

证券研究报告·上市公司简评

食品

## 二季度增速放缓 但依然领跑行业

## 伊利股份 (600887)

### 事件

上半年收入 299 亿，同增 9.4%，归母净利 26.6 亿，同增 16%，扣非净利增 23%，EPS 为 0.43 元。单二季度收入 152 亿，同增 5.6%，净利 13.6 亿，同增 12%。

### 简评

#### 消费升级，结构调整拉动收入增长

从 14 年开始，乳制品行业呈现产量同比持平，收入增长靠价格驱动的特点，消费升级和结构调整是主要拉动因素，液态奶呈现白奶饮料化的特点，酸奶、乳饮料普遍增长较好。上半年，伊利液态奶收入 224 亿同比增 8%，毛利率 32.7% 同比提高 1.6 个点。AC 尼尔森数据显示 6 月伊利液态奶份额 30%，同比提高 2.3 个点，排名第一。其中金典增 20%，安慕希增 9.8 倍，酸奶的畅轻和每益添分别增 60% 和 51%。与竞品相比，伊利的成长性突出，蒙牛中报显示液态奶同比持平，光明液奶增 5%。我们在 2-4 月曾经连续监测北京终端各大乳企的促销情况（详见我们的乳业动态报告系列），显示伊利的促销和管控力度是最大的，且促销主要集中在白奶（金典）上，安慕希和乳饮料几乎不参与促销。这也说明了液态奶的增长点已经从高端白奶切换到了常温酸奶、酸奶和乳饮料等新品，金典、特仑苏这样的成熟产品或将逐步成为促销主力和渠道产品。

奶粉 33 亿同比增 10%，毛利率 52% 提高 6 个点。在进口奶粉通过电商及跨境电商的冲击下，作为以传统销售模式为基础的公司，奶粉取得如此成绩实属不易。我们认为一是公司原有价位带不高，金典冠集中在 200 和 100 价位段，高端奶粉金领冠珍护增 33%；二是公司转型积极，执行力强，补充电商和母婴渠道的短板。通过整合电商平台、拓展母婴店药店等新型渠道，对原有渠道形成补充。公司电商平台销售额同比增 9 倍，母婴渠道铺货率 73%，同比提高 9 个点，销售额增 45%。

冷饮 30 亿同比降 2%，毛利率 38% 提高 1 个点，冷饮市场公司相对稳定。

#### 二季度毛利率持平 销售和财务费用增加

上半年行业整体受益成本下降，综合毛利率提高 1.6 个点。单二季度毛利率 32.5%，环比降 4.5 个点，同比降 0.1 个点。与三元、燕塘等其他乳企对比，Q2 毛利率环比降幅偏大，或与大力促销有关。中报库存原材料价值 30 亿，与年初基本持平，说明原料

维持

买入

吕昌

lvchang@csc.com.cn

010-85156328

执业证书编号：S1440514050003

黄付生

huangfusheng@csc.com.cn

010-85130307

执业证书编号：S1440510120024

发布日期：2015 年 8 月 31 日

当前股价：15.93 元

目标价格 6 个月：22 元

#### 主要数据

##### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-7.71/14.04	-20.94/14.77	22.2/-11.53
12 月最高/最低价 (元)		44.95/13.31
总股本 (万股)		612874.21
流通 A 股 (万股)		600851.13
总市值 (亿元)		976.31
流通市值 (亿元)		957.16
近 3 月日均成交量 (万)		15752.34
主要股东		
呼和浩特投资有限责任公司		7.37%

#### 股价表现



#### 相关研究报告

业绩符合预期 全球织网打造国际竞争  
[HTTP://RESEARCH.CSC.COM.CN](http://research.csc.com.cn)



特别是低价原料储备仍充足。费用方面，销售费率同比提 1 个点至 20%，其中广告费用 31.7 亿同增 10%，运费 16 亿同增 26%，工资 9.3 亿同增 24%。管理费率 4.5%，同降 0.9 个点。财务费用由于新西兰元对美元汇率下降导致的汇兑损失 1.25 亿，使上半年财务费用同比增加 2.6 亿。综合看，上半年净利率 8.8% 同比提高 0.5 个点，主要靠毛利率上升和管理费率下降。二季度净利率 9% 同比提高 0.6 个点，则主要靠管理费率的大幅下降。

**盈利预测：**公司年初提出的经营计划为收入 610 亿（同增 13%），利润总额 55 亿（同增 15%）。上半年情况看，收入增速不及全年计划。中国乳业正呈现成本全球化、产品饮料化、渠道多样化的新特征，从消费升级和结构调整角度看，未来主要增长点一是新的白奶升级产品（有机、进口），二是饮料化的乳品（酸软、乳饮料）。对伊利来讲，今年要完成 610 亿收入需新增约 65 亿收入，金典 20% 增长约贡献增量 13 亿，安慕希空间很大估计能贡献增量 20 亿（高端白奶市场能容纳金典、特仑苏两个 70-80 亿的大产品系列，常温酸奶应可容纳 2-3 个 50 亿以上单品系列），剩余增量主要来自酸奶、乳饮料和奶粉中。中长期看，我们认为伊利的海外优势会逐渐发力，拉动新的产品升级并大幅提高成本的掌控力，目前新西兰奶粉一期工厂于 14 年 8 月投产，奶粉二期和液奶工厂正在做工程规划设计，荷兰和新西兰研发中心运转良好。小幅下调业绩预测，预测 15-16 年 EPS 为 0.84、1.01 元，维持买入，目标价 22 元，对应 16 年 22xPE。

#### 预测和比率

	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万）	53959.30	61121.00	67571.02	73957.07
营业收入增长率	12.94%	13.27%	10.55%	9.45%
EBITDA（百万）	6264.62	7456.11	8763.59	10102.02
EBITDA 增长率	49.05%	19.02%	17.54%	15.27%
净利润（百万）	4144.28	5162.83	6167.56	7204.81
净利润增长率	30.03%	24.58%	19.46%	16.82%
ROE	22.14%	24.07%	24.68%	24.93%
EPS（元）	0.68	0.84	1.01	1.18
P/E	24.08	19.99	16.73	14.32
P/B	5.35	4.84	4.15	3.59
EV/EBITDA	15.08	11.93	10.19	8.01



## 分析师介绍

**黄付生：**经济学博士,首席食品饮料、农林牧渔行业分析师，2 年宏观策略、4 年行业公司研究经验。2010 年、2011 年入围新财富食品饮料行业最佳分析师，2014 年新财富最佳食品饮料分析师第三名。

**吕昌：**CFA，经济学硕士，3 年食品饮料行业研究经验，2014 年《新财富》食品饮料行业最佳分析师第三名团队成员。

## 研究服务

### 社保基金销售经理

彭砚莘 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

### 机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

### 北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

程海艳 010-85130323 chenghaiyan@csc.com.cn

李祉遥 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

朱燕 010-85156403 zhuyan@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn

### 上海地区销售经理

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

李岚 021-68821618 lilan@csc.com.cn

孙宇 021-68808655 sunyush@csc.com.cn

沈铖 021-68821631 shencheng@csc.com.cn

何利丽 021-68805267 helili@csc.com.cn

### 深广地区销售经理

曹加 0755-23952703 caojia@csc.com.cn

杨帆 0755-22663051 yangfanbj@csc.com.cn

胡倩 0755-23953859 huqian@csc.com.cn

### 券商私募销售经理

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn



## 评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

## 重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

## 地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622