

强烈推荐-A (维持)

伊利股份 600887.SH

目标估值: 30.00 元

当前股价: 25.19 元

2017年09月21日

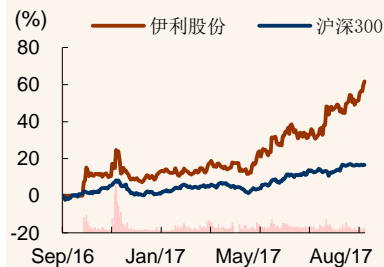
旺季需求强劲, 外延预期再起

基础数据

上证综指	3358
总股本(万股)	607900
已上市流通股(万股)	603337
总市值(亿元)	1531
流通市值(亿元)	1520
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	9	42	59
相对表现	5	30	41



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《伊利股份(600887)——强势回归双位增速, 上调目标价至30元》2017-09-04
- 2、《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
- 3、《伊利股份(600887)——回归常态增速, 回归应有价值》2017-07-11

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

事件:

1、近期草根调研跟踪反馈, 伊利 Q3 旺季渠道备货需求情况强劲, 当前全国经销商平均库存仅 5-10 天。2、外媒 9 月 20 日报道, 伊利正向澳洲最大乳制品加工企业 Murray Goulburn (简称“MG 公司”) 发起收购邀约。伊利随后发布澄清公告, 公司参与了 MG 公司的战略发展方案事项, MG 公司拟通过这种方式征集战略发展方案。公司经评估后, 提交了谨慎的非约束性战略发展方案建议书, 该事项后续存在若干不确定因素。

评论:

1、旺季渠道需求强劲, 全年双位增速基本确认, 且可为 18 年良好开局打下基础

我们近期调研渠道反馈, 8 月全国经销商平均库存天数 10-15 天, 相比去年 20-25 天的库存量明显降低, 而当前经销商平均库存仅 5-10 天, 动销加速非常明显, Q3 旺季需求强劲, 预计前三季度公司液态奶销售端增长可达 15%。在液态奶的强势带动下, 我们认为公司全年整体双位增速基本已定。接下来将进入国庆中秋双节销售黄金 20 天, 若终端渠道消化顺畅, Q4 渠道将更加轻装上阵, 更为来年 Q1 春节旺季备货打下良好基础, 18 年将延续良好开局。

2、参与澳洲乳业巨头 MG 公司战略发展方案事项, 静待外延布局进展

伊利在外延上历来以高标准择优选择机会, 此次参与 MG 公司的战略发展方案事项, 也体现公司外延战略思路的延续。若能完成此收购, 将是公司在保证国内市场份额进一步提升前提下, 对全球优质乳业资源进行整合的重要一步。不过 MG 公司战略发展方案事项当前包括多家潜在参与方, 且政策批准上具有不确定性, 建议静待伊利外延进一步进展。

MG 公司拥有乳制品(液态奶、奶粉、黄油、奶酪等)、乳品原料和营养品三大业务, 其中 Devondale (德运) 品牌是澳洲乳业市场的领导者, 在国内也具有较高知名度。奶源供应方面, MG 公司对接澳大利亚东南部约 2200 家原奶供应商。公司 17 财年收入 24.9 亿澳元, 同比下降 10.3%, 亏损达 3.7 亿澳元, 主要系终止 16 年为奶源抢夺竞争而设立的牛奶供应支持计划, 免除供奶方债务 1.8 亿澳元和资产减值损失确认, 公司 17 年 6 月已进行全面经营情况审核, 管理层已向感兴趣的收购方寻求详细邀约。

3、乳业龙头全面进入份额收割期, 伊利受益最大。

过去多年消费低迷压制, 小品牌生存持续紧张, 导致其品牌投放持续减少, 渠道投放持续收缩, 而大品牌的资金实力保持了其产品不断创新, 品牌持续曝光, 渠道持续下沉。在今年二季度经济超预期回升后, 消费者全面转向, 大品牌全面进入份额收获期。在以前每一轮行业低迷回升期, 大品牌都是如此方式收割更大的份额。随着收入加速, 格局集中, 后续利润增速也将更快。乳业则更为明显, 龙头伊利蒙牛不仅整合乳业小品牌, 更整合相关蛋白饮料行业, 其中伊利在渠道下沉具有明显先发优势, 市占率提升速度将最快, 估值可看更高。

4、内生双位常态增长将逐步验证, 外延再起催化股价, 重申强烈推荐。

伊利股价连创新高, 但我们认为市场仍未充分认识到公司全面进入市占率提升时期的大逻辑。三季度草根调研数据已初步验证, 公司股价空间远被低估, 市场逐步认识的过程也必将带来估值先行。同时伊利外延预期再起, 亦对股价形成催化。我们维持 18-19 年 EPS1.15、1.31 元, 增长 16%、15%, 给予 18 年 25 倍 PE, 半年目标价 30 元, 重申强烈推荐。

风险因素: 终端需求不达预期、食品安全风险

图 1: 迈高集团历年收入变化

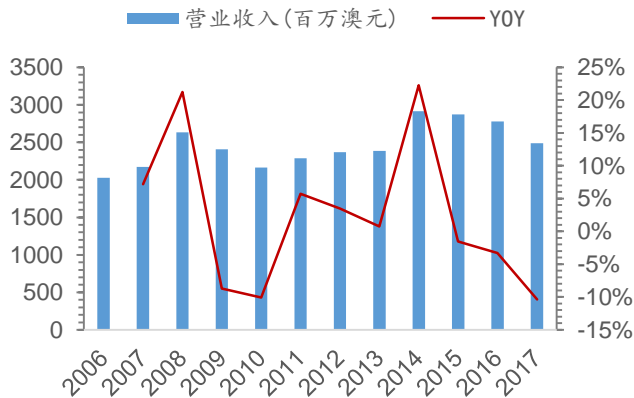
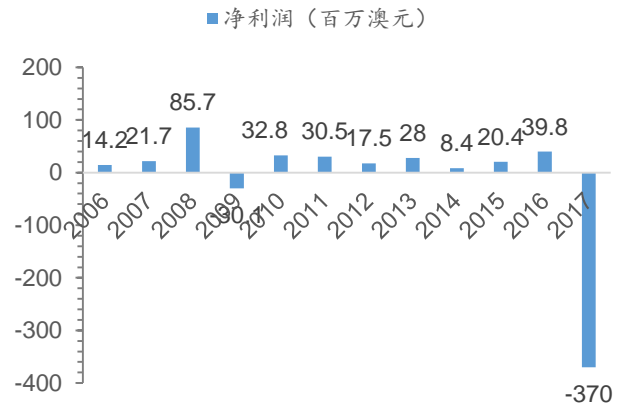


图 2: 迈高集团历年净利润变化



资料来源: Bloomberg、公司年报、招商证券 (注: 公司财年结束为每年 6 月 30 日)

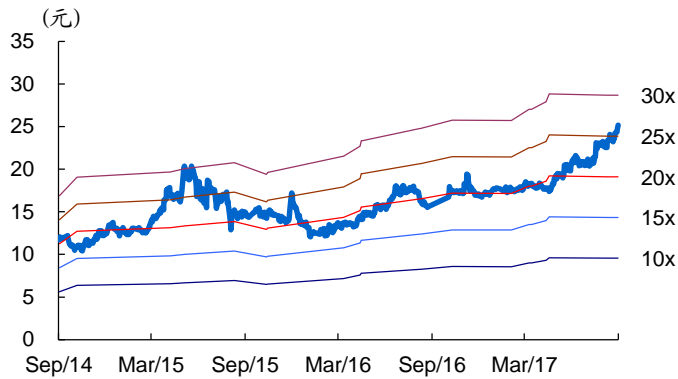
资料来源: Bloomberg、公司年报、招商证券 (注: 公司财年结束为每年 6 月 30 日)

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%

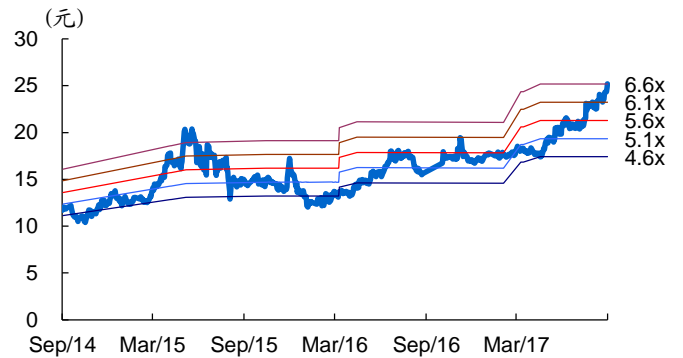
资料来源: 公司报表

图 3: 伊利股份历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 4: 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、《强势回归双位增速，上调目标价至 30 元》2017-09-04
- 2、《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
- 3、《伊利股份（600887）—回归常态增速，回归应有价值》2017-07-11
- 4、《伊利股份（600887）—开局良好，雄心不改》2017-05-01
- 5、《伊利股份（600887）—需求改善，新品发力，迈向“五强千亿”》2017-04-05
- 6、《伊利股份（600887）—经营性利润如期回升，年度买点再现》2016-10-31
- 7、《伊利股份（600887）—抢占奶业制高点，现价值得买入》2016-10-24
- 8、《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
<b>流动资产</b>	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
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	<b>39631</b>	<b>39262</b>	<b>50174</b>	<b>53320</b>	<b>58512</b>
<b>流动负债</b>	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
<b>长期负债</b>	1283	1119	1119	1119	1119
长期借款	0	0	0	0	0
其他	1283	1119	1119	1119	1119
<b>负债合计</b>	<b>19485</b>	<b>16026</b>	<b>24303</b>	<b>24601</b>	<b>25846</b>
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
<b>负债及权益合计</b>	<b>39631</b>	<b>39262</b>	<b>50174</b>	<b>53320</b>	<b>58512</b>

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	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
<b>投资活动现金流</b>	(3487)	(3243)	(4057)	(3000)	(2000)
资本支出	(3652)	(3419)	(3000)	(3000)	(2000)
其他投资	165	176	(1057)	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	(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
<b>现金净增加额</b>	<b>(229)</b>	<b>760</b>	<b>7960</b>	<b>1145</b>	<b>4295</b>

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
<b>营业收入</b>	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
<b>营业利润</b>	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
<b>利润总额</b>	5524	6632	7127	8268	9476
所得税	869	963	1070	1247	1433
<b>净利润</b>	4654	5669	6057	7021	8043
少数股东损益	23	7	32	38	43
<b>归属于母公司净利润</b>	4632	5662	6024	6984	8000
<b>EPS (元)</b>	0.76	0.93	0.99	1.15	1.31

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
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%
<b>获利能力</b>					
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%
<b>偿债能力</b>					
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
<b>营运能力</b>					
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
<b>每股资料 (元)</b>					
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
<b>估值比率</b>					
PE	33.0	27.0	25.4	21.9	19.3
PB	7.6	6.6	6.0	5.4	4.8
EV/EBITDA	18.1	17.7	15.0	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。