

2019年08月29日

竞争态势短期波动，风物长宜放眼量 买入（维持）

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	79,553	89,286	98,773	107,830
同比（%）	16.9%	12.2%	10.6%	9.2%
归母净利润（百万元）	6,440	6,960	7,509	8,276
同比（%）	7.3%	8.1%	7.9%	10.2%
每股收益（元/股）	1.06	1.14	1.23	1.36
P/E（倍）	27.55	25.49	23.63	21.44

事件

公司发布2019年中报，19H1实现营收450.7亿元(+12.8%)，归母净利37.8亿元(+9.7%)，扣非净利35.2亿元(+9%)。19Q2实现营收219.4亿元(+8.7%)，归母净利15.05亿元(+11.8%)，扣非净利13.4亿元(+8.7%)。

投资要点

- 品类均衡发展年，渠道下沉布局时。**19H1实现营收450.71亿元(+12.84%)，其中19Q2实现营收219.41亿元(+8.67%)，主要是行业竞争加剧，行业增速放缓影响，我们测算Q2销量对增速贡献6-7%，产品结构贡献3-4%，因行业促销加剧，单价导致增速下降1-2%。**1) 分产品看**，19Q2液体乳收入171.8亿元，收入占比较19Q1降低3.6pct，略低于预期，尼尔森数据显示19H1常温液态奶/低温液态奶/奶粉市占率分别同增2.4/-1.1/0.6%，其中低温份额下滑主要受各区域低温增速放缓、竞争加剧影响。公司通过推出金典娟姗纯牛奶等产品继续优化产品结构，降低成本上涨压力，有机乳品收入同增13.8%。**2) 分区域看**，华北华南地区收入占比较18年分别下降1.7/2.0pct，预计与部分地区竞争态势加剧有关。凯度数据显示，公司三、四线城市渗透率同比上升2.3pct至86.2%，电商收入同增32%亦导致应收账款账期略有增长。
- 两强竞争未有放缓，成本掌控力将成为长期支撑。**从收入增速看，伊利19H1重点产品销售收入同增30%，测算其中金典/安慕希/金领冠增速约17/20/30%。蒙牛19H1特仑苏/纯甄/纯奶/真果粒增速分别为20%+/24%+/19%+/10%+。19H1伊利毛利率38.58%(-0.09pct)，其中19Q2毛利率37.13%(-1.42pct)，主要为上游成本端温和上涨压力和下游竞争格局变化、买赠促销加剧的影响，结合我们草根调研来看增值税利好基本返利促销。19H1销售费用率24.63%(-0.83pct)，主要是广告费用基本持平保持高位，规模效应带动费用率下降。两强竞争态势或有加剧，**1) 从电视冠名投放看**，安慕希继续独家冠名《奔跑吧3》，金典冠名《歌手第三季》、《最强大脑2》；而蒙牛的特仑苏则借势湖南卫视《声入人心》及《向往的生活3》继续强化产品高端形象，纯甄赞助《创造营2019》等，营销声势加码；**2) 从终端促销看**，结合我们草根调研看，5月开始蒙牛买赠现象增加，促销力度大，配合广告宣传，特仑苏实现高增速。我们认为短期内竞争态势改善有限，成本控制主要靠上游原奶成本，国内优然收购赛科星，海外布局新西兰，叠加长期的奶农合作关系（供应链金融+技术辅导），上游布局不断加码，我们仍坚定看好伊利成本管理力及业绩改善空间。
- 人员扩容、薪酬激励致短期成本上升，长期趋势不改。**管理费用率(含研发费用)4.7%(+1.2pct)，主要是员工薪酬增加4亿元，我们预计主要为**1) 18H2新增康饮、奶酪事业部后员工招聘增加导致成本上升，海外**

证券分析师 杨默曦

执业证号：S0600518110001
021-60199793

yangmx@dwzq.com.cn

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002
010-66573632

mal@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	29.10
一年最低/最高价	20.12/34.66
市净率(倍)	6.98
流通A股市值(百万元)	176310.84

基础数据

每股净资产(元)	4.17
资产负债率(%)	51.03
总股本(百万股)	6097.13
流通A股(百万股)	6058.79

相关研究

- 《伊利股份(600887)：Q1收入超预期，品牌建设如期加码》
2019-04-26
- 《伊利股份(600887)：回购彰显信心，激励绑定利益》
2019-04-09
- 《伊利股份(600887)：收购新西兰乳业合作社，加码上游奶源》
2019-03-19

并购后人员增加成本，从经销商扩容上亦能有所验证（同比增加 1689 家至 12346 家）；
 2) 薪酬激励到位，我们预计为内部绩效考核达标，公司秉承着让员工分享发展红利的原则，扩大内部激励。目前，公司在回购完成后，股权激励方案如期推出，我们认为这有利于管理层和核心业务人员绑定利益，增强化发展动力。综上，19H1 实现净利率 8.45%(-0.3pct)，归母净利 37.8 亿元 (+9.7%)。

盈利预测与投资评级：预计 19-21 年收入分别为 892/988/1078 亿，同比+12/11/9%，考虑成本波动等因素影响，略调低盈利预测至 19-21 年归母净利分别为 70/75/83 亿，同比+8/8/10%；对应 EPS 分别为 1.14/1.23/1.36 元，当前股价对应 PE 为 25/24/21X，维持“买入”评级。

风险提示：食品安全风险，行业竞争加剧，原材料价格波动风险

表 1：伊利核心数据一览

单位：百万元	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2
营业收入	18,978	15,587	19,753	20,190	21,385	18,226	23,130	21,941
yoy	18.0%	8.0%	25.1%	14.0%	12.7%	16.9%	17.1%	8.7%
归母净利润	1,573	1,064	2,100	1,346	1,602	1,392	2,276	1,505
yoy	33.5%	-16.4%	21.1%	-17.5%	1.8%	30.9%	8.4%	11.8%
毛利率 (%)	37.45	35.13	38.80	38.54	35.80	38.34	39.95	37.13
期间费用率 (%)	28.36	29.54	26.78	31.27	27.74	30.63	28.09	29.98
其中：销售费用率 (%)	21.94	23.80	22.76	28.10	24.15	24.35	24.07	25.23
管理费用率 (%)	6.16	5.51	3.81	3.20	3.74	6.63	4.48	4.93
财务费用率 (%)	0.26	0.23	0.21	(0.03)	(0.15)	(0.35)	(0.45)	(0.18)
归母净利率 (%)	8.29	6.82	10.63	6.66	7.49	7.64	9.84	6.86
ROE	6.70	4.32	8.03	5.21	6.29	5.12	8.39	5.82
pct	1.10	-1.37	0.79	-1.65	-0.41	0.81	0.36	0.61
资产负债率 (%)	48.38	48.80	44.24	45.75	41.35	41.11	49.60	51.03
pct	5.50	7.99	2.89	-2.65	-7.02	-7.70	5.36	5.28
存货	3,473	4,640	4,243	4,011	3,186	5,507	5,286	5,316
较上年同比增减	331	314	-616	-275	-287	867	1,044	1,305
存货周转天数 (天)	33	38	33	32	28	37	35	35
较上年同比增减 (天)	-5	-5	-9	-6	-5	-1	2	3
应付账款及应付票据	7,905	7,469	7,798	9,139	9,087	9,116	9,756	10,570
较上年同比增减	1,175	379	1,136	1,515	1,183	1,647	1,957	1,431
预收账款	3,644	4,126	3,161	3,211	3,864	4,401	2,958	3,282
较上年同比增减	104	534	486	642	220	275	-203	70
经营性现金流净额	3,887	291	1,670	3,613	2,493	849	1,350	2,415
筹资性现金流净额	-293	1,110	-1,860	-6,670	-2,924	706	2,440	-3,197
资本开支	757	1,043	1,410	1,005	821	1,856	2,195	2,592

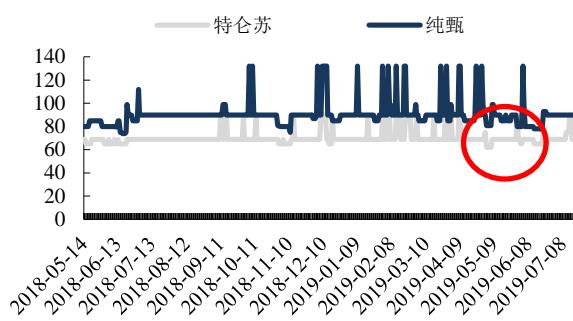
数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 2：分部收入拆分

单位：百万元	2013	2014	2015	2016	2017	2018	18H1	19H1
液体乳								
收入	37116	42406	47151	49522	55766	65679	31921	36143
YOY	15.0%	14.3%	11.2%	5.0%	12.6%	17.8%	20.5%	13.2%
占比	78.21%	77.90%	78.12%	83.07%	83.48%	83.43%	80.79%	80.19%
毛利率	26.09%	30.82%	34.08%	35.96%	35.17%	35.21%	35.95%	35.88%
奶粉及奶制品								
收入	5512	6013	6447	5456	6428	8045	3867	4384
YOY	22.9%	9.1%	7.2%	-15.4%	17.8%	25.1%	27.3%	13.4%
占比	11.62%	11.05%	10.68%	9.15%	9.62%	10.22%	9.79%	9.73%
毛利率	43.79%	45.62%	55.97%	56.17%	53.95%	54.78%	53.63%	52.01%
冷饮								
收入	4243	4284	4098	4194	4606	4997	3725	4300
YOY	-1.2%	1.0%	-4.3%	2.4%	9.8%	8.5%	14.9%	15.4%
占比	8.94%	7.87%	6.79%	7.04%	6.90%	6.35%	9.43%	9.54%
毛利率	32.78%	35.05%	36.32%	43.05%	43.08%	45.06%	46.14%	47.35%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 1：常温酸单品线上价格追踪



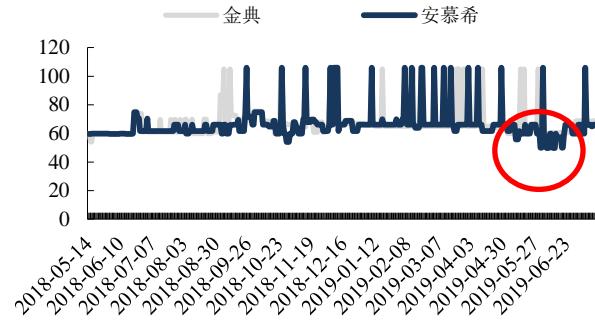
数据来源：淘宝网，东吴证券研究所

图 3：4月增值税下调后北京地区三元、伊利终端促销力度加大



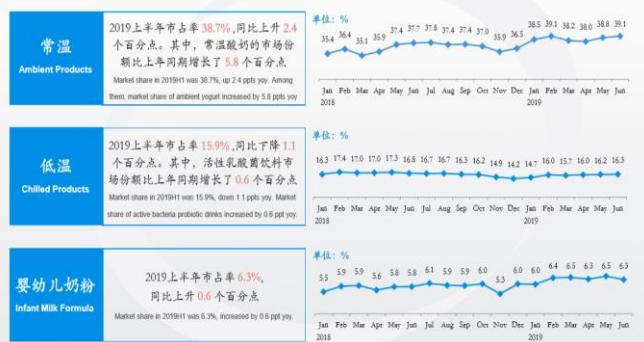
数据来源：商超调研，东吴证券研究所

图 2：高端液态奶线上价格追踪



数据来源：淘宝网，东吴证券研究所

图 4：伊利市场占常温奶/婴幼儿奶粉市占率稳步提升



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

伊利股份三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	24455	28728	32260	38812	营业收入	79553	89286	98773	107830
现金	11051	14889	17114	23305	减:营业成本	49106	55176	60761	66114
应收账款	1101	1017	1326	1232	营业税金及附加	531	598	662	722
存货	5507	5894	6661	7000	营业费用	19773	22232	24496	26957
其他流动资产	6796	6928	7159	7275	管理费用	2980	3527	4445	4852
非流动资产	23151	24193	24836	25072	财务费用	-60	-237	-242	-352
长期股权投资	1909	2111	2325	2559	资产减值损失	76	0	0	0
固定资产	14688	15982	16824	17204	加:投资净收益	261	245	258	278
在建工程	2687	2329	2047	1829	其他收益	0	0	0	0
无形资产	639	566	479	372	营业利润	7691	8234	8910	9813
其他非流动资产	3228	3205	3162	3107	加:营业外净收支	-113	-50	-80	-80
资产总计	47606	52921	57096	63884	利润总额	7578	8184	8830	9733
流动负债	19171	21747	22139	24623	减:所得税费用	1126	1216	1312	1446
短期借款	1523	1523	1523	1523	少数股东损益	12	9	10	12
应付账款	8839	9243	10670	10998	归属母公司净利润	6440	6960	7509	8276
其他流动负债	8808	10981	9947	12103	EBIT	7338	7888	8443	9219
非流动负债	398	404	403	401	EBITDA	8947	9407	10209	11213
长期借款	0	6	5	3					
其他非流动负债	398	398	398	398	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	19569	22151	22542	25024	每股收益(元)	1.06	1.14	1.23	1.36
少数股东权益	122	130	140	152	每股净资产(元)	4.58	5.03	5.64	6.35
归属母公司股东权益	27916	30640	34414	38707	发行在外股份(百万股)	6078	6097	6097	6097
负债和股东权益	47606	52921	57096	63884	ROIC(%)	21.0%	20.7%	19.8%	19.4%
					ROE(%)	23.0%	22.6%	21.8%	21.3%
					毛利率(%)	38.3%	38.2%	38.5%	38.7%
现金流量表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	销售净利率(%)	8.1%	7.8%	7.6%	7.7%
经营活动现金流	8625	10179	7870	11774	资产负债率(%)	41.1%	41.9%	39.5%	39.2%
投资活动现金流	-5374	-2317	-2152	-1951	收入增长率(%)	16.9%	12.2%	10.6%	9.2%
筹资活动现金流	-10749	-4025	-3493	-3632	净利润增长率(%)	7.3%	8.1%	7.9%	10.2%
现金净增加额	-7191	3838	2225	6191	P/E	27.55	25.49	23.63	21.44
折旧和摊销	1609	1520	1767	1994	P/B	6.36	5.79	5.16	4.58
资本开支	5091	841	429	2	EV/EBITDA	18.82	17.49	15.89	13.92
营运资本变动	518	2173	-915	2123					

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出自为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>