



2019-10-31

公司点评报告

买入/维持

伊利股份(600887)

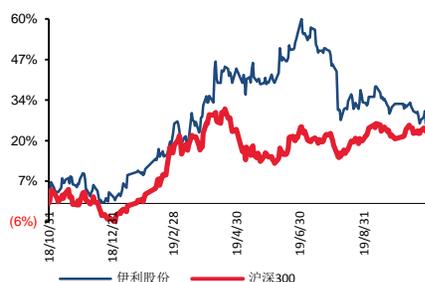
目标价: 35.70

昨收盘: 27.12

日常消费 食品、饮料与烟草

## 伊利股份三季报：常温液奶支撑较快增长，报表环比改善

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	6,097/6,059
总市值/流通(百万元)	165,354/164,314
12个月最高/最低(元)	34.47/22.08

### 相关研究报告：

伊利股份(600887)《伊利股份：股票激励方案优化，有望迎来补涨行情》

--2019/09/08

伊利股份(600887)《伊利股份中报点评：收入继续增长，渗透率持续提升》

--2019/08/29

伊利股份(600887)《伊利股份：股票激励计划迅速落地，业绩考核要求较宽松》

--2019/08/06

### 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2019年三季报，前三季度主营收入682.07亿元，同增12.4%；归母净利56.31亿元，同增11.55%；扣非后52.64亿元，同增12.29%；经营现金流净额62亿元，同减20.23%；EPS为0.93，同增12.05%；销售毛利率37.69%，同比略降0.13pct；净利率8.24%，同比微升0.07pct。单三季度主营收入233.81亿元，同增10.4%；归母净利18.50亿元，同增15.5%；销售毛利率36.0%，同比提升0.22pct；净利率0.78%，同比提升0.35pct。

### 常温液奶支撑收入较快增长，低温承压，奶粉和饮料不及预期

单三季度液体乳、奶粉及奶制品、冷饮分别实现销售收入199.30亿元、22.97亿元、11.53亿元。结合渠道反馈进行分析，常温液奶较快增长是延续主营业务较快增长的主要支撑。尽管中秋档受蒙牛价格战影响较大、增速回落，但单三季度液奶事业部仍保持接近16%的收入增长，特别是三四线城市和县乡镇一级的传统批发渠道增长较快，对收入和业绩形成强力支撑。前三季度金典、安慕希的增速均接近25%，中秋备战不足导致金典纯奶和安慕希原味增速放缓，但有机和果味等高端产品延续不错的增长势头，全年总体25%的增长依然可期。基础白奶和优酸乳增长超预期也是液奶表现较好的重要原因。其他事业部表现不如液奶事业部，其中低温明显承压，主要是受区域型乳企正面竞争挤压；奶粉和健康饮品的增速不及预期。根据尼尔森数据，前三季度伊利的常温、低温、婴幼儿奶粉(1-8月份)的市占率分别同比变化+2pct、-1pct、+0.6pct，各自达到38.8%、15.8%、6.4%。

地区分部来看，单三季度华南地区继续稳定增长、且经销商数量新增134名；华北地区实现较好的恢复；其他地区环比增长较为明显、但经销商数量减少136名。今年快消品整体承压，经销商的利润变薄、销售压力增大。相较而言，伊利的经销商团队更加稳定。

### 毛利率企稳，费用率改善，净利润增长提速，报表环比改善

单三季度销售毛利率同比提升0.22pct，相比二季度的同比下滑有所企稳。伊利的产品结构持续升级、综合价格向上，毛利率的压力主要在于成本端。后续展望，原材料及包材的价格大概率呈现温和上涨，

但成本相对可控。

费用层面，销售费用率 21.81%，同比/环比均有明显改善，是净利率提升的主要原因。中秋档因为对竞争对手的预估不足导致投入减少，是销售费用率下降的核心原因，国庆档的投入相对加大、费用前置，但单四季度销售费用总体仍在执行范围内，全年销售费用率有望同比改善。管理费用率（含研发）5.05%，同比提升 1.31pct，考虑员工的薪酬等逐年提升幅度比较大，且近几年还有股票激励方案费用的摊销，管理费用率会继续高位维持，但三项费用占收入的比率有望逐步向下。

毛利率企稳，费用率改善，使得单三季度净利率同比提升，利润增长环比提速，特别是扣非后净利润的增速接近 20%，超出市场的预期，报表业绩环比改善。结合资产负债表和现金流量表分析，应收款项、预收款和经营性现金流净额环比都表现平稳，报表质量比较健康。

#### 盈利预测与评级：

考虑 2018 年四季度低基数和 2020 年春节相对靠前等因素，我们判断伊利今年四季度的销售情况会比较好，报表增速无论是收入还是利润都有望进一步提速，可能迎来报表逐季改善的时间窗口。2019 年全年判断，收入大概率达成预定目标、利润则有望高于年初的指引。

公司 2019 年股票激励方案（修订稿）经股东大会表决通过，考虑摊销费用相比原方案有所减少，我们调整未来三年盈利预测和 EPS。测算公司 2019-2021 年收入增速分别为 14%、11%、10%；利润增速分别为 13%、8%、19%；对应的 EPS 分别为 1.19、1.29、1.54。

根据经营环比改善和估值溢价的情况，对应 2019 年业绩给 30 倍 PE，中期目标价 35.70 元，对应 2020 年业绩 27 倍 PE，维持“买入”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

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	79553	90789	100776	110854
净利润(百万元)	6440	7250	7847	9369
摊薄每股收益(元)	1.06	1.19	1.29	1.54

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
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@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	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@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	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@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	张文婷	18820150251	zhangwt@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。