

## 消费升级与娱乐研究中心

## 伊利股份(600887.SH) 买入(维持评级)

## 公司点评

市场价格(人民币): 28.56元

## 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	6,039.79
总市值(百万元)	161,860.54
年内股价最高最低(元)	31.71/21.04
沪深300指数	3678.39
上证指数	2953.82



## 相关报告

- 《利润略超预期，19年费用率有望下行-公司点评》，2019.2.28
- 《东南亚加速布局，预计国际并购进入加速期-2018年伊利收购泰...》，2018.12.1
- 《Q3收入略低于预期，原奶走高压制毛利率-伊利股份2018年三...》，2018.10.31
- 《18H1收入超预期，费用率高企影响净利润-伊利股份18H1中...》，2018.8.31
- 《液体乳收入高歌猛进，全年实现目标增长无忧-伊利股份公司点评》，2018.4.27

寇星

 联系人  
 kouxing@gjzq.com.cn

唐川

 分析师SAC执业编号: S1130517110001  
 tangchuan@gjzq.com.cn

## 收购创造协同价值，收入端有望进一步提振

## 公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.987	1.059	1.203	1.397	1.603
每股净资产(元)	4.13	4.59	5.10	5.79	6.70
每股经营性现金流(元)	1.15	1.42	1.81	1.98	2.25
市盈率(倍)	32.61	21.60	23.74	20.44	17.82
净利润增长率(%)	5.99%	7.31%	13.53%	16.17%	14.72%
净资产收益率(%)	23.90%	23.07%	23.61%	24.12%	23.94%
总股本(百万股)	6,078.49	6,078.13	6,078.13	6,078.13	6,078.13

来源:公司年报、国金证券研究所

## 事件:

- 公司公告，公司通过旗下全资子公司收购新西兰 Westland Co-Operative Dairy Company Limited (中文简称“韦斯特兰合作乳业”) 100%的股权，交易对价每股 3.41 新西兰元，股权总对价不超过 2.46 亿新西兰元 (折合人民币 11.34 亿元)。

## 事件点评

- 并购将一定程度为公司创造国内外奶源协同价值，有利于控制原料成本。韦斯特兰乳业成立于 1937 年，是一家由新西兰当地奶农组成的合作社，奶农持有该公司股份。该公司主要生产和销售奶粉、黄油、蛋白粉、高温灭菌产品和婴幼儿配方基粉等多种乳制品。韦斯特兰合作乳业公司是新西兰第二大乳业合作社，其原奶供应量占新西兰原奶供应总量约 4%。并购一方面可以与公司现有新西兰工厂形成管理、供应链方面协同，提高管理效率，另一方面在国内原奶价格持续位于高位趋势下 (3 月第一周全国十省生鲜乳平均价 3.61 元/公斤，同比+4.6%)，并购新西兰奶源有利于与国内奶源形成互补，在伊利低端酸奶、成人粉等方面可提供协同价值，有利于控制原料成本。
- 渠道资源有望协同，并表收入有望增加。韦斯特兰合作乳业公司旗下产品销往 40 多个国家，通过收购该公司，公司可以将旗下产品通过既定渠道进行铺货，形成全球市场辐射，更便于拓展海外业务。另外拟并购公司 2018 年 1-7 月份实现收入 6.93 亿新西兰元 (折合人民币 31.8 亿元)，净利润 56 万新西兰元 (折合人民币 257.4 万元)。根据公告若并购成功则导致公司合并报表范围发生变化，预计将带来一定收入和利润贡献。不过根据拟收购公司财务表现来看，预计合并报表收入端将有一定提振，但利润端增加将有限。
- 伴随东南亚布局后，公司国际并购节奏继续加快。伴随公司 2018 年宣布收购巴基斯坦 Fauji Foods Limited 不超过 51% 的有表决权股份及控制权，仅过 4 个月宣布布局泰国冰淇淋业务后，2019 年又开始了国际上游奶源并购步伐。这符合我们前期报告中对公司 2019 年奶源可能性扩张的判断。2019 年伊利进一步优化成本端的同时，扩大海外收入规模，为实现千亿规划做准备。公司国际并购节奏已呈加快趋势，预计未来还将有更多并购事件发生。

## 盈利预测

- 预计 2019-2021 年营业总收入分别为 898.2 亿/1002.9 亿/1108.2 亿，同比+12.9%/+11.7%/+10.5%，归母净利分别为 73.1 亿/84.9 亿/97.4 亿，同比+13.5%/+16.2%/+14.7%，对应 EPS 分别为 1.20 元/1.40 元/1.60 元，目前股价对应 19/20/21 年 PE 分别为 24X/20X/18X，维持“买入”评级。

## 风险提示

- 原奶价格过高/费用率提升风险/行业竞争加剧

## 附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>主营业务收入</b>	<b>60,609</b>	<b>68,058</b>	<b>79,553</b>	<b>89,822</b>	<b>100,294</b>	<b>110,818</b>
增长率	12.3%	16.9%	12.9%	11.7%	10.5%	
<b>主营业务成本</b>	<b>-37,427</b>	<b>-42,363</b>	<b>-49,106</b>	<b>-55,989</b>	<b>-62,319</b>	<b>-68,630</b>
%销售收入	61.8%	62.2%	61.7%	62.3%	62.1%	61.9%
<b>毛利</b>	<b>23,182</b>	<b>25,696</b>	<b>30,447</b>	<b>33,834</b>	<b>37,975</b>	<b>42,188</b>
%销售收入	38.2%	37.8%	38.3%	37.7%	37.9%	38.1%
营业税金及附加	-420	-512	-531	-629	-702	-776
%销售收入	0.7%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	-14,114	-15,522	-19,773	-21,917	-24,371	-26,818
%销售收入	23.3%	22.8%	24.9%	24.4%	24.3%	24.2%
管理费用	-3,457	-3,108	-2,980	-3,144	-3,520	-3,915
%销售收入	5.7%	4.6%	3.7%	3.5%	3.5%	3.5%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>5,191</b>	<b>6,554</b>	<b>7,164</b>	<b>8,144</b>	<b>9,381</b>	<b>10,679</b>
%销售收入	8.6%	9.6%	9.0%	9.1%	9.4%	9.6%
财务费用	-24	-113	60	171	264	387
%销售收入	0.0%	0.2%	-0.1%	-0.2%	-0.3%	-0.3%
资产减值损失	-46	-51	-76	-12	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	399	135	261	300	350	400
%税前利润	6.0%	1.9%	3.4%	3.5%	3.5%	3.5%
<b>营业利润</b>	<b>5,524</b>	<b>7,116</b>	<b>7,691</b>	<b>8,603</b>	<b>9,994</b>	<b>11,465</b>
营业利润率	9.1%	10.5%	9.7%	9.6%	10.0%	10.3%
营业外收支	1,108	-42	-113	10	10	10
<b>税前利润</b>	<b>6,632</b>	<b>7,074</b>	<b>7,578</b>	<b>8,613</b>	<b>10,004</b>	<b>11,475</b>
利润率	10.9%	10.4%	9.5%	9.6%	10.0%	10.4%
所得税	-963	-1,071	-1,126	-1,292	-1,501	-1,721
所得税率	14.5%	15.1%	14.9%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	5,669	6,003	6,452	7,321	8,504	9,754
少数股东损益	7	2	12	10	10	10
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>5,662</b>	<b>6,001</b>	<b>6,440</b>	<b>7,311</b>	<b>8,494</b>	<b>9,744</b>
净利率	9.3%	8.8%	8.1%	8.1%	8.5%	8.8%

13.5% 16.2% 14.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>净利润</b>	<b>5,669</b>	<b>6,003</b>	<b>6,452</b>	<b>7,321</b>	<b>8,504</b>	<b>9,754</b>
少数股东损益	7	2	12	10	10	10
非现金支出	1,599	1,475	1,672	1,779	2,045	2,322
非经营收益	-406	80	-30	-224	-294	-365
营运资金变动	5,897	-571	518	2,124	1,796	1,979
<b>经营活动现金净流</b>	<b>12,759</b>	<b>6,987</b>	<b>8,613</b>	<b>11,000</b>	<b>12,051</b>	<b>13,689</b>
资本开支	-3,396	-3,279	-5,043	-3,593	-3,583	-3,584
投资	159	-30	-176	-100	-100	-100
其他	-6	192	-154	300	350	400
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-3,243</b>	<b>-3,117</b>	<b>-5,374</b>	<b>-3,393</b>	<b>-3,333</b>	<b>-3,284</b>
股权募资	0	218	18	0	0	0
债权募资	-6,038	7,710	-6,337	-436	-242	-384
其他	-2,541	-4,273	-4,123	-4,344	-4,321	-4,300
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-8,579</b>	<b>3,655</b>	<b>-10,442</b>	<b>-4,780</b>	<b>-4,562</b>	<b>-4,684</b>
<b>现金净流量</b>	<b>936</b>	<b>7,525</b>	<b>-7,203</b>	<b>2,827</b>	<b>4,156</b>	<b>5,722</b>

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>货币资金</b>	<b>13,824</b>	<b>21,823</b>	<b>11,051</b>	<b>13,878</b>	<b>18,034</b>	<b>23,756</b>
应收账款	725	994	1,437	1,472	1,643	1,816
存货	4,326	4,640	5,507	5,369	5,464	5,453
其他流动资产	1,318	2,388	6,461	6,680	6,870	7,059
<b>流动资产</b>	<b>20,193</b>	<b>29,846</b>	<b>24,455</b>	<b>27,399</b>	<b>32,011</b>	<b>38,084</b>
%总资产	51.4%	60.5%	51.4%	52.2%	54.5%	57.5%
长期投资	2,243	2,417	2,740	2,840	2,940	3,040
固定资产	14,533	15,158	17,374	19,121	20,593	21,790
%总资产	37.0%	30.7%	36.5%	36.4%	35.1%	32.9%
无形资产	1,111	594	708	797	874	950
非流动资产	19,070	19,455	23,151	25,088	26,737	28,110
%总资产	48.6%	39.5%	48.6%	47.8%	45.5%	42.5%
<b>资产总计</b>	<b>39,262</b>	<b>49,300</b>	<b>47,606</b>	<b>52,487</b>	<b>58,748</b>	<b>66,194</b>
<b>短期借款</b>	<b>150</b>	<b>7,884</b>	<b>1,556</b>	<b>1,157</b>	<b>916</b>	<b>532</b>
应付款项	11,837	12,864	14,635	16,226	18,079	19,932
其他流动负债	2,920	3,102	2,980	3,639	4,039	4,517
流动负债	14,907	23,850	19,171	21,022	23,034	24,982
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	1,119	210	398	361	361	361
<b>负债</b>	<b>16,026</b>	<b>24,061</b>	<b>19,569</b>	<b>21,383</b>	<b>23,395</b>	<b>25,343</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>23,082</b>	<b>25,103</b>	<b>27,916</b>	<b>30,972</b>	<b>35,211</b>	<b>40,700</b>
少数股东权益	154	136	122	132	142	152
<b>负债股东权益合计</b>	<b>39,262</b>	<b>49,300</b>	<b>47,606</b>	<b>52,487</b>	<b>58,748</b>	<b>66,194</b>

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.934	0.987	1.059	1.203	1.397	1.603
每股净资产	3.806	4.130	4.593	5.096	5.793	6.696
每股经营现金净流	2.104	1.149	1.417	1.810	1.983	2.252
每股股利	0.600	0.700	0.700	0.700	0.700	0.700
<b>回报率</b>						
净资产收益率	24.53%	23.90%	23.07%	23.61%	24.12%	23.94%
总资产收益率	14.42%	12.17%	13.53%	13.93%	14.46%	14.72%
投入资本收益率	18.97%	16.25%	19.31%	21.39%	21.92%	21.88%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	1.25%	12.29%	16.89%	12.91%	11.66%	10.49%
EBIT增长率	14.78%	22.24%	6.18%	20.89%	15.19%	13.83%
净利润增长率	36.91%	5.99%	7.31%	13.53%	16.17%	14.72%
总资产增长率	-0.93%	25.57%	-3.44%	10.25%	11.93%	12.68%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	3.4	3.6	4.3	5.0	5.0	5.0
存货周转天数	43.8	38.6	37.7	35.0	32.0	29.0
应付账款周转天数	62.6	60.3	59.8	60.0	60.0	60.0
固定资产周转天数	79.1	71.1	67.4	62.7	57.9	53.0
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-58.85%	-55.22%	-33.87%	-40.90%	-48.42%	-56.85%
EBIT利息保障倍数	217.4	55.9	-111.8	-47.6	-35.5	-27.6
资产负债率	40.82%	48.80%	41.11%	40.74%	39.82%	38.29%

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	20	31	35	78
增持	1	14	15	18	27
中性	0	2	5	6	10
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>1.50</b>	<b>1.50</b>	<b>1.49</b>	<b>1.51</b>	<b>1.41</b>

来源：贝格数据

**历史推荐和目标定价(人民币)**

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-08-31	买入	22.54	N/A
2	2017-10-31	买入	30.36	N/A
3	2017-12-21	买入	33.13	N/A
4	2018-04-27	买入	29.20	N/A
5	2018-08-31	买入	26.08	N/A
6	2018-10-31	买入	21.37	N/A
7	2018-12-01	买入	23.83	N/A
8	2019-02-28	买入	26.63	N/A

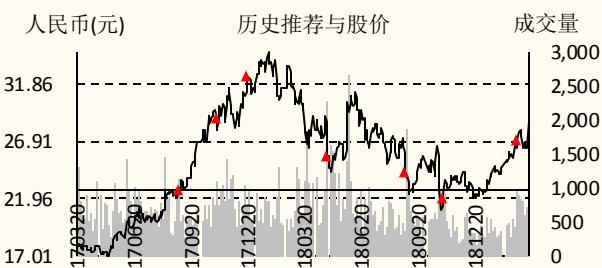
来源：国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性  
3.01~4.0 = 减持


**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15% 以上；  
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5% 以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH