

## 风吹草动不改伊利扩张逻辑

### ——伊利股份（600887）事件点评

2018年12月12日

强烈推荐/维持

伊利股份

事件点评

#### 事件：

1. 2018年11月29日，伊利集团发布公告称收购泰国本土最大冰淇淋企业 Chomthana 96.46%的股权，并于当天在泰国曼谷隆重举行签约仪式。交易初始对价为8,056万美元。本次股权收购完成后，金港控股将成为 Chomthana 的控股股东。

2. 2018年12月4日，公司发布公告称收到董事会秘书胡利平先生提交的书面辞职书，胡利平先生因工作原因辞去公司董事会秘书职务。12月7日，董事会聘任邱向敏先生为董事会秘书。

#### 主要观点：

1. **伊利收购泰国冰淇淋企业，国际化布局更进一步。**Chomthana 是泰国本土最大的冰淇淋和冷冻食品分销企业，同时向周围13个国家出口冰淇淋。截至2018年上半年，公司营业收入1824万美元，扣非后的归母净利润94万美元。伊利股份借助本次收购打入泰国市场，一方面可以引进泰国冰淇淋，提振国内冰淇淋业务，同时出口国内乳制品，扩大公司收入端。另一方面，伊利的战略目标是在2020年进入“全球乳业五强”，借助本次收购，得以利用 Chomthana 在东南亚地区的渠道优势加速国际化战略布局，不断推进全球织网战略。

2. **公司国内外渠道渗透力不断提升。**对于快消品行业来说，渠道渗透力为其核心优势。伊利自实施国际化战略以来，曾在欧洲、北美洲、大洋洲建立工厂。今年7月，公司向巴基斯坦 FFBL 递交投资意向函，有意收购其子公司 FFL。10月公司在印度尼西亚推出11款 Joyday 冰淇淋产品，成功打入东南亚。本次收购借助泰企渠道力量，对周边国家形成辐射，将助力伊利进一步加码东南亚。国内渠道方面，截至2016年，伊利品牌渗透率高达88.2%，常温液态乳品的市场渗透率为78.5%，比上年度提升了1.3个百分点。在线下渠道方面，截至2017年，伊利已拥有线下网店500多万个，遍布全国。其中，便利店的液态类乳品零售额同比增速为13.2%，增速明显快于其他实体店。随着渠道精细化，三四线城市和农村城市正在崛起。

3. **产品扩容升级，低温品种迅速发展。**冷饮业务在伊利总业务中占比6.77%，自公司在印度尼西亚推出11款冰淇淋产品以来，企

#### 分析师：刘畅

010-66554017

liuchang@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517120001

#### 研究助理：姜倩

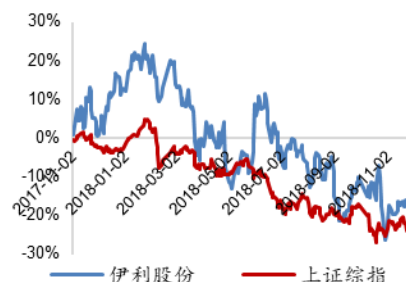
010-66554008

louqian@dxzq.net.cn

#### 交易数据

52周股价区间（元）	22.49-34.82
总市值（亿元）	1448
流通市值（亿元）	1437
总股本/流通A股（万股）	607849/603337
流通B股/H股（万股）	/
52周日均换手率	1.05

#### 52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

#### 相关研究报告

1. 《伊利股份（600887）：事件点评：基本面向好，外延不断探索，伊利长期推荐逻辑不改》2018-08-06
2. 《伊利股份（600887）：基本面逻辑不改，伊利增速可持续》2018-05-02
3. 《伊利股份（600887）：事件点评：强劲的动销，价值的底部》2018-04-24
4. 《伊利股份（600887）：价值恒久远，伊利永流传》2018-04-03
5. 《伊利股份（600887）：举重若轻，伊利何缘加速腾飞》2018-01-31

业低温品种快速扩展，销量稳步提升。为顺应消费升级趋势，伊利不断推陈出新，率先全国性大举布局低温有机酸奶。据尼尔森零研数据显示，2017 年上半年伊利在低温酸奶月平均市场占有率 16.56%，相比去年同期增长 1.9%。公司新成立的健康饮品事业部作为重点，组建速度较快，未来将会有独立的产业链。

4. **董秘更换不改公司稳定经营局势。**伊利作为我国乳制品龙头企业，盈利能力强，经营稳定，管理层的变更不会影响公司的正常经营。公司自上市以来一直实行高管持股，并且持股数每隔一段时间都会有较大幅度的上调，有效缓解了委托代理问题，保障公司稳定发展。

### 盈利及风险预测：

我们认为四季度公司在收入端仍会保持强势的增速，维持 18/19/20 年收入预期，分别实现 796.28/915.72/1034.76 亿，同比增长 17%/15%/13%，维持净利润预期，分别实现 65.23/76.32/88.53 亿，同比增长 8.7%/17%/16%。预计 18/19/20 年 EPS1.07/1.25 和 1.45 元，18 年开始公司将全面加速，给予 30X 估值，维持“强烈推荐”评级。

### 风险提示：

食品安全控制风险、原材料价格波动风险

**公司盈利预测表**

资产负债表						利润表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	
<b>流动资产合计</b>	20193	29846	32132	38581	45073	<b>营业收入</b>	60609	68058	79628	91572	103476
货币资金	13824	21823	21500	24972	28500	<b>营业成本</b>	37427	42362	49646	56575	63139
应收账款	572	786	764	878	992	营业税金及附加	420	512	685	772	863
其他应收款	39	45	52	60	68	营业费用	14114	15522	18721	21335	23867
预付款项	558	1192	1441	1724	2039	管理费用	3457	3317	4698	5241	5803
存货	4326	4640	5441	6200	6919	财务费用		113	60	65	69
其他流动资产	690	1007	2743	4534	6320	资产减值损失	45.70	50.62	5.00	20.00	20.00
<b>非流动资产合计</b>	19070	19455	18026	16273	14421	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	1631	1765	1765	1765	1765	投资净收益	399.26	134.68	465.00	400.00	300.00
固定资产	13137	13256	13344	11543	9742	<b>营业利润</b>	5520	7116	6279	7964	10014
无形资产	991	514	463	411	360	营业外收入	1178.78	85.60	1330.00	1040.00	422.00
其他非流动资产	663	725	0	0	0	营业外支出	67.12	127.54	23.00	25.00	20.00
<b>资产总计</b>	39262	49300	50077	54774	59414	<b>利润总额</b>	6632	7074	7586	8979	10416
<b>流动负债合计</b>	14907	23850	20977	25723	27498	所得税	963	1071	1062	1347	1562
短期借款	150	7860	2248	4486	3665	<b>净利润</b>	5669	6003	6524	7632	8854
应付账款	6753	7254	8841	10075	11244	少数股东损益	7	2	10	10	20
预收款项	3592	4126	5161	6351	7696	归属母公司净利润	5662	6001	6514	7622	8834
一年内到期的非	0	24	24	24	24	EBITDA	8061	9152	8191	9882	11935
<b>非流动负债合计</b>	1119	211	0	0	0	<b>EPS (元)</b>	0.93	0.99	1.07	1.25	1.45
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>负债合计</b>	16026	24061	20977	25724	27499	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	154	136	146	156	176	营业收入增长	0.41%	12.29%	17.00%	15.00%	13.00%
实收资本 (或股	6065	6078	6078	6078	6078	营业利润增长	12.79%	28.90%	-11.76%	26.85%	25.73%
资本公积	2476	2766	2766	2766	2766	归属于母公司净利	8.55%	5.99%	8.55%	17.02%	15.89%
未分配利润	12293	14110	15413	16937	18704	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东	23082	25103	28959	33151	38010	毛利率 (%)	37.94%	37.28%	37.65%	38.22%	38.98%
<b>负债和所有者权</b>	39262	49300	50009	58958	65612	净利率 (%)	9.35%	8.82%	8.19%	8.33%	8.56%
<b>现金流量表</b>						总资产净利润 (%)	14.42%	12.17%	13.01%	13.92%	14.87%
单位: 百万元						ROE (%)	24.53%	23.90%	22.49%	22.99%	23.24%
2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		<b>偿债能力</b>					
<b>经营活动现金流</b>	12817	7006	7975	8700	10127	资产负债率 (%)	41%	49%	42%	44%	42%
净利润	5669	6003	6524	7632	8854	流动比率	1.35	1.25	1.53	1.50	1.64
折旧摊销	2516.95	1922.75	0.00	1852.18	1852.18	速动比率	1.06	1.06	1.27	1.26	1.39
财务费用	24	113	60	65	69	<b>营运能力</b>					
应收账款减少	0	0	23	-115	-114	总资产周转率	1.54	1.54	1.60	1.68	1.66
预收帐款增加	0	0	1035	1190	1345	应收账款周转率	106	100	103	112	111
<b>投资活动现金流</b>	-3243	-3117	175	280	280	应付账款周转率	9.45	9.72	9.89	9.68	9.71
公允价值变动收	0	0	0	0	0	<b>每股指标 (元)</b>					
长期股权投资减	0	0	-148	-100	0	每股收益 (最新摊	0.93	0.99	1.07	1.25	1.45
投资收益	399	135	465	400	300	每股净现金流 (最新	0.13	1.31	-0.05	0.57	0.58
<b>筹资活动现金流</b>	-8815	4053	-8474	-5508	-6878	每股净资产 (最新摊	3.81	4.13	4.76	5.45	6.25
应付债券增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
长期借款增加	0	0	0	0	0	P/E	28.04	26.34	24.34	20.80	17.95
普通股增加	0	14	0	0	0	P/B	6.85	6.31	5.47	4.78	4.17
资本公积增加	0	289	0	0	0	EV/EBITDA	17.92	15.80	17.01	13.97	11.20
<b>现金净增加额</b>	760	7942	-323	3472	3528						

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 分析师：刘畅

东兴证券食品饮料首席分析师、新财富团队成员，拥有买方、卖方双重工作经验，曾就职于天风证券研究所，东方基金，泰达宏利基金。硕士取得英国杜伦大学金融一等学位，本科取得北京航空航天大学双学位。2017年11月加入东兴证券研究所，负责白酒、乳制品、调味品、健康食品研究工作。

## 研究助理简介

### 研究助理：姜倩

曾就职于方正证券研究所、方正证券投资，于2018年6月加入东兴证券研究所，从事食品饮料行业研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。