

厚积薄发，加固乳制品龙头地位

投资要点

- 事件:**近期对公司经营情况进行跟踪:公司重点产品维持高速增长;持续加大产品、品牌、渠道投入,短期费用仍旧维持高位,有利于巩固龙头地位;积极布局奶酪及健康饮品,寻求全新增长点。
- 乳制品行业双位数增长,公司重点产品表现突出。**18H1 乳制品行业增长 11% 左右,伊利实现 19% 左右收入增长,主要得益于市场投入力度加大和产品结构升级,上半年公司实现 15% 左右的销量增长,产品结构优化带来的均价提升为 4% 左右。根据尼尔森统计,18H1 重点产品实现 30% 以上的增长,其中金典同比增长 20% 左右、安慕希增长 40% 左右、畅意 100% 增长 50% 左右,维持高增长;预计 2018 年金典同比增长 20% 左右、安慕希增长 30% 左右、畅意 100% 增长 40-50% 左右。公司大部分重点产品毛利率高于 40%,产品结构持续提升在一定程度上对冲了原材料价格上涨带来的压力。未来随着公司对重点产品投入力度的加大,公司收入规模和市占率有望进一步提升。
- 高瞻远瞩——短期盈利能力受损,提升长期竞争力。**目前乳制品行业竞争加剧,公司针对产品、品牌、渠道全方位加大投入力度,扩大收入规模、提高市占率,为长期竞争力提升积蓄势能。**1、产品投入:**公司加大重点产品和新产品的投入力度,开拓新品类、优化产品结构、提高盈利能力,目前新产品收入占比 13%,比同提升 5 个百分点。**2、品牌宣传和促销:**充分利用冬奥会广告资源,线上和线下双管齐下,提高品牌影响力;买赠促销力度不减,拉动终端消费。**3、渠道投入:**公司上半年常温奶产品市场渗透率达到 81.2%,同比提升 2.7 个百分点,主要得益于渠道下沉及电商、便利店、新零售等新渠道拓展,提高了终端网点的布局密度。**4、人才激励:**公司上半年新增两个产品事业部,同时提高了核心业务人员的薪酬,提高员工积极性和稳定性。短期的费用投入对公司盈利能力稍有侵蚀,但是从长期发展的角度看有助于产品力、品牌力、渠道能力及综合管理能力的提升。
- 积极布局奶酪和健康饮品,寻求全新增长点。**公司作为乳制品龙头企业,在夯实主业的同时尝试进军健康饮品领域,打开长期成长空间。公司相继推出了植选豆奶、唤醒元功能饮料,并将于今年三四季度推出奶酪,还于近期新成立了奶酪和健康饮品事业部,梳理新产品的经营体系,为长期增长奠定基础。
- 盈利预测与评级。**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,未来三年归母净利润复合增速约为 10%。考虑到公司是乳制品行业龙头且结合行业平均估值,给予公司 2018 年 27 倍估值,对应目标价 28.62 元,维持“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	25	23	21	19
PB	5.96	4.92	4.14	3.50

数据来源: Wind, 西南证券

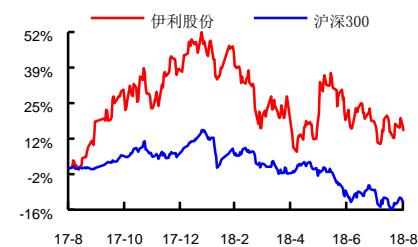
西南证券研究发展中心

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.cm

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)	22.4-35.46
总市值(亿元)	1,497.13
总资产(亿元)	454.79
每股净资产(元)	4.03

相关研究

- 伊利股份(600887): 费用投入加大,市占率稳步提升 (2018-09-01)
- 伊利股份(600887): 收入稳定增长,龙头市占率再上新台阶 (2018-04-29)
- 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)

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	经营活动现金流量净额	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	投资活动现金流量净额	-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
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	筹资活动现金流量净额	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	净利润率	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%
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E	流动比率	1.25	1.65	1.87	2.06
EBITDA	8673.32	8735.20	9239.21	10325.85	速动比率	1.06	1.37	1.58	1.77
PE	24.95	23.15	21.31	18.77	股利支付率	60.78%	18.56%	18.41%	17.62%
PB	5.96	4.92	4.14	3.50	每股指标				
PS	2.20	1.86	1.60	1.38	每股收益	0.99	1.06	1.16	1.31
EV/EBITDA	15.43	14.38	12.69	10.45	每股净资产	4.13	5.01	5.95	7.03
股息率	2.44%	0.80%	0.86%	0.94%	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

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。

本报告版权归西南证券所有，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	yyl@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn