



伊利股份（600887）：费用回落利润高增，长期发展逻辑不变

——伊利股份 2019 年三季报点评

报告摘要：

事件：公司三季报业绩符合预期。19Q1-Q3 实现营业收入 685.17 亿元，同比增长 12.61%，归母净利润 56.31 亿元，同比增长 11.55%；其中，单三季度营收同比增长 10.39%，归母净利润同比增长 15.49%，三季度利润增速较高，主要系销售费用率的降低。

聚焦液体乳，继续渠道下沉步伐，毛利率有所下滑，销售费用率下降是净利润增速较高的主要原因。19Q1-Q3 公司整体毛利率较去年同期持平，37.69%，不过毛利率逐季下滑，分别为 39.95%/37.13%/35.99%，主要系公司产品结构变化导致，前三季度液体乳（毛利率较低，35%）占比 82.2%，较上半年上升 1.58pct，同时占比下降的是冷饮产品（毛利率较高，45%）；另外，公司渠道下沉，在三四线城市的渗透率上升，截至上半年为 86.2%，低线城市扩张亦对毛利率有影响，公司在华北、华南成熟优势区域外的销售额占比提升 4.27pct 达 47%。此外，生鲜乳价格上行带来成本端压力。

从费用端来看，三季度销售费用率 21.8%，较去年同期下降 2.34pct，同时较上半年水平也有所下降，费用下降是造成三季度利润增速较高的主要原因。双寡头竞争持续，伊利蒙牛均谋求更高的渗透率以及市场占有率，目前伊利的渗透率高达 89%，蒙牛 88%，广告铺货促销和品牌价值带动渗透率，三季度公司减少销售费用投放，对营收端增长造成一定负面影响，三季度营收增速仅 10.39%。公司经营性现金流净额同比下降 20.23%，主要系子公司伊利财务有限公司存放同业款项减少导致利息收入减少、本期子公司未收到税费返还造成的现金流入减少。

三季度销售费用回落带来利润高增，后续费用投放或继续维持较高水平，重点关注横向拓品、新品培育情况。守住常温奶市场的绝对份额是公司谋求更大发展的生命线，同时随着低温行业的快速增长，以及伊利跨品类的综合发展的目标下，公司需要加强费用的投放。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	68,058.1	79,553.2	92,517.3	106,974.	124,440.
增长率（%）	12.29%	16.89%	16.30%	15.63%	16.33%
净利润（百万元）	6,002.81	6,452.00	7,106.06	7,576.04	8,724.22
增长率（%）	5.89%	7.48%	10.14%	6.61%	15.16%
净资产收益率（%）	23.90%	23.07%	23.53%	23.06%	24.30%
每股收益(元)	0.99	1.06	1.16	1.24	1.43
PE	29.42	27.48	25.04	23.49	20.40
PB	7.05	6.34	5.89	5.42	4.96

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

2019 年 10 月 31 日

强烈推荐/维持

伊利股份

公司报告

公司简介：

公司是乳制品行业双寡头之一，公司产品包括液态奶、奶粉、冷饮等，优势领域为常温奶，公司目前积极拓展新品。

未来 3-6 个月重大事项提示：

2019-2023 年为占总股本 3% 的限制性股票解禁期。

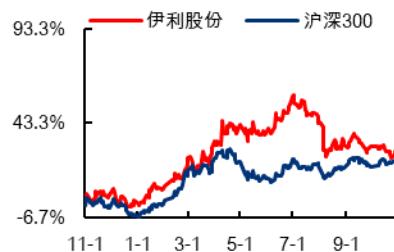
发债及交叉持股介绍：

公司全资子公司金港控股收购泰国 THE CHOMTHANA COMPANY LIMITED 96.46% 的股权；公司全资子公司金港控股收购新西兰 Westland 100% 的股权。

交易数据

52 周股价区间（元）	27.12-21.37
总市值（亿元）	1653.54
流通市值（亿元）	1643.14
总股本/流通 A 股（万股）	609713/605879
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	0.81

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

首席分析师：刘畅

010-66554017

liuchang_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517120001

研究助理：张东雪

zhangdx@dxzq.net.cn

公司发展着力点从利润端向市场份额转移，横向拓品是重点。原有重点产品“金典”“安慕希”“畅轻”等享受品类渗透率上行红利，销售额增速较快，公司目前关注重心在于新品培育，超高端奶“金典娟姗”、多口味安慕希等新品为业绩增长赋能。公司新成立的健康饮品事业部主要在为“伊刻活泉”矿泉水招商，该新品售价与百岁山相近，目前只在呼和浩特、北京、天津、西安进行试点，由于饮料渠道与乳制品渠道存在一定差异，预计年后开始全面大规模铺货，饮料事业部亦是未来新增长点。

中期看双寡头差异化显现，长期看“中国雀巢”逐步显现。当前乳制品的选择品类逐渐增多，地方企业逐步在低温奶上有所回血，我们认为，双寡头的焦点将会逐步分散，伊利和蒙牛将逐渐走向差异化竞争的道路，伊利聚焦常温优势，进行横向拓品，不断拓宽护城河，蒙牛基于上游牧场及冷链资源优势深耕乳制品行业，持续加高行业壁垒。“时间换空间”仍然是乳制品行业未来十年的主旋律，我们依然坚定伊利股份长期价值。

盈利预测：公司三季报业绩符合预期，发展逻辑未发生显著变化，维持原有盈利预测水平不变。预计19-21年营收分别为925.17、1069.75、1244.40亿元，同比增长16.30%、15.63%、16.33%，净利润分别为71.06、75.76、87.24亿元，同比增长10.14%、6.61%、15.16%，对应EPS分别为1.16、1.24、1.43元。看好长期公司价值提升，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：新品放量不及预期、行业格局发生重大变化、食品安全问题等。

表1：伊利健康饮品事业部主要产品渠道利润情况

产品图	产品名称	包装	产品名称	经销商利润率	终端利润率	通路利润率
	畅意	330ml	1*12*330ml畅意100%原味\草莓\荔枝红茶	19%	27%	41%
		100ml	1*100*5瓶*6排畅意100%原味\草莓\低糖	31%	25%	48%
		100ml	1*100ml*5瓶*4排畅意100%原味\草莓味	23%	25%	43%
		100ml	(1*5)*4*100ml畅意果浆新品血橙红柚\芒果树莓	26%	17%	38%
		1.25L	1*1.25L*6畅意原味\荔枝红茶	25%	21%	41%
	唤醒源	350ml	1*15*350ml唤醒源	22%	26%	42%
	矿泉水	330ml	1*24*330ml伊刻活泉	16%	30%	41%
		520ml	1*24*520ml伊刻活泉	18%	33%	45%
		5L	1*4*5L伊刻活泉	16%	38%	48%

资料来源：草根调研，东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
事件点评	顺势而为调整激励方案，长远规划初心未改	2019-09-09
财报点评	行业竞争压力不减，长期价值不断凸显	2019-08-30
事件点评	放眼量，激励确保下一个十年的腾飞	2019-08-07
行业深度	东兴证券乳制品行业三部曲之二，古今篇：乳白色的三维升级，从产品变迁看行业明天	2019-07-31
财报点评	2019Q1 财报点评，主业稳步增长，差异化竞争拓宽护城河	2019-05-20
行业深度	东兴证券乳制品行业三部曲之一：齿轮模型探究乳业趋势，低温需求重估牧场价值	2019-03-14

资料来源：东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

资产负债表					利润表					单位:百万元				
	2017A	2018A	2019E	2021E	2022E		2017A	2018A	2019E	2021E	2022E			
流动资产合计	29846	24455	38095	43553	50114	营业收入	68058	79553	92517	106975	124440			
货币资金	21823	11051	23129	26744	31110	营业成本	42362	49106	56735	65203	75386			
应收账款	786	1101	1344	1632	1994	营业税金及附加	512	531	556	707	839			
其他应收款	45	68	79	91	106	营业费用	15522	19773	23110	26748	31737			
预付款项	1192	1460	2027	2679	3433	管理费用	3317	2980	3119	4688	5344			
存货	4640	5507	6218	7074	8097	财务费用	-60	110	120	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	22251	21669	21015	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	15711	15897	15683	营业利润	7116	7691	9064	9663	11128			
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	60346	65221	71129	利润总额	7074	7578	9064	9663	11128			
流动负债合计	23850	19171	29418	31692	34565	所得税	1071	1126	1958	2087	2404			
短期借款	7860	1523	11433	12372	13582	净利润	6003	6452	7106	7576	8724			
应付账款	7254	8839	9326	10718	12392	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	7093	7561	8708			
一年内到期的非流	24	33	0	0	0	EBITDA	9152	9845	11238	12394	14127			
非流动负债合计	211	398	121	60	30	EPS (元)	0.99	1.06	1.16	1.24	1.43			
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	2021E	2022E				
负债合计	24061	19569	29538	31752	34596	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%	16.33%			
实收资本(或股本)	6078	6078	6097	6097	6097	营业利润增长	28.90%	8.08%	17.85%	6.61%	15.16%			
资本公积	2766	2841	2841	2841	2841	归属于母公司净利润	10.14%	7.31%	10.14%	6.61%	15.17%			
未分配利润	14110	15673	14963	14207	13336	获利能力								
归属母公司股东权	25103	27916	30139	32786	35833	毛利率 (%)	0.00%	37.82%	38.68%	39.05%	39.42%			
负债和所有者权	49300	47606	60346	65221	71129	净利率 (%)	8.82%	8.11%	7.68%	7.08%	7.01%			
现金流量表					单位:百万元	主要财务比率								
	2017A	2018A	2019E	2021E	2022E		2017A	2018A	2019E	2021E	2022E			
经营活动现金流	7006	8625	7845	9645	11069	偿债能力								
净利润	6003	6452	7106	7576	8724	资产负债率 (%)	49%	41%	49%	49%	49%			
折旧摊销	1922.7	2214.3	0.00	2610.3	2869.5	流动比率								
财务费用	113	-60	110	120	130	速动比率								
应付帐款的变化	0	0	-243	-288	-361	营运能力								
预收帐款的变化	0	0	0	0	0	总资产周转率	1.54	1.64	1.71	1.70	1.83			
投资活动现金流	-3117	-5374	-1031	-1880	-2098	应收账款周转率	100	84	76	72	69			
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	9.72	9.89	10.19	10.67	10.77			
长期股权投资减少	0	0	548	372	304	每股指标 (元)								
投资收益	135	261	256	238	190	每股收益(最新摊薄)	0.99	1.06	1.16	1.24	1.43			
筹资活动现金流	4053	-10749	5264	-4150	-4605	每股净现金流(最新)	1.31	-1.23	1.98	0.59	0.72			
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	4.13	4.59	4.94	5.38	5.88			
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率								
普通股增加	14	0	19	0	0	P/E	27.39	25.58	23.31	21.87	18.99			
资本公积增加	289	76	0	0	0	P/B	6.57	5.90	5.49	5.04	4.61			
现金净增加额	7942	-7498	12078	3614	4366	EV/EBITDA	16.49	15.78	13.67	12.18	10.46			

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。

研究助理简介

张东雪

南开大学金融学硕士。2019年加入东兴证券研究所，从事食品饮料行业研究。

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。

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。