

稳健增长体现业绩韧性

——伊利股份 (600887.SH) 2019 年三季度报点评

公司简报

◆ **三季度业绩超预期**：公司 2019 年前三季度实现营业收入 685.2 亿元，同比增长 12.6%；19Q3 实现营业收入 235.5 亿元，同比增长 10.8%，符合预期。前三季度实现归母净利润 56.3 亿元，同比增长 11.6%，净利润率 8.2% (-0.03pct)。扣非归母净利润 52.6 亿元，同比增长 12.3%，扣非净利率 7.7% (0.02pct)。其中 19Q3 实现归母净利润 18.5 亿元，同比增长 15.5%。19Q3 扣非归母净利润同比增长 19.6%，超过我们预期。

◆ **行业增速放缓，优势品类驱动增长**：前三季度公司主营业务收入同比增长 12.4%，量/结构/单价分别贡献 6-7/4/1-2pct，而 Q3 单季度单价带来正面贡献。

分品类看，1) 行业销售额增速趋缓：根据尼尔森数据，前三季度行业常温/低温液奶增速分别为 3%/ -2.5%，1-8 月乳制品行业增速较 18 年全年 11% 放缓至 8%。其中 Q3 低温液奶及奶粉增速较上半年进一步放缓。2) 公司在常温奶业务优势扩大，低温及奶粉品类部分受行业趋势影响：尼尔森数据显示，前三季度公司常温/低温/奶粉 (1-8 月) 市占率分别 +2/-1/+0.6pct。前三季度公司常温液奶、奶粉增速保持双位数，低温液奶增速约 -1%，快于行业。其中 19Q3 公司常温液奶维持增速，而奶粉及低温液奶增速较上半年有所回落。3) 核心产品方面，前三季度金典/安慕希/金领冠 (1-8 月) 销售增速分别为 17.8%/17.0%/28.6%，维持增长态势。4) 新业务方面，健康饮品事业部目前已基本完成内外部体系搭建，明年将升级整合项下品牌推出新品；奶酪版块于今年上市儿童奶酪进入 2C 渠道，未来将通过 Westland 开发 2B 业务。

◆ **产品结构持续优化，短期费用投入奠定发展基础**：公司 19Q3 毛利率同比上涨 0.2pct 至 36.1%，反映高端产品的有效带动作用，但部分被原奶价格的上涨抵消 (前三季度涨幅约 7.0%)。期间费用率方面，19Q3 销售费用率同比 -2.3pct 至 21.8%，主要由于去年高基数及规模效应；管理费用率同比 +1.0pct 至 4.5%，主要由于新部门组建及员工激励带来的薪酬增长；研发费用率同比 +0.3pct 至 0.56%，显示公司在产品研发方面的投入加大。此外，为解决产能限制，公司已投入新建厂房及产线以支持未来销售，预计全年资本开支约 100 亿。公司对渠道和品类扩展、新业务的探索短期内会对费用投放及资本开支造成一定压力，但为其拓展业务版图奠定了坚实基础。

◆ **维持“买入”评级**：我们维持公司 2019-2021 年归母净利润分别为 69.6、72.8 及 83.5 亿元，同比增速分别为 8.08%、4.65% 及 14.69%。我们看好公司在常温奶领域的绝对优势及持续的高端化努力，产能扩张、新业务布局及员工激励保证其长期增长动力。维持“买入”评级。

◆ **风险提示**：乳制品需求回落，行业竞争加剧，原材料成本上涨，食品安全

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	68,058	79,553	90,055	100,783	111,053
营业收入增长率	12.29%	16.89%	13.20%	11.91%	10.19%
净利润 (百万元)	6,001	6,440	6,960	7,284	8,354
净利润增长率	5.99%	7.31%	8.08%	4.65%	14.69%
EPS (元)	0.98	1.06	1.14	1.19	1.37
ROE (归属母公司) (摊薄)	23.90%	23.07%	22.73%	22.05%	23.03%
P/E	28	26	24	23	20
P/B	6.6	5.9	5.4	5.0	4.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 10 月 30 日

买入 (维持)

当前价：27.12 元

分析师

周翔 (执业证书编号：S0930518080002)

021-52523853

zhouxiang@ebsecn.com

张喆 (执业证书编号：S0930519050003)

021-52523805

zhangzhe@ebsecn.com

叶倩瑜 (执业证书编号：S0930517100003)

021-52523657

yeqianyu@ebsecn.com

市场数据

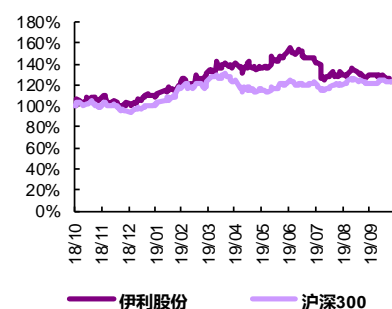
总股本(亿股)：60.97

总市值(亿元)：1653.54

一年最低/最高(元)：21.30/34.66

近 3 月换手率：91.5%

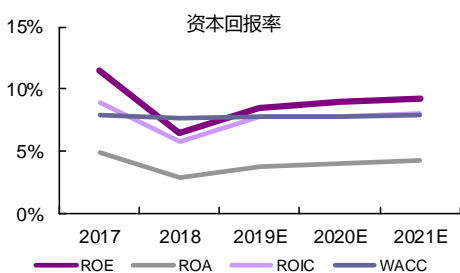
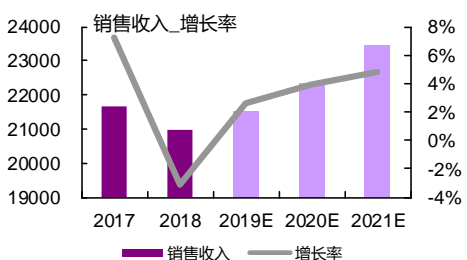
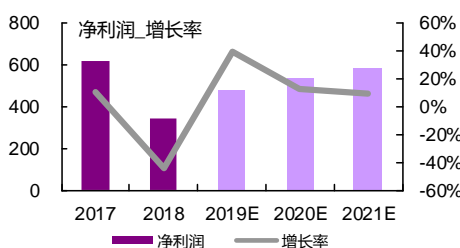
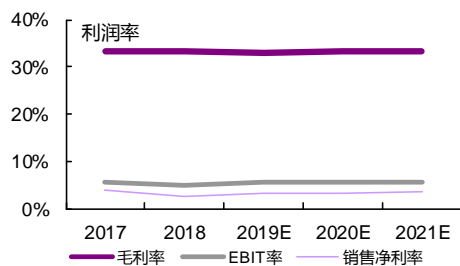
股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-7.1	-10.2	21.5
绝对	-4.9	-13.4	30.0

资料来源：Wind



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	68,058	79,553	90,055	100,783	111,053
营业成本	42,362	49,106	55,752	62,280	68,537
折旧和摊销	1,444	1,609	1,592	2,075	2,535
营业税费	512	531	601	673	741
销售费用	15,522	19,773	22,424	25,045	27,541
管理费用	3,317	2,980	3,388	4,428	4,586
财务费用	113	(60)	(5)	82	127
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	135	261	274	288	302
营业利润	7,116	7,691	8,183	8,563	9,822
利润总额	7,074	7,578	8,183	8,563	9,822
少数股东损益	2	12	7	7	9
归属母公司净利润	6,001	6,440	6,960	7,284	8,354

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	49,300	47,606	54,214	60,108	65,165
流动资产	29,846	24,455	27,316	29,672	32,217
货币资金	21,823	11,051	12,608	14,110	15,547
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	786	1,101	1,046	1,170	1,289
应收票据	164	181	197	231	250
其他应收款	45	68	450	219	297
存货	4,640	5,507	6,271	7,005	7,709
可供出售投资	652	831	831	831	831
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	1,765	1,909	1,909	1,909	1,909
固定资产	13,256	14,688	19,140	23,208	26,129
无形资产	514	639	607	577	548
总负债	24,061	19,569	23,464	26,944	28,742
无息负债	16,176	18,013	20,564	22,556	24,695
有息负债	7,884	1,556	2,900	4,388	4,047
股东权益	25,240	28,037	30,750	33,164	36,423
股本	6,078	6,078	6,097	6,097	6,097
公积金	5,188	5,887	5,871	5,871	5,871
未分配利润	14,110	15,673	18,375	20,782	24,033
少数股东权益	136	122	129	136	145
归属母公司权益	25,103	27,916	30,621	33,028	36,278

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	7,006	8,625	9,533	10,297	11,759
净利润	6,001	6,440	6,960	7,284	8,354
折旧摊销	1,444	1,609	1,592	2,075	2,535
净营运资金增加	1,488	5,342	223	365	405
其他	(1,927)	(4,765)	759	572	465
投资活动产生现金流	(3,117)	(5,374)	(5,071)	(5,325)	(4,749)
净资本支出	(3,279)	(5,043)	(5,345)	(5,612)	(5,051)
长期投资变化	1,765	1,909	0	0	0
其他资产变化	(1,603)	(2,240)	274	288	302
融资活动现金流	4,053	(10,749)	(2,906)	(3,470)	(5,572)
股本变化	14	(0)	19	0	0
债务净变化	7,734	(6,328)	1,343	1,489	(341)
无息负债变化	300	1,837	2,552	1,992	2,139
净现金流	7,545	(7,191)	1,557	1,502	1,438

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	12.29%	16.89%	13.20%	11.91%	10.19%
净利润增长率	5.99%	7.31%	8.08%	4.65%	14.69%
EBITDA 增长率	14.53%	12.38%	9.18%	9.87%	16.78%
EBIT 增长率	22.34%	12.61%	11.50%	5.74%	15.44%
估值指标					
PE	28	26	24	23	20
PB	6.6	5.9	5.4	5.0	4.6
EV/EBITDA	21.3	19.0	17.4	15.9	13.6
EV/EBIT	25.1	23.1	21.0	20.0	17.3
EV/NOPLAT	29.6	27.2	24.6	23.5	20.3
EV/Sales	2.3	2.1	1.8	1.7	1.5
EV/IC	8.6	6.1	5.4	4.8	4.4
盈利能力 (%)					
毛利率	37.76%	38.27%	38.09%	38.20%	38.28%
EBITDA 率	11.37%	10.93%	10.54%	10.35%	10.97%
EBIT 率	9.25%	8.91%	8.78%	8.29%	8.69%
税前净利润率	10.39%	9.53%	9.09%	8.50%	8.84%
税后净利润率 (归属母公司)	8.82%	8.09%	7.73%	7.23%	7.52%
ROA	12.18%	13.55%	12.85%	12.13%	12.83%
ROE (归属母公司) (摊薄)	23.90%	23.07%	22.73%	22.05%	23.03%
偿债能力					
流动比率	1.25	1.28	1.18	1.12	1.14
速动比率	1.06	0.99	0.91	0.85	0.86
归属母公司权益/有息债务	3.18	17.94	10.56	7.53	8.96
有形资产/有息债务	6.11	29.74	18.24	13.40	15.78
已获利息倍数 (EBIT/利息费用)	58.08		NA	116.54	82.33
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.98	1.06	1.14	1.19	1.37
每股红利	0.60	0.70	0.80	0.84	0.96
每股经营现金流	1.15	1.41	1.56	1.69	1.93
每股自由现金流(FCFF)	0.34	(0.44)	0.45	0.53	0.87
每股净资产	4.12	4.58	5.02	5.42	5.95
每股销售收入	11.16	13.05	14.77	16.53	18.21
每股 EBITDA	1.27	1.43	1.56	1.71	2.00

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 也不, 也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司(以下简称“本公司”)创建于 1996 年, 系由中国光大(集团)总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所(以下简称“光大证券研究所”)编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼