

投资评级：推荐（维持）
报告日期：2019年11月12日
市场数据

目前股价	29.19
总市值（亿元）	1,779.75
流通市值（亿元）	1,768.56
总股本（万股）	609,713
流通股本（万股）	605,879
12个月最高/最低	34.66/21.19

分析师

分析师：张宇光 S1070518060003

☎ 0755-83515512

✉ zhangyuguang@cgws.com

分析师：黄瑞云 S1070518070002

☎ 010-88366060-8862

✉ huangruiyun@cgws.com

联系人（研究助理）：逢晓娟

S1070119020015

☎ -

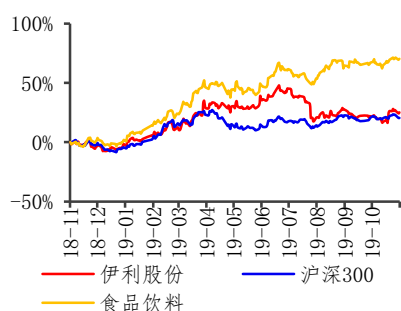
✉ pangxiaojuan@cgws.com

联系人（研究助理）：叶松霖

S1070118080021

☎ 0755-83515512

✉ yesonglin@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<<业绩超预期，稳步推进业务多元>>

2019-10-31

<<短期业绩承压，放眼长期布局>>

2019-08-29

<<股权激励终落地，平台化发展尤可期>>

2019-08-07

市占率持续提升，平台化战略稳步推进

——伊利股份（600887）公司动态点评

盈利预测

	2019E	2020E	2021E
营业收入	90058	101224	111801
(+/-%)	14.0%	12.4%	10.4%
净利润	7171	7796	8987
(+/-%)	11.4%	8.7%	15.3%
摊薄 EPS	1.18	1.28	1.47
PE	25	23	20

资料来源：长城证券研究所

核心观点

收入稳步增长，市占率持续提升。1-3Q19 液奶、奶粉等业务均是双位数增长，其中基础白奶增速为两位数。伊利常温、奶粉市占率持续提升，1-3Q19 市占率分别为 38.8%、6.3%，提升 2、0.5pct。目前三四线城市人均乳制品消费量仍持续提升；消费升级下各线城市人均乳制品消费均价均明显提升，乳制品行业仍处于量价提升阶段。未来随着公司渠道进一步下沉、产品结构持续升级，伊利收入仍可保持稳定增长。

原奶仍处上行周期，伊利提前布局，上游奶源充裕。原奶供给上 15 年来牧场盈利能力恶化、环保趋严下奶牛开始去产能，而奶牛补栏通常仍需约 2 年；需求上乳制品需求保持稳定增长态势。供需弱平衡下，原奶处于上涨周期，预计原奶上行周期或持续至 2021 年。伊利 2H18 开始便已与中大型牧场签订偏长期的战略合作，保障奶源供应，上游奶源较为充足。

原奶上行下毛利率承压，费用率或因规模效应下降。成本上行下公司可通过结构升级、减少促销来缓解成本压力，预计明年毛利率仍承压。预计在规模效应下 2019 年费用率会同比略降。2020 年公司仍需投入冬奥会等品牌建设；新品如水、乳矿轻饮等仍需费用投入推广；新市场仍需费用投入开拓，预计 2020 年费用投放体量仍会较大，费用率或仍处高位。

稳步推进平台化战略，新业务、新市场仍处培育期。公司仍旧稳步推进多元化、全球化战略：（1）多元化战略：推出伊刻活泉、味可滋奶茶、伊然等逐步进入矿泉水、奶茶、乳矿轻饮行业，其中伊刻活泉会先在北方进行试点；味可滋奶茶通过液奶事业部运营。目前康饮事业部体系初步搭建完成，新业务仍处于培育期，未来或有部分收入贡献。（2）全球化战略：Westland 具有贸易平台、原奶储备、黄油和奶油等高附加值产品，收购 Westland 可与伊利原有业务产生协同；东南亚市场冰淇淋业务目前已有泰国 Chomthana 子品牌和 JOYDAY 两

个品牌，未来随着冰淇淋工厂投产、可从印尼和泰国逐步辐射到周边其他国家。公司持续推进平台化战略，未来核心竞争力可进一步增强。

盈利预测与投资建议：预计 19-21 年 EPS 为 1.18、1.28、1.47 元，同比增 11.4%、8.7%、15.3%，最新收盘价对应的 PE 为 25、23、20 倍。伊利凭借品牌与渠道优势，不断提升市占率水平，进一步巩固龙头地位。考虑到伊利多元化布局下成为健康食品大平台可期，值得长期布局，仍给予“推荐”评级。

风险提示：原材料价格上涨风险、食品安全事件。

1.1 附：盈利预测表

利润表 (百万)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	主要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	67547.45	78976.39	90058.02	101224.17	111800.79	成长性					
营业成本	42362.40	49106.03	56078.02	62771.54	69198.38	营业收入增长	12.0%	16.9%	14.0%	12.4%	10.4%
营业费用	15521.86	19772.68	21794.04	24597.47	27167.59	营业成本增长	13.2%	15.9%	14.2%	11.9%	10.2%
管理费用	3317.05	2979.74	3692.38	4555.09	4583.83	营业利润增长	28.9%	8.1%	9.6%	7.4%	14.8%
研发费用	0.00	426.87	486.31	546.61	681.98	利润总额增长	6.7%	7.1%	10.3%	7.4%	14.8%
财务费用	113.49	-60.27	-11.05	32.67	52.20	净利润增长	6.0%	7.3%	11.4%	8.7%	15.3%
其他收益	788.01	746.56	767.29	756.93	762.11	盈利能力					
投资净收益	134.68	260.91	275.00	285.00	295.00	毛利率(%)	37.3%	37.8%	37.7%	38.0%	38.1%
营业利润	7115.91	7690.83	8427.52	9050.35	10385.87	销售净利率(%)	8.9%	8.2%	8.0%	7.7%	8.0%
营业外收支	-41.94	-113.20	-71.61	-77.46	-88.75	ROE(%)	23.8%	23.0%	23.2%	22.3%	22.5%
利润总额	7073.97	7577.63	8355.91	8972.90	10297.12	ROIC(%)	71.1%	43.8%	49.4%	51.5%	63.3%
所得税	1071.16	1125.64	1169.83	1166.48	1297.44	营运效率					
少数股东损益	1.93	12.25	15.01	10.90	12.84	销售费用/营业收入	23.0%	25.0%	24.2%	24.3%	24.3%
净利润	6000.88	6439.75	7171.07	7795.52	8986.85	管理费用/营业收入	4.9%	3.8%	4.1%	4.5%	4.1%
资产负债表						研发费用/营业收入	0.0%	0.5%	0.5%	0.5%	0.6%
					(百万)	财务费用/营业收入	0.2%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
流动资产	29845.73	24455.30	28055.79	32658.05	39058.66	投资收益/营业利润	1.9%	3.4%	3.3%	3.1%	2.8%
货币资金	21823.07	11051.00	13859.24	17125.31	22828.12	所得税/利润总额	15.1%	14.9%	14.0%	13.0%	12.6%
应收票据及应收账款	949.74	1282.13	1262.90	1597.68	1561.80	应收账款周转率	82.56	70.77	70.77	70.77	70.77
其他应收款	233.11	154.56	287.50	209.37	339.42	存货周转率	9.45	9.68	9.68	9.68	9.68
存货	4639.99	5507.07	6080.66	6890.20	7408.67	流动资产周转率	2.70	2.91	3.43	3.33	3.12
非流动资产	19454.62	23150.91	24616.62	25719.91	26323.96	总资产周转率	1.53	1.63	1.80	1.82	1.81
固定资产	13256.39	14687.76	16286.28	17469.79	18116.33	偿债能力					
资产总计	49300.36	47606.20	52672.41	58377.96	65382.63	资产负债率(%)	48.8%	41.1%	41.2%	39.9%	38.7%
流动负债	23850.03	19170.78	21278.85	22913.42	24902.39	流动比率	1.25	1.28	1.32	1.43	1.57
短期借款	7860.00	1523.00	1523.00	1523.00	1523.00	速动比率	0.96	0.65	0.72	0.83	0.99
应付账款	7469.16	9115.71	9823.84	11376.35	11994.42	每股指标 (元)					
非流动负债	210.51	398.20	405.94	405.00	403.19	EPS	0.98	1.06	1.18	1.28	1.47
长期借款	0.29	0.29	8.02	7.09	5.28	每股净资产	4.12	4.58	5.06	5.72	6.54
负债合计	24060.54	19568.98	21684.79	23318.42	25305.59	每股经营现金流	1.14	0.67	1.61	1.59	1.99
股东权益	25239.82	28037.22	30987.62	35040.55	40058.04	每股经营现金/EPS	1.15	0.64	1.36	1.24	1.35
股本	6078.49	6078.13	6097.13	6097.13	6097.13						
留存收益	16532.45	18718.35	21230.47	23840.02	26796.68	估值					
少数股东权益	136.43	121.64	136.65	147.55	160.39		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债和股东权益	49300.36	47606.20	52672.41	58377.96	65382.63	PE	29.66	27.64	24.82	22.83	19.80
现金流量表					(百万)	P/E	2.29	2.40	3.02	2.49	1.69
经营活动现金流	7006.30	8624.77	9787.85	9674.49	12133.16	PEG	7.09	6.38	5.77	5.10	4.46
其中营运资本减少	-445.24	-3732.31	1346.94	298.11	1291.05	P/B	19.71	18.88	17.28	15.63	13.24
投资活动现金流	-3116.81	-5373.98	-2731.59	-2640.59	-2394.28	EV/EBITDA	2.43	2.14	1.84	1.61	1.41
其中资本支出	3351.36	5090.60	1171.51	799.09	289.85	EV/SALES	4.95	5.67	5.09	4.43	3.77
融资活动现金流	4052.81	-10748.98	-4248.03	-3767.83	-4036.08	ROIC/WACC	6.90	4.25	4.80	4.98	6.10
净现金总变化	7544.57	-7191.05	2808.23	3266.08	5702.80	REP	0.72	1.33	1.06	0.89	0.62

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上；
推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间；
中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上

行业评级：

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道6008号特区报业大厦17层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>