

研究所

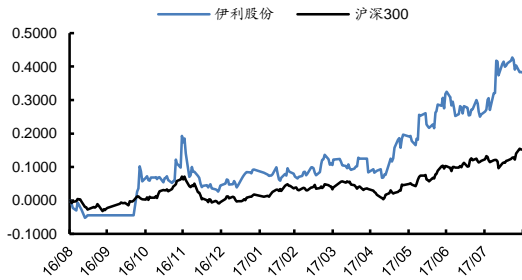
证券分析师：
021-68591576

余春生 S0350513090001
yucs@ghzq.com.cn

行业回暖业绩复苏，龙头伊利强者恒强

——伊利股份（600887）

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
伊利股份	10.0	15.5	37.9
沪深300	2.6	9.8	15.2

市场数据 2017-08-30

当前价格（元）	22.54
52周价格区间（元）	15.31 - 23.80
总市值（百万）	137020.66
流通市值（百万）	135992.14
总股本（万股）	607900.01
流通股（万股）	603336.92
日均成交额（百万）	1028.06
近一月换手（%）	20.67

相关报告

《伊利股份（600887）2016年年报点评：新产品增长速度较快，公司应对成本上涨能力强》——2017-03-31

《伊利股份（600887）非公开发行和激励计划点评：拟收购有机奶第一品牌圣牧，员工激励提升企业经营活力》——2016-10-24

《伊利股份（600887）2016年中报点评：明星单品维持高增长，注册制出台利于奶粉业务》——2016-08-29

《伊利股份（600887）*公司产品结构持续优化，重点关注大健康产品外延增长（买入）*食品饮料行业*余春生》——2016-04-05

事件：

8月30日晚，伊利股份（600887）公布了2017年中报，2017年上半年公司实现营业收入334.94亿元，同比增长11.28%；实现归属于上市公司股东的净利润33.64亿元，同比增长4.75%；实现扣除非经常性损益后的归母净利润为31.19亿元，同比增长22.31%；基本每股收益0.55元，同比增长3.77%。

其中二季度，公司实现营收177.03亿元，同比增长19.94%；实现归属于上市公司股东的净利润16.30亿元，同比减少1.69%

投资要点：

■ **消费升级带动乳业回暖，产品结构优化提振营收** 上半年，公司营收334.94亿元，同比增长11.28%，乳品行业回暖和产品结构优化是公司营收重回两位数增长的原因。受益于消费升级，乳品行业营收增长5.71%，初显回暖迹象。其中，液态类乳品与婴幼儿配方奶粉线下零售额同比增长7.3%和9.4%，新型乳酸菌饮料和酸奶细分市场零售额合计同比增长近20%。在三四线城乡，液态类乳品零售额同比增长9%，成为乳品消费增长新引擎。另一方面，公司不断推陈出新，产品结构持续优化。公司相继推出多个新品，上半年新品销售收入占比近7%。同时，公司重点产品系列包括金典、安慕希、畅轻等的销售收入增长较为亮眼，同比大幅增长31%。总体来说，预计中高端产品和新品的销售额占比达到47%至48%，且公司产品结构未来有望进一步优化。

分产品来看，公司液体乳实现高增长，冷饮产品较稳健，奶粉业务拐点已至。公司液体乳营收264.90亿元，同比增长12.75%，远高于行业增速，带动整体营收大幅增长。冷饮产品营收32.42亿元，同比增长10.61%，增长较为稳健，下半年受益夏季高温，弹性较高。奶粉业务营收30.39亿元，同比增长19.93%，受益于注册制以及二胎政策，公司奶粉业务有望继续实现高增长。

■ **成本上涨致毛利率下降，期间费用稳定提升净利润** 上半年公司乳品业务毛利率为38.55%，同比下降0.74pct，环比改善1.32pct。公司毛利率下降原因在于国内白糖、纸类包材等原材料成本的持续上涨，且预计2017年全年的生产成本压力将会大于上年。但公司产品结构不断升级，中高端产品占比持续上升，使得公司毛利率呈现环比

《伊利股份（600887）2015年三季报点评*销售费用提高降低利润增速，全面二胎利于中低端产品（增持）*食品饮料行业*余春生》——
2015-11-02

改善的趋势，未来随着公司进一步提高新品以及中高端产品占比，其毛利率还有进一步提升空间。上半年公司归属股东净利润 33.64 亿元，同比增长 4.75%；扣非净利润为 31.19 亿元，同比增长 22.31%。从期间费用来看，销售费用同比增长 8.08%，主要是本期装卸运输费以及广告营销费增加所致。管理费用同比减少 17.20%，原因是职工薪酬减少以及公司因执行《增值税会计处理规定》所致。扣非净利润同比大幅增长在于本期公司收到政府补助仅 135 万元（去年同期 5.6 亿元），这显示出公司盈利质量大幅提升，基本面十分稳健。

分产品来看，液体乳和奶粉毛利率皆出现下降，冷饮产品毛利率保持稳健。上半年液体乳毛利率 35.93%，同比下降 1.26pct，拖累乳品业务整体毛利率。奶粉毛利率 56.74%，同比下降 1.80pct。冷饮产品毛利率 43.92%，同比变化不大，依旧较为稳健。

- **受益行业回暖，龙头强者恒强** 乳品行业上半年营收同比增长 5.71%，且三四线城乡液态奶销售额同比增长 9%，显示出乳品行业开始复苏，三四线城市将是未来新的增长点。作为乳品行业龙头公司，伊利将充分享受行业持续增长的红利，其液态奶业务将受益于三四线城乡的消费增长，奶粉业务受益于注册制及二胎政策。因此，我们认为乳品龙头公司有望继续保持快于行业的增速，实现强者恒强。
- **盈利预测和投资评级：维持买入评级** 基于乳品行业的整体回暖，龙头公司将最为受益。同时，公司新品和中高端产品占比持续提升，产品结构有望改善，毛利率未来有进一步提升空间。综上所述，我们预测 2017/18/19 年 EPS 分别为 1.06/1.19/1.29 元，对应 2017/18/19 年 PE 为 21.17/18.97/17.43 倍，维持公司“买入”评级。
- **风险提示：**新品推广不及预期，行业回暖不及预期，产品结构改善不及预期，食品安全事故。

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	60609	65458	70040	74943
增长率(%)	0%	8%	7%	7%
净利润（百万元）	5661.8	6472	7223	7861
增长率(%)	22%	14%	12%	9%
摊薄每股收益（元）	0.93	1.06	1.19	1.29
ROE(%)	24.37%	23.30%	21.99%	20.50%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

表 1: 伊利股份盈利预测表

证券代码:	600887.Sh				股票价格:	22.54	投资评级:	增持		日期:	2017/8/30
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值	2016	2017E	2018E	2019E		
盈利能力					每股指标						
ROE	24.37%	23.30%	21.99%	20.50%	EPS	0.93	1.06	1.19	1.29		
毛利率	38%	38%	38%	39%	BVPS	3.80	4.54	5.37	6.28		
期间费率	30%	1%	1%	1%	估值						
销售净利率	9%	10%	10%	10%	P/E	24.20	21.17	18.97	17.43		
成长能力					P/B	5.94	4.96	4.19	3.59		
收入增长率	0%	8%	7%	7%	P/S	2.26	2.09	1.96	1.83		
利润增长率	22%	14%	12%	9%							
营运能力					利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E		
总资产周转率	1.54	1.55	1.50	1.45	营业收入	60609	65458	70040	74943		
应收账款周转率	83.55	83.55	83.55	83.55	营业成本	37427	40584	43285	46090		
存货周转率	8.75	8.75	8.75	8.75	营业税金及附加	420	524	560	600		
偿债能力					销售费用	14114	15055	16109	17309		
资产负债率	41%	34%	30%	26%	管理费用	3457	2618	2802	2998		
流动比	1.35	1.83	2.37	2.96	财务费用	24	(72)	(95)	(121)		
速动比	1.06	1.48	1.97	2.53	其他费用/(-收入)	354	394	394	394		
资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	营业利润	5520	7143	7774	8463		
现金及现金等价物	13824	17673	22886	28597	营业外净收支	1112	428	723	754		
应收款项	725	738	744	736	利润总额	6632	7571	8497	9217		
存货净额	4326	4698	5011	5336	所得税费用	963	1090	1265	1346		
其他流动资产	1318	1421	1518	1621	净利润	5669	6480	7232	7871		
流动资产合计	20193	24495	30125	36257	少数股东损益	7	8	9	10		
固定资产	13137	11864	10717	9686	归属于母公司净利润	5662	6472	7223	7861		
在建工程	1344	1354	1364	1374	现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E		
无形资产及其他	991	991	892	793	经营活动现金流	12817	8914	8781	9123		
长期股权投资	1631	1631	1631	1631	净利润	5669	6480	7232	7871		
资产总计	39262	42301	46695	51706	少数股东权益	7	8	9	10		
短期借款	150	150	150	150	折旧摊销	1553	1413	1285	1161		
应付款项	7091	7701	8214	8747	公允价值变动	0	0	0	0		
预收帐款	3592	3879	4151	4441	营运资金变动	5588	1012	255	81		
其他流动负债	4075	1677	222	(1103)	投资活动现金流	(3243)	1264	1136	1022		
流动负债合计	14907	13408	12737	12235	资本支出	854	1264	1136	1022		
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	(1509)	0	0	0		
其他长期负债	1119	1119	1119	1119	其他	(2588)	0	0	0		
长期负债合计	1119	1119	1119	1119	筹资活动现金流	(5725)	(1942)	(2167)	(2358)		
负债合计	16026	14527	13856	13354	债务融资	(6040)	0	0	0		
股本	6079	6079	6079	6079	权益融资	0	0	0	0		
股东权益	23236	27775	32840	38352	其它	315	(1942)	(2167)	(2358)		
负债和股东权益总计	39262	42301	46695	51706	现金净增加额	3849	8236	7751	7786		

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【食品饮料组介绍】

余春生，8年实业工作经验，7年证券从业经验。自2009年以来，一直从事食品饮料行业研究。
陈鹏，武汉大学金融学硕士，4年证券研究经验，从事食品饮料行业研究。

【分析师承诺】

余春生，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；
增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；
中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。