

伊利股份(600887)/食品加工
业绩再超预期, 全面进入渠道收获期
评级: 买入(维持)

市场价格: 30.36

目标价格: 35.84

分析师: 范劲松

执业证书编号: S0740517030001

Email: fanjs@r.qlzq.com.cn

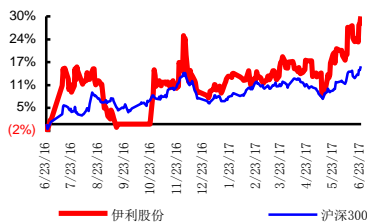
分析师: 孙衡迟

执业证书编号: S0740517090001

Email: sunhc@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	6,079
流通股本(百万股)	6,033
市价(元)	30.36
市值(百万元)	184,558
流通市值(百万元)	183,173

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 伊利股份(600887): 乳制品龙头筑高壁垒, 强者恒强
- 2 伊利股份深度报告_乳制品龙头地位稳固, 综合食品集团即将启航
- 3 天时 地利 人和

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	60,359.9	60,609.2	67,239.0	73,843.0	80,559.0
增长率 yoy%	10.9%	0.4%	10.9%	9.8%	9.1%
净利润	4631.8	5,661.8	6,207.3	7,244.8	8,564.3
增长率 yoy%	18.8%	22.2%	9.6%	16.7%	18.2%
每股收益(元)	0.76	0.93	1.02	1.19	1.41
每股现金流量	1.57	2.11	1.35	1.73	1.96
净资产收益率	23.2%	24.5%	24.2%	24.8%	25.1%
P/E	21.5	18.9	29.7	25.4	21.5
PEG	1.8	0.	3.1	1.5	1.2
P/B	5.0	4.6	7.2	6.3	5.4

备注:

投资要点

- **事件: 伊利股份公布 2017 年三季报, 17 前三季度公司实现营业收入 521.3 亿元, 同比增长 13.5%; 归属于上市公司股东的净利润 49.4 亿元, 同比增长 12.5%, 扣非后归属于上市公司股东的净利润 45.6 亿元, 同比增长 26.8%, 基本每股收益 0.81 元, 同比增长 12.5%。**
- **收入基本符合我们预期, 利润大超预期。**我们在季报前瞻给出收入 20% 的增长, 行业最为乐观但也很接近。公司前三季度收入 521.3 亿元, 同比增长 13.5%, 分产品事业部看, 液态奶, 酸奶, 奶粉和冷饮增长均衡, 均录得双位数增长, 低温奶业务受益于低温酸奶增长带动增长略高于平均, 奶粉业务上半年录得的 20% 增长, 8 月份奶粉注册制落地, 公司获批 21 个婴幼儿配方奶粉注册品牌, 预计奶粉业务三季度延续其增长态势。通过渠道走访, 我们预计安慕希增速约为 40%, 其中一二线城市增长 30% 以上, 三四线城市增长 50%, 基础白奶增速 12% 左右, 略低于上半年 15% 增长主因是 8, 9 月奶源供给紧张导致缺货, 儿童奶下滑在两位数以上, 主要是金典和安慕希的替代作用。前三季度公司实现净利润 49.4 亿元, 同比增长 12.5%, 扣非净利润 45.6 亿元, 同比增长 26.8%, 利润增速高于收入主因是毛利率提升且费用管控得当。Q3 单季度公司实现收入 188.3 亿元, 同比增长 17.7%, 较 Q2 增速下滑 1.9pct, 主因是 16Q2 公司战略减少促销影响销售, 并于 Q3 恢复至高基数, 17Q3 部分地区基础白奶缺货影响销售。Q3 单季度归母净利润 15.7 亿元, 同比增长 33.5%, 扣非归母净利润 14.4 亿元, 同比增长 37.6%, 较 Q2 增速大幅增长 9pct。
- **产品结构持续优化推升毛利率, 销售费用投放效率提升, 双管齐下提高净利率。**17 年前三季度公司毛利率为 38.3%, 同比提升 1.4pct, 其中 Q3 毛利率为 38%, 同比下滑 0.4pct, 主因是原材料、包材、白糖价格上行, Q1、2 尚有低价库存, 我们认为高端产品占比提升可消化成本压力, 不改毛利率向上趋势。17 前三季度费用率为 27.3%, 同比下滑 2.1pct, 主要是管理费用率下降 1.5pct, 主要是管理费用构成移项影响, 销售费用率下降 0.7pct, 其广告营销费用、运输费实际数额增加, 成本投放效果提升已致费用率下滑。17 前三季度公司非经常性损益收入减少主要是政府补助波动, 扣非净利率 8.7%, 同比提升 2.2pct。17 年前三季度公司经营现金净流量为 67.2 亿元, 同比下滑 45.4%, 主因是本期公司提供客户账期导致应收

账款增加现金减少。

- **三四线城市复苏强劲，公司进入渠道布局收获期。**相较于成熟市场，我国三四线城市人均乳制品消费不及一二线城市 1/2，尚有较大提升空间，消费升级和渠道下沉将加速乳制品需求释放。17 年上半年人均收入增速加快提振整体消费，叠加高端产品普及提升价格接受程度，三四线城市乳制品需求复苏强劲。伊利渠道优势体现在三四线城市渗透率高达 78.3%，分销模式铺货及应对竞品速度快，我们认为公司渠道强势，将成为三四线城市消费升级的最大受益者，全国化渠道布局亦可撬起全品类放量，支撑千亿规模目标。
- **竞争格局改善，费用率改善预期下利润弹性有望释放。**通过调研发现，上半年中小乳企在成本上行和食品安全高压下退出，市场集中度向龙头集中，终端价格战有所缓解。目前公司销售费用率收窄受到规模优势影响大于终端促销减少影响，终端价格战转变为满赠促销增厚经销商渠道和终端利润，推动渠道良性循环，侧面验证公司收入增长持续超预期。未来市场集中度向龙头集中，叠加原奶价格进入上涨周期，行业竞争格局将持续改善，利润将上升至公司层面，销售费用率有望下降，若销售费用率恢复至 2014 年水平，公司可释放 3% 利润空间。
- **盈利预测和投资建议：调高目标价至 35.84 元，维持“买入”评级。**我们预计公司 17-19 年分别实现收入 672.4、738.4、805.6 亿，净利润 62.1、72.4、85.6 亿元，对应 EPS 分别是 1.02、1.19 和 1.41 元。考虑公司产品类和全球化扩张预期强，且食品板块估值切换叠加龙头估值溢价，给予公司 18 年 30 倍 PE，调高目标价至 35.84 元（原目标价 29.86），维持“买入”评级。
- **风险提示：**食品安全风险；高端产品增速或不达预期。

图表 1: 伊利股份财务预测三张报表

损益表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	54,436	60,360	60,609	67,239	73,843	80,559
增长率	13.93%	10.9%	0.4%	10.9%	9.8%	9.1%
营业成本	-36,400	-38,376	-37,427	-41,417	-44,451	-47,877
% 销售收入	66.9%	63.6%	61.8%	61.6%	60.2%	59.4%
毛利	18,036	21,984	23,182	25,822	29,392	32,682
% 销售收入	33.1%	36.4%	38.2%	38.4%	39.8%	40.6%
营业税金及附加	-185	-251	-420	-364	-738	-806
% 销售收入	0.3%	0.4%	0.7%	0.5%	1.0%	1.0%
营业费用	-10,075	-13,258	-14,114	-15,092	-16,138	-17,280
% 销售收入	18.5%	22.0%	23.3%	22.4%	21.9%	21.5%
管理费用	-3,163	-3,456	-3,457	-3,362	-4,061	-4,672
% 销售收入	5.8%	5.7%	5.7%	5.0%	5.5%	5.8%
息税前利润 (EBIT)	4,613	5,019	5,191	7,003	8,454	9,924
% 销售收入	8.5%	8.3%	8.6%	10.4%	11.4%	12.3%
财务费用	-155	-297	-24	6	49	143
% 销售收入	0.3%	0.5%	0.0%	0.0%	-0.1%	-0.2%
资产减值损失	-176	-14	-46	-16	-16	-16
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	108	186	399	170	50	50
% 税前利润	2.3%	3.4%	6.0%	2.3%	0.6%	0.5%
营业利润	4,390	4,894	5,520	7,162	8,537	10,101
营业利润率	8.1%	8.1%	9.1%	10.7%	11.6%	12.5%
营业外收支	396	629	1,112	100	50	50
税前利润	4,786	5,524	6,632	7,262	8,587	10,151
利润率	8.8%	9.2%	10.9%	10.8%	11.6%	12.6%
所得税	-619	-869	-963	-1,046	-1,331	-1,573
所得税率	12.9%	15.7%	14.5%	14.4%	15.5%	15.5%
净利润	4,167	4,654	5,669	6,217	7,256	8,577
少数股东损益	22	23	7	9	11	13
归属于母公司的净利润	4,144	4,632	5,662	6,207	7,245	8,564
净利率	7.6%	7.7%	9.3%	9.2%	9.8%	10.6%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	4,167	4,654	5,669	6,217	7,256	8,577
少数股东损益	0	0	0	9	11	13
非现金支出	1,655	1,794	1,657	1,567	1,787	1,957
非经营收益	329	466	-406	-191	-23	-100
营运资金变动	-3,714	2,621	5,897	610	1,495	1,444
经营活动现金净流	2,436	9,536	12,817	8,212	10,526	11,891
资本开支	3,932	3,626	3,396	1,725	1,941	1,301
投资	-78	75	159	0	0	0
其他	3,011	64	-6	170	50	50
投资活动现金净流	-999	-3,487	-3,243	-1,555	-1,891	-1,251
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	4,690	-2,586	-6,038	5,000	-5,150	0
其他	-1,807	-3,708	-2,541	-129	-3,716	-3,639
筹资活动现金净流	2,882	-6,293	-8,579	4,871	-8,866	-3,639
现金净流量	4,320	-244	995	11,528	-231	7,002

资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	14,273	13,084	13,824	25,342	25,100	32,089
应收款项	719	769	725	856	923	999
存货	5,008	4,663	4,326	5,055	5,396	5,823
其他流动资产	1,002	1,270	1,318	1,334	1,423	1,457
流动资产	21,001	19,786	20,193	32,588	32,843	40,368
% 总资产	53.2%	49.9%	51.4%	62.8%	62.7%	68.1%
长期投资	848	1,110	2,243	2,227	2,211	2,195
固定资产	15,372	16,640	14,533	14,747	14,971	14,395
% 总资产	38.9%	42.0%	37.0%	28.4%	28.6%	24.3%
无形资产	1,127	1,183	1,111	1,171	1,167	1,153
非流动资产	18,493	19,845	19,070	19,327	19,531	18,924
% 总资产	46.8%	50.1%	48.6%	37.2%	37.3%	31.9%
资产总计	39,494	39,631	39,262	51,916	52,374	59,292
短期借款	8,072	6,190	150	5,150	0	0
应付款项	8,724	9,825	11,837	13,640	15,307	16,918
其他流动负债	1,960	2,187	2,920	6,193	6,517	6,886
流动负债	18,757	18,202	14,907	24,983	21,825	23,805
长期贷款	704	0	0	0	0	0
其他长期负债	1,212	1,283	1,119	1,119	1,119	1,119
负债	20,673	19,485	16,026	26,102	22,943	24,924
普通股股东权益	18,634	19,984	23,082	25,650	29,256	34,181
少数股东权益	188	162	154	163	174	187
负债股东权益合计	39,494	39,631	39,262	51,916	52,374	59,292

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益 (元)	1.352	0.764	0.934	1.024	1.195	1.412
每股净资产 (元)	6.081	3.295	3.806	4.229	4.824	5.636
每股经营现金净流 (元)	0.795	1.572	2.113	1.353	1.734	1.959
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.600	0.600	0.600	0.600
回报率						
净资产收益率	22.24%	23.18%	24.53%	24.20%	24.76%	25.06%
总资产收益率	10.49%	11.69%	14.42%	11.96%	13.83%	14.44%
投入资本收益率	32.17%	34.83%	60.62%	176.60%	337.06%	9837.45%
增长率						
营业总收入增长率	13.93%	10.88%	0.41%	10.94%	9.82%	9.09%
EBIT增长率	82.75%	8.79%	3.43%	34.91%	20.72%	17.39%
净利润增长率	30.03%	11.76%	22.24%	9.64%	16.71%	18.21%
总资产增长率	23.74%	0.35%	-0.93%	32.23%	0.88%	13.21%
资产管理能力						
应收账款周转天数	2.9	3.3	3.4	3.4	3.4	3.4
存货周转天数	43.6	46.0	43.8	44.6	44.3	44.4
应付账款周转天数	52.5	54.0	62.6	64.0	65.0	65.0
固定资产周转天数	87.5	91.5	87.3	72.3	67.5	61.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-29.20%	-34.22%	-58.85%	-78.22%	-85.29%	-93.37%
EBIT利息保障倍数	29.8	16.9	217.4	-1,264.0	-173.0	-69.4
资产负债率	52.34%	49.17%	40.82%	50.28%	43.81%	42.04%

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。