



伊利股份 (600887)

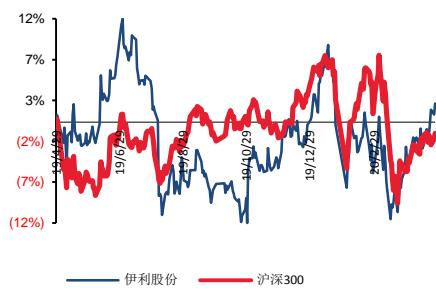
目标价: 35.75

昨收盘: 31.42

日常消费 食品、饮料与烟草

伊利股份: 疫情影响减弱, 市场加速恢复, 明年业绩弹性大

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	6,066/5,882
总市值/流通(百万元)	190,590/184,817
12 个月最高/最低(元)	34.47/27.12

相关研究报告:

伊利股份 (600887)《伊利股份三季报: 常温液奶支撑较快增长, 报表环比改善》
--2019/10/31

伊利股份 (600887)《伊利股份: 股票激励方案优化, 有望迎来补涨行情》
--2019/09/08

伊利股份 (600887)《伊利股份中报点评: 收入继续增长, 渗透率持续提升》
--2019/08/29

证券分析师: 黄付生

电话: 010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517030002

证券分析师: 郑汉镇

电话: 13028853033

E-MAIL: zhenghz@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518010003

点评事件:公司 2019 年全年实现营业总收入 902.2 亿元, 同增 13.4%; 主营收入 895.1 亿元, 同增 13.7%; 归母净利 69.3 亿元, 同增 7.7%; 扣非净利 62.7 亿元, 同增 6.6%; 经营性现金流净额 84.6 亿元, 同比下降 2%; EPS 为 1.15, 同增 8.5%; 主营毛利率 37.4%, 同比下滑 0.47pct; 净利率 7.7%, 同比下滑 0.41pct。公司拟每 10 股派现 8.10 元(含税), 分红比例 70.9%。

2019Q4 公司实现营业总收入 215.5 亿元, 同增 18.2%; 营业收入 214.9 亿元, 同增 18.5%; 归母净利 13.0 亿元, 同比下降 6.4%; 扣非净利 10.0 亿元, 同比下降 15.6%。单四季度销售毛利率 36.3%, 同比下滑 2.07pct; 净利率 6.06%, 同比下滑 1.64pct。

2020Q1 公司实现营业总收入 206.5 亿元, 同比下滑 10.7%; 主营收入 204.6 亿元, 同比下滑 11.1%; 归母净利 11.4 亿元, 同比下滑 49.8%; 扣非净利 13.7 亿元, 同比下滑 37.3%; 销售毛利率 37.4%, 同比下滑 2.59pct; 净利率 5.5%, 同比下滑 4.31pct。

一、2019 年收入符合预期, 市占率和渗透率继续提升

2019 年收入增长 13.4%、新增 106.7 亿元超额完成年初指引。其中, 液体乳、奶粉及奶制品、冷饮分别同比增长 12.3%、25.0%、12.7%, 新增其他产品收入 0.62 亿元。奶粉增速高、销售占比提升至 11.2%, 冷饮销售占比持平。2019 年整体的收入增长归因, 主因销量(+8.4%), 其次结构升级(+4.3%)、单价(+1.0%)。液体乳和奶粉的增速贡献主要来自销量, 分别达到 7.8% 和 15.4%, 冷饮的增速贡献中结构升级贡献 5.9%、超过销量。

2019 年伊利常温市占率 37.7%, 同比上升 1.4pct; 市场渗透率 84.3%, 同比上升 1.9pct; 线下液奶终端网点新增 9.1% 达到 191 万个, 其中, 乡镇村网点新增 8.0% 达到 103.9 万个。2019 年伊利婴幼儿奶粉市占率 6.0%, 同比上升 0.4pct。2019 年伊利液体乳和奶粉的增速大幅领先于国内行业平均, 线下的便利店渠道常温液态奶份额上升 4.2pct、母婴渠道零售额增长 27.1%; 线上的电商业务收入增长 49%。

2019年伊利销售额过百亿元的大单品有4个，其中安慕希产品销售额突破200亿元。“金典”“安慕希”“畅轻”“金领冠”“巧乐兹”“畅意100%”等重点产品销售收入同增22.3%。其中，新品销售收入占比19.4%，同比上升4.6pct。金典有机常温液态奶产品零售额市占份额45.7%，位居细分市场首位。产品创新方面，伊利首创火山低温矿泉水和乳矿轻饮、“金典”和“金领冠”系列丰富升级、新增儿童奶酪和芝士碎等品类，目前市场表现良好。

2019年伊利收入增加主要依靠销量增长、渠道下沉及拓展、产品创新升级和结构升级。单四季度收入增长较快提速的原因包括：1、四季度维持较高的销售费用率（22.4%），线下发力；2、年关早，春节备货收入更多确认在四季度，前值基数低。

二、2019年毛销差改善，摊销影响四季度利润，业绩满足解锁条件

2019年伊利主营业务毛利率小幅下降，主要原因包括：1、原奶价格涨幅略超预期；2、人工成本等涨幅较大；3、并表西部牧业导致奶粉毛利率拉低，同比下降6.65pct形成一定拖累。2019年液体乳、奶粉、冷饮和其他产品的毛利率分别为35.2%、48.1%、46.5%、34.8%，未来随着产能利用率提升等奶粉的毛利率有望提升；而随着销售规模扩大，饮料类产品的毛利率还有较大提升空间；奶粉、冷饮、其他产品占比的上升也对毛利率产生正贡献。

2019年伊利的销售费用率23.4%，同比下降1.5pct；广告营销费用率12.2%，同比下降1.6pct。全年的线上、线下费用率同比都呈下降，毛销差增加1pct。

2019年伊利管理费用率4.7%，同比上升1pct；单四季度管理费用率6.08%，同比上升1.04pct。管理费用增长较多，主要是因为业务规模扩大、收购子公司、员工薪资调整（增加9.04亿元，同比+86.09%，包括外延并购导致的员工数量增加以及股权激励费用的摊销的影响）。其中2019年股权激励费用摊销1.59亿元，影响税后净利润1.35亿元，摊销费用全部计入第四季度，挤压了单季度利润，是单四季度净利润出现下滑的重要原因之一。

2019年伊利实现扣非&扣费归母净利润约64.03亿元、同比增长8.94%，净资产收益率高于20%，分红率70.9%，满足第一个解除限售期的解锁条件。

三、疫情影响一季报，收入下降幅度有限、净利润低于预期

疫情期间，特别是春节长假和二月份，伊利的销售网络受影响较大，销售受阻导致收入、利润损失较大。渠道调研反馈春节长假受损程度超三成，二月份同比影响幅度约 23%，三月开始有所改善，白奶恢复正增长。据此判断，一季度主营收入下降 11.1%基本符合预期。其中，液体乳、奶粉及奶制品、冷饮各自的同比增长率分别为-19.0%、+27.0%、+20.8%，液体乳两位数下降，奶粉和冷饮逆势增长，其中奶粉有并表的原因。目前其他产品体量还比较小，一季度新增 0.44 亿元收入。

一季度销售毛利率下降 2.59pct，主要原因包括：1、销量的减少导致摊销成本的对应上升；2、春节送礼需求减少导致一季度高端产品占比下降，产品结构影响毛利率；3、二月份开始，提升新鲜度的力度加大，买赠促销活动增加，减收入记成本导致毛利率拉低；4、原奶短期供过于求成本持平，但人工成本、制造费用等维持小幅上涨趋势。毛利率不及预期是一季度净利润大幅下降的重要原因之一。

费用层面，一季度销售费用率 25.2%同比上升 1.1pct，因为销量减少导致规模效应弱化。一季度管理费用率 4.4%同比上升 0.4pct，其中，股权激励费用摊销的影响预计 1 个亿。疫情期间一次性的捐赠增加，一季度营业外支出同比增加 3.28 亿元。

四、受疫情影响，一季报运营效率和现金流下滑

2019 年、2020Q1 应收票据及应收账款周转天数分别为 6.2 天、8.9 天，存货周转天数分别为 42.2 天、56.5 天；报告期末预收款（合同负债）分别为 60.2 亿元、34.2 亿元，同比分别增长 36.8%、15.7%；2019 年、2020Q1 销售商品、提供劳务收到现金分别为 1014.6 亿元、197.3 亿元，收现率分别为 112.7%、96%；经营性现金流 84.55 亿元、-26.53 亿元。受疫情冲击和影响，一季报运营效率和现金流状况出现下滑。

五、目前业务恢复九成，五月有望常态化，Q2-Q4 加速追赶

年报披露指引，伊利 2020 年计划实现营业总收入 970 亿元，同增 7.5%。结合一季报测算，Q2-Q4 营业总收入增速要求为 13.79%。“五强千亿”目标需要 Q2-Q4 营业总收入同比增长超过 18.26%。2019 年股权激励的第二个解除限售期的业绩要求，对应 Q2-Q4 扣非归母净利润同比增速要求为 24.5%以上。保证未来三个季度收入两位数增长的同时，提升净利润率才有可能达标，解锁难度增加。

随着疫情影响的减弱，目前业务恢复近九成，消费者信心和需求也在逐渐恢复。3月份白奶产品开始正增长，预计5月份有望恢复常态化。未来三个季度伊利将加速追赶，有望弥补疫情期间的一部分损失。

我们认为，乳制品作为典型快消品行业，而伊利又是销售规模最大、销售网络最广最深的龙头企业，在新冠疫情这种全社会、全行业突发事件的冲击影响下，业绩出现短期的波动难以避免，但伊利的抗风险能力和恢复能力具有明显优势。疫情也在加速中小企业的退出，伊利在渠道下沉和市场拓展方面将取得进一步的优势，市场份额和渗透率还将持续提升。

盈利预测与评级：

考虑疫情影响、一季报下滑以及公司指引，调整未来三年的盈利预测，测算公司2020-2022年收入增速分别为8%、12%、10%；利润增速分别为0%、26%、15%；对应EPS分别为1.15、1.43、1.64。

疫情对2020年业绩造成一次性冲击，2021年的业绩弹性较大，我们按照2021年业绩进行估值。考虑行业龙头优势，结合当前资金风险偏好和估值溢价情况，对应2021年EPS给25倍PE，一年期目标价35.75元，维持“买入”评级。

风险提示：疫情后渠道销售恢复缓慢；原材料价格剧烈波动；销售环境恶化；食品安全问题等。

■ 主要财务指标

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	90223	97441	109134	120047
净利润(百万元)	6934	6944	8733	10018
摊薄每股收益(元)	1.15	1.15	1.43	1.64

资料来源：Wind, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafzl@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话: (8610) 88321761/88321717

传真: (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。