

强烈推荐-A (维持)

伊利股份 600887.SH

目标估值: 25.00 元
当前股价: 20.51 元
2017年07月11日

回归常态增速, 回归应有价值

基础数据

上证综指	3218
总股本(万股)	607900
已上市流通股(万股)	603337
总市值(亿元)	1241
流通市值(亿元)	1231
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	6	18	22
相对表现	2	9	8



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《伊利股份(600887)——开局良好, 雄心不改》2017-05-01
- 2、《伊利股份(600887)——需求改善, 新品发力, 迈向“五强千亿”》2017-04-05
- 3、《伊利股份(600887)——经营性利润如期回升, 年度买点再现》2016-10-31

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

lixiaozheng@cmschina.com.cn

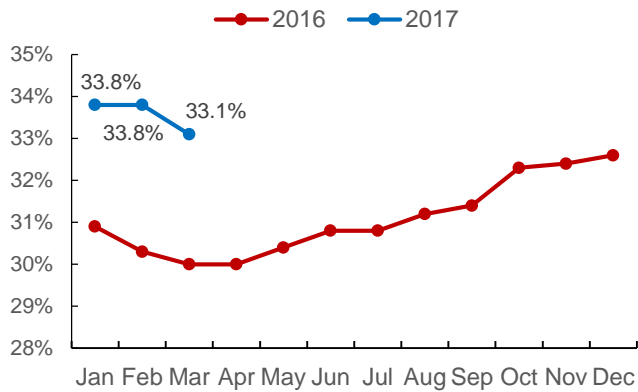
欧阳予

ouyangyu@cmschina.com.cn

二季度以来受行业需求改善及公司竞争策略调整效果显现, 我们预计伊利收入增速将告别过去低个位数增长, 回归早期 10%左右常态增速, 其市场竞争力也再次强化, 份额持续提升。我们维持 17-18 年 EPS0.98、1.10 元, 1 年目标价按照 18 年 23 倍估值, 目标价 25 元, 25%空间, 维持强烈推荐, 伊利的价值在于每年在预期平淡时都能给予投资者出色的回报, 成为长线收益冠军。

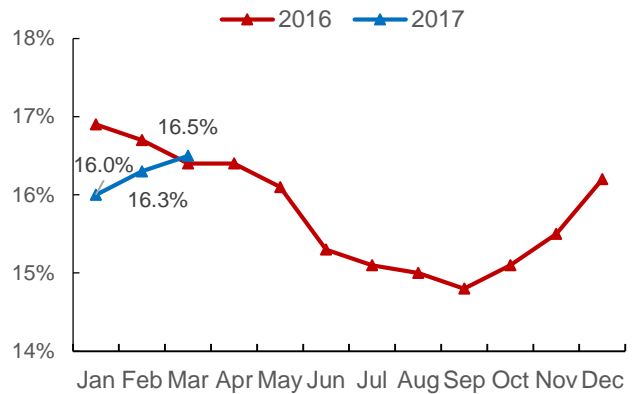
- **行业需求改善, 公司增速加快。**根据我们终端调研, 今年以来乳品终端消费不断改善, 同时行业促销竞争未进一步加剧, 行业增速延续 16H2 以来的进一步改善, 预计可达 6%-7%。成本端方面, 原奶价格年初至今稳中略降, 包材价格大涨后趋于稳定, 且利乐包并未涨价, 对毛利率影响较市场预期略小。公司作为行业龙头, 明显感受到行业的好转, 2 季度液奶增速预计加快近 10%。
- **竞争策略效果显现, 竞争力持续加强, 市场份额明显提升。**公司去年上半年竞争稍显被动, 下半年调整竞争策略, 及时适应行业促销, 并加强市场调控, 今年上半年效果逐步显现, 加上品牌营销出色, 公司市场份额持续提升。常温产品在安慕希、金典等重点单品持续快速增长带动下, 市占率在 17 年春节期间提升至 33.8%, 酸奶等产品推动低温产品稳步提升至 16.5%, 17Q2 受跑男等节目安慕希高端新品极为成功, 使公司在该品类上显著领先于同行。
- **受益需求改善及竞争力加强, 预计 17Q2 收入及扣非利润均有两位数增长。**公司 17Q2 液态奶业务受益行业改善及市占率提升, 预计能实现 10%左右增长, 同时奶粉业务在 16Q2 低基数下, 料增速达到 20%以上, 我们预计公司 17Q2 收入端两位数增长, 17H1 整体增长 7%, 若剔除剥离优良牧业同比影响(16 年 4 月剥离), 17H1 整体增长 9%。利润端方面, 由于去年同期非经常性损益较高, 预计 17Q2 仍将有所下滑, 但扣非利润增速预计超过 20%。下半年起, 公司白奶业务将受益农产品增值税率将从 13%下降至 11%, 业绩有望进一步增厚。
- **Stonyfield 收购失利, 但外延扩张仍在路上。**公司以 8.5 亿美元竞标美国有机酸奶巨头 Stonyfield Farm 未能中标, 法国乳企巨头 Lactalis 拿下标的。此次伊利竞标价格已为 EBITDA 17 倍, 预计 PE 在 31 倍, 显现伊利对于优秀标的, 是愿意花合理甚至短期略高的价格的。宁缺勿滥, 择优战略收购, 这显示了伊利在外延并购上的成熟。本次未能中标并不影响外延扩张战略继续, 我们期待公司有更好项目早日落地。此外, 在品类外延上, 基于庞大的市场和公司的产品创新优势, 伊利计划四季度推出豆奶, 因此达利的试水值得关注, 对伊利非乳品类的首次成功具有重要意义。
- **投资者可能误以为去年的增速是常态, 但实际上目前增速的回归才是伊利的常态, 在龙头蓝筹普遍估值溢价的大背景下, 我们认为 10%业绩增速加上 50%以上分红率的伊利, 具备给予 20-25 倍估值的所有条件。我们认为按照一年投资回报看, 给予 2018 年 23 倍估值, 25 元目标价, 实在相当可靠(尚未给予相对同行的估值溢价)。短期增速的加快和行业内估值比较是上涨催化, 公司及时有效的市场应对显示公司的竞争力仍在加强, 则是估值溢价之源。我们维持 17-18 年 EPS0.98、1.10 元, 给予 18 年 23 倍 PE, 12 个月目标价 25 元, 相比现价 25%的确定性空间, 是价值投资者的性价比之选。**
- **风险提示: 需求回落; 新品接力不达预期。**

图 1: 伊利常温产品市占率变化趋势



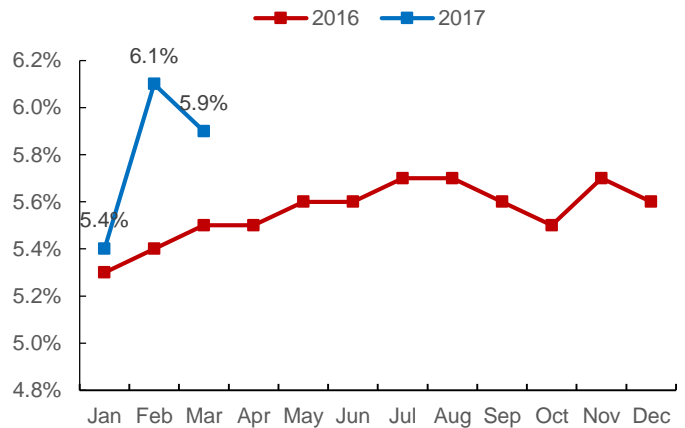
资料来源: 尼尔森、招商证券

图 2: 伊利低温产品市占率变化趋势



资料来源: 尼尔森、招商证券

图 3: 伊利奶粉业务市占率变化趋势



资料来源: 尼尔森、招商证券 (注: 婴幼儿奶粉未包含电商数据)

图 4: 伊利 Joyday、Pureday 等新品在上海 KA 店上架



资料来源: 草根调研、招商证券

图 5: 伊利瓶装安慕希新品在上海 KA 店上架



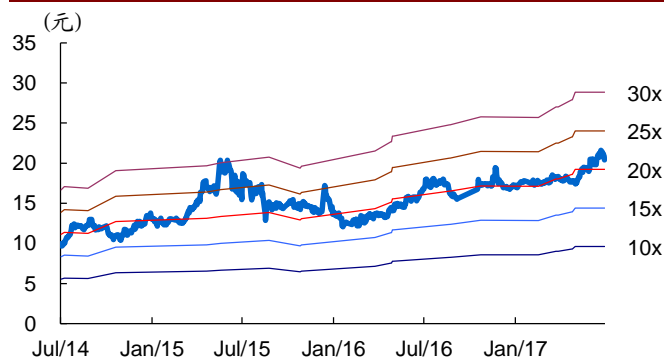
资料来源: 草根调研、招商证券

表 1、伊利股份单季度利润表与半年度利润表

单位: 百万元	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
主要比率										
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	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%
YoY										
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%

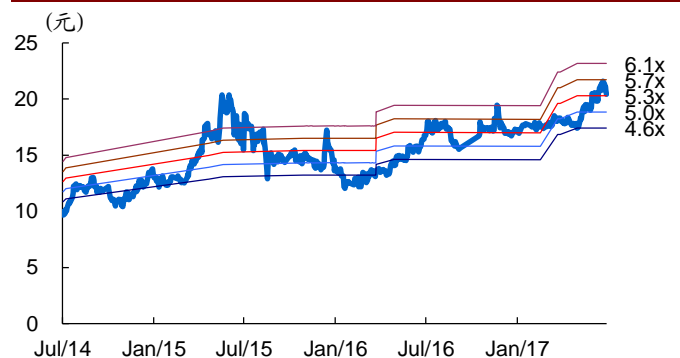
资料来源: 公司报表

图 6: 伊利股份历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 7: 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）—开局良好，雄心不改》2017-05-01
- 2、《伊利股份（600887）—需求改善，新品发力，迈向“五强千亿”》2017-04-05
- 3、《伊利股份（600887）—经营性利润如期回升，年度买点再现》2016-10-31
- 4、《伊利股份（600887）—抢占奶业制高点，现价值得买入》2016-10-24
- 5、《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	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
非流动资产	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
资产总计	39631	39262	47578	51981	57326
流动负债	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
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	21751	23557	25191
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
负债及权益合计	39631	39262	47578	51981	57326

现金流量表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	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
投资活动现金流	(3487)	(3243)	(4057)	(3000)	(2000)
资本支出	(3652)	(3419)	(3000)	(3000)	(2000)
其他投资	165	176	(1057)	0	0
筹资活动现金流	(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
现金净增加额	(229)	760	5316	2610	4717

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	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
营业利润	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
利润总额	5524	6632	7074	7936	8968
所得税	869	963	1062	1195	1355
净利润	4654	5669	6012	6741	7613
少数股东损益	23	7	32	36	41
归属于母公司净利润	4632	5662	5979	6705	7572
EPS (元)	0.76	0.93	0.98	1.10	1.24

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
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%
获利能力					
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%
偿债能力					
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
营运能力					
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
每股资料 (元)					
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
估值比率					
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 在申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。

欧阳予：浙江大学金融本科，荷兰伊拉斯姆斯大学研究型硕士，2017 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。