

疫情下积极迎战，吹尽狂沙始到金 买入（维持）

2020年04月30日

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

研究助理 宗旭豪

zongxh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	90,223	96,980	106,416	117,398
同比（%）	13.4%	7.5%	9.7%	10.3%
归母净利润（百万元）	6,934	5,872	7,781	8,758
同比（%）	7.7%	-15.3%	32.5%	12.5%
每股收益（元/股）	1.14	0.97	1.28	1.44
P/E（倍）	25.62	30.26	22.83	20.29

事件：

公司发布 2019 年年报，19 年实现营收 902.23 亿元（+13.41%），归母净利 69.34 亿元（+7.67%），扣非净利 62.68 亿元（+6.64%）。其中，19Q4 实现营收 215.46 亿元（+18.22%），归母净利 13.03 亿元（-6.38%），扣非净利 10.04 亿元（-15.64%）。

公司发布 2020 年一季报，20Q1 实现营收 206.53 亿元（-10.71%），归母净利 11.43 亿元（-49.78%），扣非净利 13.69 亿元（-37.27%）。

投资要点

19 年稳健收官

■ **销量攀升、产品结构升级带动营收增长。**2019 年公司实现营收 902.23 亿元（+13.41%），其中销量/结构升级/价格变动分别贡献增速 8.4/4.3/1.0%；因 20 年春节提前，19Q4 实现营收 215.46 亿元（+18.22%）。1) **分产品看**，19 年液体乳收入 737.61 亿元（+12.31%），其中销量/结构升级/价格变动分别贡献增速 7.8/3.8/0.7%。奶粉及奶制品业务实现营收 100.55 亿元（+24.99%），其中销量/产品结构改变/提价分别贡献增速 15.4/6.9/2.7%，其中包含并购新西兰 Westland 影响。大单品策略持续推进，金典/安慕希/畅轻/金领冠/巧乐兹/畅意 100% 等重点产品合计销售收入同比增长 22.3%。2) **分地区看**，2019 年华北/华南/其他地区营收同比 +11.3/11.5/16.8%，公司大单品安慕希进入东南亚市场，产品深受新加坡、缅甸等国家消费者青睐，未来公司将加快全球化进程，预计其他地区占总体营收比例将进一步增高。3) **分渠道看**，2019 年公司经销商/直营渠道营收分别为 868/27 亿元，同比+14/5%。全年经销商增加 1422 家至 12304 家，线下液奶终端网点 191 万家（+9.1%），所服务的乡镇村网点近 103.9 万家（+8%）。渠道精耕计划持续推进下，渗透率不断提升，凯度调研数据显示，公司常温液态市场渗透率达 84.3%（+1.9pct）。与此同时公司电商与母婴渠道营收同增 49/27%，渠道拓宽成效显著。

■ **搭建人才队伍，为公司长远战略铺路。**19 年公司毛利率 37.35%（-0.47pct），其中液态奶/奶粉毛利率分别为 35.2/48.1%，分别同比降低 0.01/6.7pct，主要是 Westland 并表后拉低。19 年公司管理费用率（含研发费用）5.3%（+1.0pct），主要是人工薪酬增加 9 亿元，我们预计主要为 1) 19 年公司海外并购后人员成本增加。2) 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。3) 股权激励方案如期推出，管理层和核心业务人员绑定利益，增强发展动力，19 年对应成本摊销约为 1.6 亿元。19 年公司销售费用率 23.4%（-1.5pct），其中职工薪酬同增 20%，广告营销费基本持平，规模效应显现，费效比提升。综上，2019 年公司实现净利率 7.72%（-0.45pct），归母净利 69.34 亿元（+7.67%）。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	29.29
一年最低/最高价	26.88/34.66
市净率(倍)	6.62
流通 A 股市值(百万元)	172287.87

基础数据

每股净资产(元)	4.43
资产负债率(%)	61.51
总股本(百万股)	6065.89
流通 A 股(百万股)	5882.14

相关研究

- 1、《伊利股份 (600887)：成本管控力持续验证，康饮布局稳步展开》2019-10-31
- 2、《伊利股份 (600887)：竞争态势短期波动，风物长宜放眼量》2019-08-30
- 3、《伊利股份 (600887)：Q1 收入超预期，品牌建设如期加码》2019-04-26

20Q1 疫情下明显承压。20Q1 实现营收 206.53 亿元 (-10.71%)，毛利率 37.46%(-2.49pct)，主要是买赠促销力度加大，保证渠道库存及时清理优化，以便于 Q2 轻装上阵。Q1 销售费用率 25.19%(+1.13pct)，主要是配合渠道库存清理，活动力度加大；管理费用率(含研发费用)4.84%(+0.36pct)，主要是提薪+摊销费用。综上 20Q1 实现净利率 5.61%(-4.27pct)，归母净利 11.43 亿元 (-49.78%)，扣非净利 13.69 亿元 (-37.27%)。

疫情下积极迎战，吹尽狂沙始到金。我们认为此次疫情公司发挥综合优势抵御风险后，将进一步催化行业集中趋势。尼尔森零研数据显示，19 年公司主打单品金典有机奶市场份额达 45.7%，居细分市场首位；20Q1 常温奶市占率达 39.3% (+1.1pct)，低温奶市占率 14.8% (+0.3pct)。公司将多措并举迎接挑战，**1) 创新战略延伸成长曲线：**19 年公司新品销售收入占比 19.4%，较上年同期提高了 4.6 个百分点。同期，乳矿饮料、奶酪、乳脂、包装饮用水等业务陆续启动，其将成为公司新的业绩增长点。20Q1 公司已推出安慕希新口味、饮料等多种新品，持续保持创新力。**2) 照顾多方利益保持可持续发展：**Q1 公司做到原奶应收尽收保障奶农利益，后续或存在员工提薪进一步激发组织活力。**3) 积极应对，行业领先：**公司在正月初四已经恢复工作，经销商复工也领先行业，目前渠道库存优化动作领先。**4) 成本端：**预计今年上游原奶实现低个位数增长，成本压力好于 19 年，优于年初判断。

盈利预测与投资评级：预计 20-22 年收入分别为 970/1064/1174 亿，同比 +7.5/9.7/10.3%，归母净利分别为 59/78/88 亿，同比-15.3/+32.5/+12.5%；对应 EPS 分别为 0.97/1.28/1.44 元，当前股价对应 PE 为 30/23/20X，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

伊利股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	25706	25919	31173	35663	营业收入	90223	96980	106416	117398
现金	11325	12284	15259	19802	减:营业成本	56392	61872	65851	72373
应收账款	1616	1304	1900	1635	营业税金及附加	577	621	681	751
存货	7715	6792	8648	8321	营业费用	21070	23275	25540	28528
其他流动资产	5050	5538	5366	5905	管理费用	4285	4655	5321	5635
非流动资产	34755	34793	35180	35669	财务费用	8	46	65	-41
长期股权投资	1961	2122	2312	2514	资产减值损失	-241	-120	156	199
固定资产	18296	19197	20125	20917	加:投资净收益	545	335	364	377
在建工程	6165	5159	4445	3934	其他收益	78	52	61	58
无形资产	1409	1459	1520	1592	营业利润	8280	7018	9227	10388
其他非流动资产	6925	6857	6779	6711	加:营业外净收支	-86	-90	-60	-60
资产总计	60461	60712	66353	71332	利润总额	8194	6928	9167	10328
流动负债	31432	31164	33662	34674	减:所得税费用	1243	1045	1371	a
短期借款	4560	4560	4560	4560	少数股东损益	17	11	15	17
应付账款	10501	10719	11866	12956	归属母公司净利润	6934	5872	7781	8758
其他流动负债	16372	15885	17236	17159	EBIT	8261	6909	9076	10111
非流动负债	2755	2359	1967	1577	EBITDA	10219	8949	11410	12771
长期借款	1971	1575	1183	793					
其他非流动负债	784	784	784	784	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	34187	33523	35629	36251	每股收益(元)	1.14	0.97	1.28	1.44
少数股东权益	143	154	169	186	每股净资产(元)	4.31	4.46	5.04	5.75
					发行在外股份(百万股)	6096	6066	6066	6066
归属母公司股东权益	26131	27035	30555	34896	ROIC(%)	21.1%	17.3%	20.9%	21.0%
负债和股东权益	60461	60712	66353	71332	ROE(%)	26.5%	21.6%	25.4%	25.0%
					毛利率(%)	37.5%	36.2%	38.1%	38.4%
现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	7.7%	6.1%	7.3%	7.5%
经营活动现金流	8455	7971	9989	12021	资产负债率(%)	56.5%	55.2%	53.7%	50.8%
投资活动现金流	-9999	-1690	-2296	-2713	收入增长率(%)	13.4%	7.5%	9.7%	10.3%
筹资活动现金流	-1016	-5322	-4718	-4765	净利润增长率(%)	7.7%	-15.3%	32.5%	12.5%
现金净增加额	-2498	959	2975	4542	P/E	25.62	30.26	22.83	20.29
折旧和摊销	1958	2040	2334	2659	P/B	6.80	6.57	5.81	5.09
资本开支	9243	-123	197	286	EV/EBITDA	16.95	19.22	14.78	12.82
营运资本变动	-761	390	218	1063					

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,并注明出处为东吴证券研究所,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>