

伊利股份 (600887): 奶粉业务影响收入增速, 重点产品全面开花 推荐 (维持)

食品饮料—乳制品

当前股价: 16.83 元

报告日期: 2016 年 8 月 29 日

主要财务指标 (单位: 亿元)

	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入	544.4	603.6	613.7	665.2
(+/-)	13.9%	10.9%	1.7%	8.4%
营业利润	43.9	48.9	55.4	64.0
(+/-)	65.1%	11.5%	13.1%	15.5%
归属母公司净利润	41.4	46.3	53.5	61.6
(+/-)	30.0%	11.8%	15.5%	15.2%
EPS (元)	1.35	0.76	0.88	1.02
PE	13.2	23.5	19.1	16.5

公司基本情况 (最新)

总股本/已流通股 (亿股)	60.65/60.33
流通市值 (亿元)	1,015.35
每股净资产 (元)	3.36
资产负债率 (%)	40.63%

股价表现 (最近一年)



食品饮料行业研究员: 万蓉

执业证书编号: S1050511020001

电话: 021-54967577

邮箱: wanrong@cfsc.com.cn

- 伊利股份发布 2016 半年报:** 报告期内, 公司实现营业收入 299.26 亿元, 与上年同期相比基本持平; 实现利润总额 38.07 亿元, 同比增长 19.41%; 实现归属于上市公司股东的净利润 32.11 亿元, 同比增长 20.63%; 扣非后归母净利润 25.5 亿元, 同比增长 2.92%; 每股收益 0.53 元。二季度单季实现营业收入 147.0 亿元, 同比下降 2.11%, 是自 08-09 年三聚氰胺事件以来, 首次出现负增长; 实现归属于上市公司股东的净利润 16.58 亿元, 同比增长 56.09%。
- 销售结构调整, 毛利率上升:** 上半年销售收入同比微增 0.23%, 主要是: (1) 由于境外婴儿奶粉厂商通过“海淘”或“跨境电商”等渠道, 快速抢占国内婴儿奶粉市场份额, 国产品的市占份额同比下降, 公司的奶粉及奶制品也在所难免, 收入同比下降 24.05%, 但婴儿奶粉产品全渠道零售额市占份额为 4.9%, 仍位居国内品牌第一; (2) 混合饲料收入同比下降 22.09%; (3) 冷饮同比微降 1.98%, 销售额仍蝉联全国第一; (4) 液体乳同比增长 4.58%, 其中常温液态奶零售额市占份额为 30.9%, 位居细分市场第一; 低温液态奶零售额市占份额为 16.7%, 比上年同期提升近 1.1 个百分点。受益于报告期内原奶价格走低, 毛利率同比上升 4.31pct 至 38.74%。预计今年全球原奶供给个位数增长, 下半年成本依然可控。
- 重点产品全面开花, 新品市场表现良好:** 公司重点产品中, “安慕希”同比大幅增长 131.4%, 预计全年收入翻倍、有望达到 80 亿元, 行业排名第一; “金典”同比增长 10.4%; “畅轻”同比增长 21.7%。“畅意 100%常温乳酸菌饮料”、“甄稀冷冻酸奶冰淇淋”、“Life up 酸奶”、“QQ 星儿童常温酸奶”等新产品上市后, 销售实现了快速增长。
- 期间费用&营业外收入影响净利润率:** 上半年公司产生销售费用 70.76 亿元, 同比增长 17.64%, 费用率增加 3.57pct 至 23.52%; 主要是本期加大新产品的广告投入、终端促销所致; 管理费用同比增长 15.53%, 费用率增加 0.71pct 至 5.18%,



主要是薪酬增加、新建项目投入运营以及折旧增加所致；财务费用同比大幅下降 91.41%，费用率减少 0.65pct 至 0.06%，主要是本期借款减少，相应的借款利息减少，以及上期汇兑损失较大。期间费用增长了 14.19% 至 86.52 亿元，但由于处置辉山乳业股权使得投资收益同比增加，加上来自政府的补助使得营业外收入同比增加，以上共同作用使得公司净利润率上升了 1.84pct 至 10.67%，为上市以来新高。

- **未来公司看点：**(1) 液态奶业务收入增长更多的还是来自于结构升级，中高端产品收入占比不断提升，而成本维持低位，毛利率有望提升；(2) 新颁布的《婴幼儿配方乳粉产品配方注册管理办法》将于 10 月 1 日执行，接近 80% 的品牌将退出市场，作为行业龙头，将最大程度的分享空出的市场份额；(3) 公司拥有全国最好的销售网络，市场渗透率极高，而公司新增技术创新成果和新品达 100 多项，一旦开始销售，铺货速度要快于其他同行，而“村淘”的新业务模式将为公司渠道下沉增加新的突破点，乳品市场的空间得以进一步扩展；(4) 近年来公司更是在“互联网+”背景下大力发展电商渠道、母婴渠道，今年上半年电商销售额同比上涨 71.66%，并对“伊利母婴生态圈”进行战略升级，公司未来电商、母婴渠道发展潜力巨大。
- **盈利预测：**我们预测 2016–2018 年公司 EPS 将分别达到 0.88 元、1.02 元和 1.15 元，按照 2016 年 8 月 29 日收盘价 16.83 元进行计算，对应 2016–2018 年 PE 分别为 19.1 倍、16.5 倍和 14.6 倍，给予“推荐”的投资评级。
- **风险提示：**食品安全问题、新品销售不达预期



盈利预测表

单位：万元	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	4,777,887	5,443,643	6,035,987	6,137,069	6,652,252	7,361,329
增长率(%)	13.8%	13.9%	10.9%	1.7%	8.4%	10.7%
减：营业成本	3,408,276	3,639,999	3,837,558	3,679,893	4,124,841	4,714,682
综合毛利率(%)	28.7%	33.1%	36.4%	40.0%	38.0%	36.0%
减：营业税金及附加	23,391	18,539	25,104	30,685	33,261	36,807
销售费用	854,607	1,007,455	1,325,833	1,503,582	1,463,495	1,472,266
管理费用	239,183	316,323	345,616	368,224	385,831	404,873
财务费用	-3,309	15,489	29,716	6,137	6,652	7,361
期间费用率	22.8%	24.6%	28.2%	30.6%	27.9%	25.6%
加：公允价值变动净收益	0	0	0	208	0	0
投资净收益	13,139	10,774	18,635	5,000	1,500	1,500
营业利润	265,901	438,969	489,432	553,755	639,672	726,841
增长率(%)	64.6%	65.1%	11.5%	13.1%	15.5%	13.6%
加：营业外收入	43,984	46,341	71,227	92,056	99,784	110,420
减：营业外支出	3,848	6,721	8,306	12,274	13,305	14,723
利润总额	306,038	478,589	552,353	633,537	726,151	822,538
增长率(%)	46.7%	56.4%	15.4%	14.7%	14.6%	13.3%
减：所得税	-14,082	61,935	86,911	97,565	108,923	123,381
实际所得税率(%)	-4.6%	12.9%	15.7%	15.4%	15.0%	15.0%
净利润	320,120	416,654	465,443	535,973	617,228	699,157
归属于母公司所有者净利润	318,724	414,428	463,179	535,169	616,302	698,108
增长率(%)	85.6%	30.0%	11.8%	15.5%	15.2%	13.3%
净利润率(%)	6.7%	7.6%	7.7%	8.7%	9.3%	9.5%
少数股东损益	1,396	2,226	2,263	804	926	1,049
总股本(万股)	204,291	306,437	606,480	606,480	606,480	606,480
基本每股收益(元/股)	1.56	1.35	0.76	0.88	1.02	1.15
稀释后每股收益(元/股)	0.53	0.68	0.76	0.88	1.02	1.15

资料来源：公司定期报告、华鑫证券研发部



研究员简介

万蓉：英国赫尔大学，商业管理硕士，主要研究和跟踪领域：大消费

华鑫证券有限公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 15%--- (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。



免责条款

本报告由华鑫证券有限责任公司（以下统称“华鑫证券”）制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅向特定客户传送，版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放

本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>