

费用投入加大，市占率稳步提升

投资要点

- **业绩总结：**公司 2018 年上半年实现营业收入 399 亿元，同比增长 19.3%，归母净利润 34.5 亿元，同比增长 2.4%；其中 18Q2 实现营业收入 202 亿元，同比增长 14.1%，归母净利润 13.5 亿元，同比下降 17.5%。收入符合市场预期，利润低于预期。
- **收入：保持稳定增长，市占率持续提升。**1、收入：公司 18H1 收入实现稳定增长，其中销量增长 15% 左右，产品结构提升带来的均价提升幅度为 4% 左右。从产品端看，重点产品和新品表现靓丽，同比增长超过 30%，其中饮用型酸奶、奶酪、低温酸奶、能量饮料、植选等新产品收入占比为 13%，比同期增长 5 个百分点。随着产品升级持续进行，未来重点高端产品收入规模将保持增长。2、市占率：受益于公司持续投入，公司市占率稳步提升。截至 18H1，公司常温奶市占率为 35.8%，同比提升 2.4 个百分点；低温奶市占率为 17.5%，同比提升 1 个百分点；婴幼儿奶粉市占率为 5.8%，同比提升 0.8 个百分点。随着公司渠道细分及重点产品收入持续增长，公司收入规模和市占率有望进一步提升。
- **毛利率：产品结构提升对冲纸类包装材料价格上涨，毛利率持平。**公司 18H1 实现毛利率 39.2%，同比提升 0.7 个百分点，基本持平。从成本端来看，18Q2 年瓦楞纸价格 18Q2 同比提升 48%，18H1 同比提升 26%，纸类包装材料价格显著上涨，未来随着环保政策趋严及废纸进口限制，纸类包装材料价格将维持高位；生鲜乳及糖价略微下降。总体来看 18H1 成本端价格上涨在一定程度上侵蚀了产品结构升级带来的毛利率提升。随着公司重点产品的销售占比不断提高，预计未来公司毛利率将稳中有升。
- **费用投入：品牌宣传持续投入，费用率将略有提升。**公司 18H1 销售费用为 24.5%，同比提升 2.6 个百分点，主要原因在于 1、加大了广告宣传投入：（1）公司四季度起新增冬奥会相关费用，同时线上广告宣传费用同比增加。（2）市场竞争激烈，公司加大了终端投入配合线上投入。（3）重点产品和新品投入加大，如畅意百分百的消费者互动，低分酸奶、奶酪、能量饮料等新产品的宣传等。2、职工薪酬同比增长 38%：（1）公司提高了核心业务人员的薪酬，提高激励水平（2）新增奶酪和健康饮品 2 个事业部，员工数量增加。公司短期费用投入持续加大，费用率将维持高位，但从长期角度看，有利于品牌影响力、市占率和收入规模的扩大。
- **盈利预测与评级。**考虑到行业竞争加剧，公司费用投入力度加大，上调收入增速预测、下调盈利预测，预计公司 2018-2020 年收入分别为 805 亿元、938 亿元、1086 亿元，EPS 分别为 1.06 元、1.16 元、1.31 元，未来三年复合增速约为 10%。考虑到公司作为行业龙头且市占率持续提升，长期来看随着竞争力和市场地位的提高，盈利能力有望增加，同时结合行业平均估值给予公司 2018 年 28 倍估值，对应目标价 29.68 元，下调至“增持”评级。
- **风险提示：**食品安全、原奶价格超预期上涨、行业竞争恶化的风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	68058.17	80456.12	93804.66	108605.61
增长率	12.29%	18.22%	16.59%	15.78%
归属母公司净利润（百万元）	6000.88	6466.47	7024.61	7974.25
增长率	5.99%	7.76%	8.63%	13.52%
每股收益 EPS（元）	0.99	1.06	1.16	1.31
净资产收益率 ROE	23.78%	21.15%	19.35%	18.60%
PE	26	25	23	20
PB	6.31	5.21	4.38	3.71

数据来源：Wind，西南证券

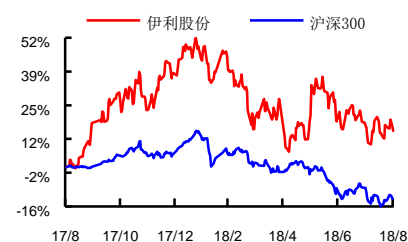
西南证券研究发展中心

分析师：朱会振
 执业证号：S1250513110001
 电话：023-63786049
 邮箱：zhz@swsc.com.cn

分析师：李光歌
 执业证号：S1250517080001
 电话：021-58351839
 邮箱：lgg@swsc.com.cn

联系人：周金菲
 电话：0755-23614240
 邮箱：zjfei@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	60.78
流通 A 股(亿股)	60.33
52 周内股价区间(元)	23.24-35.46
总市值(亿元)	1,471.00
总资产(亿元)	454.79
每股净资产(元)	4.03

相关研究

1. 伊利股份（600887）：收入稳定增长，龙头市占率再上新台阶（2018-04-29）
2. 伊利股份（600887）：消费升级驱动需求复苏，产品结构优化持续进行（2017-12-01）
3. 伊利股份（600887）：产品结构持续优化，行业领导者着眼大格局（2017-09-18）

关键假设：

液体乳是公司收入和利润的主要来源，针对液体乳做如下假设：

- （1） 收入：随着公司针对重点产品和新产品投入力度不断加大以及对品牌宣传持续的资源倾斜，预计 2018-2020 年液态奶销量增速为 15%、13%、12%，均价增速为 3.5%、3.5%、3.5%；
- （2） 在包材价格上涨的前提下，公司产品结构持续上移将带动毛利率稳中有升，预计 2018-2020 年液态奶毛利率为 35.3%、35.5%和 35.8%。

表 1：伊利股份收入及盈利预测

百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
合计					
营业收入	60609.2	68058.2	80456.1	93804.7	108605.6
yoy	0.4%	12.3%	18.2%	16.6%	15.8%
营业成本	37427.4	42362.4	49854.7	57799.4	66429.7
毛利率	38.2%	37.8%	38.0%	38.4%	38.8%
液体乳					
收入	49522.3	55766.2	66361.8	77643.3	90066.2
yoy	5.0%	12.6%	19.0%	17.0%	16.0%
成本	31713.83	36155.7	42936.1	50079.9	57822.5
毛利率	36.0%	35.2%	35.3%	35.5%	35.8%
奶粉及奶制品					
收入	5455.71	6428.4	7714.1	9256.9	11108.2
yoy	-15.4%	17.8%	20.0%	20.0%	20.0%
成本	2391.01	2621.7	3085.6	3656.5	4332.2
毛利率	56.2%	59.2%	60.0%	60.5%	61.0%
冷饮					
收入	4194.16	4606.1	5020.6	5422.3	5801.8
yoy	2.4%	9.8%	9.0%	8.0%	7.0%
成本	2388.42	2960.0	3213.2	3443.1	3655.1
毛利率	43.1%	35.7%	36.0%	36.5%	37.0%
担保收入					
收入	33.2	510.7	612.9	735.4	882.5
yoy	272.0%	1439.3%	20.0%	20.0%	20.0%
成本		0.1	0.0	0.0	0.0
毛利率	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
其他					
收入	995.7	746.8	746.8	746.8	746.8
yoy	-37.6%	-25.0%	0.0%	0.0%	0.0%
成本	626.6	625.0	619.8	619.8	619.8
毛利率	37.1%	16.3%	17.0%	17.0%	17.0%
混合饲料					
收入	408.2				
yoy	-61.4%				
成本	307.6				
毛利率	24.7%				

数据来源：西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	68058.17	80456.12	93804.66	108605.61	净利润	6002.81	6468.41	7026.72	7976.65
营业成本	42362.40	49854.73	57799.36	66429.71	折旧与摊销	1443.93	1063.18	1063.18	1063.18
营业税金及附加	511.57	563.19	656.63	760.24	财务费用	113.49	62.13	-90.70	-121.62
销售费用	15521.86	20089.89	24361.07	28747.90	资产减值损失	50.62	50.00	50.00	50.00
管理费用	3317.05	3226.29	3761.57	4355.08	经营营运资本变动	-454.22	1852.23	1575.66	1664.95
财务费用	113.49	62.13	-90.70	-121.62	其他	-150.34	-357.80	-356.44	-345.48
资产减值损失	50.62	50.00	50.00	50.00	经营活动现金流净额	7006.30	9138.15	9268.43	10287.68
投资收益	134.68	300.00	300.00	300.00	资本支出	-722.28	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-2394.53	300.00	300.00	300.00
其他经营损益	0.00	700.00	700.00	700.00	投资活动现金流净额	-3116.81	300.00	300.00	300.00
营业利润	7115.91	7609.89	8266.73	9384.29	短期借款	7710.00	-7860.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-41.94	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	7073.97	7609.89	8266.73	9384.29	股权融资	302.87	0.00	0.00	0.00
所得税	1071.16	1141.48	1240.01	1407.64	支付股利	-3647.10	-1200.18	-1293.29	-1404.92
净利润	6002.81	6468.41	7026.72	7976.65	其他	-312.96	-14.92	90.70	121.62
少数股东损益	1.93	1.94	2.11	2.39	筹资活动现金流净额	4052.81	-9075.10	-1202.59	-1283.30
归属母公司股东净利润	6000.88	6466.47	7024.61	7974.25	现金流量净额	7544.57	363.05	8365.83	9304.38
资产负债表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	21823.07	22186.11	30551.95	39856.33	成长能力				
应收和预付款项	2186.83	2284.19	2755.29	3155.34	销售收入增长率	12.29%	18.22%	16.59%	15.78%
存货	4639.99	5471.30	6350.97	7295.05	营业利润增长率	28.90%	6.94%	8.63%	13.52%
其他流动资产	1195.84	1424.37	1660.69	1922.72	净利润增长率	5.89%	7.76%	8.63%	13.52%
长期股权投资	1765.19	1765.19	1765.19	1765.19	EBITDA 增长率	21.20%	0.71%	5.77%	11.76%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	15144.25	14156.55	13168.86	12181.16	毛利率	37.76%	38.03%	38.38%	38.83%
无形资产和开发支出	525.04	456.47	387.90	319.33	三费率	27.85%	29.06%	29.88%	30.37%
其他非流动资产	2020.15	2013.23	2006.31	1999.39	净利率	8.82%	8.04%	7.49%	7.34%
资产总计	49300.36	49757.42	58647.15	68494.51	ROE	23.78%	21.15%	19.35%	18.60%
短期借款	7860.00	0.00	0.00	0.00	ROA	12.18%	13.00%	11.98%	11.65%
应付和预收款项	14602.44	17362.94	20263.54	23261.42	ROIC	46.29%	48.09%	57.51%	72.79%
长期借款	0.29	0.29	0.29	0.29	EBITDA/销售收入	12.74%	10.86%	9.85%	9.51%
其他负债	1597.81	1814.76	2070.45	2348.21	营运能力				
负债合计	24060.54	19177.98	22334.28	25609.92	总资产周转率	1.54	1.62	1.73	1.71
股本	6078.49	6078.49	6078.49	6078.49	固定资产周转率	5.16	6.30	7.97	10.07
资本公积	2765.53	2765.53	2765.53	2765.53	应收账款周转率	100.21	98.30	100.92	99.40
留存收益	16532.45	21798.73	27530.05	34099.39	存货周转率	9.43	9.84	9.77	9.73
归属母公司股东权益	25103.39	30441.07	36172.39	42741.72	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	111.23%	—	—	—
少数股东权益	136.43	138.37	140.48	142.87	资本结构				
股东权益合计	25239.82	30579.44	36312.87	42884.59	资产负债率	48.80%	38.54%	38.08%	37.39%
负债和股东权益合计	49300.36	49757.42	58647.15	68494.51	带息债务/总负债	32.67%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.25	1.65	1.87	2.06
					速动比率	1.06	1.37	1.58	1.77
					股利支付率	60.78%	18.56%	18.41%	17.62%
					每股指标				
					每股收益	0.99	1.06	1.16	1.31
					每股净资产	4.13	5.01	5.95	7.03
					每股经营现金	1.15	1.50	1.52	1.69
					每股股利	0.60	0.20	0.21	0.23
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	8673.32	8735.20	9239.21	10325.85					
PE	26.42	24.52	22.57	19.88					
PB	6.31	5.21	4.38	3.71					
PS	2.33	1.97	1.69	1.46					
EV/EBITDA	16.45	15.38	13.64	11.30					
股息率	2.30%	0.76%	0.82%	0.89%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	机构销售	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	机构销售	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn