伊利股份（600887）

证券研究报告
2019 年 12 月 06 日

原奶价格上涨，乳业龙头优势凸显，扩张份额

原奶上涨周期延续，明年奶价预计维持高位

今年原奶上涨周期延续，三季度加速上涨，季末同比增速超过 7%。近来的奶价上涨是 13-15 年那轮乳业大周期后新的一轮明显上涨，具体原因如下：1. 成乳牛存栏持续下降。我们认为主要由 13 年奶价大幅上涨后供给过剩导致。

2. 环保政策严格，大量牧场停办或需搬迁。

3. 中美争端造成苜蓿草等牧业饲料原料的关税提高，间接推动生鲜乳价格上涨。

我们认为明年奶价应维持高位、温和上涨，涨幅低于今年，预计为 4-5%左右，原因如下：

1. 根据《中国奶业质量报告 2019》，我们推测如今行业存栏已经有企稳回升的的趋势，同时明年新建牧场相继投产。同时我们也观察到部分地区的养殖利润在回升，会吸引牧场扩群和新建牧场。

2. 13-14 年奶价上涨，供给端有口蹄疫的问题，对应本轮奶价上涨供给端的限制是环保因素，环保因素正在边际缓解。

3. 13-14 年奶价高峰还有海外共振的因素，新西兰大旱导致国际大包粉价格上涨，替代品价格上升，推动国内生鲜乳价格上涨。因而这轮生乳价格难以冲击上轮高点

4. 苜蓿草等饲料关税已经暂时恢复正常。

龙头乳企平滑波动，加速行业集中度提升

龙头乳企在原奶价格上涨阶段优势凸显，有能力维持毛利率稳定，并扩大份额。龙头乳企能够通过产品结构升级、减少销售费用投放以及潜在的提价来消化毛利率的压力。2013 年奶价上升时期，伊利在许多产品线采取了涨价的措施，保证了 2013 年公司毛销差的相对稳定，而在 14 年奶价回落后，公司并未同幅度调整价格，毛销差大增。**综合我们对明年奶价的判断，我们认为伊利股份毛利率在明年有能力维持相对稳定，甚至有一定上升可能。**

投资建议：我们维持公司营业收入预测，19-21 年收入为 908、1,017、1,109 亿元； 19-21 年净利润 71.5、75.5、 83.8 亿，考虑到上游供给紧张，龙头业绩弹性更强，市场份额持续提升，我们给予 20 年 30 倍市盈率，目标价为 37.2 元。

风险提示：食品安全问题、省外市场增速不达预期、省内经济压力增大

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	68,058.17	79,553.28	90,802.11	101,698.36	110,851.22
增长率(%)	12.29	16.89	14.14	12.00	9.00
EBITDA(百万元)	8,252.07	8,946.01	8,982.64	9,367.06	10,383.49
净利润(百万元)	6,000.88	6,439.75	7,146.60	7,553.12	8,381.14
增长率(%)	5.99	7.31	10.98	5.69	10.96
EPS(元/股)	0.98	1.06	1.17	1.24	1.37
市盈率(P/E)	30.21	28.15	25.36	24.00	21.63
市净率(P/B)	7.22	6.49	6.04	5.59	5.15
市销率(P/S)	2.66	2.28	2.00	1.78	1.64
EV/EBITDA	21.80	14.14	17.88	16.94	14.88

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	食品饮料/食品加工
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	30.22 元
目标价格	37.2 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	6,097.13
流通 A 股股本(百万股)	5,906.59
A 股总市值(百万元)	184,255.12
流通 A 股市值(百万元)	178,497.20
每股净资产(元)	3.99
资产负债率(%)	53.89
一年内最高/最低(元)	34.66/21.70

作者

刘鹏 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516070001
liupeng1@tfzq.com
郑蔚宇 联系人
zhengweiyu@tfzq.com

股价走势

资料来源：贝格数据

相关报告

1 《伊利股份-季报点评:营收利润双增长，向千亿目标稳步迈进》2019-10-31
2 《伊利股份-公司点评:伊利味可滋推出奶茶新品，切入细分新场景新人群》2019-09-22
3 《伊利股份-公司点评:提高股权激励业绩条件，关注伊利长期投资价值》2019-09-11

1.1. 原奶上涨周期延续，预计明年价格维持高位

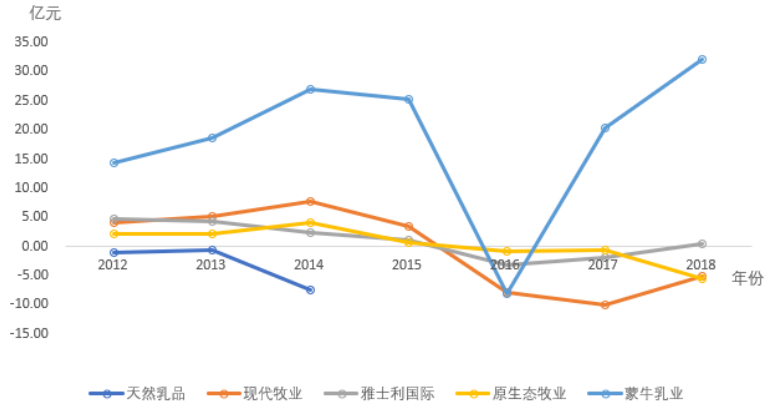
今年原奶上涨周期延续，三季度加速上涨，季末同比增速超过 7%。近来的奶价上涨是 13-15 年那轮乳业大周期后新的一轮明显上涨，具体原因如下：

1. 成乳牛存栏持续下降。在 13 年奶价大幅上涨后，大量资本进入牧业，造成供给过剩，牧业亏损，大量中小牧场退出，大型规模牧场也在亏损中艰难度日，港股上市牧业企业的财务数据是最明显的例证。

2. 环保政策严格，大量牧场停办或需搬迁。该现象在南方地区和经济发达的大城市附近更为严重。

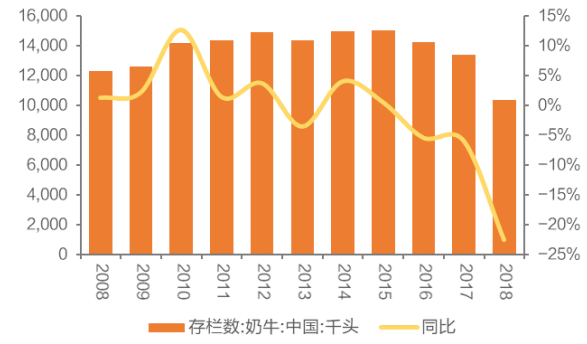
3. 中美争端造成苜蓿草等牧业饲料原料的关税提高，间接推动生鲜乳价格上涨。苜蓿草关税曾加至 25%，现在已可申请恢复至正常关税。

图 1：港股上市乳业 12-18 年净利润走势



资料来源：wind，天风证券研究所

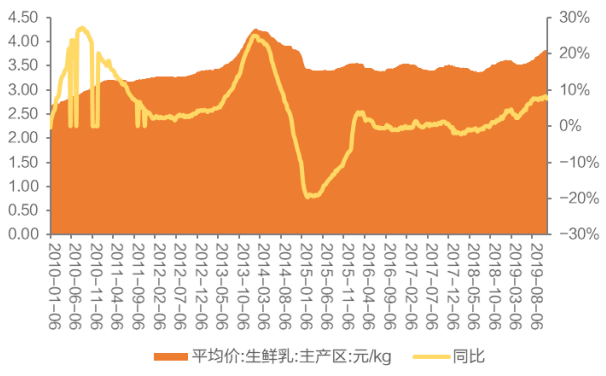
图 2：成乳牛存栏在近三年持续下滑



资料来源：Wind，天风证券研究所

注：我们认为 18 年增速异常为统计数据调整；实际存栏数远低于公布值

图 3：生鲜乳均价今年加速上涨



资料来源：Wind，天风证券研究所

对比今年价格上涨的几个因素，我们认为明年奶价应维持高位、温和上涨，涨幅低于今年，预计为 4-5%左右。

1. 根据《中国奶业质量报告 2019》，我们推测如今行业存栏已经有企稳回升的趋势，而且随着明年很多新建牧场投产，存栏会有一定恢复。同时我们也观察到部分地区的养殖利润在回升，会吸引牧场扩群和新建牧场。

“广东地区的奶价有所下滑，目前普遍在 5.2 元/公斤，随着单产水平的提升，牧场盈利能力普遍比较理想。通常管理较好的规模牧场可以将公斤奶成本控制在 4.2 元/吨，个体规模场甚至可以控制在 4 元以内，每吨奶利润在 1000～1200 元。一个存栏 2000 头的牧场，单产 8.5 吨，一年的利润可以达到千万。”——乳业资讯网

2. 13-14 年奶价上涨，供给端有口蹄疫的问题，导致后备牛均被杀掉，如今牧场管理更加规范，疫苗接种更加有效，疫情周期弱化。对应地，本轮奶价上涨供给端的限制是环保因素，环保因素正在边际缓解。

3. 13-14 年奶价高峰还有海外共振的因素，新西兰大旱导致国际大包粉价格上涨，替代品价格上升，推动国内生鲜乳价格上涨。因而这轮生乳价格难以冲击上轮高点

4. 苜蓿草等饲料关税已经暂时恢复正常。

图 4：13-14 年 GDT 全脂粉价格大幅上涨

资料来源：GDT，天风证券研究所

图 5：2013 年发生严重口蹄疫

年份	公布疫情/次	Asia1 型	A 型	O/mya98	O/PanAsia
2005	10	10	0	0	0
2006	17	17	0	0	0
2007	8	8	0	0	0
2008	3	3	0	0	0
2009	15	8	7	0	0
2010	20	0	2	18	0
2011	7	0	0	2	5
2012	5	0	0	3	2
2013	23	0	17	2	4
合计		46	26	25	11

微信号: cavetbio

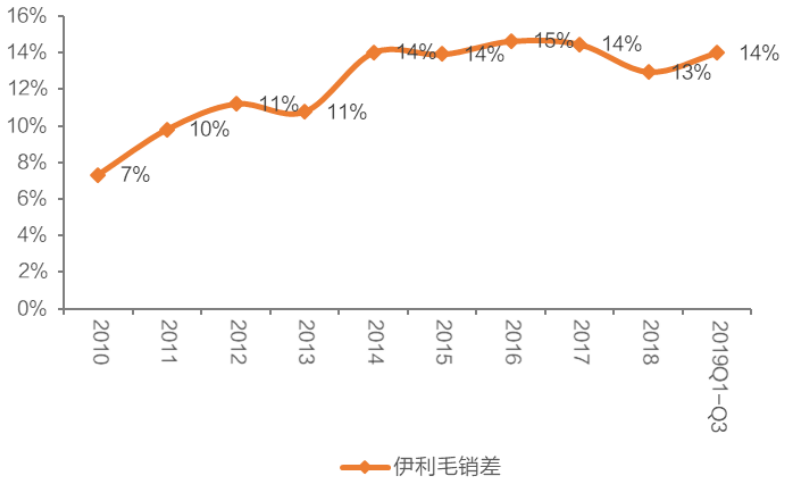
资料来源：中农威特生物科技股份有限公司《口蹄疫溯源》，天风证券研究所

1.2. 龙头乳企平滑波动，加速行业集中度提升

龙头乳企在原奶价格上涨阶段优势凸显，有能力维持毛利率稳定，并扩大份额

龙头乳企能够通过产品结构升级、减少销售费用投放以及潜在的提价来消化毛利率的压力。2013 年奶价上升时期，伊利在许多产品线采取了涨价的措施，保证了 2013 年公司毛销差的相对稳定，而在 14 年奶价回落后，公司并未同幅度调整价格，毛销差大增。综合我们对明年奶价的判断，我们认为伊利股份毛利率在明年有能力维持相对稳定，甚至有一定上升可能。

图 6：13 年伊利提价，毛销差略降；14 年奶价回落，消费品终端价有一定棘轮效应，毛销差大增



资料来源：wind，天风证券研究所

1.3. 投资建议

我们继续大力推荐伊利股份我们维持公司营业收入预测，19-21 年收入为 908、1,017、1,109 亿元； 19-21 年净利润 71.5、75.5、 83.8 亿，考虑到上游供给紧张，龙头业绩弹性更强，市场份额持续提升，我们给予 20 年 30 倍市盈率，目标价为 37.2 元。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	21,823.07	11,051.00	18,333.91	20,170.74	24,152.49
应收票据及应收账款	949.74	1,282.13	996.76	1,620.07	1,232.28
预付账款	1,192.43	1,459.60	890.70	1,967.86	1,264.09
存货	4,639.99	5,507.07	6,709.73	6,543.23	8,340.19
其他	1,240.50	5,155.49	2,459.93	2,980.74	3,596.03
流动资产合计	**29,845.73**	**24,455.30**	**29,391.04**	**33,282.65**	**38,585.09**
长期股权投资	1,765.19	1,909.39	1,909.39	1,909.39	1,909.39
固定资产	13,256.39	14,687.76	15,068.69	15,007.59	14,668.26
在建工程	1,902.07	2,686.71	1,648.02	1,036.81	652.09
无形资产	514.36	639.27	615.36	591.44	567.53
其他	2,016.62	3,227.78	2,487.29	2,615.06	2,754.69
非流动资产合计	**19,454.62**	**23,150.91**	**21,728.75**	**21,160.29**	**20,551.96**
资产总计	**49,300.36**	**47,606.20**	**51,131.06**	**54,446.69**	**59,142.06**
短期借款	7,860.00	1,523.00	1,660.00	2,100.00	1,800.00
应付票据及应付账款	7,469.16	9,115.71	10,335.07	11,086.91	12,360.53
其他	8,520.87	8,532.07	10,085.08	10,407.18	10,996.84
流动负债合计	**23,850.03**	**19,170.78**	**22,080.15**	**23,594.09**	**25,157.37**
长期借款	0.29	0.29	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	210.22	397.91	575.59	394.58	456.03
非流动负债合计	**210.51**	**398.20**	**575.59**	**394.58**	**456.03**
负债合计	**24,060.54**	**19,568.98**	**20,995.74**	**21,888.67**	**23,813.40**
少数股东权益	136.43	121.64	129.56	137.94	149.41
股本	6,078.49	6,078.13	6,097.13	6,097.13	6,097.13
资本公积	2,765.53	2,841.34	2,841.34	2,841.34	2,841.34
留存收益	19,297.98	21,559.68	23,908.64	26,322.96	29,082.13
其他	(3,038.62)	(2,563.56)	(2,841.34)	(2,841.34)	(2,841.34)
股东权益合计	**25,239.82**	**28,037.22**	**30,135.32**	**32,558.03**	**35,328.66**
负债和股东权益总	**49,300.36**	**47,606.20**	**51,131.06**	**54,446.69**	**59,142.06**

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	6,002.81	6,452.00	7,146.60	7,553.12	8,381.14
折旧摊销	1,443.93	1,608.66	741.67	776.23	797.96
财务费用	208.40	133.70	(156.60)	(233.20)	(268.44)
投资损失	(134.68)	(260.91)	(190.00)	(150.00)	(250.00)
营运资金变动	(1,749.87)	(4,472.06)	6,051.39	(1,295.93)	464.05
其它	1,235.70	5,163.38	8.00	8.59	11.80
经营活动现金流	**7,006.30**	**8,624.77**	**13,601.06**	**6,658.81**	**9,136.52**
资本支出	2,616.15	3,894.08	(117.68)	261.02	(11.45)
长期投资	134.08	144.20	0.00	0.00	0.00
其他	(5,867.05)	(9,412.27)	237.07	(183.61)	210.05
投资活动现金流	**(3,116.81)**	**(5,373.98)**	**119.40**	**77.40**	**198.60**
债权融资	7,884.48	1,556.42	19.11	25.48	25.90
股权融资	(406.00)	726.21	(62.53)	272.84	308.08
其他	(3,425.67)	(13,031.62)	(6,394.13)	(5,197.69)	(5,687.36)
筹资活动现金流	**4,052.81**	**(10,748.98)**	**(6,437.55)**	**(4,899.37)**	**(5,353.37)**
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	**7,942.29**	**(7,498.20)**	**7,282.90**	**1,836.83**	**3,981.75**

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	**68,058.17**	**79,553.28**	**90,802.11**	**101,698.36**	**110,851.22**
营业成本	42,362.40	49,106.03	55,661.69	62,341.10	68,240.01
营业税金及附加	511.57	530.95	626.53	701.72	764.87
营业费用	15,521.86	19,772.68	22,409.96	25,373.74	27,125.29
管理费用	2,919.00	2,979.74	3,632.08	4,373.03	4,877.45
研发费用	398.00	426.87	363.21	406.79	443.40
财务费用	113.49	(60.27)	(156.60)	(233.20)	(268.44)
资产减值损失	50.62	75.66	57.33	61.20	64.73
公允价值变动收益	0.00	0.23	(0.33)	0.06	0.07
投资净收益	134.68	260.91	190.00	150.00	250.00
其他	(1,069.36)	(1,230.36)	(379.33)	(300.11)	(500.15)
营业利润	**7,115.91**	**7,690.83**	**8,397.57**	**8,824.03**	**9,853.96**
营业外收入	85.60	34.82	50.00	50.00	50.00
营业外支出	127.54	148.02	30.00	30.00	30.00
利润总额	**7,073.97**	**7,577.63**	**8,417.57**	**8,844.03**	**9,873.96**
所得税	1,071.16	1,125.64	1,262.64	1,282.38	1,481.09
净利润	**6,002.81**	**6,452.00**	**7,154.93**	**7,561.65**	**8,392.87**
少数股东损益	1.93	12.25	8.33	8.53	11.73
归属于母公司净利润	**6,000.88**	**6,439.75**	**7,146.60**	**7,553.12**	**8,381.14**
每股收益（元）	0.98	1.06	1.17	1.24	1.37

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	12.29%	16.89%	14.14%	12.00%	9.00%
营业利润	28.90%	8.08%	9.19%	5.08%	11.67%
归属于母公司净利润	5.99%	7.31%	10.98%	5.69%	10.96%
获利能力					
毛利率	37.76%	38.27%	38.70%	38.70%	38.44%
净利率	8.82%	8.09%	7.87%	7.43%	7.56%
ROE	23.90%	23.07%	23.82%	23.30%	23.82%
ROIC	80.46%	69.90%	45.71%	78.71%	83.10%
偿债能力					
资产负债率	48.80%	41.11%	41.06%	40.20%	40.26%
净负债率	-55.22%	-33.86%	-60.78%	-61.87%	-68.29%
流动比率	1.25	1.28	1.44	1.55	1.65
速动比率	1.06	0.99	1.11	1.24	1.30
营运能力					
应收账款周转率	83.19	71.29	79.69	77.73	77.73
存货周转率	15.18	15.68	14.87	15.35	14.90
总资产周转率	1.54	1.64	1.84	1.93	1.95
每股指标（元）					
每股收益	0.98	1.06	1.17	1.24	1.37
每股经营现金流	1.15	1.41	2.23	1.09	1.50
每股净资产	4.12	4.58	4.92	5.32	5.77
估值比率					
市盈率	30.21	28.15	25.36	24.00	21.63
市净率	7.22	6.49	6.04	5.59	5.15
EV/EBITDA	21.80	14.14	17.88	16.94	14.88
EV/EBIT	26.34	17.21	19.49	18.47	16.12

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com