

风物长宜放眼量，费用端承压不改 伊利长期投资逻辑

——伊利股份（600887）三季度财报点评

2018年08月31日

强烈推荐/维持

伊利股份

财报点评

刘畅

分析师

执业证书编号：S1480517120001

liuchang_yjs@dxzq.net.cn 010-66554017

事件：

伊利股份发布 2018 年半年报，期间公司实现营业收入 399.43 亿元，同比增长 19.26%；归属于母公司股东的净利润 34.46 亿元，同比增长 2.43%；扣非后归属于母公司股东的净利润为 32.28 亿元，同比增长 3.51%。其中 Q2 实现收入 201.90 亿元，同比增长 14.05%，归母净利润 13.46 亿元，同比下降-17.47%，常温冲刺期以及战略布局期多项费用增加，利润端低预期。

公司分季度财务指标

指标	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
营业收入（百万元）	14437.85	15790.27	17703.24	18977.67	15586.99	19753.07	20189.68
增长率（%）	0.03%	3.23%	19.63%	17.68%	7.17%	24.56%	13.80%
毛利率（%）	35.32%	37.64%	38.69%	37.45%	35.13%	38.80%	38.54%
期间费用率（%）	28.42%	24.97%	28.67%	28.59%	29.86%	27.02%	31.55%
营业利润率（%）	6.92%	13.39%	11.06%	9.90%	7.79%	12.78%	8.41%
净利润（百万元）	1263.98	1736.36	1631.40	1571.25	1063.80	2106.24	1362.42
增长率（%）	26.56%	11.53%	-02.03%	32.83%	-15.84%	21.30%	-16.49%
每股盈利（季度，元）	0.21	0.29	0.27	0.26	0.17	0.35	0.22
资产负债率（%）	40.82%	41.36%	48.40%	48.38%	48.80%	44.24%	45.75%
净资产收益率（%）	5.44%	6.96%	7.12%	6.46%	4.21%	7.71%	5.52%
总资产收益率（%）	3.22%	4.08%	3.68%	3.33%	2.16%	4.30%	3.00%

观点：

- **收入端各事业部齐头并进，持续保持行业的绝对领导地位。**公司 H1 实现主营收入 399.43 亿元，同比增长 19.26%，其中液态奶实现主营收入 319.21 亿元（同比增长 20.5%），冷饮 37.25 亿元（同比增长 14.9%），奶粉 38.67 亿元（同比增长 27.3%）。伊利的各项收入数据均远高于行业水平，乳制品行业在实体零售终端，奶粉、低温纯牛奶与常温酸奶同比增长 14.8%、16.1%、18.6%。伊利在常温液态奶、低温液态奶、婴幼儿配方奶粉的市场零售份额分别提升 2.4、1 和 0.8 个 pct.，主营常温液态类乳品的市场渗透率较上年同期提升 2.7 个百分点，达 81.2%。上半年收入端处于全面提速状态，为后续扩品以及外延打下了坚实的基础。
- **广告费用大幅攀升，预计三季度仍有业绩压力。**18H1 公司毛利率为 38.67%，同比下降 0.06pct。其中液体乳、冷饮、奶粉及奶制品毛利率分别为 35.95%(+0.02pct)、46.14%(+2.22pct)及 53.63%(-3.11pct)，

液体乳及冷饮毛利率微升，主要系高端产品占比提升所致。费用端低预期较多，18H1 费用率同比增加了 2.29pct，主要因为 Q2 同比增加 2.87pct。18H1 公司广告营销费用同比增加 38.94%，广告费用率达到了 14.9%。因为预期蒙牛 18H1 进行了较大的费用，伊利在 18Q2 加大了线上的费用投放，投放力度超过了市场预期，销售费用率的上涨幅度来自于线上的投放，线下的渠道费用二季度比一季度仅提升了 0.2pct。由于三季度仍然有冬奥会冠名费用的确认以及强化线上营销的预期，业绩的改善预计会在四季度有所体现。

- **常温冲刺期强化竞争优势，为扩品提供有利的形势。**根据我们调研情况来看，伊利确实通过费用的强投放赢得了更多的市场份额，大单品的增速也全面领先竞争对手。其中金典的增速超过 30%，高于特仑苏的 20%增速，安慕希增速在 40%的水平领先纯甄的 10%增速，莫斯利安持续下滑。同时奶粉事业部的增速超过市场预期的 25%的水平。同时 18H1 公司经营性现金流同比大增 86.73%，应付账款增加 22.35%，同时存货余额减少 74.25%，以及预收款提升 24.98%，反映了经销商对公司较强的信心。乳制品行业过去十年同质化竞争比较严重，未来差异化竞争是趋势，伊利 2018 年有望持续来开与竞争对手的差距，为后期更大的发展打下基础。
- **横向扩品逐步落地，外延扩张给予公司更广阔的发展逻辑。**公司新成立的三个事业部已经不拘泥与当前主业的决心。其中饮料事业部预计在明年开展工作，未来将会和现有的液奶事业部形成有效的呼应，豆奶、能量饮料、乳酸菌饮料、甚至不排除一些更加适合餐饮渠道的品类进入伊利的销售体系。我们预计未来 1-2 年是常温奶的冲刺期，目前公司的市占率达到 37.1%（尼尔森口径），若考虑全渠道预计在 35%的水平，未来预计在 40%的水平，龙头地位稳定。之后的发展更多靠扩品类以及低温产品的发展，从这个角度可以更加客观的看待当前的费用投放的意义，在行业竞争还处于焦灼的时期可以给予更多的耐心。

盈利预测：

我们认为下半年公司在收入端仍会保持强势的增速，维持 18/19/20 年收入预期，分别实现 796.28/915.72/1034.76 亿，同比增长 17%/15%/13%，下调净利润预期，分别实现 65.23/76.32/88.53 亿，同比增长 8.7%/17%/16%，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：食品安全控制风险、原材料价格波动风险

公司盈利预测表

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	
流动资产合计	20193	29846	32132	38581	45073	营业收入	60609	68058	79628	91572	103476
货币资金	13824	21823	21500	24972	28500	营业成本	37427	42362	49646	56575	63139
应收账款	572	786	764	878	992	营业税金及附加	420	512	685	772	863
其他应收款	39	45	52	60	68	营业费用	14114	15522	18721	21335	23867
预付款项	558	1192	1441	1724	2039	管理费用	3457	3317	4698	5241	5803
存货	4326	4640	5441	6200	6919	财务费用		113	60	65	69
其他流动资产	690	1007	2743	4534	6320	资产减值损失	45.70	50.62	5.00	20.00	20.00
非流动资产合计	19070	19455	18026	16273	14421	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	1631	1765	1765	1765	1765	投资净收益	399.26	134.68	465.00	400.00	300.00
固定资产	13137	13256	13344	11543	9742	营业利润	5520	7116	6279	7964	10014
无形资产	991	514	463	411	360	营业外收入	1178.78	85.60	1330.00	1040.00	422.00
其他非流动资产	663	725	0	0	0	营业外支出	67.12	127.54	23.00	25.00	20.00
资产总计	39262	49300	50077	54774	59414	利润总额	6632	7074	7586	8979	10416
流动负债合计	14907	23850	20977	25723	27498	所得税	963	1071	1062	1347	1562
短期借款	150	7860	2248	4486	3665	净利润	5669	6003	6524	7632	8854
应付账款	6753	7254	8841	10075	11244	少数股东损益	7	2	10	10	20
预收款项	3592	4126	5161	6351	7696	归属母公司净利润	5662	6001	6514	7622	8834
一年内到期的非	0	24	24	24	24	EBITDA	8061	9152	8191	9882	11935
非流动负债合计	1119	211	0	0	0	EPS (元)	0.93	0.99	1.07	1.25	1.45
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	16026	24061	20977	25724	27499	成长能力					
少数股东权益	154	136	146	156	176	营业收入增长	0.41%	12.29%	17.00%	15.00%	13.00%
实收资本 (或股	6065	6078	6078	6078	6078	营业利润增长	12.79%	28.90%	-11.76%	26.85%	25.73%
资本公积	2476	2766	2766	2766	2766	归属于母公司净利	8.55%	5.99%	8.55%	17.02%	15.89%
未分配利润	12293	14110	15413	16937	18704	获利能力					
归属母公司股东	23082	25103	28959	33151	38010	毛利率 (%)	37.94%	37.28%	37.65%	38.22%	38.98%
负债和所有者权	39262	49300	50009	58958	65612	净利率 (%)	9.35%	8.82%	8.19%	8.33%	8.56%
现金流量表						总资产净利润 (%)	14.42%	12.17%	13.01%	13.92%	14.87%
单位:百万元						ROE (%)	24.53%	23.90%	22.49%	22.99%	23.24%
2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		偿债能力					
经营活动现金流	12817	7006	7975	8700	10127	资产负债率 (%)	41%	49%	42%	44%	42%
净利润	5669	6003	6524	7632	8854	流动比率	1.35	1.25	1.53	1.50	1.64
折旧摊销	2516.95	1922.75	0.00	1852.18	1852.18	速动比率	1.06	1.06	1.27	1.26	1.39
财务费用	24	113	60	65	69	营运能力					
应收账款减少	0	0	23	-115	-114	总资产周转率	1.54	1.54	1.60	1.68	1.66
预收帐款增加	0	0	1035	1190	1345	应收账款周转率	106	100	103	112	111
投资活动现金流	-3243	-3117	175	280	280	应付账款周转率	9.45	9.72	9.89	9.68	9.71
公允价值变动收	0	0	0	0	0	每股指标 (元)					
长期股权投资减	0	0	-148	-100	0	每股收益 (最新摊	0.93	0.99	1.07	1.25	1.45
投资收益	399	135	465	400	300	每股净现金流 (最新	0.13	1.31	-0.05	0.57	0.58
筹资活动现金流	-8815	4053	-8474	-5508	-6878	每股净资产 (最新摊	3.81	4.13	4.76	5.45	6.25
应付债券增加	0	0	0	0	0	估值比率					
长期借款增加	0	0	0	0	0	P/E	28.04	26.34	24.34	20.80	17.95
普通股增加	0	14	0	0	0	P/B	6.85	6.31	5.47	4.78	4.17
资本公积增加	0	289	0	0	0	EV/EBITDA	17.92	15.80	17.01	13.97	11.20
现金净增加额	760	7942	-323	3472	3528						

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

刘畅

东兴证券食品饮料首席分析师、新财富团队成员，拥有买方、卖方双重工作经验，曾就职于天风证券研究所，东方基金，泰达宏利基金。硕士取得英国杜伦大学金融一等学位，本科取得北京航空航天大学双学位。2017年11月加入东兴证券研究所，负责白酒、乳制品、调味品、健康食品研究工作。

研究助理简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服

务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。