

## 收入增速有所恢复，费率下降带动净利率提升

■事件一：公司发布2017年一季度报。一季度实现营业收入157.16亿元，同比增加3.23%；归属于上市公司股东的净利润17.34亿元，同比增加11.58%；归属于上市公司股东的扣非后净利润16.56亿元，同比增加17.25%。事件二：公司公告停止非公开发行股票及收购圣牧事项。

■收入增速有所恢复，商超渠道动销表现已现改善：一季度营业收入增速3.23%，同比、环比均有所改善；若剔除16年已处置的悠然牧业影响，预计实际收入增速超过5%。同时据草根调研数据，伊利1-2月商超渠道的液体乳收入增速接近两位数，奶粉也已止跌同比略有增长，整体来看趋势上已有好转。我们认为17年随行业供需格局逐步改善，公司作为行业龙头综合实力强，有望充分受益，收入增速将随之恢复。

■费率降幅超过毛利率降幅带动净利率提升，预计全年将延续这一趋势：一季度毛利率37.6%，同比下降4.1pct，主要因为原奶价格同比上升，同时17年春节较早会导致一季度高毛利产品收入占比略低于去年，全年来看预计产品结构升级所带来的毛利率提升仍难以抵消成本上行压力；销售、管理、财务费用率分别为21.3%、3.8%、-0.1%，同比变化-4、-1.3、-0.2pct，净利率同比提升0.8pct至11%，主要受益于费率下降，由于同比口径存在处置悠然牧业的差异，扣非后净利润增速达17.25%。我们预计销售费用率下降与行业格局有所改善公司主动减少费用投入有关，管理费用率下降则与部分税金调整至营业税金及附加科目核算及费用确认节奏有关。预计17年因行业格局改善而带来的费用率下降有望抵消成本上涨压力提升利润端弹性。

■停止定增及收购圣牧影响有限，品类扩张值得期待：考虑到圣牧渠道实力较弱，且应收账款金额较高体现出较大销售压力，收购后整合效果仍存不确定性，故我们认为本次停止定增收购对公司影响有限。公司仍会通过多种方式募集并投入资金完成其他项目的建设并继续推进产品结构升级；同时公司公开交流中提到今年开始发力豆奶、奶酪等新品类，在强大渠道实力的保障下品类扩张有望贡献额外收入增量。

■投资建议：我们预计公司2017-2018年的收入增速分别为7.4%、9.3%，净利润增速分别为9.5%、15.4%，维持买入-A的投资评级和6个月目标价22.80元，相当于2018年19.32倍的动态市盈率。

■风险提示：成本上升过快，高端产品销售不达预期。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	60,359.9	60,609.2	65,070.6	71,136.4	78,907.4
净利润	4,631.8	5,661.8	6,210.9	7,173.7	9,069.1
每股收益(元)	0.76	0.93	1.02	1.18	1.50
每股净资产(元)	3.29	3.80	4.16	4.63	5.23
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	24.1	19.7	17.9	15.5	12.3
市净率(倍)	5.6	4.8	4.4	4.0	3.5
净利润率	7.7%	9.3%	9.5%	10.1%	11.5%
净资产收益率	23.2%	24.5%	24.6%	25.6%	28.6%
股息收益率	2.4%	3.3%	3.4%	3.9%	4.9%
ROIC	39.2%	42.6%	75.8%	58.2%	70.9%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 买入-A

维持评级

6个月目标价：22.80元

股价(2017-05-05) 18.34元

### 交易数据

总市值(百万元)	111,488.86
流通市值(百万元)	110,651.99
总股本(百万股)	6,079.00
流通股本(百万股)	6,033.37
12个月价格区间	14.55/20.10元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	1.95	1.73	18.91
绝对收益	-3.17	0.55	22.42

苏斌

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515040001  
sucheng@essence.com.cn  
021-35082778

毕晓静

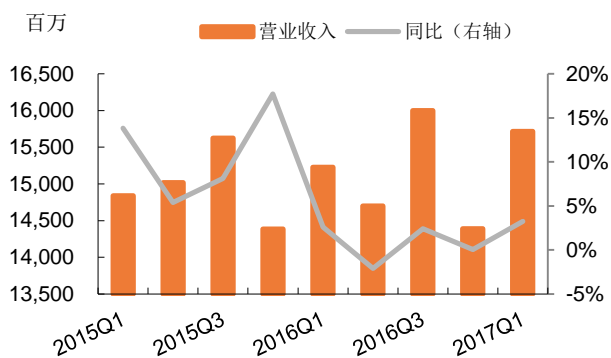
报告联系人

bixj@essence.com.cn  
021-35082689

### 相关报告

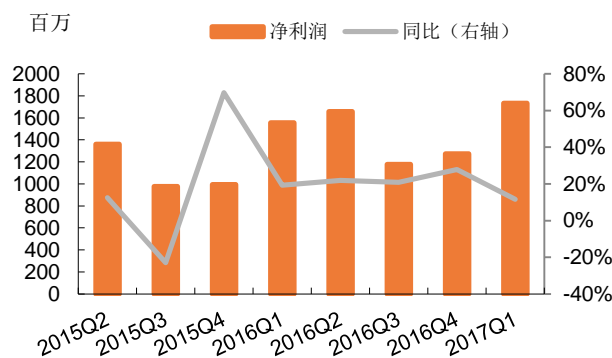
伊利股份：需求回暖有潜力，结构升级仍继续	2017-03-31
伊利股份：原奶上行驱动行业改善，公司增长点清晰（更新版）	2017-02-16
伊利股份：原奶上行驱动行业改善，公司增长点清晰	2017-02-16
伊利股份：洞察乳业，战略领先，国际化和外延贡献加码	2016-10-26
伊利股份：供需形势严峻，销售费用率提升削弱成本下降利润弹性	2016-08-28

图 1：收入同比增长 3.23%



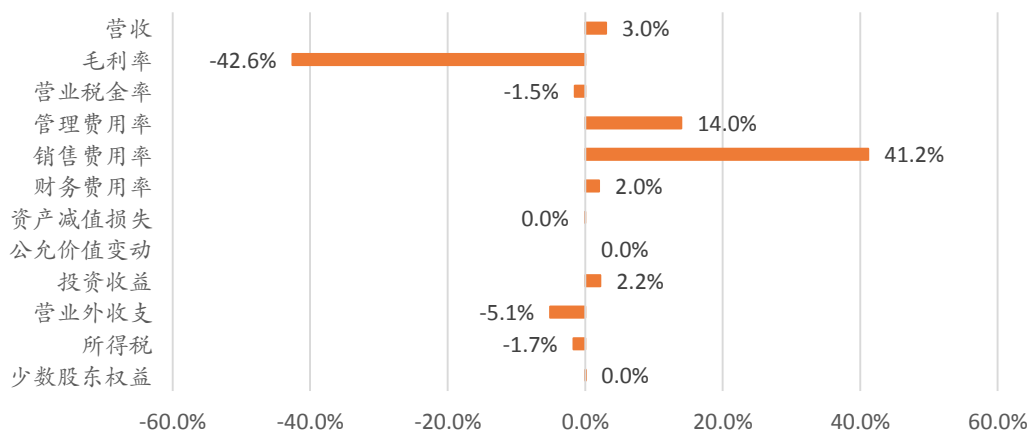
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 2：净利润同比增长 11.58%



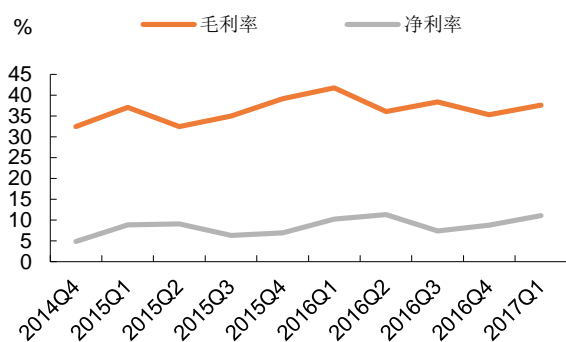
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 3：净利润同比提升主要受益于销售及费用率下降



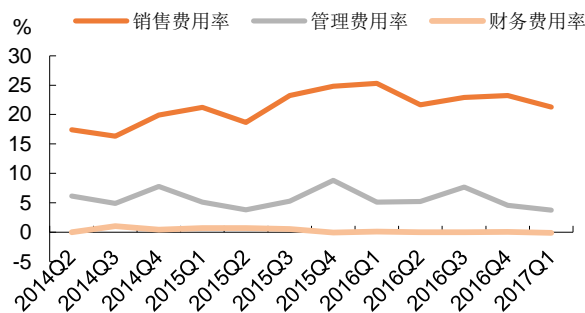
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 4：毛利率同比下降 4.1pct，净利率提升 0.8pct



资料来源：wind

图 5：三费率同比下降 5.7pct



资料来源：wind

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	60,359.9	60,609.2	65,070.6	71,136.4	78,907.4	<b>成长性</b>					
减:营业成本	38,375.6	37,427.4	41,391.1	44,976.9	48,951.7	营业收入增长率	10.9%	0.4%	7.4%	9.3%	10.9%
营业税费	251.0	420.1	488.0	533.5	591.8	营业利润增长率	11.5%	12.8%	22.2%	16.8%	27.9%
销售费用	13,258.3	14,114.3	13,834.4	14,875.6	16,247.8	净利润增长率	11.8%	22.2%	9.7%	15.5%	26.4%
管理费用	3,456.2	3,456.7	2,927.1	3,186.1	3,350.7	EBITDA 增长率	15.9%	2.6%	25.6%	17.6%	23.7%
财务费用	297.2	23.9	7.7	16.5	19.5	EBIT 增长率	14.2%	6.8%	21.8%	16.9%	27.8%
资产减值损失	13.6	45.7	24.9	14.9	16.7	NOPLAT 增长率	10.6%	8.3%	22.0%	17.0%	27.9%
加:公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	投资资本增长率	-0.3%	-31.5%	52.5%	4.9%	1.6%
投资和汇兑收益	186.3	399.3	350.0	350.0	350.0	净资产增长率	7.0%	15.3%	9.2%	11.4%	12.9%
<b>营业利润</b>	4,894.3	5,520.4	6,747.5	7,882.9	10,079.1	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	629.2	1,111.7	536.0	520.7	535.9	毛利率	36.4%	38.2%	36.4%	36.8%	38.0%
<b>利润总额</b>	5,523.5	6,632.1	7,283.5	8,403.6	10,615.0	营业利润率	8.1%	9.1%	10.4%	11.1%	12.8%
减:所得税	869.1	963.0	1,048.7	1,210.0	1,528.4	净利润率	7.7%	9.3%	9.5%	10.1%	11.5%
<b>净利润</b>	4,631.8	5,661.8	6,210.9	7,173.7	9,069.1	EBITDA/营业收入	11.5%	11.7%	13.7%	14.7%	16.4%
						EBIT/营业收入	8.6%	9.1%	10.4%	11.1%	12.8%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	固定资产周转天数	90	86	80	84	79
货币资金	13,083.7	13,823.7	13,014.1	15,856.0	19,285.7	流动营业资本周转天数	(28)	(41)	(43)	(39)	(39)
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	流动资产周转天数	122	119	112	109	115
应收账款	622.0	611.1	677.5	746.4	836.1	应收账款周转天数	4	4	4	4	4
应收票据	147.2	114.4	180.5	134.2	219.1	存货周转天数	29	27	25	25	24
预付账款	614.5	558.4	706.3	668.0	827.8	总资产周转天数	236	234	224	224	224
存货	4,663.1	4,325.8	4,872.2	4,997.7	5,608.5	投资资本周转天数	67	56	53	60	56
其他流动资产	655.6	759.4	666.3	670.0	675.0	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	985.4	612.4	612.4	612.4	612.4	ROE	23.2%	24.5%	24.6%	25.6%	28.6%
持有至到期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROA	11.7%	14.4%	14.9%	15.4%	17.6%
长期股权投资	121.9	1,631.1	1,729.0	1,832.7	1,942.7	ROIC	39.2%	42.6%	75.8%	58.2%	70.9%
投资性房地产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	<b>费用率</b>					
固定资产	15,857.1	13,137.5	15,661.0	17,360.9	17,403.2	销售费用率	22.0%	23.3%	21.3%	20.9%	20.6%
在建工程	776.3	1,343.6	1,500.5	1,750.4	2,065.3	管理费用率	5.7%	5.7%	4.5%	4.5%	4.2%
无形资产	956.4	990.9	963.1	935.3	907.5	财务费用率	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他非流动资产	1,147.7	1,354.2	1,198.3	1,126.1	1,135.6	三费/营业收入	28.2%	29.0%	25.8%	25.4%	24.9%
<b>资产总额</b>	39,631.0	39,262.3	41,781.3	46,689.9	51,518.8	<b>偿债能力</b>					
短期债务	6,190.0	150.0	1,038.4	1,500.0	1,500.0	资产负债率	49.2%	40.8%	39.3%	39.4%	38.0%
应付账款	7,226.6	7,908.1	7,752.8	8,449.3	8,609.1	负债权益比	96.7%	69.0%	64.6%	65.1%	61.4%
应付票据	563.1	337.6	607.6	447.2	685.8	流动比率	1.09	1.35	1.32	1.34	1.49
其他流动负债	4,222.3	6,511.8	5,796.9	6,818.4	7,623.9	速动比率	0.83	1.06	1.00	1.05	1.19
长期借款	0.3	0.3	0.0	0.0	0.0	利息保障倍数	17.47	232.18	876.14	479.78	518.97
其他非流动负债	1,282.7	1,118.6	1,204.5	1,202.0	1,175.0	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	19,485.1	16,026.4	16,400.3	18,416.8	19,593.8	DPS(元)	0.45	0.60	0.61	0.71	0.90
少数股东权益	161.5	154.1	176.8	199.5	223.7	分红比率	58.9%	64.4%	60.0%	60.0%	60.0%
股本	6,064.8	6,064.8	6,064.8	6,064.8	6,064.8	股息收益率	2.4%	3.3%	3.4%	3.9%	4.9%
留存收益	13,722.7	16,655.0	19,139.4	22,008.8	25,636.5						
<b>股东权益</b>	20,145.9	23,235.9	25,381.0	28,273.1	31,925.0						

## 现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	4,654.4	5,669.0	6,210.9	7,173.7	9,069.1	EPS(元)	0.76	0.93	1.02	1.18	1.50
加:折旧和摊销	1,780.8	1,611.8	2,162.9	2,589.0	2,878.2	BVPS(元)	3.29	3.80	4.16	4.63	5.23
资产减值准备	13.6	45.7	0.0	0.0	0.0	PE(X)	24.1	19.7	17.9	15.5	12.3
公允价值变动损失	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	PB(X)	5.6	4.8	4.4	4.0	3.5
财务费用	315.7	67.7	7.7	16.5	19.5	P/FCF	53.6	35.6	36.0	15.7	12.5
投资损失	(186.3)	(399.3)	(350.0)	(350.0)	(350.0)	P/S	1.8	1.8	1.7	1.6	1.4
少数股东损益	22.6	7.2	23.9	23.9	25.5	EV/EBITDA	13.1	12.9	11.0	9.1	7.1
营运资金的变动	3,107.0	6,181.2	(1,123.3)	1,505.4	213.0	CAGR(%)	15.6%	17.0%	14.4%	15.6%	17.0%
<b>经营活动产生现金流量</b>	9,536.5	12,817.3	6,932.0	10,958.4	11,855.3	PEG	1.5	1.2	1.2	1.0	0.7
投资活动产生现金流量	(3,486.9)	(3,243.2)	(4,525.3)	(4,257.5)	(2,965.0)	ROIC/WACC	3.6	3.9	6.9	5.3	6.4
融资活动产生现金流量	(6,279.0)	(8,814.5)	(3,216.2)	(3,859.1)	(5,460.7)	REP	2.3	3.1	1.2	1.5	1.1

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

苏铖声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034