

主业稳步增长，差异化竞争拓宽护城河

——伊利股份（600887）2019Q1 财报点评

2019年05月17日

强烈推荐/维持

伊利股份

财报点评

投资要点：

- **事件：**4月25日，伊利股份发布一季度报告。2019Q1 实现营业收入 230.77 亿元，同比增长 17.89%，归母净利润 22.76 亿元，同比增长 8.36%，增长基本符合预期。
- **公司营收继续稳步增长，奶粉业务贡献率提升。**2019Q1 公司实现营业收入 230.77 亿元，同比增长 17.89%，略超预期，其中液体乳产品、奶粉及奶制品、冷饮产品分别实现营收 189.59 亿元、25.52 亿元、15.00 亿元，奶粉继续维持了 18 年的强劲增长态势，占比提升，公司 3 月份收购新西兰奶粉生产销售企业韦斯特兰合作乳企，未来奶粉业务有望进一步提升。2018 年底公司增加冷饮生产储备，一季度冷饮产品占比环比上行。区域方面，华北销售情况继续优于华南，华南销售份额下降，华北销售占比 30.3%，较 18 全年上升 0.29pct，华南销售占比 23.62%，较 18 全年下降 3.12pct。
- **毛利率水平创新高，持续优化产品结构，拓宽产品矩阵。**2019Q1 生鲜乳供应偏紧，生鲜乳价格小幅上涨，自 2018 年 8 月以来生鲜乳价格连续上涨，累计涨幅达到 7.0%。在原材料成本承压的背景下，一季度公司毛利率达 39.9%，同比上涨 1.1pct。毛利率的上行主要来自于产品结构的优化调整，奶粉业务毛利较高、营收增速最快，其销售占比的上升有效拉动整体毛利率上行。同时，在液态奶的产品品类中，金典有机常温奶等作为高端产品市场份额提升，产品高端化也带动整体毛利率的上涨。**公司产品矩阵不断拓宽，公司自 2018 年底陆续推出多款高毛利新品**，如高端产品金典娟姗奶、乳酸菌饮料伊然、妙芝奶酪等，随着新品逐渐打开市场，未来将进一步巩固营收增长，并推升毛利率。
- **费用投入平稳缓和，研发投入大幅提升助力新产品推出。**2019 年一季度公司销售费用率 24.1%，同比上行 1.1pct，较 18 年下半年两季度水平稳中有降，费用依然主要来自于线上广告营销，线下销售费用投入；管理费用率 4.1%，同比上行 0.2pct，其中研发费用 9238.26 万元，同比上升 252.85%，主要系一季度公司调研、试验、设计费用投入增加所致；财务费用率 -0.5%，财务费用减少的主要原因为利息收入的减少，伊利财务有限公司存放同业款项减少使得利息收入减少。受益于毛利率的小幅上行以及良好的费用控制，公司一季度净利率 9.9%，环比上升 2.2pct，同比下降 0.9pct，净利率表现较符合预期。公司扣非后归母净利润 21.82 亿元，同比上升 9.2%。**公司其他应付款及其他流动负债大幅增加。**一季度公司其他应付款 57.84 亿元，较 18 年底增加 373.74%，主要系利润分配预案通过股东大会批准，应付股利增加；其他流动负债 30.13 亿元，较 18 年底有较大幅度增加，主要系公司发行超短期融资券。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	68058.17	79553.28	92517.38	106974.8	128452.3
增长率(%)	12.29%	16.89%	16.30%	15.63%	20.08%
净利润(百万元)	6002.81	6452.00	7171.03	8107.21	9333.56
增长率(%)	5.89%	7.48%	11.14%	13.06%	15.13%
净资产收益率(%)	23.90%	23.07%	23.73%	24.53%	25.70%
每股收益(元)	0.99	1.06	1.17	1.33	1.53
PE	30.30	28.30	25.55	22.60	19.63
PB	7.26	6.53	6.06	5.54	5.04

资料来源：公司财报、东兴证券研究所（股价为 2019 年 4 月 29 日收盘价）

刘畅

010-66554017

liuchang_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517120001

交易数据

52 周股价区间(元)	31.4-27.57
总市值(亿元)	1914.35
流通市值(亿元)	1902.31
总股本/流通 A 股(万股)	609666/605832
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	0.89

52 周股价走势图



资料来源：Wind，东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《伊利股份（600887）2018 年度财报点评：Q4 超预期，伊利横向扩品持续打开天花板》2019-02-28
- 2、《伊利股份（600887）事件点评：风吹草动不改伊利扩张》2018-12-12
- 3、《伊利股份（600887）：费用收缩，盈利向好，伊利基本面持续改善》2018-11-01
- 4、《伊利股份（600887）：风物长宜放眼量，费用端承压不改伊利长期投资逻辑》2018-09-03

- **公司积极布局上游标的并通过收购辐射全球业务。**公司以超 11 亿元人民币收购新西兰第二大乳业合作社韦斯特兰合作乳企的 100% 股权，该标的旗下产品销往全球 40 多个国家，有助于公司拓展海外业务。更重要的是，标的原奶供应量占新西兰原奶供应总量的 4%，可以有效的帮助公司获取更优质、稳定的新西兰奶源，是公司布局上游奶源的一重大举措。**我们再次强调未来两年两家寡头企业将会加速挤占常温奶剩余 10%-15% 的市场份额，这也给同品的扩张和低温奶的发展拉开空间和时间。在低温趋势下，下游乳企对上游奶源牧场的需求将进一步加大，布局上游牧场至关重要。**
- **盈利预测与评级：**鉴于公司稳定的业绩增长、大规模股权激励彰显的信心，我们预期公司 19/20/21 年收入分别实现 925.17/1069.75/1284.52 亿，同比增长 16%/16%/20%，净利润分别实现 71.71/81.07/93.34 亿，同比增长 11%/13%/15%。考虑到龙头的成长稳定性带来的估值溢价，19 年上调估值至 30X，对应目标价 35.4 元，上行空间 15%，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**1、食品安全控制风险；2、原材料价格波动风险

公司盈利预测表

资产负债表		单位:百万元					利润表		单位:百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		
流动资产合计	29846	24455	38085	43514	51416	营业收入	68058	79553	92517	106975	128452		
货币资金	21823	11051	23129	26744	32113	营业成本	42362	49106	56653	64884	77304		
应收账款	786	1101	1344	1632	2058	营业税金及附加	512	531	556	707	866		
其他应收款	45	68	79	91	110	营业费用	15522	19773	23110	27256	33873		
预付款项	1192	1460	2026	2675	3448	管理费用	3317	2980	3119	3823	4498		
存货	4640	5507	6208	7039	8303	财务费用		-60	110	120	130		
其他流动资产	1007	5000	5000	5000	5000	资产减值损失	50.62	75.66	79.44	83.41	66.73		
非流动资产合计	19455	23151	22358	21961	21520	公允价值变动收益	0.00	0.23	0.00	0.00	0.00		
长期股权投资	1765	1909	1528	1222	978	投资净收益	134.68	260.91	255.69	237.80	190.24		
固定资产	13256	14688	15281	15264	14989	营业利润	7116	7691	9147	10341	11905		
无形资产	514	639	575	511	447	营业外收入	85.60	34.82	0.00	0.00	0.00		
其他非流动资产	725	1718	1222	1246	1271	营业外支出	127.54	148.02	0.00	0.00	0.00		
资产总计	49300	47606	60444	65475	72936	利润总额	7074	7578	9147	10341	11905		
流动负债合计	23850	19171	29493	31737	35951	所得税	1071	1126	1976	2234	2571		
短期借款	7860	1523	11522	12472	14642	净利润	6003	6452	7171	8107	9334		
应付账款	7254	8839	9313	10666	12707	少数股东损益	2	12	13	15	16		
预收款项	4126	4401	4401	4401	4401	归属母公司净利润	6001	6440	7158	8092	9317		
一年内到期的非流动负债	24	33	0	0	0	EBITDA	9152	9845	11213	12886	14692		
非流动负债合计	211	398	121	60	30	EPS (元)	0.99	1.06	1.17	1.33	1.53		
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率							
应付债券	0	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		
负债合计	24061	19569	29613	31798	35981	成长能力							
少数股东权益	136	122	135	150	166	营业收入增长	12.29%	16.89%	16.30%	15.63%	20.08%		
实收资本(或股本)	6078	6078	6097	6097	6097	营业利润增长	28.90%	8.08%	18.93%	13.06%	15.13%		
资本公积	2766	2841	2841	2841	2841	归属于母公司净利润增长	11.15%	7.31%	11.15%	13.06%	15.14%		
未分配利润	14110	15673	14957	14148	13216	获利能力							
归属母公司股东权益	25103	27916	30161	32994	36255	毛利率(%)	0.00%	37.82%	38.77%	39.35%	39.82%		
负债和所有者权益	49300	47606	60444	65475	72936	净利率(%)	8.82%	8.11%	7.75%	7.58%	7.27%		
现金流量表		单位:百万元					总资产净利润(%)						
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE(%)							
经营活动现金流	7006	8625	7799	9979	11509	偿债能力							
净利润	6003	6452	7171	8107	9334	资产负债率(%)	49%	41%	49%	49%	49%		
折旧摊销	1922.7	2214.34	0.00	2425.18	2657.00	营运能力							
财务费用	113	-60	110	120	130	总资产周转率	1.54	1.64	1.71	1.70	1.86		
应收账款减少	0	0	-243	-288	-426	应收账款周转率	100	84	76	72	70		
预收帐款增加	0	0	0	0	0	应付账款周转率	9.72	9.89	10.19	10.71	10.99		
投资活动现金流	-3117	-5374	-1031	-1880	-2098	每股指标(元)							
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.99	1.06	1.17	1.33	1.53		
长期股权投资减少	0	0	548	372	304	每股净现金流(最新摊薄)	1.31	-1.23	1.98	0.59	0.88		
投资收益	135	261	256	238	190	每股净资产(最新摊薄)	4.13	4.59	4.95	5.41	5.95		
筹资活动现金流	4053	-10749	5310	-4485	-4041	估值比率							
应付债券增加	0	0	0	0	0	P/E	30.30	28.30	25.55	22.60	19.63		
长期借款增加	0	0	0	0	0	P/B	7.26	6.53	6.06	5.54	5.04		
普通股增加	14	0	19	0	0	EV/EBITDA	18.40	17.56	15.28	13.09	11.26		
资本公积增加	289	76	0	0	0								
现金净增加额	7942	-7498	12078	3614	5369								

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

刘畅

东兴证券研究所大消费组长、首席分析师。先后职于天风证券研究所、东方基金、泰达宏利基金。杜伦大学金融学一等学位，北京航空航天大学工学、法学双学位。2017年11月加入东兴证券研究所，负责食品饮料、商贸零售、社会服务、轻工造纸、农林牧渔、纺织服装的研究工作。2018年获得万得wind平台综合影响力第一名，万得wind食品饮料最佳分析师第三名，同花顺ifind食品饮料最佳分析师第二名。

单击此处输入文字。

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。

单击此处输入文字。

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。