

重点产品引领增长，关注费用投入后期回报

伊利股份(600887.SH)

谨慎推荐 下调评级

核心观点：

1. 事件

伊利股份发布 2018 半年报。2018 上半年公司实现营业收入 395.89 亿元,同比增加 18.88%; 实现归母净利润 34.46 亿元,同比增加 2.43%, 扣非后归属利润 32.28 亿元,同比增加 3.51%; 基本每股收益 0.57 元。

2. 我们的分析与判断

公司营业收入增长维持在较高水平，现金流稳健，上半年利润增速主要受到销售费用率高企的拖累，公司新品开发和销售能力突出，液态奶和奶粉业务高速增长，市占率不断提升。

(一) 营收增速和现金流情况维持稳健

公司品牌力突出，在乳品行业居领导地位。根据 Brand Finance 发布的“2018 年度全球最有价值乳品品牌 10 强”，公司获全球乳品品牌潜力第一名，并蝉联全球乳品品牌价值第二名，公司品牌价值比 2017 年增长 43%。

上半年公司收入增长较快，利润增速稍显乏力。2018H1 公司营业收入同比增长 18.88%，高于 2012 年以来的历年增速，2015H1、2016H1、2017H1 公司营收增速分别为 9.42、0.23、11.28%，而 2015、2016、2017 全年公司营收增速分别为 10.94、0.75、12.00%，公司收入增速重启强劲。2018H1 公司归母净利润同比增长 2.43%，扣非后归属净利润同比增长 3.51%，净利润增速下降较多，2015H1、2016H1、2017H1 公司归母净利润增速分别为 16.11、20.63、4.75%，公司扣非后归属净利润分别为 23.29、2.92、22.31%。

二季度利润表现弱于一季度。公司一、二季度分别完成营业收入 195.76、200.13 亿元，分别同增 24.56、13.80%；归母净利润分别为 21.00、13.46 亿元，同比增速分别为 21.15、-17.47%；扣非归母净利润分别为 19.98、12.30 亿元，同比增速分别为 20.67、-15.91%。公司一季度收入、利润增速仍然稳健，同比增速均维持在 20% 以上；二季度收入同比增速走低，归母净利润和扣非归母净利润增速同比有较大幅度下滑。

公司现金流稳健，收现情况良好。2018 上半年公司经营性现金流净额同比增 86.73%。2018H1 公司销售商品、提供劳务收到的现金与营业收入比为 109.44%，去年同期为 107.92%；2018H1 经营性现金流量净额与净利润比为 126.21%，去年同期为 69.80%。公司收现状况良好，对上下游的议价仍然较强。

分析师

周颖

☎: 010-83571301

✉: zhuying_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511090001

朱艺泓

☎: 010-83571395

✉: zhuyihong_yj@chinastock.com.cn

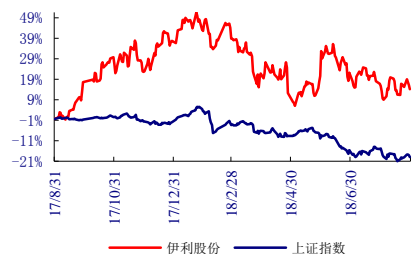
执业证书编号: S0130518090001

市场数据

2018-09-03

A 股收盘价(元)	23.74
A 股一年内最高价(元)	35.93
A 股一年内最低价(元)	23.13
上证指数	2720.73
市盈率	24.05
总股本(万股)	607849.26
实际流通 A 股(万股)	603336.92
限售的流通 A 股(万股)	4512.34
流通 A 股市值(亿元)	1432.32

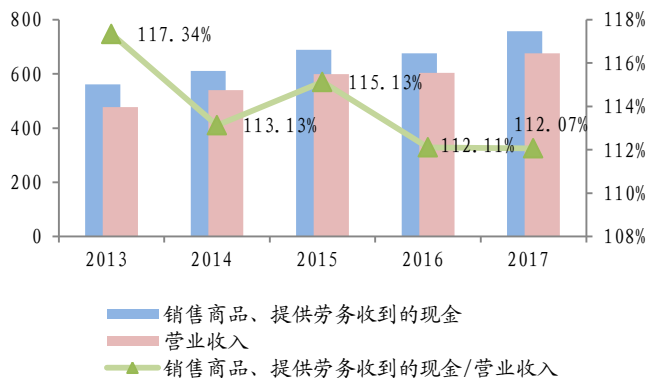
相对上证指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究院

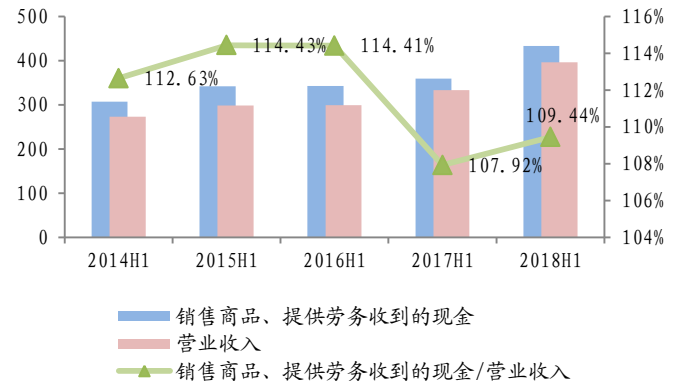
公司历年来销售商品、提供劳务收到的现金与营业收入占比基本都在 110% 以上, 说明公司收现情况良好; 经营性现金流量净额与净利润的比例体现公司的议价能力, 公司应付账款和预收款项占比较高, 应收账款和预付账款占比较低, 经营性现金流量净额大于净利润, 说明公司在上下游关系中较为强势。

图 1: 销售商品、提供劳务收到的现金与营业收入分析 (年度, 亿元)



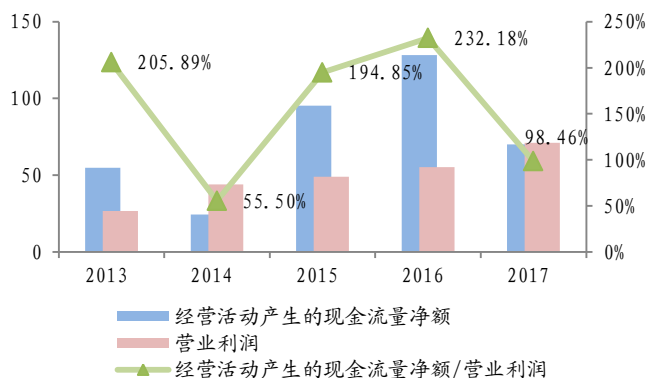
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 2: 销售商品、提供劳务收到的现金与营业收入分析 (半年度, 亿元)



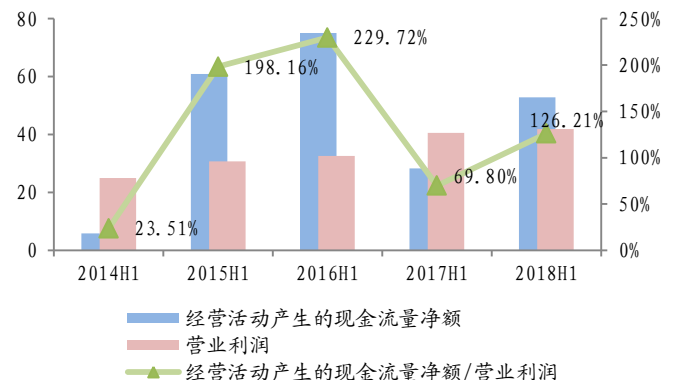
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 3: 经营性现金流量净额与净利润分析 (年度, 亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 4: 经营性现金流量净额与净利润分析 (半年度, 亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(二) 销售费率升高拖累利润增速

公司利润增速主要受到销售费用高企拖累。2018 上半年公司毛利率为 38.67%，同比增 0.48PCT；净利率 8.76%，同比降 1.35PCT。其中销售费用率 25.69%，同比增 2.72PCT，管理费用率 3.53%，同比降 0.34PCT。公司毛利率变化不大，净利率下降主要是受到销售费用率升高的影响。

公司一、二季度毛利率相差不大，二季度净利率明显低于一季度主要是受到销售费用高企影响。分季度来看，2018Q1、Q2 公司毛利率分别为 38.80%、38.54%，分别同增 1.16PCT、下降 0.14PCT；Q1、Q2 公司净利率分别为 10.76%、6.81%，分别同降 0.29、2.47PCT。Q1、Q2 公司销售费用率分别为 22.97%、28.35%，分别同增 1.60、3.96PCT；Q1、Q2 公司管理费用率分别为 3.84%、3.23%，分别同增 0.07PCT、同降 0.73PCT。2018Q2 公司毛利率低于 Q1 0.26PCT，

销售费用率高于 Q1 5.38PCT，管理费用率低于 Q1 0.61PCT，财务费用率低于 Q1 0.24PCT，叠加其他影响因素，最终净利率低于 Q1 3.95PCT，其中销售费用率之间的差距影响最大。

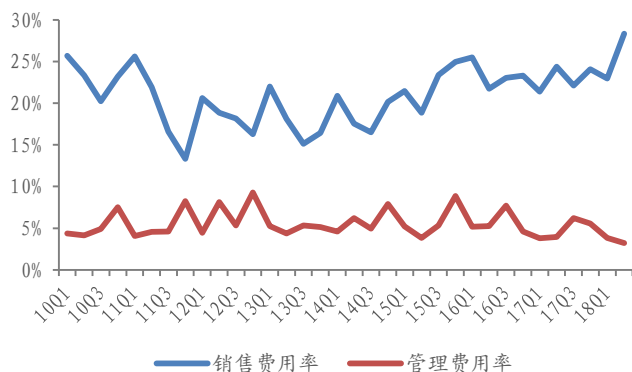
表 1: 2018H1 净利率拆解

指标	2017Q1	2018Q1	同比增长	2017Q2	2018Q2	同比增长	2017H1	2018H1	同比增长
毛利率	37.64%	38.80%	1.16%	38.69%	38.54%	-0.14%	38.19%	38.67%	0.48%
销售费用率	21.37%	22.97%	1.60%	24.39%	28.35%	3.96%	22.97%	25.69%	2.72%
管理费用率	3.78%	3.84%	0.07%	3.96%	3.23%	-0.73%	3.87%	3.53%	-0.34%
财务费用率	-0.09%	0.21%	0.30%	0.24%	-0.03%	-0.26%	0.08%	0.09%	0.01%
其他	1.53%	1.02%	-0.52%	0.82%	0.19%	-0.63%	1.16%	0.60%	-0.56%
净利率	11.05%	10.76%	-0.29%	9.28%	6.81%	-2.47%	10.11%	8.76%	-1.35%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

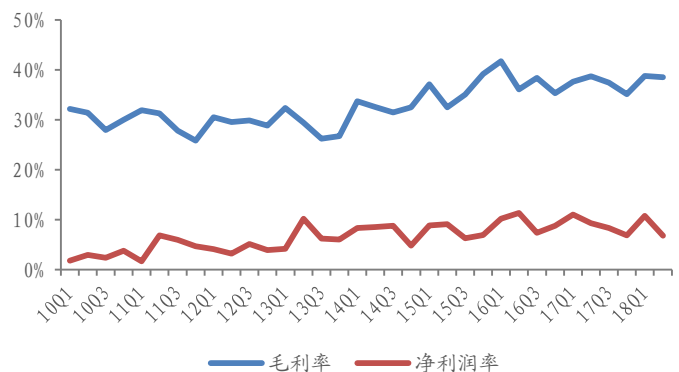
公司毛利率具有一定季节性，销售费用率主要受公司政策影响。从公司 2010 年以来的单季度销售费用率来看，2010-2016 年公司 Q2 销售费用率均低于 Q1 销售费用率，仅 2017、2018 年 Q2 销售费用率高于 Q1。从公司 2010 年以来的单季度毛利率情况来看，除 2017 年 Q2 毛利率略高于 Q1 毛利率 1.05PCT 之外，其他年份公司 Q2 毛利率均低于 Q1。

图 5: 公司 2010 年至今单季度销售和管理费用率变动



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 6: 公司 2010 年至今单季度毛利率和净利率变动



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

市场竞争加剧导致公司销售费率升高。2018 上半年销售费用合计较去年同期增长 25.22 亿元，同比增速 32.98%，主要是由于职工薪酬、广告租赁费、装卸运输费增长所致，三者分别同比增长 37.57、38.94、19.21%。从蒙牛乳业和光明乳业披露的 2018 半年报来看，蒙牛上半年销售费率同比提升 4.69PCT 至 28.93%，光明乳业销售费率同比下降 2.12PCT 至 22.93%，同期销售费用率蒙牛>伊利>光明，2018 年上半年伊利股份、蒙牛乳业、光明乳业的营业收入增速分别为 18.88、17.15、-3.23%，同期营收增速伊利>蒙牛>光明，但是蒙牛与伊利增速差距不大。

表 2: 公司销售费用明细 (亿元)

项目	2018H1	2017H1	绝对值增长	同比增速 (%)
职工薪酬	17.04	12.38	4.65	37.57
折旧修理费	0.37	0.37	0.00	-0.26
差旅费	1.26	1.09	0.18	16.21
物料劳保费	0.06	0.06	0.00	-0.78
办公租赁费	1.08	1.05	0.04	3.68
广告营销费	59.62	42.91	16.71	38.94
装卸运输费	21.94	18.40	3.54	19.21
其他	0.32	0.21	0.11	51.12
合计	101.70	76.48	25.22	32.98

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(三) 2018H1 重点产品快速增长, 新品市场反馈良好

公司业务以液体乳为主, 收入占比接近 80%, 奶粉及奶制品增长较快。2018 年上半年公司液体乳、奶粉及奶制品、冷饮产品系列收入分别为 319.21、38.67、37.25 亿元, 同比增速分别为 20.50、27.26、14.89%, 占当期收入比例分别为 79.92、9.68、9.33%。公司液体乳、奶粉及奶制品、冷饮收入占比大约为 8:1:1, 2018 上半年奶粉及奶制品增长强劲, 液体乳在基数较大的前提下增速仍然较高, 冷饮产品增速相对较弱, 但也有 15% 左右。

图 7: 按产品划分营业收入 (亿元)

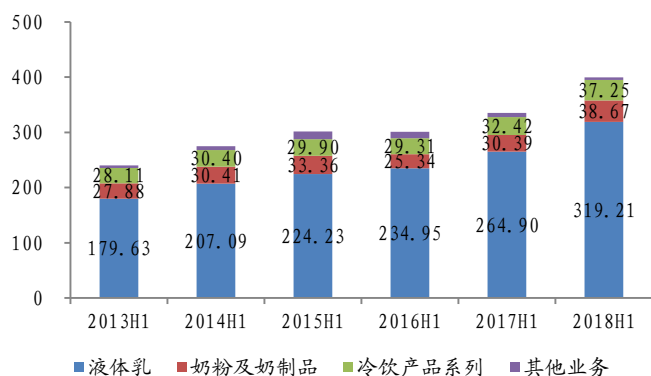
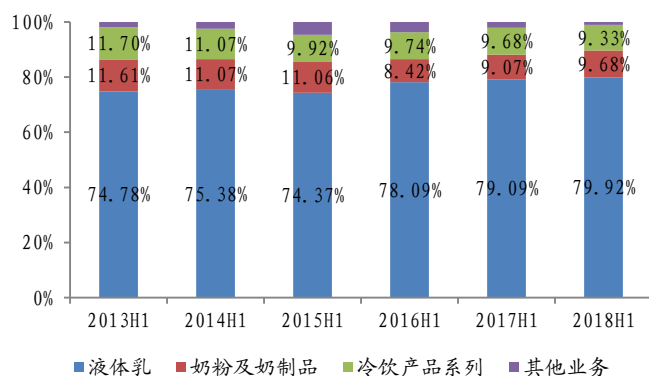


图 8: 按产品划分营业收入占比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

奶粉及奶制品毛利水平较高, 但上半年略有下滑, 冷饮毛利率有小幅上升, 液体乳业务毛利稳定。2018 年上半年公司液体乳、奶粉及奶制品、冷饮毛利率分别为 35.95、53.63、46.14%, 分别同比增长 0.02、-3.09、2.22PCT。

市占率不断提高, 新品开发和销售能力突出。尼尔森零研数据显示, 2018 上半年公司常温液态奶、低温液态奶、婴幼儿配方奶粉业务的市场零售额份额分别比去年提高 2.4、1.0、0.8PCT。上半年, 公司的“金典”、“安慕希”、“畅轻”、“每益添”、“Joy Day”、“金领冠”、“巧乐兹”、“甄稀”等重点产品系列的销售收入比上年同期增长 30% 以上。上半年, 公司陆续推出了植物蛋白饮料“植选”系列豆乳、能量饮料“唤醒源”、果昔酸奶饮品“果果昔”、女士配

方奶粉“优悦”、高端饮用型酸奶“畅轻 PET”等产品，目前市场反馈良好。2018 上半年公司新品销售收入占比较上年同期提高 5PCT。

图 9：公司部分新品产品图



资料来源：公司京东自营旗舰店，中国银河证券研究院整理

3. 投资建议

我们给予公司 2018-2020EPS 为 1.05、1.18、1.35 元，对应 PE 倍数为 23、20、18，予以“谨慎推荐”评级。

4. 风险提示

原材料价格波动风险；食品安全风险；宏观经济及政策风险。

附录

表 3: 公司主要财务指标及盈利预测

主要财务指标	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	60359.87	60609.22	68058.17	78355.38	89771.75	100203.23
营业收入增长率	10.88%	0.41%	12.29%	15.13%	14.57%	11.62%
归属净利润（百万元）	4631.79	5661.81	6000.88	6391.54	7198.79	8195.83
净利润增长率	11.76%	22.24%	5.99%	6.51%	12.63%	13.85%
EPS（元）（摊薄）	0.76	0.93	0.99	1.05	1.18	1.35
P/E	32	26	25	23	20	18

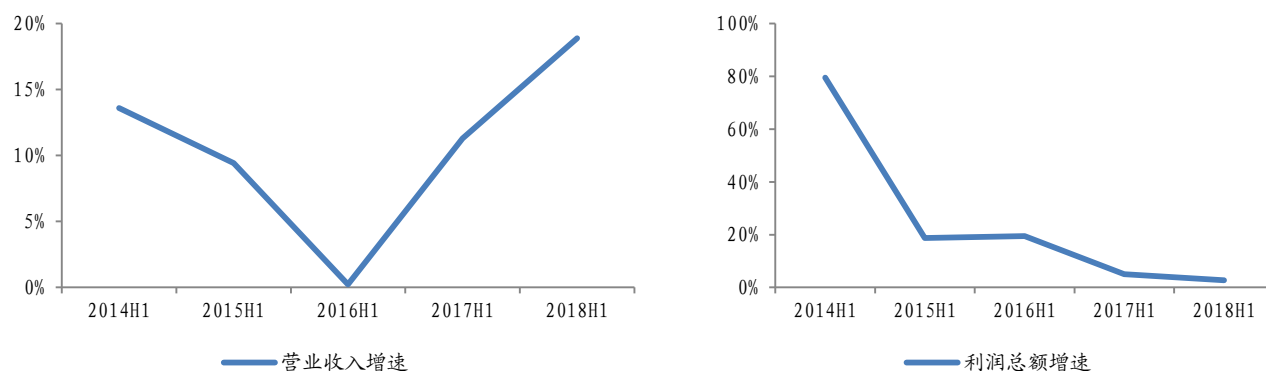
资料来源：公司数据，中国银河证券研究院（PE 对应 2018 年 9 月 3 日收盘价）

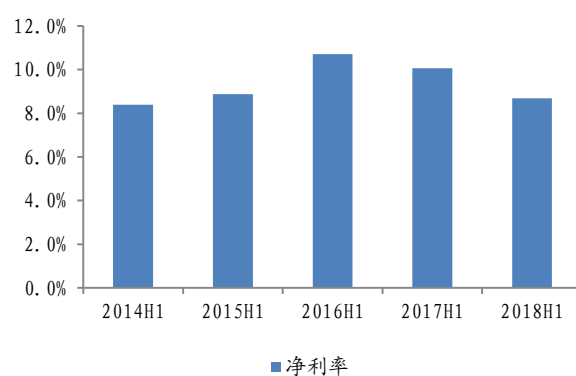
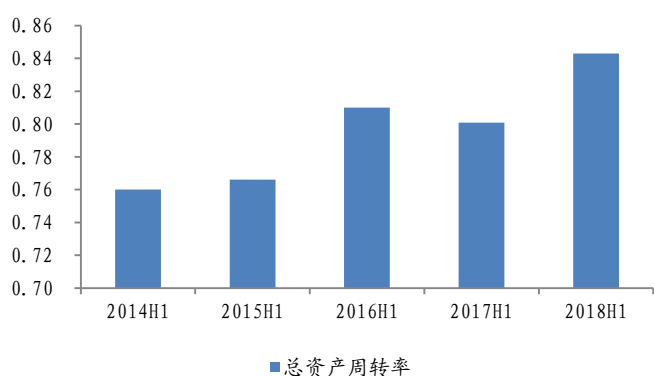
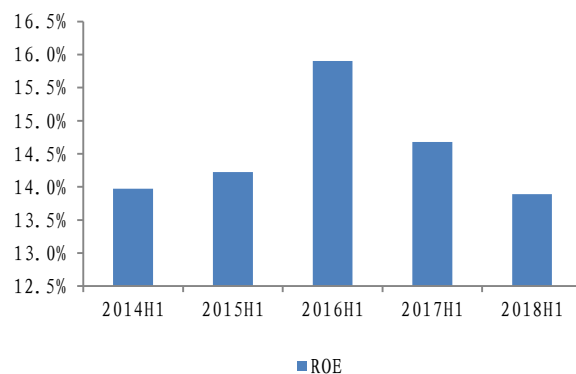
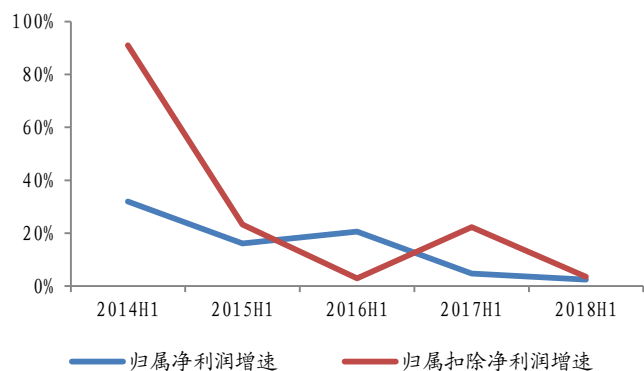
表 4: 关键财务指标（半年度比较）

	2014H1	2015H1	2016H1	2017H1	2018H1
成长能力					
营业收入增速	13.59%	9.42%	0.23%	11.28%	18.88%
利润总额增速	79.51%	18.76%	19.41%	5.04%	2.76%
归属净利润增速	31.93%	16.11%	20.63%	4.75%	2.43%
归属扣除净利润增速	91.05%	23.29%	2.92%	22.31%	3.51%
盈利、营运能力					
ROE	13.97%	14.22%	15.90%	14.68%	13.89%
总资产周转率	0.76	0.77	0.81	0.80	0.84
净利率	8.40%	8.87%	10.71%	10.06%	8.68%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 10: 成长能力、盈利能力和营运能力指标（半年度）





资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

表 5: 关键财务指标 (年度比较)

	2013	2014	2015	2016	2017
成长能力					
营业收入增速	13.78%	12.94%	10.94%	0.75%	12.00%
利润总额增速	46.66%	56.38%	15.41%	20.07%	6.66%
归属净利润增速	85.61%	30.03%	11.76%	22.24%	5.99%
归属扣除净利润增速	65.63%	71.19%	6.65%	12.66%	17.70%
盈利、营运能力					
ROE	27.17%	23.85%	23.99%	26.29%	24.91%
总资产周转率	1.81	1.50	1.53	1.54	1.54
净利率	6.70%	7.65%	7.71%	9.35%	8.82%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 11: 成长能力、盈利能力和营运能力指标 (年度)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

表 6: 公司十大股东明细 (2018 中报)

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)	持股比例变动(%)	股本性质
1	香港中央结算有限公司(陆股通)	656,202,388	10.80	1.47	A 股流通股
2	呼和浩特投资有限责任公司	538,535,826	8.86	0.00	A 股流通股
3	中国证券金融股份有限公司	297,813,640	4.90	0.05	A 股流通股
4	潘刚	236,086,628	3.88	0.00	A 股流通股
5	阳光人寿保险股份有限公司-分红保险产品	109,108,607	1.79	0.00	A 股流通股
6	赵成霞	84,090,140	1.38	0.00	A 股流通股

7	刘春海	83,308,288	1.37	0.00	A 股流通股
8	胡利平	79,340,536	1.31	0.00	A 股流通股
9	阳光人寿保险股份有限公司-吉利两全保险产品	71,159,452	1.17	0.00	A 股流通股
10	全国社保基金一零四组合	69,689,830	1.15	0.03	A 股流通股
	合 计	2,225,335,335	36.61		

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

周颖，食品饮料行业、社会服务行业分析师。2007 年至 2011 年 2 月在中信证券从事行业研究工作，2011 年 3 月至今在银河证券从事消费类行业研究工作。清华大学硕士。

朱艺泓，食品饮料行业分析师。

本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：尚薇 010-83574522 shangwei@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：舒英婷 010-66561317 shuyingting@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn