要注册证书、标签、及注册号。（特例为 2018 年 1 月 1 日前，经批准在中国境内生产销售或进口的婴幼儿配方奶粉，可销售至其保质期结束）。

通过观察奶粉价格，我们可以发现，该项说明公布过后，进口奶和国产奶价格区间大幅缩减。奶粉注册制发行后，已注册奶粉配方梳理，本案排名第二，有 21 项，前面为贝因美，有 27 项。

此外，奶粉行业的扶持政策，还有 2019 年 6 月 4 日推出的《国产婴幼儿配方乳粉提升行动方案》，内容包括几大要点：

1) 大力实施国产婴幼儿配方乳粉“品质提升、产业升级、品牌培育”行动计划，国产婴幼儿配方乳粉产量稳步增加，更好地满足国内日益增长的消费需求，力争婴幼儿配方乳粉自给水平稳定在 60%以上。

2) 对“走出去”建立奶源基地和加工厂的企业，落实现行境外税收抵免政策；

3) 建立全国性的婴幼儿配方乳粉质量安全追溯平台，力争三年实现覆盖 60%以上婴幼儿配方乳粉企业；

整体来看，国家鼓励国产奶粉市占率提升，并且出台质控措施，试图夺回被外资侵占的市场份额。

2017 年，本案奶粉市占率为 5.3%，2018 年市占率为 5.8%，增速为 9.4%。我们预计市占率会持续上升，未来 10 年它的市占率保持每年 9.4%的增速。经上述测算，2028 年市占率将可能达到 14%的水平。

我们按这个测算结果，反推前五大奶粉企业的市占率，来看与政策规定的要求是否匹配验证。假定前五大奶粉企业格局不变，维持与本案相同的增速，则 2028 年中国奶粉市场 CR5 则为 72%，这个水平与日本当下的行业集中度接近。因而，上述预测合理。

关于奶粉板块市占率的预测，由于驱动因子未变，我们维持原假设不变。

B、奶粉销售收入		2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
奶粉业务	奶粉业务作为本集团核心业务，未来将保持高速增长。根据2023年1-10月奶粉业务经营数据测算，2023年奶粉业务经营收入达到1400亿元左右，同比增长15%。2023年奶粉业务经营收入较2022年增长15%左右。	1,387.07	1,428.68	1,471.84	1,515.69	1,561.16	1,607.89	1,656.23	1,705.92	1,757.10	1,809.81
奶粉业务增速	参考奶粉业务经营收入增速，假设奶粉业务经营收入增速与奶粉业务经营收入增速保持一致。		3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%
奶粉业务市占率	奶粉业务市占率假设与奶粉业务经营收入增速保持一致。2019年奶粉业务市占率为12.7%，假设2020-2028年奶粉业务市占率保持12.7%不变。		4.38%	4.94%	7.89%	9.31%	9.59%	9.94%	10.34%	11.99%	14.24%
奶粉业务销售收入	奶粉业务销售收入假设与奶粉业务经营收入增速保持一致。2019年奶粉业务销售收入为46.06亿元，假设2020-2028年奶粉业务销售收入保持46.06亿元不变。	40.13	44.47	44.56	44.28	40.45	90.65	102.15	115.10	129.70	146.15

图：奶粉预测收入（单位:亿元、%）

来源：并购优塾

基于此，《并购优塾》预测其未来收入情况如下。至此，奶粉业务预测完成，我们来看其他版块——其他版块收入，如何预测？

— 10 —



冷饮系列，以及其他



1) 冷饮系列——2017 年，本案冷饮板块收入为 46.06 亿元，市占率 12.7%，位列冷饮行业首位。根据长城券商预测，2007 年到 2017 年，冷饮行业的复合增速为 5.5%，2015 年后，行业增速下滑，各大企业开始进行结构升级趋势推出健康、高端的冷饮产品。

值得注意的是，本案在冷饮业务中，通过并购进入了海外市场，2018 年 11 月，其并购了泰国冰淇淋龙头企业，进入东南亚市场。

2019 年起，东南亚市场的收入会并表，但体量较小，根据公告披露，标的公司 2018 年营业收入 1824 万美元，近 1.3 亿元人民币。

考虑到目前冷饮板块的收入驱动力，在于产品结构升级和价格提高，因此，未来五年行业增速为历史增速水平。5 年后，因为产品结构升级对增速的作用减弱，驱动力仅为价格提高，因此假设增速逐步下降到 CPI 水平。

2017 年，本案冷饮业务的市占率为 12.7%，2018 年市占率上升为 13.12%，增速为 3.3%。考虑到目前本案在冷饮赛道的市占率为国内首位，因此我们预判未来它的市占率增速为 2018 年水平。据此，冷饮板块收入预测如下：

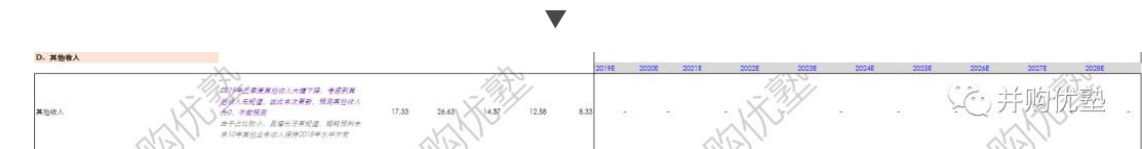
C. 冷饮系列收入		2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	
14	冷饮行业规模	382.88	389.97	420.04	441.19	462.22	483.47	504.04	516.09	531.37	547.02	562.83
15	冷饮行业增速		5.02%	5.02%	5.02%	5.02%	5.02%	5.02%	2%	2%	2%	2%
16	伊利市占率	12.70%	13.12%	12.53%	14.00%	14.47%	14.93%	15.44%	15.91%	16.43%	17.02%	17.59%
17	雪糕系列收入	48.86	48.98	61.94	66.06	69.97	73.11	76.92	81.05	85.18	89.30	93.42
18	伊利冷饮系列收入	42.56	48.98	61.94	66.06	69.97	73.11	76.92	81.05	85.18	89.30	93.42

图：冷饮业务收入预测（单位：亿元、%）

来源：并购优塾

2) 其他业务收入——这里的其他业务包括混合饲料销售、其他业务。2016 年到 2018 年，这块收入分为为 14.37 亿元、12.58 亿元、8.33 亿元，逐年下降，增速为-44.73%、-12.46%、33.78%，三年平均负增长率为-30.32%。

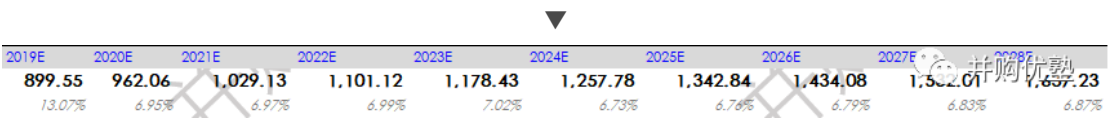
考虑到其他业务收入占总收入的比例仅为 1.05%，对于整体收入预测影响不大，也不是它收入的核心，因此我们简化假设，预计未来十年内，其他业务收入保持 2018 年水平不变：



图：其他收入预测（单位：亿元）
来源：并购优塾

此次，根据 2019 年三季报显示，它的其他收入下降 70%，且历史上波动并不规律，因此我们暂且预测未来“其他收入”板块，收入为 0。

综上，几大板块的收入假设已经完成，我们完成未来 10 年的收入预测。乐观情境下，本案 2019 年到 2021 年营收增速分别为 13.07%、6.95%、6.97%。



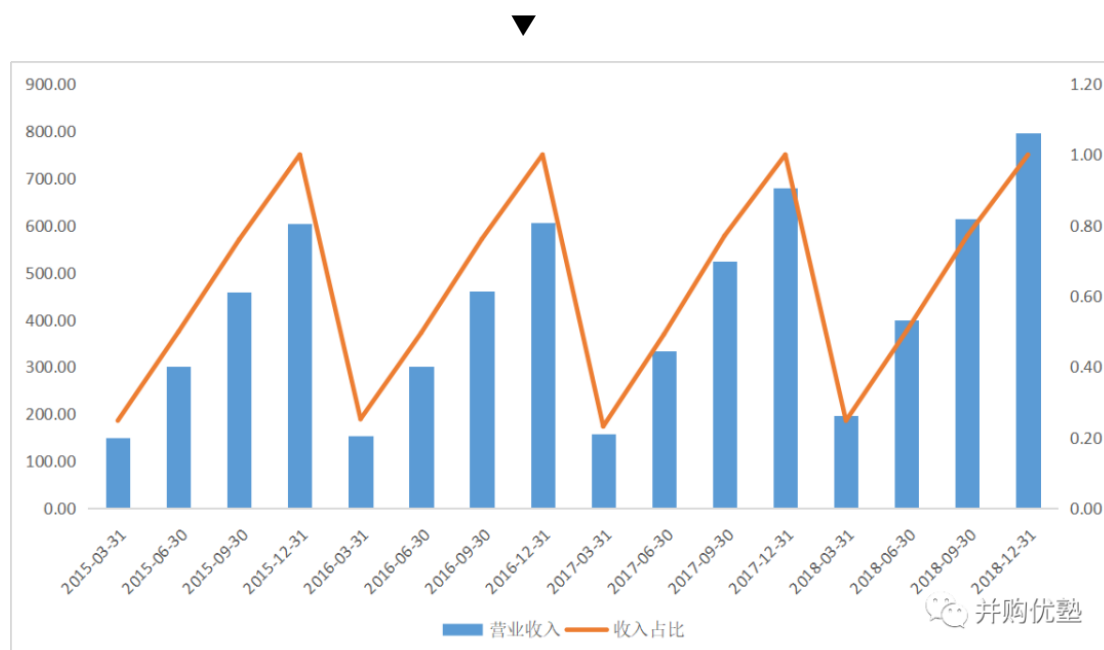
图：收入预测（单位：亿元）
来源：并购优塾

以上逻辑是否靠谱？我们结合历史增速法、内生增速、机构预测，对数据进行交叉验证。



仅用一种方法确定增速，可参考性较差。这里，我们再结合增速法、市场法等方法，进行交叉验证。

1) 季度反推法——通过季报与年报的历史关系，反推出 2019 年收入增速。



图：季度营业收入与全年收入占比（单位：亿元、人民币）

来源：并购优塾

从历史波动图来看，前三个季度累计收入占全年收入比例较为稳定，平均值为 76.43%。由此大致可推出 2019 年年报预计收入约为 898.56 亿元，同比增速约为 12.95%，计算公式：2019 年年报收入=2019 年三季度收入 686.77 亿元) /76.43%=898.56 亿元。

2) 历史增速——历史营收近三年复合增速为 9.6%；前三个季度实现营业收入 686.77 亿元，同比增长 12.61%；

3) 内生增速——其历史近三年分红率均值为 52.52%，ROE 均值为 25.16%，算出内生增速为 11.95%；

4) 机构预测——选取 Wind 一致性预测（39 家机构），2019 年到 2021 年，其营业收入增速分别为 13.34%、12.20%、10.91%。三季报发布前，机构一致预测未来三年营业收入增速分别为 13.90%、12.39%、11.20%

具体来看，天风证券预测未来三年的收入增速分别为 14.14%、12.00%、9.00%；西部证券预测未来三年收入增速分别为 13.10%、12.30%、10.60%；招商证券预测未来三年收入增速 13%、11%、7%。

整体来看，我们预测的第一年数值与机构数据、季度反推法获得的数据基本一致，差异主要在 2020 年，因为我们在假设市占率提升速度时，偏向谨慎态度，不假设其能维持 2019 年超预期提升的情况。

至此，本案收入预测（液态奶、奶粉、冷饮系列、其他）全部完成，但接下来还有一件更重要的事——未来每年进账的钱，都会花在哪些地方？

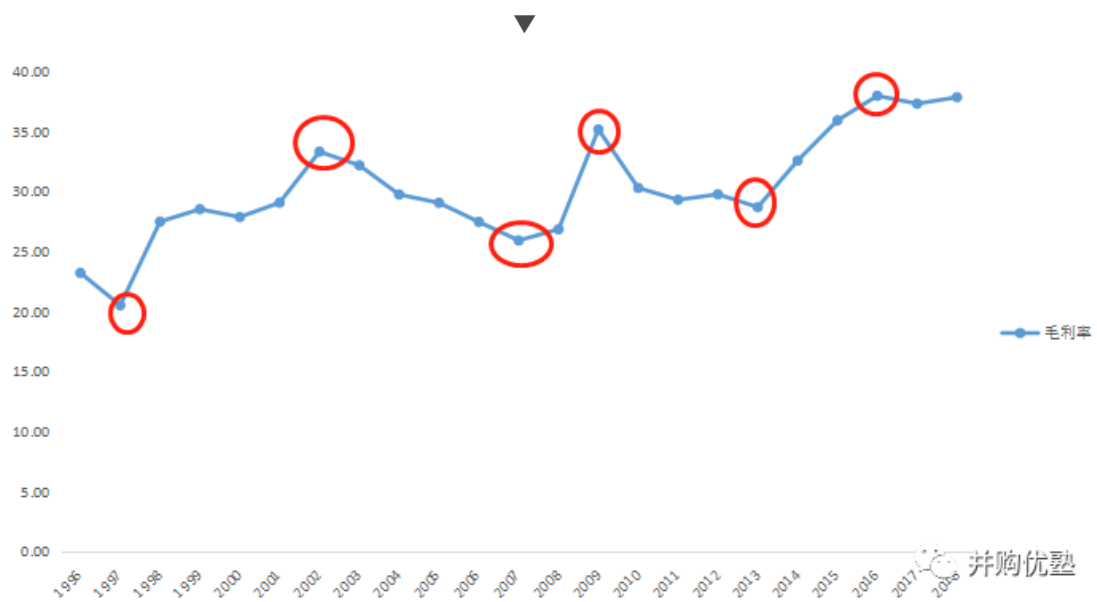
— 12 —



毛利率，波动



收入预测完成后，我们来做毛利率预测，从 1996 年至今，本案的毛利率在 20% 到 38% 区间震荡上行，大致可以分为两个阶段：



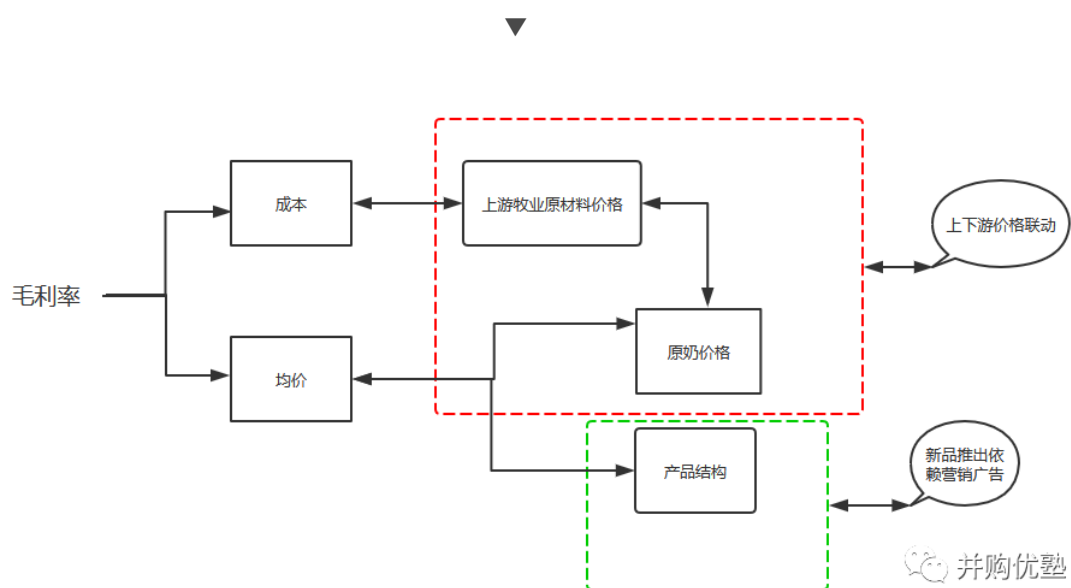
图：历史毛利率情况 (%)

来源：并购优塾

第一阶段——2010 年到 2013 年，毛利率处于下行周期。这期间原奶价格处于上升通道。

第二阶段——2014 年到 2017 年，毛利率处于上行周期，期间原奶价格经历了暴跌后的暴涨，但暴涨后对毛利率的并没有造成明显的拉低效应，这是由于高端产品（金典牛奶、安慕希酸奶）放量，拉动平均售价提升。

从上述来看，影响毛利率变动的因子，有两个，一是生产端的成本，二是销售端的高端产品。

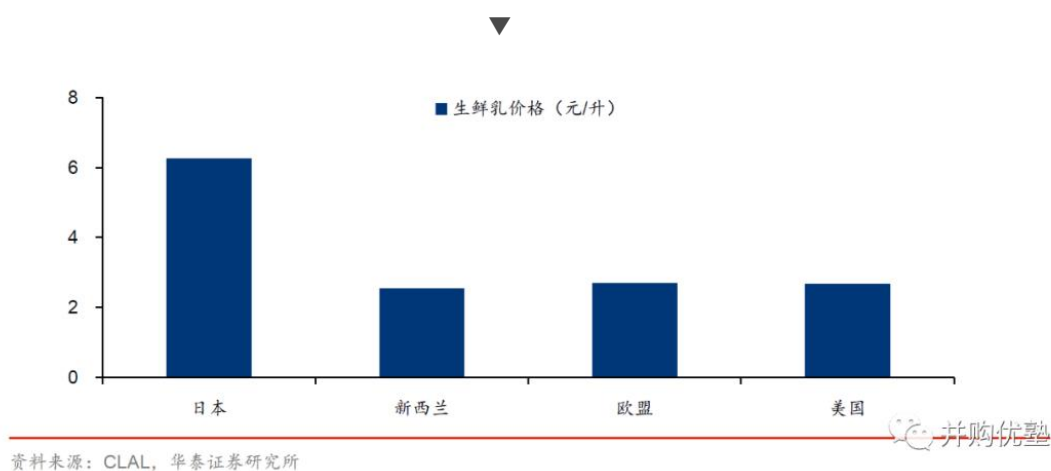


图：毛利率的影响因素

来源：并购优塾

首先，我们先看生产端——奶价成本与上游集中度格局相关，各国的情况有所差异。

以日本为例，2018 年，日本的指定生鲜乳生产团体控制了日本 97% 的鲜乳供应，因此，日本原乳价格波动较小，并且价格显著高于其他主要产奶区。是新西兰、欧盟、美国等地的 1.5 至 2.5 倍。[2]

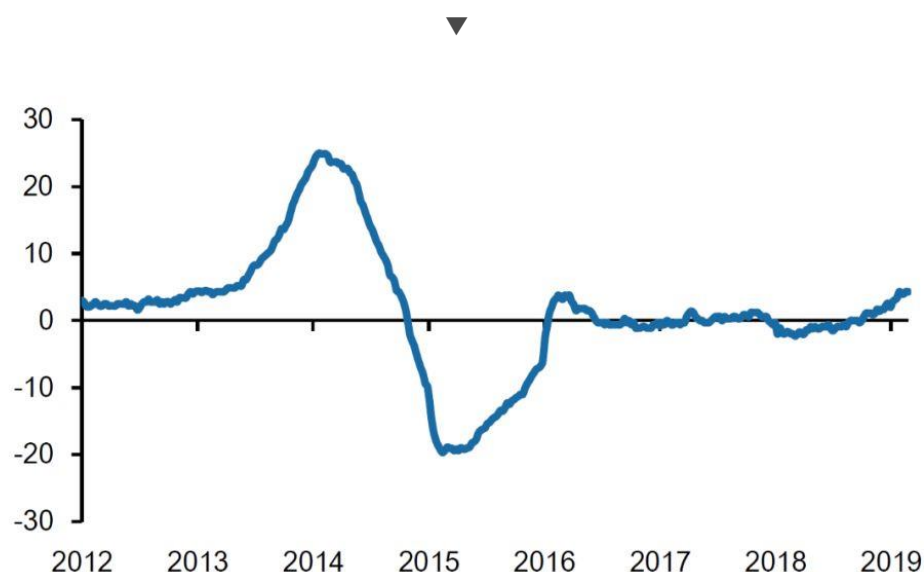


图：生鲜乳价格对比

来源：华泰证券

对比来看，我国奶牛养殖业的集中度较低，目前行业龙头现代牧业的市占率仅有 2%，目前，上游龙头的集中度正在快速提升。据中国奶业年鉴统计，2007 年至 2016 年，牛场数从 266.87 万个下降至 130.19 万个。因此，成本端，上游鲜乳养殖业的集中度，是未来我们在建模中需要跟踪的一个重要数据。

我们以龙头现代牧业（01117.HK）来看，自 2016 年以来，国内原奶价格相对较为平稳，但高额的折旧摊销导致其 2016 年至 2018 年持续亏损，净利润为-7.85 亿元、-9.95 亿元、-5.06 亿元（2018 年 EBITDA 为正 1.52 亿元）。



数据来源：彭博，广发证券发展研究中心

并购优塾

图：我国原奶价格增速

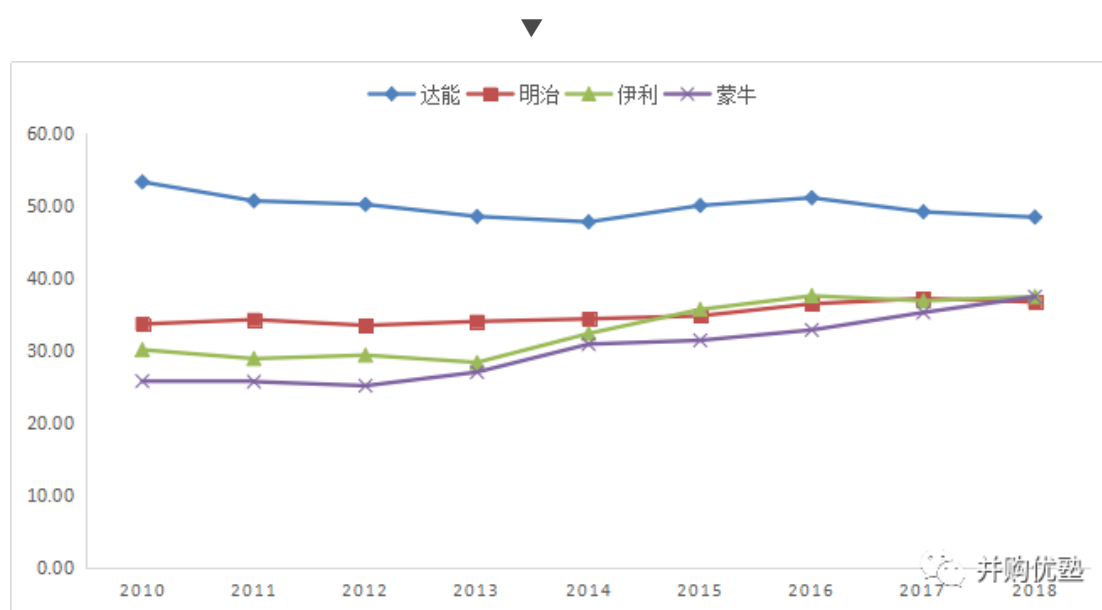
来源：广发证券

上游集中度快速提升，长期来看确实会对成本带来压力，但从对上游的布局来看，两家乳业巨头均有布局，现代牧业被蒙牛于 2017 年收购，蒙牛持有其 60.77% 股权；本案

在上游的布局为优然牧业，持股 40%，2016 年 1 月，其将持有的 40%的股权进行转让。本案在转让公告中进一步称，此次拟转让的优然牧业 40%股权，未来将通过进一步股权调整在境外继续持有。

考虑到目前上游的格局仍然较为分散，并且本案未来对上游牧业的布局，我们认为原奶价格对其毛利率的影响并不大。

其次，再来看销售端——此处主要看的是定价权问题，定价权的实现方式就是高端产品。由于其披露的产品结构信息实在有限，因此，我们只能选择从一个整体的角度来看，将视野放宽，根据国际巨头的毛利率情况来预判未来的水平。



图：可比公司毛利率情况（%）

来源：Bloomberg

目前来看，日本乳制品巨头明治控股，其和蒙牛、本案当下的毛利率基本保持一致。毛利率水平较高的为达能，2013 年到 2018 年，达能的毛利率为 48.46%、47.71%、49.97%、51.04%、49.10%、48.36%。

但达能的高毛利，是由于其产品结构中含有一部分保健品导致。根据达能披露的产品结构，2018 年新鲜乳制品占比为 53%，饮料占比为 18%，营养品占比为 29%。保健品行业的毛利率普遍较高，以 A 股保健品行业代表公司汤臣倍健为例，2018 年毛利率为 67.19%。

从目前的产品结构来看，本案的毛利水平很难达到达能的水平。不过，未来有提升空间——因为，在年报中，管理层战略分析中已经提到，本案未来会布局健康类产品。

参考明治、达能的路径，乳企的发酵技术可与部分制药业务协同，以药食结合战略进入功能食品及保健食品领域的路径，存在很大的可行性。

综合成本端价格和销售端的产品结构两方面，《并购优塾》认为，本案的毛利率有一定的上行空间，我们预判在未来 10 年内，它的毛利率每年上涨 0.5%，逐步达到 42%的水平。

根据本案披露的半年报，2019 年上半年毛利率为 38.58%，与 2018 年年报毛利率（37.82%）相比，提高 0.76%，与我们预测的提升 0.5%相差不大，因此本次中报更新，我们更新 2019 年的毛利率假设值，未来仍以每年 0.5%的水平保持增长。

▼

	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
毛利率	37.40%	38.16%	38.66%	39.16%	39.66%	40.16%	40.66%	41.16%	41.66%	42.16%	42.66%

图：毛利率（含折旧摊销）情况 （单位：%）

来源：并购优塾

好，分析至此，毛利率问题解决后，另一个问题来了——除了成本方面要花钱，费用方面又如何？在销售费用、管理费用方面，本案每年花多少？

— 14 —

■■■■■■■■■■

跟踪，毛销差

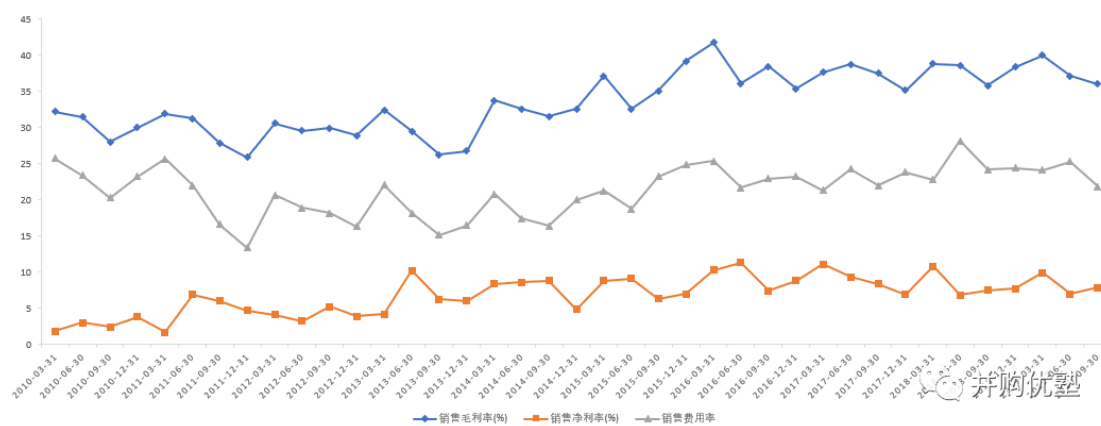
▼

在一般的模型中，我们对于销售费用的预测，都是根据收入假设，即假定当年的销售费用与收入维持一定比例，但在消费赛道，我们认为，这样的假设有一定的优化空间。

首先，本案作为成熟巨头，虽然收入相对平稳，容易预测，但成本端的波动较大，预测难度较大。

因此，如果企业在实际经营中，对销售费用率的设定，按照我们前述假设的模式，按固定的比例投放，那么，就会导致其净利润就会随着成本浮动而一起浮动。

但实际中，我们能够发现，本案的销售费用率并不是不波动的，而且，多数时候与毛利率同向。注意，这个观察说明了一件事：**本案的管理层，会根据成本的波动幅度，动态调整销售费用的投放。**



图：毛利率、净利率、销售费用率情况（单位：%）

来源：并购优塾

举个例子，比如：

1) 2013 年上半年，国内口蹄疫疫病、夏季高温、新西兰旱灾、恒天然食品安全事件等同时爆发，使得国内原奶产量下滑、进口大包粉供应量下降、原奶市场供给小于需求，奶价暴涨，同期奶价上涨 16%左右。

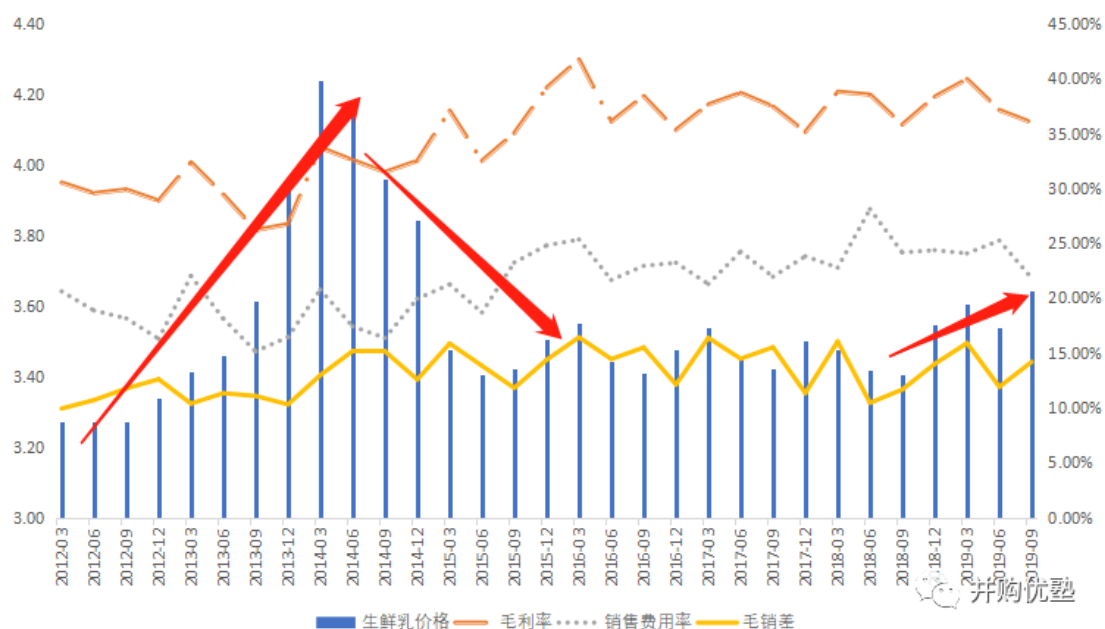
应对上游的奶价上升，本案做出三项应对措施——提价、削减销售费用、产品结构升级
三项应对措施。

2012 年到 2014 年，它的毛利率从 29.31%下降到 28.31%，销售费用率从 18.63%下降到 17.97%。毛销差 10.68%下降到 10.34%，注意，毛销差的波动低于毛利率和销售费用率的变化。

2) 2014 年到 2017 年，奶价进入下行周期，由于本案在 2013 年第二季度进行提价，因此当奶价进入下行周后，毛利率提升。同时，为了推广高端产品，本案在毛利率提升的基础上，增加销售费用开支。

因此，在奶价下行周期，它的毛利率从 32.57%提高到 37.6%，销售费用率从 17.41% 提高到 23.21%、毛销差从 15.16%提高到 16.37%。

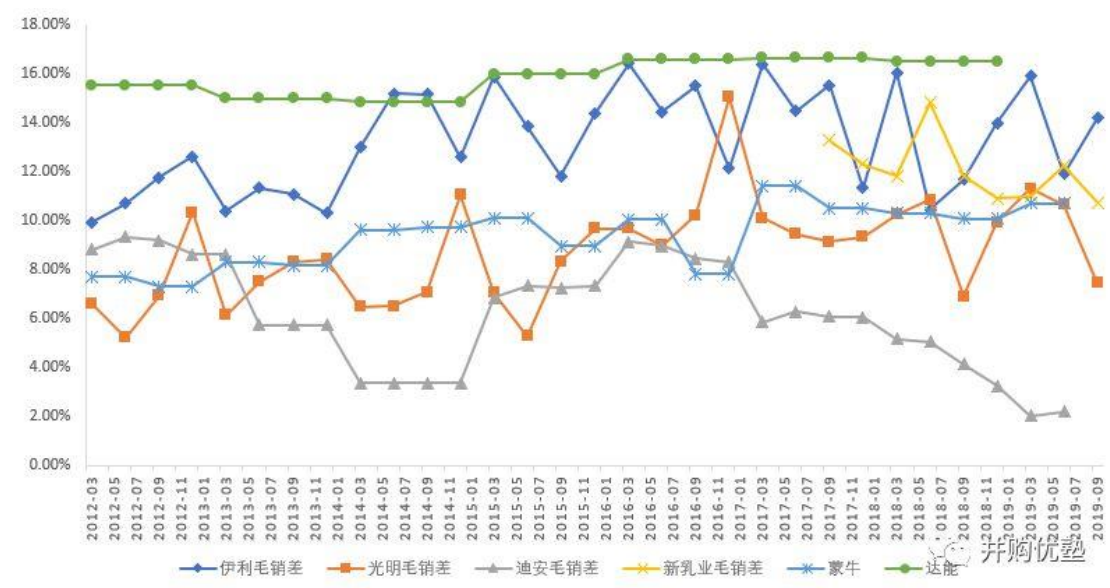
因此，本次进行估值建模时，我们增加一个季度跟踪指标，**毛销差**。即，毛利率-销售费用率，作为跟踪微观经营的数据，变动情况如下，2019 年近期的数据来看，这个数值正处于其历史较高水平。



图：生鲜乳价格及毛利率、销售费用率、毛销差情况 （单位：左为元/公斤）

来源：WIND 并购优塾

那么，接着，我们在乳制品行业中，选择几家代表公司，来看它们的毛销差情况：



图：乳制品行业代表公司毛销差情况（备注：季度数据）

来源：并购优塾

整个乳制品行业中，以常温奶为代表的本案毛销差波动较小，低温奶代表公司光明、新乳业毛销差波动较大，且季度指标来看呈现下降趋势。

此处，反映的其实也是各家品牌的强势程度，即，观察在成本上行，行业利润空间被挤压的时候，管理层是否仍然需要大量投放广告来刺激销售。如果是强势品牌，那么，自然就会选择减少投放，维持利润率，而弱势品牌，则无法减少。

注意，本案和蒙牛，在 2019 年呈现上升趋势，其中本案的上升幅度更加明显。

明确此处后，我们根据毛销差来反推销售费用率：

远期来看，我们假设 10 年后毛销差能够匀速到达达能的毛销差水平，19.48%；2018 年本案扣除折旧摊销后的毛销差为 15.41%。

我们根据此反推：销售费用率=毛利率-毛销差，则未来 10 年的销售费用率（扣除折旧摊销后）情况如下：

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
伊利毛销差	16.46%	17.44%	17.69%	17.95%	18.20%	18.46%	18.71%	18.97%	19.22%	19.48%
毛利率	40.77%	41.27%	41.77%	42.27%	42.77%	43.27%	43.77%	44.27%	44.77%	45.27%
销售费用率	24.31%	23.83%	24.08%	24.32%	24.57%	24.81%	25.06%	25.30%	25.54%	25.79%

图：预测未来的毛销差及销售费用率情况

来源：并购优塾

— 15 —



管理，费用



继续来看看管理费用——主要包括职工薪酬、差旅费、研发费用等。2016 年到 2018 年，管理费用（扣除折旧摊销）占收入的比例为 5.80%、4.94%、4.30%，用率呈现下降趋势。

本案今年 8 月 5 日草案公告 2019 至 2024 年产生股权激励摊销费用（税前）总计 22.15 亿元，9 月 6 日修正后，因总授予股本占比从 3%降低至 2.5%，税前股权激励费用摊销减少 7.4 亿元，至 14.75 亿元。



解除限售期		公司业绩考核目标
第一个解除限售期	以2018年净利润为基数，2019年净利润增长率不低于8%；2019年净资产收益率不低于20%；2019年度现金分红比例不低于70%。	
第二个解除限售期	以2018年净利润为基数，2020年净利润增长率不低于18%；2020年净资产收益率不低于20%；2020年度现金分红比例不低于70%。	
第三个解除限售期	以2018年净利润为基数，2021年净利润增长率不低于28%；2021年净资产收益率不低于20%；2021年度现金分红比例不低于70%。	
第四个解除限售期	以2018年净利润为基数，2022年净利润增长率不低于38%；2022年净资产收益率不低于20%；2022年度现金分红比例不低于70%。	
第五个解除限售期	以2018年净利润为基数，2023年净利润增长率不低于48%；2023年净资产收益率不低于20%；2023年度现金分红比例不低于70%。	

来源：公司公告、中泰证券研究所

图：解除限售条件的业绩条件 来源：中泰证券

股权激励这项开支，计入管理费中，由于它分为 5 个解授期，也涉及到行权期，较为复杂。在本次估值建模中，我们谨慎对其进行处理，即，将其回购授予股权激励的行为，直接全部一次计入 2019 年管理费用。

因此，关于管理费用的预测，我们更改为，2019 年管理费用=总收入*5%+14.75，随后的 2020 年到 2028 年，管理费用率保持历史均值 5%水平不变，我们将股权激励视作费用一次性扣除后，对整体估值的影响不大，估值结果仅下降了 0.13%。

根据三季报，管理费用率为 4.82%，与我们在中报里的预测结果相差不大，此处不做调整。

伊利股份															
利润表 Income Statement															
单位：亿元人民币（特殊说明除外）															
	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
本报告段															
其他收入	17.33	26.63	14.37	12.58	8.33	8.33	8.33	8.33	8.33	8.33	8.33	8.33	8.33	8.33	8.33
营业成本/总营业收入	64.19%	60.67%	59.14%	60.18%	59.73%	61.84%	61.34%	60.84%	60.34%	59.84%	59.34%	58.84%	58.34%	57.84%	57.34%
税金及附加/主营业务收入	0.35%	0.44%	0.71%	0.77%	0.67%	0.67%	0.67%	0.67%	0.67%	0.67%	0.67%	0.67%	0.67%	0.67%	0.67%
销售费用/主营业务收入	19.12%	22.98%	23.83%	23.24%	25.12%	24.00%	24.00%	24.00%	24.00%	24.00%	24.00%	24.00%	24.00%	24.00%	24.00%
销售费用/主营业务收入	19.12%	22.98%	23.83%	23.24%	25.12%	24.00%	24.00%	24.00%	24.00%	24.00%	24.00%	24.00%	24.00%	24.00%	24.00%
管理费用（含研发费用）/主营业务收入	5.96%	5.94%	5.80%	4.94%	4.30%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
其他营业外损益	无	1.74	0.14	0.46	0.51	0.74	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外性损益	无	3.94	4.29	11.12	7.58	5.94	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税率	12.93%	15.74%	14.52%	15.14%	14.84%	14.84%	14.84%	14.84%	14.84%	14.84%	14.84%	14.84%	14.84%	14.84%	14.84%
少数股东损益	0.22	0.23	0.07	0.02	0.12										

图：预测销售费用率及管理费用率 （单位：%）

来源：并购优塾

费用预测完成后，我们来看资本支出与折旧摊销的预测。

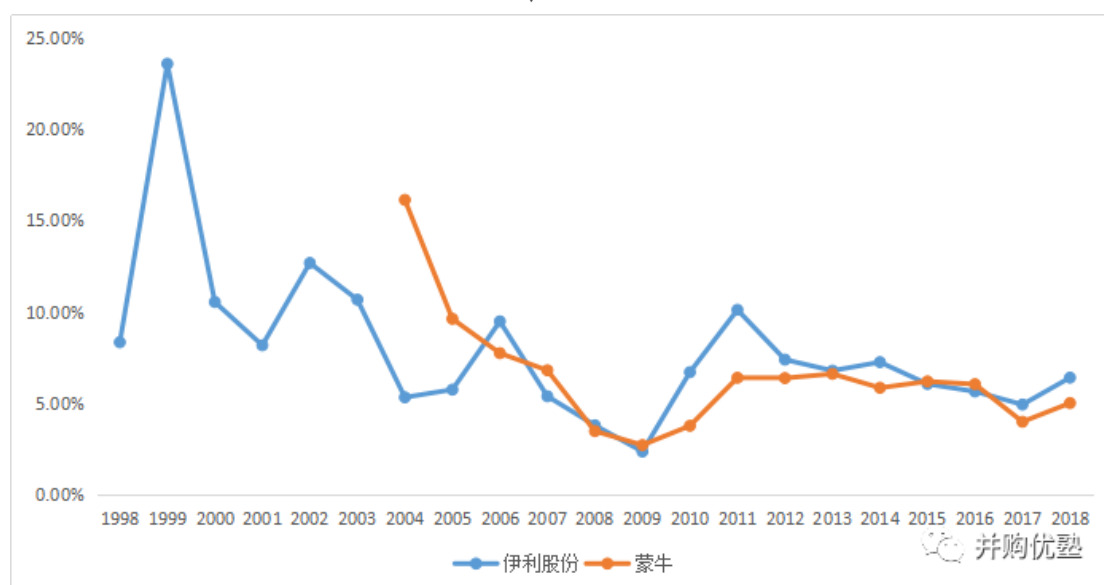
— 16 —



机器设备，项目



资本支出，主要为新建项目和项目改造开支。它的固定资产包括机器设备、电子设备、房屋及建筑物等，固定资产获取途径主要为在建工程转固。它的在建工程包括液态奶项目、奶粉项目、冷饮项目、酸奶项目等。此处，我们来对比两大巨头资本性开支情况：



图：资本支出占收入的比例（单位：%）

来源：并购优塾

自 1998 年开始，两大巨头的资本性开支呈现波动下行趋势。复盘历史，二者的资本开支经历 3 个阶段：

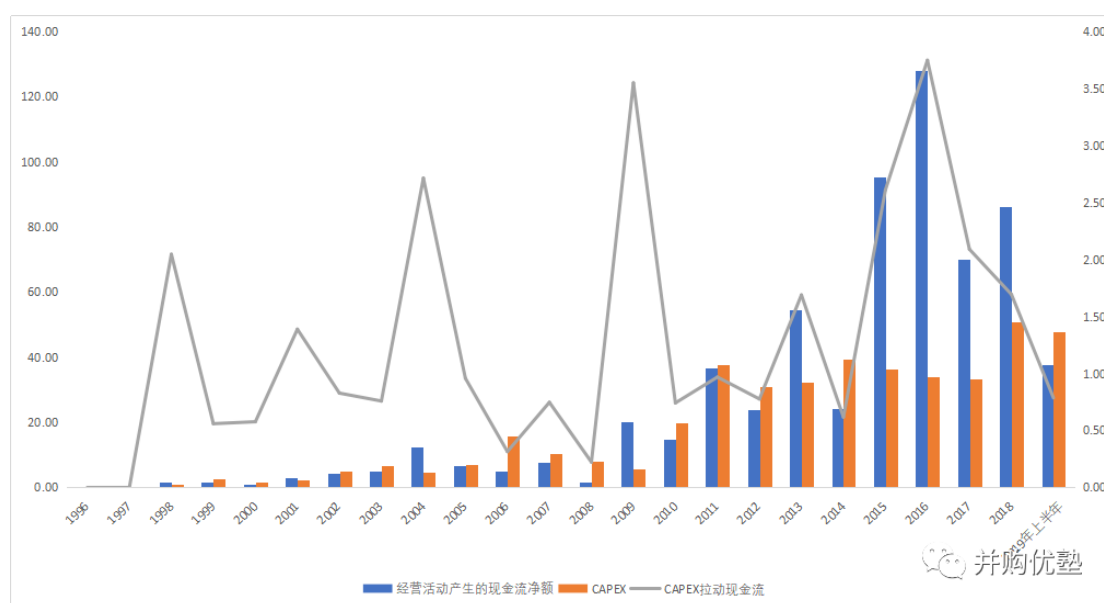
- 1) 第一阶段，2006 年前后，国内乳制品产量猛增，伊资本开支也维持在高位；

2) 第二阶段，2010 年开始，在经历过三聚氰胺事件（2008 年）后，由于大众对中国奶源产生安全担忧，行业开始洗牌，两者开始奶源基地建设，从之前的仅投资产能，转变为奶源和产能投资共同开展；

3) 第三阶段，渠道的渗透率趋于饱和，增长开始由结构驱动，资本支出开始下降至稳态，开支内容主要为结构升级。比如 2013 年本案通过在欧洲建立研发中心、在新西兰新建工厂，开启奶源、产能和资源的全方位布局，而蒙牛则通过旗下雅士利投资 2.2 亿纽元新西兰建厂、与北美食品巨头 White Wave Foods 建合资企业等，进行奶源外扩张。

虽然，目前本案资本支出的增速已经降至历史较低位置，但注意，目前在消费品赛道中，本案资本支出仍然较大，Capex 拉动现金流的能力比其他巨头小。（比如，茅台 1 块钱资本支出大约拉动 20 块钱现金流，海天 1 块钱资本支出约拉动 30 块钱现金流）。





图：CAPEX 拉动现金流 （单位：亿元、%）

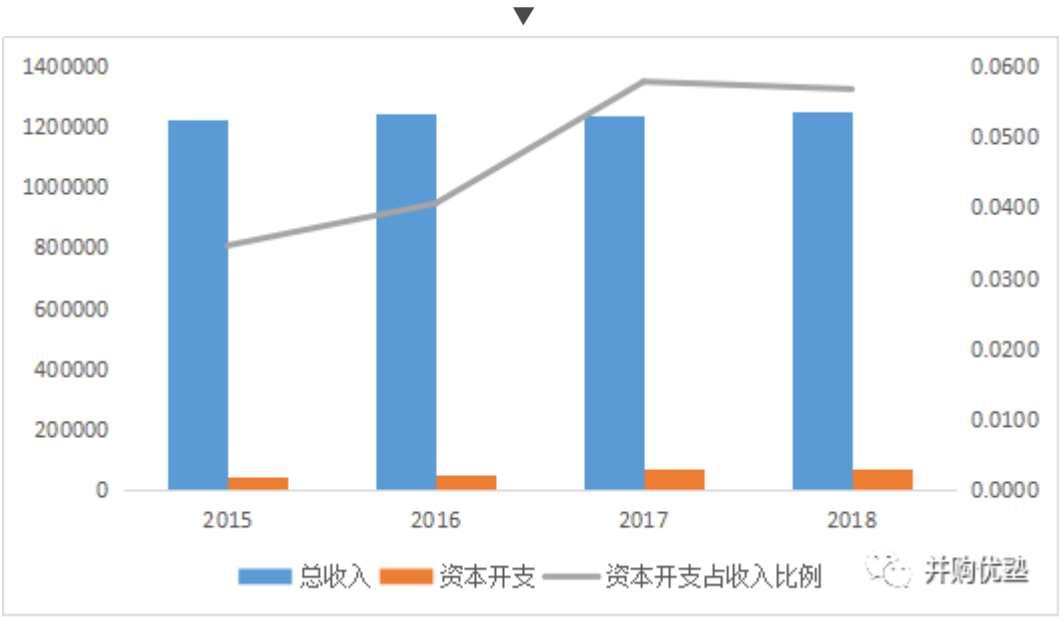
来源：并购优塾

2019 年 Q1，本案的资本支出（CAPEX）为 21.95 亿元，同比增长 55.71%。注意，长期大额的资本支出，且现金流不太稳定，导致这个领域即使是国际巨头，股价画风也并不稳定。



图：明治股价 单位：JPY

来源：Yahoo Finance



图：明治资本开支情况 （单位：百万日元）
来源：英为才情

考虑到本案资本支出较为规律，因此，此处我们不做详细的资产支出计划预测表，而是按照一定比例简化预测：

1) 固定资产购建/营收收入比例，保持历史近三年均值 5.65%；此处我们再用成熟市场的明治控股做一下印证，2015 年到 2018 年明治控股的资本开支占收入的比例为 3.46%、4.06%、5.78%、5.68%，与本案情况类似。因而我们预期，本案未来资本开支在现有水平上，变化不会太大。

本次估值建模中，我们将资本开支拆分为两部分，一是新购入的固定资产，一是新增在建工程。参照历史，2014 年到 2018 年，新购入的固定资产占主营收入的比例分别为 1.55%、1.38%、1.78%、1.00%、1.02%。此处，我们假设未来 10 年，新购入的固定资产占收入的比例，保持历史 5 年里 1.35%的水平。

这部分新购入的固定资产用来填补资产减值损失。2014 至 2018 年，固定资产减值为 4.8 亿、4.5 亿、26.1 亿、11 亿、9 亿，占期初固定资产比例为 4.60%、3.41%、17.92%、8.38%、6.77%。此处，我们假设未来十年固定资产减值占期初固定资产的比重为五年均值，8.22%

2014 年到 2018 年，新建在建工程占当期收入的比例为 5.93%、4.31%、3.66%、3.60%、4.87%，占比较为稳定。此处，我们谨慎预测未来十年新建在建工程占收入的比例为五年均值 4.48% 水平。此外，2019 年上半年，其新建在建工程中存在一个额外项目——商务运营中心，为 19.8 亿。此项目我们单列计入 2019 年新建在建工程。

维护性资本支出方面，历史近五年维护性资本支出占上一年固定资产净值的比例为 0.18%、0.05%、0.36%、0.11%、0.08%，占比不高且较为稳定，因此我们预测未来维护性资本支出/上一年固定资产净值的比例为 5 年历史均值水平，即 0.16%。

2) 折旧/期初固定资产比例，保持历史近三年均值 11%；

3) 无形资产购置/营业收入比例极低，因此《并购优塾》简化预测，预期未来不购置无形资产；

4) 无形资产摊销/期初无形资产比例，保持历史近三年均值 2.90%；

5) 长期待摊费用摊销/期初长期待摊费用比例，保持 2018 年水平；

根据我们中报时对于资本开支的预测，2019 年全年资本性支出为 71.19 亿元，而根据 2019 年三季度数据假设，它的资本开支为 71.85 亿元。相差并不大，本年资本开支较

大主要是北京商务运营中心项目增加所致。本次三季度更新对于其资本开支情况暂不做调整，后续根据 2019 年年报情况再做调整。

好，研究到这里，在长期资产投入、折旧摊销方面的预测完毕，接下来还有一件对估值建模影响巨大的因素需要考虑——本案在乳制品产业链上话语权如何？可否占用上下游供应商、经销商资金？这样的资金占用，又如何影响其自由现金流乃至企业价值？

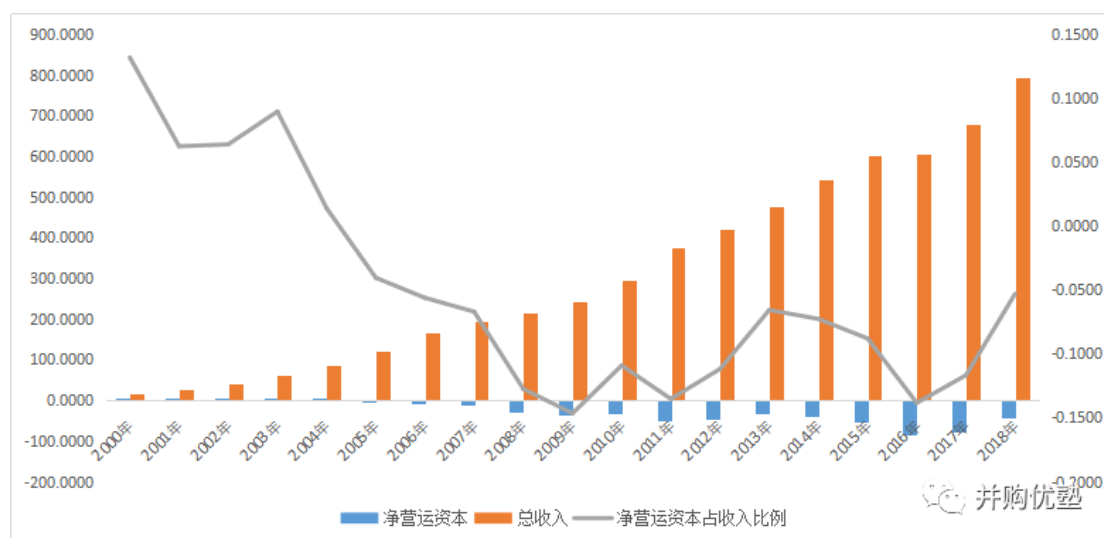
— 17 —



话语权，产业链



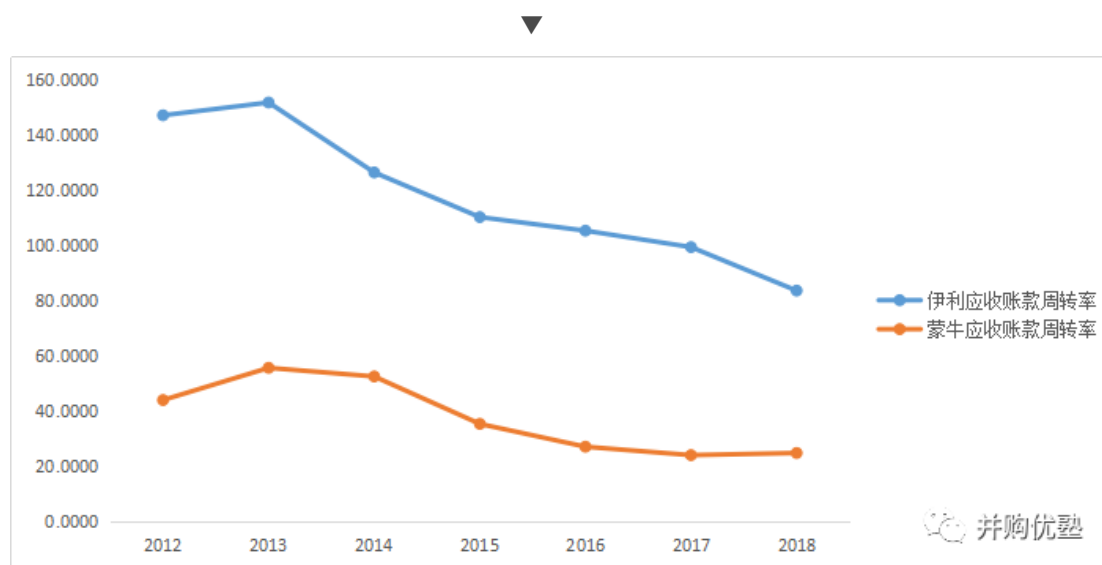
回顾历史，2005 年开始本案净营运资本为负，且净营运资本占收入的比例近几年在-15%到-5%之间波动：



图：净营运资本情况（单位：亿元、%）

来源：并购优塾

1) 应收账款——从历史数据来看，应收账款占营收的比例在 1%到 1.6%之间变动，近三年有上升趋势，但整体占比并不高。与可比公司蒙牛进行对比，本案的应收账款周转率明显更高，对下游话语权更强些。因此，我们合理假设，未来应收账款占比取近三年均值，保持 1.38%。



图：应收账款周转率情况

来源：并购优塾

2019 年三季度，应收账款占收入的比例为 2.69%（低于中报 3.88%），但与 2018 年三季报数据 2.54%较为接近。

本案的应收账款占比季节性较为明显，因为年中下游电商欠款较多，但账期大多在 1 年以内。考虑到目前它年中的应收账款占比与 2018 年相比未出现异常，此处，我们维持原假设。

2) 预收账款——预收是收入的先行指标，可以反映企业对下游经销商的话语权情况，以及产品的畅销程度。从历史数据来看，本案预收占收入的比例在 4%到 7%之间，近

三年占比较为稳定。未来本案依然以经销为主，但考虑到直营比例提升后，预收会有所下降，因此我们假设未来5年预收款占比保持历史3年均值5.8%，之后降为5%。

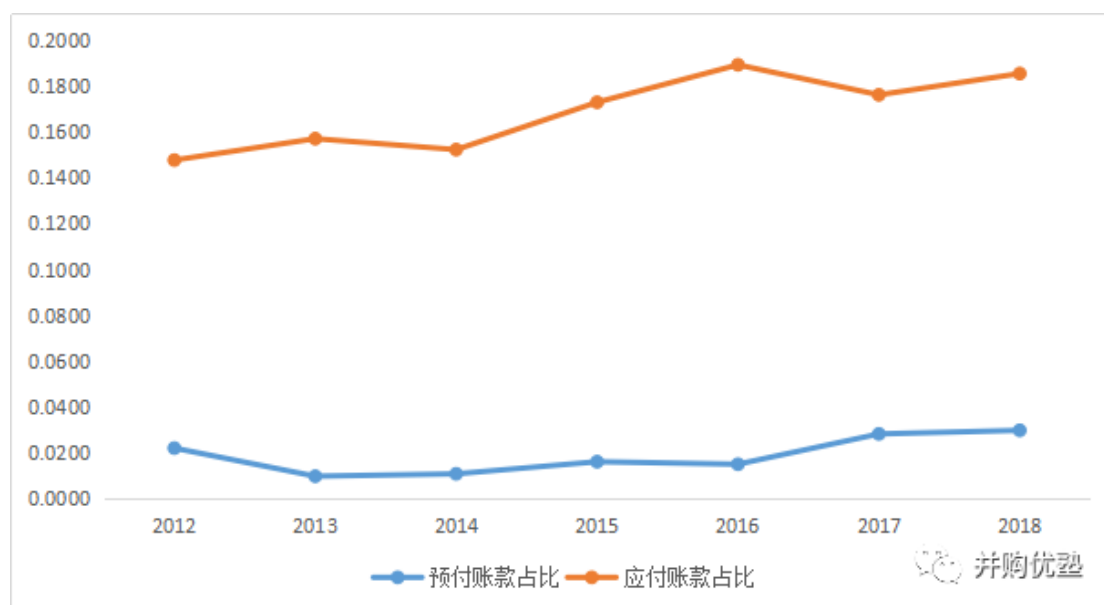
2019年三季度，预收账占比为5.01%（低于中报7.28%水平），也低于2018年三季报数据（6.30%）。考虑到资产负债表科目具有时间节点特性，不能反映一段时间的比列情况。同时2019年上半年预收账情况稍微超出历史4%到7%区间，但由于变动不大，此处我们维持原假设。

3) 预付款——从历史数据来看，本案的预付款项占成本的比重在1%到3%，应付款占成本的比例在14%到19%之间。由于它的预付款和应付款占比历史上变动不大，因此我们合理假设，未来预付账款占成本比重取近三年均值2.4%。

2019年三季度，预付款占成本的比例为3.69%，与2018年三季度预收款（3.19%）相差不大，因此，2019年全年值仍然维持原假设。

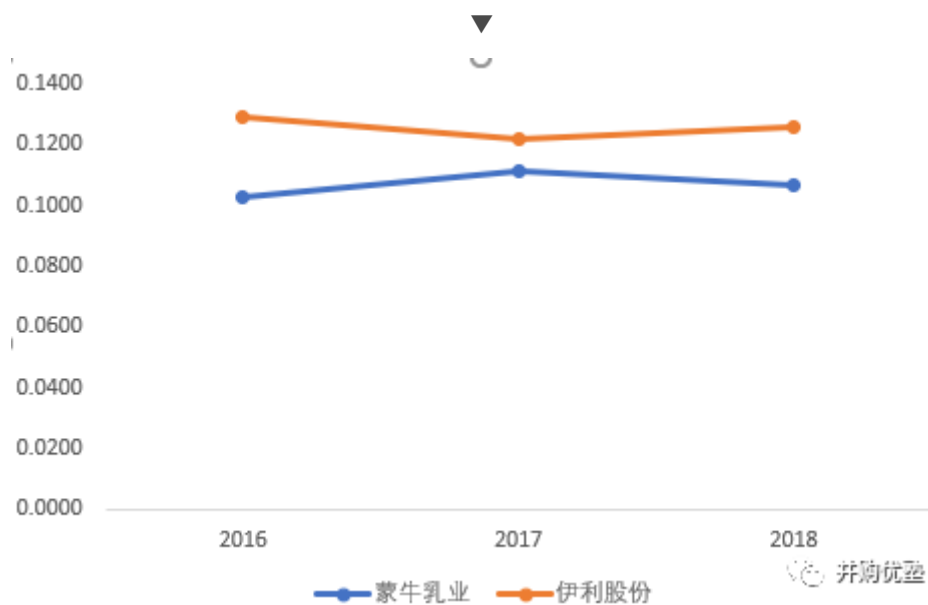
4) 应付账款——未来应付账款占比取近三年均值18.38%。2019年三季度应付账款占比为16.87%，低于2018年年报12.52%，但与2018年三季报16.24%接近。因此说明该数据具有季节性，所以此处我们保持原假设。





图：预付、应付账款占比情况（单位：%）

来源：并购优塾



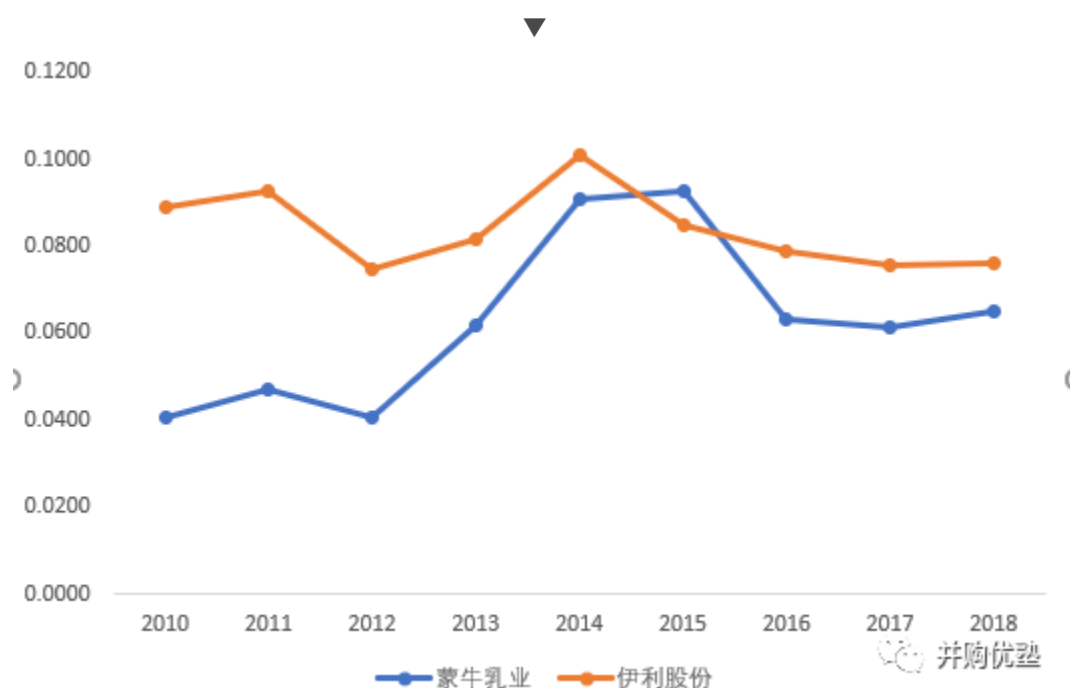
图：应付账占比情况 单位 (%)

来源：并购优塾

5) 存货——主要包括原材料 (50.61%)、库存商品 (36.57%)、包装材料 (6.23%)、半成品 (6.58%)，它的存货已原材料和库存商品为主。

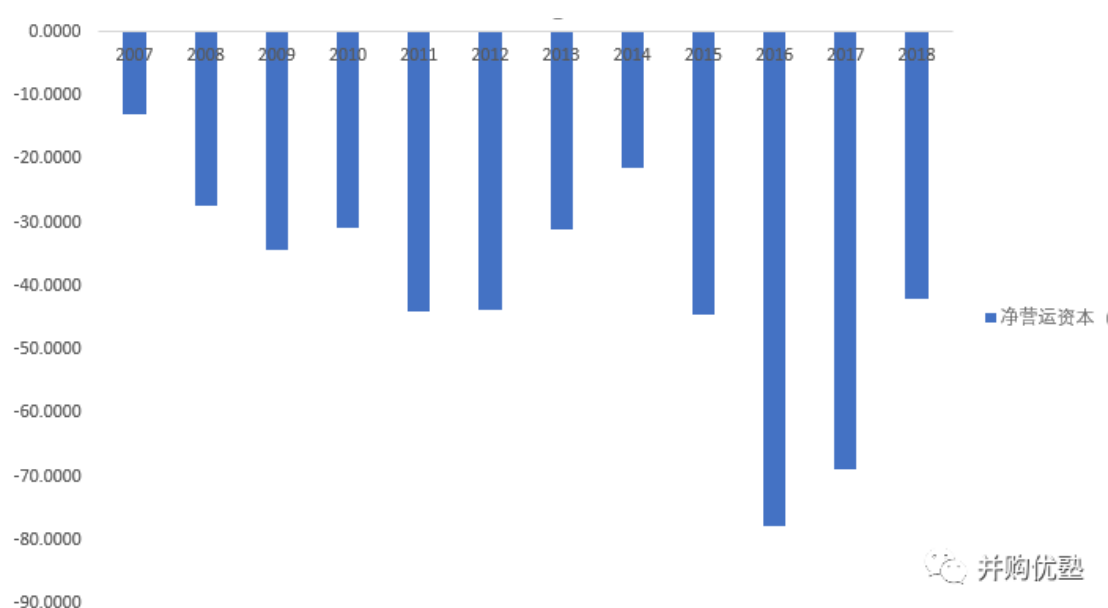
历史上本案存货占成本的比例在 10%到 14%之间波动，其中 2014 年存货占成本的比例出现峰值，是因为这一年牛奶价格达到 55 美元的峰值，而存货的计价方式为在取得时以成本法计量，在发出时以加权平均计量，这样的计量方式会使得恰逢奶价高点时，存货价值高，成本价值由于被加权会低一些，因此，存货占成本的比例就显得高。

考虑到存货占成本的比例差异历史波动范围并不广，因此，对存货方面，《并购优塾》合理假设，存货占成本的比例保持近三年均值 11.24%。与同业蒙牛相对比，近三年两者的存货占比都维持在历史水平上。2019 年三季度存货占成本比例为 8.04%，与 2018 年三季报 5.70%相差并不大，且接近我们的预测结果。因此，此处我们维持原假设。



图：存货占成本比例（单位：%）

来源：并购优塾



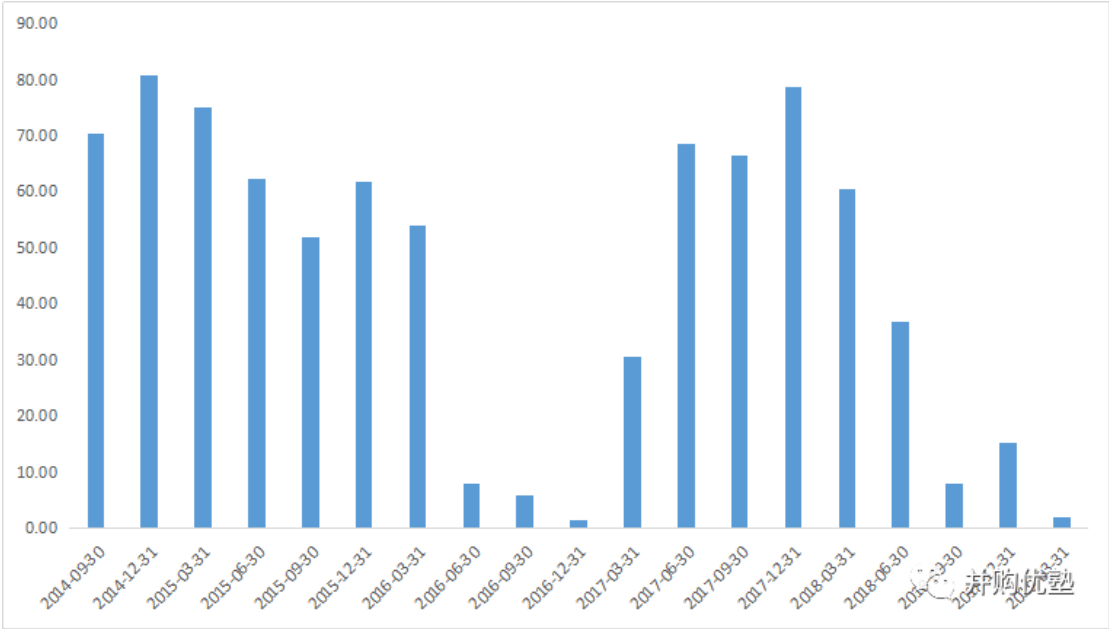
图：净营运资本（单位：亿元）

来源：并购优塾

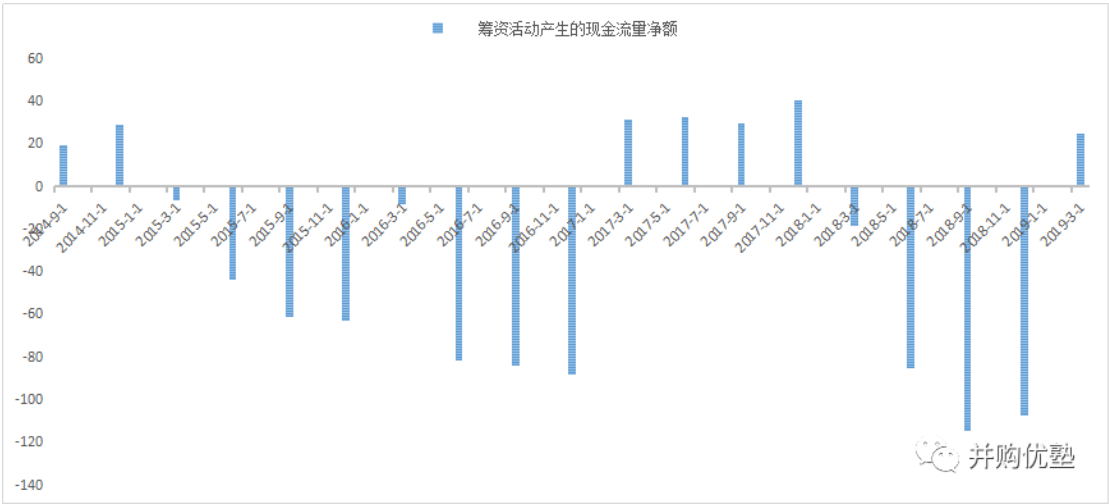
整体来看，营运资本长期为负，说明在经营中可占用上下游的资金，话语权很强。不过，此处还有一个重要因素需要考虑——为上下游发放融资款。

2018 年，其发放融资款 143.5 亿元，为 3593 家上下游融资服务。此项服务从 2014 年开始设立，累计发放融资款 282 亿元，2018 年发放的融资额，超过总发生额的一半。

因而，数据显得有些特殊。这样的上下游融资，导致其在财务报表上呈现出“没有融资缺口，但却有借款”的现象——在没有融资缺口的情况下，短期负债大幅波动，同时筹资活动现金流净额波幅也较大。（因而，此处也形成了一个调研点，如果实地调研，需要询问管理层这块的具体情况，甚至有可能的话，还需要和上下游企业调查一下情况）



图：短期借款情况 （单位：亿元）
来源：并购优塾



图：筹资活动现金流净额 （单位：亿元）
来源：并购优塾

在模型中，我们无法准确预测其未来其给经销商融资而产生的资产和负债，因此，在后续的季度报表跟踪中，我们需要重点观察其发放给上下游的融资额变动情况，以判断是否对营运资本产生重大影响，或者是否有什么重大风险。

研究到这里，估值建模的几个主要变量已经明确。在假设搞定之后，其实建模计算就是水到渠成的过程。以上所有的一切，都是为了进行财务建模的表格测算——用 Excel 对本案进行估值建模，该如何操作？

— 18 —



极为重要的事

估值建模，如何操作



在进行估值建模之前，我们先总结一下本案的基本面：

1) 未来增长——看高端产品结构调整，是否有高端爆款推出，二看行业整体规模情况，三看市占率提升情况能否逐步上升至成熟市场巨头水平。

2) 增长驱动——市占率提升、高端品类放量。

3) 护城河——销售渠道，是这门生意重要的护城河，从大经销商模式到深耕小经销商模式。此外，考虑到乳制品易变质，以及消费者对安全的注重，渠道控制更是核心。从目前国内乳企的渠道护城河来看，本案明显领先。此外，常温奶的渠道和饮料高度重叠，因而其扩张至饮料领域，也较为容易。而这，正是法国达能的扩张路线。

4) 市场格局——参照成熟市场的经验，市场的形态为单寡头格局，因此，本案所处的赛道远未成熟，还处于双寡头竞争的成长期。由于奶源分布不均衡，我国液态奶行业以

常温奶为主，这意味着，未来液态奶的结构可参考欧洲成熟市场常低温奶结构占比

65:35，与美国、日本低温奶占比高达 98%不同。这样的行业结构下，本案在常温奶领域具备绝对优势（渠道深耕+常温奶市占率龙头）。

5) 跟踪指标——季度毛销差情况。在本次研究中，在跟踪上游奶价成本时，我们发现，上游奶价的波动较难预测，但是企业的经营能够对冲奶价的波动。历史经验可以看出来，当上游奶价上升时，毛利率承压，此时会通过提价、结构升级、降低销售费用支出（即促销折扣力度减弱）来稳定其净利率。因此，后续的季度毛销差将成为重要的跟踪指标，毛销差越大，说明它转嫁成本能力强、品牌护城河高。反之，当上游成本上升时，企业若出现毛利率下降，销售费用率上升（打折促销），导致毛销差缩减，说明它销售端压力较大。

6) 在 ROIC 表现方面，在 2019 年一季度、中报及三季报剔除现金的 ROIC 分别为 88.19%、61.93%、41.6%，波动较大的原因在于三季报新增的短期负债较多。

7) 风险因素：A、董事长持股比例较低，仅 3.87%。本次股权激励完成后，持股比例提升至 4.7%，后续需关注股权激励情况；B、上下游融资的商业模式，可能会导致压货情况难以从财报层面反馈。

至此，根据以上所有的分析，我们进入本报告重要的部分——财务模型构建，财报配平，自由现金流预测、数据搭建、以及 Excel 建模表格.....

如需获取本报告全文

以及部分重点公司详细估值建模表，

请购买科创板及专业版报告库，

以长江电力、海康威视、恒瑞医药为例，

估值建模部分，样图如下：

以长江电力为例，经配平后的资产负债表预测样图：

长江电力													
资产负债表 Balance Sheet													
单位：亿元人民币（特殊说明除外）													
	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
无形资产净值	1.7	1.7	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
资产总计	2,989.0	2,994.0	2,955.0	2,803.8	2,690.9	2,617.3	2,595.3	2,672.9	2,744.7	2,817.3	2,890.6	2,964.7	3,039.6
负债和股东权益													
融资缺口	0.0	0.0	0.0	28.9	32.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
短期借款	600.1	566.9	536.3	457.6	388.9	350.0	315.0	315.0	315.0	315.0	315.0	315.0	315.0
应付款项	2.5	1.9	1.5	1.5	1.5	1.5	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
其他流动负债	18.5	26.3	28.5	29.5	29.5	29.5	30.2	30.8	30.8	30.8	30.8	30.8	30.8
流动负债合计	621.1	597.0	568.3	517.5	452.1	381.1	346.8	347.5	347.5	347.5	347.5	347.5	347.5
长期借款	806.0	740.3	617.2	524.6	445.9	401.3	361.2	361.2	361.2	361.2	361.2	361.2	361.2
应付债券	276.6	301.5	342.7	291.3	247.6	222.8	200.5	200.5	200.5	200.5	200.5	200.5	200.5
负债合计	1,703.7	1,638.8	1,528.1	1,333.4	1,145.6	1,005.2	908.5	909.2	909.2	909.2	909.2	909.2	909.2
股本及资本公积	662.5	663.2	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0
留存收益	622.7	692.0	763.9	807.5	882.4	949.1	1,023.8	1,100.8	1,172.6	1,245.1	1,318.5	1,392.6	1,467.4
股东权益合计	1,285.3	1,355.2	1,426.8	1,470.4	1,545.3	1,612.0	1,686.8	1,763.7	1,835.5	1,908.1	1,981.4	2,055.5	2,130.4
负债和股东权益总计	2,989.0	2,994.0	2,955.0	2,803.8	2,690.9	2,617.3	2,595.3	2,672.9	2,744.7	2,817.3	2,890.6	2,964.7	3,039.6
平衡吗？	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK

以海康威视为例，现金流量表预测样图：

海康威视													
现金流量表 Cash Flow Statement													
(单位为百万人民币，特殊说明除外)													
	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流													
净利润				10,480	13,972	17,999	20,706	28,841	27,100	30,356	33,419	36,080	38,142
折旧				702	1,010	1,346	1,712	2,112	2,477	2,764	2,946	3,076	3,088
摊销				94	148	207	272	343	420	503	591	681	772
利息费用				-44	-67	-60	-63	-73	-102	-159	-247	-366	-521
(投资收益)				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(非经常性或非经营性损益)				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
经营性现金流减少【期初-期末】				-2,582	-2,338	-2,720	-2,955	-2,694	-2,737	-2,656	-2,432	-2,055	-1,535
长期经营性负债增加【期末-期初】				68	77	83	90	95	96	93	85	72	54
经营活动现金流				8,720	12,802	16,855	20,163	23,624	27,254	30,901	34,381	37,485	40,000
投资活动现金流													
投资收益				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
非经常性或非经营性损益				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
购核心资产减少				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(处置资产购置)				-2,932	-3,444	-4,001	-4,604	-5,238	-5,177	-4,947	-4,535	-3,941	-3,184
(无形资产购置)				-690	-693	-805	-926	-1,054	-1,183	-1,308	-1,422	-1,519	-1,592
(新增长期待摊费用)				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
其他长期经营性资产减少【期初-期末】				-416	-515	-561	-607	-637	-648	-625	-572	-484	-363
投资活动现金流				-3,938	-4,651	-5,367	-6,137	-6,929	-7,005	-6,880	-6,529	-5,945	-5,139
筹资活动现金流													
(偿还期初融资缺口)				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(即费用)				44	67	60	63	73	102	159	247	368	521
短期借款增加				-4,104	440	478	520	546	553	536	490	415	312
长期借款增加				969	959	968	992	1,022	838	639	422	188	85
(归属上市公司股东的分红)				-5,608	-5,177	-6,902	-8,891	-10,229	-11,778	-13,387	-14,996	-16,509	-17,823
(归属上市公司股东的分红)				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
股本与资本公积增加				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
筹资活动现金流				-8,700	-3,711	-5,396	-7,317	-8,588	-10,284	-12,053	-13,836	-15,537	-17,045
净现金流				-3,919	4,440	6,093	6,710	8,108	9,965	11,968	14,015	16,003	17,816
期初货币资金				26,552	22,633	27,073	33,166	39,875	47,983	57,948	69,917	83,932	99,936
新增融资缺口【期初-期末】				22,633	27,073	33,166	39,875	47,983	57,948	69,917	83,932	99,936	117,752
现金分配													
所募资金				1,770	2,079	2,415	2,779	3,162	3,549	3,924	4,299	4,674	5,049
融资缺口【期末-期初】				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
期末货币资金				22,633	27,073	33,166	39,875	47,983	57,948	69,917	83,932	99,936	117,752

在接下来的专业版和科技版报告中，我们将沿着上述思路，解决本案的以下几个重大问题。只有这些问题思考清楚，才能彻底看懂上述这家公司，形成逻辑闭环。很多人以为仅仅依靠产业逻辑分析，就能在二级市场横行——但其实，如果不把**估值建模**、**财务风险**两大因素搞清楚，仍将可能面临巨大灾难：

- 1) 在本案财务建模过程中，我们对比了大量的可比公司，得出的数据区间大家有何不同，其中是否有值得思考的点？国内巨头和国外公司之间，是否有差异？
- 2) 综合相对估值法、绝对估值法，得出的估值区间，是否符合逻辑？其中的差异因素，又在什么地方？如果进行敏感性分析，WACC和增速对估值的影响有多大？
- 3) 本案，是产业链上极为重要的一家——在本案估值建模测算过程中，不同方法的选择之下有何差别？到底应该怎样将所有财务预测串联起来，形成估值建模逻辑的闭环？
- 4) 经过前期的暴涨暴跌之后，很多人可能心里都很慌张，夜不能寐——那么，本案的估值，到底在什么样的区间，到底是贵了，还是便宜了？

因公开的报告细节，会和并购优塾订制报告的**付费用户**有冲突，因而，并购优塾团队将应订制报告用户的要求，部分内容不再免费提供，并逐步尝试付费功能。

为好的产品支付合理的价格，是让世界变得更好的方式——大家支付的费用，将有利于我们从全球顶尖大学补充更多的投研精英，也将有利于并购优塾团队从全球范围内，采购更深的行业数据，从而能够不断精进，为大家提供更有干货的研究报告。

本案，将更新至优塾团队的“核心产品一：专业版估值报告库”中，敬请留意。

如果您对本案的【估值部分】感兴趣，以及更多其他案例，可扫描下方二维码，获取本案的**估值建模**细节，以及背后可能涉及的**财务风险**。同时，之前因诸多原因无法公开发布的报告，以及重大风险点提示，都将包含其中。

另外，对付费会员，并购优塾的历史研报，以及相关的报告评级等，诸多公众号不具备的功能（包括针对重点公司的**估值建模表格**），都将陆续开放下载。



扫码阅读核心产品一

专业版 | 估值报告库

购买后获取建模表与发票，请添加工作人员微信：ys_ds.j

— 13 —



**除了这个案例，
你还必须学习这些.....**



这个案例的研究已经告一段落，然而——市场风险变幻莫测，唯有稳健的人才能夜夜安枕。

价值洼地、安全边际，这八个字，可以说是价值投资研究体系的真正核心所在，也是巴菲特、查理·芒格、塞斯·卡拉曼、彼得·林奇、约翰·聂夫、乔尔·格林布拉特等诸多大师的思想精华。

无论你在一级市场，还是二级市场，只有同时掌握财务分析、产业分析、护城河分析、估值分析、投资组合分析技能，才能在市场上安身立命。其中，尤其是**估值分析技能**，更是整个价值投资研究体系的精髓所在。

然而，由于估值不仅仅是数据测算，还需要建立在对市场的理解、对产业的分析，以及严谨庞杂的数据计算，这个领域专业门槛极高，往往让人望而生畏，因而，也是限制资本市场从业人士职业发展、投研体系突破的极大瓶颈。

而这，正是并购优塾团队未来终生都将为之努力的方向——和我们一起，每天打卡，用10年时间，研究10000家公司。

炮制虽繁，必不敢省人工；品味虽贵，必不敢减物力。优中选优，一直是并购优塾坚持的方向。我们将**近5年来**关于研究体系的思考历程，**近3年来**的数百家公司研究案例，以及精选的**数百篇**优质估值报告，全部浓缩在这份研报库里，一方面，这是并购优塾团队研究体系的全部记录，另一方面，也希望能促进你的思考，少走弯路。

我们是一群研究控，专注于深度的公司研究。这份研报库，浓缩了我们的研究精华，是并购优塾用户人手一套的研究指南。希望你：每日精进，必有收获。

【免责声明】 1) 关于版权：版权所有，违者必究，未经许可，不得以任何形式进行翻版、拷贝、复制。2) 关于内容：我们只负责财务分析、产业研究，内容观点仅供参考，不支持任何形式的决策依据，也不支撑任何形式的投资建议。本文是基于公众公司属性，根据其法定义务内向公众公开披露的财报、审计、公告等信息整理，不为未来的变化做背书，未来发生的任何变化均与本文无关。我们力求信息准确，但不保证其完整性、准确性、及时性。市场有风险，研究需谨慎。3) 关于主题：财务建模报告工作量巨大，仅覆盖部分重点行业及案例，不保证您需要的所有案例都覆盖，请谅解。4) 关于平台：优塾团队所有内容以微信平台为唯一出口，不为任何其他平台内容负责，对仿冒、侵权平台，我们保留法律追诉权力。