



2018-10-31

公司点评报告

增持/维持

伊利股份(600887)

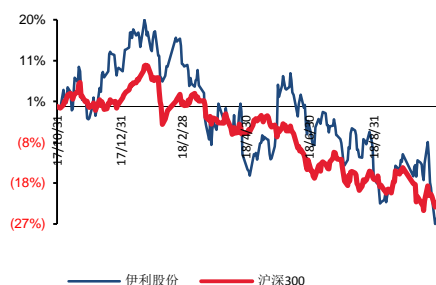
目标价: 26.50

昨收盘: 21.37

日常消费 食品、饮料与烟草

伊利股份三季报点评：收入符合预期，利润恢复增长

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	6,078/6,033
总市值/流通(百万元)	129,897/128,933
12 个月最高/最低(元)	35.46/21.04

相关研究报告：

伊利股份(600887)《伊利股份中报点评：收入增长符合预期，广告营销费用拖累利润》--2018/08/31

伊利股份(600887)《伊利股份业绩点评：收入持续高歌猛进，费用投入影响利润》--2018/05/01

伊利股份(600887)《伊利股份跟踪点评：收入高增长、利润超预期，上调目标价至39元》--2017/11/06

证券分析师：黄付生

电话：010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030002

证券分析师：郑汉镇

电话：13028853033

E-MAIL: zhenghz@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518010003

点评事件：公司公告2018年三季报，前三季度实现营收608.46亿元，同增16.73%；归母净利50.48亿元，同增2.24%；扣非净利46.88亿元，同增2.74%。前三季度销售毛利率37.67%，同比减少0.25pct；净利率8.31%，同比减少1.16pct。单三季度，公司营收212.58亿元，同增12.92%；归母净利16.02亿元，同增1.83%；销售毛利率35.80%，净利率7.47%，分别同比减少1.65pct、0.88pct。

一、单季收入较快增长符合预期，全年目标预计超额完成

公司单三季度营收212.58亿元，已经连续两个季度营收超过200亿元，并且规模在逐步扩大。累计同比增速16.73%、单季同比增速12.92%均符合预期。按照全年收入预算770亿元折算，第四季度剩余任务量仅161.54亿元，同比去年四季度仅需要增长4.75%即可达成全年目标。

我们判断，当前几个百亿级的核心大单品，特别是安慕希和经典奶，仍能维持较快增长；公司新打造的11个10亿级品牌，也在加速追赶，争取成为爆款；豆奶和功能性饮料上市之后也能够贡献一部分增量；同时，奶粉和冷饮也在成长。按照这个趋势，四季度任务完成的难度不大，全年目标大概率超额完成，全年收入增速有望维持在16%左右。尽管需求可能受到宏观经济影响，当前的行业竞争也在加剧，但公司作为龙头企业，渠道优势和三四线市场的更快布局使得品牌的渗透率和市占率均在提升。

二、毛利率下降明显，销售费用率大幅回落，毛销差环比回升

公司单三季度销售毛利率35.80%，下降较为明显。分析原因，一方面因为原奶和包材等生产原材料价格上涨；另一方面还受到促销、买赠活动增加的影响。毛利率下降幅度略超此前预期，但销售费用率快速、大幅回落，使得整体的毛销差呈现环比回升态势。公司单三季度销售费用率24.15%，环比单二季度的28.10%减少了3.95pct，符合预期。公司单三季度管理费用率（会计调整后拆分为管理费用和研发费用）3.74%环比有所提升，但同比因为规模效应大幅改善。

我们判断，销售费用率回落的关键在于广告营销费用减少。单二季度

作为全年费用的高点，既承担了冬奥会分期费用，也集中确认了几个大型栏目的广告费用，同时正好处在植选豆奶、唤醒源等产品的品牌建设投入初期，广告营销费用开支大。目前新品的品牌推广还在继续，冬奥会分期费用也会继续，所以销售费用率总体还会在高位，但环比将逐步改善。毛利率尽管下降较多，但销售费用率改善更为明显，使毛销差环比回升，进而保障净利润在去年高基数基础之上实现正增长。

渠道拓展增加应收，存货减少等释放现金，整体经营比较健康

我们一再重申，伊利相比于竞争对手的一个明显优势在于渠道渗透力以及在下线市场的更好布局。公司也在持续地进行渠道的拓展，直营商超及电商的销售款增加，使得报告期内公司的应收票据及应收账款同比增加 64.16%。报告期内库存商品和原辅材料库存减少使公司存货同比减少 31.33%，存货周转天数下降，经营活动产生的现金流量净额同比增加 15.78%。整体经营比较健康。

盈利预测与评级：

伊利的收入增速领先于行业总体和主要竞争对手，龙头地位在加强。品牌渗透率和市场占有率的持续提升，是公司做大做强的主要支撑。伴随着广告营销费用的回落，毛销差环比回升，净利润恢复正增长。我们判断，四季度公司收入有望继续保持两位数增长，全年收入目标超额完成。而受制于短期销售费用高企，全年利润增速不及收入增速。在这种情况下，2019 年业绩弹性将受益于基数较小、收入持续增长、费用率边际改善等因素，有望迎来一个较高的增长。届时，如果销售环境转好，费用率出现明显的下降，也可能出现大幅超预期的可能。只要公司行业地位不变、收入增长良好，费用投入高导致的短期业绩波动，不必过分担忧，中长期仍然看好。

结合 2018 年经营计划和前三季度经营情况，小幅调整公司盈利预测。预测公司 2018-2020 年的收入增速分别为 16%、13%、11%；利润增速分别为 7%、20%、18%；对应 EPS 分别为 1.06、1.26、1.49。考虑收入高增长和龙头溢价，根据 2018 年业绩给 25 倍估值，目标价 26.50 元，“增持”评级。

风险提示：原材料价格波动；销售环境恶化；食品安全问题等。

■ 主要财务指标

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	68058	79036	89627	99925
净利润(百万元)	6001	6424	7685	9055
摊薄每股收益(元)	0.99	1.06	1.26	1.49

资料来源：Wind，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华东销售	黄小芳	15221694319	huangxf@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。