



2018-04-29

公司点评报告

买入/维持

伊利股份(600887)

目标价: 37.80

昨收盘: 26.28

日常消费 食品、饮料与烟草

伊利股份业绩点评：收入持续高歌猛进，费用投入影响利润

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	6,078/6,033
总市值/流通(百万元)	159,743/158,557
12 个月最高/最低(元)	35.46/17.41

相关研究报告：

伊利股份(600887)《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》——2017/11/06

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

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：S1190518010003

事件：公司披露年报和一季报，2017 年全年营收 675.47 亿元，同增 12.00%；归母净利 60.01 亿元，同增 5.99%；扣非净利 53.28 亿元，同增 17.70%，非经常性损益项目主要系政府补助和其他营业外收支；全年每股收益 0.99 元，拟派现 0.70 元（含税），派现比例为 70.91%。单四季度，公司实现营收 154.21 亿元，同增 7.17%；归母净利 10.64 亿元，同比下滑 16.37%。2018 年一季度，公司实现营收 195.76 亿元，同增 24.56%；归母净利 21.00 亿，同增 21.15%，每股收益 0.35 元。从去年四季度到今年一季度，陆股通持股比例先减后增，占比 9.33%；而证金先增后减，占比 4.85%；呼和浩特投资有限责任公司持股比例连续两期微降至 8.86%。

年底控货和春节因素导致销售的季度波动较大，收入持续高歌猛进

去年二季度开始，销售形势转好，销量和收入增长超预期，全年任务超前完成。考虑春节推后 10 天，公司在去年年底控制生产、控制销量，提前 15 天左右处理跨年产品，最后几日采取停产同时中止发货，从而导致四季度的销量和收入不及预期，测算公司单四季度主营收入低于预期 14 亿元左右，等同于常规一周的发货量。年底主动控货清库存，对公司单四季度和全年的收入及业绩造成明显影响，全年收入增长 14%、扣非净利增长 20%的市场一致预期未能达成。但是与之相对应，跨年产品减少、渠道库存降低、春节备货和营销主要集中今年一季度，使得一季报收入大爆发，增速达到 24.56%，创 2012 年以来单季记录。

将去年四季度和今年一季度结合起来看，营收同增 16.25%，依然延续高增态势，短期季度波动不改长期增长逻辑。且因为一季度轻装上阵，公司进行产品结构和库存结构优化时更显游刃有余，一季报开门红，新年任务目标进度再次超前，也使得公司在收入有较好保障的前提下，对市场份额和利润能够更好地平衡。

我们的观点：目前，受益于消费升级和三四线市场增长两大行业趋势，乳制品龙头的优势在进一步扩大。伊利渠道优势明显、运营效率更好，收入有望持续高歌猛进！

品牌投入加大，春节营销致渠道费用走高，全年费用料平稳或略升

公司 2017 年投入广告营销费 82.06 亿元，同增 7.5%。在四季度生产和销售主动控制的同时，品牌投入持续，并且还确认了赞助冬奥会的部分费用；另外，跨年产品的处理提前半个月，增加了部分渠道费用，因此单四季度销售费用率较高。与此同时，生产规模以及大包粉成本上涨等因素，使单四季度毛利率降至 35.13% 低点，毛销差降至 11.33%，系 2014Q1 以来单季最差水平。通过情境模拟，假设公司年底不控货、销售收入符合预期，则去年四季度销售费用率有望和三季度基本持平，毛利率受益于更大的生产规模，也有望相应提升，则无论是去年全年的销售毛利率还是销售费用率，以及与之对应的毛销差，均有望明显改善。根据测算，前期预判的费用改善和利润增速实则达成难度不大。

今年来看，我们预测公司在品牌投入上还会持续加大，主要基于几点：第一，冬奥会赞助费分期八年支付，冬奥会营销尚未开始，费用前置；第二，竞争对手围绕世界杯的营销活动即将展开，按照管理层的思路，伊利在今年的品牌建设及其效果上，不希望落后于竞争对手；第三，竞争对手在三四线市场以及县乡镇一级的布局和跟进措施明显加快，伊利希望在品牌营销上处于引领位置，以期更好地匹配自身渠道优势，快速获得更多的市场份额。

渠道费用方面，伴随渠道精耕和规模扩大，并考虑目前销售形势仍然较好，供需相比平衡合理，费效比改善将是大概率。我们判断，渠道费用的投入也是偏主动的，费用率方面，将形成明显的前高后低趋势。一季度因为春节营销比较集中，而针对提高渗透率和长期发展的基础投入比较多，导致渠道费用暂居高位。根据年报信息，截至 2017 年底，伊利直控村级网点近 53 万家，同比提升 54%，折算新增网点 20 万家。按照村级网点的平均水平折算，春节营销（约 20 天）新增陈列费超过 3 亿元，临促人员数量翻番对应人员成本增加 5 千万左右。合理测算，渠道下沉至乡镇一级，新增网点的单点盈利能力是有望超过旧网点的，因为投入更少、成本更低。但考虑村级网点的销售量较少，针对大型节假日和活动做的营销，成本占比大。所以短期看，村级网点的节日营销并不经济，但是长期盈利能力有望更强。投入费用做市场基础、提高渗透率，效果显现将存在滞后。

2017 年全年的销售费用率 22.81%，超出我们预测 0.4pct，主要还是受四季度“控销售不控费用”拖累。今年一季度的销售费用率 22.76%，同比提升 1.49pct。因为一季报中不拆分广告营销费用和渠道费用，仅根据渠道调研反馈，一季度各大区的渠道费用基本还是符合预算的，部分大区像河南大区的春节营销费用较高，但也在合理承受范围内。这也与一季报将销售费用更快增长归因于广告营销费用增加相一致。

我们的观点：今年品牌建设投入初步定调，其销售占比同比去年持平或略升；渠道费用的分拆指标或持平或改善，目前也符合预算和预期，全年来看大概率还是改善或持平。因为线上、线下广告以及渠道费用的占比并不清楚，大致推测全年销售费用率保持平稳或者略微提升。之所以调整前期的判断，主因是管理层传递了品牌投入加大的信号，而伊利中短期的运营思路也更偏向于保障市场份额和业绩均衡提升。

货折减少和结构升级推高毛利率，全年成本有压力，期待毛销差改善

伊利 2017 年全年的销售毛利率为 37.28%，同比下降 0.36pct，主要受生产原材料成本上涨（+14.57%）和制造费用上涨（+15.47%）拖累。公司一季度销售毛利率 38.80%，同比提升 1.16pct，环比去年四季度更是大幅改善，原因一，销售环境改善，库存较少，同品送赠和货折减少；原因二，产品结构升级使高毛利的高端产品和新品占比进一步提升；原因三，生产制造成本短期恢复合理。趋势上分析，短期销售形势料不会快速转变，而销售开门红也能确保全年的销售节奏更合理。产品结构升级作为中长期趋势，伴随消费升级和产品推新也将延续。根据年报，2017 年因为产品结构调整，液态奶增加收入 10.61 亿元，奶粉及奶制品增加收入 3.15 亿元，而冷饮增加收入 3.58 亿元。公司通过产品创新升级和精准营销，重点产品的销售收入占比达到 45.7%，新产品占比也提升至约 9.2%。一季度销售显示，金典、安慕希和畅意等产品的增速相比整体更快，驱动产品结构进一步升级。成本端来看，全年分析，各种生产原材料和包装材料的价格仍是缓慢上行，也存在类似于去年下半年大包粉价格快速提升的突发风险。我们判断，全年成本有压力，但成本不可能再像 2017 年那样大涨，承压有限。

我们的观点：销售较好和库存低等因素有望减少货折，产品结构升级提升毛利率。价格方面，尽管每一阶段都存在类似于一季度基础白奶低价促销以阻击竞争对手的情况，但均符合公司的规划和预期。考虑成本和费用均可能受此影响，我们选择更综合的指标，看毛销差变化。公司一季度毛销差为 16.04%，同比下降 0.33pct，但与去年同样处于收入高增长的二季度和三季度相比，则分别改善 1.58pct 和 0.53pct。目前判断，全年保持一季度高毛利率的难度较大，料毛利率稳步回落但仍有希望好于去年平均水平。因为春节因素，一季度线下费用投入大，四月份预计持平，五六月份有望转为相对温和。尽管品牌投入会加大，但全年分析，毛销差有望比去年 14.47%同比改善。

盈利预测与评级：

根据年报、季报信息，以及渠道现状，目前形成几点判断：

- 第一，需求回暖、销售改善的趋势没改变，竞争格局明显好于上一轮乳业双雄被动进行价格战阶段，无须过分担忧行业；
- 第二，三四线更快增长和消费升级双轮驱动，伊利的优势愈发明显，提升企业价值的核心逻辑不变，中长期依然看好；
- 第三，“五强千亿”目标、冬奥主题、健康领域拓展以及外延并购等均有可能成为公司收入、业绩加速的催化剂；
- 第四，公司短期业绩大爆发的逻辑减弱，但市场份额和利润均衡提升的可能性增强，成长模式调整后有望更健康，亦可看更长；
- 第五，短期因业绩不达预期、资金缺乏耐心、有些指标被过分解读等，股价宣泄式跌停，但重归理性时，市场将合理重估伊利的价值。

根据公司 2017 年业绩指引，收入增速给得更加乐观，这也预示着收入、利润将更均衡提升。同时充分考虑公司主动加费用去做品牌和市场的策略，我们上调公司 2018 年收入增速，同时下调 2018 年净利润预期。

预测公司 2018-2020 年的收入增速分别为 16%、13%、11%；利润增速分别为 28%、21%、18%；对应的 EPS 分别为 1.26、1.52、1.80 元/股。

考虑行业景气度较高，龙头更快增长理应充分享有溢价，根据 2018 年业绩给 30 倍估值，目标价 37.80 元，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动；销售环境恶化；食品安全问题等。

■ 主要财务指标

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	68058	79036	896098	100004
净利润(百万元)	6001	7666	9250	10953
摊薄每股收益(元)	0.99	1.26	1.52	1.80

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	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京销售	张小永	18511833248	zhangxiaoyong@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
广深销售副总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
广深销售	查方龙	18520786811	zhafll@tpyzq.com
广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	杨帆	13925264660	yangf@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。