

强烈推荐-A (维持)

伊利股份 600887.SH

目标估值: 35.0-40.0 元

当前股价: 26.4 元

2017年09月28日

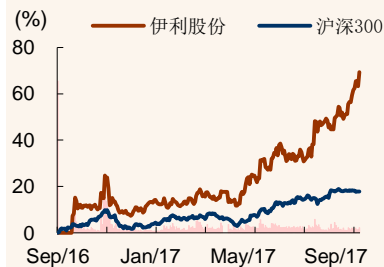
超预期进一步确认, 上调目标价至35-40元

基础数据

上证综指	3340
总股本(万股)	607900
已上市流通股(万股)	603337
总市值(亿元)	1605
流通市值(亿元)	1593
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	12	37	63
相对表现	12	27	45



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《伊利股份(600887)一旺季需求强劲, 外延预期再起》2017-09-22
- 2、《伊利股份(600887)一强势回归双位增速, 上调目标价至30元》2017-09-04
- 3、《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

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

我们近期继续全国大范围渠道草根调研, 与过去供应过剩促销激烈不同, 今年中秋前产品供需紧缺、渠道主动提价已成普遍现象, 明显进入了一个新的景气周期。我们认为三季度收入 2 位数已确认, 利润率提升将带来业绩超预期, 我们测算 Q3 利润增速有望达 30% 以上。我们上调 17-19 年 EPS1.07、1.35、1.65 元, 增长 15%、26%、23%, 景气向上, 稀缺白马, 估值理应回归 18 年 25-30 倍 PE, 一年目标价上调至 35-40 元, 坚定买入, 值得拥有。

□ **渠道反馈: 动销超预期, 从折价到提价, 渠道生态持续改善。**我们近期继续全国范围内渠道草根调研, 核心反馈如下:

(1) **库存极低, 供需紧张。**从我们对华东、华中、华南多地区反馈看, 全国经销商库存已明显降低至 5-10 天超低水平, 供货紧张非常明显。部分地区普通纯奶已经出现断货。我们近期走访全国各大区 KA 店反馈, 金典和安慕希等重点大单品出厂日期已是 9 月初, 终端动销强劲。

(2) **渠道提价, 生态好转。**除重点产品减少打折促销外, 我们了解到部分地区基础白奶经销商出货价已经上调 2 元/箱, 终端价格已上调 4 元/箱, 这将使渠道生态持续正反馈, 产业链利润都得以好转。我们预计牛奶行业供给过剩过度竞争的日子将过去, 牛奶产品将开启终端涨价通道。

□ **中性预计 17Q3 单季盈利增长可达 30% 以上, 大超市市场预期。**从当前反馈看, 公司 Q3 整体收入 2 位数增长基本确认, 我们预计 17Q3 单季收入增长将达 15%。更值得关注的是, 高端产品以金典有机奶和安慕希 PET 瓶为代表高速增长, 普通白奶出现终端断货, 批发和零售环节提价, 意味着产品结构显著上升, 毛利率保持高位甚至进一步提高, 渠道从过去折价到现在提价, 买赠促销费用可能大幅下降。我们审视公司季度报表, 测算 Q3 收入增速可达到 15% 左右, 单季净利增长可达 30% 以上, 前三季度收入或达 12% 以上, 利润在低基数下更高成长。我们认为这只是中性估算, 但仍大超市之前 10% 的预期。

□ **三年改善周期刚展开, 18-19 年正向反馈加速。**我们认为伊利未来三年新景气周期已经开启: 一是伊利收割行业份额持续加速, 此轮乳业复苏的重要支撑动力来自于低线市场, 伊利当前渠道已大面积渗透至乡镇一级, 领先竞争对手 2-3 年, 且低线市场竞争弱, 利润率更丰厚; 第二是牛奶行业加速整合和替代其他软饮料品类, 伊畅通意 100% 乳酸菌饮料, 上半年翻倍以上增长仅是开始, 后续推出的豆奶及其他品类将持续接棒, 乳饮料等行业若被整合, 空间巨大; 第三是伊利在进入市场份额全面收获期后, 费用率将全面下行, 叠加高端产品占比不断提升, 利润率向上提升将是必然。

□ **稀缺白龙头, 景气强劲回升, 估值尚未溢价, 伊利将是未来一年最具性价比的白马。**大众品龙头企业收获市场份额已经全面开启, 今年仍在年初预算的高费用模式下运转, 但随着正反馈继续, 来年景气和业绩将继续加速。中报初现改善, 三季度加速催化, 我们认为之前目标价 30 元将提前实现。产品周转加快, 利润率改善, 将加速 ROE 提升, 迎来股价戴维斯双击。我们上调 17-19 年 EPS1.07、1.35、1.65 元, 增长 15%、26%、23%, 上调一年目标价至 35-40 元, 对应 18 年 25-30 倍 PE, 继续“强烈推荐-A”评级, 值得现价买入。 **风险因素: 18 年需求不及预期、新品需求不及预期**

图 1: 伊利重点产品抢占最优势堆头



资料来源: 上海草根调研、招商证券

图 2: 伊利重点产品出厂日期已在 1 月以内



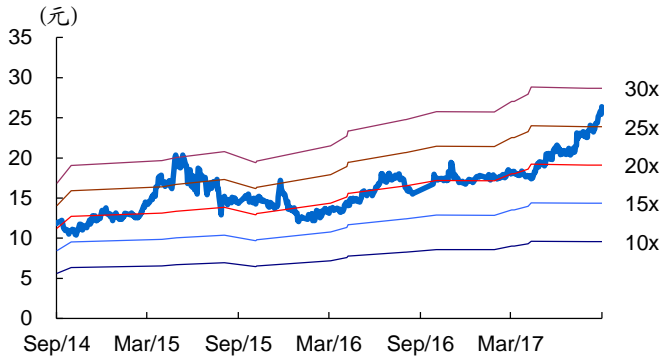
资料来源: 上海草根调研、招商证券 (注: 9 月 26 日调研信息, 全国多地草根调研反馈同样信息)

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%

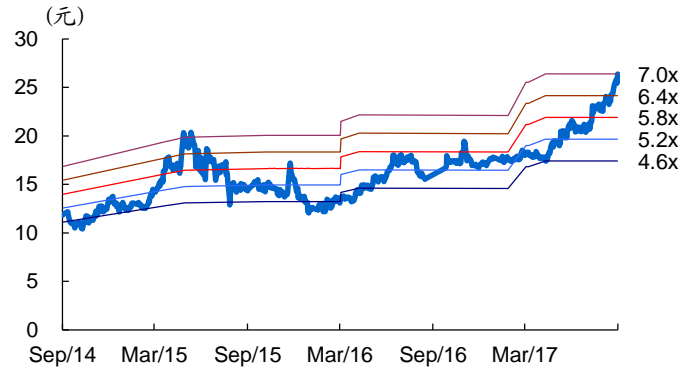
资料来源: 公司报表

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、《伊利股份 (600887) —旺季需求强劲, 外延预期再起》2017-09-22
- 2、《伊利股份 (600887) —强势回归双位增速, 上调目标价至 30 元》2017-09-04
- 3、《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
- 4、《伊利股份 (600887) —回归常态增速, 回归应有价值》2017-07-11
- 5、《伊利股份 (600887) —开局良好, 雄心不改》2017-05-01
- 6、《伊利股份 (600887) —需求改善, 新品发力, 迈向“五强千亿”》2017-04-05

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	29249	32255	38905
现金	13084	13824	22336	24468	30146
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	147	114	128	145	164
应收款项	572	572	617	699	792
其它应收款	50	39	44	49	56
存货	4663	4326	4822	5422	6087
其他	1270	1318	1303	1471	1659
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	50806	55085	61870
流动负债	18202	14907	23320	23857	25446
短期借款	6190	150	6870	5500	5020
应付账款	6079	6753	7546	8484	9525
预收账款	2036	3592	4013	4513	5066
其他	3898	4413	4891	5360	5835
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	24439	24976	26565
股本	6065	6065	6079	6079	6124
资本公积金	2674	2838	3042	3042	3738
留存收益	11246	14179	17057	20755	25156
少数股东权益	162	154	189	233	287
归属于母公司所有者权益	19984	23082	26178	29876	35018
负债及权益合计	39631	39262	50806	55085	61870

现金流量表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	9536	12817	9120	10948	12979
净利润	4632	5662	6517	8212	10090
折旧摊销	1781	1612	1569	1725	1865
财务费用	316	68	50	130	74
投资收益	(186)	(399)	(200)	(200)	(200)
营运资金变动	2693	5976	1146	1029	1091
其它	302	(101)	38	50	60
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)	3449	(5815)	(5301)
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)	(4515)	(5689)
其他	(34)	211	150	70	126
现金净增加额	(229)	760	8512	2133	5678

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	67857	76901	87154
营业成本	38376	37427	41821	47025	52790
营业税金及附加	251	420	470	533	604
营业费用	13258	14114	15607	16918	18825
管理费用	3456	3457	2782	3153	3486
财务费用	297	24	50	130	74
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	7280	9296	11528
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	7713	9729	11961
所得税	869	963	1161	1472	1817
净利润	4654	5669	6552	8256	10144
少数股东损益	23	7	35	44	54
归属于母公司净利润	4632	5662	6517	8212	10090
EPS (元)	0.76	0.93	1.07	1.35	1.65

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	11%	0%	12%	13%	13%
营业利润	11%	13%	32%	28%	24%
净利润	12%	22%	15%	26%	23%
获利能力					
毛利率	36.4%	38.2%	38.4%	38.9%	39.4%
净利率	7.7%	9.3%	9.6%	10.7%	11.6%
ROE	23.2%	24.5%	24.9%	27.5%	28.8%
ROIC	16.5%	20.0%	18.6%	22.4%	24.3%
偿债能力					
资产负债率	49.2%	40.8%	48.1%	45.3%	42.9%
净负债比率	15.6%	0.4%	13.5%	10.0%	8.1%
流动比率	1.1	1.4	1.3	1.4	1.5
速动比率	0.8	1.1	1.0	1.1	1.3
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	9.2	9.2
应收帐款周转率	111.2	105.9	114.1	116.9	116.9
应付帐款周转率	6.8	5.8	5.8	5.9	5.9
每股资料 (元)					
每股收益	0.76	0.93	1.07	1.35	1.65
每股经营现金	1.57	2.11	1.50	1.80	2.12
每股净资产	3.30	3.81	4.31	4.91	5.72
每股股利	0.80	0.45	0.60	0.94	1.14
估值比率					
PE	34.6	28.3	24.6	19.5	16.0
PB	8.0	6.9	6.1	5.4	4.6
EV/EBITDA	21.0	20.4	16.2	13.0	10.7

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。