

强烈推荐-A (维持)

伊利股份 600887.SH

目标估值: 23 元  
当前股价: 18.26 元  
2017 年 05 月 01 日

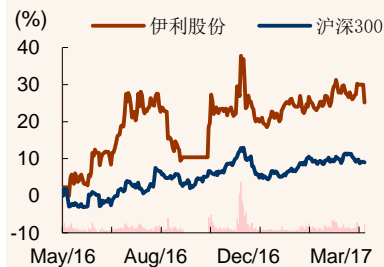
开局良好，雄心不改

基础数据

上证综指	3155
总股本 (万股)	607900
已上市流通股 (万股)	603337
总市值 (亿元)	1110
流通市值 (亿元)	1102
每股净资产 (MRQ)	4.1
ROE (TTM)	23.6
资产负债率	41.4%
主要股东	呼和浩特投资有限责
主要股东持股比例	9.88%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-4	-0	31
相对表现	-3	-3	22



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《伊利股份 (600887) —需求改善, 新品发力, 迈向“五强千亿”》 2017-04-05
- 2、《伊利股份 (600887) —经营性利润如期回升, 年度买点再现》 2016-10-31
- 3、《伊利股份 (600887) —抢占奶业制高点, 现价值得买入》 2016-10-24

董广阳

021-68407471  
donggy1@cmschina.com.cn  
S1090512070001

杨勇胜

021-68407562  
yangys5@cmschina.com.cn  
S1090514060001

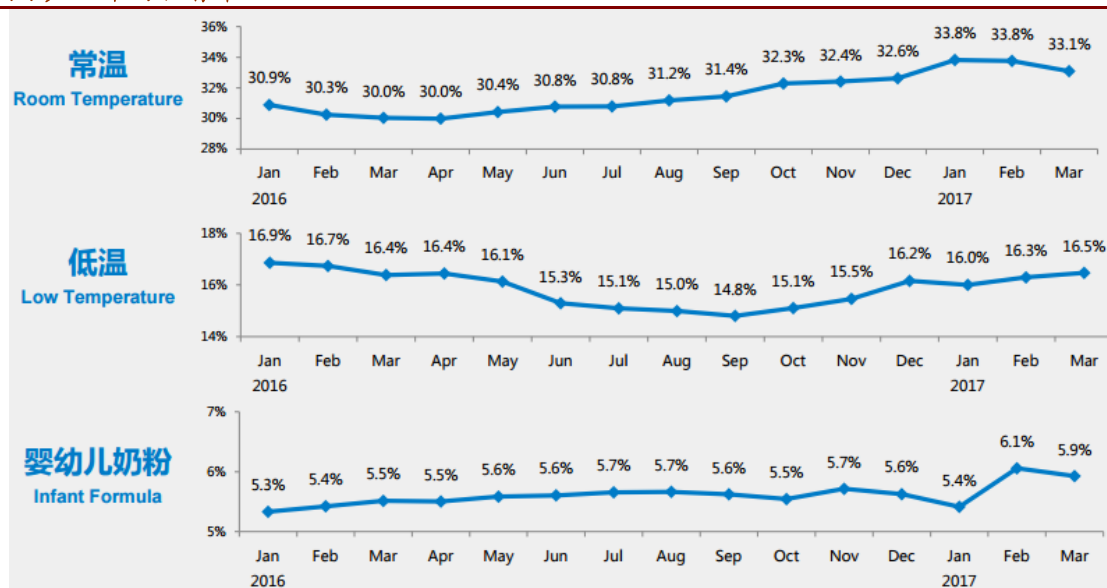
研究助理

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

公司一季报开局良好, 得益于产品升级及费用控制, 收入业绩均好于市场小个位数预期。终止定增及圣牧收购不改“五强千亿”雄心。展望全年, 8%的收入增速目标有望实现, 扣除优然牧业及政府补贴, 真实收入业绩均有望达到两位数以上, 略调整 17-18 年 EPS0.98、1.10 元, 当前股价仅对应 17 年估值 18.6 倍, 业绩稳健确定, 估值可看更高, 维持目标价 23 元, 继续强烈推荐。

- 扣除优然牧业及非经常损益, 17Q1 收入增长 7%, 业绩增长 17.25%, 好于市场预期。公司 17Q1 年营业收入 157.2 亿元、营业利润 19.5 亿元、净利润 17.34 亿元, 同比分别增 3.23%、17.30%、11.58%, 扣除处置优然牧业因素, 预计收入增速 7%, 业绩方面, 费用控制效果明显, 扣非净利润同比增长 17.25%。收入业绩均好于市场之前小个位数的预期。
- 毛利率下滑 4.1%, 费用降幅明显, 净利率 11.05%维持高位。由于白糖和包装等成本大幅上涨, 同时促销并未减缓, 买赠促销品增加计入成本, 17Q1 毛利率同比下滑 4.1pct 至 37.64%。但费用控制较好, Q1 销售费用率 21.27%, 下降 4.1pct, 管理费用率 3.76%, 下降 1.4pct, 带动净利率至 11.05%, 但从全年来看, 推测费用降低有部分偶发因素, 如部分税金从管理费用调至税金及附加科目, 一季度综艺节目冠名较少等, 料 Q2 后期间费用将有所提升。现金流方面, Q1 经营性净现金流下降明显, 推测是由于原材料成本涨幅较大, 公司或提前打款, 或改变打款方式, 导致当期现金流出量增加。产品结构上, 受益安慕希新包装及金典增长, 常温产品 Q1 市占率继续稳步提升, 春节期间达到 33.8%, 酸奶增长带动低温产品已稳步提升至 16.5%。
- 终止收购圣牧及定增, “五强千亿”雄心不改, 短期业绩摊薄压力亦会降低。由于未在协定日获得商务部反垄断局批准等原因, 公司近日公告终止对圣牧收购, 同时终止定增。我们认为, 本次定增终止并不会对公司的发展战略和生产经营造成不利影响, 进入“全球乳业 5 强”战略目标并不改变, 公司未来在产品上通过新品带动产品结构升级, 同时进入非乳健康食品领域, 渠道深耕上的优势也将继续体现, 在行业增长最快的三四线及以下城市和农村获得新消费者, 内生继续稳健贡献收入增长, 公司外延上预计也将继续广泛关注高质量的国内外机会, 从“质量优先”和协同方面继续寻求合作。从短期看, 本次定增的终止也将降低公司 17 年业绩摊薄的压力。
- Q2 起奶粉增速料加快, 维持全年收入 8%的增速预测。由于 16Q2 奶粉业务基数较低, 预计 17Q2 收入增速可达 8%, 但考虑政府补贴基数较高, 利润增速料回落。上半年整体看, 收入增长略有加快, 利润增长则将变缓, 增长均在 5%左右。全年看, 公司核心单品仍将驱动收入增长, 众多新品也将蓄势发力, 调研反馈, 17 年公司对市场份额也更加着力。随着上游成本上涨向下游的逐步传导, 行业格局逐渐改善, 促销减少后, 预计下半年增长较上半年仍将有所加速, 全年 8%的收入增长目标有望实现, 但成本上涨压力仍将影响利润端, 同时去年政府补贴金额较大, 预计全年利润增速将略低于收入增速。扣除优然牧业及政府补贴, 收入业绩均有望达到两位数以上。
- Q1 开局良好, 终止收购不改雄心, 维持目标价 23 元, 继续强烈推荐。公司一季度势头良好, 产品结构升级及新品推广带动, 公司龙头优势将会最先受益行业改善, 全年收入增长目标将可达成。公司目前估值仅 18.6 倍, 业绩增速稳健确定, 估值有望看高。我们略调整 17-18 年 EPS0.98、1.10 元, 给予 18 年 21 倍估值, 维持目标价 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

图 1: 伊利分产品市场占有率



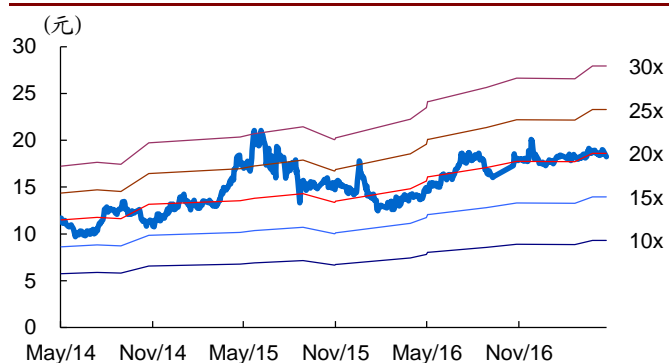
资料来源: 尼尔森、公司官网、招商证券 注: 婴幼儿奶粉未包含电商数据

表 1、伊利股份单季度利润表与半年度利润表

单位: 百万元	15Q2	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	2015A	2016A
一、营业总收入	15159	15728	14480	15326	14760	16085	14438	15790	60360	60609
二、营业总成本	13692	14776	13670	13674	13465	14867	13482	13885	55652	55488
其中: 营业成本	10137	10150	8752	8870	9397	9853	9307	9801	38376	37427
营业税金及附加	27	55	69	92	84	87	157	119	251	420
营业费用	2832	3654	3590	3882	3195	3687	3351	3359	13258	14114
管理费用	577	834	1274	787	771	1236	662	594	3456	3457
财务费用	109	88	-4	17	1	-1	7	-14	297	24
资产减值损失	10	-4	-10	25	17	4	-1	27	14	46
三、其他经营收益	130	15	40	12	306	45	36	47	186	399
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	130	15	40	12	306	45	36	47	186	399
四、营业利润	1597	968	850	1664	1602	1263	992	1952	4894	5520
加: 营业外收入	94	157	402	177	403	181	418	163	712	1179
减: 营业外支出	37	10	32	7	32	15	13	67	83	67
五、利润总额	1654	1115	1221	1835	1973	1429	1396	2049	5524	6632
减: 所得税	290	133	222	278	307	246	132	312	869	963
六、净利润	1364	981	999	1557	1665	1183	1264	1737	4654	5669
减: 少数股东损益	5	6	4	3	7	4	-8	3	23	7
七、归属母公司净利润	1359	975	994	1554	1658	1178	1272	1734	4632	5662
EPS	0.22	0.16	0.16	0.26	0.27	0.19	0.21	0.29	0.76	0.93
<b>主要比率</b>										
毛利率	33.1%	35.5%	39.6%	42.1%	36.3%	38.7%	35.5%	37.9%	36.4%	38.2%
主营税金率	0.2%	0.3%	0.5%	0.6%	0.6%	0.5%	1.1%	0.8%	0.4%	0.7%
营业费率	18.7%	23.2%	24.8%	25.3%	21.6%	22.9%	23.2%	21.3%	22.0%	23.3%
管理费率	3.8%	5.3%	8.8%	5.1%	5.2%	7.7%	4.6%	3.8%	5.7%	5.7%
营业利润率	10.5%	6.2%	5.9%	10.9%	10.9%	7.9%	6.9%	12.4%	8.1%	9.1%
实际税率	17.6%	11.9%	18.2%	15.1%	15.6%	17.2%	9.4%	15.2%	15.7%	14.5%
净利率	9.0%	6.2%	6.9%	10.1%	11.2%	7.3%	8.8%	11.0%	7.7%	9.3%
<b>YoY</b>										
收入增长率	5.6%	7.7%	17.1%	2.2%	-2.6%	2.3%	-0.3%	3.0%	10.9%	0.4%
营业利润增长率	20.1%	-29.8%	67.6%	12.4%	0.3%	30.6%	16.6%	17.3%	11.5%	12.8%
净利润增长率	12.5%	-22.9%	69.6%	19.3%	21.9%	20.9%	27.9%	11.6%	11.8%	22.2%

资料来源：公司报表

图 2: 伊利股份历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 3: 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）—需求改善，新品发力，迈向“五强千亿”》2017-04-05
- 2、《伊利股份（600887）—经营性利润如期回升，年度买点再现》2016-10-31
- 3、《伊利股份（600887）—抢占奶业制高点，现价值得买入》2016-10-24
- 4、《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
<b>流动资产</b>	19786	20193	26020	29151	34361
现金	13084	13824	19139	21750	26466
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	147	114	124	133	143
应收款项	572	572	597	643	691
其它应收款	50	39	42	45	49
存货	4663	4326	4836	5200	5537
其他	1270	1318	1282	1380	1476
<b>非流动资产</b>	19845	19070	21557	22830	22965
长期股权投资	122	1631	1631	1631	1631
固定资产	14559	13137	14690	16069	16298
无形资产	956	991	892	803	722
其他	4208	3310	4345	4327	4313
<b>资产总计</b>	<b>39631</b>	<b>39262</b>	<b>47578</b>	<b>51981</b>	<b>57326</b>
<b>流动负债</b>	18202	14907	20632	22438	24073
短期借款	6190	150	4149	4636	5020
应付账款	6079	6753	7567	8136	8663
预收账款	2036	3592	4024	4327	4608
其他	3898	4413	4893	5338	5781
<b>长期负债</b>	1283	1119	1119	1119	1119
长期借款	0	0	0	0	0
其他	1283	1119	1119	1119	1119
<b>负债合计</b>	<b>19485</b>	<b>16026</b>	<b>21751</b>	<b>23557</b>	<b>25191</b>
股本	6065	6065	6079	6079	6124
资本公积金	2674	2838	3042	3042	3738
留存收益	11246	14179	16519	19082	22010
少数股东权益	162	154	186	222	263
归属于母公司所有者权益	19984	23082	25640	28203	31872
<b>负债及权益合计</b>	<b>39631</b>	<b>39262</b>	<b>47578</b>	<b>51981</b>	<b>57326</b>

现金流量表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	9536	12817	8599	9139	10108
净利润	4632	5662	5979	6705	7572
折旧摊销	1781	1612	1569	1725	1865
财务费用	316	68	4	73	73
投资收益	(186)	(399)	(200)	(200)	(200)
营运资金变动	2693	5976	1212	795	754
其它	302	(101)	34	40	44
<b>投资活动现金流</b>	(3487)	(3243)	(4057)	(3000)	(2000)
资本支出	(3652)	(3419)	(3000)	(3000)	(2000)
其他投资	165	176	(1057)	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	(6279)	(8815)	774	(3528)	(3391)
借款变动	(2964)	(6765)	3999	487	385
普通股增加	3000	0	14	0	45
资本公积增加	(3830)	165	203	0	696
股利分配	(2451)	(2426)	(3639)	(4142)	(4644)
其他	(34)	211	196	127	127
<b>现金净增加额</b>	<b>(229)</b>	<b>760</b>	<b>5316</b>	<b>2610</b>	<b>4717</b>

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
<b>营业收入</b>	60360	60609	65648	70722	75952
营业成本	38376	37427	41937	45094	48016
营业税金及附加	251	420	455	490	526
营业费用	13258	14114	13318	14135	15181
管理费用	3456	3457	3547	3680	3876
财务费用	297	24	4	73	73
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	200	200	200
<b>营业利润</b>	4894	5520	6541	7403	8435
营业外收入	712	1179	600	600	600
营业外支出	83	67	67	67	67
<b>利润总额</b>	5524	6632	7074	7936	8968
所得税	869	963	1062	1195	1355
<b>净利润</b>	4654	5669	6012	6741	7613
少数股东损益	23	7	32	36	41
<b>归属于母公司净利润</b>	4632	5662	5979	6705	7572
<b>EPS (元)</b>	0.76	0.93	0.98	1.10	1.24

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
营业收入	11%	0%	8%	8%	7%
营业利润	11%	13%	18%	13%	14%
净利润	12%	22%	6%	12%	13%
<b>获利能力</b>					
毛利率	36.4%	38.2%	36.1%	36.2%	36.8%
净利率	7.7%	9.3%	9.1%	9.5%	10.0%
ROE	23.2%	24.5%	23.3%	23.8%	23.8%
ROIC	16.5%	20.0%	18.5%	19.1%	19.4%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	49.2%	40.8%	45.7%	45.3%	43.9%
净负债比率	15.6%	0.4%	8.7%	8.9%	8.8%
流动比率	1.1	1.4	1.3	1.3	1.4
速动比率	0.8	1.1	1.0	1.1	1.2
<b>营运能力</b>					
资产周转率	1.5	1.5	1.4	1.4	1.3
存货周转率	7.9	8.3	9.2	9.0	8.9
应收帐款周转率	111.2	105.9	112.3	114.1	113.9
应付帐款周转率	6.8	5.8	5.9	5.7	5.7
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.76	0.93	0.98	1.10	1.24
每股经营现金	1.57	2.11	1.41	1.50	1.65
每股净资产	3.30	3.81	4.22	4.64	5.20
每股股利	0.80	0.45	0.60	0.76	0.86
<b>估值比率</b>					
PE	23.9	19.6	18.6	16.6	14.8
PB	5.5	4.8	4.3	3.9	3.5
EV/EBITDA	17.2	16.8	14.6	12.9	11.4



## 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。