

伊利股份（600887）

伊利股份：高投入筑高壁垒，长期盈利能力空间打开

2018 年 08 月 31 日

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002

010-66573632

mal@dwzq.com.cn

研究助理 杨默曦

021-60199793

yangmx@dwzq.com.cn

事件

- 伊利股份公布半年报：公司 18H1 实现营业收入 395.89 亿元，同比 +18.88%；扣非归母净利润 32.28 亿元，同比 +3.51%。18Q2 实现营业收入 200.13 亿元，同比 +13.80%；归母净利润 13.46 亿元，同比 -17.47%。

投资要点

- **收入符合预期：行业景气维持高位，市占率加速提升。行业景气度仍高。**

从行业景气度看，根据尼尔森零研数据，奶粉/低温纯牛奶/常温酸奶在实体零售终端销售额分别同 14.8%/16.1%/18.6%，景气度仍高，乳制品需求受宏观经济影响不大，人均乳制品消费量提升+城镇化+消费习惯健康+居民可支配收入提升等因素长期仍共同构筑行业景气基石。**新品高速增长，市占率加速提升。**H1 公司营业收入 395.89 亿元，同增 18.88%；“金典”、“安慕希”、“畅轻”等重点产品营收同增 30%+，新品销售占比同比 +5pct，产品结构进一步升级；公司 18H1 液体乳营收 319.21 亿元，同增 20.5%，冷饮系列营收 37.25 亿元，同增 14.9%；奶粉及奶制品营收 38.67 亿元，同增 27.3%，均领跑行业；18H1 常温液奶/低温液奶/婴幼儿奶粉业务市占率 35.8%/17.5%/5.8%，同比提升 2.4pct/1.0pct/0.8pct，均达历史新高，市占率加速提升。**渠道建设不断推进。**公司常温液态类市场渗透率达 81.2%，同比 +2.7pct，村级网点建设工程和新型渠道如便利店和新零售拓展稳步推进。

- **利润低于预期：高投入筑宽壁垒，长期盈利能力提升空间打开。成本上涨对冲结构升级，毛利率持平。**

2018H1 主营业务毛利率 38.6%，同比微降 0.06pct，上半年结构升级明显，重点产品增速均超 30%，但成本端略承压（如包材瓦楞纸同涨约 15%），综合毛利率持平。**短期高投入构筑长期宽壁垒。**18H1 广告营销费用率 14.93%，同增 2.11pct，拖累短期业绩。公司抓住行业景气周期，主动采取加大品牌宣传和重点新品等宣传方式，高速提升市占率，以构筑竞争优势和高壁垒，长期盈利能力提升空间打开。上半年多项广告营销费用确认在 Q2，拆分来看，如 2017 年 9 月开始计提的冬奥会赞助费用，对植选、唤醒源等饮料新品的广宣投放，对畅意百分百等重点新品的投放等，均导致短期销售费用率承压。2018H1 管理费用率 3.50%，同降 0.35pct。综合来看，18H1 归母净利率 8.6%，同降 1.42pct。展望全年，Q2 已经消化多项销售费用，预计下半年销售费用率环比缩减，盈利能力有所回升。

- **盈利预测与投资评级：**行业景气，公司主动投放广宣费拉升品牌力，市占率加速提升。业绩虽短期承压，但长期盈利能力提升空间打开，略微调整盈利预测至 18-20 年收入分别为 797.06/923.90/1065.27 亿，同比 +18.0%/15.9%/15.3%；归母净利润分别为 64.88/75.77/88.26 亿，同比 +8.1%/16.8%/16.5%；PE 为 22.7X/19.4X/16.7X，维持“买入”评级。

- **风险提示：**食品安全风险，行业竞争加剧。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	24.20
一年最低/最高价	22.39/35.11
市净率(倍)	6.00
流通 A 股市值(百万元)	146007.5

基础数据

每股净资产(元)	4.03
资产负债率(%)	45.75
总股本(百万股)	6078.49
流通 A 股(百万股)	6033.37

相关研究

- 1、《3Q 业绩略超预期，原奶周期+渠道下沉助力业绩高增长》2017-11-02
- 2、《为何乳业开启二次增长，市场份额加速向伊利集中？》2017-10-23
- 3、《伊利股份：收入全面提速，结构升，费用降，全年业绩有望超预期！》2017-08-31

表 1：伊利股份季度经营数据（单位：亿元）

	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
营业收入	153.26	147.60	160.85	144.38	157.90	177.03	189.78	155.87	197.53	201.90
营业收入	152.25	147.00	159.97	143.89	157.16	175.86	188.25	154.21	195.76	200.13
YOY	2.60%	-2.11%	2.40%	0.03%	3.23%	19.63%	17.68%	7.17%	24.56%	13.80%
毛利率	41.74%	36.08%	38.41%	35.32%	37.64%	38.69%	37.45%	35.13%	38.80%	38.54%
三费率	30.57%	26.87%	30.60%	27.84%	24.94%	28.40%	28.36%	29.54%	26.78%	31.27%
销售费用率	25.33%	21.64%	22.92%	23.21%	21.27%	24.23%	21.94%	23.80%	22.76%	28.10%
管理费用率	5.14%	5.22%	7.69%	4.59%	3.76%	3.93%	6.16%	5.51%	3.81%	3.20%
财务费用率	0.11%	0.01%	-0.01%	0.05%	-0.09%	0.24%	0.26%	0.23%	0.21%	-0.03%
归母净利润	15.54	16.58	11.79	12.72	17.34	16.31	15.73	10.64	21.00	13.46
YOY	19.26%	21.95%	20.86%	27.89%	11.59%	-1.65%	33.49%	-16.38%	21.14%	-17.47%
销售净利率	10.16%	11.28%	7.35%	8.75%	11.00%	9.22%	8.28%	6.82%	10.66%	6.75%

数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所（注：毛利率=毛利/营业收入；销售费用率/管理费用率/财务费用率/销售净利率均为各项目/营业总收入）

伊利股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	29846	33124	36688	43866	营业收入	67547	79706	92390	106527
现金	21823	24261	26414	32445	减:营业成本	42362	49130	56684	65339
应收账款	786	817	1041	1101	营业税金及附加	512	550	637	735
存货	4640	5758	6239	7590	营业费用	15522	18532	21481	24768
其他流动资产	2597	2288	2993	2730	管理费用	3317	3906	4619	5326
非流动资产	19455	21339	22992	24588	财务费用	113	135	204	156
长期股权投资	1765	1920	2080	2246	资产减值损失	51	0	0	0
固定资产	13256	15243	17001	18680	加:投资净收益	135	207	213	218
在建工程	1902	1742	1607	1530	其他收益	0	0	0	0
无形资产	514	437	331	202	营业利润	7116	7660	8976	10421
其他非流动资产	2017	1997	1973	1928	加:营业外净收支	-42	-42	-42	-42
资产总计	49300	54463	59679	68453	利润总额	7074	7618	8934	10379
流动负债	23850	26749	28237	31799	减:所得税费用	1071	1111	1340	1537
短期借款	7860	7860	7860	7860	少数股东损益	2	19	18	15
应付账款	7254	8991	9752	11852	归属母公司净利润	6001	6488	7577	8826
其他流动负债	8736	9898	10625	12087	EBIT	6896	7403	8651	9973
非流动负债	211	222	231	229	EBITDA	8340	8782	10333	11973
长期借款	0	12	21	19					
其他非流动负债	210	210	210	210	重要财务与估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	24061	26971	28468	32028	每股收益(元)	0.99	1.07	1.25	1.45
少数股东权益	136	156	173	189	每股净资产(元)	4.13	4.50	5.11	5.96
					发行在外股份(百万股)	6078	6078	6078	6078
归属母公司股东权益	25103	27336	31038	36236	ROIC(%)	17.6%	17.9%	18.8%	19.2%
负债和股东权益	49300	54463	59679	68453	ROE(%)	23.8%	23.7%	24.3%	24.3%
					毛利率(%)	37.3%	38.4%	38.6%	38.7%
现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	销售净利率(%)	8.9%	8.1%	8.2%	8.3%
经营活动现金流	7006	9894	9343	13194	资产负债率(%)	48.8%	49.5%	47.7%	46.8%
投资活动现金流	-3117	-3056	-3122	-3378	收入增长率(%)	12.0%	18.0%	15.9%	15.3%
筹资活动现金流	4053	-4400	-4067	-3785	净利润增长率(%)	6.0%	8.1%	16.8%	16.5%
现金净增加额	7545	2438	2153	6031	P/E	24.51	22.67	19.41	16.67
折旧和摊销	1444	1379	1682	2000	P/B	5.86	5.38	4.74	4.06
资本开支	3351	1730	1492	1431	EV/EBITDA	16.01	14.93	12.48	10.27
营运资本变动	-571	2080	74	2414					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>