

重点单品驱动收入增长，净利润增速稳定

——半年报点评

核心观点：

1. 事件

伊利股份发布2019年上半年报。2019上半年公司实现营业总收入450.71亿元，同比增长12.84%，营业收入449.65亿元，同比增长13.58%；实现归母净利润37.81亿元，同比增长9.71%，扣非归母净利润35.19亿元，同比增长9%。

2. 我们的分析与判断

(一) 一、二季度公司净利润增速稳定

公司二季度单季收入同比增速低于一季度，净利润增速相对平稳。从单季度数据来看，一、二季度公司营业总收入分别为231.30、219.41亿元，同比增速分别为17.10、8.67%；营业收入分别为230.77、218.88亿元，同比增速分别为17.89、9.37%；归母净利润分别为22.76、15.05亿元，同比增速分别为8.36、11.83%；扣非归母净利润分别为21.82、13.37亿元，同比增速分别为9.20、8.69%。二季度收入增速相较一季度有所回落，但利润增速高于收入增速，一、二季度公司扣非归属净利润增速较为平稳。

19H1公司毛利率为38.58%，同比下降0.10PCT。其中19Q1、Q2毛利率分别为39.95、37.13%，同比分别变动1.15、-1.42PCT，毛利率下降主要体现在二季度。国内原料奶收购上涨和进口原辅料的价格上涨对成本构成一定压力。

19H1公司销售费率24.69%，同比下降1.00PCT，其中19Q1、Q2销售费用率分别为24.12、25.29，同比分别变动1.15、-3.06PCT。比较历年数据，公司销售费用投放节奏有一定变化，一季度成为2019上半年投放重点。19H1公司管理费率4.26%，同比增加0.73PCT，其中19Q1、Q2管理费用率分别为4.09、4.44%，同比分别变动0.24、1.22PCT。据披露，管理费用增加主要来自于本期职工薪酬的增加。预计全年管理费用率或小幅上升。

(二) 预收账款和现金流环比有所改善

相对19Q1，Q2公司预收账款同比增速转正、现金流相关指标有所回升，或显示出下游需求环比改善迹象。19Q2公司预收账款余额为32.82亿元，环比Q1增加3.24亿元，同比增长2.19%，相比一季度同比下滑6.43%，转为小幅正增长。公司Q2收到销售回款487.70亿元，经营性现金流量净额为37.65亿元，经营性现金流量净额/净利润的比例从19Q1的0.59提升至19Q2的0.99，去年Q2该比例为1.52。

伊利股份(600887.SH)

推荐 调高评级

分析师

周颖

电话：010-83571301

邮箱：zhouying_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511090001

朱艺泓

电话：010-83571395

邮箱：zhuyihong_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130518090001

市场数据

2019-08-30

A股收盘价(元)	28.65
A股一年内最高价(元)	34.66
A股一年内最低价(元)	20.60
上证指数	2886.24
市盈率	27.13
总股本(万股)	609712.51
实际流通A股(万股)	605879.17
限售的流通A股(万股)	3833.34
流通A股市值(亿元)	1735.84

相对上证指数表现图



资料来源：中国银河证券研究院

(三) 重点产品和新品收入快速增长，渠道份额稳步提升

2019 上半年，公司液体乳、奶粉及奶制品、冷饮产品系列业务分别实现收入 361.43、43.84、43.00 亿元，同比增长 13.23、13.36、15.43%，占到公司总收入的 80.19、9.73、9.54%。

对比销售终端数据：

2019 上半年，国内乳品市场整体呈现稳步发展，尼尔森零研数据显示，常温液态奶、低温液态奶和奶粉细分市场的零售额，分别比上年同期增长 3.0%、-0.7%、8.8%，其中，有机乳品细分市场零售额比上年同期增长 13.8%。

尼尔森零研数据显示，公司常温液态奶业务的市场零售额份额比上年同期提高了 2.4 个百分点，其中，常温酸奶的市场份额比上年同期增长了 5.8 个百分点。低温液态奶业务的市场零售额份额比上年同期下降了 1.1 个百分点，其中，活性乳酸菌饮料市场份额比上年同期增长了 0.6 个百分点。婴幼儿配方奶粉的市场零售额份额比上年同期提高了 0.6 个百分点。

可以看出，液体乳仍然是公司收入增长的重要动力，同时我们也看到，奶粉业务占比从 2016 年以来持续提升，重点产品与新品开发销售为收入增速主要贡献来源。报告期内，公司“金典”“安慕希”“畅轻”“每益添”“Joy Day”“金领冠”“巧乐兹”“甄稀”“畅意 100%”等重点产品销售收入比上年同期增长 30%。同期，公司新品销售收入占比 17.4%，比 2018 年提高了 2.6 个百分点，公司电商业务收入较上年同期增长 31.94%。

公司产品在国内市场的渗透能力继续增强，渠道份额稳步提升。凯度调研数据显示：截至 2019 年 6 月，公司常温液态类乳品的市场渗透率为 83.9%，比上年同期提升了 2.7 个百分点，其在三、四线城市的渗透率为 86.2%，比上年同期提升 2.3 个百分点。同时，伴随着海外市场的拓展步伐，公司渠道渗透能力的优势继续得以夯实。

3. 投资建议

预计公司 2019-2021 年度实现营业总收入 910.96、1031.03、1154.96 亿元，分别同比增长 14.51、13.18、12.02%，实现归母净利润 70.92、78.70、87.19 亿元，分别同比增长 10.13、10.97、10.78%，对应 2019-2021 年 EPS 分别为 1.16、1.29、1.43 元，目前价格对应 PE 倍数为 24、22、20 倍，调高至“推荐”评级。

4. 风险提示

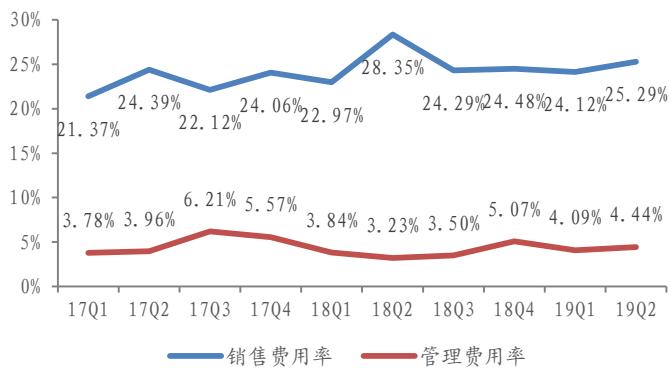
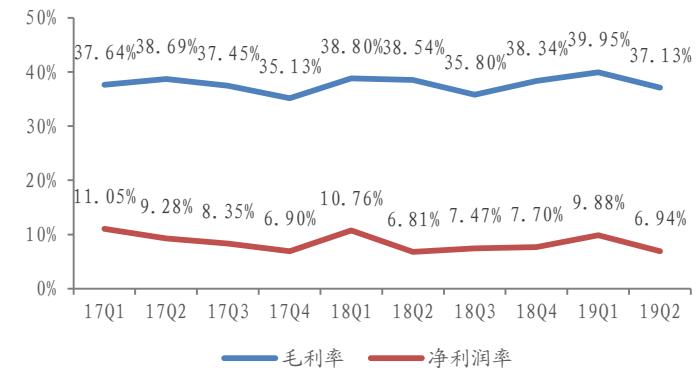
食品安全风险；下游需求疲软风险；渠道开拓不及预期风险。

附录

表 1: 公司主要财务指标及盈利预测

主要财务指标	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	60,609.22	68,058.17	79,553.28	91,096.46	103,102.97	115,495.95
营业收入增长率	0.41%	12.29%	16.89%	14.51%	13.18%	12.02%
归属净利润 (百万元)	5,661.81	6,000.88	6,439.75	7,092.10	7,870.10	8,718.50
净利润增长率	22.24%	5.99%	7.31%	10.13%	10.97%	10.78%
EPS (元) (摊薄)	0.93	0.98	1.06	1.16	1.29	1.43
P/E	31	29	27	24	22	20

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院（PE 对应 2019 年 8 月 30 日收盘价）

图 1：公司 2017 年至今单季度销售和管理费用率变动

图 2：公司 2017 年至今单季度毛利率和净利率变动


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

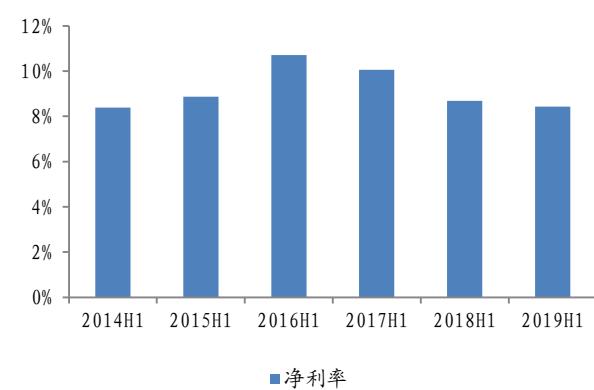
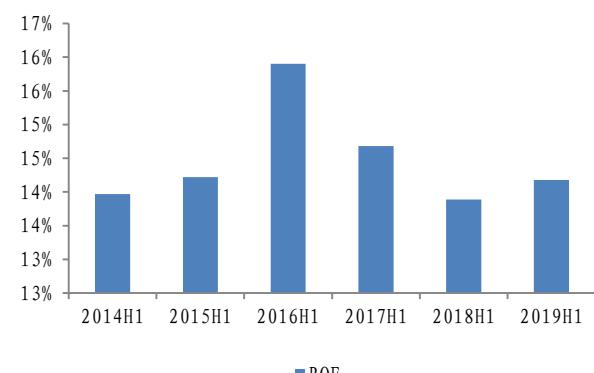
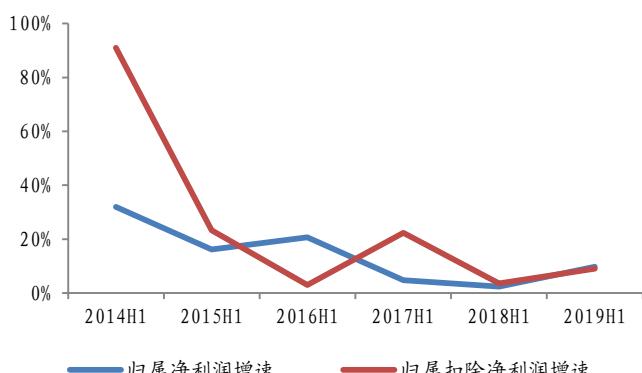
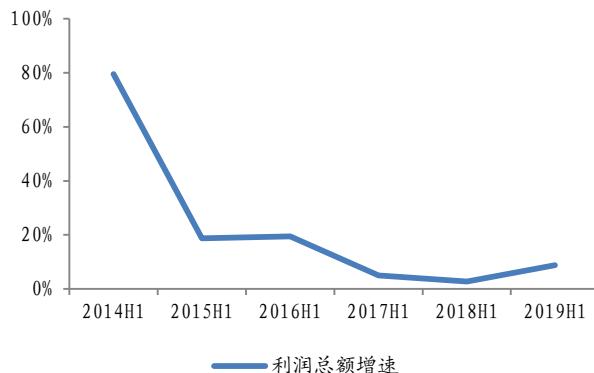
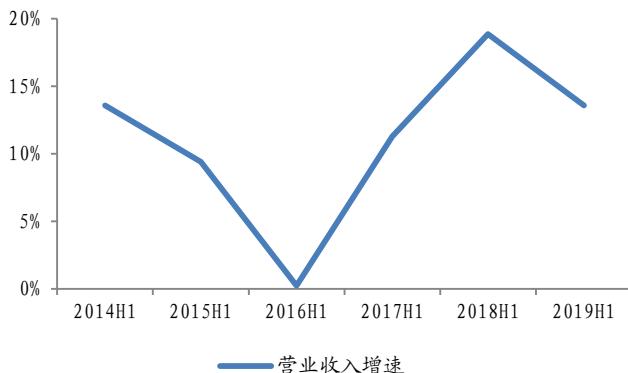
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

表 2: 关键财务指标 (半年度比较)

	2014H1	2015H1	2016H1	2017H1	2018H1	2019H1
成长能力						
营业收入增速	14.36%	9.76%	-0.21%	11.32%	19.26%	12.84%
利润总额增速	79.51%	18.76%	19.41%	5.04%	2.76%	8.80%
归属净利润增速	31.93%	16.11%	20.63%	4.75%	2.43%	9.71%
归属扣除净利润增速	91.05%	23.29%	2.92%	22.92%	3.51%	9.00%
盈利、营运能力						
ROE	13.32%	13.63%	15.15%	14.30%	12.79%	13.18%
总资产周转率	0.76	0.77	0.81	0.80	0.84	0.90
净利率	8.45%	8.96%	10.77%	10.11%	8.76%	8.45%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 3：成长能力、盈利能力营运能力指标（半年度）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

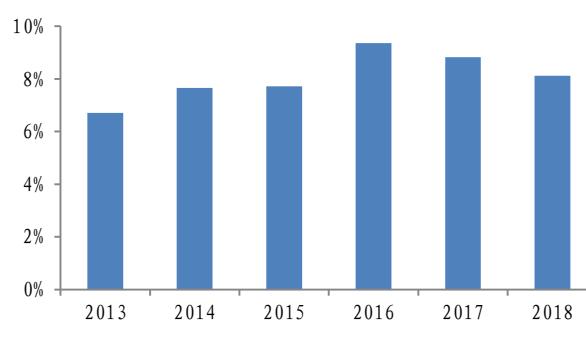
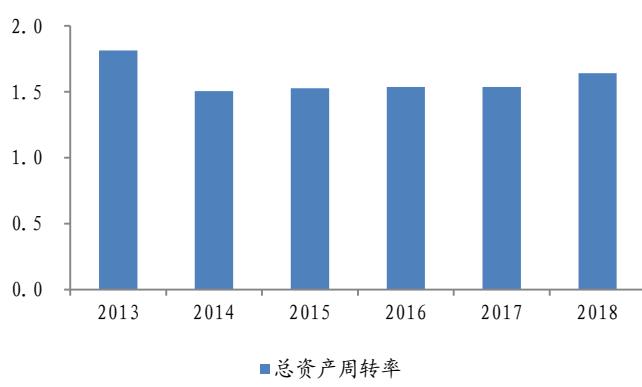
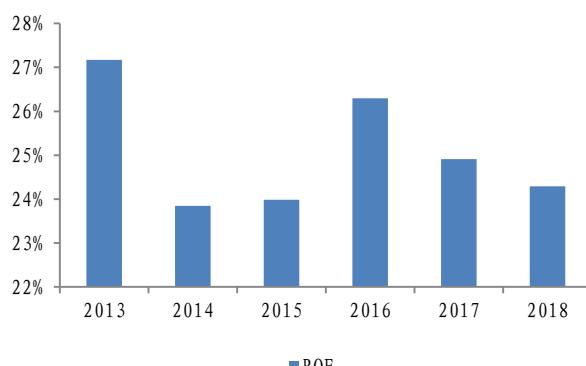
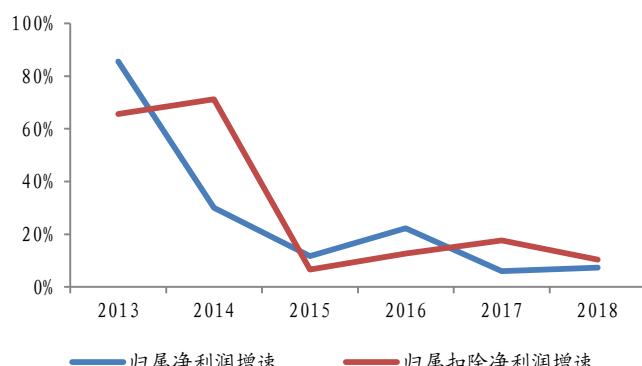
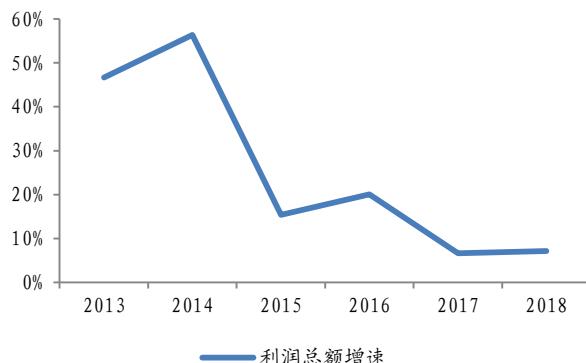
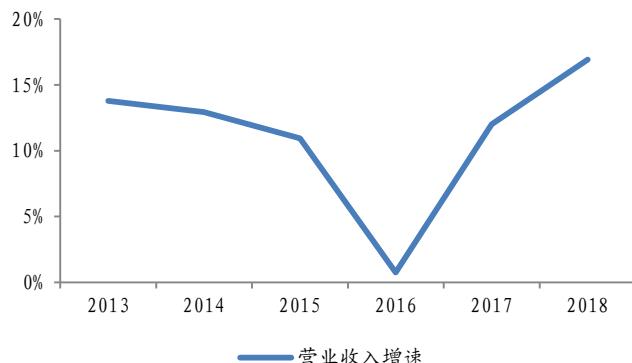
表 3: 关键财务指标 (年度比较)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
成长能力						
营业收入增速	13.78%	13.93%	10.88%	0.41%	12.29%	16.89%
利润总额增速	46.66%	56.38%	15.41%	20.07%	6.66%	7.12%
归属净利润增速	85.61%	30.03%	11.76%	22.24%	5.99%	7.31%
归属扣除非经常性损益后的净利润增速	65.63%	71.19%	6.65%	12.66%	17.70%	10.32%
盈利、营运能力						

ROE	23.15%	23.66%	23.87%	26.58%	25.22%	24.33%
总资产周转率	1.81	1.50	1.53	1.54	1.54	1.64
净利率	6.70%	7.72%	7.78%	9.40%	8.89%	8.17%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 4: 成长能力、盈利能力及营运能力指标(年度)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

周颖，食品饮料行业分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

朱艺泓，食品饮料行业分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京西城区金融大街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@ChinaStock.com.cn