



消费升级驱动需求复苏, 产品结构优化持续进行

投资要点

- **事件:** 近期公司股价略有回调, 我们依旧看好公司长期投资价值。目前乳制品需求强劲, 伊利作为行业龙头, 引领消费升级, 带动行业复苏, 公司市占率及盈利能力稳步提升, 维持推荐。
- **消费升级驱动需求复苏, 液态奶行业空间依旧可观。** 根据尼尔森数据, 2017年1-10月份液奶行业销售额同比增速6%, 去年全年增速2.7%, 需求端明显复苏。一方面得益于我国牛奶人均消费量逐步提升, 目前我国液体奶年人均消费量为20kg, 较2015年有接近10%的增长, 但与发达国家相比仍有较大差距; 另一方面, 消费升级带来的产品单价提升成为需求复苏的重要驱动力, 主要得益于三四线及以下区域城镇化率提高、“80/90后”成为消费主力、人均收入达到消费快速增长水平, 乳制品作为该区域可选消费品, 2017年迎来需求拐点。
- **公司产品结构持续优化引领消费升级, 市占率稳步提升。** 目前酸奶、高端白奶等细分领域是支撑液态奶市场增长的主动力, 伊利适时推出金典、安慕希以及畅轻三款高端产品, 2016年安慕希、金典和畅轻合计实现145亿元的收入, 三款产品收入占比自2014年12.7%提升至2017H1约35.0%, 预计2017年高端产品收入占比有望达到40%左右。受益于产品结构的升级以及公司强大的综合管理能力, 2017年前三季度伊利市占率为34.0%, 同比提升2.5个百分点。未来随着伊利产品结构继续上移, 公司的市占率和盈利能力有望进一步提升。
- **登高望远, 打造千亿健康食品集团。** 目前伊利中长期的战略目标为到2020年进入“全球乳制品5强”、成为“千亿级别的健康食品集团”, 未来伊利一方面将继续做大做强乳制品, 另一方面还将锁定健康食品领域, 通过产品创新扩大业务范围, 实现中长期战略目标。根据调研信息, 公司年内将推出豆奶产品, 这有望成为核桃乳之后又一植物蛋白饮料大单品。随着伊利持续的产品创新, 实现千亿收入规模可期。
- **盈利预测与投资建议。** 2017年受益于三四线及以下区域消费升级, 液态奶需求复苏明显, 公司作为液态奶龙头, 三季度核心产品销售略超预期, 因此上调盈利预测, 预计公司2017-2019年归母净利润将保持15.8%的复合增长率。给予公司2018年28倍估值, 对应目标价40.32元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 食品安全、原奶价格超预期上涨、新产品上市不及预期的风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	60609.22	68130.61	76323.91	84258.76
增长率	0.41%	12.41%	12.03%	10.40%
归属母公司净利润(百万元)	5661.81	6727.49	8743.93	10449.53
增长率	22.24%	18.82%	29.97%	19.51%
每股收益EPS(元)	0.93	1.11	1.44	1.72
净资产收益率ROE	24.40%	25.22%	27.79%	28.42%
PE	32	27	21	17
PB	7.78	6.76	5.74	4.91

数据来源: Wind, 西南证券

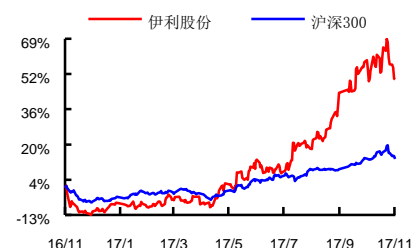
西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振
执业证号: S1250513110001
电话: 023-63786049
邮箱: zhzh@swsc.com.cn

分析师: 李光歌
执业证号: S1250517080001
电话: 021-58351839
邮箱: lgg@swsc.com.cn

联系人: 周金菲
电话: 0755-23614240
邮箱: zjfei@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	60.78
流通A股(亿股)	60.33
52周内股价区间(元)	17.29-32.26
总市值(亿元)	1,743.31
总资产(亿元)	471.32
每股净资产(元)	3.98

相关研究

1. 伊利股份(600887): 产品结构持续优化, 行业领导者着眼大格局 (2017-09-18)

关键假设：

（1）液体乳：2017 年液体乳需求复苏，公司核心产品销售略超预期，随着公司高端产品占比不断提高，未来公司市占率有望进一步提升；短期受到糖及包材价格同比提升的影响，毛利率稍有回落，但产品结构持续上移将带动毛利率稳步提升，预计 2017-2019 年液态奶毛利率为 36.0%、37.0%、37.5%；

（2）奶粉：受益于婴幼儿奶粉配方注册制落地及高端产品收入占比提升，预计未来奶粉业务收入加速增长；产品结构上移将带动毛利率稳步提升，预计 2017-2019 年奶粉毛利率为 55.0%、57.0%、58.0%。

表 1：伊利股份收入及盈利预测

单位：百万元	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
合计						
营业收入	54436	60360	60609	68131	76324	84259
yoy	13.9%	10.9%	0.4%	12.4%	12.0%	10.4%
营业成本	36400	38376	37427	42265	46627	51071
毛利率	33.1%	36.4%	38.2%	38.0%	38.9%	39.4%
液体乳						
收入	42406	47151	49522	57053	64357	71000
yoy	-	11.2%	5.0%	15.2%	12.8%	10.3%
成本	29335	31082	31714	36514	40545	44375
毛利率	30.8%	34.1%	36.0%	36.0%	37.0%	37.5%
奶粉及奶制品						
收入	6013	6447	5456	5565	6121	6733
yoy	-	7.2%	-15.4%	2.0%	10.0%	10.0%
成本	3270	2839	2391	2504	2632	2828
毛利率	45.6%	56.0%	56.2%	55.0%	57.0%	58.0%
冷饮						
收入	4284	4098	4194	4278	4364	4451
yoy	-	-4.3%	2.4%	2.0%	2.0%	2.0%
成本	2782	2609	2388	2481	2531	2582
毛利率	35.0%	36.3%	43.1%	42.0%	42.0%	42.0%
混合饲料						
收入	783	1058	408	0	0	0
yoy	-	35.1%	-61.4%			
成本	661	846	308	0	0	0
毛利率	15.6%	20.0%	24.7%			
其他						
收入	950	1605	1029	1235	1482	2074
yoy	-	69.0%	-35.9%	20.0%	20.0%	40.0%
成本	351	1000	627	765	919	1286
毛利率	63.0%	37.7%	39.1%	38.0%	38.0%	38.0%

数据来源：西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	60609.22	68130.61	76323.91	84258.76	净利润	5669.04	6736.08	8755.09	10462.87
营业成本	37427.44	42264.90	46626.81	51070.71	折旧与摊销	1611.78	2129.49	2177.40	2201.36
营业税金及附加	420.07	472.20	528.99	583.98	财务费用	23.88	38.51	43.14	47.63
销售费用	14114.32	14988.73	16409.64	17694.34	资产减值损失	45.70	50.00	50.00	50.00
管理费用	3456.67	3065.88	3052.96	3201.83	经营营运资本变动	3219.87	-1163.06	1254.74	1334.07
财务费用	23.88	38.51	43.14	47.63	其他	2247.06	-149.81	-149.99	-150.04
资产减值损失	45.70	50.00	50.00	50.00	经营活动现金流净额	12817.33	7641.22	12130.38	13945.89
投资收益	399.26	100.00	100.00	100.00	资本支出	802.96	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-4046.17	133.81	100.00	100.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-3243.21	133.81	100.00	100.00
营业利润	5520.41	7350.38	9712.37	11710.26	短期借款	-6040.00	2850.00	0.00	0.00
其他非经营损益	1111.66	530.00	530.00	530.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	6632.07	7880.38	10242.37	12240.26	股权融资	-0.35	217.69	0.00	0.00
所得税	963.04	1144.30	1487.29	1777.40	支付股利	-2729.16	-3336.07	-3964.00	-5152.13
净利润	5669.04	6736.08	8755.09	10462.87	其他	-45.03	-182.77	-43.14	-47.63
少数股东损益	7.23	8.59	11.16	13.34	筹资活动现金流净额	-8814.53	-451.16	-4007.14	-5199.76
归属母公司股东净利润	5661.81	6727.49	8743.93	10449.53	现金流量净额	994.68	7323.87	8223.24	8846.13
资产负债表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	13823.65	21147.52	29370.76	38216.90	成长能力				
应收和预付款项	1283.82	1478.19	1635.43	1800.90	销售收入增长率	0.41%	12.41%	12.03%	10.40%
存货	4325.78	4884.75	5388.92	5902.63	营业利润增长率	12.79%	33.15%	32.13%	20.57%
其他流动资产	759.44	819.70	918.28	1013.75	净利润增长率	21.80%	18.82%	29.97%	19.51%
长期股权投资	1631.10	1631.10	1631.10	1631.10	EBITDA 增长率	2.64%	33.01%	25.37%	16.98%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	14481.06	12474.91	10420.85	8342.84	毛利率	38.25%	37.96%	38.91%	39.39%
无形资产和开发支出	1001.56	889.20	776.84	664.48	三费率	29.03%	26.56%	25.56%	24.86%
其他非流动资产	1955.85	1944.87	1933.89	1922.90	净利率	9.35%	9.89%	11.47%	12.42%
资产总计	39262.27	45270.24	52076.08	59495.49	ROE	24.40%	25.22%	27.79%	28.42%
短期借款	150.00	3000.00	3000.00	3000.00	ROA	14.44%	14.88%	16.81%	17.59%
应付和预收款项	13487.60	13008.01	14874.76	16832.66	ROIC	23.59%	34.24%	46.77%	62.93%
长期借款	0.29	0.29	0.29	0.29	EBITDA/销售收入	11.81%	13.97%	15.63%	16.57%
其他负债	2388.49	2552.62	2700.61	2851.39	营运能力				
负债合计	16026.39	18560.92	20575.66	22684.34	总资产周转率	1.54	1.61	1.57	1.51
股本	6064.80	6079.00	6079.00	6079.00	固定资产周转率	4.38	5.46	6.97	9.23
资本公积	2476.36	2679.85	2679.85	2679.85	应收账款周转率	105.93	111.66	111.08	110.35
留存收益	14178.66	17570.08	22350.01	27647.41	存货周转率	8.33	9.18	9.08	9.04
归属母公司股东权益	23081.77	26546.62	31326.55	36623.95	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	111.56%	—	—	—
少数股东权益	154.12	162.71	173.87	187.21	资本结构				
股东权益合计	23235.89	26709.33	31500.42	36811.16	资产负债率	40.82%	41.00%	39.51%	38.13%
负债和股东权益合计	39262.27	45270.24	52076.08	59495.49	带息债务/总负债	0.94%	16.16%	14.58%	13.23%
					流动比率	1.35	1.62	1.92	2.18
					速动比率	1.06	1.34	1.64	1.90
					股利支付率	48.20%	49.59%	45.33%	49.30%
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E	每股指标				
EBITDA	7156.07	9518.39	11932.92	13959.25	每股收益	0.93	1.11	1.44	1.72
PE	31.91	26.86	20.66	17.29	每股净资产	3.82	4.39	5.18	6.06
PB	7.78	6.76	5.74	4.91	每股经营现金	2.11	1.26	2.00	2.29
PS	2.98	2.65	2.37	2.14	每股股利	0.45	0.55	0.65	0.85
EV/EBITDA	23.02	16.88	12.78	10.29					
股息率	1.51%	1.85%	2.19%	2.85%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn