

强烈推荐-A (维持)

伊利股份 600887.SH

目标估值: 30.00 元

当前股价: 23.49 元

2017 年 09 月 04 日

强势回归双位增速, 上调目标价至 30 元

基础数据

上证综指	3380
总股本 (万股)	607900
已上市流通股 (万股)	603337
总市值 (亿元)	1428
流通市值 (亿元)	1417
每股净资产 (MRQ)	3.7
ROE (TTM)	25.6
资产负债率	48.4%
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	13	34	44
相对表现	12	23	28



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《乳业空间持续打开, 伊利增速重回双位: 液态奶市场空间暨伊利更新深度报告 (一)》2017-08-07
- 2、《伊利股份 (600887) 一回归常态增速, 回归应有价值》2017-07-11
- 3、《伊利股份 (600887) 一开局良好, 雄心不改》2017-05-01

董广阳

021-68407471
donggy1@cmschina.com.cn
S1090512070001

杨勇胜

021-68407562
yangys5@cmschina.com.cn
S1090514060001

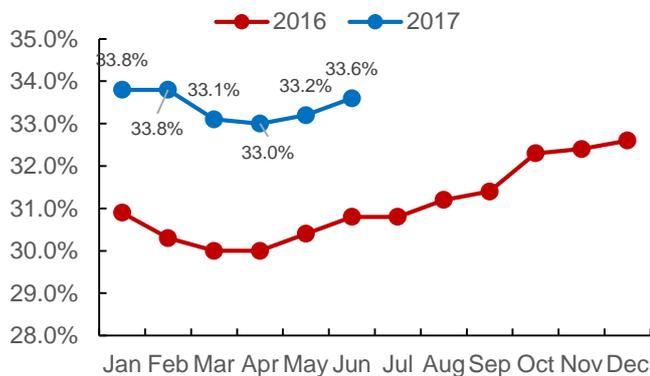
研究助理

欧阳予
ouyangyu@cmschina.com.cn

公司 17H1 收入和扣非净利分别增长 11.3%和 22.3%, 均超预期。液态奶在重点单品带动下, 强势回归双位常态增速, 全年收入增速有望保持双位。未来数年受益行业空间持续打开, 且伊利市占率提升将是必然, 品类拓展亦值得期待, 新一轮美丽篇章序幕已经拉开。我们上调 18-19 年 EPS 至 1.15、1.31 元, 分别增长 16%、15%, 给予 18 年 25 倍 PE, 上调半年目标价至 30 元, 继续强烈推荐。

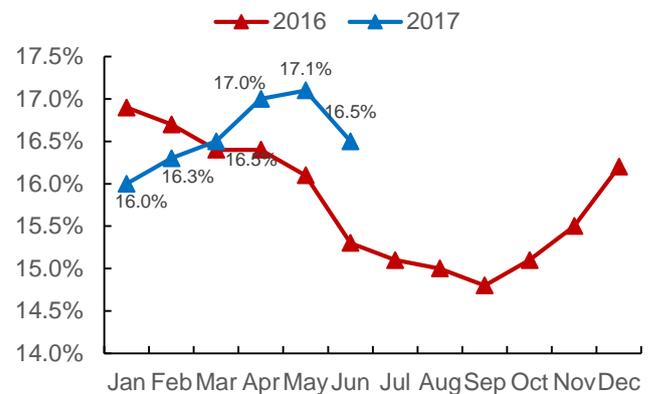
- **17Q2 收入增长 19.9%, 扣非净利增长 28.6%, 均超预期。**公司 17H1 营业收入 333.02 亿元、营业利润 40.53 亿元、净利润 33.64 亿元、扣非净利润 31.19 亿元, 同比分别增 11.3%、24.1%、4.8%、22.3%, 剔除剥离优然乳业影响, 收入增速达到 14%; 由于经济回暖带来需求好转, 及 16Q2 基数较低, 17Q2 各项分别增长 19.9%、31.2%、-1.7%、28.6%, 收入及扣非净利均超越我们和市场乐观预期。由于 17Q2 政府补贴大幅减少, 致营业外收入同比明显减少, 同时 16Q2 处置优然乳业及辉山乳业股权, 17Q2 无股权处置。非经常性项目的大幅减少系 17Q2 单季业绩下滑 1.7%的主要原因, 市场已有充分预期, 而营业利润和扣非净利的超预期增长, 公司经营情况进入佳境。
- **液态奶增速强势回归双位, 全年整体收入增速有望实现双位。**公司液态奶业务在安慕希、金典、畅轻等重点产品大幅增长带动下, 17H1 增长 13%, 与我们前期大量草根调研数据相吻合。公司中报披露尼尔森数据亦显示, 17H1 液态奶零售额同比增长 7.3%, 行业增速明显回暖, 伊利市占率提升明显, 常温 M6 市占率达 33.6%, 低温 Q2 期内达 17%。伊利奶粉业务在行业回暖及低基数下, 同比增长 20%; 冰激凌业务在巧乐兹和甄稀等重点产品带动下增长 11%, 增速明显加快。公司 16Q3 开始好转, 预计 17Q3 在基数较大情况下增速将有所放缓, 但全年收入整体增速有望实现双位增长。
- **成本端趋稳及产品结构提升, 促 Q2 毛利率提升。**公司上半年毛利率 38.2%, 同比下降 0.8pct, 销售费用率和管理费用率为 22.8%和 3.9%, 下降 0.7pct 和 1.3pct, 由于非经常损益明显减少, 净利率下滑 0.6pct 至 10.1%; 其中 Q2 毛利率 38.7%, 同比明显提升 2.5pct, 体现成本端在年初大涨后开始趋于平稳, 同时行业促销并未进一步加剧, 及公司产品结构升级趋势明显。Q2 销售费用率明显提升 2.9pct, 至 24.2%, 我们判断是跑男等节目的冠名费用明显增加, 但安慕希等重点产品受益颇丰, 预计安慕希上半年增速达 30%以上; 管理费用率下降 1.3pct 至 3.9%, 一方面由于会计政策调整部分科目至营业税金, 同时薪酬短期降低; 非经常项目的大幅减少致净利率有所回落。H1 经营现金流下降明显, 除去年基数较大因素外, 主要是由于经营性支出的增加, 其中预收、预付等项目受短期确认时点因素影响较大, 也与购买原材料增加, 应收直营商超及电商的销货款增加有关。
- **签约冬奥助力, 中长期竞争力优势将不断显现。**伊利近日签约成为北京 22 年冬奥会官方乳制品合作伙伴, 伊利曾于 05 年底成为 08 年北京奥运会官方乳制品合作伙伴, 之后数年伊利品牌价值不断飙升, 本次签约冬奥, 伊利奥运营销风暴再度开启, 助力品牌再提升。而公司未来增速保持双位的源动力, 一方面来自于行业未来 5-8%的增长中枢, 更重要在于市占率不断提升, 公司综合性优势将不断显现。
- **双位增速超预期回归, 美丽新篇章序幕拉开, 上调 18-19EPS 至 1.15 和 1.31 元, 上调目标价至 30 元。**公司二季度由产品结构升级及新品推广带动, 回归双位常态增速, 中长期将受益行业空间持续打开, 市占率进一步提升亦将是必然。公司重点单品持续发力, 品类拓展值得期待, 新一轮美丽新篇章已经开启。我们上调 18-19 年 EPS 1.15、1.31 元, 给予 18 年 25 倍 PE, 半年目标价 30 元, 继续强烈推荐。 **风险因素: 需求回落、新品接力不及预期**

图 1: 伊利常温产品市占率变化趋势



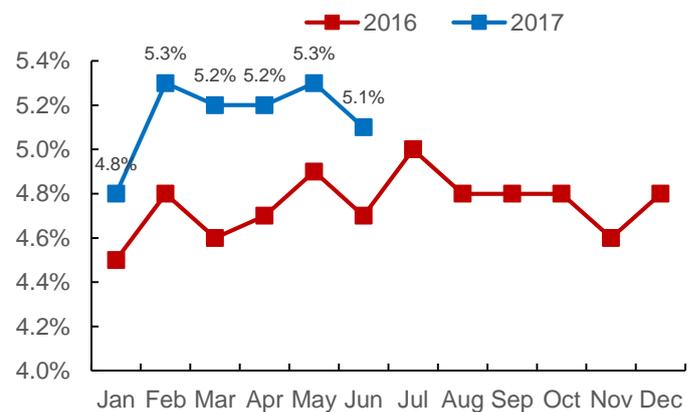
资料来源: 尼尔森、招商证券

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)

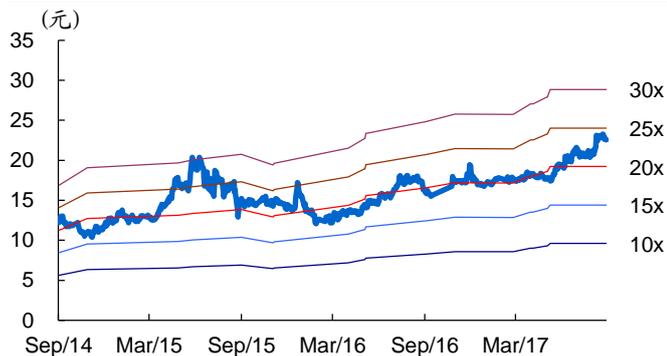
表 1、伊利股份单季度利润表与半年度利润表

单位: 百万元	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2	2016H	2017H
一、营业总收入	15728	14480	15326	14760	16085	14438	15790	17703	30087	33494
二、营业总成本	14776	13670	13674	13465	14867	13482	13885	15975	27139	29859
其中: 营业成本	10150	8752	8870	9397	9853	9307	9801	10783	18268	20583
营业税金及附加	55	69	92	84	87	157	119	154	176	273
营业费用	3654	3590	3882	3195	3687	3351	3359	4289	7076	7648
管理费用	834	1274	787	771	1236	662	594	697	1558	1290
财务费用	88	-4	17	1	-1	7	-14	42	18	28
资产减值损失	-4	-10	25	17	4	-1	27	10	42	37
三、其他经营收益	15	40	12	306	45	36	47	22	318	68
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	15	40	12	306	45	36	47	22	318	68
四、营业利润	968	850	1664	1602	1263	992	1952	2101	3266	4053
加: 营业外收入	157	402	177	403	181	418	163	-141	580	22
减: 营业外支出	10	32	7	32	15	13	67	10	39	76
五、利润总额	1115	1221	1835	1973	1429	1396	2049	1950	3807	3999

减: 所得税	133	222	278	307	246	132	312	319	585	631
六、净利润	981	999	1557	1665	1183	1264	1737	1631	3222	3368
减: 少数股东损益	6	4	3	7	4	-8	3	1	11	4
七、归属母公司净利润	975	994	1554	1658	1178	1272	1734	1630	3211	3364
EPS	0.16	0.16	0.26	0.27	0.19	0.21	0.29	0.27	0.53	0.55
主要比率										
毛利率	35.5%	39.6%	42.1%	36.3%	38.7%	35.5%	37.9%	39.1%	39.3%	38.5%
主营税金率	0.3%	0.5%	0.6%	0.6%	0.5%	1.1%	0.8%	0.9%	0.6%	0.8%
营业费率	23.2%	24.8%	25.3%	21.6%	22.9%	23.2%	21.3%	24.2%	23.5%	22.8%
管理费率	5.3%	8.8%	5.1%	5.2%	7.7%	4.6%	3.8%	3.9%	5.2%	3.9%
营业利润率	6.2%	5.9%	10.9%	10.9%	7.9%	6.9%	12.4%	11.9%	10.9%	12.1%
实际税率	11.9%	18.2%	15.1%	15.6%	17.2%	9.4%	15.2%	16.3%	15.4%	15.8%
净利率	6.2%	6.9%	10.1%	11.2%	7.3%	8.8%	11.0%	9.2%	10.7%	10.0%
YoY										
收入增长率	7.7%	17.1%	2.2%	-2.6%	2.3%	-0.3%	3.0%	19.9%	-0.2%	11.3%
营业利润增长率	-29.8%	67.6%	12.4%	0.3%	30.6%	16.6%	17.3%	31.2%	6.1%	24.1%
净利润增长率	-22.9%	69.6%	19.3%	21.9%	20.9%	27.9%	11.6%	-1.6%	20.6%	4.8%

资料来源: 公司报表

图 2: 伊利股份历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 3: 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、《乳业空间持续打开, 伊利增速重回双位: 液态奶市场空间暨伊利更新深度报告(一)》 2017-08-07
- 2、《伊利股份(600887)一回归常态增速, 回归应有价值》 2017-07-11
- 3、《伊利股份(600887)一开局良好, 雄心不改》 2017-05-01
- 4、《伊利股份(600887)一需求改善, 新品发力, 迈向“五强千亿”》 2017-04-05
- 5、《伊利股份(600887)一经营性利润如期回升, 年度买点再现》 2016-10-31
- 6、《伊利股份(600887)一抢占奶业制高点, 现价值得买入》 2016-10-24
- 7、《伊利股份(600887)一竞争压力见顶, 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	28617	30490	35547
现金	13084	13824	21784	22928	27223
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	147	114	126	140	155
应收款项	572	572	609	676	746
其它应收款	50	39	43	48	53
存货	4663	4326	4768	5272	5799
其他	1270	1318	1287	1426	1571
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	50174	53320	58512
流动负债	18202	14907	23184	23482	24727
短期借款	6190	150	6870	5500	5020
应付账款	6079	6753	7460	8249	9074
预收账款	2036	3592	3968	4388	4826
其他	3898	4413	4886	5345	5807
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	24303	24601	25846
股本	6065	6065	6079	6079	6124
资本公积金	2674	2838	3042	3042	3738
留存收益	11246	14179	16564	19375	22537
少数股东权益	162	154	186	224	267
归属于母公司所有者权益	19984	23082	25685	28495	32399
负债及权益合计	39631	39262	50174	53320	58512

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	9536	12817	8569	9623	10756
净利润	4632	5662	6024	6984	8000
折旧摊销	1781	1612	1569	1725	1865
财务费用	316	68	51	136	85
投资收益	(186)	(399)	(200)	(200)	(200)
营运资金变动	2693	5976	1090	936	958
其它	302	(101)	35	43	47
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)	3447	(5479)	(4461)
借款变动	(2964)	(6765)	6720	(1370)	(480)
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)	(4173)	(4838)
其他	(34)	211	149	64	115
现金净增加额	(229)	760	7960	1145	4295

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	66995	74353	82079
营业成本	38376	37427	41346	45721	50290
营业税金及附加	251	420	464	515	569
营业费用	13258	14114	15040	16506	18140
管理费用	3456	3457	3553	3794	4107
财务费用	297	24	51	136	85
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	6694	7835	9043
营业外收入	712	1179	500	500	500
营业外支出	83	67	67	67	67
利润总额	5524	6632	7127	8268	9476
所得税	869	963	1070	1247	1433
净利润	4654	5669	6057	7021	8043
少数股东损益	23	7	32	38	43
归属于母公司净利润	4632	5662	6024	6984	8000
EPS (元)	0.76	0.93	0.99	1.15	1.31

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	11%	0%	11%	11%	10%
营业利润	11%	13%	21%	17%	15%
净利润	12%	22%	6%	16%	15%
获利能力					
毛利率	36.4%	38.2%	38.3%	38.5%	38.7%
净利率	7.7%	9.3%	9.0%	9.4%	9.7%
ROE	23.2%	24.5%	23.5%	24.5%	24.7%
ROIC	16.5%	20.0%	17.4%	19.7%	20.5%
偿债能力					
资产负债率	49.2%	40.8%	48.4%	46.1%	44.2%
净负债比率	15.6%	0.4%	13.7%	10.3%	8.6%
流动比率	1.1	1.4	1.2	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	1.3	1.4	1.4
存货周转率	7.9	8.3	9.1	9.1	9.1
应收帐款周转率	111.2	105.9	113.4	115.7	115.4
应付帐款周转率	6.8	5.8	5.8	5.8	5.8
每股资料 (元)					
每股收益	0.76	0.93	0.99	1.15	1.31
每股经营现金	1.57	2.11	1.41	1.58	1.76
每股净资产	3.30	3.81	4.23	4.69	5.29
每股股利	0.80	0.45	0.60	0.80	0.90
估值比率					
PE	30.8	25.2	23.7	20.4	18.0
PB	7.1	6.2	5.6	5.0	4.4
EV/EBITDA	19.5	19.0	16.2	13.8	12.2

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 在中研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。