

3Q 业绩略超预期，原奶周期+渠道下沉助力 业绩高增长

买入(维持)

事件：

伊利股份公布 2017 年三季报：1-9 月实现营收 521.3 亿，同比+13.5%，净利润 49.4 亿，同比+12.5%，每股收益 0.81 元。单 3Q17 营收 188.3 亿，同比+18%；归母净利 15.7 亿，同比+33.5%。每股收益 0.26 元，业绩略超预期。

投资要点：

- **收入端：液奶+奶粉持续复苏，冷饮低个位数增速！**我们通过最新调研，对收入结构拆分如下：预计 3Q 液奶收入 15% 以上，其中安慕希收入增速接近 50%，新品畅意增速保持 100%+，金典和基础白奶 10%+略有回落，源于 9 月气温骤降，上游原奶供给下滑，而终端需求强劲，造成部分产品断货，对金典、安慕希影响较大。预计 4Q 高端产品持续发力，液奶收入继续保持双位数的增速。奶粉业务显著复苏，1H17 奶粉收入增速接近 20%，下半年催化剂更多，21 个配方+下线市场优势+行业补库存行情，预计 3Q 奶粉收入 20%+。冷饮业务较为稳定。
- **利润端：原奶步入三年新周期拐点，未来温和涨价，3Q 公司毛利率略升，费用率下降，利润弹性更大！**1) 3Q 毛利率 37.5%，同比-0.96pct，主要源于原料价格上涨，3Q 收奶价小幅上涨，包材纸同比+78%，糖同比+11%，恒天然全脂奶粉拍卖价+28%，成本端略有承压，加之安慕希金典 9 月销量受限，高端占比估计基本持平，所以毛利率小幅下降。2) 费用率下滑打开利润空间，3Q 伊利销售费用率 22%，同比-0.98pct，管理费用率 6.2%，同比-1.53pct，随着行业竞争趋缓，终端促销减弱，费用率长期下行趋势进一步得到验证。3Q 公司扣非净利 14.4 亿，同比+38%，因非经常性损益同比减少，归母净利 15.7 亿，同比+33.5%。
- **伊利未来成长空间有三块：**一是对标达能雀巢，外延并购带来企业平台扩张。二是收入+市占率提升。我们草根调研发现伊利目前乡镇经销商数量增加 10-15%，终端网点增加 20-25%，渠道下沉打开收入空间，未来下线城市持续贡献高增速。过去 8 年行业淘汰近 200 家乳企，我们预计空出近 10% 的市场空间，17 年伊利市占率预计提升 2~3pct，18 年继续收割市场份额，龙头强者恒强。三是原奶步入三年大周期起点，未来奶价温和上涨，行业竞争趋缓，费用下行带来利润弹性更大。
- **盈利预测与投资建议：**原奶周期+中小企业退出叠加蒙牛竞争趋缓+渠道下沉+结构升级认为伊利进入新 3 年大周期。我们预计 17-19 年收入 679/761/848 亿元；EPS 为 1.08/1.35/1.62 元，同比+16%、24%、20%，给予 18 年 25~30XPE，目标价预计在 34~41 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**食品安全风险，行业竞争加剧。

2017 年 11 月 1 日

证券分析师 马浩博

执业证书编号：S0600515090002

021-60199762

mahb@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价 (元)	28.52
一年最低/最高价	17.29/30.36
市净率 (倍)	7.17
流通 A 股市值 (百万元)	172071.69

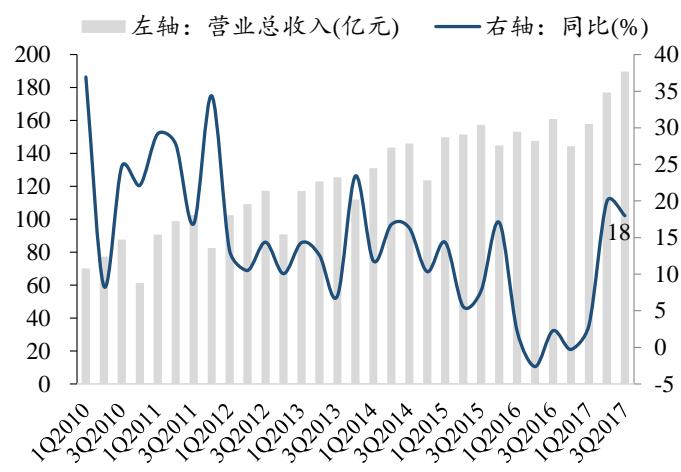
基础数据

每股净资产 (元)	3.98
资产负债率 (%)	48.38
总股本 (百万股)	6079.00
流通 A 股(百万股)	6033.37

相关研究

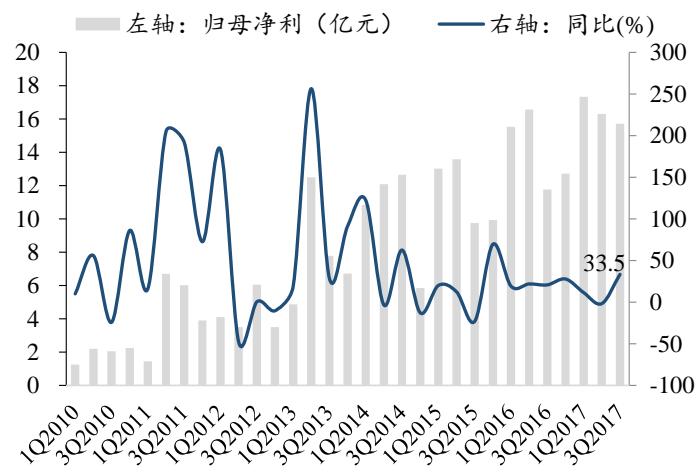
1. **伊利股份：为何乳业开启二次增长，市场份额加速向伊利集中？** -20171022
2. **伊利股份：收入全面提速，结构升，费用降，全年业绩有望超预期！** -20170831
3. **剑指高端，投标收购全球第一有机酸奶 Stonyfield**
-20170512
4. **伊利股份：16 年业绩符合预期，具备长期投资价值**
-20170413

图表 1：伊利 3Q 收入增速 18%



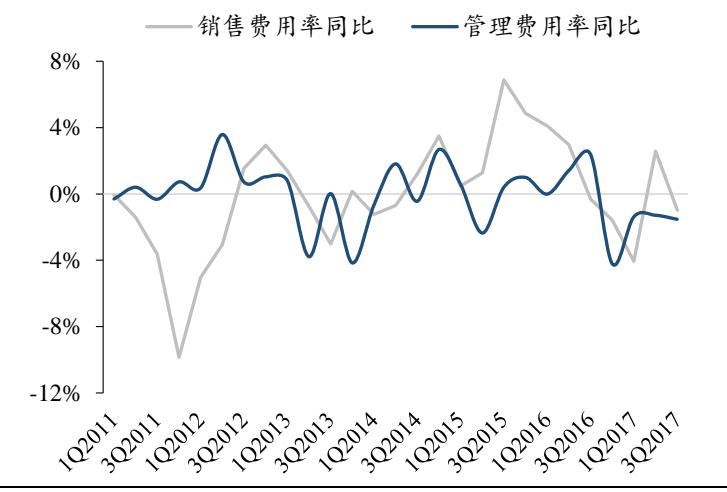
资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 2：伊利 3Q 净利同比+33.5%



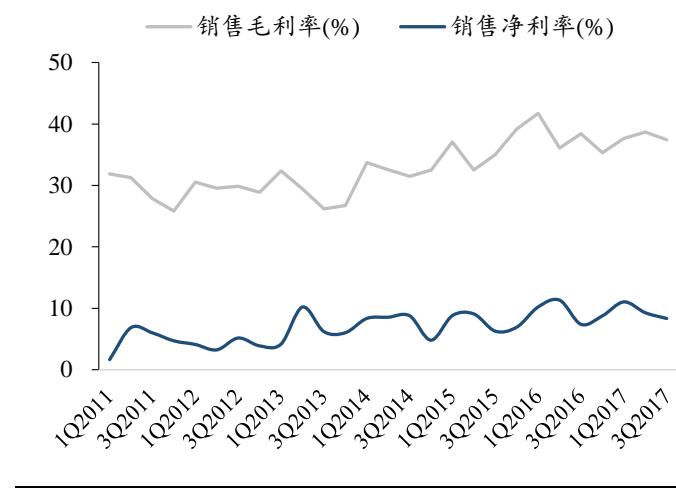
资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 3：3Q 销售费用率同比-0.98pct，管理费用率-1.53pct



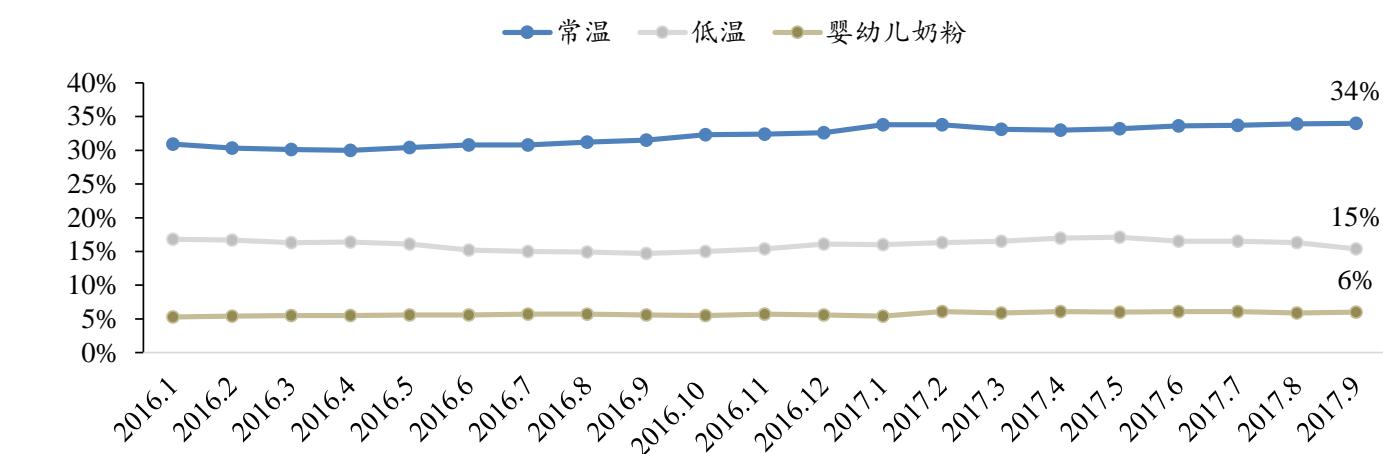
资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 4：3Q 毛利率-0.96pct，净利率+0.96pct



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 5：伊利市占率稳步提升



资料来源：公司官网，东吴证券研究所

图表 6: 伊利股份未来三年财务预测表

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	20192.7	21506.1	26245.7	30171.6	营业收入	60609.2	67937.6	76080.8	84840.9
现金	13823.7	14427.2	18345.7	21445.1	营业成本	37427.4	41573.2	46319.9	51255.7
应收款项	725.4	839.5	940.1	1011.1	营业税金及附加	420.1	468.8	525.0	585.4
存货	4325.8	4804.9	5353.5	5924.0	营业费用	14114.3	15116.1	16167.2	17689.3
其他	1317.8	1434.4	1606.4	1791.3	管理费用	3456.7	3566.7	3956.2	4259.0
非流动资产	19069.6	21038.9	23070.9	24984.7	财务费用	23.9	-93.2	-100.4	-126.7
长期股权投资	1631.1	1731.1	1831.1	1931.1	投资净收益	399.3	100.0	100.0	100.0
固定资产	14533.0	16451.9	18433.3	20296.8	其他	-45.7	-45.7	-45.7	-45.7
无形资产	990.9	941.3	891.8	842.2	营业利润	5520.4	7360.3	9267.3	11232.5
其他	1914.6	1914.6	1914.6	1914.6	营业外净收支	1111.7	351.5	326.5	301.5
资产总计	39262.3	42545.0	49316.6	55156.3	利润总额	6632.1	7711.8	9593.8	11534.0
流动负债	14907.5	14940.9	17717.6	18703.8	所得税费用	963.0	1119.8	1393.0	1674.7
短期借款	214.7	350.0	650.0	350.0	少数股东损益	7.2	8.4	10.5	12.6
应付账款	7090.5	7535.7	8585.6	9395.6	归属母公司净利润	5661.8	6583.7	8190.3	9846.7
其他	7602.2	7055.3	8482.0	8958.2	EBIT	5610.8	7681.6	9637.6	11636.9
非流动负债	1118.9	1072.1	966.7	890.6	EBITDA	7164.2	8722.9	10903.2	13127.4
长期借款	0.3	0.3	0.3	0.3	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
其他	1118.6	1071.9	966.4	890.3	每股收益(元)	0.93	1.08	1.35	1.62
负债总计	16026.4	16013.1	18684.3	19594.4	每股净资产(元)	3.81	4.34	5.01	5.82
少数股东权益	154.1	158.3	163.6	169.8	发行在外股份(百万股)	6064.8	6079.0	6079.0	6079.0
归属母公司股东权益	23081.8	26373.6	30468.8	35392.1	ROIC(%)	18.5%	26.7%	31.7%	37.1%
负债和股东权益总计	39262.3	42545.0	49316.6	55156.3	ROE(%)	24.5%	25.0%	26.9%	27.8%
现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	毛利率(%)	38.2%	38.8%	39.1%	39.6%
经营活动现金流	12817.3	6985.5	11090.3	11803.4	EBIT Margin(%)	9.3%	11.3%	12.7%	13.7%
投资活动现金流	-3243.2	-3225.3	-3376.6	-3480.7	销售净利率(%)	9.3%	9.7%	10.8%	11.6%
筹资活动现金流	-8814.5	-3156.5	-3795.2	-5223.3	资产负债率(%)	40.8%	37.6%	37.9%	35.5%
现金净增加额	994.7	603.6	3918.5	3099.4	收入增长率(%)	0.4%	12.1%	12.0%	11.5%
折旧和摊销	1553.4	1041.3	1265.6	1490.5	净利润增长率(%)	22.2%	16.3%	24.4%	20.2%
资本开支	-703.9	-3159.2	-3276.6	-3380.7	P/E	30.55	26.33	21.17	17.61
营运资本变动	4510.4	-689.4	1583.4	414.3	P/B	7.49	6.56	5.68	4.89
企业自由现金流	10931.9	3758.9	7810.6	8471.3	EV/EBITDA	26.38	21.66	17.58	14.67

数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推測不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出自为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>