

伊利股份 (600887.SH) 乳业行业

评级: 买入 维持评级

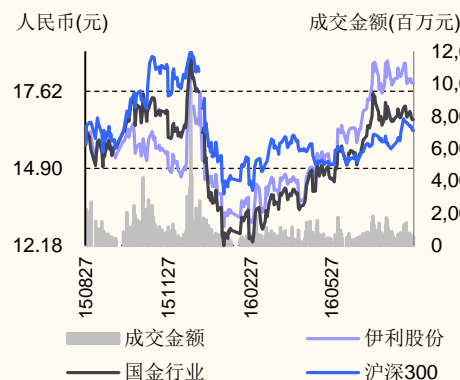
公司点评

市场价格 (人民币): 17.91 元
目标价格 (人民币): 22.00-22.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	6,033.37
总市值(百万元)	108,620.57
年内股价最高最低(元)	18.69/12.84
沪深 300 指数	3307.09
上证指数	3070.31



相关报告

- 《业绩略超预期, 市场份额持续提升-伊利股份公司点评》, 2016.3.31
- 《费用端承压, 期待明年效率改善-伊利股份业绩点评》, 2015.11.2
- 《市占率持续上升, 增速行业领先-伊利股份业绩点评》, 2015.8.31

申晟

联系人
(8621)60230204
shensheng@gjzq.com.cn

于杰

分析师 SAC 执业编号: S1130516070001
yujie@gjzq.com.cn

收入端略有压力, 市占率继续领先

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	1.197	0.761	0.976	1.019	1.129
每股净资产(元)	6.08	3.30	1.64	1.65	1.71
每股经营性现金流(元)	0.80	1.57	0.55	0.65	0.72
市盈率(倍)	23.92	21.60	18.34	17.58	15.87
行业优化市盈率(倍)	55.70	67.34	61.30	61.30	61.30
净利润增长率(%)	15.06%	25.78%	28.39%	4.32%	10.79%
净资产收益率(%)	19.68%	23.08%	29.85%	30.96%	33.01%
总股本(百万股)	3,064.37	6,064.80	6,064.80	6,064.80	6,064.80

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 伊利股份 16H1 录得营业收入 299 亿元, 同比+0.23%, 录得归母净利 32.1 亿元, 同比+20.63%, 扣非后净利 25.5 亿元, 同比+2.92%, 非经常性损益主要来自于政府补助, 和处置辉山乳业以及优然牧业所带来的投资收益。Q2 单季收入同比-2.1%, 净利同比+31.2%, 若剔除投资收益, 经营性利润同比亦下滑, 业绩略逊于预期。

经营分析

- **明星产品增速显著, 市占率继续领先:** 16H1 伊利共销售液体乳 235 亿元, 同比+4.8%, 绝对值+10.7 亿元。公司常温奶/婴幼儿奶粉市占率报告期内达 30.9%/4.9%, 位居市场第一/国内品牌第一。同期, 蒙牛液态奶收入录得 237 亿元, 同比+8.3%, 绝对值+18 亿元, 常温奶市场份额达 28.4%, 主要原因我们认为主要是蒙牛去年同期低基数以及今年营销改革初现成效。伊利明星产品安慕希零售额同比+131.4%, 金典同比+10.4%, 畅轻同比+21.7%, 增速较高且好于竞争对手。
- **基础白奶和奶粉增速下滑, 预计全年收入端压力较大:** 估计安慕希 16H1 销售额约为 40 亿元, 比去年同期增加约 23 亿元, 金典估计销售额 30 亿, 比去年同期增加约 3 亿, 而伊利液态乳销售额同比增加 10.7 亿元, 我们认为主要受制于基础白奶以及乳饮料销售额的下降。而伊利的奶粉业务由于整体行业清理库存的影响, 奶粉及奶制品同比-24%。下半年预计高基数的原因, 收入增速与上半年相似, 叠加下半年畜牧业资产剥离, 不再贡献收入, 全年收入端压力较大。
- **H2 预计成本端收益有限, 销售费用还需观察:** 16H1 毛利率同比+4.18ppt, Q2 毛利环比-5.6ppt, 由于 H2 国内奶价继续下降的空间有限以及 15H1 的高基数, 我们认为 H2 成本端的红利体现不及 H2。销售费用率 Q2 环比下降 3.8ppt, 由于基数原因, 我们认为 H2 的销售费用率同比下降是大概率事件, 但由于需求端改善并不明显, 蒙牛营销投入加大, 环比销售费用率能否持续压缩还待观察。

投资建议

- 我们预计 2016-2017 年伊利股份收入为 615 亿/654 亿元, 净利润为 59 亿元/62 亿元, 分别对应 EPS 0.976 元/1.019 元, 维持“买入”评级。

伊利、蒙牛比较

业绩比较：蒙牛 16H1 录得收入 272.6 亿元，同比+6.6%，归母净利录得 10.77 亿元，同比-19.5%，主要是由于 (1) 雅士利 16H1 收入同比-21.7%至 11.5 亿元，归母净利同比-86.2%至 1,510 万元（去年同期为 1.09 亿元）；(2) 蒙牛占比 25%的现代牧业同期录得亏损，致使蒙牛应占联营公司录得亏损 1.54 亿元，而去年同期约为盈利 1.43 亿元。剔除雅士利、现代牧业的影响，收入同比+7%，归母净利同比+7.2%。

伊利股份 16H1 录得营业收入 299 亿元，同比+0.23%，录得归母净利 32.1 亿元，同比+20.63%，扣非后净利 25.5 亿元，同比+2.92%，非经常性损益主要来自于政府补助，和处置辉山乳业以及优然牧业所带来的投资收益。Q2 单季收入同比-2.1%，净利同比+31.2%，若剔除投资收益，经营性利润同比亦下滑。

图表 1：伊利、蒙牛收入比较（亿元）



来源：国金证券研究所

图表 2：伊利、蒙牛利润比较（亿元）

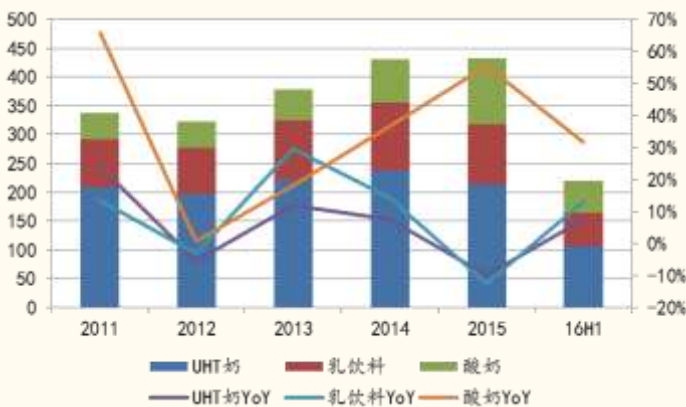


来源：国金证券研究所

分产品比较：蒙牛液态奶中 UHT 奶收入比重同比-0.4ppt，收入同比+7.5%，主要得益于去年的低基数，以及高端白奶和基础白奶的同比增速，而儿童奶同比下滑，乳饮料收入同比-13.1%，录得 56.6 亿元，主要是优益 C 的下滑 14%左右，主要是整个行业的原因，酸奶收入同比+31.6%，录得 55.7 亿元，主要来源于常温酸奶纯甄增速，预计上半年销售额约为 20 亿左右。

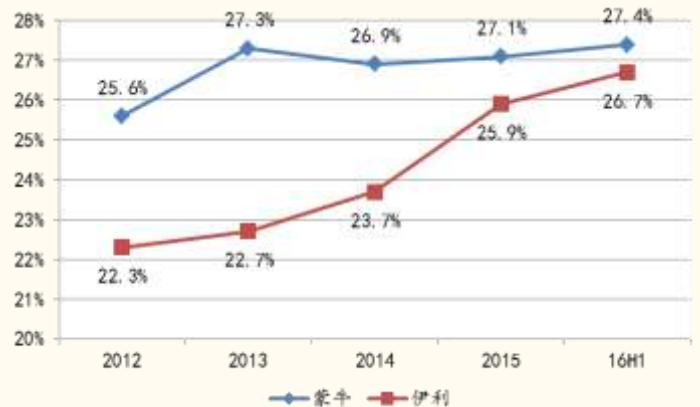
同期伊利共销售液体乳 235 亿元，同比+4.8%，绝对值+10.7 亿元。其中明星产品安慕希零售额同比+131.4%，金典同比+10.4%，畅轻同比+21.7%。我们估计安慕希 16H1 销售额约为 40 亿元，比去年同期增加约 23 亿元，金典估计销售额 30 亿，比去年同期增加约 3 亿，而伊利液态乳销售额同比增加 10.7 亿元，我们认为主要受制于基础白奶以及乳饮料销售额的下降。而伊利的奶粉业务由于整体行业清理库存的影响，奶粉及奶制品同比-24%。

图表 3：蒙牛产品细分增速（亿元）



来源：国金证券研究所

图表 4：液态奶市场份额



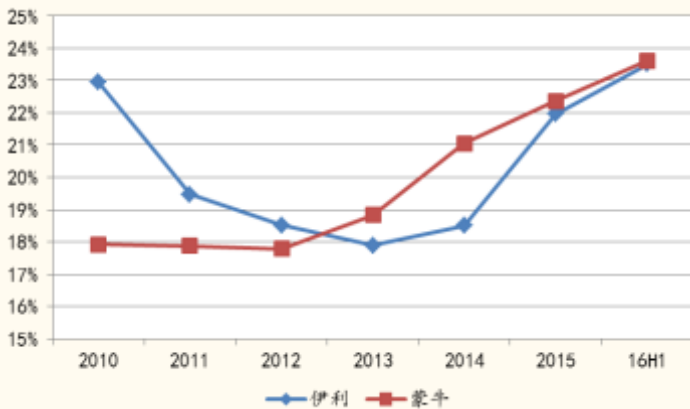
来源：国金证券研究所

市场份额：相比年初，液态奶方面，蒙牛市场份额+0.3ppt 至 27.4%，而伊利 +0.8ppt 至 26.7%；常温方面，伊利市场份额+0.6ppt 至 31.4%，而蒙牛市场份额+0.9ppt 至 28.4%；低温方面，蒙牛市场份额-0.1ppt 至 28.6%，而伊利的市场份额+1.2ppt 至 16.7%。

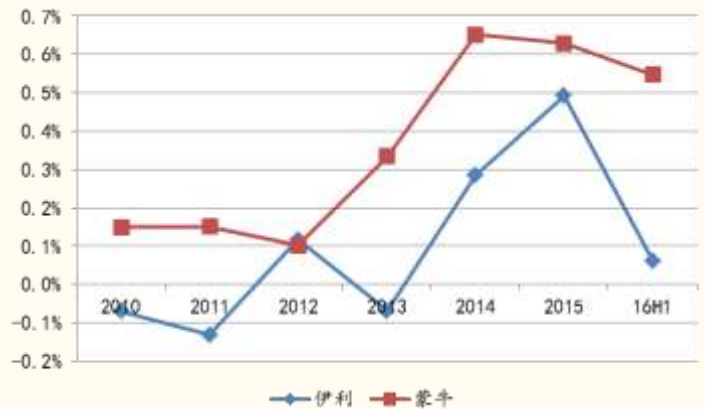
销售费用：由于蒙牛年初制定营销改革、加大投入的方案，销售费用绝对值同比+8.8 亿元，销售费用率同比上升近 2ppt，至 23.7%。而伊利的营销费用绝对值同比+10.6 亿元，销售费用率同比上升 3.5ppt，至 23.6%。

值得一提的是，由于长期借款余额以及借款利率较去年下降导致利息支出减少，以及上期新西兰元兑美元汇率下降导致的损失较大，伊利本期财务费用下滑较为明显，同比下降 1.95 亿元。

图表 5：伊利、蒙牛销售费用率比较



图表 6：伊利、蒙牛财务费用比较

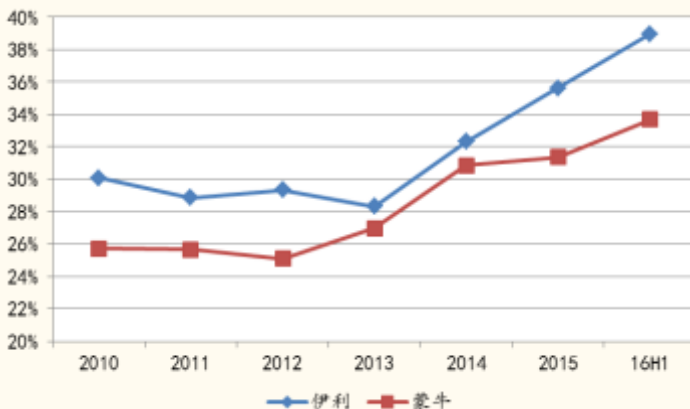


来源：国金证券研究所

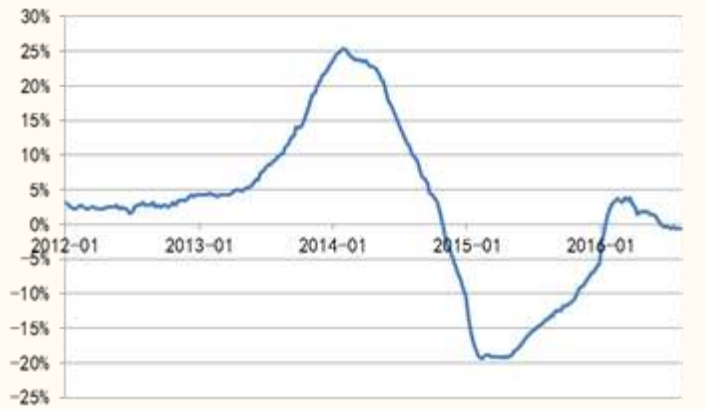
来源：国金证券研究所

成本红利效应收益有限，销售费用还需观察：伊利 16H1 毛利率同比+4.18ppt，Q2 毛利环比-5.6ppt，由于 H2 国内奶价继续下降的空间有限以及 15H1 的高基数，我们认为 H2 成本端的红利体现不及 H2。伊利销售费用率 Q2 环比下降 3.8ppt，由于基数原因，我们认为 H2 的销售费用率同比下降是大概率事件，但由于需求端改善并不明显，蒙牛营销投入加大，环比销售费用率能否持续压缩还待观察。

图表 7：伊利、蒙牛毛利比较



图表 8：生鲜乳价格 YoY



来源：国金证券研究所

来源：国金证券研究所

图表 9: 财务预测

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	47,779	53,959	60,341	61,471	65,421	69,884	货币资金	8,173	14,273	13,084	16,453	18,702	22,254
增长率		12.9%	11.8%	1.9%	6.4%	6.8%	应收款项	646	719	769	797	848	906
主营业务成本	-34,083	-36,400	-38,376	-37,854	-40,426	-42,946	存货	3,683	5,008	4,663	4,312	4,605	4,892
% 销售收入	71.3%	67.5%	63.6%	61.6%	61.8%	61.5%	其他流动资产	3,965	1,002	1,270	1,498	1,550	1,600
毛利	13,696	17,559	21,965	23,617	24,995	26,938	流动资产	16,467	21,001	19,786	23,060	25,705	29,653
% 销售收入	28.7%	32.5%	36.4%	38.4%	38.2%	38.5%	% 总资产	50.1%	53.2%	49.9%	53.5%	57.7%	62.7%
营业税金及附加	-234	-185	-251	-258	-275	-294	长期投资	906	848	1,110	2,310	2,360	2,410
% 销售收入	0.5%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	13,175	15,372	16,640	15,438	14,178	12,862
营业费用	-8,546	-10,075	-13,258	-13,831	-14,524	-15,375	% 总资产	40.1%	38.9%	42.0%	35.8%	31.8%	27.2%
% 销售收入	17.9%	18.7%	22.0%	22.5%	22.2%	22.0%	无形资产	1,012	1,127	1,183	1,249	1,309	1,365
管理费用	-2,392	-3,163	-3,456	-3,442	-3,664	-3,914	非流动资产	16,410	18,493	19,845	20,005	18,856	17,645
% 销售收入	5.0%	5.9%	5.7%	5.6%	5.6%	5.6%	% 总资产	49.9%	46.8%	50.1%	46.5%	42.3%	37.3%
息税前利润 (EBIT)	2,524	4,136	4,999	6,085	6,533	7,356	资产总计	32,877	39,494	39,631	43,066	44,561	47,298
% 销售收入	5.3%	7.7%	8.3%	9.9%	10.0%	10.5%	短期借款	4,086	8,072	6,190	3,990	4,490	5,490
财务费用	33	-155	-297	-12	-25	-58	应付款项	9,651	8,724	9,825	9,593	10,163	10,810
% 销售收入	-0.1%	0.3%	0.5%	0.0%	0.0%	0.1%	其他流动负债	1,780	1,960	2,187	8,057	8,229	8,400
资产减值损失	-30	-176	-14	-44	-3	-3	流动负债	15,517	18,757	18,202	21,640	22,882	24,700
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	704	0	100	200	300
投资收益	131	108	186	330	180	180	其他长期负债	1,047	1,212	1,283	1,283	1,283	1,283
% 税前利润	4.3%	2.5%	3.4%	4.7%	2.4%	2.2%	负债	16,565	20,673	19,485	23,023	24,365	26,283
营业利润	2,659	3,913	4,875	6,360	6,686	7,475	普通股股东权益	16,125	18,634	19,984	19,842	19,955	20,734
营业利润率	5.6%	7.3%	8.1%	10.3%	10.2%	10.7%	少数股东权益	188	188	162	200	241	280
营业外收支	401	396	629	720	700	700	负债股东权益合计	32,877	39,494	39,631	43,066	44,561	47,298
税前利润	3,060	4,309	5,504	7,080	7,386	8,175							
利润率	6.4%	8.0%	9.1%	11.5%	11.3%	11.7%	比率分析						
所得税	141	-619	-869	-1,119	-1,167	-1,292		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税率	-4.6%	14.4%	15.8%	15.8%	15.8%	15.8%	每股指标						
净利润	3,201	3,689	4,635	5,961	6,219	6,883	每股收益	1.560	1.197	0.761	0.976	1.019	1.129
少数股东损益	14	22	23	39	41	39	每股净资产	7.893	6.081	3.295	1.636	1.645	1.709
归属于母公司的净利润	3,187	3,667	4,613	5,922	6,178	6,844	每股经营现金净流	2.680	0.795	1.572	0.551	0.648	0.718
净利率	6.7%	6.8%	7.6%	9.6%	9.4%	9.8%	每股股利	0.800	0.800	0.450	0.500	0.500	0.500
							回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	19.77%	19.68%	23.08%	29.85%	30.96%	33.01%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	总资产收益率	9.69%	9.29%	11.64%	13.75%	13.86%	14.47%
净利润	3,201	4,167	4,654	5,961	6,219	6,883	投入资本收益率	12.94%	12.83%	15.99%	21.23%	22.10%	23.11%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	1,172	1,655	1,794	1,882	1,902	1,964	主营业务收入增长率	13.78%	12.94%	11.83%	1.87%	6.43%	6.82%
非经营收益	-438	329	466	-828	-604	-556	EBIT增长率	53.09%	63.85%	20.87%	21.72%	7.36%	12.60%
营运资金变动	1,539	-3,714	2,621	-335	343	420	净利润增长率	85.61%	15.06%	25.78%	28.39%	4.32%	10.79%
经营活动现金净流	5,475	2,436	9,536	6,680	7,859	8,712	总资产增长率	65.92%	20.13%	0.35%	8.67%	3.47%	6.14%
资本开支	-3,182	-3,932	-3,626	-98	0	0	资产管理能力						
投资	-312	-78	75	-1,200	-50	-50	应收账款周转天数	2.4	2.9	3.3	3.7	3.7	3.7
其他	-2,766	3,011	64	330	180	180	存货周转天数	35.8	43.6	46.0	42.0	42.0	42.0
投资活动现金净流	-6,260	-999	-3,487	-968	130	130	应付账款周转天数	51.2	52.5	54.0	55.0	55.0	55.0
股权筹资	6,118	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	89.2	97.5	95.9	86.4	73.6	61.5
债权筹资	1,496	4,690	-2,586	-2,100	600	1,100	偿债能力						
其他	-379	-1,807	-3,708	-243	-6,340	-6,389	净负债/股东权益	-25.05%	-29.20%	-34.22%	-61.68%	-69.38%	-78.35%
筹资活动现金净流	7,236	2,882	-6,293	-2,343	-5,740	-5,289	EBIT利息保障倍数	-76.3	26.7	16.8	507.1	264.5	126.1
现金净流量	6,451	4,320	-244	3,369	2,249	3,552	资产负债率	50.38%	52.34%	49.17%	53.46%	54.68%	55.57%

来源: 国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2015-07-01	买入	17.62	24.00~27.00
2	2015-08-31	买入	15.93	22.00~25.00
3	2015-11-02	买入	15.93	22.00~25.00
4	2016-03-31	买入	14.30	20.00~22.00

来源：国金证券研究所

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

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

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD