

强烈推荐-A (维持)

伊利股份 600887.SH

目标估值: 23 元
 当前股价: 18.91 元
 2017 年 04 月 04 日

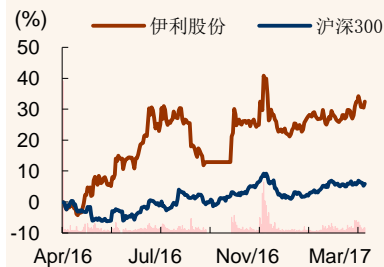
需求改善, 新品发力, 迈向“五强千亿”

基础数据

上证综指	3223
总股本 (万股)	607900
已上市流通股 (万股)	603337
总市值 (亿元)	1150
流通市值 (亿元)	1141
每股净资产 (MRQ)	3.8
ROE (TTM)	24.5
资产负债率	40.8%
主要股东	呼和浩特投资有限责
主要股东持股比例	9.9%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	4	17	36
相对表现	4	11	29



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《伊利股份 (600887) — 经营性利润如期回升, 年度买点再现》2016-10-31
- 2、《伊利股份 (600887) — 抢占奶业制高点, 现价值得买入》2016-10-24
- 3、《伊利股份 (600887) — 竞争压力见顶, 收入增速见底》2016-08-29

董广阳

021-68407471
 donggy1@cmschina.com.cn
 S1090512070001

杨勇胜

021-68407562
 yangys5@cmschina.com.cn
 S1090514060001

研究助理

李晓峰
 021-68407571
 lixiaozheng@cmschina.com.cn

公司披露年报, 16 年下半年收入有所改善, 但年底成本及竞争压力明显, 反映出终端需求有所改善, 但竞争依然激烈的现状。展望 17 年, 公司各项产品市占率有望持续提升, 产品结构调整及新品发力, 有望带动公司实现 8% 的收入增速目标, 竞争优势进一步显现。目前股价仅对应 19 倍估值, 在资金追求业绩确定性 & 白酒快涨背景下, 伊利估值可看更高。暂不考虑圣牧并表, 略调整 17-18 年 EPS0.98、1.07 元, 给予 18 年 21 倍估值, 目标价 23 元, 继续强烈推荐。

- **16 年收入符合预期, 业绩超出预期。**公司 16 年营业收入 603.1 亿元、营业利润 55.2 亿元、净利润 56.6 亿元, 同比分别增 0.75%、12.79%、22.24%, 剔除处置优然牧业因素, 同口径调整后收入增长 2.80%, 符合市场预期。受益奶价低成本, 全年毛利率 37.94%、净利率 9.40%, 达历史最高水平, 公司在渠道掌控力上优势尽显, 盈利能力明显高于行业对手。公司拟每 10 股派发现金红利 6 元 (含税), 分红率达 64.4%, 股息率 3.2%。
- **市占率稳步提升, 16 年下半年需求边际改善。**公司 16 年整体市场占有率达 20%, 提升 1.1pct, 继续位列第一, 分产品结构看, 液体乳产品 16 年增长 5.03%, 常温液态奶市占率 31.6%, 上升 1.8%, 低温液态乳市占率 16.2%, 上升 0.6%; 冷饮业务增长 2.35%, 蝉联市场第一, 奶粉业务下滑 15.38%, 下半年降幅收窄, 主要系公司主动调整渠道库存所致, 当前库存较为健康, 但 16 年市场份额仍提升 0.2%, 达 5.0%, 受益奶粉新政、二胎放开等因素利好, 17 年奶粉业务低基数下有望恢复两位数增长。分半年度来看, 16 年下半年液态乳增速 5.3% (上半年 4.8%), 冷饮 14.0% (上半年 -2.0%), 奶粉 -6.1% (上半年 -24.0%), 下半年各品类增速均有所回升, 反映终端需求逐步改善。
- **16Q4 受成本上涨及激烈竞争, 毛利率下降明显。**16Q4 主营收入 144.2 亿元, 下滑 0.29%, 产品结构调整带动液奶增长, 但部分被促销竞争抵消, 同时原奶、包装及运费等成本上涨压力明显, 毛利率 35.32%, 环比同比均大幅下降。销售费用率 23.2% 仍居高不下, 终端竞争压力仍然较大。但得益于管理费用控制及政府补贴, 净利润 12.6 亿元, 增长 27.89%, 净利率仍上升至 8.78%。
- **17 年看点: 核心单品抢眼, 新品蓄势发力。**据上述分析, 17 年初行业需求料有小幅改善, 但企业仍然面临成本上涨及激烈竞争的压力, 部分地方性企业已在亏损, 但仍不敢轻易减缓促销, 大企业更多依靠产品结构调整及效率改善, 带动收入及业绩增长。公司 16 年重点单品安慕希 75 亿, 增长 110%, 畅轻和金典也保持两位数增长, 加上金领冠、巧乐兹和甄稀等, 公司产品占比 49%, 同比提升 3.2pct, 16 年新品销售收入占比 22.7%, 同比增加约 7pct, 成为驱动公司增长的源动力。展望 17 年, 公司坚持传统核心单品持续发力, 并相继推出 Life Up、Milk Talk、Joy Day、营养棒和奶酪等新品, 近期表示在蓄势发力豆奶等植物蛋白饮料, 17 年公司在产品结构上可谓亮点十足。
- **需求小幅改善, 新品陆续推进, 重视估值提升逻辑, 目标价 23 元, 继续强烈推荐。**公司 16 年下半年增速回升, 但毛利率及费用率仍在承压, 17 年依赖产品结构及新品推广, 有望实现 8% 的收入增速目标, 虽业绩增速较慢, 但市场份额逐步提升, 竞争优势更加明显, 目前估值不足 20 倍, 在资金追求确定品种及白酒快涨背景下, 伊利估值可看更高。暂不考虑圣牧并表, 调整 17-18 年 EPS0.98、1.07 元, 给予 18 年 21 倍估值, 目标价 23 元, 继续维持“强烈推荐-A”评级。
- **风险因素: 成本上涨超预期、行业激烈竞争格局延续**

- 17 年收入目标增长 8%，兼顾业绩增长，为整体更稳健良性发展。公司去年是收入平稳、利润增长明显，从公司“五强千亿”目标角度分析，17 年应该将更加注重收入的增长，公司年报中披露 17 年公司营业总收入目标 650 亿，扣除优然牧业后，17 年增速目标 8%，但我们认为，奶业供需格局随着供需逐渐平衡，行业激烈竞争若开始趋缓，龙头伊利将最先受益。公司 17 年利润总额目标定为 62 亿，较 16 年相比下滑，主要考虑有政府补贴因素，预计全年利润个位数增长。面对行业竞争激烈的格局和成本上涨的现状，伊利 17 年以市场份额为主，同时依靠产品结构调整及内部效率提升，兼顾业绩增长，实属公司整体考虑下务实的最佳选择，也将为未来利润跟上奠定更好基础。

图 1：伊利酸奶新品 Life Up



资料来源：公司官网、招商证券

图 2：伊利高端生鲜乳酸奶新品 Joy Day



资料来源：网上公开资料、招商证券

图 3：伊利奶酪条新品酪艺



资料来源：网上公开资料、招商证券

图 4：伊利营养棒新品斯谷



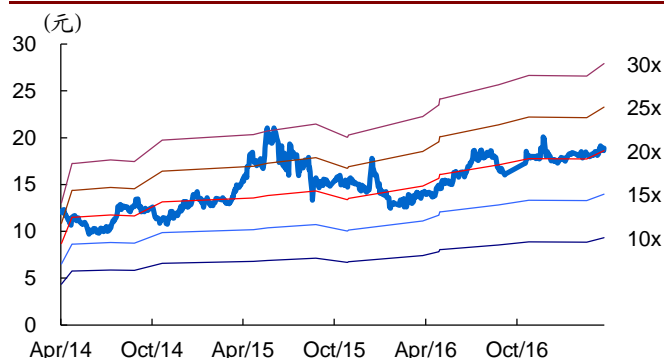
资料来源：网上公开资料、招商证券

表 1、伊利股份单季度利润表与半年度利润表

单位: 百万元	15Q1	15Q2	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q4	16Q4	2015A	2016A
一、营业总收入	14992	15159	15728	14480	15326	14760	16085	14438	60360	60609
二、营业总成本	13513	13692	14776	13670	13674	13465	14867	13482	55652	55488
其中: 营业成本	9336	10137	10150	8752	8870	9397	9853	9307	38376	37427
营业税金及附加	100	27	55	69	92	84	87	157	251	420
营业费用	3183	2832	3654	3590	3882	3195	3687	3351	13258	14114
管理费用	771	577	834	1274	787	771	1236	662	3456	3457
财务费用	105	109	88	-4	17	1	-1	7	297	24
资产减值损失	17	10	-4	-10	25	17	4	-1	14	46
三、其他经营收益	1	130	15	40	12	306	45	36	186	399
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	130	15	40	12	306	45	36	186	399
四、营业利润	1480	1597	968	850	1664	1602	1263	992	4894	5520
加: 营业外收入	59	94	157	402	177	403	181	418	712	1179
减: 营业外支出	5	37	10	32	7	32	15	13	83	67
五、利润总额	1534	1654	1115	1221	1835	1973	1429	1396	5524	6632
减: 所得税	223	290	133	222	278	307	246	132	869	963
六、净利润	1310	1364	981	999	1557	1665	1183	1264	4654	5669
减: 少数股东损益	8	5	6	4	3	7	4	-8	23	7
七、归属母公司净利润	1303	1359	975	994	1554	1658	1178	1272	4632	5662
EPS	0.21	0.22	0.16	0.16	0.26	0.27	0.19	0.21	0.76	0.93
主要比率										
毛利率	37.7%	33.1%	35.5%	39.6%	42.1%	36.3%	38.7%	35.5%	36.4%	38.2%
主营税金率	0.7%	0.2%	0.3%	0.5%	0.6%	0.6%	0.5%	1.1%	0.4%	0.7%
营业费率	21.2%	18.7%	23.2%	24.8%	25.3%	21.6%	22.9%	23.2%	22.0%	23.3%
管理费率	5.1%	3.8%	5.3%	8.8%	5.1%	5.2%	7.7%	4.6%	5.7%	5.7%
营业利润率	9.9%	10.5%	6.2%	5.9%	10.9%	10.9%	7.9%	6.9%	8.1%	9.1%
实际税率	14.6%	17.6%	11.9%	18.2%	15.1%	15.6%	17.2%	9.4%	15.7%	14.5%
净利率	8.7%	9.0%	6.2%	6.9%	10.1%	11.2%	7.3%	8.8%	7.7%	9.3%
YoY										
收入增长率	14.4%	5.6%	7.7%	17.1%	2.2%	-2.6%	2.3%	-0.3%	10.9%	13.9%
营业利润增长率	26.0%	20.1%	-29.8%	67.6%	12.4%	0.3%	30.6%	16.6%	11.5%	65.1%
净利润增长率	20.2%	12.5%	-22.9%	69.6%	19.3%	21.9%	20.9%	27.9%	11.8%	30.0%

资料来源: 公司报表

图 5: 伊利股份历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 6: 伊利股份历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

参考报告:

- 1、《伊利股份（600887）—经营性利润如期回升，年度买点再现》2016-10-31
- 2、《伊利股份（600887）—抢占奶业制高点，现价值得买入》2016-10-24
- 3、《伊利股份（600887）—竞争压力见顶，收入增速见底》2016-08-29

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	19786	20193	16060	20930	27186
现金	13084	13824	9319	13620	19253
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	147	114	124	134	146
应收款项	572	572	596	646	702
其它应收款	50	39	42	46	50
存货	4663	4326	4713	5112	5546
其他	1270	1318	1266	1372	1490
非流动资产	19845	19070	29415	29698	28953
长期股权投资	122	1631	500	500	500
固定资产	14559	13137	23678	24068	23417
无形资产	956	991	892	803	722
其他	4208	3310	4345	4327	4313
资产总计	39631	39262	45475	50628	56138
流动负债	18202	14907	18800	20282	21748
短期借款	6190	150	4149	4636	5020
应付账款	6079	6753	7375	7999	8677
预收账款	2036	3592	3923	4254	4615
其他	3898	4413	3353	3392	3435
长期负债	1283	1119	1119	1119	1119
长期借款	0	0	0	0	0
其他	1283	1119	1119	1119	1119
负债合计	19485	16026	19919	21401	22867
股本	6065	6065	6065	6065	6065
资本公积金	2674	2838	2838	2838	2838
留存收益	11246	14179	16467	20103	24109
少数股东权益	162	154	186	221	259
归属于母公司所有者权益	19984	23082	25370	29006	33012
负债及权益合计	39631	39262	45475	50628	56138

现金流量表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	9536	12817	6637	9362	9991
净利润	4632	5662	5927	6493	7136
折旧摊销	1781	1612	1569	2716	2747
财务费用	316	68	(124)	(10)	(87)
投资收益	(186)	(399)	(300)	(300)	(300)
营运资金变动	2693	5976	(480)	424	455
其它	302	(101)	45	38	41
投资活动现金流	(3487)	(3243)	(11926)	(3000)	(2000)
资本支出	(3652)	(3419)	(12000)	(3000)	(2000)
其他投资	165	176	74	0	0
筹资活动现金流	(6279)	(8815)	784	(2060)	(2358)
借款变动	(2964)	(4339)	3999	487	385
普通股增加	3000	0	0	0	0
资本公积增加	(3830)	165	0	0	0
股利分配	(2451)	(4852)	(3639)	(2857)	(3130)
其他	(34)	211	424	310	387
现金净增加额	(229)	760	(4505)	4302	5632

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	60360	60609	65572	71029	77221
营业成本	38376	37427	40876	44334	48094
营业税金及附加	251	420	454	492	535
营业费用	13258	14114	14754	15626	16989
管理费用	3456	3457	3606	3907	4247
财务费用	297	24	(124)	(10)	(87)
资产减值损失	14	46	46	46	46
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	186	399	300	300	300
营业利润	4894	5520	6260	6934	7698
营业外收入	712	1179	800	800	800
营业外支出	83	67	67	67	67
利润总额	5524	6632	6993	7667	8431
所得税	869	963	1034	1138	1256
净利润	4654	5669	5959	6528	7174
少数股东损益	23	7	32	35	38
归属于母公司净利润	4632	5662	5927	6493	7136
EPS (元)	0.76	0.93	0.98	1.07	1.18

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	11%	0%	8%	8%	9%
营业利润	11%	13%	13%	11%	11%
净利润	12%	22%	5%	10%	10%
获利能力					
毛利率	36.4%	38.2%	37.7%	37.6%	37.7%
净利率	7.7%	9.3%	9.0%	9.1%	9.2%
ROE	23.2%	24.5%	23.4%	22.4%	21.6%
ROIC	16.5%	20.0%	17.5%	17.3%	16.8%
偿债能力					
资产负债率	49.2%	40.8%	43.8%	42.3%	40.7%
净负债比率	15.6%	0.4%	9.1%	9.2%	8.9%
流动比率	1.1	1.4	0.9	1.0	1.3
速动比率	0.8	1.1	0.6	0.8	1.0
营运能力					
资产周转率	1.5	1.5	1.4	1.4	1.4
存货周转率	7.9	8.3	9.0	9.0	9.0
应收帐款周转率	111.2	105.9	112.2	114.4	114.6
应付帐款周转率	6.8	5.8	5.8	5.8	5.8
每股资料 (元)					
每股收益	0.76	0.93	0.98	1.07	1.18
每股经营现金	1.57	2.11	1.09	1.54	1.65
每股净资产	3.30	3.81	4.18	4.78	5.44
每股股利	0.80	0.45	0.47	0.52	0.57
估值比率					
PE	24.8	20.3	19.3	17.7	16.1
PB	5.7	5.0	4.5	4.0	3.5
EV/EBITDA	12.8	12.4	11.4	9.1	8.5

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

董广阳：食品饮料首席分析师，研发中心执行董事，大消费组长。食品专业本科，上海财经大学硕士，2008 年加入招商证券，9 年食品饮料研究经验。

杨勇胜：食品饮料资深分析师。武汉大学本科，厦门大学硕士，西方经济学专业，2011-2013 在中万研究所产业研究部负责消费品研究，2014 年加入招商证券。

李晓峰：数量经济学本科，上海财经大学数量经济学硕士，2015 年加入招商证券。

招商证券食品饮料研究团队以产业分析见长，逻辑框架独特、数据翔实，连续 12 年上榜《新财富》食品饮料行业最佳分析师排名，其中五年第一，2015、2016 年连续获新财富、金牛奖、水晶球等最佳分析师第一名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。