



2019 年 02 月 28 日

# 增持(维持)

当前价: 27.04 元

目标价: 元

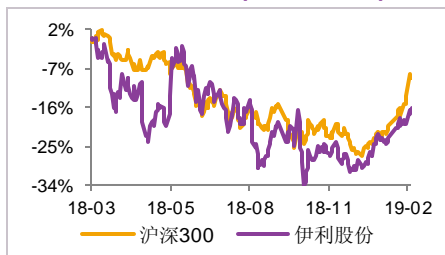
分析师: 徐鸿飞

执业编号: S0300518090001

电话: 010-66235689

邮箱: xuhongfei@lxsec.com

## 股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

## 盈利预测

亿元	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	795.53	909.81	1018.1	1121.9
(+/-)	17%	14%	12%	10%
归母净利润	64	67.56	76.69	89.77
(+/-)	7%	6%	14%	17%
EPS(元)	1.05	1.11	1.26	1.48
P/E	25.7	24.3	21.4	18.3

资料来源: 联讯证券研究院

## 相关研究

《【联讯食品饮料公司点评】伊利股份: 业绩超预期, 龙头地位不断巩固》

2017-09-04

# 伊利股份(600887.SH)

## 【联讯食饮】伊利股份: 收入快速增长, 龙头地位稳固

### 投资要点

#### ◇ 事件

公司发布 2018 年年报, 实现营业总收入 795.53 亿元, 同比增长 16.89%, 归母净利润 64.40 亿元, 同比增长 7.3%; EPS 为 1.06 元; 经营性现金流净额 86.25 亿元。拟向全体股东每 10 股派发现金红利 7 元 (含税), 分红率 66.1%。

#### ◇ 销量增长叠加产品结构升级, 推动收入保持快速增长

公司全年实现主营业务收入 787.21 亿元, 同比增长 17.8%, 其中 4Q18 单季主营收入 181.30 亿, 同比增长 17.57%。

拆分收入增长结构来看, 销量增加以及产品结构升级是推动收入实现快速增长的主要原因。2018 年, 因产品销量增长增加收入 73.74 亿元; 因产品结构升级增加收入 37.24 亿元; 因单价变动增加收入 8.22 亿元。

公司聚焦核心产品与新产品的战略成效显著。2018 年, “金典” “安慕希” “畅意 100%” “畅轻” “Joy Day” “金领冠” “巧乐兹” “甄稀” 等重点产品销售收入同比增长 34.3%, 增速远高于公司整体营收增长水平; 全年新品销售收入占比 14.8%, 同比提高 5.6pcts。

尽管 2018 年原奶价格上涨给成本控制带来压力, 但在结构升级的带动下, 公司毛利率仍达到 37.84%, 同比微增 0.32pct。

#### ◇ 份额为先, 终端覆盖能力进一步增强

为应对激烈的市场竞争, 提升销售能力, 公司在 2018 年加大销售费用的投入力度。全年销售费用 197.73 亿, 同比增长 27.39%, 销售费用率达到 24.9%, 创 5 年来的新高。其中, 广告费用投入 109.55 亿, 同比增长 33.5%, 广告费用率达到 13.8%。在销售费用大幅增长同时, 公司积极提升管理效率, 管理费用 29.79 亿元, 同比下降 4.1%。

截至 2018 年 12 月, 公司常温液态类乳品的市场渗透率为 82.3%, 同比提升 2.2pcts。公司直控村级网点近 60.8 万家, 同比增长 14.7%。线下液态奶终端网点数量, 2018 年末达到 175 万家, 同比增长 23.2%。

依托优质的产品, 与不断扩张的销售网络, 公司各品类的市场份额稳步提升。2018 年, 公司常温及低温液态奶业务的零售额市占份额为 36.8%、16.6%, 分别同比提升 2.3pcts 和 0.5pct; 婴幼儿配方奶粉的零售额市占份额为 5.8%, 同比提升 0.6pct。

#### ◇ 立足长远发展, 巩固市场龙头地位

公司计划 2019 年实现营业总收入 900 亿元, 同比增长 13%。目标表明公司



看好今年乳品行业发展势头，力争进一步拉大与对手的差距，为实现 2020 年千亿目标奠定基础。

公司提出 76 亿元的利润总额目标，该目标与 2018 年利润总额持平。我们认为，该目标仅是基于短期因素的综合考量。公司 2019 年有望继续加大对新市场、新产品的开发力度，加之正值冬奥宣传周期，资本开支与费用仍处于扩张阶段，短期看可能会影响到收入向利润的转化；但公司各项举措皆立足于长远，前期投入将为可持续的健康发展奠定基础，我们看好公司战略。

#### ✧ 盈利预测

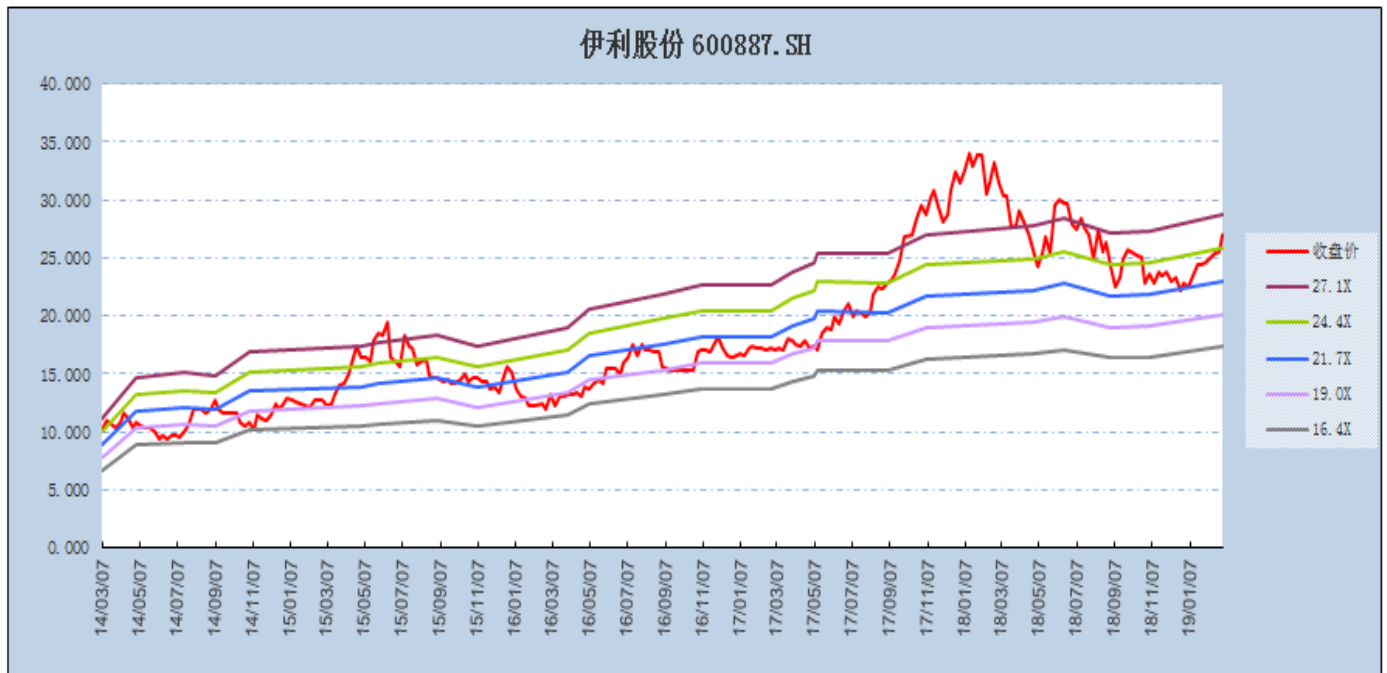
预计 2019-2021 年，公司营业总收入 909.81、1018.18、1121.91 亿元，分别同比增长 14%、12%、10%；归母净利润 67.56、76.69、89.77 亿元，同比增长 6%、14%、17%。基本每股收益 1.11、1.26、1.48 元，当前股价对应 2019 年 PE 为 24x。给予“增持”评级。

#### ✧ 风险提示

食品安全问题；上游原奶价格波动带来的成本超预期上升；行业竞争加剧风险；宏观经济波动导致行业需求超预期下滑；市场波动风险；海外业务进展不及预期。

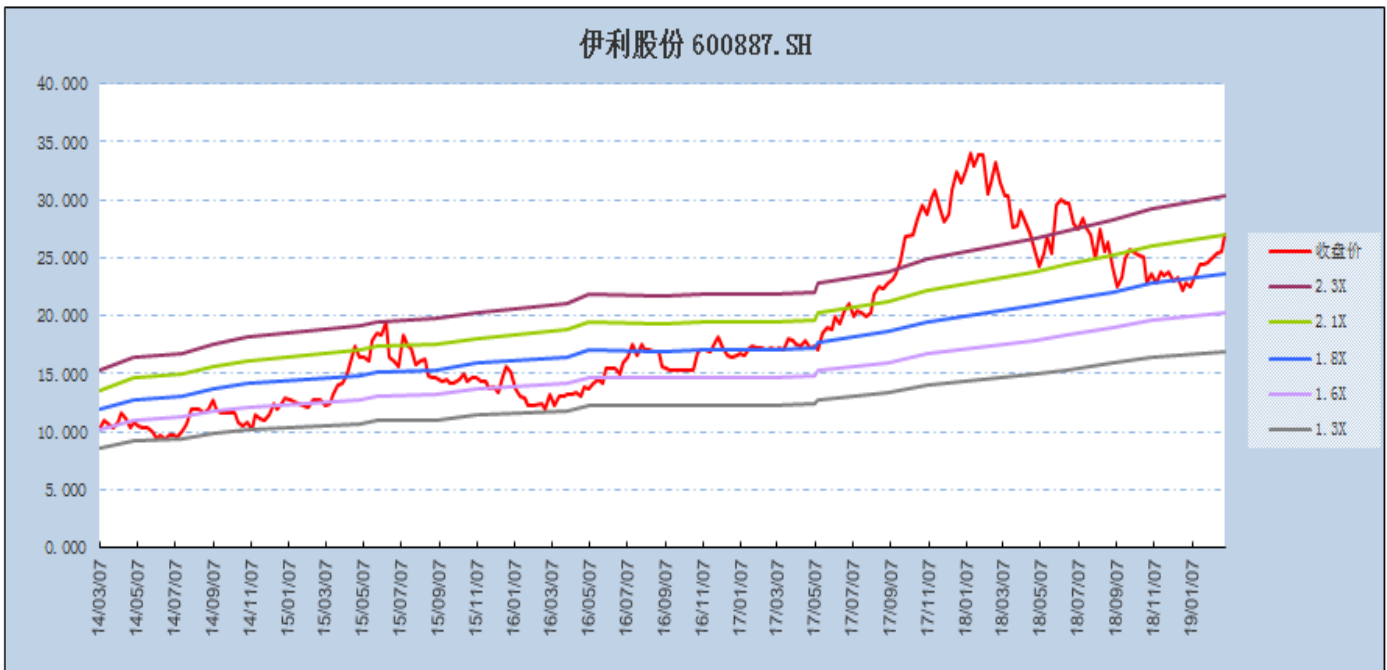


图表1: PE Band



资料来源:联讯证券,Wind

图表2: PS Band



资料来源:联讯证券,Wind



## 附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表	2018	2019E	2020E	2021E	现金流量表	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	24,455	26,631	28,269	32,404	经营活动现金流	8,625	8,279	9,458	11,093
现金	11,051	11,464	11,339	13,760	净利润	6,403	6,756	7,669	8,977
应收账款	1,282	1,365	1,528	1,684	折旧摊销	1,609	1,731	2,086	2,402
其它应收款	155	177	198	218	财务费用	134	-93	-78	-95
预付账款	1,460	1,659	1,848	2,034	投资损失	-261	-223	-223	-223
存货	5,507	6,246	6,955	7,656	营运资金变动	705	82	-31	-3
其他	5,001	5,719	6,400	7,052	其它	34	26	34	35
非流动资产	23,151	26,298	29,100	31,587	投资活动现金流	-5,374	-4,671	-5,171	-3,671
长期投资	1,909	1,909	1,909	1,909	资本支出	-5,091	-4,894	-5,394	-3,894
固定资产	14,688	17,921	20,790	23,336	其他	-283	223	223	223
无形资产	639	575	518	466					
其他	5,914	5,892	5,883	5,875	筹资活动现金流	-10,749	-3,194	-4,411	-5,001
资产总计	47,606	52,929	57,368	63,991	短期借款	-	-	-	-
流动负债	19,171	21,489	23,235	24,959	长期借款	-	-	-	-
短期借款	1,523	2,023	2,023	2,023	其他	-10,749	-3,194	-4,411	-5,001
应付账款	8,839	10,050	11,190	12,317	现金净增加额	-7,498	413	-125	2,421
其他	8,808	9,417	10,022	10,619					
非流动负债	398	898	898	898	主要财务比率	2018	2019E	2020E	2021E
长期借款	0	500	500	500	成长能力				
其他	398	398	398	398	营业收入	16.9%	14.4%	11.9%	10.2%
负债合计	19,569	22,388	24,133	25,857	营业利润	7.6%	7.6%	13.4%	16.9%
少数股东权益	122	135	149	166	归属母公司净利润	6.7%	5.5%	13.5%	17.1%
归属母公司股东权益	27,916	30,417	33,597	37,478	获利能力				
负债和股东权益	47,606	52,939	57,879	63,501	毛利率	38.3%	38.6%	38.9%	39.0%
					净利率	8.1%	7.4%	7.5%	8.0%
利润表	2018	2019E	2020E	2021E	ROE	22.9%	22.2%	22.8%	24.0%
营业收入	79,553	90,981	101,818	112,191	ROIC	21.3%	20.4%	21.2%	22.3%
营业成本	49,106	55,828	62,164	68,422	偿债能力				
营业税金及附加	531	607	680	749	资产负债率	41.1%	42.3%	42.1%	40.4%
营业费用	19,773	22,613	25,455	27,487	净负债比率	3.3%	4.8%	4.4%	3.9%
管理费用	3,443	3,937	4,406	4,855	流动比率	1.28	1.24	1.22	1.30
财务费用	-60	-93	-78	-95	速动比率	0.99	0.95	0.92	0.99
资产减值损失	76	76	76	76	营运能力				
公允价值变动收益	0	0	0	0	总资产周转率	1.67	1.72	1.77	1.75
投资净收益	969	222	222	222	应收账款周转率	84	81	83	82
营业利润	7,655	8,235	9,339	10,920	应付账款周转率	6.10	5.91	5.85	5.82
营业外收入	35	35	35	35	每股指标(元)				
营业外支出	148	148	148	148	每股收益	1.05	1.11	1.26	1.48
利润总额	7,541	8,122	9,226	10,807	每股经营现金	1.42	1.36	1.56	1.83
所得税	1,126	1,353	1,542	1,813	每股净资产	4.59	5.00	5.53	6.17
净利润	6,416	6,769	7,684	8,994	估值比率				
少数股东损益	12	13	15	17	P/E	25.7	24.3	21.4	18.3
归属母公司净利润	6,403	6,756	7,669	8,977	P/B	5.9	5.4	4.9	4.4
EPS（元）	1.05	1.11	1.26	1.48	EV/EBITDA	35.6	33.1	28.8	24.7

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



## 分析师简介

徐鸿飞，中国人民大学本硕，2016 年 7 月加入联讯证券，现任食品饮料分析师，证书编号：S0300518090001。

## 研究院销售团队

北京	周之音	010-66235704	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

## 分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



## 免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

## 联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层  
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：[www.lxsec.com](http://www.lxsec.com)