

伊利股份 (600887.SH)

利润快速增长，未来费用有较大下降空间

● 2016年净利润同比增长22%，源于毛利率提升、投资收益及补贴增长

公司2016年实现收入606.09亿元，同比增长0.41%；净利润56.62亿元，同比增长22.24%；每10股派现金红利6元。分产品来看，液体乳收入495.22亿元，同比增长5.03%；冷饮收入41.94亿元，同比增长2.35%；奶粉及奶制品收入54.56亿元，同比下降15.38%。单季度来看，公司第四季度收入144.38亿元，同比下降0.29%；净利润12.72亿元，同比增长27.89%。

公司利润高增长主要源于毛利率提升、政府补贴和投资收益大幅增长。

(1) 2016年公司毛利率37.94%，较上年增加2.05个百分点，主要因为金典、安慕希、畅轻、金领冠、巧乐兹、甄稀等高毛利产品收入占比达到49%，较上年提升3.20个百分点。其中，液体乳、冷饮、奶粉及奶制品毛利率分别为35.96%、43.05%、56.17%，较上年分别增加1.88、6.73、0.20个百分点。(2) 由于公司2016年处置辉山乳业和优然牧业股权，导致投资收益增长114.26%至3.99亿元。公司收到政府补助10.56亿元，同比增长61.13%。(3) 2016年期间费用率29.17%，较上年增加0.75个百分点，其中销售费用率增加1.32个百分点。2016年净利率9.40%，较上年增加1.62个百分点。

2016年公司销售商品、提供劳务收到现金676.15亿元，同比下降1.90%；经营活动产生的净现金流128.17亿元，同比增长34.40%，主要是因为应付账款、预收款项和应付职工薪酬分别较年初增加了6.74、15.56、6.23亿元。

● 2017年公司产品结构继续提升，费用率有望下降

(1) 公司2017年产品结构继续提升。一方面安慕希、金典、畅轻等高毛利产品仍将快速增长，另一方面受益于奶粉注册制实施，伊利高毛利奶粉业务有望实现正增长。(2) 行业竞争趋缓，伊利费用将下降，业绩逐步向好。2014-2016年行业供大于求，竞争激烈，伊利2016年销售费用率23.29%，较2013年提升5.40个百分点，同期蒙牛、三元、燕塘等销售费用率均提升3-4个点以上，未来行业供需改善，费用率有望下降，盈利能力提升。

● **盈利预测及投资建议:** 预计公司2017-2019年EPS分别为1.04/1.18/1.33元，维持买入评级。

● **风险提示:** 食品安全事故，成本大幅提升，销售不达预期

盈利预测:

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	60,359.87	60,609.22	66,833.79	72,454.51	77,113.34
增长率(%)	10.88%	0.41%	10.27%	8.41%	6.43%
EBITDA(百万元)	6,799.60	6,802.51	7,600.51	8,473.21	9,387.79
净利润(百万元)	4,631.79	5,661.81	6,341.74	7,200.58	8,103.39
增长率(%)	11.76%	22.24%	12.01%	13.54%	12.54%
EPS(元/股)	0.76	0.93	1.04	1.18	1.33
市盈率(P/E)	21.51	18.85	17.82	15.69	13.94

公司评级

买入

当前价格

18.71元

前次评级

买入

报告日期

2017-03-31

相对市场表现



分析师: 王永锋 S0260515030002

01059136605

wangyongfeng@gf.com.cn

分析师: 卢文琳 S0260515030004

010-59136660

luwenlin@gf.com.cn

相关研究:

伊利股份三季报点评: 第三季 2016-11-03

度基本面好转, 未来有望成为健康食品龙头

伊利股份点评报告: 定增收圣 2016-10-24

牧, 有机奶有望成为新增长动力

伊利股份中报点评: 明星产品 2016-08-29

持续放量, 未来费用有较大下降空间

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	19786	20193	28710	38600	49164
货币资金	13084	13824	22264	31642	41789
应收及预付	1384	1284	1451	1570	1667
存货	4663	4326	4995	5389	5708
其他流动资产	656	759	0	0	0
非流动资产	19845	19070	16270	14825	13380
长期股权投资	122	1631	1631	1631	1631
固定资产	15864	13189	11692	10247	8802
在建工程	776	1344	1344	1344	1344
无形资产	1183	1111	991	991	991
其他长期资产	1899	1794	612	612	612
资产总计	39631	39262	44981	53426	62544
流动负债	18202	14907	15394	16629	17634
短期借款	6190	150	0	0	0
应付及预收	11925	14693	15394	16629	17634
其他流动负债	87	65	0	0	0
非流动负债	1283	1119	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1283	1119	0	0	0
负债合计	19485	16026	15395	16630	17634
股本	6065	6065	6079	6079	6079
资本公积	2477	2476	2476	2476	2476
留存收益	11246	14179	20506	27717	35810
归属母公司股东权	19984	23082	29424	36624	44727
少数股东权益	162	154	162	172	182
负债和股东权益	39631	39262	44981	53426	62544

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	60360	60609	66834	72455	77113
营业成本	38376	37427	41437	44704	47348
营业税金及附加	251	420	461	507	540
销售费用	13258	14114	15038	16157	16965
管理费用	3456	3457	3743	4057	4318
财务费用	297	24	-268	-404	-551
资产减值损失	14	46	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	186	399	300	300	300
营业利润	4894	5520	6723	7732	8793
营业外收入	712	1179	800	800	800
营业外支出	83	67	70	70	70
利润总额	5524	6632	7453	8462	9523
所得税	869	963	1103	1252	1409
净利润	4654	5669	6350	7210	8114
少数股东损益	23	7	8	9	11
归属母公司净利润	4632	5662	6342	7201	8103
EBITDA	6800	6803	7601	8473	9388
EPS (元)	0.76	0.93	1.05	1.19	1.34

现金流量表

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	9536	12817	7896	8347	9117
净利润	4654	5669	6350	7210	8114
折旧摊销	1781	1612	1445	1445	1445
营运资金变动	2621	5897	610	722	588
其它	480	-360	-508	-1030	-1030
投资活动现金流	-3487	-3243	1866	1030	1030
资本支出	-3626	-3396	1566	730	730
投资变动	139	293	300	300	300
其他	0	-140	0	0	0
筹资活动现金流	-6293	-8579	-1322	0	0
银行借款	10821	550	-150	0	0
债券融资	-13406	-6588	-1119	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-3708	-2541	-53	0	0
现金净增加额	-244	995	8440	9377	10147
期初现金余额	14273	13084	13824	22264	31642
期末现金余额	14029	14078	22264	31642	41789

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	10.9	0.4	10.3	8.4	6.4
营业利润增长	11.5	12.8	21.8	15.0	13.7
归属母公司净利润增长	11.8	22.2	12.0	13.5	12.5
获利能力(%)					
毛利率	36.4	38.2	38.0	38.3	38.6
净利率	7.7	9.4	9.5	10.0	10.5
ROE	23.2	24.5	21.6	19.7	18.1
偿债能力					
资产负债率(%)	49.2	40.8	34.2	31.1	28.2
净负债比率	-0.3	-0.6	-0.8	-0.9	-0.9
流动比率	1.09	1.35	1.86	2.32	2.79
速动比率	0.80	1.03	1.50	1.96	2.42
营运能力					
总资产周转率	1.53	1.54	1.59	1.47	1.33
应收账款周转率	111.24	105.93	107.35	107.35	107.35
存货周转率	7.94	8.33	8.30	8.30	8.30
每股指标(元)					
每股收益	0.76	0.93	1.04	1.18	1.33
每股经营现金流	1.57	2.11	1.30	1.38	1.50
每股净资产	3.30	3.81	4.85	6.04	7.37
估值比率					
P/E	21.5	18.9	17.8	15.7	13.9
P/B	5.0	4.6	3.8	3.1	2.5
EV/EBITDA	13.6	13.7	11.9	9.6	7.6

广发食品饮料研究小组

- 王永锋: 分析师, 经济学硕士, 9年证券行业工作经验。2016年食品饮料最佳分析师新财富第3名。
- 卢文琳: 分析师, 经济学硕士, 5年证券行业工作经验。2016年食品饮料最佳分析师新财富第3名团队成员。
- 王文丹: 分析师, 经济学硕士, 3年证券行业工作经验。2016年食品饮料最佳分析师新财富第3名团队成员。
- 张志遂: 联系人, 经济学硕士, 2016年加入广发证券发展研究中心。2016年食品饮料最佳分析师新财富第3名团队成员。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入: 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘10%以上。
- 持有: 预期未来12个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出: 预期未来12个月内, 股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入: 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持: 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有: 预期未来12个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出: 预期未来12个月内, 股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户, 不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用, 否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。