

**伊利股份 (600887.SZ)**
**收入稳健增长，利润表现靓丽**
**评级: 买入 (维持)**

市场价格: 27.12

分析师: 范劲松

执业证书编号: S0740517030001

电话: 021-20315138

Email: fanjs@r.qizq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	6097
流通股本(百万股)	6059
市价(元)	27.12
市值(百万元)	164300
流通市值(百万元)	165400

**股价与行业-市场走势对比**
**相关报告**

相关报告一: 激励方案修改前后对比研究

相关报告二: 市占率稳步提升, 业绩稳健释放

相关报告三: 回购股份超预期, 长期投资价值凸显

相关报告四: 收入利润超预期, 大鹏展翅看长期

相关报告五: 市占率加速提升, 业绩环比改善

相关报告六: 鹬蚌相争, 无人得利? 解读长短期公司战略和报表

相关报告七: 渠道动销向好, 市占率稳步提升

相关报告八: 份额加速提升, 龙头优势凸显

**公司盈利预测及估值**

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	68058	79553	90441	100026	110921
增长率 yoy%	12.29%	16.89%	13.69%	10.60%	10.89%
净利润	6001	6440	6868	7233	8354
增长率 yoy%	5.99%	7.31%	6.64%	5.32%	15.50%
每股收益(元)	0.98	1.06	1.13	1.19	1.37
每股现金流量	1.15	1.41	2.00	0.58	2.56
净资产收益率	23.90%	23.07%	23.02%	22.38%	23.75%
P/E	27.55	25.68	24.00	22.79	19.73
PEG	4.25	2.83	3.60	3.52	2.18
P/B	6.59	5.92	5.52	5.10	4.69

备注:

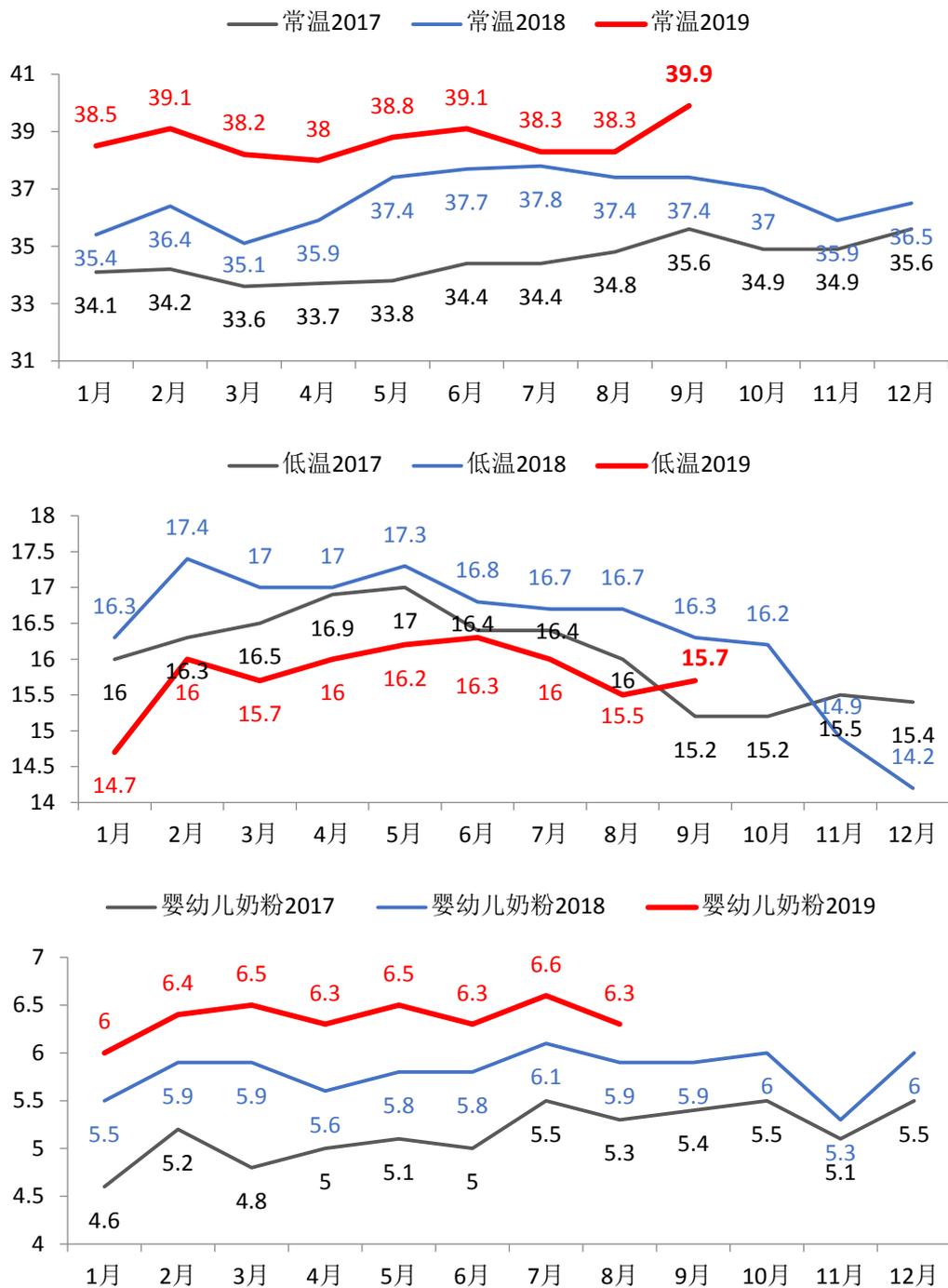
**投资要点**

- 事件: 公司发布三季报, 前三季度营业收入 685.17 亿元, 同比+12.6%, 归母净利润 56.31 亿元, 同比+11.6%, 扣非净利润 52.64 亿元, 同比+12.3%; 19Q3 营业收入 235.5 亿元, 同比+10.8%, 归母净利润 18.5 亿元, 同比+15.5%, 扣非净利润 17.45 亿元, 同比+19.6%。**
- 收入稳健增长, 市占率稳步提升。**19Q1-Q3 营业总收入 686.8 亿元, 同比+11.98%, 营业收入 685.2 亿元, 同比+12.6%。1) **从季度看**, 19Q1、Q2、Q3 营业收入增速分别为 18%、9%、11%, Q3 环比略有提速。2) **从收入结构看**, 根据我们渠道调研估算, 前三季度收入结构中, 销量贡献约 6-7%, 结构升级贡献约 4%, 吨价提升(买赠减弱)约 2%。3) **分品类看**, 根据公司公告前三季度公司液态奶收入占比 82.2%、奶粉占比 9.8%、冷饮占比 8%。根据我们渠道调研, 预计前三季度常温奶、奶粉收入增速双位数, 冷饮保持高个位数收入增长, 低温奶因为行业竞争加剧, 基本持平, 整体收入符合预期。公司继续聚焦有机产品和新品。根据渠道调研了解, 目前公司新品销售收入占比预计 17-20%。新品伊然乳矿饮料、咖啡新品市场反响还不错。“金典有机”“QQ 星有机”“畅轻有机酸奶”“金领冠塞纳牧有机婴幼儿奶粉”等市场反馈较好。4) **19Q1-Q3 市占率稳步提升**, 常温、奶粉保持优势, 低温整体略降, 环比转好。根据尼尔森数据, 19Q1-Q3 常温市占率 38.8%, 同比+2pct; 低温市占率 15.8%, 同比-1.0pct, Q3 好于 Q2; 婴幼儿奶粉市占率 6.4%, 同比+0.6pct, 主因母婴渠道深耕+综艺赞助增强品牌力。
- 毛利率同比提升, 主因产品结构升级+买赠整体略有减弱, 抵消原奶涨价的影响。**公司前三季度毛利率 37.7%, 同比提升 0.04pct, 19Q3 公司毛利率 36%, 同比提升 0.22pct。
 **从原材料成本看**, 根据我们渠道调研了解, 公司 1-8 月原奶采购价是 3.95 元/kg, 上涨约 7%, 其中 19Q1 上涨 5%-6%, 19H1 上涨 6-7%, 1-8 月上涨约 7%, 带来成本承压。原奶上涨意味行业原奶供给偏紧, 传导到下游, 分产品看, 优质奶源会优先满足中高端产品, 但是基础品类 Q3 调研略有缺奶。
 **从买赠促销看**, 根据我们渠道调研了解, 19Q2 蒙牛特仑苏降价促销, 伊利金典 Q3 跟随, 高端产品买赠略有加大, 基础产品 Q3 缺奶买赠减弱, 整体买赠预计略有减弱。
 **从产品结构看**, 安慕希、金典、金领冠等大单品为增长引擎, 持续驱动结构升级。我们认为 Q3 结构升级加速, 主因金典降价促销后, 销量增长较快, 虽然金典原味毛利率略有下降, 但是金典系列依旧比整体毛利率高, 高端产品的降价促销驱动

销量快速提升，公司高端产品占比提升，结构升级对毛利率的驱动明显。

- **关于竞争格局及买赠策略的思考？**根据上游原奶调研，整体供给偏紧，我们预计原奶价格温和上涨会持续到 2021 年，乳企原材料占比较高，整体买赠最终会减弱，毛利率有望保持稳健。1) 从竞争格局看，本轮原奶价格上涨过程中，基础产品因为毛利率低，继续降价带来的销量有限，会跟随原奶涨价逐渐减少买赠。高端产品的打折买赠我们预计是阶段性行为，高端产品降价红利能否持续要看新品及更高端产品的承接升级，考虑白奶的整体新品创新迭代慢于酸奶。2) 根据渠道调研预计，目前蒙牛特仑苏有机+梦幻盖在特仑苏系列占比约 30%，金典系列中有机占比 15-20%，整体高端（有机+进口+娟姗）占比 30%，双方结构相似，特仑苏、金典本轮降价带来的销量增长边际递减。3) 展望未来，2020 年 Q2 高端产品降价带来的结构红利消失后，龙头要继续推高端新品承接当前高端降价的策略，若没有较强的高端新品承接，在原奶上涨压力下，高端品的买赠预计减弱，整体竞争格局改善。
- **渠道精耕+品牌宣传齐发力，销售费用率稳中略降。管理费用率因员工增加及提薪+股权激励费用略有提升。前三季度公司销售费用率 23.7%，同比 -0.83pct，19Q3 为 21.9%，同比 -2.43pct，销售费用率下降主因规模效应下运营效率提升。根据渠道调研，1) 我们预计渠道费用率稳健，截至 19Q3 公司经销商数量 12278，同比增加 1674 个，继续渠道下沉及精耕细作。同时其他渠道逐渐发力，电商收入增长较快，与苏宁小店等新零售积极开展合作，渠道能力不断提升。2) 广告费用增多，预计广告费用率同比下降，主因去年高基数+今年的广告投放效率提升。19Q3 管理费用率同比 +1ppt 至 4.5%，主因新增事业部人员增加+员工提薪，考虑 19Q4 股权激励费用新增 4-5 千万，我们预计 19Q4 管理费用率同比提升。19Q3 财务费用率 0.43%，同比 +0.58%，主因超短期融资券和银行借款。**
- **盈利能力改善，Q3 经营现金流好转，预计全年 ROE 稳定在 20%左右，前三季度政府补贴 5.3 亿元。19Q3 公司归母净利润 18.5 亿元，同比 +14.5%，扣非净利润 17.45 亿元，同比 +19.6%，净利率同比提升 0.32ppt 至 7.86%。前三季度经营现金流净额 62 亿元，同比 -20%，主因购买原材料的预付账款增加，支付的职工薪酬增加使得现金流出增加。流入增速低于收入增速主因电商+商超 KA 客户账期优惠，经销渠道先款后货不变。投资活动现金流净额 -82.5 亿元，同比增加 22.8 亿元流出，主因购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金增加。筹资活动现金流净额 -37.9 亿元，主因发行超短期融资券和中期票据收到现金增加。商誉 5.3 亿元，主因合并泰国 C HOMTHANA COMPANY 和新西兰 Westland Dairy 所致。**
- **盈利预测及投资建议：**我们看好公司作为龙头的渠道力、品牌力，未来市占率不断提升，预计 2019-2021 年收入分别为 904.4、1000.3、1109.2 亿元，同比 +13.7%、10.6%、10.9%，净利润分别为 68.7、72.3、83.5 亿元，同比 +6.6%、5.3%、15.5%，EPS 分别为 1.13、1.19、1.37 元，对应 PE 分别为 24X、23X、20X。公司股权激励方案通过，分红率考核 70%以上，ROE 不低于 20%，积极推荐，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原奶价格上涨超预期，行业竞争激烈，新品推广不及预期，食品安全风险。

图表 1: 伊利季度业绩拆分



来源: wind、中泰证券研究所

**图表 2: 伊利季度业绩拆分**

单位: 百万元	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19
营业收入	19575.65	20012.87	21257.76	18130.11	23077.37	21887.76	23552.04
同比 (%)	24.56%	13.80%	12.92%	17.57%	17.89%	9.37%	10.79%
营业成本	11980.29	12299.14	13647.78	11178.82	13858.39	13761.23	15074.99
同比 (%)	22.24%	14.07%	15.90%	11.75%	15.68%	11.89%	10.46%
毛利率 (%)	38.80%	38.54%	35.80%	38.34%	39.95%	37.13%	35.99%
同比提升	1.16%	-0.14%	-1.65%	3.21%	1.15%	-1.42%	0.19%
销售费用	4496.59	5673.31	5163.98	4438.80	5566.27	5535.73	5149.13
销售费用率 (%)	22.97%	28.35%	24.29%	24.48%	24.12%	25.29%	21.86%
同比提升	1.60%	3.96%	2.17%	0.43%	1.15%	-3.06%	-2.43%
毛销差	15.83%	10.20%	11.51%	13.86%	15.83%	11.84%	14.13%
管理费用	752.28	645.78	744.77	919.38	943.38	972.85	1059.66
管理费用率 (%)	3.84%	3.23%	3.50%	5.07%	4.09%	4.44%	4.50%
同比提升	0.07%	-0.73%	-2.70%	-0.50%	0.24%	1.22%	1.00%
财务费用	41.35	-5.28	-32.79	-63.56	-105.15	-40.06	101.38
财务费用率 (%)	0.21%	-0.03%	-0.15%	-0.35%	-0.46%	-0.18%	0.43%
同比提升	0.30%	-0.26%	-0.42%	-0.58%	-0.67%	-0.16%	0.58%
投资收益	72.69	77.25	93.78	17.19	56.29	131.76	95.91
同比 (%)	56.09%	255.86%	142.13%	-37.87%	-22.57%	70.56%	2.27%
营业利润	2502.33	1683.47	1903.75	1601.28	2738.90	1805.39	2175.59
同比 (%)	28.20%	-19.89%	2.26%	33.34%	9.45%	7.24%	14.28%
营业外净收支	(0.86)	(75.86)	(4.26)	(32.21)	(10.40)	(63.07)	(11.69)
利润总额	2501.47	1607.60	1899.49	1569.07	2728.49	1742.32	2163.90
同比 (%)	22.1%	-17.6%	2.3%	28.8%	9.1%	8.4%	13.9%
营业税	144.49	148.59	136.50	101.37	167.91	162.56	117.63
营业税金比率 (%)	0.74%	0.74%	0.64%	0.56%	0.73%	0.74%	0.50%
所得税	395.23	245.18	312.48	172.74	448.03	224.36	313.84
所得税率 (%)	15.80%	15.25%	16.45%	11.01%	16.42%	12.88%	14.50%
归属上市公司股东净利	2100.24	1345.60	1601.99	1391.93	2275.77	1504.76	1850.16
同比 (%)	21.15%	-17.47%	1.83%	30.87%	8.36%	11.83%	15.49%
非经常损益	102.29	115.52	142.44	201.45	94.07	167.78	104.97
扣非净利	1997.95	1230.08	1459.55	1190.48	2181.70	1336.98	1745.19
同比 (%)	20.7%	-15.9%	1.1%	55.5%	9.2%	8.7%	19.6%
净利率	10.73%	6.72%	7.54%	7.68%	9.86%	6.87%	7.86%
单季 EPS (元)	0.35	0.22	0.26	0.23	0.37	0.25	0.30

来源: wind、中泰证券研究所

图表 3: 伊利股份财务预测三张报表

利润表 (人民币百万元)						资产负债表 (人民币百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	68,058	79,553	90,441	100,026	110,921	货币资金	21,823	11,051	18,088	20,005	26,553
增长率	12.3%	16.9%	13.7%	10.6%	10.9%	应收款项	994	1,350	1,011	1,685	1,354
营业成本	-42,362	-49,106	-56,794	-62,690	-69,122	存货	4,640	5,507	6,167	6,753	7,474
%销售收入	62.2%	61.7%	62.8%	62.7%	62.3%	其他流动资产	2,388	6,547	7,204	7,934	8,726
毛利	25,696	30,447	33,647	37,336	41,798	流动资产	29,846	24,455	32,471	36,377	44,108
%销售收入	37.8%	38.3%	37.2%	37.3%	37.7%	%总资产	60.5%	51.4%	59.8%	63.9%	69.5%
营业税金及附加	-512	-531	-604	-668	-740	长期投资	2,417	2,740	2,608	2,636	2,662
%销售收入	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	13,256	14,688	13,221	11,752	10,280
营业费用	-15,522	-19,773	-22,113	-24,136	-26,843	%总资产	26.9%	30.9%	24.4%	20.6%	16.2%
%销售收入	22.8%	24.9%	24.5%	24.1%	24.2%	无形资产	514	639	736	827	914
管理费用	-3,317	-2,980	-3,356	-4,005	-4,530	非流动资产	19,455	23,151	21,783	20,576	19,353
%销售收入	4.9%	3.75%	3.71%	4.0%	4.1%	%总资产	39.5%	48.6%	40.2%	36.1%	30.5%
息税前利润 (EBIT)	6,345	7,164	7,575	8,527	9,685	资产总计	49,300	47,606	54,254	56,953	63,461
%销售收入	9.3%	9.0%	8.4%	8.5%	8.7%	短期借款	7,860	1,523	819	3,772	0
财务费用	-113	60	60	-4	1	应付款项	12,864	14,634	19,629	16,763	24,043
%销售收入	0.2%	-0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%	其他流动负债	3,126	3,014	3,323	3,395	3,472
资产减值损失	51	76	82	86	73	流动负债	23,850	19,171	23,771	23,930	27,515
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0
投资收益	135	261	444	457	461	其他长期负债	210	398	438	481	530
%税前利润	2.1%	3.5%	5.4%	5.3%	4.6%	负债	24,061	19,569	24,284	24,486	28,120
营业利润	6,417	7,561	8,161	9,065	10,220	普通股股东权益	25,103	27,916	29,835	32,318	35,177
营业利润率	9.4%	9.5%	9.0%	9.1%	9.2%	少数股东权益	136	122	135	148	164
营业外收支	-42	-113	84	-383	-245	负债股东权益合计	49,300	47,606	54,254	56,953	63,461
税前利润	6,375	7,448	8,245	8,683	9,975						
利润率	9.4%	9.4%	9.1%	8.7%	9.0%						
所得税	-1,071	-1,126	-1,200	-1,264	-1,460						
所得税率	16.8%	15.1%	14.6%	14.6%	14.6%						
净利润	6,003	6,452	6,881	7,247	8,370						
少数股东损益	2	12	13	14	16						
归属于母公司的净利润	6,001	6,440	6,868	7,233	8,354						
净利率	8.8%	8.1%	7.6%	7.2%	7.5%						
现金流量表 (人民币百万元)						比率分析					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	6,003	6,452	6,881	7,247	8,370	每股指标					
加: 折旧和摊销	1,444	1,609	1,525	1,532	1,540	每股收益(元)	0.98	1.06	1.13	1.19	1.37
资产减值准备	51	76	75	75	75	每股净资产(元)	4.12	4.58	4.91	5.32	5.79
公允价值变动损失	0	0	0	0	0	每股经营现金净流(元)	1.15	1.41	2.00	0.58	2.56
财务费用	208	134	-60	4	-1	每股股利(元)	0.70	0.70	0.75	0.79	0.91
投资收益	-135	-261	-444	-457	-461	回报率					
少数股东损益	2	12	13	14	16	净资产收益率	23.90%	23.07%	23.02%	22.38%	23.75%
营运资金的变动	-1,894	-4,378	4,240	-4,875	6,076	总资产收益率	12.18%	13.55%	12.68%	12.72%	13.19%
经营活动现金净流	7,006	8,625	12,217	3,526	15,598	投入资本收益率	80.46%	69.90%	44.10%	78.76%	65.93%
固定资本投资	-625	-2,216	-60	-60	-50	增长率					
投资活动现金净流	-3,117	-5,374	391	243	261	营业总收入增长率	12.29%	16.89%	13.69%	10.60%	10.89%
股利分配	-4,255	-4,255	-4,538	-4,779	-5,520	EBIT增长率	15.96%	14.31%	7.99%	12.11%	13.21%
其他	8,308	-6,494	-1,033	2,926	-3,792	净利润增长率	5.99%	7.31%	6.64%	5.32%	15.50%
筹资活动现金净流	4,053	-10,749	-5,571	-1,853	-9,311	总资产增长率	25.57%	-3.44%	13.96%	4.97%	11.43%
现金净流量	7,942	-7,498	7,037	1,917	6,548	资产管理能力					
						应收账款周转天数	3.8	4.5	4.0	4.1	4.2
						存货周转天数	23.7	23.0	23.2	23.3	23.1
						应付账款周转天数	59.5	59.0	61.0	60.0	60.0
						固定资产周转天数	69.8	63.2	55.5	44.9	35.8
						偿债能力					
						净负债/股东权益	-12.55%	-58.96%	-63.91%	-70.07%	-125.00%
						EBIT利息保障倍数	56.7	-121.9	-131.7	2,115.7	-14,131.5
						资产负债率	48.80%	41.11%	44.76%	42.99%	44.31%

来源: wind、中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。