

2018年11月2日

顾向君

H70420@capital.com.tw

目标价(元) 26

公司基本资讯

产业别	食品饮料
A 股价(2018/11/1)	22.31
上证指数(2018/11/1)	2606.24
股价 12 个月高/低	35.11/20.6
总发行股数(百万)	6078.49
A 股数(百万)	6033.37
A 市值(亿元)	1346.04
主要股东	香港中央结算有限公司(13.48%)
每股净值(元)	4.35
股价/账面净值	5.13
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-11.4 -11.9 -20.6

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2018-08-31	26.56	买入
2018-07-20	27.14	买入
2017-11-01	29.55	买入
2017-08-31	23.32	买入

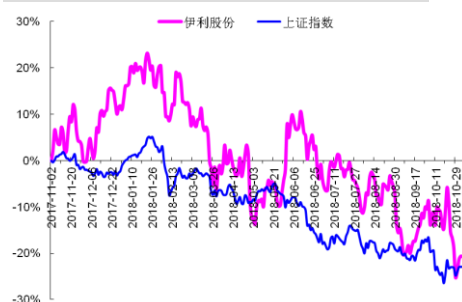
产品组合

液体乳	80.79%
奶粉及奶制品	9.79%
冷饮产品系列	9.43%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	13.6%
一般法人	23.3%

股价相对大盘走势



伊利股份(600887.SZ)

BUY 买入

销售费用投放趋缓, 环比增速有所改善

结论与建议:

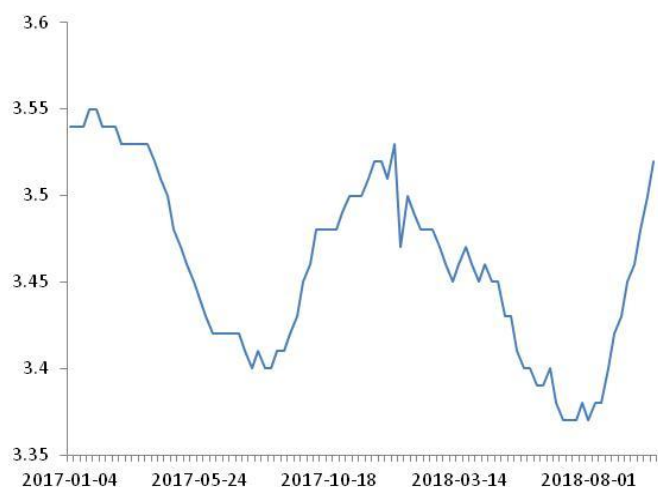
公司 1-3Q 实现营业总收入 613.3 亿, 同比增 17%, 实现净利润 50.5 亿, 同比增 2.2%, 综合毛利率为 38.16%, 同比下降 0.17 个百分点。3Q 单季度实现营业总收入 214 亿, 同比增 12.7%, 实现净利润 16 亿, 同比增 1.83%, 综合毛利率为 36.2%, 同比下降 1.8 个百分点。预计主要由于下半年原奶价格及包材等价格上涨所致。

- 收入端, 3Q 营收增速较上半年略有放缓(1Q、2Q 增速分别为 25%、14%), 预计受可比基期较高(去年 3Q 同比增 18%)影响。分项来看, 预计常温液奶持续高速增长, 增速估计在 30%左右, 低温液奶及冷饮预计个位数, 奶粉增速预计受二胎红利消退影响较上半年有所放缓。
- 成本端, 3Q 生产成本有所上涨, 同比增 16%, 主要由于原奶生产步入单季, 供应收紧使价格环比上涨, 此外包材价格亦有所上升, 导致公司毛利率有所下滑。以全年看, 维持生产成本有小幅上涨的判断, 但公司通过优化产品组合, 有望部分冲抵成本上涨带来的压力。
- 费用端, 三季度销售费用同比增 24%, 增速较上半年趋缓(1Q、2Q 增速分别为 34%、32%), 销售费用率同比提升 2.21 个百分点至 24.15%, 但由于管理费用(yoy-31%)和财务费用大幅下降(-3279 万, 去年同期为 4962 万), 整体费用率较去年同期略下降 0.62 个百分点至 27.74%。前三季度费用率同比上升 1.3 个百分点至 28.6%。
- 展望未来: 1) 以预收款来看, 三季末公司预收款余额为 38.6 亿, 环比上升 20%, 同比上升 6%, 4Q 旺季来临, 表明经销商信心较好。此外, 去年同期基期较低(4Q17 同比下降 16.4%), 4Q 业绩有望实现较快反弹。2) 3Q 费用率下降与我们判断一致, 以明年看, 由于行业竞争激烈以及冬奥会相关费用将持续摊销, 预计公司综合费用率仍将处于高位, 但由于基期差异消除(去年九月开始冬奥会相关费用摊销), 费用增速有望趋缓, 业绩压力将进一步缓解。
- 盈利预测: 预计 2018-2019 年公司将分别实现净利润 64.32 亿和 80.4 亿, 分别同比增 7.2%和 25%, EPS 分别为 1.06 元和 1.32 元, 当前股价对应 PE 分别为 21 倍和 17 倍, 维持买入投资建议。
- 风险提示: 食品安全问题, 原材料价格大幅上涨, 管道拓展不及预期, 销售费用增长超预期, 行业竞争加剧

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2015	2016	2017	2018F	2019F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	4632	5662	6001	6432	8036
同比增减	%	11.76	22.24	5.99	7.18	24.93
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.76	0.93	0.99	1.06	1.32
同比增减	%	-43.53	22.24	5.75	7.18	24.93
A 股市盈率(P/E)	X	29.21	23.90	22.60	21.08	16.88
股利 (DPS)	RMB 元	0.45	0.60	0.70	0.75	0.94
股息率 (Yield)	%	2.02	2.69	3.14	3.37	4.21

图 1: 主产省生鲜乳价格



资料来源: 农业部, 群益金鼎证券

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 StrongBuy ($ER \geq 30\%$); 买入 Buy ($30\% > ER \geq 10\%$)
中性 Neutral ($10\% > ER > -10\%$)
卖出 Sell ($-30\% < ER \leq -10\%$); 强力卖出 Strong Sell ($ER \leq -30\%$)

附一：合并损益表

百万元	2015	2016	2017	2018F	2019F
营业收入	60360	60609	68058	80062	93005
经营成本	38376	37427	42362	49820	58092
营业税金及附加	251	420	512	542	630
销售费用	13258	14114	15522	19793	21854
管理费用	3456	3457	3317	3229	3815
财务费用	297	24	113	-25	-100
资产减值损失	14	46	51	55	34
投资收益	186	399	135	280	143
营业利润	4894	5520	7116	7667	9546
营业外收入	712	1179	86	84	84
营业外支出	83	67	128	113	113
利润总额	5524	6632	7074	7639	9517
所得税	869	963	1071	1197	1428
少数股东损益	23	7	2	9	54
归属于母公司所有者的净利润	4632	5662	6001	6432	8036

附二：合并资产负债表

百万元	2015	2016	2017	2018F	2019F
货币资金	13084	13824	21823	26226	29947
应收账款	572	572	786	904	1040
存货	4663	4326	4640	5104	5614
流动资产合计	19786	20193	29846	32235	36601
长期股权投资	122	1631	1765	1853	1946
固定资产	14559	13137	13256	13522	13792
在建工程	776	1344	1888	2454	3068
非流动资产合计	19845	19070	19455	21011	23112
资产总计	39631	39262	49300	53246	59713
流动负债合计	18202	14907	23850	25804	29924
非流动负债合计	1283	1119	211	337	354
负债合计	19485	16026	24061	26140	30277
少数股东权益	162	154	136	123	111
股东权益合计	20146	23236	25240	27105	29435
负债及股东权益合计	39631	39262	49300	53246	59713

附三：合并现金流量表

百万元	2015	2016	2017	2018F	2019F
经营活动产生的现金流量净额	9536	12817	7006	12009	13951
投资活动产生的现金流量净额	(3487)	(3243)	(3117)	(4003)	(4650)
筹资活动产生的现金流量净额	(6279)	(8815)	4053	(3603)	(5580)
现金及现金等价物净增加额	(244)	995	7545	4403	3720

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务，不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司，不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料或意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告，不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。