



2019-03-01

公司点评报告

买入/维持

伊利股份(600887)

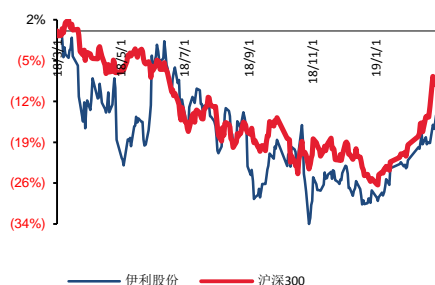
目标价: 36.00

昨收盘: 27.04

日常消费 食品、饮料与烟草

## 伊利股份年报点评：单四季度略超预期，2019 年收入继续高增长

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	6,078/6,040
总市值/流通(百万元)	164,353/163,316
12 个月最高/最低(元)	32.41/21.04

### 相关研究报告：

伊利股份(600887)《伊利股份三季报点评：收入符合预期，利润恢复增长》  
--2018/10/31

伊利股份(600887)《伊利股份中报点评：收入增长符合预期，广告营销费用拖累利润》  
--2018/08/31

伊利股份(600887)《伊利股份业绩点评：收入持续高歌猛进，费用投入影响利润》  
--2018/05/01

### 证券分析师：黄付生

电话：010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030002

### 证券分析师：郑汉镇

电话：13028853033

E-MAIL: zhenghz@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518010003

**点评事件：**公司披露年报，2018 年总营收 795.53 亿元，同增 16.89%；主营收入 787.21 亿元，同增 17.8%；归母净利 64.40 亿元，同增 7.31%；扣非净利 58.78 亿元，同增 10.32%；每股收益 1.06 元，派现 0.70 元。单四季度总营收 182.26 亿元，同增 16.93%；主营收入 181.30 亿元，同增 17.57%；归母净利 13.92 亿元，同增 30.87%。全年毛利率 37.8%，同比提升 0.32pct；净利率 8.17%，同比下降 0.72pct。单四季度销售毛利率 38.34%，同比/环比提升 3.21pct/2.54pct；销售净利率 7.70%，同比/环比提升 0.8pct/0.23pct。

### 全年收入增长符合预期，单四季度毛利率超预期，年初目标超额完成

单四季度收入继续高增长，全年收入增长符合预期。主营业务和产品量价齐升：销量增长 11.0%，价格提升 1.2%。同时产品结构升级继续贡献收入增量约 5.6%。金典、安慕希等重点产品的收入增长 34.3%，大幅领先；而新品销售收入占比为 14.8%，同比提升 5.6pct。同时，有机产品快速增长，进口液奶产品相继上市，也成为结构升级的重点。全年来看，液体乳/奶粉/冷饮的同比增速分别为 17.8%/25.1%/8.5%。液体乳收入占比 83.4%，同比基本持平；奶粉的增长超预期，销量(+15.8%)和结构升级(+11.0%)是主因，婴幼儿奶粉和高端产品的市场份额有所提升；冷饮的增长低于市场的预期。

盈利能力方面，全年毛利率略升。其中液体乳大体持平，结构升级和原材料价格上涨形成对冲。奶粉、冷饮的毛利率分别提升 0.83pct、1.98pct。单四季度的毛利率超市场预期，主要两方面的原因：第一、春节靠前导致四季度的高端产品销量较好，相比 2017 年同期产品结构更好，高毛利的产品占比更高；第二、四季度原奶类的产品因为奶源偏紧，促销买赠减少。毛利率提升带动净利润同比高增长(+30.87%)，全年利润和 EPS 略超三季报后市场的预期。

2018 年实现收入 796 亿元、利润总额 76 亿元，均超额完成年初目标。从市场份额来看，常温/低温/婴幼儿奶粉的市场占有率分别提升了 2.3pct/0.5pct/0.6pct。销售费用率 24.9%，同比提升 2.1pct，主要是增加了市场费用和广告营销的投入。受此影响，净利率同比下降 0.72pct。

### 经营性净现金流良性增长，资本开支立足长远，龙头优势更加突显

公司 2018 年经营性净现金流 86.25 亿元，增长良好。同时，2018 年资本开支高达 50.91 亿元，除了购置办公楼，主要都是围绕生产线和业务拓展的投入。目前公司的产能利用率较高，新产能项目的投入与未来几年的增长目标相匹配。布局新业务和海外市场立足长远，根据公司 2019 年度的经营方针和投资计划，将继续投资 25.38 亿元。

目前看，渗透率（82.3%，同比+2.2pct）、终端网点（175 万，同比+23.2%）以及电商渠道（+61%）、母婴渠道（+32%）、便利店（+3.7pct）各渠道的增长都突显出伊利在渠道方面的优势。叠加优质奶源的控制，人才梯度的建设，三四线城市和县乡镇一级的率先布局等等，伊利的龙头优势更加突显。

根据公司的战略目标，今年新增收入 100 亿元，明年争取五强千亿的跨越，未来有望再上一个台阶。

### 展望 2019 年和未来：收入继续高增长，2020 年净利率有望迎来拐点

2019 年乳制品行业整体的增速有可能放缓，为了维持收入的高增长，继续提升市场地位和市场份额，拉开与主要竞争对手的差距，伊利将继续加大基础工作的投入、硬件的投入、产能项目的投入和创新研发。同时，新业务在早期对收入、利润的贡献有限，但增加了分摊成本。此外，拓展新业务和搭建新的事业部也会增加一定的管理费用。短期来看，销售费用会保持在高位，研发、管理费用和财务费用有可能会提升，利润会有一定的压力。

伊利 2019 年的经营计划是实现总营收 900 亿元，利润总额 76 亿元。收入新增 100 亿元，利润与 2018 年大致持平。考虑伊利目前的市场策略和总体布局，结合其核心品牌和产品的发展状况，以及近两个月来真实的销售情况，我们认为全年实现 900 亿元收入目标的概率较大。而综合考虑成本、投入、盈利能力的变化等，我们判断净利率有望持平或略降，全年利润总额有望超额完成全年目标。2020 年在增速要求下降且新业务、新团队逐渐发挥作用的基础上，净利率有望迎来向上的拐点。

**盈利预测与评级：**

结合 2018 年报、2019 年的业绩指引以及市场实际的情况，我们测算公司 2019-2021 年收入增速分别为 14%、11%、10%；利润增速分别为 13%、16%、15%；对应的 EPS 分别为 1.20、1.40、1.60。

在市场慢慢接受了伊利收入增长领先于利润增长，侧重市场份额提升的经营思路之后，关键看公司市场策略的执行情况和效果。目前来看状况属于良好，公司五强千亿的目标有望顺利实现，龙头优势越来越突显。因此，在给估值的时候会有一定的溢价。按照 2019 年的业绩，我们给 30 倍 PE，短期目标价 36.00 元，买入评级。

**风险提示：**原材料价格波动；销售环境恶化；食品安全问题等。

**■ 主要财务指标**

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	79553	90789	100776	110854
净利润(百万元)	6440	7305	8498	9737
摊薄每股收益(元)	1.06	1.20	1.40	1.60

资料来源：Wind，太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com



## 研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。