

伊利股份 (600887.SH)

一季度利润较快增长，费用率呈下降趋势

核心观点:

● **一季度净利润同比增长 12%，期间费用率大幅下滑缓解成本上升压力**

公司 2017 年一季度实现营业收入 157.90 亿元，同比增长 3.03%；净利润 17.34 亿元，同比增长 11.58%；扣非净利润 16.56 亿元，同比增长 17.25%，业绩超预期。

2017 年一季度公司销售商品、提供劳务收到现金 163.38 亿元，同比增长 0.52%；经营活动产生的现金流量净额为-5.30 亿元，同比减少 154.80%。主要是因为应收票据、应收账款、存货分别较年初增加了 2.25、3.07、5.32 亿元，应付票据、应付账款、预收款项、应付职工薪酬分别较年初减少 1.96、2.32、9.18、3.30 亿元。

一季度公司毛利率 37.64%，较上年同期减少 4.10 个百分点，主要是包材、大包粉、人工等成本上涨所致。一季度公司期间费用率 25.06%，较上年同期减少 5.72 个百分点，其中销售费用率和管理费用率较上年同期分别减少 4.06 和 1.38 个百分点。一季度公司非经常损益 0.78 亿元，同比减少 45.00%，主要是公司对内蒙古伊利公益基金会捐赠支出增加导致营业外支出增加所致。一季度公司净利率 11.05%，较上年同期增加 0.82 个百分点。

● **2017 年公司产品结构提升缓解部分成本上涨压力，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，高毛利的奶粉业务将逐季好转，全年奶粉收入有望实现正增长。(2) 行业竞争趋缓，伊利费用率将下降。2014-2016 年乳制品行业供大于求，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、燕塘等公司销售费用率均提升 3-4 个百分点以上。未来行业供需改善，伊利费用率有望下降，盈利能力将提升。

● **盈利预测及投资建议:** 预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 1.04/1.16/1.30 元，对应 PE 分别为 18、16、14 倍，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	64,360.93	67,585.42	70,836.27
增长率(%)	10.88%	0.41%	6.19%	5.01%	4.81%
EBITDA(百万元)	6,799.60	6,802.51	7,966.71	8,722.84	9,716.80
净利润(百万元)	4,631.79	5,661.81	6,311.93	7,037.53	7,910.17
增长率(%)	11.76%	22.24%	11.48%	11.50%	12.40%
EPS(元/股)	0.76	0.93	1.04	1.16	1.30
市盈率(P/E)	21.51	18.85	17.94	16.09	14.32

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

识别风险, 发现价值

公司评级

当前价格	18.42 元
前次评级	买入
报告日期	2017-05-03

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:

伊利股份年报点评: 利润快速增长, 未来费用有较大下降空间	2017-03-31
伊利股份三季报点评: 第三季度基本面好转, 未来有望成为健康食品龙头	2016-11-03
伊利股份点评报告: 定增收圣牧, 有机奶有望成为新增长动力	2016-10-24

请务必阅读末页的免责声明

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	20766	22820	25888
货币资金	13084	13824	14484	16234	18998
应收及预付	1384	1284	1406	1475	1544
存货	4663	4326	4876	5111	5346
其他流动资产	656	759	0	0	0
非流动资产	19845	19070	19435	20162	21221
长期股权投资	122	1631	1631	1631	1631
固定资产	15864	13189	13119	13400	13932
在建工程	776	1344	1944	2444	2944
无形资产	1183	1111	1073	1045	1017
其他长期资产	1899	1794	1668	1642	1697
资产总计	39631	39262	40201	42982	47109
流动负债	18202	14907	15011	15735	16457
短期借款	6190	150	0	0	0
应付及预收	11925	14693	14946	15670	16393
其他流动负债	87	65	65	65	64
非流动负债	1283	1119	-4380	-9370	-13885
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	-5500	-10500	-15000
其他非流动负债	1283	1119	1120	1130	1115
负债合计	19485	16026	10631	6365	2572
股本	6065	6065	6079	6079	6079
资本公积	2477	2476	2476	2476	2476
留存收益	11246	14179	20491	27528	35438
归属母公司股东权	19984	23082	29408	36445	44356
少数股东权益	162	154	162	171	182
负债和股东权益	39631	39262	40201	42982	47109

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	60360	60609	64361	67585	70836
营业成本	38376	37427	40451	42396	44344
营业税金及附加	251	420	444	473	496
销售费用	13258	14114	13645	14159	14521
管理费用	3456	3457	3411	3582	3754
财务费用	297	24	-378	-666	-945
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	200	200	200
营业利润	4894	5520	6988	7841	8866
营业外收入	712	1179	500	500	500
营业外支出	83	67	70	70	70
利润总额	5524	6632	7418	8271	9296
所得税	869	963	1098	1224	1376
净利润	4654	5669	6320	7047	7920
少数股东损益	23	7	8	9	10
归属母公司净利润	4632	5662	6312	7038	7910
EBITDA	6800	6803	7967	8723	9717
EPS (元)	0.76	0.93	1.04	1.16	1.30

现金流量表

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	9536	12817	7606	8294	9209
净利润	4654	5669	6320	7047	7920
折旧摊销	1781	1612	1556	1748	1996
营运资金变动	2621	5897	390	420	418
其它	480	-360	-660	-921	-1125
投资活动现金流	-3487	-3243	-1368	-1874	-2440
资本支出	-3626	-3396	-1568	-2074	-2640
投资变动	139	293	200	200	200
其他	0	-140	0	0	0
筹资活动现金流	-6293	-8579	-5577	-4670	-4005
银行借款	10821	550	-150	0	0
债券融资	-13406	-6588	-5499	-4990	-4515
股权融资	0	0	14	0	0
其他	-3708	-2541	57	320	510
现金净增加额	-244	995	661	1750	2764
期初现金余额	14273	13084	13824	14484	16234
期末现金余额	14029	14078	14484	16234	18998

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	6.2	5.0	4.8
营业利润增长	11.5	12.8	26.6	12.2	13.1
归属母公司净利润增长	11.8	22.2	11.5	11.5	12.4
获利能力(%)					
毛利率	36.4	38.2	37.2	37.3	37.4
净利率	7.7	9.4	9.8	10.4	11.2
ROE	23.2	24.5	21.5	19.3	17.8
偿债能力	34.8	60.6	74.4	77.8	79.3
资产负债率(%)					
净负债比率	49.2	40.8	26.4	14.8	5.5
流动比率	-0.3	-0.6	-0.7	-0.7	-0.8
速动比率	1.09	1.35	1.38	1.45	1.57
营运能力	0.80	1.03	1.02	1.09	1.21
总资产周转率					
应收账款周转率	1.53	1.54	1.62	1.62	1.57
存货周转率	111.24	105.93	107.35	107.35	107.35
每股指标(元)	7.94	8.33	8.30	8.30	8.30
每股收益					
每股经营现金流	0.76	0.93	1.04	1.16	1.30
每股净资产	1.57	2.11	1.25	1.36	1.51
估值比率	3.30	3.81	4.84	6.00	7.30
P/E	21.5	18.9	17.9	16.0	14.2
P/B	21.5	18.9	17.9	16.1	14.3
EV/EBITDA	5.0	4.6	3.9	3.1	2.6
	13.6	13.7	11.7	9.9	8.2

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。