



## 充分享受成本红利，高端产品占比增加

### ——伊利股份（600887）2015年财报点评

2016年03月31日

强烈推荐/维持

伊利股份

财报点评

徐昊	分析师	执业证书编号: S1480514070003
	xuhao@dxzq.net.cn 010-66554017	
焦凯	分析师	执业证书编号: S1480512090001
	jiaokai@dxzq.net.cn 010-66554144	

#### 事件:

公司2015年营业收入603.6亿元，同比下降10.88%，归属上市公司股东净利润46.32亿元，同比增长11.76%，扣非后归属上市公司股东净利润40.18亿元，同比增长6.65%，EPS0.76元，2015年利润分配预案为每10股派发4.5元（含税）现金股利。

#### 公司分季度财务指标

指标	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4
营业收入（百万元）	14,360	14,599	12,367	14,992	15,159	15,728	14,480
增长率（%）	16.78%	16.33%	10.34%	14.35%	5.56%	7.74%	17.09%
毛利率（%）	33.09%	32.17%	33.30%	37.73%	33.13%	35.46%	39.56%
期间费用率（%）	23.59%	22.28%	28.19%	27.07%	23.21%	29.09%	33.56%
营业利润率（%）	9.25%	9.45%	4.10%	9.87%	10.53%	6.15%	5.87%
净利润（百万元）	1,218	1,271	590	1,310	1,364	981	999
增长率（%）	-2.97%	63.02%	-12.75%	20.44%	11.95%	-22.76%	69.40%
每股盈利（季度，元）	0.20	0.21	0.10	0.21	0.22	0.16	0.16
资产负债率（%）	57.11%	53.27%	52.34%	50.56%	51.58%	50.56%	49.17%
净资产收益率（%）	7.14%	7.31%	3.21%	6.75%	7.02%	5.12%	5.06%
总资产收益率（%）	3.30%	3.25%	1.51%	3.27%	3.41%	2.50%	2.53%

#### 观点:

- 公司2015年四季度营业收入144.8亿元，同比增长17.09%，归属上市公司股东净利润9.94亿元，同比增长69.64%，高于全年净利润增速。从公司个季度经营情况来看，公司上半年和下半年在收入方面基本持平，由于下半年公司费用率高于上半年，其中销售费用率增长较快，公司下半年的利润率低于上半年。
- 在液体乳业务方面，公司液体乳产量为639.67万吨，产量较同期增加10.06%，销量为638.21万吨，销量较同期增加10.53%，实现收入471.51亿元，同比增长11.19%，较同期增加47.45亿元，公司本期液体乳收入的增长主要来自销量的提升，因销量提升增加收入44.66亿元，因产品结构调整增加净收入2.79亿元。本期公司液体乳成本增加17.47亿元，同比增长5.96%，毛利率为34.08%，较同期增加3.26个百分点，其中因销量的提升增加30.9亿元，但是由于本期年内国内生鲜乳价格持续下行，公司充分享受

成本下降带来的红利, 我们之前的结论得到验证, 公司本期因生鲜乳价格下降以及产品结构影响减少成本13.43亿元。本期公司在液体乳方面提升高端产品的比例, “金典”、“安慕希”、“畅轻”等高端产品占比进一步的提升, 从公司本期液体乳收入和成本增加情况来看, 我们预计本期增量部分的毛利率高于60%, 远高于公司目前液体乳整体毛利率水平, 我们看好公司高端产品占比提升带来的利润增长。

- 在奶粉及奶制品业务方面, 本期公司该部分业务产量9.32万吨, 同比增长1.81%, 销量9.45万吨, 同比增长2.92%, 实现收入64.47亿元, 较同期增加4.34亿元, 同比增长7.21%, 因销量增长增加收入1.76亿元, 因产品结构调整增加净收入2.58亿元, 本期公司奶粉及奶制品业务收入增长主要来自产品结构的调整, 公司在奶粉方面加大高端品牌“金领冠”的占比。本期公司奶粉及奶制品成本较同期减少4.32亿元, 同比下降13.2%, 毛利率为55.97%, 较同期增加10.35个百分点, 其中因销量增长增加成本0.95亿元, 原材料下降和产品结构影响减少成本5.27亿元, 生鲜乳价格的下行对公司奶制品业务利润的弹性更大。
- 在冷饮业务方面, 本期公司冷饮产品产量41.12万吨, 同比下降6.21%, 销量42.29万吨, 同比下降3%, 本期公司冷饮业务产量下降较快, 实现收入40.98亿元, 较同期减少1.86亿元, 同比下降4.34%, 因销量下降影响减少收入1.28亿元, 因销售价格变动减少收入2.77亿元, 因产品结构调整增加收入2.19亿元。本期公司冷饮业务成本减少1.73亿元, 同比下降6.22%, 毛利率为36.32%, 较同期增加1.27个百分点, 本期公司的冷饮业务量价齐跌, 更加突出高端产品, 减少部分低端产品的产销, 公司冷饮业务方面, 其主要产品“巧乐兹”和“甄稀”的收入占比有所提升。
- 2015年公司费用率为28.18%, 较同期增加3.58个百分点, 其中, 销售费用同比增加31.6%, 销售费用率为21.96%, 较同期增加3.46个百分点, 本期公司销售费用投入不断加大, 其中下半年的销售费用投入较高, 公司本期加大节目平台的投入, 如“爸爸去哪儿”、“奔跑吧兄弟”、“最强大脑”等, 在此类节目的投入取得极大的成功, 提高公司品牌影响力; 财务费用同比增长91.86%, 主要原因为本期新西兰元兑美元汇率下降导致汇兑净损失增加。

### 结论:

我们预计公司2016-2018年营业收入分别为652.5亿元、723.01亿元、806.17亿元, 归属上市公司股东净利润分别为52.6亿元、62.37亿元、73.02亿元, 对应EPS0.87元、1.03元、1.2元, 对应PE16X、14X、12X, 维持公司“强烈推荐”投资评级。

**公司盈利预测表**

资产负债表					利润表					单位:百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E			
<b>流动资产合计</b>	21,001	19,786	23,422	26,089	32,184	<b>营业收入</b>	54,436	60,360	65,250	72,301	80,617			
货币资金	14,273	13,084	16,313	18,236	23,483	<b>营业成本</b>	36,400	38,376	40,494	44,104	48,292			
应收账款	513	572	626	693	773	<b>营业税金及附加</b>	185	251	266	289	316			
其他应收款	66	50	54	60	67	<b>营业费用</b>	10,075	13,258	14,763	16,848	19,350			
预付款项	390	615	817	1,038	1,279	<b>管理费用</b>	3,163	3,456	3,736	4,140	4,616			
存货	5,008	4,663	4,992	5,438	5,954	<b>财务费用</b>	155	297	325	95	-46			
其他流动资产	542	584	584	584	584	<b>资产减值损失</b>	176	14	0	0	0			
<b>非流动资产合计</b>	18,493	19,845	16,442	14,525	12,607	<b>公允价值变动收益</b>	0	0	0	0	0			
长期股权投资	26	122	122	122	122	<b>投资净收益</b>	108	186	150	150	150			
固定资产	13,121	14,559	13,513	11,691	9,869	<b>营业利润</b>	4,390	4,894	5,816	6,975	8,240			
无形资产	930	956	861	765	669	<b>营业外收入</b>	463	712	500	500	500			
其他非流动资产	460	500	0	0	0	<b>营业外支出</b>	67	83	50	50	50			
<b>资产总计</b>	39,494	39,631	39,864	40,613	44,791	<b>利润总额</b>	4,786	5,524	6,266	7,425	8,690			
<b>流动负债合计</b>	18,757	18,202	15,526	13,721	14,927	<b>所得税</b>	619	869	986	1,168	1,367			
短期借款	8,072	6,190	2,863	0	0	<b>净利润</b>	4,167	4,654	5,280	6,257	7,322			
应付账款	5,281	6,079	6,657	7,250	7,938	<b>少数股东损益</b>	22	23	20	20	20			
预收款项	2,163	2,036	2,427	2,861	3,345	<b>归属母公司净利润</b>	4,144	4,632	5,260	6,237	7,302			
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	<b>EBITDA</b>	6,875	7,846	8,059	8,987	10,111			
<b>非流动负债合计</b>	1,916	1,283	50	90	120	<b>BPS (元)</b>	1.35	0.76	0.87	1.03	1.20			
长期借款	704	0	50	90	120	<b>主要财务比率</b>								
应付债券	0	0	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E			
<b>负债合计</b>	20,673	19,485	15,577	13,811	15,048	<b>成长能力</b>								
少数股东权益	188	162	182	202	222	<b>营业收入增长</b>	13.93%	10.88%	8.10%	10.81%	11.50%			
实收资本(或股本)	3,064	6,065	6,065	6,065	6,065	<b>营业利润增长</b>	65.09%	11.50%	18.84%	19.92%	18.13%			
资本公积	6,481	2,477	3,355	3,355	3,355	<b>归属于母公司净利润</b>	30.03%	11.76%	13.57%	18.56%	17.09%			
未分配利润	7,922	9,791	10,317	10,941	11,671	<b>盈利能力</b>								
归属母公司股东权	18,634	19,984	22,769	25,264	28,185	<b>毛利率 (%)</b>	33.13%	36.42%	68.91%	69.90%	70.43%			
<b>负债和所有者权</b>	39,494	39,631	38,528	39,277	43,454	<b>净利率 (%)</b>	7.65%	7.71%	8.09%	8.65%	9.08%			
<b>现金流量表</b>					<b>单位:百万元</b>	<b>总资产净利润 (%)</b>	6.86%	10.49%	11.69%	13.20%	15.36%			
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	<b>ROE (%)</b>	22.24%	23.18%	23.10%	24.69%	25.91%			
<b>经营活动现金流</b>	2,436	9,536	7,550	8,433	9,401	<b>偿债能力</b>								
净利润	4,167	4,654	5,280	6,257	7,322	<b>资产负债率 (%)</b>	52%	49%	40%	35%				
折旧摊销	2,330	2,655	0	1,918	1,918	<b>流动比率</b>								
财务费用	155	297	325	95	-46	<b>速动比率</b>								
应收账款减少	0	0	-54	-68	-80	<b>营运能力</b>								
预收帐款增加	0	0	392	434	484	<b>总资产周转率</b>	1.50	1.53	1.67	1.86	1.95			
<b>投资活动现金流</b>	-999	-3,487	1,706	150	150	<b>应收账款周转率</b>	128	111	109	110	110			
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	<b>应付账款周转率</b>	10.40	10.63	10.25	10.40	10.62			
长期股权投资减少	0	0	985	0	0	<b>每股指标(元)</b>								
投资收益	108	186	150	150	150	<b>每股收益(最新摊薄)</b>	1.35	0.76	0.87	1.03	1.20			
<b>筹资活动现金流</b>	2,882	-6,279	-6,027	-6,659	-4,305	<b>每股净现金流(最新)</b>	1.41	-0.04	0.53	0.32	0.87			
应付债券增加	0	0	0	0	0	<b>每股净资产(最新摊</b>	6.08	3.30	3.75	4.17	4.65			
长期借款增加	0	0	50	40	30	<b>估值比率</b>								
普通股增加	1,021	3,000	0	0	0	<b>P/E</b>	10.59	18.82	16.49	13.91	11.88			
资本公积增加	-1,057	-4,005	878	0	0	<b>P/B</b>	2.35	4.34	3.81	3.43	3.08			
<b>现金净增加额</b>	4,320	-229	3,229	1,924	5,246	<b>EV/EBITDA</b>	5.57	10.17	9.10	7.63	6.27			

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 徐昊

会计学硕士, 2008 年加入国都证券从事农业和食品饮料行业研究、2011 年加入安信证券从事食品饮料行业研究、2013 年加入东兴证券从事食品饮料行业研究, 7 年食品饮料行业研究经验。

### 焦凯

2010 年进入天相投资顾问有限公司, 从事煤炭行业研究; 2012 年加盟东兴证券研究所, 从事食品饮料行业研究, 4 年食品饮料行业研究经验。

## 联系人简介

### 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映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。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已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, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易, 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。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数) :

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数) :

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。