



伊利股份(600887)

目标价：26

昨收盘：18.42

食品饮料 食品加工

伊利股份动态点评：经营环比改善，成本费用有压力

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	6,079/6,033
总市值/流通(百万元)	111,975/111,135
12个月最高/最低(元)	20.10/14.55

相关研究报告：

- 《伊利股份年报点评：收入稳定净利率提升，龙头优势愈发突现。》
--2017/03/31
《伊利股份半年报点评》
--2016/09/08

证券分析师：黄付生

电话：010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030002

证券分析师：王学谦

电话：010-88321966

E-MAIL: wangxq@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190511120001

16年业绩提升主要源于毛利率提高

16年公司共实现营业收入603.12亿元、利润总额66.32亿元、归属母公司净利润56.62亿元，同比增长0.75%、20.07%、22.24%；每股收益0.93元；销售净利率为9.40%，同比提升1.62%。

16年度公司毛利率37.94%，同比提高2.05个百分点；销售费用率23.40%，同比提高1.25个百分点；管理费用率5.73%，同比下降0.04个百分点。毛利率上升是业绩提高的主要原因。

一季度成本上升费用下降，盈利水平同比提高

17年一季度公司共实现营业收入157.16亿元、利润总额20.49亿元、归属母公司净利润17.34亿元，同比增长3.23%、11.67%、11.58%；每股收益0.29元；销售净利率为11.05%，同比提升0.82个百分点。

一季度公司毛利率37.64%，同比下降4.10个百分点；销售费用率21.37%，同比下降4.12个百分点；管理费用率3.78%，同比下降1.39个百分点；净利率11.05%，同比提高0.82个百分点。由于成本上升，毛利率同比降幅较大，但是费用水平的下降更为显著，抵消了成本上升的不利影响，净利率仍有所提升。

后期成本因素对毛利率形成压力

一季度毛利率下降主要是成本因素造成的。

目前原奶供应量较大，公司认为未来原奶价格不会上涨，但是继续下降空间有限。由于原奶供应量大，为了维护行业整体长远利益，下游加工企业增加了产量，并相应的加大了促销力度，从而压低了毛利率水平。目前市场上的促销压力仍然较大，与去年相比并未缓解。

另一方面，除原奶外，其他原材料价格都在上涨。大宗辅料如糖、乳清粉和包装材料价格都在上涨。未来辅料和包材的价格上涨可能对成本构成更大压力。

季节不均衡造成费用水平波动

费用率的变化主要是受到季度因素影响，季度间费用水平不均

衡主要受市场竞争情况影响，主要是广告费影响较大。公司对于营销费用的运用有计划，但是广告费用，尤其是促销费用还是要根据实际情况调整。

目前国内乳制品行业费用率比较高，主要是由于竞争压力较大。从总的的趋势来看，费用率未来有一定下降趋势，但是短期内费用压力还会比较大。公司的费用水平未来仍有下降空间有空间，回到 15 年之前的水平是有可能的。

其他财务指标变动不大

短期借款增加主要是为了调节营运资金。预收款一季度略多，是偶然情况。货变化是正常存货配置。资本开支每年大约 30 亿水平，主要是产能投资，比较稳定。

销售增长，业绩可期，可能有季节波动

安慕希的销售和收入增长情况都较好。酸奶的增长速度较快。冷饮的增长也比较好。奶粉和液奶也有增长。

由于业绩存在季节波动，对于行业和公司的判断以较长周期为宜，比如以年度来考察。今年可能存在一定幅度的季节波动。到目前为止，年初的收入利润指引并未发生变化，预计全年业绩与计划差异不大。

新产品开发稳步推进

公司认为豆奶的市场空间可能很大，国内消费者的消费习惯稳定，消费量较大。这方面国外市场也有先例。伊利做的是预包装产品，预计下半年上市。初期增长速度可能不是很快，但是最终规模会比较大。豆奶产品存在技术难题，口味的调节有难度。公司在这方面解决的比较好。

有机奶主要是金典系列，目前比例和绝对数较小。公司认为未来有机奶有比较大增长空间。目前行业里产品还是比较少，未来可能做成比较大的品类。

核桃乳目前有几个亿，公司估计植物蛋白单品规模不会很大。公司判断未来发酵类的空间比较大，市场也有成熟产品，比如养乐多。

协商终止收购圣牧，继续寻求并购机会

终止收购圣牧是双方友好协商的结果，与其他方面没有关系。公司未来会积极寻求各种形式的合作，未来还会寻求并购机会。

未来将保持较好分红水平

分红主要跟盈利情况和现金流情况有关，未来会保持比较好的分红水平。即使有资金压力，也会用财务手段解决，不会挤占分红。

盈利预测及估值：

公司作为行业龙头，在品牌宣传、产品研发、渠道建设等方面均有较强优势。我们预计公司17-18年收入增速分别为9.2%、9.0%，净利润增速分别为13.8%、和15.1%，对应EPS分别为1.04和1.20元，**目标价26元，维持“买入”评级。**

风险提示：

市场竞争加剧，成本上升，食品安全问题。

主要财务指标

	2016A	2017E	2018E
营业收入(亿元)	60,609.22	63,525.26	69,236.18
同比增长	0.75%	9.20%	9.00%
净利润(亿元)	5,669.04	6,314.40	7,267.88
同比增长	21.8%	13.80%	15.10%
摊薄每股收益(元)	0.93	1.04	1.20
PE	21.0	17.91	15.53

资料来源：Wind，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话: (8610) 88321761/88321717

传真: (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。