



价值恒久远，伊利永流传

——伊利股份（600887）事件点评

2018年04月03日

强烈推荐/维持

伊利股份 事件点评

事件：

近期有咨询数据显示，伊利三月份的销售情况不佳，我们对此进行了部分地区的渠道调研。

主要观点：

1. 全国销售增速稳中超预期，部分地区增速喜人。

由于之前受到相关咨询公司报告的影响，市场对于伊利的基本面有诸多质疑，但是根据我们的调研情况看，2018年前两个月全国范围内液奶的增速都在25%—35%的区间内，确定性很高。从历史经验来看，受春节错峰影响以及新品铺货的需求，3月增速会有所放缓但是也在15%-25%省外增速区间。预计2018年第一季度全国将实现20%以上的增速。根据调研情况显示，部分体量较大的省份增速都超过了全国平均水平，体现了强劲的动销，在渠道下沉的支撑下，三四线城市贡献了主要增速。18年全国液奶的计划增速在12%-15%的水平，目前看任务目标不大。其他事业部情况也很良性，奶粉17年远超公司内部预期，18年增速可持续，有希望突破80亿的历史新高；低温酸奶事业部基本保持增速不变。

2. 产品结构升级明显，豆奶铺货率不断攀升。

公司18年主力单品仍然是安慕希和金典，预计安慕希18年仍可实现40%-50%的增长，金典依旧是20%左右的增速目标。目前销售情况看，液奶事业部除了儿童奶增速下滑，其他基本持平或有所增长。值得关注的是，液奶事业部去年12月上市的豆奶新品植选目前铺货率达到40%，预计8月份实现70%-80%的铺货率。公司的饮料化改革仍在继续，作为饮料化改革的亮点畅益去年增长超过150%，18年预期增长50%左右的水平。新品的研发研一直在进行之中，目前公司的产品结构已经在不同程度的提升，未来有进一步提升的空间。

刘畅

010-66554017

liuchang_yjs@dxzq.net.cn

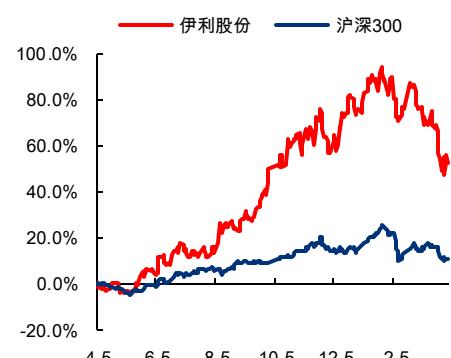
执业证书编号：

S1480517120001

交易数据

52周股价区间（元）	27.96-18.91
总市值（亿元）	1699.55
流通市值（亿元）	1686.93
总股本/流通A股(万股)	607849/603337
流通B股H股(万股)	/
52周日均换手率	0.97

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《伊利股份（600887）：举重若轻，伊利何缘加速腾飞》2018-01-31
- 2、《伊利股份（600887）年报点评：充分享受成本红利，高端产品占比增加》2016-03-31
- 3、《伊利股份（600887）调研快报：上半年业绩有望持续增长 激励行权保障业绩提升》2013-07-24
- 4、《伊利股份（600887）深度报告：乳制品行业“寡头” 价值投资“标的”》2012-12-27

3. 经销商职能以及数量伴随渗透率提升在细分，网点数量渗透率还有40%以上空间，促销力度因行业而定。

目前全国有3000多家一级经销商，数量呈上升趋势，随着产品的细分以及渠道的下沉，经销商也在细分。如果按照400-600人覆盖一个网点数来计算的话伊利目前还有35%-55%的渠道渗透空间，精细化在继续。全国范围内经销商1-2月的动销很好，库存大约16天，并且渠道的费用各地区有不同程度的微小幅下降，幅度在0.1%-0.3%不等。从库存以及渠道费用来看，近三年促销都在环比改善，从目前的竞争态势来看，预计整个行业18年渠道端费用投放更为有序，更多在线上营销发力。

结论：

由于伊利目前有基本面之外的干扰因素，并且对于投资决策有较大影响。但是我们认为目前的伊利已经和2005年的伊利不是一个量级上的公司，经营层面上抗风险的能力在加大，扰动因素可能会一定程度影响估值水平，但是不会影响基本面的发展。维持17/18/19年EPS1.09/1.47和1.91元，给予25X的估值，全面接轨国际乳制品巨头，目标价37元，32%空间。

风险提示：

食品安全，政策执行不到位

公司盈利预测表

资产负债表					利润表					主要财务比率							
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	19786	20193	27728	31190	36630	营业收入	60360	60609	67971	78303	89093	成长能力	10.88%	0.41%	12.15%	15.20%	13.78%
货币资金	13084	13824	19935	21148	24228	营业成本	38376	37427	41734	46982	52565	盈利能力	11.50%	12.79%	15.92%	41.60%	27.65%
应收账款	572	572	652	751	854	营业税金及附加	251	420	544	614	692	偿债能力	49%	41%	40%	40%	39%
其他应收款	50	39	44	50	57	营业费用	13258	14114	15633	17830	20084	营运能力	17.31%	22.24%	17.31%	34.18%	30.22%
预付款项	615	558	558	558	558	管理费用	3456	3457	4010	4481	4997	资产周转率	1.53	1.54	1.63	1.63	1.56
存货	4663	4326	4574	5149	5761	财务费用	24	60	65	65	69	每股收益(元)	0.76	0.93	1.09	1.47	1.91
其他流动资产	584	690	1795	3345	4963	资产减值损失	13.62	45.70	40.00	20.00	20.00	每股净资产(元)	3.30	3.81	4.34	5.15	6.20
非流动资产合计	19845	19070	17774	16053	14233	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROE (%)	23.18%	24.53%	25.17%	28.48%	30.81%
长期股权投资	122	1631	1631	1631	1631	投资净收益	186.35	399.26	450.00	750.00	900.00	经营现金流	9536	12817	9395	11162	13996
固定资产	14559	13137	12760	11038	9317	营业利润	4894	5520	6399	9061	11567	净利润流	4654	5669	6652	8922	11626
无形资产	956	991	892	793	694	营业外收入	712.27	1178.78	1400.00	1500.00	2150.00	经营活动现金流	40.00	10.00	10.00	10.00	10.00
其他非流动资产	500	663	0	0	0	营业外支出	83.06	67.12	65.00	65.00	40.00	投资活动现金流	-3487	-3243	-96	630	880
资产总计	39631	39262	45422	47163	50783	利润总额	5524	6632	7734	10496	13677	筹资活动现金流	-6279	-8815	-3188	-10580	-11796
流动负债合计	18202	14907	17474	20808	24528	所得税	869	963	1083	1574	2052	经营活动净现金流	9922	11626	11606	13457	1305%
短期借款	6190	150	0	0	0	净利润	4654	5669	6652	8922	11626	投资活动净现金流	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	6079	6753	7432	8367	9361	少数股东损益	23	7	10	10	20	筹资活动净现金流	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
预收款项	2036	3592	5631	7980	10653	归属母公司净利润	4632	5662	6642	8912	11606	经营活动现金流量净额	9536	12817	9395	11162	13996
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0	EBITDA	7846	8061	8280	10947	13457	投资活动现金流量净额	-3487	-3243	-96	630	880
非流动负债合计	1283	1119	-3	-7	-11	BPS (元)	0.76	0.93	1.09	1.47	1.91	筹资活动现金流量净额	-6279	-8815	-3188	-10580	-11796
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率						经营活动现金流量净额	9922	11626	11606	13457	1305%
应付债券	0	0	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E						
负债合计	19485	16026	17471	20801	24517	成长能力						投资活动现金流量净额	-3487	-3243	-96	630	880
少数股东权益	162	154	164	174	194	营业收入增长	10.88%	0.41%	12.15%	15.20%	13.78%	筹资活动现金流量净额	-6279	-8815	-3188	-10580	-11796
实收资本（或股	6065	6065	6078	6078	6078	营业利润增长	11.50%	12.79%	15.92%	41.60%	27.65%	经营活动现金流量净额	9536	12817	9395	11162	13996
资本公积	2477	2476	2476	2476	2476	归属母公司净利	17.31%	22.24%	17.31%	34.18%	30.22%	投资活动现金流量净额	-3487	-3243	-96	630	880
未分配利润	9791	12293	13953	16181	19083	获利能力						筹资活动现金流量净额	-6279	-8815	-3188	-10580	-11796
归属于母公司股东	19984	23082	26386	31288	37671	毛利率 (%)	0.00%	0.00%	38.60%	40.00%	41.00%	经营活动现金流量净额	9536	12817	9395	11162	13996
负债和所有者权	39631	39262	43948	52189	62309	净利率 (%)	7.71%	9.35%	9.79%	11.39%	13.05%	投资活动现金流量净额	-3487	-3243	-96	630	880
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润 (%)	11.69%	14.42%	14.62%	18.90%	22.85%	筹资活动现金流量净额	-6279	-8815	-3188	-10580	-11796
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE (%)	23.18%	24.53%	25.17%	28.48%	30.81%	经营活动现金流量净额	9536	12817	9395	11162	13996
经营活动现金流	9536	12817	9395	11162	13996	偿债能力						投资活动现金流量净额	-3487	-3243	-96	630	880
净利润	4654	5669	6652	8922	11626	资产负债率 (%)	49%	41%	40%	40%	39%	筹资活动现金流量净额	-6279	-8815	-3188	-10580	-11796
折旧摊销	2654.64	2516.95	0.00	1820.39	1820.39	流动比率	1.09	1.35	1.59	1.50	1.49	经营活动现金流量净额	9536	12817	9395	11162	13996
财务费用	297	24	60	65	69	速动比率	0.83	1.06	1.33	1.25	1.26	投资活动现金流量净额	-3487	-3243	-96	630	880
应收账款减少	0	0	-80	-99	-103	营运能力						筹资活动现金流量净额	-6279	-8815	-3188	-10580	-11796
预收帐款增加	0	0	2039	2349	2673	总资产周转率	1.53	1.54	1.63	1.63	1.56	经营活动现金流量净额	9536	12817	9395	11162	13996
投资活动现金流	-3487	-3243	-96	630	880	应收账款周转率	111	106	111	112	111	投资活动现金流量净额	-3487	-3243	-96	630	880
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	10.63	9.45	9.58	9.91	10.05	筹资活动现金流量净额	-6279	-8815	-3188	-10580	-11796
长期股权投资减	0	0	-154	-100	0	每股指标(元)						经营活动现金流量净额	9536	12817	9395	11162	13996
投资收益	186	399	450	750	900	每股收益(最新摊	0.76	0.93	1.09	1.47	1.91	投资活动现金流量净额	-3487	-3243	-96	630	880
筹资活动现金流	-6279	-8815	-3188	-10580	-11796	每股净现金流(最新	-0.04	0.13	1.01	0.20	0.51	筹资活动现金流量净额	-6279	-8815	-3188	-10580	-11796
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	3.30	3.81	4.34	5.15	6.20	筹资活动现金流量净额	-6279	-8815	-3188	-10580	-11796
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率						经营活动现金流量净额	9536	12817	9395	11162	13996
普通股增加	3000	0	14	0	0	P/E	44.04	35.99	30.63	22.83	17.53	投资活动现金流量净额	-3487	-3243	-96	630	880
资本公积增加	-4005	0	0	0	0	P/B	10.16	8.79	7.71	6.50	5.40	筹资活动现金流量净额	-6279	-8815	-3188	-10580	-11796
现金净增加额	-229	760	6111	1213	3080	EV/EBITDA	24.99	23.48	22.16	16.65	13.32	经营活动现金流量净额	9536	12817	9395	11162	13996

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

刘畅

东兴证券食品饮料首席分析师、新财富团队成员，拥有买方、卖方双重工作经验，曾就职于天风证券研究所，东方基金，泰达宏利基金。硕士取得英国杜伦大学金融一等学位，本科取得北京航空航天大学双学位。2017年11月加入东兴证券研究所，负责白酒、乳制品、调味品、健康食品研究工作。

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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

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：

看好评级：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性评级：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡评级：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。