



2017-11-06

公司点评报告

买入/维持

伊利股份(600887)

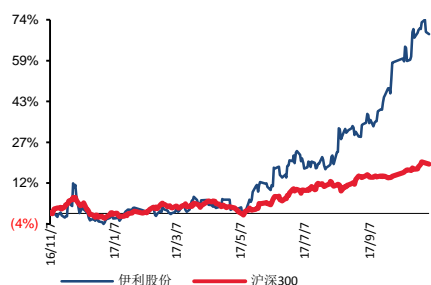
目标价: 39.00

昨收盘: 29.40

日常消费 食品、饮料与烟草

伊利股份跟踪点评：收入高增长、利润超预期，上调目标价至 39 元

■ 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)	178,723/177,381
12 个月最高/最低(元)	30.36/17.29

相关研究报告：

伊利股份(600887)《伊利股份简评：景气度加速恢复，上调目标价到 35 元》

--2017/10/09

伊利股份(600887)《伊利股份 2017 中报点评：收入增速重回两位数，扣非净利超预期增长》--2017/08/31

伊利股份(600887)《伊利股份动态点评：经营环比改善，成本费用有压力》

--2017/05/03

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：郑汉镇

电话：13028853033

E-MAIL: zhenghz@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190117070027

液态奶强劲、冷饮超预期、奶粉加速向上，单季度收入延续高增长

结合公司报表口径和渠道跟踪的数据来看，目前公司总体收入保持良好的增长势头。刨除淡旺季波动以及前值基数变化等因素，可以判定，公司的销售收入和营收规模目前均处在加速增长的通道中。单三季度来看，尽管公司报表口径营收增速 17.98%，环比二季度 19.94% 的增长出现小幅回落，但是考虑到三季度的前值基数高、业绩弹性相对弱，以及市场真实需求和供需缺口在逐步扩大等因素，实际上公司三季度的收入增速是超预期的，全年计划有望超额完成，市场预期明显改善。

分大品项来看，截至 9 月 30 日，公司的液态奶保持强劲增长，预计前三季度的增速在 15% 左右，全国全年进度的达成率在 78% 左右，后续的任务压力比较小。单三季度看的话，尽管前值基数高，但增速也突破 13%，其中，9 月份在货源不足的情况下，超预期实现 11% 左右的增长，好于市场预期。而冷饮上半年恢复良性增长，在此基础上，三季度又有明显改善，目前基本已经完成全年任务。冷饮的基数较小，未来还将继续保持高增长。奶粉和奶制品的增速也在进一步地提升，全国全年增速的乐观预期达到 30% 左右。尽管目前酸奶事业部在销售端承压，但得益于液态奶、冷饮和奶粉等的总体需求充分改善，公司全年销售收入有望快速增长。值得注意的是，公司报表口径与市场真实销售的情况越来越接近，并且都呈现加速向上的增长趋势，超市场预期的同时，也增强市场信心。

展望四季度及明年，预计奶源不足仍是制约，供不应求还将延续一段时间，特别是在今年四季度，供给暂时跟不上，而随着天气转冷，白奶产品将更多地替代乳饮料，即便节令备货的影响减弱，但供需缺口仍将存在，产品结构也会进一步调整。总体上判断，四季度液态奶的收入增速预计会与前三季度持平；而明年，考虑到四季度任务轻、春节延后等因素，预计跨年度产品的消化会更加充分，届时公司有望轻装上阵，全年保持较好的增长态势及节奏。而三四线市场和乡镇市场的进一步拓展填充、新品陆续铺市，这些都能贡献足够多的增量。我们看好公司液态奶今年增长 15%、明年两位数增长；同时在行业上行周期中，收入规模和市占率持续提升。

包辅材料价格上涨，通过调结构和控费用进行有效抵冲，净利超预期

公司单三季度净利润增长 33.49%，扣非增长 37.59%，大幅超出此前的市场预期。从毛利率水平上看，公司单三季度的毛利率环比、同比都出现了下降，主要原因是包辅材料价格上涨较多、原材料价格也呈小幅上扬趋势。目前公司液态奶核心单品并没有直接提高出厂价，但是随着促销活动和买赠形式的减少，其综合价格有所提升，只是总体的幅度小于生产成本的增加。

尽管毛利率出现了下滑，但在消费升级和竞争格局改善的大背景下，公司积极调产品结构，同步控制费用，对生产成本压力进行有效抵冲，从而确保较高的净利润率。截至 9 月 30 日，公司液态奶中的高端产品和新品，其占比预计已经突破 50%，四季度有望保持，明年还将进一步提升。在促销形式不变的情况下，盈利型产品占比提升，能够直接推升毛利率；另外，在货源偏紧、竞争格局改善的背景下，公司费用投放相对可控。三季度是传统销售旺季，特别是作为双节备货期的 9 月，公司主力产品供不应求、营销压力小。因此，除了预先规划好的费用投放外，基本上就是进行一些维持合作关系的常规营销，销售费用率降低 2.29pct 至 21.94%。值得注意的是，目前公司仍处在大力发展乡镇市场、拓展网点和渠道的关键时期，做市场基础、增加销售人员配置等，除了会增加销售费用之外，还会增加部分管理费用；而新品储备研发，预计也会增加管理费用。但可以观察到的是，公司单三季度管理费用率同比改善 1.53pct，这主要得益于规模增长的摊薄。

今年市场对于公司的盈利预期，一直在持续地改善。单三季度来看，因为非经常性损益没有太大变化，净利润增速和扣非净利润增速相对比较接近，但都明显好于市场预期。我们分析，净利润超预期主要有两点原因：第一、高端产品及新品的占比明显提升；第二、费用改善的幅度超预期。因此，尽管生产成本上压力增加，但公司的净利润增速还是要好于市场的乐观估计。

目前判断，公司四季度收入有望延续高增长，任务较轻的情况费用改善还会更加明显。公司前三季度预付款项中，广告营销款增加较多。从这个层面推测，四季度的净利率将更加有保障。而在产品结构持续升级、供需格局不断优化的大趋势下，明年公司利润也有望保持较好的增长。

收购迈高不及预期，但不影响成长逻辑；新品进度有望超预期

公司近期公告了关于参与澳大利亚迈高战略发展方案事项的进展公

告，因为本土企业的介入和竞争，预计收购进展不及预期。但收购迈高项目结果如何，并不会影响公司成长的核心逻辑。国内乳制品目前正处在上升周期元年，伊利收入、利润的高增长，得益于需求改善和费用改善；其持续性的核心驱动力，在于三四线城市和乡镇市场持续扩容，以及公司渠道下沉和市场份额的持续提升。加强奶源管控和增加品项可以有多种途径和替代，迈高项目此前也仅是“锦上添花”的预期，市场对其不确定性已有充分考量。同时，公司未来也还将继续寻找和开发合适的项目，预期在外延上将会有所动作。

新品层面，预计公司在饮料新品上的动作和进度将会超预期。如果年内豆奶顺利上市，明年夏季前，将饮料产品的 SKU 逐步增加到 4~5 个，将对收入增长形成很好的补充，更高的毛利水平也能提高整体盈利性。

盈利预测与评级：

乳制品需求改善、竞争格局优化目前已充分得到印证。伊利股份作为行业龙头，竞争优势明显，市场份额持续提升，未来 2~3 年收入有望保持两位数以上增长；同时，通过调结构和控费用，公司的盈利能力也在逐步提升，利润高增长的确切性比较强。

目前公司销售情况良好、库存周转加快，业绩持续超预期。渠道下沉和新品密集上市也有望延续增长的持续性。我们看好公司未来几年业绩高增长，结合前期持续跟踪的市场情况，以及对未来公司成长性的充分考量，我们上调公司的盈利预测和目标价。

测算 2017~2019 年公司收入增速分别为 14% / 13% / 12%，归母净利润增速分别为 15% / 20% / 20%，对应 EPS 分别为 1.08 / 1.30 / 1.56。根据 2018 年业绩给 30 倍 PE，目标价 39.00 元，“买入”评级。

风险提示：

原奶价格波动；销售环境恶化；食品安全问题等。

■ 主要财务指标

	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	60609	69095	78392	88065
净利润(百万元)	5662	6526	7860	9459
摊薄每股收益(元)	0.93	1.08	1.30	1.56

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；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liy@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	张小永	18511833248	zxy_lmm@126.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	沈颖	13636356209	shenyng@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
广深销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
广深销售	查方龙	18520786811	zhafanglong@126.com
广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com



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。