

伊利股份 (600887)

稳固国内市场与走出去相结合，平台化趋势明确

四线市场持续贡献增量，份额提升是关键

渠道下沉工作持续开展，持续下沉至县、乡一级。多年来深耕渠道，厚积薄发，伴随着三四线市场持续打开，伊利仍将受益于前期在渠道上做得大量投入。作为龙头企业，伊利具备强大的资金优势、渠道优势、产品优势、品牌优势，在新市场的竞争中占据先发优势。竞争情况下，费用投放与净利润的降低都是为了更好的扩大份额，以巩固自身乳制品龙头企业地位。

矿泉水业务布局，平台化趋势明确

除奶制品业务外，伊利积极布局非乳行业，积极布局矿泉水行业，显示出伊利正积极向平台型公司转变，扩品类业务持续发展。根据欧睿国际数据显示，17 年，中国瓶装水市场销售额达到 1,050 亿元，预计未来五年复合年均增长率为 9.5%，是高速增长的饮品品类之一。伊利计划在吉林省安图县长白山天然矿泉水产业园区新建伊利长白山天然矿泉水饮品项目，投资金额为 7.4 亿元。

海外业务拓展，有望形成全球产业链布局

海外拓展的业务的举动不断，国际上积极寻求并购标的，以期打开国际市场，形成全球产业链布局。拟收购 FFBL，更有望受益于一带一路。

18 年 11 月，伊利发布公告宣布收购泰国 THE CHOMTHANA COMPANY LIMITED 96.46% 的股权。显示出伊利国际化进程提速，打开东南亚市场。国内市场方面，三四线持续深耕，产品结构升级以扩大市场份额。国际市场上执行“走出去”策略，有望带来增量市场。泰国是东南亚仅次于印度尼西亚的第二大冰淇淋市场，Chomthana 公司产品出口到 13 个国家，也有利于伊利对周边国家市场形成辐射。近年来，伊利不断赞助国际大型体育赛事等，在国际上树立了形象，收购过后，渠道与产品力相互结合，推动伊利打开东南亚市场。

现金流稳定，高 ROE

伊利股份自上市以来，现金流表现一直非常稳定，显示出企业强大的管理能力，以及对下游的掌握能力，ROE 水平维持在 20% 左右，净资产回报率优秀。

盈利预测：我们继续看好伊利品类扩张、海外区域扩张以及健康食品三个方向。长期看 25-30 倍估值中枢，目前估值处于相对底部，18、19 年 eps1.02、1.17 元，给予 19 年 25 倍 pe，目标价 29.25 元。

风险提示：海外市场扩展不达预期，食品安全问题，拓品类不达预期

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	60,609.22	68,058.17	79,668.90	90,822.54	101,730.33
增长率(%)	0.41	12.29	17.06	14.00	12.01
EBITDA(百万元)	7,097.66	7,854.02	8,094.36	8,960.36	11,117.81
净利润(百万元)	5,661.81	6,000.88	6,192.65	7,116.30	9,058.10
增长率(%)	22.24	5.99	3.20	14.92	27.29
EPS(元/股)	0.93	0.99	1.02	1.17	1.49
市盈率(P/E)	28.46	26.85	26.02	22.64	17.79
市净率(P/B)	6.98	6.42	5.85	5.38	4.90
市销率(P/S)	2.66	2.37	2.02	1.77	1.58
EV/EBITDA	12.86	22.90	17.51	14.83	11.88

资料来源：wind，天风证券研究所

证券研究报告
2019 年 02 月 25 日

投资评级

行业	食品饮料/食品加工
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	25.50 元
目标价格	29.25 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	6,078.13
流通 A 股股本(百万股)	6,039.79
A 股总市值(百万元)	154,992.25
流通 A 股市值(百万元)	154,014.75
每股净资产(元)	4.35
资产负债率(%)	41.35
一年内最高/最低(元)	34.53/20.60

作者

刘鹏 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516070001
liupeng1@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《伊利股份-季报点评:竞争格局不变,利润端承压》 2018-11-01
- 《伊利股份-季报点评:营收增长符合预期,继续推荐伊利股份》 2018-05-16
- 《伊利股份-公司点评:“植选”豆奶推出市场,伊利大健康战略持续推进》 2017-12-19

1. 三、四线市场持续贡献增量，份额提升是关键

渠道下沉工作持续开展，持续下沉至县、乡一级。多年来深耕渠道，厚积薄发，伴随着三四线市场持续打开，伊利仍将受益于前期在渠道上做得大量投入。作为龙头企业，伊利具备强大的资金优势、渠道优势、产品优势、品牌优势，在新市场的竞争中占据先发优势。竞争情况下，费用投放与净利润的降低都是为了更好的扩大份额，以巩固自身乳制品龙头企业地位。

1. 矿泉水业务布局，平台化趋势明确

除奶制品业务外，伊利积极布局非乳行业，积极布局矿泉水行业，显示出伊利正积极向平台型公司转变，扩品类业务持续发展。根据欧睿国际数据显示，2017 年，中国瓶装水市场销售额达到 1,050 亿元，预计未来五年复合年均增长率为 9.5%，是高速增长的饮品品类之一。矿泉水是瓶装水市场增长的重要驱动子品类，市场发展前景向好。伊利计划在吉林省安图县长白山天然矿泉水产业园区新建伊利长白山天然矿泉水饮品项目，投资金额为 7.4 亿元。此项目预计投资回收期为 5.7 年，投资回报率为 16.34%，内部收益率为 16.01%，预计建设期为 31 个月。

2. 海外业务拓展，有望形成全球产业链布局

伊利向海外拓展的业务的举动不断，国际上积极寻求并购标的，以期打开国际市场，形成全球产业链布局。赞助奥运会、冬奥会等大型体育赛事，为打开国际市场知名度做出巨大贡献，拟收购 FFBL，更有望受益于一带一路。

18 年 11 月 29 日，伊利发布公告宣布，其全资子公司金港控股以 8056 万美元的初始对价收购泰国 THE CHOMTHANA COMPANY LIMITED 96.46% 的股权。显示出伊利国际化进程提速，打开东南亚市场。

Chomthana 是泰国本土最大的冰淇淋和冷冻食品分销企业，产品覆盖冰淇淋、面包和甜点等多领域，在泰国本土市场及 13 个国外市场表现优秀。伊利与 Chomthana 签约后，将充分促进中泰优势互补，发挥战略协同效应。收购过后伊利可凭借 Chomthana 原有渠道将产品输出到泰国市场。18 年 10 月，伊利刚刚宣布旗下 JOYDAY 冰淇淋共 11 款整体正式进入印尼市场，并且预计在今年年底完成印尼全境 20 多个城市的市场覆盖。借助 Chomthana 的渠道，有望顺利完成目标。

国内市场方面，三四线持续深耕，产品结构升级以扩大市场份额。国际市场上执行“走出去”策略，国际化步伐不停，有望带来增量市场。泰国是东南亚仅次于印度尼西亚的第二大冰淇淋市场，Chomthana 公司产品出口到 13 个国家，也有利于伊利对周边国家市场形成辐射。近年来，伊利不断赞助国际大型体育赛事等，在国际上树立了形象，收购过后，渠道与产品力相互结合，推动伊利打开东南亚市场。

3. 现金流稳定，高 ROE

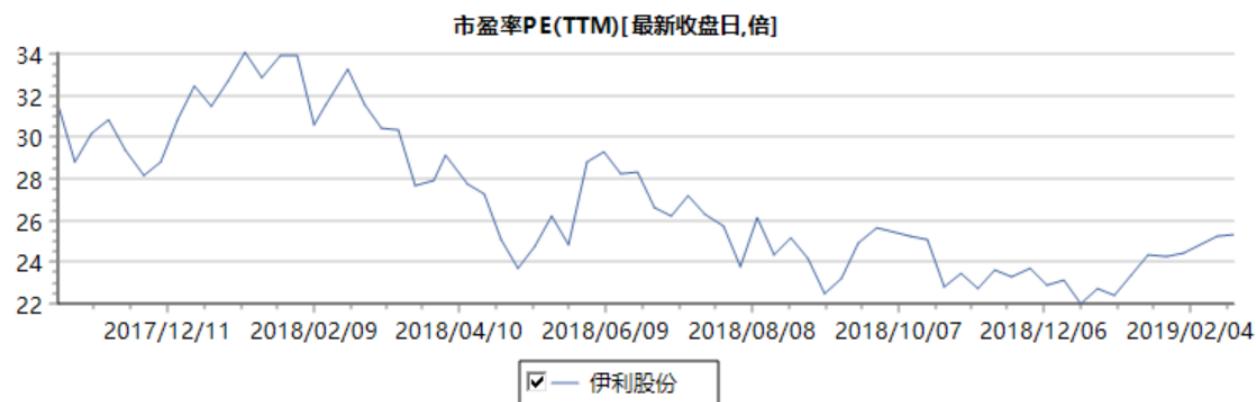
伊利股份自上市以来，现金流表现一直非常稳定，显示出企业强大的管理能力，以及对下游的掌握能力，ROE 水平维持在 20% 左右，净资产回报率优秀。

4. 盈利预测：

我们继续看好伊利品类扩张、海外区域扩张以及健康食品三个方向。长期看 25-30 倍估值中枢，18、19 年 eps 1.02、1.17 元，给予 19 年 25 倍 pe，目标价 29.25 元。

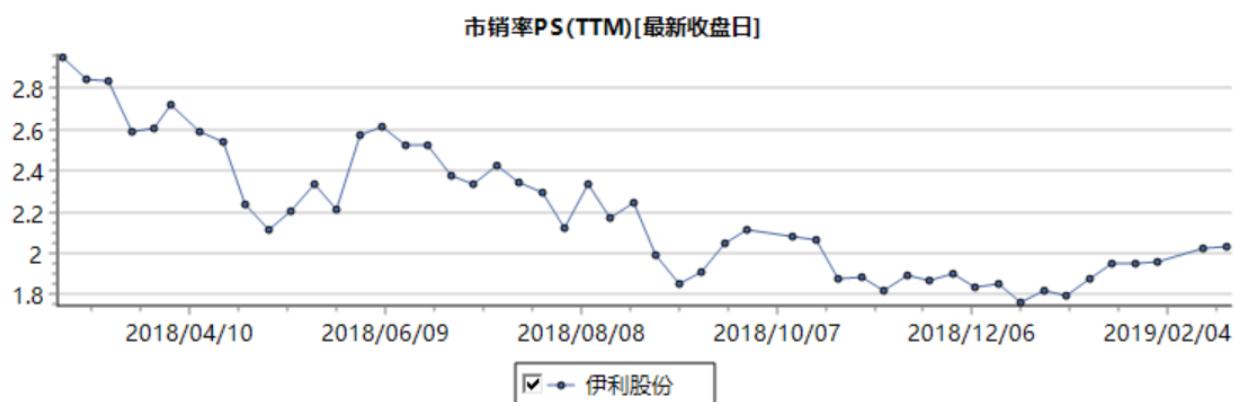
从下图估值表我们可以看出，目前伊利估值处于相对底部的位置。

图 1：伊利股份 PE 2017-2019



资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：伊利股份 PS 2017-2019



资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	13,823.65	21,823.07	18,546.18	27,045.38	27,779.30	营业收入	60,609.22	68,058.17	79,668.90	90,822.54	101,730.33
应收账款	611.07	830.80	800.65	(1,584.21)	(1,774.47)	营业成本	37,427.44	42,362.40	49,354.88	56,309.98	62,564.15
预付账款	558.39	1,192.43	433.70	1,548.71	734.52	营业税金及附加	420.07	511.57	493.95	626.68	701.94
存货	4,325.78	4,639.99	6,939.20	5,944.98	8,660.64	营业费用	14,114.32	15,521.86	19,518.88	22,251.52	24,415.28
其他	873.80	1,359.44	1,055.83	1,143.27	1,232.82	管理费用	3,456.67	3,317.05	3,027.42	3,542.08	3,865.75
流动资产合计	20,192.70	29,845.73	27,775.56	34,098.14	36,632.81	财务费用	23.88	113.49	112.73	(94.50)	(130.50)
长期股权投资	1,631.10	1,765.19	1,765.19	1,765.19	1,765.19	资产减值损失	45.70	50.62	36.65	44.32	43.87
固定资产	13,137.46	13,256.39	13,345.10	13,126.74	12,711.13	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	1,343.60	1,887.86	1,168.71	749.23	479.54	投资净收益	399.26	134.68	150.00	180.00	230.00
无形资产	990.88	514.36	503.23	492.10	480.98	其他	(798.52)	(1,069.41)	(300.00)	(360.00)	(460.00)
其他	1,966.53	2,030.83	1,852.21	1,904.89	1,893.32	营业利润	5,520.41	7,115.91	7,274.39	8,322.47	10,499.84
非流动资产合计	19,069.57	19,454.62	18,634.44	18,038.15	17,330.15	营业外收入	1,178.78	85.60	100.00	100.00	200.00
资产总计	39,262.27	49,300.36	46,410.00	52,136.29	53,962.96	营业外支出	67.12	127.54	30.00	30.00	30.00
短期借款	150.00	7,860.00	830.00	520.00	460.00	利润总额	6,632.07	7,073.97	7,344.39	8,392.47	10,669.84
应付账款	7,908.07	8,522.89	10,307.55	11,724.14	12,480.99	所得税	963.04	1,071.16	1,138.38	1,267.26	1,600.48
其他	6,849.39	7,467.14	6,693.75	9,071.79	7,370.60	净利润	5,669.04	6,002.81	6,206.01	7,125.21	9,069.36
流动负债合计	14,907.45	23,850.03	17,831.29	21,315.93	20,311.59	少数股东损益	7.23	1.93	13.36	8.91	11.26
长期借款	0.29	0.29	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	5,661.81	6,000.88	6,192.65	7,116.30	9,058.10
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.93	0.99	1.02	1.17	1.49
其他	1,118.64	210.22	870.53	733.13	604.63						
非流动负债合计	1,118.93	210.51	870.53	733.13	604.63						
负债合计	16,026.39	24,060.54	18,701.83	22,049.06	20,916.22						
少数股东权益	154.12	136.43	149.12	157.88	168.89						
股本	6,064.80	6,078.49	6,078.13	6,078.13	6,078.13						
资本公积	2,476.36	2,765.53	2,765.53	2,765.53	2,765.53						
留存收益	16,655.02	19,297.98	21,480.91	23,851.21	26,799.72						
其他	(2,114.41)	(3,038.62)	(2,765.53)	(2,765.53)	(2,765.53)						
股东权益合计	23,235.89	25,239.82	27,708.17	30,087.22	33,046.74						
负债和股东权益总	39,262.27	49,300.36	46,410.00	52,136.29	53,962.96						
现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	5,669.04	6,002.81	6,192.65	7,116.30	9,058.10	成长能力					
折旧摊销	1,611.78	1,443.93	707.24	732.39	748.47	营业收入	0.41%	12.29%	17.06%	14.00%	12.01%
财务费用	67.66	208.40	112.73	(94.50)	(130.50)	营业利润	12.79%	28.90%	2.23%	14.41%	26.16%
投资损失	(399.26)	(134.68)	(150.00)	(180.00)	(230.00)	归属于母公司净利润	22.24%	5.99%	3.20%	14.92%	27.29%
营运资金变动	6,181.18	(1,893.92)	684.10	5,773.97	(2,876.97)	获利能力					
其它	(313.07)	1,379.75	13.36	8.91	11.26	毛利率	38.25%	37.76%	38.05%	38.00%	38.50%
经营活动现金流	12,817.33	7,006.30	7,560.09	13,357.06	6,580.36	净利率	9.34%	8.82%	7.77%	7.84%	8.90%
资本支出	1,154.01	2,616.15	(600.31)	217.40	178.50	ROE	24.53%	23.90%	22.47%	23.78%	27.55%
长期投资	1,509.22	134.08	0.00	0.00	0.00	ROIC	42.55%	80.46%	67.15%	85.65%	528.26%
其他	(5,906.44)	(5,867.05)	679.04	(121.16)	7.76	偿债能力					
投资活动现金流	(3,243.21)	(3,116.81)	78.73	96.24	186.26	资产负债率	40.82%	48.80%	40.30%	42.29%	38.76%
债权融资	150.29	7,884.48	838.06	530.75	474.34	净负债率	0.91%	8.13%	-20.38%	-2.27%	-16.73%
股权融资	190.77	(372.52)	214.23	153.60	192.66	流动比率	1.35	1.25	1.56	1.60	1.80
其他	(9,155.59)	(3,459.15)	(11,967.99)	(5,638.45)	(6,699.70)	速动比率	1.06	1.06	1.17	1.32	1.38
筹资活动现金流	(8,814.53)	4,052.81	(10,915.70)	(4,954.10)	(6,032.70)	营运能力					
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应收账款周转率	98.30	94.40	97.67	-231.82	-60.58
现金净增加额	759.58	7,942.29	(3,276.88)	8,499.20	733.92	存货周转率	13.49	15.18	13.76	14.10	13.93
						总资产周转率	1.54	1.54	1.66	1.84	1.92
						每股指标(元)					
						每股收益	0.93	0.99	1.02	1.17	1.49
						每股经营现金流	2.11	1.15	1.24	2.20	1.08
						每股净资产	3.80	4.13	4.53	4.92	5.41
						估值比率					
						市盈率	28.46	26.85	26.02	22.64	17.79
						市净率	6.98	6.42	5.85	5.38	4.90
						EV/EBITDA	12.86	22.90	17.51	14.83	11.88
						EV/EBIT	16.46	27.97	19.19	16.15	12.74

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号 平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com