



2017年09月04日

增持(首次评级)

当前价：23.4元
目标价：29元

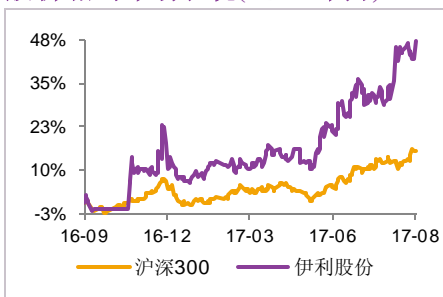
分析师：石山虎

执业编号：S0300517060001
电话：021-51782237
邮箱：shishanhu@lxsec.com

研究助理：刘宸倩

电话：021-51782335
邮箱：liuchenqian@lxsec.com

股价相对市场表现(近12个月)



资料来源：聚源

盈利预测

百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	60,312	67,429	75,790	85,718
(+/-)	0.7%	11.8%	12.4%	13.1%
归母净利润	5,662	6,202	7,269	8,600
(+/-)	22.2%	9.5%	17.2%	18.3%
EPS(元)	0.93	1.02	1.20	1.41
P/E	25.04	22.86	19.50	16.48

资料来源：联讯证券研究院

伊利股份(600887.SH)

【联讯食品饮料公司点评】伊利股份：业绩超预期，龙头地位不断巩固

投资要点

◇ 事件：伊利股份 2017 年半年报

17H1 营收 333.0 亿元，同比增长 11.28%；归母净利润 33.6 亿元，同比增加 4.75%；扣非后归母净利润 31.2 亿元，同比增长 22.31%；对应每股盈利 0.55 元。

◇ 业绩超预期，三大业务实现高增长

17H1 营收和扣非后归母净利润超预期。17Q2 收入/归母净利润分别为 177.0 亿元/16.3 亿元，同比增速分别为 19.94%和-1.59%。公司收入增长主要源于行业复苏和核心业务高增长。受全球原奶价格上涨，国内液态乳品进口量同比下降 18.6%。分业务看，液体乳、冷饮产品、奶粉上半年实现高增长，增速分别为 12.75%、10.62%和 19.95%。重点产品系列（金典、安慕希、畅轻、每益添、Joy Day、金领冠、巧乐兹、甄稀）销售收入同比增长 31%。17H1 归母净利润增长 4.75%，主要由于 16H1 非经常损益较高。16H1 处置优然和辉山乳业获得投资收益 2.69 亿元，以及政府补助 5.60 亿元。17H1 无以上两项投资收益且政府补助下降至 3.54 亿元，导致非经常损益下降 63%。

◇ 17Q2 毛利率环比改善，费用投入有所缓和

17H1 毛利率为 38.19%，同比下降 0.77%，主要受到包材等原材料价格上涨。17Q2 毛利率为 38.69%，环比增加 1.05%，主要是产品结构改善。17H1 净利率 10.11%，同比减少 0.66%，主要是利息支出导致财务费用增长 51.70%。此外，销售费率 22.83%，同比下滑 0.69%；管理费率 3.85%，同比下滑 1.33，公司费用投入有所缓和。

◇ 乳制品行业复苏，龙头地位不断巩固

随着国际原奶价格企稳和奶粉注册制的推进，乳制品行业持续复苏。未来，行业的恶性促销和价格战有望缓解。根据凯度调研数据显示，2017H1 公司常温液态类乳品的市场渗透率为 78.5%，比上年度提升了 1.3%。行业龙头地位不断巩固，我们坚定看好公司长期的竞争力。

◇ 盈利预测及估值

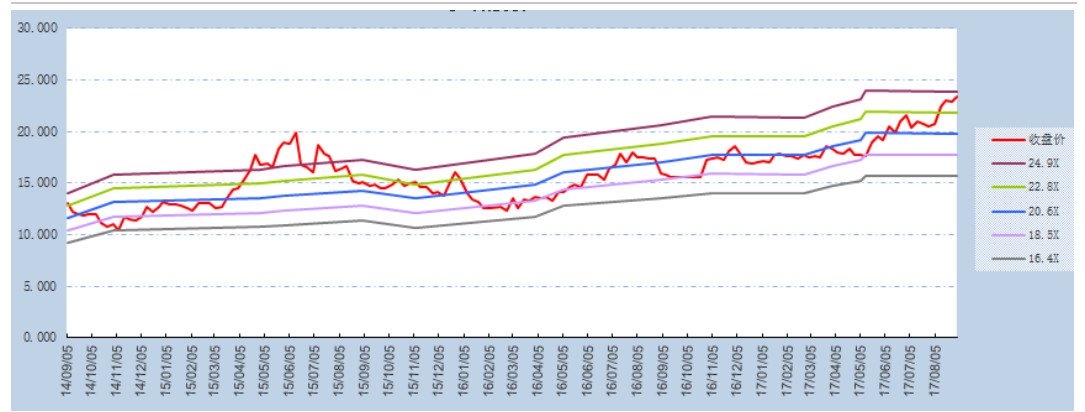
2017-19 年，归母净利润为 62.0、72.7 和 86.0 亿元，对应 EPS 为 1.02、1.20 和 1.41 元。给予 18 年 PE24 倍，目标价 29 元，给予“增持”评级。

风险提示

食品安全风险；原奶价格波动

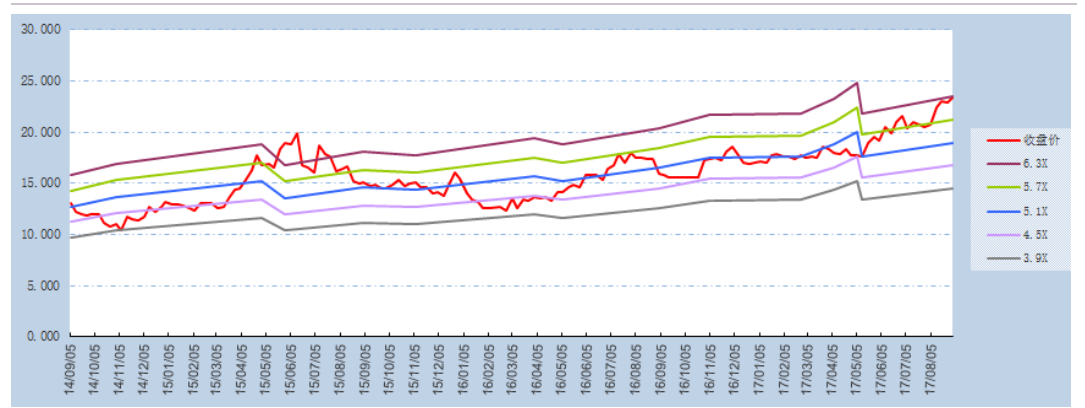


图表1: 伊利股份 PE-Band



资料来源:Wind, 联讯证券

图表2: 伊利股份 PB-Band



资料来源:Wind, 联讯证券



附录：公司财务预测表（百万元）

利润表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	60,312	67,429	75,790	85,718	净利润	5,669	6,210	7,278	8,611
营业成本	37,427	41,671	46,656	52,503	折旧摊销	1,612	1,214	1,214	1,159
营业税金及附加	420	470	528	597	财务费用	24	-194	-322	-465
销售费用	14,114	15,509	17,280	19,372	经营性应收项目变动净额	6,195	-193	2,439	203
管理费用	3,457	3,371	3,790	4,286	经营活动净现金流	12,852	5,149	10,243	7,429
财务费用	24	-194	-322	-465	投资活动净现金流	-3,243	510	510	510
资产减值损失	46	46	46	46	筹资活动净现金流	-8,815	-2,878	-3,121	-3,629
营业利润	5,520	6,706	7,962	9,530	现金净增加额	1,029	2,781	7,632	4,310
营业外收入	1,112	600	600	600	主要财务比率	2016A	2017E	2018E	2019E
营业外支出	0	0	0	0	成长能力				
利润总额	6,632	7,306	8,562	10,130	营业收入增长率	1%	12%	12%	13%
所得税	963	1,096	1,284	1,520	营业利润增长率	13%	21%	19%	20%
净利润	5,669	6,210	7,278	8,611	归属母公司净利润增长率	22%	10%	17%	18%
少数股东损益	7	8	9	11	获利能力				
归属母公司净利润	5,662	6,202	7,269	8,600	毛利率	37.94%	38.20%	38.44%	38.75%
EPS（元）	0.93	1.02	1.20	1.41	净利率	9.40%	9.21%	9.60%	10.05%
资产负债表	2016A	2017E	2018E	2019E	总资产净利率	18.76%	18.26%	18.28%	19.27%
货币资金	0	2,781	10,413	14,723	ROE	24.53%	23.59%	24.18%	24.92%
应收账款	1,284	1,693	1,647	2,122	偿债能力				
存货	4,326	5,682	5,523	7,086	资产负债率	34%	31%	32%	30%
流动资产合计	16,737	21,284	28,711	35,059	流动比率	139%	176%	198%	231%
固定资产	14,533	13,446	12,360	11,273	营运能力				
无形资产	1,002	883	765	647	总资产周转率	1.71	1.75	1.69	1.72
资产总计	35,288	38,575	44,742	49,886	应收账款周转率	87.85	76.17	85.99	76.76
应付账款	11,837	12,054	14,447	15,125	每股指标(元)				
短期借款	150	0	0	0	每股收益	0.93	1.02	1.20	1.41
流动负债合计	11,987	12,054	14,447	15,125	每股经营现金	2.11	0.85	1.69	1.22
长期借款	0	0	0	0	每股净资产	4.94	5.68	0.00	0.00
负债合计	12,052	12,119	14,512	15,190	估值比率				
所有者权益	23,236	26,456	30,231	34,696	P/E	25.04	22.86	19.50	16.48
负债和所有者权益合计	35,288	38,575	44,742	49,886	P/B	6.14	5.39	4.72	4.11

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

石山虎：华东理工大学硕士研究生，现任联讯证券研究院农林牧渔首席分析师。证券行业从业 6 年，2012 年至 2017 年在民生证券研究院从事农林牧渔行业分析，2012 年水晶球行业第五小组成员，善于把握行业周期，实地调研数十家上市公司，擅长挖掘投资价值标的。

研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。
本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作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，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com