

**投资评级：增持(维持评级)**

当前价格(元): 27.12

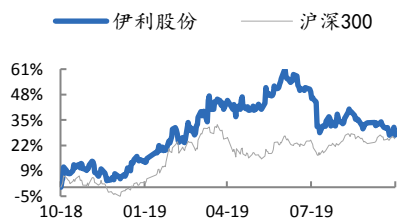
合理价格区间(元): 26.67~33.02

**证券分析师**
**张梦甜**

资格编号: S0120518060002

电话: 021-68761616-8610

邮箱: zhangmt@tebon.com.cn

**市场表现**


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-4.9	-5.3	-15.1
相对涨幅(%)	-6.9	-7.8	-15.7

资料来源: 德邦研究所

**相关研究**

《综合实力最强的乳业龙头, 业绩未来有释放空间》2019.04.13

## 收入稳步增长, 利润明显改善

### 伊利股份(600887)

**投资要点:**

- **事件:** 伊利股份公布 2019 年三季报, 前三季度营业总收入 686.77 亿元, 同比+11.98%; 归母净利润 56.31 亿元, 同比+11.55%, 扣非净利润 52.64 亿元, 同比+12.29%; 其中 Q3 营业总收入 236.06 亿元, 同比+10.39%; 归母净利润 18.5 亿元, 同比+15.49%, 扣非净利润 17.45 亿元, 同比+19.57%。
- **收入增长稳健, 市占率持续提升。** 前三季度营业收入同比增长 11.98%, Q1 收入同比增速 17.10%, Q2 收入同比增速 8.67%, Q3 收入同比增速 10.39%。前三季度主营业务收入同比增长 12.40%, 拆分量价来看, 销量增长贡献 6-7% 的增长, 产品结构提升贡献 4% 的增长, 买赠促销减弱对单价影响贡献 1-2% 的增长; 据尼尔森数据, 前三季度, 公司市占率稳步提升, 常温产品市占率同比提升 2% 至 38.8%, 低温产品市占率同比略降 1% 至 15.8%, 婴幼儿奶粉市占率同比提升 0.6% 至 6.40%。
- **毛利率同比提升, 龙头有能力平滑成本上升。** 前三季度毛利率同比提升 0.04% 至 37.70%。Q3 毛利率同比提升 0.22% 至 35.99%, 主要受益于产品结构提升及买赠略减弱, 抵消了原奶价格上涨带来的压力。上游原奶供需偏紧, 奶价处于上涨周期, 公司前三季度原奶采购价格同比上涨 7%, Q3 原奶价格同比上涨约 8.5%, 预计今年全年奶价涨幅在 6% 左右, 行业促销有望减弱。
- **销售费用率小幅下降, 利润环比改善超预期。** 前三季度销售费用率同比下降 1.34% 至 23.66%, Q3 销售费用率同比下降 2.34% 至 21.82%。销售费用率下降主要受益于规模效应, 预计也与淡季费用投放缓和有关。预计短期内双寡头竞争不会出现明显拐点, 但双方竞争差异化会有所加大, 费用直面对抗会减弱, 投放更加精细化; 净利润环比改善明显, Q1 归母净利润同比增速 8.38%, Q2 净利润同比增速 11.81%, Q3 净利润同比增速 15.48%。
- **盈利预测:** 公司增长稳定, 市占率持续提升, 龙头地位不断加强, 原奶价格上涨周期中促销力度有望进一步缓和。略调整公司 2019-21 年 EPS 由 1.21/1.38/1.58 至 1.16/1.27/1.47, 对应 PE 分别为 25.01/22.92/19.74 倍。维持“增持”评级。
- **风险提示:** 行业竞争加剧、原奶价格快速大幅上涨、食品安全问题。

**股票数据**

总股本(百万)	6,097.13
流通 A 股(百万)	6,097.13
52 周内股价区间(元)	34.47-22.08
总市值(百万)	165,354.03
总资产(百万)	53,129.18
每股净资产(元)	3.99

资料来源: 公司公告

**主要财务数据及预测**

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万)	68058	79553	90278	101434	113503
(+/-) YoY (%)	12.3	16.9	13.5	12.4	11.9
净利润(百万元)	6001	6440	7070	7713	8955
(+/-) YoY (%)	6.0	7.3	9.8	9.1	16.1
全面摊薄 EPS	0.98	1.06	1.16	1.27	1.47
毛利率(%)	37.8	38.3	37.9	38.0	38.1
净资产收益率	23.9	23.1	23.4	23.5	24.8

资料来源: 公司年报(2017-2018), 德邦证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>79553</b>	<b>90278</b>	<b>101434</b>	<b>113503</b>
每股收益	1.06	1.16	1.27	1.47	营业成本	49106	56042	62937	70227
每股净资产	4.58	4.95	5.37	5.92	毛利率%	38.3	37.9	38.0	38.1
每股经营现金流	1.41	1.61	1.58	1.90	营业税金及附加	531	632	708	787
每股股利	0.70	0.74	0.84	0.93	营业税金率%	0.7	0.7	0.7	0.7
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	19773	22163	24801	27751
P/E	21.66	25.01	22.92	19.74	营业费用率%	24.9	24.6	24.5	24.5
P/B	5.00	5.86	5.40	4.90	管理费用	2980	3611	4362	4540
P/S	2.22	1.95	1.74	1.55	管理费用率%	3.7	4.0	4.3	4.0
EV/EBITDA	15.53	17.83	16.19	13.64	研发费用	427	335	421	478
股息率%	3.1	2.6	2.9	3.2	研发费用率%	0.5	0.4	0.4	0.4
<b>盈利能力指标 (%)</b>					<b>EBIT</b>	<b>6737</b>	<b>7495</b>	<b>8206</b>	<b>9719</b>
毛利率	38.3	37.9	38.0	38.1	财务费用	-60	-111	-164	-200
净利润率	8.1	7.8	7.6	7.9	财务费用率%	-0.1	-0.1	-0.2	-0.2
净资产收益率	23.1	23.4	23.5	24.8	资产减值损失	76	-2	1	1
资产回报率	13.5	13.7	13.7	14.3	投资收益	261	200	210	200
投资回报率	32.4	37.0	39.1	46.3	<b>营业利润</b>	<b>7691</b>	<b>8378</b>	<b>9168</b>	<b>10659</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					营业外收支	-113	-60	-90	-120
营业收入增长率	16.9	13.5	12.4	11.9	<b>利润总额</b>	<b>7578</b>	<b>8318</b>	<b>9078</b>	<b>10539</b>
EBIT 增长率	6.2	11.3	9.5	18.4	EBITDA	8346	9206	10013	11650
净利润增长率	7.3	9.8	9.1	16.1	所得税	1126	1239	1355	1570
<b>偿债能力指标</b>					有效所得税率%	14.9	14.9	14.9	14.9
资产负债率%	41.1	41.4	41.6	42.0	少数股东损益	12	9	10	13
流动比率	1.3	1.3	1.4	1.4	<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>6440</b>	<b>7070</b>	<b>7713</b>	<b>8955</b>
速动比率	0.9	1.0	1.0	1.1					
现金比率	0.6	0.6	0.6	0.7	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
<b>经营效率指标</b>					货币资金	11051	13184	14854	18425
应收账款周转天数	5.1	4.9	5.0	4.9	应收款项	1282	1206	1378	1533
存货周转天数	37.7	39.0	38.5	38.6	存货	5507	5994	6643	7419
总资产周转率	1.6	1.8	1.9	1.9	其它流动资产	6615	7501	8795	9718
固定资产周转率	5.7	6.2	7.0	7.9	<b>流动资产合计</b>	<b>24455</b>	<b>27885</b>	<b>31670</b>	<b>37095</b>
					长期股权投资	1909	2009	2069	2169
					固定资产	14688	14512	14500	14395
					在建工程	2687	3379	4102	4814
					无形资产	639	639	639	639
					<b>非流动资产合计</b>	<b>23151</b>	<b>23827</b>	<b>24638</b>	<b>25386</b>
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>资产总计</b>	<b>47606</b>	<b>51711</b>	<b>56307</b>	<b>62481</b>
净利润	6440	7070	7713	8955	短期借款	1523	1000	700	1000
少数股东损益	12	9	10	13	应付账款	9116	9519	10670	11913
非现金支出	1684	1709	1809	1932	预收账款	4401	5213	5824	6489
非经营收益	-30	-67	-87	3	其它流动负债	4131	5298	5819	6436
营运资金变动	518	1086	168	672	<b>流动负债合计</b>	<b>19171</b>	<b>21030</b>	<b>23013</b>	<b>25839</b>
<b>经营活动现金流</b>	<b>8625</b>	<b>9806</b>	<b>9612</b>	<b>11574</b>	长期借款	0	0	0	0
资产	-5043	-2294	-2600	-2700	其它长期负债	398	398	398	398
投资	-176	-160	-100	-140	<b>非流动负债合计</b>	<b>398</b>	<b>398</b>	<b>398</b>	<b>398</b>
其他	-154	200	210	200	<b>负债总计</b>	<b>19569</b>	<b>21428</b>	<b>23411</b>	<b>26237</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-5374</b>	<b>-2254</b>	<b>-2490</b>	<b>-2640</b>	实收资本	6078	6078	6078	6078
债权募资	-6337	-523	-300	300	普通股股东权益	27916	30152	32755	36090
股权募资	18	0	0	0	少数股东权益	122	131	141	153
其他	-4430	-4896	-5153	-5663	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>47606</b>	<b>51711</b>	<b>56307</b>	<b>62481</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-10749</b>	<b>-5419</b>	<b>-5453</b>	<b>-5363</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>-7498</b>	<b>2133</b>	<b>1670</b>	<b>3571</b>					

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 2019-10-31

资料来源：公司年报 (2018)，德邦证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	<b>股票投资评级</b>	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A 股市场以德邦综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	<b>行业投资评级</b>	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

### 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。